# 2017・2018 年度の内外経済見通し ~ 内需主導の景気回復が持続~

# く要旨>

日本の 2017 年4~6月期の実質 GDP 成長率は、前期比年率+4.0%と6四半期連続でプラス成長を維持し、2015 年1~3月期以来の+4%を越える高い水準となった。内訳をみると、輸出がマイナスとなったが、内需の全ての項目が前期から伸びを強めており、国内の広い範囲で景気回復が持続していることが分かる。今回の牽引役は個人消費で、平均消費性向の回復で消費支出が雇用者報酬を上回る伸びを示した。

実質 GDP の先行きをみると、2017 年度は公共投資の経済効果が持続することで +2.0%の成長、2018 年度については、公共投資の経済効果が剥落するものの、内需が 堅調な成長を続けることで+1.2%の成長が見込まれる。

景気回復が続く日本経済にとって、米国の政治・経済の不透明感及び北朝鮮情勢がリスク要因となる。特に米国政治の機能不全は、間接的に他地域の地政学的リスクを高めることで、世界経済の減速や円高等を通じて、回復軌道に乗る日本経済が腰折れする要因となり得る。

### 1. 4~6 月期実質 GDP 成長率

日本の2017年4~6月期の実質GDP成長率は、前期比年率+4.0%と6四半期連続でプラス成長を維持した(図表1)。内訳をみると、これまで日本経済の下支えとなってきた輸出がマイナスとなったが、内需の寄与度が前期比年率+5.1%ポイントと高く、外需がマイナス寄与になっても2015年1~3月期以来となる4%台と高い水準になった。また、内需の内訳をみると、全ての項目が前期から伸びを強めており、国内の広い範囲で景気回復が持続していることが分かる。

成長率 (前期比年率、%) 2016 Ш + 1.3 + 1.7 + 1.5実質GDP + 1.4+ 4.0個人消費 1.6 + 0.6+ 11.5 + 1.0 + 6.0 +13.3+ 3.5 住宅投資 + 0.0 + 8.9 + 9.9 + 3.6 設備投資 + 0.0 + 5.1 + 0.2 公的需要 **▲** 1.8 輸出 + 8.8+ 13.2輸入 寄与度 (前期比年率、%ポイント) + 1.1 **▲** 0.4 + 0.4+ 1.0個人消費 + 0.3+ 0.9+ 0.3+ 0.9+ 2.0+ 0.0+ 1.3+ 0.6設備投資 + 0.4+ 1.5在庫変動 + 1.3**▲** 1.6 **\_** 0.8 **▲** 0.6 + 0.2▲ 0.4 その他 ▲ 0.9 + 0.3+ 0.1

図表1 実質 GDP 成長率

(資料)内閣府『国民経済計算』

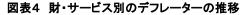
### 2. 個人消費・雇用環境・所得の先行き

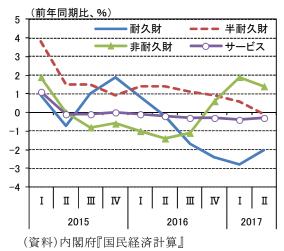
(資料)内閣府『国民経済計算』、総務省『家計調査』

今回内需の一番の牽引役となったのは、前期に引き続き個人消費である。前期比年率+3.7%と 前期の同+1.5%から2倍以上の伸びとなった。実質雇用者報酬の前期比年率+2.8%を上回る 好調な消費増加の要因は足元で改善が続く平均消費性向にある(図表2)。2014年4月の消費増 税後の反動や2016年初のマイナス金利導入による漠然とした先行き不安感などで平均消費性向 も下降トレンドを続けてきたが、2016年末から、SNA ベースと家計調査ベースのいずれにおいても 底打ちの動きを見せた。更に足元では、増税やマイナス金利導入等のネガティブなイベントが無 い中、好調な企業業績を背景にした2015年以来の日経平均2万円を超える株高等、景気回復を 示唆するニュースが出ることで、平均消費性向が回復したと考えられる(図表3)。

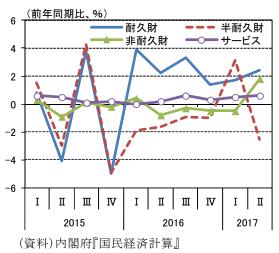


また、エネルギーを除く品目の物価上昇が緩やかなことも消費者マインドの改善に寄与したとみ られる。財・サービス別にデフレーターの動きをみると、エネルギー関連品目を含む非耐久消費財 を除いた、3品目のデフレーター上昇率は低下し、マイナス圏に落込んでいる(次頁図表4)。こう した物価上昇の減速により消費者マインドが改善し、足元の消費増につながったとみられ、品目 別にみた個人消費は、半耐久財を除き伸びを強めた(次頁図表5)。特に耐久消費財については、 エコカー補助金や家電エコポイント制度等のリーマン・ショック後の景気対策や、消費増税による 駆け込み需要で購入されていた耐久財が、買い替えサイクルを迎えたことで、足元の物価下落が その動きに拍車をかけたとみられる。





図表5 財・サービス別実質消費の推移

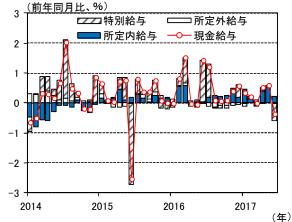


足元では消費者のマインドが改善した一方で、所得面は依然として力強さはみられない。2017年6月の失業率は2.8%となり、3、4月と同じく3%を下回る水準まで低下し、有効求人倍率は1.51倍と前月の1.49倍から上昇しており、労働市場の逼迫はさらに進んでいる(図表6)。しかし労働市場が完全雇用に達しているとみられる中でも、夏のボーナスにあたる特別給与が昨年よりも減少したことが押し下げ要因となり、名目賃金である現金給与は、前年同月比▲0.4%とマイナスとなった(図表7)。所定内給与は前年同月比+0.4%とプラスを維持しており、所得環境は悪化していないが、労働市場の逼迫度合いに比べると勢いに欠ける。但し、先行きをみると、好調な企業業績の持続が徐々にボーナスに反映されることで名目賃金上昇が見込める等プラス材料もある。また、労働市場の逼迫が引き続き名目賃金上昇の押し上げ圧力となるため、名目賃金の伸びが腰折れすることは無いとみられる。当部の物価上昇の見通しを前提とすると、実質でみた雇用者報酬は2017年度で0.6%、2018年度で0.8%と緩やかながらも、プラスの伸びを続けるとみる。

以上を踏まえると、実質消費の先行きについては、2017年度は平均消費性向の回復と所得増が重なることで、+1.7%と短期的に押し上がり、2018年度は+0.9%と実質雇用者報酬に見合う伸びになるとみる。



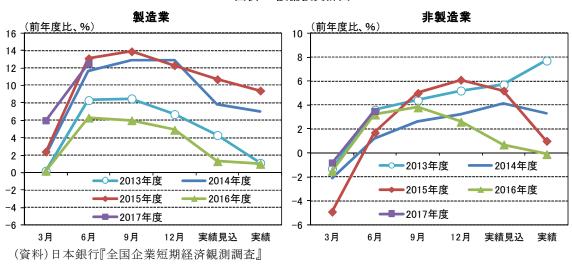
図表7 現金給与額(名目賃金)の推移



(資料)総務省『労働力調査』、厚生労働省『一般職業紹介状況』(資料)厚生労働省『毎月勤労統計調査』

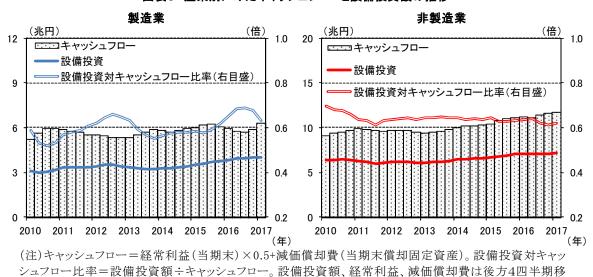
## 3. 設備投資の先行き

設備投資は、企業の好調な収益環境を背景に前期比年率+9.9%と高い伸びを示した。6月の 日銀短観によると、設備投資計画は製造・非製造業ともに過去5年で最も高い水準で推移してお り、4~6月の高い設備投資の伸びは、この計画が順調に進んでいるためとみられる(図表8)。



図表8 設備投資計画

足元の設備投資対キャッシュフロー比率は製造業、非製造業で共に 0.6 倍程度と 2010 年以降、 殆ど変化していないことから、企業は設備投資に対して慎重な部分も残しているが、後述するよう に世界経済の回復に合わせた輸出増も期待出来る。 先行きも高水準の企業収益が維持され、設備投資も堅調な伸びで推移するとみられ、その成長率は 2017 年度は +4.6%、2018 年度は +1.5%と見通し期間を通じてプラスを見込む(図表9)。



図表9 産業別にみたキャッシュフローと設備投資額の推移

(資料)財務省『法人企業統計』

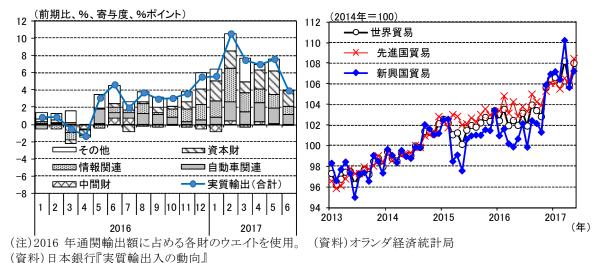
動平均を使用。いずれも金融・保険業は除く。

### 4. 外需の動向

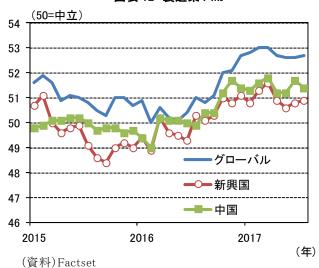
これまで日本経済を牽引した輸出は前期比年率▲1.9%と一年ぶりにマイナス成長となった。こ れまで中国、アジアで盛り上がっていたIT 関連需要に対応した情報関連輸出が落ち着いたことに よるものとみられる(図表10)。しかし、先行きについては過度に悲観する必要はない。世界貿易数 量指数をみると増加トレンドが維持されており世界の貿易取引に減速の動きはみられず、またグロ ーバルや新興国の製造業 PMIも50を超える水準を維持していることから、4月以降に情報関連の 代わりに寄与度が高まってきた資本財の需要が持続する可能性が高い(図表 10、11、12)。今後 も世界経済の回復に合わせた実質輸出の伸びが見込まれ、2017年度の実質輸出の伸びは +4.0%、2018 年度は+2.4%と景気の牽引役として期待できる。

図表 10 実質輸出の寄与度分解

図表 11 世界貿易数量指数の推移



図表 12 製造業 PMI



# 5. 物価と金融政策の動向

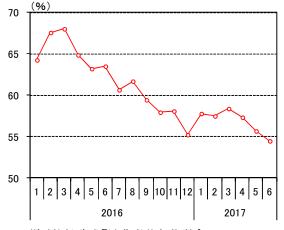
日銀は7月の展望レポートで、2017年度から2019年度までの物価見通しを下方修正するとともに、政策目標とする消費者物価上昇率+2%の達成時期を、「2019年度頃」に後ろ倒しにした(図表13)。目標達成時期は後ろ倒しになったものの、物価上昇品目の割合は減少傾向にあり、エネルギー価格以外の伸びは弱く、加えて格安スマートフォンの普及で、携帯電話や通信料の価格下落も押し下げ要因となっている足元の物価情勢に鑑みるに、依然として強気な姿勢と言える(図表14、15)。

図表 13 日銀審議委員による消費者物価指数上昇率見通し中央値

|           | (前年比、%)      |        |        |        |
|-----------|--------------|--------|--------|--------|
|           | 2016年度       | 2017年度 | 2018年度 | 2019年度 |
| 2017年4月時点 | <b>▲</b> 0.3 | + 1.4  | + 1.7  | + 1.9  |
| 2017年7月時点 | _            | + 1.1  | + 1.5  | + 1.8  |

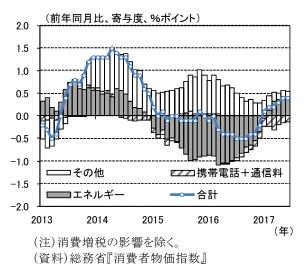
(資料)日本銀行『経済・物価情勢の展望(2017年7月)』より抜粋

図表 14 物価上昇品目の割合の推移



(資料)総務省『消費者物価指数』

図表 15 CPIコアの寄与度分解



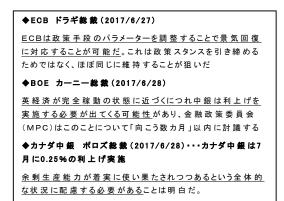
先行きについては、2017年度中はエネルギー価格が物価上昇の下支えとなることで0%台後半まで上昇し、エネルギーの押し上げ効果が剥落する2018年度以降は、景気回復の持続による需給ギャップ改善と、労働市場の逼迫を受けた賃金上昇を背景に緩やかな物価上昇が継続すると見込んでいる。この見通しを前提とすると、日本経済のプラス成長が続く中でも、大幅や円安や資

源価格の上昇等を前提としない限りは後ろ倒しとなった2019年頃の物価目標達成は困難となろう。 強くもなく、弱くもない物価情勢が継続するとの見方に変更はなく、2017年度における日銀の金融 政策は現状維持となるとみている。

但し、2018 年度については現状「0%程度」としている 10 年国債利回りの誘導水準引上げを想定している。理由は海外金利の上昇にある。2017 年6月に米国が4回目の利上げとバランスシート縮小開始まで視野に入ったことに続いてECB・BOE・カナダ中央銀行のトップからも金融緩和政策の転換を示唆する発言が相次いだことを反映し、6月後半から7月初にかけて各国の国債金利は上昇した(図表 16、17)。

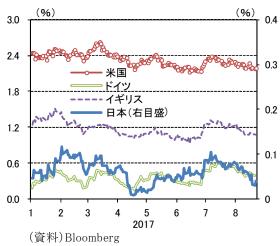
この動きを受けて日本国債の金利も上昇したが、足元では押さえ込みに成功したこともあり、落ち着きを見せている。しかし、海外中銀と日銀の政策スタンスの乖離拡大は、海外からの金利上昇圧力を強め、長期的に日銀が金利を押さえ込み続けることをより難しくすることになる。加えて、2018年度の物価上昇率が+1.0%まで高まる元では、誘導水準が引上げられる可能性は高いとみている。

図表 16 主要中銀総裁発言



(資料)各種報道を元に作成

図表 17 各国 10 年国債金利の推移



### 6. まとめとリスク

今回の実質 GDP は、前回の経済見通し(2017 年6月号)と比較して、想定以上の平均消費性 向の回復や設備投資の伸びがみられたことで、内需項目が好調な伸びを示した上に、16 年度2 次補正予算による4~6月期の公共投資は前期比年率+5.1%と大幅な伸びを示し、大きな押上 げ要因となった。先行きをみると、2017 年後半にかけてもこの経済効果が持続することで、2017 年 度の実質 GDP は+2.0%の高い成長が見込まれる。2018 年度については、公共投資の経済効果 が剥落するものの、内需が堅調な成長を続けることで+1.2%程度の成長に落ち着くと見込まれる。 前回は、「輸出主導の状況から内需も経済を牽引する姿への変化」と評価したが、今回は内需が 実質 GDP の成長を主導したことで自律的な景気回復の姿に近づいたといえる。 景気回復が続く日本経済にとって考慮すべきリスク要因は、前回の経済見通し(2017年6月号)で指摘していた、トランプ大統領による米国の政治・経済の不透明感及び北朝鮮情勢の地政学的リスクである。足元ではどちらも事態が悪化し、金融市場へ不安が波及している。米国では、トランプ政権の政策運営は機能不全に陥っている。オバマケア代替法案、債務上限引上げ、2018会計年度予算案、税制改革といった重要課題が進捗せず、議会との調整能力は全くないと言わざるを得ない状況にある。政権内の人事についても、重要閣僚の解任・辞任などが繰り返されており、不安定化の懸念は一向に払拭されていない。

北朝鮮情勢の緊張化は、こうしたトランプ政権の政治的空白を見て北朝鮮側が挑発的行動に 出ている面があり、米国政治の停滞が長引き、混迷の度合いが強まることで、間接的に他地域の 地政学的リスクを高める可能性がある。そうなった場合、金融市場の不安定化、世界経済の減速、 円高等を通じて、回復を続ける日本経済が腰折れする要因となり得る。

(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8月24日)

|                                | 2017年度 2018年度 |          |         |          |         |         |         |   |
|--------------------------------|---------------|----------|---------|----------|---------|---------|---------|---|
| •                              |               | 前年度比%    | 実額      | 前年度比%    | 2017上   | 2017下   | 2018上   | 2018下                                   |
| <実質·2010年基準>                   | ᄉᄧ            | 小人又儿     | 入识      | コリーノ又にル  |         |         |         |   |
| 国内総支出                          | 534.0         | 2. 0     | 540. 3  | 1. 2     | 1. 4    | 0.6     | 0. 6    | 0.6                                     |
| 四内心又山                          | 334.0         | 2. 0     | 340. 3  | 1. 2     | 2. 1    |         |         |   |
| 民間最終消費                         | 302.4         | 1. 7     | 305. 2  | 0. 9     | 1. 2    |         | 0. 5    |   |
|                                | 302.4         | 1. /     | 303. 2  | 0. 9     | 1. 2    |         |         |   |
| 民間住宅投資                         | 16.7          | 3. 8     | 16. 9   | 1. 2     | 2. 2    |         | 0. 5    |   |
| 以同正も汉英                         | 10. /         | 0.0      | 10. 5   | 1. 2     | 4. 5    |         | 1. 8    |   |
| 民間設備投資                         | 85. 3         | 4. 6     | 86. 6   | 1. 5     | 3. 0    |         | 0.8     |   |
| K III K III JX JX              | 00.0          | ٦. ٥     | 00.0    | 1.0      | 5. 7    |         | 1. 6    |   |
| 民間在庫品増加(実額)                    | -0.1          | 寄与度 -0.1 | 0. 3    | 寄与度 0.0  | ~~~~    |         | 0. 3    | ******************************          |
| 政府最終消費                         | 106.5         |          | 107. 7  |          | 0. 4    |         | 0. 6    | 0.8                                     |
|                                |               |          |         |          | 0. 5    |         | 1. 0    |   |
| 公的固定資本形成                       | 26.8          | 8. 2     | 27. 7   | 3. 5     | 6. 9    | ~~~~~   | 1. 3    | *************************************** |
|                                |               |          |         |          | 5. 1    |         | 6. 0    |   |
| 財貨・サービス輸出                      | 88.8          | 4. 0     | 91.0    | 2. 4     | 0.8     | 1.2     | 1. 2    | 1.2                                     |
|                                |               |          |         |          | 5. 9    | 2. 2    | 2. 3    | 2. 6                                    |
| 財貨・サービス輸入                      | 92.5          | 4. 5     | 95. 1   | 2. 9     | 2. 5    | 1.9     | 1. 3    |   |
|                                |               |          |         |          | 4. 5    | 4.5     | 3. 2    | 2. 5                                    |
| 内 需 寄 与 度                      | 2. 1          | - 民需 1.5 | 1. 2    | - 民需 0.8 |         |         |         |   |
| 外 需 寄 与 度                      | 0. 0          | 公需 0.5   | -0. 1   | 公需 0.4   |         |         |         |   |
| <名 目>                          |               |          |         |          |         |         |         |   |
| 国内総支出                          | 550.3         | 2. 3     | 559.3   | 1.6      | 1.4     | 1.1     | 0. 5    | 1.1                                     |
|                                |               |          |         |          | 1. 9    | 2.7     | 1. 6    | 1.6                                     |
| GDPデフレーター                      | 103.0         | 0. 2     | 103. 5  | 0.5      | -0. 2   | 0.7     | 0. 4    | 0.5                                     |
| 企業物価 *(10年=100)                | 98. 4         | 1. 7     | 99. 3   | 1.0      | 2. 1    | 1.3     | 0.8     | 1. 2                                    |
| 輸出物価 *(10年=100)                | 94. 8         | 4. 0     | 96. 3   | 1.6      | 5. 3    | 2.7     | 1. 5    | 1.7                                     |
| 輸入物価 *(10年=100)                | 93.0          | 8. 8     | 95. 7   | 2. 9     | 10. 8   | 7. 1    | 2. 4    | 3. 4                                    |
| 消費者物価 *(15年=100)               | 100.4         | 0. 7     | 101. 3  | 1.0      | 0. 5    | 0.8     | 0. 9    | 1.0                                     |
| 鉱工業生産 *(10年=100)               | 103.0         | 4. 5     | 104. 3  | 1.3      | 5. 3    | 3.8     | 1. 7    |   |
| 失 業 率 (%)                      | 2. 8          |          | 2. 7    | 0.0      | 2. 8    |         | 2. 7    | 2. 7                                    |
| 雇 用 者 数 *(万人)                  | 5, 834        | 1. 0     | 5, 891  | 1.0      | 1. 2    | 1.2     | 1. 0    | 0.9                                     |
| 1人当雇用者報酬伸び率*(%)                | 0.6           |          | 0.8     |          | 0. 4    |         |         |   |
| 新設住宅着工戸数(万戸)                   | 100.0         |          | 98. 9   | -1.1     |         |         |         |   |
| 貿易収支 (10億円)                    | 6, 549        |          | 6, 060  | _        | 3, 415  | 3, 134  | 3, 076  | 2, 984                                  |
| 輸 出 *(10億円)                    | 77, 358       | 9. 5     | 80, 539 | 4. 1     |         | 7. 1    | 3. 8    | 4. 4                                    |
| 輸 入 *(10億円)                    | 70, 809       | 9. 1     | 74, 479 | 5. 2     | 11. 8   | 6. 7    | 5. 2    | 5. 1                                    |
| 第一次所得収支 (10億円)                 | 19, 293       | -        | 20, 050 | _        | 9, 512  |         | 9, 797  | 10, 254                                 |
| 経 常 収 支 (10億円)                 | 22, 950       |          | 23, 291 | _        | 11, 658 | 11, 292 | 11, 497 | 11, 793                                 |
| マネーサフ <sup>°</sup> ライ *(M2、兆円) | 981.1         | 3. 7     | 1015. 5 |          | 3. 8    | 3.6     | 3. 5    | 3.5                                     |
| ドル/円レート (円、期中平均)               | 111.4         |          | 112. 4  |          | 111. 4  | 111.5   | 112. 1  | 112.7                                   |
| 輸入原油価格(ドル/バレル)                 | 54.3          |          | 57. 9   |          | 53. 6   | 54. 9   | 56. 9   |   |
| 米国実質GDP(10億ドル)                 | 17, 055       | 2. 0     | 17, 452 | 2. 3     | 1. 7    | 2. 3    | 2. 3    | 2. 3                                    |

<sup>(</sup>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。

| 不当は眉子・・ハ、十別が成文十位十十次弁。 |        |        |        |          |        |        |        |          |
|-----------------------|--------|--------|--------|----------|--------|--------|--------|----------|
|                       | 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. 08 | -0. 10 | -0. 10   | -0. 10 | -0. 10 | -0.10  | -0. 10   |
| 10年国債利回り              | 0. 04  | 0.09   | 0.09   | 0. 09    | 0. 12  | 0. 15  | 0. 15  | 0. 15    |
| ドル/円レート               | 111.1  | 111. 7 | 111. 3 | 111. 7   | 112. 0 | 112.3  | 112. 6 | 112. 9   |
| / # 10 T 16 / T 1     |        |        |        |          |        |        |        |          |

<sup>(</sup>期間平均値)

<sup>※</sup> 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。