

平成28年5月23日

2016・2017年度 日本経済の見通し（改訂）

～ 4～6月期以降も、基調としては足踏みが続く ～

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 +0.6%（前回+0.6%）、2017年度 ▲0.2%（前回▲0.1%）

○ 1～3月期は、うるう年の影響もあり、2四半期ぶりのプラス成長

2016年1～3月期の実質GDP成長率は、前期比+0.4%、年率+1.7%となった。2四半期ぶりのプラス成長となったものの、うるう年の影響で実勢よりも嵩上げされた面があり、基調としては、景気の足踏みが続いている。個人消費は増加したものの、うるう年要因を除けば家計の節約志向が続くなかで弱い動きにとどまり、住宅投資は2四半期続けて減少した。設備投資は、金融資本市場の不安定化や国内外経済の先行き不透明感を背景に企業は投資に慎重になったとみられ、3四半期ぶりに減少した。また、輸出は、2四半期ぶりに増加したものの、新興国経済の減速の影響などから低い伸びにとどまった。

○ 4～6月期以降も、基調としては足踏みが続く

4～6月期以降も、基調としては足踏みが続くと見込んでいる。海外経済の回復の足取りが重いなか、円高の進行も製造業の向かい風となり、輸出や設備投資は力強さを欠く動きとなるだろう。また、4～6月期については熊本地震による工場稼働停止の影響などを受けることに加え、うるう年要因の反動もあってマイナス成長を見込んでいる。7～9月期は持ち直すものの、年度前半は均せば横ばい推移にとどまる。ただし、年度末にかけては、消費増税を睨んだ駆け込み需要が成長率を高める要因となる。一方、2017年度については、駆け込み需要の反動減に加え、増税による実質的な購買力の低下が重石となり、マイナス成長に転じると予測している。

○ 消費増税が先送りされた場合、低成長ながらも緩やかに持ち直す

もともと、消費増税は先送りされる可能性が高まっている。再延期になれば、2016年度については年度後半の駆け込み需要がなくなることで成長率は抑えられる。2017年度は増税にともなう家計の負担増が回避されるため、雇用・所得環境の改善とともに個人消費が緩やかな増加傾向となり、日本経済は低成長ながらも緩やかに持ち直すだろう。なお、この場合の実質GDP成長率は2016年度が前年比+0.3%、2017年度は同+0.6%と予測している。

○お問い合わせ

富国生命保険相互会社

〒100-0011東京都千代田区内幸町2-2-2

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

担当：財務企画部 もりざね 森実潤也、大野 俊明

TEL (03) 3593-6813 (090) 6493-3334

junya.morizane@fi.fukoku-life.co.jp

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		
		上期	下期	前回 2016年2月 時点	上期	下期		
								(前期比)
名目国内総生産(兆円)	500.3 2.2	508.7 1.7	506.0 0.9	511.1 1.0	508.1 1.6	513.0 0.9	511.6 0.1	514.3 0.5
実質国内総生産(兆円)	529.0 0.8	532.3 0.6	529.2 0.1	534.3 1.0	531.0 0.6	531.1 ▲0.2	529.8 ▲0.8	531.3 0.3
内	0.7	0.8	0.1	1.0	0.7	▲0.5	▲1.2	0.5
民間需要	0.5	0.5	▲0.2	1.0	0.6	▲0.7	▲1.4	0.3
民間最終消費	▲0.3	0.9	0.3	1.6	0.9	▲1.5	▲2.5	0.4
民間住宅投資	2.4	2.6	0.5	4.7	1.6	▲5.1	▲6.7	▲0.9
民間設備投資	1.6	0.8	▲0.3	1.1	1.0	1.0	0.2	0.5
公的需要	0.2	0.3	0.3	▲0.0	0.2	0.2	0.1	0.1
政府最終消費	1.6	1.4	0.6	0.4	1.1	1.0	0.5	0.6
公的固定資本形成	▲2.2	▲0.4	2.7	▲2.0	▲1.6	▲0.6	1.1	▲1.4
財貨・サービスの純輸出	0.1	▲0.2	▲0.3	▲0.0	▲0.2	0.3	0.4	▲0.1
財貨・サービスの輸出	0.4	0.8	▲0.9	2.7	1.2	2.7	0.2	2.5
財貨・サービスの輸入	▲0.1	2.3	0.9	3.3	2.4	1.1	▲2.2	3.5

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	1.4	0.3	1.3	1.4	0.3	▲1.1	1.5
国内企業物価指数※	▲3.2	▲2.6	▲3.2	▲2.0	▲1.2	▲0.5	▲0.9	0.0
消費者物価指数※	0.2	0.1	0.0	0.3	0.3	1.6	1.5	1.8
消費者物価(除く生鮮)※	0.0	0.0	▲0.1	0.2	0.2	1.5	1.4	1.7
(除く消費税の影響)	-	-	-	-	-	0.5	0.4	0.7
貿易収支(兆円)	0.6	4.1	2.7	1.4	6.1	3.7	3.0	0.7
経常収支(兆円)	18.0	20.6	11.1	9.5	23.2	21.0	11.8	9.2
名目賃金指数※	0.2	0.3	0.2	0.4	0.5	0.3	0.3	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	93.2	92.7	93.5	91.4	87.2	86.9	87.4
為替レート(¥/\$)	120.1	108.6	108.4	108.8	114.9	109.0	109.0	109.0
原油価格(\$/b)	49.4	39.4	38.5	40.3	32.9	43.0	42.1	43.9
米国実質成長率(年率)	2.4	1.9	1.2	2.8	2.1	2.4	2.4	2.3
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

○1～3月期の実質GDP

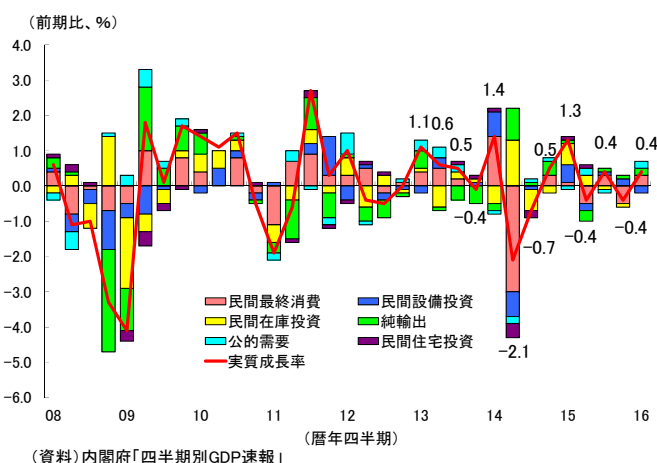
5月18日に発表された2016年1～3月期の一次QEによると、実質GDP成長率は前期比+0.4%（年率換算+1.7%）と2四半期ぶりのプラス成長となった（図表2）。個人消費の増加などで国内需要の寄与度が同+0.2ポイントとなり、輸入の減少などにより、外需は同+0.2ポイントとなった。もっとも、1～3月期に成長率が高まった主因は、うるう年の影響で個人消費などが嵩上げされているため、これを

除くと実勢としてはゼロ%台半ばの成長にとどまる。名目GDP成長率は同+0.5%（年率換算+2.0%）と、名目ベースでも2四半期ぶりのプラス成長となった。2015年度の実質GDPは前年比+0.8%とゲタの効果によってプラス成長となったが、四半期ごとの成長率は年度を通してほぼ同率のマイナスとプラスを繰り返しており、景気の足踏みが続いていると言える。1～3月期の実質GDPを需要項目別にみると、民間最終消費は前期比0.5%増と2四半期ぶりに増加したものの、家計の節約志向が続くなかでうるう年要因を除けば弱い動きにとどまり、住宅投資は同0.8%減と減少が続いた。設備投資は、国内外経済の先行き不透明感などから企業は投資に慎重になったとみられ、同1.4%減と3四半期ぶりに減少した。公的需要については、公的固定資本形成が同0.3%増と3四半期ぶりに増加し、政府消費は同0.7%の増加となった。外需については、輸出が同0.6%増となる一方、輸入が同0.5%減となったことで、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、基調としては足踏みが続くと見込んでいる。海外経済の回復の足取りが重いなか、円高の進行も製造業の向かい風となり、輸出や設備投資は力強さを欠く動きとなるだろう。また4～6月期については熊本地震による工場稼働停止の影響などが下押しとなることに加え、うるう年要因の反動もあってマイナス成長を見込んでいる。7～9月期は持ち直すものの、年度前半は均せば横ばい推移にとどまる。ただし、年度末にかけては、消費増税を睨んだ駆け込み需要が成長率を高める要因となる。一方、2017年度については、駆け込み需要の反動減に加え、増税による実質的な購買力の低下が重石となり、マイナス成長に転じると予測している。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家計の負担軽減につながる面はあるものの、預金金利の低下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だろう。企業においては、借入金利の低下が設備投資を後押しする面はあるが、海外経済の先行き不透明感から企業の期待成長率が高まらないなか、追加的な投資需要を生むことも期待し難い。また、金利低下が退職給付債務の増加につながることも重石となる。金融機関の収益に与える悪影響も含め、マイナス金利政策が景気を押し上げる効果はほとんどないと考えている。

なお、今回の経済予測については、2017年4月の消費増税実施を前提としているが、先送りされる可能性が高まっている。再延期になれば、2016年度については年度後半

図表2. 実質GDP成長率の寄与度分解



の駆け込み需要がなくなることで成長率は抑えられる。2017年度は増税にともなう家計の負担増が回避されるため、雇用・所得環境の改善とともに個人消費が緩やかな増加傾向となり、低成長ながらも緩やかに持ち直すだろう。なお、この場合の実質 GDP 成長率は 2016 年度が前年比+0.3%、2017 年度は同+0.6%と予測している。

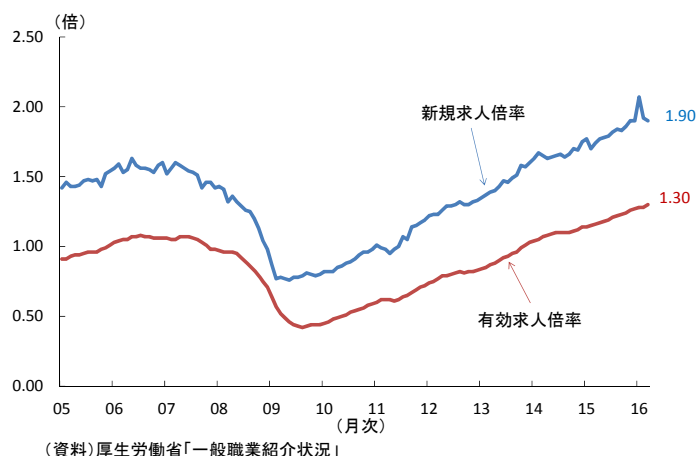
なお、主要な需要項目については以下の通り。

○個人消費は、駆け込み需要がなければ弱い動きに

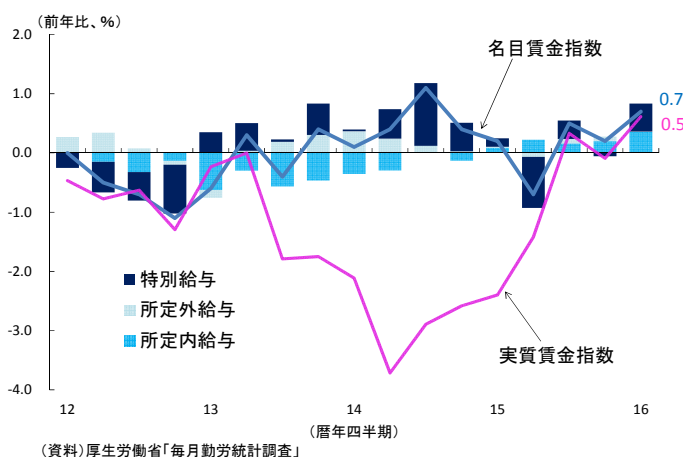
雇用環境は改善傾向となっている。

1～3 月期平均の就業者数（季節調整値）は前期比 0.5%増の 6,415 万人と増加傾向が続き、失業率についても 3 月は 3.2%と低水準で推移している。また、3 月の有効求人倍率は 1.30 倍と求人数が求職者数を大きく上回り、約 24 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）。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、非製造業ともに人手不足感は依然として強く将来を見据えて企業は正社員を確保する動きを続けるとみられる。また、高齢者の定年後の継続雇用や女性の労働参入により非正規社員についても増加基調が続くだろう。生産年齢人口が減少するなか、今後も労働需給は一層引き締まっていくとみられる。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。1～3 月期の名目の一人当たり現金給与総額は前年比 0.7%増と、基本給にあたる所定内給与はベースアップの動きを反映して緩やかな増加傾向となるなかで、3 四半期連続で前年を上回っている（図表 4）。今後については、現金給与総額は前年比プラスでの推移が続くと想定している。2016 年春闘では、経団連の第 1 回集計結果による大企業の賃上げ率が前年比 2.19%と 1%台後半とされる定期昇給分を超えるなどベースアップの流れは続いたとみられ、非正規雇用者においても賃上げの動きなどがみられた。こうした動きを映して所定内給与の増加傾向は続くと思われる。もっとも、大企業の賃上げ率は前年から鈍化しており、先行き所定内給与の伸びが一段と高まることは期待しづらく、また、企業収益の鈍化で特別給与の伸びも抑えられることから、現金給与総額は緩やかな伸びにとどまるだろう。なお、実質賃金については、消費者物価が伸び悩むなかで 1～3 月期は前年比+0.5%増となった。消費者物価は当面弱い動きが見込まれ、今後の実質賃金についても前年を上回る推移が続くだろう。また、雇用者数

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



の増加も加わり、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。

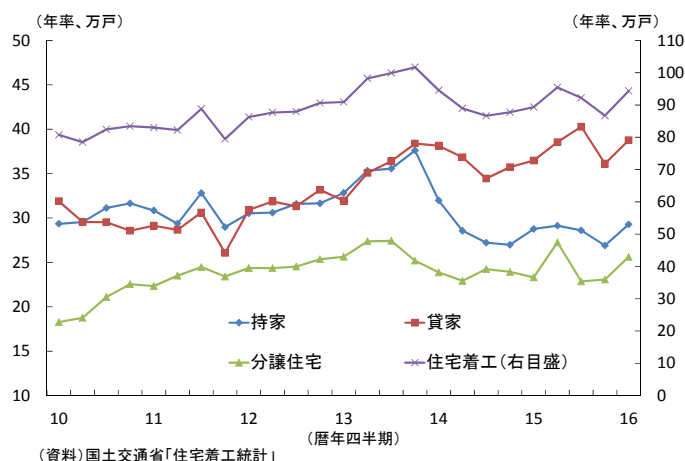
個人消費は、うるう年要因を除けば弱い動きとなった。1～3月期の民間最終消費支出は前期比0.5%増と2四半期ぶりに増加した。家計最終消費支出の内訳をみると、テレビなどの耐久財が同5.0%増加したほか、外食などのサービス消費が0.2%増となった。10～12月期に暖冬の影響で冬物衣料の販売低迷で減少した半耐久財も反動増となった。ただし、うるう年要因で食料品など日常的な消費が嵩上げされている面もあり、実勢としては弱い動きと判断される。今後の個人消費については、基調としては弱い動きが続くだろう。雇用・所得環境の改善傾向が続くなか、原油安による電気代、ガス代の値下げで光熱費負担は軽減されている。また、所得環境の改善の恩恵を直接受けない年金受給者においては、2015年度補正予算における低所得の高齢者向けの年金生活者等支援臨時福祉給付金の支給が一定の下支えとなるだろう。しかし、食料品の値上がりなどで家計のエンゲル係数が上昇しており、今後も家計の節約志向が続くとみられる。また、年初からの株価下落などにより消費マインドは弱含んでおり、当面、個人消費は伸び悩むだろう。なお、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家計の負担を軽減する一方で、預金金利の引下げによる消費マインドへの悪影響の方が大きいと考えている。年度後半にかけては、駆け込み需要が生じることで個人消費の伸びは高まるものの、2017年4月以降はその反動減に加え、増税による実質的な購買力の低下により、大幅に落ち込むことが懸念される。

消費増税が先送りされた場合、2016年度については、増税前の駆け込み需要がなくなることで、個人消費の伸びは抑えられる。2017年度については、駆け込み需要の反動減と増税にともなう負担増がなくなることで、大幅な落ち込みは回避され、雇用・所得環境の改善とともに緩やかな増加傾向となるだろう。

○新設住宅着工戸数は駆け込み需要により緩やかに持ち直し

住宅投資は減少したものの、新設住宅着工は持ち直している。1～3月期の住宅投資は前期比0.8%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が、政府の購入支援策の効果が薄れたことなどにより、4～6月期をピークに減少した動きが進捗ベースで反映された。もっとも、1～3月期の着工は同8.8%増の年率94.3万戸と住宅ローン金利の低下を追い風に持家、分譲住宅、貸家ともに増加し、3四半期ぶりに増加に転じている。今後の新設住宅着工戸数は、駆け込み需要が加わることで、緩やかに持ち直していくと見込んでいる。雇用・所得環境が良好さを維持するなか、マイナス金利政策の導入により住宅ローン金利は一段と低下している。こうした状況のもと、前回増税時に一部需要の先食いが生じたため前回より小規模にとどまると想定しているものの、駆け込み需要が住宅着工の押し上げ要因となる。2016年9月末までに請負契約を締結

図表5. 新設住宅着工戸数の推移



した住宅などについては引き渡しが増税後であっても旧税率が適用されることから、年末に向けて着工は緩やかに増加していこう。その後は、駆け込み需要の反動減により水準を落とすと見込んでいるものの、贈与税の非課税枠拡大措置や低金利環境などが支えとなり、大幅な落ち込みは避けられるだろう。

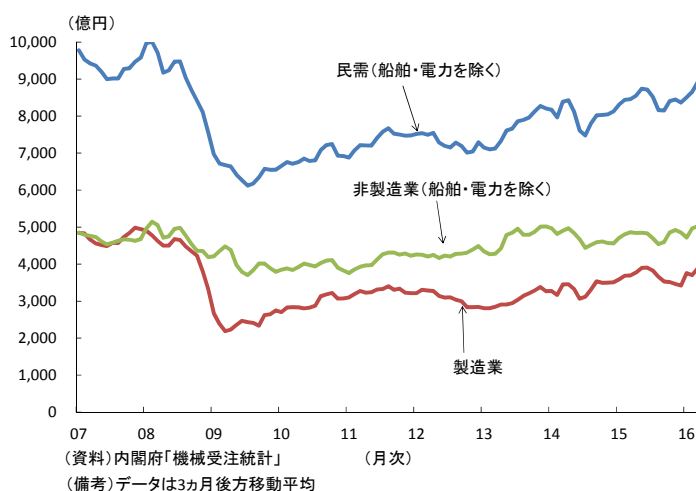
消費増税が先送りされた場合、標準シナリオと対比すると、2016年度の住宅着工戸数の増加は若干抑えられる。また、2017年度の落ち込みが緩和されるとみているが、相続税対策としての貸家の建設需要が徐々に減退していくなかで、緩やかに水準を落としていこう。

○設備投資は増加を見込むものの、伸びは限定的

設備投資は、増加の動きが一服している。1～3月期の実質設備投資は前期比1.4%減と、3四半期ぶりの減少となった。企業収益が高水準にあるものの、金融資本市場の不安定化や国内外経済の先行き不透明感から企業は投資に慎重になったとみられる。今後についても、当面、設備投資は伸び悩むと見込んでいる。企業収益は鈍化するものの引き続き高水準を維持するとみられるほか、日銀のマイナス金利政策導入によって貸出金利は一段と低下しており、資金調達環境は良好な状況が続く。

先行指標である機械受注（船舶・電力を除く民需）は、1～3月期が同6.7%増と高い伸びとなっており、この受注分が今後顕在化するとみられる（図表6）。これらが設備投資の水準を維持する要因になるとみられる。しかし、機械受注の4～6月期の見通しは同3.5%減と増加傾向に歯止めがかかる兆しがみられる。また、国内外経済の先行き不透明感などから企業の期待成長率が高まらないなか、企業の投資に対する慎重姿勢は続くとみられる。そのため、設備投資は力強さを欠く推移になるだろう。なお、製造業については維持・更新投資を中心に増加が見込まれるが、円高への警戒もあって積極的な能力増強投資は控えられるだろう。一方、外需の影響を受けにくい非製造業は、消費の多様化に対応した物流関連投資や、訪日外国人の増加などを背景とした宿泊関連、商業施設関連の投資を中心に緩やかに増加するだろう。

図表6. 機械受注の推移

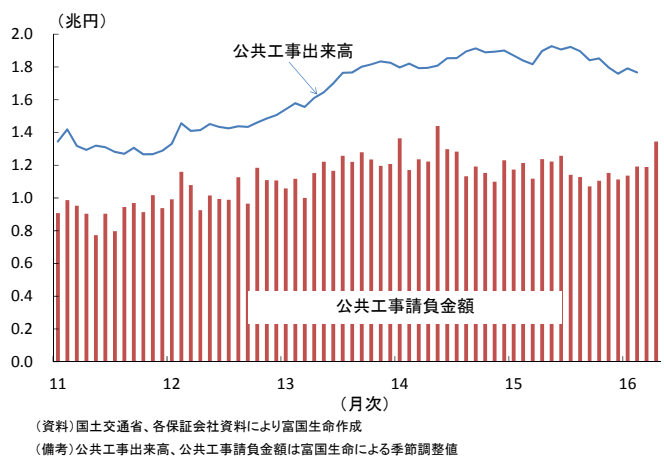


○公的固定資本形成は、補正予算の効果などから年度前半は増加

公的固定資本形成は減少に歯止めがかかっている。1～3月期の公的固定資本形成は前期比0.3%増と3四半期ぶりに増加した。公共工事の進捗を映す公共工事出来高の推移をみると、過去の経済対策による押し上げ効果が剥落し減少傾向となっていたが下げ止まりつつある。（図表7）。また、公共工事の先行指標である公共工事請負金額は4月に急増した。政府は2015年度補正予算と合わせて2016年度本予算をできる限り年度前半に前倒しで執行する方針を打ち出しており、その効果が表れている。今後については、公的固定資本形成は、年度前半に増加するものの、その後は緩やかに水準

を落としていこう。2015年度補正予算や2016年度予算の前倒し執行に加え、4月に発生した熊本地震への復旧対応で5月17日には2016年度補正予算が成立しており、これらが下支えになることで、年度前半の公的資本形成は増加すると見込んでいる。しかし、東日本大震災復興需要については被災3県の公共工事請負金額は既にピークアウトしていることなどもあり、2016年度の公的固定資本形成は小幅ながら前年割れとなるだろう。2017年度についても、東京五輪に向けた投資の本格化などが押上げ要因となるものの、予算制約もあって前年割れが続くと見込んでいる。

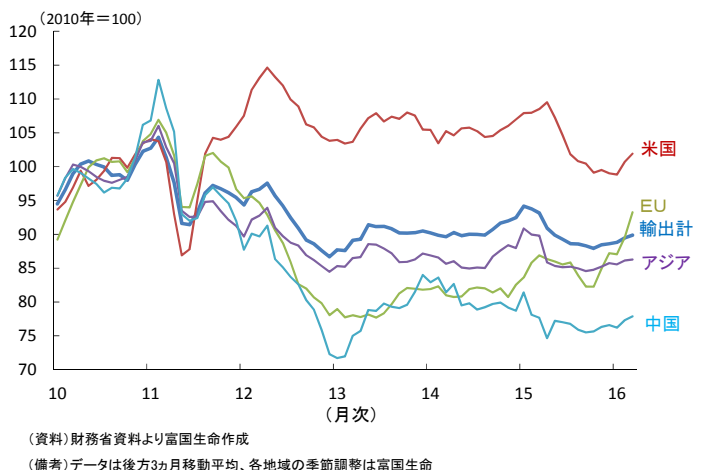
図表7. 公共工事請負金額・出来高の推移



○輸出は一進一退の動きに

輸出は海外需要の低迷を映して、一進一退の動きとなっている。1～3月期の実質輸出は前期比0.6%増と2四半期ぶりの増加となったものの、新興国経済の減速の影響などから低い伸びにとどまった。仕向地別の輸出数量指数の動向をみると、1～3月期はEU向けが高い伸びとなったほか、米国向けも上昇に転じたことで前期比+1.4%となり、緩やかながら持ち直しの動きがみられる(図表8)。EU向けについては自動車関連が増加傾向となるなか、足元は船舶が押上げ要因となった。米国向けは、エネルギー関連投資が減少した影響から一般機械などは弱い動きが続いたものの、自動車関連などが増加した。アジア向けについてはNIEs向けを中心に弱い動きが続き伸び悩んでいる。今後についても、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、欧米経済の回復が緩やかにとどまり牽引力を欠くほか、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とどまるだろう。また、円高の進行に加え、熊本地震による工場稼働停止の影響も一時的な下押し要因となり、当面は弱い動きになると見込んでいる。2017年度は海外需要が緩慢ながらも回復に向かうことで前年を上回る伸びになると見込むものの、力強さを欠くだろう。なお、サービス輸出に分類される旅行収支の受取は訪日外国人の増加などにより改善傾向にあり、輸出の下支えとなっている。今後についても、東京五輪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ことにより、輸出を下支えするとみられるが、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。

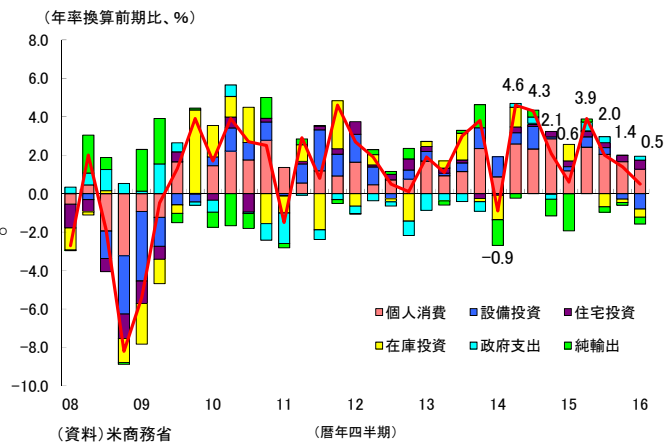
図表8. 輸出数量指数の推移



【米国経済】

米国経済は、回復が続いたものの、一部に弱さがみられた。1～3月期の実質 GDP 成長率（速報）は、前期比年率+0.5%となった（図表 9）。個人消費の伸びが鈍化したほか、ドル高や新興国経済の減速を背景に設備投資や輸出の減少が続いたことにより、10～12月期の同+1.4%から減速した。家計部門については、住宅投資が同 14.8%増と 8 四半期連続の増加となり、堅調さを維持したものの、個人消費は、年初からの株価低迷による消費マインドの下押しなどもあり、自動車・同部品を中心に耐久財消費が減少し、同 1.9%増と 10～12月期の同 2.4%増から伸びが鈍化した。一方、企業部門については、設備投資が同 5.9%減と、原油安を映したエネルギー関連投資の大幅な減少により 2 四半期連続で減少したほか、在庫投資は 3 四半期連続でマイナス寄与となった。外需については、輸入は同 0.2%増と財の減少をサービスの増加が補い小幅プラスに転じたものの、輸出は同 2.6%減とドル高や新興国経済の減速などを背景に 2 四半期連続の減少となった。

図表 9. 米国実質 GDP 成長率の推移



今後については、緩やかに回復すると想定している。企業部門においては、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。また、企業収益の鈍化やエネルギー関連投資の低迷により、設備投資も伸び悩むとみている。このように企業部門の弱さは残るものの、一段と景気を下押しする可能性は低下している。昨年 10 月から節目である 50 を割り込んでいた ISM 製造業景況感指数が 4 月 50.8 と 2 カ月連続で 50 を超えるなど、製造業の景況感は持ち直している。一方、家計部門においては、個人消費の伸びは鈍化が続いたが、ベースとなる雇用・所得環境はしっかりしている。2016 年入り後も非農業部門雇用者数は前月差 20 万人前後の増加が続き、4 月の失業率は 5.0% と完全雇用の状態とされる水準付近で推移するなど労働需給は引き締まっており、賃金の伸びも次第に高まっていくとみられる。今後も雇用・所得環境の改善が続くとみられるなか、株価の持ち直しも消費マインドの改善に寄与し、個人消費は次第に増勢を取り戻すだろう。住宅投資については、モーゲージローン金利の上昇が限られるなか底堅い推移が続くと見込んでいる。このように、家計部門を中心とした回復基調は続くだろう。こうしたなか、FRB（米連邦準備制度理事会）の追加利上げについては、年後半に追加利上げに踏み切ると見込んでおり、その後も慎重なペースで利上げを継続するだろう。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、米国長期金利の上昇は緩やかにとどまると想定しており、实体经济への影響は限られるとみている。なお、1～3月期の下振れを踏まえ、2016 年の米国の実質 GDP 成長率は、前年比+1.9%と前回予測から下方修正している。

【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10～12月期から伸びが加速し、12四半期連続で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+0.7%と10～12月期（前期）の同+0.3%から伸びが高まった。低インフレが続くなかで個人消費が堅調となったほか、暖冬で引き続き建設投資の伸びが高くなった。また、シリアなどからの難民受入れへの対応などで引き続

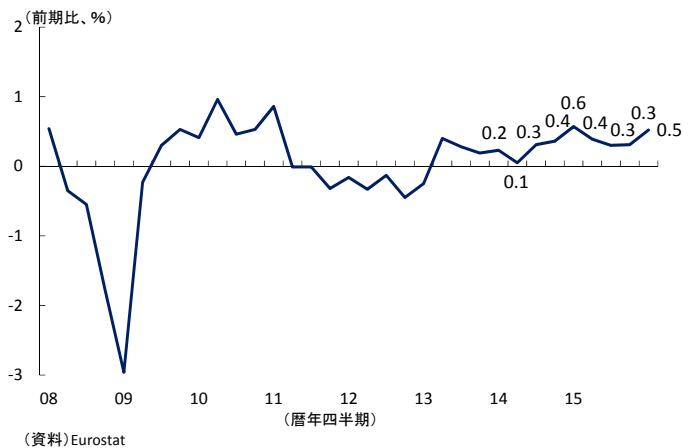
き政府支出が増加したことも下支えとなった。一方、外需は堅調な内需を映して輸入の伸びが輸出の伸びを上回り、成長率にマイナス寄与となった。その他主要国については、フランスが同+0.5%、イタリアが同+0.3%とともに前期から伸びが高まり、スペインは同+0.8%と前期と同じ堅調な伸びが続いた。

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3月の失業率が10.2%と依然高い水準にあるものの、緩やかな改善傾向が続いている。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、個人消費は回復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、持ち直しの動きがみられるが、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。輸出については、中国など新興国の需要鈍化が引き続き重石となるほか、ユーロ安がやや修正されていることも逆風となり、伸び悩むだろう。このように内需を中心とした緩やかな持ち直しが続くと見込んでいるものの、先行きには不安要素が残る。ギリシャでは債務問題が燻るほか、6月23日には英国のEU離脱の是非を問う国民投票が控えている。離脱派が過半数を獲得すれば短期的には不透明感が強まるだろう。ユーロ圏にとって輸出先としてウエイトの大きい英国の景気が下振れすると、対ポンドでの通貨高による価格競争力低下も相俟って、輸出に悪影響が出る可能性には留意が必要であろう。インフレ動向については、原油安の影響が一巡するにつれて、徐々に前年比でみたプラス幅が拡大すると見込まれるものの、景気の持ち直しが緩やかにとどまるなかでインフレ圧力は高まらず、ECB（欧州中央銀行）の目標を下回る伸びが続くだろう。

【中国経済】

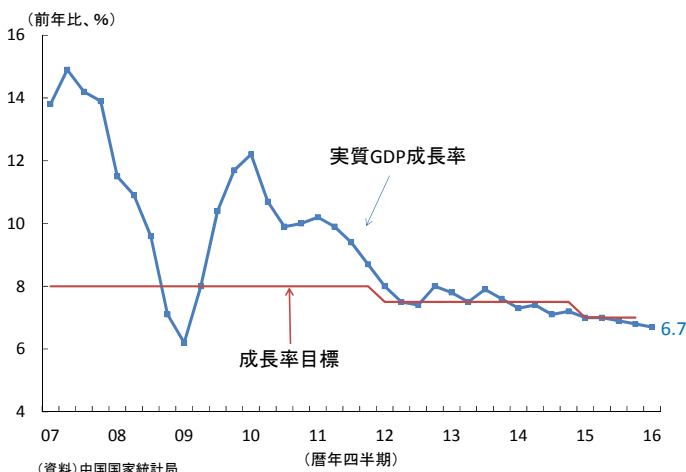
中国経済は、弱さが残るものの減速に歯止めがかかりつつある。1～3月期の実質GDP成長率は前年比+6.7%と10～12月期より0.1ポイント伸びが鈍化した（図表11）。第2次産業は、建設業の伸び率が高まる一方で製造業が鈍化したことで、第3次産業は金融業が鈍化したことを主因にそれぞれ減速した。もっとも1～3月期を月次ベースで見ると、3月の経済指標は改善を示す動きとなった。既往の金融緩和や財政政策の効果によりインフラ投資の伸びが高まったことに加え、多くの都市で住宅価格が上昇傾向になっていることで住宅投資も増加し、固定資産投資は1～3月期累計

図表10. ユーロ圏実質GDP成長率の推移



で前年比 10.7%増と 2015 年の伸びを上回った。また、比較する前年と旧正月の日程がずれている影響もあるものの、輸出も同二桁増となったことから、生産も持ち直しの動きがみられた。それにより製造業の景況感は改善し、3月の製造業購買担当者指数は 50.2 と 8 ヶ月ぶりに 50 を上回った。しかしながら、4月の主要経済指標が 3月の伸びを軒並み下回るなど、このまま反転して成長率が高まる展開は見込みにくい状況である。

図表 11. 中国実質 GDP 成長率の推移



今後については、6%台半ばを中心とした成長が続くと想定している。当面は、財政支出の拡大により反転しているインフラ投資などが下支えすることで、減速傾向に歯止めがかかると見込んでいる。また、2016年入り後、急増している不動産開発投資が進捗することも固定資産投資を押し上げるだろう。一方、民間部門については製造業を中心に減速が続くと見込んでいる。世界の工場としての地位が低下するなかで、過剰な生産設備を抱える業種も多く、投資や生産の抑制は続くだろう。住宅市場については、地域による二極化が進んでいる。需要が堅調な1級都市に対し、地方都市では弱含んでいる地域が多い。住宅購入に対する支援策が打ち出されているが、住宅価格の上昇が顕著な一部大都市では引き締め動くところも出てきている。個人消費は、わずかに減速すると見込んでいる。住宅市場の持ち直しによる耐久財への需要増に加え、減税効果により小型車の販売好調は続くだろう。しかし、実質賃金の伸び悩みもあって伸び率が鈍化すると見込まれる。また、輸出は先進国向けが下支えするものの、新興国の減速により輸出額の水準回復には時間がかかると見込んでいる。中国は固定資産投資主導から個人消費主導へと構造転換を図っている過程にあるなか、不動産や生産設備の過剰の調整にも取り組んでおり、基調としては減速圧力がかかりやすい状況である。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+6.6%と前年の伸びを下回ると想定している。

○今後の伸び率などについて

2016年度の実質 GDP 成長率は+0.6%と前回予測を据え置いた。4~6月期については、熊本地震による工場稼働停止の影響などが下押しとなることに加え、うるう年要因の反動もあり前期比年率 1%台のマイナス成長に転じると見込んでいる。その後は年度末にかけて個人消費と住宅投資を中心に駆け込み需要が加わることで、2017年 1~3月期は同+3%程度にまで伸び率が高まると見込んでいる。

2017年度の実質 GDP 成長率は▲0.2%と前回予測から下方修正した。個人消費と設備投資の見方を弱めたことが主因である。駆け込み需要の反動減の影響などにより 4~6月期に個人消費や住宅投資を中心に大きく落ち込んだ後、その影響が薄れる 7~9月期以降はプラス成長を辿るものの、増税による実質購買力の低下などにより個人消費が低迷することで年率 1%を下回る緩やかな成長が続くとみている。

○消費増税が先送りされた場合の成長率予測

2016年度の実質GDP成長率は、前年比+0.3%（標準シナリオ対比▲0.3ポイント）と予測している。個人消費と住宅投資を中心に年度末にかけての駆け込み需要がなくなることで、民間需要の寄与度が0.4ポイント低下する一方、駆け込み需要に応じた輸入が減少することで外需の寄与度が0.1ポイント上昇する。

2017年度の実質GDP成長率は、前年比+0.6%（標準シナリオ対比+0.8ポイント）と予測している。駆け込み需要の反動減、増税による実質的な購買力の低下が回避され、雇用・所得環境の改善とともに、個人消費が緩やかな増加傾向となることなどで、民間需要の寄与度が1.1ポイント上昇する。一方、輸入においても反動減がなくなることで外需が0.2ポイント、消費増税後の負担を緩和するための政策が打たれないことで公的需要の寄与度が0.1ポイント、それぞれ低下する。

図表 12. 消費増税が先送りされた場合の成長率予測の比較

	【消費増税あり】			【消費増税先送り】	
	2015 年度 実績	2016 年度 予測	2017 年度 予測	2016 年度 予測	2017 年度 予測
名目国内総生産（兆円）	500.3	508.7	513.0	507.6	512.8
	2.2	1.7	0.9	1.5	1.0
実質国内総生産（兆円）	529.0	532.3	531.1	530.5	533.8
	0.8	0.6	▲ 0.2	0.3	0.6
内 需	0.7	0.8	▲ 0.5	0.3	0.5
民間 需 要	0.5	0.5	▲ 0.7	0.1	0.4
民間最終消費	▲ 0.3	0.9	▲ 1.5	0.2	0.4
民間住宅投資	2.4	2.6	▲ 5.1	0.3	1.9
民間設備投資	1.6	0.8	1.0	0.8	1.5
公 的 需 要	0.2	0.3	0.2	0.3	0.1
政府最終消費	1.6	1.4	1.0	1.4	0.8
公的固定資本形成	▲ 2.2	▲ 0.4	▲ 0.6	▲ 0.4	▲ 0.6
財貨・サービスの純輸出	0.1	▲ 0.2	0.3	▲ 0.1	0.1
財貨・サービスの輸出	0.4	0.8	2.7	0.8	2.7
財貨・サービスの輸入	▲ 0.1	2.3	1.1	1.3	2.6

注1. 実質値は2005暦年連鎖価格

(前年比、%)

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

○消費者物価と金融政策の見通し

2016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▲0.3%と、5ヵ月ぶりにマイナスとなった（図表13）。原油価格の下落が電気代などに反映されエネルギー価格のマイナス寄与が拡大したことが主因である。一方、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については足元やや鈍化しているものの3月が同+1.1%と高止まっている。消費者物価指数の対象品目の67.7%が上昇するなど、現時点では幅広く物価上昇がみられている。今後については、コアCPI上昇率は、前年比ゼロ%前後の推移が続き、原油安の影響が薄れていくことで2016年度末頃から緩やかにプラス幅が拡大していくと想定している。エネルギー以外の物価については、

徐々に上昇幅が鈍化すると見込んでいます。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減退するなか、今後は反対に足元の円高進行が物価の下押し圧力となる。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。こうしたエネルギー価格の動向を映してコア CPI

は、2016年度は横ばい圏で推移し、その後は緩やかに前年比プラス幅を拡大するとみられる。ただし 2017年度は増税後の消費低迷で需給面からの物価上昇圧力がかかりづらく、上昇幅は限られよう。そのため、2016年度のコア CPIは前年比+0.0%、2017年度も同+0.5%（消費税の影響を除く）にとどまると想定している。

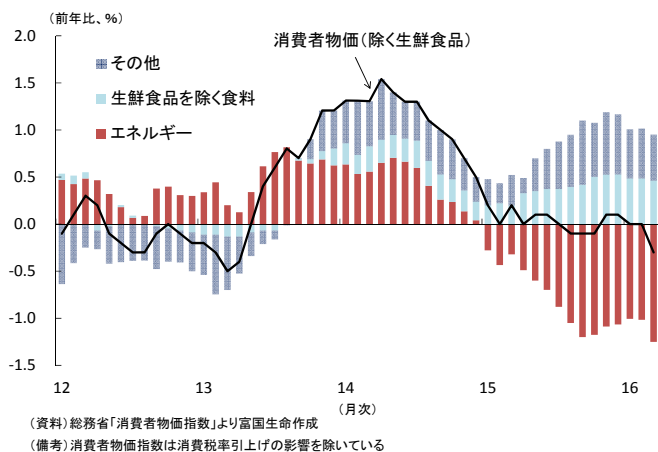
なお、日銀が4月に発表した展望レポートでは、物価の基調は着実に改善しているとの見方は維持したものの、政策委員のコア CPIの見通しの中央値は、2016年度が0.5%、2017年度は1.7%へと下方修正され、物価目標の達成時期を「2017年度前半ごろ」から「2017年度中」へ後ろ倒しした。

○リスク要因

日本経済は、当面足踏み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。最大のリスク要因は政府の舵取りが困難になっている中国経済の動向である。中国経済は、過剰債務に苦しむなか、経済対策の効果が持続するのか疑問が残り、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製造業の輸出や企業収益への下押しが強まり、その悪影響が家計部門にも広がりを見せると景気後退につながるリスクがある。また、欧州では、前述した英国の EU 離脱問題に加え、銀行の収益悪化懸念などから金融システム不安が再燃し、企業や消費者のマインドを悪化させる可能性がある。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 13. 消費者物価上昇率の推移



図表14. 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	0.9	1.1
民間最終消費	▲ 1.0	0.2	2.1	▲ 0.2	▲ 0.0	1.3
民間住宅投資	▲ 0.6	2.9	3.6	▲ 0.2	0.5	1.5
民間設備投資	▲ 0.2	1.0	1.5	0.4	0.8	0.8
政府最終消費	▲ 0.7	▲ 0.2	2.0	▲ 0.3	▲ 0.2	1.6
公的固定資本形成	▲ 0.2	1.9	3.1	0.0	0.4	1.3
財貨・サービスの輸出	0.6	8.5	2.4	▲ 1.5	▲ 3.7	1.0
財貨・サービスの輸入	0.9	11.3	0.6	▲ 9.2	▲ 9.2	2.9

予測

図表15. 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	0.6	▲ 0.2
民間需要	1.4	1.7	▲ 1.5	0.5	0.5	▲ 0.7
民間最終消費	1.0	1.4	▲ 1.7	▲ 0.2	0.5	▲ 0.9
民間住宅投資	0.2	0.3	▲ 0.4	0.1	0.1	▲ 0.1
民間設備投資	0.1	0.4	0.0	0.2	0.1	0.1
公的需要	0.3	0.8	▲ 0.1	0.2	0.3	0.2
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	▲ 0.0	▲ 0.0
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	0.1	0.5
財貨・サービスの輸入	▲ 0.6	▲ 1.2	▲ 0.7	0.0	▲ 0.3	▲ 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