

浜銀総研 News Release



2017年2月16日

2017年度・2018年度の景気予測（2017年2月改訂） －17年度の成長率が+1.3%、18年度が+1.0%と景気は緩やかな回復基調が続く－

要 旨

- 2016年10～12月期の実質GDP（国内総生産、1次速報）は、前期比+0.2%（同年率+1.0%）と4四半期連続のプラス成長となった。内訳をみると、個人消費（前期比-0.0%）が生鮮食品の価格高騰などを受けた節約志向の高まりによって小幅ながら4期ぶりに減少した。その一方で、企業部門をみると設備投資が前期比+0.9%と再び増加に転じた。2016年11月の米大統領選以降の円安・株高で、企業の収益改善に対する期待が高まったことが寄与したとみられる。また、輸出も同+2.6%と2四半期連続で増加した。アジア向けや北米向けの輸出増加が寄与した。なお、政府部門では、2015年度補正予算に盛り込まれた公共事業の執行が一巡したため、公共投資が前期比-1.8%と2四半期連続で減少した。
- 今後の景気を展望すると、2017・2018年度の日本経済は緩やかな成長が続くとみられる。すなわち、家計部門では、雇用・所得情勢の改善を背景に個人消費の増加が続くと見込まれる。原油価格の上昇により消費者物価が押し上げられるため、個人消費の伸びは抑えられるものの、着実に景気を支えよう。企業部門では、輸出が海外経済の持ち直しを映じて増加基調を維持するとみている。ただ、世界経済の成長率が緩やかなものにとどまることなどから大幅な輸出の増加は期待しにくい。一方、設備投資は持ち直しの動きが続くとみている。米利上げなどに伴う円安・ドル高基調に加え、設備の老朽化などが追い風となろう。政府部門では、徐々に2016年度補正予算による公共投資の押し上げ効果が出てこよう。ただ、18年度には大型経済対策の効果が剥落する。以上を踏まえて、2017年度の実質GDP成長率を+1.3%、2018年度を+1.0%と予測した。
- 日本経済のリスク要因としては、トランプ米大統領の政策や欧州の政治的な不安などによる金融市場の変動と、それに伴う企業の設備投資マインドの悪化などが挙げられる。目先はトランプ米大統領による予算教書の内容が焦点となろう。世界の金融市場は今後ともトランプ米政権の政策動向に左右される可能性が高く、当面はトランプ米大統領の一挙手一投足に世界の注目が集まる展開が続くとみられる。

予測の要約表

	2015年度 実績	2016年度 見通し	(前年比、%)		< 前回12月予測 >	
			2017年度 見通し	2018年度 見通し	2016年度 見通し	2017年度 見通し
実質GDP	1.3	1.3	1.3	1.0	1.2	1.1
民間需要*	0.8	0.6	0.7	0.8	0.6	0.6
公的需要*	0.3	0.1	0.4	0.1	0.2	0.4
輸出*	0.1	0.4	0.6	0.2	0.1	0.3
(輸入*)	(0.0)	(▲0.2)	(0.3)	(0.2)	(▲0.3)	(0.3)

(注) 「*」は寄与度。輸入は控除項目。

【本件に関するお問い合わせ先】

㈱浜銀総合研究所 調査部 鹿庭雄介 遠藤裕基

E-mail kaniwa@yokohama-ri.co.jp

TEL 045-225-2375

1. わが国の景気の現状

(個人消費に弱さがみられるも輸出や設備投資が成長をけん引)

- ・2月13日に内閣府から発表されたGDP（国内総生産）一次速報によると、2016年10～12月期の実質GDP（季調値）は前期比+0.2%（同年率+1.0%）と4四半期連続のプラス成長となった（図表1）。
- ・内需の内訳をみると、家計部門では、個人消費が前期比-0.0%と小幅ながら4四半期ぶりに減少した。雇用・所得情勢の着実な改善が続いている一方で、生鮮食品の価格高騰などを受けた実質所得の伸び鈍化が影響したとみられる。また、住宅投資も同+0.2%と前期（同+2.4%）から伸びが大きく鈍化した。消費税率の引き上げ先送り（2016年6月決定）により駆け込み需要が剥落し、その調整が進んでいるとみられる。
- ・一方で、企業部門をみると、設備投資が前期比+0.9%と再び増加に転じた。2016年11月の米大統領選以降の円安・株高で企業の収益改善に対する期待が高まったことが、設備投資の押し上げ要因となっていると考えられる。また、輸出も同+2.6%と2四半期連続で増加した。アジア向けでは資本財・部品の輸出が伸び、北米向けでは自動車関連（原動機+自動車+自動車の部品）輸出が増加したことが全体をけん引した。なお、輸出に計上されるインバウンド（訪日外国人客）需要も小幅ながら2四半期連続で増加し、輸出の伸びを+0.1%ポイント押し上げた。
- ・政府部門では、公共投資が前期比-1.8%と2四半期連続で減少した。これは、2015年度補正予算に盛り込まれた公共事業の執行が一巡したためと考えられる。
- ・なお、名目GDP（季調値）は前期比+0.3%（同年率+1.2%）と4四半期連続でプラス成長となった。内訳をみると、公共投資（前期比-1.5%）などが減少した一方で、個人消費（同+0.3%）や設備投資（同+0.9%）、輸出（同+4.9%）などが増加した。

図表1 主要経済指標

(前期比、%、季調済)

	2015年		2016年				2017年
	7～9月期	10～12月期	1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期
名目GDP	0.5	-0.3	0.8	0.3	0.2	0.3	
実質GDP	0.2	-0.3	0.6	0.4	0.3	0.2	
個人消費	0.5	-0.6	0.4	0.2	0.3	-0.0	
住宅投資	1.5	-1.0	1.4	3.3	2.4	0.2	
設備投資	0.6	0.5	-0.3	1.3	-0.3	0.9	
在庫投資（寄与度）	(-0.2)	(-0.1)	(-0.2)	(0.2)	(-0.3)	(-0.1)	
公共投資	-1.1	-1.5	-1.1	1.1	-0.7	-1.8	
輸 出	2.1	-0.8	0.9	-1.2	2.1	2.6	
輸 入	2.3	-0.8	-1.1	-1.0	-0.2	1.3	
消費者物価（前年比、%）	-0.2	-0.1	-0.1	-0.4	-0.5	-0.3	
日経平均株価（円）	19,412	19,053	16,849	16,408	16,497	17,933	19,194
円ドル相場（円/ドル）	122.2	121.5	115.4	108.2	102.4	109.3	114.7
原油価格（ドル/バレル）	46.4	42.2	33.5	45.6	44.9	49.3	52.6

(注) 1. シャドウは伸び率がマイナスの部分。ただし、輸入はプラスの部分。GDP項目以外は平均値。

2. 原油価格はWTI先物（期近）、消費者物価は生鮮食品を除く総合指数。

3. 直近2017年1～3月期の日経平均株価、円ドル相場、原油価格は1月の値。

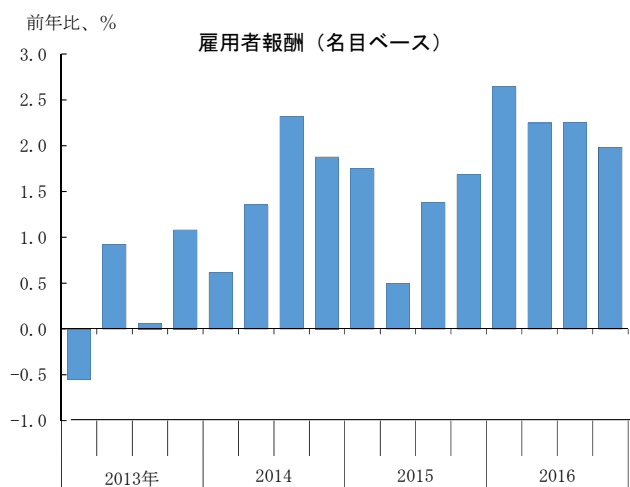
(内閣府「四半期別GDP速報」、総務省「消費者物価指数」、Bloomberg)

2. 主要な需要項目の今後の見通し

(家計部門：雇用・所得情勢の改善が引き続き個人消費を下支え)

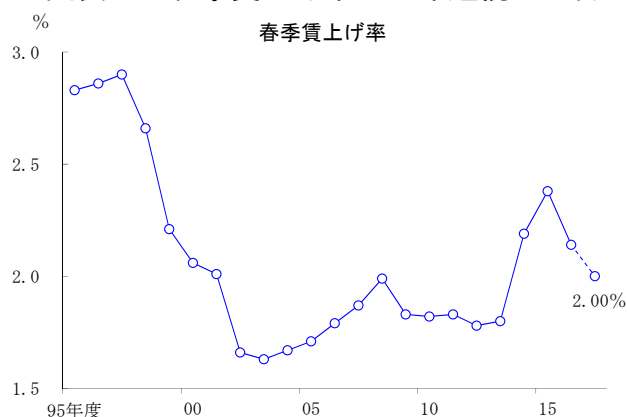
- ・2016年10～12月期の雇用者報酬(名目ベース)は前年比+2.0%と15四半期連続で増加し、雇用・所得情勢が改善していることを示した(図表2)。労働需給の逼迫度合いを示す有効求人倍率をみると、2016年12月は1.43倍と1991年7月以来の高水準となっており、人手不足感が強い状態にあることが分かる(注1)。
- ・また、労務行政研究所が発表した「2017年賃上げ等に関するアンケート調査」をみると、2017年の民間主要企業の春季賃上げ率(予測値)は2.00%となっている。2016年(2.14%)からはやや鈍化するものの、4年連続で2%台を維持する見通しとなっていることから、今後も大企業の基本給は緩やかな上昇基調を維持しよう(図表3)。

図表2 家計所得の改善続く



(内閣府「四半期別GDP速報」)

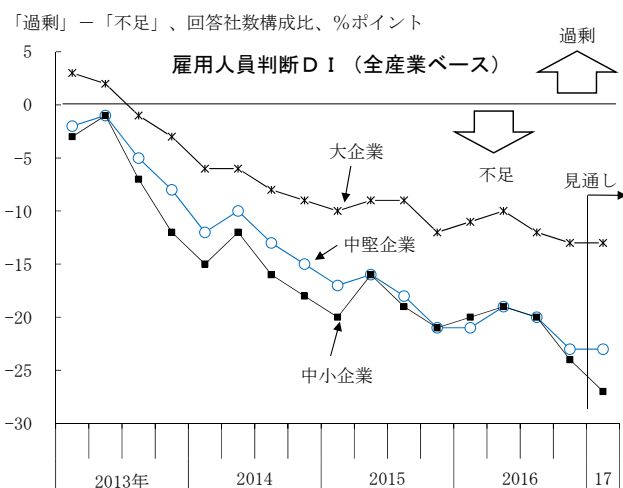
図表3 春季賃上げ率は4年連続2%台



(注) 2017年度は予測値。労務行政研究所が発表した「2017年賃上げ等に関するアンケート調査」の結果。

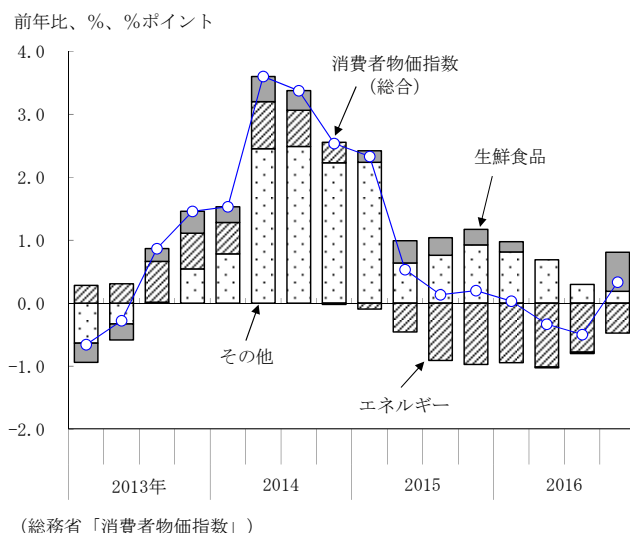
(厚生労働省「民間主要企業春季賃上げ要求・妥結状況」、労務行政研究所「2017年賃上げ等に関するアンケート調査」)

図表4 中堅・中小企業の人手不足感が強い



- ・また、日本銀行の『短観（2016年12月調査）』をみると、雇用人員判断D I（「過剰」マイナス「不足」、全産業ベース）は2013年半ば頃から全ての企業規模で「不足」超に転じている（図表4）。その後も「不足」超幅は拡大を続けており、とりわけ中堅企業や中小企業において人手不足感が強い状態にあることが分かる。こうしたことから、今後は中堅・中小企業でも賃金上昇圧力が強まることが予想され、雇用・所得情勢の改善は続くだろう。
- ・加えて、消費者のマインド改善も続いている。消費者心理の動向を示す消費者態度指数をみると、17年1月は前月比+0.1ポイントと2か月連続で上昇している（図表5）。同指数の構成項目をみると、雇用環境が同+0.5ポイントと最も高い伸びを示しており、雇用情勢の改善が消費者マインドの改善につながっていることが分かる。
- ・その一方で、今後の個人消費の足かせとして懸念されるのが消費者物価の上昇である。図表6は消費者物価指数（総合）の動きを、エネルギー価格と生鮮食品に分けたものである。これをみると、まず足元の2016年10～12月期は天候不順による生鮮食品の価格高騰の影響で消費者物価が前年比プラスとなり、個人消費の押し下げ要因となった。また、2015年から2016年かけてエネルギー価格の下落が消費者物価を押し下げていたことも分かる。しかし、原油価格は昨年春頃から上昇傾向にあり、米大統領選以降の急激な円安・ドル高も相まって、エネルギー価格は今後消費者物価の押し上げに寄与する可能性が高い。消費者物価が今後上昇することで家計の実質所得の伸びが鈍化し、個人消費の伸びを抑える方向に作用すると考えられる。

図表6 今後エネルギー価格が物価を押し上げ



(企業部門：輸出と設備投資は緩やかに増加)

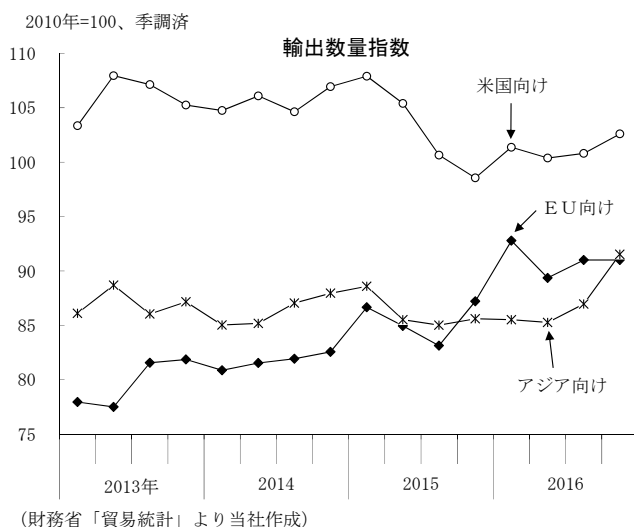
- ・次に企業部門をみると、先行き輸出は海外経済の持ち直しを受けて緩やかな増加が続くと見込まれる。実際、2016年10～12月期の輸出数量指数^(注2)を仕向地別にみると、EU（欧州連合）向け（前期比-0.0%）がほぼ横ばいとなった一方で、

(注2) なお、わが国の足元における実質ベースの輸出動向を見る上では、日銀が作成する「実質輸出」よりも、財務省が作成している輸出数量指数のほうが適していると考えられる。詳細は当社Economic View (No.3)「足元で乖離する2つの実質輸出統計」を参照。<https://www.yokohama-ri.co.jp/html/report/pdf/ev003.pdf>

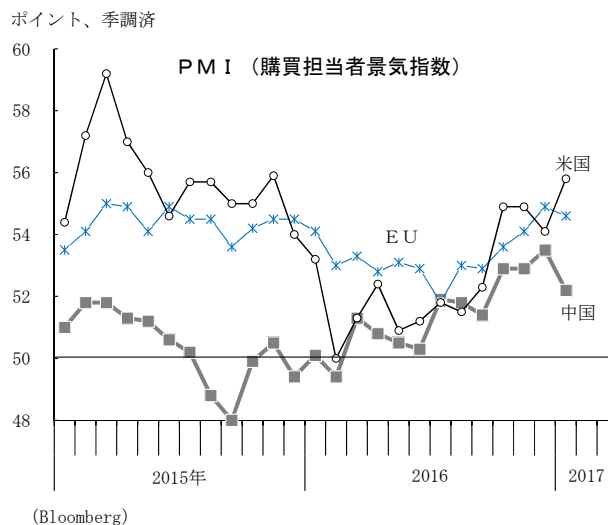
米国向け（同+1.8%）やアジア向け（同+5.3%）が前期から伸び率を高めている（図表7）。また、主要国・地域のPMI（購買担当者景気指数）をみると、日本の主要な輸出先である米国やEU（欧州連合）の景況感が改善基調で推移しており、今後も先進国を中心に海外需要の緩やかな回復が期待される（図表8）。

- もっとも、IMF（国際通貨基金）による最新の経済見通し（17年1月調査）では、先進国・新興国ともに成長率は高まるものの水準自体は低い。そのため、先行き輸出の大幅な増加は期待しにくいといえよう（図表9）。さらに内閣府の「企業行動に関するアンケート調査」によると、企業の海外生産比率は2015年度の22.1%から2020年度には24.2%にまで上昇することが見込まれている（図表10）。国内から海外への生産移転を通じて、輸出に下押し圧力がかかる可能性もある。

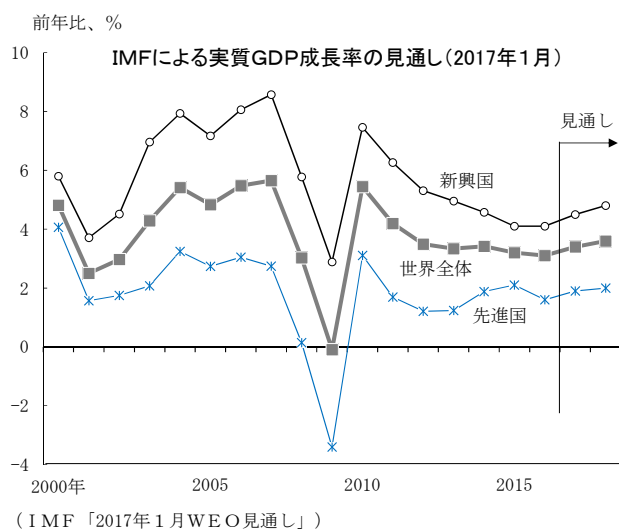
図表7 輸出数量は増加基調を維持



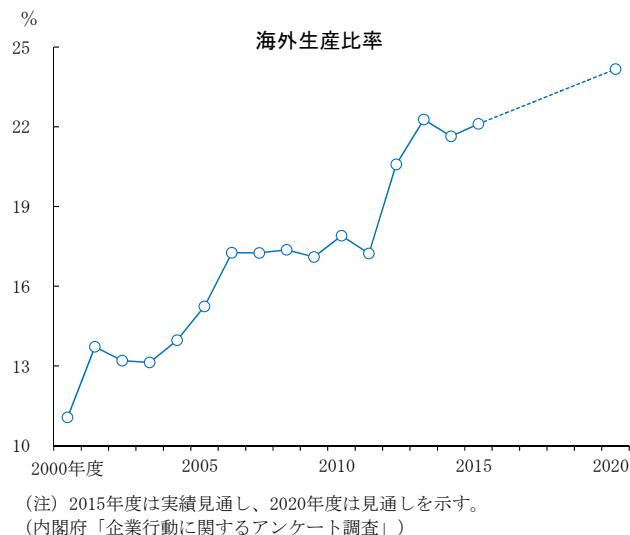
図表8 日本の輸出先の企業心理は良好



図表9 世界経済は低成長が続く見込み



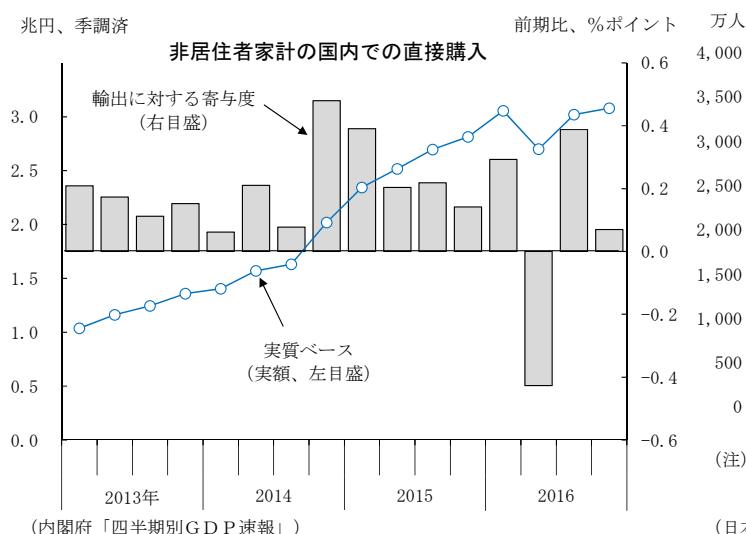
図表10 海外生産比率の上昇は続く



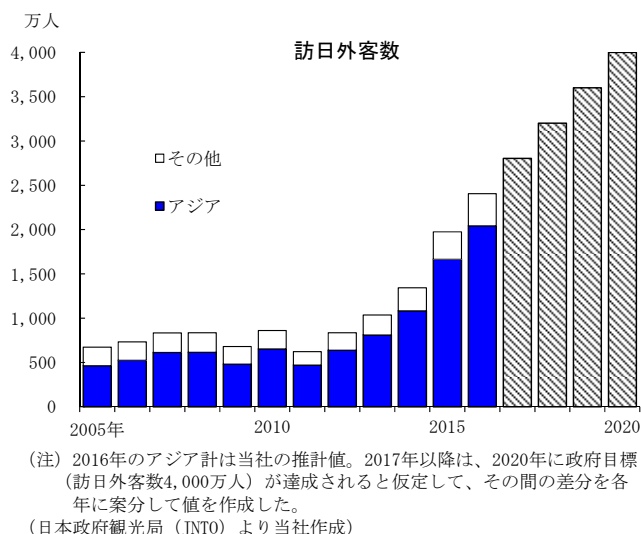
- なお、輸出に計上されるインバウンド（訪日外国人客）需要は2016年7～9月期に続き、2016年10～12月期も小幅ながら増加となった（図表11）。外国人旅行者1人当たりの消費額は減少しているものの、訪日外国人客数はアジアを中心に着実に増えている（図表12）。日本政府が2020年開催の東京オリンピックに向け

て積極的に外国人観光客誘致に取り組んでいることなどを踏まえると、今後もインバウンド需要は輸出の押し上げに寄与すると予想される。

図表11 インバウンド需要は輸出にプラス寄与



図表12 訪日外国人客数の増加は続く

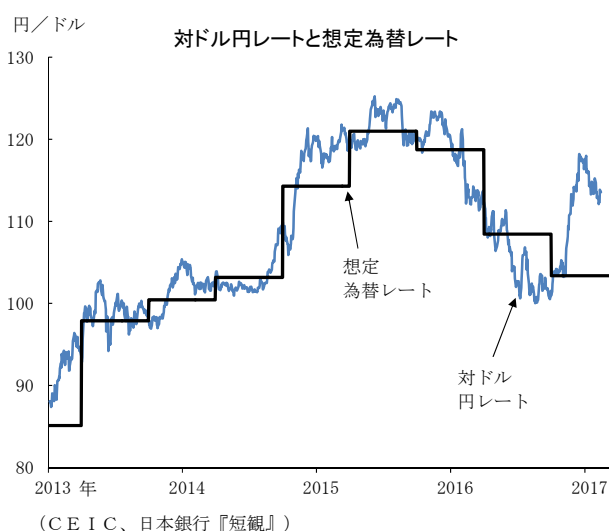


- ・他方、企業の設備投資は持ち直しの動きが続くとみている。設備投資の代表的な先行指標である機械受注（船舶・電力を除く民需）をみると、2016年10～12月期は前期比-0.2%とほぼ横ばいにとどまったものの、期初時点の10～12月期の見通し（船舶・電力を除く民需で同-5.9%）と比べると底堅い結果となった。また2017年1～3月期の受注見通しも上向いていることから、企業の投資マインドが大きく崩れていないことが分かる（図表13）。
- ・日本銀行の『短観（2016年12月調査）』によると、大企業・製造業の2016年度下期の想定為替レートは、1ドル＝103.36円と前回調査（同107.42円）から円高方向への修正が進んでいる（図表14）。足元の為替レートをみると、11月8日の米大統領選で共和党のトランプ候補が勝利したことを受けてドル高・円安が急激に進み、想定為替レートよりも大幅な円安水準となっている。

図表13 設備投資の先行指標は底堅い動き

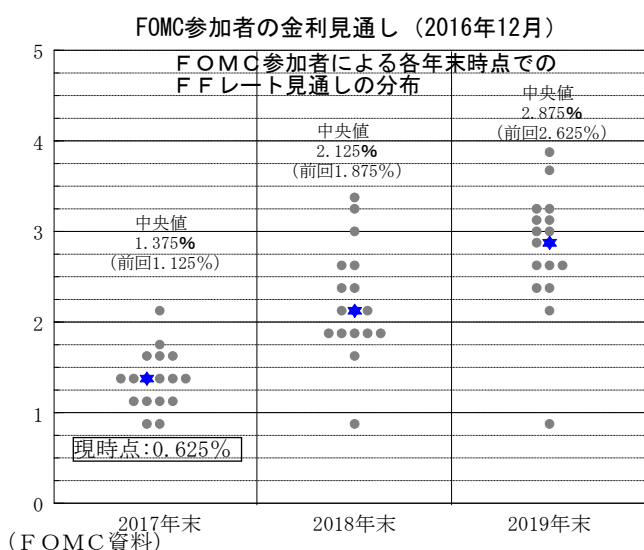


図表14 円相場が想定レートよりも円安に

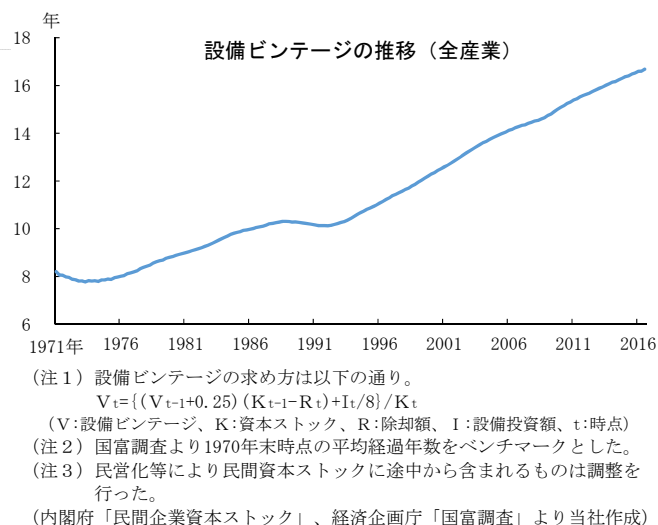


- さらに、先行き米国の利上げも着実に実施されると見込む。昨年12月14日に開催されたFOMC（公開市場委員会）における参加者17人による政策金利の見通しでは、真ん中にあたる9人目の値（中央値）が2017年末で1.375%（2017年に0.25%の利上げを3回想定）と、前回9月時点（同2回想定）に比べて切り上がっている（図表15）。2018年も同様に3回程度の利上げが想定されており、FRB（米連邦準備理事会）は米景気の回復を背景に着実に利上げを続けていくとみられる。このため日米の金利差は今後も拡大が続くと見込まれ、トランプ政権の動向に左右されつつもドル・円レートの円安基調は維持されるとみられる。この点が製造業を中心とした収益上振れを通じて、設備投資の追い風となろう。
- 加えて、わが国企業の設備ストックの老朽化も進んでいる。企業設備の老朽化度を測るために、設備の平均年齢（以下、設備ビンテージ）を推計したのが図表16である（注3）。これによると全産業ベースの設備ビンテージは、1970年代に8年程度であったものが、1980年代には10年程度にまで高まり設備の老朽化が進んだことが分かる。その後、1980年代後半から1990年代前半にかけてはバブル景気の影響もあり、一時的に設備ビンテージの上昇に歯止めがかかった。しかし、1990年代半ば頃から再び設備ビンテージは上昇基調をたどり、2016年には16年を超えるまでに高まっている。設備の老朽化に伴う更新投資需要が、今後顕在化してくることも十分に考えられる。

図表15 米国の利上げは年3回の見通し



図表16 設備の老朽化が進む

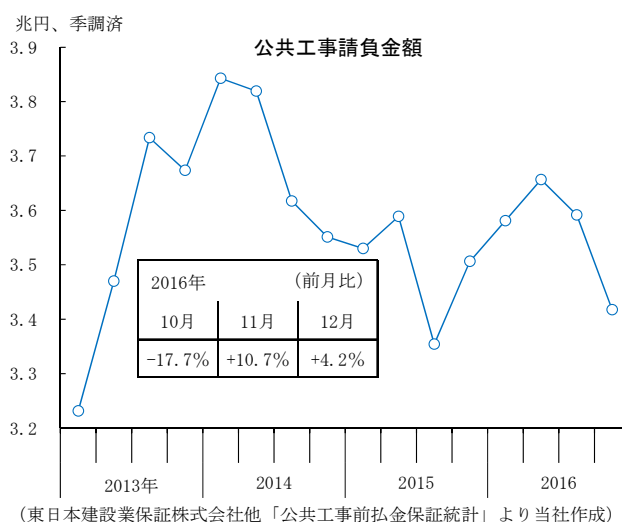


（政府部門：公共投資は2016年度補正予算の効果により徐々に上向く）

- 政府部門では、公共投資が2017年1～3月期に底入れすると見込んでいる。公共投資の先行指標である公共工事請負金額（当社による季調値）をみると、2016年10～12月期は前期比-4.8%と、7～9月期の同-1.8%から減少幅が拡大した（図表17）。ただ、月次ベースでは11月、12月と2か月連続で前月比増加となっており、年明け以降、2016年度補正予算（10月11日成立）の公共投資押し上げ効果が徐々に顕在化してくると予想している。

（注3）なお、設備ビンテージについては業種毎に違いも見られる。詳細は当社Economic View（No.2）「企業の設備年齢上昇による更新投資の行方」を参照。<https://www.yokohama-ri.co.jp/html/report/pdf/ev002.pdf>

図表17 足元で公共投資の増加に一服感

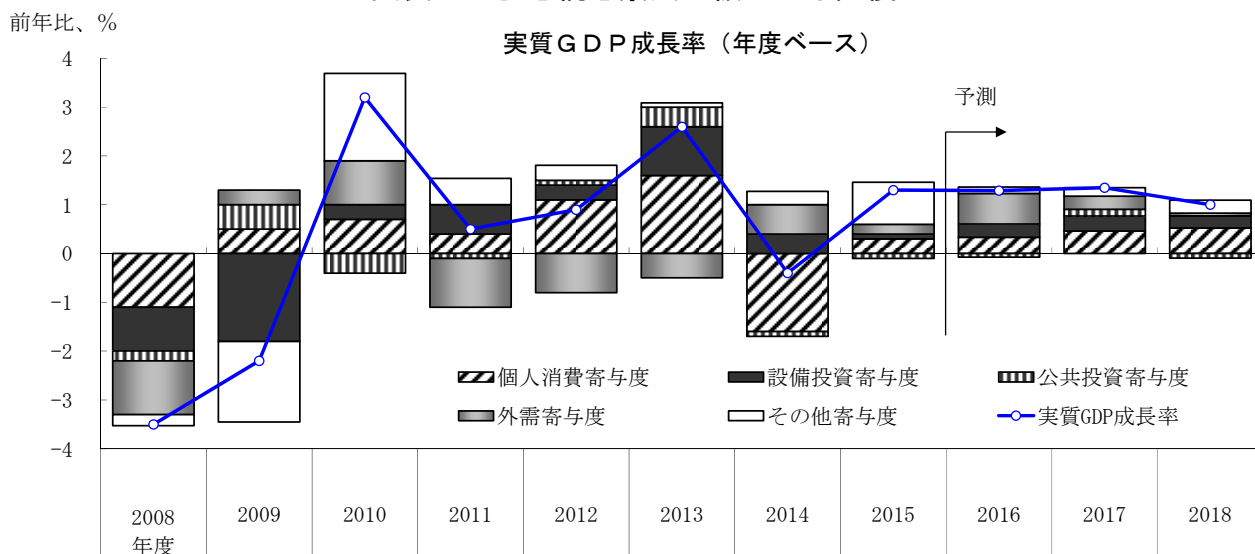


3. 今後の成長率見通しとリスク要因

(実質経済成長率は2017年度が+1.3%、2018年度が+1.0%と予測)

- 今後の景気を展望すると、2017・2018年度の日本経済は緩やかな成長が続くとみられる。すなわち、家計部門では、雇用・所得情勢の改善を背景に個人消費の増加が続くと見込まれる。原油価格の上昇により消費者物価が押し上げられるため、個人消費の伸びは抑えられるものの、着実に景気を支えよう。企業部門では、輸出が海外経済の持ち直しを映じて増加基調を維持するとみている。ただ、世界経済の成長率が緩やかなものにとどまることなどから、大幅な輸出の増加は期待しにくい。一方、設備投資は持ち直しの動きが続くとみている。米利上げなどに伴う円安・ドル高基調に加え、設備の老朽化などが追い風となろう。政府部門では、公共投資が足元こそ弱含んでいるものの、徐々に2016年度補正予算（10月11日成立）による押し上げ効果が出てこよう。ただ、18年度には大型経済対策の効果が剥落すると見込まれる。以上を踏まえて、2017年度の実質GDP成長率を+1.3%、2018年度を+1.0%と予測した（図表18）。

図表18 引き続き景気は緩やかな回復

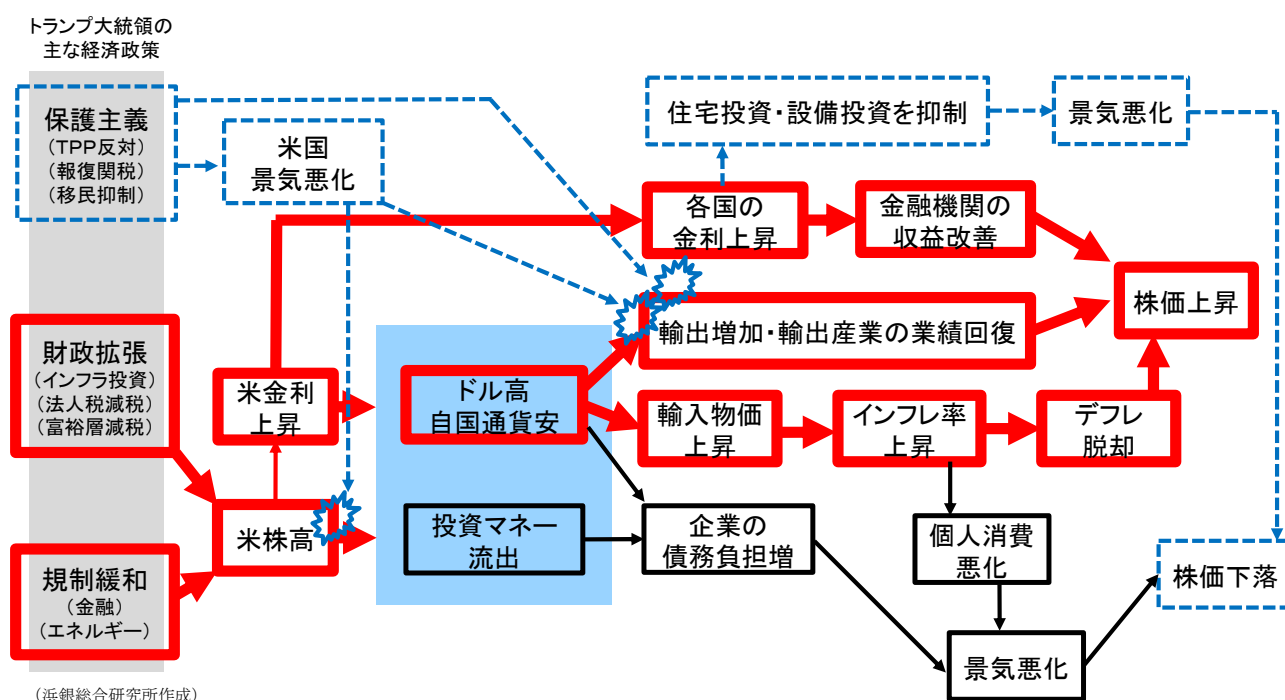


(内閣府「四半期別GDP速報」などより当社作成)

(引き続きトランプ政権の経済政策の行方が鍵)

- こうした状況下、日本経済のリスク要因としては、トランプ米大統領の政策や欧州の政治的な不安などによる金融市場の変動（円高、株安）と、それに伴う設備投資マインドの悪化が挙げられる。特にトランプ政権の経済政策が先行き大きな鍵を握ろう。昨年11月の米大統領選挙から年末までは、トランプ政権による拡張的な財政政策（インフラ投資、法人税減税）や規制緩和（金融、エネルギー）などへの期待が高まり、米国の株価上昇とドル高などを通じて、日本など先進国の株式相場も大きく上昇した（図表19）。
- しかしながら、年明け以降は、トランプ大統領の保護主義的な政策への警戒感が強まり、これまでの株高、ドル高・円安の流れに一服感が現れている。今後については、目先、例年2月に公表される米予算教書が注目される。予算教書でインフラ投資や減税などの具体策が明らかになり、再び株高、ドル高・円安の流れに戻るのか、それとも予算教書に対する失望から株安、ドル安・円高の動きが強まるのか。予算教書の内容次第で金融市場が大幅に揺さぶられる可能性がある点には注意が必要である。世界各国の株価は今後もトランプ米政権の政策動向に左右される可能性が高く、当面はトランプ米大統領の一挙手一投足に世界の注目が集まる展開が続くだろう（注4）。

図表19 トランプ大統領の経済政策による影響（先進国、長期）



(注4) なお、トランプ大統領による株式市場への影響は、先進国と新興国で違いが見られる。
詳細は当社Economic View (No.4) 「トランプ大統領に揺さぶられる先進国と新興国の株式市場」を参照。
(<https://www.yokohama-ri.co.jp/html/report/pdf/ev003.pdf>)

図表20 2016年度～2018年度のわが国経済の見通し（2017年2月改訂）

予測の前提条件

（前年比増減率%、カッコ内は前期比年率換算%）

	2015年度	2016年度			2017年度			2018年度		
	実績	見通し	上 期	下 期	見通し	上 期	下 期	見通し	上 期	下 期
対ドル円レート(円/ドル)	120.1	108.2	105.3	111.2	112.5	111.5	113.5	116.3	115.5	117.0
対ユーロ円レート(円/ユーロ)	132.6	118.7	118.1	119.3	119.0	118.5	119.5	121.3	120.5	122.0
米国実質GDP(暦年)	2.6	1.6	[1.0]	[2.6]	2.3	[2.1]	[2.4]	2.6	[2.6]	[2.6]
ユーロ圏実質GDP(暦年)	1.9	1.7	[1.8]	[1.6]	1.4	[1.4]	[1.0]	1.5	[1.5]	[1.8]
中国実質GDP(暦年)	6.9	6.7	6.7	6.8	6.4	6.5	6.4	6.2	6.3	6.2

予測結果の総括表

（前年比増減率%、カッコ内は前期比増減率%）

	2015年度	2016年度			2017年度			2018年度		
	実績	見通し	上 期	下 期	見通し	上 期	下 期	見通し	上 期	下 期
実 質 G D P	1.3	1.3	[0.9]	[0.6]	1.3	[0.9]	[0.4]	1.0	[0.5]	[0.5]
個人消費	0.5	0.6	[0.6]	[0.3]	0.8	[0.4]	[0.4]	0.9	[0.5]	[0.4]
住宅投資	2.7	6.2	[5.3]	[1.1]	▲ 1.0	[▲ 1.0]	[▲ 0.5]	0.8	[0.0]	[1.6]
設備投資	0.6	1.8	[1.0]	[1.0]	2.0	[1.0]	[0.9]	1.6	[0.8]	[0.8]
政府消費	2.0	0.8	[▲ 0.3]	[0.6]	1.2	[0.6]	[0.5]	1.1	[0.6]	[0.6]
公共投資	▲ 2.0	▲ 1.5	[0.2]	[▲ 1.4]	2.8	[4.5]	[▲ 1.2]	▲ 1.9	[▲ 2.0]	[0.2]
輸 出	0.8	2.6	[0.3]	[4.1]	3.5	[1.1]	[0.6]	1.4	[0.8]	[0.8]
輸 入	▲ 0.2	▲ 1.2	[▲ 1.6]	[1.3]	1.8	[0.6]	[0.7]	1.0	[0.6]	[0.6]
寄 与 度										
国内需要	1.1	0.7	[0.6]	[0.2]	1.1	[0.8]	[0.4]	0.9	[0.5]	[0.5]
民間需要	0.8	0.6	[0.6]	[0.1]	0.7	[0.5]	[0.4]	0.8	[0.4]	[0.4]
公的需要	0.3	0.1	[▲ 0.0]	[0.1]	0.4	[0.3]	[0.0]	0.1	[0.0]	[0.1]
海外需要	0.2	0.6	[0.3]	[0.4]	0.3	[0.1]	[▲ 0.0]	0.1	[0.0]	[0.0]
名 目 G D P	2.8	1.3	[0.8]	[0.6]	1.5	[0.8]	[0.7]	1.3	[0.6]	[0.9]
新設住宅着工戸数(万戸)	92.1	96.2	50.0	46.2	91.7	46.4	45.4	93.5	47.0	46.5
(前年比、%)	4.6	4.5	6.0	3.0	▲ 4.7	▲ 7.3	▲ 1.9	1.9	1.2	2.6
鉱工業生産	▲ 1.0	1.3	[0.4]	[3.1]	3.5	[1.3]	[1.1]	2.1	[1.0]	[1.1]
国内企業物価	▲ 3.2	▲ 2.3	▲ 4.0	▲ 0.5	2.0	2.0	2.0	1.5	1.8	1.2
消費者物価	0.0	▲ 0.2	▲ 0.4	▲ 0.0	0.9	0.7	1.0	1.3	1.2	1.3
完全失業率(%)	3.3	3.1	3.1	3.1	3.0	3.0	3.0	2.9	2.9	2.9

（注）民間需要＝個人消費＋住宅投資＋設備投資＋民間在庫投資、 公的需要＝政府消費＋公共投資＋公的在庫投資
国内需要＝民間需要＋公的需要、 海外需要＝輸出－輸入
消費者物価は消費増税の影響を含むベース（生鮮食品を除く総合）。

本レポートの目的は情報の提供であり、売買の勧誘ではありません。本レポートに記載されている情報は、浜銀総合研究所・調査部が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、その正確性、完全性を保証するものではありません。