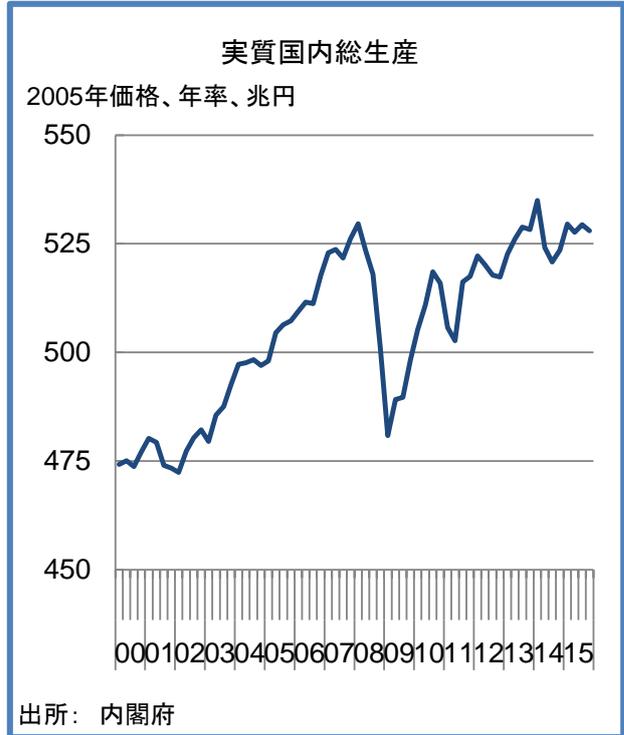


またマイナス成長

2015年10-12月の実質GDPは前期比0.3%（年率1.1%）の減少となった。主因は民間最終消費支出が前期比0.9%の大幅減少となったことだ。テレビやパソコンといった耐久財が前期比4.3%の減少、衣類等の半耐久財は同3.1%の減少と共に大きく落ち込み、さらにガソリンや灯油を含む非耐久財が同0.8%の減少、サービスも同0.1%の減少となった。11月と12月は観測地点の多くで気温と降水量が平年を上回り、天候が大きく影響したようだ。ただ、新車販売台数が4四半期ぶりに増え漸く下げ止まった兆しを見せたことは明るい材料だ。

民間住宅投資は前期比1.2%の減少に転じた。着工戸数も前期比5.3%の減少となり、2四半期連続で伸びが止まった。7-9月の持家と分譲マンションに加えて、10-12月は貸家の着工も減少した。先行き住宅投資の一段の高い伸びは期待しにくいだが、2017年4月の消費税率引き上げを控えた着工が徐々に始まると下支えになるかもしれない。

公共投資は前期比3.4%の減少となり、第2次安倍内閣発足直後の2013年1-3月



以来の水準に止まった。1月に成立した2015年度補正予算は投資関連経費を約7,000億円積み増したが、当初予算と合わせると約6兆5,000億円と2014年度に比べ約3,000億円の減少となる。2016年度予算の公共事業関係費等はほぼ2015年度並みとなると見られ、先行き公共投資は一定の水準を保ちつつも概ね横ばいとなりそうだ。

民間企業設備投資は前期比1.5%の増

加と伸びが加速した。法人企業統計によれば、製造業で一般機械や電気・情報通信機械といった機械工業の、非製造業では小売業や卸売業の投資が2四半期連続で増えた。先行指標となる機械受注額（船舶と電力を除く民需）や民間非居住建築物の着工床面積は未だ一進一退を脱していないが、民間企業設備投資は日本企業の

実質国内総生産成長率

	2005年価格、暦年			
	2015			2015
	4-6	7-9	10-12	
	(前期比)	(前期比)	(前期比)	(前年比)
実質国内総生産(GDP)	-0.4%	0.3%	-0.3%	0.5%
うち、民間最終消費支出	-0.8%	0.4%	-0.9%	-1.3%
民間住宅投資	2.3%	1.6%	-1.2%	-2.6%
民間企業設備投資	-1.1%	0.7%	1.5%	1.3%
公共投資	3.2%	-2.1%	-3.4%	-2.6%
政府消費	0.5%	0.2%	0.6%	1.1%
財貨・サービスの輸出	-4.6%	2.6%	-0.8%	2.7%
(控除)財貨・サービスの輸入	-2.5%	1.3%	-1.4%	0.2%

出所：内閣府

* 以下、GDP需要項目の記述は特記のないかぎり全て実質。

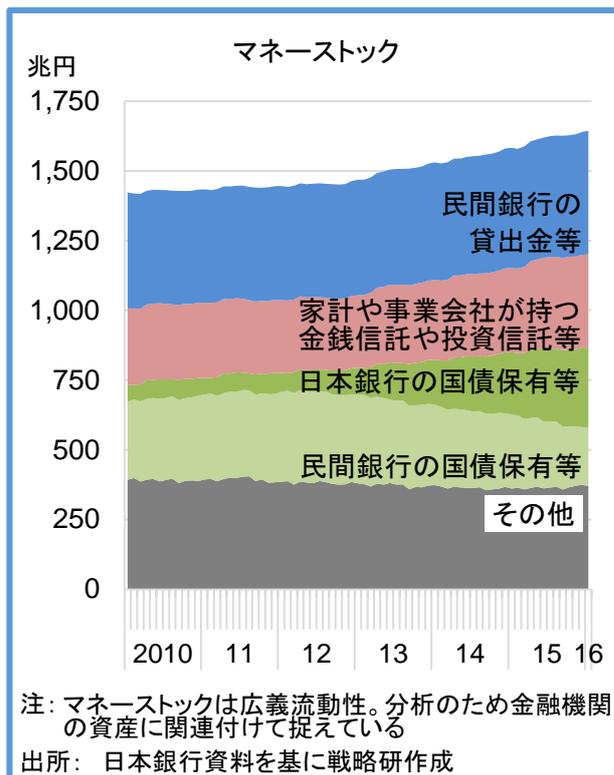
多くの会計期末である3月に向けて潤沢なキャッシュフローを支えに増加を続けると期待される。

財貨・サービスの輸出と輸入は、それぞれ、前期比0.8%と同1.4%の減少となった。この結果、純輸出の実質GDP成長率に対する寄与は前期比0.1%ptとなった。特筆すべきは、2015年11月の貿易収支(季節調整値)が223億円の黒字となり、2011年2月以来4年9カ月ぶりに赤字から脱したことだ。さらに、2016年1月になると1,194億円まで黒字が拡大した。原油価格の下落がこの主因で、原油入着価格は2012年4月の128ドル/バレルから2016年1月に37ドル/バレルまで下落した。たとえば、米エネルギー情報局(EIA)の予測のように、2016年末に原油価格が40ドル/バレルを上回る水準を回復するとしても、簡単に試算すると貿易収支は4兆円近く改善すると見込まれる

緩やかながら2016年はプラス成長が続く

1-3月の実質GDP成長率は、いまのところ増加に転じるとの見方が主流だ。民間エコノミストの見通しを集計するESPフォーキャスト調査の3月公表分によれば、予測の平均は前期比0.2%(同年率0.8%)となった。もっとも、2015年12月公表時の予測の平均であった前期比0.4%(同年率1.5%)と比べると伸びが鈍化した。また、消費水準指数は1月に2015年10-12月の平均に比べ0.2%の低下となり、さらに、2月になると日経平均株価が2015年末の19,034円から一時14,866円に下落、円相場は同120円/ドルから一時111円/ドルに上昇した。金融市場の変調を見た消費者や経営者の財布の紐が固くなる恐れは否定できない。

もっとも、法人企業(金融業と保険業を除く、資本金1,000万円以上)の2015年10-12月の経常利益は17.4兆円と高水準を続け、また、1月は就業者数が6,458万人



と2001年2月以来の水準を記録、失業率は3.2%まで低下した。アベノミクスの二大成果である企業収益の拡大と雇用の拡大はまだ崩れていない。2016年の実質GDP成長率は民間エコノミストの予測を平均すると前年比0.5%を見込んでおり、緩やかながら2015年の同0.5%に続き2年連続でプラスの成長となることが期待される

量的・質的金融緩和の導入から3年

日本銀行が2013年4月に量的・質的金融緩和を導入して近く3年になる。さらに、2014年10月には量的・質的金融緩和の拡大に踏み切り、2015年6月に日経平均株価が一時20,953円まで上昇、円相場は同126円/ドルまで下落した契機となった。

金融緩和政策で、日本銀行が目標とするマネタリーベースは2013年3月の146兆円から2016年1月に359兆円に増加した。日本銀行は金融機関等から長期国債を累計200兆円買い入れ、金融機関の当座預金は184兆円増加した。

より経済活動と深い関係にあるマネーストックも、公式統計における最も広範な定義で同期間に 1,477 兆円から 1,644 兆円に増加した。この背景は三つある。第一は、国の財政赤字だ。民間銀行等が保有する国債等は量的・質的金融緩和で大きく減ったが、日本銀行の保有が大きく増えたため、合わせると 68 兆円の増加となった。第二に、家計や事業会社等が保有する投資信託と金銭信託も合計で 68 兆円増加した。なお、家計や事業会社等が保有する株式は定義によりマネーストックに含まれないが同期間に 50 兆円程度の増加となったようだ。第三に、民間銀行等の民間向け貸出が 29 兆円増加した。住宅ローン等からなる個人向けが 11 兆円、不動産業向けが 6 兆円増え、製造業向けは 2 兆円の増加だった。

マネーストックの増加ペースは、年率 1.0%程度から同 3.5%程度に加速した。日本銀行は、金融緩和が実質金利を全般に押し下げることで、消費や投資を刺激する効果や資産ポートフォリオのリバランスを起こす効果に期待している。マネタリーベースあるいはマネーストックの増加が、ただちに物価の上昇あるいは名目 GDP の増加を引き起こすと仮定するような、単純な貨幣数量説に依拠する政策ではない。ただし、日本の経験則は、リーマン・ショックの時期を除くと、マネーストックが 1%増えると名目 GDP が 0.3%程度増える関係を示している。政府が掲げる名目 GDP 成長率 3%の目標には届かないが、量的・質的金融緩和がマネーストックの拡大を誘い、物価を押し上げデフレ脱却に向け貢献する効果はあったと言える。

マイナス金利を導入

物価の基調は着実に高まっているとの評価を日本銀行は維持しているが、2015 年後半になると原油価格の下落が加速したため、消費者物価(生鮮食品を除く総合)上



昇率が低下、特に 2015 年 7 月から 10 月は前年同月に比べ下落した。さらに、2016 年になると金融市場で不安定な動きが増した。このため、日本銀行は 2015 年 12 月に指数連動型上場投資信託受益権 (ETF) の新たな買入れ枠を設定すること等により量的・質的金融緩和を補完、そして 2016 年 1 月にはマイナス金利付き量的・質的金融緩和を導入した。

マイナス金利の導入で、日本国債の 1 年間の金利は 2 月 1 日にマイナス 0.141% に低下、さらに 10 年間の金利も 2 月 9 日にはマイナス 0.020% に低下した。日本の金利を広く押し下げる効果を発揮したが、もっとも、いまのところ円相場や株価に与えた影響は限定的だ。日本の金利が低下すると一般に円相場が下落するよう働く。ただ、2016 年になると米国の金利も低下に向かい、米国債と日本国債の 2 年間の金利差は 2015 年末の 1.11%pt から一時 0.84%pt まで縮小、日本のマイナス金利導入にもかかわらず大きく広がっていない。加えて、米国の金利引き上げが次回は 2016 年 6 月以降となるとの見方が増えた。このところ米国の金利上昇

が円相場の下落の追い風となる効果は弱まっているようだ。

日本の場合、円相場の上昇は海外事業の円建て利益が目減りするとの連想を招き株価を抑えることになりやすい。さらに、マイナス金利の導入が、金融機関の利益を圧迫するとの観測が浮上した。もっとも、日本銀行が示した試算によると、1月の当座預金残高 253 兆円に対して、マイナス 0.1%の金利を適用する残高は 23 兆円に止まる。これまでと同様にプラス 0.1%の適用となる残高が 206 兆円、ゼロ%となる残高が 24 兆円を占めるという。金融機関が日本銀行に支払う金利は 1 年間で約 232 億円となり、たとえば、東京証券取引所第一部に上場する銀行 82 行の純利益が 2015 年 4-12 月累計で 3.5 兆円だったことを鑑みれば、影響は限定的だ。加えて、原油価格の下落で日本企業のコストが減ると利益が増加する効果を勘案すれば、一部で浮上した日本企業の利益をめぐる懸念は行き過ぎている可能性がある。

いずれにせよ、マイナス金利付き量的・質的金融緩和の導入後、その影響をめぐる見方に混乱が起きたことは否めない。日本

銀行の黒田総裁は、2月に個人の預金にマイナス金利が付くことはないとの見解を表明、3月になると現時点でさらにマイナス金利を下げることは考えていないと述べた。だが、黒田総裁は1月の導入前までマイナス金利に否定的な見解を繰り返していた。将来、日本銀行がマイナス幅の大幅な拡大に踏み切り、金融機関の利益に影響が及び個人向け預金金利がマイナスとなる可能性があるとの観測が消えることはないだろう。

いまのところ、個人向け預金金利の低下幅に比べ住宅ローンといった貸出金利の低下幅が大きくなっており、むしろマイナス金利の導入は家計に有利に働いているようだ。だが、もし個人向け預金金利がマイナスとなれば、日本の有権者の約3割を占める高齢者を中心に、日本銀行の金融政策だけでなく、政府の経済政策全般に対する否定的な見方が広がる可能性もあろう。

(主任研究員 鈴木雄介)

主要経済指標	年度		2015			
	2013	2014	1-3	4-6	7-9	10-12
名目国内総生産(季節調整済み年率、兆円)	482.4	489.6	498.1	497.9	501.0	499.8
実質国内総生産(2005年価格、SA、前期比)	2.0%	-1.0%	1.1%	-0.4%	0.3%	-0.3%
鉱工業生産指数(SA、2010=100)	98.9	98.5	99.7	98.3	97.1	97.6
輸出(SA、兆円)	70.9	74.7	19.5	18.9	18.8	18.4
輸入(SA、兆円)	84.6	83.8	20.5	19.6	19.8	18.6
経常収支(SA、兆円)	1.5	7.9	3.7	3.9	4.1	4.9
企業倒産件数	10,536	9,543	2,272	2,296	2,092	2,152
失業率(SA、%)	3.9%	3.5%	3.5%	3.4%	3.4%	3.3%
賃金指数(SA、2010=100)	98.5	99.0	98.9	98.7	99.5	99.1
消費者物価上昇率(前年比、%)	0.9%	2.9%	2.3%	0.5%	0.2%	0.3%
日経平均株価	14,424	16,273	18,175	20,049	19,412	19,053
10年国債利回り(%)	0.70	0.48	0.34	0.40	0.40	0.31
為替相場(円/ドル)	100.2	109.9	119.1	121.3	122.2	121.5

注: SAは季節調整済みを示す。

出所: 内閣府、経済産業省、財務省、東京商工リサーチ、総務省、厚生労働省、日本経済新聞社、CEIC、日本銀行