2016年の国内経済金融の展望

――労働需給逼迫は好循環の追い風になるか――

主席研究員　南　武志

〔要　　旨〕

2015年の内外経済は事前予想を下振れて推移した。その背景として，資源安による消費国の購買力改善効果（メリット）を資源国の需要減退効果（デメリット）が上回ったこと，さらに様々な構造調整圧力に見舞われている中国経済の減速が見掛け以上の悪影響を世界経済に及ぼしたこと，などが指摘できる。

こうした状況を受けて，15年の国内景気も足踏み状態が続いたが，下期に入り，民間最終需要に持ち直しの動きも見られるなど，底入れの兆しが出てきた。先行きについては中国経済が減速過程にあるため，決して楽観視することはできないが，「企業から家計へ」の所得還流が徐々に進み，かつ労働需給逼迫に伴う賃上げ圧力が高まると想定されることから，緩やかながらも日本経済は回復基調をたどると予想する。

一方，原油安に起因する物価低迷に直面する日本銀行であるが，「物価の基調」は改善しているとの認識を繰り返していることから，当面は現行の量的・質的金融緩和を継続するものとみられる。しかし，16年度後半に２％の物価安定目標を達成する可能性は依然低いとみられ，追加緩和観測はくすぶり続けるだろう。

目　次

はじめに
　――下振れが続いた2015年の内外経済――
1　世界経済の低成長リスクと日本の輸出動向
　(1)　デメリットが大きかった原油安
　(2)　主要国経済の動向
　(3)　財輸出の増勢は強まらず
2　鈍い「企業から家計へ」の所得還流
　(1)　良好な企業収益
　(2)　逼迫度を高める労働需給
　(3)　所得環境の改善を受けて消費は持ち直しへ
3　国内経済・金融の注目点と展望
　(1)　政府の経済政策運営
　(2)　国内経済の展望
　(3)　物価動向と金融政策の行方
　(4)　長期金利の展望
おわりに
　――２％成長は中期的に持続可能か――

農林中金総合研究所
http://www.nochuri.co.jp/

はじめに
―下振れが続いた2015年の内外経済―

米国の利上げなどが想定されるものの，それ自体は米国経済の地力回復を反映したものであり，資金流出が懸念される新興国経済もその好影響を受けて徐々に世界経済は上向き始める，というのが2015年についての大方の見通しであった。しかし，現実はそれらを下振れて推移し，国際通貨基金（IMF）をはじめとする国際機関，政府・日本銀行，さらには当総研を含む民間調査機関は，期を追うにつれて，経済見通しの下方修正を余儀なくされた。

その主因は，原油安のデメリットがメリットを覆い隠したこと，中成長への構造調整と資産価格乱高下の後遺症に見舞われている中国経済が公表されている成長率の減速以上の影響を世界経済に及ぼしたこと，などが指摘できるだろう。また，米国の金融政策正常化に向けた動きも，新興国・資源国からの資金流出懸念を高めているが，その米国の利上げ開始自体もだいぶ後ズレした。このような海外経済動向を受けて，日本の輸出は頭打ち気味の推移となった。

国内に目を転じても，14年４月の消費税増税の影響が一巡し，かつ政府からの強い要請を受けた経済界の賃上げ努力，さらには近年上昇が続いたエネルギー価格の下落などで，実質賃金の回復が期待され，消費持ち直しが本格化することが期待されていたが，「企業から家計へ」の所得還流は強まらないままで，消費は鈍いままであった。

加えて，企業の設備投資行動も好業績の割には盛り上がりに欠けた。当初のアベノミクス「３本の矢」の３番目の矢は「民間投資を喚起する成長戦略」であり，15年度までの３年間で設備投資額を12年度比で10％増加させ，リーマン・ショック前の水準まで回復させる（当初は70兆円，現在の統計で試算すると71兆円）ことを目指していたが，15年度上期（69.6兆円）を前提にすれば下期は年率10％超のペースで増加しなければ目標には届かない。

本稿は16年の国内景気を見通すことを目的としているが，以上紹介したような「期待外れ」に終わった15年の内外経済の主要因を分析し，それらの動向や16年に想定されるイベントなどを踏まえたうえで経済を先読みしていくこととする。

1　世界経済の低成長リスクと日本の輸出動向

(1)　デメリットが大きかった原油安

14年夏をピークに国際原油市況（WTI先物，期近）は急落に転じ，その後は幾度か持ち直す場面もあったが，15年を通じておおむね１バレル＝50±10ドルでの推移となった（第１図）。この原油価格の影響は，世界経済・物価動向や金融政策など幅広く及んでいる。

今回の原油急落の原因として指摘されているのは，過去10年ほどの原油高やシェール革命によって生産能力が増強されたとい

農林中金総合研究所
http://www.nochuri.co.jp/

第1図　国際原油市況の推移

資料　NYMEX, 財務省

う供給側の要因のほか，転換期を迎えた米国の金融政策の影響を受けたドル高，さらに資金流出が意識されるなど新興国経済の先行き懸念，特に中国経済の失速懸念が強まった，という需要側の要因などが挙げられることが多い。15年に幾度か開催されたOPEC（石油輸出国機構）総会では，イラン，イラクなどの加盟国が増産意向を示し続けたこともあり，減産合意には至らなかった。総じて個々の産油国は協調して生産調整して価格を維持するより，自国のシェア確保を最優先する戦略をとっている。OPECとしては，北米でのシェールオイル生産に対抗する意図があるのだろうが，傍目には囚人のジレンマに陥ったように見える。

こうした資源価格の下落は，資源消費国にとっては購入金額が大幅に軽減され，購買力が改善する一方，資源国には逆に経済抑制効果が働くなど，世界経済全体としてはメリット・デメリットの両面が働くことになる。実際，原油など化石燃料のほとんどを輸入に頼る日本では，15年の原油輸入額は14年に比べて５兆円ほど減少する見込みであり，交易条件の改善に貢献した。

しかし，世界全体を見回してみると，デメリットがメリットを覆い隠したかに見える。21世紀に入ってからの新興・資源国の経済成長は目覚ましく，経済全体に占める新興・資源国のシェア（04年：45.4%→14年：57.1%）は高まっており，この10年で先進国（04年：54.6%→14年：42.9%）とのシェア逆転が起きている。BRICSの一角を占めているブラジル・ロシアなど資源国の存在感が高まったことが，原油安による世界需要の抑制効果を強めており，むしろ足かせとして意識されている。また，税制や金融政策の政策効果にも通じることであるが，需要抑制効果の方が需要刺激効果よりも即効性があることが影響している可能性もあるだろう。

(2)　主要国経済の動向

15年の世界経済は，14年に続き，総じて冴えない動きを続けたが，先進国・地域に限れば，依然として需要不足状態が続いているものの，徐々に持ち直し傾向を強めつつある（第２図）。しかし，新興国や資源国では，米国の利上げ開始によって，これまで経済成長を支えた緩和マネーが米国に還流し，経済成長に打撃を与えかねないとの懸念が強まった。また，原油など資源価格の下落によって資源国の経済成長が大きく阻害されるなど，総じて経済活動は低調だった。

a　米国経済

先進国・地域では財政政策に一定の歯止めがかけられるなか，金融政策には多くの

農林中金総合研究所
http://www.nochuri.co.jp/

第2図　G7各国のGDPギャップ

資料　IMF World Economic Outlook

期待と負担がかかった結果，量的緩和やマイナス金利など，非伝統的な領域にまで踏み込むような運営がなされてきたが，米国は他に先駆けて正常化に向けて動き始めた。米連邦準備制度理事会（FRB）は14年10月には量的緩和政策（資産購入プログラム）を終了し，15年12月には７年間続けられてきた事実上のゼロ金利政策（政策金利であるフェデラル・ファンド・レート誘導水準を０～0.25％と設定）を解除した。市場参加者は，その後の利上げのペースはどの程度か，に注目が移っている。その際に重視されるのは,「物価の安定」と「雇用最大化」であることは言うまでもないが，雇用指標が総じて堅調である半面，物価指標は原油安の影響もあり，弱めの動きとなっている。代表的な物価指標である個人消費支出（PCE）デフレーターは，全体で小幅上昇，食料・エネルギーを除くと１％台前半での膠着状態が長らく続いており，FRBがゴールとする２％には及ばない。

しかし，失業率が5.0％（15年11月）と既に完全雇用水準（米議会予算局は15年10～12月期の自然失業率を5.05％と推計）まで低下していることは無視できない。イエレン米FRB議長は，今後は雇用者数が毎月10万人弱の増加であっても，労働市場への新規参入者を吸収できると表明するなど，11年以降の平均20万人ペースの雇用増はもはや必要ないことを示唆した。不本意なパートタイム就業者や求職活動を断念した人は依然として高水準ではあり，労働市場の改善余地はまだ残っているものの，そうした「弛（ゆる）み」は解消される方向にあるとFRBは確信を強めている。こうした動きが続けば，足元はまだ低調な時間当たり賃金もいずれ上昇傾向を強めていくことが期待される。ドル高や原油安の影響で鉱業・製造業はやや不振であり，設備投資や輸出はあまり期待できないが，米国経済は家計部門が牽引する格好で底堅い展開が続くと見られる。

b　ユーロ圏経済

世界金融危機後も，財政危機などに見舞われるなど，ユーロ圏経済は長らく景気低迷が続いたが，15年３月からの欧州中央銀行（ECB）による量的緩和政策やそれによるユーロ安，加えて原油安の恩恵により，15年を通じて緩やかに景気が持ち直してきた。とはいえ，家計・企業のバランスシート調整圧力は依然として根強いこともあり，本格的な景気回復にはまだ時間を要すると

農林中金総合研究所
http://www.nochuri.co.jp/

思われる。また，米国とは対照的に，ECBでは物価上昇率がなかなか高まらないことを受け，量的緩和策の期限を延長したほか，すでにマイナス金利を導入していた中銀預金金利をもう一段引き下げるなどの，緩和策を強化するなど，先進国間の金融政策の方向性に大きな違いが出てきた。これが今後とも為替レートなどに影響を与える可能性が高いだろう。

c　中国経済

15年７～９月期の中国の経済成長率は前年比6.9％へ減速，６年半ぶりに７％割れとなったが，中国当局の公表する経済統計そのものへの不信感も根強く，実際はもっと低い成長ではないのかといった評価も少なくない。また「投資主導から消費主導へ」など，経済構造の転換によって成長の質的な向上を目指す「新常態」への移行がうまく進んでいないとの指摘も多く聞かれる。しかし，14年から続く成長鈍化は，習近平政権の腐敗撲滅運動の影響を受けて，地方政府が保身のために不作為を行った結果，本来は進んでいたはずの社会資本投資が計画通りに進捗しなかった影響が強く出た面もある。

中国経済を捉えるうえで，生産年齢人口が減少し，かつ農村部の余剰労働力が枯渇しつつあることもあり，成長率は趨勢的に鈍化していくのはむしろ自然である点は十分踏まえておく必要がある。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である。とはいえ，世界第二位の経済大国であり，最近まで二桁成長を続けてきた中国経済の減速の度合いは，各国の中国向け輸出が大きく落ち込んだことを考慮すると，大きなインパクトがあったと言わざるを得ない（第３図）。

ただし，目先については成長鈍化が一旦は止まる可能性もあるだろう。１年ほど前まで不動産バブル崩壊が危惧されていたが，政府のテコ入れ策もあって大都市部では住宅市場の底入れも見られる。また，地方政府の不作為によって停滞した財政支出も再拡大が始まった。さらに，家計の所得増加率は経済成長率を上回る伸びを続けており，それらを裏付けとした消費も堅調に推移している。それゆえ，16年にかけて６％台後半の成長を維持するものと思われる。

第3図　主要国・地域の中国向け輸出の動向（前年比）

資料　財務省，中国国家統計局，CEICデータベース
（注）　各国・地域の中国向け輸出は名目・ドル建て（日本は円建て）。近隣アジアは韓国・マレーシア・フィリピン・シンガポール・台湾・タイ。

農林中金総合研究所
http://www.nochuri.co.jp/

(3)　財輸出の増勢は強まらず

15年夏場以降の注目材料は，①米国の利上げ開始時期とその後の利上げペース，②中国経済の減速の状況，の２つであったが，いずれも世界経済にとっては下振れリスクとして意識されてきた。このうち，①については，12月15～16日に開催した米連邦公開市場委員会（FOMC）で利上げを決定し，その後は経済・物価情勢に合わせて緩やかに利上げしていく方針が表明された。目下，利上げによる世界経済への影響を慎重に見極める必要があるが，金融政策の正常化を推進すること自体は，米国経済そのものが利上げに耐えうる体力を備えたと判断された結果でもあり，世界経済を混乱させると悲観視すべきではない。

一方，中国経済については引き続き注意が必要であろう。目先は政策効果などが浸み出してくることで成長鈍化に一旦は歯止めがかかるとみられるが，趨勢的には成長鈍化は避けられないほか，これまでの資産価格変動に伴う調整も残っている。

また，円安による輸出押上げ効果についてであるが，内閣府「平成26年度企業行動に関するアンケート調査」によれば，12年秋以降の円安基調を受けても製造業では海外現地生産比率を今後も引き上げるとの見通し（14年度実績：22.9％→19年度見通し：26.2％）であること，また今なお国内生産されているものはハイエンドの高付加価値財が多く，そうした財は世界経済が低成長リスクに直面しているなかでの需要増には限界があること，などを考えると，財輸出の増勢は当面は強まらない可能性がある。

第4図　世界景気と輸出

資料　OECD, 日本銀行
(注)　OECD景気先行指数は「OECD+Major Six NME」の系列を使用。

以上をまとめると，世界経済の成長加速が想定できないこともあり，日本の輸出は緩やかな増加傾向をたどるにとどまり，景気の牽引役としては期待薄だろう（第４図）。

2　鈍い「企業から家計へ」の所得還流

(1)　良好な企業収益

財務省「法人企業統計」などからは，原油などの資源安や世界的なディスインフレ傾向を受けて，企業部門の売上高は頭打ち気味となっている一方で，収益は過去最高水準での推移となっていることが見てとれる。15年７～９月期の経常利益（全産業〔除く金融業・保険業〕）は前年比9.0％と15四半期連続の増益で，増益率そのものは過去最高益を更新した４～６月期（同23.8％）からは鈍化し，かつ利益水準もやや減少したものの，資源など投入コストが大幅に低下した恩恵で，高水準を維持した。また，設備投資額も堅調な伸びとなったほか，従業員

農林中金総合研究所
http://www.nochuri.co.jp/

１人当たり人件費（給与・賞与の合計）も前年比2.7％と，着実に増加したことも示された。このように設備投資や賃上げに多少の動きが見られたが，企業部門が潤沢なキャッシュフローを保有している状況に大きな変化は見られていないのが現状だ。

もちろん，経営者にしてみれば，日本経済がデフレから完全に抜け出せておらず，かつ最近の好業績は資源安や円安などで見掛け上膨張しているだけで，決して企業活動が活性化していることによるものではなく，将来発生しうるリスクへの保険として慎重な行動を続けざるを得なかった，ということであろう。

(2)　逼迫度を高める労働需給

14年度の日本経済はマイナス成長となるなど，ほとんどの経済指標が悪化するなか，雇用関連指標だけは底堅い動きを続けた。世界金融危機を受けて09年７月には5.5％まで悪化した失業率は，その後の景気持ち直しとともに緩やかな低下傾向をたどっており，15年10月には3.1％と20年ぶりの水準まで改善するなど，完全雇用に近い状況に至っている（第５図）。日銀短観からも，企業の人手不足感は宿泊・飲食サービス，対個人サービス，建設，運輸・郵便など非製造業を中心に高まっており，労働供給の制約に対する意識が出始めている。最近は，時給を大幅に引き上げても，募集人数を確保できないとの声も聞かれる。実際，パートタイム労働者の平均時給は今夏以降，前年比３％程度の上昇へと加速が見られる。

第5図　完全雇用状況に接近する失業率

資料　総務省，厚生労働省データより農中総研が推計
（注）　構造的失業率は，失業者(U)＝欠員(V)の状況を労働需給が均衡していると定義した際の失業率。

また，一般労働者の平均時給もこのところ上昇傾向を強めている。

先行きを展望しても，労働需給の逼迫度はさらに強まる可能性が高い。1980～2014年のデータから推計した雇用弾性値（0.255）を考慮すると，アベノミクスが目標とする実質２％の経済成長は前年比0.5％程度の雇用増につながる。つまりは，アベノミクスが奏功すれば毎年30万人強の労働需要が発生することになる。

一方，労働供給については，女性の年齢階層別の労働参加率は長らくM字カーブを描いてきたが，近年の国民意識の変化や産休・育休制度の拡充などにより，20歳代後半から30歳代後半にかけて労働参加率が大きく上昇し，かつ全体的に見ても女性の労働参加は大幅に改善した。また，年金支給開始年齢の引上げに伴い，改正高年齢者雇用安定法などによって雇い主が60歳を迎えた者の雇用継続を迫られたこともあり，この10年で60歳代の労働参加も増加した。

ここで，５年後の労働力人口がどのような姿になるのかを簡単に試算してみたい。将

農林中金総合研究所
http://www.nochuri.co.jp/

来人口推計を前提に，各年齢階層の労働参加率は14年から変わらずと仮定すると，19年の労働力人口は6,500万人と，14年（6,587万人，内訳は就業者が6,351万人，失業者が236万人）から90万人ほど減少する。しかし，就業者は今後５年間で160万人増加する（6,511万人）とすれば，量的に労働需要が労働供給を上回る事態となる。実際には，構造的失業者は一定程度存在することから労働参加が多少高まったとしても２％成長を５年間続けるのはそもそも厳しい。それゆえ，404万人（15年７～９月期）いる非労働力人口の中の就業希望者のうち，「適当な仕事がありそうもない」とする117万人（同）をいかに労働力として取り込むことができるか，などが重要となっている。企業は就業環境を一段と整備する必要があるほか，賃上げに対してもより積極的に取り組む努力が求められる。

第6図　民間消費と雇用者報酬の推移

資料　内閣府
（注）　実質ベース。単位は2000年連鎖価格表示，兆円。

(3)　所得環境の改善を受けて消費は持ち直しへ

厚生労働省によれば，15年度の春季賃上げ率は前年度比2.38％と，14年度（同2.19％）から加速，17年ぶりの高い伸びとなった（定期昇給分は1.8ポイントほどとすれば，ベースアップ分は0.5～0.6ポイントと想定される）。固定費の増加につながりかねない「月給」のベースアップに慎重な企業も，「賞与」の増加には前向きな対応をしたとされており，経団連によれば大手企業の夏季賞与・一時金は前年比2.81％（最終集計）と底堅い伸びを確保，水準的にもリーマン・ショック以降の最高額となった模様だ。

このような賃上げや賞与積み増しの動きから，７～９月期の実質雇用者報酬は前年比1.6％，前期比0.8％と大幅な回復を示し，消費の底入れに大きく貢献した（第６図）。また，消費者マインドもおおむね高めの水準を保っており，実質所得の増加が継続するとの見通しが強まれば，消費は本格的な回復が始まるものと期待される。今後の注目は，16年入り後に原油安要因が大きく剥落するため，物価上昇率が回復することが想定されるなかで，消費がその影響を受けないほどの所得増が実現するか，といったところだ。企業業績の伸び悩みなどは16年度の賃上げに抑制的に働く可能性はあるが，一方で人手不足感の高まりがあるほか，残業時間増による所得増も十分想定されることから，「所得増→消費増」は緩やかに進む可能性があるものと予想する。

農林中金総合研究所
http://www.nochuri.co.jp/

3　国内経済・金融の注目点と展望

(1)　政府の経済政策運営

安倍内閣は成長底上げに向けて様々な施策を繰り広げてきたが，第２次安倍内閣発足からの平均成長率は年率0.8％であり，発足時点から存在するGDPギャップが大きく縮小したわけではない。

こうしたなか，安倍首相は自由民主党の総裁再選が決まった15年９月，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，アベノミクス第２ステージに向けて「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GDP 600兆円の達成」「希望出生率1.8の実現」「介護離職ゼロの実現」を目標として掲げており，それを通じて「経済の好循環」を推し進めていく方針である。第１ステージでは経済成長やデフレ脱却を最優先していたのに対し，第２ステージでは所得再分配にも配慮する姿勢の変化が見て取れる。

それに先立つ15年６月には「経済財政運営と改革の基本方針2015」「『日本再興戦略』改訂2015」が公表された。これらに共通しているのは，経済の好循環は始まっているが，地域経済にはアベノミクスが十分波及しきれておらず，かつ人口減少によって多くの地方自治体が消滅の危機に瀕する可能性があるとの危機意識であり，「地方が成長する活力を取り戻し，人口減少を克服する」ことを基本目標とした地方創生政策の推進が掲げられている。政府は既に，人口減少の克服と経済成長の維持を目指し，約50年後（2060年）を視野に入れた日本全体の長期展望である「長期ビジョン」と，それを踏まえた今後５年間の政策パッケージを示す「総合戦略」を決定したが，都道府県・市町村に対して，15年度内に「地方人口ビジョン」と「地方版総合戦略」を策定するよう要請している。

なお，消費税再増税の先送りにより，新たな財政健全化計画が必要となったため，基本方針2015では「経済再生なくして財政健全化なし」という基本方針の下，今後５年間（16～20年度）を対象期間とする「経済・財政再生計画」を策定した。同計画では20年度には基礎的財政収支（PB）黒字化を実現するという当初の目標を堅持し，経済・財政一体改革を推進していくとしているが，とりわけ当初３年間（16～18年度）を「集中改革期間」と位置づけ，18年度の基礎PB赤字が対GDP比で△１％程度となるように努力することとしている。

こうしたなか，政府は15年度の補正予算案を編成した。内容的には，環太平洋戦略的経済連携協定（TPP）発効に向けた農業対策や災害対策，低所得の年金受給者向け給付金の配布，「１億総活躍社会」の実現に向けた経費計上などとなっている。一方，規模としては3.3兆円と14年度（3.1兆円）を上回ったが，財源には14年度剰余金（2.2兆

農林中金総合研究所
http://www.nochuri.co.jp/

円）や15年度の税収上振れ分（1.9兆円）などが充てられており，これに伴う国債新規発行はない。16年１月初旬にも召集する方針とされる通常国会の冒頭での速やかな審議・可決を目指すものとみられる。

また，16年度の財政運営は，前述の「経済・財政再生計画」に沿ったものとなるが，一般会計予算に関する概算要求基準（７月24日閣議了解）によれば，①年金・医療等は0.67兆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，②義務的経費は15年度並み，③裁量的経費は１割削減し，その３割を「新しい日本のための優先課題推進枠」として設定する，などとなっており，全般的に景気動向に対しては中立的と見込まれる。

(2) 国内経済の展望

これまで述べてきたように，国内景気の回復テンポは非常に緩やかではあるが，持ち直しが再開した消費・輸出（インバウンド需要を含む）の動向を受け，企業設備投資も底入れの兆しが出始めるなど，明るさも見え始めている。以下，15年度下期から16年度にかけて日本経済について予測していきたい。

まず，足元の15年度下期についてであるが，経団連の集計によれば大手企業の冬季賞与・一時金は前年比3.13％（第１回集計）と，夏季に続き底堅い伸びになる，との集計結果が公表されている。一方，前年の反動から残業時間が減少しているため，労働者が受け取る報酬（賃金・賞与の合計）は控えめな伸び率にとどまるだろう。一方，ガソリンや電気・ガス料金などのエネルギーは値下げ圧力が増していることもあり，家計の実質購買力は改善傾向が続くとみられ，これは消費の持ち直し傾向の継続に貢献すると考えられる。

輸出については，来日外国人のインバウンド需要が含まれるサービス分野では堅調さが予想される半面，世界経済や世界貿易の成長ペースは加速が見られず，財の輸出もその影響で緩やかな増加にとどまるだろう。設備投資は低金利状態の長期化予想，設備の老朽化に伴う更新需要の高まり，円安によって割安となった国内生産コスト，など良好な環境の下，消費や輸出などの増加の影響もあり，緩やかな回復が続くだろう。なお，10～12月期はまだ在庫調整圧力が残っていることもあり，小幅なプラス成長にとどまるものの，16年１～３月期には消費の持ち直し傾向が幾分強まるものと思われ，成長率の高まりが見られるだろう。その結果，15年度の実質成長率は1.0％となることが見込まれる。

また，その流れを受け継いで16年度も「経済の好循環」に向けた動きが徐々に進むと見られる。円安効果の剥落や中国経済の成長率が軟着陸に向けて鈍化を続けることなどにより，輸出製造業を中心に春季賃金交渉でのベースアップ押上げ圧力はやや和らぐものの，残業増や人手不足感の強まりに伴う賃上げ圧力はむしろ高まっていくと思われる。その結果，実質所得が目減りする事態は回避され，消費の持ち直しが阻害さ

農林中金総合研究所
http://www.nochuri.co.jp/

れることはないだろう。

16年度半ばには消費税増税直前（14年１～３月期）のGDP水準をようやく上回り，かつマクロ的な需給ギャップも解消方向に動いていくこと，さらには労働面での供給制約が一段と意識され始め，景気拡大局面としての持続性に対する意識も徐々に出てくるだろう。もちろん，GDPギャップは依然として需要不足状態にあり，十分に活用されていない労働力もまだ存在するため，成長余力は残っているとみられる。それゆえ，16年度も引き続き，雇用増や失業率低下を伴いながら経済成長を続けるだろう。また，17年４月に予定される消費税再増税を控え，16年度後半にかけて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ものと思われる。以上を踏まえ，16年度の実質成長率は1.5％と予測した。なお，16年度後半には失業率の３％割れが常態化するだろう（第１表）。

第1表　2015年度　日本経済見通し

	単位	14年度（実績）	15年度（実績見込）	16年度（予測）
名目GDP	%	1.5	2.3	2.1
実質GDP	%	△1.0	1.0	1.5
民間需要	%	△1.9	1.0	2.3
民間最終消費支出	%	△2.9	0.4	2.1
民間住宅	%	△11.7	3.9	5.5
民間企業設備	%	0.1	1.4	4.3
民間在庫品増加（寄与度）	ポイント	0.6	0.2	△0.2
公的需要	%	△0.3	0.9	0.3
政府最終消費支出	%	0.1	1.0	0.6
公的固定資本形成	%	△2.6	0.4	△1.4
輸出	%	7.8	1.1	3.3
輸入	%	3.3	1.4	7.1
国内需要寄与度	ポイント	△1.6	0.9	1.9
民間需要寄与度	ポイント	△1.5	0.8	1.8
公的需要寄与度	ポイント	△0.1	0.2	0.1
海外需要寄与度	ポイント	0.6	△0.1	△0.5
GDPデフレーター（前年比）	%	2.5	1.4	0.6
国内企業物価　（前年比）	%	2.8	△2.9	0.2
全国消費者物価（　〃　） *（消費税増税要因を除く）*	%	2.8 *(0.9)*	0.1 *(0.1)*	1.2
完全失業率	%	3.6	3.3	3.0
鉱工業生産（前年比）	%	△0.3	△0.4	3.5
経常収支	兆円	7.9	15.6	11.4
名目GDP比率	%	1.6	3.1	2.2
為替レート	円/ドル	109.9	122.8	123.8
無担保コールレート（O/N）	%	0.07	0.07	0.09
新発10年物国債利回り	%	0.48	0.37	0.46
通関輸入原油価格	ドル/バレル	90.6	54.5	50.0

資料　実績値は内閣府「国民所得統計速報」などから作成，予測値は農中総研
（注）1　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。
2　無担保コールレートは年度末の水準。
3　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。

（3）　物価動向と金融政策の行方

14年後半以降の原油安の影響を受けて，物価は再び下落傾向となっている。全国消費者物価については，代表的な「生鮮食品を除く総合（以下，全国コアCPI）」では前年比下落が続いている（15年10月，前年比△0.1％）。しかし，原油安の要因を除いた指数をみると，「食料（酒類を除く）・エネルギーを除く総合（全国コアコア）」では上昇傾向を維持（同0.7％），さらに日本銀行が提示する「生鮮食品・エネルギーを除く総合（日銀コア）」に至っては緩やかに加速（同1.2％）するなど，分類によっては違った動きとなっている（第７図）。この全国コアコアや日銀コアでの物価上昇率の緩やかな高まりは，賃上げやエネルギー価格下落で当該分野への支払い額が減ったことで消費者の実質購

農林中金総合研究所
http://www.nochuri.co.jp/

第7図　全国消費者物価の推移（前年比）

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）。

買力が高まり，それがエネルギー分野以外への消費を活性化させ，これまでのコスト増を消費財・サービス価格に転嫁する動きが定着しつつあるものと受け取ることができるだろう。

こうしたなか，日銀は「物価の基調」は改善しているとの認識を繰り返し表明している。日銀短観などのビジネスサーベイからは，資本設備や雇用の不足感が徐々に強まっていることが見て取れるほか，予想物価上昇率も足元やや鈍化したとはいえ，水準は高めに推移している。さらに，前述の通り，エネルギーの影響を除けばむしろ物価の趨勢は上昇気味であり，「物価の基調は改善」を正当化させている。それゆえ，日銀は現行の「量的・質的金融緩和」の枠組みを粘り強く続けていく可能性が高いものと予想している。

なお，先行きの物価見通しについては，原油価格や為替レートが現状水準で推移すれば，16年初には原油安による物価押下げ圧力は一旦解消する可能性がある。一方で，14年秋以降に再び強まった円安に伴う物価押上げ効果も弱まっていくことになる。それらを考慮すると，15年度末までに全国コアは同０％台半ばまで上昇率を回復させると思われるが，16年度入り後も上昇テンポは強まらず，年度末で１％台半ばまでしか高まらないと思われる（16年度の平均上昇率は前年度比1.2％）。

一方の日銀の見方は，原油価格の動向によって左右されるが，同価格が現状程度の水準から緩やかに上昇していくとの前提の下，「16年度後半頃」には物価安定目標である２％程度に達する，となっている。しかし，原油価格に反転の兆しがなかなか見えないこと，２％の物価上昇率を家計が許容できるほど賃上げ圧力が高まることは想定しがたいことなどもあり，市場では16年度後半頃に安定的な２％前後の物価上昇を達成するのは困難との見方が大半である。それゆえ，いずれ日銀は物価２％の達成時期をさらに先送りするとともに，追加緩和を余儀なくされるとの思惑は存在し続けることになるだろう。

(4)　長期金利の展望

13年４月に日本銀行が量的・質的金融緩和の導入に踏み切った直後の数か月こそ，長期金利（新発10年物国債利回り）は大きな変動を伴いつつ上昇傾向を強めたが，13年後半以降はおおむね低下傾向をたどってきた。15年の長期金利について振り返ると，年初は原油安などに伴う新興国リスクの台頭や世界的なディスインフレ懸念が強まったこと，さらにはECBによる量的緩和策の

農林中金総合研究所
http://www.nochuri.co.jp/

導入観測などから一時0.2％割れとなったが，その後は米国の利上げ観測，原油下げ止まりなどによるディスインフレ懸念の払拭などを背景に反転し，夏場にかけては0.5％台まで上昇した。しかし，その後は国内景気・物価の下振れなどから日銀の追加緩和観測が強まるなか，じわじわと金利低下が進み，年末にかけて0.3％絡みの展開となっている。

14年10月31日に量的・質的金融緩和が強化されて以降，日銀による国債買入れ額は年間国債発行（新規分）に近い金額まで膨んでおり，イールドカーブ全体が押しつぶされた状況が続いている。加えて，米国とそれ以外の地域の金融政策の方向性が変化するなか，短期債の利回りが再びマイナス状態となっており，それが長期債の利回り抑制に効果を発揮している。

16年の長期金利動向を展望しても，まず，これまでと同様に極めて強力な緩和策によって長期金利には低下圧力がかかり続ける可能性は高い。米国が利上げフェーズに突入したことで，米長期金利には上昇圧力がかかるとはいえ，利上げペースは当面緩やかであり，かつ想定されるドル還流により，米国内の金利上昇幅も限定的とみられる。また，国内景気の回復期待や株高観測等も考えられるが，物価安定目標の達成が厳しい状況であることを踏まえれば，日銀による追加緩和観測はしぶとく残り続け，一定の金利抑制効果を発揮することになるだろう。

なお，リスク要因としては，地政学リスクや産油国側の生産枠調整協議がまとまるなどで，原油など資源価格が急騰することや人手不足感の強まりによる賃上げ圧力が本格化するなどで，市場の想定以上のペースで物価上昇率が高まること，などが挙げられる。仮にそのような状況になれば長期金利の上昇は避けられないだろう。

おわりに
──２％成長は中期的に持続可能か──

アベノミクスは，13年からの10年間で「名目３％程度，実質２％程度」の経済成長を目指す，としている。一方，潜在成長率について内閣府は「0.7％程度」，日本銀行は「０％台前半ないし半ば程度」と想定していることが最近の公表資料から確認できる。中長期的に実質２％成長率を達成していくためには，足元で大幅なGDPギャップが発生している，もしくは潜在成長率が２％程度まで高まる，ことが不可欠である。14年度の大幅なマイナス成長の後，15年度は低成長だったことで，GDPギャップは供給超過状態が強い状況が維持されているとはいえ，潜在成長率を１％以上も上回る成長を続けることが可能なほど，労働需給が緩んでいるわけではなく，むしろ一部では逼迫している。であるならば，中期的に２％成長を可能にさせるためには，潜在成長率そのものを２％程度まで引き上げる必要がある。実際，内閣府「中長期の経済財政に関する試算」（15年７月に経済財政諮問会議に提出）では，経済再生ケースとしてア

農林中金総合研究所
http://www.nochuri.co.jp/

ベノミクスの効果が着実に発現した場合，潜在成長率は20年に２％台を回復する，との想定を置いている。

しかし，今後とも人口減少が続き，かつ高齢化の度合いも一段と強まる日本経済において，短期間に米国に匹敵するほどの潜在成長率（米連邦準備制度では長期的な成長率見通しを1.8～2.2％，米議会予算局では20年前後の潜在成長率を2.3％と想定）まで高めることは果たして可能だろうか。労働力人口の減少傾向，特に労働生産性の上昇ペースが相対的に高いと考えられる若年層の縮小を踏まえれば，いずれ日本の潜在成長率はゼロもしくはマイナスになる，と考える人は多いだろう。ちなみに，最近は閣僚からも移民政策を検討すべきとの意見も浮上しており，近い将来，重要な政策テーマになりうるものと思われる。

問題は，財政健全化目標などに，この「10年で平均２％成長」という前提が盛り込まれている点である。「経済再生なくして財政再建なし」の理念は共感できるが，計画通り進まずに大幅な歳入不足が発生したことが明白となれば，国の信用に打撃を与えかねない。その際には大増税か，歳出の大幅カットかで賄わなくてはならない。

そうした事態を回避するには，消費税率を一定水準まで段階的に引き上げていくことは不可欠となるが，そのためにも日本経済を正常化させるべく，増税にも耐えうるだけの体力が日本経済に備わるよう促す必要がある。政府は14年度までの政労使会議，15年度からの「官民対話」を通じ，一貫して経済界に積極的な賃上げを要請してきた。経済界もそれに呼応した格好となっているが，労働分配率は低下基調をたどっており，足元60％前後（90年以降は平均65％）となるなど，「企業から家計へ」の所得還流はなかなか強まりを見せない。政府が思い描く「家計の所得増→消費など内需の盛り上がり→企業収益改善→賃上げ」といった「経済の好循環」を定着させるうえで，企業経営者の意識変化は不可欠であろう。

（みなみ　たけし）

農林中金総合研究所
http://www.nochuri.co.jp/