

平成28年2月18日

2015・2016・2017年度 日本経済の見通し（改訂）

～ 1～3月期以降、ゼロ近傍の成長を辿る ～

富国生命保険相互会社（社長 米山 好映）は、2015・2016・2017年度の経済見通しを改訂しました。

【実質GDP成長率予測】

2015年度 +0.6%（前回+0.9%）、2016年度 +0.6%、2017年度 ▲0.1%

○ 10～12月期は2四半期ぶりのマイナス成長

2015年10～12月期の実質GDP成長率は、前期比▲0.4%、年率▲1.4%と2四半期ぶりのマイナス成長となった。食料品などの値上げによる家計の節約志向が続くなか、暖冬の影響で冬物衣料の販売が低迷したことなどにより、個人消費は2四半期ぶりに減少したほか、住宅投資も4四半期ぶりに減少に転じるなど家計部門が弱い動きとなった。一方、設備投資は、新興国の減速など世界経済の先行き不透明感はあるものの、企業収益の改善を映した既往の受注増が顕在化したことで2四半期連続の増加となった。輸出は、訪日外国人消費は下支えとなったが、米国向けなどの財輸出が振るわず小幅な減少となった。

○ 1～3月期以降、ゼロ近傍の成長を辿る

1～3月期以降は、海外経済の鈍化や年初からの金融資本市場の混迷などにより景気の牽引役を欠き、ゼロ近傍の成長を辿ると見込んでいる。海外経済については、構造改革を進める中国の減速傾向が続き、長引く原油安もあって資源国の回復も見込み難く、ドル高などにより成長ペース鈍化を見込む米国が牽引することも期待できない。こうした状況下、輸出は当面横ばい推移が続くだろう。また、海外経済の先行き不透明感から企業の期待成長率は高まらず、慎重姿勢が続くことで、設備投資は伸び悩むだろう。家計部門においては、良好な雇用環境や原油安による実質購買力の改善が下支えとなるが、日銀のマイナス金利導入による預金金利の引下げや株価低迷が消費者心理の悪化につながることで家計の節約志向は継続し、個人消費は力強さを欠く動きが続くだろう。ただし、2016年度末にかけては、2017年4月の消費増税を睨んだ駆け込み需要が成長率を高める要因となる。なお、円高・株安の進行や米国経済見通しの下方修正などを踏まえ、2016年度の実質GDP成長率は前年比+0.6%と前回予測から0.7ポイント下方修正している。2017年度については、駆け込み需要の反動減や増税による実質可処分所得の減少などによりマイナス成長となるだろう。

○お問い合わせ

富国生命保険相互会社

〒100-0011東京都千代田区内幸町2-2-2

<http://www.fukoku-life.co.jp>

担当：財務企画部 もりざね 森実潤也、大野 俊明

TEL (03) 3593-6813 (090) 6493-3334

junya.morizane@fi.fukoku-life.co.jp

図表1. 2015・2016・2017年度 経済見通し

(前年比、%)

	2014 年度 実績	2015年度見込み			2016年度予測			2017年度予測		
		500.3	上期 下期		508.1	上期 下期		511.6	上期 下期	
			(前期比)			(前期比)			(前期比)	
名目国内総生産 (兆円)	489.6 1.5	500.3 2.2	499.3 1.2	501.3 0.4	508.1 1.6	505.5 0.8	510.6 1.0	511.6 0.7	510.9 0.1	512.2 0.3
実質国内総生産 (兆円)	524.7 ▲ 1.0	528.0 0.6	528.4 0.3	527.5 ▲ 0.2	531.0 0.6	528.5 0.2	533.4 0.9	530.6 ▲ 0.1	529.4 ▲ 0.8	531.5 0.4
内 需	▲ 1.6	0.5	0.5	▲ 0.4	0.7	0.3	0.9	▲ 0.4	▲ 1.1	0.5
民間 需 要	▲ 1.5	0.3	0.4	▲ 0.4	0.6	0.2	0.8	▲ 0.6	▲ 1.2	0.5
民間 最 終 消 費	▲ 2.9	▲ 0.4	▲ 0.5	▲ 0.4	0.9	0.4	1.4	▲ 1.1	▲ 2.2	0.7
民間 住 宅 投 資	▲ 11.7	1.8	4.2	▲ 1.7	1.6	0.4	4.2	▲ 4.9	▲ 6.5	▲ 0.6
民間 設 備 投 資	0.1	1.9	0.6	1.7	1.0	▲ 0.2	0.6	1.3	0.7	0.7
公 的 需 要	▲ 0.1	0.2	0.1	▲ 0.0	0.2	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1
政 府 最 終 消 費	0.1	1.3	0.7	0.7	1.1	0.5	0.5	1.0	0.5	0.5
公 的 固 定 資 本 形 成	▲ 2.6	▲ 1.4	0.8	▲ 3.7	▲ 1.6	0.2	▲ 0.6	▲ 0.6	▲ 0.4	0.0
財貨・サービスの純輸出	0.6	0.0	▲ 0.3	0.1	▲ 0.2	▲ 0.2	0.0	0.3	0.4	▲ 0.1
財貨・サービスの輸出	7.8	0.0	▲ 2.4	0.1	1.2	▲ 0.3	3.0	3.4	0.5	2.8
財貨・サービスの輸入	3.3	▲ 0.3	▲ 1.0	▲ 0.7	2.4	1.0	3.3	1.9	▲ 1.8	4.2

注1. 実質値は2005暦年連鎖価格

注2. 内需、民間需要、公的需要、財貨・サービスの純輸出はGDPに対する寄与度

(主な経済指標と前提条件)

鉱工業生産指数	▲ 0.4	▲ 0.3	▲ 1.3	1.1	1.4	0.3	1.3	0.3	▲ 1.1	1.5
国内企業物価指数※	2.8	▲ 2.9	▲ 2.9	▲ 3.0	▲ 1.2	▲ 1.5	▲ 1.0	0.2	▲ 0.1	0.6
消費者物価指数※	2.9	0.3	0.3	0.2	0.3	0.2	0.5	2.1	2.1	2.1
消費者物価(除く生鮮)※	2.8	0.0	0.0	0.0	0.2	0.1	0.4	2.0	2.0	2.0
(除く消費税の影響)	0.8	0.0	0.0	0.0	0.2	0.1	0.4	1.0	1.0	1.0
貿易収支(兆円)	▲ 6.6	0.8	▲ 0.4	1.3	6.1	3.3	2.8	5.0	2.7	2.2
経常収支(兆円)	7.9	18.2	8.7	9.5	23.2	12.1	11.1	23.0	12.0	11.0
名目賃金指数※	0.5	0.1	▲ 0.1	0.4	0.5	0.4	0.5	0.3	0.3	0.3
完全失業率(%)	3.5	3.3	3.4	3.3	3.1	3.2	3.1	2.9	3.0	2.9
住宅着工戸数(万戸)	88.0	90.9	93.7	88.2	91.4	91.6	91.1	86.1	85.9	86.4
為替レート(¥/\$)	109.9	120.0	121.8	118.2	114.9	114.1	115.6	117.9	117.1	118.6
原油価格(\$/b)	90.7	49.0	58.9	39.1	32.9	31.4	34.4	38.9	37.4	40.4
米国実質成長率(年率)	2.4	2.4	1.8	2.1	2.1	1.9	2.2	2.3	2.4	2.4
中国実質成長率※	7.4	6.9	7.0	6.8	6.6	6.7	6.5	6.3	6.4	6.1

注1. 原油価格は円ベースの入着価格を為替レート(月中平均、インターバンク中心相場)でドル換算

注2. 米国・中国GDPは暦年ベースの成長率

注3. ※印がついた指標の半期は原系列(前年比伸び率)、それ以外は季節調整値(前期比伸び率)

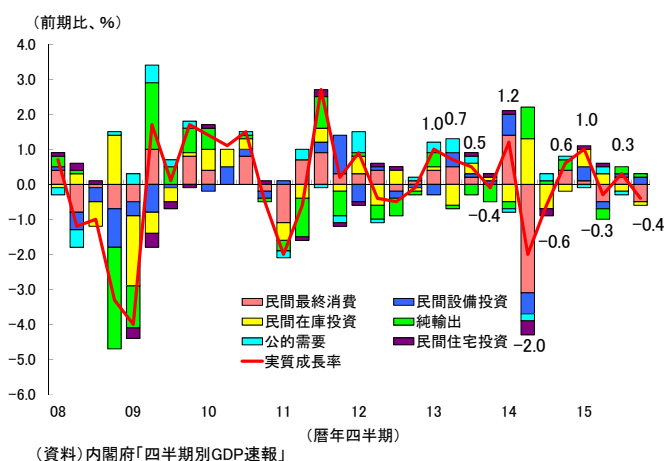
◇日本経済の現状と見通し

○10～12月期の実質GDP

2月15日に発表された2015年10～12月期の一次QEによると、実質GDP成長率は前期比▲0.4%（年率換算▲1.4%）と2四半期ぶりのマイナス成長となった（図表2）。個人消費が減少に転じたことを主因に国内需要の寄与度が同▲0.5ポイントとなった。一方、輸入の減少により、外需は同+0.1ポイントとなった。名目GDP成長率は同▲0.3%（年率換算▲1.2%）と、名目ベースでも2四半期ぶりのマイナス成長となった。実質GDPを需要項目別にみると、民間最終消費は同0.8%減と暖冬の影響による冬物衣料の販売低迷などで、2四半期ぶりの減少となった。住宅投資は同1.2%減と4四半期ぶりに減少した。設備投資は同1.4%増と既往の受注増が顕在したことで2四半期連続の増加となった。公的需要については、公的固定資本形成が同2.7%減と減少幅が前期から拡大した一方、政府消費は同0.5%の増加となった。外需については、輸出が同0.9%減、輸入が同1.4%減とともに減少したが、輸入の減少幅が大きかったことで、外需はプラス寄与となった。

前回予測から足元までの金融資本市場の動向をみると、一時日経平均株価で1万5千円を割り込み、為替は1ドル110円台まで急激に円高が進行するなど不安定化した。昨年12月に米国が利上げに踏み切るなかで、先行き不透明感が再び強まった中国の需要鈍化が懸念され、原油をはじめとした資源価格が一段と下落した。原油価格については供給面で調整弁を担うOPEC（石油輸出国機構）の減産見送りもあって、需給改善の目途がたたず、WTI原油価格は1バレル30ドルを割り込んだ。このようななか、日本経済は直近4四半期のうち2四半期がマイナス成長となるなど、景気の持ち直しが足踏みしている。今後の日本経済については、海外経済の鈍化や年初からの金融資本市場の混迷などにより景気の牽引役を欠き、ゼロ近傍の成長を辿ると見込んでいる。海外経済については、構造改革を進める中国の減速傾向が続き、長引く原油安もあって資源国の回復も見込み難く、ドル高などにより成長ペース鈍化を見込む米国が牽引することも期待できない。こうした状況下、輸出は当面横ばい推移が続くだろう。また、海外経済の先行き不透明感から企業の期待成長率は高まらず、慎重姿勢が続くことで、設備投資は伸び悩むだろう。家計部門においては、良好な雇用環境や原油安による実質購買力の改善が下支えとなるが、日銀のマイナス金利導入による預金金利の引下げや株価低迷が消費者心理の悪化につながることで家計の節約志向は継続し、個人消費は力強さを欠く動きが続くだろう。ただし、2016年度末にかけては、2017年4月の消費増税を睨んだ駆け込み需要が成長率を高める要因となる。なお、1月に日銀が企業マインドや物価の基調に対する悪影響を懸念し、マイナス金利導入に踏み切ったことで金利は大きく低下し、10年国債利回りは一時水面下まで低下した。日銀は貸出金利の更なる低下を通じて投資の増加などを図るものの、先行き不透明感が強まるなかで、追加的な需要を生む効果は限定的と考えている。

図表2. 実質GDP成長率の寄与度分解



なお、主要な需要項目については以下の通り。

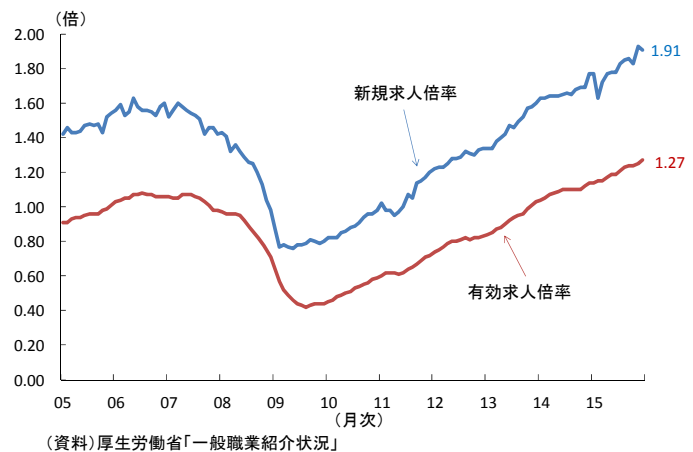
○個人消費は、当面は力強さを欠く動きに

雇用環境は改善傾向となっている。12月の有効求人倍率は前月比+0.02ポイントの1.27倍と求人数が求職者数を大きく上回り、約24年ぶりの高水準まで上昇するなど労働需給は引き締まった状況が続いている（図表3）。また、就業者数や雇用者数は振れを伴いながらも増加基調となっており、景気の持ち直しが足踏みするなかでも雇用環境の改善傾向は続いている。

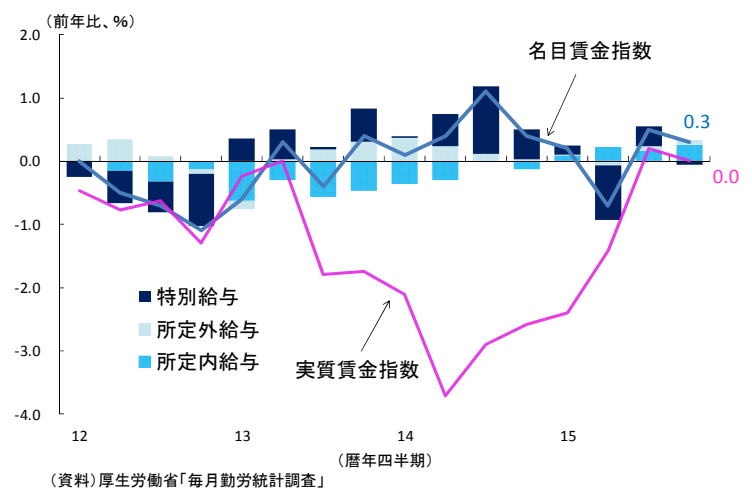
今後も雇用環境は緩やかに改善するだろう。雇用の先行指標である新規求人数は増加基調を維持しており、また、日銀短観の雇用人員判断DIをみると、製造業、非製造業ともに人手不足感は強く、将来を見据えて企業は正社員を確保する動きを続けるとみられる。また、高齢者の定年後の継続雇用や女性の労働参入により非正規社員についても増加基調が続くだろう。生産年齢人口が減少するなか、今後も労働需給は一層引き締まっていくだろう。

このような労働需給の引き締まりを映して、所得は増加基調となっている。12月の一人当たり現金給与総額のうち、基本給に当たる所定内給与は、前年比0.7%増と2015年春闘のベースアップを反映し10ヵ月連続のプラスとなるなど増加傾向となっている。一方で、現金給与総額全体では冬季賞与等を含む特別給与が減少したことで同0.1%増と低い伸びにとどまり、夏季賞与同様に弱い結果となった。要因としては、賞与支給対象外のパートタイム労働者が増加したことに加え、サンプル事業所の入替も少なからず影響していると考えられる。今後については、現金給与総額は前年比プラスでの推移が続くと想定している。パートタイム労働者の比率上昇が引き続き一人当たりでみた現金給与総額の下押しとなることを見込まれるものの、労働需給がひっ迫するなか、パートタイム労働者の時給上昇や一般労働者のベースアップが見込まれ、全体でも緩やかな増加傾向が続くだろう。注目される2016年春闘については、労務行政研究所が公表した2016年賃上げ等に関するアンケート調査によれば、自社のベースアップ実施予定を経営側に聞いた設問では、30.1%が「実施する予定」と回答したが、その割合は昨年の35.7%から5.6ポイント低下した。また、賃上げ率の見通しについては2.12%と昨年の回答（2.18%）から低下するなど、企業収益の伸び

図表3. 求人倍率（新規・有効）の推移



図表4. 名目・実質賃金指数の推移



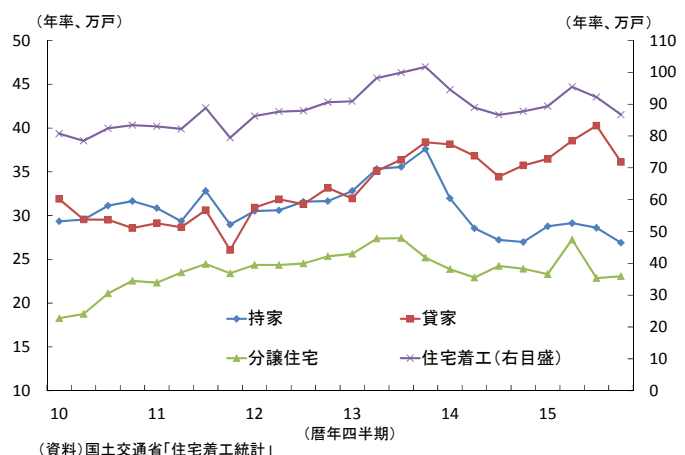
鈍化や世界経済の先行き不透明感の強まりにより、経営側は固定費増加に慎重になっている。もっとも2%を超える賃上げ率が見込まれており、2014年から続いたベースアップの流れが途切れることはない想定している。なお、実質賃金については、10～12月期は前年比横ばいにとどまっているものの、消費者物価は当面弱い動きが見込まれることから、今後の実質賃金は前年を上回って推移するだろう（図表4）。また、雇用者数の増加も加わり、実質総賃金（実質賃金×雇用者数）は緩やかに増加していくだろう。

個人消費は、暖冬の影響もあり、減少に転じた。10～12月期の民間最終消費支出は前期比0.8%減と2四半期ぶりの減少となった。家計最終消費支出の内訳をみると、半耐久財が同3.7%減と、暖冬による冬物衣料などの販売低迷が下押し要因となった。また、テレビなどの耐久財も振るわなかったほか、食品などの非耐久財、サービスも減少した。今後の個人消費については、当面は力強さを欠く動きが続くものの、2016年度末にかけては駆け込み需要によって伸びが高まるだろう。雇用・所得環境が良好さを維持するなか、原油安による電気代、ガス代の値下げなどにより家計の実質購買力は回復している。また、所得環境の改善の恩恵を直接受けない年金受給者においては、2015年度補正予算で計上された低所得の高齢者向けの年金生活者等支援臨時福祉給付金が2016年度に順次支給されることが下支え要因となるだろう。一方で、日銀のマイナス金利導入に伴う預金金利の引下げや年初からの株価低迷が消費マインドの下押しとなり、家計の節約志向が続くことで、当面の個人消費は伸び悩むだろう。2016年度末にかけては、2017年4月の消費税率引上げに伴う駆け込み需要が個人消費を押し上げる要因となる。ただし、前回の消費増税で自動車を含めた耐久財は需要の先食いが一定程度生じたと考えられること、外食を除く食料品などに対する軽減税率が導入されることから、今回の駆け込み需要の規模は前回ほど大きくはならないと想定している。2017年度については、駆け込み需要の反動減と増税による実質可処分所得の減少で個人消費は落ち込むだろう。

○新設住宅着工戸数は駆け込み需要により緩やかに持ち直し

住宅投資は鈍化している。10～12月期の住宅投資は前期比1.2%減と4四半期ぶりの減少となった。住宅投資に先行して動く新設住宅着工戸数は4～6月期をピークに2四半期連続で減少し、10～12月期は同5.3%減の年率86.8万戸と、消費増税後のボトムである2014年7～9月期に迫る水準となっている。利用関係別にみると、貸家は高い水準を維持しているものの10～12月期は同10.3%減と大幅に減少しており、相続税対策としての貸家建設は一旦ピークアウトした感がある。また、持家については、下支えとなった省エネ住宅に関するポイント制度が10月に終了したこともあり、足元は減少している。分譲住宅は4～6月期にマンションを中心に大幅増となった後は力強さ

図表5. 新設住宅着工戸数の推移



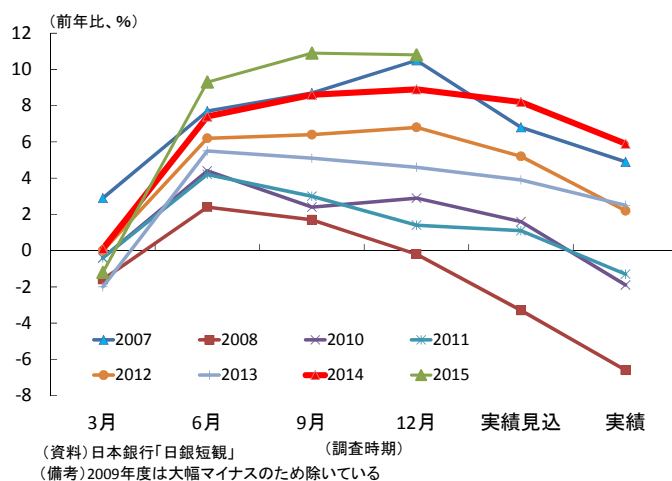
に欠ける動きが続いている。今後の新設住宅着工戸数は、駆け込み需要が加わることで、緩やかに持ち直していくと見込んでいる。雇用・所得環境が良好さを維持するなか、政府の住宅購入支援策の一つであるフラット 35S の金利引下げ幅拡大措置が 1 月をもって終了した一方で、日銀のマイナス金利導入により住宅ローン金利は引下げが見込まれ、良好な借入環境は続く。こうした状況のもと、前回増税時に一部需要の先食いが生じたため前回より小規模にとどまると想定しているものの、駆け込み需要が住宅着工の押上げ要因となる。2016 年 9 月末までの請負契約などについては住宅の引き渡しが増税後であっても旧税率が適用されることから、これに向けて着工は緩やかに増加していくだろう。その後は、駆け込み需要の反動減により水準を落とすと見込んでいるものの、贈与税の非課税枠拡大措置や低金利環境などが支えとなり、大幅な落ち込みは避けられるだろう。

○設備投資は増加を見込むものの、伸びは限定的

設備投資は、底堅く推移している。

10～12 月期の実質設備投資は前期比 1.4% 増と、既往の受注増が顕在化したことで 2 四半期連続の増加となった。もっとも、企業収益が過去最高を更新するなか、日銀短観 12 月調査による 2015 年度の大企業の設備投資計画が前年比 10.8% 増と高水準となっていたことを鑑みると、低い伸びにとどまっている(図表 6)。中国をはじめとした新興国経済の先行き不透明感や国内景気の停滞感を背景に、計画の執行を先送りするなど企業の慎重な姿勢が影響したとみ

図表 6. 設備投資計画 (大企業全産業)

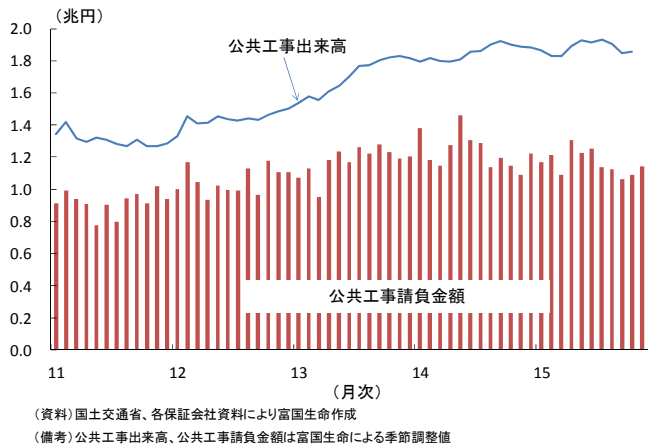


今後については、当面、設備投資は伸び悩むと見込んでいる。年初から金融資本市場が不安定化し、世界経済の先行き不透明感も強まっていることから、企業は投資に対してより慎重になるとみられ、製造業を中心に不急の投資を先送りするだろう。また、企業収益の増加や極めて低い貸出金利水準と好条件がそろっていながら、企業の期待成長率が高まらず、設備投資が活発化しない現状を鑑みると、日銀のマイナス金利導入による貸出金利の一段の低下も追加的な需要を生み出す効果は限定的と考えている。もっとも、先行指標である機械受注(船舶・電力を除く民需)の動きをみると、7～9 月期に大幅減となった後、10～12 月期が同 4.3% 増と増加に転じ、1～3 月期についても増加の見通しとなっている。こうした受注が今後顕在化するとみられ、特に、10～12 月期は非製造業が伸びており、消費の多様化や訪日外国人の増加などを背景に物流施設や商業施設関連の投資の増加が見込まれる。また、マイナンバー制度の導入に伴う中小企業のソフトウェア関連投資も増加が期待できることから、設備投資の水準は概ね維持できると見込んでいる。

○公的固定資本形成は、2015年度補正予算が押し上げるも緩やかな減少が続く

公的固定資本形成は減少傾向となっている。10～12月期の公的固定資本形成は前期比2.7%減と2四半期続けて減少した。公共工事の進捗を映す公共工事出来高の推移をみると、2014年度補正予算の効果が顕在化した2015年春頃をピークに、水準を切り下げている(図表7)。今後については、公的固定資本形成は、2015年度補正予算の効果が下支えとなるものの、緩やかに水準を落としていくと見込んでいる。先行指標である公共工事請負金額についてみると、振れを伴いつつも緩やかに水準を切り下げている。震災復興需要についても被災3県の公共工事請負金額は既にピークアウトしており、今後の公共投資を牽引するほどの力はないだろう。一方で、2015年度補正予算では、災害復旧関連の公共工事費が計上されており、これが執行される段階になると、公共投資を押し上げる要因となる。もっとも、2014年度補正予算よりもその規模は小粒にとどまっており、2016年度当初予算における公共事業関係費が前年比ほぼ横ばいとなっていることを鑑みれば、公的固定資本形成の前年割れは避けられず、2015年度、2016年度と2年続けて減少すると想定している。2017年度は東京五輪に向けた投資が増加することで、マイナス幅は縮小するだろう。

図表7. 公共工事請負金額・出来高の推移

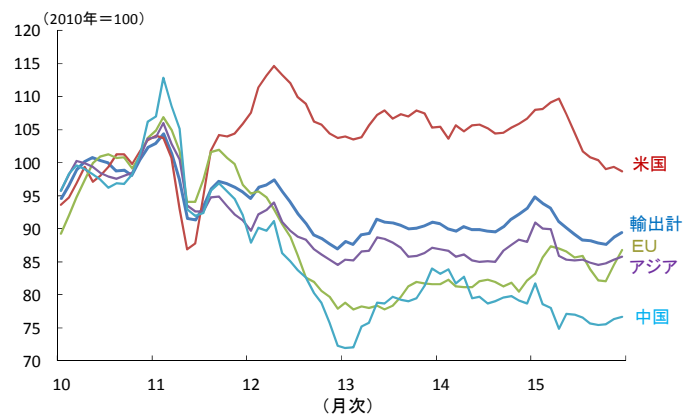


(資料)国土交通省、各保証会社資料により富国生命作成
(備考)公共工事出来高、公共工事請負金額は富国生命による季節調整値

○輸出は横ばいでの推移に

輸出は海外需要の低迷を映して、弱い動きとなっている。10～12月期の実質輸出は前期比0.9%減と2四半期ぶりの減少となった。訪日外国人消費の増加がサービス輸出の下支えとなったものの、米国向けの輸出が振るわなかったことなどから小幅に減少した。仕向地別に輸出数量指数についてみると、10～12月期はEU、アジア向けが増加に転じたことで、前期比+1.7%となった(図表8)。米国向けについては、同国の好調な自動車販売を映して自動車関連が増加したものの、エネルギー関連投資減少の影響から一般機械などは弱い動きが続いた。アジア向けについてはNIEs向けが減少したものの、中国、ASEAN向けが増加に転じた。伸び悩んでいたスマートフォン関連の電子部品が新商品発売に伴う需要増によって持ち直した。今後については、輸出は横ばい推移にとどまるだろう。海外需要については、構造改革を進める中国の減速、長引く原油安による資源国の低迷が続くなか、ドル高などにより成

図表8. 輸出数量指数の推移



(資料)財務省資料より富国生命作成
(備考)データは後方3か月移動平均、各地域の季節調整は富国生命

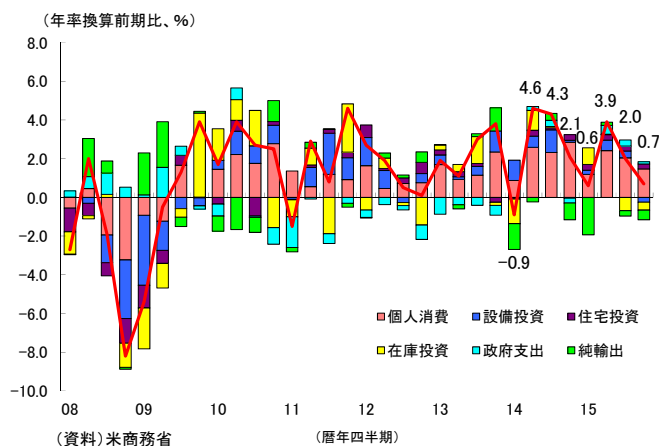
長ペース鈍化を見込む米国が牽引することも期待できず、鈍い動きにとどまるだろう。また、一定の下支えの役割を果たしてきたとみられる為替動向についても、2016年度は前年比でみると円高を想定しており、輸出の後押しは限られる。なお、新興国経済の減速にもかかわらず、アジアを中心に訪日外国人は大幅な増加を続けており、サービス輸出に分類される旅行収支の受取は改善傾向を辿っている。先行きについても、東京五輪・パラリンピックを見据えた観光客誘致政策などもあって訪日外国人の増加傾向は続き、旅行収支の受取増加は輸出の下支えとなるだろう。

【米国経済】

米国経済は、回復が続いたものの、一部に弱さがみられた。10～12月期の実質GDP成長率（速報）は、前期比年率+0.7%となった（図表9）。個人消費の伸びがやや鈍化したことに加え、設備投資や輸出など企業部門の弱さが影響し、7～9月期の同+2.0%から大きく減速した。個人消費については、自動車・同部品がマイナスに寄与したほか、暖冬による暖房需要の減少や12月の冬物衣料の販売が低迷したことなどが影響し、同2.2%増と7～9月期の同3.0%増からは伸びが鈍化した。住宅投資は、同8.1%増と7四半期連続の増加となり、堅調に推移した。このように個人消費は鈍化したものの、総じてみれば家計部門は底堅く推移している。一方、企業部門については、製造業を中心に弱い動きが続いた。設備投資は同1.8%減とマイナスに転じた。原油価格の下落を映したエネルギー関連投資の減少が引き続き重石となっている。在庫投資は海外経済の先行き不透明感など外部環境の悪化を映して慎重な姿勢がみられ、2四半期続けてマイナス寄与となった。外需については、輸入が同1.1%増となった一方、輸出が同2.5%減となり、同0.5ポイントのマイナス寄与となった。輸出は、ドル高による価格競争力の低下や新興国を中心とした需要の弱さが影響している。

今後については、緩やかな回復が続くと想定しているものの、前回から見通しを下方修正した。年初からの株価下落など金融資本市場の混迷などにより消費が下押しされることや、ドル高による企業収益の鈍化により設備投資が引き続き伸び悩むとみていることが主な要因である。もっとも、雇用の改善が続くなか家計部門を中心とした景気の回復基調は途切れず、景気後退にまでは至らないとみている。1月の失業率が4.9%と労働需給が引き締まるなか、賃金の伸びが次第に高まるとみられ、雇用・所得環境は良好な状況が続くだろう。また既往の原油価格の下落による実質的な可処分所得増加が下支えとなり、個人消費は底堅さを維持するものの、株価低迷の持続が消費者マインドの低下につながり伸びがやや鈍化すると見込んでいる。住宅投資については、モーゲージローン金利の上昇が限られるなかで、底堅い推移が続くだろう。一方で企業部門については、先行指標であるISM製造業景況感指数が10月以降4ヵ月続けて節目となる50を割り込むなど製造業で厳しい状況が続いている。輸出は引き続

図表9．米国実質GDP成長率の推移



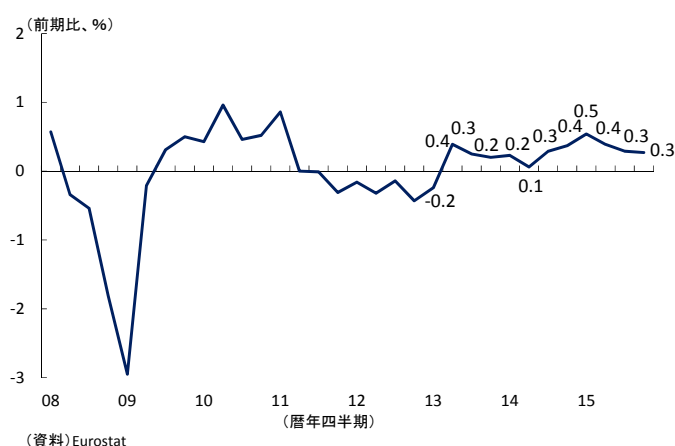
きドル高や新興国の減速を映して弱い動きが見込まれる。また、ドル高による収益鈍化やエネルギー関連投資の低迷を背景に、設備投資は低い伸びにとどまるだろう。こうしたなか、FRB（米連邦準備制度理事会）の追加利上げについては、年2～3回にとどめざるを得ないだろう。緩やかな利上げペースの下、日欧などグローバルに緩和的な金融環境が続くなかで、米国長期金利の上昇は緩やかにとどまると想定しており、実体経済への影響は限られるとみている。2016年の米国の実質GDP成長率は、前年比+2.1%にとどまると予測している。

【欧州経済】

欧州経済は、緩やかな持ち直しが続いている。10～12月期のユーロ圏の実質GDP成長率は前期比+0.3%と11四半期連続でプラス成長となった（図表10）。国別にみると、けん引役が期待されるドイツは同+0.3%と7～9月期（前期）と同じ伸びが続いた。シリアなどからの難民受入れへの対応から政府支出が増加したことや、暖冬を背景とした建設投資の活発化が成長率を押し上げる要因となった。フランスは同時多発テロの影響で観光産業が不振であったことなどから前期から鈍化したものの、同+0.2%とプラス成長を維持した。イタリアも同+0.1%と緩やかながら成長が続いたほか、スペインは同+0.8%と引き続き堅調に推移し、ユーロ圏全体としては内需を中心に緩やかな持ち直しの動きが続いている。個人消費については、原油価格の下落を受けた実質的な購買力の高まりなどにより消費者マインドは良好さを維持しているものの、11月のフランス同時テロの影響が下押しとなり、10～12月期の小売売上数量指数は同▲0.2%と8四半期ぶりにマイナスに転じた。一方、輸出については、ユーロ安の下支えはあるものの、中国向けの低迷が続いたほか、米英向けも伸び悩んだ。

今後についても、内需を中心に緩やかな持ち直しの動きが続くと見込んでいる。個人消費については、同時テロの影響により一時的に減速がみられたが、雇用環境の改善が続くなか、既往の原油安による実質購買力の高まりなどを背景に消費者マインドは良好さを維持しており、緩やかな増加基調となるだろう。また、銀行貸出調査によると、企業向けの貸出基準は小幅ながら緩和方向となっている。そのなか、企業の資金需要も回復傾向を辿っており、企業のマインドも良好さを維持していることから、徐々に投資も上向くだろう。シリアなどからの難民問題については、国内世論の反発で混乱もみられるが、2016年も多くの難民申請が見込まれており、短期的には難民対策に伴う財政支出拡大が引き続き成長率を下支えする要因となるだろう。ECB（欧州中央銀行）は2015年12月に追加緩和を実施した後、さらに3月の追加緩和を示唆するなど、原油安に伴う物価下押し圧力を懸念し、緩和的な金融政策を継続している。そのため、為替がユーロ安水準で推移するとみられることが下支えとなり、輸出については、緩やかに持ち直す見込んでいる。ただし、中国など新興国の需要鈍化が引

図表10. ユーロ圏実質GDP成長率の推移



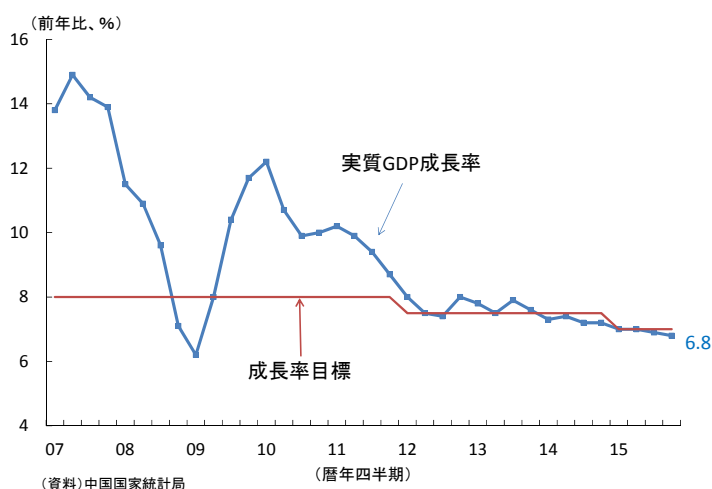
き続き重石となり、その伸びは緩やかにとどまるだろう。インフレ動向については、原油安の影響が一巡するにつれて、徐々に前年比でみたプラス幅が拡大すると見込まれるものの、景気の持ち直しが緩やかにとどまるなかでインフレ圧力は高まらず、ECBの目標を下回る伸びが続くだろう。

【中国経済】

中国経済は、減速している。10～12月期の実質GDP成長率は前年比+6.8%と、第2次産業の伸び率が高まる一方で、第3次産業が金融を中心に鈍化したことで、7～9月期より伸び率が縮小した（図表11）。これにより2015年（暦年）では同+6.9%と1990年以来の低い伸びにとどまった。月次の経済指標をみると、固定資産投資は、11月にインフラ投資が一旦増加したものの、1～12月累計では同10.0%増と不動産投資の低迷により伸び率が縮小している。また、輸出は海外需要の低迷を映して前年割れが続いており、1月は同二桁減と大幅減となった。こうした動向を映して、生産活動も弱含んでいる。10月の小型自動車向け減税に伴う販売増により自動車生産は持ち直しているが、鉄鋼やセメントなどの過剰生産業種の低迷が続いている。それにより、製造業の景況感は悪化傾向となっており、1月の製造業購買担当者指数は49.4とおおよそ3年半ぶりの低水準となっている。一方、個人消費は、10月以降の消費小売総額が同11%台の伸びを維持するなど底堅く推移している。減税効果による自動車販売の好調に加え、娯楽用品や家電製品などの販売が堅調である。

今後については、6%台半ばを中心とした成長が続くと想定している。固定資産投資主導から消費主導へと構造転換を目指しているが、現状はその端境期にあり、成長鈍化は避けられないと考えている。また、過去に実施した4兆元の景気対策によって生じた地方政府の過剰債務、過剰生産設備、過剰不動産が重石になる状況が続くだろう。とりわけ過剰な設備を抱える業種では企業収益が悪化するケースもみられ、もはや国有企業改革は先送りできなくなっており、政府もその調整に本腰を入れると想定している。その一方で、12月の中央経済工作会议で示された積極的な財政政策や1月の銀行融資の大幅増などが、調整の痛みを緩和する要因になると考えている。そうしたなか、インフラ投資などの公共投資が大幅に増加するものの、製造業や不動産の投資抑制が続くことで、固定資産投資の伸び鈍化は続くだろう。また、輸出は、先進国向けが下支えするものの、新興国の減速を映して輸出額の水準回復には時間がかかると見込んでいる。このような要因に加え、国有企業改革が実施されることで生産活動も鈍化が避けられないだろう。一方、個人消費は、製造業の悪化などを受けて多少鈍化するものの、引き続き底堅く推移すると見込んでいる。政策対応による住宅市場の持ち直しに伴う家具や家電の需要増に加え、減税効果により小型車の販売好調は続くと思われる。なお、2016年の成長率目標は、3月の全人代で示されるが、

図表 11. 中国実質GDP成長率の推移



政府高官の発言によれば 6.5～7.0%に幅を持たせることも検討されている模様で、政府はその範囲内での着地を目指し政策運営を行うと見込んでいる。2016 年の実質 GDP 成長率は+6.6%と前年の伸びを下回ると想定している。

○今後の伸び率などについて

日本経済は、海外経済の鈍化や年初からの金融資本市場の混迷などを受けて、1～3 月期がゼロ近傍の成長にとどまるとみていることから、2015 年度の実質 GDP 成長率は+0.6%での着地を見込んでいる。

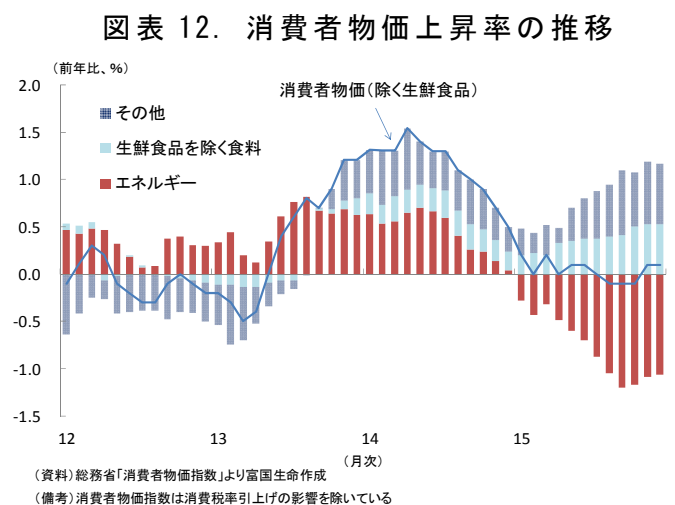
2016 年度の実質 GDP 成長率は+0.6%と前回予測から 0.7 ポイント下方修正した。2015 年 10～12 月期実績の下振れを受けて 2016 年度にかけての成長率のゲタが縮小したことに加え、円高・株安の進行や米国経済見通しの下方修正を踏まえて個人消費や設備投資、輸出の見方を弱めたことによる。四半期毎の成長率については、4～6 月期までゼロ近傍の成長にとどまり、その後は年度末にかけて駆け込み需要が加わることで、2017 年 1～3 月期は同+3%程度にまで伸び率が高まると見込んでいる。

2017 年度の実質 GDP 成長率は▲0.1%と予測している。駆け込み需要の反動減の影響により 4～6 月期に個人消費や住宅投資を中心に大きく落ち込んだ後、その影響が薄れるにつれて、緩やかに持ち直していくと想定している。

○消費者物価と金融政策の見通し

2015 年 12 月のコア CPI (生鮮食品を除く消費者物価総合) は前年比+0.1%とゼロ近傍での推移が続いている (図表 12)。

日銀が公表する生鮮食品及びエネルギーを除く総合指数については 12 月に同+1.3%まで上昇幅が拡大するなど、エネルギー以外の物価は上昇傾向にある一方で、原油価格の大幅な下落によるエネルギー価格の下押しが相殺する形となっている。エネルギー以外の物価についてみると、円安による原材料価格上昇で増加したコストを価格転嫁する動きが広がったことで、生鮮食品を除く食料、テレビや白物家電などの



耐久消費財については、プラス幅を拡大する傾向が続いた。一方、ガソリンや灯油などの石油製品の前年比マイナスが続き、電気代についても、原油価格の下落が燃料費調整額に反映されて物価を押し下げる要因となっている。今後については、コア CPI 上昇率は、当面は前年比ゼロ%近傍の推移が続き、前年比でみた原油安の影響が薄れていくことで 2016 年度後半頃からプラス幅が拡大していくと想定している。企業は人件費上昇などのコスト増分を価格転嫁する動きを続けるとみられるが、昨年続いた円安による原材料高を価格転嫁する動きは一服し、エネルギーを除く物価については押し上げ圧力が徐々に弱まっていくだろう。また、携帯通信会社が携帯電話端末代や通信料金体系を見直す方針であることや、2016 年 4 月以降の電力小売自由化に伴う電気料金引き下げの影響も物価を下押しする可能性がある。そうしたなか、原油価格を

起因とする物価変動については、原油価格は緩やかながらも上昇すると想定していることから、2016年度後半頃からマイナス幅が縮小すると見込んでいる。これを映してコアCPIは前年比プラス幅を拡大するとみられるが、既往の円安による物価押し上げ効果が減退していくもとで、物価全体の上昇幅は限定的なものとなるだろう。そのため、2016年度のコアCPIは前年比+0.2%、2017年度も同+1.0%（消費税の影響を除く）にとどまると想定している。

なお、日銀が1月に発表した展望レポートでは、物価の基調は着実に改善しているとの見方は維持したものの、政策委員のコアCPIの見通しの中央値は、原油価格の想定の下げを主因に、2016年度が0.8%へと下方修正された一方、2017年度は1.8%を維持し、物価目標の達成時期を「2016年度後半ごろ」から「2017年度前半ごろ」へ後ろ倒しした。

○リスク要因

日本経済は、当面ゼロ近傍の成長で推移するとの見方が当社のメインシナリオであるが、下振れリスクも高まっている。最大のリスク要因は政府の舵取りが困難になっている中国経済の動向である。不動産バブル崩壊や地方政府の過剰債務などの火種があり、想定以上に景気が落ち込む可能性がある。米国では、更なるドル高の進行などで製造業の輸出や企業収益への下押しが強まり、その悪影響が家計部門にも広がりを見せると景気後退につながるリスクがある。また、欧州では、銀行の収益悪化懸念などから金融システム不安が再燃し、企業や消費者のマインドを悪化させる可能性がある。このような海外要因の不安材料が顕在化すると、外需が先導する形で日本経済はリセッションに陥る可能性もあろう。

以 上

図表13. デフレーター伸び率(2005暦年連鎖価格)

(前年比、%)

	2012年度	2013年度	2014年度	2015年度	2016年度	2017年度
国内総支出	▲ 0.9	▲ 0.3	2.5	1.5	0.9	0.8
民間最終消費	▲ 1.0	0.2	2.1	▲ 0.2	▲ 0.0	1.3
民間住宅投資	▲ 0.6	2.9	3.6	0.2	0.5	1.5
民間設備投資	▲ 0.2	1.0	1.5	0.8	0.8	0.8
政府最終消費	▲ 0.7	▲ 0.2	2.0	▲ 0.2	▲ 0.2	1.6
公的固定資本形成	▲ 0.2	1.9	3.1	0.4	0.4	1.3
財貨・サービスの輸出	0.6	8.5	2.4	▲ 1.2	▲ 3.7	1.0
財貨・サービスの輸入	0.9	11.3	0.6	▲ 8.6	▲ 8.9	3.9

予測

図表14. 需要項目別の寄与度

(%)

	2012年度	2013年度	2014年度	2015年度	2016年度	2017年度
実質国内総支出	0.9	2.0	▲ 1.0	0.6	0.6	▲ 0.1
民間需要	1.4	1.7	▲ 1.5	0.3	0.6	▲ 0.6
民間最終消費	1.0	1.4	▲ 1.8	▲ 0.2	0.5	▲ 0.6
民間住宅投資	0.2	0.3	▲ 0.4	0.0	0.0	▲ 0.1
民間設備投資	0.1	0.4	0.0	0.3	0.1	0.2
公的需要	0.3	0.8	▲ 0.1	0.2	0.2	0.2
政府最終消費	0.3	0.3	0.0	0.3	0.2	0.2
公的固定資本形成	0.0	0.5	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.0
財貨・サービスの純輸出	▲ 0.8	▲ 0.5	0.6	0.0	▲ 0.2	0.3
財貨・サービスの輸出	▲ 0.2	0.7	1.3	0.0	0.2	0.6
財貨・サービスの輸入	▲ 0.6	▲ 1.2	▲ 0.7	0.0	▲ 0.4	▲ 0.3

予測

注1. 四捨五入の関係上、内数の合計は必ずしも合計項目に一致しない