

〈フォーカス〉 2017-2018年度経済見通し特集号

当社では、2017年1-3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、5月23日(火)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2月時点の予測値)

実質GDP成長率: 2017年度 1.3%(1.3%) 2018年度 1.2%(1.4%)

名目GDP成長率: 2017年度 1.7%(1.4%) 2018年度 1.9%(1.7%)

2. 要点

- ①日本経済は、緩やかな回復傾向が続いている。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、2017年の春闘賃上げ率が昨年を下回ると見込まれるなか、輸入品価格の上昇に伴う家計の実質購買力の低下もあり、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、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堅調な米国景気などに支えられ、持ち直しが続くとみている。
- 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、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、年末に向けて底堅い推移を予想する。ただ、来年以降は減速傾向に転じるとみる。
(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、堅調な海外米国景気や、非製造業の投資需要の高まり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。

個人消費は、弱めの動きが続いている。今後も、政府の経済対策が下支えとなる雇用需給の引き締め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、輸入品価格の上昇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予想する。

住宅投資は回復が一服している。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。

輸出は回復に向かっている。今後も、堅調な海外米国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。当面は引き続き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、昨秋以降の円安の影響もあって、2017年度のコア CPIは、前年比+0.60.7%程度まで伸び幅が拡大すると予想する。

米 国

米経済は、緩やかに回復堅調に推移している。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。10—12月期以降は、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、賃金の改善が続くとみられることなどから、回復傾向が続く堅調に推移するとみる。

住宅投資は、雇用者数の増加などに支えられ、堅調に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、企業収益の改善などを背景に、緩やかな回復基調が続くと予想する。

輸出は、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3月のFOMCで、FFレートの誘導目標レンジを0.50—0.75%から、0.75—1.00%へと引き上げた。今後も景気回復が続くとみており、次回の利上げは6月に行なわれると予想する。年末には、再投資計画の一部変更が発表されると予想する。

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の継続に加え、各国の緊縮的な財政運営がの見直されていることもあってしなどを背景に、今後も緩やかな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、雇用者数の増加環境の持ち直しなどを背景にに支えられ、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を背景に、緩慢な回復ペースの加速は見込みづらいが続くとみる。

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、年後半に資産買入れ額を縮小するとともに、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

国内景気は次第に回復ペースをあげていく

2017年1—3月期の実質GDP成長率は前期比+0.5%（年率換算：+2.2%）と、5四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が後押しし、次第に景気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。

個人消費は緩慢な回復

3月の家計調査では、実質消費支出は前月比▲2.0%と、3ヵ月ぶりのマイナスとなった（図表1-1）。ほかの月次指標を見ても、停滞気味の推移が続いており、個人消費の実勢は弱い。

消費マインドの改善ペースも緩慢である。4月の消費者態度指数では、暮らし向きや収入に対する不透明感が根強いことが、消費マインドの重しとなっている様子が示されている。

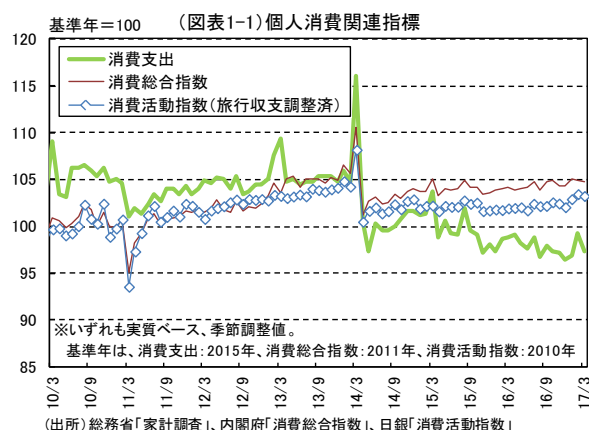
雇用環境を見ると、少子高齢化や、団塊の世代の労働市場からの退出などを背景に、労働需給は引き締め傾向が続いている。ただ、企業の採用ニーズは、依然として質や職種に偏りがあるなかで、雇用に占める非正規雇用者比率の上昇が、賃金の抑制要因となる状況が続いており、労働需給の引き締めを受け一部職種での賃金上昇によって、全職種平均の賃金を大きく押し上げていく状況には至らないとみる。今後の賃金動向のカギとなる春闘についても、2016年は、前半の円高や新興国景気の減速などが企業業績の下押し圧力となったほか、通年のCPI（消費者物価指数）も前年比マイナスとなるなど、賃上げを巡る環境は厳しく、2017年の春闘賃上げ率は、昨年を下回る可能性が高い。

家計の実質購買力を下支えしてきた原油安効果も、足元では一巡している。昨秋以降の円安もあって、輸入物価は上昇傾向で推移する可能性が高く、賃金の伸びが緩やかなものにとどまるなか、輸入品価格の上昇が家計の実質購買力の重しとなろう。

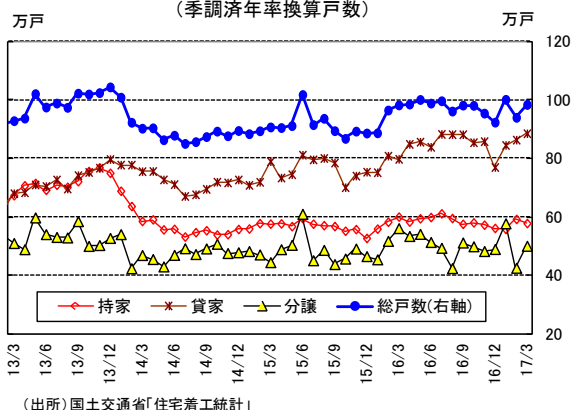
今後の個人消費は、政府の経済対策などによる消費の下支え効果が見込まれるものの、賃金の上昇ペースが緩やかなものにとどまるなか、輸入品価格の上昇が家計の実質購買力の低下につながるとみられることに加え、社会保障の先行き不安などからくる節約志向も残る可能性が高く、引き続き緩慢な回復にとどまると予想する。

住宅投資は鈍化へ

新設住宅着工戸数（季調値）は、2016年初から春にかけて持ち直し傾向で推移した後、年率換算100万戸前後での推移が続いている（図表1-2）。利用関



(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)



係別では、貸家着工戸数は、住宅ローン金利の上昇などから、昨年末にかけて弱含んでいたものの、金利上昇が一服するなかで、足元では再び持ち直している。一方、持家着工戸数は昨夏以降、30万戸を下回る推移が続いているほか、分譲住宅も2月以降、弱い動きとなっている。

今後の住宅投資は、住宅ローン金利が低位で推移していることや、住宅ローン減税制度などの各種住宅支援策が下支えになるとみる。ただ、マンション等の住宅価格の高止まりが続くなか、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、供給の大幅増に伴う採算性の悪化懸念から、貸家着工も減少に転じると見込まれることから、住宅着工は鈍化傾向で推移するとみている。2017、2018年度の新設住宅着工戸数は、それぞれ92、90万戸程度にとどまると予想する。

設備投資は回復が続く

設備投資の先行指標を見ると、建築物着工床面積（非居住用）は持ち直し傾向で推移しているものの、機械受注（船舶・電力を除く民需）は昨夏以降、横ばい圏での動きが続いているほか、資本財国内出荷（除. 輸送機械）は足元で鈍化しており、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1-3）。

日銀短観の設備判断DI（全規模・全産業ベース、「過剰」－「不足」）を見ると、非製造業の設備不足感が強い。人手不足が事業展開の足かせとなっている業種を中心に、省力化投資の需要が強まっていることが要因の一つとみられる。日銀短観で業種別の設備判断DIと雇用判断DIの関係を見ると、直近調査では正の相関関係が見られるなど、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、人手不足に伴う省力化投資が今後も下支えになると見込まれる。

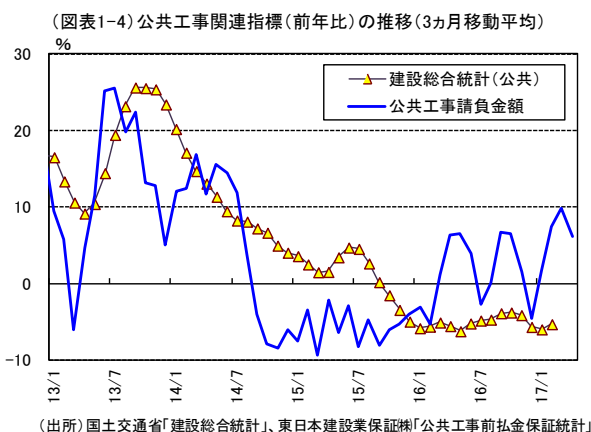
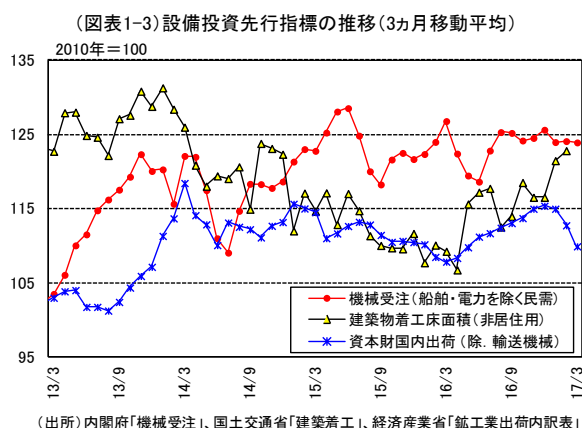
今後の設備投資は、国内の中長期的な低成長期待が定着していることから、製造業の能力増強投資の増加は見込みにくいものの、維持・補修への投資や研究開発投資などが下支えになるとみられる。非製造業でも、合理化・省力化投資などを中心に、底堅い推移が続く可能性が高く、設備投資は回復傾向で推移すると予想する。

公共投資は底堅い推移

公共投資には持ち直しの兆しが見られる。1-3月期の公的固定資本形成は前期比▲0.1%と、3-4半期連続のマイナスとなったものの、マイナス幅は前期（同▲3.0%）から大きく縮小した。出来高に先行する公共工事請負金額（3ヵ月移動平均、前年比）の推移を見ても、年明け以降は改善傾向となっている（図表1-4）。

建設技能労働者過不足率は、昨春以降、+1%付近で推移するなど、人手不足感が残っている。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技術の活用などの省力化策を進めてきたことなどから、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顕在化してくるとみられる。東

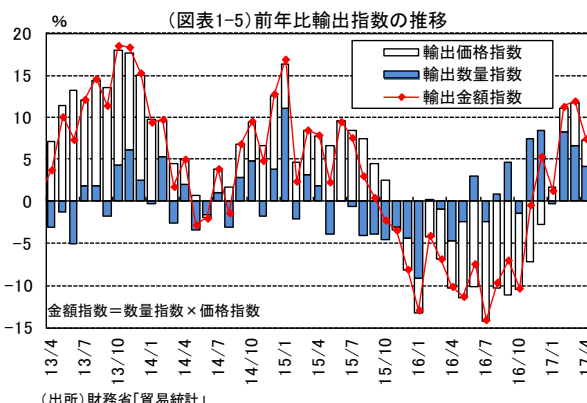


京オリンピック開催に向けたスタジアムの建設やインフラ整備に係る工事の本格化なども後押しし、公共投資は底堅く推移すると予想する。

輸出は回復基調で推移

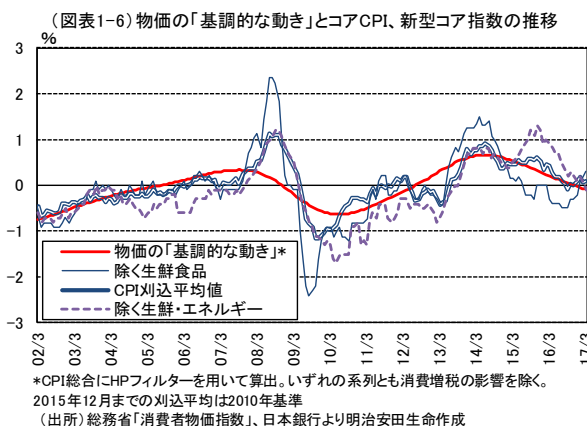
4月の輸出金額は前年比+7.5%と、5ヵ月連続のプラスとなったものの、伸び幅は前月から縮小した(図表1-5)。輸出の実勢を示す輸出数量も同+4.1%と、3ヵ月連続のプラスとなったものの、前月の同+6.6%からプラス幅が縮小している。

4月の輸出金額は、2,3月の高い伸びが一巡しつつあることを示唆する結果であったが、今後については、中国景気の安定的な推移や、スマートフォン関連の情報関連輸出も堅調な推移が続く可能性が高いことから、アジア向け輸出は持ち直し傾向で推移するとみる。加えて、米国向けについても、資源開発投資の活発化が下支えとなると見込まれることから、輸出全体でも、アジア向けと米国向けにけん引され、回復基調で推移すると予想する。



コアCPIは緩やかな上昇へ

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)は昨年末にかけて弱含んでいたものの、年明け以降は3ヵ月連続でプラス圏での推移が続いている(図表1-6)。ただ、物価の「基調的な動き」は弱い動きとなっているほか、除く生鮮・エネルギーの伸び幅は、3月に2013年7月以来のマイナスとなるなど、足元のコアCPIはエネルギー関連で押し上げられている側面が大きい。



今後については、昨年後半までの円高による物価の押し下げ圧力が緩和すると見込まれるものの、期待インフレ率が伸び悩み、需給ギャップの改善ペースも緩やかとみられるなか、エネルギーのプラス寄与幅が次第に縮小することで、プラス幅は小幅なものにとどまると予想する。2017年度通年の上昇率は前年比+0.6%、2018年度は同+0.8%と予想する。(担当：平野、山口、尾家)

(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				2017年度				2018年度			
	2015年度		2016年度		2017年度		2018年度		2017年度		2018年度		2018年度			
	10-12月	1-3月	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	4-6月	7-9月		
実質GDP	1.2%	1.3%	1.3%	1.2%	0.3%	0.5%	0.2%	0.2%	0.3%	0.2%	0.4%	0.2%	0.4%	0.3%		
前期比年率	1.2%	1.3%	1.3%	1.2%	1.4%	2.2%	1.0%	0.9%	1.2%	0.9%	1.7%	0.8%	1.4%	1.2%		
民間最終消費支出	0.5%	0.6%	0.9%	1.0%	0.0%	0.4%	0.2%	0.2%	0.3%	0.2%	0.3%	0.1%	0.3%	0.3%		
民間住宅投資	2.8%	6.5%	1.5%	0.4%	0.4%	0.7%	▲0.3%	0.4%	0.2%	▲0.1%	0.2%	▲0.1%	0.1%	0.1%		
民間設備投資	0.6%	2.3%	1.8%	1.5%	1.9%	0.2%	0.4%	0.2%	0.5%	0.1%	0.7%	0.2%	0.5%	0.3%		
政府最終消費支出	2.1%	0.6%	1.4%	1.0%	0.1%	0.1%	0.7%	0.3%	0.4%	0.2%	0.2%	0.3%	0.2%	0.3%		
公的固定資本形成	▲1.9%	▲3.2%	1.5%	2.2%	▲3.0%	▲0.1%	1.6%	1.3%	0.8%	0.6%	0.4%	0.5%	0.3%	0.5%		
財貨・サービスの輸出	0.7%	3.1%	5.1%	2.7%	3.4%	2.1%	0.5%	0.4%	0.8%	0.6%	0.7%	0.6%	0.6%	0.9%		
財貨・サービスの輸入	0.2%	▲1.4%	3.2%	2.3%	1.3%	1.4%	0.5%	0.7%	0.9%	0.5%	0.6%	0.4%	0.5%	0.5%		
名目GDP	2.7%	1.2%	1.7%	1.9%	0.4%	▲0.0%	1.2%	0.4%	0.4%	▲0.6%	1.6%	0.4%	0.5%	▲0.5%		
GDPデフレーター(前年比)	1.4%	▲0.2%	0.4%	0.6%	▲0.0%	▲0.8%	0.3%	0.6%	0.6%	0.4%	0.6%	0.6%	0.7%	0.7%		

※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

1-3月期のGDPは低い伸び

1-3月期の米国実質GDP成長率（改定値）は前期比年率+1.2%と、10-12月期の同+2.1%から伸び幅が縮小した（図表2-1）。個人消費の伸びが同+3.5%→+0.6%と大きく鈍化した影響が大きい。天候要因など一時的な要因が大きかったとみられる。緩和的な金融環境や、雇用環境の改善などに支えられ、米国景気は4-6月期以降も回復基調が続くと予想する。ただ、トランプ大統領が提唱する法人減税や所得減税、インフラ投資などは、実施時期は2018年10月（2019年度会計）までずれ込むと予想する。

（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	2.1	1.2	2.5	2.2	2.4	2.4	2.3	2.1	2.7	
個人消費	3.2	2.7	2.6	2.4	3.5	0.6	2.8	2.5	2.4	2.3	2.5	2.5	3.0	
住宅投資	11.7	4.9	3.4	5.0	9.6	13.7	4.2	4.2	4.5	4.5	4.8	4.8	5.5	
設備投資	2.1	-0.4	2.3	3.9	0.9	11.4	3.2	3.2	3.0	3.0	3.0	2.8	5.5	
民間在庫(寄与度)	0.2	-0.4	0.1	-0.0	1.0	-1.1	-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	-1.8	0.1	-0.1	-0.1	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	
政府支出	1.8	0.9	0.5	1.0	0.2	-1.1	0.4	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可能性が高い

米国の個人消費は、回復傾向が続いているものの、そのペースは鈍化しつつある。背景には、一部地域での天候不順に加え、当局による所得税還付の遅れ、イースター時期のズレなど、一時的な要因が大きかったとみられる。今後については、海外景気のリバウンドやエネルギー企業の業績回復などを背景に、労働市場の需給改善と賃金の緩やかな伸びが続くとみられ、個人消費は回復傾向が続くと予想する。

住宅投資は堅調推移、設備投資と輸出は緩やかな回復を予想

住宅投資は雇用者数の増加が続いていることや、銀行の貸出態度が依然緩和的であることなどを背景に、今後も堅調に推移すると予想する。設備投資は、企業業績のリバウンドを背景に、持ち直しが続くとみている。ただ、トランプ大統領が掲げる減税やインフラ投資は実施時期が後ずれする可能性が高く、今後は企業マインドもやや慎重となり、設備投資のリバウンドペースは緩やかなものにとどまると予想する。

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するとみている。ただ、今後ともFRB（米連邦準備理事会）による金融政策正常化の動きを背景に緩やかなドル高傾向が継続するとみられることから、回復ペースは緩やかなものにとどまると予想する。

FRBは6月に利上げを実施後、年末に再投資政策の変更に着手と予想

5月2-3日開催のFOMC（米連邦公開市場委員会）では、政策金利であるFFレートの誘導目標レンジが0.75-1.00%ですえ置かれ、金融政策に変更はなかった。声明文では、現状の景気判断は下方修正された一方、雇用についての判断はすえ置かれた。消費については、足元の関連指標が弱めだったにもかかわらず、「消費の伸びの基礎的条件は堅調」と、今後の回復に含みを持たせる強気な見方が示された。今後の見通しについては、1-3月期の実質GDP成長率が前期比年率+0.7%（速報値）と低い伸びになったことに対し、「第一四半期の成長の減速は一時的なものである可能性は高いとみており」という文言が追加され、FRBが今後の景気回復に自信を深めている様子が示された。

3月14-15日開催のFOMCで利上げを行なった時点から、FRBは景気や物価動向の先行きについて認識を変えていないことが明らかとなった。広義の失業率が低下傾向で推移するなど、労働市場の需給は改善が続いており、米国景気は回復基調が続く可能性が高いことから、FRBは6月13-14日開催のFOMCで追加利上げを行なう可能性が高いとみる。その後は年末に再投資政策の一部停止に着手し、2018年以降も年1-2回の緩やかな利上げペースを維持すると予想する。（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

1-3月期のユーロ圏実質GDP成長率(改定値)は前期比+0.5%と、10-12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、フランスは前期から伸び幅が縮小したものの、ドイツとスペインはいずれも伸び幅が拡大した。一方、イタリアは前期と同じ伸び幅となった。

欧州委員会が2月に発表した冬季経済見通しでは、2016年に続き、2017、2018年も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	1.5	1.5	0.5	0.5	0.2	0.3	0.4	0.5	0.3	0.5	0.5
	家計消費	1.8	2.0	1.2	1.5	0.5	0.2	0.3	0.2	0.4	0.4	0.4	0.3	0.4
	政府消費	1.3	1.9	1.2	1.1	0.5	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
	固定投資	3.2	3.7	3.6	2.3	3.3	1.8	-1.4	0.8	0.5	1.0	0.5	0.7	0.7
	純輸出(寄与度)	0.3	-0.3	-0.4	0.1	-0.9	0.0	0.2	0.0	0.1	-0.1	0.0	0.1	0.0
	輸出	6.5	2.9	5.2	3.0	1.8	1.9	1.3	0.7	0.7	0.7	0.6	0.7	0.7
	在庫投資(寄与度)	-0.1	-0.1	0.2	-0.1	0.3	-0.2	0.1	-0.1	-0.1	0.1	-0.1	0.0	0.0
英国	実質GDP	2.2	1.8	1.5	1.5	0.7	0.2	0.3	0.2	0.3	0.4	0.4	0.5	0.5

→ 予測

ECBは2018年以降も資産買入れを継続すると予想

個人消費は、当面は原油安効果の一巡などが下押し要因になるとみられるものの、雇用者数の増加などを背景に、緩やかな改善傾向で推移するとみる。固定投資は、緩和的な資金調達環境が下支えとなるものの、欧州政治を巡る先行き不透明感が残るほか、企業債務の高止まりなども重しになるとみられ、回復ペースの加速は見込みづらい。輸出は、英国景気の停滞を受け、EU向けは伸び悩みが続くとみているが、米国や中国を中心とする海外景気回復の後押しし、底堅く推移しよう。

ECBは4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。賃金の上昇ペースが緩慢なものにとどまるなか、基調的なインフレ圧力は強まっていないとみられ、ECBは9月の政策理事会で、資産買入れ策の実施期間の延長と毎月の買入れ額の縮小を決定し、2018年以降も資産買入れを継続すると予想する。

英国景気は停滞気味の推移が続く

英国の1-3月期の実質GDP成長率(改定値)は前期比+0.2%と、17四半期連続のプラスとなったものの、1年ぶりの低い伸びとなった。今後の英国景気は、ポンド安の効果で輸出の持ち直しが見込まれるものの、賃金の伸び悩みや、物価上昇に伴う実質購買力の低下などが個人消費の下押し要因になるとみられ、停滞気味の推移が続くとみる。

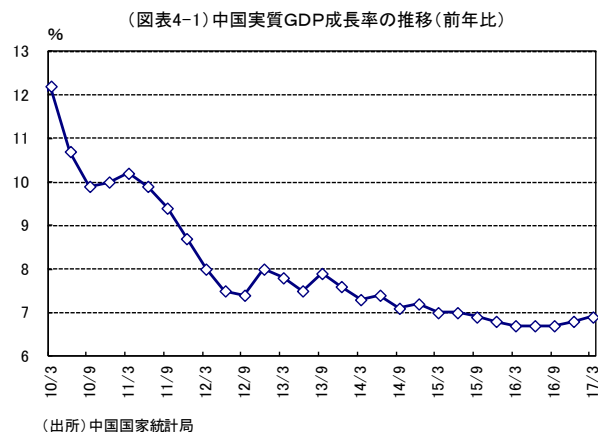
4月の実質小売売上高は、天候などの一時的な要因から押し上げられ、2ヵ月ぶりに前年比の伸び幅が拡大した。ただ、消費者マインドは停滞気味に推移しているほか、週平均賃金も伸び悩む状態が続いている。一方、CPIの推移を見ると、2015年12月ごろから前年比の伸び幅が拡大傾向にある。消費者物価の上昇に伴い、実質賃金が目減りしていくことで、個人消費にはしばらく下押し圧力がかかるとみている。輸出は、ポンド安による価格競争力の改善などが下支えとなって、回復に向かっている。最大の貿易相手国である米国の景気が回復傾向で推移すると見込まれることもあって、輸出は持ち直し傾向が続くとみる。

今後の英国景気は、実質家計所得の弱含みなどを背景に、停滞気味の推移をたどると見込まれることから、BOE(イングランド銀行)は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

財政政策が中国景気を下支え

中国の1-3月期の実質GDP成長率は前年比+6.9%と、10-12月期の同+6.8%から伸び幅が拡大した(図表4-1)。伸び幅の拡大は2四半期連続となる。政府によるインフラ投資の持ち直しや、不動産開発投資の回復、輸出の回復などが寄与したとみられる。一方で、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めざしている。3月の全国人民代表大会(全人代)ではこれを前提に、経済成長の目標を実質GDP成長率+6.5%~+7.0%から+6.5%前後へと下方修正、景気の緩やかな減速を容認した。ただ、今年の秋には、5年に一度の共産党大会を控えるなか、国務院が4月に3,800億元(約6兆円)規模の減税策を発表するなど、当面は



(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	6.8	6.4

経済安定を最優先課題に位置付けて、各種政策に取り組む姿勢を明確にしている。従って、年内の景気は底堅い推移を見込む。逆に、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+6.8%とほぼ前年並み、2018年は同+6.4%と予想する(図表4-2)。

投資や輸出は回復を見込むものの、消費の伸びは鈍化

需要項目別に見ると、固定資産投資は、インフラ投資の回復などを受けて、持ち直しの動きがみられる。今後も、政府によるインフラ投資が高い伸びを保つと見込まれるうえ、民間企業の投資も持ち直し傾向が続くとみられ、固定資産投資は、緩やかな回復が続くと予想する。

輸出は回復の兆しがみられる。1-3月期は前年比+4.2%と、8四半期ぶりのプラスとなった。先進国の堅調な国内需要を取り込む形で、輸出は今後さらに持ち直しの動きが明らかになるとみる。

個人消費の伸びは鈍化傾向にある。物価上昇の影響もあり、実質小売上の伸びはやや鈍化している。今後の個人消費は、減税幅縮小に伴う自動車の駆け込み需要に対する反動減がしばらく残るものの、底堅い雇用環境と、個人所得の増加が下支えすると見込む。

緩やかな物価上昇が見込まれるなか、人民元安傾向が続く

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、個人消費も堅調な推移が予想されることで、今後のCPIは、緩やかな上昇に向かうと予想する。

緩やかな物価上昇を受けて、貸出基準金利がすえ置かれるなか、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。米国で利上げが行なわれた3月には、人民銀行は、オペ金利を引き上げるなどして、元安圧力の緩和を図った。

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

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 の回復ペースはまちまち

アジア新興国景気は、先進国景気の回復や中国景気の減速トレンド一巡に伴う外需の回復を背景に、緩やかな回復傾向にある(図表5-1)。

韓国の1-3月期の実質GDP成長率(速報値)は、前期比+0.9%と、前期の同+0.5%からプラス幅が拡大した。設備投資や建設投資が持ち直したことで、総固定資本形成のプラス幅が拡大し、全体を押し上げた。今後について、個人消費は、家計の債務残高

	2015年 (実績)	2016年 (実績・予測)	2017年 (予測)	2018年 (予測)
韓国	2.8	2.8	2.5	2.8
台湾	0.7	1.5	1.8	2.0
シンガポール	1.9	2.0	2.2	2.3
フィリピン	5.9	6.8	6.7	6.6
インドネシア	4.9	5.0	5.1	5.3
タイ	2.9	3.2	3.4	3.5
マレーシア	5.0	4.2	4.3	4.5
香港	2.4	1.9	2.1	2.3
インド	7.9	7.2	7.4	7.7
豪州	2.4	2.6	2.6	2.8

(注) インドは年度ベース(4月～翌3月)

の拡大が足かせとなって伸び悩むとみる。輸出は、米中景気の回復などから、半導体を中心に回復傾向が続くと予想する。一方、総固定資本形成は緩慢な回復が見込まれるほか、新政権の政策効果の発現には時間がかかるとみられ、韓国景気は当面緩慢な回復にとどまるとみる。台湾の1-3月期の実質GDP成長率(速報値)は、前年比+2.6%と、前期の同+2.9%から伸びが鈍化したが、均せば回復傾向で推移している。半導体関連の設備投資や、新型スマートフォン向けなどの電子部品の輸出が下支えした。今後についても、輸出は電子部品関連を中心に回復が続くとみられ、景気は緩やかな回復を予想する。シンガポール景気は、電子部品需要が下支えし、輸出は回復傾向が続くとみるが、雇用環境の回復の遅れを背景に、個人消費の持ち直しの動きは鈍いと見込まれ、一進一退の推移を予想する。

ASEAN 景気は回復傾向が続く

インドネシアでは、税収不足が足かせとなって、公共投資は弱めの動きが続くとみるものの、昨年6回行なわれた利下げが引き続き個人消費の回復を後押しすると見込まれるほか、輸出も緩やかな回復傾向で推移するとみられ、景気は安定的な推移が続くと予想する。タイは、地方産業基盤の整備を中心に公共投資が持ち直しに向かうとみられるほか、観光需要の回復によるサービス輸出も下支えとなって、景気は緩やかな回復を見込む。マレーシアは、輸出は緩やかな回復をたどるとみるが、緊縮的な財政運営によって公共投資は弱めの動きが見込まれ、景気は緩やかな回復にとどまるとみる。フィリピンは、堅調な個人消費や政府のインフラ投資が下支えとなって、景気は底堅く推移するとみている。インドは、良好な天候見通しによる農業所得の回復などが個人消費の拡大に寄与するとみられるほか、政府のインフラ投資も下支えとなり、景気は拡大傾向が続くとみる。

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、タイ、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。インドネシアやマレーシアでも、中銀は様子見スタンスを維持するとみる。一方、フィリピンでは、今秋ごろまでに政策金利を引き上げると予想する。

豪州景気は緩やかな回復

豪州景気は緩やかに回復している。輸出は、中国向けがけん引してきたものの、中国景気への財政政策の効果が一巡するとみられることから、2017年末ごろから、伸び幅が徐々に縮小に向かうと予想する。一方、雇用環境の持ち直しを背景に、個人消費は緩やかな回復が見込まれるほか、政府によるインフラ整備が下支えし、固定資本投資は底堅く推移するとみられ、今後の豪州景気は、緩慢な回復をたどるとみる。豪州準備銀行(RBA)は、豪ドル安による資本流出懸念も燻るものの、鉄鉱石価格が下落していることもあり、当面、政策金利をすえ置くと予想する。(担当：平野、久保、磯部)

6. 商品相場見通し

原油価格は一進一退の推移が続くと予想

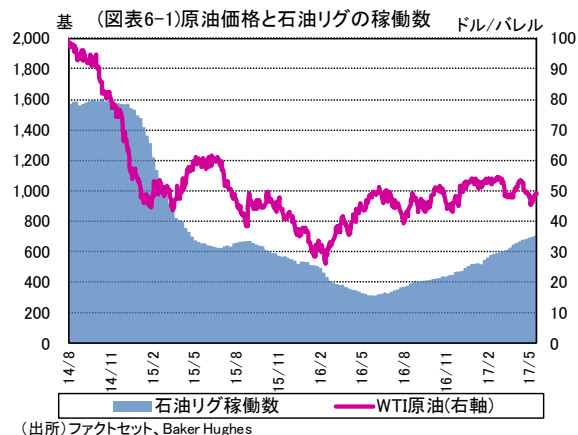
WTI 原油価格は、4 月以降、地政学リスクの高まりや OPEC の減産合意延長への期待から上昇に転じた。一方、米国の原油増産などが嫌気され、50 ドル/バレルを挟んだ展開となっている(図表 6-1)。

2016 年末に OPEC 加盟国および非加盟国が合意した協調減産は、4 月時点での達成率が 100%を超えており、概ね遵守されている(図表 6-2)。また、6 月末に期限を迎える協調減産は、5 月 25 日の OPEC 総会で 2018 年 3 月まで延長された。背景には、OPEC 諸国の財政難や、サウジアラビアの国営石油会社「サウジアラムコ」が 2018 年に新規株式公開 (IPO) を予定していることなどがある。

足元の米国の原油在庫は、直近 6 年間において最高水準で推移しているものの、今後は、9 月にかけてのドライブシーズンで、製油所の稼働率上昇に伴う需要の増加により、原油在庫は減少傾向で推移するとみている。

一方、米国原油の増産傾向が続いている。価格上昇によって、米国シェールオイル生産の再開や新規投資の動きが増えていることなどが背景にある。米国の石油リグ稼働数は、昨年 6 月以降、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、トランプ政権は環境より、米国経済と安全保障に寄与するエネルギー政策を重視する方針を立てており、こうした動きも、米シェール企業の開発を後押しするとみられ、中期的に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) が 4 月に発表した見通しでは、世界需要は底堅く推移すると見込まれ、2017 年には、世界原油の需給が均衡に近づくと見込んでいる。ただ、米国の原油増産が上値を抑えたとみており、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推移が続くと予想する。(担当：陳)



(図表6-2) OPEC4月の遵守状況(原油生産枠) 千バレル/日

加盟国	10月参照生産水準	減産目標	4月生産量	4月減産実績
アルジェリア	1,089	-50	1,047	-42
アンゴラ	1,751	-78	1,692	-59
エクアドル	548	-26	524	-24
ガボン	202	-9	206	4
イラン*2	3,707	90	3,759	52
イラク	4,561	-210	4,373	-188
クウェート	2,838	-131	2,702	-136
リビア*1	528	-	550	-
ナイジェリア*1	1,628	-	1508	-
カタール	648	-30	618	-30
サウジアラビア	10,544	-486	9,954	-590
UAE	3,013	-139	2,842	-171
ベネズエラ	2,067	-95	1,956	-111
計*3	33,124	-1,164	31,731	-1,295

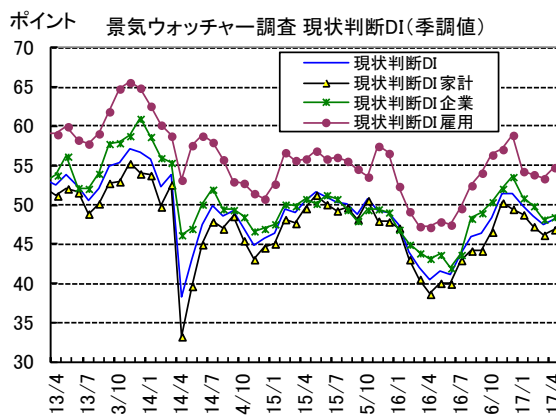
(出所) OPECの11月30日付プレス資料、5月報より明治安田生命作成
 *1 ナイジェリアとリビアは適用除外、当該3国の数値は、プレス資料
 に未記載のため、10月生産量(OPEC月報、外部機関による調査数値)を記載
 *2 イランの10月数値は外部報道機関による推計
 *3 表中の各国数値を単純計算

主要経済指標レビュー (5/8~5/26)

《 日 本 》

○ 4月景気ウォッチャー調査 (5月11日)

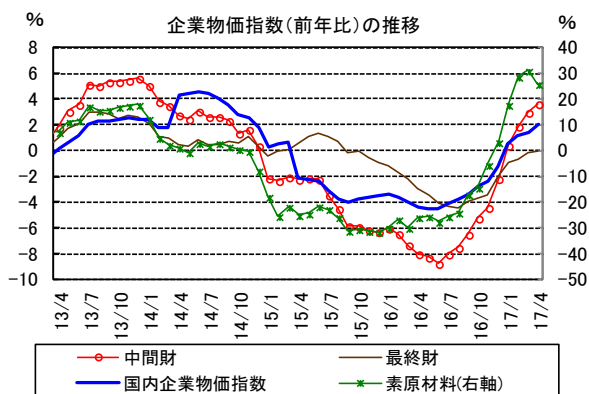
4月の景気ウォッチャー調査では、現状判断DI(季調値)が前月差+0.7ポイントの48.1と、5ヵ月ぶりの上昇、先行き判断DI(季調値)も同+0.7ポイントの48.8と、2ヵ月ぶりの上昇となった。ただし、両指数とも横ばいを示す50を下回っている。基調判断は、前月の「持ち直しが続いているものの、引き続き一服感がみられる」が維持された。ウォッチャーからは、インバウンドの好調や、製造業の業況の持ち直しを指摘する声が挙がる一方、人手不足の深刻化を懸念する声も根強い。今後については、賃金の伸び悩みに伴い、個人消費は力強さを欠く推移が続くとみられるものの、堅調な主要国・地域の景気に支えられ、日本の景気は外需主導で緩やかな回復が続くと予想する。



(出所)内閣府「景気ウォッチャー調査」

○ 4月企業物価指数 (速報値、5月15日)

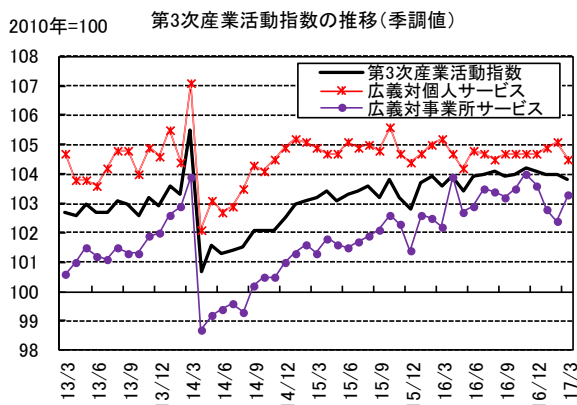
4月の国内企業物価指数は前年比+2.1%と、4ヵ月連続のプラスとなった。23種目中、18項目が前月から押し上げに寄与、5項目が押し下げに寄与した。押し上げ方向に寄与した項目では、鉄鋼、電力・都市ガス・水道、金属などが目立った。押し下げ方向に寄与した項目は、石油・石炭製品など。輸出入物価指数(円ベース)を見ると、輸出物価が同+3.8%→+3.0%、輸入物価は同+12.4%→+10.9%と、いずれも4ヵ月連続のプラスとなったが、プラス幅は縮小。輸入物価の縮小ペースが輸出物価を上回り、交易条件は改善した。今後については、昨秋以降の円安の影響の一巡のほか、原油価格の上昇が一服していることで、企業物価の上昇ペースは鈍化へ向かうと予想する。



(出所)日銀「企業物価指数」

○ 3月第3次産業活動指数 (5月16日)

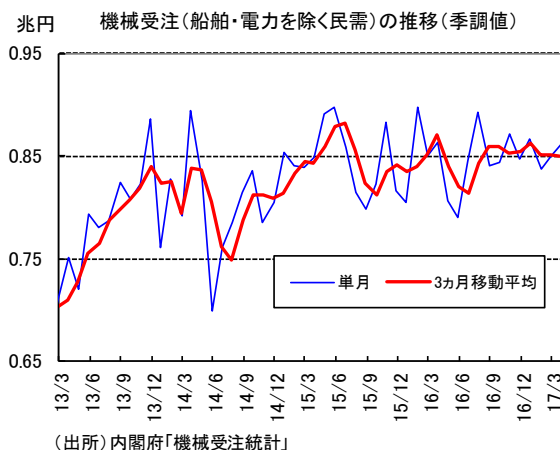
3月の第3次産業活動指数は前月比▲0.2%と、2ヵ月ぶりのマイナスとなった。内訳では、広義対事業所サービスは同+0.9%と、4ヵ月ぶりのプラスとなったものの、広義対個人サービスが同▲0.6%と、7ヵ月ぶりのマイナスとなった。業種別では、11業種中、4業種が低下、6業種が上昇、1業種が横ばいという結果。低下した業種では、情報通信業、生活娯楽関連サービス業、金融・保険業などのマイナス寄与が大きかった。一方、上昇した業種では、卸売業のプラス寄与が目立った。今後は、政府の経済対策の効果などから、広義対事業所サービスの持ち直し傾向が続くとみており、第3次産業活動指数は緩やかな改善に向かうとみる。



(出所)経済産業省「第3次産業活動指数」

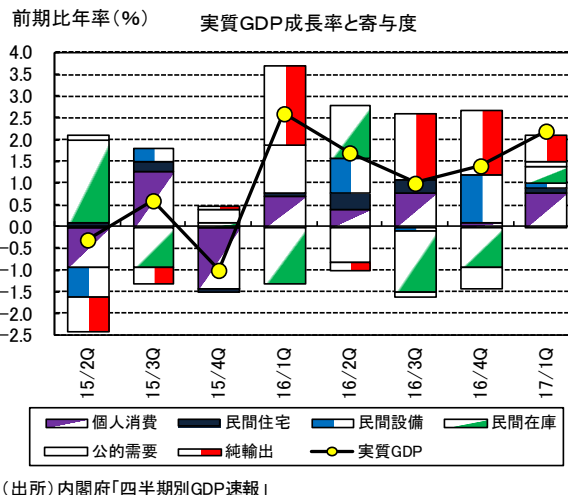
○ 3月機械受注 (5月17日)

3月の機械受注（船舶・電力を除く民需）は前月比+1.4%と、2ヵ月連続のプラスとなった。内閣府による基調判断は、7ヵ月連続で「機械受注は、持ち直しの動きに足踏みがみられる」が維持された。今回発表された4-6月期の見通し（船舶・電力を除く民需）は前期比▲5.9%と2四半期連続のマイナスで、目先の設備投資が停滞気味の推移となる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ものの、維持・補修への投資や研究開発投資などが下支えとみられる。非製造業でも、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、今後の設備投資は均せば回復傾向で推移すると予想する。



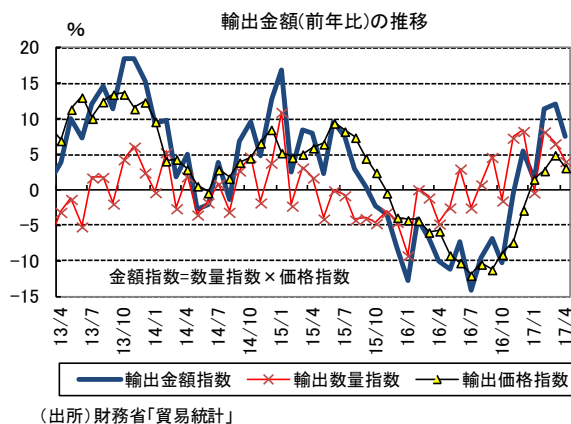
○ 1-3月期 GDP 速報 (5月18日)

1-3月期の実質GDP成長率は前期比+0.5%（年率換算：+2.2%）と、5四半期連続のプラスとなった。プラス幅も10-12月期の同+0.3%から拡大した。需要項目別にみると、輸出の寄与度が+0.4%と最も大きく、外需主導の回復が続いている。内需のなかで最も寄与度の大きい個人消費（寄与度+0.2%）は、10-12月期が弱かった反動という側面もある。実質雇用者報酬が2四半期連続のマイナスとなっていることから、今後けん引役になれるかどうかどうかは疑問符がつく。今後については、堅調な米国景気や、政府の経済対策の効果、官民のオリンピック需要などが後押しし、緩やかながらも徐々に景気回復ペースをあげていくと予想する。



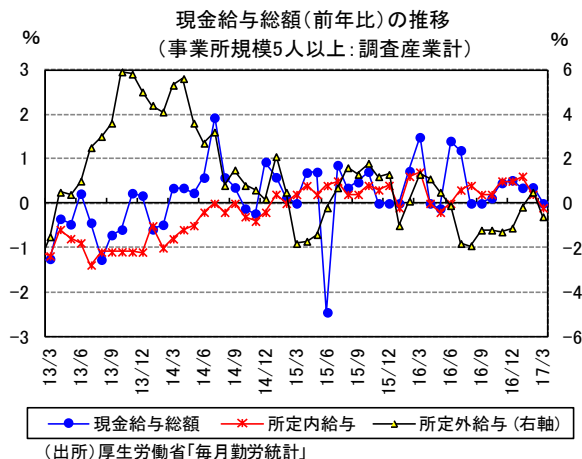
○ 4月貿易統計 (5月22日)

4月の貿易統計によると、輸出金額は前年比+7.5%と、5ヵ月連続のプラスとなった。ただ、3月の同+12.0%から伸び幅は縮小。輸入金額も同+15.1%と、原油価格の持ち直しなどを背景に、4ヵ月連続のプラスとなった。貿易収支は4,817億円と、3ヵ月連続の黒字で、黒字幅は前年同月から縮小。輸出数量を見ると、4月は同+4.1%と、3ヵ月連続のプラスとなり、均せば回復傾向が続いている。輸出数量の地域別では、中国向けが3ヵ月連続で前年比二桁プラスが続いていることや、EU向けがプラスに転じたことが、数量の回復に寄与した。2017年度の日本の輸出は、中国を中心としたアジア向けの需要拡大や堅調な米国景気などに支えられ、回復基調で推移すると予想する。



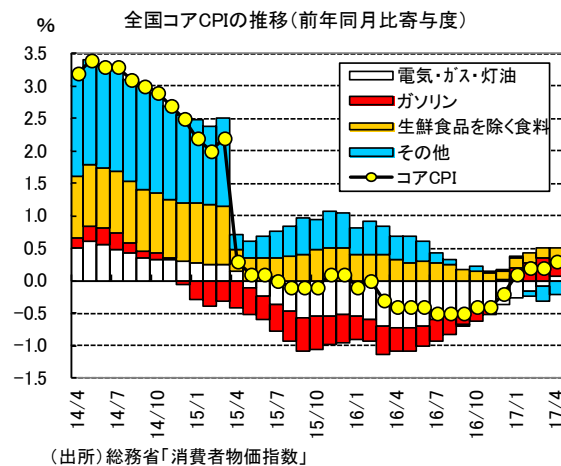
○ 3月毎月勤労統計（確報、5月23日）

3月の毎月勤労統計では、現金給与総額（事業所規模5人以上：調査産業計）が前年比±0.0%と、前年から横ばいとなった。内訳項目を見ると、特別給与が同+1.7%と、2ヵ月連続のプラスとなったものの、定期給与は同▲0.1%と、9ヵ月ぶりのマイナスとなった。定期給与のうち、所定内給与が同▲0.1%と、9ヵ月ぶりのマイナス。所定外給与も同▲0.6%と、2ヵ月ぶりのマイナスとなった。今後の名目賃金は、企業の慎重姿勢が続くなか、ベアの上昇率は前年を下回るとみられるものの、労働需給の引き締めを受け、人材確保を目的とした賃上げの流れが続く可能性が高く、緩やかな改善傾向で推移するとみる。



○ 4月全国消費者物価指数（5月26日）

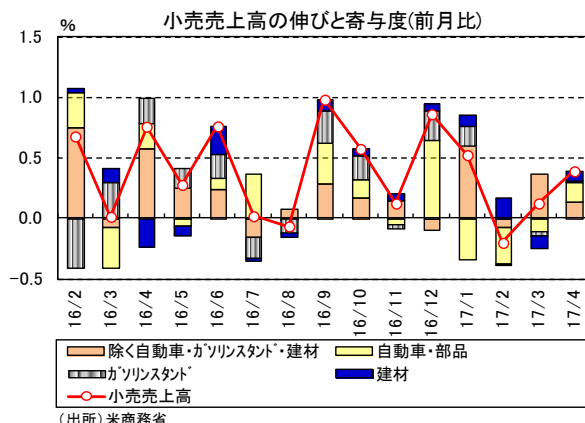
4月の全国消費者物価指数（生鮮食品を除く総合指数、以下コアCPI）は前年比+0.3%と、4ヵ月連続のプラスとなり、伸び幅も3月（同+0.2%）から拡大した。内訳では、電気代を中心としたエネルギー価格が上昇したほか、耐久消費財価格の下落が一巡しつつあることが全体を押し上げた。コアCPIからエネルギーを除いた新型コア指数も同+0.0%と、2ヵ月ぶりのプラス。5月の東京都区部の指数を見ると、コアCPIは同+0.1%と、4月の同▲0.1%からプラスに転じた。今後は、昨年後半までの円高の影響が緩和することで、コアCPIのプラス幅は拡大方向で推移するとみるが、エネルギー価格の押し上げ幅が次第に縮小へ向かうとみられるなか、上昇ペースは緩やかと予想する。



《米 国》

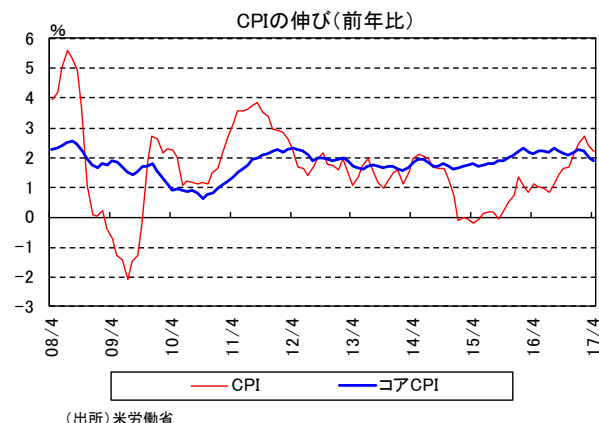
○ 4月小売売上高 (5月12日)

4月の小売売上高は前月比+0.4%と、2ヵ月連続で増加した。3月分も同▲0.2%から同+0.1%へ上方修正されている。内訳を見ると、自動車・部品が同+0.7%と4ヵ月ぶりに増加したほか、建材も同+1.2%と2ヵ月ぶりに増加した。無店舗販売は同+1.4%と、27ヵ月連続で増加した。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、前月比+0.2%と2ヵ月連続で増加した。賃金が改善傾向で推移していることなどから、個人消費は回復が続くとみる。



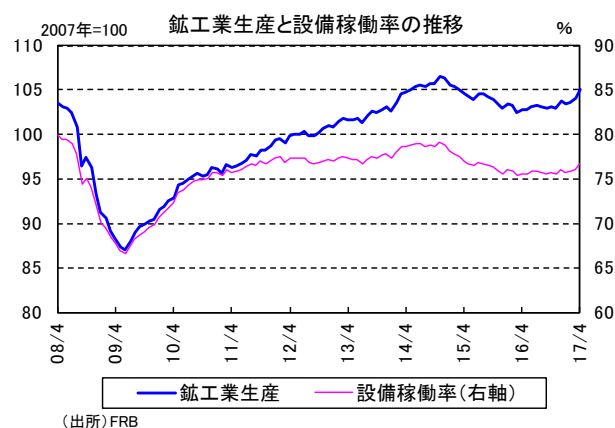
○ 4月CPI (消費者物価指数) (5月12日)

4月のCPIは前月比+0.2%と、2ヵ月ぶりに上昇した。背景には、燃料が同+1.2%と、3月の同▲6.1%からプラスに転じたことがある。エネルギーと食料品を除いたコアCPIは同+0.1%と、3月の同▲0.1%から小幅なプラスに転じた。前年比で見たCPIは+2.2%と、2ヵ月連続で伸び幅が縮小した。コアCPIも同+1.9%と、3ヵ月連続で伸び幅が縮小している。雇用環境は改善を続けており、賃金の緩やかな伸びが続くとみられることから、コア物価上昇率は今後も前年比+2%前後の安定的な推移が続くと予想する。



○ 4月鉱工業生産 (5月16日)

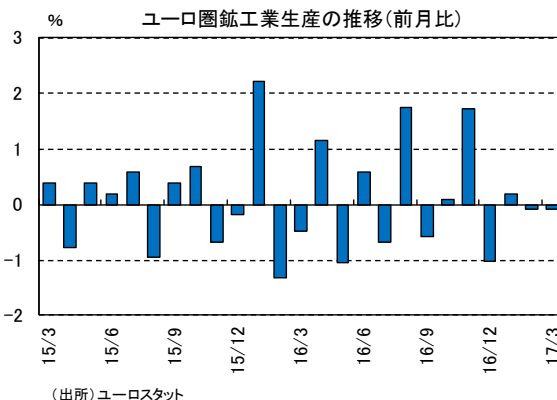
4月の鉱工業生産は前月比+1.0%となった。産業別に見ると、製造業が同+1.0%と2ヵ月ぶりのプラスとなり、石油掘削などの鉱業も同+1.2%と前月の同▲0.4%からプラスに回帰した。一方、電気・ガスなどの公益事業は同+0.7%と、前月の同+8.2%からプラス幅が大きく縮小した。設備稼働率は76.7%と、2ヵ月連続で上昇した。エネルギー価格の持ち直しを背景に資源開発企業の生産が上向していることなどから、今後の生産は持ち直し傾向で推移するとみている。



《 欧 州 》

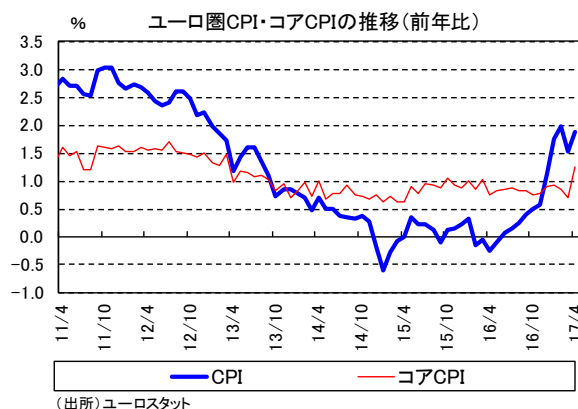
○ 3月ユーロ圏鉱工業生産 (5月12日)

3月のユーロ圏鉱工業生産は前月比▲0.1%と、2ヵ月連続のマイナスとなった。財別で見ると、消費財が同▲1.2%→+2.0%、中間財が同+1.2%→+0.3%、資本財が同+1.0%→+0.2%と、いずれもプラスとなったものの、エネルギーが同▲4.9%→▲3.2%と、暖冬などの影響で2ヵ月連続のマイナスとなり、全体を押し下げた。主要国別では、フランスが同▲1.7%→+2.0%、イタリアが同+1.0%→+0.4%と、いずれもプラスとなったが、ドイツは同+0.8%→▲0.7%、スペインは同▲0.2%→▲0.4%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から、今後のユーロ圏工業生産は持ち直し傾向で推移するとみる。



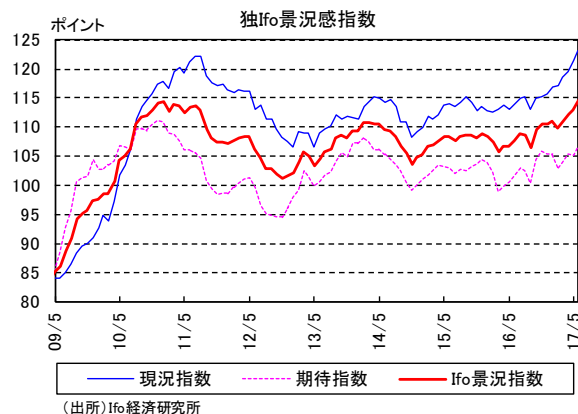
○ 4月ユーロ圏CPI (消費者物価指数) (5月17日)

4月のユーロ圏CPIは前年比+1.9%と、前月の同+1.5%から伸び幅が拡大した。財価格は同+2.0%→+1.9%と、2ヵ月連続で伸び幅が縮小したものの、サービス価格は同+1.0%→+1.8%と、イースター休暇の時期が昨年とずれた(昨年3月、今年4月)影響などで、2ヵ月ぶりに伸び幅が拡大。国別では、フランスが同+1.4%と、前月と同じ伸び幅だったが、ドイツが同+1.5%→+2.0%、イタリアが同+1.4%→+2.0%、スペインが同+2.1%→+2.6%と、いずれも伸び幅が拡大した。イースター休暇の時期のずれによる押し上げ効果は、来月にははく落するほか、原油価格上昇の影響も次第に和らぐとみられ、CPIの伸び幅は徐々に縮小に向かうと予想する。



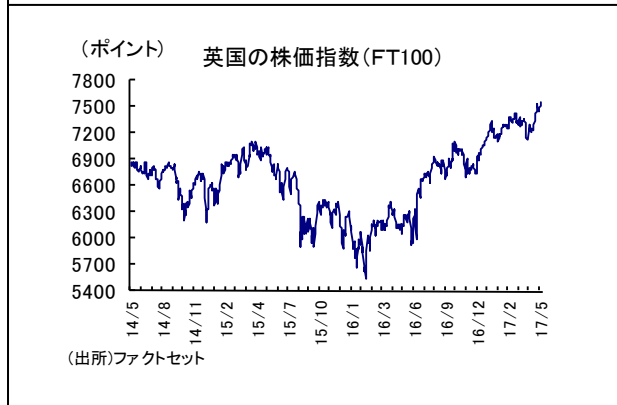
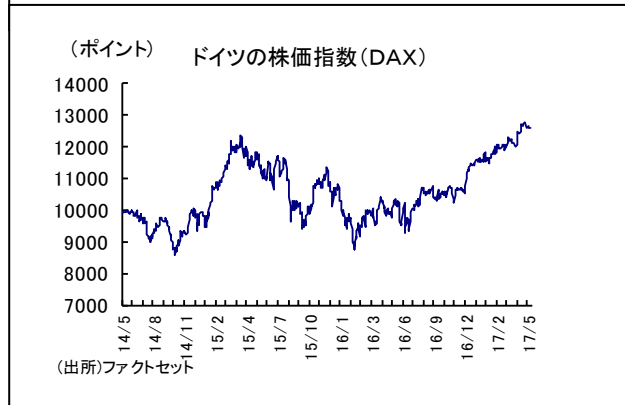
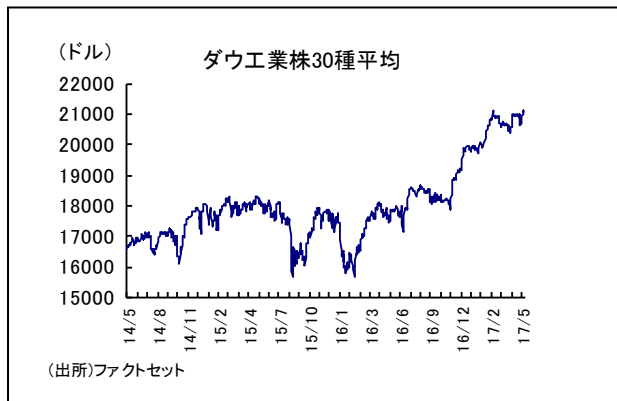
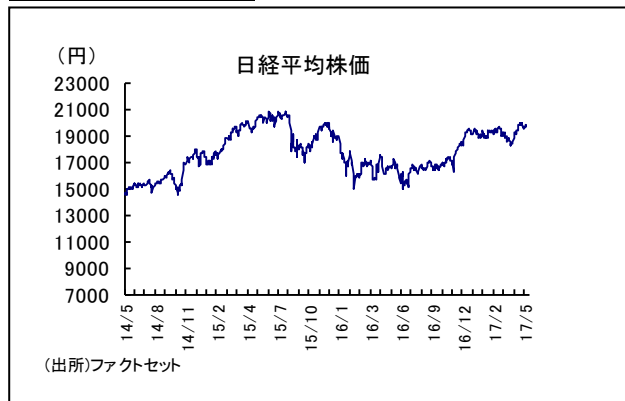
○ 5月ドイツIfo景況感指数 (5月23日)

5月のドイツIfo景況感指数は114.6と、4ヵ月連続で上昇し、1991年以来の高水準となった。内訳を見ると、現況指数が121.4→123.2と、9ヵ月連続で上昇したほか、期待指数も105.2→106.5と、2ヵ月ぶりに上昇した。産業別では、小売業が13.4→11.3と、3ヵ月ぶりに低下したものの、卸売業は19.8→20.3と、2ヵ月連続で上昇。製造業は21.0→26.0と、4ヵ月連続で上昇したほか、建設業も11.5→12.8と、3ヵ月連続で上昇した。良好な雇用環境や緩和的な金融環境などに支えられ、ドイツ景気は今後も底堅く推移すると予想する。

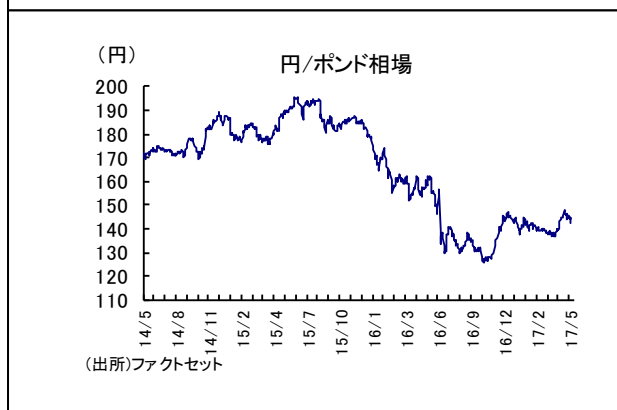
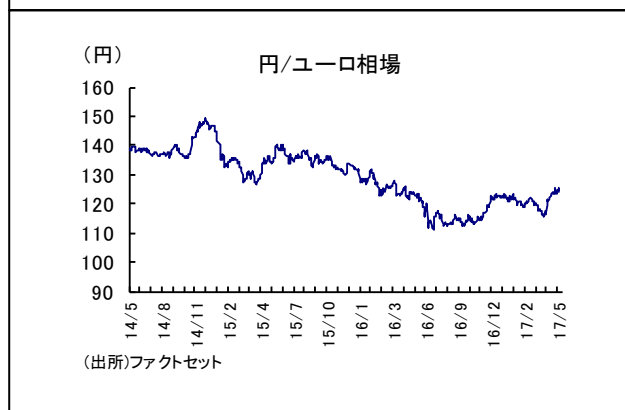
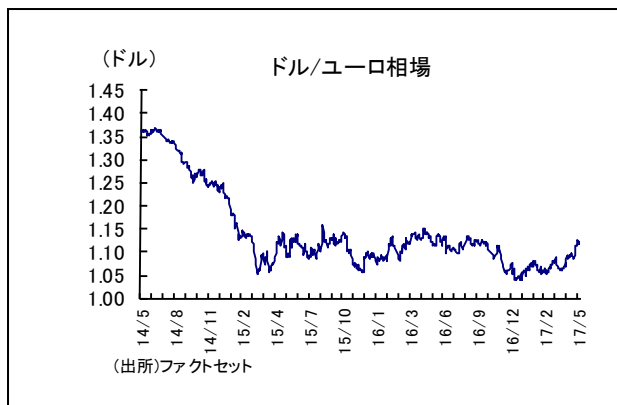
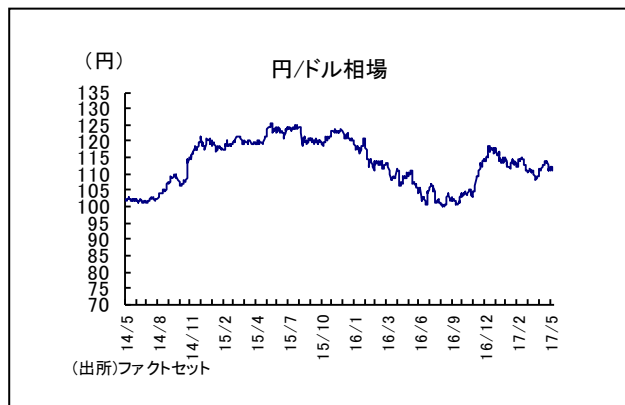


日米欧マーケットの動向 (2017年5月29日現在)

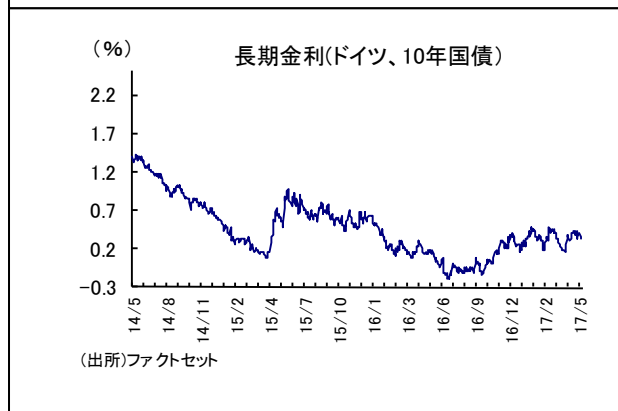
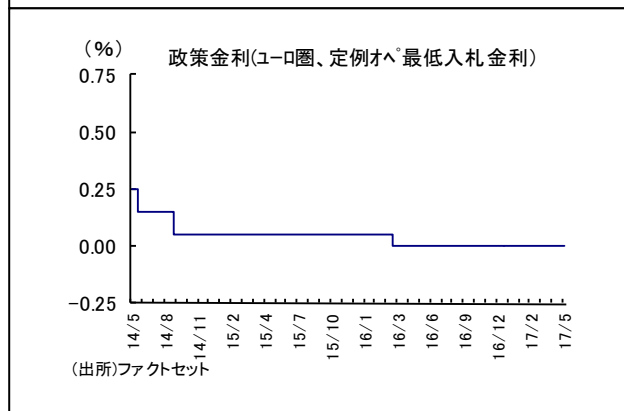
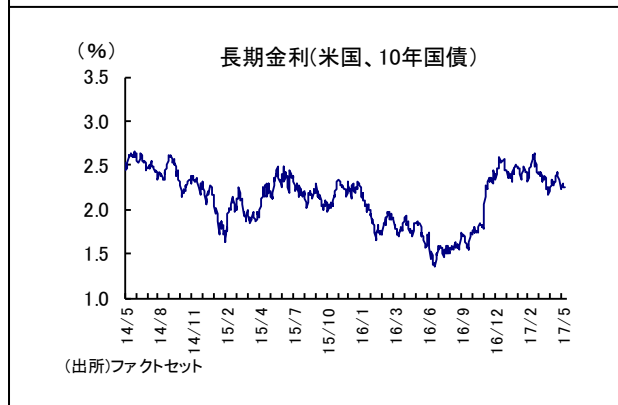
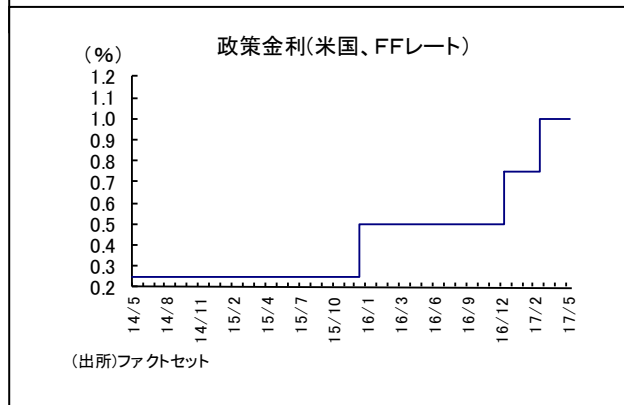
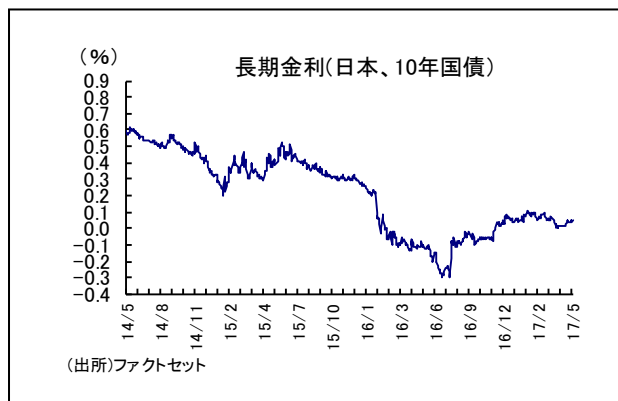
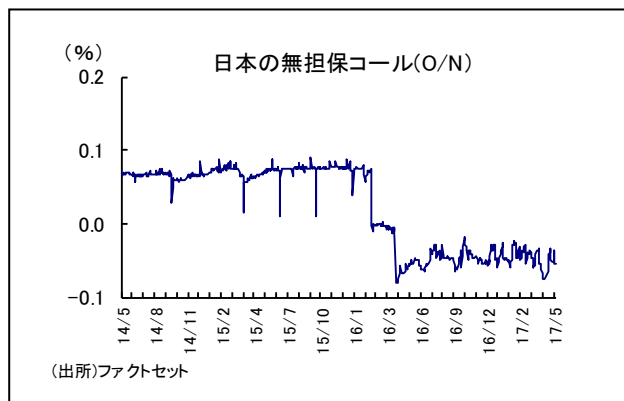
▽各国の株価動向



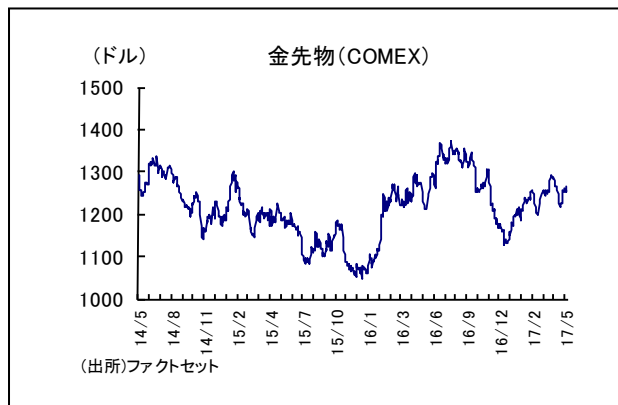
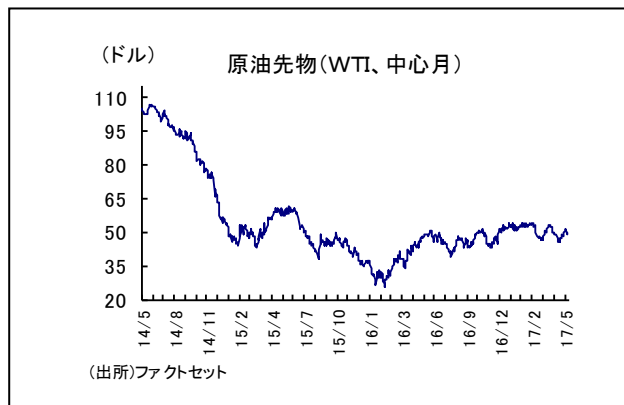
▽外為市場の動向



▽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、
山口範大、尾家小春、磯部雅人、陳家斉