

浜銀総研 News Release



2017年5月22日

2017年度・2018年度の景気予測（2017年5月改訂） —17年度の成長率が+1.5%、18年度が+1.1%と景気は緩やかな回復基調を維持—

要 旨

- 2017年1～3月期の実質GDP（国内総生産、1次速報）は、前期比+0.5%（同年率+2.2%）と5四半期連続のプラス成長となった。内訳をみると、生鮮食品の価格高騰が落ち着く中、雇用・所得情勢の緩やかな改善に支えられて個人消費（前期比+0.4%）が持ち直した。また、アジア向けの部品輸出が堅調に推移したため、輸出も同+2.1%と3四半期連続で増加した。なお、2016年度の実質GDPは前年比+1.3%と2015年度（同+1.2%）に続き2年連続でのプラス成長となった。
- 今後の景気を展望すると、2017・2018年度の日本経済は企業部門主導で緩やかな成長が続くとみられる。すなわち、企業部門では、海外経済の回復を受けて輸出が増加基調で推移すると予想される。輸出が増加する中で、企業の生産活動も改善する可能性が高く、企業業績も上向くとみられる。こうした良好な収益環境や省力化投資のニーズなどが後押しとなり、設備投資も増加が続こう。その一方で、家計部門では、個人消費の回復が緩慢なものにとどまる公算が大きい。雇用・所得情勢の緩やかな改善が個人消費を下支えするものの、物価上昇が消費者心理に悪影響を及ぼす可能性が高いとみられるためである。なお、政府部門では、2017年4～6月期以降、2016年度補正予算による公共投資の押し上げ効果が本格的に出てこよう。ただ、2018年度には大型経済対策の効果が剥落する点には注意を要する。以上を踏まえて、2017年度の実質GDP成長率を+1.5%、2018年度を+1.1%と予測した。
- なお、今後の景気をみる上で気掛かりなのは、賃金の伸び悩みであろう。当社では、予測期間中、雇用・所得情勢、すなわち雇用者報酬（雇用者数×1人当たり賃金）の緩やかな改善が続くと見込んでいる。ただ、これは雇用数の増加が主因であり、1人当たり賃金の上昇テンポは緩慢なものにとどまる公算が大きい。1人当たり賃金は、相対的に賃金水準の低い非正規雇用者などが増えているために伸び悩んでいる可能性があり、単に労働需給の逼迫だけでは上昇圧力が強まりにくいとみられる点には注意が必要である。

予測の要約表

（前年比、%）

<前回3月予測>

	2016年度 実績	2017年度 見通し	2018年度 見通し	2017年度 見通し	2018年度 見通し
実質GDP	1.3	1.5	1.1	1.3	1.0
民間需要*	0.6	0.8	0.9	0.7	0.8
公的需要*	▲0.0	0.3	0.0	0.4	0.1
輸 出*	0.5	0.8	0.4	0.6	0.2
輸 入*	0.2	▲0.5	▲0.2	▲0.3	▲0.2

（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】

（株）浜銀総合研究所 調査部 遠藤裕基 鹿庭雄介

E-mail y-endo@yokohama-ri.co.jp

TEL 045-225-2375

1. わが国の景気の現状

(生鮮食品の値上がり一服で個人消費が持ち直しに転じる)

- 5月18日に内閣府から発表されたGDP（国内総生産）速報によると、2017年1～3月期の実質GDP（季調値）は前期比+0.5%（同年率+2.2%）と5四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+0.4%と持ち直した。雇用・所得情勢の改善に加え、生鮮食品の値上がりが一服したことが消費の増加につながったとみられる。また、住宅投資は同+0.7%と前期（同+0.4%）に続き低い伸びとなった。消費増税を見込んだ駆け込み需要の反動が尾を引いているとみられる。
- 企業部門をみると、設備投資は前期比+0.2%と前期（同+1.9%）から伸び率が低下した。トランプ米大統領の経済政策に対する不透明感が依然として強いことや、それに伴って円安・株高の流れが一服し企業の収益改善に対する期待が弱まったことが影響したと考えられる。また、輸出は同+2.1%と、海外需要の回復を背景に3四半期連続で増加した。なお、輸出に計上されるインバウンド（訪日外国人客）需要は増加に転じ、輸出の伸びを0.3%ポイント押し上げた。
- 政府部門では、公共投資が前期比-0.1%と3四半期連続で減少した。しかし、マイナス幅は前期から縮小しており、2016年度補正予算（16年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きたとみられる。
- なお、2016年度の実質GDPは前年比+1.3%と2015年度（同+1.2%）に続き2年連続でのプラス成長となった。内訳をみると、公共投資（同-3.2%）は減少したものの、個人消費（同+0.6%）や設備投資（同+2.3%）、輸出（同+3.1%）などがGDPを押し上げた。2016年度の経済成長は内外需バランスのとれたものであったと言える。

図表1 主要経済指標

(前期比、%、季調済)

	2015年	2016年				2017年	
	10～12月期	1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期	4～6月期
名目GDP	-0.3	0.9	0.2	0.1	0.4	-0.0	
実質GDP	-0.3	0.6	0.4	0.2	0.3	0.5	
個人消費	-0.6	0.3	0.2	0.4	0.0	0.4	
住宅投資	-0.8	1.1	3.1	2.7	0.4	0.7	
設備投資	0.0	0.1	1.3	-0.2	1.9	0.2	
在庫投資（寄与度）	(0.0)	(-0.3)	(0.3)	(-0.4)	(-0.2)	(0.1)	
公共投資	-1.6	-0.3	0.7	-1.3	-3.0	-0.1	
輸出	-0.2	0.5	-1.4	1.9	3.4	2.1	
輸入	-0.3	-2.0	-1.1	-0.2	1.3	1.4	
消費者物価（前年比、%）	-0.1	-0.1	-0.4	-0.5	-0.3	0.2	
日経平均株価（円）	19,053	16,849	16,408	16,497	17,933	19,241	18,736
円ドル相場（円/ドル）	121.5	115.4	108.2	102.4	109.3	113.6	110.1
原油価格（ドル/バレル）	42.2	33.5	45.6	44.9	49.3	51.9	51.1

(注) 1. シャドロー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4～6月期の日経平均株価、円ドル相場、原油価格は4月の値。

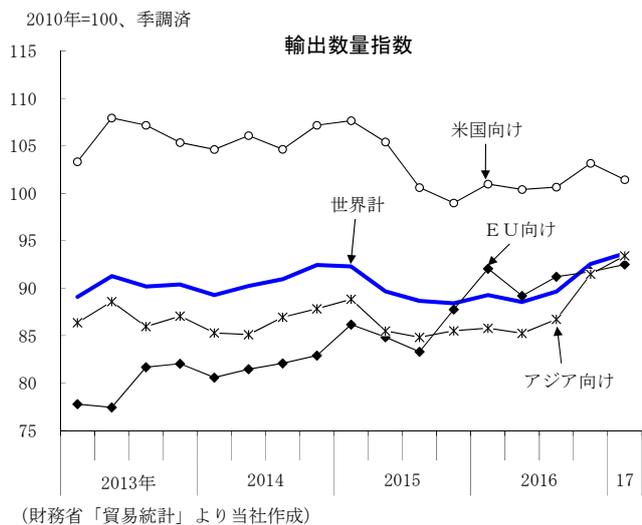
(内閣府「四半期別GDP速報」、総務省「消費者物価指数」、Bloomberg)

2. 主要な需要項目の今後の見通し

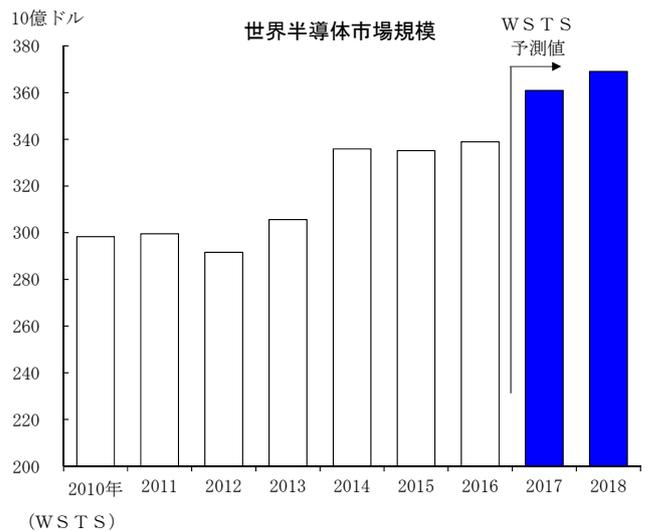
(企業部門：海外経済の緩やかな回復を背景に輸出は増加基調を維持)

- まず、今後のわが国の景気を考える上で鍵となる輸出動向について概観する。1～3月期の輸出数量指数（当社による季調値）を仕向地別にみると、自動車関連（自動車、自動車の部分品、原動機など）の輸出に頭打ち感がみられた米国向け（前期比-1.7%）は減少となった一方で、アジア向け（同+2.1%）やEU（欧州連合）向け（同+1.8%）がともに3四半期連続で増加した（図表2）。世界的にIT（情報技術）関連財の需要が伸びているため、その生産拠点であるアジア向けを中心に部品輸出が増加しているとみられる。
- 今後もこうした部品輸出は堅調に推移する公算が大きい。世界的なIT関連財の需要動向をみる上で重要な統計の1つである世界半導体市場規模の予測値（WSTS（世界半導体市場統計）予測）をみると、2017年（前年比+6.5%）、2018年（同+2.3%）と拡大が続くと見込まれている（図表3）。
- また、IMF（国際通貨基金）による最新の経済見通し（2017年4月調査）では、新興国を中心に先行き成長率が高まる見通しとなっており、今後も海外経済の緩やかな回復

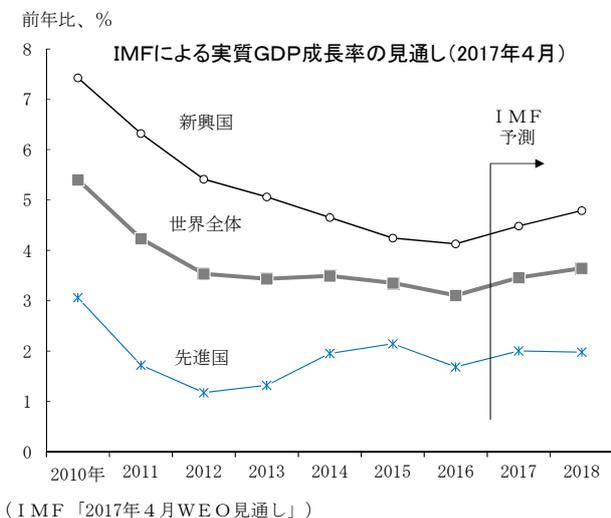
図表2 アジア向けの輸出が順調に増加



図表3 今後も半導体市場の拡大が続く



図表4 海外経済は緩やかに拡大の見込み



図表5 インバウンド消費が増加に転じる



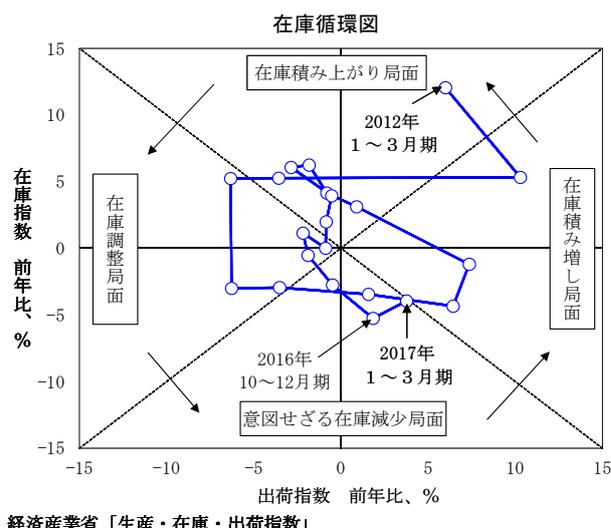
に支えられて輸出が増加基調を維持すると見込まれる（図表4）。

- 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1～3月期に増加に転じた（図表5）。外国人旅行客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。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。
- 輸出の増加に支えられて企業の生産活動も改善基調で推移しよう。企業の生産動向を示す鉱工業生産指数をみると、1～3月期は前期比+0.2%と4四半期連続での上昇となった（図表6）。業種別にみると、輸送機械（同-1.1%）などは低下した一方で、電子部品・デバイス（同+5.8%）が3四半期連続で増産となったほか、はん用・生産用・業務用機械（同+0.8%）なども指数が上昇した。なお、企業の生産計画を示す製造工業生産予測指数は4月（前月比+8.9%）が大幅な増産、5月（同-3.7%）が減産となっている。この伸び率を単純に適用すると、鉱工業生産指数の4～5月平均は1～3月平均を6.7%上回ることになる。鉱工業生産の実績値は予測指数を下回ることが多いため、ある程度割り引いてみる必要があるものの、生産活動の改善基調は崩れていないと判断できる。
- 企業の在庫調整が一段落し、輸出の増加が生産活動の改善につながりやすくなっている点も今後の生産動向を考える上で明るい材料である。在庫循環図^(注1)をみると、1～3月期は引き続き「意図せざる在庫減少」局面（需要の増加が企業の生産計画を超えており、在庫の取り崩しで需要増に対応している局面）にある（図表7）。在庫循環図からは、先行き「在庫積み増し」局面（需要の増加に備えて在庫を積極的に積み増す局面）への移行が予想され、今後も企業の生産活動は改善を続ける可能性が高いと考えられる。
- こうした中で、企業業績も上向き、設備投資も緩やかな増加基調を維持すると見込まれる。実際、企業の2017年度の設備投資計画は強めの結果となっている。日銀『短観（2017年3月調査）』をみると、2017年度の設備投資（計画、含む土地投資額、除くソフトウェア投資額）は全規模・全産業で前年比-1.3%となった。ただ、3月調査における次年度

図表6 生産活動の改善が続く

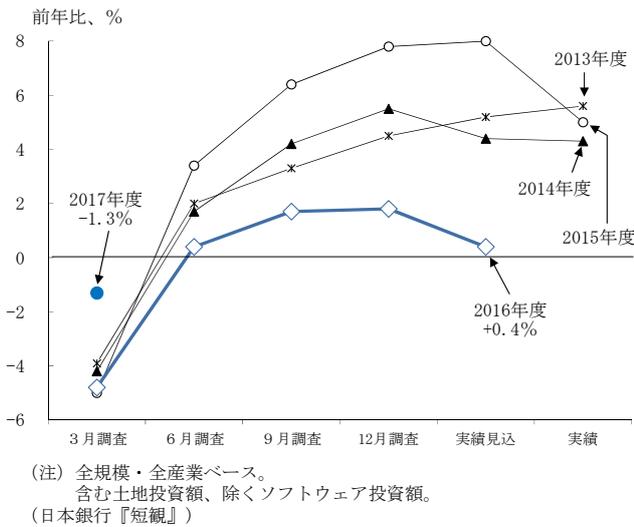


図表7 足元は「意図せざる在庫減少」局面

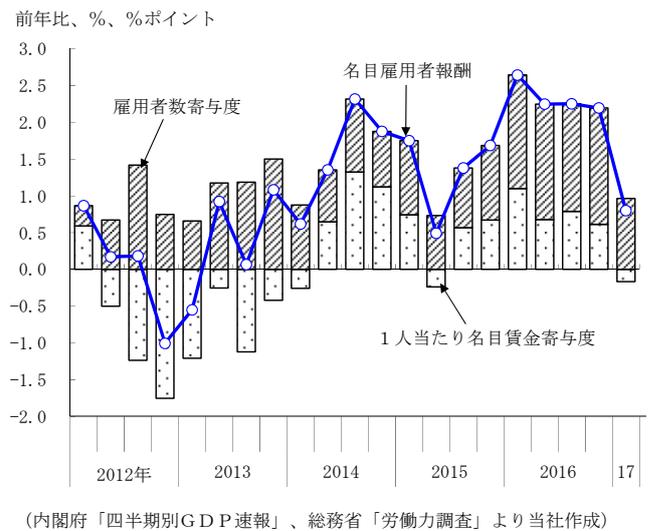


(注1) 在庫循環図は、横軸に出荷指数の前年比、縦軸に在庫指数の前年比をとった図である。在庫循環図上の各点は、景気動向の進展とともに反時計回りに動くという傾向があり、点がどの地点にあるかで生産活動の状況や方向性を推し量ることができる。図表7の点線は45度線を示しており、その点線で囲まれた各部分が生産活動の局面を示している。

図表8 設備投資計画は高めめのスタート



図表9 雇用者報酬は緩やかに増加

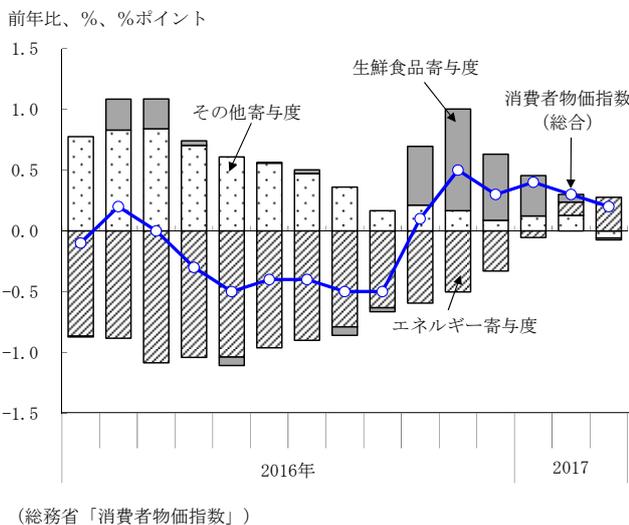


の設備投資計画は毎年控え目な数値となり、調査を重ねるにつれて設備投資計画が上方修正されるという統計上のクセがある。今回の結果を例年と比較すると3月調査としては強めの結果であることが確認できる(図表8)。2016年度の設備投資計画の一部が2017年度に先送りされているという面もあるが、今後も人手不足感が強い状況が続く公算が大きいことなどを踏まえると、企業の設備投資は省力化投資などを中心に緩やかに増加し、最終的には前年比プラスで着地する可能性が高いとみられる。

(家計部門：個人消費の持ち直しが続くもそのテンポは緩慢なものにとどまる)

- 次に、個人消費の行方について述べることにする。個人消費の動向に大きな影響を与える雇用・所得情勢は予測期間中、緩やかな改善を続ける見込みである。2017年1～3月期の雇用者報酬(名目ベース)は前年比+0.8%と前期から伸びが鈍化したものの、16四半期連続で増加した(図表9)。今後も人手不足感の強まりを受けて雇用者数の増加が続く見込みであり、雇用者報酬(雇用者数×1人当

図表10 生鮮食品の価格高騰が一服



図表11 公共投資の先行指標が足元で急伸



たり賃金)も増加基調を維持しよう。もっとも、1人当たり賃金の伸びに多くを期待するのは困難なため、雇用者報酬の増加テンポは緩やかなものにとどまろう。なお、1人当たり賃金が伸び悩む背景については6ページを参照されたい。

- ・こうした雇用・所得情勢の緩やかな改善が消費活動を下支えする一方で、懸念されるのが物価の動向である。3月の消費者物価指数(総合)は同+0.2%と前月(同+0.3%)から伸びがやや鈍化した(図表10)。昨年末の生鮮食品の価格高騰が足元で落ち着きつつあることが背景にある。もっとも、今後、消費者物価(総合)の上昇テンポは再び加速に転じる公算が大きい。これはエネルギー価格の増勢が一段と強まると予想されるためである。これまでのエネルギー価格上昇の主因はガソリンなど石油製品価格であるが、この先はさらに資源価格の上昇が遅れて反映される電気代やガス代の価格も上昇することになる。2018年度に入ると、こうしたエネルギー価格の上昇は一服するとみられるものの、円安や景気回復に伴う需給ギャップ^(注2)の改善を映じて物価の上昇が続くと見込まれる。物価上昇などを背景とする家計の節約志向の継続が、個人消費の回復テンポを弱める恐れがある点にも留意する必要があるだろう。

(政府部門：2017年度の公共投資は4年ぶりに増加の公算)

- ・政府部門では、公共投資が4～6月以降、徐々に増加していく見込みである。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、1～3月期は前期比+10.8%と、昨年10～12月期の同-5.4%から大幅なプラスに転じた(図表11)。足元4月の公共工事請負金額も前月比+2.0%と増加基調が続いており、2016年度補正予算(16年10月11日成立)の公共投資押し上げ効果が顕在化しつつあることが分かる。この点を考慮すると、2017年度の公共投資は4年ぶりに増加する公算が大きい。もっとも、2018年度にはこうした大型経済対策の効果が剥落する点には注意が必要である。

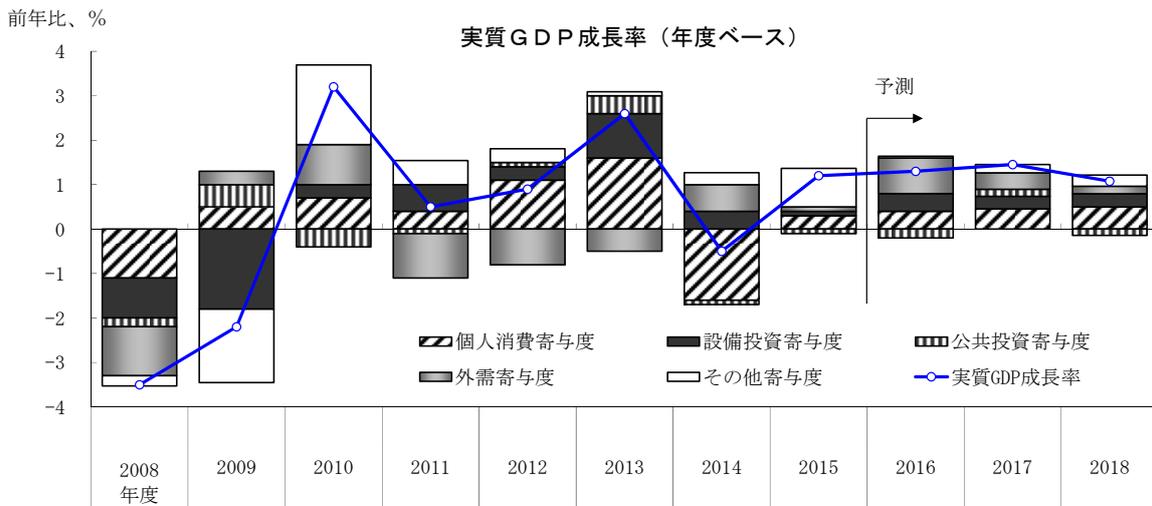
3. 今後の成長率見通しとリスク要因

(実質経済成長率は2017年度が+1.5%、2018年度が+1.1%と予測)

- ・今後の景気を展望すると、2017・2018年度の日本経済は企業部門主導で緩やかな成長が続くとみられる。すなわち、企業部門では、海外経済の回復を受けて輸出が増加基調で推移すると予想される。輸出の増加などに支えられて、企業の生産活動も改善する可能性が高く、企業業績も上向くとみられる。こうした良好な収益環境や省力化投資のニーズなどが後押しとなり、設備投資も増加が続こう。その一方で、家計部門では、個人消費の回復が緩慢なものにとどまる公算が大きい。雇用・所得情勢の緩やかな改善が個人消費を下支えするものの、消費者物価の上昇が消費者心理に悪影響を及ぼす可能性が高いとみられるためである。なお、政府部門では、2017年4～6月期以降、2016年度補正予算による公共投資の押し上げ効果が本格的に出てこよう。ただ、2018年度には大型経済対策の効果が剥落する点には注意が必要である。以上を踏まえて、2017年度の実質GDP成長率を+1.5%、2018年度を+1.1%と予測した(図表12)。

(注2) 需給ギャップとは、日本経済の総需要(実際のGDP)と総供給(潜在GDP)の差を示す。総需要が総供給を上回る(=需給ギャップがプラスとなる)場合、財やサービスの価格が上がりやすくなる。

図表12 この先も緩やかな景気回復が続く

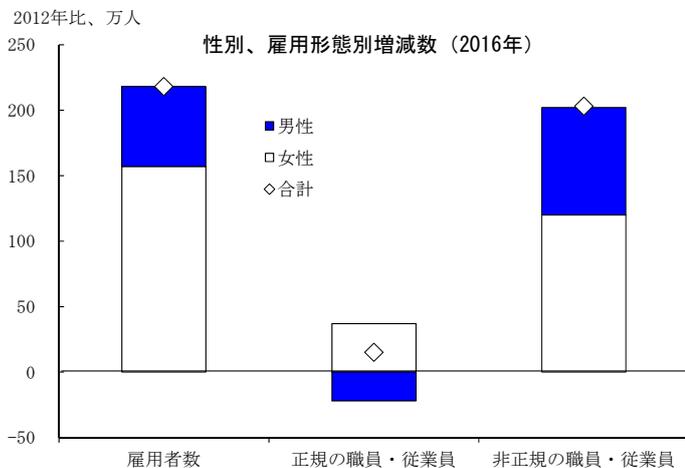


（内閣府「四半期別GDP速報」などより当社作成）

（1人当たり賃金の伸び悩みに要注意）

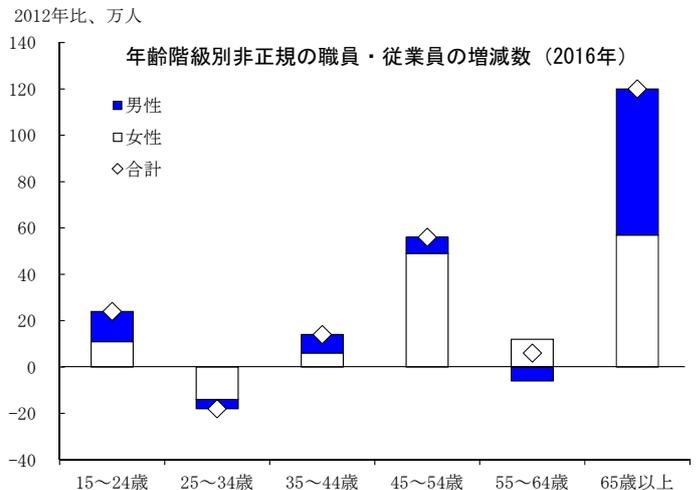
- ・今後の景気の回復テンポを見極める上で気掛かりなのは、1人当たり賃金の伸び悩みである。近年、わが国の1人当たり賃金の上昇テンポは人手不足感が強まっている割に鈍い動きとなっている。企業業績の改善などを反映して今年の春闘では、4年連続で2%台の賃上げが実現するとみられるなど、一部に明るい動きが出ているものの、日本全体では賃金の伸び悩みが問題化している。
- ・この理由の1つとして考えられるのが、労働需給がタイト化する中で相対的に1人当たり賃金の低い雇用者が増えたという事実である。第2次安倍内閣が誕生し、アベノミクスが始動した2012年から2016年にかけて雇用者数は218万人増加した（図表13）。しかし、その大半（203万人）は相対的に1人当たり賃金が低い非正規の職員・従業員であった。非正規の職員・従業員の増加をさらに年齢階級別にみると、雇用増の半数以上が65歳以上の雇用であることが分かる（図表14）。2012年から順次65歳以上となっていく団塊の世代が、人手不足感が強まる中で

図表13 雇用増の中身の大半は非正規雇用



（注）雇用者数は役員を除く、正規の職員・従業員と非正規の職員・従業員の合計。（総務省「労働力調査」）

図表14 65歳以上の非正規雇用が大きく増加

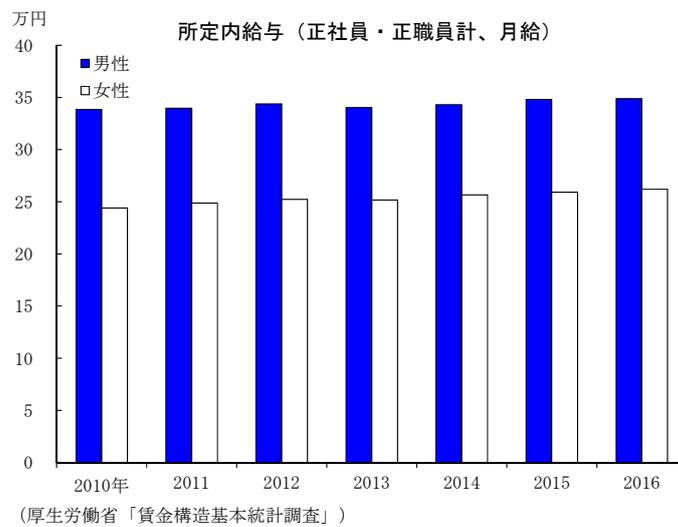


（総務省「労働力調査」）

非正規雇用として労働供給を担ったことが1人当たり賃金の伸び悩みにつながったと考えられる。

- 加えて、正規の職員・従業員で男性が減少し、女性が増加したことも相対的に1人当たり賃金が低い雇用者が増加したという意味で賃金の押し下げ要因になったと考えられる。実際、厚生労働省の「賃金構造基本調査」を用いて、性別の所定内給与（基本給）をみると、男女で賃金水準に差があることが確認できる（図表15）。
- このように1人当たり賃金は、相対的に賃金水準の低い非正規雇用者などが増えているために伸び悩んでいる可能性があり、単に労働需給の逼迫だけでは上昇圧力が強まりにくいとみられる点には注意が必要である。

図表15 男性に比べて低い女性正社員の基本給



図表16 2017年度・2018年度のわが国経済の見通し（2017年5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%）

	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
対ドル円レート(円/ドル)	108.4	112.5	111.5	113.5	116.5	115.5	117.5
対ユーロ円レート(円/ユーロ)	118.8	124.0	123.0	125.0	127.5	126.5	128.5
米国実質GDP(暦年)	1.6	2.0	[1.4]	[2.3]	2.4	[2.4]	[2.5]
ユーロ圏実質GDP(暦年)	1.7	1.6	[1.8]	[1.3]	1.7	[1.7]	[2.1]
中国実質GDP(暦年)	6.7	6.6	6.8	6.5	6.3	6.4	6.3

（前年比増減率%、カッコ内は前期比増減率%）

	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
実質GDP	1.3	1.5	[0.8]	[0.6]	1.1	[0.5]	[0.6]
個人消費	0.6	0.8	[0.4]	[0.4]	0.9	[0.4]	[0.5]
住宅投資	6.5	▲1.3	[▲2.0]	[▲0.6]	1.1	[0.3]	[2.2]
設備投資	2.3	1.8	[0.3]	[1.0]	1.9	[0.9]	[1.1]
政府消費	0.6	0.7	[0.3]	[0.5]	0.9	[0.4]	[0.4]
公共投資	▲3.2	3.3	[3.6]	[2.3]	▲2.9	[▲2.2]	[▲3.0]
輸出	3.1	5.1	[1.9]	[0.9]	2.2	[1.1]	[1.3]
輸入	▲1.4	2.8	[1.3]	[0.9]	1.2	[0.5]	[0.5]
寄与度							
国内需要	0.5	1.1	[0.7]	[0.6]	0.9	[0.4]	[0.4]
民間需要	0.6	0.8	[0.4]	[0.4]	0.9	[0.4]	[0.5]
公的需要	▲0.0	0.3	[0.3]	[0.2]	0.0	[▲0.0]	[▲0.1]
海外需要	0.8	0.4	[0.1]	[▲0.0]	0.2	[0.1]	[0.1]
名目GDP	1.2	1.7	[1.1]	[0.7]	1.4	[0.8]	[0.5]
新設住宅着工戸数(万戸)	97.4	92.9	46.4	46.5	94.7	46.9	47.7
(前年比増減率、%)	5.8	▲4.6	▲7.3	▲1.8	1.9	1.2	2.6
鉱工業生産	1.1	2.7	[0.9]	[1.0]	2.0	[1.0]	[1.0]
国内企業物価	▲2.3	2.0	2.0	2.0	1.5	1.8	1.2
消費者物価	▲0.2	0.8	0.6	1.0	1.1	1.0	1.1
完全失業率(%)	3.0	2.8	2.8	2.7	2.7	2.7	2.7

(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。