

# 実質成長率は16年度0.8%、17年度0.9%と予測

— 景気の本格回復までにはなお時間を要する見通し —

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7～9月の実質GDPは前期比0.5%増（年率2.2%増）

天候不順の影響などで個人消費は前期比0.1%増（年率0.2%増）、設備投資は横ばい（年率0.1%増）と民需の2本柱はともに力強さを欠いた。一方、輸出が2.0%増加したため、輸入を差し引いた純輸出は、実質成長率を0.5ポイント（年率1.8ポイント）押し上げた。

## 2. 日本経済は当面も緩慢な動きが続く見通し

実質成長率は3四半期連続のプラス成長を達成したとはいえ、個人消費は天候に左右される状態が続き、設備投資も力強さを欠くなど民需の回復力は依然として弱い。政府による景気対策の効果や在庫調整進展に伴う循環的な生産増を下支えに、この先も景気は上向きの動きを維持しようが、回復の勢いは引き続き緩慢にとどまると予想される。

## 3. 実質成長率は16年度0.8%、17年度0.9%と予測

今回の経済見通しでは、16年度の実質成長率を0.8%と予測した。足元の純輸出が大きく改善したことに加え、低金利効果で住宅投資が想定を上回って拡大していることを受けて、前回見通し（0.4%）から上方修正した。ただ、日本経済の回復ペースは引き続き緩やかにとどまるとの見方に変化はなく、17年度の実質成長率は0.9%と前回見通しを据え置いた。

## 4. 日銀は当面様子見姿勢を維持しようが、追加緩和の可能性も排除しない

日銀は10月31日～11月1日の金融政策決定会合で追加緩和を見送った。9月の会合で「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」という新しい枠組みの金融政策を打ち出した直後でもあり、現状維持は想定された結果であった。日銀は当面、様子見姿勢を保つ公算が大きいだが、米国の政策運営や世界経済の動向など外部環境を中心とした不確実性は高く、金融緩和策がもう一段強化される可能性は依然として排除できないと考えられる。

(注) 本稿は2016年11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8月)	
	〈実績〉	〈実績〉	〈実績〉	〈予測〉	〈予測〉	16年度(予)	17年度(予)	16年度(予)	17年度(予)
<b>実質GDP</b>	2.0	△ 0.9	0.9	0.8	0.9	0.4	0.9	0.4	0.9
個人消費	2.3	△ 2.9	△ 0.1	0.6	0.8	0.4	0.6	0.4	0.6
住宅投資	8.8	△ 11.7	2.4	7.1	△ 0.3	5.4	△ 1.1	5.4	△ 1.1
設備投資	3.0	0.1	2.1	0.4	1.1	0.4	1.2	0.4	1.2
公共投資	10.3	△ 2.6	△ 2.7	0.2	1.9	△ 0.7	1.0	△ 0.7	1.0
純輸出(寄与度)	(△ 0.5)	( 0.6)	( 0.1)	( 0.1)	(△ 0.1)	(△ 0.1)	( 0.1)	(△ 0.1)	( 0.1)
<b>名目GDP</b>	1.7	1.5	2.3	1.0	1.1	1.6	1.4	1.6	1.4

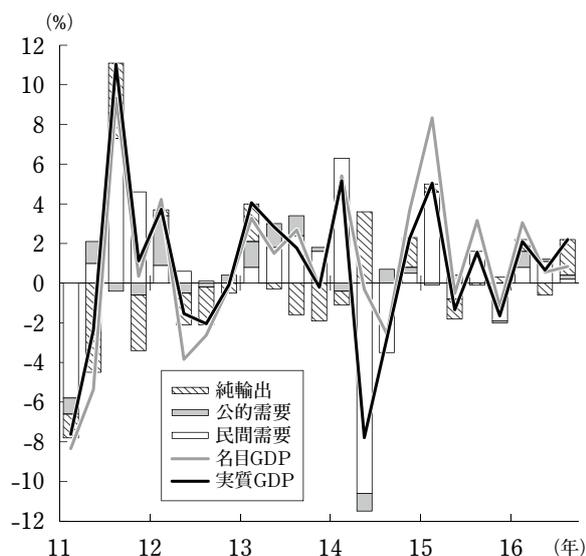
(備考) 内閣府『四半期別GDP速報』より作成。予測は信金中金 地域・中小企業研究所

### 1. 16年7～9月の実質GDPは前期比0.5%増(年率2.2%増)

16年7～9月のGDPは、物価変動の影響を除いた実質で前期比0.5%増、年率に換算して2.2%増と三四半期連続のプラス成長を達成した(図表2)。ただ、景気の実感に近い名目GDPは前期比0.2%増、年率0.8%増(4～6月は年率0.6%増)と伸び悩んだ。

7～9月の動きを需要項目別(実質)にみる

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

と、個人消費は前期比0.1%増とプラスを維持したが、4～6月(0.1%増)に続いて横ばい圏の動きにとどまった。8月から9月にかけて台風が断続的に上陸したことで外出を控える傾向が強まり、消費全般が低調に推移した(図表3)。また、天候不順に伴う生鮮食品の値上がりが家計の節約志向を強める要因となった。住宅投資は2.3%増と三四半期連続で増加した。マイナス金利政策に伴う住宅ローン金利の低下が住宅取得意欲を刺激している。

設備投資は前期比横ばい(年率0.1%増)と停滞した。世界経済に対する先行き不透明感の高まりを受けて、計画中の設備投資を先送りする動きが散見される。企業マインドの慎重化を背景に在庫調整の動きも再び強まった。7～9月の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(年率では0.3ポイントの押し下げ要因)。公共投資は15年度補正予算を裏付けとした押し上げが一巡し、前期比0.7%減少した。

輸出は2.0%増と上向いた。世界経済は停滞局面から脱しきれていないが、アジア向けの電子部品輸出などが増加した。一方、国内

図表3 個人消費関連指標（前年比増減率）

（単位：％）

	15年				16年				16年				
	10~12月	1~3月	4~6月	7~9月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月
全世帯実質消費	△ 3.3	△ 2.6	△ 1.2	△ 2.4	△ 3.1	1.2	△ 5.3	△ 0.4	△ 1.1	△ 2.3	△ 0.5	△ 4.6	△ 2.1
平均消費性向(勤労者)	73.1	72.8	72.9	70.6	72.3	74.6	71.5	74.2	75.2	69.4	69.3	70.4	72.0
乗用車販売	△ 8.9	△ 7.5	△ 2.1	△ 0.3	△ 4.4	△ 7.5	△ 9.3	2.2	△ 1.4	△ 5.6	△ 2.2	2.9	△ 0.7
（普通+小型乗用車）	0.8	△ 2.1	6.1	2.7	1.3	△ 4.1	△ 2.7	8.4	7.3	3.6	△ 0.6	5.5	3.8
（軽乗用車）	△23.0	△15.7	△17.3	△ 6.1	△13.0	△12.8	△19.4	△ 9.1	△17.3	△23.4	△ 5.7	△ 2.1	△ 9.1
百貨店販売額	0.5	△ 1.4	△ 4.0	△ 3.4	△ 1.6	0.5	△ 2.8	△ 3.6	△ 4.8	△ 3.6	△ 0.2	△ 6.0	△ 5.0
スーパー販売額	0.3	1.7	△ 0.1	△ 1.3	2.3	3.1	△ 0.3	0.8	△ 0.8	△ 0.3	1.1	△ 2.6	△ 2.3
商業販売・小売業	△ 0.2	△ 0.3	△ 1.4	△ 1.3	△ 0.2	0.4	△ 1.0	△ 0.9	△ 2.1	△ 1.3	△ 0.2	△ 2.2	△ 1.7
（衣類・身の回り品）	3.6	3.2	0.5	△ 2.9	3.4	2.2	3.7	1.7	△ 0.1	0.1	1.3	△ 2.4	△ 8.0
（飲料・食料品）	3.0	2.7	1.2	0.5	2.2	2.9	3.0	2.4	0.5	0.7	2.0	△ 0.4	△ 0.1
（自動車）	0.6	△ 1.1	1.0	1.4	1.7	△ 1.3	△ 3.0	0.4	2.8	△ 0.1	△ 0.5	2.1	2.6
（家庭用機械）	0.0	△ 2.6	△ 1.7	△ 3.0	1.6	△ 5.0	△ 4.3	△ 2.5	△ 2.8	0.2	0.7	△ 9.7	0.1
（燃料）	△14.8	△12.4	△12.7	△ 8.7	△11.7	△10.7	△14.7	△13.7	△12.9	△11.6	△11.6	△ 7.9	△ 6.2
外食産業売上高	—	—	—	—	5.3	5.5	1.8	3.0	0.6	2.0	5.9	△ 1.7	1.5

（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

の在庫調整に伴って輸入が0.6%減少したため、輸出から輸入を差し引いた純輸出は、実質成長率を0.5ポイント押し上げた（年率では1.8ポイントの押し上げ要因）。

## 2. 日本経済は当面も緩慢な動きが続く見通し

### (1) 個人消費の基調は依然として脆弱

実質GDPは3四半期連続のプラス成長を達成したとはいえ、個人消費は天候に左右される状態が続き、設備投資も停滞が続くなど民需は引き続き力強さを欠いた。7~9月の成長率を押し上げた輸出についても、熊本地震後に下振れした反動やスマートフォン向け電子部品の一時的需要増に下支えされた影響が大きかったとみられる。世界経済の停滞が続いていることを考慮すると、輸出回復の持続性には疑問が残る。さらに、保護主義的な政策を掲げるトランプ氏が米大統領選挙（11月8

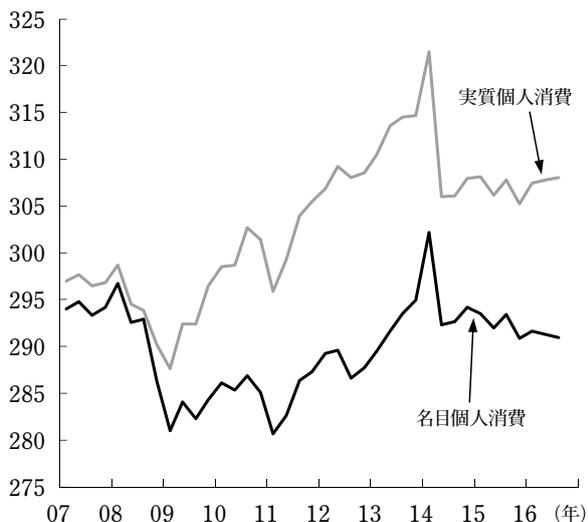
日）に勝利したことで、世界的に先行き不透明感が高まっており、企業の投資スタンスは一段と慎重化している。16年度第2次補正予算の効果や在庫調整の進展に伴う循環的な生産増が景気の下支えとなるものの、この先も日本経済は緩慢な動きが続くと予想される。

16年7~9月の個人消費（実質GDPベース）は、前期比0.1%増、年率0.2%増と4~6月（年率0.5%増）から一段と鈍化した。昨年10~12月（暖冬に伴う季節関連消費の不振）と同様に天候不順が影響した格好だが、天候に大きく左右されるというのは個人消費の基調の弱さの表れといえる。実際、ここ数年の個人消費の推移をみると、消費税率が引き上げられた14年4~6月に大きく水準を切り下げたあと、一進一退の動きが続いている（図表4）。増税からすでに2年半が経過しているものの、家計の節約志向は解消されていない。

個人消費の回復が進まない最大の要因は賃

図表4 個人消費の推移 (GDPベース)

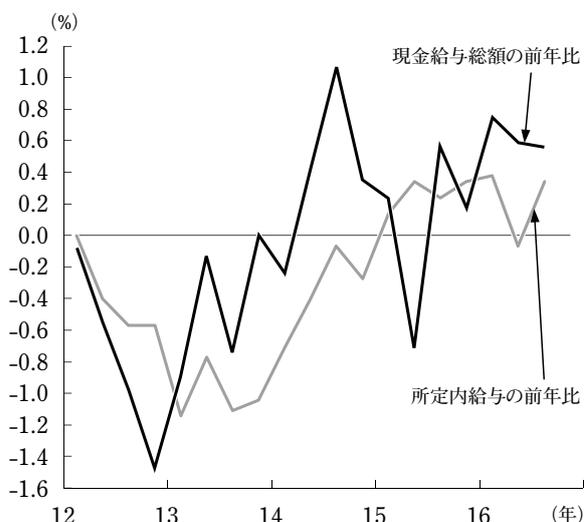
(兆円、実質は05年価格)



(備考) 内閣府『四半期別GDP速報』より作成

金の伸び悩みである。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、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7~9月まで5四半期連続のプラスとなっているが、16年に入ってから前年比は、1~3月0.7%増、4~6月0.6%増、7~9月0.5%増と伸びが鈍化している (図表5)。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散見されるが、生産活動の伸び悩みなどで残業時間が抑制されていることが所得面で下押し要因となる。16年7~

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

9月の所定外給与 (残業代) は前年比1.7%減と5四半期ぶりのマイナスとなっている。円高の影響で大企業の収益がマイナスに転じたこともあって、所得面での本格回復は当面期待できないと考えられる。10~12月は天候不順で落ち込んだ反動の影響でやや伸びを高めようが、個人消費はもうしばらく横ばい圏での推移が続くと予想される。

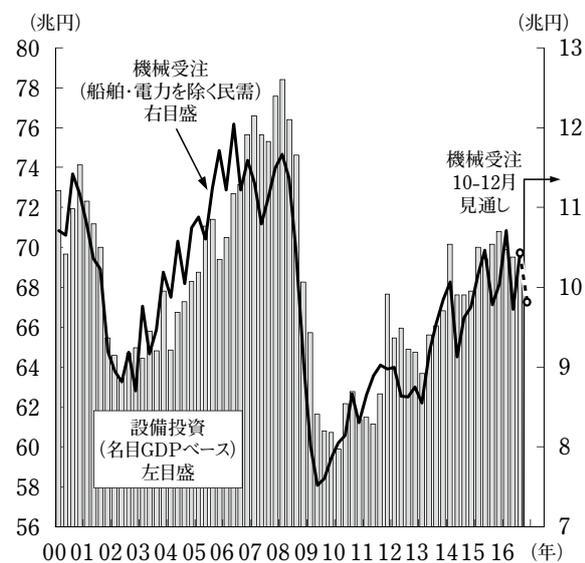
## (2) 設備投資は当面も一進一退の動きが続く

16年7~9月の設備投資 (実質GDPベース) は前期比横ばい (年率0.1%増) と停滞した。円高が収益の下押し要因となっていることに加え、世界経済の停滞が長引いていることもあって、企業は依然として慎重な投資姿勢を崩していない。日銀短観の設備投資計画をみると、16年度は大企業全体で前年比6.3%増と5年連続の増加が計画されているが、修正率は6月調査が0.9%増、9月調査が0.1%増と

15年度の修正率（6月8.2%増、9月1.5%増）を大きく下回っている。

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）も一進一退で推移している。受注金額は、16年4～6月に前期比9.2%減と大きく落ち込んだあと、7～9月は7.3%増と持ち直したが、受注見通し調査によると10～12月は5.9%減とマイナスが見込まれている（図表6）。11月8日の米大統領選挙でトランプ氏が勝利しことを受けて、世界経済に対する先行き不透明感が高まっており、企業の投資姿勢は一段と慎重化している。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動きも根強いとはいえ、当面も設備投資は力強さを欠いた動きが続くとみられる。

図表6 名目設備投資と機械受注（年率換算）



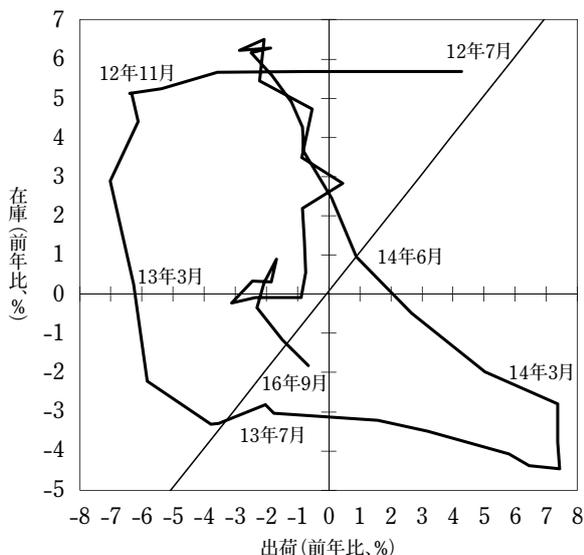
（備考）内閣府資料より作成

### (3) 経済対策と在庫調整の進展が景気の下支え要因

民需の2本柱である個人消費と設備投資が力強さを欠くなか、景気を下支えするとみられるのが政府支出の拡大である。15年度補正予算の効果は一巡したものの、今後は、政府が打ち出した「未来への投資を実現する経済対策（事業規模28.1兆円）」が景気を下支えしよう。10月11日には、経済対策の裏付けとなる16年度第2次補正予算が成立し、今後は順次執行に移される。追加的な国費は4.5兆円にとどまるため、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）を上回る規模である。今後は経済対策の効果が徐々に表面化しよう。

また、在庫調整の進展に伴って生産活動がやや上向いてくるとみられることもプラス要因である。四半期末ベースでみた生産者在庫（製造業の在庫水準を示す指数）は、16年9月末に前年比2.0%減と消費税増税直前の14年3月末以来のマイナスに転じている（図表7）。製造業の在庫調整は一巡しつつあり、これは先行きの生産活動のプラスとなろう。実際、鉱工業生産は16年7～9月に2四半期連続の前期比プラスとなったことに続いて、10～12月も増加が続く見通しである。先行きを示す製造工業生産予測指数は、10月が前月比1.1%増、11月が2.1%増と回復が見込まれている。もっとも、政策効果や循環的な生産回復は景気を下支えする程度にとどまる。民需の2本柱である個人消費と設備投資が力強さを取り戻すまでは、景気回復ペースは緩慢に

図表7 鉱工業の在庫循環



(備考) データは3か月移動平均。経済産業省資料より作成

とどまろう。

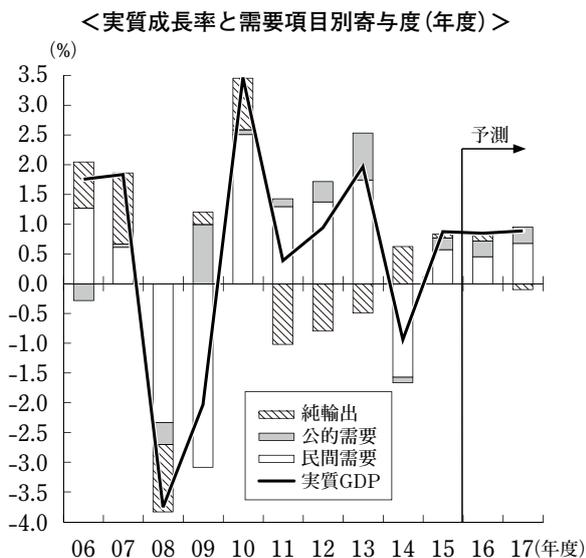
景気回復のカギを握る世界経済は、17年度にかけて徐々に上向いてくるとみられる。IMF（国際通貨基金）の世界経済見通しによると、世界全体の実質成長率は16年に3.1%（15年実績は3.2%）まで減速するものの、17

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。世界経済の回復が国内景気に波及してくるまでにはタイムラグ（時間差）があるが、17年度後半には中小企業でも賃金を引き上げる動きが広がってくる可能性がある。民需の両輪である個人消費と設備投資が上向くことで、景気は徐々に回復テンポを高めていくと予想される。

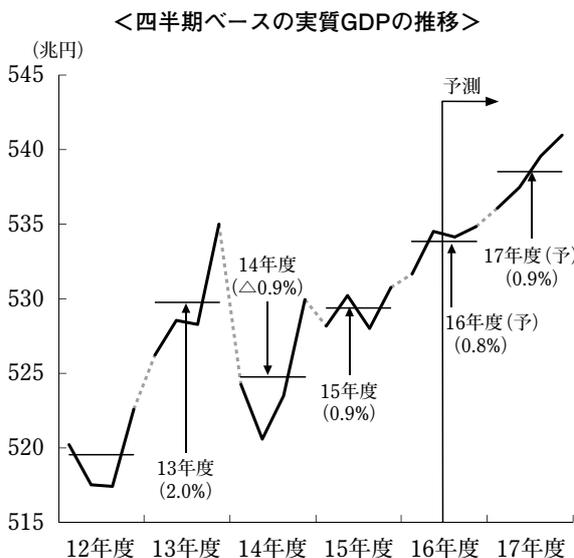
### 3. 実質成長率は16年度0.8%、17年度0.9%と予測

今回の経済見通しでは、16年度の実質成長率を0.8%と予測した（図表8）。足元の純輸出が大きく改善したことに加え、低金利効果で住宅投資が想定を上回って拡大していることを受けて、前回見通し（0.4%）から上方修正した。ただ、日本経済の回復ペースは

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。予測は信金中金 地域・中小企業研究所



引き続き緩やかにとどまるとの見方に変化はなく、17年度の実質成長率は0.9%と前回見通しを据え置いた。

16年度上期の個人消費は、4～6月が前期比0.1%増（年率0.5%増）、7～9月が0.1%増（年率0.2%増）と横ばい圏での推移が続いた。10～12月は反動増も見込まれるが、本格的な回復にはなお時間を要すると考えられる。16年度の個人消費は前年比0.6%増と3年ぶりに増加に転じようが、その水準は増税前を大きく下回ると予測した。一方、住宅投資は前年比7.1%増と高めの伸びを予測する。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ているためである。

世界経済の先行き不透明感は根強く、企業は慎重な投資スタンスを維持している。円高が企業収益の押下げ要因になっていることもあって、年度下期の設備投資も力強さを欠いた動きが続こう。16年度の設備投資は0.4%増と小幅な伸びにとどまると予測している。

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、政府が打ち出した今年度の経済対策（裏付けとなる第2次補正予算は10月11日に成立）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0.2%増と小幅な伸びにとどまると予想される。

足元の輸出は増勢を強めたが、中国を中心とした新興国経済の動きは弱く、年度下期の輸出は伸び悩むとみられる。実質輸出は0.2%減と4年ぶりのマイナスとなろう。一

方、製造業を中心とした在庫調整の影響で輸入も減少するため、輸出から輸入を差し引いた純輸出の寄与度はプラス0.1ポイントと予測した。

17年度は、世界経済が上向いてくことで輸出や設備投資が回復に向かおう。17年度の設備投資は前年比1.1%増へ伸びを高め、輸出は1.0%増とプラスに転じると予測した。世界経済の安定を受けて為替相場も円安傾向で推移するとみられ、企業収益の回復を背景に賃金の増加ペースも徐々に高まると予想される。人手不足感の強い状態が続くことも所得面の支えとなる。17年度の個人消費は0.8%増と緩やかに加速しよう。

16年度に打ち出された経済対策の効果は17年度上期頃まで継続するとみられる。GDP統計は進捗ベースで計上されるため、公共投資は1.9%増に伸びを高めると予想される。

#### 〈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、4月28日の金融政策決定会合で日銀が追加緩和を見送ったことをきっかけに、円買いの動きが再加速した。国内市場が休日だった4月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。6月にはFOMC（米連邦公開市場委員会）が追加利上げに慎重な姿勢を示したことから、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。ただ、7月28～29日に開催された金融政策決定会合で、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日に円相場は再び1ドル100円台を付けた。その後は、米国の年内利上げ観測からドルに買戻しが入ったものの、米大統領選挙でトランプ氏が勝利したことを受けて、リスク回避の動きが広がった。選挙直前に1ドル105円台で推移していたドル相場は、トランプ氏勝利が決まった11月9日には一時1ドル101円台まで急落した。足元では米景気に対する前向きな見方や財政出動を予見した米長期金利の上昇を背景に、1ドル108円前後まで円安が進行しているが、当面はトランプ次期大統領の政策を巡って振れの大きい展開が続くと予想される。中期的には、日米金融政策の方向性の違いによる円安ドル高要因はなお健在と考えられるが、トランプ氏がドル安を志向していることもあって、来年以降もドルの上値は限られると予想される。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）を底に上向き、5月26日には1バレル50ドル台へ上昇した。その後、英国が国民投票でEU離脱を選択したことに伴うリスク回避姿勢の強まりや、米国の在庫調整の遅れを嫌気した売りに押され、8月1日には一時1バレル40ドルを割り込む局面もあった。しかし、OPEC（石油輸出国機構）が9月28日の臨時総会で、困難とみられていた減産に合意したことがきっかけとなり、買戻しの動きが広がった。減産合意の報道が流れた同日の相場は、1バレル47ドル台（前日は44ドル台）へ上昇し、10月6日には1バレル50ドル台を回復した。さらに、ロシアのプーチン大統領が「OPECの減産に加わる用意がある」と表明したことも買いを誘い、10月11日には1バレル51ドル台へ上昇した。ただ、イラクが減産の適用除外を求めていることや、ロシアがOPECの減産に協調しないとの憶測から先高期待は後退した。米国の原油在庫が大幅に増加したことも下押し要因となった。さらに、米大統領選挙でトランプ氏が勝利したことを受けて、世界経済の先行きに不透明感が強まり、11月14日の原油相場は一時1バレル42ドル台まで下落した（図表9）。

先行きについては、米国の政策運営が明確化するにつれて世界経済にも安心感が広がり、原油相場も上向いてくると想定している。ただ、OPECによる減産合意が遵守されるかどうかはなお予断を許さない。また、原

図表9 原油価格 (WTI) の推移



(備考) ブルームバーグより作成

油価格の上昇局面では、米国のシェールオイルの増産が重石になる。世界経済が上向いたとしても原油価格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46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（国費3.5兆円）と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）が、16年度上期の公共投資を下支えする要因となった。さらに、政府が打ち出した「未来への投資を実現する経済対策（事業規模28.1兆円）」も今後の景気を下支えする要因となろう。一億総活躍社会の実現に向けた子育て・介護の環境整備や21世紀型のインフラ整備、災害からの復旧・復興対策などが柱となる。もっとも、事業規模には財政投融资なども含まれており、「真水」とされ

る国と地方の直接歳出は7.5兆円となる。そのうちの今年度の追加的な国費は4.5兆円にとどまる。国費ベースでは15年度補正予算を上回るものの、事業規模が示すほどの効果は期待できないと考えられる。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19年10月を想定している。

#### (海外経済)

〈米国〉…16年7～9月の実質GDP（事前推定値）は前期比年率2.9%増と、潜在成長率（年率2%程度）を4四半期ぶりに上回る高い成長を記録した。需要項目別にみると、良好な雇用環境が維持されていることを映し、個人消費が前期比年率2.1%増と底堅く推移したほか、設備投資は1.2%増と小幅ながらも2四半期連続で増加した。成長率を大きく押し上げる要因となったのが輸出の回復である。7～9月の実質輸出は前期比年率10.0%増と高い伸びとなり、輸入を差し引いた純輸出は実質GDPを年率で0.8ポイント押し上げた。ただ、輸出の回復は南米の天候不順で農産物輸出が大幅に増えたことが主因である。世界経済が依然として力強さを欠いていることを考えると、輸出をけん引役とする景気回復の持続性には疑問が残る結果といえる。

一方、雇用環境は良好な状態を維持している。10月の非農業雇用者数は前月比16.1万人増と底堅い結果を示した。基調を示す3か月移動平均では17.6万人増と好調の目安である20万人増を下回っているが、完全雇用に近いことを考慮すると、

巡航速度の増加ペースといえる。良好な雇用環境を背景に個人消費は引き続き底堅く推移しよう。もっとも、トランプ候補の勝利で政策運営の不透明感が高まっており、企業行動が慎重化する可能性がある。設備投資は足元でも緩慢な回復にとどまっているが、当面も力強さを欠いた動きが続くとみられる。16年通年の実質成長率は1.5%にとどまると予測した。ただ、トランプ氏は大型減税と歳出拡大を公約に掲げており、政策の実現度合いによっては、景気の押上げに寄与することも考えられる。不確実性は高いが、米国経済は徐々に回復ペースを高め、17年の実質成長率は2.0%に高まると予測した。

〈欧州〉…16年7～9月のユーロ圏の実質GDPは、前期比0.3%増、年率1.4%増と4～6月（年率1.2%増）から小幅加速した。ユーロ圏経済の中心であるドイツの実質GDPは、前期比0.2%増と4～6月の0.4%増から鈍化した。前期にマイナス成長に沈んだフランスは、7～9月には0.2%増とプラスに転じた。欧州経済は依然として力強さを欠いているものの、13年4～6月以降、14四半期連続でプラス成長を維持している。今後も雇用環境が良好に推移しているドイツ経済が欧州経済の下支えとなろうが、フランスやイタリア経済は横ばい圏の動きから脱しきれないと予想される。英国が国民投票でEU離脱を選択した悪影響は現時点では表面化していないが、離脱を正式に通告するとしている17年3月に向けて

不安が再燃する可能性もある。ドイツの実質成長率は16年1.7%、17年1.4%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。

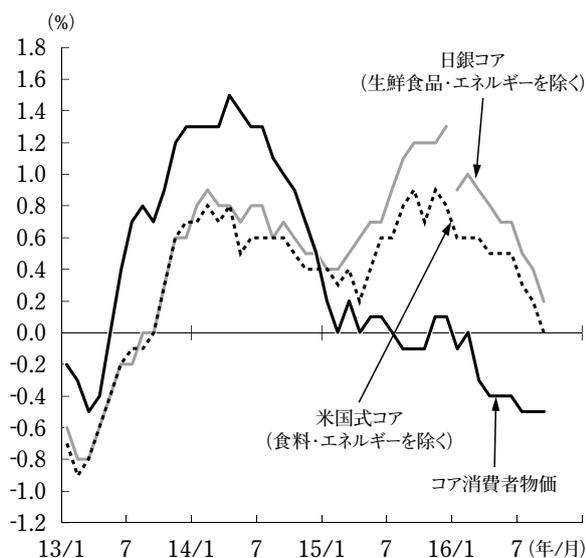
〈中国〉…16年7～9月の中国の実質GDPは前年比6.7%増と、1～3月、4～6月と同じ伸びとなった。景気減速には歯止めがかかっているが、減税と公共投資に支えられたことが主因であり、民間需要は力強さを欠いている。世界経済の長期停滞で輸出が落ち込んでいるほか、設備投資も振るわない。個人消費は底堅く推移しているものの、過剰生産能力の削減が進まないこともあって、設備投資は当面も減速傾向で推移する公算が大きい。輸出・投資主導の成長から内需中心の経済への移行にはなお時間を要する見通しで、中国経済はこの先も減速傾向で推移しよう。実質成長率は、16年6.6%、17年6.3%と予測した。

#### 4. 日銀は当面様子見姿勢を維持しようが、追加緩和の可能性も排除しない

##### (1) 家計の節約志向は根強く、消費者物価は緩慢な動きが続く

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%の下落とマイナスへ転じ、9月まで7か月連続で下落している（図表10）。ガソリンや電気代などエネルギー物価が依然として前年水準を大幅に下回っていることが主因であるが、食料品や日用品、衣料品などの上昇率が鈍化していることも影響してい

図表10 消費者物価の前年比



(備考) 1. 消費税の増税の影響を除く  
2. 総務省資料などより作成

る。実際、食料・エネルギーを除く米国式コア物価指数は、9月に前年比横ばいまで鈍化した。また、日銀が、基調的なインフレ率を捕捉するための指標としている日銀コア指数(生鮮食品とエネルギーを除く総合)の前年比も、9月に前年比0.2%の上昇まで鈍化している。家計の節約志向の高まりを受けて、企業の価格戦略が慎重化していることが背景にある。また、円高が進んだことで、輸入品のウエイトが大きい家具や家電製品の物価が下落に転じていることも一因である。

ただ、原油の国際市況は年初の下落局面を脱しており、ガソリンや電力料金は前月比ベースでは上昇に転じている。前年比でも、エネルギー物価の下落率は、16年3月の13.4%から9月には8.4%まで縮小している。足元の原油市況が維持された場合、エネルギー物価は17年1~3月に前年比でゼロ%近辺まで縮小するとみられ、コア消費者物価も

プラスに転じる可能性がある。16年度のコア消費者物価は、前年比で0.2%の下落と予測しているが、17年1~3月には再びプラス圏に上昇すると予想される。

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。もっとも、賃上げの動きは引き続き鈍いとみられ、家計の節約志向の根深さを反映して消費者物価は緩やかな上昇にとどまろう。17年度のコア消費者物価は前年比で0.8%の上昇と予測した。

## (2) 追加緩和の可能性は依然排除できず

日銀は、10月31日~11月1日の金融政策決定会合で追加緩和を見送った。前回の会合(9月20~21日)で「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」という新しい枠組みの金融政策を打ち出した直後でもあり、現状維持は想定された結果であった。会合後の記者会見で、黒田総裁は「2%の物価目標に向けたモメンタム(勢い)は維持されている」と評価し、今回は追加緩和が必要ないと判断した。

ただ、同時に発表された「展望レポート」では、「物価目標に向けたモメンタムは維持されているものの、前回見通しに比べると幾分弱まっている」と指摘した。黒田総裁も、「デフレマインドはそう簡単には払拭できない」と述べており、今回の「展望レポート」では物価見通しを下方修正した。政策委員によるコア消費者物価(生鮮食品を除く総合)の前年比(見通しの中央値)は、16年度△

0.1%、17年度1.5%、18年度1.7%と想定されている。また、物価目標である2%程度の上昇に達する時期は、「2017年度中」から「18年度頃」に先送りされた。

今後の金融政策運営に関しては、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続すると記述された。マネタリーベースについても、物価上昇率が安定的に2%を超えるまで続けるとの方針が維持されている。日

銀は当面、現行の金融政策の効果を見極めるべく、様子見姿勢を保つ公算が大きい。が、「物価安定の目標に向けたモメンタムを維持するため、必要な政策の調整を行う」と表明している。デフレ脱却に向けた期待が後退しているだけに、足元で落ち着いている世界の金融市場が再び混乱した場合には、日銀も何らかの対応を求められる。マイナス金利を深掘りするなどの追加的な金融緩和策が打ち出される可能性は依然として排除できないと考えられる。

〈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	2.3	1.0	1.1
実質GDP	2.0	△ 0.9	0.9	0.8	0.9
国内需要	2.4	△ 1.5	0.8	0.7	1.0
民間部門	2.2	△ 1.9	0.8	0.6	0.9
民間最終消費支出	2.3	△ 2.9	△ 0.1	0.6	0.8
民間住宅投資	8.8	△ 11.7	2.4	7.1	△ 0.3
民間企業設備	3.0	0.1	2.1	0.4	1.1
民間在庫品増加	△ 2,648	260	1,785	989	1,389
政府部門	3.2	△ 0.3	0.7	1.1	1.1
政府最終消費支出	1.6	0.1	1.6	1.2	0.9
公的固定資本形成	10.3	△ 2.6	△ 2.7	0.2	1.9
財・サービスの純輸出	7,240	11,293	11,640	12,240	11,856
財・サービスの輸出	4.4	7.9	0.4	△ 0.2	1.0
財・サービスの輸入	6.8	3.4	0.0	△ 1.0	1.7

(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。予測は信金中金 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	0.9	0.8	0.9
国内需要	2.5	△ 1.6	0.8	0.7	1.0
民間部門	1.7	△ 1.5	0.6	0.4	0.7
民間最終消費支出	1.4	△ 1.7	△ 0.1	0.3	0.5
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	0.3
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	0.0	0.1
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	△ 0.0	0.2
財・サービスの輸入	△ 1.2	△ 0.7	0.0	0.2	△ 0.3

(備考) 内閣府資料より作成。予測は信金中金 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	46.0	52.0
(前年比、％)	△ 3.6	△ 19.1	△ 45.0	△ 5.9	13.0

(備考) 日本銀行資料などより作成。予測は信金中金 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	97.9 0.5	99.3 1.4
第3次産業活動指数 (前年比、%)	103.2 1.2	102.1 △ 1.1	103.5 1.4	104.2 0.7	105.1 0.9
完全失業率 (季調済、%)	3.9	3.5	3.3	3.1	3.0
国内企業物価 (前年比、%)	1.9	2.7	△ 3.2	△ 2.8	1.5
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	△ 0.2	0.8
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	0.3	0.6

(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. 予測は信金中金 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	192,851	170,461
前年差	△ 39,357	△ 18,565	63,315	92,783	12,823	△ 22,389
名目GDP比 (%)	0.9	0.3	1.8	3.6	3.8	3.3
貿易・サービス収支	△ 92,753	△ 144,785	△ 93,142	△ 6,032	28,832	3,871
前年差	△ 42,447	△ 52,031	51,643	87,110	34,864	△ 24,961
貿易収支	△ 52,474	△ 110,455	△ 65,890	5,419	40,246	15,452
前年差	△ 30,377	△ 57,982	44,565	71,309	34,827	△ 24,794
サービス収支	△ 40,280	△ 34,330	△ 27,252	△ 11,451	△ 11,414	△ 11,581
前年差	△ 12,070	5,950	7,078	15,801	37	△ 167
第1次所得収支	144,825	183,193	199,755	205,700	184,433	186,261
前年差	1,740	38,368	16,562	5,945	△ 21,267	1,828
第2次所得収支	△ 9,577	△ 14,477	△ 19,368	△ 19,639	△ 20,415	△ 19,671
前年差	1,350	△ 4,900	△ 4,891	△ 271	△ 776	744

(備考) 日本銀行『国際収支統計』より作成。予測は信金中金 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	△ 0.9	△ 0.2	1.2	1.9	1.6	1.4
ドイツ	0.7	0.6	1.6	1.5	1.7	1.4
フランス	0.2	0.6	0.7	1.2	1.2	1.0
イギリス	1.3	1.9	3.1	2.2	2.0	1.0
中国	7.7	7.7	7.4	6.9	6.6	6.3

(注) 各国資料より作成。予測は信金中金 地域・中小企業研究所