
日本経済展望

2017年1月

 株式会社 **日本総合研究所**

調査部 マクロ経済研究センター

<http://www.jri.co.jp/report/medium/publication/japan>

目次

◆現状	p. 1
◆景気分析	p. 4
◆見通し	
経済	p. 9
物価、金融政策、金利	p. 10
◆内外市場データ	p. 11

調査部 マクロ経済研究センター（国内経済グループ）

●総括	下田 裕介	(Tel: 03-6833-0914	Mail: shimoda.yusuke@jri.co.jp)
●家計部門、雇用賃金	小方 尚子	(Tel: 03-6833-0478	Mail: ogata.naoko@jri.co.jp)
●ファンダメンタルズ	村瀬 拓人	(Tel: 03-6833-6096	Mail: murase.takuto@jri.co.jp)
●企業部門、外需	菊地 秀朗	(Tel: 03-6833-6228	Mail: kikuchi.hideaki@jri.co.jp)
●ファンダメンタルズ（現状分析）	伊藤 綾香	(Tel: 03-6833-6967	Mail: ito.tP24777@jri.co.jp)

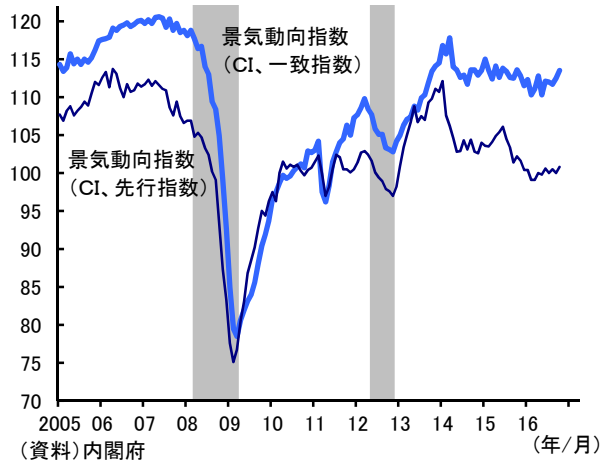
◆本資料は2016年12月29日時点で利用可能な情報をもとに作成しています。

概況：景気は緩やかに持ち直すものの、一部で伸び悩み

景気

消費財や投資財などの出荷増を受け、一致指数は1年ぶりの水準まで上昇

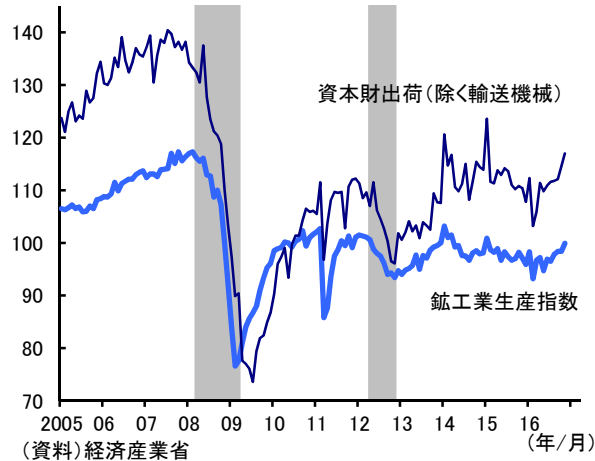
(2010年=100)



企業

生産は持ち直しの動きが持続
出荷は電子部品など幅広い業種で増加

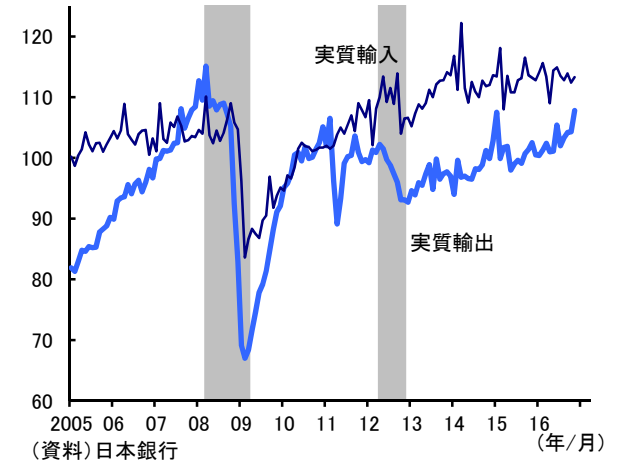
(2010年=100)



外需

輸出は5ヵ月ぶりの高い伸び
輸入は内需の伸び悩みを受け一進一退

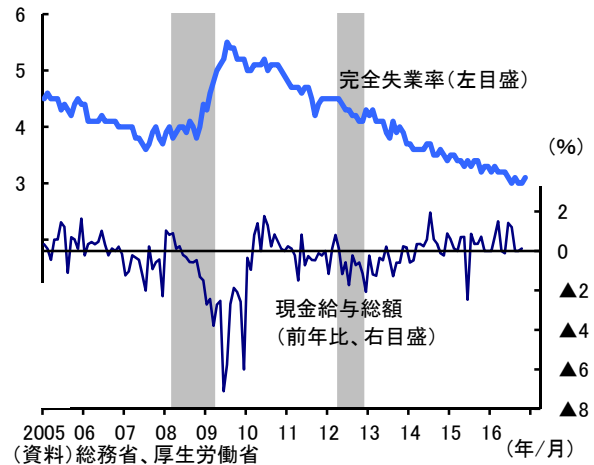
(2010年=100)



雇用所得

失業率は低水準で推移
名目賃金は所定内給与のプラスが持続

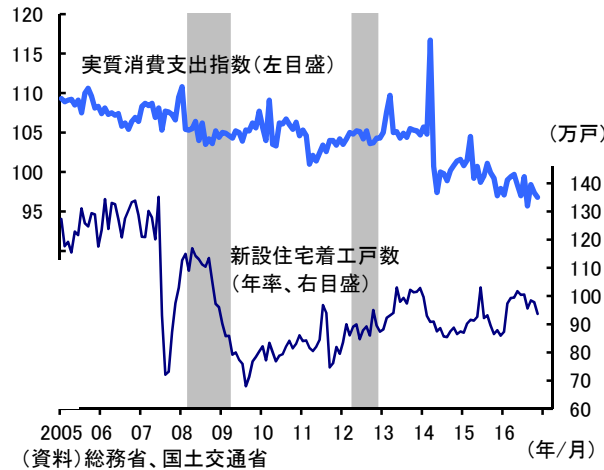
(%)



家計

消費は食品高騰で買い控えの動き
住宅着工は減少傾向

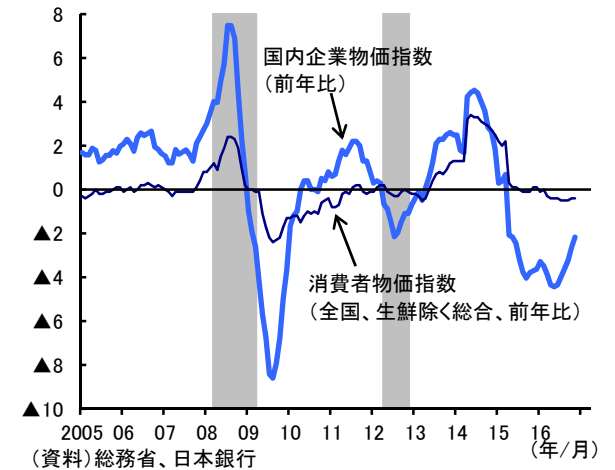
(2015年=100)



物価

企業物価は6ヵ月連続でマイナス幅縮小
消費者物価は前年割れが持続

(%)



※シャドー一部は景気後退期

生産・輸出が持ち直す一方、個人消費は力強さを欠く状況

現状

景気分析

見通し

◆景気は緩やかに持ち直し

わが国景気は、緩やかに持ち直し。企業の生産活動をみると、2016年11月の鉱工業生産指数は2ヵ月ぶりの前月比上昇。業種別では、産業用ロボットの生産が増加した一般機械や自動車をはじめとする輸送機械がプラス。予測指数によると、在庫調整が概ね一巡し、出荷も増加するなか、年初にかけて増産の動きが続く見込み。

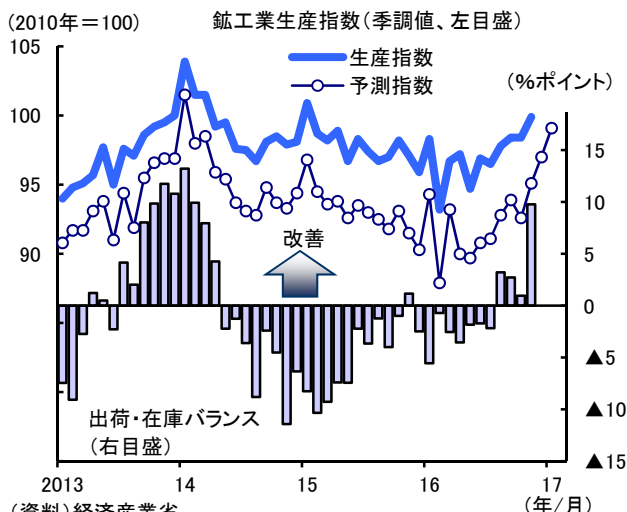
外需については、実質輸出が緩やかに持ち直し。EU向けの自動車などが減少したものの、中国・アジア向けの半導体等電子部品や自動車部品が増加し、企業の生産活動を下支え。

◆家計部門は回復ペースにばらつき

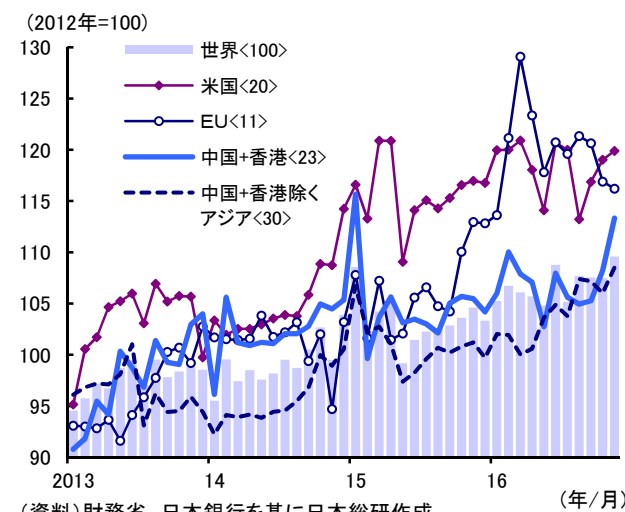
一方、家計部門では、回復ペースにばらつき。雇用所得環境をみると、基本給にあたる所定内給与が4ヵ月連続で前年比プラス。雇用者数は、11月に3ヵ月ぶりに減少したものの、人手不足などを背景に、総じて増加傾向が持続。完全失業率も低水準で推移。

もともと、良好な雇用所得環境にもかかわらず、個人消費は力強さを欠く状況。消費者マインドの低迷が続くなか、節約志向は根強く、百貨店では衣料品などの販売額が伸び悩み。

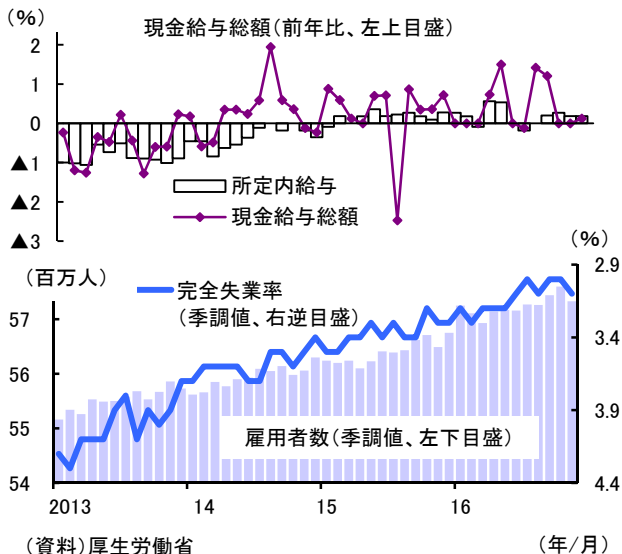
鉱工業生産指数と出荷・在庫バランス



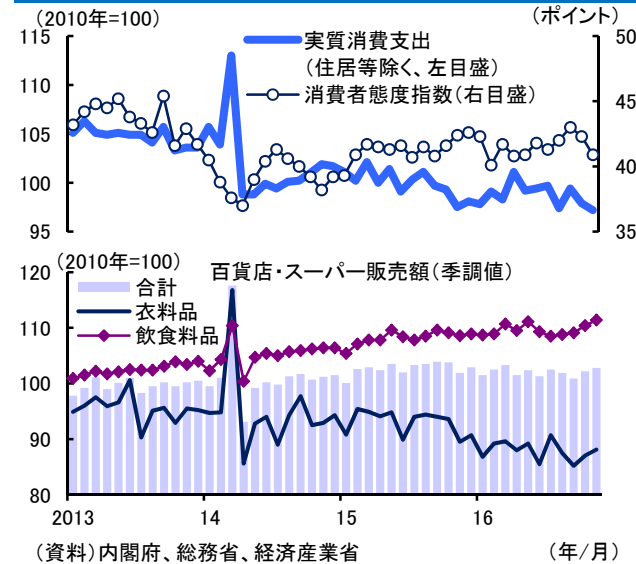
実質輸出(季調値)



雇用・所得関連指標



消費関連指標



日銀短観：米大統領選後の円安・株高で景況感改善

現状

景気分析

見通し

◆景況感は円安・株高で改善

2016年12月の大企業の業況判断DIは、製造業が米大統領選後の円安・株高を受け、+10%ポイントと6四半期ぶりに前回調査対比改善(+4%ポイント)。一方、非製造業は+18%ポイントで、同横ばい。

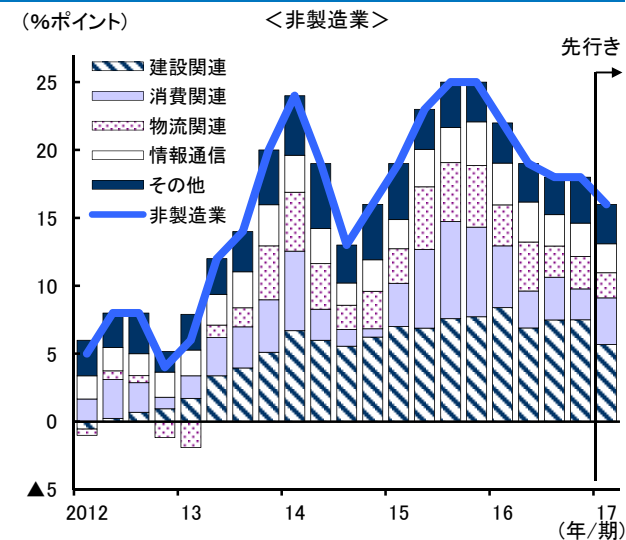
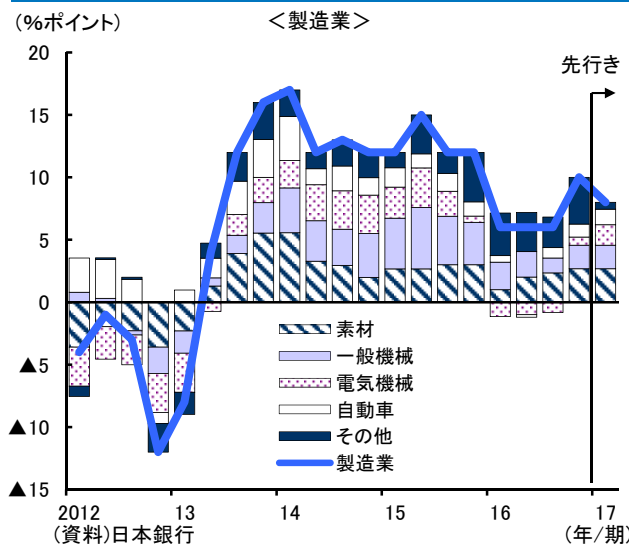
業種別にみると、製造業では、在庫調整が進展した自動車、輸出が増加した一般・電気機械、商品市況の改善を受けた素材など総じて改善。非製造業では、公共事業や再開発事業を背景に建設関連は堅調な一方、インバウンド需要の一巡を受け、消費関連が悪化。

先行きは、11月以降の円安による収益押し上げが景況感の下支えに寄与する見込み。もっとも、米トランプ次期大統領の政策運営など海外情勢の不透明感から、総じて慎重姿勢。

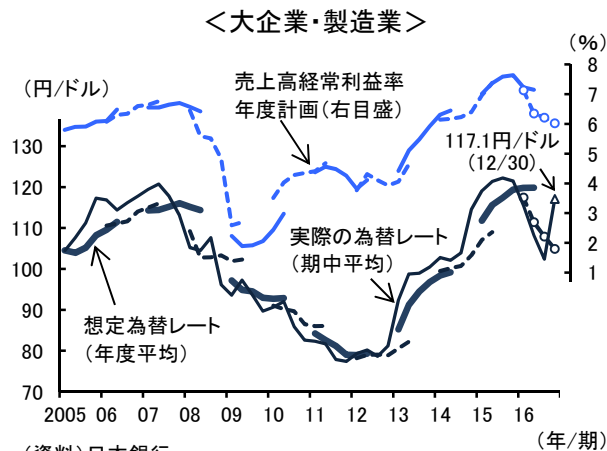
◆設備投資計画はやや慎重

2016年度の設備投資計画は、全規模・全産業で前年度比+1.8%と、前回調査対比+0.2%の小幅上方修正。大企業では、製造業のほか非製造業でも下方修正となっており、内外経済の不透明感などを背景に、例年の足取りに比べ、やや慎重な計画に。

大企業の業況判断DI



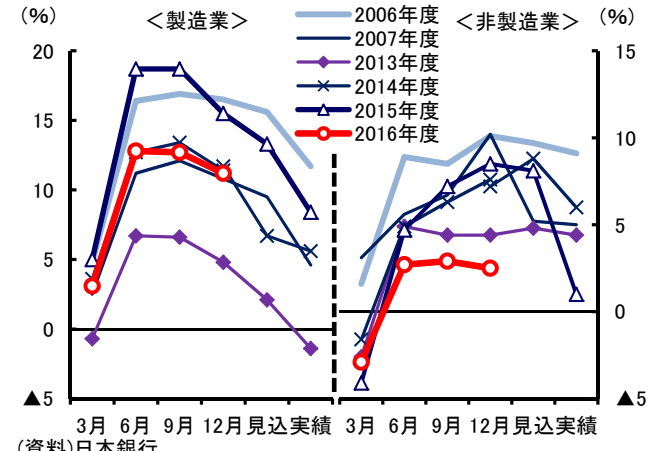
売上高経常利益率計画と想定為替レート



(資料)日本銀行

(注)売上高経常利益率年度計画と想定為替レートは、3月調査→6月調査→9月調査→12月調査→実績見込み→実績の順に各年度をプロット。直近○は16年度計画。

設備投資額の足取り(大企業、前年度比)



(資料)日本銀行

(注)土地投資額を含み、ソフトウェアを含まない。14年12月調査は調査対象企業の見直しにより、新ベースと旧ベースのデータを併記。

輸出は緩やかに持ち直すも、外需環境にはなお厳しさ

◆インバウンド需要が頭打ち

外需動向をみると、まず、インバウンド需要が頭打ち。2016年入り後の円高を受け、訪日客数は増勢が鈍化し、一人当たり消費額も大幅減。もっとも、足許で円安が進んだこと、アジア新興国の所得拡大が続くことなどから、インバウンド需要は高水準を維持する見込み。

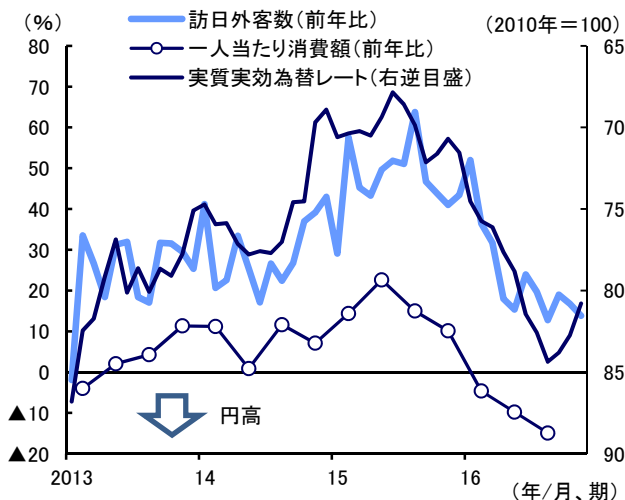
◆当面、財輸出の持ち直しは緩慢

財輸出では、中国・アジア新興国の所得拡大や、わが国製品のブランド認知度の高まりなどを背景に、非耐久消費財が堅調。一方、主力の資本財は、2015年入り後に弱含んだものの、足許でアジア向けを中心にやや持ち直し。

わが国財輸出は、2割を占める米国向けに限らず、アジア向け中間財輸出の最終需要先に占める米国のシェアも大きい。先行き、米国トランプ新政権の減税政策等で、米国個人消費が上振れすれば、輸出の押し上げ要因に。

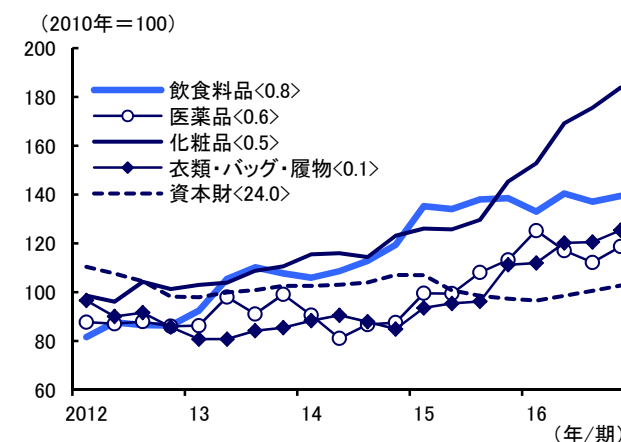
もっとも、製造拠点の海外移管の進展に伴い、海外需要の増加には海外生産で対応するケースが拡大。この先円安基調が続いても、財輸出の押し上げ効果は限定的にとどまる見通し。

訪日外国人旅行消費額と実質実効為替レート



(資料)観光庁「訪日外国人消費動向調査」、日本銀行

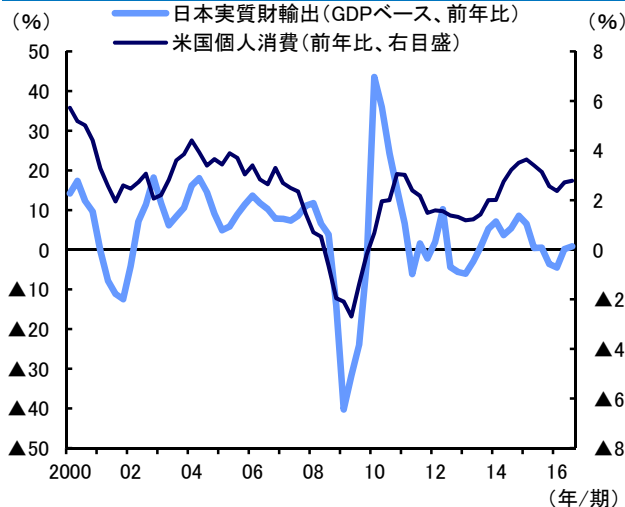
非耐久消費財・資本財実質輸出



(資料)財務省「貿易統計」、日本銀行「企業物価指数」等を基に日本総研作成

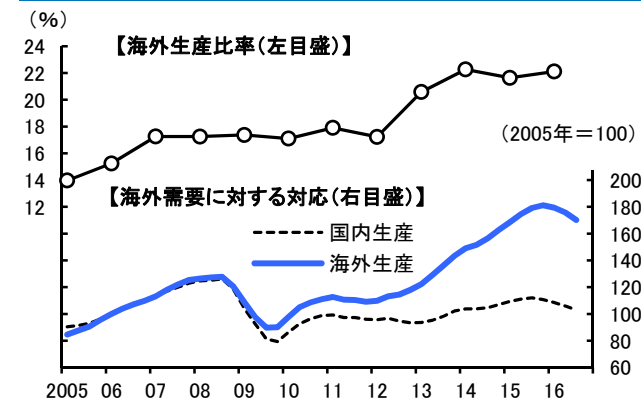
(注)凡例<内>は2015年名目輸出額に占めるシェア。直近は10~11月平均。

米国実質個人消費と日本実質財輸出



(資料)米商務省、内閣府

海外生産比率と海外需要への対応



(資料)内閣府、経済産業省、財務省を基に日本総研作成

(注1)海外生産比率は、年度調査の計数を年度末に図示。

(注2)海外需要に対する対応は、国内生産が名目財輸出、海外生産が海外現地法人の売上高(除く日本向け)。両計数ともに後方4期移動平均。

企業収益・設備投資には底堅さ

◆企業収益には底堅さ

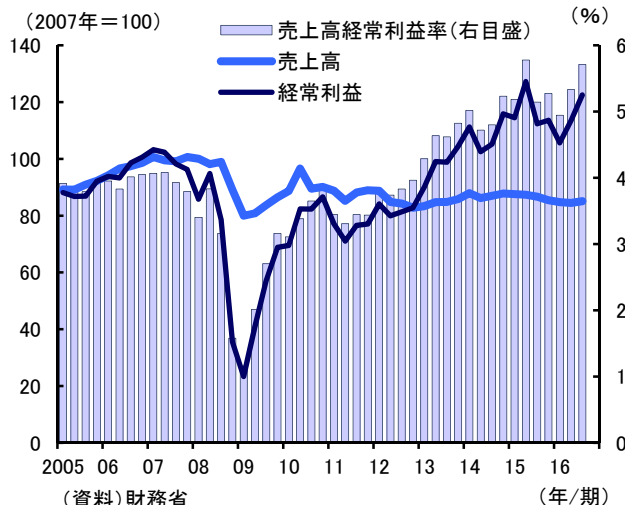
企業部門についてみると、売上高は、輸出の持ち直しや住宅投資の増加などを背景に底打ち。一方、経常利益は、人件費の伸び抑制や、原材料価格の下落を受けた変動費の抑制などを背景に、高水準を維持。内需が依然脆弱ななか、売上高の力強い伸びは期待しにくいものの、企業の経営体質は良好。足許で想定為替レートを大きく超えて円安が進んでいることもあり、企業収益は緩やかに持ち直していく見込み。

◆雇用所得・設備投資の腰折れは回避

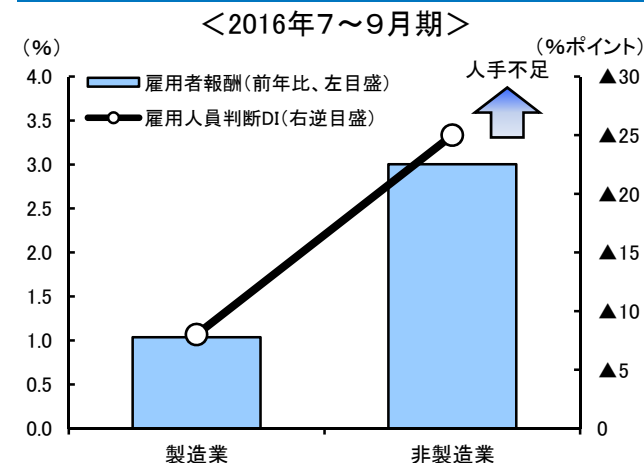
企業にとって、人手不足感は依然として強く、非製造業を中心に雇用所得環境は改善が続く見込み。

設備投資については、製造業の生産能力の削減ペースが緩慢で、稼働率が高まらないなか、能力増強投資は伸び悩む見込み。もっとも、設備の老朽化などを背景に、維持・更新投資を進める企業は多く、これが下支え要因に。加えて、人手不足に伴う合理化・省力化投資、インバウンド関連産業の設備投資もプラスに作用。これらに支えられて、設備投資は緩やかに回復していく見通し。

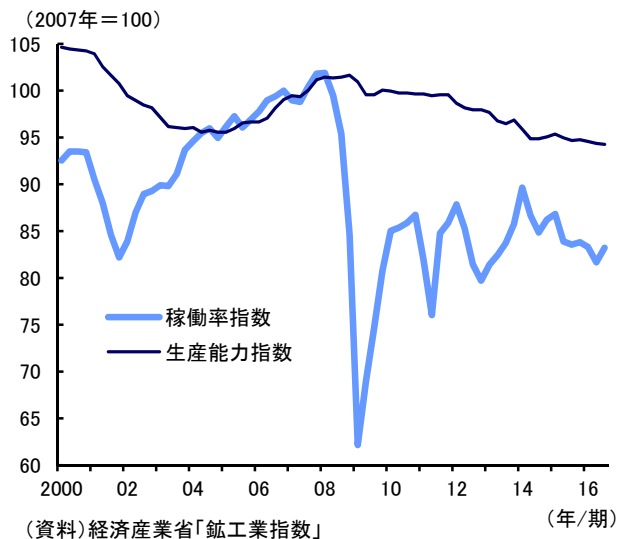
法人企業の売上高と経常利益率(季調値)



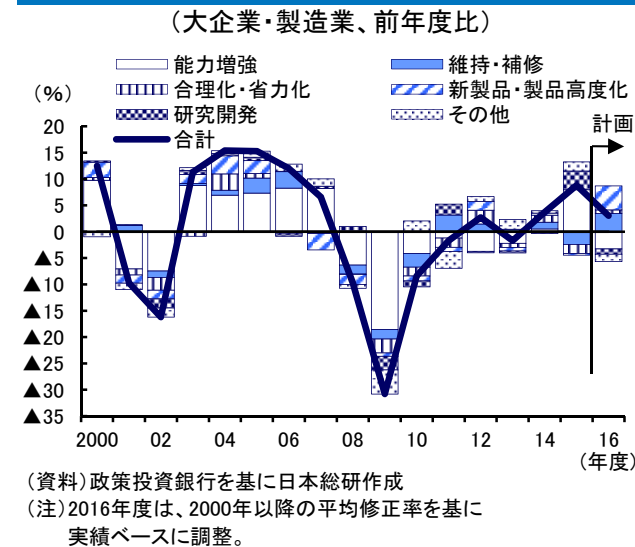
雇用者報酬増加率と人手不足感



製造工業生産能力と稼働率指数



目的別設備投資額



可処分所得の伸び悩みが消費を抑制

◆個人消費は低迷が長期化

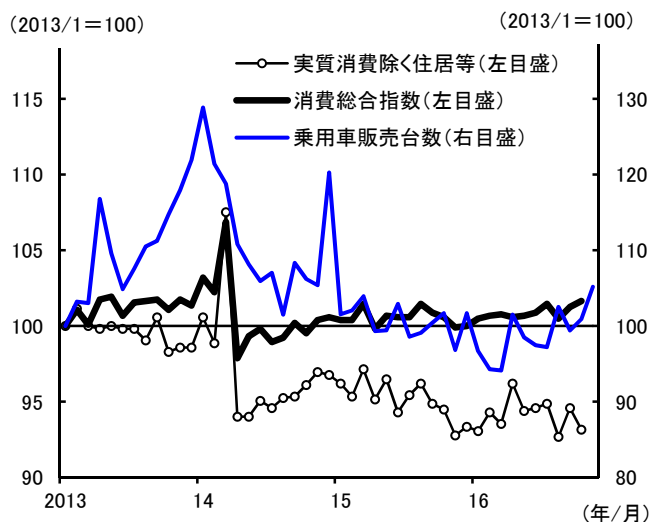
消費は低空飛行が持続。夏場以降、天候要因が下押しに作用したほか、購入支援策や消費増税前の駆け込みによる需要先食いに伴う耐久消費財の買い控えが持続。非耐久財では、消費増税前後から新製品投入で売り上げ確保を図る動きが奏功してきたものの、2016年度にはこの効果が薄れる動き。

こうした循環的・一時的要因に加え、社会保険料等の増加に伴う可処分所得の伸び悩みが構造要因として消費抑制に作用。将来の負担増に対する生活防衛意識の高まりも消費を下押ししている可能性。特に将来不安が強い若年層で消費性向の低下傾向が鮮明に。

◆引き続き緩慢な消費回復

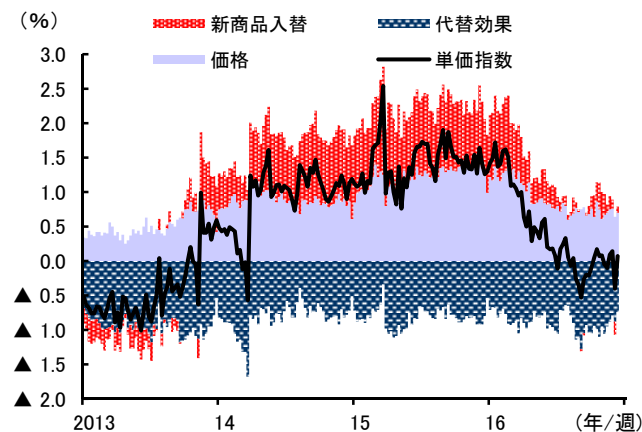
先行きを展望すると、人手不足を背景とする雇用環境の改善がプラスに作用する見込み。もっとも、賃金の上昇加速は期待薄。企業収益の悪化をうけて、今春闘の賃金上昇率を前年並みに抑える企業が増える見込み。さらに、団塊ジュニア世代が40歳代に入るなか、管理職ポストの不足が賃金上昇ペースの抑制に作用するという人口動態面からの下押し圧力も。このため、雇用者報酬の伸びは緩やかにとどまる見通し。さらに、社会保険料負担等の増加や、自営業主等の減少が可処分所得の下押しに作用。所得改善ペースが加速しないなか、引き続き個人消費は緩やかな増加にとどまる見込み。

消費指標



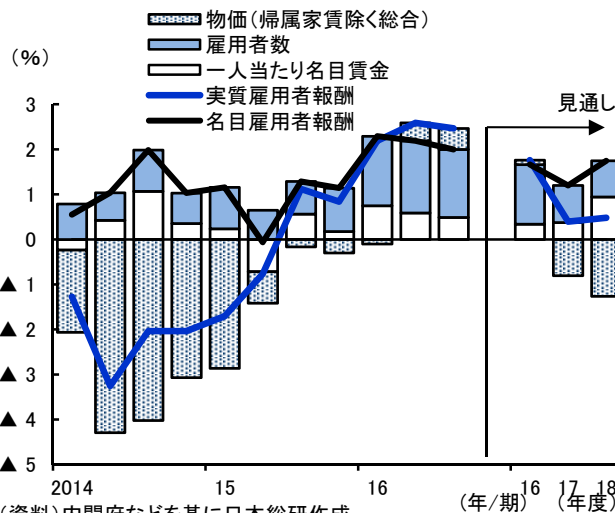
(資料)内閣府、総務省、自販連

消費者購買単価指数(前年比)



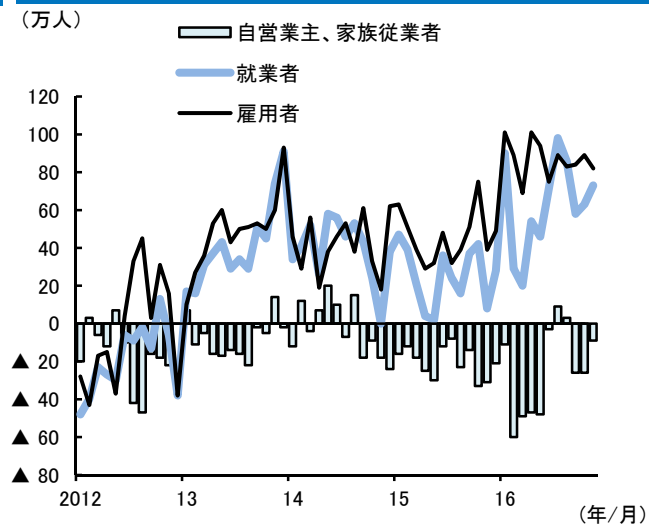
(資料)一橋大学消費者購買単価指数
(注)価格は継続商品の価格変化(物価変動に相当)、代替効果は継続商品内で割安商品の販売が伸びる効果。新商品入替は、継続商品より高い新商品導入と低い商品の減衰の影響。

雇用者報酬(前年比)



(資料)内閣府などを基に日本総研作成

就業者数(前年差)



(資料)総務省

経済対策による17年度の成長率押し上げは+0.3%ポイント

◆公共投資中心の経済対策

政府は、2016年8月に事業規模28兆円超の経済対策を閣議決定。11月には、財源の裏付けとなる2016年度第2次補正予算が成立。内訳をみると、「21世紀型のインフラ整備」や「熊本地震・東日本大震災の復興、防災強化」などの金額が大きいことから、公共投資の増加が景気を一定程度押し上げると期待。

◆景気押し上げ効果には不透明な面も

もともと、今回の経済対策は、大幅な景気押し上げにつながらない可能性。まず、対策に含まれる家計支援策については規模が小さく、将来不安の強まりが個人消費の下押しに作用するなか、消費押し上げ効果は限定的となる公算。一方、ウェイトの大きい公共事業については、都心部の再開発といった民間の投資案件の増加を背景に建設労働者の不足感が根強いなか、進捗が遅れる恐れ。

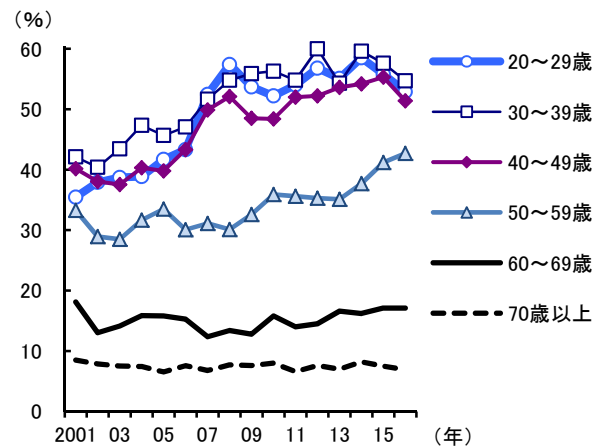
こうした点を踏まえ、経済対策による景気押し上げ効果を試算すると、2016年度、2017年度の成長率をそれぞれ、+0.1%ポイント、+0.3%ポイント押し上げる見込み。

2016年8月に閣議決定された経済対策の概要

一億総活躍社会の実現の加速(事業規模:3.5兆円)	
保育・介護の受け皿整備、保育・介護士の処遇改善 雇用保険料の時限的な引き下げ 簡素な給付措置(低所得者向けの現金給付)	うち国・地方の 財政支出 (2.5兆円)
21世紀型のインフラ整備(事業規模:10.7兆円)	
観光インフラの整備(港湾や空港機能の強化) 農林水産物の輸出基地・輸出対応型施設の整備 リニア中央新幹線・整備新幹線の整備加速	うち国・地方の 財政支出 (1.7兆円)
英国のEU離脱に伴うリスクへの対応(事業規模:10.9兆円)	
中小企業・小規模事業者の資金繰り支援 地方創生推進交付金の創設	うち国・地方の 財政支出 (0.6兆円)
熊本地震・東日本大震災の復興、防災強化 (事業規模:3.0兆円)	
熊本地震・東日本大震災からの復旧・復興 公共インフラなどの耐震化・老朽化対策	うち国・地方の 財政支出 (2.7兆円)

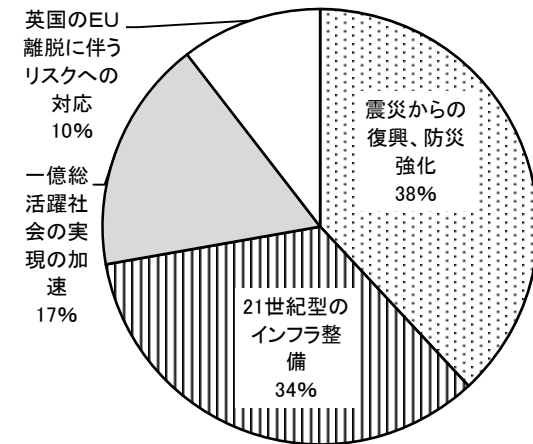
(資料)内閣府を基に日本総研作成

今後の生活の力点として「貯蓄や投資など将来に備える」と答えた割合



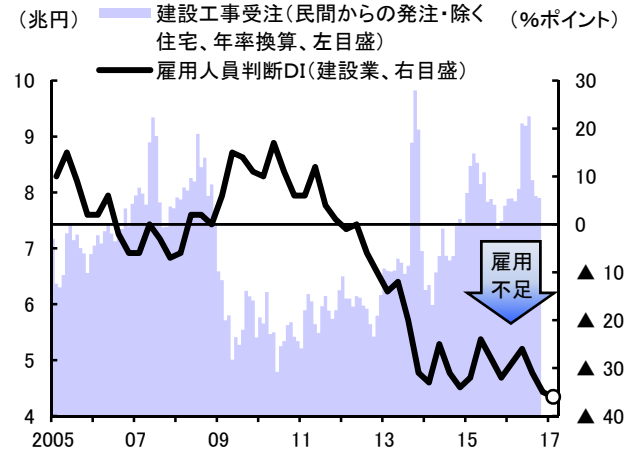
(資料)内閣府「国民生活に関する世論調査」
(注)2016年の20~29歳は、18~29歳に調査対象が変更。

2016年度第2次補正予算の歳出シェア



(資料)財務省を基に日本総研作成
(注)既定予算の減額を除く4.1兆円に占めるシェア。

建設業の人手不足と民間からの建設工事受注



(資料)国土交通省、日本銀行を基に日本総研作成 (年/期/月)
(注1)雇用人員判断DIの直近は、2016年12月調査の先行き。
(注2)建設工事受注は、後方3ヵ月移動平均。

米新政権はわが国経済にプラス効果も、過度の期待は禁物

◆積極財政で米国景気は浮揚

米国のトランプ新政権の政策運営能力は現時点で不透明ながら、公約よりも規模は縮小しつつも、減税策やインフラ投資が実施されることで、米国経済の成長ペースは2017年後半から加速の見込み。また、極端に保護主義的な姿勢を控え、ドル高も緩やかであれば容認すると想定。この結果、わが国でも輸出増や株高などを通じたプラス影響が期待可能。

もともと、わが国企業の米国での現地生産が拡大していることから、輸出が大幅に増加する公算は小。また、米国に比べて株高による資産効果が小さいことから、個人消費の浮揚効果も小幅。これらを勘案すれば、米国景気上振れによるプラス効果は限定的にとどまる見通し。

◆政策運営次第では大きなリスク

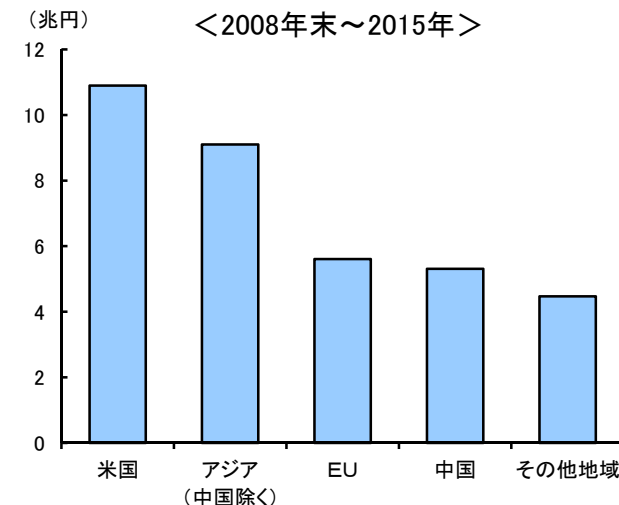
さらに、トランプ新政権が、選挙戦で示した保護主義的な貿易政策やドル安志向を強く打ち出す可能性も否定できず。この場合、大幅な円高が進行し、輸出や企業収益の減少を通じ、わが国景気にもマイナス影響。

トランプ氏が掲げる主な経済政策

	政策内容
法人税	・法人税率を35%から15%に引き下げ ・海外利益の米国内に還流時の課税は10%
所得税	・税率区分を7から3に簡素化、全区分で減税 ・育児や介護費用を税額控除
インフラ投資	・10年で1兆ドル
金融	・ドッド=フランク法全廃
環境	・パリ協定脱退 ・環境規制撤廃 ・キーストーンパイプライン建設を承認
医療	・オバマケア廃止
貿易	・TPP反対 ・NAFTA再交渉
為替	・中国を為替操作国に認定

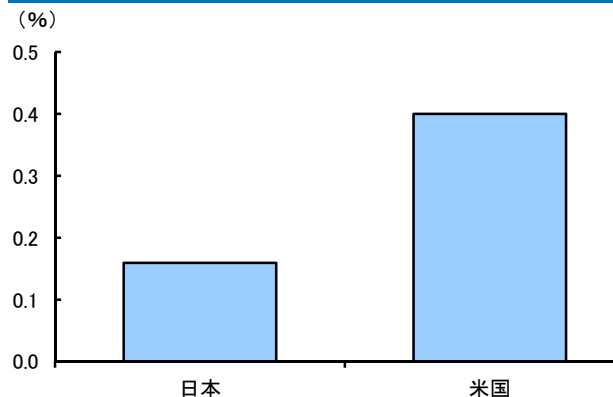
(資料)各種報道を基に日本総研作成

製造業の直接投資残高の増加幅



(資料)日本銀行「国際収支統計」

10%の株高による消費押し上げ効果



(資料)内閣府、BEAなどを基に日本総研作成

(注1)日本は、雇用者報酬、日経平均株価、高齢化比率を説明変数とした消費関数を推計。

(注2)米国は、可処分所得、NYダウ、住宅価格などを説明変数とした消費関数を推計。

10円/ドルの円高の2017年度企業収益への影響

	輸出入を通じた影響	海外からの受取収益を通じた影響	合計 (億円)	増減率 (%)
合計	10,736	▲ 23,179	▲ 12,444	▲ 1.8
製造業	7,356	▲ 19,184	▲ 11,828	▲ 5.7
素材業種	7,707	▲ 2,990	4,717	7.6
加工業種	▲ 350	▲ 16,194	▲ 16,545	▲ 11.4
非製造業	3,379	▲ 3,995	▲ 616	▲ 0.1
電気・ガス	2,600	▲ 13	2,587	60.4
その他	779	▲ 3,982	▲ 3,203	▲ 0.7

(資料)財務省、総務省などを基に日本総研作成

(注1)マクロモデル・シミュレーションの結果などを基に試算。

(注2)為替レートが輸出数量に与える影響が、近年低下していることを加味。

緩やかな景気回復基調が続く公算

◆年率1%前後のプラス成長に

景気の先行きを展望すると、①都心部での再開発や宿泊施設など非製造業の建設投資や、②人手不足などを背景とした雇用所得環境の改善、が景気下支えに作用。経済対策に伴う公共投資の増加もプラスに作用するため、景気回復基調が続く見込み。

もともと、企業部門では、国内の過剰設備を背景に、製造業の設備投資に弾みがつき難い状況。家計部門でも、社会保険料負担の増加や、若年層を中心とした将来不安の強まりなどが消費下押しに作用する見込み。結果として、2016年度、2017年度の成長率は、+1%程度の緩やかな成長ペースが続く見通し。

2018年度は、経済対策の押し上げ効果が一巡するものの、政府は景気失速を回避するため、新たな経済対策を策定する見込み。米国を中心とした海外経済の成長ペースの加速も輸出の下支えに作用することで、+1%程度の成長ペースを維持する公算。

わが国主要経済指標の予測値(2016年12月29日時点)

(四半期は前期比年率、%、%ポイント)

	2017年											2018年				2019年			
	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	2015年度	2016年度	2017年度	2018年度				
	(実績)	(予測)										(実績)	(予測)						
実質GDP	1.3	0.5	0.8	1.1	1.0	0.7	0.8	1.0	1.1	1.1	1.0	1.3	1.2	0.9	1.0				
個人消費	1.3	0.6	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5	0.7	0.6	0.6				
住宅投資	10.9	3.1	▲3.6	▲3.9	▲2.7	▲1.0	0.2	0.5	0.8	1.5	1.7	2.7	6.6	▲1.3	0.3				
設備投資	▲1.4	2.1	2.2	2.3	2.4	2.4	2.5	2.5	2.6	2.6	2.6	0.6	1.6	2.1	2.5				
在庫投資 (寄与度)	(▲1.1)	(▲0.2)	(▲0.1)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.4)	(▲0.2)	(▲0.1)	(▲0.0)				
政府消費	1.2	0.6	0.8	1.0	1.0	1.1	1.1	1.2	1.2	1.2	1.2	2.0	0.7	0.9	1.2				
公共投資	0.3	▲2.6	8.9	11.0	6.4	▲2.8	▲2.4	0.8	1.1	0.1	▲0.8	▲2.0	0.0	4.6	▲0.1				
純輸出 (寄与度)	(1.3)	(▲0.0)	(▲0.1)	(▲0.1)	(▲0.1)	(0.0)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.2)	(0.4)	(0.0)	(0.0)				
輸出	6.5	1.9	2.0	2.4	2.5	2.5	2.6	2.7	2.8	2.8	2.8	0.8	1.0	2.5	2.7				
輸入	▲1.4	2.2	2.9	3.2	3.2	2.6	2.4	2.4	2.5	2.5	2.5	▲0.2	▲1.4	2.6	2.5				

(前年比、%)

名目GDP	0.9	1.3	1.0	1.1	1.2	1.3	1.3	1.2	1.3	1.4	1.6	2.8	1.1	1.2	1.4
GDPデフレーター	▲0.2	▲0.3	▲0.1	0.1	0.5	0.4	0.3	0.3	0.4	0.4	0.5	1.4	▲0.0	0.3	0.4
消費者物価 (除く生鮮)	▲0.5	▲0.4	0.2	0.5	0.8	1.0	1.0	1.1	1.1	1.1	1.2	0.0	▲0.3	0.8	1.1
鉱工業生産	0.4	2.5	4.5	3.9	2.9	1.4	1.9	1.1	0.8	0.7	0.8	▲1.0	1.4	2.5	0.8

完全失業率 (%)	3.1	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	3.3	3.1	3.0	2.9
経常収支 (兆円)	5.76	3.67	5.53	3.55	4.83	3.09	5.11	3.96	5.61	3.82	5.88	18.00	19.56	16.58	19.25
対名目GDP比 (%)	4.4	2.6	4.1	2.6	3.6	2.2	3.7	2.9	4.2	2.7	4.2	3.4	3.6	3.0	3.5
円ドル相場 (円/ドル)	102	112	117	113	114	115	115	116	116	117	117	120	110	114	117
原油輸入価格 (ドル/バレル)	46	46	53	54	57	59	60	61	62	63	64	49	47	57	63

(資料)内閣府、総務省、経済産業省、財務省などを基に日本総研作成

海外経済の前提

(前年比、%)

	2016年	2017年	2018年
	(予測)		
米国	1.6	2.6	2.8
ユーロ圏	1.6	1.3	1.5
中国	6.7	6.5	6.4

過去の実質GDP予測値

(前年比、%)

	2016年度	2017年度	2018年度
	(予測)		
10月号	0.8	0.9	
11月号	0.8	0.9	
12月号	1.0	0.9	1.0

物価は近く上昇へ、長期金利はゼロ%近辺で推移

◆物価は上昇へ

コアCPIは小幅下落が持続。もつとも、今後は原油価格が上昇に転じるため、徐々に下落局面を脱する見通し。加えて、足許の円安基調が定着すれば、輸入価格の上昇を通じて物価押し上げに寄与する見込み。ちなみに、エネルギー価格上昇と円安は、2017年度のコアCPI上昇率をそれぞれ+0.1%ポイント強、+0.2%ポイント押し上げる見込み。

ただし、国内景気や賃金上昇に弾みが見つからないとみられることから、コアCPIの騰勢は、2018年度にかけて日銀の目標を下回るペースにとどまる見通し。

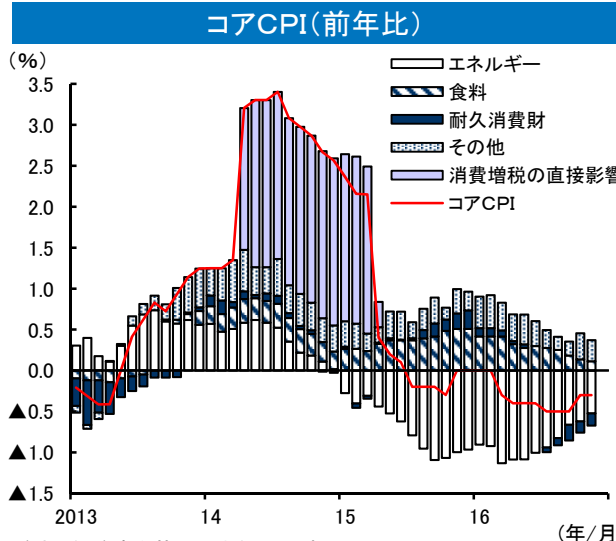
◆短期金利は現行水準を維持

日銀は、2016年12月19、20日の金融政策決定会合で、現状の金融政策の維持を決定。9月下旬に導入した新たな枠組みのもとで、緩和策の影響・効果を見極める姿勢。

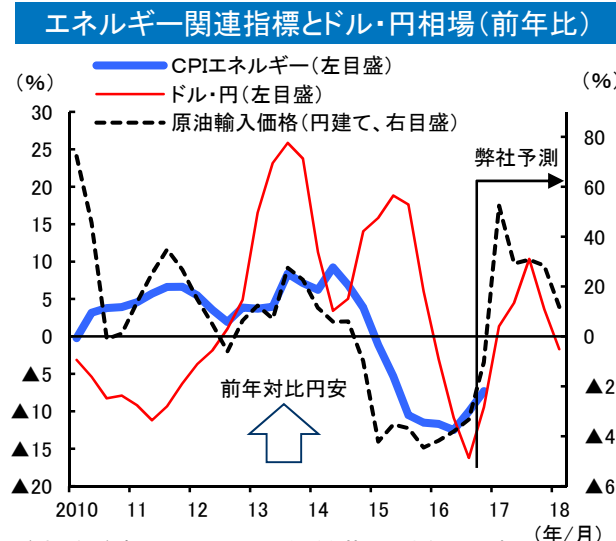
先行き、政策金利については、為替の円安基調が続くとみられるなか、当面は現行水準（▲0.1%）を維持する見込み。

◆長期金利は概ねゼロ%程度で推移

一方、長期金利は、米長期金利の上昇を受けて上振れ圧力が高まる見込み。もつとも、日銀によるイールドカーブ・コントロール政策のもとでの国債購入が、金利上昇圧力を吸収するため、小幅プラス圏をメインに概ねゼロ%程度の水準で推移する見通し。



(資料)総務省を基に日本総研作成
(注)エネルギー、食料、耐久消費財などは消費税の影響を除く。



(資料)総務省、Bloomberg L.P.などを基に日本総研作成
(注)CPIエネルギーの直近は2016年10～11月実績値。

わが国主要金利の見通し

