

# 実質成長率は16年度1.2%、17年度1.4%、18年度1.3%と予測

－ 世界経済の回復を背景に国内景気も持直しへ －

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10～12月の実質GDPは前期比0.2%増（年率1.0%増）

賃金の伸び悩みを映して個人消費は前期比横ばいと力強さを欠いたが、設備投資は0.9%増とプラスに転じた。また、世界経済が上向き、輸出は2.6%増と堅調に推移した。この結果、輸入を差し引いた純輸出は実質成長率を0.2ポイント（年率1.0ポイント）押し上げた。

## 2. 日本経済は足踏み局面を脱し再び回復軌道へ

個人消費は足踏み状態を脱し切れしていないとはいえ、設備投資が回復に転じ、海外景気の持直しを背景に輸出が上向いてきたことは日本経済にとって明るい材料といえる。保護主義的な政策を掲げるトランプ政権の政策運営には不透明感が残るが、海外景気の回復と昨年後半からの円安・株高の効果は、今後の国内景気の回復に大きく寄与すると予想される。

## 3. 実質成長率は16年度1.2%、17年度1.4%、18年度1.3%と予測

実質成長率は、16年度1.2%、17年度1.4%と前回見通しを据え置いた。アジア向けを中心に輸出が想定を上回って推移しているものの、賃金の伸び悩みなどで個人消費の足踏みが続いているためである。ただ、世界経済に回復の兆しが広がってきたことで、17年度後半にかけて個人消費を中心とした内需の回復テンポも高まってくると予想される。なお、今回から予測対象とした18年度の実質成長率は1.3%と予測した。

## 4. 物価上昇圧力は弱く、日銀は今後も現行の緩和策を維持

日銀は17年1月30～31日の金融政策決定会合で、金融政策の現状維持を決定した。世界的な景気回復期待や金利先高観が高まるなか、市場では日銀の「出口戦略」に向けた動きも注目されつつあるが、黒田総裁は「時期尚早」と否定している。賃金や物価が力強さを欠いているだけに、日銀は当面、現行の金融緩和策を維持すると予想される。

(注) 本稿は2017年2月14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：%)

|              | 2014年度 | 2015年度 | 2016年度 | 2017年度 | 2018年度 | 前回(16年12月) |         |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|------------|---------|
|              | 〈実績〉   | 〈実績〉   | 〈予測〉   | 〈予測〉   | 〈予測〉   | 16年度(予)    | 17年度(予) |
| <b>実質GDP</b> | △ 0.4  | 1.3    | 1.2    | 1.4    | 1.3    | 1.2        | 1.4     |
| 個人消費         | △ 2.7  | 0.5    | 0.6    | 0.8    | 1.0    | 0.7        | 0.9     |
| 住宅投資         | △ 9.9  | 2.7    | 6.2    | △ 0.9  | △ 0.6  | 6.7        | △ 0.6   |
| 設備投資         | 2.5    | 0.6    | 1.7    | 2.2    | 2.7    | 1.4        | 2.0     |
| 公共投資         | △ 2.1  | △ 2.0  | △ 1.7  | 1.8    | △ 1.9  | 0.1        | 2.1     |
| 純輸出(寄与度)     | ( 0.6) | ( 0.2) | ( 0.6) | ( 0.4) | ( 0.1) | ( 0.4)     | ( 0.2)  |
| <b>名目GDP</b> | 2.1    | 2.8    | 1.2    | 1.7    | 1.8    | 1.0        | 1.3     |

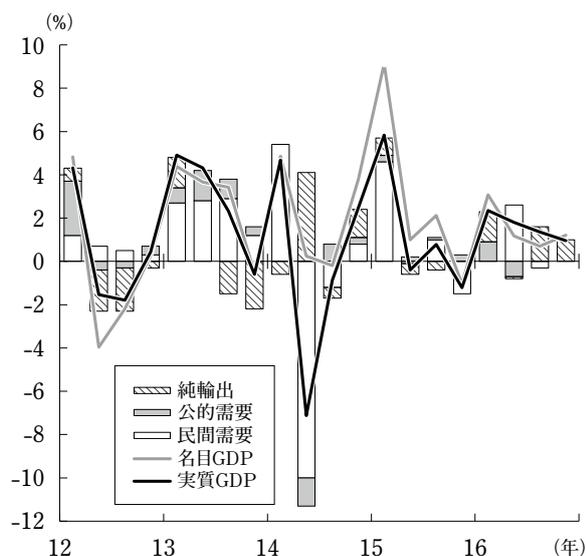
(備考) 内閣府『四半期別GDP速報』より作成。予測は信金中央金庫 地域・中小企業研究所

### 1. 16年10～12月の実質GDPは前期比0.2%増(年率1.0%増)

16年10～12月のGDPは、物価変動の影響を除いた実質で前期比0.2%増、年率に換算して1.0%増と4四半期連続のプラス成長を達成した(図表2)。景気の実感に近い名目GDPも前期比0.3%増、年率1.2%増と4四半期連続で増加した。

10～12月の動きを需要項目別(実質)に

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

みると、個人消費は前期比0.0%減(年率0.01%減)と横ばいにとどまった。自動車など耐久財の消費は持ち直しているが、気温が高めに推移したことで季節関連消費が振るわなかった(図表3)。また、賃金の伸び悩みに加え、生鮮食品が高騰したことが消費者の節約志向を高める要因になった。住宅投資は0.2%増と4四半期連続で増加したが、前期(2.4%増)に比べて増勢は大きく鈍化した。相続税対策を主因とする貸家建設が一服していることが背景にある。

設備投資は前期比0.9%増とプラスに転じた。企業は総じて慎重な投資姿勢を維持しているが、輸出の持ち直しを受けて先送りされていた投資が動き始めている。公共投資は15年度補正予算に伴う積増しや16年度当初予算の前倒し執行の効果が一巡しており、前期比1.8%減と2四半期連続で減少した。

輸出は2.6%増と前期の2.1%増に続いて2四半期連続で高めの伸びとなった。アジア向けの電子部品輸出が引き続き好調だったほか、欧米向けの輸出も上向いている。輸入は1.3%増と5四半期ぶりに増加した。ただ、在

図表3 個人消費関連指標（前年比増減率）

（単位：％）

|             | 16年   |       |      |        | 16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     | △2.6  | △1.2  | △2.4 | △0.7   | △0.4  | △1.1  | △2.3  | △0.5  | △4.6 | △2.1 | △0.4 | △1.5 | △0.3 |  |  |  |
| 平均消費性向(勤労者) | 72.8  | 72.9  | 70.6 | 71.9   | 74.2  | 75.2  | 69.4  | 69.3  | 70.4 | 72.0 | 70.9 | 72.9 | 71.8 |  |  |  |
| 乗用車販売       | △7.5  | △2.1  | △0.3 | 5.6    | 2.2   | △1.4  | △5.6  | △2.2  | 2.9  | △0.7 | △0.2 | 8.8  | 8.1  |  |  |  |
| （普通+小型乗用車）  | △2.1  | 6.1   | 2.7  | 9.7    | 8.4   | 7.3   | 3.6   | △0.6  | 5.5  | 3.8  | 1.6  | 16.2 | 11.5 |  |  |  |
| （軽乗用車）      | △15.7 | △17.3 | △6.1 | △2.2   | △9.1  | △17.3 | △23.4 | △5.7  | △2.1 | △9.1 | △3.4 | △4.6 | 1.5  |  |  |  |
| 百貨店販売額      | △1.4  | △4.0  | △3.4 | △2.8   | △3.6  | △4.8  | △3.6  | △0.2  | △6.0 | △5.0 | △4.0 | △2.7 | △2.0 |  |  |  |
| スーパー販売額     | 1.7   | △0.1  | △1.3 | 0.2    | 0.8   | △0.8  | △0.3  | 1.1   | △2.6 | △2.3 | 0.6  | 1.1  | △0.9 |  |  |  |
| 商業販売・小売業    | △0.3  | △1.4  | △1.3 | 0.8    | △0.9  | △2.1  | △1.3  | △0.2  | △2.2 | △1.7 | △0.2 | 1.7  | 0.7  |  |  |  |
| （衣類・身の回り品）  | 3.2   | 0.5   | △2.9 | 1.0    | 1.7   | △0.1  | 0.1   | 1.3   | △2.4 | △8.0 | 0.9  | 4.4  | △1.9 |  |  |  |
| （飲料・食料品）    | 2.7   | 1.2   | 0.5  | 1.7    | 2.4   | 0.5   | 0.7   | 2.0   | △0.4 | △0.1 | 1.2  | 1.9  | 2.0  |  |  |  |
| （自動車）       | △1.1  | 1.0   | 1.4  | 4.5    | 0.4   | 2.8   | △0.1  | △0.5  | 2.1  | 2.6  | 1.5  | 6.3  | 5.6  |  |  |  |
| （家庭用機械）     | △2.6  | △1.7  | △3.0 | △0.2   | △2.5  | △2.8  | 0.2   | 0.7   | △9.7 | 0.1  | 0.8  | △1.2 | △0.2 |  |  |  |
| （燃料）        | △12.4 | △12.7 | △8.7 | △1.2   | △13.7 | △12.9 | △11.6 | △11.6 | △7.9 | △6.2 | △4.8 | △0.4 | 1.3  |  |  |  |
| 外食産業売上高     | —     | —     | —    | —      | 3.0   | 0.6   | 2.0   | 5.9   | △1.7 | 1.5  | 5.3  | 1.7  | 3.3  |  |  |  |

（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

庫の抑制姿勢を維持する企業も多く、輸出の伸びに比べて低い伸びにとどまった。この結果、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（年率では1.0ポイントの押し上げ要因）。

## 2. 日本経済は足踏み局面を脱し再び回復軌道へ

### (1) 生産活動は明確な回復局面へ

GDPは4四半期連続のプラス成長となり、景気が着実な回復軌道をたどっていることが確認された。家計の節約志向は根強く、個人消費は足踏み状態を脱し切れていないとはいえ、設備投資が回復に転じ、海外景気の持ち直しを背景に輸出が上向いてきたことは先行きの日本経済にとって明るい材料といえる。保護主義的な政策を掲げるトランプ政権の政策運営に対する不透明感は払拭できないが、海

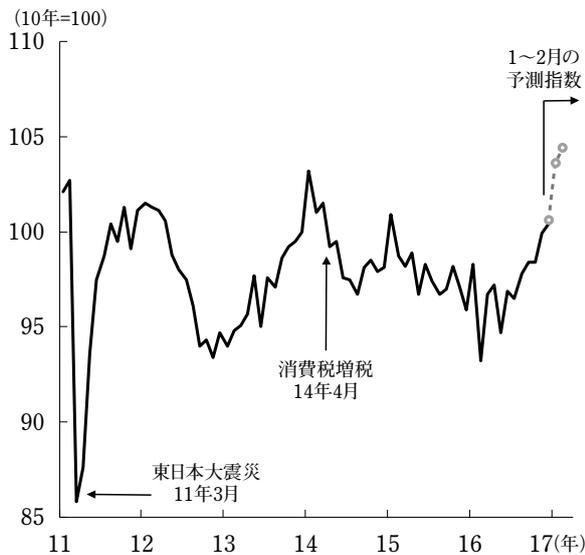
外景気の回復と円安・株高の効果は徐々に国内の経済活動に波及してくると予想される。

輸出の持ち直しを起点に、国内の生産活動は上向いている。製造業の動向を示す鉱工業生産指数は、16年4～6月に前期比0.2%増とプラスに転じ、7～9月1.3%増、10～12月2.0%増と回復の勢いを取り戻している（図表4）。アジア向けの輸出が上向いてきたことが背景にあり、電子部品・デバイスの生産は、7～9月が前期比4.6%増、10～12月が8.1%増と2四半期連続で高い伸びを示した。また、国内の自動車販売が持ち直していることや対米自動車輸出が好調に推移していることで、輸送機械の生産は3四半期連続で前期比プラスと上向いている。

在庫調整が進展したことも生産活動の回復に寄与している。生産者在庫指数は、16年7月に前年比マイナスとなり、12月まで6か月

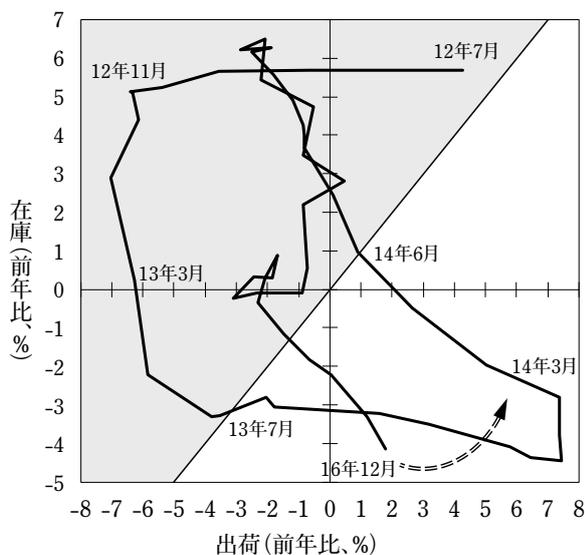
連続で前年水準を下回っている（図表5）。在庫調整が一巡したことは先行きの生産活動にとって明るい材料といえる。実際、企業の生産計画を集計した製造工業生産予測指数は、17年1月が前月比3.0%増、2月が0.8%増とこの先も回復が見込まれている。

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

図表5 鉱工業の在庫循環図



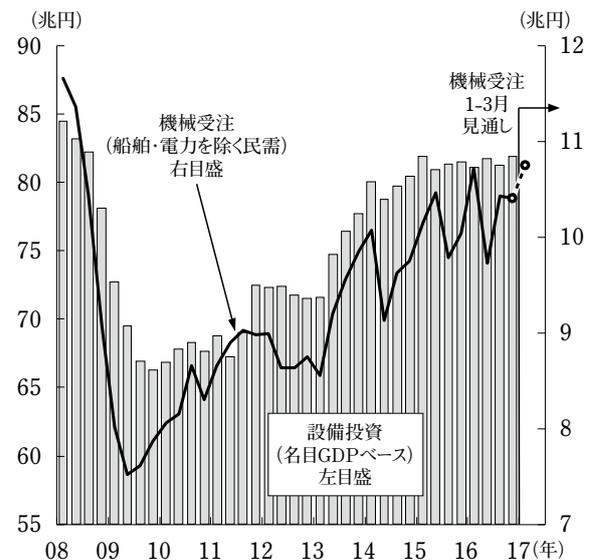
(備考) 3か月移動平均。経済産業省資料より作成

## (2) 設備投資にも持直しの動き

16年10～12月の設備投資（実質GDPベース）は前期比0.9%増とプラスに転じた。企業は依然として慎重な投資姿勢を崩していないが、世界経済の持直しを背景に輸出が上向き始めたことで、企業マインドは改善している。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、16年7～9月に前期比7.3%増とプラスに転じたものの、10～12月は0.2%減と再び減少した（図表6）。ただ、9月実績と同時に発表された10～12月の受注見通し（5.9%減）に比べると小幅な減少にとどまった。また、2月9日に発表された17年1～3月の見通しは、前期比3.3%増と再びプラスに転じる見通しである。

一方、トランプ政権の政策運営に関する不確実性は高く、企業は当面も慎重な投資スタンスを維持する可能性は否定できない。ただ、人手不足を背景とした省力化投資への

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

ニーズが一段と高まっているほか、輸出の持ち直しや円安を受けて企業業績が底入れしたことで、先送りされていた設備投資も動き始めている。トランプ政権が極端な保護主義政策に傾倒しないことが条件ではあるが、設備投資は今後徐々に回復の勢いを取り戻すと予想される。

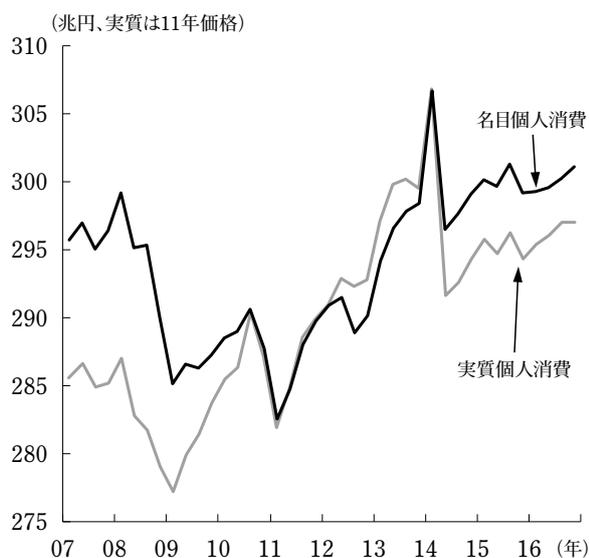
### (3) 個人消費は足踏み状態が続く

企業セクターに回復の兆しがみられるものの、家計部門は依然として停滞している。GDPベースの実質個人消費は、16年1～3月から3四半期連続で増加したものの、10～12月は前期比0.0%減（年率0.01%減）と小幅ながら減少した（図表7）。14年4月の消費税増税後から停滞が続いてきた乗用車など耐久消費財には持直しの動きがみられるが、衣料品や日用品などへの支出は抑制されている。特に、生活必需品である飲食料の消費が停滞

していることは、消費者の節約志向を反映した結果といえる。

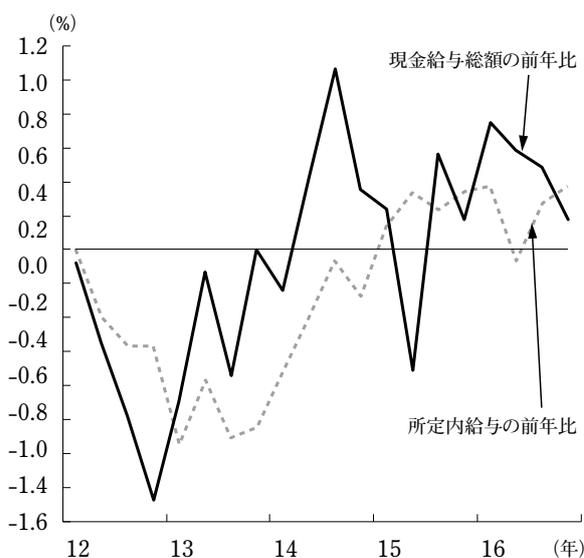
個人消費の回復が進まない最大の要因は賃金の伸び悩みである。1人当たり現金給与総額（名目賃金指数）をみると、アベノミクス政策の効果で企業業績が上向いたことから、14年以降はおおむね前年比プラス圏で推移しているが、増加テンポは依然として鈍い。四半期ベースの前年比をみると、15年7～9月以降、直近の16年10～12月まで6四半期連続のプラスとなっているが、16年に入ってから前年比は、1～3月0.7%増、4～6月0.6%増、7～9月0.5%増、10～12月0.2%増と伸びが鈍化している（図表8）。賃金水準が相対的に低いパートタイム労働者の比率が高まっていることが平均賃金の上昇を抑える要因ではあるが、大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。企業業績が

図表7 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8 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

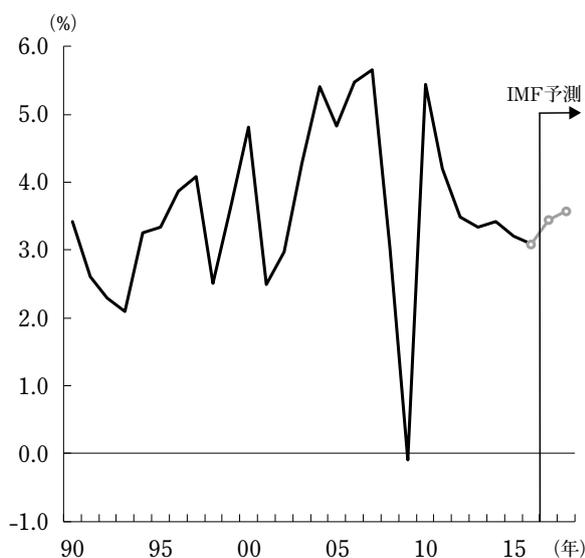
底入れしたものの、雇用者の所得に波及するまでにはタイムラグがあり、家計の所得環境が上向くまでにはもう少し時間がかかるとみられる。

#### (4) 日本経済は17年度下期にかけて徐々に回復テンポを高める見通し

GDPの55%を占める個人消費の動きが弱く、景気回復ペースは当面も緩慢にとどまろうが、17年度下期にかけて徐々に回復の勢いを高めていくと予想される。

景気回復のカギを握る世界経済は、17年以降徐々に上向いていくと予想される。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年の3.1%（実績見込み）をボトムに、17年には3.4%、18年には3.6%に高まると予測されている（図表9）。新興国の景気が上向くとみているため、アジア新興国向けを主体とする日本の輸出も回

図表9 世界の実質成長率の推移と予測



(備考) IMF（国際通貨基金）資料より作成

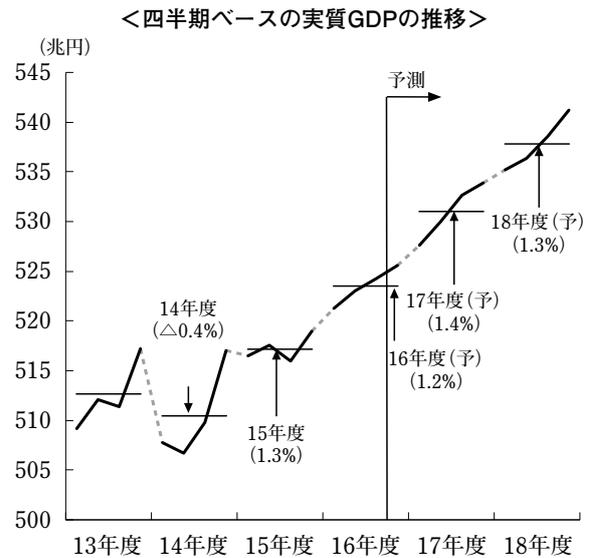
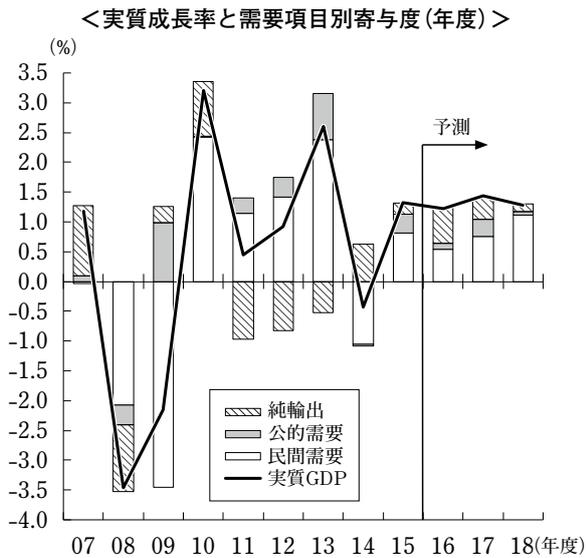
復に向かおう。景気回復期待の高まりは、企業の設備投資を促す要因にもなる。世界経済の回復が国内景気に波及してくるまでにはタイムラグ（時間差）があるが、17年度後半には中小企業でも賃金を引き上げる動きが広がってくる可能性がある。先行して回復すると想定している輸出と設備投資に続いて、回復が遅れている個人消費が上向くことで、景気は徐々に回復テンポを高めていくと予想される。

### 3. 実質成長率は16年度1.2%、17年度1.4%、18年度1.3%と予測

実質成長率は、16年度1.2%、17年度1.4%と前回見通しを据え置いた。アジア向けを中心に輸出が想定を上回って推移しているものの、賃金の伸び悩みなどで個人消費の足踏みが続いているためである。ただ、世界経済に回復の兆しが広がってきたことで、17年度後半にかけて個人消費を中心とした内需の回復テンポも高まってくると予想される（図表10）。なお、今回から予測対象とした18年度の実質成長率は1.3%と予測した。

16年度の個人消費は回復基調を維持してきたものの、賃金の伸び悩みなどの影響で力強さを欠いている。16年度全体では0.6%増と15年度（0.5%増）に続いて2年連続のプラスが見込まれるが、その水準は消費税増税前を大きく下回ろう。一方、住宅投資は前年比6.2%増と高めの伸びが見込まれる。日銀によるマイナス金利の導入を受けて住宅ローン金利が大幅に低下したことや、相続税対策と

図表10 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

しての貸家建設が活況だったことが寄与する。消費税率が引き上げられた14年度には前年比9.9%減と落ち込んだが、15年度(2.7%増)と16年度で増税後の減少分をほぼ取り戻すとみられる。

世界経済の先行き不透明感から企業は慎重な投資姿勢を続けているが、潤沢な手元資金を企業の成長戦略に振り向ける姿勢は崩れていない。16年度の設備投資は1.7%増と力強さを欠くものの、増勢を維持すると予測している。

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、政府が打ち出した経済対策(裏付けとなる16年度第2次補正予算は16年10月11日に成立)が効いてくるのは17年以降にずれ込むため、16年度の公共投資は前年比1.7%減と3年連続のマイナスが予想される。

輸出は昨夏頃から増勢を強めており、年度全体では2.5%増と前年度(0.8%増)から伸びを高めよう。一方、製造業を中心とした在庫調整が続いたことで輸入は2年連続で減少するとみられる。この結果、輸出から輸入を差し引いた純輸出は、実質成長率を0.6ポイント押し上げると予測した。

17年度は、世界経済が上向いてくることで輸出の伸びが高まろう。世界経済の回復や米国の利上げの動きを反映して為替相場が円安傾向で推移することも追い風となる。17年度の実質輸出は前年比4.1%増に伸びを高めると予測した。国内経済の回復を受けて輸入は3年ぶりに増加に転じるとみられるが、輸出から輸入を差し引いた純輸出の寄与度はプラス0.4ポイントと景気回復を支える要因となる。輸出や生産の回復を受けて、企業の投資マインドも上向くと予想される。設備投資は徐々に回復の勢いを取り戻し、年度全体で

は前年比2.2%増へ伸びを高めると予測した。

企業部門の回復を受けて、家計需要も上向くと想定している。ただ、企業収益の回復が賃金の増加に波及するまでには時間を要する可能性が高い。人手不足感の強い状態が続くことが賃金上昇要因ではあるが、家計所得の本格回復は17年度下期以降と予想される。個人消費は回復基調を維持しようが、17年度の実質個人消費は前年比0.8%増と引き続き緩やかな増加にとどまると予測した。

18年度には家計部門も力強さを取り戻し、個人消費は前年比1.0%増へ加速しよう。設備投資も2.7%増と伸びを高めると予測した。内需回復に起因した輸入の増加を受けて、純輸出のプラス寄与度が縮小することが実質成長率の伸びを抑制する要因となるが、日本経済は民需主導による自律回復軌道に入ると想定した。

#### 〈前提条件～為替相場、原油価格、財政政策、海外経済〉

##### (為替相場)

今年度の為替相場は、海外発のサプライズに大きく反応する波乱の展開となった。16年4月に1ドル112円台で始まったドル円相場は、米国の利上げ姿勢の慎重化などからドル売り優勢の相場が続いた。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1ドル107円台ま

で戻したが、世界的なリスク回避姿勢は根強く、円買い優勢の相場が続いた。さらに、米大統領選挙の開票速報と同時進行した11月9日の東京市場では、トランプ氏の勝利を受けて一時1ドル101円台まで円高が進んだ。ただ、トランプ氏が掲げる経済政策が米景気を押し上げるとの見方が広がり、11月18日には5か月半ぶりに1ドル110円台を回復した。

その後もドル高の流れは止まらず、12月には米国の追加利上げを受けて、ドルは118円台まで上昇した。年明け以降は、急速なドル高に対する警戒感からドルを売る動きが広がった。トランプ政権の政策運営に対する不安も高まり、1月18日には1ドル112円台までドルが売られた。2月3日に発表された米雇用統計を受けて米国の早期の追加利上げ観測が後退したこともドル売りの材料となり、2月7日には1ドル111円台まで円高ドル安が進んだ。足元でも引き続きトランプ政権の政策運営が材料視されており、しばらくの間はトランプ大統領による政策運営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が円安ドル高要因となるが、トランプ大統領がドル高に懸念を示していることもあって、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108.5円、17年度1ドル115.0円、18年度112.0円と想定した。

##### (原油価格)

原油相場(WTI)は、16年2月11日に付けた安値(一時1バレル26.05ドル)を底に水準を切り上げている(図表11)。16年8月には

1バレル40ドルを割り込む局面もあったが、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をきっかけに持ち直した。10月6日には1バレル50ドル台を回復したものの、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。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。しかし、11月30日のOPEC総会で減産合意が正式に決まることへの期待感から買いが優勢となった。実際に30日の総会では、サウジアラビアが譲歩する形で8年ぶりの減産に合意した。同日の原油価格は前日に比べて4ドル強高い1バレル49ドルへ上昇し、翌12月1日には51ドル台を付けた。12月10日にOPEC非加盟国が15年ぶりとなる協調減産に合意したことも原油相場を押し上げ、12月

28日には1バレル54ドル台へ上昇した。年明け以降は、高値警戒感や英国のEU離脱への懸念から売りに押される場面もあったが、OPECによる減産が順守されているとの見方から相場は底堅く推移している。

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安心感が広がるとみられ、原油相場は底堅く推移する公算が大きい。ただ、原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47.5ドル、17年度54.0ドル、18年度57.0ドルと想定した。

#### （財政政策）

15年度補正予算（16年1月20日成立。国費3.5兆円）と熊本地震に対応した災害復旧対策（16年度第1次補正予算は5月17日成立。7,780億円）の効果は、ほぼ一巡している。ただ、政府が打ち出した景気対策（未来への投資を実現する経済対策、事業規模28.1兆円）が順次執行されており、この政策が当面の景気を下支えしよう。もっとも、事業規模には財政投融資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16年度の追加的な国費は4.5兆円にとどまる。17年度予算案における公共事業関係費も前年度当初予算比横ばいとなっており、公共投資は17年度下期以降やや減速すると予想される。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。

図表11 原油価格（WTI）の推移



(備考) ブルームバーグより作成

## (海外経済)

〈米国〉…16年10～12月の実質GDP（事前推定値）は前期比年率1.9%増と潜在成長率（年率2%程度）をほぼ維持したが、7～9月の3.5%増からは鈍化した。ただ、7～9月の高成長は、南米の天候不順に伴う農産物輸出の急増といった特殊要因によって押し上げられており、10～12月の減速はその反動が影響している。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2.5%増と底堅く推移したほか、設備投資は2.4%増と3四半期連続で増加した。住宅投資も10.2%増と3四半期ぶりにプラスとなるなど、民間需要は堅調に推移している。

雇用環境は引き続き良好な状態を維持しており、17年1月の非農業雇用者数は22.7万人増と大きく伸びた。1月の平均時給は前年比2.5%増と12月の2.8%増に比べると鈍化した。雇用の回復を背景とした賃金上昇の流れは維持されている。トランプ政権による政策運営に対する不透明感はなお根強いが、歳出の拡大や減税政策の実現性は高く、政策効果は景気を押し上げる方向に寄与するとみられる。実質成長率は17年2.3%、18年2.5%と伸びを高めていくと予測した。

〈欧州〉…16年10～12月のユーロ圏の実質GDPは、前期比0.5%増、年率2.0%増と7～9月（年率1.8%増）から加速した。ユーロ圏経済の中心であるドイツの実質GDPが前期比0.4%増と7～9月の0.1%増から加速

したほか、フランスも0.4%増と7～9月の0.2%増を上回った。16年12月のユーロ圏の失業率は9.6%と7年7か月ぶりの水準まで低下するなど雇用環境が改善しており、個人消費が上向いている。世界経済に明るい兆しが広がっていることに加え、ユーロ圏も輸出回復に寄与するとみられ、この先の景気もドイツをけん引役に回復基調で推移しよう。ただ、今後は英国のEU離脱に向けた交渉が始まるほか、フランスやドイツでは国勢選挙が控えている。極右政党が支持率を伸ばしていることもあり、選挙結果次第ではEUの基盤が揺さぶられる可能性がある。ユーロ圏の実質成長率は17年1.6%、18年1.8%と予測しているが、不確実性は高い。

〈中国〉…16年10～12月の中国の実質GDPは前年比6.8%増と7～9月の6.7%増を上回った。四半期の前年比が加速したのは14年10～12月以来2年ぶりとなる。固定資産投資は減速傾向が続いているが、堅調な個人消費が景気の下支えとなっている。世界経済の持直しを受けて、輸出の減少にも歯止めがかかってきた。ただ、トランプ政権の通商政策を受けて、米中貿易摩擦が激化する可能性は否定できない。過剰生産能力の削減が進まないこともあって、設備投資も引き続き減速傾向で推移する公算が大きい。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、中国経済は今後も減速傾向で推移しよう。実質成長率は、17年6.5%、18年6.3%と予測した。

#### 4. 物価上昇圧力は弱く、日銀は今後も現行の緩和策を維持

##### (1) エネルギー物価の反発で消費者物価は再びプラス圏へ

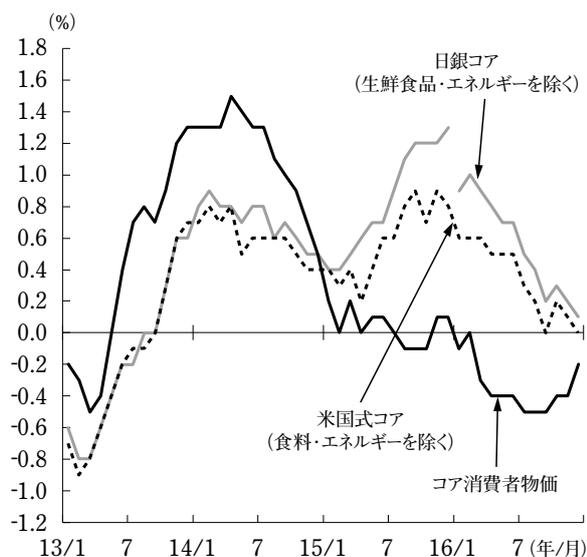
コア消費者物価（生鮮食品を除く総合）の前年比は、16年3月から直近の12月まで10か月連続で下落しているが、マイナス幅は縮小傾向にある（図表12）。原油価格が上昇に転じたことで、ガソリンや電気代などエネルギー物価のマイナス幅が急速に縮小していることが背景にある。一方、個人消費の動きが弱く、食料・エネルギーを除く米国式コア物価の前年比は、昨夏以降ゼロから0.2%の上昇と横ばい圏で推移している。また、日銀が、基調的なインフレ率を捕捉するための指標としている日銀コア指数（生鮮食品とエネルギーを除く総合）は、16年12月に前年比0.1%の上昇まで鈍化している。家計の節約

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。

原油の国際市況は16年前半まで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12月には4.4%まで縮小している。足元の原油市況を考慮すると、エネルギー物価は17年2月に前年比プラスに転じると試算される。

エネルギー物価の上昇を受けて、17年度のコア消費者物価はプラスに転じよう。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ると予想される。17年度のコア消費者物価は前年比で0.7%の上昇と予測した。景気回復の動きが広がると想定している18年度には、物価上昇圧力も高まってくるとみられるが、18年度全体のコア消費者物価の前年比上昇率は1.1%と日銀が物価目標とする2%の上昇には届かないと予測している。

図表12 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

##### (2) 当面は現行の金融緩和策が維持される見通し

日銀は、17年1月30～31日の金融政策決定会合で、金融政策の現状維持を決定した。また、3月末に期限が到来する「貸出増加を支援するための資金供給」「成長基盤強化を支援するための資金供給」などの措置に関して、金融機関からの受付期間を1年間延長することも決定した。

長期国債の買入れペースは従来どおり年間約80兆円に据え置かれた。1月に日銀が国債買入れオペを一部見送ったことから、市場では今後の買入れペースが抑制されるとの見方も広がっていたが、黒田総裁は決定会合後の記者会見で「日々の金融調節が先行きの政策運営姿勢を示すことはない」と述べ、「あくまでも金融政策は毎回の決定会合で決める」と量的緩和の縮小観測の払拭に努めた。

1月31日に公表された「展望レポート」では、実質GDPの見通しが前回（16年10月）から引き上げられた。上方修正の幅は、16年度が0.4ポイント、17年度と18年度が0.2ポイントで、実質成長率の見通しは16年度1.4%、17年度1.5%、18年度1.1%と発表された。この要因として、日銀はGDP統計の改訂という技術的な要因に加え、海外経済の上振れ、

円安方向への動きなどを挙げている。

その一方で、物価の見通しは16年度が前回から小幅に引き下げられた以外に変更はなく、2%の物価安定の目標に達する時期の予測も「18年度頃」に据え置かれた。展望レポートには「物価安定の目標に向けたモメンタム（勢い）は維持されているが、なお力強さに欠ける」との見解が記述されている。

世界的な景気回復期待や金利先高観が高まるなか、市場では日銀の「出口戦略」に向けた動きも注目されつつあるが、黒田総裁は、「物価目標の達成前に出口に言及するのは時期尚早」と述べている。景気見通しを上方修正したとはいえ、賃金や物価が力強さを欠いているだけに、日銀は当面、現状の金融緩和策を維持すると予想される。

〈16年度、17年度、18年度の日本経済予測（前年度比）〉

(単位：％、10億円)

|            | 14年度<br>〈実績〉 | 15年度<br>〈実績〉 | 16年度<br>〈予測〉 | 17年度<br>〈予測〉 | 18年度<br>〈予測〉 |
|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 名目GDP      | 2.1          | 2.8          | 1.2          | 1.7          | 1.8          |
| 実質GDP      | △ 0.4        | 1.3          | 1.2          | 1.4          | 1.3          |
| 国内需要       | △ 1.0        | 1.1          | 0.6          | 1.1          | 1.2          |
| 民間部門       | △ 1.3        | 1.1          | 0.7          | 1.0          | 1.5          |
| 民間最終消費支出   | △ 2.7        | 0.5          | 0.6          | 0.8          | 1.0          |
| 民間住宅投資     | △ 9.9        | 2.7          | 6.2          | △ 0.9        | △ 0.6        |
| 民間企業設備     | 2.5          | 0.6          | 1.7          | 2.2          | 2.7          |
| 民間在庫品増加    | 822          | 2,579        | 1,398        | 1,564        | 2,456        |
| 政府部門       | △ 0.1        | 1.2          | 0.4          | 1.1          | 0.3          |
| 政府最終消費支出   | 0.4          | 2.0          | 0.9          | 1.0          | 0.8          |
| 公的固定資本形成   | △ 2.1        | △ 2.0        | △ 1.7        | 1.8          | △ 1.9        |
| 財・サービスの純輸出 | △ 7,253      | △ 6,395      | △ 3,374      | △ 1,624      | △ 1,226      |
| 財・サービスの輸出  | 8.8          | 0.8          | 2.5          | 4.1          | 3.9          |
| 財・サービスの輸入  | 4.2          | △ 0.2        | △ 1.0        | 2.0          | 3.4          |

(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：％)

|            | 14年度<br>〈実績〉 | 15年度<br>〈実績〉 | 16年度<br>〈予測〉 | 17年度<br>〈予測〉 | 18年度<br>〈予測〉 |
|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 実質GDP      | △ 0.4        | 1.3          | 1.2          | 1.4          | 1.3          |
| 国内需要       | △ 1.1        | 1.1          | 0.6          | 1.0          | 1.2          |
| 民間部門       | △ 1.0        | 0.8          | 0.6          | 0.8          | 1.1          |
| 民間最終消費支出   | △ 1.6        | 0.3          | 0.3          | 0.4          | 0.5          |
| 民間住宅投資     | △ 0.3        | 0.1          | 0.2          | △ 0.0        | △ 0.0        |
| 民間企業設備     | 0.4          | 0.1          | 0.3          | 0.3          | 0.4          |
| 民間在庫品増加    | 0.5          | 0.3          | △ 0.2        | 0.0          | 0.2          |
| 政府部門       | △ 0.0        | 0.3          | 0.1          | 0.3          | 0.1          |
| 政府最終消費支出   | 0.1          | 0.4          | 0.2          | 0.2          | 0.2          |
| 公的固定資本形成   | △ 0.1        | △ 0.1        | △ 0.1        | 0.1          | △ 0.1        |
| 財・サービスの純輸出 | 0.6          | 0.2          | 0.6          | 0.4          | 0.1          |
| 財・サービスの輸出  | 1.4          | 0.1          | 0.4          | 0.7          | 0.7          |
| 財・サービスの輸入  | △ 0.8        | 0.0          | 0.2          | △ 0.3        | △ 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〉

|                   | 14年度<br>〈実績〉 | 15年度<br>〈実績〉 | 16年度<br>〈予測〉 | 17年度<br>〈予測〉 | 18年度<br>〈予測〉 |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 為替レート (円/ドル)      | 109.8        | 120.1        | 108.5        | 115.0        | 112.0        |
| 原油価格 (CIF、ドル/バレル) | 89.0         | 48.9         | 47.5         | 54.0         | 57.0         |
| (前年比、％)           | △ 19.1       | △ 45.0       | △ 2.9        | 13.7         | 5.6          |

(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〉

|                                  | 14年度<br>〈実績〉   | 15年度<br>〈実績〉  | 16年度<br>〈予測〉 | 17年度<br>〈予測〉 | 18年度<br>〈予測〉 |
|----------------------------------|----------------|---------------|--------------|--------------|--------------|
| 鉱工業生産指数<br>(前年比、%)               | 98.4<br>△ 0.5  | 97.4<br>△ 1.0 | 98.3<br>0.9  | 100.6<br>2.3 | 103.2<br>2.6 |
| 第3次産業活動指数<br>(前年比、%)             | 102.1<br>△ 1.1 | 103.5<br>1.4  | 104.0<br>0.5 | 104.9<br>0.9 | 105.8<br>0.9 |
| 完全失業率<br>(季調済、%)                 | 3.5            | 3.3           | 3.1          | 2.9          | 2.8          |
| 国内企業物価<br>(前年比、%)                | 2.7            | △ 3.2         | △ 2.4        | 1.8          | 1.5          |
| コア消費者物価 (前年比、%)<br>〈消費税増税の影響を除く〉 | 2.8<br><0.8>   | 0.0           | △ 0.3        | 0.7          | 1.1          |
| 米国式コア (前年比、%)<br>〈消費税増税の影響を除く〉   | 2.2<br><0.5>   | 0.7           | 0.2          | 0.5          | 1.1          |

(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、%)

|            | 13年度<br>〈実績〉 | 14年度<br>〈実績〉 | 15年度<br>〈実績〉 | 16年度<br>〈予測〉 | 17年度<br>〈予測〉 | 18年度<br>〈予測〉 |
|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 経常収支       | 23,930       | 87,245       | 180,028      | 205,176      | 217,189      | 221,479      |
| 前年差        | △ 18,565     | 63,315       | 92,783       | 25,148       | 12,012       | 4,290        |
| 名目GDP比 (%) | 0.3          | 1.8          | 3.6          | 3.8          | 4.0          | 4.0          |
| 貿易・サービス収支  | △ 144,785    | △ 93,142     | △ 6,032      | 48,859       | 56,947       | 64,577       |
| 前年差        | △ 52,031     | 51,643       | 87,110       | 54,891       | 8,088        | 7,630        |
| 貿易収支       | △ 110,455    | △ 65,890     | 5,419        | 59,531       | 67,376       | 76,409       |
| 前年差        | △ 57,982     | 44,565       | 71,309       | 54,112       | 7,846        | 9,033        |
| サービス収支     | △ 34,330     | △ 27,252     | △ 11,451     | △ 10,672     | △ 10,429     | △ 11,832     |
| 前年差        | 5,950        | 7,078        | 15,801       | 779          | 242          | △ 1,403      |
| 第1次所得収支    | 183,193      | 199,755      | 205,700      | 176,701      | 179,912      | 175,402      |
| 前年差        | 38,368       | 16,562       | 5,945        | △ 28,999     | 3,211        | △ 4,511      |
| 第2次所得収支    | △ 14,477     | △ 19,368     | △ 19,639     | △ 20,384     | △ 19,671     | △ 18,500     |
| 前年差        | △ 4,900      | △ 4,891      | △ 271        | △ 745        | 713          | 1,171        |

(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   | 13年   | 14年 | 15年 | 16年 | 17年(予) | 18年(予) |
|------|-------|-----|-----|-----|--------|--------|
| 米国   | 1.7   | 2.4 | 2.6 | 1.6 | 2.3    | 2.5    |
| ユーロ圏 | △ 0.2 | 1.2 | 1.9 | 1.7 | 1.6    | 1.8    |
| ドイツ  | 0.6   | 1.6 | 1.5 | 1.8 | 1.6    | 1.7    |
| フランス | 0.6   | 0.7 | 1.2 | 1.1 | 1.1    | 1.2    |
| イギリス | 1.9   | 3.1 | 2.2 | 2.0 | 1.5    | 1.4    |
| 中国   | 7.8   | 7.4 | 6.9 | 6.7 | 6.5    | 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