

# 実質成長率は16年度0.9%、17年度0.1%と予測

— 個人消費を中心とした内需は弱く、当面も景気は緩慢な動きが続く —

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1～3月の実質GDPは前期比0.4%増（年率1.7%増）

個人消費は前期比0.5%増とプラスに転じたが、通常より1日多い「うるう年」による効果が大きく、実勢は低調だった。住宅投資は0.8%減、設備投資は1.4%減と民間需要は総じて弱い。一方、輸出は欧米向けを中心に持ち直し、0.6%増と2四半期ぶりのプラスとなった。

## 2. 日本経済は当面も緩慢な動きが続く見通し

16年1～3月の実質GDPは2四半期ぶりにプラスに転じたものの、「うるう年」に伴う日数増効果で押し上げられた側面が強く、実勢ベースでは力強さを欠いた。輸出に持直しの兆しが出てきたことや、企業が強気の投資計画を維持していることが今後の景気の下支えとなるが、熊本地震による生産停止の影響などもあって、日本経済は当面も緩慢な動きが続こう。

## 3. 実質成長率は16年度0.9%、17年度0.1%と予測

景気の回復基調は崩れていないと判断しているが、個人消費が想定以上に伸び悩んでいることから、16年度の実質成長率は0.9%と前回見通しの1.5%から下方修正した。また、世界経済の回復の遅れなどを理由に、17年度の実質成長率も前回予測の0.5%から0.1%へ下方修正した。なお、今回の予測においても、17年4月からの消費税増税（8%→10%）を前提条件としているが、増税が先送りされた場合には、予測値を修正する可能性がある。

## 4. 金融政策は今後も緩和強化の方向

日銀は、16年1月の金融政策決定会合で決めたマイナス金利政策（マイナス金利付き量的・質的金融緩和）を維持している。当面の金融政策も現状維持が見込まれるが、实体经济の弱さに加え、円高進行に伴って物価の下振れリスクが増しているだけに、早い段階でさらなる追加金融緩和が決定される可能性も高まっている。

(注) 本稿は2016年5月19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2月)	
	〈実績〉	〈実績〉	〈実績〉	〈予測〉	〈予測〉	16年度(予)	17年度(予)
<b>実質GDP</b>	2.0	△ 0.9	0.8	0.9	0.1	1.5	0.5
個人消費	2.3	△ 2.9	△ 0.3	0.6	△ 1.4	1.5	△ 0.9
住宅投資	8.8	△ 11.7	2.4	2.2	△ 3.7	3.7	△ 5.6
設備投資	3.0	0.1	1.6	3.6	1.6	5.1	1.6
公共投資	10.3	△ 2.6	△ 2.2	△ 1.2	△ 0.6	△ 7.0	0.4
純輸出(寄与度)	(△ 0.5)	( 0.6)	( 0.1)	( 0.1)	( 0.4)	( 0.3)	( 0.5)
<b>名目GDP</b>	1.7	1.5	2.2	1.6	1.4	2.3	1.6

(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1～3月の実質GDPは前期比0.4%増(年率1.7%増)

16年1～3月のGDPは、物価変動の影響を除いた実質で前期比0.4%増、年率に換算して1.7%増と2四半期ぶりに増加した(図表2)。景気の実感に近い名目GDPも前期比0.5%増、年率2.0%増と2四半期ぶりにプラスとなった。なお、同時に発表された15年度のGDPは、実質0.8%増、名目2.2%増となった。

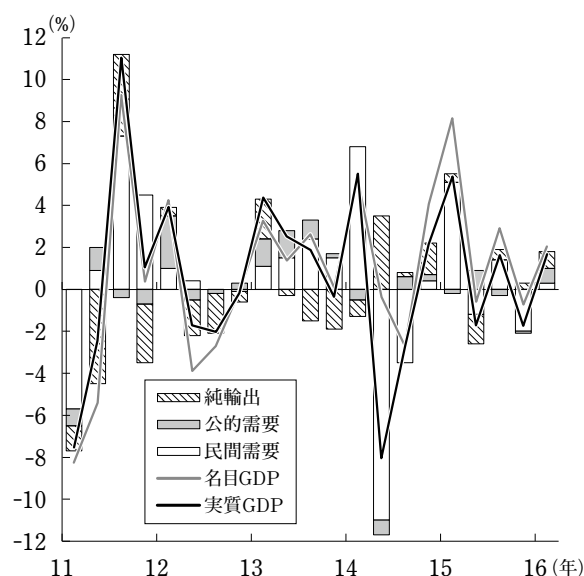
1～3月の動きを需要項目別(実質)にみると、個人消費は前期比0.5%増とプラスに転じた。ただ、GDP統計では「うるう年」調整が行われないため、日数増に伴う効果が大きく、個人消費の実勢は横ばい圏の動きが続いた(図表3)。住宅投資は0.8%減と2四半期連続で減少した。消費税増税対策として実施された住宅ローン減税の拡充や住まい給付金の効果が薄れており、持ち家の建設が減速している。

設備投資は1.4%減と3四半期ぶりにマイナスとなった。企業の設備投資意欲は根強いですが、世界経済の先行き不透明感の高まりを受けて、投資マインドがやや慎重化したことが

背景にある。公共投資は0.3%増と3四半期ぶりに増加したが、前2四半期が大幅減となった反動が主因である。最終需要の低迷を受けて企業は生産を抑制し、在庫の圧縮を進めた(成長率の押下げ要因)ものの、個人消費の不振などで流通在庫が積み上がった(意図せざる在庫増)ため、在庫投資の寄与度はゼロとなった。

輸出は0.6%増加した。アジア向け輸出は依然として振るわないが、米国や欧州など先進国向けの輸出が上向いた。一方、在庫調整

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		
	4～6月	7～9月	10～12月	1～3月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	
全世帯実質消費	0.5	0.7	△3.3	△2.6	△0.2	2.9	△0.4	△2.4	△2.9	△4.4	△3.1	△1.2	△5.3	
平均消費性向(勤労者)	74.2	73.4	73.1	72.8	71.9	74.1	74.3	73.2	73.0	72.9	72.3	74.6	71.5	
乗用車販売	△7.0	△7.0	△8.9	△7.5	△9.1	△3.5	△7.4	△4.0	△7.6	△14.6	△4.4	△7.5	△9.3	
（普通+小型乗用車）	3.0	△1.5	0.8	△2.1	△2.0	1.7	△3.2	△0.0	△0.4	3.0	1.3	△4.1	△2.7	
（軽乗用車）	△21.4	△16.4	△23.0	△15.7	△21.7	△12.6	△14.3	△10.7	△18.3	△36.1	△13.0	△12.8	△19.4	
百貨店販売額	6.5	2.8	0.5	△1.4	3.6	2.7	1.9	4.2	△2.6	0.3	△1.6	0.5	△2.8	
スーパー販売額	3.4	1.4	0.3	1.7	1.2	1.4	1.6	2.3	△1.0	△0.1	2.3	3.1	△0.3	
商業販売・小売業	2.9	0.8	△0.2	△0.3	1.8	0.8	△0.1	1.8	△1.1	△1.1	△0.2	0.4	△1.0	
（衣類・身の回り品）	3.4	5.0	3.6	3.2	5.7	4.3	4.9	8.0	△1.1	4.1	3.4	2.2	3.7	
（飲料・食料品）	4.8	3.6	3.0	2.7	4.1	3.3	3.4	4.1	1.6	3.2	2.2	2.9	3.0	
（自動車）	6.7	2.4	0.6	△1.1	3.7	4.1	△0.3	3.1	1.2	△2.4	1.7	△1.3	△3.0	
（家庭用機械）	4.9	2.3	0.0	△2.6	3.0	5.5	△1.8	0.5	△0.2	△0.1	1.6	△5.0	△4.3	
（燃料）	△10.5	△11.7	△14.8	△12.4	△9.0	△10.8	△15.6	△13.2	△14.4	△16.5	△11.7	△10.7	△14.7	
外食産業売上高	—	—	—	—	1.9	3.2	1.6	5.0	△0.5	2.7	5.3	5.5	1.8	

（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

が続いた影響で輸入は0.5%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0.2ポイント押し上げる要因となった。

## 2. 日本経済は当面も緩慢な動きが続く見通し

### （1）震災の影響などもあって生産活動は当面も低調

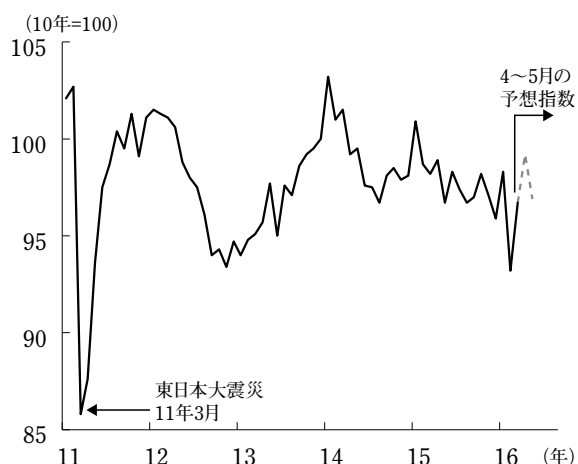
16年1～3月の実質GDPは前期比0.4%増と2四半期ぶりにプラスに転じたものの、「うるう年」に伴う日数増効果で押し上げられた側面が強く、実勢ベースでは力強さを欠いたといえる（うるう年効果は1～3月の実質GDPを0.3%程度押し上げ）。特に、個人消費は「うるう年」効果を含めても前期比0.5%増と10～12月の落込み（0.8%減）を取り戻せなかった。輸出に持直しの兆しが出てきたことや、企業が強気の投資計画を維持していることが今後の景気の下支えとなるが、個人消費

は依然として足踏み状態から脱しきれないとみられる。日本経済は当面も緩慢な動きが続こう。

製造業の活動を示す鉱工業生産からみても、景気の足取りの重さがうかがえる。鉱工業生産指数は、15年4～6月、7～9月と2四半期連続で前期比マイナスとなった後、10～12月は前期比0.1%増とプラスに転じたが、16年1～3月は1.0%減と再びマイナスとなった（図表4）。16年2月に、愛知製鋼の工場事故を受けて自動車の生産が一時停止に追い込まれたことも影響したが、内外の需要が総じて伸び悩んでいることが背景にある。なお、鉱工業生産指数は、GDP統計とは異なり「うるう年」要因が調整されており、工場事故の影響を除けば実勢に近い動きだったと考えられる。

一方、製造工業生産予測指数によると、16年4月は前月比2.6%増、5月は2.3%減と見込

図表4 鉱工業生産指数の推移



(備考) 経済産業省資料より作成

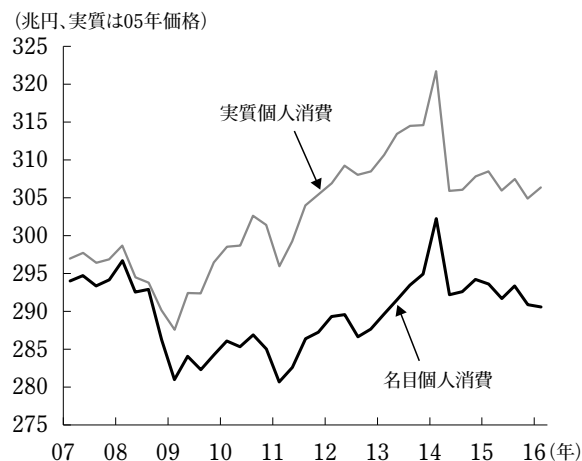
まれている。ただ、同指数は、毎月10日時点の「当月の見込み」と「翌月の見込み」を調査したものであり、熊本地震（4月14日に最初の震度7を記録）に伴う生産停止の影響は織り込まれていない。4月末頃からは再稼働に向けた動きが広がり始めたが、本格的な復旧までにはなお時間を要するとみられる。当面の生産活動は低調となる可能性が高い。

## (2) 賃金の伸びが鈍く、個人消費は引き続き横ばい圏

16年1~3月の個人消費（実質GDPベース）は、通常より1日多い「うるう年」による効果で前期比プラスとなったが、その効果を加えても低い水準にとどまっている。実際、15年度の実質個人消費の水準は、駆け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5）。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。

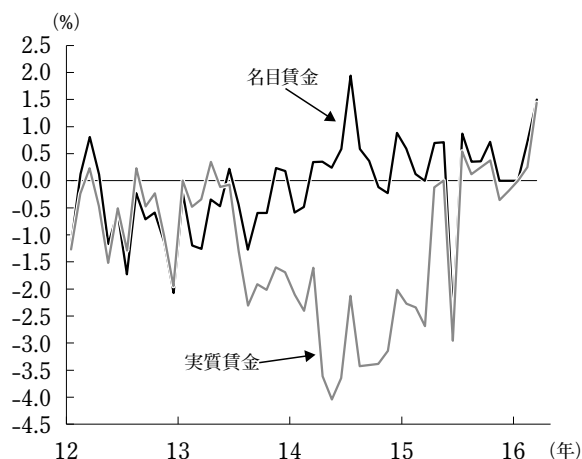
個人消費の回復に弾みが付かない最大の要因は、賃金が伸び悩んでいることにある。1人当たり現金給与総額（名目賃金指数）をみると、アベノミクス政策の効果で企業業績が上向いたことから、13年11月以降はおおむね前年比プラス圏で推移しているが、増加テンポは依然として鈍い。16年3月は前年比1.4%増と高めの伸びを示したが、一部企業が年度末の特別給与を積み増したためである（図表6）。同月の基本給を示す所定内給与は

図表5 個人消費の推移（GDPベース）



(備考) 内閣府『四半期別GDP速報』より作成

図表6 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

0.4%増と伸び悩んでいる。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。

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伸び悩んだこともあって、当面も平均賃金は緩やかな伸びにとどまるとみられる。

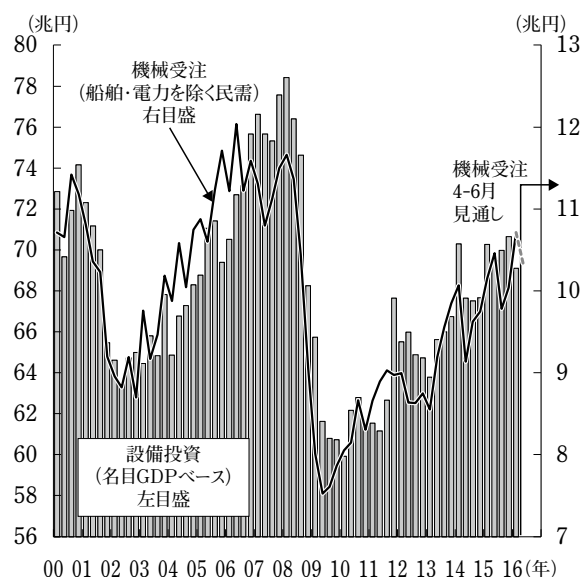
### (3) 企業は強気の投資スタンスを維持

16年1～3月の設備投資（実質GDPベース）は、世界経済の先行き不透明感の高まりなどを受けて増勢一服となったが、企業は引き続き強気の投資姿勢を維持している。日銀短観（3月調査）によると、16年度の設備投資計画は、大企業トータルで前年比0.9%減となっているが、3月時点では計画が固まっていないなどの理由で前年水準を下回るのが一般的であり、この計画は堅調と捉えることができる。実際、15年度の3月時点の当初計画は1.2%減だったが、実績見込みは9.8%増まで上方修正されている。特に、製造業の計画は3月調査の段階で3年連続の増加が計画されるなど増勢は維持されている。円安が進んだことで、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ためである。一方、

今年に入ってからの円高進行が不安要因だが、輸出企業の採算レート<sup>(注1)</sup>（1ドル103円）との比較ではなお円安水準にあり、この先も国内回帰の動きは維持され则认为られる。

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）をみても設備投資の底堅さがうかがえる。受注金額は、15年7～9月に前期比6.5%減と5四半期ぶりに減少したが、10～12月は2.6%増と持ち直し、16年1～3月も6.7%増と2四半期連続で増加した（図表7）。年初からの円高やアジアを中心とした新興国経済の減速が続いていることを受けて、設備投資計画が先送りされる可能性は否定できないが、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。

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

(注)1. 内閣府の『企業行動に関するアンケート調査』によると、16年1月の調査時点における輸出企業の採算レートは1ドル103.2円となった。

#### (4) 年後半にかけて日本経済は徐々に回復の勢いを取り戻す見通し

今年度の大企業の賃上げ率はやや鈍化したものの、人手不足を背景に今後は中小企業の賃金が徐々に増加しよう。所得環境の改善が進むにつれて、個人消費は回復基調を取り戻すと予想される。また、ガソリンの値下がりや電力料金の引下げによる実質購買力の押上げ効果もタイムラグ（時間差）を伴って個人消費の回復に寄与すると考えられる。なお、現時点での経済見通しでは、17年4月からの消費税増税（8→10%）を前提としており、年度末にかけての駆け込み需要が個人消費の押上げ要因になると想定している。

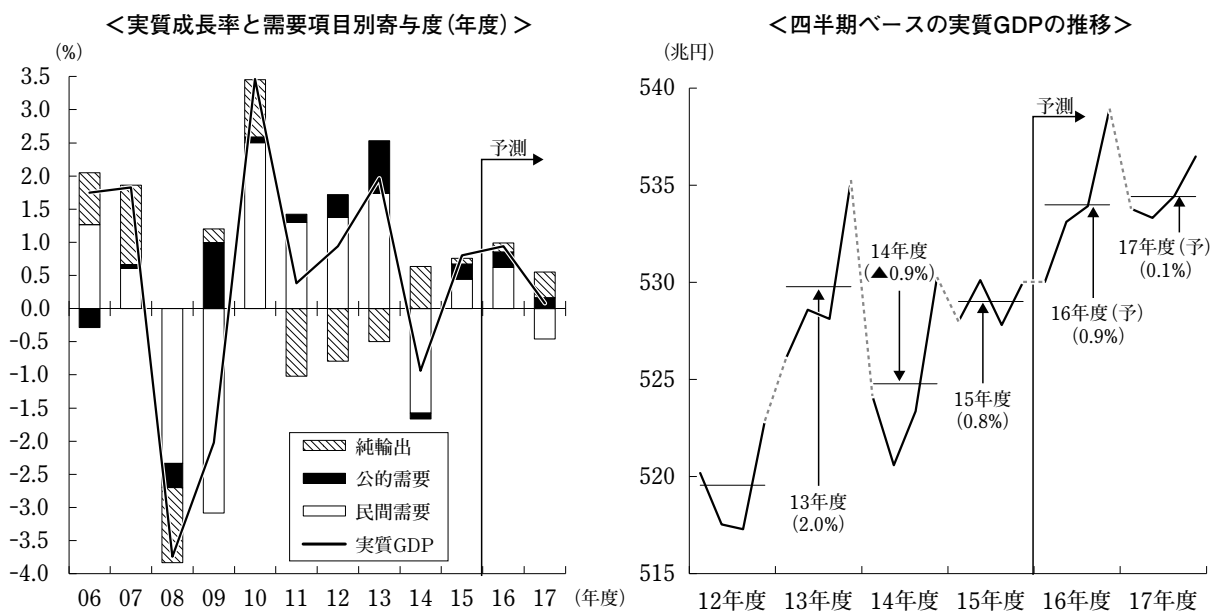
伸び悩んでいる輸出も年後半にかけて回復の勢いを取り戻そう。日本の輸出の5割を占めるアジア向け輸出は依然として停滞しているが、中国経済の減速に歯止めがかかりつつ

あることから、緩やかに上向いてくる可能性がある。また、米国経済が引き続き堅調に推移すると見込まれることに加え、欧州経済も緩やかながら上向きの動きを維持しよう。先進国向けの輸出は、この先も着実な回復軌道をたどると予想される。年度下期には、輸出の持直しと堅調な設備投資に支えられ、日本経済は回復の勢いを取り戻すと予想される。

### 3. 実質成長率は16年度0.9%、17年度0.1%と予測

景気の回復基調は崩れていないと判断しているが、個人消費が想定以上に伸び悩んでいることから、16年度の実質成長率は0.9%と前回見通しの1.5%から下方修正した（図表8）。また、世界経済の回復の遅れなどを理由に、17年度の実質成長率も前回予測の0.5%から0.1%へ下方修正した。なお、今回の予測に

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

においても、これまでと同様に17年4月からの消費税増税（8%→10%）を前提条件としているが、増税が先送りされた場合には、予測値を修正する可能性がある。

16年1～3月の個人消費は、「うるう年」効果で実勢以上に押し上げられたため、4～6月にはその反動減が見込まれる。株価下落に伴う消費マインドの停滞、先行き不安に起因した節約志向の高まりなどもあって、当面も個人消費は横ばい圏で推移すると予想される。もっとも、企業の人手不足感は根強く、雇用環境は良好な状態が維持されている。足元の失業率は、ほぼ完全雇用を示す水準にあることからみても、賃金上昇圧力は着実に高まっている。資源価格の下落による収益面へのプラス効果も見込まれることから、雇用者の7割が従事する中小企業でも賃金を引き上げる動きが徐々に広がろう。雇用・所得環境の持続的な改善を背景に、16年度の個人消費は前年比0.6%増と3年ぶりのプラスに転じると予測した。

なお、17年4月に消費税の再増税が実施されることを前提としており、年度末にかけて再び駆け込み需要が盛り上がりを見込んでいる。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2.2%増と見込んでいる。

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公共投資の増加要因となる。ただ、15年度補正予算の金額は前年度とほぼ同規模であり、下支え効果は限られる。今年夏以降に打ち出される景気対策の規模にもよるが、現時点では16年度の公共投資は前年比1.2%減と3年連続で減少すると予測している。

中国を中心とした新興国経済の回復の遅れが輸出の本格回復を阻む要因となる。ただ、中国経済は減税の効果などで徐々に落ち着きを取り戻していくとみられるほか、米国や欧州など先進国経済は着実な成長が見込まれる。16年度の輸出は前年比1.9%増と15年度（0.4%増）から伸びを高めよう。内需の持ち直しに伴って輸入が増加に転じようが、純輸出の寄与度は0.1ポイントと3年連続で成長率の押し上げ要因になると予測した。

円安の動きは一服したものの、16年度も国内回帰の動きが続くとみられる。既存設備の更新需要も下支えとなり、設備投資は前年比3.6%増と景気回復をけん引するセクターになろう。

17年度は消費税の再引上げを前提に景気は再び足踏み状態になると予想している。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。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ろうが、17年度の個人消費は前年比1.4%減、住宅投資は3.7%減とマイナスが予想される。在庫復元や新興国経済の持直しに伴う輸出の回復がプラスとなるが、実質GDPは0.1%増と横ばい圏にとどまると予測した。

### 〈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、日銀がマイナス金利の導入を決定した16年1月29日に円売りが加速し、1ドル121円台をつけた。ただ、2月に入ると世界的な株価下落で投資家のリスク回避姿勢が強まった。為替相場では、逃避先通貨とされる円を買う動きが広がり、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。その後、原油価格の反発などから市場が落ち着きを取り戻し、3月2日には1ドル114円台まで戻したが、相場の基調はドル売り優勢の展開が続いた。3月16日のFOMC（米連邦公開市場委員会）で利上げ見通しが下方修正されたことに続いて、イエレンFRB議長が同月29日の講演で利上げに対して慎重な姿勢を示したこともドル売り要因となり、4月7日には1ドル107円台をつけた。4月下旬に入ると、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。しかし、28日の日銀金融政策決定会合では、市場の期待に反して追加緩和が見送られたため、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。

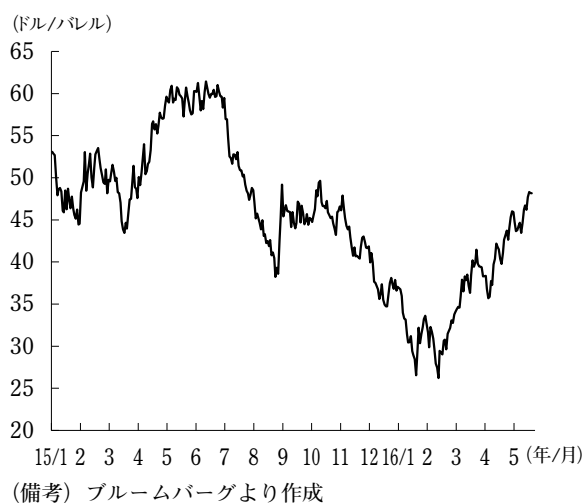
急激な円高に対して、麻生財務相が「介入の用意がある」とけん制したことを受けて、円高傾向には歯止めがかかったが、米国の利上げ姿勢に対して懐疑的な見方は根強く、当面も円が買われやすい展開が続く可能性がある。もっとも、米国の金融政策は、引き続き「利上げ」の方向にあるとの見方に変わりはない。一方、黒田日銀総裁は「必要な場合は追加的な緩和策を講じる」と述べており、日米の金融政策の方向性は明確に異なるといえる。今後の米国の利上げペース次第では、ドル売り圧力が再び高まる局面も想定されるが、米国の利上げが視野に入ってくる年後半にかけて、為替相場は再び円安ドル高の方向に向かうと考えられる。経済見通しの前提となる年度平均レートは、16年度1ドル112円、17年度1ドル116円と想定した。

#### （原油価格）

中国経済の減速をきっかけとした世界経済の先行き不安から、原油相場（WTI）は15年後半から軟調な推移が続いた。16年に入ると世界的な株安に伴うリスクオフの動きも重なって一段と売りが加速した（図表9）。16年1月28日には、ロシアのエネルギー相が「OPECと協調減産を協議する可能性がある」と述べたものの、市場では懐疑的な見方が多く、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。ただ、2月後半頃からは、世界経済に対する過度な悲観論



図表9 原油価格 (WTI) の推移



が後退するとともに市場は落ち着きを取り戻し、原油相場にも買戻しの動きが広がった。産油国が増産凍結に向けた協調に合意するとの期待も高まり、3月17日には1バレル40ドル台を回復した。しかし、増産凍結に向けた合意は難しいとの見方から、4月4日には1バレル35ドル台へ反落した。実際、主要産油国が集まって4月17日に開催された会合では増産凍結の合意は先送りされた。もっとも、増産凍結の先送りは想定の内であったため、その後は売り方の買戻しなどから相場は反発した。米国の原油在庫の減少が確認された4月27日には1バレル45ドルに乗せた。さらに、カナダの山火事、リビアやナイジェリアの供給不安なども加わり、5月17日には1バレル48ドル台まで上昇した。先行きについても、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。ただ、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あって、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45ドル、17年度1バレル52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(3.3兆円)の執行が進んでおり、これは16年度上期の公共投資の下支え要因となる。5月17日には、熊本地震に対応した災害復旧対策となる16年度補正予算(7,780億円)も成立した。さらに、政府は、今年夏以降の臨時国会で新たな景気対策を盛り込んだ補正予算を編成し、景気を下支えする方針である。もっとも、15年度補正予算は、14年度の補正予算(3.1兆円、15年2月3日成立)とほぼ同規模にとどまった。16年度予算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おり、財政支出による景気押し上げ効果は限定的と考えられる。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経済見通しの前提条件としている。

#### (海外経済)

〈米国〉…16年1～3月の実質GDP(事前推定値)は、前期比年率0.5%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。世界経済の停滞が続くなか、輸出が前期比年率2.6%減となったほか、企業が慎重な投資姿勢を続けたことで、設備投資も5.9%減と、ともに2四半期連続で減少したためである。一方、家計部門をみると、個人消費が前期比年率1.9%増と10～12月の2.4%増から鈍化したものの底堅さを示し、住宅投資は14.8%増と2四半期連

続の2ケタ増となった。良好な雇用・所得環境が維持されていることが背景にある。

実際、16年4月の非農業雇用者数は前月比16.0万人増と前月（20.8万人増）に比べると増勢は鈍化したが、基調的な動きを示す3か月移動平均（2～4月は20.0万人増）でみると好調の目安とされる20万人増を維持している。また、時間当たり賃金は、前年比2.5%増と前月の2.3%増から加速するなど、雇用・所得環境は引き続き改善している。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2.0%、17年2.3%と予測した。

〈欧州〉…16年1～3月のユーロ圏の実質GDPは、前期比0.5%増と12～10月（0.3%増）に比べて加速した。13年4～6月以降、12四半期連続でプラス成長を維持している。ユーロ圏経済の中心であるドイツの実質GDPは、前期比0.7%増（10～12月0.3%増）と加速したほか、フランス（0.5%増）やイタリア（0.3%増）も成長率を高めた。3月のユーロ圏の失業率は10.2%と4年半ぶりの水準まで改善、雇用環境が上向いてきたことが個人消費など内需の回復に寄与している。ギリシャの債務問題はなお懸念材料として残るが、債務危機から脱したユーロ圏経済は、今後も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1.7%、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〉…16年1～3月の中国の実質GDPは前年比6.7%増と、10～12月（6.8%増）に比べて鈍化した。個人消費が伸び悩んだことに加え、輸出の停滞を背景に生産活動が振るわなかったためである。ただ、中国経済のけん引役といえる固定資産投資の減速には歯止めがかかるなど、明るい兆しもうかがえる。当面も過剰設備の削減など構造調整が続くとみられるが、5月1日から実施された税制改正（約8兆円の減税）がサービス分野の回復に寄与すると考えられる。実質成長率は、16年6.5%、17年6.7%と予測した。

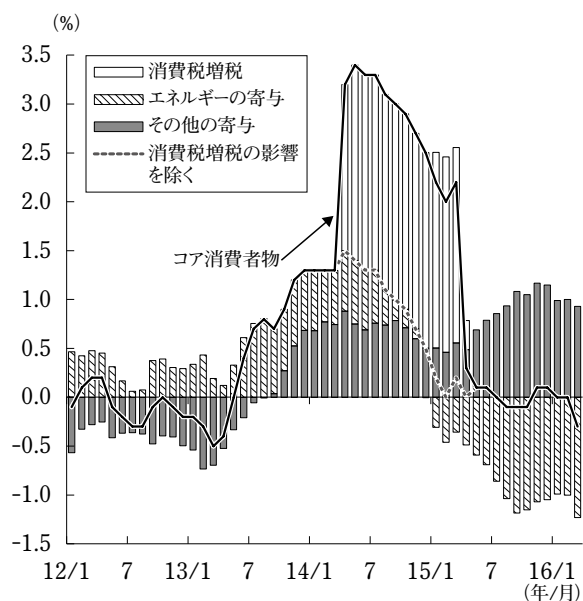
#### 4. 金融政策は今後も緩和強化の方向

##### (1) 引き続きエネルギーがコア消費者物価の押下げ要因に

コア消費者物価（生鮮食品を除く総合）は、このところ弱い動きが続いている。15年3月は前年比0.3%の下落と昨年10月以来5か月ぶりにマイナスとなった。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、原油価格の下落が加速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たためである（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。16年3月のエネルギー物価は、前年比で13.3%下落し、この影響だけでコア消費者物価の前年比は1.2ポイント押し下げられている。足元では

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

原油市況が反発しているものの、円高で減殺される部分もあるため、当面もエネルギーの物価は全体の物価を押し下げる方向に寄与しよう。

16年度に入ってから個人消費の回復テンポは鈍く、値上げの動きはやや弱まっている。ただ、労働需給のひっ迫を背景に派遣労働者やアルバイトの人件費は上昇しており、今後もサービス分野を中心に、物価は基調として緩やかな上昇傾向を維持すると考えられる。年度上期はエネルギー物価の押下げが続くため、コア消費者物価の前年比はマイナス圏で推移しようが、エネルギーの影響が一巡する年度下期にはプラスに転じると予想される。16年度のコア消費者物価は、前年比0.4%の上昇と予測した。

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可能性が高く、物価の上昇基調は維持されよう。

17年度のコア消費者物価は前年比で2.4%の上昇、消費税の影響を除くベースでは1.4%の上昇と、日銀が目標とする2%程度の物価上昇の実現は18年度以降に持ち越されると予測した。

## (2) さらなる追加緩和の可能性が高まる

日銀は、16年1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」の導入を決定し、2月から金融機関が保有する日銀当座預金残高の一部にマイナス0.1%の金利適用を開始した。その後、3月と4月にも金融政策決定会合が開催されたが、日銀は、「マイナス金利政策の効果を見極めることが適当」として、金融政策の現状維持を決定している。

4月27～28日の会合後には、「展望レポート(年4回公表)」が公表された。16年度のコア消費者物価上昇率(政策委員の予測の中央値)は、前回見通し(1月)の0.8%から0.5%に、17年度も1.8%から1.7%へ下方修正された。また、「17年度前半頃」としていた2%の物価目標の達成時期は、「17年度中」に先送りされた。物価見通しに関するリスク評価については、16年度、17年度ともに、9人の政策委員のうち5人の委員が「下振れリ

スクが大きい」と見込むなど、先行き不透明感の高い見通しとなっている。

黒田総裁は、「マイナス金利政策の効果の波及にはある程度時間が必要」と述べていることから、当面は現状の金融政策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。5月3日の海外市場では、一時1ドル105円台と円相場が急騰するなど円買い優勢の相場が続いており、今年度の業績悪化を見込む企業が増えている。先行きに対する不安から、堅調が見込まれている設備投資計画が下方修正される可能性もある。

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、日銀は段階的な追加緩和に踏み切りやすくなった。今後は、金融機関に対する貸出

しに対してマイナス金利を適用するなど、マイナス金利政策の拡充に踏み込む可能性がある。マイナス金利に対しては、金融機関から批判の声も上がっているが、黒田総裁は、「マイナス金利をさらに引き下げることが難しくなったということは全くない」と述べ、「必要ならばマイナス金利を深堀りできる」と、追加緩和の可能性に言及している。また、5月13日の講演で、黒田総裁は、「金融政策は機動的に行うことが持ち味なので、マイナス金利の効果がはっきりするまで待つということではない」と語った。实体经济の弱さに加え、円高進行に伴って物価の下振れリスクが増しているだけに、早い段階でさらなる追加金融緩和が決定される可能性が高まっている。

〈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	1.6	1.4
実質GDP	2.0	△ 0.9	0.8	0.9	0.1
国内需要	2.4	△ 1.5	0.7	0.8	△ 0.3
民間部門	2.2	△ 1.9	0.7	0.8	△ 0.6
民間最終消費支出	2.3	△ 2.9	△ 0.3	0.6	△ 1.4
民間住宅投資	8.8	△ 11.7	2.4	2.2	△ 3.7
民間企業設備	3.0	0.1	1.6	3.6	1.6
民間在庫品増加	△ 2,648	253	1,956	246	1,667
政府部門	3.2	△ 0.3	0.8	1.0	0.7
政府最終消費支出	1.6	0.1	1.6	1.4	0.9
公的固定資本形成	10.3	△ 2.6	△ 2.2	△ 1.2	△ 0.6
財・サービスの純輸出	7,240	11,317	11,748	12,625	14,976
財・サービスの輸出	4.4	7.9	0.4	1.9	4.4
財・サービスの輸入	6.8	3.4	△ 0.1	1.0	2.2

(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 〈実績〉	16年度 〈予測〉	17年度 〈予測〉
実質GDP	2.0	△ 0.9	0.8	0.9	0.1
国内需要	2.5	△ 1.6	0.7	0.8	△ 0.3
民間部門	1.7	△ 1.5	0.5	0.6	△ 0.5
民間最終消費支出	1.4	△ 1.7	△ 0.2	0.4	△ 0.8
民間住宅投資	0.3	△ 0.4	0.1	0.1	△ 0.1
民間企業設備	0.4	0.0	0.2	0.5	0.2
民間在庫品増加	△ 0.3	0.6	0.4	△ 0.3	0.3
政府部門	0.8	△ 0.1	0.2	0.2	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	△ 0.1	△ 0.0
財・サービスの純輸出	△ 0.5	0.6	0.1	0.1	0.4
財・サービスの輸出	0.7	1.3	0.1	0.3	0.8
財・サービスの輸入	△ 1.2	△ 0.7	0.0	△ 0.2	△ 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	112.0	116.0
原油価格 (CIF、ドル/バレル)	110.0	89.0	48.9	45.0	52.0
(前年比、％)	△ 3.6	△ 19.1	△ 45.1	△ 8.0	15.6

(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	98.6 1.2	100.1 1.5
第3次産業活動指数 (前年比、%)	103.2 1.2	102.1 △ 1.1	103.4 1.3	104.6 1.2	104.7 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	2.7	△ 3.2	△ 1.0	2.8
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	0.4	2.4 <1.4>
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	0.9	2.4 <1.4>

(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	179,752	192,897	189,441
前年差	△ 39,357	△ 18,565	63,315	92,507	13,145	△ 3,456
名目GDP比 (%)	0.9	0.3	1.8	3.6	3.8	3.7
貿易・サービス収支	△ 92,753	△ 144,785	△ 93,142	△ 5,810	16,565	14,896
前年差	△ 42,447	△ 52,031	51,643	87,332	22,375	△ 1,669
貿易収支	△ 52,474	△ 110,455	△ 65,890	6,299	25,351	22,036
前年差	△ 30,377	△ 57,982	44,565	72,189	19,052	△ 3,314
サービス収支	△ 40,280	△ 34,330	△ 27,252	△ 12,109	△ 8,785	△ 7,140
前年差	△ 12,070	5,950	7,078	15,143	3,324	1,645
第1次所得収支	144,825	183,193	199,755	205,611	194,985	194,216
前年差	1,740	38,368	16,562	5,856	△ 10,626	△ 769
第2次所得収支	△ 9,577	△ 14,477	△ 19,368	△ 20,048	△ 18,654	△ 19,671
前年差	1,350	△ 4,900	△ 4,891	△ 680	1,394	△ 1,017

(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	2.0	2.3
ユーロ圏	△ 0.8	△ 0.2	0.9	1.5	1.5	1.7
ドイツ	0.6	0.4	1.6	1.4	1.7	1.8
フランス	0.2	0.7	0.2	1.2	1.2	1.4
イギリス	1.2	2.2	2.9	2.3	2.0	2.2
中国	7.7	7.7	7.4	6.9	6.5	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