

平成29年5月23日

2017・2018年度 日本経済の見通し（改訂）

～ 4～6月期以降も、緩やかな成長が続く ～

富国生命保険相互会社（社長 米山 好映）は、2017・2018年度の経済見通しを改訂しました。

【実質GDP成長率予測】

2017年度 +1.4%（前回+1.3%）、2018年度 +0.9%（前回+0.8%）

○ 1～3月期は、5四半期連続のプラス成長に

2017年1～3月期の実質GDP成長率は、前期比+0.5%、年率+2.2%と5四半期連続のプラス成長となった。昨年後半から成長を主導してきた輸出がアジア向けを中心に増加傾向を維持したことに加え、10～12月期に低迷していた個人消費が前期比0.4%増と生鮮野菜の高騰などの一時的な下押し要因が解消されたこともあって持ち直した。また、在庫投資が3四半期ぶりにプラス寄与に転じたほか、住宅投資は既往の着工分が進捗したことで増加が続き、設備投資も、企業収益の改善などを背景に小幅ながら2四半期連続の増加となった。

○ 4～6月期以降も、緩やかな成長が続く

4～6月期以降も、緩やかな成長が続くと見込んでいる。海外経済については、中国経済は秋に共産党大会を控えるなか、インフラ投資の拡大などを支えに安定した推移が見込まれることや、足元で減速した米国経済も良好な雇用・所得環境などを背景に緩やかな回復が続くとみられ、昨年半ば以降の回復局面が続くだろう。このような海外需要の回復を映して輸出が増加傾向を維持することに加え、設備投資の緩やかな持ち直しや経済対策による公共投資の増加もあって、我が国経済は緩やかな成長が続くだろう。そのため、2017年度の実質GDP成長率は前年比+1.4%と3年連続で1%超の成長になると予測している。2018年度については、経済対策効果が剥落することもあり成長率は前年度から鈍化するものの、雇用・所得環境や企業収益の改善という好循環が途切れず、緩やかな回復が持続しよう。

○ リスクは引き続き海外要因

ただし、米国の政策運営の不透明感や欧州主要国選挙を巡る政治リスク、北朝鮮や中東といった地政学リスクなど、海外にはリスク要因が多い。これらリスクが顕在化すると、金融資本市場の混乱あるいは外需の減少を通じて、我が国経済の下押し要因となる点に引き続き留意が必要だろう。

○お問い合わせ

富国生命保険相互会社 担当：財務企画部 大野 俊明

〒100-0011東京都千代田区内幸町2-2-2

TEL (03) 3593-7576

<http://www.fukoku-life.co.jp>

toshiaki.oono@fi.fukoku-life.co.jp

図表1. 2017・2018年度 経済見通し

(前年比、%)

	2016 年度 実績	2017年度予測				前回 2017年2月 時点	2018年度予測		
		上期	下期	上期	下期		上期	下期	
									(前期比)
名目国内総生産(兆円)	538.0	546.2	543.8	548.1	546.6	554.0	551.7	556.4	
	1.2	1.5	0.9	0.8	1.4	1.4	0.6	0.9	
実質国内総生産(兆円)	523.5	530.8	529.4	532.4	530.3	535.4	534.5	536.7	
	1.3	1.4	0.8	0.6	1.3	0.9	0.4	0.4	
内 需	0.5	1.1	0.1	0.6	1.0	0.7	0.8	0.2	
民間需要	0.6	0.8	0.5	0.4	0.6	0.6	0.2	0.4	
民間最終消費	0.6	0.8	0.4	0.4	0.7	0.6	0.3	0.2	
民間住宅投資	6.5	▲ 1.9	▲ 2.2	▲ 1.2	▲ 1.7	0.6	0.2	1.9	
民間設備投資	2.3	2.7	1.3	0.8	2.6	1.3	0.5	0.9	
公的需	▲ 0.0	0.3	0.3	0.2	0.4	0.1	0.1	▲ 0.0	
政府最終消費	0.6	0.8	0.4	0.5	0.8	0.7	0.3	0.3	
公的固定資本形成	▲ 3.2	3.1	3.7	1.7	5.1	▲ 0.4	0.2	▲ 2.1	
財貨・サービスの純輸出	0.8	0.3	0.0	0.0	0.2	0.1	0.1	0.1	
財貨・サービスの輸出	3.1	4.7	1.5	1.0	4.0	3.3	1.6	2.4	
財貨・サービスの輸入	▲ 1.4	2.6	1.2	0.8	2.4	2.5	1.1	1.9	

注1. 実質値は2011暦年連鎖価格

注2. 内需、民間需要、公的需要、財貨・サービスの純輸出はGDPに対する寄与度

(主な経済指標と前提条件)

鉱工業生産指数	1.1	2.0	0.3	0.6	1.9	2.3	1.1	1.7
国内企業物価指数※	▲ 2.4	1.9	1.8	2.0	1.1	1.6	1.6	1.5
消費者物価指数※	0.0	0.7	0.6	0.9	0.8	1.0	0.9	1.1
消費者物価(除く生鮮)※	▲ 0.2	0.6	0.4	0.8	0.7	0.9	0.9	1.0
貿易収支(兆円)	5.8	6.5	3.6	2.9	6.7	7.8	4.1	3.7
経常収支(兆円)	20.2	22.5	11.5	11.8	23.5	24.9	12.7	13.5
名目賃金指数※	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.6	0.5	0.7
完全失業率(%)	3.0	2.8	2.8	2.8	3.0	2.7	2.7	2.7
住宅着工戸数(万戸)	97.4	92.0	93.2	90.8	91.4	91.4	90.9	92.1
為替レート(¥/\$)	108.4	113.9	113.8	114.6	114.2	115.7	115.7	116.9
原油価格(\$/b)	47.3	51.3	50.8	51.9	54.5	54.2	53.4	54.9
米国実質成長率(年率)	1.6	2.1	1.7	2.6	2.4	2.6	2.7	2.6
中国実質成長率※	6.7	6.7	6.8	6.7	6.6	6.3	6.4	6.3

注1. 原油価格は円ベースの入着価格を為替レート(月中平均、インターバンク中心相場)でドル換算

注2. 米国・中国GDPは暦年ベースの成長率

注3. ※印がついた指標の半期は原系列(前年比伸び率)、それ以外は季節調整値(前期比伸び率)

◇日本経済の現状と見通し

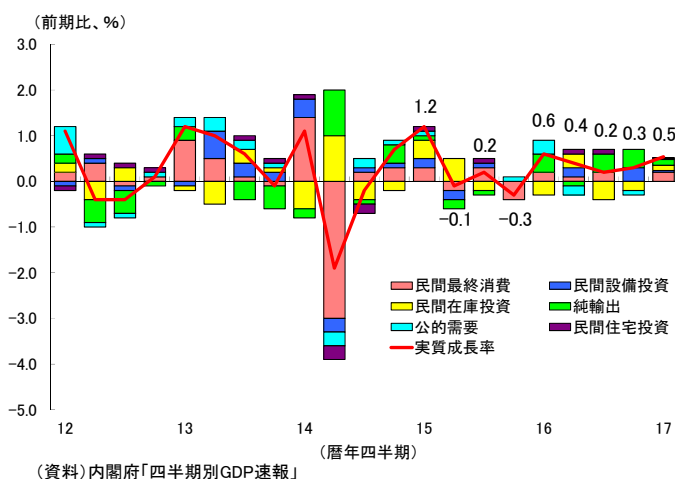
○1～3月期の実質GDP

5月18日に発表された2017年1～3月期の一次QEによると、実質GDP成長率は前期比+0.5%（年率換算+2.2%）と5四半期連続のプラス成長となった（図表2）。輸出が高い伸びを維持したことで外需が同+0.1ポイントと3四半期連続でプラスに寄与したことに加え、個人消費の増加などで内需の寄与度が同+0.4ポイントとなった。名目GDP成長率は同▲0.0%（年率換算▲0.1%）と、5四半期ぶりのマイナス成長となり、実質ベースを大きく下回る伸びとなった。

物価の動きを総合的に示すGDPデフレーターは、輸入デフレーターの影響が大きくなったことが影響し、前年比▲0.8%とマイナス幅が拡大した。1～3月期の実質GDPを需要項目別にみると、民間最終消費は同0.4%増と、生鮮野菜の高騰など10～12月期の下押し要因が解消されたことなどから増加した。住宅投資は、既往の着工分が進捗し同0.7%増と増加が続き、設備投資は同0.2%増と小幅ながら2四半期連続で増加した。また、在庫投資の寄与度が同+0.1ポイントと3四半期ぶりにプラスに転じた。公的需要については、公的固定資本形成が同0.1%減と2016年度予算を前倒し執行した影響が残り減少が続いた一方、政府消費は同0.1%の増加となった。外需については、輸出が同2.1%増とアジア向けを中心に増加が続いた一方、輸入が同1.4%増と輸出の伸びを下回ったことで、外需はプラス寄与となった。

今後の日本経済については、4～6月期以降も、緩やかな成長が続くと見込んでいる。海外経済については、中国経済は秋に共産党大会を控えるなか、インフラ投資の拡大などを支えに安定した推移が見込まれることや、足元で減速した米国経済も良好な雇用・所得環境などを背景に緩やかな回復が続くとみられ、昨年半ば以降の回復局面が続くだろう。このような海外需要の回復を映して輸出が増加傾向を維持することに加え、企業収益の改善を受けて設備投資は緩やかな持ち直しの動きが続くだろう。また、2016年度補正予算における公共事業が進捗することも成長率の押し上げに寄与することになる。家計部門については、名目賃金の伸び悩みと今後の物価上昇によって実質購買力が削がれるものの、良好な雇用環境や既往の株高を映して個人消費は概ね底堅く推移すると見込んでいる。なお、2017年度の実質GDP成長率は前年比+1.4%、2018年度は同+0.9%と前回予測から各0.1ポイント上方修正している。2018年度については、経済対策効果が剥落することもあり成長率は前年度から鈍化するものの、雇用・所得環境や企業収益の改善という好循環が途切れず、緩やかな回復が持続するだろう。トランプ政権の経済政策については、依然不透明な部分が多い通商政策は交渉にも時間がかかるとみられることから今回の予測でも織り込んでいない。一方、所得税・法人税の減税およびインフラ投資の拡大の効果を織り込み、それにより2018年の米国経済を0.4ポイント押し上げると想定している。

図表2. 実質GDP成長率の寄与度分解



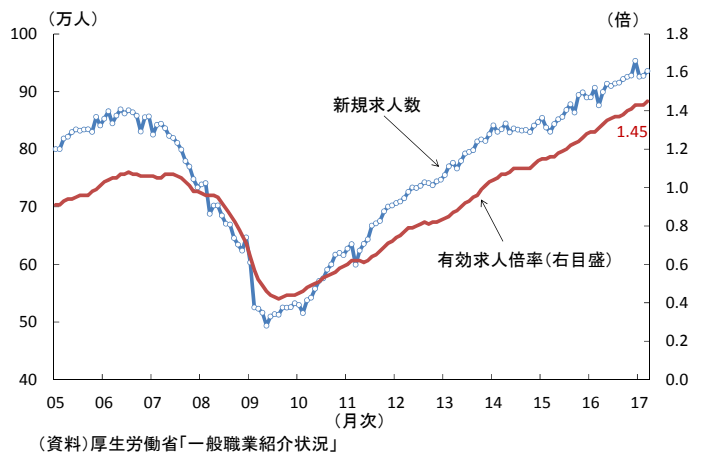
(資料)内閣府「四半期別GDP速報」

なお、主要な需要項目については以下の通り。

○個人消費は、概ね底堅い推移を見込む

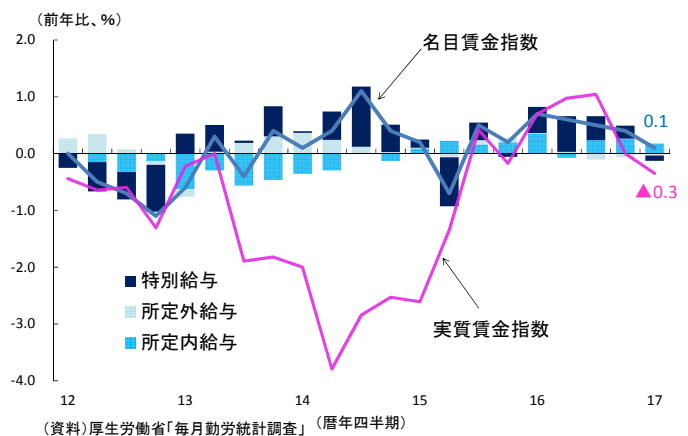
雇用環境は改善傾向となっている。3月の失業率は2.8%まで低下し、また、有効求人倍率は上昇傾向を辿り3月が1.45倍と約26年ぶりの高水準となるなど労働需給は引き締まっている（図表3）。また、日銀短観の雇用人員判断DIによると、製造業、非製造業ともに人手不足感が一段と強まっている。今後についても雇用環境は緩やかに改善すると見込んでいる。先行指標である新規求人数は増加傾向となっており、人手不足を背景に企業の採用意欲は依然として強い。生産年齢人口が減少するなかでも、高齢者や女性の労働参入が継続することで、雇用者数は緩やかに増加し、労働需給は一層引き締まっていくだろう。

図表3. 有効求人倍率と新規求人数の推移



こうした状況を映して、所得は緩やかな増加傾向となっている。1～3月期の名目の一人当たり現金給与総額は前年比0.1%増と10～12月期の同0.4%増から伸びが縮小した（図表4）。基本給にあたる所定内給与の伸びが同0.2%増と伸びが鈍化したほか、これまでプラスであった特別給与がマイナスとなった。今後についても、現金給与総額は低い伸びにとどまると想定している。

図表4. 名目・実質賃金指数の推移



ひっ迫する労働需給によりパートタイム労働者の賃金には引き続き上昇圧力がかかるとみられるが、正社員の基本給にあたる所定内給与は低い伸びにとどまるだろう。2017年春闘については、連合の第5回回答集計結果によると、企業の賃上げ率は前年比+1.99%と昨年の同時期（同+2.02%）並みにとどまっている。そのため、1%台後半とされる定期昇給分を超え4年連続のベースアップが実現しているもの

の、先行き所定内給与の伸びが一段と高まることは期待しにくい。また、政府が進める働き方改革は、非正規社員の給与増を促すものの、短期的には労働時間削減によって所定外給与の下押し要因になると見込まれる。2018年度の名目賃金については、好調な企業業績や物価上昇を映して賃上げの動きが強まることが見込まれ、幾分伸び率が高まるだろう。なお、実質賃金については、消費者物価（帰属家賃を除く総合）の上昇にともない、1～3月期が前年比0.3%減に落ち込んだ。先行きについても、実質賃金は、消費者物価の上昇幅が徐々に拡大することによって前年をわずかに下回って推移すると想定している。そのため、雇用者数は緩やかな増加が続くものの、実質総賃金（実質賃金×雇用者数）は低い伸びにとどまるだろう。

個人消費は、底堅い伸びとなった。1～3月期の民間最終消費支出は前期比0.4%増となった。10～12月期は、生鮮野菜の高騰がエンゲル係数を一段と押し上げたことが家計消費の重石となったことや、暖冬による季節商材の販売不振などで横ばいにとどまっていた。1～3月期はこうした一時的な下押し要因が解消されたことで持ち直した。家計最終消費支出の内訳をみると、食料など非耐久財は減少が続いたものの、衣服などの半耐久財が増加に転じたほか、サービスも増加が続いた。また、耐久財は同+2.0%と5四半期連続の増加となった。今後の個人消費については、概ね底堅く推移するだろう。雇用環境の改善が続くなかで既往の株高が消費意欲を高める要因になろう。そうしたなかで、このところ動きがみられる自動車や家電製品などの耐久財は緩やかながらも増加すると見込んでいる。また、年金生活者等支援臨時福祉給付金の一括支給や雇用保険料の一段の引下げといった経済対策の効果も小粒ではあるが追い風になるだろう。もっとも、年金受給世帯においては、2017年度の年金支給額は前年比0.1%減と引き下げられており、今後の物価上昇を勘案すると実質的な受取額はさらに目減りすることになる。また、前述の通り、勤労者世帯においても見通し期間を通して、実質総賃金が増えにくい状況が続くと見込んでいる。そのため、2016年度のように天候要因や食品価格の変動に左右される局面もあると想定され、個人消費は力強さを欠くと見込まれる。

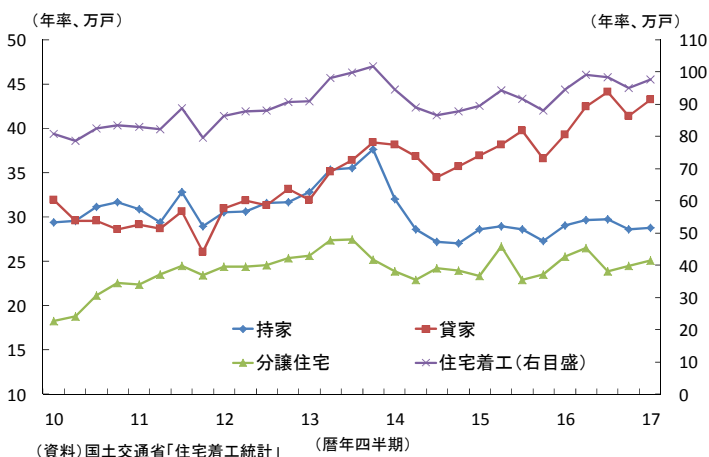
○新設住宅着工戸数は、緩やかな減少を見込む

住宅投資は、増加が続いた。1～3月期の住宅投資は前期比0.7%増と5四半期連続で増加した。住宅投資に先行して動く新設住宅着工戸数は、2016年4～6月期の年率99.1万戸をピークに2四半期減少が続いた後、1～3月期は97.5万戸と増加に転じた

(図表5)。利用関係別にみると、持家については概ね横ばい推移が続いており、1～3月期は微増となった。住宅ローン金利が低位で推移するなか、相続税対策等で需要が強まっていた貸家については、1～3月期は前期比4.5%増の同43.2万戸と高水準を維持し、また、分譲住宅は小幅ながらも2四半期連続で増加した。ただし、1月に東京五輪の選手村宿泊施設が着工したことが一時的な押し上げ要因となっており、これを踏まえると、住宅着工は頭打ちとなっている。今後の新設住宅着工戸数は、緩やかに水準が落ちていくだろう。

これまでけん引役であった貸家については、相続税対策等を背景に旺盛な貸家建設が続いたことで供給過剰感が強まっている。空室率上昇や家賃下落への懸念、また金融当局もアパートローンへの監視を強めている模様であり、今後は減少傾向になると見込んでいる。また、分譲住宅については、首都圏ではマンション価格が高止まりするなか、契約率の低下、在庫の積み上がりを受けてデベロッパーもマンション供給には慎重になると見込まれる。一方、持家は、雇用・所得環境の改善に加え、住宅ローン金利も低水準での推移が見込まれるなど、良好な

図表5. 新設住宅着工戸数の推移



住宅取得環境が続くことから、概ね現状の水準を維持すると見込んでいる。このように、貸家を中心に住宅着工の水準は低下し、住宅投資は減少傾向になると見込んでいる。なお、2018年度末にかけては、2019年10月の消費増税に向けた駆け込み需要が生じると想定している。

○設備投資は緩やかな持ち直しが続く

設備投資は、弱さが残るものの持ち直している。1～3月期の実質設備投資は前期比0.2%増となった。1～3月期は微増にとどまったものの、10～12月期が同1.9%増となった後であることを踏まえると、設備投資は、2016年度後半からの持ち直しの動きが続いていると評価できる。今後の設備投資は、緩やかな持ち直しが続くと見込

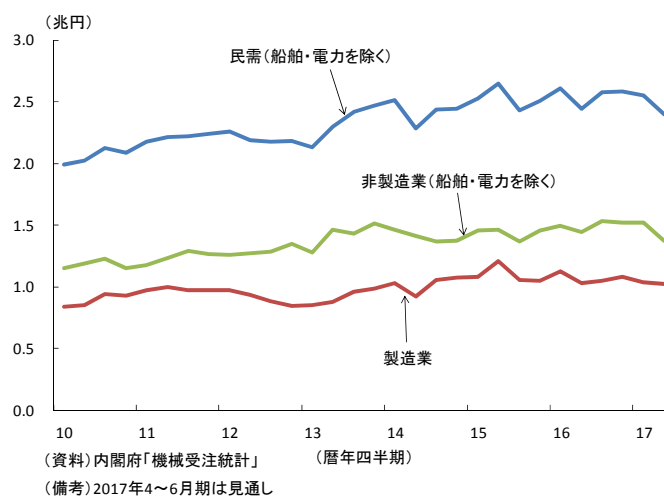
んでいる。先行指標である機械受注（船舶・電力除く民需）は1～3月期が前期比1.4%減となった後、4～6月期の見通しについても同5.9%の減少が見込まれている（図表6）。もっとも、2016年度前半に悪化した企業収益は11月以降の円安や海外経済の回復によって改善するなど、設備投資を取り巻く環境は明確に良化している。日銀短観3月調査における大企業・全産業の設備投資計画をみても、2017年度計画については前年比0.6%増と3月調査としては3年ぶりの増額計画となっている。

輸出の増加と円安による収益改善が追い風となる製造業を中心に、企業の投資意欲は徐々に高まっていくだろう。製造業では、設備の老朽化に対応した維持・更新投資に加え、新製品開発に向けた研究開発費などが増加すると見込んでいる。ただし米政権の政策に対する不透明感もあって、企業は米国の需要を見込んだ投資に対して一時的に様子見姿勢を強める可能性もあろう。非製造業については、人手不足に対応した効率化・省力化投資、また倉庫・物流関連投資などが下支えとなろう。また、東京五輪・パラリンピックを見据え、ホテルなどの宿泊施設の建設、交通インフラ整備などの投資も増加するだろう。2018年度の設備投資についても、東京五輪・パラリンピックを見据えた投資が本格化することが下支えとなり、緩やかな増加が続くだろう。

○公的固定資本形成は、経済対策効果の顕在化により増加する

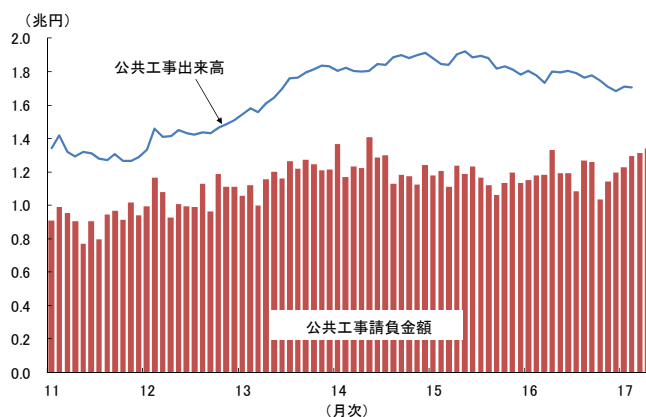
公的固定資本形成は、下げ止まりつつある。1～3月期の公的固定資本形成は前期比0.1%減となった。公的固定資本形成は2016年度予算の前倒し執行の影響が残り、2016年7～9月期から3四半期連続の減少となった。今後については、公的固定資本形成は、大規模な経済対策における事業が進捗することで増加するだろう。先行指標である公共工事請負金額をみると、2016年度補正予算の効果により、足元にかけて明確に増加している（図表7）。当初想定していたよりも遅れているが、大規模な経済対策として組まれた復旧対応、防災、インフラ関連の公共事業が今後本格化していくことが見込まれる。それにより公的固定資本形成は2017年度前半は高水準で推移する

図表6. 機械受注の推移



だろう。加えて、東京五輪・パラリンピックに向けたスタジアムの建設や道路網などのインフラ整備に係る工事なども徐々に本格化することなども下支え要因になると見込んでいる。2018年度においては、引き続き東京五輪・パラリンピックに向けたインフラ整備等の需要がピークを迎えることが増加要因となるものの、経済対策の効果が剥落することから、公的固定資本形成は前年割れとなるだろう。

図表 7. 公共工事請負金額・出来高の推移

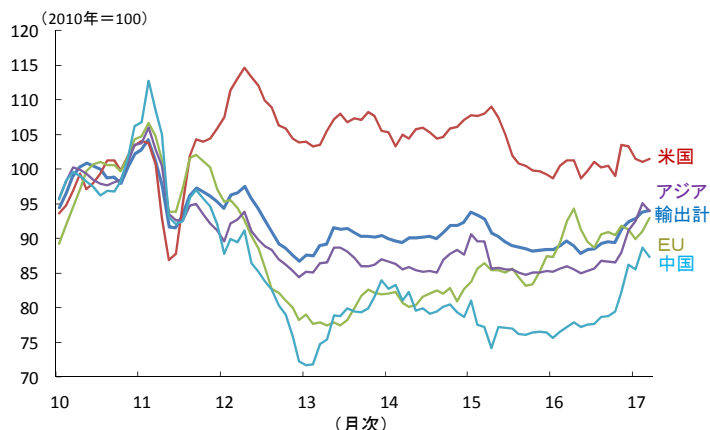


(資料)国土交通省、各信用保証会社資料より富国生命作成
(備考)公共工事出来高、公共工事請負金額は富国生命による季節調整値

○輸出は、海外需要の回復を映して緩やかな増加が続く

輸出は、増加傾向となっている。1～3月期の実質輸出は前期比2.1%増と3四半期連続で増加した。2016年半ば以降、中国経済の安定化や資源価格の持ち直しにともない新興国経済の減速に歯止めがかかったことなどから、製造業を中心にグローバルで需要が回復しており、それに沿う形で我が国の輸出も増加傾向となっている。輸出数量指数をみると、1～3月期が前期比+1.6%と3四半期連続で上昇している(図表8)。仕向地別にみると、米国向けは、足元の販売不調を映して自動車関連を中心に上昇が一服したものの、アジア、EU向けで上昇が続いている。アジア向けにおいては中国、NIES向けが好調を維持し、スマートフォン向け部品などIT関連が増加した。今後についても、輸出は緩やかな増加が続くだろう。

図表 8. 輸出数量指数の推移



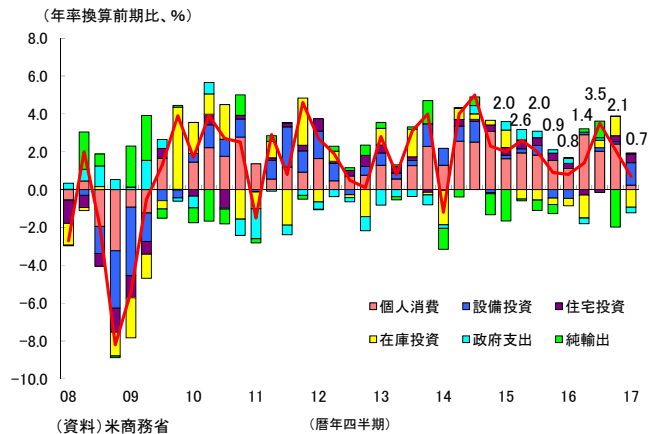
(資料)財務省「貿易統計」より富国生命作成
(備考)データは後方3ヵ月移動平均、各地域の季節調整は富国生命

海外需要について、詳細は後述するが、米国経済の緩やかな回復が続くことに加え、中国経済が安定的に推移することで、循環的な回復傾向が続くと見込んでいる。そうした状況を映して、輸出は増加傾向になると見込んでいる。また、2018年度についても、緩やかな海外需要の回復が続くもと、輸出は底堅く推移すると見込んでいる。

【米国経済】

米国経済は、緩やかな回復が続いている。1～3月期の実質 GDP 成長率（速報）は、前期比年率+0.7%となった（図表 9）。企業業績の改善などを受けて設備投資の増加

図表 9. 米国実質 GDP 成長率の推移



が続き、個人消費のプラス寄与が縮小し10～12月期から減速したものの、暖冬によるエネルギー関連消費の減少という一時的な要因を除けば、内需は堅調さを維持している。家計部門については、個人消費が同0.3%増となった。エネルギー関連消費の減少に加え、自動車・同部品などの耐久財が減少に転じた。また、住宅投資は、同13.7%増と2四半期連続のプラスとなった。企業部門については、設備投資が同9.4%増と4四半期連続の増加となった。原油価格が安定的な動きとなるなか、シェール関連の投資が増加したことなどから、前期から伸びが加速した。在庫投資は同▲0.9ポイントと3四半期ぶりにマイナス寄与となった。外需については、海外経済の回復を映して輸出が同5.8%増となる一方、引き続き堅調な内需を映して輸入も同4.1%増となり、0.1ポイントのプラス寄与にとどまった。

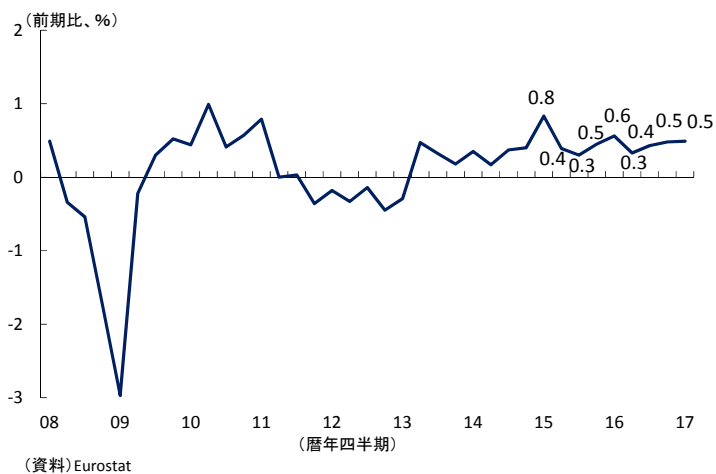
今後については、緩やかな回復が続くと想定している。雇用・所得環境については、非農業部門雇用者数の前月差は3月に悪天候要因などから鈍化したものの、2～4月平均で17.4万人増と安定的に増加し、失業率は4月が4.4%とFOMC参加者の長期的な失業率見通しの中央値である4.7%を下回る水準となっている。このような労働需給の引き締まりを映して賃金上昇圧力は緩やかに高まっており、個人消費は堅調に推移するだろう。住宅投資については、住宅ローン金利は上昇しているものの、家計の住宅購入意欲は堅調に推移しており、引き続き底堅い動きとなると見込んでいる。企業部門については、設備投資は、原油価格の安定によるエネルギー関連投資の増加ペースが一旦落ち着くとみられるが、海外経済の回復を受けた輸出の増加による企業業績の改善が設備投資の押し上げ要因となり、底堅い推移となるだろう。2017年の米国の実質 GDP 成長率については、前年比+2.1%と予測している。FRBの利上げペースについては、雇用環境が前述した通り失業率が低水準となっている一方、PCEコアインフレ率（エネルギー・食料等を除く）は1%台後半の伸びにとどまっている。消費者のインフレ期待の高まりなどもみられず、2017年はあと2回の緩やかなペースで利上げすると想定している。新政権の政策については、所得税、法人税の減税およびインフラ投資の拡大の実施（共和党案に近い水準）を想定しているが、前回の予測と同様、法案成立の遅れなどにより、それらの政策効果は2018年以降に顕在化するとみている。

【欧州経済】

欧州経済は、緩やかな持ち直しが続いている。1～3月期のユーロ圏の実質 GDP 成長率は前期比+0.5%となった（図表 10）。ドイツについては、同+0.6%と前期（10

～12月期)の同+0.4%から伸び率が高まった。暖冬による工事の進捗もあり、建設投資などの総資本形成の伸びが高まったことに加えて、世界経済の回復にともなう輸出増加などが伸びを高めた要因とみられる。その他主要国については、フランスは同+0.3%と輸入増により外需の寄与がマイナスとなったことや個人消費の伸びが弱まったことを受けて前期(同+0.5%)から成長が鈍化した。イタリアは同+0.2%、スペインは同+0.8%と前期並みの成長を維持し、ギリシャを除く多くのユーロ圏各国はプラス成長を辿っている。

図表 10. ユーロ圏実質 GDP 成長率の推移

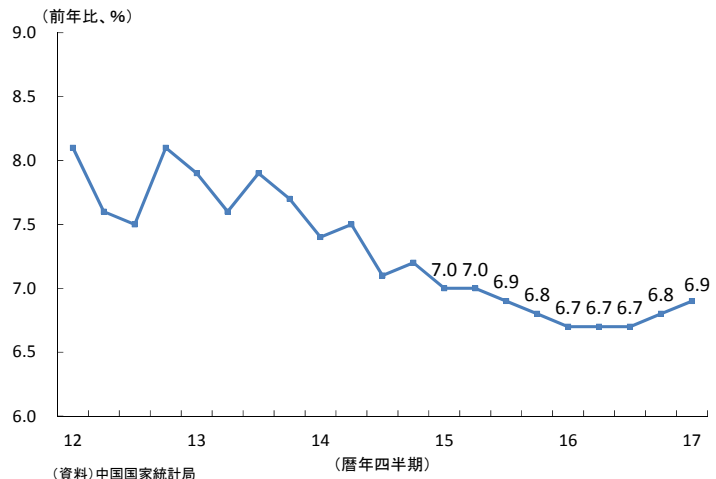


今後についても、緩やかな持ち直しの動きが続くと見込んでいる。雇用環境の緩やかな改善が続くなか、原油価格の持ち直しにより1月以降に見られたインフレの加速は今後一段落すると想定され、個人消費は増加傾向を維持するだろう。また、輸出についても、ユーロ安が下支え要因となるなか、海外需要の回復を映して緩やかに増加するだろう。一方、固定資本形成については、輸出の増加が設備投資マインドの改善につながるものの、銀行の企業向け貸出態度の厳格化や、ドイツ議会選挙など政治イベントへの警戒感などにより伸び悩むとみられる。ECBの2017年第1四半期の銀行貸出調査によれば、企業向け貸出態度は過去3カ月は「緩和」となったものの、先行き3カ月は「厳格」となり、金融機関の貸出に対する慎重な姿勢は続いている。ユーロ圏のインフレ動向については、短期的なインフレ率の押し上げ効果は今後剥落するとみられ、基調的な物価動向を示すコアインフレ率(エネルギー・食料等を除く)の上昇幅はユーロ安などを下支えとして安定的に推移すると見込んでいる。物価はECBの目標を下回る伸びが続くことで、当面は緩和的な金融政策が維持されるだろう。

【中国経済】

中国経済は、概ね安定的に推移している。1～3月期の実質GDP成長率は前年比+6.9%となり、10～12月期の同+6.8%から小幅ながら加速した(図表11)。内訳をみると、第3次産業の伸び率がわずかに鈍化したものの、第2次産業の伸び率が高まった。3月の主要経済指標をみると、固定資産投資が、1～3月期累計で同9.2%増となり、2016年の伸びを上回った。インフラ投資の拡大に加え、不動産投資も住宅購入規制が強化されるなかでも堅調さを維持した。また、低迷が続いていた輸出については、海外需要の回復を映して今年

図表 11. 中国実質 GDP 成長率の推移



に入り増加傾向となっている。一方、小売売上高は同 10.0%増と伸び率が鈍化した。自動車販売において、当初の減税期限（12月末）を見据えた駆け込みが生じ、その反動で 2017 年入り後の販売が鈍化していることが影響した。

今後についても、安定的に推移すると想定している。 過剰生産能力の調整や金融機関の不良債権の増加が引き続き成長の重石になるものの、2017 年は秋に最重要会議である共産党大会を控えるなか、成長率が大きく下振れするような改革は先送りされ、経済活動は安定が優先されると考えている。住宅購入規制の影響などもあって今後成長ペースはやや鈍化するものの、財政政策を下支えに政府目標（6.5%前後）並みの安定成長を辿るだろう。3 月の全人代では経済の安定を重視し、積極的かつ効率的な財政政策を実施することが再確認された。その財政拡大がインフラ投資の拡大などを通じて景気を安定させる要因となろう。固定資産投資は、認可されたプロジェクトの進捗によってインフラ投資が拡大し、企業収益の改善を受けて低迷していた民間投資が持ち直していくと見込んでいる。一方で、不動産投資は、政府が住宅購入規制など住宅バブル抑制に取り組んでおり、その影響が徐々にでてくるだろう。個人消費については、概ね底堅く推移すると見込んでいる。自動車販売は減税規模の縮小に伴う影響が当面は残るものの、政府は構造改革を図る一方で雇用の安定を重視しており、良好な雇用環境が個人消費の下支えとなる。また、引き続き E コマースの浸透という構造的な変化も追い風になろう。輸出は、世界経済の回復が続くなかで増加傾向が続くと見込んでいる。懸念される対米貿易関係においては、4 月初めの米中首脳会談で貿易不均衡是正に向けた「100 日計画」の策定で合意し、為替操作国認定も見送られた。対米輸出が急減するリスクはひとまず後退したが、引き続き注視が必要であろう。なお、1~3 月期の実績を踏まえ、2017 年の実質 GDP 成長率は+6.7%と前回予測から 0.1 ポイント上方修正し、前年並みの成長率を維持すると予測している。

○今後の伸び率などについて

日本経済の 2017 年度の実質 GDP 成長率は+1.4%と前回予測から 0.1 ポイント上方修正した。 海外需要の回復を受けて輸出が増加傾向を維持することに加え、その輸出の増加や円安にともなう企業収益の改善を受けて設備投資も引き続き持ち直すと見込んでいる。これに経済対策の押し上げ効果が加わることで、年度前半の四半期ごとの成長率は年率 1%台半ばを見込んでいる。

2018 年度の実質 GDP 成長率は+0.9%と前回予測から 0.1 ポイント上方修正した。 雇用環境や企業収益の改善という好循環が途切れないと見込んでいる。そうしたなか、米国が財政政策の効果から成長率を高めることもあって輸出は底堅く推移するだろう。一方で、経済対策による公共投資の押し上げ効果が剥落することで、四半期ごとの成長率は 0%台後半の成長にとどまると想定している。

○消費者物価と金融政策の見通し

2017 年 3 月のコア CPI (生鮮食品を除く消費者物価総合) は前年比+0.2%と、2017 年入り後は小幅ながらもプラス推移に転じている (図表 12)。 コア CPI のプラス転化は、これまで物価全体の下押し要因となっていたエネルギーがプラス寄与に転じた影響が大きい。原油価格の持ち直しを受けて、ガソリンや灯油などの石油製品が前年比プラ幅を拡大し、ガス代や電気代についてもマイナス幅が縮小傾向となっている。一

方、エネルギー以外の物価上昇率は弱さがみられる。生鮮食品及びエネルギーを除く総合指数は、2015年12月の同+1.3%をピークにプラス幅が縮小し、2017年3月は同▲0.1%とマイナスに転じている。2016年入り後夏場にかけて円高が進行した影響がタイムラグをもって生鮮食品を除く食料や耐久消費財の価格を押し下げてきたことに加え、足元では価格競争が厳しい携帯電話機や携帯電話通信料の下落などが影響した。

今後については、緩やかにプラス幅が拡大していくと想定している。その主因は、エネルギーの前年比プラス幅が拡大していくためである。原油価格は緩やかに上昇すると想定しているが、ガソリン、灯油などの価格は前年比プラスで推移するなか、輸入燃料価格の上昇が遅れて反映される電気代やガス代についても前年比プラス推移に転じることで、エネルギーは2017年度前半にかけてプラス幅が拡大するだろう。エネルギー以外の財価格については、昨年11月以降の円安進行が次第に物価の押し上げ要因となるものの、

サービス価格については、人手不足にともなう企業のコスト増が見込まれるものの、家計の節約志向が残るなかでは強気の価格設定は困難とみられ、当面、伸びは限定的になるだろう。2018年度についてはエネルギーの押し上げ寄与が一巡するものの、景気回復にともなう需給バランスの改善や人件費上昇をサービス価格に転嫁する動きが広がることなどが上昇圧力となり、コアCPIは前年度より幾分伸び率が高まると見込んでいる。なお、2017年度のコアCPIは前年比+0.6%、2018年度も同+0.9%にとどまると想定している。

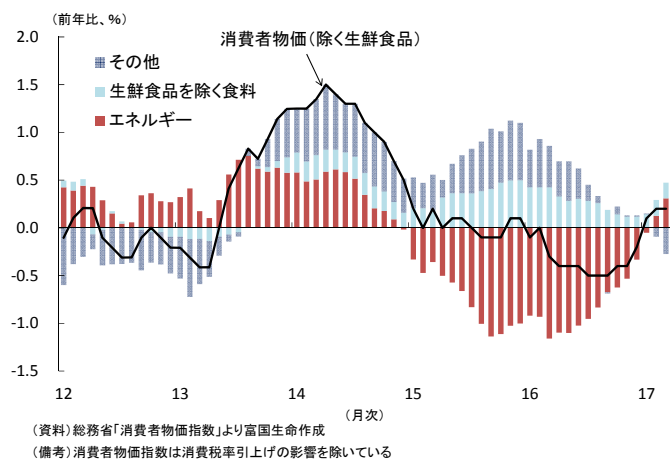
なお、日銀が4月に発表した展望レポートでは、政策委員のコアCPIの見通しの中央値は、2017年度は+1.4%に1月予測から下方修正する一方、2018年度は+1.7%で据え置かれ、物価目標の達成時期については「2018年度頃」としている。先行きの金融政策については、当面、現状の金融政策の枠組みを維持すると想定している。

○リスク要因

日本経済は、緩やかな回復が続くとの見方が当社のメインシナリオであるが、下振れリスクもある。米国の政策運営については不透明感が強まっている。財政政策が財源を巡り調整が難航するとみられるなか、大統領権限が強い通商・外交政策において強行姿勢を強める可能性もある。過度に保護主義的な通商政策が推し進められた場合、グローバルの貿易活動が停滞する可能性がある。また、欧州においては、オランダ議会選挙、フランス大統領選挙を経て、反EU勢力の躍進という政治リスクは一旦後退しているが、今後もドイツ議会選挙、イタリア総選挙が控え、予断を許さない。また、緊迫する北朝鮮情勢、中東情勢といった地政学リスクの高まりにも警戒が必要である。さらに、新興国においては、米国が利上げ局面にあることで資金流出や通貨安が加速し、景気が腰折れする可能性もある。こうした要因が顕在化すれば金融資本市場の混乱あるいは輸出の減少を通じて、日本経済を下押しする可能性もあろう。

以上

図表 12. 消費者物価上昇率の推移



図表13. デフレーター伸び率(2011暦年連鎖価格)

(前年比、%)

	2013年度	2014年度	2015年度	2016年度	2017年度	2018年度
国内総支出	▲ 0.0	2.5	1.5	▲ 0.2	0.1	0.5
民間最終消費	0.3	2.2	▲ 0.0	▲ 0.3	0.2	0.6
民間住宅投資	2.9	3.6	▲ 0.1	▲ 0.3	0.0	0.4
民間設備投資	0.8	1.3	0.4	▲ 0.7	0.2	0.3
政府最終消費	▲ 0.3	2.0	▲ 0.4	▲ 0.4	▲ 0.1	0.1
公的固定資本形成	1.5	2.9	0.4	▲ 0.3	0.1	0.3
財貨・サービスの輸出	9.3	2.5	▲ 1.4	▲ 6.4	1.4	1.7
財貨・サービスの輸入	11.0	0.3	▲ 9.1	▲ 8.3	2.7	0.9

予測

図表14. 需要項目別の寄与度

(%)

	2013年度	2014年度	2015年度	2016年度	2017年度	2018年度
実質国内総支出	2.6	▲ 0.5	1.2	1.3	1.4	0.9
民間需要	2.4	▲ 1.1	0.9	0.6	0.8	0.6
民間最終消費	1.6	▲ 1.6	0.3	0.4	0.5	0.3
民間住宅投資	0.3	▲ 0.3	0.1	0.2	▲ 0.1	0.0
民間設備投資	1.0	0.4	0.1	0.4	0.4	0.2
公的需要	0.8	▲ 0.0	0.3	▲ 0.0	0.3	0.1
政府最終消費	0.4	0.1	0.4	0.1	0.2	0.1
公的固定資本形成	0.4	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.2	0.1	▲ 0.0
財貨・サービスの純輸出	▲ 0.5	0.6	0.1	0.8	0.3	0.1
財貨・サービスの輸出	0.6	1.4	0.1	0.5	0.8	0.6
財貨・サービスの輸入	▲ 1.2	▲ 0.8	▲ 0.0	0.2	▲ 0.4	▲ 0.4

予測

注1. 四捨五入の関係上、内数の合計は必ずしも合計項目に一致しない