

2018・2019 年度の経済見通し

～景気回復の裏で拡大する海外発の下振れリスク～

<要旨>

日本の2018年4-6月期の実質GDP成長率は、前期比年率+1.9%と1-3月期のマイナスからプラスに転じた。成長を主導したのは個人消費と設備投資の二項目で、内需中心の景気回復が途切れていないことが確認できる。

この先も、内需主導の景気回復が続き、実質GDP成長率は2018年度+1.1%、2019年度+0.8%とプラス成長を見込む。

但し、その中身をみると、家計は所得増加に見合うだけ消費を増やしておらず、企業も稼いだ程には設備投資を増やしていない等、家計と企業のマインドは慎重なままである。日本経済の回復に力強さはなく、外部要因で腰折れし易い。足元、米中貿易摩擦の拡大やトルコリラ下落の新興国通貨への波及等下振れリスクは拡大しており、今後も予断を許さない状況が続く。

1. 景気回復が続く日本経済

日本の2018年4-6月期の実質GDP成長率は、前期比年率+1.9%と1-3月期のマイナスからプラスに転じた(図表1)。今回、実質GDPの成長を牽引したのは個人消費と設備投資の内需二項目で、それぞれ前期比年率+2.8%、同+5.2%と高い伸びを示した。輸出は前期比年率+0.8%と、これまで続いた高い伸びからは減速し、輸入の伸びを下回ったことで、外需は実質GDP成長率の押し下げ要因となったが、内需の高い伸びがカバーし、GDP全体ではプラス成長を確保した。1-3月期に成長率は一時的にマイナスに転じたが、今回の好調な内需の結果をみると景気回復の持続性は途切れていないことが確認できる。

図表1 実質GDP成長率

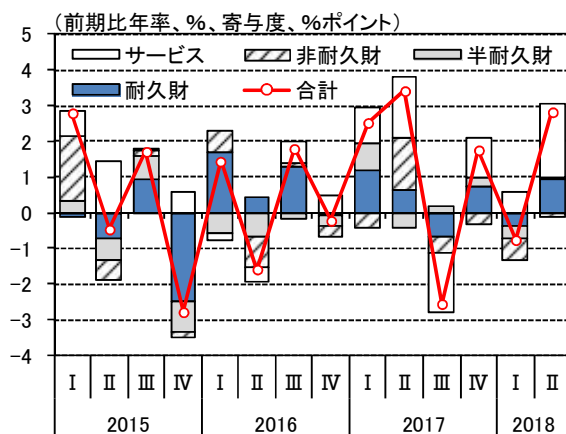
成長率	(前期比年率、%)					
	2017			2018		
	II	III	IV	I	II	
実質GDP	+ 2.1	+ 2.3	+ 0.8	▲ 0.9	+ 1.9	
個人消費	+ 3.1	▲ 2.8	+ 1.4	▲ 0.8	+ 2.8	
住宅投資	+ 5.4	▲ 5.2	▲ 11.6	▲ 8.7	▲ 10.3	
設備投資	+ 2.2	+ 4.8	+ 3.1	+ 2.0	+ 5.2	
公的需要	+ 5.7	▲ 2.1	▲ 0.3	▲ 0.4	+ 0.7	
輸出	+ 0.7	+ 8.6	+ 8.8	+ 2.6	+ 0.8	
輸入	+ 7.8	▲ 5.7	+ 14.0	+ 0.7	+ 3.9	
寄与度	(前期比年率、%ポイント)					
	II	III	IV	I	II	
内需	+ 3.2	+ 0.1	+ 1.3	▲ 1.2	+ 2.4	
個人消費	+ 1.7	▲ 1.5	+ 0.7	▲ 0.4	+ 1.5	
設備投資	+ 0.3	+ 0.7	+ 0.5	+ 0.3	+ 0.8	
その他	+ 1.2	+ 0.9	+ 0.1	▲ 1.1	+ 0.1	
外需	▲ 1.1	+ 2.3	▲ 0.6	+ 0.3	▲ 0.5	

(資料)内閣府『国民経済計算』

2. 反動で持ちなおすも、先行きは緩やかな伸びに留まる個人消費

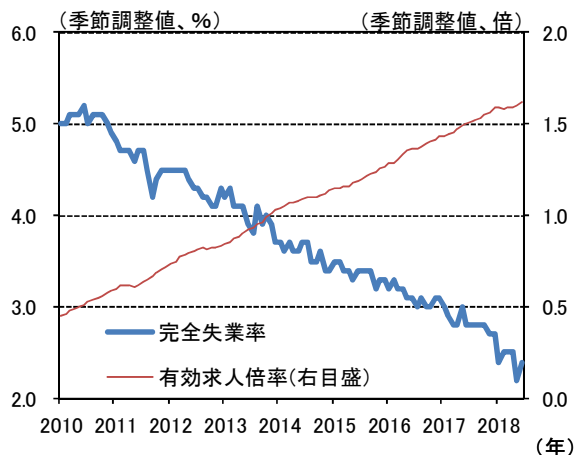
個人消費は前期比年率+2.8%と前期のマイナスから脱して、年率2%を超える好調な伸びを示した。しかし、先行きはこのままのスピードで成長を続けるとはみていない。そのように考える理由は二つある。一つは、4-6月期の消費の高い伸びは、天候要因で1-3月期の伸びが押さえ込まれた反動に過ぎないことである。ここ1年程はサービス消費や耐久財が個人消費の変動の主因となっており、4-6月期の高い伸びも1-3月期の大雪等の天候要因によって、これらの消費の弱まりからの反動の動きで、一時的な側面が強いとみられる(図表2)。

図表2 国内家計最終消費支出の寄与度分解



(資料)内閣府『国民経済計算』

図表3 失業率と有効求人倍率

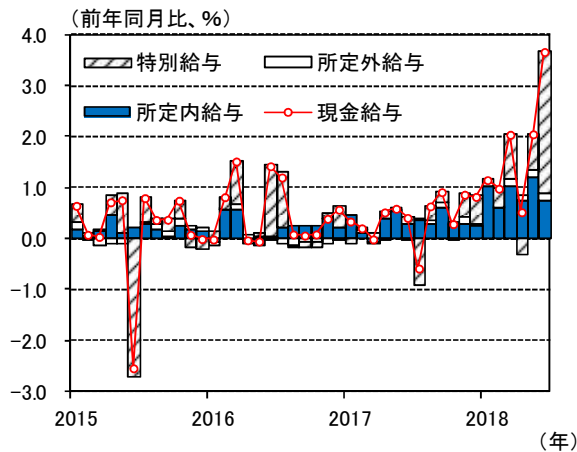


(資料)総務省『労働力調査』、
厚生労働省『一般職業紹介状況』

そしてもう一つは、雇用・所得環境が改善する中でも、家計が支出に対して慎重な姿勢を崩していないことである。6月の失業率は2.4%と5月の2.2%からは若干上昇したものの低水準で推移し、有効求人倍率も改善が続いている(図表3)。労働需給の逼迫を受けて所定内賃金も上昇し、足元では前年同月比+1%ポイント程度、現金給与総額の伸び率を押し上げている(次頁図表4)。加えて企業の好調な業績を反映しボーナスにあたる特別給与も高い伸びを示している。この結果、名目雇用者報酬は2018年1-3月期の前年比+3.1%、4-6月期は同+4.3%と、2017年平均の+1.9%から増加ペースが速まっている。

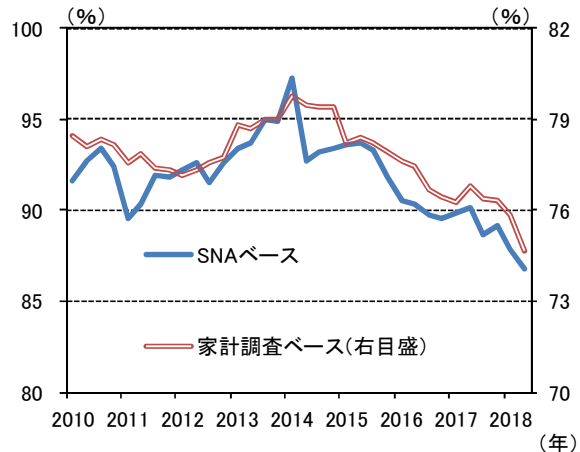
しかし、平均消費性向の悪化は歯止めがかかっておらず、名目個人消費の前年比は2018年1-3月期に前年比+0.9%、4-6月期は同+0.4%と、雇用者報酬の伸びを大きく下回っている(次頁図表5)。こうした消費者マインドの脆弱さが解消されない限り、前期比年率+2%を超えるような個人消費の強い伸びが続くことは期待し難い。この先の個人消費の伸び率は4-6月期からは減速し、2018年度は+0.9%、2019年度は消費税率引き上げの影響もあってやや低い+0.5%と、プラスではあるものの1%を下回る緩やかな伸びに留まるとみる。

図表4 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5 平均消費性向



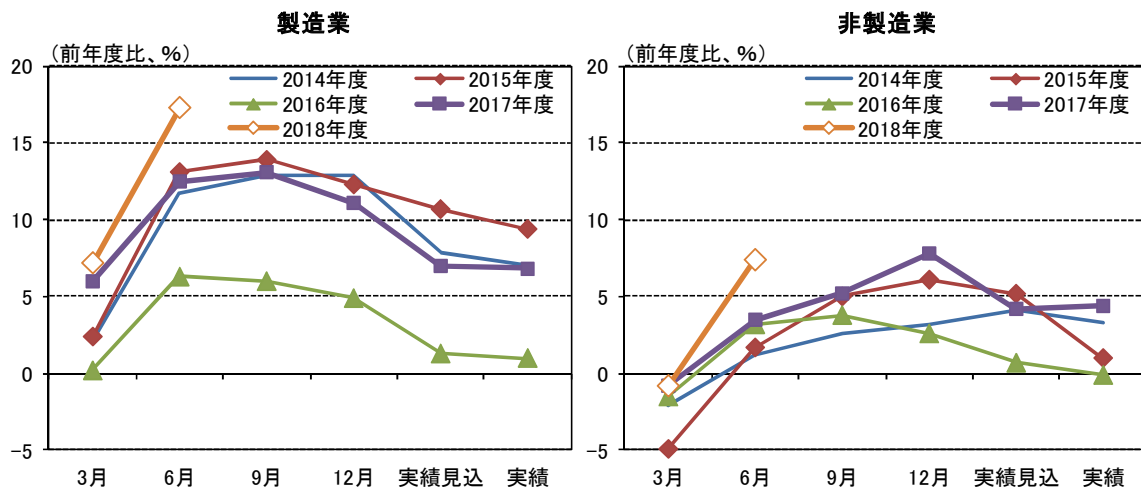
(注)家計調査の平均消費性向は後方12ヶ月移動平均の値。

(資料)内閣府『国民経済計算』、総務省『家計調査』

3. 設備投資は好調も、崩さない慎重な投資姿勢

4-6月期の設備投資の伸びは、前期比年率+5.2%と7四半期連続でプラスとなり、堅調な動きを続けている。2018年度の設備投資計画は製造業・非製造業ともに過年度と比較して高い水準で、過去の修正パターンを前提とすると、実績も高い水準で落ち着く可能性が高い(図表6)。

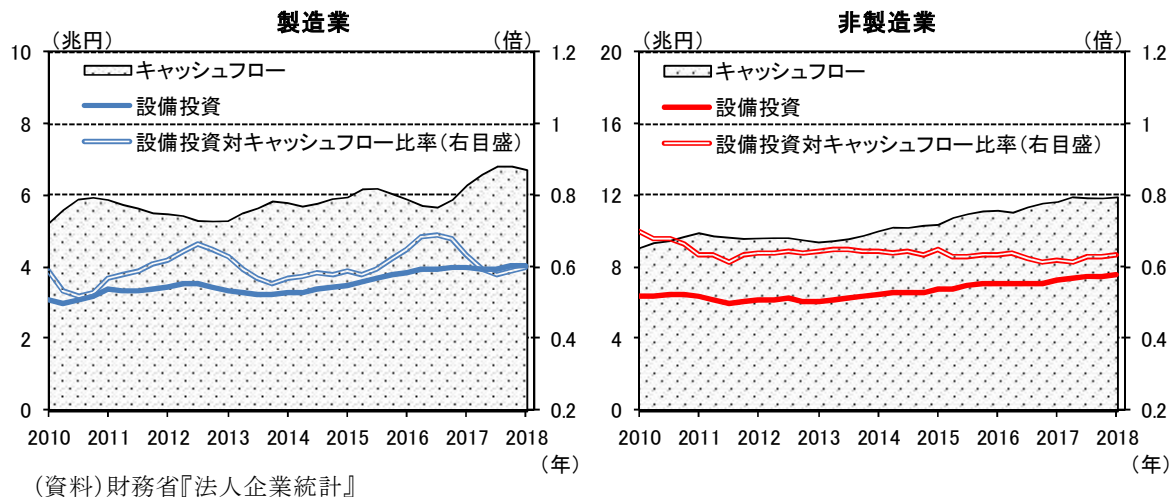
図表6 設備投資計画の推移



(資料)日本銀行『全国企業短期経済観測調査』

こうした堅調な設備投資を支えているのは、企業の好調な収益環境である。経常利益の動きを見ると、製造業は足元の原油高の影響等のコスト増で2017年の高い伸びからは減速しつつあるが、非製造業と同様に高水準を維持している(次頁図表7)。設備投資対キャッシュフロー比率は高まってはいないため、企業の設備投資に対する姿勢には慎重な面が残っているが、高い利益水準を背景に、設備投資は今後も堅調な伸びをするとみている。以上を踏まえ設備投資は、2018年は前年度比+3.7%、2019年度は原油高をはじめとするコスト増による経常利益の減少で減速し同+1.8%程度まで低下するとみる。

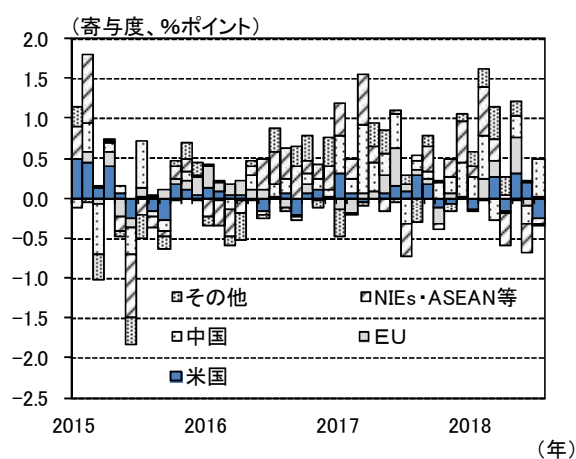
図表7 キャッシュフローと設備投資額の推移



4. 足元では弱まるも、外需の先行きは堅調

4-6月期の外需は、輸出が前期比年率+0.8%と1%を下回り、2018年に入ってから2四半期連続で減速が続いている。地域別に実質輸出の寄与度をみると、中国向けが前期のマイナスからプラスに転じる一方で、米国向けがマイナス寄与となった(図表8)。そこで米国向けの輸出を品目別にみると輸送用機械の落ち込みが大きいことが分かる(図表9)。米国向けの自動車輸出については、昨年の後半から米国のハリケーンの影響による買い替え需要で大きく伸びてきた。足元の弱さはこの動きが一服したことによるもので、現時点では米中貿易摩擦の影響によるものとはみていない。

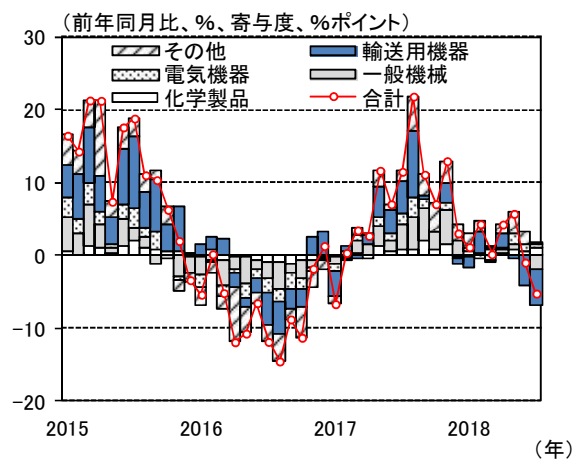
図表8 実質輸出の寄与度分解



(注)前期比寄与度の後方4四半期平均を使用。

(資料)日本銀行『実質輸出入の動向』

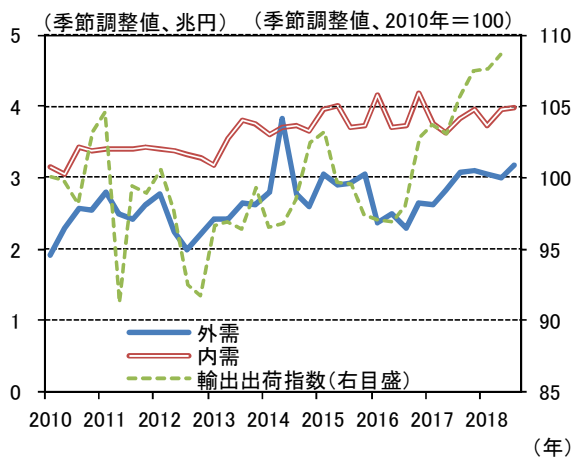
図表9 米国向け輸出金額の寄与度分解



(資料)財務省『貿易統計』

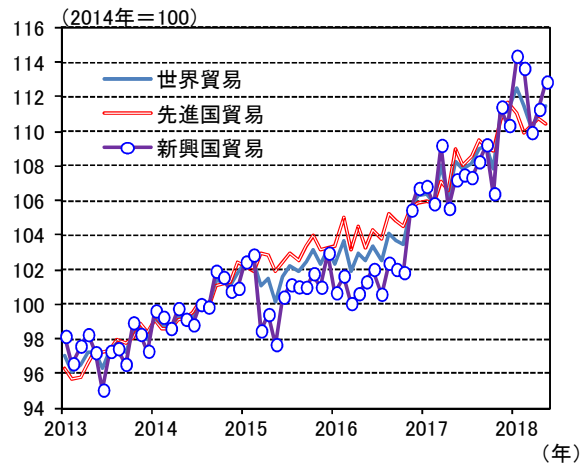
輸出の先行きをみると、7-9月期は8月の台風の影響等で一部生産活動が抑制されたとみており、弱い動きとなる可能性が高いが、2018年の後半は堅調な動きを取り戻すとみている。機械受注をみると外需は引き続き堅調に推移しており、海外向けの出荷も好調である(次頁図表10)。加えて、世界貿易数量をみても、上下の振れはあるが新興国を中心に拡大基調は維持されており、世界経済の回復を背景とした増加が続くとみている(次頁図表11)。輸出は2018年は前年度比+3.7%、2019年度は+2.6%と堅調な伸びをすると見込む。

図表 10 機械受注と輸出出荷の推移



(資料) 経済産業省『機械受注統計』、『鉱工業出荷内訳表』

図表 11 世界貿易数量の推移

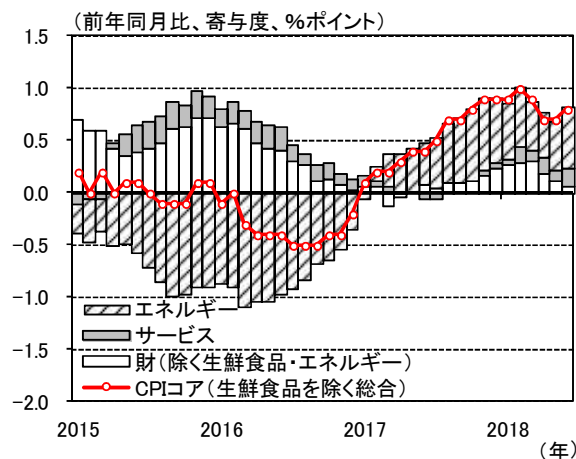


(資料) オランダ経済統計局

5. 物価情勢が高まらない中で日銀は長期金利変動幅を拡大

生鮮食品除く消費者物価上昇率（以下「CPIコア上昇率」）は6月に前年比+0.8%と5月の同+0.7%から高まったが、エネルギーを除く財の価格の寄与は縮小している（図表 12）。サービス価格は寄与度を高めているものの、宿泊料、外国パック旅行費等振れの大きい品目によるものであり、物価上昇の勢いが高まっているとまでは言えない。先にみたように、家計の支出に対する慎重な姿勢が変わっていないために、売り手が値上げに踏み切ることが難しいことが背景にある。このような姿は当面変わらないと見られ、2018年度のCPIコア上昇率は前年度比+1.1%、2019年度は同+1.6%（消費税を除くと同+1.1%）と消費税の影響を除くと1%程度の上昇が続くと見込む。

図表 12 CPIコアの寄与度分解



(資料) 総務省『消費者物価指数』

物価上昇率が低下する中、日銀は7月の金融政策決定会合で物価見通しを引き下げ、「これまで考えられていたよりも、現在の金融緩和を長く続ける必要がある」との認識を示した。これを受けて「経済・物価の不確実性を踏まえ、当分の間、現在の極めて低い長短金利の水準を維持することを想定」とのフォワードガイダンスを導入するとともに、現行緩和策による将来的な副作用発現を

避けつつ長く続けるための措置として、①「 $\pm 0.1\%$ 」から「 $\pm 0.2\%$ 」程度への長期金利変動幅拡大、②日銀当座預金のうちマイナス金利適用分を半減、③ETF 買入額の柔軟化を採用した。

このうち①は、これまでよりも長期金利が上昇することを容認した点で、事実上、これまで続けてきた金融緩和政策からの軌道修正と言える。これを踏まえて、金利の先行きをみると、2019年10月の消費税率引き上げの影響に関する不確実性が払拭されるまで時間を要することに鑑みれば、2019年度末まで長期金利誘導水準の引き上げや、無担保コールレートをゼロ未満に押さえ込むマイナス金利政策の解除は行われまいだろう。この先の長期金利は0.1%を超えるものの、今回拡大された変動幅の範囲内でごく緩やかなペースで上昇するに留まるとみる。

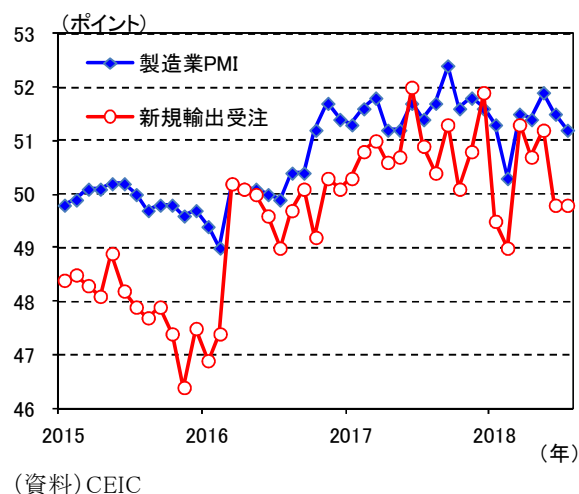
6. 緩やかな伸びは続くが、海外要因による下振れリスクはより高まる

以上から日本経済の見通しを総括すると、個人消費と設備投資の二項目の内需が主導する緩やかな景気回復が続くという見方に大きな変更はない。現状の回復が続けば2019年10月の消費税率引き上げは予定通り行われるであろう。この前提を元に先行きの実質GDP成長率をみると、2018年度は前年度比 $+1.1\%$ 、2019年度は消費増税の影響もあり若干減速するが同 $+0.8\%$ と何れも堅調な成長を維持すると見込まれる。

但し、海外要因による下振れリスクはこれまでよりも強く意識する必要がある。海外情勢を起点としたリスク要因は、これまでの当部見通しでも原油価格高騰、米国のイラン核合意離脱等、挙げってきたが、[前回の経済見通し](#)からの3か月間において、米中貿易摩擦の拡大やトルコリラ下落の新興国の通貨への波及等、リスクが拡大したためである。

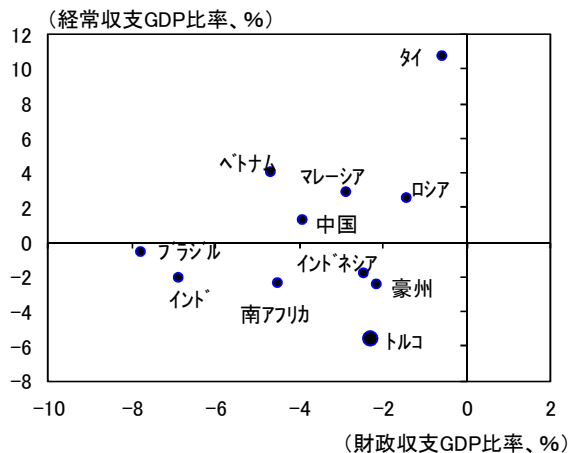
米中貿易摩擦問題については、双方が歩み寄りの姿勢を見せず事態は益々深刻化してきている。現在のところ、追加関税対象がまだ小さく、追加関税導入以降それほど時間が経っていないことから、米国景気は堅調を保ち、中国の貿易統計にも悪影響は出ていない。しかし、この先、追加関税対象の範囲が拡大することも含めて、悪影響が顕在化する可能性は当然高まっていく。既に中国PMI指数の輸出新規受注が50ポイントを下回る等、弱い動きも見られており、これが世界貿易の悪化に繋がるようであれば、外需が下振れすることになる(図表13)。

図表 13 中国の製造業 PMI



また、8月に入ってトルコリラが急落したことで、複数の新興国通貨に変調がみられた。トルコは他の新興国と比べても大幅な経常赤字で、ファンダメンタルズの面で脆弱な状況にあり通貨は下落し易い傾向にある(図表14)。そこに、エルドアン大統領の独裁化等の国内政治要因と、米国人牧師拘束に対して、米国が制裁措置を行ったことで、トルコリラ安が一気に進んだ(図表15)。

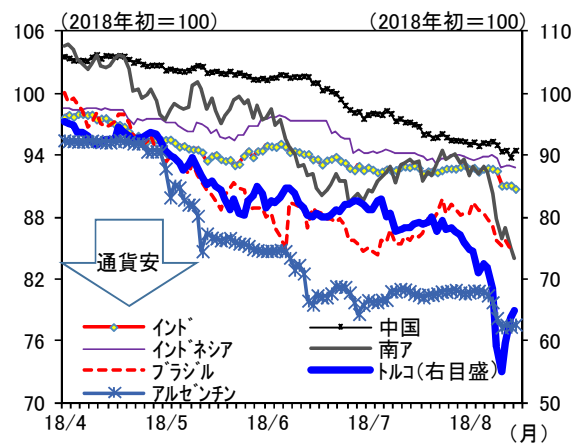
図表 14 主要新興国の経常・財政収支(対 GDP 比率)



(注) 2017 年の数値を使用。

(資料) IMF

図表 15 主要新興国通貨の対ドルレート



(資料) CEIC

今回のトルコリラ下落は、財政・経常収支面が脆弱なブラジルや南アフリカに加えて、米国との関係悪化が懸念されるメキシコやロシアの通貨下落にも波及し、一時的に国際金融市場が動揺した。米国の利上げが進み、英国も利上げに踏み切る中、米中貿易摩擦の拡大といった他の要因も重なって、新興国通貨を巡る環境は徐々に厳しさを増している。国際金融市場の動揺はリスクオフによる円高を誘引し易い。円高が進むと、企業収益の減少による設備投資の減速に加えて、株価低下も招くことで、個人消費が低迷することになる。また新興国が自国通貨防衛のために利上げを進めることで景気が減速し、日本の外需が落ち込む懸念もある。日本経済は緩やかな回復途上にあるが、消費者のマインドや企業の投資姿勢は慎重なままで、海外要因で実体経済が腰折れし易い脆弱な状況には変わりはないため、今後も予断を許さない状況が続くであろう。

(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8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%				
<実質・2011年基準>								
国内総支出	538.7	1.1	543.2	0.8	0.5 0.9	0.8 1.2	0.8 1.6	-0.8 0.0
民間最終消費	302.3	0.9	303.7	0.5	0.7 0.6	0.6 1.2	1.1 1.6	-1.8 -0.7
民間住宅投資	15.4	-4.4	16.0	3.9	-3.6 -7.7	2.9 -1.1	5.3 8.5	-5.4 -0.6
民間設備投資	88.4	3.7	90.0	1.8	2.1 3.7	1.6 3.7	1.3 3.0	-0.5 0.8
民間在庫品増加(実額)	0.4	寄与度 0.0	0.1	寄与度 0.0	0.5	0.3	-0.4	0.0
政府最終消費	107.1	0.6	108.0	0.8	0.3 0.5	0.4 0.7	0.4 0.8	0.4 0.8
公的固定資本形成	26.0	-0.9	26.4	1.7	-0.4 -1.9	0.6 -0.2	0.7 1.5	1.4 1.7
財貨・サービス輸出	94.6	3.7	97.1	2.6	1.1 4.5	1.7 2.8	1.2 2.8	1.2 2.5
財貨・サービス輸入	95.5	3.1	97.8	2.4	1.3 3.7	1.1 2.4	2.1 3.0	-0.3 1.8
内需寄与度	0.9	内需 0.9	0.8	内需 0.5				
外需寄与度	0.1	公需 0.1	0.1	公需 0.2				
<名目>								
国内総支出	555.3	1.2	566.1	1.9	0.7 1.1	0.5 1.3	1.7 2.3	0.0 1.6
GDPデフレーター	103.1	0.2	104.2	1.1	0.2	0.1	0.6	1.6
企業物価 * (15年=100)	102.1	2.9	104.8	2.6	2.7	3.0	2.1	3.1
輸出物価 * (15年=100)	98.4	2.8	100.3	2.0	3.1	2.5	2.0	2.0
輸入物価 * (15年=100)	100.4	7.3	103.9	3.5	7.0	7.5	4.5	2.5
消費者物価 * (15年=100)	101.5	1.1	103.1	1.6	0.9	1.2	1.1	2.0
鉱工業生産 * (10年=100)	104.0	1.4	105.5	1.5	1.5	1.3	2.3	0.7
失業率 (%)	2.4	-0.4	2.4	0.0	2.4	2.3	2.4	2.3
雇用者数 * (万人)	5,929	1.4	5,988	1.0	1.8	1.0	1.0	1.0
1人当雇用者報酬伸び率*(%)	1.1	—	1.0	—	1.4	0.8	1.0	1.0
新設住宅着工戸数 (万戸)	96.1	1.6	91.4	-4.9	95.6	96.8	95.7	87.2
貿易収支 (10億円)	4,050	—	4,138	—	3,062	988	2,908	1,229
輸出 * (10億円)	84,513	7.9	88,595	4.8	9.7	6.3	5.4	4.3
輸入 * (10億円)	80,463	9.1	84,457	5.0	9.5	8.9	6.2	3.9
第一次所得収支 (10億円)	19,449	—	19,890	—	10,083	9,366	10,270	9,619
経常収支 (10億円)	20,730	—	21,361	—	11,940	8,790	12,041	9,320
マネーサプライ * (M2、兆円)	1014.9	3.4	1049.5	3.4	3.3	3.4	3.4	3.4
ドル/円レート (円、期中平均)	110.4	—	112.2	—	109.7	111.0	111.7	112.6
輸入原油価格 (ドル/バレル)	72.2	—	71.2	—	71.2	73.2	72.2	70.2
米国実質GDP (10億ドル)	18,549	2.8	19,006	2.5	2.7	2.9	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。2019年10月に消費税増税を見込む。

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)	-0.07	-0.08	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
10年国債利回り	0.05	0.07	0.10	0.10	0.10	0.11	0.14	0.15
ドル/円レート	108.2	110.4	110.9	111.2	111.5	111.9	112.4	112.9

(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。

