

〈フォーカス〉 2017-2018年度経済見通し特集号

当社では、2017年4-6月期 GDP 速報値の発表を踏まえ、「2017-2018年度経済見通し」を作成、8月17日(木)にプレス発表しました。全文は、当社ホームページ、「ニュースリリース」に掲載していますので、そちらをご参照ください。

<http://www.meijiyasuda.co.jp/profile/news/release/index.html>

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 (カッコ内は5月時点の予測値)

実質GDP成長率: 2017年度 1.7%(1.3%) 2018年度 1.1%(1.2%)

名目GDP成長率: 2017年度 1.6%(1.7%) 2018年度 1.5%(1.9%)

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、同年の成長率は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。

(Matsushita wrote)

目次

〈フォーカス〉2017-2018年度経済見通し特集号……………	1	・主要経済指標レビュー……………	11
・経済情勢概況……………	2	・日米欧マーケットの動向……………	16
・2017-2018年度経済見通し(要約版)……………	3		

経済情勢概況（※取り消し線は、前回から削除した箇所、下線は追加した箇所）

日 本

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が後押しし、次第に景気の回復ペースをあげていく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。

個人消費は、弱め持ち直しの動きが続いている。今後もは、賃金の伸び悩みが続くなか、社会保障関係負担の増加政府の経済対策が下支えとなるとみられるものの、輸入品価格の上昇に伴う家計の実質購買力の低下などからも重しとなって、緩慢な回復にとどまると予想する。

住宅投資は、回復が一服し続いている。今後は、相続税対策としての貸家の節税需要が減衰するとみられるほか、所得環境の回復ペースの鈍さもあって、鈍化傾向で推移するとみる。

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・維持投資や、研究開発投資を中心に、均せば回復傾向が続くと予想する。公共投資は、政府の経済対策の効果に加え、オリンピック開催に向けたインフラ整備なども後押しし、底堅い推移を見込む。

輸出は回復が続いている。今後も、堅調な海外景気などに支えられ、回復傾向で推移すると予想する。生産は、輸出の持ち直しや在庫調整の進展などから、均せば改善傾向が続くとみている。

消費者物価（コア CPI）は、1月以降、前年比プラスの推移となっている。当面はエネルギー価格が押し上げ方向に寄与すると見込まれるほかもの、期待インフレ率が伸び悩んでいることなどから昨秋以降の円安の影響もあって、2017年度のコア CPI 上昇率は、前年比+0.60.5%程度まで伸び幅が拡大することとと予想する。

米 国

米経済は、堅調に推移緩やかに回復している。雇用環境の改善や、緩和的な金融環境に支えられ、今後も景気回復が続くと予想する。

個人消費は、賃金の改善が続くとみられることなどから、回復傾向が続くとみる。

住宅投資は、人手不足などが回復の足かせとなっているもの、雇用者数の増加などに支えられ、持ち直しに向かう堅調に推移するとみる。

設備投資は、企業収益の改善や銀行の貸出態度の緩和などを背景に、緩やかな回復基調が続くと予想する。

輸出は、新興国やユーロ圏景気中国景気の持ち直しを背景に、回復に向かうと予想する。

FRBは6月のFOMCで、FFレートの誘導目標レンジを0.75-1.00%から、1.00-1.25%へと引き上げた。9月には、再投資計画の一部変更が実施されると予想する。

欧 州

ユーロ圏経済は、回復傾向が続いている。ECBの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、緩やかな改善傾向が続くと予想する。

固定投資は、緩和的な金融環境が下支えとなるもの、企業債務の高止まりなどが下押し要因になるとみられるほか、企業の投資意欲が持ち直していることもあって、回復ペースの加速は見込みづらい底堅く推移するとみている。

ECBは2016年12月の理事会で、資産買入れ策の実施期間を9ヵ月延長し、少なくとも2017年12月末までとしたほか、4月からの買入れ額を月額800億ユーロから600億ユーロへ減額することなどを決定した。買入れ資産の不足に対応するため、10月には、資産買入れ額の縮小と、買入れ期間の延長を再度決定すると予想する。

2017—2018 年度経済見通し（要約版）

1. 日本経済見通し

国内景気は潜在成長率を上回る伸びが続く

2017年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。

個人消費は本格的な回復には至らず

6月の家計調査では、実質消費支出は前月比+1.5%と、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消費活動指数を見ても、耐久財を中心に持ち直し傾向で推移している。エコカー補助金や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。

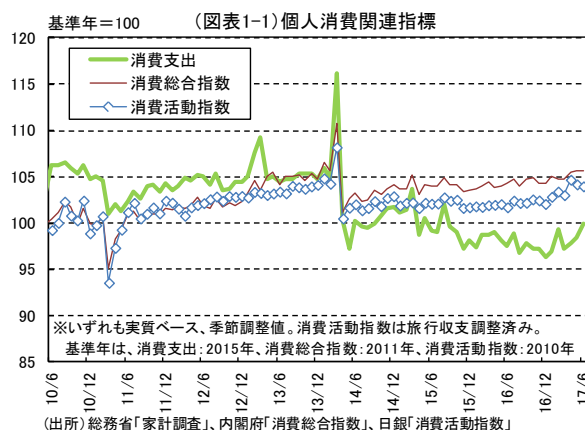
雇用環境に目を向けると、正社員の有効求人倍率が節目の1倍を超えるなど、少子高齢化の進展を受け、労働需給は引き締まり傾向が続いている。女性の就業率がすでに大きく改善していることもあって、パートタイム労働者比率の上昇により、全体の賃金が押し下げられるという構図は、今後一巡するとみている。もっとも、2017年春闘の賃上げ率は前年をやや下回るなど、企業は依然として、賃上げに消極的である。国内の中長期的な低成長期待が定着しているのに加え、社会保険料などの賃金以外の雇用主負担が拡大傾向にあることから、企業が積極的な賃上げに踏み切りづらい状況は続くとみる。

今後は、政府の経済対策による消費の下支え効果が見込まれる一方、年金給付額の引下げや、高齢者の保険料率軽減特例の見直しによる負担増などから、消費者マインドが冷え込むことが懸念される。賃金の上昇ペースが緩慢ななか、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もあって、個人消費は本格的な回復には至らないと予想する。

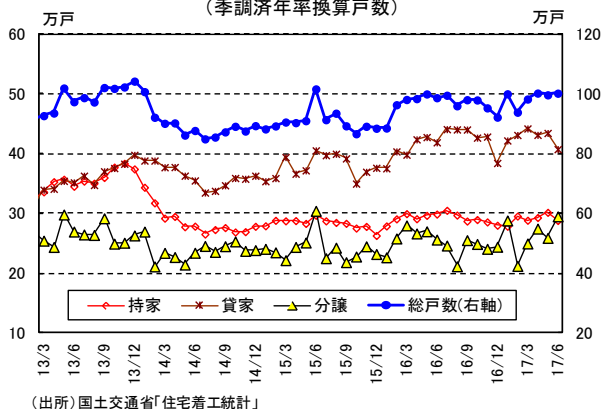
住宅投資は鈍化へ

新設住宅着工戸数（季調値）は昨年2月以降、年率換算100万戸前後での横ばい圏の推移が続いている（図表1-2）。利用関係別では、分譲住宅は戸建を中心に持ち直しつつあるものの、持家は増勢が一段落しているほか、貸家は足元で弱含んでいる。

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などの各種住宅支援策も下支えになるとみている。ただ、節税対策需要により押し上げられてき



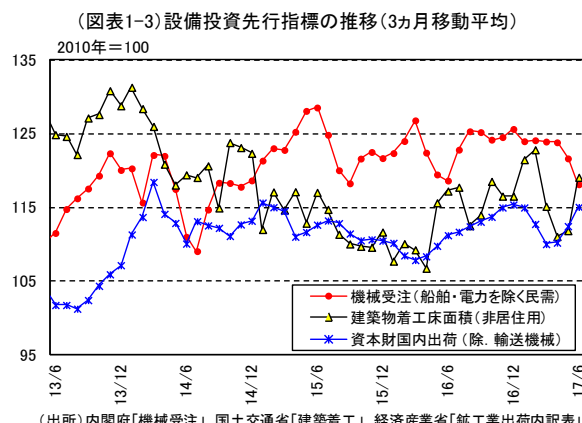
(図表1-2) 利用関係別新設住宅着工戸数の推移 (季調済年率換算戸数)



た貸家は、供給拡大に伴う採算性の悪化懸念などから、今後は減少に転じる可能性が高いほか、マンション等の住宅価格が高止まりするなか、事業者が慎重に物件供給を行なっていくとみられることもあって、住宅着工は鈍化傾向で推移するとみる。2017, 2018 年度の新設住宅着工戸数は、それぞれ 93, 90 万戸程度にとどまると予想する。

設備投資は非製造業を中心に回復が続く

設備投資の先行指標を見ると、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 1-3）。日銀短観の設備投資計画を見ると、2017 年度的全規模・全産業の計画は、この時期としては過去 10 年間で 3 番目に強い計画となっている。

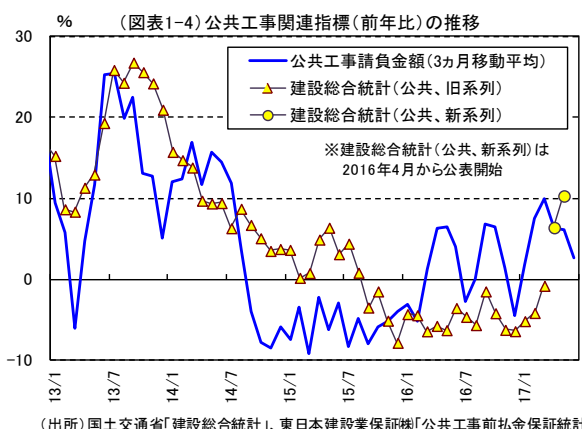


一方、日銀短観の設備判断 DI を見ると、非製造業の設備不足感の強さが目立つ。日銀短観で業種別の設備判断 DI と雇用判断 DI の関係を見ると、直近調査では、宿泊・飲食サービスといった、雇用が不足している業種ほど設備も不足しているという、正の相関関係が見られる。人手不足に直面する業種ほど、労働代替的な投資への需要が高まっている可能性が示されており、人手不足に対応した省力化投資が今後も下支えになると見込まれる。

人口の減少トレンドが続くなか、中長期的に内需の拡大が見込みづらいことで、企業は製造業の能力増強投資については、慎重に対応していくとみる。一方、維持・補修への投資や研究開発投資などが下支えになるとみられるほか、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ることから、設備投資は回復傾向が続くと予想する。

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。7 月のさくらレポート（日銀地域経済報告）でも、幅広い地域で公共投資が持ち直している様子が見られている。建設工事出来高に先行する公共工事請負金額（3 ヶ月移動平均）の推移を見ても、前年比プラス圏での推移が続いており、公共投資が今後も回復傾向で推移する可能性が示唆される（図表 1-4）。



人手不足の状況に関して、建設技能労働者過不足率を見ると、2016 年 11 月をピークとして、人手不足感は緩和しつつある。加えて、建設業界では、ICT 技術の活用などの省力化策が進められてきたことから、すでに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。

今後は、2016 年度第 3 次補正予算や 2017 年度本予算の執行の効果が次第に顕在化してくるとみられるほか、東京オリンピック開催に向けたスタジアムの建設やインフラ整備に係る工事の本格化なども下支えとなって、公共投資は底堅く推移すると予想する。

輸出は堅調に推移

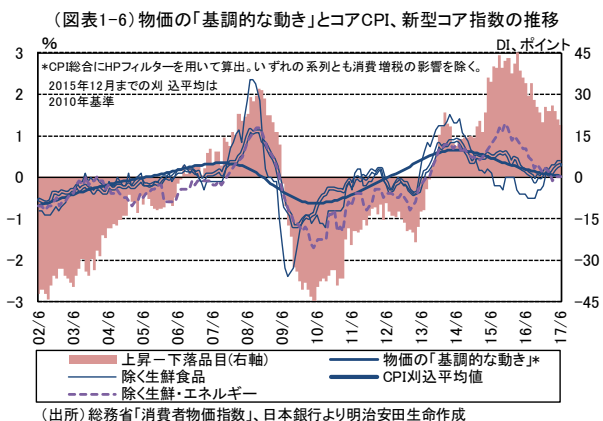
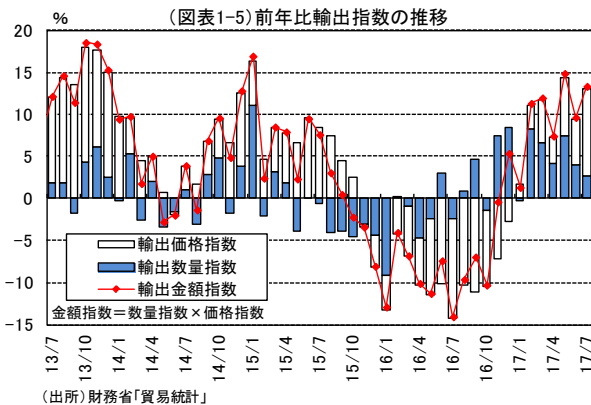
7月の輸出金額は前年比+13.4%と、8ヵ月連続のプラスとなった(図表1-5)。輸出の実勢を示す輸出数量も同+2.6%と、6ヵ月連続のプラスとなっており、輸出の回復が続いている。地域別の輸出数量を見ても、アジア、米国、EUといった主要輸出先のいずれもが好調となっている。

日本の輸出の過半を占めるアジア向けについては、中国景気の安定的な推移が続くと見込まれることや、情報関連の需要拡大などが引き続き下支えになるとみる。米国向けは、同国固定投資の活発化が見込まれることで、資本財輸出を中心に回復が続こう。EU向けについても、仕向地景気との連動性が高いことから、ユーロ圏を中心とするEU景気の改善を受け、持ち直しが続くともみている。輸出は引き続き堅調に推移すると予想する。

コアCPIの上昇は限定的

全国消費者物価指数(生鮮食品を除く消費者物価指数、以下コアCPI、消費増税の影響を除くベース)は年明け以降、前年比プラスでの推移が続いている(図表1-6)。ただ、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く、物価の「基調的な動き」は依然として弱い。背景には、国内市場の飽和による競争激化などを受け、携帯電話機を中心に耐久消費財価格の下落が続いていることや、ユニットレーバークストが抑制されていることで、販売価格の引き上げが広がらないことなどがあるとみている。

当面は、エネルギー価格がコアCPIを押し上げる構図が続くとみているが、原油価格の上昇が一服するなか、エネルギー関連の押し上げ幅は、今後次第に縮小していく可能性が高い。耐久消費財価格は前年比マイナス圏での推移が見込まれるほか、家計の期待インフレ率も伸び悩んでいることから、コアCPIは7-9月期以降、伸びが頭打ちになるとみている。2017年度通年のコアCPI上昇率は前年比+0.5%、2018年度は同+0.7%と予想する。(担当:平野、尾家、磯部)



(図表1-7) 日本のGDP成長率予測表(ことわり書きのない箇所は前期比)

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

※2019年度の消費増税は見送られると想定

2. 米国経済見通し

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）。特に、個人消費の伸び幅が大きく拡大した背景には、1-3月期に消費を押し下げた一時的な要因がはく落したことがあるとみられる。今後の米国景気は、雇用環境の改善や企業収益の回復を背景に、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。

(図表2-1) 米国の実質GDP予測値（前期比年率） (%)

	暦年ベース				2016年	2017年				2018年			
	2015	2016	2017	2018	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12
実質GDP	2.6	1.6	2.2	2.4	1.8	1.2	2.6	2.2	2.4	2.4	2.3	2.1	2.7
個人消費	3.2	2.7	2.4	2.6	2.9	1.9	2.8	2.4	2.4	2.5	2.4	2.3	3.0
住宅投資	11.7	4.9	3.4	4.8	7.1	11.1	-6.8	4.2	4.5	4.2	4.5	4.5	5.0
設備投資	2.1	-0.4	5.0	4.5	0.2	7.2	5.2	3.5	4.0	4.2	4.5	4.0	5.5
民間在庫(寄与度)	0.2	-0.4	0.1	-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
政府支出	1.8	0.9	0.2	0.5	0.2	-0.6	0.7	0.4	0.3	0.3	0.2	0.2	1.1

→ 予測

個人消費は回復傾向が続く

米国の個人消費は、回復傾向が続いている。ただ、個人消費に占めるウェートの大きい自動車販売は、信用力が低い層向けの自動車ローン貸出態度が厳格化していることなどから、このところ減速している。今後については、金融政策正常化路線の継続が自動車販売には逆風となるものの、堅調な雇用・所得環境や家計資産の増加などを背景に、個人消費は堅調に推移すると予想する。

住宅投資は持ち直し、設備投資と輸出は緩やかな回復を予想

住宅投資は、集合住宅開発業者への貸出態度が厳格化していることを背景に、このところ回復ペースが鈍化している。ただ、雇用者数の増加や、家計の住宅金融へのアクセス改善を背景に、住宅投資は持ち直すとする。設備投資は、企業業績の改善や設備投資意欲の持ち直し、銀行の貸出態度の緩和などを背景に、回復基調が続くと予想する。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みている。

FRBは9月に再投資政策の変更に着手と予想

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。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すえ置かれたものの、声明文では、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（米連邦準備制度理事会）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を崩していない。

一方、リーマン・ショック後に労働市場から退出した人々が景気回復により労働市場に再参入していることで、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・物価上昇に対して強気になりにくい面もある。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。（担当：久保）

3. 欧州経済見通し

ユーロ圏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（改定値）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、ドイツは前期から伸び幅が縮小したものの、スペインは伸び幅が拡大。一方、フランスとイタリアは、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。

（図表3-1）欧州の実質GDP予測値(前期比) (％)

		2016年				2017年				2018年				
		2015年	2016年	2017年	2018年	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12
ユーロ圏	実質GDP	2.0	1.8	1.9	1.7	0.6	0.5	0.6	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5	0.4
	家計消費	1.8	2.1	1.5	1.6	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
	政府消費	1.3	1.8	1.1	1.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
	固定投資	3.2	4.2	2.6	3.3	1.4	-0.5	1.5	0.8	0.8	0.9	0.6	0.8	0.7
	純輸出 (寄与度)	0.2	-0.4	0.1	-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	4.2	3.3	1.6	1.2	1.1	0.7	0.8	0.8	0.9	0.8	0.8
	在庫投資 (寄与度)	-0.1	-0.2	0.2	0.1	0.1	-0.0	0.1	-0.1	-0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
英国	実質GDP	2.2	1.8	1.5	1.3	0.7	0.2	0.3	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3	

→ 予測

ECBは資産買入れ策の実施期間の延長と買入れ規模の縮小を決定すると見込む

個人消費は、原油価格の持ち直しによる物価上昇が、足元では家計の実質購買力の下押し圧力となっているものの、雇用者数の増加が続くと見込まれることなどから、緩やかな改善傾向で推移するとみる。固定投資は、政治的な先行き不透明感が和らぐなか、企業の設備投資意欲が持ち直しているほか、緩和的な資金調達環境も下支えとなって、底堅く推移しよう。輸出は、米中を中心とする海外景気回復が押し上げ要因になるとみているが、ユーロ高が足かせになるとみられ、回復ペースは緩慢と予想する。

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。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の延長と、2018年1月以降の資産買入れ額の縮小を決定すると予想する。ただ、基調的なインフレ圧力は依然として弱いことから、2018年末にかけてマイナス金利政策を維持していくとみている。

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、前期の同+0.2%から伸び幅が拡大した。ただ、6月の猛暑など、一時的な要因も大きい。EU 離脱を巡る先行き不透明感が根強いなか、今後の英国景気は減速に向かうと予想する。

6月の実質小売売上高は、夏物衣料の需要増加などの一時的な要因に押し上げられ、2ヵ月ぶりに前年比の伸び幅が拡大した。ただ、消費者マインドは停滞気味に推移しているほか、賃金も伸び悩みが続いている。2017年内の消費者物価は高水準で推移するとみられ、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、EU 離脱を巡る不透明感が高まりつつあることなどから、年後半は停滞気味の推移をたどるとみる。一方、輸出は、ポンド安による価格競争力の改善や、最大の貿易相手国である米国の景気拡大などを背景に、持ち直し傾向が続くとみる。

2017年内のインフレ率は、BOE（イングランド銀行）の目標を上回る水準で推移すると見込まれるものの、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。（担当：尾家、陳）

4. 中国経済見通し

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。ブレーキ面の政策としては、銀行に対するレバレッジ規制を打ち出したことなどが、今後の景気の下押し圧力となる可能性がある。ただ、今年の秋には5年に一度の共産党大会が開かれることから、内閣に相当する国務院は、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)。

投資、消費は底堅く推移、輸出は持ち直しを見込む

需要項目別に見ると、固定資産投資は、プラス幅が縮小傾向で推移している。ただ、今後は、共産党大会を秋に控えていることから、インフラ投資に「駆け込み」が発生するとみる。また、生産活動が上向していること、企業収益が改善していることなどを背景に、製造業投資も回復に向かうことで、固定資産投資は底堅く推移するとみる。

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。売上高に占めるウェートの大きい自動車については、小型車減税の縮小を受けて、小型車販売が減少傾向となっているものの、堅調なSUVなどの大型車が全体をけん引することで、自動車全体の販売は緩やかな回復傾向をたどるとみる。今後の個人消費は、堅調な雇用環境などに下支えられ、2018年にかけて底堅く推移すると見込む。

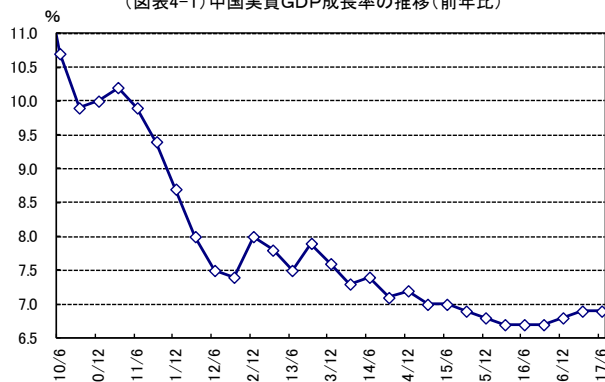
輸出は、持ち直し傾向で推移している。国家統計局PMIの新規輸出受注指数は9ヵ月連続で拡大を示す50を上回っており、米国など先進国の堅調な内需を取り込む形で、輸出は持ち直しが続くともみる。

物価は緩やかに上昇

CPI(消費者物価指数)は2月以降、食品価格の下落を背景に、伸び幅が縮小している。ただ、PPI(生産者物価指数)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。

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。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、人民元は、緩やかな元安傾向が継続すると予想する。(担当：磯部)

(図表4-1) 中国実質GDP成長率の推移(前年比)



(出所) 中国国家統計局

(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

5. その他アジア新興国・豪州経済見通し

(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) (%)

アジア NIEs はまちな回復ペース

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(図表5-1)。

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%から伸び幅が縮小した。総固定資本形成が弱めとなり、輸出も前期の反動でマイナスに転じた。今後について、輸出は、電子部品関連を中心に回復傾向が続くとみられるほか、設備投資は、11兆ウォン(約1.1兆円)規模の補正予算の執行などが下支えとなるとみる。一方、個人消費は、家計債務残高の拡大などが重しとなって、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。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。半導体関連の設備投資が弱めの推移となったものの、個人消費が底堅く、政府消費も持ち直した。今後について、けん引役の輸出が新型スマートフォンの電子部品などを中心に持ち直すこととみられることから、台湾景気は回復傾向が続くと予想する。シンガポール景気は、雇用環境の回復の遅れを背景に、個人消費が緩やかな推移にとどまるとみられる一方、輸出は電子部品需要を中心に回復傾向が見込まれ、緩やかな持ち直し傾向で推移するとみる。

	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)

ASEAN 景気は回復傾向が続く

インドネシアでは、昨年の利下げ効果から個人消費の回復が続くとみられるほか、インフラ投資の進展による公共投資や、原油価格の回復などによる輸出が下支えとなり、景気は安定的な推移が続くと予想する。タイ景気は、消費者マインドの回復などから堅調な個人消費が見込まれるほか、観光需要の回復によるサービス輸出も下支えとなって、緩やかな回復を見込む。マレーシアでは、緊縮財政運営を余儀なくされることで公共投資は弱めの動きが見込まれる一方、輸出は堅調な中国景気などを背景に持ち直しが続くとみられ、景気は緩やかな回復を予想する。フィリピンでは、堅調な海外景気を背景とした個人消費の持ち直しや、政府のインフラ投資計画も下支えとなり、景気は回復トレンドが続くとみる。インド景気は、良好な天候見通しなどから、個人消費は拡大傾向が見込まれるほか、物品・サービス税(GST)の導入等ビジネス環境の改善が企業投資も後押しするとみられ、回復傾向が続くとみる。

ASEAN 景気は回復傾向が続く

アジア新興国の金融政策について、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、基調的な物価上昇圧力が弱く、当面政策金利はすえ置かれるとみる。一方、フィリピンは、通貨安の進行もあって資本流出懸念が高まっていることなどから、年末ごろに利上げを行なうとみる。

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。今後について、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みる。住宅投資は、住宅ローン抑制策などが下押し圧力となり減速傾向で推移するとみるが、中国景気の回復などから輸出の持ち直しが見込まれ、豪州景気は緩やかな回復が続くと予想する。CPIは、需要面からの物価押し上げなどにより、2%前後まで上昇すると予想するが、依然として賃金の伸びは弱く、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。

豪州景気は緩やかな回復が続く

(担当：平野、磯部)

6. 商品相場見通し

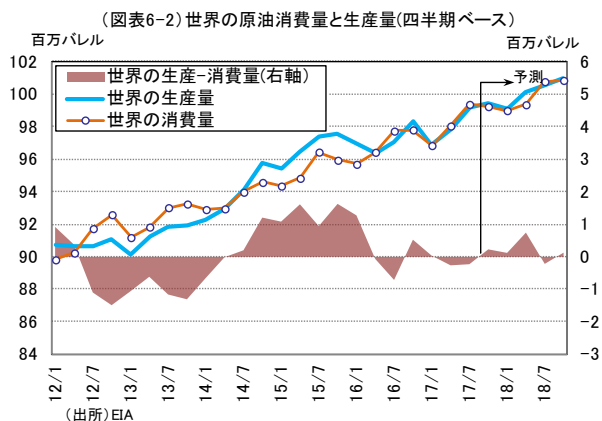
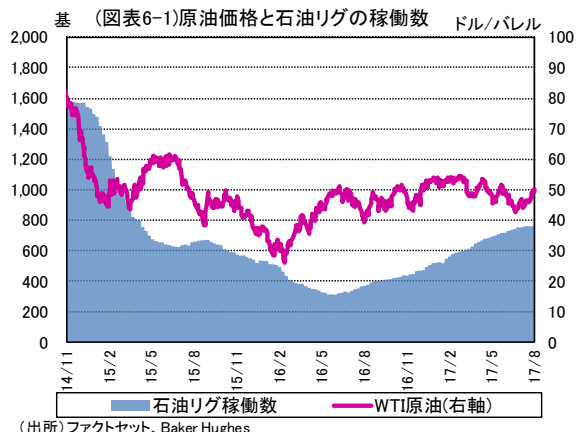
原油価格は一進一退の展開が続くと予想する

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月以降下落したが、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、若干持ち直している（図表6-1）。

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や、サウジアラビアの原油輸出量の抑制など追加措置を表明した。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、ドライビングシーズンの終了に伴い、今後は増加傾向に向かうとみる。一方、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、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、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、世界需要が底堅く推移すると見込まれている（図表6-2）。一方、供給面では、OPECの協調減産が続くとみるものの、米国の増産もあって、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。（担当：陳）

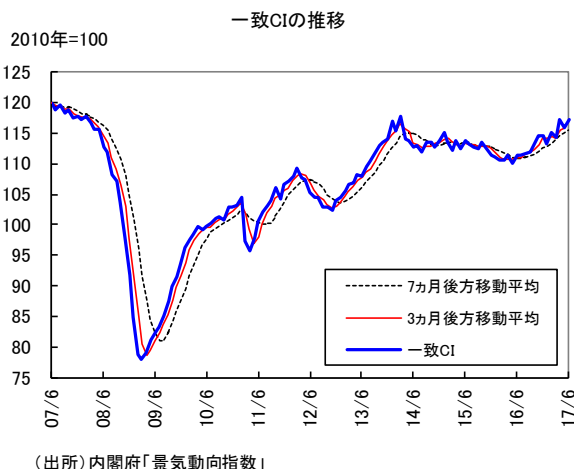


主要経済指標レビュー (8/7~8/18)

《日本》

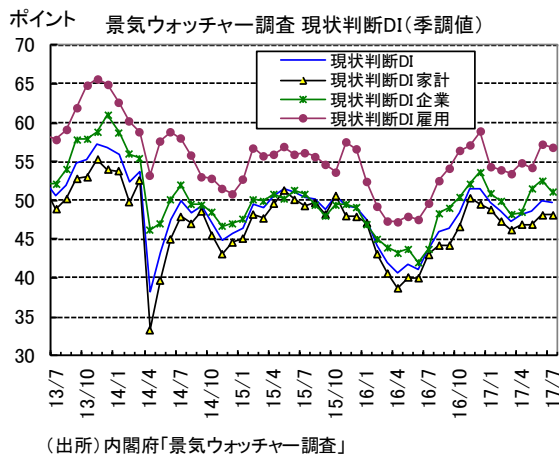
○ 6月景気動向指数 (8月7日)

6月の景気動向指数では、一致CIが117.2(前月差+1.4ポイント)と、2ヵ月ぶりに上昇した。内閣府の基調判断は、「改善を示している」が9ヵ月連続ですえ置かれた。一致指数の個別系列を見ると、商業販売額小売業、卸売業などが押し下げに寄与したものの、鉱工業生産財出荷、耐久消費財出荷、鉱工業生産がプラス寄与となり、全体を押し上げた。製造工業生産予測調査によると、7月は前月比+0.8%、8月は同+3.6%と、2ヵ月連続の増産見通しであり、一致CIは改善傾向が続くとみる。今後の国内景気は、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、緩やかな景気回復が続くと予想する。



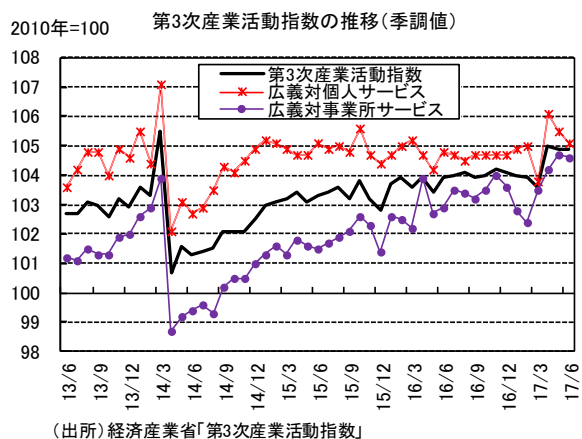
○ 7月景気ウォッチャー調査 (8月8日)

7月の景気ウォッチャー調査では、現状判断DI(季調値)が前月差▲0.3ポイントの49.7と、4ヵ月ぶりに低下し、2ヵ月ぶりに横ばいを示す50を下回った。先行き判断DI(季調値)も同▲0.2ポイントの50.3と、4ヵ月ぶりに低下したものの、2ヵ月連続で50を上回った。基調判断は、「持ち直しが続いている」が3ヵ月連続のすえ置き。ウォッチャーからは、インバウンド売上の好調を好感する声がかかれた一方、人手不足の深刻化を指摘する声や、消費者の根強い節約志向を指摘する声が目立った。今後の国内景気は、賃金の伸び悩みが続くなか、個人消費の回復ペースは緩やかとみられるが、堅調な海外景気に支えられ、外需主導の回復が続くと予想する。



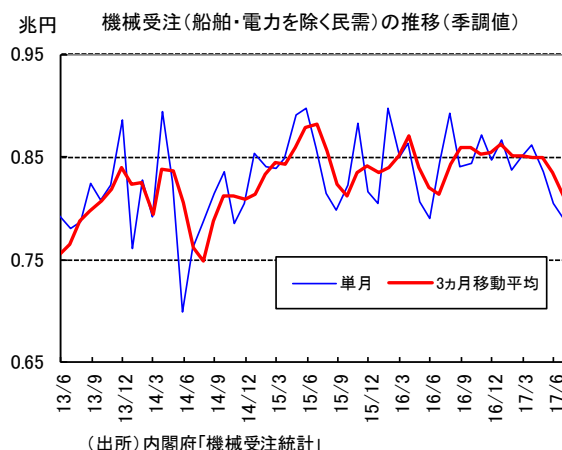
○ 6月第3次産業活動指数 (8月10日)

6月の第3次産業活動指数は前月比+0.0%と、前月から横ばいとなった。4月が同+1.4%と高めの伸びとなり、5月、6月は横ばい圏の推移が続いている。内訳では、広義対個人サービスは同▲0.4%と、2ヵ月連続のマイナス、広義対事業所サービスも同▲0.1%と、4ヵ月ぶりのマイナスとなった。業種別では、11業種中、4業種が上昇、7業種が低下という結果。上昇した業種では、事業所向け関連サービスなどのプラス寄与が大きかった。一方、低下した業種では、不動産、情報通信などのマイナス寄与が目立った。今後についても、政府の経済対策の効果などから、広義対事業所サービスの持ち直し傾向が続くとみており、第3次産業活動指数は緩やかな改善が続くとみる。



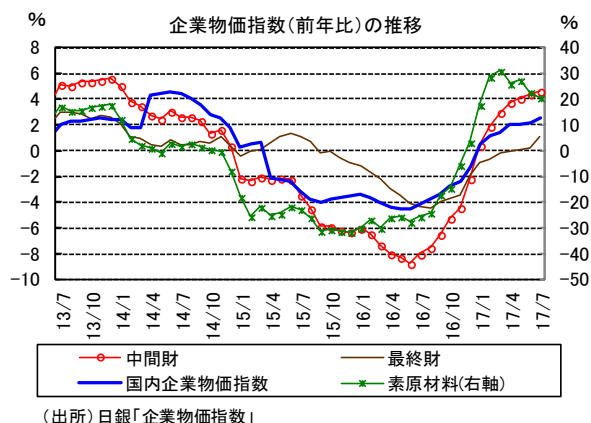
○ 6月機械受注 (8月10日)

6月の機械受注(船舶・電力を除く民需)は、前月比▲1.9%と3ヵ月連続のマイナス。内閣府による基調判断は、「機械受注は、足踏みがみられる」が維持された。一方、今回発表された7-9月期の見通し(船舶・電力を除く民需)は前期比+7.0%と3四半期ぶりの大幅なプラスで、今後の設備投資が回復に向かう可能性を示している。国内では中長期的な低成長期待が定着しており、製造業の能力増強投資の増加は見込みにくい。維持・補修への投資や研究開発投資などが下支えするとみられる。非製造業でも、人手不足に起因した合理化・省力化投資などを中心に、底堅い推移が続く可能性が高く、今後の設備投資は回復傾向で推移すると予想する。



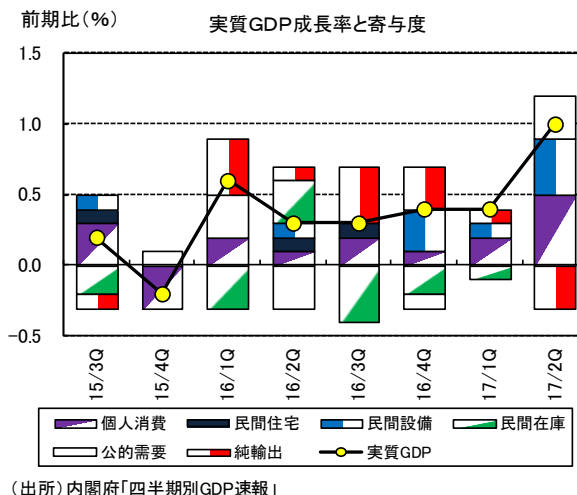
○ 7月企業物価指数 (速報値、8月10日)

7月の国内企業物価指数は前年比+2.6%と、7ヵ月連続のプラス、6月の同+2.2%から伸び幅が拡大。11項目が前月から押し上げに寄与、5項目が押し下げに寄与し、7項目が同じ伸び幅となった。押し上げに寄与した項目では、電力・都市ガス・水道、非鉄金属などが目立った。押し下げ方向に寄与した項目は、化学製品など。輸出入物価指数(円ベース)を見ると、輸出物価が前年比+5.6%→+7.7%、輸入物価は同+11.8%→+11.9%と、いずれも7ヵ月連続のプラスとなり、交易条件は改善した。今後については、昨秋以降の円安の影響の一巡のほか、原油価格の上昇が一服していることで、企業物価の上昇ペースは鈍化へ向かうと予想する。



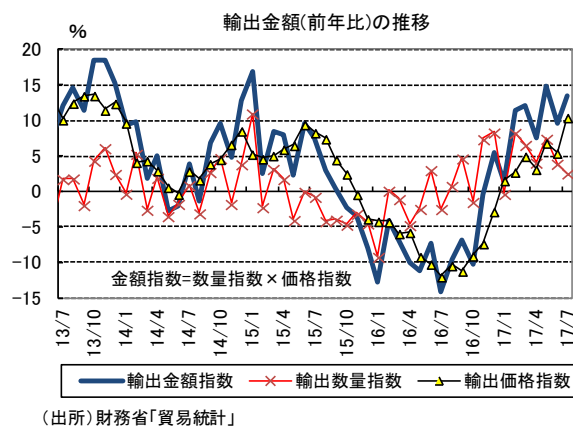
○ 4-6月期 GDP 速報 (8月14日)

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。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%で、内需が力強い伸びを示したのが特徴。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たが、特に個人消費の寄与度が+0.5%、設備投資の寄与度が+0.4%と、質的にも好ましい形となっている。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。



○ 7月貿易統計 (8月17日)

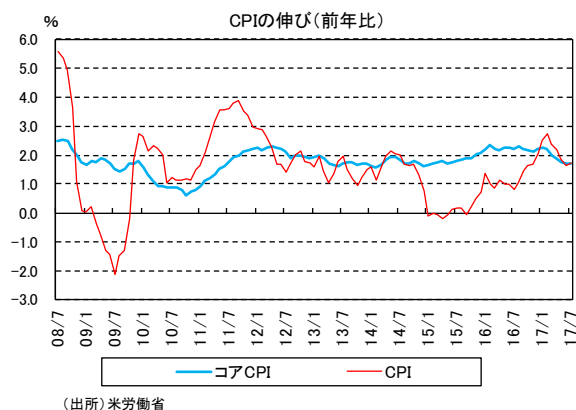
7月の貿易統計によると、輸出金額は前年比+13.4%と、8ヵ月連続のプラスとなった。輸入金額は同+16.3%と、資源価格の持ち直しなどを背景に、7ヵ月連続のプラスとなった。輸出金額から価格変動要因を除いた輸出数量の伸びは同+2.6%で、6月の同+4.0%からは縮小したものの、6ヵ月連続のプラス。季調済前月比をみると、輸出金額は+2.8%と、2ヵ月ぶりのプラス。米国、EU景気などの回復や中国景気の安定が下支えとなるほか、情報関連の需要拡大も後押しし、日本の輸出は堅調な推移が続くとみる。ただし、秋の党大会後の中国景気の減速や、欧米の政治リスク、主要中銀の金融政策の転換に伴う株価下落、およびグローバルマネーの逆流などはリスク要因となる。



《米 国》

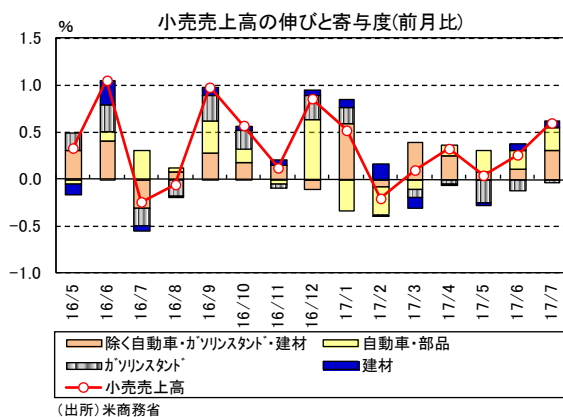
○ 7月CPI（消費者物価指数）（8/11）

7月のCPIは前月比+0.1%と、3ヵ月ぶりに上昇した。要因としては、燃料価格が同▲2.8%→+0.0%と下げ止まったことが大きい。エネルギーと食料品を除いたコアCPIは同+0.1%と、4ヵ月連続で同じ伸び幅となった。前年比で見たCPIは+1.7%と、5ヵ月ぶりに伸び幅が拡大した。コアCPIは前年比+1.7%と、3ヵ月連続で同じ伸び幅となった。労働市場の需給は引き締まっているものの、賃金の伸びは加速感に欠ける状態が続いていることから、人件費の影響を受けやすいサービス価格の伸びも緩やかなものとどまると見込まれる。コアCPIの伸び幅は、当面前年比+2%を下回って推移すると予想する。



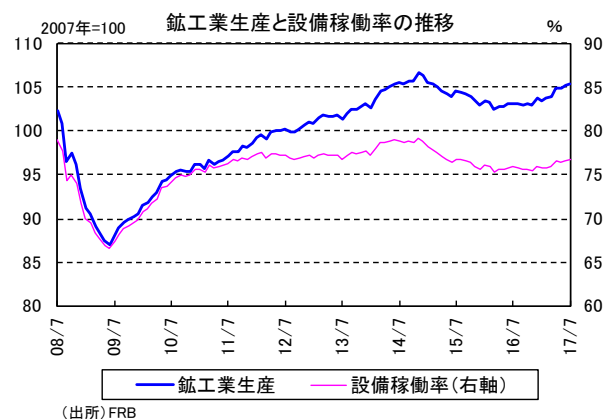
○ 7月小売売上高（8/15）

7月の小売売上高は前月比+0.6%と、5ヵ月連続で増加した。前月6月分も同▲0.2%→+0.3%へと上昇修正されている。内訳を見ると、ガソリンスタンドが同▲0.4%と6ヵ月連続で減少、電器店も同▲0.5%と3ヵ月連続で減少したものの、自動車と同+1.2%と4ヵ月連続で増加、建材店も同+1.2%と2ヵ月連続で増加した。無店舗販売は同+1.3%と、12ヵ月連続で増加しており、GDPの算出に使用される「除く自動車・部品、ガソリン、建材ベース」では、同+0.5%と5ヵ月連続でプラスとなった。家計のバランスシート調整はほぼ完了しているとみられるほか、賃金が改善傾向で推移していることなどから、個人消費は回復傾向が続くと予想する。



○ 7月鉱工業生産（8/17）

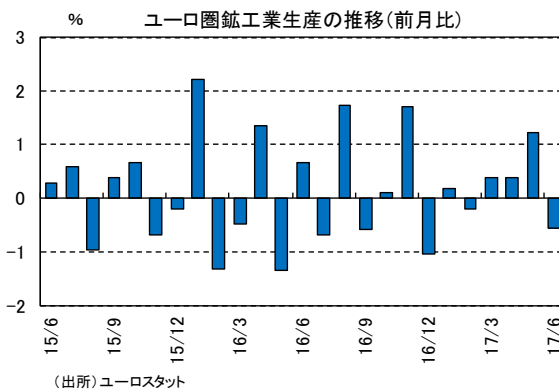
7月の鉱工業生産は前月比+0.2%と、2ヵ月連続のプラスとなった。産業別に見ると、製造業が同▲0.1%と2ヵ月ぶりのマイナスとなり、特に自動車製造が同▲3.6%となった。一方、鉱業は同+0.5%と、4ヵ月連続でプラスとなった。設備稼働率は76.7%と、前月から横ばいとなった。自動車生産については、新車販売の減速や在庫の積み上がりなどを背景に、軟調な推移が続くとみる。ただ、エネルギー価格の持ち直しを背景に資源開発企業の生産は堅調を維持するとみられることや、個人消費の回復が続いていることなどを背景に、鉱工業生産は持ち直し傾向で推移するとみている。



《欧 州》

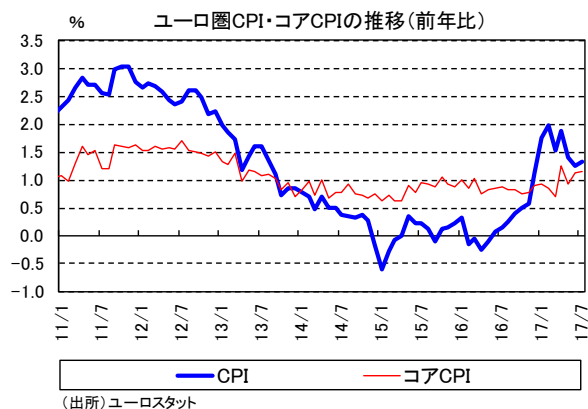
○ 6月ユーロ圏鉱工業生産（8月14日）

6月のユーロ圏鉱工業生産は前月比▲0.6%と、4ヵ月ぶりのマイナスとなった。内訳では、エネルギーが同+0.2%→+1.8%と、3ヵ月連続のプラスとなったものの、消費財は同+1.2%→▲0.5%、中間財は同+0.5%→▲0.3%、資本財は同+2.2%→▲1.9%と、いずれもマイナスとなった。主要国別では、イタリアが同+0.7%→+1.1%と、2ヵ月連続のプラスとなったが、スペインは同+1.7%→0.0%と、前月から横ばい。ドイツは同+1.4%→▲1.1%、フランスは同+1.9%→▲1.2%と、ともにマイナスとなった。緩和的な金融環境が企業の生産活動を下支えすると見込まれることなどから、今後のユーロ圏鉱工業生産は回復傾向で推移するとみる。



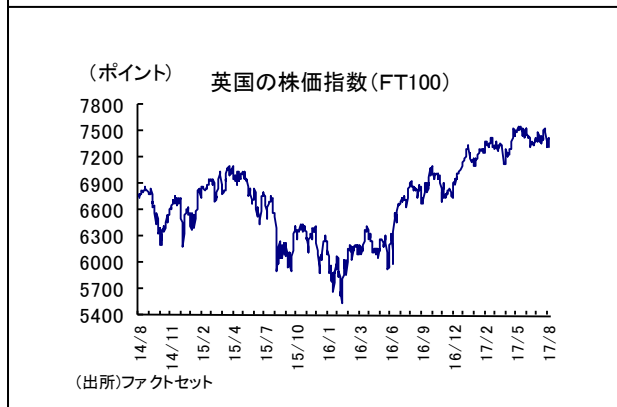
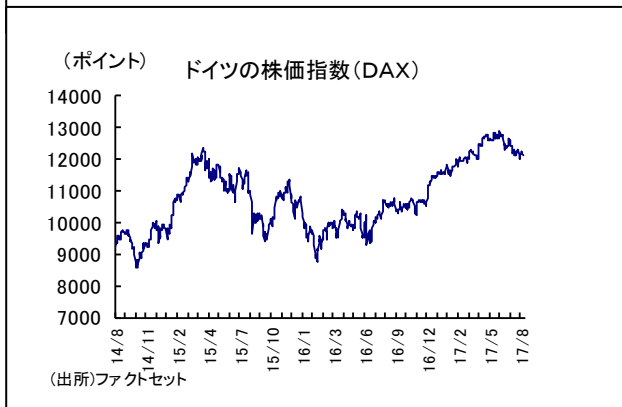
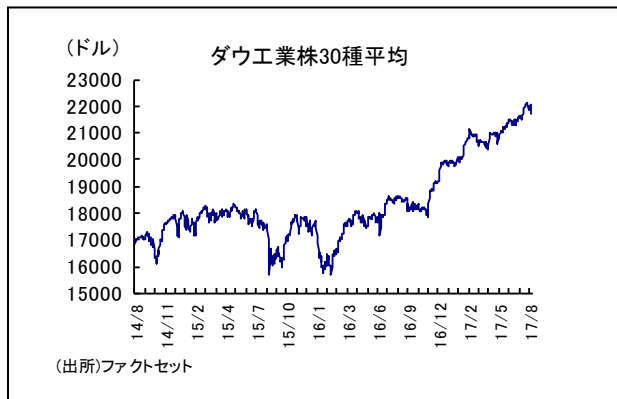
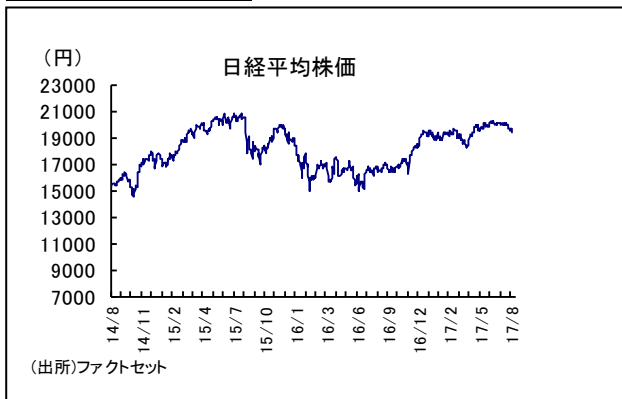
○ 7月ユーロ圏CPI（消費者物価指数）（8月17日）

7月のユーロ圏CPIは前年比+1.3%と、前月から伸び幅は変わらず。財価格は同+1.0%→+1.1%と、エネルギーの伸び幅が拡大したことなどから、5ヵ月ぶりに伸び幅が拡大したものの、サービス価格は同+1.6%と、前月と同じ伸び幅となった。国別では、スペインが同+1.6%→+1.7%と、3ヵ月ぶりに伸び幅が拡大した一方、ドイツは同+1.5%、フランスは同+0.8%、イタリアは同+1.2%と、いずれも前月から伸び幅は変わらなかった。原油価格上昇の影響が和らぎつつあるほか、賃金の上昇ペースも緩慢なものにとどまっていることなどから、CPIは伸び悩む展開が続くと予想する。

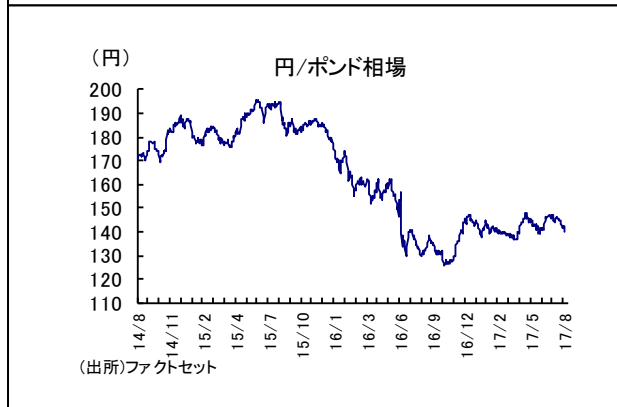
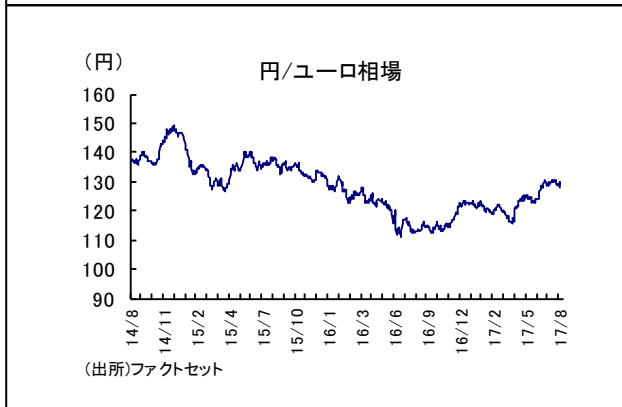
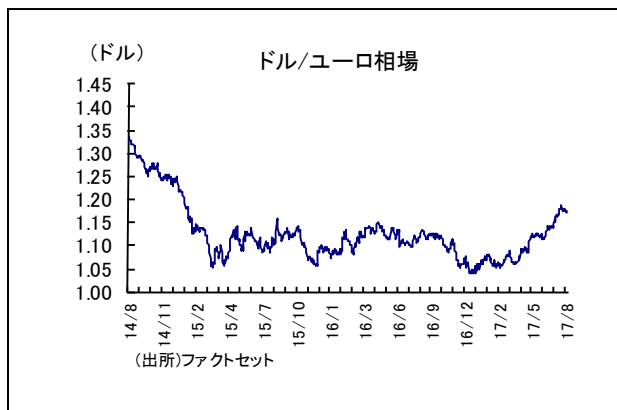
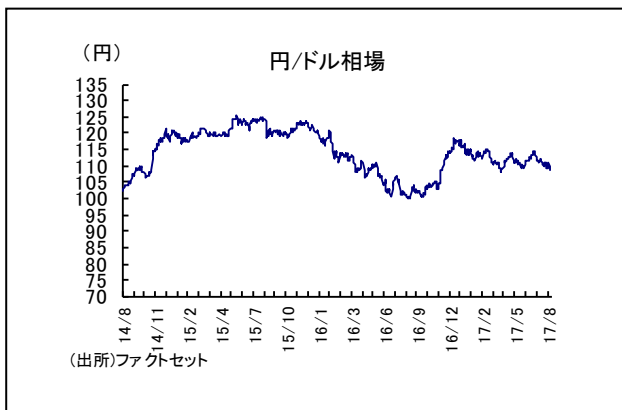


日米欧マーケットの動向 (2017年8月21日現在)

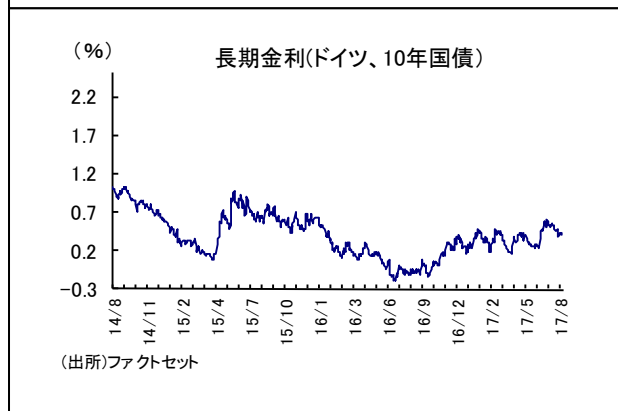
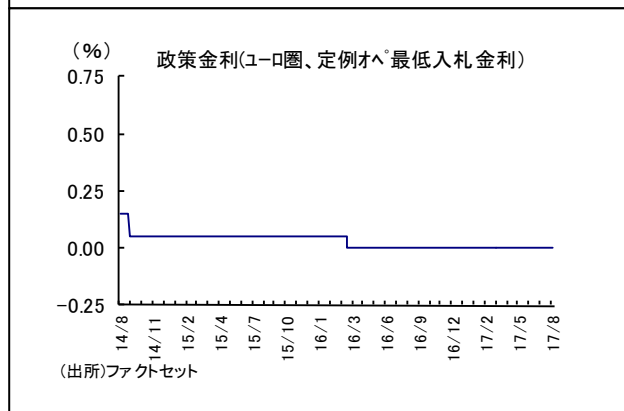
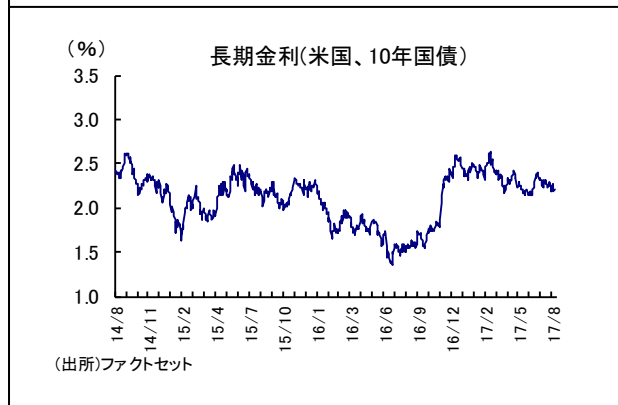
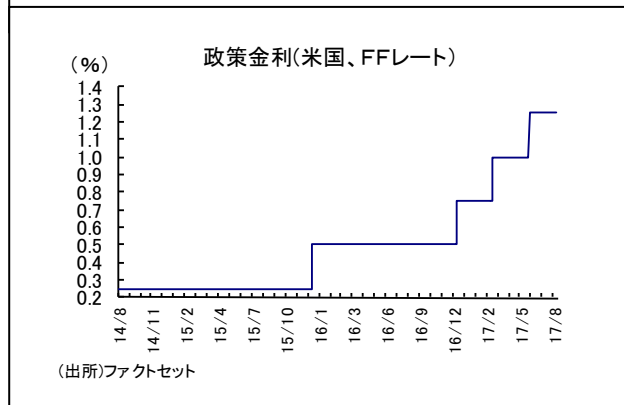
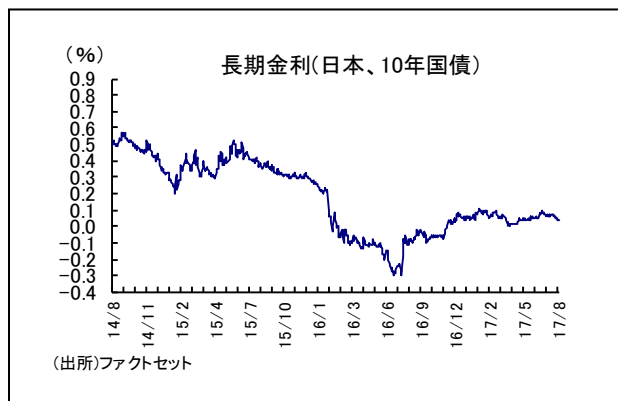
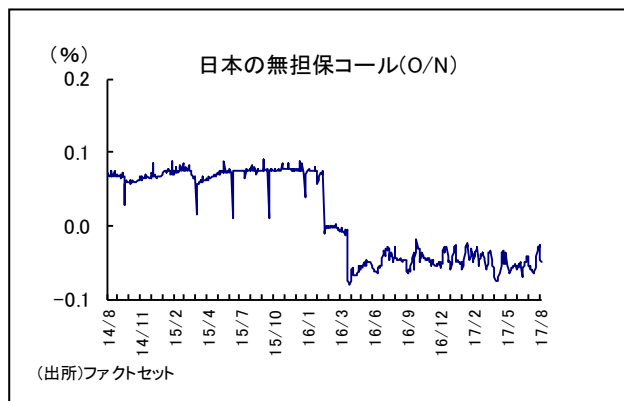
▽各国の株価動向



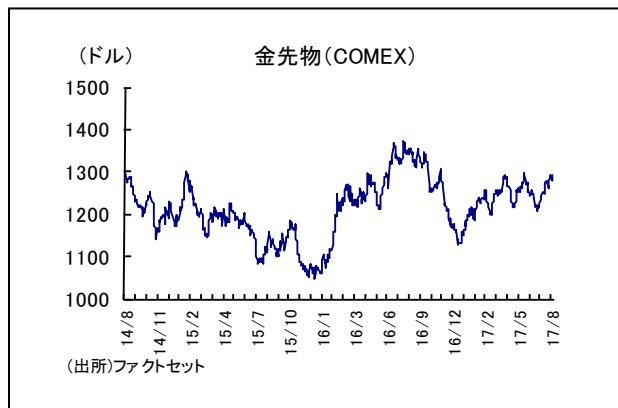
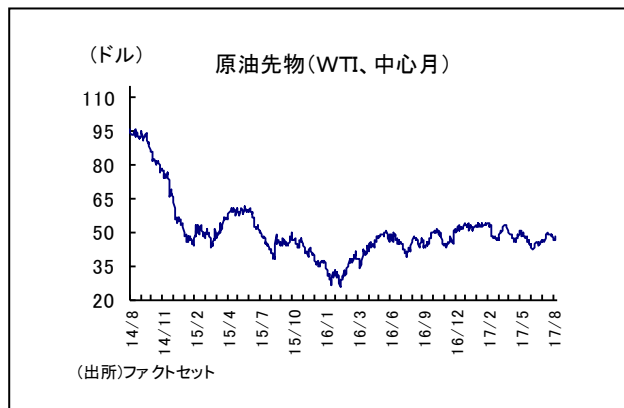
▽外為市場の動向



▽各国の金利動向



▽商品市況の動向



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。

●照会先● 明治安田生命保険相互会社 運用企画部 運用調査グループ

東京都千代田区丸の内2-1-1 TEL03-3283-1216

執筆者：小玉祐一、松下定泰、平野真依子、久保和貴、
尾家小春、磯部雅人、陳家斉