

平成30年2月19日

# 2017・2018・2019年度 日本経済の見通し（改訂）

～ 1～3月期以降も、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・2019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 +1.7%（前回+1.6%）、2018年度 +1.1%（前回+0.9%）、2019年度 +0.8%

### ○ 10～12月期は、8四半期連続のプラス成長

2017年10～12月期の実質GDP成長率は、前期比+0.1%、年率+0.5%と8四半期連続のプラス成長となった。輸出はアジア向けを中心に増加基調を維持し、設備投資も好調な企業収益を背景に5四半期連続の増加となるなど引き続き企業部門が好調となったことに加え、個人消費も天候不順の影響などで減少した7～9月期から持ち直した。一方、在庫投資の寄与度が同▲0.1ポイントとなったほか、個人消費の持ち直しにより輸入が高い伸びとなったこともあり、7～9月期から成長率は鈍化したものの、緩やかな回復が続いている。

### ○ 1～3月期以降も、緩やかな回復が続く

1～3月期以降も、緩やかな回復が続くだろう。海外経済については、米国が法人税率引下げなどにより成長率が押し上げられるほか、中国も安定した成長が続くことで、堅調さを維持すると見込んでいる。こうした堅調な海外需要を背景に、輸出や設備投資といった企業部門主導の成長が続くだろう。一方、家計部門は、好調な企業収益を受けて賃上げの動きが強まると見込むものの、今後の物価上昇が実質賃金の伸びを抑制し、力強さを欠く状況が続くだろう。なお、2017年度の実質GDP成長率は前年比+1.7%での着地を見込んでいる。2018年度については、設備投資に対する見方を強めたことで前回から0.2ポイント上方修正し同+1.1%と予測しており、4年連続1%超の成長となろう。また、2019年度は10月に予定される消費税率10%への引上げの影響で個人消費を中心に年度後半に減速が見込まれるものの、回復が続く海外需要などに支えられ、景気腰折れは回避できよう。

### ○ 金融資本市場の動向には留意が必要

2月以降、FRBによる利上げペース加速の思惑などを背景とした米長期金利の上昇を契機に世界的に株価が急落するなど金融資本市場のボラティリティが高まっているが、現時点ではわが国を含め世界経済に及ぼす影響は限定的と考えている。ただし、米国の財政悪化や利上げペース加速への懸念などにより米長期金利が一段と上昇すると、株価は大幅に下落し、投資家のリスク回避姿勢の強まりによる円高進行と相俟って、消費マインドや企業業績などへの悪影響が拡大する可能性があり、金融資本市場の動向を注視する必要がある。

○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・2019年度 経済見通し

(前年比、%)

	2016 年度 実績	2017年度見込み				2018年度予測			2019年度予測		
		上期 下期 (前期比)	上期 下期 (前期比)	上期 下期 (前期比)	上期 下期 (前期比)	上期 下期 (前期比)	上期 下期 (前期比)				
								上期	下期	上期	下期
名目国内総生産(兆円)	539.3	547.9	547.2	548.4	556.3	555.3	557.0	566.5	565.5	567.0	
	1.0	1.6	1.3	0.2	1.5	1.2	0.3	1.8	1.5	0.3	
実質国内総生産(兆円)	524.3	533.0	531.6	534.5	539.0	537.3	540.4	543.5	544.1	541.9	
	1.2	1.7	1.1	0.5	1.1	0.5	0.6	0.8	0.7	▲ 0.4	
内 需	0.4	1.3	1.1	0.3	1.0	0.6	0.6	0.7	0.9	▲ 0.8	
民間需要	0.2	1.1	0.8	0.4	0.9	0.5	0.5	0.6	0.8	▲ 0.9	
民間最終消費	0.3	1.1	0.7	0.3	0.9	0.5	0.4	0.6	1.1	▲ 1.4	
民間住宅投資	6.2	0.1	0.7	▲ 3.9	▲ 0.8	▲ 0.0	2.4	1.4	1.2	▲ 2.1	
民間設備投資	1.2	3.2	1.7	1.4	2.5	1.2	1.3	1.9	1.4	▲ 0.3	
公的需要	0.1	0.2	0.2	▲ 0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	
政府最終消費	0.5	0.4	0.3	▲ 0.0	0.6	0.4	0.4	0.7	0.4	0.4	
公的固定資本形成	0.9	1.4	3.2	▲ 1.9	▲ 1.2	▲ 0.2	▲ 0.3	▲ 0.2	▲ 0.1	▲ 0.1	
財貨・サービスの純輸出	0.7	0.3	▲ 0.0	0.2	0.1	0.0	0.0	0.0	▲ 0.2	0.4	
財貨・サービスの輸出	3.4	6.4	2.1	3.8	4.6	1.5	2.3	3.6	1.8	1.2	
財貨・サービスの輸入	▲ 1.0	4.2	2.2	2.4	3.8	1.5	2.3	3.3	2.7	▲ 0.9	

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	4.8	2.4	2.1	3.0	1.4	1.1	1.9	1.7	▲ 0.7
国内企業物価指数※	▲ 2.4	2.8	2.5	3.1	2.3	2.5	2.1	1.7	1.8	1.5
消費者物価指数※	0.0	0.6	0.5	0.7	1.0	1.0	1.0	1.0	0.9	1.1
消費者物価(除く生鮮)※	▲ 0.2	0.7	0.5	0.8	0.9	0.9	0.9	1.5	0.9	2.0
(除く消費税の影響)	-	-	-	-	-	-	-	1.0	0.9	1.0
貿易収支(兆円)	5.8	4.9	2.7	1.8	5.3	3.5	1.8	6.8	3.7	3.2
経常収支(兆円)	20.4	21.2	11.6	9.7	22.0	12.3	9.7	23.6	12.6	11.0
名目賃金指数※	0.4	0.4	0.4	0.6	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
完全失業率(%)	3.0	2.8	2.9	2.8	2.7	2.7	2.7	2.6	2.6	2.6
住宅着工戸数(万戸)	97.4	95.6	97.1	94.3	94.7	93.1	96.5	92.2	92.6	91.7
為替レート(¥/\$)	108.4	111.3	111.0	111.6	111.8	111.2	112.4	113.1	113.0	113.3
原油価格(\$/b)	47.3	56.1	51.5	60.8	62.1	62.4	61.8	62.7	63.2	62.3
米国実質成長率(年率)	1.5	2.3	1.8	3.0	2.7	2.8	2.4	2.2	2.1	2.0
中国実質成長率※	6.7	6.9	6.9	6.8	6.4	6.5	6.4	6.2	6.3	6.2

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

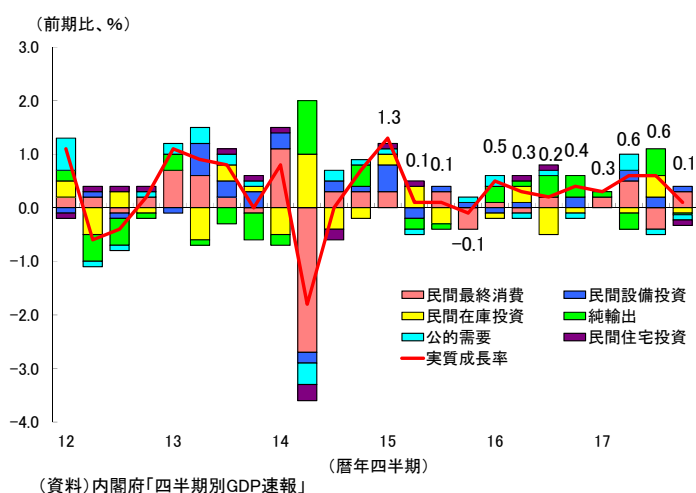
注3. ※印がついた指標の半年は原系列(前年比伸び率)、それ以外は季節調整値(前期比伸び率)

## ◇日本経済の現状と見通し

### ○10～12月期の実質GDP

2月14日に発表された2017年10～12月期の一次速報値によると、実質GDP成長率は前期比+0.1%（年率換算+0.5%）と8四半期連続のプラス成長となった（図表2）。輸入の高い伸びにより外需寄与度が同▲0.0ポイントとなった一方、個人消費や設備投資の増加により内需の寄与度が同+0.1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、小幅ながら5四半期ぶりのマイナス成長となった。

図表2. 実質GDP成長率の寄与度分解



GDPデフレーターが、原油価格上昇で輸入デフレーターの高い伸びにより同▲0.1%と3四半期ぶりにマイナスに転じたことが影響した。10～12月期の実質GDPを需要項目別にみると、民間最終消費は同0.5%増と天候不順の影響などで減少した7～9月期から持ち直した一方、住宅投資はけん引役であった貸家着工が弱含んでいることから同2.7%減と2四半期連続の減少となった。設備投資は好調な企業収益を背景に同0.7%増と5四半期連続で増加した。一方、在庫投資の寄与度は同▲0.1ポイントとなった。公的需要については、公的固定資本形成が2016年度補正予算の効果が一巡しており同0.5%減と2四半期続けて減少し、政府消費は同0.1%減となった。外需については、輸出が堅調な海外需要を映して同2.4%増と増勢を維持したものの、個人消費の持ち直しなどにより輸入が同2.9%増と高い伸びとなったことで、外需寄与度はわずかにマイナスとなった。

今後の日本経済については、1～3月期以降も、緩やかな回復が続くだろう。海外経済については、米国が法人税率引下げなどにより成長率が押し上げられるほか、中国も安定した成長が続くことで、堅調さを維持すると見込んでいる。こうした堅調な海外需要を背景に、輸出や設備投資といった企業部門主導の成長が続くだろう。一方、家計部門は、好調な企業収益を受けて賃上げの動きが強まると見込むものの、今後の物価上昇が実質賃金の伸びを抑制し、力強さを欠く状況が続くだろう。なお、2017年度の実質GDP成長率は前年比+1.7%での着地を見込んでいる。2018年度については、設備投資に対する見方を強めたことで前回から0.2ポイント上方修正し同+1.1%と予測しており、4年連続1%超の成長となる。また、2019年度は10月に予定される消費税率10%への引上げの影響で個人消費を中心に年度後半に減速が見込まれるものの、回復が続く海外需要などに支えられ、景気腰折れは回避できよう。

なお、日銀の金融政策を左右する消費者物価（除く生鮮）は、2019年度まで見通しても前年比+1.0%にとどまると予測しているが、2018年春闘でベースアップの流れが続いていることなどを確認したうえで、政府はデフレ脱却宣言を行い、予定通り2019年10月に消費税率引上げに踏み切ると想定している。これにより日銀の金融政策修正の思惑が高まる可能性はあるが、デフレ脱却宣言と日銀の物価目標2%達成は別問題であり、日銀の金融政策については、目標達成が見通せないなかで、当面、現状の政策が維持されると見込んでいる。

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

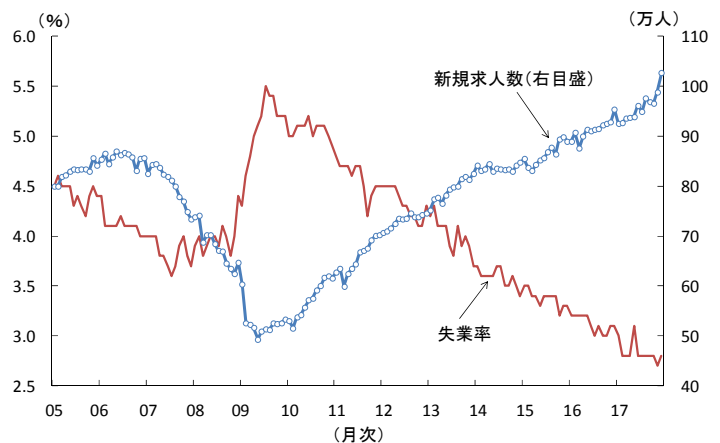
雇用環境は改善傾向となっている。10～12月平均の雇用者数は前年比1.1%増の5,868万人と増加が続いており、12月の失業率は2.8%と低水準を維持している（図表3）。また、有効求人倍率についても上昇基調が続き、12月が1.59倍と44年ぶりの高水準となり、正社員に限った有効求人倍率をみても1.07倍と1倍を上回るなど、労働需給は引き締まっている。

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。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るなか、先行指標である新規求人数も増加が続いており、企業の採用意欲は依然として強いことがうかがえる。高齢者や女性の労働参加が継続するなか、雇用者数は緩やかな増加が続くだろう。こうした状況を映して、所得は緩やかながらも増加傾向となっている。

10～12月期の名目の一人当たり現金給与総額は前年比0.6%増と7～9月期の同0.2%増から伸び率が高まった（図表4）。基本給にあたる所定内給与が同0.4%増と緩やかな増加が続くなか、足元の好業績を反映して冬季賞与が増加し、特別給与が前年比プラスに転じた。今後についても、現金給与総額は緩やかな増加傾向になると想定している。正社員の所定内給与は、当面、

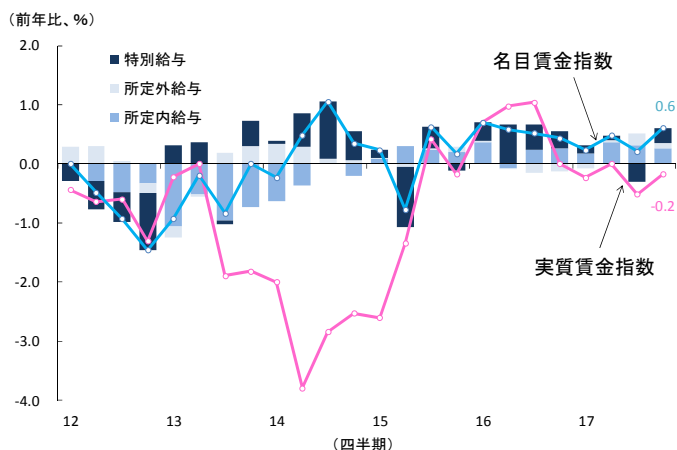
緩やかな伸びにとどまる公算が大きいものの、2018年度入り後は伸び率が高まるだろう。2017年春闘は前年を下回る結果となったものの、2018年春闘は、好調な企業業績に加え、参考にされる物価が上昇していることなどを映して、2017年を上回る賃上げ率になると見込んでいる。労務行政研究所の「2018年賃上げ等に関するアンケート調査」をみても、経営側のベア実施意向は33.6%と2017年の23.7%から高まっている。また、パートタイム労働者の賃金についても、労働需給が逼迫するなか、引き続き上昇圧力がかかるとみられる。特別給与についても、好調な企業収益を反映して増加が期待できることから、2018年度の名目賃金は幾分伸び率が高まると見込んでいる。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、10～12月期が前年比0.2%減と低迷が続いている。先行きについても、消費者物価上昇率が前年比プラスでの推移が見込まれることで、実質賃金は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

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」

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」

総賃金（実質賃金×雇用者数）は低い伸びにとどまるだろう。

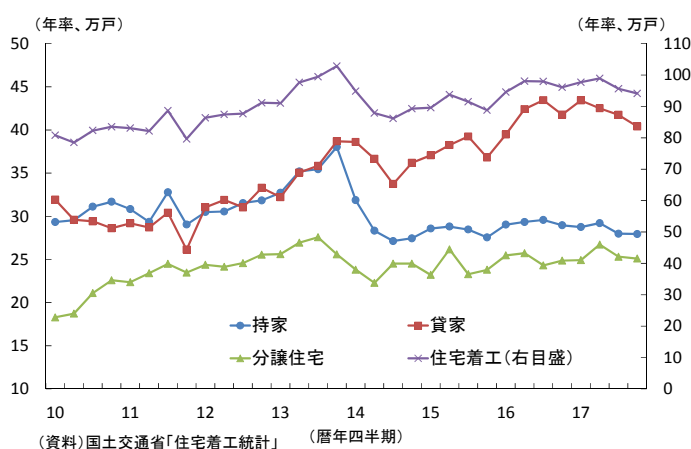
個人消費は、概ね底堅く推移している。10～12月期の民間最終消費支出は前期比0.5%増と2四半期ぶりに増加し高い伸びとなった。しかし、7～9月期が長雨や台風上陸といった天候不順の影響などにより同0.6%減と落ち込んだ反動増という面が強く、増勢が強まったわけではない。個人消費は、天候要因に左右されつつも緩やかな回復傾向にあるが、成長のけん引役としては依然として力強さを欠く状況が続いている。家計最終消費支出の内訳をみると、非耐久財は同0.1%減となったものの、自動車や携帯電話などの耐久財は同3.6%増、7～9月期に天候不順で外出などが手控えられた影響で落ち込んだサービスは同0.3%増と持ち直した。また、半耐久財は気温低下によって冬物衣料などが好調で同1.8%増となった。今後の個人消費については、良好な雇用環境を背景に、概ね底堅く推移するだろう。耐久財については、エコカー補助金や家電エコポイントといった経済対策が実施されてから7年程度を経ており、買替え需要も下支えとなるだろう。ただし、家計の所得環境に目を向けると、前述の通り、実質総賃金が増えにくい状況が続くと見込まれるほか、足元においては、ガソリン価格の上昇に加えて、野菜価格の高騰が家計を圧迫する要因となろう。2018年度にかけて個人消費は回復傾向を維持するものの、こうした環境のもとで家計の節約志向は残り、力強さを欠く動きが続くだろう。2019年度については、10月に予定される消費税率引上げに向けて駆け込み需要が生じることで伸び率が高まるものの、年度後半はその反動減と増税による実質的な購買力の低下により大幅な減速が見込まれる。もっとも、酒類と外食を除く飲食料品や新聞は軽減税率が適用される見込みであることや、増税幅が2%と前回2014年4月の3%より小さいこともあり、前回のような長期間の消費低迷は避けられるだろう。

### ○新設住宅着工戸数は、当面、緩やかな減少が続くと見込む

住宅投資は、減少傾向となっている。10～12月期の住宅投資は前期比2.7%減と2四半期連続の減少となった。住宅投資に先行して動く新設住宅着工戸数は、10～12月期が年率94.8万戸と2四半期連続の減少となった(図表5)。利用関係別にみると、

貸家は3四半期連続の減少となり、相続税対策等の需要が一服したことや、金融機関がアパートローンの貸出に慎重になっていることが影響し、弱含んでいる。持家は同0.1%減、分譲住宅は同0.9%減とそれぞれ小幅ながら2四半期連続の減少となった。今後の新設住宅着工戸数は、当面、緩やかな減少が続くだろう。貸家については、緩やかな減少傾向を見込んでいる。相続税対策等を背景としたこれまでの旺盛な貸家建設によって、空室率上昇や家賃下落への懸念が熾ぶっていることに加え、金融当局の監視強化によりアパートローンに対する金融機関の慎重な姿勢が継続していることが影響し、引き続き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

図表5. 新設住宅着工戸数の推移



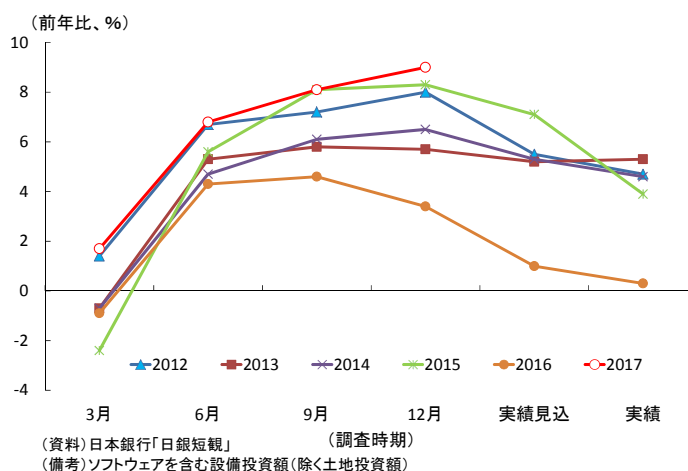


高止まりするなか、契約率の低迷、在庫の積み上がりを受けてデベロッパーはマンション供給に慎重な姿勢を続けると見込んでいる。一方、持家は、雇用環境の改善に加え、住宅ローン金利も低水準での推移が見込まれるなど、良好な住宅取得環境が続くことから、当面は現状程度の水準を維持すると見込んでいる。そのため、2018年度前半にかけては、貸家を中心に住宅着工戸数は緩やかな減少傾向となろう。2018年度末にかけては、2019年10月の消費税率引上げに向けた駆け込み需要が持家、分譲住宅を中心に生じることで住宅着工の水準が押し上げられるものの、その後は、その反動減の影響で落ち込むことが想定される。

### ○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。10～12月期の実質設備投資は前期比0.7%増と5四半期連続の増加となった。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12月調査における全規模・全産業のソフトウェアを含む設備投資計画（土地投資を除く）は、2017年度が前年比9.0%増と、この時期の調査としては、過去5年を上回る高い伸びとなっている（図表6）。好調な企業

図表6. 設備投資計画（全規模・全産業）



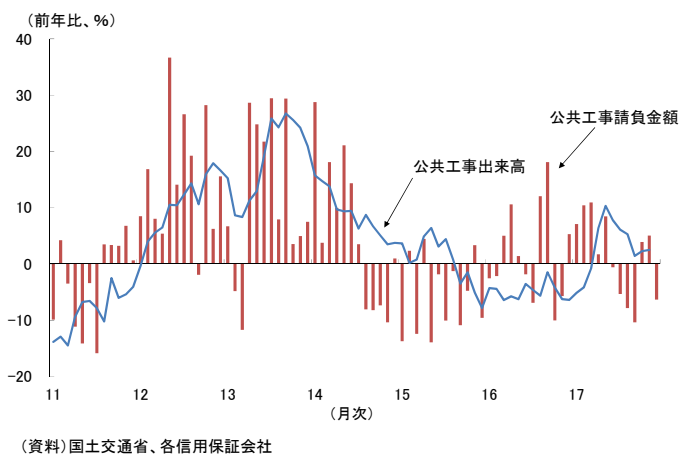
収益、良好な資金借入環境などを背景に企業の設備投資意欲は前向きさを維持しているとみられる。製造業においては、中期的には人口が減少するなか内需の拡大が見込みにくいことから、生産能力増強など積極的な投資は限られるとみられるが、設備の老朽化に対応した維持・更新投資を中心に引き続き増加が見込まれる。また、競争力確保のための新製品開発に向けた研究開発費も堅調に推移するだろう。非製造業では、東京五輪・パラリンピックを見据え、インバウンド需要を見込んだホテルなどの宿泊施設の建設、交通インフラ整備などの投資増加が続くだろう。また、人手不足への懸念が強まるなか、製造業、非製造業を問わず効率化・省力化投資も増加すると見込んでいる。2019年度も緩やかな増加を見込むものの、東京五輪・パラリンピック関連需要が一巡することにより伸び率はやや鈍化すると見込まれる。

### ○公的固定資本形成は、高水準ながら緩やかな減少を見込む

公的固定資本形成は、経済対策の効果が一巡しており、減少が続いた。10～12月期の公的固定資本形成は前期比0.5%減となった。4～6月期に同4.7%増と2016年度補正予算で組まれた経済対策の効果によって大きく増加したが、その効果が一巡したことで高水準ながらも2四半期連続の減少となった。今後の公的固定資本形成は、高水準ながら緩やかな減少傾向が続くだろう。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、4～6月期が同2.6%増と2四半期連続で増加した後、7～9月期は同7.9%減と大きく減少し、10～12月期も

同 1.1%増にとどまった（図表 7）。今後は東京五輪・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が本格化することや、2017年度補正予算の効果が下支えとなる。しかし、2018年度当初予算に計上された公共事業関係費が前年並みとなる一方、2017年度補正予算で災害復旧等・防災・減災事業として計上された 1.3 兆円は 2016年度補正予算を下回る規模にとどまる。そのため、2018年度の公的固定資本形成は前年割れになると見込んでいる。また、2019年度も、東京五輪・パラリンピック関連需要の一巡により、弱めの動きが続くと見込んでいる。

図表 7. 公共工事請負金額・出来高の推移

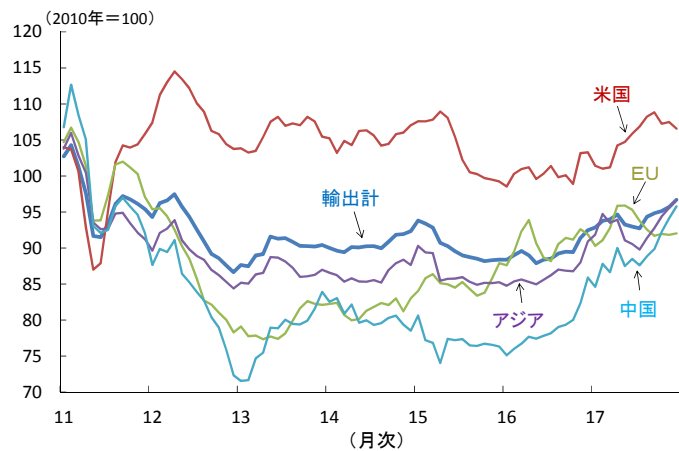


(資料)国土交通省、各信用保証会社

### ○輸出は、堅調な海外需要を映して増加傾向を維持する

輸出は、増加傾向となっている。 10～12月期の実質輸出は前期比 2.4%増と 2 四半期連続の増加となった。輸出数量指数をみると、堅調な海外需要を背景に 10～12 月期が同 +2.0%と 2 四半期連続の上昇となり、増加傾向となっている（図表 8）。仕向地別にみると、これまで好調な推移が続いた米国向けは 3 四半期ぶりに低下したものの、中国をはじめとしたアジア向け半導体関連品目を中心に堅調に推移した。今後についても、輸出は増加傾向を維持するだろう。 グローバルの製造業の景況感をみると、先進国、新興国ともに一段と改善しており、世界経済は堅調さを維持すると見込んでいる。IMFによる 1 月の経済予測をみても、世界経済の成長率は 2017 年の前年比 +3.7%から 2018 年は同 +3.9%と加速が見込まれている。詳細は後述するが、米国では法人税率引下げなどの税制改革によって成長率が押し上げられるほか、欧州も緩やかな景気持ち直しが続く。中国は成長率こそ鈍化を見込むものの安定的に推移すると見込まれる。引き続き電子部品などの情報関連は増加傾向を維持するとみられるほか、世界的な設備投資に対する堅調な需要も資本財輸出の後押しとなろう。2019年度については、世界経済の成長ペースはやや鈍化すると見込むものの回復基調は維持され、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



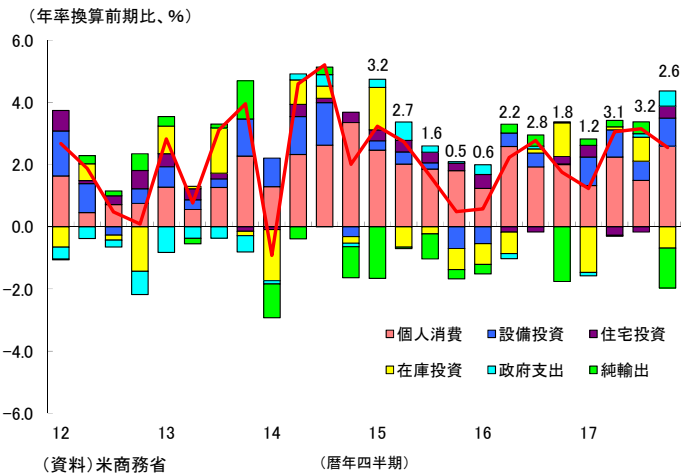
(資料)財務省「貿易統計」より富国生命作成

(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

## 【米国経済】

米国経済は、回復が続いている。10～12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）。雇用・所得環境の改善により消費者マインドが良好さを維持するなか、年末商戦の盛り上がりも消費を押し上げたことに加え、好業績や良好な企業のマインドを背景に設備投資は7四半期連続の増加となるなど、引き続き内需が成長をけん引した。家計部門については、個人消費が同3.8%増となった。全米小売業協会によると、2017年の年末商戦の売り上げは前年比5.5%増と、金融危機以降では最高の伸びとなった。また、ハリケーン後の買い替え需要が続いた自動車販売も好調で消費を押し上げた。住宅投資はハリケーン後の復興需要などから、同11.6%増と3四半期ぶりのプラスとなった。企業部門については、機械設備投資が引き続き堅調に推移したことなどから設備投資は同6.8%増となった。在庫投資は同▲0.7ポイントと3四半期ぶりのマイナスとなった。外需については、堅調な海外経済を映して輸出が同6.9%増と伸びが加速したものの、輸入は好調な内需等を反映し同13.9%増となり、同1.1ポイントのマイナス寄与となった。

図表 9. 米国実質 GDP 成長率の推移



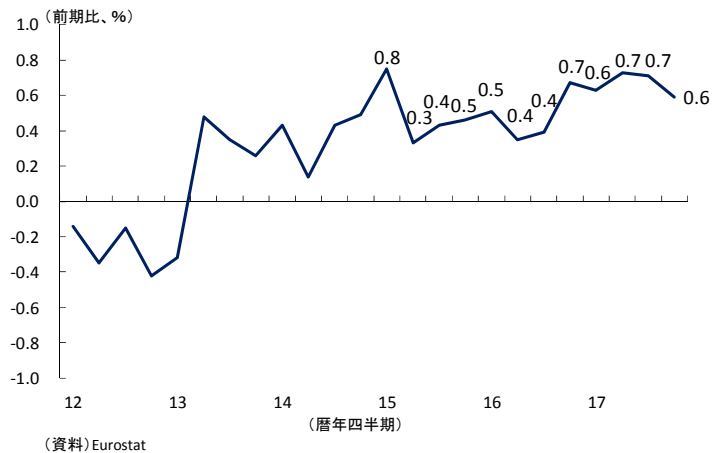
今後についても、回復が続くと想定している。雇用・所得環境は引き続き改善しており、非農業部門雇用者数の前月差は1月に20.0万人増、11～1月平均でも19.2万人増と堅調な伸びが続いており、失業率も1月が4.1%と低水準を維持している。時間当たり賃金は、1月は前年比2.9%増と伸びが加速した。この伸びは悪天候を受けた労働時間の短縮が押し上げに寄与した効果もあろうが、11月、12月の時間当たり賃金の伸びが上方修正されたこともあり、労働需給の引き締まりを映して賃金上昇圧力が緩やかに高まっている。雇用・所得環境の改善が個人消費を押し上げる状況は続くだろう。住宅投資については、2018年に入り長期金利の上昇が続いていることに加え、引き続き労働力の確保等の供給制約が重石となるとみられるが、消費者の購入意欲は旺盛なことから底堅く推移するだろう。設備投資は、堅調な企業収益に加え法人税率の引下げなどの税制改革により押し上げられることから、拡大が続くだろう。税制改革法案が2017年中に成立したことを踏まえ、2018年の米国の実質 GDP 成長率の予測値は、前年比+2.7%と前回予測値を上方修正している。金融政策については、FOMC（米連邦公開市場委員会）は3月20～21日の会合より、パウエルFRB（米連邦準備理事会）議長の下での運営となる。FRBは、1月のFOMCにて先行きのインフレに対する見方を「2%を下回る水準で推移」から「インフレ率は今年上昇する」とややタカ派よりの表現とし、インフレ率上昇への自信をのぞかせた。PCEコアインフレ率（エネルギー・食料等を除く）は2017年の夏場にかけて伸びが鈍化していたが、年末にかけて加速し、1%台半ばの伸びとなっている。緩やかな加速が続けば、2018年に3回の利上げと金融正常化に向けた動きが継続するだろう。



## 【欧州経済】

欧州経済は、緩やかな持ち直しが続いている。10～12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（7～9月期）の同+0.7%から伸び率は低下したものの堅調に推移した。引き続き世界経済の回復にともなう輸出増加がけん引役となった。その他主要国については、フランスは同+0.6%と在庫投資がマイナスに寄与したものの、輸出の伸びが加速したことなどから外需がけん引し、前期（同+0.5%）から成長がやや加速した。イタリアは同+0.3%と前期から鈍化したものの、スペインは同+0.7%と前期並みの成長を維持するなど、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

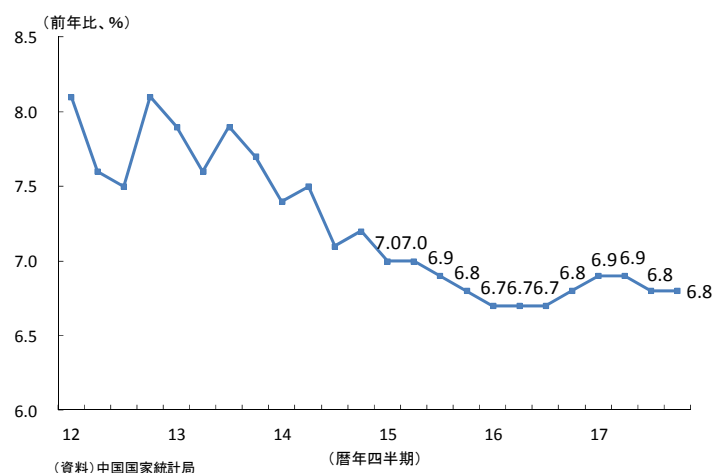


今後についても、緩やかな持ち直しの動きが続くと見込んでいる。雇用環境の緩やかな改善が続くなか、消費者マインドの改善が続くと見込まれ、個人消費は増加基調が続くだろう。また、固定資本形成についても、銀行の企業向け貸出態度の緩和が継続するなか、企業の資金需要は設備投資を中心に高まっており、持ち直しの動きが続くとみられる。ECB（欧州中央銀行）の2017年第4四半期の銀行貸出調査によれば、企業向け貸出態度は過去3ヵ月が4四半期連続、先行き3ヵ月は3四半期連続で「緩和」となった。輸出については、引き続きユーロ高が重石となるものの、海外需要の回復を映した増加の動きが続くだろう。ユーロ圏のインフレ動向については、ユーロ高や賃金の伸び悩みが抑制要因となることから、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）の上昇ペースは鈍いものになると見込まれる。ただし、景気の下振れリスクは遠のいており、こうした環境下で ECB は2018年9月まで延長した資産買入れの終了時期を判断することになる。景気の持ち直しが続く一方、鈍いインフレの上昇ペース等を考慮すれば、9月で資産買入れが終了とはならず、買入れ額を再度減額し緩やかなテーパリングとなるだろう。

## 【中国経済】

中国経済は、安定的に推移している。10～12月期の実質 GDP 成長率は前年比+6.8%となり、7～9月期と同じ伸び率を維持した（図表 11）。産業別にみると、環境規制の影響もあり、第2次産業が同+6.0%から同+5.7%へ減速した一方、第3次産業が同+8.1%から同+8.3%に加速した。主要経済指標をみると、1～12月累計の固定資産投資は同7.2%増となり、1～3月期の同

図表 11. 中国実質 GDP 成長率の推移



9.2%増をピークに鈍化が続いている。金利上昇の影響もあって低迷が続いていた製造業の投資は、産業の高度化に向けた動きなどから足元で持ち直しの兆しがみられるが、インフラ投資が高水準ながら伸び率が鈍化していることに加え、住宅購入規制などの影響から不動産開発投資も減速が続いた。小売売上高については、12月単月では自動車販売の不振などから前年比 9.4%増と伸び率が鈍化したものの、1~12月累計では10.2%増と二桁の伸びを維持し底堅く推移している。企業業績の回復を通じた家計所得の改善が消費マインドの良好さにつながっているものとみられる。また、輸出については、堅調な海外経済を映して12月まで10ヵ月連続で前年を上回り、欧米やASEAN向けを中心に増加傾向となっている。

今後については、成長率は緩やかに低下するとみられるものの、概ね安定して推移すると想定している。12月の中央経済工作会議では「穩中求進」の原則が維持されたものの、5年に一度の党大会に向けて安定成長に重点が置かれた2017年と比べると、2018年は質の高い成長を求め構造改革の推進などに重点が置かれるだろう。金融政策については「穩健な金融政策を中立に保つ」とする一方で、「貸出と社会融資規模の合理的な伸びを保つ」と言及し、金融システムリスクの抑制に取り組む方針とし、財政政策は「積極的な方向は変わらない」としながらも、去年の「より積極的」との文言が削除され、財政出動による成長率の押し上げは弱まるとみられる。こうしたなか、2017年の固定資産投資の伸びを支えたインフラ投資は抑制されるとみられるほか、政府が住宅購入規制など住宅バブル抑制に取り組んでいることを受けて、不動産投資も徐々に減速傾向を強めていくと見込んでいる。一方、製造業の投資は金利上昇の影響が重石となるものの、企業収益の回復を背景に持ち直しの動きが続くとみられるが、固定資産投資の伸びは鈍化が続くだろう。個人消費については、自動車販売において減税措置が撤廃されたことや、住宅販売の減速が逆風になるとみられるものの、企業業績の回復を通じた家計所得の改善を映して底堅く推移すると見込んでいる。また、輸出は、堅調な世界経済を映して増加傾向を維持すると見込んでいる。このように、固定資産投資の減速などにより今後の成長ペースは鈍化するとみられるが、底堅い個人消費が下支えとなることで、景気失速は回避されよう。なお、2018年の実質GDP成長率は前年比+6.4%と予測している。

#### ○今後の伸び率などについて

日本経済は、輸出や設備投資の増加など企業部門主導の成長が続くことで1~3月期は年率1%程度の成長になると想定していることから、2017年度の実質GDP成長率は前年比+1.7%で着地すると見込んでいる。

2018年度の実質GDP成長率は前年比+1.1%と前回予測から0.2ポイント上方修正した。米国の成長加速などにより海外経済が堅調さを増すことを見込まれるなか、設備投資の見方を強めたことなどによる。家計部門は力強さを欠く状況が続くとみているものの、堅調な海外需要を背景とした企業部門主導の緩やかな回復が続き、四半期ごとの成長率は年率1%程度の成長が続くと想定している。

2019年度の実質GDP成長率は前年比+0.8%と予測している。2019年10月の消費税率引上げに向けた駆け込み需要と反動減、増税後の実質購買力の低下を背景とした個人消費の変動を主因として、4~6月期：年率+1%程度、7~9月期：+2%台前半、10~12月期：▲3%程度、1~3月期：+0%台前半と、四半期毎の成長率は振れ

が大きくなる。増税後の個人消費の減速は避けられないものの、回復が続く海外需要に支えられ、景気腰折れは回避できよう。

## ○消費者物価と金融政策の見通し

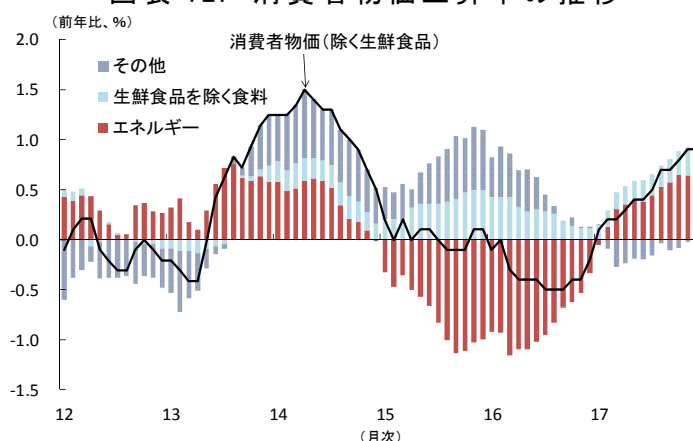
2017年12月のコアCPI(生鮮食品を除く消費者物価総合)は前年比+0.9%と上昇幅が拡大傾向にある(図表12)。エネルギーが同+7.7%となり全体を押し上げている面が大きく、エネルギー以外の物価上昇率は低い。もともと、生鮮食品及びエネルギーを除く総合指数は2017年12月が同

+0.3%と、依然として低い伸び率ながら、3月の同▲0.1%を底に上向きの動きとなっている。サービス価格については、価格競争を背景とした携帯電話通信料の下落が引き続き下押し要因となり、弱い動きが続いているものの、外食、運送料など一部では人手不足や食材高騰などによるコスト増を価格に転嫁する動きがみられる。また、財価格については、既往の円安による輸入物価上昇に伴って生鮮食品を除く食料

の上昇が続いたほか、耐久消費財の前年比マイナス幅も縮小した。今後については、当面は上昇率が頭打ちになると想定している。景気回復が続くことによる需給バランスの改善や、賃金上昇率が幾分高まることなどにより、エネルギー以外の物価は緩やかながら上昇傾向になるとみている。耐久消費財については既往の円安に伴う輸入物価上昇を映して改善傾向を辿るとみられるほか、人件費の増加などをサービス価格に転嫁する動きが徐々に広がっていくことなどが上昇圧力となる。ただし、家計の節約志向が残るなかで強気の価格設定は困難とみられ、緩やかな伸びにとどまろう。一方、これまでけん引役であったエネルギーについては、前年の価格動向を映して当面はその寄与が減衰していく見込みである。その後、2017年後半以降の原油価格上昇が春先から電気代・ガス代に反映されていくことなどから、夏場に向けて再びプラス寄与が高まると想定される。こうした動向を映して、コアCPIの上昇率は当面1%程度で推移すると見込んでいる。エネルギーの動向を映して上昇率が一時的に高まる局面も想定されるが、1%を大きく超えて上昇することは見込みにくい。2018年度のコアCPIは前年比+0.9%、2019年度は同+1.5%(消費税率引き上げの影響を除くと同+1.0%)と想定している。

なお、日銀が1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(中央値)は、2018年度が+1.4%、2019年度が+1.8%(消費税率引き上げの影響を除く)となっており、物価目標の達成時期を「2019年度頃」としている。しかし、前述のとおり、物価目標の2%は遠く、先行きの金融政策については、当面、現状の政策が維持されると見込んでいる。

図表12. 消費者物価上昇率の推移



(資料)総務省「消費者物価指数」より富国生命作成  
(備考)消費者物価指数は消費税率引き上げの影響を除いている

## ○リスク要因

日本経済は、堅調な海外経済を背景に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、金融資本市場の動向には留意する必要がある。2月以降、米長期金利の上昇を契機に世界的に株価が急落するなど金融資本市場のボラティリティが高まっているが、現時点ではわが国を含め世界経済に及ぼす影響は限定的と考えている。しかし、米国の財政悪化や利上げペース加速への懸念などにより米長期金利が一段と上昇すると、株価は大幅に下落し、投資家のリスク回避姿勢の強まりによる円高進行と相俟って、消費マインドや企業業績などへの悪影響が拡大する可能性がある。また、新興国においては、米長期金利の上昇などを起因として資金流出が加速し、景気が腰折れする可能性もある。その他にも北朝鮮情勢、中東情勢といった地政学リスクの高まりにも引き続き警戒が必要である。

以 上

図表13. デフレーター伸び率(2011暦年連鎖価格)

(前年比、%)

	2014年度	2015年度	2016年度	2017年度	2018年度	2019年度
国内総支出	2.5	1.5	▲ 0.2	▲ 0.1	0.4	1.0
民間最終消費	2.2	▲ 0.1	▲ 0.4	0.2	0.6	1.2
民間住宅投資	3.6	▲ 0.1	▲ 0.2	1.7	0.5	1.1
民間設備投資	1.3	0.4	▲ 0.7	0.7	0.3	0.9
政府最終消費	2.0	▲ 0.2	▲ 0.3	0.5	0.2	0.7
公的固定資本形成	2.9	0.5	▲ 0.3	1.5	0.3	0.9
財貨・サービスの輸出	2.6	▲ 1.4	▲ 6.5	4.0	1.8	1.2
財貨・サービスの輸入	0.3	▲ 9.2	▲ 8.6	7.8	2.3	0.8

予測

図表14. 需要項目別の寄与度

(%)

	2014年度	2015年度	2016年度	2017年度	2018年度	2019年度
実質国内総支出	▲ 0.3	1.4	1.2	1.7	1.1	0.8
民間需要	▲ 0.8	1.1	0.2	1.1	0.9	0.6
民間最終消費	▲ 1.5	0.5	0.2	0.6	0.5	0.3
民間住宅投資	▲ 0.3	0.1	0.2	0.0	▲ 0.0	0.0
民間設備投資	0.5	0.4	0.2	0.5	0.4	0.3
公的需要	▲ 0.0	0.3	0.1	0.2	0.1	0.1
政府最終消費	0.1	0.4	0.1	0.1	0.1	0.1
公的固定資本形成	▲ 0.1	▲ 0.1	0.0	0.1	▲ 0.1	▲ 0.0
財貨・サービスの純輸出	0.6	0.1	0.8	0.3	0.1	0.0
財貨・サービスの輸出	1.4	0.1	0.5	1.0	0.8	0.6
財貨・サービスの輸入	▲ 0.8	▲ 0.1	0.2	▲ 0.7	▲ 0.7	▲ 0.6

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