

2017年11月21日  
SMBC日興証券株式会社「2017年度～2018年度の日本経済見通し」を発表

SMBC日興証券株式会社は、本日、2017年度～2018年度の日本経済見通しを発表いたしましたのでお知らせします。

日本経済は「需要超過」局面に転換。デフレ脱却へ

- ◆ 実質 GDP: 17年度+1.4%、18年度+1.4%
- ◆ 名目 GDP: 17年度+1.6%、18年度+2.1%

## 要旨

- ・ GDP 成長率見通し

2017年7～9月期 GDP1 次速報を受け、経済見通しを改訂した。実質 GDP 成長率は17年度が前年比+1.4%、18年度が同+1.4%と予想する。前回予測(9月8日)から修正はない。

- ・ 景気回復が長期化

7～9月期の実質 GDP1 次速報は前期比年率+1.4%となり、7四半期連続のプラス成長となった。今回の景気回復は今年11月で戦後2番目の「いざなぎ景気」に肩を並べ、今後は戦後最長の「いざなぎ景気」が視野に入る。景気回復が長期化しているが、これは日本に限らず世界的に設備投資の先食いがなく、ストック調整が起こり難いためだ。さらに金融面では、米国 QE 後に生まれた3つのバブル(新興国通貨、コモディティ、米国債・クレジット)のうち、新興国通貨とコモディティは既にバブルは崩壊し、価格は十分に調整されている。残る米国債・クレジットについては、長期金利が急上昇しないよう Fed が長期金利を中立金利の2.8%まで慎重に誘導していくとみられる。市場崩壊のリスクは低いだろう。

- ・ 賃金・物価は増勢へ

景気が好調な割に賃金・物価は低調だ。通常、賃金・物価は、「賃金→物価」というパスよりも「物価→賃金」のパスで高まっていく。「賃金→物価」の場合、賃金は物価の一部しか占めないため、賃金が2%上昇しても物価は0.28%しか上昇しない。一方で「物価→賃金」は、物価が1%上昇すると、賃金はレバレッジが掛かり、最大で7.1%上昇する。賃金・物価が低調なのは、物価上昇が弱いためだ。これは「財・サービス市場」が逼迫していない事による。しかし、現状の景気回復が続けば、18年末に「財・サービス需給」は2%の超過需要となる。これは1%のインフレを生み出す。また賃金も引き上げが容易になり、2%の賃金上昇が期待できる。

- ・ 政府の「デフレ脱却宣言」と日銀の「金融政策」

政府はデフレ脱却宣言を目論むが、4つの指標(CPI、GDPデフレーター、単位労働コスト、GDPギャップ)がそのカギを握る。デフレ脱却宣言の目的が消費増税の実施やアベノミクスの成果誇示であるなら、

あまり高い条件は付けないだろう。CPIは物価目標2%の半分の+1%程度、GDPデフレーターも+1%程度、単位労働コストも+1%程度だろう(単位労働コストは、一定の条件下でGDPデフレーター上昇率と一致するため)。上記のようにCPIは18年末に+1%に達しそうだ。単位労働コストは名目賃金が18年末に2%程度まで上昇するとみられ、労働生産性は年率+0.7%で改善しているため、差し引きで+1.3%上昇する。GDPデフレーターも理論的には+1.3%上昇となる。政府は18年末にデフレ脱却宣言を行う可能性がある。

一方、日銀は、18年末にインフレ率が1%まで高まると、YCC金利の理論値が現在の0%から0.5%程度となるため、18年末に利上げに踏み切るものと思われる。日銀は能動的にテーパリングを開始する。この時、政府がデフレ脱却宣言を行うのであれば、付利金利のマイナス金利を0%に引き上げる可能性もある。

ETF買入策も修正する可能性がある。現在、日銀は年間6兆円のETFを購入するという「コミットメント」を実行しているが、これを6兆円を上限とする「キャップ」に切り替える。市場が急落する場合は最大6兆円で買い支え、好調な時は購入を控えて価格形成の歪みを是正する。

- ・ リスク要因

リスク要因は2つあり、「北朝鮮問題」と「米長期金利の急上昇」だ。北朝鮮は第2次大戦時の日本と同じで原油輸入を止められると、暴発しかねない。国連の経済制裁が核・ミサイル実験等で原油禁輸まで進展すると、北朝鮮問題はテールリスクではなくなる。一方、米長期金利は現在の均衡金利が2.8%と低いため、市場金利が急上昇すると景気が失速する。期待インフレ率の急上昇がリスクとなる。米国は既に需要超過経済に転換しており、3%のGDP成長率が続けば、マクロ需給が過熱し、インフレリスクが高まる。イエレン時代とはマクロ環境が異なっており、ややタカ派スタンスが必要だ。パウエル次期FRB議長の政策スタンスが注目される。

## 日本経済の四半期予測表

	2016年			2017年				2018年				2019年			前回(9/8)との比較		
	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	16年度	17年度	18年度	17年度	18年度
実質GDP成長率(前期比)	0.5	0.2	0.4	0.3	0.6	0.3	-0.1	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4					
(年率換算)	2.0	0.9	1.6	1.0	2.6	1.4	-0.2	2.0	1.6	1.6	1.6	1.6	1.3	1.4	1.4	0.0	0.0
内需寄与度(前期比)	0.4	-0.1	0.1	0.1	0.9	-0.2	0.1	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5	1.4	1.4	0.0	0.0
個人消費(前期比)	0.1	0.4	0.1	0.4	0.7	-0.5	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.7	1.1	1.4	-0.5	0.1
設備投資(前期比)	1.4	-0.1	1.9	0.5	0.5	0.2	0.3	0.4	0.7	0.7	0.7	0.7	2.5	2.1	2.3	-0.2	-0.3
住宅投資(前期比)	3.2	2.9	0.3	0.9	1.1	-0.9	-4.0	0.8	0.2	0.2	0.2	0.2	6.6	0.1	-1.2	-1.4	-0.5
公共投資(前期比)	-0.7	-0.4	-2.7	0.1	5.8	-2.5	1.0	0.2	-0.2	-0.7	-0.8	-0.8	-3.2	3.4	-1.0	-0.7	0.0
外需寄与度(前期比)	0.1	0.4	0.3	0.1	-0.2	0.5	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.8	0.0	0.0	0.0	0.0
輸出(前期比)	-0.8	2.1	3.0	1.9	-0.2	1.5	-0.3	0.4	0.6	0.7	0.7	0.7	3.2	4.4	2.5	0.6	0.4
輸入(前期比)	-1.3	0.1	1.2	1.4	1.4	-1.6	0.5	0.5	0.8	1.0	1.0	1.0	-1.3	2.1	2.2	-1.7	0.2
名目GDP成長率(前期比)	0.1	0.0	0.5	0.0	0.6	0.6	0.2	0.5	0.4	0.7	0.6	0.8	1.1	1.6	2.1	0.1	0.3
鉱工業生産(前期比)	0.2	1.6	1.9	0.2	2.1	0.9	1.0	0.9	0.8	0.9	1.0	1.0	1.2	4.6	3.6	0.0	0.1
貿易収支(年率、兆円)	4.3	3.4	6.1	5.0	3.6	7.0	6.9	7.0	7.1	7.0	7.0	7.0	4.7	6.1	7.0	-0.5	-1.0
失業率(%)	3.2	3.0	3.1	2.9	2.9	2.8	2.7	2.6	2.5	2.5	2.5	2.4	3.0	2.8	2.5	0.0	-0.2
コア消費者物価(前年比)	-0.4	-0.5	-0.3	0.2	0.4	0.6	0.8	0.7	0.6	0.8	1.0	1.1	-0.2	0.6	0.9	0.0	0.4
米実質GDP成長率(年率換算)	2.2	2.8	1.8	1.2	3.1	3.0	3.3	2.8	2.4	2.2	2.2	2.2	1.5	2.3	2.7	0.1	0.2
失業率(%)	4.9	4.9	4.7	4.7	4.4	4.3	4.1	4.1	4.0	4.0	4.0	4.0	4.9	4.4	4.0	0.0	-0.2
コア消費者物価(前年比)	2.2	2.2	2.2	2.2	1.8	1.7	1.8	1.8	1.9	2.0	2.1	2.1	2.2	1.9	2.0	0.0	-0.4
FF金利(期末)	0.50	0.50	0.75	1.00	1.25	1.25	1.50	1.50	1.75	1.75	2.00	2.00	0.75	1.50	2.00	0.00	0.00

### 【前提条件】

為替レート(平均):17年度 113 円/ドル、18年度 117 円/ドル。原油価格(WTI 平均):17年度 52ドル/バレル、18年度 55ドル/バレル

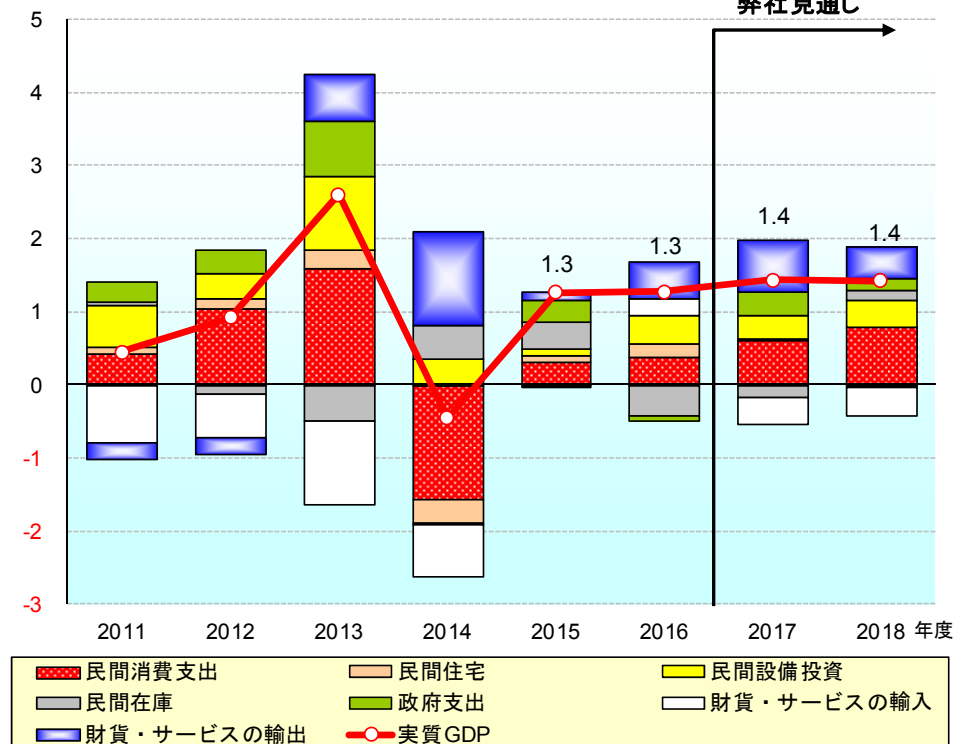
注1: 米国のGDPは暦年値、失業率は平均値、FF金利は年末値

注2: 実績値は内閣府、総務省、経済産業省、日本銀行。予想値はSMBC日興証券

出所: 内閣府、総務省、経済産業省、日本銀行、SMBC日興証券予想

### 実質GDP成長率の見通し

(前年比、%、寄与度、ppt)



出所: 内閣府、SMBC日興証券予想

## 補 足

### 【アナリストによる証明】

SMBC日興証券株式会社(以下「弊社」といいます)が発行する本調査レポートの表紙に記載されたアナリストは、本調査レポートの作成および内容に関して主な責任を負います。当該アナリストは、本調査レポートで表明されている見解が調査対象会社やその証券に対するアナリスト個人の見解を正確に反映していることをここに証明します。また、当該アナリストは、過去、現在、将来にわたり、本調査レポートで特定の見解を表明することに対して直接的または間接的に報酬を一切受領していないこと、また、受領する予定もないことをここに証明します。

### 【重要な開示情報】

目標株価は、弊社のアナリストが今後6～12カ月の期間に達すると予想している株価水準です。各銘柄には当該会社を含むアナリストまたはそのチームがカバーする業種における相対的な投資評価が付されています。投資評価の定義は、以下の通りで、対象期間は今後6～12か月です。

- 1(アウトパフォーム): 弊社のアナリストが予想する個別銘柄の投資リターンが、担当業種のカバレッジ・ユニバースの投資リターンの中央値を上回ると判断する場合。
  - 2(中立): 弊社のアナリストが予想する個別銘柄の投資リターンが、担当業種のカバレッジ・ユニバースの投資リターンの中央値と同程度と判断する場合。
  - 3(アンダーパフォーム): 弊社のアナリストが予想する個別銘柄の投資リターンが、担当業種のカバレッジ・ユニバースの投資リターンの中央値を下回ると判断する場合。
- NR: 投資評価を実施しない場合。  
RS: 一時的に投資評価を停止する場合。

また、2012年10月30日から2016年11月16日までの期間で、本調査レポートの業種分類において、中小型成長株に分類された銘柄の投資評価の定義は以下の通りで、対象期間は今後6～12か月です。市場平均は東証株価指数(TOPIX)を基準としています。

- A(アウトパフォーム): 弊社のアナリストが予想する個別銘柄の投資リターンが、市場平均を上回ると判断する場合。  
B(中立): 弊社のアナリストが予想する個別銘柄の投資リターンが、市場平均と同程度と判断する場合。  
C(アンダーパフォーム): 弊社のアナリストが予想する個別銘柄の投資リターンが、市場平均を下回ると判断する場合。  
NR: 投資評価を実施しない場合。  
RS: 一時的に投資評価を停止する場合。

業種格付けの定義は、以下の通りで、対象期間は今後6～12か月です。日本については市場平均は東証株価指数(TOPIX)を基準としています。

- 強気: 弊社のアナリストが予想する担当業種のカバレッジ・ユニバースの投資リターンが、市場平均を上回ると判断する場合。  
中立: 弊社のアナリストが予想する担当業種のカバレッジ・ユニバースの投資リターンが、市場平均と同程度と判断する場合。  
弱気: 弊社のアナリストが予想する担当業種のカバレッジ・ユニバースの投資リターンが、市場平均を下回ると判断する場合。

### 【投資評価の分布】

弊社がカバレッジしている全銘柄の投資評価の分布状況は(1)の通り、また、投資評価ごとに弊社、SI社およびその関連会社等が投資銀行業務を過去12か月以内に提供した会社の分布状況は(2)の通りです。(2017年11月20日現在)

	1 / Buy	2 / Hold	3 / Sell	その他
(1) 全調査対象銘柄	32%	59%	8%	1%
(2) 投資銀行部門の顧客	43%	36%	21%	33%

※弊社の投資評価である1(アウトパフォーム)、2(中立)、3(アンダーパフォーム)は、FINRAの開示規制に基づくBuy、Hold、Sellにそれぞれ相当するものとして分類しています。ただし、弊社の投資評価は、上記で定義されているとおり、当該会社を含むアナリストまたはそのチームがカバーする業種における相対的な投資評価であり、FINRA規制上のBuy、Hold、Sellと同一ではありません。

アナリストの報酬は、投資銀行業務収益を含む弊社全体の収益に基づき支払われています。

株価チャートと投資評価の推移については以下のリンクをご覧ください。

<https://researchdirect.smbcnikko.co.jp/disclosure/disclosure.php>

その他の重要な開示情報については、以下の宛先、またはお取引部店までお問い合わせください。

〒100-6519 東京都千代田区丸の内1-5-1 SMBC日興証券株式会社 株式調査部

テクニカルレポートにおける個別会社の評価及び株価予想は、過去の株価パフォーマンスやポジション分析などテクニカル分析の手法に基づくもので、当該会社のファンダメンタルズ分析に基づくものではありません。したがって、テクニカル分析に基づく個別会社の評価及び株価予想は、当該会社の調査を担当する弊社のセクターアナリストがファンダメンタルズ分析に基づいて行う評価ならびに同分析から算出する目標株価とは一致しない場合があります。

### 【免責事項】

本調査レポートは証券その他の投資対象の売買の勧誘ではなく、弊社が情報の提供を目的に作成したものです。本調査レポートは、弊社が信頼

できると判断した情報源から入手した情報に基づいて作成していますが、これらの情報が完全、正確であるとの保証はいたしかねます。情報が不完全または要約されている場合もあります。本調査レポートに記載する価格、数値等は、過去の実績値、概算値あるいは将来の予測値であり、実際とは異なる場合があります。かかる価格、数値等は予告なしに変更することがありますので、予めご了承くださいませようお願いいたします。本調査レポートは将来の結果をお約束するものでもありませんし、本調査レポートにある情報をいかなる目的で使用される場合におきましても、お客様の判断と責任において使用されるものであり、本調査レポートにある情報の使用による結果について、弊社及び弊社の関連会社が責任を負うものではありません。本調査レポートは、本調査レポートを受領される特定のおお客様の財務状況、ニーズ又は投資目的を考慮して作成されているものではありません。本調査レポートはお客様に対して税金・法律・投資上のアドバイスを提供する目的で作成されたものではありません。投資に関する最終決定は、契約締結前交付書面、上場有価証券等書面、目論見書、お客様向け資料等をよくお読みになり、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。弊社及び弊社の関連会社のリサーチ部門以外の部門が本調査レポートで推奨されている投資や見解と整合しない又は矛盾するコメントを顧客又は自己勘定部門に対して行う場合があります。弊社及び弊社の関連会社はかかるコメントを参考に投資決定を行うことがあります。弊社並びに弊社の関連会社及びこれらの役職員は、本調査レポートで言及されている証券、その派生商品又は本調査レポートの対象会社の別の証券の売買を行う可能性があります。本調査レポートは、弊社又は弊社の関連会社から配布しています。本調査レポートに含まれる情報は、提供されましたお客様限りでご使用ください。本調査レポートは弊社の著作物です。本調査レポートのいかなる部分についても電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。本調査レポートに関するお問い合わせは、弊社の営業担当者までお願いいたします。追加情報をご希望の場合にはご連絡ください。

本調査レポートに記載された会社名、商品名またはサービス名等は、弊社または各社の商標または登録商標です。

### 【金融商品取引法第 37 条(広告等の規制)に関する留意事項】

**[手数料等について]**(本邦における非居住者および金融商品取引法上の特定投資家等一部のお客様においては、手数料が個別に決定されるため、以下の表記通りではありません。)

本調査レポートの記載の内容に従ってお取引をされる場合、各商品等に所定の手数料等をご負担いただく場合があります。例えば、店舗における日本国内の金融商品取引所に上場する株式等(売買単位未満株式を除く。)の場合は約定代金に対して最大1.242%(ただし、最低手数料5,400円)の委託手数料をお支払いいただきます。債券、株式等を募集、売出し等又は相対取引により購入する場合は、購入対価のみをお支払いいただきます(債券の場合、購入対価に別途、経過利息をお支払いいただく場合があります。)。また、外貨建ての商品の場合、円貨と外貨を交換、又は異なる外貨間での交換をする際には外国為替市場の動向に応じて弊社が決定した為替レートによるものとします。上記手数料等のうち、消費税が課せられるものについては、消費税分を含む料率又は金額を記載しております。

#### 【リスク等について】

各商品等には株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の価格の変動等および有価証券の発行者等の信用状況(財務・経営状況を含む)の悪化等それらに関する外部評価の変化等を直接の原因として損失が生ずるおそれ(元本欠損リスク)、または元本を超過する損失を生ずるおそれ(元本超過損リスク)があります。なお、信用取引またはデリバティブ取引等(以下「デリバティブ取引等」といいます)を行う場合は、デリバティブ取引等の額が当該デリバティブ取引等についてお客様の差入れた委託保証金または証拠金の額(以下「委託保証金等の額」といいます)を上回る場合があると同時に、対象となる有価証券の価格または指標等の変動により損失の額がお客様の差入れた委託保証金等を上回るおそれ(元本超過損リスク)があります。また、店頭デリバティブ取引については、弊社が表示する金融商品の売付けの価格と買付けの価格に差がある場合があります。資産担保証券については、利金、配当または償還金等の額が、一定の資産の状況の変化によって影響を受ける場合があります。これによって、中途売却、償還時点において、損失を被ることがあります。

上記の手数料等およびリスク等は商品毎に異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面や目論見書又はお客様向け資料等をよくお読みください。なお、目論見書等のお問い合わせは弊社各店舗までお願いいたします。

#### 【弊社の商号等】

SMBC日興証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第2251号

#### 【弊社の加入協会】

日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

#### 【国別・地域別の開示事項】

日本国外へのレポート配布先は機関投資家のみとされています。機関投資家の定義は国により異なります。本調査レポートまたは本調査レポートに含まれる情報のいずれも、有価証券の取得、売却、募集の申込み、引受けに関する取引契約の締結またはその申込みの勧誘を目的としたものではありません。

**[米国]** 本調査レポートはFINRAに登録されているSMBC Nikko Securities America, Inc.(以下「SI社」といいます)の米国外関連会社である弊社のアナリストが作成したものです。本調査レポートの作成に部分的、全体的に関わったアナリストは米国を拠点としておらず、FINRAには登録していません。本調査レポートを作成した米国外アナリストは会員会社に所属しないため、FINRA Rules 2241 および 2242の対象会社とのコミュニケーション、パブリックアピランス、アナリスト本人の売買口座の規制に該当しない場合があります。本調査レポートは米国における機関投資家向けにのみ配信を想定しています。本調査レポートを受領した投資家は当該レポートを第三者に転送、譲渡しないことに合意したものとみなされます。本調査レポートで言及された有価証券に関する取引を希望される米国投資家はSI社までお問い合わせください。

**[カナダ]** 本調査レポートは証券の売買を勧誘するものではありません。本調査レポートは証券の一般的な利点とリスクについて記載しているのみで、特定のお客様の要望や状況に合わせたものではありません。本調査レポートは特定の有価証券、サービス、商品の購入を推奨するものではないことをご承知ください。

**[香港]** 本調査レポートはSMBC Nikko Securities (Hong Kong) Limitedにより配布されます。香港では、本調査レポートはSecurities and Futures Ordinance及びその下位立法に定める専門投資家に対してのみ配布しています。

**[中国]** 本調査レポートは、Chinese Securities and Regulatory Commissionの免許や承認を受けて配布されるものではありません。本調査レポートは、中華人民共和国在住の投資家に直接、間接を問わず配布されることを目的としていません。ただし、適用法・規則に従い、一定の中華人民

共和国在住の投資家には、要望により本調査レポートを送付いたします。中国の投資家が対外投資を行う際には、中国の外国為替関連規制における届出・認可手続きと対外投資に関する認可手続きの対象となる場合があります。

[台湾] 台湾以外からの本調査レポートの配布は台湾当局の認可・承認を得たものではありません。

[シンガポール] 本調査レポートはSMBC Nikko Securities (Singapore) Pte. Ltd. (以下「NKSG社」といいます)によって、Financial Advisers Act, Cap.110において定義される機関投資家、適格投資家、専門投資家に対してのみ配布されるものです。本調査レポートまたは本調査レポートに含まれる情報のいずれも、有価証券の取得、売却、募集の申込み、引受けに関する取引契約の締結またはその申込みの勧誘を目的としたものではありません。本調査レポートを受領したお客様は自身が機関投資家、適格投資家、専門投資家であることおよび前述の制限事項に拘束されることに同意したことになります。本調査レポートに起因する事項及び本調査レポートの情報に関するお問合せはNKSG社までお願いします。

[EU、中東およびアフリカ] 本調査レポートや第三者から提供された付属資料は、SMBC Nikko Capital Markets Limited (以下「CM社」といいます)がEU、中東およびアフリカ内で配布します。執筆時点の筆者の見解が含まれますが、CM社の見解とは必ずしも一致しません。CM社は、本調査レポート内で言及された有価証券を保有している可能性があります。その場合でも当該有価証券の保有を継続することを表明するものではありません。SMBC Nikko Capital Markets Limited (所在地: One New Change, London EC4M 9AF, 電話番号: +44 (0)20 3527 7000、イングランドにおいて登録済み(No.02418137))は、金融行動監視機構(Financial Conduct Authority, 所在地: 25 The North Colonnade, Canary Wharf, London E14 5HS)の認可を受け、監督下にあります。弊社の利益相反ポリシーについては以下のリンクをご参照ください。

<https://researchdirect.smbcnikko.co.jp/pdf/coidisclosure.pdf>

アラブ首長国連邦: 本調査レポートは、アラブ首長国連邦(the Dubai International Financial Centreを含む)における有価証券や金融商品の発行や販売あるいは取得の申込みの勧誘を構成するものではなく、そのようなものとして解釈されてはなりません。加えて、本調査レポートにかかる法人や有価証券がthe UAE Central Bank, Emirates Securities and Commodities Authority, Dubai Financial Services AuthorityまたはUAEの他の認可当局や政府機関の承認、認可あるいは登録を受けていないことをお客様が了解されていることを前提に本調査レポートは利用可能とされており、本調査レポートの内容はthe UAE Central BankまたはDubai Financial Services Authorityの認可や登録を受けておりません。