

## 経済レポート

# 2016 / 2017 年度短期経済見通し(2016年12月)

## (2次QE反映後)

～ 下振れリスクが残る中、景気は緩やかに持ち直していく～

調査部

12月8日に発表された2016年7～9月期の実質GDP成長率(2次速報)は前期比+0.3%(年率換算+1.3%)に下方修正されたが、3四半期連続でのプラスは維持されており、景気が横ばい圏内の動きから抜け出しつつあることが改めて示された。10月以降の景気についても底堅さが維持されると見込まれ、横ばい圏での動きから脱し、緩やかな回復基調に転じよう。今回の改定では、基準年の変更に加え(2005年～2011年)、国民経済計算の枠組みも1993SNAから2008SNAに変更された。この結果、GDPの水準が切り上がりとともに、消費税率引き上げ後の景気の持ち直しの勢いも、従来の数字でみるよりも強かったことが示された。足元では米景気回復への期待感が高まった状態が維持され、いわゆるトランプ相場が続いている。円安、株高、資源価格の持ち直しが続いていることは日本の輸出企業の業績改善や国内物価に影響を及ぼす。しかし、現時点ではプラス効果とマイナス効果の両面があり、景気の押し上げ効果は大きくない。また、期待感が剥落し、金融市場が混乱することで、世界経済が悪化するリスクが依然として残っている。

**2016年度**は、景気は横ばい圏を脱し、年度末にかけて緩やかに持ち直していき、年度の実質GDP成長率は前年比+1.3%になると予想される。個人消費や設備投資が横ばいにとどまるものの、海外経済の回復を背景に輸出が緩やかに持ち直していくほか、年度末にかけては2016年度第2次補正予算の効果が現れ始める。ただし、金融市場で混乱が発生して世界経済の悪化懸念が高まり、景気が下振れするリスクは残る。

**2017年度**は、緩やかな景気回復の動きが続き、実質GDP成長率は前年比+1.0%と3年連続でプラス成長を達成する見込みである。雇用・所得情勢の改善が続く一方で物価が上昇基調に転じることが個人消費の伸びを抑制するが、世界経済の回復を背景に輸出が増加基調を維持することに加え、企業業績の改善を受けて設備投資が緩やかな増加基調に転じることが景気を下支えする。また、2016年度第2次補正予算による効果が、上期を中心に現れることも景気を押し上げる。

**2018年度**は、東京オリンピックを控えた需要の盛り上がりピークに達するため、公共投資や首都圏での再開案件の増加が景気の押し上げ要因となる。しかし、2016年度第2次補正予算の効果の剥落によって公共投資がマイナスとなること、原油価格など資源価格の持ち直しが続くこともあって国内物価の上昇が続き、実質個人消費の伸びを抑制すること、さらに米国での金融引き締め継続を受けて海外経済の伸びが鈍り輸出の増加ペースが緩やかとなること、などいくつかのマイナス要因が重なる。このため、実質GDP成長率は前年比+0.9%に鈍化する見込みである。

(前年比、%)

	実質GDP			名目GDP			デフレーター		
	2016年度	2017年度	2018年度	2016年度	2017年度	2018年度	2016年度	2017年度	2018年度
11月15日時点	1.1	0.9	0.8	1.0	0.7	0.6	-0.0	-0.2	-0.1
今回	1.3	1.0	0.9	1.2	0.6	1.1	-0.1	-0.4	0.2

## 1. 景気の現状～景気は横ばい圏内での動きから抜け出しつつある

12月8日に発表された2016年7～9月期の実質GDP成長率(2次速報)は、前期比+0.3%(年率換算+1.3%)と1次速報の同+0.5%(同+2.2%)から下方修正された。下方修正されたとはいえ3四半期連続でのプラスは維持されていること、1～3月期、4～6月期ともに上方修正されていること(それぞれ前期比で+0.5% +0.7%、+0.2% 0.5%)などから判断すると、景気が横ばい圏内の動きから抜け出しつつあることが改めて示されたといえる。なお、今回の改定では、基準年が2005年から2011年に変更されたことに加え、国民経済計算の枠組みも1993SNAから2008SNAに変更されており、単純な比較を行うことはできない。

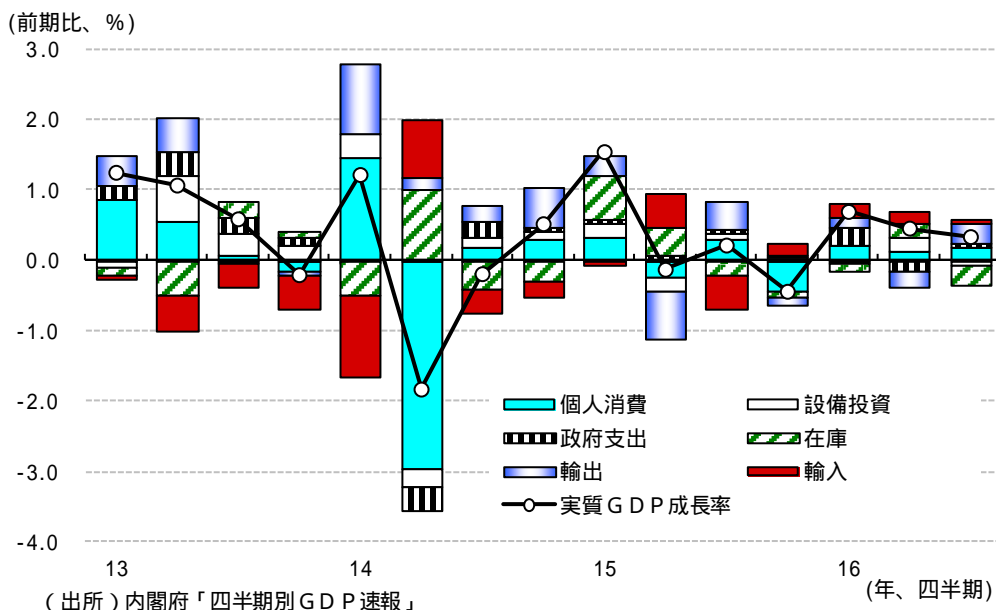
需要項目別に1次速報からの改定状況を見ていくと、家計関連では、個人消費は前期比+0.1%から同+0.3%に上方修正された。4～6月期も同+0.1%から同+0.2%に上方修正されており(ただし、うるう年効果で押し上げられた1～3月については同+0.7%から同+0.4%に下方修正)、2016年度に入って横ばい圏での動きにとどまっていた個人消費は、実際には緩やかに持ち直していたものと判断される。

住宅投資は前期比+2.3%から同+2.6%にやや上方修正されるとともに、1～3月期も同-0.3%から同+1.3%に上方修正された(4～6月期は同+5.0%から同+3.5%に下方修正)。3四半期連続で増加しており、夏場までの住宅着工の増加を反映して堅調に伸びている。

企業関連では、1次速報時点では公表されていなかった法人企業統計調査の設備投資の結果が反映され、設備投資は前期比横ばいから同-0.4%に若干下方修正された。その一方で、1～3月期(同-0.7%から同-0.3%)、4～6月期(同-0.1%から同+1.4%)とも上方修正されており、均してみると横ばい圏で推移している状態に変化はない。企業の新規投資に対する慎重な姿勢は続いている。

在庫投資は、同様に法人企業統計の結果を受けて、前期比への寄与度は-0.1%から-0.3%に下方修正され、全体の数字の押し下げに大きく寄与した。ただし、足元の減少は、企業の在庫調整が進展していることを示していると考えられ、今後の成長率に対してはプラス要因である。

図表1. 実質GDP成長率の内訳



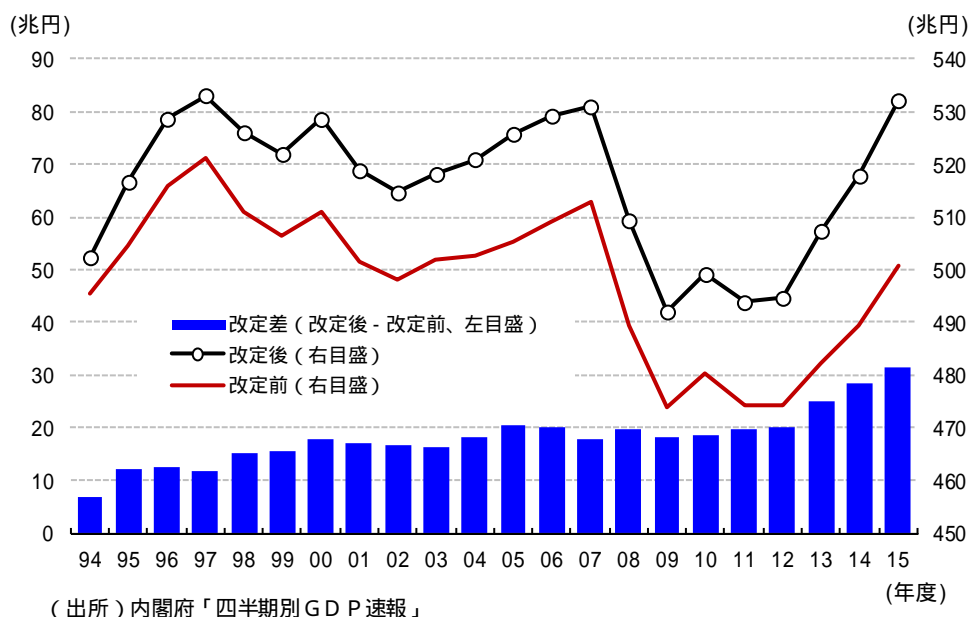
政府部門では、政府消費が前期比+0.4%から同+0.3%に若干下方修正された一方、公共投資は前期比-0.7%から同+0.1%に上方修正された。公共投資は、前期比プラスに修正されたが伸びは小幅であり、2015年度補正予算による押し上げ効果が薄らいでいる状況に変わりはない。

輸出は前期比+2.0%から同+1.6%に下方修正され、輸入は同-0.6%から同-0.4%にやや上方修正されたため、外需の前期比寄与度は+0.5%から+0.3%に下方修正された。一方、内需の前期比寄与度も+0.1%から-0.0%に下方修正されている。7~9月期については、外需主導で回復したとの姿に変化はない。

今回の改定では、国民経済計算の枠組みが1993SNAから2008SNAに変更されたことによって、過去のGDPの水準も大きく変更され、2015年度の名目GDPは500.6兆円から532.2兆円に31.6兆円ほど上方修正された(図表2)。これは、中間消費とされていた研究・開発(R&D)の資本化(主に民間設備投資の増加で、一部は公共投資の増加となる)、これまではGDPに含まれなかった特許等サービスの取引の加算(純輸出の増加)、住宅・宅地の売買時の不動産仲介手数料の加算(住宅投資の増加)、

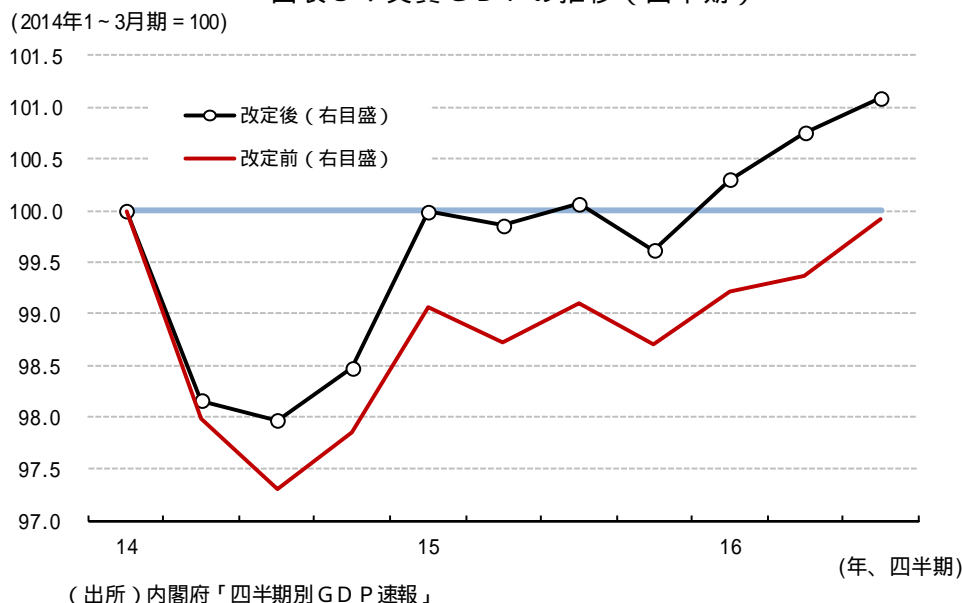
防衛装備品の資本化(政府消費、公共投資、公的在庫の間での入り繰りはあるが、合計では政府支出が増加)などの改定が反映されたためである。2015年度の名目GDPの押し上げ効果は、それぞれ、19.2兆円、3.1兆円、0.9兆円、0.6兆円となっている。

図表2. 名目GDPの改定状況(年度)



また、実質GDP成長率の四半期の動きについては、7~9月期は下方修正されたが、それ以外の時期では、伸び率が上方修正されたケースが多くなっている。図表3は、消費税率引き上げ前の駆け込み需要によって押し上げられた2014年1~3月期の実質GDPの水準を100とした推移を、改定前(93SNA)と改定後(2008SNA)で比較したものである。これによると、改定前の実質GDPは、消費税率引き上げ後に急減した後、回復力も弱く、2015年からは横ばい圏での推移にとどまり、2016年7~9月期ようやく100近くまで回復してきていた。これに対し改定後では、消費税率引き上げ後の反動減も小さいうえ、1年後には100を回復している。このように、水準が切り上がっただけでなく、景気の持ち直しの勢いも、これまでの数字でみるよりも強かったということがわかる。

図表3 . 実質GDPの推移(四半期)



10月以降の景気についても底堅さが維持されると見込まれ、横ばい圏での動きから脱し、緩やかな回復基調に転じるであろう。

第一に、企業の生産活動の足腰がしっかりしてきたことが挙げられる。10月の鉱工業生産指数は前月比+0.1%と小幅の上昇にとどまったが、3カ月連続で増加しており持ち直しの持続性がみられるようになった、出荷は同+2.2%と堅調に増加しており需要は弱くない、在庫が同-2.1%と2014年4月以来の水準にまで低下し、生産調整圧力が後退している、11月の生産予測調査では同+4.5%と大幅な増加が見込まれている(12月は同-0.6%)など持ち直しの動きが続いていると判断され、10~12月期は前期比では3四半期連続で増加する可能性が高い。

また、企業業績にも改善の動きが出てきた。7~9月期の法人企業統計の経常利益は前期比+7.9%と2四半期連続で増加している。純粋持株会社の受取利息等の大幅増加という特殊要因があって非製造業の経常利益が一時的に押し上げられているが、製造業の経常利益が2四半期連続で増加していること、売上高が7四半期ぶりに前期比で増加していることなどから判断すると、企業業績は最悪期を脱したとみられる。こうした動きを反映して、12月14日に発表される12月調査の日銀短観においても、大企業の業況判断DIは製造業、非製造業とも改善が見込まれる。

しかし、景気の持ち直しテンポが急速に高まることも難しそうだ。足元で生産を押し上げてきた自動車の挽回生産やスマートフォン関連財の輸出増加による効果は年内に一巡する可能性があるほか、慎重な姿勢を堅持している企業の設備投資意欲が急速に持ち直すことも期待しづらい。

さらに、個人消費は10月家計調査の実質消費支出(二人以上世帯、季節調整値)が前月比-1.0%とマイナスに転じるなど、均してみると依然として横ばい圏での推移にとどまっている。雇用者の増加を背景に家計の所得の改善は続き、消費を取り巻く環境は悪くはないが、10月は夏場の天候不順の影響で生鮮野菜を中心に食品価格が上昇し、実質消費を下押ししたようだ。

消費者物価については、生鮮食品を除く総合では前年比マイナスで推移しているが、総合では10月に前年比+0.1%とすでにプラスに転じている。足元の資源価格の上昇と円安の影響によって、次第に物価上昇圧力は高まってくると予想され、年明けには生鮮食品を除く総合でも前年比プラスに転じる可能性がある。こうした物価上昇圧力の高まりが、実質個人消費を抑制する可能性がある。

## 2. トランプ相場と新大統領の政策の影響～いずれ期待感が剥落するリスクがある

トランプ氏の公約である大規模な法人税減税、規制緩和の推進、インフラ投資の拡大などによって米国企業の業績改善が進み、米国景気は拡大するとの期待感が強まったことから、大統領選後、株価は急反発し、ドルが買い戻されて円は下落に転じ、金利は大幅に上昇している。いわゆるトランプ相場は1ヶ月以上たっても維持されているが、こうした金融市場の動きの背景には、7~9月期の実質GDPが前期比年率換算値で+3.2%となるなど米国景気が底堅く推移しており、12月のFOMC(連邦公開市場委員会)での金融引き締めの可能性が高まっていることもある。

米国景気の先行き期待感がこのまま維持されれば、米国でのクリスマス商戦も好調となり、短期的に景気が押し上げられる可能性はある。しかし、公約の実現性については現実味に欠けるものも多く、実際には2017年に入って政策を遂行していく段階になってみなければ、どの程度実現されるかは不透明である。中でも、大規模な減税やインフラ整備を中心とする経済対策については修正を迫られる可能性が高い。財政刺激策(法人税減税、インフラ投資)が具体化するとしても、2017年10月の新会計年度以降であり、短期的な押し上げ効果は望めない。

加えて、トランプ相場が続いた場合のリスクもある。まず、メキシコ、トルコ、ブラジルなどの新興国通貨は、米国金利上昇を受けて、投資資金が引き揚げられるとの懸念から軒並み下落しており、通貨防衛を余儀なくされている国も出ている。また、こうした国々では株価も下落しており、景気の悪化懸念が強まっている。このように、トランプ相場が続けば、必ずしも世界経済が拡大するとは限らない。また、足元の金利上昇は景気拡大を先取りした良い金利上昇であると考えられるが、財政悪化を懸念する悪い金利上昇に転じる可能性もある。この場合、金利の上昇が景気の拡大を抑制する懸念がある。

さらに、同時に実施された議会選挙の結果、上下両院とも共和党が制したものの、トランプ氏と共和党の多数派との関係は必ずしも良好な状態ではない。このため、政策運営を巡って大統領と議会との対立が先鋭化し、任期を通じて米国が政策停滞に陥るリスクがある。

こうしたことを勘案すると、足元で高まっている期待感が急速に後退する可能性や、トランプ氏の言動を巡って再び金融市場が混乱し、それが長期化することで世界景気の減速の動きが強まるといったリスクもある。このため、トランプ新大統領の下で米国の景気が順調に拡大していけると、現時点で過度に期待することはできない。

こうした中で、円安が続いていることは日本の輸出企業の業績を改善させることになり、株価の上昇要因となっている。株価の上昇が続けば、景気回復への期待感の高まりにつながりやすい。しかし、円安が進んだとしても、短期的には輸出数量が増えないことや、業績が改善しても製造業が国内で設備投資を増やすことにはならないことは、最近の円安局面において確認されたことである。一方、円安は資源価格の持ち直しと合わせて国内物価を押し上げ、企業のコスト負担や、それが消費者物価に転嫁されれば家計の負担となる。先行きの世界経済の悪化のリスクも合わせて考えると、トランプ大統領就任誕生による国内景気の押し上げ効果は、金融市場が期待するほど大きくはない。

通商政策や外交政策、とりわけ東アジアとの関係の見直しについては、トランプ氏の過激な主張がどれだけ実施に移されるかが明らかになるためには、一定の時間が必要である。このため、短期間のうちに日本が受ける影響は専ら金融市場の変動を通じたものとなるであろうが、長い目で見るとトランプ新大統領の政策運営次第で様々な影響が想定され、場合によっては日本の景気にとってマイナス材料となるものも出てくるであろう。

通商政策では保護主義的な立場を強めて行くことが予想される。TPP(環太平洋パートナーシップ)

の発効には、実質的には日本と米国の批准が不可欠であるが、トランプ大統領の誕生によって米国が批准しない可能性が高まっており、発効は難しいと考えられる。TPPをはじめとする経済連携協定の締結は安倍政権の成長戦略の一つに位置づけられているため、成長戦略の見直しも迫られることになるであろう。例えば、国内における農業改革は、事実上TPPの合意を前提としていたため、TPPが発効しない場合には、農業改革の進展が遅れることになる可能性がある。また日本からの工業製品の輸出が、これまで期待していたほど伸びないと考えられる。

外交面では、トランプ氏は日米安保条約が不公平であり、在日米軍の経費負担を日本に求めると繰り返し述べている。このため、日本にも相応の負担を求めることが想定され、日本にとっては財政負担の増加や防衛関係費の積み増しなどが必要となる可能性がある。また、外交における孤立主義の立場を強める観点から、アジア戦略を見直し、関与の姿勢が後退することになれば、アジア地域での地政学リスクが高まる懸念がある。

### 3. 2016 / 2017 年度の経済見通し

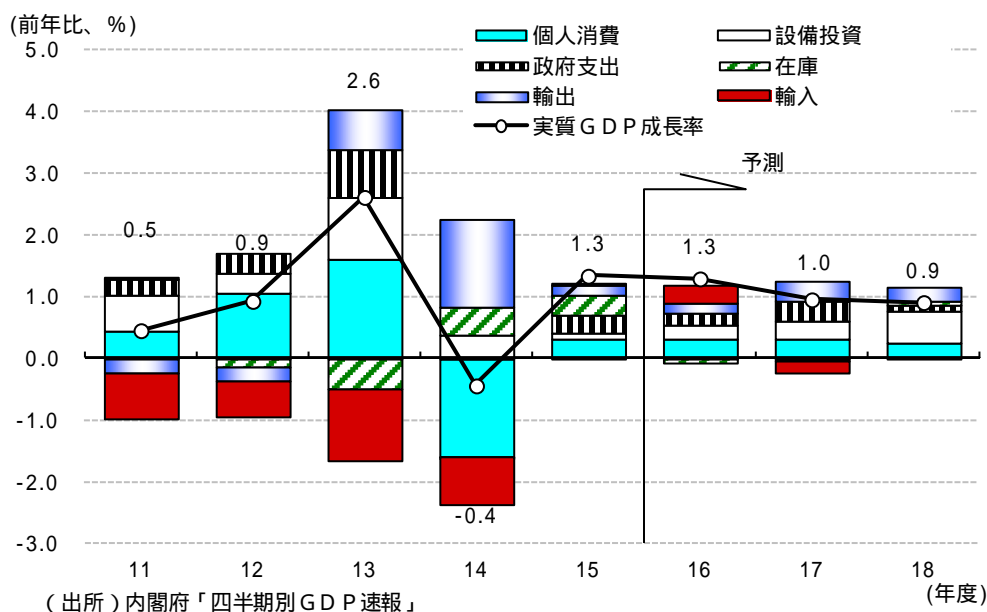
～ 下振れリスクが残る中、景気は緩やかに持ち直していく

見通しの前提条件として、2016 年度第 2 次補正予算の効果が公共投資を中心として、2016 年 10～12 月期から現れ始めるとした。2017 年度以降は、追加の経済対策は想定していない。また、住宅の購入に際して、消費税率 8% への引き上げ時と同様、新消費税率施行の 6 カ月前までに請負契約を締結した場合には（今回の場合、2019 年 3 月末まで）、旧税率が適用される経過措置がとられるものと考え、2018 年度後半には住宅の駆け込み着工が発生すると考えた。ただし、それ以外の駆け込み需要については、今回の予測期間内には発生しないものとした。

トランプ新大統領の誕生による各国経済への影響については、政策運営においては依然として不透明な部分も多いことから、足元の動きを踏まえて金融市場や商品市況の見通しを前回 11 月の見通し時点から修正し、円安進行、新興国の株価や通貨の下落、原油価格など資源価格の上昇などによって生じる影響を織り込むことにとどめた。ただし、基本的には、足元で高まっている期待感が長期的に維持されることは難しく、新大統領の下で米国の景気が順調に加速していくことは想定していない。むしろ、トランプ氏の言動や政策の転換、欧州でのクレジットリスクの高まりをきっかけに、再び金融市場が混乱し、世界景気に下振れリスクが高まる局面もあると考えている。

**2016 年度**は、10～12 月期以降も実質 GDP 成長率はプラス基調で推移すると予想され、景気は横ばい圏を脱し、年度末にかけて緩やかに持ち直してくであろう。年度の実質 GDP 成長率は前年比 +1.3% になると予想される（図表 4）。雇用情勢の持ち直しが続くものの、物価上昇圧力が増してくるため、天候不順の影響が剥落する中であっても、実質個人消費の伸びは小幅にとどまる見込みである。また、企業業績は改善に向かうものの、慎重な姿勢を堅持している企業の設備投資意欲が急速に持ち直すことも期待しづらく、設備投資が横ばいにとどまるであろう。それでも、海外経済の回復を背景に輸出が緩やか

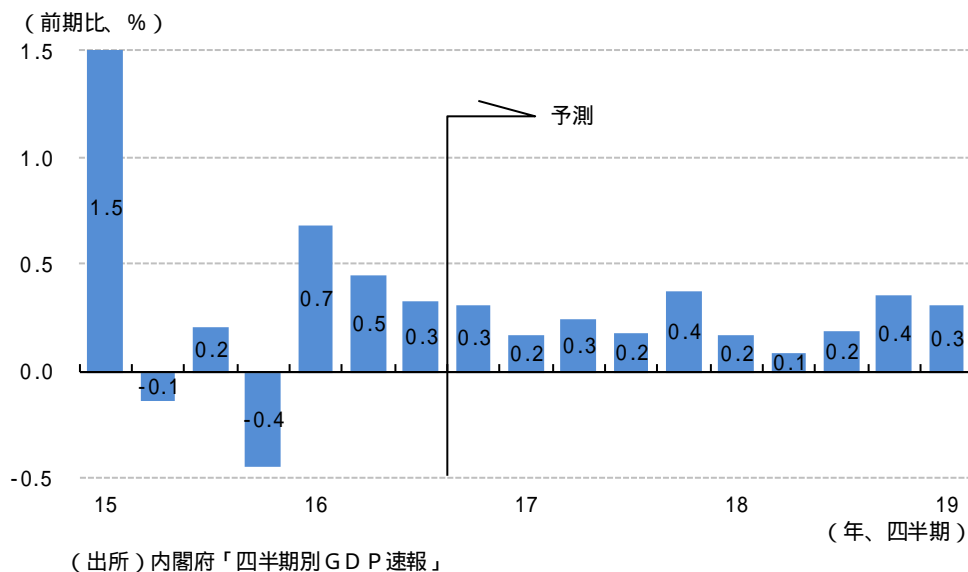
図表 4. 実質 GDP 成長率の予測（年度）



に持ち直していくほか、年度末にかけては 2016 年度第 2 次補正予算の効果が現れ始め、景気を押し上げる。ただし、金融市場で混乱が発生して世界経済の悪化懸念が高まり、景気が下振れするリスクは残る。

なお、明確な景気けん引役が不在である状況に変化はない。このため、実質 GDP 成長率はプラス基調で推移するとはいえ、プラス幅が拡大していくことは難しく、予測期間を通じて前期比で緩やかな伸びが続くと見込まれる（図表 5）。

図表 5 . 実質 GDP 成長率（四半期）



世界景気については、米国では 7~9 月期の実質 GDP（改定値）が前期比年率換算値で +3.2%と、伸び率が 2 期連続で拡大するなど、回復基調が維持されている。個人消費の勢いがやや鈍っているものの、足元での雇用情勢の回復や株価上昇等を受けて、クリスマス商戦にかけては持ち直しも期待される。消費者マインドも足元で急改善している。こうした動きを受けて、12 月の FOMC で追加利上げが実施されることはほぼ確実である。また、ユーロ圏でも緩やかな景気拡大が続き、中国でも政策効果によって投資や生産が持ち直し、景気減速が一服している。さらに、資源国では、11 月の OPEC 総会での減産合意を受けて原油価格が上昇するなど、資源価格の持ち直しの動きが強まっており、景気回復への期待感が高まりつつある。ただし、ドル高と米国の金利上昇によって、一部の新興国では資金の引き揚げ観測から通貨が売り込まれ、株価が下落するなど、景気の減速懸念が強まっている。

以上の動きから、新興国や政治不安と金融不安を抱えているイタリア、EU 離脱交渉を巡って政治的な不透明感が高まっている英国のなど欧州の一部で懸念材料を抱えているものの、年度末にかけては世界景気の回復の動きは徐々にしっかりとしたものになってくるであろう。

もっとも、7~9 月期に輸出を押し上げた挽回生産による自動車の増加分やスマートフォン関連財の輸出増加による効果は年内に一巡する可能性があり、輸出の増加の勢いが強まることは難しい。一方、米国の利上げの実施や、トランプ新大統領の政策への期待感の剥落などから金融市場が混乱して世界景気が下振れし、輸出環境が悪化する懸念もある。

家計部門では、企業の人手不足感の強まりを背景に労働需給はタイトな状態が続くと予想される。しかし、1 人当たりの賃金は、2016 年度前半の企業業績の厳しさ、春闘の賃上げ率の縮小、非正規労働者の増加、賃金水準の低いサービス業などでの雇用者増加などを背景に、年度後半も緩やかな伸びにとど



まると予想される。それでも、雇用者の増加が家計部門の所得の押し上げに寄与すること、物価の安定が続くことから、家計の実質所得は順調に増加すると予想される。加えて、世界景気の回復や金融市場の安定を受けて、消費者のマインドも徐々に持ち直していくと見込まれ、消費者の節約志向は徐々に薄らいでいくであろう。もっとも、物価の安定については、徐々に効果が薄らぐ見込みである。2016年中にエネルギー価格が前年比でプラスに転じる可能性があり、消費者物価指数（生鮮食品を除く総合）の伸び率も2017年に入るとプラスに転じると予想される。

企業部門では、業績は改善に転じると予想される。円高が年度上期に輸出企業の業績を悪化させたが、米大統領選後に1ドル=110円を超える円安が続いているため、輸出企業の業績は下期に大きく改善すると期待される。加えて、原油価格など資源価格は、底打ちしたとはいえ上昇ペースは緩やかにとどまっているためコスト負担の増加額が小さいことや、これまでのリストラ効果によって高収益体質が維持されていることも業績改善の要因になる。非製造業においても、生産活動の活発化や、個人消費の緩やかな持ち直しを受けて、業績は改善に向かうであろう。

しかし、企業の設備投資意欲が急速に改善することは期待薄である。手元キャッシュフローが潤沢な状態は維持されているものの、国内投資に慎重な姿勢を堅持し、維持・更新投資を中心に設備投資は横ばい圏での動きが続こう。2016年度全体でも小幅の伸びにとどまる見込みである。マイナス金利の導入により貸出金利の低下が進んでいるが、金利水準はすでに十分に低く、企業の資金需要をさらに押し上げる効果は期待できない。

公共投資は、2015年度補正予算の効果が剥落する一方で、2016年度第2次補正予算による押し上げ効果が徐々に高まっていくため、年度末にかけては増加ペースが再び高まると見込まれる。

2016年度下期の景気にとって、最大のリスク要因は、金融市場の混乱などをきっかけとして、持ち直しつつある海外経済が再び減速することである。特に、トランプ氏の言動、英国のEU離脱交渉を巡る政治的な混乱などを受けて金融市場のムードが一変するリスクは否定できない。世界経済の減速懸念が強まり、リスクオフの動きによる円高や世界的な株価の調整などが発生すれば、景気の下振れリスクが高まってこよう。

なお、ゲタ（+0.3%）を除いた年度中の成長率は+1.0%となる見込みである。景気が横ばい圏での推移にとどまり、ゲタの影響を除くと若干のマイナス成長だった2015年度の動きとは明らかに異なっている（図表6）。

図表6．実質GDP成長率とゲタの関係

	前年度からのゲタ	年度中の成長率	前年度比成長率 +
2015年度 (実績)	1.3%	-0.0%	1.3%
2016年度 (見通し)	0.3%	1.0%	1.3%
2017年度 (見通し)	0.3%	0.6%	1.0%
2018年度 (見通し)	0.3%	0.6%	0.9%

（注）四捨五入の関係で計算された数字が合わないこともある  
（出所）内閣府「四半期別GDP速報」

**2017年度**は、緩やかな景気回復の動きが続き、実質GDP成長率は前年比+1.0%と3年連続でプラス成長を達成する見込みである。雇用・所得情勢の改善が続く一方で物価が上昇基調に転じることが個人消費の伸びを抑制するが、世界経済の回復を背景に輸出が増加基調を維持することに加え、企業業績の改善を受けて設備投資が緩やかな増加基調に転じることが景気を下支えする。また、2016年度第2次補正予算による効果が、上期を中心に現れることも景気を押し上げる。ゲタ(+0.3%)を除いた年度中の成長率は+0.6%と、2016年度と比べると、持ち直しテンポはやや鈍るであろう。

**2018年度**は、東京オリンピックを控えた需要の盛り上がりピークに達するため、公共投資や首都圏での再開案件の増加が景気の押し上げ要因となる。しかし、2016年度第2次補正予算の効果の剥落によって公共投資がマイナスとなること、原油価格など資源価格の持ち直しが続くこともあって国内物価の上昇が続き、実質個人消費の伸びを抑制すること、さらに米国での金融引き締め継続を受けて海外経済の伸びが鈍り輸出の増加ペースが緩やかとなること、などいくつかのマイナス要因が重なる。このため、実質GDP成長率は前年比+0.9%に鈍化する見込みである。ゲタ(+0.3%)を除いた年度中の成長率は+0.6%と、前年度並みの持ち直しテンポを維持するであろう。

主要項目ごとの動きは以下のとおりである。

#### 家計部門

生産年齢人口(15歳~64歳人口)が減少するという構造要因を背景に、予測期間を通じて労働需給はタイトな状態が続く見込みであり、一部の業種では人手不足感が深刻化するであろう。完全失業率は緩やかな低下が続き、2015年度の3.3%に対し、2018年度には2.9%まで低下すると予想される。女性や高齢者の労働参加が進むことを反映して、雇用者数も緩やかな増加が続くと見込まれる。

こうした雇用情勢の改善は賃金の上昇につながりやすいはずであるが、企業経営を取り巻く環境が厳しくなったことを受けて、2016年春闘においても、3年連続でベースアップが達成されたとはいえ、上昇率は前年を下回った。このため、2016年度の現金給与総額は増加基調で推移しているものの、女性を中心に相対的に賃金水準の低いパートタイム労働者が増えていることもあって、増加幅は前年比+0.4%と緩やかとなる見込みである。夏のボーナスは前年比で増加したものの、前年の水準が低かったことによって押し上げられており、冬のボーナスについても小幅の上昇率にとどまるであろう。また、2017年度も企業業績の改善にもかかわらず、企業の人件費抑制姿勢が大きく変わることはなく、現金給与総額の増加幅は同+0.3%にとどまろう。

しかし、1人当たり賃金が伸び悩む一方で雇用者の増加が続いているため、名目雇用者報酬は2015年度に前年比+1.5%と堅調に増加した後も、2016年度に同+2.1%、2017年度に同+1.4%、2018年度に同+1.1%と増加が続く見込みである。実質雇用者報酬も、2015年度の同+1.3%に対し、物価の安定を背景に2016年度には同+2.2%にまで伸び率が高まると予想される。ただし、物価上昇圧力が高まってくることに合わせて2017年度には同+0.8%に、2018年度には同+0.5%まで鈍化するであ

ろう。

2016年度の個人消費は、実質所得の増加にもかかわらず節約志向の強まりや消費者マインドの低迷を反映して伸び悩んだが、天候要因による押し下げ効果が剥落する10～12月期以降は、世界経済の回復や金融市場の安定を受けて消費者のマインドも徐々に持ち直し、消費者の節約志向も徐々に薄らぐと予想される。実質個人消費は、2015年度の前年比+0.5%に対し同+0.6%と増加が続こう。

2017年度以降は、物価が上昇基調に転じることが個人消費を抑制する要因となり、2017年度は同+0.5%に伸びが鈍り、さらに2018年度には同+0.4%に落ち込む可能性がある。

住宅については、足元で着工件数がピークアウトしているが、それでも当面は貸家を中心に高い水準を維持する可能性がある。しかし、住宅ローン金利が史上最低水準にあるものの、住宅価格の上昇が続いていることが販売の伸びを抑制する要因となる可能性があるうえ、全体を押し上げている貸家着工が、空室率の上昇などを受けていずれ減少に転じると考えられ、着工件数の水準は徐々に低下していこう。2016年度については、2015年度の92.1万戸を上回る98.0万戸まで増加しようが、2017年度には93.8万戸に減少しよう。なお、2019年10月からの消費税率の引き上げに際しては、消費税率8%への引き上げ時と同様に、新税率施行の半年前までに請負契約を締結すれば旧税率が適用される経過措置がとられることを想定しており、2018年度後半には住宅の駆け込み着工が発生すると見込まれる。このため、2018年度には95.2万戸に持ち直そう。

#### 企業部門

企業業績は2016年度前半に底打ちした後、下期には改善の動きが強まっていこう。上期は、円高を背景に輸出企業で、また個人消費の低迷を受けて個人消費関連企業などで業績が低迷したが、米大統領選後に円安が進んだことに加え、下期には企業の生産活動が活発化し、個人消費も緩やかに持ち直してくると期待され、企業業績も改善する見込みである。人件費などの固定費が増加する一方で、原油価格など資源価格が底打ち後も緩やかな上昇ペースにとどまっていることや、これまでのリストラ効果によって高収益体質が維持されていることも業績改善の要因になる。

2016年度の経常利益は前年比+2.3%と過去最高益を更新するが、7～9月期に純粋持株会社の受取利息等の大幅増加によって押し上げられた特殊要因を除けば、実態は5年ぶりの減益に転じる見込みである。中でも年度前半に円高の影響を受けた製造業では同-4.7%と2年連続で減益となる。一方、非製造業では同+5.7%と5年連続での増益を達成すると予想される。

2017年度には、資源価格の上昇によって交易条件が悪化することや人件費の増加が続く一方で、内外需要の回復を受けて売上高が持ち直してくるため、経常利益は同+0.9%と増益が続こう。2018年度は再び円高が進み、輸出企業の業績を悪化させる可能性があるものの、オリンピックを控えた建設需要がピークに達することもあり、同+1.6%と増益が続く見込みである。

企業の設備投資に対する慎重な姿勢は今後も続くであろうが、手元キャッシュフローは潤沢であり、必要な投資までも絞り込むことはないであろう。また、業績の改善が続く中で、研究・開発投資が趨勢的に拡大していくと期待されるほか、人手不足を補うための投資、競争力を維持するための投資、維持・更新投資、情報化投資などが行なわれ、緩やかな増加基調が続き景気を下支えする要因となろう。さらに、需要の逼迫しているホテル、オフィスビル、倉庫・物流拠点などの建設投資も、引き続き底堅く推移すると予想される。

もっとも、能力増強投資といった積極的な投資を国内で行うことは引き続き手控えられ、投資を大幅

に拡大させるまでには至らない。一部の企業や業種で、生産設備を国内に回帰させる動きがみられるものの、企業部門全体への広がりには欠ける。また、マイナス金利の導入を受けて貸出金利が低下しているものの、企業の手元キャッシュフローが潤沢なうえ、すでに金利水準は十分に下がっており、企業の設備投資意欲を高めることにはならないであろう。

実質設備投資の年度の伸び率は2015年度の前年比+0.6%に対して、2016年度は同+1.3%と小幅の増加にとどまる見込みである。2017年度については、企業業績の改善もあって同+2.0%と増加し、2018年度はオリンピックを控えた首都圏での再開案件の増加などを受けて同+3.3%まで伸びは高まると予想される。

### 政府部門

公共投資は、2015年度補正予算による押し上げ効果が剥落するものの、2016年度末にかけては熊本地震の復旧・復興需要に、2016年度第2次補正予算の執行が加わって伸び率が再び高まる見込みである。このため、2016年度は前年比+0.6%と3年ぶりに増加に転じると予想される。

2017年度は、2016年度第2次補正予算の効果により同+1.7%に伸びが高まり、景気の押し上げ要因として効いてこよう。2018年度については、東京オリンピック開催に向けたインフラ整備などの需要がピークを迎えることが増加要因となるが、2016年度第2次補正予算による押し上げ効果が剥落するため、同-2.5%と3年ぶりに減少に転じる見込みである。

政府消費については、高齢化が進展する中、医療費を中心に増加傾向が続く公算が大きい。

### 外需部門

輸出は、世界経済が持ち直してくることから、2016年度後半以降も緩やかな増加基調を維持し、2017年度も増加基調が維持される見込みである。もっとも、生産拠点の海外移転の影響などから、ペースが急速に高まることは望めない。一部の製造業にみられる生産の国内回帰の動きは、輸入コストの増加を回避するための小規模なものにとどまり、輸出を再開させるほどの大きな動きにはつながらないであろう。

世界経済については、トランプ新大統領の誕生により米国では景気拡大期待が高まっているが、いずれ期待感が剥落する懸念がある。トランプ氏の言動や欧州での政治的な混乱などを受けて金融市場のムードが一変するリスクは否定できない。世界経済の減速懸念が強まり、リスクオフの動きによる円高や世界的な株価の調整などが発生すれば、景気の下振れリスクが高まってこよう。

米国景気は家計部門を中心に緩やかに拡大しており、12月のFOMCで金融引き締めが実施されるであろう。その後の引き締めペースが加速しない限りは、金融市場が再び混乱する事態は回避できる見込みである。また、ユーロ圏でもユーロ安を背景とした輸出の増加を受けて緩やかな景気拡大が続いている。中国では、政策効果によって景気の減速ペースが鈍化している。成長率のすう勢的な低下は続くとして予想されるが、政府による「一帯一路（シルクロード経済ベルトと21世紀海上シルクロード）」構想や「第13次5ヶ年計画」などの下での経済対策が、景気をサポートする要因となる。さらに、資源国では、11月のOPEC総会での減産合意を受けて原油価格が上昇するなど、資源価格の持ち直しの動きが強まっており、景気回復への期待感が高まりつつある。一方、新興国の一部では、ドル高と米国の金利上昇によって、資金の引き揚げ観測から通貨が売り込まれ、株価が下落するなど、景気の減速懸念が強まっており、ドル高が続くようであれば国際金融市場の波乱要因となるリスクがある。

2017年には欧州で大型の国政選挙が立て続けに予定されているが（3月にオランダ総選挙、4～5月にフランス大統領選挙と6月に同総選挙、9月にドイツ総選挙）、いずれの国でも移民問題や所得格差への反感が高まっており、米国でのトランプ大統領誕生のような金融市場の想定外の事態が発生する可能性は否定できない。また、英国では11月初旬に高等法院が離脱通告に下院の議決を要するとの判決を下し、EU離脱のスケジュールが不透明となっている。

一方、内需の持ち直しや輸入浸透度の高まりを反映して輸入の伸びも続くため、外需寄与度は2016年度に+0.5%に高まった後は、2017年度は+0.1%と成長率への押し上げ効果は小幅となる見込みである。2018年度には輸出の伸びが緩やかにとどまる中で、輸入は増加基調を維持するため、寄与度は-0.1%とマイナスに転じよう。

輸入においては、東日本大震災後に押し上げたLNGなどの発電用エネルギーの増加はすでに一巡しており、国内の電力需要に見合ったペースでの増加が続くであろう。ただし、原油など資源価格の上昇が続くため輸入金額の増加は続き、足元で黒字に転じている貿易収支（通関統計）は2017年度に赤字に陥ろう。

## 生産

鉱工業生産指数は、海外の需要の弱さから輸出が伸び悩んだことや、国内需要も個人消費を中心に弱い動きが続いたことに加え、円安進行下においても生産拠点を海外に移転させ、国内での生産能力を削減する動きが続いたことを背景に、2014～2015年度と2年連続でマイナスとなった。もっとも、2016年4～6月期に前期比+0.2%とプラスに転じた後、7～9月期も自動車の挽回生産の押し上げ効果やスマートフォン関連財の増加などによって同+1.3%と伸び率が拡大し、10～12月期もプラスが続くと予想される。今後も輸出の回復や個人消費を中心とした内需の持ち直しにともなって、緩やかながらも増加基調が続くと予想される。

2016年度は前年比+0.6%と小幅の上昇にとどまると見込まれるが、2017年度は、持ち直し基調が維持され、同+1.9%に伸び率が高まり、2018年度も同+1.2%と増加基調が維持されよう。在庫水準も低下しており、生産調整圧力は後退している。

## 商品市況・為替・物価

世界経済の先行き懸念を背景とした需要減少観測と、OPECの減産見送り、シェールオイルの生産高止まり、イランの輸出再開などによる世界的な供給過剰感から、原油価格は2015年中に急落した。しかし、2016年に入ってから、一部産油国間での増産凍結に向けた動きもあって持ち直し基調に転じ、11月のOPEC総会での減産合意を受けて水準はさらに高まった。足元の原油需給は、1～3月頃までは大幅な供給過剰が続いていたが、4～6月以降は、ナイジェリアの石油施設が武装勢力に攻撃されたことや、カナダで森林火災の影響でオイルサンドの生産が落ち込んだことにより需給が引き締まり、均衡に近付いた状況にある。今後は、世界経済の回復に伴って徐々に需要が持ち直してくることから、再び緩やかな上昇基調に転じるであろう。ただし、省エネルギーや自動車の燃費向上から原油需要の伸びは緩やかなことに加え、価格の上昇とともに米国でシェールオイルの供給増加が予想されることもあり、上昇ペースは緩やかにとどまる見込みである。トランプ政権の政策は、資源開発促進が原油価格押し下げ要因だが、一方で対イラン強硬姿勢などが価格押し上げ要因となる。

円/ドルは、世界的なリスクオフの動きによって2015年半ば以降円高が進んだ。しかし米大統領選後

は、トランプ新大統領の下での米国経済回復期待や米国の金融引き締め観測の高まりから、短期間のうちに円安・ドル高が進んだ。しばらくは期待感によってドル高トレンドが維持される可能性はあるが、米国からの輸出を増加させるために、トランプ大統領がドル安政策を採るといった思惑も生じやすく、円安にも限界がある。いずれは円高方向へ修正されると予想される。一方、日本では一段の金融緩和の強化が行われる可能性があることに對し、米国では2017年以降も追加の金融引き締めが行われると考えられ、大幅な円高も想定しづらい。

原油価格の下落の影響などからエネルギー価格が下落し、消費者物価指数（除く生鮮食品）の伸び率は前年比マイナスで推移している。ただし、原油価格の上昇により、エネルギー価格は2017年に入ると前年比でプラスに転じ、プラス幅も徐々に拡大していく見込みである。このため、消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比のマイナス状態は2017年に入ると解消される。さらに、2018年度にはエネルギー価格の上昇幅が高まってくることや人件費の上昇を反映したサービス価格の高まりといった上昇要因からプラス幅はやや拡大すると予想される。消費者物価指数（除く生鮮食品）は、2015年度の前年比横ばいに対し、2016年度には同 - 0.2%となるが、2017年度には同 + 0.7%に、2018年度には同 + 0.5%に高まっている。

#### 金融政策・金利

9月21日に日本銀行は、金融緩和を強化するためとして、新たな金融政策の枠組みである「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を導入した。導入の目的は、ひとつは銀行収益悪化や運用利回りの低下といったマイナス金利の副作用を解消することであり、もうひとつは量の拡大がいずれ限界となる中で、政策の持続性を確保するため、すなわち金融緩和状態をできるだけ長期間維持できる仕組みを作ることであったと考えられる。

こうした長期戦にも耐えられる枠組みの構築できたことで、当面は、- 0.1%の政策金利のマイナス幅、10年物国債金利のゼロ%を維持すると予想される。マイナス金利の副作用を回避するためには、安易にマイナス金利を深堀していくことは難しいうえ、足元で大幅な円安が進んでいることで追加緩和の必要性も後退している。

こうした政策を受けて、短期金利は、基本的には現状レベルでの推移が続くと予想される。もっとも、急激な円高が進んだ局面や、量の買入れが維持できなくなり、大幅な減額を余儀なくされる局面などでは、マイナス金利幅を引き下げる可能性はあるが、それでも後1~2回（- 0.2%程度）が限界であろう。

長期金利については、ターゲットであるゼロ%近辺での推移が続こう。米大統領選後に米国債券利回りが上昇している影響を受けて上昇圧力がかかりプラスに転じている。しかし、日本銀行の国債買入れが維持されること、金利が急上昇した局面では指値オペが実施される可能性があること、などからターゲットを大きく上回って金利が上昇することはないと考えられる。

図表7．日本経済予測総括表

## 【GDP需要項目】

予測

上段は前期比%、下段は前年同期比%

名目	2015年度		2016年度		2017年度		2018年度		2015年度 (実績)	2016年度 (予測)	2017年度 (予測)	2018年度 (予測)
	上期	下期	上期	下期	上期	下期	上期	下期				
名目GDP	1.6	0.4	0.7	0.5	-0.1	0.6	0.5	0.7	2.8	1.2	0.6	1.1
	3.6	1.9	1.1	1.2	0.4	0.7	1.1	1.2				
実質GDP	0.7	0.0	1.0	0.6	0.4	0.6	0.3	0.6	1.3	1.3	1.0	0.9
	1.9	0.8	1.0	1.6	0.9	1.0	0.9	0.9				
内需寄与度(注1)	0.8	-0.2	0.7	0.4	0.4	0.5	0.3	0.7	1.1	0.8	0.8	1.0
個人消費	0.1	-0.3	0.6	0.2	0.3	0.3	0.1	0.5	0.5	0.6	0.5	0.4
	1.1	-0.1	0.3	0.8	0.5	0.5	0.4	0.5				
住宅投資	3.7	0.2	5.5	0.5	-3.6	1.0	-1.8	4.6	2.7	6.0	-2.9	1.0
	1.5	3.8	6.0	6.1	-3.1	-2.8	-0.7	2.7				
設備投資	-0.4	0.5	1.0	0.1	1.0	1.7	1.6	1.7	0.6	1.3	2.0	3.3
	1.2	0.1	1.5	1.2	1.1	2.8	3.2	3.3				
民間在庫(注1)	0.6	-0.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.3	-0.1	-0.0	0.1
政府支出	0.5	0.6	0.0	0.8	0.9	0.1	0.1	0.4	1.2	0.8	1.3	0.4
	1.3	1.0	0.7	0.9	1.7	0.9	0.3	0.5				
政府最終消費	0.8	1.6	-0.3	0.7	0.6	0.5	0.6	0.6	2.0	0.9	1.2	1.1
	1.6	2.4	1.3	0.4	1.3	1.1	1.1	1.1				
公共投資	-0.3	-3.4	1.3	1.5	2.2	-1.8	-1.6	-0.2	-2.0	0.6	1.7	-2.5
	0.8	-4.0	-2.0	2.6	3.8	0.2	-3.4	-1.9				
外需寄与度(注1)	-0.1	0.2	0.3	0.2	0.0	0.1	-0.1	-0.1	0.2	0.5	0.1	-0.1
輸出	-1.9	0.8	-0.2	1.7	0.8	1.0	0.6	0.5	0.8	1.1	2.1	1.3
	2.6	-0.9	0.5	1.6	2.4	1.8	1.5	1.1				
輸入	-1.1	-0.3	-1.6	0.4	0.7	0.6	0.9	0.9	-0.2	-1.6	1.2	1.7
	0.9	-1.3	-2.0	-1.2	1.1	1.4	1.5	1.8				
GDPデフレーター(注2)	1.7	1.2	0.1	-0.4	-0.5	-0.3	0.2	0.2	1.4	-0.1	-0.4	0.2

(注1) 民間在庫、内需寄与度、外需寄与度は前期比寄与度

(注2) GDPデフレーターは前年比

## 【海外経済・金融・商品市況】

予測

項目	2015年度		2016年度		2017年度		2018年度		2015年度 (実績)	2016年度 (予測)	2017年度 (予測)	2018年度 (予測)
	上期	下期	上期	下期	上期	下期	上期	下期				
米国実質GDP (前期比年率%、暦年)	2.3	1.9	1.0	2.6	2.3	2.0	1.8	1.6	2.6	1.6	2.3	1.8
ユーロ圏実質GDP (前期比年率%、暦年)	2.4	1.5	1.8	1.3	1.6	1.7	1.4	1.4	1.9	1.6	1.5	1.5
アジア実質GDP(前年比、暦年)	6.2	6.0	5.9	6.0	6.0	5.9	5.9	5.8	6.1	6.0	5.9	5.8
うち中国実質GDP(前年比、暦年)	7.0	6.8	6.7	6.6	6.6	6.5	6.5	6.4	6.9	6.7	6.5	6.4
ドル円相場(円/ドル)	121.8	118.5	105.3	111.2	113.8	111.7	109.3	106.9	120.1	108.2	112.7	108.1
無担保コール翌日物(%)	0.071	0.055	-0.048	-0.047	-0.095	-0.090	-0.080	-0.030	0.063	-0.048	-0.093	-0.055
TIBOR3ヶ月	0.165	0.145	0.063	0.052	0.015	0.015	0.020	0.070	0.155	0.057	0.015	0.045
長期金利(新発10年国債)	0.40	0.18	-0.12	0.01	0.01	0.07	0.10	0.25	0.29	-0.06	0.04	0.18
原油価格(WTI、ドル/バレル)	52.2	37.8	45.3	50.5	53.2	55.1	57.0	58.2	45.0	47.9	54.1	57.6
原油価格(ドバイ、ドル/バレル)	55.5	35.8	43.3	49.0	51.7	53.6	55.5	56.7	45.6	46.2	52.6	56.1

図表8．日本経済予測総括表

## 【外需（輸出入）】

	2015年度		2016年度		2017年度		2018年度		2015年度 (実績)	2016年度 (予測)	2017年度 (予測)	2018年度 (予測)
	上期	下期	上期	下期	上期	下期	上期	下期				
輸出額(円ベース、前年比)	5.2	-6.2	-9.9	-3.0	6.4	3.1	0.5	0.2	-0.7	-6.5	4.7	0.3
数量(前年比)	-1.8	-3.6	-0.2	1.6	1.9	1.0	0.8	0.7	-2.7	0.7	1.4	0.8
数量(前期比)	-3.9	-0.5	0.2	1.4	0.5	0.5	0.3	0.4				
輸入額(円ベース、前年比)	-5.6	-14.8	-19.1	-3.4	16.0	8.5	1.3	0.3	-10.3	-11.5	12.1	0.8
数量(前年比)	-2.0	-1.7	-1.0	0.5	1.5	1.6	1.5	1.4	-1.8	-0.2	1.6	1.4
数量(前期比)	-0.7	-1.1	-0.1	0.6	0.8	0.8	0.7	0.7				
輸出超過額(兆円)	-1.3	0.2	2.5	0.3	-0.4	-1.6	-0.7	-1.6	-1.1	2.8	-2.0	-2.3
経常収支(兆円)(注)	8.0	9.8	9.5	9.3	8.0	7.8	7.6	7.4	18.0	18.8	15.9	15.0
貿易収支(兆円)	-0.8	1.3	2.7	2.0	0.4	0.2	0.1	0.1	0.5	4.5	0.6	0.2
サービス収支(兆円)	-0.7	-0.4	-0.8	-0.6	-0.5	-0.6	-0.6	-0.6	-1.1	-1.4	-1.1	-1.3
第一次所得収支(兆円)	10.5	9.9	8.7	9.2	9.3	9.2	9.1	8.9	20.6	18.0	18.7	18.1

(注) 経常収支、貿易収支、サービス収支、第一次所得収支の半期値は季節調整値

## 【企業】

	2015年度		2016年度		2017年度		2018年度		2015年度 (実績)	2016年度 (予測)	2017年度 (予測)	2018年度 (予測)
	上期	下期	上期	下期	上期	下期	上期	下期				
鉱工業生産 (上段は前期比%、下段は前年比%)	-1.3	-0.9	0.4	2.1	0.5	0.8	0.6	0.5	-1.0	0.6	1.9	1.2
在庫指数 (上段は前期比%、下段は前年比%)	0.0	1.9	-3.9	-1.7	0.2	0.4	0.1	0.4	1.8	-5.5	0.5	0.5
売上高(法人企業統計、前年比%)	0.6	-3.0	-2.5	1.7	3.1	1.5	1.2	1.5	-1.3	-0.4	2.3	1.4
経常利益(法人企業統計、前年比%)	17.0	-5.4	-0.8	5.5	-0.3	2.2	1.7	1.5	4.9	2.3	0.9	1.6

## 【所得・雇用】

	2015年度		2016年度		2017年度		2018年度		2015年度 (実績)	2016年度 (予測)	2017年度 (予測)	2018年度 (予測)
	上期	下期	上期	下期	上期	下期	上期	下期				
一人当たり所得(注1)	-0.1	0.4	0.6	0.3	0.2	0.3	0.4	0.4	0.2	0.4	0.3	0.4
所定内給与	0.3	0.4	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	0.2	0.3	0.2	0.1	0.2
所定外給与	0.0	0.8	-0.6	1.5	2.4	1.9	1.8	1.6	0.4	0.5	2.1	1.7
実質賃金指数(注1)	-0.5	0.2	1.1	-0.1	-0.6	-0.1	-0.3	-0.2	-0.1	0.5	-0.4	-0.2
春闘賃上げ率(注2)	-	-	-	-	-	-	-	-	2.38	2.14	2.00	2.10
雇用者数	0.7	1.3	1.6	1.3	0.9	0.7	0.6	0.6	1.0	1.4	0.8	0.6
雇用者報酬(注3)	0.9	2.1	2.2	2.0	1.5	1.3	1.3	1.0	1.5	2.1	1.4	1.1
完全失業率(季節調整%)	3.4	3.3	3.1	3.0	3.0	2.9	2.9	2.9	3.3	3.1	3.0	2.9

(注1) 「毎月勤労統計」ベースで、対象は事業所規模5人以上

(注2) 春闘賃上げ率は厚生労働省「民間主要企業春季賃上げ要求・妥結状況について」ベース。2016年度は実績。

(注3) GDPベースで名目値

## 【物価】

	2015年度		2016年度		2017年度		2018年度		2015年度 (実績)	2016年度 (予測)	2017年度 (予測)	2018年度 (予測)
	上期	下期	上期	下期	上期	下期	上期	下期				
国内企業物価	-2.9	-3.6	-4.1	-0.6	2.2	1.2	0.3	-0.1	-3.2	-2.4	1.7	0.2
消費者物価	0.4	0.1	-0.5	0.3	0.7	0.4	0.5	0.4	0.2	-0.1	0.5	0.5
生鮮食品を除く総合	0.0	-0.1	-0.5	0.0	0.7	0.7	0.6	0.4	-0.0	-0.2	0.7	0.5
食料(酒類を除く)及び エネルギーを除く総合	0.5	0.6	0.4	0.1	0.1	0.4	0.5	0.4	0.6	0.2	0.3	0.4



図表9．日本経済予測総括表

【新設住宅着工】

	予測											
	2015年度		2016年度		2017年度		2018年度		2015年度	2016年度	2017年度	2018年度
	上期	下期	上期	下期	上期	下期	上期	下期	(実績)	(予測)	(予測)	(予測)
新設住宅着工戸数	93.7	90.7	99.4	96.5	94.4	93.2	93.7	96.8	92.1	98.0	93.8	95.2
	6.9	2.2	6.0	6.8	-4.9	-3.5	-0.8	3.8	4.6	6.4	-4.2	1.5
持家	28.9	28.1	29.8	29.8	29.8	29.8	29.7	31.0	28.4	29.8	29.8	30.3
	3.5	0.9	3.0	6.8	0.1	-0.1	-0.6	4.3	2.2	4.8	-0.0	1.8
貸家	39.4	37.4	43.9	42.4	40.7	39.9	40.0	40.6	38.4	43.2	40.3	40.3
	10.8	3.4	11.1	13.9	-7.2	-6.0	-1.8	1.6	7.1	12.5	-6.6	-0.1
分譲	25.1	24.3	25.4	23.7	23.2	22.9	23.4	24.6	24.7	24.5	23.0	23.9
	6.2	2.7	1.4	-2.8	-8.7	-3.3	0.6	7.1	4.5	-0.7	-6.1	3.9

(注) 上段が季節調整済年率換算値、下段が原数値の前年同期比

図表10．前々回見通し(2016年9月・2次QE時点)との比較

2016年度				2017年度				2018年度			
	前々回	修正幅	前年比%		前々回	修正幅	前年比%		前々回	修正幅	前年比%
名目GDP	1.2	0.0	1.2	名目GDP	1.3	-0.7	0.6	名目GDP	0.6	+0.5	1.1
実質GDP	0.9	+0.4	1.3	実質GDP	1.0	0.0	1.0	実質GDP	0.7	+0.2	0.9
個人消費	0.7	-0.1	0.6	個人消費	0.8	-0.3	0.5	個人消費	0.5	-0.1	0.4
住宅投資	7.0	-1.0	6.0	住宅投資	-1.2	-1.7	-2.9	住宅投資	-1.0	+2.0	1.0
設備投資	0.3	+1.0	1.3	設備投資	1.5	+0.5	2.0	設備投資	2.8	+0.5	3.3
公共投資	1.8	-1.2	0.6	公共投資	1.6	+0.1	1.7	公共投資	-3.4	+0.9	-2.5
外需寄与度	0.0	+0.5	0.5	外需寄与度	-0.0	+0.1	0.1	外需寄与度	-0.1	0.0	-0.1
デフレーター	0.3	-0.4	-0.1	デフレーター	0.4	-0.8	-0.4	デフレーター	-0.1	+0.3	0.2
鉱工業生産	-0.4	+1.0	0.6	鉱工業生産	1.4	+0.5	1.9	鉱工業生産	0.0	0.0	0.0

図表11．前回見通し(2016年11月・1次QE時点)との比較

2016年度				2017年度				2018年度			
	前回	修正幅	前年比%		前回	修正幅	前年比%		前回	修正幅	前年比%
名目GDP	1.0	+0.2	1.2	名目GDP	0.7	-0.1	0.6	名目GDP	0.6	+0.5	1.1
実質GDP	1.1	+0.2	1.3	実質GDP	0.9	0.0	1.0	実質GDP	0.8	0.0	0.9
個人消費	0.7	-0.1	0.6	個人消費	0.7	-0.2	0.5	個人消費	0.4	0.0	0.4
住宅投資	6.4	-0.4	6.0	住宅投資	-3.0	+0.1	-2.9	住宅投資	1.0	0.0	1.0
設備投資	0.3	+1.0	1.3	設備投資	1.5	+0.5	2.0	設備投資	2.8	+0.5	3.3
公共投資	0.9	-0.3	0.6	公共投資	1.6	+0.1	1.7	公共投資	-2.6	+0.1	-2.5
外需寄与度	0.3	+0.2	0.5	外需寄与度	0.1	0.0	0.1	外需寄与度	-0.1	0.0	-0.1
デフレーター	-0.0	-0.1	-0.1	デフレーター	-0.2	-0.2	-0.4	デフレーター	-0.1	+0.3	0.2
鉱工業生産	0.1	+0.5	0.6	鉱工業生産	1.6	+0.3	1.9	鉱工業生産	0.0	0.0	0.0

図表 12 . 日本経済予測総括表(四半期ベース)

## 【GDP需要項目】

	2015年度				2016年度				2017年度				2018年度				
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	
名目GDP	前期比	0.2	0.6	-0.3	0.8	0.2	0.1	0.5	-0.2	-0.2	0.3	0.4	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4
	前期比年率	0.9	2.3	-1.0	3.1	1.0	0.5	1.9	-0.6	-0.8	1.2	1.5	0.8	0.8	1.4	1.3	1.5
	前年比	3.3	3.9	2.6	1.3	1.3	0.9	1.9	0.5	0.3	0.6	0.4	0.9	1.1	1.1	1.0	1.3
実質GDP	前期比	-0.1	0.2	-0.4	0.7	0.5	0.3	0.3	0.2	0.3	0.2	0.4	0.2	0.1	0.2	0.4	0.3
	前期比年率	-0.5	0.8	-1.8	2.8	1.8	1.3	1.3	0.7	1.0	0.7	1.5	0.7	0.4	0.8	1.4	1.3
	前年比	1.8	2.1	1.1	0.4	0.9	1.1	1.8	1.4	0.9	1.0	1.0	0.9	0.9	0.8	0.8	1.1
内需寄与度(注1)	0.0	0.3	-0.5	0.3	0.5	-0.0	0.3	0.2	0.2	0.2	0.3	0.2	0.1	0.2	0.4	0.3	
個人消費	-0.4	0.5	-0.7	0.4	0.2	0.3	0.0	0.1	0.2	0.1	0.2	0.1	0.0	0.1	0.3	0.2	
住宅投資	1.0	1.2	-0.1	-0.1	0.4	0.3	0.9	0.7	0.6	0.4	0.6	0.5	0.4	0.3	0.5	0.6	
設備投資	1.2	1.8	-1.2	1.3	3.5	2.6	1.0	-3.5	-1.5	-0.8	2.4	-2.0	-1.0	0.5	3.8	1.0	
民間在庫(注1)	-3.1	6.1	4.7	3.0	5.4	6.5	8.6	3.5	-1.5	-4.7	-3.5	-2.0	-1.4	-0.1	1.2	4.3	
政府支出	-1.3	0.6	0.4	-0.3	1.4	-0.4	0.2	0.2	0.6	0.7	0.8	0.9	0.7	0.8	0.9	0.8	
政府最終消費	1.4	1.0	1.0	-0.6	2.2	0.9	0.9	1.4	0.6	1.6	2.4	3.1	3.2	3.2	3.4	3.3	
公共投資	0.4	-0.2	-0.1	-0.1	0.2	-0.3	0.1	0.0	-0.0	-0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	-0.1	0.0	
外需寄与度(注1)	0.2	0.2	0.0	1.0	-0.6	0.3	0.3	0.7	0.5	0.1	0.1	-0.1	0.1	0.2	0.2	0.3	
輸出	1.6	1.0	0.6	1.3	0.8	0.6	0.9	0.9	1.8	1.6	1.4	0.5	0.3	0.3	0.3	0.7	
輸入	0.1	0.4	0.7	1.3	-1.1	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2	0.3	
GDPデフレーター(注2)	1.7	1.6	2.2	2.7	1.4	1.2	0.9	-0.0	1.3	1.2	1.2	1.1	1.1	1.2	1.1	1.2	
輸出	1.0	-0.5	-2.8	-0.7	1.6	0.1	0.3	2.2	1.3	-0.4	-0.9	-1.5	-0.7	-0.4	-0.0	0.1	
輸入	2.0	-0.2	-4.6	-3.4	-2.2	-1.8	1.2	4.1	4.1	3.5	2.1	-1.6	-3.3	-3.4	-2.7	-1.1	
輸出	-0.2	-0.1	0.1	0.4	-0.1	0.3	0.1	-0.0	0.0	0.0	0.1	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	
輸入	-3.7	2.1	-0.6	0.8	-1.3	1.6	0.8	0.2	0.5	0.4	0.5	0.4	0.2	0.3	0.3	0.2	
輸出	2.1	3.1	-0.4	-1.3	0.5	0.4	2.0	1.3	2.8	1.9	1.7	1.9	1.5	1.5	1.2	1.0	
輸入	-2.5	2.5	-0.9	-1.2	-0.9	-0.4	0.5	0.2	0.4	0.3	0.2	0.5	0.4	0.5	0.5	0.4	
輸入	0.6	1.2	-0.6	-2.0	-0.7	-3.3	-1.9	-0.4	0.7	1.5	1.2	1.6	1.4	1.6	1.9	1.7	

(注1) 民間在庫、内需寄与度、外需寄与度は前期比寄与度

(注2) GDPデフレーターは前年比

## 【海外経済・金融・商品市況】

	2015年度				2016年度				2017年度				2018年度			
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3
米国実質GDP (前期比年率%)	2.6	2.0	0.9	0.8	1.4	3.2	2.6	2.2	2.2	1.9	1.9	1.7	1.7	1.6	1.6	1.5
ユーロ圏実質GDP (前期比年率%)	1.5	1.4	1.8	2.1	1.2	1.3	1.4	1.6	1.6	1.7	1.7	1.4	1.4	1.4	1.4	1.5
アジア実質GDP(前年比)	6.1	6.0	5.9	5.9	6.0	6.0	5.9	6.0	6.0	5.9	5.8	5.9	5.9	5.8	5.7	5.8
うち中国実質GDP(前年比)	7.0	6.9	6.8	6.7	6.7	6.7	6.6	6.6	6.6	6.5	6.4	6.5	6.5	6.4	6.3	6.4
ドル円相場(円/ドル)	121.3	122.2	121.5	115.4	108.2	102.4	108.6	113.7	114.0	113.5	112.3	111.1	109.9	108.7	107.5	106.3
無担保コール翌日物(%)	0.067	0.075	0.076	0.034	-0.050	-0.046	-0.045	-0.050	-0.090	-0.100	-0.100	-0.080	-0.080	-0.080	-0.060	0.000
TIBOR3ヶ月(%)	0.169	0.161	0.166	0.124	0.068	0.058	0.053	0.050	0.020	0.010	0.010	0.020	0.020	0.020	0.040	0.100
長期金利(新発10年国債)	0.40	0.39	0.31	0.06	-0.12	-0.13	-0.02	0.03	0.00	0.02	0.03	0.10	0.10	0.10	0.20	0.30
原油価格(WTI、ドル/バレル)	57.9	46.4	42.2	33.5	45.6	44.9	49.1	51.9	52.6	53.7	54.4	55.8	56.7	57.3	57.9	58.5
原油価格(ドバイ、ドル/バレル)	60.9	50.0	41.0	30.7	43.2	43.4	47.6	50.4	51.1	52.2	52.9	54.3	55.2	55.8	56.4	57.0

図表 13 . 日本経済予測総括表(四半期ベース)

## 【外需(輸出入)】

予測

	2015年度				2016年度				2017年度				2018年度			
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3
輸出額(円ベース、前年比)	6.7	3.7	-4.6	-7.9	-9.5	-10.2	-5.7	-0.2	5.1	7.8	4.0	2.1	1.1	-0.0	0.1	0.3
数量(前年比)	-0.6	-2.9	-4.1	-3.2	-1.3	1.0	1.6	1.6	1.9	1.9	0.9	1.0	0.9	0.8	0.8	0.7
数量(前期比)	-3.1	-2.0	0.5	0.1	-0.0	0.3	1.2	0.1	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1
輸入額(円ベース、前年比)	-5.3	-5.9	-13.9	-15.7	-18.8	-19.5	-9.6	3.5	14.1	17.8	11.4	5.8	2.1	0.5	0.1	0.5
数量(前年比)	-2.2	-1.9	-2.5	-0.8	-1.3	-0.7	0.5	0.5	1.4	1.5	1.6	1.7	1.6	1.4	1.3	1.5
数量(前期比)	-0.3	-0.1	-1.2	0.5	-0.6	0.5	0.2	0.3	0.4	0.5	0.4	0.3	0.4	0.3	0.3	0.5
輸出超過額(兆円)	-0.3	-1.0	-0.1	0.3	1.5	1.0	0.6	-0.3	0.1	-0.5	-0.6	-1.0	-0.0	-0.6	-0.6	-1.0
経常収支(兆円)(注)	4.0	4.0	4.8	5.0	4.6	4.9	4.9	4.5	4.1	3.9	3.9	3.9	3.9	3.7	3.7	3.7
貿易収支(兆円)	-0.4	-0.4	0.4	0.9	1.2	1.5	1.3	0.7	0.3	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1
サービス収支(兆円)	-0.5	-0.2	-0.3	-0.1	-0.4	-0.4	-0.3	-0.3	-0.3	-0.2	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3
第一次所得収支(兆円)	5.3	5.2	5.3	4.7	4.3	4.4	4.6	4.6	4.7	4.7	4.6	4.6	4.6	4.5	4.5	4.4

(注) 経常収支、貿易収支、サービス収支、第一次所得収支は季節調整値

## 【企業】

予測

	2015年度				2016年度				2017年度				2018年度			
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3
鉱工業生産	-1.3	-1.0	0.1	-1.0	0.2	1.3	1.3	0.1	0.3	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3	0.2	0.3
(上段は前期比%、下段は前年比%)	-0.8	-0.9	-0.8	-1.6	-1.8	0.4	1.8	1.7	3.1	2.1	1.2	1.4	1.4	1.3	1.2	1.1
在庫指数	0.5	-0.5	-0.5	2.4	-1.3	-2.6	-1.7	0.0	0.1	0.1	0.2	0.2	0.0	0.1	0.2	0.2
(上段は前期比%、下段は前年比%)	3.9	2.0	0.0	1.8	0.0	-2.0	-3.5	-5.5	-4.2	-1.4	0.3	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
売上高(法人企業統計、前年比%)	1.1	0.1	-2.7	-3.3	-3.5	-1.5	0.8	2.5	3.2	3.0	1.8	1.2	1.1	1.4	1.4	1.5
経常利益(法人企業統計、前年比%)	23.8	9.0	-1.7	-9.3	-10.0	11.5	2.7	8.6	3.4	-4.4	2.5	1.9	2.0	1.4	1.5	1.5

## 【所得・雇用】

予測

前年同期比%

	2015年度				2016年度				2017年度				2018年度			
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3
一人当たり所得(注1)	-0.7	0.5	0.2	0.7	0.6	0.6	0.3	0.3	0.3	0.2	0.3	0.2	0.3	0.4	0.5	0.3
所定内給与	0.3	0.2	0.3	0.4	-0.1	0.3	0.2	0.1	0.1	0.0	0.0	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
所定外給与	-1.1	1.2	1.4	0.1	0.5	-1.7	1.2	1.8	2.9	1.8	1.8	1.9	1.8	1.8	1.6	1.6
実質賃金指数(注1)	-1.4	0.2	-0.1	0.5	1.1	1.1	-0.0	-0.2	-0.5	-0.7	0.1	-0.4	-0.3	-0.2	-0.1	-0.2
雇用者数	0.7	0.7	1.0	1.5	1.6	1.5	1.5	1.0	1.0	0.8	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5
雇用者報酬(注2)	0.5	1.4	1.7	2.6	2.2	2.3	2.2	1.7	1.7	1.4	1.4	1.2	1.3	1.3	1.1	0.8
完全失業率(季調値%)	3.4	3.4	3.3	3.2	3.2	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9

(注1) 「毎月勤労統計」ベースで、対象は事業所規模5人以上

(注2) GDPベースで名目値

## 【物価】

予測

前年同期比%

	2015年度				2016年度				2017年度				2018年度			
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3
国内企業物価	-2.2	-3.7	-3.7	-3.5	-4.4	-3.6	-2.4	1.2	1.9	2.4	1.5	1.0	0.5	0.2	0.0	-0.2
消費者物価	0.6	0.1	0.2	0.0	-0.4	-0.5	0.3	0.4	0.7	0.8	0.2	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4
生鮮食品を除く総合	0.2	-0.2	-0.1	-0.1	-0.4	-0.5	-0.2	0.2	0.6	0.8	0.7	0.8	0.7	0.5	0.4	0.3
食料(酒類を除く)及びエネルギーを除く総合	0.5	0.6	0.7	0.6	0.6	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4

図表 14 . 日本経済予測総括表(四半期ベース)

## 【新設住宅着工】

予測

上段は万戸、下段は前年同期比%

	2015年度				2016年度				2017年度				2018年度			
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3
新設住宅着工戸数	95.6	91.7	86.8	94.7	100.5	98.2	97.3	95.8	94.8	94.0	93.4	93.1	93.2	94.2	96.4	97.3
	7.6	6.2	-0.7	5.5	4.9	7.1	12.1	1.2	-5.7	-4.2	-4.0	-2.8	-1.7	0.1	3.2	4.6
持家	29.1	28.6	26.9	29.3	29.8	29.8	29.8	29.8	29.9	29.7	29.7	29.9	29.6	29.7	30.9	31.1
	2.2	4.8	0.2	1.7	2.1	3.9	11.2	1.7	0.4	-0.2	-0.4	0.2	-1.1	-0.0	4.3	4.3
貸家	38.6	40.3	36.1	38.8	42.8	44.9	43.1	41.8	40.9	40.5	40.1	39.7	39.9	40.1	40.3	40.9
	5.3	16.5	1.3	6.0	11.0	11.2	19.3	7.6	-4.5	-9.7	-6.8	-5.0	-2.5	-1.0	0.5	3.0
分譲	27.3	22.9	23.1	25.6	27.1	23.7	23.8	23.6	23.3	23.1	23.0	22.9	23.1	23.7	24.5	24.6
	18.8	-5.4	-3.6	9.3	-0.5	3.6	3.2	-8.2	-14.0	-2.7	-3.5	-3.2	-1.0	2.3	6.6	7.7

(注) 上段が季節調整済年率換算値、下段が原数値の前年同期比

## &lt; 経済見通し担当者 &gt;

小林 真一郎	主席研究員	総括・金融・物価
芥田 知至	主任研究員	海外経済・原油・為替
中田 一良	主任研究員	企業部門・政府部門
野田 麻里子	研究員	海外経済
細尾 忠生	副主任研究員	海外経済
土田 陽介	研究員	海外経済
尾畠 未輝	研究員	海外経済
土志田 るり子	研究員	個人消費・住宅・雇用・賃金

## - ご利用に際して -

- 本資料は、信頼できると思われる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。
- また、本資料は、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社の統一した見解を示すものではありません。
- 本資料に基づくお客様の決定、行為、及びその結果について、当社は一切の責任を負いません。ご利用にあたっては、お客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。
- 本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。著作権法の定めに従い、引用する際は、必ず出所:三菱UFJリサーチ&コンサルティングと明記してください。
- 本資料の全文または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要ですので、当社までご連絡ください。