

## 明治安田生命

## 2017-2018年度経済見通しについて

～ 堅調な米国景気やオリンピック需要を背景に、景気は緩やかに拡大 ～

明治安田生命保険相互会社（執行役社長 根岸 秋男）は、2016年10-12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 1.3% 2018年度 1.4%

名目GDP成長率：2017年度 1.4% 2018年度 1.7%

## 2. 要 点

- ①日本経済は、緩やかな回復傾向で推移している。今後も堅調な米国景気や、政府の経済対策の効果などが後押しし、次第に景気の回復ペースをあげていくと予想する。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などから、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、雇用需給の引き締まりが名目賃金の緩やかな上昇につながるとみられるものの、原油価格の持ち直しに伴う家計の実質購買力の低下などから、緩慢な回復にとどまるとみる。住宅投資は、低金利環境が下支えになるものの、所得環境の回復ペースの鈍さや貸家需要の減速が続くとみており、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ているが、更新維持・省力化投資や、研究開発投資を中心に、均せば回復が続くと予想する。公共投資は、人手不足への対策が進むなか、政府の経済対策の効果が顕在化してくることで、底堅く推移しよう。輸出は、堅調な米国景気などに支えられ、回復傾向で推移するとみている。
- ③米国景気は、雇用環境の改善や減税策が見込まれることから、堅調に推移するとみる。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、安定的に推移するとみている。

## 〈主要計数表〉

|        | 2015年度<br>実績 | 2016年度 |      | 2017年度 |      | 2018年度 |       |
|--------|--------------|--------|------|--------|------|--------|-------|
|        |              |        | 前回   |        | 前回   |        | 前回    |
| 実質成長率  | 1.3%         | 1.2%   | 1.0% | 1.3%   | 1.0% | 1.4%   | 0.8%  |
| 成長率寄与度 |              |        |      |        |      |        |       |
| ・ 内需   | 1.1%         | 0.6%   | 0.7% | 1.1%   | 0.9% | 1.3%   | 0.9%  |
| ・ 外需   | 0.2%         | 0.6%   | 0.2% | 0.2%   | 0.1% | 0.1%   | ▲0.1% |
| 名目成長率  | 2.8%         | 1.3%   | 1.0% | 1.4%   | 0.9% | 1.7%   | 1.3%  |

※前回は2016年11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%   | 1.2%   | 1.3%   | 1.4%   | 0.2%   | 0.3%   | 0.4%   | 0.4% | 0.3%   | 0.3% | 0.3%   | 0.4% | 0.4%   | 0.5% |
| 前期比年率          | 1.3%   | 1.2%   | 1.3%   | 1.4%   | 1.0%   | 1.2%   | 1.5%   | 1.5% | 1.2%   | 1.3% | 1.1%   | 1.5% | 1.8%   | 2.0% |
| 前年同期比          | 1.3%   | 1.2%   | 1.3%   | 1.4%   | 1.7%   | 1.3%   | 1.2%   | 1.3% | 1.3%   | 1.4% | 1.3%   | 1.3% | 1.4%   | 1.6% |
| 民間最終消費支出       | 0.5%   | 0.6%   | 0.8%   | 1.2%   | ▲ 0.0% | 0.2%   | 0.2%   | 0.2% | 0.2%   | 0.2% | 0.3%   | 0.3% | 0.4%   | 0.5% |
| 民間住宅投資         | 2.7%   | 6.2%   | 0.4%   | 0.9%   | 0.2%   | ▲ 0.3% | ▲ 0.1% | 0.1% | 0.0%   | 0.1% | 0.2%   | 0.2% | 0.5%   | 0.7% |
| 民間設備投資         | 0.6%   | 1.7%   | 1.9%   | 2.0%   | 0.9%   | 0.3%   | 0.5%   | 0.4% | 0.5%   | 0.4% | 0.4%   | 0.5% | 0.6%   | 0.6% |
| 政府最終消費支出       | 2.0%   | 0.8%   | 1.0%   | 1.0%   | 0.4%   | 0.2%   | 0.2%   | 0.2% | 0.2%   | 0.3% | 0.2%   | 0.2% | 0.2%   | 0.2% |
| 公的固定資本形成       | ▲ 2.0% | ▲ 1.6% | 2.2%   | 2.1%   | ▲ 1.8% | 1.4%   | 0.8%   | 1.0% | 0.8%   | 0.6% | 0.3%   | 0.4% | 0.4%   | 0.5% |
| 財貨・サービスの輸出     | 0.8%   | 2.5%   | 3.9%   | 2.5%   | 2.6%   | 0.5%   | 0.7%   | 0.6% | 0.6%   | 0.7% | 0.6%   | 0.6% | 0.7%   | 0.6% |
| 財貨・サービスの輸入     | ▲ 0.2% | ▲ 1.1% | 2.3%   | 2.1%   | 1.3%   | 0.4%   | 0.6%   | 0.6% | 0.5%   | 0.4% | 0.5%   | 0.5% | 0.6%   | 0.6% |
| 名目GDP          | 2.8%   | 1.3%   | 1.4%   | 1.7%   | 0.3%   | 0.4%   | 0.4%   | 0.4% | 0.4%   | 0.4% | 0.4%   | 0.4% | 0.5%   | 0.6% |
| GDPデフレーター(前年比) | 1.4%   | 0.0%   | 0.2%   | 0.3%   | ▲ 0.1% | ▲ 0.1% | ▲ 0.0% | 0.2% | 0.2%   | 0.2% | 0.3%   | 0.3% | 0.3%   | 0.4% |

| (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%   | 1.2%   | 1.3%   | 1.4%   | 0.2%   | 0.3%   | 0.4%   | 0.4%   | 0.3%   | 0.3%   | 0.3%   | 0.4%   | 0.4%   | 0.5%   |  |
| 民間最終消費支出   | 0.3%   | 0.3%   | 0.4%   | 0.7%   | ▲ 0.0% | 0.1%   | 0.1%   | 0.1%   | 0.1%   | 0.1%   | 0.2%   | 0.2%   | 0.2%   | 0.3%   |  |
| 民間住宅投資     | 0.1%   | 0.2%   | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%   | ▲ 0.0% | ▲ 0.0% | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%   |  |
| 民間設備投資     | 0.1%   | 0.3%   | 0.3%   | 0.3%   | 0.1%   | 0.1%   | 0.1%   | 0.1%   | 0.1%   | 0.1%   | 0.1%   | 0.1%   | 0.1%   | 0.1%   |  |
| 政府最終消費支出   | 0.4%   | 0.2%   | 0.2%   | 0.2%   | 0.1%   | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%   | 0.1%   | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%   |  |
| 公的固定資本形成   | ▲ 0.1% | ▲ 0.1% | 0.1%   | 0.1%   | ▲ 0.1% | 0.1%   | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%   |  |
| 在庫品増加      | 0.3%   | ▲ 0.2% | 0.0%   | 0.0%   | ▲ 0.1% | 0.1%   | 0.1%   | 0.1%   | 0.0%   | 0.0%   | ▲ 0.0% | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%   |  |
| 純輸出        | 0.2%   | 0.6%   | 0.2%   | 0.1%   | 0.2%   | 0.0%   | 0.0%   | ▲ 0.0% | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%   |  |
| 財貨・サービスの輸出 | 0.1%   | 0.4%   | 0.6%   | 0.4%   | 0.5%   | 0.1%   | 0.1%   | 0.1%   | 0.1%   | 0.1%   | 0.1%   | 0.1%   | 0.1%   | 0.1%   |  |
| 財貨・サービスの輸入 | 0.0%   | 0.2%   | ▲ 0.4% | ▲ 0.4% | ▲ 0.2% | ▲ 0.1% | ▲ 0.1% | ▲ 0.1% | ▲ 0.1% | ▲ 0.1% | ▲ 0.1% | ▲ 0.1% | ▲ 0.1% | ▲ 0.1% |  |

| (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            | 517.2  | 523.6  | 530.3  | 537.7  | 524.3  | 525.8 | 527.8  | 529.7 | 531.2  | 532.9 | 534.4  | 536.5 | 538.8  | 541.5 |  |
| 民間最終消費支出         | 295.2  | 296.9  | 299.2  | 302.8  | 297.0  | 297.6 | 298.2  | 298.8 | 299.4  | 300.1 | 300.9  | 302.0 | 303.3  | 304.9 |  |
| 民間住宅投資           | 15.1   | 16.0   | 16.1   | 16.2   | 16.1   | 16.1  | 16.0   | 16.1  | 16.1   | 16.1  | 16.1   | 16.1  | 16.2   | 16.3  |  |
| 民間設備投資           | 79.6   | 81.0   | 82.5   | 84.1   | 81.2   | 81.5  | 81.9   | 82.3  | 82.7   | 83.0  | 83.4   | 83.8  | 84.3   | 84.9  |  |
| 政府最終消費支出         | 105.3  | 106.2  | 107.3  | 108.3  | 106.4  | 106.6 | 106.9  | 107.1 | 107.4  | 107.7 | 107.9  | 108.2 | 108.4  | 108.7 |  |
| 公的固定資本形成         | 25.5   | 25.1   | 25.7   | 26.2   | 24.8   | 25.1  | 25.3   | 25.6  | 25.8   | 26.0  | 26.1   | 26.2  | 26.3   | 26.4  |  |
| 在庫品増加            | 2.6    | 1.3    | 1.5    | 1.6    | 0.5    | 0.8   | 1.2    | 1.6   | 1.6    | 1.6   | 1.5    | 1.6   | 1.6    | 1.6   |  |
| 純輸出              | ▲ 6.4  | ▲ 3.3  | ▲ 2.1  | ▲ 1.7  | ▲ 2.3  | ▲ 2.3 | ▲ 2.2  | ▲ 2.2 | ▲ 2.1  | ▲ 1.9 | ▲ 1.8  | ▲ 1.7 | ▲ 1.7  | ▲ 1.6 |  |
| 財貨・サービスの輸出       | 82.9   | 85.0   | 88.3   | 90.5   | 86.4   | 86.8  | 87.4   | 88.0  | 88.5   | 89.1  | 89.6   | 90.2  | 90.8   | 91.4  |  |
| 財貨・サービスの輸入       | 89.2   | 88.3   | 90.3   | 92.2   | 88.7   | 89.1  | 89.6   | 90.2  | 90.6   | 91.0  | 91.4   | 91.9  | 92.4   | 93.0  |  |

## 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% | 0.7%   | 2.6%   | 1.4%   | 2.0%   | 2.2%   | 6.0%   | 2.3%   | 0.5%   | 1.8%   | 1.6%   | 1.5%   | 1.3%   | 1.4%   |
| 消費者物価指数(前年比)      | 0.2%   | ▲ 0.0% | 0.7%   | 0.8%   | 0.3%   | 0.5%   | 0.5%   | 0.7%   | 0.7%   | 0.7%   | 0.7%   | 0.8%   | 0.8%   | 0.9%   |
| 除く生鮮食品(前年比)       | ▲ 0.0% | ▲ 0.2% | 0.7%   | 0.8%   | ▲ 0.3% | 0.4%   | 0.5%   | 0.7%   | 0.7%   | 0.7%   | 0.7%   | 0.8%   | 0.8%   | 0.9%   |
| 国内企業物価指数(前年比)     | ▲ 3.3% | ▲ 2.3% | 1.7%   | 1.0%   | ▲ 2.0% | 0.8%   | 1.7%   | 2.2%   | 2.1%   | 1.0%   | 0.9%   | 0.9%   | 1.0%   | 1.1%   |
| 貿易収支(季調値、兆円)      | ▲ 1.1  | 3.9    | 2.5    | 2.1    | 1.3    | 0.7    | 0.6    | 0.6    | 0.6    | 0.6    | 0.6    | 0.5    | 0.6    | 0.4    |
| 経常収支(季調値、兆円)      | 18.0   | 20.0   | 19.3   | 18.7   | 5.4    | 5.0    | 4.8    | 4.8    | 4.8    | 4.8    | 4.7    | 4.7    | 4.6    | 4.6    |
| 完全失業率(季調値:平均)     | 3.3%   | 3.1%   | 3.0%   | 2.9%   | 3.1%   | 3.0%   | 3.0%   | 3.0%   | 3.0%   | 2.9%   | 2.9%   | 2.9%   | 2.9%   | 2.9%   |
| 無担保コール翌日物(※)      | ▲0.06% | ▲0.06% | ▲0.05% | ▲0.05% | ▲0.06% | ▲0.05% | ▲0.05% | ▲0.05% | ▲0.05% | ▲0.05% | ▲0.05% | ▲0.05% | ▲0.05% | ▲0.05% |
| 長期金利(10年債金利、※)    | ▲0.10% | ▲0.04% | 0.05%  | 0.08%  | 0.05%  | 0.05%  | 0.05%  | 0.05%  | 0.05%  | 0.05%  | 0.06%  | 0.07%  | 0.09%  | 0.10%  |
| WTI原油価格(\$/バレル、※) | 49     | 49     | 55     | 57     | 49     | 53     | 54     | 55     | 55     | 56     | 56     | 57     | 57     | 58     |

※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

|      |                   | 2015年  | 2016年  | 2017年  | 2018年  | 予測     |        |        |        |        | 予測     |        |        |        |
|------|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
|      |                   |        |        |        |        | 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%   | 2.2%   | 2.4%   | 1.9%   | 1.9%   | 2.0%   | 2.3%   | 2.7%   | 2.7%   | 2.3%   | 2.0%   | 1.9%   |
|      | 個人消費支出            | 3.2%   | 2.7%   | 2.6%   | 2.4%   | 2.5%   | 2.3%   | 2.3%   | 2.5%   | 3.0%   | 2.7%   | 2.2%   | 1.8%   | 2.0%   |
|      | 住宅投資              | 11.7%  | 4.9%   | 3.4%   | 5.0%   | 10.2%  | 3.6%   | 4.1%   | 4.5%   | 5.7%   | 5.6%   | 4.9%   | 4.5%   | 4.1%   |
|      | 設備投資              | 2.1%   | ▲ 0.4% | 2.3%   | 3.9%   | 2.4%   | 1.9%   | 2.7%   | 3.2%   | 3.2%   | 5.3%   | 4.0%   | 3.5%   | 2.9%   |
|      | 在庫(寄与度)           | 0.2%   | ▲ 0.4% | 0.1%   | ▲ 0.0% | 1.0%   | ▲ 0.0% | 0.0%   | 0.0%   | ▲ 0.1% | ▲ 0.0% | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%   |
|      | 純輸出(寄与度)          | ▲ 0.7% | ▲ 0.1% | ▲ 0.3% | ▲ 0.2% | ▲ 1.7% | ▲ 0.1% | ▲ 0.1% | ▲ 0.3% | ▲ 0.2% | ▲ 0.2% | ▲ 0.2% | ▲ 0.1% | ▲ 0.2% |
|      | 輸出                | 0.1%   | 0.4%   | 1.8%   | 2.8%   | ▲ 4.3% | 2.2%   | 2.2%   | 2.0%   | 2.5%   | 2.9%   | 3.0%   | 3.5%   | 3.4%   |
|      | 輸入                | 4.6%   | 1.1%   | 3.4%   | 3.3%   | 8.3%   | 2.1%   | 2.3%   | 3.3%   | 3.0%   | 3.3%   | 3.4%   | 3.7%   | 3.8%   |
|      | 政府支出              | 1.8%   | 0.9%   | 0.5%   | 1.0%   | 1.2%   | 0.1%   | 0.2%   | 1.1%   | 1.2%   | 1.0%   | 1.2%   | 1.0%   | 0.5%   |
|      | 失業率(※)            | 5.3%   | 4.9%   | 4.6%   | 4.6%   | 4.7%   | 4.7%   | 4.6%   | 4.6%   | 4.6%   | 4.5%   | 4.5%   | 4.6%   | 4.6%   |
|      | CPI(総合、※)         | 0.1%   | 1.3%   | 2.3%   | 2.3%   | 1.8%   | 2.3%   | 2.2%   | 2.3%   | 2.3%   | 2.2%   | 2.3%   | 2.3%   | 2.2%   |
|      | 政策金利(誘導目標の上限、期末値) | 0.25%  | 0.75%  | 1.25%  | 1.50%  | 0.75%  | 0.75%  | 1.00%  | 1.00%  | 1.25%  | 1.25%  | 1.25%  | 1.50%  | 1.50%  |
|      | 長期金利(米10年債金利、※)   | 2.15%  | 1.83%  | 2.58%  | 2.70%  | 2.50%  | 2.50%  | 2.60%  | 2.60%  | 2.65%  | 2.65%  | 2.65%  | 2.75%  | 2.75%  |
| ユーロ圏 | 実質GDP成長率(前期比)     | 2.0%   | 1.6%   | 1.5%   | 1.5%   | 0.4%   | 0.4%   | 0.4%   | 0.3%   | 0.4%   | 0.3%   | 0.4%   | 0.3%   | 0.4%   |
|      | 家計消費              | 1.8%   | 1.8%   | 1.4%   | 1.4%   | 0.4%   | 0.4%   | 0.4%   | 0.3%   | 0.3%   | 0.3%   | 0.3%   | 0.3%   | 0.3%   |
|      | 政府消費              | 1.4%   | 1.9%   | 1.2%   | 1.1%   | 0.2%   | 0.3%   | 0.3%   | 0.3%   | 0.3%   | 0.3%   | 0.3%   | 0.3%   | 0.3%   |
|      | 固定投資              | 3.2%   | 2.5%   | 2.6%   | 2.7%   | 1.1%   | 0.6%   | 0.8%   | 0.7%   | 0.6%   | 0.7%   | 0.7%   | 0.6%   | 0.6%   |
|      | 純輸出(寄与度)          | 0.3%   | ▲ 0.2% | ▲ 0.1% | ▲ 0.0% | 0.1%   | ▲ 0.1% | ▲ 0.1% | ▲ 0.0% | 0.0%   | ▲ 0.0% | 0.0%   | ▲ 0.0% | 0.0%   |
|      | 輸出                | 6.5%   | 2.2%   | 2.6%   | 2.8%   | 0.8%   | 0.6%   | 0.7%   | 0.7%   | 0.7%   | 0.7%   | 0.7%   | 0.7%   | 0.7%   |
|      | 輸入                | 6.4%   | 2.9%   | 3.0%   | 3.1%   | 0.7%   | 0.8%   | 0.9%   | 0.8%   | 0.7%   | 0.8%   | 0.8%   | 0.8%   | 0.7%   |
|      | 失業率(※)            | 10.9%  | 10.0%  | 9.5%   | 9.1%   | 9.6%   | 9.7%   | 9.5%   | 9.4%   | 9.3%   | 9.2%   | 9.1%   | 9.0%   | 8.9%   |
|      | CPI(総合、※)         | 0.0%   | 0.2%   | 1.4%   | 1.4%   | 1.1%   | 1.4%   | 1.4%   | 1.5%   | 1.5%   | 1.5%   | 1.4%   | 1.4%   | 1.5%   |
|      | 政策金利(期末値)         | 0.05%  | 0.00%  | 0.00%  | 0.00%  | 0.00%  | 0.00%  | 0.00%  | 0.00%  | 0.00%  | 0.00%  | 0.00%  | 0.00%  | 0.00%  |
| 英国   | 実質GDP成長率(前期比)     | 2.2%   | 2.0%   | 1.5%   | 1.6%   | 0.6%   | 0.2%   | 0.3%   | 0.3%   | 0.4%   | 0.4%   | 0.4%   | 0.5%   | 0.4%   |

※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。10－12月期の実質GDP成長率は前期比＋0.2％（年率換算：＋1.0％）と、4四半期連続のプラスとなった。今後も堅調な米国景気に加え、政府の経済対策の効果などが後押しし、次第に景気の回復ペースをあげていくと予想する。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などから、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、名目賃金の緩やかな上昇が見込まれるものの、原油価格の持ち直しや円安などが実質雇用者報酬を圧迫することで、緩慢な回復にとどまるとみる。住宅投資は、低金利環境が下支えになるものの、所得環境の回復ペースの鈍さや、節税対策としての貸家需要の減衰もあって、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見込まれるものの、更新維持・省力化投資や、研究開発投資を中心に、均せば回復が続くと予想する。公共投資は、人手不足への対策が進むなか、政府の経済対策の効果などが見込まれることから、底堅く推移しよう。輸出は、堅調な米国景気などに支えられ、回復傾向で推移するとみている。

### （1）10－12月期 GDP は4四半期連続のプラス

10－12月期の実質GDP成長率は前期比＋0.2％（年率換算：＋1.0％）と、4四半期連続のプラスとなったものの、プラス幅は3四半期連続で縮小し、市場予想（同＋0.3％、＋1.1％）を小幅下回った（当社予想は同＋0.3％、＋1.0％）。内外需別に見ると、内需の寄与度が▲0.0％、外需（純輸出）の寄与度が＋0.2％で、外需の伸びでかろうじてプラス成長を確保した形。実質GNIは同＋0.0％で、原油価格の持ち直しに伴い、交易条件の改善が国内景気を支える構図も一服しつつある。

需要項目別に見ると、民間最終消費支出は、天候不順による生鮮野菜の価格高騰などを背景に、同▲0.0％と、4四半期ぶりのマイナスとなった。民間住宅投資は、貸家需要の増勢一服等を反映し、同＋0.2％と、7－9月期の同＋2.4％から減速した。民間企業設備投資は、同＋0.9％と、2四半期ぶりのプラスとなったが、このところプラスとマイナスを交互に繰り返しており、安定的な回復に向かう兆しはまだ見られない。公的資本形成は、過去の経済対策の効果一巡で、同▲1.8％と、2四半期連続のマイナスとなった。輸出は同＋2.6％と、2四半期連続のプラスとなった。米国を中心に、世界景気が全体として上向きつつあることを反映した形。

2017年の日本経済は、堅調な米景気や円安・株高トレンドに支えられ、徐々に回復ペースを早めていく展開を予想する。「トランプ相場」が思いのほか息の長いものになる可能性は低くない。新大統領の一挙手一投足に振り回されざるを得ない不安定さはあるが、どのみち、氏の主張する大規模な法人減税、インフラ整備等の景気刺激効果が強まるのは2018年以降である。その副作用がインフレやスタグフレーション等の形で表面化するとしても、さらに後ずれる可能性が高く、当面は政策効果の負の部分に相場の目は向きにくい。議会の力が強い米国の政治システムを考えれば、保護主義的政策が世界経済の失速を招くシナリオの蓋然性は高くない。

相場が期待先行で動いている分、深めの調整を挟む可能性はあるとしても、米国のファンダメンタルズが堅調な限り、抜本的な相場のトレンド転換は考えにくい。官民のオリンピック需要も2018年にかけて本格化が見込まれ、政府の経済対策ともども、景気の下支え役となろう。

## (2) 個人消費は緩慢な回復にとどまる

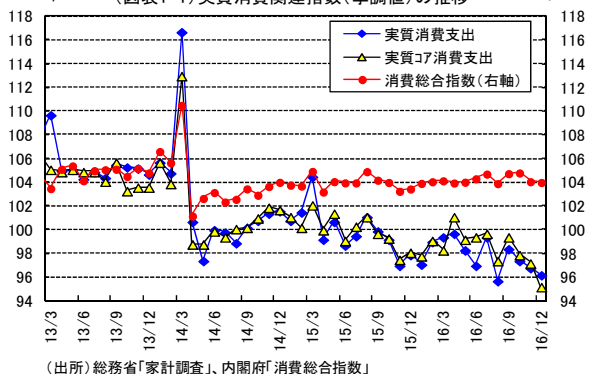
家計調査で実質消費支出の動きを見ると、昨秋以降、減速傾向を強めている（図表 1-1）。天候不順による生鮮野菜の価格高騰などを背景に、家計の節約志向が強まったとみられるほか、社会保障の先行き不安に伴う生活防衛意識の高まりも、消費の抑制要因として働き続けているとみている。ただ、勤労者世帯に絞ると、昨秋以降、均せば回復傾向で推移するなど、明るい兆しも見える（図表 1-2）。

一方、日銀が個人消費の動きをより正確に捉えるとの目的で開発した消費活動指数（旅行収支調整済）を見ると（商業販売統計などの供給側統計を使用）、昨夏以降、耐久財の回復やサービスの底堅さが下支えする形で、持ち直しつつあったが、足元ではやや低下するなど、個人消費の回復力の弱さが続いている様子が示されている（図表 1-3）。

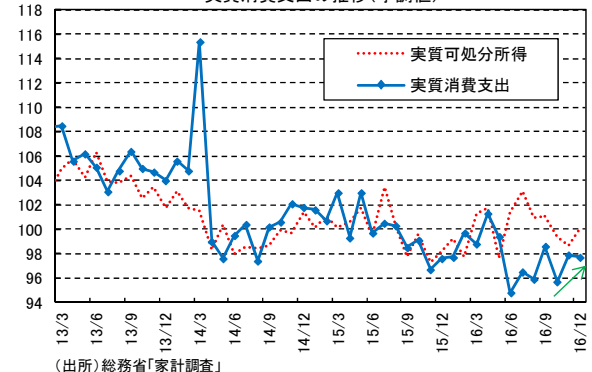
個人消費の先行きを展望するうえで、カギとなるのが雇用・所得環境である。まず、雇用環境を見ると、労働需給は引き締まり傾向が続いている。失業率は3%程度と、低位での推移が続いているほか、有効求人倍率も、昨年12月は1.43倍と、1991年7月以来の高水準となっている。ただ、趨勢的な有効求人倍率の改善には、有効求人数の増加だけでなく、有効求職者の減少も大きく影響している。少子高齢化により、生産年齢人口が減少傾向で推移しているのに加え、団塊の世代（1947年～49年生まれ）の多くが定年退職により労働市場から退出したことが、労働供給の制約要因になっている。労働力人口は2013年以降、均せば緩やかな増加傾向が続いているが、これは、高齢者や女性の労働参加率の拡大によるところが大きい（図表 1-4）。

もっとも、女性や高齢者の労働参加は、短時間労働を中心とする非正規が多いほか（図表 1-5）、企業の採用ニーズも非正規が中心となっている。正社員の12月の有効求人倍率は0.92倍と、趨勢的に上昇しているが、節目の1倍には達していない。職種に関しても、保安、接客・給仕、生活衛生サービス、介護関係、建設・採掘など、労働集約的でパートタイム労働者に支えられている職種が多く、相対的に賃金水準など待遇面で見劣りする傾向が強い。労働需給の引き締まりを受けた賃金上昇は、今後も一部

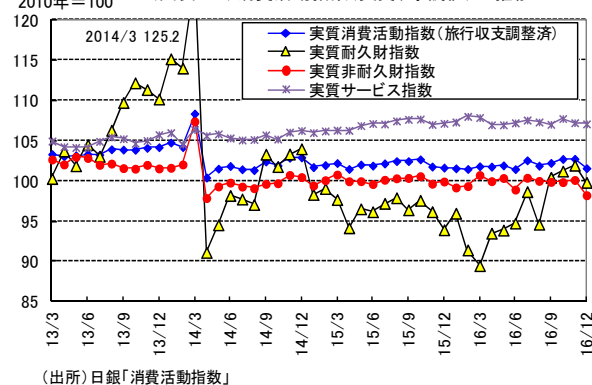
2015年=100 (図表1-1) 実質消費関連指数(季調値)の推移 2011年=100



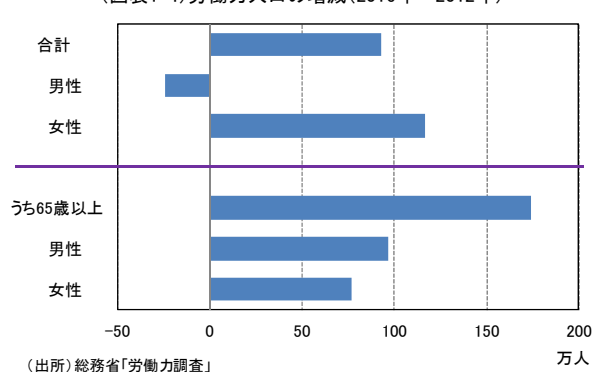
(図表1-2) 勤労者世帯の実質可処分所得と実質消費支出の推移(季調値)



(図表1-3) 消費活動指数(実質、季調値)の推移



(図表1-4) 労働力人口の増減(2016年-2012年)

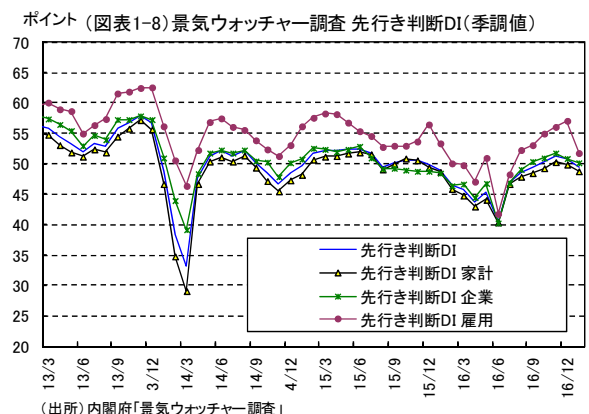
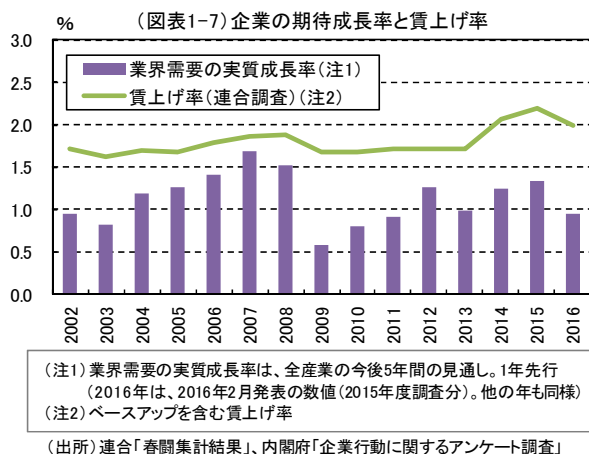
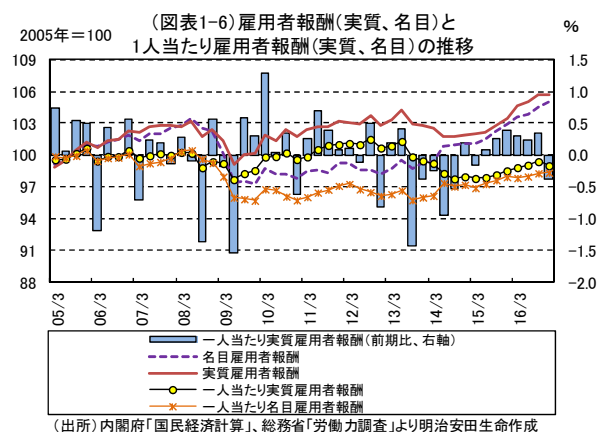
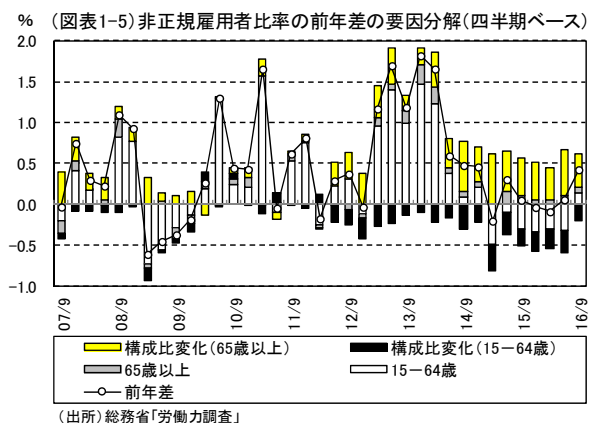


の職種に偏る傾向が続くとみており、全職種平均でみた賃金の上昇ペースも、緩やかと予想する。

一方、所得環境について、GDP ベースの実質雇用者報酬の動きを見ると、2015 年の夏ごろから回復傾向で推移してきたが、足元では回復ペースが鈍化している（図表 1-6）。雇用環境の底堅さを背景に、雇用者数が増加傾向で推移していることに加え、緩やかな賃金上昇も、1 人当たり名目雇用者報酬の押し上げに寄与している。ただ、昨年春先以降の原油価格の持ち直しなどが、実質ベースでの雇用者報酬を圧迫している。毎月勤労統計で月次動向を見ても、直近 12 月の実質賃金（定期給与）は前年比▲0.4%と、12 ヶ月ぶりのマイナスとなるなど、実質購買力が低下しつつある様子が現れている。

こうしたなか、今後の消費動向を見るうえで、2017 年春闘の動向が重要な要素となる。安倍首相は昨年 11 月の働き方改革実現会議で、「ベースアップ（ベア）の 4 年連続の実施をお願いしたい」と述べたほか、連合も「2%程度」の賃上げ（ベア）を要求している。一方、経団連でも、デフレ脱却と持続的な経済成長の実現に向けて、賃上げのモメンタムを継続していく必要があるとしていることから、今年の春闘でも賃上げの流れは続く可能性が高い。ただ、経団連は一時金を含めた「年収ベースでの賃上げ」を呼び掛けており、固定費の増加につながるベアには依然慎重である。背景には、潜在成長率が停滞するなか、国内では安定的な利益成長が見通せないことがあるほか、足元では米国トランプ政権の保護主義的な政策への懸念も影響しているとみられる（図表 1-7）。企業業績の改善は、一時金を中心に対応する企業が多いとみられ、ベアは昨年並みかやや下回る 0%台前半にとどまるとみている。一方、中小企業では、大手との賃金格差が縮まらないなか、人材確保に悩まされ、人手不足が事業継続の阻害要因になっている企業も多い。経営環境が厳しさを増すなか、今後の引き上げ水準にはさほど期待が持てないものの、人材確保の面からも賃上げを中心とする待遇改善の流れは続くとみている。

消費者マインドは、足元では回復の動きがみられる。内閣府の消費者態度指数を見ると、1 月は 2 ヶ月連続のプラスとなり、基調判断も上方修正された。





一方、供給サイドの統計である景気ウォッチャー調査を見ると、1月の家計動向関連DI（先行き判断DI、季調値）は48.8ポイントと、2ヵ月連続の低下となった（図表1-8）。昨春以降、大きく持ち直しているものの、ウォッチャーからは、世界情勢の先行き不透明感を懸念する声が出ており、今後の消費者マインドは、一進一退の推移が続くと予想する。

政府は昨年8月に、事業規模28兆円超となる経済対策を閣議決定した。これを受け、10月に約4兆円の第2次補正予算が成立し、そのなかの柱の一つである「一億総活躍社会の実現加速」では社会全体の所得と消費の底上げに向け、簡素な給付措置として3,673億円が計上されている。このほか、経済対策のなかでは、保育士や介護人材の処遇改善に取り組み、かつ継続的に実施するとしており、2017年度一般会計予算では952億円を充てている。経産省と経団連などの業界団体は、個人消費を喚起するため、毎月末の金曜日を「プレミアムフライデー」とする取組みを2月から開始し、午後3時には仕事を終わるように呼びかけていく方針である。今後の個人消費は、人材確保などを目的とした賃上げの流れが続くことで、名目賃金は緩やかながらも上昇傾向を維持するとみられるほか、政府の経済対策の効果も下支えになるとみている。ただ、原油価格の持ち直しや円安の進行が実質ベースの雇用者報酬の伸びを抑制すると見込まれるほか、社会保障の先行き不安などからくる家計の節約志向も残ることで、個人消費は引き続き緩慢な回復にとどまると予想する。

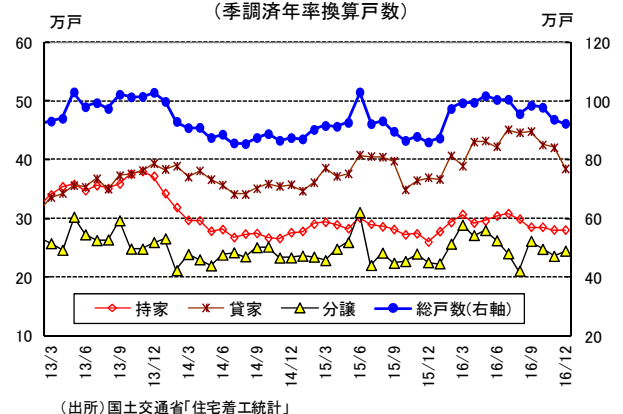
### （3）住宅投資は鈍化へ

新設住宅着工戸数は、足元では鈍化傾向を強めている。年率換算戸数（季調値）を見ると、昨年5月から7月にかけて100万戸を超え、消費増税前のピークに近い水準で推移していたものの、8月以降は100万戸を割り込み、12月には92万戸まで減少した（図表1-9）。

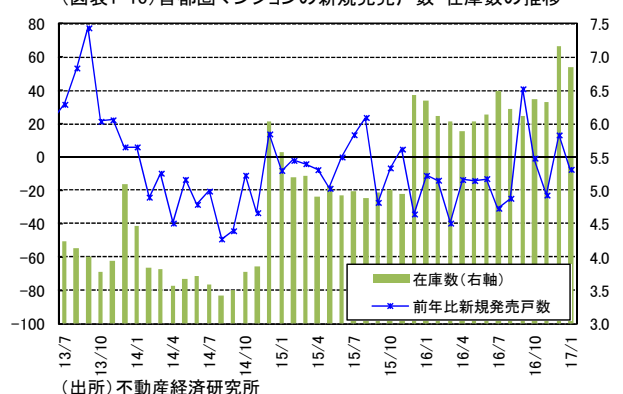
利用関係別に見ると、まず、持ち家着工戸数については、昨年夏場以降、鈍化傾向で推移している。住宅生産団体連合会の調査によると、昨年10-12月期の戸建注文住宅の景況感指数（受注実績が前年と比べて「良い」と回答した割合-「悪い」と回答した割合を指数化）は▲25ポイントと、3四半期連続でマイナスとなるなど、悪化傾向が続いている。一方、展示場来場者組数は+3.6ポイントと、2四半期ぶりのプラスになるなど、展示場への来場者の大幅な落ち込みはみられない。ただ、住宅建築業者からは、「不透明感の続く国内景気の中で、住宅取得の先延ばし傾向がみられる」など、商談の長期化を懸念する声も出ており、今後も持ち家着工は緩やかな鈍化傾向が続くと予想する。

分譲住宅着工戸数は、昨春以降、均せば減少傾向で推移している。分譲住宅のうち一戸建て（建売住宅）着工は、低価格物件への需要を背景に、底堅く推移しているものの、マンション着工の低迷が分譲住宅全体を押し下げる構図が続いている。首都圏マンション市場の販売環境を見ると、2016年の新規契約率は68.8%と、2009年以来、7年ぶりに好不調の境目とされる70%を下回ったほか、マ

（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）



（図表1-10）首都圏マンションの新規発売戸数・在庫数の推移 千戸



ンション販売業者が慎重に物件供給を行なってきたことで、新規発売戸数も同▲11.6%と、3年連続で減少した（図表1-10）。販売環境の低迷の主な要因としては、所得環境の回復ペースの鈍さに加え、マンション価格の高止まりも挙げられる。ただ、マンション販売業者は、超低金利環境による資金調達コストの低下などから、販売価格を値下げしてまで売り急ぐ姿勢を強めておらず、在庫も増加傾向となっている。こうした状況は今後も続くと思われることから、引き続きマンション着工は減速傾向で推移するとみる。

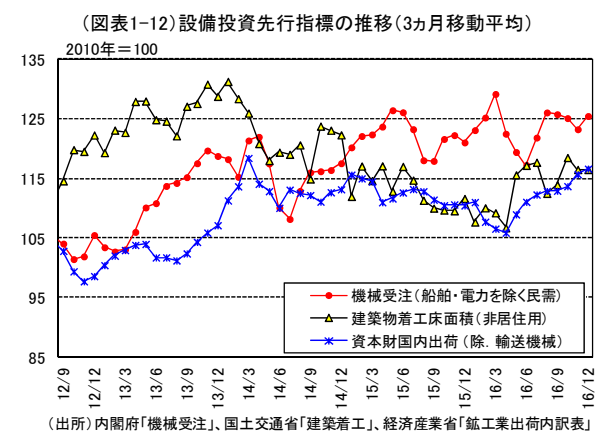
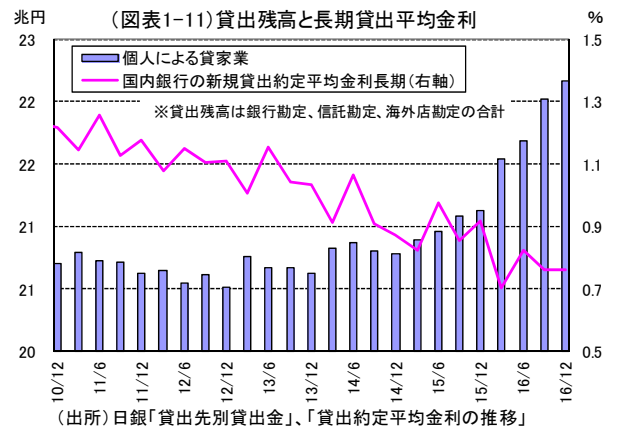
貸家着工戸数については、2015年冬以降、増加傾向で推移してきたものの、昨年夏場に回復が一服し、足元では逆に減速傾向を強めている。これまでは、2015年1月の相続税改正（基礎控除引き下げ）に伴う節税対策としてのアパート経営需要に加え、マイナス金利導入以降の借入環境の改善で、個人による貸家業向け貸出残高が大きく増加したことが、住宅着工全体の押し上げにつながった（図表1-11）。ただ、足元では供給の大幅増に伴い、賃貸アパートの空室率の拡大を懸念する見方が強まっており、今後は投資を慎重に進める動きが広がる可能性が高い。中長期的に少子高齢化の進展に伴う世帯数の減少が見込まれることなども投資意欲の減退につながるとみており、今後の貸家着工は減少傾向で推移しよう。

今後の住宅投資は、足元の住宅ローン金利の上昇は小幅なものにとどまるなど、低金利環境の継続が見込まれるほか、住宅ローン減税制度（10年間で最大400万円）などの各種住宅支援策も下支え要因になるとみている。ただ、所得環境の回復ペースの鈍さなどから、消費者は引き続き慎重に物件購入を検討していくとみられるほか、貸家需要の減衰も見込まれることから、住宅着工は鈍化傾向で推移すると予想する。2016年度は年度前半の着工増が寄与し、通年では昨年を上回る94万戸程度を見込むものの、2017年度は90万戸程度と予想する。2018年度は、消費増税が2019年10月に予定されており、前回の増税時と同様に、増税の2四半期前である2019年3月末にかけて着工増の動きが強まるとみられる。ただ、すでに需要の先食いを経験しているほか、増税幅も2%にとどまることから、押し上げ効果は限定的とみており、通年では前年度と同程度の90万戸を予想する。

#### （４）設備投資は回復が続く

設備投資の先行指標（3ヵ月移動平均）を見ると、資本財国内出荷（除．輸送機械）は昨春以降、改善傾向が続いている一方、機械受注（船舶・電力を除く民需）や建築物着工床面積（非居住用）は昨秋ごろから一進一退で推移しており、先行指標からは、当面の設備投資が緩慢な回復にとどまる可能性が示唆される（図表1-12）。

昨年12月調査の日銀短観における2016年度の設備投資計画（全規模・全産業ベース、含む土地投資額）は前年度比+1.8%と、12月調査としては過去3年平均（同+5.9%）を大きく下回る伸び率となり、なかでも中堅・中小企業が弱めの計画となっている（図表1-13）。11月中旬以降の円安進行は、輸出企業の収益改善を通じ、設備投資計画の押



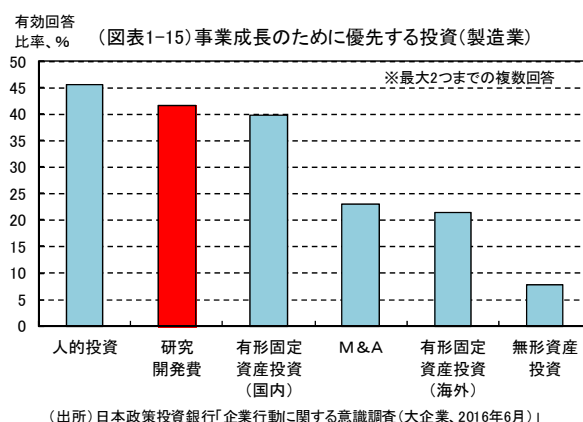
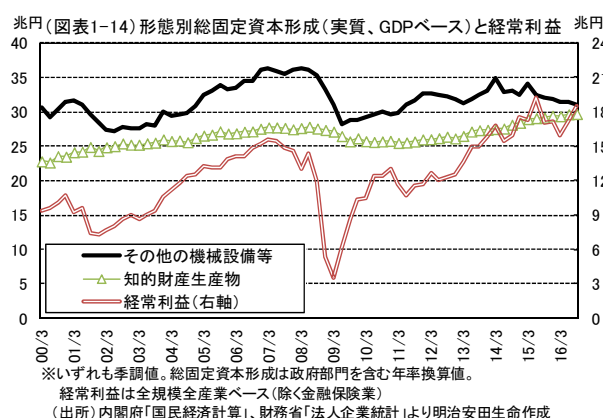
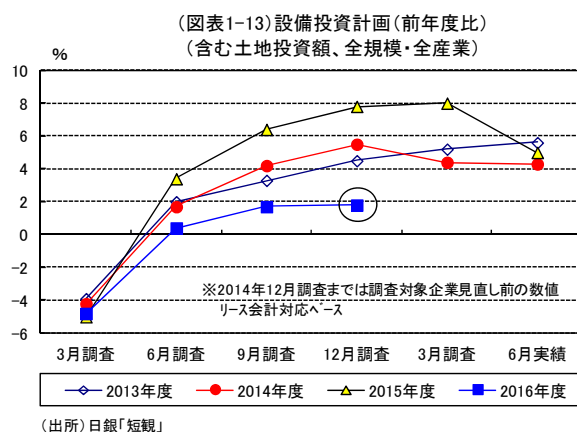


し上げ要因になるものの、一方で、トランプ政権の保護主義的な政策への警戒感もあり、世界景気の先行きの不確実性が高まっていることから、2016年度は慎重な投資計画のまま着地すると予想する。

日銀短観の設備判断DI（全規模・全産業ベース）を見ると、9月調査が0、12月調査が0、先行き3月の予測が▲2と、足元では設備過剰感が解消し、先行きは、現行統計が遡れる2003年12月以降、最低の水準まで低下（不足感の高まり）する見通しとなっている。製造業・非製造業別に分けると、製造業では12月調査が+2、先行き3月の予測が+1と、引き締まり方向で推移しつつも、やや設備過剰感が残る見通しである。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現状においては、企業は国内での能力増強投資は慎重に行なっていくとみられる。ただ、国内の設備の老朽化に伴う維持・補修への投資や、合理化・省力化投資が引き続き見込まれるほか、企業が海外生産拠点の整備を進めるなかでも、国内においては、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下支え要因になる可能性が高い。

一方、非製造業の設備判断DIは、12月調査が▲3、先行き3月の予測は▲5と、先行き不足感が強まる見通しである。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、省人化投資の需要が強まっているとみられるほか、運輸・不動産での安全対策や、鉄道の高速化関連の投資も見込まれる。加えて、訪日外国人数が増加傾向で推移するなか、引き続きホテルなどの宿泊関連の投資や、都心部の大型開発案件が計画されていることなども追い風となろう。非製造業では、すでに高水準の投資が続いてきたことで、高い伸びは期待できないものの、今後も底堅く推移すると見込む。

一方、昨年12月にはGDPの5年に一度の基準改定が行なわれた。同時に、最新の国際基準にも対応し、研究開発費が資本化され、新たに設備投資に配分されるという変更が行なわれた。改定後の総固定資本形成の推移を形態別に見ると、研究開発投資が含まれる知的財産生産物は、その他の機械設備等との比較において、リーマン・ショック後の落ち込みが小さく、経営環境が厳しい状況においても、企業が研究開発投資をある程度維持してきた様子が窺える（図表1-14）。2014年以降も、その他の機械設備等が減少傾向となるなか、知的財産生産物は増加傾向を維持している。国内では、工場や機械設備などの有形固定資産が十分に蓄積されている状況のため、研究開発投資により、生産効率を上げていく方が企業にとって有効であるためとみられる。加えて、研究開発投資はその性質から、資金を外部調達するよりも内部留保を活用することが多いことに鑑みれば、近年のキャッ



シュフローの改善が、投資を後押しすると見込まれる。日本政策投資銀行の調査によると、製造業の事業成長のための投資として、研究開発の優先度は人的投資に次いで高いとの見方が示されているほか（図表1-15）、中期的な研究開発費の見通しについても、研究開発費を「増やす」と回答した割合は「減らす」と回答した割合を上回っている。中長期的な成長の源泉として、企業の研究開発投資への関心は強く、今後の設備投資の押し上げ要因になるとみられる。

今後の設備投資は、国内の中長期的な低成長期待が定着していることから、製造業の能力増強投資の増加は見込みにくいものの、維持・補修への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・省人化投資などを中心に、底堅い推移が続く可能性が高い。研究開発投資も拡大傾向での推移が見込まれることから、設備投資は回復傾向で推移すると予想する。

### （５）公共投資は底堅い推移

公共投資は足踏みしている。昨年10－12月期の公的固定資本形成は前期比▲1.8%と、2四半期連続で減少した。2015年度の補正予算や、2016年度本予算の早期執行による押し上げ効果が一服したとみられる。実際の工事の進行を反映する建設工事出来高（建設総合統計、3ヵ月移動平均）を見ても、秋口以降は持ち直しの動きが一服している（図表1-16）。

ただ、出来高に先行する公共工事請負金額（3ヵ月移動平均）を見ると、前年比ベースの伸び幅は、昨春以降、大幅プラスとマイナスを繰り返しているものの、トレンドは改善方向を示しており、今後の公共投資は底堅く推移する可能性が示されている。

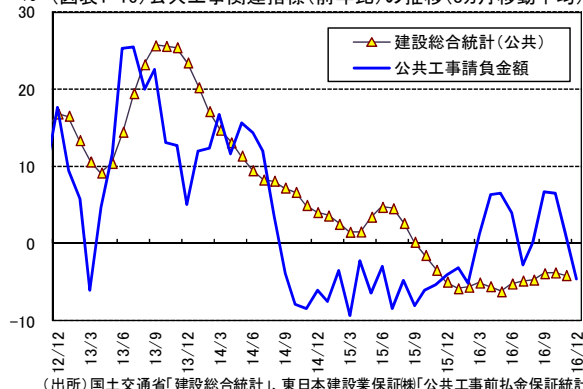
一方、東日本大震災以降の工事進行のボトルネックとなってきた人手不足について、建設技能労働者過不足率（季節調整値、8業種計）を見ると、昨春以降、+1%付近で推移するなど、不足感が残っている（図表1-17）。今後、民間工事でも都心部の大型再開発が多数予定されているなか、人手不足の解消は見通しにくい。

ただ、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いることなどから、人手不足が工事進捗の制約となる状況は緩和に向かうとみている。

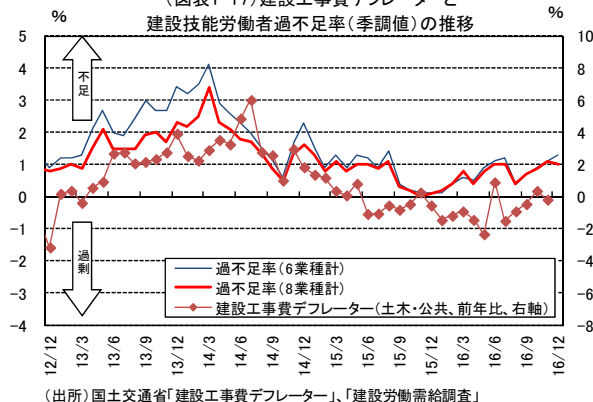
工事原価の動きを表す建設工事費デフレーターは、再び上昇に向かいつつある。建設技能労働者の社会保険未加入に対する規制強化などから、人件費が上昇してきたことに加え、国際的な商品価格の回復を受け、資材価格が上昇していることが大きいとみられる。ただ、受注工事単価自体も引き上げ方向にあり、建設会社も採算を重視した受注を強化している。資材不足が価格の高騰と工事進捗の遅れにつながるといった状況も緩和されており、公共投資の足かせにはならないとみる。

昨年12月22日に、2016年度一般会計の第3次補正予算および2017年度本予算案が閣議決定された。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、小規模ながら切れ目のない追加措置の効果が見込まれる。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、前年並みを確保した。今後は、第2次補正予算の執行の効果が見込まれるほか、2017年度本予算では施工時期の平準化に向け

（図表1-16）公共工事関連指標（前年比）の推移（3ヵ月移動平均）



（図表1-17）建設工事費デフレーターと建設技能労働者過不足率（季節調整値）の推移



た取組みを強化する方針であることから、工事進捗の安定した推移が見込まれる。加えて、東京五輪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なども徐々に本格化していくとみられることから、2018年度にかけての公共投資は底堅く推移すると予想する。

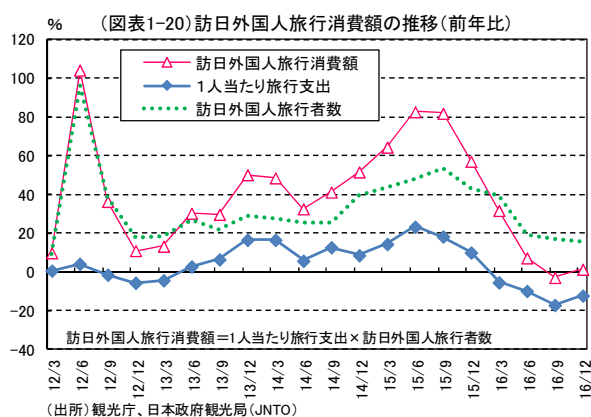
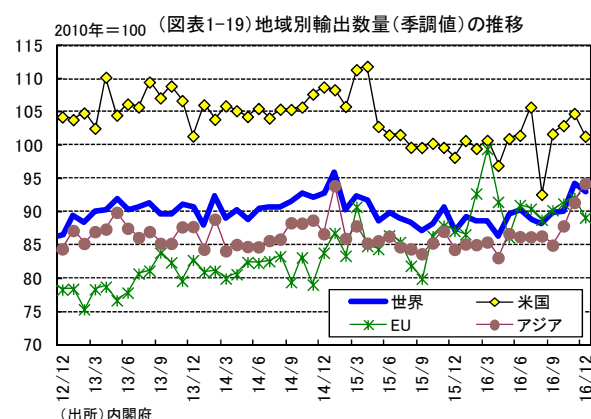
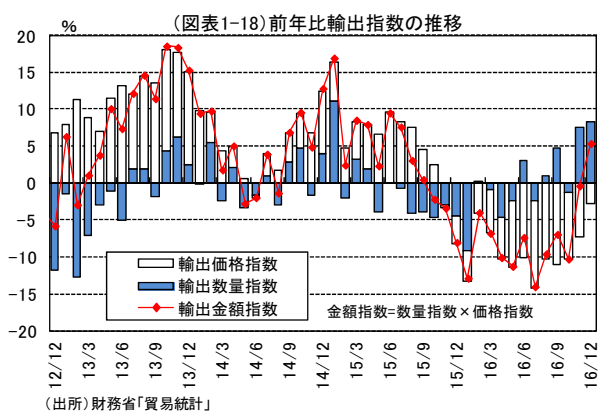
## （６）輸出は回復傾向で推移

貿易統計によると、昨年12月の輸出金額は前年比+5.4%と、15ヵ月ぶりのプラスとなった(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▲2.8%と、14ヵ月連続のマイナスとなったものの、マイナス幅は3ヵ月連続で縮小した。輸出数量も同+8.3%と、直近6ヵ月中4回プラスとなっており、輸出の実勢は回復に向かっている様子が示されている。

輸出数量の相手地域別の動向について、内閣府発表の輸出数量指数(季調値)の推移を見ると、10-12月期平均では、米国向けが前期比+3.0%、アジア向けが同+6.2%、EU向けが同+1.1%と、主要地域向けがいずれも改善し、全体では同+3.9%の高い伸びとなった(図表1-19)。アジア向けは、スマートフォン需要の拡大に伴い、半導体等電子部品などの情報関連が堅調に推移したほか、中国景気の安定した推移も輸出数量の回復に寄与したとみられる。米国向けは主力の自動車も底堅く推移しており、同国個人消費の回復が輸出の持ち直しにつながっている。米国向けのうち、資本財輸出は伸び悩みが続いてきたものの、今後は原油価格の持ち直しや、トランプ政権による環境規制の緩和などを背景に、資源開発事業が活発化することで、徐々に上向いていくことが期待される。トランプ政権の保護主義的な政策が実行に移されれば、輸出への悪影響は大きい。共和党率いる議会の下院が承認されにくいほか、個別交渉を行なう場合にも時間がかかるとみられ、引き続き、米国向けが輸出全体を下支えする状況が続くとみている。

昨秋以降の円安は、輸出価格の上昇を通じて今後の名目輸出金額を押し上げていくとみられるものの、輸出数量に与える影響は大きくないとみている。日本の輸出製品は高付加価値製品へのシフトが進んでおり、現地通貨での製品価格変化を抑制するため、契約通貨ベースの価格は円安進行を受けても大きく変動しない傾向がある。実際、アベノミクス下で累計40円/ドル以上円安が進んだにもかかわらず、輸出数量は2013年通年で前年比▲1.5%、2014年は同+0.6%、2015年は同▲1.0%と、ほとんど伸びていない。足元の円安も、輸出数量を大きく押し上げるには至らないとみる。

財輸出が円安の恩恵を受けにくいのに対し、サービス輸出に含まれるインバウンド消費は、円安の進行が下支えになるとみている。観光庁の「訪日外国人消費動向調査」によると、昨年10-12月





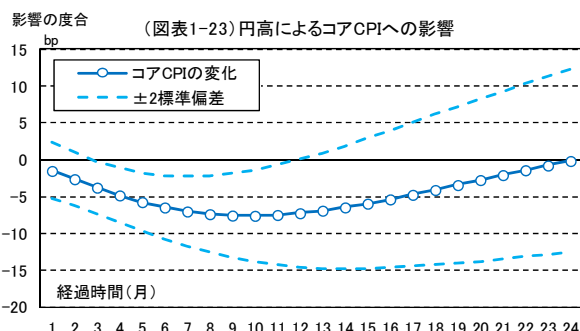
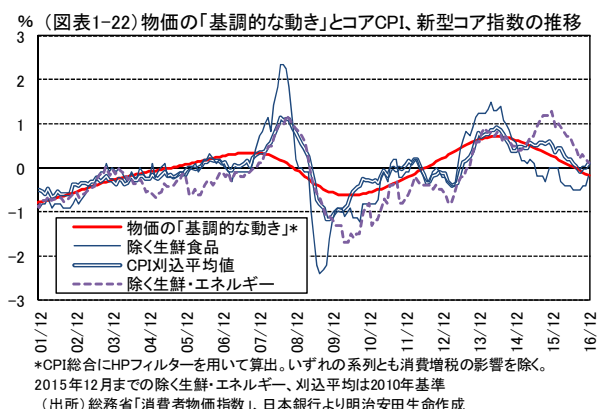
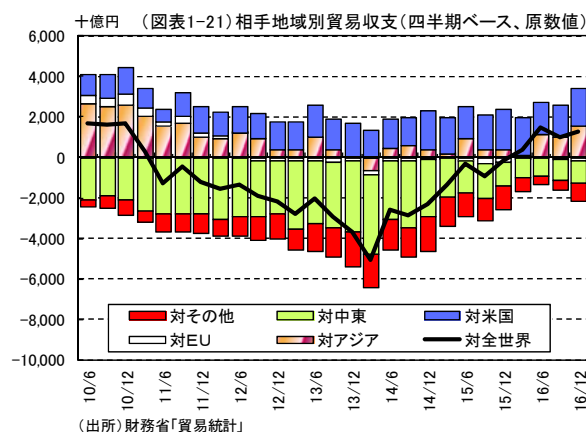
期の訪日外国人旅行消費額は前年比+1.3%と、2四半期ぶりのプラスとなった（図表1-20）。1人当たり旅行支出の減少傾向が続いたものの、訪日外国人旅行者数が大きく増加し、全体を押し上げた。一方、1人当たり旅行支出を現地通貨ベースで見ると、旅行消費額の上位5カ国（中国、台湾、韓国、香港、米国）のうち、中国を除く4カ国は前年比で増加しており、円高の進行が支出の減少につながっている可能性が示唆される。中国人旅行者による高額品の大量購入は一服しているものの、訪日外国人旅行者数が堅調に推移するなか、円安進行も追い風となって、インバウンド消費は底堅く推移すると見込まれる。今後の輸出は、堅調な米国景気やサービス輸出の底堅さなどに支えられ、回復傾向で推移すると予想する。

輸入は底打ちの兆しが見える。12月の輸入金額は前年比▲2.6%と、24ヵ月連続のマイナスとなったものの、マイナス幅は2ヵ月連続で縮小した。2014年央以降の原油安に伴い、中東などの産油国からの輸入金額が大きく減少したことが、貿易収支の黒字化に寄与してきたが（図表1-21）、今後は昨年初以降の原油価格上昇を受け、対中東などを中心に、輸入金額は増加傾向で推移しよう。円安進行などを背景に、輸出金額は引き続き高水準での推移が見込まれるものの、輸入金額の持ち直しを受け、貿易黒字幅は緩やかに縮小していくとみる。

## （7）コアCPIはプラス圏へ

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3月以降、低下傾向を強め、8月には同▲0.5%までマイナス幅が拡大し、足元12月も同▲0.2%と、10ヵ月連続でマイナスが続いている（図表1-22）。日銀が公表している2つのコア指標を見ても、刈込平均値は持ち直しの兆しが見える一方、除く生鮮・エネルギーは2015年末ごろをピークに鈍化傾向で推移しており、物価の「基調的な動き」は依然として弱い。

一方、昨年初以降の原油価格の上昇を受け、コアCPIに対するエネルギーの下押し圧力は緩和に向かっている。昨年12月のエネルギーCPIは同▲4.4%と、24ヵ月連続のマイナスとなったものの、マイナス幅は9ヵ月連続で縮小した。品目別では、灯油が26ヵ月ぶりに前年比マイナスを脱したほか、ガソリンは26ヵ月ぶりのプラスとなった。電気代と都市ガス代は原油価格の反映にラグがあり、足元では前年比マイナスとなっているものの、全国の手電力10社と都市ガス大手4社は、いずれも2月の値上げを決定している。2015年以降、エネルギー価格は物価を大きく押し下げてきたが、今後は物価の押し上げ要因に転じていくとみる。



・ドバイ原油価格、名目実効為替相場、名目賃金指数、コアCPIを変数にVARモデルで試算。インパルス・レスポンスでは、コレスキー分解を利用し、500回のモンテカルロ・シミュレーションにより標準偏差を算出。期間2006年1月～2016年10月、ラグは1次と設定  
（出所）ファクトセット、総務省、厚生労働省、BISより明治安田生命作成

エネルギーの下押し圧力が和らぐ一方、足元では昨年初以降の円高が物価上昇を抑制している。為替相場の影響を受けやすい教養娯楽耐久財は昨夏以降、前年比マイナスでの推移が続いているほか、生鮮食品を除く食料の伸びも鈍化傾向で推移している。もっとも、昨秋以降、為替相場は円安方向で推移している。当社では円高/円安ショック発生後、コア CPI の押し下げ/押し上げが最大となるのは、ショック発生の 10 ヶ月後と試算している（図表 1-23）。昨年初からの円高の影響は、春先以降緩和に向かい、その後は昨秋以降の円安が徐々に物価を押し上げていくとみている。

一方、家計や企業の期待インフレ率は伸び悩んでいる。内閣府の「消費動向調査」と日銀「短観（先行き販売価格 DI）」から修正カールソン・パーキン法を用いて推計すると、いずれも量的質的金融緩和（QQE）導入前後の水準まで伸びが鈍化している。今後、原油価格の持ち直しや円安が、中長期的な期待インフレの押し上げにつながる可能性を否定できないものの、日本では景気停滞が長期化してきたなかで、「物価や賃金はなかなか上がらない」というデフレイマインドが染み付いているほか、過去の実績に引きずられる「適合的な期待形成」の要素が強いこともあり、期待インフレ率は伸びの鈍い状態が続くとみている。加えて、需要面からの物価上昇圧力も緩やかである。潜在成長率が 0% 台半ばと見込まれるなか、マイナスの需給ギャップは着実に縮小に向かっているとみられるものの、個人消費の回復力は引き続き弱いと見込まれることなどから、需給ギャップの改善が物価上昇圧力を強める状況には至らないとみる。

今後のコア CPI は、エネルギーの下押し圧力が緩和していくことで、年明け以降、マイナスを脱するとみているが、2016 年度通年の上昇率は、前年比▲0.2%程度と予想する。2017 年度については、エネルギーが押し上げ方向に寄与すると見込まれるほか、昨秋以降の円安の影響もあって、同 +0.7%程度まで伸び幅が拡大すると見込む。ただ、期待インフレ率が伸び悩んでいるほか、需給ギャップの改善ペースは緩やかとみられることなどから、その後大幅に伸びが加速していく展開は見込みづらく、2018 年度通年では同 +0.8%程度の上昇を予想する。

## （８）金融政策は当面すえ置き

日銀の金融政策は当面すえ置きが予想される。市場では、0%という長期金利操作目標の引き上げに近いとの見方が広がっているが、ハードルは高いかもしれない。

量の目標を定めるオーバーシュート型コミットメントと、金利目標を定めるイールドカーブ・コントロールは本質的に両立が困難なスキームである。現行の政策はあくまで金利優先である。金利目標を優先する必要上、80 兆円という国債の買入れの目途は、年内に削除あるいは曖昧化される可能性がある。しかし、物価目標未達下での金利目標の引き上げは、大義名分が立ちにくい。

「適切なイールドカーブ」は誰にもわからないというのも、変更の理由づけを難しくしている。足元の景気に中立なイールドカーブは、長短金利の組み合わせ次第で無数に存在する。また、長期金利の過度な低下が景気に悪影響を与えることが明らかになったとはいえ、金融機関が関心のあるゾーンは業態によりさまざまで、個別の要素を勘案しだしたらきりが無い。

0%の水準を引き上げるとしたら、昨年9月同様、複数の政策変更のなかに真意を紛れ込ませるような手法を採用するしかないように思えるが、マイナス金利導入後、わずか9ヵ月で枠組みを変更し、再度の変更ということになれば、金融政策の手詰まり感を余計印象付けるだけである。黒田総裁としては、できれば自身が任期の間は変えたくないところだろう。実際、日米金利差の拡大が円安につながっている足元の相場環境は、日銀にとって物価目標達成のための千載一遇のチャンスである。ただ、現行のスキームに永続性はないのも確かである。黒田総裁が耐え切ったとしても、政策の持続性にこだわる必要のない後任の総裁は、就任早々、再度の枠組み変更を実施するとみる。

## 2. 米国経済見通し

### 〈要 約〉

10－12月期の米国実質GDP成長率（速報値）は前期比年率＋1.9％と、7－9月期の同＋3.5％から伸び幅が縮小したものの、11四半期連続のプラス成長となった。緩やかな金融環境や、雇用環境の改善に支えられ、1－3月期以降も景気回復が続くと予想する。2017年10－12月期から2018年にかけては、減税策などの効果が見込まれることから、景気回復ペースを次第に早めるとみる。

個人消費は、賃金の改善が続くことで、堅調に推移すると予想する。住宅投資は、雇用者数の増加などに支えられ、緩やかながら持ち直し傾向で推移するとみる。

設備投資は、企業業績の改善などを背景に、回復基調が続くと予想する。輸出は、新興国を中心に海外景気の先行き不透明感が残ることなどから、伸び悩む展開を予想する。

FＲＢ（米連邦準備制度理事会）は、2016年12月に1年ぶりの利上げを行なった。今後も景気回復が続くとみており、2018年末までは年2回前後のペースで利上げが行なわれると予想する。

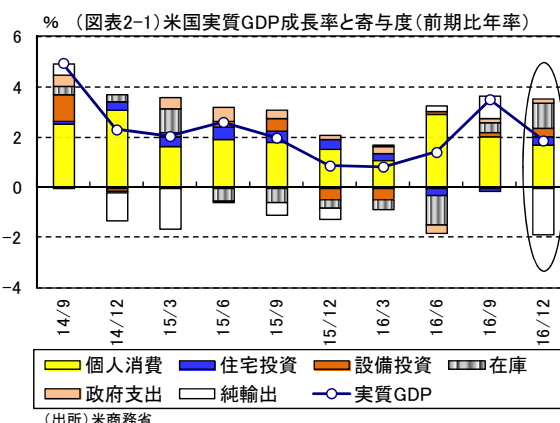
#### （１）10－12月期の最終需要は堅調

10－12月期の米国実質GDP成長率（速報値）は前期比年率＋1.9％と、7－9月期の同＋3.5％から伸び幅が縮小したものの、11四半期連続のプラス成長となった（図表2-1）。需要項目別に見ると、まず個人消費は、同＋3.0％→＋2.5％と、伸び幅が2四半期連続で縮小したものの、堅調といえる水準を維持した。住宅投資は同▲4.1％→＋10.2％と、3四半期ぶりに増加したほか、設備投資も同＋1.4％→＋2.4％と、3四半期連続で増加。在庫投資の成長率全体に対する寄与度は＋0.5％→＋1.0％と、2四半期連続のプラスとなった。一方、輸出は前期比年率＋10.0％→▲4.3％と、3四半期ぶりに減少、輸入は同＋2.2％→＋8.3％と、3四半期連続で増加した。結果として、純輸出の成長率全体に対する寄与度は＋0.9％→▲1.7％と、4四半期ぶりのマイナスとなった。政府支出は前期比年率＋0.8％→＋1.2％と、2四半期連続で増加した。

緩やかな金融環境や、雇用環境の改善などに支えられ、1－3月期以降も景気回復基調が続くと予想する。2017年10－12月期から2018年にかけては、減税などの効果も見込まれることから、景気回復ペースを次第に早めるとみる。

#### （２）個人消費は堅調

米国の個人消費は、回復傾向が続いている。実質個人消費支出の伸び（前年比）を見ると、2014年春先以降、均せば＋2％を上回る安定的な伸びを維持している（図表2-2）。個人消費が堅調に推移している背景として、雇用環境の改善が挙げられる。1月の雇用統計では、非農業部門雇用者数が



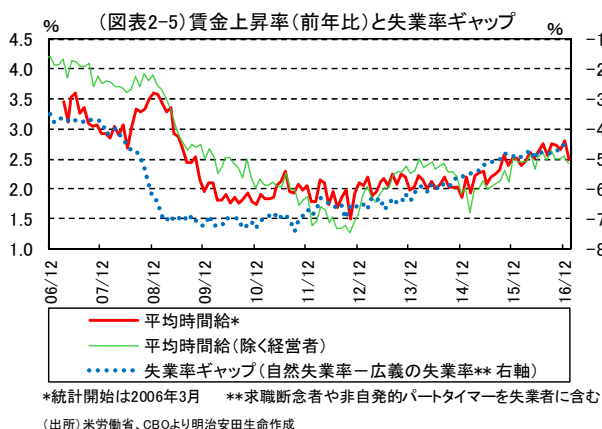
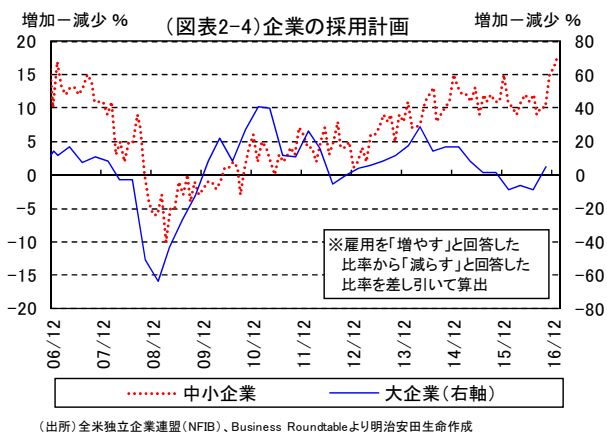
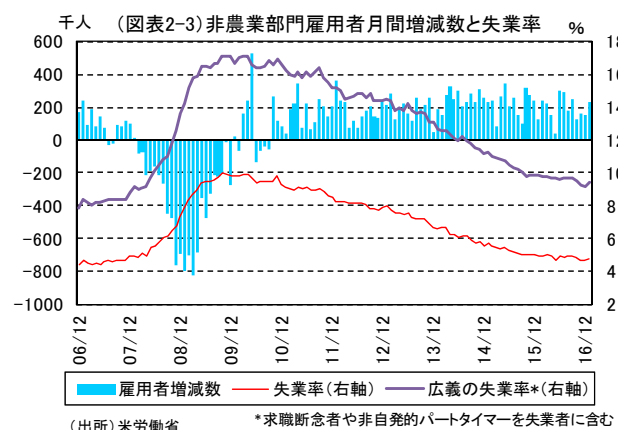
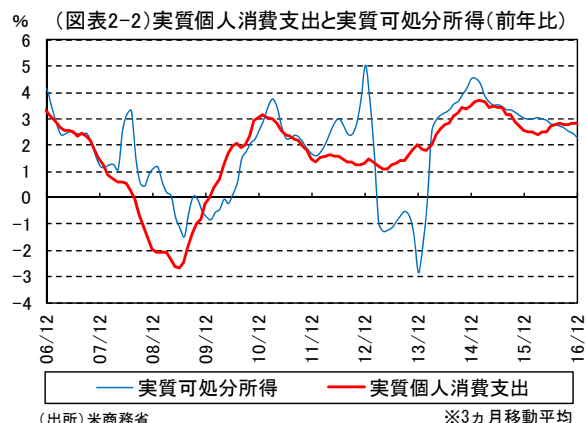


前月比+22.7万人と、増加幅が4ヵ月ぶりに20万人の大台を上回った（図表2-3）。過去1年間の増加幅は月平均+19.5万人で、堅調な推移が続いている。中小企業の経済団体である全米独立企業連盟（NFIB）による調査を見ると、向こう3ヵ月の採用を「増やす」と回答した企業数が「減らす」と回答した企業数を大きく上回っている（図表2-4）。2010年以降の雇用者数の回復をけん引してきた中小企業の採用意欲は旺盛である。大企業の経済団体であるビジネスラウンドテーブルによる足元の調査でも、向こう6ヵ月の採用を「増やす」と回答した企業が「減らす」と回答した企業を4四半期ぶりに上回っており、雇用者数の改善は今後も続くと思われる。

労働市場の需給改善に伴って、賃金も改善が続いている。平均時間給の伸びを見ると、1月は前年比+2.5%と、12月の同+2.8%から伸び幅が縮小したものの、2015年夏以降は拡大傾向で推移している（図表2-5）。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に含む）は2010年4月の17.1%をピークに改善傾向で推移しており、労働市場のマイナスの需給ギャップは縮小傾向が続いている。まだ労働市場には緩み（スラック）が残っているとみるが、労働市場の需給改善に伴って、今後の賃金改善にも期待できる。

家計のバランスシートの正常化が進んでいることも、引き続き個人消費には追い風である。米商務省が公表する資金循環表を見ると、家計の所有不動産から不動産ローン残高を差し引いた純ベースでの残高は、所有不動産がピークとなった2006年3月末からの減少分をほぼ取り戻している（図表2-6）。1-3月期は、2006年3月末の水準を上回ることが見込まれ、金融危機後、家計が不動産の債務返済を優先してきた状況は過去のものになりつつある。

加えて、所得税減税などの政策効果も期待できる（図表2-7）。トランプ大統領が掲げる極端な政策が議会に受け入れられるかどうかなど、実際の政策の実現性を見きわめる必要があるものの、上下院で過半数を占める共和党も減税に前向きであることから、10月以降の2018年会計年度には減税措置が盛り込まれるとみられる。トランプ大統領の提唱する所得税と法人税の減税措置は4~5兆ドルの規模にのぼる可



能性があり、初年度の実質GDP成長率の押し上げ効果は+2%程度と試算される。ちなみに、米調査機関であるタックス・ポリシー・センターの試算では、初年度の押し上げ効果は+1.7%となっている。

WTI（ウエスト・テキサス・インターミディエート）原油価格の推移を見ると、昨年2月中旬につけた12年ぶりの安値（26ドル/バレル）から持ち直しており、足元ではガソリン価格低下による押し上げ効果がはく落しつつある。ただ、労働市場の需給改善によって、賃金は今後も改善が続くとみられるほか、家計のバランスシートの正常化が進んでいること、減税策の効果が見込まれることから、個人消費は堅調に推移すると予想する。

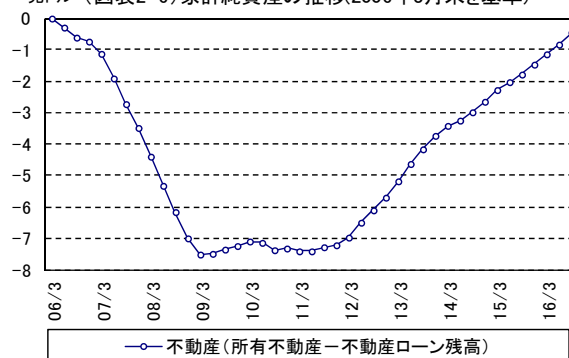
### （３）住宅投資は持ち直し傾向で推移

米国の住宅投資は、昨年央から弱含んでいたものの、足元で持ち直している。関連指標のうち、住宅着工件数の推移を見ると、12月は年率換算で122.6万戸、前月比+11.3%と、2ヵ月ぶりに増加した（図表2-8）。ただ、住宅販売件数を見ると、12月は新築住宅販売件数が年率換算で53.6万戸、前月比▲10.4%、中古住宅販売件数が年率で549万戸、前月比▲2.8%と、いずれも4ヵ月ぶりに減少した。

全米抵当貸付銀行協会（MBA）が発表する住宅ローン申請指数の推移を見ると、2013年央にFRB（米連邦準備制度理事会）の資産購入策の縮小観測から急低下した局面を除き、概ね緩やかな上昇傾向で推移してきたが、昨年秋以降は再び低下している（図表2-9）。昨年11月の米国大統領選後、トランプ大統領が掲げる拡張的な経済政策への期待などが住宅ローン金利の上昇要因となっており、足元では消費者が住宅ローンの申し込みを躊躇している様子がみてとれる。

一方、FRBによる銀行の住宅ローン貸出態度調査を見ると、各種住宅ローンのいずれの調査項目でも、貸出態度を3ヵ月前に比べ「緩くした」と回答した銀行が「厳しくした」という銀行を上回っている（図表2-10）。各種住宅ローンの資金需要調査を見ても、資金需要が3ヵ月前に比べ「強い」と回答した銀行の割合は、「弱い」と回答した銀行の割合を上回っている。住宅ローン金利が上昇するなかでも、銀行の住宅ローン貸出態度が引き締められたわけではなく、

兆ドル（図表2-6）家計純資産の推移(2006年3月末を基準)

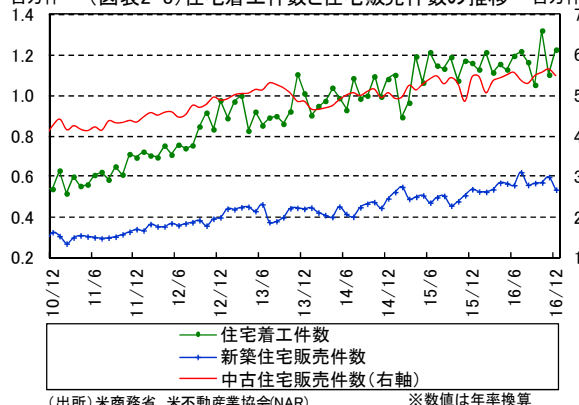


（図表2-7）トランプ大統領が推進する主な政策

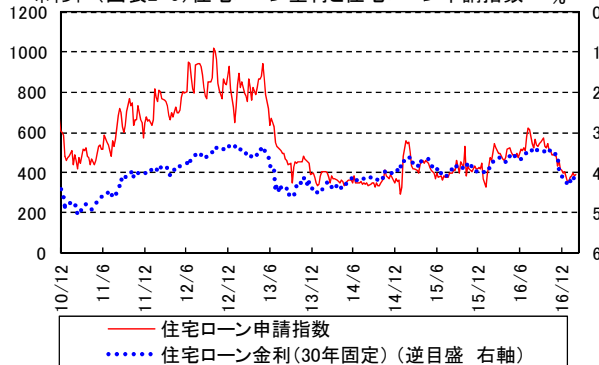
|        |                                                                                                                                                                       |
|--------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 税制     | ・所得税の税率区分を7段階(10～39.6%)から3段階(12、25、33%)へ簡素化<br>・法人税を35%から15%へ引き下げ<br>・企業の海外所得への課税                                                                                     |
| インフラ投資 | ・民主党の大統領候補クリントン氏が訴えてきた 2,750億ドル(5年間)の 2倍以上<br>・10年で1兆ドル                                                                                                               |
| 医療     | ・医療保険制度改革(オバマケア)を見直す大統領令に署名(1月20日)                                                                                                                                    |
| 通商     | ・TPP(環太平洋連携協定)から正式離脱する大統領令に署名(1月23日)<br>・NAFTA見直し                                                                                                                     |
| 移民等    | ・メキシコ国境に壁を建設する大統領令に署名(1月25日)<br>・イスラム圏7か国の市民の入国を90日間停止・難民受け入れを120日間停止する大統領令に署名(1月28日)                                                                                 |
| 規制緩和等  | ・石油のパイプライン建設を推進する大統領令に署名(1月24日)<br>・製造業の各種承認や環境調査などで、規制緩和を指示する大統領令に署名(1月24日)<br>・新たな規制を1件導入する毎に、現存する規制を2件以上撤廃する大統領令に署名(1月30日)<br>・ドッド・フランク法(金融規制改革法)を見直す大統領令に署名(2月3日) |

（出所）各種報道等

百万件（図表2-8）住宅着工件数と住宅販売件数の推移 百万件



ポイント（図表2-9）住宅ローン金利と住宅ローン申請指数 %



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。2016年の生産年齢人口と労働力人口の増加幅は、いずれも+200万人を上回る。世帯数も90万世帯近く増加するなかで、雇用環境の増加傾向が続いていることから、今後も購入者層の分母の拡大が住宅投資を押し上げるとみられる。建設・不動産業者の景況感を示す住宅市場指数を見ても、1月は67と、2005年7月以来の高水準だった12月の69から低下したとはいえ、景況感の改善と悪化の境目となる50を大きく上回っている（図表2-11）。6ヵ月先の販売見通しは70を上回る高水準を維持しており、住宅ローン金利が上昇するなかでも、建設・不動産業者は強気の販売見通しを維持している。

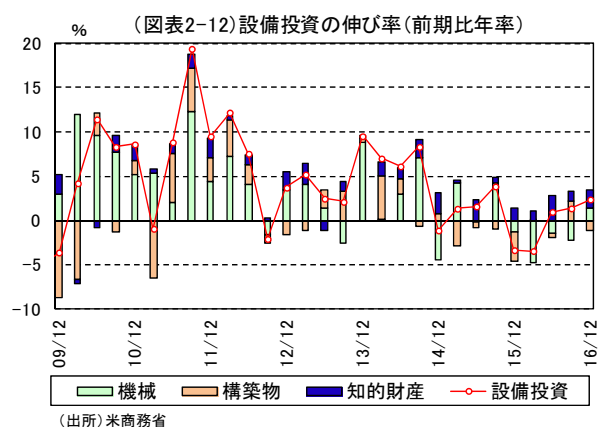
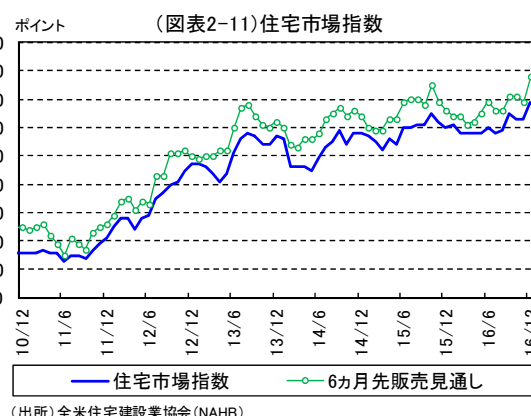
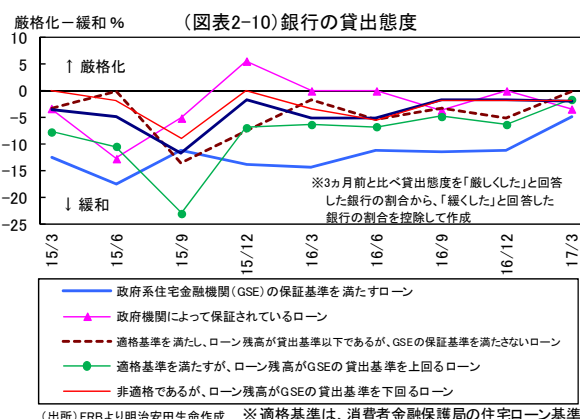
世帯数の増加が続くなか、雇用者数の増加傾向が続いていることや、銀行の住宅ローン貸出態度が緩和的であることなどから、今後の住宅投資は緩やかながら持ち直し傾向で推移すると予想する。

#### （４）設備投資は回復基調が続くと予想

米国の設備投資は、2014年秋以降の停滞局面を経た後、2016年に入ってから持ち直し気味の推移となっている（図表2-12）。10－12月期の設備投資の内訳を見ると、構築物投資が2四半期ぶりに減少したものの、知的財産投資は14四半期連続で増加した。加えて、機械投資も5四半期ぶりに増加するなど、回復の兆しが見える。

背景には、2014年半ば以降の原油価格下落の悪影響を受けてきた、エネルギー関連企業の業況回復がある。シェールオイル・ガス田を掘削する際に用いるリグの稼働数を見ると、昨年秋以降、増加傾向が続いている（図表2-13）。米国の代表的な株価指数であるS&P500株価指数を構成する企業業績を見ると、2016年7－9月期は5四半期ぶりに増益となった。原油価格の持ち直しもあり、10－12月期のエネルギーセクターは2年ぶりに増益となる見込みである。

法人税の最高税率（35％）の引き下げが見込まれることも、企業にはプラス材料である。トランプ大統領がめざす税率は15％、議会共和党が提案する税率は20％と、税率こそ違いはあるが、いずれも法人



税の減税措置に前向きである。加えて、トランプ大統領は、10年で1兆ドルの規模にのぼるインフラ投資を提唱している。トランプ大統領が掲げるインフラ投資が実現すれば、実質GDP成長率の押し上げ効果は年平均+0.6%前後になると試算される。拡張的な財政政策は、共和党の伝統的な方針とは隔たりが大きく、大幅に修正されるとみるが、老朽化した橋や道路などのインフラ投資で議会と合意できれば、企業には追い風となる。

トランプ大統領が推し進める規制緩和のほか、減税策とインフラ投資への期待などから、企業の売上見通しも強気である。全米独立企業連盟（NFIB）による調査を見ると、向こう3ヵ月の売上が「増える」と回答した企業数が「減る」と回答した企業数を大きく上回る（図表2-14）。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を見ても、向こう半年間の売上が「増える」と回答した企業が「減る」と回答した企業を上回っている。

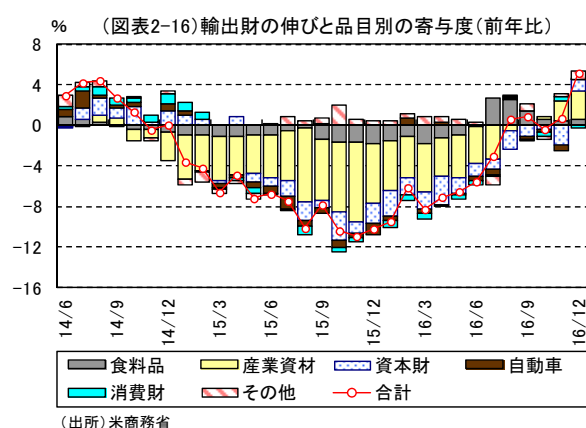
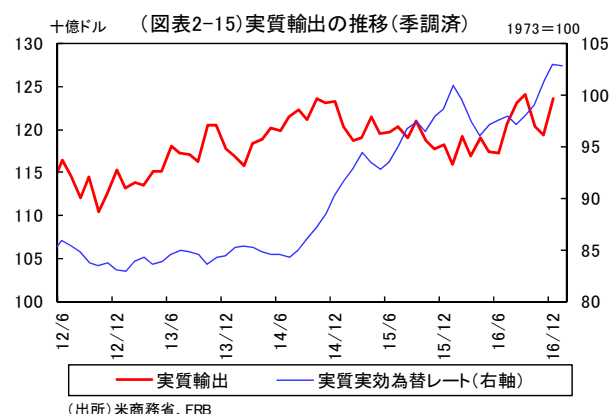
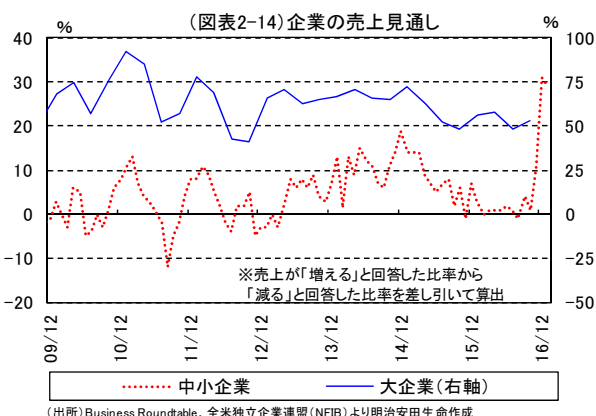
英国のEU離脱が今後の海外景気に与える下押し圧力や、トランプ大統領が掲げる保護主義的な政策などが企業景況感に与える悪影響には警戒が必要だが、企業業績の見通しは底堅い。企業業績の改善などを背景に、設備投資は今後も回復基調が続くと予想する。

## （５）輸出は伸び悩む展開を予想

米国の輸出は、昨年央以降、一進一退での推移となっている（図表2-15）。財輸出の伸び（前年比）を品目別に見ると、石油製品や化学などの産業資材は、2015年秋以降、原油価格の持ち直しを背景に減少幅が縮小傾向で推移しており、足元では増加に転じている（図表2-16）。一方、昨夏は洪水の悪影響を受けた南米向け大豆輸出が急増したが、押し上げ効果はすでにはく落している。加えて、実質実効為替レートが昨年後半からドル高方向への動きを強めていることも、輸出の下押し要因になっている。

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年以降、持ち直し傾向が続いている（図表2-17）。中国向けも足元で堅調に推移しているほか、アジアNIEs向けも昨年央から改善傾向が続いている。一方、政治を巡る先行き不透明感が残る欧州向けは、停滞気味の推移となっている。

OECD（経済協力開発機構）が発表する景気先行指数を見ると、昨夏から回復に向かっているものの、回復の足取りは鈍い（図表2-18）。同指数を主要輸出先別に見ると、カナダは2016年から上昇傾向で推





移している。ブラジルとロシアも回復基調を強めるなど、資源輸出国が全体を押し上げている。ユーロ圏は2016年から低下傾向にあったものの、足元では景気回復ペースが上向いており、昨夏以降は改善に向かっている。ただ、メキシコは昨年半以降、低下傾向が続いている。

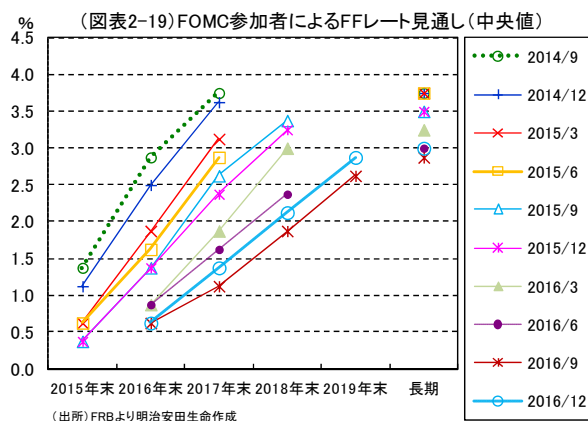
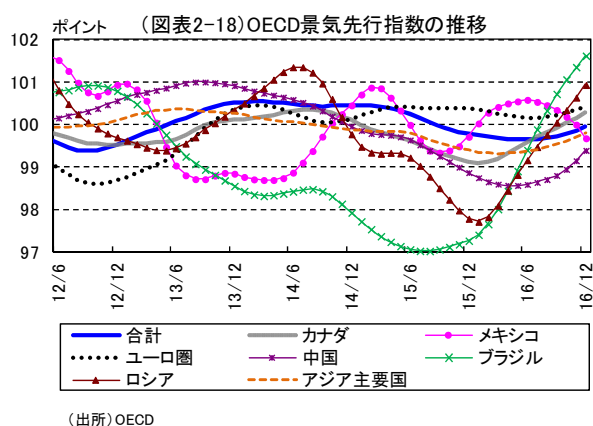
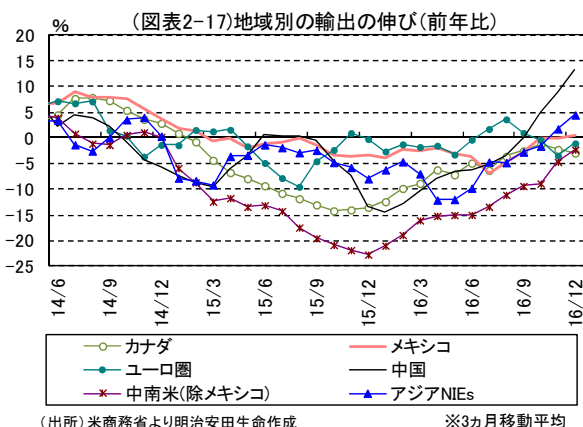
一方、トランプ大統領は、TPP（環太平洋経済連携協定）から離脱する大統領令に署名したほか、既存のNAFTA（北米自由貿易協定）の見直しを表明している。同大統領は、生産拠点の多くを失った地域を指す「ラストベルト」での支持を得て当選しており、公約どおり閉鎖的な通商政策を実行すれば、米国景気への悪影響は大きい。もっとも、自由な通商政策を党是とする共和党率いる議会の了承も得られにくいことから、保護主義的な政策実現へのハードルは高いとみている。仮に通商に関する交渉を各国と個別に行なうとしても、新たな通商協定がまとまるまでには相当の時間がかかる。米国は2012年に韓国（3月）やパナマ（11月）との自由貿易協定を発効したが、2007年6月に当時のブッシュ大統領が署名してから、およそ5年かかってい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、景気回復が続く資源輸出国とユーロ圏向けが全体を下支えするとみている。ただ、FRBは利上げを継続するとみられるなか、新興国からの資金流出への懸念が残ること、経済の構造改革を進める中国の景気も下振れリスクがくすぶり続けていることから、伸び悩む展開が続くと予想する。

## （6）利上げは年2回前後のペースを予想

1年ぶりに利上げが行なわれるかどうかで注目された12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0.25－0.50％から、0.50－0.75％（中央値0.625％）へと引き上げることが決定した。

一方、今回更新されたFFレートの見通し（FOMC参加者17名の予想中央値）を見ると、2017年末が1.125％から1.375％、2018年が1.875％から2.125％、2019年が2.625％から2.875％、長期見通しが2.875％から3.000％へと、いずれも上方修正された（図表2-19）。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年の利上げ回数を3回とみていることになる。FRBのイエレン議長は記者会見で、「すべてのFOMC参加者でなく、数人が財政政策の何らかの前提を加味した」と





述べ、一部のFOMC参加者がすでに財政政策の変更を織り込んだとの見方を示した。

一方、トランプ大統領が提唱する減税策やインフラ投資について同議長は、「財政政策や、その他の経済政策が経済見通しに影響を及ぼす可能性が高い」と述べ、今後の見通しが引き上げられる可能性を示した。ただ、同議長は「詳細と経済の道筋への影響が確認できるまで、推測は避けたい」とも述べ、今後の金融政策はトランプ大統領が実行に移す経済政策の内容次第との見方を示した。

広義の失業率が低下傾向で推移するなど、労働市場の改善傾向が続いているほか、トランプ大統領が掲げる減税策なども期待できることから、米国景気は回復基調が続く可能性が高い。もっとも、トランプ大統領の主張する巨額の経済政策については、歳出削減を掲げる共和党議会との合意が得られなければ、議会での立法化は難しいことから、経済政策の規模は縮小を余儀なくされるとみている。加えて、経済政策の内容が潜在成長率の向上につながらなければ、潜在成長率に見合った水準で決まる中立金利に影響を与えることはできず、政策金利が中長期的に到達する水準は低いままにとどまる。2017年から2018年にわたっての利上げペースは、年2回前後にとどまると予想する。

### 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の継続に加え、各国の緊縮的な財政運営が見直されていることなどを背景に、今後も景気回復が続くと予想する。ただ、企業部門のバランスシート調整圧力が残ることなどから、回復ペースは緩やかなものにとどまるとみる。

個人消費は、雇用環境の持ち直しなどに支えられ、改善傾向が続くと予想する。固定投資は、緩和的な資金調達環境が下支えするとみるが、企業債務の高止まりを背景に、緩慢な回復が続くと予想する。輸出は、新興国向けなどが足かせとなって、伸び悩むとみている。

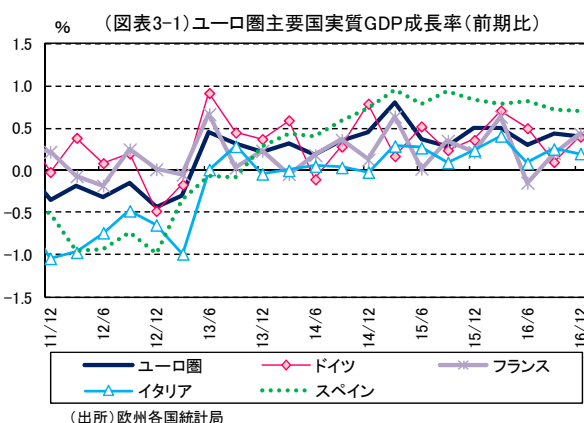
ECBは、現行の資産買入れ策で購入する債券の不足に対応するため、年後半に資産買入れ額を減額するとともに、買入れ期間の延長などを決定すると予想する。

一方、英国景気は、物価上昇に伴う実質購買力の低下などによって、減速に向かうとみるが、秋以降は、実質購買力への悪影響が和らぐことで、再び持ち直すと予想する。

#### （１）10－12月期は回復傾向で推移

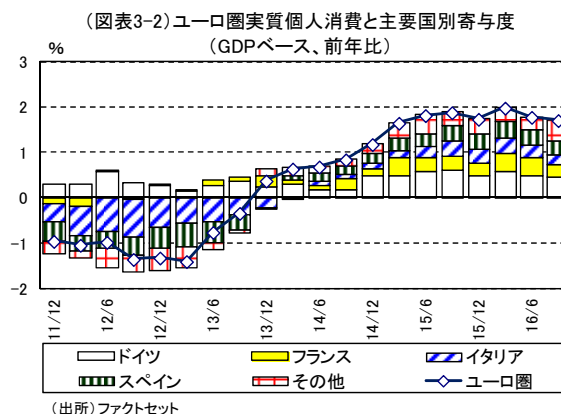
10－12月期のユーロ圏実質GDP成長率（改定値）は前期比＋0.4％と、7－9月期と同じ伸び幅となった（図表3-1）。国別の成長率を見ると、ドイツ（7－9月期：同＋0.1％→10－12月期：＋0.4％）とフランス（同＋0.2％→＋0.4％）は、いずれも伸び幅が拡大した。一方、イタリア（同＋0.3％→＋0.2％）は2四半期ぶりに伸び幅が縮小。スペイン（同＋0.7％→＋0.7％）は、7－9月期と同じ伸び幅となった。

今後のユーロ圏景気は、ECB（欧州中央銀行）による緩和的な金融政策の継続に加え、各国の緊縮的な財政運営が見直されていることなどを背景に、景気回復が続くと予想する。ただ、企業部門のバランスシート調整圧力が残ることなどから、回復ペースは緩やかなものにとどまるとみる。



#### （２）個人消費は改善傾向が続く

ユーロ圏の個人消費は、2013年の冬以降、足掛け3年にわたり回復傾向が続いている。7－9月期の実質個人消費は前年比＋1.7％と、12四半期連続のプラスとなった（図表3-2）。伸び幅は4－6月期の同＋1.8％から縮小したものの、縮小幅は小幅なものにとどまった。主要国別では、イタリアが同＋1％前後の伸びにとどまっているものの、ドイツとフランスは同＋1％半ばの伸びを維持しているほか、スペインは同＋3％台の高い伸びが続いており、全体を押し上げて



いる。

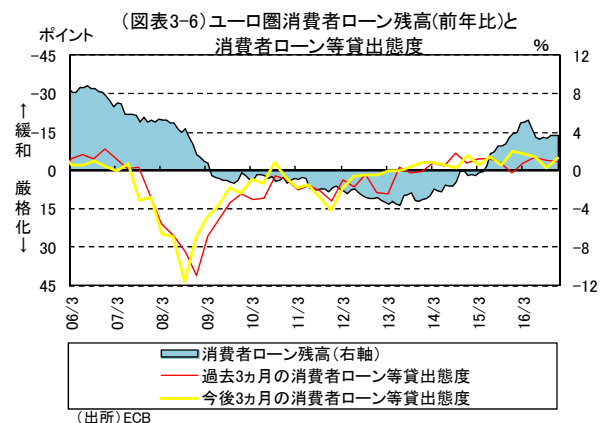
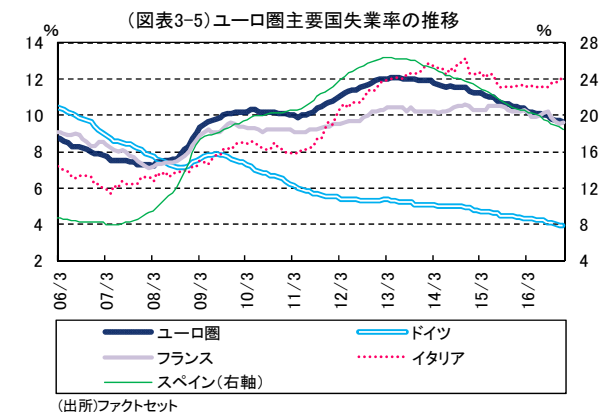
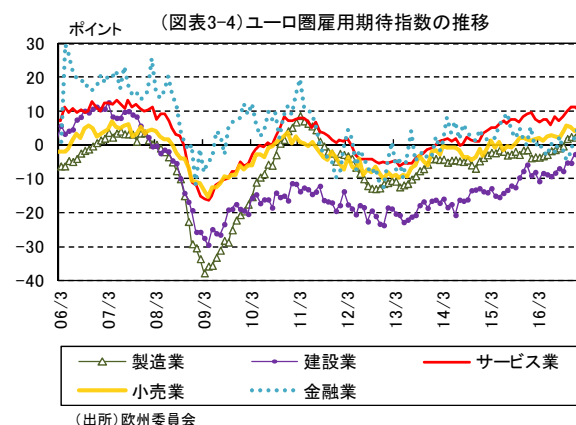
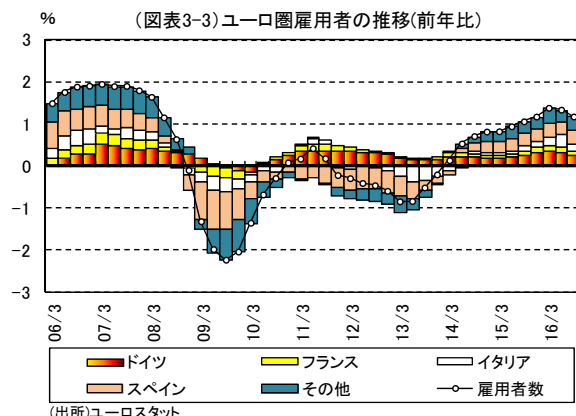
個人消費回復の背景には、雇用環境の改善がある。雇用者数の伸び（前年比）を見ると、2013年央以降、持ち直し傾向で推移している（図表3-3）。ドイツでは、緩和的な金融環境が企業活動を下支えしているほか、他のユーロ圏諸国に比し労働市場改革が進んでいることなどを背景に、雇用者数は堅調に推移している。解雇手当引き下げなどの労働市場改革を進めたスペインでも、2013年央以降、雇用者数は持ち直し傾向が続いており、全体を押し上げている。

欧州委員会が発表する企業景況感調査の項目のうち、雇用期待指数を見ると、企業収益が回復するなか、サービス業が大きく改善しているほか、製造業と建設業も持ち直し傾向で推移している（図表3-4）。失業率を見ても、12月は9.6%と、2009年5月の水準まで低下した（図表3-5）。OECD（経済協力開発機構）が直近公表したユーロ圏の自然失業率（8.9%）との比較では依然として高いものの、2013年春以降は改善傾向が続いている。

家計の借入れ環境が緩和的であることも、個人消費を後押ししている。ECBによる銀行の消費者ローン貸出態度調査を見ると、「過去3ヵ月」の貸出態度について、「緩くした」と回答した割合が「厳しくした」と回答した割合を4四半期連続で上回った（図表3-6）。同調査のうち、「今後3ヵ月」の貸出態度を見ても、「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14四半期連続で上回っている。イタリアなどの銀行セクターへの懸念が残るなかでも、銀行は消費者ローンに対し緩和的な貸出態度を維持している。

一方、ユーロ圏の家計部門にはバランスシート調整圧力が残っている。家計負債の対可処分所得比を見ると、2010年末をピークに改善傾向が続いているものの、2000年前半と比べればまだ高水準である（図表3-7）。2000年の通貨ユーロ導入後、ドイツと同様の低金利環境で資金調達が可能になった南欧諸国では、国外からの資金流入が住宅資産バブルと家計負債の拡大につながった。その後、バブル崩壊と金融危機が重なった後遺症で、いまだに家計部門のバランスシート調整が続いている。

雇用環境の持ち直しや、緩和的な金融環境などに



支えられ、ユーロ圏の個人消費は改善傾向が続くと予想する。ただ、家計のバランスシート調整圧力が残ることで、改善ペースは緩やかなものにとどまるとみる。

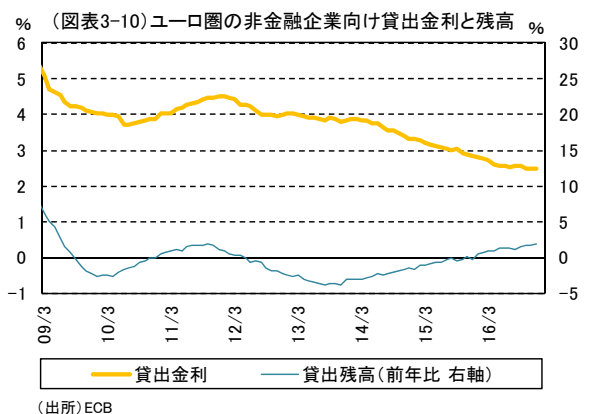
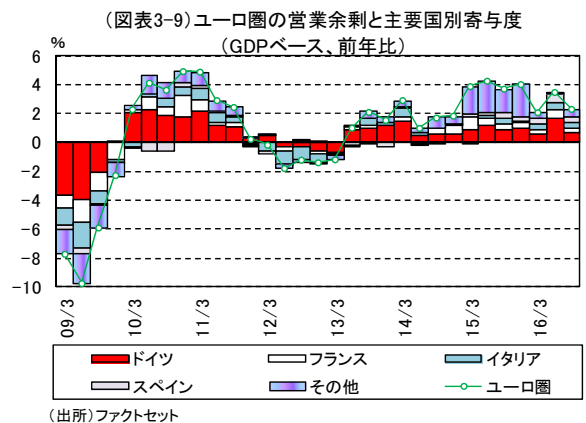
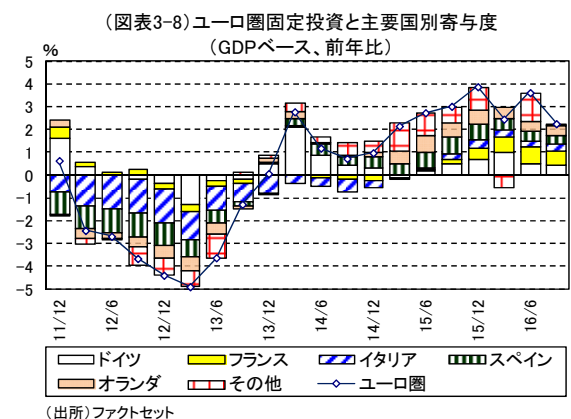
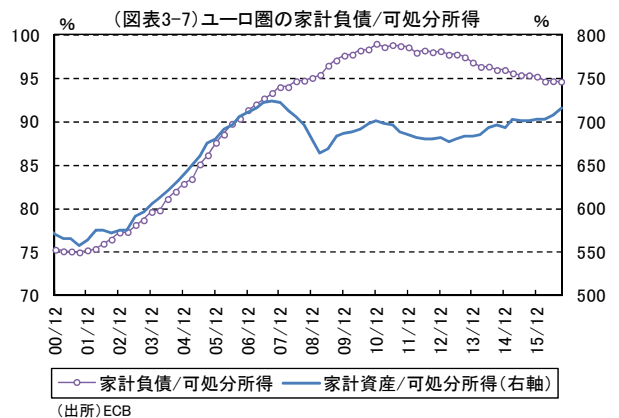
### (3) 固定投資は緩慢な回復

ユーロ圏の固定投資は改善傾向が続いている。7－9月期の実質固定投資は前年比+3.0%と、12四半期連続のプラスとなった(図表3-8)。国別に見ると、主要国の伸び幅は縮小したものの、ドイツ、フランス、イタリア、スペインの主要4カ国は、いずれも底堅く推移している。

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、7－9月期は同+2.3%と、14四半期連続で増加した(図表3-9)。前期比ベースでも+0.7%と、9四半期連続の増加となっている。ECBの資産買入れ策への期待が高まった2014年に、ユーロ安が大きく進んだことや、その後のECBによる緩和的な金融政策などが、企業業績の改善につながっているとみられる。

低金利環境が続いていることも、固定投資を下支えしている。ECBが公表するユーロ圏の非金融企業向け貸付金利を見ると、2012年以降、低下傾向が続いている(図表3-10)。とりわけ、2014年央以降は、ECBによるマイナス金利政策の導入によって、低下ペースが加速している。一方、ECBによる銀行の貸出態度調査を見ると、非金融企業への貸付に関して、「過去3ヵ月」に貸出態度を「緩くした」と回答した割合が、「厳しくした」と回答した割合を下回った。ただ、これはオランダで中小企業向けの貸付基準が厳格化したことが主因であり、ドイツやフランスなどの主要国では、貸出態度は依然として緩和的である。「今後3ヵ月」の貸出態度も、「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、低金利環境が引き続き固定投資を下支えするとみている。

加えて、製造業の景況感は堅調である。企業景況感を示すユーロ圏の製造業PMIを見ると、1月は55.2と、2011年4月以来の高水準となった(図表3-11)。昨年6月の英国のEU離脱(ブレグジット)決定時は、企業のマインド悪化を懸念する向きもあったが、製



造業の景況感は逆に改善が続いている。英国のメイ首相は3月までにEU離脱交渉を開始する方針を示しているものの、企業の設備投資見通しは底堅い。

一方、企業部門のバランスシート調整はかなり遅れている。企業債務残高の対GDP比率を見ると、2009年以降、高止まりが続いている（図表3-12）。イタリアやポルトガルといった南欧諸国では、銀行の不良債権比率が10%を上回っている。銀行の不良債権問題は、企業部門のバランスシート調整がまだ途上であることを示している。

英国のEU離脱を巡る先行き不透明感が残るものの、緩和的な資金調達環境などが引き続き固定投資を下支えするとみている。ただ、企業債務の高止まりを背景に、回復ペースは緩慢と予想する。

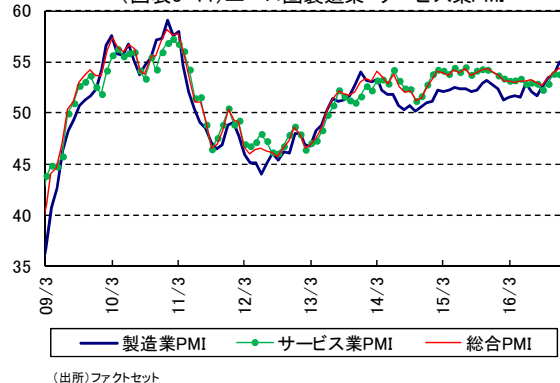
#### （４）輸出は伸び悩むとみる

ユーロ圏の輸出は、均してみれば回復に向かっていく。直近3ヵ月（2016年9月～11月）の輸出金額の伸びを見ると、前年比+1.2%と、その前の3ヵ月（2016年6月～8月）からプラスに転じた（図表3-13）。足元では、中国を中心とするアジアや、米国向けなどが堅調に推移している。

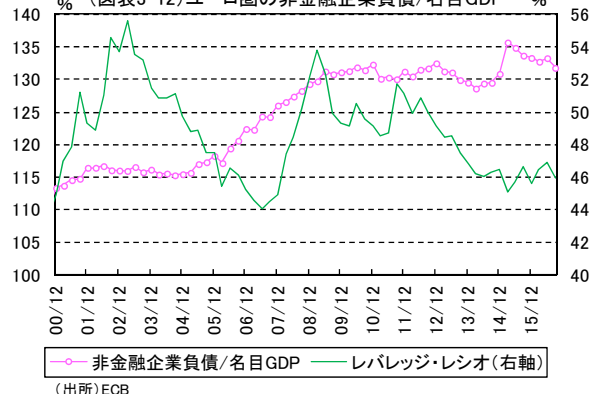
輸出金額の伸びを価格と数量に分解すると、まず、輸出価格指数については、2015年央からの低下傾向に歯止めがかかっている（図表3-14）。ユーロの名目実効為替レートを見ると、2016年2月以降は横ばい圏での推移が続いており、ユーロ高による価格指数の押し下げ圧力はすでに和らいでいる。

輸出数量指数は、昨年央から回復ペースが鈍化してきたが、足元では回復に向かっていく。輸出数量（季調値）のトレンドを相手先別に見ると、中国のほか、EU外欧州と中南米向けが回復傾向で推移している（図表3-15）。背景には、資源価格の回復を受け、ロシアとブラジルの景気が改善していることなどがある。一方、英国向けの輸出数量指数は、一進一退での推移が続いている。英国はEU離脱を欧州理事会へ通告し、基本的には2年間の期限とする交渉を行なうとしている。英国のEU離脱交渉が始まれば、EUは英国と新たな経済協定を結ぶ必要があるが、他の加盟国が英国に追随することを避ける目的もあって、EUは安易に妥協しないとみられる。EUと英国の

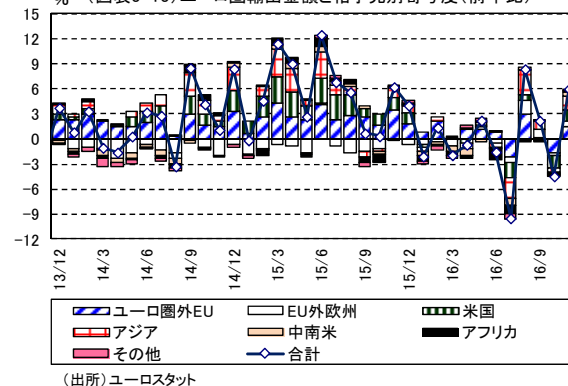
ポイント （図表3-11）ユーロ圏製造業・サービス業PMI



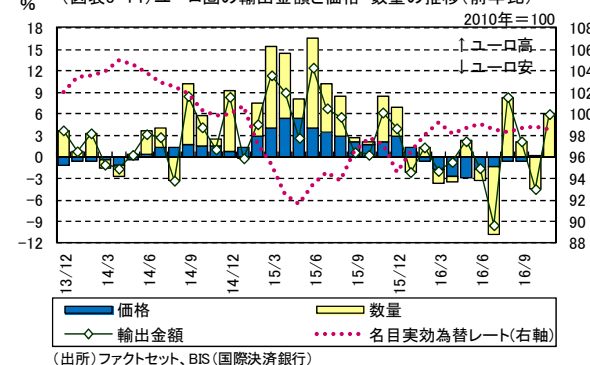
% （図表3-12）ユーロ圏の非金融企業負債/名目GDP %



% （図表3-13）ユーロ圏輸出金額と相手先別寄与度（前年比）



% （図表3-14）ユーロ圏の輸出金額と価格・数量の推移（前年比）





交渉は難航し、新協定の内容が決まるまでには相当の時間がかかると見込まれることから、向こう2,3年は、ユーロ圏から英国向けの輸出への悪影響は限定的なものになるとみられる。

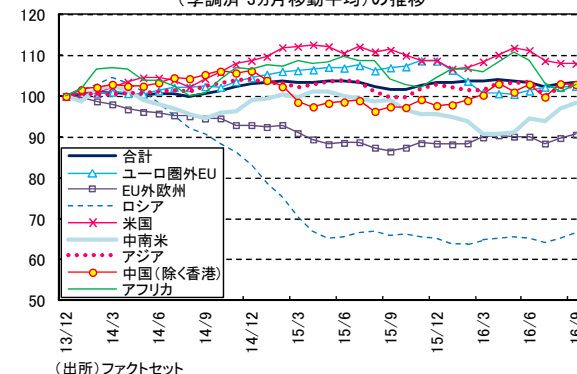
一方、新興国向けは足かせになるとみている。ユーロ圏輸出の主要輸出先の割合（過去1年間）を見ると、中国を中心とするアジア向けが23.9%、米国向けが13.6%、英国向けが13.5%となっており、中国を中心としたアジア向けの割合が高い。構造改革を進める中国では、景気の力強い回復が見込めないほか、中国とつながりの深いその他アジア新興国の景気にも大きな期待はできない。景気が堅調な米国向けが輸出全体を下支えするとみるが、新興国向けが足かせとなることで、今後の輸出は伸び悩むと予想する。

### （５）ECB は資産買入れ策を継続

昨年12月8日のECBの政策理事会では、資産買入れ策の実施期間の延長と、資産買入れ額の減額が決定した（図表3-16）。内容としては、買入れ実施期間を現行の「少なくとも2017年3月末」から、「少なくとも2017年12月末」へと、9ヵ月延長するほか、4月からの買入れ額を月額800億ユーロから、600億ユーロへと減額するというもので、ECBは2017年4月以降も資産買入れ策を継続する。加えて、買入れ債券の不足に対応するため、国債等の対象年限を現行の「2～30年」から、「1～30年」へと拡大したほか、必要であれば、買入れ債券の利回りの下限（中銀預金金利▲0.4%）を下回る債券の買入れも実施することなどが発表された。ECBのドラギ総裁は記者会見で、「段階的な縮小（テーパリング）が起こらないようにしたい」とも述べ、資産買入れ策を長期にわたって行なう姿勢を示した。

CPI（消費者物価指数）の推移を見ると、1月は前年比+1.8%と、昨年春から伸び幅が拡大傾向であるが、これはエネルギー価格の下押し圧力が和らいだ影響が大きい（図表3-17）。コアCPI（エネルギー・食品・アルコール飲料・タバコを除くベース）は同+0.9%と、1%を下回る推移が続いており、基調的なインフレ圧力は強くない。スペインなどの南欧諸国で財政の緊縮ペースが和らいでいるほか、ドイツを中心に難民対策への支出拡大が見込まれるなど、各国の財政政策が見直されていることは景気を後押しするとみるが、外需の弱さや、企業部門でバランスシート調整圧力が強いこと、南欧諸国の構造改革の遅れなどから、物価の下振れリスクは残る。欧州各国で選挙などの政治的なイベントもあって、ECBはしばらく様子見スタ

（図表3-15）ユーロ圏の相手先別輸出数量  
（季調済 3ヵ月移動平均）の推移

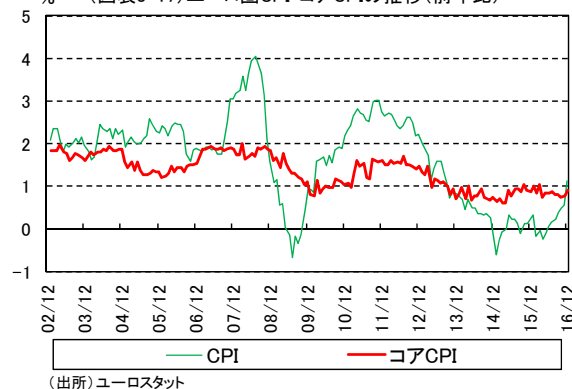


（図表3-16）ECBの主な金融政策

| 時期      | 中銀預金金利 | リファイナンス金利 | 限界貸出金利 |
|---------|--------|-----------|--------|
| 2014/6  | ▲0.10  | 0.15      | 0.40   |
| 2014/9  | ▲0.20  | 0.05      | 0.30   |
| 2015/1  | ▲0.20  | 0.05      | 0.30   |
| 2015/12 | ▲0.30  | 0.05      | 0.30   |
| 2016/3  | ▲0.40  | 0.00      | 0.25   |
| 2016/12 | ▲0.40  | 0.00      | 0.25   |

（出所）ECB

（図表3-17）ユーロ圏CPI・コアCPIの推移（前年比）



（出所）ユーロスタット

ンスを続けるとみるが、景気回復ペースが緩やかなものにとどまるなか、買入れ債券の不足に対応するため、年後半には資産買入れ額を再度縮小するとともに、実施期限の延長を行なうと予想する。

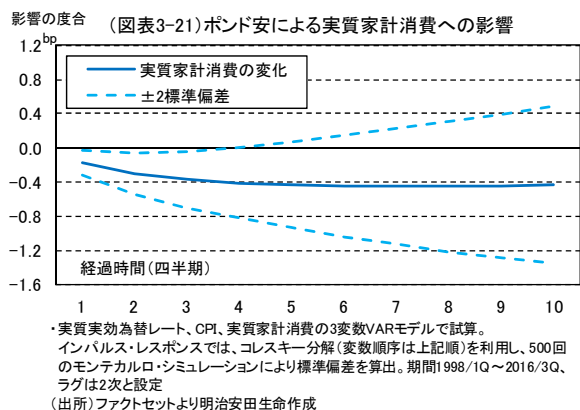
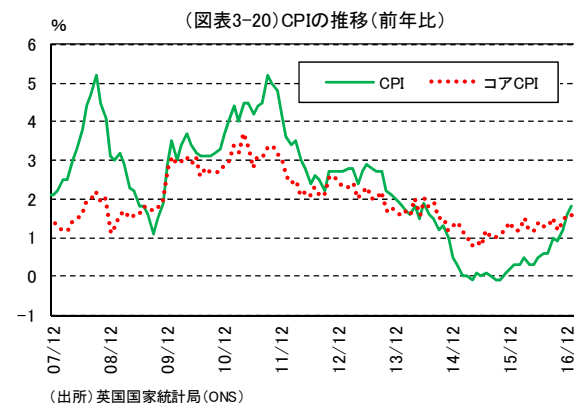
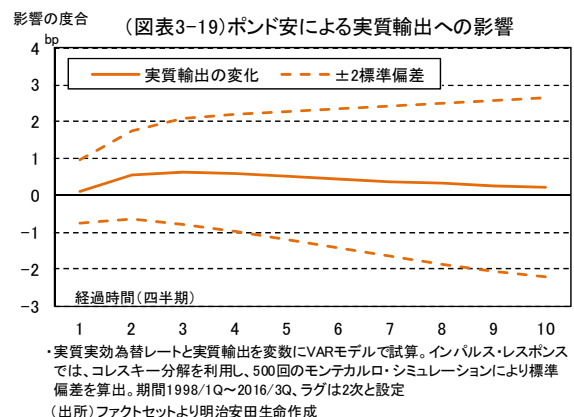
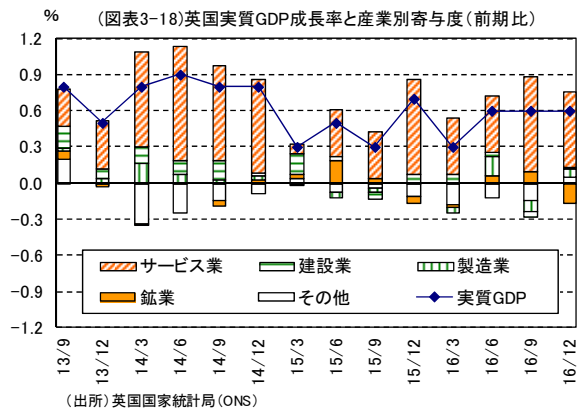
#### (6) 英国景気は減速するも秋以降持ち直しへ

10-12月期の実質GDP成長率（速報値）は前期比+0.6%と、16四半期連続のプラス成長となった（図表3-18）。GDPの約7割を占めるサービス業が同+0.8%と、16四半期連続のプラスとなり、全体をけん引している。今後の英国景気は、物価上昇に伴う実質購買力の低下などによって、減速に向かうとみるが、秋以降は、実質購買力への悪影響が和らぐことで、再び持ち直すと予想する。

昨年央以降、ポンド安が進み、足元まで対ドルで16%程度下落となっている。実質実効為替レート、実質輸出を変数としたベクトル自己回帰モデルによる当社試算では、為替が1%ポンド安に振れるという「ショック」を加えると、英国の実質輸出は3四半期先まで押し上げ効果が拡大する可能性が示される（図表3-19）。

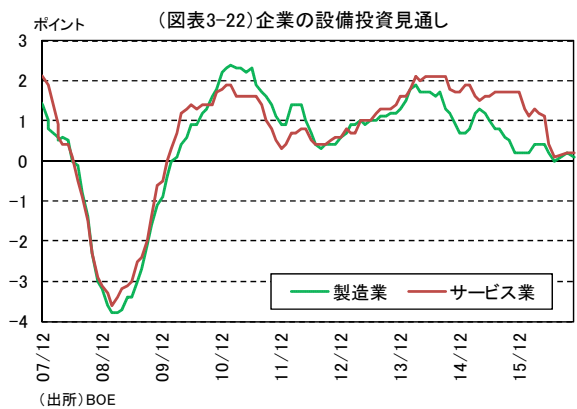
メイ首相は3月末までにEU離脱を通告し、基本的には2年を期限とする交渉を行なうとしている。英国とEUとの協議自体は時間がかかることから、向こう2,3年間はEU離脱に伴う輸出の直接的なコスト増は避けられるとみられる。最大の貿易相手国である米国の景気が回復傾向で推移すると見込まれるほか、ポンド安による価格競争力の改善が下支えとなることで、輸出は今後も持ち直し傾向で推移すると予想する。

失業率の推移を見ると、11月は4.8%と、11年ぶりの水準まで改善した。雇用環境の改善が引き続き個人消費を下支えするとみられる。ただ、ポンド安は輸入物価の上昇を通じ、消費者の実質購買力の低下につながる。CPIの伸びを見ると、2015年12月ごろから前年比の伸び幅が拡大傾向にあり、1月は前年比+1.8%と、12月の同+1.6%から伸び幅が拡大した（図表3-20）。原油価格の持ち直しや、ポンド安の進行に伴う輸入物価の上昇は、しばらくCPIの上昇要因になる。実質実効為替レート、CPI、実質家計消費支出を変数としたベクトル自己回帰モデルによる当社試算では、ポンド安が1%進行するという「ショック」を与えると、実



質家計消費支出は向こう4～5四半期にわたって下押し圧力が拡大する可能性が示唆される（図表3-21）。その後は下押し圧力が徐々に和らぐという結果になるものの、英国の個人消費にはしばらく下押し圧力がかかり続けるとみている。

一方、英国製造業PMIを見ると、1月は55.9と、2年半ぶりの高水準となった12月から低下したものの、好不況の境目である50を大きく上回った。英国のEU離脱が決定し、先行き不透明感が続くなか、ポンド安が製造業の景況感を押し上げている。ただ、BOE（イングランド銀行）が12月に実施した調査を見ると、企業の設備投資見通しは、EU離脱決定後、サービス業が大きく低下したほか、もともと停滞気味に推移していた製造業も一段と低下している（図表3-22）。メイ首相がEU単一市場から撤退する方針を表明しており、金融機関はEU域内で自由に業務ができる「単一パスポート」制度の適用外となることで、今後は英国から海外に拠点を移すケースが増えるの見込まれる。EU離脱を巡る協議の先行き不透明感が残るなか、企業は投資に対して慎重姿勢をとっており、今後の固定投資は停滞気味に推移するとみている。



BOEは2月の金融政策委員会（MPC）で、政策金利（0.25%）、資産購入枠（4,350億ポンド）、資金供給スキーム（Term Funding Scheme, 最大1,000億ポンド）をすえ置いた。一方、今回更新された実質GDP成長率予想を見ると、2017年は前年比+1.4%→+2.0%、2018年は同+1.5%→+1.6%と、いずれも前回11月から引き上げられた。インフレ予想については、2017年1-3月期が同+1.8%→+2.0%へと上方修正。2018年1-3月期は同+2.8%→+2.7%へと下方修正されたものの、修正幅は小幅なものにとどまった。ただ、BOEが推計する自然失業率は従来の5.0%から、4.5%へと引き下げられ、経済の供給余力は依然として残るとの見方が示された。議事録では、11月に盛り込まれた「金融政策は経済見通しに対し、いずれの方向にも対応する」との一文が維持され、政策スタンスは中立であるとの姿勢がすえ置かれた。

原油価格の持ち直しやポンド安を背景に、CPIは上昇傾向で推移すると見込まれることから、BOEは景気が減速に向かうなかでも、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〉

中国景気は、安定した推移が続いている。ただ、政府による景気支援による効果が大きく、自律的な回復力は弱い。政府は、過剰生産能力の解消に取り組みつつ、消費主導の経済構造への転換を図っているものの、構造改革を進める過程では、景気の下押し圧力がさらに強まる可能性が高い。一方、2017年は5年に1度の共産党大会を控えていることから、政府は、経済運営の安定を優先課題として取り組むと見込まれる。その後も、財政政策で景気を下支えし、緩やかな減速傾向に収れんするよう、微妙な景気のかじ取りを行なっていく方針とみられる。

#### (1) 中国景気は財政政策が下支え

中国の2016年10-12月期の実質 GDP 成長率は前年比+6.8%と、前期の同+6.7%から伸び幅が拡大した(図表4-1)。プラス幅の拡大は8四半期ぶり。ただ、政府によるインフラ投資が底堅く推移したことや、不動産投資の回復の寄与が大きかったとみられる。依然として、自律的な回復には至らず、減速トレンドから脱していないとみている。

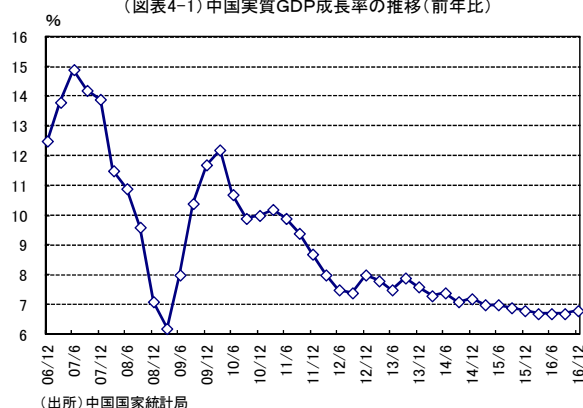
中国政府は、製造業の過剰生産設備の解消を図るとともに、不動産投機を抑制し、中長期的に消費主導の成長構造への転換をめざしているが、その進捗は遅れており、足元では不動産バブルへの懸念も高まっている。今後、構造改革を進める過程では、景気の下押し圧力がさらに強まる可能性が高い。ただ、2017年は5年に1度の共産党大会を控えており、政府は、経済運営の安定を優先課題として取り組むと見込まれる。その後も、財政政策で景気を下支えし、緩やかな減速傾向に収れんするよう、微妙な景気のかじ取りを行なっていく方針とみられる。2017年通年の実質 GDP 成長率は同+6.6%とほぼ前年並み、2018年は同+6.4%とやや減速すると予想する(図表4-2)。

#### (2) 企業マインドは回復

企業マインドは回復している。国家統計局が発表する1月の製造業 PMI (購買担当者景気指数) は51.3、前月差▲0.1ポイントと、2ヵ月連続で低下したものの、拡大と縮小の境目を表す50を6ヵ月連続で上回った(図表4-3)。PMI を構成する5項目(生産、新規受注、原材料在庫、雇用、サプライヤー納期)を見ると、新規受注指数が52.8、生産指数が53.1と、いずれも50を大きく上回り、全体をけん引している。

国家統計局の PMI は調査対象が国有企業だが、相対的に中小規模の民間企業が多いとされる「財新」の製造業 PMI を見ると、1月は51.0、同▲0.9ポイントと、2ヵ月ぶりのマイナスとなっている。

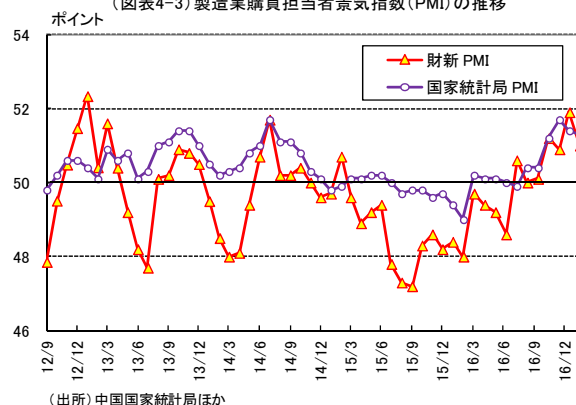
(図表4-1) 中国実質GDP成長率の推移(前年比)



(図表4-2) 中国実質GDP成長率予測(前年比) (%)

|          | 2015年<br>(実績) | 2016年<br>(実績) | 2017年<br>(予測) | 2018年<br>(予測) |
|----------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 実質GDP成長率 | 6.9           | 6.7           | 6.6           | 6.4           |

(図表4-3) 製造業購買担当者景気指数(PMI)の推移





ただ、節目の50は7ヵ月連続で上回るなど、景況感の回復自体は続いている。政府による景気支援策の効果が中小の民間企業まで波及している様子が現れているとみている。

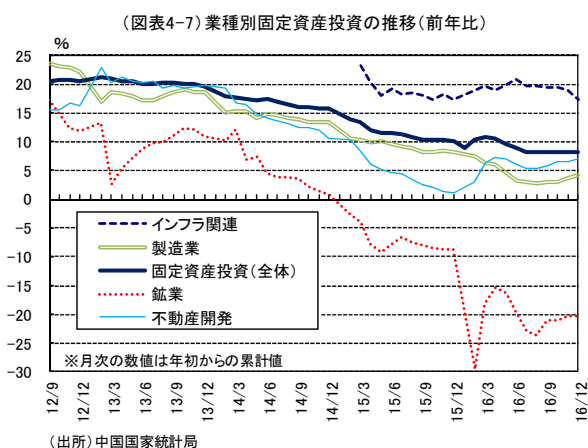
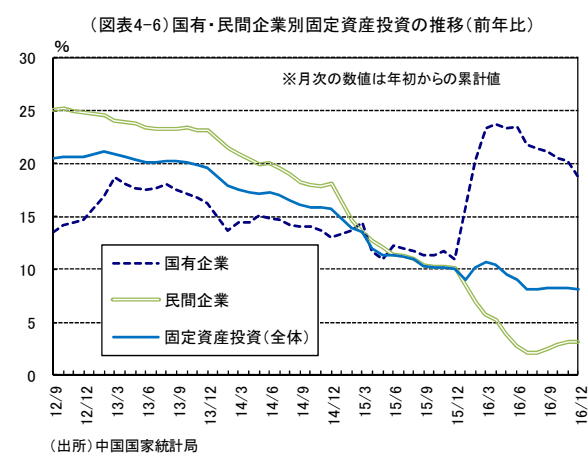
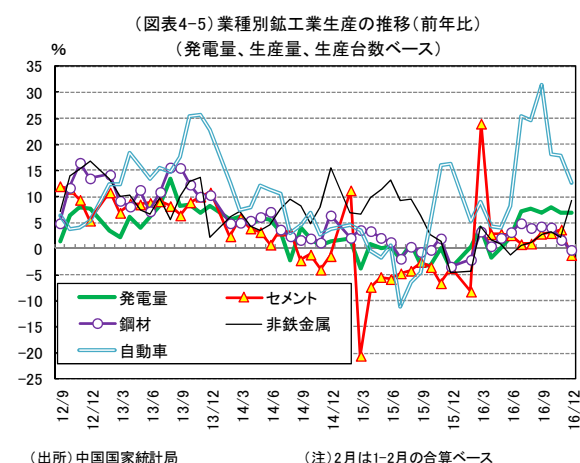
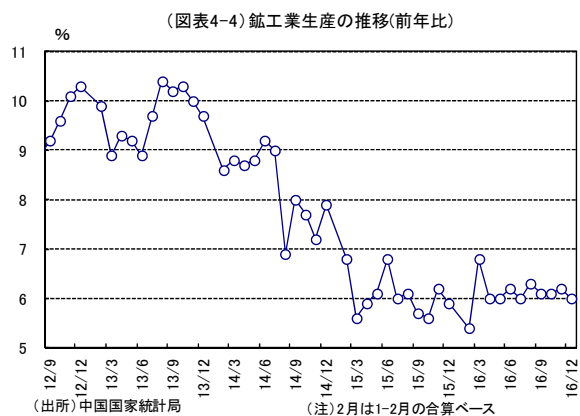
実際の経済活動の動きを示すハードデータを見ると、まず、鉱工業生産は、政府による景気支援策などを背景に、春先以降、前年比+6%付近での推移が続いている（図表4-4）。小型車向け減税策導入後の販売増を背景とした自動車の大幅増産は一服したもの、不動産市況の回復や、インフラ投資の堅調な推移などを受け、非鉄金属生産が持ち直しているほか、発電量も底堅く推移したことなどが下支えした（図表4-5）。

固定資産投資も、減速ペースが和らぎつつある（同統計は年初からの累計値で発表）（図表4-6）。2016年通年は同+8.1%と、前年の同+10.0%を下回り、1999年以来の低い伸びとなった。ただ、昨年の夏場以降は、底堅いインフラ関連投資などに支えられ、同+8%台での推移が続くなど、伸び率の縮小傾向は一巡している（図表4-7）。一方、国有・民間企業別に見ると、国有企業は2016年通年は同+18.7%と、前年の同+10.9%から伸び幅が拡大したものの、民間企業は同+3.2%と、前年の同+10.1%を大きく下回っており、政策支援の恩恵が国有企業に偏っている状況を示している。夏場以降、民間企業の伸びは拡大に向かっているものの、依然として国有企業が投資の主体となっている。

今後も、政府の景気支援策が生産・投資を下支えするとみる。ただ、自動車産業では、小型車向け減税策の2017年末までの延長が決まったものの、需要先食いの影響により、生産は鈍化傾向で推移するとみられるほか、不動産市況の回復の一服が住宅関連の下押し圧力となるとみられることから、2017年の生産は、2016年からやや鈍化すると予想する。固定資産投資は、民間投資の回復の鈍さを背景に、2017年も2016年並みの伸びにとどまるとみている。

### （３）輸出の回復ペースは鈍いと予想

輸出は回復ペースが鈍い状態が続いている（図表4-8）。四半期ベースで見ると、10-12月期は前年比▲5.2%と、前期の同▲6.7%からマイナス幅がや





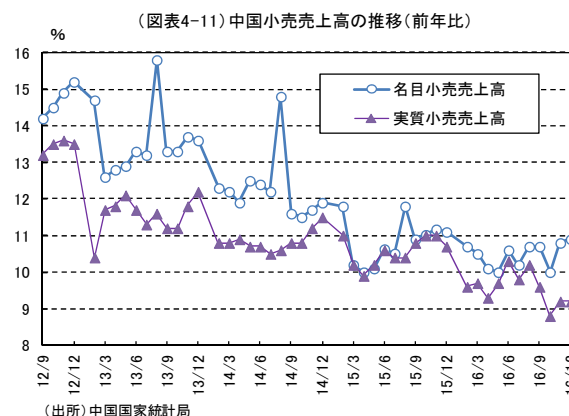
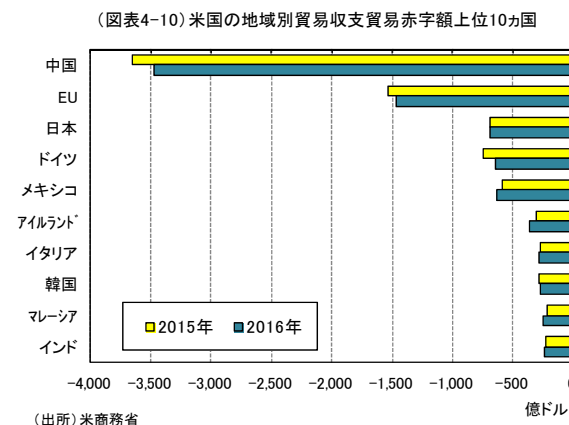
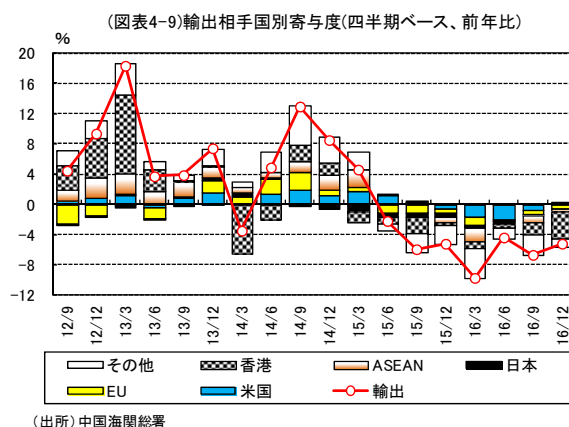
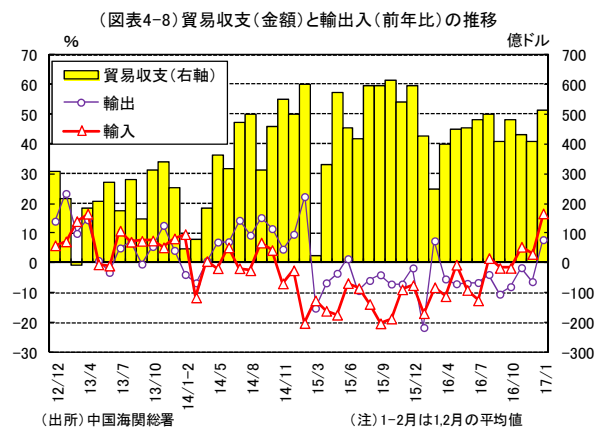
や縮小したものの、7四半期連続のマイナスとなった（図表4-9）。地域別では、主要輸出先の米国向けが同+0.3%と、5四半期ぶりのプラスとなったものの、EU向けが同▲0.5%と、7四半期連続のマイナス、香港向けが同▲3.6%と、8四半期連続のマイナス、ASEAN向けが同▲0.3%と、2四半期連続のマイナスとなるなど、多くの国・地域向けで低調な推移が続いている。1月単月は同+7.9%と、10ヵ月ぶりのプラスとなった。ただ、春節の影響で大きく振れることから、1-2月累計で見る必要がある。

新規輸出受注指数を見ると、1月は50.3と、3ヵ月連続で50を上回るなど、やや明るさもみえる。ただ、中国では、人件費や地価などのコスト上昇を背景に、労働集約型産業の強みが失われつつあり、生産拠点としての魅力も低下している。2015年秋以降、人民元安傾向となり、価格競争力が回復に向かうなかでも、輸出の基調の弱さが続いているのは不安材料である。こうした状況に加え、トランプ米大統領は選挙中に、米国の貿易赤字削減を公約として掲げ、中国との貿易不均衡を指摘してきた。2016年の対中国の貿易赤字額は、3,470億ドルと、貿易赤字額の約5割を占める（図表4-10）。今後の輸出は、トランプ新政権の政策の動向如何では、輸出の減少につながる可能性もありうることもあって、回復ペースは鈍いものにとどまると予想する。

輸入を見ると、昨年10-12月期は9四半期ぶりのプラスとなるなど、回復傾向で推移している。輸出の停滞が続いていることで、2016年通年ベースの貿易黒字は5,129億ドルと、2015年の5,939億ドルから縮小した。2017年は、輸出の回復力の弱さが続くと思われるなか、輸入は資源価格の回復による増加が見込まれることなどから、貿易黒字幅は縮小傾向で推移するとみている。

#### （4）個人消費は緩やかな回復を予想

個人消費は、春先以降、底堅く推移している（図表4-11）。個人消費の動向を表す名目小売売上高を見ると、前年比+10～11%の範囲で安定した伸びが続いている。売上高500万元以上の企業の集計値で主要品目別の動きを見ると、売上高に占めるウェイトが最も大きい自動車は、8月以降、9月を除く4ヵ



月で二桁の伸びが続くなど、小売売上高をけん引した。このほかでは、石油・石油関連製品は、夏場以降、マイナス傾向を脱し、その後もプラス幅が拡大傾向となっているほか、化粧品、金・宝石などの宝飾品、娯楽用品なども底堅く推移した。

自動車販売は、小型車向け減税策が2017年末まで延長されることが決定したものの、減税幅が縮小されたことから、昨年末にかけて駆け込み需要が発生した（図表4-12）。販売の約7割は減税対象車だったことから、今後は反動で弱めの動きが見込まれる。このほか、建築材料は、住宅購入規制の強化などを受け、夏場以降、伸びの鈍化が続いているほか、家具や家電でも、回復の一段が見込まれる。

一方、小売売上高の約1割を占めるオンライン消費は、昨年通年で前年比+25.6%と、堅調に推移している。オンライン取引は、実店舗が近隣にない地域などで、消費の裾野を広げているとみられる。インターネットの普及率が相対的に低い中国で、今後ネット環境や配送網などの環境が整うにつれ、取引拡大が見込まれることから、今後の消費の底上げに寄与するとみる。中国の昨年6月末の家計債務残高は対 GDP 比で41.8%と、他の国と比べて低いことも消費の底堅さにつながるとみている。加えて、2017年は政府が経済運営の安定を優先すると見込まれることから、構造改革の進展による失業者の拡大といった状況は避けられるとみられ、今後の個人消費は緩やかな回復傾向で推移すると予想する。

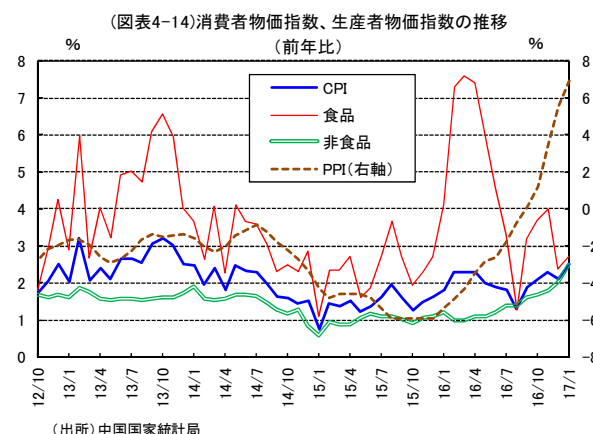
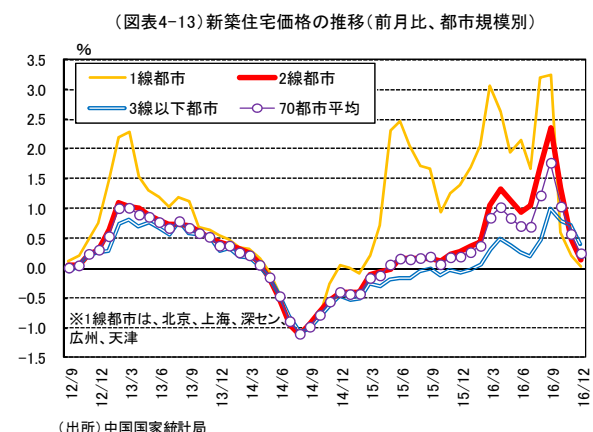
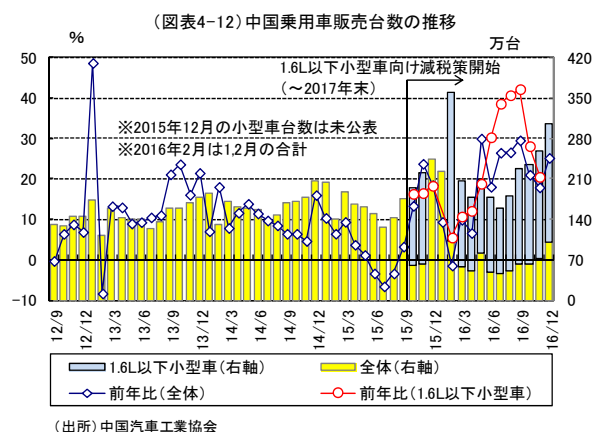
## （５）住宅価格は鈍化傾向を見込む

住宅価格は、昨年9月をピークに、減速傾向で推移している。主要70都市の新築住宅価格（単純平均）の推移を見ると、9月以降、3ヵ月連続で前月比ベースのプラス幅が縮小した（図表4-13）。経済規模などを基にした政府の基準に従い、70都市を1線、2線、3線以下の3つのカテゴリーに分けると、昨秋以降、いずれの都市でも大きく減速しており、住宅購入規制の強化策の効果が出たものとみられる。

昨年12月の中央経済工作会议では、「第3・4級都市」の不動産在庫の解消に向けた取組みを行なうとする一方、「不動産は住むもので投機の対象ではない」と強調し、不動産投機抑制の姿勢が改めて示された。こうした状況を受け、今後は、住宅購入規制がさらに強まる可能性が高く、住宅価格は鈍化傾向で推移すると予想する。

## （６）緩やかな物価上昇が見込まれる

CPI（消費者物価指数）は、昨夏以降、伸びの拡大傾向が続いている（図表4-14）。内訳を見ると、国民の関心の高い食品価格は昨年8月の同+1.3%から11月の同+4.0%まで伸びが拡大したものの、



その後は鈍化し、1月は同+2.7%となっている。8月以降、豚肉価格の伸びが鈍化した一方、野菜や果物価格が昨秋にかけ天候要因に伴う供給不足により上昇した影響が大きい。一方、非食品価格は、ヘルスケア、交通・通信設備、居住など幅広い品目での上昇を背景に、昨年初以降、均せば伸び幅が拡大傾向にある。交通・通信設備は、原油相場の持ち直しなどが、居住は、不動産価格の上昇が影響したとみている。今後のCPIは、天候要因が落ち着くことで食品価格の上昇圧力は和らぐとみるものの、交通・通信設備や居住などを中心に非食品価格は上昇が見込まれることなどから、全体としても緩やかな上昇が続くとみている。

PPI（生産者物価指数）を見ると、過剰生産設備削減を進めるなか、政策支援に伴う需要の回復や資源価格の持ち直しを背景として、昨年9月に2012年1月以来のプラス圏へと浮上、1月には同+6.9%まで上昇した。一方、鉄鋼などの商品価格引き下げのねらいから、政府が増産を指示する動きがみられ、今後は伸び鈍化に向かうとみるが、政府による景気対策が続くなか、前年比プラス傾向は続くと予想する。

こうしたなか、金融政策は、昨年12月の中央経済工作会議で「穏健中立」とし、従来の緩和状態から中立へと、やや引き締め方向とする姿勢を示している。実際、人民銀行は、昨秋以降、短期金利を上昇方向に誘導することで、不動産価格上昇の抑制や資本流出に伴う人民元安圧力に対処してきた。一方、人民銀行は、1月に公開市場操作を通じ、週間ベースで過去最高の1兆1,300億元の資金供給を行なったほか、大手5銀行の預金準備率についても、元買い介入による流動性の引き締めや春節（2017年は1月27日－2月2日）を控えた資金需要への対応などから、一時的に17.0%から16.0%へと引き下げている。今後も、同様の姿勢での対応が続けるとみられ、預金準備率の引き下げは2017年中に1回程度実施するとみている。

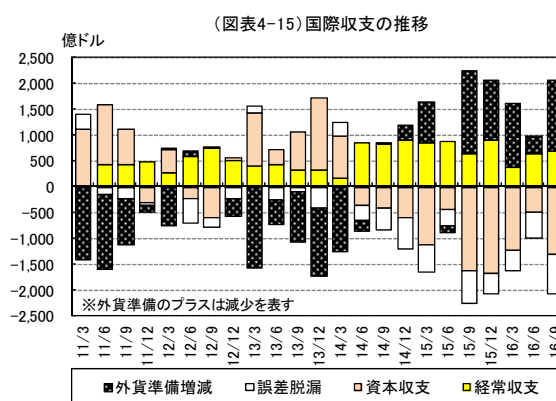
## （7）人民元安傾向が続く

中国では2009年ごろから人民元の国際化に向けた取組みを進めており、2015年10月にはIMF（国際通貨基金）の準備通貨であるSDR（特別引き出し権）の構成通貨採用が決定した。ただ、SDR採用の条件の一つであった「通貨取引の自由化」は道半ばであり、人民元の国際化に向け、資本市場開放のいっそうの取組みが必要とされてきた。2016年に入り、人民元安傾向が強まるなか、当局は、企業の海外送金や、外貨両替を抑制する強制指導を一段と強化した。昨年7月に銀行に対して資本流出に該当する取引を控えるように口頭で求めたほか、12月には海外送金に承認が必要な金額基準を引き下げるなど、自由化の動きとは逆に資本規制を強化しているのが実態である。

国際収支を見ると、経常収支は黒字が続く一方、2014年4－6月期以降、資本収支は赤字に転じている（図表4-15）。中国景気の減速傾向が強まったほか、米利上げによるドル高などが資本流出につながったとみられる。こうした動きは人民元安傾向を強め、2016年通年では対ドルで▲6.6%減価した。当局は、介入により人民元を買い支えており、2016年末の外貨準備高は3兆105億ドルと、ピークである2014年6月末の3兆9,900億ドルから、大きく減少した。

国際収支を見ると、経常収支は黒字が続く一方、2014年4－6月期以降、資本収支は赤字に転じている（図表4-15）。中国景気の減速傾向が強まったほか、米利上げによるドル高などが資本流出につながったとみられる。こうした動きは人民元安傾向を強め、2016年通年では対ドルで▲6.6%減価した。当局は、介入により人民元を買い支えており、2016年末の外貨準備高は3兆105億ドルと、ピークである2014年6月末の3兆9,900億ドルから、大きく減少した。

人民元安圧力を和らげるためには、資本流出を招く根本的な原因である構造改革の遅れなどへの対応を加速させることが重要である。ただ、2017年は5年に一度の共産党大会を控えており、政府は景気の安定を優先する可能性が高く、人民元安への抜本的な対策は進まない可能性が高いとみる。



## 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、資源価格の上昇や中国景気の安定的な推移などを背景に、緩やかな回復傾向にある。

台湾、インドネシアでは、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。内需の底堅さを背景に、フィリピンでは安定した推移が続くとみられるほか、タイも回復傾向で推移するとみる。一方、内需の弱さなどから、韓国では停滞気味の推移が続くとみられるほか、マレーシア、シンガポールも一進一退の推移をたどると予想する。インドは、個人消費の拡大を受け、景気は底堅く推移するとみている。

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、フィリピンでは、秋ごろまでに政策金利を引き上げると予想する。

豪州景気は、輸出の持ち直しを背景に、緩慢な回復を予想する。豪州準備銀行（RBA）は当面政策金利をすえ置くとみている。

（図表5-1）その他アジア新興国・豪州の実質GDP成長率予測（%）

|        | 2015年<br>(実績) | 2016年<br>(実績・予測) | 2017年<br>(予測) | 2018年<br>(予測) |
|--------|---------------|------------------|---------------|---------------|
| 韓国     | 2.6           | 2.7              | 2.4           | 2.4           |
| 台湾     | 0.7           | 1.4              | 2.2           | 2.4           |
| シンガポール | 2.0           | 1.8              | 1.9           | 2.0           |
| フィリピン  | 5.9           | 6.8              | 6.4           | 6.6           |
| インドネシア | 4.9           | 5.0              | 5.1           | 5.3           |
| タイ     | 2.8           | 3.1              | 3.2           | 3.4           |
| マレーシア  | 5.0           | 4.1              | 4.2           | 4.2           |
| 香港     | 2.4           | 1.5              | 1.8           | 2.0           |
| インド    | 7.9           | 7.2              | 7.3           | 7.5           |
| 豪州     | 2.4           | 2.5              | 2.6           | 2.8           |

（注）インドは年度ベース（4月～翌3月）

### （1）アジア NIEs の回復ペースはまちまち

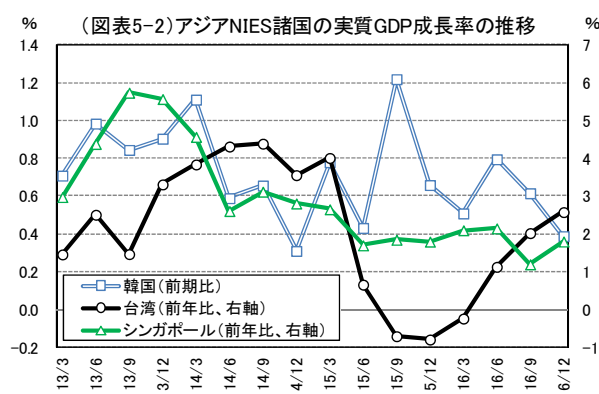
#### ＜韓国＞

韓国の10－12月期の実質GDP成長率（速報値）は前期比+0.4%と、2四半期連続でプラス幅が縮小した

（図表5-2）。個人消費は、政治スキャンダルが消費者心理の悪化につながったほか、家計の債務残高の拡大も重しとなり、減速傾向で推移した。企業の設備投資は輸送設備関連を中心に堅調だったものの、建設投資が落ち込んだことで、総固定資本形成全体でも減速した。輸出も、財輸出の停滞に加え、サービス輸出も悪化し、輸出全体でも低調な推移を余儀なくされた。

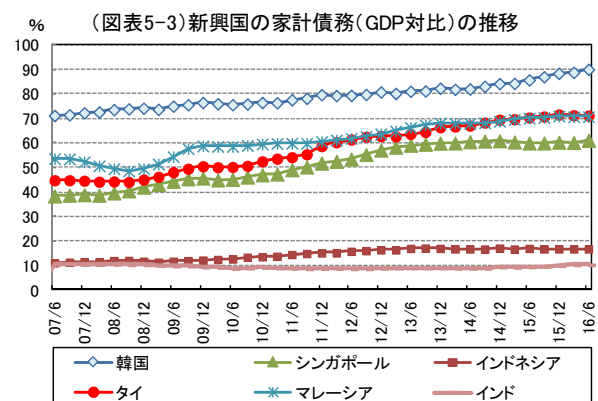
今後も個人消費は、雇用・所得環境の先行き不安に加え、家計の債務残高の拡大が足かせとなって、鈍化傾向で推移するとみる（図表5-3）。輸出は、半導体を中心とする電子部品関連が下支えになるとみるものの、ウェイトの大きい中国向けでの現地生産化などが下押し圧力となり、伸び悩みが続くと予想する（図表5-4）。住宅ローンの抑制措置による建設投資への下押し圧力も続くとみられることから、総固定資本形成も低迷が続く可能性が高い。政治混乱

（図表5-2）アジアNIES諸国の実質GDP成長率の推移



（出所）各国統計より明治安田生命作成

（図表5-3）新興国の家計債務（GDP対比）の推移



（出所）国際決済銀行（BIS）



の長期化が懸念されるなか、経済対策への取組みが早期に打ち出される可能性も低く、韓国景気は停滞気味の推移が続くとみる。

CPI（消費者物価指数）は、昨年9月以降、前年比+1.0%を上回っているものの、悪天候による果物や野菜価格の高騰の影響が大きく、物価の基調は弱い（図表5-5）。一方、家計の債務残高の拡大への懸念があることなどから、政策金利は下げにくく、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10-12月期の実質GDP成長率（速報値）は前年比+2.6%と、3四半期連続のプラスとなり、伸び幅も2四半期連続で拡大した。前期比年率ベースでは+1.9%と、5四半期連続のプラスとなるなど、回復傾向が続いている。スマートフォン関連を中心とした電子部品需要の拡大を受け、輸出が堅調に推移したほか、生産回復に伴う増産投資の積極化などから、在庫を含む総資本形成も高い伸びとなったことなどが押し上げに寄与した。

輸出受注指数（季調値）を見ると、昨年春先以降、改善傾向が続いてきたものの、足元では増勢が一服しつつある。ただ、輸出の回復自体は続くと思われることなどから、景気も緩やかな回復傾向で推移すると予想する。

CPIは、昨秋以降、前年比+2%前後での推移が続いている。ただ、生鮮食品やエネルギーを除いたCPIは+1%をやや下回るなど、基調的な物価上昇圧力は弱く、今後の金融政策は様子見姿勢が続くとみる。

### <シンガポール>

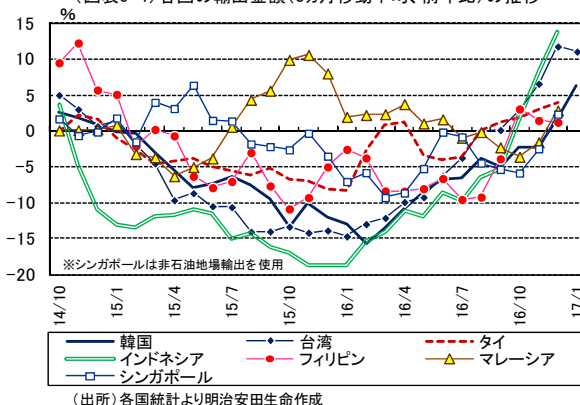
2016年10-12月期の実質GDP成長率（速報値）は前年比+1.8%と、前期の同+1.2%からプラス幅が拡大した。電子機器やバイオメディカルなどを中心とする製造業の伸び幅拡大が全体を押し上げた。今後は、電子部品需要の改善が見込まれるほか、当面の中国景気は安定的に推移するとみられることで、輸出は緩やかな回復が続くとみる（図表5-6）。個人消費は、所得環境の回復ペースの鈍さを背景に、弱めの動きが続くとみられ、景気は一進一退の推移を予想する。通貨庁が重視するコアCPI（住宅、民間道路輸送を除く消費者物価指数）は、緩やかな上昇にとどまっている。景気の回復力も弱い状況が続くとみられるなか、金融政策はすえ置かれるとみる。

## （2）ASEAN景気は緩やかな回復

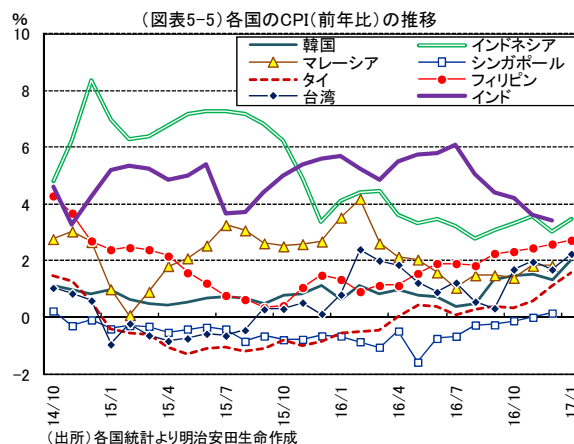
### <インドネシア>

インドネシアの10-12月期の実質GDP成長率は前年比+4.9%と、前期の同+5.0%から伸びがやや

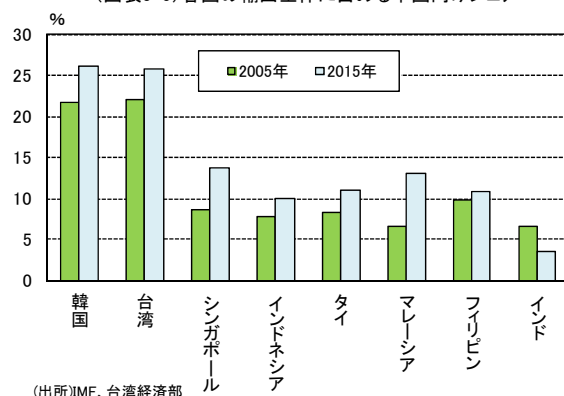
（図表5-4）各国の輸出金額（3ヵ月移動平均、前年比）の推移



（図表5-5）各国のCPI（前年比）の推移



（図表5-6）各国の輸出全体に占める中国向けシェア





鈍化した(図表5-7)。民間消費が底堅く推移したほか、輸出も持ち直したものの、政府消費の落ち込みが、全体の足を引っ張った。今後については、個人消費は、昨年の利下げ効果が見込まれることで、底堅い推移が続くと予想する。輸出は、資源価格の回復に加え、未加工鉱石輸出の一部緩和が決定されたことが下支えとなるとみられ、緩やかな回復が続くとみる。一方、公共投資は、税収不足が足かせとなって弱めの動きになるとみており、景気は緩やかな回復傾向で推移すると予想する。金融政策については、昨年までに利下げが一巡しており、今後、エネルギー価格の上昇がインフレ圧力につながるとみられることもあって、当面すえ置かれると予想する(図表5-8)。

### <タイ>

タイの7-9月期の実質GDP成長率は前年比+3.2%と、前期の同+3.5%から伸びがやや鈍化した。輸出は持ち直したものの、個人消費が伸び悩んだほか、政府消費や民間投資の落ち込みが全体の足を引っ張った。今後については、個人消費は、昨年12月に新国王が就任し、前国王崩御の自粛ムードが和らぎつつあること、天候回復によって農業従事者の所得回復が見込まれること、2011-2012年に実施された新車購入支援策の条件だった5年間の買替え禁止期間が終了を迎えることなどから、回復に向かうと予想する。公共投資も、鉄道や高速道路などのインフラ整備を中心に回復傾向が見込まれる。一方、輸出は、工業品や機械等の回復の鈍さなどから、一進一退の推移となるとみており、景気は緩やかな回復を見込む。中銀は、現行の金融政策は緩和的で景気回復を促しているとの見方を示しており、政策金利は当面すえ置かれると予想する。

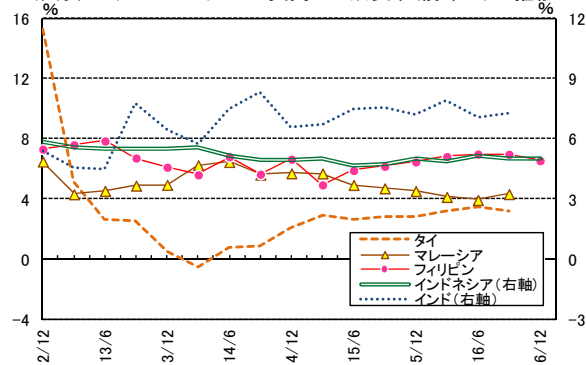
### <マレーシア>

マレーシアの7-9月期の実質GDP成長率は前年比+4.3%と、前期の同+4.0%から伸び幅が拡大した。公共投資が伸び悩んだものの、個人消費が全体をけん引した。輸出は低調な推移となったが、今後は、資源価格の上昇や機械・輸送用機器の持ち直しを受け、緩やかな回復をたどるとみる。個人消費は、低所得者向けの補助金の継続実施や住宅補助制度の新設が見込まれるものの、輸入物価上昇による実質購買力の低下が懸念され、弱めの動きを予想する。緊縮的な財政運営が続けられることもあって、景気全体でも、一進一退の推移が続くとみている。マレーシアリングは昨年春先以降、通貨安傾向で推移している。通貨安の進行は、輸入インフレを加速させるほか、債務残高拡大につながることや、資金流出への懸念もあり、中銀は、当面様子見姿勢を続けると予想する。

### <フィリピン>

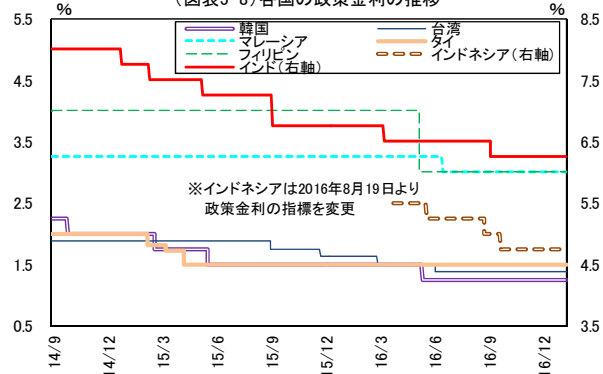
フィリピンの10-12月期の実質GDP成長率は前年比+6.6%と、前期の同+7.0%からプラス幅が縮小した。個人消費や建設投資の伸びの鈍化などが押し下げたが、前期は大統領選挙などに伴う特需が押し上げた面もあり、底堅く推移したとみられる。今後については、米トランプ政権の保護主義的な政策を背景に、海外就労者送金や業務プロセス外部委託収入の下押しが懸念されるものの、政府によるインフラ投資が総固定資本形成を下支えすると見込まれるほか、個人消費も安定した推移

(図表5-7) 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5-8) 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

となることで、景気は底堅く推移すると予想する。景気回復が続くなか、中銀は、2017年秋ごろまでに政策金利を引き上げると予想する。

## <インド>

インドの7-9月期の実質GDP成長率は前年比+7.3%と、前期の同+7.1%からプラス幅が拡大した。総固定資本形成は押し下げに寄与したものの、民間消費のプラス幅が拡大し、全体を押し上げた。今後については、銀行の不良債権が足かせとなり、設備投資は低調な推移を見込む。一方、インフレ率低下に伴う家計の実質購買力の改善や、天候回復による農業所得の改善などが個人消費の拡大に寄与するとみている。不良債権については、昨年5月に破産法が成立したことで、企業の破産手続きが円滑に進むことが期待でき、徐々に圧縮が見込まれる。11月から始まった高額紙幣の流通禁止は、足元では耐久財消費を中心に悪影響が出ているものの、新紙幣の切り替えが徐々に進むなか、こうした影響は短期的なものにとどまるとみられ、景気は拡大傾向が続くとみる。政策金利は、10月以降、すえ置かれている。中銀は、高額紙幣禁止の影響を見きわめる姿勢を示しており、当面様子見スタンスを維持するとみる。

### (3) 豪州景気は緩やかな回復

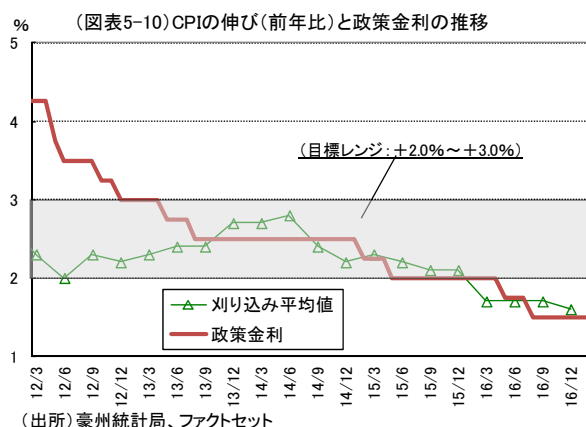
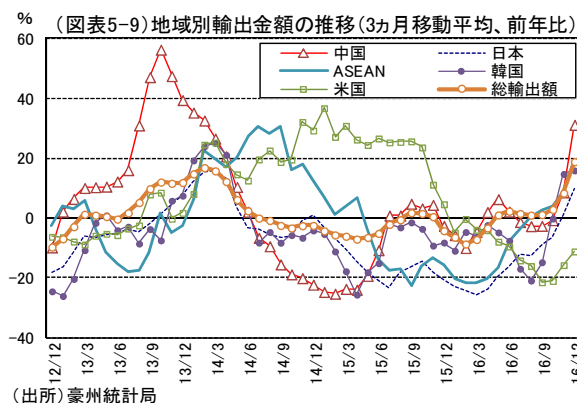
豪州景気は一進一退の推移が続いている。7-9月期の実質GDP成長率は前期比▲0.5%と、22四半期ぶりのマイナスとなった。輸出の回復が鈍いものとどまったほか、政府支出や住宅投資の落ち込みが全体を押し下げた。

個人消費に近い動きを示す小売売上高を見ると、12月は前月比▲0.1%と、5ヵ月ぶりのマイナスとなった。伸び悩んでいるが、昨秋以降、労働参加率が改善傾向となり、正規雇用者数も増加するなど、足元の雇用環境は回復に向かっていることなどから、今後の個人消費は、緩やかな回復傾向をたどるとみている。

住宅投資の先行指標とされる住宅建設許可件数は、金融当局による各種不動産融資規制などを受け、昨夏以降、減少傾向で推移している。今後も住宅投資は停滞気味の推移が続くと予想する。

名目輸出は回復している。主要相手先である中国向けの12月の輸出（3ヵ月移動平均）は、中国政府による景気支援策を背景に、2ヵ月連続でプラスになるなど、全体を大きく押し上げている（図表5-9）。中国の住宅需要への先行き不透明感が残ることで、力強い回復は見込みづらいものの、回復自体は続くとみる。新規民間設備投資は、資源需要の回復力の弱さを受け、一進一退の推移をたどっている。今後の豪州景気は、個人消費の緩やかな回復や、輸出の持ち直しが続くことで、緩慢な回復傾向での推移を予想する。

豪州準備銀行（RBA）は、8月以降、4会合連続で政策金利をすえ置いている（図表5-10）。10-12月期のCPI（刈込平均値）は前年比+1.6%と、目標レンジ（同+2.0%～+3.0%）を4四半期連続で下回った。今後も、インフレ圧力の弱さが続くと思込まれるものの、豪ドル安による資本流出懸念もあって、RBAは当面政策金利をすえ置くとみている。



## 6. 商品相場見通し

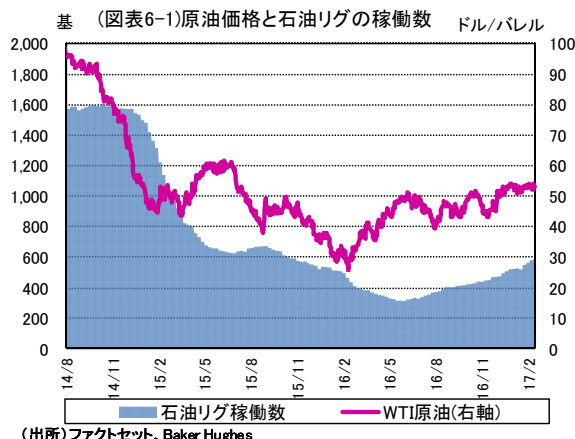
### 原油価格の上昇ペースは緩慢なものにとどまると予想

WTI（ウエスト・テキサス・インターミディエート）原油価格は、昨年12月以降、50ドル/バレルを上回って推移している（図表6-1）。昨年11月末に、OPEC（石油輸出国機構）加盟国が減産で合意したほか、ロシアなどの非加盟国も協調減産に応じたことが背景にある。

OPEC総会での減産合意の内容は、昨年10月の生産量を基準として、今年1月からOPEC全体で日量約120万バレル減産するというものであり、減産の実施期間は6ヵ月となる（図表6-2）。これを受け、ロシアなどの非加盟国11ヵ国も、同55.8万バレルの減産に合意した。加えて、OPEC加盟国・非OPEC加盟国のうちの5ヵ国からなる監視委員会が設立され、遵守状況を継続的に監視する枠組みが設けられた。

一方、米国原油の減産トレンドは一巡し、増産に向かいつつある（図表6-3）。技術開発やコスト削減により、30ドル/バレル台でも採算の合うシェール企業が増えつつあるとみられ、原油価格の上昇が続けば、生産の再開や新規投資の動きも増えてくると見込まれる。米国の石油リグ稼働数を見ても、昨年6月以降、すでに増加傾向で推移しており、足元の増産につながっている。加えて、米国のトランプ大統領が、環境規制の緩和を進める方針を示していることも、米シェール企業の開発などを後押しするとみられ、こうした動きは今後の原油価格の抑制要因になるとみている。

米エネルギー情報局（EIA）の原油需要予測によると、世界景気の緩やかな回復に伴い、世界需要は底堅く推移すると見込まれている。一方、供給面では、OPEC加盟国やロシアなどの非加盟国による減産合意を背景に、需給は改善し、2017年の原油価格は上昇傾向で推移するとみる。減産合意を受け、OPEC加盟国による減産は順調に進んでいる。国際エネルギー機関（IEA）の月報によると、1月はサウジアラビアが目標を上回る減産を行なったことなどから、OPEC全体の減産合意の遵守率は90%と、高水準となった。ただ、米国のシェールオイル企業の生産再開の動きなどが上値を抑えることで、上昇ペースは緩慢なものにとどまろう。2017年前半までの原油価格は、45～60ドル/バレルを中心とする推移を予想する。



（図表6-2）OPEC総会での決定内容（原油生産枠）千バレル/日

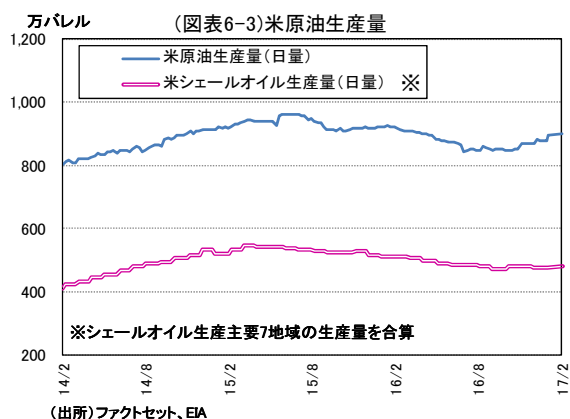
| 加盟国            | 参照生産水準          | 調整生産量           | 2017年1月からの生産枠   |
|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| アルジェリア         | 1,089           | -50             | 1,039           |
| アンゴラ           | 1,751           | -78             | 1,673           |
| エクアドル          | 548             | -26             | 522             |
| ガボン            | 202             | -9              | 193             |
| インドネシア*1       | (722)           | (0)             | (722)           |
| イラン*2          | 3,975           | 90              | 3,797           |
| イラク            | 4,561           | -210            | 4,351           |
| クウェート          | 2,838           | -131            | 2,707           |
| リビア*1          | (528)           | (0)             | (528)           |
| ナイジェリア*1       | (1628)          | (0)             | (1628)          |
| カタール           | 648             | -30             | 618             |
| サウジアラビア        | 10,544          | -486            | 10,058          |
| UAE            | 3,013           | -139            | 2,874           |
| ベネズエラ          | 2,067           | -95             | 1,972           |
| <b>OPEC計*3</b> | <b>(34,114)</b> | <b>(-1,164)</b> | <b>(32,682)</b> |

（出所）OPECの11月30日付プレス資料より明治安田生命作成

\*1 インドネシアは会員資格停止、ナイジェリアとリビアは適用除外。当該3国の数値は、プレス資料に未記載のため、10月生産量（OPEC月報、外部機関による調査数値）を記載

\*2 イランの参照生産水準は自己申告に基づくものと推測。1月からの生産枠決定にあたっては、外部機関の調査数値を参照したとみられる

\*3 表中の各国数値を単純計算



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。