
2016・2017 年度経済見通し

2016年2月15日
株式会社富士通総研

1 世界経済一牽引役不在で減速

不安の連鎖に陥った世界の市場

世界経済は、中国経済の先行き不安や原油の供給過剰が原油安をもたらし、世界的に株安となるなど市場が不安定化している。ユーロ圏、日本は下振れ懸念から、追加緩和の実施、追加緩和の表明を余儀なくされた。アメリカは12月に利上げに踏み切ったが、市場の不安定化を考慮し、当初想定していた年4回ペースの利上げペースを見直さざるを得なくなっている。ユーロ圏においては、ドイツ銀行の経営悪化が表面化し、これが金融システムの脆弱性が残る南欧の国債利回り上昇に波及した。

昨年来の原油安による資源国の経済不安、米利上げに対応して、資本流出を防ぐための新興国の利上げなど、資源国、新興国経済の不安が高まっていたところに、比較的堅調とされて米国やユーロ圏まで先行き不安が持ち上がったことが、市場を大きく動揺させた。日本は、先行きのリスクを未然に防ぐ観点から、マイナス金利を導入したが、円安・株高の効果は一時的で、マネーがリスク資産や貸し出しに向かう前に、国債に需要が集中し、長期金利がマイナス圏内に入るなどして、逆に市場の不安が高まった。

原油安をもたらしている供給側の要因については、仮に、OPECの雄であるサウジアラビアと非加盟国であるロシアが、協調して減産できれば、原油は底入れすると考えられるが、そのハードルは高い。

一方、実体経済については、先進国経済は、市場で過度に不安が高まっているが、内容はさほど悪いわけではない。カギを握るのは中国経済で、政策当局が経済を適切にハンドリングしているとの確信を、市場が得られるかどうかである。上海株式市場でのサーキットブレーカー（相場急変時の売買停止装置）の導入は、株価下落を緩やかにするのがねらいだったが、運用のまずさによって失敗し、世界の株式市場を混乱させる結果となったのは記憶に新しい。「新常态」への移行が、経済の急速な減速（ハードランディング）を招くことなく円滑に進められると、市場は信じ切っていない。

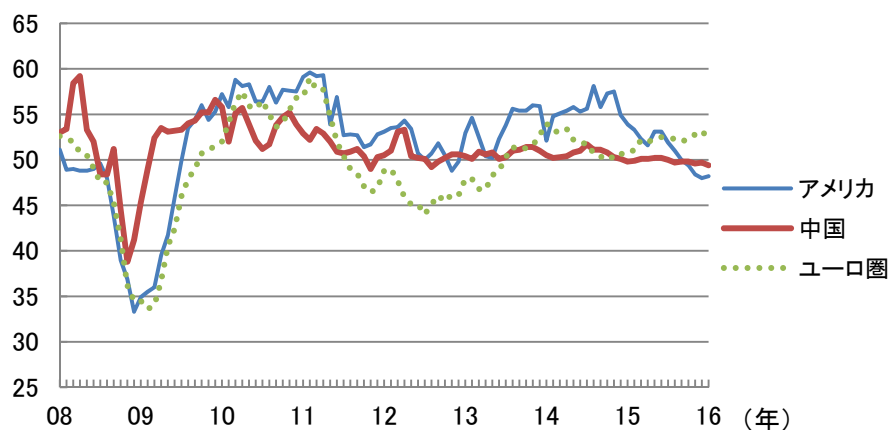
世界経済は、当面、牽引役を欠く展開となり、減速を余儀なくされると考えられる。市場の動揺が収まるきっかけをつかみにくくなっており、動揺が長引けば、株価低迷が各国の実体経済を下振れさせる懸念が強まることになる。世界経済のリスクが高まる中、各国の個別対応では不安の連鎖を断ち切ることが難しくなっており、G20やG7などの場で、各国政府・中央銀行が協調して政策発動でくるかどうか注目ポイントである。

減速続く中国経済

中国の10～12月期の実質GDP成長率は前年比6.8%と、前期（同6.9%）から減速し、リーマンショック後の2009年1～3月期（同6.2%）以来の低成長となった。2015年通年の成長率は6.9%と前年から0.4ポイント低下し、目標の7%前後を上回ることができなかった。25年ぶりの低い伸びである。一方、1月のPMIは49.4と前月から0.3ポイント低下し、3年5ヵ月ぶりの低水準となった（図表1）。

10～12月期の工業生産は前年比5.9%と前期から横ばいにとどまり、固定資産投資は同10.0%と前期（同10.3%）から伸びが低下した。過剰設備は、依然として解消されていない。2015年の粗鋼生産は8.4億トンと34年ぶりに前年割れしたが、業界の粗鋼生産能力は11億トンあまりあるとされる。中国は、鉄鋼のみならず、セメントや建設機材からスマートフォンに至るまで、多くの分野で過剰生産能力を抱えている。中国では今、「供給側改革」という言葉が流行している。昨年11月に習主席が用いたもので、従来の需要刺激主体の政策運営からの決別を意味し、減税や規制緩和で民間活力を引き出すという意味合いも含まれる。

図表1 米欧中のPMI



（出所）ISM、Markit、中国国家統計局、中国物流購入連合会

10～12 月期に社会消費品小売総額が前年比 11.1%と、前期（10.7%）から上向いたのは、明るい材料である。製造業が低迷する中、消費は、都市部を中心に比較的堅調を維持している。また、インターネット通販は 3 割を超える高い伸びを続けている。GDP に占めるサービス業の比率は、1990 年代初頭の 30% 台から現在は 50% 超まで高まっている。これは、今後の景気を支える新たな動きと評価できるが、まだ力不足である。

中国のジレンマと市場が改革を迫る可能性

製造業不振が中国経済の先行きの不透明感を強める中、アメリカの利上げの影響で海外への資本流出が加速し、これが元高圧力となっている。中国人民銀行がドル売り元買い介入を繰り返したことで、中国の外貨準備は急速に減少し、足元ではピーク時（2014 年 6 月）から 2 割も減少している。

こうした元買い介入は、国内の金融緩和の効果を殺ぐ結果となっている。元買い介入で市中の元を吸収することになるためである。一方で、追加緩和に動けば、海外への資金流出に拍車をかけ、元安圧力を高める結果になるというジレンマがある。したがって、今後の金融緩和にも慎重姿勢を示している。

国際金融の世界では、自律的な金融政策、資本移動の自由、固定相場制の三つを同時に達成できないトリレンマがあることが知られているが、中国がこの問題に直面していることを意味する。中国は従来、資本移動を規制することで、自律的な金融政策と固定相場制を維持してきたが、資本移動の規制が有効でなくなった時に、固定相場を維持しようとする、金融政策が使えなくなる。

かといって、中国政府は過度の資本流出を招きかねない変動相場制への移行に踏み切る意向もない。このほど人民元は、IMF が定める SDR の構成通貨に組み入れられたが、それに伴い、人民元レート自由化の期待する向きもあった。しかし、最近の中国は相場を管理する姿勢を一層鮮明にしている。これに関連して、2 月下旬の G20 財務省・中央銀行総裁会議では、人民元の急激な変動が世界の市場の混乱要因になっているとの認識から、通貨安定をねらい、国外への外貨持ち出しなどの資本規制が議論される見通しである。

しかしそれでも、元安の流れを止めるのは次第に難しくなっていく可能性がある。中国経済の先行きについて、1 月 21 日のダボス会議でジョージ・ソロス氏が「中国経済のハードランディングは不可避」と発言し、物議をかもした。ソロス氏は、1990 年代にイギリスのポンド値下がりを見越し、ポンドを売り浴びせて巨利を得たことで知られる。中国政府はこの時と同じように人民元が売り浴びせられることを警戒しており、中国メディアはソロス発言を一斉に批判した。

中国政府は昨年、成長率目標を「7.0%前後」として 3 年ぶりに引き下げたが、実際の成長率はこれを下回った。今後の目標は、「6.5～7.0%」とされる見込みである。中国政府は一層の成長の鈍

化を容認しても、構造調整を続ける意向である。3月の全人代などの場で、ハードランディング論を払拭するような政策を発信し、中国政府が経済をハンドリングし得ることを示せなければ、いずれ市場の売り浴びせによって、改革を余儀なくされるというシナリオが高まる可能性もゼロではないと思われる。

底堅い成長を続けるユーロ圏

ユーロ圏の10～12月期の実質GDP成長率は前期比年率1.1%と、前期（同1.2%）からわずかに減速したものの、11四半期連続でプラス成長となった。PMIも安定的に推移している（図表1）。2015年の成長率は1.5%と、4年ぶりの高い伸びとなった。

しかし先行きについては、不安材料が少なくない。生産は足元では減少しており、12月は前月比-1.0%と前月（-0.5%）からマイナス幅が拡大した。中国など新興国経済減速の影響もあり、輸出はこのところ弱い動きを示しており、生産もそのあおりを受けている。ユーロ圏経済を牽引するドイツも、10～12月の実質GDP成長率は前期から横ばいにとどまった。1月の消費者物価は前年比0.4%と目標（2%未満で、その近辺）からほど遠い状況が続いている。原油安の影響により、数ヵ月後には再びマイナス圏入りする可能性もある。

ECBのドラギ総裁は1月21日に、3月10日に開催される理事会で追加緩和に踏み切る可能性を強く示唆した。年初来の世界的な市場の混乱を受け、下振れリスクが高まったことに対応するためである。ECBは昨年12月に量的緩和の期限を2017年3月迄半年間延長するとともに、民間銀行が資金をECBに預ける際の金利（預金ファシリティ金利）も-0.1%から-0.3%に引き下げたが、国債などの買い取りの規模拡大を見込んでいた市場の期待を裏切り、株安・ユーロ高を招いた経緯がある。今度は、市場を失望させないよう動こうとしている。

一方、最近のユーロ圏では、ドイツ銀行の財務悪化懸念に端を発して、金融システムに対する不安が再び頭をもたげている。きっかけは、ドイツ銀行が中核的資本を補強するために過去に発行した債券の利払いに対する懸念が広がったことであった。ドイツ銀行は、リーマンショック後、不正な取引が明るみに出てその処理費用やリストラ費用がかさみ、昨年最終赤字は過去最悪となっていた。ドイツ銀行に対する不安が、米欧の銀行株下落に波及し、また、金融システムが脆弱な南欧の国債利回り上昇にまでつながった。ユーロ圏経済は比較的堅調に推移しているとはいえ、なお不安定性が高いことを示している。

マイナス金利のもたらした影響

一方、欧州で先行して導入されたマイナス金利は、一部では、手数料を預金者に転嫁する動きが出ている。昨年10月、スイスの中堅銀行（オルタナティブバンク）は、個人の預金金利を-0.125%

とした。顧客は、手数料を支払わなければならなくなったことを意味する。また、ドイツの中堅銀行（スカットバンク）は、昨年11月、300万ユーロ超の預金に-0.25%の金利を導入した。しかし、多くの銀行は預金流出を警戒し、マイナス金利のコストを転嫁し切れていないため、収益圧迫要因になることが懸念されている。

一方、デンマークでは、住宅ローンを借りた顧客にいわば利息を提供するマイナス金利が登場し（住宅金融大手の変動金利は-0.3%程度）、手数料を加味してもゼロ近くの金利となったため、住宅購入者が増え、住宅価格が上昇した。これについては、消費者がマイナス金利の下で、過度に負債を抱えることで、将来的なリスクの高まりを懸念する声もある。マイナス金利がもたらしたこうした影響は、今後の日本においても参考になる。

ユーロ圏の実体経済は、追加緩和が下支えになるとともに、ドイツが難民対策で200億ユーロの公費をつぎ込み、これがドイツの成長率を引き上げることで（0.25%の引き上げ効果、ドイツ銀行による試算）、引き続き緩やかに持ち直していくというのが基本シナリオである。しかし、中国などの減速が輸出や生産に影を落としており、今後の成り行き次第ではこれが成長の足かせとなる懸念もある。

大幅減速で利上げペースを修正

アメリカの10～12月期の実質GDP成長率は、前期比年率0.7%と前期（同2.0%）から鈍化し、寒波の影響を受けた1～3月期以来、3四半期ぶりの低成長にとどまった。暖冬の影響により個人消費は同2.2%と前期（同3.0%）から鈍化した。これに対し、ドル高や海外経済減速により輸出が同-2.5%と前期（同0.7%）のプラスからマイナスに転じ、また、設備投資は同-1.8%と2012年7～9月期以来の減少となった。原油安によりエネルギー関連の投資が落ち込み、海外経済減速により企業マインドも慎重になっている。PMI（ISM製造業景況感指数）は48.2と、拡大・縮小の境目である50を4ヵ月連続で下回っている（図表1）。

雇用については、1月の非農業部門の就業者数は、前月比15.1万人の増加と、前月（26万人）を大きく下回った。一方、1月の失業率は前月より0.1ポイント改善する4.9%となり、雇用の質を示す平均賃金は前月比0.5%と伸びが加速した。雇用統計は強弱が入り混じっており、GDP統計の悪さとともに、FRBが想定していた年4回の利上げペースの実現を積極的に支持する内容ではなかった。

年初来の市場の動揺や最近の経済指標の動きを受け、イエレン議長は2月10日に、「経済が下振れすれば、利上げペースも減速するのが適当」と述べ、3月の追加利上げを見送る可能性を示唆した。ただし、雇用環境は完全雇用に近い好調を維持しており、原油安などの物価の下押し圧力も一時的だとして、緩やかな金融引き締め路線は堅持するとし、利上げペースが大幅に遅れるという

市場の観測を牽制した。

利上げについては一部の経済学者から、時期尚早だったとの批判も出ている。例えば、サマーズ元財務長官は、12月終わりに、①早い時期に2%の物価上昇率に回復すると過信していること、②2%の物価上昇率を達成目標というより上限と捉えていること、③早めの利上げで後の利下げ余地が生まれ、総需要を刺激できると考えていること、④米経済が長期停滞に陥る可能性を軽視していること、の4点から利上げが誤りだと断じた。

こうした批判に応えるわけではないが、世界の市場の動揺を受け、FRBは利上げペースを再考せざる得なくなっている。新興国経済の減速は、アメリカの利上げに伴う資本流出を防ぐための対抗利上げに一因があり、世界経済の減速懸念が、原油の供給過剰と相俟って、原油市況の低迷をもたらしている。そして、それがまた世界の市場を動揺させる要因になっている。利上げを当初のペースを進めることを世界経済が許容できなくなっており、世界経済の減速が米経済に悪影響をもたらす可能性が高まっているとすれば、サマーズ氏の論点とは別に、当初想定したFRBの利上げペースは、やや性急だったとの評価もできるかもしれない。

2 日本経済—停滞感強まり回復に遅れ

10～12月期の実質 GDP 成長率は、前期比-0.4%（同年率-1.4%）と2四半期ぶりのマイナス成長となった。前期には持ち直した消費、輸出が再びマイナスに転じたほか、住宅も4四半期ぶりにマイナスとなった。設備投資が2四半期連続にプラスになった点は朗報であるが、在庫調整の進展により、在庫の寄与度がマイナスになった点は成長率の押し下げ要因となった。以下では、最近の経済状況を確認しつつ、今後の行方を探っていこう。

力強さを欠く輸出、生産

外需については、実質輸出（日銀ベース）は、10～12月期は前期比2.7%と2四半期連続で増加した（図表2）。地域別でみると、アメリカ向け、EU向けは前期のマイナスからプラスに転じた。中国向けは4四半期ぶりのプラスに転じた。ただし、これまでの落ち込みを考えると戻りは限定的である。NIEs向けは引き続きマイナスとなっている。輸出は、先進国向けは持ち直しているものの、新興国向けが振るわない状況が続いている。

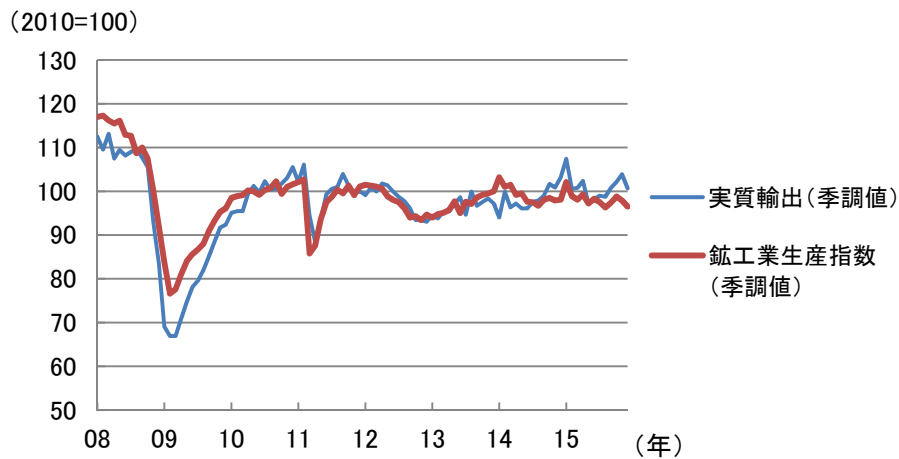
財別では自動車は2四半期連続の増加、情報関連が4四半期ぶりに増加に転じたが、資本財・部品が4四半期連続でマイナスと低迷が続いている。自動車は先進国向けが増加し、情報関連は新型スマートフォン向け部品の増加により下げ止まった。資本財・部品が低迷しているのは、中国など新興国経済減速の影響による。

月次ベースでみると、11月まで3ヵ月連続で増加したものの、12月は前月比-3.1%と比較的大きなマイナスとなった点は要注意である。先行きも自動車は堅調に推移すると考えられる。しかし、情報関連はITサイクルの影響で再び下降に転じ、新興国経済の回復が遅れていることにより、資本財・部品も低調に推移する可能性が高い。輸出の回復ペースは先行きも緩やかなものにとどまると予想される。

一方、10～12月期の生産は、前期比0.7%と3四半期連続ぶりにプラスに転じた（図表2）。しかしそれまでの落ち込み（4～6月期同-1.4%、7～9月期同-1.2%）に比べると、戻りは極めて弱い。月次ベースでは、11月前月比-0.9%、12月同-1.4%と2ヵ月連続でマイナスとなっている。12月は、輸送機械、電子部品・デバイス、はん用・生産用・業務用機械のいずれもマイナスとなったが、中でも電子部品・デバイスの落ち込みが懸念される。新型スマートフォン向け部品が、当初予想よりも伸びなかったため、生産が下方修正された。はん用・生産用・業務用機械の伸び悩みは、設備投資が伸び悩んでいることを反映していると考えられる。

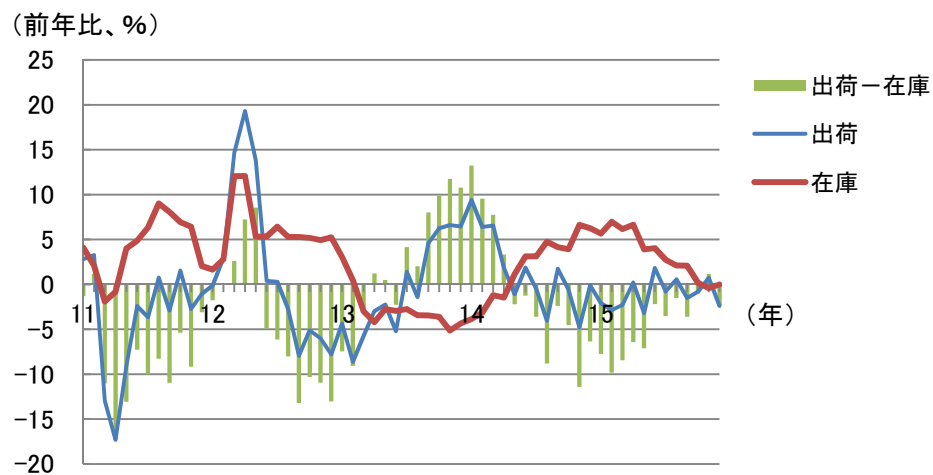
出荷・在庫バランスは、11月に1年7ヵ月ぶりにプラスに転じたが、12月は出荷がマイナスとなったため、再びマイナスとなった（図表3）。在庫調整は、なかなか終わりが見えない状況になっ

図表2 実質輸出と鉬工業生産指数



(出所) 日本銀行「実質輸出入」、経済産業省「鉬工業指数統計」

図表3 出荷・在庫バランス



(出所) 経済産業省「鉬工業指数統計」

ている。

生産の先行きについては、製造工業予測指数は1月7.6%、2月-4.1%と振れが大きくなっている。足元の実現率（12月-2.4%）が大幅なマイナスとなっている点や、年初以降の世界的な市場混乱の影響もあり、下振れる可能性が高いと思われる。

設備投資については、企業の備投資意欲はかねて高まっているものの、なかなか現実の設備投資に結びついていない。先行指標である機械受注は10～11月平均は7～9月期対比5.7%と、7～9月期の前期比-10.0%から回復した（図表4）。一致指標である資本財総供給（国産品+輸入品）も10～11月平均は7～9月期対比1.2%と、7～9月期までの3四半期連続のマイナスから回復した。設備投資は持ち直しているが、その足取りは鈍いままである。

日銀短観（12月調査）では、設備投資計画の強さは堅持され、維持更新や人手不足に対応するための省力化投資に対する企業の意欲は強い。しかし先行きについては、足元の円高進展による業績悪化懸念が、企業のマインドを萎縮させ、設備投資が先送りされるリスクが高まっている。

消費は停滞、実質賃金は減少

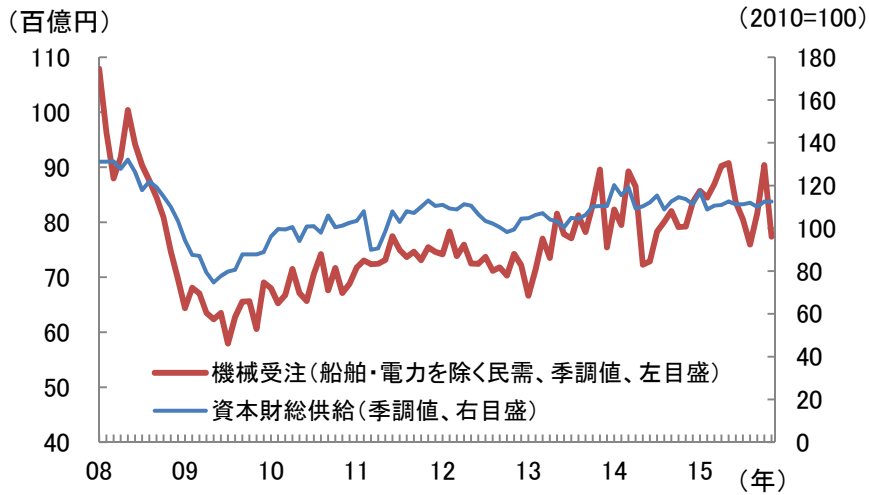
消費については、消費総合指数は10～12月期は前期比-0.7%と2四半期ぶりのマイナスとなった（図表5）。暖冬による冬物衣料の販売不振が足を引っ張った。家電、自動車販売はおおむね横ばいで推移している。最近の消費不振については、消費総合指数やGDPの消費の基礎統計である家計調査のサンプル要因がしばしば指摘される。しかし、直近は小売業販売額（実質）も不振であり、サンプル要因とばかり言えない。消費不振の背景には、賃金伸び悩みなどがあると考えられる。消費者マインドは、12月まで3ヵ月連続で上昇していたが、1月は下降に転じた（図表5）。

消費の先行きは、エネルギー価格の下落は実質可処分所得を増加させ、プラス要因となる。しかし、最近の急速な円高進展が先行きの企業業績を悪化させる可能性が高まっている。これが所定外給与や特別給与の減少などを通じ賃金の改善を停滞させたり、消費者マインドに悪影響を与えたりする場合には、消費を低迷させる要因になると考えられる。

雇用については、労働需給は引き続き改善を続け、12月の有効求人倍率は1.27倍と、1991年12月（1.31倍）以来の高水準を記録した。完全失業率は3.3%と構造失業率に近い水準を保っており、完全雇用状態といえる。所定内給与は2015年以降、安定的に上昇を続け、12月は前年比0.7%と上昇を加速させた。所定外給与も6ヵ月連続で上昇し、現金給与総額もまた6ヵ月連続で上昇している。所定内給与については、パート比率の上昇が引き続き下押し圧力にはなっているが、一般労働者がベアの影響で引き上がる方向にあり、全体としてプラスを維持している。

このように名目賃金は改善を続けているが、実質賃金が11月以降2ヵ月連続でマイナスとなっている点は悪材料である（11月前年比-3.0%、12月-0.4%）。12月は名目賃金も伸び悩んだが、消

図表4 機械受注と資本財総供給



(出所) 内閣府「機械受注統計」、経済産業省「鉱工業指数統計」

図表5 消費者態度指数と消費総合指数



(出所) 内閣府「消費総合指数」、「消費動向調査」

(注) 消費者態度指数は、調査方法の変更に伴い、不連続が生じている

費者物価（持ち家の帰属家賃除く総合）の伸びが鈍化したことで、マイナス幅は縮小した。名目賃金は伸びても、実質賃金に明確な上昇が見られないことが、消費の弱さにつながっていると考えられる。

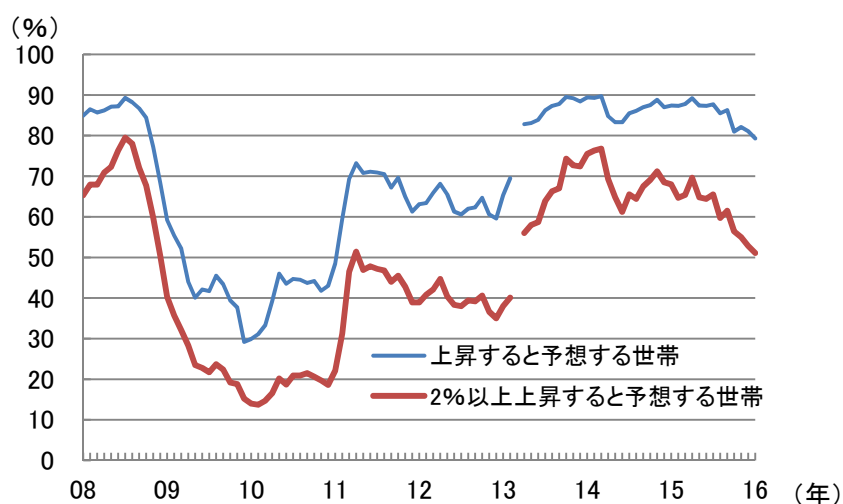
景気後退リスクも

このように足元の景気は停滞感を強めており、12月の景気動向指数は、一致指数が前月差-0.7ポイント（11月-1.4ポイント）、先行指数は前月差-1.2ポイント（11月-0.9ポイント）と、2ヵ月連続で低下した。一致指数の基調判断は、「足踏み」で据え置きとなった。この先の一致指数の推移次第では、数ヵ月以内にも基調判断が「下方への局面変化」と判断される条件を満たす可能性もある。景気は、拡大持続に黄信号が点っている状況といえる。

消費者の物価上昇期待も低下している。1年後の物価上昇を予想する世帯の割合は、アベノミクス以降、増加してきたが、2015年4月をピークに、足元では減少傾向にある（図表6）。とりわけ、2%の物価上昇を予想する世帯の割合の減少が目立つ。

最近の急速な円高・株安の進展は、実体経済と大きく乖離した動きと言わざるを得ないが、市場の動揺がしばらく続く場合には、企業マインド、消費者マインドを大きく悪化させ、景気停滞に拍車をかけるリスクは大きい。

図表6 1年後の物価上昇予想世帯の割合



(出所) 内閣府「消費動向調査」
 (注) 調査方法の変更に伴い、不連続が生じている

マイナス金利の評価

ここで、マイナス金利の評価をしておこう。中国経済の先行き不安や原油安に端を発する年初来の株安・円高を受け、日本銀行は、1月29日の金融政策決定会合で、銀行が日本銀行に預けるお金である当座預金の一部にマイナス金利を適用することを決めた。それまで黒田総裁は、マイナス金利適用には否定的な発言を繰り返していただけに、内外の市場から驚きを持って受け止められた。

年間80兆円のペースで長期国債を購入する量的緩和が、早晚限界に達するという観測が高まっていたことに対し、12月の決定会合では、保有する国債の満期までの期間を延長するなどして限界論の払拭に努めた。しかし、追加緩和までには踏み切らず、市場の失望を招いた。

今回は、一気にマイナス金利にまで踏み込んだことで、市場に強いインパクトを与えた。マイナス幅は、先行きも拡大させていくことが可能で、これと量的緩和のいくらかの拡大余地を併せ、日銀は金融緩和の限界論を払拭しようとした。

マイナス金利の効果としては、先行して導入した欧州諸国からの経験からは、通貨安をもたらす効果があることはわかっている。しかし、民間銀行が、マイナス金利を嫌い、貸し出しを増やす効果は限定的であった。

日本における効果としては、マイナス金利導入直後は、円安、株高をもたらしたが、世界経済の先行き不安が強い中では、効果は持続的ではなかった。マイナス金利導入の効果が、世界経済の先行き不安の効果を下回ったためである。

マイナス金利で、設備投資が刺激されるかどうかという点については、資金調達コストが下がったとしても、世界経済の先行き不安が強い中では、積極的に投資に踏み切れない状況にある。また、住宅ローン金利の低下で住宅取得能力が多少上がったとしても、住宅価格はアベノミクス下でかなり上昇しており、需要刺激の効果は限定的と考えられる。

しかも、銀行は貸し出しを増やそうとする前に、安全資産である国債購入を増やした。国債に需要が殺到したことで、その価格は上昇し、利回りは低下した。また、たとえ国債価格が上昇したとしても、日銀がそれ以上の価格で買ってくれるとの思惑で国債を購入する傾向も強まった。

マイナス金利の導入は、当初の時点では、日銀の期待した効果を生むどころか、市場を不安定化させる結果となった。マイナス金利の導入が、効果的な施策であったかについて評価を下すためには、今後の推移を待たなければならない。

これまで日銀が2%の消費者物価上昇率達成のために何でもやるという強い姿勢を示してきたことが、景気回復につながってきたことは確かである。その結果すでに日本経済が完全雇用に近い状態となり、生鮮食品とエネルギーを除く物価上昇率が1%台半ば近くに達していることを考慮すれば、目標に着実に向かっているとの評価もできる。日銀の政策運営は現時点では、本来は無理をする必要はなく、2%は中長期の目標と位置づけ、日本経済の成長の天井を突破するための構造改革

をサポートする姿勢で運営していくのが望ましい。しかし、世界経済のリスク増大など、外部環境の急変にも対応する必要がある。先行きも難しい運営を迫られることになる。

春季賃上げ率は控え目

先行き、市場の動揺が次第に収まっていったとして、景気が回復基調に戻っていくためには、賃金上昇が本格化するかどうかことが重要となる。デフレからの完全な脱却という観点からも、賃金の持続的な上昇は欠かせない。消費者物価と時間当たり賃金の伸びは、長期的に見るとほぼ連動している。

その意味で、今年の春闘が注目されている。主要企業では 2014 年 2.19%、2015 年 2.38%と 2 年連続で 2%台の賃上げとなり、同時に 2 年連続のベースアップが実現された。2015 年のベースアップは 0.5%と 2000 年以降で最大の伸びとなった。

しかしながら、今年の春闘では、連合の要求は昨年比べややトーンダウンしている。昨年は「2%以上」としていたが、今年は「2%程度を基準」となっている。また、自動車、電機などで構成する金属労協は、今年の賃上げ要求を昨年の半分に抑えた。

企業収益は高水準であるものの、伸びは鈍化傾向にあることや、消費者物価の伸びが鈍化していることがこの背景にある。このほか、2 年連続の賃上げは実現されたものの、中小企業の賃上げが大企業に追いつかない状況になっているということもある。

物価については、労組側の要求の基準となる消費者物価は、生鮮食品を除くベースであるが、原油価格下落の影響により、足元では低い伸びにとどまっている（12 月は 0.1%）。これに対し、最近、日銀が物価の基調を判断する指標として重視している、生鮮食品とエネルギーを除く消費者物価は比較的堅調に推移している（12 月は 1.3%）。

労組がこれまで要求の目安としてきた生鮮食品を除くベースが、原油価格下落という特殊要因で鈍化したことを踏まえ、また、最近の日銀が生鮮食品とエネルギー価格を除くベースを重視して政策運営していることを考慮すれば、労組もこれに基づいて要求水準を下げないという選択肢もあつてしかるべきだったかもしれない。しかし、これまでの慣行が重視された。

一方、大企業と中小企業の格差が開いているという点に関しては、2015 年の中小企業の賃上げ率は 1.6%と、前年から横ばいにとどまり、中小企業への波及は、実際遅れている。今年の要求を「2%程度を基準」としたのは、大企業労組の要求に幅を持たせた上で、大企業が系列の中小企業からの仕入れ価格引き上げなどの配慮をすることで、中小企業の底上げを実現するというねらいもある。

こうした事情により、今年の要求は昨年よりトーンダウンしたが、2%の物価上昇を目指す日銀にとっては、物足りないものに映っている。物価上昇が 2%を超えていた 1990 年代前半は、賃金

は4~5%伸びていた。現在も、2%の物価上昇を実現するためには、4~5%程度の賃上げが必要とされる。

その意味で、今年の春闘も、企業収益の増加が賃金に回り、経済の好循環がより一層進展するという期待には十分応えられそうにはない。しかし、これまでの要求方式を変えることはすぐには難しい。また、中小企業に賃上げを波及させるまでには時間がかかる。今年的主要企業の春季賃上げ率は、2014年の水準は上回るが、2015年を下回る水準で着地する可能性が高い。

2016年度の成長率は1.2%

以上を勘案すると、今後の日本経済は、賃金の伸び悩みで個人消費は力強さを欠き、設備投資も維持更新や省力化投資以外はあまり広がらず、海外経済の停滞により輸出も緩やかな回復にとどまることで、停滞感の強い状態で推移すると考えられる。物価上昇も頭打ちで推移すると考えられる。2016年度後半以降は、停滞感が次第に払拭されていくと考えられるが、2017年度は消費税率引き上げの影響により、ほぼゼロ成長になると考えられる。

2016年度の実質GDP成長率は1.2%、2017年度0.1%になると予想される。消費者物価上昇率（除く生鮮食品）については、2016年度0.6%、2017年度2.1%（消費税率引き上げの影響を除くと1.1%）を見込んでいる。

なお、消費税率引き上げが実質GDP成長率に与える影響は、2016年度+0.2ポイント程度（個人消費、住宅投資の駆け込み需要発生の効果）、2017年度-0.7ポイント程度（反動減と実質所得減少の効果）を想定している。

予測表

年度	2015	2016	2017	2015	→予測 2016				2017				2018
	予測	予測	予測	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3
実質 GDP (年率)	0.7	1.2	0.1	-0.4	0.3	0.4	0.3	0.5	0.7	-1.3	0.4	0.3	0.3
	-	-	-	-1.4	1.1	1.5	1.3	2.2	2.6	-4.9	1.6	1.2	1.1
個人消費	-0.4	0.7	-1.7	-0.8	0.4	0.2	0.1	0.4	1.1	-3.5	0.8	0.4	0.2
住宅投資	2.6	2.9	-6.2	-1.2	0.8	0.8	1.2	1.5	0.0	-5.9	-2.8	0.9	1.2
設備投資	2.3	4.2	1.7	1.4	0.9	0.8	1.0	1.4	1.4	-0.9	0.0	0.8	0.9
在庫投資(寄与度)	0.2	-0.2	0.2	-0.1	-0.1	0.1	0.0	-0.1	-0.3	0.5	-0.1	0.0	0.0
政府消費	1.3	1.0	0.9	0.5	0.1	0.2	0.3	0.2	0.4	0.1	0.2	0.2	0.3
公共投資	-1.3	-3.9	0.9	-2.7	-0.6	-0.7	-0.8	-0.4	-0.6	0.9	0.8	0.5	0.2
輸出	0.4	3.8	3.7	-0.9	0.5	1.0	1.2	1.6	1.8	0.8	0.5	0.0	0.1
輸入	-0.1	2.6	0.4	-1.4	0.6	0.8	0.9	1.2	1.8	-2.5	0.4	0.8	0.5
名目 GDP	2.2	1.9	1.6										
GDP デフレーター	1.6	0.7	1.5										

[実質 GDP 寄与度]

内需	0.6	0.9	-0.5
外需	0.1	0.3	0.6

鉱工業生産	-0.1	3.8	0.2
CPI(除く生鮮食品)	0.0	0.6	2.1
失業率	3.3	3.1	3.2
経常収支	16.2	16.3	16.6
円ドルレート	120.2	117.0	118.5

[前回予測(2015.12.8)]

実質 GDP	1.1	1.4	-
名目 GDP	2.6	2.2	-

(注) 各需要項目は前期比。経常収支は兆円。

《本件に関するお問い合わせ先》

株式会社富士通総研 経済研究所 上席主任研究員 米山秀隆

電話:03-5401-8392(直通)

E-mail:yoneyama.hide@jp.fujitsu.com

《報道関係者お問い合わせ先》

株式会社富士通総研 事業支援統括部)広報

電話:03-5401-8399(直通)