

平成28年11月17日

2016・2017年度 日本経済の見通し（改訂）

～ 10～12月期は弱さが残り、年明け以降緩やかに持ち直す ～

富国生命保険相互会社（社長 米山 好映）は、2016・2017年度の経済見通しを改訂しました。

【実質GDP成長率予測】

2016年度 +0.9%（前回+0.4%）、2017年度 +1.0%（前回+0.6%）

○ 7～9月期は、内需に弱さがみられたものの、外需主導で3四半期連続のプラス成長

2016年7～9月期の実質GDP成長率は、前期比+0.5%、年率+2.2%と外需主導で3四半期続けてのプラス成長となった。熊本地震の影響で4～6月期に減少した輸出がスマートフォン向け部品を中心に増加し、輸入が内需の弱さを映して減少したことで、外需は0.5ポイント成長率を押し上げた。一方、内需については、住宅投資は貸家を中心に引き続き増加したものの、家計の節約志向が続くなかで相次ぐ台風の上陸などの天候不順の影響もあって個人消費は微増にとどまり、設備投資は、円高による企業収益の悪化などを背景に企業の投資に対する慎重な姿勢が続いたことで伸び悩んだ。

○ 10～12月期は弱さが残り、年明け以降緩やかに持ち直す

10～12月期は弱さが残り、年明け以降緩やかに持ち直すと思込んでいる。雇用・所得環境の改善は続くものの、将来に不安を抱える家計は節約志向を続け、個人消費は低い伸びにとどまるだろう。また、米国の新政権運営が見通せないなど世界経済の先行き不透明感が強まっており、企業は外需拡大を見据えた投資に対しては慎重姿勢を崩さず、設備投資は弱い動きが続くとみている。このように内需の二つの柱は停滞感が残ると想定しているが、年明け以降、大規模な経済対策による公共事業が進捗することで成長率を押し上げるだろう。海外需要については、一次産品価格の上昇などにより新興国の減速に歯止めがかかっているものの、回復力は鈍く、輸出は伸び悩むと見込む。なお、今回の予測では、上半期実績の上振れを踏まえて2016年度の実質GDP成長率は前年比+0.9%と前回予測から0.5ポイント上方修正している。2017年度については、個人消費、設備投資は力強さを欠くものの、引き続き公共投資が押し上げ要因となるほか、海外需要の緩やかな回復を映して輸出が増加基調になると想定しており、年率1%前後の成長を辿ると見込んでいる。

図表1. 2016・2017年度 経済見通し

(前年比、%)

	2015 年度 実績	2016年度予測				前回 2016年8月 時点	2017年度予測		
		上期	下期	前期比	上期		下期	前期比	
名目国内総生産（兆円）	500.6	506.2	505.0	507.8	505.3	511.6	509.9	513.0	
	2.3	1.1	0.6	0.6	0.9	1.1	0.4	0.6	
実質国内総生産（兆円）	529.4	534.1	533.1	535.3	531.2	539.3	537.8	540.8	
	0.9	0.9	0.7	0.4	0.4	1.0	0.5	0.6	
内 需	0.8	0.6	0.5	0.1	0.6	0.7	0.4	0.1	
民間需要	0.6	0.3	0.4	▲ 0.2	0.1	0.3	0.2	0.2	
民間最終消費	▲ 0.1	0.5	0.5	0.1	0.4	0.5	0.3	0.4	
民間住宅投資	2.4	6.1	6.1	▲ 0.3	5.8	0.7	0.7	0.3	
民間設備投資	2.1	▲ 0.2	▲ 0.5	▲ 0.6	▲ 0.8	1.0	0.7	0.9	
公的需	0.2	0.3	0.1	0.3	0.5	0.3	0.2	0.1	
政府最終消費	1.6	1.1	0.3	0.4	1.6	0.8	0.4	0.4	
公的固定資本形成	▲ 2.7	2.4	1.9	3.6	3.4	4.3	2.1	1.1	
財貨・サービスの純輸出	0.1	0.2	0.1	0.1	▲ 0.2	0.3	0.1	0.2	
財貨・サービスの輸出	0.4	0.2	▲ 0.5	1.2	▲ 0.8	2.7	1.4	1.2	
財貨・サービスの輸入	0.0	▲ 1.2	▲ 1.2	0.5	0.2	1.1	0.7	0.2	

注1. 実質値は2005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	▲ 1.0	0.1	0.3	0.6	▲ 0.2	1.3	1.0	0.0
国内企業物価指数※	▲ 3.2	▲ 3.3	▲ 4.0	▲ 2.6	▲ 3.5	▲ 0.6	▲ 1.1	0.0
消費者物価指数※	0.2	▲ 0.3	▲ 0.4	▲ 0.1	▲ 0.1	0.5	0.4	0.5
消費者物価（除く生鮮）※	0.0	▲ 0.3	▲ 0.5	▲ 0.2	▲ 0.1	0.5	0.4	0.6
貿易収支（兆円）	0.5	4.8	3.0	1.8	2.7	6.2	3.4	2.8
経常収支（兆円）	18.0	20.1	10.4	9.7	18.2	22.4	11.2	11.2
名目賃金指数※	0.2	0.6	0.7	0.5	0.4	0.5	0.5	0.4
完全失業率（%）	3.3	3.0	3.1	3.0	3.1	2.9	2.9	2.9
住宅着工戸数（万戸）	92.1	97.6	99.4	95.8	97.3	93.9	95.0	92.8
為替レート（¥/\$）	120.1	104.8	105.3	104.3	104.2	105.8	105.4	106.1
原油価格（\$/b）	49.4	45.4	44.0	46.9	43.4	49.0	48.3	49.6
米国実質成長率（年率）	2.6	1.6	1.0	2.4	1.6	2.4	2.4	2.2
中国実質成長率※	6.9	6.7	6.7	6.7	6.6	6.6	6.6	6.6

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

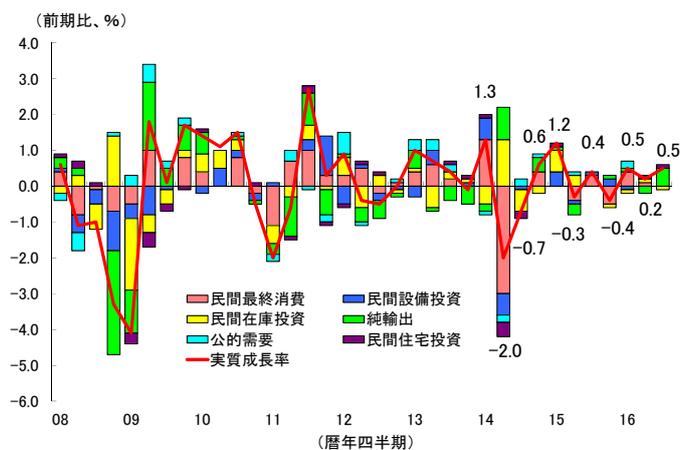
○7～9月期の実質GDP

11月14日に発表された2016年7～9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3四半期連続のプラス成長となった（図表2）。個人消費や設備投資が低い伸びとなったことで内需の寄与度が同+0.1ポイントにとどまったものの、輸出が増加したことなどで、外需が同+0.5ポイントとなった。名目GDP成長率は同+0.2%（年率換算+0.8%）と、名目ベースでも3四半期

連続のプラス成長を維持したものの低い伸びとなった。物価の動きを総合的に示すGDPデフレーターは前年比▲0.1%と11四半期ぶりに前年を下回った。7～9月期の実質GDPを需要項目別にみると、民間最終消費は同0.1%増と3四半期連続の増加となったものの、天候不順の影響もあって低い伸びにとどまった。一方、住宅投資は同2.3%増と貸家を中心に増加が続いた。設備投資は、円高進行による企業収益の悪化などから企業の投資に対する慎重な姿勢が継続し、同0.0%増となった。公的需要については、公的固定資本形成が同0.7%減と2015年度補正予算や2016年度予算の前倒し執行の効果が途切れ減少に転じ、政府消費は同0.4%の増加となった。外需については、輸出が同2.0%増と新型スマートフォン向け部品を中心に増加した一方、内需の弱さを映して輸入が同0.6%減となったことで、外需は大幅なプラス寄与となった。

今後の日本経済については、10～12月期は弱さが残り、年明け以降緩やかに持ち直すと見込んでいる。雇用・所得環境の改善は続くものの、将来に不安を抱える家計は節約志向を続け、個人消費は低い伸びにとどまるだろう。また、米国の新政権運営が見通せないなど世界経済の先行き不透明感が強まっており、企業は外需拡大を見据えた投資に対しては慎重姿勢を崩さず、設備投資は弱い動きが続くとみている。このように内需の二つの柱は停滞感が残ると想定しているが、年明け以降、大規模な経済対策による公共事業が進捗することで成長率を押し上げるだろう。海外需要については、一次産品価格の上昇などにより新興国の減速に歯止めがかかっているものの、回復力は鈍く、輸出は伸び悩むと見込む。なお、今回の予測では、上半期実績の上振れを踏まえて2016年度の実質GDP成長率は前年比+0.9%と前回予測から0.5ポイント上方修正している。2017年度については、個人消費、設備投資は力強さを欠くものの、引き続き公共投資が押し上げ要因となるほか、海外需要の緩やかな回復を映して輸出が増加基調になると想定しており、年率1%前後の成長を迎える見込んでいる。なお、日銀の金融政策については、住宅ローンなどの借入金利の低下が一部世帯の家計負担軽減や新規住宅購入意欲の向上につながっている面はあろう。しかし、生活の一部を貯蓄に頼る世帯を中心に利息収入の減少や資産運用難がもたらす先行き不安感が消費マインドを弱める影響の方が大きいとみられる。また、企業においては、期待成長率が高まらないなかでは、金利低下が投資需要を喚起する効果は限定的だろう。

図表2. 実質GDP成長率の寄与度分解



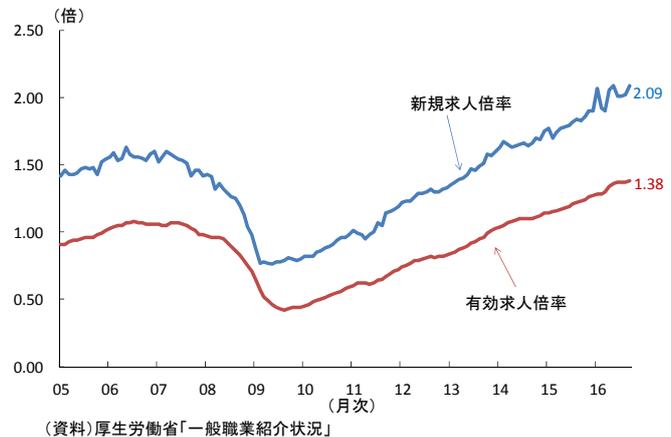
(資料)内閣府「四半期別GDP速報」

なお、主要な需要項目については以下の通り。

○個人消費は、弱い動きが続く

雇用環境は改善傾向となっている。7～9月期平均の就業者数（季節調整値）は前期比0.6%増の6,463万人と着実な増加が続き、失業率についても9月は3.0%と低水準で推移している。また、有効求人倍率は1.38倍と約25年ぶりの高水準まで上昇するなど労働需給は引き締まった状況が続いている（図表3）。先行きについても、先行指標である新規求人数は増加傾向となっており、今後も雇用環境は緩やかに改善するだろう。日銀短観の雇用人員判断DIをみると、中堅・中小企業を中心に依然として人手不足感は強い。こうした企業の採用意欲は旺盛な状況が続くだろう。また、生産年齢人口が減少傾向となるなかでも、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。このような労働需給の引き締まりを映して、所得は増加基調となっている。7～9月期の名目の一人当たり現金給与総額は前年比0.5%増と5四半期連続で前年を上回っている（図表4）。基本給にあたる所定内給与の伸びが同0.3%増と前期から伸びをやや高めたことに加え、前年の好業績を反映した夏のボーナス増加で特別給与がプラスに寄与した。今後については、現金給与総額は前年比プラスで推移するものの、その伸びは緩やかにとどまると想定している。ひっ迫する労働需給によりパートタイム労働者の賃金を中心に引き続き上昇圧力がかかるとみられる。一方、冬のボーナスについては夏に続いて増加を見込むものの、円高進行などによる企業収益の悪化によってその伸びは抑えられよう。また、所定内給与の先行きを見通す上で重要な2017年春闘については、マイナス圏で推移する物価動向、企業業績を踏まえ、前年に続きベースアップの伸び率が鈍化すると想定している。さらに、労働時間の短い女性や高齢者の労働参入が継続することが一人当たりでみた賃金の伸びを抑制する。なお、実質賃金については、消費者物価がマイナス幅を深めたことで7～9月期は前年比1.2%増と伸びがやや高まった。先行きについても、消費者物価は当面マイナス圏で推移すると見込まれることから、実質賃金は前年を上回る推移が続くだろう。加えて、雇用者数は増加傾向が続くことで、実質総賃金（実質賃金×雇用者数）は緩やかに増加し、個人消費の下支えとなるだろう。

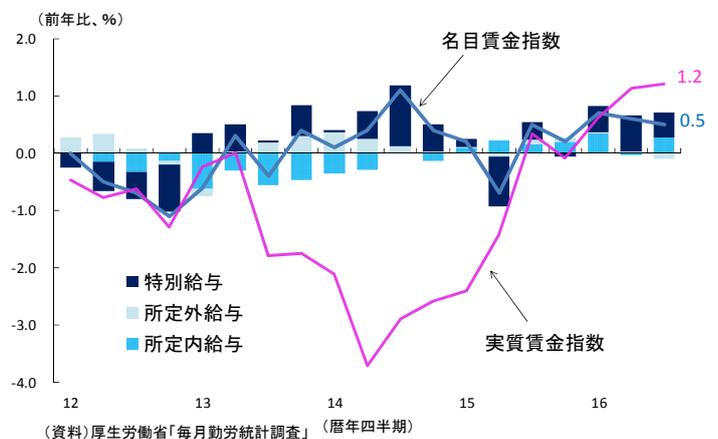
図表3. 求人倍率（新規・有効）の推移



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。このような労働需給の引き締まりを映して、所得は増加基調となっている。7～9月期の名目の一人当たり現金給与総額は前年比0.5%増と5四半期連続で前年を上回っている（図表4）。基本給にあたる所定内給与の伸びが同0.3%増と前期から伸びをやや高めたことに加え、前年の好業績を反映した夏のボーナス増加で特別給与がプラスに寄与した。

今後については、現金給与総額は前年比プラスで推移するものの、その伸びは緩やかにとどまると想定している。ひっ迫する労働需給によりパートタイム労働者の賃金を中心に引き続き上昇圧力がかかるとみられる。一方、冬のボーナスについては夏に続いて増加を見込むものの、円高進行などによる企業収益の悪化によってその伸びは抑えられよう。また、所定内給与の先行きを見通す上で重要な2017年春闘については、マイナス圏で推移する物価動向、企業業績を踏まえ、前年に続きベースアップの伸び率が鈍化すると想定している。さらに、労働時間の短い女性や高齢者の労働参入が継続することが一人当たりでみた賃金の伸びを抑制する。なお、実質賃金については、消費者物価がマイナス幅を深めたことで7～9月期は前年比1.2%増と伸びがやや高まった。先行きについても、消費者物価は当面マイナス圏で推移すると見込まれることから、実質賃金は前年を上回る推移が続くだろう。加えて、雇用者数は増加傾向が続くことで、実質総賃金（実質賃金×雇用者数）は緩やかに増加し、個人消費の下支えとなるだろう。

図表4. 名目・実質賃金指数の推移

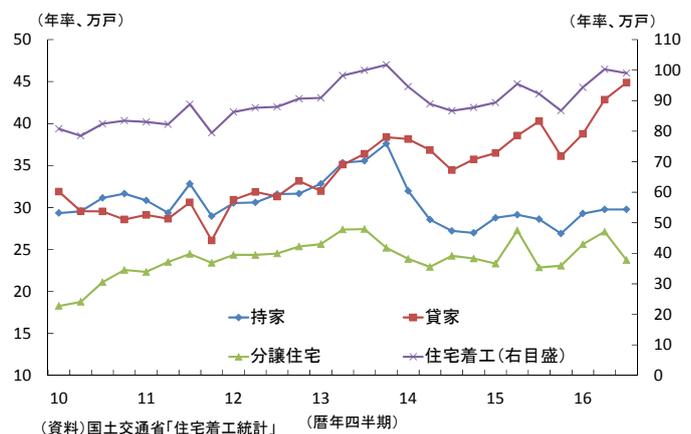


個人消費は、天候不順の影響もあり弱さがみられた。7～9月期の民間最終消費支出は前期比0.1%増となった。実質雇用者報酬が同0.7%増と底堅い伸びが続いたものの、台風の上陸が相次ぎ外出が控えられたことなどが下押し要因となり、微増にとどまった。家計最終消費支出の内訳をみると、耐久財は新型スマートフォンなどを中心に同1.5%増となったものの、半耐久財、サービスはともに同0.1%増にとどまり、食料など非耐久財は同0.5%減となるなど、家計の節約志向が続いていたとみられる。今後の個人消費については、弱い動きが続くだろう。原油価格の低位での推移が家計の光熱費負担を軽減することに加え、雇用・所得環境の改善が続くことが個人消費の下支えになるだろう。一方で、将来に不安を抱える家計は、天候不順により生鮮食品が高騰していることもあって節約志向が続くとみられる。また低金利環境が長期にわたるなか、生活の一部を貯蓄に頼る世帯を中心に利息収入の減少や資産運用難がもたらす先行き不安感もあって、消費マインドは高まりにくい状況が続くとみられる。2017年度については、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あり、幾分安定していくと見込んでいる。ただし、物価上昇にともなう実質的な購買力の低下が重石となり、力強さを欠くだろう。

○新設住宅着工戸数は、高水準ながらも緩やかに減少

住宅投資は、貸家を中心に増加が続いた。7～9月期の住宅投資は前期比2.3%増と4～6月期から伸びは鈍化したものの2四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、2四半期連続で増加した後、7～9月期は同2.4%減と減少に転じたものの、年率98.2万戸と高水準を維持している（図表5）。利用関係別にみると、日銀のマイナス金利政策による住宅ローン金利の低下が追い風となるなか、相続税対策としての需要がある貸家は堅調に推移し全体をけん引している。一方、持家については、当初2017年4月に予定されていた消費増税を睨んだ駆け込み需要も加わって前半に増加したものの、月次ベースの推移をみると9月にかけて2ヵ月連続の減少となっている。減少に転じた分譲住宅については、首都圏などのマンション価格が高止まりし契約率が落ち込んでいることなどが影響した。今後の新設住宅着工戸数は、高水準ながらも緩やかに減少するだろう。雇用・所得環境の改善が

図表5. 新設住宅着工戸数の推移



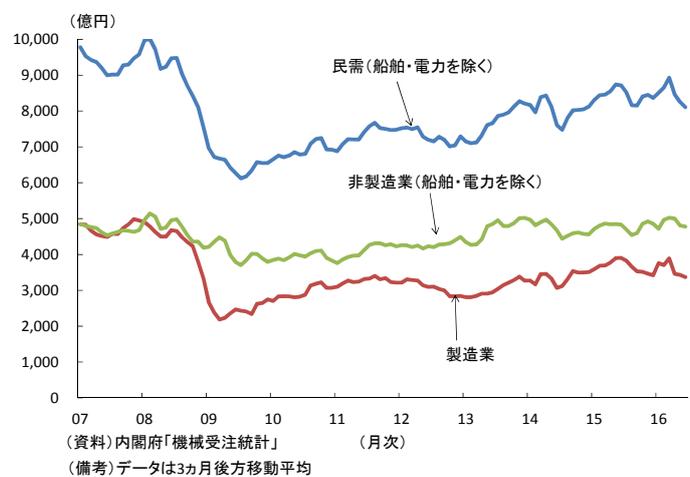
続くとみられることに加え、日銀の金融政策によって住宅ローン金利は低水準での推移が見込まれ、住宅取得環境は良好な状況が続くだろう。一方で、けん引役である貸家については、節税需要の一巡や、供給増による空室率上昇に対する懸念などから徐々に増勢が弱まり、分譲住宅についてもマンション価格の高止まりが重石となり弱い動きになると想定している。こうしたなか住宅着工戸数は緩やかに水準を落とす動きが続くだろう。

○設備投資は当面弱い動きが続く

設備投資は、弱い動きとなっている。7～9月期の実質設備投資は前期比横ばいとなった。円高による企業収益の悪化や国内外経済の先行き不透明感により、企業の投資に対する慎重な姿勢が続いている。今後についても、設備投資は当面弱い動きが続くと見込んでいる。日銀短観（9月調査）をみると、大企業全産業の2016年度設備投資計画は前年比6.3%増と、6月調査からわずかに上方修正されたものの、2014年度、2015年度を下回る計画となっている。設備投資の先行指標についてみると、建築物着工床面積（非住居・民間）は商業用などを中心に持ち直しの動きが続いている。一方で、7～9月期の機械受注（船舶・電力を除く民需）は、前期比7.3%増と2四半期ぶりに増加したが4～6月期を下回る水準にとどまり、また10～12月期についても製造業、非製造業（除く船舶・電力）ともに減少が見込まれ、同5.9%減の見通しと企業の慎重な姿勢が続いているとみられる

（図表6）。日銀の金融政策により貸出金利は極めて低水準で推移し、資金調達環境は良好な状況が続くとみられるものの、トランプ氏の大統領選勝利など世界経済を取り巻く環境は先行き不透明感が強まっており、外需拡大を見据えた投資は限られるだろう。そのため、2016年度の設備投資は前年度を下回ると想定している。2017年度については、既往の円高による企業収益への影響が一巡することなどを背景に、力強さは欠くものの増加に転じると見込んでいる。引き続き能力増強投資は控えられ、設備の老朽化に対応した維持・更新投資が中心になるとみられるが、東京五輪・パラリンピックを見据えた投資や、人手不足に対応した効率化・省力化投資なども増加が見込まれる。

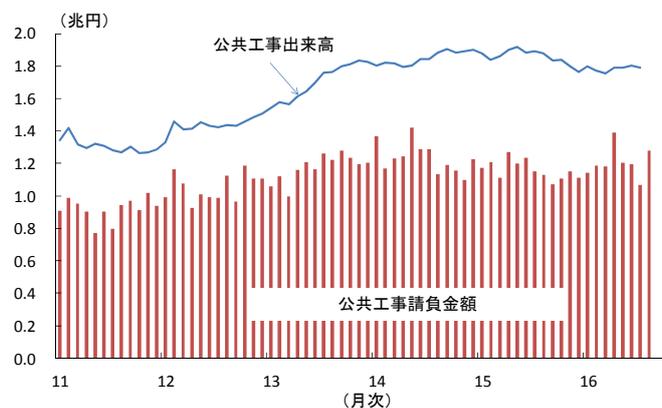
図表6. 機械受注の推移



○公的固定資本形成は、大規模な経済対策により年明け以降増加傾向に

公的固定資本形成は、減少に転じた。7～9月期の公的固定資本形成は前期比0.7%減と3四半期ぶりの減少となった。2015年度補正予算や2016年度予算の前倒し執行の効果が4～6月期に顕在化したことで持ち直したが、その効果が途切れ減少した。今後については、公的固定資本形成は、経済対策の効果もあり、緩やかに増加するだろう。2016年度1次補正予算による熊本地震への復旧対応が進捗することに加えて、大規模な経済対策として2016年度2次補正予算で組まれた復旧対応、防災、インフラ関連の公共投資が2017年1～3月期以降に進捗し始め、公共投資を押し上

図表7. 公共工事請負金額・出来高の推移



げる要因となる。そのため、2016年度の公的固定資本形成は増加に転じると見込んでいる。また、2017年度についても、経済対策による効果が年度を通じて水準を押し上げることに加えて、東京五輪・パラリンピックに向けた投資の本格化などが押し上げ要因となり、緩やかな増加が続くと見込んでいる。

○輸出は、海外需要の回復の鈍さを映して低い伸びに

輸出は海外経済の減速を映して、一進一退の動きとなっている。7～9月期の実質輸出は前期比2.0%増と2四半期ぶりに増加した。輸出数量指数の動向をみると、4～6月期に熊本地震による工場稼働停止の影響が一時的な下押し要因となったこともあって低下したが、7～9月期は新型スマートフォン向け部品などを中心に水準を

戻す動きとなっている(図表8)。7～9月期の実質輸出の増加は4～6月期に減少した反動の面もあり、昨年以降の横ばい圏の動きから脱していない。今後については、輸出は低い伸びにとどまるだろう。製造業の景況感をみると、先進国、新興国ともに上向いている。海外需要については、一次産品価格の上昇などにより新興国の減速にも歯止めがかかっているものの、回復力は鈍く、輸出は弱さが残るだろう。2017年度については、中国経済が安定的に推移することに加え、米国についても前年より成長率が高まることが見込まれ、海外需要の緩やかな回復を映して、輸出は増加基調になると見込んでいる。なお、サービス輸出に分類される訪日客消費については、熊本地震の影響などによる4～6月期の落ち込みを取り戻す形で、7～9月期は増加した。先行きは東京五輪・パラリンピックを見据えた観光客誘致政策などによる訪日外国人の増加により、訪日客消費は緩やかな増加が見込まれるが、中国の関税強化などにより一人当たり消費額が伸び悩むことで、輸出の伸びを高めるほどの力はないだろう。

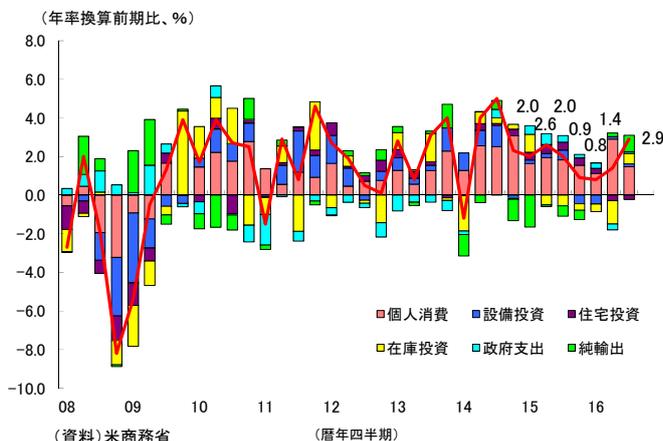
図表8. 輸出数量指数の推移



【米国経済】

米国経済は、一部に弱さがみられるものの、回復が続いている。7～9月期の実質GDP成長率(速報)は、前期比年率+2.9%となった(図表9)。個人消費は伸びが鈍化したものの、輸出の増加や在庫投資のプラス寄与が大きくなったことで、4～6月期の同+1.4%から成長率が高まった。家計部門については、個人消費が同2.1%増と4～6月期の高い伸び(同4.3%増)の後ながらも堅調さを維持した。財消費では衣服などの非耐久財

図表9. 米国実質GDP成長率の推移



が減少したものの、自動車・同部品、娯楽関連などの耐久財が堅調な伸びを維持した。サービスは伸びが縮小したが住居、医療などの増加が続いた。一方、住宅投資は同6.2%減と2四半期連続の減少となった。企業部門については、構築物投資が増加に転じたことで、設備投資が同1.2%増と低い伸びながらも2四半期連続の増加となり、在庫投資は同+0.6ポイントと6四半期ぶりのプラス寄与となった。また、輸入が同2.3%増となる一方、輸出が同10.0%増と食糧の大幅増という特殊要因もあって高い伸びとなり、外需については0.8ポイントのプラス寄与となった。

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、10月の失業率が4.9%と完全雇用に近いとされる水準にあるなかでも、非農業部門雇用者数は8~10月平均で前月差17.6万人増と安定的に増加し、一人当たり賃金についても労働需給の引き締まりを映して10月が前年比2.8%増と伸びが高まっている。こうした良好な雇用・所得環境を背景に個人消費は引き続き堅調に推移するだろう。2四半期連続で減少となった住宅投資についても、建設許可件数は高い水準を維持しており、底堅く推移すると見込んでいる。企業部門については、原油価格の反転などにより、ここ2年ほど低迷が続いたエネルギー関連投資が下げ止まりつつあることに加え、ドル高による企業収益への下押しも一巡するなかで設備投資は増加基調を維持するだろう。輸出については海外需要の回復の鈍さを映して力強さを欠く動きとなる。家計部門を中心とした景気の回復基調が続くなか、FRBの追加利上げについては、金融資本市場の混乱がなければ12月に追加利上げに踏み切り、2017年も年2回の慎重なペースで利上げを継続すると想定している。2016年の米国の実質GDP成長率については、前年比+1.6%で着地すると見込んでいる。なお、次期大統領がトランプ氏に決まり、所得税・法人税の大幅減税や大規模なインフラ投資などの積極的な財政政策が米国の成長率を押し上げるとの期待が高まっている。しかし、政策の規模や実現性は不確かであるため、今回予測では新政権下での政策効果を織り込んでいない。

【欧州経済】

欧州経済は、緩やかな持ち直しが続いている。7~9月期のユーロ圏の実質GDP成長率は前期比+0.3%と、4~6月期(前期)と同じ伸びを維持した(図表10)。けん引役が期待されるドイツについては、同+0.2%と前期の同+0.4%から伸びが鈍化した。個人消費の増加が続いたものの、輸出の減少などで外需が成長率の押し下げ要因となった。その他主要国については、前期が同▲0.1%に沈んだフランスが総固定資本形成の増加などにより同+0.2%

とプラス成長に転じ、イタリアもゼロ成長から同+0.3%となり、スペインは同+0.7%と堅調な伸びが続いた。このように各国まちまちの結果となったが、総じてみればユーロ圏は緩やかな持ち直しの動きが続いている。

今後についても、内需を中心に緩やかな持ち直しの動きが続くと見込んでいる。雇

図表 10. ユーロ圏実質GDP成長率の推移



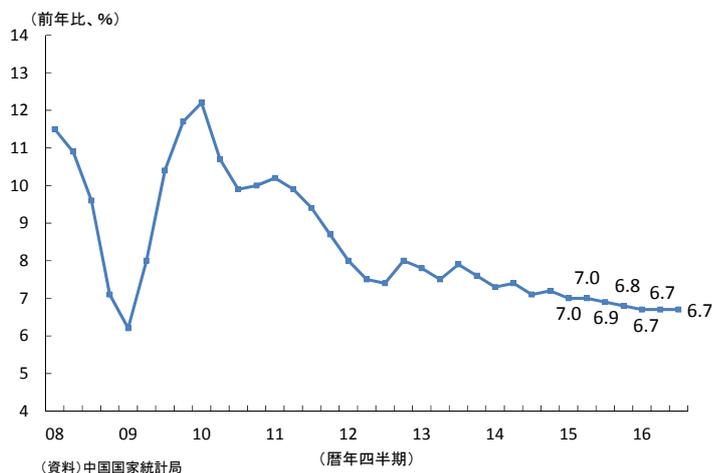
用環境については9月の失業率が10.0%と依然高い水準にあるものの、緩やかな改善傾向となるなかで、個人消費は底堅く推移すると見込んでいる。ただし、インフレ率については10月が前年比+0.5%と緩やかに上向いており、物価上昇にともなう実質購買力の低下が次第に個人消費の重石となろう。固定資本形成については、伸び悩むとみられる。ECB（欧州中央銀行）の10月銀行貸出調査によれば、企業向け貸出態度は過去3ヵ月が「緩和」の度合いが弱まり、先行き3ヵ月については「厳格」に転じている。ECBのマイナス金利政策による収益環境の悪化などで金融機関の貸出姿勢は慎重化している可能性がある。また、世界経済の不確実性が残るなかで、企業の投資意欲も盛り上がりにくい状況が続くだろう。輸出については、ユーロ安が下支えとなるものの、中国など新興国の需要の鈍さが引き続き重石となり伸び悩むだろう。また輸出先としてウエイトが大きい英国については、大幅なポンド安による物価上昇などで成長ペースが鈍化することが見込まれ、これも輸出の重石となろう。ユーロ圏のインフレ動向については、原油安の影響が剥落することで徐々に伸びが高まるとみられるが、景気の持ち直しが緩やかにとどまることで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）の上昇圧力は限られ、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、減速傾向に歯止めがかかっている。7～9月期の実質GDP成長率は前年比+6.7%と3四半期連続で同じ伸び率となった（図表11）。内訳をみると、第2次産業が伸び率を維持するなか、卸売・小売等にけん引されて第3次産業の伸び率が高まっている。10月の主要経済指標をみると、固定資産投資は、1～10月累計で同8.3%増と1～9月累計より伸び率が高まっており、政府の財政支出の拡大が投資の押し上げに寄与している。小売売上高は前年比二桁増を維持したものの伸びが鈍化した。ただし、この動きは11月の独身の日バーゲンを見据えた買い控え要因もあるとみられ、ネット通販最大手の当日の取引額は前年を大きく上回っている。一方、輸出については、10月まで7ヵ月連続で前年割れとなっており、弱さがみられる。そうしたなか、生産活動は、業種ごとに強弱が分かれて一進一退の動きが続いているものの、製造業の景況感は改善している。

今後については、現状程度の成長率を維持し、安定的に推移すると想定している。鉄鋼などの重厚長大産業を中心とした過剰生産設備の調整や金融機関の不良債権の増加などが成長の重石になるものの、政府は拡張的な財政支出を維持して下支えするだろう。こうした状況下、固定資産投資が徐々に伸び率を高めてけん引役になると見込んでいる。製造業では重厚長大産業の投資減速が続くものの、高付加価値産業における投資増が期待でき、地方政府によるインフラ投資は、認可されたプロジェクトの進

図表 11. 中国実質GDP成長率の推移



捗もあって堅調に推移するとみている。また、不動産投資は概ね底堅く推移するだろう。地方レベルで不動産購入にかかる規制を強化しているものの、その抑制効果の出現にはタイムラグがあることに加え、需要が強い地域の投資拡大が下支えすると想定している。また、地方でも様々な消費財へのアクセスを可能にした E コマースの浸透という構造的な変化に加え、不動産購入にともなう家具・家電などへの需要の強さを映して、個人消費は概ね底堅く推移するだろう。ただし、今年 12 月末が期限である小型車への減税が終了した後、一時的に自動車販売は伸び悩むだろう。前年割れが続く輸出は、輸出拠点として労働集約的産業から高付加価値産業へと転換する端境期にあり、水準回復には時間がかかると見込んでいる。生産活動は、鉄鋼などの過剰生産業種などの在庫調整が進捗しつつあるものの、輸出の低迷を映して一進一退の推移が続くと見込んでいる。2016 年の実質 GDP 成長率は+6.7%と今年の成長率目標（6.5～7.0%）の範囲内で着地すると見込んでいる。

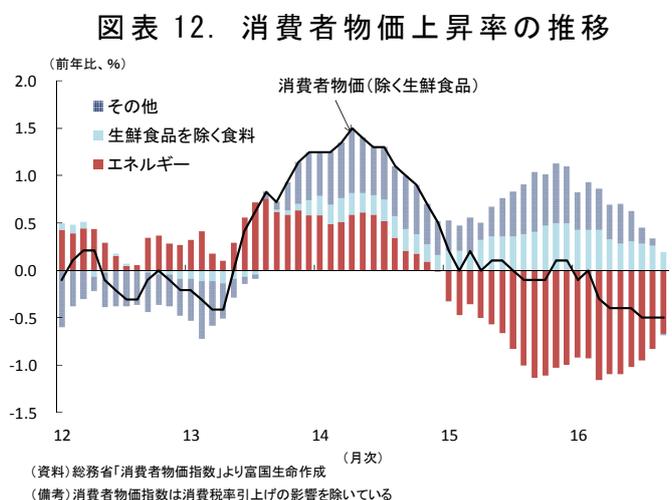
○今後の伸び率などについて

2016 年度の実質 GDP 成長率は+0.9%と前回予測から上方修正した。もともと、その主因は上半期実績の上振れによるものであり、先行きの見方を大きく変えたわけではない。四半期ごとの成長率については、家計の節約志向や、先行き不透明感が強まるなかで企業の慎重姿勢が継続することで、個人消費、設備投資が弱い動きとなるなか、10～12 月期は年率ゼロ%近傍の低い伸びにとどまり、1～3 月期については、政府の経済対策の効果により公共投資が増加することなどで、年率ゼロ%台前半と成長率が幾分高まると想定している。

2017 年度の実質 GDP 成長率は+1.0%と前回予測を上方修正した。新興国の減速に歯止めがかかり、中国の成長率見通しを引き上げたことなどから輸出の見方を強めたことに加えて、公共投資において前回予測の想定よりも経済対策の進捗が後ずれすると見込んだことが要因である。個人消費、設備投資は力強さを欠くものの、経済対策の押し上げ効果に加え、輸出の伸びがやや高まることで、四半期ごとの成長率は年率 1%前後で推移するとみている。

○消費者物価と金融政策の見通し

2016 年 9 月のコア CPI（生鮮食品を除く消費者物価総合）は前年比▲0.5%と、7 カ月続けてマイナスとなった（図表 12）。これはエネルギーのマイナス寄与が大きいなかで、エネルギー以外の物価上昇率が鈍化していることによる。日銀が公表する生鮮食品及びエネルギーを除く総合指数は、9 月が同+0.2%と昨年 12 月の同+1.3%をピークに上昇幅が縮小傾向となっている。既往の円安効果の減退に加えて、家電などの耐久消費財において年初からの円高進行の影響があらわれてきたことが背景にある。また、消費者物価指数を品目別にみると、6 割超の品目が上昇するなど、現



時点で幅広い品目で物価上昇がみられるが、その割合は足元低下している。今後については、エネルギーのマイナス寄与が縮小することで、コア CPI 上昇率は、2016 年度末頃にプラスに転じると想定している。エネルギー以外の物価については、当面低い伸びにとどまる。年初からの円高進行による輸入物価下落により、耐久消費財を中心とした物価への下押し圧力が続く。また、サービス価格については、人手不足にともなう賃金上昇を背景とした値上げの動きも一部で見られるが、物価全体を押し上げるほどの力はないだろう。一方、エネルギー価格の動向については、原油価格は緩やかに上昇すると想定していることから、2016 年度末にかけてマイナス幅が縮小し、その後プラス寄与に転じるとみている。こうした動向を映してコア CPI は、マイナス圏での推移が続き、2016 年度末頃にプラスに転じると見込んでいる。2017 年度は前年比プラスでの推移が見込まれるものの、個人消費の伸びが緩慢にとどまることから需給面からの物価上昇圧力は限られ、低い伸びが続くとみられる。そのため、2016 年度のコア CPI は前年比▲0.3%、2017 年度は同+0.5%にとどまると想定している。

なお、日銀は 9 月に金融政策の枠組みを見直し、操作目標を量から金利へと変更するとともに、オーバーシュート型コミットメントを打ち出したことで、現行の金融政策がより長期にわたる蓋然性が高まっている。日銀が 10 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、2016 年度▲0.1%、2017 年度+1.5%、2018 年度+1.7%へとそれぞれ 7 月から下方修正され、物価目標の達成時期については、「2018 年度頃」へ後ろ倒ししている。先行きの金融政策については、マイナス金利の深掘りは金融機関などへの悪影響もあり、当面、日銀は追加緩和措置を温存すると想定している。

○リスク要因

日本経済は、年明け以降緩やかに持ち直すとの見方が当社のメインシナリオであるが、下振れリスクも高まっている。米国次期大統領が掲げる孤立主義、保護貿易主義の政策がリスク要因である。移民などに対する排他的な主張はテロの不安を高めるほか、安全保障面でも米国が関与度合いを後退する場合、パワーバランスの変化によって地政学的リスクが高まる可能性がある。また、自由貿易協定の見直しに加え、中国を為替操作国に認定し、輸入関税率を引き上げるといった保護主義的な通商政策を主張している。製造業の組み立て拠点である中国の対米貿易障壁が大きくなれば、中国へ高付加価値部品を供給するわが国にとっても大きな悪影響が及ぶ。欧州では、12 月のイタリアの国民投票やオランダの総選挙など重要な政治日程を控え、反 EU 勢力の躍進などで政局が不安定化する可能性があるほか、銀行の不良債権問題も燻っており、これらを受けて金融資本市場が混乱すると、わが国においても企業や消費者のマインドが悪化する可能性がある。このように政治的な不安材料が山積しており、顕在化すれば金融資本市場の混乱あるいは外需の減少を通じて、日本経済の下押しとなり、リセッションに陥る可能性もあろう。

以上

図表13. デフレーター伸び率(2005暦年連鎖価格)

(前年比、%)

	2012年度	2013年度	2014年度	2015年度	2016年度	2017年度
国内総支出	▲ 0.9	▲ 0.3	2.5	1.4	0.1	0.1
民間最終消費	▲ 1.0	0.2	2.1	▲ 0.3	▲ 0.7	0.1
民間住宅投資	▲ 0.6	2.9	3.6	▲ 0.1	▲ 0.7	0.0
民間設備投資	▲ 0.2	1.0	1.4	0.4	▲ 0.7	0.2
政府最終消費	▲ 0.7	▲ 0.2	2.0	▲ 0.3	▲ 0.5	▲ 0.1
公的固定資本形成	▲ 0.2	1.9	3.1	0.0	▲ 1.0	0.1
財貨・サービスの輸出	0.6	8.5	2.4	▲ 1.5	▲ 8.1	0.5
財貨・サービスの輸入	0.9	11.3	0.6	▲ 9.3	▲ 11.8	0.1

予測

図表14. 需要項目別の寄与度

(%)

	2012年度	2013年度	2014年度	2015年度	2016年度	2017年度
実質国内総支出	0.9	2.0	▲ 0.9	0.9	0.9	1.0
民間需要	1.4	1.7	▲ 1.5	0.6	0.3	0.3
民間最終消費	1.0	1.4	▲ 1.7	▲ 0.1	0.3	0.3
民間住宅投資	0.2	0.3	▲ 0.4	0.1	0.2	0.0
民間設備投資	0.1	0.4	0.0	0.3	▲ 0.0	0.1
公的需要	0.3	0.8	▲ 0.1	0.2	0.3	0.3
政府最終消費	0.3	0.3	0.0	0.3	0.2	0.2
公的固定資本形成	0.0	0.5	▲ 0.1	▲ 0.1	0.1	0.2
財貨・サービスの純輸出	▲ 0.8	▲ 0.5	0.6	0.1	0.2	0.3
財貨・サービスの輸出	▲ 0.2	0.7	1.3	0.1	0.0	0.5
財貨・サービスの輸入	▲ 0.6	▲ 1.2	▲ 0.7	▲ 0.0	0.2	▲ 0.2

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