

緩やかな回復

2016年7-9月の実質GDP(国内総生産)は前期比0.3%(年率1.3%)の増加となり、過去最高の水準を3四半期連続で更新した。4-6月にやや大きく落ち込んだ輸出の回復が寄与した。

国内民間需要の二本柱である民間最終消費支出*と民間企業設備投資は明暗が分かれた。前者は前期比0.3%と3四半期連続で増加した。携帯電話等が寄与したようだ。後者は前期比0.4%の減少となった。法人企業統計によれば、非製造業の名目投資額は小売業の持ち直しに加え運輸業の伸びが続いたことで増加したが、製造業では機械工業等大半の業種で減少した。

民間住宅投資は前期比2.6%と3四半期連続で増加した。もともと、住宅着工戸数は高水準ながら4-6月の年率100万戸から7-9月は同98万戸へと3四半期ぶりに減少に転じた。貸家の着工は3四半期連続で増え前期比4.7%の伸びとなったが、マンション



ンが前期比24.1%の減少となった。適地の減少や建設費の上昇が響いたという。住宅ローン金利に未だ水準は低い上昇の兆しがあることも悪材料だ。住宅投資は先行き伸び悩む可能性が高まっている。

公共投資は前期比0.1%の増加だった。

発注の動向を示す公共工事請負金額が4-6月まで2四半期連続で増加したことに符合する。ただし、7-9月になると減少に転じ、国土交通省が試算する建設業者の手持ち工事高も頭打ちになった。政府は2016年10月に成立した補正予算で投資関連経費を2兆円近く積み増したが、目先は公共投資の増加を期待しにくくなっている。

財貨・サービスの輸出は前期比1.6%の増加となった。4-6

実質国内総生産成長率

	2011年価格、暦年			
	2015	2016		
		1-3	4-6	7-9
	(前年比)	(前期比)	(前期比)	(前期比)
実質国内総生産(GDP)	1.2%	0.7%	0.5%	0.3%
うち、民間最終消費支出	-0.4%	0.4%	0.2%	0.3%
民間住宅投資	-1.6%	1.3%	3.5%	2.6%
民間企業設備投資	1.2%	-0.3%	1.4%	-0.4%
公共投資	-2.2%	-0.7%	1.6%	0.1%
政府消費	1.6%	1.3%	-1.1%	0.3%
財貨・サービスの輸出	3.0%	0.8%	-1.3%	1.6%
(控除)財貨・サービスの輸入	0.1%	-1.2%	-0.9%	-0.4%

出所: 内閣府

* 以下、GDP需要項目の記述は特記のないかぎり全て実質。

月が前期比 1.3%の減少であった反動に加えて、半導体製造装置、電子・通信機器、鉄鋼製品等が増えたようだ。地域別では中国向けが 2 四半期連続で持ち直したと見られる。輸入は前期比 0.4%の減少となった。鉄鉱石、原油・天然ガス等、さらに企業向けサービスの輸入が寄与したようだ。4 四半期連続の減少で1年前の水準を3.3%下回り、名目輸入額は円高や原油価格下落の影響で同 18.4%の減少となった。なお、純輸出は 2016 年 7-9 月の実質 GDP 成長率を前期比 0.3%pt 押し上げるように寄与した。

今回の GDP 統計(国民経済計算)の公表にあたり、内閣府は作成基準の変更を伴う改定を行った。特に大きな変化は研究・開発に対する支出を従来の中間消費から投資と位置付けるよう見直したことだ。2015 年の投資(住宅投資を含む総固定資本形成)のうち研究・開発投資は 15%を占めた。機械・設備や建物・構築物に比べ着実に増加しているが、1995 年以来 20 年間の実質増加率は年率 1.5%と必ずしも高いとは言えない水準だ。

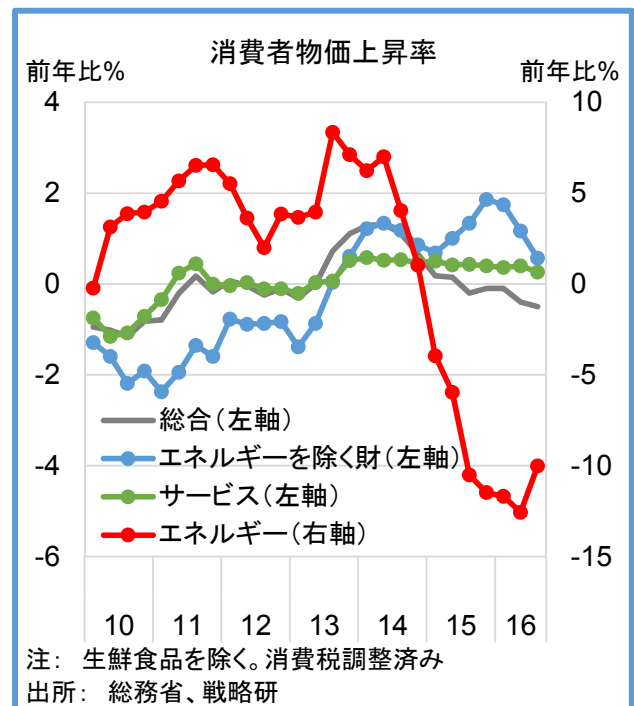
また、過去に遡り実質 GDP の推計を見直したことで、これまでの日本経済の軌跡の印象が若干変わった。特に、2014 年 4 月の消費税率引き上げ後に景気が落ち込んだことは間違いないが、約 1 年後の 2015 年 1-3 月までに消費税率引き上げ前に駆け込み需要が膨らんだ 2014 年 1-3 月の水準をほぼ取り戻した。2016 年になると実質 GDP の水準は 3 四半期連続で過去最高を更新しており、たとえ緩やかであれ景気は回復を続けている。民間エコノミストの予測を Bloomberg が集計したところ、2016 年の実質 GDP 成長率は平均で前年比 0.9%、2017 年は同 1.0%となる見通しだ。

トランプ大統領誕生

米国大統領選挙で共和党のトランプ候補の当選が決まった後、米国で株高とドル高が始まると、日本では株高と円安となった。日経平均株価は大統領選挙前日終値の 17,171 円から 12 月末に 19,114 円に上昇、ドル円相場は同期間に 105 円/ドルから 117 円/ドルに下落した。

円相場が下落に転じたことで、まず、企業収益に追い風になると期待される。2016 年 7-9 月の法人企業の経常利益は一年ぶりに前年同期比 10.9%の増益となった。非製造業が前年同期比 20.8%の増益に転じたためだが、製造業は同 12.2%の減益と 6 四半期連続で前年同期の水準を下回った。だが、先行き円相場の下落が製造業の利益を押し上げると期待される。企業収益の回復観測が強まれば、2 月に本格化する春闘で賃上げ率を高めるよう働くだろう。

一方で、円相場の下落と、さらに原油価格を筆頭とする国際商品市況の回復によっ



て、消費者物価上昇率が高まる可能性がある。消費者物価の採用品目を財とサービスに分けると、サービスの価格(消費税調整済み)は前年比 0.5%程度の上昇となっている。若干 2016 年になり鈍っているが、人手不足感に解消の兆しがないことを勘案すれば一段と低下することはないだろう。

消費者物価におけるエネルギーの価格の上昇率は、原油価格が 100 ドル/バレルの大台を割り込んだ 2014 年後半になると低下を始め、2015 年には前年の水準を下回るようになった。また、エネルギーに加えて変動が激しい生鮮食品を除いた財の価格の上昇率は、2015 年 10-12 月に前年同月比 1.9%に達したが、その後、2016 年 7-9 月になると同 0.6%まで低下した。

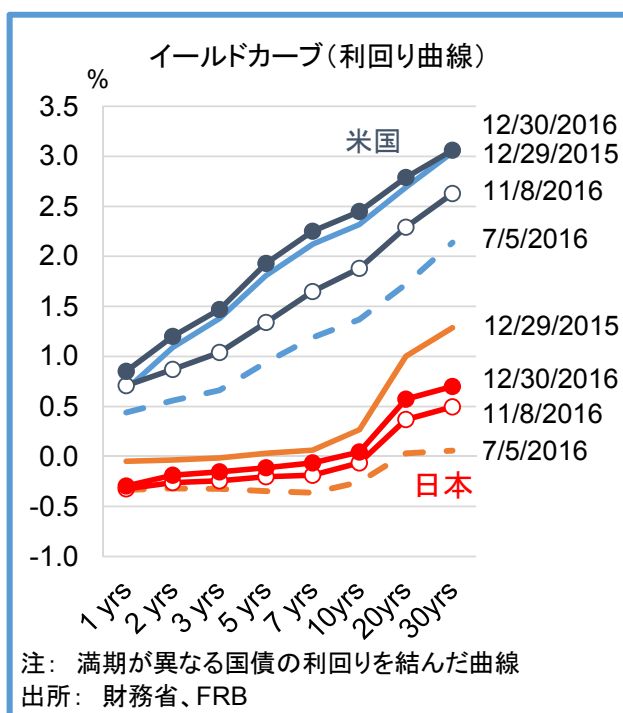
円相場下落は安倍首相が自由民主党総裁に返り咲いた 2012 年 9 月を境に始まった。そこで、原油価格下落が始まるまで約 2 年間の日本の物価と円相場及び原油価格の関係を振り返ると、まず、原油価格(ドル建て)の 1%の上昇は、消費者物価に

おけるエネルギーの価格の同 0.42%程度の上昇と対応した。また、円相場の 1%の下落は、生鮮食品とエネルギーを除いた財の価格の 0.06%程度の上昇と対応した。さらに、サービスの価格がこれまでと同様に前年比 0.5%程度の上昇を続ける等の前提を置き、加えて、先行き円相場が 115 円/ドル程度、原油価格が 55 ドル/バレル程度で推移すると仮定すると、消費者物価上昇率は 2017 年夏から秋にかけて前年比 1.5%近くまで高まるとの試算となった。

金利上昇の影響は軽微だが

そもそも、円相場が下落に転じた大きな理由は米国の金利上昇だ。トランプ大統領となり大規模な社会資本投資や減税が実現すれば、成長が高まり財政が悪化することで物価や金利が上昇するとの観測が強まった。FRB(米連邦準備制度理事会)は 2015 年 12 月 16 日に 7 年ぶりにゼロ金利政策を解除したが、その後、追加利上げ観測の後退等を背景に 2016 年 7 月 5 日に 2 年国債金利は 0.56%、10 年国債金利は 1.37%に低下した。だが、12 月末時点の金利は、それぞれ、1.20%と 2.45%となり、1 年前の水準を上回っている。

日本の金利も、2 年国債が 7 月 5 日のマイナス 0.320%から 12 月末にはマイナス 0.187%に、10 年国債はマイナス 0.257%から 0.043%に上昇した。先行き金利の上昇が一段と加速すれば、日本経済の成長の足かせとなる可能性はある。住宅ローン金利の上昇は、考え得る悪影響の一つだ。あるいは、企業倒産が増えるかもしれない。東京商工リサーチの集計によれば、2016 年の企業倒産件数は 8,446 件と 1990 年以来の低水準となり、また、日本銀行の調査によれば、



中小企業による金融機関の貸出態度の判断(DI、「緩い」-「厳しい」)も「緩い」との評価が1989年以来の水準に達している。だが、金利の上昇が加速すれば、利払い負担に悩む企業が増えても不思議でない。

さらに、金利が上昇すると、保有する債券の価格が下落するため、銀行等のバランスシートが毀損するとの懸念が頭をよぎるかもしれない。最近の日本銀行の試算では、金利が1%pt上昇した場合、銀行と信用金庫(ただし、ゆうちょ銀行等は含まない)が保有する債券の評価額が7.4兆円下落するという。もっとも、2013年4月に示した試算では、貸出金利等の運用利回りも上昇するため、1%pt程度の上昇であれば影響は軽微であるとした。

もちろん、日本の金利の上昇幅は小さく、依然として1年前の水準を下回っている。目下の円相場下落や原油価格の上昇を勘案しても、まだ消費者物価が前年比2%を上回る上昇となる可能性は低い。今回の金利の上昇は物価の上昇を伴わない想定外

の事態であるが、先行き金利の上昇が加速すれば、日本銀行が「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」によって抑え込むはずだ。まだ実体経済に対する影響を懸念する必要はないだろう。

(主任研究員 鈴木雄介)

主要経済指標

	年度		2015		2016	
	2014	2015	10-12	1-3	4-6	7-9
名目国内総生産(季節調整済み年率、兆円)	517.9	532.2	531.3	535.4	536.7	537.3
実質国内総生産(2011年価格、SA、前期比)	-0.4%	1.3%	-0.4%	0.7%	0.5%	0.3%
鉱工業生産指数(SA、2010=100)	98.4	97.4	97.1	96.1	96.3	97.6
輸出(SA、兆円)	74.7	74.1	18.4	17.5	17.1	17.0
輸入(SA、兆円)	83.8	75.2	18.3	17.0	16.2	16.0
経常収支(SA、兆円)	8.7	18.0	4.8	5.0	4.6	4.9
企業倒産件数	9,543	8,684	2,152	2,144	2,129	2,087
失業率(SA、%)	3.5%	3.3%	3.3%	3.2%	3.2%	3.0%
賃金指数(SA、2010=100)	99.0	99.2	99.1	99.7	99.1	99.9
消費者物価上昇率(前年比、%)	2.9%	0.2%	0.3%	0.1%	-0.4%	-0.5%
日経平均株価	16,273	18,841	19,053	16,849	16,408	16,497
10年国債利回り(%)	0.48	0.39	0.31	0.05	-0.12	-0.13
為替相場(円/ドル)	109.9	120.1	121.5	118.1	108.2	102.4

注: SAは季節調整済みを示す。

出所: 内閣府、経済産業省、財務省、東京商工リサーチ、総務省、厚生労働省、日本経済新聞社、CEIC、日本銀行