

# 日本経済情報 2018年10月号

## Summary

### 【内容】

日銀短観で企業景況感の底堅さを確認

輸出: 台風被害で足元落ち込むも今後は復調

設備投資: 先行指標は今後の増勢加速を示唆

個人消費: 災害の影響はあるが底堅さも

賃金は労働需給の逼迫を背景に上昇圧力を一段と高める

7~9月期は減速、米中貿易摩擦の影響は限定的

景気は消費増税後も緩やかな拡大基調を維持

物価上昇圧力は着実に高まる

伊藤忠経済研究所  
チーフエコノミスト  
武田淳  
(03-3497-3676)  
takeda-ats  
@itochu.co.jp

## 日本経済は緩やかな拡大を維持、賃金・物価の上昇続く

10月1日に発表された9月調査の日銀短観では、大企業の景況感が悪化したものの依然高水準を維持、中小企業はむしろ改善している。景気は良好な状態が続いており、回復に広がりも見られていると前向きに評価すべきであろう。

輸出は9月の台風による関西空港の一時閉鎖などから7~9月期は落ち込んだが、既に被害から復旧しており、今後は持ち直す見通し。設備投資は、企業の前向きな計画を反映するように、先行指標が先行きの増勢加速を示唆しており、当面は好調を持続するとみられる。個人消費は、低価格志向が残り、盛り上がり欠ける部分はあるものの、生鮮品や原油の価格上昇が一巡すれば、賃金の上昇を背景に増勢を強めると期待される。

7~9月期の実質GDP成長率は、輸出が落ち込む一方で、設備投資や個人消費は底堅く推移し、前期比で小幅プラス成長程度となった模様(QE予想は別途レポートの予定)。米中貿易摩擦も一段と激化する気配であるが、その影響は限定的であり、10~12月期には緩やかな拡大基調に戻ると予想される。

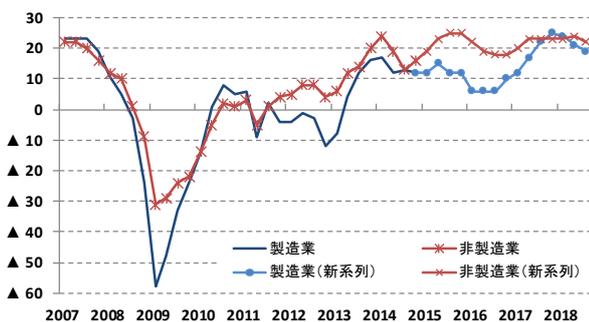
2019年10月の消費増税は予定通り実施される可能性が高く、その直前にかけて駆け込み需要の発生も見込まれる。また、前回の増税時は所得増の2倍近くとなった税負担増が、今回は諸施策の効果もあって所得増を大きく下回る。増税後の景気停滞は一時的なものにとどまり、2020年に向けて景気は緩やかな拡大基調を維持しよう。

消費者物価上昇率は依然として低いが、再び伸びを高めつつあり、日銀短観からは製造業においてコスト上昇の吸収余地が縮小している様子が確認できる。小売業は元来、半年程度のタイムラグを置いて価格を転嫁する傾向にある。今後も景気拡大が続く限り、賃金上昇と相俟って消費者物価上昇率は2%を目指して徐々に高まっていくと思われる。

## 日銀短観で企業景況感の底堅さを確認

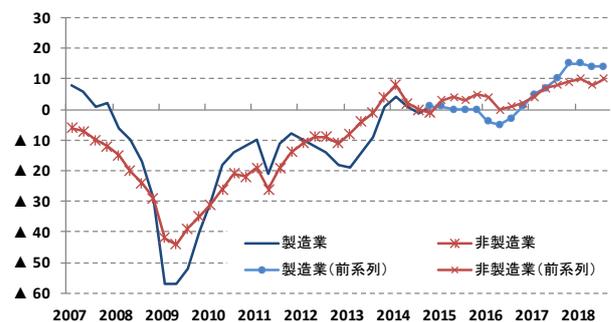
10月1日に発表された9月調査の日銀短観では、企業景況感が前回調査（6月）より悪化したものの、依然として良好であることが確認された。代表的な企業景況感の指標である業況判断DI（良い－悪い）は、大企業製造業で前回の+21から+19へ、大企業非製造業でも+24から+22へ、それぞれ2ポイント悪化した（下左図）。製造業では3四半期連続の悪化となり、ピークアウト感はあるとはいえ、まだピークに近い水準にある非製造業とともに、最近10年のうちで見て高い水準を維持している。

日銀短観業況判断DI(大企業、良い－悪い、%Pt)



(出所)日本銀行

日銀短観業況判断DI(中小企業、良い－悪い、%Pt)



(出所)日本銀行

中小企業では、景況感の良さがより鮮明である。中小企業製造業の業況判断DIは（上右図）、6月調査の+14から横ばい、非製造業に至っては6月調査の+8から+10へ改善している。しかも、双方ともリーマン・ショック直前のピークを上回る状況<sup>1</sup>が続いており、こうした中小企業における良好な景況感、景気の回復がすそ野の広がりを見せていると評価すべきであろう。

さらに、業況判断DIは、水準が高くなると慎重になり、先行き悪化を見込みがちな傾向<sup>2</sup>があるが、今回の調査では大企業製造業の12月の見通しは9月から横ばいの+19、非製造業も9月から横ばい（+22）であり、少なくとも先行きを悲観していない。こうした先行きへの見方は、中小企業への回復の広がりとともに、企業景況感の底堅さを示すものと言える。

## 輸出：台風被害で足元落ち込むも今後は復調

ただ、実体経済に関する指標には、7～9月期の経済活動が減速ないしは停滞したことを示すものもあった。まずは、輸出である。モノの輸出動向を示す輸出数量指数は、9月に前月から6.9%も落ち込み、四半期で見ても7～9月期は前期比▲3.2%と大きく減少した（当研究所試算の季節調整値）。主因は台風21号の影響による関西空港の一時閉鎖<sup>3</sup>であり、仕向地別の動向を見ても、9月単月で米国向けが前月比▲2.6%、EU向け▲4.5%、アジア向け▲4.6%、うち中国向け▲8.7%と、各地域向けとも大きく減少していることが、その一つの証左である。

<sup>1</sup> 景況感のリーマン・ショック直前のピークは、製造業が2016年12月調査の+10、非製造業は2017年3月調査の▲6。なお、2014年12月調査を挟んで調査方法が変わっているため、正確にはその前後で数字の比較はできない。

<sup>2</sup> 最近では、大企業製造業で2016年12月の実績+10に対して先行き+8、2017年3月（実績+12→先行き+11）、6月（+17→+15）、9月（+22→+19）、12月（+25→+19）、2018年3月（+24→+20）と6回連続で先行き悪化を見込んでいた。

<sup>3</sup> 財務省は「台風21号による関西国際空港の閉鎖で貨物輸送に影響が出た」と説明。9月の関空の輸出額は前年同月比▲58.0%（▲3,226億円）となり、輸出全体を4.7%押し下げたとみられる。

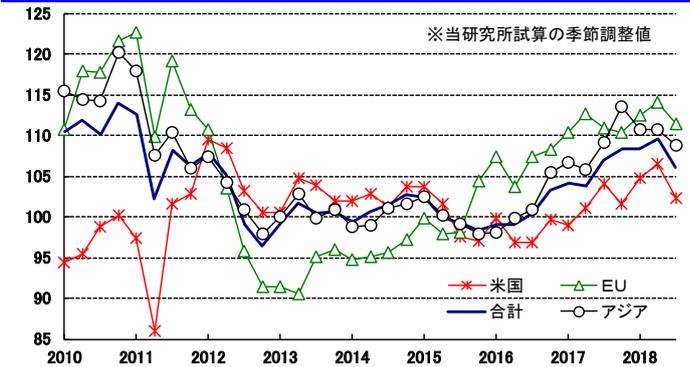
四半期別に見ても、7～9月期は米国向けが前期比▲3.8%、EU向け▲2.2%、アジア向け▲1.6%、うち中国向け▲3.4%といずれも減少した。9月の落ち込みと比較すると、米国向けの弱さが目立つが、その原因を財別に見ると、全体の3割強を占める自動車（7～9月期前期比▲8.8%）や6%を占める自動車部品（▲5.0%）、1.4%とシェアは小さいが落ち込みが大きい鉄鋼（▲21.7%）である。自動車関連の輸出減少は、米国内の自動車販売が弱含んでいる影響が大きいとみられる。また、鉄鋼については、日本メーカーが堅調な内需により生産余力が限られる中で、3月に米国が25%の輸入関税を賦課したため、販売先を国内ないしは他国へ振り替えたことが主因である。つまり、米国発の貿易摩擦をきっかけに対米鉄鋼輸出は落ち込んだものの、生産量の抑制を強いられるわけではなく、鉄鋼業界の業績に与える影響は限定的だということである。そのほか、全地域を通じて、これまで輸出を牽引してきた半導体の増勢が一服している。

今後を展望すると、関西空港は既に復旧しており、半導体はAIやIoT、自動運転など世界的なIT分野の広がりにより需要の増加傾向が期待できるため、輸出は持ち直すと見込まれる。ドル円相場についても、基本的に米国金利の上昇や日本の貿易収支の赤字を背景に、ドル高円安地合いが続くとみられ、輸出の回復を後押ししよう。

## 設備投資：先行指標は今後の増勢加速を示唆

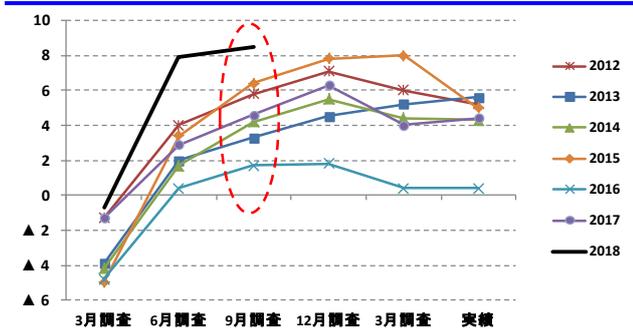
設備投資については、各種統計から企業の前向きな姿勢が窺われる。9月の日銀短観では、2018年度の設備投資計画が全産業で前年比+8.5%へ伸びを高め（前回6月は+7.9%）、この時期の調査としては1990年（+10.8%）以来の伸びを記録した。

## 仕向け地別の輸出数量指数(季節調整値、2010年=100)



(出所)財務省

## 設備投資計画の推移(前年比、%)



(出所)日本銀行

## 機械受注の推移(季節調整値、年率、兆円)



(出所)内閣府

先行指標の機械受注（船舶・電力を除く民需）も、7月の前月比+11.0%に続き、8月は+6.8%と高い伸びが続いたことから、7～8月の水準は4～6月期を6.4%も上回っており、設備投資は今後、増勢を強める可能性が示された。業種別には、非製造業からの受注の急増ぶりが顕著であるが、製造業も引き続き堅調に拡大しており、設備投資は業種を問わず幅広く活況なようである。

ただ、建設機械や工作機械の業界からは、米中貿易摩擦の影響などを懸念して投資決定に時間がかかるよ

うになってきたという声も聞こえてきている。さらに先を見通せば、「増勢加速」から「高水準を維持」するという形での減速を見込んでおく方が現実的であろう。

個人消費：災害の影響はあるが底堅さも

個人消費は、災害による悪影響が概ね解消し、自動車販売など一部に底堅さも見られるが、小売販売は低価格志向が根強く残るなど、まだ盛り上がりには欠けている。

9月の小売販売は、前月比▲0.2%と4ヵ月ぶりに減少した。業態別に見ると、自動車(前月比▲1.4%)、衣料品専門店(▲0.9%)、飲食料品専門店(▲0.7%)、総合小売業(▲0.6%)など幅広く落ち込んでおり、好調だった前月の反動に加え、台風や地震による影響が出た可能性が指摘できる。

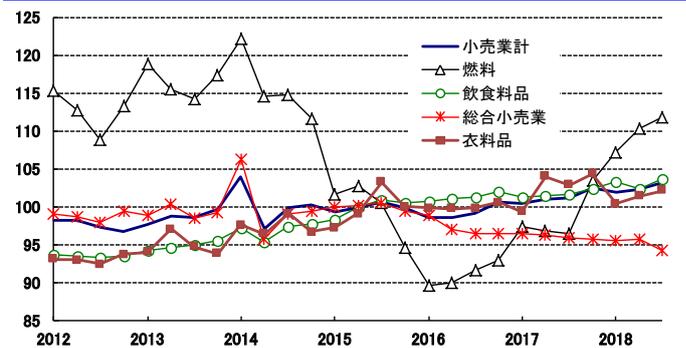
ただ、四半期の推移を見ると、小売全体で前期比+1.0%と増勢を強めており(4~6月期+0.4%)、業態別にも自動車(7~9月期前期比+4.3%)、衣料品専門店(+0.8%)、家電などの機械器具専門店(+0.6%)といった選択的支出の分野で増加している。一方で、飲食料品専門店(+1.2%)やガソリンなどの燃料(+1.3%)といった必需的な支出も増加しているが、これらは専ら生鮮品や原油の価格上昇によるものとみられる。そうした中で、百貨店やコンビニ、GMSなどの総合小売業(▲1.6%)だけが大きく落ち込んでいる。

これらの動きを総合すると、食料品やガソリンといった生活必需品の値上がりによって奪われた購買力を、専ら大手総合小売業における低価格品の購入によって補い、所得の増加分は主に自動車や家電製品、専門店での衣料品の購入増に向けられるという消費者の行動がイメージされる。この仮説が正しいとすれば、今後も賃金の上昇が続くと見込まれる中で(詳細後述)、生鮮品や原油の値段が落ち着いた際に、余力のできた購買力がどの方向に向けられるのか注目点となろう。そして、恐らくは買い替えサイクルを迎えている耐久財を中心に、消費増税前の駆け込み需要に、その多くが向けられるのではないかと思う。

賃金は労働需給の逼迫を背景に上昇圧力を一段と高める

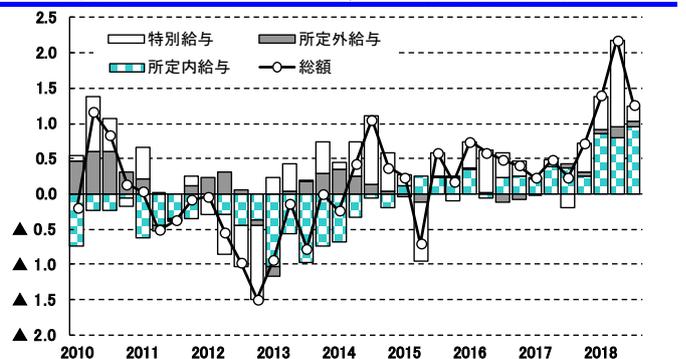
個人消費のベースとなる賃金動向を見ると、勤労者一人当たり賃金は、8月に前年同月比+0.8%となり、7月の+1.6%から伸びが鈍化した。しかしながら、夏のボーナス支給日のばらつきを均すため7~8月平均で見れば前年同期比+1.3%であり、ボーナスの好調<sup>4</sup>により+2.2%まで伸びが高まった4~6月期を別とすれば、1~3月期(+1.4%)と概ね同程度の伸びとなり、賃金の堅調な伸びが続いていると言える。さらに言えば、基本給に相当する所定内給与が小幅ながらも着実に上昇して

小売業販売動向(季節調整値、2015年=100)



(出所) 経済産業省

勤労者一人当たりの平均賃金(前年同期比、%)



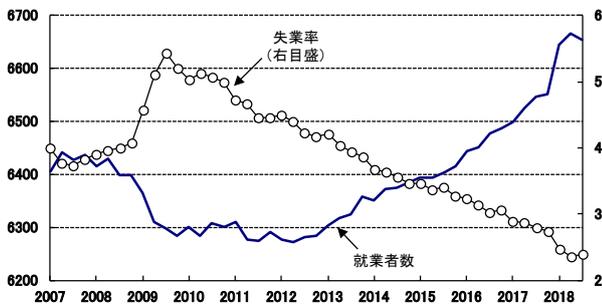
(出所) 厚生労働省

<sup>4</sup> 夏のボーナスが集中する6月の特別給与は前年同月比+6.3%もの高い伸びを記録、賃金全体の押し上げに大きく寄与した。

いることは、消費行動に大きな影響を与えるとされる将来の期待所得を押し上げる効果がある。2018年の数字については統計処理の問題により嵩上げされている部分<sup>5</sup>はあるが、安定した賃金の上昇は個人消費底上げに寄与する。

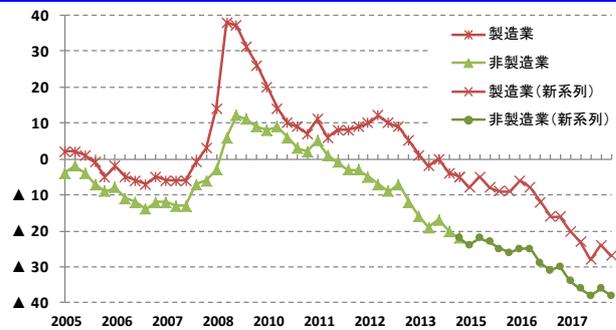
背景に労働市場の逼迫があることは言うまでもない。9月の失業率は5月(2.2%)以来の低さとなる2.3%まで低下、7~9月期で見ると、就業者数は前期比12万人減少、労働力人口も7万人減少したため、失業率は前期並みの2.4%で推移した。2018年に入って、景気の拡大傾向が続く中で労働力供給の伸び悩みを主因に失業率の低下ペースが鈍っており、いよいよ完全雇用の状態が近付いている可能性が高い。日銀短観の雇用人員判断DIも、9月調査では全産業規模合計で前回の▲32から▲33へ不足超過が再び拡大した。経験則的には、いつ賃金上昇が加速してもおかしくないほど労働需給が逼迫している状況にあり、今後も景気の拡大が続く、企業が雇用を拡大させようとするのであれば、賃金は一段と上昇し、デフレ脱却をサポートすることとなる。

就業者数と失業率の推移(季節調整値、万人、%)



(出所)総務省

日銀短観雇用人員判断DIの推移(過剰-不足、%Pt)



(出所)日本銀行

## 7~9月期は減速、米中貿易摩擦の影響は限定的

以上を整理すると、7~9月期の実質GDP成長率は、輸出が落ち込む一方で、設備投資や個人消費は底堅く推移し、前期比で小幅プラス程度となった模様である<sup>6</sup>。そして、10~12月期以降は、設備投資の増勢に陰りが出始める可能性はあるものの、輸出が災害による下押しから持ち直し、個人消費も賃金の持続的な上昇を背景にやや増勢を強め、日本経済は緩やかな拡大基調に戻ると予想される。

2018年度に入ると、米中貿易摩擦の影響により両国の成長は減速が避けられない。トランプ政権は、11月末のブエノスアイレスG20に合わせて開催を調整中の米中首脳会談が不調に終われば、中国からの輸入のうち、まだ制裁関税の対象としていない残り2,570億ドル分についても追加関税を課す方針と報じられ、その適用時期は2019年2月頃と見込まれている。ただ、日本にとっては、両国の景気減速に伴って両国向けの輸出が多少減少するとみられる一方で、例えば米国から中国向けの、またはその逆の輸出を代替するというプラス両面も見込まれるため、差し引きすれば影響は限定的なものにとどまろう。ただ、米国による自動車関税の動きは要注意である。トランプ大統領は10月27日、中西部インディアナ州での演説の中で、日本が市場を開放しないなら自動車に20%の関税をかけると発言した。もちろん、自動車関税に関しては、先般、交渉開始が決まった日米物品貿易協定(TAG)の協議中は凍結されることになっており、

<sup>5</sup> 内閣府の分析によると、賃金(毎月勤労統計)の水準は、2018年に入り、主にウエイトを算出するためのベンチマークを入れ替えたことによって大きく嵩上げされている。

<sup>6</sup> 7~9月期のGDP予想については別途レポートする予定。

今回の発言は中間選挙を意識したものと捉えるのが妥当であろうが、トランプ大統領のこれまでの行動から判断すれば、いずれ日本の対米自動車輸出に關税など何らかの制約が課せられる可能性が高いと考えておくべきだろう。

## 景気は消費増税後も緩やかな拡大基調を維持

日本経済にとって、もう一つの大きなイベント・リスクは消費増税である。安倍首相は10月15日の臨時閣議で消費税率を2019年10月に予定通り引き上げる方針を示した。もちろん、「リーマン・ショック」級の経済危機が発生すれば見送るという条件は従来通り付いているが、既に立法化されている消費増税のスケジュールを首相自ら確認した意味は大きく、まさにリーマン・ショック級の危機がない限り、消費増税は予定通り実施される可能性が高い。その場合は増税前の駆け込み需要が発生、それによる押し上げもあり、2018年度前半は景気の拡大が続くとみられる。

なお、今回の消費増税のインパクトは、前回（2014年4月）と比べると格段に小さいはずである。前回の消費増税は税率3%引き上げにより税負担増が8.2兆円、うち0.2兆円程度は諸施策により軽減されたものの、差し引き8兆円程度の実質負担増となった。これに対して、2014年の雇用者報酬（サラリーマンの給与総額）は年間で4.7兆円の増加にとどまり、負担増の半分程度しかカバーできなかった。今回は、税率の引き上げ幅が2%にとどまるため、税負担は5.6兆円の増加となり、さらには食料品などに対する軽減税率の導入により負担は1兆円減り、そのほか教育無償化（1.4兆円）、年金額改定（0.6兆円）なども合わせると3.5兆円程度の負担軽減となる。そのため、家計の負担は差し引き2兆円程度まで縮小する。一方で、2019年度の雇用者報酬は年間5兆円近く増加すると見込まれるため、マクロ的には所得増で十分に吸収できる。

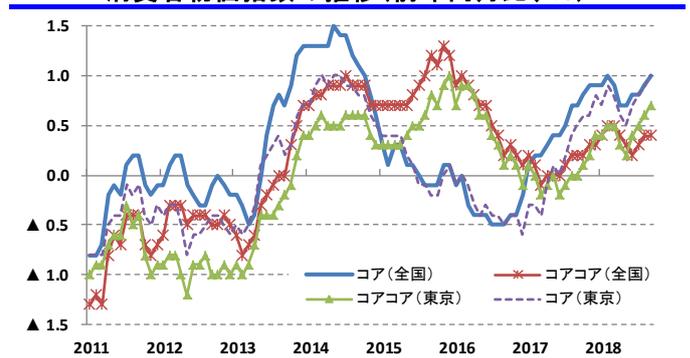
こうした状況を踏まえると、2019年10月の消費増税後、駆け込み需要の反動もあって景気は一時停滞するものの、下押し圧力は限られ、景気の腰折れには至らないとみて良さそうである。現在検討されているその他の消費増税後の落ち込み回避策が実現されなかったとしても、2020年の東京五輪に向けて、景気の拡大基調が維持されよう。

## 物価上昇圧力は着実に高まる

景気が緩やかながらも拡大基調を崩していないことから、物価上昇圧力は着実に高まっている。消費者物価上昇率は、総合で8月に前年同月比で1%を超え（8月+1.3%、9月+1.2%）、生鮮食品を除くコアでも9月に+1.0%へ戻した。年初から円高が進行、景気が足踏みしたため、物価の上昇圧力も一時的に低下していたが、ここに来て本来の上昇ペースを取り戻しているように見える。ただ、生鮮食品に加えエネルギーも除いた所謂コアコアでは8月、9月とも前年同月比+0.4%にとどまっており、実態的には日銀が目指す2%のインフレには程遠い状況ではある。

そうは言っても、物価上昇圧力の高まりは、サプライチェーンの途中でも確認できる。日銀短観によると、製造業の販売価格DI（上昇-下落）は2018年3月調査でリーマン・ショック以降、初めて7のプラス（+

消費者物価指数の推移（前年同月比、%）



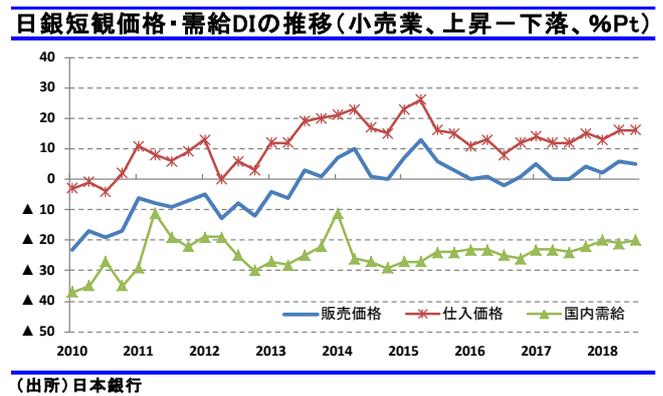
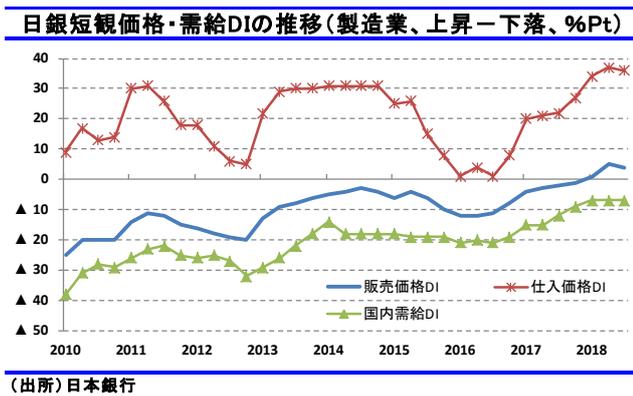
（出所）総務省

7 2008年9月調査の+10から12月調査では▲3とマイナスに急転、以降、マイナスが続いた。

1) に転じたが、背景には需給の改善と仕入れコストの上昇がある。

製造業の仕入価格 DI の推移を見ると（下左図）、2016 年後半以降、原油価格の上昇などを背景にプラス幅が急速に拡大、国内需給 DI の改善に伴って販売価格 DI のマイナス幅が縮小している様子が窺える。その意味では、このところ原油価格が頭打ちになっており、仕入コストの上昇も一服する可能性があるが、一方で人件費の上昇がコスト吸収力を低下させている面もあり、需給環境が大幅に改善した現在、製品価格の引き上げをためらう程度は相当に弱まっていると考えられる。少なくとも製造業段階では、今後も景気の拡大が続く限り、価格引き上げの動きも継続するとみてよいだろう。

一方で、小売業界の需給環境は、需給判断 DI を見る限り製造業ほどには改善していない（下右図）。ただ、小売業については、もともと利幅が薄いこともあって、需給に関係なく仕入価格の変動の大部分を販売価格に反映する傾向にある<sup>8</sup>。そのため、半年程度のタイムラグを置いて、製造業の販売価格上昇のほぼ全てが消費者物価に反映されることとなろう。このように、これまでの景気を持続的な拡大はサプライチェーン上も需給の改善を通じて物価上昇に結び付いており、今後も景気拡大が続く限り、賃金上昇と相俟って消費者物価上昇率は 2% を目指して徐々に高まっていくと思われる。



<sup>8</sup> 販売価格 DI を仕入価格 DI の後方 3 期移動平均と国内需給判断 DI で回帰分析した結果、仕入価格 DI の係数は製造業 0.32 に対して小売業は 1.00 であり、小売業では平均半年で仕入価格の変動の全てを販売価格に転嫁しているとの結果を得た。推計期間は 2000 年 9 月調査から 2018 年 9 月調査。