

日本経済情報

2018年2月号

Summary

【内 容】

10～12 月期の成長率は減速するも景気は着実に拡大

期待の個人消費はリバウンド程度にとどまる

冬のボーナスは増加、春闘賃上げに期待

設備投資のピークアウト懸念拭えず

円高進行による輸出を通じた悪影響が懸念材料

円高により年内の「デフレ脱却宣言」に黄信号

日本経済改訂見通し

円高で後退した年内「デフレ脱却宣言」シナリオ

10～12 月期の実質 GDP は前期比+0.1%（年率+0.5%）にとどまり前期から減速したが、一時的な輸入増によるところが大きく、8 四半期連続のプラス成長、前年同期比では+1.5%と潜在成長率を上回っているため、基調としてはデフレ脱却に向けた着実な成長を維持と評価。

今後については、景気の牽引役が期待される個人消費に復調と言えるほどの動きは未だ確認できないものの、パートタイムの時間当たり賃金は伸びを高め、冬のボーナスは増加した模様であり、こうした動きは今春闘の好結果を期待させる。

一方、足元で急速に進んだ円高は、輸出の増加を抑制するほか、輸出品価格下落と相まって企業業績を下押しし、賃金へ悪影響を与えるのみならず、ピークアウトの兆しが見られる設備投資に調整を促す要因ともなる。救いは最近の輸出が数量ベースで為替の影響を受けにくいアジア向け中心であることだが、企業業績を通じた影響は避け難い。

実質 GDP 成長率は、2017 年度の前年比+1.6%から 2018 年度は+1.2%へ減速するも潜在成長率を上回り、需給ギャップは需要超過状態を維持、消費者物価上昇率は徐々に高まるが、円高局面が長引けば 1%程度への到達は 2018 年末近くになり、年内の「デフレ脱却宣言」は困難に。

伊藤忠経済研究所
主席研究員
武田淳
(03-3497-3676)
takeda-ats
@itochu.co.jp

前年比, %, %Pt	2015 実績	2016 実績	2017 予想	2018 予想	2019 予想
実質GDP	1.4	1.2	1.6	1.2	0.9
国内需要	1.3	0.4	1.2	0.7	0.6
民間需要	1.4	0.3	1.4	0.8	0.8
個人消費	0.8	0.3	1.1	1.3	0.7
住宅投資	3.7	6.2	0.8	▲1.0	▲2.6
設備投資	2.3	1.2	3.0	▲0.5	1.9
在庫投資(寄与度)	(0.4)	(▲0.3)	(▲0.0)	(▲0.0)	(▲0.1)
政府消費	1.9	0.5	0.4	0.6	0.6
公共投資	▲1.6	0.9	0.5	▲0.9	▲1.5
純輸出(寄与度)	(0.2)	(0.7)	(0.4)	(0.5)	(0.3)
輸 出	0.7	3.4	6.4	3.9	3.6
輸 入	0.3	▲1.0	3.6	1.0	1.9
名目GDP	3.0	1.0	1.6	1.2	2.3

10～12 月期の成長率は減速するも景気は着実に拡大

2 月 14 日に発表された 2017 年 10～12 月期 GDP の 1 次速報値は前期比+0.1%（年率+0.5%）にとどまり、7～9 月期の前期比+0.6%（年率+2.2%）から大幅に減速した。しかしながら、2016 年 1～3 月期以降、8 四半期連続でプラス成長を維持したほか、個人消費は前期の落ち込みの反動もあって比較的大きく増加（7～9 月期前期比▲0.6%→10～12 月期+0.5%）、設備投資（+1.0%→+0.7%）の増加が続き、輸出（+2.1%→+2.4%）は増勢を強めるなど、需要の三本柱は揃って拡大した。

そうした中で成長率が減速したのは、輸入の大幅増により純輸出の寄与度がゼロへ縮小（+0.5%Pt→▲0.0%Pt）、住宅投資（▲1.5%→▲2.7%）や公共投資（▲2.6%→▲0.5%）の減少が続き、民間在庫投資（+0.4%Pt→▲0.1%Pt）がマイナス寄与に転じたためである。輸入の増加はスマートフォンのモデルチェンジに伴う一時的な部分が大きく、景気の実態は最終需要の前期比+0.2%（年率+0.8%）が示す姿に近い。それでも潜在成長率を下回ってはいるが成長率を前年同期比で見れば 10～12 月期は+1.5%（最終需要で+1.3%）であり、2017 年通年では前年比+1.6%である。そのため、日本経済はデフレ脱却に向けた着実な拡大を続けていると評価して良いだろう。

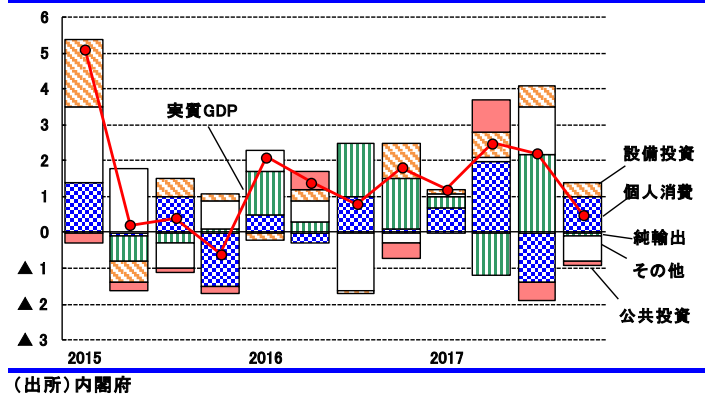
期待の個人消費はリバウンド程度にとどまる

今後を展望すると、最近進んだ円高の影響は懸念されるものの、好調な海外景気を背景に輸出は増勢を維持すると見込まれるため、プラス成長が続くかどうかは国内需要の持続力がカギを握っている。そうした中で、設備投資は循環的にピークアウトする懸念があるため、やはり個人消費の本格的な回復が待たれるところである。

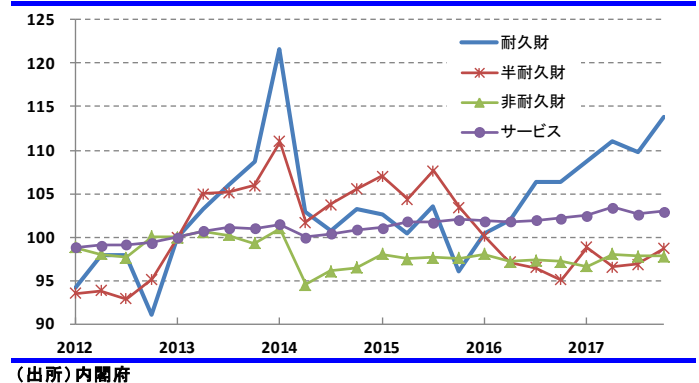
輸出と設備投資については後述するとして、個人消費は、上記の通り 10～12 月期に前期比プラスに転じたが、7～9 月期の落ち込みをカバーしきれておらずリバウンドの範囲にとどまっている。財別の内訳を見ると、耐久財が 7～9 月期の前期比▲1.1%から 10～12 月期は+3.6%へ大きく持ち直したほか、衣料品などの半耐久財（7～9 月期+0.3%→10～12 月期+1.8%）が増勢を強めた一方で、食料品を中心とする非耐久財（▲0.2%→▲0.1%）は小幅減少が続き、サービス（▲0.8%→+0.3%）は増加に転じたものの前期の落ち込みの範囲内にとどまっている。耐久財の好調はかつてのエコカー・エコ家電奨励策による盛り上がり買い替え期を迎えつつあるため、半耐久財も 2016 年に大きく落ち込んだところからの持ち直し程度であり、これらの支出を優先するため食料品やサービス消費が抑制されているとすれば、個人消費が復調したとまでは評価できない。

2018 年に入り、正月商戦の好調さが伝えられていたが、1 月の主な総合小売業の販売動向を見る限り、

実質GDPの推移（季節調整値、前期比年率、%）

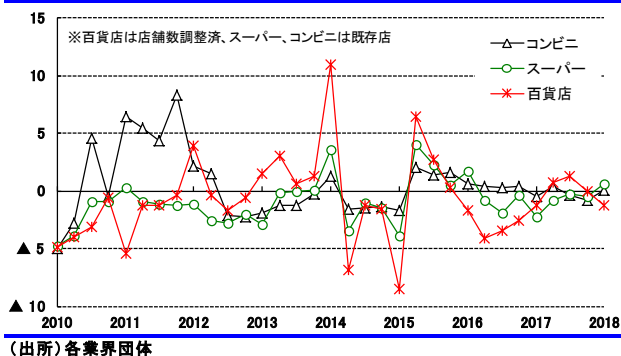


家計消費の財別推移（季節調整値、2013年Q1=100）

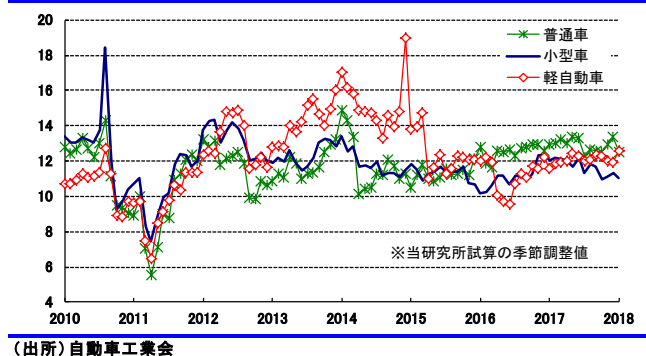


個人消費は大雪や寒波の悪影響に押されて芳しくないようである。1月の百貨店売上高（店舗数調整後）は、前年同月比▲1.2%となり、12月の▲0.6%からマイナス幅が拡大した。旺盛なインバウンド需要に牽引され、化粧品や宝飾品などの雑貨部門は好調さを維持したものの、主力の衣料品や食料品が落ち込んだ。1月のスーパー売上高（既存店）は前年同月比+0.6%とプラスを維持したものの、12月の+0.9%からは伸びが鈍化した。しかも、押し上げたのは悪天候による野菜や果物の価格上昇であり、衣料品や雑貨・家電などは冴えなかった。1月のコンビニ売上高（既存店）は12月の前年同月比▲0.3%から1月は+0.1%と8ヵ月ぶりのプラスに転じたが、客足は落ち込んでおり（前年同月比▲2.8%）、野菜価格高騰の代替需要や悪天候を背景とする買いだめが売り上げを押し上げたに過ぎない。

主な総合小売業の販売動向（前年同月比、%）



乗用車販売台数の推移（季節調整値、万台）

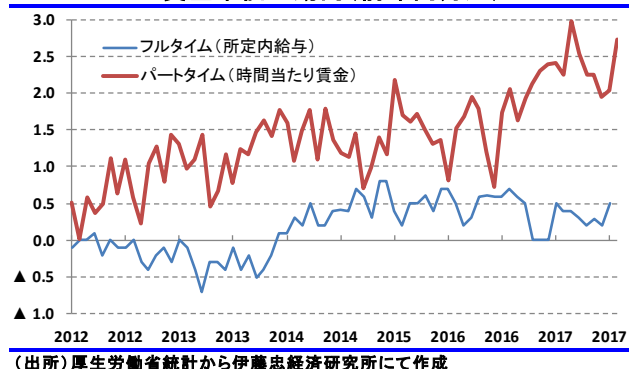


乗用車販売台数も1月の実績が確認できるが、全体では年率434.3万台、前月比▲1.2%と伸び悩み、2017年通年の438.6万台にも及ばなかった。12月との比較では、軽自動車が2014年の上位2社によるシェア争い後の落ち込みから持ち直し途上にあり+5.7%と好調だったが、普通車（▲6.3%）、小型車（▲2.5%）ともに落ち込み、勢いはない。

冬のボーナスは増加、春闘賃上げに期待

個人消費の本格的な回復に賃金の十分な上昇が不可欠なことは既に語り尽くされているが、その状況を確認すると、賃金のベースを見る上で参考となる正社員の所定内給与は12月に前年同月比+0.5%へ伸びを高めた。しかしながら、同月の消費者物価上昇率が総合で+1.0%、生鮮食品を除いても+0.9%と賃金上昇ペースを上回っており、十分とは言えない。

賃金単価の動向（前年同月比）



ただ、パートタイムの時間当たり賃金¹は、12月に前年同月比+2.7%へ伸びを高めており、正社員の所定内給与を大きく上回る上昇率を維持している。さらに、冬のボーナスが前年を上回ったとみられることも明るい材料である。ボーナス支給が集中する12月の特別給与は、正社員・パートタイム合計で前年同月比+1.1%となり、10～12月で見ると前年同期比+1.4%、賃金全体を0.4%程度押し上げた。企業業績の改善に加え、一段と厳しさを増す人手不足が中小企業を中心に労働力確保のための労働者への収益分配を促したとみられる。

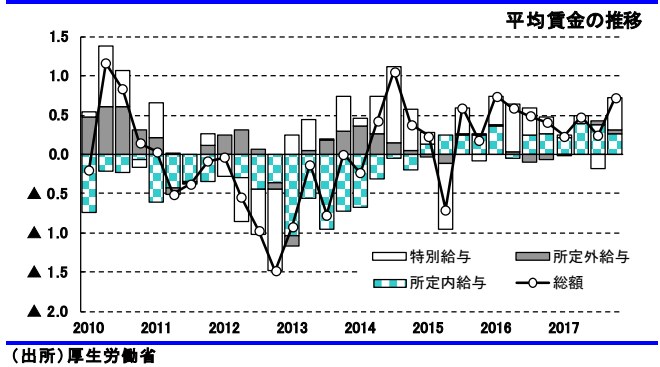
¹ 所定内給与を所定内労働時間で割ったもの。

こうした動きは、今春闘の好結果を期待させる要因である。春闘賃上げ率を左右する三大要素は、経験的に①企業業績、②労働需給、③物価上昇率と考えられるが、いずれも昨年に比べ改善、すなわち賃上げ方向にある。急速に進んだ円高が冷や水を浴びせる格好となったものの、今春闘の賃上げ率が昨年実績を上回り、個人消費の回復を後押しすれば、景気拡大の持続力が高まることは言うまでもない。

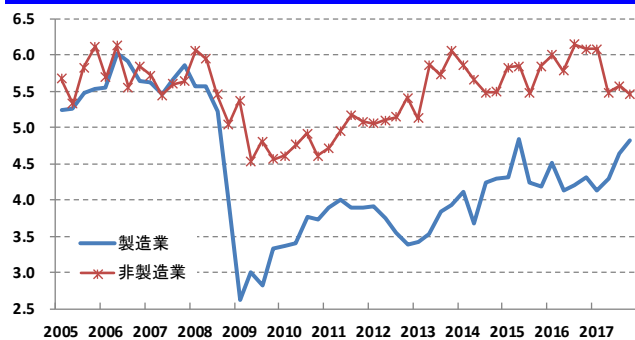
設備投資のピークアウト懸念拭えず

一方で、設備投資の先行指標である12月の機械受注は前月比▲11.9%と大幅に減少、その結果、10～12月期は前期比▲0.1%となり、内閣府予想(▲3.5%)ほどの落ち込みではなかったものの、ほぼ横ばいにとどまった。2018年1～3月期についても、内閣府予想は前期比+0.6%の微増であり、勢いはない。こうした機械受注の動きは、設備投資のうち機械投資の足踏みを示唆していると言える。なお、機械受注を業種別に見ると、製造業からの受注が10～12月期も前期比+4.0%と3四半期連続で増加し順調な拡大を見せたが、非製造業からの受注は▲2.0%と冴えず停滞感が強い。

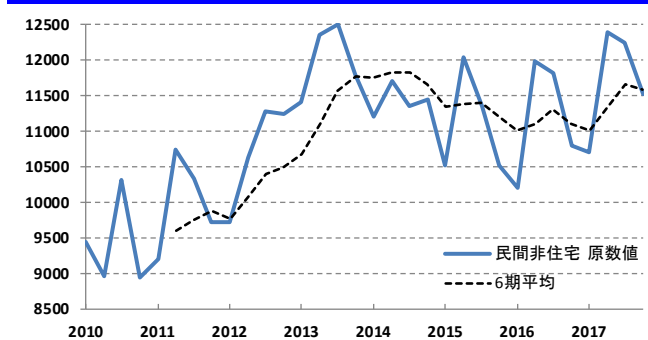
勤労者一人当たり賃金の推移(前年同月比、%)



機械受注の推移(季節調整値、年率、兆円)



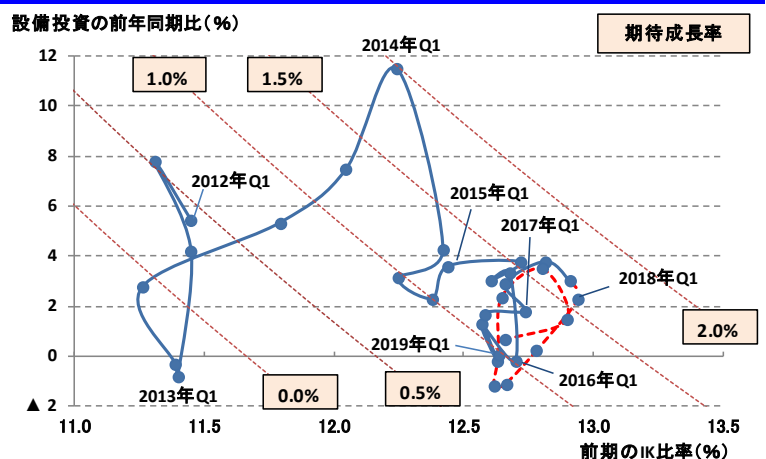
建設着工床面積の推移(千㎡)



建設投資の先行指標である建設着工床面積は、7～9月期の前年同期比+3.6%から10～12月期は+6.6%へ伸びを高めており、建設投資が引き続き設備投資の拡大を牽引する様子が確認できる。内訳を見ると、倉庫(7～9月期前年同期比+7.4%→10～12月期+10.9%)が伸びを一段と高めたほか、事務所(+2.9%→+2.1%)がプラスを維持、店舗(▲12.0%→▲4.0%)がマイナス幅を縮小させたが、工場(+3.4%→▲2.5%)はマイナスに転じ先行きの製造業における機械投資の減速を示唆した。

そして、資本ストック循環(設備投資循環)の観点から設備投資の行方を展望すると、ピークアウトが近いという見方を修正するには

民間企業資本ストック循環図



至らなかった。

毎四半期に行われる設備投資と、設備の残高（設備ストック）との関係から、企業がどの程度の期待成長率を前提に投資を行っているのか推定することができる²が、その際に重要な前提となるのが、除却率（設備ストックに対する設備除却額の割合）と資本係数（実質 GDP に対する設備ストックの比率）のトレンドの2つである。除却率は2010年以降、概ね安定しているが、資本係数は2013年以降、マイナスのトレンドが弱まっている³ため、今回は2013年以降のトレンドを用いて試算し直してみたが、それでも、設備投資の状況は2017年10～12月期時点で1.5%をやや上回る期待成長率に相当している。この結果は、2%程度の期待成長率に相当していたこれまでの試算よりは控え目ではあるが、企業が実際の成長率よりも高い成長を前提とした設備投資を行っているという評価は変わらず、今後の設備投資の拡大余地は限定的であることを示している。

この結果を踏まえ、設備投資は今後、若干の調整を強いられた後、2019年10月の消費増税前の駆け込み的な動きにより再び拡大、増税後は再び調整という経路を辿ると予想する。

円高進行による輸出を通じた悪影響が懸念材料

輸出については、一時1ドル＝105円台まで進んだ円高の影響が気懸りである。為替相場の先行きを展望すると、日本の大幅な経常収支黒字は円高要因であるが、日米金利差は今後も確実に円安ドル高要因であり続けるため、今後も一方的に円高が進むとは考え難い。しかも、最近のドル円相場は「円高」と言うより「ドル安」であり、その背景として米国の財政収支悪化や、所謂「リスク・オン」による米国からの資金流出が指摘されているが、財政の悪化度合いでは言うまでもなく米国より日本の方が勝り、リスク・オンについても大規模な金融緩和を続ける日本円の方が売り材料である。以上を踏まえると、2月下旬に入りやや円安ドル高方向に戻ったことが示す通り、先般の円高進行はやや行き過ぎであり、冷静な水準評価がなされるにつれて少なくとも1月下旬までの1ドル＝110円前後の水準までは戻ると考えるのが自然であろう。

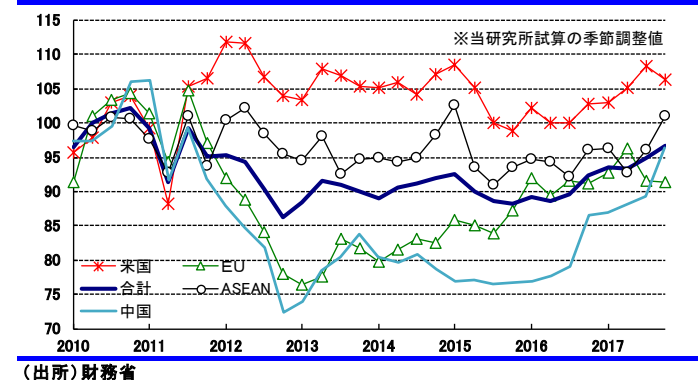
とはいえ、当面は3月期末を控えて輸出企業を中心にドル売り圧力は根強いとみられ、ドル円相場の水準修正にはある程度の時間を要しよう。その間の円高は、日本の輸出に逆風となり、企業の利益を下押しし、設備投資の減速を促す要因となる可能性が高い。

救いは最近の数量ベースでの輸出増が、比較的ドル

ドル円相場の推移(円/ドル)



輸出数量指数の推移(季節調整値、2010年=100)



² 経済理論に基づく、設備投資の変化率＝期待成長率＋資本係数のトレンド＋除却率 という関係が導かれる。

³ それまでの明確なマイナストrendから概ね横ばいとなっている。

円相場の影響を受けにくいアジア中心だという点である。最近の通関輸出数量指数（当研究所試算の季節調整値）の動きを見ると、全体では7～9月期の前期比+1.6%から10～12月期は+2.0%へ増勢を強めているが、その牽引役は中国向け（7～9月期前期比+1.2%→10～12月期+8.1%）やASEAN向け（+3.6%→+5.1%）といったアジア新興国向けである。一方で、それまで輸出の拡大を支えてきた米国向け（+3.1%→▲1.9%）やEU向け（▲4.9%→▲0.2%）は両地域とも景気好調の下で増勢が一服している。

以上の状況を踏まえると、最近の円高ドル安の影響は、輸出の数量ベースに限ればさほど大きくないとみられるが、輸出品の円建て価格の低下による企業業績の悪化、さらには設備投資や春闘への悪影響の波及、株価下落を通じた悪影響も懸念され、その程度は円高が続く期間によって左右されるものの、景気の拡大ペースを減速させる要因になることは避けられそうもない。円高局面が長期化すれば景気腰折れの可能性も否定できず、ドル円相場の動向とその企業行動などへの影響は、引き続き日本経済にとって最大のリスクとなろう。

円高により年内の「デフレ脱却宣言」に黄信号

以上の状況を考慮すると、今後の輸出は拡大を続けるものの、これまでの予想よりも増勢をやや弱め、設備投資は2018年度にかけて一旦減少するため、実質GDP成長率は2017年度の前年比+1.6%から2018年度は+1.2%へ鈍化すると予想される。期待の個人消費は、賃金の上昇が続くことなどから所得の増加程度の拡大が見込まれるものの、住宅投資は過剰感から減少、公共投資も2018年度中に追加がなければ若干減少しよう。

2019年度は、消費増税が予定通り実施されれば個人消費が減速、住宅投資は落ち込み幅を拡大させ、実質GDP成長率も+0.9%へ低下すると予想する。ただ、潜在成長率を若干下回る程度への減速であり、労働市場は逼迫したまま、すなわち賃金上昇圧力は残り、設備投資も前述の通りこの時点で既に調整がある程度進んでいるため、景気が急速に冷え込むような状況には至らないであろう。

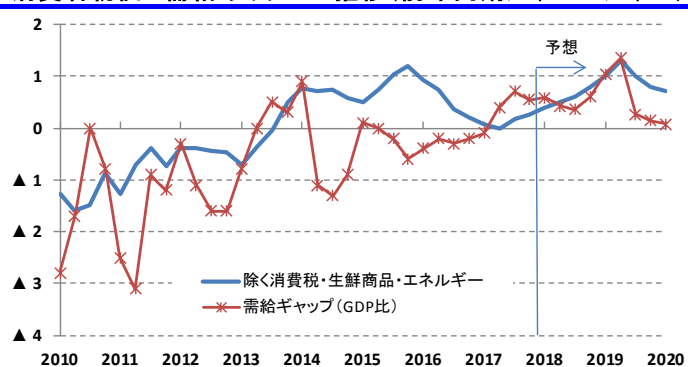
こうした経済情勢を前提とすれば、2018年度も需給ギャップは現状のGDP比0.5%程度の需要超過状態が維持されるため、需給面からの物価上昇圧力は徐々に高まろう。ただ、年度前半は円高進行による物価下押しも見込まれるため、1ドル

日本経済の推移と予測（年度）

前年比, %, %Pt	2015 実績	2016 実績	2017 予想	2018 予想	2019 予想
実質GDP	1.4	1.2	1.6	1.2	0.9
国内需要	1.3	0.4	1.2	0.7	0.6
民間需要	1.4	0.3	1.4	0.8	0.8
個人消費	0.8	0.3	1.1	1.3	0.7
住宅投資	3.7	6.2	0.8	▲1.0	▲2.6
設備投資	2.3	1.2	3.0	▲0.5	1.9
在庫投資(寄与度)	(0.4)	(▲0.3)	(▲0.0)	(▲0.0)	(▲0.1)
政府消費	1.9	0.5	0.4	0.6	0.6
公共投資	▲1.6	0.9	0.5	▲0.9	▲1.5
純輸出(寄与度)	(0.2)	(0.7)	(0.4)	(0.5)	(0.3)
輸出	0.7	3.4	6.4	3.9	3.6
輸入	0.3	▲1.0	3.6	1.0	1.9
名目GDP	3.0	1.0	1.6	1.2	2.3
実質GDP(暦年ベース)	1.4	0.9	1.6	1.2	1.3
鉱工業生産	▲1.0	1.1	4.2	2.3	1.2
失業率(%、平均)	3.3	3.0	2.8	2.7	2.5
経常収支(兆円)	17.9	20.4	19.8	18.1	18.3
消費者物価(除く生鮮)	▲0.0	▲0.2	0.6	1.0	1.9

(出所) 内閣府ほか、予想部分は当研究所による。

消費者物価と需給ギャップの推移(前年同期比、GDP比、%)



(出所) 内閣府、総務省の資料を基に伊藤忠経済研究所にて試算

＝110 円を超える円高局面が長引けば消費者物価上昇率がコア（生鮮食品を除く総合）で前年比＋1%程度に達するのは2018 年末近くへ後ずれする可能性が高い。その場合、2018 年内の「デフレ脱却宣言」は困難になる。ひいては、2019 年 10 月に予定される消費税率引き上げの見直し議論も浮上することとなろう。

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。