



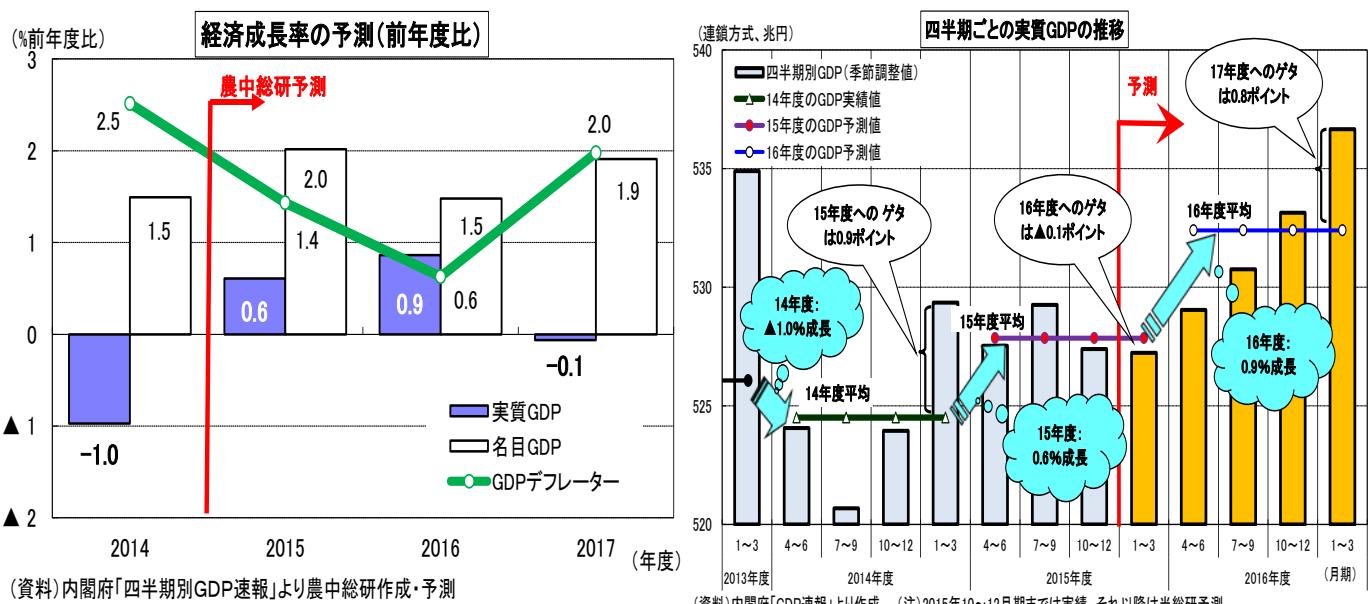
# 2015～17年度改訂経済見通し

## 世界的な低成長リスクに翻弄される日本経済 ～2015年度:0.6%、16年度:0.9%、17年度:▲0.1%～

国内景気は足踏み状態から抜け出せずにいる。15年10～12月期の経済成長率は2四半期ぶりのマイナスとなり、消費税増税前の駆け込み需要が本格化する以前の13年後半の水準を割り込んだ。暖冬の影響も加わり、民間消費が再び悪化したほか、中国など新興国経済の減速などを受けて輸出も減少するなど、景気の牽引役が不在な状況となっている。

先行きについても、世界経済の下振れリスクが顕在化しつつあり、楽観視できない。加えて、16年の春季賃金交渉も期待外れとなる公算が高い。労働需給逼迫に伴う賃上げ圧力は徐々に高まっていくが、民間消費の持ち直しが本格化するには至らないだろう。16年度後半にかけては消費税再増税を前に小規模ながらも駆け込み需要が発生するが、総じて低成長が続くだろう。

さて、原油安に起因する物価低迷に直面する日本銀行は、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入を決定した。目下のところ、イールドカーブは大幅に低下したが、これまでの緩和策後と異なり、株価や為替レートへの影響は一時的かつ限定的であった。日銀は依然として「物価の基調は改善」と認識しているが、今後さらなる追加緩和が打たれる可能性が高いだろう。



お問い合わせ先：(株)農林中金総合研究所 調査第二部

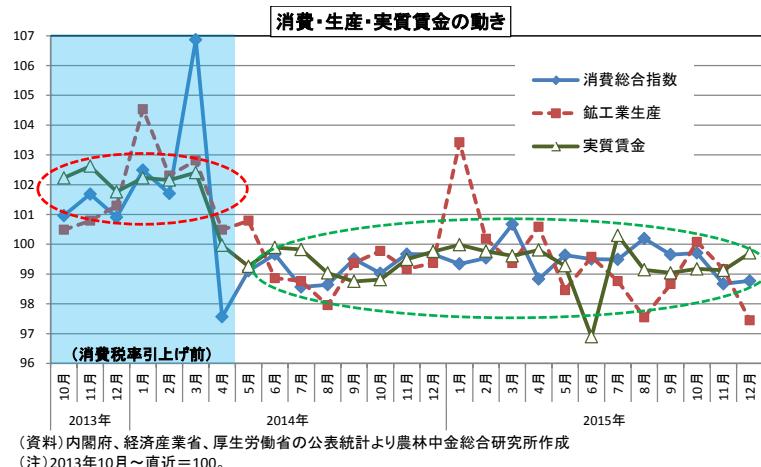
経済見通しの内容について：03-3233-7757、その他（配送など）：03-3233-7760

無断転載を禁ず。本資料は、信頼できると思われる各種データに基づき作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。本資料は情報提供を目的に作成されたものであり、投資のご判断等はご自身でお願い致します。

## 1. 景気の現状：

### (1) 日本経済の現状～足踏み状態が続く

しつこいデフレや歴史的な円高圧力、さらには東日本大震災に襲われ、景気低迷に喘いでいた日本経済にとって、拡張的な金融財政政策と構造調整策を政策パッケージとして束ねたアベノミクス「3本の矢」は、実際、将来の成長期待を醸成し、円安・株高をもたらした。その結果、日本経済は安倍首相の再登板（2012年10～12月期）から消費税増税前（14年1～3月期）まで、年率2.7%という経済成長を実現した。このアベノミクスにとっての重要な支柱となった日本銀行「量的・質的金融緩和」もまた、原油など資源高や円安進行の支援もあって、当初は市場予想を上回るペースで物価上昇を促した。



しかし、14年4月の消費税増税により、状況は一変した。増税以降の成長率は年率▲0.8%で、実質GDPは駆け込み需要が本格化する以前の13年後半（7～12月）の水準を割り込んでいる上、民間消費に至っては10兆円近くも下回っている（いずれも15年10～12月期）。耐久消費財の需要回復が遅れている上、8兆円近い税負担増を吸収できるほど家計所得が増えていない影響が大きい。その結果、アベノミクス始動後の平均成長率は年率0.6%と、民主党政権下（09年7～9月期から12年10～12月期）の同1.7%を大きく割り込む事態となっている。直近では、1月前半までの暖冬の影響で衣料品など季節商品の売れ行きが不調であり、消費が再び弱含んでいる。また、輸出不振を受けて、生産活動も低調に推移している。物価もエネルギー価格の大幅下落を受けて、全体としては前年比ゼロ近傍での推移が続いている。

さらに、16年入り直後から内外の金融資本市場は大荒れの展開が続いている。暖冬の影響に加え、産油国のシェア争いに收拾の目途が立たず、原油価格が一段と下落したほか、過剰生産・過剰設備問題になかなか進展が見えない中国経済への懸念は根強い。また、15年末に断行された米国の利上げの影響などが、市場混乱の原因として指摘されてきたが、いずれも目新しい材料ではない。しかし、世界経済に蔓延する低成長リスクは当面は払拭できないのでは、との警戒感を再認識させるには十分だった。

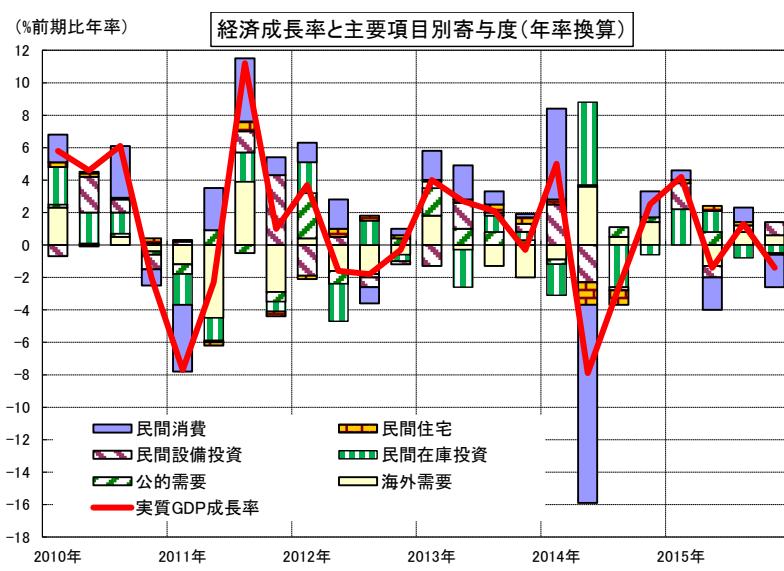
### (2) 15年10～12月期 GDPは2四半期ぶりのマイナス成長

2月15日に公表された10～12月期のGDP第1次速報によれば、経済成長率は前期比年率▲1.4%と2四半期ぶりのマイナス成長となった。これで消費税増税以降の7四半期のうち、4四半期がマイナス成長となった。実感に近いとされる名目GDPも同▲1.2%と、同じく2四半期ぶりのマイナスである。これらの評価については、数字が示す通り、「鈍い」に尽きるが、実際に景気の牽引役が不在の状況といえる。

内容的には、前期比1.4%へ加速した民間設備投資を除き、主要な需要項目は軒並み悪化した。特に、民間消費が同▲0.8%と2四半期ぶりの減少となった上に、増税直後

(14年4~6月期)の水準をも割り込んだことが衝撃的である。また、住宅投資や公共投資、輸出等もいずれも減少している。一方、輸入等が輸出等の減少幅を大きく上回ったこともあり、前期比成長率に対する外需寄与度は0.1ポイントと2四半期連続のプラスとなったものの、民間最終需要の鈍さがその主因であることを踏まえれば、悪い材料と言わざるを得ない。

また、一国のホームメードインフレであるGDPデフレーターは前年比1.5%と、7



(資料)内閣府経済社会総合研究所

~9月期(同1.8%)からやや鈍化したが、他の物価指標(全国消費者物価(除く生鮮食品)は前年比0.0%、国内企業物価は同▲3.6%、企業向けサービス価格は同0.3%)とは一線を画し、大きめの上昇幅を保っている。当然、マイナス成長だったこともあり、マクロ的な需給バランスは悪化方向に向かったが、輸入価格の下落ほどには国内製品の価格が下がらなかつたため、見掛け上価格転嫁が進んだような恰好となっている。

この結果、15年を通じては、実質成長率が前年比0.4%(2年ぶりのプラス成長)、名目成長率が同2.5%(4年連続のプラス成長)となった。また、GDPデフレーターは前年比2.0%と、24年ぶりの上昇率となった。

## 2. 一段と強化された金融緩和策:

### (1)マイナス金利付き量的質的金融緩和の導入

1990年代初頭のバブル崩壊などを経て、日本経済はデフレへと突入していったが、その過程では持続的な円高圧力が存在する一方、日本銀行は金融緩和に対しては慎重な態度を示し続けていた。もちろん、日銀は静観し続けたわけではなく、ゼロ金利政策(1999年2月～2000年8月)、量的緩和政策(01年3月～06年3月)といった政策運営に加え、銀行保有株式の買入れ(02年11月～04年9月、09年2月～10年4月)、資産担保証券買入(03年7月～06年9月)、08～09年の金融・経済危機時のコマーシャル・ペーパー(CP、09年2月～12月)や社債の買入れ(09年3月～10年12月)、資産買入基金創設によるCP、社債、ETF、REITの買入れ(10年11月～13年3月)など、信用リスクを伴う金融資産の買入れも実施するなど、非伝統的な領域にまで踏み込んだ政策を打ち出してきた。しかし、デフレからの脱却を果たす前に緩和策が終了されるなどといった、不適切な出口戦略により、結果的に見れば、デフレマインドを定着させてしまった、ともいえる。13年3月に就任した黒田日銀総裁の下、日銀は根雪のようなデフレマインドの払拭に向けて、人々の期待の変化に働きかけることを目的に、これまで大胆な緩和策を打ち出してきた。

13年4月の「量的・質的金融緩和(QQE1)」では、①金融市場調節の操作目標をマネタリーベースへ変更し、その残高が年間約60～70兆円のペースで増加するよう金融市場調節を行う(目標額として13年末に200兆円、14年末に270兆円)、②長期国債の保有残高が年間約50兆円のペースで増加するように買入れる(毎月のグロスの買入れ額は7兆円強の見込み、買入れ対象が全ゾーンで、買入れの平均残存期間を7年程度(国債発行残高の平均並み)へ延長、③ETF、J-REITの保有残高がそれぞれ年間約1兆円、同約300億円のペースで増加するよう買入れる、④2%の「物価安定の目標」の早期実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、①～③についてリスク要因を点検して必要な調整を行なながら継続、と、それまでの「包括緩和政策(年間21.6兆円の長期国債買入れに加え、資産買入等の基金を通じて年間50兆円超(当初は年間35兆円程度)の資金供給を実施)」から大幅に資産買入れ額を増額した。

また、14年10月の「量的・質的金融緩和の強化(QQE2)」では、マネタリーベースの増加ペースを年間80兆円程度へ引き上げ、その手段として長期国債を年間80兆円程度(買入れの平均残存期間を7～10年程度へ延長(それ以前は6～8年程度))、ETF、J-REITの保有残高が、それぞれ年間約3兆円、同約900億円に相当するペースで増加するよう買入れを行うこととした(その後、15年12月には長期国債買入れの平均残存期間を7～12年程度(16年以降)とすることに決定された)。

そして、内外金融市場の動搖が続く中での開催となった16年1月28～29日の金融政策決定会合では、5対4の僅差ながらも「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入が決定された。具体的には、日銀当座預金を基礎残高・マクロ加算残高・政策金利残高の3つに分割し、それぞれの階層に応じてプラス金利、ゼロ金利、マイナス金利を適用する、というものである。なお、基礎残高とは「15年1～12月の積み期間における平均残高」で、約210兆円が対象となり、これまで通り0.1%の付利を行う。マクロ加算残高とは「①所要準備額に相当する残高(約9兆円)、②貸出支援基金・被災地金融機関支援オペによって資金供給を受けている場合には、その残高に相応する金額(約30兆円)、③日銀当座預金残高がマクロ的に増加することを勘案した分」の合計(当初は約40兆円)で、ゼロ金利を適用する。今回の目玉である「マイナス金利」が適用される「政策金利残高」は、各金融機関の当座預金残高のうち、上掲の「基礎残高」「マクロ加算残高」を上回った分で、当初は約10兆円が対象とされる。これらには2月16日から▲0.1%のペナルティが課されることになった(超過準備から現金保有へ逃げる分にも対応)。

今後、このペナルティが課される部分の資金がどう動くか(もしくは動かないのか)、マクロ加算額の変更がどういうタイミングになるのか(当座預金残高は政策的に年間約80兆円のペースで増加していくため、定期的に調整が必要である)、などが注目されることになる。

## (2)マイナス金利導入の背景と想定される経済効果

「バズーカ」とも称されるQQE1、QQE2は、株価上昇と円安進行を促すなど、金融資本市場に対して大きな影響を及ぼしたが、今回のマイナス金利政策の導入の発表は、不運なことに、そのタイミングが悪く、イールドカーブが大きく低下したものの、株価・為替レートへの影響は一時的かつ限定的であった。もちろん、これを以て、マイナス金利政策の効果は小さいとは断言できない。

欧州各国(スイス、デンマーク、スウェーデン)でのマイナス金利導入については、表向きには物価対策であろうが、その真の狙いは為替レート政策であると思われる。欧州中央銀行(ECB)がマイナス金利を導入していることもあり、近隣の非ユーロ加盟国では通貨高に見舞われやすく、ディスインフレ進行や輸出環境の悪化が進む可能性がある。おそらく、原油一段安による物価低迷の長期化が想定され始めた日本において、円高による輸入物価の更なる下落が物価安定目標の達成を阻むことを回避したい、との思惑が働いた可能性もあるだろう(もちろん、為替レートに関しては財務省の専管事項であり、日銀がこの見方を容認することはない)。

一方、一部とはいえ、超過準備(含む現金保有)に対するペナルティを負わせることにより、貸出やリスク資産へのシフトといったポートフォリオ・リバランスを狙ったことも確かであろう。マネタリー・サーベイからは、マネタリーベースを大幅に増額するという政策運営によって、中央銀行は市中金融機関から国債を大量購入し、市中金融機関は国債の売却代金を日銀当座預金に積み上げる、という姿が確認できる。もちろん、企業・家計への貸出も増加傾向にあるが、基本的には「日銀が大量供給したはずのマネーが日銀内に還流している」という構図が出来上がっている。政策効果を高めるためには、この資金の一部でもインターバンクから漏れ出していくことが望ましい。

半面、マネタリーベース目標を柱とする「量的・質的金融緩和」を維持する以上、その大宗をなす市中金融機関による日銀当座預金の安定成長(年間80兆円の増加ペース)は不可欠であるほか、銀行経営への影響度を考慮すると、マイナス金利政策の導入に当たっては、日銀当座預金のごく一部しか対象としないことが妥協点だったと思われる。

さらに、マイナス金利導入によって、既に低下が進んでいるイールドカーブの起点が一層低下し、カーブ全体を一段と押し下げる効果が期待されている。2月9日には、残存10年の国債利回りが一時マイナスとなるなど、歴史的な超低金利状態が形成されつつある。これらが貸出金利の低下を促し、投資活動の活性化につながることが期待される。クルーグマンやサマーズが主張するように、自然利子率(国内貯蓄と国内投資が均衡するような水準)がマイナスとなっているのであれば、経済復活のためには実質金利(名目金利-予想物価上昇率)をマイナス状態にする、との処方箋は至極真っ当である。一方で、後述の通り、物価がしばらくは低迷を続けるとの予想が大勢であるならば、思い切って名目金利のアンカーである政策金利をマイナスにしてしまう、という手法には意味があるだろう。とはいっても、既に金利水準は十分低かったことを踏まえれば、少なくとも実体経済に対する追加的なプラス効果はあまり大きくなき可能性は否定できない。

### 3. 予測の前提条件:

#### (1) 当面の経済・財政政策運営

安倍首相は、アベノミクスは第2ステージに移行したとして、未来を見据えた新たな国づくりを進める意欲を示す「ニッポン1億総活躍プラン」を提唱、「希望を生み出す強い経済（第1の矢）」、「夢をつむぐ子育て支援（第2の矢）」、「安心につながる社会保障（第3の矢）」という新しい「3本の矢」を打ち出した。それぞれ、「名目GDP600兆円の達成」、「希望出生率1.8の実現」、「介護離職ゼロの実現」を目標とし、それを通じて経済の好循環をさらに拡大させていく方針である。第1ステージの「3本の矢」が経済全体のパイの拡大を最優先していたのに対し、第2ステージの新「3本の矢」は再分配にも配慮していく決意も見て取れる。

とはいっても、冒頭でも紹介したように、消費税増税後の景気の足取りは重い。そのため、政府は15年度補正予算を編成し、例年よりもかなり前倒しで招集した通常国会の冒頭で速やかな審議を行い、1月20日には可決・成立させた。内容的には、1億総活躍社会の実現に向けて緊急に実施すべき対策等（1.2兆円、低所得の年金生活者向け福祉給付金0.3兆円を含む）、環太平洋戦略的経済連携協定（TPP）関連政策大綱実現に向けた施策（0.3兆円）、災害復旧・防災・減災事業（0.5兆円）などが計上されていた。

また、16年度一般会計予算は現在国会にて審議中であるが、歳出規模は96.7兆円と4年連続で過去最高を更新した。高齢化の進行により、毎年1兆円超の自然増が見込まれる社会保障関係費（32.0兆円）を薬価の引下げなどにより、前年度当初差4,412億円増に抑えているが、国債費（23.6兆円）、地方交付税交付金（15.3兆円）などの義務的経費と合わせると、全体の73%となるなど、財政の硬直化が進行していることが見て取れる。歳入面では、税収を75.6兆円とバブル期並みを見込んだほか、国債新規発行も34.4兆円に抑制したことになっているが、全体の姿としては高齢者を将来の世代（若年層とまだ生まれていない人）が支える構図は一段と強まっていると思われる。これらは、前年度剰余金と税収上振れ分を債務圧縮に回さず、補正予算を編成して全額使い切ってしまう、というスタンスを続けていることにも起因している。

なお、17年4月には予定通り、消費税率を10%に引き上げることを前提条件としているが、15年末に「外食」を除く「生鮮食品」・「加工食品」のほか、定期購読契約をした「新聞」に対して軽減税率（8%）を適用することが決まっている。ただし、再増税に向けての経済情勢は決して楽観視できる状況には言うまでもない。今後の経済情勢次第では、増税時期の再延期が視野に入ることも十分ありうるだろう。

#### (2) 世界経済の見通し

年末・年初にかけて、世界的に金融資本市場が大荒れとなり、と同時に世界経済の先行き警戒感が高まっている。以下では、米国、欧州、中国の景気の現状分析と当面の見通し、原油市況の予測を行う。

##### ① 米国経済

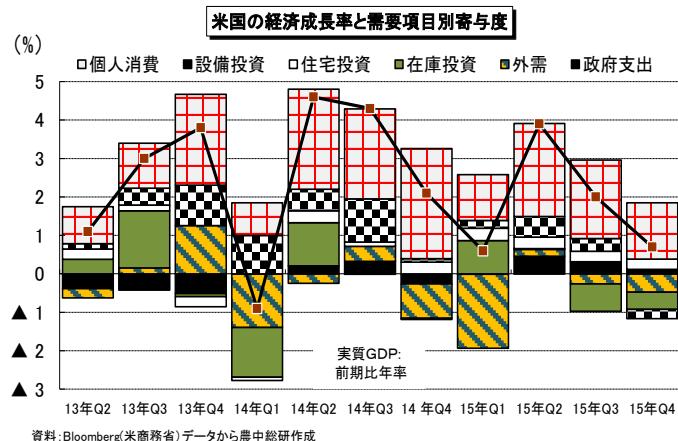
15年10～12月期の実質GDP成長率（速報値）は前期比年率0.7%と、4～6月期（同3.9%）、7～9月期（同2.0%）から減速した。内訳をみると、在庫投資の減少により、成長率（年率）が0.45ポイント押し下げられたほか、ドル高や世界経済の減速を背景に輸出も重石となっている。また、資源安や輸出不振の影響で設備投資は3年ぶりに減少に転じるなど、米国経済の先行き懸念が浮上した。

一方、正常化に向けて動き始めた金融政策については、連邦公開市場委員会(FOMC、1月26~27日開催)終了後に発表された声明文からは、3月の追加利上げの可能性がまだ残されていることが見て取れるが、当面の雇用情勢、インフレ関連指標の動向、及び海外経済や国際金融情勢の展開次第でその最終判断が下されることになる。足元では、雇用は引き続き堅調さを維持すると見られるものの、原油安が一段と進行したため、インフレはしばらく低調なままで推移する可能性が高い。

また、海外経済や国際金融情勢の混乱が沈静化するにももう少し時間がかかりそうである。このため、当総研では追加利上げは6月まで先送りされ、FRBの経済見通しで示された「年間で1%程度の利上げペース(=年4回、0.25%の利上げ)」はより緩やかなものになると予想している。

さて、先行きの米国経済については、16年も内需が主導する形での経済活動の拡大が続くとするこれまでの見方を踏襲する。その最大な理由として、雇用の堅調さや高水準の消費者センチメントを背景に個人消費が経済全体を支え続けていくと考えられるからである。また、住宅市場を取り巻く環境も総じて良いと言える。ただし、海外経済の減速やドル高などの逆風に晒されていることもあり、成長率はこれまでの「2%台半ば」を保てず、「2%前後」へ減速する可能性が高い。

なお、足元の下振れリスクとして、以下の2点が挙げられる。まず、新興国の減速やドル高基調が長期化するなか、輸出関連産業が受けている悪影響が顕在化し始め、企業収益の悪化や設備投資がさらに落ち込むことである。また、国際商品価格も低調に推移する可能性が高く、米国におけるシェールオイル関連企業は、収益悪化に伴って資金調達難や借



### 2015~17年 米国経済見通し (16年2月改定)

	単位	2015年 通期 実績	2016年 通期 予想	2017年 通期		2017年 通期 予想	上半期 (1~6月) 予想	下半期 (7~12月) 予想
				上半期 (1~6月) 予想	下半期 (7~12月) 予想			
実質GDP	%	2.4	1.9	1.8	1.8	2.3	2.5	2.2
個人消費	%	3.1	2.5	2.3	2.4	2.5	2.5	2.5
設備投資	%	2.9	0.2	▲ 1.2	1.5	4.3	5.3	5.2
住宅投資	%	8.7	8.1	8.3	7.3	7.3	7.0	8.0
在庫投資	寄与度	0.2	▲ 0.1	0.1	▲ 0.1	▲ 0.0	▲ 0.1	0.0
純輸出	寄与度	▲ 0.7	▲ 0.2	▲ 0.5	▲ 0.6	▲ 0.2	▲ 0.1	▲ 0.9
	%	1.1	1.1	1.0	1.6	1.3	1.3	1.1
	%	5.0	2.4	2.2	2.9	2.3	1.2	3.7
政府支出	%	0.8	0.5	0.3	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.2
PCEデフレーター	%	1.1	1.3	1.0	1.5	2.2	2.1	2.2
GDPデフレーター	%	1.1	1.4	1.2	1.5	1.8	1.8	1.8
FFレート誘導水準	%	0.25~0.50	0.75~1.00	0.50~0.75	0.75~1.00	1.00~1.50	1.00~1.25	1.25~1.50
10年国債利回り	%	2.2	2.0	1.9	2.0	2.3	2.2	2.5
完全失業率	%	5.3	4.8	4.9	4.8	4.8	4.8	4.8

実績値は米国商務省“National Income and Product Accounts”、予測値は当総研による。

- (注) 1. 予想策定期点は2016年2月2日(15年10~12月期の速報値ベース)  
 2. 通期は前年比増減率、半期は前半期比年率増減率(半期の増減率を年率換算したもの)  
 3. 在庫投資と純輸出は年率換算寄与度  
 4. デフレーターは期中平均前年比  
 5. FFレート誘導目標は期末値

入コストの上昇が懸念され、デフォルト・リスクが高まると考えられる。

当面の米国経済の先行きを主要部門別にみてみると、家計部門を取り巻く環境については、雇用の堅調さや所得の増加などを背景に、改善が続いている。また、エネルギー安による実質可処分所得の改善や良好な消費マインドの下支えもあり、個人消費はこれからも底堅さを維持できるだろう。住宅部門については、低金利環境の継続や家計状況の改善のほか、外国人による住宅購入のニーズも旺盛であるなどから、回復が続くと予想する。一方で企業部門については、製造業と非製造業との景況感に引き続き乖離が見られる。鉱業や製造業関連の設備投資は弱含んで推移する可能性が高い一方、サービス業における設備投資は増加すると予想する。外需については、新興国の成長鈍化やドル高の影響を踏まえると、外需寄与度のマイナス幅は拡大する可能性が高いと見ている。

以上から、16年年の米国経済の成長率は前年比1.9%（前回見通し2.4%から下方修正）、17年は同2.3%の成長と予想する。

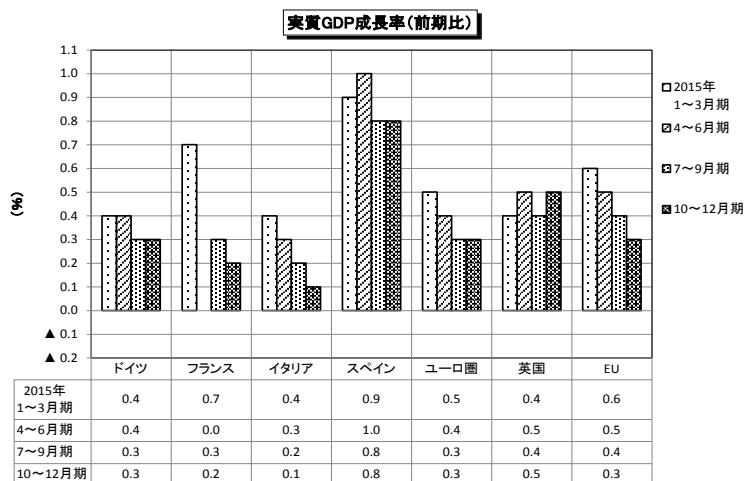
## ② 欧州経済

ユーロ圏では、15年10~12月期の実質GDP成長率（速報値）は前期比で0.3%となり、前期の同0.3%から横ばいとなった。経済規模の大きい4ヶ国の中では、ドイツとスペインが前期と同率の成長率を維持した一方で、フランスとイタリアでは前期から低下した。

ユーロ圏では、これまで景気回復の主要なリード役であった個人消費に、最近ではやや頭打ちの気配が現れている。12月の小売売上高は前月比で0.3%の増加となり、9月、10月の各前月比での減少、11月の同横ばいからは改善したものの、以前ほどの力強さはなく原油安効果は一巡しつつあるように捉えられる。また、同月の鉱工業生産指数は前月比1.0%の低下と、2ヶ月連続での低下となった。一方、12月の失業率は10.4%であり、改善傾向が続いているとはいえるものの足取りは緩慢であるほか、1月の消費者物価上昇率（速報値）は前年同月比0.4%の上昇となり、低い値が継続している。

景気回復の牽引役として期待されるドイツでは、12月の小売売上高は前月比で0.2%の減少となったが、前年同月比でも徐々に伸び率を切り下げてきている。また、同月の製造業受注指数は前月比で0.7%の低下、前年同月比でも2.7%の低下となり、減速の兆しが現れている。同月の鉱工業生産指数についても前月比で1.2%、前年同月比で2.2%の各低下となったほか、同月の輸出額についても前月比で1.6%の減少となり、同様の傾向が見られている。

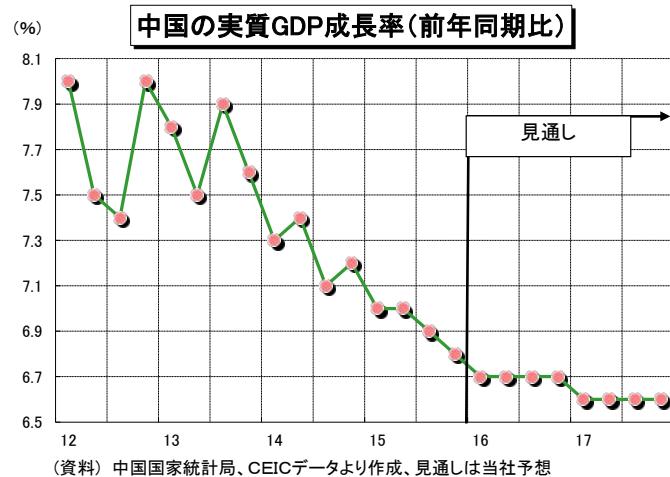
このように消費者物価上昇率が低位で推移し、景気回復の先行きにも不透明感が強まっているなか、欧州中央銀行（ECB）は15年12月には銀行による中央銀行への預け入れ金利を0.1ポイント引き下げ▲0.3%とするなどの追加緩和を決定したほか、16年1月にはドラギ総裁が3月の理事会で政策を再評価すると表明し、追加緩和の可能性を示唆している。しかしながら、ユーロ圏では財政危機以前の過熱期に南欧諸国を中心に上昇した企業や家計の債務比率はその改善の途上にあることで、一連の金融緩和にもかかわらず投



資は盛り上がりに欠け、企業の労働生産性は全般に伸び悩みの状態にある。収益性の改善は鈍く、賃金水準も伸び率は鈍化している。これに加え、個人消費の頭打ちの兆しも生じており、今後、当面の間はユーロ圏では景気回復の加速は期待しづらいばかりか、新興国経済の成長減速や1月以降の市場波乱に伴う景況感の悪化などで、経済成長の下振れリスクが増加しているものと考えられる。

### ③ 中国経済

積み上がる住宅在庫や過剰設備の解消に向けて経済構造の調整が行われているため、不動産投資や設備投資の低調さが依然続いたほか、輸出も想定以上に不調だったことなどを受けて、15年10~12月期の実質GDP成長率は前年比6.8%となり、事前予想に反して7~9月期(同6.9%)から減速した。その結果、15年の実質GDP成長率は前年比6.9%となったが、政府の成長目標である「7%前後」の範囲内には辛うじて入った。



このように景気の減速傾向には依然歯止めがかかっていないのが実情だ。足元でも、1月の輸出がさらに悪化したことや製造業での減産や減益が続いていることなどから、景気の下振れ圧力が依然強いと見られる。

こうしたなか、当局(発改委)は16年の成長目標を6.5~7.0%に設定すると発表した。習政権が示した今後5年間(16~20年)の平均成長率の下限が6.5%であることを踏まえると、想定内の数字といえる。前述のように足元の景気下振れ圧力が依然強いなか、この目標を達成するために、政府は16年に入ってから住宅ローンの条件緩和や資金供給の拡大など金融政策を一段と緩和したほか、地方政府が大規模な借換え債の発行を行うなど地方政府の公共投資に必要な財源が確保されるような財政政策も打ち出してきた。

これらの経済政策のもとで、16年は6%台後半の成長率が達成できると予測する。ただし、鉄鋼生産量を2割程度減らすなど構造調整を強めていることもあり、15年(上掲6.9%)から成長率は減速する可能性が高いと思われる。このような経済構造の調整を受けて当面の中国経済はL字型の中成長がしばらく続くだろう。

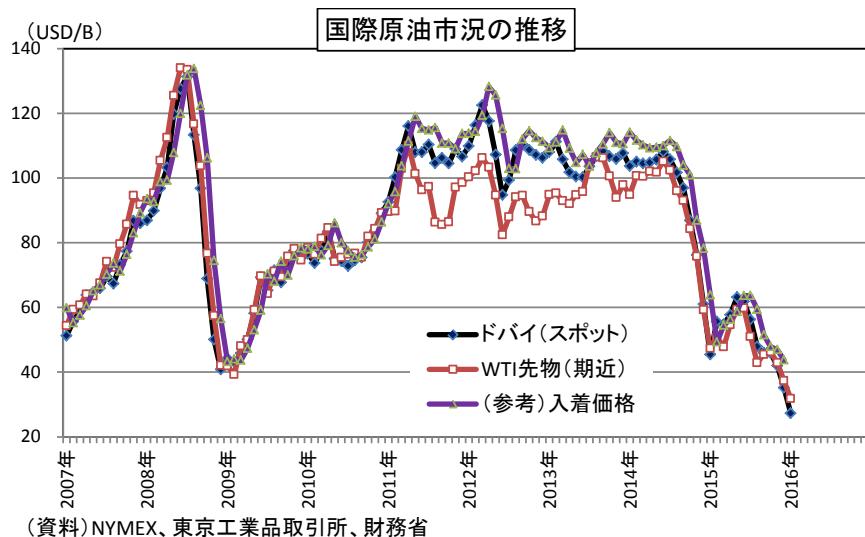
今後、短期的に注目したいのは、景気減速などに伴う資金流出の規模や経済構造の調整で生じる失業者の多寡である。中長期的には、過剰設備・過剰債務問題の解消は持続可能な成長ができるかどうかに必要不可欠なものであり、これらがどこまで解消できるか今後の動向を注視していくことが必要であろう。

### ④ 輸入原油価格の見通し

14年夏場以降、国際原油市況は急落、15年には幾度か持ち直す動きも見られたものの、16年に入っても下落基調は止まらず、原油先物は2月には一時1バレル=26.05ドルと、03年5月以来12年9ヶ月ぶりの水準まで下落している。

世界経済全体が低成長リスクに直面する中、石油需要の急回復が見込めない一方で、過去10年近く継続した原油高により、シェールオイルを含めて、原油供給能力が格段に高まっている。加えて、西側諸国からの経済制裁が解除されたイランが原油輸出を再開するなど、供給過剰感は根強い。

こうした中、産油国内での生産調整に向けた協議も多少の進展が見られつつある。サウジアラビア、ロシア、カタール、ベネズエラの4ヶ国は、2月16日にイランなど他の主要産油国が追随することを条件に、1月の原油生産水準で凍結することに合意した、と報じられている。この合意を受けて国際原油市況は持ち直す場面も見られたが、すぐに効果が剥落するなど、期待外れとの評価が多い。その理由としては、サウジアラビア以外の3国ではすでに能力の限界近くまで原油生産をしており、その水準での凍結は「減産合意」には程遠い内容であること、さらに輸出再開から間もないイランにとっては不利な条件であり、合意については支持したもの、それに加わるかは表明しておらず、実効性が乏しいと疑われたことがある。



そのため、軟調な原油市況が続くと思われ、国際原油市況は30ドルを中心レンジに推移すると予想される。以上を踏まえ、国内への原油入着価格(CIFベース)は16年度にかけて30~40ドル程度で推移すると想定した。

## ⑤ 国際政策協調への期待

前述の供給過剰状態となっている原油市場、米国による金融政策の正常化、中国経済の抱える構造問題など、世界経済を取り巻く厳しい情勢を考慮すると、各国・地域の政府や中央銀行が単独で政策発動を行ったとしても、効果には限度がある。

先進各国ではディスインフレ傾向が強い状態が続いているが、その原因としては原油安による影響が大きい。しかし、単独の中央銀行がそれに対抗するのは極めて難しい。仮に、原油安の効果を打ち消すだけの通貨安につながったとしても、それに付随する弊害は決して小さくはなく、さらには国際的な通貨切り下げ競争を引き起こすリスクもある。

それゆえ、G7やG20などの国際的な枠組みでの政策協調への期待が一部で浮上している。世界的な低金利の結果、各政府は低コストでの資金調達が可能であり、それを需要刺激策に活用しようというアイディアである。しかし、これまでの経験を振り返っても、短期的にはまだしも、中長期的にみて、国際政策協調が万事うまくいった事例は決して多くはなく、後々、政策発動に伴って生じた歪みなどに悩まされるケースも散見される。これまでの教訓は、各国の経済政策は国内の諸問題に優先的に割り当てることが望ましい、というものであろう。先進国間ではタブー視されている裁量的な財政政策に向けてのハードルも相当高いのが実情である。

そうはいっても、14年11月のG20サミットでは、G20全体のGDPを18年までに2%以上引き上げることが合意されており、それに向けた参加国のマクロ経済政策や成長戦略の重要性が求められている。16年のG7、G20の議長国は、それぞれ日本、中国であるが、各国の柵を超えて、世界経済を覆う低成長リスクへの有効な対抗手段を取りまとめることが可能かどうか、先行き注目を集めるだろう。

**2015～17年度 日本経済見通し**

	単位	2014年度 (実績)	15年度 (予測)	16年度 (予測)	17年度 (予測)
<b>名目GDP</b>	%	1.5	2.0	1.5	1.9
<b>実質GDP</b>	%	▲1.0	0.6	0.9	▲0.1
<b>民間需要</b>	%	▲1.9	0.4	1.3	▲0.4
民間最終消費支出	%	▲2.9	▲0.5	0.9	▲0.5
民間住宅	%	▲11.7	2.3	1.9	▲4.1
民間企業設備	%	0.1	2.1	4.4	0.4
民間在庫品増加(寄与度)	ポイント	0.6	0.2	▲0.2	0.0
<b>公的需要</b>	%	▲0.3	0.7	0.1	0.4
政府最終消費支出	%	0.1	1.3	0.9	0.6
公的固定資本形成	%	▲2.6	▲1.5	▲4.2	▲0.4
<b>輸出</b>	%	7.8	0.1	1.5	2.2
<b>輸入</b>	%	3.3	▲0.3	3.5	2.0
<b>国内需要寄与度</b>	ポイント	▲1.6	0.5	1.1	▲0.1
民間需要寄与度	ポイント	▲1.5	0.3	1.0	▲0.3
公的需要寄与度	ポイント	▲0.1	0.2	0.1	0.1
<b>海外需要寄与度</b>	ポイント	0.6	0.1	▲0.3	0.1
<b>GDPデフレーター(前年比)</b>	%	2.5	1.4	0.6	2.0
<b>国内企業物価(前年比)</b>	%	2.8	▲3.0	▲0.6	2.7
<b>全国消費者物価(〃)</b>	%	2.8	0.1	0.7	2.0
(消費税増税要因を除く)		(0.9)	(0.0)	(1.0)	
<b>完全失業率</b>	%	3.6	3.3	3.0	2.8
<b>鉱工業生産(前年比)</b>	%	▲0.3	▲0.7	3.2	0.2
<b>経常収支</b>	兆円	7.9	16.2	11.4	12.3
<b>名目GDP比率</b>	%	1.6	3.2	2.2	2.4
<b>為替レート</b>	円/ドル	109.9	120.3	118.5	120.0
<b>無担保コールレート(O/N)</b>	%	0.07	0.03	▲0.15	▲0.25
<b>新券10年物国債利回り</b>	%	0.48	0.30	0.01	0.01
<b>通関輸入原油価格</b>	ドル/バレル	90.6	51.0	35.0	40.0

(注)全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。断り書きのない場合、前年度比。

無担保コールレートは年度末の水準。

季節調整後の四半期統計をベースにしているため統計上の誤差が発生する場合もある。

**(四半期)**

	単位	(-予測)				2016年				2017年				2018年	
		1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期	
<b>名目GDP</b>	%	1.9	▲0.0	0.6	▲0.3	0.1	0.4	0.5	0.7	1.1	0.5	▲0.2	0.3	0.4	
<b>実質GDP</b>	%	1.0	▲0.3	0.3	▲0.4	▲0.0	0.3	0.3	0.5	0.7	▲0.9	▲0.1	0.1	0.2	
(年率換算)	%	4.2	▲1.4	1.3	▲1.4	▲0.1	1.4	1.3	1.8	2.7	▲3.4	▲0.4	0.3	0.7	
<b>民間需要</b>	%	1.5	▲0.3	0.2	▲0.6	0.1	0.4	0.5	0.8	1.3	▲1.9	▲0.1	0.1	0.3	
民間最終消費支出	%	0.2	▲0.8	0.4	▲0.8	0.2	0.3	0.4	0.6	1.3	▲2.2	0.2	0.3	0.3	
民間住宅	%	2.1	2.3	1.6	▲1.2	▲0.7	0.5	2.0	1.0	0.5	▲3.5	▲2.0	▲1.0	0.0	
民間企業設備	%	2.8	▲1.2	0.7	1.4	0.5	0.8	1.2	1.8	2.0	▲2.5	▲0.4	0.6	1.1	
民間在庫品増加(寄与度)	%pt	0.5	0.3	▲0.2	▲0.1	▲0.1	0.0	▲0.0	▲0.0	▲0.1	0.3	▲0.1	▲0.1	▲0.1	
<b>公的需要</b>	%	▲0.4	0.9	▲0.2	▲0.1	▲0.0	▲0.0	0.0	0.2	0.3	0.2	0.0	▲0.1	▲0.1	
政府最終消費支出	%	0.2	0.5	0.2	0.5	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.2	0.1	0.1	0.1	
公的固定資本形成	%	▲2.9	3.3	▲2.0	▲2.7	▲1.5	▲1.0	▲0.5	0.1	0.3	0.2	0.0	▲1.0	▲1.0	
<b>輸出</b>	%	2.1	▲4.6	2.6	▲0.9	▲0.5	1.0	0.3	0.5	0.6	0.7	0.6	0.5	0.4	
<b>輸入</b>	%	1.9	▲2.6	1.3	▲1.4	0.3	1.0	1.2	2.0	3.0	▲2.5	0.8	0.5	0.6	
<b>国内需要寄与度</b>	%pt	1.0	▲0.0	0.0	▲0.5	0.1	0.3	0.4	0.6	1.0	▲1.4	▲0.1	0.1	0.2	
民間需要寄与度	%pt	1.1	▲0.3	0.2	▲0.5	0.1	0.3	0.4	0.6	0.9	▲1.4	▲0.1	0.1	0.2	
公的需要寄与度	%pt	▲0.1	0.2	▲0.1	▲0.0	▲0.0	▲0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	▲0.0	▲0.0	
<b>海外需要寄与度</b>	%pt	▲0.0	▲0.3	0.2	0.1	▲0.1	0.0	▲0.1	▲0.2	▲0.4	0.5	▲0.0	0.0	▲0.0	
<b>GDPデフレーター(前年比)</b>	%	3.3	1.5	1.8	1.5	0.8	0.5	0.4	0.7	0.9	2.3	2.0	1.9	1.7	
<b>国内企業物価(前年比)</b>	%	0.5	▲2.2	▲3.6	▲3.6	▲2.8	▲1.5	▲1.0	▲0.5	0.8	2.7	2.6	2.6	2.8	
<b>全国消費者物価(〃)</b>	%	2.1	0.1	▲0.1	0.0	0.3	0.4	0.6	0.8	1.0	1.9	1.9	1.9	2.1	
(消費税増税要因を除く)		(0.1)	(▲0.0)							(1.0)	(0.9)	(0.9)	(1.1)		
<b>完全失業率</b>	%	3.5	3.3	3.4	3.2	3.2	3.1	3.0	2.9	2.8	2.8	2.9	2.8	2.7	
<b>鉱工業生産(前期比)</b>	%	1.5	▲1.4	▲1.2	0.5	0.9	0.8	0.7	1.8	1.4	▲2.0	▲0.5	0.3	1.2	
<b>経常収支(季節調整値)</b>	兆円	3.9	4.2	3.7	4.6	3.8	3.4	3.2	2.8	2.0	3.0	3.2	3.0	3.1	
<b>名目GDP比率</b>	%	3.1	3.4	2.9	3.6	3.0	2.7	2.5	2.2	1.6	2.3	2.5	2.3	2.4	
<b>為替レート</b>	円/ドル	119.1	121.4	122.2	121.5	116.0	116.0	118.0	120.0	120.0	120.0	120.0	120.0	120.0	
<b>無担保コールレート(O/N)</b>	%	0.07	0.07	0.07	0.08	0.03	▲0.05	▲0.05	▲0.10	▲0.15	▲0.15	▲0.20	▲0.25	▲0.25	
<b>新券10年物国債利回り</b>	%	0.34	0.40	0.40	0.31	0.10	0.00	0.00	0.00	0.05	▲0.05	▲0.01	0.05	0.05	
<b>通関輸入原油価格</b>	ドル/バレル	55.9	59.6	58.3	46.2	40.0	35.0	35.0	35.0	35.0	40.0	40.0	40.0	40.0	

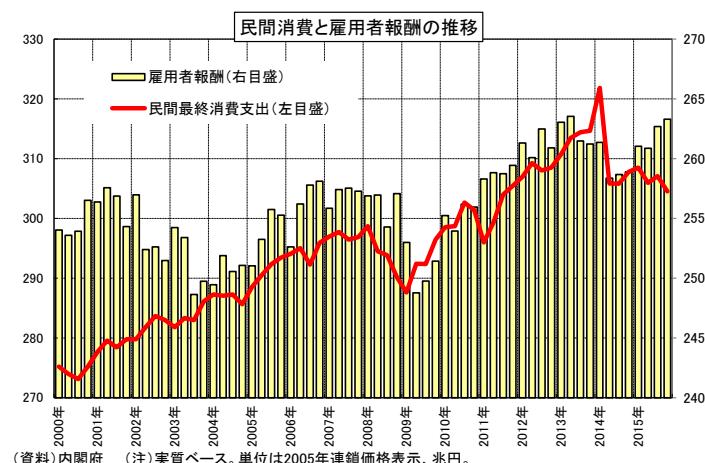
(注)全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。断り書きのない場合、前期比。

## 4. 2015~17年度の日本経済・物価見通し:

### (1) 経済見通し～顕在化し始めた景気下振れリスク

民間消費、輸出が再び悪化したことから、15年10~12月期の経済成長率は2四半期ぶりのマイナスとなったが、先行きを見通しても、しばらくはこうした厳しい状況からは抜け出せないと懸念が高まっている。「企業から家計へ」の所得還流がなかなか強まる気配を見せないこと、また世界経済の回復テンポが加速していく姿が見込めそうもないこと、などがそうした見方の背景にある。以下、それらの点について述べてみたい。

まず、家計の所得環境であるが、標本替えの影響で実勢よりも下振れしているとの評価もある「毎月勤労統計」によれば、15年の現金給与総額は前年比0.1%と2年連続で増加したもの、14年(同0.4%)からは伸びが鈍化した。なお、物価変動の影響を除いた実質ベースで見れば、15年前半までは消費税増税の影響により、14年に引き続いて減少していくが、15年後半にはマイナス状態が解消された。さらに、時間当たり賃金(名目)では前年比プラスが定着しつつある。加えて、労働需給が逼迫し始めていることを反映して、パートタイム労働者の平均時給の上昇率は前年比3%まで加速してきた。このように、家計の所得環境は徐々にではあるが、改善が進んでいることは確かであろう。GDP統計上の「雇用者報酬」からも増加傾向(名目・実質ベースとも前年比1.8%)にあることが見て取れる。



問題は、所得の増加ペースが当初の期待に反して鈍く、かつ消費税増税で落ち込んだ民間消費の持ち直しに貢献していない点である。家計所得の底上げにとって重要な賃上げについては、16年春季賃金交渉における連合の基本方針では「2%程度」のベースアップを目指しているが、15年の要求水準の「2%以上」からは幾分トーンダウンしている。実際の要求額も、厳しい企業環境に理解を示す格好となり、控えめなものが散見される。おそらく、16年は15年実績(厚生労働省調べ、前年比2.38%)を下回る可能性が高いだろう。こうした中、後述の通り、足元ゼロ近傍で推移する物価上昇率がやや高まる可能性を考慮すると、残業時間の減少に歯止めがかかったとしても、実質所得の増加ペースが強まる可能性は大きくはない。

加えて、財政健全化に向けた動きも民間消費に悪影響を与えるかねない。税制改革によって、16年1月から、年収1,200万円以上の給与所得者の所得控除の上限が230万円(従来は245万円)に引き下げられた。さらに17年1月からは年収1,000万円以上の給与所得者の所得控除の上限が220万円に引き下げられる予定だ。対象は210万人と一部であるとはいえ、この先数年にわたって所得が目減りするとの予想が強まれば、民間消費の持ち直しにとっては足枷となりかねない。

一方、世界経済についても、しばらくは成長テンポが高まる可能性は薄く、輸出増を景気牽引役として期待することが難しい状況である。特に、輸出相手先として重要な中国経済の動向には注意が必要である。中国の経済成長率はこの数年にわたって減速傾向が見られるが、生産年齢人口が減少していることを踏まえれば、成長率の鈍化そのものが問題

視されているわけではない。中国の社会安定のためには不可欠な雇用確保に必要な成長率は6%台との試算もあり、7%割れを「景気悪化」と判断するのは早計だ。

問題は、「投資主導から消費主導へ」、「より質の高い成長」など経済構造の転換がうまく進まず、つまりは「新常态」に移行できず、いつまでたっても成長率が下げ止まらないのではないか、との懸念が強い点である。中国自身も輸出を経済成長のエンジンとして期待する向きもあるが、近隣のアジア諸国、資源国のみならず、日本やドイツなども中国向けの輸出がかなり重要な役割を果してきた。成長率の鈍化が続けば、中国向け輸出は低調に推移せざるを得ず、それらの国々の経済にとって痛手となりかねない。

このように、内外需を代表する民間消費、輸出の増勢が強まる姿はあまり期待できる状況ではなく、しばらくは景気持ち直しのテンポは極めて緩やかな状態が残るだろう。足元は底堅さも見られる設備投資もその影響を受けて一時的に足踏みし始める場面も想定される。

以下、今後の日本経済についての見通しを述べていく。まず、足元の1~3月期については、前年の反動から残業時間の減少が続いているとみられ、給与所得は低調に推移していると見られる。また、年初からの株価下落などで保有資産の評価額が目減りし、それが心理的な悪影響を及ぼしていることもありうる。一方、エネルギー価格の下落も継続しており、それが家計の実質購買力にとって下支え役を果たすほか、暖冬傾向が1月下旬以降は弱まり、例年並みの「寒さ」となったことも、民間消費の持ち直しを促すだろう。

一方で、中国など新興国経済の景気減速により、インバウンド需要の勢いがやや鈍り、財・サービスとも輸出が停滞した可能性がある。設備投資も、内外需の弱さが意識され、勢いが幾分鈍ると思われる。この結果、1~3月期は、民間消費は小幅プラスに戻るが、輸出の減少が続くこと、さらに在庫圧縮の動きが続くこともあり、前期比▲0.0%、同年率▲0.1%と、僅かではあるが、2四半期連続のマイナス成長と予想する。

それにより、15年度の実質成長率は0.6%となるだろう(前回12月時点の予測:1.0%から下方修正)、下方修正の理由は、10~12月期が当初の予想を下振れるマイナス成長とな

ったことと、世界経済の低迷が長期化する可能性を鑑みて、輸出の増加テンポを一段と緩やかにしたため)。なお、前年度からのゲタ(0.9ポイント)を割り込むなど、実質的には年度を通じて景気は悪化していたと捉えることも可能であろう。名目成長率は2.0%、GDPデフレーターは前年度比1.4%(前回はそれぞれ2.3%(下方修正)、同1.4%(変更なし))と

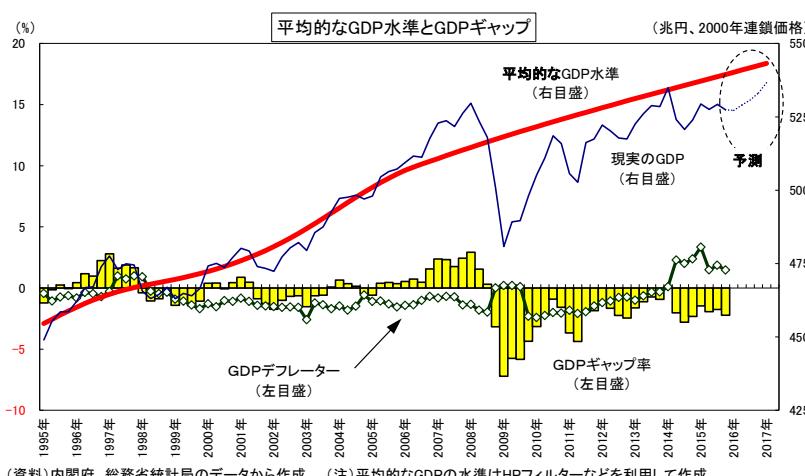


このように、内外需を代表する民間消費、輸出の増勢が強まる姿はあまり期待できる状況ではなく、しばらくは景気持ち直しのテンポは極めて緩やかな状態が残るだろう。足元は底堅さも見られる設備投資もその影響を受けて一時的に足踏みし始める場面も想定される。

以下、今後の日本経済についての見通しを述べていく。まず、足元の1~3月期については、前年の反動から残業時間の減少が続いているとみられ、給与所得は低調に推移していると見られる。また、年初からの株価下落などで保有資産の評価額が目減りし、それが心理的な悪影響を及ぼしていることもありうる。一方、エネルギー価格の下落も継続しており、それが家計の実質購買力にとって下支え役を果たすほか、暖冬傾向が1月下旬以降は弱まり、例年並みの「寒さ」となったことも、民間消費の持ち直しを促すだろう。

一方で、中国など新興国経済の景気減速により、インバウンド需要の勢いがやや鈍り、財・サービスとも輸出が停滞した可能性がある。設備投資も、内外需の弱さが意識され、勢いが幾分鈍ると思われる。この結果、1~3月期は、民間消費は小幅プラスに戻るが、輸出の減少が続くこと、さらに在庫圧縮の動きが続くこともあり、前期比▲0.0%、同年率▲0.1%と、僅かではあるが、2四半期連続のマイナス成長と予想する。

それにより、15年度の実質成長率は0.6%となるだろう(前回12月時点の予測:1.0%から下方修正)、下方修正の理由は、10~12月期が当初の予想を下振れるマイナス成長とな



## 予測した。

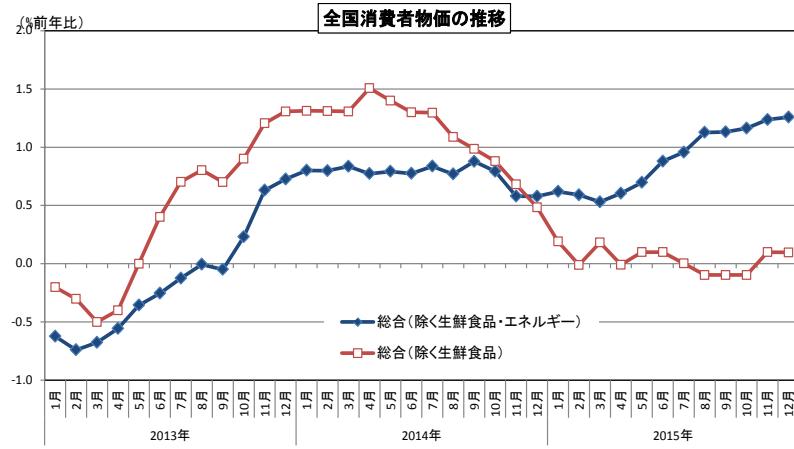
16年度については、前半は春季賃金交渉で冴えない妥結結果が予想されることもあり、「経済の好循環」は遅々として進まないほか、円安効果の剥落や中国など新興国経済の成長減速が続くなど、輸出環境の改善が見込めず、全体としてはプラス成長には戻るもの、牽引役不在で緩やかな成長しか見込めない。しかし、着実に進行している「労働市場の逼迫」により、労働力不足が意識され始め、限界的な部分での賃上げ加速は見られるだろう。また、年度半ば以降は、17年4月に予定される消費税再増税を控え、民間消費や住宅投資には相応の駆け込み需要が発生するだろう。ただし、13年度後半のような大掛かりな駆け込み需要は起きず、盛り上がりは小規模と思われる。その結果、16年度の実質成長率は0.9%、名目成長率は1.4%、GDPデフレーターは前年度比0.6%(前回予測はそれぞれ1.5%、2.1%、同0.6%で、成長率については下方修正)と予測した。16年度下期には失業率は3%割れとなるだろう。

一方、17年度については、年度前半を中心に消費税増税後の反動減が想定されることから、需要水準が一旦は落ち込むことになるだろう。ただし、前回の影響が残っていることもあり、駆け込み需要の規模は小さいこと、税率引上げ幅が2%であること等もあり、前回増税時よりも消費行動は平滑化されると考えられる。この結果、17年度の実質成長率は▲0.1%(3年ぶりのマイナス成長)、名目成長率は1.9%、GDPデフレーターは前年度比2.0%(前回予測はそれぞれ0.0%、2.0%、同2.0%で、成長率については下方修正)と予測する。ちなみに、16年度からの「成長率のゲタ」は0.8ポイントと想定しており、年度の実質成長率はそれを大きく割り込むことから、実感としては▲0.1%の小幅マイナス以上のインパクトがあると思われる。また、GDPデフレーターの上昇率加速は消費税増税によるものである。

## (2)物価見通し～最近の原油安により16年を通じて物価上昇率は低調

原油安に歯止めがかからず、エネルギー価格の大幅下落が続いているほか、14年10月以降の円安進行による物価押上げ効果にも陰りが出始めていることから、物価はゼロ近傍での推移が続いている。12月の全国消費者物価指数によれば、代表的な「生鮮食品を除く総合(以下、全国コアCPI)」では前年比0.1%と2ヶ月連続の上昇ながらも、僅かな上昇幅にとどまっている。一方、より需給環境を反映すると考えられる「食料(酒類を除く)・エネルギーを除く総合(全国コアコアCPI)」では同0.8%(17ヶ月連続の上昇)だったほか、日銀が注目する「生鮮食品・エネルギーを除く総合(日銀コアCPI)」は同1.3%(27ヶ月連続の上昇)と一定の上昇率を確保している。エネルギー価格の下落が非エネルギー分野への消費に回りつつあり、そのことが円安やこれまでの原材料高によるコスト増の価格転嫁を可能にさせていると捉えることができるだろう。とはいえ、このところ全国コアコアCPIも日銀コアCPIも頭打ち気味に推移しつつある点には注意が必要だ。

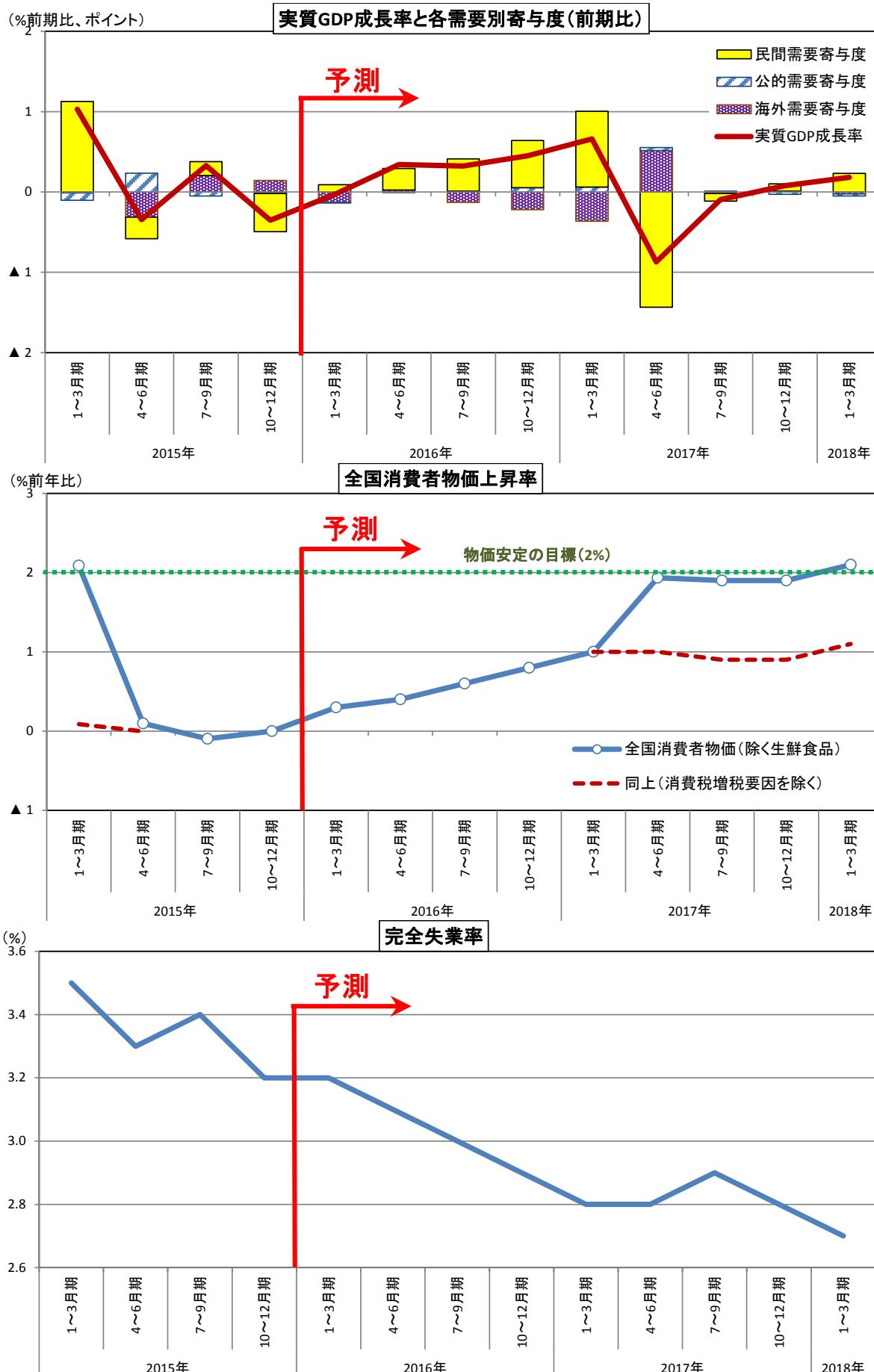
先行きについては、前回の見通し作成時より、物価を取り巻く環境が厳しくなっており、「順調に」物価上昇率が回復する姿は当面見込みづらい。年末・年初からの原油一段安や円高気味の為替レートなどを考慮すれば、16年を通じてエネルギー安や円高



(資料)総務省統計局の公表統計より作成 (注)消費税率要因を除く(当総研推計)

に伴う物価下落圧力は継続する公算が高い。また、賃上げ加速も期待できず、需給改善効果による物価上昇圧力は鈍いままである。なお、16年度半ば以降は、消費税増税を控えた駆け込み需要の発生も予想され、多少なりとも物価上昇率が高まると思われるが、年度末の時点でも1%近傍がせいぜいであろう。また、17年度には増税による需要減が想定されるため、物価上昇率は再び頭打ち気味の推移となると思われる。一方で、人手不足度は徐々に強まっていき、賃金上昇を通じた物価上昇は継続すると思われる。

以上から、15年度の全国コアCPIは前年度比0.1%(14年度:同2.8%、消費税要因を除くベースでは同0.9%)と上昇率は大きく鈍化するが、16年度は同0.7%と上昇率は多少高まるだろう。また、17年度は同2.0%と増税効果でさらに上昇率が高まるが、それを除けば同1.0%にとどまるだろう。日銀が予想するように、「17年度前半頃」に安定的に前年比2%程度での物価上昇が実現できる可能性は依然として乏しいと思われる。



(資料) 内閣府、総務省統計局

(注) 予測は農林中金総合研究所による。

## 5. 当面の金融政策・金融市場動向：

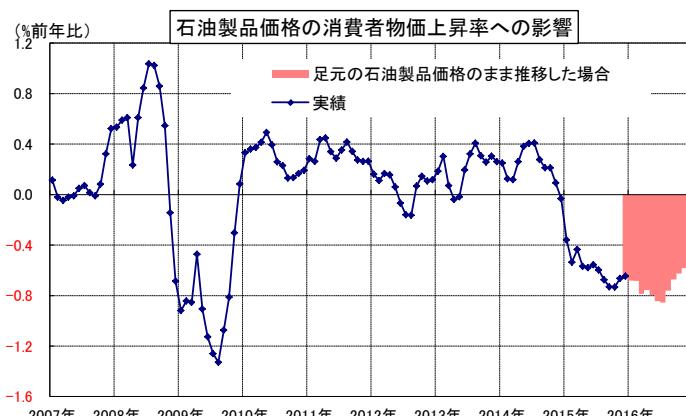
### (1) 金融政策～次の一手はマイナス金利幅の拡大か

15年の世界経済は、米国など先進国経済を牽引役として、回復傾向を次第に強めていく、との大方の予想をだいぶ下振れて推移したこともあり、国内景気の持ち直しや物価上昇の高まりは見られないままの状態が続いた。さらに、16年入り後には世界的なリスクオフの流れが強まるともに、原油安・円高傾向が強まったほか、量的・質的金融緩和の導入後に一気に高まった予想物価上昇率もこのところ鈍化が目立っており、「物価の基調は改善」していると主張してきた日銀にとっても厳しい状況となっていたのは確かであり、それを打破するためにこれまでのQE2に付加する格好でマイナス金利政策の導入に踏み切ったとみられる。

一方、1月に公表された『経済・物価情勢の展望(展望レポート)』を見ても、全国コアCPIの見通しは、16年度は前年度比0.8%(10月時点では同1.4%)へ下方修正しており、表面的には今回のマイナス金利導入でも、物価上昇はなかなか高まらないとの予想となっている。しかし、詳細に見ていくと、この下方修正の要因は、あくまで原油価格の想定を下方修正したことにより面が大きく、具体的には10月

時点では年間を通じて▲0.2ポイントとしてきたエネルギー価格下落による物価押下げ効果を「▲0.7～▲0.8ポイント」へ下げたことが反映されている。逆算してみると、足元で前年比1.3%まで上昇率を高めた日銀コアCPIの上昇率は、16年度中には同1%台後半まで高まると想定していることになり、これ自体は前回10月時点の見通しと違いはない。成長率見通しにほとんど修正が見られなかつたことを踏まえると、日銀は依然として、「物価の基調」自体は改善傾向が続いていることになり、原油下落の影響さえ一巡すれば、安定的な2%の物価上昇率の達成は十分可能と考えている、ということであろう。つまりは、エネルギー要因を除外すれば、消費税増税前にはデフレ脱却がほぼ達成される可能性が高い、との見方は変わっていない、ということであろう。

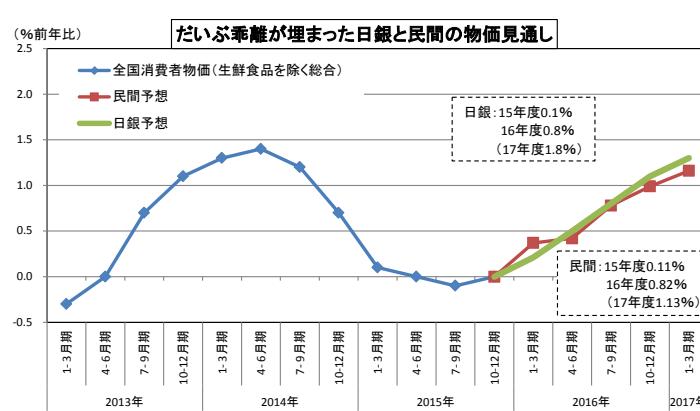
しかし、16年春季賃金交渉は、日銀にとっては不本意な結果に終わる可能性が高く、2%の物価上昇率を許容できるほど賃上げ圧力が高まるとは考えにくい。また、仮に原油価格が一転して上昇傾向をたどった場合、物価上昇率は徐々に高まっていくが、家計の実質購買力は低下し、逆に非エネルギー分野での物価押下げ圧力が高まることが想定される。今後とも、原油価格動向が物価に与える影響を注視する必要があるが、現状のままでは日銀は物価2%の達成時期をさらに先送りすることは不可避と思われるほか、消費税増税前までにある程度物価上昇率を高めるために追加緩和を実施する可能性があるだ



(資料)総務省資料より農中総研作成

(注)石油製品価格の消費者物価前年比に対する寄与度

しかし、16年春季賃金交渉は、日銀にとっては不本意な結果に終わる可能性が高く、2%の物価上昇率を許容できるほど賃上げ圧力が高まるとは考えにくい。また、仮に原油価格が一転して上昇傾向をたどった場合、物価上昇率は徐々に高まっていくが、家計の実質購買力は低下し、逆に非エネルギー分野での物価押下げ圧力が高まることが想定される。今後とも、原油価格動向が物価に与える影響を注視する必要があるが、現状のままでは日銀は物価2%の達成時期をさらに先送りすることは不可避と思われるほか、消費税増税前までにある程度物価上昇率を高めるために追加緩和を実施する可能性があるだ



(資料)総務省統計局、日本銀行、日本経済研究センター

(注)消費税率の変化を含まず、民間予想はESPフォーキャスト調査(1月)を使用、日銀予想は展望レポート(1月)より筆者作成

ろう。

ちなみに、今回のマイナス金利導入によって、日銀はそれまでの「量(国債買入れの規模等)」・「質(信用リスクのある金融資産の買入れ等)」に加え、「金利(マイナス金利の強化)」という手段も手に入れた格好になったが、「次の一手」は当然マイナス金利幅の拡大が柱となるだろう。

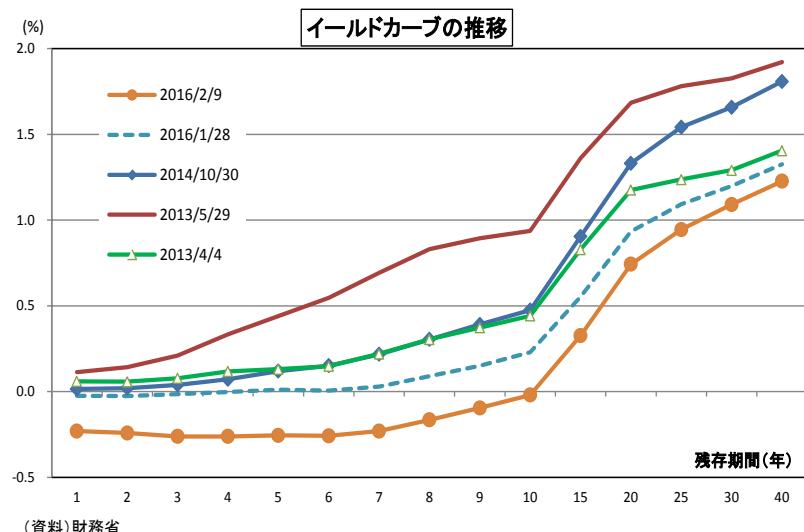
## (2)金融市場の見通し～しばらくリスクオフの流れが継続

2016年は、冒頭から内外の金融資本市場は大荒れの展開となった。原油価格の下落が止まらないほか、構造問題を抱える中国経済への警戒感、15年末に実施された米国利上げの影響などがその原因として指摘されているが、いずれも目新しい材料ではない。しかし、市場参加者の多くは、世界経済に蔓延する低成長リスクはしばらく払拭できそうもないと改めて意識させられた。

以下、長期金利、株価、為替レートの当面の見通しについて考えてみたい。

### ① 債券市場

量的・質的金融緩和により、月10兆円規模での国債買入れを行う日本銀行の国債市場でのプレゼンスは高まっており、13年夏場以降、長期金利は概ね低下傾向をたどってきた。加えて、年初からの金融資本市場の混乱により、「質への逃避」が強まったほか、昨今の原油下落でディスインフレ傾向が長期化するとの見通しから、追加緩和観測が再浮上し、長期金利は一段と低下した。



こうした中で開催された1月の金融政策決定会合では、上述した通り、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入が決定されたが、実際にマイナス金利の適用が始まる2月の準備預金積み期間(2月16日～3月15日)を待たずに、イールドカーブは大きく低下、2月9日には長期金利(新発10年国債利回り)が初めてマイナスとなり、一時▲0.035%まで低下した。その後は、利益確定の売りも出て、プラスに戻ったものの、超低金利状態が続いている。

当面、内外経済の低調さは続くと見られるほか、短期金融市場でのマイナス金利定着の波及効果、さらには追加緩和策としてマイナス金利政策を一段と強化せざるを得ないと見方も多く、長期金利が再度マイナス圏に突入する場面は十分ありうる。

### ② 株式市場

15年8月の「中国ショック」で世界同時株安が発生、それまで20,000円台で推移していた日経平均株価は9月に一時17,000円割れとなるなど、調整色が強まった。その後は米利上げ時期の後ズレ観測や中国経済への過度な悲観論後退などから持ち直しに向かった。さらに、欧洲中央銀行(ECB)の追加緩和期待や中国の追加金融緩和が好感された

ほか、米国の年内利上げ観測の再台頭で強まった円安傾向も好感され、12月上旬にかけて株価は一時20,000円台を回復した。しかし、その後は原油安や中国経済への懸念などから調整色が強まり、年初としては戦後初となる6日続落となつたほか、1月21日には16,000円割れ寸前まで下落するなど、軟調な地合いが続いた。なお、1月末のマイナス金利政策の導入が発表後には一時18,000円近くまで上昇したが、その後は再び世界的にリスクオフの流れが強まり、2月12日には1年4ヶ月ぶりに15,000円を割り込むなど、金融緩和効果は限定的だった。

先行きも世界経済の低成長リスクへの警戒が強く、国内景気の底割れは回避されるとしても当面は低成長が続く可能性は高い。そのため、株価はリバウンドである程度までは戻るとしても、その後の上値は重くなるだろう。

### ③ 外国為替市場

夏場にかけて米国の早期利上げ開始が意識されたことから、対ドルレートは13年ぶりに125円台となるなど、円安傾向が一段と強まる場面もあったが、8月下旬には世界同時株安を受けて一時116円台と約7ヶ月ぶりの水準までドル安が進んだほか、10月中旬には米経済指標の弱含みから円高に振れる場面もあったが、概ね120円前後での推移であった。しかし、12月から1月にかけては原油下落や世界的な株価下落を受けてリスクオフが強まり、一時115円台と1年ぶりの円高水準となった。日銀の追加緩和期待やマイナス金利導入の公表を受けて、一旦は120円台まで円安方向に戻る場面もあったが、その後もリスクオフの流れから円高に転じ、一時、1年4ヶ月ぶりに110円台の円高水準となった。

先行き、世界的なリスクオフの流れが一旦収束し、その過程で円安方向に振れる場面もありうるが、しばらくは円高気味での展開が続く可能性が高いだろう。

一方、対ユーロレートは、10月下旬以降、ECBの追加緩和観測が意識されたことから1ユーロ=130円前後までユーロ安傾向が強まったものの、実際に決定されたECBの緩和策が市場の失望感を生んだことから、ユーロ高が進み、10月中旬あたりの水準である133円台まで一気に戻った。しかし、15年末から16年初にかけてはリスク回避的な動きが強まり、再び128円前後までユーロ安が進んだ。その後、日銀の追加緩和を受けて130円台に一旦戻ったが、その効果は一時的・限定的でその後は再び120円台後半での推移となっている。

先行きについては、1月下旬にはドラギECB総裁が次回会合での追加緩和の可能性を示唆したことや地政学リスクが根強いこともあり、ユーロ安気味に推移するだろう。

### 金利・為替・株価の予想水準

年/月		2016年				
		2月 (実績)	3月 (予想)	6月 (予想)	9月 (予想)	12月 (予想)
無担保コールレート翌日物	(%)	-0.002	-0.1~0.05	-0.1~0.05	-0.2~0.05	-0.2~0.05
TIBORユーロ円(3M)	(%)	0.1040	0.05~0.10	0.05~0.10	0.02~0.08	0.02~0.08
国債利回り	10年債 (%)	0.045	-0.10~0.15	-0.10~0.15	-0.15~0.10	-0.15~0.10
	5年債 (%)	-0.130	-0.30~0.05	-0.30~0.05	-0.40~0.05	-0.40~0.05
為替レート	対ドル (円/ドル)	113.5	110~120	110~120	112~122	112~125
	対ユーロ (円/ユーロ)	126.7	115~135	115~135	120~140	120~140
日経平均株価	(円)	15,836	17,000±1,000	17,500±1,000	18,000±1,000	18,000±1,000

(資料)NEEDS-FinancialQuestデータベース、Bloombergより作成(先行きは農林中金総合研究所予想)

(注)実績は2016年2月17日時点。予想値は各月末時点。国債利回りはいずれも新発債。

## 2015~17年度 日本経済見通し

(前期比)

	単位	2014年度 通期	2015年度			2016年度			2017年度 通期
			通期	上半期	下半期	通期	上半期	下半期	
				上半期	下半期		上半期	下半期	
実質GDP	%	▲ 1.0	0.6	0.3	▲ 0.0	0.9	0.5	1.1	▲ 0.1
民間需要	%	▲ 1.9	0.4	0.5	▲ 0.3	1.3	0.7	2.0	▲ 0.4
民間最終消費支出	%	▲ 2.9	▲ 0.5	▲ 0.5	▲ 0.4	0.9	0.5	1.6	▲ 0.5
民間住宅	%	▲ 11.7	2.3	4.2	0.0	1.9	1.1	3.3	▲ 4.1
民間企業設備	%	0.1	2.1	0.6	2.4	4.4	1.7	4.1	0.4
公的需要	%	▲ 0.3	0.7	0.6	▲ 0.3	0.1	▲ 0.0	0.4	0.4
政府最終消費支出	%	0.1	1.3	0.7	0.8	0.9	0.3	0.5	0.6
公的固定資本形成	%	▲ 2.6	▲ 1.5	0.8	▲ 5.3	▲ 4.2	▲ 2.0	▲ 0.3	▲ 0.4
財貨・サービスの純輸出	兆円	11.3	11.6	11.3	12.0	10.2	11.4	8.9	10.6
輸出	%	7.8	0.1	▲ 2.4	1.5	1.5	0.9	1.1	2.2
輸入	%	3.3	▲ 0.3	▲ 1.0	▲ 0.0	3.5	1.8	4.8	2.0
内需寄与度 (前期比)	%	▲ 1.6	0.5	0.5	▲ 0.4	1.1	0.5	1.4	▲ 0.1
民間需要 (〃)	%	▲ 1.5	0.3	0.4	▲ 0.3	1.0	0.5	1.3	▲ 0.3
公的需要 (〃)	%	▲ 0.1	0.2	0.1	▲ 0.0	0.1	▲ 0.0	0.1	0.1
外需寄与度 (〃)	%	0.6	0.1	▲ 0.3	0.1	▲ 0.3	▲ 0.1	▲ 0.5	0.1
デフレーター (前年比)	%	2.5	1.4	1.7	1.1	0.6	0.5	0.8	2.0
完全失業率	%	3.6	3.3	3.4	3.2	3.0	3.1	2.9	2.8
鉱工業生産(前期比)	%	▲ 0.3	▲ 0.7	▲ 1.3	0.3	3.2	1.6	2.9	0.2
住宅着工戸数(年率換算)	万戸	88.1	90.1	93.4	86.9	91.3	95.0	87.5	83.3
経常収支	兆円	7.9	16.2	7.9	8.4	11.4	6.6	4.8	12.3
貿易収支	兆円	▲ 6.6	▲ 1.3	▲ 0.9	▲ 0.4	▲ 2.8	▲ 0.9	▲ 1.9	▲ 1.7
外国為替レート	ドル/円	109.9	120.3	121.8	118.7	118.5	117.0	120.0	120.0
通関輸入原油価格	ドル/バレル	90.6	51.0	59.0	43.1	35.0	35.0	35.0	40.0

(前年同期比)

	単位	2014年度 通期	2015年度			2016年度			2017年度 通期
			通期	上半期	下半期	通期	上半期	下半期	
				上半期	下半期		上半期	下半期	
名目GDP	%	1.5	2.0	2.8	1.3	1.5	0.7	2.2	1.9
実質GDP	%	▲ 1.0	0.6	1.2	0.1	0.9	0.3	1.4	▲ 0.1
民間需要	%	▲ 1.9	0.4	0.9	0.0	1.3	0.2	2.4	▲ 0.4
民間最終消費支出	%	▲ 2.9	▲ 0.5	0.2	▲ 1.1	0.9	▲ 0.1	2.0	▲ 0.5
民間住宅	%	▲ 11.7	2.3	1.0	3.4	1.9	0.4	3.4	▲ 4.1
民間企業設備	%	0.1	2.1	1.8	2.6	4.4	3.7	5.1	0.4
公的需要	%	▲ 0.3	0.7	1.0	0.5	0.1	▲ 0.2	0.4	0.4
政府最終消費支出	%	0.1	1.3	1.2	1.4	0.9	1.0	0.8	0.6
公的固定資本形成	%	▲ 2.6	▲ 1.5	0.6	▲ 3.6	▲ 4.2	▲ 6.3	▲ 2.0	▲ 0.4
財貨・サービスの純輸出	兆円	11.3	11.6	11.3	12.0	10.2	11.4	8.9	10.6
輸出	%	7.8	0.1	2.5	▲ 2.2	1.5	1.1	1.9	2.2
輸入	%	3.3	▲ 0.3	1.3	▲ 1.7	3.5	1.1	6.0	2.0

国内企業物価 (前年比)	%	2.8	▲ 3.0	▲ 2.9	▲ 3.2	▲ 0.6	▲ 1.3	0.1	2.7
全国消費者物価 (〃)	%	2.8	0.1	0.0	0.1	0.7	0.5	0.9	2.0
完全失業率	%	3.6	3.3	3.4	3.2	3.0	3.1	2.9	2.8
鉱工業生産(前年比)	%	▲ 0.3	▲ 0.7	▲ 0.4	▲ 0.9	3.2	2.0	4.5	0.2

(注)消費者物価は生鮮食品を除く総合。予測値は当総研による。