

## 明治安田生命

## 2017-2018年度経済見通しについて

～ 堅調な海外景気やオリンピック需要を背景に、潜在成長率を上回る伸びが続く ～

明治安田生命保険相互会社（執行役社長 根岸 秋男）は、2017年4-6月期のGDP速報値の発表を踏まえ、2017-2018年度の経済見通しを作成いたしました。

主要なポイントは以下のとおりです。

## 1. 日本のGDP成長率予測

実質GDP成長率：2017年度 1.7% 2018年度 1.1%

名目GDP成長率：2017年度 1.6% 2018年度 1.5%

## 2. 要点

- ①日本経済は、緩やかな回復傾向で推移している。今後も堅調な海外景気や、非製造業の投資需要の高まりなどを背景に、内外需足並みの揃った緩やかな景気回復が続くと予想する。2018年度にかけては、官民をあげたオリンピック需要も本格化すると見込まれることから、通年の成長率は1%台の伸びが続くとみている。
- ②個人消費は、賃金の伸び悩みが続くなか、高齢者世帯を中心とする社会保障負担の増加なども重しとなって、本格的な回復には至らないと予想する。住宅投資は、低金利環境が下支えになるものの、マンション価格の高止まりや貸家需要の減速が下押し圧力となり、鈍化傾向で推移する可能性が高い。設備投資は、製造業の能力増強投資は慎重姿勢が続くとみるものの、更新維持・省力化投資や、研究開発投資を中心に、回復傾向で推移すると予想する。公共投資は、政府の経済対策の効果を受け、底堅く推移しよう。輸出は、アジア諸国の需要拡大や欧米景気の回復などに支えられ、堅調に推移するとみている。
- ③米国景気は、雇用環境の改善が続くと見込まれることから、回復基調で推移するとみる。欧州景気は、緩和的な金融政策の継続や、緊縮的な財政運営の見直しなどを背景に、緩やかな回復が続くと予想する。中国景気は、政府の財政政策に支えられ、年末にかけて底堅い推移を見込む。ただ、来年以降は過剰生産能力の解消などに伴う、景気下振れ圧力が顕在化するとみている。

## 〈主要計数表〉

	2016年度 実績	2017年度		2018年度	
			前回		前回
実質成長率	1.3%	1.7%	1.3%	1.1%	1.2%
成長率寄与度					
・内需	0.5%	1.7%	1.0%	1.1%	1.1%
・外需	0.8%	0.0%	0.3%	0.0%	0.1%
名目成長率	1.1%	1.6%	1.7%	1.5%	1.9%

※前回は2017年5月時点の予想

# GDP成長率・主要経済指標予測

## 1. 日本のGDP成長率予測

(前期比)					予測				予測					
	2015年度	2016年度	2017年度	2018年度	2016年度		2017年度		2018年度					
					10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月
実質GDP	1.3%	1.3%	<b>1.7%</b>	<b>1.1%</b>	0.4%	0.4%	1.0%	<b>0.0%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.4%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.3%</b>
前期比年率	1.3%	1.3%	<b>1.7%</b>	<b>1.1%</b>	1.7%	1.5%	4.0%	<b>0.0%</b>	<b>0.9%</b>	<b>1.4%</b>	<b>1.0%</b>	<b>1.6%</b>	<b>0.8%</b>	<b>1.2%</b>
前年同期比	1.3%	1.3%	<b>1.7%</b>	<b>1.1%</b>	1.7%	1.5%	2.0%	<b>1.8%</b>	<b>1.6%</b>	<b>1.6%</b>	<b>0.8%</b>	<b>1.2%</b>	<b>1.2%</b>	<b>1.2%</b>
民間最終消費支出	0.6%	0.7%	<b>1.5%</b>	<b>0.9%</b>	0.1%	0.4%	0.9%	<b>0.0%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.3%</b>
民間住宅投資	2.8%	6.5%	<b>2.5%</b>	<b>▲0.2%</b>	0.3%	0.9%	1.5%	<b>▲0.1%</b>	<b>▲0.4%</b>	<b>▲0.6%</b>	<b>▲0.0%</b>	<b>0.5%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.3%</b>
民間設備投資	0.6%	2.5%	<b>4.1%</b>	<b>1.9%</b>	2.2%	0.9%	2.4%	<b>▲0.5%</b>	<b>0.6%</b>	<b>0.5%</b>	<b>0.4%</b>	<b>0.8%</b>	<b>0.5%</b>	<b>0.6%</b>
政府最終消費支出	2.0%	0.4%	<b>0.7%</b>	<b>0.8%</b>	0.0%	<b>▲0.1%</b>	0.3%	<b>0.2%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.2%</b>
公的固定資本形成	<b>▲1.9%</b>	<b>▲3.2%</b>	<b>4.5%</b>	<b>1.0%</b>	<b>▲2.5%</b>	0.6%	5.1%	<b>0.0%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.4%</b>	<b>0.4%</b>	<b>0.1%</b>
財貨・サービスの輸出	0.7%	3.2%	<b>4.4%</b>	<b>2.6%</b>	3.1%	1.9%	<b>▲0.5%</b>	<b>1.2%</b>	<b>0.7%</b>	<b>0.5%</b>	<b>0.6%</b>	<b>0.7%</b>	<b>0.6%</b>	<b>0.7%</b>
財貨・サービスの輸入	0.2%	<b>▲1.4%</b>	<b>4.2%</b>	<b>2.6%</b>	1.4%	1.3%	1.4%	<b>0.7%</b>	<b>0.8%</b>	<b>0.7%</b>	<b>0.5%</b>	<b>0.6%</b>	<b>0.5%</b>	<b>0.8%</b>
名目GDP	2.7%	1.1%	<b>1.6%</b>	<b>1.5%</b>	0.5%	<b>▲0.0%</b>	1.1%	<b>0.1%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.4%</b>	<b>0.5%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.4%</b>
GDPデフレーター(前年比)	1.5%	<b>▲0.2%</b>	<b>▲0.1%</b>	<b>0.4%</b>	<b>▲0.1%</b>	<b>▲0.8%</b>	<b>▲0.4%</b>	<b>▲0.1%</b>	<b>▲0.1%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.4%</b>	<b>0.5%</b>

(前期比寄与度)					予測				予測					
	2015年度	2016年度	2017年度	2018年度	2016年度		2017年度		2018年度					
					10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月
実質GDP	1.3%	1.3%	<b>1.7%</b>	<b>1.1%</b>	0.4%	0.4%	1.0%	<b>0.0%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.4%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.3%</b>
民間最終消費支出	0.3%	0.4%	<b>0.8%</b>	<b>0.5%</b>	0.1%	0.2%	0.5%	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.2%</b>
民間住宅投資	0.1%	0.2%	<b>0.1%</b>	<b>▲0.0%</b>	0.0%	0.0%	0.0%	<b>▲0.0%</b>	<b>▲0.0%</b>	<b>▲0.0%</b>	<b>▲0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>
民間設備投資	0.1%	0.4%	<b>0.6%</b>	<b>0.3%</b>	0.3%	0.1%	0.4%	<b>▲0.1%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>
政府最終消費支出	0.4%	0.1%	<b>0.1%</b>	<b>0.2%</b>	0.0%	<b>▲0.0%</b>	0.1%	<b>0.0%</b>						
公的固定資本形成	<b>▲0.1%</b>	<b>▲0.2%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.0%</b>	<b>▲0.1%</b>	0.0%	0.2%	<b>0.0%</b>						
在庫品増加	0.4%	<b>▲0.4%</b>	<b>▲0.2%</b>	<b>0.1%</b>	<b>▲0.2%</b>	<b>▲0.1%</b>	0.0%	<b>0.0%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>	<b>▲0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>▲0.0%</b>	<b>0.0%</b>
純輸出	0.1%	0.8%	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	0.3%	0.1%	<b>▲0.3%</b>	<b>0.0%</b>	<b>▲0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>▲0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>▲0.0%</b>	<b>0.0%</b>
財貨・サービスの輸出	0.1%	0.5%	<b>0.7%</b>	<b>0.4%</b>	0.6%	0.3%	<b>▲0.1%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>
財貨・サービスの輸入	<b>▲0.0%</b>	0.2%	<b>▲0.7%</b>	<b>▲0.5%</b>	<b>▲0.2%</b>	<b>▲0.2%</b>	<b>▲0.2%</b>	<b>▲0.1%</b>						

(兆円、2011年暦年連鎖価格)					予測				予測					
	2015年度	2016年度	2017年度	2018年度	2016年度		2017年度		2018年度					
					10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月
実質GDP	516.8	523.5	<b>532.6</b>	<b>538.5</b>	524.5	526.4	531.5	<b>531.6</b>	<b>532.7</b>	<b>534.6</b>	<b>535.9</b>	<b>538.0</b>	<b>539.1</b>	<b>540.8</b>
民間最終消費支出	295.4	297.4	<b>301.8</b>	<b>304.4</b>	297.6	298.8	301.5	<b>301.5</b>	<b>301.8</b>	<b>302.5</b>	<b>303.3</b>	<b>304.2</b>	<b>304.7</b>	<b>305.5</b>
民間住宅投資	15.1	16.1	<b>16.5</b>	<b>16.4</b>	16.2	16.3	16.5	<b>16.5</b>	<b>16.4</b>	<b>16.3</b>	<b>16.3</b>	<b>16.4</b>	<b>16.4</b>	<b>16.5</b>
民間設備投資	79.5	81.5	<b>84.9</b>	<b>86.5</b>	82.1	82.9	84.9	<b>84.4</b>	<b>84.9</b>	<b>85.3</b>	<b>85.6</b>	<b>86.3</b>	<b>86.7</b>	<b>87.2</b>
政府最終消費支出	105.3	105.7	<b>106.4</b>	<b>107.2</b>	105.9	105.8	106.1	<b>106.4</b>	<b>106.6</b>	<b>106.7</b>	<b>106.9</b>	<b>107.1</b>	<b>107.4</b>	<b>107.6</b>
公的固定資本形成	25.6	24.7	<b>25.8</b>	<b>26.1</b>	24.4	24.6	25.8	<b>25.8</b>	<b>25.8</b>	<b>25.9</b>	<b>26.0</b>	<b>26.1</b>	<b>26.2</b>	<b>26.2</b>
在庫品増加	2.7	0.6	<b>▲0.4</b>	<b>0.1</b>	<b>▲0.3</b>	<b>▲1.1</b>	<b>▲0.9</b>	<b>▲0.7</b>	<b>▲0.4</b>	<b>0.2</b>	<b>0.1</b>	<b>0.2</b>	<b>0.1</b>	<b>0.1</b>
純輸出	<b>▲6.9</b>	<b>▲3.0</b>	<b>▲3.0</b>	<b>▲2.9</b>	<b>▲2.0</b>	<b>▲1.5</b>	<b>▲3.1</b>	<b>▲2.9</b>	<b>▲3.0</b>	<b>▲2.9</b>	<b>▲2.9</b>	<b>▲2.9</b>	<b>▲2.9</b>	<b>▲2.9</b>
財貨・サービスの輸出	82.8	85.4	<b>89.2</b>	<b>91.5</b>	86.7	88.4	88.0	<b>89.0</b>	<b>89.7</b>	<b>90.1</b>	<b>90.6</b>	<b>91.2</b>	<b>91.8</b>	<b>92.4</b>
財貨・サービスの輸入	89.7	88.5	<b>92.2</b>	<b>94.6</b>	88.7	89.9	91.1	<b>91.8</b>	<b>92.5</b>	<b>93.2</b>	<b>93.7</b>	<b>94.3</b>	<b>94.8</b>	<b>95.5</b>

## 2. 主要指標予測

	予測				予測									
	2015年度	2016年度	2017年度	2018年度	2016年度		2017年度			2018年度				
					10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月
鉱工業生産(前年比)	▲1.0%	1.1%	<b>3.6%</b>	<b>1.4%</b>	2.1%	3.8%	5.7%	<b>4.4%</b>	<b>2.5%</b>	<b>1.8%</b>	<b>3.7%</b>	<b>0.9%</b>	<b>0.6%</b>	<b>0.6%</b>
消費者物価指数(前年比)	0.2%	▲0.0%	<b>0.5%</b>	<b>0.7%</b>	0.3%	0.3%	0.4%	<b>0.7%</b>	<b>0.6%</b>	<b>0.5%</b>	<b>0.6%</b>	<b>0.6%</b>	<b>0.7%</b>	<b>0.7%</b>
除く生鮮食品(前年比)	▲0.0%	▲0.3%	<b>0.5%</b>	<b>0.7%</b>	▲0.3%	0.2%	0.4%	<b>0.7%</b>	<b>0.6%</b>	<b>0.5%</b>	<b>0.6%</b>	<b>0.6%</b>	<b>0.7%</b>	<b>0.7%</b>
国内企業物価指数(前年比)	▲3.3%	▲4.9%	<b>2.0%</b>	<b>1.4%</b>	▲2.1%	1.0%	2.1%	<b>2.2%</b>	<b>2.3%</b>	<b>1.3%</b>	<b>1.1%</b>	<b>1.7%</b>	<b>1.4%</b>	<b>1.3%</b>
貿易収支(季調値、兆円)	▲1.1	4.0	<b>1.9</b>	<b>1.9</b>	1.1	0.9	0.3	<b>0.6</b>	<b>0.5</b>	<b>0.4</b>	<b>0.4</b>	<b>0.5</b>	<b>0.5</b>	<b>0.5</b>
経常収支(季調値、兆円)	17.9	20.2	<b>17.6</b>	<b>16.2</b>	5.1	5.4	4.7	<b>4.4</b>	<b>4.3</b>	<b>4.2</b>	<b>4.1</b>	<b>4.1</b>	<b>4.0</b>	<b>4.0</b>
完全失業率(季調値、平均)	3.3%	3.0%	<b>2.9%</b>	<b>2.9%</b>	3.1%	2.9%	2.9%	<b>2.9%</b>	<b>2.8%</b>	<b>2.8%</b>	<b>2.8%</b>	<b>2.7%</b>	<b>2.7%</b>	<b>2.7%</b>
無担保コール翌日物(※)	▲0.06%	▲0.06%	<b>▲0.06%</b>	<b>▲0.05%</b>	▲0.06%	▲0.05%	▲0.07%	<b>▲0.05%</b>						
長期金利(10年債金利、※)	▲0.10%	▲0.04%	<b>0.05%</b>	<b>0.08%</b>	0.05%	0.07%	0.08%	<b>0.05%</b>	<b>0.05%</b>	<b>0.05%</b>	<b>0.06%</b>	<b>0.07%</b>	<b>0.09%</b>	<b>0.10%</b>
WTI原油価格(\$/バレル、※)	45	48	<b>48</b>	<b>49</b>	54	50	46	<b>46</b>	<b>48</b>	<b>50</b>	<b>48</b>	<b>49</b>	<b>48</b>	<b>50</b>

※年度は平均値、四半期は期末値を記載

## 3. 海外経済指標予測総括表

	予測				予測									
	2015年	2016年	2017年	2018年	2016年		2017年			2018年				
					10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	
米国	実質GDP成長率(前期比年率)	2.6%	1.6%	<b>2.2%</b>	<b>2.4%</b>	1.8%	1.2%	2.6%	<b>2.2%</b>	<b>2.4%</b>	<b>2.4%</b>	<b>2.3%</b>	<b>2.1%</b>	<b>2.7%</b>
	個人消費支出	3.2%	2.7%	<b>2.4%</b>	<b>2.6%</b>	2.9%	1.9%	2.8%	<b>2.4%</b>	<b>2.4%</b>	<b>2.5%</b>	<b>2.4%</b>	<b>2.3%</b>	<b>3.0%</b>
	住宅投資	11.7%	4.9%	<b>3.4%</b>	<b>4.8%</b>	7.1%	11.1%	▲6.8%	<b>4.2%</b>	<b>4.5%</b>	<b>4.2%</b>	<b>4.5%</b>	<b>4.5%</b>	<b>5.0%</b>
	設備投資	2.1%	▲0.4%	<b>5.0%</b>	<b>4.5%</b>	0.2%	7.2%	5.2%	<b>3.5%</b>	<b>4.0%</b>	<b>4.2%</b>	<b>4.5%</b>	<b>4.0%</b>	<b>5.5%</b>
	在庫(寄与度)	0.2%	▲0.4%	<b>0.1%</b>	▲0.0%	1.1%	▲1.5%	▲0.0%	▲0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	▲0.0%	▲0.0%
	純輸出(寄与度)	▲0.7%	▲0.1%	▲0.3%	▲0.2%	▲1.7%	0.2%	0.2%	▲0.1%	▲0.2%	▲0.2%	▲0.2%	▲0.2%	▲0.2%
	輸出	0.1%	0.4%	<b>2.8%</b>	<b>2.8%</b>	▲3.8%	7.3%	4.1%	<b>2.5%</b>	<b>2.5%</b>	<b>2.8%</b>	<b>3.0%</b>	<b>3.0%</b>	<b>3.2%</b>
	輸入	4.6%	1.1%	<b>4.0%</b>	<b>3.2%</b>	8.1%	4.3%	2.1%	<b>2.7%</b>	<b>3.2%</b>	<b>3.4%</b>	<b>3.4%</b>	<b>3.5%</b>	<b>3.5%</b>
	政府支出	1.8%	0.9%	<b>0.2%</b>	<b>0.5%</b>	0.2%	▲0.6%	0.7%	<b>0.4%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.2%</b>	<b>1.1%</b>
	失業率(※)	5.3%	4.9%	<b>4.5%</b>	<b>4.6%</b>	4.7%	4.5%	4.4%	<b>4.4%</b>	<b>4.5%</b>	<b>4.5%</b>	<b>4.6%</b>	<b>4.6%</b>	<b>4.6%</b>
	CPI(総合、※)	0.1%	1.3%	<b>1.9%</b>	<b>1.9%</b>	1.9%	2.4%	1.6%	<b>1.7%</b>	<b>1.7%</b>	<b>1.8%</b>	<b>1.8%</b>	<b>1.9%</b>	<b>1.9%</b>
政策金利(誘導目標の上限、期末値)	0.25%	0.75%	<b>1.25%</b>	<b>1.75%</b>	0.75%	1.00%	1.25%	<b>1.25%</b>	<b>1.25%</b>	<b>1.50%</b>	<b>1.50%</b>	<b>1.75%</b>	<b>1.75%</b>	
長期金利(米10年債金利、※)	2.15%	1.83%	<b>2.37%</b>	<b>2.58%</b>	2.45%	2.39%	2.30%	<b>2.40%</b>	<b>2.40%</b>	<b>2.50%</b>	<b>2.50%</b>	<b>2.60%</b>	<b>2.70%</b>	
ユーロ圏	実質GDP成長率(前期比)	2.0%	1.8%	<b>1.9%</b>	<b>1.7%</b>	0.6%	0.5%	0.6%	<b>0.4%</b>	<b>0.4%</b>	<b>0.4%</b>	<b>0.5%</b>	<b>0.5%</b>	<b>0.4%</b>
	家計消費	1.3%	1.8%	<b>1.1%</b>	<b>1.3%</b>	0.4%	0.4%	<b>0.4%</b>						
	政府消費	1.8%	2.1%	<b>1.5%</b>	<b>1.6%</b>	0.3%	0.3%	<b>0.3%</b>						
	固定投資	3.2%	4.2%	<b>2.6%</b>	<b>3.3%</b>	1.4%	▲0.5%	<b>1.5%</b>	<b>0.8%</b>	<b>0.8%</b>	<b>0.9%</b>	<b>0.6%</b>	<b>0.8%</b>	<b>0.7%</b>
	純輸出(寄与度)	0.2%	▲0.4%	<b>0.1%</b>	▲0.2%	▲0.1%	0.4%	▲0.1%	▲0.0%	▲0.0%	▲0.1%	0.0%	0.0%	▲0.0%
	輸出	6.6%	3.3%	<b>4.2%</b>	<b>3.3%</b>	1.6%	1.2%	<b>1.1%</b>	<b>0.7%</b>	<b>0.8%</b>	<b>0.8%</b>	<b>0.9%</b>	<b>0.8%</b>	<b>0.8%</b>
	輸入	6.8%	4.6%	<b>4.3%</b>	<b>3.9%</b>	1.9%	0.5%	<b>1.5%</b>	<b>0.8%</b>	<b>0.8%</b>	<b>1.2%</b>	<b>0.8%</b>	<b>0.9%</b>	<b>0.9%</b>
	失業率(※)	10.9%	10.0%	<b>9.1%</b>	<b>8.6%</b>	9.6%	9.4%	9.1%	<b>9.0%</b>	<b>8.9%</b>	<b>8.7%</b>	<b>8.6%</b>	<b>8.5%</b>	<b>8.5%</b>
	CPI(総合、※)	0.0%	0.2%	<b>1.4%</b>	<b>1.5%</b>	1.1%	1.5%	1.3%	<b>1.5%</b>	<b>1.4%</b>	<b>1.4%</b>	<b>1.4%</b>	<b>1.5%</b>	<b>1.6%</b>
	政策金利(期末値)	0.05%	0.00%	<b>0.00%</b>	<b>0.00%</b>	0.00%	0.00%	0.00%	<b>0.00%</b>	<b>0.00%</b>	<b>0.00%</b>	<b>0.00%</b>	<b>0.00%</b>	<b>0.00%</b>
英国	実質GDP成長率(前期比)	2.2%	1.8%	<b>1.5%</b>	<b>1.3%</b>	0.7%	0.2%	0.3%	<b>0.3%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.3%</b>

※暦年は平均値、四半期は期末値を記載

# 1. 日本経済見通し

## 〈要 約〉

日本の景気は、緩やかな回復傾向で推移している。4－6月期の実質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となった。今後も堅調な海外景気や、非製造業の投資需要の高まりなどを背景に、内外需足並みの揃った緩やかな景気回復が続くと予想する。2018年度にかけては、官民をあげたオリンピック需要も本格化すると見込まれることから、通年の成長率は1%台の伸びが続くとみている。

個人消費は、賃金の伸び悩みが続くなか、高齢者世帯を中心とする社会保障負担の増加なども重しとなって、本格的な回復には至らないと予想する。住宅投資は、低金利環境が下支えになるものの、マンション価格の高止まりや貸家需要の減速が下押し圧力となり、鈍化傾向で推移する可能性が高い。設備投資は、製造業の能力増強投資は慎重姿勢が続くとみるものの、更新維持・省力化投資や、研究開発投資を中心に、回復傾向で推移すると予想する。公共投資は、政府の経済対策の効果を受け、底堅く推移しよう。輸出は、アジア諸国の需要拡大や欧米景気の回復などに支えられ、堅調に推移するとみている。

### （1）予想を上回る高成長、内需主導で質的にも良好

4－6月期の実質GDP成長率は、前期比+1.0%（年率換算：+4.0%）と、強めだった市場予想をさらに上回る力強い伸びとなった（市場予想：前期比+0.6%、年率+2.5%、当社予想は同+0.7%、+2.8%）。15年1－3月期以来の高い伸びで、内外需別にみると、内需の寄与度が+1.3%、外需（純輸出）の寄与度が▲0.3%と、内需が力強い伸びを示したのが特徴である。主要項目である個人消費、民間住宅、民間設備投資、公共投資のいずれもが高い伸びとなっているが、特に民需の両輪である個人消費の寄与度が+0.5%、設備投資の寄与度が+0.4%と両方で1%近くを占めるなど、質的にも好ましい形の成長となっている。輸出は、アジア向けの増勢一服により4四半期ぶりのマイナスとなったものの、世界経済は堅調で、トレンドは引き続き上向きとみられる。

日本経済はほぼ完全雇用下にあり、潜在成長率も1%以下に低下していると言われるなかでは、これほどの高い伸びは持続不可能だが、先行きの見通しは悪くない。不安定な米政権や、地政学リスクなどの不透明要素は残るものの、堅調な海外景気や、非製造業の投資需要の高まりなどを背景に、今後も内外需足並みの揃った緩やかな景気回復傾向が続くと予想する。2018年度にかけては、官民をあげたオリンピック需要も本格化すると見込まれることから、通年の成長率は1%台の伸びが続くとみている。

物価が伸び悩む一方で、景気は順調に回復が続いていることを考えると、日銀が莫大なりスクを背負ってしゃにむに2%をめざすことの意義はますます希薄になっている。失業率や有効求人倍率を見る限り、日本経済の需給ギャップはほぼないか、あってもごくわずかである。すなわち「景気」に問題はなく、問題があるとすれば「成長」、繰り返しになるが潜在成長率の低下である。世論調査では、相変わらず景気対策を求める声が多いが、世論は景気と成長の問題を混同している面もあるだろう。デフレを脱却しても、低成長は脱却できないのでは意味がない。政府としてはいたずらに世論におもねって、不要な景気刺激策に踏み込むことなく、成長戦略にあらゆる資源を集中することが必要である。

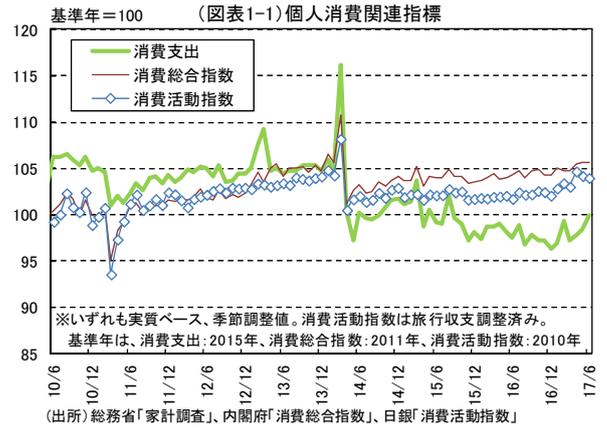
## (2) 個人消費は本格回復には至らず

6月の家計調査によると、2人以上世帯の実質消費支出は前月比+1.5%と、自動車等購入費などの交通・通信費が堅調に推移したことで、3ヵ月連続のプラスとなった(図表1-1)。供給・販売側の統計を基礎統計とする日銀の「消費活動指数」を見ても、昨秋以降、耐久財を中心に持ち直し傾向で推移している。2009年に導入されたエコカー補助金や家電エコポイント制度のほか、2014年の消費増税前の駆け込みによって生じた需要先食いの影響が緩和してきたことなどが、耐久財消費の回復につながっているとみられる。

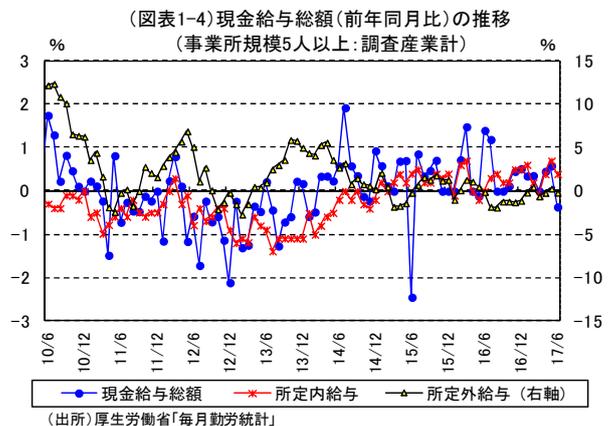
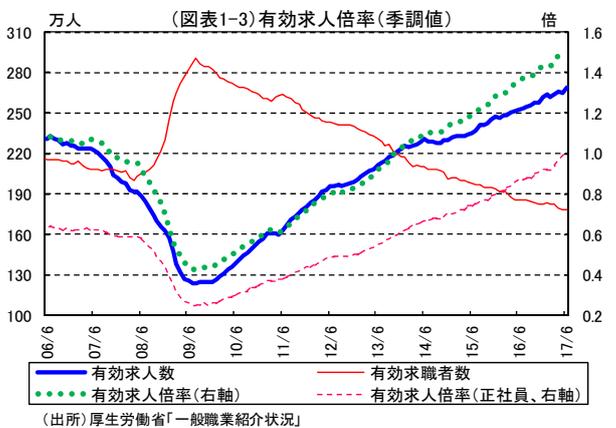
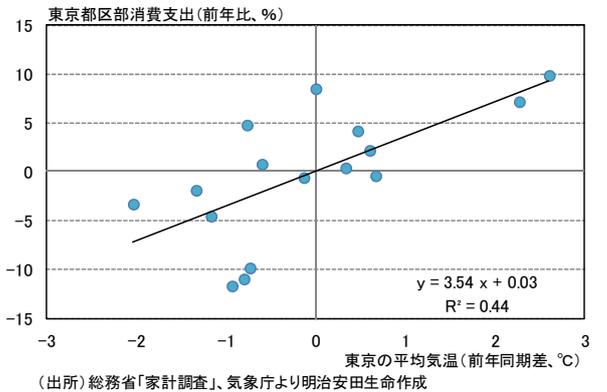
加えて、今年の7月は、全国的に平年を上回る暑さとなった。気温の上昇による消費の押し上げ効果を見るため、2000年から2016年の7-9月期の実質消費支出(東京都区部、前年比)と平均気温(東京都)の関係を見ると、緩やかな正の相関関係がみられ、平均気温が前年よりも高い年には、消費が拡大する傾向にあることがわかる(図表1-2)。夏季賞与の伸び悩みによる夏場の消費減速が懸念されるなか、猛暑によるエアコンや夏物衣料の需要拡大のほか、エネルギー消費の増加などが、夏場の個人消費の下支えとなる可能性があるとみている。

先行きの個人消費を見通すうえで、常に重要となるのが雇用・所得環境だが、まず、雇用環境を見ると、6月の完全失業率は2.8%と、年明け以降、一段と改善し、1994年6月以来の低水準で推移している。有効求人倍率も1.51倍と、少子高齢化の進展などによる求職者数の減少の影響もあって、1974年2月以来の高水準となっており、労働需給が一段と引き締まっている様子が窺える(図表1-3)。

次に、所得環境を見ると、6月の現金給与総額は前年比▲0.4%と、所定外給与や特別給与が落ち込んだことで、13ヵ月ぶりのマイナスとなった(図表1-4)。所定内給与は同+0.4%と、3ヵ月連続のプラスとなったものの、伸び幅は前月から縮小するなど、上昇ペースは引き続き緩慢である。ここまで賃金が伸び悩んできた要因の一つに、雇用者に占めるパートタイム労働者比率の上昇が挙げられる。毎月勤労統計の所定内給与の伸びを、一般労働者の所定内給与、パートタイム労働者の所定内給与、パートタイ



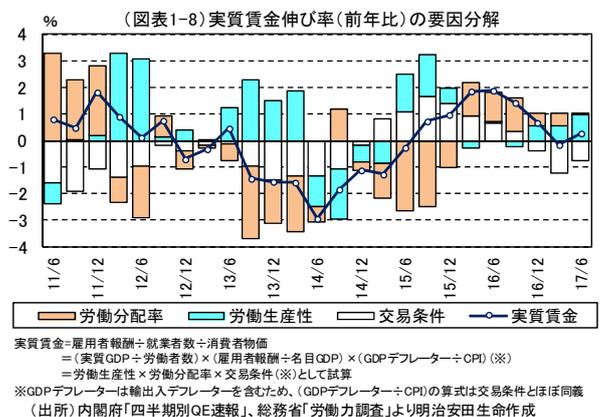
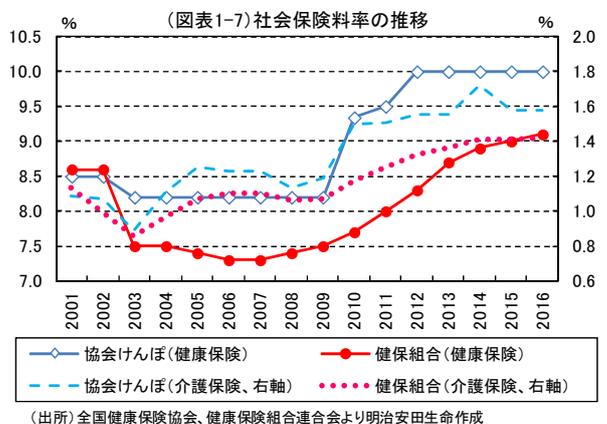
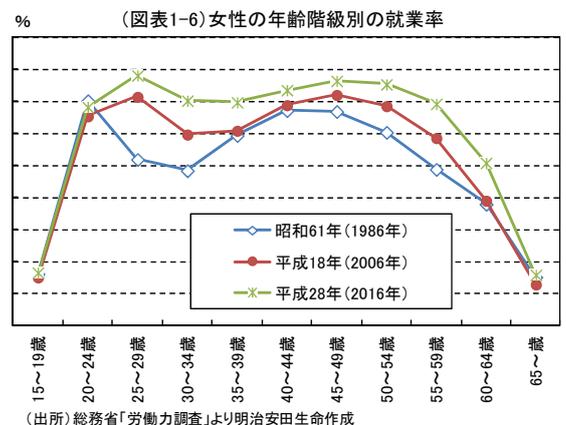
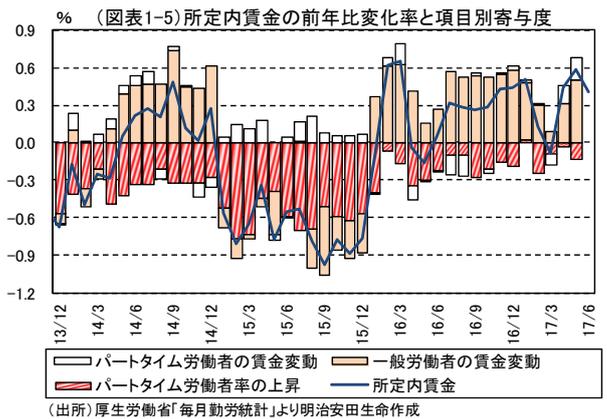
(図表1-2)2000年-2016年の7-9月期の平均気温と消費支出の関係



ム労働者の構成比に寄与度分解すると、一般労働者とパートタイムの給与は、いずれも前年比プラスとなっているものの、女性の労働参加の進展等に伴い、パートタイム労働者比率が上昇傾向で推移してきたことが、全体の賃金を押し下げる要因となってきたことがわかる（図表 1-5）。ただ、女性の就業率は、20 代後半から 30 代を中心に、すでに大きく改善しており（図表 1-6）、パートタイム比率の上昇も一服しつつある。また、6 月の正社員の有効求人倍率は 1.01 倍と、人手不足の深刻化などを受け、2004 年の調査開始以来、初めて節目の 1 倍を超えた（図表 1-3）。高齢者の再雇用の拡大は引き続きパートタイム労働者比率の押し上げ要因だが、深刻な人手不足への対応として、企業が正社員の採用を増やす動きが広がりつつあることから、パートタイム労働者比率の上昇が全体の賃金を押し下げる構図は、今後一巡に向かうとみられる。

一方、連合が発表した 2017 年春闘の最終回答集計によると、企業の賃上げ率（定期昇給を含むベース）は+1.98%と、前年（+2.00%）をやや下回る水準にとどまった。少子高齢化の進展により、企業にとって中長期的な利益成長が見通しにくくなっていることなどが、特に固定費の増加につながるベースアップに対して、企業が消極的な対応を続ける一因になっているとみられる。加えて、健康保険料など、賃金以外の雇用主負担が拡大していることも、賃上げの妨げとなっている可能性がある。健康保険料や介護保険料といった、労使折半で負担する社会保険の料率を見ると、2004 年度以降、上昇傾向で推移しており、とりわけ 2010 年度以降は上昇ペースが加速している（図表 1-7）。少子高齢化が進むなか、社会保障制度の維持に向けて、今後も社会保険料率は段階的に引き上げられていく可能性が高く、企業が積極的な賃上げに踏み切りづらい状況は続くとみている。

家計の実質購買力を下支えしてきた原油安効果も、足元では一巡している。実質賃金の伸びを、労働分配率、労働生産性、GDP デフレーター/CPI（定義式により交易条件とほぼ同義）に寄与度分解すると、GDP デフレーター/CPI は 2016 年 10-12 月期以降、実質賃金の押し下げ要因となっている（図表 1-8）。



今年度についても、国内のエネルギー関連価格は電気代を中心に昨年度を上回る水準で推移するとみられるほか、昨秋以降の円安もあって、輸入物価は上昇傾向で推移する可能性が高い。賃金の伸びが緩やかなものにとどまるなか、輸入品価格の上昇が家計の実質購買力の重しとなろう。

個人消費に関連する経済対策等の動向に目を向けると、保育士や介護人材等の処遇改善、失業等給付に係る雇用保険料率の引下げ(0.8%から0.6%)などが消費の下支えになると見込まれる一方、年金給付額の引下げ(前年比▲0.1%)や、高齢者の保険料率軽減特例の見直しによる負担の増加などにより、消費者マインドが冷え込むことが懸念される。パートタイム比率の上昇に歯止めがかかりつつあるなど、雇用情勢には変化の兆しが見られるものの、国内の低成長期待の定着や、企業の社会保障関係負担の拡大などにより、賃金の上昇ペースは引き続き緩やかなものにとどまるとみられる。こうしたなかで、輸入品価格の上昇が家計の実質購買力の低下につながるとみられることに加え、社会保障の先行き不安などからくる節約志向も残る可能性が高く、個人消費は本格的な回復には至らないと予想する。

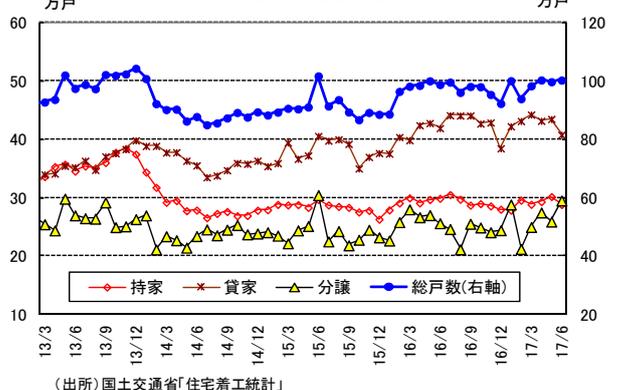
### (3) 住宅投資は鈍化傾向で推移

新設民間住宅投資は、2016年2月以降、年率換算100万戸前後の横ばい圏での推移となっている(図表1-9)。

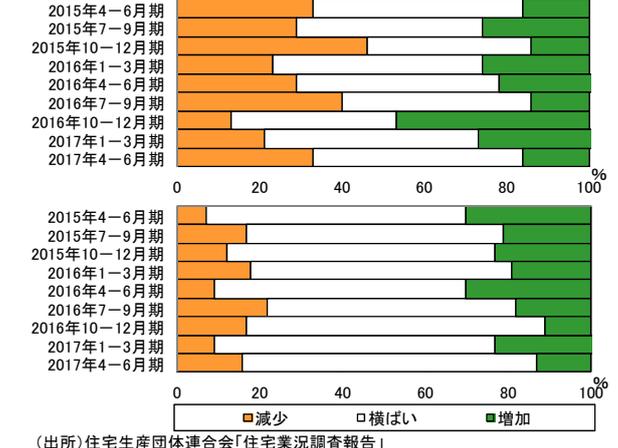
利用関係別に見ると、まず、持家着工戸数は、昨年2月以降、30万戸近傍で推移している。住宅生産団体連合会の「住宅業況調査報告」によると、1-3月期以降、戸建注文住宅の見学会・イベントの来場者数が「減少」しているとの回答が増加傾向にある(図表1-10)。また、消費者の購買意欲も、足元の4-6月期は「減少」が「増加」を上回っており、消費者が戸建注文住宅建築に対して慎重になっていることが示唆される。住宅建築業者からは商談の長期化を懸念するコメントも聞かれるなど、今後の持ち家着工は、緩やかな鈍化傾向で推移すると予想する。

分譲住宅着工戸数は、1月に東京オリンピックの選手村(大会後はマンションとして分譲予定)の着工などに押し上げられる形で高い伸びとなった後、反動で落ち込んだが、足元では持ち直しつつある。分譲住宅着工のうち、戸建住宅(建売住宅)は、前年比で20ヵ月連続の増加と、底堅く推移しているが、マンションが分譲住宅全体の足を引っ張っている。首都圏マンション市場の新規契約率を見ると、年明け以降、好不調の境目とされる70%を上回ったのは2ヵ月のみと、弱めの推移となっている。月末在庫数は、今年の1-7月平均で6,540戸と、2016年平均の6,270戸を上回るなど高水準にある。マンション契約率が冴えない背景には、首都圏の新築マンション価格が26ヵ月連続で5,000万円を上回るなど、建築資材価格や人件費の上昇による販売価格の高止まりが、下押し圧力となっていることがあるとみられる。建設業にかかわる技能労働者の人手不足の状況は和らぎつつあるものの、依然不足超から脱していない。東京オリンピックに向けた

(図表1-9) 利用関係別新設住宅着工戸数の推移  
(季調済年率換算戸数)



(出所)国土交通省「住宅着工統計」  
(図表1-10) 見学会、イベント等への来場客数(上)と消費者の購買意欲(下)



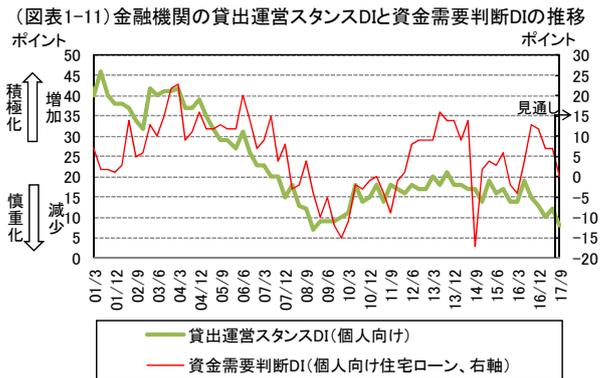
(出所)住宅生産団体連合会「住宅業況調査報告」

建設需要の高まりも見込まれることから、今後の建築資材価格、人件費はいずれも高止まりから脱しにくい状況が続くとみている。在庫が高水準で推移するなかで、マンション業者は慎重に物件供給を行なうとみられることから、今後のマンション着工は緩やかな減速傾向が続くとみる。

貸家着工戸数は、2015年11月以降、均せば増加トレンドで推移してきたが、足元では、増勢が一服している。昨年2月のマイナス金利導入以降、低金利環境が続いていることに加え、2015年1月の相続税改正

(基礎控除引き下げ)に伴う節税対策としてのアパート経営需要が高まったことが増加トレンドの背景にある。ただ、供給拡大に伴う貸家の空室率の上昇が採算性の悪化につながっていると警戒が高まってきている。日銀は、4月の金融システムレポートで、貸家市場の需給動向のモニタリングの強化を指摘するなど、空室率上昇による採算性の悪化が、アパートローンの不良債権化につながるとの警鐘を鳴らしている。加えて、2017年度の考査(金融機関の経営状況調査)方針では、不動産関連貸出等に係るリスクが点検項目に組み込まれた。実際に、金融機関の個人向け貸出に対するスタンスは慎重化する動きが強まっている(図表1-11)。今後も、金融機関のアパートローン等の不動産関連貸出に対する慎重なスタンスが続くとみられるのに加え、少子高齢化の進展に伴う中長期的な世帯数の減少見通しなどが投資意欲の減退につながるとみており、貸家着工は減少傾向が続くとみている。

今後の住宅投資は、住宅ローン金利が引き続き低位で推移すると見込まれることや、住宅ローン減税制度(10年間で一般住宅が最大400万円)、戸建住宅向けのZEH(ゼロエネルギー住宅)補助金(1戸あたり75万円)などの各種住宅支援策も下支え要因になるとみる。ただ、住宅価格の高止まりが続くなか、マンション事業者は引き続き慎重に物件供給を行なっていくとみられるほか、貸家着工も減少に転じると見込まれることから、住宅着工は鈍化傾向で推移するとみている。2017年度の住宅着工戸数は93万戸程度と予想する。2019年10月からの消費増税が実施されないとの前提のもと、2018年度通年の着工戸数は90万戸と見込む。

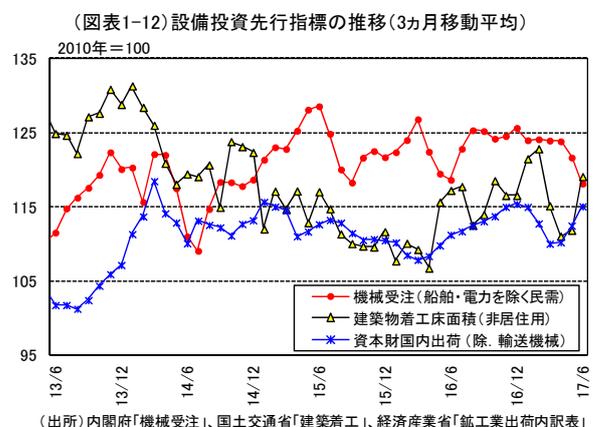


(出所)日銀「主要銀行貸出動向アンケート調査」

#### (4) 設備投資は非製造業を中心に回復が続く

設備投資に先行する主要3指標(3ヵ月移動平均)を見ると、機械受注(船舶・電力を除く民需)は鈍化傾向で推移しているものの、建築物着工床面積(非居住用)や資本財国内出荷(除.輸送機械)には底打ちの兆しがみられ、今後の設備投資が持ち直す可能性が示されている(図表1-12)。

日銀短観の設備投資計画を見ても、2017年度的全規模・全産業の設備投資計画は前年度比+2.9%と、この時期としては過去10年間で3番目に高い計画となっている。製造業・非製造業別にみると、全規模・製造業は同+10.7%と、好調な輸出などを背景に二桁の伸びを記録、前年同期の同+6.0%を上回った。一方、全規模・非製造業の設備投資計画は前年度比▲1.2%と、減少する見通しとなっているが、マイナス幅は前年同期の同▲2.5%から縮



小した。

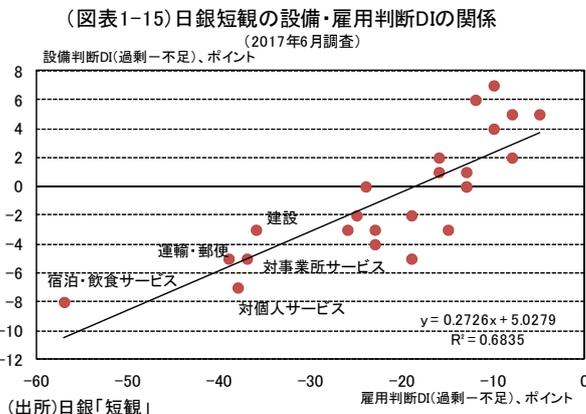
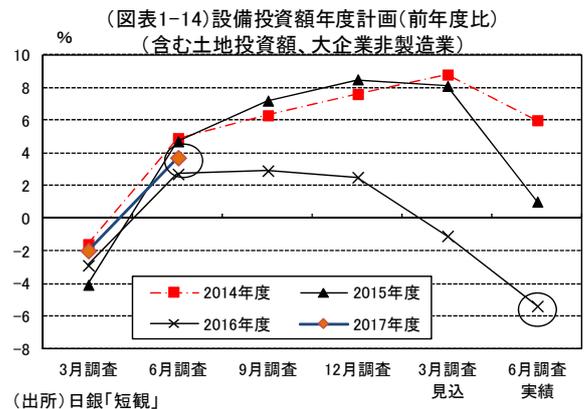
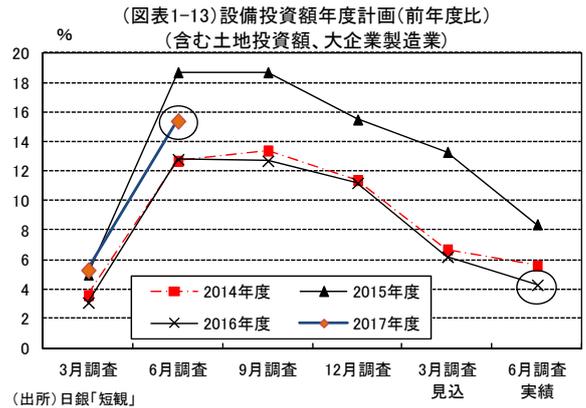
製造業のなかでも、大企業・製造業の設備投資計画は前年度比+15.4%と、前年同期の同+12.8%を上回り、2年ぶりの伸び幅となった(図表1-13)。背景には、企業の減収傾向に歯止めがかかったことや、輸出の持ち直しから、はん用・生産用・業務用機械などを中心に、設備稼働率が改善したことがあるとみる。2017年度の大企業・製造業の売上高計画は前年度比+2.4%で、前年同期の同▲0.5%からプラスの計画に転じている。

もっとも、少子高齢化が進むなか、国内の中長期的な低成長期待が定着していることが、設備投資の下押し圧力になるとみられる。内閣府「企業行動に関するアンケート調査」の直近2016年度調査では、今後5年間、実質経済成長率、業界需要の実質成長率とも低迷が続く見通しとなっており、企業の低成長期待には改善の兆しが見られない。設備投資計画は強めとなっているものの、低成長期待が定着していることで、特に製造業の能力増強投資については、企業は慎重に進めていく可能性が高い。

一方、国内の設備老朽化に伴う維持・補修への投資や、合理化・省力化投資への需要は引き続き高いとみられる。中国をはじめとするアジア新興国での人件費の高騰を背景に、雇用コストの削減をめざした海外への設備投資が一服するなか、大企業中心に研究開発拠点との連携や、新製品開発のためのマザー工場としての需要が国内投資の下支え要因となる可能性が高い。

非製造業の設備投資計画を見ると、2017年度の大企業・非製造業の設備投資計画は前年度比+3.7%と、前年同期の同+2.7%を上回った(図表1-14)。背景には、人手不足感の強まりを受けた、労働代替的な投資への需要拡大があるとみられる。日銀短観で業種別の設備判断DIと雇用判断DIの関係を見ると、2017年6月調査では、宿泊・飲食サービスや、対個人サービス、運輸・郵便など、雇用が不足している業種ほど設備が不足しているという、正の相関関係が見られる(図表1-15)。日銀短観で全規模・非製造業の雇用判断DIを見ると、2011年10-12月期以降、人手不足感が次第に強まっているほか、非製造業の設備判断DIでは、先行きも設備不足感が強まる見通しであり、人手不足が事業展開の足かせとなっている業種を中心に、省力化投資の需要が強まっている様子が窺える。人手不足の強い業種を中心に、省力化投資が引き続き非製造業の設備投資を押し上げるとみている。

今後の設備投資は、人口の減少トレンドが続くなか、中期的に内需の堅調な拡大が見込みにくいことで、製造業の能力増強投資は慎重姿勢が続くとみる一方、設備の更新維持投資や研究開発投資



は、回復傾向で推移すると予想する。非製造業でも、合理化・省力化投資などが押し上げ要因になると見込まれ、設備投資は回復傾向が続くと予想する。

### (5) 公共投資は底堅い推移

公共投資は持ち直しに向かっている。4-6月期の公的固定資本形成は前期比+5.1%と、2四半期連続のプラスとなった。2016年度の第2次補正予算の執行が進んだことが押し上げに寄与したとみられる。7月のさくらレポート（日銀地域経済報告）でも、9地域中、4地域で公共投資の判断が4月から上方修正され、4地域が横ばい、下方修正は近畿の1地域のみとなっており、幅広い地域で公共投資が持ち直している様子が窺える（図表1-16）。

実際の工事の進行を反映する建設総合統計の建設工事出来高を見ても、年明け以降、マイナス幅が縮小傾向で推移している（新系列では足元大幅増加）（図表1-17）。また、出来高に先行する公共工事請負金額（3ヵ月移動平均）も、プラス圏での推移が続いており、今後も公共投資は回復傾向で推移する可能性が示唆されている。

東日本大震災以降の工事進行のボトルネックとなってきた人手不足について、建設技能労働者過不足率（季節調整値、8業種計）を見ると、4-6月期は+0.8%と、2016年11月の+1.1%をピークとして、不足感が緩やかに緩和しつつある。加えて、建設業界では、ICT技術の活用や、工期を圧縮する工法の導入などの省力化策を進めてきたことから、人手不足が工事進捗の大きな制約となる状況にはないとみている。

1月31日に成立した2016年度第3次補正予算では、災害対策費として、0.2兆円を歳出することが決定しており、小規模ながら、目先にかけて切れ目のない追加措置の効果が見込まれる。また、3月27日に成立した2017年度本予算では、復興会計が6,774億円と、前年から約25%減少したものの、一般会計の公共事業関係費は5兆9,763億円と、前年並みを確保しており、2017年度本予算の執行による公共投資の押し上げ効果も次第に顕在化することが期待できる。加えて、東京オリンピック開催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と見込まれることから、今年度以降も公共投資は底堅い推移が続くと予想する。

### (6) 輸出は堅調な推移が続く

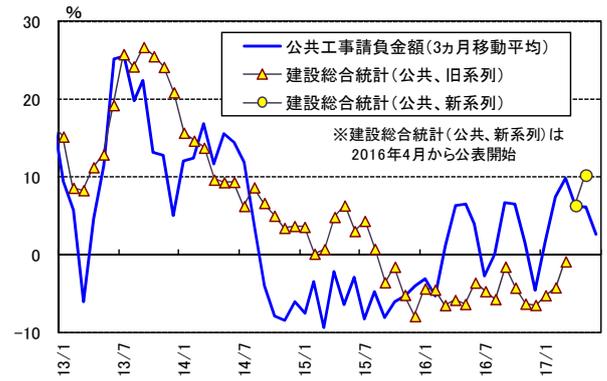
貿易統計によると、6月の輸出金額は前年比+9.7%と、7ヵ月連続のプラスとなった（図表1-18）。輸出金額の伸びを価格と数量に分解すると、輸出価格が同+5.5%と、6ヵ月連続のプラスとなったほか、輸出数量も同+4.0%と、5ヵ月連続のプラスとなっており、輸出の持ち直し傾向が続いている。

(図表1-16) さくらレポートの地域別判断(公共投資)

地域	2017年4月	2017年7月	修正方向
北海道	緩やかに増加している	増加している	↑
東北	震災復旧関連工事を主体に、高水準で推移している	震災復旧関連工事を主体に、高水準で推移している	→
北陸	北陸新幹線敦賀延伸関連の工事の進捗や政府の経済対策に対応した補正予算の執行などを反映して、増加している	北陸新幹線敦賀延伸関連の工事の進捗や政府の経済対策に対応した補正予算の執行などを反映して、増加している	→
関東甲信越	横ばい圏内の動きとなっている	持ち直している	↑
東海	増加しつつある	増加しつつある	→
近畿	このところ横ばい圏内の動きとなっている	減少している	↓
中国	持ち直している	持ち直している	→
四国	振れを伴いつつも、持ち直している	持ち直している	↑
九州・沖縄	発注ベースの増加が続く中、全体として持ち直しつつある	発注ベースの増加が続く中、全体として持ち直している	↑

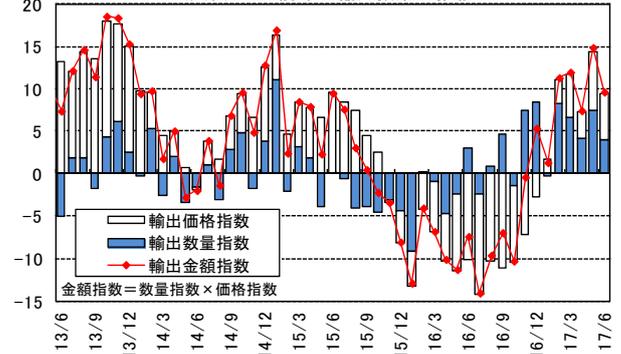
(出所) 日銀「地域経済報告(さくらレポート)」

(図表1-17) 公共工事関連指標(前年比)の推移



(出所) 国土交通省「建設総合統計」、東日本建設業保証㈱「公共工事前払金保証統計」

(図表1-18) 前年比輸出指数の推移



(出所) 財務省「貿易統計」

輸出数量を地域別に見ると、アジア向けは安定的な伸びとなっているほか、米国向けとEU向けについても春以降、伸び幅が拡大しており、主要輸出先のいずれも好調となっている。

日本の輸出の過半を占めるアジア圏については、中国景気の安定的な推移が続くことで、工業用原料や資本財を中心に対中輸出の堅調な推移が見込まれるほか、自動車向けなどの世界的な半導体需要の拡大や新型スマートフォンの発売に伴い、アジアNIEs向けの情報関連輸出も改善傾向が続く可能性が高いことから、今後も底堅い推移を予想する。

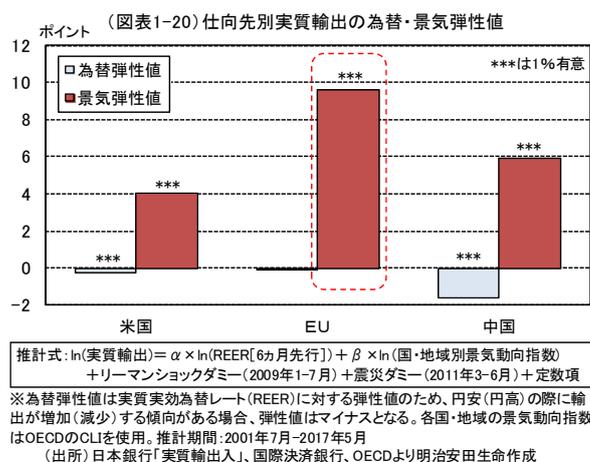
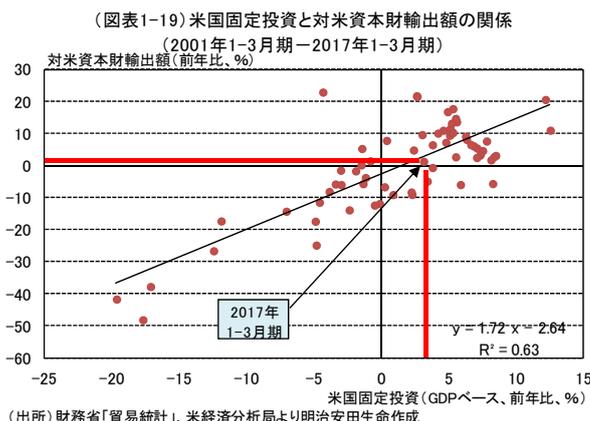
米国向けについても、企業業績の回復やトランプ政権による環境規制の緩和などを背景に、固定投資の活発化が見込まれることが下支え要因になるとみる。2016年度の米国向け輸出の49%を占める資本財輸出は、米国の固定投資との連動性が高く、今後、固定投資の回復とともに増加傾向で推移することが予想される(図表1-19)。恒久的な高率関税の適用などの保護主義的な政策が実行に移されれば、日本の輸出への悪影響は大きい、もともと自由貿易を重視する共和党の了承を得られにくいほか、個別交渉を行なう場合にも時間がかかるとみられ、予想期間の米国向け輸出は、基本的に回復傾向が続くとみる。

2016年度の輸出の11%を占めるEU向けについても、持ち直しが見込まれる。日本の主要輸出先である米国向け、中国向け、EU向けについて、為替弾性値と景気弾性値を試算すると、EU向けの景気弾性値の大きさが目立つ(図表1-20)。米国向けについては自動車の北米内生産体制への移行や、中国向けについては内製化の影響で近年、品目によっては景気との連動性が薄れてきている部分もあるものの、EU向けについてはこうした影響が薄いことが、依然として仕向地景気との連動性が高い背景とみられる。EU向けは米国やアジア圏と比べるとウェイトは小さいものの、EUではユーロ圏を中心に景気回復が続くと予想され、景気弾性値の高さと相まって、全体の下支えとなる。

輸入も増加傾向となっている。6月の輸入金額は前年比+15.5%と、6ヵ月連続のプラスとなった。輸入金額の伸びを価格と数量に分解すると、輸入数量は同+4.1%と、4ヵ月連続のプラス。今後についても、国内景気の持ち直しにより、輸入数量は増加傾向をたどるとみる。6月の季調済貿易収支は、81.4億円と、20ヵ月連続で黒字となった。2017年度の貿易収支は、輸出と輸入が両建てで増加することを受け、小幅な黒字にとどまると予想する。

### (7) コア CPI の上昇は限定的

日本の全国消費者物価指数(生鮮食品を除く総合物価指数、以下コア CPI、消費増税の影響を除くベース)は、昨年末にかけて弱含んでいたものの、年明け以降は6ヵ月連続でプラス圏での推移が続いている(図表1-21)。ただ、物価の「基調的な動き」は弱い動きとなっているほか、除く生鮮・エネルギーはゼロ%にとどまっており、足元のコア CPI はエネルギー関連で押し上げられている側



面が大きいことが分かる。

除く生鮮・エネルギーベースでのCPIが伸び悩んでいる背景としては、昨年秋までの円高の影響が残っていることに加え、携帯電話機価格の下落に歯止めがかかっていないことで、耐久消費財のマイナスが続いていることが挙げられる。当社ではこれまで、2016年央までの円高による押し下げが緩和することで、耐久消費財のマイナスは次第に縮小すると見込んでいたが、速報性の高い東京都区部CPIを見ると、7月も依然として大きめのマイナスとなっている(図表1-22)。背景には、為替の動きだけでなく、国内市場の飽和による競争激化や、廉価なスマートフォンの普及の影響があるとみられ、過去の定量的関係から導かれるよりも長期にわたり耐久消費財のマイナスが続くことが懸念される。

加えて、足元でコアCPIを押し上げているエネルギー関連品目については、国際原油価格の上昇が一服していることで、今後は伸びが鈍化すると見込まれる。当社の原油価格見通しと為替見通しから試算すると、夏場以降のエネルギー関連品目によるCPIの押し上げは小幅となる可能性が示唆される。

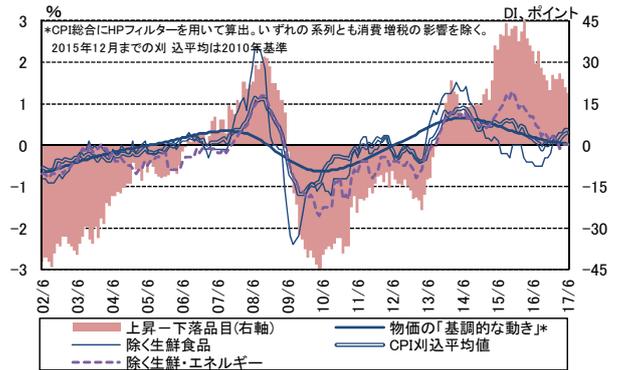
家計や企業の期待インフレ率が伸び悩んでいることも、中長期的な物価上昇の阻害要因になっているとみられる。内閣府の「消費動向調査」から修正カールソン・パーキン法を用いて推計すると、家計の期待インフレ率は1%未満の水準で推移している。消費者のデフレマインドが根強く、家計の期待インフレ率が伸び悩むなかでは販売側の企業は値上げに踏み切ることが難しい。加えて、雇用者報酬の落ち込みにより、ユニットレーバークスト(ULC)が抑制されていることも、販売価格の引き上げが広がらない要因とみられる(図表1-23)。今後についても、賃金上昇が抑圧されるなかで、販売価格をすえ置く企業が多い状況に大きな変化はみられないと見込まれる。CPIの上昇一下落品目DIも上昇超幅の縮小が続く公算が高い。

今後のコアCPIは、当面はエネルギー価格の上昇が下支えとなるものの、耐久消費財はマイナス圏での推移が続くと見込まれるほか、期待インフレ率が低迷していることもあって、7-9月期以降は伸びが頭打ちとなると予想する。2017年度通年の上昇率は前年比+0.5%、2018年度は同+0.7%とみている。

## (8) 日銀はジレンマに直面

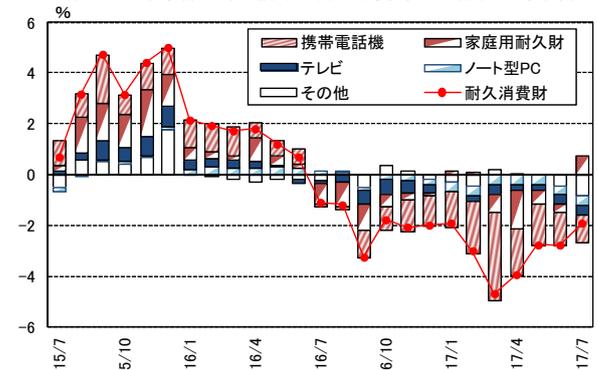
7月19,20日に開催された日銀金融政策決定会合では、景気の現状判断について、「緩やかな拡大に転じつつある」から、「緩やかに拡大している」へと、黒田総裁の言葉を借りれば「一歩前進」

(図表1-21) 物価の「基調的な動き」とコアCPI、新型コア指数の推移



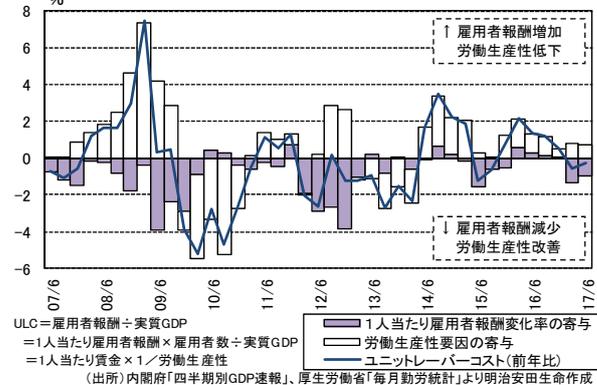
(出所)総務省「消費者物価指数」、日本銀行より明治安田生命作成

(図表1-22) 東京都区部の前年比耐久消費財CPIと品目別寄与度



(出所)総務省「消費者物価指数」

(図表1-23) ユニットレーバークスト(ULC、前年比)の推移



ULC=雇用者報酬÷実質GDP  
 =1人当たり雇用者報酬×雇用者数÷実質GDP  
 =1人当たり賃金×1/労働生産性  
 (出所)内閣府「四半期別GDP速報」、厚生労働省「毎月勤労統計」より明治安田生命作成

させた。ただ、日銀としては、物価目標未達下で景気が回復すればするほど、しゃにむに2%をめざす意義が希薄になるというジレンマに直面することになる。

会合後に発表された展望レポートでは、予想どおり物価見通しが下方修正されるとともに、2%への達成時期も「18年度ごろ」から、「19年度ごろ」へと1年先送りされた。物価目標の先送りは黒田体制下では実に6度目である。これで自身の任期中に物価目標が達成できないことを認める形となった。今後も日銀が自らの失敗を認めることなく、説明責任を果たし続けるのはどんどん難しくなっている。

黒田総裁は決定会合後の定例会見で、「物価見通しが外れたことが誤りであることは事実」と述べている。一方で、再度総括検証を行なう可能性は否定したが、本来2年で達成するはずだった物価目標が、自身の任期をかけても達成できないということであれば、任期中にもう一度、総括検証を行なうのが筋とも考えられる。黒田総裁は「物価目標未達が日銀信認低下につながることはない」と述べたが、信認低下はすでに進行中である。

日銀にしる政府にしる、最終的な目標は安定的な景気回復であり、物価目標はそのためのツールである。デフレよりも緩やかなインフレが望ましいという点で経済学者の意見は一致しているが、1%が良いのか、2%が良いのか、3%が良いのかを決める経済理論はない。強いて言えば、諸外国と同じ物価上昇率を維持できれば、購買力平価が安定するので円高圧力がかからないという点が挙げられるが、そのために古今未曾有の金融緩和を続けることのコストとベネフィットをもう一度慎重に見きわめる必要がある。

市場では、長期金利の操作目標の変更や、80兆円という国債の積み増し目標の減額、ETFの買入れ額の縮小など、現行の枠組みを何らかの形で手直しするとの観測がたびたび浮上している。ただ、日銀としては、金融緩和度が後退したと受け取られる変更は実施したくないだろう。変えるとしたら、昨年9月のイールドカーブ・コントロールの導入時同様、根本的な枠組み変更の中に、本音を紛れ込ませるような手法しかないように思うが、すでに何度も枠組みを変更していることを考えれば、黒田体制下での再度の変更はハードルが高い。

政策の継続性にこだわる必要のない後任の総裁は、就任後ただちに枠組みを変える可能性が高いだろう。黒田総裁留任の場合でも、副総裁などの執行部刷新を機に、早い段階で枠組み変更に踏み切る可能性が高いとみるが、とりあえず来年4月の黒田総裁の任期満了までは、現状の政策を維持する可能性が高いとみている。

## 2. 米国経済見通し

### 〈要 約〉

4－6月期の米国実質GDP成長率（速報値）は前期比年率＋2.6％と、1－3月期の同＋1.2％から伸び幅が拡大し、13四半期連続のプラス成長となった。依然として緩和的な金融環境や、雇用環境の改善などに支えられ、7－9月期以降も景気回復傾向が続くとみる。

個人消費は、雇用環境の改善が続き、賃金も緩やかに上向くとみられることなどから、回復傾向が続くと予想する。住宅投資は、建設業界における人手不足などが回復の足かせとなっているものの、住宅ローン金利が依然低水準であることなどを背景に、持ち直しに向かうと予想する。

設備投資は、企業業績の改善や銀行の貸出態度の緩和を背景に、緩やかな回復が続くと予想する。輸出は、新興国やユーロ圏で景気が持ち直していることを背景に、回復傾向が続くとみる。

F R B（米連邦準備制度理事会）は、2017年6月に3ヵ月ぶりの利上げを行なった。今後も緩やかな景気回復が続くとみており、9月には再投資政策の一部停止が行なわれると予想する。その後は、2018年末まで年2回程度のペースで利上げが行なわれるとみる。

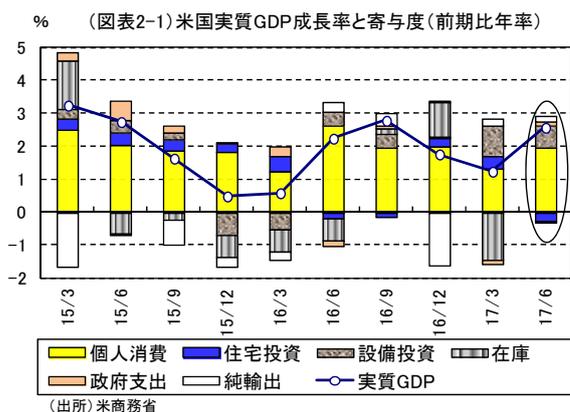
#### （1）4－6月期のGDPは堅調な伸び

4－6月期の米国実質GDP成長率（速報値）は前期比年率＋2.6％と、1－3月期の同＋1.2％から伸び幅が拡大した（図表2-1）。個人消費は同＋1.9％→＋2.8％と伸び幅が大きく拡大したが、背景には、1－3月期に消費を押し下げた天候要因や所得税還付の遅れなど、一時的な要因がはく落したことがあるとみられる。

住宅投資は同＋11.1％→▲6.8％と、3四半期ぶりにマイナスに転じた。暖冬により1－3月期に住宅建設が前倒しで執行されたことの反動減が顕在化したとみられる。設備投資は同＋7.2％→＋5.2％と、伸び幅がやや縮小した。資源価格の持ち直しを背景に、1－3月期にエネルギーセクターで設備投資が大幅に回復したことの反動とみられる。

在庫投資の成長率に対する寄与度は▲1.5％→▲0.0％とマイナス幅が縮小した。1－3月期には天候不順を背景に生産が滞り在庫を取り崩す動きがみられたが、4－6月期にかけてそうした動きが一巡したとみられる。輸出は前期比年率＋7.3％→＋4.1％と、新興国向けの輸出が持ち直していることを背景に、2四半期連続でプラスとなった。輸入は同＋4.3％→＋2.1％と伸び幅が縮小した。結果、純輸出の成長率全体に対する寄与度は＋0.2％→＋0.2％と2四半期連続でプラス寄与となった。政府支出は、国防費が増加した結果、前期比年率▲0.6％→＋0.7％と、2四半期ぶりにプラスとなった。

雇用環境の改善や企業収益の回復を背景に、今後も米国景気は回復基調が続くと予想する。なお、トランプ大統領が掲げている減税やインフラ投資は、財源の一部となるオバマケア改廃法案が議会を通過しておらず、早期実現の目処が立っていない。当社では、減税やインフラ投資が議会を通過するのは2018年以降、景気押し上げ効果が発現するのは2018年10－12月期からと予想する。



## (2) 個人消費は回復傾向が続く

個人消費は、回復傾向が続いている。4-6月期は、年初に消費を押し下げた大雪などの天候要因や所得税還付の遅れなど一時的な要因がはく落したこともあり、前期比年率+2.8%の高い伸びとなった(図表2-2)。

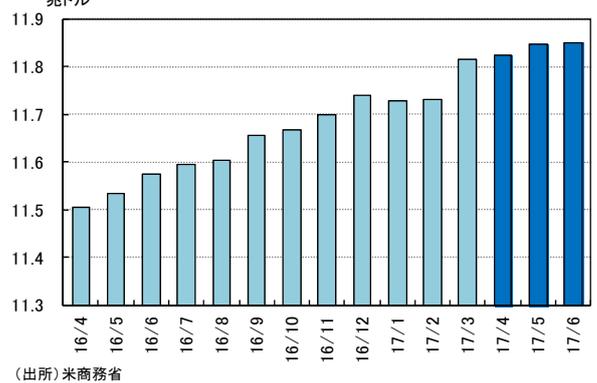
ただ、個人消費に占めるウェートの大きい自動車販売はこのところ減速している。7月の新車販売台数は前月比+0.6%と3ヵ月ぶりの増加となったものの、1-7月累計では前年比▲2.5%となるなど、リーマン・ショック以降ほぼ一貫して回復してきた自動車市場に「頭打ち感」が漂っている(図表2-3)。自動車販売減速の背景には、ローン延滞率の上昇やFRB(米連邦準備制度理事会)の利上げによる返済率への影響を考慮した銀行の貸出態度厳格化があるとみられ、足元では信用力が低い層向けのローン実行額が減少に転じている。今後とも金融政策正常化路線が継続されることが、自動車販売には逆風になる。

一方、米商務省が公表する資金循環表を見ると、家計の保有資産は、リーマン・ショックによる大幅な減少を経た後、足元に至るまで増加傾向が続いている(図表2-4)。FRBによる量的緩和策などを背景に、株式や年金基金の時価保有額が増加したことが、家計最大の資産であった不動産の落ち込みを補い、個人消費への資産効果として働いた。不動産価格も株価にやや遅れる形で上昇が続いている。家計のバランスシート調整はほぼ完了しており、多くの家計は消費に対して前向きなスタンスに転じているとみられる。

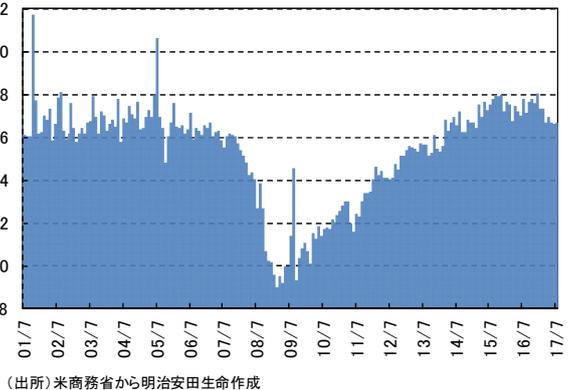
雇用環境については、依然として堅調な推移が続いている。7月の雇用統計では、非農業部門雇用者数の増加幅が+20.9万人と堅調な結果になった(図表2-5)。失業率は4.3%、広義の失業率(非自発的パートタイマーや求職断念者などを失業者を含む)を見ても8.6%と、リーマン・ショック前の水準にはまだ届いていないとはいえ、いずれも2010年4月をピークにはほぼ一貫して低下傾向が続いている。雇用環境の改善を踏まえ、平均時給も前年比+2.5%と、加速感には乏しいものの、緩やかな上昇が続いている。

企業収益の改善が続いていることを背景に、企業の採用意欲も高水準である。中小企業が主である全

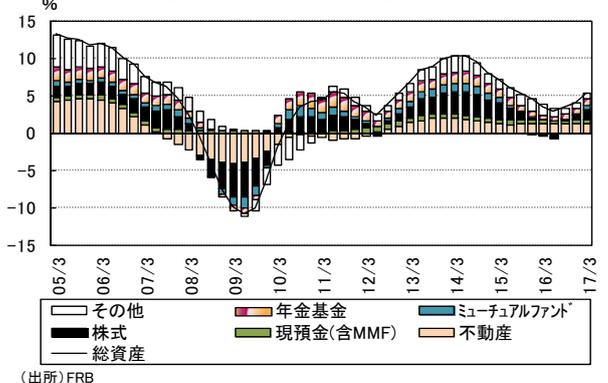
(図表2-2) 実質個人消費支出の推移(季調値)



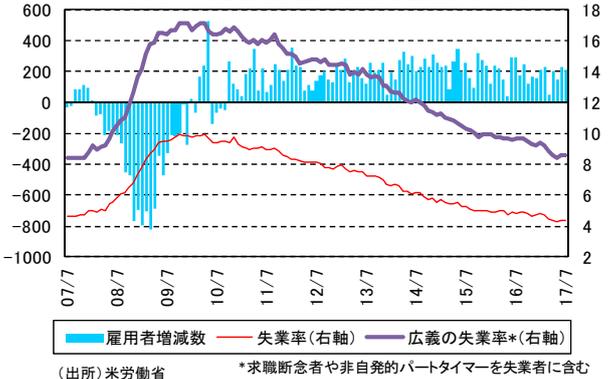
(図表2-3) 新車販売台数(年率 季調値)



(図表2-4) 家計資産の前年比寄与度



(図表2-5) 非農業部門雇用者月間増減数と失業率



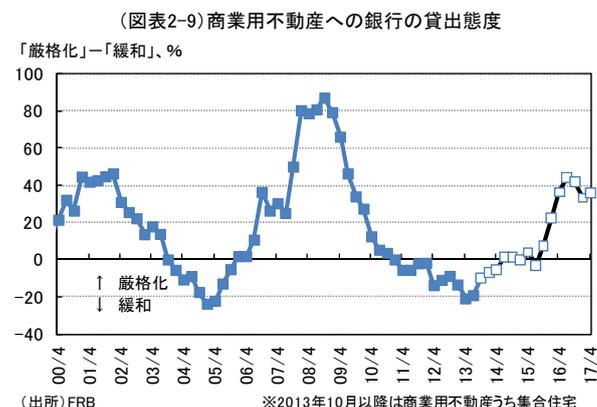
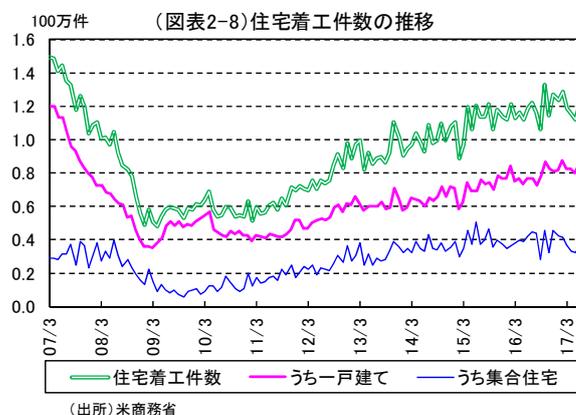
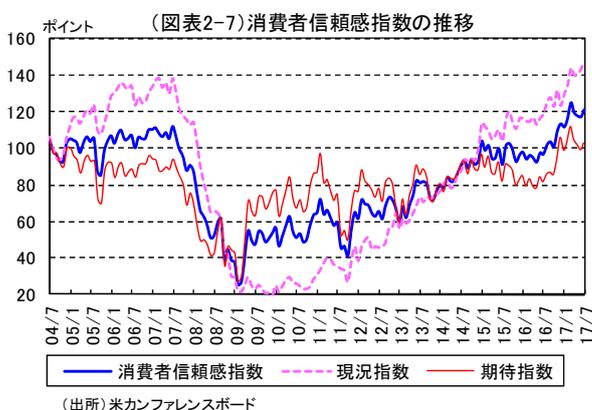
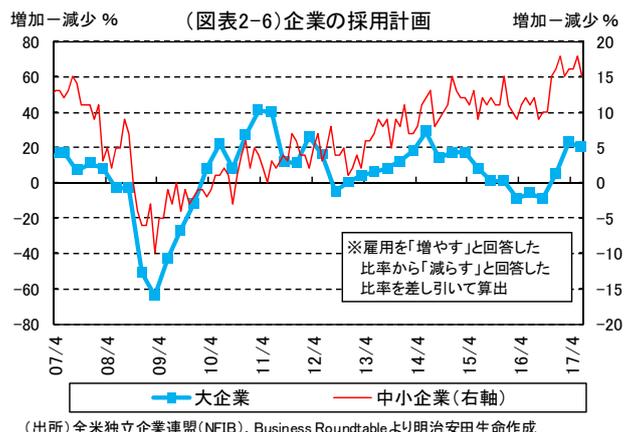
米独立企業連盟（NFIB）による調査を見ると、向こう3カ月の採用を「増やす」と回答した企業数が「減らす」と回答した企業数を上回っている（図表2-6）。大企業の経済団体であるビジネスラウンドテーブルによる調査でも、向こう6カ月の採用を「増やす」と回答した企業が「減らす」と回答した企業を上回って推移している。

依然として緩和的な金融環境や内外需の回復を背景に、企業の採用意欲も高いことから、今後も労働市場の需給改善傾向が続くと見込まれる。賃金も緩やかながら上昇が続くとみられ、個人消費は回復傾向が続くと予想する。

トランプ大統領が掲げている所得税改正については、議会での調整に時間がかかり、実施時期は2018年に後ずれする公算が高まっている。政策期待のはく落に加え、大統領と共和党の対立、共和党内での穏健派と保守派の対立、ロシアゲート疑惑など、米国政治を巡る状況は混乱の度合いを増している。ただ、そうした状況下にあっても、消費者マインドは高水準で推移している。カンファレンス・ボードが発表している消費者信頼感指数は、リーマン・ショック以前の水準を越えてなお改善が続いている（図表2-7）。堅調な雇用・所得環境や家計資産の増加などを背景に、家計は消費に対して前向きな態度を維持していることから、今後も個人消費は堅調に推移すると予想する。

### （3）住宅投資は持ち直しに向かうと予想

米国の住宅投資は、足元で回復ペースが鈍化している。住宅着工件数の推移を見ると、6月は年率換算で121.5万戸、前月比+8.3%と4ヵ月ぶりに増加したものの、4,5月が冴えなかったため、4-6月期では前期比▲6.0%の減少となった（図表2-8）。内訳を見ると、一戸建ては増加傾向が続いている一方で、集合住宅は2016年半ば以降減速している。集合住宅減速の背景には、銀行が集合住宅開発業者への融資態度を厳格化させていることが挙げられる（図表2-9）。集合住宅は、2000年代後半の住宅バブル崩壊による持ち家率の低下（賃貸志向の高まり）を追い風に建設が進められてきたものの、持ち家率は2016年1-3月期を底として、すでに上昇に転じている。また、

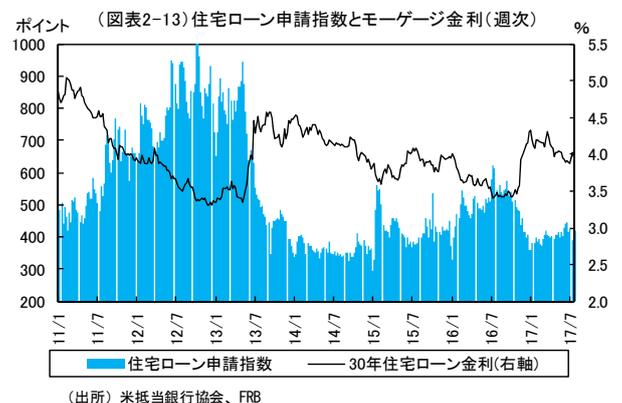
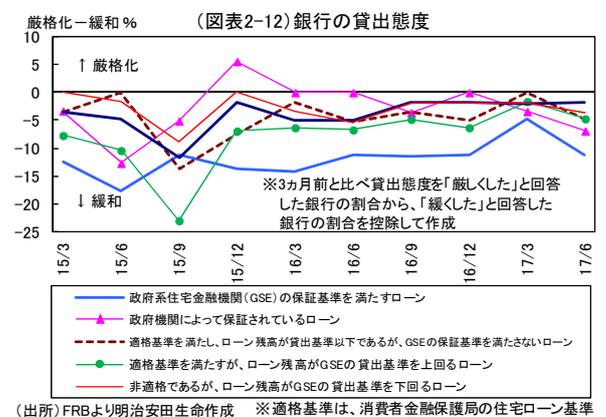
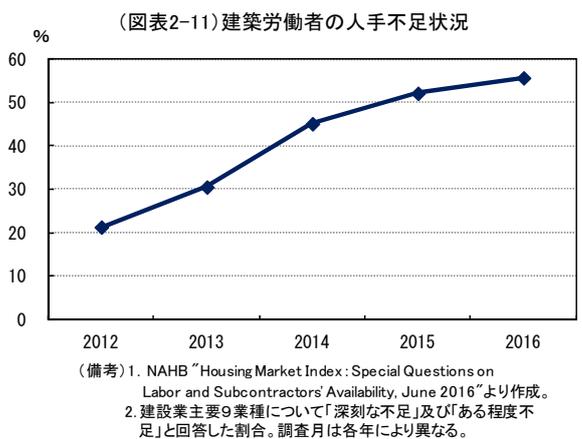
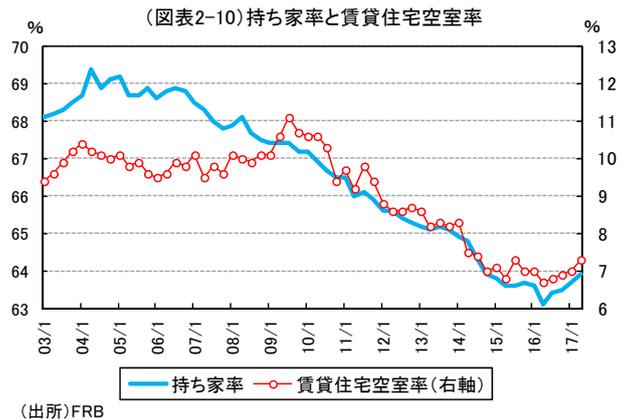


賃貸住宅の空室率も2009年からほぼ一貫して低下傾向が続いていたが、こちらも2016年以降上昇に転じている(図表2-10)。銀行が集合住宅開発業者への融資態度を厳格化している背景には、持ち家率の反転上昇や賃貸住宅の空室率悪化など、家計の持家志向の回復があるとみられる。

また、建築業界での人手不足が、住宅供給のボトルネックになっている。NAHBの調査によると、2016年時点で人手不足を訴える建築業者は5割を超えている(図表2-11)。ページブック(地区連銀経済報告)でも建築業界での人手不足が住宅供給のボトルネックになっているとの報告があり、住宅建設の足かせとなっている。

一方、FRBによる銀行の住宅ローン貸出態度調査では、各種住宅ローンのいずれの調査項目でも、貸出態度を3カ月前に比べ「緩くした」と回答した銀行が「厳しくした」と回答した銀行を上回っている(図表2-12)。背景には、家計がバランスシート調整を進めてきたことがあるとみられる。家計の債務残高(対GDP比)は足元で65%程度と、2003年の水準にまで低下している。また、住宅ローンの延滞率も10年ぶりに1%台にまで低下しているなど、住宅ローンは銀行にとって優良な貸出先になっているとみられる。MBA(全米抵当貸付銀行協会)が発表する住宅ローン申請指数の推移を見ると、今年に入ってからは緩やかな増加傾向にある。住宅ローン金利は、トランプ大統領が掲げる拡張的な経済政策への期待や、FRBの金融政策正常化の動きなどを背景に16年秋以降上昇したが、17年以降は再び低下傾向に転じている(図表2-13)。FRBが利上げ路線を続けるなかでも、銀行の住宅ローン貸出態度は厳格化されたわけではなく、住宅金融へのアクセス改善が引き続き住宅市場の回復を後押しするとみている。

人口面から見た住宅需要も底堅い。米国の世帯数は年間130万世帯のペースで増加しており、住宅着工件数の増加ペース(年間約120万件)を上回っている。雇用者数も増加が続いていることから、購入者層の拡大が引き続き住宅投資を押し上げるとみられる。米国は依然として人口増加社会であり、雇用者も増え続けていることから、今後の住宅投資は、一戸建てを中心に緩やかな回復基調で推移すると予想する。



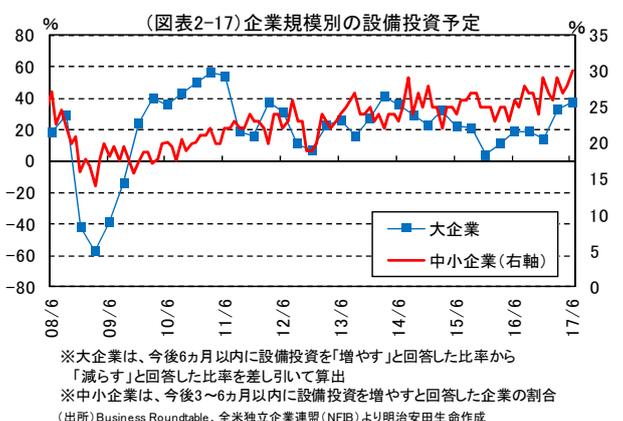
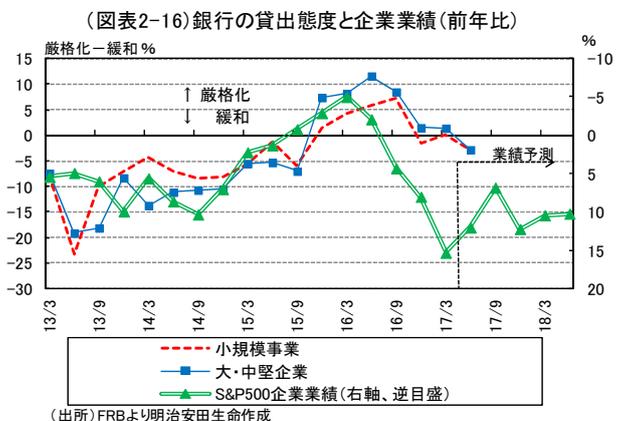
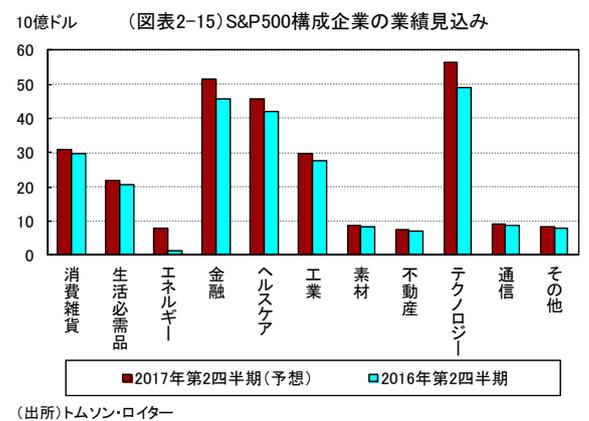
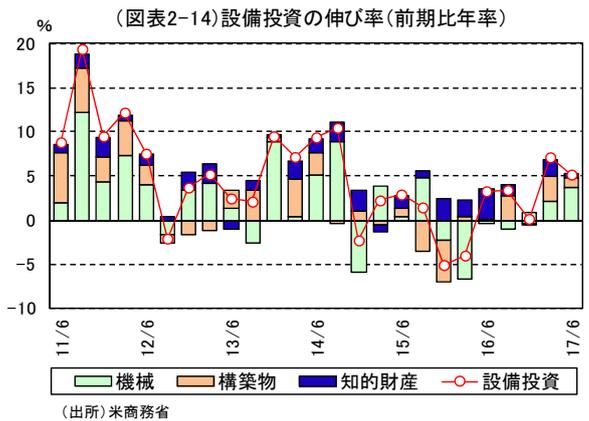
#### (4) 設備投資は緩やかな回復

4-6月期の設備投資は、前期から伸び幅が縮小したものの、前期比プラス圏での推移が続いている(図表2-14)。内訳を見ると、構築物投資と知的財産投資の伸び幅が縮小する一方、機械設備が拡大した。設備投資が総じて堅調を保っている背景には、企業業績の回復があるとみる(図表2-15)。S&P500株価指数を構成する企業の業績予想(8/15現在)を見ると、4-6月期のエネルギー部門は、資源価格の持ち直しに伴い前年比+537.4%の大幅増益となる見込みである。ほかにも、金融、ヘルスケア、工業、テクノロジーなど幅広い業種で増益が見込まれ、S&P500構成銘柄全体では、前年比+12.0%の増益予想となっている。

企業業績の改善を背景に、銀行の貸出態度も緩和しつつある。FRB調査の銀行貸出態度では、中小、中堅・大企業ともに、足元で貸出態度が緩和に転じた銀行が多くなっている(図表2-16)。今後とも企業業績の改善が見込まれるなか、貸出態度は緩和していくと見込む。

企業の設備投資意欲も旺盛である。中小企業が主体であるNFIBによる調査を見ると、向こう3カ月の設備について「増やす」と回答した企業数が「減らす」と回答した企業数を上回り、その割合も上昇傾向で推移している(図表2-17)。大企業経営者による経済団体ビジネスラウンドテーブルの調査でも、向こう半年間に設備を「増やす」と回答した企業が「減らす」と回答した企業を上回って推移している。設備投資意欲が改善している背景としては、前述した資源価格の持ち直しのほか、個人消費の好調や、新興国を中心とした海外景気の持ち直しなどが挙げられる。

トランプ大統領が掲げている法人税の最高税率引下げ(35%→15%)や、10年間で総額1兆ドルとされるインフラ投資については、議会での財源を巡る調整の遅れや、ロシアゲート疑惑などを背景に、実現時期は2018年に後ずれする公算が高まっている。ただ、そうした状況下であっても、内外需の好調を背景に企業の設備投資意欲は旺盛であり、トランプ政策の遅れが企業マインドに悪影響を及ぼしている様子は見られない。今後の設備投資は、企業業績の改善や設備稼働率の上昇などを背景に、回復基調が続くと予想する。



## (5) 輸出は持ち直しを予想

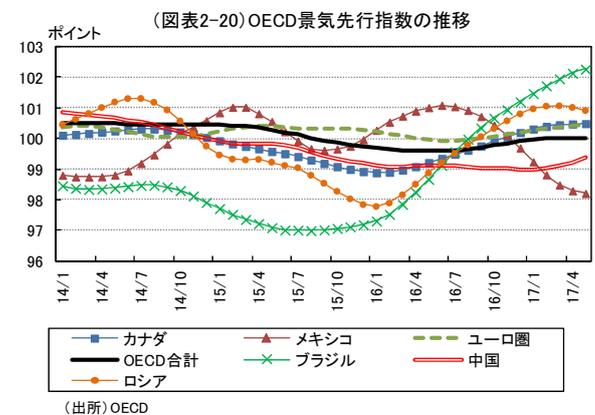
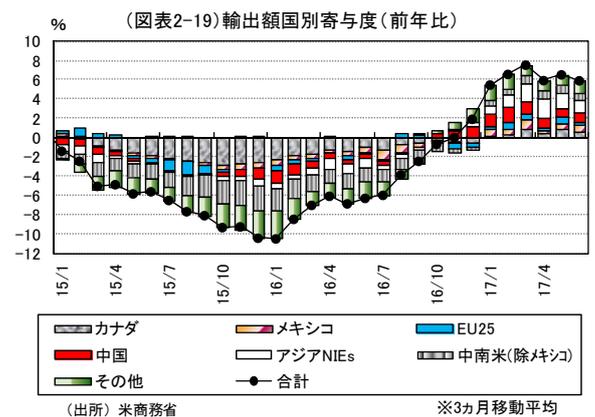
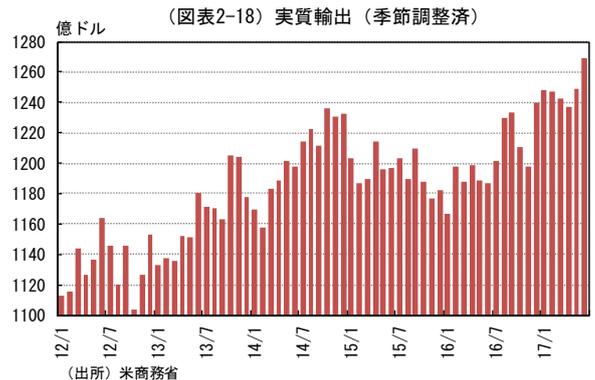
米国の輸出は、昨年半以降持ち直している（図表2-18）。財輸出の伸び（前年比）に対する相手国別寄与度を見ると、資源国のカナダや、ブラジルを中心とした中南米向けは、2016年初を底に持ち直している（図表2-19）。景気対策が打ち出されている中国向けは足元で堅調に推移しているほか、アジアNIEs向けも昨年半から改善傾向が続いている。ドイツを中心とした景気回復が続く欧州向けも、回復傾向が明らかになりつつある。

OECD（経済協力開発機構）が発表する景気先行指数は、昨夏から持ち直しの動きが続いている（図表2-20）。主要輸出先別に見ると、カナダが2016年初から上昇傾向で推移しているほか、中国も政策効果などにより昨年半以降持ち直している。ブラジルとロシアも改善基調を強めるなど、特に資源輸出国の改善が目立っている。一方、メキシコはペソの下落やインフレの昂進を背景に度重なる利上げを行なうなど、昨年半以降、低下傾向が続いている。ユーロ圏は2016年から低下傾向にあったものの、足元では改善に向かっている。

7月27日、トランプ米政権と与党・共和党指導部は年内決着をめざす税制改革について共同声明を出し、「国境調整税」導入を断念すると表明した。国境調整税は事実上の法人税改革であり、輸出企業にとっては輸出金額の益金不算入により事実上の税還付となるが、輸入企業にとっては輸入代金の損金算入廃止により、増税となる。大幅な貿易赤字国である米国では、10年間で1.2兆ドルの歳入増につながるとの試算（Tax policy center）もあるが、そうした負担は小売業者や輸入業者、最終的には家計に及ぶ可能性があり、共和党内での意見集約ができなかったものである。税制改革には相当な時間と労力を要することが改めて浮き彫りになったと言えよう。トランプ大統領が提唱している二国間FTAなども、まとまるまでには相当の時間がかかることを勘案すれば、向こう数年の米国景気への影響は限られよう。今後の輸出は、景気回復が続く中国や資源輸出国、ユーロ圏向けが下支えとなり、緩やかな回復をたどると予想する。

## (6) 利上げは年2回程度のペースを予想

6月13-14日開催のFOMC（米連邦公開市場委員会）では、事前の市場予想どおり、政策金利であるFFレートの誘導目標レンジを0.75-1.00%から、1.00-1.25%（中央値1.125%）へと引き上げることが決定された。FFレートの見通し（FOMC参加者17名の予想中央値）も、2017年末が1.375%、2018年が2.125%と、3月の見通しからすえ置かれた。1回の利上げ幅が今回の利上げと同じ0.25%となる場合、FOMC参加者の多くは2017年末までに追加で1回の利上げがあるとみていることになる。



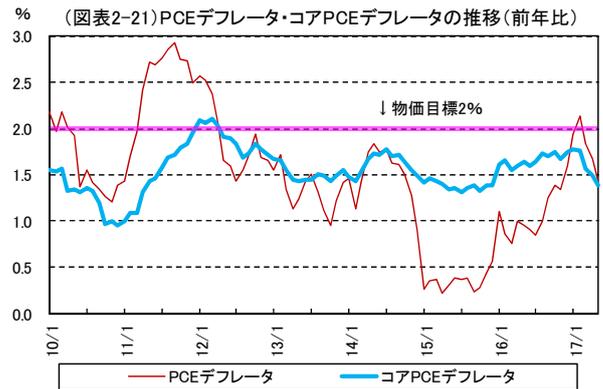
一方、金利先物市場参加者などの間では、2017年中の利上げ回数は、2回（すでに打ち止め）と3回とで分かれている。背景には、物価安定の目標達成が遅れるとの見方が燻っていることがあるとみられる（図表2-21）。平均時給の伸びは、リーマン・ショック前は前年比3～4%のペースで伸びていたが、足元では失業率が大幅に低下するなかでも賃金の伸びは落ち着いた状態が続いている（図表2-22）。貿易が可能な財の価格は、国際的な一物一価の力が働きやすい一方で、非貿易財の性格が強いサービスの価格は、賃金動向の影響を大きく受ける。足元の賃金上昇率が鈍いものにとどまっていることが、FRBが掲げている物価目標の達成が遅れている原因の一つになっている。賃金の伸びが鈍い理由のひとつとして、リーマン・ショック後に労働市場から退出した人々が、依然として非労働力人口のなかに滞留している点が指摘できる（図表2-23）。家計調査による推計では、非労働力人口中、就職の意思がある人数は足元で550万人程度と非労働力人口の6%を占め、リーマン・ショック以前の水準よりも依然として高い。こうした人々が、景気回復により労働市場に再参入することで労働参加率が上昇し、賃金の伸びを抑制している可能性がある。今後も労働市場における需給の引き締まりは緩やかなものにとどまるとみられ、賃金の伸びは加速感に欠ける展開が続くと予想する。

7月25-26日開催のFOMCでは、政策金利であるFFレートの誘導目標レンジは1.00-1.25%（中央値1.125%）ですえ置かれた。声明文では、足元のPCE（個人消費支出）デフレーター、コアPCEデフレーターが共に弱めの数値になったことを受け、物価の現状判断は「最近減速し、2%を幾らか下回っている」から「減速し2%を下回っている」へと「最近」と「幾らか」が削除された。FRBがインフレ率の低下が続いていることを警戒している様子が窺える。

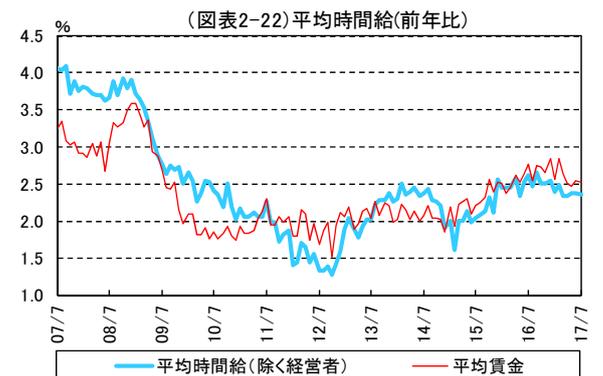
ただ、物価見通しについては、「前年比ベースのインフレ率は短期的に2%を幾分下回って推移する見込み」であり、「中期的に2%付近で安定する」と、依然2%に回帰するとの見方は崩していない。

注目されていた再投資政策については、現在の再投資政策を「当面」実施し、再投資縮小について「比較的早期に」開始すると予想する、との文言がそれぞれ追加された。「比較的早期に」という文言からは、9月開催のFOMCで再投資政策の変更に着手する可能性が高いことが窺える。

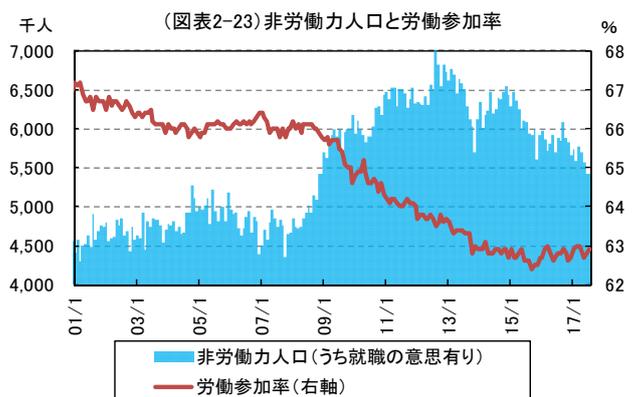
低下を続ける失業率に対し、賃金の伸びが鈍いままであるなど、物価上昇に対して強気になりにくい面があるのに加え、トランプ大統領の掲げる経済政策も実施時期が2018年に後ずれするとみられる。加えて、9月から10月にかけては、米政府の債務上限引き上げを巡り、議会が再び紛糾するリスクもある。FRBは9月に再投資政策の一部停止を開始したあと、2017年中の追加利上げは見送るとみる。また、2018年も年2回の利上げにとどまると予想する。



(出所)米商務省



(出所)米労働省



(出所)米労働省

### 3. 欧州経済見通し

#### 〈要 約〉

ユーロ圏景気は回復傾向が続いている。ECB（欧州中央銀行）による緩和的な金融政策が続くと見込まれるほか、各国の緊縮的な財政運営が見直されていることもあって、今後も緩やかな景気回復が続くと予想する。

個人消費は、雇用者数の増加などを背景に、緩やかな改善傾向で推移するとみている。固定投資は、企業の資金調達環境の改善や、設備投資意欲の持ち直しなどから、底堅い推移が続くとみる。輸出は、米国や中国を中心とする海外景気回復が下支えになるとみているが、ユーロ高などが足かせとなることで、回復ペースは緩慢と見込む。

ECBは10月に、資産買入れ策の実施期間の延長と、毎月の買入れ額の縮小を決定し、2018年以降も資産買入れを継続すると予想する。

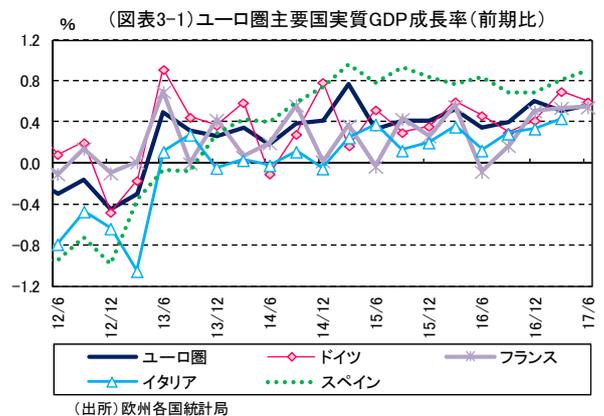
英国景気は、EU離脱を巡る不透明感から、固定投資が停滞気味の推移に転じる可能性が高いほか、実質賃金の改善の遅れが個人消費の足かせになるとみられることから、減速傾向で推移するとみている。

#### （1）4-6月期も景気は回復傾向で推移

4-6月期のユーロ圏実質GDP成長率（速報値）は前期比+0.6%と、1-3月期の同+0.5%から伸び幅が拡大した（図表3-1）。国別の成長率を見ると、ドイツ（1-3月期：同+0.7%→4-6月期：+0.6%）は前期から伸び幅が縮小したものの、スペイン（同+0.8%→+0.9%）は前期から伸び幅が拡大した。一方、フランス（同+0.5%）は前期と同じ伸び幅となった。

欧州委員会の春季経済見通しでは、2017、2018年ともに、各国の財政スタンスはやや緩和的との予想が示された。各国の緊縮的な財政運営が見直されているほか、

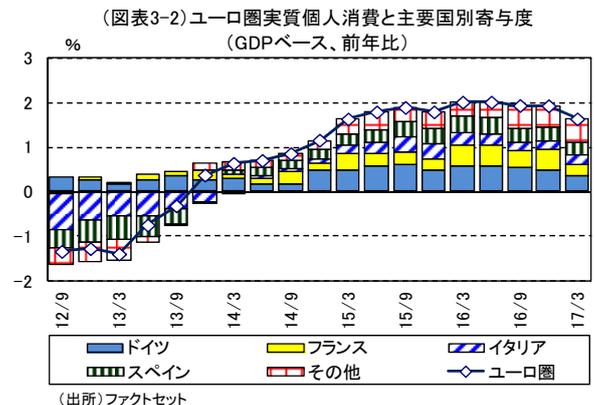
ECB（欧州中央銀行）による緩和的な金融政策が続くと見込まれることもあって、ユーロ圏景気は緩やかな回復が続くと予想する。



#### （2）個人消費は緩やかな改善傾向が続く

ユーロ圏の個人消費は、2013年の冬以降、回復傾向が続いている。1-3月期の実質個人消費は前年比+1.6%と、14四半期連続のプラスとなった（図表3-2）。主要国別では、暖冬などの影響で、フランス（同+1.0%）が低めの伸びにとどまったものの、ドイツ（同+1.3%）、イタリア（同+1.4%）、スペイン（同+2.5%）は、いずれも底堅く推移している。

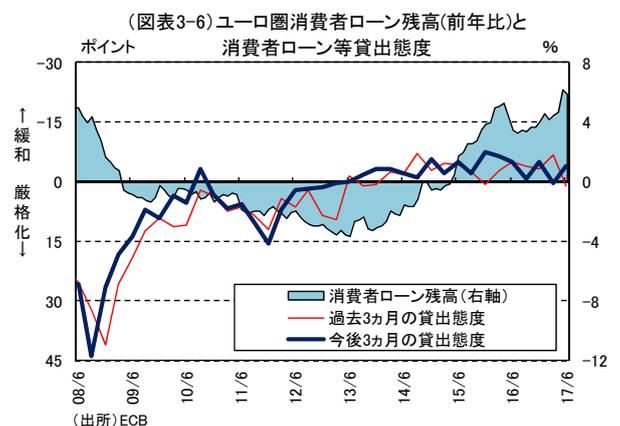
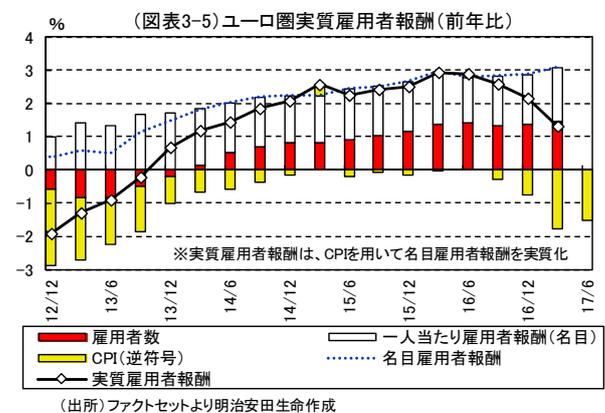
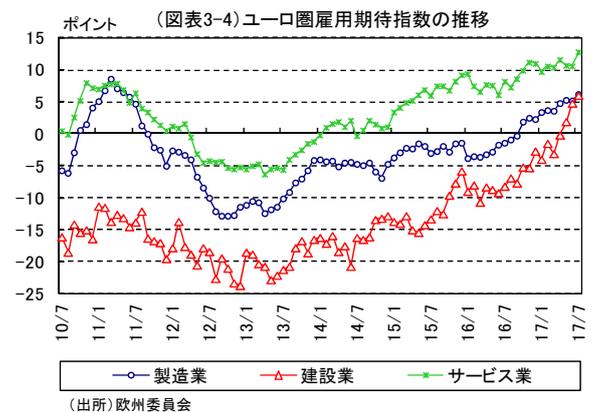
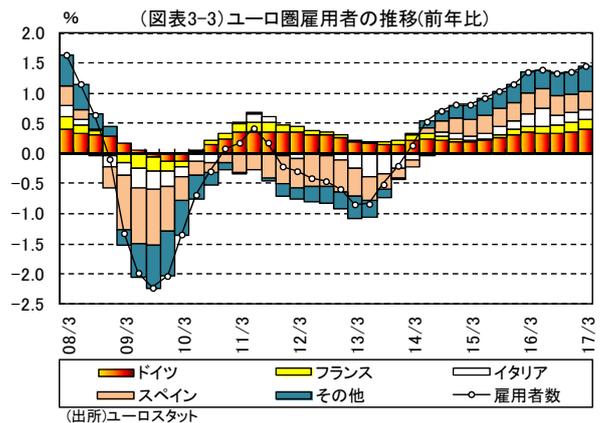
ユーロ圏の個人消費回復の背景には、雇用環境の改



善がある。1-3月期の雇用者数は前年比+1.5%と、2013年央以降、持ち直し傾向で推移している（図表3-3）。足元の失業率は9.1%と、依然高水準ではあるものの、2013年半ばの12.1%をピークとして、低下傾向が続いている。ドイツやスペインを中心に、労働市場の規制緩和や失業者の復職支援をはじめとする労働市場改革を推進してきたことなどが、雇用環境の改善につながっているとみられる。欧州委員会が発表する企業景況感調査の項目のうち、企業の採用意欲を示す雇用期待指数を見ると、製造業と建設業が上昇傾向で推移しているほか、サービス業も高水準を維持しており、雇用者数は今後も増加傾向が続くとみる（図表3-4）。

一方、実質雇用者報酬の伸び（前年比）は昨年7-9月期以降、鈍化傾向で推移している（図表3-5）。内訳を見ると、一人当たり雇用者報酬（名目）は2013年以降、前年比+1%台半ばの伸びを維持しているほか、雇用者数も2014年以降、前年比プラス圏で推移しているが、昨秋以降、消費者物価指数（CPI）が上昇傾向で推移し、実質ベースの雇用者報酬を押し下げている。ただ、昨秋以降のCPI上昇率の加速は、昨年春先から冬ごろにかけての原油価格の持ち直しによる影響が大きい。年明け以降は原油価格の上昇が一服するなか、CPIの伸びも鈍化に向かっており、物価上昇による実質購買力への下押し圧力が今後も一段と強まっていく状況には至らないとみている。

家計の借入れ環境に目を向けると、ECBによる銀行の消費者ローン貸出態度調査では、過去3カ月の貸出態度について、「緩くした」と回答した割合と「厳しくした」と回答した割合がほぼ同じとなった（図表3-6）。ただ、2013年半ば以降、ECBの金融緩和策などを背景に、借入れ環境はすでに大きく改善してきている。同調査のうち、今後3カ月の貸出態度については、「緩くする」と回答した割合が「厳しくする」と回答した割合を上回っており、緩和的な借入れ環境が引き続き個人消費を下支えする可能性が高い。今後の個人消費は、雇用者数の増加が見込まれるのに加え、緩和的な借入れ環境も引き続き下支えとなって、緩やかな改善傾向が続くと予想する。



### (3) 固定投資は底堅く推移するとみる

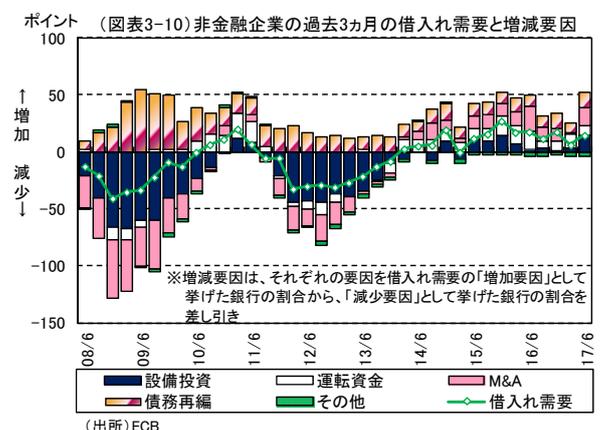
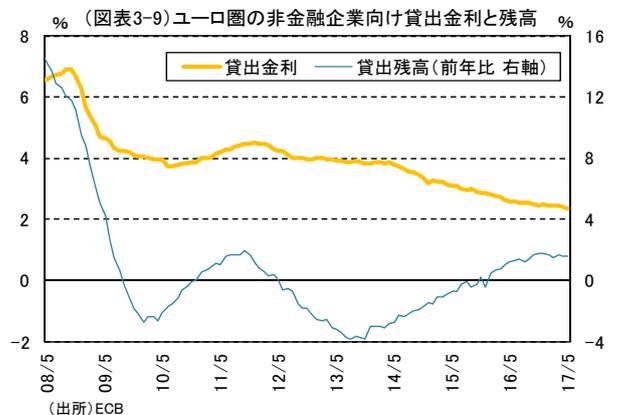
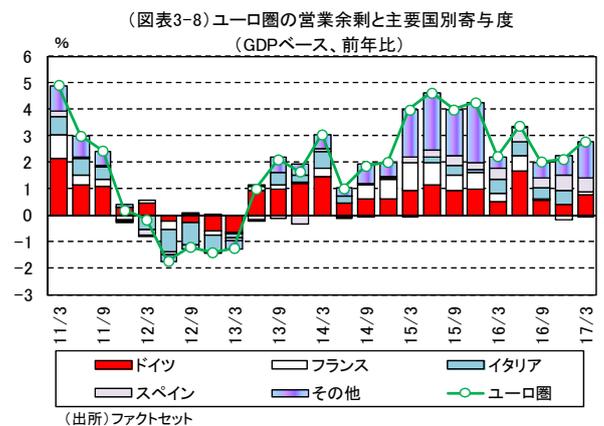
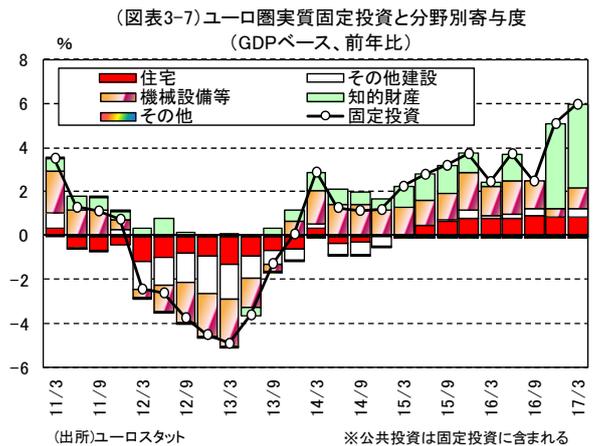
ユーロ圏の固定投資は堅調に推移している。1-3月期の実質固定投資は前年比+6.0%と、14四半期連続のプラスとなった(図表3-7)。分野別に見ると、知的財産投資(同+20.1%→+19.4%)が2四半期連続で高い伸びとなったほか、機械設備投資(同+1.0%→+3.0%)も3四半期ぶりに伸び幅が拡大し、全体を押し上げた。

固定投資回復の背景には、企業業績の改善がある。GDPベースの営業余剰を見ると、1-3月期は同+2.8%と、16四半期連続のプラスとなった(図表3-8)。6月以降に進んだユーロ高は、輸出企業を中心に今後の企業業績の下押し圧力になるとみられるものの、ユーロ圏の個人消費の緩やかな改善に加え、低金利環境の継続、米国を中心とする世界景気の回復などが、引き続き企業業績を下支えするとみている。

企業の資金調達環境も引き続き緩和的である。銀行の非金融企業向けの貸出金利は2014年半ば以降、ECBのマイナス金利政策などを受け、低下傾向で推移している(図表3-9)。ECBの銀行貸出調査の結果を見ても、非金融企業向けの銀行貸出態度は、銀行間の競争の激化や経済見通しの改善などから、緩和傾向が続いているほか、先行き3ヵ月についても、一段と緩和するとの見通しが示されている。

加えて、同調査のうち、非金融企業の借入れ需要の動向を見ると、足元では設備投資を目的とする資金需要が拡大している様子が見て取れる(図表3-10)。背景には、生産の持ち直しを受け、設備稼働率が約9年ぶりの水準まで上昇するなど、設備過剰感が大きく和らいでいることや、フランス大統領選や議会選挙を通過し、政治的な先行き不透明感が和らいでいることがあるとみている。今秋にはドイツで総選挙が実施されるが、現与党CDU(キリスト教民主同盟)が支持率を伸ばすなか、同国選挙も大きな波乱なく通過するとみられることから、政治的な不透明感が投資の足かせになる可能性は低いとみている。

今後の固定投資は、企業債務の高止まりなどが引き続き足かせになるとみられるものの、企業の資金調達環境の改善や、設備投資意欲の持ち直しなどを背景に、底堅い推移が続くとみる。



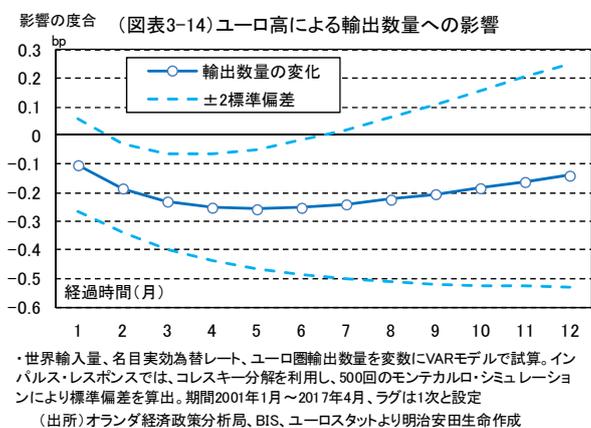
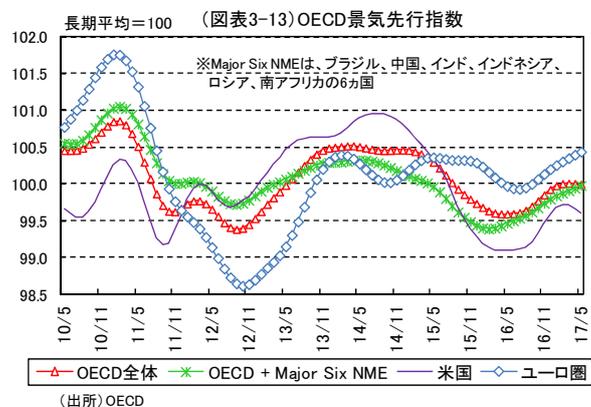
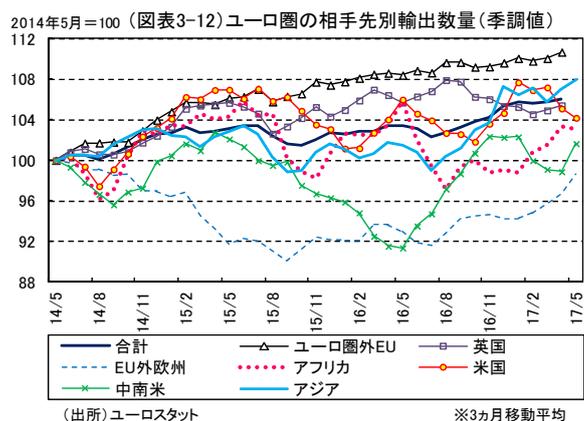
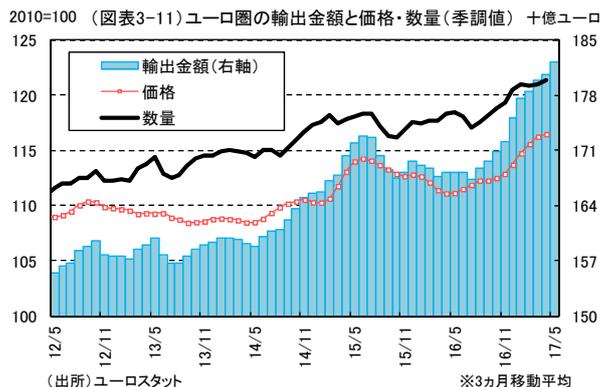
#### (4) 輸出は緩慢な回復を見込む

輸出金額は昨夏以降、増加傾向で推移している（図表3-11）。輸出金額を価格と数量に分解すると、価格指数は2015年央以降、低下傾向が続いてきたものの、原油価格の持ち直しやユーロ高の一服などを受け、昨年半ば以降、再び上向いている。輸出の実勢を示す数量指数を見ても、昨秋以降、緩やかな改善傾向が続いている。

輸出数量の動向を相手先別に見ると、主要輸出先である欧州に関しては、EU外欧州向けが昨夏以降、堅調に推移しているほか、ユーロ圏外EU向けも昨秋以降、緩やかな改善傾向で推移している（図表3-12）。英国向けは、同国景気の減速を受け、減少傾向にあるものの、ユーロ圏の景気回復が波及する形で、欧州全体の景気が上向いていることなどが、輸出の下支えになっているとみられる。欧州外については、米国向けが同国での自動車販売の停滞などを受け、昨冬以降弱含んでいるものの、アジア向けは中国景気の持ち直しなどを背景に、昨夏ごろから堅調に推移している。

OECDが発表する景気先行指数を見ると、年明け以降、米国の低下などが重しとなって、OECD加盟国全体では横ばい圏での推移となっている（図表3-13）。ただ、米国の低下は、トランプ大統領の財政政策が遅れるとの見方が強まっている影響が大きいとみられ、個人消費を中心とする米国景気の回復は今後も途切れないとみている。加えて、中国などのOECD非加盟の新興国は引き続き改善傾向を維持しており、海外景気の回復が、今後も輸出の下支えになると見込む。

一方、世界輸入量、実質実効為替レート、ユーロ圏輸出数量を用いて、為替が1%ユーロ高に振れた場合の輸出数量の変化（ユーロ高ショックに対するインパルス・レスポンス）を試算すると、輸出数量の押し下げ幅はユーロ高ショックの5ヵ月後まで拡大していく可能性が示唆される（図表3-14）。フランスなど、労働コストが高水準で、価格競争力の弱い国を中心に、6月以降のユーロ高進行が輸出の下押し要因となる可能性が高い。今後の輸出は、引き続き米中を中心とする海外景気の回復が下支えになるとみているが、ユーロ高などが足かせとなって、回復ペースは緩慢と見込む。

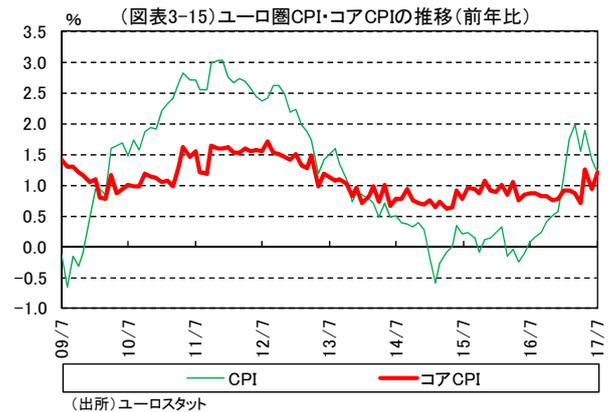


### (5) ECBは2018年以降も資産買入れ策を継続

ECBは7月の政策理事会で、すべての政策金利（主要政策金利：0.00%、中銀預金金利：▲0.40%、限界貸出金利：0.25%）と資産買入れ策の枠組み（月額600億ユーロ、少なくとも2017年12月末まで実施）をすえ置いた。ECBのドラギ総裁は記者会見で、「ユーロ圏景気の回復の勢いは力強さを増し、さまざまな地域・業種に広がりを見せている」と述べ、景気に対する前向きな見方を示す一方、インフレ見通しに関しては、「基調的なインフレ圧力は引き続き抑制されている」と指摘するなど、慎重な見方を維持した。

ユーロ圏のCPIの推移を見ると、7月の総合CPIは前年比+1.3%と、原油価格の持ち直しによる押し上げ効果の減衰などから、2月以降、伸び幅が縮小傾向となっている（図表3-15）。コアCPIも1%近傍での推移が続いており、基調的な物価上昇圧力は強まっていないとみている。

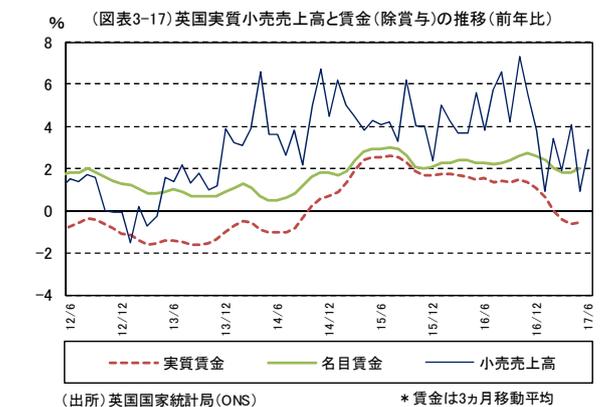
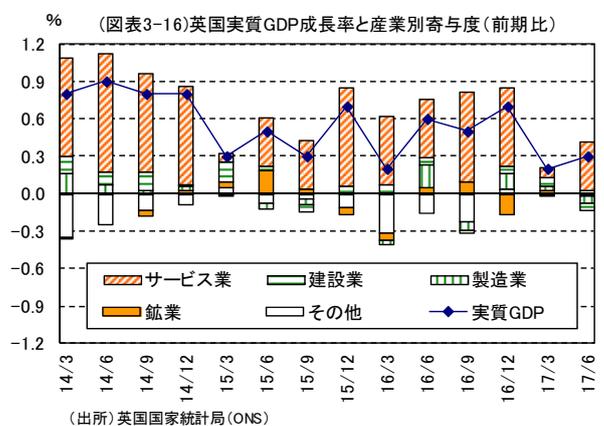
一方、ドラギ総裁は今後の金融政策の変更について「秋に議論する」と述べ、今秋の政策理事会で、金融政策の見直しを行なう意向を示した。景気回復の動きが南欧諸国などにも広がりを見せているほか、ドイツ国債を中心に買入れ資産が不足していることもあって、ECBは10月の政策理事会で、資産買入れ策の実施期間を3ヵ月程度延長するとともに、2018年1月以降の資産買入れ額を月額200億ユーロ程度縮小することを決定すると予想する。もっとも、賃金の上昇ペースが緩慢なほか、企業部門を中心にバランスシート調整圧力が強いこともあって、CPIは引き続き伸び悩み可能性が高い。景気の回復が続くなかでも、CPIの伸びは緩慢なことから、ECBは今後もマイナス金利政策を継続し、2018年末にかけて緩和的な金融環境を維持していくとみる。



### (6) 英国景気は減速に向かう

英国の4-6月期の実質GDP成長率（速報値）は前期比+0.3%と、前期から伸び幅が拡大した（図表3-16）。GDPの約8割を占めるサービス業（同+0.5%）が全体を押し上げたが、6月の猛暑など一時的な要因も大きい。反面、鉱工業が同▲0.4%、建設業が同▲0.9%と、いずれもマイナスとなるなど、先行きの見通しは必ずしも明るくない。EU離脱を巡る先行き不透明感が根強いなか、固定投資は停滞気味な推移になるとみられるほか、賃金の伸び悩みや、高水準の消費者物価を背景に、実質購買力の改善が遅れることなどが個人消費の下押し要因になるとみており、今後の英国景気は減速に向かうとみる。

6月の実質小売売上高は前年比+2.9%と、2ヵ月ぶりに伸び幅が拡大したものの、6月の猛暑により、夏物衣料などの需要が増加した一時的要因によるところが大きいとみられる（図表3-17）。消費者マイ



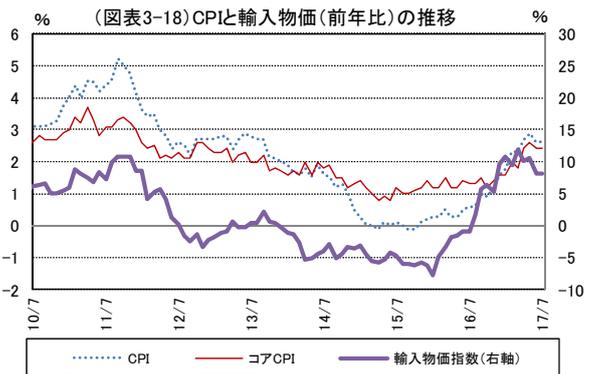
ドを見ると、GfKが発表する消費者信頼感指数は、昨春以降、停滞気味の推移が続いており、7月は▲12と、2016年7月以来の低水準となっている。雇用環境に目を向けると、3-5月期の失業率は4.4%と、1975年7月の水準まで改善した。ただ、週平均賃金は前年比+1.8%と、2ヵ月連続で伸び幅が縮小するなど、伸び悩みが続いている。今後についても、EU離脱に伴う先行き不透明感が根強いことなどを背景に、賃金は伸び悩むと予想する。

CPIの推移を見ると、2016年半ば以降、原油価格の持ち直しや、EU離脱を巡る不透明感の高まりを受けたポンド安の進行などから、上昇ペースが加速していた(図表3-18)。ただ、その後の原油価格の下落などを背景に、7月のCPIは前年比+2.6%と、前月と同じ伸び幅となり、上昇ペースの加速は一服している。輸入物価の推移を見ると、ポンド安の影響を受けて、2016年ごろから前年比の伸びが拡大傾向で推移していたものの、足元ではすでにピークアウトしつつある。原油価格の落ち着きは、今後もCPIの伸びを抑えるとみるが、2017年中はBOE(イングランド銀行)の物価目標(+2.0%)を超える水準で推移する見通しで、実質賃金の改善の遅れが個人消費の足かせになるとみている。

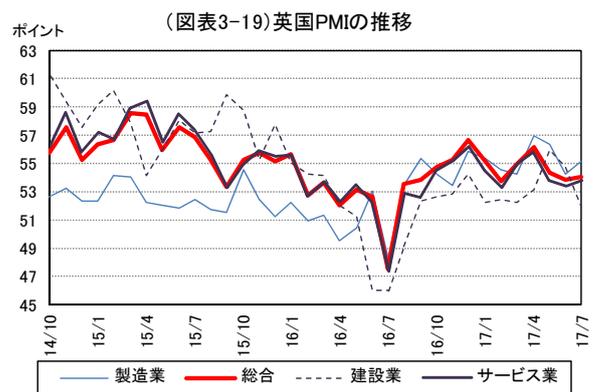
固定投資は10-12月期に前期比+0.1%と、弱含んだ後、1-3月期は同+1.0%と持ち直した。一方、4-6月の鉱工業生産は前期比▲0.4%と、三四半期ぶりのマイナスとなっている。製造業PMIを見ても、4月以降は低下傾向で推移しており、企業マインドも弱含んでいる(図表3-19)。EU離脱交渉を巡る不透明感が高まりつつあることもあり、固定投資も年後半は停滞気味の推移をたどるとみる。

外需の動向を見ると、4-6月期の輸出金額は前期比+0.5%と、増加傾向が続いている。輸出数量も同+1.5%と、三四半期連続で増加している。貿易相手国の景気回復のほか、ポンド安による価格競争力の改善も輸出の下支えになっているとみられる。今後についても、最大の貿易相手国である米国や、輸出金額の約48%を占めるユーロ圏の景気が回復傾向で推移すると見込まれることから、輸出は持ち直し傾向が続くとみる。

EUからの離脱交渉は6月19日に開始されている。英国は、通商協定に関する協議は離脱条件交渉後に実施というEUの要求を受け入れた。7月16日から行なわれた第二回の交渉会合では、メイ政権の基本方針が定まっていないことを背景に、英国側はEUが求めていた精算金の支払いや、在英EU機関の移転費用の負担などに関する対案の提示を見送った。また、EU市民の権利保護について、英国側は、英国内に5年以上住んだEU市民は福祉などの面で英国国民と同等に扱うとの提案を6月に示す一方、EU側は離脱後に呼び寄せた家族の権利も、EU法に基づいて保護するよう求めており、互いに歩み寄る姿勢は見られなかった。欧州議会の承認などの手続き期間もふまえると、実質的な離脱交渉期限は2018年10月と見込まれ、残された時間は1年あまりしかない。離脱交渉の入り口で足踏みを続けられ、離脱後の通商協定などの具体論に入れず、十分な取り決めのないまま英国が放り出される「無秩序な離脱」に陥るおそれがあることなどから、英国は交渉をスムーズに進めていくためにも、EU主導



(出所)英国国家統計局(ONS)



(出所)ファクトセット

の交渉を受け入れざるを得ないとみている。

BOEは8月の金融政策委員会（MPC）で政策金利（0.25%）をすえ置いた。タカ派のフォーブス氏が退任し、ハト派とされるテンレイロ氏が委員に加わったことで、すえ置きへの反対票は6月の3名から2名に減少した。BOEは、企業が投資を手控える動きや実質賃金の伸び悩みが今後も続くと予想しており、実質GDP成長率予想について、2017年は前年比+1.9%→+1.7%、2018年は同+1.7%→+1.6%と、それぞれ引き下げた。議事録では、英国経済が8月のインフレーションレポートの想定どおりに推移する場合、現在の市場イールドカーブが示すよりも早いペースでの利上げが必要となる可能性が示されている。ただ、BOEのカーニー総裁は記者会見で「今後の英経済が急激に悪化しないことを前提に、3年以内に利上げが必要になる」と述べるなど、早期利上げへの切迫感は窺えない。2017年内のインフレ率は高い水準で推移すると見込まれるものの、EU離脱交渉を巡る不透明感が広がり、今後の英国景気は減速に向かうとみられることから、BOEは2018年末にかけて、様子見姿勢を継続すると予想する。

## 4. 中国経済見通し

### 〈要 約〉

4－6月期の中国実質GDP成長率は前年比＋6.9％と、前期の水準を維持、政府目標の＋6.5％を上回った。個人消費に改善の兆しが窺えるが、政府の財政政策が景気を支える構図に大きな変化はない。秋には5年に一度の共産党大会を控えるなか、引き続き政府が経済安定を最優先課題に位置付けて各種政策に取り組むと見込まれることから、景気は年末に向けて底堅い推移を予想する。もっとも、来年は各種政策の効果一巡が見込まれることで、過剰生産能力の解消などに伴う景気の下振れ圧力が顕在化するとみる。

#### (1) 中国景気は財政政策が下支え

中国の2017年4－6月期の実質 GDP 成長率は前年比＋6.9％と、前期の水準を維持した(図表4-1)。政府によるインフラ投資が小幅減速する一方で、輸出や消費の回復が全体を押し上げたとみる。

政府は、製造業の過剰生産能力の解消や不動産投機の抑制を継続する一方で、財政政策による景気の下支えも行なうなど、アクセルとブレーキを踏み分けている。3月の全国人民代表大会(全人代)では、実質 GDP 成長率の目標が、＋6.5％～＋7.0％から＋6.5％前後へと下方修正され、緩やかな景気減速を容認する形となった。ブレーキ面の政策としては、3月から4月にかけて、銀行に対するレバレッジ規制を打ち出したことが、今後の景気の下押し圧力となる可能性がある。7月の全国金融工作会议では、習近平国家主席自身が、金融は実体経済に沿うべきだと発言し、金融規制を再強化する方針を示している。ただ、今年の秋には5年に一度の共産党大会が開かれるなど、政府には景気を腰折れさせるわけにはいかない事情もある。内閣に相当する国務院は、法人減税策などを行なうことで、総額1兆元規模の企業負担軽減策を発表しており、こうした財政政策が年内の景気を下支えすると見込む。もっとも、共産党大会後は、各種財政政策の効果が一巡するとともに、過剰生産能力の解消などに伴う、景気下振れ圧力が顕在化するとみている。2017年通年の実質 GDP 成長率は同＋6.9％と前年から上振れる一方、2018年は同＋6.4％と逆に減速すると予想する(図表4-2)。

#### (2) 年内の固定資産投資は底堅く推移

2017年1－7月累計の固定資産投資は前年比＋8.3％と、2017年1－6月累計の同＋8.6％からプラス幅が縮小した(図表4-3)。寄与度別の内訳を見ると、インフラ関連(2017年1－6月累計：同＋4.0％→2017年1－7月累計：＋4.0％)が前月と同水準となったものの、製造業(同＋1.8％→＋1.4％)、不動産開発(同＋1.5％→＋1.4％)のプラス幅がそれぞれ小幅縮小している。インフラ投資についても、共産党大会を控えて、地方政府が実績づくりのために年初にインフラ投資を一斉に執行した反動で、

(図表4-1) 中国実質GDP成長率の推移(前年比)



(図表4-2) 中国実質GDP成長率予測(前年比) (%)

	2015年 (実績)	2016年 (実績)	2017年 (予測)	2018年 (予測)
実質GDP成長率	6.9	6.7	6.9	6.4

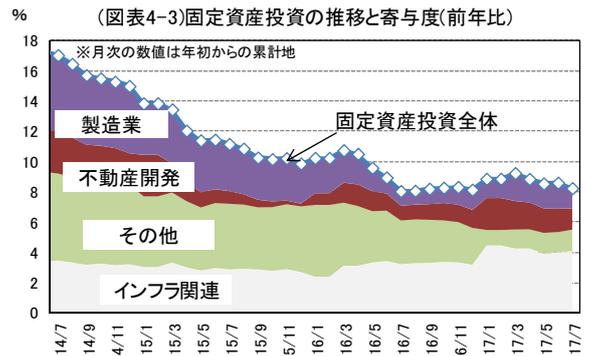
春以降やや減速傾向にある。ただ、今後は秋の共産党大会に向けてインフラ投資の「駆け込み」が発生すると見込まれ、7-9月期にかけて再加速すると予想する。一方、不動産開発投資の減速については、今年3月から4月に打ち出された銀行に対するレバレッジ規制の影響などで、不動産開発に流入する投機資金の一部が抑制されたことが影響したとみられる。今後も不動産価格抑制策が継続されることで、不動産開発投資は盛り上がり欠ける展開が続くと見込む。

製造業投資は、政府による金融規制の影響から足元で減速しているものの、後述のように生産活動が上向いていること、企業マインドが良好であること、企業収益が改善していることを背景に、今後は回復に向かうと予想する。

鉱工業生産を見ると、2015年以降、前年比+6%程度の推移が長く続いたが、足元ではやや上振れている(図表4-4)。業種別に見ると、自動車は2017年1月に小型車の減税幅が縮小されたことにより、伸び幅が縮小しているものの、電気機器は昨年12月の同+7.2%から、7月の同+11.8%までプラス幅が拡大している。一般機械は2015年末以降プラス幅が拡大傾向にあり、直近5ヵ月は二桁を超える伸びが続いている。通信設備・コンピュータも、昨年末以降、伸び幅が拡大傾向で推移している。今後も米国を中心とする先進国景気の回復を背景に、輸出の4割を占める電気機器・一般機械の輸出が持ち直しに向かうとみられることから、鉱工業生産は、持ち直し傾向が続くと予想する。

企業景況感は、大企業を中心に良好な水準を維持している。国家統計局が発表している7月の製造業PMI(購買担当者景気指数、調査対象は主に国有企業や大企業)は51.4と、前月の51.7から低下したものの、拡大と縮小の境目を表す50を12ヵ月連続で上回った(図表4-5)。相対的に中小民間企業が多い財新製造業PMIを見ても、7月は51.1と前月の50.4から上昇、拡大と縮小の境目を表す50を2ヵ月連続で上回って推移している。

工業企業利益(税引き前利益に相当)も改善傾向が続いている。6月は前年差+6,339億元と、2015年12月を底に持ち直している(図表4-6)。内訳を見ると、石炭採掘が同+1,377億元、石油天然ガス開発が同+629億元と、エネルギー関連が全体を押し上げた。

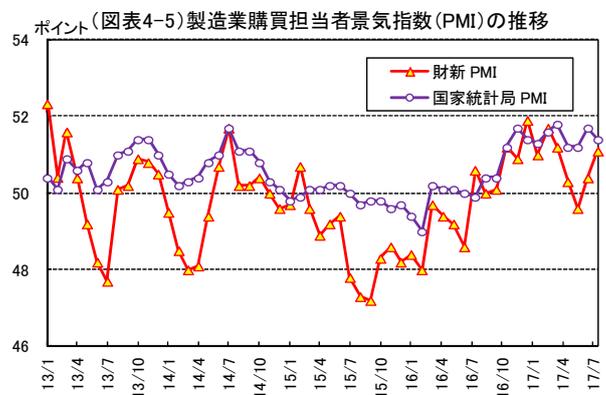


(出所)中国国家统计局

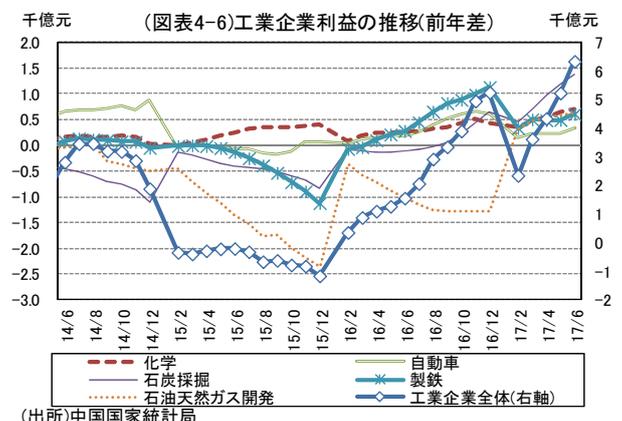


(出所)中国国家统计局

(注)2月は1-2月の合算ベース



(出所)中国国家统计局ほか



(出所)中国国家统计局

PPI(生産者物価指数)を見ると、昨年10月以降、掘削や原材料を中心にプラス圏で推移しており、資源価格の持ち直しが資源採掘系企業の利益改善につながったとみられる。加えて、政府によるインフラ投資などもあり、引き続き企業業績は良好な推移をたどると見込む。

今後も政府によるインフラ投資が高い伸びを保つ一方、企業収益の改善を背景に製造業投資も持ち直し傾向が続くとみられるため、2017年後半にかけての固定資産投資は、底堅い推移が続くと予想する。ただ、秋の共産党大会以降、2018年にかけては、地方政府が景気を下支えするインセンティブも低下することなどから、インフラ投資を中心に、固定資産投資は減速すると見込む。

### (3) 輸出は持ち直しが続く

輸出は持ち直し傾向で推移している。7月の輸出は前年比+7.2%と、前月からプラス幅は縮小したものの、5ヵ月連続の増加となった(図表4-7)。相手国・地域別に見ると、米国向け(6月:同+19.7%→7月:+8.9%)や、EU向け(同+15.2%→+10.1%)は3ヵ月ぶりにプラス幅が縮小したものの、5ヵ月連続でプラスを維持。ASEAN向け(同▲0.4%→+4.1%)はプラスに転じたほか、日本向け(同+5.5%→+6.6%)は、2ヵ月連続でプラス幅が拡大している。世界銀行が発表している国別実質鉱工業生産から、中国を除いた世界の生産動向を見ると、先進国の鉱工業生産は2016年秋ごろから回復に向かっており、これが中国発の中間財(部品・半製品)輸出を押し上げたとみられる(図表4-8)。国家统计局PMIの新規輸出受注指数をみると、7月は50.9と、前月の52.0から低下したものの、9ヵ月連続で拡大を示す50を上回っており、米国をはじめとする先進国の堅調な内需を取り込む形で、輸出は持ち直しが続くとみる。

なお、北朝鮮問題等を巡る米国との交渉が難航するなか、いったんは棚上げされたとみられる米国との通商問題についても、今後の情勢次第では再び俎上に上り、米中貿易に影響を与えるリスクは残る。

### (4) 個人消費は底堅く推移すると予想

実質ベースの小売売上高は、2月以降、伸び幅が拡大傾向で推移している(図表4-9)。売上高一定規模以上の企業における7月の主要品目別(名目)の動きを見ると、化粧品(6月:同+17.0%→7月:+12.7%)や、オフィス用品(同+16.4%→+10.8%)は、いずれもプラス幅が縮小したものの、依然として二桁のプラスを保っている。

売上高に占めるウェートが大きい自動車(出荷ベース)は、昨年8月以降、緩やかな減速に向かっている(図

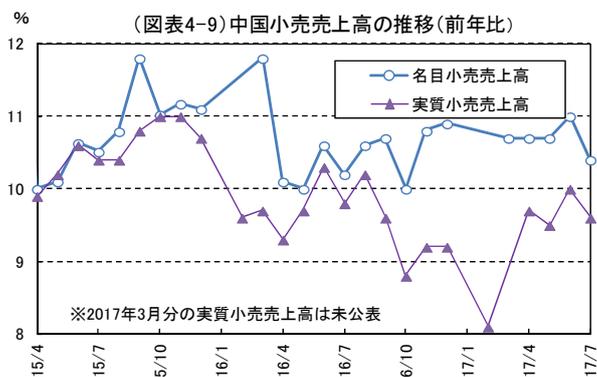
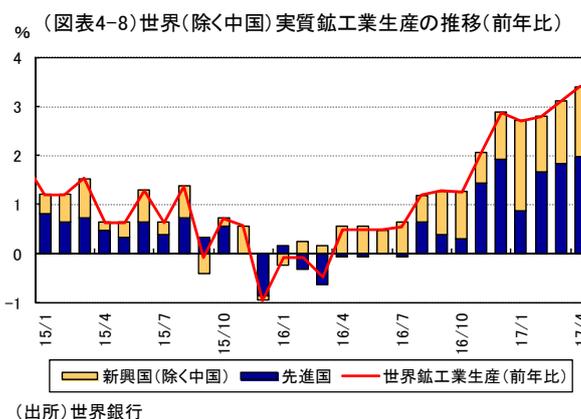
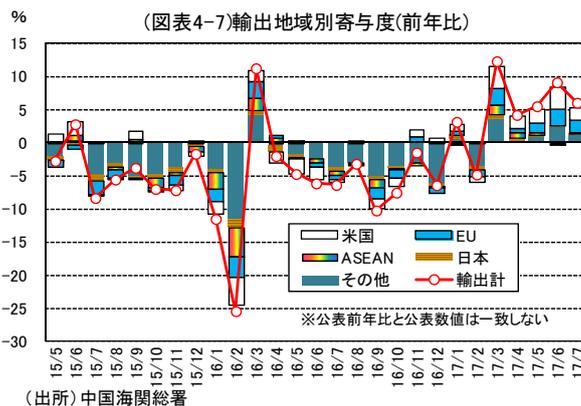


表4-10)。2017年からの小型車向け減税幅の縮小をにらみ、昨年末にかけて駆け込み需要が発生した反動で、年明け以降の小型車販売は前年割れでの推移が続いている。今後もしばらく需要先食いの反動減の影響が残り、小型車販売は伸び悩むとみている。

もともと、中国では依然大型車に対する需要が強く、これが自動車販売を下支えすると見込む。SUVの販売台数は増加傾向での推移が続いており、それに伴いSUVの販売台数におけるシェアも趨勢的に上昇が続いている(図表4-11)。日本自動車工業会によると、1,000人当たりの四輪車保有台数はアメリカが893台、日本が611台となっているなか、中国では115台と少なく、中国国内の自動車の潜在的な需要は依然として大きい。当面、小型車については需要の先食いによる伸び悩みが予想されるものの、SUVなどの大型車が全体をけん引することで、自動車販売は緩やかな回復傾向をたどるとみる。

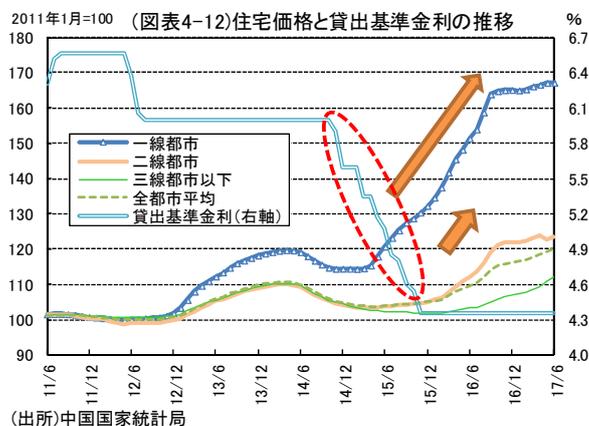
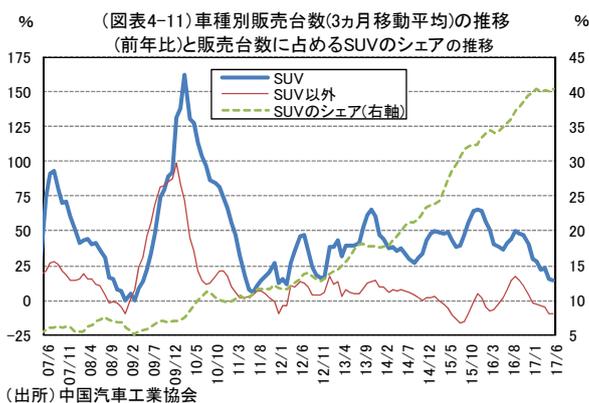
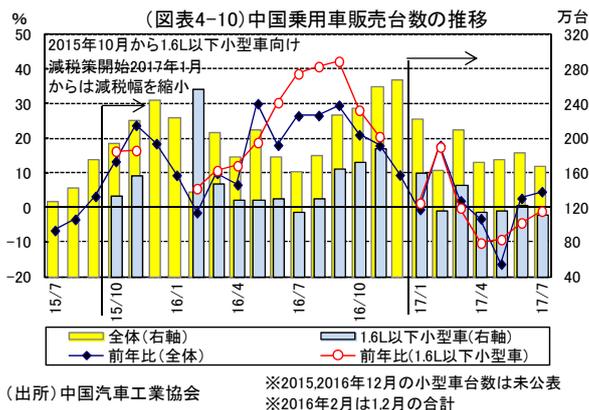
また、小売売上高の約1割を占めるオンライン消費は、1-7月の累計が前年比+33.7%と、堅調な推移が続いている。オンライン取引は、特に実店舗が近隣に少ない地域などで、消費の裾野を広げているとみられ、今後の消費の底上げに寄与するとみる。

消費を占ううえで重要な雇用環境は、良好な状態が続いている。4-6月期の有効求人倍率は1.11倍と、2010年10-12月期以降、節目の1倍を上回っている。中国人民銀行が発表している都市部預金者アンケートでは、2016年初以降、雇用・所得マインドが、現況、期待ともに改善しており、背景には企業収益の改善があるとみられる。今後についても、都市人口比率の継続的な上昇などを受けて、サービス産業を中心に労働需要は高まっていくと見込まれ、雇用環境は底堅い推移が続くとみる。個人消費は2018年にかけて底堅く推移すると見込む。

### (5) 住宅価格の上昇は地方都市に波及へ

主要70都市の新築住宅価格(単純平均)の推移を見ると、今年の3月以降、緩やかな上昇傾向が続いている(図表4-12)。都市規模別に見ると、1線、2線都市では住宅価格の上昇ペースが緩慢になりつつある一方、3線都市では逆に上向きは始めている。1線、2線都市については、2014年11月から2016年2月にかけての利下げで生じた住宅市場の過熱感抑制のため、住宅価格抑制策が行われたことが影響しているとみる。

ただ、銀行新規融資のなかで、住宅ローン向けとみられる家計部門の1-6月期中長期融資額は21,797億元と、前年同期の21,169億元を上回るなど、依然として住宅ローン残高は増加傾向で推移している。背景には、住宅価格の先高観があるとみられ、人民銀行が発表する都市部預金者アンケートでも、

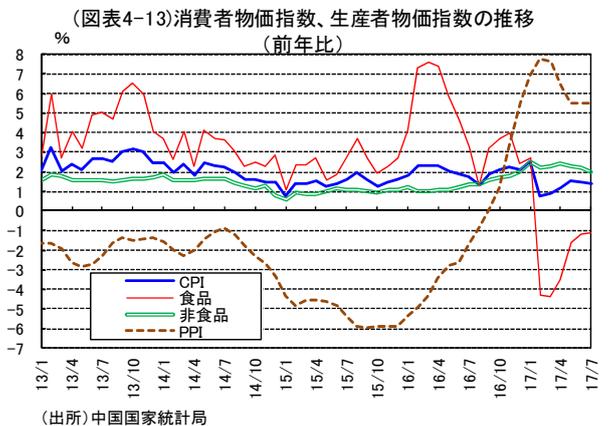


2017年1-3月期に、住宅価格が上昇すると回答した割合は27.2%と、前年の17.6%から4四半期連続で上昇している。

今後については、住宅価格抑制策を受け、1線都市や一部の2線都市の住宅価格は横ばい圏での推移が見込まれるものの、2線、3線都市では、1線都市の代替需要などにより、緩やかな上昇をたどると予想する。

### (6) 物価は緩やかに上昇

CPI（消費者物価指数）の伸び幅は2月以降縮小しており、7月は前年比+1.4%となった（図表4-13）。食品価格がマイナス圏で推移していることが全体を押し下げており、なかでも豚肉価格が、環境規制などによる小規模農家の減少により、2016年2月から大きく上昇した反動の影響を受けている。一方、高齢化の進行によるヘルスケア関連の上昇や、高所得化による娯楽・教育費の上昇などが、全体を押し上げている。今後、食品価格は、豚肉価格のマイナス寄与が漸次的にはく落していくことで、プラス圏に回帰することが見込まれる。また、PPI（生産者物価指数）を見ると、過剰生産能力削減を背景とした石炭・粗鋼の減産などを受け、プラス圏での推移が続いている。資源価格の上昇はここへきて一服しているが、製鉄業などの過剰生産能力が削減されることや、2017年中はインフラ投資が引き続き高い伸びを保つことが、PPIの押し上げ要因になるとみられる。PPIの伸びに加え、食品価格のマイナス効果のはく落や、個人消費の堅調な推移が見込まれることで、CPIは、今後緩やかな上昇に向かうと予想する。

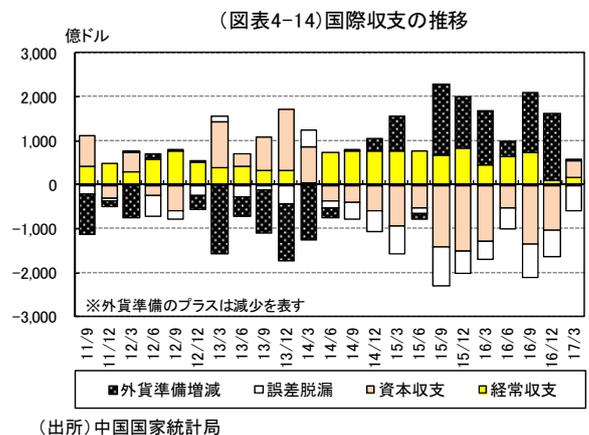


### (7) 人民元安傾向が続く

米国の金融政策正常化などを背景に、人民元安傾向が続いている。国際収支統計を見ると、2017年1-3月期の資本収支は、2014年4-6月期以降はじめて黒字に転じた（図表4-14）。1-3月期の外貨準備高は14億ドルの減少と、減少幅は縮小しており、政府の資本流出規制策の効果で、為替介入をせずとも人民元が安定した結果とみられる。なお、4-6月期の外貨準備は477億ドルの増加と、8四半期ぶりに増加に転じている。

今後については、過度な元安圧力がかかる場面では再び人民元の買い支えが実施されよう。ただ、政府は、安定的な経済成長を実現するため、基本的には緩やかな元安方向への推移を容認するとみられ、今後の人民元は、緩やかな元安傾向が継続すると予想する。

元の国際化に関して、中国と香港の間で債券の売買注文を取次ぐ「債券相互取引」が、今年7月からはじまった。このような規制撤廃が段階的に進むことで、時間はかかると見込まれるものの、徐々に人民元の市場化が進んでいくとみられる。



## 5. その他アジア新興国・豪州経済見通し

### 〈要 約〉

アジア新興国景気は、米中などの海外主要国の堅調な景気に加え、世界的な半導体需要の高まりを受けた外需の持ち直しから、回復傾向にある。

台湾、マレーシアでは、外需の持ち直しが続くことで、景気は緩やかな回復傾向で推移すると予想する。インドネシア、タイ、フィリピンでは、底堅い個人消費に加え、固定投資の回復も見込まれることで、景気の安定的な回復基調が続くとみている。インドは、個人消費の拡大を受け、景気は回復傾向で推移するとみている。逆に、韓国とシンガポールは個人消費が伸び悩むことで、景気は緩慢な回復にとどまるとみる。

金融政策については、韓国、台湾、シンガポール、インドネシア、タイ、マレーシア、インドでは、当面すえ置きを予想する。一方、フィリピンは、年末ごろに利上げを行なうとみる。

豪州景気は、個人消費の回復や、輸出の持ち直しが下支えとなって緩やかな回復を予想する。豪州準備銀行（RBA）は2018年にかけて政策金利をすえ置くとみている。

#### （1）アジアNIEsはまちまちな回復ペース

##### ＜韓国＞

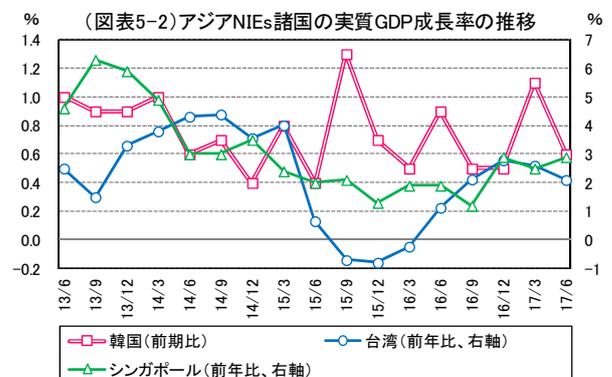
韓国の4-6月期の実質GDP成長率（確報値）は、前期比+0.6%と、前期の同+1.1%からプラス幅が縮小した（図表5-2）。民間消費は耐久財消費を中心に堅調に推移したものの、建築投資が足かせとなって総固定資本形成が弱めとなったほか、輸出が前期の高い伸びの反動もあってマイナスに転じたことが、全体の伸び幅縮小につながった。

今後について、まず輸出は、2017年後半にかけても世界の半導体需要の拡大が見込まれることから、電子部品関連が引き続き下支えとなって、回復傾向が続くと予想する（図表5-3、5-4）。ただ、2018年以降は、半導体市場の拡大ペースの一服に伴い鈍化に向かうとみる。総固定資本形成のうち建設投資は、昨年8月に発表された住宅ローンの審査強化に伴い弱めの推移が見込まれる。一方、7月に決まった11兆ウォン（約1.1兆円）規模の補正予算の執行が設備投資を中心に下支えするとみられる。ただ、GDPの大宗を占める個人消費は、家計の債務残高の拡大

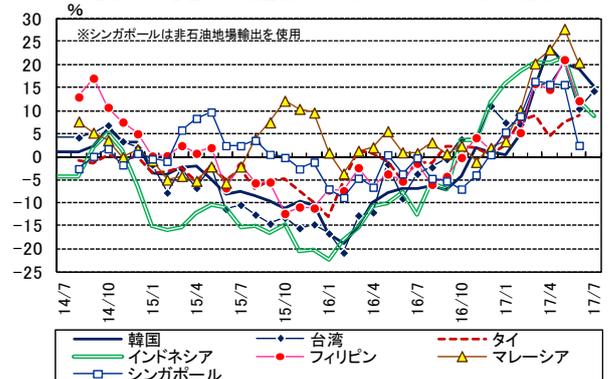
（図表5-1）その他アジア新興国・豪州の実質GDP成長率予測（前年比）（%）

	2015年 (実績)	2016年 (実績)	2017年 (予測)	2018年 (予測)
韓国	2.8	2.8	2.7	2.6
台湾	0.7	1.5	1.9	2.0
シンガポール	1.9	2.0	2.1	2.0
フィリピン	6.1	6.9	6.7	6.6
インドネシア	4.9	5.0	5.1	5.3
タイ	2.9	3.2	3.3	3.5
マレーシア	5.0	4.2	4.4	4.6
香港	2.4	2.0	2.0	2.2
インド	7.9	7.1	7.3	7.5
豪州	2.4	2.5	2.9	3.0

（注）インドは年度ベース（4月～翌3月）



（図表5-3）各国の輸出金額（3ヵ月移動平均、前年比）の推移



が重しとなるほか、若年層を中心とした失業率の悪化などが下押し圧力となり、伸び悩むとみられ、韓国景気は緩やかな回復にとどまるとみる。

CPI（消費者物価指数）は、年明け以降、前年比+2.0%近傍の推移が続いている（図表5-5）。ただ、コアCPIは鈍化傾向で推移するなど、物価の基調は弱い。家計の債務残高の拡大や地政学リスクへの懸念も残ることから、中銀は当面様子見スタンスを維持すると予想する。

### <台湾>

台湾の4-6月期の実質GDP成長率（速報値）は前年比+2.1%と、前期の同+2.6%から伸びが鈍化した。ただ、前期比年率ベースでは+0.6%と、7四半期連続でプラス成長が続いており、景気は緩やかな回復傾向が続いている。需要項目別の伸びが確認できる前年比ベースでみると、半導体関連の設備投資が調整したことで、総資本形成が弱めの推移となったものの、個人消費が底堅い推移となり、政府消費も持ち直した。また、輸出は半導体関連などを中心に高めの伸びを維持した。

輸出受注指数（季調値）を見ると、足元では、電子機器・部品がけん引し、2ヵ月連続のプラスとなるなど、堅調に推移している。今後の輸出は新型スマートフォンの電子部品などを中心に持ち直し傾向が続くとみており、台湾景気は、回復傾向が続くと予想する。

足元のCPIは、3月以降、悪天候による野菜価格の上昇で押し上げられているが、生鮮食品やエネルギーを除いたコアCPIは同+1%近傍の伸びにとどまり、基調的な物価上昇圧力は依然として弱い。政策金利は当面すえ置かれるとみる。

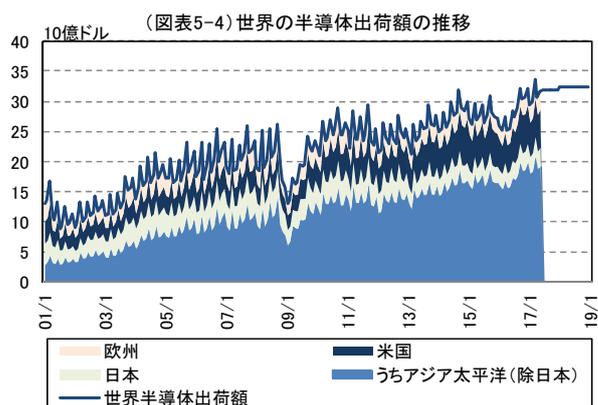
### <シンガポール>

4-6月期の実質GDP成長率（確報値）は前年比+2.9%と、前期の同+2.5%から伸び幅が拡大した。産業別で見ると、建設業が4四半期連続のマイナスとなったものの、半導体を中心に製造業が高めの伸びとなったことが全体を押し上げた。今後について、個人消費は、雇用環境の回復ペースの遅れなどを背景に、持ち直しの動きは緩やかなものにとどまるとみられる。一方、輸出は、電子部品需要が下支えとなって回復傾向が続くとみられ、景気は緩やかな持ち直し傾向で推移すると予想する。通貨庁が重視するコアCPI（住宅、民間道路輸送を除く消費者物価指数）は、公共料金の値上げなどを背景に緩やかな上昇傾向で推移している。ただ、依然として需給面からの物価押し上げ圧力は弱いとみられ、金融政策は当面すえ置かれるとみる。

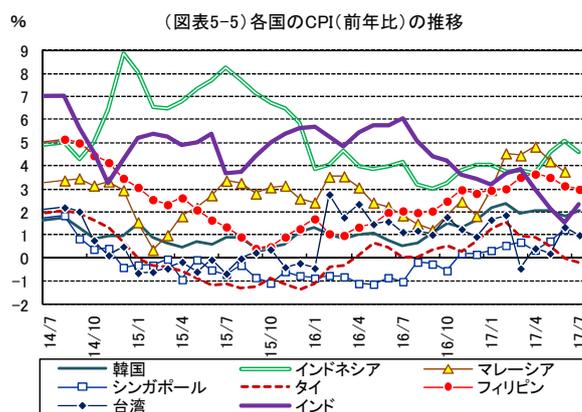
## （2）ASEAN景気は回復傾向が続く

### <インドネシア>

インドネシアの4-6月期の実質GDP成長率は前年比+5.0%と、前期と同じ伸びとなった（図表5-6）。個人消費が底堅く推移したほか、総固定資本形成も回復傾向が続いたものの、原油価格上昇の一服などを背景に輸出の伸びが鈍化した。今後の個人消費は、昨年6回（政策金利の指標変更後3回）行



(出所) 世界半導体市場統計より明治安田生命作成



(出所) 各国統計より明治安田生命作成

なわれた利下げの効果で回復が続くと見込まれる。公共投資は、外資規制緩和の対象業種の拡大などを背景に、インフラ投資の進展が見込まれることから、持ち直しに向かうと予想する。輸出も原油価格の回復が下支えとなって、緩やかな回復傾向が続くとみられ、景気は安定的な推移が続くと予想する。CPIは、中銀の目標レンジ内（前年比+4%±1%）でとどまっており、政策金利は当面すえ置かれると予想する（図表5-7）。

### <タイ>

タイの1-3月期の実質GDP成長率は前年比+3.3%と、前期の同+3.0%から伸び幅が拡大した。自動車を中心とした耐久財消費の回復が押し上げた形。今後の個人消費は、国王崩御後に落ち込んだ消費者マインドが、観光業の拡大などを背景に、回復傾向で推移していることに加え、天候改善による農業所得の回復が見込まれることから、堅調な推移をたどるとみる。公共投資は、交通インフラなど、補正予算による地方産業基盤の整備がけん引し、持ち直し傾向が続くとみる。パーツ高は輸出の下押し要因だが、中国を中心とした違法ツアーの取締りの影響が一巡したことによる観光需要の持ち直しなどを背景に、サービス輸出が下支えすると見られ、景気は緩やかな回復を見込む。CPIは、5ヵ月連続で目標を下回るなど、上昇圧力は抑制されており、中銀は、現行の緩和的な金融政策を維持すると予想する。

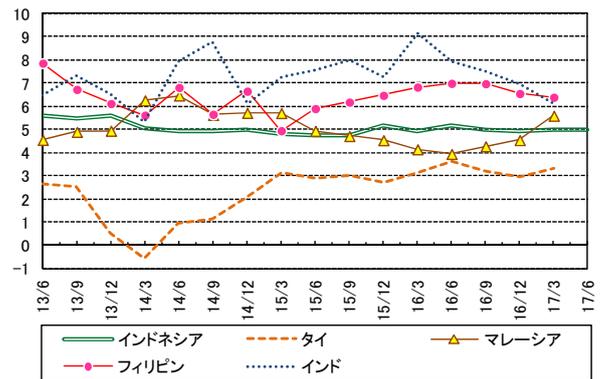
### <マレーシア>

マレーシアの1-3月期の実質GDP成長率は前年比+5.6%と、前期の同+4.5%から伸び幅が拡大した。設備投資を中心に総固定資本形成が持ち直したほか、最低賃金の引き上げなどを背景に、民間消費のプラス幅が拡大し、全体を押し上げた。今後の景気は緩やかな回復が見込まれる。まず、公共投資は、政府が財政健全化を図るなかで、緊縮的な財政運営が続くとみられ、弱めの動きになるとみられる。一方、個人消費は、所得環境の改善などを背景に、底堅い推移を予想する。輸出は、中国向けのシェアが高まるなか、中国景気が堅調に推移していることや、資源価格の回復によるLNG輸出の拡大などを背景に、緩やかな持ち直しが続くとみられる（図表5-8）。春先以降、CPIは鈍化傾向で推移しており、中銀は、当面様子見姿勢を維持すると予想する。

### <フィリピン>

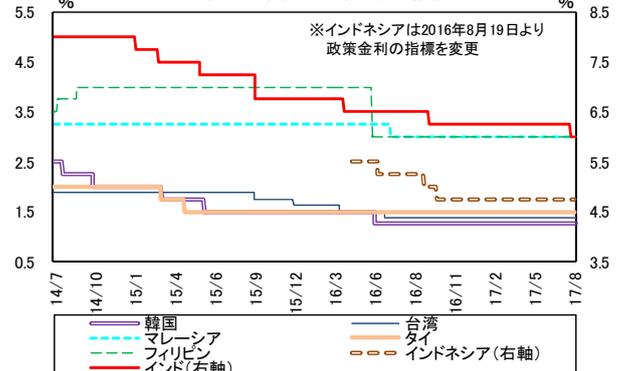
フィリピンの1-3月期の実質GDP成長率は前年比+6.4%と、10-12月期の同+6.6%からプラス幅が縮小した。もっとも、家計所得を支える在外労働者の国内送金額を見ると、1-6月期は同+4.7%と、1-5月期の+4.5%から改善している。今後も、先進国を中心とした堅調な海外景気を背景に、

（図表5-6）ASEAN・インドの実質GDP成長率（前年比）の推移



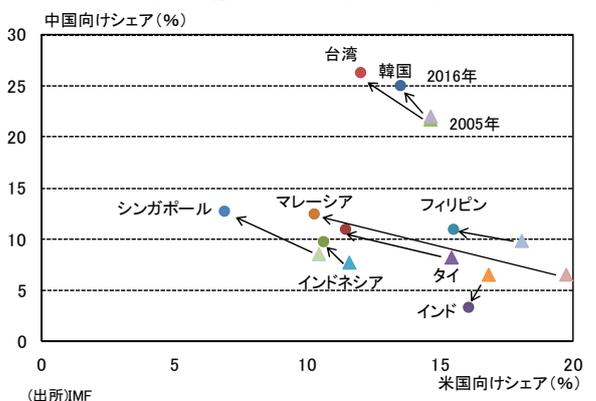
（出所）各国統計より明治安田生命作成

（図表5-7）各国の政策金利の推移



（出所）各国統計より明治安田生命作成

（図表5-8）各国の輸出に占める米国向け、中国向けシェア



国内送金額が引き続き底堅く推移することで、個人消費は持ち直しへ向かうと予想する。また、政府によるインフラ投資計画も景気を下支えするとみており、景気回復トレンドが続くと予想する。7月のコアCPI(消費者物価指数)は同+2.1%と、4月の同+3.0%から3ヵ月連続で低下しているものの、通貨ペソの下落が進行しており、資本流出懸念が高まっていることなどから、中銀は、政策金利の引き上げを年末ごろに実施するとみる。

### <インド>

インドの1-3月期の実質GDP成長率は前年比+6.1%と、前期の同+7.0%からプラス幅が縮小した。公務員給与の引き上げを受け、政府消費のプラス幅が拡大したものの、個人消費が、昨年11月の高額紙幣の廃止の影響が顕在化したことなどもあって伸び悩んだほか、総固定資本形成がマイナスに転じたことが全体を押し下げた。今後、高額紙幣廃止の影響は緩和に向かうとみられるほか、良好な天候を背景に農業所得の回復が見込まれ、個人消費は拡大傾向で推移するとみる。銀行の不良債権問題の解消には時間を要するとみられるが、7月に導入された物品・サービス税(GST)によって間接税が簡素化されたことや、対内直接投資の承認の迅速化への取組みなど、ビジネス環境の改善が企業投資を後押しするとみられるため、今後の景気は回復傾向が続くとみる。昨年の食品価格上昇の反動などによって、6月のCPIは前年比+1.5%と、2012年基準で最低の水準(同統計は2014年1月以降公表)となるなか、中銀は、8月に政策金利を0.25%引き下げた。もっとも、今後のCPIは、食品価格上昇の反動(低下圧力)が徐々に落するとみられることや、公務員給与の引き上げなどもあって、上昇傾向へ転じると見込まれる。GST導入の効果を見極めたいとの思惑もあるとみられ、政策金利は当面すえ置かれるとみる。

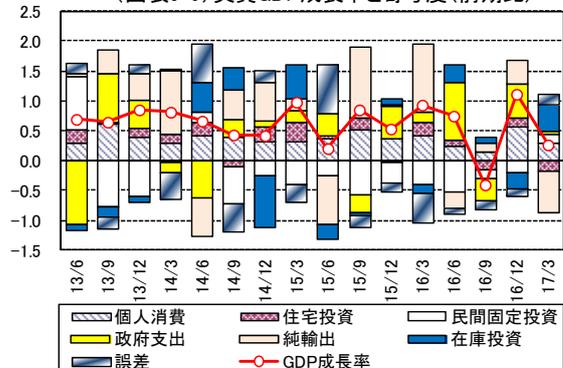
### (3) 豪州景気は緩やかな回復が続く

豪州景気は緩やかな回復傾向で推移している。1-3月期の実質GDP成長率は前期比+0.3%と、2016年10-12月期の同+1.1%から伸びが鈍化した(図表5-9)。民間消費は底堅く推移したものの、輸出の落ち込みが全体を押し下げた。もっとも、輸出に関しては、3月下旬の大型サイクロンによって、石炭の鉄道輸送が一時的に滞った影響が大きい。

個人消費に近い動きを示す小売売上高を見ると、6月は前月比+0.3%と、3ヵ月連続のプラスとなった。内訳を見ると、家財や外食がいずれも3ヵ月連続のプラスとなり、全体を押し上げた。ただ、サイクロンによる被害で発生した財の買い替え需要などに押し上げられた面もあり、そうした効果は今後徐々に落するとみる。

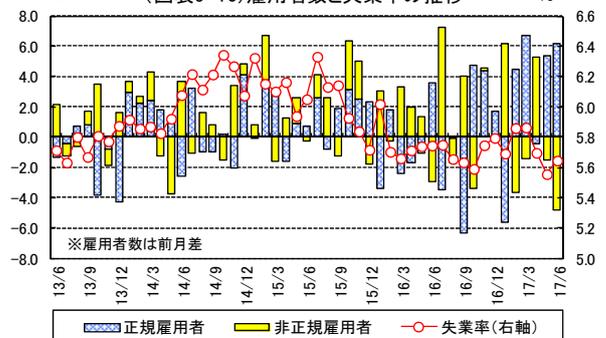
雇用環境に目を向けると、6月の失業率は5.6%と、春先以降、均せば低下傾向で推移している(図表5-10)。雇員数(季調値)の推移を見ても、正規雇員者がけん引する形で、9ヵ月連続の増加となっている。一方で、賃金は伸び悩んでいる。背景には、いわゆる不完全就業者の増加があるとみる。人口が増加するなか、不完全就業率(労働力人口のうち、正規雇用に就けず、やむを得ず非正規雇

(図表5-9) 実質GDP成長率と寄与度(前期比)



(出所) 豪州統計局

(図表5-10) 雇員数と失業率の推移



(出所) 豪州統計局

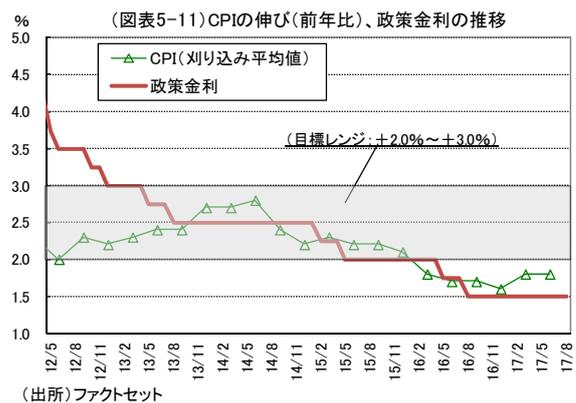
として働いている者もしくは、正規雇用者でも、経済的理由のため労働時間が週35時間に満たない者を示す割合)は、12-2月期に9.5%と、統計開始以来の最高水準を記録した。求人広告件数の増加傾向が続くなど、企業の採用意欲自体は高まっているが、今後の個人消費は、賃金が伸び悩むことで、緩やかな回復にとどまると予想する。

足元の固定投資は、鉄鉱石価格の回復に伴い、持ち直しつつある。ただ、主要需要先の中国では、秋の共産党大会以降、インフラ投資の減速が鉄鉱石価格の低下につながるとみられ、豪州の鉱業投資は減速に向かうとみる。5月に発表された2017/2018年度予算には、10年間で空港や鉄道網整備に750億豪ドル(約6兆円)規模のインフラ投資が盛り込まれた。こうしたインフラ投資は固定投資の下支え要因となるが、主要な大型LNGプロジェクトが投資終了時期を迎えて生産段階に移行することや、鉱業投資の減速が足を引っ張るとみられるため、固定投資は均せば弱めの推移が見込まれる。

住宅投資は、1-3月期に2四半期ぶりの前期比マイナスとなった。2014年末以降の相次ぐ融資規制強化などの効果が徐々に始めているとみられる。3月には、不良債権化するリスクの高い住宅ローン(利息のみを支払い、元本支払いを先送りするタイプのローン)を新規の住宅ローン貸出の30%までに抑制するなどの新たな住宅ローン抑制策が発表されており、住宅投資は引き続き減速傾向で推移するとみられる。

輸出は、大型サイクロンの影響から1-3月期はマイナスとなったものの、主要輸出先である中国向けや米国向けの持ち直しから目先は回復傾向が続くとみている。ただ、中国向け輸出については、秋の共産党大会以降、減速傾向に転じると予想する。年内の豪州景気は、住宅投資の減速が続く一方、個人消費と輸出の持ち直しが続くとみられるため、緩やかな回復を見込むが、2018年以降は逆に輸出の減速が足かせとなり、回復ペースが鈍化すると予想する。

豪州準備銀行(RBA)は、2016年8月の利下げ以降、11会合連続で政策金利をすえ置いている(図表5-11)。8月の金融政策決定会合(MPC)では、「低金利が豪州経済を支援し続ける」と、低金利政策が持続的な成長とインフレ目標達成に合致するとの見方が示された。4-6月期のCPI(刈り込み平均値)は前年比+1.8%と、RBAの目標レンジの下限を6四半期連続で下回るなど、足元のインフレ圧力は弱い。今後も、原油価格の上昇一服や、豪ドル高に伴う輸入物価の下落がインフレ抑制要因となるものの、7月以降、電力・ガス料金の値上げが始まったことや、個人消費の回復に伴う需要面からの物価押し上げにより、年内のCPIは2%前後まで若干水準を切り上げると予想する。為替動向を見ると、鉄鉱石価格の持ち直しや、米国長期金利の低下などを背景に、6月以降、豪ドル高が進んだ。米国やカナダが金融正常化への取組み姿勢を強めたことや、7月のMPCで、中立的な政策金利が約3.5%と推計されたことなどをきっかけに市場で利上げ観測が広がったことも、いっそうの豪ドル高につながっている。RBAは、「通貨高は生産と雇用の見直しに対する重しである」と豪ドル高をけん制しており、通貨高が景気と物価の下振れリスクと認識されている限り、利上げの可能性は低いとみる。住宅価格の上昇についても、一部で和らぎつつあるとの見方を示しているほか、雇用環境は改善傾向であるものの、依然として賃金の伸びが弱く、インフレ圧力も落ち着いていることから、RBAは、2018年にかけて政策金利をすえ置くとみている。



## 6. 商品相場見通し

### 原油価格は一進一退の展開が続くと予想する

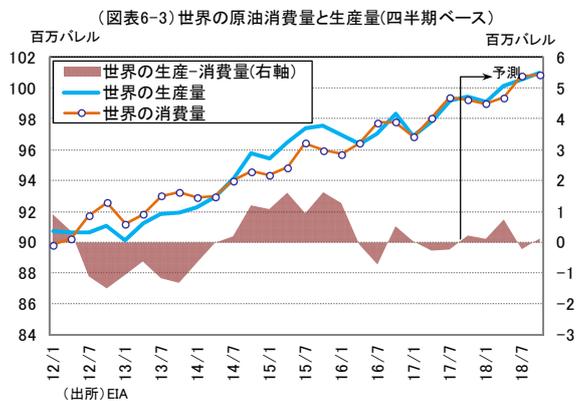
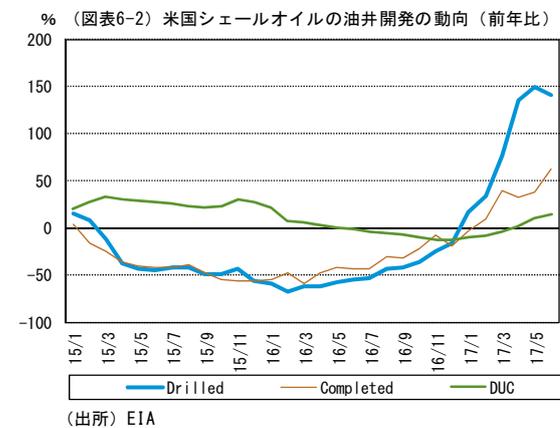
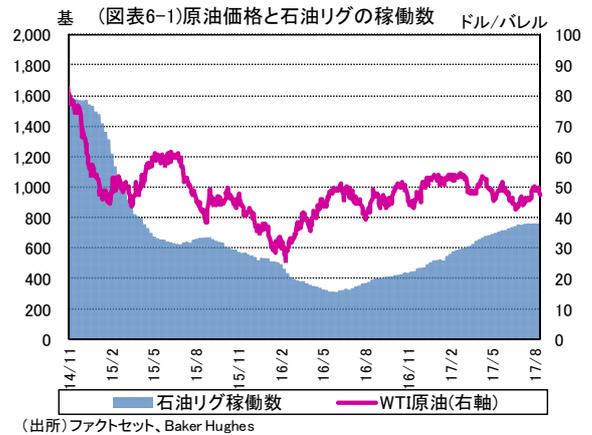
WTI（ウエスト・テキサス・インターミディエート）原油価格は、2017年6月以降、米原油、ガソリン在庫の増加やナイジェリア、リビアの生産量が拡大したことなどから、42ドル/バレルまで下落（図表6-1）。足元では、米国原油在庫が減少してきたことやOPEC（石油輸出国機構）減産活動への期待を受けて、持ち直している。

5月25日のOPEC総会では、OPEC加盟国および非加盟国は協調減産を来年3月末まで延長することで合意したが、7月12日に発表されたOPEC月報では、加盟国の6月の生産量が協調減産実施後の最高水準となり、減産目標が遵守されなかった。OPECとOPEC非加盟国の主要産油国は7月24日に共同閣僚監視委員会を開催し、減産措置を免除されているナイジェリア、リビアに関する自主的な生産上限の設定を含め、追加措置を表明した。加えて、サウジアラビアが8月の輸出量を前年同月差▲100万バレルの日量660万バレルに抑制することを発表した。ただ、追加措置は原油在庫の圧縮の決め手にはならないとみられ、原油価格を大きく押し上げる効果は期待しにくい。

米国の原油在庫は、4月から減少傾向で推移してきたが、ドライビングシーズンの終了や、製油所が秋季メンテナンス作業に入ることなどから、今後は増加傾向に向かうとみる。また、米国原油の増産傾向が続くなか、4-6月期の原油価格が伸び悩んだことを受けて、リグ稼働数の伸び幅は緩やかな縮小傾向で推移している。ただ、米エネルギー情報局（EIA）の7月の掘削レポートの試算では、

シェールオイルの主要生産地域の生産に直結する「完成した油井数（Completed）」は4ヵ月連続で前年比二桁増となっているほか、「完成間もなくの油井数(DUC)」は3ヵ月連続で前年比の伸び幅は拡大している（図表6-2）。加えて、掘削段階にあたるリグ稼働数(Drilled)も前年比+140%台と3ヵ月連続の三桁増加で推移しており、米国の増産傾向がしばらく続くと予想する。

今後の世界石油需要については、米エネルギー情報局（EIA）、国際エネルギー機関（IEA）、OPECのいずれの予測でも、中国、インド、米国を中心とした世界需要が底堅く推移すると見込まれている（図表6-3）。一方、供給面では、OPECの協調減産が続くとみるものの、原油価格が50ドルを超えてくれば、米国シェール地域の生産拡大がさらに促されることなどから、今後の原油価格は45～55ドル/バレルを中心とする一進一退の展開が続くと予想する。



本レポートは、明治安田生命保険 運用企画部 運用調査Gが情報提供資料として作成したものです。本レポートは、情報提供のみを目的として作成したものであり、保険の販売その他の取引の勧誘を目的としたものではありません。また、記載されている意見や予測は、当社の資産運用方針と直接の関係はありません。当社では、本レポート中の掲載内容について細心の注意を払っていますが、これによりその情報に関する信頼性、正確性、完全性などについて保証するものではありません。掲載された情報を用いた結果生じた直接的、間接的トラブルや損失、損害については、当社は一切の責任を負いません。またこれらの情報は、予告なく掲載を変更、中断、中止することがあります。