

# 2018・2019年度の経済見通し

## ～原油高でやや減速も、景気拡大は持続～

### <要旨>

日本の2018年1～3月期の実質GDP成長率は前期比年率▲0.6%と、9四半期ぶりにマイナスとなった。主因はゼロ成長の個人消費、マイナスとなった設備投資等、これまで内需を牽引してきた二項目の不振が成長率を押し下げたことである。

先行き原油高による物価上昇で個人消費が下振れるものの、内需は回復トレンドに戻り、世界経済回復による外需が下支えする。景気の腰折れはなく、戦後最長の景気拡大を更新すると見る。実質GDP成長率は、2018年度+0.9%、2019年度+0.7%とプラス成長を見込む。

リスク要因は原油価格の動向である。メインシナリオでは原油価格の一段上昇時にはシェールオイル等増産により、1バレル70ドル台前半へ収斂することを想定するが、中東情勢の深刻化により、100ドル超の水準が継続した場合は、グローバルなインフレ率上昇で、国内の個人消費や企業収益の悪化だけでなく、海外経済が減速し、外需が腰折れする可能性も高まる。その結果、日本経済がマイナス成長に落ち込むことが想定される。

### 1. マイナス成長となった日本の経済成長

日本の2018年1～3月期の実質GDP成長率は、前期比年率▲0.6%と、9四半期ぶりにマイナスとなった(図表1)。今回のマイナス成長の要因は内需の落ち込みにある。外需はプラス寄与となったものの、個人消費はゼロ成長、設備投資も前期比年率▲0.3%と6四半期ぶりにマイナスで、これまで内需を牽引してきた2項目の不振が実質GDP成長率を押し下げる結果となった。

図表1 実質GDP成長率

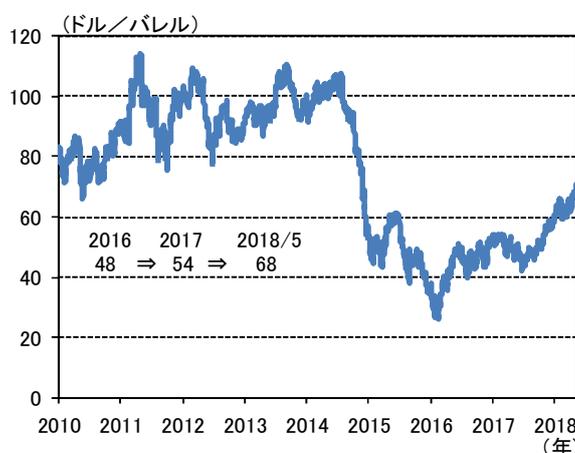
成長率	2017				2018
	I	II	III	IV	I
実質GDP	+ 2.6	+ 2.0	+ 2.0	+ 0.6	▲ 0.6
個人消費	+ 2.1	+ 2.9	▲ 2.6	+ 0.9	▲ 0.0
住宅投資	+ 4.8	+ 3.8	▲ 6.4	▲ 10.3	▲ 8.2
設備投資	+ 2.3	+ 3.4	+ 4.0	+ 2.6	▲ 0.3
公的需要	+ 0.9	+ 4.7	▲ 2.1	▲ 0.3	+ 0.0
輸出	+ 8.6	▲ 0.3	+ 8.2	+ 9.2	+ 2.6
輸入	+ 6.5	+ 7.2	▲ 5.2	+ 12.9	+ 1.2
寄与度	(前期比年率、%ポイント)				
内需	+ 2.2	+ 3.2	▲ 0.1	+ 0.9	▲ 0.9
個人消費	+ 1.1	+ 1.6	▲ 1.5	+ 0.5	▲ 0.0
設備投資	+ 0.3	+ 0.5	+ 0.6	+ 0.4	▲ 0.0
その他	+ 0.8	+ 1.1	+ 0.8	+ 0.0	▲ 0.9
外需	+ 0.4	▲ 1.1	+ 2.2	▲ 0.4	+ 0.3

(資料)内閣府『国民経済計算』

## 2. 原油高による2018年度の物価見通しの影響

今回の見通しでは、[前回\(2018年3月号\)](#)から原油価格の想定を変更した。2018年5月9日にトランプ大統領が行った、米中露英仏独の6カ国とイランの間で結ばれていた核合意から、米国が離脱するとの表明に先んじて、市場は米国離脱による中東情勢の不安定化懸念を織り込み、原油価格は上昇した(図表2)。2011～2014年と比較すると依然として低い水準にあるが、5月中旬時点で2017年度の平均との比較で約26%上昇し、2015年度から2016年度にかけての伸びを上回っている。これを受けて従来よりも2018年度の原油価格の見通しを上方修正した。そこで本稿では、2018年1～3月期のGDPの結果を踏まえた各需要項目の先行きをみる前に、原油価格の想定変更による物価の見通しへの影響について整理する。

図表2 原油価格(WTI)の推移

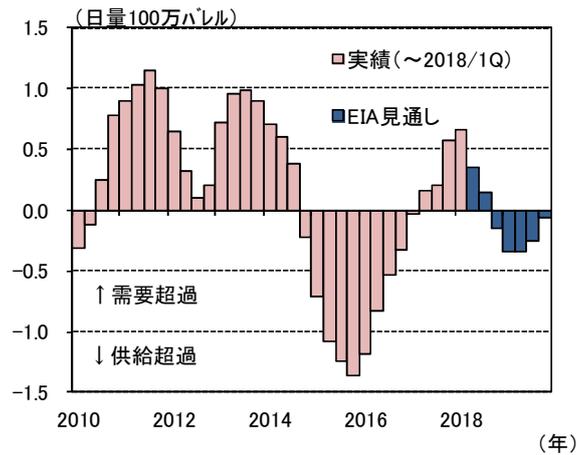


(注) 図表内の数字は原油価格の年度平均値。2018年は4月2日～5月15日迄の平均値を使用。  
(資料) CEIC

### (1) 原油価格の見通し

まず今回の見直し変更のポイントとなる原油価格の先行きについては、今の水準からの上昇幅は限られるとみている。そのため、原油高の物価圧力は2018年度に限られ、2019年度はその効果が薄れることになる。イランは2016年1月の制裁解除後、生産量を日量280万バレルから380万まで増やしており、これが輸出制限の対象になると見られるが、イランは欧州3カ国との核合意は維持する意向を示しているため、米国制裁復活による輸出減少幅は100万バレルよりも小さくなると見られる。加えてイラン減産分は、米国シェールオイル増産である程度カバーされうることや、2016年末のOPEC・非OPEC国の減産合意で合計180万バレル削減されていることなどから、米国制裁復活による原油価格への影響は限定的とみている。EIAの需給見通しで、米国とカナダの増産を主因に再び供給超過になっていることも価格の押し下げ要因となることから、この先も原油価格が更に大幅上昇する可能性は低いと見る(次頁図表3)。2018年度平均の輸入原油価格は1バレル74.5ドル、2017年度実績と比べると約30%上昇するが、2019年度は平均で72.5ドル程度に落ち着くとみる。

図表3 EIAによる原油需給の見通し



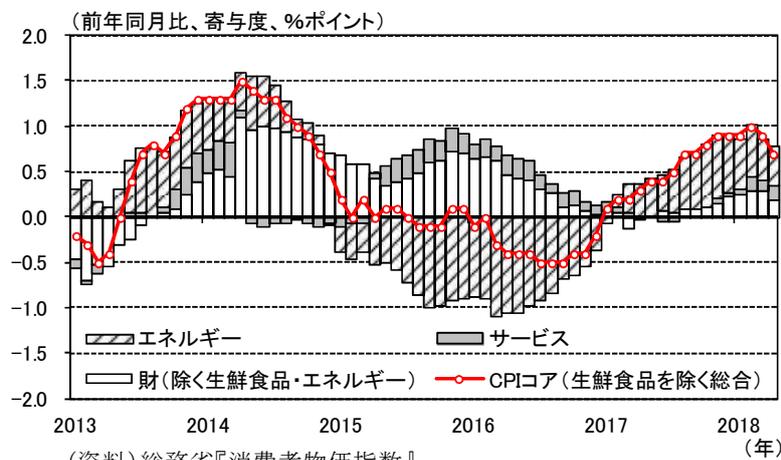
(注) 後方4四半期移動平均を使用。

(資料) EIA

## (2) 原油価格上昇による物価見通し

4月のCPIコアは前年同月比+0.7%と3月の同+0.9%から減速した(図表4)。もともと見込まれていたエネルギーの寄与度縮小は小幅だったが、エネルギー以外の財価格が押し下げた。所得の伸びが緩やかなため、2018年初の生鮮食品価格の高騰等で消費者マインドが落ち込み易い中で、企業の価格設定行動が弱気になっている可能性がある。

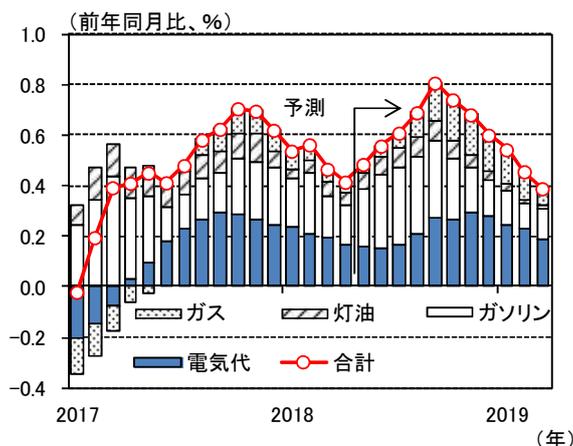
図表4 CPIコアの寄与度分解



(資料) 総務省『消費者物価指数』

先行きについては、今回の原油価格の見通しを前提すると、2018年度の物価は、エネルギー価格の寄与度が再び高まることで従来の見通しから上振れる。次頁図表5では原油価格上昇を通じたエネルギーによるCPIコアに対する寄与度を算出しており、これによると、足元で縮小しているエネルギーの寄与度は5月以降に再び拡大に転じ、2018年夏頃にピークを迎える。2018年度の寄与度の平均は+0.6%ポイントとなり、2017年度の+0.5%ポイントとほぼ同程度、物価を押し上げ、仮にエネルギー以外の財・サービス価格の寄与度が横ばいで推移すると、前年同月比+1.3%まで高まる。

図表5 エネルギー価格のCPIコアへの寄与度



(資料)総務省『消費者物価指数』

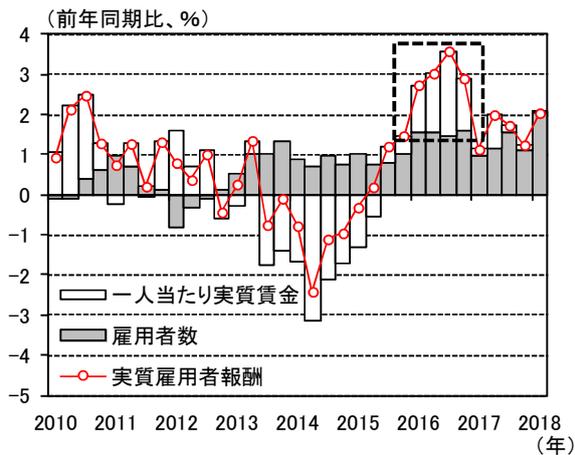
エネルギー価格上昇で、2018年夏頃にCPIコアの上昇率は1%を超えると見込んでいるが、その後も大幅に上昇し日銀の物価安定目標の2%に届くとはみていない。これはエネルギー価格の上昇ペースが速まると、消費者のマインド悪化に繋がりがやすく、消費者の需要の落ち込みを警戒した企業が、財やサービスの値上げを控える可能性が高いと考えられるためである。加えて、2019年度はエネルギー価格上昇も一服するため、緩やかな上昇ペースに戻るとみている。

以上から2018年夏以降は、エネルギー寄与のプラス幅拡大と財・サービス寄与縮小が続くことで、1%台が定着することが予想され、CPIコアは2018年度+1.2%の上昇を見込むが、2019年度+1.1%（消費増税の影響を含むと+1.6%）と若干減速する。

### 3. 特殊要因に振り回される脆弱な個人消費

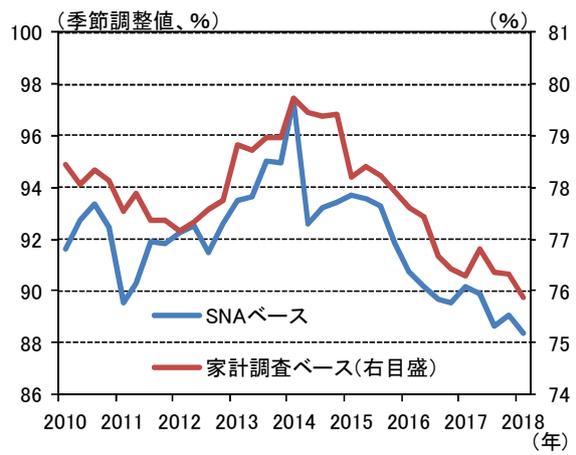
2017年10～12月期には前期比年率+2.1%と高い伸びを示し経済成長を牽引した個人消費だが、1～3月期は同▲0%とゼロ成長となった。昨年末以降の野菜価格高騰によって実質所得が抑制されたことに加え、大雪により消費活動が抑制されたことが要因とみられる。来期以降はこれらの特殊要因が解消されることで、緩やかな回復トレンドに戻るとみられるが、所得環境を軸として個人消費の先行きをみると、野菜や原油価格、天候要因等の特殊要因によって振り回される状況は続くであろう。その根拠となるのは実質所得の動きである。1～3月期の実質雇用者報酬は前年同期比+2.0%のプラスだが、その要因は雇用者数増加によるもので、一人当たり実質賃金はほとんど増えておらず、個々の消費者の購買力は高まっていない(次頁図表6)。こうした所得環境の弱さが、特殊要因による消費者マインドの悪化に繋がりがやすい状況と、個人消費の伸びの不安定さを招いている(次頁図表7)。

図表6 実質雇用者報酬の要因分解



(資料)内閣府『国民経済計算』、総務省『労働力調査』

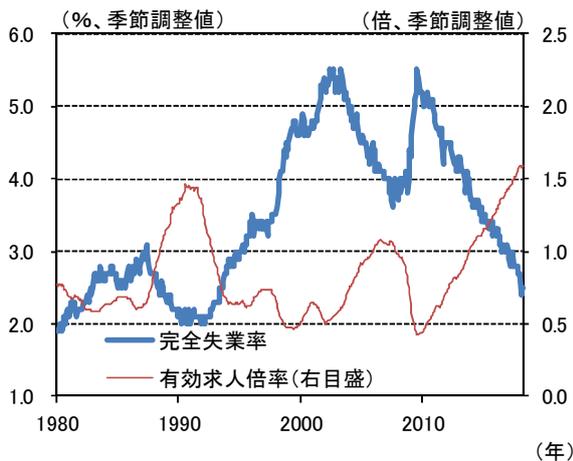
図表7 平均消費性向



(注)平均消費性向は後方12ヶ月移動平均を使用。  
(資料)総務省『家計調査』、内閣府『消費動向調査』

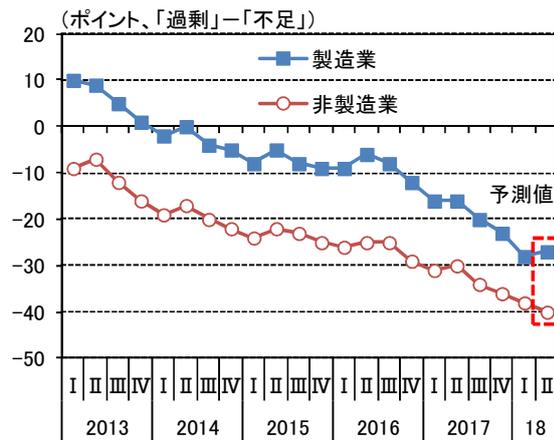
雇用環境をみると、完全失業率、有効求人倍率は何れも1990年前後の水準まで改善し、短観でみた雇用判断DIからは、先行も労働需給が緩む兆しは見えない(図表8、9)。

図表8 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』

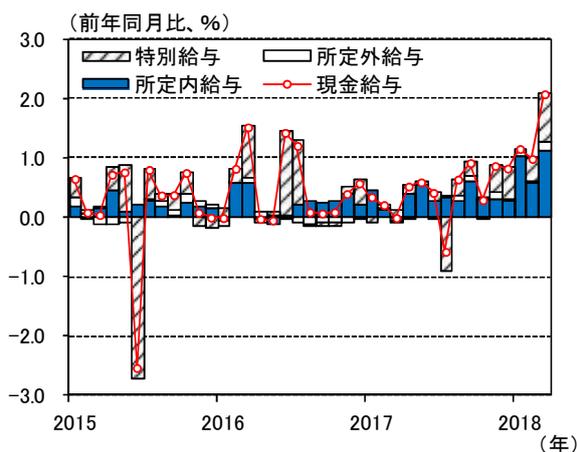
図表9 雇用判断DI(過剰-不足)



(注)2018年第2四半期は予測値。  
(資料)日本銀行『全国企業短期経済観測調査』

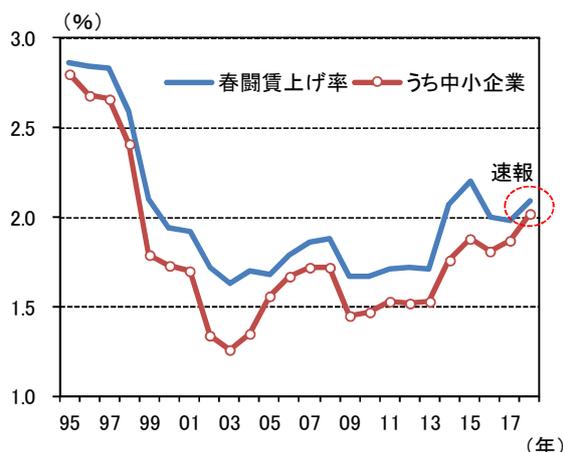
しかし、こうした労働需給の逼迫を受けても、名目賃金の伸びは緩やかなままである。3月の名目賃金の伸びは、前年同月比+2.1%と2003年6月以来の高い伸びとなったが、その大半はボーナス等の特別給与によるものであり、基本給にあたる所定内賃金の伸びは同+1.3%と1%台に留まっている(次頁図表10)。春闘賃上げ率は中小企業を含めて昨年よりも高くなる見込みだが、このような、労働需給の逼迫度合いと比較して賃金の伸びが弱い状態はこの先も変わらないとみる(次頁図表11)。

図表 10 現金給与(名目賃金)の寄与度分解



(資料)厚生労働省『毎月勤労統計調査』

図表 11 春闘賃上げ率の推移



(資料)連合

物価上昇がピークを迎える2018年夏頃までは実質所得の押し下げに働くため、この間の個人消費は弱い動きが続くとみられ、1～3月期にゼロ成長となった影響を考慮すると2018年度は+0.6%、2019年度は+0.5%となり、前回の見通しから、それぞれ0.3%ポイント、0.1%ポイントの下方修正となる。

#### 4. 企業部門の堅調さは変わらず

2018年に入ってから進んでいる円高の国内景気に与える影響が懸念されたが、日銀短観の結果を見る限り、製造業に与える影響は軽微と言える。2018年3月の業況判断DI(大企業)では、製造業で+26から+24と若干下がったものの高水準のプラスにあり、2017年度の利益計画は円高が進む中でも前回から上方修正され、好調な利益環境は続いている(図表12)。

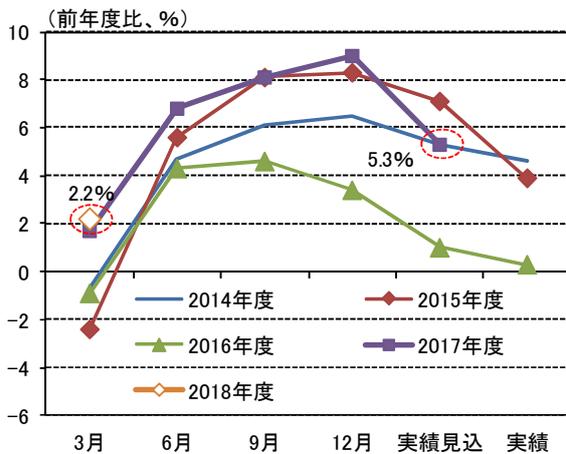
図表 12 大企業の2017年度収益計画と想定為替レート

		2017年				2018年
		3月調査	6月調査	9月調査	12月調査	3月調査
経常利益 前年比	全産業	▲ 0.2	▲ 3.0	+ 1.3	+ 9.5	+ 12.0
	製造業	▲ 0.3	▲ 3.3	+ 4.7	+ 15.0	+ 19.7
	非製造業	▲ 0.1	▲ 2.7	▲ 1.6	+ 4.9	+ 5.3
		(円/ドル)				
想定 為替レート	全産業	108.63	108.62	109.32	110.08	110.53
	製造業	108.43	108.31	109.29	110.18	110.67
	非製造業	109.13	109.40	109.42	109.82	110.01

(資料)日本銀行『全国企業短期経済観測調査』

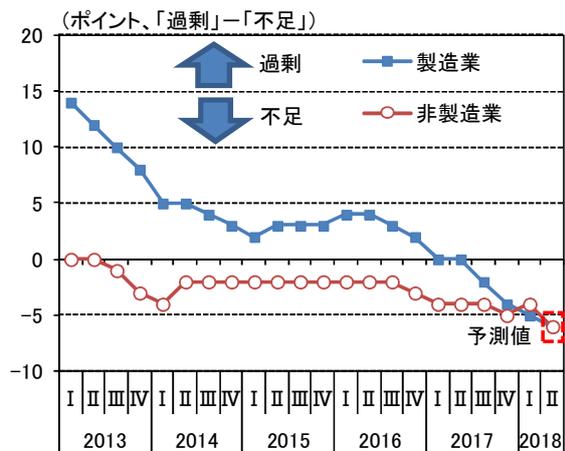
1～3月期の設備投資は前期比年率▲0.3%とマイナスとなったが、日銀短観における設備投資計画をみると、2018年度は+2.2%と初回調査の計画としては過去数年よりも高い伸び率になっており、設備の不足感も強まっていることから、企業のマインドが悪化する兆候はみられない(次頁図表13、14)。

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』

図表 14 生産設備判断DI



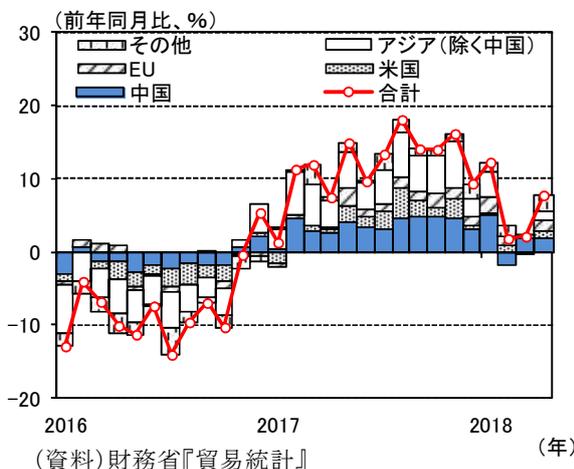
(資料) 日本銀行『全国企業短期経済観測調査』

先行きについては、2018年度中は原油高で原材料費等のコスト増による収益環境の悪化が懸念されるが、世界経済の回復が続くことから、この押し下げ圧力の一部は相殺されるとみる。利益水準は依然として高いことから、設備投資に急激なブレーキがかかるとは考え難く、2017年度からは下振れるものの堅調な伸びは維持するとみられ、2018年度は+2.4%、2019年度は+1.4%の成長が見込まれる。

### 5. 足元では弱含むも先行きは堅調な輸出環境

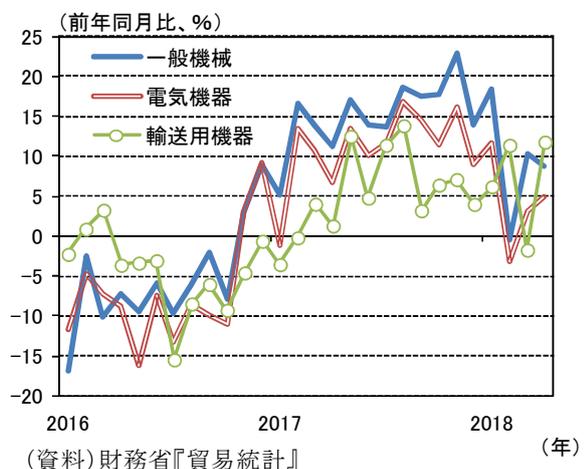
1～3月期の外需は、輸出が大きく落ち込んだことで寄与度は前期比年率▲0.1%ポイントとマイナスとなった。2018年1～3月期の輸出は2月に中国の春節の影響で大きく落ち込み、3月に回復したものの、1月迄の伸びを取り戻していない(図表 15)。商品別にみると輸出の大半を占める一般機械・電気機器の伸びが大きく減速していることから、これまでスマートフォン需要に支えられてきたIT関連輸出に一服感が出てきたことが弱い動きの要因とみられる(図表 16)。

図表 15 輸出額の地域別寄与度



(資料) 財務省『貿易統計』

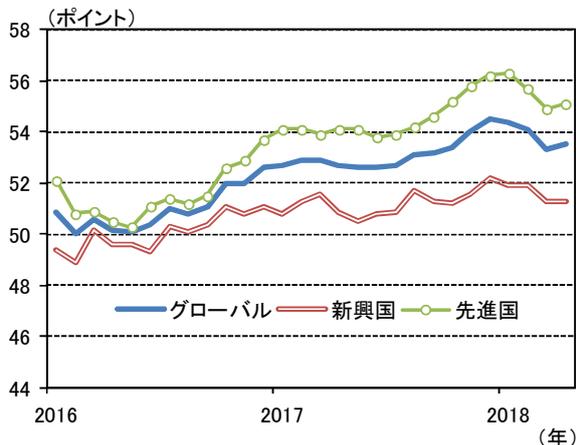
図表 16 商品別輸出額の推移



(資料) 財務省『貿易統計』

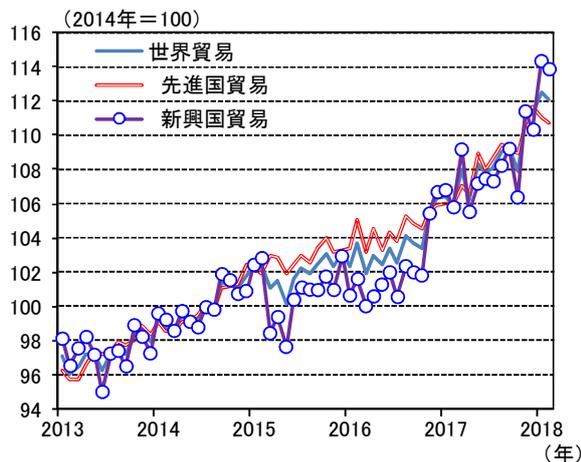
足元では弱含んだが、この動きは一時的で、先行きの輸出は回復する可能性が高い。グローバルでみた製造業 PMI は景気拡大の基準となる 50 ポイントを上回り、世界の貿易数量も増加トレンドを維持していることから、世界経済の回復による需要拡大は続いていることが確認出来る(図表 17、18)。

図表 17 製造業 PMI の推移



(資料) QUICK Factset

図表 18 世界貿易数量の推移



(資料) オランダ経済統計局

加えて、国内の生産指数の予測も回復の動きを示しており、輸出品の生産も上向くことが期待できるため、来期以降、輸出は増加トレンドに戻り、2018 年度 +4.4%、2019 年度 +2.8%と、減速していくものの堅調な伸びを示すと見込む(図表19)。

図表 19 鉱工業生産指数の推移



(注) 予測値は製造工業生産予測指数の伸び率を用いて作成。

(資料) 経済産業省『鉱工業指数』

## 6. 見通し総括とリスク要因

今回想定した1バレル72～74ドル程度の原油価格を前提として、2018年度・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外需の下支えと、緩やかな内需の回復という従来の見方は維持する。2018年度は原油高による物価上昇で、個人消費が弱まり実質GDP成長率は+0.9%と1%を切るが、景気の腰折れはなく、戦後最長の景気拡大を更新すると見る。2019年度は、物価上昇の影響が剥落することで、[前回\(2018年3月号\)](#)の見通しから経済環境に大きな変化はないため、+0.7%のプラス成長を見込む。

リスク要因は原油価格の先行きになる。米国の核合意離脱に対して、イランの態度が硬化し、欧州主要国との核合意の枠組みが崩れると、原油価格上昇圧力が一段と高まる。1バレル100ドルを超えて継続する等、メインシナリオの想定を大きく超えるような原油高が起きた場合、国内のインフレ率が加速することによる個人消費の腰折れや、企業収益の悪化による設備投資の大幅な減速といったことが想定されるため、内需に対して一層大きなダメージとなる。更にグローバルなインフレ率加速が金利急騰を招くことで、新興国からの資金流出加速による金融市場のリスクオフや、米国を中心に、好調な成長を続ける先進国経済の減速に繋がり、日本経済の成長を下支えしている外需が腰折れする要因にもなる。その場合、内外需が共に不振に陥ることで、日本経済がマイナス成長に落ち込む可能性が高くなる。

(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5月24日)

	2018年度		2019年度		2018上	2018下	2019上	2019下
	実額	前年度比%	実額	前年度比%				
<b>&lt;実質・2011年基準&gt;</b>								
国内総支出	537.0	0.9	541.0	0.7	0.3	0.7	0.8	-0.7
民間最終消費	301.2	0.6	302.8	0.5	0.3	0.7	1.0	-1.6
民間住宅投資	15.6	-3.1	15.6	0.0	-1.3	1.0	2.0	-4.9
民間設備投資	87.1	2.4	88.3	1.4	1.2	1.3	1.1	-0.5
民間在庫品増加(実額)	0.3	寄与度 -0.0	0.2	寄与度 0.0	0.3	0.1	0.0	-0.1
政府最終消費	106.7	0.5	107.6	0.8	0.3	0.4	0.4	0.4
公的固定資本形成	26.3	0.1	26.6	1.2	0.5	0.6	0.6	0.6
財貨・サービス輸出	95.2	4.4	97.9	2.8	1.8	1.6	1.4	1.2
財貨・サービス輸入	95.6	3.1	97.8	2.3	1.3	1.3	1.8	-0.3
内需寄与度	0.6	内需 0.5	0.6	内需 0.4				
外需寄与度	0.2	公需 0.1	0.1	公需 0.2				
<b>&lt;名目&gt;</b>								
国内総支出	555.4	1.3	566.1	1.9	1.1	0.1	2.0	-0.2
GDPデフレーター	103.4	0.5	104.6	1.2	0.7	0.3	0.6	1.7
企業物価 * (15年=100)	102.2	2.9	104.7	2.5	2.8	3.0	2.0	3.0
輸出物価 * (15年=100)	99.1	3.6	101.1	2.0	4.7	2.5	2.0	2.0
輸入物価 * (15年=100)	100.0	6.8	103.5	3.5	6.2	7.5	4.5	2.5
消費者物価 * (15年=100)	101.6	1.2	103.1	1.6	1.1	1.3	1.1	2.0
鉱工業生産 * (10年=100)	104.7	2.1	106.5	1.7	2.3	2.0	2.6	0.8
失業率 (%)	2.5	-0.2	2.5	0.0	2.5	2.5	2.5	2.5
雇用者数 *(万人)	5,914	1.1	5,948	0.6	1.3	0.9	0.6	0.5
1人当雇用者報酬伸び率*(%)	0.7	-	0.6	-	0.7	0.7	0.6	0.6
新設住宅着工戸数 (万戸)	95.1	0.5	90.4	-5.0	94.0	96.1	93.8	86.7
貿易収支 (10億円)	4,839	-	4,792	-	3,920	919	3,368	1,424
輸出 *(10億円)	86,102	10.0	90,092	4.6	13.1	7.0	4.9	4.4
輸入 *(10億円)	81,263	10.2	85,301	5.0	10.7	9.8	6.8	3.3
第一次所得収支 (10億円)	20,066	-	21,474	-	10,346	9,719	11,133	10,341
経常収支 (10億円)	22,014	-	23,544	-	12,877	9,137	13,084	10,460
マネーサプライ *(M2,兆円)	1015.8	3.5	1050.4	3.4	3.5	3.4	3.4	3.4
ドル/円レート (円、期中平均)	109.9	-	111.7	-	109.1	110.6	111.3	112.2
輸入原油価格 (ドル/バレル)	73.5	-	72.5	-	72.5	74.5	73.5	71.5
米国実質GDP (10億ドル)	17,529	2.5	17,925	2.3	2.4	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	2019/1-3	4-6	7-9	10-12	2020/1-3
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	0.06	0.07	0.08	0.09	0.11	0.14	0.15
ドル/円レート	108.1	110.2	110.5	110.8	111.1	111.5	112.0	112.5

(期間平均値) → 予測

※ 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。