

実質成長率は15年度0.7%、16年度1.5%、17年度0.5%と予測

— 景気は持直しに向かおうが、当面の回復テンポは緩慢 —

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. 15年10～12月の実質GDPは前期比0.4%減（年率1.4%減）

個人消費は前期比0.8%減、住宅投資は1.2%減と家計部門は揃ってマイナスとなった。一方、設備投資は2四半期連続で増加した。世界経済の減速を背景に輸出は0.9%減とマイナスに転じたが、輸入も減少したため、純輸出は実質成長率を0.1ポイント押し上げた。

2. 当面の景気回復テンポは緩やかにとどまる見通し

15年度に入ってからからの景気は一進一退で推移している。10～12月のマイナス成長は、暖冬で冬物関連の消費が振るわなかった側面もあるが、新興国経済の減速を受けて輸出が停滞しているほか、内需低迷に起因した在庫調整が続いていることも影響している。良好な雇用環境が維持されていることから、個人消費は再び回復に向かうと考えられるが、輸出の回復に弾みが付かないこともあって、当面の日本経済の回復テンポは緩やかにとどまると予想される。

3. 実質成長率は15年度0.7%、16年度1.5%、17年度0.5%と予測

個人消費が想定以上に伸び悩んでいることなどから、15年度の実質成長率を前回予測の1.1%から0.7%に下方修正した。ただ、景気のリバウンドは崩れていないと判断しており、16年度の実質成長率は1.5%と前回見通しを据え置いた。なお、今回から予測対象とした17年度の実質成長率は消費税率の再引上げを前提に、0.5%に鈍化すると予測した。

4. 金融政策は当面も緩和強化の方向

日銀は、16年1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」の導入を決定した。世界経済の先行き懸念を背景にした市場の動揺が、企業や人々の心理に悪影響を与えるリスクが高まってきたと判断したためである。こうした動きが实体经济にも波及するようだと、日銀は早い段階でさらなる追加緩和に踏み切ることも考えられる。

(注) 本稿は2016年2月17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(15年12月) | |
|--------------|---------|--------|--------|--------|--------|------------|---------|
| | 〈実績〉 | 〈実績〉 | 〈予測〉 | 〈予測〉 | 〈予測〉 | 15年度(予) | 16年度(予) |
| 実質GDP | 2.0 | △ 1.0 | 0.7 | 1.5 | 0.5 | 1.1 | 1.5 |
| 個人消費 | 2.3 | △ 2.9 | △ 0.3 | 1.5 | △ 0.9 | 0.4 | 1.5 |
| 住宅投資 | 8.8 | △ 11.7 | 2.4 | 3.7 | △ 5.6 | 3.8 | 5.3 |
| 設備投資 | 3.0 | 0.1 | 2.0 | 5.1 | 1.6 | 1.4 | 5.1 |
| 公共投資 | 10.3 | △ 2.6 | △ 2.4 | △ 7.0 | 0.4 | △ 3.4 | △ 6.8 |
| 純輸出(寄与度) | (△ 0.5) | (0.6) | (0.1) | (0.3) | (0.5) | (0.1) | (0.3) |
| 名目GDP | 1.7 | 1.5 | 2.2 | 2.3 | 1.6 | 2.4 | 2.0 |

(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. 15年10～12月の実質GDPは前期比0.4%減(年率1.4%減)

15年10～12月のGDPは、物価変動の影響を除いた実質で前期比0.4%減、年率に換算して1.4%減と2四半期ぶりにマイナスとなった(図表2)。景気の実感に近い名目GDPも前期比0.3%減、年率では1.2%減と2四半期ぶりに減少した。

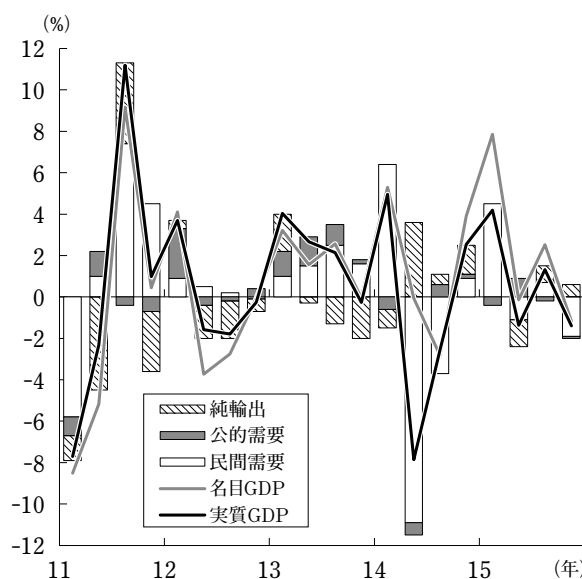
10～12月の動きを需要項目別(実質)にみると、個人消費は前期比0.8%減とマイナスに転じた。暖冬の影響で冬物衣料や暖房機器など季節関連商品の販売が振るわなかったほか、昨年4月からの増税に伴う軽自動車の販売低迷なども影響した(図表3)。住宅投資は1.2%減と4四半期ぶりに減少した。消費税増税対策として実施されている住宅ローン減税の拡充や住まい給付金の効果が薄れており、持ち家の建設が減速している。

設備投資は1.4%増と2四半期連続で増加した。中国経済の減速を背景とした世界経済の先行き不透明感の高まりを受けて、企業の投資マインドはやや慎重化しているが、企業収益が底堅く推移していることなどから設備

投資は回復基調を維持している。公共投資は2.7%減と2四半期連続のマイナスとなった。14年度補正予算(15年2月3日成立)に盛り込まれた経済対策の効果が薄れてきたことが主因である。また、最終需要の伸び悩みを受けて在庫調整が続いたため、在庫投資は実質成長率を前期比ベースで0.1ポイント押し下げた。

輸出は0.9%減少した。中国経済の減速でアジア向け輸出が低迷しているほか、米国向けも減速している。ただ、在庫調整が続いた

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 | | | | 15年 | | | | | | | | | | | |
|-------------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--|--|--|
| | 1～3月 | 4～6月 | 7～9月 | 10～12月 | 4月 | 5月 | 6月 | 7月 | 8月 | 9月 | 10月 | 11月 | 12月 | | | |
| 全世帯実質消費 | △ 6.5 | 0.5 | 0.7 | △ 3.3 | 1.3 | 4.8 | △ 2.0 | △ 0.2 | 2.9 | △ 0.4 | △ 2.4 | △ 2.9 | △ 4.4 | | | |
| 平均消費性向(勤労者) | 74.6 | 73.7 | 73.4 | 73.1 | 73.0 | 74.3 | 73.7 | 71.4 | 74.3 | 74.6 | 73.3 | 73.2 | 72.9 | | | |
| 乗用車販売 | △15.5 | △ 7.0 | △ 7.0 | △ 8.9 | △10.1 | △ 8.2 | △ 3.8 | △ 9.1 | △ 3.5 | △ 7.4 | △ 4.0 | △ 7.6 | △14.6 | | | |
| （普通+小型乗用車） | △17.1 | 3.0 | △ 1.5 | 0.8 | 2.9 | 1.2 | 4.6 | △ 2.0 | 1.7 | △ 3.2 | △ 0.0 | △ 0.4 | 3.0 | | | |
| （軽乗用車） | △12.9 | △21.4 | △16.4 | △23.0 | △26.9 | △21.5 | △16.5 | △21.7 | △12.6 | △14.3 | △10.7 | △18.3 | △36.1 | | | |
| 百貨店販売額 | △ 6.4 | 6.5 | 2.8 | 0.5 | 13.7 | 6.3 | 0.4 | 3.6 | 2.7 | 1.9 | 4.2 | △ 2.6 | 0.3 | | | |
| スーパー販売額 | △ 3.6 | 3.4 | 1.4 | 0.3 | 6.3 | 4.8 | △ 0.6 | 1.2 | 1.4 | 1.6 | 2.3 | △ 1.0 | △ 0.1 | | | |
| 商業動態・小売業 | △ 4.8 | 2.9 | 0.8 | △ 0.2 | 4.9 | 3.0 | 1.0 | 1.8 | 0.8 | △ 0.1 | 1.8 | △ 1.1 | △ 1.1 | | | |
| （衣類・身の回り品） | △ 1.7 | 3.4 | 5.0 | 3.6 | 5.1 | 4.3 | 0.8 | 5.7 | 4.3 | 4.9 | 8.0 | △ 1.1 | 4.1 | | | |
| （飲料・食料品） | 1.0 | 4.8 | 3.6 | 3.0 | 6.2 | 4.9 | 3.2 | 4.1 | 3.3 | 3.4 | 4.1 | 1.6 | 3.2 | | | |
| （自動車） | △ 3.7 | 6.7 | 2.4 | 0.6 | 7.9 | 4.3 | 7.9 | 3.7 | 4.1 | △ 0.3 | 3.1 | 1.2 | △ 2.4 | | | |
| （家庭用機械） | △16.8 | 4.9 | 2.3 | 0.0 | 11.1 | 8.8 | △ 3.7 | 3.0 | 5.5 | △ 1.8 | 0.5 | △ 0.2 | △ 0.1 | | | |
| （燃料） | △17.8 | △10.5 | △11.7 | △14.8 | △ 9.1 | △12.0 | △10.5 | △ 9.0 | △10.8 | △15.6 | △13.2 | △14.4 | △16.5 | | | |
| 外食産業売上高 | — | — | — | — | △ 2.7 | 0.8 | △ 2.3 | 1.9 | 3.2 | 1.6 | 5.0 | △ 0.5 | 2.7 | | | |

（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

ことを受けて、輸入が1.4%減となったため、輸出から輸入を差し引いた純輸出は実質成長率を0.1ポイント押し上げた。

2. 当面の景気回復テンポは緩やかにとどまる見通し

（1）賃金の伸び悩みを受けて個人消費は足踏み状態が続く

15年度に入ってから四半期ごとの実質GDPをみると、4～6月に前期比年率1.4%減と三四半期ぶりのマイナス成長となった後、7～9月1.3%増、10～12月1.4%減と一進一退の推移となっている。10～12月は暖冬で冬物商材が振るわなかったという側面も小さくないが、中国など新興国経済の減速に伴って輸出が停滞していることや、内需の弱さに起因する在庫調整圧力が根強く残っていることが主因である。良好な雇用環境が維持されていることから、個人消費の下振れは一時的と

考えられるが、輸出の回復に弾みが付かないこともあって、当面の日本経済の回復テンポは緩やかにとどまると予想される。

個人消費（実質GDPベース）は、15年4～6月に前期比0.8%減と落ち込み、7～9月に0.4%増と持ち直したものの、10～12月は0.8%減と再びマイナスとなった。10～12月の個人消費の減少は暖冬が影響したとはいえ、弱い動きであったことは事実である。実際、15年度に入ってからの実質個人消費の水準は、駆込み需要が本格化する前の13年10～12月の水準を大幅に下回っている（図表4）。消費税増税に起因する物価上昇が影響している側面もあるが、15年度の名目ベースの個人消費をみても、13年10～12月の水準を下回っている。

個人消費の回復に弾みが付かない要因として、消費税増税前に膨らんだ自動車など大型耐久財の回復が遅れていることが挙げ

られるが、最大の要因は賃金が伸び悩んでいることにある。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、13年11月以降はおおむね前年比プラス圏で推移している（図表5）。しかし、15年度の春闘賃上げ率（定期昇給込み）が2.38%と98年度（2.66%）以来の高い伸びになったことと比較すると、足元の賃金の増加ペースは緩慢にとどまっているといえる。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・製造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。

ただ、慢性的な人手不足を映して、賃金を引き上げる動きは、今後徐々に広がってくる可能性がある。ガソリンなど原燃料価格の大

幅な下落は、中小企業にとって収益面で大きなプラスとなるため、賃上げが遅れていた中小企業でも、賃上げに踏み切る企業が増えてくると考えられる。

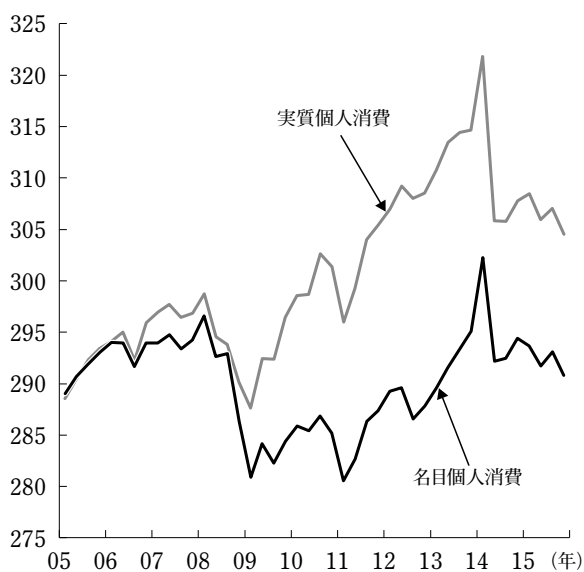
ガソリンや電力料金の引下げは家計の実質購買力を高める要因にもなる。足元は株価の下落などもあって消費マインドはやや下向きだが、賃金上昇率が高まってくると予想される16年度にかけて、個人消費は徐々に回復の勢いを取り戻そう。

（2）企業収益は底堅く、企業は強気の投資スタンスを維持

10～12月の設備投資（実質GDPベース）は、前期比1.4%増と2四半期連続で増加した。中国経済の減速による世界経済の先行き不透明感の高まりを受けて、設備投資の一部を先送りする動きもみられるものの、企業は強気

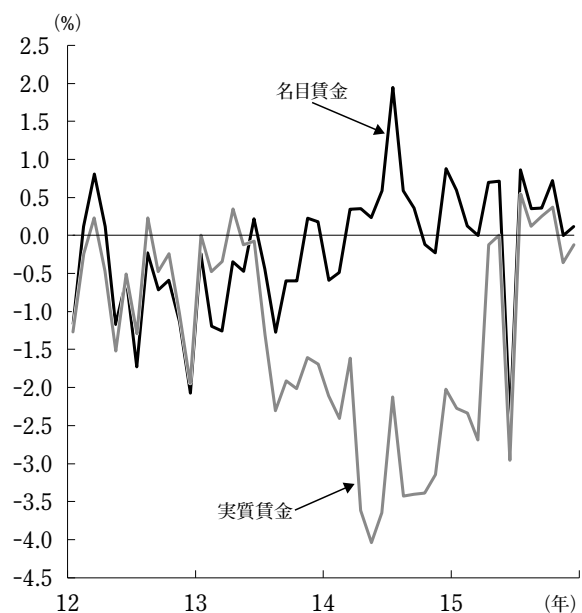
図表4 個人消費の推移（GDPベース）

（兆円、実質は05年価格）



（備考）内閣府『四半期別GDP速報』より作成

図表5 1人当たり賃金（現金給与総額）の前年比



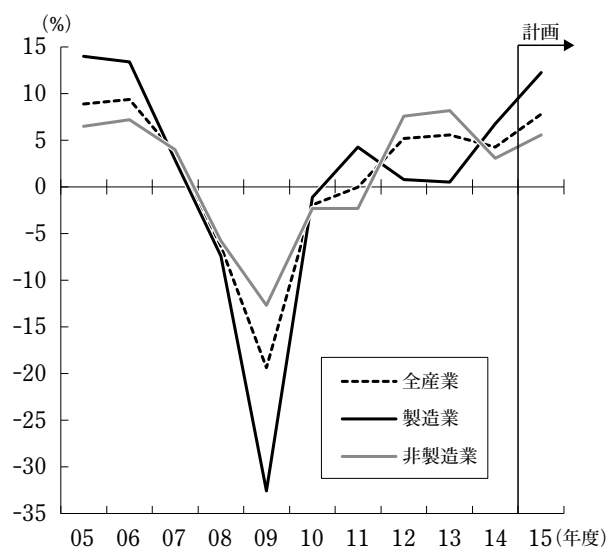
（備考）厚生労働省『毎月勤労統計』より作成

の投資スタンスを崩していない。実際、日銀短観（12月調査）の設備投資計画調査をみると、15年度の全規模・全産業の設備投資計画は前年比7.8%増とリーマン・ショック以降、最も高い伸びが見込まれている（図表6）。特に、製造業は12.2%増と強気の投資計画が維持されている。企業収益が高水準を維持していることが主因であるが、円安が定着してきたことで、自動車や電気機械だけでなく日用品などを製造する企業でも国内の生産拠点を拡充する計画が相次いでいる。いわゆる「国内回帰」といわれる動きである。また、設備投資の先行指標である機械受注（船舶・電力を除く民需）をみても、15年7～9月に前期比10.0%減と5四半期ぶりに減少したが、10～12月は4.3%増と持ち直し、16年1～3月の受注見通しは8.6%増と2四半期連続の増加が見込まれている（図表7）。ここにきて世界経済の先行き不透明感が一段と強まっている

ことや、足元で円高が進んでいることから、今後、設備投資の実行が先送りされることも想定されるが、中期的にみれば「国内回帰」の広がりなどを支えに、設備投資は回復基調を維持すると考えられる。

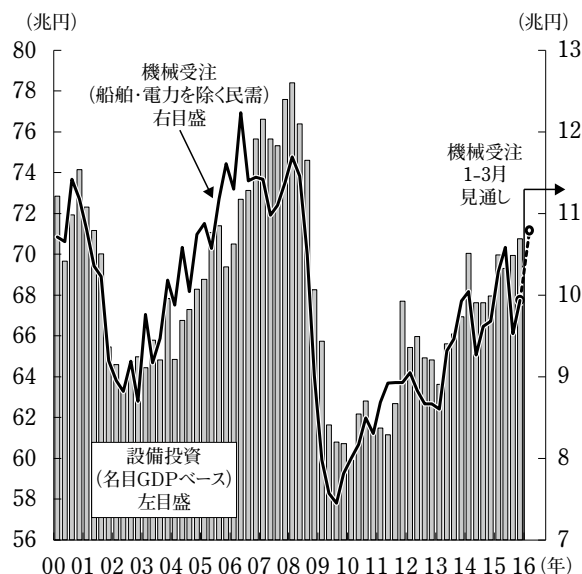
輸出（実質GDPベース）は、15年4～6月に前期比4.6%減と大幅に減少した後、7～9月は2.6%増と持ち直したものの、10～12月0.9%減と再びマイナスとなるなど、弱い動きが続いている。例えば、10～12月の通関ベースの輸出金額（円ベース）を地域別にみると、米国向けが前年比1.5%増と減速しているほか、アジア向けは7.6%減と6四半期ぶりのマイナスとなった。中国経済の減速がASEAN諸国などにも波及していることから、当面もアジア向け輸出は伸び悩む可能性がある。ただ、米国経済は引き続き底堅く推移しているほか、欧州経済も緩やかながら上向きの動きを維持している。中国経済が回復

図表6 日銀短観の設備投資計画



(備考) 1. 14年度以前は実績。15年度は12月調査
2. 日銀短観より作成

図表7 名目設備投資と機械受注（年率換算）



(備考) 内閣府資料より作成

の勢いを取り戻すまでには時間を要するとみられるが、欧米向けを支えに輸出は緩やかに上向いていくと予想される。

3. 実質成長率は15年度0.7%、16年度1.5%、17年度0.5%と予測

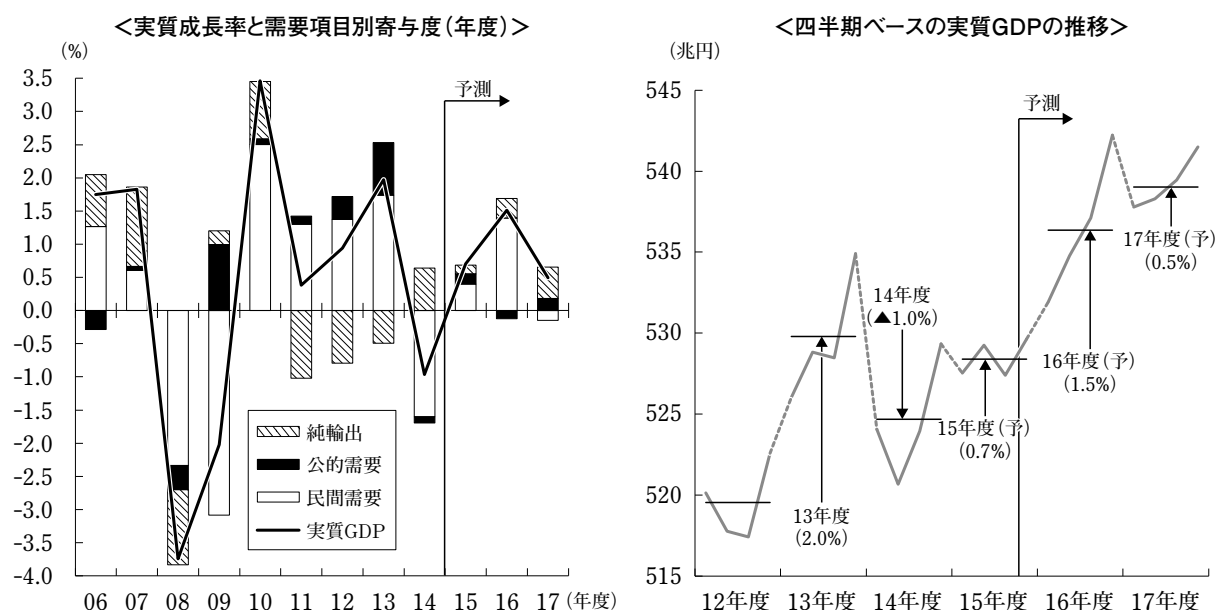
個人消費が想定以上に伸び悩んでいることに加え、輸出が弱い動きとなっていることなどをを受けて、15年度の実質成長率を前回予測の1.1%から0.7%に下方修正した(図表8)。ただ、景気の回復基調は崩れていないと判断しており、16年度の実質成長率は1.5%と前回見通しを据え置いた。なお、今回から予測対象とした17年度の実質成長率は消費税率の再引上げを前提に、0.5%に鈍化すると予測した。

個人消費は、15年10~12月に前期比マイナスとなったが、16年1~3月は再びプラス

に転じると予想される。良好な雇用情勢が続いていることに加え、暖冬で実勢以上に下振れした反動増も見込まれるためである。ただ、15年4~12月の個人消費が下振れしたため、15年度トータルの個人消費は前年比0.3%減と2年連続で減少するとみられる。住宅投資は、足元で回復の動きが一服しているが、15年度は前年比2.4%増と大幅に落ち込んだ14年度(11.7%減)から持ち直そう。設備投資は力強さを欠きつつも増勢を維持しており、15年度は2.0%増と予測した。

アベノミクス政策の柱の一つである財政政策は一服している。14年度補正予算(3.1兆円)に盛り込まれた公共事業は、15年度上期の公共投資を下支えしたが、足元ではその効果が一巡している。15年度の公共投資は2.4%減と2年連続でマイナスになる見込みである。

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

欧米経済は引き続き底堅く推移しているが、中国を中心としたアジア経済が想定以上に減速している。15年度に入ってから輸出は一進一退の推移が続いており、年度合計でも前年比0.4%増と横ばい圏にとどまると予想される。内需の伸び悩みを映して輸入が0.3%減少すると予測しているが、15年度の純輸出の寄与度はプラス0.1ポイントと14年度のプラス0.6ポイントを下回ろう。

16年度の日本経済は、民需主導で徐々に回復の勢いを取り戻すと予想される。16年度には、ほぼ完全雇用の状態に達すると予想されるほか、資源価格の値下がりなどで中小企業の収益回復が明確になるとみられ、賃上げの裾野が広がろう。16年度の個人消費は前年比1.5%増と、横ばい圏の動きが続いた15年度から伸びを高めると予測した。なお、17年4月の消費税増税を前に、再び駆け込み需要が盛り上がりるとみられる。税率の引上げ幅が2%（8%→10%）と前回の引上げ幅（3%）を下回るうえ、軽減税率の導入が予定されていることから、駆け込み需要の規模は13年度ほど大きくないと想定しているが、個人消費の伸びを高める要因となろう。住宅投資にも駆け込み需要が見込まれるが、前回増税前までに住宅取得の前倒しが相当程度進んだため、16年度中の駆け込み需要は限定的とみられる。住宅投資は前年比3.7%増と予測した。

16年度には中国経済が落ち着きを取り戻すと想定している。世界経済が上向くにつれて、輸出は回復の勢いを取り戻すと予想される。内需の回復に伴って輸入の伸びも高まる

ものの、純輸出は16年度の実質成長率を0.3ポイント押し上げる要因になると予測した。輸出の持直しは設備投資の回復にも追い風となる。円安定着に伴って生産拠点の国内回帰の動きが広がり、設備投資は前年比5.1%増と景気回復のけん引役になろう。

17年4月の消費税率再引上げを前にした駆け込み需要に押し上げられる側面もあるが、16年度の日本経済は、家計部門と企業部門のバランスの取れた形で、景気回復テンポが高まると予測している。

17年度は、消費税率が現行の8%から10%に引き上げられる予定である。駆け込み需要の規模は前回増税前の13年度に比べると小さいが、家計部門を中心にある程度の反動減は避けられない。ただ、税率の引上げ幅が2%と小幅なうえ、賃金上昇が広がってくるタイミングでの増税となるため、14年度に比べると下押し圧力は小幅にとどまる可能性が高い。17年度の個人消費は前年比0.9%減、住宅投資は5.6%減とマイナスが予想されるが、在庫復元や輸出の回復を支えに、実質GDPは0.5%増とプラス成長を維持すると予測した。

〈前提条件～為替相場、原油価格、財政政策、海外経済〉

（為替相場）

為替相場は、15年8月24日の海外市場で1ドル116円台まで円高ドル安が進んだが、10月下旬頃からは再び円安傾向で推移した。11月6日には、米雇用統計が堅調な結果となったことを受けて、12月のFOMC（米連

邦公開市場委員会)で利上げが決まるとの見方が強まり、同日の海外市場で円相場は1ドル123円台に下落した。しかし、その後は原油価格の底割れと世界的な株価下落で、再びリスク回避の動きが強まった。12月14日には一時1ドル120円台まで円高が進んだ。年明け後も、原油価格の下落に歯止めがかからなかったことから、投資家のリスク回避姿勢は一段と強まった。銅やニッケルなど非鉄金属相場も大幅に下落したほか、新興国・資源国通貨も売り込まれた。16年1月20日の海外市場では、一時1ドル115円台まで円高が進んだ。

日銀がマイナス金利の導入を決定した1月29日には円売りが優勢となり、円相場は1ドル121円台へ反落したが、2月に入ると再びリスク回避の動きが強まった。世界的な株価の下落によって不安心理は一段と高まり、円相場は2月11日の海外市場で一時1ドル110円台へ上昇した。米国の段階的な利上げに懐疑的な見方も広がっているため、当面も円が買われやすい展開が続く可能性がある。もっとも、米国の金融政策は、引き続き「利上げ」の方向にあるとの見方に変わりはない。一方、黒田日銀総裁は「必要な場合は追加的な緩和策を講じる」と述べており、日米の金融政策の方向性は明確に異なるといえる。今後の米国の利上げペース次第では、ドル売り圧力が再び高まる局面も想定されるが、相場のトレンドはなお円安ドル高の方向にあると考えられる。経済見通しの前提となる年度平均レートは、15年度1ドル120円、16年度1ドル122円、17年度1ドル121と想定した。

(原油価格)

原油価格(WTI)は、中国の景気減速懸念が強まった15年8月後半にかけて大幅に下落した。8月21日には1バレル40ドルを割り込み、世界的に株価が急落した8月24日には一時1バレル37ドル台に下落した(図表9)。その後、中国が追加の金融緩和を決めたことをきっかけに世界の金融市場が落ち着きを取り戻し、原油価格は8月31日に1バレル49ドル台まで買い戻されたが、11月頃からは再び下げ足を速めた。12月上旬には1バレル40ドル割れとなり、年明けからはさらに下落傾向に拍車がかかった。中国経済の減速が原油需要の抑制につながるとの懸念が広がったため、原油価格は16年1月12日に一時1バレル30ドルを割り込んだ。

世界的な株安に伴うリスクオフの動きも資源売りの要因となり、1月20日には1バレル26ドル台へ下落した。1月28日に、ロシアの

図表9 原油価格(WTI)の推移



(備考) ブルームバーグより作成

エネルギー相が「OPECと協調減産を協議する可能性がある」と述べたことから、原油価格は1バレル33ドル台まで戻したが、市場では懐疑的な見方が多く、2月前半も売りが優勢となっている。2月11日には一時1バレル26.05ドルと03年5月8日以来の安値をつけた。米国の原油在庫の水準が高止まりしていることもあって、当面も底値を探る展開が続くとみられる。先行きについては、世界経済が徐々に回復の勢いを取り戻すことで原油需要も回復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供給増となる要因も多く、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、15年度1バレル49ドル、16年度1バレル38ドル、17年度1バレル52ドルと想定した。

(財政政策)

子育て・介護支援やTPP（環太平洋経済連携協定）に対応する農業体質強化策などを盛り込んだ15年度補正予算（3.3兆円）が16年1月20日に成立した。16年度の日本経済を下支えする要因となるが、14年度補正予算（3.1兆円、15年2月3日成立）とほぼ同規模にとどまったことから、その効果は限られよう。16年度予算案（審議中）における公共事業関係費も当初予算比でほぼ横ばいに抑えられている。すでに、実質GDPベースの公共投資は、補正予算の効果が一巡し、15年7～9月は前期比2.0%減、10～12月2.7%減と2四半期連続で減少している。16年夏頃にか

けて、15年度補正予算の効果が見込まれるものの、年度全体の公共投資は減少傾向で推移しよう。なお、消費税率については、17年4月に8%から10%へ引き上げられることを前提条件としている。

(海外経済)

〈米国〉…15年10～12月の実質GDP（事前推定値）は、前期比年率0.7%増と潜在成長率（年率2%程度）を下回る低い伸びにとどまった。世界経済の減速を背景に、輸出が落ち込んだことや企業の投資スタンスが慎重化したことが主因である。一方、雇用・所得環境の改善が続いていることから、個人消費は前期比年率2.2%増、住宅投資は8.1%増と家計の需要は堅調に推移した。足元でも雇用環境は良好な状態が維持されている。16年1月の非農業雇用者数は前月比15.1万人増とやや減速したが、3か月移動平均では23.1万人増と好調の目安とされる20万人増を上回っている。平均時給は前月比0.5%増、前年比では2.5%増と昨年半ばから徐々に伸びが加速している。当面も世界経済の回復テンポは鈍く、輸出や設備投資は緩慢な動きが続くとみられるが、雇用・所得環境の改善を背景とした底堅い個人消費が米国経済の回復に寄与しよう。米国の実質成長率は、16年2.3%、17年2.3%と予測した。

〈欧州〉…15年10～12月のユーロ圏の実質GDPは、前期比0.3%増と7～9月（0.3%増）と同じ伸びにとどまったが、11四半

期連続のプラス成長となった。ユーロ圏経済の中心であるドイツの実質GDPは、前期比0.3%増（7～9月0.3%増）と緩やかながらも底堅く推移した。フランス（0.2%増）やイタリア（0.1%増）は伸び悩んだが、南欧主要国のスペインは0.8%増と堅調に推移した。先行きについては、新興国向け輸出の伸び悩みやドイツ自動車大手VW（フォルクスワーゲン）の排ガス不正問題の影響などがマイナス要因となるが、堅調な雇用情勢が続くドイツ経済をけん引役に、ユーロ圏経済は緩やかな回復軌道をたどろう。ドイツの実質成長率は16年1.5%、17年1.8%と予測した。ユーロ圏の実質成長率は16年1.5%、17年1.7%と予測した。

〈中国〉…15年10～12月の中国の実質GDPは前年比6.8%増と、7～9月（6.9%増）に続いて7%を下回った。中国の経済成長をけん引してきた固定資産投資が減速していることに加え、輸出の減少が続いていることが主因である。人件費の高騰で中国から他国へ生産拠点をシフトを進める動きが広がっており、これまでのような投資と輸出を中心に高成長を続けることが難しくなっている。ただ、足元の個人消費は引き続き底堅く推移しており、これが中国経済の支えとなっている。経済構造の転換にはなお時間を要するとみられるが、今後は内需が下支えする形で景気の減速にも歯止めがかかる予想される。実質成長率は、16年6.7%、17年6.7%と予測した。

4. 金融政策は当面も緩和強化の方向

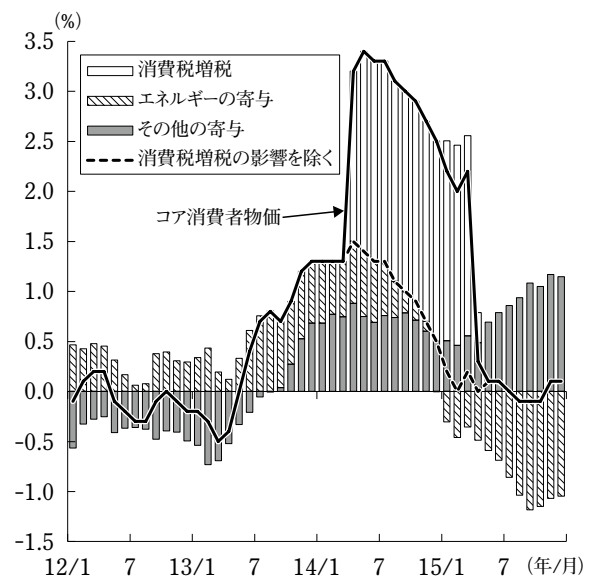
(1) 原油安がコア消費者物価の押下げ要因

コア消費者物価（生鮮食品を除く総合）の前年比は、15年8月にマイナス0.1%と下落に転じ、9月と10月もマイナス0.1%と3か月連続で下落した。11月、12月はともに0.1%の上昇となったが、消費税増税の影響が一巡した後の消費者物価は横ばい圏内の動きが続いている。

物価変動の要因を分解すると、食料品や日用品、衣料品などの物価が上昇テンポを高めている一方、原油安に伴うガソリンや電気代などの下落が食料品を中心とした上昇分を相殺している（図表10）。

エネルギー物価（ガソリン、灯油、電気、ガス）は、15年1月以降、コア消費者物価を押し下げる方向に寄与している。15年12月のエネルギー物価は、前年比で11.0%下落

図表10 コア消費者物価の前年比と寄与度



(備考) 1. エネルギーとその他の寄与は増税の影響を除くベース
2. 総務省資料などより作成

し、この影響だけでコア消費者物価の前年比は1.1ポイント押し下げられている。原油市況は、足元でも軟調に推移していることから、エネルギー物価は当面も物価全体を押し下げる方向に寄与しよう。15年度はエネルギー物価の下落が響き、コア消費者物価の前年比0.0%と横ばいにとどまると予想される。

16年度は、個人消費が持ち直しに向かうと予想しており、これが物価の下支え要因となる。食料品や日用品を中心とした値上げの動きが続き、モノとサービス（除くエネルギー）の物価は引き続き緩やかに上昇しよう。ただ、16年度もエネルギー物価が全体の押し下げ要因となる可能性が大きい。原油相場は16年度後半に1バレル40ドル台へ回復すると想定しているが、年度平均では15年度を下回るため、エネルギー物価は2年連続で前年比マイナスとなる公算が大きい。16年度のコア消費者物価は、前年比0.5%の上昇と小幅なプラスにとどまると予測した。

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よう。一方、消費税率の再引上げの影響で個人消費は減速するとみられ、値上げの動きはやや弱まる可能性がある。ただ、軽減税率の導入などで個人消費への影響は軽微にとどまると想定しており、物価の上昇基調は維持されると予測している。個人消費が上向いてくる年度下期にかけて、日銀が目標とする2%程度の物価上昇が視野に入ってくる可能性がある。17年度平均のコア消費者物価の前年比上昇率は

2.7%、消費税の影響を除くベースでは1.7%と予測した。

(2) さらに追加緩和の可能性も小さくない

日銀は、16年1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」の導入を決定した。現行の「量的・質的金融緩和（マネタリーベースを年80兆円増加させる金融調節）」を維持しつつ、金融機関が保有する日銀当座預金残高の一部に2月からマイナス0.1%の金利を適用する。「量」・「質」・「金利」の3つの緩和手段を使って、金融緩和を進めていく方針である。

日銀が追加緩和に踏み切った背景にあるのが世界的な不確実性の高まりである。中国など新興国経済の先行き懸念が強まるなか、商品・金融市場が不安定な動きとなっており、国内の経済や物価にも悪影響が及ぶリスクが高まってきたと判断したためである。黒田総裁は会合後の記者会見で、「市場の動揺が企業や人々の心理に悪影響を及ぼすリスクが高まっている」と述べたほか、「リスクを未然に防ぎ、2%の物価目標に向けた勢いを維持するため」と追加緩和の導入を決めた理由を説明した。

実際、原油価格が大幅に下落したことで、物価目標である2%の達成は遠のいている。今回の会合後に発表された「展望レポート（年4回公表）」によると、16年度のコア消費者物価上昇率の見通し（政策委員の中央値）は、前回見通しの1.4%から0.8%に下方修正され、2%の物価目標の達成時期は、「16年

度後半頃」から「17年度前半頃」に先送りされた。また、17年度の消費者物価（消費税の影響を除く）については、1.8%と前回見通しが据え置かれたが、9人の政策委員のうち4人の委員が「下振れリスクが大きい」と見込んでいます。

当面、日銀は、マイナス金利を導入した効果を見守る姿勢を維持するとみられるが、さらなる追加緩和に踏み切る可能性も小さくない。2月11日には、一時1ドル110円と円相場が急騰するなど市場の動揺は一段と高まっており、企業の収益見通しや設備投資計画が下

方修正される可能性も指摘されている。限界が近づきつつあった「量的緩和」に、「マイナス金利」という政策手法を加えたことで、段階的な追加緩和に踏み切りやすくなったという事情もある。実際、黒田総裁も、「必要な場合はさらに金利を引き下げる」と、追加緩和の可能性に言及している。原油相場の低迷が長期化する可能性があることや、為替相場が円高方向に振れていることで、物価の下振れリスクが一段と高まっているだけに、日銀は早い段階でさらなる追加緩和に踏み切ることも考えられる。

〈15年度、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 〈予測〉 | 16年度 〈予測〉 | 17年度 〈予測〉 |
|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 名目GDP | 1.7 | 1.5 | 2.2 | 2.3 | 1.6 |
| 実質GDP | 2.0 △ | 1.0 | 0.7 | 1.5 | 0.5 |
| 国内需要 | 2.4 △ | 1.5 | 0.5 | 1.3 | 0.0 |
| 民間部門 | 2.2 △ | 1.9 | 0.5 | 1.8 △ | 0.2 |
| 民間最終消費支出 | 2.3 △ | 2.9 △ | 0.3 △ | 1.5 △ | 0.9 |
| 民間住宅投資 | 8.8 △ | 11.7 | 2.4 | 3.7 △ | 5.6 |
| 民間企業設備 | 3.0 | 0.1 | 2.0 | 5.1 | 1.6 |
| 民間在庫品増加 | △ 2,647 | 243 | 1,468 △ | 164 | 1,589 |
| 政府部門 | 3.2 △ | 0.3 | 0.6 △ | 0.4 | 0.7 |
| 政府最終消費支出 | 1.6 | 0.1 | 1.3 | 1.0 | 0.8 |
| 公的固定資本形成 | 10.3 △ | 2.6 △ | 2.4 △ | 7.0 | 0.4 |
| 財・サービスの純輸出 | 7,265 | 11,348 | 11,961 | 13,974 | 16,846 |
| 財・サービスの輸出 | 4.4 | 7.8 | 0.4 | 4.8 | 5.2 |
| 財・サービスの輸入 | 6.7 | 3.3 △ | 0.3 | 3.0 | 2.6 |

（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額。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 〈予測〉 | 16年度 〈予測〉 | 17年度 〈予測〉 |
|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 実質GDP | 2.0 △ | 1.0 | 0.7 | 1.5 | 0.5 |
| 国内需要 | 2.5 △ | 1.6 | 0.6 | 1.3 | 0.0 |
| 民間部門 | 1.7 △ | 1.5 | 0.4 | 1.4 △ | 0.2 |
| 民間最終消費支出 | 1.4 △ | 1.8 △ | 0.2 △ | 0.9 △ | 0.5 |
| 民間住宅投資 | 0.3 △ | 0.4 | 0.1 | 0.1 △ | 0.2 |
| 民間企業設備 | 0.4 | 0.0 | 0.3 | 0.7 | 0.2 |
| 民間在庫品増加 | △ 0.3 | 0.6 | 0.2 △ | 0.3 | 0.3 |
| 政府部門 | 0.8 △ | 0.1 | 0.2 △ | 0.1 | 0.2 |
| 政府最終消費支出 | 0.3 | 0.0 | 0.3 | 0.2 | 0.2 |
| 公的固定資本形成 | 0.5 △ | 0.1 △ | 0.1 △ | 0.3 | 0.0 |
| 財・サービスの純輸出 | △ 0.5 | 0.6 | 0.1 | 0.3 | 0.5 |
| 財・サービスの輸出 | 0.7 | 1.3 | 0.1 | 0.9 | 1.0 |
| 財・サービスの輸入 | △ 1.2 △ | 0.7 | 0.1 △ | 0.6 △ | 0.5 |

（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 〈予測〉 | 16年度 〈予測〉 | 17年度 〈予測〉 |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 為替レート（円/ドル） | 100.2 | 109.8 | 120.0 | 122.0 | 121.0 |
| 原油価格（CIF、ドル/バレル） | 110.0 | 89.0 | 49.0 | 38.0 | 52.0 |
| （前年比、％） | △ 3.6 △ | 19.1 △ | 44.9 △ | 22.5 △ | 36.8 |

（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 △ | 98.5 0.4 △ | 98.1 0.4 | 100.3 2.2 | 101.2 0.9 |
| 第3次産業活動指数 (前年比、%) | 103.2 1.2 △ | 102.1 1.1 | 103.4 1.3 | 104.9 1.5 | 105.0 0.1 |
| 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 | 2.8 △ | 3.1 △ | 0.4 | 2.9 |
| 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 | 0.5 | 2.7 <1.7> |
| 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 | 1.2 | 2.6 <1.6> |

(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 〈予測〉 | 16年度 〈予測〉 | 17年度 〈予測〉 |
|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 経常収支 | 42,492 | 14,715 | 79,309 | 171,668 | 189,895 | 179,829 |
| 前年差 | △ 39,359 | △ 27,777 | 64,594 | 92,359 | 18,227 | △ 10,066 |
| 名目GDP比 (%) | 0.9 | 0.3 | 1.6 | 3.4 | 3.7 | 3.5 |
| 貿易・サービス収支 | △ 92,753 | △ 144,635 | △ 93,142 | △ 14,291 | 4,884 | △ 1,276 |
| 前年差 | △ 42,447 | △ 51,881 | 51,493 | 78,851 | 19,176 | △ 6,160 |
| 貿易収支 | △ 52,474 | △ 110,187 | △ 65,659 | 445 | 13,982 | 6,109 |
| 前年差 | △ 30,377 | △ 57,714 | 44,528 | 66,104 | 13,537 | △ 7,873 |
| サービス収支 | △ 40,280 | △ 34,448 | △ 27,482 | △ 14,736 | △ 9,098 | △ 7,385 |
| 前年差 | △ 12,070 | 5,832 | 6,966 | 12,746 | 5,639 | 1,712 |
| 第1次所得収支 | 144,823 | 173,820 | 191,797 | 205,252 | 203,664 | 197,176 |
| 前年差 | 1,738 | 28,998 | 17,977 | 13,455 | △ 1,588 | △ 6,489 |
| 第2次所得収支 | △ 9,577 | △ 14,471 | △ 19,346 | △ 19,293 | △ 18,654 | △ 16,071 |
| 前年差 | 1,350 | △ 4,894 | △ 4,875 | 53 | 639 | 2,583 |

(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 | 1.5 | 2.4 | 2.4 | 2.3 | 2.3 |
| ユーロ圏 | △ 0.8 | △ 0.3 | 0.9 | 1.5 | 1.5 | 1.7 |
| ドイツ | 0.6 | 0.4 | 1.6 | 1.4 | 1.5 | 1.8 |
| フランス | 0.2 | 0.7 | 0.2 | 1.1 | 1.2 | 1.3 |
| イギリス | 1.2 | 2.2 | 2.9 | 2.2 | 2.2 | 2.4 |
| 中国 | 7.7 | 7.7 | 7.4 | 6.9 | 6.7 | 6.7 |

(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