

金融政策の総括的検証

代表取締役専務 柳田 茂

7月29日、日本銀行は上場投資信託の買入額を倍増させるなどの追加の金融緩和を決定した。追加緩和は本年1月のマイナス金利導入以来6カ月ぶりで、2013年3月の黒田東彦総裁就任以来、金融緩和の実施は補完措置も含め5回目となる。

今回の金融政策決定会合を巡る状況にはやや異様なものがあった。7月10日の参議院選挙に「アベノミクス継続」を掲げて勝利した安倍内閣は、公約である大型の経済対策のとりまとめを急いでおり、「アベノミクス再起動」を国内外に強く発信するために日銀が足並みを揃えた政策を打ち出すことを期待していた。それを見透かすように金融市場では、追加緩和への期待が一方的に高まり、連日株高・円安が進んでいたが、もし日銀が見送った場合には一気に株安・円高に反転する危険があった。こうした状況は4月の決定会合時にも見られたが、今回は政治の動きもあいまって日銀へのプレッシャーは比較にならないほど大きかったと考えられる。

このようにして、日本銀行は言わば金融市場の催促に追い込まれて追加金融緩和に踏み切ったが、「マイナス金利の深堀り」から果ては「ヘリコプターマネーの導入」など一方的に期待を膨らませていた金融市場では、小粒な内容として失望感が広がった。黒田総裁は決定会合後の記者会見において、「今後何が必要かという観点から、これまでの金融政策の総括的検証を行う」と述べ、さらなる追加緩和の可能性を滲ますことで期待をつなぎとめようとしたが、市場は「総括的検証」の解釈を巡って憶測が飛び交い動揺した。

国家の金融政策を司る中央銀行が、金融政策決定会合の度に市場から追加緩和を催促され追い込まれるような事態は、経済・金融の望ましい姿とはとても言えない。しかし、こうなった責任の一端は、「市場の期待に働きかける」ことに眼目を置いてサプライズ重視ともとれる手法を続けてきた日銀自身も負わなければならないのではないか。

その意味において、今回日本銀行が「これまでの金融政策の総括的検証」を行うのは時宜を得た判断と評価したい。異次元の金融緩和が開始されて既に3年が経過し、出口が全く見えないまま、行わないはずであった戦力の逐次投入を余儀なくされている現在、一度立ち止まって冷静に政策の見直しを行うことは不可欠であろう。

そして、その「総括的検証」は、日本銀行の理念に則して行われることが重要だ。黒田総裁は記者会見において「金融政策も広い意味での経済政策の一環」と述べ、成長を追求する政府の経済対策との相乗効果を強調したが、日銀法第2条に記されている「通貨及び金融の調節の理念＝物価の安定を図ることを通じて国民経済の健全な発展に資する」は、その時々々の経済政策との整合性に配慮しつつも、基本的により長期的な時間軸と普遍的な座標軸で読むべきと考える。

国民が安心して暮らせる経済・社会を維持していくために、中央銀行が担う使命は極めて重い。次回9月20日～21日の金融政策決定会合では、本質的な議論の下で「これまでの金融政策の総括的検証」が行われることを強く期待している。

「総括的検証」を巡って憶測が飛び交う債券市場

～政府と日本銀行の追加対策で国内景気は持ち直しへ～

南 武志

要旨

2016年4～6月期はほぼゼロ成長であったが、閏年効果で嵩上げされた1～3月期と均せば年率1%程度となるなど、決して悪くはない。世界経済の低成長が長引いていることや年初来の円高進行などで、企業設備投資や輸出が弱含むなど、不安を抱えていることも確かであるが、一方で景況感の悪化に歯止めがかかり、雇用改善を受けて家計所得も増加していることは今後の景気展開にとっては好材料である。

なお、政府は参院選での連立与党の勝利を受けて、大型の経済対策を取りまとめたほか、同時に日本銀行も7月の金融政策決定会合でETFの年間買入れ額を倍増することを柱とする追加緩和策を決定した。この政府・日銀によるポリシー・ミックスにより、17年入り後には成長率の押上げが見られるだろう。なお、日銀は次回9月会合においてこれまでの緩和策の総括的検証をする方針を示したことで、その意味する内容を巡って債券市場を中心に憶測が飛び交っており、1月末以降急低下した長期金利は水準を切り上げた。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

年／月 項 目		2016年			2017年	
		8月 (実績)	9月 (予想)	12月 (予想)	3月 (予想)	6月 (予想)
無担保コール翌日物 (%)		-0.047	-0.1～0.0	-0.2～0.0	-0.2～0.0	-0.2～0.0
TIBORユーロ円(3M) (%)		0.0580	0.00～0.06	0.00～0.06	0.00～0.06	0.00～0.06
国債利回り	10年債 (%)	-0.080	-0.20～0.00	-0.30～-0.05	-0.35～-0.05	-0.35～-0.05
	5年債 (%)	-0.170	-0.30～-0.10	-0.40～-0.15	-0.45～-0.15	-0.45～-0.15
為替レート	対ドル (円/ドル)	100.3	95～110	95～110	100～115	100～115
	対ユーロ (円/ユーロ)	113.3	105～130	105～130	105～130	105～130
日経平均株価	(円)	16,544	16,750±1,500	16,750±1,500	17,250±1,500	17,500±1,500

(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8月24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。

概況：目先の下振れリスクは後退

年初に一段と下落した原油価格などによって意識された世界経済の失速懸念は、その後、英国のEU離脱(ブレグジット)問題といった新たな下振れリスクの登場もあったものの、足元では沈静化している。全般的に先進国経済は緩やかとはいえ、回復基調をたどっている半面、新興・資源国経済には弱さが残るなど、これまでの基調に大きな変化は見られない。

さて、世界経済のリスクとして注目が続く原油価格については、2月中旬以降持ち直しに転じ、6月上旬に一時50ドル/バレル台を回復した後は、概ね40ドル台での推移が続いている。一部産油国での生産障害が残っていること、インド・中国からの需要の堅調さ、さらには9月のOPEC(石油輸出国機構)の臨時会合で増産凍結に向けた協議が再開するとの期待感が相場を底堅くしている面もあるが、

生産障害の解消や北米シェールオイルのリグ再稼働などを考慮すると価格上昇テンポは緩やかである可能性もある。

米連邦準備制度（FRB）が年内に追加利上げを決断するかどうかにも注目が集まっている。先般公表された前回 7 月の米連邦公開市場委員会（FOMC）の議事要旨によれば、複数の地区連銀

総裁が利上げに賛意を示したことが見て取れるが、最近では中間派とされるフィッシャーFRB 副議長は雇用・物価が FRB の掲げる目標に近づいていることを示したほか、ハト派とされるダドリーNY 連銀総裁も 9 月利上げの可能性を示唆する発言をするなど、利上げに向けた地均しが始まったと受け止める向きもある。この利上げが新興国からの資金流出や債務懸念を再燃させることにつながらないのか、注意が必要である。

また、構造調整を進める中国経済は足元弱い動きが散見されている。しかし、来年開催予定の共産党大会を前に、各種のデフレ対策が打たれる可能性が高く、

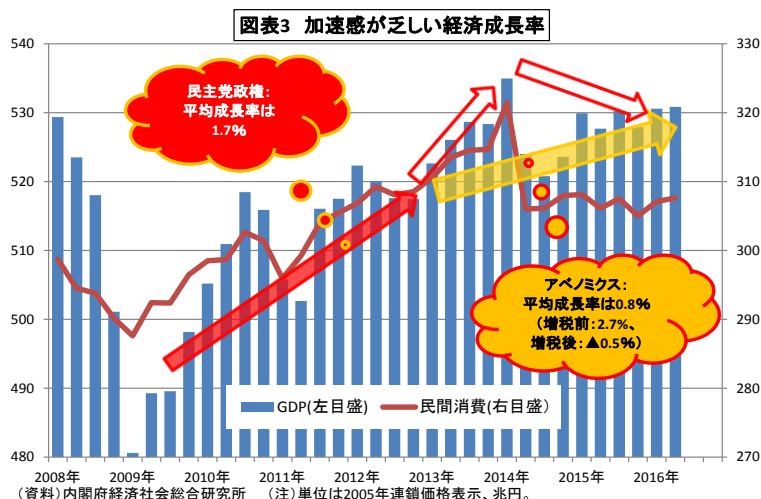


年末にかけては景気がやや持ち直すとの見方は少なくない。

大規模な経済対策が策定

国内に目を向けると、参院選での連立与党の大勝により、アベノミクス路線の継続が決まったが、目標とする「名目 3%、実質 2%の経済成長、2%の物価上昇」の達成には程遠い状況となっている。実際、この 1 年半あまりの実質成長率や物価上昇率はほぼゼロという有り様である。アベノミクス始動前と比較すれば雇用改善などが図られたものの、現状は成長のモメンタムが失われている。

こうした中、政府は 17 年 4 月に予定し



ていた消費税率 10%への引上げをさらに 2 年半先送りする決断を下すとともに、事業規模 28.1 兆円にも上る経済対策を策定、「デフレ脱却」や「成長促進」に向けた動きを復活させようとしている。9 月召集の臨時国会では、この経済対策を盛り込んだ第 2 次補正予算案の審議が予定されているが、8

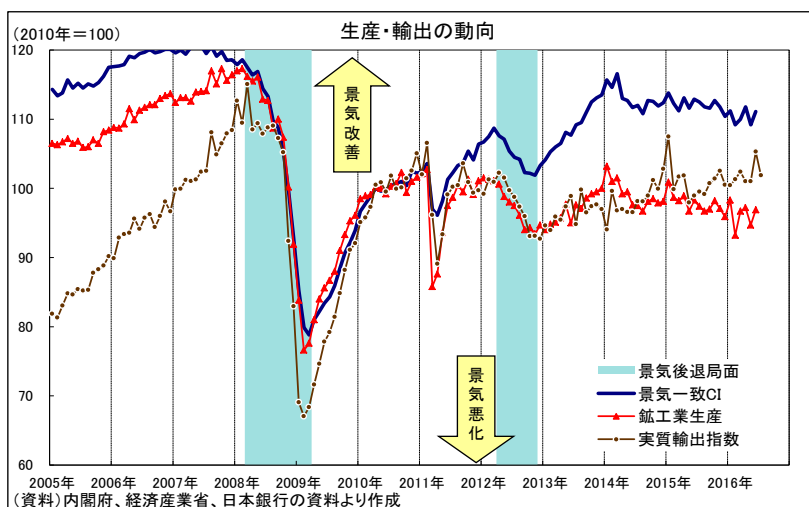
月 24 日に閣議決定された補正予算案には 3 兆 9,871 億円の経済対策が盛り込まれた(補正予算規模は国債費の減額や予備費取り崩しなどの歳出の減額もあり 3 兆 2,869 億円)。なお、この数年は前年度剰余金や税収上振れを活用することで、国債追加発行に依存しない補正予算編成が可能であったが、今回は前年度剰余金を 2,525 億円受け入れただけでとどまり、建設国債を 2 兆 7,500 億円追加発行することに踏み切らざるを得なかった。

内閣府では経済対策による GDP 押し上げ効果は 1.3%としているが、人手不足・資材値上がりなどに直面する建設業界が担うインフラ整備が事業の柱であるため、その効果が一部目減りする可能性もあるほか、受注残もそれなりに水準が高いことから、効果が出るまでにはある程度時間がかかるとみられる。

内閣府では経済対策による GDP 押し上げ効果は 1.3%としているが、人手不足・資材値上がりなどに直面する建設業界が担うインフラ整備が事業の柱であるため、その効果が一部目減りする可能性もあるほか、受注残もそれなりに水準が高いことから、効果が出るまでにはある程度時間がかかるとみられる。

国内景気:現状と展望

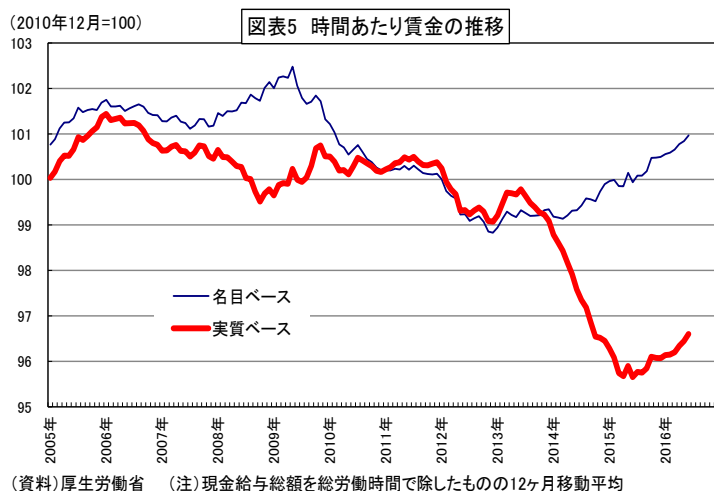
さて、国内景気は依然足踏みが続いて



いるように見えるが、一方でそこからの脱出を画策する動きも散見されつつある。4～6 月期の経済成長率は前期比年率 0.2%と、ほぼゼロ成長にとどまったが、閏年効果で嵩上げされた 1～3 月期と均せば年率 1%前後と潜在成長率(同 0%台半ばと想定)を上回る成長となるなど、数字的に決して悪くはなかった。ただし、円高進行や低成長状態に陥っている内外経済の影響から民間設備投資や輸出が減少するなど、先行き不安を残す内容でもあったことは否定できない。

GDP 以外の経済指標を眺めてみても、多くはまだ足踏み気味であるが、一部に持ち直しも見られる。例えば、悪化傾向が続いていた企業・家計の景況感もよう

やく改善に向かっている。7 月の景気ウォッチャー調査によれば、景気の現状判断 DI は家計動向、企業動向ともに 4 ヶ月ぶりに改善している。また、8 月の製造業購買担当者指数 (PMI) も 49.6 と判断基準となる 50 を 7 ヶ月連続で下回っているが、4 ヶ月連続で改善し、50 に接近してきた。さらに失業率 (6 月: 3.1%) や有

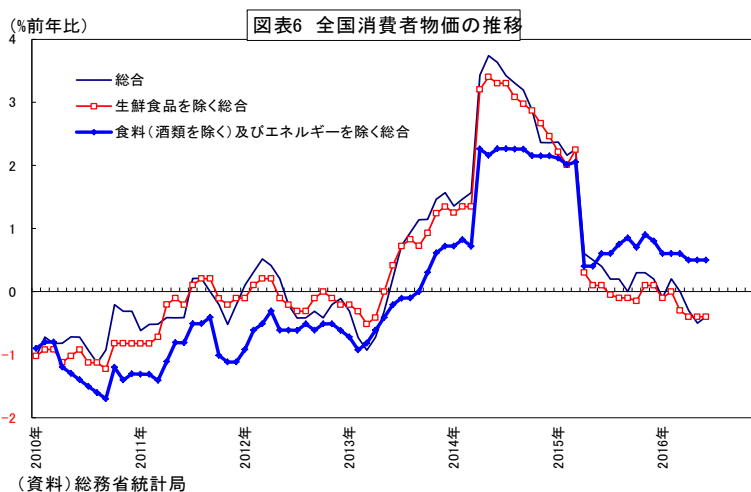
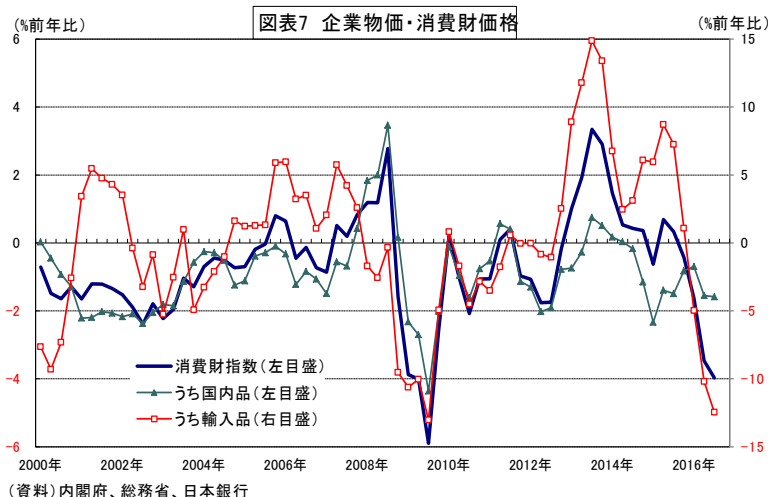


効求人倍率(同:1.37倍)
は一段と労働需給が引き
締まっていることを示す
数字となり、毎月勤労統
計から計算される時間当
たり賃金(同:前年比
1.6%)も徐々に上昇率を
高めるなど、家計の所得
改善も進んでいる。

先行きの景気動向につ
いては、しばらくは海外
経済の低成長状態が続くことや1ドル＝
100円近くの円高状態が続いていること
もあり、輸出や企業設備投資の増勢が強
まることはあまり期待できない。景気回
復感の乏しい展開が続くと予想する。し
かし、上述のように家計の所得環境は改
善傾向にあるため、徐々に消費持ち直し
につながっていくことが期待されるほか、
17年入り後には大型経済対策の効果がじ
わりと浸み出してくると思われ、成長押
上げに貢献するだろう(詳細は後掲レポ
ート『2016～17年度改訂経済見通し』を
参照のこと)。

物価動向:現状と見通し

エネルギーの大幅下落により、14年秋



以降の消費者物価は押下げられてきたが、
最近はその影響がやや弱まっている。一
方で、年初来の円高進行によって輸入品
価格が下落率を拡大させており、それが
消費物価を下押ししつつある。

6月の全国消費者物価によれば、代表
的な「生鮮食品を除く総合(全国コア)」
は前年比▲0.4%と4ヶ月連続の下落で、
「量的・質的金融緩和(QQE1)」が導入さ
れた13年4月前後の水準まで戻った。た
だし、「食料(酒類を除く)及びエネルギ
ーを除く総合(全国コアコア)」は同0.5%、
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)」は同0.7%と、
いずれも前年比プラスを維持するなど、
一定の物価上昇圧力は保ってはいるが、
状況は依然厳しい。

先行きについては、原
油安要因(物価押下げ)
が徐々に小さくなる半面、
円高要因(物価押下げ)
が逆に強まっていくため、
物価全体としてはさほど
上昇率が高まらない可能
性が高い。年末までには
全国コアは前年比プラス
に転じ、その後は小幅な

プラス状態となるが、前年比 2%の達成はなかなか見通せないだろう。

なお、7月分の全国消費者物価指数から、従来の2010年基準から15年基準に切り替えられる。総務省統計局の資料によれば、過去の基準改定と両基準間での前年比の違いは小さい（ほぼゼロ）ことから、金融政策への影響は軽微だろう。

金融政策：評価と見通し

「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入から半年が経過、その間、金利水準は大幅に低下し、かつイールドカーブのフラット化も進行したが、為替レートはほぼ一貫して円高方向に進むなど、経済・物価への下押し圧力が懸念されていた。また、原油安の影響が大きいとはいえ、消費者物価が下落状態を続けるなど、一連の異次元緩和を開始する以前に後戻りしたような状況となるなど、金融政策の限界論が強まる半面、ヘリコプター・マネー政策などの別次元の緩和策を期待する意見も浮上するなど、この数ヶ

図表8 マネタリーベースの目標とバランスシートの見通し

	2012年末 (実績)	13年末 (実績)	14年末 (実績)	15年末 (実績)	16年7月末 (実績)	今後の年 増加ペース
マネタリーベース	138	202	276	356	404	+約80兆円
(バランスシート項目の内訳)						
長期国債	89	142	202	282	332	+約80兆円
CP等	2.1	2.2	2.2	2.2	2.3	残高維持
社債等	2.9	3.2	3.2	3.2	3.2	残高維持
ETF	1.5	2.5	3.8	6.9	8.7	+約6兆円
JREIT	0.11	0.14	0.18	0.27	0.32	+約900億円
貸出支援基金	3.3	9	24	30	33	-
その他とも資産計	158	224	300	383	443	
銀行券	87	90	93	98	96	
当座預金	47	107	178	253	303	
その他とも負債・純資産計	158	224	300	383	443	

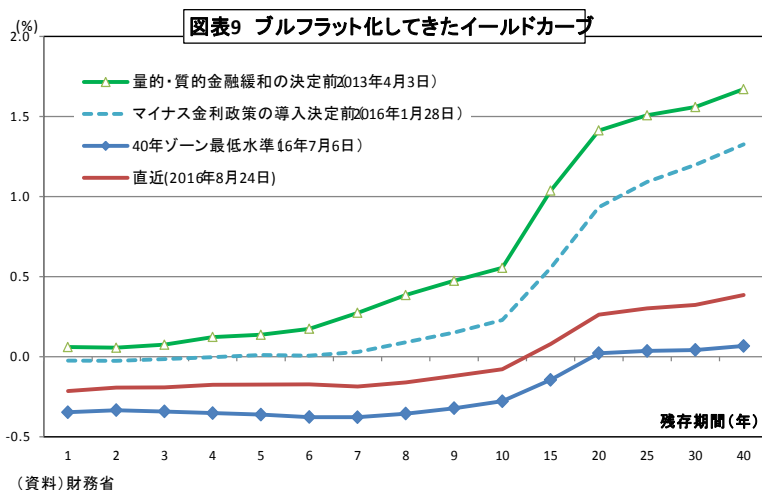
(資料)日本銀行 (注)長期国債の平均買入れ期間は7~12年程度。

月は金融政策を巡る思惑が交錯していた。しかし、日本銀行は1月にマイナス金利政策を導入して以降はその効果を慎重に見極める姿勢を続けており、金融政策決定会合の度に追加緩和の可能性を織り込む金融市場は、「現状維持」との発表直後に株安・円高が進むなど、市場が大きく揺れ動く場面が散見された。

こうした中で開催された7月28~29日の金融政策決定会合でも、事前にヘリコプター・マネー政策の可能性が取り沙汰されるなど、市場は追加緩和を強く意識していた。また、参院選において、消去法的ではあるがアベノミクス路線の継続という民意を得た政府がデフレ脱却に向けた大型経済対策を取りまとめるという

タイミングだったこともあり、それとの一体感を伴わせるため日銀は何かしら「お付き合い」をする、との見方も強かった。

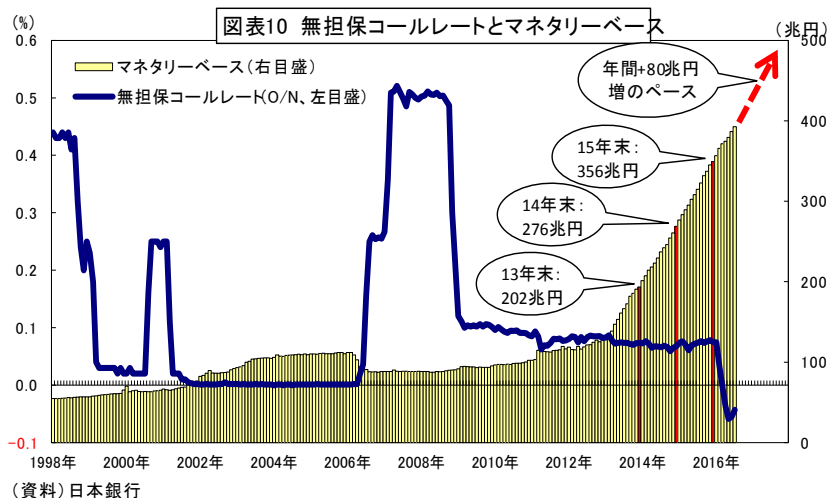
このように「外堀」を埋められた感の強い日銀は、①ETF 買入れ額の増額（年間 3.3 兆円→同 6 兆円）、②企業・金融機関の外貨資金調達環境の安定



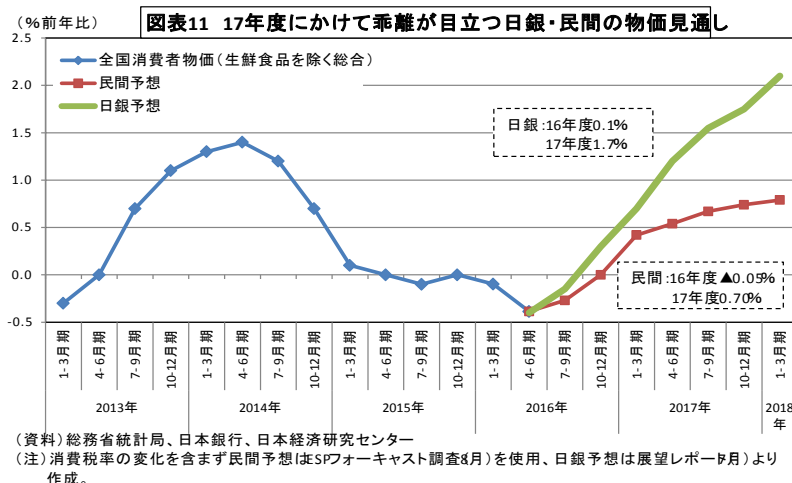
のための措置(成長支援資金供給・米ドル特則の拡大、米ドル資金供給オペの担保となる国債の貸付制度の新設)を決定した。今回の措置により、政府の大型経済対策との相乗効果が発揮されるとの認識を示している。

さて、今後の金融政策運営については、上述の通り、消費者物価が前年比 2% の物価安定目標の達成を見通せる状況にはないことから、今後も一段の追加緩和があるとの観測は今なお根強い。一方で、7月の金融政策決定会合後に、次回9月の会合でこれまでの緩和策の総括的検証を行う方針が示されたことから、それが示唆する今後の政策運営を巡って市場の憶測が交錯し、イールドカーブ全体が大きく上昇している。

さて、総括的検証の意味するものについてであるが、基本的には黒田総裁や岩田副総裁らが述べたように、2%の物価安定目標を早期達成するために何が必要か、という観点からの検証であるとみるのが



順当だが、これまでの緩和策をどう評価するかがポイントの一つになる。しかし、マイナス金利政策の導入を決定して以降、日銀は必要な場合には「量」・「質」・「金利」の3つの次元で追加策を講じると明言し続けてきた手前、現行の緩和策は有効との前向きな評価をする可能性は高いだろう。実際、15年5月に公表された「量的・質的金融緩和」:2年間の効果の検証(日銀レビュー2015-J-8)というレポートでは、量的・質的金融緩和は実質金利を▲1%ポイント弱押下げ、経済・物価は事前に想定したメカニズムに沿った動きを示している、と評価している。今回の総括的検証においても、各方面からの評判が悪いマイナス金利政策をあえて前向



きに評価することで、先行きマイナス金利政策を強化していくための布石を打つ可能性があるだろう。

なお、先行き、マイナス金利を深掘りしていくにあたっては、いくつかの問題点を解決する必要もある。例えば、相性の悪さが指摘される

マネタリー・ベース目標を存続し続けるべきか、先行き増加が想定される民間部門の現金需要にどう対処すべきか、さらにはマイナス金利政策によってフラット化したイールドカーブが金融機関の収益・経営や金融仲介機能などに与える影響をどうみるか、などが挙げられる。9月の総括的検証でこれらの問題点にすべて道筋をつけることは困難であろうが、これを機にいよいよマイナス金利の深掘りが着手されていくと思われる。

金融市場：現状・見通し・注目点

ブレグジット決定直後、内外金融市場は大きく動揺し、円高・株安・金利低下が進行した。しかし、その後は米国経済指標の堅調さやブレグジットを巡る不安感の緩和などで、米国株式市場が活況となるなどリスクオンの流れが出始めている。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」の下、日銀は毎月11兆円台のペース（＝年間の国債市中消化額（16年度当初ベースで152兆円）に迫る規模）での国債買入れを行っていることもあり、長期金利は低下傾向をたどっている。加えて、日銀がマイナス金利政策の導入を決定して以降、金利水準は低下傾向をたどっており、長期金利の指標である新発10年物国債利回りは2月中旬にマイナス圏に突入、7月上旬には一時▲0.3%まで低下した。その後も7月末の金融政

策決定会合を控えて追加緩和の可能性を織り込む動きが続いたが、追加緩和の内容が「質」の拡充を柱とするものであり、かつ9月会合で実施を明言した「総括的検証」の意味するところを巡って市場の憶測を呼び、8月に入り長期金利は▲0.10～▲0.05%あたりまで水準を高めた。

先行きについては、大型経済対策で国債が追加発行されるとはいえ、日銀による強力な金融緩和策は当面継続されるほか、日銀総裁らが「総括的検証」は緩和と縮小につながらないと言及したこと、さらに年内は国内経済・物価の低調さが続く見込みであることから、長期金利は再び低下圧力を強めていくと予想する。

② 株式市場

6月初旬にかけて、米国の早期利上げ観測を背景に円安傾向が強まったことが好感され、日経平均株価は一旦17,000円を回復した。しかし、その直後の5月の米雇用統計が弱い内容だったことに加え、英国民投票を控えてリスクオフが強まったことから、株価は調整色を強めた。ブレグジット決定直後には一時4ヶ月ぶりの15,000円割れの年初来安値（ザラ場ベース）を更新する場面もあったが、7月中旬以降は米国経済の堅調さや大型経済



対策などへの期待から、再び株価は持ち直しを見せた。過去最高値を更新する米国の株価指数やETF買入れ額の倍増を決定した日銀の追加緩和を好感し、株価は17,000円近くまで戻す場面もあったが、円高懸念も根強く、その後は頭打ち気味の展開となっている。

世界経済の下振れリスクが根強い中、今後とも円高圧力に晒される場面も想定され、業績見通しの下方修正が意識されると思われる。そのため、一本調子での上昇は見込みがたく、しばらくは上値が重い展開が続くとみる。ただし、米利上げが意識され円高圧力から多少なりとも解放され、かつ経済対策の効果が浸み出してくれば持ち直し基調が強まるだろう。

③ 外国為替市場

15年を通じて概ね1ドル＝120円前後で推移してきた対ドルレートであったが、16年入り直後に世界経済の失速懸念が意識され、為替レートには円高圧力がかかり始めた。その後、その失速懸念は後退したが、同時に米国の利上げペースも緩慢なものに下方修正されたことから、円高圧力はなかなか払拭できずにいる。6月にはブレグジットの可能性が意識される中で円高が進行、ブレグジットが決定

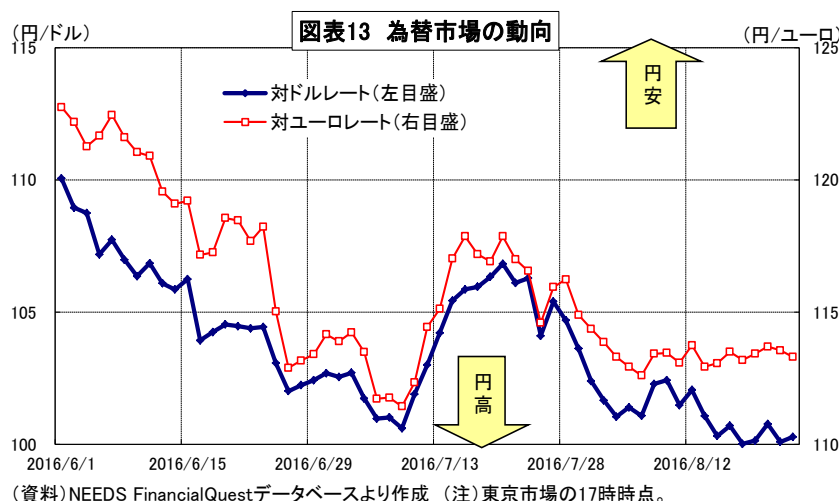
した直後には一時2年7ヶ月ぶりに100円台を割り込んだ。その後、6月の米雇用統計が良好な内容となり、かつ政府の大型経済対策や日銀の追加緩和（特にマイナス金利の深掘り）に対する期待感が強まる中、為替レートは一旦100円台後半まで円安方向に戻した。しかし、日銀の追加緩和発表後には、その内容が失望を生み、再び円高圧力が高まったほか、期待外れの米経済指標の発表を受けて、米国の早期利上げ観測が後退したから、8月中旬以降は100円前後で推移している。

国内では依然として追加緩和策への期待が根強い一方、米国は非常に緩やかとはいえ利上げする方向にあるなど、日米の金融政策は方向性が真逆であり、それ自体は円安要因であるといえる。なお、世界経済の下振れリスクは後退したとはいえ、消滅したわけではなく、リスクオフに振れる場面では円高圧力が再び高まるだろう。ただし、米国内で利上げが現実味を帯びれば円安が多少は進行するものとみられる。

また、対ユーロレートでも年初来、円高が進行した。6月にはブレグジットが意識されて英ポンドが急落、それにつられてユーロ安も進行し、国民投票後には

一時的ながらも110円台を3年半ぶりに割った。その後は対ドルレートと同様、円安方向に一旦戻ったが、直近は再び110円台前半で推移しているが、しばらくは円高圧力が強い状況が続くだろう。

(16.8.24 現在)



情勢判断

米国経済金融

依然残る 9 月利上げ実施の可能性

趙 玉亮

要旨

総じて良好な経済ファンダメンタルズが確認されるなか、9 月利上げの可能性は依然残ると見ている。市場での早期利上げ観測はあまり高まっていないとは言え、7 月の FOMC 議事要旨からは利上げ時期について、FOMC 内で意見が分かれていることが判明している。今後の注目点は、イエレン議長の講演内容や、雇用や物価などの経済指標である。

4～6 月期は低成長となったが、7～9 月は加速へ

16 年 4～6 月期の実質 GDP（速報値）は前期比年率 1.2%と、3 四半期連続で 1%前後の低成長となった。内訳をみると、設備投資の弱い動きが続いており、在庫投資の減少が大きかった。また、住宅投資も僅かとは言え減少した。一方で、成長を力強くけん引したのは個人消費であり、前期比 4.2%増と 14 年 10～12 月以来の高水準となった。

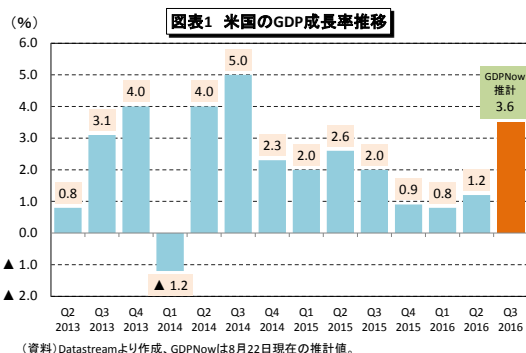
このように、16 年前半（1～6 月期）の成長率は 0.9%と、潜在成長率（米議会予算局推計では 1.8%）の半分程度となるなど、米国経済の低成長懸念が高まっている。ただし、雇用と個人消費の良好な循環が確認されているほか、足元で経済指標の多くは堅調に推移しており、アトランタ連銀が公表する GDPNow による 7

～9 月期の成長率は 3.6%（22 日現在）と加速に転じるとの予想もあり、低成長は一時的だったと見られる。

総じて良好な経済ファンダメンタルズ

7 月分の経済指標を確認してみると、雇用については、失業率は 4.9%と前月から変わらなかった。非農業部門雇用者数は前月比 25.5 万人増で、弱かった 5 月分も含めた直近 3 ヶ月間の平均は同 19 万人増と堅調な水準をキープしていると言える。また、賃金は前年比 2.6%と、上昇率も高まり始めている。

消費者センチメント（ミシガン大学消費者信頼感）は 90.4 と前月より改善を示しているが、ブ렉ジット（英国の EU 離脱）などによる国際金融市場の混乱が沈静化したことや低金利環境の継続などがその背景にある。個人消費の約 3 割をカバーする小売売上高は、7 月分は弱含んでおり、自動車を除くと前月比▲0.3%となった。一方で、住宅着工と販売は高水準が続いている。前述したように、4～6 月期の住宅投資は減速となったものの、金利が大きく低下したことを受け、住宅ローンが急増したこともあり、年後半に



は住宅投資の持ち直しが期待できる。

企業活動については、一進一退である。経営者マインドを示す製造業と非製造業ISM はともに低下したものの、いずれも好不調の境目である 50 を上回っている。また、鉱工業生産は前月比 0.7%増、設備稼働率は 75.9%と改善を示したほか、シェールオイルなどの原油掘削業の活動状況を示す稼働中リグ数は、最近、持ち直す傾向が見られる。4～6 月期企業決算は事前予想ほどの悪化ではなかったほか、エネルギー価格の持ち直しとドル高進行の一服を背景に、鉱業と製造業は底打ちした可能性がある。

しかし、物価についてはやや弱い動きが続いている。最近のコア消費者物価は 9 期連続で同 2.0% 以上の上昇幅となる一方、消費者物価指数は前年比 1%近傍で頭打ちとなり、エネルギー安やドル高による物価下押し圧力が依然大きいことを示している。

FOMC 内で早期利上げに意見分かれる

7 月 26～27 日にかけて開催された FOMC（連邦公開市場委員会）では、政策金利（FF 金利）を 0.25～0.50%に据え置き、5 会合連続で追加利上げを見送った。

しかし、17 日に公表された同 FOMC 議事要旨からは、FOMC 内で早期利上げを巡る意見の相違が確認できる。具体的には、国際金融市場における短期的なリスクが後退したほか、労働市場は堅調さを維持していることなどから、早期利上げを求める意見が少数派とは言えある一方、物価は伸び悩んでいることなどを理由に利上げを急ぐ必要がないとの意見もある。

結果として、同議事要旨から次の利上

げの時期明示するヒントは得られなかったものの、6 月 FOMC でのブレイクジットや労働市場の雇用増加幅の減速に対する懸念は、ほとんど払拭できたほか、「7 月会合での利上げ」を主張した参加者がジョージ・カンザスシティ連銀総裁以外にも複数いたことから、早期利上げの素地が残ると見ることができる（図表 2）。

図表 2 利上げを巡る経済と金融情勢（7月FOMC議事要旨）

利上げの考慮要因	評価・懸念
経済成長	成長加速と見込むが、設備投資と住宅投資が下振れリスクとして懸念。
労働市場	堅調さが確認されて完全雇用に達しているほか、賃金上昇の兆しを見せ始める。労働市場の逼迫で物価が予期できぬ急速な上昇リスクがある。
物価	短期的には伸び悩んでいる。中期的には2%物価目標に向け上昇すると見込む。ただし、不確実性がある。
国際経済と金融情勢	英国のEU離脱に伴う短期的なリスクが後退した。英国のEU離脱による中長期的な不確実性、欧州銀行の負債問題、中国経済と為替政策などが指摘された。

（資料）7月FOMC議事要旨に基づき、筆者が整理して作成

また、7 月の FOMC 開催以降、発表された経済指標も堅調なものが多く、それらを受けて FOMC メンバーが早期利上げを容認するようになる可能性もある。例えば、本来ハト派に属しているとされるダドリー・ニューヨーク連銀総裁が 8 月 16 日、「9 月の利上げはありうる」、「市場は早期利上げの可能性を過小評価している」などタカ派的な姿勢を滲ませた発言をしており、注意する必要がある。

今後の注目点

次回 9 月 FOMC（20～21 日開催予定）を控え、市場では様子見の姿勢が強まっている。注目材料として、ジャクソンホールでのイエレン議長の講演（26 日）内容のほか、9 月 FOMC 開催までに発表される雇用や物価関連指標、7 月 FOMC で懸念を示していた住宅や企業の動きを示す経済指標にも目を配る必要がある。

（16.8.22 現在）

英国の国民投票後の欧州経済を巡る注意点

～通貨ポンドや英国の住宅価格、ユーロ圏の政治情勢など～

山口 勝義

要旨

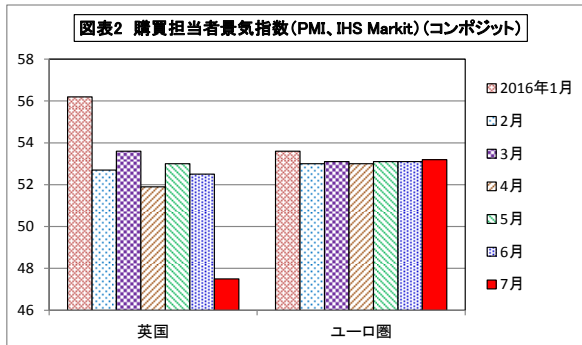
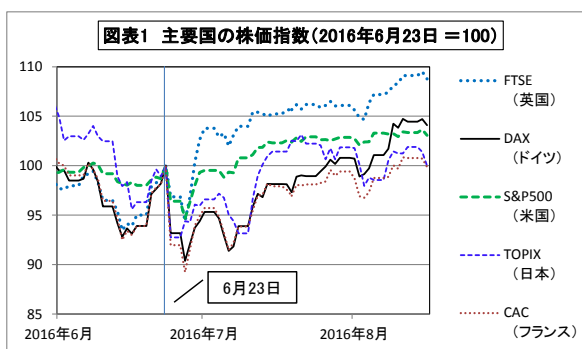
英国の国民投票後の欧州経済を巡っては、英国では通貨や住宅価格の推移に、またユーロ圏では特に政治情勢に注意が必要になっている。加えて、難民の動向、ひいては地政学的リスク、グローバリゼーションによる影響など、広範な要素に目を向ける必要がある。

はじめに

英国が欧州連合（EU）からの離脱を選じた6月23日の国民投票を受け主要国の株式市場は急落したものの、その後は一転して回復に転じている（図表1）。また、経済情勢についても、7月調査の購買担当者景気指数（PMI）が英国では急落した一方でユーロ圏では横ばいとなるなど、負の影響の伝播に対しては一定の歯止めが示された形である（図表2）。

こうした動きの背景には、想定外の結果となった国民投票直後の過大なショックが鎮静化したこと、英国で7月13日にはメイ新首相が就任し政治空白が大幅に短縮されたこと、その後、独仏との首脳会談が波乱なく終了したことなどで同首相に対する市場の信任が一応確保されたこと、イングランド銀行（BOE）や欧州中央銀行（ECB）による追加金融緩和への期待感が強まっていること、などが働いているものと考えられる。実際にBOEは8月4日には7年5ヶ月ぶりとなる政策金利の引下げのほか量的緩和の再開などの包括的な対策を決定し、さらにカーニー総裁は必要であれば追加的な措置を講じる方針を示している。

しかしながら、欧州が現在の金融市場や経済情勢の落ち着きに、今後も安住で



（資料）それぞれ、Bloomberg のデータから農中総研作成

きとは限らない。英国の EU 離脱に伴う影響の程度は EU やその他の諸国との間で行われる新たな通商関係などに関する中期間にわたる交渉の内容に大きく依存するほか、他方では、より早期にリスクが顕在化し諸情勢の急変が迫られる可能性も存在しているからである。

このため、こうした落ち着きのなかでこそ、特に足元で諸情勢の急変をもたらす可能性のあるリスクを中心にその所在を洗い出し、それを巡る動向に注意を払うことが重要であると考えられる。

英国における足元でのリスクの所在

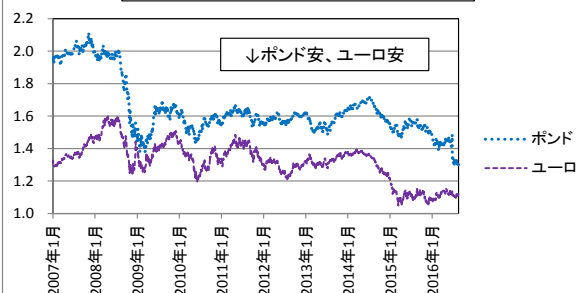
英国の輸出額の約 40%を占める EU との新たな通商関係や金融センターであるロンドンの将来などを含め、EU 離脱後の英国の先行きには大きな不透明感が生じている。これを受け、英国内では企業投資や家計消費の手控え感が高まることが見込まれているが、こうした一般的な懸念点に加え、英国情勢を巡っては目先、注意を要する事項が存在している。

その第一は、国民投票後に対米ドルで一時約 13%の急落となった通貨ポンドがさらに下落する可能性である（図表 3）。BOE による追加緩和への期待に加え、対 GDP 比で 4%を超える経常収支赤字のもと先行きの不透明感の高まりなどにより海外からの資金流入が滞ることで、通貨安が一層進行する可能性がある（図表 4）。これは輸入物価の上昇に直結し、折から底打ち感のある原油価格ともども消費者物価を上昇させる要因となり、これまで EU 内でも特に堅調であった家計消費の腰折れと、金融政策の機動性の低下に繋がる懸念がある（図表 5）（注 1）。

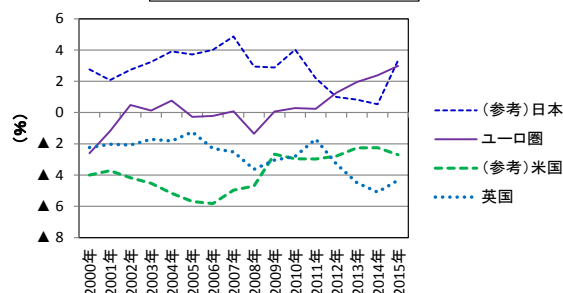
さらに、家計消費の腰折れについては、住宅価格の下落がその要因となる可能性がある。英国では近年、住宅価格の急速な上昇が家計消費を支える主要因として働いてきたものとみられている（図表 6）。国民投票直後には資金流出の集中で複数の不動産ファンドの解約停止も生じたが、投資の減速により住宅価格が下落に転じ、センチメントの悪化などを通じて家計消費の縮小をもたらす可能性がある。

このようなリスクの高まりを回避するためには、何よりも、メイ政権が海外からの投資を促進する対策などを含め、英国経済の競争力向上を図る政策の全体像

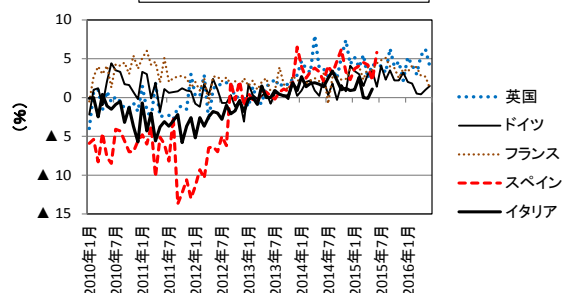
図表3 英ポンド、ユーロの対米ドルレート



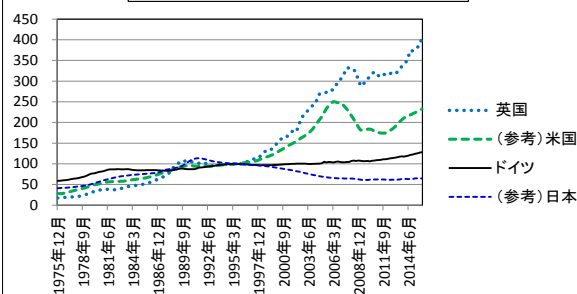
図表4 経常収支(対GDP比率)



図表5 小売売上高(前年同月比)



図表6 住宅価格(名目)(1995年=100)



（資料）図表 3 は Bloomberg の、図表 4 は IMF の、図表 5 は Bloomberg(元データは Eurostat) の、図表 6 は BIS の、各データから農中総研作成

を具体的に明らかにすることが重要である。今後、メイ政権の指導力に疑念が生じ英国の先行きについての不透明感が強まる場合には、こうしたリスクが顕在化する可能性が高まるものと考えられる。

ユーロ圏への影響の伝播の可能性

ユーロ圏に目を転じれば、もともと英国に対する輸出のシェアは10%程度と限定的である。このため、今後、英国との自由な貿易関係が制限されたとしても、ここから受ける影響の度合いは限られることなどから、ユーロ圏での投資や消費の手控え感に英国内に比べれば相対的に小さいものに留まることが考えられる。しかしながら、前記のリスクの顕在化で英国経済が大きく縮小する場合などには、ユーロ圏においても相応の影響を被ることが避けられないものとみられる。

しかし、ユーロ圏で懸念されるのは、むしろ政治情勢を通じた影響の拡大である。今後の英国との交渉経緯などによっては、EUからの離脱を標榜するポピュリスト政党への各国の国民の支持がさらに高まる可能性がある。当面、5月の大統領選挙で極右政党に属する大統領が誕生する瀬戸際にまで至ったオーストリアでは10月にそのやり直しの選挙が行われ、6月の地方選挙でEUからの離脱を主張する「五つ星運動」の躍進が見られたイタリアでは、10月～12月にレンツィ首相の辞任がかかる議会制度改革についての国民投票が予定されている。また17年には、オランダ、フランス、ドイツで総選挙や大統領選挙が続くことになる(図表7)。こうしたなか、ポピュリスト政党の躍進でEU離脱の気運が高まる以前にも、様々な政治面の不透明感の強まりが経済活動の手控え感を促す可能性が懸念点である。

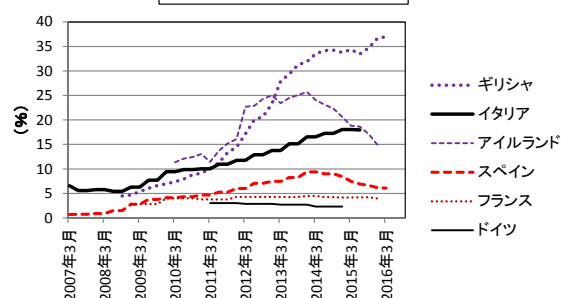
なかでもイタリアでは、政治リスクの他にも経済の停滞や銀行の財務問題を含む三重苦に見舞われている。イタリアの銀行は、高い不良債権比率に、英国の国民投票後の市場波乱や経済の先行き不透明

図表7 当面の主要な選挙日程

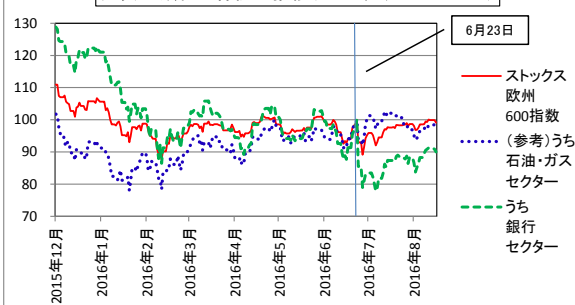
2016年	10月2日	オーストリア	大統領選挙(やり直し)
	10月～12月 (11月27日か?)	イタリア	国民投票 (議会制度改革)
2017年	3月	オランダ	総選挙
	4月23日および5月7日	フランス	大統領選挙
	9月	ドイツ	総選挙

(資料) 各種報道から農中総研作成

図表8 銀行の不良債権比率



図表9 銀行の株価の推移(2016年6月23日=100)



(資料) 図表8はDatastream(元データはIMF)の、図表9はBloombergの、各データから農中総研作成

明感の強まりの中で銀行の株価が下落したことも加わり、資本増強などが喫緊の課題として浮上している(図表8、9)。その取扱いによっては個人投資家が損失を強いられ、これが政治情勢に影響を与える可能性もあることから、イタリア情勢が当面の最大の注目材料となっている。

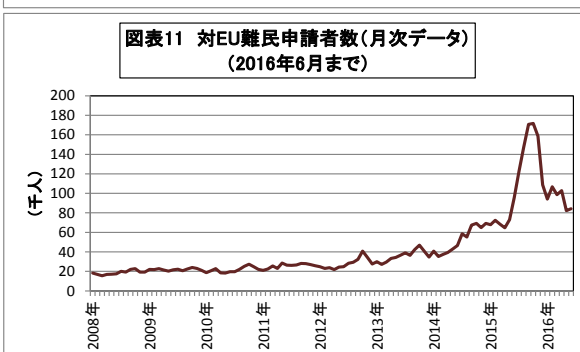
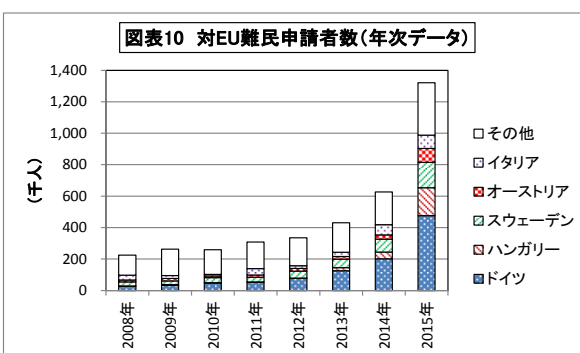
このようにユーロ圏では、政治リスクが財政危機時の周辺国・小国のみならずコア国・大国にも拡大し、潜在的な影響の度合いを強めつつある点に注意が必要となっている。また、主要国の選挙の前後には英国のEU離脱交渉の進捗が停滞し、この結果、先行きの不透明感が強まることでユーロ圏の経済情勢に好ましくない影響を与える可能性も想定される。

おわりに

今回の英国国民による EU 離脱の選択の背景には、国家主権の EU への譲渡に対する抵抗や、所得や雇用を圧迫する難民などの流入増加に対する反発が働いていた。このうち難民の動向は、折から欧州が政治の季節に入るなか、英国に限らず政治情勢を左右する当面の重要な材料である。なかでも、15 年にはそれ以前に比べ急増した EU に対する難民申請者数は、月次ベースでは 15 年 10 月にピークをつけた後、冬場にはいったん減少に転じているが、これが今後どのように推移するかには注意が必要となっている（図表 10、11）。

この点では、EU への最大規模の難民の流入経路である東地中海ルートについて、無秩序な流入防止を図るため EU がトルコとの間で 16 年 3 月に合意した非正規難民の送還策の帰趨が、注目点である。これはトルコからギリシャへの密航者をトルコ側へ送り返す措置であるが、その後、一応の成果が認められている^(注2)。しかし、トルコでは特に 7 月 15 日のクーデター失敗後にエルドアン大統領による強権的な政治が強まり、人権の擁護や言論の自由を重視する EU との溝が拡大している。EU 側は合意の見返りとしたトルコ国民の EU 渡航の際のビザ免除措置の導入を留保する一方で、エルドアン大統領は合意自体を破棄する可能性を警告しており、この枠組みは破綻の瀬戸際に置かれている。

しかし、今回、国民投票で焦点となった所得や雇用などへの圧迫の底流では、難民などの集中的な流入のみならず、グローバル化の進行の影響が働いている。近年、欧州ではグローバル化から利益を享受できる層とできない層の二極分化が進み、後者に属する低熟練労働者などの



(資料) それぞれ、Eurostat のデータから農中総研作成
不満が蓄積されている。しかも、金融政策や財政政策の政策余力は限られるうえ、そもそも潜在成長率は低下し、欧州は全体のパイを拡大させる経済成長にも期待が持てない困難な状況に直面している。

以上のように、英国の国民投票後の欧州経済を巡っては、英国では通貨や住宅価格の推移に、またユーロ圏では特に政治情勢に注意が必要になっている。加えて、これらには難民の動向、ひいては地政学的リスクや、グローバル化による影響の下での貧富の格差の拡大など広範な要素が関わっており、それらに対し広く目を向ける必要が生じている。

(16. 8. 23 現在)

(注1) 英国では、既にユーロ圏に比べ消費者物価上昇率の回復が見られている(16 年 7 月)。

英国: 全項目+0.6%、コア+1.3%(ONS)

ユーロ圏: 全項目+0.2%、コア+0.9%(Eurostat)

(注2) Financial Times(16 年 8 月 10 日)“Turkey rejects EU demands on terror laws”によれば、16 年 3 月の合意以前のトルコからギリシャへの密航船による難民流入者数は 1 日当たり平均 1,740 人であったが、これが 16 年 6 月には 48 人にまで減少している。

民間投資の鈍化が続く中国経済

～7～9 月期の成長率が再び減速する可能性も～

王 雷 軒

要旨

7 月の経済指標は総じて悪化したことで、下げ止まっていた中国経済は再び減速に転じつつあると見られる。投資の鈍化はその主因であろう。政府はすでに民間投資の増加を促す政策を打ち出したが、その効果の現れには時間がかかるため、7～9 月期の成長率は再び 6.7%を下回る可能性もある。

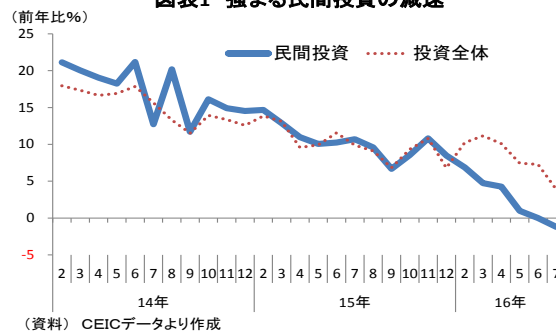
投資の減速に伴う成長下押しが続く

16 年 4～6 月期の実質 GDP 成長率は前年比 6.7%と 1～3 月期（同 6.7%）から横ばいで、1 年ぶりに成長鈍化が止まった。しかし、7 月分の主要な経済指標が 6 月に比べて軒並み悪化したことなどから、足元の景気は再び減速に転じつつあると判断される。この状態が続けば、7～9 月期の成長率は 6.7%を下回る可能性もある。

景気を下押しした主因は民間投資の鈍化である。投資全体は 16 年初めにインフラ投資の増加を受けて持ち直しの動きが出ていたものの、その後は投資全体の 6 割を占める民間投資の鈍化が強まったことで大きく減速してきた。15 年前半まで二桁台で増加してきた投資全体は 7 月に前年比 3.9%と急減速してしまった。とりわけ、民間投資の低迷は目立っており、7 月に前年割れになっている（図表 1）。

投資（設備投資・不動産開発投資・インフラ投資）を分野別で見ると、製造業の設備投資（投資全体の 3 割）は 7 月に前年比 1.6%と 6 月から小幅持ち直したものの、依然低水準である。国務院（日

図表1 強まる民間投資の減速



本の内閣に相当)は民間投資の増加を促す政策を打ち出したため、設備投資の落ち込みに歯止めがかかるとの期待もあるが、その効果の出現には時間がかかると思っている。また、不動産開発投資（投資全体の 2 割）も鈍化基調が強まっている。先行きも中小都市の住宅在庫がいまだに解消されておらず、低い水準で推移する可能性が高いと思われる。

さらには、景気を下支えていたインフラ投資（全体の 2 割程度）も足元ではやや息切れ感がある。先行きは水利施設、高速鉄道整備の加速が予想されるため、拡大基調で推移すると見ている。ただし、インフラ投資だけでは製造業の設備投資の低迷と不動産開発投資の弱まりをカバーできず、投資全体の低調さはしばらく続くだろう。

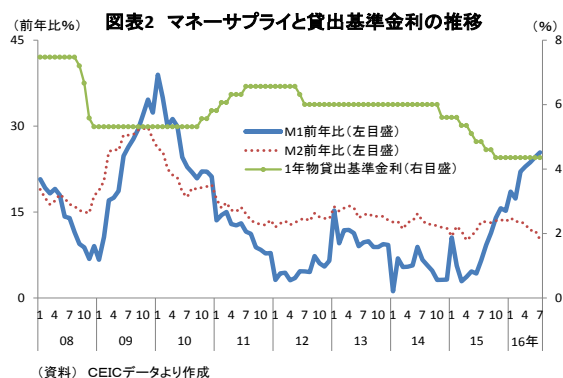
こうした中、7月下旬に開かれた共産党中央政治局の会議では、10月の6中全会開催が決まったほか、16年下半期の経済運営についても以下の内容が発表された。

①総需要の適度な拡大を強調し、積極的財政政策、穏健（中立的）な金融政策を継続すること、②企業減税・経営費用の引き下げを着実に実施すること、③与信構造を改善し、実体経済の発展を支援すること、④金融リスクを事前防止および軽減すること、⑤過剰生産能力の削減や住宅在庫の解消という5つの重点任務を全面的に実行すること、⑥民間投資を奨励し、企業のミクロ環境を改善することなどが決まった。

このように、7月に入って共産党、そして国務院も相次いで経済情勢関連の会議を開き、改めて16年の成長目標の達成の必要性を強調した。年後半にかけては構造調整を進めながらも、追加金融緩和のほか、財政支出のさらなる拡大を通じて景気を下支えていくと見られる。そのため、景気的大幅減速は想定されず、6%台後半の成長を維持することは可能であろう。ただし、これらの財政金融政策の効果の現れには時間がかかるため、景気減速がしばらく続く可能性は高いと思われる。

マネーサプライの動きには要注意

前述したように、投資が大幅に減速してきたこともあり、企業や地方政府の手元に流動性が積み上がり始めている。マネーサプライM1（現金通貨+要求払預金）とM2（M1+定期預金等）との異なる動きが鮮明になっている（図表2）。7月のM2は前年比10.2%と比較的安定的に推移しているが、M1は15年10月以来上昇傾向



が顕著であり、7月には同25.4%にも達した。その結果、M1とM2の乖離が拡大しており、中国は流動性の罠に陥っていると主張するエコノミストも見られる。

これに対して、中国人民銀行（中央銀行）は、①金融緩和に伴う金利低下を受けて企業が流動性の高い資産を保有することの機会費用が低下していること、②とりわけ大都市を中心に不動産取引が活発となっていることを受けて、不動産開発会社や建築業関連の会社は流動性の高い資産を保有する意欲が高いこと、③地方政府が借り換え債の発行で得られた資金を債務返済のため手元に残していること、④株式市場への投資などを受けて企業などの手持ち資金が昨年同期間は少なかったことが現在のM1の増勢をもたらしたこと、という4つの特殊要因から発生した一時的な現象であり、流動性の罠には陥っていないと説明している。

中国には金融緩和によって名目金利をさらに低下させる余地もあることなどから、流動性の罠には陥っていないと考えている。しかし、少なくとも民間企業の投資が大幅に鈍化していることから、金融緩和の効果が相対的に薄れていることは言えるだろう。今後、安定成長を維持するためにも、構造調整を進めながら、財政出動の一層の拡大などによって総需要の適度な創出が必要であろう。

(16.8.23 現在)



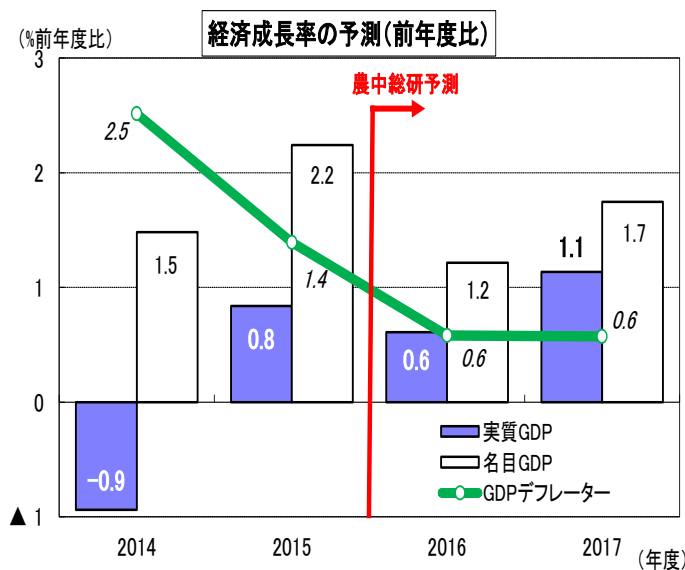
2016～17年度改訂経済見通し

家計の所得環境の持続的な改善が消費持ち直しを後押し

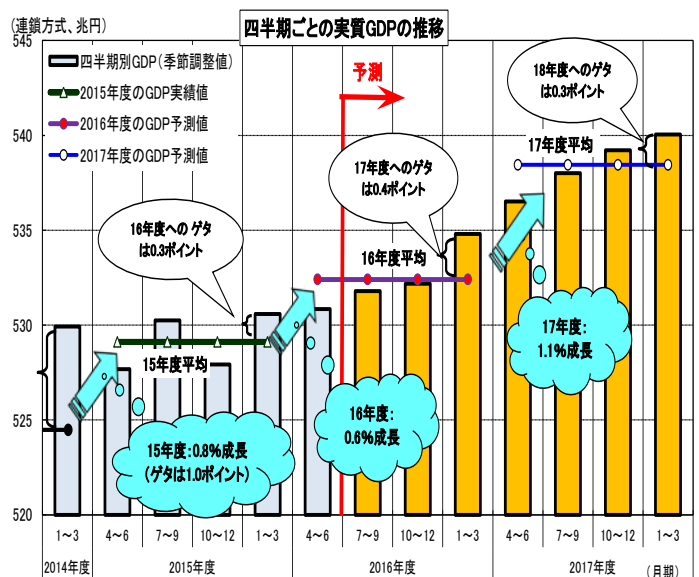
～2016年度:0.6%、17年度:1.1%～

2014年4月の消費税増税後、国内景気は足踏み状態が続いているが、持ち直しの兆しも窺える。4～6月期の経済成長率は僅かなプラス成長にとどまったが、閏年効果で高めの成長だった1～3月期と均せば1%成長のペースに戻った。ただし、円高進行などで輸出や設備投資が悪化するなど、中期的に下押し圧力として働く可能性もある。しかし、鈍いながらも家計所得は改善しつつあり、雇用環境も良好なため、民間消費の持ち直しが始まる素地ができている。大型経済対策の効果が出てくる17年入り後には成長率がやや高まると予想される。

一方、2月から「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」を導入した日本銀行は、7月にも「質」の拡充を柱とする追加緩和を決定した。9月にはこれまでの緩和策の「総括的な検証」をする予定だが、その意味するところを巡って市場の憶測を呼び、長期金利はマイナス幅を大きく縮小させた。しかし、日銀は2%の物価安定目標を早期達成するために必要なものは何かを主眼にするためのものとしており、今後とも「金利」の深掘りを含む追加緩和を行う可能性は高いだろう。長期金利には再び低下圧力が強まるものと予想される。



(資料)内閣府「四半期別GDP速報」より農中総研作成・予測

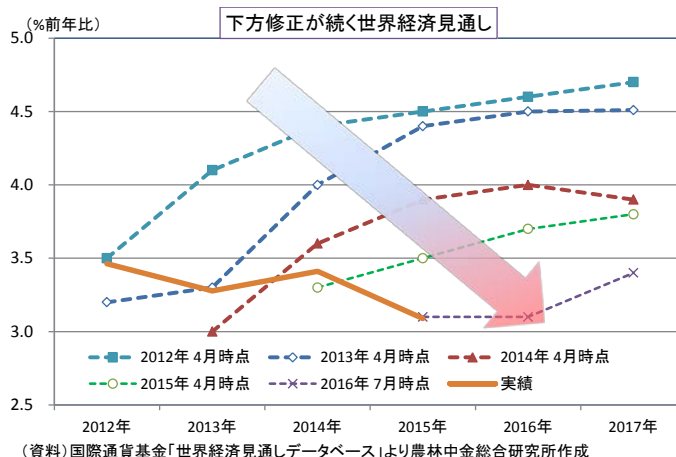


(資料)内閣府「GDP速報」より作成 (注)2016年4～6月期まで実績、それ以降は当総研予測

1. 景気の現状:

(1) 依然として下振れリスクが意識される内外経済

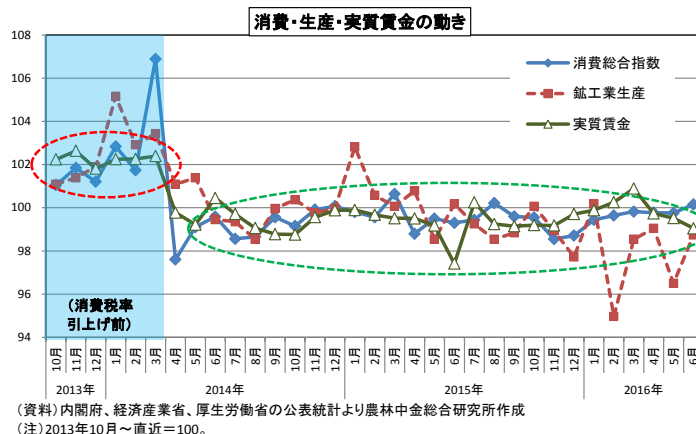
6月下旬には、英国でEU(欧州連合)残留・離脱を問う国民投票が実施され、結果はEU離脱(ブレグジット)という結果となり、世界経済には新たなリスクが浮上した。直後の金融資本市場ではリスク回避的な行動が一気に強まるなど、動揺が見られたが、主要国の政策当局が万全の態勢で臨んだことや、辞意を表明したキャメロン英首相の後継が予想外のスピードで決定したこともあり、混乱はひとまず回避されている。しかし、17年以降に開始が想定されるEUとの離脱交渉は難航も予想されており、欧州経済に対する警戒感は強い。



また、米国の追加利上げ時期を巡っては、主要経済指標の発表のたびに市場が一喜一憂する状況が続いている。当初、FOMC(米連邦公開市場委員会)のボードメンバーらが年間100bpと想定していた利上げペースは大きくスローダウンしており、それ自体は新興国からの資金還流や債務問題への懸念を遠ざけたが、それは同時に足元の米国の経済成長や物価上昇が過去の拡張期と比べて低水準にとどまっていることの裏返しでもある点には留意が必要だ。中国経済もまた、鉄鋼・石炭産業での過剰生産能力の解消に注力しており、下振れリスクが付きまとう。このように、世界経済には牽引役が不在であり、低成長リスクは払拭されていない。

国内に目を転じて、連立与党の勝利となった7月の参院選は表面的にはアベノミクス継続が支持された結果といえるが、アベノミクスはすでに効力が切れているとの評価も決して少なくない。アベノミクスは「名目3%、実質2%」の経済成長、2%の物価上昇率を目指してきたが、その実現に向けた経路をたどっていたのは14年4月の消費税増税前後までの1年半弱である。消費税増税によって大きく落ち込んだ民間消費は、その後もなかなか持ち直しが見られていない。また、企業部門、特に輸出製造業では、円安が大きく進行したおかげで業績は大きく改善したものの、海外需要の鈍さから輸出数量はあまり反応せず、稼働率が高まらない状況に陥った。そうした影響もあり、企業は賃上げに慎重な姿勢を続けており、「企業から家計へ」の所得還流はなかなか強まりを見せず、それが消費の持ち直しを抑制するなど、期待する好循環は見えづらい状況にある。

こうした内外需の不振は、景況感や需給バランスにも悪影響を及ぼしつつある。日銀短観(6月調査)によれば、大企業製造業の業況判断DIこそ前回3月時点(6)と変わらなかったが、全規模・全産業ベースでは悪化が続いており、先行きも悪化見通しであった。想定為替レートは3月時点からだいぶ円高方向へ修正されたものの、現状よりもまだ10円ほど円安



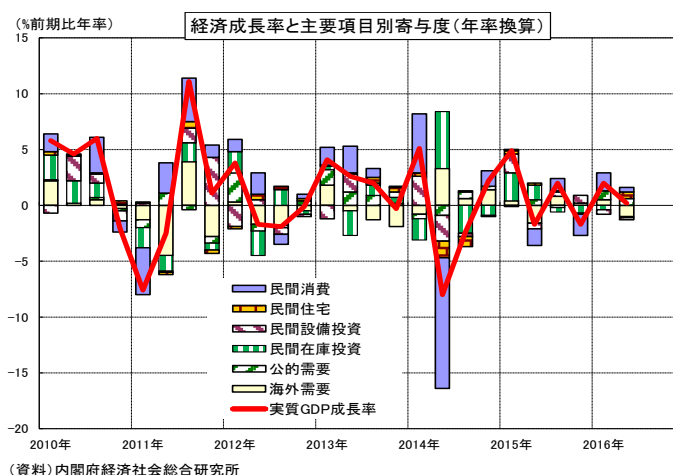
水準(16年度:111.41円)で、先行きも業績の下方修正が続く可能性がある。また、設備投資の底堅さの根拠とされてきた設備不足感も解消、全体では過剰気味となったほか、雇用不足感も弱まっている。

政府・日本銀行とも景気判断は一貫して「緩やかな回復」との認識ではあるが、景気動向指数・一致CIによる景気判断は15年5月以降「足踏み」が続いているほか、企業・家計の景況感も悪化傾向となっている。こうした中、デフレからの完全脱却に向けて成長のモメンタムをもう一度取り戻すために、政府は事業規模28.1兆円に上る経済対策を取りまとめ、日本銀行もETF買入れ額を倍増することを柱とする追加緩和策を決定した。

(2)4～6月期は辛うじて2四半期連続でプラス成長

8月15日に公表された4～6月期のGDP第1次速報によれば、実質成長率は前期比年率0.2%と、閏年効果によって高めの成長率を記録した1～3月期(同2.0%)からは大きく鈍化したものの、辛うじて2四半期連続のプラスとなった。

ただし、民間消費は2四半期連続のプラスとなるなど、閏年効果が剥落した割には底堅さも見られる内容だった。大きく落ち込んだ15年10～12月期からは年率1.7%のペースでの増加している計算になるなど、持ち直しの兆しも見え始めている。加えて、マイナス金利政策の導入によって一段と低下した住宅ローン金利や当初17年4月に予定していた消費税率10%への引上げを控えた駆け込み需要などから、民間住宅が大きく増加したほか、15年度補正予算や熊本地震の災害復旧などから公的需要も堅調に推移した。一方、海外経済の回復力の鈍さや円高進行の影響もあり、輸出や設備投資は軟調だった。



また、一国のホームメイドインフレ(≡価格転嫁の度合い)を表すGDPデフレーターは前年比0.8%と10四半期連続でのプラスだったが、15年7～9月期(同1.8%)をピークに3四半期連続で鈍化した。デフレ脱却の判断指標として注目される単位労働コストは前年比1.4%と3四半期連続のプラスだった。

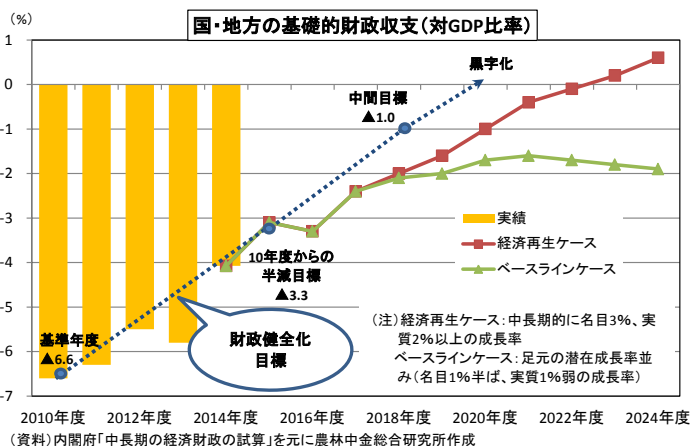
2. 予測の前提条件:

(1) 当面の経済・財政政策運営

6月1日、安倍首相は懸案だった17年4月に予定していた消費税率10%への引上げ(「酒類」と「外食」を除いた飲食料品のほか、定期購読の契約をした週2回以上発行される新聞などには8%の軽減税率を適用)について、19年10月までさらに2年半先送りすることを表明した。安倍首相は14年11月に当時15年10月に予定していた再増税を1年半先送りする判断を下した際、「再び延期することはない」と断言したが、その後も実質GDPや民間消費には持ち直しが見られず、成長のモメンタムが失われた状況に陥っている。もちろん、これだけ民間消費が低調であることを踏まえれば、増税後の落ち込みも14年4月と異なり、限定的である可能性もないわけではないが、アベノミクスの目的は「デフレ脱却」と「成長促進」であることを踏まえれば、今回の判断もやむを得ないものであったといえる。

なお、同時に安倍首相は、デフレからの脱却速度を最大限まで引き上げるために「総合的かつ大胆な経済対策」を講じることを表明し、8月2日には事業規模28.1兆円にも上る「未来への投資を実現する経済対策」が閣議決定された。このうち、国・地方の歳出規模は7.5兆円程度である。政府は9月に召集予定の臨時国会に総額4.5兆円と想定される第2次補正予算案を提出する方針である。

このように、増税先送りや追加財政支出などが決定されたことにより、20年度に基礎的財政収支(PB)を黒字化するという財政健全化目標の達成が一段と危うくなった、との指摘も多い。そもそも、内閣府では、アベノミクスが奏功して中長期的に実質2%、名目3%以上の成長率、2%近傍で安定的な消費者物価上昇率(消費税率引上げの影響を除く)を達成しても20年度のPBは大きな赤字が残るとの試算結果を公表し続けている(7月に公表した「中長期の経済財政に関する試算」では、▲5.5兆円程度(対GDP比率で▲1.0%程度)の赤字としている)。なお、今回の試算では、17年4月の消費税増税を見込んでいた1月時点と比べて1兆円の赤字縮小となっているが、それは高齢化等を除く歳出の増加率が賃金・物価上昇率の半分程度と想定したためである(1月時点では物価上昇率並みと想定)。このように、政府は画一的な削減目標や消費税増税に依存せず、「見える化」や「ワイズ・スペンディング」などの工夫で、地道に、だが着実に、財政構造改革に取り組む姿勢を強めていることも確かである。とはいえ、いずれ財政健全化目標の再検討が迫られる可能性もあるだろう。



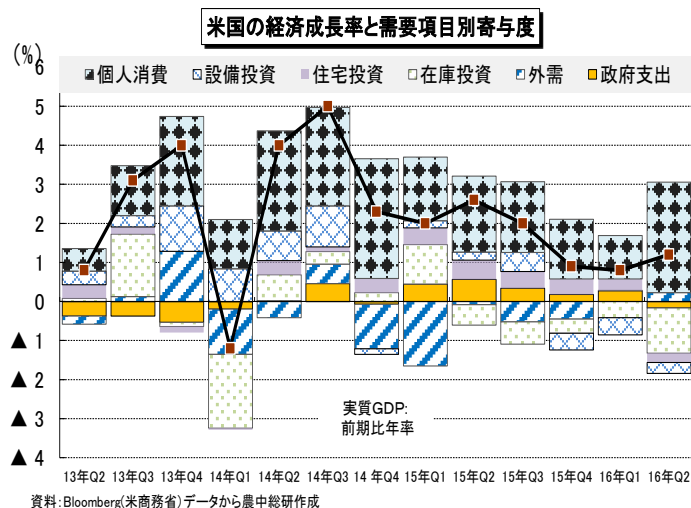
最後に、概算要求の作業中である17年度一般会計予算は、「経済財政運営と改革の基本方針2016」、「経済・財政再生計画」に則った編成を目指している。閣議了解された概算要求基準では、年金・医療等は0.64兆円の自然増を容認しつつも合理化・効率化に最大限取り組む、義務的経費は16年度並み、裁量的経費は1割削減するが、そのうちの3割は「新しい日本のための優先課題推進枠」として要望を行うことができることとしている。

(2) 世界経済の見通し

原油価格の一段の下落などとともに、16年初頭に強く意識された世界経済の失速懸念は、その後の原油価格が持ち直しに転じたことや危機を未然に防ぐために主要国が政策総動員することで合意できたこと、米国の利上げペースが事前の予想より大幅に緩和されたことなどもあり、大きく後退した。しかし、過去10数年にわたって世界経済を牽引し、プレゼンスを高めた新興・資源国経済は依然として低調な状態が続いている。さらに、6月にはブレグジットという新たな世界経済のリスクが浮上した。

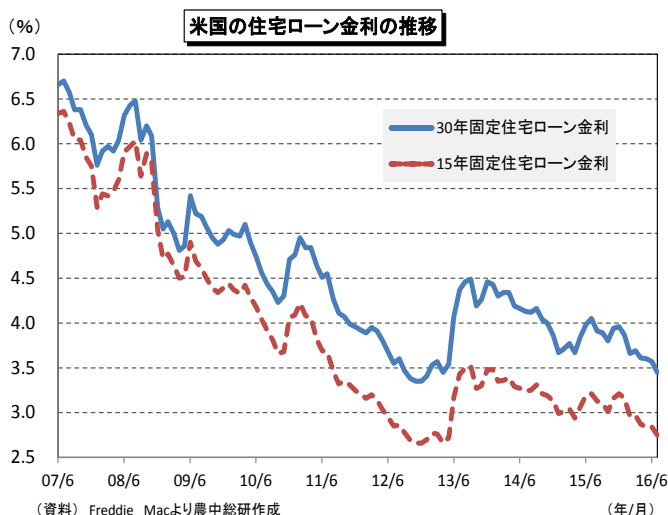
① 米国経済

16年4～6月期の実質GDP成長率(速報値)は前期比年率1.2%と、1～3月期(同0.8%)からは持ち直したものの、3四半期連続で1.5%以下にとどまっており、成長率の低さが鮮明となっている。内訳をみると、堅調な雇用を背景に個人消費は年初の弱さから持ち直しており、成長を牽引している。それに対し、エネルギー安やドル高基調を背景に、設備投資の減少が継続している。また、在庫投資も大きく減少したことに加え、住宅投資も予想外にマイナス寄与になった。



しかしながら、16年後半の米国経済については、基本的に内需が主導する形での経済成長が続くとするこれまでの見方を踏襲する。5月には雇用増加ペースが一旦鈍化したものの、6、7月と大幅に回復、非農業部門雇用者数は平均19万人/月のペースで増加しており、労働市場は堅調さを維持している。また、所得の増加や家計状況の改善を背景に、消費者センチメントも高水準を保って推移している。こうしたことから、個人消費は引き続き経済全体を支えていくと予想する。

また、最近頭打ち気味で推移する住宅市場にもプラスの材料が増えている。歴史的な低水準となった住宅ローン金利の下で、住宅ローンは急増している。こうしたなか、今後の住宅販売と着工は高水準で推移する可能性が高く、16年後半に住宅投資は再び増加に転じると期待できる。この低金利環境は個人消費の拡大や、企業の設備投資マインドの改善につながるとも考えられる。



なお、原油安やドル高基調といった逆風に晒されているものの、最近発表された企業決算は事前予想ほどの悪化は見られていない。製造業・非製造業とも経営者マインドが改善していることに加え、鉱工業生産や設備稼働率も底打ちの兆しも出ている。設備投資は今しばらく停滞するが、さらなる落ち込みは回避されると予想する。

このように、米国経済は「個人消費や住宅投資は堅調」、「設備投資と純輸出は低調」との構図が継続しているものの、設備投資や純輸出のマイナス寄与は先行き縮小する可

性が高く、16年後半には成長が加速すると予想する。以上から、16年後半のGDP成長率は前期比2.5%(前回見通し1.8%から上方修正)、16年を通じて前年比1.6%(前回見通しから変更なし)、17年は同2.2%と前回見通し(2.3%)から僅かに下方修正した。

また、金融政策については、利上げの時期とそのペースが引き続き注目されている。ブレグジットによる国際金融市場の混乱は落ち着きを取り戻すなど、国際金融面での短期的なリスクは後退した。労働市場は総じて堅調さを維持しており、完全雇用に近いとされる水準に達しており、賃金上昇率も高まりをみせる一方で、物価上昇率は伸び悩んでいる。そのため、2%の物価目標に向けて上昇率が高まることへの確信も揺らぎ始めており、米連邦準備制度(FRB)が想定する年内2回利上げという見通しと市場の見方にズレが生じている。もちろん、今後発表される雇用・インフレ関連の経済指標次第では、早ければ9月にも追加利上げが行われる可能性があるほか、年末までにもう1回(年内2回)の利上げも完全には否定できない。ただし、市場では12月に利上げ(年内1回)するというものがコンセンサスであるほか、イタリア国民投票や米国大統領選の前後は避けるべき(年内見送り)との見方もある。16年後半にかけて、金融政策への思惑を巡って市場動向にも影響が及ぶ可能性がある。なお、今回の経済見通しにおいては、9月に0.25%の追加利上げを決定(年内1回)すると予想した。

最後に、当面の経済の下振れリスクとして、以下の3点を指摘しておきたい。まず、国際経済や金融市場の混乱である。例えば、イタリアの国民投票、中国経済の減速リスク、資源安の下で中南米諸国の経済危機などが挙げられる。こうした不安要因による世界経済ないし国際金融市場の混乱リスクに留意する必要がある。次に、景気拡張期が長期化し、完全雇用に近い状況となっているため、予想以上のペースで賃金・物価が上昇し始めることになれば、米国経済がリセッションに突入するリスクもある。最後にドル高進行についてである。利上げ観測の高まりに伴ってドル高が再び進行する可能性もあるが、それは設備投資や輸出に対して再び下押し圧力を加えかねない。

2016～17年 米国経済見通し (16年8月改定)

		単位	2015年	2016年		2017年			
			通期 実績	通期 予想	上半期 (1～6月) 予想	下半期 (7～12月) 予想	通期 予想	上半期 (1～6月) 予想	下半期 (7～12月) 予想
実質GDP		%	2.6	1.6	0.9	2.5	2.2	2.4	1.8
	個人消費	%	3.2	2.7	2.4	3.1	2.5	2.2	2.2
	設備投資	%	2.1	▲ 1.3	▲ 3.1	▲ 0.3	2.7	3.3	4.8
	住宅投資	%	11.7	6.2	5.0	2.3	5.8	6.5	8.0
	在庫投資	寄与度	0.2	▲ 0.3	▲ 1.2	0.8	0.2	0.5	▲ 0.2
	純輸出	寄与度	▲ 0.7	▲ 0.2	▲ 0.1	▲ 0.3	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 1.0
	輸出等	%	0.1	▲ 0.4	▲ 0.7	1.1	1.0	0.9	0.9
	輸入等	%	4.6	0.7	▲ 0.2	1.9	2.0	1.2	3.7
	政府支出	%	1.8	0.8	0.8	▲ 0.5	▲ 0.2	▲ 0.1	▲ 0.2
参考	PCEデフレーター	%	1.1	1.2	1.0	1.5	1.7	1.6	1.8
	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	0.50～0.75	0.25～0.50	0.50～0.75	1.00～1.25	0.75～1.00	1.00～1.25
	10年国債利回り	%	2.1	2.0	1.5	1.8	2.0	1.8	2.2
	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. 予想策定時点は2016年8月4日(16年4～6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

② 欧州経済

ユーロ圏では、16 年 4～6 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 0.6%から減速した。経済規模の大きい 4 ヶ国ではそれぞれ成長率が低下したが、なかでも、フランスとイタリアがゼロ成長にまで減速した点が注目される。

ユーロ圏の主要な経済指標を確認すれば、まず、これまで経済成長の主要な要因であった個人消費に頭打ちの気配が現れている。6 月の小売売上高は

前月比で横ばいとなり、前年同月比についても 1.6%の増加にとどまっている。また、同月の鉱工業生産指数は前月比で 0.6%の上昇、前年同月比は 0.4%の上昇となったものの、最近では力強さに欠ける動きとなっている。このほか 6 月の失業率は 10.1%であり、改善傾向が続いているとはいえその足取りは引き続き緩慢であるほか、7 月の消費者物価上昇率(速報値)は全項目で前年同月比 0.2%の上昇となりプラス圏を維持したものの、エネルギー、食品、酒、タバコを除くコアも同 0.9%の上昇であり、依然として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、6 月の小売売上高は前月比で 0.1%の減少となった。また、同月の製造業受注指数は前月比で 0.4%の、前年同月比で 3.1%の各低下となった。一方で、同月の鉱工業生産指数は前月比で 0.8%、前年同月比で 0.5%の各上昇であったものの、ひとところに比べ頭の重い推移となっている。また、同月の輸出額は前月比で 0.3%の増加にとどまったが、これは前年同月比では 0.7%の減少であり、同様に力強さに欠ける動きが現れている。

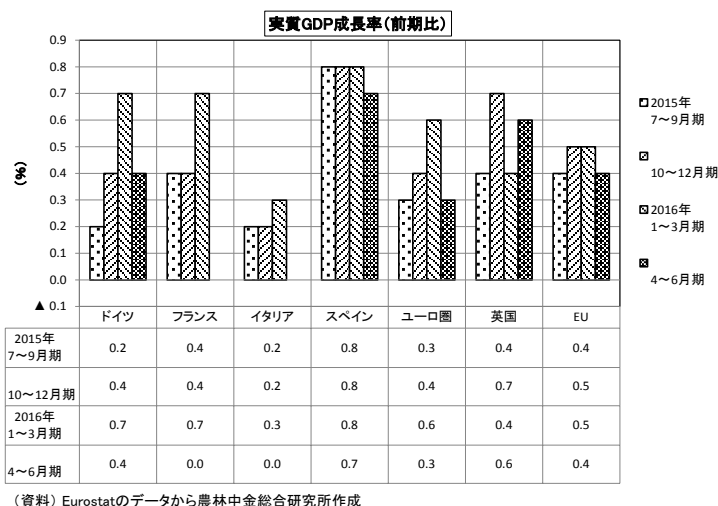
ユーロ圏では財政危機以前の過熱期に南欧諸国を中心に上昇した企業や家計の債務比率はその改善の途上にあることで、一連の金融緩和にもかかわらず企業の投資は盛り上がり欠け、労働生産性は全般に伸び悩みの状態にある。これに加え、最近では個人消費の頭打ちの兆しも現れており、今後、当面の間はユーロ圏では経済成長の加速は期待しづらい状況にある。さらに、6 月 23 日の英国の国民投票ではブレグジットを選択したことで、今後は先行きの不透明感から企業投資や家計消費の手控え感が強まり、経済成長の重荷となる懸念が生じている。このような情勢のもと、欧州中央銀行(ECB)による資産買入れ(QE)期限の延長などの、追加緩和の可能性が強まっている。

③ 中国経済

16 年 4～6 月期の実質 GDP 成長率は前年同期比 6.7%と、1～3 月期(同 6.7%)と変わらずと、1 年ぶりに成長鈍化が止まった。その結果、16 年上半期の成長率は 6.7%と政府が掲げている 16 年の成長目標である「前年比 6.5%～7.0%」の範囲に収まった。

ネット販売や自動車販売の好調さが続いたことを受けて個人消費は堅調に推移したほか、政府主導のインフラ投資も引き続き大幅に伸びたことが成長下支えにつながった。一方、過剰な生産能力の解消などを受けて民間企業の設備投資が大幅に鈍化したほか、輸出の低調さも続いている。

このように減速は一旦止まったものの、再び成長率を高めていくような材料は見当たらず、16 年後半にかけては下振れ圧力が依然強い状態が続くと見られる。7 月には民間投資や



鉱工業生産が鈍化するなど、足元の景気下振れ圧力は依然強いことが明らかになった。そのため、7～9月期の成長率は6.6%と小幅ながら再び減速すると予測する。

しかし、習近平政権が示した16～20年の平均成長率の下限は6.5%であることなどから、成長率がさらに減速する可能性は低いと思われる。財政金融政策の発動などを通じて10～12月期の成長率は6.8%と小幅ながら高まると予測する。そのため、16年通年では6.7%の成長率を達成すると予測する。ただし、鉄鋼・石炭の生産量を減らすなど経済構造の調整を進めている手前、古い構造の温存につながりかねない大規模な経済対策は打ち出せないことから、15年(同6.9%)から成長率は減速すると思われる。

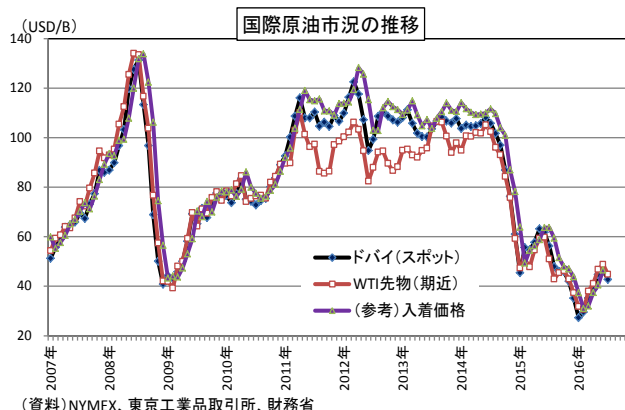
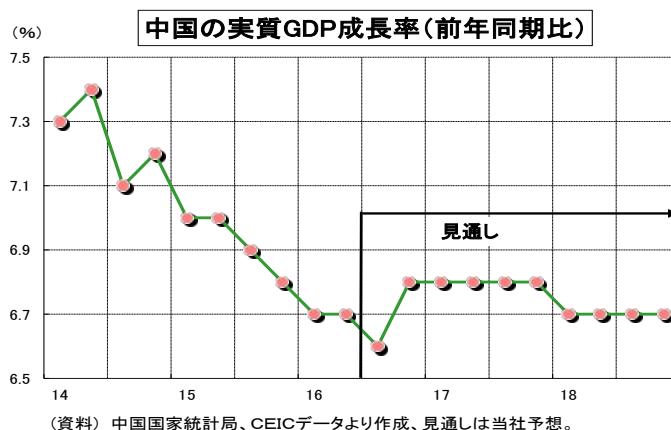
このような構造調整を進めるなか、中国経済は当面「L字型」の成長経路をたどると予想される。前述のように16年中にボトムを迎えた後、17年秋頃に開かれる予定の第19回共産党大会を控え、17年は経済成長率が6.8%と小幅ながら一旦高まると考えられる。しかし、経済構造の調整圧力が強いこともあり、18年には再び小幅減速すると予想する。

今後、短期的に注目したいのは、民間投資の動き、そして年内にも想定される米国の追加利上げを契機に中国からの資本流出が加速するかという点である。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には必要不可欠なものであり、どこまで成果が上がるか注視する必要がある。

④ 輸入原油価格の見通し

年初に再び大幅下落し、世界経済の失速懸念を高めた原油価格は、2月中旬以降持ち直しに転じ、6月には一時50ドル/バレル台を回復した。その背景には、ナイジェリアやカナダなどでの生産障害やインド・中国などからの需要の底堅さが挙げられる。こうした動きは世界経済の下振れリスクを後退させたものの、その後はドライブシーズンを迎える米国でのガソリン需要の鈍さや過剰在庫の存在から弱含む動きもあり、一旦40ドルを割り込む場面もあった。8月に入るとベネズエラ、エクアドル、クウェートなどの複数のOPEC(石油輸出国機構)加盟国がロシアなど非加盟国と増産凍結に向けた協議を再開することを検討していることが伝わり、再び持ち直す動きとなっている。IEA(国際エネルギー機関)によれば、北米産のシェールオイル減産などにより、16年後半に向けて原油市場は需給均衡に向かっていているとしている。なお、17年についてはOPECの生産量が16年並みであれば供給不足になるが、イラン・イラクの増産やリビア・ナイジェリアなどでの生産障害が解消されれば、供給過剰が続くとしている。ただし、価格が一定水準まで上昇すれば、北米地域でのシェールオイル生産が再開されるため、一本調子で価格が上昇する可能性は薄い。

以上を踏まえ、国内への原油入着価格(CIFベース)は緩やかに上昇傾向をたどるとみるが、16年度平均は1バレル40ドル台半ば、17年度平均は50ドル台前半と想定した。





2016～17年度 日本経済見通し

	単位	2014年度 (実績)	15年度 (実績)	16年度 (予測)	17年度 (予測)
名目GDP	%	1.5	2.2	1.2	1.7
実質GDP	%	▲ 0.9	0.8	0.6	1.1
民間需要	%	▲ 1.9	0.8	0.5	1.1
民間最終消費支出	%	▲ 2.9	▲ 0.2	0.7	1.0
民間住宅	%	▲ 11.7	2.4	4.3	▲ 1.9
民間企業設備	%	0.1	2.1	0.1	1.7
民間在庫品増加(寄与度)	ポイント	0.6	0.3	▲ 0.2	0.0
公的需要	%	▲ 0.3	0.7	1.7	1.6
政府最終消費支出	%	0.1	1.6	1.5	0.8
公的固定資本形成	%	▲ 2.6	▲ 2.7	2.0	5.6
輸出	%	7.9	0.4	▲ 1.8	0.3
輸入	%	3.4	▲ 0.0	▲ 0.4	1.6
国内需要寄与度	ポイント	▲ 1.6	0.7	0.9	1.3
民間需要寄与度	ポイント	▲ 1.5	0.6	0.4	0.9
公的需要寄与度	ポイント	▲ 0.1	0.2	0.5	0.4
海外需要寄与度	ポイント	0.6	0.1	▲ 0.2	▲ 0.2
GDPデフレーター(前年比)	%	2.5	1.4	0.6	0.6
国内企業物価 (前年比)	%	2.8	▲ 3.2	▲ 3.0	0.5
全国消費者物価 (") (消費税増税要因を除く)	%	2.9 (0.9)	▲ 0.0 (▲ 0.1)	▲ 0.1	0.8
完全失業率	%	3.6	3.3	3.1	2.9
鉱工業生産 (前年比)	%	▲ 0.5	▲ 1.0	0.9	3.4
経常収支	兆円	8.7	17.7	19.7	21.1
名目GDP比率	%	1.8	3.5	3.9	4.1
為替レート	円/ドル	109.9	120.1	105.2	106.3
無担保コールレート(O/N)	%	0.07	0.03	▲ 0.13	▲ 0.20
新発10年物国債利回り	%	0.48	0.29	▲ 0.19	▲ 0.25
通関輸入原油価格	ドル/バレル	90.6	49.4	45.4	51.3

(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)

(→予測)

	単位	2015年				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
名目GDP	%	2.0	0.0	0.6	▲ 0.3	0.8	0.2	0.2	0.2	0.6	0.6	0.4	0.3	0.2
実質GDP	%	1.2	▲ 0.4	0.5	▲ 0.4	0.5	0.0	0.2	0.1	0.5	0.3	0.3	0.2	0.2
(年率換算)	%	4.9	▲ 1.7	2.0	▲ 1.7	2.0	0.2	0.7	0.3	2.0	1.3	1.1	0.9	0.6
民間需要	%	1.5	▲ 0.2	0.4	▲ 0.6	0.2	0.2	0.3	0.1	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
民間最終消費支出	%	0.1	▲ 0.7	0.5	▲ 0.8	0.7	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
民間住宅	%	2.6	1.7	1.1	▲ 0.5	▲ 0.1	5.0	0.9	▲ 2.0	▲ 1.0	▲ 0.5	0.0	0.1	0.2
民間企業設備	%	3.0	▲ 0.9	0.7	1.2	▲ 0.7	▲ 0.4	0.3	▲ 0.2	0.7	0.4	0.5	0.6	0.6
民間在庫品増加(寄与度)	%pt	0.6	0.3	▲ 0.1	▲ 0.2	▲ 0.1	▲ 0.0	▲ 0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
公的需要	%	▲ 0.1	0.5	▲ 0.1	0.0	0.8	0.6	0.3	0.1	1.0	0.7	0.3	▲ 0.1	▲ 0.5
政府最終消費支出	%	0.3	0.3	0.2	0.8	0.9	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
公的固定資本形成	%	▲ 1.5	1.2	▲ 1.9	▲ 3.3	0.1	2.3	0.5	▲ 0.5	5.0	3.0	1.0	▲ 1.5	▲ 4.0
輸出	%	1.7	▲ 4.2	2.6	▲ 0.9	0.1	▲ 1.5	▲ 0.5	▲ 0.2	0.1	0.1	0.2	0.3	0.4
輸入	%	1.1	▲ 1.8	1.2	▲ 1.1	▲ 0.5	▲ 0.1	0.2	0.2	0.4	0.5	0.5	0.4	0.3
国内需要寄与度	%pt	1.1	▲ 0.0	0.3	▲ 0.5	0.4	0.3	0.3	0.1	0.5	0.4	0.3	0.2	0.1
民間需要寄与度	%pt	1.1	▲ 0.1	0.3	▲ 0.5	0.2	0.2	0.2	0.1	0.3	0.2	0.2	0.2	0.3
公的需要寄与度	%pt	▲ 0.0	0.1	▲ 0.0	0.0	0.2	0.1	0.1	0.0	0.2	0.2	0.1	▲ 0.0	▲ 0.1
海外需要寄与度	%pt	0.1	▲ 0.4	0.2	0.1	0.1	▲ 0.3	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.0	▲ 0.0	0.0
GDPデフレーター(前年比)	%	3.2	1.4	1.8	1.5	0.9	0.8	0.6	0.6	0.5	0.4	0.7	0.6	0.6
国内企業物価 (前年比)	%	0.4	▲ 2.2	▲ 3.7	▲ 3.7	▲ 3.4	▲ 4.3	▲ 3.7	▲ 2.5	▲ 1.2	▲ 0.2	0.5	0.7	1.0
全国消費者物価 (") (消費税増税要因を除く)	%	2.3 (0.3)	0.2 (0.1)	▲ 0.2	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.4	▲ 0.2	▲ 0.0	0.4	0.6	0.7	0.8	1.0
完全失業率	%	3.5	3.4	3.4	3.3	3.2	3.2	3.1	3.0	3.0	2.9	2.9	2.8	2.8
鉱工業生産 (前期比)	%	1.1	▲ 1.3	▲ 1.0	0.1	▲ 1.0	0.2	2.1	0.3	1.2	1.0	0.4	0.3	1.2
経常収支(季節調整値)	兆円	3.6	4.0	4.0	4.8	5.0	4.7	4.9	5.0	5.1	5.2	5.2	5.3	5.4
名目GDP比率	%	2.9	3.2	3.2	3.8	4.0	3.7	3.9	3.9	4.0	4.1	4.0	4.1	4.2
為替レート	円/ドル	119.1	121.4	122.2	121.5	115.5	108.2	102.5	105.0	105.0	105.0	105.0	107.5	107.5
無担保コールレート(O/N)	%	0.07	0.07	0.07	0.08	0.03	▲ 0.05	▲ 0.10	▲ 0.10	▲ 0.13	▲ 0.15	▲ 0.18	▲ 0.20	▲ 0.20
新発10年物国債利回り	%	0.34	0.40	0.40	0.31	0.05	▲ 0.12	▲ 0.18	▲ 0.20	▲ 0.25	▲ 0.25	▲ 0.25	▲ 0.25	▲ 0.25
通関輸入原油価格	ドル/バレル	55.9	59.7	58.3	46.2	33.6	41.5	45.0	45.0	50.0	50.0	50.0	52.5	52.5

(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。

3. 2016～17年度の日本経済・物価見通し:

(1) 経済見通し ～ 鈍いながらもようやく始まる消費持ち直し

5月時点の経済見通しまでは、17年4月に消費税率10%への引上げを実施するという前提条件の下、「16年度下期にかけて多少なりとも駆け込み需要が強まるが、17年度上期にはその反動減で景気停滞に陥る」という景気シナリオを提示していた。しかし、消費税増税を19年10月まで再延期するとともに、16年度下期から17年度にかけて公共事業を柱とする経済対策を実施することが決定されたことから、前回6月に公表した経済見通しでは景気シナリオを大幅に変更している。それによれば、「消費税増税の先送り自体には景気刺激効果はなく、また経済対策の効果は早くとも17年入り後と想定されるため、しばらく景気回復感の乏しい展開が続く。17年度に入れば、財政政策の効果によって成長率は高まるとともに、労働需給が次第に引き締まりを見せるなか、家計の所得環境の改善も継続し、消費の持ち直しが徐々に本格化する」というものである。

今回の見通し改定に当たって、6月の経済見通しで提示した基本的なシナリオを変更する必要はないと判断しているが、今後の経済情勢を展望するうえで重要ないくつかの点について検討してみたい。

まず、16年入り後の2度にわたる追加金融緩和にもかかわらず、円高圧力が解消していない点は十分考慮する必要があるだろう。この円高は、軟調な動きを続ける内外の経済情勢と相まって、企業業績を悪化させつつあり、円高進行は日本経済にとって重荷となる可能性が高い。参考までに、内閣府経済社会総合研究所「短期日本経済マクロ計量モデル(2015年版)」に基づく乗数分析を紹介すると、為替レートが円安方向に10%動いた場合、実質GDPは初年度に0.08%、次年度に0.44%の押し上げ効果が、民間消費デフレーターには初年度0.16%、次年度0.22%の押し上げ効果が出るとされている。円高・円安の効果が対称的であると想定すれば、この半年で15円程度の円高(=10%超の円高)が進んでいることを踏まえれば、景気・物価に対する下押し効果が先行き時間差を伴って出てくると思われる。

次に、事業規模28.1兆円の経済対策についてである。このうち、財政措置は13.5兆円とされているが、財政投融资が6兆円程度含まれており、国・地方の歳出増加は7.5兆円程度である。さらに国費は6.2兆円であり、うち16年度の一般会計で4.0兆円追加、ゼロ国債で0.1兆円追加、17年度以降に0.3兆円追加、となる模様だ。内閣府は、これらによるGDP押し上げ効果は1.3%としているが、公共事業を担う建設業界は人手不足・資材値上がりなどに直面していることもあり、効果が一部目減りする可能性もあるほか、震災復興や五輪特需に関連する受注残もそれなりに水準が高いことから、経済対策の効果が出るまでに通常よりも時間がかかる可能性がある。また、過当競争に加えてマイナス金利政策の導入で、体力が徐々に奪われている金融機関にとっては、財政投融资の積極活用がさらに経営環境を圧迫するリスクもあり、期待される効果が出るとは限らない。前年度剰余金が少なく、税収上振れも期待できないなどの財源面の制約により、最も重要な「民間消費の底上げ」によって呼び水となるような有効な手立ては不十分との印象は否めない。17年入り後には公共投資が盛り上がりを見せ、成長率が一定程度押し上げられると思われるが、全体への波及効果はそれほど大きくはないだろう。

また、改善が続く労働市場と賃上げ動向も注目材料である。官製春闘とも称されてきたアベノミクス下での春季賃金交渉では、長年見送られてきたベースアップ(ベア)が復活するなど、一定の成果があったものの、世界経済の先行き懸念の高まりや円高が再び進行する中、16年の春季賃金交渉は、民間平均で前年比2.14%と、15年(同2.38%)を下回る妥結結果であった。さらに、最近ではエネルギー価格下落による実質購買力の改善も続いて

いる。毎月勤労統計によれば、6月の現金給与総額は前年比1.3%、実質賃金は同1.8%と、上昇率が高まっている。最近の賃金所得の増加の多くは賞与など「特別に支払われた給与」によるものではあるが、時間当たりの賃金水準も上昇傾向にあることから、総労働時間が下げ止まり、増加に転じてくれば、家計所得は増加傾向を強めることになる。

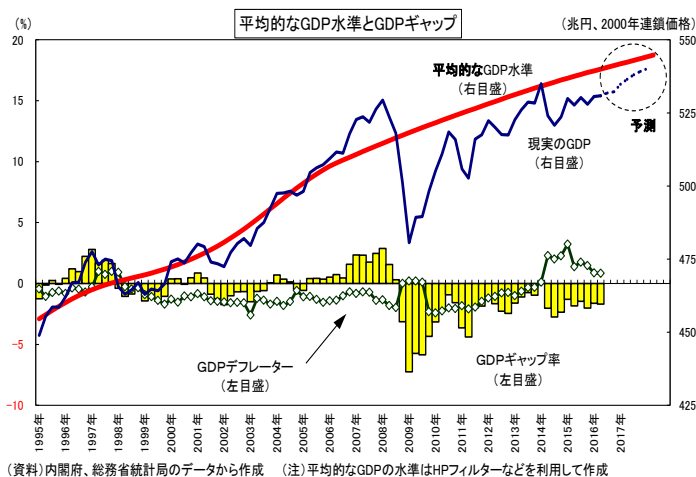
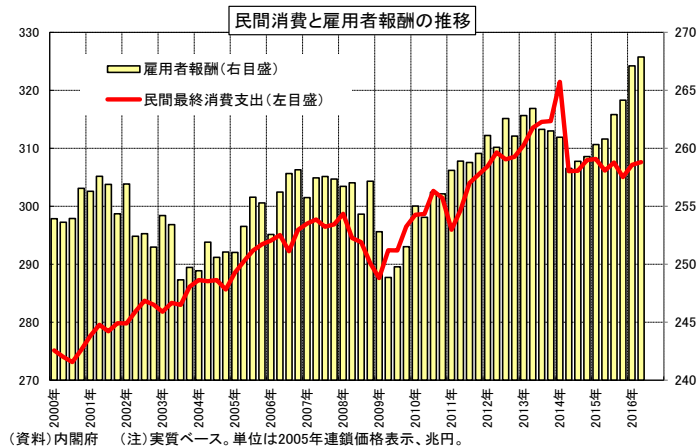
また、国内の労働市場は人口要因による供給制約が着実に強まっている。アベノミクス始動時と比べ、雇用者数は230万人増加し、失業者数は70万人も減少している。労働力調査の詳細集計では、4～6月期の非労働力人口4,401万人のうち、適当な仕事がありそうもないと回答する就業希望者が109万人存在していることになっているが、団塊世代が70歳を迎えるなか、労働供給の余力が乏しくなっているのは確かである。とはいえ、依然として正規従業員の求人は多くないのが現状であり、労働需給逼迫が賃上げ加速につながり、それが消費や物価上昇の改善につながるにはもう少し時間が必要であろう。

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7～9月期については、15年実績よりも弱いとはいえ、夏季賞与が着実に増加（経団連調べ：大手企業で前年比1.46%）していることや西日本を中心とした猛暑、さらにはエネルギー価格の下落による実質購買力の改善などもあり、消費には持ち直しの動きが継続するものと思われる。また、住宅投資も金利低下の影響で増勢が続くほか、16年前半は慎重化した企業設備投資も改善に向かうだろう。一方、円高定着やそれに伴うインバウンド需要の一服などで輸出は弱含みが継続し、外需寄与度はマイナスとなるだろう。この結果、7～9月期は、前期比0.2%、同年率0.7%と、力強さはないが、3四半期連続のプラス成長と予想する。

年度下期についても、円高定着や低成長が続く世界経済情勢の下、輸出の改善が見込めない状況は続くが、実質賃金の上昇が消費持ち直しを促すこと、金利低下の影響を受けた住宅投資や設備投資の増加もあり、プラス成長を維持するだろう。さらに17年入り後には公共事業など公的需要が成長押上げに貢献することが見込まれる。

その結果、16年度の実質成長率は0.6%、名目成長率は1.2%、GDPデフレーターは前年度比0.6%（前回6月時点の予測はそれぞれ0.6%、1.2%、同0.5%で、デフレーターを下方修正した以外は変更なし）と予測した。年度末には失業率は3%前後と22年ぶりの水準まで低下するなど、労働需給は徐々に引き締まっていく。

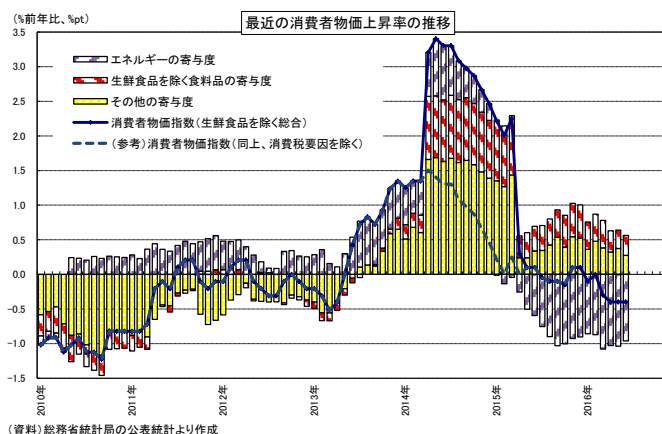
17年度についても、前半は経済対策に盛り込まれた公共事業が本格化するほか、所得環境の改善を背景とした民間消費の回復、さらには20年の東京五輪などを控えた設備投資需要の底堅さなどにより、緩やかな経済成長を実現するだろう。また、海外経済については、共産党大会を前にした中国政府の経済テコ入れも想定されるものの、円高定着が輸出の順調な回復を阻害するものと予想



する。この結果、17年度の実質成長率は1.1%、名目成長率は1.7%、GDPデフレーターは前年度比0.6%（前回予測はそれぞれ1.3%、2.2%、同0.8%で、概ね下方修正、下方修正の主因は円高が輸出に対して中期的に悪影響を及ぼすとしたため）と予測する。なお、失業率は引き続き低下が予想され、2%台後半で推移するだろう。

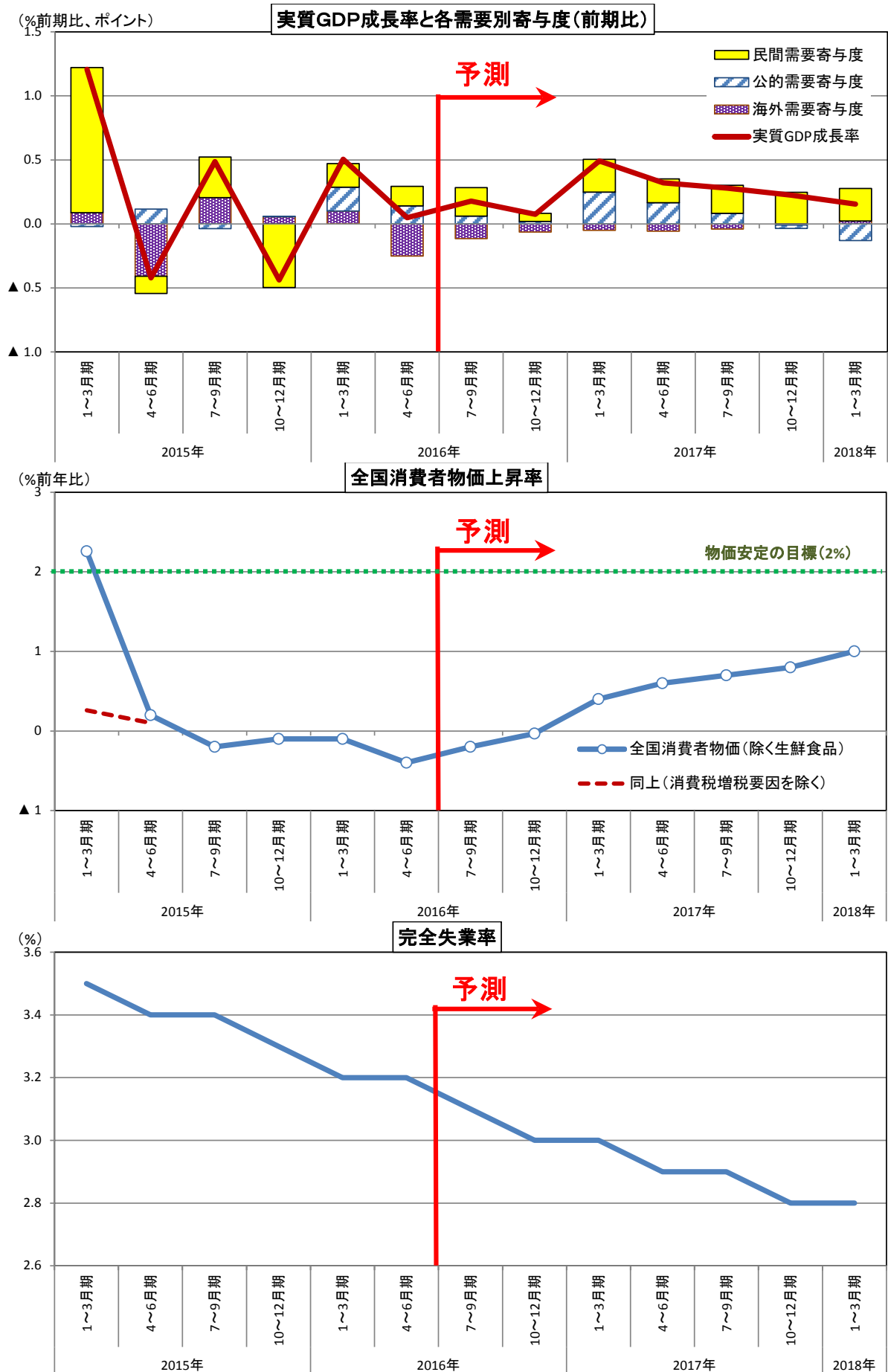
（2）物価見通し ～ 円高で鈍る物価の復元力

黒田日銀による量的・質的金融緩和の導入により、08年秋以降の歴史的な円高状態が解消したこと、さらには強力な緩和策の採用を通じて人々の予想物価上昇率に直接働きかけたことなどが奏功し、消費者物価（全国、生鮮食品を除く総合、以下同じ）は一時、前年比1%台半ばまで上昇圧力を高めたが、増税後の民間消費の弱さや14年夏以降の原油安などにより、その後は上昇率が鈍化し、15年夏にはゼロ%近傍、16年春以降は▲0.3～▲0.5%の下落と、黒田日銀総裁が就任した前後の下落率まで戻ってしまった。より需給環境を反映するとされる「食料（酒類を除く）及びエネルギーを除く総合」は同0.5%、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）」も同0.7%（いずれも6月分）と、現時点でもプラスを維持するなど、あくまで物価下落は原油安という外的要因で起きており、それらを除けば一定の上昇率を保っていることは間違いない。しかし、全般的に消費の持ち直しテンポが鈍いこと、さらには年初来進行した円高の影響が強まっており、エネルギー以外の分野についても物価上昇率が鈍化しつつあることは確かである。



先行きについては、原油価格と為替レートの動向がその趨勢を左右するとみられるが、現状の40～50ドル/バレルという原油価格で推移すれば、エネルギー要因による物価押し下げ効果は秋以降徐々に弱まっていくため、物価は日銀コアに向けて復元していくことが想定される。しかし、円高定着による物価抑制効果は逆に強まってくるとみられ、肝心の日銀コア自体が鈍化する可能性も否定できない。夏場まで全国コアは小幅ながらも前年比下落が続き、その後はプラス圏に浮上するとみられるが、上昇テンポはかなり鈍いと予想される。17年度に入れば、徐々に消費の持ち直しが進み、「物価の基調」にも前向きな動きが出ているだろうが、前年比2%程度の安定的な物価上昇と整合的な家計所得の改善が見えておらず、依然として2%を見通せる状況には至らないだろう。

以上から、**16年度の物価上昇率は前年度比▲0.1%**と、僅かに低下した15年度（同▲0.0%）に続く2年連続の下落となる。ただし、足元では水面下の物価上昇率は年末までに上昇に転じるだろう。17年度に入るとエネルギー価格の下押し圧力のかなりの部分が剥落して0%台後半まで上昇率を高める。経済成長率が徐々に高まるなど、マクロ的な需給バランスが均衡化に向かい、それが物価押し上げに貢献する半面、円高による輸入品価格の下落の影響がじわりと波及することから、その後2%に向けて加速していくことは見込めず、**17年度を通じて同0.8%にとどまる**だろう。



(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。

2016～17年度 日本経済見通し

(前期比)

	単位	2014年度 通期	2015年度 通期	2016年度			2017年度		
				通期	上半期	下半期	通期	上半期	下半期
実質GDP	%	▲ 0.9	0.8	0.6	0.4	0.5	1.1	0.7	0.6
民間需要	%	▲ 1.9	0.8	0.5	0.5	0.6	1.1	0.6	0.8
民間最終消費支出	%	▲ 2.9	▲ 0.2	0.7	0.6	0.6	1.0	0.5	0.7
民間住宅	%	▲ 11.7	2.4	4.3	5.4	▲ 1.6	▲ 1.9	▲ 1.0	0.2
民間企業設備	%	0.1	2.1	0.1	▲ 0.6	0.4	1.7	1.0	1.4
公的需要	%	▲ 0.3	0.7	1.7	1.1	0.9	1.6	1.4	▲ 0.0
政府最終消費支出	%	0.1	1.6	1.5	0.7	0.4	0.8	0.4	0.5
公的固定資本形成	%	▲ 2.6	▲ 2.7	2.0	2.6	2.5	5.6	6.0	▲ 2.5
財貨・サービスの純輸出	兆円	11.3	11.7	10.4	10.8	10.0	9.4	9.4	9.3
輸出	%	7.9	0.4	▲ 1.8	▲ 1.7	▲ 0.7	0.3	0.2	0.7
輸入	%	3.4	▲ 0.0	▲ 0.4	▲ 0.2	0.6	1.6	1.0	1.1
内需寄与度 (前期比)	%	▲ 1.6	0.7	0.9	0.6	0.5	1.3	0.8	0.4
民間需要 (")	%	▲ 1.5	0.6	0.4	0.4	0.3	0.9	0.5	0.5
公的需要 (")	%	▲ 0.1	0.2	0.5	0.3	0.2	0.4	0.3	▲ 0.0
外需寄与度 (")	%	0.6	0.1	▲ 0.2	▲ 0.3	▲ 0.1	▲ 0.2	▲ 0.1	▲ 0.0
デフレーター (前年比)	%	2.5	1.4	0.6	0.7	0.6	0.6	0.5	0.6
完全失業率	%	3.6	3.3	3.1	3.2	3.0	2.9	2.9	2.8
鉱工業生産(前期比)	%	▲ 0.5	▲ 1.0	0.9	0.7	2.0	3.4	1.8	1.1
住宅着工戸数(年率換算)	万戸	88.1	92.1	97.0	100.3	93.8	91.9	91.5	92.3
経常収支	兆円	8.7	17.7	19.7	9.6	10.1	21.1	10.4	10.7
貿易収支	兆円	▲ 6.6	0.5	5.4	2.5	2.9	7.2	3.3	3.9
外国為替レート	¥/円	109.9	120.1	105.2	105.3	105.0	106.3	105.0	107.5
通関輸入原油価格	¥/バレル	90.6	49.4	45.4	43.2	47.5	51.3	50.0	52.5

(前年同期比)

	単位	2014年度 通期	2015年度 通期	2016年度			2017年度		
				通期	上半期	下半期	通期	上半期	下半期
名目GDP	%	1.5	2.2	1.2	1.1	1.3	1.7	1.7	1.8
実質GDP	%	▲ 0.9	0.8	0.6	0.4	0.8	1.1	1.1	1.2
民間需要	%	▲ 1.9	0.8	0.5	0.2	0.9	1.1	1.0	1.2
民間最終消費支出	%	▲ 2.9	▲ 0.2	0.7	0.4	1.1	1.0	1.0	1.1
民間住宅	%	▲ 11.7	2.4	4.3	5.4	3.2	▲ 1.9	▲ 3.0	▲ 0.8
民間企業設備	%	0.1	2.1	0.1	0.6	▲ 0.3	1.7	1.3	2.1
公的需要	%	▲ 0.3	0.7	1.7	1.5	1.9	1.6	2.1	1.2
政府最終消費支出	%	0.1	1.6	1.5	2.1	1.1	0.8	0.8	0.8
公的固定資本形成	%	▲ 2.6	▲ 2.7	2.0	▲ 1.7	4.9	5.6	8.4	2.9
財貨・サービスの純輸出	兆円	11.3	11.7	10.4	10.8	10.0	9.4	9.4	9.3
輸出	%	7.9	0.4	▲ 1.8	▲ 1.3	▲ 2.1	0.3	▲ 0.2	0.8
輸入	%	3.4	▲ 0.0	▲ 0.4	▲ 1.0	0.3	1.6	1.5	1.8

国内企業物価 (前年比)	%	2.8	▲ 3.2	▲ 3.0	▲ 4.0	▲ 1.9	0.5	0.1	0.8
全国消費者物価 (")	%	2.9	▲ 0.0	▲ 0.1	▲ 0.3	0.2	0.8	0.7	0.9
完全失業率	%	3.6	3.3	3.1	3.2	3.0	2.9	2.9	2.8
鉱工業生産(前年比)	%	▲ 0.5	▲ 1.0	0.9	▲ 0.2	2.7	3.4	3.8	2.9

(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。