

平成29年11月20日

2017・2018年度 日本経済の見通し（改訂）

～ 10～12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 +1.6%（前回+1.8%）、2018年度 +0.9%（前回+0.9%）

○ 7～9月期は、外需主導で7四半期連続のプラス成長

2017年7～9月期の実質GDP成長率は、前期比+0.3%、年率+1.4%と7四半期連続のプラス成長となった。内需がけん引役となった4～6月期から一転して、7～9月期は外需が成長を主導した。設備投資は好調な企業収益を背景に小幅ながら増加が続いたものの、個人消費は4～6月期に高い伸びとなった反動に加え、長雨など天候不順の影響もあって減少したほか、公共投資も2016年度補正予算の効果が一巡し減少に転じた。このように内需が冴えないなかで輸入が5四半期ぶりに減少した一方、4～6月期に増勢が一服した輸出が米国、アジア向けを中心に堅調さを取り戻したことで、外需が0.5ポイント成長率を押し上げた。

○ 10～12月期以降も、緩やかな回復が続く

10～12月期以降も、緩やかな回復が続くだろう。7～9月期の外需主導による成長は概ね想定通りであり、先行きの見方は前回予測から大きく変えていない。米国が金融政策の正常化を進めるなかでも海外経済が堅調さを増し、企業収益も好調に推移するなかで、輸出、設備投資の増加が続くと見込んでいる。また、個人消費は、良好な雇用環境に加え足元の株高も消費マインドの改善に寄与し概ね底堅く推移するだろう。ただし、2017年度の実質GDP成長率は前年比+1.6%と、4～6月期1次速報値の下方修正を反映して、前回予測から0.2ポイント引き下げた。2018年度については同+0.9%と前回予測を維持した。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、家計部門は力強さを欠く状況が続くとみている。引き続き堅調な海外需要を映した緩やかな回復となるだろう。

○ リスクは引き続き海外要因

我が国経済は緩やかな回復が続くと見込むものの、堅調な海外需要に支えられている面も大きい。しかし、米国の政策運営の不透明感、過剰債務・過剰生産能力などの問題を抱える中国経済の失速、北朝鮮情勢をはじめとした地政学リスクなど海外のリスク要因には事欠かない。こうしたリスク要因が顕在化すると、外需の減少あるいは金融資本市場の混乱を通じて、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

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8月 時点	2018年度予測		
		上期	下期	前期比	上期		下期	前期比	
名目国内総生産（兆円）	537.9	546.4	544.1	548.7	547.8	553.4	552.4	554.1	
	1.1	1.6	0.9	0.8	1.8	1.3	0.7	0.3	
実質国内総生産（兆円）	523.3	531.5	529.9	533.4	533.0	536.5	535.5	537.6	
	1.3	1.6	0.9	0.7	1.8	0.9	0.4	0.4	
内 需	0.5	1.1	0.9	0.4	1.7	0.8	0.4	0.4	
民間需要	0.6	0.8	0.6	0.4	1.4	0.7	0.4	0.3	
民間最終消費	0.7	1.0	0.6	0.2	1.5	0.8	0.4	0.4	
民間住宅投資	6.6	0.9	1.1	▲ 2.6	0.9	▲ 0.3	0.1	1.8	
民間設備投資	2.5	2.2	0.8	0.7	3.9	1.7	0.9	0.9	
公的需	▲ 0.1	0.3	0.3	0.0	0.4	0.1	0.1	0.1	
政府最終消費	0.4	0.7	0.5	0.3	0.7	0.7	0.4	0.4	
公的固定資本形成	▲ 3.2	2.6	4.5	▲ 1.4	4.5	▲ 1.0	▲ 0.3	▲ 0.3	
財貨・サービスの純輸出	0.8	0.4	0.0	0.3	0.1	0.1	▲ 0.0	▲ 0.0	
財貨・サービスの輸出	3.2	4.8	1.5	1.7	4.0	3.3	1.4	2.2	
財貨・サービスの輸入	▲ 1.3	2.1	1.3	▲ 0.3	3.5	2.4	1.4	2.2	

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	2.4	0.6	3.9	2.4	1.5	1.2
国内企業物価指数※	▲ 2.4	2.7	2.5	2.8	2.2	2.2	2.3	2.0
消費者物価指数※	0.0	0.6	0.5	0.8	0.7	0.8	0.7	0.9
消費者物価（除く生鮮）※	▲ 0.2	0.6	0.5	0.7	0.6	0.8	0.7	0.8
貿易収支（兆円）	5.8	5.8	2.7	3.1	5.8	6.7	3.9	2.9
経常収支（兆円）	20.4	22.0	11.5	10.5	20.4	23.2	12.9	10.2
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	95.8	97.9	93.0	95.2	94.7	94.3	95.2
為替レート（¥/\$）	108.4	112.4	111.0	113.7	111.2	115.1	114.8	115.4
原油価格（\$/b）	47.3	54.6	51.5	57.8	51.9	59.7	59.4	59.9
米国実質成長率（年率）	1.5	2.2	1.8	2.9	2.1	2.5	2.4	2.2
中国実質成長率※	6.7	6.8	6.9	6.8	6.8	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

○7～9月期の実質GDP

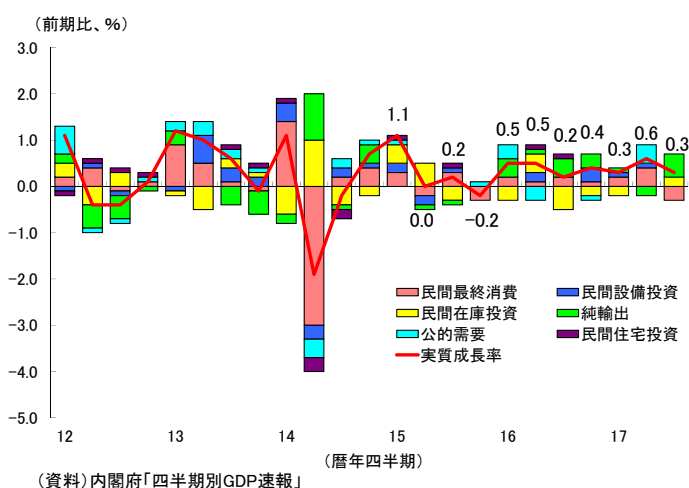
11月15日に発表された2017年7～9月期の一次QEによると、実質GDP成長率は前期比+0.3%（年率換算+1.4%）と7四半期連続のプラス成長となった（図表2）。個人消費の減少などにより内需の寄与度が同▲0.2ポイントとなったものの、輸出の増加などにより外需寄与度が同+0.5ポイントとなり、成長率を押し上げる要因となった。名目GDP成長率は同+0.6%

（年率換算+2.5%）と、実質ベースを上回り、2四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5四半期ぶりにプラスに転じた。7～9月期の実質GDPを需要項目別にみると、民間最終消費は4～6月期に高い伸びとなった反動に加え、天候不順により外出が手控えられた影響もあり同0.5%減となり、住宅投資は住宅着工の頭打ちなどにより同0.9%減と7四半期ぶりに減少した。一方、設備投資は同0.2%増と小幅ながら4四半期連続で増加したほか、在庫投資の寄与度は同+0.2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同2.5%減となり、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1.5%増となった一方、輸入が同1.6%減と5四半期ぶりに減少に転じたことで、外需はプラス寄与となった。

前回予測から足元までの金融資本市場の動向をみると、9月上旬にかけて北朝鮮情勢の緊迫化により株安、金利低下、円高が進む局面もあったが、10月以降は、好調な企業業績への期待、安倍首相の続投決定で日銀の緩和的な政策スタンスは変わらないとの見方が強まったことなどを背景に、日経平均株価が一時2万3千円を超えるなど、株価が大幅に上昇した。また、資源価格については、夏場に40ドル台後半で推移していたWTI原油価格は、中東の政治情勢への懸念などから50ドル台後半へと上昇している。このようななか日本経済は堅調な外需を背景に緩やかな回復が続いている。

今後の日本経済については、10～12月期以降も緩やかな回復が続くと見込んでいる。7～9月期の外需主導による成長は概ね想定通りであり、先行きの見方は前回予測から大きく変えていない。米国が金融政策の正常化を進めるなかでも海外経済が堅調さを増し、企業収益も好調に推移するなかで、輸出、設備投資の増加が続くと見込んでいる。また、個人消費は、良好な雇用環境に加え足元の株高も消費マインドの改善に寄与し概ね底堅く推移するだろう。ただし、2017年度の実質GDP成長率は前年比+1.6%と、4～6月期1次速報値の下方修正を反映して、前回予測から0.2ポイント引き下げた。2018年度については同+0.9%と前回予測を維持した。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、家計部門は力強さを欠く状況が続くとみている。引き続き堅調な海外需要を映した緩やかな回復となるだろう。

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」

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

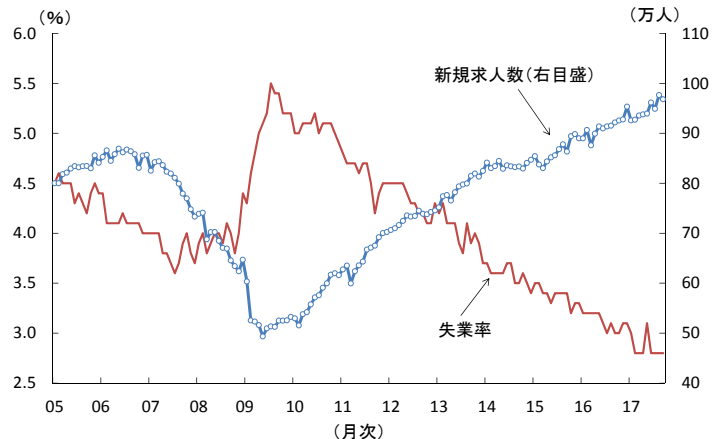
雇用環境は改善傾向となっている。失業率については、女性や高齢者の労働市場への参入が継続するなかでも9月は2.8%と低水準を維持し、7~9月期平均の雇用者数（季節調整値）は前期比0.7%増の5,845万人と増加傾向となっている（図表3）。

そうしたもとで、有効求人倍率は上昇傾向を辿り9月が1.52倍と1974年2月（1.53倍）以来の高水準にあり、正社員に限った有効求人倍率についても1.02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っている。

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。

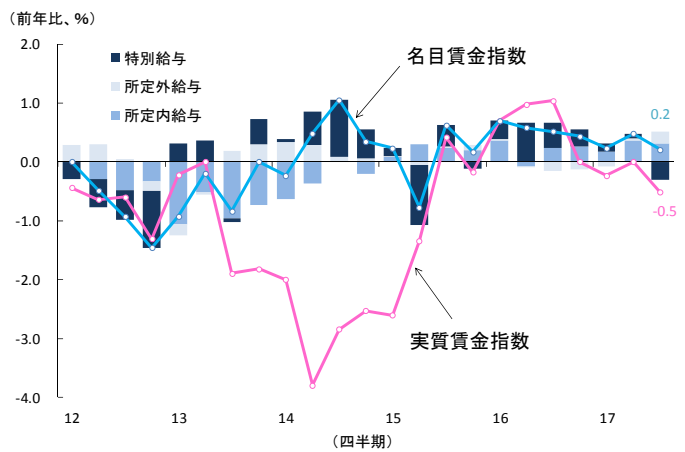
7~9月期の名目の一人当たり現金給与総額は前年比0.2%増と4~6月期の同0.5%増から伸び率が鈍化した（図表4）。所定外給与の伸びが高まる一方、基本給にあたる所定内給与の伸びがやや鈍化したことに加え、特別給与がマイナスに転じた。円高の影響などで伸び悩んだ2016年の企業業績が反映された夏季賞与が大企業を中心に振るわなかったことによる。今後についても、現金給与総額は低い伸びにとどまると想定している。ひっ迫する労働需給によりパートタイム労働者の賃金には引き続き上昇圧力がかかるとみられるが、2017年春闘における賃上げ率が前年を下回る伸びにとどまったことで、正社員の先行きの所定内給与は緩やかな伸びにとどまる公算が大きい。冬季賞与は中小企業を中心に足元の好業績が反映されることで夏季賞与からは幾分改善が見込まれる。なお、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んでいる。2018年度の名目賃金については、幾分伸び率が高まるだろう。2018年春闘においては、好調な企業業績に加え、参考にされる前年の物価が上昇していることなどを映して、賃上げ率は2017年を上回ると見込んでいる。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）

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」

2017年春闘における賃上げ率が前年を下回る伸びにとどまったことで、正社員の先行きの所定内給与は緩やかな伸びにとどまる公算が大きい。冬季賞与は中小企業を中心に足元の好業績が反映されることで夏季賞与からは幾分改善が見込まれる。なお、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んでいる。2018年度の名目賃金については、幾分伸び率が高まるだろう。2018年春闘においては、好調な企業業績に加え、参考にされる前年の物価が上昇していることなどを映して、賃上げ率は2017年を上回ると見込んでいる。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）

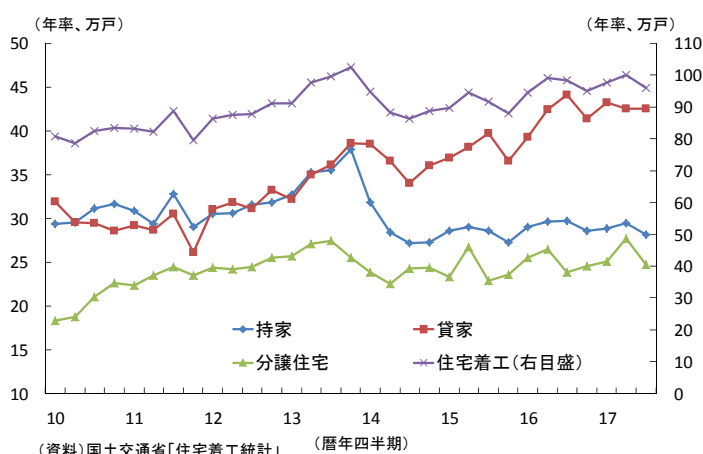
の上昇にともない、7～9月期が前年比0.5%減と低迷している。先行きについても、消費者物価上昇率が前年比プラスでの推移が見込まれることで、実質賃金は前年をわずかに下回って推移すると想定している。そのため、雇用者数は緩やかな増加が続くものの、実質総賃金（実質賃金×雇用者数）は低い伸びにとどまるだろう。

個人消費は、概ね底堅く推移している。7～9月期の民間最終消費支出は前期比0.5%減と7四半期ぶりの減少となった。4～6月期は好天に恵まれ同0.7%増と高い伸びとなったが、7～9月期は逆に長雨や台風上陸といった天候不順が下押し要因となった。このように個人消費は天候要因に大きく左右されたが、均してみれば緩やかながら回復傾向にある。家計最終消費支出の内訳をみると、半耐久財は同1.0%増、非耐久財は同0.1%増となったものの、耐久財は自動車販売が4～6月期に好調だった反動で同1.2%減となったほか、サービスは同0.7%減となった。サービスについては、天候不順により外出が手控えられた影響により飲食サービスなどが落ち込んだとみられる。今後の個人消費については、概ね底堅く推移するだろう。雇用環境が着実に改善するなか、足元の株高も消費マインドの改善につながるだろう。そうしたなかで、自動車や家電製品などの耐久財は緩やかながらも増加すると見込んでいる。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、買替え需要が下支えとなるだろう。もっとも、家計の所得環境に目を向けると、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。こうした所得環境のもとで家計の節約志向は残り、個人消費は、引き続き天候要因や食料品価格の変動などに左右されやすい、力強さを欠く推移が続くだろう。

○新設住宅着工戸数は、緩やかな減少を見込む

住宅投資は、減少に転じた。7～9月期の住宅投資は前期比0.9%減と7四半期ぶりに減少した。住宅投資に先行して動く新設住宅着工戸数は、7～9月期が年率95.6万戸と高い水準を維持しているものの、3四半期ぶりの減少となった（図表5）。利用関係別にみると、相続税対策等で需要が強まり全体のけん引役となってきた貸家については、7～9月期が年率42.5万戸と引き続き高水準ではあるものの、2四半期続けて小幅減となり、増加が頭打ちとなっている。横ばい推移が続く持家は

図表5. 新設住宅着工戸数の推移



同4.6%減となり、分譲住宅は同10.8%減と4四半期ぶりに減少した。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。貸家については、相続税対策等を背景に旺盛な貸家建設が続いたことで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ぶっている。また、金融当局の監視強化によりアパートローンに対する金

融機関の積極姿勢も後退している模様であり、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、概ね現状の水準を維持すると見込んでいる。このように、貸家を中心に住宅着工の水準は低下し、住宅投資は減少傾向になると見込んでいる。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。7～9月期の実質設備投資は前期比0.2%増と小幅ながら4四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。

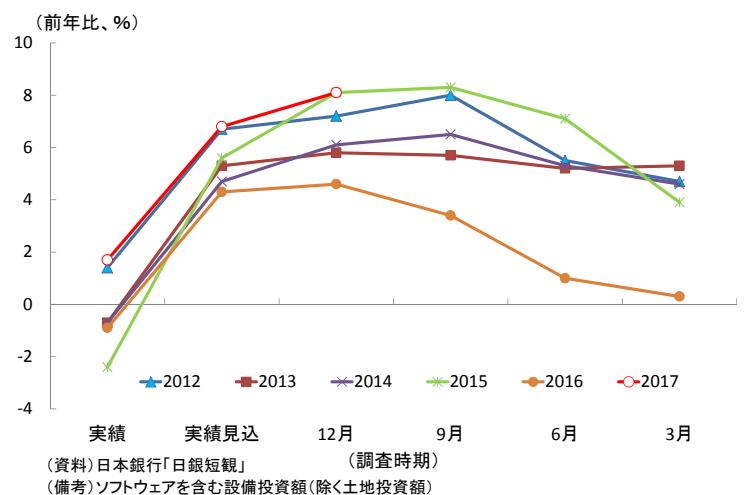
日銀短観9月調査における全規模・全産業のソフトウェアを含む設備投資計画（土地投資を除く）は、2017年度は前年比8.1%増と、この時期としては2015年度と並び高い計画となっている（図表6）。好調な企業収益、良好な資金借入環境などを背景に企業の設備投資意欲は前向きになっているとみられる。こうしたなか、先行指標である建築物着工床面積（民間非居住用）は持ち直しの動きとなり、機械受注（船舶・電力除く民需）は7～9月期が前期比4.7%増と3四半期ぶりに増加した。

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、競争力確保のための新製品開発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、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、企業の前向きな投資スタンスが維持されるも、緩やかな増加が続くと見込んでいる。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に加え、人手不足に対応した投資や研究開発投資などが下支えとなるだろう。もっとも、個人消費を中心とした内需が力強さを欠く状況が続くとみられるなか、先行きの期待成長率は高まりにくく、生産能力増強など積極的な投資の増加は限られよう。

○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

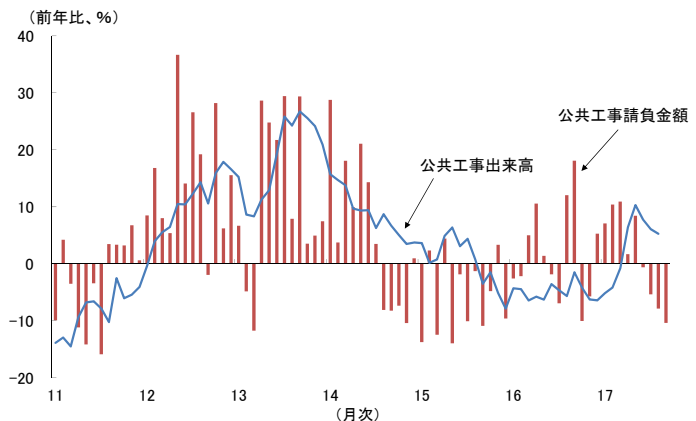
公的固定資本形成は、経済対策が一巡し減少した。7～9月期の公的固定資本形成は前期比2.5%減となった。公的固定資本形成は2016年度補正予算で組まれた経済対策の効果により4～6月期は同5.8%増と大きく増加したが、その効果が息切れする形と

図表6. 設備投資計画（全規模・全産業）



なった。今後の公的固定資本形成は、高水準ながら緩やかに減少するだろう。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%減と大きく減少している（図表7）。そのため、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なども徐々に本格化することが下支えとなるものの、先行きも弱めの動きが続く公算が大きい。なお、年末に向けて2017年度補正予算が編成されるが、人づくり革命や農林水産業強化策が柱になるとみられることから、公共事業関連費の大幅な積増しは見込みにくい。そのため、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により、公的固定資本形成は前年割れになると見込んでいる。

図表7. 公共工事請負金額・出来高の推移

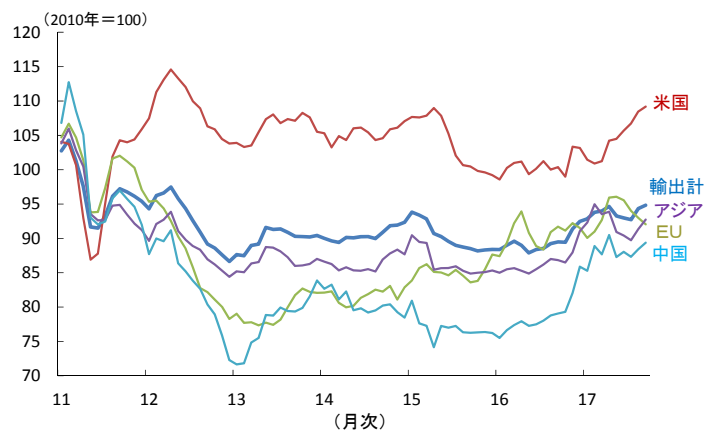


(資料)国土交通省、各信用保証会社資料より富国生命作成

○輸出は、堅調な海外需要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。7～9月期の実質輸出は前期比1.5%増となった。4～6月期は同0.2%減と足踏みがみられたが、再び増勢を取り戻している。輸出数量指数をみると、7～9月期が同+2.0%と2四半期ぶりに上昇した（図表8）。仕向地別にみると、好調な推移が続いていたEU向けが5四半期ぶりに低下したものの、米国、アジア向けが堅調に推移した。米国向けは自動車関連、アジア向けでは電子部品などが好調となった。今後についても、輸出は緩やかな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、新興国ともに良好さを維持している。また海外需要について、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。引き続き電子部品などの情報関連は堅調な推移が見込まれるほか、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。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もと、輸出は増加傾向を維持すると見込んでいる。

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】

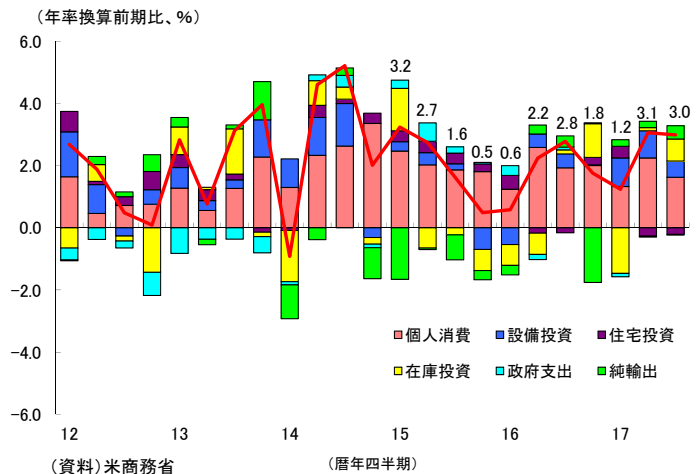
米国経済は、緩やかな回復が続いている。7～9月期の実質 GDP 成長率（速報）は、前期比年率+3.0%となった（図表 9）。8 月下旬から 9 月にかけて米国本土に上陸した大型ハリケーンの影響を受けて、自動車を中心に買い替え需要が顕在化したことなどから個人消費が堅調に推移したほか、

良好な企業のマインドや好業績を背景に設備投資は 6 四半期連続の増加となるなど、内需が GDP のけん引役となった。家計部門については、個人消費が同 2.4% 増となった。9 月の自動車販売台数が、ハリケーン後の買い替え需要により年率 1,857 万台と約 12 年ぶりの水準となり、耐久財の伸びが寄与した。住宅投資は同 6.0% 減と 2 四半期連続のマイナスとなった。企業部門については、設備投資が同 3.9% 増と 6

四半期連続の増加となった。シェール関連の投資の伸び率が縮小するなど構築物投資はマイナスに寄与したものの、機械設備投資が堅調に推移した。在庫投資は同+0.7 ポイントと 2 四半期連続のプラスとなった。外需については、堅調な海外経済を映して輸出が同 2.3% 増となったことに加え、輸入は同 0.8% 減となり、同 0.4 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の前月差はハリケーンの影響で 9 月に 1.8 万人増へ鈍化したが、8～10 月平均でみれば 16.2 万人増と堅調な伸びとなり、失業率は 10 月が 4.1% と約 17 年ぶりの低水準となっている。足元の時間当たり賃金は、給与水準が低いレジャー接客業における雇用者数増減の影響により、9 月が前年比 2.8% 増、10 月が同 2.4% 増と伸び率の振れが大きくなっているが、労働需給の引き締まりを映して今後は賃金上昇圧力が緩やかに高まっていくとみられる。このような雇用・所得環境のもと、個人消費は堅調に推移するだろう。住宅投資については、引き続き労働力の確保等の供給制約が重石となるだろう。企業部門については、設備投資は、堅調な企業収益などを背景に増勢を維持するだろう。金融政策については、イエレン FRB（米連邦準備制度理事会）議長の後任に、現 FRB 理事のパウエル氏が選ばれ、これまでの金融政策に対する考え方を踏襲した政策運営になると見込まれる。PCE コアインフレ率（エネルギー・食料等を除く）が 1% 台前半の伸びにとどまるなか、利上げやバランスシート縮小のペースは緩やかなものにとどまるだろう。ただし、雇用環境は既に何人かの FOMC 参加者が完全雇用と考える水準にあり、12 月の利上げおよび 2018 年には 3 回の利上げが行われるだろう。2017 年の米国の実質 GDP 成長率については、前年比+2.2%で着地すると見込んでいる。税制改革については、2018 年度予算決議案の可決を受けて成立の期待感が高まっているが、上院・下院それぞれの税制改革案の内容には乖離があり、調整は難航するだろう。また、上院では共和党が 100 議席中 52 議席を確保しているものの、数人の反対で過半数を割る状況にあり、財政赤字拡大への懸念を示す共和党员との調整が不可欠であることから年内の成立は見込んでいない。

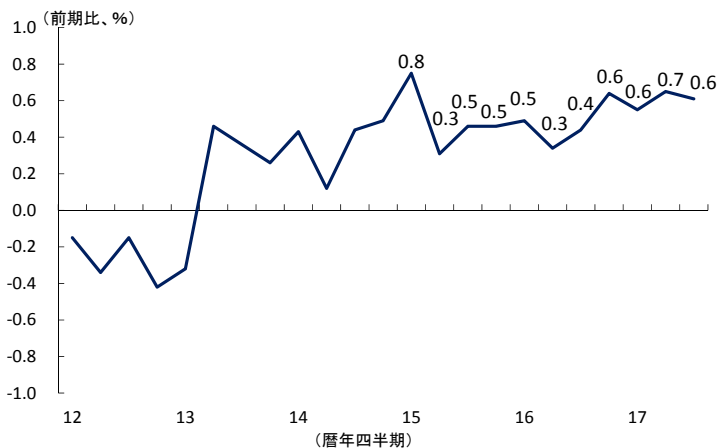
図表 9. 米国実質 GDP 成長率の推移



【欧州経済】

欧州経済は、緩やかな持ち直しが続いている。7～9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+0.8%と前期（4～6月期）の同+0.6%から伸び率が高まった。世界経済の回復にともなう輸出増加がけん引したほか、総固定資本形成の伸びがプラスに寄与したとみられる。その他主要国については、フランスは同+0.5%と個人消費の伸びが加速したものの、輸入増により外需の寄与がマイナスとなったことを受けて前期（同+0.6%）から成長がやや鈍化した。イタリアは同+0.5%と前期から加速、スペインは同+0.8%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



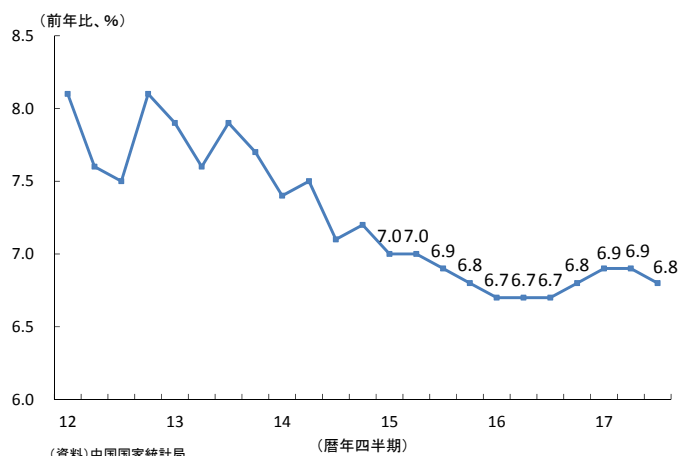
(資料) Eurostat

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、個人消費は増加傾向を維持するだろう。また、固定資本形成についても、企業の資金需要が高まるなか、銀行の企業向け貸出態度に厳しさはみられず、持ち直しの動きが続くとみられる。ECBの2017年第3四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、先行き3ヵ月ともに「緩和」となり、金融機関の貸出に対する慎重な姿勢は後退しつつある。輸出については、ユーロ高が重石となるものの、海外需要の回復を映して増加基調が続くだろう。ユーロ圏のインフレ動向については、引き続き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るだろう。そのため、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まれる。こうしたなか、ECBは2018年1月以降の資産買入れプログラムについて買入れ額は減額するものの2018年9月までの延長を決定しており、緩和的な金融政策が続く見込みとなっている。

【中国経済】

中国経済は、安定的に推移している。7～9月期の実質 GDP 成長率は前年比+6.8%となり、7四半期ぶりに成長率は低下したものの、底堅い伸びとなった（図表 11）。主要経済指標をみると、1～10月累計の固定資産投資は同7.3%増となり、1～3月期の同9.2%増をピークに鈍化が続いている。政府は2016年にかけて緩和的な金融政策や財政支出の拡大により景気失速の回避に注力してきたが、不動産市場の過熱などを受けて昨年末以

図表 11. 中国実質 GDP 成長率の推移



(資料) 中国国家统计局

降、やや引き締めよりの政策スタンスをとっていることが影響している。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、金利上昇の影響もあって民間部門の投資が引き続き減速した。また、住宅購入規制などの影響から不動産開発投資も1～10月が同7.8%増と伸び率が鈍化している。一方、小売売上高については、10月単月が前年比10.0%増、1～10月累計でも同10.3%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10月まで8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、成長率は緩やかな低下が続くとみられるものの、概ね安定して推移すると想定している。固定資産投資は緩やかに減速すると見込んでいる。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高めの伸び率を維持するものの鈍化が続くとみられる。また、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。一方で、民間投資は金利上昇の影響などは重石となるものの、企業収益の改善を受けて次第に持ち直していくとみている。個人消費については、自動車販売において1月から減税規模が縮小された影響は残るものの、雇用・所得環境の改善を映して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。このように、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、2017年の実質GDP成長率は前年比+6.8%で着地すると見込んでいる。2018年についても政府目標（6.5%前後）並みの安定した成長を辿るだろう。

○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+1.6%と前回予測から0.2ポイント下方修正した。前回予測の前提となった4～6月期実績（1次速報値）がその後大きく下方修正されたことを反映したものであり、先行きの見方は前回予測から大きく変えていない。堅調な海外需要と好調な企業収益を背景に、輸出、設備投資の増加が続き、四半期ごとの成長率は年率1%台前半の成長を見込んでいる。

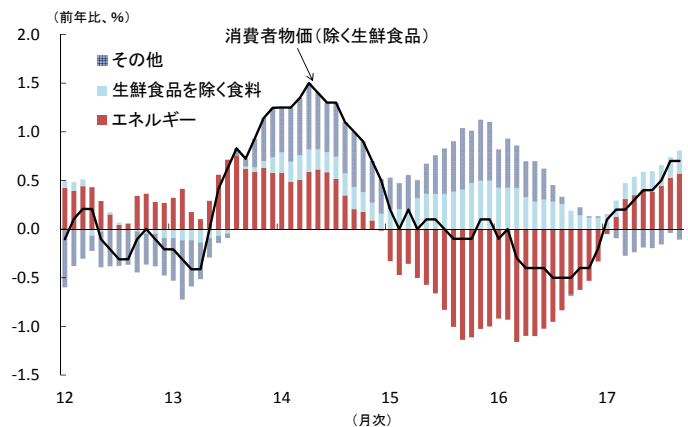
2018年度の実質GDP成長率は+0.9%と前回予測を維持した。好調な企業収益を受けて賃上げの動きが強まると見込むものの、今後の物価上昇が実質賃金の伸びを抑制し、家計部門は力強さを欠く状況が続くとみており、引き続き堅調な海外需要を映した緩やかな回復となろう。経済対策による公共投資の押上げ効果が剥落することもあり、四半期ごとの成長率は0%台後半の成長にとどまると想定している。

○消費者物価と金融政策の見通し

2017年9月のコアCPI（生鮮食品を除く消費者物価総合）は前年比+0.7%と、このところ上昇幅が拡大している（図表12）。もっとも、エネルギーによる押上げ寄与が大きく、エネルギー以外の物価上昇率は依然として鈍い。エネルギーについては、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の動向により、前年比+7.6%とプラス幅が拡大している。一方、生鮮食品及びエネルギーを除く総合指数は、2017年9月は同+0.2%と、2017年入り後はゼロ%近傍での推移が続いている。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耐久消費財の価格を押し

下げてきたことや、価格競争が厳しい携帯電話機や携帯電話通信料の下落などが影響している面もある。しかし、消費者物価指数を品目別にみると5割超が上昇しているが、その割合はむしろ低下しており物価上昇の裾野の広がりは見られない。今後については、次第に上昇が頭打ちになっていくと想定している。足元にかけて原油価格は上昇しているものの、エネルギーの押し上げ寄与は10~12月期をピークに縮小に向かうと見込まれる。耐久消費財については円安に伴う輸入物価上昇の影響が波及し前年比プラスに転

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上げの影響を除いている

じ上昇幅は拡大していくものとみられる。一方、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。エネルギー以外が伸び悩むなかでエネルギーの押し上げ寄与が縮小することで、コアCPIは1%に到達する前に上昇が頭打ちになると見込んでいる。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なか、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10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、2017年度が+0.8%、2018年度が+1.4%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。安倍首相の続投で2018年4月の次期日銀総裁人事の如何によらず、日銀の緩和スタンスは変わらないとみられる。そのため、先行きの金融政策については、当面、現状の枠組みが維持されると想定している。

○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く、大統領権限が強い通商・外交政策において強行姿勢を強める可能性が引き続き懸念される。また、米国ではFRBが金融政策の正常化を緩やかに進めているが、バランスシートの段階的縮小は過去に経験のないことであり、資産価格や実体経済へ及ぼす影響に留意する必要がある。また、米国で想定外に物価が急上昇するなどして急速な利上げに追い込まれた場合、新興国においては、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。足元で景気が安定している中国経済については、過剰債務・過剰生産能力などの問題を抱え、政府が舵取りを誤れば景気が失速するリスクもあろう。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。こうした要因が顕在化すれば外需の減少あるいは金融資本市場の混乱を通じて、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	1.5	▲ 0.2	0.0	0.3
民間最終消費	0.3	2.2	▲ 0.0	▲ 0.3	0.2	0.6
民間住宅投資	2.9	3.6	▲ 0.1	▲ 0.4	1.6	0.4
民間設備投資	0.8	1.3	0.4	▲ 0.7	0.6	0.3
政府最終消費	▲ 0.3	2.0	▲ 0.3	▲ 0.4	0.3	0.1
公的固定資本形成	1.5	2.9	0.4	▲ 0.3	1.3	0.3
財貨・サービスの輸出	9.3	2.5	▲ 1.4	▲ 6.4	3.4	1.7
財貨・サービスの輸入	11.0	0.3	▲ 9.1	▲ 8.3	6.5	2.3

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	1.6	0.9
民間需要	2.4	▲ 1.0	0.9	0.6	0.8	0.7
民間最終消費	1.6	▲ 1.6	0.3	0.4	0.6	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	0.3	0.3
公的需要	0.8	▲ 0.0	0.3	▲ 0.1	0.3	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	0.1	▲ 0.0
財貨・サービスの純輸出	▲ 0.5	0.6	0.1	0.8	0.4	0.1
財貨・サービスの輸出	0.6	1.4	0.1	0.5	0.8	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