

日本経済情報 2017年6月号

Summary

【内容】

1. 日本経済の現状

個人消費はマインド改善もあり持ち直し続く

設備投資は持ち直し一服の兆し

住宅投資は徐々に持ち直し

公共投資は力強く拡大

輸出は増勢鈍化

2. 日本経済の見通し

緩やかな賃金上昇により個人消費の増勢は加速せず

輸出は増勢維持、設備投資は再び拡大

1%台半ばの成長続きデフレ脱却が視野に

日本経済改訂見通し～輸出から内需へのバトンタッチに期待

政府は6月の月例経済報告で景気の基調判断を上方修正したが、その主役は個人消費、設備投資、住宅建設、公共投資である。

個人消費は、百貨店やスーパーの売上が5月にやや悪化するも、コンビニを含め4～5月平均で見れば1～3月期よりも改善、乗用車販売も軽自動車や普通車が回復している。個人消費は、消費者マインドの改善もあって持ち直しの動きを継続している。

設備投資は、先行指標の機械受注が1～3月期いて4～6月期も前期比で減少する可能性が出ており、持ち直しの動きが一服する兆し。特に非製造業の設備投資がピークアウトの懸念。

住宅投資は、持ち家を中心に持ち直しつつある。今後は貸家の落ち込みを、金利上昇への警戒感や次の消費増税への意識を追い風とする持ち家や分譲住宅の需要拡大がある程度カバーしよう。

公共投資は、昨年打ち出された景気対策や今年度予算の執行が本格化しており、当面は景気を下支えすることが期待される。

一方で、これまで景気の牽引役であった輸出は、5月に若干持ち直すも、3～4月の落ち込みをカバーできず、4～6月期は4四半期ぶりの前期比マイナスに転じる可能性が出てきた。

以上を踏まえ、今後を展望すると、個人消費は増勢こそ維持するものの、緩やかな賃金の上昇により拡大ペースの加速は期待できない。輸出はペースが鈍化するものの増勢を維持しよう。これらの増加を受け、一旦は減少が見込まれる設備投資も再び拡大基調となろう。

その結果、今後も前期比年率1～2%程度のプラス成長が続き、通年の成長率は2017年度、2018年度とも前年比+1.3%程度となると予想する。

こうした経済成長を前提とすれば、需給ギャップは2018年度終わり頃にはGDP比1%程度まで需要超過幅が拡大、過去の例に倣えば消費者物価上昇率は前年比1%前後まで高まることになる。デフレからの完全な脱却を展望できる状況にはなろう。リスクは円高であり、政治リスクや地政学的リスクには引き続き注意が必要。

1. 日本経済の現状

政府は、6月22日に発表した月例経済報告において、景気を「緩やかな回復基調が続いている」とした。前月との比較では「一部に改善の遅れもみられるが」という文言が削除されており、判断を上方修正したことになる。詳細を見ると、個人消費や設備投資、住宅建設、公共投資の評価が好転しており、これらが上方修正の主役となった。以下、これらを中心に景気の現状を詳しく見ていく。

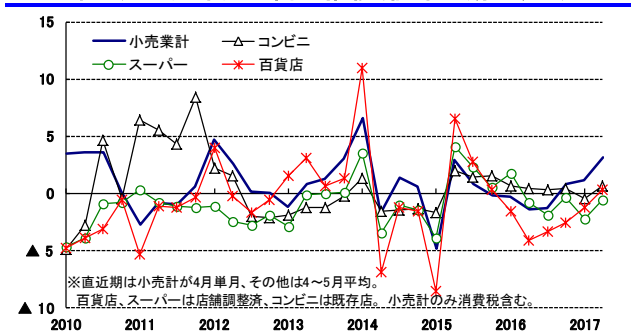
個人消費はマインド改善もあり持ち直し続く

まず、個人消費について、4月に立ち直りを見せた小売販売の動きを確認すると、5月の百貨店売上高（店舗数調整済）は前年同月比▲0.0%となり、4月の+0.7%から伸びが鈍化した。インバウンド需要に支えられて化粧品など雑貨が好調だったものの、主力の衣料品が女性用を中心に落ち込んでおり、盛り上がりを欠いている。ただ、4~5月を平均すると前年同期比+0.4%となり、1~3月期の▲1.2%から改善、年初からの傾向としては持ち直しが続いている。

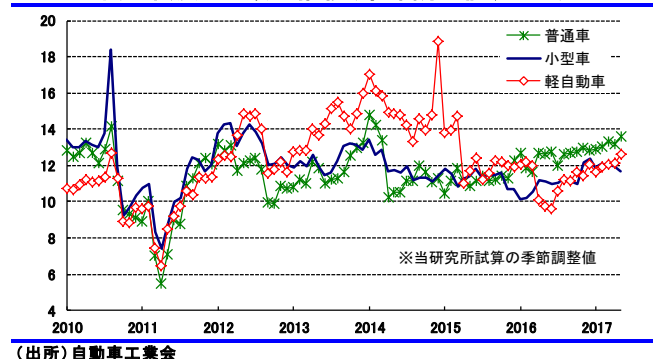
スーパー売上高（店舗数調整済）も、4月の前年同月比+0.6%から5月は▲1.8%とマイナスに転じた。主力の食料品（4月前年同月比+0.7%→5月▲1.4%）が野菜の価格下落などから落ち込んだほか、衣料品（+0.2%→▲2.2%）も振るわなかった。ただ、百貨店同様、4~5月平均の前年同期比▲0.6%は1~3月期の▲2.2%から改善していることに加え、5月の落ち込みが価格下落による部分が大きい（実質的にはさほど落ちていない）ことも併せて考えると、持ち直し傾向にはあると言える。

コンビニ売上高（既存店）は、4月の前年同月比+0.3%から5月は+1.0%へ伸びを高めた。主力の日配食品（4月+1.1%→5月+0.9%）は伸び悩んだものの、レジャー関連消費の好調さを映じてチケット販売などのサービス（▲0.2%→+14.0%）が大幅に増加し、全体を押し上げた。その結果、4~5月平均では前年同期比+0.7%となり、閏年の反動もあって落ち込んだ1~3月期（▲0.5%）から大きく改善した。

業態別小売売上高の推移(前年同期比、%)



乗用車販売台数の推移(季節調整値、万台)



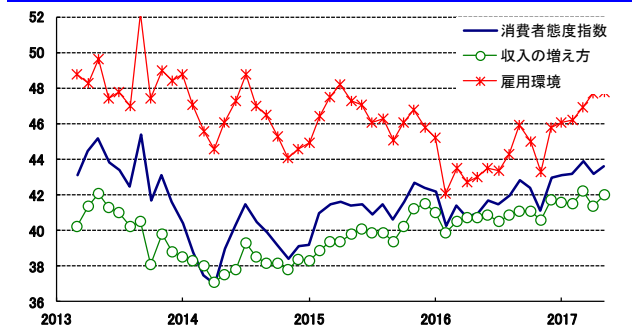
そのほか、乗用車販売も緩やかな持ち直し傾向にある。5月の乗用車販売台数は前月比+1.7%の年率454.8万台（当研究所試算の季節調整値）となり、前年同期比で+13.4%となる水準まで高まった。昨年の燃費不正問題により大きく落ち込んだ軽自動車の復調が顕著なほか、普通車（3ナンバー車）も回復しており、2014年4月の消費増税による落ち込み（駆け込み需要の反動落ち）が完全に一巡し、所得環境の改善や株価上昇が販売を後押ししているとみられる。

実際に、代表的な消費者マインドの指標である消費者態度指数は、4月の43.2から5月は43.6へ上

昇、緩やかな改善傾向を維持している。内訳を見ると、「雇用環境」が6ヵ月連続で上昇（11月43.3→5月47.8）、「収入の増え方」も4月の41.4から5月は42.0へ改善、今年3月（42.2）に続いて2013年5月（42.1）以来となる42以上の水準を回復している。

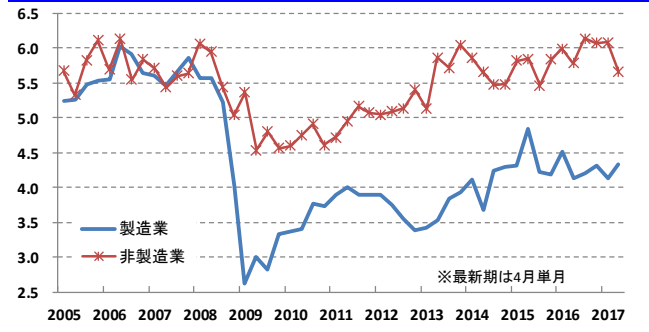
以上のような物販動向から見る限り、個人消費は5月にかけて、消費者マインドの改善もあって、月例経済報告が示すように持ち直しの動きを続けていると評価できる。

消費者態度指数の推移(季節調整値)



(出所)内閣府

機械受注の推移(季節調整値、年率、兆円)



(出所)内閣府

設備投資は持ち直し一服の兆し

設備投資も、GDP統計では2016年10～12月期の前期比+1.9%に続き、2017年1～3月期も+0.6%と増勢を維持している。また、先行きについても日銀短観などの調査で2017年度も企業の比較的強気な計画が確認されており、拡大が期待されているのは事実である。

しかしながら、設備投資の先行指標である機械受注（船舶・電力を除く民需）は、4月に前月比▲3.1%と3ヵ月ぶりに減少、4月の受注額は1～3月期の水準を1.7%下回った。このままでは1～3月期の前期比▲1.4%に続いて4～6月期も減少となり、実際の設備投資も頭打ちすることになる。4～6月期については、内閣府が前期比▲5.9%と見込んでおり、それに比べれば今のところ小幅な落ち込みにとどまっているが、機械受注が2四半期連続で減少すれば設備投資の持ち直しが一服する可能性が高くなる。設備投資の先行きを占う意味で、5月以降の数字が注目される。

なお、機械受注を業種別に見ると、4月の製造業からの受注は前月比+2.5%となり、3ヵ月連続の増加、底入れから持ち直しの動きを見せた（右上図）。一方、1～3月期まで拡大傾向にあった非製造業からの受注は4月に前月比▲5.0%と2ヵ月連続の減少、1～3月期と比べて4月は7.0%も下回っており、非製造業の設備投資がピークアウトする可能性を示した。

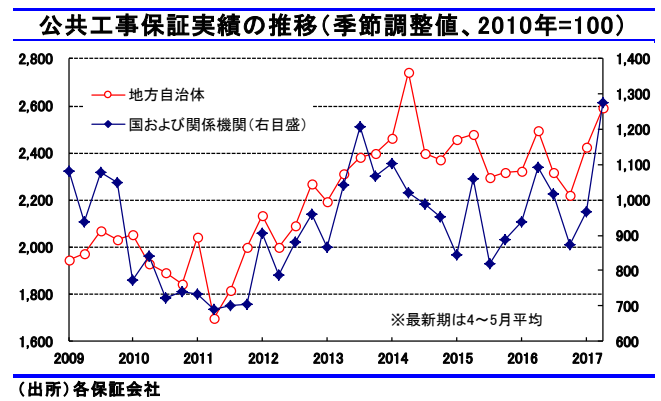
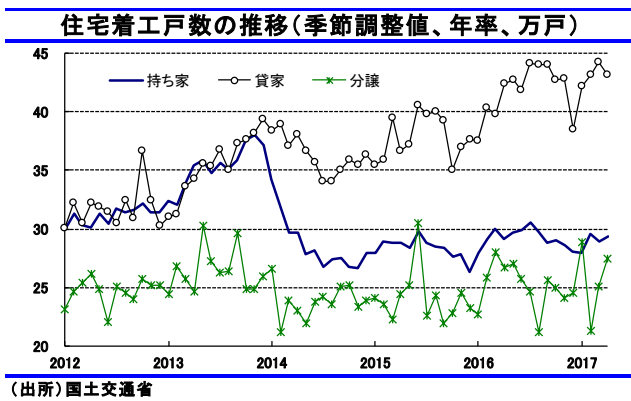
住宅投資は徐々に持ち直し

住宅投資（住宅建設）について、6月の月例経済報告では前月の「弱含んでいる」から「横ばいとなっている」へ上昇修正された。実際に住宅着工戸数を見ると、2月に前月比▲6.1%の年率94.0万戸へ減少した後、3月は+4.7%の98.4万戸へ、4月はさらに+2.0%の100.4万戸へ増加し、1月の100.1万戸を僅かながらも上回っている。住宅着工とは建設開始であり、4月にかけて住宅着工の水準が回復したことは、足元で住宅建設が年初頃の水準に戻しているということになる。

住宅着工戸数の内訳を見ると（次ページ左上図）、持ち家（1月27.9万戸→4月29.4万戸）の増加が

顕著である。2019年10月に予定される消費増税¹が視野に入り始める中で、金利上昇への警戒感が着工を押し上げる要因になりつつあるとみられる。貸家（42.3万戸→43.2万戸）は、2015年1月の相続税制改正以降、水準を高めてきたが、このところ概ね横ばい推移となっている。貸家市場が供給過剰気味となり頭打ち感が出始めているようである。分譲住宅（28.9万戸→27.5万戸）は、分譲住宅は、東京五輪・パラリンピック選手村の着工により1月に大きく水準を高めたが、2月に反動落ちし、3月以降は持ち直している。新築マンションの契約率（全国）は70%を下回る月が多く、市場の状況は良好とは言えないが、今後は持ち家同様、消費増税や金利上昇懸念が徐々に需要を押し上げよう。

以上を整理すると、住宅投資は、足元で持ち家を中心に持ち直しつつあり、今後は貸家の落ち込みを、金利上昇への警戒感や次の消費増税への意識を追い風とする持ち家や分譲住宅の需要拡大がある程度カバーすると見込まれる。



公共投資は力強く拡大

公共投資は、昨年8月に閣議決定された「未来への投資を実現する経済対策」に盛り込まれた事業のうち、国の事業については10月11日に成立した2016年度第2次補正予算で予算化され、地方の事業とともに順次実行されているようである。

その様子は、公共事業（前払金）保証の動きで確認できるが（右上図）、国及び関係機関（独立行政法人）が発注する事業に係る保証額は2017年1～3月期に前期比+10.7%の大幅増となり、さらに新年度の予算執行も加わって4～5月平均は1～3月期を32.0%も上回っている（当研究所試算の季節調整値）。また、規模が国の約2倍に上る地方自治体（含む地方公社）の発注は、1～3月期に前期比+9.2%、4～5月平均はさらに6.8%拡大しており、国・地方とも公共事業の執行が急速に進んでいることが見て取れる。

実際の公共投資（工事）は、こうした保証を受けて動き出すため、足元では公共投資が力強く拡大しているとみられる。今後も、今年度の予算執行が一巡するまで景気の拡大を下支えすることが期待される。

輸出は増勢鈍化

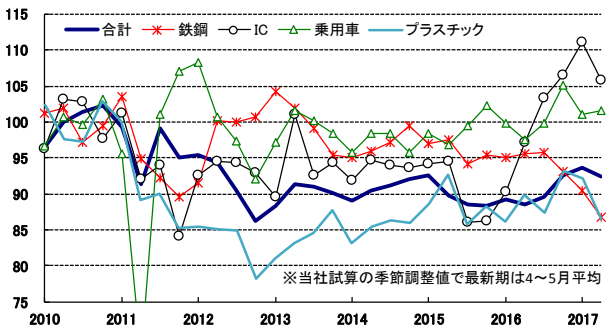
国内需要の一部に改善の動きが見られる中で、このところの景気持ち直しを牽引してきた輸出は、増勢が弱まっている。5月の輸出数量指数は前年同月比+7.5%となり、4月の+4.1%や1～3月期の前

¹ 過去の例を踏まえれば、現行の消費税率が適用されるのは増税の半年前（2019年4月）までの契約となる。

年同期比+5.1%から伸びが高まったが、3月から4月にかけての落ち込みを取り返すには不十分であり、当研究所試算の季節調整値では4~5月平均の水準が1~3月期を1.3%下回った。すなわち、6月に大幅増加しなければ4~6月期の輸出数量指数は4四半期ぶりに前期比でマイナスとなってしまいうわけである。

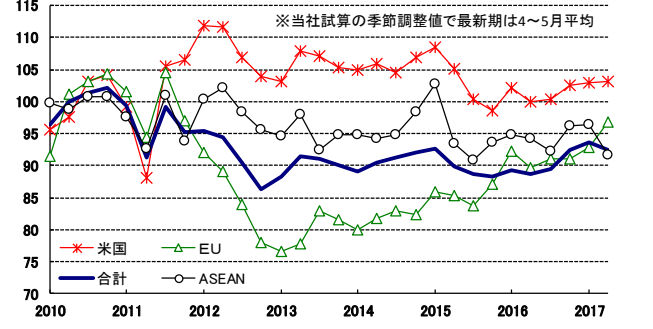
なお、輸出数量指数（季節調整値）を財別に見ると、1~3月期に前期比▲3.9%と落ち込んだ乗用車は4~5月に下げ止まったものの、鉄鋼（1~3月期前期比▲2.8%→4~5月▲4.1%）やプラスチック（▲1.2%→▲6.3%）は落ち込みが加速、これまで輸出を牽引してきたIC（半導体）も4~5月は1~3月期を4.7%下回り減少に転じている。

財別輸出数量指数の推移(季節調整値、2010年=100)



(出所)財務省

仕向地別輸出数量指数の推移(季節調整値、2010年=100)



(出所)財務省

また、仕向け地別の動きを見ると、EU向けは4~5月平均の水準が1~3月期を4.3%も上回り、1~3月期の前期比+2.0%から増勢を強めているが、米国向け（1~3月期前期比+0.2%→4~5月平均+0.3%）は自動車の持ち直しをその他の品目の落ち込みが減殺し概ね横ばい、アジア向け（+2.5%→▲1.3%）は鉄鋼やICが大きく落ち込んだASEAN向けを中心に減少に転じている。中国向けも4~5月は自動車部品やプラスチック、鉄鋼などが落ち込み小幅減少した模様である。

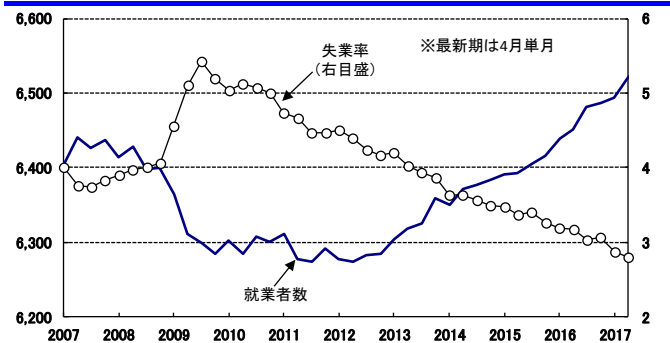
2. 日本経済の見通し

以上の通り、日本経済は、これまで牽引役だった輸出の増勢に陰りが見られる一方、個人消費が持ち直しつつあり、公共投資が増勢を強めるなど、内需の一部に改善の動きが確認されている。そうした中で、先行指標に悪化が見られる設備投資が拡大基調を取り戻せるかどうか景気の先行きを見通す上で重要なポイントとなろう。そして、その前提条件となる、個人消費がこのまま回復に向かうのか、輸出が再び増勢を強めるのかどうかということが、より重要であろう。以下、これらの点について見ていきたい。

緩慢な賃金上昇により個人消費の増勢は加速せず

まず、個人消費を取り巻く環境について見ると、雇用情勢の改善に比べ、賃金の上昇ペースは依然として緩慢である。4月の就業者数は前月から28万人増加、失業率は1994年6月以来の低水準となる2.8%を3

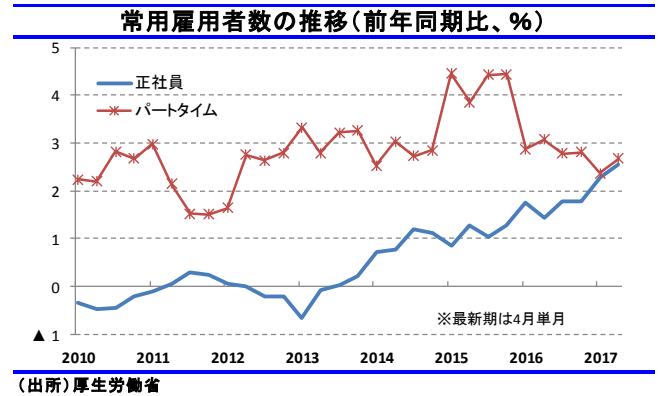
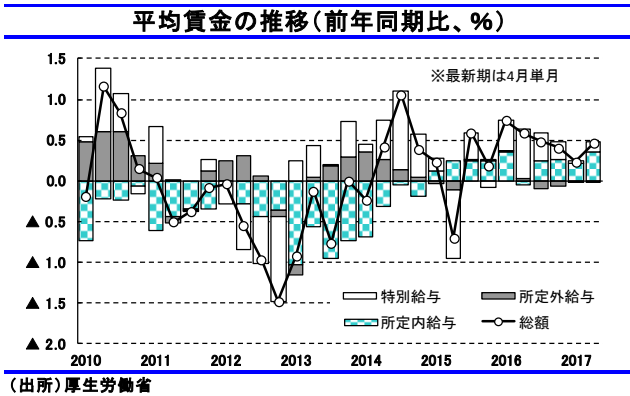
就業者数と失業率の推移(季節調整値、万人、%)



(出所)総務省

ヵ月連続で記録、有効求人倍率は1974年2月以来の高水準となる1.48まで上昇し、労働需給は一段と逼迫している。

にもかかわらず、4月の平均賃金は前年同月比+0.5%の小幅増加にとどまっている。3月の0.0%からは伸びが高まったものの、失業率が最近と同水準だった1994年前半の賃金上昇率+3.1%と比べると著しく見劣りする。決定的な違いは基本給（所定内給与）の伸びであり、当時の+2.2%に対して、2017年4月は+0.4%にとどまっている。



労働需給の逼迫度に比べて賃金の上昇が抑制されている大きな要因として、雇用の拡大が賃金水準の比較的低いパートタイム中心であったことが従前から指摘されている。実際に2010年以降の状況を常用雇用者数²の動きで見ると（上右図）、パートタイム労働者は概ね前年比2~3%のペースで拡大しているが、正社員は2013年まで前年比ゼロ前後、つまり横ばいで推移しており、2014年になってようやく増加し始めている。背景には、雇用拡大を牽引してきた外食産業においてパートタイム労働者へのシフトが限界に達しつつあること、パートタイム労働者の割合が比較的低い建設業で堅調な雇用拡大が続いていること、などが挙げられる

注目は、2017年に入り、パートタイム労働者と正社員の増加ペースが概ね同程度、すなわちパートタイム労働者へのシフトに歯止めが掛かりつつある点である。上記の要因に加え、労働市場の逼迫を受けて企業が雇用確保のため正社員の採用を積極化していることも背景とみられるが、こうした動きは労働者全体の平均賃金の伸びを押し上げることとなる。

一方で、今夏のボーナスについては、多くの予測機関が前年比で増加を見込んでいた中で、大手企業中心の調査結果は前年割れとなっている³。今春闘の結果を踏まえると、今年は夏のボーナスも大手企業より中小企業の方が高い伸びが期待できそうであるが、それでも前年度に大幅増益となった大手企業が予想外の前年割れとなれば、付加価値の増大と分配の拡大による景気回復の好循環に黄信号が灯ることになる。個人消費は当面、賃金の緩慢な上昇により、現状程度の緩やかな拡大を続けるにとどまるとみえておくのが無難であろう。

² 期間の定めなく雇用されている労働者。したがって、有期契約の契約社員やアルバイトは除かれる。

³ 前年同期比▲2.75%となった日経新聞（5/22、大手218社対象）の調査に続き、経団連がまとめた「夏期賞与・一時金受給状況」（一次集計、252社）でも前年同期比▲4.56%と前年割れであった。

輸出は増勢維持、設備投資は再び拡大

輸出については、前号⁴で示した通り、海外景気の拡大や為替相場の円安傾向が追い風となり、ペースは鈍化しても増勢を維持すると見込まれる。先に見た通り牽引役であった半導体輸出は増勢が一服しているが、IoTやAI、自動運転、フィンテックなど情報技術分野の成長を背景に半導体関連分野の需要拡大が続き、再び増勢を取り戻すとみられる。そのほか、中国などで進む生産効率化・自動化の動きは日本からの生産設備用機械の輸出増加につながる事が期待される。

そして、個人消費の緩やかな拡大と輸出の増勢維持は、企業業績の回復も相俟って、一旦は減少が見込まれる設備投資を再び拡大させることとなろう。5月調査の財務省「法人企業景気予測調査」によると、2017年度の設備投資は全産業で前年比+3.8%（製造業+8.7%、非製造業+1.0%）の増加が計画されている。

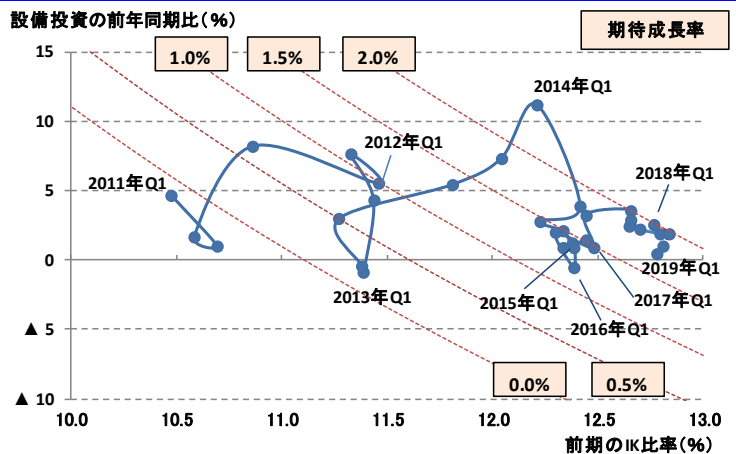
ただし、設備投資の拡大は長続きしない可能性が高い。一定の前提を置いて試算した設備投資と資本ストック（設備投資残高）との関係から導かれる足元の期待成長率は1.5%程度（右図）、つまり現在の設備投資の拡大ペースは既に1.5%程度の成長率に見合ったものということになる。今後、景気が回復に向かったとしても、企業の期待成長率が2%を超えて高まるとは考え難いため、設備投資の拡大余地も限られる。設備投資の拡大は早ければ2017年中に、遅くとも2018年には一旦ピークアウトするとみえておくのが現実的であろう。

1%台半ばの成長続きデフレ脱却が視野に

以上より、実質GDP成長率は、輸出の増勢が弱まる一方で内需が緩やかながらも復調に向かうことで、4~6月期以降も最近5四半期と同様、前期比年率1~2%程度のプラス成長を維持すると予想する。その結果、通年の実質GDP成長率は、2017年度、2018年度とも前年比+1.3%程度となろう。

内閣府が試算する需給ギャップは、今月の改定により、既に2016年7~9月期時点で解消したとされた。そのため、こうした経済成長

民間企業資本ストック循環図



(出所)内閣府公表資料を基に伊藤忠経済研究所にて試算

日本経済の推移と予測(年度)

前年比,%,%Pt	2014 実績	2015 実績	2016 実績	2017 予想	2018 予想
実質GDP	▲0.5	1.2	1.2	1.3	1.3
国内需要	▲1.0	1.1	0.5	1.0	1.1
民間需要	▲1.4	1.1	0.7	1.3	1.3
個人消費	▲2.7	0.5	0.6	0.9	1.0
住宅投資	▲9.9	2.8	6.3	▲0.8	▲3.5
設備投資	2.4	0.6	2.5	2.4	1.4
在庫投資(寄与度)	(0.5)	(0.4)	(▲0.4)	(0.2)	(0.3)
政府消費	0.4	2.1	0.4	0.3	0.9
公共投資	▲2.1	▲1.9	▲3.2	▲0.2	▲1.2
純輸出(寄与度)	(0.6)	(0.2)	(0.7)	(0.2)	(0.1)
輸出	8.8	0.7	3.1	5.3	3.5
輸入	4.3	0.2	▲1.4	3.7	2.7
名目GDP	2.0	2.7	1.1	2.0	1.3
実質GDP(暦年ベース)	0.3	1.1	1.0	1.3	1.3
鉱工業生産	▲0.5	▲1.0	1.1	3.8	1.5
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	20.0	15.3
消費者物価(除く生鮮)	2.8	▲0.0	▲0.2	0.7	1.2

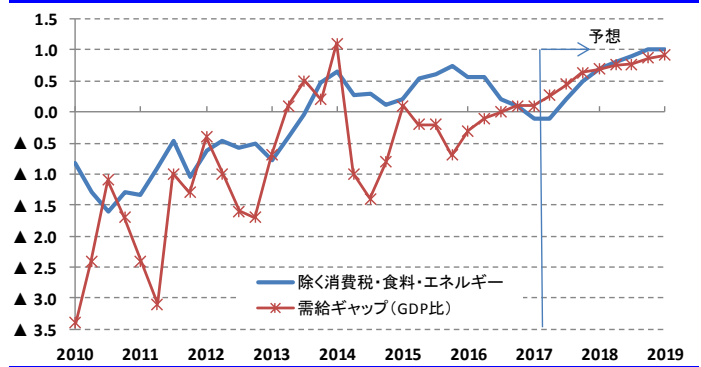
(出所)内閣府ほか、予想部分は当研究所による。

⁴ 2017年5月31日付「日本経済情報 2017年5月号」

を前提とすれば、0.8%程度と試算される潜在成長率を上回り続けることから、供給に対する需要の超過幅は拡大していくことになる。その規模は、2017年度終わり頃でGDPの0.7%程度、2018年度終わり頃には1.0%程度まで拡大するとみられるが、これは前回の消費増税直前の2013年度後半と概ね同程度である。当時の消費者物価上昇率がコア（生鮮食品を除く総合）で前年同月比1%前後であったことから、2018年度にかけての消費者物価上昇率も1%前後まで高まるとみて良いだろう。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る。

リスクは引き続き円高の進行である。政治リスクは大陸欧州において大きく後退したが、トランプ大統領の米国やBrexitを控える英国では依然として大きく、世界中に拡散し始めたISによるテロや朝鮮半島などの地政学的リスクが世界経済を覆っており、金融市場が不安定化し円高が加速する可能性に十分に留意が必要であろう。

消費者物価と需給ギャップの推移(前年同月比、%)



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、伊藤忠経済研究所が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠商事ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。