

平成29年8月17日

## 2017・2018年度 日本経済の見通し（改訂）

～ 7～9月期以降は、緩やかな回復が続く ～

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 +1.8%（前回+1.4%）、2018年度 +0.9%（前回+0.9%）

#### ○ 4～6月期は、内需がけん引し高成長に

2017年4～6月期の実質GDP成長率は、前期比+1.0%、年率+4.0%と6四半期連続のプラス成長となった。アジア向けの増勢が一服し輸出が小幅減少したことなどで、外需は▲0.3ポイント成長率を押し下げたものの、内需がけん引し高成長となった。個人消費は、好天に恵まれ外食などが堅調となったほか、買い替え需要により自動車や家電製品の増加が続いたことなどにより、高い伸びとなった。また、企業収益の改善などを背景に設備投資も持ち直しの動きが続いたことに加え、2016年度補正予算で組まれた経済対策の効果によって公共投資が大幅増となったことも成長率の押し上げ要因となった。

#### ○ 7～9月期以降は、緩やかな回復が続く

7～9月期以降は、緩やかな回復が続くと見込んでいる。個人消費は、4～6月期に高い伸びとなった反動は避けられないものの、雇用・所得環境の着実な改善を映して概ね底堅く推移するだろう。また、経済対策による公共投資の増加も当面の下支えとなる。海外経済については、米国経済は良好な雇用・所得環境などを背景に緩やかな回復が続き、中国経済もインフラ投資などを支えに安定した推移となるなど、回復基調が続くと見込んでいる。こうした海外需要の回復を映して輸出が増加傾向になることに加え、設備投資の持ち直しも続くだろう。なお、今回の予測では、4～6月期実績の上振れを踏まえて2017年度の実質GDP成長率は前年比+1.8%と、前回予測から0.4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しよう。

#### ○ リスクは引き続き海外要因

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、北朝鮮情勢などの地政学リスクや米国の政策運営の不透明感、党大会後の中国経済の減速懸念など、引き続き海外のリスクが大きい状況が続く。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](mailto: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5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)	537.9	547.8	545.3	550.4	546.2	555.3	552.8	557.7	
	1.1	1.8	1.1	0.9	1.5	1.4	0.4	0.9	
実質国内総生産(兆円)	523.5	533.0	531.8	534.4	530.8	537.7	536.5	538.6	
	1.3	1.8	1.2	0.5	1.4	0.9	0.4	0.4	
内 需	0.5	1.7	1.5	0.4	1.1	0.7	0.3	0.3	
民間需要	0.6	1.4	1.1	0.3	0.8	0.6	0.3	0.3	
民間最終消費	0.7	1.5	1.0	0.3	0.8	0.7	0.4	0.4	
民間住宅投資	6.4	0.9	1.2	▲2.6	▲1.9	0.3	0.7	1.8	
民間設備投資	2.5	3.9	2.5	0.1	2.7	1.4	0.9	0.9	
公的需要	▲0.1	0.4	0.4	0.1	0.3	0.1	0.0	0.0	
政府最終消費	0.4	0.7	0.4	0.5	0.8	0.7	0.3	0.3	
公的固定資本形成	▲3.2	4.5	5.6	▲0.1	3.1	▲1.1	▲0.6	▲0.8	
財貨・サービスの純輸出	0.9	0.1	▲0.2	0.1	0.3	0.1	0.0	0.1	
財貨・サービスの輸出	3.2	4.0	0.8	1.4	4.7	3.4	1.5	2.3	
財貨・サービスの輸入	▲1.4	3.5	2.2	0.6	2.6	2.5	1.2	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	3.9	2.1	0.8	2.0	2.4	1.2	2.4
国内企業物価指数※	▲2.4	2.2	2.2	2.3	1.9	1.7	1.8	1.7
消費者物価指数※	0.0	0.7	0.5	0.9	0.7	0.8	0.7	0.9
消費者物価(除く生鮮)※	▲0.2	0.6	0.5	0.8	0.6	0.8	0.7	0.9
貿易収支(兆円)	5.8	5.8	2.8	3.0	6.5	6.7	3.2	3.5
経常収支(兆円)	20.4	20.4	9.8	10.6	22.5	22.2	10.7	11.5
名目賃金指数※	0.4	0.4	0.3	0.5	0.4	0.8	0.7	0.8
完全失業率(%)	3.0	2.8	2.9	2.8	2.8	2.7	2.7	2.7
住宅着工戸数(万戸)	97.4	95.2	97.5	93.0	92.0	94.5	93.8	95.2
為替レート(¥/\$)	108.4	111.2	111.0	111.4	113.9	113.9	113.2	114.7
原油価格(\$/b)	47.3	51.9	52.0	51.9	51.3	54.2	53.4	54.9
米国実質成長率(年率)	1.6	2.1	1.7	2.4	2.1	2.3	2.4	2.2
中国実質成長率※	6.7	6.8	6.9	6.7	6.7	6.4	6.5	6.4

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

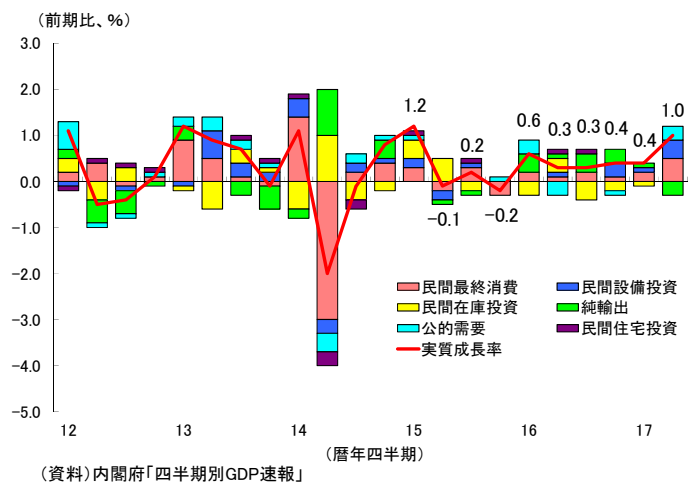
### ○4～6月期の実質GDP

8月14日に発表された2017年4～6月期の一次QEによると、実質GDP成長率は前期比+1.0%（年率換算+4.0%）と6四半期連続のプラス成長となった（図表2）。輸出が減少したことなどにより外需の寄与度は同▲0.3ポイントとなったものの、個人消費や設備投資、公共投資の増加により内需の寄与度が同+1.3ポイントとなり、成長をけん引した。名目GDP成長率は

同+1.1%（年率換算+4.6%）と、2四半期ぶりのプラス成長となった。物価の動きを総合的に示すGDPデフレーターは、前年比▲0.4%とマイナス幅は縮小したものの、輸入デフレーターの影響が大きくなったことが影響し4四半期連続のマイナスとなった。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、好天に恵まれ外食などが堅調だったほか、買い替え需要により自動車や家電製品などの耐久財が増加したことで、前期比0.9%増と高い伸びとなった。住宅投資は同1.5%増と6四半期連続の増加となった。設備投資は企業収益の改善などを背景に同2.4%増と持ち直しの動きが続いた。公的需要については、政府消費は同0.3%の増加となったほか、公的固定資本形成が2016年度補正予算で組まれた経済対策の効果により同5.1%増と大幅に増加した。外需については、輸出がアジア向けの増勢が一服したことで同0.5%減となった一方、堅調な内需を映して輸入が同1.4%増となったことで、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月期以降は、緩やかな回復が続くと見込んでいる。個人消費は、4～6月期に高い伸びとなった反動は避けられないものの、雇用・所得環境の着実な改善を映して概ね底堅く推移するだろう。また、経済対策による公共投資の増加も当面の下支えとなる。海外経済については、米国経済は良好な雇用・所得環境などを背景に緩やかな回復が続き、中国経済もインフラ投資などを支えに安定した推移となるなど、回復基調が続くと見込んでいる。こうした海外需要の回復を映して輸出が増加傾向になることに加え、設備投資の持ち直しも続くだろう。なお、今回の予測では、4～6月期実績の上振れを踏まえて2017年度の実質GDP成長率は前年比+1.8%と、前回予測から0.4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しよう。なお、前回予測まではトランプ政権の経済政策が2018年の米国経済の成長率を0.4ポイント押し上げると想定していたが、政権運営の状況等を勘案すると、大規模な政策の早期実現は困難とみられることなどから、その効果は0.1ポイントにとどまると想定している。

図表2. 実質GDP成長率の寄与度分解



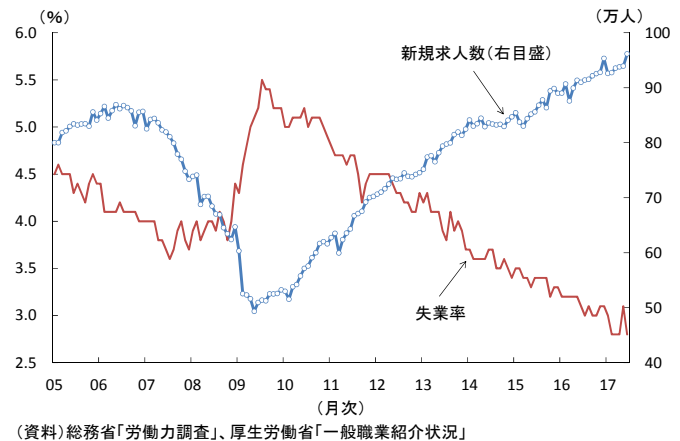
なお、主要な需要項目については以下の通り。

### ○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。良好な雇用環境を背景に労働市場への参入が増加し、労働参加率が上昇するなかでも、6月の失業率は2.8%と低水準となっている(図表3)。

また、有効求人倍率は上昇傾向を辿り6月が1.51倍と約26年ぶりの高水準となり、また、正社員に限った有効求人倍率についても1.01倍と統計開始来初めて1倍を上回るなど労働需給は引き締まっている。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。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。4~6月期の名目の一人当たり現金給与総額は前年比0.2%増と1~3月期と同じ伸び率となった(図表4)。基本給にあたる所定内給与の伸びが高まる一方、これまでプラスであった特別給与がマイナスとなった。今後については、現金給与総額は低い伸び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。厚生労働省が公表した民間主要企業春季賃上げ要求・妥結状況によれば、2017年の賃上げ率は2.11%と4年連続で2%台を確保したものの、前年の2.14%から0.03ポイント低下した。そのため、先行き所定内給与の伸びは緩やかにとどまる公算が大きい。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、4~6月期が前年比0.4%減と低迷している。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もあ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

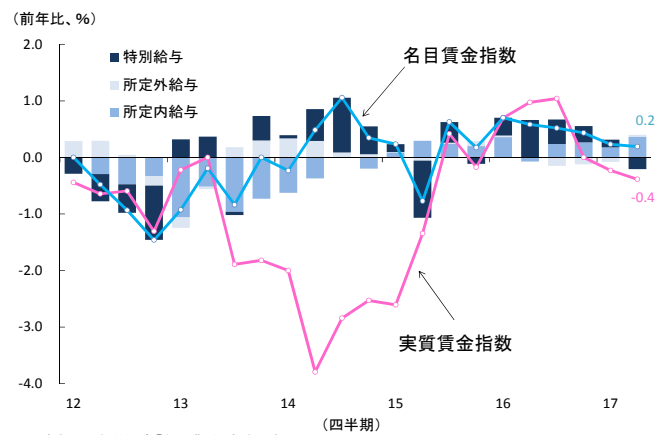
図表3. 失業率と新規求人数の推移



(資料)総務省「労働力調査」、厚生労働省「一般職業紹介状況」

4~6月期の名目の一人当たり現金給与総額は前年比0.2%増と1~3月期と同じ伸び率となった(図表4)。基本給にあたる所定内給与の伸びが高まる一方、これまでプラスであった特別給与がマイナスとなった。今後については、現金給与総額は低い伸び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。厚生労働省が公表した民間主要企業春季賃上げ要求・妥結状況によれば、2017年の賃上げ率は2.11%と4年連続で2%台を確保したものの、前年の2.14%から0.03ポイント低下した。そのため、先行き所定内給与の伸びは緩やかにとどまる公算が大きい。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、4~6月期が前年比0.4%減と低迷している。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もあ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

図表4. 名目・実質賃金指数の推移



(資料)厚生労働省「毎月勤労統計調査」

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。

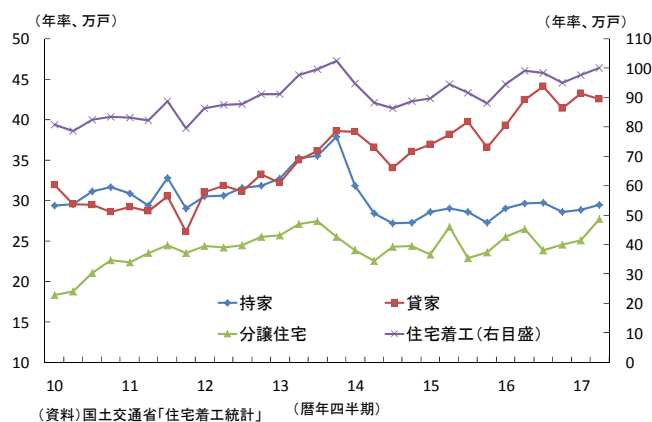
個人消費は、底堅く推移している。4～6月期の民間最終消費支出は前期比0.9%増となった。家計最終消費支出の内訳をみると、耐久財は同2.4%増と増加が続いた。新車投入効果により自動車販売が好調だったことに加え、エアコンなどの家電製品も買い替え需要で売れ行きが好調となった。また、空梅雨など好天に恵まれたことで、外食などのサービス消費も増加が続いた。衣服などの半耐久財は減少したものの、食料など非耐久財が5四半期ぶりに増加に転じたことも押し上げ要因となった。個人消費は生鮮野菜の高騰が落ち着くなか、好天に恵まれたことなど一時的な要因も重なって、高い伸びとなった。今後の個人消費については、概ね底堅く推移するだろう。4～6月期の高い伸びの反動もあって、7～9月期の個人消費の伸び鈍化は避けられないものの、雇用環境の着実な改善や底堅い株価の推移を映して消費マインドは良好さを維持することで、その後は緩やかな増加傾向となるだろう。自動車や家電製品などの耐久財は緩やかながら増加が続くと見込んでいる。リーマン・ショック以降、エコカー補助金・減税や家電エコポイントなどの需要喚起策が実施されてから年月を経て、買い替え需要期に差し掛かっていることが下支えとなるだろう。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、家計の節約志向は残り、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ることから、個人消費は力強さを欠くだろう。

### ○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。4～6月期の住宅投資は前期比1.5%増と6四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、4～6月期が年率100.1万戸と2四半期連続の増加となった（図表5）。1月に東京五輪の選手村宿泊施設が着工したという一時的な押し上げ要因も含まれるものの、低金利環境が続くなか、住宅着工は概ね横ばいで推移している。利用関係別にみると、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る貸家については、4～6月期は前期比1.7%減少したものの年率42.5万戸と高水準を維持した。持家については概ね横ばい推移が続いており、4～6月期は微増となり、分譲住宅は同10.5%増と3四半期連続で増加した。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。けん引役となってきた貸家

については、想定していた以上に強い需要が継続している。しかし、これまでの旺盛な貸家建設により供給過剰感が強まり、空室率上昇や家賃下落への懸念が燻っており、

図表5. 新設住宅着工戸数の推移



今後は徐々に需要が弱まっていくと見込んでいる。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だろう。このように、貸家を中心に住宅着工の水準は低下すると見込んでいる。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。

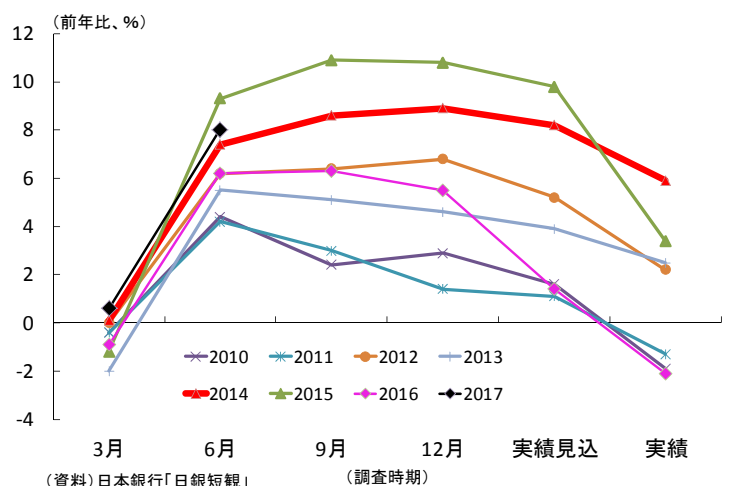
### ○設備投資は緩やかな持ち直しが続く

設備投資は、緩やかに持ち直している。4～6月期の実質設備投資は前期比2.4%増と堅調な伸びとなった。好調な企業収益を背景に、設備投資は2016年度後半以降、緩やかな持ち直しが続いている。今後についても、設備投資は緩やかな持ち直しが続くと見込んでいる。日銀短観6月調査における大企業・全産業の設備投資計画をみると、2017年度計画は前年比8.0%増と6月調査としては2010年以降でみれば2015

年度に次ぐ高い計画となっている（図表6）。また、日本政策投資銀行の設備投資計画調査においても、大企業の2017年度国内設備投資額は、製造業（14.2%増）、非製造業（9.5%増）ともに増加し、全産業で前年比11.2%増と6年連続の増加となっている。このように、借入金利が低位で推移するなど良好な資金調達環境が続くなか、好調な企業収益や生産の回復などを背景に企業の投資意欲は高まっている。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4.7%減と2四半期連続の減少となったが、受注残は高水準にあり今後の下支えとなろう。

また、7～9月期の見通しは、同7.0%増加となり、このところ弱い動きが続いた非製造業を中心に持ち直す見込みとなっている。非製造業では、東京五輪・パラリンピックを見据え、インバウンド需要を見込んだ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増加が続くだろう。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、競争力を確保すべく新製品開発などに向けた研究開発費なども堅調に推移するだろう。また、人手不足への懸念が強まるなか、これに対応した生産工程の効率化・省力化投資も増加すると見込んでいる。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。

図表6. 設備投資計画（大企業全産業）

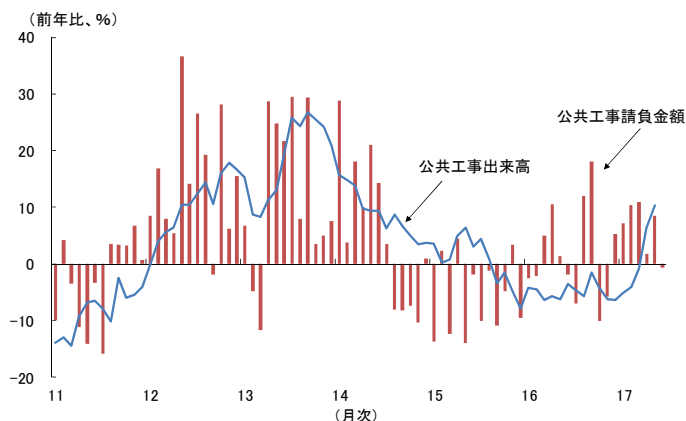


### ○公的固定資本形成は、経済対策効果により当面は高水準で推移

公的固定資本形成は、持ち直している。4～6月期の公的固定資本形成は前期比5.1%増と2四半期連続の増加となった。2016年度補正予算で組まれた経済対策の効果により大幅増となった。今後の公的固定資本形成は、当面は高水準での推移が続くだろう。

先行指標である公共工事請負金額をみると、大規模な経済対策の効果により、1～3月期に前年比9.9%増となった後、4～6月期も同2.6%増となっている（図表7）。今後、徐々に経済対策の効果が減衰するものの、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も徐々に本格化することもあり、緩やかな増加が続くと見込んでいる。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下支えとなるものの、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

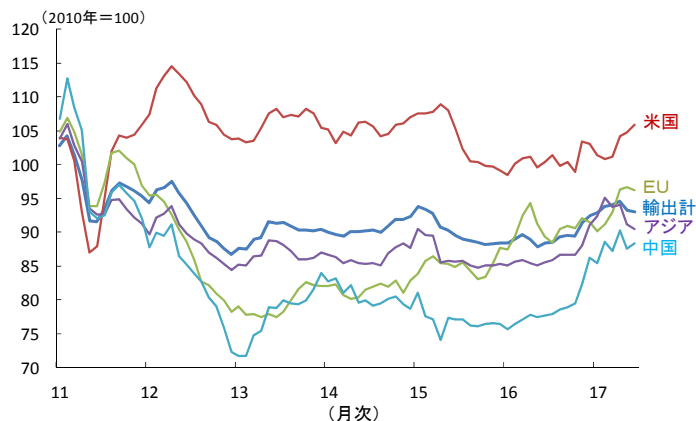


(資料)国土交通省、各信用保証会社資料より富国生命作成

### ○輸出は、海外需要の回復を映して再び緩やかな増加傾向に

輸出は、増勢が一服した。4～6月期の実質輸出は前期比0.5%減となった。昨年後半以降、高い伸びが続きけん引役となってきたアジア向け輸出の増勢が一服したことで4四半期ぶりの減少となった。輸出数量指数をみると、4～6月期が同▲1.1%となった（図表8）。仕向地別にみると、米国、EU向けは上昇したものの、アジア向けが低下した。中国向けは上昇が続いたが、これまでスマートフォン向け部品などIT関連が好調であった

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

NIES、ASEAN向けが低下した。今後については、輸出は再び緩やかな増加傾向になるだろう。グローバルの製造業の景況感をみると、先進国、新興国ともに良好さを維持している。海外需要について、詳細は後述するが、米国、欧州の緩やかな景気回復が続くことに

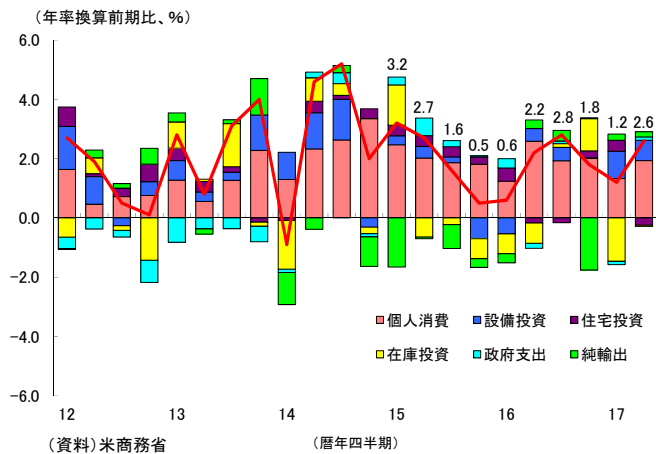
加え、中国経済が安定的に推移することで、回復傾向が続くと見込んでいる。そうした状況を映して、輸出は増加傾向になるだろう。また、2018年度については、前年からはペースが鈍化するものの、緩やかな海外需要の回復が続くなか、輸出は底堅く推移すると見込んでいる。

## 【米国経済】

米国経済は、緩やかな回復が続いている。4～6月期の実質 GDP 成長率（速報）は、前期比年率+2.6%となった（図表 9）。1～3月期にみられた暖冬によるエネルギー関連消費の減少の反動もあり、個人消費が堅調に推移したほか、企業業績の改善などを受けて設備投資は5四半期連続の増加となるなど、内需が堅調さを維持した。家計部門については、個人消費が同2.8%増となった。自動車関連消費は弱い動きが続いたものの、その他の耐久財や非耐久財の伸びが加速した。住宅投資は、同6.8%減と、3四半期ぶりのマイナスとなった。企業部門については、設備投資が同5.2%増と5四半期連続の増加となった。シェール関連の投資が伸び率は縮小したものの、引き続きプラスに寄与した。在庫投資は同▲0.0ポイントと小幅なマイナス寄与にとどまった。外需については、海外経済の回復を映して輸出が同4.1%増となる一方、輸入は同2.1%増となり、同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（前月差）が5～7月平均で19.5万人増と安定的に増加し、失業率は7月が4.3%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いくとみられ、個人消費は堅調に推移するだろう。住宅投資については、家計の住宅購入意欲は引き続き堅調に推移しているものの、労働力の確保等の供給制約が下押し要因になりつつある。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、持ち直すだろう。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。金融政策については、FRB（米連邦準備制度理事会）は資産縮小の具体的な手法に言及した上で、比較的早期に開始するとしており、年内には資産縮小が始まる可能性が高い。利上げについては、PCE コアインフレ率（エネルギー・食料等を除く）が1%台半ばの伸びにとどまっているが、FRBは携帯電話料金や処方薬といった一時的な要因が下押し圧力となっていると指摘している。2017年後半には緩やかな賃金上昇圧力の高まりにより、一時的な要因を除けばインフレ率は堅調な動きが見込まれ、2017年中にあと1回利上げが行われるだろう。トランプ政権の政策については、オバマケア代替法案の採決を見送るなど共和党内に対立がみられる上、減税や財政政策を行う際の財源確保について、大統領の案と共和党案に違いがあるなど、調整は難航するだろう。このことから、政策の実現が2018年以降にずれ込むとともに、政策の規模も当初想定されていたものよりも小規模なものにとどまるとみている。

図表 9. 米国実質 GDP 成長率の推移

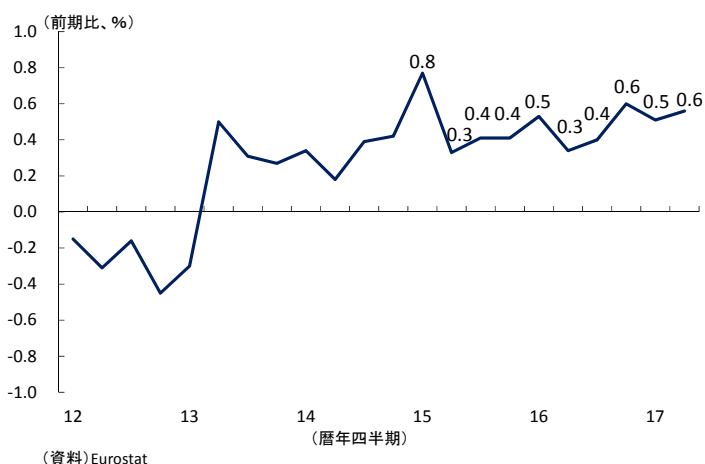




## 【欧州経済】

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+0.6%となった（図表 10）。ドイツについては、同+0.6%と前期（1～3月期）の同+0.7%から伸び率がやや低下したものの、高い成長率を維持した。家計および政府の消費などが高い伸びとなり、内需主導の成長となった。一方、外需は輸出が増加したものの、輸入の増加の方が大きくなり、外需はマイナスに寄与した。その他主要国については、フランスは同+0.5%となった。在庫投資がマイナス寄与となったが、輸出が 2010 年 4～6 月期以来の高い伸びとなるなど外需がけん引した。イタリアは同+0.4%、スペインは同+0.9%と前期並みの成長を維持し、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。フランス大統領選を終えて政治リスクへの過度な懸念は後退しつつあることから消費マインドが改善するなか、雇用環境の緩やかな改善が続き、個人消費は増加傾向を維持するだろう。また、固定資本形成については、ドイツ議会選挙など政治イベントへの警戒感は依然として残るものの、銀行の企業向け貸出態度が足元では緩和化に向かいつつあることなどから持ち直すとみられる。ECB（欧州中央銀行）の 2017 年第 2 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 ヶ月、先行き 3 ヶ月ともに「緩和」となり、金融機関の慎重な姿勢はやや後退している。輸出については、海外需要の回復を映して増加基調が続くとみられるが、ユーロ高の進行が下押し圧力となる。ユーロ圏のインフレ動向については、景気の持ち直しが上昇要因となるものの、ユーロ高が抑制要因となり、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ると見込んでいる。金融政策については、ドラギ ECB 総裁が今秋にも資産買入れプログラムの変更を議論すると述べており、金融緩和の縮小が見込まれている。ただし、物価は ECB の目標を下回る伸びが続いており、縮小ペースは緩やかなものにとどまるだろう。

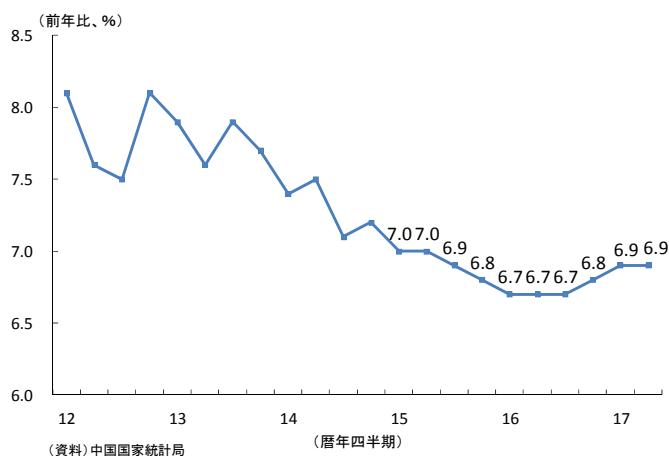
## 【中国経済】

中国経済は、安定的に推移している。4～6月期の実質 GDP 成長率は前年比+6.9%となり、1～3月期と同じ伸び率を維持した（図表 11）。7月までの主要経済指標をみると、小売売上高については、1～3月期の同 10.0%増から 1～7月累計では同 10.4%増へと伸び率が高まり底堅さを増している。企業業績の回復により家計の所得環境が今年に入り回復し消費者マインドの改善に寄与しているものとみられる。また、輸出については、海外経済の回復を映して 7月まで 5 ヶ月連続で前年を上回り、増加傾向となっている。一方、固定資産投資は、1～3月期の同 9.2%増から 1～7月累計で同 8.4%増へと、不動産開発投資の伸びが鈍化していることなどから、伸び率が低下して

いる。

今後についても、概ね安定的に推移すると想定している。 固定資産投資の鈍化により、今後の成長率は緩やかに低下するとみられるが、インフラ投資や底堅い個人消費などが下支えとなり、政府目標（6.5%前後）並みの安定成長を辿るだろう。固定資産投資は緩やかに減速すると見込んでいる。企業収益の改善を受けて低迷していた民間投資が緩やかに持ち直していくとみられる一方で、インフラ投資は認可されたプロジェクトが進捗することで当面は高い伸び率が続くものの、徐々に勢いは鈍っていくだろう。また、政府が住宅購入規制など住宅バブル抑制に取り組むなか、不動産投資についても徐々に鈍化すると見込んでいる。個人消費については、自動車販売において昨年12月に減税規模が縮小された影響が当面は残るものの、雇用・所得環境の改善が続くなかで、底堅く推移するだろう。また、輸出は、世界経済の回復基調を映して増加傾向を維持すると見込んでいる。国家統計局のPMIの新規輸出受注指数を見ると、7月は50.7と低下したが、12ヵ月連続で拡大を示す50を上回っている。なお、上期の実績の上振れを踏まえ、2017年の実質GDP成長率は+6.8%と前回予測から0.1ポイント上方修正している。

図表 11. 中国実質GDP成長率の推移



### ○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+1.8%と前回予測から0.4ポイント上方修正した。 個人消費を中心に想定以上に4~6月期実績が上振れたことが主な要因である。海外需要の回復を映して輸出が増加傾向になることに加え、その輸出の増加や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。個人消費が4~6月期の高い伸びの反動で減速することが見込まれることもあって7~9月期は成長率が大きく鈍化するものの、その後は年率1%程度の緩やかな成長率を辿ろう。

2018年度の実質GDP成長率は+0.9%と前回予測を据え置いている。 雇用環境や企業収益の改善という好循環が途切れず、緩やかな回復が続くという見方に変化はない。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もあり、四半期ごとの成長率は、0%台後半とされる潜在成長率並みの成長が続くと想定している。

### ○消費者物価と金融政策の見通し

2017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、2017年入り後は小幅ながらもプラスで推移している(図表12)。 もっとも、コアCPIがプラスで推移している要因は、もっぱらエネルギーの押し上げによるものである。原油価格の動向などを映してガソリンや灯油などの石油製品は前年比プラス幅が縮小しているものの、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が前年比プラス推移に転じている。一方、エネルギー以外の物価上昇率は弱い動きが続いている。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6月は同横ばいとどまっている。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激しい携帯電話機の価格や携帯電話通信料の下落などが影響している。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、引き続き既往の輸入燃料価格の上昇を映して電気代・ガス代を中心にエネルギーの前年比プラス

幅が今秋にかけて拡大していくことである。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。2017年度のコアCPIは前年比+0.6%、2018年度も同+0.8%にとどまると想定している。

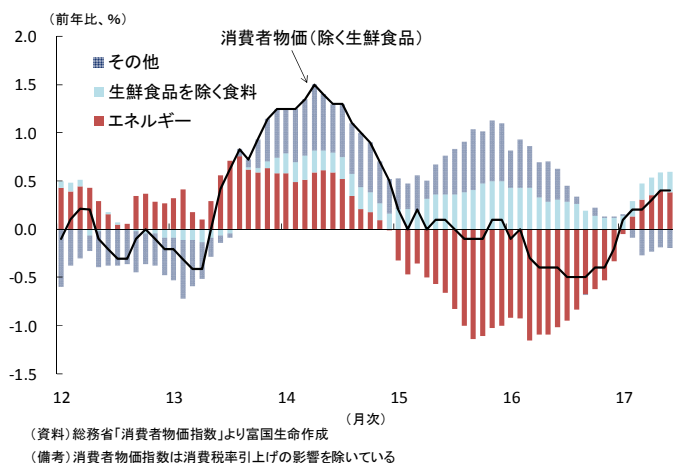
なお、日銀が7月に発表した展望レポートでは、政策委員のコアCPIの見通しの中央値は、2017年度は+1.1%、2018年度は+1.5%へと4月時点から下方修正し、物価目標の達成時期は「2019年度頃」と1年先送りしている。先行きの金融政策については、当面、現状の金融政策の枠組みを維持すると想定している。

## ○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依然として不透明感が強い。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硬姿勢を強める恐れがある。過度に保護主義的な通商政策が推し進められた場合、グローバルな貿易活動の停滞につながり得る。挑発を繰り返す北朝鮮に対する強硬な姿勢が軍事的な衝突につながる可能性もあり、中東情勢も含め地政学リスクの高まりにも警戒が必要である。また、今秋の共産党大会後、過剰債務など構造問題を抱える中国が想定以上に減速する恐れもある。さらに、新興国においては、米国が金融政策の正常化を進めるなか、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	0.0	0.5
民間最終消費	0.3	2.2	▲ 0.0	▲ 0.4	0.2	0.6
民間住宅投資	2.9	3.6	▲ 0.1	▲ 0.3	0.5	0.4
民間設備投資	0.8	1.3	0.4	▲ 0.8	0.3	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	0.4	0.3
財貨・サービスの輸出	9.3	2.5	▲ 1.4	▲ 6.4	2.0	1.7
財貨・サービスの輸入	11.0	0.3	▲ 9.1	▲ 8.3	4.0	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	1.3	1.3	1.8	0.9
民間需要	2.4	▲ 1.0	0.9	0.6	1.4	0.6
民間最終消費	1.6	▲ 1.6	0.3	0.4	0.8	0.4
民間住宅投資	0.3	▲ 0.3	0.1	0.2	0.0	0.0
民間設備投資	1.0	0.4	0.1	0.4	0.6	0.2
公的需要	0.8	▲ 0.0	0.3	▲ 0.1	0.4	0.1
政府最終消費	0.4	0.1	0.4	0.1	0.1	0.1
公的固定資本形成	0.4	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.2	0.2	▲ 0.1
財貨・サービスの純輸出	▲ 0.5	0.6	0.1	0.8	0.1	0.1
財貨・サービスの輸出	0.6	1.4	0.1	0.6	0.7	0.6
財貨・サービスの輸入	▲ 1.2	▲ 0.8	▲ 0.0	0.2	▲ 0.6	▲ 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