

平成28年8月18日

2016・2017年度 日本経済の見通し（改訂）

～ 7～9月期以降、景気のけん引役を欠き、年率ゼロ%台前半の成長が続く ～

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 +0.4%（前回+0.3%）、2017年度 +0.6%（前回+0.6%）

○ 4～6月期は、うるう年の反動の影響を受けながらも、プラス成長を維持

2016年4～6月期の実質GDP成長率は、前期比+0.0%、年率+0.2%となった。うるう年の影響で1～3月期に個人消費が押し上げられた反動の影響を受けながらも、プラス成長を維持した。個人消費は、実質賃金が引き続き上昇したことを受けて2四半期連続の増加となったほか、公的固定資本形成は、2015年度補正予算の効果などから伸びが高まり、住宅投資は、相続税対策としての貸家建設需要を背景に大幅増となった。一方、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続いたことで2四半期続けて減少し、輸出は、海外経済の減速を映して減少した。

○ 7～9月期以降、景気のけん引役を欠き、年率ゼロ%台前半の成長が続く

7～9月期以降、景気のけん引役を欠き、年率ゼロ%台前半の成長が続くと見込んでいる。企業部門においては、設備投資は、世界経済の先行き不透明感が強まるなか、企業の期待成長率が高まりにくいことに加え、円高による企業収益の悪化もあって弱い動きになるだろう。また、海外需要については、先進国では緩やかな回復が続くものの、中国をはじめとした新興国は勢いを欠くことに加え、円高の重石もあって、輸出は一進一退の動きが続くとみられる。家計部門においては、雇用の改善が続くなか、実質賃金の上昇が当面の下支えとなるものの、家計の節約志向は払拭されず、個人消費は低い伸びにとどまるだろう。なお、今回の予測では、企業部門に対する見方を下方修正したものの、8月に閣議決定された大規模な経済対策による公共投資の進捗が成長率を押し上げるため、2016年度の実質GDP成長率は前年比+0.4%と前回予測から0.1ポイント上方修正している。2017年度については、引き続き経済対策の押し上げ効果が下支えとなるものの、輸出、設備投資は力強さを欠き、個人消費についても回復感が乏しい状況が続くことで、緩慢な成長にとどまるだろう。

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				2017年度予測		
		505.3	504.9	505.8	507.6	509.1	507.8	510.2
名目国内総生産（兆円）	500.5 2.2	0.9	0.6	0.2	1.5	0.7	0.4	0.5
実質国内総生産（兆円）	529.2 0.8	0.4	0.3	0.2	0.3	0.6	0.3	0.4
内 需	0.8	0.6	0.4	0.1	0.3	0.6	0.5	0.1
民間需要	0.6	0.1	0.1	▲ 0.1	0.1	0.3	0.2	0.2
民間最終消費	▲ 0.2	0.4	0.6	▲ 0.1	0.2	0.4	0.3	0.3
民間住宅投資	2.4	5.8	5.3	0.9	0.3	0.7	0.7	▲ 0.9
民間設備投資	2.1	▲ 0.8	▲ 1.2	▲ 0.2	0.8	1.1	0.7	0.8
公的需	0.2	0.5	0.3	0.2	0.3	0.3	0.1	0.1
政府最終消費	1.6	1.6	0.8	0.3	1.4	0.8	0.4	0.4
公的固定資本形成	▲ 2.7	3.4	3.4	2.8	▲ 0.4	3.2	1.6	0.7
財貨・サービスの純輸出	0.1	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.0	▲ 0.0	0.0
財貨・サービスの輸出	0.4	▲ 0.8	▲ 1.1	0.5	0.8	2.0	0.8	1.8
財貨・サービスの輸入	▲ 0.0	0.2	0.1	0.9	1.3	2.4	1.0	2.0

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	▲ 0.2	▲ 0.1	0.8	1.4	1.1	0.5	0.3
国内企業物価指数※	▲ 3.2	▲ 3.5	▲ 4.1	▲ 3.0	▲ 2.6	▲ 0.9	▲ 1.5	▲ 0.3
消費者物価指数※	0.2	▲ 0.1	▲ 0.4	0.1	0.1	0.5	0.4	0.6
消費者物価（除く生鮮）※	0.0	▲ 0.1	▲ 0.3	0.1	0.0	0.5	0.4	0.5
貿易収支（兆円）	0.5	2.7	2.2	0.5	4.1	2.3	1.8	0.5
経常収支（兆円）	18.0	18.2	10.0	8.2	20.6	18.7	9.9	8.9
名目賃金指数※	0.2	0.4	0.4	0.3	0.3	0.4	0.4	0.3
完全失業率（%）	3.3	3.1	3.1	3.0	3.1	2.9	3.0	2.9
住宅着工戸数（万戸）	92.1	97.3	98.8	95.8	93.2	93.7	94.5	92.8
為替レート（¥/\$）	120.1	104.2	105.4	102.9	108.6	104.7	104.1	105.3
原油価格（\$/b）	49.4	43.4	43.3	43.5	39.4	45.5	44.8	46.2
米国実質成長率（年率）	2.6	1.6	0.9	2.8	1.9	2.4	2.4	2.2
中国実質成長率※	6.9	6.6	6.7	6.5	6.6	6.3	6.4	6.1

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

○4～6月期の実質GDP

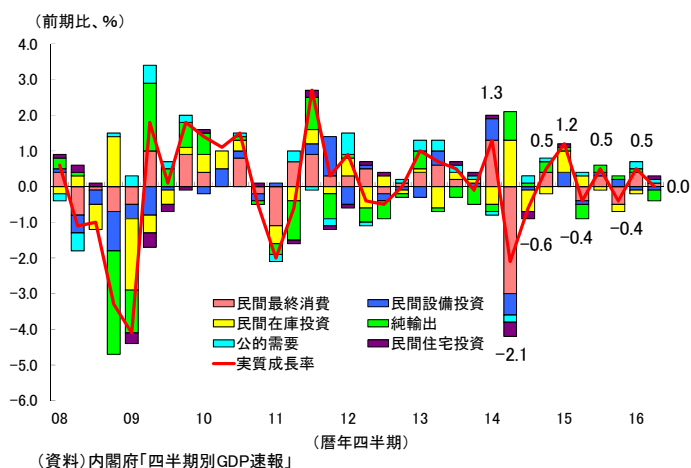
8月15日に発表された2016年4～6月期の一次QEによると、実質GDP成長率は前期比+0.0%（年率換算+0.2%）と2四半期連続のプラス成長となった（図表2）。個人消費の増加などで内需の寄与度が同+0.3ポイントとなる一方、輸出の減少などにより、外需が同▲0.3ポイントとなった。うるう年の影響で1～3月期の成長率が押上げられた反動の影響を受けながらも4～6月期はプラス成長を維持した。

名目GDP成長率は同+0.2%（年率換算+0.9%）と、名目ベースでも2四半期連続のプラス成長となった。4～6月期の実質GDPを需要項目別にみると、民間最終消費は同0.2%増とうるう年要因の反動の影響を受けながらも2四半期続けて増加し、住宅投資は同5.0%増と3四半期ぶりの増加となった。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0.4%減と2四半期続けて減少した。公的需要については、公的固定資本形成が2015年度補正予算の効果などから同2.3%増と伸びを高めただけ、政府消費は同0.2%の増加となった。外需については、輸出が海外経済の減速を映して同1.5%減となる一方、輸入が同0.1%減となったことで、外需はマイナス寄与となった。

今後の日本経済については、7～9月期以降も、景気のけん引役を欠き、年率ゼロ%台前半の成長が続くと見込んでいる。企業部門においては、設備投資は、世界経済の先行き不透明感が強まるなか、企業の期待成長率が高まりにくいことに加え、円高による企業収益の悪化もあって、弱い動きになるだろう。また、海外需要については、先進国では緩やかな回復が続くものの、中国をはじめとした新興国は勢いを欠くことに加え、円高の重石もあって、輸出は一進一退の動きが続くとみられる。家計部門においては、雇用の改善が続くなか、実質賃金の上昇が当面の下支えとなるものの、家計の節約志向は払拭されず、個人消費は低い伸びにとどまるだろう。今回の予測では、企業部門に対する見方を下方修正したものの、8月に閣議決定された大規模な経済対策による公共投資の進捗が成長率を押し上げるため、2016年度の実質GDP成長率は前年比+0.4%と前回予測から0.1ポイント上方修正している。2017年度については、経済対策の押し上げ効果が続くことが下支えとなるものの、輸出、設備投資は力強さを欠き、個人消費についても回復感が乏しい状況が続くことで、緩慢な成長にとどまるだろう。なお、日銀のマイナス金利政策については、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。

なお、主要な需要項目については以下の通り。

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」

○個人消費は、弱い動きが続く

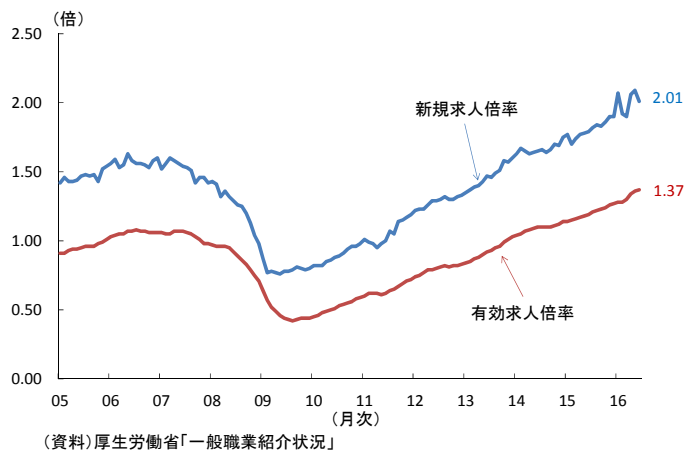
雇用環境は改善傾向となっている。4～6月期平均の就業者数(季節調整値)は6,424万人と増加傾向が続き、失業率についても6月は3.1%と低水準で推移している。また、有効求人倍率は1.37倍と求人数が求職者数を大きく上回り、約25年ぶりの高水準まで上昇し、すべての都道府県で1倍を超えるなど労働需給は引き締まった状況が続いている(図表3)。

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、製造業、非製造業ともに不足となっており、特に宿泊・飲食サービスや対個人サービス、運輸・郵便などの非製造業の人手不足感が強い。そのため、これらの業種を中心に企業の積極的な人材確保の動きが続くとみられる。

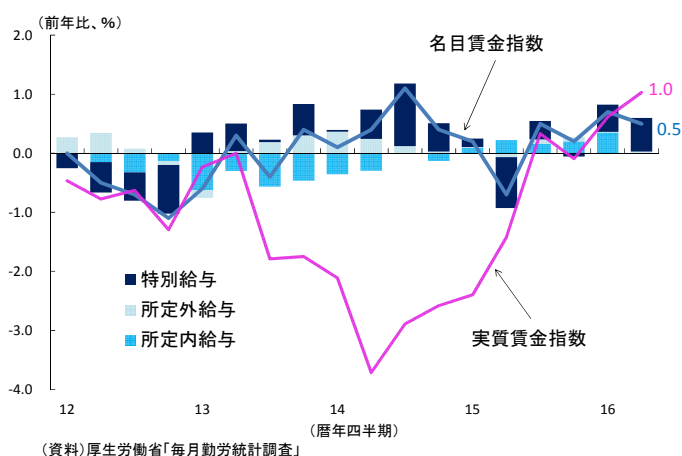
また、高齢者や女性の労働参入が継続することで雇用者数は緩やかに増加し、労働需給は一層引き締まっていくだろう。このような労働需給の引き締まりを映して、所得は増加基調となっている。4～6月期の名目の一人当たり現金給与総額は前年比0.5%増と4四半期連続で前年を上回っている(図表4)。基本給にあたる所定内給与の伸びは2016年春闘賃上げ率が前年を下回ったことやパートタイム労働者比率の上昇などを映して前年比横ばいとなったものの、特別給与の伸びが高まった。今後についても、現金給与総額は前年比プラスでの推移が続くものの、その伸びは緩やかにとどまると想定している。今年度もベースアップの流れが途絶えてはいないとはいえ、前年の伸びを下回っており、所定内給与が伸びを高めることは期待しづらい。また円高進行などによる企業収益の悪化で特別給与の伸びも抑えられよう。加えて、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によるパートタイム労働者比率の上昇傾向が一人当たりでみた賃金の伸びを抑制する状況が続くだろう。なお、実質賃金については、消費者物価がマイナスとなるなかで4～6月期は同1.0%増と伸びを高めており、冴えない個人消費にとっては明るい材料といえる。消費者物価は弱い動きが見込まれることから、当面、実質賃金についても前年を上回る推移が続くだろう。これに雇用者数の増加傾向も加わり、実質総賃金(実質賃金×雇用者数)は緩やかに増加していくとみられる。

個人消費は、うるう年の影響を受けながらも増加した。4～6月期の民間最終消費支出は前期比0.2%増となった。1～3月期がうるう年の日数増の影響で押し上げられた

図表3. 求人倍率(新規・有効)の推移



図表4. 名目・実質賃金指数の推移



増と伸びを高めており、冴えない個人消費にとっては明るい材料といえる。消費者物価は弱い動きが見込まれることから、当面、実質賃金についても前年を上回る推移が続くだろう。これに雇用者数の増加傾向も加わり、実質総賃金(実質賃金×雇用者数)は緩やかに増加していくとみられる。

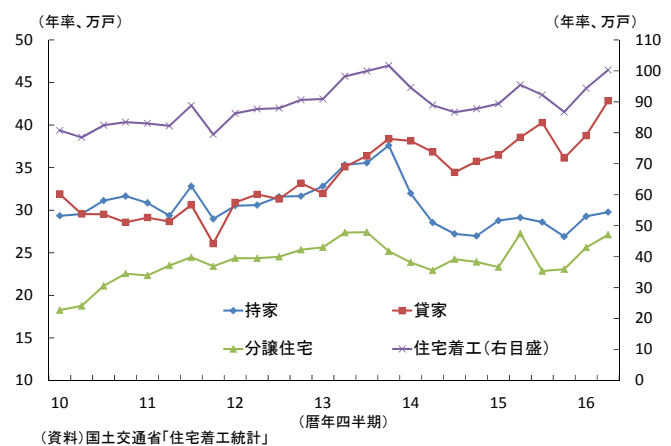
個人消費は、うるう年の影響を受けながらも増加した。4～6月期の民間最終消費支出は前期比0.2%増となった。1～3月期がうるう年の日数増の影響で押し上げられた

反動の影響を受けながらも 4～6 月期は増加が続き、底堅い結果となった。しかし、水準としては 2015 年 10～12 月期の減少分をようやく取り戻したに過ぎず、均してみれば横ばい圏の動きと判断できる。家計最終消費支出の内訳をみると、自動車やテレビなどが増加したことで耐久財が同 1.3% 増となったほか、サービス消費が同 0.2% 増となった。今後の個人消費については、基調としては弱い動きが続くだろう。原油価格の低位安定により家計の光熱費負担は軽減された状況が続き、雇用が改善傾向となるなかで実質賃金が当面は前年比プラスで推移することも個人消費の下支えとなるだろう。一方で、日銀のマイナス金利政策の効果については、住宅などのローンの借換えなどが一部世帯の負担軽減につながっている面はあるものの、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考えている。また、不安定な金融資本市場の動向も消費マインドの重石となることで家計の節約志向は払拭されず、個人消費は伸び悩むだろう。なお、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き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、原油安の影響が一巡することなどで物価はプラスに転じ、実質賃金が抑えられることで、回復感の乏しい状況が続くだろう。

○新設住宅着工戸数は、やや水準を落とすものの、底堅く推移

住宅投資は、新設住宅着工戸数の増加を映して増加に転じた。4～6 月期の住宅投資は前期比 5.0% 増と 3 四半期ぶりの増加となった。住宅投資に先行して動く新設住宅着工戸数は、4～6 月期は同 6.2% 増の年率 100.5 万戸と 2 四半期連続で増加している（図表 5）。利用関係別にみると、貸家、持家、分譲住宅ともに増加が続いており、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になっているとみられる。貸家については、相続税対策としての貸家建設需要が続いていることも着工を押し上げる要因となっている。今後の新設住宅着工戸数は、やや水準を落とすものの、底堅く推移すると見込んでいる。

図表 5. 新設住宅着工戸数の推移



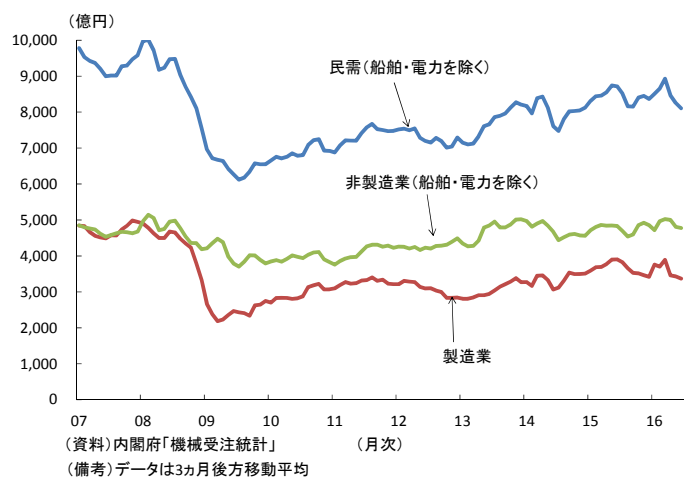
足元の住宅着工戸数の堅調さの背景には、2017 年 4 月に予定されていた消費増税に向けての駆け込み需要という要因が一定程度加わっていたと考えている。実際、景気ウォッチャー調査では増税延期以降、顧客との商談が長期化しているとのコメントもみられる。そのため、今後の住宅着工はその要因が剥落することでやや水準を落とす動きを想定している。もっとも、雇用・所得環境の改善が続くとみられることに加え、日銀のマイナス金利政策によって住宅ローン金利は低水準での推移が見込まれ、住宅取得環境は良好な状況が続くだろう。こうしたなかで、相続税対策としての貸家建設需要が継続することもあり、住宅着工は底堅さを維持するだろう。

○設備投資は弱い動きが続き、前年度の水準を下回る

設備投資は、弱い動きとなっている。4～6月期の実質設備投資は前期比0.4%減と、2四半期連続の減少となった。円高進行による企業収益の悪化や国内外経済の先行き不透明感から投資に対する慎重な姿勢を崩していないとみられる。今後についても、設備投資は弱い動きが続くと見込んでいる。日本政策投資銀行が公表した設備投資計画調査によると、2016年度の大企業・全産業の国内設備投資計画は前年度実績対比10.9%増となった。業種別にみると、製造業では、「輸送用機械のモデルチェンジに向けた投資のほか、化学の新素材向け投資や鉄鋼の設備更新・集約投資など、事業基盤強化のための投資が増加」し、非製造業では、「運輸、不動産などで安全防災対策や東京オリンピック・パラリンピックを見据えた都市機能強化のほか、鉄道などのインフラ関連投資が続く」見込みとなっている。

もともと、2016年度計画は前年度計画（同13.9%増）から伸びが鈍化しているほか、製造業では想定為替レートを足元より大幅な円安水準である1ドル＝110～115円未満としている企業が最も多く、円高進行の影響で計画を見直す企業も出てくる可能性がある。先行指標である機械受注（船舶・電力を除く）は、4～6月期が前期比9.2%減と大幅に減少している（図表6）。日銀のマイナス金利政策の継続によって貸出金利は極めて低水準となっており、資金調達環境は良好な状況が続いているものの、英国のEU離脱決定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、期待成長率が高まらないなかで、企業の投資に対する慎重な姿勢が続くだろう。このような状況のもと、積極的な能力増強投資は限られ、2016年度の設備投資は前年度水準を下回ると想定している。

図表6. 機械受注の推移

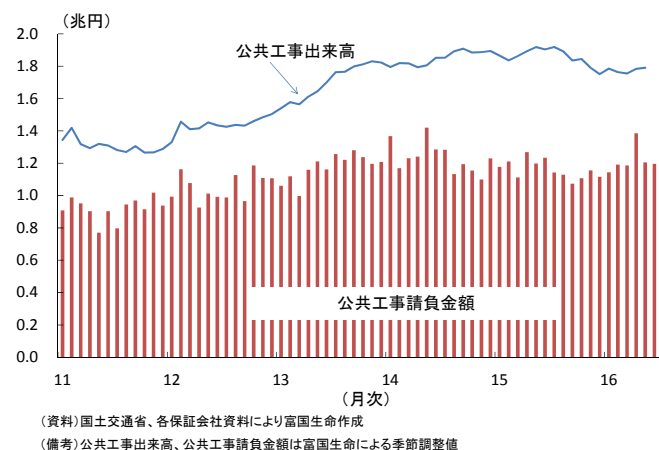


図表6の機械受注推移は、2007年から2016年までの月次データを示している。Y軸は億円で0から10,000まで、X軸は月次で07から16まで表示されている。3つの線グラフがあり、上から「民需(船舶・電力を除く)」、「非製造業(船舶・電力を除く)」、「製造業」の順である。2009年頃に全体的な急激な下落が見られ、その後も回復は限定的で、2016年時点でも2007年水準には戻っていない。

○公的固定資本形成は、大規模な経済対策により増加

公的固定資本形成は補正予算の効果などにより増加している。4～6月期の公的固定資本形成は前期比2.3%増と2四半期連続の増加となった。公共工事の進捗を映す公共工事出来高の推移をみると、東日本大震災復興需要がピークアウトしたことなどから水準を落とした後、2015年度補正予算や2016年度予算の前倒し執行の効果が顕在化したことで足元では持ち直しの動きとなっている。（図表7）。今後については、公的固定資本形成は、経済対策の

図表7. 公共工事請負金額・出来高の推移

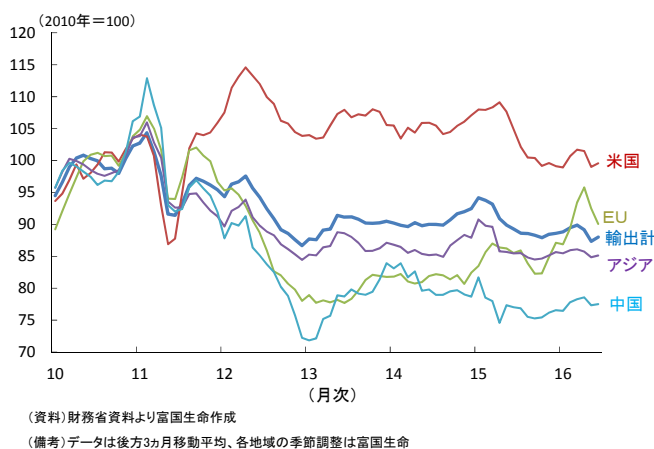


効果もあり、緩やかに増加するだろう。2016年度1次補正で組まれた熊本地震への復旧対応の効果が顕在化することに加えて、8月2日には事業規模28.1兆円、国・地方の財政措置7.5兆円の経済対策が閣議決定されており、このうち2016年度2次補正で組まれる復旧対応、防災、インフラ関連の公共投資が2017年1～3月期以降に進捗し始め、公共投資を押し上げる要因となろう。そのため、2016年度の公的固定資本形成は増加に転じると見込んでいる。また、2017年度についても、引き続き経済対策による効果が顕在化することに加えて、東京五輪・パラリンピックに向けた投資の本格化などが押し上げ要因となり、緩やかに増加すると見込んでいる。

○輸出は一進一退の動きに

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。4～6月期の実質輸出は前期比1.5%減と2四半期ぶりに減少した。2015年4～6月期以降、実質輸出はマイナスとプラスを繰り返し、概ね横ばい圏の動きにとどまっている。仕向地別の輸出数量指数の動向をみると、1～3月期に緩やかな持ち直しの動きがみられたものの、4～6月期は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り、欧米向けを中心に低下している（図表8）。今後についても、当面、輸出は一進一退の推移にとどまるだろう。海外需要については、欧米経済の回復ペースは緩やかにとどまりけん引力を欠くほか、中国など新興国経済の減速傾向が続くことで鈍い動きになると見込んでいる。新興国の成長鈍化や、英国のEU離脱問題を巡る不透明感などを背景に、世界的に積極的な設備投資は手控えられるとみられることから、資本財輸出の持ち直しも期待しづらい。また、円高水準での推移も輸出の重石となろう。2017年度は海外需要が緩慢ながらも回復に向かい、輸出は前年比で増加を見込むものの、力強さを欠くだろう。なお、サービス輸出に分類される訪日客消費については、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もあって訪日外国人の増加傾向が続くものの、円高や中国の関税強化などによる一人当たり消費額の鈍化などにより、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】

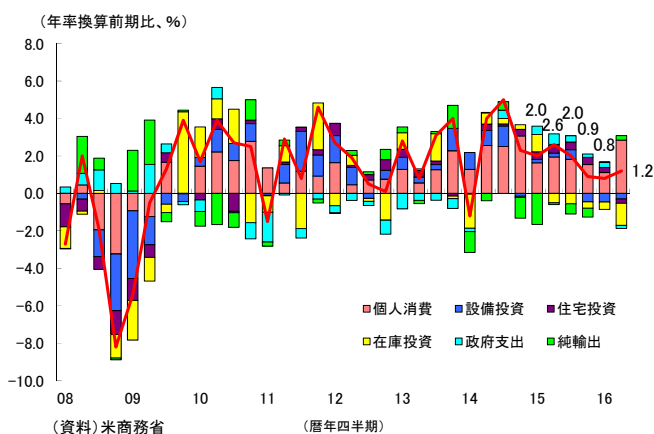
米国経済は、一部に弱さがみられるものの、回復が続いている。4～6月期の実質GDP成長率（速報）は、前期比年率+1.2%となった（図表9）。個人消費が大幅に増加したものの、在庫投資の減少が同▲1.2ポイント成長率を押し下げたことに加え、設備投資、住宅投資などがマイナス寄与となったことで、1～3月期の同+0.8%に続き低い伸びにとどまった。家計部門については、個人消費が同4.2%増と1～3月期の同1.6%増から伸びが高まった。財消費では娯楽関連や飲食料品などの増加が続いたほか、自動車・同部品も3四半期ぶりに増加した。また、サービスでは住居、医療な

どの増加が続いた。一方、住宅投資は同 6.1%減と 9 四半期ぶりの減少となった。企業部門については、設備投資が同 2.2%減と、エネルギー関連投資の低迷により 3 四半期連続で減少したほか、在庫投資は製造業、卸売業を中心に減少し、5 四半期連続でマイナス寄与となった。このように内需は個人消費が大幅に増加した以外は政府支出も含め減少し弱い結果となった。外需については、輸入が同 0.4%減となる一方、輸出は同 1.4%増と小幅な伸びながら 4 四半期ぶりに増加し、外需は 0.2 ポイントのプラス寄与となった。

今後については、緩やかに回復すると想定している。雇用環境については、7 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、非農業部門雇用者数（前月差）は大幅な増加が続くことは見込みづらいものの、10 万人台後半の増加ペースを維持するだろう。また労働需給が引き締まるなかで賃金も次第に伸びが高まっていくとみられる。こうした雇用・所得環境の改善が続き、株価が持ち直すなかで消費マインドも良好さを維持するとみられ、個人消費は堅調に推移するだろう。自動車販売については頭打ち感がみられるものの、高水準での推移が続くと見込んでいる。また、住宅投資については、FRB

（米連邦準備制度理事会）の追加利上げが遅れ、低金利環境が継続するもとで、底堅く推移すると見込んでいる。一方、企業部門においては、弱さが残るだろう。やや修正されたものの依然としてドル高の重石は残り、新興国経済の減速もあって輸出は弱い動きが続くだろう。設備投資については、機械設備の先行指標である非国防資本財受注（除く航空機）の動向をみても回復の兆しは未だみられず、企業収益の鈍化やエネルギー関連投資の低迷により、当面伸び悩むとみている。4~6 月期の在庫の急減については個人消費の大幅な増加と輸出の下げ止まりによる一時的なものとみており、短期的には生産を押し上げる要因になると考えている。なお、世界経済の先行き不透明感が強まるなか、FRB は追加利上げに対して慎重な姿勢を維持している。当社では、年末に追加利上げに踏み切り、その後も慎重なペースで利上げを継続すると見込んでいる。もっとも、日欧などグローバルに緩和的な金融環境が続くなかで、米国長期金利は低位で推移すると想定しており、実体経済への影響は限られるとみている。なお、実績の下振れを踏まえ、2016 年の米国の実質 GDP 成長率は、前年比 +1.6%と前回予測から下方修正している。

図表 9. 米国実質 GDP 成長率の推移

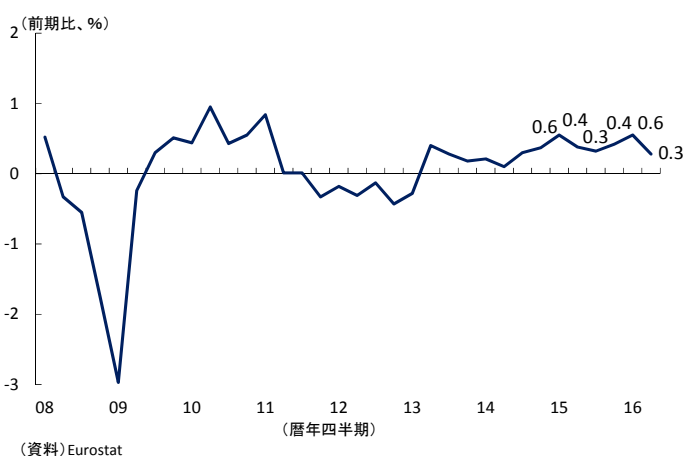


【欧州経済】

欧州経済は、緩やかな持ち直しが続いている。4~6 月期のユーロ圏の実質 GDP 成長率は前期比 +0.3%と、1~3 月期（前期）からは伸びが鈍化したものの、13 四半期連続のプラス成長となった（図表 10）。けん引役が期待されるドイツについては、同 +0.4%と前期の同 +0.7%から伸びが鈍化した。個人消費の増加が続いたほか、輸入の減少で外需がプラスに寄与した一方、暖冬の影響もあって前期に堅調な伸びとなった投資が減少に転じたことが成長率鈍化の要因となった。その他主要国については、

フランスは個人消費と投資が冴えず、前期の同+0.7%からゼロ成長へと落ち込み、イタリアもゼロ成長となった一方、スペインは同+0.7%と前期の同+0.8%に続き、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。

図表 10. ユーロ圏実質 GDP 成長率の推移



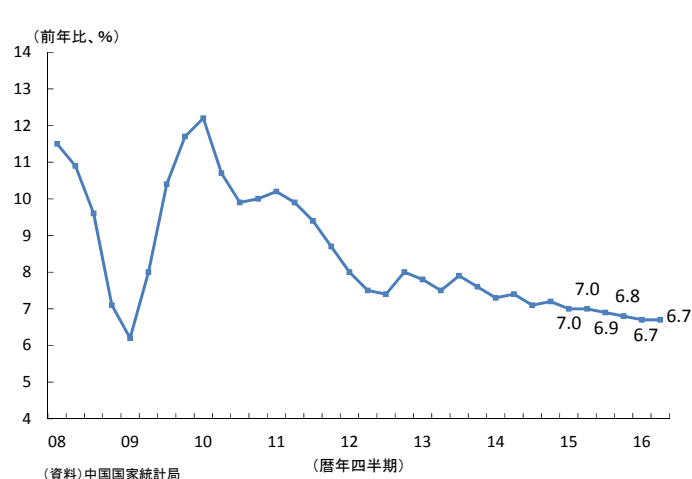
今後についても、内需を中心に緩やかな持ち直しの動きが続くと見込んでいる。雇用環境については6月の失業率が10.1%と依然高い水準にあるものの、緩やかながら改善傾向となっている。そのなか、低インフレによる家計の実質的な購買力の高まりを背景に、個人消費は増加基調を維持すると見込

んでいる。固定資本形成については、世界経済の先行き不透明感などから企業の投資に対する慎重な姿勢が継続するとみられ、力強さを欠く推移となろう。特に、英国との繋がりが深い企業では、将来の対英関係が見通せないなかで投資を手控える動きもみられるだろう。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鈍化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、8月に実施された追加金融緩和が下支えとなるものの、企業・家計のマインドは先行き不透明感から委縮しており、成長ペースは鈍化することが見込まれ、これも輸出を下押しする要因となろう。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インフレ圧力は限定的となり、ECB（欧州中央銀行）の目標を下回る伸びが続く、金融政策は緩和的なスタンスが維持されるだろう。

【中国経済】

中国経済は、減速傾向となっている。4~6月期の実質 GDP 成長率は前年比+6.7%と1~3月期と同率になった（図表 11）。内訳をみると、第3次産業が金融業の鈍化を主因に減速した一方で、第2次産業は製造業にけん引されて伸び率が高まった。4~6月期の成長率は伸びを維持したものの、7月の主要経済指標が6月の伸びを軒並み下回るなど減速の兆しがみられる。固定資産投資は、1~7月累計で同8.1%増と1~6月累計の同9.0%増から大きく伸び率が鈍化した。高い伸びを維持するもののインフラ投資が緩やかに減速したことに加え、製造業を中心に民間部門の投資が引き続き減速したことが要因である。政府の財政支出拡大が下支えしているが、伸

図表 11. 中国実質 GDP 成長率の推移



び鈍化に歯止めが掛からない状況が続いている。輸出については、海外経済の減速などを映して、7月まで4ヵ月連続で前年を下回っている。一方、個人消費は前年比二桁増を維持するなど、自動車販売を中心に底堅く推移している。そうしたなか、生産活動は一進一退の動きが続き、製造業の景況感の改善は足踏みしている。

今後については、6%台半ばの成長が続くと想定している。中国は固定資産投資主導から個人消費主導へと構造改革を進めている過程にあり、成長率を高めることは困難とみられる。もっとも、製造業の投資が一段と減速するなど民間部門に弱い動きがみられるのに対し、政府が財政支出を拡大するなどして下支えする構図は続くと想定している。その影響を受ける固定資産投資は、緩やかに伸び率が縮小していくと見込んでいる。インフラ投資は堅調に推移する一方で、過剰生産業種を抱える製造業などの投資は引き続き減速し、全体の伸びを押し下げる要因になろう。また、年初より拡大に転じた不動産関連投資も、一部大都市における規制強化などを受けて徐々に減速すると想定している。ただし、堅調な不動産販売を受けて、極めて高水準にある不動産在庫がわずかながらも減少しつつあり、不動産在庫の調整は進捗に向かっている。個人消費は、宝飾品など一部の高額消費は低迷が続くものの、日用品や家具・家電に加え、減税の恩恵を受ける小型車を中心に概ね底堅く推移すると見込んでいる。また、販売経路としては、引き続きインターネットを通じた取引が活況を呈すだろう。前年割れが続く輸出金額は、先進国、新興国の需要鈍化を背景に、水準回復には時間がかかると見込んでいる。こうした内外需の動きを映して、過剰生産業種の調整に取り組むことで下押し圧力がかかる生産活動は、一進一退の推移が続くと見込んでいる。今年の成長率目標（6.5～7.0%）の範囲内での着地を目指して引き続き政府は政策を舵取りすると見込んでいる。2016年の実質GDP成長率は、前年の伸びを下回る+6.6%と前回予測を据え置いている。

○今後の伸び率などについて

2016年度の実質GDP成長率は+0.4%と前回予測から上方修正した。世界経済の先行き不透明感の強まりと円高進行を受けて輸出、設備投資の先行きの見方を弱めたが、大規模な経済対策による公共投資の押し上げ効果がそれを上回るためである。四半期ごとの成長率については、当面、年率ゼロ%台前半の低い成長になると見込んでいる。

2017年度の実質GDP成長率は+0.6%と前回予測を据え置いた。経済対策の押し上げ効果が続くことが下支えとなるものの、輸出、設備投資は力強さを欠き、個人消費についても回復感が乏しい状況が続くことで、均してみると年率1%を下回る緩慢な成長が続くとみている。

○消費者物価と金融政策の見通し

2016年6月のコアCPI（生鮮食品を除く消費者物価総合）は前年比▲0.4%と、4ヵ月続けてマイナスとなった（図表12）。なお、基準年が2010年から2015年へと改定されたが、改定前後で大きな変化はなかった。足元マイナスの物価上昇率となっているのは、エネルギーが1%前後のマイナス寄与が続く一方で、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、6月が同+0.7%と既往の円安効果の減退を反映して3月以降は上昇幅が縮小傾向となっている。また、消費者物価指数を対象品目別にみると、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、コア CPI 上昇率は、当面マイナス圏での推移が続き、原油安の影響が弱まる 2017 年入り後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、上昇幅の縮小傾向が続くと見込んでいる。これまで物価の押し上げ要因となった既往の円安進行の効果が引き続き減退し、反対に円高進行が次第に物価の下押し圧力として効いてくる。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、原油価格は緩やかながら上昇すると想定していることから、年度後半頃からマイナス幅が縮小し、2017 年度入り後に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、年末にかけてマイナス幅が縮小し、2017 年入り後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、景気は緩慢な成長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るだろう。そのため、2016 年度のコア CPI は前年比▲0.1%、2017 年度は同+0.5%にとどまると想定している。

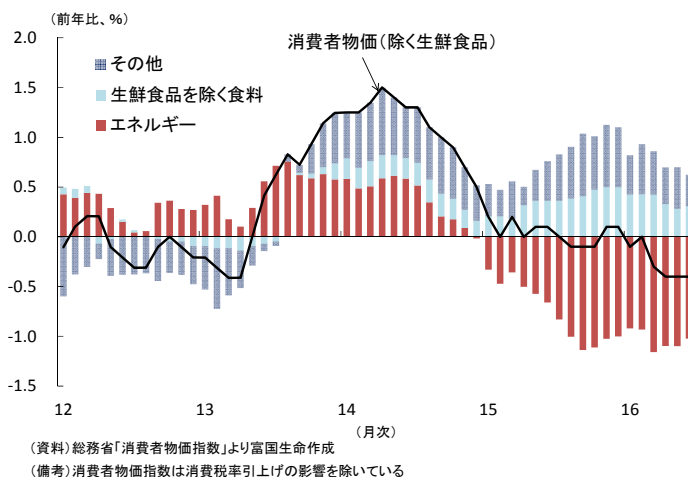
なお、日銀が 7 月に発表した展望レポートでは、政策委員のコア CPI の見通しの中央値は、2016 年度が+0.1%、2017 年度は+1.7%となった。2017 年度は前回見通しを維持したものの、物価目標の達成時期を「2017 年度中になるとみられるが、先行きの海外経済に関する不透明感などから不確実性が大きい」としている。日銀は 9 月の金融政策決定会合でこれまでの金融緩和策の効果の総括的な検証を行うとしており、市場では先行きの金融政策に警戒感がみられるが、当社では日銀の緩和スタンスに変更はないと想定している。

○リスク要因

日本経済は、足踏み状態が続くとの見方が当社のメインシナリオであるが、下振れリスクも高まっている。中国では、政府内で政策運営を巡る対立が起きているとの見方も出ており、政府が舵取りを誤れば想定以上に景気が落ち込む可能性がある。米国では、さらなるドル高の進行などで輸出や企業収益への下押しが強まれば、その悪影響が家計部門へと広がり景気後退につながるリスクがある。欧州では、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が控えるなか、反 EU 機運が高まり、離脱国が相次ぐドミノ現象が生じる可能性もある。また、イタリア等の銀行の不良債権問題などで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。このような海外要因の不安材料が顕在化すると、外需などが先導する形で日本経済はリセッションに陥る可能性もあろう。

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(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	2.4	1.4	0.5	0.2
民間最終消費	▲ 1.0	0.2	2.1	▲ 0.2	▲ 0.4	0.4
民間住宅投資	▲ 0.6	2.9	3.6	▲ 0.2	▲ 0.7	0.0
民間設備投資	▲ 0.2	1.0	1.5	0.4	▲ 0.4	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	▲ 0.9	0.1
財貨・サービスの輸出	0.6	8.5	2.4	▲ 1.5	▲ 7.7	0.5
財貨・サービスの輸入	0.9	11.3	0.6	▲ 9.2	▲ 11.5	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	0.8	0.4	0.6
民間需要	1.4	1.7	▲ 1.5	0.6	0.1	0.3
民間最終消費	1.0	1.4	▲ 1.7	▲ 0.1	0.2	0.2
民間住宅投資	0.2	0.3	▲ 0.4	0.1	0.1	0.0
民間設備投資	0.1	0.4	0.0	0.3	▲ 0.1	0.1
公的需要	0.3	0.8	▲ 0.1	0.2	0.5	0.3
政府最終消費	0.3	0.3	0.0	0.3	0.3	0.2
公的固定資本形成	0.0	0.5	▲ 0.1	▲ 0.1	0.1	0.1
財貨・サービスの純輸出	▲ 0.8	▲ 0.5	0.6	0.1	▲ 0.2	▲ 0.0
財貨・サービスの輸出	▲ 0.2	0.7	1.3	0.1	▲ 0.1	0.3
財貨・サービスの輸入	▲ 0.6	▲ 1.2	▲ 0.7	0.0	▲ 0.0	▲ 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