

実質成長率は16年度0.4%、17年度0.9%と予測

— 企業の投資マインドは慎重化しており、当面の景気も横ばい圏の動きが続く —

信金中央金庫 地域・中小企業研究所上席主任研究員

角田 匠

(要 旨)

1. 16年4～6月の実質GDPは前期比0.0%増（年率0.2%増）

個人消費は前期比0.2%増と2四半期連続でプラスとなった。住宅投資は低金利効果で5.0%増加した。一方、設備投資は0.4%減と2四半期連続で減少した。新興国経済の停滞を受けて輸出が1.5%減となったため、純輸出は実質成長率を0.3ポイント押し下げた。

2. 景気回復テンポは当面も緩やかにとどまる見通し

16年4～6月の実質成長率は小幅なプラスにとどまったとはいえ、うるう年効果で押し上げられた1～3月との比較であることを考慮すると底堅い結果だった。ただ、世界経済の先行き不透明感の高まりを背景に、企業の投資マインドは慎重化している。今後は景気対策の効果が景気の底上げに寄与しようが、景気回復テンポは今後も緩やかにとどまると予想される。

3. 実質成長率は16年度0.4%、17年度0.9%と予測

消費税増税が先送りされることとなったため、5月に公表した経済見直しを見直した。増税延期に伴って駆け込み需要の影響を削除したことで、今回の経済見直しでは、16年度の実質成長率を前回想定していた0.9%から0.4%に下方修正した。ただ、消費税増税の影響が先送りされる17年度については、実質成長率を0.1%から0.9%へ上方修正した。

4. 日銀は引き続き強力な緩和政策を推進

日銀は7月28～29日の金融政策決定会合で、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」のうち、ETFの増額など質的緩和の一部を強化した。追加緩和は想定内の結果であったが、日銀が政策効果の「総括的な検証」を行うと表明したことで、金融市場では政策の枠組みが見直されるとの不安が高まっている。ただ、物価目標の達成が遠のいているうえ、円高圧力も依然として根強いだけに、現行の緩和政策が大きく軌道修正される可能性は低いと考えられる。

(注) 本稿は2016年8月15日時点のデータに基づき記述されている。

図表1 GDP成長率の推移と予測

(単位：%)

	2013年度	2014年度	2015年度	2016年度	2017年度	前回(16年5月)	
	〈実績〉	〈実績〉	〈実績〉	〈予測〉	〈予測〉	16年度(予)	17年度(予)
実質GDP	2.0	△ 0.9	0.8	0.4	0.9	0.9	0.1
個人消費	2.3	△ 2.9	△ 0.2	0.4	0.6	0.6	△ 1.4
住宅投資	8.8	△ 11.7	2.4	5.4	△ 1.1	2.2	△ 3.7
設備投資	3.0	0.1	2.1	0.4	1.2	3.6	1.6
公共投資	10.3	△ 2.6	△ 2.7	△ 0.7	1.0	△ 1.2	△ 0.6
純輸出(寄与度)	(△ 0.5)	(0.6)	(0.1)	(△ 0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.4)
名目GDP	1.7	1.5	2.2	1.0	1.2	1.6	1.4

(備考) 内閣府『四半期別GDP速報』より作成。予測は信金中央金庫 地域・中小企業研究所

1. 16年4～6月の実質GDPは前期比0.0%増(年率0.2%増)

16年4～6月のGDPは、物価変動の影響を除いた実質で前期比0.048%増、年率に換算して0.2%増と小幅ながら2四半期連続で増加した(図表2)。景気の実感に近い名目GDPも前期比0.2%増、年率0.9%増と2四半期連続のプラスとなった。

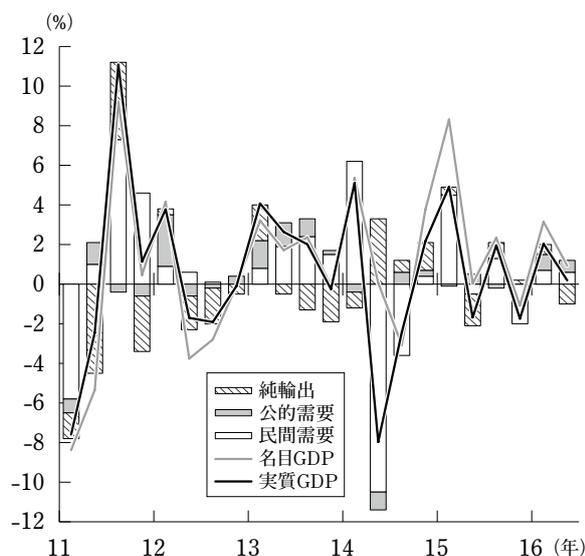
4～6月の動きを需要項目別(実質)にみると、個人消費は前期比0.2%増と1～3月の0.7%増に比べて伸びが鈍化した。ただ、1～

3月はうるう年による日数増効果で押し上げられており(GDP統計ではうるう年調整が行われない)、その反動減を考慮すると、4～6月の個人消費は底堅く推移したといえる。6月にかけて気温が上がったことで清涼飲料などの販売が伸びたほか、関東で雨天が少なかったことからサービス消費が堅調だった(図表3)。住宅投資は5.0%増と3四半期ぶりにプラスに転じた。日銀によるマイナス金利導入を受けて、住宅ローン金利が大幅に低下したことが追い風になった。

設備投資は0.4%減と2四半期連続で減少した。世界経済の先行き不透明感が強まるなか、企業は設備投資を先送りしている。また、最終需要の伸び悩みに起因した在庫調整が続いたため、在庫投資は4四半期連続で実質成長率を押し下げる要因となった。一方、公共投資は2.3%増と1～3月の0.1%増から加速した。15年度補正予算の執行が進捗してきたことが背景にある。

輸出は1.5%減と再びマイナスに転じた。新興国経済の停滞が続いているうえ、熊本地震の影響で米国向けの自動車輸出が落ち込んだ。在庫調整継続に伴って輸入も0.1%減少

図表2 実質GDPの前期比年率と寄与度



(備考) 内閣府『四半期別GDP速報』より作成

図表3 個人消費関連指標（前年比増減率）

（単位：％）

	15年				16年				15年			16年		
	7～9月	10～12月	1～3月	4～6月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	
全世帯実質消費	0.7	△ 3.3	△ 2.6	△ 1.2	△ 2.4	△ 2.9	△ 4.4	△ 3.1	1.2	△ 5.3	△ 0.4	△ 1.1	△ 2.2	
平均消費性向(勤労者)	73.4	73.1	72.8	72.9	73.2	73.0	72.9	72.3	74.6	71.5	74.2	75.2	69.4	
乗用車販売	△ 7.0	△ 8.9	△ 7.5	△ 2.1	△ 4.0	△ 7.6	△ 14.6	△ 4.4	△ 7.5	△ 9.3	2.2	△ 1.4	△ 5.6	
（普通+小型乗用車）	△ 1.5	0.8	△ 2.1	6.1	△ 0.0	△ 0.4	3.0	1.3	△ 4.1	△ 2.7	8.4	7.3	3.6	
（軽乗用車）	△ 16.4	△ 23.0	△ 15.7	△ 17.3	△ 10.7	△ 18.3	△ 36.1	△ 13.0	△ 12.8	△ 19.4	△ 9.1	△ 17.3	△ 23.4	
百貨店販売額	2.8	0.5	△ 1.4	△ 4.0	4.2	△ 2.6	0.3	△ 1.6	0.5	△ 2.8	△ 3.6	△ 4.8	△ 3.6	
スーパー販売額	1.4	0.3	1.7	△ 0.1	2.3	△ 1.0	△ 0.1	2.3	3.1	△ 0.3	0.8	△ 0.8	△ 0.3	
商業販売・小売業	0.8	△ 0.2	△ 0.3	△ 1.4	1.8	△ 1.1	△ 1.1	△ 0.2	0.4	△ 1.0	△ 0.9	△ 2.1	△ 1.3	
（衣類・身の回り品）	5.0	3.6	3.2	0.5	8.0	△ 1.1	4.1	3.4	2.2	3.7	1.7	△ 0.1	0.1	
（飲料・食料品）	3.6	3.0	2.7	1.2	4.1	1.6	3.2	2.2	2.9	3.0	2.4	0.5	0.7	
（自動車）	2.4	0.6	△ 1.1	1.0	3.1	1.2	△ 2.4	1.7	△ 1.3	△ 3.0	0.4	2.8	△ 0.1	
（家庭用機械）	2.3	0.0	△ 2.6	△ 1.7	0.5	△ 0.2	△ 0.1	1.6	△ 5.0	△ 4.3	△ 2.5	△ 2.8	0.2	
（燃料）	△ 11.7	△ 14.8	△ 12.4	△ 12.7	△ 13.2	△ 14.4	△ 16.5	△ 11.7	△ 10.7	△ 14.7	△ 13.7	△ 12.9	△ 11.6	
外食産業売上高	—	—	—	—	5.0	△ 0.5	2.7	5.3	5.5	1.8	3.0	0.6	2.0	

（備考）1. 平均消費性向は季節調整済みの実数。百貨店、スーパーは既存店。外食産業売上高は全店ベース
2. 総務省『家計調査報告』、経済産業省『商業動態統計』などより作成

したが、輸出から輸入を差し引いた純輸出は、実質成長率を0.3ポイント押し下げた（年率では1.0ポイントの押下げ要因）。

2. 景気回復テンポは当面も緩やかにとどまる見通し

（1）世界経済の回復の遅れが生産活動の本格回復を阻む要因

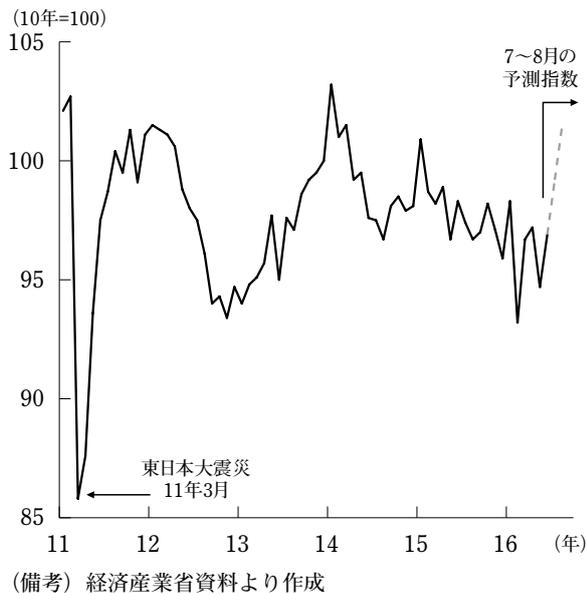
16年4～6月の実質GDPは前期比年率で0.2%増にとどまったとはいえ、うるう年に伴う日数増効果で押し上げられた1～3月との比較であることを考慮すると、底堅い結果だったといえる。当面も、15年度補正予算の効果など財政面の下支えや、熊本地震からの挽回生産などもあって、景気は底堅く推移する公算が大きい。もっとも、英国のEU離脱決定などに伴う世界経済の先行き不透明感は強く、円高による企業収益の悪化も設備投資の抑制要因となる。雇用環境が良好な状態

を維持していることは明るい材料だが、景気回復テンポは今後も緩やかにとどまると予想される。

製造業の生産活動は依然として足踏み状態が続いている。鉱工業生産指数は、15年10～12月に三四半期ぶりに前期比増加に転じたものの、16年1～3月は前期比1.0%減となり、4～6月は0.2%増と小幅な伸びにとどまった（図表4）。ただ、16年2月の愛知製鋼の工場事故や4月に発生した熊本地震の影響で、自動車工場を中心に一時操業停止に追い込まれることが生産活動を下押しした。このため、当面は一時的な生産停止からの挽回生産が続くとみられ、生産活動は夏場から秋口にかけて堅調な推移が見込まれる。企業の先行きの生産計画を集計した製造工業生産予測指数は、7月が前月比2.4%増、8月が2.3%増と見込まれている。

もっとも、世界経済の回復の遅れから輸出

図表4 鉱工業生産指数の推移



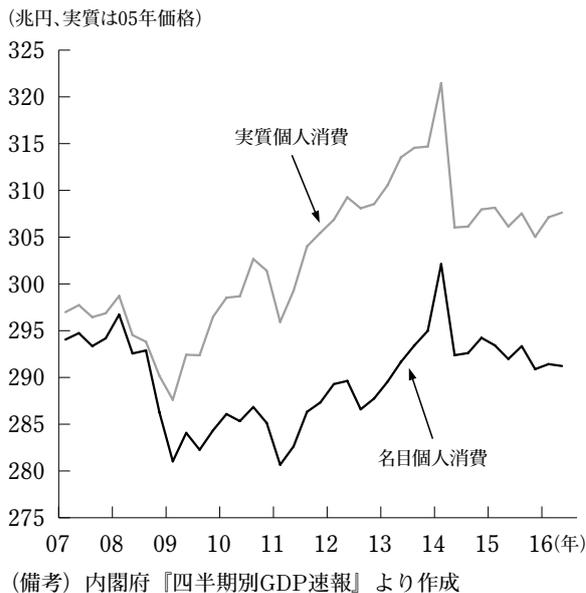
は弱含んでおり、このことが生産活動の本格回復を阻む要因となる。世界経済が回復の勢いを取り戻すまでは、生産活動の回復テンポも緩慢にとどまると予想される。

(2) 賃金の伸びが鈍く、個人消費は引き続き横ばい圏

16年4~6月の個人消費（実質GDPベース）は、うるう年によって押し上げられた前期からの反動減が見込まれていたが、実際には前期比0.2%増（年率0.6%増）と底堅い結果となった。1人当たり名目賃金は伸び悩んでいるものの、良好な雇用環境を背景とした雇用増によって、家計の総所得（雇用者報酬）が伸びていることが背景にあると考えられる。ただ、昨年10~12月に暖冬などの影響で下振れした減少分を取り戻した程度であり、14年4月の消費税増税後の底ばい圏から脱したわけではない（図表5）。

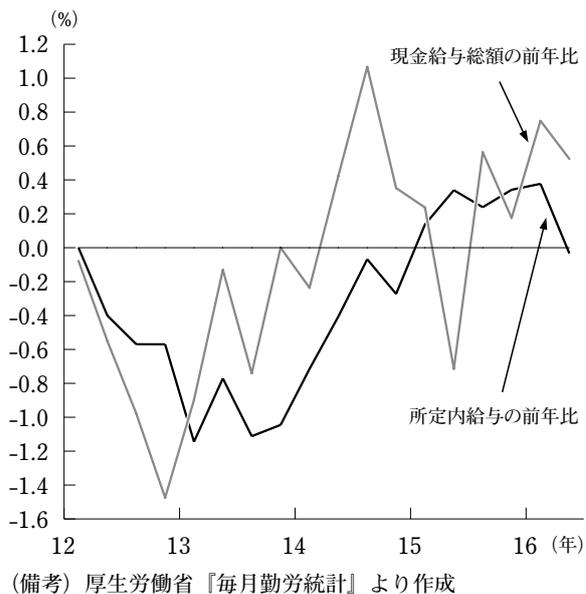
個人消費のカギを握る賃金は依然として伸

図表5 個人消費の推移（GDPベース）



び悩んでいる。1人当たり現金給与総額（名目賃金指数）をみると、アベノミクス政策の効果で企業業績が上向いたことから、14年以降はおおむね前年比プラス圏で推移しているが、増加テンポは依然として鈍い。四半期ベースの前年比をみると、15年7~9月以降、直近の16年4~6月まで4四半期連続でプラス

図表6 1人当たり賃金（現金給与総額）の前年比



となっているが、4～6月は0.5%増と1～3月の伸び(0.7%増)を下回った(図表6)。なかでも、基本給を示す所定内給与の前年比は、1～3月の0.4%増から4～6月にはゼロ%に鈍化した。賃金水準が相対的に低いパートタイム労働者の比率が高まっていることが平均賃金の上昇を抑える要因ではあるが、大企業を起点とした賃上げが、中小・零細企業など経済の裾野まで広がっていないことが背景にある。

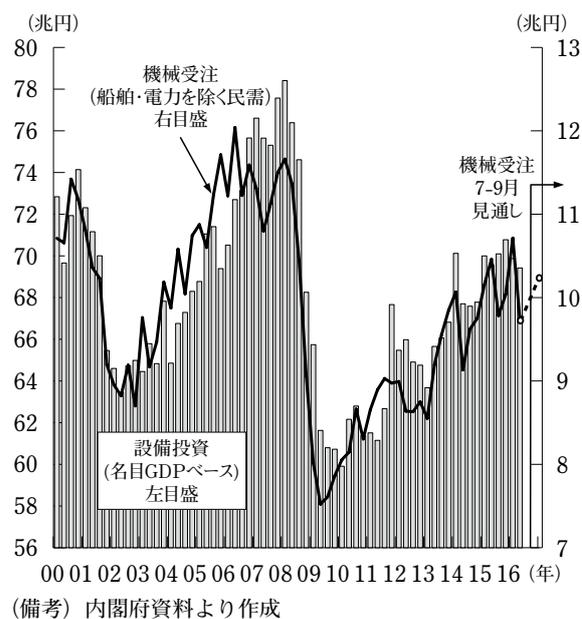
慢性的な人手不足を映して、賃上げに踏み切る中小企業も増え始めているが、今年度は大企業の春闘賃上げ率が前年を下回ったこともあって、この先も平均賃金は緩やかな伸びにとどまるとみられる。ガソリンや電力料金の値下がりによる実質所得の押し上げ効果はプラスとなるが、名目賃金が伸びてこないことには、家計の消費意欲は高まらないと考えられる。

(3) 先行き不透明感の高まりを受けて企業の投資スタンスは慎重化

中国経済の停滞や英国のEU離脱決定などから世界経済の先行き不透明感が強まっている。円高に伴う収益悪化も加わって、企業の投資マインドは慎重化している。実際、16年4～6月の設備投資(実質GDPベース)は前期比0.4%減(年率1.5%減)と2四半期連続のマイナスと減速している。

設備投資の先行指標とされる機械受注(船舶・電力を除く民需)は、このところ弱い動きになっている。受注金額は、15年10～12

図表7 名目設備投資と機械受注(年率換算)



月に前期比プラスに転じ、16年1～3月も前期比6.7%増と2四半期連続で増加したが、4～6月は9.2%減と大きく落ち込んだ(図表7)。受注見通し調査によると、7～9月はプラスに転じる見込みであるが、増加率は5.2%と4～6月の減少分を取り戻せない見通しである。また、日銀短観の設備投資計画をみても、企業の投資マインドが慎重化している姿がみてとれる。16年度の設備投資計画(6月調査)は、大企業全体で前年比6.2%増と5年連続の増加が計画されているが、3月調査から6月調査への修正率は0.9%増と15年度の6月修正率(8.2%増)を大きく下回った。潤沢なキャッシュフローを企業の成長戦略に振り向ける傾向が根強いことから、設備投資が失速するリスクは低いと考えられるが、世界経済に回復の兆しが広がるまでは、企業は慎重な投資スタンスを維持する可能性が高い。

(4) 景気回復テンポが高まるのは来年以降

今後の景気も下押し圧力と上向きの動きが拮抗する形で、横ばい圏の推移が続くとみられる。すでに下押し圧力となっているのが円高である。輸出企業を中心に企業収益は減益に転じており、投資スタンスは慎重化している。先行指標である機械受注の動向から判断しても、設備投資は力強さを欠いた動きが続くとみられる。賃金の伸び悩みを映して、個人消費も緩慢な動きが続くと予想される。

一方、15年度補正予算（国費ベースで3.5兆円）や16年度予算の前倒し執行が寄与し始めている。熊本地震からの復旧・復興に向けた対策（16年度第1次補正予算、7,780億円）も公共事業の押上げ要因となる。設備投資や輸出は弱い動きが続こうが、政府支出の拡大が景気を下支えする要因となろう。なお、16年8月2日に閣議決定された経済対策（事業規模28.1兆円）が本格化するのは17年以降と想定している。

日本経済は当面も力強さを欠いた動きが続くと予想されるものの、来年にかけて世界経済が上向いてくるとみられ、日本経済も徐々に回復の勢いを取り戻すと予想される。IMF（国際通貨基金）の世界経済見通しによると、世界全体の実質成長率は16年も3.1%（15年実績は3.1%）と緩やかな伸びにとどまるものの、17年には3.4%に高まると予測されている。資源国や新興国が上向いてくるとみているため、アジア新興国向けを主体とする日本の輸出も回復に向かおう。

世界経済の安定を受けて為替相場も円安方

向に転じるとみられる。企業収益が回復に向かうことで、家計の所得環境も改善する。人手不足感の強い状態が続き、中小企業でも賃金を引き上げる動きが広がろう。今回の経済対策が本格化する17年以降、日本経済は徐々に回復テンポを高めていくと予想される。

3. 実質成長率は16年度0.4%、17年度0.9%と予測

前回の経済見通し（5月時点の予測値）で前提としていた消費税増税が先送りされることとなったため、今回の経済見通しでは16、17年度とも予測値を見直した。駆け込み需要の影響を削除したことで、16年度の実質成長率を前回見通しの0.9%から0.4%に下方修正したが、消費税増税の影響が先送りされた17年度については0.1%から0.9%へ上方修正した（図表8）。

16年4～6月の個人消費は底堅さを示したものの、本格回復にはなお時間を要すると思われる。円高の影響で企業の収益環境は悪化しており、今後も賃金上昇ペースが緩やかにとどまると予想されるためである。雇用情勢が堅調に推移していることがプラス要因だが、当面も個人消費は緩慢な動きが続くと予想される。16年度の実質個人消費は前年比0.4%増と小幅な伸びにとどまると予測した。住宅投資は前回見通しで想定していた増税前の駆け込み需要を除いたが、日銀によるマイナス金利導入を受けた住宅ローン金利の大幅な低下が押上げ要因となる。住宅投資は前年比5.4%増と高めの伸びを見込んだ。一方、世

界経済の先行き不透明感から企業の投資マインドが慎重化しているため、設備投資は0.4%増と15年度実績の2.1%増から鈍化すると予測した。

公共投資については、15年度補正予算（16年1月20日成立）や熊本地震に対応した災害復旧事業が増加要因となる。ただ、8月2日に閣議決定された経済対策が効いてくるのは年明け以降とみられる。16年度の公共投資は前年比0.7%減と小幅な減少と予測した。

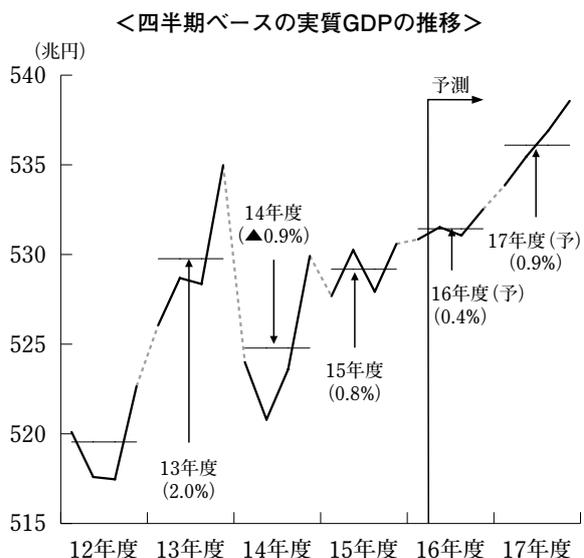
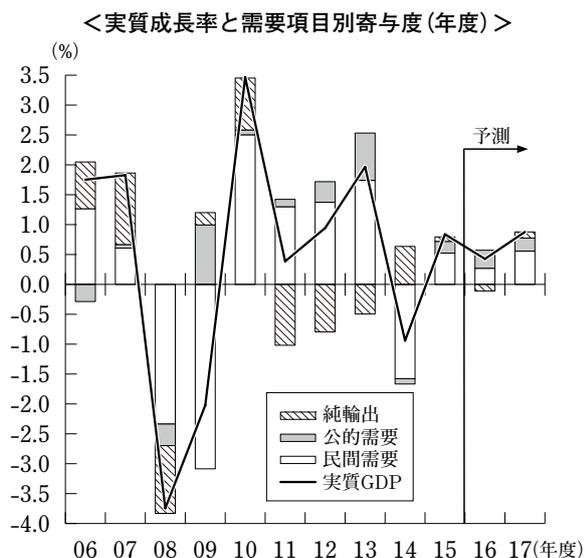
中国を中心とした新興国経済の回復の遅れにより、16年度の輸出は伸び悩もう。実質輸出は0.7%減と4年ぶりに減少すると予測した。企業の在庫調整継続を受けて、輸入が横ばいとどまると予測しているが、輸出から輸入を差し引いた純輸出の寄与度は、マイナス0.1ポイントと成長率を押し下げる要因となろう。17年度は、消費税率の再引上げの見送りが、家計部門にとってプラスとなる。人手不足を

反映して賃上げの動きが徐々に広がることも個人消費の回復に寄与する。17年度の個人消費は前年比0.6%増と緩やかに加速しよう。

16年8月2日に閣議決定された経済対策の効果も17年度に本格化する。今回の経済対策は、国と地方の歳出である「真水」ベースで7.5兆円、国費（6.2兆円）のうち第2次補正予算で4.6兆円が手当てされる。15年度補正予算の金額（国費ベースで3.5兆円）を上回る規模となるため、公共投資は1.0%増と4年ぶりに増加すると予測した。

世界経済が上向いてくることで輸出や設備投資も回復に向かおう。17年度の設備投資は前年比1.2%増へ伸びを高め、輸出は3.0%増とプラスに転じると予測した。景気回復に伴って輸入の増加も見込まれるが、純輸出の寄与度はプラス0.1ポイントと成長率を押し上げる方向に寄与しよう。

図表8 実質GDP成長率の推移と予測



(備考) 右図中の () 内の数値は年度ベースの実質成長率。内閣府資料より作成。予測は信金中央金庫 地域・中小企業研究所

〈前提条件～為替相場、原油価格、財政政策、海外経済〉

（為替相場）

今年度の為替相場は、1ドル112円台半ばからスタートしたが、ドル先安観は根強く、4月7日には1ドル107円台と14年10月以来の水準まで円高が進んだ。4月下旬には日銀が金融機関への貸出にマイナス金利を適用するとの観測報道を受け、1ドル111円台後半まで戻したが、市場の期待に反して、日銀が4月28日の日銀金融政策決定会合で追加緩和を見送ったため、円買いの動きが再加速した。国内市場が休日だった29日には1ドル106円台まで円高が進み、5月3日の海外市場では1ドル105円台まで円が買われた。5月27日には、イエレンFRB議長が早期の利上げを示唆したことからドルは111円台まで買い戻されたが、6月3日に発表された米雇用統計が市場の予想を大きく下回ったことで、早期利上げ観測は後退した。実際、6月14～15日に開催されたFOMC（米連邦公開市場委員会）では、年内の利上げに対して慎重な姿勢が示され、為替相場は1ドル103円台まで円高ドル安が進んだ。さらに、6月23日の英国の国民投票においてEU離脱派が勝利すると、世界的なリスクオフの流れが強まり、円は対ドルで一時99円台まで急騰した。

7月中旬には与党の参院選大勝と大型経済対策、日銀による追加緩和への期待から株高・円安が進み、1ドル107円台まで戻した。もっとも、7月28～29日に開催された金融政策決定会合で、日銀は追加緩和に踏み切った

ものの、ETFの買入れ増額を中心とした小粒な内容にとどまったことから円を買い戻す動きが広がった。さらに、日銀が異次元緩和の効果について、「総括的な検証を行う」と表明したことから長期金利が急騰、イタリアの不良債権問題への懸念からリスク回避の動きも広がり、8月3日には一時1ドル100円台まで円高が進んだ。足元では米国の利上げ観測がやや高まっていることがドル買い材料だが、米国の追加利上げは今年12月以降に先送りされる公算が大きく、当面も円が買われやすい展開が続くとみられる。日米金融政策の方向性は依然として逆方向にあるとはいえ、米国の利上げが視野に入ってくるまではドル買いの動きは限定的と考えられる。経済見通しの前提となる年度平均レートは、16年度1ドル105円、17年度1ドル110円と想定した。

（原油価格）

原油相場（WTI）は、2月11日に付けた安値（一時1バレル26.05ドル）を底に反発した。3月17日には1バレル40ドル台を回復し、4月27日には1バレル45ドルに乗せた。在庫調整の進展が確認された5月26日には、昨年10月12日以来となる1バレル50ドル台へ上昇した（図表9）。OPEC（石油輸出国機構）が生産目標の再設定に向けて協議するとの報道も買いを誘った。ただ、シェールオイルや非加盟国の減産で需給の改善が進んだとして、OPECは6月2日の総会で増産凍結を見送った。この決定を受け、市場では失望売りが広がり、同日の原油価格は一時1バレル47ドル

図表9 原油価格 (WTI) の推移



台へ下落した。その後は、強弱感が拮抗するなか50ドルを挟んで一進一退が続いたが、英国が国民投票でEU離脱を選択したことを受けて、リスク回避の動きが広がった。原油の在庫調整が遅れていることも嫌気され、7月7日には1バレル45ドル台へ下落した。在庫削減が進まない一方で、石油リグ（掘削装置）の稼働数が増え始めたことも相場の押し下げ要因となり、8月1日には一時1バレル40ドルを割り込んだ。8月8日には、OPECが9月に非公式会合を開くことを明らかにしたことで原油市況は反発したが、8月中旬の原油価格は1バレル45～46ドル程度で推移している。

先行きについては、新興国経済が徐々に持ち直すにつれて、原油需給も改善に向かうと想定しているが、イラン原油や米国のシェールオイルなどが供給増要因となるだけに、原油相場の上値は限られよう。経済見通しの前提となる原油価格（通関ベース）は、16年度1バレル44ドル、17年度1バレル49ドルと想

定した。

(財政政策)

16年1月20日に成立した15年度補正予算（国費3.5兆円）の執行が進んでおり、これが16年度上期の公共投資の下支え要因となっている。熊本地震に対応した災害復旧対策となる16年度第1次補正予算（5月17日成立。7,780億円）も公共投資の増加に寄与している。さらに、政府は、事業規模で28.1兆円の大型景気対策を閣議決定し、9月の臨時国会に第2次補正予算案が提出される。もっとも、事業規模には財政投融资などが含まれており、「真水」とされる国と地方の直接歳出は7.5兆円となる。そのうちの国費は6.2兆円だが、これには17年度予算分も含まれており、景気対策の裏付けとなる第2次補正予算の規模は4.6兆円と見込まれる。事業規模が示すほどの効果は期待できないが、15年度補正予算（国費3.5兆円）を上回る規模であり、17年以降の日本経済の下支えとなろう。なお、経済見通しの前提条件となる消費税増税（8%→10%）の時期については、これまで想定していた17年4月から19年10月へ変更した。

(海外経済)

〈米国〉…16年4～6月の実質GDP（事前推定値）は、前期比年率1.2%増にとどまった。年次改定に伴って過去の数値も修正されたため、3四半期連続で潜在成長率（年率2%程度）を下回る低い伸びとなった。堅調な雇用情勢を反映して個人消費は前期比年率4.2%増と好調だったが、住宅投資

は6.1%減と9四半期ぶりに減少した。輸出は4四半期ぶりにプラスに転じたものの、企業が慎重な投資姿勢を続けたことで設備投資は2.2%減と3四半期連続で減少した。世界経済の先行き不透明感が強まっていることから、設備投資は当面も弱い動きが続く可能性がある。

一方、雇用情勢は底堅さを維持している。5月の非農業雇用者数は前月比2.4万人増（速報段階では3.8万人増）に急減速したものの、6月は29.2万人増、7月は25.5万人増と上向いている。直近3か月の平均も19.0万人増と増勢は維持されている。設備投資や輸出が低調に推移しているため、この先も景気は力強さを欠いた動きが続くとみられるが、良好な雇用環境を背景とした底堅い個人消費に支えられる格好で、米景気は緩やかな回復軌道をたどろう。もっとも、年前半の成長率が年率で1%前後となったため、16年通年の実質成長率は1.5%にとどまると予測した。17年には世界経済が上向き、設備投資が回復に転じることで、実質成長率は2.0%に高まると予測した。

〈欧州〉…16年4～6月のユーロ圏の実質GDPは、前期比0.3%増、年率1.1%増と1～3月（年率2.2%増）から伸びが鈍化した。ユーロ圏経済の中心であるドイツの実質GDPは、前期比0.4%増と底堅く推移したが、フランスとイタリアはともに前期比横ばいと停滞した。雇用環境が良好に推移しているドイツ経済が今後も欧州景気の回復

を下支えしようが、テロの影響が不安視されるフランス経済や銀行の不良債権問題が懸念されるイタリア経済の先行きは不透明である。英国が国民投票でEU離脱を選択したことも欧州経済の下押し要因となる。不確実性の高まりが企業の景況感に悪影響を及ぼすとみられ、17年の欧州経済は減速しよう。ドイツの実質成長率は16年1.7%、17年1.2%と予測した。ユーロ圏の実質成長率は16年1.6%、17年1.4%と予測した。

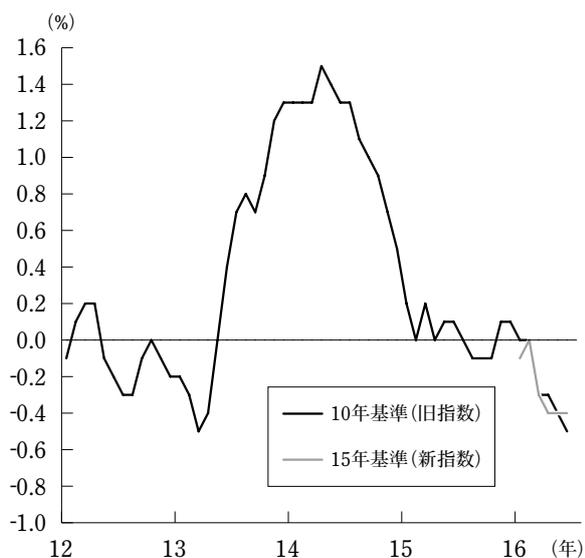
〈中国〉…16年4～6月の中国の実質GDPは前年比6.7%増と、1～3月（6.7%増）と同じ伸びとなり、4四半期ぶりに減速に歯止めがかかった。個人消費が底堅く推移したことが背景にあるが、輸出は低迷が続き、固定資産投資は一段と減速した。特に民間投資が低迷している。過剰生産能力の削減が進まないこともあって、設備投資は当面も減速傾向で推移する公算が大きい。輸出・投資主導の成長から内需中心の経済への移行にはなお時間を要する見通しで、中国経済はこの先も減速傾向で推移しよう。実質成長率は、16年6.6%、17年6.3%と予測した。

4. 日銀は引き続き強力な緩和政策を推進

(1) エネルギー価格の下落がコア消費者物価の押下げ要因

コア消費者物価（生鮮食品を除く総合、10年基準）は、弱い動きが続いている。16年3月には前年比0.3%の下落と昨年10月以来5か月ぶりにマイナスへ転じ、6月まで4か月

図表10 コア消費者物価の前年比と寄与度



(備考) 1. 消費税の増税の影響を除く
2. 総務省資料より作成

連続で下落している。食料品や日用品、衣料品などは上昇傾向を維持しているものの、原油価格が下落した影響でガソリンや電気代などエネルギーの物価が一段と下落していることが全体の物価を押し下げている。もっとも、食料や日用品などの物価上昇率もやや鈍化している。

8月12日には、15年基準に基づく消費者物価指数が公表された(図表10)。5年に1度の基準改定であり、品目の入替えや品目別ウェイトが変更された。新基準のコア消費者物価は、品目の改廃が小規模なものにとどまったほか、物価下落率の大きいテレビのウェイトが引き下げられたことなどで、旧基準とのかい離は限定的だった。直近6月の新旧指数を比較すると、新基準の前年比は0.4%の下落と旧基準(0.5%下落)から0.1ポイントの小幅な修正となり、物価の基調を大きく変える結果にはならなかった。

エネルギー物価(ガソリン、灯油、電気、ガス)は、当面も全体の物価を押し下げる方向に寄与する見通しで、コア消費者物価は年末頃までマイナス圏の推移が続くと予想される。ただ、17年にはエネルギー価格下落の影響が一巡すると想定しており、コア消費者物価は年明け頃からプラスに転じよう。16年度のコア消費者物価は、前年比で0.0%の横ばいと予測した。

17年度には原油価格が年度平均でも上昇に転じると想定しており、エネルギー物価の寄与度も押し上げ方向に転じる見通しである。賃上げの動きが徐々に広がることで個人消費も上向くとみられ、消費者物価は緩やかに上昇テンポを高めよう。17年度のコア消費者物価は前年比で1.2%の上昇と予測した。

(2) 追加緩和の可能性はなお残る

日銀は、7月28~29日に金融政策決定会合を開催し、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」のうち、質的緩和の一部を強化した。具体的には、ETF(上場投資信託)の買入れ額を増額し、年間保有残高の増加ペースを約3.3兆円から約6兆円に引き上げた。このほか、企業の外貨資金調達安定化を図る措置も講じた。一方で、日銀当座預金の一部に適用しているマイナス金利の水準(△0.1%)、マネタリーベースの増加ペース(年間約80兆円)は現状維持とした。

決定会合後の公表文をみると、「政府の取組みとの相乗的な効果を発揮するものと考えている」との記述がなされており、財政・金

融両面から景気を下支えすることが肝要との判断もあって今回の措置に踏み切ったことがうかがえる。

29日には経済と物価情勢の展望をまとめた「展望レポート」も発表された。16年度の物価上昇率見通しは前回予測から下方修正されたが、17年度はプラス1.7%に据え置かれ、物価目標の達成時期も「17年度中」を維持した。当研究所でも、原油価格下落の影響が一巡すれば、物価は下げ止まりから上昇に転じると想定しているが、17年度中に物価安定の目標である2%上昇には達しないと予測している。今回の「展望レポート」においても、前回はみられなかった「先行きの海外経済に関する不透明感などから不確実性が大きい」との記述がなされている。物価の持続的な上昇を達成するためには、賃金の累積的な上昇も不可欠であり、日銀の目標達成には困難が伴おう。

黒田総裁は決定会合後の記者会見で、今回の措置を「戦力の逐次投入ではない」とし、現在とれる最大限の対応であった旨の発言をする一方、「必要な場合には量、質、金利の3次元で追加的な金融緩和措置を講じる」とコメントした。世界経済の減速懸念が高まり、株安、円高の動きが顕在化することとなれば、日銀がさらなる追加緩和に踏み切る可能性もあろう。

なお、決定会合後の公表文には、2%の「物価安定の目標」をできるだけ早期に実現する観点から、次回（9月20～21日）の金融政策決定会合において、「量的・質的金融緩

和」・「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」のもとでの経済、物価動向や政策効果について総括的な検証を行う旨の記述がなされた。金融市場では、金融政策の枠組み見直しを示唆するものと受け止められ、巨額の国債購入やマイナス金利政策が軌道修正されるとの見方から国債を手放す動きが加速した。長期金利（10年国債利回り）は、決定会合前の27日に△0.295%を付けたが、決定会合後の8月2日には一時△0.025%まで急上昇した。

緩和縮小に向かうのではないかとする市場の見方に対し、黒田総裁は「そのようなことにはならない」と否定している。また、岩田副総裁を筆頭にリフレ派の委員が増えていることもあって、日銀の緩和政策が大きく軌道修正される可能性は低い。ただ、物価安定の目標としている2%の物価上昇について、達成時期を明示せず、米国のように長期の目標とする可能性はある。この場合、物価見直しを修正するたびに追加緩和を迫られることがなくなり、持続可能な政策運営が可能になるといったメリットが生まれる。一方で、デフレ脱却の遅れを理由にした追加緩和期待は高まりにくくなる。

実際、金融市場では、金融緩和政策が限界点に近づいたとみる向きも少なくないが、日銀がマイナス金利を含めた現行の金融政策を引締め方向に転換するとは考えにくい。デフレ脱却に向けた期待が後退しているうえ、円高圧力も依然として根強いだけに、マイナス金利を深堀りするなど、金融緩和策がもう一段強化される可能性は残っていると考えられる。

〈16年度、17年度の日本経済予測（前年度比）〉

(単位：％、10億円)

	13年度 〈実績〉	14年度 〈実績〉	15年度 〈実績〉	16年度 〈予測〉	17年度 〈予測〉
名目GDP	1.7	1.5	2.2	1.0	1.2
実質GDP	2.0	△ 0.9	0.8	0.4	0.9
国内需要	2.4	△ 1.5	0.7	0.5	0.8
民間部門	2.2	△ 1.9	0.8	0.3	0.8
民間最終消費支出	2.3	△ 2.9	△ 0.2	0.4	0.6
民間住宅投資	8.8	△ 11.7	2.4	5.4	△ 1.1
民間企業設備	3.0	0.1	2.1	0.4	1.2
民間在庫品増加	△ 2,648	254	1,759	826	1,337
政府部門	3.2	△ 0.3	0.7	1.2	0.9
政府最終消費支出	1.6	0.1	1.6	1.6	0.9
公的固定資本形成	10.3	△ 2.6	△ 2.7	△ 0.7	1.0
財・サービスの純輸出	7,240	11,317	11,688	11,094	11,931
財・サービスの輸出	4.4	7.9	0.4	△ 0.7	3.0
財・サービスの輸入	6.8	3.4	0.0	0.0	2.4

(備考) 内閣府資料より作成。在庫投資、財貨・サービスの純輸出は実績。予測は信金中央金庫 地域・中小企業研究所

〈実質成長率の需要項目別寄与度〉

(単位：％)

	13年度 〈実績〉	14年度 〈実績〉	15年度 〈実績〉	16年度 〈予測〉	17年度 〈予測〉
実質GDP	2.0	△ 0.9	0.8	0.4	0.9
国内需要	2.5	△ 1.6	0.8	0.6	0.8
民間部門	1.7	△ 1.5	0.6	0.3	0.6
民間最終消費支出	1.4	△ 1.7	△ 0.1	0.2	0.3
民間住宅投資	0.3	△ 0.4	0.1	0.2	△ 0.0
民間企業設備	0.4	0.0	0.3	0.1	0.2
民間在庫品増加	△ 0.3	0.6	0.3	△ 0.2	0.1
政府部門	0.8	△ 0.1	0.2	0.3	0.2
政府最終消費支出	0.3	0.0	0.3	0.3	0.2
公的固定資本形成	0.5	△ 0.1	△ 0.1	△ 0.0	0.0
財・サービスの純輸出	△ 0.5	0.6	0.1	△ 0.1	0.1
財・サービスの輸出	0.7	1.3	0.1	△ 0.1	0.5
財・サービスの輸入	△ 1.2	△ 0.7	0.0	0.0	△ 0.4

(備考) 内閣府資料より作成。予測は信金中央金庫 地域・中小企業研究所

〈前提条件〉

	13年度 〈実績〉	14年度 〈実績〉	15年度 〈実績〉	16年度 〈予測〉	17年度 〈予測〉
為替レート (円/ドル)	100.2	109.8	120.1	105.0	110.0
原油価格 (CIF、ドル/バレル)	110.0	89.0	48.9	44.0	49.0
(前年比、％)	△ 3.6	△ 19.1	△ 45.1	△ 10.0	11.3

(備考) 日本銀行資料などより作成。予測は信金中央金庫 地域・中小企業研究所

〈主要経済指標の推移と予測〉

	13年度 〈実績〉	14年度 〈実績〉	15年度 〈実績〉	16年度 〈予測〉	17年度 〈予測〉
鉱工業生産指数 (前年比、%)	98.9 3.2	98.4 △ 0.5	97.4 △ 1.0	97.5 0.1	99.0 1.5
第3次産業活動指数 (前年比、%)	103.2 1.2	102.1 △ 1.1	103.5 1.4	103.9 0.4	104.7 0.8
完全失業率 (季調済、%)	3.9	3.5	3.3	3.1	3.1
国内企業物価 (前年比、%)	1.9	2.7	△ 3.2	△ 2.4	1.9
コア消費者物価 (前年比、%) 〈消費税増税の影響を除く〉	0.8	2.8 <0.8>	0.0	0.0	1.2
米国式コア (前年比、%) 〈消費税増税の影響を除く〉	0.2	2.2 <0.5>	0.7	0.6	0.9

(備考) 1. 米国式コアは食料・エネルギーを除く総合指数。経済産業省、総務省資料などより作成
2. 予測は信金中央金庫 地域・中小企業研究所

〈経常収支〉

(単位：億円、%)

	12年度 〈実績〉	13年度 〈実績〉	14年度 〈実績〉	15年度 〈実績〉	16年度 〈予測〉	17年度 〈予測〉
経常収支	42,495	23,930	87,245	180,028	188,391	168,692
前年差	△ 39,357	△ 18,565	63,315	92,783	8,363	△ 19,700
名目GDP比 (%)	0.9	0.3	1.8	3.6	3.7	3.3
貿易・サービス収支	△ 92,753	△ 144,785	△ 93,142	△ 6,032	22,436	1,212
前年差	△ 42,447	△ 52,031	51,643	87,110	28,468	△ 21,224
貿易収支	△ 52,474	△ 110,455	△ 65,890	5,419	28,103	5,447
前年差	△ 30,377	△ 57,982	44,565	71,309	22,684	△ 22,657
サービス収支	△ 40,280	△ 34,330	△ 27,252	△ 11,451	△ 5,667	△ 4,234
前年差	△ 12,070	5,950	7,078	15,801	5,784	1,433
第1次所得収支	144,825	183,193	199,755	205,700	185,324	187,150
前年差	1,740	38,368	16,562	5,945	△ 20,376	△ 1,826
第2次所得収支	△ 9,577	△ 14,477	△ 19,368	△ 19,639	△ 19,369	△ 19,671
前年差	1,350	△ 4,900	△ 4,891	△ 271	270	△ 302

(備考) 日本銀行『国際収支統計』より作成。予測は信金中央金庫 地域・中小企業研究所

〈主要国の実質成長率の推移と予測〉

(単位：前年比、%)

国名	12年	13年	14年	15年	16年(予)	17年(予)
米国	2.2	1.7	2.4	2.6	1.5	2.0
ユーロ圏	△ 0.8	△ 0.3	0.9	1.6	1.6	1.4
ドイツ	0.7	0.6	1.6	1.5	1.7	1.2
フランス	0.2	0.6	0.7	1.2	1.3	1.1
イギリス	1.3	1.9	3.1	2.2	1.9	0.8
中国	7.7	7.7	7.4	6.9	6.6	6.3

(注) 各国資料より作成。予測は信金中央金庫 地域・中小企業研究所