

日本経済情報 2017 年 10 月号

Summary

【内 容】

1. 日本経済の現状

企業景況感は裾野を広げながら一段と改善

消費者マインドは回復に遅れ

輸出は米国・アジア向けを中心に復調

機械受注や日銀短観は企業の旺盛な設備投資意欲を示唆

個人消費関連指標は物販に勢いなし

賃金上昇ペースは緩慢ながら労働需給は一段と逼迫

消費者物価上昇率は未だ高まらず

2. トピックス

衆議院選挙：短期的には景気拡大の持続性を高める見込み

企業先行の景気改善、家計は賃金伸び悩みで出遅れ

9 月調査の日銀短観が示すように、企業の景況感は大企業から中小企業へ裾野を広げながら一段と改善している。全産業規模合計の業況判断 DI は+15 まで改善、平成バブル景気のピークには遠く及ばないが、戦後最長の拡張期間を誇る通称「いざなみ景気」のピークを上回り、企業から見た景気は約 26 年ぶりの水準にまで改善。

一方、消費者マインド指標は、いざなみ景気のピークを未だ下回り、企業に比べ回復が遅れている。賃金上昇が十分でないことが主因か。

企業、特に製造業の景況感改善には輸出の復調が貢献。輸出数量指数は米国やアジア向けを中心に持ち直し。今後も海外景気の拡大や円安基調を背景に輸出の拡大が続く見通し。

景況感の改善や輸出の復調を背景に、企業の設備投資意欲は製造業を中心に高まる。機械受注は設備投資の増勢加速を、日銀短観の投資計画は今年度中の堅調拡大を示唆。

個人消費は、マインド停滞が示す通り、一部を除き小売関連指標に勢いなく停滞感を払拭できず。ただ、賃金上昇圧力は着実に高まっており、その程度には幅があるものの、今後も賃金の上昇が続き、個人消費の拡大を後押ししよう。冬のボーナスや春闘に注目。

消費者物価上昇率は、賃金上昇ペースの鈍さもあり、エネルギーを除くと未だ小幅プラスにとどまる。価格が下落している分野は多くはなく、上昇している分野が広がらないことが物価上昇を抑制している。デフレからの完全脱却には、物価上昇の広がりや消費者のインフレ期待醸成、賃金の十分な上昇が不可欠であり、実現に相当の時間を要するであろうが、景気の拡大が続く限り、いずれ到達するゴールではある。

衆院選は与党の勝利となり、憲法改正議論が本格化するほか、経済政策については自民党が掲げた選挙公約が実施されることになる。その具体化された補正予算案が来年 1 月からの通常国会に提出される見通しであり、歳出規模は数兆円とも言われ、主に 2018 年度の成長率を押し上げることとなろう。一方で、財政再建は後退し、将来の市場混乱リスクは高まる。

1. 日本経済の現状

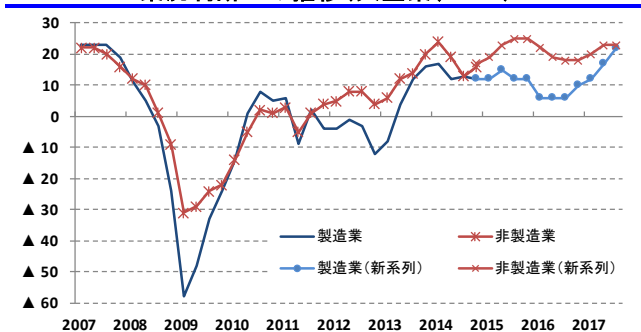
企業景況感は裾野を広げながら一段と改善

10 月初に発表された 2017 年 9 月調査の日銀短観¹では、企業から見た景気の良し悪しを示す業況判断 DI が、製造業（大企業）で前回 6 月調査の +17 から +22 へ改善、非製造業（大企業）は前回の +23 から横ばいながら高水準を維持した。さらに、中小企業も製造業（6 月調査 +7 → 9 月調査 +10）、非製造業（+7 → +8）とも改善しており、企業の景況感は裾野を広げながら一段と改善していることが確認された。

大企業で改善が目立つ業種は、製造業では市況改善が顕著な化学（6 月 +16 → 9 月 +27）や石油・石炭製品（+25 → +31）、国内外での設備投資回復を受けた業務用機械（+15 → +30）、生産用機械（+23 → +36）、はん用機械（+29 → +35）、半導体が好調な電気機械（+16 → +27）などである。非製造業では卸売（6 月 +13 → 9 月 +21）、対事業所サービス（+33 → +40）、電気・ガス（▲3 → +3）が大きく改善する一方で、宿泊・飲食サービス（+13 → +6）、通信（+25 → +19）で悪化が目立った。非製造業においては、景気の回復に伴う市況改善や企業活動活発化の恩恵を受ける業種で改善、雇用コスト増や競争激化の影響が強い業種で悪化という整理ができよう。

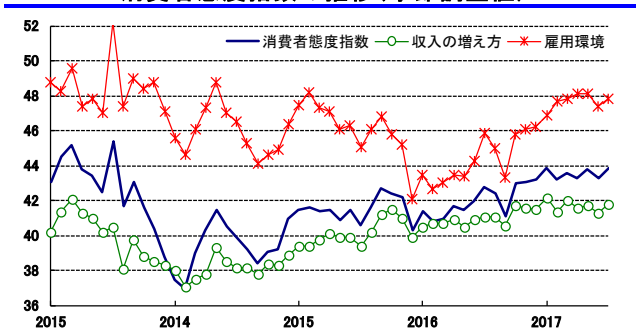
大企業から中小企業まで幅広く改善したことから、全産業規模合計で見ても業況判断 DI は 2017 年 9 月調査で +15 まで改善、平成バブル景気のピーク +41（1989 年 1 月）には遠く及ばないものの、戦後最長の拡張期間を誇る通称「いざなぎ景気²」のピーク +8（2016 年 12 月、2017 年 3 月）を上回り、企業から見た景気は約 26 年ぶり³の水準にまで改善している。

業況判断DIの推移(大企業、%Pt)



(出所) 日本銀行

消費者態度指数の推移(季節調整値)



(出所) 内閣府

消費者マインドは回復に遅れ

一方、消費者マインドを示す消費者態度指数は、今年 3 月に 2014 年以降のピーク 43.9 を付けて以降、一進一退で推移、9 月も 3 月のピークと同じ 43.9 までの改善にとどまった。そのため、平成バブル景気のピーク 50.8（1988 年 12 月）は言うまでもなく、いざなぎ景気の 49.1（2006 年 11 月）をも下回

¹ 詳細は、2017 年 10 月 2 日付 Economic Monitor 「日銀短観（9 月調査）」：景況感改善の裾野広がり、設備・雇用の不足感が一段と強まる」参照。

https://www.itochu.co.jp/ja/economic_monitor/report/2017/_icsFiles/afieldfile/2017/10/02/20171002_2017-059_J_TANK_AN201709.pdf

² 2002 年 1 月を起点とし、2007 年 10 月にピークを付けた第 14 循環の通称。拡張期間は 69 ヶ月で戦後最長。

³ 1991 年 9 月調査（+24）以来。

っており、4、上記の企業景況感に比べて回復が遅れている。

消費者態度指数の主な内訳を見ると（前ページ右下図）、「雇用環境」はこのところ改善が顕著であるが、「収入の増え方」が弱含んでおり、賃金の上昇が十分でないことが消費者マインドの改善を妨げているようである。

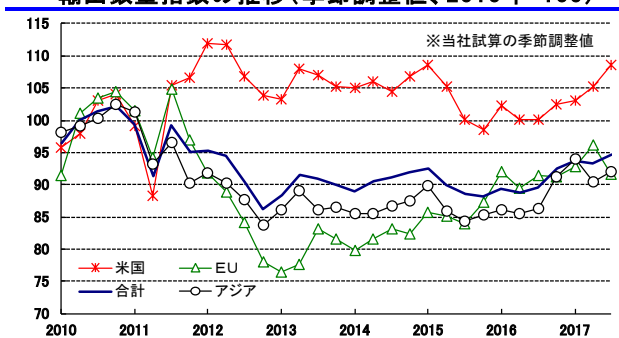
輸出は米国・アジア向けを中心に復調

企業の良好な景況感は業績改善に裏付けられているとみられるが、そのうち製造業の業績改善には輸出回復の貢献が大きい。GDP 統計ベースの輸出は、4～6 月期に 4 四半期ぶりの前期比マイナス（▲0.5%）に転じたが、7～9 月期は再び増加に転じる見込みである。以下に示す通関輸出数量指数の動きを見る限り、輸出全体の 8 割近くを占める「財（モノ）」の復調が見込まれるためである。

輸出数量指数は、当研究所試算の季節調整値によると、4～6 月期の前期比▲0.3%から 7～9 月期は+1.6%とプラスに転じた。仕向地別の動向を見ると、7～9 月期は EU 向け（4～6 月期前期比+3.8%→7～9 月期▲4.9%）が落ち込んだものの、米国向け（+2.1%→+3.3%）が堅調な拡大を続け、アジア向け（▲4.0%→+1.9%）もやや持ち直した。米国向けは自動車や同部品の拡大が続きプラスチックが大幅増、アジアでは ASEAN 向けで自動車関連や鉄鋼、船舶など幅広く、中国向けは半導体（IC）やプラスチックなどを中心に拡大しており、これらの地域の堅調な景気拡大と整合的であった。

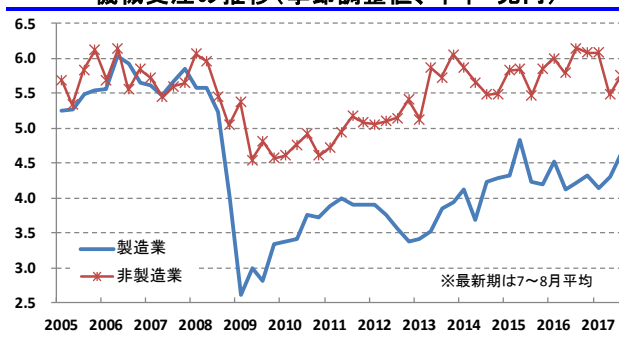
欧州を含め、日本の主要輸出先であるこれらの地域は、今後も総じて堅調な景気拡大が見込まれる。加えて、ドル円相場は日米の金融政策の違いを反映して円安ドル高地合いで推移しており、いずれも日本からの輸出にとっては追い風である。そのため、今後も輸出は拡大傾向を維持するとみてよいだろう。

輸出数量指数の推移（季節調整値、2010年=100）



（出所）財務省

機械受注の推移（季節調整値、年率・兆円）



（出所）内閣府

機械受注や日銀短観は企業の旺盛な設備投資意欲を示唆

企業景況感の改善と輸出の拡大傾向は、製造業を中心に企業の設備投資意欲を高めている。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、7 月に前月比+8.0%、8 月も+3.4%と 2 ヶ月連続で増加し、7～8 月平均の水準は 4～6 月期を 7.1%も上回った。そのうち製造業は 7 月前月比+2.9%、8 月+16.1%と増勢を強め、7～8 月平均でも 4～6 月期を 7.1%も上回り、全体を牽引し

4 消費者態度指数（消費動向調査）の調査方法が 2013 年 3 月以降、変更となり、指数の水準は下方に段差が生じたが、この影響を修正しても 2017 年 9 月の消費者態度指数は 46 を若干上回る程度とみられ、いざなぎ景気のピークを下回ったという評価は変わらない。

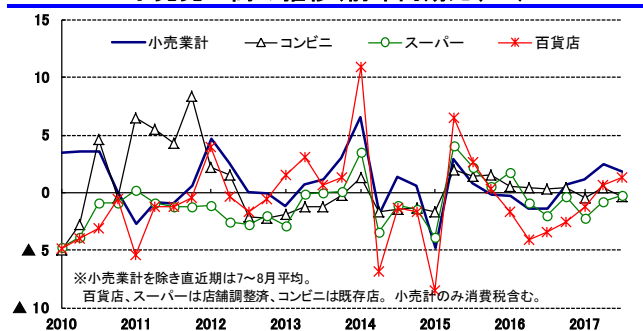
た。一方の非製造業も、4～6月期に前期比▲9.9%と大きく落ち込んだが、7月+4.8%、8月+3.1%と増加が続き、徐々に持ち直している。

日銀短観（9月調査）の2017年度設備投資計画も、製造業（全産業規模合計）の前年比+11.7%に対して非製造業は+0.8%にとどまっているが、全体では前年比+4.6%と、この時期にしては高い部類に入る伸びとなっている。出遅れ感のある非製造業においても、企業業績は改善、景況感は良好であり、製造業よりも深刻な人手不足への対応も必要となるため、今後は設備投資が積極化すると見込まれる。

個人消費関連指標は物販に勢いなし

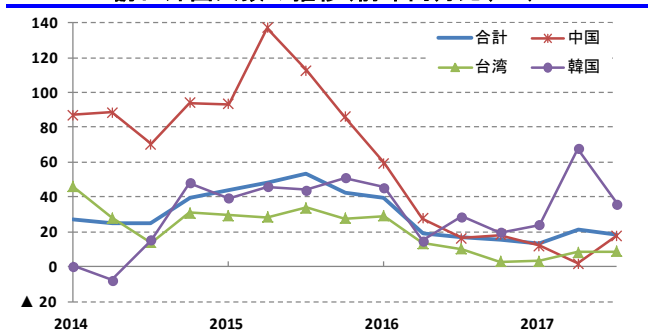
一方で、足元の個人消費は、主な小売業態の販売動向を見る限り、一進一退の消費者マインドが示すように盛り上がりには欠く状況にある。9月の百貨店売上高（店舗数調整済）は前年同月比4.4%と8月の02.0%から伸びを高め、四半期でも4～6月期の前年同期比+0.7%から7～9月期は+1.4%へ増勢を強めた。ただ、9月の改善は、気温の低下を受けて秋冬物が好調だった衣料品よりも、インバウンド需要の追い風を受けた化粧品（前年同月比+28.5%）や宝飾品（+11.1%）の販売増の方が大きく、国内消費者の購入は活発とはいえない。なお、訪日外国人数は9月に前年同月比+18.9%と2割近く増加、今年度上期（4～9月）累計で1,466万人に達し、年間（2017年度）3,000万人突破が視野に入る勢いであり、インバウンド関連の販売は今後も好調持続が期待される。

小売売上高の推移（前年同期比、%）



（出所）経済産業省、各業界団体

訪日外国人数の推移（前年同月比、%）



（出所）政府観光局

スーパー売上高（店舗数調整済）は、8月の前年同月比▲0.5%から9月は▲0.3%へマイナス幅が縮小、四半期で見ても4～6月期の前年同期比▲0.8%から7～9月期は▲0.3%へマイナス幅が縮小しており、依然として水面下ながら持ち直し傾向にはある。ただ、品目別には、百貨店同様、衣料品が気温低下により持ち直したものの、日用品や家電は低迷、主力の食料品も前年比マイナスが続いた。食料品は野菜価格の下落により下押しされた面もあり、実態的には数字が示すより改善しているとみられるが、せいぜい下げ止まった程度である。

コンビニ売上高（既存店）は、8月の前年同月比▲0.9%から9月は▲0.0%と概ね横ばいに持ち直した。ただ、四半期では4～6月期の前年同期比+0.4%から7～9月期は▲0.3%へ落ち込んでおり、復調したとまでは言い難い。9月については、チケット販売などサービスは増勢を強めたが、加工食品（菓子、飲料）や非食品（たばこ、雑誌）が不調、主力の日配食品（弁当など）も振るわず、来店客数の減少（前年同月比▲2.1%）を客単価の上昇で補いきれなかった。これまで小売業界の中では相対的に好調だったコンビニであるが、このところドラッグストアなど他業態の攻勢により苦戦を強い

られている模様である。

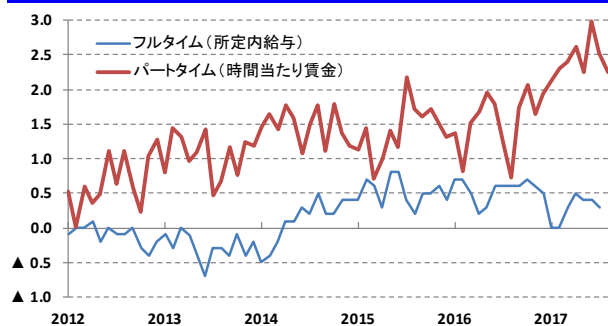
物販ということでは、乗用車販売台数が9月は前月比+0.4%の微増（年率443.1万台、当研究所試算の季節調整値）となったが、四半期で見れば7～9月期は前期比▲2.8%の年率437.7万台にとどまり、増勢が一服している。7～9月期は普通車（前期比▲5.2%）が大きく落ち込み、小型車（▲2.6%）は2四半期連続の減少、軽自動車（▲0.6%）も5四半期ぶりに減少した。

それでも、乗用車など耐久消費財は、前回の消費増税（2014年4月）以前に駆け込み需要や政府の刺激策によって盛り上がった需要が買い替え期を迎えつつあるとみられ、今後の持ち直しが期待される。しかしながら、その他の物販は、上記の通りインバウンドを除けば天候要因の追い風を受けた衣料品が好調なくらいであり、未だ盛り上がりには欠く。個人消費の堅調拡大には、消費マインドの動きが示唆する通り、十分な賃金の上昇を待つ必要があるだろう。今冬のボーナスや、来年の春闘における賃上げが期待される。

賃金上昇ペースは緩慢ながら労働需給は一段と逼迫

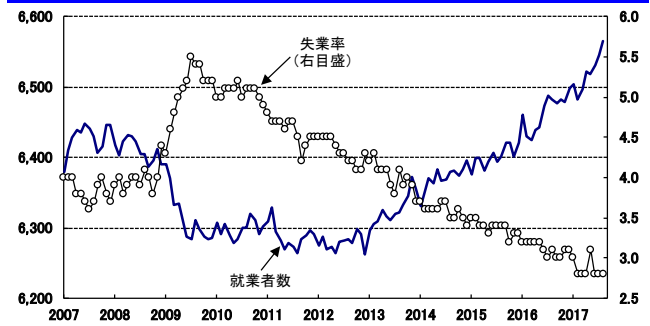
その賃金であるが、足元の状況を見ると、ベースとなる基本給（所定内給与）は前年比でプラスを維持しているが、伸びが高まる気配は見られない。正社員（フルタイム労働者）の所定内給与は、8月も前年同月比+0.3%の小幅プラスにとどまり、7月の+0.4%からむしろ伸びが鈍化している。パートタイム労働者についても、時間当たり賃金⁵は8月に前年同月比+2.3%と正社員の所定内給与を大きく上回る伸びではあるが、7月の+2.5%からは伸びが低下しており、ひところの勢いはない。

単位時間賃金の推移（前年同月比、%）



（出所）厚生労働省統計から伊藤忠経済研究所にて作成

就業者数と失業率の推移（季節調整値、万人、%）



（出所）総務省

一方で、労働需給は引き続き逼迫している。雇用の過不足感を示す日銀短観の雇用人員判断DI（余剰－不足）は、9月調査で▲28%Pt（全産業規模合計）まで不足超過が拡大、人手不足は極まっている。そうした中で、就業者数は4～6月期に前期比+30万人の6,524万人、7～8月平均は更に+31万人の6,555万人まで拡大（右上図）、労働需要は増勢を強めている。一方で、労働力供給（労働力人口）も4～6月期に前期比+32万人、7～8月平均は更に+27万人と拡大を続けているが、その源泉となる15歳以上人口が頭打ち⁶となっているため、労働力の供給は、女性や高齢者など働いていない人をどれだけ労働市場に呼び込めるか、すなわち労働力率（労働力人口／15歳以上人口）の上昇に依存せざるを得ない状況となっている。

⁵ パートタイム労働者は労働時間の変動が大きいため、その影響を調整した時間当たり賃金（所定内給与／所定内労働時間）で見た方が、より正確に実態を把握できる。

⁶ 4～6月期は前期比▲7万人、7～8月は+4万人と一進一退の状況（原数値）。

ただ、高齢化の進展（高齢者割合の上昇）に伴って本来は低下するはずの労働力率が、実際には7～8月平均で60.7%まで上昇、リーマン・ショック前のピーク（2006年10～12月期、60.6%）を上回っており、もはや上昇余地は乏しくなっていると考えるべきであろう。それが事実であれば、今後も労働需要が拡大（就業者数が上昇）すれば、労働力の余力を意味する失業率は現在の2.8%程度から更に低下し、労働需給は一段と逼迫、賃金上昇圧力を急速に高めると考えられる。

そのため、前月も指摘した通り、最終的に賃金上昇ペースが加速するかどうかは、企業が賃金上昇を許容してまで雇用拡大を目指すかどうかである。現時点で企業は、そこまでのリスクを取って成長を目指す企業が多いようには見えないが、それでも既に労働需給が危機的状況まで逼迫しているため、賃金上昇圧力が高まっていくことは間違いなく、その程度に幅はあるにせよ、今後は賃金の上昇に伴って消費者マインドも改善し、個人消費の拡大を後押しすることにはなる。

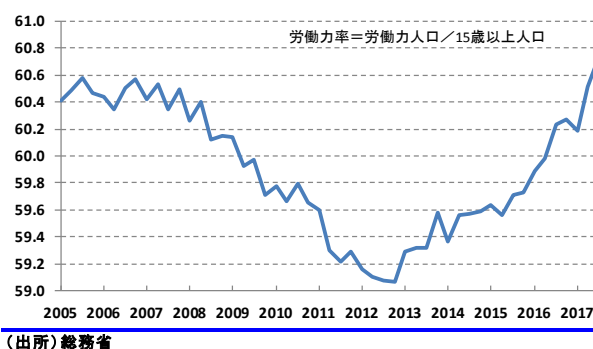
消費者物価上昇率は未だ高まらず

賃金上昇率が未だ低いこともあり、消費者物価上昇率も政府・日銀が目指す前年比+2%から未だ程遠い状況にある。9月の消費者物価は、コア（生鮮食品を除く総合）で前年同月比+0.7%に達しているとはいえ、その大部分はエネルギー価格上昇の影響によるものであり、コアコア（生鮮食品・エネルギーを除く総合）は前年同月比+0.2%と小幅なプラスにとどまっている。

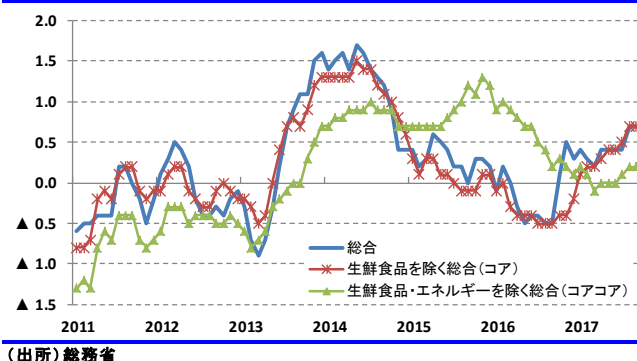
なお、生鮮食品・エネルギー以外で下落が目立つ分野は、携帯電話料金などの「通信」の前年同月比▲3.5%（寄与度▲0.14%Pt）、テレビなどの「教養娯楽耐久財」の▲2.1%（寄与度▲0.01%Pt）、ティッシュペーパーや洗剤などの「家事用消耗品」の▲2.3%（寄与度▲0.02%Pt）、「家賃」の▲0.2%（寄与度▲0.04%Pt）などであり、これらを合計しても押し下げ寄与はせいぜい0.2%Pt程度に過ぎない。つまり、全体の物価上昇率を抑えているのは、下落している分野が多いからではなく、上昇している分野が少ないことの方に原因があると言える。

そのため、物価目標2%達成には物価上昇の動きが各分野に広がる必要があるとあり、それを消費者が受け入れるために、物価の上昇が常態化し消費者が当たり前のことだと認識（インフレ期待の醸成）させることも重要となる。そして、消費抑制という形の景気への悪影響を防ぐためには賃金の相応の上昇が続くことも不可欠である。これらが全て揃えばデフレからの完全な脱却ということになるが、その実現には、デフレが浸透した時間と同程度の、年単位の時間が必要になる可能性があることを覚悟しておくべきであろう。ただ、既に逼迫している需給環境を踏まえると、景気の拡大が続く限り、いずれは到達するゴールであることも疑う余地はない。

労働力率の推移（季節調整値、%）



消費者物価の推移（前年同月比、%）



2. トピックス

衆議院選挙：短期的には景気拡大の持続性を高める見込み

今月 22 日に投開票された衆院選は、周知の通り自民・公明の連立与党が予想以上の勝利を収めた。改選前の自民 290、公明 57、与党計 324（全体の 68.2%）から、自民 284、公明 29、与党計 313（67.3%）へ議席数を減らしたが、定数が 475 から 465 へ削減された中での結果であり、改選後も連立与党で憲法改正の発議に必要な 3 分の 2 の議席を確保した。

また、仮に公明党が憲法改正に慎重な姿勢を示したとしても、改憲派の希望の党や日本維新の会を加えれば優に 3 分の 2 を超えており、憲法改正に向けた動きが本格化する可能性が高まった。

選挙の勝敗因分析は別に譲るとして⁷、ここでは衆院選の結果を受けた経済政策の動きと、その景気への影響について、簡単に整理しておきたい。自民党の選挙公約によると、経済関連政策は、「Ⅰ. 経済再生」「Ⅱ. 地方創生・農林水産・中小企業」「Ⅲ. 安全安心」の 3 項目に分類されているが⁸、選挙戦当初に注目された消費増税とその使い道については、「Ⅰ. 経済再生」の中の「財政再建」に、「2019 年 10 月に消費税率を 10%へ引き上げます」とし、「その際、『全世代型社会保障』への転換など『人づくり革命』を実現するため、（中略）財源の一部を活用します」としており、さらに「人づくり改革」に「2 兆円規模の新たな政策を本年末までにとりまとめます」と明記されている。また、その具体策としては、「幼児教育の無償化」「介護人材の確保」や、所得制限付きの「高等教育無償化」「リカレント教育の充実」など、既にメディアで報道されている内容が挙げられている。

そのため、これらを具体化する今年度補正予算が年内に編成され、来年 1 月からの通常国会冒頭にも提出される見通しである。その際、選挙公約の「農林水産業」や「中小企業」、「国土強靱化」などに盛り込まれた政策も併せて予算化されるとみられ、その歳出規模は数兆円との報道もある。仮に 2～3 兆円規模となれば、GDP の 0.4～0.6%に相当し、公共事業の拡大などの形で主に 2018 年度の成長率を同程度押し上げる可能性がある。

なお、財政再建については、当初の目標であった 2020 年度からは先送りするものの「基礎的財政収支を黒字化する」との目標は堅持

衆院選前後の議席数の変化

	今回		改選前		増減
	議席数	割合 (%)	議席数	割合 (%)	議席数
自民党	284	61.1	290	61.1	▲ 6
公明党	29	6.2	34	7.2	▲ 5
与党計	313	67.3	324	68.2	▲ 11
立憲民主党	55	11.8	15	3.2	40
社民党	2	0.4	2	0.4	0
共産党	12	2.6	21	4.4	▲ 9
希望の党	50	10.8	57	12.0	▲ 7
日本維新の会	11	2.4	14	2.9	▲ 3
無所属	22	4.7	42	8.8	▲ 20
合計	465	100.0	475	100.0	▲ 10

（出所）各種報道を基に伊藤忠経済研究所にて作成

自民党選挙公約における経済関連政策

Ⅰ. 経済再生

生産性革命
人づくり革命
働き方改革
女性活躍
経済再生
財政再建
科学技術
エネルギー
観光立国
2020年東京オリンピック・パラリンピック

Ⅱ. 地方創生・農林水産・中小企業

復興
地方創生
農林水産業
中小企業

Ⅲ. 安全安心

社会保障
教育
環境
国土強靱化
治安・テロ
社会・生活安全・消費者

（出所）自民党「政権公約2017」

⁷ 衆院選の結果についての分析は、筆者コラム「忘れ去られた財政健全化～衆院選回顧」も参照されたい。

https://www.itochu.co.jp/ja/economic_monitor/column/2017/1194630_1969.html

⁸ 詳しくは、自民党ホームページ掲載のマニフェスト参照。

https://jimin.ncss.nifty.com/pdf/manifest/20171010_manifest.pdf

し、その実現に向けて「安定的な恒久財源を確保」するため「個人所得課税改革を行います」としており、各種控除の見直しなどが来年度税制改正において議論されることとなろう。

以上の通り、自民党の政策は補正予算により来年度にかけての景気を押し上げるとともに、2019年10月の消費増税による下押し圧力を弱め、景気拡大の持続力を高めることにはなる。一方で、財政再建は確実に遅れるため、国債の大量購入を軸とする現在の金融緩和政策が出口戦略を模索し始める際の市場混乱リスクを高める要因ともなる。

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。