

2016年4～6月期GDP速報と先行き経済への視点

～世界経済の不確実性が高まる中で企業活動の積極化が鍵～

調査情報担当室 竹田 智哉

2016年8月15日、内閣府より2016年4～6月期のGDP速報（1次速報値）が公表された。本稿では、1節で今回のGDP速報と7月公表の「平成28年度内閣府年央試算」（以下「年央試算」という。）から足下の景気状況のポイントを整理するとともに、2節で先行き経済を占うトピックスである英国のEU離脱に伴う影響と今後の企業の設備投資行動の2つを検証する。

1. 足踏みの長期化が懸念される2016年度の我が国経済

（1）2016年4～6月期GDP速報（1次速報値）の結果

2016年4～6月期のGDP成長率（1次速報値）は、実質は0.0%（年率0.2%）、名目は0.2%（同0.9%）とともに2四半期連続のプラス成長となったものの、プラス幅は縮小した（図表1、2）。実質の内訳を見ると、民間消費（前期比0.2%、寄与度¹0.1%ポイント）については、1～3月期の伸びはうるう年が一因と見られていることから²、その反動という特殊要因によるマイナスの影響が

図表1 GDP成長率と構成要素別の成長率の推移(季節調整値、前期比(%))

	2014 (年度)	2015 (年度)	2015 4～6	7～9	10～12	2016 1～3	4～6
実質GDP	▲ 0.9	0.8	▲ 0.4	0.5	▲ 0.4	0.5	0.0
内需	(▲ 1.6)	(0.8)	(▲ 0.0)	(0.3)	(▲ 0.5)	(0.4)	(0.3)
民間最終消費支出	▲ 2.9	▲ 0.2	▲ 0.7	0.5	▲ 0.8	0.7	0.2
民間住宅投資	▲ 11.7	2.4	1.7	1.1	▲ 0.5	▲ 0.1	5.0
民間企業設備投資	0.1	2.1	▲ 0.9	0.7	1.2	▲ 0.7	▲ 0.4
民間在庫品増加	(0.6)	(0.3)	(0.3)	(▲ 0.1)	(▲ 0.2)	(▲ 0.1)	(▲ 0.0)
政府最終消費支出	0.1	1.6	0.3	0.2	0.8	0.9	0.2
公的固定資本形成	▲ 2.6	▲ 2.7	1.2	▲ 1.9	▲ 3.3	0.1	2.3
外需	(0.6)	(0.1)	(▲ 0.4)	(0.2)	(0.1)	(0.1)	(▲ 0.3)
財貨・サービスの輸出	7.9	0.4	▲ 4.2	2.6	▲ 0.9	0.1	▲ 1.5
財貨・サービスの輸入	3.4	▲ 0.0	▲ 1.8	1.2	▲ 1.1	▲ 0.5	▲ 0.1
名目GDP	1.5	2.2	0.0	0.6	▲ 0.3	0.8	0.2

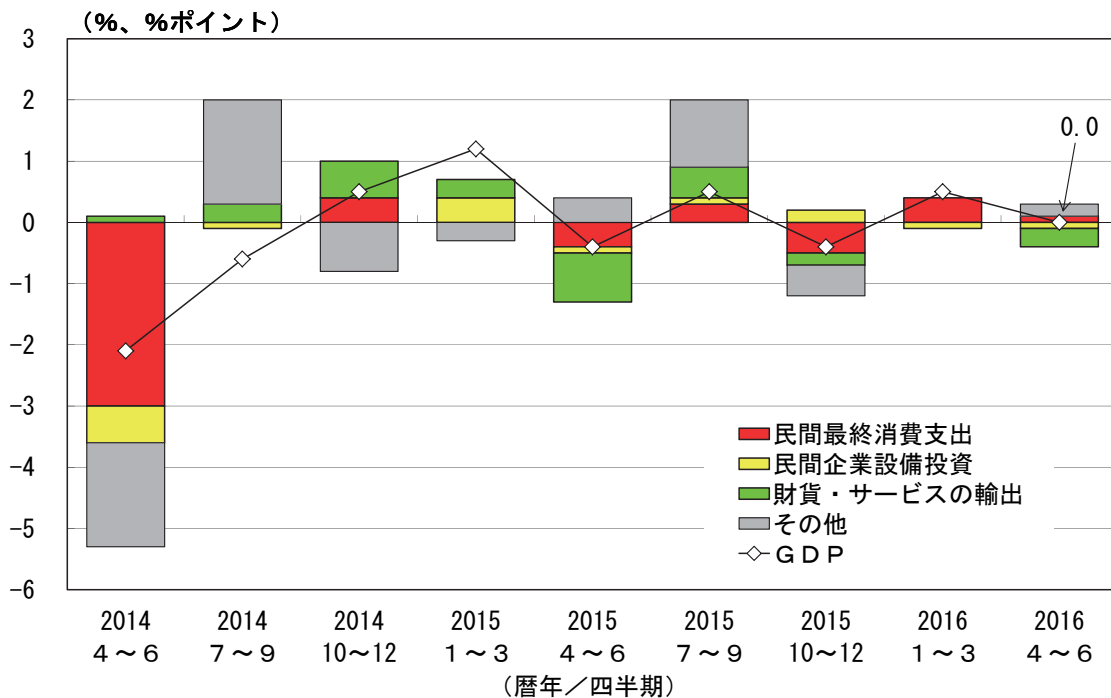
(注) 内需、外需、民間在庫品増加の数値は実質GDPへの寄与度。

(出所) 内閣府『2016年4～6月期四半期別GDP速報（1次速報値）』

¹ 実質GDPへの寄与度。以下同じ。

² 詳細は、本誌150号の拙稿「2016年1～3月期GDP速報と先行き経済への視点」を参照。

図表2 実質GDP成長率（季節調整値）と需要項目別寄与度



(注1) GDPは前期比、他はGDPへの寄与度。

(注2) その他は民間最終消費支出、民間企業設備投資、財貨・サービスの輸出を除く各項目の寄与度の和として計算した。

(出所) 内閣府『2016年4～6月期四半期別GDP速報（1次速報値）』

あると見られるものの、その分を除いても回復の足取りは弱い。また、企業収益の増勢の鈍化に加え、円高局面への転換や世界経済の先行き不透明感の高まりを背景に、民間設備投資（前期比▲0.4%、寄与度▲0.1%ポイント）や輸出（前期比▲1.5%、寄与度▲0.3%ポイント）はマイナスの伸びに陥っている。

今回のGDP速報の結果からは、景気をけん引することが期待されている民需（個人消費、設備投資）や外需に力強さが見られておらず、我が国経済は足踏み状態からの脱却の兆しが見えていない状況にあると言えよう。

（2）「年央試算」から見る足踏み長期化の可能性

民需の力不足により足踏みが長期化の様相を呈している中で、7月13日（今回のGDP速報の公表前）に公表された「年央試算」³では、1月に閣議決定された「平成28年度の経済見通しと経済財政運営の基本的態度」⁴（以下「政府経済見通し」という。）と比べ、2016年度における個人消費及び設備投資の伸び率

³ 例年1月の政府経済見通し（「平成××年度の経済見通しと経済財政運営の基本的態度」）の閣議決定からおおむね半年後に公表され、多くの経済指標が改めて試算されている。

⁴ 詳細は、拙稿「新・三本の矢の下での景気回復の持続性」『立法と調査』第374号、参議院事務局企画調整室（2016.2）を参照。

がおおむね半減されている（図表3）。更に、世界経済の不透明感が増す中で⁵、輸出の伸び率も大幅に下方修正されたため、実質経済成長率は1%ポイント程度押し下げられている。

しかし、民間シンクタンクの平均的な見通しでは、2016年度における民需及びGDPの伸び率について、下方修正された「年央試算」よりも低く見込んでい

る（図表3）。特に、個人消費と設備投資の伸び率は「年央試算」の半分程度となっており、厳しい見方となっている⁶。なお、実質経済成長率に大きな差が生じていない一因は公共投資であり、背景には民間シンクタンクの見通しが8月2日閣議決定の「未来への投資を実現する経済対策」（以下「経済対策」という。）⁷の政策効果をある程度織り込んでいるのに対し、「経済対策」の閣議決定前に公表された「年央試算」には織り込まれていないという違いがある。

ただし、先行き経済へのシナリオについては、民間シンクタンクはおおむね足踏みから脱した後は民需が堅調に推移するという構図を描いており、「雇用・所得環境が引き続き改善し、経済の好循環が更に進展する中で、堅調な民需に支えられた景気回復が見込まれる」としている「年央試算」と比べ方向性に違いは見られない。その上で、民需への見方が厳しいという点を踏まえると、民間シンクタンクは足踏みからの脱却に時間を要すると見ていると考えられる。

図表3 2016年度の政府・シンクタンクの見通し

	政府経済見通し	年央試算	シンクタンク見通し
	対前年度比増減率(%)		
実質GDP	1.7	0.9	0.7
内需	(1.8)	(0.8)	(0.6)
民間最終消費支出	2.0	0.9	0.4
民間企業設備投資	4.5	2.0	1.1
公的固定資本形成	▲ 2.1	▲ 0.2	0.8
外需	(▲ 0.1)	(0.1)	(0.1)
財貨・サービスの輸出	4.8	1.5	1.1

（注1）政府経済見通しは『平成28年度の経済見通しと経済財政運営の基本的態度』、年央試算は『平成28年度内閣府年央試算』の2016年度見通し。シンクタンク見通しは『ESPフォーキャスト調査』における各社の2016年度見通しの平均値（小数点第2位で四捨五入）。

（注2）内需、外需の数値は実質GDPへの寄与度。

（出所）『平成28年度の経済見通しと経済財政運営の基本的態度』、内閣府『平成28年度内閣府年央試算』、日本経済研究センター『ESPフォーキャスト調査』（2016.8.9）

⁵ 加えて、為替レートの想定値も大幅に円高方向へ変更されている（政府経済見通し：1ドル=122.6円 → 年央試算：1ドル=104.7円）。

⁶ 安倍総理は、6月1日の記者会見で2017年4月の消費税率引上げを延期する旨を表明した。これを受け「年央試算」では、消費税率引上げに伴う駆け込み需要による押し上げ効果が含まれていない（『平成28年第12回経済財政諮問会議議事要旨』（2016.7.13））。

⁷ 「経済対策」の経済効果については、政府は「短期的に現れると考えられる実質GDP（需要）押し上げ効果を現時点で概算すれば」、おおむね1.3%程度としている。一方、民間シンクタンクの平均的な見通しでは、2016年度が0.19%ポイント程度、2017年度が0.23%ポイント程度と試算されている（日本経済研究センター『ESPフォーキャスト調査』（2016.8.9））。

(3) 先行き景気への視点

我が国経済は、おおむね 2015 年度頃から足踏みが続いている状況にあるが、かつては足踏みからの脱却にはそれ程時間を要しないと見られてきた。この理由としては、家計部門においては雇用環境が一貫して好調であるとともに、所得環境も改善に向かっていったこと、企業部門においては収益の伸びの勢いこそ頭打ちになったものの、水準としては高いという状況があったと思われる。

しかし、家計・企業ともに、所得環境がある程度改善しても支出にはそれ程つながらない⁸、という状況が続いてきた。そのような中で、特に 2016 年に入ってから世界経済の不透明感が増しており、為替が円高傾向に転じていることを踏まえると、従来のように企業が高水準の収益を維持できるかどうかは不透明であり、家計・企業の所得環境改善の足取りが弱まることも懸念される。

ただし、民間シンクタンクの見通しでは、こうした懸念を織り込みながらも、雇用は需給のひっ迫が長期化していること、これまで企業の高収益が続いてきたことや緩和的な金融環境などを背景に、企業が雇用や設備投資に対してある程度は積極的な支出を行っていくと見ている。今後、収益の増勢が鈍っていくとしたときに、企業が実際にどの程度の支出を行っていくかという点は、足踏みからの脱却を占うポイントとなる。

以上の点を踏まえると、先行きの景気については、企業収益を左右する世界経済の先行きに加え、積極的な企業行動が進むかどうかを鍵を握ると見込まれる。こういった視点から、本稿では、先行き経済を占うトピックスとして、①世界経済の不透明感を高めた英国の EU 離脱に伴う影響、②今後の企業の設備投資行動という 2 点に焦点を絞って見ていくこととする。

2. 先行き経済を占うポイント

(1) 英国の EU 離脱に伴う影響

英国では 6 月 23 日に同国の EU 残留・離脱を問う国民投票が行われ、離脱支持票が過半数を超えることが明らかとなった。この結果を受け、国際金融市場では大きな混乱が発生し、我が国でも一時的に急激な円高と株安が進行した。

英国の EU 離脱により想定される影響については、一点目として国際金融市場を通じた影響（図表 4 "①"）が挙げられる⁹。実際、国際金融市場でのリスク

⁸ なお、個人消費が横ばい状態を続けている点については、消費税率引上げに係る影響の他に、消費者マインドの弱さ、世界金融危機以降の各種施策に伴う耐久財の買い替え需要の先食いなどが指摘されている（内閣府『平成 28 年度年次経済財政報告』（2016.8）20 頁）。

⁹ 「経済対策」では、英国の EU 離脱決定に伴う不安定性・不確実性等への備えの一環として、中小企業等への資金繰り支援を掲げている。

回避姿勢を背景として、円高やそれに伴う株安が引き起こされており、我が国企業の収益やマインドへの悪影響が懸念される。今後についても、実際のEU離脱までのプロセスやスケジュールが不透明であり、ひいては貿易協定を中心とした最終的な英国とEUとの関係についても現時点では明確ではないことから、こうしたEU離脱交渉の不確実性により国際金融市場が再び不安定化し、この影響に拍車がかかることも考えられる。

図表4 英国のEU離脱により想定される影響

想定される影響	議論・試算の内容
①国際金融市場を通じた影響	<ul style="list-style-type: none"> ・急激な円高・株安による企業の収益やマインドへの悪影響 ※EU離脱交渉の不確実性：国際金融市場の再度の不安定化
②英国経済の落ち込み	<ul style="list-style-type: none"> ・英国財務省試算(2016.4)¹⁰ →今後のEUとの貿易協定の内容次第だが、EU離脱により15年後のGDPは3.8～7.5%ポイント(中央値ベース)低下 ・IMF試算(2016.6)¹¹ →EUとの貿易協定が締結されなかった場合、EU離脱によりGDPは2018年5.2%ポイント、2019年5.6%ポイント低下 ・英国経済の落ち込み→EUへ波及→世界経済の冷え込み ※EU離脱交渉の不確実性：英国+EUでの投資手控え
③日本企業の事業展開への影響	<ul style="list-style-type: none"> ・サプライチェーン再構築、欧州拠点移転の必要性 →事業戦略へ影響

(出所) 各種資料より作成

二点目の英国経済の落ち込み(図表4"②")については、英国財務省やIMFなどが試算を行っており、EUと英国との貿易協定の内容に左右される部分もあるが、EU離脱により英国の経済成長率は相当押し下げられると見込んでいる。この点に関しては、我が国輸出のうち英国向け分が占めるシェアが小さい(2015年で1.7%¹²)ことから、英国向け輸出の減少という点だけを見ると影響は少ないと考えられるが、英国経済の落ち込みがEUに波及し世界経済が冷え込むことにより、我が国の輸出にも大きな影響を与えることが想定される。また、先述のEU離脱交渉の不確実性を背景に、先行き不透明感を嫌い英国や

¹⁰ ジェトロ・ロンドン事務所(2016)、HM Government, "HM Treasury analysis: the long-term economic impact of EU membership and the alternatives"(2016.4)。

¹¹ IMF, "United Kingdom", IMF Country Report No.16/169(2016.6)。

¹² 内閣府『我が国とEU及び英国との経済関係について』(平成28年第11回経済財政諮問会議資料(2016.6.28))。

EUで投資が手控えられるならば、経済活動の縮小に加えて英国・EUの潜在成長力の押下げにつながることも懸念される。

三点目としては、我が国企業の事業展開への影響（図表4"③"）が挙げられる。我が国輸出の英国向けのシェアこそ小さいが、英国における我が国の対外直接投資残高（2015年末で7.0%（英国を除くEU15.0%））、同直接投資収益額（2015年で6.1%（同11.5%））や我が国の海外進出企業の海外拠点数（2015年10月1日時点で英国はEUの16%程度）を見ると¹³、我が国と英国との間には相当規模の経済関係が存在している。この点を踏まえると、やはりEUと英国との貿易協定の内容に左右されると考えられるが、サプライチェーンの再構築や欧州拠点の移転の必要性が生じることで、これまで企業が構築・展開してきた体制を基にした事業戦略に影響が及ぶ可能性は否定できないと思われる。

以上に挙げた3要因については、いずれも英国のEU離脱交渉の不確実性に大きく左右されることに加え、1つの要因が他の要因による影響を増幅することも想定されることから、先行き不透明感は極めて高いと言えよう。このため、この英国のEU離脱に係る不確実性は、足取りの鈍い世界経済にとっては大きな重石となると考えられる。

（2）今後の企業の設備投資行動

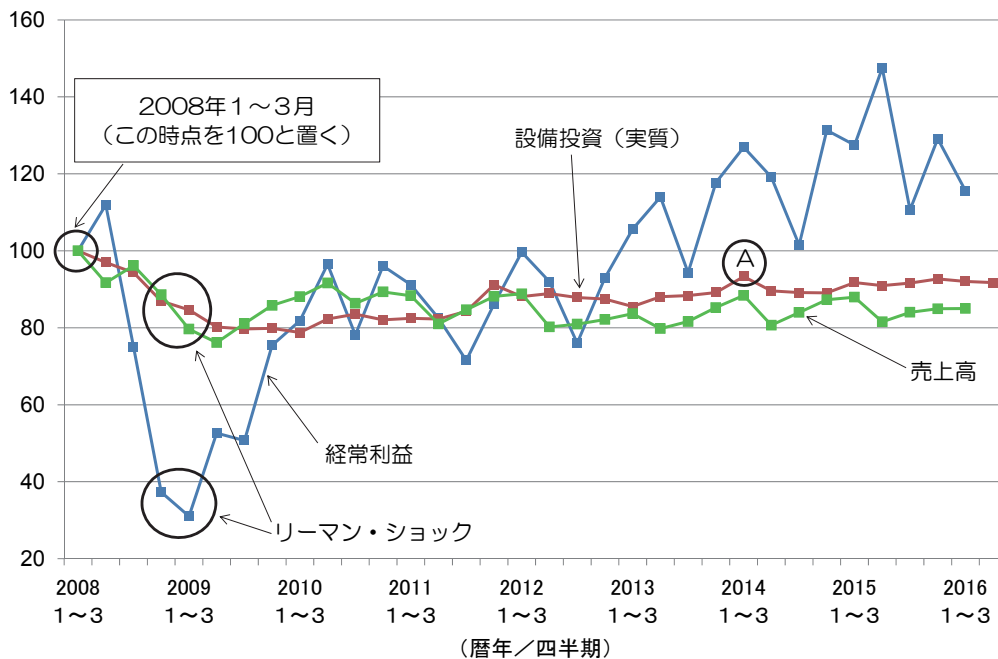
（政府経済見通しの検証：高収益でも伸びが弱い設備投資）

近年では、企業の高収益にも関わらず設備投資は力強さに欠けており、いまだにリーマン・ショック前の水準（2008年1～3月期）に届いていない（図表5）。特に、2013年以降は経常利益が大きく伸びたものの、設備投資の足取りは緩慢であり、2014年度以降では同年4月の消費税率引上げ直前（2014年1～3月、図表5"A"）の水準にも復していない。「政府経済見通し」では、例年と同様に企業収益の改善等により設備投資が緩やかに増加するシナリオを描いていたが、図表3で見たとおりその足取りは極めて重くなると見込まれている。

近年の我が国企業においては、経常利益は伸びているものの、その元となる売上高が伸びておらず、設備投資と同様にリーマン・ショック前の水準（2008年1～3月期）に戻っていない（図表5）。そこで、経常利益を要因分解してその増加に寄与した要因を見ると（図表6）、リーマン・ショック後の高収益は、2010年こそリーマン・ショックの反動もあって売上増による貢献が大きいですが、その後については2013年頃まで（図表6"A"）は固定費（人件費など）の削減

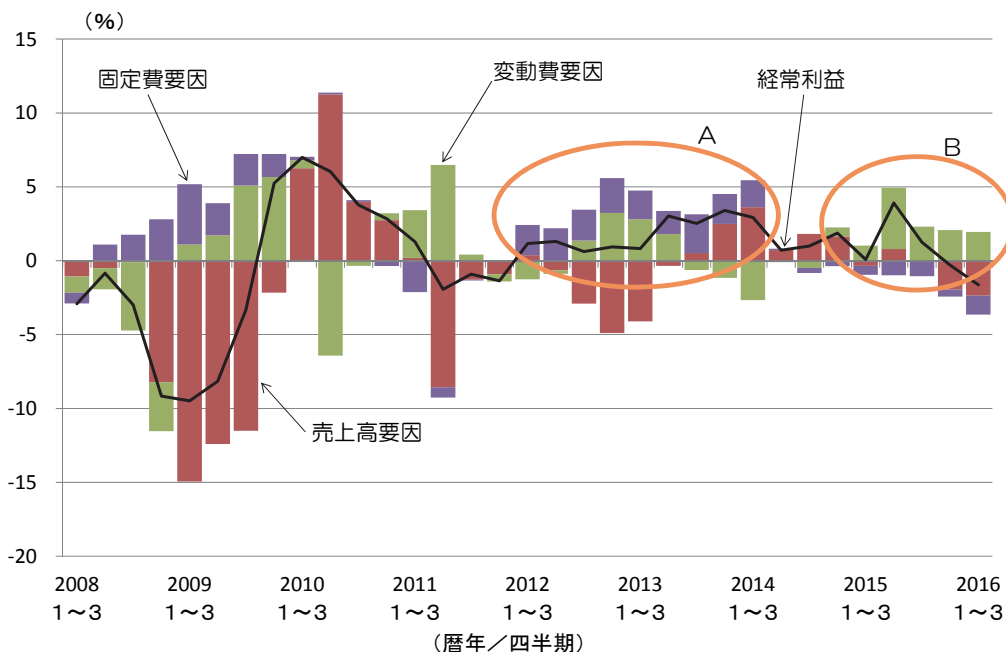
¹³ 英国における我が国の対外直接投資残高、同直接投資収益額、我が国の海外進出企業の海外拠点数のいずれも出所は脚注12資料（海外拠点数のみ同資料より算出）。

図表5 リーマン・ショック以降の設備投資と経常利益の推移



(注) データは、いずれも2008年1～3月期を100として計算した。ある時期の設備投資が100を下回るならば、2008年1～3月期の水準より低いことになる。
 (出所) 内閣府『2016年4～6月期四半期別GDP速報(1次速報値)』、財務省『法人企業統計調査』より作成

図表6 リーマン・ショック以降の経常利益の要因分解



(注1) 固定費＝人件費＋支払利息等＋減価償却費。変動費は「経常利益＝売上高－固定費－変動費」式より逆算。固定費・変動費の増加は経常利益を押し下げるため、棒グラフはマイナス方向に図示される。
 (注2) 経常利益の前年同期差を、内閣府『平成24年度年次経済財政報告』付注1-3の手法で3要因に分解した。
 (出所) 財務省『法人企業統計調査』より作成

が、2015年以降（図表6“B”）は変動費の減少が主な理由となっている。変動費の減少については原油安などが要因として挙げられており、いわば企業の意思とは独立な形で実現したコストカットという側面があることから、このような形での収益増では企業が業績改善を実感しづらいと見られている。

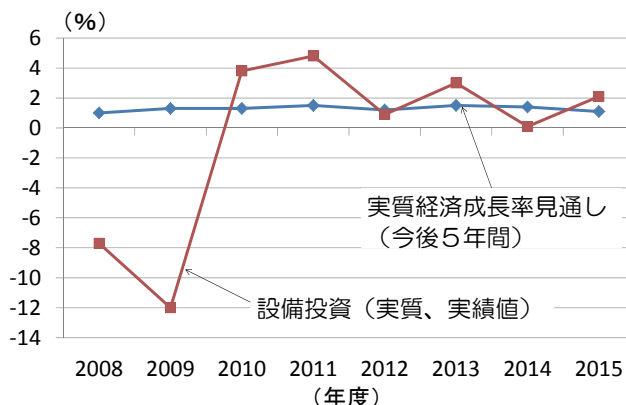
（期待成長率に歩を揃えて低位安定する設備投資）

利益が上がっている中で、設備投資の足取りが重い理由としては、企業の期待成長率が低いことが大きいと考えられる。実際、リーマン・ショック以降の期待成長率と設備投資の推移を見ると、企業の中期的な期待成長率（図表7“実質経済成長率見通し（今後5年間）”）はほとんど2%弱程度にとどまっている。そして、設備投資は、リーマン・ショックの影響とその反動によりグラフ前半期間の動きには大きな振幅が見られる一方、おおむね2012年度以降の伸び率は企業の期待成長率の近傍で推移しており、すう勢としては期待成長率と近い伸びになっている。

以上の点からは、企業が属する産業界に特有の事情がない限り、当該産業界の見込み需要と期待成長率との間にはある程度の比例関係があると想定すると、企業は見込み需要がそれ程伸びるとは見ておらず、そうである以上は設備投資による期待収益もそれ程上がらないと予想するため、経常利益が大きく伸びようとも設備投資の伸びは緩やかなものにとどまっている可能性が考えられる。

なお、我が国企業は海外では設備投資を増やしているとの指摘が見られている。実際、リーマン・ショックの影響が一段落した2010年以降、足下に至るまで円建てで見た海外設備投資額（図表8、青色線）は増勢にあるが、①ドル建て（同、赤色線）では2012年後半には頭打ちとなり、2015年頃からは減少傾向に転じていることから、円建ては（円安による押し上げも含まれており）過大評価されている可能性があること、②金額では大きな差がある国内設備投資額（同、黄緑色線）も伸び率では劣るが緩やかには伸びており、海外分だけが増えているわけではないことといった点には注意が必要と思われる。

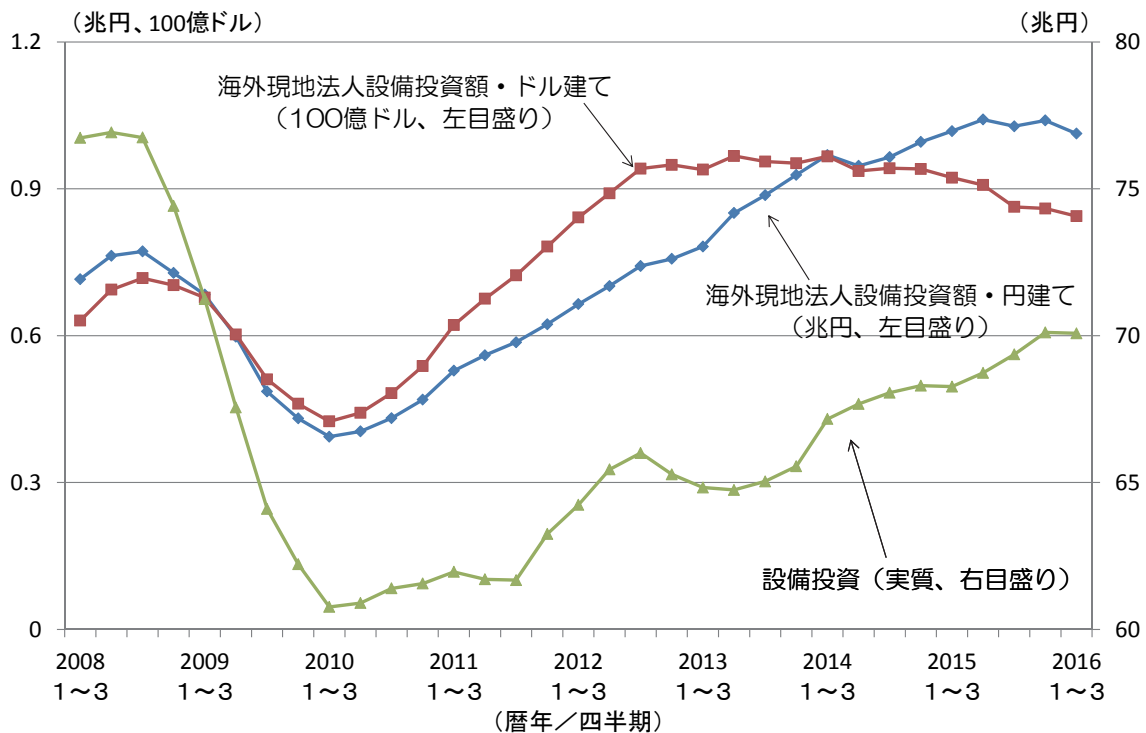
図表7 期待成長率と設備投資の推移



（注）数値は前年度比（%）。実質経済成長率見通し（今後5年間）は先行き5年間の見通し（年度平均）。

（出所）内閣府『2016年4～6月期四半期別GDP速報（1次速報値）』、内閣府『平成27年度企業行動に関するアンケート調査結果』

図表8 リーマン・ショック以降の内外の設備投資の推移



(注) データは後方4期移動平均を取っている。
 (出所) 経済産業省『海外現地法人四半期調査(平成28年1-3月期)』、内閣府『2016年4～6月期四半期別GDP速報(1次速報値)』

(企業の設備投資行動の先行き)

設備投資の先行きについては、①円高や内外経済の回復力が弱いと見られる中で企業収益の増勢の頭打ちや減少が見込まれること、②今後の人口減少社会の中で期待成長率が急激に改善することは容易ではないと見られること、③円高局面への転換により海外進出や現地生産の度合いが再び進む可能性があることなど、マイナスの要因が目立つ。そのような中で、「経済対策」により景気が下支えされ足踏みから早期に脱却していくならば、企業の設備投資行動へプラスの材料となろう。また、更新投資の必要性が根強い中で¹⁴、期待成長率が低位ながらも必要性や将来性を踏まえた設備投資の実現が期待される。

(年央試算における為替レート想定値変更による設備投資への影響試算)

「政府経済見通し」では、為替レートを成長率等の見通しの前提条件として特定時期の値を機械的に用いているが¹⁵、その値は2015～2016年度を通じて1

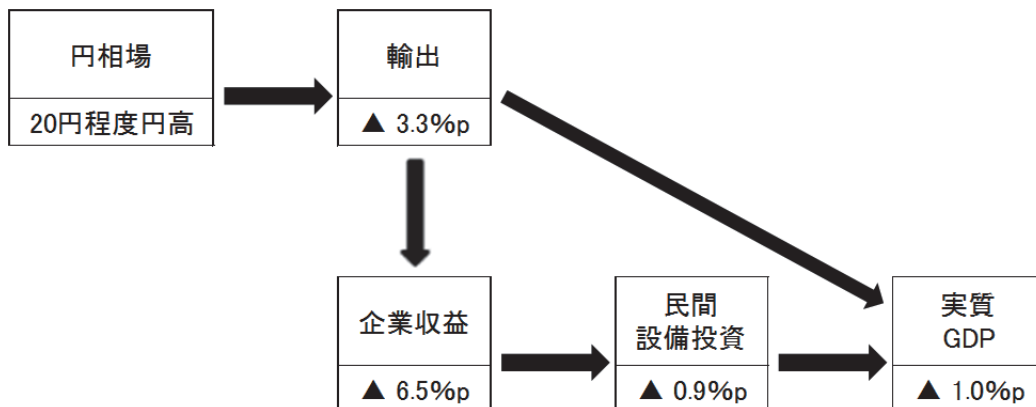
¹⁴ 日本政策投資銀行『2016年度設備投資計画調査の概要』(2016.8)によると、同調査の回答企業のうち製造業企業については、4割が維持・更新投資の増額が必要と回答している。

¹⁵ 2015年12月以降、同年11月1日～30日の1か月間の平均値で一定と想定している。

ドル=122.6円としていた。しかし、「年央試算」では、脚注5で触れたとおり、為替レートの想定値が1ドル=104.7円と大幅に円高方向へ変更されている。

このような円高が実際に起きた場合¹⁶の影響をマクロモデルで試算すると、輸出が減少し、企業収益の大幅な悪化を受けて民間設備投資が0.9%ポイント押し下げられ、実質GDPが1.0%ポイント低下するという結果となった(図表9)¹⁷。本シミュレーションからは、為替レートの大幅円高による設備投資への影響は大きいと言えよう。ただし、「年央試算」における設備投資の伸び率は「政府経済見通し」から2.5%ポイントも下方修正されており(図表3)、世界経済の減速などそれ以外の要因による影響も大きいと考えられる。

図表9 円高進行による影響(2016年度、試算)



(注) “p”はポイントの略。数字は、脚注16の②と①の両者の伸び率の差(=②-①)。(出所)筆者試算による

【参考文献】

国立国会図書館「英国のEU離脱と日本への経済的影響」『ISSUE BRIEF』916号、2016年8月

ジェトロ・ロンドン事務所『英国のBREXIT問題の経緯と離脱のシナリオ』2016年6月

田中康就「英国のEU離脱選択の影響」『MRI ECONOMIC REVIEW』、三菱総合研究所、2016年7月

内閣府『平成28年度 年次経済財政報告』2016年8月

みずほ総合研究所『英国のEU離脱による金融市場、経済への影響』2016年6月

(内線 75043)

¹⁶ 為替レートが、①「政府経済見通し」閣議決定(2016.1)の四半期(2016年1~3月期)からその想定通り(1ドル=122.6円)に進んだ場合、②「年央試算」(2016.7)公表の四半期(2016年7~9月期)からその想定通り(1ドル=104.7円)に進んだ場合を対比した。

¹⁷ 試算はマクロモデルによるものであり、結果は幅を持って見る必要がある。