2018 年度までの内外経済見通し
～外需に振り回される日本経済～

＜要旨＞

日本の 2016 年 10-12 月期の実質 GDP 成長率は、外需が押し上げ、前期比年率＋1.0%と 4 四半期連続でプラス成長を維持した。内需は在庫調整の進展が押し下げ要因で、実質設備投資はプラス成長、個人消費も名目ではプラス成長を維持していることから、国内経済は堅調な推移をしているとみられる。

2017 年以降は世界経済の回復による外需に支えられる形で国内経済は緩やかな回復が維持され、2016 年度実質 GDP 成長率は＋1.2%、2017 年度は＋1.2%、2018 年度は＋1.1%になると見込む。一方で、外需主導での景気回復は海外要因による不確実性を増大させ、2017 年の春以降、トランプ大統領の政治・政策決定、英国の Brexit 交渉の進展、欧州の大統領選挙・議会選挙等、日本経済は政治イベントに起因した外需の変動に振り回され易くなる。こうしたイベントの先行きは現状では見通せないものが多く、結果次第で金融市場は不安定な状況が続くことになる。

1. 10～12 月期実質 GDP 成長率

日本の 2016 年 10-12 月期の実質 GDP 成長率は、前期比年率＋1.0%と 4 四半期連続でプラス成長を維持した（図表1）。成長率の押し上げ要因となったのは外需で、寄与度は前期比年率＋1.0%ポイントとなった。一方、内需の寄与度は＋0.0%ポイントであるが、数字程には悪い内容ではない。押し下げ要因となったのは、2 四半期連続で実質 GDP 成長率にマイナス寄与となった在庫変動だが、これは在庫調整が進んだことによるものでプラスに評価できる。他の内需項目をみると、実質設備投資は前期比年率＋3.8%とプラス成長に転じている。実質個人消費も同＋0.0%と横ばいであるが、これは 2016 年末の生鮮食品価格の高騰によるもので、名目個人消費はプラス成長を維持しており、国内経済は堅調に推移しているとみることができる。

図表1　実質 GDP 成長率

（前期比年率、%）

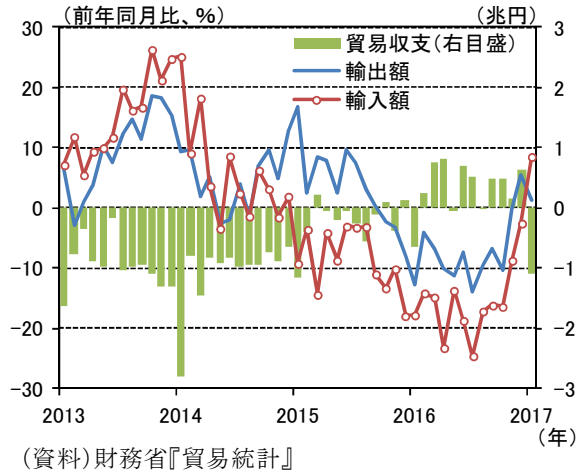
	2015	2016			
	Ⅳ	Ⅰ	Ⅱ	Ⅲ	Ⅳ
実質GDP	▲ 1.2	＋ 2.3	＋ 1.8	＋ 1.4	＋ 1.0
個人消費	▲ 2.5	＋ 1.4	＋ 0.8	＋ 1.3	＋ 0.0
住宅投資	▲ 3.9	＋ 5.9	＋ 13.8	＋ 9.9	＋ 0.7
設備投資	＋ 1.8	▲ 1.1	＋ 5.1	▲ 1.3	＋ 3.8
公的需要	＋ 1.0	＋ 3.8	▲ 2.7	＋ 0.2	▲ 0.2
輸出	▲ 3.0	＋ 3.5	▲ 4.6	＋ 8.5	＋ 11.0
輸入	▲ 3.0	▲ 4.3	▲ 3.9	▲ 1.0	＋ 5.4
寄与度					（前期比年率、%ポイント）
内需	▲ 1.2	＋ 0.9	＋ 1.9	▲ 0.2	＋ 0.0
在庫変動	▲ 0.2	▲ 0.8	＋ 1.0	▲ 1.1	▲ 0.5
その他	▲ 1.0	＋ 1.7	＋ 0.9	＋ 0.9	＋ 0.5
外需	＋ 0.0	＋ 1.4	▲ 0.1	＋ 1.6	＋ 1.0

（資料）内閣府『国民経済計算』

2. 日本経済を支える外需の動向

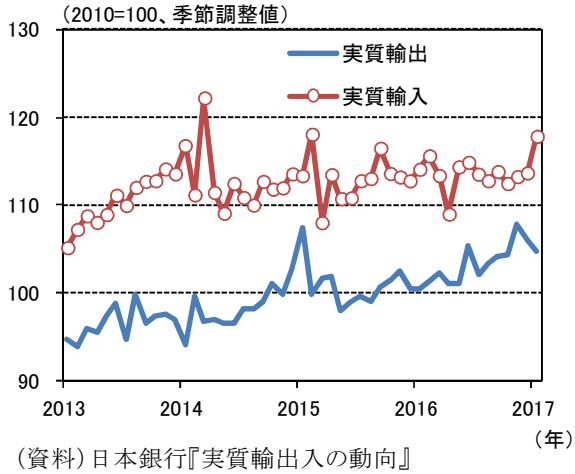
日本経済の牽引役となっている外需の動きをみると2016年後半以降、輸出・輸入共に急激に伸び率が加速している(図表 2)。実質ベースでの動きをみても、輸出はトレンドとして着実に拡大を続けている姿がみてとれる(図表 3)。

図表 2 輸出入額の推移



(資料)財務省『貿易統計』

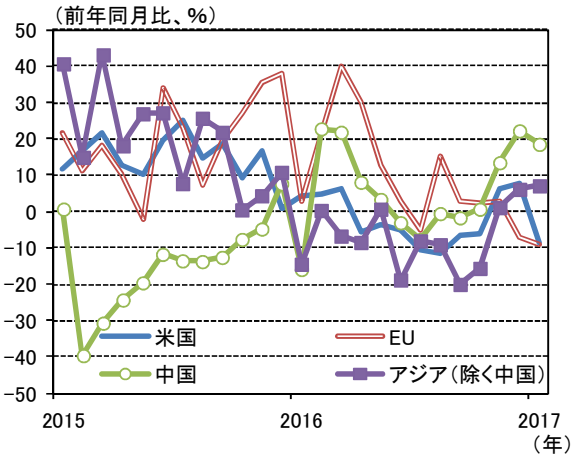
図表 3 実質輸出入の推移



(資料)日本銀行『実質輸出入の動向』

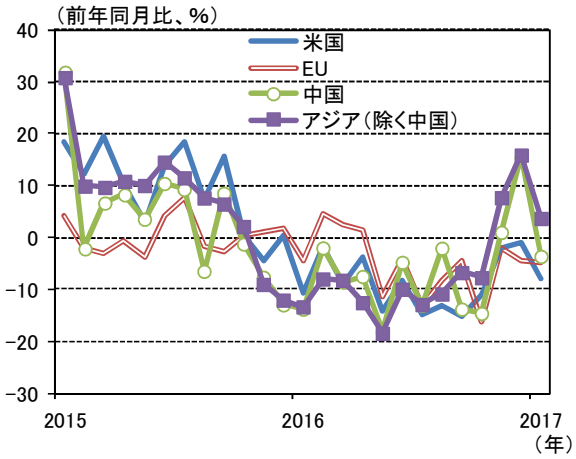
足元の好調の背景には中国、アジアを中心とした景気回復とIT 需要の高まりがある。2017 年 1 月は中国の春節の影響で下振れていると考えられるが、2016 年 11 月から 12 月にかけては中国、アジア向けに、自動車をはじめとした輸送用機器や、スマートフォン向けの電子部品を含む電気機器の輸出が急増し、輸出全体を押し上げた(図表 4、5)。

図表 4 輸送用機器輸出の推移



(資料)財務省『貿易統計』

図表 5 電気機器輸出の推移



(資料)財務省『貿易統計』

2016 年半ば以降、製造業の PMI は世界的に改善が続き、足元では 50 を越える水準まで回復している。また、これまで下方修正を繰り返してきた IMF による世界経済見通しも 2017 年 1 月に発表された最新の予測では下げ止まっており、好調な外需環境は 2017 年以降も持続する可能性が高いと予測している。IMF によると、世界、新興国共に 2016 年を底として 2017 年以降は徐々に成

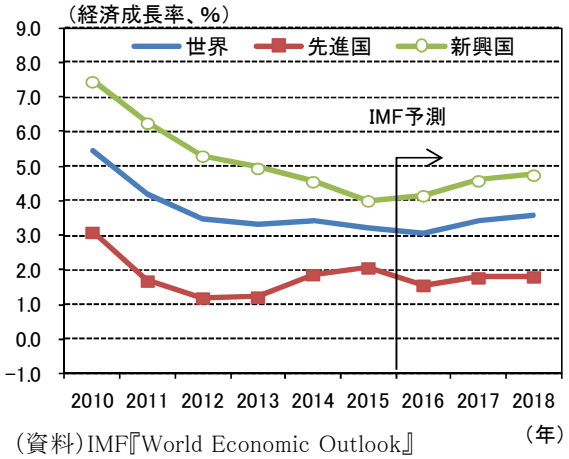
SUMITOMO MITSUI TRUST BANK

長率が高まっていくとみられている(図表 6)。中でも新興国については 2018 年までに 5%近い水準まで成長率が持ち直すとされており、新興国を中心とした世界経済の回復によって海外要因による景気押し上げが期待できるであろう。

また足元の円安も輸出産業には追い風となる。2015 年後半以降続いた円高基調は、2016 年 11 月の大統領選でトランプ氏の勝利が確定した後に円安に転じた。これは、トランプ氏の大規模な財政政策による景気拡大期待の高まりなどから米国の長期金利が上昇し、日米の金利格差による円安圧力が高まったためである。足元の 2017 年 1 月時点では、名目実効為替レートでみて最も円高が進んだ 2016 年 8 月の水準と比較すると 9%程度円安になっている(図表 7)。

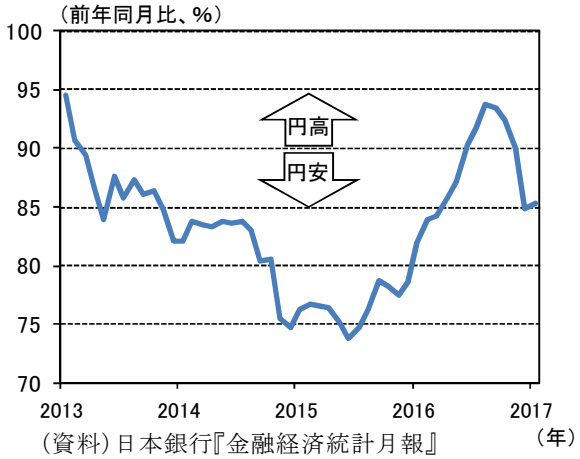
以上の要因を勘案すると、良好な輸出環境が持続することとなり、実質輸出の成長率は 2016 年度には＋2.7%、2017 年度は伸びが強まり 3.6%、2018 年度は若干減速するも伸びは続き＋2.0%程度の成長を見込む。

図表 6 世界の経済成長率



(資料)IMF『World Economic Outlook』

図表 7 名目実効為替レートの推移

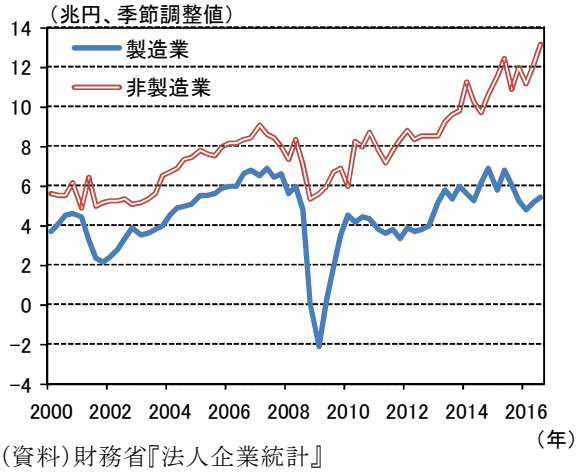


(資料)日本銀行『金融経済統計月報』

3. 設備投資と生産の動向

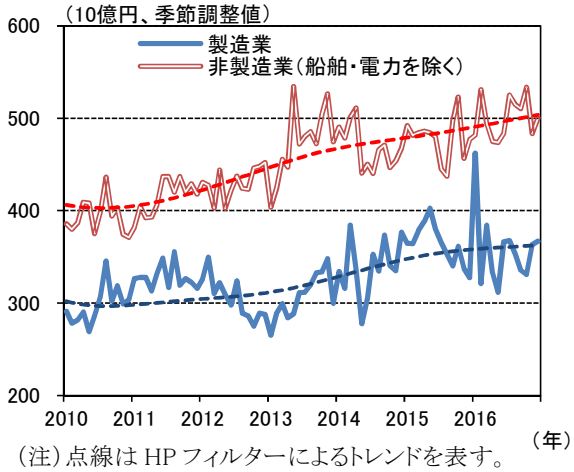
これまで、プラスとマイナス成長を繰り返し、不安定な動きとなっていた設備投資だが、前節でみた輸出の盛り上がりを受けて、2017 年度以降拡大が持続する可能性が高い。

図表 8 経常利益の推移



(資料)財務省『法人企業統計』

図表 9 機械受注額の推移



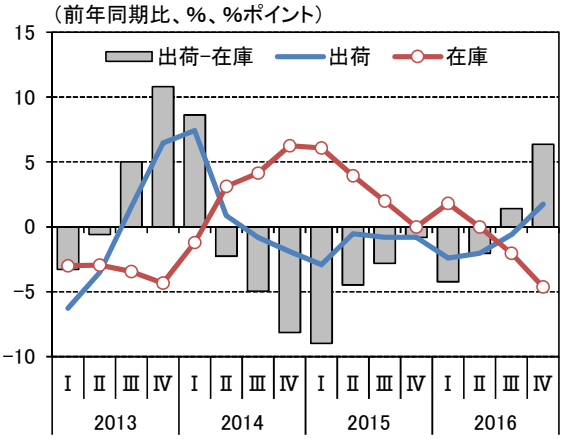
(注)点線は HP フィルターによるトレンドを表す。
(資料)内閣府『機械受注統計』

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK

非製造業の経常利益は増加を続け、製造業においても 2016 年第 1 四半期に円高の影響で一旦頭打ちになったが、前述した通り世界経済の回復と輸出増により持ち直しの動きが出てきた(前頁図表 8)。円安が続く下では企業収益は一層の改善が進み、業績改善を背景に設備投資も増加していくとみられる。実際に、設備投資の先行指標となる機械受注は製造業・非製造業共に上昇トレンドを形成しつつある(前頁図表 9)。

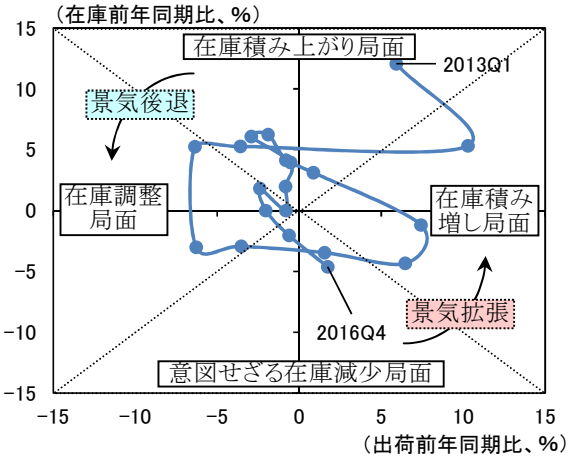
二期連続で実質 GDP 成長率の押し下げ要因となった在庫変動であるが、今後は在庫調整が一巡したことでプラス寄与に転じる可能が高い。出荷・在庫バランスは明確にプラスに転じたことに加えて、在庫循環図でも足元では既に在庫調整の期間を抜け、景気回復に伴う出荷増による「意図せざる在庫減少局面」に入ったとみられる(図表 10、11)。2017 年以降の輸出増に加えて、上述した設備投資需要の回復による国内向け資本財を中心として、生産は拡大するものとみる。

図表 10　出荷・在庫バランス



(資料)経済産業省『鉱工業指数』

図表 11　在庫循環図

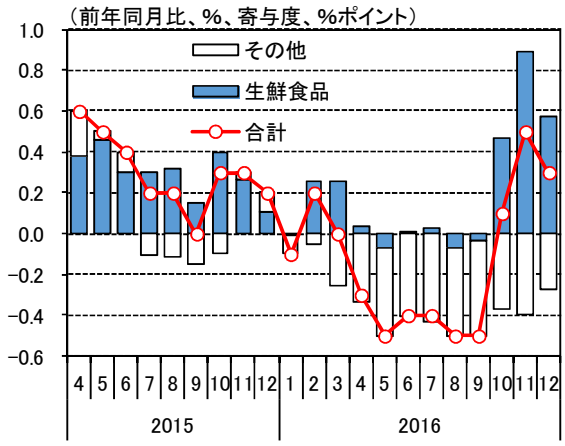


(資料)経済産業省『鉱工業指数』

4. 個人消費・所得の動向

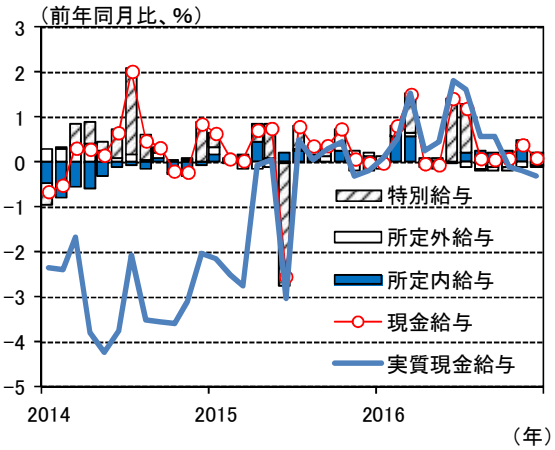
2016 年 10-12 月期の実質個人消費は前期比年率＋0.0%と横ばいの動きであった。停滞の要因は、2016 年夏の天候不順によって、年末に起きた生鮮食品価格の高騰である。この価格高騰は 10-12 月の 3 ヶ月平均で、0.65%ポイント消費者物価(総合指数)の伸び率を押し上げた(次頁図表 12)。一方、この 3 ヶ月間の、前年同月比でみた労働者の名目所定内給与伸び率の平均は＋0.3%程度となっており、名目給与の伸びを上回る物価上昇が実質所得を減少させ、消費者の消費意欲も減退することで、実質消費の停滞に繋がった(次頁図表 13)。しかし、名目個人消費が 2016 年以降プラス成長を続けていることを考慮すると、実勢として個人消費は堅調に推移していると考えられる(次頁図表 14)。

図表 12 消費者物価(総合指数)の寄与度分解



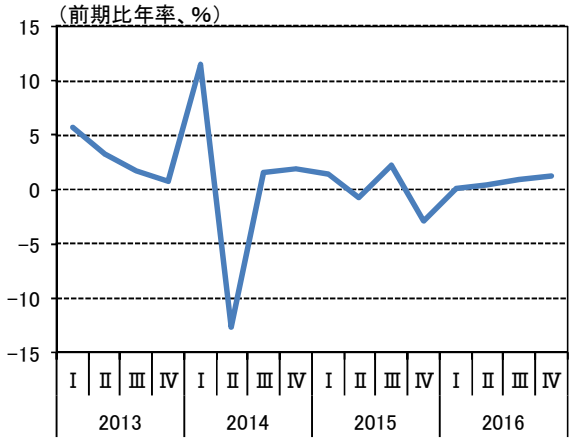
(資料)総務省『消費者物価指数』

図表 13 現金給与の動き



(注)実質現金給与は消費者物価指数(帰属家賃を除く総合)で実質化したものを使用。
(資料)厚生労働省『毎月勤労統計調査』、総務省『消費者物価指数』

図表 14 名目個人消費の動き

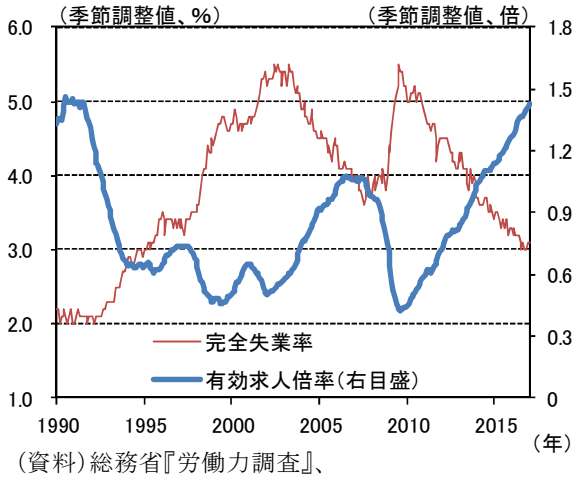


(資料)内閣府『国民経済計算』

個人消費の先行きについては好材料が多い。まず雇用環境をみると、2016 年 12 月時点での完全失業率は 3.1%と引き続き低位で推移しており、有効求人倍率も 1.43 倍とバブル崩壊直前の 1990 年代初めと同水準まで上昇するなど、労働需給は一層引き締まっている(次頁図表 15)。日銀短観の雇用人員判断 DI は、製造業・非製造業共にリーマンショック前の水準と同程度まできており、先行きも需給が緩む兆しはみられない(次頁図表 16)。

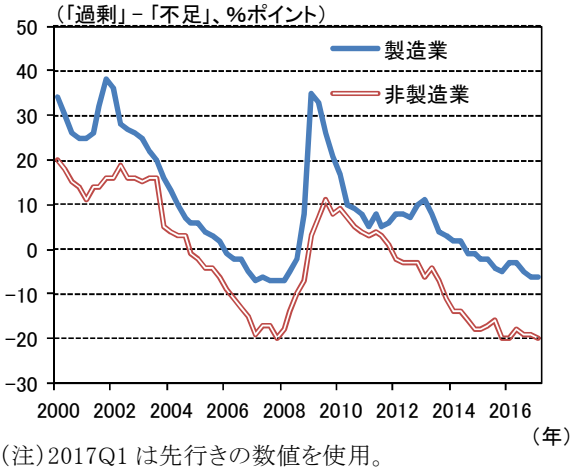
SUMITOMO MITSUI TRUST BANK

図表 15 失業率と有効求人倍率



（資料）総務省『労働力調査』、
厚生労働省『一般職業紹介状況』

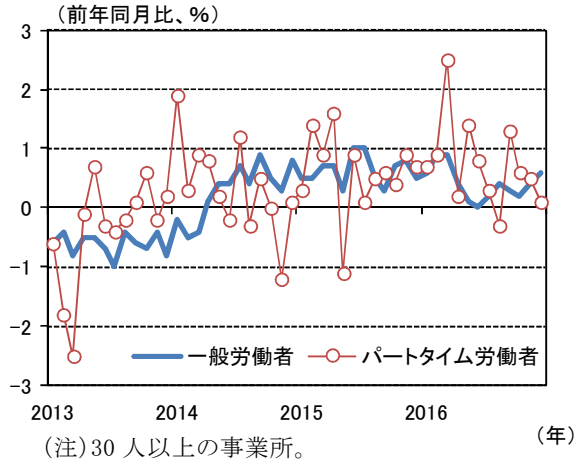
図表 16 大企業 雇用人員判断 DI



（注）2017Q1 は先行きの数値を使用。
（資料）日本銀行『全国企業短期経済観測調査』

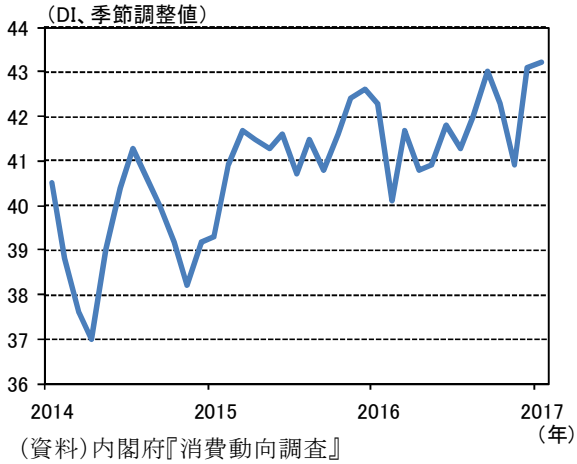
労働需給の逼迫が続いていることで、所得環境の改善は続くものとみる。2016 年以降の労働者の名目賃金の上昇はパートタイム労働者を中心にしたものであったが、労働需給の更なる逼迫を受けて、一般労働者についても 2016 年半ばに落込んだ名目賃金の伸び率は高まり始めた。（図表 17）。原油価格上昇と円安の影響で今後物価も上昇していくとみられるが、労働需給逼迫を背景とした名目賃金の伸び率は物価の伸び率を上回る可能性が高く、緩やかではあるが実質賃金も上昇していくであろう。

図表 17 就業形態別所定内給与の推移



（注）30 人以上の事業所。
（資料）厚生労働省『毎月勤労統計調査』

図表 18 消費者態度指数



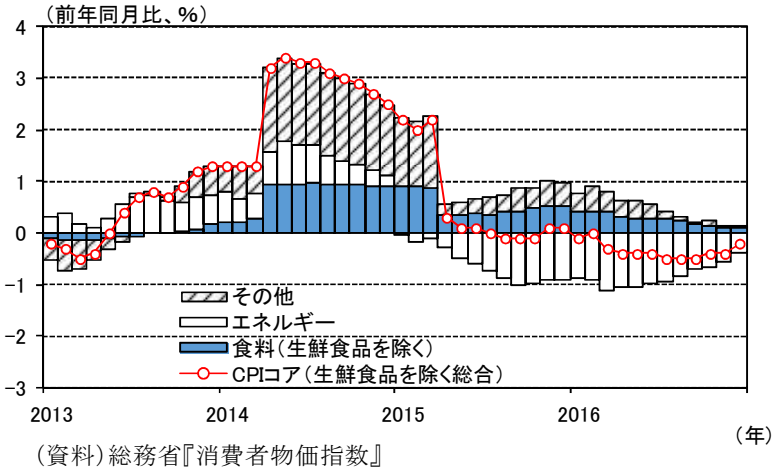
（資料）内閣府『消費動向調査』

こうした良好な雇用・所得環境から、消費者態度指数も足元では堅調さを保っておりマインド改善が進むと考えられる（図表 18）。また雇用者数も着実に増加しており、消費者全体の購買力も向上しているとみられることから、個人消費は現状程度の緩やかな拡大が続き、2016 年度は＋0.6%、2017 年度は＋0.7%、2018 年度は＋0.6%程度の成長を見込む。

5. 物価と金融政策の動向

2016 年 12 月の CPI コアは前年同月比▲0.2%で 10 ヶ月連続でのマイナスとなっているが、原油価格上昇と円安の影響でエネルギー価格のマイナス寄与は着実に縮小している(図表 19)。2017 年第 1 四半期にはこのマイナス寄与がプラスに転じて、物価の押し上げ要因となろう。また、円安の進行で輸入財を中心とした他の財も価格が上昇するとみられ、2017 年以降は着実な物価上昇が期待できる。しかし、生鮮食品価格の高騰で消費意欲が減退し、実質消費が下振れるなど、マイナスのショックに対して脆弱な内需の元では需要要因からの物価上昇は見込めず、CPI コアの上昇は緩やかにならざるを得ない。CPI コアの上昇率は、2016 年度は▲0.2%、2017 年度はプラスに転じ＋0.6%、2018 年度時点では＋0.8%とわずかに＋1%に届かない水準に留まるとみられ、日銀が目標とする＋2%の到達は困難であろう。

図表 19 CPI コアの寄与度分解



(資料)総務省『消費者物価指数』

更なる金融緩和を必要とする程弱くなく、引き締める程には強くもない足元の物価情勢を踏まえると、日銀の金融政策は、2017 年末迄は現状維持が最も可能性の高い選択肢となる。2018 年初めには失業率が 3.0%を下回る水準まで低下する中で、物価上昇も徐々に高まってくることから、現在「0%程度」としている 10 年国債利回りの誘導水準を、現在の元での上限とみられている「0.1%程度」へ引上げられると想定している。

ただし、日銀が現在行っているイールドカーブコントロール(YCC)の持続可能性を考えると、日銀の意図しない形で長期金利の誘導水準引き上げを余儀なくされる可能性があるとみる。YCC は、政策の持続性に対する疑念が強まると国債の売りが殺到し、長期金利水準を維持するための買入額が急増する。理論的には、日銀は国債を無制限に買うことで金利を押さえ込み続けられるが、実際には日銀への金利リスクの集中がどこまで許容されるかといった問題や、トランプ大統領が保護主義的な貿易政策を掲げる中で、日銀の異次元緩和を為替誘導策として批判する、といった政治的要因が、多額の国債購入継続への障害となり得る。そうした場合には YCC の継続にブレーキがかかり、日銀は金利の上昇を事後的に容認せざるを得ない状況に追い込まれることになり、長期金利の上昇を加速させる可能性がある。

6. まとめとリスク

以上を踏まえ 2018 年度までの日本経済の見通しを総括すると、世界経済の回復を背景に、着実に成長する外需に支えられる形で、内需は緩やかな拡大が維持されると予想される。2016 年度実質 GDP 成長率は＋1.2%、2017 年度は公共投資を中心とする政府の経済対策の効果で＋1.2%と横ばいを維持、2018 年度はこの効果が弱まることで若干ながら減速し＋1.1%と見込む。

しかし、外需主導での景気回復は海外要因による不確実性を増大させ2017年の春以降、トランプ大統領の政治・政策決定、英国のBrexit交渉の進展、欧州の大統領選挙・議会選挙等、日本経済は政治イベントに起因した外需の変動に振り回され易くなる。

前回の経済見通し（2016 年12月号）でも述べた通り、トランプ大統領の財政拡大政策は短期的には日米双方にとってプラスとなり得るが、米国の中長期的な景気後退リスクを高めることになる。また、過度に保護主義的な貿易政策は円安から円高へのトレンドの転換を招く恐れもあり、日本の輸出に直接の打撃となる。

英国では、下院が EU からの離脱通告の権限をメイ首相に与える法案を可決した。上院でも承認されれば正式に離脱を通告し、3 月以降本格的に交渉が始まることになる。欧州でもオランダを皮切りに、フランスの大統領選挙、ドイツの議会選挙と主要国での選挙が続く。特にフランスでは、実質的に共和党のフィヨン候補、極右とされる国民戦線のルペン候補、独立系のマクロン候補の 3 人による三つ巴の戦いで、英国同様に EU からの離脱が争点となりやすい。新しく発表される月次世論調査の度に状況がめまぐるしく変化しており、混戦が予想される。こうしたイベントの先行きは現状では見通せないものが多く、日本経済にとって悪影響が想定される結果や、EU 解体を強く連想させるような結果が出た場合には、金融市場は不安定な状況が続くことになる。

（経済調査チーム　加藤　秀忠：Kato_Hidetada@smtb.jp）

※本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。

総括表　2018年度までの内外経済見通し

（作成日：2017年2月24日）

	2016年度		2017年度		2018年度		2016上	2016下	2017上	2017下	2018上	2018下
	実額	前年度比%	実額	前年度比%	実額	前年度比%						
＜実質･2010年基準＞												
国内総支出	523.4	1.2	529.6	1.2	535.3	1.1	0.9	0.5	0.6	0.6	0.6	0.5
							1.0	1.4	1.1	1.2	1.1	1.1
民間最終消費	296.9	0.6	299.0	0.7	300.8	0.6	0.6	0.3	0.4	0.3	0.4	0.3
							0.4	0.8	0.7	0.7	0.6	0.7
民間住宅投資	16.0	6.1	15.7	-1.6	16.0	1.9	5.3	1.0	-2.2	0.3	1.1	1.2
							6.0	6.2	-1.1	-2.0	1.6	2.1
民間設備投資	81.0	1.8	82.6	2.0	84.0	1.6	1.0	1.0	1.0	1.1	0.9	0.5
							1.5	2.0	1.9	2.1	1.9	1.4
民間在庫品増加(実額)	1.2	寄与度 -0.2	0.4	寄与度 -0.1	0.2	寄与度 -0.0	2.0	0.4	0.5	0.4	0.2	0.2
政府最終消費	106.2	0.8	107.3	1.0	108.5	1.0	-0.3	0.7	0.5	0.4	0.6	0.6
							1.3	0.4	1.2	0.9	0.9	1.2
公的固定資本形成	25.0	-2.1	26.1	4.2	26.8	2.8	0.2	-1.9	3.3	3.0	1.2	0.7
							-2.0	-2.2	1.9	5.9	4.7	1.4
財貨･サービス輸出	85.1	2.7	88.2	3.6	90.0	2.0	0.3	4.0	1.1	1.1	1.0	1.0
							0.8	4.5	5.0	2.4	1.9	2.2
財貨･サービス輸入	88.3	-1.0	89.8	1.7	91.0	1.3	-1.6	1.3	0.7	0.7	0.7	0.6
							-1.9	-0.2	1.9	1.5	1.3	1.4
内需寄与度	0.6	民需 0.5	0.8	民需 0.4	0.9	民需 0.6						
外需寄与度	0.6	公需 0.1	0.3	公需 0.4	0.1	公需 0.3						
＜名　目＞												
国内総支出	538.2	1.1	545.1	1.3	552.3	1.3	0.8	0.3	1.0	0.2	1.0	0.4
							1.1	1.1	1.2	1.4	1.1	1.5
ＧＤＰデフレーター	102.8	-0.1	102.9	0.1	103.2	0.2	0.1	-0.3	0.1	0.1	0.0	0.4
企業物価　＊(10年=100)	99.5	-2.3	100.8	1.3	101.9	1.1	-4.0	-0.5	1.2	1.5	1.2	1.0
輸出物価　＊(10年=100)	100.7	-8.0	103.2	2.4	104.0	0.8	-12.6	-3.2	3.4	1.5	0.9	0.7
輸入物価　＊(10年=100)	94.8	-12.2	102.0	7.5	106.1	4.0	-20.9	-2.3	8.0	7.1	5.1	3.1
消費者物価　＊(15年=100)	99.7	-0.2	100.3	0.6	101.1	0.8	-0.4	0.0	0.4	0.6	0.7	0.8
鉱工業生産　＊(10年=100)	98.7	1.4	101.8	3.1	103.3	1.5	-0.7	3.4	4.4	1.9	1.7	1.3
失業率　(%)	3.1	-0.2	3.0	0.0	2.9	0.0	3.1	3.0	3.0	2.9	2.9	2.9
雇用者数　＊(万人)	5,742	1.4	5,770	0.4	5,793	0.4	1.6	1.3	0.5	0.5	0.4	0.4
1人当雇用者報酬伸び率＊(%)	0.8	―	0.4	―	0.6	―	1.2	0.4	0.4	0.5	0.6	0.7
新設住宅着工戸数（万戸）	98.3	6.8	97.4	-1.0	98.7	1.4	98.5	94.6	96.0	98.2	98.3	98.5
貿易収支　(10億円)	5,363	―	4,171	―	2,503	―	3,018	2,345	3,066	1,105	1,802	701
輸出　＊(10億円)	69,156	-5.5	72,407	4.7	74,273	2.6	-10.8	0.1	6.0	3.5	2.5	2.6
輸入　＊(10億円)	63,793	-12.1	68,237	7.0	71,770	5.2	-19.8	-3.9	6.5	7.4	6.7	3.8
第一次所得収支　(10億円)	17,743	―	19,580	―	20,472	―	9,271	8,472	9,794	9,786	10,228	10,244
経常収支　(10億円)	20,389	―	21,597	―	20,932	―	10,438	9,950	11,332	10,265	10,506	10,425
ﾏﾈｰｻﾌﾟﾗｲ ＊(M2､兆円)	946.5	3.5	977.7	3.3	1009.0	3.2	3.4	3.6	3.3	3.3	3.2	3.2
ドル/円レート (円、期中平均)	109.0	―	116.0	―	117.1	―	105.3	112.8	115.7	116.3	116.9	117.3
輸入原油価格（ﾄﾞﾙ／ﾊﾞﾚﾙ）	45.2	―	49.5	―	53.5	―	43.9	46.5	48.5	50.5	52.5	54.5
米国実質GDP(10億ドル)	16,660	1.6	17,050	2.3	17,446	2.3	1.0	2.6	2.2	2.3	2.3	2.3

（注）GDP項目の実額の単位は兆円、半期別成長率は上段が季調済前期比、下段は前年同期比。内外需寄与度はGDP前期比に対するもの。
＊印は前年同期比、消費者物価は生鮮食品を除くベース。半期の住宅着工戸数は季調済年率。
米国は暦年ベース、半期別成長率は年率換算。

	2016/4-6	7-9	10-12	2017/1-3	4-6	7-9	10-12	2018/1-3	4-6	7-9	10-12	2019/1-3
コールレート(無担保･翌日)	-0.06	-0.06	-0.06	-0.08	-0.06	-0.08	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
10年国債利回り	-0.11	-0.12	0.00	0.06	0.07	0.08	0.08	0.12	0.15	0.16	0.16	0.17
ドル/円レート	108.2	102.4	109.3	116.2	115.6	115.9	116.2	116.5	116.8	117.0	117.2	117.4

（期間平均値）　→予測