
日本経済展望

2018年3月

 株式会社 **日本総合研究所**

調査部 マクロ経済研究センター

<http://www.jri.co.jp/report/medium/publication/japan>

目次

◆現状	p. 1
◆景気分析	p. 3
◆トピックス	p. 7
◆見通し	
経済	p. 8
物価、金融政策、金利	p. 9
◆内外市場データ	p. 10

調査部 マクロ経済研究センター（国内経済グループ）

総括	安井 洋輔	(Tel: 03-6833-6334	Mail: yasui.yosuke@jri.co.jp)
ファンダメンタルズ	村瀬 拓人	(Tel: 03-6833-6096	Mail: murase.takuto@jri.co.jp)
企業部門、外需	菊地 秀朗	(Tel: 03-6833-6228	Mail: kikuchi.hideaki@jri.co.jp)
家計部門、雇用賃金	小方 尚子	(Tel: 03-6833-0478	Mail: ogata.naoko@jri.co.jp)
トピックス	安井 洋輔		
金利	根本 寛之	(Tel: 03-6833-8913	Mail: nemoto.hiroyuki@jri.co.jp)
ファンダメンタルズ（現状分析）	佐藤 聡一郎	(Tel: 03-6833-6255	Mail: sato.tp28222@jri.co.jp)

本資料は2018年3月2日時点で利用可能な情報をもとに作成しています。

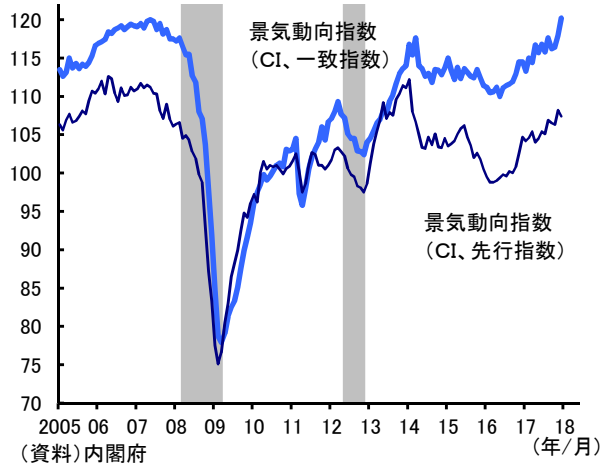
本資料は、情報提供を目的に作成されたものであり、何らかの取引を誘引することを目的としたものではありません。本資料は、作成日時時点で弊社が一般に信頼出来ると思われる資料に基づいて作成されたものですが、情報の正確性・完全性を保証するものではありません。また、情報の内容は、経済情勢等の変化により変更されることがありますので、ご了承ください。

概況：景気は回復が持続

景気

一致指数は、投資財の出荷増加を受けて上昇し、1990年10月以来の高水準

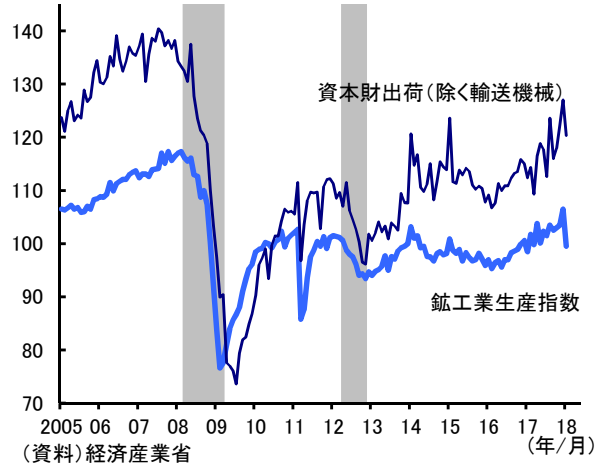
(2010年=100)



企業

生産、資本財出荷ともに振れを伴いながらも増加基調

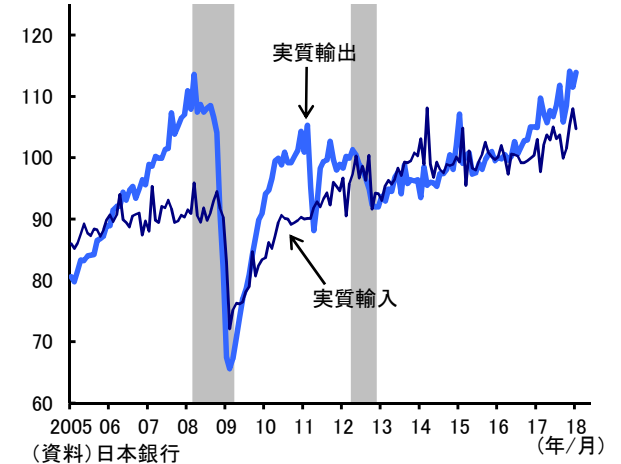
(2010年=100)



外需

輸出は中国などアジア向けで増加基調
輸入は4ヵ月ぶりに減少

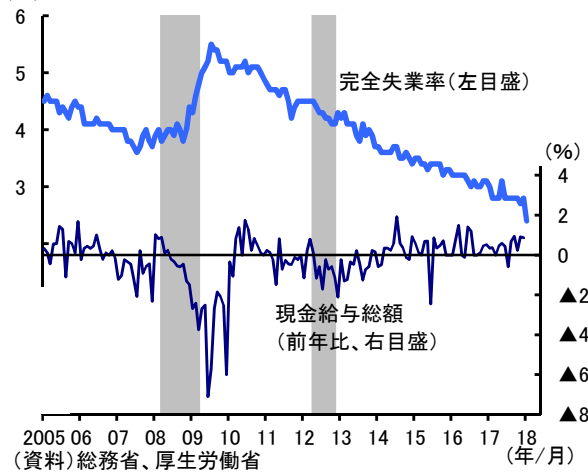
(2015年=100)



雇用所得

失業率は1993年4月以来の低水準
名目賃金は小幅プラス圏で推移

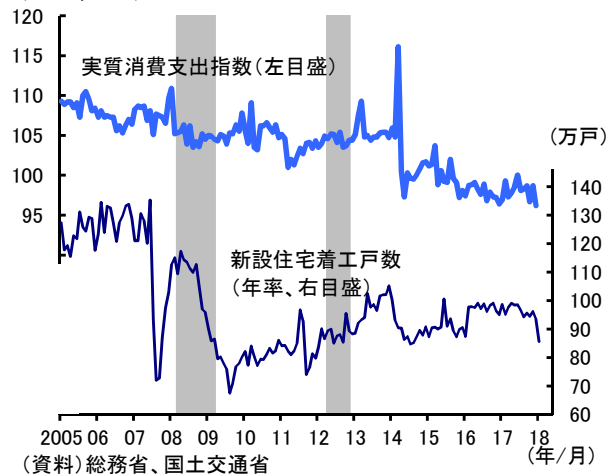
(%)



家計

実質消費は一進一退の動き
住宅着工は分譲住宅が大幅に減少

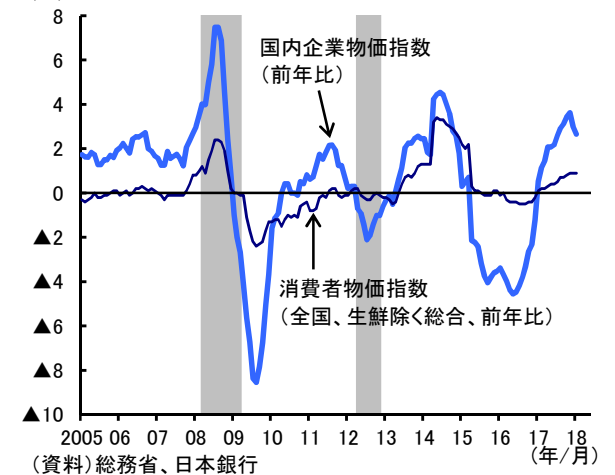
(2015年=100)



物価

原油価格の上昇を受け、国内企業物価、
消費者物価ともに上昇

(%)



※シャドー部は景気後退期

企業部門で生産が増加、家計部門も緩やかに回復

◆景気は回復が持続

2017年10～12月期の実質GDPは、前期比年率+0.5%と8四半期連続のプラス成長。成長ペースは前期から鈍化したものの、輸入の大幅な増加が主因。輸入を品目別にみると、新型スマートフォンの投入による通信機の押し上げが大きいため、大幅増は一時的な動きと判断。一方、内需は、長雨など天候不順の影響で落ち込んだ前期の反動もあって、外食や旅行などの持ち直しによる個人消費の増加が寄与。輸出も、海外経済の堅調な成長や世界的な設備投資意欲の改善を背景に高めの伸び。

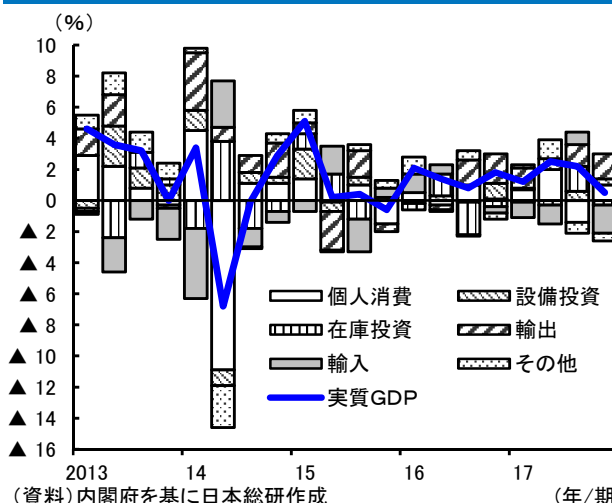
◆生産の増加基調に変化なし

企業活動をみると、1月の鉱工業生産指数は、前月比▲6.6%と大幅に低下。輸送用機械やはん用・生産用・業務用機械などすべての業種で下落。もっとも、①年初は中国の春節の影響で季節調整が不安定になること、②2月の生産見通し（経済産業省先行き試算値）が同+4.7%と大幅に上昇していることなどから、過度の懸念は不要。全体としては、輸出増加を背景に、増産傾向が続いていると判断。

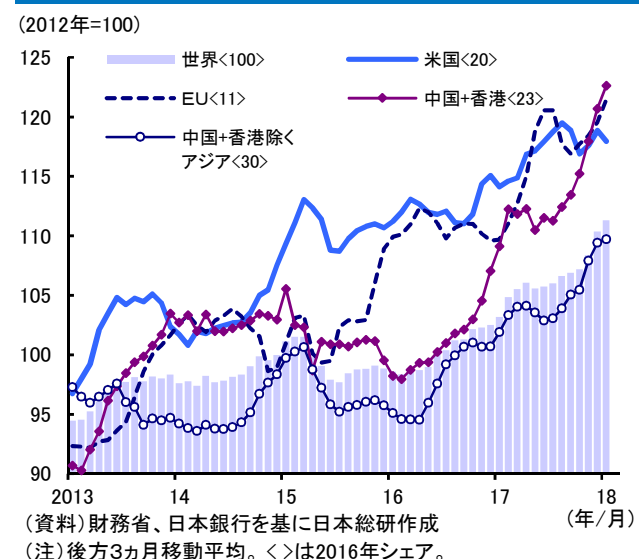
◆家計部門も持ち直しの動き

雇用・所得環境の改善が続くなか、1月の小売販売が前年比+1.6%と3ヵ月連続で増加。ただし、生鮮野菜やガソリンの価格上昇による購買力低下や、1月下旬の大雪のマイナス影響が今後顕在化する可能性には留意が必要。

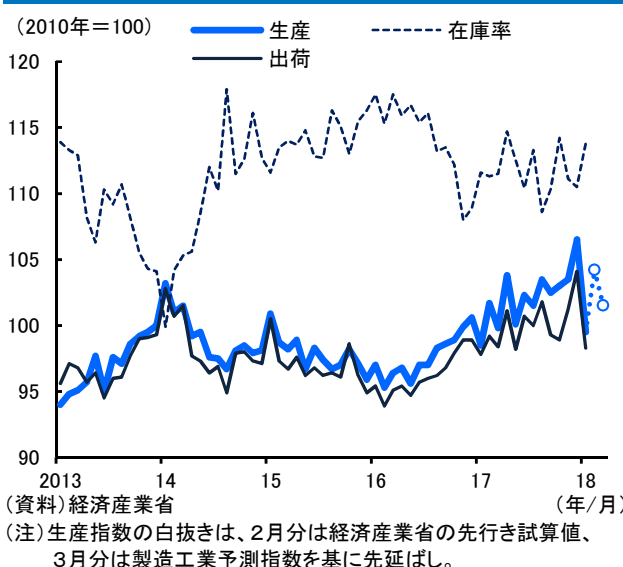
実質GDP成長率(前期比年率)



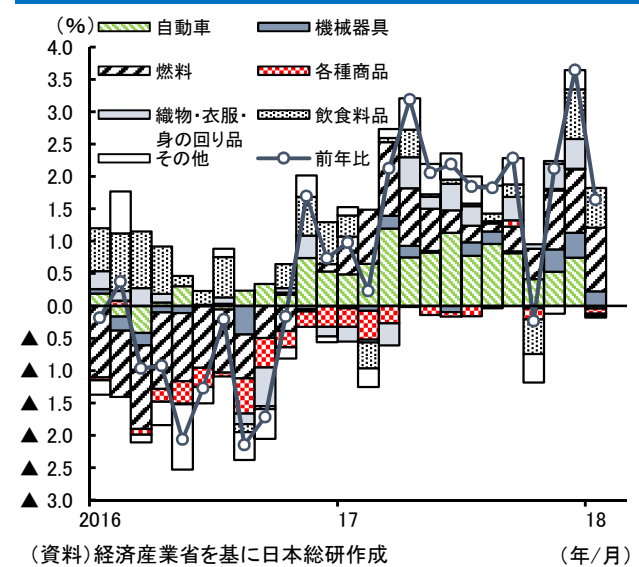
実質輸出(季調値)



鉱工業指数(季調値)



小売業販売額(前年比)



外需は増加基調

◆通信機を主因に輸入は大幅増

外需は、輸入の増加が下押しに寄与。新型スマートフォンの投入に伴う通信機輸入の大幅増が主因。新モデル投入効果が一巡すれば、輸入の増勢は早晚鈍化する見込み。

もっとも、輸入の緩やかな増加基調は続く見通し。①国内景気の回復の持続、②製造業の国内回帰が限定的ななか、逆輸入が続くこと、等が背景。

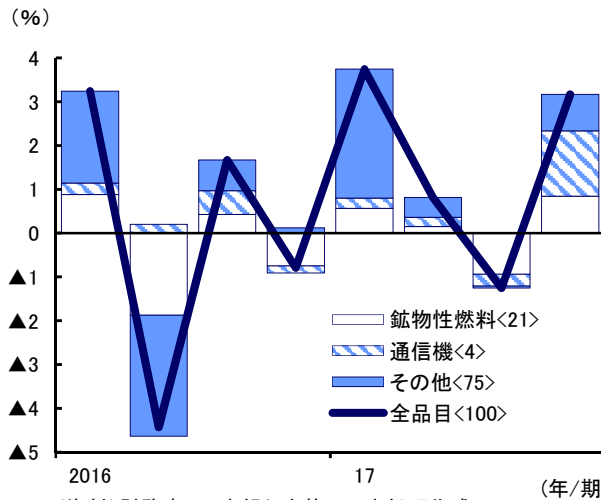
◆財輸出は増加基調が持続

一方、輸出は世界的に貿易量が拡大するなか、増加基調が持続。

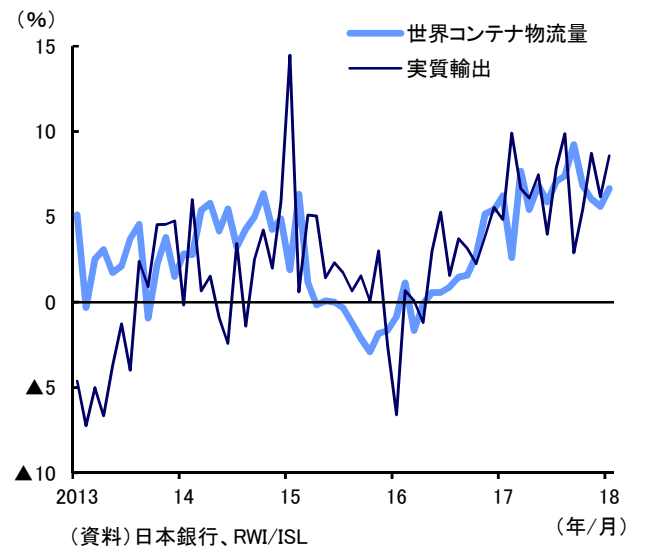
品目別にみると、世界的な需要拡大を受けた電子部品・デバイス類が引き続きけん引。先行きも、スマートフォンの高性能化、クラウド化に伴うデータセンター需要の高まり、IoT、車載関連などの需要拡大にけん引され、電子部品・デバイス類の輸出は高水準で推移する見通し。

ただし、足許の金融市場の混乱がマイナス影響を与えるリスクも。製造業PMI（購買担当者景気指数）は先進国、新興国ともに景気判断の節目となる50を上回っているものの、市場の混乱が長引いて設備投資意欲を後退させれば、資本財輸出等がピークアウトする可能性も。

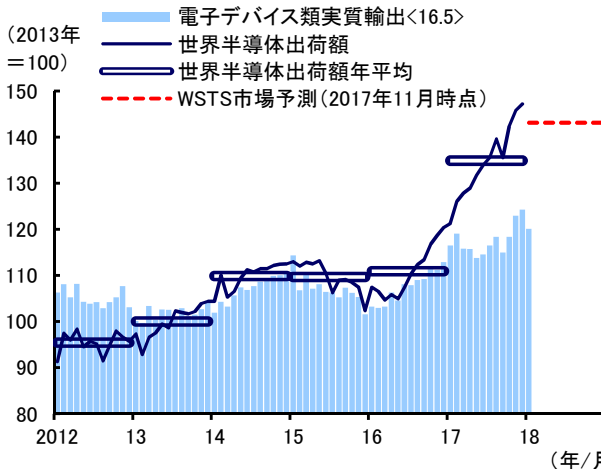
実質財輸入の寄与度分解(前期比)



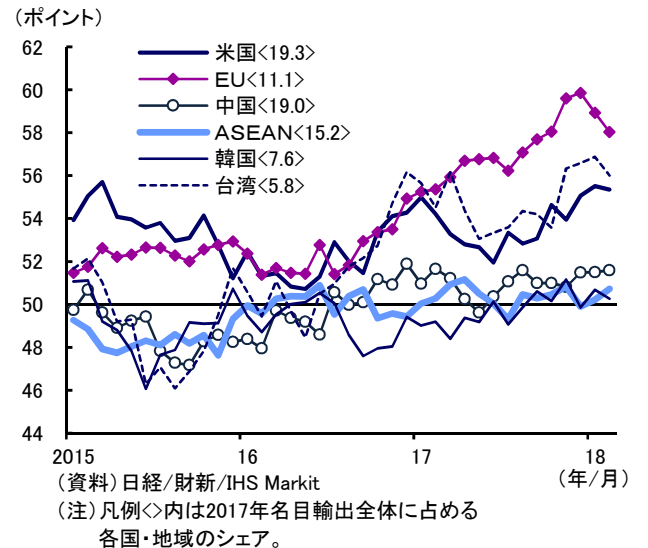
世界コンテナ物流量とわが国実質輸出(前年比)



世界半導体出荷額と電子部品デバイス類輸出



主要輸出相手国製造業PMI



企業収益の改善により、設備投資は増加基調

◆企業収益は堅調

企業収益は堅調が持続。法人企業統計季報によると、10～12月期の売上高（金融業・保険業除く全産業、季調値）は、前期比+2.3%と6四半期連続の増収。一方、経常利益は、同▲1.7%と2四半期連続の減益。これは、人手不足の深刻化を背景とした人件費増で労働分配率が上昇したほか、原油価格上昇に伴う変動費増、円高を受けた海外からの受取減といった外部環境の悪化も作用。

先行きを展望すると、人件費負担は引き続き収益下押し要因として働く公算大。もっとも、原油価格の上昇鈍化や、日米金利差の拡大により、一段の円高進行は回避されると見込まれることから、外部環境面の下振れ要因は減衰の方向。内外需要が堅調に拡大するなか、企業収益は持ち直しに転じる見込み。

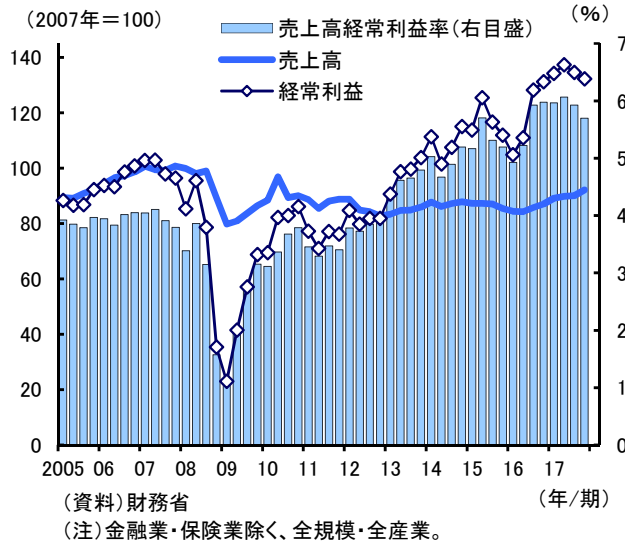
◆設備投資は増加基調

設備投資は、キャッシュフローが潤沢ななか、人手不足を背景とした合理化・省力化投資などを中心に持ち直し。

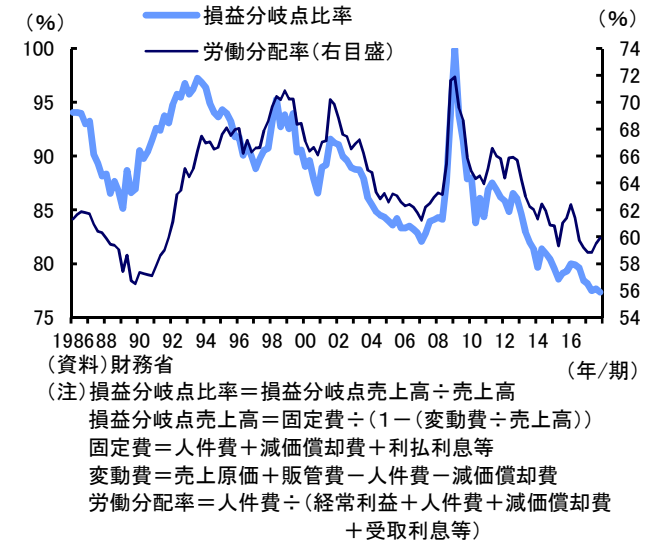
一部の成長分野で前向きな投資も増加。インバウンド需要の増加を受けた宿泊施設、ネット通販の拡大に伴う高度物流施設、中核都市での再開発事業などを背景に、建設投資が堅調。

もっとも、収益環境は好調であるものの、最近の株価変動が示唆する不確実性指数に上昇の兆しがみられることが不安材料。金融市場の混乱が企業の設備投資意欲を減退させないか注視が必要。

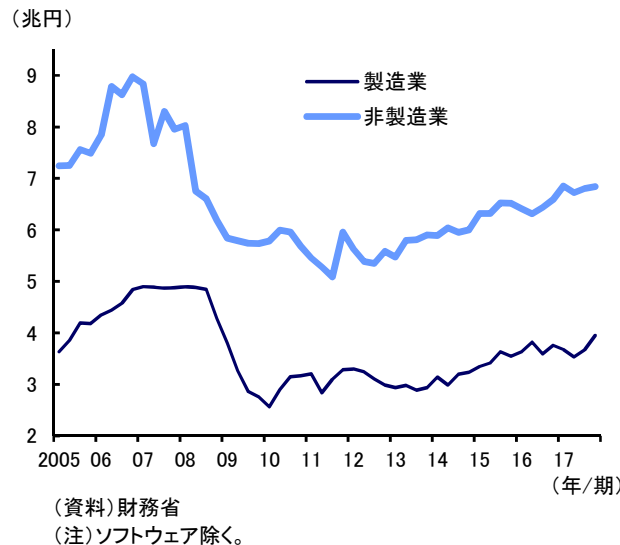
法人企業の売上高と経常利益率（季調値）



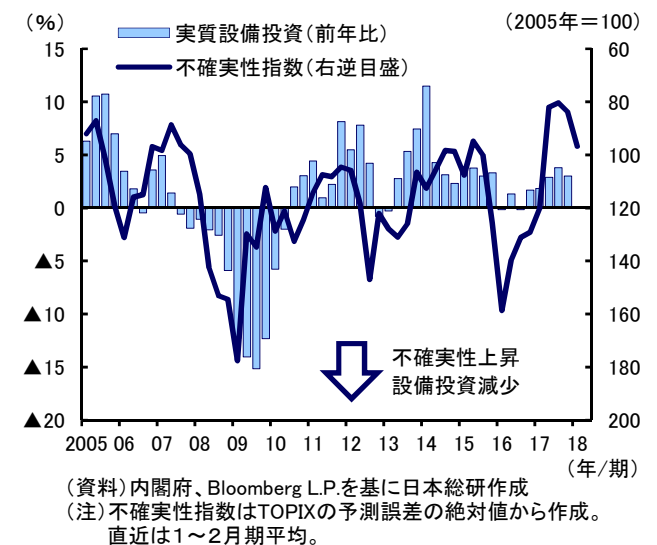
労働分配率と損益分岐点比率



法人企業設備投資額（季調値）



不確実性指数と実質設備投資



所得の回復は緩慢

◆改善続く雇用情勢

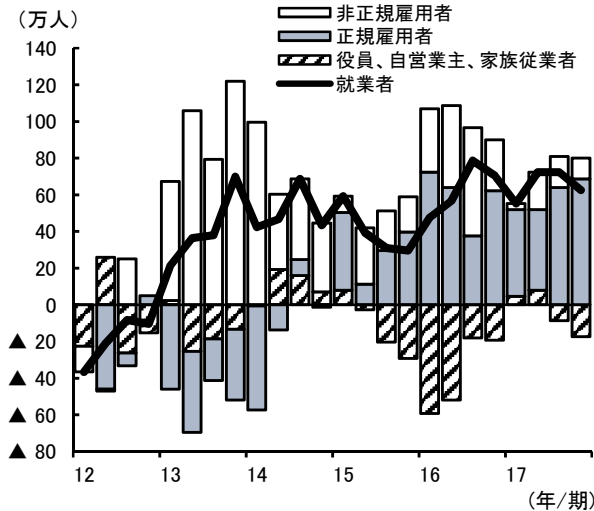
雇用情勢は改善傾向。2012年11月に始まった今次景気拡大局面では、2015年半ば以降、正規雇用者の増加基調が定着。2017年には人手不足の深刻化を背景に、雇用拡大の大半を正規雇用者が占めるようになり、雇用は数だけでなく内容の面でも改善傾向。

賃金も、フルタイム労働者の所定内給与の増加基調が定着。もっとも、①人件費増加に対する企業の慎重な姿勢が根強いこと、②雇用増が、飲食・宿泊、福祉、卸・小売など、賃金水準が相対的に低い業種が中心となっていること、等から賃金上昇が加速しにくい状況。

◆所得の回復は緩慢

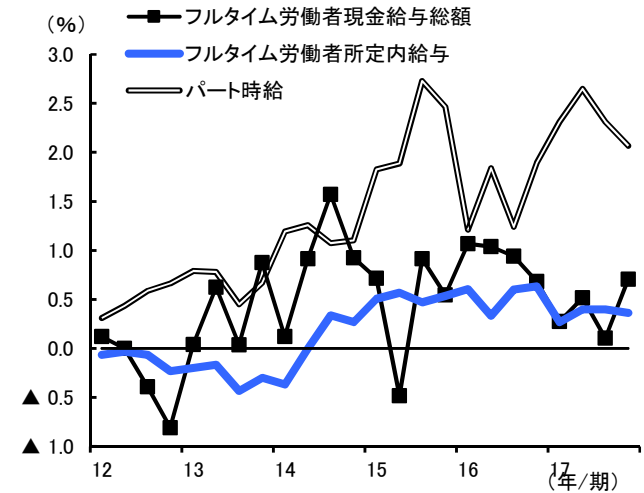
先行きを展望すると、景気の回復基調が維持されるもと、雇用情勢の改善は続く見込み。また、人手不足と企業収益の改善を背景に、賃金の上昇圧力も徐々に高まる方向。2018年度の春闘では、賃金引き上げ機運が高まりつつあり、2017年度を上回る賃上げ率（2.4%）となる見込み。もっとも、政府が目指す3%まで賃金上昇ペースが加速することは期待薄。エネルギー価格等の上昇を主因として消費者物価が前年比プラスを維持することも、家計の実質購買力に対する下押し圧力として作用。このため、実質所得は引き続き緩やかな回復にとどまる見込み。

就業者数(前年差)



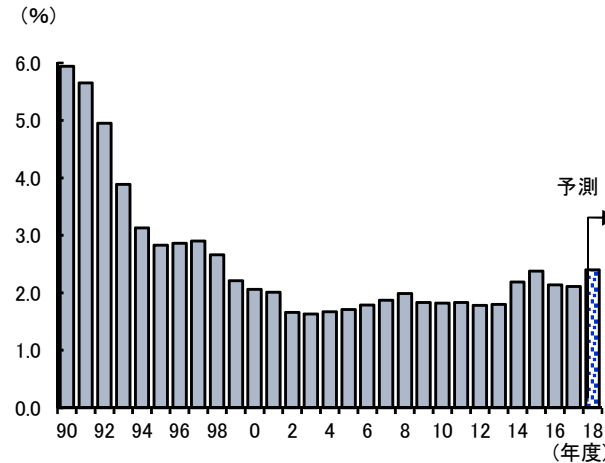
(資料)総務省「労働力調査」

賃金上昇率(前年比)



(資料)厚生労働省「毎月勤労統計」

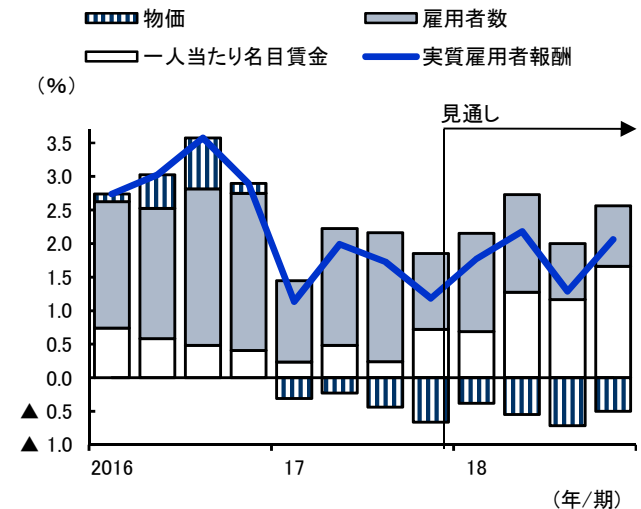
春闘賃上げ率



(資料)厚生労働省

(注)大手企業を対象とした集計。予測は日本総研。

雇用者報酬(前年比)



(資料)内閣府などを基に日本総研作成

個人消費は持ち直しの動き

◆個人消費は持ち直しの動き

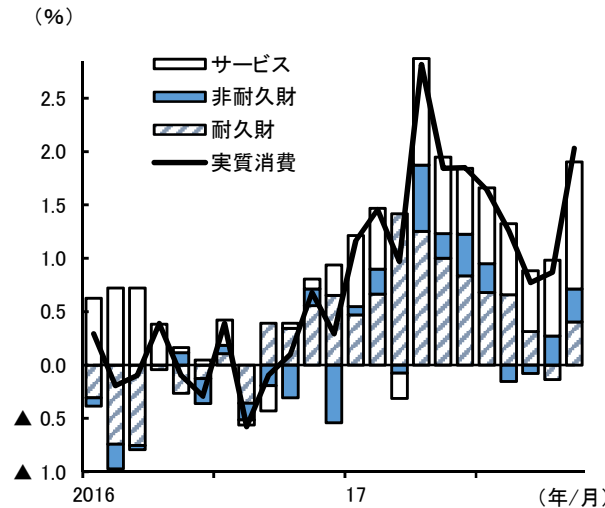
個人消費は、足許で持ち直しの動き。2017年秋口に表面化した乗用車の不正検査問題等を受けて落ち込んだ耐久財が回復に転じたほか、サービスも、通信、医療福祉、外食などにけん引されてプラス幅が拡大。また、非耐久財に含まれる食料品では、2016年度に下火となっていた新製品投入の動きが2017年度に再び顕在化。

◆引き続き緩慢な消費回復

先行きを展望すると、雇用・所得環境の改善が、消費押し上げに作用する見込み。冬場の生鮮食品高騰に伴う消費者マインドの悪化も一時的にとどまる見込み。2月初には、日経平均株価が一時、24,000円台から21,000円台まで急落。もともと、足許の株価水準が続いたとしても、前年比でみた株価評価益はプラス。このため、さらなる大幅な株価下落がなければ、マインド悪化による消費腰折れには至らない見込み。

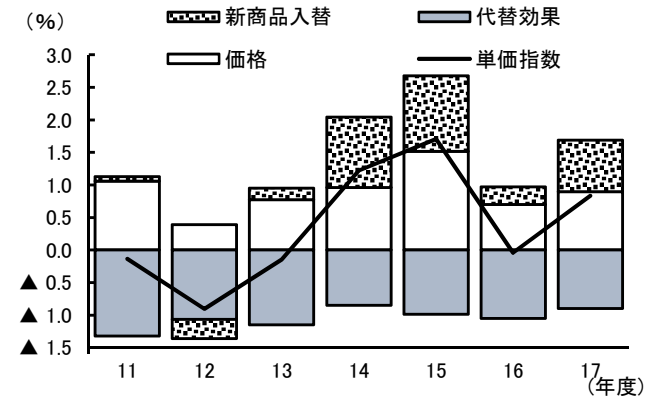
一方、住宅投資については、当面、弱含む見通し。住宅ローンの新規貸出額が前年比マイナスに転化。住宅投資を下支えしてきた低金利は依然として続いているものの、貸家では、サブリース契約の問題化や、空室率の上昇にみられる供給過剰懸念などを背景に、停滞色の濃い展開。

日銀消費活動指数



(資料) 日本銀行

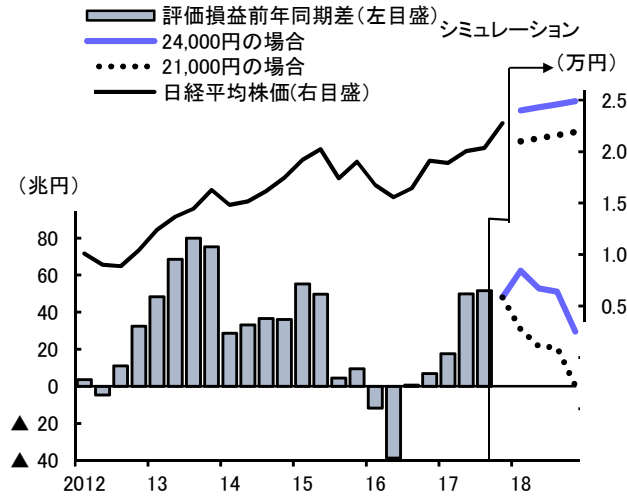
消費者購買単価指数 (前年比)



(資料) 一橋大学消費者購買単価指数

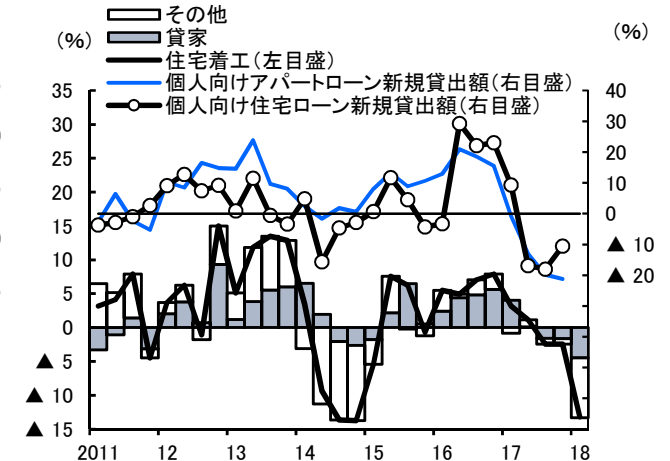
(注) 各年週次データの単純平均。2017年度は1月第3週までの平均。価格は継続商品の価格変化(物価変動に相当)、代替効果は継続商品内で割安商品の販売が伸びる効果。新商品入替は、継続商品より高い新商品導入と低い商品の消滅の影響。たばこを除く。

株価と家計部門の株式評価益 (前年差)



(資料) 日本銀行、日経NEEDSを基に日本総研作成

住宅着工件数と個人向け住宅ローン (前年比)



(資料) 国土交通省、日本銀行

(注) 2018年1~3月期の住宅着工は1月値。

トピックス：2月上旬の日経平均暴落の背景

◆米国株価下落と円高が下押し

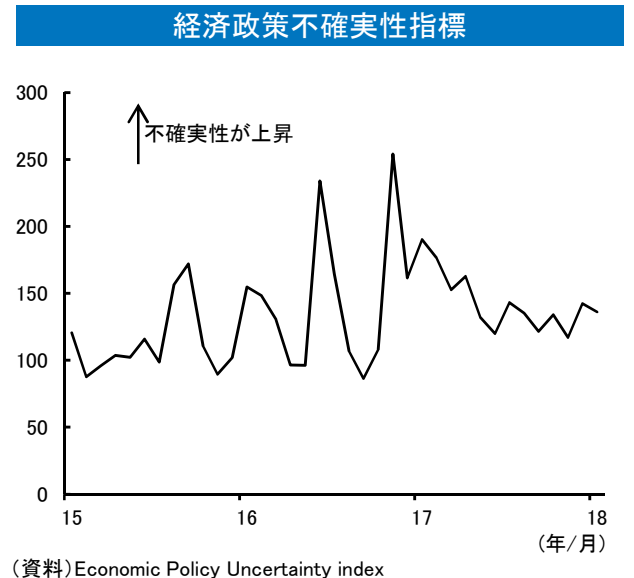
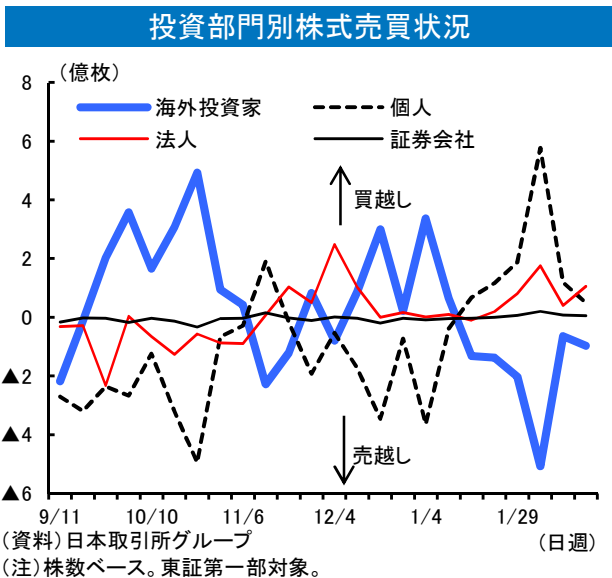
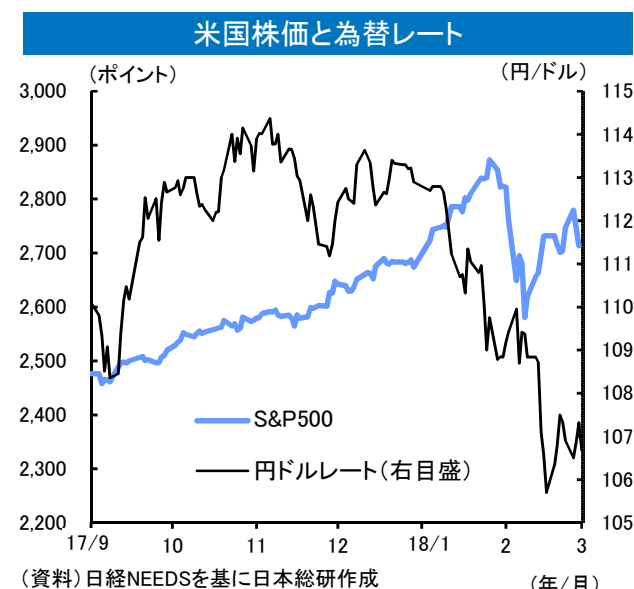
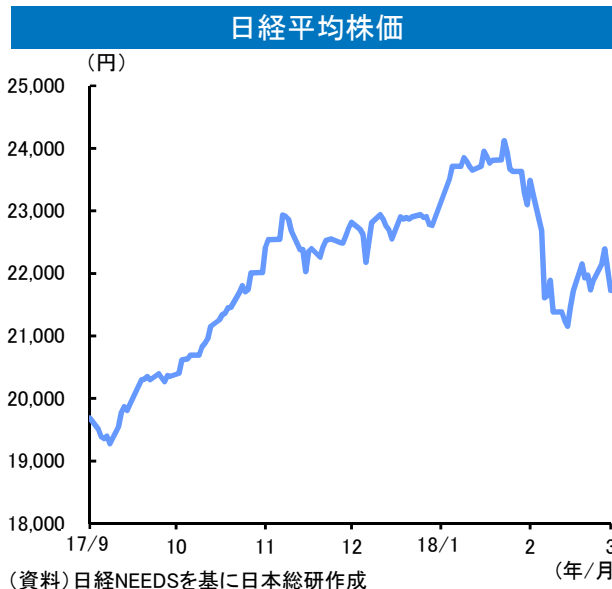
日経平均株価は、2月5日に前日比▲592円、6日に同▲1,072円と大幅下落。その後、持ち直しに転じたものの、上値の重い状況。また、先行きについても悲観的な見方も台頭。

もっとも、今回の株価下落は、国内景気の変調を反映したものではなく、投資家の行き過ぎた楽観的な見通しによって過熱していた米国株価が、適正な水準まで調整されたことが主因。これに伴い、リスク許容度が低下した海外投資家が日本株を大量に売却したほか、円高ドル安に伴う輸出や海外収益受取の下押し懸念から、輸出関連株を中心に株価が下落。

◆先行きは緩やかに上昇

今後を展望すると、株価は当面はボラタイルな展開が続く公算が大きいものの、次第に緩やかな上昇傾向に復していく見込み。足許、米国株価は昨年末までの上昇トレンド近辺で推移するなか、好調な企業業績を背景に次第に緩やかに上昇していく見通し。為替レートも投資家のリスク回避姿勢が和らぐのに伴い、日米金利差の拡大を織り込む形で、円安方向に推移する見込み。これに加え、内外実体経済の着実な改善持続が見込まれるなか、わが国株価も次第に持ち直していく見通し。

ただし、輸入制限発動などにトランプ政権の政策運営を巡る不透明感や、北朝鮮・中東情勢などの地政学リスクには留意する必要。



底堅い内外需を背景に、景気回復が続く見通し

◆潜在成長率を上回る成長が持続

わが国景気の先行きを展望すると、企業部門を中心に景気回復が続く見込み。輸出は、海外経済の堅調な成長や世界的な設備投資意欲の改善を背景に、増加基調が持続。設備投資も、都心部の再開発や物流施設の新設といった建設投資に加え、輸出の増加を背景とした製造業の設備投資意欲の改善がプラスに作用する見込み。

一方、家計部門についてみると、2月以降の株式市場の調整により、資産効果による一段の消費押し上げは期待しにくい状況。もっとも、非正規雇用比率の上昇の一方や中小企業の賃上げなどを背景に、中低所得者の所得環境が改善していることなどを踏まえれば、個人消費が腰折れする可能性は小。

結果として、2017年度および2018年度は、内外需ともに底堅く推移することで、1%程度とみられる潜在成長率を上回る成長が続く見通し。

◆2019年度も1%近い成長を維持

2019年度には、10月に予定されている消費増税に伴う購買力の低下が個人消費を下押しすることで、成長率が鈍化。もっとも、今回は2014年と比べて税率の引き上げ幅が小さいほか、所得税・社会保障関連の負担増も小さいことから、個人消費の大幅な落ち込みは回避される見通し。結果として、1%近い成長は維持できる見込み。

わが国主要経済指標の予測値(2018年3月2日時点)

(四半期は前期比年率、%、%ポイント)

	2017年		2018年				2019年				2020年	(四半期は前期比年率、%、%ポイント)			
	7~9 (実績)	10~12	1~3 (予測)	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	2016年度 (実績)	2017年度 (予測)	2018年度	2019年度
実質GDP	2.2	0.5	1.0	1.3	1.2	1.0	1.3	1.4	2.5	▲ 3.6	1.3	1.2	1.6	1.2	0.9
個人消費	▲ 2.5	1.9	0.5	0.9	1.0	1.0	1.1	1.6	5.2	▲ 9.1	1.3	0.3	1.1	0.8	0.6
住宅投資	▲ 5.9	▲ 10.2	▲ 7.2	▲ 3.2	0.8	3.2	6.4	1.9	▲ 3.1	▲ 9.8	▲ 7.2	6.2	▲ 0.1	▲ 2.9	▲ 0.2
設備投資	3.9	2.8	2.0	2.4	2.7	2.7	2.6	2.4	2.4	2.3	2.3	1.2	3.3	2.6	2.5
在庫投資 (寄与度)	(1.6)	(▲ 0.3)	(▲ 0.1)	(0.1)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(▲ 0.1)	(▲ 0.5)	(0.3)	(0.3)	(▲ 0.3)	(▲ 0.0)	(0.1)	(▲ 0.1)
政府消費	0.2	▲ 0.5	0.8	0.8	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.5	0.4	0.6	0.8
公共投資	▲ 10.0	▲ 2.1	▲ 3.1	6.0	2.0	▲ 6.9	▲ 3.1	0.0	1.2	0.5	0.3	0.9	1.1	▲ 0.7	▲ 0.9
純輸出 (寄与度)	(2.2)	(▲ 0.1)	(0.8)	(0.1)	(0.0)	(0.2)	(0.1)	(0.0)	(▲ 0.4)	(1.1)	(0.0)	(0.8)	(0.4)	(0.3)	(0.1)
輸出	8.7	10.0	1.4	3.1	3.3	3.5	3.5	3.3	3.2	2.8	2.8	3.4	6.4	4.0	3.2
輸入	▲ 4.8	12.0	▲ 3.0	2.8	3.2	2.7	3.0	3.2	5.4	▲ 3.3	2.9	▲ 1.0	3.9	2.4	2.6

名目GDP	2.1	1.6	1.6	1.3	1.2	1.6	2.3	2.0	2.4	1.6	1.7	1.0	1.6	1.6	1.9
GDPデフレーター	0.2	0.0	0.1	▲ 0.1	0.2	0.5	1.0	0.7	0.8	1.3	1.3	▲ 0.2	0.0	0.4	1.0
消費者物価指数 (除く生鮮)	0.6	0.9	0.8	0.9	0.9	0.8	0.7	0.7	0.9	2.0	2.1	▲ 0.2	0.7	0.8	1.5
(除く生鮮、消費税)	0.6	0.9	0.8	0.9	0.9	0.8	0.7	0.7	0.9	1.1	1.1	▲ 0.2	0.7	0.8	1.0
鉱工業生産	4.1	4.6	2.6	1.8	1.4	0.1	2.2	0.8	0.6	0.6	0.7	1.1	4.3	1.4	0.7

完全失業率 (%)	2.8	2.8	2.5	2.5	2.5	2.5	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	3.0	2.7	2.5	2.4
経常収支 (兆円)	7.02	4.32	5.46	4.76	7.43	4.27	7.10	4.85	7.28	4.24	7.30	20.38	21.36	23.57	23.66
対名目GDP比 (%)	5.2	3.0	4.0	3.5	5.5	2.9	5.1	3.5	5.2	2.9	5.1	3.8	3.9	4.2	4.2
円ドル相場 (円/ドル)	111	113	109	109	110	111	111	110	110	109	109	108	111	110	110
原油輸入価格 (ドル/バレル)	50	58	67	63	61	62	62	63	63	63	63	47	57	62	63

(資料)内閣府、総務省、経済産業省、財務省などを
基に日本総研作成

(注)2017年3月1日公表の2017年10~12月期2次
QE予測は反映せず。

海外経済の前提

(前年比、%)

	2017年 (実績)	2018年 (予測)	2019年
	米国	2.3	2.5
ユーロ圏	2.5	2.2	1.7
中国	6.9	6.6	6.5

過去の実質GDP予測値

(前年比、%)

	2017年度 (予測)	2018年度	2019年度
	12月号	1.5	1.2
1月号	1.8	1.2	0.9
2月号	1.8	1.2	0.9

物価は前年比+1%近傍、長期金利はゼロ%近辺で推移

◆物価は上昇局面へ

コアCPIは、2017年1月に前年比プラスに転じた後、プラス幅を拡大。エネルギー価格のほか、生鮮食品を除く食料の上昇が全体を押し上げ。

先行きは、エネルギー価格の騰勢が鈍化するものの、マクロ的な需給環境の改善などを背景に、前年比+1%近傍の推移が続く見通し。

◆短期金利は現行水準を維持

日銀は、2018年1月の金融政策決定会で、現状の金融政策の維持を決定。10年物国債金利をゼロ%程度とする現行政策のもとで、影響・効果を見極める姿勢を継続。

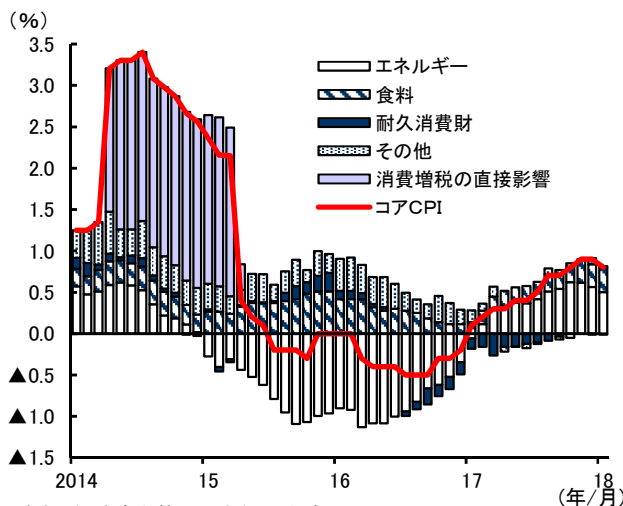
政策金利については、当面、現行水準(▲0.1%)を維持する見込み。

◆長期金利は概ねゼロ%程度で推移

長期金利は、米国の賃金・物価上昇を背景とした米国長期金利の上昇につられる場面があったものの、日銀のイールドカーブ・コントロール政策のもと、概ね横ばいで推移。

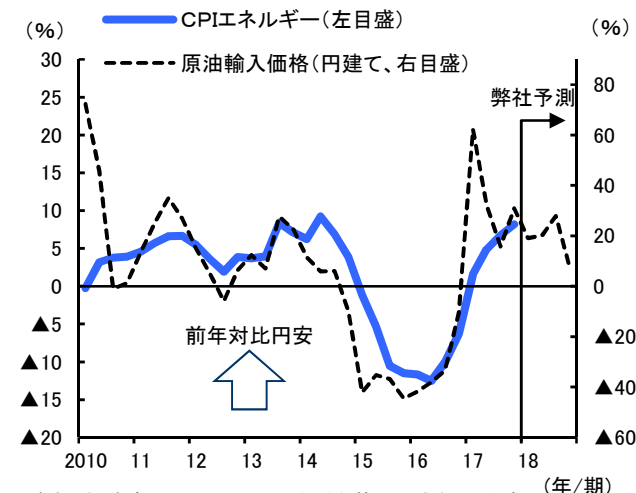
先行きを展望すると、米国長期金利の上昇に伴う上振れ圧力の高まりが予想されるものの、日銀のイールドカーブ・コントロール政策のもと、0%近辺での推移が続く見通し。

コアCPI(前年比)



(資料)総務省を基に日本総研作成
(注)エネルギー、食料、耐久消費財などは消費税の影響を除く。

エネルギー関連指標とドル・円相場(前年比)



(資料)総務省、Bloomberg L.P.などを基に日本総研作成
(注)CPIエネルギーの直近は2017年10~12月期実績値。

わが国主要金利の見通し

