

# SCB

SHINKIN  
CENTRAL  
BANK



信金中央金庫

SCB 地域・中小企業研究所

経済見通し

No. 29-1

(2017. 5. 22)

〒103-0028 東京都中央区八重洲 1-3-7  
TEL. 03-5202-7671 FAX. 03-3278-7048  
URL <http://www.scbri.jp>

## 実質成長率は17年度1.5%、18年度1.3%と予測

— 世界経済の持直しを受けて国内にも景気回復の動きが広がる —

### < 要 旨 >

#### 1. 17年1~3月の実質GDPは前期比0.5%増(年率2.2%増)

乗用車など耐久財消費が上向き、個人消費は前期比0.4%増と堅調に推移した。設備投資は0.2%増と前期(1.9%増)から減速したが、世界経済の持直しを背景に輸出が2.1%増となり、輸入を差し引いた純輸出は実質成長率を0.1ポイント(年率0.6ポイント)押し上げた。

#### 2. 輸出をけん引役に今後も景気は堅調に推移する見通し

海外景気の持直しを背景に輸出が順調に回復しており、外需を支えに国内の生産活動が上向いている。また、足踏み状態が続いていた個人消費に回復の兆しが見え始めたことも明るい材料である。地政学リスクの高まりに加え、トランプ政権の政策運営に対する不透明感も根強く、企業は引き続き慎重な投資姿勢を維持しているが、世界的な景気回復の広がりとともに今後は設備投資にも回復の動きが波及しよう。

#### 3. 実質成長率は17年度1.5%、18年度1.3%と予測

17年度の実質成長率は1.5%と前回予測(1.4%増)から小幅上方修正した。輸出が順調に回復していることに加え、個人消費の回復ペースがやや高まってきたためである。もともと、賃金の上昇テンポは依然として鈍く、民需主導による自律回復軌道に入るまでにはなお時間を要すると考えられる。18年度の実質成長率は1.3%と前回予測を据え置いた。

#### 4. 物価上昇圧力は弱く、日銀は今後も現行の金融緩和策を継続

日銀は17年4月26~27日の金融政策決定会合で、金融政策の現状維持を決定した。金融市場調節の操作目標が「量」から「金利」に変更されたことで、国債買入れペースは減速しているが、黒田総裁は「問題は生じていない」と量的な目標の修正には否定的である。賃金や物価が力強さを欠いているだけに、日銀は当面、現行の金融緩和策を維持すると予想される。

(注)本稿は2017年5月18日時点のデータに基づき記述されている。

(図表1) GDP成長率の推移と予測

(単位: %)

|              | 2014年度      | 2015年度     | 2016年度     | 2017年度     | 2018年度     | 前回(17年2月)  |            |
|--------------|-------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
|              | 〈実績〉        | 〈実績〉       | 〈実績〉       | 〈予測〉       | 〈予測〉       | 17年度(予)    | 18年度(予)    |
| <b>実質GDP</b> | <b>▲0.5</b> | <b>1.2</b> | <b>1.3</b> | <b>1.5</b> | <b>1.3</b> | 1.4        | 1.3        |
| 個人消費         | ▲2.7        | 0.5        | 0.6        | 0.9        | 1.1        | 0.8        | 1.0        |
| 住宅投資         | ▲9.9        | 2.8        | 6.5        | ▲0.3       | ▲0.7       | ▲0.9       | ▲0.6       |
| 設備投資         | 2.4         | 0.6        | 2.3        | 2.0        | 2.5        | 2.2        | 2.7        |
| 公共投資         | ▲2.1        | ▲1.9       | ▲3.2       | 0.7        | ▲1.9       | 1.8        | ▲1.9       |
| 純輸出(寄与度)     | (0.6)       | (0.1)      | (0.8)      | (0.5)      | (0.1)      | (0.4)      | (0.1)      |
| <b>名目GDP</b> | <b>2.0</b>  | <b>2.7</b> | <b>1.2</b> | <b>1.7</b> | <b>1.8</b> | <b>1.7</b> | <b>1.8</b> |

(備考)内閣府「四半期別GDP速報」より作成。予測は信金中金 地域・中小企業研究所

1. 17年1～3月の実質GDPは前期比0.5%増（年率2.2%増）

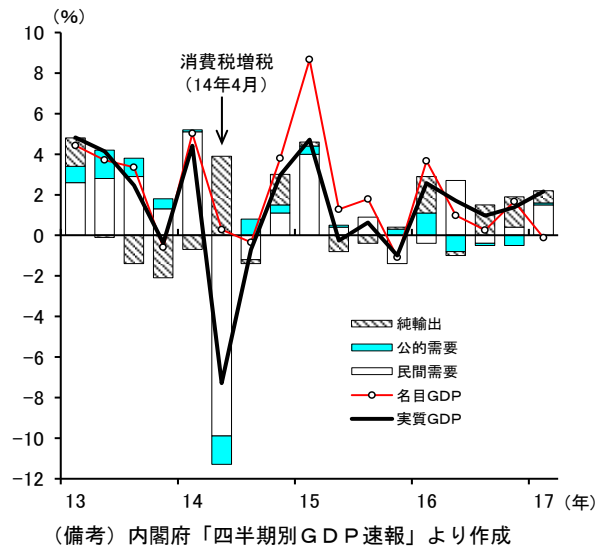
17年1～3月のGDPは、物価変動の影響を除いた実質で前期比0.5%増、年率に換算して2.2%増と5四半期連続のプラス成長を達成した（図表2）。16年度合計では、前年比1.3%増と2年連続のプラス成長だった。一方、景気の実感に近い名目GDP（1～3月）は前期比0.0%減、年率では0.1%減少した。

1～3月の動きを需要項目別（実質）にみると、個人消費は前期比0.4%増と10～12月（0.0%増）から伸びを高めた。良好な雇用環境が続くなか家計のマインドが上向いており、自動車など耐久財の消費が好調だった（図表3）。住宅投資は0.7%増と10～12月（0.4%増）から加速し、5四半期連続のプラスとなった。相続税対策を主因とする貸家建設の増勢が鈍化しているものの、低水準の住宅ローン金利が住宅投資を促す要因になっている。

設備投資は前期比0.2%増と2四半期連続で増加したが、10～12月（1.9%増）に比べて伸びが鈍化した。輸出の持ち直しを受けて先送りされていた投資が動き始めているものの、中小企業を中心に慎重な投資姿勢を維持する企業は少なくない。公共投資は0.1%減と3四半期連続のマイナスとなった。16年度補正予算を裏付けとした工事が執行段階に入っているが、工事の進捗が遅れている。

輸出は2.1%増と前期の3.4%増からは鈍化したが、3四半期連続で高めの伸びとなった。アジア向けの電子部品輸出が引き続き好調だったほか、欧州向けの輸出が上向いている。内需の持ち直しを受けて輸入が1.4%増と2四半期連続で増加したため、輸出から輸入を差し引いた純輸出の寄与度はプラス0.1ポイント（年率0.6ポイント）と前期（プラス0.4ポイント、年率1.5ポイント）に比べて縮小した。

（図表2）実質GDPの前期比年率と寄与度



（図表3）個人消費関連指標（前年比増減率）

（単位：％）

|             | 16年   |      |        |      | 17年   |      |      |      | 17年  |      |      |      |      |
|-------------|-------|------|--------|------|-------|------|------|------|------|------|------|------|------|
|             | 4～6月  | 7～9月 | 10-12月 | 1～3月 | 7月    | 8月   | 9月   | 10月  | 11月  | 12月  | 1月   | 2月   | 3月   |
| 全世帯実質消費     | ▲1.2  | ▲2.4 | ▲0.7   | ▲2.0 | ▲0.5  | ▲4.6 | ▲2.1 | ▲0.4 | ▲1.5 | ▲0.3 | ▲1.2 | ▲3.8 | ▲1.3 |
| 平均消費性向(勤労者) | 72.8  | 70.7 | 71.8   | 73.1 | 70.0  | 70.7 | 71.6 | 71.1 | 72.4 | 71.8 | 71.0 | 75.4 | 72.8 |
| 乗用車販売       | ▲2.1  | ▲0.3 | 5.6    | 7.8  | ▲2.2  | 2.9  | ▲0.7 | ▲0.2 | 8.8  | 8.1  | 4.4  | 8.2  | 9.6  |
| (普通+小型乗用車)  | 6.1   | 2.7  | 9.7    | 13.1 | ▲0.6  | 5.5  | 3.8  | 1.6  | 16.2 | 11.5 | 8.9  | 14.4 | 14.8 |
| (軽乗用車)      | ▲17.3 | ▲6.1 | ▲2.2   | ▲1.7 | ▲5.7  | ▲2.1 | ▲9.1 | ▲3.4 | ▲4.6 | 1.5  | ▲3.6 | ▲2.3 | 0.0  |
| 百貨店販売額      | ▲4.0  | ▲3.4 | ▲2.8   | ▲1.2 | ▲0.2  | ▲6.0 | ▲5.0 | ▲4.0 | ▲2.7 | ▲2.0 | ▲1.2 | ▲1.8 | ▲0.7 |
| スーパー販売額     | ▲0.1  | ▲1.3 | 0.2    | ▲1.6 | 1.1   | ▲2.5 | ▲2.3 | 0.6  | 1.1  | ▲0.9 | ▲1.1 | ▲3.1 | ▲0.9 |
| 商業動態・小売業    | ▲1.4  | ▲1.3 | 0.8    | 1.2  | ▲0.2  | ▲2.2 | ▲1.7 | ▲0.2 | 1.7  | 0.7  | 1.0  | 0.2  | 2.1  |
| (衣類・身の回り品)  | 0.5   | ▲2.9 | 1.0    | ▲2.7 | 1.3   | ▲2.4 | ▲8.0 | 0.9  | 4.4  | ▲1.9 | ▲2.6 | ▲0.7 | ▲4.3 |
| (飲料・食料品)    | 1.2   | 0.5  | 1.7    | 0.0  | 2.0   | ▲0.4 | ▲0.1 | 1.2  | 1.9  | 2.0  | 1.0  | ▲1.3 | 0.2  |
| (自動車)       | 1.0   | 1.4  | 4.5    | 6.2  | ▲0.5  | 2.1  | 2.6  | 1.5  | 6.3  | 5.6  | 4.3  | 5.0  | 8.6  |
| (家庭用機械)     | ▲1.7  | ▲3.0 | ▲0.2   | 0.8  | 0.7   | ▲9.7 | 0.1  | 0.8  | ▲1.2 | ▲0.2 | ▲0.8 | ▲2.0 | 4.6  |
| (燃料)        | ▲12.7 | ▲8.7 | ▲1.2   | 10.6 | ▲11.6 | ▲7.9 | ▲6.2 | ▲4.8 | ▲0.4 | 1.3  | 7.0  | 9.8  | 15.0 |
| 外食産業売上高     | —     | —    | —      | —    | 5.9   | ▲1.7 | 1.5  | 5.3  | 1.7  | 3.3  | 2.4  | 1.8  | 4.5  |

（備考）1. 平均消費性向は季節調整済みの実数。百貨店、スーパーは既存店。外食産業売上高は全店ベース

2. 総務省「家計調査報告」、経済産業省「商業動態統計」などより作成

## 2. 輸出をけん引役に今後も景気は堅調に推移する見通し

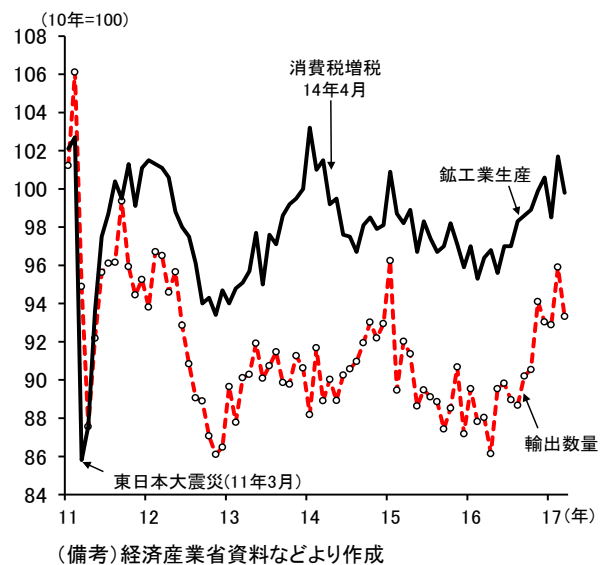
### (1) 生産活動の回復が続く

実質成長率は5四半期連続のプラス成長となり、景気が着実な回復軌道をたどっていることが改めて確認された。海外景気の持ち直しを背景に輸出が順調に回復しており、外需を支えに国内の生産活動が上向いている。また、足踏み状態が続いていた個人消費に回復の兆しが見え始めたことも明るい材料である。保護主義的な政策を掲げるトランプ政権の政策運営に対する不透明感は根強く、企業は引き続き慎重な投資姿勢を維持しているが、世界的な景気回復の広がりとともに、今後は設備投資にも回復の動きが波及してくると予想される。

GDPベースの実質輸出は3四半期連続のプラスと回復が続いている。仕向け先別の輸出の動きを輸出数量指数（季節調整値）でみると、1～3月は米国向けが前期比横ばいと伸び悩んだものの、欧州向けは3四半期連続のプラス、アジア向けは4四半期連続のプラスと順調に回復している。特に、アジア向けはIT関連を中心とした電子部品需要が回復しており、16年10～12月は前期比5.5%増、17年1～3月は3.0%増と高い伸びが続いている。

こうした輸出回復の動きを受けて、国内の生産活動も上向いている。製造業の動向を示す鉱工業生産指数は、16年4～6月に前期比0.3%増とプラスに転じ、17年1～3月まで4四半期連続で前期比プラスと回復している（図表4）。実際、アジア向けの輸出が上向いている電子部品・デバイスの生産は、7～9月に前期比3.8%増とプラスに転じた後、10～12月は5.3%増、17年1～3月は5.8%増と増勢が加速している。一方、対米輸出が鈍化した輸送機械の生産は、17年1～3月に前期比1.1%減と4四半期ぶりに減少した。ただ、国内販売が持ち直してきたことから、自動車メーカー各社は増産を計画している。また、電子部品や機械工業でも強気の生産計画を打ち出している。4～6月以降も鉱工業生産は回復の動きが続く見通しである。

(図表4) 鉱工業生産指数の推移



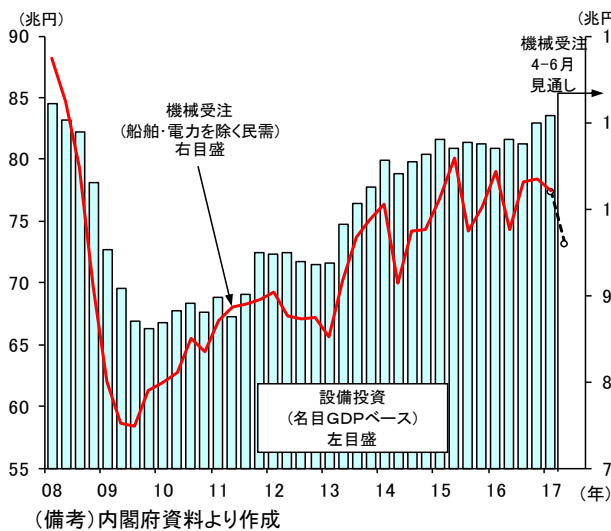
### (2) 設備投資は緩やかな回復局面へ

17年1～3月の設備投資（実質GDPベース）は前期比0.2%増と前期の1.9%増から減速した。輸出の持ち直しを背景に企業収益は回復し、企業マインドも上向いているが、中小企業を中心に慎重な投資姿勢を維持する企業が少なくないためである。実際、設備投資の先行指標とされる機械受注（船舶・電力を除く民需）は伸び悩んでいる。受注金額は、16年7～9月に前期比5.5%増とプラスに転じ、10～12月も前期比0.3%増加したが、17年1～3月は1.4%減と再び減少した（図表5）。5月17日に発表された4～

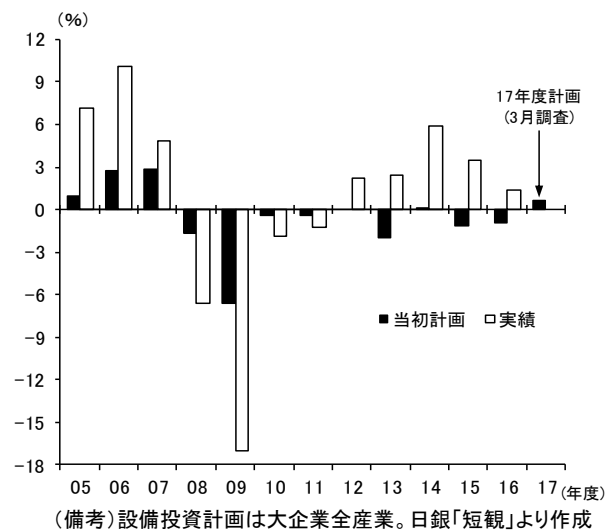
6月の受注見通しも前期比5.9%減とマイナスが見込まれている。当面の設備投資はやや弱い動きが続く可能性が高い。

もっとも、生産回復の動きが広がってきたことを考えると、この先は設備投資にも前向きな動きが波及してくる公算が大きい。日銀「短観」の設備投資計画（3月調査）によると、17年度の大企業の設備投資は前年比0.6%増が見込まれている（図表6）。小幅な増加ではあるが、3月調査は計画が固まっていないなどの理由で低めの見通しになる傾向がある。17年度の当初計画はリーマンショック以降で2回目のプラスからのスタートであり、強めの投資計画といえる。ちなみに、直近でプラススタートだった14年度（3月調査は0.1%増）は、実績段階では前年比5.9%増と高い伸びを示した。トランプ政権の政策運営に関する不確実性が企業の投資姿勢を慎重化させる要因となっているが、世界経済の回復が進むにつれて、設備投資を積増す動きも広がろう。

（図表5）名目設備投資と機械受注（年率換算）



（図表6）設備投資計画（3月調査と実績）

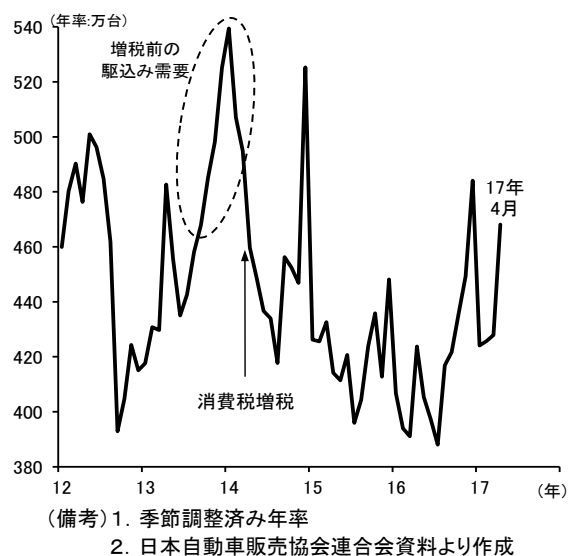


### （3）個人消費に持直しの兆し

足踏みが続いてきた個人消費に回復の兆しがみられる。17年1～3月の実質個人消費は、前期比0.4%増と16年10～12月（前期比0.0%増）から加速した。昨年後半の天候不順や、それに伴う生鮮食品の価格高騰など下押し要因が一巡したことが主因であるが、自動車や家電など耐久財の消費が上向していることが個人消費の回復をけん引している。

耐久財消費は、消費税増税前に需要を先食いした反動から低迷が続いてきたが、昨年からは反動減が和らぎ、持直しの方向に転じている。大型耐久財の代表格である乗用車の販売台数をみると、14年4月の消費税増税前に大幅に増加したあと、16年半ば頃まで減速傾向で推移してきた（図表7）。しかし、昨年後半か

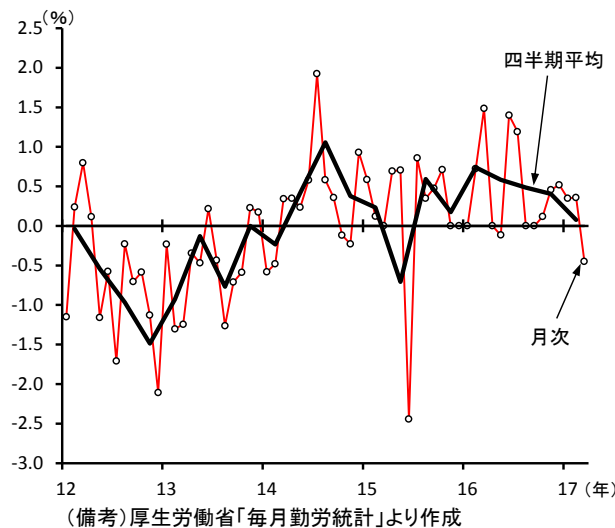
（図表7）乗用車販売台数の推移



らは水準を切り上げ、足元では駆け込み需要が発生する前の通常のレベルまで回復している。今後は増税前の13年頃に登録された乗用車の買替え需要も徐々に顕在化するとみられる。自動車メーカー各社が安全性能を高めた新型車を相次いで投入していることも消費者の購買意欲を刺激している。テレビなど家電製品も買替え需要が増え始めており、耐久財を中心としたモノの消費は当面も堅調に推移すると予想される。

一方、個人消費のカギを握る賃金上昇ペースは依然として鈍い。1人当たり現金給与総額（名目賃金指数）をみると、アベノミクス政策の効果で14年以降はおおむね前年比プラス圏で推移しているが、このところ伸びは鈍化傾向にある。直近の17年3月は、残業代などを含めた給与全体の伸びが、前年比0.4%減と10か月ぶりに前年水準を下回った。基調的な動きを示す四半期ベースの前年比をみても、直近のピークである16年1～3月の0.7%増から17年1～3月には0.1%増まで鈍化している（図表8）。人手不足感の強いパートタイム労働者の時間給は増加しているが、企業が固定費の増加となる正社員のベースアップを抑えていることが背景にある。

（図表8）名目賃金指数の前年比



労働需給のひっ迫は今後も賃金上昇圧力を高める要因となるものの、賃上げの動きが広がるまでにはもう少し時間がかかるとみられる。個人消費は耐久財の買替え需要を支えに回復基調を維持しようが、個人消費全体でみると回復ペースは緩やかにとどまると予想される。

### 3. 実質成長率は17年度1.5%、18年度1.3%と予測

17年度の実質成長率は1.5%と前回見通し（1.4%増）から小幅上方修正した。アジア向けを中心に輸出が順調に回復していることに加え、個人消費の回復ペースがやや高まってきたためである。もっとも、賃上げの裾野が広がり、民需主導による自律回復軌道に入るまでにはなお時間を要するとの見方は維持している。18年度の実質成長率は1.3%と前回予測を据え置いた（図表9）。

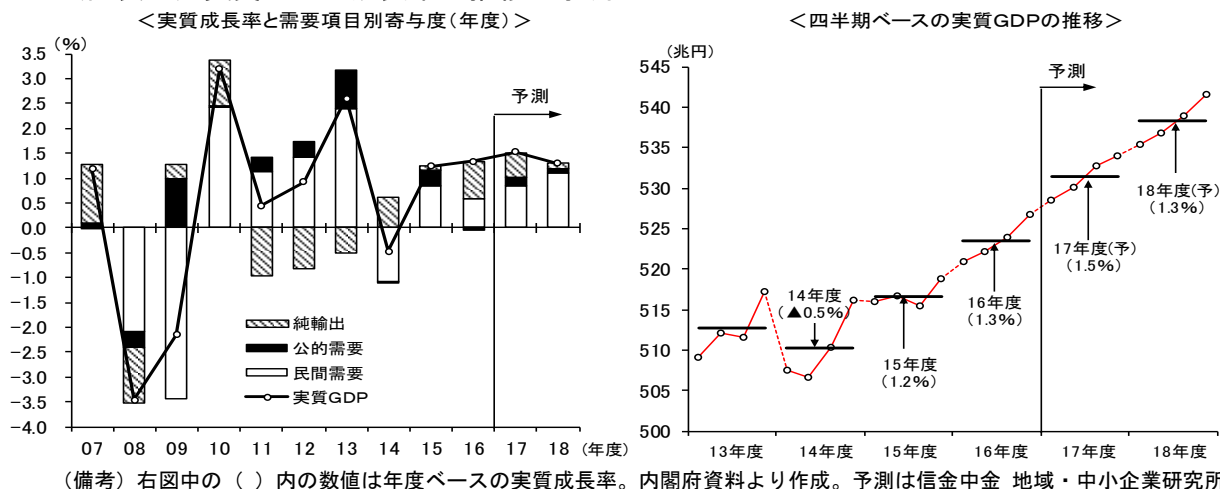
17年度は、世界経済が堅調に推移すると想定しており、輸出は増勢を維持しよう。世界経済の回復や米国の利上げの動きを反映して為替相場が円安傾向で推移することも追い風となる。17年度の実質輸出は前年比5.6%増と伸びを高めると予測した。国内経済の回復を受けて輸入が増加に転じるとみられるが、輸出から輸入を差し引いた純輸出の寄与度はプラス0.5ポイントと景気回復を支える要因となる。輸出や生産の回復を受けて、設備投資は底堅く推移すると予想される。年度上期の設備投資は伸び悩む可能性もあるが、下期にかけて設備投資を積み増す動きが広がろう。17年度の設備投資は前年比2.0%増と予測した。

企業部門の回復を受けて、家計需要も堅調に推移するとみられる。ただ、企業収益の回復が賃金の増加に波及するまでには時間を要する可能性が高い。人手不足感の強い状態が続くことが賃金上昇の要因となるが、家計所得の本格回復は18年度以降にずれ込むと予想される。個人消費は回復基調を維持しようが、17年度の実質個人消費は前年比0.9%増と引き続き緩やかな回復にとどまると予測した。

16年度に政府が打ち出した景気対策(裏付けとなる16年度第2次補正予算は16年10月11日に成立)は、GDP統計では進捗ベースで計上されることもあって、17年度上期の公共投資を下支えしよう。もっとも、17年度予算における公共事業関係費が前年度当初予算比横ばいと抑えられたため、17年度下期以降の公共投資はやや減速すると予想される。

18年度には、企業収益の本格回復と労働需給の一段のタイト化を背景に、中小企業でも賃金を引き上げる動きが広がってくる可能性がある。先行して回復すると想定している輸出と設備投資に続いて、緩やかな回復が続いてきた個人消費も力強さを取り戻そう。18年度の個人消費は前年比1.1%増、設備投資は2.5%増と伸びを高めると予測した。内需回復に起因した輸入の増加を受けて、純輸出のプラス寄与度が縮小することが実質成長率の伸びを抑制する要因となるが、日本経済は民需主導による自律回復軌道に入ると想定した。

(図表9) 実質GDP成長率の推移と予測



＜前提条件～為替相場、原油価格、財政政策、海外経済＞

(為替相場)

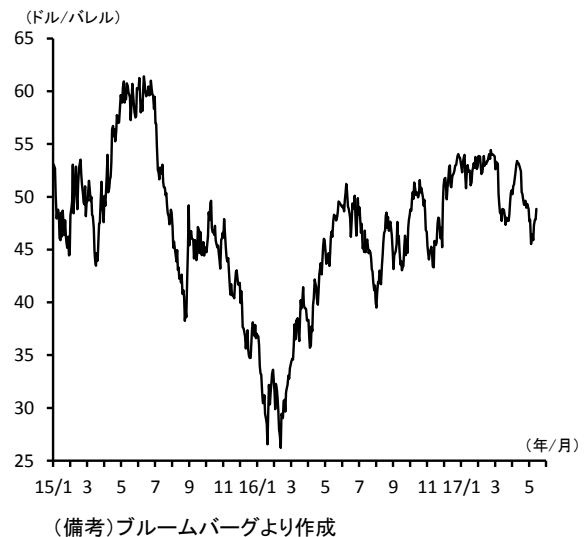
為替相場は、昨年11月の米大統領選挙直後に1ドル101円台を付けたものの、トランプ氏が掲げる経済政策への期待からドル買いの動きが広がった。昨年12月にFed(連邦準備制度)が1年ぶりの利上げに踏み切ったこともドル高要因となり、12月16日には1ドル118円台までドル高円安が進んだ。ただ、急速なドル高に対する警戒感から、年明け以降はドル売りが優勢となり、17年2月7日には1ドル111円台まで円高ドル安が進んだ。米国の追加利上げ観測が強まった3月上旬には1ドル115円台までドルが買い戻されたが、トランプ政権による政策運営に対する不透明感が強まったことで、3月後半には1ドル110円台までドルが売られた。

地政学リスクの高まりも円買い材料となった。米軍によるシリアへのミサイル攻撃や北朝鮮情勢の緊迫化などから、4月11日の海外市場では1ドル110円を割り込んだ。トランプ大統領によるドル高けん制発言が報じられた4月13日には1ドル108円台まで円高が進んだ。その後は地政学リスクが和らいだことや、フランス大統領選で中道系のマクロン氏が極右のルペン氏を抑えて勝利したことで安心感が広がった。ただ、足元ではトランプ政権による政策運営に対する不透明感から、ドルを売る動きも散見される。地政学リスクも引き続き意識されており、当面の為替相場は振れの大きい展開が続くと予想される。もっとも、米国が6月のFOMC（連邦公開市場委員会）で追加利上げに踏み切る可能性は高く、市場が落ち着きを取り戻すにつれて為替相場はドル高方向に傾こう。トランプ大統領がドル高に懸念を示していることもあって、ドルの上値は限られるが、中期的な相場の基調はドル高方向にあると考えられる。経済見通しの前提となる年度平均の為替レートは、17年度1ドル114円、18年度1ドル115円と想定した。

**(原油価格)**

OPEC（石油輸出国機構）は昨年11月30日の総会で、サウジアラビアが譲歩する形で8年ぶりとなる減産に合意した。さらに、12月には、OPEC非加盟国が15年ぶりとなる協調減産に合意したことも原油相場を押し上げる要因となった。12月28日のWTI原油は1バレル54ドル台へ上昇した（図表10）。17年入り後は、高値警戒感や英国のEU離脱への懸念から売りに押される場面もあったが、OPECによる減産が順守されているとの見方から相場は底堅く推移した。もっとも、米国産シェールオイルの増産への警戒感は根強く、1バレル53ドル前後と上値は抑えられた。実際、米シェールオイルの増産で米国の原油在庫が記録的な水準に積み上がったことを受けて、原油価格は3月中旬に1バレル47ドル台へ下落した。その後、シリア情勢など地政学リスクの高まりから一時的に反発したものの、米シェールオイルの供給増への懸念から売り優勢の相場が続いた。5月4日には1バレル45ドル台と、昨年11月の減産合意前の水準まで下落した。先行きについては、世界経済の回復ペースが高まるとみられることが需要面での下支えとなるが、米シェールオイルの増産が上値を抑える要因となろう。経済見通しの前提となる原油価格（通関ベース）は、17年度54ドル、18年度57ドルと想定した。

(図表10)原油価格(WTI)の推移



**(財政政策)**

16年8月2日に閣議決定された景気対策（未来への投資を実現する経済対策、事業規模28.1兆円）が執行されており、この政策が足元の公共投資を下支えしている。工事の

進捗が遅れていることから、17年1～3月の押し上げ効果は小さかったが、17年度上期には公共投資の伸びが高まると予想される。もっとも、事業規模には財政投融资なども含まれており、「真水」とされる国と地方の直接歳出は7.5兆円となる。そのうちの追加的な国費は4.5兆円（特別会計を含む）にとどまる。17年度予算における公共事業関係費も前年度当初予算比横ばいと抑えられたため、17年度下期以降の公共投資はやや減速すると予想される。なお、経済見通しの前提条件となる消費税増税（8%→10%）の時期については19年10月を想定している。

### （海外経済）

＜米国＞…17年1～3月の実質GDP（事前推定値）は前期比年率0.7%増と潜在成長率（年率2%程度）を下回るとともに、10～12月の2.1%増から減速した。GDPの7割を占める個人消費が10～12月の年率3.5%増から0.3%増に大きく減速したことが主因である。自動車販売の増勢が一服するなど耐久財消費が低調だった。一方、住宅投資は10～12月の9.6%増に続いて、1～3月も13.7%増と好調に推移し、設備投資は9.4%増（10～12月は0.9%増）と加速した。世界経済が上向いてきたことを受けて、輸出は5.8%増とプラスに転じた。堅調な内需を背景に輸入も増加したが、輸出から輸入を差し引いた純輸出は、1～3月の成長率を年率で0.1ポイント押し上げた。1～3月の減速はあくまでもソフトパッチ（一時的な減速局面）であると考えられる。トランプ政権による政策運営に対する不透明感はなお根強いが、4～6月以降は民需主導で回復の勢いを取り戻そう。実質成長率は17年2.0%、18年2.5%と予測した。

＜欧州＞…17年1～3月のユーロ圏の実質GDPは、前期比0.5%増、年率1.8%増と堅調に推移した（10～12月は年率1.9%増）。フランスの実質GDPが10～12月の前期比0.5%増から17年1～3月には0.3%増へ減速したが、ユーロ圏経済の中心であるドイツは前期比0.6%増と10～12月の0.4%増から加速した。17年3月のユーロ圏の失業率は、17年2月に9.5%と7年9か月ぶりの低水準を記録し、3月も9.5%と底堅さを保つなど、雇用環境の改善が個人消費の回復に寄与している。世界経済が上向いてきたことを受けて生産活動も上向いている。フランスの大統領選挙が穏便な結果に終わったことで安心感も広がっている。域内景気は今後も回復基調で推移しよう。ユーロ圏の実質成長率は17年1.7%、18年1.8%と着実な回復軌道をたどると予測した。

＜中国＞…17年1～3月の中国の実質GDPは前年比6.9%増と2四半期連続で加速した。個人消費の伸びはやや鈍化したものの、減速が続いてきた固定資産投資が持ち直した。積極財政に伴うインフラ投資の大幅増が主因だが、民間投資も上向いている。また、世界経済の持ち直しを背景に輸出が回復に転じたことも寄与している。もっとも、インフラ投資の拡大は、今年秋の党大会を見据えて地方政府が投資を積み増しているとの指摘がある。不動産投資については、投機的な動機で押し上げられている側面も否定できない。政府が目指す内需中心の経済への移行にはなお時間を要する見通しで、年後半にかけて景気は再び減速する可能性がある。実質成長率は、17年6.5%、18年6.3%と予測した。



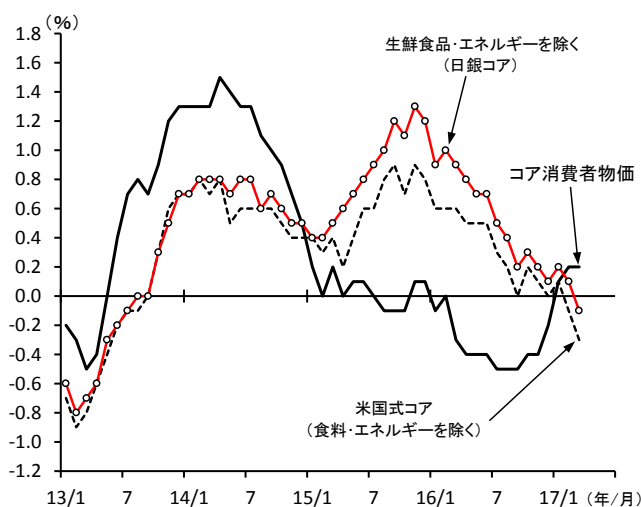
## 4. 物価上昇圧力は弱く、日銀は今後も現行の金融緩和策を継続

### (1) エネルギー物価の反発で消費者物価プラスに転じたが、基調的な動きは弱い

コア消費者物価（生鮮食品を除く総合）の前年比は、16年3月から12月までマイナスが続いたが、17年1月にプラスに転じ、3月には0.2%の上昇と3か月連続で上昇した（図表11）。

もともと、物価上昇に転じた主因は原油価格の反発に伴うガソリンや電力料金の上昇であり、エネルギー関連を除いた物価は伸び悩んでいる。日銀が、基調的なインフレ率を捕捉するための指標としている生鮮食品とエネルギーを除く総合指数（日銀コア）は、昨年後半にかけて徐々に伸びが鈍化し、17年3月には前年比0.1%下落し、13年

(図表11)消費者物価の前年比



(備考) 1. 消費税の増税の影響を除く  
2. 総務省資料などより作成

7月以来3年8か月ぶりにマイナスに転じた。足元の個人消費には明るい動きもみられるが、家計の節約志向は依然として根強く、企業の価格戦略は慎重姿勢が続くと予想される。当面の物価は、エネルギー価格に押し上げられる格好でプラス圏で推移しようが、全体として物価上昇圧力が高まり難しい状態が続くとみられる。17年度のコア消費者物価は前年比0.7%の上昇と予測した。

賃上げの動きが広がり、個人消費の伸びが高まると想定している18年度には、物価上昇率も徐々に加速していくとみられるが、エネルギー価格の押し上げ寄与度は縮小するとみられる。18年度全体のコア消費者物価の前年比上昇率は1.0%と日銀が物価目標とする2%の上昇にはとどかないと予測している。

### (2) 当面は現行の金融緩和策が維持される見通し

日銀は、17年4月26～27日の金融政策決定会合で、金融政策の現状維持を決定した。昨年9月の会合で「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の導入を決めた後、5会合連続の現状維持となっている。長期国債の買入れペースは従来通り年間約80兆円に据え置かれた。

昨年9月に長短金利操作の導入が決まり、金融市場調節の操作目標が「量」から「金利」に変更されたことで、足元では国債残高の増加額が年間で60兆円ペースまで減速している。こうした状況下、市場では年間80兆円を目標とする国債買入れペースが引き下げられるとの見方もあった。ただ、黒田総裁は、「実際の買入れ額は金融市場の変動に応じてある程度幅を持って変わる」と述べ、「金利操作の目標実現に向けて問題が生じていない」との考えを示した。80兆円とする目標の変更は市場参加者の心理的緩和効果を弱める可能性もあるだけに、当面はこの目標を堅持すると予想される。

今回の会合後には、経済と物価の見通しを示す「展望レポート」も公表された。政策委員の予測中央値でみた実質成長率の見通しは、17年度が1.6%（前回は1.5%）、18年度が1.3%（同1.1%）と上方修正された。日銀は、景気の現状判断について「緩やかな回復基調」から「拡大に転じつつある」に引き上げ、先行きについては、「海外経済の成長率が緩やかに高まるもとで、18年度までの期間を中心に景気拡大が続き、潜在成長率を上回る成長を維持する」と予想している。

一方、17年度の物価見通しは、前年比で1.4%の上昇と前回から0.1ポイント引き下げられた。18年度は1.7%の上昇と前回見通しと変わらず、2%程度の物価目標の達成時期は「18年度頃」に据え置かれた。ただ、現状の物価情勢からは物価目標である2%の上昇は視野に入っていない。当研究所でも物価上昇率は徐々に加速していくと想定しているが、賃上げの裾野が広がってくるまでにはなお時間を要するとみられ、現時点では18年度中に消費者物価上昇率が目標にとどく可能性は低いと考えている。世界経済の持直しを背景に日本経済にも回復の動きが広がっていることから、もう一段の追加緩和を想定する必要性は薄れたが、「出口戦略」の議論を始めるのは、日銀も指摘している通り「時期尚早」といえよう。当面は、現状の長短金利操作を中心とした金融政策が維持される公算が大きい。

以 上  
(角田 匠)

本レポートは、情報提供のみを目的とした標記時点における当研究所の意見です。投資等に関する最終決定は、ご自身の判断でなさるようお願いします。また当研究所が信頼できると考える情報源から得た各種データなどに基づいてこの資料は作成されていますが、その情報の正確性および完全性について当研究所が保証するものではありません。加えて、この資料に記載された当研究所の意見ならびに予測は、予告なしに変更することがありますのでご注意ください。

＜17年度、18年度の日本経済予測（前年度比）＞

（単位：％、10億円）

|            | 14年度<br><実績> | 15年度<br><実績> | 16年度<br><実績> | 17年度<br><予測> | 18年度<br><予測> |
|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 名目GDP      | 2.0          | 2.7          | 1.2          | 1.7          | 1.8          |
| 実質GDP      | ▲0.5         | 1.2          | 1.3          | 1.5          | 1.3          |
| 国内需要       | ▲1.0         | 1.1          | 0.5          | 1.0          | 1.2          |
| 民間部門       | ▲1.4         | 1.1          | 0.8          | 1.1          | 1.5          |
| 民間最終消費支出   | ▲2.7         | 0.5          | 0.6          | 0.9          | 1.1          |
| 民間住宅投資     | ▲9.9         | 2.8          | 6.5          | ▲0.3         | ▲0.7         |
| 民間企業設備     | 2.4          | 0.6          | 2.3          | 2.0          | 2.5          |
| 民間在庫品増加    | 808          | 2,663        | 937          | 1,166        | 2,026        |
| 政府部門       | ▲0.1         | 1.2          | ▲0.1         | 0.6          | 0.3          |
| 政府最終消費支出   | 0.4          | 2.1          | 0.6          | 0.6          | 0.8          |
| 公的固定資本形成   | ▲2.1         | ▲1.9         | ▲3.2         | 0.7          | ▲1.9         |
| 財・サービスの純輸出 | ▲7,341       | ▲6,941       | ▲3,155       | ▲855         | ▲426         |
| 財・サービスの輸出  | 8.8          | 0.7          | 3.1          | 5.6          | 3.9          |
| 財・サービスの輸入  | 4.3          | 0.2          | ▲1.4         | 2.8          | 3.3          |

（備考）内閣府資料より作成。在庫投資、財貨・サービスの純輸出は実額。予測は信金中金 地域・中小企業研究所

＜実質成長率の需要項目別寄与度＞

（単位：％）

|            | 14年度<br><実績> | 15年度<br><実績> | 16年度<br><実績> | 17年度<br><予測> | 17年度<br><予測> |
|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 実質GDP      | ▲0.5         | 1.2          | 1.3          | 1.5          | 1.3          |
| 国内需要       | ▲1.1         | 1.2          | 0.5          | 1.0          | 1.2          |
| 民間部門       | ▲1.1         | 0.9          | 0.6          | 0.9          | 1.1          |
| 民間最終消費支出   | ▲1.6         | 0.3          | 0.4          | 0.5          | 0.6          |
| 民間住宅投資     | ▲0.3         | 0.1          | 0.2          | ▲0.0         | ▲0.0         |
| 民間企業設備     | 0.4          | 0.1          | 0.4          | 0.3          | 0.4          |
| 民間在庫品増加    | 0.5          | 0.4          | ▲0.3         | 0.0          | 0.2          |
| 政府部門       | ▲0.0         | 0.3          | ▲0.0         | 0.2          | 0.1          |
| 政府最終消費支出   | 0.1          | 0.4          | 0.1          | 0.1          | 0.2          |
| 公的固定資本形成   | ▲0.1         | ▲0.1         | ▲0.2         | 0.0          | ▲0.1         |
| 財・サービスの純輸出 | 0.6          | 0.1          | 0.8          | 0.5          | 0.1          |
| 財・サービスの輸出  | 1.4          | 0.1          | 0.5          | 0.9          | 0.7          |
| 財・サービスの輸入  | ▲0.8         | 0.0          | 0.2          | ▲0.4         | ▲0.6         |

（備考）内閣府資料より作成。予測は信金中金 地域・中小企業研究所

＜前提条件＞

|                  | 14年度<br><実績> | 15年度<br><実績> | 16年度<br><実績> | 17年度<br><予測> | 17年度<br><予測> |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 為替レート(円/ドル)      | 109.8        | 120.1        | 108.4        | 114.0        | 115.0        |
| 原油価格(CIF、ドル/バレル) | 89.0         | 48.9         | 47.4         | 54.0         | 57.0         |
| （前年比、％）          | ▲19.1        | ▲45.0        | ▲3.2         | 14.0         | 5.6          |

（備考）日本銀行資料などより作成。予測は信金中金 地域・中小企業研究所

＜主要経済指標の推移と予測＞

|                                 | 14年度<br>＜実績＞  | 15年度<br>＜実績＞ | 16年度<br>＜実績＞ | 17年度<br>＜予測＞ | 18年度<br>＜予測＞ |
|---------------------------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 鉱工業生産指数<br>(前年比、%)              | 98.4<br>▲0.5  | 97.5<br>▲0.9 | 98.6<br>1.1  | 101.1<br>2.5 | 104.0<br>2.9 |
| 第3次産業活動指数<br>(前年比、%)            | 102.1<br>▲1.1 | 103.5<br>1.4 | 103.9<br>0.4 | 104.8<br>0.9 | 105.7<br>0.9 |
| 完全失業率(季調済、%)                    | 3.5           | 3.3          | 3.0          | 2.7          | 2.5          |
| 国内企業物価(前年比、%)                   | 2.8           | ▲3.3         | ▲2.3         | 2.0          | 1.4          |
| コア消費者物価(前年比、%)<br>＜消費税増税の影響を除く＞ | 2.8<br>＜0.8＞  | 0.0          | ▲0.2         | 0.7          | 1.0          |
| 米国式コア(前年比、%)<br>＜消費税増税の影響を除く＞   | 2.2<br>＜0.5＞  | 0.7          | 0.2          | 0.1          | 1.0          |

(備考) 1. 米国式コアは食料・エネルギーを除く総合指数。経済産業省、総務省資料などより作成  
2. 予測は信金中金 地域・中小企業研究所

＜経常収支＞

(単位：億円、%)

|           | 13年度<br>＜実績＞ | 14年度<br>＜実績＞ | 15年度<br>＜実績＞ | 16年度<br>＜実績＞ | 17年度<br>＜予測＞ | 18年度<br>＜予測＞ |
|-----------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 経常収支      | 23,929       | 86,954       | 178,618      | 201,990      | 211,875      | 218,714      |
| 前年差       | ▲18,566      | 63,025       | 91,664       | 23,372       | 9,885        | 6,839        |
| 名目GDP比(%) | 0.5          | 1.7          | 3.4          | 3.8          | 3.9          | 3.9          |
| 貿易・サービス収支 | ▲144,785     | ▲94,116      | ▲10,231      | 42,596       | 44,444       | 50,947       |
| 前年差       | ▲52,031      | 50,669       | 83,885       | 52,827       | 1,848        | 6,503        |
| 貿易収支      | ▲110,455     | ▲66,389      | 3,296        | 57,654       | 62,330       | 70,472       |
| 前年差       | ▲57,982      | 44,066       | 69,685       | 54,358       | 4,676        | 8,143        |
| サービス収支    | ▲34,330      | ▲27,728      | ▲13,527      | ▲15,058      | ▲17,886      | ▲19,525      |
| 前年差       | 5,950        | 6,602        | 14,201       | ▲1,531       | ▲2,828       | ▲1,639       |
| 第1次所得収支   | 183,191      | 200,411      | 208,964      | 180,356      | 187,602      | 187,847      |
| 前年差       | 38,366       | 17,220       | 8,553        | ▲28,608      | 7,246        | 245          |
| 第2次所得収支   | ▲14,477      | ▲19,341      | ▲20,114      | ▲20,962      | ▲20,171      | ▲20,080      |
| 前年差       | ▲4,900       | ▲4,864       | ▲773         | ▲848         | 791          | 91           |

(備考) 日本銀行「国際収支統計」より作成。予測は信金中金 地域・中小企業研究所

＜主要国の実質成長率の推移と予測＞

(単位：前年比、%)

| 国名      | 13年  | 14年 | 15年 | 16年 | 17年(予) | 18年(予) |
|---------|------|-----|-----|-----|--------|--------|
| 米 国     | 1.7  | 2.4 | 2.6 | 1.6 | 2.0    | 2.5    |
| ユ ー ロ 圏 | ▲0.2 | 1.2 | 1.9 | 1.7 | 1.7    | 1.8    |
| ドイツ     | 0.6  | 1.6 | 1.5 | 1.8 | 1.7    | 1.8    |
| フランス    | 0.6  | 0.7 | 1.2 | 1.1 | 1.2    | 1.2    |
| イギリス    | 1.9  | 3.1 | 2.2 | 1.8 | 1.7    | 1.4    |
| 中 国     | 7.8  | 7.4 | 6.9 | 6.7 | 6.5    | 6.3    |

(注) 各国資料より作成。予測は信金中金 地域・中小企業研究所

信金中央金庫 地域・中小企業研究所 活動状況  
(2017年4月実績)

○レポート等の発行状況

| 発行日     | 分類         | 通巻   | タイトル  |
|---------|------------|------|---|
| 17.4.3  | ニュース&トピックス | 29-1 | さわやか信用金庫の目利き力強化のための「企業先視察研修」                    |
| 17.4.3  | 金融調査情報     | 29-1 | 信用金庫の若手職員の育成事例について①                             |
| 17.4.3  | 金融調査情報     | 29-2 | 信用金庫の企業向け貸出先数の増加への取組みについて                       |
| 17.4.5  | 内外金利・為替見通し | 29-1 | 物価の基調は依然として弱く、当面は現行の緩和策を継続                      |
| 17.4.13 | 中小企業景況レポート | 167  | 全国中小企業景気動向調査結果(2017年1~3月期)                      |
| 17.4.14 | 産業企業情報     | 29-1 | 円滑な事業承継に資する「後継者教育」<br>—実施主体としての信用金庫が果たしうる役割とは—  |
| 17.4.18 | 金融調査情報     | 29-3 | 信用金庫の住宅ローン残高動向<br>—前年同月比伸び率が国内銀行に並ぶ上昇—          |
| 17.4.20 | ニュース&トピックス | 29-2 | 緩やかな回復に向かう中国経済                                  |
| 17.4.20 | ニュース&トピックス | 29-3 | 改善傾向を示す中小企業の事業の採算性<br>—原材料価格の上昇一服と値下げ要請の後退が要因か— |
| 17.4.24 | ニュース&トピックス | 29-4 | 2016年度の全国信用金庫の預金・貸出金動向(速報)                      |

○講演等の実施状況

| 実施日     | 講演タイトル                         | 主催                   | 講演者等        |
|---------|--------------------------------|----------------------|-------------|
| 17.4.6  | トランプ大統領の政策運営と国内外の経済展望          | 東京シティ信用金庫            | 角田匠         |
| 17.4.11 | 信用金庫業界の概要と足跡について               | 鹿沼相互信用金庫             | 松崎英一        |
| 17.4.14 | 現在の金利状況と今後の見通し                 | 日本住宅<br>(埼玉縣信用金庫取引先) | 角田匠         |
| 17.4.21 | 信金中央金庫 地域・中小企業研究所の概要と最近の活動について | 城南信用金庫               | 鉢嶺実         |
| 17.4.24 | 地域経済分析研修                       | 呉信用金庫                | 高田眞<br>黒木智也 |
| 17.4.25 | 地方創生に向けた奨学金制度                  | 一関信用金庫               | 笠原博         |

<信金中央金庫 地域・中小企業研究所 お問い合わせ先>

〒103-0028 東京都中央区八重洲1丁目3番7号  
 TEL 03-5202-7671 (ダイヤルイン) FAX 03-3278-7048  
 e-mail: s1000790@FaceToFace.ne.jp  
 URL <http://www.shinkin-central-bank.jp/> (信金中央金庫)  
<http://www.scbri.jp/> (地域・中小企業研究所)