２０１７年５月２３日

明治安田生命

# ２０１７－２０１８年度経済見通しについて

～　堅調な外需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、２０１７年１－３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　１．２％**

**名目ＧＤＰ成長率：２０１７年度　１．７％　２０１８年度　１．９％**

## 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。

〈主要計数表〉

| | ２０１６年度 | ２０１７年度 | | ２０１８年度 | |
|---|---|---|---|---|---|
| | 実績 | | 前回 | | 前回 |
| 実質成長率 | １．３％ | １．３％ | １．３％ | １．２％ | １．４％ |
| 成長率寄与度 | | | | | |
| ・内需 | ０．５％ | １．０％ | １．１％ | １．１％ | １．３％ |
| ・外需 | ０．８％ | ０．３％ | ０．２％ | ０．１％ | ０．１％ |
| 名目成長率 | １．２％ | １．７％ | １．４％ | １．９％ | １．７％ |

※前回は２０１７年２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）

| | 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 | 1.2% | 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% |
| 前年同期比 | 1.2% | 1.3% | 1.3% | 1.2% | 1.7% | 1.6% | 1.4% | 1.4% | 1.3% | 1.0% | 1.2% | 1.2% | 1.2% | 1.3% |
| 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% |

（前期比寄与度）

| | 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 | 1.2% | 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% |
| 民間最終消費支出 | 0.3% | 0.4% | 0.5% | 0.6% | 0.0% | 0.2% | 0.1% | 0.1% | 0.2% | 0.1% | 0.2% | 0.1% | 0.2% | 0.1% |
| 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% | 0.4% | 0.3% | 0.2% | 0.3% | 0.0% | 0.1% | 0.0% | 0.1% | 0.0% | 0.1% | 0.0% | 0.1% | 0.1% |
| 政府最終消費支出 | 0.4% | 0.1% | 0.3% | 0.2% | 0.0% | 0.0% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.0% | 0.0% | 0.1% | 0.0% | 0.1% |
| 公的固定資本形成 | ▲ 0.1% | ▲ 0.2% | 0.1% | 0.1% | ▲ 0.1% | ▲ 0.0% | 0.1% | 0.1% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 在庫品増加 | 0.4% | ▲ 0.3% | ▲ 0.2% | 0.0% | ▲ 0.2% | 0.1% | ▲ 0.1% | ▲ 0.0% | ▲ 0.0% | 0.0% | 0.0% | ▲ 0.0% | 0.1% | ▲ 0.1% |
| 純輸出 | 0.1% | 0.8% | 0.3% | 0.1% | 0.3% | 0.1% | 0.0% | ▲ 0.1% | ▲ 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.1% |
| 財貨・サービスの輸出 | 0.1% | 0.5% | 0.8% | 0.5% | 0.6% | 0.4% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.2% |
| 財貨・サービスの輸入 | ▲ 0.0% | 0.2% | ▲ 0.5% | ▲ 0.4% | ▲ 0.2% | ▲ 0.2% | ▲ 0.1% | ▲ 0.1% | ▲ 0.2% | ▲ 0.1% | ▲ 0.1% | ▲ 0.1% | ▲ 0.1% | ▲ 0.1% |

（兆円、2011年暦年連鎖価格）

| | 2015年度 | 2016年度 | 2017年度 | 2018年度 | 2016年度 | | 2017年度 | | | | 2018年度 | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | | | 10-12月 | 1-3月 | 4-6月 | 7-9月 | 10-12月 | 1-3月 | 4-6月 | 7-9月 | 10-12月 | 1-3月 |
| 実質GDP | 516.6 | 523.5 | 530.2 | 536.7 | 524.0 | 526.8 | 528.1 | 529.3 | 530.9 | 532.1 | 534.3 | 535.4 | 537.3 | 538.9 |
| 民間最終消費支出 | 295.2 | 297.0 | 299.7 | 302.6 | 297.1 | 298.1 | 298.6 | 299.3 | 300.2 | 300.7 | 301.7 | 302.2 | 303.0 | 303.8 |
| 民間住宅投資 | 15.1 | 16.1 | 16.3 | 16.4 | 16.2 | 16.3 | 16.2 | 16.3 | 16.3 | 16.3 | 16.4 | 16.3 | 16.4 | 16.4 |
| 民間設備投資 | 79.5 | 81.4 | 82.8 | 84.1 | 82.0 | 82.2 | 82.5 | 82.6 | 83.0 | 83.1 | 83.7 | 83.9 | 84.2 | 84.5 |
| 政府最終消費支出 | 105.4 | 106.0 | 107.5 | 108.6 | 106.1 | 106.3 | 107.0 | 107.3 | 107.7 | 107.9 | 108.1 | 108.5 | 108.7 | 109.0 |
| 公的固定資本形成 | 25.6 | 24.8 | 25.1 | 25.7 | 24.4 | 24.4 | 24.8 | 25.1 | 25.3 | 25.4 | 25.5 | 25.7 | 25.7 | 25.9 |
| 在庫品増加 | 2.7 | 0.9 | ▲ 0.1 | 0.0 | ▲ 0.2 | 0.4 | ▲ 0.0 | ▲ 0.1 | ▲ 0.2 | ▲ 0.1 | 0.1 | ▲ 0.1 | 0.2 | ▲ 0.1 |
| 純輸出 | ▲ 6.9 | ▲ 3.2 | ▲ 1.6 | ▲ 1.3 | ▲ 2.0 | ▲ 1.4 | ▲ 1.4 | ▲ 1.6 | ▲ 1.8 | ▲ 1.7 | ▲ 1.5 | ▲ 1.4 | ▲ 1.3 | ▲ 0.9 |
| 財貨・サービスの輸出 | 82.8 | 85.3 | 89.7 | 92.1 | 86.6 | 88.5 | 88.9 | 89.3 | 90.0 | 90.6 | 91.2 | 91.8 | 92.3 | 93.2 |
| 財貨・サービスの輸入 | 89.7 | 88.5 | 91.3 | 93.4 | 88.7 | 89.9 | 90.3 | 90.9 | 91.8 | 92.3 | 92.8 | 93.2 | 93.6 | 94.0 |

## 2. 主要指標予測

| | 2015年度 | 2016年度 | 2017年度 | 2018年度 | 2016年度 | | 2017年度 | | | | 2018年度 | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | | | 10-12月 | 1-3月 | 4-6月 | 7-9月 | 10-12月 | 1-3月 | 4-6月 | 7-9月 | 10-12月 | 1-3月 |
| 鉱工業生産(前年比) | ▲ 1.0% | 1.1% | 2.5% | 1.6% | 2.1% | 3.8% | 4.0% | 0.7% | 1.4% | 3.8% | 6.6% | 3.5% | ▲ 0.4% | ▲ 2.8% |
| 消費者物価指数(前年比) | 0.2% | ▲ 0.0% | 0.6% | 0.8% | 0.3% | 0.3% | 0.5% | 0.7% | 0.6% | 0.7% | 0.7% | 0.7% | 0.9% | 0.8% |
| 除く生鮮食品(前年比) | ▲ 0.0% | ▲ 0.3% | 0.6% | 0.8% | ▲ 0.3% | 0.2% | 0.5% | 0.7% | 0.6% | 0.7% | 0.7% | 0.7% | 0.9% | 0.8% |
| 国内企業物価指数(前年比) | ▲ 3.3% | ▲ 4.9% | 2.7% | 0.7% | ▲ 2.1% | 1.0% | 3.4% | 3.1% | 2.9% | 1.5% | 0.2% | 0.8% | 0.9% | 1.1% |
| 貿易収支(季調値、兆円) | ▲ 1.1 | 4.0 | 6.0 | 5.9 | 1.1 | 0.9 | 1.7 | 1.5 | 1.4 | 1.4 | 1.4 | 1.5 | 1.5 | 1.6 |
| 経常収支(季調値、兆円) | 17.9 | 20.0 | 22.1 | 21.7 | 5.1 | 5.2 | 6.0 | 5.2 | 5.3 | 5.6 | 5.7 | 5.0 | 5.3 | 5.7 |
| 完全失業率(季調値:平均) | 3.3% | 3.0% | 3.0% | 2.9% | 3.1% | 2.9% | 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% | 0.07% | 0.05% | 0.05% | 0.05% | 0.05% | 0.06% | 0.07% | 0.09% | 0.10% |
| WTI原油価格(ﾄﾞﾙ/バレル、※) | 45 | 48 | 51 | 52 | 54 | 50 | 50 | 51 | 51 | 50 | 51 | 52 | 52 | 52 |

※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 | | 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% | 2.0% | 2.4% | 2.1% | 0.7% | 2.5% | 2.2% | 2.4% | 2.4% | 2.3% | 2.1% | 2.7% |
| | 個人消費支出 | 3.2% | 2.7% | 2.4% | 2.5% | 3.5% | 0.3% | 2.8% | 2.5% | 2.4% | 2.3% | 2.5% | 2.5% | 3.0% |
| | 住宅投資 | 11.7% | 4.9% | 5.6% | 4.6% | 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% | 3.9% | 3.2% | 0.9% | 9.4% | 3.2% | 3.2% | 3.0% | 3.0% | 3.0% | 2.8% | 5.5% |
| | 在庫(寄与度) | 0.2% | ▲ 0.4% | ▲ 0.1% | 0.0% | 1.0% | ▲ 0.9% | ▲ 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% | ▲ 2.0% | 0.1% | ▲ 0.1% | ▲ 0.1% | ▲ 0.2% | ▲ 0.2% | ▲ 0.2% | ▲ 0.2% | ▲ 0.2% |
| | 輸出 | 0.1% | 0.4% | 2.8% | 2.8% | ▲ 4.5% | 5.8% | 2.5% | 2.5% | 2.5% | 2.8% | 3.0% | 3.0% | 3.2% |
| | 輸入 | 4.6% | 1.1% | 4.0% | 3.2% | 8.9% | 4.1% | 2.5% | 2.7% | 3.2% | 3.4% | 3.4% | 3.5% | 3.5% |
| | 政府支出 | 1.8% | 0.9% | ▲ 0.3% | 0.4% | 0.2% | ▲ 1.7% | 0.4% | 0.4% | 0.3% | 0.3% | 0.2% | 0.2% | 1.1% |
| | 失業率(※) | 5.3% | 4.9% | 4.5% | 4.6% | 4.7% | 4.5% | 4.4% | 4.4% | 4.5% | 4.5% | 4.6% | 4.6% | 4.6% |
| | CPI(総合、※) | 0.1% | 1.3% | 2.3% | 2.3% | 1.9% | 2.4% | 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% | 1.00% | 1.25% | 1.25% | 1.25% | 1.25% | 1.50% | 1.50% | 1.50% |
| | 長期金利(米10年債金利、※) | 2.15% | 1.83% | 2.37% | 2.58% | 2.45% | 2.39% | 2.30% | 2.40% | 2.40% | 2.50% | 2.50% | 2.60% | 2.70% |
| ユーロ圏 | 実質GDP成長率(前期比) | 2.0% | 1.8% | 1.5% | 1.6% | 0.5% | 0.5% | 0.2% | 0.3% | 0.4% | 0.4% | 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% | 1.2% | ▲ 0.8% | 0.5% | 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% | 0.2% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | ▲ 0.1% | 0.0% | 0.1% | 0.0% |
| | 輸出 | 6.5% | 2.9% | 5.2% | 3.0% | 1.8% | 1.9% | 1.1% | 0.7% | 0.7% | 0.7% | 0.6% | 0.8% | 0.7% |
| | 輸入 | 6.5% | 4.0% | 6.5% | 3.0% | 3.9% | 1.6% | 0.9% | 0.7% | 0.6% | 1.0% | 0.6% | 0.7% | 0.7% |
| | 失業率(※) | 10.9% | 10.0% | 9.3% | 8.9% | 9.6% | 9.5% | 9.4% | 9.3% | 9.1% | 9.0% | 8.9% | 8.8% | 8.7% |
| | CPI(総合、※) | 0.0% | 0.2% | 1.5% | 1.5% | 1.1% | 1.5% | 1.5% | 1.5% | 1.6% | 1.5% | 1.5% | 1.5% | 1.6% |
| | 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% | 1.8% | 1.6% | 1.5% | 0.7% | 0.3% | 0.3% | 0.2% | 0.3% | 0.4% | 0.4% | 0.5% | 0.5% |

※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。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。**

**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。**

### （１）1－3 月期 GDP はプラス幅拡大も内容は今一つ

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、プラス幅も 10－12 月期の同＋0.3%から拡大した。これはほぼ市場予想（同＋0.5%、＋1.7%）の範囲内といえる結果（当社予想は同＋0.5%、＋1.9%）。内外需別の寄与度を見ると、内需が＋0.4%、外需（純輸出）が＋0.1%で、一見内需主導の回復に見える。ただ、内需のなかでもっとも寄与度の大きい個人消費（前期比＋0.4%、寄与度＋0.2%）は、10－12 月期が同＋0.0%と弱かった反動という側面もある。雇用者報酬は名目ベースで前期比▲0.2%と 14 四半期ぶりのマイナス、実質ベースで同▲0.1%と 2 期連続のマイナスとなっており、今後も個人消費がけん引役になるかどうかどうかは疑問符がつく。一方、輸入は需要項目ではないので、純輸出を輸出と輸入に分解すると、輸出の寄与度が＋0.4%と、個人消費の 2 倍の寄与となっている。実態は依然として外需主導の回復である。

物価の動きを総合的に示す GDP デフレーターは前期比▲0.6%と、2 四半期ぶりのマイナスとなった。直近 1 年間で 3 回目のマイナスで、マイナス幅も 2012 年 4－6 月期以来の大きさ。輸入デフレーターが、原油安トレンドの一服や円安効果で同＋6.5%と、10－12 月期の同＋4.4%に続き 2 四半期連続で大幅な伸びを記録したのに対し、国内製品への価格転嫁の動きが進んでいないことが大幅な下振れに繋がっている。輸入物価上昇に伴う交易条件の悪化を受け、所得概念の数字である実質 GDI は前期比▲0.0%と、5 四半期ぶりのマイナスとなった。海外からの純要素所得を含めた実質 GNI は前期比＋0.2%と 3 四半期ぶりのプラスだが、小幅の伸びにとどまっている。原油安に伴う交易条件の改善が国内景気を支える構図はすでに一服している。所得概念の数字が軒並み下振れていることから、景気回復の実感は下がる方向と言える。

もっとも、今後の日本経済は引き続き回復基調の持続を見込む。不安定な米政権や地政学リスクなどの不透明要素は残るものの、堅調な米国景気や、政府の経済対策の効果などが後押しし、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。18 年度にかけては、官民の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。

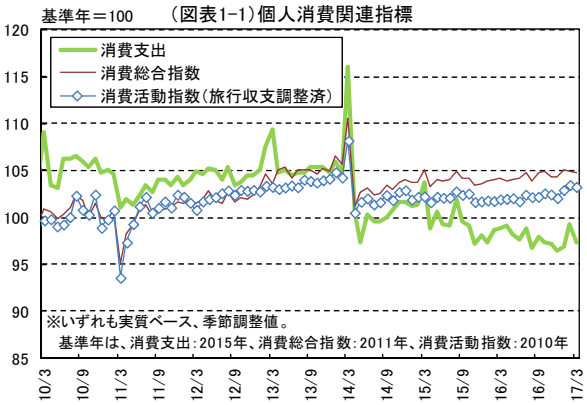
## （２）個人消費は緩慢な回復にとどまる

3 月の家計調査によると、2 人以上世帯の実質消費支出は前月比▲2.0%と、3 ヵ月ぶりのマイナスとなった（図表 1-1）。需要側のみから作成される家計調査については、回答世帯の偏りなどにより、消費の実勢から乖離している可能性もあるものの、需要側と供給側の統計を合成して作成される消費総合指数も停滞気味の推移が続いており、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は 43.2 と、5 ヵ月ぶりに悪化した（図表 1-2）。「雇用環境」は 5 ヵ月連続で改善したものの、「暮らし向き」、「収入の増え方」、「耐久財の買い時判断」がいずれも悪化し、全体を押し下げた。雇用環境に対する前向きな見方が続くなかでも、賃金の伸び悩みが続いており、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。

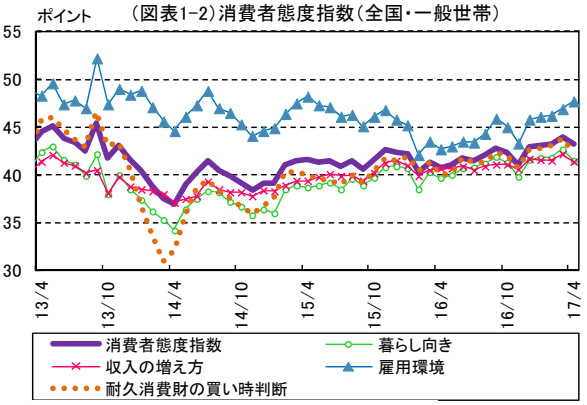
今後の個人消費を見通すうえで重要となるのが雇用・所得環境だが、まず、雇用環境を見ると、3 月の完全失業率は 2.8%と、1994 年 6 月以来の低水準となった前月から横ばいとなったほか、有効求人倍率も 1.45 倍と、1990 年 11 月以来の水準まで改善した。有効求人倍率の分子となる有効求人数と、分母となる有効求職者数の過去 12 ヵ月の推移を見ると、有効求人数が毎月平均＋0.1 万人のペースで増加する一方、有効求職者数は同▲0.1 万人のペースで減少している（図表 1-3）。有効求人数の増加だけでなく、少子高齢化の進展や、団塊の世代（1947 年～49 年生まれ）の労働市場からの退出による有効求職者数の減少も、労働需給のひっ迫要因となっていることが窺える。労働市場退出者の増加はマクロ的な所得の押し下げにつながるため、足元の労働需給のひっ迫は手放しで喜べる状況ではない。

次に、所得環境を見ると、3 月の現金給与総額は前年比▲0.4%と、10 ヵ月ぶりのマイナスとなった（図表 1-4）。近年の日本の労働市場の傾向として、労働者側が賃金低下をある程度許容するのと引き換えに、雇用確保を優先してきたという側面があり、こうした日本の労働市場の特徴が、雇用需給のひっ迫にもかかわらず賃金が上がらない一因になっていると考えられる。



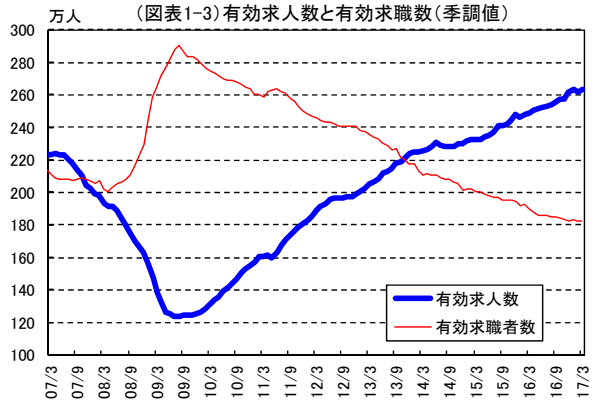
（図表1-1）個人消費関連指標

（出所）総務省「家計調査」、内閣府「消費総合指数」、日銀「消費活動指数」



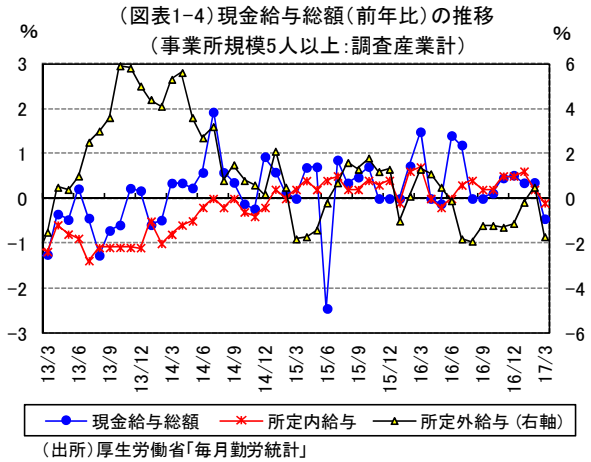
（図表1-2）消費者態度指数（全国・一般世帯）

（出所）内閣府「消費動向調査」



（図表1-3）有効求人数と有効求職数（季調値）

（出所）厚生労働省「一般職業紹介状況」



（図表1-4）現金給与総額（前年比）の推移
（事業所規模5人以上：調査産業計）

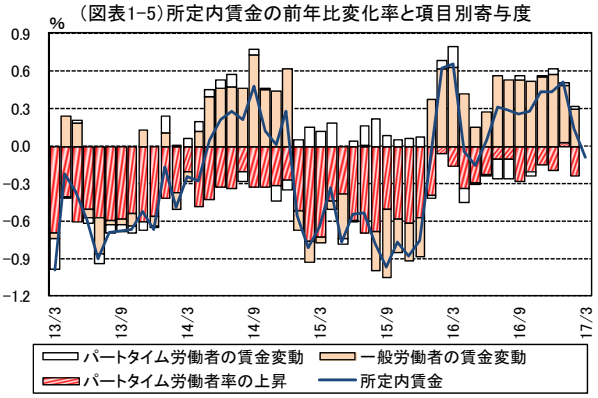
（出所）厚生労働省「毎月勤労統計」

雇用者に占める非正規雇用者比率の上昇も、賃金の抑制要因となっている。雇用者数の推移を雇用形態別に見ると、相対的に賃金水準の低い非正規雇用者が増加傾向で推移し、雇用者に占める非正規雇用者の比率も上昇傾向が続いている。毎月勤労統計の所定内給与の伸びを、一般労働者の所定内給与、パートタイム労働者の所定内給与、パートタイム労働者の構成比に寄与度分解すると、一般労働者とパートタイムの給与は、いずれも前年比プラスとなっているものの、パートタイム労働者比率の上昇が全体を押し下げる構図が続いていることが分かる（図表1-5）。有効求人倍率を雇用形態別に見ても、正社員の有効求人倍率は節目の１倍を下回っている。企業の採用ニーズは依然として、賃金や社会保険料などの人件費を削減でき、人員調整も容易な非正規中心である。職種についても、「保安の職業」、「建設・採掘の職業」、「介護関連」といった、労働集約的で賃金水準の見劣りする職種に採用ニーズが偏っており、労働需給の引き締まりを受けた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ている（図表 1-6）。

先行きの賃金のカギとなるのが春闘だが、連合が発表した 2017 年春闘の回答 5 次集計によると、5 月 12 日までに妥結した企業の賃上げ率は＋1.99%と、前年同時期（5 月 11 日までに妥結）の＋2.02%をやや下回った。賃上げ率は、年齢や勤続年数に応じて毎月の給与を増やす「定期昇給（定昇）」と、定昇のベースとなる基本給全体の水準を底上げする「ベースアップ（ベア）」に分けられるが、少子高齢化の進展により、企業にとって中長期的な利益成長が見通しにくくなっていることなどが、多くの企業が固定費の増加につながるベアに消極的な対応を続ける一因となっている。春闘の賃上げは、前年の企業業績や物価の動向などを考慮して実施される場合が多いが、2016 年は、年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、2016 年実績の 2.14%を下回る可能性が高い（図表 1-7）。

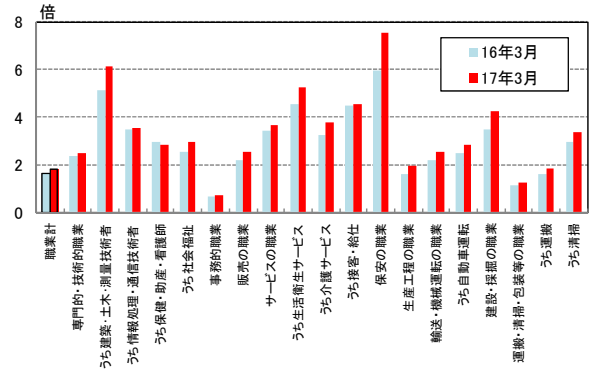
家計の実質購買力を下支えしてきた原油安効果

（図表1-5）所定内賃金の前年比変化率と項目別寄与度



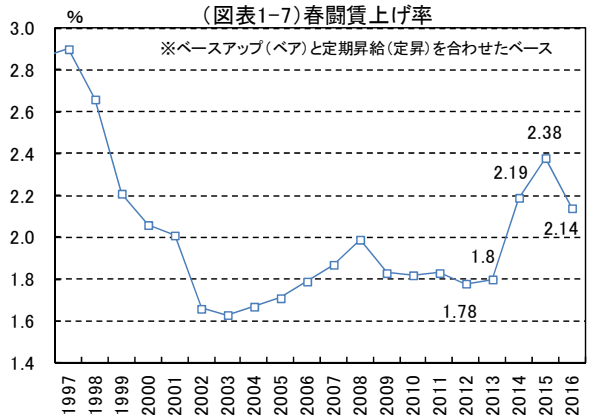

（出所）厚生労働省「毎月勤労統計」より明治安田生命作成

（図表1-6）職業別有効求人倍率（パートタイムを含む常用）



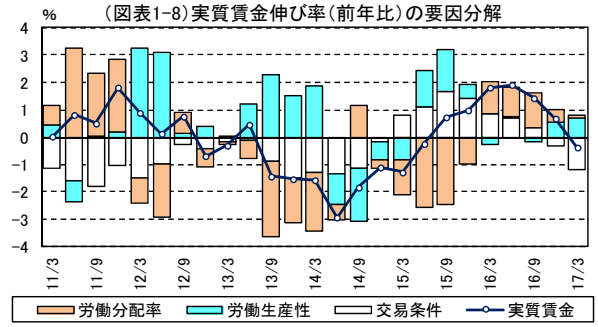

（出所）厚生労働省「一般職業紹介状況」

（図表1-7）春闘賃上げ率




（出所）厚生労働省「民間主要企業春季賃上げ要求・妥結状況」

（図表1-8）実質賃金伸び率（前年比）の要因分解




実質賃金＝雇用者報酬÷就業者数÷消費者物価
＝（実質GDP÷労働者数）×（雇用者報酬÷名目GDP）×（GDPデフレーター÷CPI）（※）
＝労働生産性×労働分配率×交易条件（※）として試算
※GDPデフレーターは輸出入デフレーターを含むため、（GDPデフレーター÷CPI）の算式は交易条件とほぼ同義

（出所）内閣府「四半期別QE速報」、総務省「労働力調査」より明治安田生命作成

も、足元では一巡している。実質賃金の伸びを、労働分配率、労働生産性、GDP デフレーター／CPI（定義式により交易条件とほぼ同義）に寄与度分解すると、GDP デフレーター／CPI は 2016 年 10－12 月期以降、実質賃金の押し下げ要因となっており、2015 年以降の、交易条件の改善が家計の購買力を押し上げる構図はすでに一服した（図表 1-8）。今年度についても、国内のエネルギー関連価格は昨年度を上回る水準で推移するとみられるほか、昨秋以降の円安もあって、輸入物価は上昇傾向で推移する可能性が高い。賃金の伸びが緩やかなものにとどまるなか、輸入品価格の上昇が家計の実質購買力の重しとなろう。

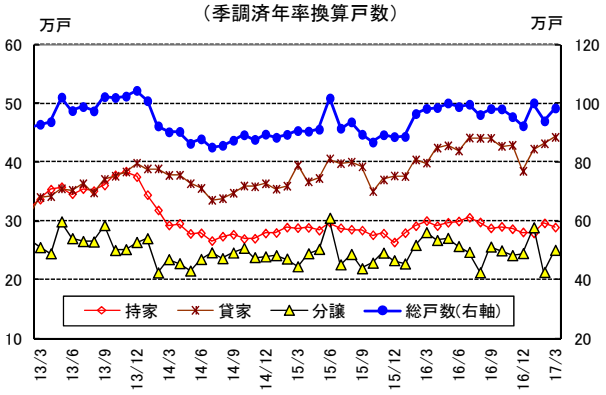
個人消費に関連する経済対策等の動向を見ると、保育士や介護人材等では処遇改善が行なわれる見通しであるほか、失業等給付に係る雇用保険料率（労使折半）も、現行の 0.8%から 0.6%へと、▲0.2%引き下げられることが決定している。一方、歳出の効率化が進められることで、高齢者世帯においては、高額医療費や保険料率軽減特例の見直しによる負担の増加が見込まれる。年金についても、昨年の消費者物価の落ち込みを受け、2017 年度の給付額は前年から▲0.1%引下げられることになっている。政府の経済対策などによる消費の下支え効果が見込まれる一方、高齢者世帯などでは、可処分所得が抑制され、消費マインドが冷え込むことが懸念される。賃金の上昇ペースが緩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、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、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1-9）。ただ、足元では、2016年12月（同92万戸）、2017年2月（同94万戸）など、着工戸数が下振れる月も見られる。

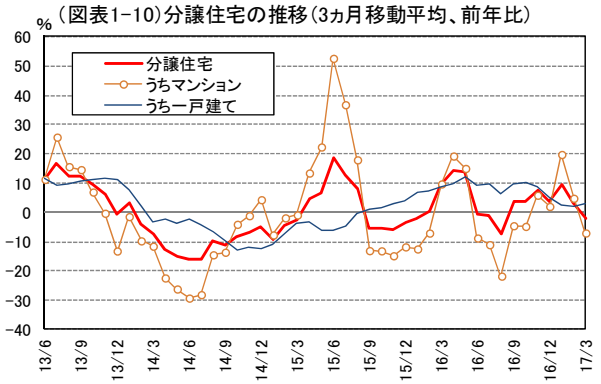
利用関係別に見ると、まず、持家着工戸数は昨夏以降、30万戸を下回る推移が続いている。住宅生産団体連合会の「経営者の住宅景況感調査」によると、1－3月期の戸建注文住宅の景況感指数（受注戸数が前年と比べて「良い」と回答した割合－「悪い」と回答した割合を指数化）は▲19と、4四半期連続でマイナスとなっている。「顧客が住宅購入およびリフォームに踏み切る決め手に欠け、引き続き商談が長期化傾向にある」など、商談の長期化を指摘する住宅建築業者のコメントが多く、持家着工は今後も緩やかな鈍化傾向が続くとみている。

（図表1-9）利用関係別新設住宅着工戸数の推移
（季調済年率換算戸数）




（出所）国土交通省「住宅着工統計」

（図表1-10）分譲住宅の推移（3ヵ月移動平均、前年比）



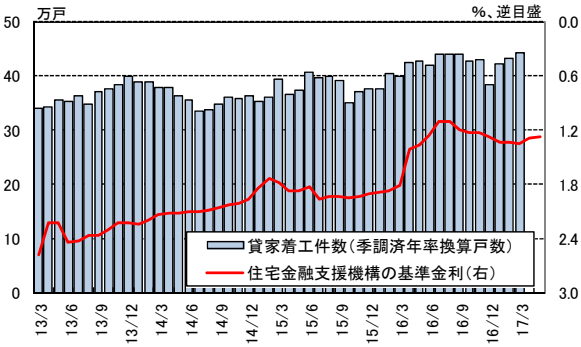

（出所）国土交通省「住宅着工統計」

分譲住宅着工戸数は、2016年秋の首都圏を中心とした大型マンション着工や、1月のオリンピック・パラリンピックの選手村（大会後はマンションとして分譲予定）の着工などに押し上げられる形で、昨秋から年初にかけて持ち直しの動きが見られた（図表1-10）。ただ、これらの影響が一巡した2月以降については、再び弱い動きとなっている。首都圏マンション市場の新規契約率を見ると、足元では4

ヵ月連続で好不調の境目とされる70%を下回っている。マンション契約率の悪化については、販売価格の高止まりが下押し圧力となっている可能性が高い。不動産経済研究所によると、4月の首都圏の新築マンション価格は5,918万円と、23ヵ月連続で5,000万円を上回った。建築資材価格や人件費などの上昇が主因で、今後も、東京オリンピックに向けた土木・建築需要が高まると見込まれることから、資材価格は上昇傾向が続くとみている。在庫も増加傾向をたどるなかで、マンション業者は慎重に物件供給を行なうとみられ、マンション着工は緩やかな減速傾向が続くとみる。

貸家着工戸数は、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、足元では再び増加傾向となっている（図表1-11）。マイナス金利導入以降の低金利環境のいっそうの進展による資金調達コストの低下以外にも、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も下支えとなっているとみられる。ただ、供給の大幅増に伴い、貸家の空室率の上昇も指摘されており、需要が追い付いていない様子も窺える。空室率の上昇は貸家採算性の悪化につながることから、これまでの旺盛な貸家投資意欲は今後減衰へ向かい、貸家着工は再び減少傾向に転じるとみている。

（図表1-11）住宅金融支援機構の基準金利と貸家着工件数の推移




（出所）国土交通省「住宅着工統計」、住宅金融支援機構

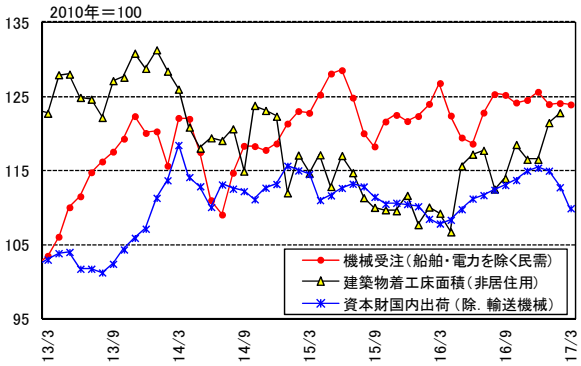
今後の住宅投資は、住宅ローン金利が低位で推移していることや、住宅ローン減税制度（10年間で一般住宅が最大400万円）、戸建住宅向けのZEH（ゼロエネルギー住宅）補助金（1戸あたり75万円）などの各種住宅支援策なども下支え要因になるとみる。ただ、住宅価格の高止まりが続くなか、消費者は引き続き慎重に物件購入を検討していくとみられるほか、貸家着工も減少に転じると見込まれることから、住宅着工は鈍化傾向で推移するとみられ、2017年度の住宅着工戸数は92万戸程度と予想する。仮に、2019年10月からの消費増税が決定されれば、2018年度には、消費増税を控えた駆け込み的な動きが出てこよう。前回の消費増税時には増税の2四半期前から着工増の動きが強まったことから、今回も同様に2018年度末にかけて駆け込み需要が発生するとみる。ただ、前回の増税ですでに需要の先食いが出ていたほか、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いる。増税が実施されないとの前提のもと、2018年度通年の着工戸数は90万戸と見込む。

### （4）設備投資は回復が続く

設備投資に先行する主要3指標（3ヵ月移動平均）を見ると、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1-12）。

3月調査の日銀短観における2017年度の大企業・製造業の設備投資計画は前年比＋5.3%と、ここ数年ではやや強めのスタートとなった（図表1-13）。トランプ政権発足後の円安進展に伴う輸出企業の業績回復期待が、強気の投資計画に繋がっている可能性がある。ただ、足元では、地政学リスクが意識されるなかで、企業は今年度の設備投資計画に関して従

（図表1-12）設備投資先行指標の推移（3ヵ月移動平均）




（出所）内閣府「機械受注」、国土交通省「建築着工」、経済産業省「鉱工業出荷内訳表」

来よりも慎重なスタンスで臨むとみられ、具体的な投資計画を固める企業が増加する次回6月調査での上方修正幅は、例年を下回る可能性が高い。

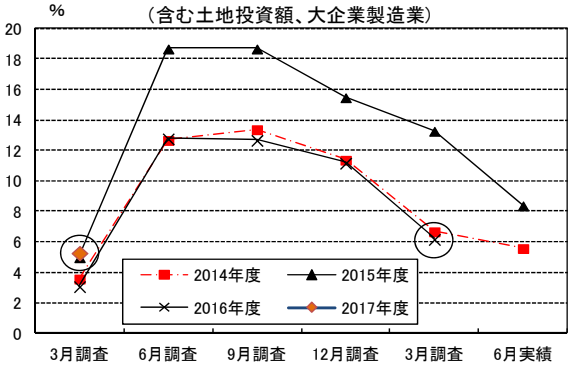
日銀短観の設備判断DI（全規模・全産業ベース、「過剰」－「不足」）を見ると、12月調査が0、3月調査が▲2、先行き6月の予測が▲4と、設備の不足感が強まる見通しとなっている。製造業・非製造業別に分けると、製造業では3月調査が0、先行き3月の予測が▲1と、先行きも小幅な不足にとどまるとの見通しである。少子高齢化が進むなか、国内の中長期的な低成長期待が定着している現状においては、多少の設備不足感が残ったとしても、企業は国内での能力増強投資を慎重に行なっていく方針とみられる。内閣府「企業行動に関するアンケート調査」の直近2016年度調査では、今後5年間、実質経済成長率、業界需要の実質成長率とも低迷が続く見通しとなっており、低成長期待には改善の兆しが見られない（図表1-14）。

ただ、国内の設備老朽化に伴う維持・補修への投資や、合理化・省力化投資は引き続き必要とされているほか、企業が海外生産拠点の整備を優先するなかでも、大企業中心に、研究開発拠点との連携や、新製品開発のためのマザー工場としての需要が国内投資の下支え要因となる可能性は高い。また、GDP統計の基準改定で新たに資本化された研究開発投資も、輸送用機械における環境・安全技術、一般機械での環境技術や医療分野などを中心に底堅く推移すると予想する。

非製造業の設備判断DIは、3月調査が▲4、先行き6月の予測は▲5と、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。省力化投資需要について、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、アベノミクス始動以前の2011年3月調査では、両者の間に明確な関係は見られなかったものの、直近調査では正の相関関係が見られる（図表1-15）。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。加えて、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ほか、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り、非製造業の設備投資は今後も底堅く推移すると見込む。

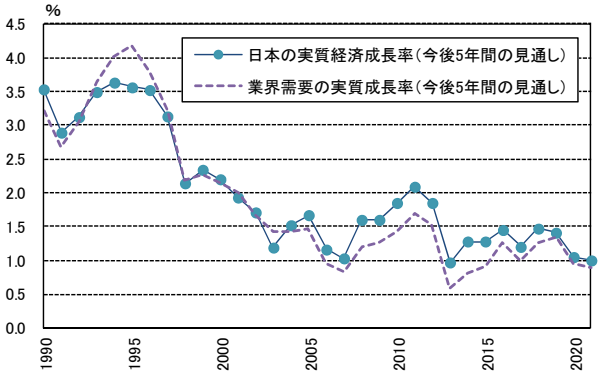
今後の設備投資は、国内の中長期的な低成長期待が定着していることから、製造業の能力増強投資の増加は見込みにくいものの、維持・補修への投資や研究開発投資などが下支えになるとみられ

（図表1-13）設備投資額年度計画（前年度比）
（含む土地投資額、大企業製造業）



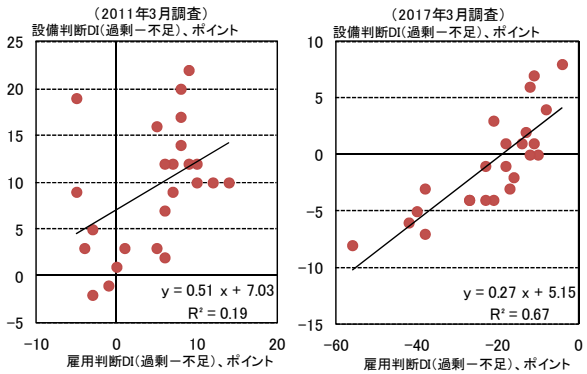

（出所）日銀「短観」

（図表1-14）企業の経済成長率・業界需要成長率見通しの推移




（出所）内閣府「企業行動に関するアンケート調査」

（図表1-15）日銀短観の設備・雇用判断DIの関係



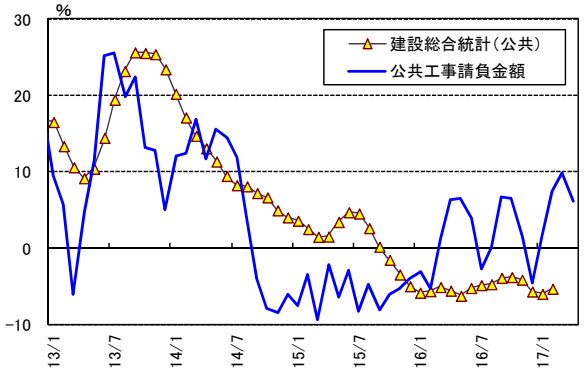

（出所）日銀「短観」

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。

### （５）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 四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。2016 年度の第 2 次補正予算の執行が進んだことが押し上げに寄与したとみられる。4 月のさくらレポート（日銀地域経済報告）でも、9 地域中、5 地域で公共投資の判断が 1 月から上方修正されており、多くの地域で公共投資が増加している様子が窺えるほか、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、年明け以降、マイナス幅が縮小傾向で推移している（図表 1-16）。また、出来高に先行する公共工事請負金額（3 ヵ月移動平均）も、年明け以降は改善傾向となっており、今後も公共投資の回復傾向が続く可能性が示唆されている。

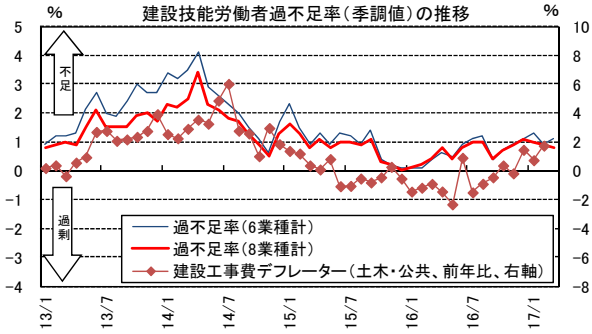
（図表1-16）公共工事関連指標（前年比）の推移（3ヵ月移動平均）




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

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）。人件費の上昇もあって、建設工事費デフレーターも、昨年央以降、再び上昇に向かっている。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、人手不足自体の緩和は見通し難い。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きたことから、すでに人手不足が工事進捗の大きな制約となる状況にはないとみている。

（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（季調値）の推移




※6職種：型わく工（土木、建築）、左官、とび工、鉄筋工（建築、土木）、
8職種：6職種＋電工、配管工
（出所）国土交通省「建設工事費デフレーター」、「建設労働需給調査」

1 月 31 日に成立した 2016 年度第 3 次補正予算では、災害対策費として、0.2 兆円を歳出することが決定しており、小規模ながら、今年度前半にかけて切れ目のない追加措置の効果が見込まれる。また、3 月 27 日に成立した 2017 年度本予算では、復興会計が 6,774 億円と、前年から約 25%減少したものの、一般会計の公共事業関係費は 5 兆 9,763 億円と、前年並みを確保しており、2017 年度本予算の執行による公共投資の押し上げ効果が今後次第に顕在化することが期待できる。加えて、東京オリンピック開催に向けたスタジアムの建設や道路網などのインフラ整備に係る工事が本格化すると見込まれることから、今年度以降も公共投資は底堅い推移が続くと予想する。

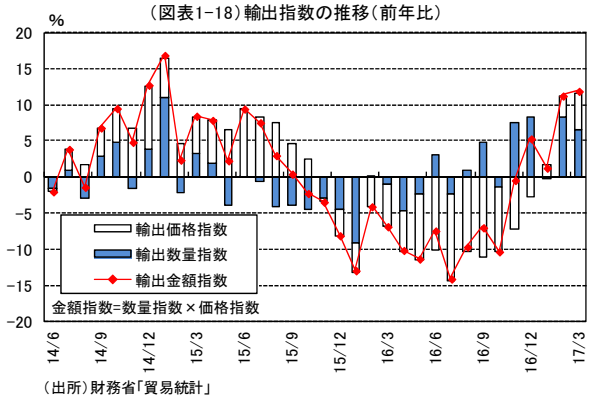
### （６）輸出は回復基調で推移

貿易統計によると、3 月の輸出金額は前年比＋12.0%と、4 ヵ月連続のプラスとなった（図表 1-18）。輸出金額の伸びを価格と数量に分解すると、輸出価格が同＋5.0%と、3 ヵ月連続のプラスとなったほか、輸出数量も同＋6.6%と、2 ヵ月連続のプラスとなっており、輸出の持ち直しが顕著となって

いる。

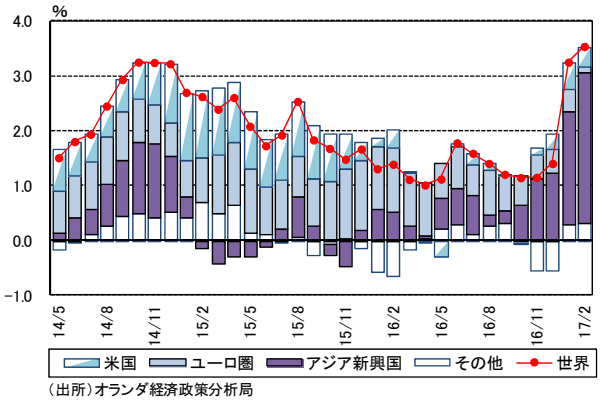
輸出数量を地域別に見ると、主にアジア向け（2016年10－12月期：前年比＋6.9%→1－3月期：同＋9.3%）の持ち直しが全体を押し上げている。オランダ経済分析局が公表する世界貿易数量を見ると、日本だけではなく、2016年末以降、世界の輸入数量は、中国などのアジア新興国の輸入増にけん引される形で持ち直していることが分かる（図表1-19）。中国向け輸出は、2016年度の日本の輸出金額の18%、アジア全体では54%を占めているため、アジア圏の外需環境の改善が日本の輸出に与える影響は大きい。今後についても、中国景気は安定的な推移が続くとみられるほか、新型スマートフォンの発売に伴い、アジアNIEs向けの情報関連輸出も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予想する。

（図表1-18）輸出指数の推移（前年比）




（出所）財務省「貿易統計」

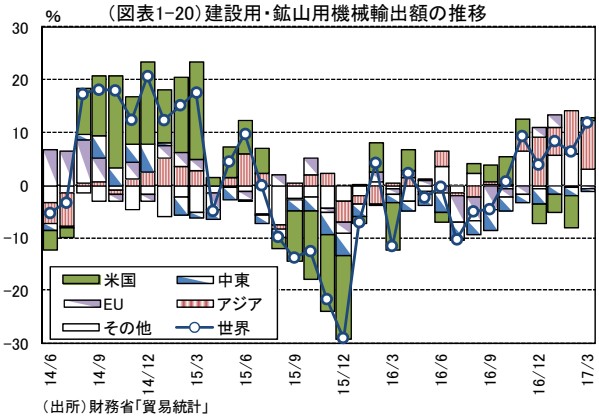
（図表1-19）世界の輸入数量の推移（前年比、3ヵ月移動平均）




（出所）オランダ経済政策分析局

中国とならぶ主要輸出先である米国向けについても、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、資源開発投資の活発化が見込まれることが下支え要因になるとみる。資源開発投資に関連する建設用・鉱山用機械の輸出額を見ると、アジア向けなどの持ち直しに対し、これまでは米国向けの回復が遅れていたが、3月には4ヵ月ぶりにプラスに転換した（図表1-20）。米国向けの建設用・鉱山用機械輸出に半年ほど先行する傾向のある米国内の石油掘削稼働リグ数は、このところ増加傾向となっており、今後の輸出増加を示唆している。恒久的な高率関税の適用などの保護主義的な政策が実行に移されれば、日本の輸出への悪影響は大きいが、もともと自由貿易を重視する共和党の了承を得られにくいほか、個別交渉を行なう場合にも時間がかかるとみられ、予想期間の米国向け輸出は、基本的に堅調な推移が続くとみる。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。

（図表1-20）建設用・鉱山用機械輸出額の推移



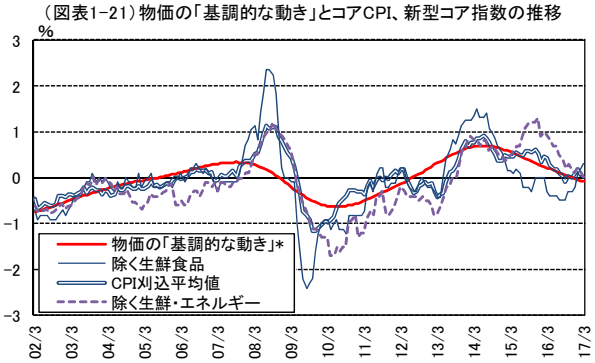

（出所）財務省「貿易統計」

輸入についても増加傾向となっている。3 月の輸入金額は前年比＋15.8%と、3 ヵ月連続のプラスとなった。輸入金額の伸びを価格と数量に分解すると、昨秋以降、輸入数量がプラスとなる月が増えているほか、輸入価格も、1 月以降はプラスとなっている。目先は、原油価格の上昇の影響が、LNG など他の鉱物性燃料にも波及することで、輸入価格がさらに押し上げられる展開が見込まれる。国内景気の持ち直しにより、輸入数量も増加傾向をたどるとみられることから、輸入金額はその後も持ち直し傾向で推移するとみる。3 月の季調済貿易収支は、1,722 億円と、17 ヵ月連続で黒字となった。今後については、輸出金額の増加が見込まれるものの、輸入金額の持ち直しを受け、2017 年度の貿易収支は小幅な黒字にとどまると予想する。

## （７）コア CPI は緩やかな上昇へ

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 1-21）。ただ、物価の「基調的な動き」は弱い動きとなっているほか、除く生鮮・エネルギーの伸び幅は、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ことが分かる。

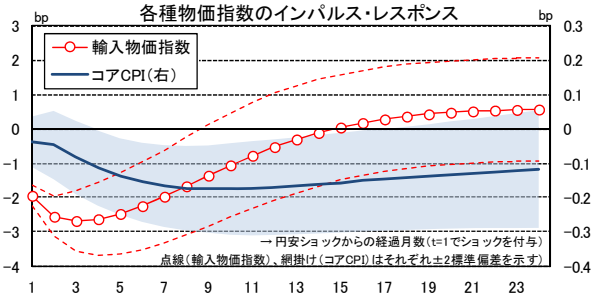
（図表1-21）物価の「基調的な動き」とコアCPI、新型コア指数の推移




*CPI総合にHPフィルターを用いて算出。いずれの系列とも消費増税の影響を除く。
2015年12月までの除く生鮮・エネルギー、刈込平均は2010年基準
（出所）総務省「消費者物価指数」、日本銀行より明治安田生命作成

除く生鮮・エネルギーベースでの CPI が伸び悩んでいる背景としては、昨年秋までの円高の影響が残っていることが挙げられる。円高による物価の押し下げ効果について、ベクトル自己回帰（VAR）モデルによる実証を行なうと、輸入物価指数では、円高ショック発生から 2 ヵ月後が押し下げのピークであるのに対し、コア CPI は 8 ヵ月後がピークであり、足元では依然として米大統領選までの円高による物価押し下げが顕在化している段階にあるとみられる（図表 1-22）。ただ、すでに円高が一服してから 7 ヵ月が経過しているほか、輸入物価指数は、年初より上昇に転じていることから、今後は、コア CPI においても過去の円高による押し下げ効果は一巡に向かうとみる。

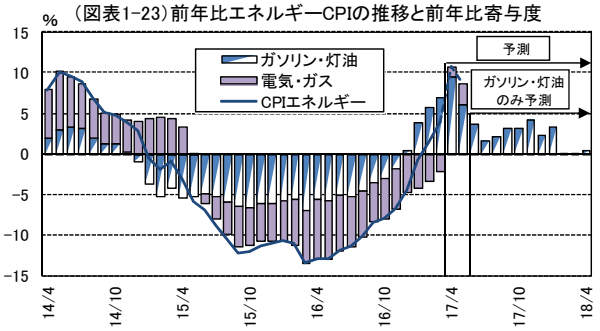
（図表1-22）1%の円高ショックに対する
各種物価指数のインパルス・レスポンス




ドバイ原油価格（対数値）、名目実効為替レート（対数値）、輸入物価指数（円ベース、対数値）、コアCPI（消費増税調整済、対数値）からVARモデルを構築。AICにより、2次のラグを設定。インパルス・レスポンスの導出はコレスキー分解（為替→輸入物価→コアCPI）を利用、500回のモンテカルロ・シミュレーションにより標準誤差を計算。輸入物価はコアCPIよりも振れが大きいので、インパルス・レスポンスが大きくなる。分析期間：06年1月－17年2月
（出所）日本銀行、総務省、ファクトセットより明治安田生命作成

一方、足元で大きくコア CPI を押し上げているエネルギー関連品目については、今後は伸び悩みが予想される。足元では、昨年末にかけての原油価格の底打ちと円安進行を背景に、CPI エネルギー価格は約 2 年ぶりのプラスとなっている。川上にあたる資源価格の変動が川下の CPI に現れるまでにはラグがあるため、目先はエネルギーのプラス寄与の拡大が続く見込みである。ただ、原油価格は年初以降、上値の重い展開となっており、今後のエネルギーのプラス寄与は縮小に向かう公算が高い。当社の原油価格見通しと為替見通しから試算すると、夏場以降のエネルギー関連品目による CPI の押し上げは小幅となる可能性が示唆される（図表 1-23）。

（図表1-23）前年比エネルギーCPIの推移と前年比寄与度




※電気・ガス：東京電力の電気料金計算式から一般的な家庭の電気料金
（従量電灯B,30A）を試算することで予測を作成（2017年5月まで）
※ガソリン・灯油：当社の原油価格、為替相場の見通しから予測を作成（2018年4月まで）
（出所）総務省「消費者物価指数」、東京電力資料等より明治安田生命作成

家計や企業の期待インフレ率が伸び悩んでいることも、物価上昇の阻害要因となっているとみられる。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、企業については足元で底打ちの兆しもみられるが、とりわけ家計の期待インフレ率の鈍化が著しい。期待インフレの形成において、日本では過去の実績に引きずられる「適合的な期待形成」の要素が強いとみられることから、CPI の実績値が伸び悩んできたなかで、今

後も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、昨年後半までの円高の影響が緩和することで、プラス圏での推移が続くとみるものの、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。

**（８）黒田総裁の任期中の金融政策はすえ置き**

4 月 26,27 日に開催された日銀金融政策決定会合では、大方の予想どおり金融政策はすえ置かれた。展望レポートでは、17 年度の消費者物価見通しが 1.5%から 1.4%へと小幅下方修正されたが、これでも達成の可能性は低い。年度平均で 1.4%を達成するためには、年度半ばにも 1%台が見えてくる必要があり、今後は CPI が発表されるたびに、V 字型に伸びてくることが確認される必要がある。春闘における賃金の伸びが前年並みにとどまり、円安トレンドは一巡、原油価格の反発も一服という状況下では、もはや不可能ともいえ、これまで同様、今後も展望レポートのたびに下方修正を繰り返して行くこととなろう。物価目標の達成時期も、10 月か 1 月の展望レポートで、再び後ろ倒しを余儀なくされる可能性が高い。もしそうなれば、黒田政権下では 6 度目の後ろ倒しとなる。

物価目標の達成の見込みがない以上、市場の一部で囁かれている 10 年債利回りの操作目標の引き上げは大義名分が立ちにくい。物価目標未達下で 10 年国債利回りの操作目標を引き上げるのであれば、そのほうが物価目標の達成に近づくと言う説明が必要である。しかし、黒田総裁はイールドカーブ・コントロールの波及チャネルについて、「実質金利を十分に下げて、投資あるいは消費にプラスの影響を及ぼし、経済が成長し、雇用が拡大することを通じて、賃金や物価を押し上げていくチャネル」と述べている。操作目標を引き上げれば実質金利が上がることになる以上、合理的な理屈付けはきわめて難しい。

変えるとしたら昨年 9 月同様、複雑な枠組み変更の中に、本音を紛れ込ませるような手法しかないように思うが、マイナス金利、イールドカーブ・コントロールとすでに何度も枠組みを変更していることを考えれば、黒田体制下での再度の変更はハードルが高い。黒田総裁の留任がない場合、政策の継続性にこだわる必要のない後任の総裁は、就任次第枠組みを変える可能性が高いとみるが、来年 4 月の黒田総裁の任期満了までは、現状の政策を維持する可能性が高いとみる。

「年間 80 兆円をめど」という長期国債の積み増し目標も維持しよう。地政学リスクなどの円高圧力が残っている状況下で、テーパリング（買入れ縮小）への第一歩と受け止められかねない政策変さらにあえて踏み込む必要はない。黒田総裁は定例会見で「実際の国債買入れ額は、金融市場の状況に応じて、ある程度の幅をもって変動することになります」と述べているが、「めど」のレンジは相当幅広いと見ておいた方がいい。量的・質的緩和の導入から 3 年過ぎても、「2 年という目標は変えない」と述べていたくらいなので、よほどオペの減額幅が大きくならない限り、今後も 80 兆円という数字は維持しよう。

## ２．米国経済見通し

〈要　　約〉

**１－３月期の米国実質ＧＤＰ成長率（速報値）は前期比年率＋０．７％と、１０－１２月期の同＋２．１％から伸び幅は縮小したものの、１２四半期連続のプラス成長となった。緩和的な金融環境や雇用環境の改善などに支えられ、４－６月期以降も景気回復傾向が続くとみる。**

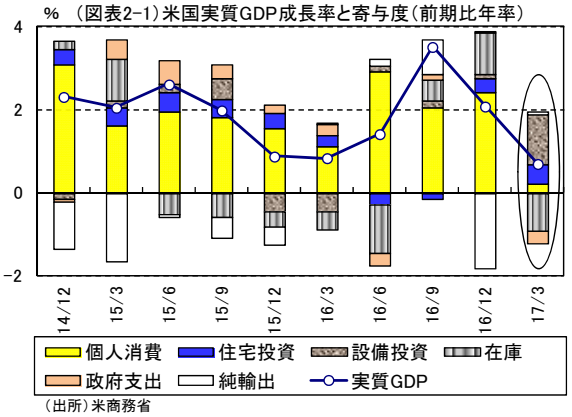
**個人消費は、雇用環境の改善が続き、賃金も緩やかに上向くとみられることなどから、回復傾向が続く可能性が高い。住宅投資は、依然として銀行の貸出態度が緩和的であることや、雇用者数の増加が続いていることなどを背景に、堅調に推移すると予想する。**

**設備投資は、企業業績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、中国をはじめとする新興国景気が安定化していることを背景に、持ち直しに向かうとみる。**

**ＦＲＢ（米連邦準備制度理事会）は、２０１７年３月に３ヵ月ぶりの利上げを行なった。今後も緩やかな景気回復が続くとみており、２０１７年内は１回程度の追加利上げと、再投資政策の一部停止が行なわれると予想する。その後も、２０１８年末までは年１～２回程度のペースで利上げが行なわれるとみる。**

### （１）1－3 月期の GDP は低い伸び

1－3月期の米国実質GDP成長率（速報値）は前期比年率＋0.7％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％→＋0.3％と大きく鈍化した影響が大きいが、暖冬や大雪などの天候要因、所得税還付の遅れなど、一時的な要因が大きかったとみられる。




一方、住宅投資は同＋9.6％→＋13.7％、設備投資は同＋0.9％→＋9.4％と、いずれも伸び幅が拡大した。設備投資回復の背景には、堅調な企業業績があるとみられる。在庫投資の成長率全体に対する寄与度は＋1.0％→▲0.9％と、3四半期ぶりのマイナスとなった。輸出は同▲4.5％→同＋5.8％と、中国向け、アジアNIEs向けの輸出が持ち直したことを背景に2四半期ぶりに増加した。輸入は同＋9.0％→同＋4.1％と伸び幅が縮小した。結果、純輸出の成長率全体に対する寄与度は同▲1.8％→同＋0.1％と2四半期ぶりにプラスとなった。一方、政府支出は前期比年率＋0.2％→▲1.7％と、3四半期ぶりにマイナスとなった。

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、財源の目途が立たないこともあって議会との調整が難航すると予想され、実施時期は次々期会計年度である2018年10月までずれ込むと予想する。

### （２）個人消費は回復傾向が続く

米国の個人消費は、回復傾向が続いているものの、そのペースは鈍化しつつある。

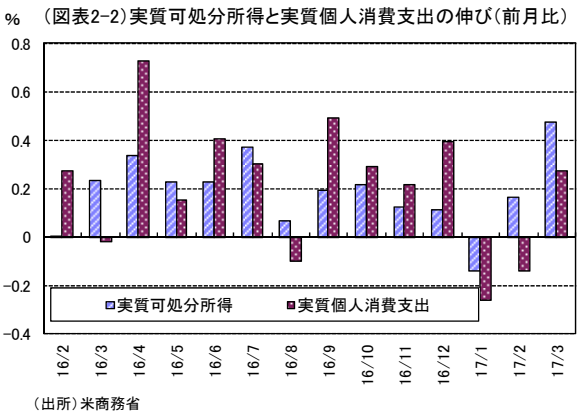
月次ベースの実質消費支出は年明け以降停滞気味の推移となっている（図表2-2）。背景には、一部地域での天候不順に加え、当局による所得税還付の遅れなどがあったとみられる。また、イースターの時期が昨年は3月で、今年は4月だったことも影響したと考えられる。天候要因による支出への悪影響はすでに解消しているとみられ、税還付もすでに2月末から再開されていることから、1－3月の消費の減速は一時的なものだった可能性が高いとみている。

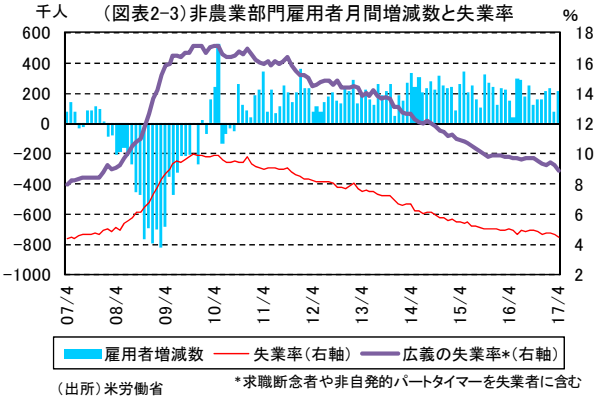
実質個人所得も堅調に推移している。背景には、雇用環境が改善を続けていることが挙げられる。4月の雇用統計では、非農業部門雇用者数の増加幅が＋21.1万人と、3月の＋7.9万人から再加速した（図表2-3）。失業率は4.4%と、すでにFRB（米連邦準備制度理事会）の長期見通しのレンジである4.7－5.0%を下回って推移している。広義の失業率（非自発的パートタイマーや求職断念者などを失業者に含む）を見ても、4月は8.6%と、リーマン・ショック前の水準にはまだ届いていないとはいえ、2010年4月の17.1%をピークにほぼ一貫して低下傾向が続いている。新規失業保険申請件数（変動を均した4週移動平均）は概ね24万人前後で推移しており、リーマン・ショック後の65万人をピークに減少傾向が続いている。

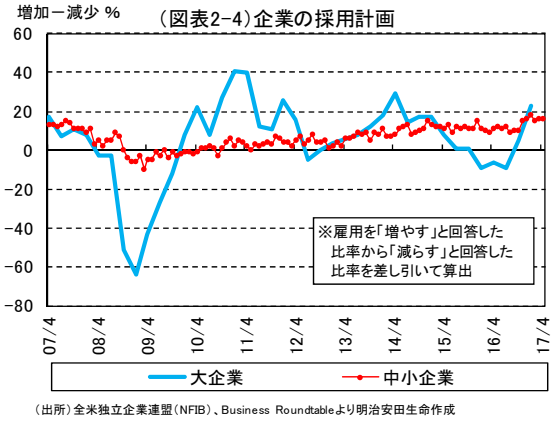
企業収益の改善が続いていることを背景に、企業の採用意欲も高水準である。全米独立企業連盟（NFIB）による調査を見ると、向こう3ヵ月の採用を「増やす」と回答した企業数が「減らす」と回答した企業数を上回っている（図表2-4）。また、大企業の経済団体であるビジネスラウンドテーブルによる足元の調査でも、向こう6ヵ月の採用を「増やす」と回答した企業が「減らす」と回答した企業を上回って推移している。

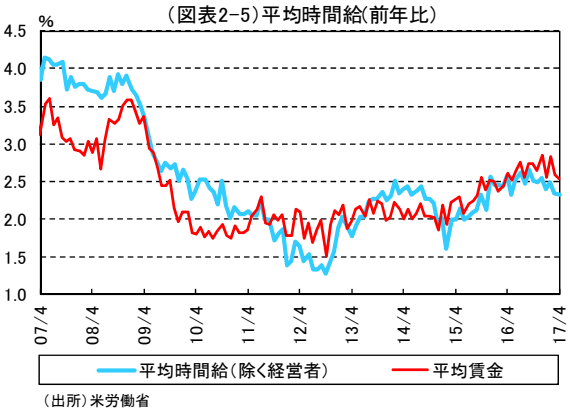
労働市場の需給が引き締まっていることに伴い、賃金も緩やかな上昇を続けている。昨夏以降、平均時間給の伸び（前年比）は、前年比2.5%程度の伸びを保って推移している（図表2-5）。

新興国をはじめとした海外景気の回復やエネルギー企業の業績回復などを背景に、企業の採用意欲も高いことから今後も労働市場の需給改善傾向が続くと見込まれる。賃金も緩やかながら改善が続くとみ



られ、個人消費は回復傾向が続くと予想する。

一方、トランプ大統領が掲げている所得税減税については、議会での調整に時間がかかり、実現時期は後ずれするとの見方が強まっている。4月26日にトランプ政権が提示した税制改革案では、大統領が従前から提唱する減税メニューが改めて示されたものの、財源については明示されなかった（図表2-6）。ムニューシン財務長官は、減税を実施すれば経済成長が加速し、数兆ドルの税収増となるとの楽観的な見方を示しているが、財政規律を重んずる共和党の一部の勢力から支持を得ることは依然困難とみられる。財源の一つと目されていた、実質的なオバマケア改廃法案である「アメリカン・ヘルス・ケア・アクト」は5月4日に下院で可決されたものの、共和党内部の軋轢は依然として残されたままであり、上院での可決は難航するとみられる。下院共和党が提唱している国境調整税についても、小売業を中心に反対の声が根強く、トランプ政権は予算教書に組み入れなかった。個人向けの減税策については2017年10月からの次年度会計までの成立は困難とみられ、実施は2018年10月（2019年度会計）にずれ込むと予想する。

（図表2-6）トランプ政権の減税案骨子（個人に関わるもの）

| | 現行制度 | 改革案 |
|---|---|---|
| 所得税最高税率 | 39.6% | 35.0% |
| 所得税率構造 | 10%～39.6%の7段階 | 10%、25%、35%の3段階 |
| 所得税基礎控除 | 12,600ドル（夫婦合算） | 24,000ドル（夫婦合算） |
| 子供・被扶養者のケア費用 | 税額控除（20-35%） | 税負担の軽減 |
| 各種税控除 | 州税、地方税、医療費など | 住宅ローン金利、寄付金、退職貯蓄控除以外は廃止 |
| 代替ミニマム税 | 高額所得者に対する節税防止 | 廃止 |
| 相続税 | 18%～40%の12段階<br>配偶者：免税<br>基礎控除：549万ドル | 廃止 |
| 純投資所得税 | 3.80% | 廃止 |

（出所）ホワイトハウス

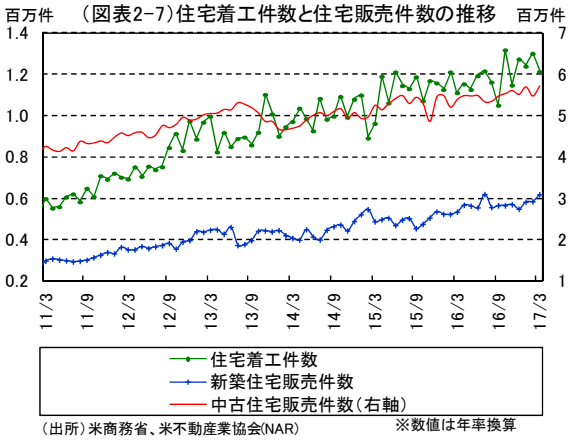
### （３）住宅投資は堅調推移を予想

米国の住宅投資は回復傾向が続いている。住宅着工件数の推移を見ると、3月は年率換算で121.5万戸、前月比▲6.8%と2ヵ月ぶりに減少したものの、依然として増加傾向を保っている（図表2-7）。住宅販売件数を見ても、3月の新築住宅販売件数は年率換算62.1万戸で前月比＋5.8%、中古住宅販売件数は年率換算571万戸で前月比＋4.4%と、いずれも増加傾向で推移している。

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、昨秋以降減少している（図表2-8）。住宅ローン金利は、トランプ大統領が掲げる拡張的な経済政策への期待や、FRBの金融政策正常化の動きなどを背景に上昇しており、消費者の住宅ローンの申請を躊躇させたとみられる。

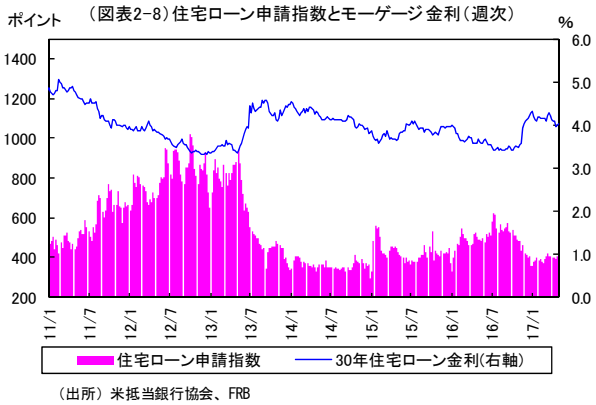
一方、FRBによる銀行の住宅ローン貸出態度調査を見ると、各種住宅ローンのいずれの調査項目でも、貸出態度を3ヵ月前に比べ「緩くした」と回答した銀行が「厳しくした」という銀行を上回っている（図表2-9）。各種住宅ローンの資金需要調査を見ても、資金需要が3ヵ月前に比べ「強い」と回答した銀行の割合は、「弱い」と回答した銀行の割合を上回って

（図表2-7）住宅着工件数と住宅販売件数の推移




（出所）米商務省、米不動産業協会(NAR)　※数値は年率換算

（図表2-8）住宅ローン申請指数とモーゲージ金利（週次）




（出所）米抵当銀行協会、FRB

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、住宅金融へのアクセス改善が引き続き住宅市場の回復を後押しするとみている。

人口面から見た住宅需要も底堅い。米国の世帯数は年間130万世帯のペースで増加しており、住宅着工件数の増加ペースを上回っている。雇用者数も増加傾向が続いていることから、購入者層の拡大が引き続き住宅投資を押し上げるとみられる。

建設・不動産業者の景況感を示す住宅市場指数を見ると、景況感の改善と悪化の境目となる50を大きく上回った水準での推移が続いている（図表2-10）。また、6ヵ月先の販売見通しも緩やかな改善傾向が続いており、建設・不動産業者の景況感は良好である。

米国は依然として人口増加社会であり、雇用者も増え続けていることで、住宅投資は今後も回復基調で推移すると予想する。

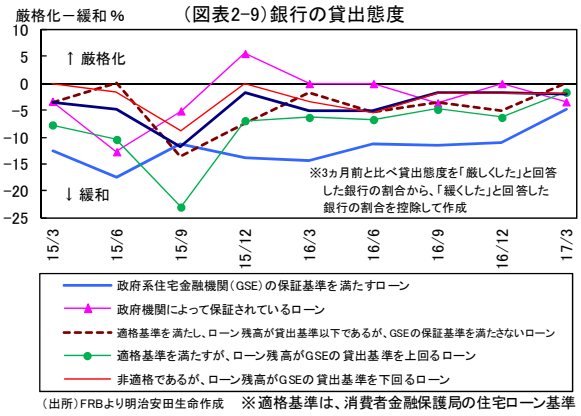
### （４）設備投資は緩やかな回復

米国の設備投資は、緩やかな回復が続いている（図表2-11）。1－3月期の設備投資の内訳を見ると、構築物投資が2四半期ぶりに増加に転じたほか、機械投資や知的財産投資も前期から伸び幅が拡大している。背景には、資源価格の持ち直しに伴う、エネルギーセクターを中心とした企業業績改善があるとみられる。

S&P500株価指数を構成する企業の業績を見ると、5月10日現在、2017年1－3月期の利益は前年比＋15.0％と、2011年7－9月期以来の高い伸びとなる見込みである（図表2-12）。特に、1－3月期のエネルギーセクターの企業業績は前年比＋652.9％と、大幅な増益となる見込みである。

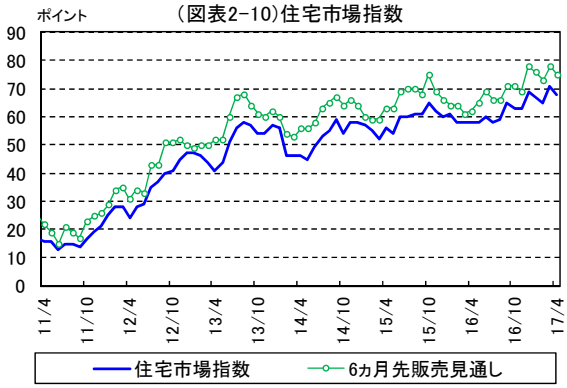
先行きについても楽観的な見方が増えている。全米独立企業連盟（NFIB）による調査を見ると、向こう3ヵ月の売上について「増える」と回答した企業数が「減る」と回答した企業数を大きく上回っている（図表2-13）。大企業経営者による経済団体ビジネスラウンドテーブルの調査でも、向こう半年間の売上が「増える」と回答した企業が「減る」と回答した企業を上回って推移している。売上げ見通しが改善している背景には、国内の個人消費が堅調であること、海外経済が新興国を中心に持ち直していることに加え、2016

（図表2-9）銀行の貸出態度



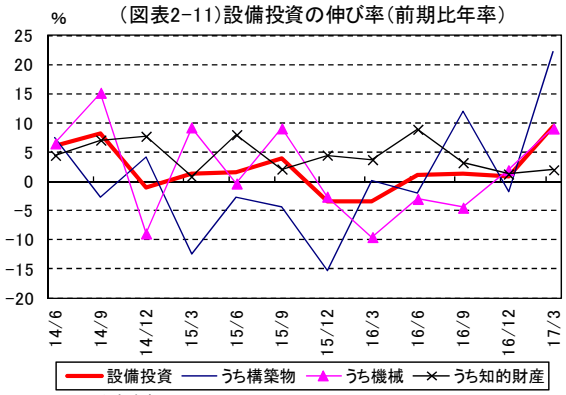

（出所）FRBより明治安田生命作成　※適格基準は、消費者金融保護局の住宅ローン基準

（図表2-10）住宅市場指数



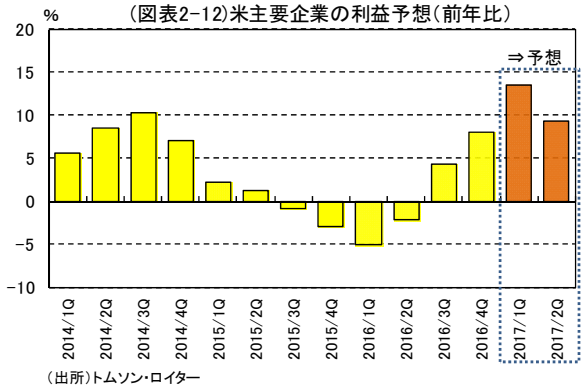

（出所）全米住宅建設業協会（NAHB）

（図表2-11）設備投資の伸び率（前期比年率）




（出所）米商務省

（図表2-12）米主要企業の利益予想（前年比）

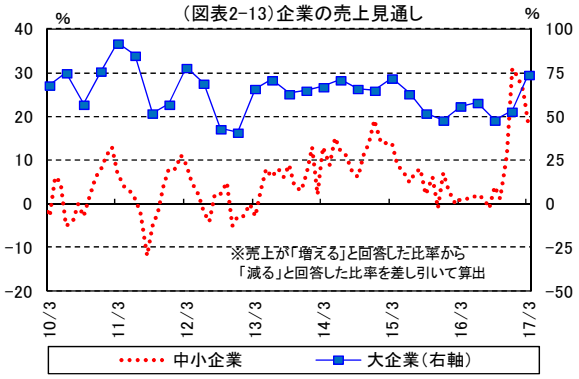



（出所）トムソン・ロイター

年秋から2017年春にかけては、トランプ大統領が掲げている大型減税やインフラ投資への期待が高まったことなどがあるとみられる。

ただ、トランプ大統領が掲げている法人税の最高税率引下げ（35%→15%）や、10年間で総額1兆ドルに上るとされるインフラ投資については、実施時期が後ずれするとの見方が高まっている。ブルーチップ経済予測調査（在米企業50社に対する月次アンケート調査）によると、法人減税が2017年中に議会を通過する見通しは、2月調査の78.8%から5月調査の45.4%へと低下している（図表2-14）。また、2017年中に1兆ドルのインフラ投資が議会を通過する見通しは、2月調査では74.5%だったものの、5月調査では31.5%まで低下している。実際、法人減税やインフラ投資については財源の目途が立っていないため、議会での調整は難航する可能性が高いとみる。そのため、同政策の実施時期は2018年10月以降に後ずれするとみている。

（図表2-13）企業の売上見通し




（出所）Business Roundtable、全米独立企業連盟（NFIB）より明治安田生命作成

（図表2-14）減税策とインフラ投資に対する企業見通し

| | | 2月調査 | 4月調査 | 5月調査 |
|---|---|---|---|---|
| 包括的な税制改革（減税策）が2017年中に議会を通過するか？ | 法人について | 78.8 | 51.3 | 45.4 |
| | 個人について | | 47.3 | 40.5 |
| 10年で1兆ドルのインフラ投資が2017年中に議会を通過するか？ | | 74.5 | - | 31.5 |

※税制改革のアンケートは、2月調査では法人・個人の区別はされずに質問されている。また、インフラ投資への質問は4月調査ではされていない。

※両質問とも、2月調査はyes/noの二択でyesの回答の割合。4，5月調査は各回答である2017年中の実施確率の平均値。

（出所）ブルーチップ経済予測調査

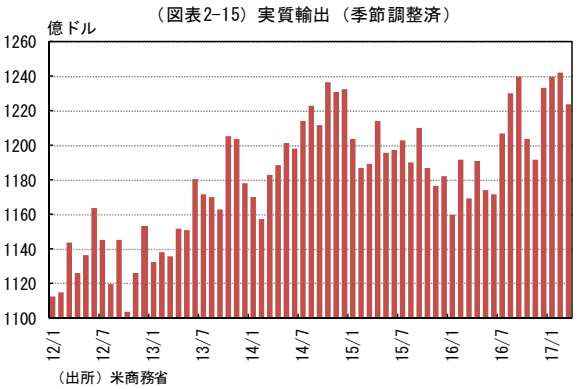
今後の設備投資は、企業業績の改善などを背景に、回復基調が続くと予想する。ただ、トランプ大統領が掲げる法人減税やインフラ投資の実施時期が後ずれする可能性が高まっていることから、企業マインドも今後はやや慎重になり、回復ペースは緩やかなものにとどまると予想する。

### （５）輸出は緩やかな持ち直しを予想

米国の輸出は、昨年央以降持ち直しの動きがみられる（図表2-15）。財輸出の伸び（前年比）に対する相手国別寄与度を見ると、資源国のカナダや、ブラジルを中心とした中南米向けは、2016年初を底に持ち直している（図表2-16）。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、政治情勢を巡る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。中南米やカナダ向けの輸出増加の背景には、資源価格の持ち直しに伴う景気回復があるとみられる。中国については、政府による景気対策も輸出増加の一因とみている。

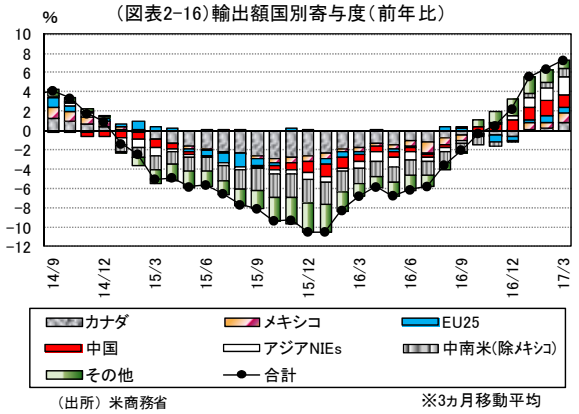
OECD（経済協力開発機構）が発表する景気先行指数は、昨夏から持ち直しの動きが続いている（図表2-17）。主要輸出先別に見ると、カナダが2016年初から上昇傾向で推移しているほか、中国も政策効果などにより年央以降持ち直している。ブラジルとロ

（図表2-15）実質輸出（季節調整済）




（出所）米商務省

（図表2-16）輸出額国別寄与度（前年比）

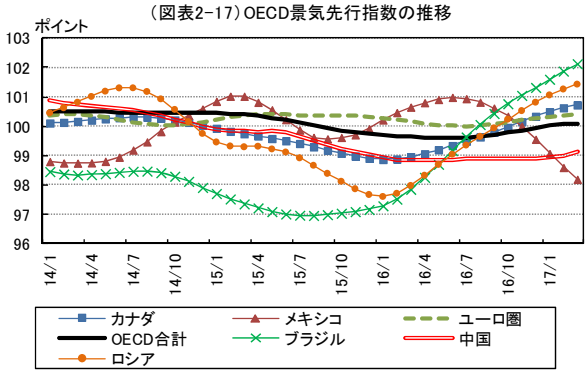



（出所）米商務省　※3ヵ月移動平均

シアも改善基調を強めるなど、特に資源輸出国の改善が目立っている。一方、メキシコはペソの下落やインフレの昂進を背景に度重なる利上げを行なうなど、昨年央以降、低下傾向が続いている。ユーロ圏は2016年から低下傾向にあったものの、足元では改善に向かっている。

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）の見直しも表明している。もっとも、4月27日にはトランプ大統領はメキシコ、カナダの両大統領と電話会談を行ない、NAFTA離脱については撤回したとも伝えられている。自由な通商政策を党是とする共和党率いる議会の了承が得られにくいため、基本的に保護主義的な政策実現へのハードルは高い。また、二国間FTAなども、まとまるまでには相当の時間がかかることを勘案すれば、向こう数年の米国景気への影響は限られよう。

（図表2-17）OECD景気先行指数の推移




（出所）OECD

今後の輸出は、景気回復が続く中国や資源輸出国、ユーロ圏向けが下支えするとみている。ただ、FRBが金融政策正常化を継続するとみられるなか、今後とも緩やかなドル高傾向が継続すると見込まれることが、輸出の下押し要因として残存するとみられる。そのため、輸出の回復ペースは緩やかなものにとどまると予想する。

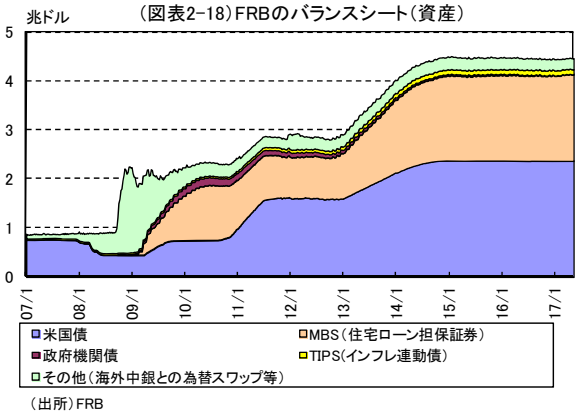
### （６）利上げは年 1～2 回前後のペースを予想

5月2－3日開催のFOMCでは、政策金利であるFFレート（フェデラル・ファンド・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、現状の景気と雇用の判断は、「労働市場は力強さを増し、経済活動が緩やかなペースで拡大し続けてきた」から「経済活動が減速してもなお、労働市場は力強さを増し続けてきた」へと、景気の現状判断は下方修正される一方、雇用についての判断はすえ置かれた。消費については、自動車販売の不調などで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。確かに、雇用環境は依然改善を続けており、失業率に至ってはFRBの長期見通しの下限である4.7％を下回って推移するなど、消費の伸びを支える条件は底堅い。

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％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た。「一時的」とすることで、FRBが今後の景気回復に自信を深めている様子を示している。

前回のFOMCでは、景気がFRBの見通しどおりに回復した場合、年後半に再投資政策（満期が到来した国債・MBS（住宅ローン担保証券）について償還額相当の資産を再度買い入れること）を変更し、資産規模の縮小に着手することが妥当との見方をほとんどの参加者が示した。ただ、今回のFOMCにおける声明文では、「FF レートの水準が十分正常化されるまで、継続すると予測している」との文言がすえ置かれた。再投資政策については、4.2兆ドルに達

（図表2-18）FRBのバランスシート（資産）




（出所）FRB

するFRBの保有資産のうち、国債とMBSが主な対象となる（図表2-18）。3月のFOMC議事要旨において、再投資政策の変更は「漸進的かつ予測可能な形で進める」との点で合意されていることからも、FRBは年後半に再投資政策の一部停止に着手すると見込まれる。

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。

## ３．欧州経済見通し

〈要　　約〉

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

**個人消費は、雇用者数の増加などを背景に、緩やかな改善傾向で推移するとみる。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、企業債務の高止まりが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、米国や中国を中心とする海外景気の回復が後押しし、底堅く推移しよう。**

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

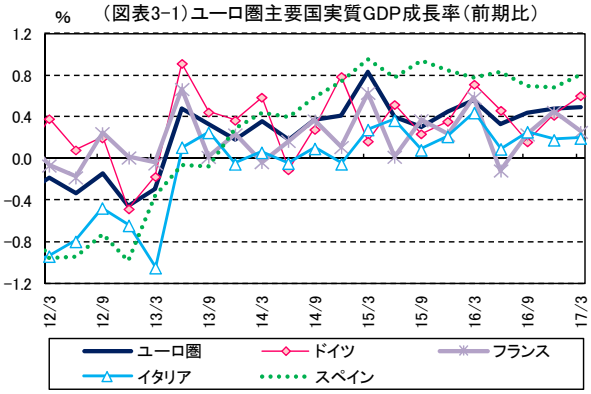
**英国景気は、ポンド安の効果で輸出の持ち直しが見込まれるものの、賃金の伸び悩みや、物価上昇に伴う実質購買力の低下などを受け、停滞気味の推移が続くとみる。**

### （１）1－3 月期も回復傾向で推移

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（10－12月期：同＋0.5％→1－3月期：＋0.3％）は前期から伸び幅が縮小したものの、ドイツ（同＋0.4％→＋0.6％）とスペイン（同＋0.7％→＋0.8％）はともに伸び幅が拡大した。イタリア（同＋0.2％→＋0.2％）は、前期と同じ伸び幅となった。

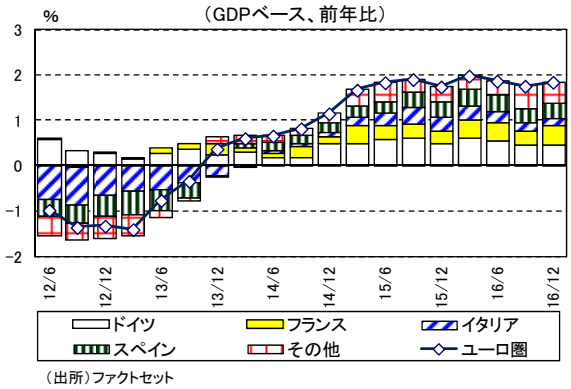
欧州委員会が2月に発表した冬季経済見通しでは、2016年に続き、2017,2018年も各国の財政スタンスはやや緩和的との予想が示された。各国の緊縮的な財政運営が見直されているほか、ECB（欧州中央銀行）による緩和的な金融政策が続くと見込まれることもあって、ユーロ圏景気は緩やかな回復が続くと予想する。

（図表3-1）ユーロ圏主要国実質GDP成長率（前期比）




（出所）欧州各国統計局

（図表3-2）ユーロ圏実質個人消費と主要国別寄与度（GDPベース、前年比）




（出所）ファクトセット

### （２）個人消費は緩やかな改善傾向が続く

ユーロ圏の個人消費は、2013年の冬以降、回復傾向が続いている。10－12月期の実質個人消費は前年比＋1.9％と、13四半期連続のプラスとなった（図表3-2）。主要国別では、イタリア（同＋0.9％）が小幅な伸びにとどまったものの、フランス（同＋2.1％）とスペイン（同＋3.0％）の伸びはいずれもユーロ圏平均を上回った。ドイツも同＋1.6％と、底堅い推移が続いている。ユーロ圏の個人消費回復の背景には、雇用環境の改善がある。10－12月期のユーロ圏の雇用者数は前年比＋1.1％と、

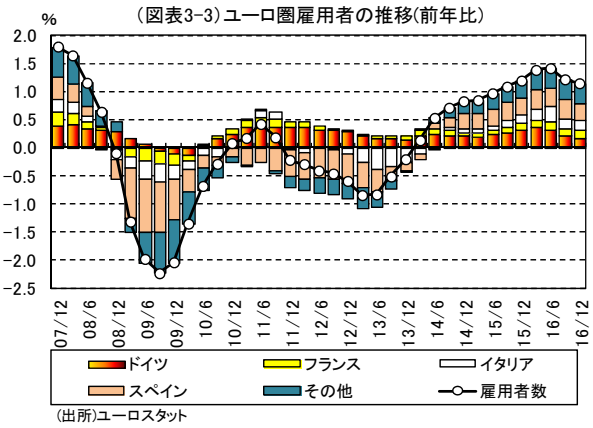
2013年央以降、持ち直し傾向で推移している（図表3-3）。足元の失業率も9.5%と、OECD（経済協力開発機構）が公表するユーロ圏の自然失業率の水準（8.9%）を依然上回るとはいえ、低下傾向を続けている。緩和的な金融環境が企業活動を下支えしているほか、ドイツやスペインを中心に、これまで労働市場の規制緩和や失業者の復職支援をはじめとする労働市場改革を推進してきたことなどが、雇用環境の改善につながっているとみられる。欧州委員会が発表する企業景況感調査の項目のうち、企業の採用意欲を示す雇用期待指数を見ると、サービス業を中心に上昇傾向で推移しており、雇用者数は今後も増加傾向が続くと見込まれる（図表3-4）。

家計の借入れ環境も引き続き緩和的である。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5四半期連続で上回った（図表3-5）。消費者ローン残高も増加傾向が続いており、緩和的な借入れ環境が個人消費の下支えになっている様子が窺える。一方、今後3ヵ月の貸出態度については、「緩くする」と回答した割合と「厳しくする」と回答した割合がほぼ同じとなり、一段の緩和は行なわれない可能性が示された。ただ、2013年半ば以降、ECBによる金融緩和策などを背景に、借入れ環境はすでに大きく改善してきている。

一方、個人消費を後押ししてきた原油安効果は一巡しつつある。雇用者報酬の推移を見ると、一人当たり雇用者報酬（名目）は2013年以降、前年比＋1%台半ばの伸びを維持しているほか、雇用者数も2015年以降、前年比プラス圏で推移している（図表3-6）。一方、実質雇用者報酬に目を向けると、エネルギー価格を中心とする消費者物価指数（CPI）の持ち直しを受け、昨秋ごろから伸びは鈍化傾向にある。年明け以降、消費者物価の伸びは一段と高まっており、家計の実質購買力の低下を通じて、当面の個人消費の下押し圧力になるとみている。

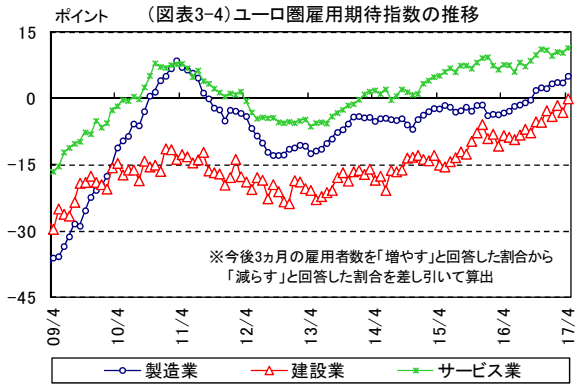
もっとも、コアCPIの伸びは引き続き前年比＋1%付近で推移するなど、基調的なインフレ圧力は弱い。エネルギー価格上昇による押し上げ効果の一巡後には、CPIの伸びは徐々に鈍化に向かう可能性が高く、

（図表3-3）ユーロ圏雇用者の推移（前年比）



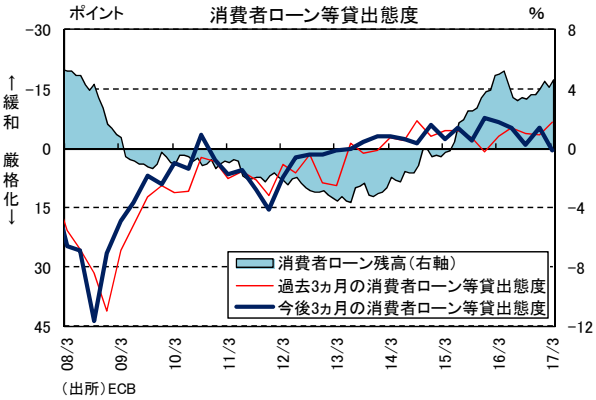

（出所）ユーロスタット

（図表3-4）ユーロ圏雇用期待指数の推移



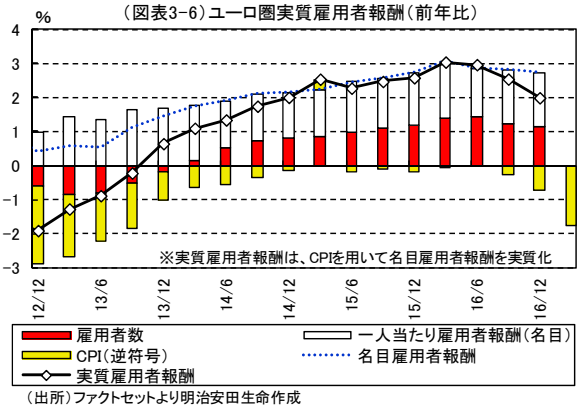

（出所）欧州委員会

（図表3-5）ユーロ圏消費者ローン残高（前年比）と消費者ローン等貸出態度




（出所）ECB

（図表3-6）ユーロ圏実質雇用者報酬（前年比）




（出所）ファクトセットより明治安田生命作成

実質購買力への下押し圧力も次第に緩和するとみている。雇用者数の増加が引き続き雇用者報酬の押し上げ要因になると見込まれるほか、緩和的な借入れ環境も下支えになるとみられ、ユーロ圏の個人消費は今後も緩やかな改善傾向が続くと予想する。

### （３）固定投資の加速は見込みづらい

ユーロ圏の固定投資は回復傾向が続いている。10－12月期の実質固定投資は前年比＋5.1％と、13四半期連続のプラスとなった（図表3-7）。分野別に見ると、機械設備投資（同＋3.9％→＋1.1％）は伸びの鈍化傾向が続いているものの、知的財産投資（同▲0.2％→＋19.9％）が前期に落ち込んだ反動などから大幅に増加し、全体を押し上げた。

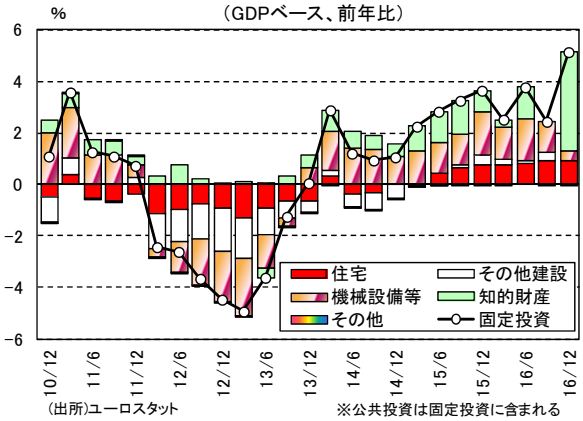
固定投資回復の背景には、企業業績の改善がある。GDPベースの営業余剰を見ると、10－12月期は同＋2.5％と、15四半期連続のプラスとなった（図表3-8）。ユーロ圏の個人消費の緩やかな改善に加え、低金利環境の継続や米国を中心とする世界景気の回復なども、引き続き企業業績の改善につながるとみている。

企業の設備過剰感も大きく和らいでいる。1－3月期の設備稼働率は82.5％と、約9年ぶりの水準まで上昇した。非金融企業向けの貸出金利も2012年ごろから低下傾向で推移しており、2014年央以降はECBによるマイナス金利政策の導入などを受けて一段と低下した（図表3-9）。ECBによる銀行の貸出態度調査の結果を見ると、非金融企業への貸出態度は1－3月期に一段と緩和したほか、企業の借入れ需要も持ち直し傾向で推移しており、緩和的な資金調達環境が引き続き固定投資の下支えになるとみている。

一方、欧州委員会が3月から4月にかけて実施した調査によると、2017年の企業の設備投資計画は前年比＋5.1％と、昨年同時期調査の同＋5.7％を下回った。欧州委員会は2014年に欧州投資計画を打ち出し、技術支援や融資促進などを通じて設備投資の活性化を後押ししてきたが、投資が加速する兆しは見られず、足元の固定投資の水準は依然としてリーマン・ショック前を下回っている（図表3-10）。

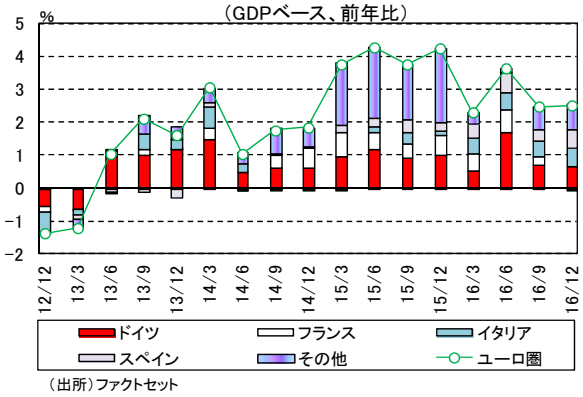
企業の慎重姿勢が続いている要因の一つに、欧州政治を巡る先行き不透明感が続いていることが挙げ

（図表3-7）ユーロ圏実質固定投資と分野別寄与度
（GDPベース、前年比）



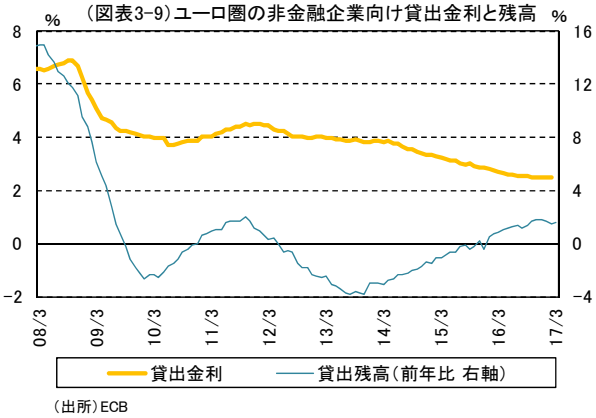

（出所）ユーロスタット　※公共投資は固定投資に含まれる

（図表3-8）ユーロ圏の営業余剰と主要国別寄与度
（GDPベース、前年比）



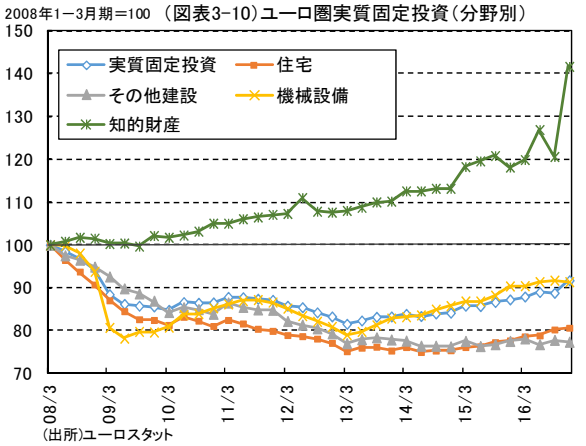

（出所）ファクトセット

（図表3-9）ユーロ圏の非金融企業向け貸出金利と残高




（出所）ECB

（図表3-10）ユーロ圏実質固定投資（分野別）




（出所）ユーロスタット

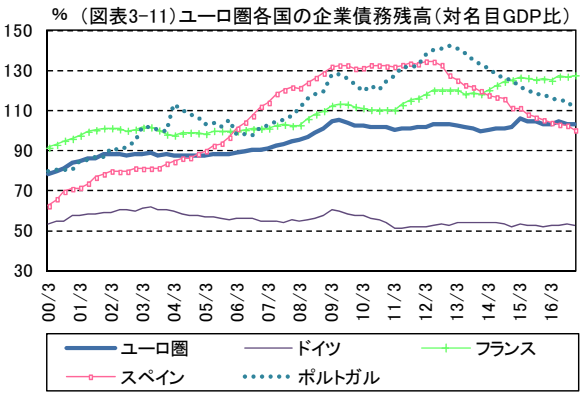
られる。ユーロ圏では、2017年6月から2018年春ごろにかけて、フランス、ドイツ、イタリアと、主要国の議会選挙が行なわれる。2019年春にかけて、英国とのEU離脱交渉が本格化すると見込まれることもあって、引き続き先行きの不確実性が投資マインドの下押し圧力になるとみている。

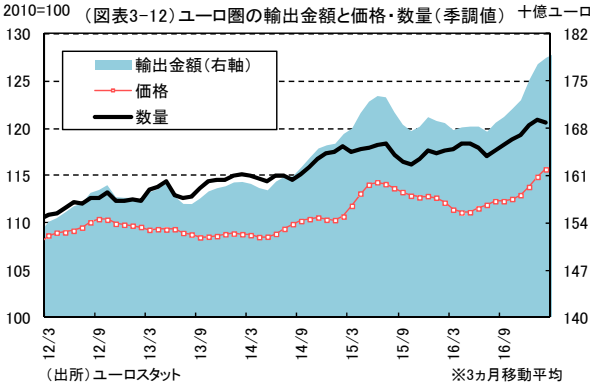
加えて、企業の債務残高（対GDP比率）は2009年以降、100%近傍で高止まりしている（図表3-11）。フランスを中心にバランスシート調整圧力が強いことも、投資の足かせになっているとみられる。企業業績の改善や、緩和的な資金調達環境などが引き続き下支えになると見込まれるものの、企業債務の高止まりが重しになるとみられ、固定投資の回復ペースが一段と加速していく展開は見込みづらい。

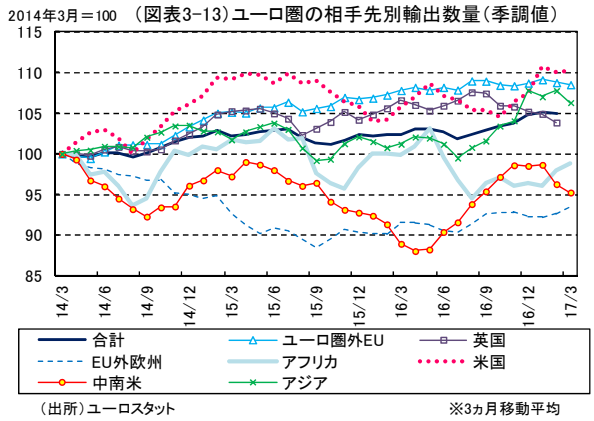
### （４）輸出は底堅い推移を見込む

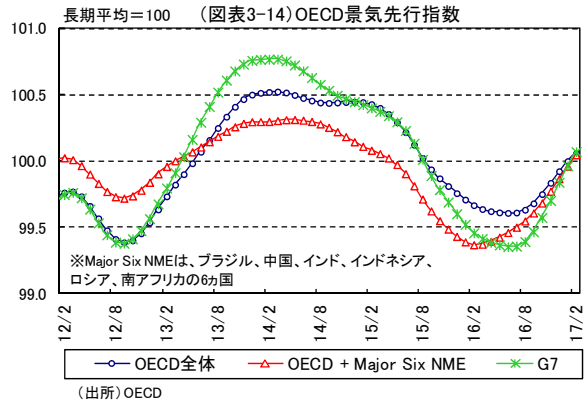
輸出金額は昨秋以降、増加傾向で推移している（図表3-12）。輸出金額を価格と数量に分解すると、価格指数は2015年央以降、低下傾向が続いてきたものの、原油価格の持ち直しやユーロ安などを受け、昨年半ば以降、再び上向いている。輸出の実勢を示す数量指数を見ても、2015年秋以降、緩やかな改善傾向が続いている。輸出数量の動向を相手先別に見ると、2015年夏ごろから回復傾向で推移してきたユーロ圏外EU向けは、英国向けの減少により、足元では横ばいでの推移を余儀なくされている（図表3-13）。一方、米国向けは昨秋以降、増加傾向にあるほか、中国を中心とするアジア向けやEU外欧州向けも、昨年央以降、上向いている。

OECDが発表する景気先行指数を見ると、2014年央ごろから低下傾向にあったものの、昨年春には底打ちし、秋以降は上昇傾向で推移している（図表3-14）。米国を中心に、先進国景気が引き続き底堅く推移すると見込まれるほか、5年に一度の党大会を控える中国でも、景気が安定的に推移するとみられ、海外景気の回復が今後も輸出を後押しするとみている。英国景気が停滞気味に推移していることで、EU向け輸出は引き続き伸び悩むとみているが、米国や中国をはじめとする海外景気の回復などを背景に、輸出は底堅い推移が続くとみる。



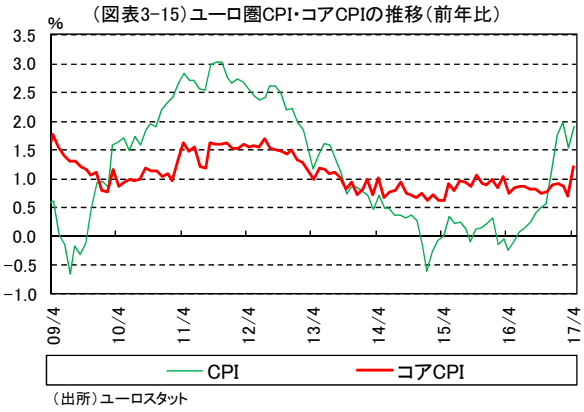



### （５）ECB は 2018 年以降も資産買入れ策を継続

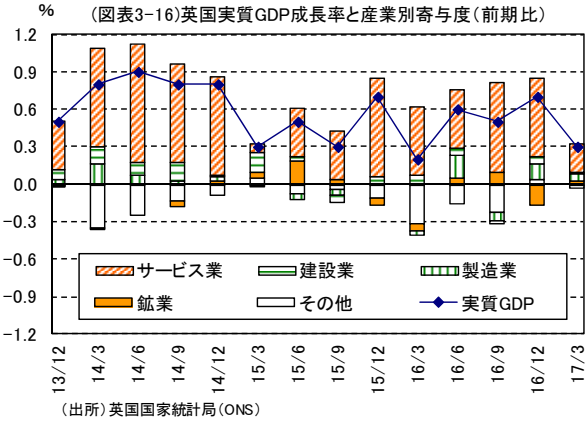
ECBは4月の政策理事会で、すべての政策金利（主要政策金利：0.00%、中銀預金金利：▲0.40%、限界貸出金利：0.25%）と資産買入れ策の枠組み（月額600億ユーロ、少なくとも2017年12月末まで実施）をすえ置いた。フォワードガイダンスについても、「理事会は、政策金利が長期間にわたり、そして資産買入れ策の終了後もかなりの期間にわたって、現行の水準もしくはそれ以下にとどまることを見込んでいる」との文言が維持された。ECBのドラギ総裁は記者会見で、「ユーロ圏経済は力強さを増し、下振れリスクは和らいでいる」と述べ、経済環境が一段と改善しているとの見方を示した一方、「基調的なインフレ圧力は抑制されており、明確な上昇トレンドを示すには至っていない」とも述べ、物価に対する慎重な見方を示した。



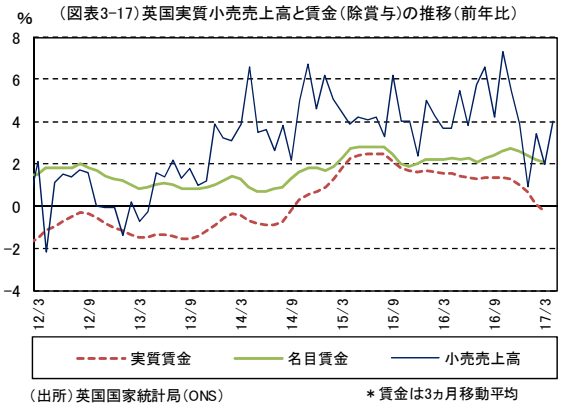

CPIの推移を見ると、4月の総合CPIは前年比＋1.9%、コアCPIは同＋1.2%と、いずれも前月から伸び幅が拡大した（図表3-15）。ただ、総合CPIの伸び幅の拡大はエネルギー価格上昇の影響が大きいほか、コアCPIについても、イースターの時期が昨年とずれ、パック旅行代などが一時的に上昇した影響が大きく、基調的なインフレ圧力は強まっていないとみている。賃金の上昇ペースが緩慢なものにとどまっているほか、企業部門を中心にバランスシート調整圧力が強いこともあり、ECBは今後資産買入れ策の実施期間の延長を決定し、2018年以降も資産買入れ策を継続するとみる。一方、現行のペースで資産買入れを継続した場合、2018年以降、ドイツ国債を中心に、買い入れ資産は徐々に不足していくとみられる。景気が底堅さを増していることもあり、ECBは9月の政策理事会で、資産買入れ策の実施期間を6ヵ月程度延長するとともに、1月以降、毎月の買入れ額を200億ユーロ程度縮小することを決定すると予想する。

### （６）英国景気は停滞気味の推移

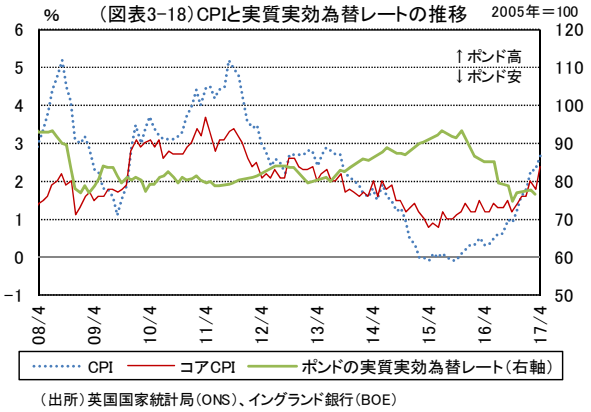
英国の1－3月期の実質GDP成長率（速報値）は前期比＋0.3%と、17四半期連続のプラスとなったものの、１年ぶりの低い伸びとなった（図表3-16）。GDPの約7割を占めるサービス業が同＋0.3%と、2015年1－3月期以来の低い伸びとなったことが足を引っ張った。今後の英国景気は、ポンド安の効果で輸出の持ち直しが見込まれるものの、賃金の伸び悩みや、物価上昇に伴う実質購買力の低下などが個人消費の下押し要因になるとみられ、停滞気味の推移が続くとみる。



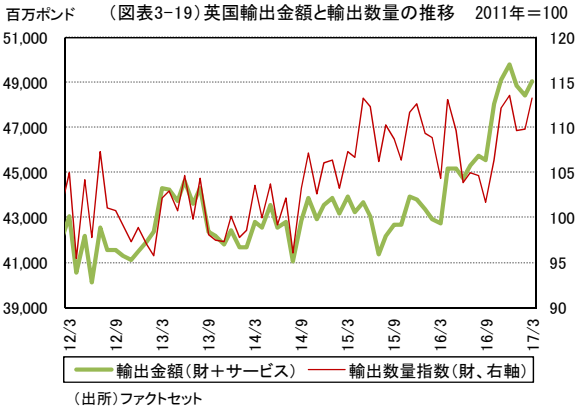

4月の実質小売売上高は前年比＋4.0%と、2ヵ月ぶりに伸び幅が拡大した（図表3-17）。昨年は3月だったイースターが今年は4月に後ずれしたことや、例年に比べて天気に恵まれたことなど、一時的な要因から押し上げられたとみられる。消費者マインドを見ると、GfKと欧州委員会が発表する消費者信頼



感は、いずれも昨春以降、停滞気味に推移しており、4月のGfK消費者信頼感は▲7と、2016年8月以来の低水準となっている。雇用環境に目を向けると、3月の失業率は4.7%と、11年ぶりの水準まで改善した。ただ、週平均賃金（除賞与）は前年比＋2.1%と、4ヵ月連続で伸び幅が縮小するなど、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り、4月には前年比＋2.7%と、BOE（イングランド銀行）の物価目標（＋2.0%）を3ヵ月連続で上回った（図表3-18）。原油価格の持ち直しや、ポンド安進行に伴う輸入物価の上昇が、CPIの上昇要因になっているとみられる。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。加えて、フルタイムの仕事が見つからず、やむを得ずパートタイマーとなっている雇用者の数がリーマン・ショック前の水準を大きく上回っていることなどから、賃金は引き続き伸び悩むとみられ、個人消費は緩慢な回復にとどまるとみる。



（出所）英国国家統計局（ONS）、イングランド銀行（BOE）



（出所）ファクトセット

固定投資の回復の足取りは鈍い。10－12月期の固定投資は前期比＋0.1%と、小幅な伸びにとどまった。3月の鉱工業生産も前月比▲0.5%と、3ヵ月連続のマイナスとなっている。一方、製造業PMIを見ると、8月以降、ポンド安などが後押しし、好不況の境目である50を上回って推移しており、4月には57.3と、2011年4月以来の水準まで上昇した。加えて、BOEが3月に実施した調査を見ると、企業の設備投資見通しは、サービス業、製造業ともに、EU離脱決定後の一時的な落ち込みからすでに持ち直しており、今後の固定投資は緩やかな回復傾向で推移するとみている。

輸出金額を見ると、3月は前月比＋1.3%と、3ヵ月ぶりに増加した（図表3-19）。輸出数量も同＋3.2%と、2ヵ月連続で増加した。ポンド安による価格競争力の改善などが下支えになっているとみられる。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こともあって、輸出は持ち直し傾向が続くとみる。

BOEは5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）をすえ置いた。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＋2.0%→＋1.9%と前回2月から引き下げられた一方、2018年は同＋1.6%→＋1.7%と、前回から引き上げられた。インフレ予想については、2017年4－6月期が同＋2.4%→＋2.7%へと上方修正されたものの、2018年4－6月期は同＋2.8%→＋2.6%へと下方修正。ただ、今回の予想はEU離脱交渉がスムーズに進むことを前提としており、新たな貿易協定が合意に至らないまま離脱するなど、無秩序な離脱となった場合の予測は示さていない。議事録では、昨年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。また、経済予測のとおりに景気が拡大すれば、現在の市場イールドカーブが示すよりも早いペースでの利上げが必要となる可能性があるとの認識も示した。ただ、今後は実質家計所得の弱含みなどを背景に、英国景気は停滞気味の推移をたどるとみられ、BOEは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〉

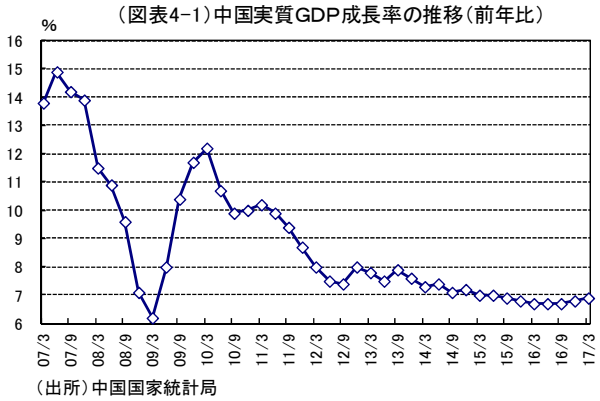
**１－３月期の中国実質ＧＤＰ成長率は前年比＋６．９％と、前期の同＋６．８％から伸び幅が拡大し、経済成長目標の＋６．５％を上回った。ただ、政府の財政政策が支える構図は変わっていない。今年は５年に一度の共産党大会を控えるなか、政府が経済安定を最優先課題に位置付けて各種政策に取り組むと見込まれることから、景気は年末に向けて底堅い推移を予想する。もっとも、来年は各種政策の効果一巡が見込まれることで、過剰生産能力の解消などに伴う、景気の下振れ圧力が顕在化するとみる。**

## （１）中国景気は財政政策が下支え

中国の2017年1－3月期の実質 GDP 成長率は前年比＋6.9％と、前期の同＋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、内閣に相当する国務院は、4月に主に中小企業を対象とした3,800億元（約6兆円）規模の減税策を発表するなど、当面は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）。

（図表4-1）中国実質GDP成長率の推移（前年比）




（出所）中国国家統計局

（図表4-2）中国実質GDP成長率予測（前年比）

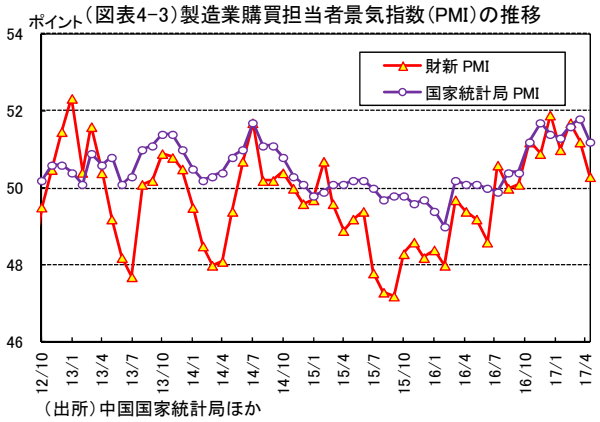
（%）

| | 2015年（実績） | 2016年（実績） | 2017年（予測） | 2018年（予測） |
|---|---|---|---|---|
| 実質GDP成長率 | 6.9 | 6.7 | 6.8 | 6.4 |

## （２）固定資産投資は緩やかに回復

企業マインドは良好な水準を維持している。国家統計局が発表している4月の製造業 PMI（購買担当者景気指数、調査対象は主に国有企業や大企業）は51.2、前月差▲0.6ポイントと、3ヵ月ぶりに悪化したものの、拡大と縮小の境目を表す50を9ヵ月連続で上回った（図表4-3）。不動産市場の過熱感を受け、3月末から4月初めにかけて、銀行によるレバレッジ取引の規制など、政府が金融リスクを抑制する各種規制を打ち出したことが企業景況感を圧迫した可能性がある。相対

（図表4-3）製造業購買担当者景気指数（PMI）の推移




（出所）中国国家統計局ほか

的に中小民間企業が多い財新製造業 PMI を見ても、4月は50.3、同▲0.9ポイントと、2ヵ月連続のマイナスとなったが、依然として、拡大を示す50を10ヵ月連続で上回って推移している。

鉱工業生産を見ると、2015年以降、前年比＋6%程度の推移が長く続いたが、ここへきて上振れる兆しも見られる（図表4-4）。内訳を見ると、電気機器は昨年12月の同＋7.2%から、4月には同＋9.1%までプラス幅が拡大した（図表4-5）。一般機械は2015年末以降、プラス幅が拡大傾向にあり、ここ2ヵ月は二桁を超えている。通信設備・コンピュータも、昨年末以降、大きく伸びている。鉄金属加工は、粗鋼の過剰設備・過剰在庫の解消に伴い、2016年に大幅な生産調整を経験したが、足元では下げ止まりの兆しがみられる。

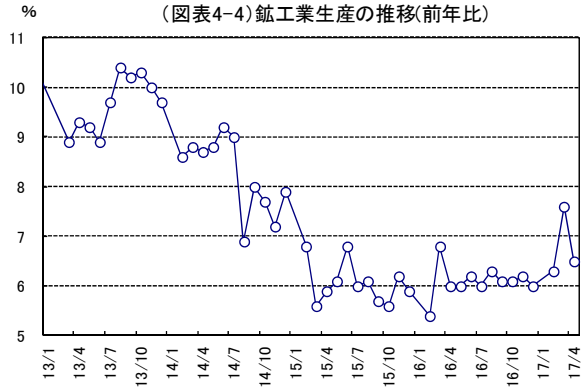
一方、小型車減税を追い風に生産が加速していた自動車は、2017年1月に減税幅が縮小されたのに伴い、伸び幅は縮小傾向となっている。今後も政府の景気対策により、鉄金属加工など、インフラ投資関連の業種の押し上げが見込まれるほか、米国を中心とする先進国景気の回復を背景に、電気機器、一般機械の輸出も持ち直しに向かうとみられることから、鉱工業生産は、持ち直し傾向が続くと予想する。

需要サイドに目を向けると、固定資産投資は、持ち直しの動きがみられる（図表4-6）。内訳を見ると、不動産開発投資は2016年以降、インフラ投資は2017年以降回復傾向にある。製造業も、昨夏以降持ち直している。一方、鉱業は、政府による過剰生産能力解消の方針を背景に、足元に至るまで概ねマイナス圏で推移している。

インフラ投資の持ち直しは、政府による財政政策が強化されたことが大きく寄与した。不動産開発投資については、2014年11月から2016年2月にかけて数次にわたる利下げが行なわれたことも、活発化した要因とみられる。

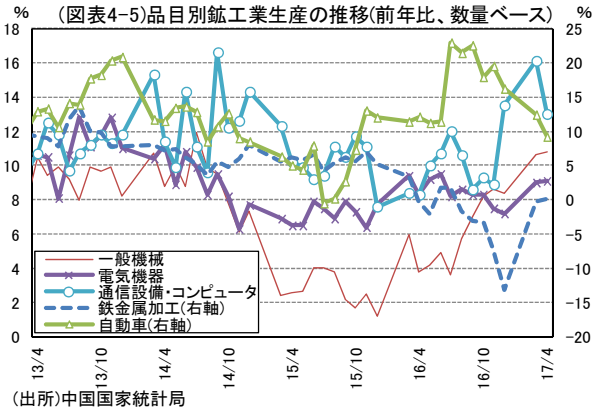
企業収益の改善も、企業の設備投資余力の底上げにつながっている。資源価格の持ち直しが、採掘系企業の収益改善につながったことが大きい。工業企業利益を見ると、3月は前年比＋28.3%と、2015年12月を底に持ち直している（図表4-7）。政府によるインフラ投資や、小型車減税などの各種政策効果により、関連企業の業績も好転した。中国人民銀行が四半期毎に発表

（図表4-4）鉱工業生産の推移（前年比）



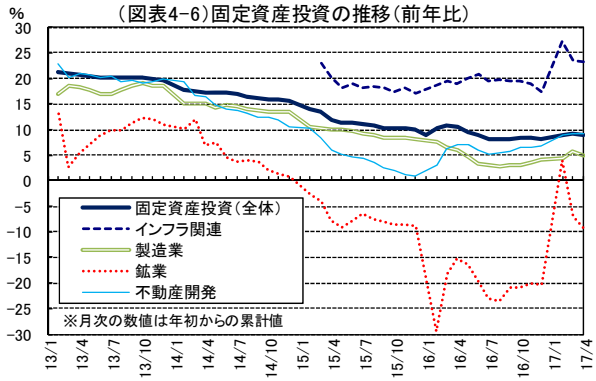

（出所）中国国家統計局　（注）2月は1-2月の合算ベース

（図表4-5）品目別鉱工業生産の推移（前年比、数量ベース）



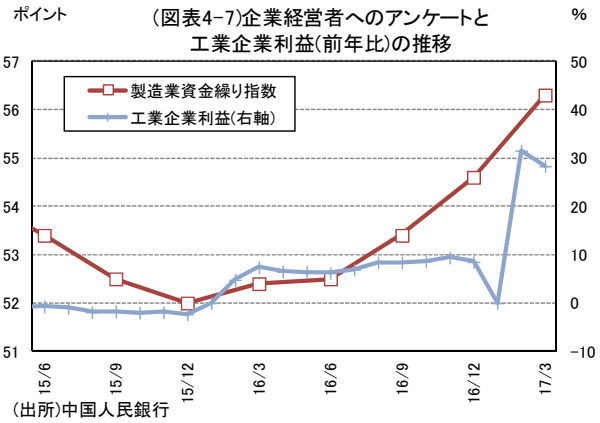

（出所）中国国家統計局

（図表4-6）固定資産投資の推移（前年比）




（出所）中国国家統計局

（図表4-7）企業経営者へのアンケートと工業企業利益（前年比）の推移



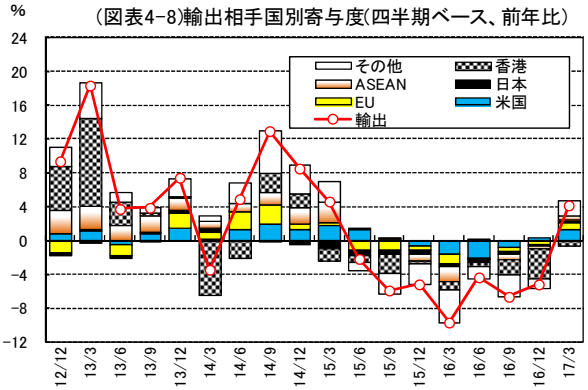

（出所）中国人民銀行

している製造業資金繰り指数からは、企業の資金繰りが改善している様子も窺える。

今後は、政府によるインフラ投資が引き続き高い伸びを保つと見込まれるうえ、民間企業の投資も、企業収益の改善を背景に持ち直し傾向が続くとみられる。固定資産投資は、緩やかな回復が続くと予想する。

### （３）輸出は持ち直しに向かうと予想

輸出も回復している。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（図表4-8）。主要輸出先の米国向けが同＋1.4％と、2四半期連続のプラスとなったほか、EU 向けも同＋0.8％と8四半期ぶりのプラス、ASEAN 向けは同＋0.6％と3四半期ぶりのプラスとなるなど、多くの国・地域向けで改善している。直近の実績が確認できる月次データをみると、4月は同＋8.0％と、2ヵ月連続のプラスとなった。国家統計局の PMI の新規輸出受注指数を見ると、世界経済の回復を反映し、4月は52.3と、9ヵ月連続で拡大を示す50を上回っている。

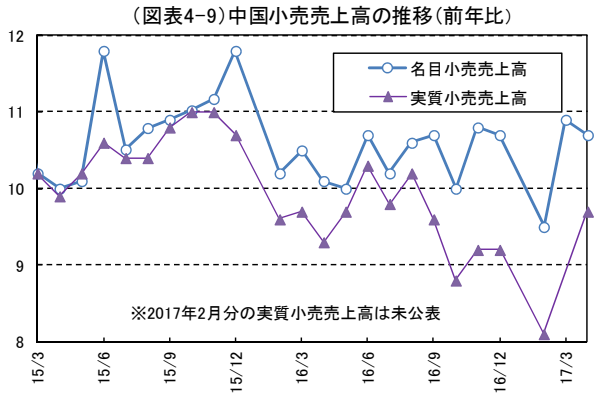


（出所）中国海関総署

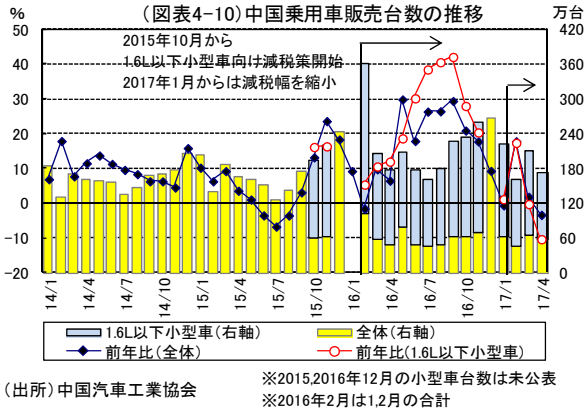
米国をはじめとする先進国の堅調な国内需要を取り込む形で、輸出は今後さらに持ち直しが明らかになっていくとみる。ただ、トランプ米大統領は選挙中に、米国の貿易赤字削減を公約として掲げ、中国政府が元安誘導を行なっていると批判してきた。4月に公表された米半期為替報告書では、とりあえず中国の為替操作国認定は見送られたものの、北朝鮮問題等を巡る中国との交渉が続くなかで、再びトランプ大統領の態度が変化し、米中貿易に影響を与えるリスクは残る。

### （４）個人消費の伸びは鈍化を予想

名目ベースの小売売上は、均せば10％を超える堅調な伸びを続けているが、消費者物価が上昇傾向をたどってきたこともあり、実質小売売上の伸びはやや鈍化している（図表4-9）。売上高一定規模以上の企業で、4月の主要品目別（名目）の動きを見ると、被服・靴・帽子（3月：同＋6.4％→4月：＋10.0％）や、石油・石油関連製品（同＋11.3％→＋12.1％）、穀物・食物油・食料（同＋12.0％→＋12.6％）のプラス幅が拡大した。




ただ、売上高に占めるウェイトが大きい自動車は、昨年8月以降、伸び幅が縮小に向かっている（図表4-10）。自動車販売は、2017年から小型車向け減税幅が縮小されたことを受け、昨年末にかけて駆け込み需要が発生した。その反動で、年明け以降の自動車販売（出荷ベース）は均せば前年割れでの推移が続いている。2016年の乗用車販売の約7割は減税対象車だったことから、しばらくの間、需要先食いの反動減の影響が残るとみている。



（出所）中国汽車工業協会

※2015,2016年12月の小型車台数は未公表
※2016年2月は1,2月の合計

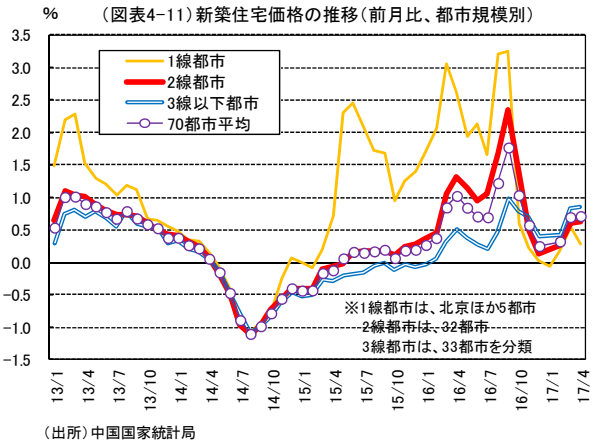
一方、小売売上高の約1割を占めるオンライン消費は、4月が同＋25.9％と、堅調な推移が続いている。オンライン取引は、特に実店舗が近隣に少ない地域などで、消費の裾野を広げているとみられる。国土が広大な中国では、オンライン取引の成長余力は大きいとみており、今後の消費の底上げに寄与するとみる。

消費を占う上で重要な雇用環境は、良好な状態が続いている。有効求人倍率を見ると、1－3月期は1.13倍と、節目の1倍を2010年10－12月期以降、上回っている。また、都市部失業率も、3月は3.97％と、2002年7－9月期以来、はじめて4％を下回った。今後、過剰生産設備の削減により、製造業中心に雇用者数の減少が見込まれるものの、都市人口比率の継続的な上昇などを背景に、サービス産業を中心に労働需要は高まっていくと見込まれ、雇用環境は底堅い推移が続くとみる。

今後の個人消費は、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。

### （５）住宅価格は地方都市で緩やかな上昇へ

住宅価格は持ち直しの動きがみられる。主要70都市の新築住宅価格（単純平均）の推移を見ると、今年の1月以降、プラス幅は拡大傾向で推移している（図表4-11）。都市規模別に見ると、1線都市では、プラス幅が縮小しているものの、2線、3線都市では、再び上昇に向かう兆しがみられる。



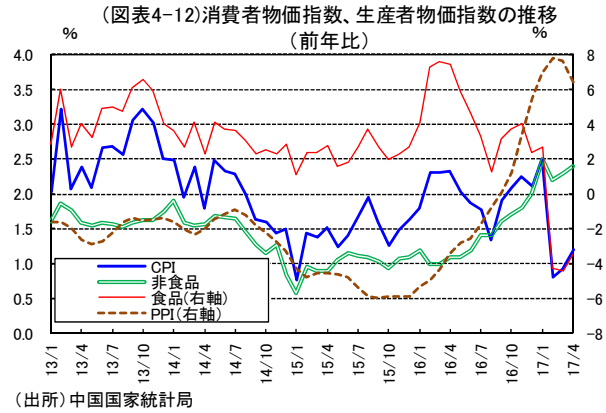

昨年12月の中央経済工作会議では、「不動産は住むもので投機の対象ではない」と強調、改めて不動産投機抑制に向けた強い姿勢が示された。また、金融政策は「穏健中立」と、前回の「穏健」からやや引締め方向への変更がなされている。

ただし、政府がバブルを抑制するための抜本的な解決策を講じるのは難しい。不動産価格が下落した場合、企業の担保価値下落に伴う銀行の不良債権の増加など、金融リスクが顕在化するおそれがあるほか、不動産価格の値上がりを期待して理財商品や信託商品を通じて流入した資金が、回収不能となるおそれもある。加えて、地方政府は土地使用権の売却益が重要な資金源であることから、不動産価格の下落は地方政府の財政問題に発展しうる。

今後については、一部都市での不動産購入抑制策を受け、1線都市や一部の2線都市では、価格の軟調な推移が見込まれるものの、2線、3線都市の一部では、1線都市での高すぎる住宅の代替需要や、そうした需要を見込した投機資金の流入により、住宅価格は均せば緩やかな上昇をたどると予想する。

### （６）緩やかな物価上昇が見込まれる

CPI（消費者物価指数）は2月以降、伸び幅が縮小している（図表4-12）。4月の食品価格は前年比▲3.5％と、豚肉の振れの影響で3ヵ月連続のマイナスとなっている。豚肉価格は、環境規制などによる小規模農家の減少により、前年に価格が大きく上昇した反動が顕在化したとみられる。一方、ヘルスケア関連費用の上

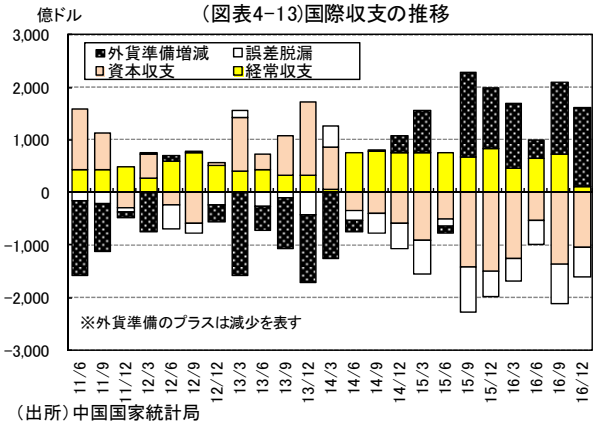


昇や、娯楽・教育費の上昇、原油価格の持ち直しによる交通・通信費の上昇などがプラスに寄与した。今後、食品価格の前年比で見た低下幅は縮小に向かうと見込まれる。また、PPI（生産者物価指数）を見ると、過剰生産能力削減を背景とした石炭・粗鋼の減産や、自動車減税やインフラ投資の加速による鉄需要の高まり、世界的な資源価格の持ち直しなどを受け、高い伸びが続いている。資源価格の上昇はここへきて一服しているものの、過剰生産能力の削減やインフラ投資については今後もPPIの押し上げ要因になるとみられる。PPIの伸びに加え、個人消費も堅調な推移が予想されることで、CPIは、緩やかな上昇に向かうと予想する。

### （７）人民元安傾向が続く

米国の金融政策正常化などを背景に、人民元安傾向が続いている。国際収支を見ると、2014年4－6月期以降、資本収支は赤字に転じている（図表4-13）。こうした海外への資金流出の動きが人民元安圧力となっており、政府が人民元相場への介入により人民元の買い支えを行なった結果、2017年4月は、外貨準備高が3兆295億ドルと、ピークである2014年6月末の3兆9,932億ドルから1兆ドル程度減少した。政府は、資本流出に伴う元安を抑制すべく、昨年末から企業の海外送金や外貨両替を抑制する指導を強化してきた。また、米国で利上げが行なわれた3月には、人民銀は、期間7～28日のリバースレポ金利と、期間6ヵ月～1年の中期貸出制度(MLF)金利を0.1%ずつ引き上げるなど、金利面からも元安圧力を緩和しようとする動きがみられる。

（図表4-13)国際収支の推移



（出所）中国国家統計局

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。

また、4月には、国務院から、元相場の柔軟性を高め、為替制度を市場主導型に近づけることで、人民元の国際通貨システムにおける安定した地位の維持をめざすとしたガイドラインが公表されており、中長期的には、通貨取引の自由化が漸次的に進められるとみている。

# 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、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。**

**台湾、タイ、マレーシアでは、外需の持ち直しが続くことで、景気は緩やかな回復傾向で推移すると予想する。インドネシアは、底堅い個人消費を背景に、景気は安定的な推移が続くとみている。個人消費に加え、投資の回復も見込まれることで、フィリピンでは底堅い推移となるとみる。インドは、個人消費の拡大を受け、景気は拡大傾向で推移するとみている。逆に、韓国とシンガポールは個人消費の伸び悩みが見込まれることで、景気は緩慢な回復にとどまるとみる。**

**金融政策については、韓国、台湾、シンガポール、インドネシア、タイ、マレーシア、インドでは、当面すえ置きを予想する。一方、フィリピンでは、秋ごろまでに政策金利を引き上げると予想する。**

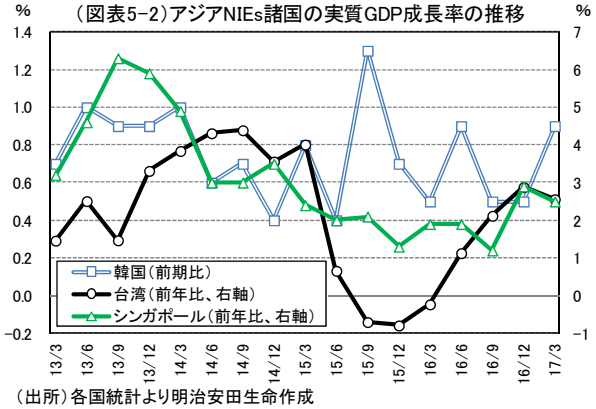
**豪州景気は、輸出の持ち直しを背景に、緩慢な回復を予想する。豪州準備銀行（ＲＢＡ）は当面政策金利をすえ置くとみている。**

（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（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 |

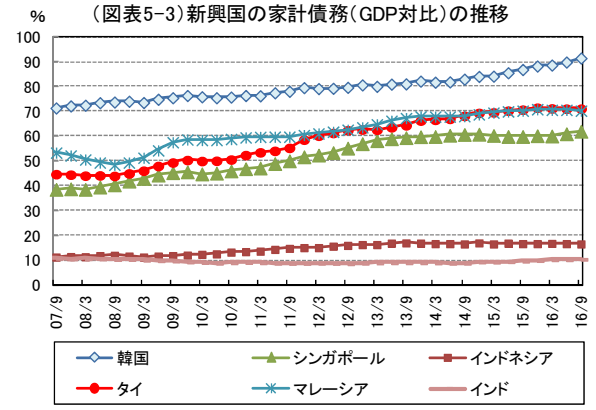
（注）インドは年度ベース（4月～翌3月）

（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）

## （１）アジア NIEs はまちまちな回復ペース

**＜韓国＞**

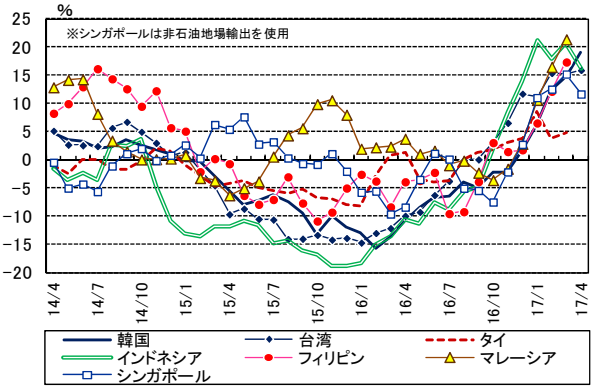
韓国の1－3月期の実質GDP成長率（速報値）は、前期比＋0.9%と、前期の同＋0.5%からプラス幅が拡大した（図表5-2）。設備投資の持ち直しが続いたほか、建設投資がプラス寄与に転じ、総固定資本形成のプラス幅が拡大した。半導体関連を中心に財輸出が回復したことで、輸出の伸びがプラスに転じたほか、個人消費も底堅く推移した。

今後の景気について、まず個人消費は、家計の債務残高の拡大が足かせとなると見込まれることなどから、伸び悩むとみる（図表5-3）。輸出は、米中景気の回復などもあって、半導体を中心とする電子部品関連が引き続き下支えになると見込まれ、回復傾向が続くと予想する（図表5-4）。企業の設備投資意欲は持ち直し傾向で推移しているものの、昨年8月に発表された住宅ローンの審査強化などの措置によって、建設投資の回復ペースは鈍化に向かうとみられ、総固定資本形成は緩慢な回復にとどまるとみる。新政権の雇用環境改善への取組みなどの効

果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予想する。

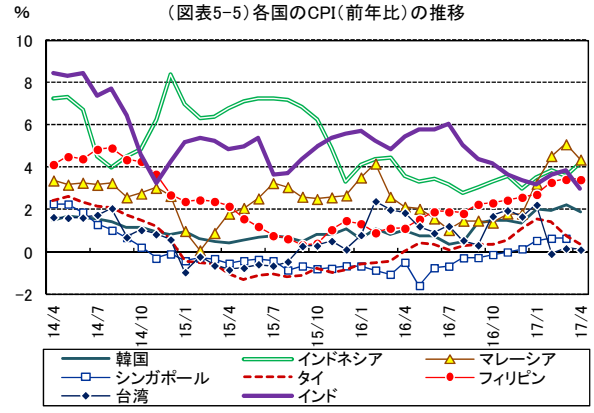
CPI（消費者物価指数）は、年明け以降、前年比＋2.0%前後の推移が続いている（図表5-5）。ただ、コアCPIはむしろ伸びが鈍化しており、物価の基調は弱い。一方、家計の債務残高の拡大や地政学リスクへの懸念が残ることなどから、中銀は当面様子見スタンスを維持すると予想する。

（図表5-4）各国の輸出金額（3ヵ月移動平均、前年比）の推移




（出所）各国統計より明治安田生命作成

（図表5-5）各国のCPI（前年比）の推移




（出所）各国統計より明治安田生命作成

**＜台湾＞**

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、前期比年率ベースでは＋2.9%と、前期（同＋1.8%）から加速しており、景気は回復傾向が続いている。需要項目別の伸びが確認できる前年比ベースでは、半導体関連の設備投資が下支えとなって、総固定資本形成のプラス寄与幅が拡大したほか、輸出は、新型スマートフォンの電子部品などが下支えし、高めの伸びを維持した。

輸出受注指数（季調値）を見ると、昨年末以降、均せば改善傾向で推移している。輸出は電子部品関連を中心に今後も回復が続くとみており、景気は緩やかな回復傾向で推移すると予想する。

足元のCPIは前年比＋0.2%と、2月以降0%近傍の推移が続いている。生鮮食品やエネルギーを除いたCPIも同＋1%をやや下回るなど、基調的な物価上昇圧力は依然として弱い。ただ、外需を中心に景気回復が見込まれることなどから、政策金利は当面すえ置かれるとみる。

**＜シンガポール＞**

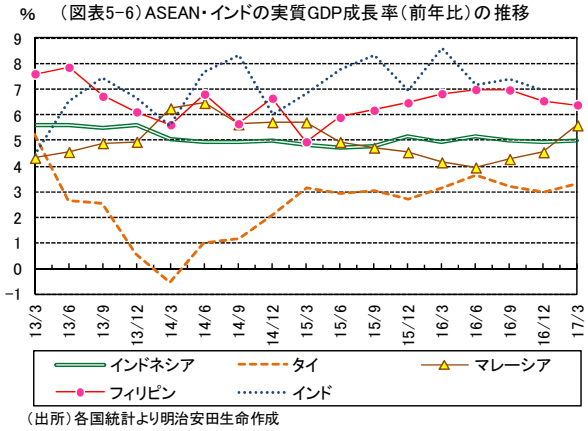
2017年1－3月期の実質GDP成長率（速報値）は前年比＋2.5%と、前期の同＋2.9%からプラス幅が縮小した。輸送機器やバイオメディカルなどが足を引っ張ったことで製造業のプラス幅が縮小したことが押し下げ要因となった。今後の輸出は、最大の相手先である中国の景気が当面安定的に推移すると見込まれるほか、電子部品需要が下支えとなって、回復傾向が続くとみる。個人消費は、雇用環境の回復ペースの遅れを背景に、持ち直しの動きは鈍いものにとどまるとみられ、景気は一進一退の推移を予想する。CPIは昨年末にマイナスを脱し、緩やかな上昇傾向にある。ただ、通貨庁が重視するコアCPI（住宅、民間道路輸送を除く消費者物価指数）は、横ばい圏で推移している。今後は、公共料金などの値上げが予定されているものの、需給面からの物価押し上げ圧力は弱いことから、金融政策は当面すえ置かれるとみる。

### （２）ASEAN景気は回復傾向が続く

**＜インドネシア＞**

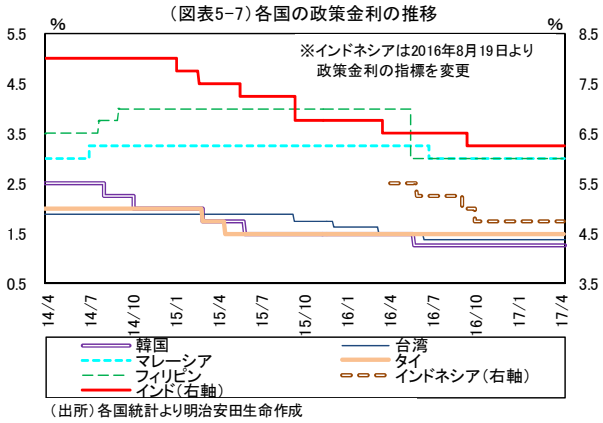
インドネシアの1－3月期の実質GDP成長率は前年比＋5.0%と、前期の同＋4.9%から伸び幅がやや拡大した（図表5-6）。政府消費が持ち直したほか、輸出も回復傾向が続いたことが全体を押し上げた。今後の公共投資は、税収不足が足かせとなって、弱めの動きが続くとみる。一方、昨年6回（政策金利の指標変更後3回）行なわれた利下げが引き続き耐久財を中心に個人消費の回復を後押しすると見

込まれるほか、輸出も資源価格の回復が下支えとなって、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。CPIは、公共料金などの補助金削減を背景に上昇圧力が強まっているものの、中銀の目標レンジ内でとどまっており、政策金利は当面すえ置かれると予想する（図表5-7）。



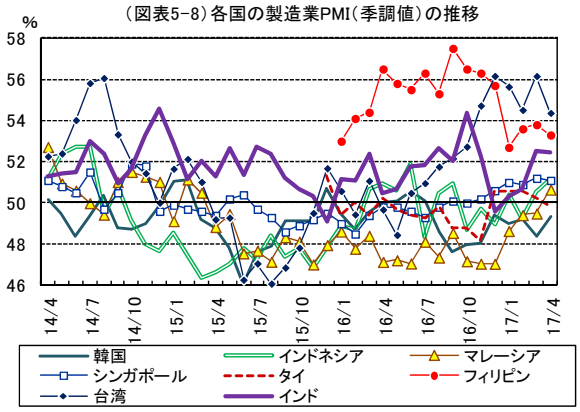
（図表5-6）ASEAN・インドの実質GDP成長率（前年比）の推移

（出所）各国統計より明治安田生命作成



（図表5-7）各国の政策金利の推移

（出所）各国統計より明治安田生命作成



（図表5-8）各国の製造業PMI（季調値）の推移

（出所）各国統計より明治安田生命作成

**＜タイ＞**

タイの1－3月期の実質GDP成長率は前年比＋3.3%と、前期の同＋3.0%から伸び幅が拡大した。2011－2012年の新車購入支援策の条件だった買替え禁止期間が終了したことを背景に、自動車を中心とした耐久財消費が回復したことが押し上げた形。今後について、個人消費は、昨年10月の国王崩御でいったん悪化した消費者マインドが改善傾向に向かっているものの、高水準の家計債務が下押し圧力となるとみられ、緩やかな持ち直しにとどまるとみる。公共投資は、交通インフラなど、地方産業基盤の整備を中心に持ち直しに向かうとみる。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。物価上昇圧力は限定的とみられるものの、中銀は、現行の金融政策は緩和的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1－3月期の実質GDP成長率は前年比＋5.6%と、前期の同＋4.5%から伸び幅が拡大した。総固定資本形成や民間消費のプラス幅が拡大し、全体を押し上げた。総固定資本形成の中では、設備投資がけん引役となった。民間消費の拡大は、昨年実施した低所得者向けの現金給付支援策や、最低賃金の引き上げによるところが大きい。今後について、個人消費は、最低賃金の引き上げが引き続き下支えとなることで、底堅い推移を予想する。輸出は、資源価格の回復や、中国景気の安定的な推移を受け、緩やかな回復をたどるとみる。緊縮的な財政運営が余儀なくされることもあって、公共投資は弱めの動きとなるとみられ、景気は全体として緩やかな回復にとどまるとみている。物価上昇圧力は緩やかなものにとどまるとみられるものの、リンギ安進行への警戒もあって、中銀は、様子見姿勢を維持すると予想する。

**＜フィリピン＞**

フィリピンの1－3月期の実質GDP成長率は前年比＋6.4%と、10－12月期の同＋6.6%からプラス幅が縮小した。輸出のプラス幅が拡大したものの、昨年の大統領選挙関連の支出増の反動から、政府消費のプラス幅が縮小したことなどが、全体を押し下げた。今後については、在外労働者の国内への送金額が堅調に伸びることで、個人消費が下支えられるとみられる。2018年以降も、政府が鉄道網整備などに3年間で3.6兆ペソを投じると計画していることもあり、景気は底堅く推移すると見込

む。景気回復が続くなか、中銀は、今秋ごろまでに政策金利を引き上げるとみている。

**<インド>**

インドの10－12月期の実質GDP成長率は前年比＋7.0％と、前期の同＋7.4％からプラス幅が縮小したものの、4四半期連続で7％を超える伸びとなった。公務員給与の引き上げなどを主因に、民間消費のプラス幅が大幅に拡大したほか、総固定資本形成がプラスに転じたことが景気を下支えした。今後について、個人消費は、公務員給与の引き上げや、良好な天候見通しを背景に農業所得の回復が見込まれることが拡大に寄与するとみている。昨年11月に施行された高額紙幣の流通禁止による耐久財消費の落ち込みは一時的なものにとどまっているほか、製造業PMIは、年明け以降、50を上回るなど、企業景況感も回復傾向で推移している（図表5-8）。銀行の不良債権の解消には時間を要するとみられるが、2017年度予算でインフラ投資の強化が示されたこともあって、公共投資も下支えとなって、今後の景気は拡大傾向が続くとみる。足元では低インフレ環境下にあるものの、中銀は、金融政策のスタンスを緩和的から中立へと変更しており、当面様子見スタンスを維持するとみる。

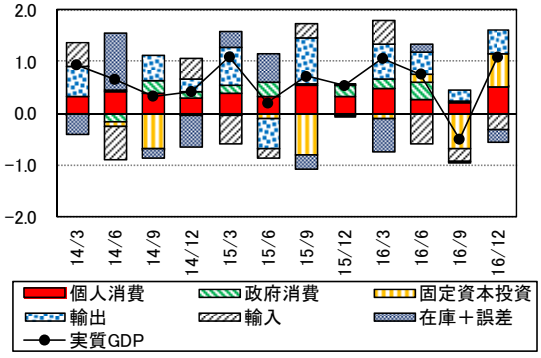
### （３）豪州景気は緩やかな回復

豪州景気は緩やかに回復している（図表5-9）。10－12月期の実質GDP成長率は前期比＋1.1％と、２四半期ぶりのプラス成長となった。固定資本投資が同＋2.6％、輸出が同＋2.2％と比較的高めの伸びとなったことが全体を押し上げた。

個人消費に近い動きを示す小売売上高を見ると、3月は前月比▲0.1％と、2ヵ月連続でマイナスとなった。3月のマイナスの背景には、サイクロンによる洪水被害などの一時的な要因があるとみられ、今後は雇用環境の持ち直しを背景に、緩やかな回復傾向をたどると予想する。

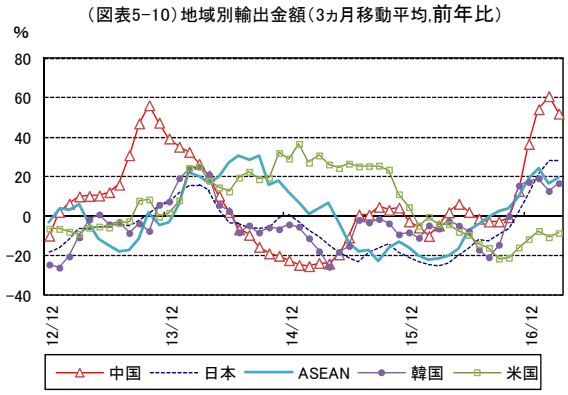
10－12月期の固定資本投資は、政府投資の増加を背景に前期比＋2.6％となった。今後について、固定資本投資の24％程度を占める住宅投資は、先行指標である住宅建設許可件数が、金融当局による融資規制などを受け停滞気味の推移となっていることから、減速傾向が続くと予想する。一方、豪州政府は2017年7月開始の次年度予算案に、750億豪ドル（約6兆円）規模のインフラ整備計画を盛り込んでおり、今後の固定資本投資は、政府によるインフラ整備をけん引役に、底堅く推移すると予想する。輸出については、中国向けが高い伸びを続けており、輸出全体をけん引している（図表5-10）。ただ、中国景気への財政政策の効果は、来年にかけ一巡するとみられることから、輸出は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。今後の豪州景気は、個人消費の緩やかな回復や、政府によるインフラ整備に支えられ、緩慢な回復をたどると予想する。

（図表5-9）実質GDP成長率




（出所）豪州統計局

（図表5-10）地域別輸出金額（3ヵ月移動平均,前年比）




（出所）豪州統計局

豪州準備銀行（RBA）は5月2日の政策決定会合で、昨年8月の利下げ以降、7会合連続で政策金利をすえ置いた。1－3月期のCPI（刈込平均値）は前年比＋1.9％と、目標レンジ（同＋2.0％～＋3.0％）を5四半期連続で下回っている。インフレ率はやや上向いており、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、RBAは当面、政策金利をすえ置くと予想する。

# 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**

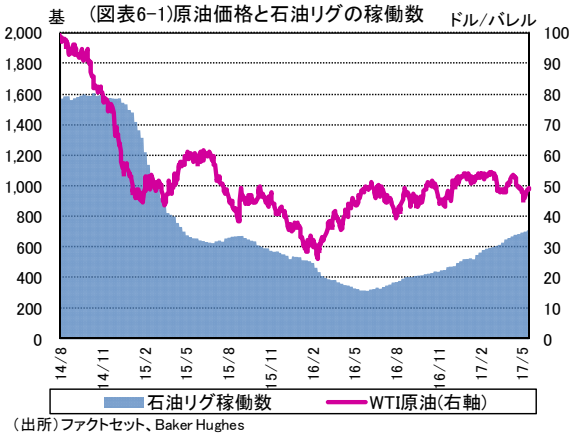
WTI（ウエスト・テキサス・インターミディエート）原油価格は、2017年2月末以降、米国原油在庫の大幅増加などを受けて下落傾向で推移し、3月末には50ドル/バレルを割り込んだ(図表6-1)。4月以降、地政学リスクの高まりやOPEC（石油輸出国機構）加盟国と非加盟国の減産合意延長への期待から上昇に転じたものの、5月18日現在では、米国の原油増産などが嫌気され、再度50ドル/バレルを割り込んでいる。

2016年末にOPEC加盟国および非加盟国が協調減産に合意した。OPEC加盟国の遵守率については、4月時点で達成率が100%を超えており、概ね遵守されている（図表6-2）。今回の減産の実行期間は6月末に期限を迎えるものの、5月25日のOPEC総会で少なくとも12月まで延長されるとみる。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。サウジアラビアはアラムコのIPOによる投資収益を増やす計画を立てている。このため、サウジアラビアは今後も主導的に協調減産を推し進めると見ている。

米国の原油在庫を見ると、1月から4月までは直近6年間で最高の水準で推移している(図表6-3)。今後は、5月に始まるドライブシーズンで米国の製油所の稼働率が上昇しており、原油需要の増加が見込まれ、原油在庫は減少に向かうとみている。

一方、米国原油の増産傾向が続いている。原油価格 の上昇によって、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、トランプ大統領が3月末に、発電所の二酸化炭素排出量を削減することを義務づける内容のクリーンパワー計画(CPP)を撤回する大統領令に署名したとおり、現政権は環境よりも、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とみられる。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、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るとみており、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。

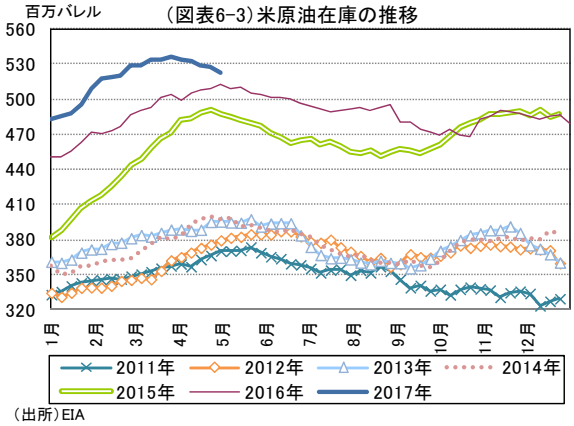


(出所)ファクトセット、Baker Hughes

(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



(出所)EIA

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。