



SHINSEI BANK

Shinsei Economic Report

2016年5月24日
新生銀行 金融調査部
MRFRD-20160004

消費の実態は弱く、景気は停滞との見方を維持 ～2016・2017年度の日本経済の見通し～

実質 GDP の予想

2016年度	(増税あり)	0.5%	⇒	(増税なし)	0.5%
2017年度	(増税あり)	▲0.3%	⇒	(増税なし)	1.3%

要旨

Q1 GDPがポジティブ・サプライズでも景気は横ばい圏内に留まる動き

5月18日に公表された2016年1-3月期の実質GDPは、当部予想・市場予想を大幅に上振れる結果(前期比年率、+1.7%)となった。しかし、うるう年効果を除けば0.7%程度の伸びとみられ、前の期の落ち込み(▲1.7%、2015年10-12月期)の一部を取り戻すのに留まった。内容をみても、消費の実態は弱く、設備投資がマイナスに落ち込むなど景気は停滞しているとの見方を変更するほどの強さでもなかった。

Q1の消費上振れはQ2には剥落、2016年度の成長を若干押し下げへ

このため、先行きの回復が緩やかなものに留まるとの見方に変わりはなく、むしろ2016年1-3月期に強く出た消費は、4-6月期には反動減として押し下げ要因となるとみている。2016年度の経済成長見通しを微修正し+0.5%とした(5月11日の本レポートでは+0.6%)。2017年度は前回同様、消費増税の反動減による落ち込みから▲0.3%となるとみている(前回▲0.3%)。

消費デフレーターはアベノミクス開始以降、最大の落ち込み。

アベノミクス開始以降では、GDPデフレーター伸び率がそれまでのマイナスからプラスに転換する「名実逆転」となり、増税時を除くピークには+0.7%に到達した(2015年1-3月期)。しかし、2016年1-3月期のデフレーターは+0.1%まで伸び幅が縮小しており、消費デフレーターは▲0.6%となり、アベノミクス開始以降(=2013年10-12月期以降)で最大の落ち込みとなった。GDPデフレーター先行きは16年度+0.7%、17年度+0.6%と鈍化を見込んでいる。

増税なしなら平均1%成長を見込む

なお、サミット後にも判断が示されるとされる2017年4月からの消費増税が見送られた場合、2016年度は駆け込み需要の反動減と実質所得の増加が相殺され0.5%のまま、2017年度は後者のプラス効果により+1.3%を見込んでいる。

2015 年度は前年度の落ち込みを回復せず

1-3 月期のうるう年効果による押し上げは、4-6 月期には剥落へ

2016 年度の消費の押し下げ要因となる見込み

1. 消費の低迷を背景とした日本経済の停滞の見方を維持: 成長の微修正

景気の現状をみると、2015 年度の実質 GDP¹は+0.8%となり、2 年振りにプラス成長となった。しかし 14 年度の落ち込み分（▲0.9%）を取り戻すほどではなく、実質 GDP は 2015 年 1-3 月期以降 530 兆円前後で横ばいの動きとなっている。

当部は 5 月 18 日に公表された 2016 年 1-3 月期 QE を踏まえて、実質 GDP の見通しを 2016 年度+0.5%（前回+0.6%）、2017 年度▲0.3%（前回から変わらず）とした（図表 1）。2016 年度は前回（5 月 11 日）の見通しよりも 0.1%ポイントの下方修正としたのは景気見通しの変更ではなく、本年 1-3 月期 GDP の実績を踏まえた微修正のためである。2016 年度 1-3 月期の消費が当部予想を上振れたこと、またこの上振れが一時的とみていることが主因である。同期の実質民間最終消費は +0.5%と当部予想（▲0.1%）を上回った。しかし、この上振れの要因は（1）デフレーター²の落ち込みによる実質消費の押し上げ（後述）、（2）うるう年効果による一時的な押し上げ効果であるとみられる。特にうるう年効果は同 4-6 月期には一転して消費の押し下げ要因となるとみている。これを反映し、2016 年度の実質個人消費を前回の+0.1%から+0.0%へと下方修正した。

2016・2017 年度の経済見通しに最も大きな影響を与える需要項目は消費であり、消費増税の有無によって大きな影響を受けるとみている。このため、まず消費を詳しく見ていきたい。

図表 1 消費増税を織り込んだ2016～2017年度の経済見通し：
経済見通し（2014・2015年度実績、2016・2017年度予測）

		年度				
		2014 実績	2015 実績	2016 予測	2017 予測	
1	実質国内総生産	前年度比(%)	▲ 0.9	0.8	0.5	▲ 0.3
2	実質民間最終消費支出	前年度比(%)	▲ 2.9	▲ 0.3	0.0	▲ 1.9
3	実質民間住宅投資	前年度比(%)	▲ 11.7	2.4	2.7	▲ 5.7
4	実質民間企業設備投資	前年度比(%)	0.1	1.6	2.8	2.5
5	実質政府最終消費支出	前年度比(%)	0.1	1.6	0.8	0.3
6	実質公的固定資本形成	前年度比(%)	▲ 2.6	▲ 2.2	▲ 0.3	▲ 1.8
7	実質財貨・サービス輸出	前年度比(%)	7.9	0.4	3.2	2.9
8	実質財貨・サービス輸入	前年度比(%)	3.4	▲ 0.1	2.6	▲ 0.0
9	名目国内総生産	前年度比(%)	1.5	2.2	1.1	0.3
10	実質国内総生産	年度(兆円)	524.8	529.0	531.6	529.9
11	実質民間最終消費支出	年度(兆円)	307.2	306.2	306.3	300.6
12	実質民間住宅投資	年度(兆円)	13.1	13.5	13.8	13.0
13	実質民間企業設備投資	年度(兆円)	70.7	71.9	73.9	75.7
14	実質政府最終消費支出	年度(兆円)	102.3	104.0	104.8	105.0
15	実質公的固定資本形成	年度(兆円)	21.8	21.3	21.2	20.9
16	実質財貨・サービス輸出	年度(兆円)	91.7	92.0	95.0	97.8
17	実質財貨・サービス輸入	年度(兆円)	80.4	80.3	82.4	82.4
18	名目国内総生産	年度(兆円)	489.6	500.3	505.9	507.4
19	デフレーター（国内総生産）	前年度比(%)	2.4	1.4	0.7	0.6

（出所） 内閣府、日経NEEDS、新生銀行 金融調査部。予測は新生銀行 金融調査部。

（注） GDPは連鎖方式であるため、項目11～17の合計値（17は控除）は10の実質GDPと一致しない。

¹ 2005 暦年連鎖価格による。

日銀の消費活動指数
(1-2月)は第1四半
期の弱さを示唆

消費デフレーターは
アベノミクス開始以
降、最大の落ち込み

デフレーターが実質
消費を押し上げ

L字型で停滞する消
費

2. うるう年効果・デフレーターの上昇の大きかった個人消費

16年1-3月期の消費(前期比)は+0.5%と市場予想(+0.2%)も上回る結果となった。中でも消費増税後に低迷していた耐久財が+0.5%と反発したことが消費の寄与につながったとみられる。日銀が消費の実態をよりの確に示すとしていた消費活動指数では、足元の耐久財はマイナスとなっていたため、この部分の差が大きかった(2015年10-12月期から2016年1-2月期の伸びが▲0.9%)。

もっとも実質消費の伸びはデフレーターによる部分が大きく、名目の消費が低迷している構図に変わりはない。金融市場では、名目からインフレ率を除いた実質ベースで議論されることが慣例となっている。しかしながら、足元ではコアCPIが再びマイナスとなっており、名目よりも実質が高い「名実逆転現象」が生じやすくなる。この場合、実質ベースよりも名目ベースでみる方が適切な場合があり、足元の消費にはこの議論が該当するとみている。

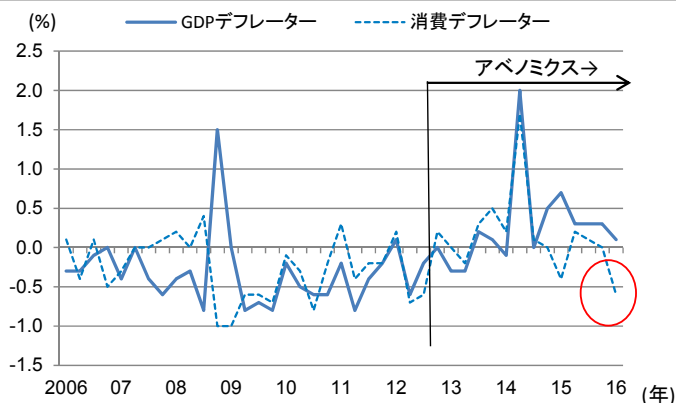
16年1-3月期の個人消費は、実質では前期比+0.5%であるが、名目では同▲0.1%となっており、減少している。両者のかい離を示す消費デフレーターは▲0.6%となり、アベノミクス開始以降(=2013年10-12月期以降)で最大の落ち込みとなった(図表2)。

$$\begin{aligned} \text{実質の伸び} &= \text{名目の伸び} \text{ マイナス } \text{インフレ率} \\ +0.5\% &= \text{▲}0.1\% \text{ マイナス } \text{▲}0.6\% \end{aligned}$$

という構図となっている。

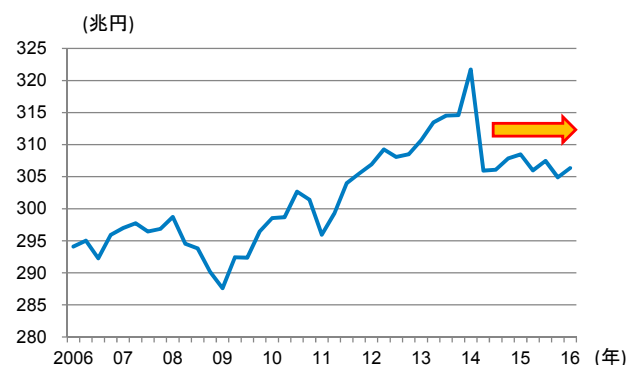
また、消費を含む国内需要デフレーターをみても、15年10-12月期に▲0.0%、16年1-3月期に▲0.5%と減少が続いている。また、実質消費を過去の水準でみると16年1-3月期は306.4兆円と増税以降ほぼ横ばいに留まっている。実質消費は2013年は310兆円から314兆円に4兆円程度緩やかに増加した後、14年1-3月期の駆け込み需要のピーク時には322兆円まで大幅に増加した。しかし、14年4-6月期から16年1-3月期は305~306兆円の範囲で留まっており、消費はL字型となっている。

図表2 消費デフレーターは アベノミクス開始以降、最大の落ち込み (季調済、前期比、2006年Q1~16年Q1)



(出所) 内閣府、新生銀行 金融調査部

図表3 足踏みする消費:実質最終消費の推移 (2006年Q1~2016年Q1)



(出所) 内閣府、新生銀行 金融調査部

3. ベースアップ・物価鈍化で先行きも加速が見込めない個人消費

2017年度の消費の落ち込みは2%へ

雇用者報酬は1%以下へ鈍化へ

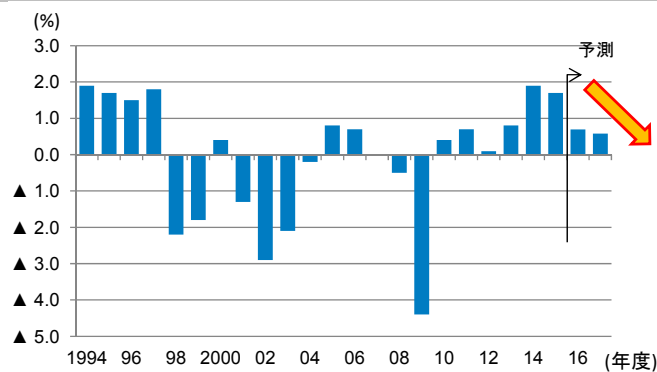
中小・中堅企業の労働市場はタイト

先行きをみると、実質最終消費は16年度+0.0%、17年度▲1.9%と大幅に落ち込む見込みである。2017年4月からの消費増税は予定通り8%から10%へ引き上げられることを見込んでいる。2014年度の▲2.9%に近い落ち込みとなると見込んでいる背景には所得の伸びの鈍化が挙げられる。

名目雇用者報酬は14年度+1.9%、15年度+1.7%から、ベースアップの伸び悩みを背景に2016年度+0.7%、2017年度+0.6%へ鈍化する見込みである。平均賃金は14年度+2.07%、15年度2.20%の後、16年度は2.03%（連合、4月26日集計）へと鈍化する見込み。また、ベースアップの際に参照されるとみられるコアCPIも15年度0.0%の後、16年度0.1%、17年度（消費増税の影響を除き）0.3%とほぼ横ばいの動きとなる見込みである（当部予測）。政府は現状の物価を「デフレ的な状況ではないが、デフレからは脱却していない」としているが、現状ではディスインフレが定着する公算が大きくなっているとみられる。

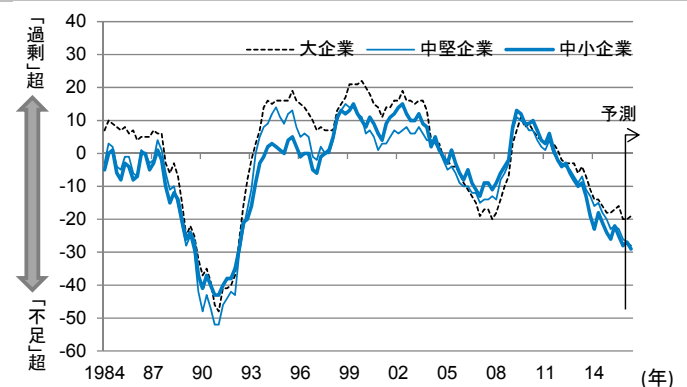
もっとも賃金の動向については、雇用市場のタイト化は継続していることに注意が必要であろう。短観の雇用人員判断DIをみると、特に非製造業、中でも中堅企業・中小企業での雇用不足感が強まっている。今後、年初来の円高・株安、さらに熊本地震の影響を受けた飲食業や観光業などのインバウンド関連業種での悪影響が出るかを慎重に見極めていく必要がある。

図表4 名目雇用者報酬の推移
(1994～2015年度実績、2016～2017年度予測)



(出所) 内閣府、新生銀行 金融調査部、予測は新生銀行

図表5 非製造業の規模別に見た雇用人員判断DI
(1984年Q1～2016年Q1)



(出所) 日本銀行、新生銀行 金融調査部、予測は日本銀行

4. 個人消費以外の現状分析と先行きの見通し

計画対比で出遅れたままの設備投資

2015年度の企業の設備投資は+1.6%となり、6年度連続のプラス成長となった（図表1）。もっとも日銀短観の設備投資計画が示唆する伸びは+3.7%であり、実際はその半分以下となった。住宅投資は2.4%と2年ぶりにプラス成長となり、消費増税後の反動減から落ち込みから回復しつつある。2015年度の輸出は+0.4%となり3年度連続のプラスとなった。しかし2015年度の平均為替レートが前年度から大幅な円安となったことを踏まえると、その伸び幅は非常に限定的となった。

輸出、設備投資はゆるやかな上昇へ

2015年度の輸入は▲0.1%となり、原油価格の下落を受けて6年ぶりに減少する結果となった。2015年度の名目GDPは+2.2%となり、3年度連続のプラス成長、1996年度以来の2%台の伸びとなった。

先行きは、2016年度の住宅投資は駆け込み需要の加速により2.7%となった後、2017年度は▲5.7%と反動減が生じるとみている。一方、緩和的な金融環境を前提に設備投資は2016年度2.8%、2017年度2.5%と2%台の伸びが継続するとみている。輸出は2016年度3.2%、2017年度2.9%と伸びが加速すると見込んでいる。輸入は、2016年度は2.6%とプラスに転じた後、2017年度は消費の減速に合わせて伸びが鈍化し▲0.0%を見込む。

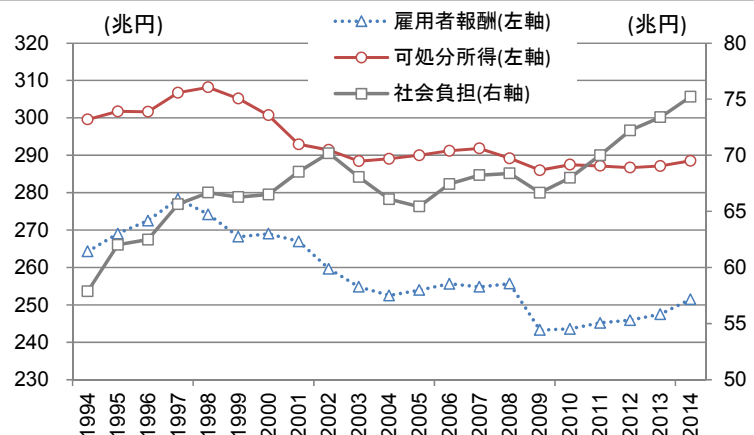
5. 消費増税がないケース:増税見送りなら平均1%程度の成長へ

仮に2017年4月からの消費増税が見送られた場合、実質GDPは2016年度の増税ありの場合で0.5%→増税なしの場合で0.5%、2017年度は同様に▲0.3%→+1.3%と見込んだ。

社会保障負担増に消費増税が上乗せとなる構図

2014年4月の消費増税(5%→8%)時の負担増は年間8兆円程度とみられるが、一方でベースアップが実現するなど所得も増えている。この大きさをみるために雇員報酬と可処分所得の動きをみると(図表6)、雇員報酬は2009暦年の243.3兆円から2014暦年に251.5兆円(+8.2兆円)となる一方、同期間の可処分所得は286.0兆円→288.5兆円(+2.5兆円)の増加にとどまっている。主因は社会保険料の負担を中心とする国民経済計算上の「社会負担」の増加(66.7兆円→75.2兆円)で、8.6兆円の増加となった。

図表6 雇員報酬の増加の一方、社会負担増で可処分所得はほぼ横ばい(1994~2014暦年)



(出所) 内閣府、新生銀行 金融調査部

この背景には2004年の年金改革により、2004年10月から厚生保険料率が0.354%ずつ引き上げられ、2017年度以降は18.30%とすることが挙げられよう。これは消費税ほど明確ではないが、確実に可処分所得の押し下げ要因となる。また、可処分所得には消費税の負担分は含まれていない。

消費増税により、2009年から2014年の5年間で起きていた負担増（8兆円）が2015年度の1年度で現れていることに相当し、その後も継続的に家計の消費の負担となっている。こうしたことが現在の消費の低迷の背景にある可能性がある。

（伊藤 篤、宮地舟人）

- この資料の無断での複写、転写、転載、改竄、頒布または配布は、形式の如何を問わず、厳しく禁止されています。
- この資料は、情報の提供を唯一の目的としたもので、特定の金融商品取引又は金融サービスの申込み、勧誘又は推奨を目的としたものではありません。
- この資料に述べられている見通しは、執筆者の見解に基づくものであり、弊行の売買・ポジションを代表した公式見解ではありません。
- この資料は公に入手可能な情報・データに基づくものですが、弊行がその正確性・完全性を保証するものではなく、その内容を随時変更することがあります。
- この資料に述べられている見通しは実際の市場動向とは異なる可能性があり、今後の推移を弊行ならびに執筆者が約束するものではありません。
- 金融商品取引を検討される場合には、別途当該金融商品の資料を良くお読みいただき、充分にご理解されたうえで、ご自身の判断と責任においてお取引をなさるようお願いいたします。
- 金融商品によっては所定の手数料等をご負担いただく場合があります。また金融商品によっては証拠金や担保をご提供いただく場合があります。なお、具体的な金融商品が定まっていないため、現時点では手数料・証拠金・担保等の額または計算方法およびその比率をお示しすることはできません。
- 金融商品によっては、金利水準、為替相場、株式相場等の金融商品市場における相場その他の指標にかかる変動により、お客様に損失が生じることがあり、またこの損失がお客様からご提供いただいた証拠金・担保(もしあれば)の額を上回るおそれがあります。
- 商号等／株式会社新生銀行 登録金融機関 関東財務局長(登金)第10号。
加入協会／日本証券業協会、一般社団法人金融先物取引業協会