

平成29年2月16日

2016・2017・2018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、2016・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】

2016年度 +1.2%（前回+0.9%）、2017年度 +1.3%、2018年度 +0.8%

○ 10～12月期は、外需主導でプラス成長に

2016年10～12月期の実質GDP成長率は、前期比+0.2%、年率+1.0%と4四半期連続のプラス成長となった。輸出がアジアや米国向けを中心に増加基調を維持したことで、7～9月期に続き外需主導の成長となった。一方、内需については伸び悩んでいる。横ばい圏内で推移している設備投資は、IT関連投資などの増加で2四半期ぶりにプラスに転じ、住宅投資も既往の着工分が進捗して微増となった。しかし、民間需要の柱である個人消費は、生鮮野菜の高騰という一時的な要因などにより微減となり、また、公共投資は、2016年度予算を前倒し執行した影響で減少が続いた。

○ 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と見込んでいる。原油等の資源価格が持ち直すなか、先進国、新興国ともに製造業の景況感が改善しており、海外経済は回復傾向を辿ると想定している。それにより我が国の輸出は、当面、増加基調を維持すると見込んでいる。このような海外需要の回復や円安にともなう企業収益の改善を受けて、製造業の投資意欲が高まることで設備投資は引き続き持ち直していくだろう。また、2016年度補正予算における公共事業が進捗することも成長率の押上げに寄与することになる。家計部門については、雇用環境の改善や既往の株高を映して家計の節約志向が幾分和らぐことで、個人消費は概ね底堅く推移するだろう。一方で住宅投資は、空室率上昇への懸念などによって貸家着工がピークアウトしているため、緩やかに減少していくと見込んでいる。日本経済の足取りは、これまでの成長の源泉であった外需に、設備投資や経済対策効果などが加わることで安定していくことになろう。なお、2017年度の実質GDP成長率は前年比+1.3%と前回予測から0.3ポイント上方修正している。

○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・2018年度 経済見通し

(前年比、%)

	2015 年度 実績	2016年度見込み				2017年度予測			2018年度予測		
		532.2 2.8	539.2 1.3	上期 下期 (前期比)		546.6 1.4	上期 下期 (前期比)		554.3 1.4	上期 下期 (前期比)	
				537.3 0.8	540.9 0.7		543.1 0.4	549.5 1.2		551.3 0.3	557.1 1.1
名目国内総生産 (兆円)											
実質国内総生産 (兆円)	517.1 1.3	523.6 1.2	522.2 0.9	524.9 0.5	530.3 1.3	527.8 0.5	531.0 0.6	534.8 0.8	533.0 0.4	534.7 0.3	
内 需	1.1	0.6	1.4	▲ 1.7	1.0	0.1	0.6	0.7	0.7	0.3	
民間需要	0.8	0.5	0.6	0.0	0.6	0.3	0.4	0.6	0.3	0.2	
民間最終消費	0.5	0.6	0.6	0.2	0.7	0.4	0.4	0.5	0.3	0.1	
民間住宅投資	2.7	5.5	5.3	▲ 0.2	▲ 1.7	▲ 1.9	0.7	0.6	▲ 0.8	2.0	
民間設備投資	0.6	1.7	1.0	0.9	2.6	1.7	0.8	1.3	0.5	0.8	
公的需要	0.3	0.1	▲ 0.1	0.1	0.4	0.3	0.1	0.1	0.1	▲ 0.0	
政府最終消費	2.0	0.8	▲ 0.3	0.6	0.8	0.3	0.3	0.7	0.3	0.3	
公的固定資本形成	▲ 2.0	▲ 0.6	0.2	0.4	5.1	4.3	0.9	▲ 0.4	0.4	▲ 2.0	
財貨・サービスの純輸出	0.2	0.6	0.3	0.4	0.2	0.0	0.1	0.1	0.0	0.2	
財貨・サービスの輸出	0.8	2.6	0.3	3.9	4.0	1.3	1.4	3.3	1.2	2.8	
財貨・サービスの輸入	▲ 0.2	▲ 1.0	▲ 1.6	1.6	2.4	1.1	0.9	2.4	1.1	1.8	

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	▲ 1.0	1.3	0.4	3.2	1.9	0.1	0.6	2.3	1.2	1.7
国内企業物価指数※	▲ 3.3	▲ 2.7	▲ 4.0	▲ 1.3	1.1	0.7	1.4	1.4	1.4	1.4
消費者物価指数※	0.2	0.0	▲ 0.4	0.4	0.8	0.6	0.9	1.0	0.9	1.1
消費者物価(除く生鮮)※	0.0	▲ 0.2	▲ 0.4	0.0	0.7	0.5	0.8	0.9	0.8	1.0
貿易収支(兆円)	0.5	6.4	3.0	3.4	6.7	3.0	3.4	8.1	3.6	4.5
経常収支(兆円)	18.0	21.6	10.4	11.2	23.5	11.5	11.8	26.2	12.7	13.5
名目賃金指数※	0.2	0.4	0.5	0.3	0.4	0.5	0.3	0.6	0.5	0.7
完全失業率(%)	3.3	3.1	3.1	3.1	3.0	3.1	3.0	2.9	2.9	2.9
住宅着工戸数(万戸)	92.1	96.8	99.4	94.4	91.4	92.7	90.3	90.8	90.4	91.4
為替レート(¥/\$)	120.1	108.4	105.3	111.5	114.2	113.8	114.6	116.3	115.7	116.9
原油価格(\$/b)	49.4	46.7	44.0	49.5	54.5	54.1	54.9	56.1	55.7	56.5
米国実質成長率(年率)	2.6	1.6	1.0	2.6	2.4	2.4	2.5	2.8	3.0	2.8
中国実質成長率※	6.9	6.7	6.7	6.7	6.6	6.6	6.6	6.3	6.4	6.3

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

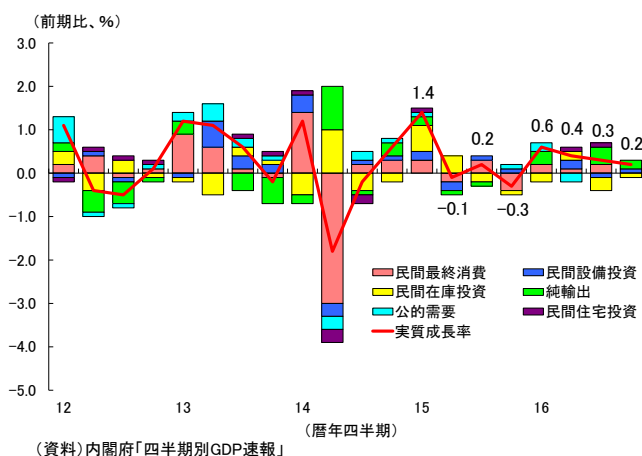
○10～12月期の実質GDP

2月13日に発表された2016年10～12月期の一次QEによると、実質GDP成長率は前期比+0.2%（年率換算+1.0%）と4四半期連続のプラス成長となった（図表2）。公共投資の減少や在庫投資のマイナス寄与などで内需の寄与度が同▲0.0ポイントとなったものの、輸出が2四半期連続で増加したことで外需が同+0.2ポイントとなった。名目GDP成長率は同+0.3%（年率換算+1.2%）と、名目ベースでも4

四半期連続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▲0.1%と2四半期連続でマイナスになった。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0.0%減と生鮮野菜の高騰もあって家計の節約志向が続き、4四半期ぶりに減少した。住宅投資は同0.2%増と増加が続いたものの、7～9月期より伸びが鈍化した。設備投資は、同0.9%増と2四半期ぶりに増加した。公的需要については、公的固定資本形成が同1.8%減と2016年度予算を前倒し執行した影響もあり2四半期連続で減少する一方、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2.6%増とアジアや米国向けを中心に増加した一方、輸入が同1.3%増と小幅な増加にとどまったことで、外需はプラス寄与となった。

今後の日本経済については、1～3月期以降も、緩やかな回復が続くと見込んでいる。原油等の資源価格が持ち直すなか、先進国、新興国ともに製造業の景況感が改善しており、海外経済は回復傾向を辿ると想定している。それにより我が国の輸出は、当面、増加基調を維持すると見込んでいる。このような海外需要の回復や円安にともなう企業収益の改善を受けて、製造業の投資意欲が高まることで設備投資は引き続き持ち直していこう。また、2016年度補正予算における公共事業が進捗することも成長率の押し上げに寄与することになる。家計部門については、雇用環境の改善や既往の株高を映して家計の節約志向が幾分和らぐことで、個人消費は概ね底堅く推移すると見込んでいる。一方で住宅投資は、空室率上昇への懸念などによって貸家着工がピークアウトしているため、緩やかに減少していくと見込んでいる。日本経済の足取りは、これまでの成長の源泉であった外需に、設備投資や経済対策効果などが加わることで安定していくことになろう。なお、2017年度の実質GDP成長率は前年比+1.3%と前回予測から0.3ポイント上方修正している。2018年度については、雇用・所得環境、企業収益の改善という好循環が途切れず、潜在成長率並みの成長を辿ると想定している。注目されるトランプ新政権の経済政策について、通商政策は、不透明な部分が多く交渉にも時間がかかるとみられることから今回の予測では織り込んでいない。一方、所得税・法人税の減税およびインフラ投資の拡大の効果を織り込んでいる（規模は共和党案に近い水準）。それにより2018年の米国経済を0.4ポイント押し上げると想定している。

図表2. 実質GDP成長率の寄与度分解

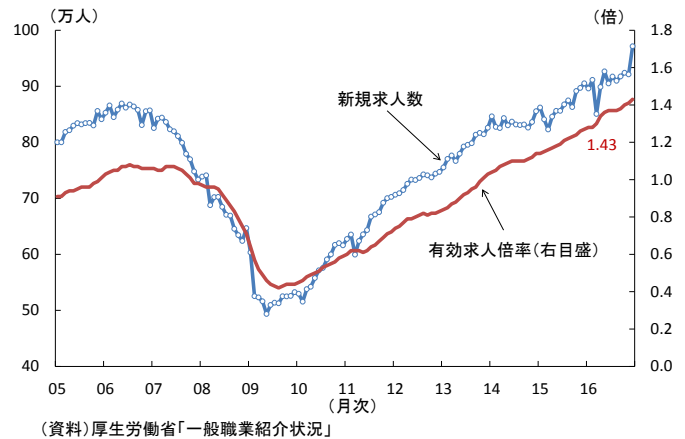


なお、主要な需要項目については以下の通り。

○個人消費は、再び弱い動きに

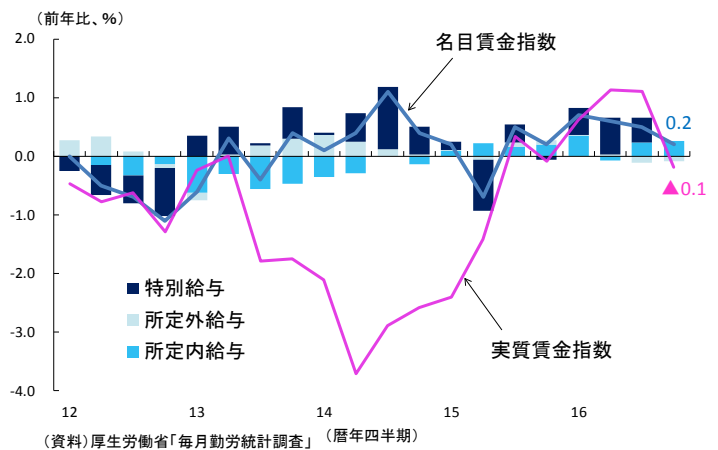
雇用環境は改善傾向となっている。12月の有効求人倍率は1.43倍と約25年ぶりの高水準まで上昇するなど労働需給は引き締まった状況が続いている（図表3）。完全雇用状況と言えるなか、失業率は一進一退の動きながらも12月が3.1%と良好な水準を維持している。今後についても雇用環境は緩やかに改善すると見込んでいる。先行指標である新規求人数は増加傾向となっており、人手不足を背景に企業の採用意欲は依然として強い。生産年齢人口が減少傾向となるなかでも、高齢者や女性の労働参加が継続することで雇用者数は緩やかに増加し、労働需給は一層引き締まっていくだろう。こうした状況を映して、所得は増加基調となっている。10～12月期の名目の一人当たり現金給与総額は前年比0.2%増と7～9月期の同0.5%増から伸びが縮小した（図表4）。基本給にあたる所定内給与の伸びが同0.4%増と伸び率が高まった一方で、残業代にあたる所定外給与の減少が続き、これまでプラスであった特別給与が横ばいにとどまっている。今後についても、現金給与総額は前年比プラスで推移するものの、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。

図表3. 有効求人倍率と新規求人数の推移



2017年春闘については、物価低迷や2016年前半の企業収益の鈍化の影響を受けて、ベースアップの伸び率は前年に続き鈍化すると見込んでいる。労務行政研究所が公表したアンケート調査によれば、前年調査に比べ経営側が自社におけるベースアップを「実施する予定」と回答した割合は低下したほか、賃上げ率（定期昇給を含む）の見通しも下回っている。加えて、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残業代が減少すると見込まれる。なお、実質賃金については、生鮮食品の高騰により消費者物価（帰属家賃を除く総合）がプラスに転じたことで10～12月期は前年比0.1%減となった。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、雇用者数は増加傾向が続くものの、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。

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」（暦年四半期）

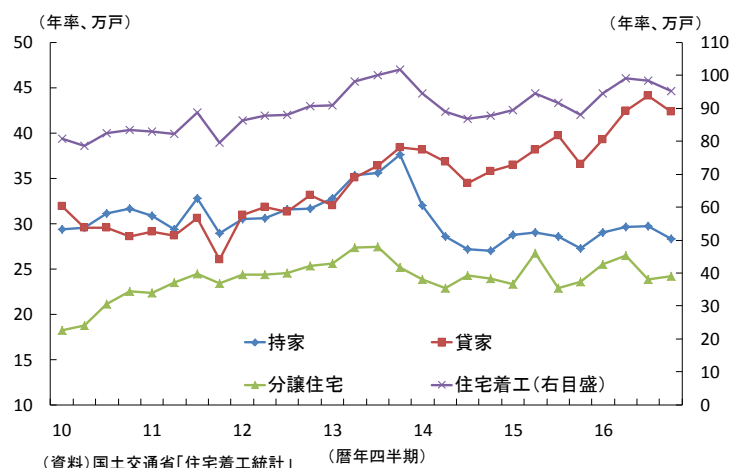
個人消費は、再び弱い動きとなった。10～12月期の民間最終消費支出は前期比0.0%減となった。雇用・所得環境の改善を受けて個人消費は基調としては持ち直しているものの、10～12月期は、夏場の台風などの影響で生鮮野菜が高騰したことでエンゲル係数が一段と上昇し、家計消費を圧迫することになった。一方で、自動車の販売が持ち直すなど耐久財に動きがみられた。家計最終消費支出の内訳をみると、耐久財とサービスが増加する一方、暖冬による季節商材の売れ行き不振もあって衣服などの半耐久財が減少したほか、食料など非耐久財は同0.4%減となった。今後の個人消費については、概ね底堅く推移するだろう。雇用環境の改善が続くなかで既往の株高も消費意欲を高める要因になることに加え、10～12月期の消費を下押しした生鮮野菜の価格高騰も落ち着きつつあることから、家計の節約志向は幾分和らぐとみている。そうした状況下、自動車や家電製品などの耐久財は限定的であろうが増加するだろう。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年度の年金支給額が前年比0.1%減と3年ぶりに引き下げられることが重石になるだろう。また、前述の通り、実質総賃金が増えにくいため、2016年のように天候要因や食品価格の変動に左右される状況は続くと思われる、個人消費は力強さを欠くと見込まれる。

○新設住宅着工戸数は、高水準ながらも緩やかな減少が続く

住宅投資は、貸家を中心に増加が続いた。10～12月期の住宅投資は前期比0.2%増と4四半期連続で増加したものの7～9月期から伸びが大きく鈍化した。既に住宅投資に先行して動く新設住宅着工戸数は、10～12月期が依然高水準ながらも年率95.3万戸と4～6月期をピークに2四半期連続で減少している(図表5)。利用関係別にみると、住宅ローン金利が低下傾向となるなか、相続税対策等で需要が強まっていた貸家は、既にピークアウトしたとみられ、12月は年率38.5万戸と9ヵ月ぶりに40万戸を割り込んでいる。また、持家は概ね安定して推移しているものの、7月をピークに減少傾向となっている。振れが大きい分譲住宅は、7～9月期の水準が下がったことで、10～12月期は微増となった。

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。けん引役であった貸家が減少傾向になると見込んでいる。これまでの節税対策を目的とした旺盛な貸家建設によって、空室率上昇や家賃下落の可能性が高まっており、金融当局もアパートローンへの監視を強めている模様である。住団連のアンケート調査をみても、低層賃貸住宅の引き合いは弱まっている。また、分譲住宅についても、首都圏ではマンション価格が会社員では購入することが困難な水準で高止まりしている。デベロッパーも収益重視の販売戦略をとっており、マンション供給は慎重になると見込まれる。一方、持家は概ね現状の水準を維持すると見込

図表5. 新設住宅着工戸数の推移

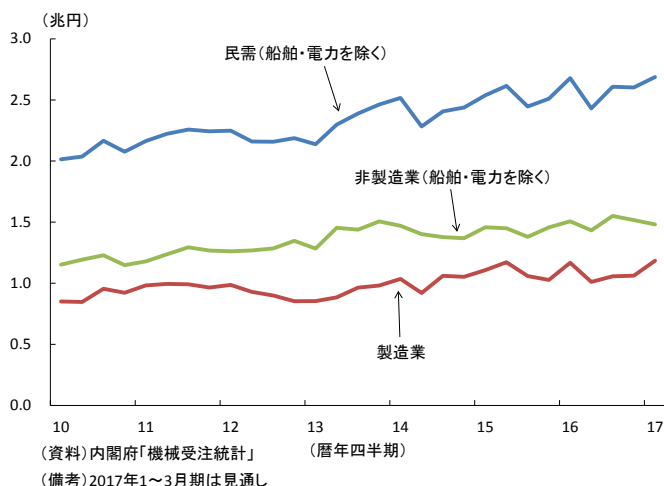


んでいる。雇用・所得環境の改善が続くなか、日銀の金融政策によって住宅ローン金利は低水準での推移が見込まれ、良好な住宅取得環境が続くだろう。主に貸家の動きを映して、住宅投資は減少傾向になると見込んでいる。

○設備投資は緩やかな持ち直しが続く

設備投資は、弱さが残るものの持ち直している。10～12月期の実質設備投資は前期比0.9%増となった。2016年前半の円高による一時的な企業収益の悪化などもあり、2016年はプラスとマイナスの動きが続くなかで、7～9月期の減少から増加に転じた。今後の設備投資は、緩やかな持ち直しが続く見込んでいる。設備投資の先行指標をみると、機械受注（船舶・電力を除く民需）は、7～9月期の大幅増の後、10～12月期は微減となったが、1～3月期の見通しは前期比3.3%増となっている（図表6）。非製造業（除く船舶・電力）は減少が見込まれているものの、製造業が二桁増となっている。輸出の増加を受けて生産活動は上向き、設備稼働率も高まっていることで、製造業の投資意欲が高まっているとみられる。設備の老朽化に対応した維持・更新投資に加え、新製品開発に向けた研究開発費などが増加すると見込んでいる。11月以降の円安によって製造業の収益が再び上向いていることも追い風になるだろう。ただし米新政権の政策に対する不透明感もあって、企業は米国の需要を見込んだ投資に対して一時的に様子見姿勢を強める可能性もあろう。一方、非製造業についても、製造業には見劣りするが、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。

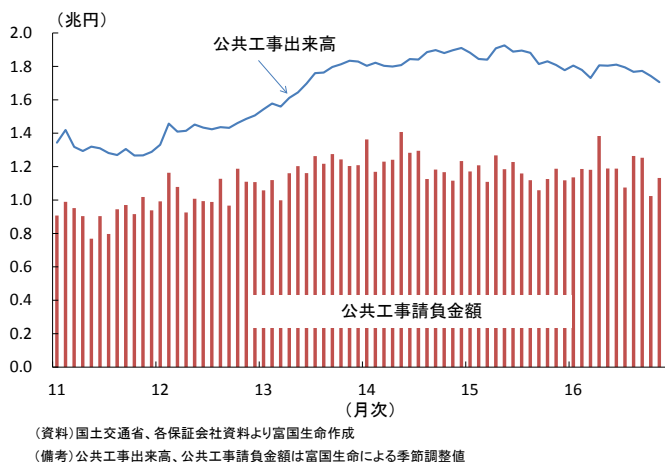
図表6. 機械受注の推移



○公的固定資本形成は、経済対策により増加に転じる

公的固定資本形成は、減少が続いた。10～12月期の公的固定資本形成は前期比1.8%減と2四半期連続で減少した。2015年度補正予算や2016年度予算の前倒し執行の効果で4～6月期に増加した反動もあって、足元では低迷している。今後については、公的固定資本形成は、大規模な経済対策の効果により増加に転じるだろう。12月以降の熊本の公共工事請負金額をみると、急増していることから、2016年度1次補正予算による熊本地震の復旧対応が一段と進捗するとみられる。また、全体の公共投資請負金額の動きをみる限り、当

図表7. 公共工事請負金額・出来高の推移

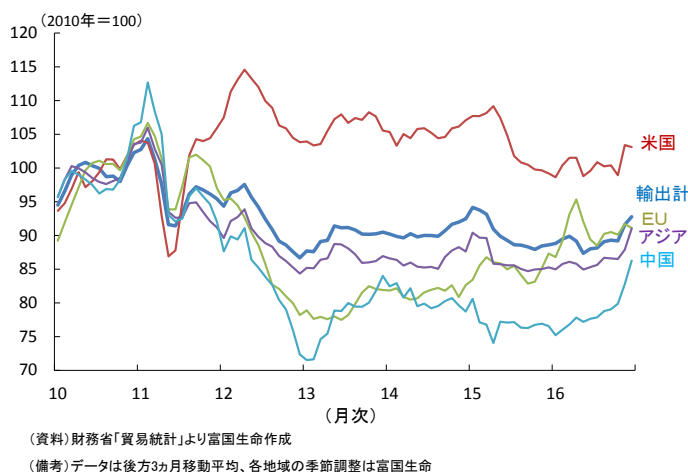


初の想定より遅れているが、大規模な経済対策として 2016 年度 2 次補正予算で組まれた復旧対応、防災、インフラ関連の公共投資については、次第に顕在化していくと想定している。それにより公的固定資本形成は 1～3 月期に増加に転じた後も 2017 年度前半は高水準で推移するだろう。また、東京五輪・パラリンピックに向けた投資の本格化なども下支え要因になると見込んでいる。

○輸出は、海外需要の回復を映して緩やかな増加が続く

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 2.6% 増と 2 四半期連続で増加した。実質輸出は 2015 年以降一進一退の動きが続いていたが、中国経済の安定化や資源価格の持ち直しを受けて新興国経済の減速に歯止めがかかったことでトレンドが変わったとみられる。製造業の景況感をみても、2016 年半ば頃から先進国、新興国ともに上向くなどグローバルで需要が回復しつつあり、それに沿う形でわが国の輸出も増加している。輸出数量指数についても、10～12 月期が前期比 +3.9% と 2 四半期連続で上昇している（図表 8）。仕向地別にみると、アジア、米国向けを中心に上昇している。特に中国向けについてはスマートフォン向け部品の需要が堅調なことに加え、小型車減税の効果により好調な自動車販売を映して自動車部品も増加し、足元の輸出増加をけん引している。今後についても、輸出は緩やかな増加が続くだろう。 海外需要については、前述の先進国、新興国の景況感の改善が示すように循環的には回復傾向になると見込まれる。なかでも詳細は後述するが、中国経済が安定的に推移することが大きいと考えている。そうした状況を映して、当面輸出は増加基調になると見込んでいる。なお、米国の通商政策が過度な保護主義をとる可能性はあるものの、通商交渉には時間がかかるため、今回の予測では特段考慮していない。

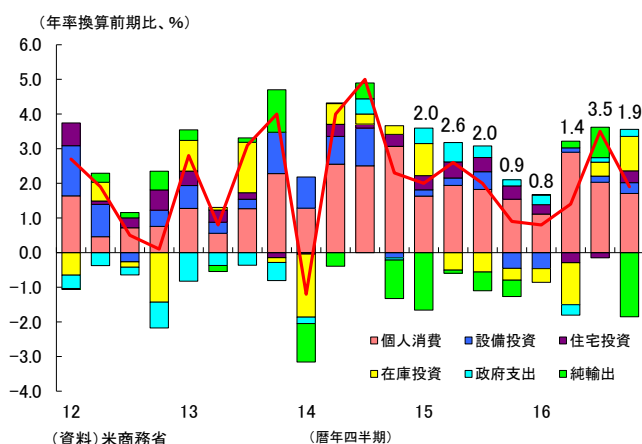
図表 8. 輸出数量指数の推移



【米国経済】

米国経済は、緩やかな回復が続いている。 10～12 月期の実質 GDP 成長率（速報）は、前期比年率 +1.9% となった（図表 9）。外需のマイナス寄与により 7～9 月期から減速したものの、内需は個人消費を中心に堅調さを維持している。家計部門については、個人消費が同 2.5% 増となった。サービスの伸びは鈍化したものの、自動車・同部品などの耐久財を中心に増加が続いた。また、住宅投資は、3 四半期ぶりの増

図表 9. 米国実質 GDP 成長率の推移



加となる同 10.2%増と高い伸びになった。企業部門については、設備投資が同 2.4%増と 3 四半期連続の増加となった。産業設備などの機器が増加に転じたほか、原油価格が持ち直したことでシェール関連の投資に動きがみられた。在庫投資は同 +1.0 ポイントと 2 四半期連続でプラス寄与となった。外需については、堅調な内需を映して輸入が同 8.3%増となる一方、輸出は 7~9 月期に大幅増となった食糧の反動減などにより同 4.3%減少したことで、1.7 ポイントのマイナス寄与となった。

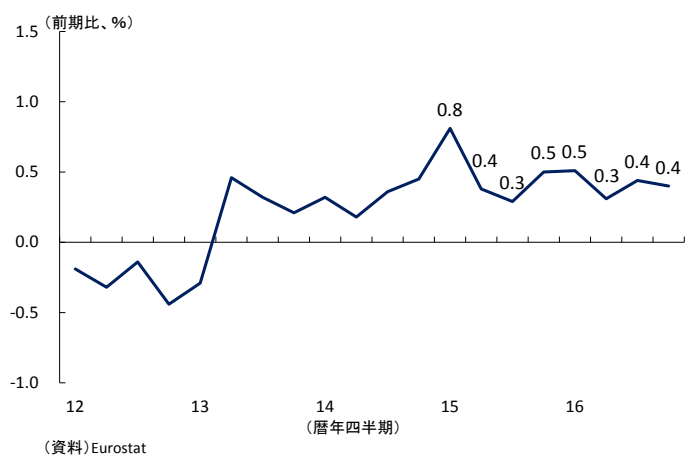
今後については、緩やかな回復が続くと想定している。雇用・所得環境については、非農業部門雇用者数の前月差が 11~1 月平均で 18.3 万人増と安定的に増加し、失業率は 1 月が 4.8%と引き続き低水準を維持している。このような労働需給の引き締まりを映して賃金上昇圧力は緩やかに高まっている。こうした良好な雇用・所得環境に加え、大統領選以降の株高もあって消費マインドは良好さを維持するとみられ、個人消費は引き続き堅調に推移するだろう。また、住宅投資についても、住宅ローン金利の上昇は重石となるものの、未だ低水準にとどまっていることから、引き続き底堅く推移すると見込んでいる。企業部門については、設備投資は、企業収益が回復傾向にあることに加えて、原油価格の安定によりエネルギー関連投資が持ち直すとみられ、底堅く推移するだろう。輸出については海外需要の回復を映して増加すると見込んでいるが、既往のドル高が重石となり力強さを欠く動きとなるだろう。2017 年の米国の実質 GDP 成長率については、前年比 +2.4%と予測している。FRB の利上げペースについては、2016 年は年前半の景気減速などにより年 1 回にとどまったが、2017 年は景気の回復基調が続くなか、年 2 回の慎重なペースで利上げすると想定している。今後の米国経済の行方を大きく左右する新政権の政策について、今回の予測では、所得税、法人税の減税およびインフラ投資の拡大の実施（共和党案に近い水準）を想定している。ただし、法案成立の遅れなどにより、それらの政策効果は 2018 年以降に顕在化するとみている。

【欧州経済】

欧州経済は、緩やかな持ち直しが続いている。10~12 月期のユーロ圏の実質 GDP 成長率は前期比 +0.4%となった（図表 10）。ドイツについては、同 +0.4%と前期（7~9 月期）の同 +0.1%から伸び率が高まった。政府最終消費支出の増加に加えて、総資本形成も拡大したことなどが伸びを高めた要因とみられる。その他主要国については、フランスは同 +0.4%と個人消費を中心に前期（同 +0.2%）から成長が加速し、イタリアは同 +0.2%となり、スペインは同 +0.7%と高い伸びが続いた。このようにギリシャを除く多くのユーロ圏各国はプラス成長を辿っている。

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。1 月のインフレ率が前年比 +1.8%と伸びを高めており、物価上昇にともなう実質購買力の低下が個人

図表 10. ユーロ圏実質 GDP 成長率の推移



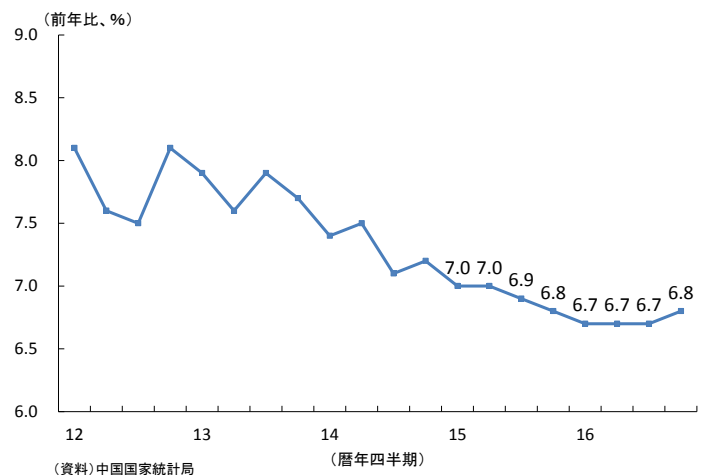
消費の重石となるものの、雇用環境の緩やかな改善が続くことで、個人消費は増加傾向を維持するだろう。また、輸出についても、ユーロ安が下支え要因となるなか、海外需要の回復を映して緩やかに増加するだろう。一方、固定資本形成については、伸び悩むとみられる。ECBの2016年第4四半期の銀行貸出調査によれば、企業向け貸出態度は過去3ヵ月が「厳格」になるなど、ECBのマイナス金利政策による収益環境の悪化などで金融機関の貸出姿勢は慎重化している。また、フランス大統領選挙やドイツ議会選挙など重要な政治イベントが控えており、政治リスクが意識されるなかで、企業の投資意欲も盛り上がりにくい状況が続くだろう。ユーロ圏のインフレ動向については、これまでの原油価格の持ち直しによって短期的にインフレ率が高まっているものの、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）の上昇幅は限定的になると見込んでいる。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、概ね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7～9月期より0.1ポイント成長率が高まった(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、運輸等にけん引されて第3次産業の伸び率が高まっている。12月の主要経済指標をみると、固定資産投資は、1～12月累計で同8.1%増とインフラ投資の拡大が一服したことなどで、1～11月累計と比較して伸び率が鈍化している。生産については、概ね安定して伸びている。調整が続いていた粗鋼、セメントなどの過剰生産業種で持ち直しつつあることが下支えしている。一方、小売売上高は同10.9%増と伸び率が拡大している。オンライン販売が堅調さを維持するなか、自動車販売が当初の減税期限(12月末)を見据えた駆け込みもあって高水準となった。なお、輸出については、12月まで前年比マイナスが続いたものの、1月は10ヵ月ぶりに前年比プラスになった。ただし、昨年は2月中であった旧正月の休暇が今年は1月下旬から始まっており輸出を前倒した影響で増加した可能性もあろう。

今後についても、安定的に推移すると想定している。12月の中央経済工作会議では「稳中求進(安定の中で前進を求める)」の方針が堅持されており、積極的な財政政策を実施することが示されている。その財政拡大がインフラ投資の拡大などを通じて景気の安定弁になろう。固定資産投資は、認可されたプロジェクトの進捗によってインフラ投資が拡大し、企業収益の改善を受けて低迷していた民間投資が持ち直していくと見込んでいる。不動産投資は、一級都市など需要が強い地域の投資拡大が下支えするものの、政府が住宅バブル抑制に本腰を入れている影響が徐々にでてくるだろう。また、個人消費は概ね底堅く推移すると見込んでいる。引き続きEコマースの浸透という構造的な変化が追い風になることに加え、けん引役となる自動車販売は、減税規

図表 11. 中国実質GDP成長率の推移



模が縮小したことで一時的に増勢は一服するものの、その後は堅調に推移するだろう。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。過剰生産能力の調整や金融機関の不良債権の増加が引き続き成長の重石になるものの、財政が下支えする構図になると見込まれる。2017年は秋に最重要会議である党大会を控えており、成長率が大きく下振れするような改革は先送りされ、経済活動は安定が優先されると考えている。2017年の実質 GDP 成長率は+6.6%と前年を下回るものの、6%台半ばの成長率を維持すると見込んでいる。

○今後の伸び率などについて

日本経済は、輸出の緩やかな持ち直しが続くことに加え、経済対策によって公共投資が増加に転じることで、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、2016年度の実質 GDP 成長率は+1.2%で着地すると見込んでいる。

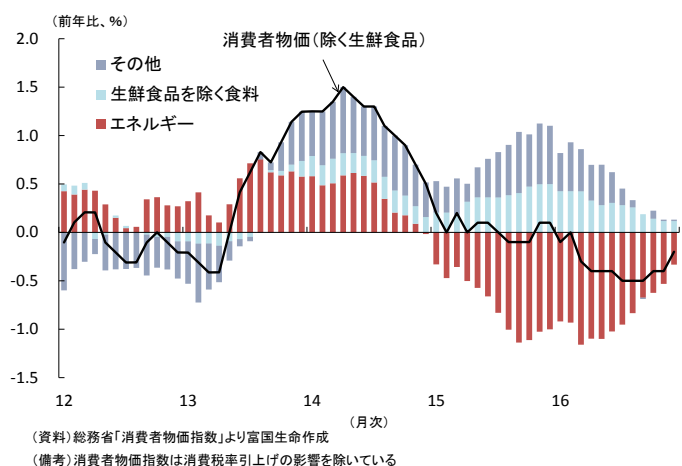
2017年度の実質 GDP 成長率は+1.3%と前回予測から上方修正した。海外需要の回復を受けて輸出が増加基調になることに加え、その輸出の増加や円安にともなう企業収益の改善を受けて設備投資も引き続き持ち直すと見込んでいる。それに経済対策の押し上げ効果もあることから、年度前半の四半期ごとの成長率は年率1%台半ばを見込んでいる。

2018年度の実質 GDP 成長率は+0.8%と予測した。雇用環境や企業収益の改善という好循環が途切れないと見込んでいる。そうしたなか、米国が財政政策の効果から成長率を高めることもあって輸出が堅調に推移するだろう。一方で、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で、四半期ごとの成長率は0%台半ばの成長にとどまると想定している。

○消費者物価と金融政策の見通し

2016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▲0.2%と、10ヵ月続けてマイナスとなった（図表12）。コア CPIは着実にマイナス幅が縮小しているが、それはエネルギーのマイナス寄与度が縮小している影響が大きい。原油価格の持ち直しを受けてガソリンや灯油などが含まれる石油製品価格は前年比プラスに転じ、ガス代や電気代などもわずかではあるがマイナス幅が縮小傾向になっている。一方、エネルギー以外の物価上昇率は伸びが鈍化している。日銀が公表している生鮮食品及びエネルギーを除く総合指数は、12月が同+0.1%と2015年12月の同+1.3%をピークにプラス幅が縮小している。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る要因になっている。また、消費者物価指数を品目別にみても、5割以上の品目が上昇しているものの、その割合は低下傾向に

図表 12. 消費者物価上昇率の推移



ある。今後については、2017年2月にプラスに転じた後、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、これまで物価を押し下げていたエネルギーが、反対に物価の押し上げ要因になるためである。原油価格は緩やかに上昇すると想定しているが、ガソリン、灯油などの価格は前年比プラスで推移し、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についても、前月比ではプラスに転じており、対前年でも次第にプラスになるとみられ、**2017年度前半にかけてエネルギーはプラス幅が拡大するだろう。**エネルギー以外の財価格については、昨年夏までの円高進行が食料品や耐久消費財の輸入物価を押し下げていたが、11月以降の円安進行が次第に物価の押し上げ要因になろう。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。こうした動向を映してコアCPIは、**2017年2月頃にプラスに転じ、次第に前年比プラス幅が拡大していくと見込まれ、2017年度のコアCPIは前年比+0.7%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の見通しの中央値は、**2017年度+1.5%、2018年度+1.7%**と10月予測を据え置き、物価目標の達成時期についても「**2018年度頃**」になる可能性が高いとしている。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。現時点では、トランプ政権の政策は不透明な面が多く、通商政策で中国等に対し過度な保護主義をとれば、相手国も制裁措置をとることも想定されグローバルの貿易活動が低迷する可能性もある。特に中国は日本企業のサプライチェーンに組み込まれており、我が国にとっても間接的に悪影響が及ぶ可能性もあろう。最も懸念されるのは、中東などにおける米国の影響力が一段と弱まることで、テロなどの地政学的リスクが高まることである。また、欧州においては、オランダ議会選挙をはじめフランス大統領選挙、ドイツ議会選挙など重要な政治イベントを控え、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。さらに、新興国においては、米国が利上げ局面にあることで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外需の減少を通じて、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	1.4	0.1	0.1	0.6
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	▲ 0.0	▲ 0.7	0.1	0.4
民間設備投資	0.8	1.3	0.4	▲ 0.8	0.2	0.3
政府最終消費	▲ 0.3	2.0	▲ 0.3	▲ 0.5	▲ 0.1	0.1
公的固定資本形成	1.5	2.9	0.5	▲ 0.7	0.1	0.3
財貨・サービスの輸出	9.3	2.5	▲ 1.5	▲ 7.2	1.4	1.7
財貨・サービスの輸入	11.0	0.3	▲ 9.0	▲ 10.6	2.7	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	▲ 0.4	1.3	1.2	1.3	0.8
民間需要	2.4	▲ 1.0	0.8	0.5	0.6	0.6
民間最終消費	1.6	▲ 1.6	0.3	0.3	0.4	0.3
民間住宅投資	0.3	▲ 0.3	0.1	0.2	▲ 0.1	0.0
民間設備投資	1.0	0.4	0.1	0.3	0.4	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	0.2	0.2	0.1
公的固定資本形成	0.4	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.0	0.2	▲ 0.0
財貨・サービスの純輸出	▲ 0.5	0.6	0.2	0.6	0.2	0.1
財貨・サービスの輸出	0.6	1.4	0.1	0.4	0.6	0.6
財貨・サービスの輸入	▲ 1.2	▲ 0.8	0.0	0.2	▲ 0.4	▲ 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