

## 日本経済改訂見通し：成長率は2017、18年度とも1.3%を予想、輸出頼み続くが需給ギャップは解消、デフレ圧力緩和へ

1～3月期の実質GDPは前期比+0.5%（年率+2.2%）、5四半期連続のプラス成長となり、日本経済の拡大が続いていることが確認された。ただ、輸出頼みの成長が続いており、今後も設備投資、個人消費に大きく期待できない状況が見込まれる。それでも前期比年率1～2%程度の成長を維持し、需給ギャップは2017年半ばには解消、デフレ脱却に向けた改善が続く見通し。

### 実質GDP成長率は5四半期連続のプラス成長に

5月18日に発表された2017年1～3月期GDPの1次速報値は前期比+0.5%（年率+2.2%）となった。前期比プラス成長は2016年1～3月期から5四半期連続であり、GDP成長率は日本経済が1年以上に渡って拡大を続けていることを示した。

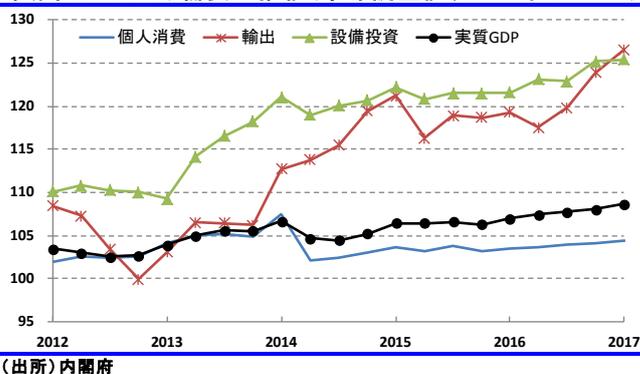
プラス成長が続いた5四半期の間（2015年10～12月期→2017年1～3月期）に実質GDPは2.2%拡大したが、同じ期間の主な需要の変化を見ると、輸出の6.6%増が際立っており、設備投資（3.2%増）も比較的健闘したが、個人消費（1.3%増）は小幅な増加にとどまった。なお、公共投資は景気対策の効果が出ていないことから3.9%減少した。また、実質GDP2.2%増に対する寄与度は、輸出が1.1%Ptと半分を占め、個人消費（0.7%Pt）と設備投資（0.5%Pt）の合計と概ね同程度であり（公共投資は▲0.2%Pt）、輸出主導の成長であったことが分かる。

さらに最近3四半期に限れば、実質GDPの増加1.1%に対して、輸出の寄与度は1.2%Pt（7.6%増）にも上り、個人消費の0.4%Pt（0.8%増）、設備投資の0.3%Pt（1.9%増）を大きく上回った<sup>1</sup>。最近では輸出頼みの成長という姿が鮮明となっている。

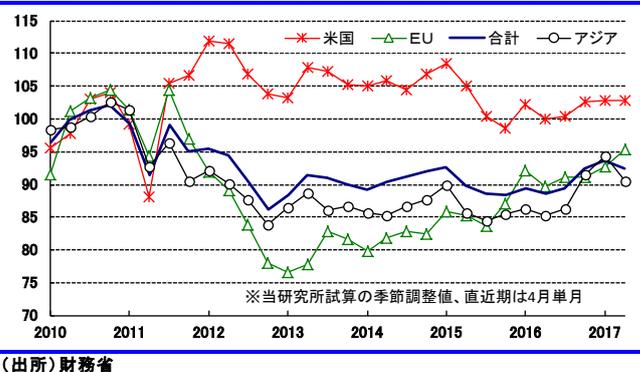
### 輸出の増勢は弱まる可能性

こうした現状から、今後の景気を見通す上では、輸出の動向が最大の注目点だと言える。本日発表された4月の貿易統計では、輸出数量指数が前年同月比+4.1%とプラスを維持したものの、3月の+6.6%や1～3月平均の前年同期比+5.1%と比べ鈍化しており、増勢が弱まっている。当研究所試算の季節調整値で見ても4月は前月比▲2.8%、1～3月期の水準と比べても1.4%下回っており、4～6月期の輸出が前期比で4四半期ぶ

実質GDPと主な需要の推移（季節調整値、2010年Q1=100）



輸出数量指数の推移（季節調整値、2010年=100）



<sup>1</sup> そのほか、公共投資は▲0.2%Pt（4.3%減）、輸入が▲0.4%Pt（2.4%増）であった。

りのマイナスに転じる可能性を示唆した。

仕向地別の状況（季節調整値）を見ると、米国向けは4月の水準が1~3月期に比べて概ね横ばい、EU向けは2.7%上回っており、いずれも底堅く推移しているが、アジア向けは4%下回り落ち込みが顕著である。アジア向けのうち、数量が把握できるものでは、自動車部品やIC（半導体）、鉄鋼、プラスチックの減少が大きかった。また、アジア向けのうち中国向けは概ね横ばい（+0.3%）につき、ASEAN向けやNIEs向けが低調だった模様である。

今後を展望すると、景気堅調な欧米向けは引き続き底堅く推移すると見込まれる。このところ政治や地政学的なリスクの高まりを背景に円高地合いで推移するドル円相場についても、既に利上げモードに入った米国と量的金融緩和の相当期間の継続を余儀なくされる日本とのファンダメンタルズの違いを反映して、円安ドル高基調が続くとみられ、輸出拡大の追い風となろう。アジア向けも中国経済の堅調な拡大やASEANの景気拡大加速が期待され、再び増勢を強めることが期待される。ただし、これまで輸出の拡大を牽引してきた自動車部品や半導体関連については、現地内製化やブーム一巡が見込まれるため、輸出全体で見れば増勢は徐々に弱まる可能性が高いとみておくべきであろう。

### 設備投資は緩やかな増勢を維持

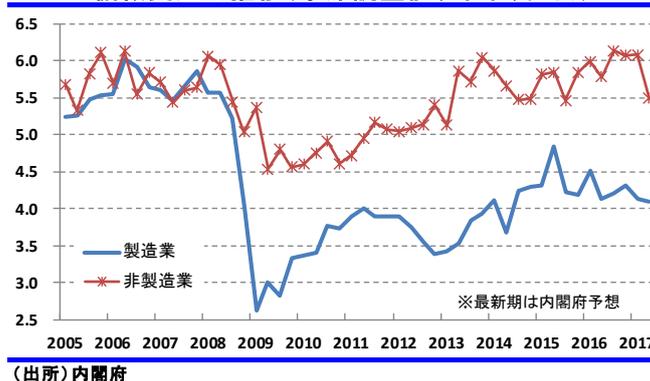
国内民間需要については、比較的健闘している設備投資の拡大がいつまで続くのかが、まずは注目される。

設備投資の足元の状況を確認すると、GDP統計では直近1~3月期に既に前期比+0.2%とほぼ横ばい程度にとどまっていることに加え、先行指標の機械受注（船舶・電力を除く総合）が1~3月期に前期比▲1.4%と3四半期ぶりの減少に転じている。さらに、4~6月期の機械受注（内閣府予想）は前期比▲5.9%と落ち込みが加速する見通しであり、今後、設備投資がピークアウトする可能性が示されている。

機械受注を業種別に見ると、製造業からの受注が1~3月期に前期比▲4.2%と大きく落ち込んでおり、足元では製造業が全体の足を引っ張っている。さらに、4~6月期は、製造業で減少が続く（前期比▲1.1%）ことに加え、これまで比較的好調であった非製造業で9.6%もの大幅減が見込まれており、設備投資の息切れが広がる姿になっている。一方で、日銀短観3月調査の2017年度設備投資計画は、前年比▲1.3%とマイナスながら3月調査としては過去5年間の最高だった2012年度と同水準を記録<sup>2</sup>、企業の設備投資に対する強気な姿勢が確認された。両者を合わせて考えると、機械受注が示す当面の設備投資減少は最近の不透明感強まる内外政経情勢を反映した一時的な動きと理解することができよう。

ただ、より長い目で見れば、機械投資が中心となる製造業の設備投資は、前回のピークである2006年頃から既に10年が経過しており、一般的に言われる10年サイクルを前提とし、途中のリーマン・ショックによる落ち込みをどう評価するのかという問題を横に置けば、そろそろピークアウトの時期を迎えても不

機械受注の推移（季節調整値、年率、兆円）



<sup>2</sup> 日銀短観3月調査の結果については、2017年4月3日付 Economic Monitor「日銀短観（3月調査）：企業景況感の改善続くが設備投資の拡大計画は先送り」も参照されたい。

思議ではない。よりマクロ的な視点であるストック循環から見ても<sup>3</sup>、現在の設備投資の状況は期待成長率1.5%に相当しており、拡大を続けるためには期待成長率がさらに高まる必要があるが、それは現実的な想定ではないだろう。そのため、今後の設備投資は、企業業績の回復や海外景気の持ち直しを背景に短観が示す比較的強気な計画を一部実現し、2017年度も通年で拡大を続けるとみられるが、その拡大ペースは2016年度（前年比+2.3%）と同程度にとどまろう。

## 緩やかな賃金上昇により個人消費の増勢加速は期待薄

また、景気の本格的な回復には個人消費の復調が不可欠である。その意味で、1~3月期に個人消費が大方の予想に反して前期比+0.4%と比較的堅調な拡大を見せたことは明るい材料ではある。

個人消費（国内家計消費）の財別内訳を見ると、食料品などの非耐久財（1~3月期前期比▲0.6%）は減少が続いた一方で、自動車や家電などの耐久財（+2.0%）やサービス（+0.4%）の拡大が続き、衣料品などの半耐久財（+3.2%）が6四半期ぶりの増加に転じたことが、全体を押し上げた。

ただ、小売販売統計は、1~3月期の衣料品専門店や百貨店・スーパーでの衣料品の販売不振を示しており、上記のようなGDP統計の半耐久財消費の増加には違和感がある。個人消費の1~3月期の良好な数字は、若干割り引いてみておくべきであろう。

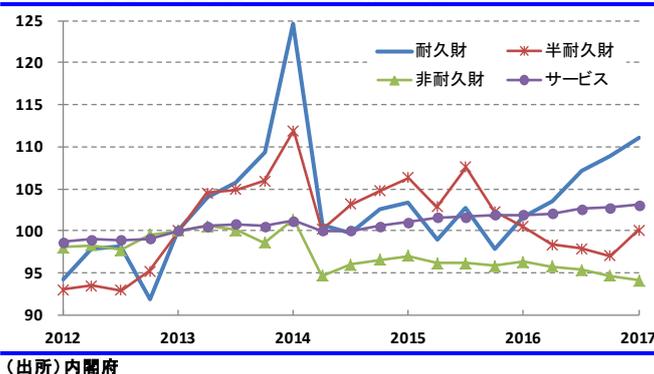
今後を展望するにあたって、増加を期待していた夏のボーナスについて、悪化の可能性を示唆する調査結果<sup>4</sup>も出ている。春闘の結果が示す通り、今年の賃金上昇は中小企業が主役であり、大企業中心となりがちなるボーナス調査の結果が全てではないが、今後も賃金の改善ペースは緩慢なものにとどまり、個人消費の拡大ペース加速を見込み難い状況だと言える。

## 1%台半ばの成長ながら需給ギャップは解消

以上を踏まえると、今後の実質GDP成長率は、最近の前期比年率1~2%程度から大きく加速することはなく、その結果、2017年度、2018年度とも2016年度と同じ前年比+1.3%程度になると予想される。

こうした経済成長を前提とすれば、2016年10~12月時点でGDP比▲0.4%（内閣府試算）とされる需給ギャップは、潜在成長率を0.8%程度とした

財別家計消費の推移(季節調整値、2013年=100)



(出所)内閣府

日本経済の推移と予測(年度)

前年比, %, %Pt	2014 実績	2015 実績	2016 予想	2017 予想	2018 予想
実質GDP	▲0.5	1.2	1.3	1.3	1.3
国内需要	▲1.0	1.1	0.5	1.0	1.2
民間需要	▲1.4	1.1	0.8	1.2	1.4
個人消費	▲2.7	0.5	0.6	0.9	1.0
住宅投資	▲9.9	2.8	6.6	▲2.5	▲1.7
設備投資	2.4	0.6	2.3	2.0	2.1
在庫投資(寄与度)	(0.5)	(0.4)	(▲0.3)	(0.2)	(0.3)
政府消費	0.4	2.1	0.6	0.4	0.9
公共投資	▲2.1	▲1.9	▲3.2	▲0.2	▲1.3
純輸出(寄与度)	(0.6)	(0.2)	(0.7)	(0.3)	(0.1)
輸出	8.8	0.7	3.1	5.4	3.5
輸入	4.3	0.2	▲1.4	3.2	2.8
名目GDP	2.0	2.7	1.2	1.7	1.4
実質GDP(暦年ベース)	0.3	1.1	1.0	1.4	1.3
鉱工業生産	▲0.5	▲1.0	1.1	3.4	1.6
失業率(%、平均)	3.5	3.3	3.0	2.8	2.7
経常収支(兆円)	8.7	17.9	20.2	19.4	15.3
消費者物価(除く生鮮)	2.8	▲0.0	▲0.2	0.8	1.1

(出所)内閣府ほか、予想部分は当研究所による。

<sup>3</sup> 2017年2月22日付「日本経済情報2017年2月号」参照。

<sup>4</sup> 日経新聞(5/22)の調査によると、上場企業など大手218社の今年の夏のボーナスは、前年同期比2.75%減少となる見通し。

場合、2017年4～6月期にも解消する。そのため、今後は資源価格の持ち直しや為替相場の円安地合いに加え、国内需給の面からもデフレ圧力が低下し、消費者物価（除く生鮮食品）の上昇率は2017年度中にも前年比で1%に到達すると予想される。日銀が目標とする2%にはまだ距離感はあるが、デフレからの完全な脱却を展望できる状況にはなろう。リスクは引き続き円高の進行である。