
みずほ日本経済情報

2017年6月号

◆ トピック

賃金の回復力は本当に弱いのか

43年ぶりの高水準となった求人倍率と比べ、賃金の回復力は弱いと言われる。しかし、労働需給と賃金上昇率の関係からは、足元の伸びは順当な大きさであると評価できる

◆ 景気判断

景気は緩やかに回復。先行きも緩やかな回復が続く

ITサイクルの改善などを背景に生産活動は緩やかに回復しているほか、堅調な雇用・所得情勢を受けて、個人消費も緩やかに回復している

1. 総括

日本経済の現状と先行き

トピック
「賃金の回復力は本当に弱いのか」

日本経済は緩やかに回復している。輸出は回復が一服しているものの、生産活動は緩やかな回復が続いている。堅調な雇用・所得情勢を受けて、個人消費も緩やかに回復している。ただし、経済の活動水準は潜在生産量（物価変動に対して中立的な生産量）を引き続き下回っている。

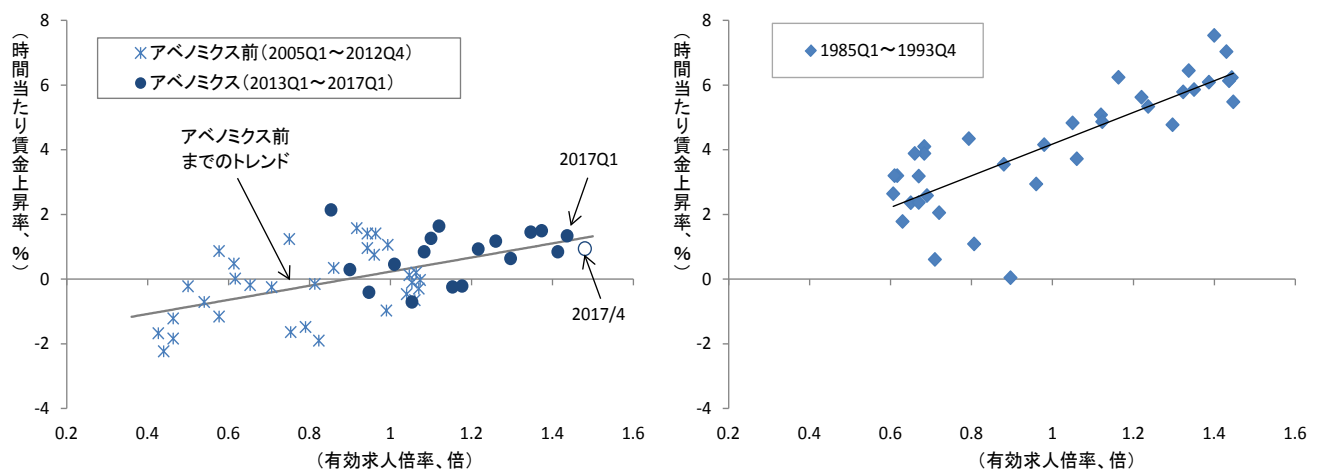
先行きの日本経済は、IT産業を中心とする輸出の回復や公共投資の増加、個人消費の底堅い推移などにより、緩やかな回復が続くとみられる。ただし、経済活動の水準は、潜在生産量を下回る状態が続くだろう。

4月の有効求人倍率は1.48倍と、バブル期のピーク（1990年7月：1.46倍）を上回り、第1次オイル・ショック直後の1974年2月（1.53倍）以来の高水準となった。一方で名目賃金は前年比+0%台前半での推移が続いており、「人手不足の割に賃金が上がらない」という認識が広く共有されている。

もっとも、月々のヘッドライン値では見えづらいものの、労働需給のひっ迫が賃金上昇に結び付くメカニズムは依然として機能している。需給を表す求人倍率を横軸に、時間当たり賃金上昇率を縦軸にとると、両者には正の相関がみられる（図表1左）。この関係（求人倍率を用いたフィリップス曲線）からは、足元の賃金上昇率はアベノミクス前までのトレンドから予想される水準とほぼ合致しており、回復力は順当と言える。それにもかかわらず賃金が一向に回復しない印象を受けるのは、求人倍率が現在と同等の水準にあったバブル期を想起し、当時における労働需給と賃金のより強い（直線の傾きが急な）関係が念頭に置かれているためだろう（図表1右）。

両者の関係の希薄化については別途分析が必要だが、アベノミクス開始後も直線の傾きに大きな変化がみられないことを踏まえると、労働需給のひっ迫だけで力強い賃金の伸びを期待するのは難しそうだ。賃金の本格回復のためには、賃上げの原資を確保すべく、生産性の向上に取り組む必要がある。

図表1 求人倍率と時間当たり賃金上昇率



(資料)厚生労働省「毎月勤労統計」「一般職業紹介状況」より、みずほ総合研究所作成

図表 2 景気判断

	5月 (現状判断)		6月 (現状判断)		6月 (先行き判断)	
	↑		↑		↑	
総括	↑		↑		↑	
経済活動の方向性	緩やかに回復している		緩やかに回復している		緩やかな回復が続く	
経済活動の水準	潜在生産量を下回っている		潜在生産量を下回っている		潜在生産量を下回る状態が続く	
対外部門	海外経済	緩やかに回復している	海外経済	緩やかに回復している	海外経済	緩やかな回復を維持する
	輸出	緩やかに回復している	輸出	回復が一服している	輸出	緩やかな回復基調に復する
	輸入	持ち直している	輸入	持ち直している	輸入	緩やかに回復する
企業部門	生産・サービス活動	持ち直している	生産・サービス活動	緩やかに回復している	生産・サービス活動	緩やかに回復する
	企業収益	回復している	企業収益	回復している	企業収益	緩やかに回復する
	企業マインド	底堅く推移している	企業マインド	底堅く推移している	企業マインド	底堅く推移する
	設備投資	回復に一服感がみられる	設備投資	緩やかに回復している	設備投資	緩やかに回復する
家計部門	雇用者所得	回復傾向にある	雇用者所得	回復傾向にある	雇用者所得	緩やかな回復が続くものの、改善幅は縮小する
	消費者マインド	改善している	消費者マインド	改善している	消費者マインド	緩やかに改善する
	個人消費	持ち直している	個人消費	緩やかに回復している	個人消費	底堅く推移する
	住宅着工	底堅く推移している	住宅着工	底堅く推移している	住宅着工	底堅く推移する
政府・物価	公的需要	緩やかに回復している	公的需要	緩やかに回復している	公的需要	緩やかに増加する
	国内企業物価	前年比プラス幅が拡大している	国内企業物価	前年比プラス幅の拡大が一服している	国内企業物価	プラス幅が緩やかに拡大する
	消費者物価	前年比プラス圏で推移している	消費者物価	前年比プラス圏で推移している	消費者物価	プラス幅が緩やかに拡大する
	金融政策	金融緩和を進めている	金融政策	金融緩和を進めている	金融政策	現行の政策を維持する

- (注) 1. 矢印の向きは景気の方向性を示している。上向きが拡大局面、横向きが横ばい局面、下向きが後退局面を意味する。
 2. 矢印の色は生産の水準感を示している。白は潜在生産量を上回る、紺は潜在生産量を下回る、白紺の縦縞は潜在生産量程度の生産量を意味する。
 3. 先行き判断は、3カ月程度先の動きに関する判断を示している。

(資料) みずほ総合研究所

図表 3 景気の全体観を示す主要統計

			FY2015	FY2016	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017/01	2017/02	2017/03	2017/04	2017/05
景気動向指数	CI 先行指数	前期差、Pt	-	-	-	-	-	▲ 0.2	0.2	0.8	▲ 1.2	n.a.
	CI 一致指数	前期差、Pt	-	-	-	-	-	▲ 1.3	1.7	▲ 0.6	3.3	n.a.
	CI 遅行指数	前期差、Pt	-	-	-	-	-	0.4	0.6	0.8	▲ 0.5	n.a.
	DI 先行指数	%	-	-	-	-	-	81.8	54.5	72.7	38.9	n.a.
	DI 一致指数	%	-	-	-	-	-	44.4	66.7	55.6	100.0	n.a.
	DI 遅行指数	%	-	-	-	-	-	83.3	77.8	83.3	60.0	n.a.
全産業活動指数	全産業	前期比、%	0.9	n.a.	0.4	▲ 0.0	n.a.	▲ 0.4	0.7	▲ 0.6	n.a.	n.a.
	鉱工業	前期比、%	▲ 0.9	1.1	1.8	0.2	3.8	▲ 2.1	3.2	▲ 1.9	4.0	n.a.
	第3次産業	前期比、%	1.4	0.4	0.1	▲ 0.3	1.0	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.3	1.2	n.a.
	建設業	前期比、%	1.1	n.a.	▲ 1.2	0.5	n.a.	2.1	▲ 0.5	▲ 0.5	n.a.	n.a.
国民経済計算	実質GDP	前期比、%	1.2	1.2	0.3	0.3	n.a.	-	-	-	-	-
		前期比年率、%	-	-	1.4	1.0	n.a.	-	-	-	-	-
	民需	寄与度、%Pt	0.9	0.5	0.1	0.1	n.a.	-	-	-	-	-
	公需	寄与度、%Pt	0.3	▲ 0.1	▲ 0.1	0.0	n.a.	-	-	-	-	-
	外需	寄与度、%Pt	0.1	0.8	0.4	0.1	n.a.	-	-	-	-	-
	名目GDP	年率、兆円	531.8	537.5	539.0	537.4	n.a.	-	-	-	-	-
		前期比、%	2.7	1.1	0.4	▲ 0.3	n.a.	-	-	-	-	-
	GDPデフレーター	前年比、%	1.5	▲ 0.2	0.0	▲ 0.8	n.a.	-	-	-	-	-
内需デフレーター	前年比、%	0.0	▲ 0.4	▲ 0.3	0.0	n.a.	-	-	-	-	-	

- (注) 1. 全産業活動指数の産業別内訳のうち、鉱工業は鉱工業指数、第3次産業は第3次産業活動指数の値。
 2. 実数データより変化率を計算しているため、公表値と一致しないことがある。
 3. 2017年4~6月期の前期比は、4月の1~3月期に対する変化率。

(資料) 内閣府「景気動向指数」、「四半期別GDP速報」、経済産業省「全産業活動指数」、「鉱工業指数」、「第3次産業活動指数」

2. 対外部門

海外経済

海外経済は緩やかに回復している。ユーロ圏や米国では、製造業の景況感が改善した一方、非製造業は小幅に低下した（図表 1、2）。中国では、非製造業が小幅に上昇した一方、製造業は横ばいとなり、このところ回復に一服感がみられる。

今後の海外経済は、緩やかな回復を維持する見込みである。米国は個人消費をはじめ、民間需要が景気を下支えするだろう。ユーロ圏についても、不確実性が和らぐ中で、堅調な景気回復が続くとみられる。中国経済は、住宅市場と過剰設備の調整圧力が重石となるものの、インフラ投資など財政による下支えにより緩やかな減速に留まるだろう。ただし、米国トランプ政権の動向や、地政学的リスクが海外経済の下押し圧力となる可能性もあり、注視が必要だ。

輸出

輸出は回復が一服している。4月の輸出数量指数（※）は、前月比▲0.3%と2カ月連続のマイナスとなった（図表 3）。米国、欧州、アジア向けの伸び率はいずれもプラスとなったものの、その他の地域の伸びが振るわなかったことから、全体としては力強さを欠く結果となった。財別で見ると、一般機械が増加した一方、精密機器類や食料品、輸送用機器が減少した。先行きについては、ITサイクルの改善など世界経済が緩やかな回復が続く中で、輸出も緩やかな回復基調に復するとみている。

インバウンド

4月の訪日外客数は前年比+23.9%となった（図表 4）。中国人旅行者数は小幅のプラスにとどまったものの、イースター休暇の後ずれ（前年の3月から今年は4月）により欧州などからの旅行者数が持ち直した。LCCなどの航空路線の新規就航・増便やクルーズ船の寄港増加、円安に加えて、5月からの中国人に対するビザ発給要件の緩和が追い風となって、今後も訪日外客数は増加傾向が続くだろう。ただし、中国人旅行者については、中国における原発関連報道などの影響が残る可能性には留意が必要だ。

輸入

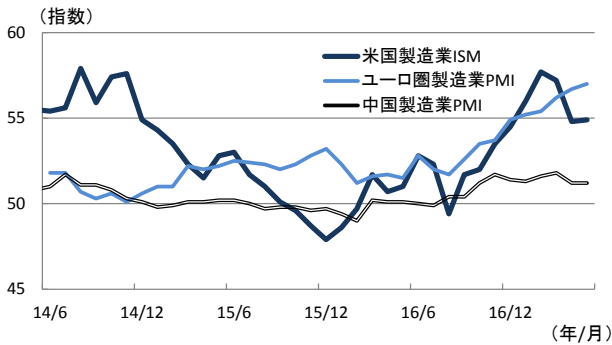
輸入は、持ち直している。4月の輸入数量指数（※）は、前月比+0.1%と2カ月連続のプラスとなった。財別で見ると、化学製品や金属及び同製品が減少した一方、輸送用機器や電気機器、一般機械などが増加した。先行きは、国内の生産活動の回復に伴い、輸入も緩やかに回復する見通しである。

（※）みずほ総合研究所による季節調整値

経常収支

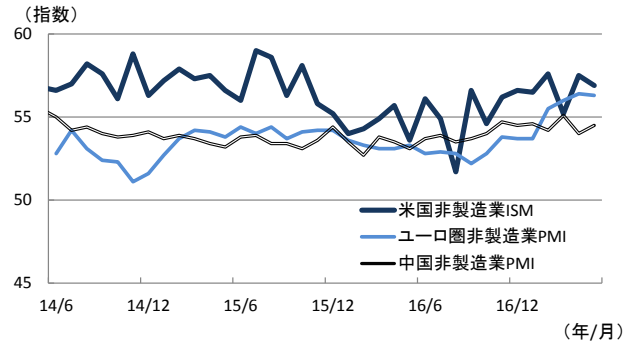
経常収支（季節調整値）は、高めの黒字が続いている。4月の経常黒字は21.7兆円（年率換算値）と前月（20.8兆円の黒字）から拡大した。サービス収支が14カ月ぶりに黒字に転化したことが主因である。貿易収支の黒字幅は、輸入金額が増加した一方、輸出金額が減少したことに伴い縮小した。第一次所得収支は、証券投資収益が増加した一方、直接投資収益が減少したことから黒字幅が縮小した。先行きは、第一次所得収支の大幅な黒字が続くことから、経常収支は高水準の黒字を維持する見通しである。

図表1 米欧中の景況感（製造業）



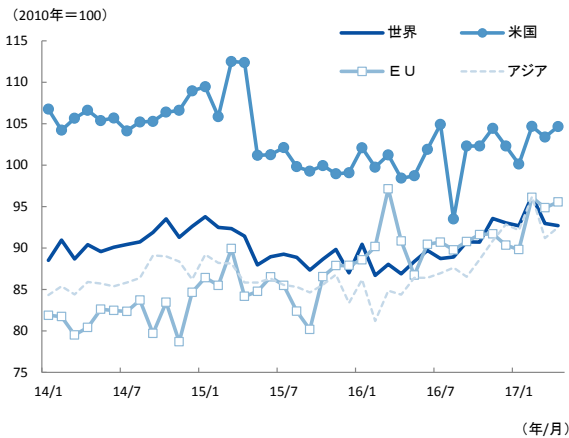
(注) 指数が50以上で景況感の回復、50未満で景況感の悪化を示唆。
 (資料) 米サプライマネジメント協会、Markit、中国物流購買連合会より、みずほ総合研究所作成

図表2 米欧中の景況感（非製造業）



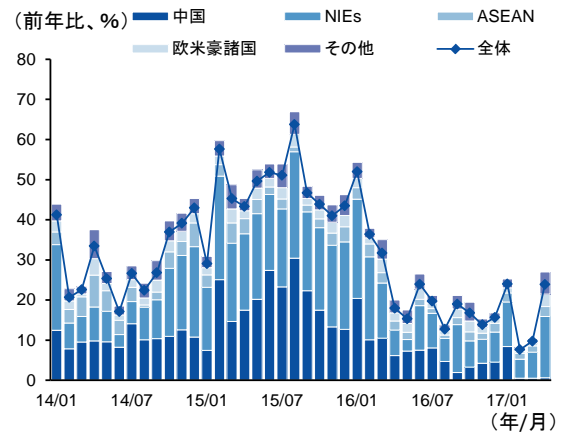
(注) 指数が50以上で景況感の回復、50未満で景況感の悪化を示唆。
 (資料) 米サプライマネジメント協会、Markit、中国物流購買連合会より、みずほ総合研究所作成

図表3 輸出数量指数（地域別）



(注) みずほ総合研究所による季節調整値。
 (資料) 財務省「貿易統計」より、みずほ総合研究所作成

図表4 訪日外国人客数



(資料) 日本政府観光局より、みずほ総合研究所作成

図表5 対外部門の主要統計

			FY2015	FY2016	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017/01	2017/02	2017/03	2017/04	2017/05
海外経済	CPB生産指数	前期比、%	1.1	2.1	1.3	0.6	n.a.	▲0.2	0.0	0.7	n.a.	n.a.
	米国	前期比、%	▲1.7	▲0.5	0.2	0.4	n.a.	▲0.3	0.1	0.5	n.a.	n.a.
	ユーロ圏	前期比、%	1.5	1.7	1.2	▲0.1	n.a.	▲0.3	▲0.4	0.7	n.a.	n.a.
	アジア	前期比、%	2.7	4.5	1.8	1.6	n.a.	▲0.1	0.1	2.0	n.a.	n.a.
製造業の業況												
	米国 (ISM)	DI	-	-	-	-	-	56.0	57.7	57.2	54.8	54.9
	ユーロ圏 (PMI)	DI	-	-	-	-	-	55.2	55.4	56.2	56.7	57.0
	中国 (PMI)「国家统计局版」	DI	-	-	-	-	-	51.3	51.6	51.8	51.2	51.2
実質実効為替レート		前年比、%	▲3.1	11.6	12.4	1.2	n.a.	2.1	1.0	0.6	0.8	n.a.
輸出	輸出数量	前期比、%	▲2.7	2.4	3.3	1.7	▲1.4	▲0.4	3.9	▲3.4	▲0.3	n.a.
	米国向け	前期比、%	▲4.6	▲0.1	2.8	▲0.3	1.9	▲2.1	4.6	▲1.2	1.2	n.a.
	欧州向け	前期比、%	4.7	4.8	0.9	2.6	2.1	▲0.6	7.0	▲1.3	0.7	n.a.
	アジア向け	前期比、%	▲1.7	3.0	4.3	2.7	▲0.8	▲0.7	4.4	▲5.2	1.4	n.a.
	うち中国向け	前期比、%	▲2.7	7.6	8.6	3.5	0.4	▲3.2	10.9	▲12.2	5.9	n.a.
	実質輸出	前期比、%	0.6	4.1	2.5	2.9	▲1.5	0.0	4.6	▲2.3	▲1.5	n.a.
インバウンド	訪日外国人	前年比、%	45.6	16.2	15.5	13.6	n.a.	24.0	7.6	9.8	23.9	n.a.
	訪日外国人旅行消費額	前年比、%	60.6	2.3	1.3	4.0	n.a.	-	-	-	-	-
輸入	輸入数量	前期比、%	▲2.2	0.7	1.5	0.7	1.5	▲0.5	▲1.1	2.7	0.1	n.a.
	実質輸入	前期比、%	1.3	▲0.3	0.3	0.7	2.9	2.4	▲5.1	4.3	1.8	n.a.
対外収支	経常収支	年率、兆円	17.9	20.2	20.6	21.0	21.7	14.6	27.5	20.8	21.7	n.a.
	貿易・サービス収支	年率、兆円	▲1.0	4.3	5.8	3.1	4.0	0.2	7.2	1.9	4.0	n.a.
	第一次所得収支	年率、兆円	20.9	18.0	16.9	19.8	19.1	16.2	22.8	20.3	19.1	n.a.

(注) 1. 実数データより変化率を計算しているため、公表値と一致しないことがある。
 2. 2017年4~6月期の前期比は、4月の1~3月期に対する変化率。
 3. 輸出数量及び輸入数量はみずほ総合研究所による季節調整値。

(資料) 財務省「貿易統計」、日本銀行「実質輸出入」、「国際収支統計」、「外国為替相場」、日本政府観光局「訪日外国人客数」、観光庁「訪日外国人消費動向調査」、米サプライマネジメント協会、Markit、中国物流購買連合会、CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis

3. 企業部門

生産・サービス活動

生産・サービス活動は緩やかに回復している。4月の鉱工業生産は2カ月ぶりのプラスとなった(図表1)。内需持ち直しの動きがみられた輸送機械工業や世界的なIT需要の拡大を受けた電子部品・デバイスの生産拡大が寄与した。4月の第3次産業活動指数は5カ月ぶりに大幅に上昇した。プロ野球開幕が例年より遅れたことによる特殊要因が押し上げたものの、同要因を除いても前期比+0.6%と上昇した。情報通信業や金融業、保険業などの上昇が寄与した。

先行きは、緩やかに回復するとみている。予測指数では鉱工業生産は5月に一旦低下するものの、6月に再び上昇する見通しである。その後は、出荷在庫バランスの改善が続くことや、輸出の回復を受け、当面は増産基調が続こう。サービス活動も、底堅い個人消費を受けて緩やかに回復する見込みだ。

企業収益・財務

企業収益は回復している。法人企業統計では、1~3月期の経常利益は前年比で大幅に改善し、季節調整値でも4四半期連続で前期比プラスとなった。製造業は、世界経済の回復や円安が収益を上押しした。非製造業は人件費の上昇などが下押しし、10~12月期対比で収益の伸びはやや鈍化したものの、底堅い国内消費を受けプラスを維持した(図表2)。

先行きについては、世界経済の持ち直しが続くことや、サービス活動の回復を受け、収益は緩やかに回復するだろう。

企業マインド

企業マインドは底堅く推移している。5月の景気ウォッチャーの現状判断DIは、企業部門を中心に改善した。改善の理由として、大型連休に伴う国内外の来客数拡大や、自動車関連部材の受注増などを指摘する声のみられた。また4~6月の法人企業景気予測調査における中小企業の貴社景況判断BSIは持ち直した一方、大企業・中堅企業はやや弱含んだ(図表3)。ただし、4~6月の大企業・中堅企業のBSIは例年低下する傾向があり、過度に悲観的に捉える必要はないだろう。

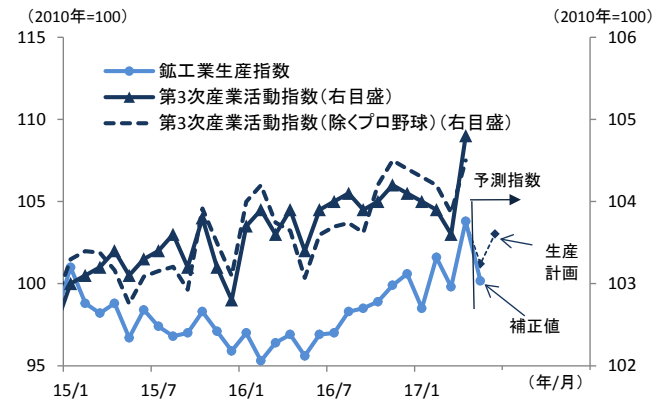
今後の企業マインドは、底堅く推移するだろう。世界経済の持ち直しや円安がプラス要因となる一方、海外の政治動向に対する不透明感などが重石となりそうだ。

設備投資

設備投資は緩やかに回復している。1~3月の設備投資(法人企業統計)は、3四半期連続で前期比プラスとなった。製造業の伸びが一服したものの、非製造業が堅調に推移した。建設業や小売業、サービス業の伸びが寄与した。単月でも、4月の資本財総供給(除く輸送機器)は大幅なプラスになった。

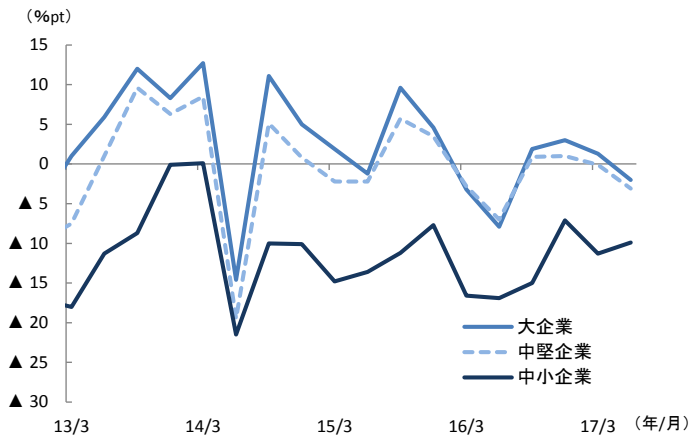
先行きの設備投資は緩やかに回復する見通しである。先行指標をみると、建築着工(民間非居住用)は弱含んでいるものの、機械受注(船舶、電力除く民需)は均してみれば底堅く推移している(図表4)。今後は世界経済の持ち直しや国内消費の底堅さが、設備投資にプラスに寄与しよう。また、オリンピックおよびインバウンド対応、無形資産などへの投資、人手不足にともなう省力化・自動化投資も下支えとなるだろう。

図表1 鉱工業生産、第3次産業活動指数



(資料) 経済産業省「鉱工業指数」、「第3次産業活動指数」より、みずほ総合総合研究所作成

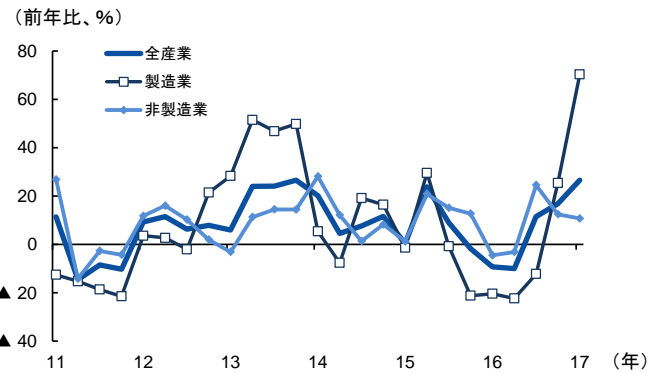
図表3 貴社景況判断BSI (現状判断)



(注) BSIは、前四半期と比較した景況感の「上昇」の回答割合から「下降」の割合を減じた値。

(資料) 内閣府・財務省「法人企業景況予測調査」より、みずほ総合研究所作成

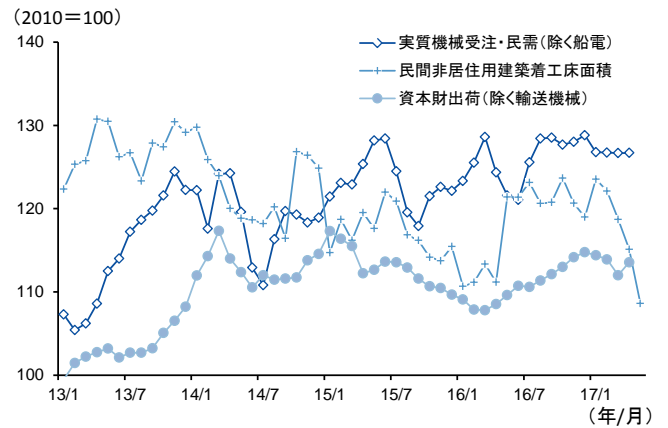
図表2 経常利益



(注) 全規模・全産業(金融・保険除く)。

(資料) 財務省「法人企業統計」より、みずほ総合研究所作成

図表4 設備投資関連指標



(注) 1. 機械受注は企業物価指数の資本財で実質化。

2. みずほ総合研究所による季節調整値の3ヵ月後方移動平均値。

(資料) 内閣府「機械受注統計」、国土交通省「建築着工」、経済産業省「鉱工業指数」、日本銀行「企業物価指数」より、みずほ総合研究所作成

図表5 企業部門の主要統計

			FY2015	FY2016	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017/01	2017/02	2017/03	2017/04	2017/05
生産・サービス活動	鉱工業生産指数	前期比、%	▲0.9	1.1	1.8	0.2	3.8	▲2.1	3.2	▲1.9	4.0	n.a.
	鉱工業出荷指数	前期比、%	▲1.1	0.8	2.4	▲0.1	2.6	▲1.1	1.4	▲0.8	2.7	n.a.
	鉱工業在庫指数	前期比、%	1.1	▲4.0	▲2.5	0.8	2.7	0.1	0.7	1.5	1.5	n.a.
	出荷・在庫バランス	%Pt	▲2.3	4.8	7.1	7.7	n.a.	9.2	7.6	7.4	6.0	n.a.
	製造工業設備稼働率指数	前期比、%	▲2.6	0.6	2.1	▲0.3	n.a.	▲2.8	3.2	▲1.6	n.a.	n.a.
	第3次産業活動指数	前期比、%	1.4	0.4	0.1	▲0.3	1.0	▲0.1	▲0.1	▲0.3	1.2	n.a.
収益・財務	経常利益	前年比、%	4.9	10.0	16.9	26.6	n.a.	-	-	-	-	-
		前期比、%	n.a.	n.a.	6.0	2.7	n.a.	-	-	-	-	-
	製造業	前年比、%	▲4.6	9.8	25.4	70.3	n.a.	-	-	-	-	-
	前期比、%	10.3	10.2	12.5	10.7	n.a.	-	-	-	-	-	-
マインド	大企業業況判断DI	%Pt	-	-	14	16	n.a.	-	-	-	-	-
	製造業	%Pt	-	-	10	12	n.a.	-	-	-	-	-
	非製造業	%Pt	-	-	18	20	n.a.	-	-	-	-	-
	中小企業業況判断指数		-	-	-	-	-	48.3	47.7	50.5	48.6	48.9
	景気ウォッチャー調査DI	%Pt	-	-	-	-	-	49.8	48.6	47.4	48.1	48.6
設備投資	名目設備投資(ソフトウェア除く)	前期比、%	7.5	2.7	3.5	1.3	n.a.	-	-	-	-	-
	製造業	前期比、%	11.2	4.0	5.8	▲1.8	n.a.	-	-	-	-	-
	非製造業	前期比、%	5.6	2.1	2.2	3.0	n.a.	-	-	-	-	-
	資本財出荷(除く輸送機械)	前期比、%	▲2.2	1.6	2.4	▲2.4	4.6	▲2.3	1.7	▲4.4	7.1	n.a.
	資本財総供給(除く輸送機械)	前期比、%	▲2.6	1.0	2.6	▲3.4	7.0	▲0.9	▲3.3	▲1.7	9.5	n.a.
	機械受注(船舶・電力除く民需)	前期比、%	4.1	0.5	0.3	▲1.4	▲1.7	▲3.2	1.5	1.4	▲3.1	n.a.
	建築物着工床面積(非居住用)	前期比、%	▲5.0	3.2	1.9	▲0.8	▲2.5	3.9	▲0.5	▲21.8	15.9	n.a.
	ソフトウェア受注額	前年比、%	1.5	1.1	1.6	0.8	n.a.	1.7	0.3	0.6	2.2	n.a.

(注) 1. 実数データより変化率を計算しているため、公表値と一致しないことがある。

2. 2017年4~6月期の前期比は、4月の1~3月期に対する変化率。

(資料) 経済産業省「鉱工業指数」、「第3次産業活動指数」、「鉱工業総供給表」、「特定サービス産業動態統計調査」、財務省「法人企業統計」、日本銀行「全国企業短期経済観測調査」、帝国データバンク「全国企業倒産集計」、商工組合中央金庫「中小企業月次景況観測」、内閣府「景気ウォッチャー調査」、「機械受注統計調査報告」、国土交通省「建築着工統計調査報告」

4. 家計部門

雇用者所得

雇用者所得は回復傾向にある。4月の失業率は2.8%と横ばいとなったが、有効求人倍率は1.48倍と、1974年2月以来の高水準となった。就業者数は、医療・福祉や卸売業・小売業、生活関連サービス業・娯楽業がけん引し、2カ月連続で増加した（図表1、みずほ総合研究所による季節調整値）。名目賃金は、一般労働者・パートタイム労働者ともに賃金が増加したことに加えて、パートタイム比率の低下が寄与し、前年比+0.5%と2カ月ぶりにプラスとなった（図表2）。実質雇用者所得（常用雇用×実質賃金）は、前年比+1.0%とプラス幅が拡大した。

今後、雇用者所得は緩やかな回復が続くものの、改善幅は縮小するだろう。中小企業を中心に労働需給はひっ迫しており、雇用情勢は緩やかな改善が続く見込みだが、エネルギー価格の持ち直しが続くため、実質ベースでは伸びが鈍化するとみている。

消費者マインド

消費者マインドは改善している。5月の消費者態度指数は、「耐久消費財の買い時判断」が前月から横ばいとなったものの、その他すべての項目はプラスとなった。今後も、雇用者所得の回復を背景に、消費者マインドは緩やかに改善する見込みである。ただし、賃金を上回る物価上昇が下押し圧力となる可能性には引き続き注意が必要だ。

個人消費

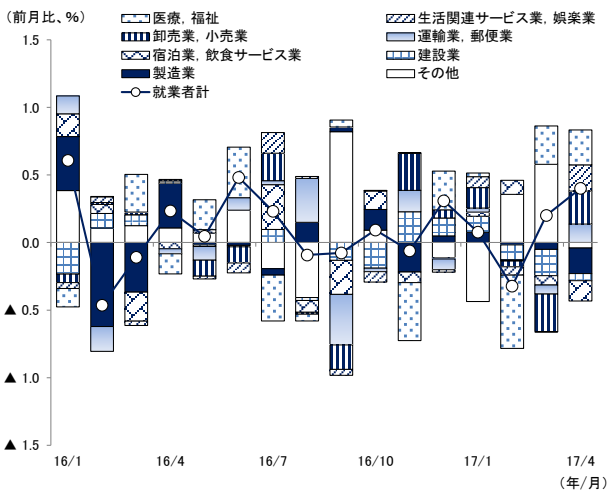
個人消費は緩やかに回復している。4月の消費活動指数（旅行収支調整済）は前月比+1.1%と大幅に上昇し、2014年の消費税増税を控えた駆け込み需要が本格化する前の水準まで回復した（図表3）。実質消費支出（家計調査、二人以上の世帯）も、前月比+0.5%と2カ月ぶりに増加した。足元（5月）については、新車登録台数（みずほ総合研究所による季節調整値）が前月に続き大幅な増加となった。新型モデルの好調な販売が続いている模様である。

先行きの個人消費は、耐久消費財のストック調整圧力の解消などから、底堅く推移するとみている。もっとも、円安による日用品価格の値上がりが下押し圧力となる可能性には注意が必要だ。

住宅着工

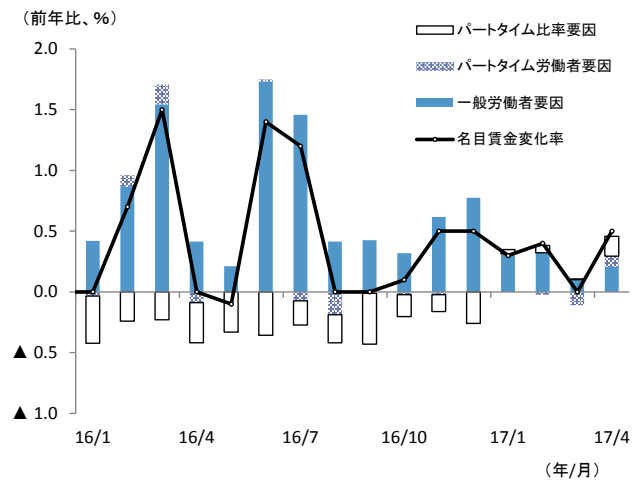
新設住宅着工戸数は、底堅く推移している。4月の着工戸数（季調済み年率）は前月比+2.0%の100.4万戸と、2カ月連続で増加した。内訳を見ると、貸家（前月比▲2.4%）は4カ月ぶりに減少した一方、持家（同+1.6%）は2カ月ぶりに増加し、分譲住宅（同+9.9%）もマンションを中心に2カ月連続で増加した（図表4）。貸家は、足元ではアパート系の伸びが鈍化しているものの、全体としてみれば高水準にある。先行きについては、アパート需給の悪化や地価・建設費等のコスト上昇は引き続き下押し要因となるが、都市部における根強い相続税対策需要などから、着工戸数は底堅く推移すると見込む。

図表1 業種別の就業者数の推移



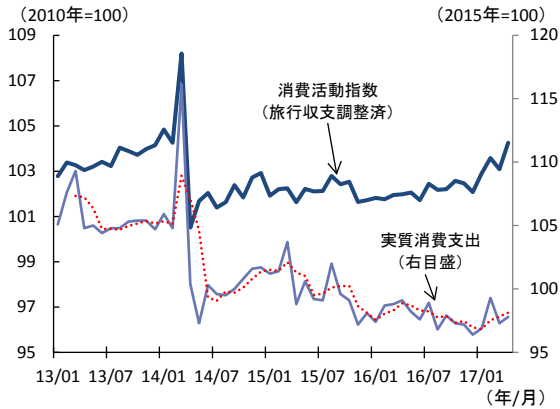
(資料) 総務省「労働力調査」より、みずほ総合研究所作成

図表2 名目賃金の推移



(資料) 厚生労働省「毎月勤労統計」より、みずほ総合研究所作成

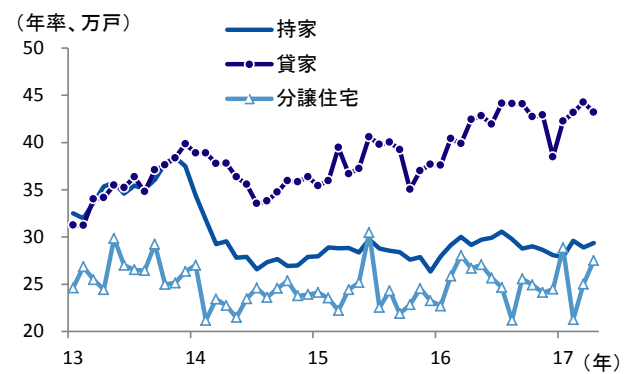
図表3 個人消費関連指標の推移



(注) 点線は、3カ月後方移動平均。

(資料) 総務省「家計調査」、日本銀行「消費活動指数」より、みずほ総合研究所作成

図表4 住宅着工戸数の推移



(資料) 国土交通省「建築着工統計」より、みずほ総合研究所作成

図表5 家計部門の主要統計

		FY2015	FY2016	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017/01	2017/02	2017/03	2017/04	2017/05	
雇用・所得	完全失業率	%	3.3	3.0	3.1	2.9	2.8	3.0	2.8	2.8	2.8	n.a.
	就業者数	前期差、万人	32	65	5	7	28	5	▲21	13	26	n.a.
	有効求人倍率	倍	1.24	1.40	1.41	1.44	1.48	1.43	1.43	1.45	1.48	n.a.
	新規求人数	前期比、%	4.2	5.3	2.0	▲0.6	0.9	▲2.9	0.2	0.9	0.2	n.a.
	所定外労働時間	前期比、%	▲1.3	▲0.7	▲0.4	0.7	▲0.9	2.0	0.1	0.1	▲0.9	n.a.
	名目賃金	前年比、%	0.2	0.4	0.4	0.5	n.a.	0.3	0.4	0.0	0.5	n.a.
	実質賃金	前年比、%	▲0.2	0.5	0.0	0.0	n.a.	▲0.1	0.0	▲0.3	0.0	n.a.
	名目雇用者所得(雇用者数×名目賃金)	前年比、%	1.2	1.8	1.9	1.2	n.a.	1.3	1.2	1.0	1.5	n.a.
	実質雇用者所得(雇用者数×実質賃金)	前年比、%	0.9	1.9	1.6	0.8	n.a.	0.9	0.8	0.7	1.0	n.a.
	マインド	消費者態度指数	%	-	-	-	-	43.1	43.2	43.9	43.2	43.6
個人消費	消費総合指数	前期比、%	0.7	0.5	0.0	0.4	n.a.	0.7	▲0.1	▲0.1	n.a.	n.a.
	消費活動指数(実質・旅行収支調整済)	前期比、%	0.1	0.4	0.1	0.8	1.0	0.8	0.7	▲0.5	1.1	n.a.
	実質消費支出(二人以上の全世帯)	前期比、%	▲1.6	▲1.3	▲0.9	0.9	▲0.0	0.5	2.5	▲2.0	0.5	n.a.
	実質小売業販売額	前期比、%	2.3	1.7	0.2	0.5	0.9	0.5	0.0	0.6	1.2	n.a.
	新車販売台数(乗用車)	年率、万台	411.5	424.3	435.4	431.9	464.8	429.1	431.5	435.1	462.7	466.8
住宅着工	合計	年率、万戸	92.1	97.4	95.3	97.5	100.4	100.1	94.0	98.4	100.4	n.a.
	持家	年率、万戸	28.4	29.2	28.6	28.8	29.4	27.9	29.6	28.9	29.4	n.a.
	貸家	年率、万戸	38.4	42.7	41.4	43.2	43.2	42.3	43.2	44.3	43.2	n.a.
	分譲住宅	年率、万戸	24.7	24.9	24.5	25.0	27.5	28.9	21.3	25.0	27.5	n.a.

(注) 1. 実数データより変化率を計算しているため、公表値と一致しないことがある。

2. 消費総合指数は四半期系列、月次系列ごとに季節調整がかけられるため、月次平均と四半期値は一致しない。

3. 実質小売業販売額は、みずほ総合研究所による計算値。

4. 新車販売台数はみずほ総合研究所による季節調整値。2017年第2四半期の値は、2017年4・5月の値。

5. 2017年4～6月期の前期比は、4月の1～3月期に対する変化率。

(資料) 総務省「労働力調査」「家計調査」、厚生労働省「一般職業紹介状況」「毎月勤労統計」、内閣府「消費動向調査」「消費総合指数」、経済産業省「商業動態統計」、国土交通省「建築着工統計」、日本銀行「消費活動指数」、日本自動車販売協会連合会等

5. 政府部門・物価

公的需要

公的需要は緩やかに回復している。3月の公共工事出来高は、やや減少したものの、1～3月期平均では3期四半期ぶりにプラスとなった。先行指標である5月の公共工事請負金額は4カ月ぶりに減少したが、昨年度の第二次補正予算は約9割の案件が契約済みとなっており（図表1）、公共投資は今後緩やかに増加するだろう。政府消費は社会保障給付の拡大により増加傾向が続き、公的需要全体では緩やかに増加する見込みである。

経済政策

6月9日、政府は2017年度の「経済財政運営と改革の基本方針」（「骨太の方針」）を閣議決定した（図表2）。重点課題として掲げられた項目をみると、「人材投資・教育」では、幼児教育・保育の無償化や社会人の就業・就学支援策が盛り込まれた。また「成長戦略の加速等」では、「未来投資戦略2017」に基づき、実験的な取組を通じて規制を改革する「サンドボックス制度」の導入が提案されている。財源について不明瞭な点はあるが、人材投資や規制改革の推進を打ち出したことは評価できよう。

財政健全化については、これまで基礎的財政収支（P B）の黒字化達成後としていた債務残高対G D P比の安定的な引き下げを、今年度版でP Bの黒字化と同時に行うことに変更した。一方で、消費税増税の時期についての文言が今年度版で削除されたほか、先発医薬品の値下げが素案から削られており、歳入・歳出改革よりも経済成長を重視する姿勢が鮮明となった。

国内企業物価

国内企業物価は、前年比プラス幅の拡大が一服している。5月は前年比+2.1%と、前月から伸びが横ばいとなった（図表3）。化学製品、電子部品・デバイスなどの持ち直しが続いたが、石油・石炭製品の伸び率が鈍化した。先行きは、原油価格の持ち直しが一服する一方、円安やこれまでの資源高に伴う値上げが浸透することで、国内企業物価指数の伸びは緩やかに拡大する見通しである。

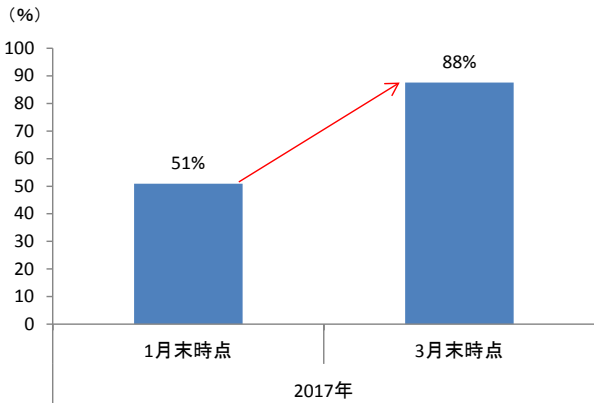
消費者物価

消費者物価は前年比プラス圏で推移している。4月の全国コアC P I（生鮮食品を除く）は、前年比+0.3%と前月から小幅に伸びが拡大した（図表4）。エネルギー価格の上昇に加え、春の販促活動の反動によって、通信費（携帯電話機・通信料）のマイナス幅が前月から大幅に縮小したことが押し上げに寄与した。生鮮食品及びエネルギーを除く総合C P Iも、前月から伸びが小幅に上昇した。一方、その他の品目の価格上昇圧力は弱い状況が続いている。5月の都区部コアC P Iは同+0.1%と、17カ月ぶりにプラスに転じた。今後、全国コアC P Iは、円安やエネルギー価格の上昇を背景にプラス幅が緩やかに拡大する見通しである。もっとも、家計の節約志向は未だ根強いことから、生鮮食品及びエネルギーを除く総合C P Iは力強さを欠くだろう。

金融政策

日銀は「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」に即して、現状程度の金利水準を維持すべく金融緩和を進めている。先行きについても、日銀は現行の政策を維持する見通しである。

図表1 2016年第二次補正予算の契約済の割合



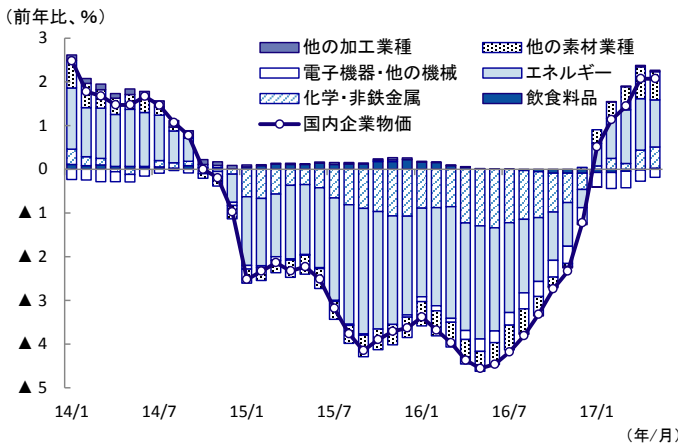
(資料) 平成29年第8回経済財政諮問会議「官民の建設投資について」より、みずほ総合研究所作成

図表2 骨太の方針2017年度版のポイント

項目	新たに盛り込まれた施策
働き方改革	・同一労働同一賃金に向けたパートタイム労働法などの改正 ・労働基準法改正による長時間労働の是正
人材投資	・幼児教育・保育の早期無償化や待機児童の解消 ・奨学金制度の拡充 ・リカレント教育等の拡充
成長戦略・規制改革	・物流効率化と移動サービスの高度化 ・Fintechの推進 ・「サンドボックス」制度の導入

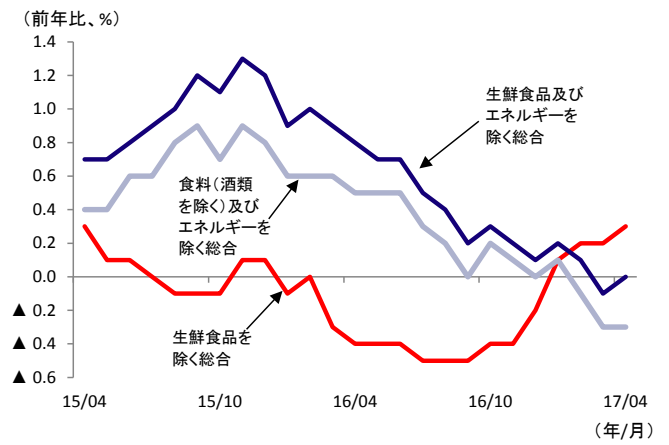
(資料) 内閣府「経済財政運営と改革の基本方針2017」より、みずほ総合研究所作成

図表3 国内企業物価指数



(資料) 日本銀行「企業物価指数」より、みずほ総合研究所作成

図表4 消費者物価指数



(資料) 総務省「消費者物価指数」より、みずほ総合研究所作成

図表5 政府部門・物価の主要統計

			FY2015	FY2016	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017/01	2017/02	2017/03	2017/04	2017/05
公的需要	公共工事出来高	前期比、%	▲2.0	▲4.5	▲4.6	0.1	n.a.	2.8	0.3	▲0.7	n.a.	n.a.
	公共工事請負金額	前期比、%	▲3.8	4.1	▲7.3	12.3	7.2	▲5.1	14.3	3.3	2.7	▲4.1
税収	一般会計租税・印紙収入	兆円	-	-	-	-	-	4.7	4.5	2.8	5.5	n.a.
		会計年度累計、兆円	56.3	47.1	-	-	-	34.8	39.3	42.1	47.6	n.a.
		同・前年比、%	4.3	▲2.3	-	-	-	▲3.4	▲2.9	▲2.3	▲2.1	n.a.
商品市況	日本銀行国際商品指数	前年比、%	▲35.3	9.0	27.1	50.1	n.a.	56.6	58.2	36.7	17.4	11.9
対外取引環境	対外取引条件	前年比、%	14.0	3.7	3.2	▲5.9	n.a.	▲3.5	▲6.6	▲7.6	▲7.3	▲8.0
	輸出物価	前年比、%	▲1.3	▲7.0	▲5.9	2.5	n.a.	0.8	2.6	3.8	3.0	4.4
	輸入物価	前年比、%	▲13.3	▲10.5	▲8.9	8.8	n.a.	4.5	9.8	12.4	11.0	13.5
国内企業物価	総平均	前年比、%	▲3.3	▲2.3	▲2.1	1.0	n.a.	0.5	1.1	1.4	2.1	2.1
企業向け	総平均	前年比、%	0.4	0.4	0.4	0.7	n.a.	0.5	0.8	0.8	0.7	n.a.
サービス価格 (消費増税の影響を除く)	国際運輸を除く	前年比、%	0.4	0.4	0.5	0.7	n.a.	0.4	0.7	0.9	0.7	n.a.
	国際運輸を除く	前年比、%	0.5	0.5	0.5	0.7	n.a.	0.4	0.8	0.8	0.7	n.a.
消費者物価	総合	前年比、%	0.2	▲0.1	0.3	0.3	n.a.	0.4	0.3	0.2	0.4	n.a.
	生鮮食品を除く	前年比、%	0.0	▲0.3	▲0.3	0.2	n.a.	0.1	0.2	0.2	0.3	n.a.
	生鮮食品及びエネルギーを除く	前年比、%	1.0	0.3	0.2	0.1	n.a.	0.2	0.1	▲0.1	0.0	n.a.
	酒類を除く食料・エネルギーを除く	前年比、%	0.7	0.2	0.1	▲0.1	n.a.	0.1	▲0.1	▲0.3	▲0.3	n.a.
	都区部・総合	前年比、%	0.2	▲0.2	0.2	▲0.2	n.a.	0.1	▲0.3	▲0.4	▲0.1	0.2
都区部・生鮮食品を除く	前年比、%	0.0	▲0.4	▲0.5	▲0.3	n.a.	▲0.3	▲0.3	▲0.4	▲0.1	0.1	

(注) 1. 公共工事出来高、公共工事請負金額はみずほ総合研究所による季節調整値。
2. 公共工事請負金額の4~6月期平均は、2017年1~3月期に対する2017年4・5月の変化率。
3. 物価指数は実数データより変化率を計算しているため、公表値と一致しないことがある。

(資料) 国土交通省「建設総合統計」、保証事業会社「公共工事前払金保証統計」、財務省「租税及び印紙収入、収入額調」、日本銀行「企業物価指数」「日本銀行国際商品指数」、総務省「消費者物価指数」より、みずほ総合研究所作成

2017年6月14日 発行

[執筆担当]

市川雄介（総括）

03-3591-1289 yusuke.ichikawa@mizuho-ri.co.jp

有田賢太郎（企業）

03-3591-1419 kentaro.arita@mizuho-ri.co.jp

大野晴香（外需・物価）

03-3591-1243 haruka.ono@mizuho-ri.co.jp

宮嶋貴之（インバウンド）

03-3591-1434 takayuki.miyajima@mizuho-ri.co.jp

佐藤 高（雇用）

03-3591-1294 takashi.sato@mizuho-ri.co.jp

上里 啓（個人消費・政府）

03-3591-1284 hiromu.uezato@mizuho-ri.co.jp

平良友祐（住宅）

03-3591-1306 yusuke.hirayoshi@mizuho-ri.co.jp

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、商品の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります
