

2017・2018年度の内外経済見通し

～輸出に続き内需にも回復の兆し～

<要旨>

日本の2017年1～3月期の実質GDP成長率は、前期比年率+2.2%と5四半期連続でプラス成長を維持した。今回の実質GDP成長率は輸出に加えて、内需でも押し上げられており、従来の輸出主導の状況から内需も経済を牽引する姿へ変わったといえる。内需の中でも特に個人消費の持ち直しが大きく、先行きをみても消費者マインドの改善と、労働需給の逼迫を背景とした賃金上昇で緩やかな伸びは維持されよう。企業も良好な利益環境や持続的な輸出の盛り上がりを受けて設備投資を積極化させる動きをみせており、堅調な設備投資の拡大が期待できる。

2017年度以降の内需は、輸出の増加を背景とした企業の設備投資が鍵を握るため、海外要因による不確実性に対して脆弱な状況は変わっていない。これまでのようにトランプ大統領による米国通商政策の先行き不透明感、足元で高まる北朝鮮情勢等地政学的リスク、中国やアジア景気減速による下振れリスクには注意を要する。

1. 1～3月期実質GDP成長率

日本の2017年1～3月期の実質GDP成長率は、前期比年率+2.2%と5四半期連続でプラス成長を維持(図表1)。今回の実質GDP成長率は+2.2%の内+1.5%ポイントが内需で押し上げられており、従来の輸出主導の状況から内需も経済を牽引する姿へ変わったといえる。内需の中でも特に個人消費が好調で、前期比年率+1.4%と前期から伸びが回復している。その他の項目をみても、住宅投資が前期比年率+3.0%と伸びを強め、設備投資は伸びが減速したもののプラスを維持、公的需要もマイナスから反転してプラス成長となった。輸出が前期比年率+8.9%と引き続き好調な伸びを示し、引き続き日本の景気を下支えしており、内外需とも総じて好調な伸びで景気回復が明確に確認出来る結果となった。

図表1 実質GDP成長率

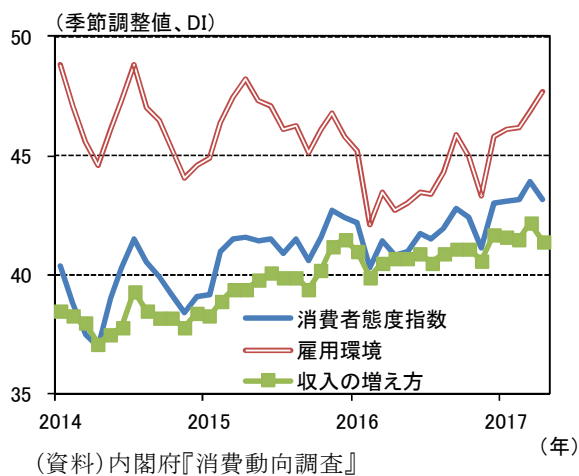
	2016				2017
	I	II	III	IV	I
実質GDP	+ 2.6	+ 1.7	+ 1.0	+ 1.4	+ 2.2
個人消費	+ 1.3	+ 0.7	+ 1.4	+ 0.2	+ 1.4
住宅投資	+ 4.6	+ 13.1	+ 11.3	+ 1.4	+ 3.0
設備投資	+ 0.2	+ 5.2	▲ 0.9	+ 7.6	+ 0.9
公的需要	+ 4.6	▲ 3.2	▲ 0.4	▲ 2.1	+ 0.4
輸出	+ 2.1	▲ 5.6	+ 8.0	+ 14.1	+ 8.9
輸入	▲ 7.7	▲ 4.4	▲ 0.9	+ 5.3	+ 5.5
寄与度 (前期比年率、%ポイント)					
内需	+ 0.7	+ 1.9	▲ 0.5	▲ 0.1	+ 1.5
個人消費	+ 0.7	+ 0.4	+ 0.8	+ 0.1	+ 0.8
その他	+ 0.0	+ 1.5	▲ 1.3	▲ 0.2	+ 0.7
外需	+ 1.8	▲ 0.2	+ 1.5	+ 1.5	+ 0.6

(資料) 内閣府『国民経済計算』

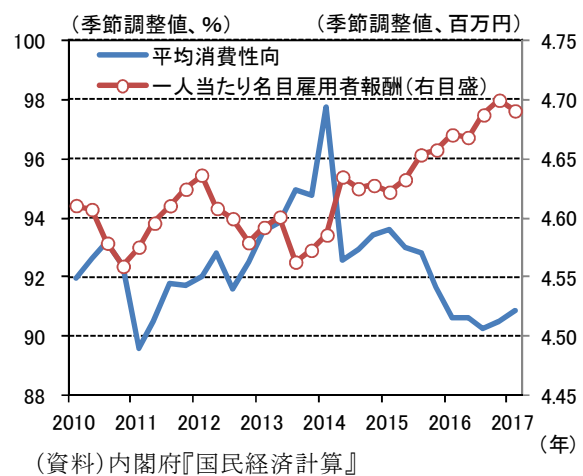
2. 個人消費・雇用環境・所得の先行き

今回内需を牽引したのは実質個人消費である。2016 年第 4 四半期は前期比年率+0.1%と停滞していたが、今期は同+1.4%と回復した。この回復の主因とみられるのは、消費者マインドの改善である。2016 年末の生鮮食品の高騰で消費者のマインドは落込み、これが 2016 年第 4 四半期の実質個人消費の押し下げ圧力となっていた(図表 2)。足元では消費者物価も横ばいの動きで落ち着きを見せ、2017 年の年明け以降、消費者態度指数も改善基調を取り戻した。足元で一人当たり名目雇用者報酬が弱含んだ中にあっても、これまで低下し続けてきた平均消費性向が持ち直しの動きを見せ始めたことから、消費者マインドの改善が消費を下支えしていることが窺える(図表 3)。

図表2 消費者態度指数



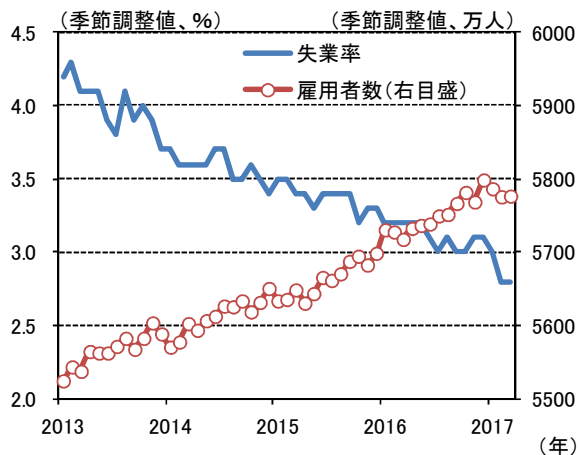
図表3 平均消費性向と雇用者報酬の推移



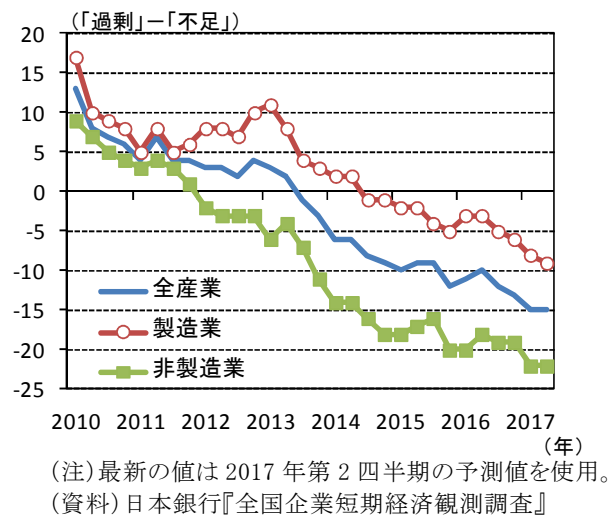
では消費者マインドの改善は持続的なものであろうか。そこで雇用環境に目を向けると、足元では失業率の2%台後半への低下、雇用者数の増加トレンドが維持されていることにみられるように、労働需給の引き締めは継続している(次頁図表4)。先行きについても日銀短観の雇用人員判断DIにおける不足感が続き、労働需給が緩む兆しはみられない(次頁図表5)。労働市場は完全雇用に達しているとみられ、失業率は2017年度、2018年度共に2.8%と横ばいの動きになると見込まれる。こうした良好な雇用環境を背景としてマインド改善は持続する可能性が高い。

一方で、5月に連合より発表された2017年春闘の第5回答集計結果では定昇相当込みの賃上げ率が+1.99%と2016年並になっており、労働需給の逼迫した環境の中にあっても賃金は現状程度の伸びになるとみられ、所得環境を通じたマインド改善は緩やかなものにならざるを得ないであろう。雇用者数の増加で消費者全体の購買力は高まっていることから個人消費が腰折れする懸念は少ないが、消費者マインド改善への材料は力強さにかけるため大幅な高まりは望めない。実質消費は、2017年度は+0.8%、2018年度は+0.6%と1%を下回る緩やかな伸びを続けるとみられる。

図表4 失業率と雇用者数の推移



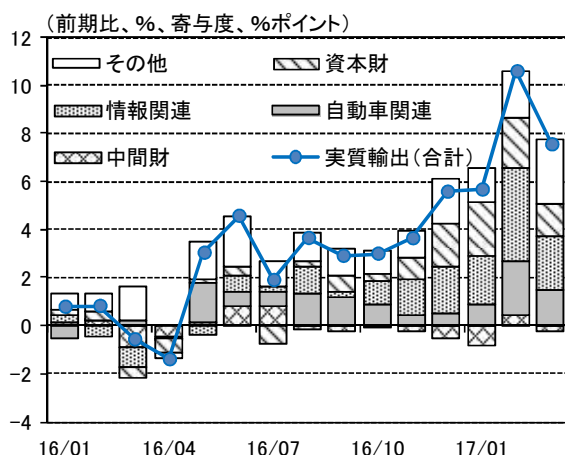
図表5 雇用人員判断 DI



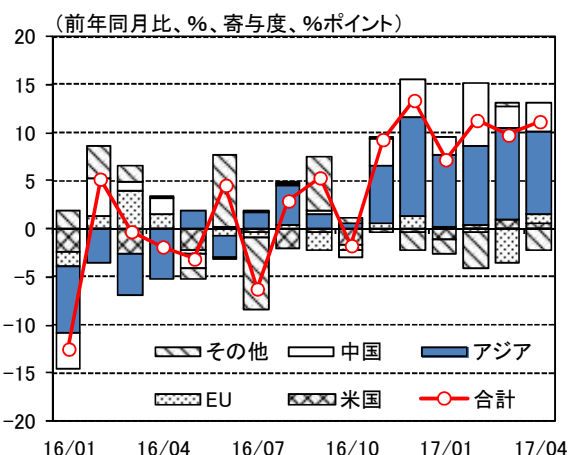
3. 外需の動向

輸出入の差が縮まったことで、外需の寄与度は前期比年率で+0.6%ポイントと前期から縮小したが3四期連続でプラスの寄与で日本経済を支えており、今後も底堅い動きを持続する可能性が高い。理由は輸出品目の裾野が広がってきているためである。2016年後半以降の輸出拡大の要因は、中国、アジアを中心とした景気回復とIT需要の高まりによる、自動車輸送用機器や電気機器の輸出増であった（図表6）。これに加えて2016年末から2017年1～4月にかけては、アジアへの資本財輸出が寄与度を伸ばしてきている（図表7）。今後も海外経済の盛り上がりで、外需も安定した成長が続くとみられ、輸出は2017年度は+5.8%と2016年度から伸びが加速、2018年度は減速するも+1.8%と堅調な伸びをすると予測する。

図表6 実質輸出の財別寄与度分解



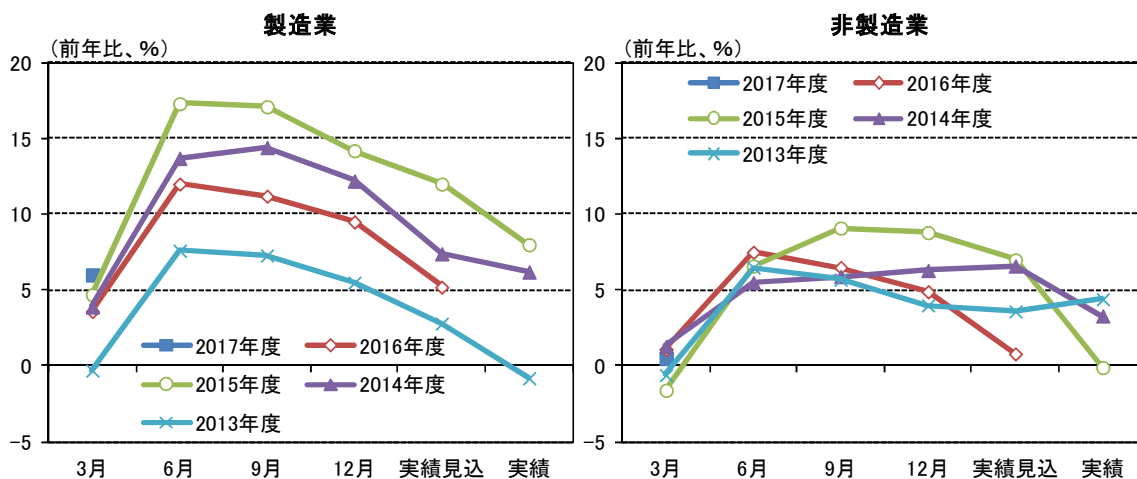
図表7 実質輸出（資本財）の輸出先別寄与度分解



4. 設備投資の先行き

設備投資は前期比年率が+0.9%と前期の同+7.6%から減速したものの、先行きについては2017・2018年度を通じて堅調な動きをする可能性が高いとみる。根拠となるのは、上述した輸出の持続的な盛り上がりと好調な利益環境を背景として、積極的な設備投資姿勢が見え始めていることだ。日銀短観による大企業設備投資計画をみると、製造業については3月時点ではこの5年間で最も高い水準で計画を立てている(図表8)。非製造業も過年度と比較し平均的な水準からのスタートとなっており、特段の弱さは感じられない。生産・営業用設備判断DIをみても、両業種ともに設備に関しては不足感が高まり、製造業については不足超に転じていることから、今後の修正幅も過去より高い水準で落ち着く可能性が高い(図表9)。設備投資の成長は、2017年度は+2.2%、2018年度は+1.6%と何れも堅調な伸びを見込む。

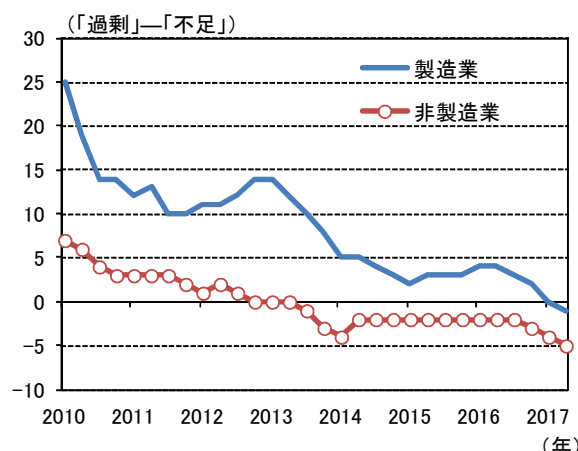
図表8 大企業の設備投資計画



(注) 設備投資はソフトウェアを含み、土地投資額を除く。

(資料) 日本銀行『全国企業短期経済観測調査』

図表9 生産・営業用設備判断DI



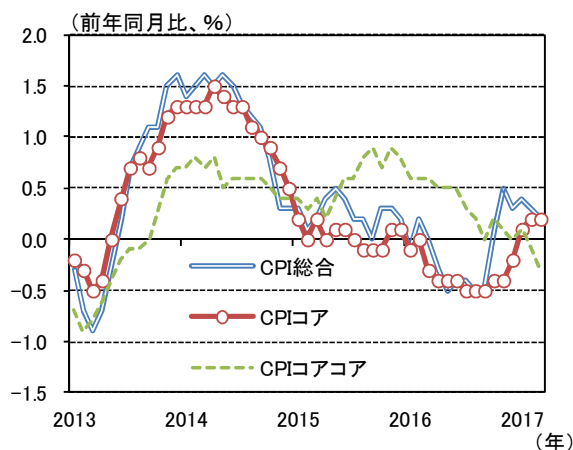
(注) 最新の値は2017年第2四半期の予測値を使用。

(資料) 日本銀行『全国企業短期経済観測調査』

5. 物価と金融政策の動向

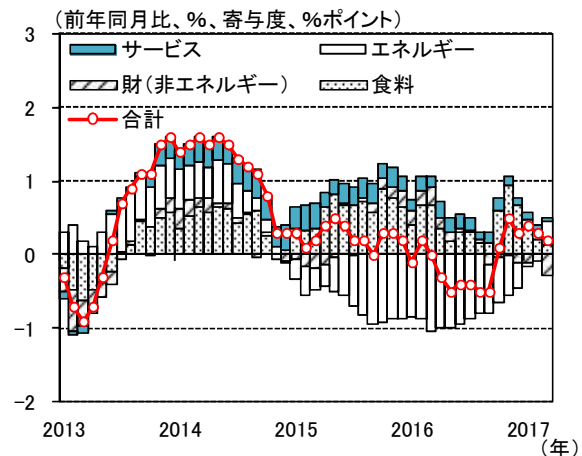
日銀は4月の展望レポートで、物価見通しを17年度は+1.5%から+1.4%に小幅に下方修正し、18年度については+1.7%のまま据え置いたが、足元の物価情勢からは依然として強気な見方と言わざるを得ない。CPIコアは2017年1月に、エネルギーの押下げ寄与が縮小したことで前年同月比+0.1%と11ヶ月ぶりにプラスに転化した。足元の3月では前年同月比+0.2%とほぼ横ばいの動きに留まっている(図表10)。この先エネルギーのプラス寄与が2017年度半ばにかけて高まっていくと見込まれるが、足元の賃金上昇は緩やかで物価を押し上げる力強さにかけるため、エネルギー以外の財やサービス物価が高まっていくことは見込み難く、長い目で見ると日銀の目標+2%にはまだかなりの距離が残っているとみられる(図表11)。10年国債利回りの誘導水準の引き上げは相応の時間を要し、早くとも2018年以降になるとの見方は変えていない。

図表10 CPIの推移



(注)消費税率引上げの影響を除く。
(資料)総務省『消費者物価指数』

図表11 CPI総合の寄与度分解



(注)消費税率引上げの影響を除く。
(資料)総務省『消費者物価指数』

また、日本の10年債利回りは安定しているが、5月1日は日本相互証券における10年国債(現物債)取引がなく、その他年限も極めて少額に留まった。市場の流動性の低下は、価格(金利)の振れ幅を拡大させる不安定要因になる。更に「望ましいイールドカーブに関する日銀の見解が全く不明」「10年国債利回りを引き上げる条件など緩和出口の姿が全く見えない」といった不確実性も残っているため、米国を中心に海外から国内長期金利への上昇圧力が強まって長期金利の振れ幅が拡大したり、大幅に上方シフトしたりする可能性は依然として念頭に置き続ける必要がある。

6. まとめとリスク

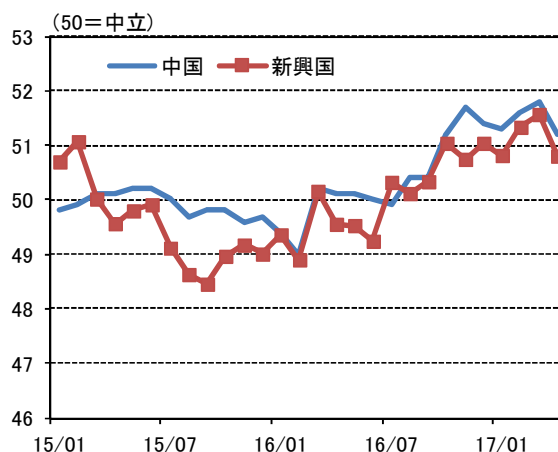
以上を総括すると、2017年度の日本経済は、2016年10月に成立した16年度2次補正予算による公共投資の経済効果もあり、外需と内需がバランス良く拡大し、実質GDP成長率は+1.4%と2016年度から加速するとみられる。2018年度は輸出の伸びが落ち着くことで成長率は減速するも

内需が堅調に推移することで+1.1%と日銀試算による潜在成長率を上回る成長は維持されよう。

但し、2017年度以降の内需は、輸出の盛り上がりを背景とした企業の設備投資が牽引することが鍵を握るため、海外要因による不確実性に対して脆弱な状況は変わっていない。トランプ大統領による米国通商政策の先行き不透明感が続き、さらに足元では北朝鮮情勢等地政学的リスクの不確実性も高まっていることから、金融市場が不安定化することで、内需の停滞に繋がる企業の投資意欲減退や消費者マインド悪化が懸念される。特に個人消費については、今後、原油価格上昇による消費者物価上昇ペースの加速で、実質賃金の低下から再び停滞するリスクを抱えており、海外要因による動揺が重なることでマイナス成長に陥ることも考えられる。

加えて、足元で中国や新興国の製造業PMIが若干弱含んでいることも日本経済の下振れリスクを高める要因となる(図表12)。現状では景気拡大を意味する50の水準を上回っているため、後退の懸念が低いとはいえ、2016年後半からの日本の輸出拡大は、中国とアジアの需要増に支えられてきたため、これらの国・地域の景気のピークアウトは大きな負のインパクトをもたらすことになる。

図表 12 中国と新興国の製造業 PMI の推移



(資料) FactSet

(経済調査チーム 加藤 秀忠:Kato_Hidetada@smtb.jp)

総括表 2017・2018年度までの内外経済見通し

(作成日: 2017年5月24日)

	2017年度		2018年度		2017上	2017下	2018上	2018下
	実額	前年度比%	実額	前年度比%				
<実質・2010年基準>								
国内総支出	530.6	1.4	536.2	1.1	0.7 1.5	0.5 1.2	0.5 1.0	0.6 1.1
民間最終消費	299.3	0.8	301.3	0.6	0.5 0.8	0.3 0.7	0.4 0.6	0.3 0.7
民間住宅投資	16.1	0.4	16.4	1.6	-0.8 1.4	0.3 -0.6	1.0 1.5	1.0 1.8
民間設備投資	83.2	2.2	84.5	1.6	0.8 2.6	1.0 1.8	0.9 1.7	0.6 1.5
民間在庫品増加(実額)	0.2	寄与度 -0.1	0.3	寄与度 0.0	0.3	0.3	0.3	0.4
政府最終消費	106.8	0.8	108.1	1.2	0.4 0.7	0.4 0.9	0.6 1.0	0.8 1.4
公的固定資本形成	25.5	3.2	26.3	3.0	3.0 -0.1	3.0 5.7	1.2 4.7	0.8 1.6
財貨・サービス輸出	90.2	5.8	91.9	1.8	2.5 8.0	1.1 3.7	0.7 1.7	1.2 1.9
財貨・サービス輸入	91.2	3.1	92.6	1.5	1.7 3.5	0.9 2.6	0.7 1.5	0.8 1.5
内需寄与度	0.9	民需 0.6	1.0	民需 0.6				
外需寄与度	0.5	公需 0.3	0.1	公需 0.4				
<名目>								
国内総支出	546.3	1.5	554.7	1.5	0.8 1.2	1.0 1.9	0.5 1.4	1.2 1.7
GDPデフレーター	103.0	0.2	103.5	0.5	-0.3	0.7	0.4	0.5
企業物価 * (10年=100)	98.2	1.5	99.3	1.1	1.5	1.6	1.1	1.1
輸出物価 * (10年=100)	94.7	3.9	95.4	0.8	5.5	2.4	0.9	0.7
輸入物価 * (10年=100)	92.6	8.3	96.2	4.0	9.7	7.1	4.5	3.5
消費者物価 * (15年=100)	100.3	0.5	101.2	0.9	0.4	0.6	0.8	1.0
鉱工業生産 * (10年=100)	102.0	3.5	103.0	1.0	4.8	2.2	0.4	1.5
失業率 (%)	2.8	0.0	2.8	0.0	2.8	2.8	2.8	2.8
雇用者数 * (万人)	5,831	0.8	5,877	0.8	1.4	1.0	0.7	0.9
1人当雇用者報酬伸び率* (%)	0.7	—	0.6	—	0.7	0.7	0.6	0.7
新設住宅着工戸数 (万戸)	97.2	-0.3	97.8	0.7	98.0	95.9	98.1	97.0
貿易収支 (10億円)	7,066	—	5,125	—	4,310	2,756	3,310	1,815
輸出 * (10億円)	79,877	13.8	81,807	2.4	18.2	9.8	2.5	2.4
輸入 * (10億円)	72,811	11.8	76,683	5.3	15.5	8.6	5.6	5.0
第一次所得収支 (10億円)	19,851	—	20,698	—	9,914	9,936	10,347	10,351
経常収支 (10億円)	24,910	—	23,992	—	12,907	12,003	12,389	11,603
マネーサプライ * (M2、兆円)	979.5	3.3	1010.9	3.2	3.3	3.3	3.2	3.2
ドル/円レート (円、期中平均)	112.7	—	114.0	—	112.3	113.1	113.7	114.3
輸入原油価格 (ドル/バレル)	57.6	—	61.4	—	56.9	58.4	60.4	62.4
米国実質GDP (10億ドル)	16,991	2.0	17,382	2.3	1.5	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節前同期比、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節前同期比。

米国は暦年ベース、半期別成長率は年率換算。

	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)	-0.08	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
10年国債利回り	0.05	0.02	0.03	0.09	0.15	0.16	0.16	0.17
ドル/円レート	112.0	112.7	113.0	113.3	113.6	113.9	114.2	114.5

(期間平均値)

※ 調査月報に掲載している内容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。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。

