

浜銀総研 News Release



2018年2月16日

2018年度・2019年度の景気予測（2018年2月改訂） －18年度の成長率が+1.2%、19年度が+1.0%と景気の回復基調が続く－

要 旨

- 2017年10～12月期の実質GDP（国内総生産、1次速報）は、前期比+0.1%（同年率+0.5%）と、小幅ながら8四半期連続のプラス成長となった。内訳をみると、個人消費は雇用・所得情勢の着実な改善に加え、耐久財の買替え需要の発現なども後押しとなり、前期比+0.5%と再び増加した。また世界経済の回復や好調な企業業績を背景に、設備投資が前期比+0.7%と5四半期連続で増加した。さらにアジア向けの資本財・部品輸出が全体をけん引する形で、輸出も同+2.4%と6四半期連続で増加した。
- 今後の景気を展望すると、2018・2019年度の日本経済は回復基調で推移すると見込まれる。すなわち、企業部門では米国を中心とする海外経済の拡大や、世界的な半導体の需要増加などに支えられ、輸出が増加基調で推移しよう。また良好な収益環境の中、企業の投資に対する前向きな姿勢も崩れず、設備投資も堅調に推移するとみている。他方で、家計部門では雇用・所得情勢の改善が今後も個人消費を下支えしよう。加えて、東京オリンピックなどの各種イベントが消費マインドの改善に寄与し、耐久財の買替え需要と相まって個人消費を押し上げると見込んでいる。また、2019年10月に予定されている消費税率の引き上げ（8%→10%）は個人消費に逆風として働くものの、前回2014年と比べ引き上げ幅が小さいことなどを勘案すると、個人消費の腰折れにつながることはないと考えられる。なお、政府部門では国内経済が堅調に推移する中で、大型の経済対策が今後打ち出される可能性は低いとみられ、公共投資は先行き減少を予測する。以上を踏まえて、2018年度の実質GDP成長率を+1.2%、2019年度を+1.0%と予測した。
- こうした状況下、日本経済のリスク要因として、まず「米長期金利の上昇」が挙げられる。財政悪化懸念などにより米長期金利が急上昇すれば、米国株の大幅な調整を伴って、世界経済のけん引役である米国経済の拡大にブレーキがかかろう。また、2018年11月の「米中間選挙」もリスク要因である。その結果次第では、トランプ米大統領の政策実現性に対する不透明感が高まり、世界的な株安など混乱が生ずる恐れがある。

予測の要約表

(前年比、%)					< 前回17年12月予測 >	
	2016年度 実績	2017年度 見通し	2018年度 見通し	2019年度 見通し	2017年度 見通し	2018年度 見通し
実質GDP	1.2	1.6	1.2	1.0	1.7	1.3
民間需要*	0.3	1.1	1.0	0.8	1.1	1.0
公的需要*	0.1	0.2	0.1	0.1	0.3	0.1
輸 出*	0.6	1.1	0.7	0.9	0.9	0.5
輸 入*	0.2	▲ 0.7	▲ 0.5	▲ 0.8	▲ 0.5	▲ 0.4

（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

(個人消費や設備投資などの増加がプラス成長に寄与)

- ・2月14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10～12月期の実質GDP（季調値）は前期比+0.1%（同年率+0.5%）と7～9月期（前期比+0.6%、同年率+2.2%）から伸び率は鈍化したものの、8四半期連続のプラス成長となった（図表1）。
- ・まず、家計部門では、個人消費が前期比+0.5%と再び増加した。雇用・所得情勢の着実な改善や株高による消費マインドの良化に加えて、耐久財の買替え需要の発現も消費を押し上げたと考えられる。実際、個人消費を形態別にみると、耐久財が同+3.6%と高い伸びを示している。その一方で、住宅投資は同-2.7%と2四半期連続で減少した。貸家の着工が弱含んだことが背景にある。
- ・次に、企業部門をみると、設備投資が前期比+0.7%と5四半期連続で増加した。世界経済の回復や好調な企業業績を背景に、企業は設備投資に対して前向きな姿勢を示している。また、輸出も同+2.4%と6四半期連続で増加した。アジア向けの資本財・部品輸出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）需要は4四半期連続で増加し、7～9月期と比べて増勢もやや強まった。2017年5月に中国人向けのビザの発給要件が緩和された効果が出始めていると考えられる。
- ・最後に、政府部門では、公共投資が前期比-0.5%と2四半期連続で減少した。この背景には、2016年度補正予算（2016年10月11日成立）に盛り込まれた公共投資の押し上げ効果が一巡したことがあるとみられる。

図表1 主要経済指標

	2016年度			2017年度			
	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	-0.2	0.4	0.1	0.9	0.6	-0.0	
実質GDP	0.2	0.4	0.3	0.6	0.6	0.1	
個人消費	0.4	0.1	0.3	0.9	-0.6	0.5	
住宅投資	2.5	0.8	1.2	0.9	-1.5	-2.7	
設備投資	-0.2	1.6	0.1	1.2	1.0	0.7	
在庫投資（寄与度）	(-0.5)	(-0.1)	(-0.0)	(-0.1)	(0.4)	(-0.1)	
公共投資	0.2	-1.8	-0.2	4.7	-2.6	-0.5	
輸 出	2.3	2.7	2.0	0.0	2.1	2.4	
輸 入	0.1	0.6	1.7	1.9	-1.2	2.9	
消費者物価（前年比、%）	-0.5	-0.3	0.2	0.4	0.6	0.9	
日経平均株価（円）	16,497	17,933	19,241	19,503	19,880	22,188	23,712
円ドル相場（円/ドル）	102.4	109.3	113.6	111.1	111.0	113.0	110.8
原油価格（ドル/バレル）	44.9	49.3	51.9	48.3	48.2	55.4	63.7

(注) 1. シャド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。

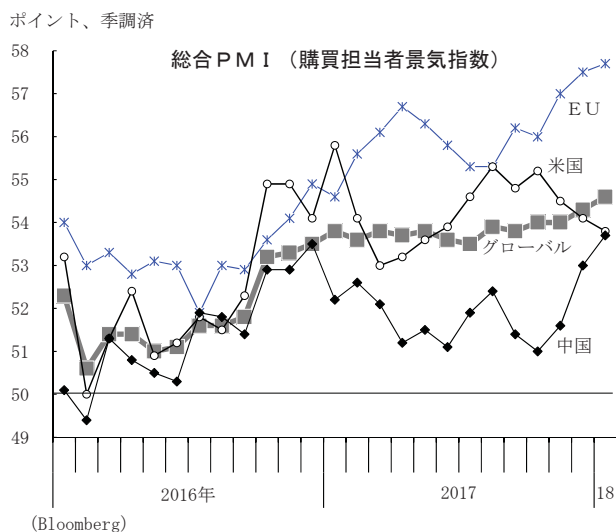
(内閣府「四半期別GDP速報」、総務省「消費者物価指数」、Bloomberg)

2. 主要な需要項目の今後の見通し

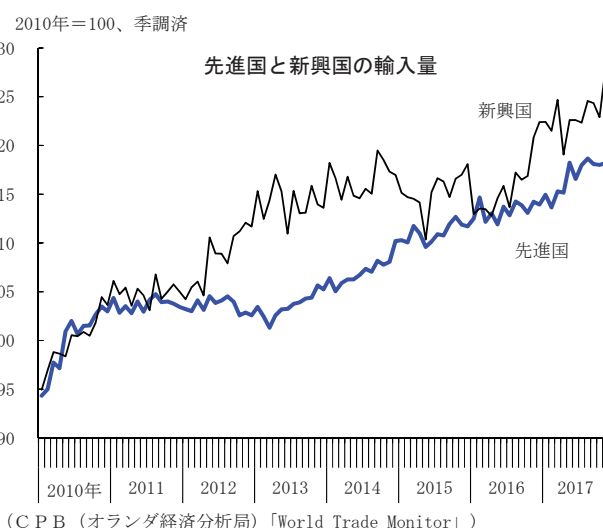
(企業部門：米国を中心に海外経済が拡大する中、輸出も増加基調を維持)

- まず企業部門をみると、先行き輸出は海外経済の拡大を受けて増加基調が続くと見込まれる。各国景気の現状を判断する上で有用な総合PMI（購買担当者景気指数）をみると、日本の主要輸出先である米欧中の指数はいずれも好不調の分かれ目とされる50を大きく上回っている（図表2）。また、グローバルの指数も2017年後半から再び上昇しており、足元の世界経済は総じて好調と言えよう。こうした中、世界の輸入量も増加している。CPB（オランダ経済分析局）の「World Trade Monitor」をみると、先進国の輸入量は2013年頃から増加基調にあり、新興国の輸入量も2016年頃から増加に転じている（図表3）。

図表2 米欧中のPMIは高水準を維持

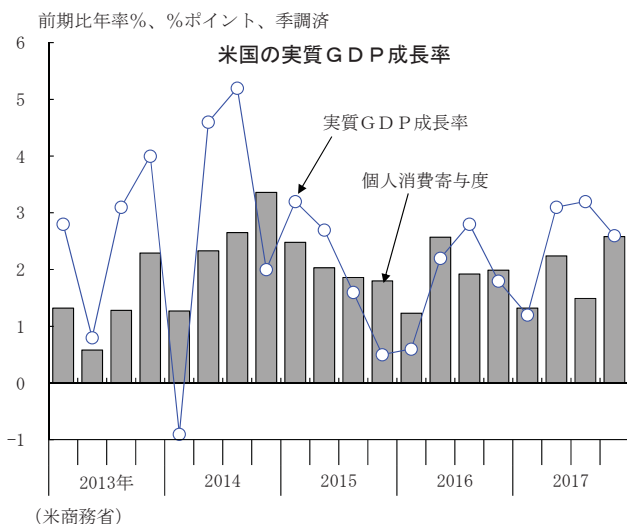


図表3 世界の輸入量は順調に増加

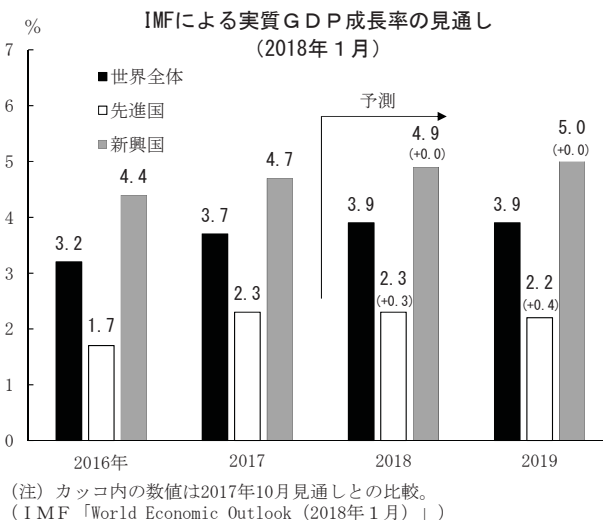


- そして世界経済の回復をけん引しているのが米国経済である。2009年から続く米国の景気拡大は現在9年目に入っており、過去3番目の長さとなっている。足元の実質GDP成長率も3四半期連続で潜在成長率（好不調の波をならした実力ベースの成長率、2%前後）を上回る高い伸びを記録しており、なかでも個人消費の堅調さが目立つ（図表4）。

図表4 個人消費が米国経済のけん引役



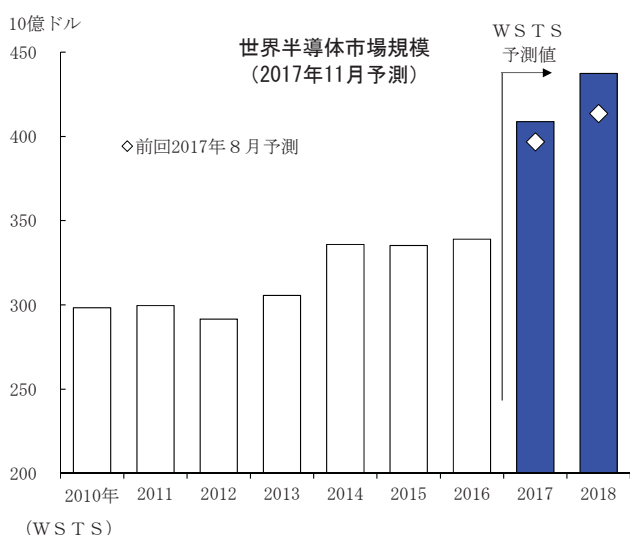
図表5 先進国の成長率見通しは上方修正



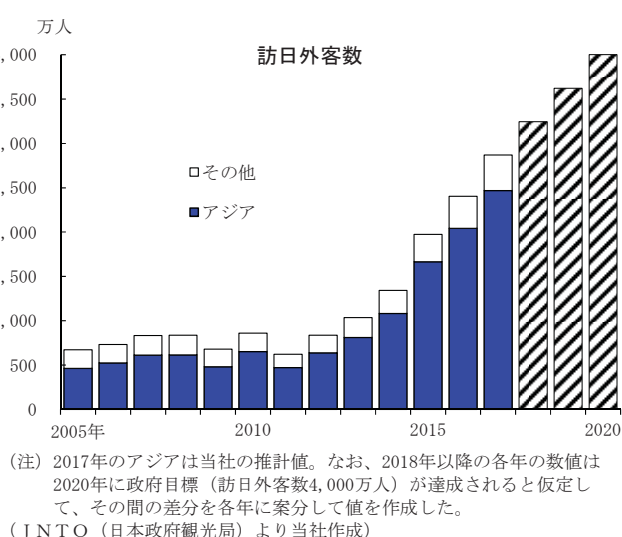
米国のGDPの約7割を占める個人消費が、雇用・所得情勢の改善に支えられ底堅く推移していることから考えると、米国経済は今後も堅調に推移すると見込まれる。

- ・さらに昨年末に成立した米税制改正法も先行き米国経済の追い風となろう。所得税の最高税率引き下げなどで家計に恩恵が及ぶほか、法人税減税によって浮いた資金を元手に賃上げや設備投資を実施する企業が増えてくることが期待される。また、トランプ米大統領は今後10年間で1兆5,000億ドルを超える投資を目指すインフラ整備計画を発表しており、これが実現すれば米国経済はさらに上振れる可能性もある。実際こうした米国の状況を反映して、IMF（国際通貨基金）による最新の経済見通し（2018年1月調査）では、新興国の成長率見通しが前回（2017年10月調査）から据え置かれているのに対し、先進国の成長率見通しは2018年、2019年ともに前回から引き上げられている（図表5）。
- ・また世界的なIT（情報技術）関連財の需要拡大も引き続きわが国の輸出を後押ししよう。世界半導体市場統計（WSTS）による世界半導体市場規模の予測値（2017年11月予測）は、2017年（前年比+20.6%）、2018年（同+7.0%）とともに前回調査（2017年8月予測、2017年：同+17.0%、2018年：同+4.3%）から上方修正されており、ビッグデータ活用の際に必要なデータセンターやIoT（モノのインターネット）関連の需要などが想定を上回るペースで拡大していることが分かる（図表6）。
- ・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10～12月期に4四半期連続での増加となった。JNTO（日本政府観光局）によると、2017年の訪日外客数は2,869万人（前年比+19.3%）と過去最高を記録した（図表7）。特に中国や韓国からの訪日外国人客数がそれぞれ2017年に初めて700万人を突破するなどアジアからの旅行客が急増しており、この流れは今後も続く予想される。さらに日本政府が2020年開催の東京オリンピックに向けて積極的な外国人観光客の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が輸出の押し上げに寄与すると見込まれる。

図表6 半導体需要の見通しも上方修正



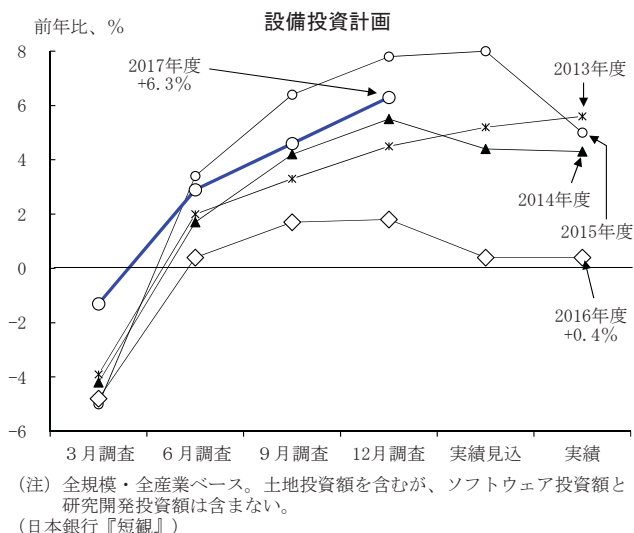
図表7 アジアからの旅行客増加が続く



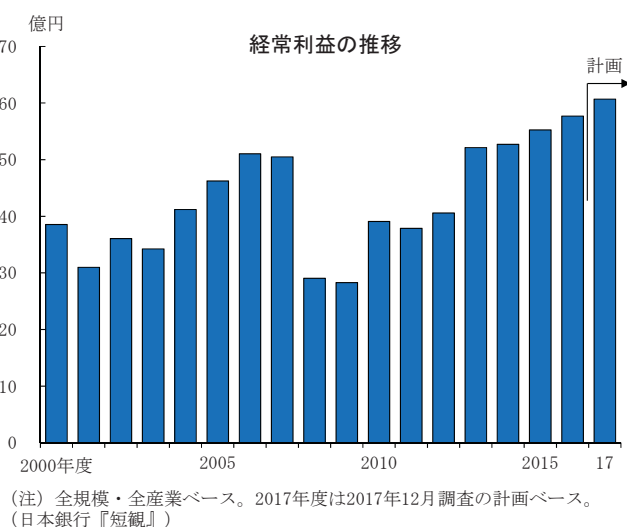
- ・世界経済が回復基調で推移する中、企業の設備投資に対する前向きな姿勢も崩れていない。日銀『短観（2017年12月調査）』によれば、2017年度の設備投資計画（全規模・全産業ベース）は前年比+6.3%と前回調査（同+4.6%）から上方修正され、12月調査としてはここ数年の中でも高めの伸びとなっている（図表8）。背景には企業の収益環境が良好な状態を維持していることがあり、日銀短観の経常利益（全規模・全産業ベース）

はリーマン・ショック前を上回る水準が2013年以降続いている（図表9）。こうした状況下において、後述の通り企業の人手不足感の強まりを受けた省力化投資が期待されるほか、設備の老朽化による更新投資なども今後さらに増えてくると考えられる。

図表8 企業の設備投資計画は堅調



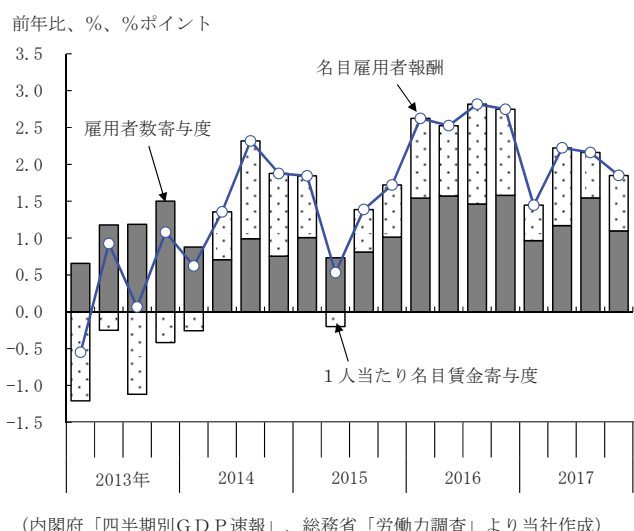
図表9 企業利益は足元で高水準を維持



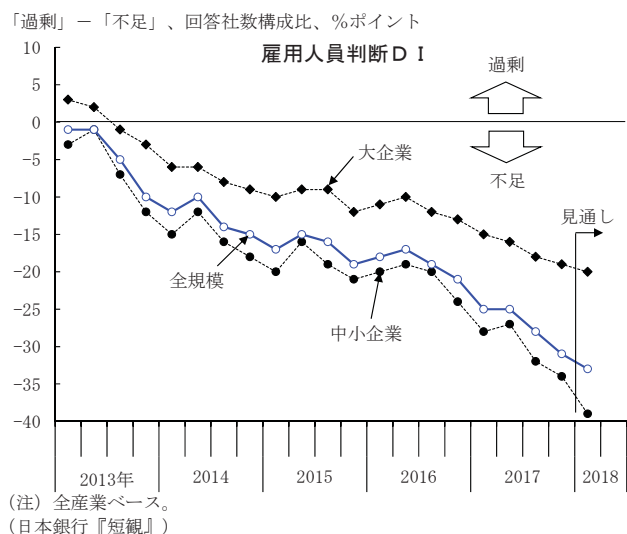
（家計部門：雇用・所得情勢の改善が個人消費を下支えする姿は変わらず）

- 次に家計部門をみると、個人消費は緩やかな増加基調を維持すると見込まれる。10～12月期の雇用者報酬（名目ベース）は前年比+1.9%と19四半期連続で前年水準を上回った（図表10）。日銀『短観（2017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」、全規模・全産業ベース）が前回（2017年9月）調査比3ポイント低下の-31となっており、企業の人手不足感はより強まっている（図表11）。また、雇用人員判断D Iの水準を企業規模別にみると、大企業よりも中小企業でより人手不足感が強く、労働需給の引き締め具合から判断すれば、この先、中小企業で賃金の増勢が強まりやすいと考えられる。

図表10 雇用者報酬は増加基調を維持

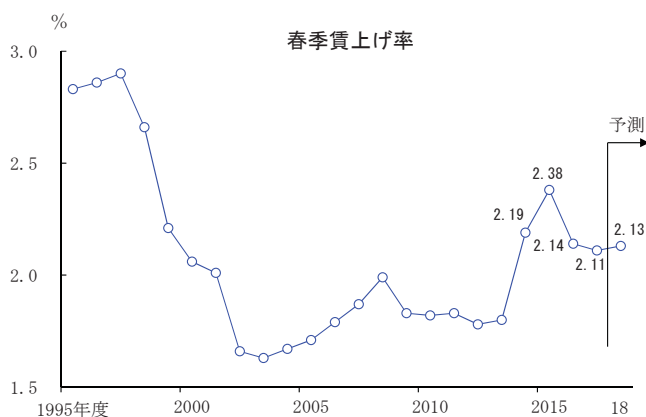


図表11 中小企業の人手不足感が強い



- ・他方で、労務行政研究所が発表した「2018年賃上げ等に関するアンケート調査」をみると、2018年の民間主要企業の春季賃上げ率（予測値）は2.13%となっている。政府が掲げる3%の賃上げ目標には届かないものの、5年連続で2%台を維持する見通しとなっていることから、大企業の基本給も緩やかな上昇基調を維持しよう（図表12）。

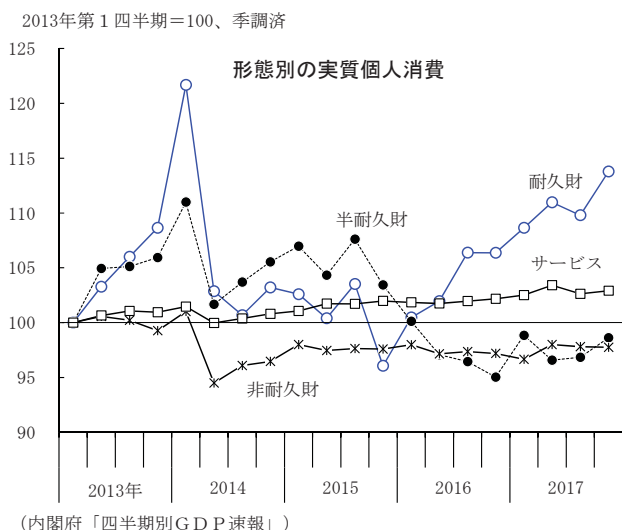
図表12 賃上げ率は2%超えの見通し



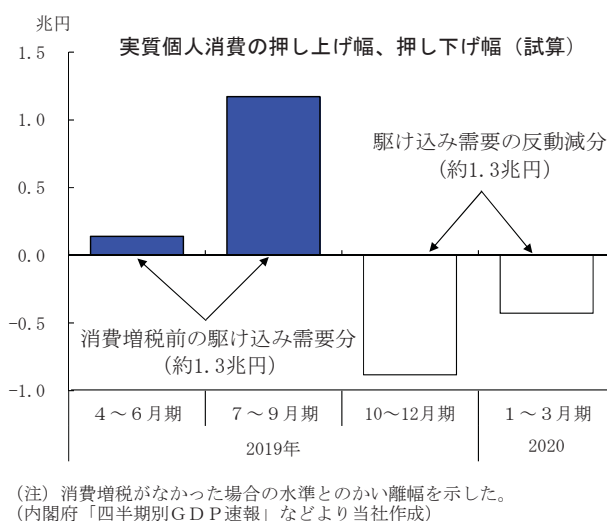
（注）2018年度は予測値。労務行政研究所が発表した「2018年賃上げ等に関するアンケート調査」の結果。
（厚生労働省「民間主要企業春季賃上げ要求・妥結状況」、労務行政研究所「2018年賃上げ等に関するアンケート調査」）

- ・また耐久財の買替え需要の顕在化も個人消費を支える要因となっている。エコカー補助金（対象期間：2009年4月～2010年9月、2011年12月～2012年9月）や、家電エコポイント制度（同：2009年5月～2011年3月）などが実施された際に購入された乗用車やテレビが買替え時期を迎えており、耐久財消費の伸びは堅調に推移している（図表13）。
- ・そして今後予定されている各種イベントも個人消費の押し上げにつながろう。2018年には現在開催中の平昌オリンピックのほか、6月にはサッカーのワールドカップが開催される。また来年2019年には、9月に日本でラグビーのワールドカップが予定されており、こうしたイベントを機にテレビなどの買替え需要に拍車がかかると考えられる。加えて2019年5月1日には、皇太子さまが新天皇に即位されることから祝賀ムードの高まりも

図表13 堅調な耐久財消費



図表14 消費増税の影響は比較的軽微



予想される。さらに2020年には東京オリンピックが控えていることから考えると、消費者マインドは今後上昇基調で推移することが見込まれ、個人消費を後押しすることになるだろう。

- こうした中、2019年10月に消費税率の引き上げ（8%→10%）が予定されている。図表14は消費税率の引き上げによる駆け込み需要とその反動による影響を試算したものであり、それぞれ1.3兆円程度（名目GDP比で0.2%程度）になると見込んでいる。今回は前回2014年（5%→8%）と比べて、消費税率の引き上げ幅は小さい。さらに食料品などを対象とした軽減税率が導入される予定であることなどを踏まえると、消費税率の引き上げに伴う家計の節約志向の強まりは限定的となるとみられ、個人消費の腰折れにつながることはないと考えられる。

（政府部門：公共投資は先行き減少が続く見込み）

- 政府部門では、公共投資がこの先も減少が続けると考えられる。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）は、2017年10～12月期に前期比+1.2%と3四半期ぶりに増加した（図表15）。しかし、2016年度補正予算（2016年10月11日成立）の効果で公共投資が押し上げられた2017年前半と比較すると水準自体は低い。足元の国内経済が堅調に推移していることを考えると今後大規模な経済対策が打ち出される可能性は現時点では低いと考えられ、公共投資はこの先減少傾向で推移するとみられる。

図表15 公共投資の先行指標は弱含み



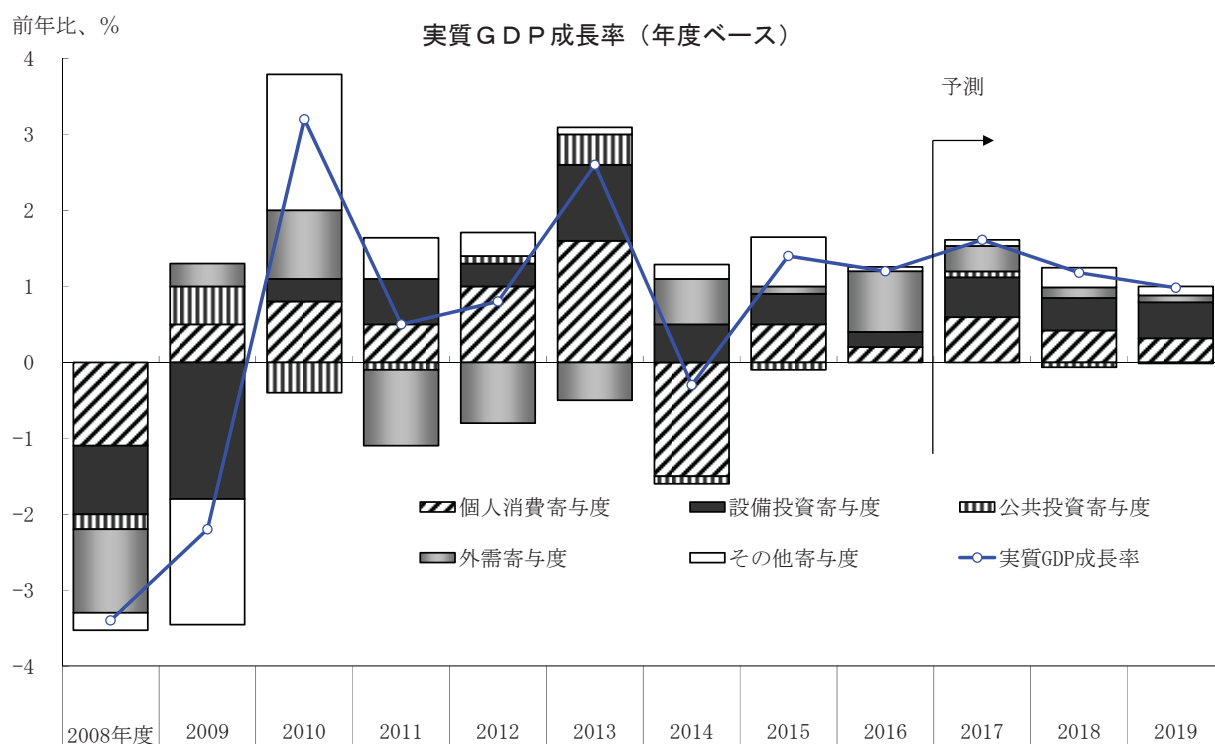
3. 今後の成長率見通しとリスク要因

（実質経済成長率は2018年度が+1.2%、2019年度が+1.0%と予測）

- 今後の景気を展望すると、2018・2019年度の日本経済は回復基調で推移すると見込まれる。すなわち、企業部門では米国を中心とする海外経済の拡大や、世界的な半導体の需要増加などに支えられ、輸出が増加基調で推移しよう。また良好な収益環境の中、企業の投資に対する前向きな姿勢も崩れず、設備投資も堅調に推移するとみている。他方で、家計部門では雇用・所得情勢の改善が今後も個人消

費を下支えしよう。加えて、東京オリンピックなどの各種イベントが消費マインドの改善に寄与し、耐久財の買替え需要と相まって個人消費を押し上げると見込んでいる。また、2019年10月に予定されている消費税率の引き上げ（8%→10%）は個人消費に逆風として働くものの、前回2014年と比べ引き上げ幅が小さいことなどを勘案すると、個人消費の腰折れにつながることはないと考えられる。なお、政府部門では国内経済が堅調に推移する中で、大型の経済対策が今後打ち出される可能性は低いとみられ、公共投資は先行き減少を予測する。以上を踏まえて、2018年度の実質GDP成長率を+1.2%、2019年度を+1.0%と予測した（図表16）。

図表16 この先も景気は回復基調を維持



（内閣府「四半期別GDP速報」などより当社作成）

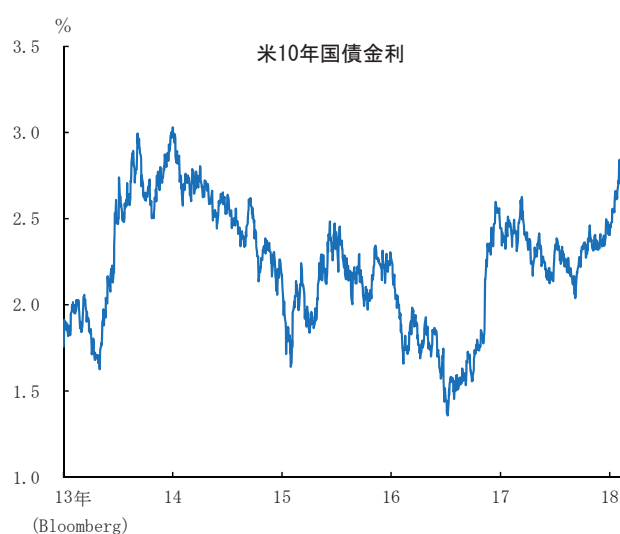
（「米長期金利の上昇」と「米中間選挙」には注意が必要）

- こうした状況下、今後の日本経済のリスク要因として、第一に「米長期金利の上昇」が挙げられる。2月初めに発表された1月の米雇用統計では、物価動向を判断する上で重要な賃金上昇率（平均時給）が前年比+2.9%と2009年6月以来の高い伸びとなった。これを受けて、米国の利上げペースが今後速まるのではないかと、思惑が急速に広がり、米10年国債金利は急上昇した（図表17）。そしてこの長期金利の上昇は企業の資金調達コストの増加要因となるため、この点が投資家に意識され米株価の大幅下落へとつながった。株価の弱い動きが今後も続けば、米国の企業や家計のマインド低下をもたらし、企業の資金調達コストの増加と相まって米国景気の腰折れを招きかねず、日本を含む世界経済にとっても下押し圧力となろう。
- また米国の財政悪化に対する懸念の高まりも米長期金利の上昇要因となる。税制改革法の成立や、今後予定されるインフラ投資といったトランプ米大統領の経済政策は米国の景気拡大に寄与するものの、その一方で財政赤字の拡大要因にもなる。先日、米議会に提出された2019会計年度（2018年10月～2019年9月）の予算教書では、財政赤字が9,840億

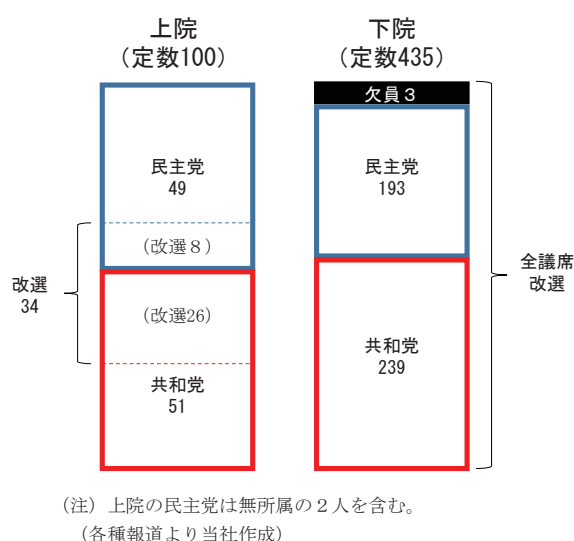
ドルと7年ぶりの水準にまで悪化すると見込まれている。こうした米国の財政悪化が米国債の格下げの思惑につながれば、米長期金利が急上昇することも考えられる。

- さらに第二のリスク要因として2018年11月に予定されている「米中間選挙」が挙げられる。現在、米議会は上院下院ともに与党共和党が過半数を確保している（図表18）。ただし、上院では与党共和党が過半数を1議席上回っているだけであり、米中間選挙の結果次第では過半数割れに追い込まれる可能性も十分に考えられる。仮にこうした状況に陥れば、トランプ米大統領の政策実現性に対する不透明感が急速に高まり、米国を中心に世界的な株安やリスク回避の円買いが急速に進む可能性がある点には注意する必要があるだろう。

図表17 米長期金利は足元で急上昇



図表18 米上下院の現有議席



図表19 2018年度・2019年度のわが国経済の見通し（2018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%）

	2016年度	2017年度			2018年度			2019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)	108.4	110.9	111.0	110.9	109.5	108.5	110.5	113.5	112.5	114.5
対ユーロ円レート(円/ユーロ)	118.8	130.0	126.3	133.7	136.5	135.5	137.5	140.5	139.5	141.5
米国実質GDP（暦年）	1.5	2.3	[1.8]	[3.0]	2.6	[2.5]	[2.5]	2.4	[2.4]	[2.3]
ユーロ圏実質GDP（暦年）	1.8	2.5	[2.7]	[2.4]	2.2	[2.2]	[2.0]	2.0	[2.0]	[2.0]
中国実質GDP（暦年）	6.7	6.9	6.9	6.8	6.4	6.6	6.3	6.1	6.2	6.0

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%）

	2016年度	2017年度			2018年度			2019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	1.2	1.6	[1.1]	[0.5]	1.2	[0.5]	[0.8]	1.0	[1.2]	[▲1.0]
個人消費	0.3	1.1	[0.7]	[0.3]	0.7	[0.3]	[0.4]	0.6	[1.4]	[▲2.0]
住宅投資	6.2	▲0.2	[0.7]	[▲4.6]	2.2	[2.2]	[5.1]	4.8	[5.8]	[▲7.4]
設備投資	1.2	3.3	[1.7]	[1.4]	2.7	[1.4]	[1.3]	2.9	[2.1]	[0.0]
政府消費	0.5	0.4	[0.3]	[0.1]	0.7	[0.4]	[0.3]	0.6	[0.6]	[▲0.1]
公共投資	0.9	1.6	[3.2]	[▲2.0]	▲1.3	[0.1]	[0.0]	▲0.3	[▲1.2]	[0.1]
輸 出	3.4	6.5	[2.1]	[4.0]	3.8	[1.0]	[1.4]	5.1	[3.4]	[2.2]
輸 入	▲1.0	4.2	[2.2]	[2.4]	3.0	[1.2]	[1.3]	4.5	[3.5]	[0.5]
寄 与 度										
国内需要	0.4	1.3	[1.1]	[0.2]	1.0	[0.5]	[0.8]	0.9	[1.2]	[▲1.4]
民間需要	0.3	1.1	[0.8]	[0.3]	1.0	[0.4]	[0.7]	0.8	[1.1]	[▲1.3]
公的需要	0.1	0.2	[0.2]	[▲0.1]	0.1	[0.1]	[0.1]	0.1	[0.1]	[▲0.0]
海外需要	0.8	0.3	[▲0.0]	[0.3]	0.1	[▲0.0]	[0.0]	0.1	[▲0.0]	[0.3]
名 目 G D P	1.0	1.6	[0.2]	[0.7]	1.8	[1.1]	[0.5]	1.9	[1.1]	[1.3]
新設住宅着工戸数（万戸）	97.4	95.6	49.7	45.9	93.5	47.5	46.1	92.5	49.3	43.1
（前年比、%）	5.8	▲1.9	▲0.7	▲3.1	▲2.1	▲4.4	0.4	▲1.2	3.8	▲6.4
鉱工業生産	1.1	4.8	[2.4]	[2.2]	2.7	[1.0]	[1.1]	2.2	[1.4]	[0.5]
国内企業物価	▲2.3	2.8	2.5	3.0	1.5	2.2	0.7	1.4	0.4	2.5
消費者物価	▲0.2	0.7	0.5	0.9	1.1	1.1	1.1	1.7	1.2	2.1
完全失業率（%）	3.0	2.8	2.9	2.8	2.7	2.8	2.7	2.7	2.7	2.6

（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。