

# 2016・2017 年度経済見通し(2016 年 5 月改訂)

2016年5月18日  
株式会社富士通総研

## 1 世界経済—牽引役不在で回復は緩やか

年初に高まった世界経済の先行き不安は和らぎ、原油価格も底打ちの傾向が明確になりつつある。しかし、アメリカの回復は力強さを欠き、中国の調整は長引き、新興国・産油国の回復も遅れていて、世界経済の回復ペースは依然として緩慢である。ユーロ圏は唯一、回復が途切れていないが政治リスクもあり、先行きについては予断を許さない。2016 年後半には、世界経済の不透明感は、今よりは払拭されていくと考えられるが、明確な牽引役は不在で回復ペースは緩やかなものにとどまると予想される。

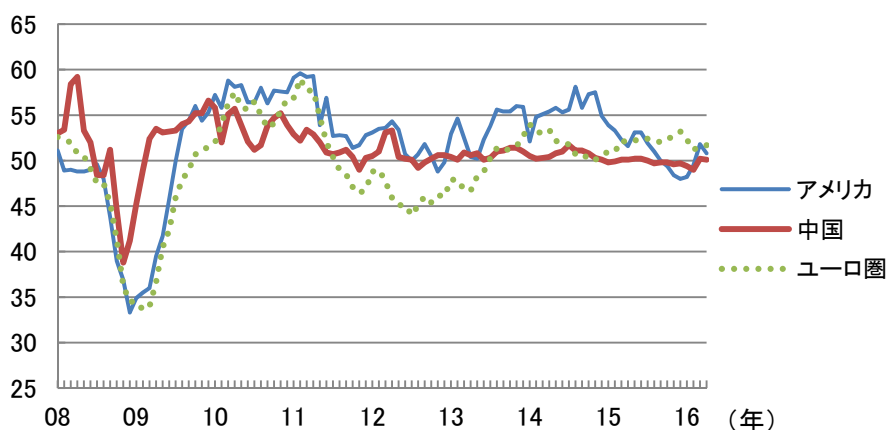
### 踊り場のアメリカ経済

アメリカの 1～3 月期の実質 GDP 成長率は、前期比年率 0.5%と前期(同 1.4%)から減速した。マイナス成長に陥った 2014 年 1～3 月期以来、2 年ぶりの低い伸びで、また、前期を下回るのは 3 四半期連続であった。個人消費は、自動車など耐久消費財の伸びがマイナスに転じ、同 1.9% (前期同 2.4%) と減速した。2011 年 4～6 月期以来、およそ 5 年ぶりの低水準となった。年初来の株安など金融市場の混乱が、高額品の消費に悪影響を及ぼした。設備投資は同-5.9% (前期同-2.1%) とマイナス幅が拡大した。原油安によりエネルギー開発企業の投資が引き続き減少している。輸出も同-2.6% (前期同-2.0%) と 2 四半期連続でマイナスとなったが、海外経済減速やドル高の影響による。

2009 年夏から 6 年半続いた景気拡大局面は、踊り場を迎えている。踊り場を脱し、2%台の安定的な成長軌道に復帰するには、株価持ち直しやドル高修正などがキーになる。もっとも、1～3 月期の速報値は例年、成長率が低めに出て、後に上方修正されるパターンが続いており、今回の数値によって、過度に悲観的になる必要はない。4 月の PMI (ISM 製造業景況感指数) は 50.8 と前月をやや下回ったが、拡大・縮小の境目である 50 を 2 ヶ月連続で上回った (図表 1)。

雇用については改善傾向にあるが、勢いが鈍化している。4 月の非農業部門の就業者数は前月比 16 万人増と 2 ヶ月連続で鈍化した。その結果、3 ヶ月ぶりに、雇用回復の目安とされる 20 万人を

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

下回った。これまで増加を牽引してきた小売業が消費不振の影響で3千人減少したほか、建設業の伸びが鈍化した。これに対し、輸出不振で減少していた製造業が3ヵ月ぶりにプラスに転じたのは朗報である。失業率は前月と同じ5.0%だった。一方、雇用の質の改善を示す平均時給は25.53ドル、前年比2.5%（前月は同2.3%）と勢いが増し、1月以来の高い伸びになった。

物価は、3月のPCEデフレーター（食料・エネルギーを除く）は、前年比1.6%と前月から0.1ポイント鈍化した。雇用や賃金は改善傾向にはあるが、個人消費が振るわなかったため、物価の伸びはわずかに鈍化した。

#### なお年2回の利上げ可能性は残る

踊り場にある経済状況を受け、FRBは4月27日のFOMCで、金融政策を維持を決め、昨年12月以来の政策金利引き上げを見送った。見送りは1月、3月に続き3会合連続である。市場では年内2回の利上げを見込むシナリオが見直され、年1回とする予想が増えている。FRBは、昨年12月に9年半ぶりの利上げを実施した時点では、2016年中に4回の利上げを想定していたが、3月には2回に下方修正していた。

次回6月14～15日の会合に利上げする余地はなお残し、景気の下振れリスクが薄ければ、利上げ再開が模索される可能性はあるものの、そのハードルは高い。利上げペースが年内2回から下方修正されれば、再びドル安が進みやすくなる。これと原油価格の持ち直しによって企業部門が回復すれば、米経済が成長軌道に戻る可能性はより高まっていく。ただ一方で、すでに失業率はリーマ

ンショック前の水準に近づき、雇用の質も着実に改善、物価も目標の2%に近い水準にあることから、FOMC内には早期利上げ派も存在する。6月の利上げは困難になっているとはいえ、9月に利上げできれば、なお、年内2回の可能性は残っているといえる。

### 底堅い成長が続くユーロ圏

ユーロ圏の1~3月期の実質GDP成長率は前期比年率2.2%と、前期（同1.3%）から成長が加速した。12四半期連続のプラス成長である。新興国の景気の弱さや米経済減速の影響から輸出は振るわないが、生産は持ち直しの傾向にある。また、3月の失業率が10.2%とおよそ4年半ぶりの水準に低下するなど雇用の改善が続き、消費を下支えしている。PMIも安定的に50を上回っている（図表1）。

ただ、4月の消費者物価が前年比-0.2%と2ヵ月連続でマイナスとなるなど、物価はゼロ近辺で低迷している。ECBは3月に、マイナス金利幅の拡大、資産購入プログラムの買い入れ規模の拡大などの包括緩和に踏み切った。昨年12月の緩和が市場の期待を裏切る結果となったため、3月の緩和は踏み込んだものの、これで利下げは終わりとの打ち止め感から、逆にユーロ高に拍車がかかった。4月は据え置き、3月緩和の効果を見極める姿勢を示すとともに、必要ならば追加策を講じる姿勢をにじませた。

3月にドラギ総裁が利下げ打ち止め感をにじませたのは、これ以上マイナス金利幅を拡大した場合の、銀行の収益悪化などの悪影響を考慮したことによる。実際、ドイツではマイナス金利の副作用への批判が高まっている。

### ヘリコプターマネーが論じられる背景

ユーロ圏は今後も内需主導の緩やかな成長が続くと予想されるが、4~6月期は1~3月期の高成長の反動もあり、成長率は鈍化する可能性が高い。ユーロ相場の高止まりが、企業収益を悪化させる要因となっているほか、マイナス金利は金融機関の収益を圧迫している。ただ、金融政策が限界に近づきつつあるからといって、ドイツが財政出動に向かう見込みはない。ドイツは、すでに難民対策で歳出を増やしているという認識であり、伊勢志摩サミットで財政出動の協調を図りたい議長国である安倍首相の意向に反し、メルケル首相は考えるそぶりも見せていない。

ユーロ圏でデフレ脱却の手段としてヘリコプターマネーがクローズアップされ、3月の会見でドラギ総裁が興味深い考えだと述べたのも、財政余力の大きいドイツが、需要不足解消のための財政出動に消極的という背景があると考えられる。中銀が紙幣を刷ってばらまけば、需要不足を解消できるというのがヘリコプターマネーである。技術的には中銀が新発の永久国債を購入すれば、ヘリコプターマネーとなる。こうした施策はユーロ圏の財政規律の喪失につながるが、ドイツの財政規

律への過度の執着により、域内の需要不足が解消できない状況が深刻であるとすれば、中銀が何らかの手段でお金をばらまくことは論理的には考え得る。

ただし、ドイツ連銀総裁は、ヘリコプターマネーは、中銀の権限を超え、中銀の独立性とも両立しないと厳しく批判しており、ドラギ総裁も4月の会見では、検討していないことを強調した。ヘリコプターマネーは、中銀に残された最後の政策手段ともいえるが、バーナンキ前FRB議長が、アメリカでは可能性はないが、ユーロ圏や日本では可能性があるとの見解を示しているのは興味深い。後に述べるように、日本ではそれに近い状況に陥りつつある。

ユーロ圏では、現時点でのヘリコプターマネーの可能性はないが、この先もゼロインフレが続き、財政出動が期待できない中、金融政策により一層の役割がされる局面が訪れた場合は、検討の俎上に上る可能性はゼロではない。

### ギリシャの債務問題とイギリスのEU離脱問題

緩やかな回復が続いているが、ユーロ圏は政治的なリスクを二つ抱えている。一つはギリシャの債務問題の再燃である。7月20日にはECB等が保有する23億ユーロの国債償還が予定されており、EUの支援なしでは財政危機が再燃する恐れがある。ギリシャ議会は、5月9日に構造改革の関連法案を可決したものの内容は不十分で、EUの支援の行方が不透明になっている。2018年の財政再建目標は難しく、EU側は未達の場合には、自動的な緊縮策発動を提案しているが、ギリシャはこれに反発している。

これには6月23日にイギリスで予定されるEU残留を問う国民投票も絡んでおり（Brexit問題）、ギリシャへの支援問題が6月までずれ込めば、離脱派を勢いづかせる可能性がある。残留派が経済的メリットを説く一方、離脱派はEUの機能不全や流入する移民への不満を訴えている。また、残留派が有利な条件を引き出す形でいけば新条件での加盟が最善と主張する一方、離脱派は主権を回復することがEUと有利に交渉できると主張している。

仮に離脱した場合は、世界経済のリスク要因となる。OECDはイギリスのGDPが2020年までに3%減少、イギリス以外のEUのGDPは1%減少するとの試算を示している。また、イギリスが離脱した場合、他国にも同様の動きが広がりかねず、混乱は大きなものになると予想される。

### 固定資産投資、不動産開発が上向いた中国経済

中国の1～3月期の実質GDP成長率は前年比6.7%と、前期（同6.8%）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。減速ないし横ばいは7四半期連続である。中国政府は今年の成長率目標を6.5～7%と昨年の7%前後に引き下げており、その範囲内には収まった。

固定資産投資は同 10.7%と昨年同年の 10.0%から改善し、不動産開発投資も同 6.2%と昨年同年 1.0%を上回った。インフラ整備の加速や地方における住宅購入規制の緩和が功を奏した形である。固定資産投資は、住宅購入促進の追い風を受けた不動産や、交通・水利などインフラ関連が伸びた。

社会小売品総額は同 10.3%と底堅く推移したが、昨年同年の 10.7%から鈍化した。急拡大してきたインターネット販売にも陰りがみられる。輸出は、アメリカや日本など海外経済の減速や、人件費高騰による競争力喪失などの影響により、同-9.6%と振るわない状況が続いている。

一方、引き続き鉄鋼、石炭などの過剰生産能力の削減が続けられており、工業生産は同 5.8%と昨年同年 6.1%から減速した。ただし工業生産は 3 月単月では同 6.9%と、1~2 月 (5.4%) から伸びを高めた。インフラ投資など固定資産投資回復の影響による。

### 停滞する供給側改革と税制改革の実施

中国経済は、消費主導の成長を目指しているにも関わらず、再び固定資産投資や不動産開発投資に依存する様相を呈している。3 月の主要 70 都市の住宅価格は、9 割の都市で前月より値上がりした。北京、上海など大都市が大幅に値上がりし、地方都市でも下げ止まる都市が増えてきた。ただ、地方都市では不動産在庫がまだ多く、上向いても値上がり幅はわずかにとどまっている。

3 月の全人代で統廃合を目指すとした国有ゾンビ企業問題では、鉄鋼と石炭だけで 180 万人の雇用喪失が見込まれる。痛みを伴う供給側改革を早急に進めることは、社会不安につながる可能性があり、李首相は改革に発破をかけてはいるが、先行きは不透明である。改革が十分に進まないなか、小幅な景気対策に踏み切り、失速を回避しているのが、現在の中国経済の現状である。その過程で、大都市の住宅価格上昇など、局地的な過熱ないしバブルが引き起こされている。また、緩和マネーも投資には向かわず、住宅市場に向かって局地的バブルにつながっている。

新たな景気対策として注目されているのは、5 月 1 日から実施された営業税(売り上げへの課税)から増価税(付加価値への課税)への一本化である。中国ではこれまで、不動産、建設、金融、サービスについては営業税が課されてきたが、増価税に変更されることになった。行政手数料の免除なども含めると、今年の企業の税負担は、5,000 億元(約 8 兆円)以上軽減される見込みである。中国経済でも GDP に占める非製造業のシェアは半分を超えており、今回の税制改革がサービス業の成長を後押しする効果が期待されている。

## 2 日本経済一円高でも回復は途切れず

1～3月期の実質 GDP 成長率は、前期比 0.4%（同年率 1.7%）とプラス成長となったが、うるう年要因による押し上げ分 0.3 ポイントを除けば、ほぼ横ばいだった。消費がプラスに転じたが、これはうるう年要因による。2 四半期連続でプラスとなっていた設備投資はマイナスに転じ、住宅投資は 2 四半期連続でマイナスと振るわなかったが、輸出は 2 四半期ぶりにプラスに転じた。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。

### 停滞続く生産、機械受注は増加傾向

外需については、日銀ベースの実質輸出では、1～3月期は前期比-0.1%と 3 四半期ぶりにマイナスとなった（図表 2）。ただし、単月では 2 月前月比 0.9%、3 月同 1.1%と勢いを増している。地域別でみると、東アジア向けはマイナスと振るわず、アメリカ向けもプラス幅が鈍化するなか、EU 向けは増勢を増し全体を支えた。

財別では、自動車関連は 3 四半期ぶりにマイナスとなったが、これには製鉄所事故に伴うサプライチェーン問題で生産が滞ったことによるもので、そうした要因を除けば、先進国向けを中心に堅調に推移している。情報関連や資本財は前期のマイナスからプラスに転じたものの、スマートフォン向けの不振や新興国・資源国の景気減速の影響を受け、弱い動きである。海外経済の回復力は弱いことに加え、円高の影響や熊本地震によるサプライチェーン途絶の影響もあって、今後も輸出は緩やかな増加にとどまると予想される。

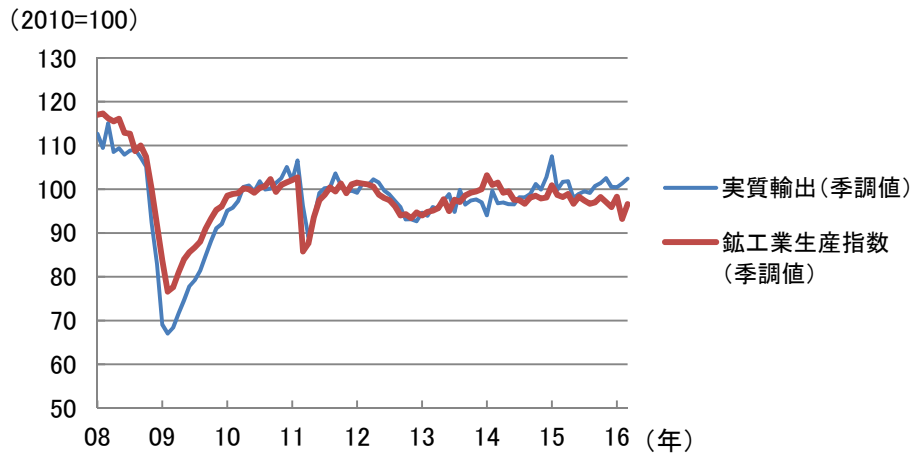
一方、1～3月期の実質 GDP 生産は、前期比-1.1%と 2 四半期連続ぶりにマイナスに転じた（図表 2）。単月では、2 月の製鉄所事故で生産が滞った部分が、3 月には一部取り戻された。製造工業予測指数は 4 月が前月比 2.6%、5 月が-2.3%となっており、4 月は増産が見込まれている。しかし、この数値に熊本地震の影響は反映されていないため、下振れすると考えられる。熊本地震による生産への影響は、例えばトヨタ自動車では 8 万台程度の生産の遅れにつながった。年末にかけ、生産の遅れを取り戻す動きが出てくると考えられる。

生産を財別にみると、新興国経済減速の影響により、はん用・生産用・業務用機械、電子部品・デバイスなどが弱い動きで推移している。出荷・在庫バランスは、足元ではマイナス幅が拡大し（図表 3）。在庫調整圧力が強いことを示している。

設備投資については、先行指標である機械受注は 1～2 月平均は 10～12 月期対比 6.5%と、10～12 月期の前期比 2.6%から勢いを増した（図表 4）。これに対し、一致指標である資本財総供給（国産品+輸入品）は 1～2 月平均は 10～12 月期対比-6.3%と、3 四半期連続でマイナスとなっている。機械受注が増加傾向にあるにも関わらず、資本財総供給が増えていないのは、受注から出荷までの

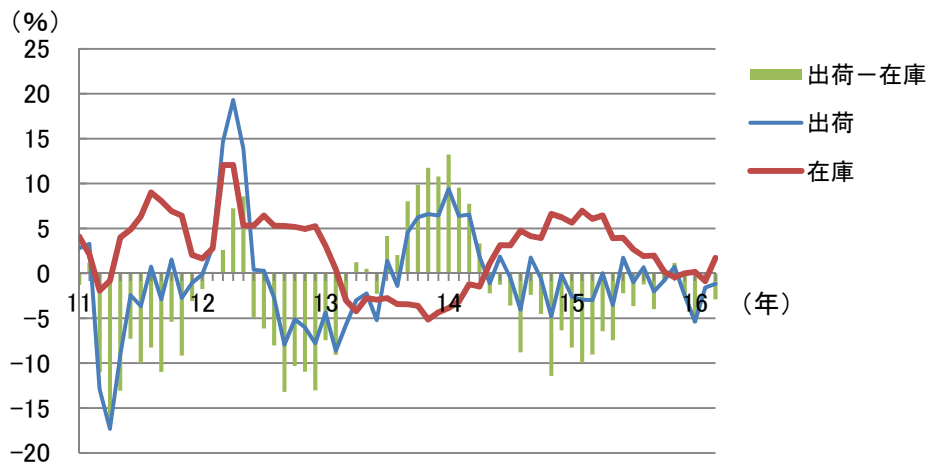


図表2 実質輸出と鉱工業生産指数



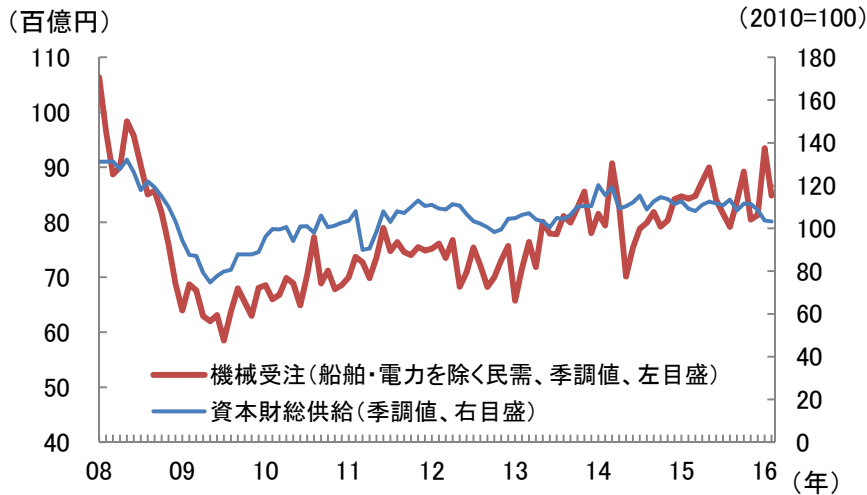
(出所) 日本銀行「実質輸出入」、経済産業省「鉱工業指数統計」

図表3 出荷・在庫バランス



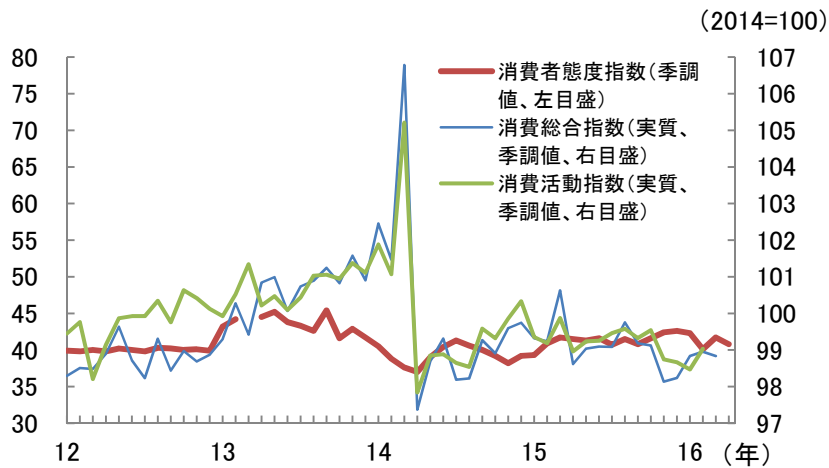
(出所) 経済産業省「鉱工業指数統計」

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 消費マインドと消費



(出所) 内閣府「消費総合指数」、「消費動向調査」、日本銀行「消費活動指数」

(注) 1.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  
2.消費活動指数は、旅行収支調整済(除くインバンド消費・含むアウトバンド消費)



ラグの長い設備投資案件が増加していることによる。

### 消費は日銀新指標でも弱い動き

消費については、消費総合指数は1～3月期は前期比0.4%とプラスに転じたが、これにはうるう年要因が含まれている(図表5)。暖冬による冬物衣料の販売不振や、製鉄所事故に伴う自動車のサプライチェーン問題が消費の足を引っ張った。外食や旅行などのサービス消費は堅調に推移しているため、総じて見れば消費は横ばいにとどまっている。消費者マインドは3月には上昇したものの、4月は低下するなど一進一退の状況である(図表5)。

消費についてはかねて、家計調査のサンプル要因から(高齢者世帯、専業主婦世帯への偏りなど)、実勢を表していないとの指摘があった。GDP統計では速報段階の消費は家計調査が基礎統計となっているが、確報段階では家計調査は使われず供給側の統計によって作成される。このため、速報段階の消費と確報段階の消費には食い違いが生じる。確報が信頼できる最終値であることを念頭に、このほど日銀は、家計調査を使わず供給側の統計だけを合成して確報に近い数値が月次で得られる「消費活動指数」を開発した(図表5)。

ただ、消費活動指数でも、直近の消費は弱い動きであることが確認された。GDPの概念に合わせた旅行収支調整済(除くインバウンド消費・含むアウトバウンド消費)の消費活動指数は、現時点ではまだ2月までしか発表されていないため、1～2月平均の10～12月期対比の伸びを、消費活動指数と消費総合指数(内閣府作成で速報の消費に近いもの)を比較すると、前者が-0.2%、後者が0.4%で、消費活動指数の方が下回っていた。なお、旅行収支調整前の消費活動指数は3月まで発表されており、1～3月期は前期比-0.1%となっている。これも1～3月期の消費総合指数の同0.4%を下回っている。

こうしたなか、数少ない消費のプラス要因は、実質賃金の上昇していることである。3月の実質賃金は前年比1.4%と、2010年9月以来、5年半ぶりの高い伸びとなった。3月は特別給与が同19.8%の伸びとなって、現金給与総額が同1.8%と1年8ヵ月ぶりの高い伸びとなったことに加え、消費者物価がゼロ近傍で推移していることが実質賃金の押し上げ要因となった。特別給与の大幅増は一時的だとしても、所定内給与も底堅く推移している。

勢いは欠くが景気回復は途切れず、労働需給の逼迫が続いていることが、今年の春闘が3年連続のベアという結果をもたらすなど、賃金上昇が続いている。雇用は、3月の有効求人倍率は前月比0.02ポイント増の1.30倍となった。上昇ないし横ばいは42ヵ月連続である。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。

## 円高でも投資、消費は腰折れせず

日本経済の先行きについては、円高が急速に進展したことで、製造業の収益に悪影響が及び、景気が腰折れするのではないかとの懸念が出ている。アベノミクスの下では、昨年まで為替レートが120円前後で推移し、輸出企業の収益は大幅に改善した。併せて円安は株高をもたらし、消費への好影響を通じ、景気を支える要因となってきた。

今年に入ってから円高、株安は、最近の日本の経常黒字が増加傾向にあることも一因になっている。しかし、最大の要因は、利上げ後のアメリカの景気回復が順調といえず、利上げペースが当初の想定より大幅に遅れていることにある。円高というよりはドル安で、今後、アメリカの景気が好転し、利上げペースが見通せるようになれば、過度な円高は修正されていく可能性が高い。

問題は、現下の円高の日本経済への大きさがどの程度のものである。輸出企業の収益悪化は避けられない。実際、製造業大企業の売上高経常利益率の2012年10～12月から直近の2015年10～12月までの改善の多くは、価格効果によってもたらされた。価格効果とは、円安による円換算の売り上げ増や原油価格下落による投入価格低下が収益増加に寄与した部分である。これに対し、数量効果、すなわち売り上げ数量が増加したことによる収益改善は、今回の回復局面では小さかった。今回は、同じ数量だけ輸出していても、円換算の売り上げ増と投入価格の低下が収益増加に寄与したことを意味する。

売り上げ数量増で収益が増えているケースでは、生産能力拡大を図るための設備投資が行われやすい。これに対し、価格効果で収益増加がもたらされているケースでは、生産能力を増強させる必要はなく、設備投資に結びつきにくい。にもかかわらず、昨年来、企業の設備投資意欲は高まっている。この背景には、キャッシュフローが潤沢な現時点で、設備を最新鋭のものや、省力化に対応できるものに置き換えたいとの意向が強まっていることによる。リーマンショック以来、設備投資を長く手控え、設備が老朽化しているという要因が大きい。

したがって、円高による価格効果の減殺で、当面、収益に悪影響が及ぶにしても、企業の設備投資意欲が大きく殺がれる可能性は低いと判断できる。数量効果で収益が増加し、能力増強投資に踏み切ろうとしていた場合には、売上数量減少により収益が悪化に転ずれば、設備投資が手控えられる可能性が高いが、現在の状況は異なる。

一方、先にも述べたように、これまでの景気拡大局面では、失業率が完全雇用水準に近づき、人手不足が深刻化した。今年の春闘は昨年の賃上げ率を下回ったものの、ベアは3年連続となった。今年の春闘の特徴は、賃上げの中小企業への広がりや、非正規雇用の待遇改善など賃上げの裾野が広がったことであった。企業は人材を確保するため、賃金改善に注力せざるを得なくなっている。こうした傾向は、為替が円高に振れ、多少、収益に悪影響が及んだとしても変わらない。賃金改善が少しずつでも継続することは、消費にプラスになる。

---

このように現在の日本経済は、現状程度の円高に振れても、腰折れするほど弱いものではなくなっていると考えられる。

### 金融政策はヘリコプターマネーの瀬戸際

金融政策については、黒田総裁が就任以来サプライズを演出する手法を多用したことで、現在では総裁の言葉に対する信頼性が薄らいでいる。また、黒田総裁のアグレッシブな姿勢が、市場の緩和期待をあおる催促相場の傾向が強まるなどの弊害も出ている。

残された緩和手段の一つと考えられるのが、ヘリコプターマネーである。経済学の世界では従来から、デフレから脱却する究極的な手段として、この手法があることが語られてきた。お札を印刷し、ヘリコプターからばらまけば、物価は必ず上昇するという思考実験である。こうした施策は実行に移すことができる。もちろん、実際にお札を空からばらまくわけではない。日銀が購入する前提で政府が国債を発行し、それを財源として給付金の配布や減税などを行う。そして、国債を日銀が永久に保有するか、政府が国債償還に責任を持たなくなれば、ヘリコプターマネーに近くなる。

1930年代に高橋是清蔵相は、デフレから脱却するために積極財政と日銀による国債引き受け、また、金本位制からの離脱による円高修正を行った。これにより人々のデフレ期待を払拭し、デフレ脱却に成功した。黒田総裁が2年で2%の物価上昇を実現するために、長期国債を年50兆円（後に80兆円に引き上げ）のペースで購入すると宣言したことも、同様の効果を持った。為替を大幅な円安に転換させるとともに、デフレ期待を払拭した。

ただし問題は、物価がいまだ2%に達していないことである。原油安の影響が最も大きいですが、賃金上昇の度合いが弱いことが物価上昇の障害になっている。後者の点は、デフレ期に染み付いた賃上げに消極的な企業行動が変わる必要があるが、時間がかかる。2年で2%というのはもともと難しい目標だった。ただ、賃上げは低調でも、失業率は完全雇用水準で、その意味で量的・質的緩和は成功だった。最近、人手不足が成長を阻害しているが、これは金融政策で対処できる問題ではない。黒田総裁が就任して3年を経過した現在、本来はこれまでの成果を点検し、今後の方向性を再検討すべきである。2%を無理に短期で達成するのではなく、中長期に達成する目標とすることが望ましい。

いずれ購入できる国債が枯渇し、金融政策が限界に達するとの見方を覆すため、日銀はマイナス金利を導入した。しかしマイナス金利は、金融機関の収益圧迫やタンス預金増加の効果をもたらしており、評判は芳しくない。金利低下による投資刺激効果も限定的と考えられる。一方、政府にとっては、新発債の金利がマイナスになったのは恩恵になる。しかも日銀は、国債の大量購入を継続するため、これらが財政規律を弛緩させる要因になりかねない。

1930年代の高橋財政は、その後、高橋蔵相は国債削減に転じようとしたが暗殺され、軍部台頭で

財政規律が失われた。結果、ヘリコプターマネーとなり、戦後のハイパーインフレを招いた。一方現在は、日本経済が弱含み、補正予算や消費税率引き上げ延期が検討されている。ここ数年は公共投資を減らす一方、消費税率は引き上げられ、財政は拡張的でなかった。しかし今後、弛緩した財政規律の下、日銀が国債購入を続ければ、ヘリコプターマネー的色彩が強まる。

もちろん、消費が振るわないなかで増税を急ぐ必要はないが、ヘリコプターマネー的色彩を強めることは将来に禍根を残す。日銀は金融政策の方向性の再検討を行い、政府は潜在成長率を高める改革を急ぐべきである。ただ、金融政策の方向性の再検討は、現状でも静かな形で行われつつあるもいえる。表向きは短期での目標達成にこだわっていることには変わらないが、黒田総裁は目標達成時期をこれまで4回も延期してきた。今後の原油価格の動向次第では比較的早く達成できる可能性もゼロではないが、目標は事実上、中長期での達成を目指すものになっているといえなくもない。今後黒田総裁は、政策運営に対する信頼を取り戻すため、サプライズは慎み、市場との対話を十分に行うことにより、先行きの方向性をあらかじめ浸透させていく手法に転換していくべきである。

#### 消費税率引き上げ延期のケースは 2016 年度 0.8%、2017 年度 0.8%

以上を勘案すると、今後の日本経済は、力強さを欠きながらも実質賃金上昇を受けて個人消費は増加し、更新投資や省力化投資を中心に設備投資は底堅く推移し、海外経済の持ち直しで輸出も緩やかに増加していくことで、回復は続いていくと考えられる。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。消費税率引き上げが延期される可能性が高まっているが、まだ正式には表明されていないことから、本予測では 2017 年 4 月の消費税率引き上げを前提としている。

2016 年度の実質 GDP 成長率は 1.0%、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 0.3%、2017 年度 1.9%（消費税率引き上げの影響を除くと 0.9%）を見込んでいる。

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。この点を考慮すると、消費税率引き上げが延期された場合の実質 GDP 成長率は、2016 年度 0.8%、2017 年度 0.8%になると予想される。また、名目 GDP 成長率は、2016 年度 1.4%、2017 年度 1.3%になると見込まれる。

予測表

年度	2015	2016	2017	2015	→予測 2016				2017				2018
	実績	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	0.8	1.0	0.1	-0.4	0.4	0.1	0.3	0.6	0.8	-1.3	0.3	0.2	0.3
(年率)	-	-	-	-1.7	1.7	0.3	1.4	2.4	3.1	-4.9	1.4	1.0	1.1
個人消費	-0.3	0.8	-1.6	-0.8	0.5	0.0	0.2	0.5	1.3	-3.5	0.7	0.3	0.2
住宅投資	2.4	1.8	-6.2	-1.0	-0.8	0.8	1.2	1.5	0.0	-5.9	-2.8	0.9	1.2
設備投資	1.6	2.3	1.7	1.2	-1.4	0.8	1.0	1.4	1.4	-0.9	0.0	0.8	0.9
在庫投資(寄与度)	0.4	-0.3	0.1	-0.1	-0.0	-0.1	0.0	-0.1	-0.3	0.5	-0.1	0.0	0.0
政府消費	1.6	1.5	0.9	0.7	0.7	0.2	0.3	0.2	0.4	0.1	0.2	0.2	0.3
公共投資	-2.2	-3.7	0.9	-3.5	0.3	-0.7	-0.8	-0.4	-0.6	0.9	0.8	0.5	0.2
輸出	0.4	3.9	3.7	-0.8	0.6	1.0	1.2	1.6	1.8	0.8	0.5	0.0	0.1
輸入	-0.1	2.1	0.4	-1.1	-0.5	0.8	0.9	1.2	1.8	-2.5	0.4	0.8	0.5
名目 GDP	2.2	1.8	1.6										
GDP デフレーター	1.4	0.6	1.5										

[実質 GDP 寄与度]

内需	0.7	0.7	-0.5
外需	0.1	0.4	0.6

鉱工業生産	-1.0	2.7	0.2
CPI(除く生鮮食品)	0.0	0.3	1.9
失業率	3.3	3.2	3.2
経常収支	18.0	20.3	20.7
円ドルレート	120.1	109.0	112.0

[前回予測(2016.3.8)]

実質 GDP	-	1.0	0.1
名目 GDP	-	1.7	1.6

(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](mailto: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)