

2019年度までの経済見通し

～外需に支えられ緩やかな内需回復が持続～

<要旨>

日本の2017年10～12月期の実質GDP成長率は、前期比年率+0.5%と8四半期連続でプラス成長を維持した。前期比年率で1%を下回ったが、在庫変動、外需のマイナスによるもので、個人消費や設備投資といった主要な内需項目は堅調に推移しており、国内経済は緩やかな回復を続けていると評価出来る。

先行きについては、実質GDP成長率の予測を2017年度+1.6%、2018年度+1.1%、2019年度+0.7%としており、消費税率引き上げによる2019年度の減速は免れないものの、世界経済の回復による外需が景気を下支えすると共に、個人消費と設備投資が堅調に推移することで、緩やかな景気回復は続く予想する。

リスクとしては、短期的には足元で急激に進んだ円高が現在の水準で定着したり、更に進行することで、企業の収益を押し下げ株価や景況感に悪影響を及ぼす可能性が高まるとともに、輸入財価格を下落させ、物価の下振れ要因となる。2019年度後半では、消費増税の駆け込み需要による内需の反動減に、海外経済の悪化や金融市場の混乱、地政学リスク等複数の外部要因が重なった場合は、景気悪化に陥る可能性が高まろう。

1. 回復基調が続く日本経済

日本の2017年10～12月期の実質GDP成長率は、前期比年率+0.5%と8四半期連続でプラス成長を維持した(図表1)。4～6月期、7～9月期と比較して弱めの数字となったが、これは在庫変動が前期比年率▲0.3%ポイントとマイナス寄与となった他、輸入が輸出を上回ったことで外需も同▲0.1%ポイントとマイナスとなったことが大きく影響している。個人消費は前期比年率+1.9%、設備投資は同2.8%と、主要な内需項目は堅調に推移しており、国内経済は緩やかな回復を続けているという、当部の見方を支持する結果となった。

図表1 実質GDP成長率

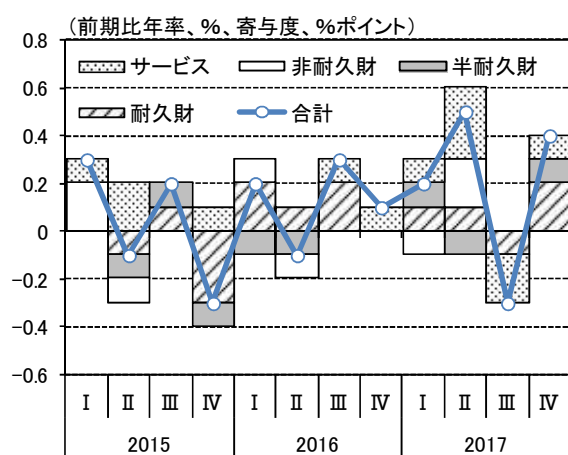
成長率	(前期比年率、%)				
	2016	2017			
	IV	I	II	III	IV
実質GDP	+ 1.8	+ 1.2	+ 2.5	+ 2.2	+ 0.5
個人消費	+ 0.2	+ 1.3	+ 3.7	▲ 2.5	+ 1.9
住宅投資	+ 3.2	+ 4.9	+ 3.6	▲ 5.9	▲ 10.2
設備投資	+ 6.6	+ 0.5	+ 4.8	+ 3.9	+ 2.8
公的需要	▲ 2.0	+ 0.4	+ 4.7	▲ 2.1	▲ 0.9
輸出	+ 11.1	+ 8.1	+ 0.1	+ 8.7	+ 10.0
輸入	+ 2.4	+ 7.1	+ 7.9	▲ 4.8	+ 12.0
(前期比年率、%ポイント)					
寄与度					
内需	+ 0.3	+ 1.0	+ 3.7	+ 0.1	+ 0.6
個人消費	+ 0.1	+ 0.7	+ 2.0	▲ 1.4	+ 1.0
設備投資	+ 1.0	+ 0.1	+ 0.7	+ 0.6	+ 0.4
在庫変動	▲ 0.4	▲ 0.1	▲ 0.3	+ 1.6	▲ 0.3
その他	▲ 0.4	+ 0.3	+ 1.3	▲ 0.7	▲ 0.5
外需	+ 1.4	+ 0.3	▲ 1.2	+ 2.2	▲ 0.1

(資料)内閣府『国民経済計算』

2. 個人消費を支える良好な雇用・所得環境

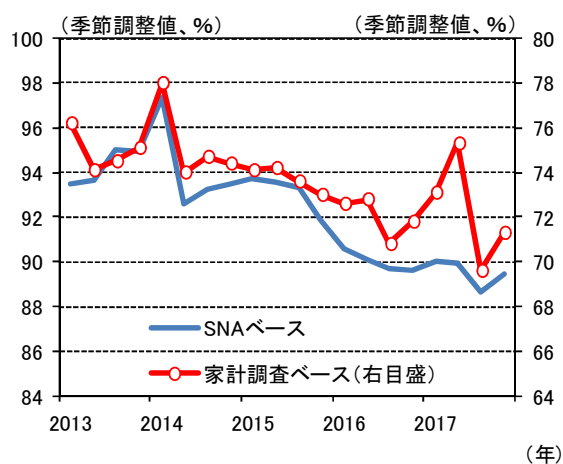
7～9月期にはマイナスに落ち込んだ個人消費がプラスに回復したことで、今期は内需の伸びを牽引することになった。項目別に動きをみると、天候不順により大きく落ち込んでいたサービスだけでなく、耐久財や半耐久財等もプラスに転じており、全般的に回復の動きがみられた(図表2)。但し、個人消費の勢いが強まっているとは言えない点には注意が必要である。平均消費性向は底打ちの動きを見せているが、改善の度合いは小幅なものに留まっていることに加えて、名目雇用者報酬の伸びも緩やかで、物価上昇の影響で実質雇用者報酬はマイナスとなっている(図表3、4)。こうした購買力や消費者マインド高まりが弱い中での個人消費の回復は、天候不順等の特殊要因による落ち込みから、過去の緩やかな回復トレンドに戻ったとみるのが妥当であろう。

図表2 国内家計最終消費支出の寄与度分解



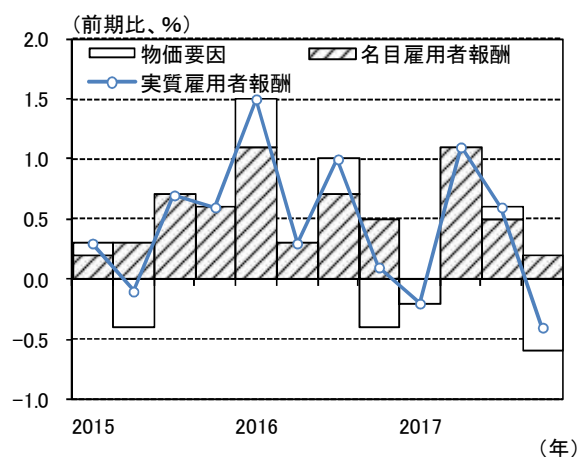
(注) 国内総生産(支出側)に対する寄与度。
(資料) 内閣府『国民経済計算』

図表3 平均消費性向



(注) 家計調査は四半期平均の値を使用。
(資料) 内閣府『国民経済計算』、総務省『家計調査』

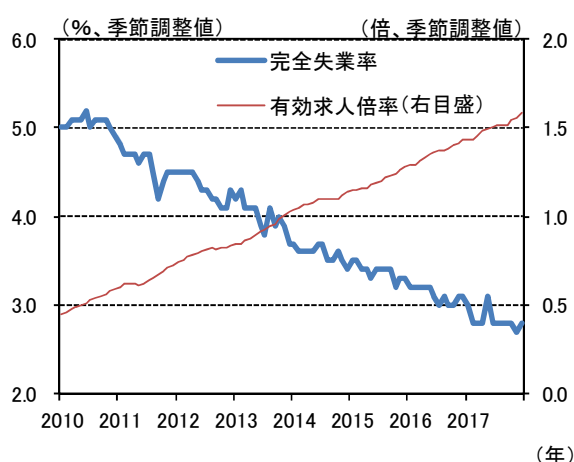
図表4 実質雇用者報酬の動き



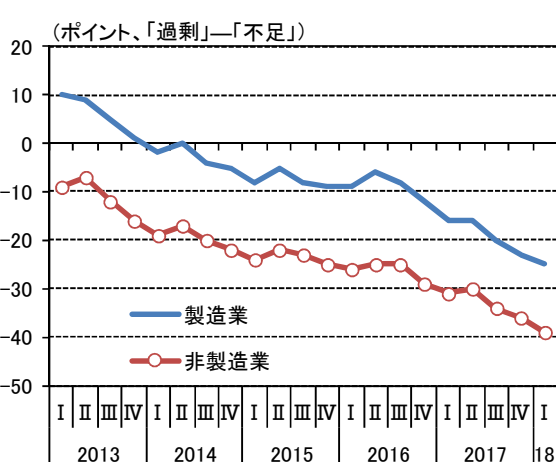
(注) 物価要因は実質雇用者報酬と名目雇用者報酬の伸び率の差として算出しており、マイナスの値は物価上昇を意味する。
(資料) 内閣府『国民経済計算』

良好な雇用環境を通じた所得面の動きから個人消費の先行きをみると、現状の緩やかな回復トレンドは維持される可能性が高い。まず雇用環境をみると2017年12月の完全失業率は2.8%と11月から0.1ポイント上昇したが、3%を下回る低水準で推移している(図表5)。労働需給の逼迫度合いを示す求人倍率をみても、有効求人倍率は1.59倍と、バブル期のピークである90年7月の1.46倍を上回る状況が続いており、その水準も1974年1月以来の高水準となっている。加えて、日銀短観の雇用判断DIをみても業種を問わず雇用の不足感は一層進んでいる(図表6)。先行きも企業の高い労働需要が続く、失業率も2%台の低水準で推移し、労働需給の逼迫は続くと思われる。

図表5 失業率と有効求人倍率



図表6 雇用判断DI(過剰-不足)

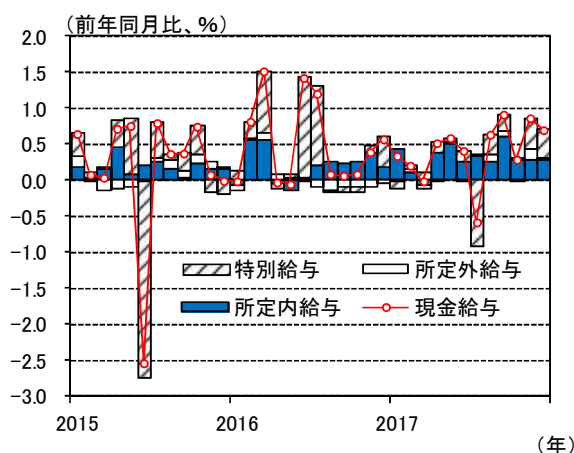


(資料)総務省『労働力調査』、厚生労働省『一般職業紹介状況』 (注)2018年第1四半期は予測値。

(資料)日本銀行『全国企業短期経済観測調査』

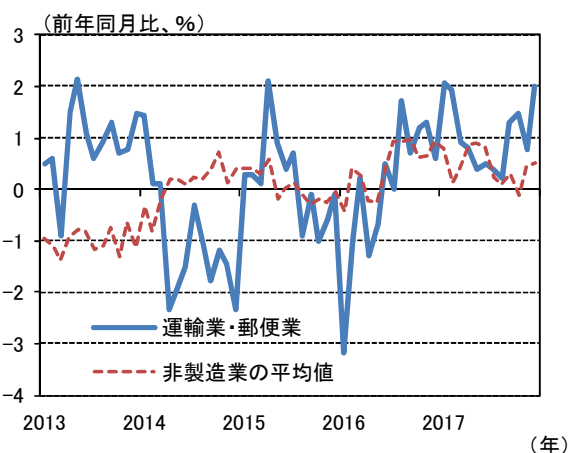
労働需給の逼迫を受けて、労働者の所得環境が改善している。現金給与の動きをみると、企業業績に連動するボーナスにあたる特別給与の振れはあるものの、2017年は2016年と比較して安定して伸びており、特に基本給にあたる所定内給与の寄与度が拡大基調にあることが窺える(図表7)。業界別では、足元の運輸業・郵便業の所定内給与の伸びが非製造業の平均値を上回っており、[前回の経済見通し\(2017年12月号\)](#)でも指摘したように、人手不足を原因としたコスト増で宅配業界のサービス価格が上昇するとともに、労働者の賃金にも反映され始めているとみられる(図表8)。

図表7 現金給与の寄与度分解



(資料)厚生労働省『毎月勤労統計調査』

図表8 運輸業・郵便業の所定内給与

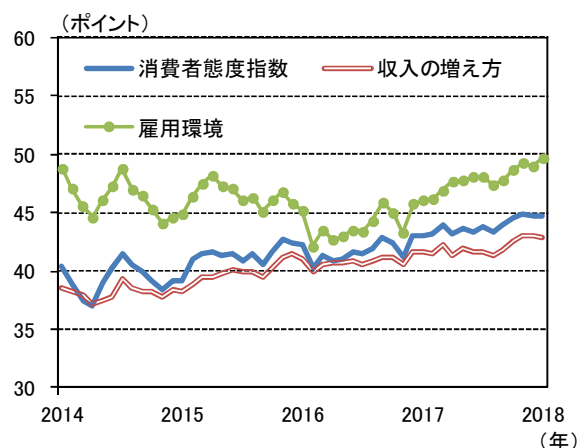


(注)トレンドはHPフィルターを使用して作成。

(資料)厚生労働省『毎月勤労統計調査』

こうした良好な雇用・所得環境は、足元での消費者マインドの改善につながっており、個人消費の緩やかな伸びを支えているとみられる(図表9)。今後の個人消費の動きを予測すると、2017年度は+1.1%と4～6月期の特殊要因による押し上げの影響で、実質雇用者報酬の伸びを上回るが、2018年度は+0.8%と落ち着いた実質雇用者報酬と同程度の伸びになると見込む。2019年度については、2019年10月に予定されている8%から10%への消費税率引き上げの影響で落ち込みが予想されるため、+0.6%に減速すると見込む。

図表9 消費者態度指数

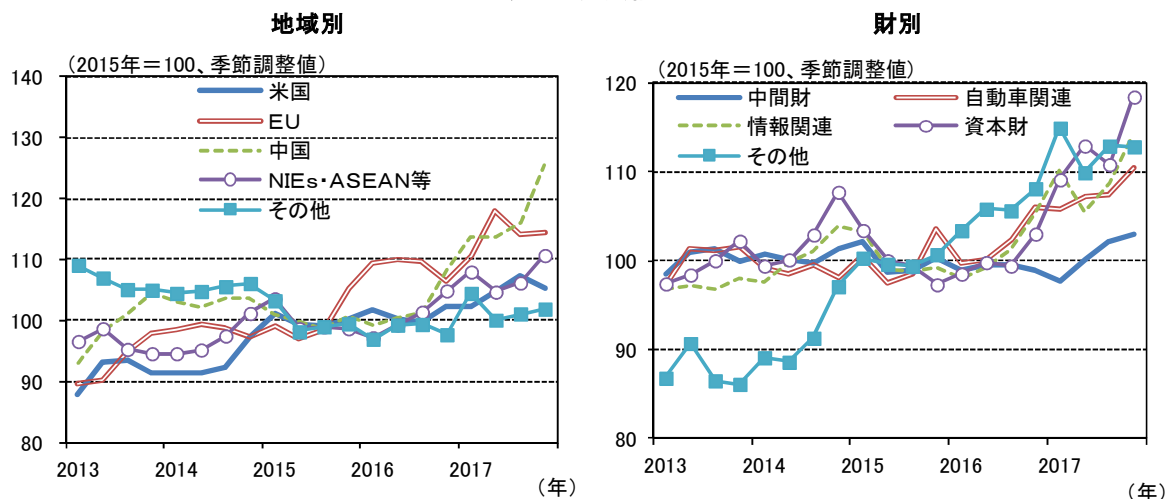


(資料) 内閣府『消費動向調査』

3. 堅調な動きが続く輸出と設備投資

今回外需の寄与度は前期比年率▲0.1%ポイントとマイナス寄与となったがこれは、前期比で見た輸入の伸びが高まったことによる一時的なものである。輸出入の基調を見る観点からそれぞれの前年同期比を見ると、輸出が+6.8%と高い伸びを維持していることに加えて、輸入の伸びは同+5.5%を上回っている。前年同期比で見た外需の寄与度が+0.3%ポイントとプラスであることを見ても、外需環境は依然として改善を続けていると見るのが妥当である。

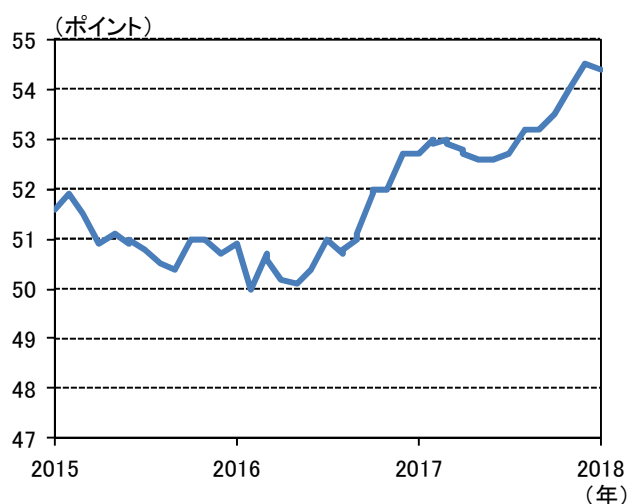
図表10 実質輸出



(資料) 日本銀行『実質輸出入の動向』

地域別に輸出の動きをみると、これまで輸出を牽引してきた中国に加えて、NIEs、ASEAN 地域の伸びが高まっている(前頁図表 10)。また財別に動きをみると、中国を中心としたアジアのスマートフォン需要が一巡し、対応する情報関連財の需要もブレーキがかかるとみていたが、足元では資本財との両建てで伸びを高めている。輸出先や輸出品目の偏在が改善に向かっていることが伺え、輸出の裾野拡大が続いていることが確認できる。グローバル製造業 PMI は高水準が続いており、今後も世界経済の回復による需要の高まりに合わせて、アジア圏を中心とした良好な輸出環境は続くと思われる(図表 11)。2017 年度+6.5%、2018 年度+4.1%、2019 年度+2.7%と、伸びのペースは減速していくものの増加基調は維持されると見込む。

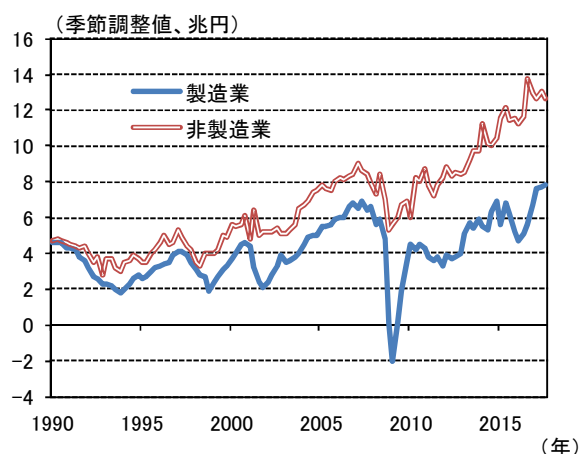
図表 11 グローバル製造業 PMI



(資料) QUICK Factset

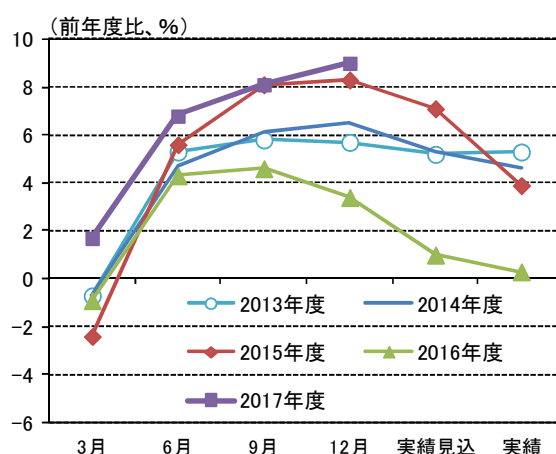
設備投資は前期比年率+2.8%と5四半期連続でプラスとなり、増加基調を維持している。設備投資の堅調な伸びを支えているのは、利益水準の高さである(次頁図表12)。製造業、非製造業ともに、過去最高水準の経常利益を維持しており、特に、製造業では前年同期比で二桁の成長が4四半期連続で続いている。[2017年8月の経済見通し\(2017年9月号\)](#)でみた設備投資対キャッシュフロー比率は足元でも高まっていないため、投資スタンスが積極化したとは言えないが、日銀短観による設備投資計画が過年度と比較して高い水準で推移していることから、好調な収益環境を背景として設備投資は今後も堅調な伸びを続ける可能性が高い(次頁図表13)。2017年度+3.2%、2018年度+2.0%、2019年度+1.3%と、輸出の伸びが減速していくことで収益の伸びにも押し下げ圧力が働くことで設備投資も減速することを想定しているが、増加基調は維持されると見込む。

図表 12 経常利益の推移



(資料)財務省『法人企業統計』

図表 13 設備投資計画(全規模・全産業)

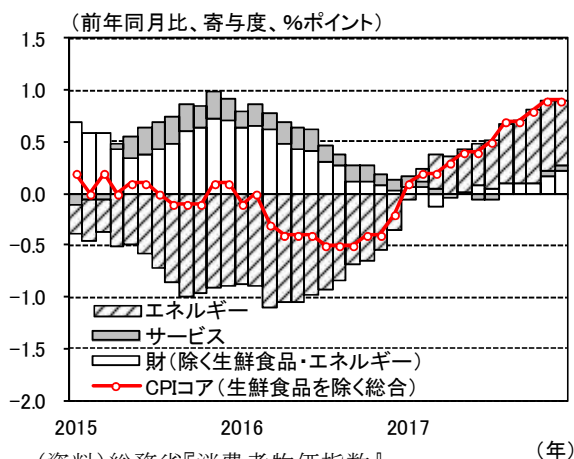


(資料)日本銀行『全国企業短期経済観測調査』

4. +1%の上昇が視野に入った CPI コア

12月のCPIコアは前年同月比+0.9%と先月から横ばいの動きとなったが、中身をみるとエネルギーの寄与度が縮小する一方、エネルギー以外の財の寄与度が拡大している(図表 14)。これまで、エネルギー以外の項目は総じて弱かったが、ここに来て一部品目に改善の動きがみられる。先行きをみると足元の原油価格上昇でエネルギー価格の押し上げ効果が続くことから、財価格の上昇が維持されればCPIコアの前年同月比+1%も視野に入ってきた(図表 15)。但し、前年同月比+1%を超えてCPIコアが持続的に高まっていくためには、サービス価格上昇が不可欠である。足元でのサービス価格上昇の動きは「2節」でみたように、運輸業・郵便業等一部に限られており、サービス業界全体への波及は鈍く、現状ではその勢いは弱いままと評価せざるを得ない。従って日銀目標の+2%達成は依然として困難であるとみる。CPIコアは2017年度が前年比+0.7%、2018年度は同+0.9%、2019年度は同+1.5%(消費増税の影響含む)と見込む。+2%には届かないものの、2018年度から2019年度にかけて、CPIコアの伸びが+1%付近に定着することで、デフレ環境に逆戻りする可能性は低くなるとみている。

図表 14 CPI コアの寄与度分解



(資料)総務省『消費者物価指数』

図表 15 原油価格の推移



(資料)QUICK Factset

国内経済に関しては、緩やかな物価上昇と景気回復が並存する経済状況に大きな変化がないことから、金融政策の先行きについては従来のメインシナリオを変更していない。先行きを左右する可能性のある新しい材料として、次期日銀総裁人事が黒田総裁続投の見込みになったことが挙げられるが、この点については日銀の金融政策が現状のまま長期的に維持され、現在の低金利環境がより長期化する可能性が高くなったとみている。

5. 見通し総括とリスク要因

以上を踏まえ 2019 年度までの日本経済の見通しを総括すると、世界経済の回復による好調な外需が経済成長を下支えすると共に、内需も緩やかな拡大が維持されると予想されるという従来の見方は維持される。この元で実質 GDP 成長率は、2017 年度+1.6%、2018 年度+1.1%、2019 年度+0.7%と予測する。

2017 年度、2018 年度については[前回の経済見通し\(2017 年 12 月号\)](#)から大きく変更していないが、2019 年度については、2019 年 10 月に予定されている消費税率の8%から10%への引き上げで、個人消費を中心に内需が下ぶれることを考慮し減速を見込んだ。予測にあたっては、前回の税率引き上げから期間が短く、引き上げ幅も2%と前回の3%よりも小さいことから、駆け込み需要による反動減の影響も小さくなると想定した。また、この間、外需も景気の下支え役を担うとみられることから、景気悪化に陥る事態までは想定していない。

予測期間を通じて、堅調な景気回復を続けるというのがメインシナリオとなるが、外部環境が日本経済の景気悪化へのリスク要因となる。

短期的にみると、2月に米国金利の急上昇や株価下落に代表される金融市場の混乱を契機とした円高がある。米国で市場予想を上回る雇用統計の数値が発表されたことで、今後の物価上昇やFRBによる利上げペースの速まりを想起させ長期金利が上昇し、これをきっかけに米国では株価が下落し、その影響は日本をはじめアジア、欧州にも伝播した。こうした市場の混乱で投資家のリスクオフ姿勢が強まり、ドル円レート1ドル=106~107円まで円高が進んだ。この円高水準は日銀短観の大企業製造業の想定レート(2017年度後半)である109.66円を超えていることもあって、ドル円レートがこの水準に長期間留まる場合や、円高が更に進んだ場合には利益計画に押し下げ圧力がかかるため株価の一層の下落や景況感に悪影響を及ぼす可能性が高まる。加えて、円高は輸入財価格を下落させるため、物価に対しても下振れ要因となり、日銀による国債買い入れ増額や、より長期間にわたって長期金利の誘導水準が据え置かれる可能性を高める。

2019年度後半は、消費税率引き上げ時の外部経済環境に注意を要する。メインシナリオの下では、景気が腰折れはないとしているが、駆け込み需要による内需の反動減に、海外経済の悪化や金融市場の混乱、地政学リスク等複数の外部要因が重なった場合には、景気悪化に陥る可能性は高まることになる。

(経済調査チーム 加藤 秀忠 : Kato_Hidetada@smtb.jp)

総括表 2019年度までの内外経済見通し

(作成日: 2018年2月23日)

	2017年度		2018年度		2019年度		2017上	2017下	2018上	2018下	2019上	2019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	532.8	1.6	538.4	1.1	542.4	0.7	1.1	0.5	0.5	0.5	0.8	-0.6
民間最終消費	300.4	1.1	303.0	0.9	304.7	0.6	0.7	0.3	0.5	0.5	1.1	-1.6
民間住宅投資	16.2	0.2	16.1	-0.2	16.1	-0.2	1.2	1.1	0.7	1.0	1.6	-0.4
民間設備投資	85.3	3.2	86.9	2.0	88.1	1.3	0.7	-3.6	1.1	1.0	1.8	-4.9
民間在庫品増加(実額)	-0.2	寄与度 0.0	0.1	寄与度 0.1	0.0	寄与度 0.0	3.5	-3.1	-2.3	2.0	3.0	-3.4
政府最終消費	106.2	0.4	106.9	0.7	107.7	0.8	1.7	1.4	0.9	0.8	1.2	-0.5
公的固定資本形成	26.2	1.4	26.3	0.2	26.6	1.2	3.4	3.1	2.3	1.7	2.0	0.7
財貨・サービス輸出	91.1	6.5	94.9	4.1	97.4	2.7	-0.6	0.1	0.2	0.1	-0.5	0.1
財貨・サービス輸入	92.8	4.4	95.9	3.4	98.1	2.3	0.3	0.0	0.5	0.4	0.4	0.4
内需寄与度	1.2	民需 1.1	0.9	民需 0.8	0.6	民需 0.4	0.4	0.4	0.5	0.9	0.8	0.8
外需寄与度	0.4	公需 0.2	0.2	公需 0.1	0.1	公需 0.2	3.2	-1.7	0.6	0.6	0.6	0.6
<名目>							1.9	1.0	-0.4	0.7	1.8	0.6
国内総支出	548.3	1.7	558.1	1.8	569.3	2.0	2.1	3.8	1.5	1.4	1.4	1.2
GDPデフレーター	102.9	0.0	103.7	0.7	104.9	1.2	6.9	6.1	5.3	3.0	2.7	2.7
企業物価 * (10年=100)	99.2	2.5	100.6	1.4	102.2	1.6	2.2	2.8	1.4	1.3	1.8	-0.3
輸出物価 * (10年=100)	96.5	5.7	99.1	2.8	100.5	1.3	3.7	5.0	3.7	3.0	2.7	2.7
輸入物価 * (10年=100)	94.0	10.1	97.6	3.8	98.0	0.4	12.1	8.3	6.5	1.2	0.4	0.4
消費者物価 * (15年=100)	100.4	0.7	101.3	0.9	102.8	1.5	0.5	0.9	0.9	0.9	1.0	2.0
鉱工業生産 * (10年=100)	103.1	4.6	105.2	2.1	107.1	1.7	5.0	4.2	2.1	2.0	1.7	1.7
失業率 (%)	2.8	-0.3	2.7	-0.1	2.6	-0.1	2.8	2.7	2.7	2.6	2.6	2.6
雇用者数 * (万人)	5,836	1.2	5,900	1.1	5,955	0.9	1.4	1.1	1.1	1.1	0.9	0.9
1人当雇用者報酬伸び率* (%)	0.4	—	0.7	—	0.8	—	0.5	0.3	0.7	0.7	0.8	0.8
新設住宅着工戸数 (万戸)	95.8	-1.7	96.0	0.2	96.9	0.9	97.1	94.4	95.5	96.5	96.2	97.6
貿易収支 (10億円)	4,318	—	5,818	—	7,112	—	2,685	1,633	3,003	2,815	3,356	3,756
輸出 * (10億円)	78,456	11.0	85,288	8.7	87,932	3.1	12.9	9.4	10.8	6.8	3.3	2.9
輸入 * (10億円)	74,138	14.2	79,470	7.2	80,820	1.7	15.0	13.5	10.7	4.1	2.6	0.8
第一次所得収支 (10億円)	19,818	—	20,255	—	21,109	—	10,372	9,446	10,537	9,717	10,937	10,172
経常収支 (10億円)	20,843	—	23,550	—	25,825	—	11,584	9,259	12,386	11,164	13,311	12,514
マネーサプライ * (M2、兆円)	982.7	3.8	1016.8	3.5	1051.4	3.4	4.0	3.7	3.5	3.4	3.4	3.4
ドル/円レート (円、期中平均)	111.3	—	109.0	—	111.0	—	111.0	111.6	108.5	109.5	110.5	111.5
輸入原油価格 (ドル/バレル)	55.4	—	62.3	—	65.5	—	51.5	59.3	61.3	63.3	65.3	65.8
米国実質GDP (10億ドル)	17,093	2.3	17,509	2.4	17,906	2.3	1.8	3.0	2.3	2.2	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。

	4-6	7-9	10-12	2018/1-3	4-6	7-9	10-12	2019/1-3	4-6	7-9	10-12	2020/1-3
ユーロレート(無担保・翌日)	-0.05	-0.05	-0.04	-0.08	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
10年国債利回り	0.04	0.05	0.05	0.06	0.09	0.11	0.14	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15
ドル/円レート (期間平均値)	111.1	111.0	113.0	110.3	108.3	108.8	109.3	109.8	110.3	110.8	111.3	111.8

※ 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。

