



景気見通し (2017年夏)

景気は緩やかな拡大局面へ

佐々木 仁 (ささき ひとし)

公益社団法人 日本経済研究センター
主任研究員



《要 約》

わが国の17年1-3月期の実質成長率は、前期比+0.3%と5期連続のプラス成長となった。年率換算でみた前期比は+1.0%と、ゼロ%台後半とみられる潜在成長率を上回るペースで成長を続けている。

先行きであるが、17年度は、海外経済の成長率が高まる中、強力な金融緩和と政府の大型経済対策による効果から、実質成長率は+1.4%と予測する。また、18年度は、大型経済対策の効果が減衰するものの、企業部門主導の回復が続くことから、+0.9%の成長率を予測する。

当面のリスクであるが、海外では、欧州の政治動向に引き続き注意が必要であるほか、米国の経済政策運営を巡るリスクや北朝鮮の核問題など地政学リスクに警戒が必要だ。国内では、構造改革の先送りや内需が腰折れするリスク、財政の持続性が損なわれるリスクを指摘したい。

景気の現状

(1) 17年1-3月期は内外需が成長に寄与

17年1-3月期の実質成長率は、前期比+0.3%、同年率+1.0%と5期連続のプラス成長となった。需要項目内訳をみると、個人消費は、前期比+0.3%と堅調に増加した。設備投資も、大幅増加となった前期に続いて、明確に増加した。民間在庫変動はマイナス寄与となって成長率を押し下げたが、原材料を中心に調整が進捗する前向きの動きと捉えるべきだ。この間、外需は、海外経済の改善を受けた輸出の増加によってプラス寄与となった。

内閣府が公表する景気動向指数(CI)の一致指数は、4月は前月から大幅に上昇したほか、景

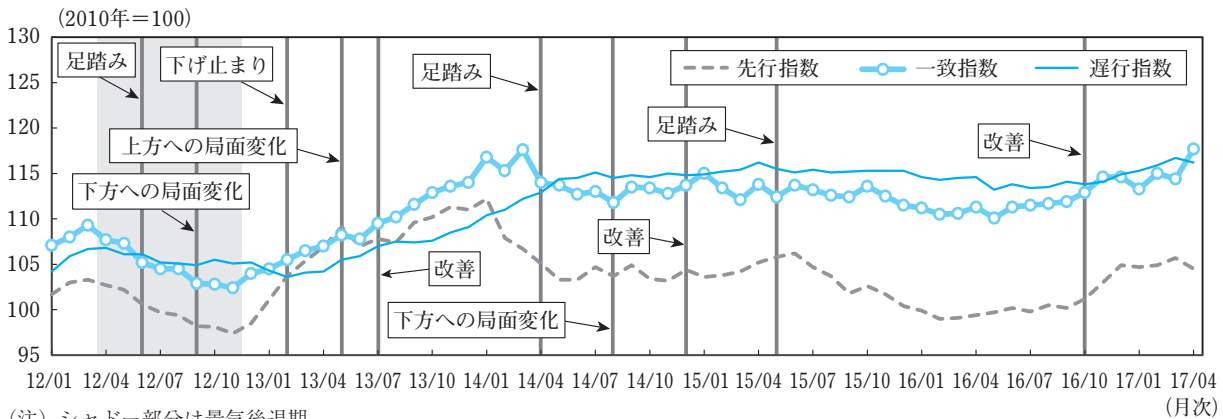
気の先行きを示唆する先行指数も、月々で均せば上昇傾向にある(図表1)。こうした動きを受けて、内閣府の基調判断も「改善」で据え置かれた。

以上を踏まえると、1-3月期は内外需がともに成長率を押し上げるバランスのとれた内容で、わが国の景気が緩やかな拡大局面に入っていることを裏付ける結果といえる。

(2) 物価の基調は改善せず

消費者物価指数(生鮮食品除く総合、以下、CPIコア)の17年1-3月期は、エネルギーがプラス寄与に転じたことを主因に、前年比+0.2%と15年10-12月期以来のプラスとなった。もっとも、物価の基調に目立った改善はみられず、将来の物価上昇への見方も弱含んだままだ。

図表1 景気動向指数の推移



先行きであるが、原油価格の持ち直しや既往の円安の影響、そして景気拡大に伴う需給ギャップの改善から、17年下期にかけてCPIコアの上昇率は高まる見通し。もっとも、2%の物価目標達成のハードルは高く、CPIコアの上昇率は、17年度は+0.9%、18年度は+1.0%にとどまると予測する(図表2)。

図表2 CPIコアの見通し (前年比、%)

	日経センター		ESP	日本銀行	
	3月時点	6月時点	5月	1月	4月
16年度	▲ 0.2				
17年度	0.9	0.9	0.8	1.5	1.4
18年度	1.0	1.0	1.0	1.7	1.7

(注) ESPは調査機関見通しの中央値。日銀は政策委員見通しの中央値。

(資料) 総務省、日本経済研究センター、日本銀行

景気の先行き

(1) 欧州分断のリスクは後退、海外経済は安定成長へ

国際金融市場を展望すると、為替市場では、トランプ大統領の政権・議会運営能力への疑念から、将来の政策効果への期待が後退し、3月下旬にかけて急速な円高が進行した。4月中旬には、北朝鮮の核問題など地政学リスクのほか、仏大統領選を前に投資家のリスクオフが進み、一時は1ドル108円程度まで円高が進んだ。もっとも、仏大統領選で親EU派であるマクロン候補の勝利が判明すると、円高圧力は和らいで、その後は概ね1ドル110~112円程度で推移している。このように、欧州の政治リスクは幾分後退したが、他方で北朝鮮問題など地政学リスクは高まった状態にある。予測では、ドル円レートは特定の方向感を持たず、先行きは1ドルあたり110円程度で推移すると仮定した。

原油価格(WTI原油価格)については、OPEC総会における協調減産の期間延長に関する合意や、

世界経済の回復による需給改善が、価格押し上げに作用するものの、米国シェールオイルの増産で、価格の上値は重い状態が続く見通しだ。予測では、原油価格は18年末に50ドル台半ばに到達する緩やかな上昇パスを想定した。

主要中銀の金融政策に関して、日本銀行は、2%の物価安定目標達成には距離があるとの見通しの下、長期金利は予測期間を通じてゼロ近傍で推移すると想定した。FRBの金融政策運営については、17年は6月と9月の2回、18年は計3回程度の利上げを想定した。最後に、ECBは、インフレ率が目標水準で持続的に推移するには今しばらく時間が必要であり、予測では、予測期間を通じて主要政策金利の変更はないものと想定した。

欧米諸国の政策運営を巡る不透明感は引き続き強いものの、海外経済は+3%台半ば程度の安定した成長を続ける見通しである。

米国の17年1-3月期の実質成長率は、前期比年率で+1.2%となり、前期(同+2.1%)から大幅に減速した。減速の主因は、個人消費の大幅な

減速のほか、在庫投資が3期ぶりにマイナス寄与となったことだ。もっとも、労働市場では、雇用者数が堅調な増加を続けているほか、失業率も5月には4.3%まで低下するなど、ほぼ完全雇用の状態にある。ドル高が続く下でも企業収益は堅調であり、企業の景況感も改善する中、設備投資も増加基調にある。以上に加えて、季節調整にかかるテクニカルな事由から、近年の1-3月期の成長率はその他四半期の成長率よりも低くなる傾向がある点も考慮すると、17年1-3月期の低成長は一時的である可能性が高い。

先行きだが、トランプ政権の目玉である税制改革については、減税の財源について政権と議会共和党との間に依然大きな隔りがあるなど、予測期間内（18年度まで）にトランプ政権の経済政策の効果がフルに発現することを期待するのは難しい。したがって、予測では、成長率見通しを、17年、18年とも+2.2%と保守的に見積もった。

ユーロ圏の17年1-3月期の実質成長率は、前期比+0.6%と、16四半期連続のプラス成長を維持した。緩和的な金融環境のもと、息の長い内需主導の回復が続いている。他方で、英国の17年1-3月期の実質成長率は、前期比+0.2%と、前期から大幅に減速した。既往のポンド安や資源価格の持ち直しによるインフレ率の高まりで実質購買力が低下し、消費を下押しする姿となった。

先行きについては、ユーロ圏は内需主導のもと、

17年、18年とも+1%台後半の緩やかな成長が続く見通し。他方で、英国経済は、インフレ率の高まりやEU離脱交渉の先行きを巡る不透明感を背景に、減速した状態が続くとみている。

中国の17年1-3月期の実質成長率は、前年比+6.9%の高成長となった。本年2月以降は外貨準備高が増加に転じるなど、一頃懸念された資本流出圧力は落ち着きを取り戻している。他方で、高成長の背後に潜む構造問題への対処は、ほぼ手付かずのまま。過熱が懸念される不動産市場は、引き続き警戒が怠れない。政権が掲げる持続的成長への移行に必要な過剰債務の解消は進まず、民間債務残高は高止まったまま。

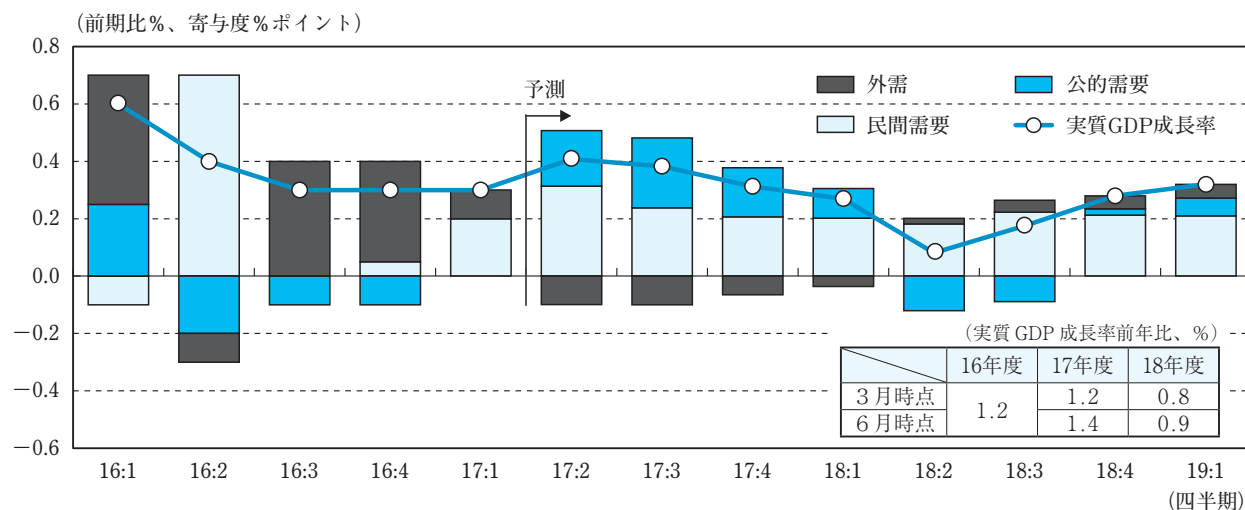
先行きは、過剰債務・過剰設備の圧縮を含む中期的なリバランスが続く中、成長率は18年末にかけて+6%台前半まで減速する見通し。

(2) 景気は拡大局面へ

当センターの最新の予測では、17年度は、海外経済の成長率が高まる中、強力な金融緩和と政府の大型経済対策による効果から、実質成長率は+1.4%と予測する。18年度は、大型経済対策の効果が減衰するものの、企業部門主導の回復が続くことから+0.9%の成長率となる見通し（図表3）。

図表4は、最近の主な経済指標の動向である。鉱工業生産は、16年下期に高い伸びを示した後、17年1-3月期は同+0.2%と小幅増にとどまった。

図表3 実質成長率見通し



(資料) 内閣府『四半期別 GDP 速報』

図表4 主要経済指標

(前期比%、前月比%、新車登録台数は万台〈年率換算値〉、失業率は水準〈%〉)

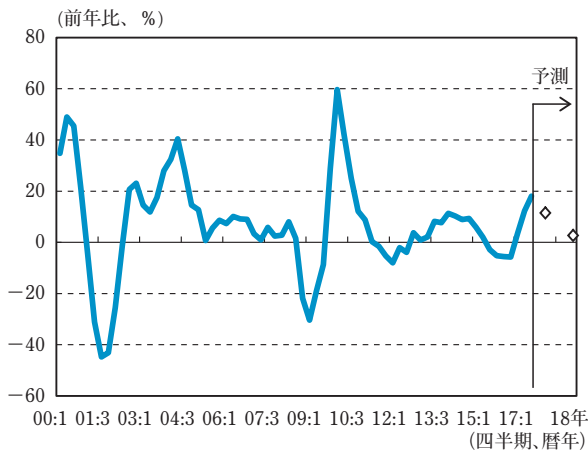
	鉱工業生産指数	実質輸出	実質消費活動指数	実質消費支出	新車登録台数	機械受注	住宅着工戸数	公共工事請負金額	失業率
2016年 4Q	1.8	2.5	0.1	▲ 1.6	435	0.3	▲ 2.8	▲ 6.6	3.1
2017年 1Q	0.2	2.9	0.8	1.1	432	▲ 1.4	2.3	13.8	2.9
2017年 2月	3.2	4.6	0.7	0.2	431	1.5	▲ 6.1	5.3	2.8
3月	▲ 1.9	▲ 2.3	▲ 0.5	▲ 2.9	435	1.4	4.7	1.5	2.8
4月	4.0	▲ 1.5	1.1	3.5	463	▲ 3.1	2.0	1.9	2.8

(注) 新車登録台数、公共工事請負金額は独自季調値。
 機械受注は船舶・電力除く民需。
 実質消費活動指数は旅行収支調整済。
 実質消費支出は二人以上世帯、除く住居等。

(資料) 経済産業省、日本銀行、総務省、日本自動車販売協会連合会、内閣府、国土交通省、東日本建設業保証株式会社

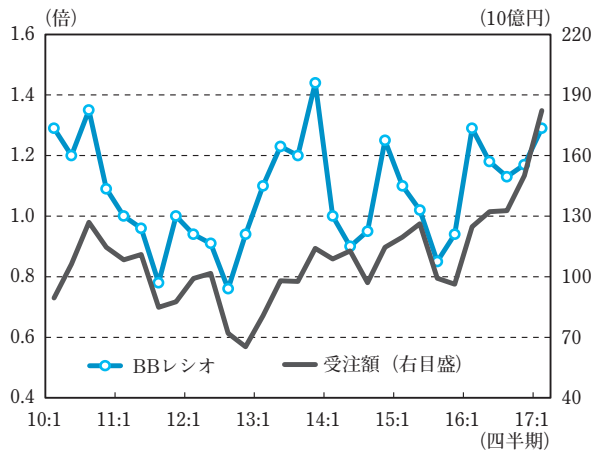
図表5 IT関連指標

【世界の半導体出荷額】



(注) 17年、18年は WSTS による予測 (2017年 5月時点)。
 (資料) WSTS

【半導体製造装置の BB レシオと受注額】



(資料) 日本半導体製造装置協会『半導体製造装置販売統計』

もっとも、こうした動きは一時的とみている。世界半導体市場統計 (WSTS) の最新予測によると、世界半導体販売額は、17年は前年比+11.2%、18年は同+2.7%と堅調な増加が見込まれるなど、スマホや車載向け、或いはあらゆるものがネットにつながる「IoT」など産業用向け電子部品や半導体製造装置への需要拡大は今後も続く可能性が高い (図表5)。

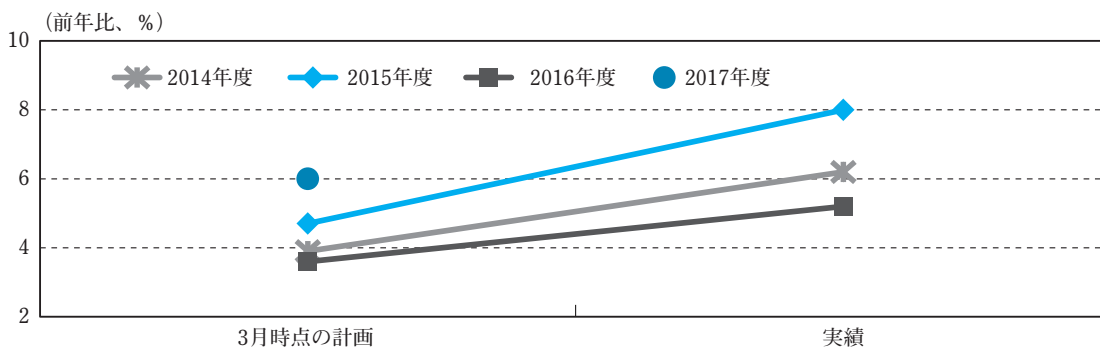
実質輸出 (日銀) は、17年 1 - 3 月期は前期比 +2.9%と堅調に増加した。米国以外の幅広い国・地域向けに資本財や情報関連財が大幅に増加した。海外経済が安定的に成長する中、輸出の増加は続く見通し。情報関連など世界的な製造業部門の改善を受けて、世界貿易量は回復しており、これまでの「スロー・トレード (世界経済成長率に比べて世界貿易量の伸びが抑制されてきた現象)」の

動きに緩和の兆しがみられる。

個人消費は、17年 1 - 3 月期の GDP 統計の民間最終消費支出 (実質、季調値) は、前期比 +0.3%と増加した。消費者態度指数のうち、耐久財の買い時に関する指標が改善するなど、耐久財消費の持ち直しの動きも続いている。

足元の失業率は94年 6 月以来となる 2.8%まで低下し、有効求人倍率も高水準にあるなど、雇用環境が大きく改善する中、賃金も緩やかに上昇している。現時点で判明している 17年春闘の結果によると、定昇込みの賃上げ率は 2%程度と 16年並みの水準となった模様だ。賃上げが力強さを欠く点はやや残念だが、中小企業の賃上げ分が大手企業を上回るなど、賃金上昇の流れが幅広い裾野に広がりつつある点は好ましい動きだ。もっとも、不確実性の高い状況が続く中で経営側の賃上げへ

図表6 製造業大企業の設備投資計画



(注) ソフトウェア含む(除く土地投資額)。2016年度の実績は見込み。

(資料) 日本銀行『全国企業短期経済観測調査』

のスタンスが大きく前傾化することはなく、先行きも賃金は緩やかな増加にとどまる可能性が高いとみている。

この間、個人消費は、当面は耐久財の持ち直しの動きが続くものの、消費全体が先行き力強さを増していくとはみていない。背景には、将来不安に起因する勤労世帯の消費性向の低下、租税・公課負担に伴う可処分所得の伸び悩み、そして高齢無職世帯の増加に伴う消費下押し圧力が今後も続くためだ。

住宅投資であるが、住宅着工戸数は、低金利や相続税の節税対策などもあって、堅調といわれる年率90万戸を上回る水準で推移している。もっとも、相続税の節税対策の効果が一巡すれば、世帯数の増加が期待できないもとの、先行き住宅投資は減少に転じる見通し。

設備投資は、GDP統計(民間企業設備投資、実質、季調値)で、大幅増となった前期に続いて、17年1-3月期も前期比+0.6%と増加した。

先行指標にやや弱めの動きもみられるが、潤沢な手元資金のもとで、設備投資の緩やかな増加基調は続くとみている。日銀3月短観でも、17年度の設備投資計画は、大企業・製造業を中心に堅調な滑り出しとなっている(図表6)。

他方で、人手不足が深刻な非製造業では、生産・営業用設備の不足感が強いにも関わらず、設備投資計画は製造業に比べて控えめな姿が続いている。背景には、人手不足が深刻な「飲食・宿泊」や「医療・福祉」といった業種では、機械化による自動化や業務の定型化が難しく、設備投資が思

うように進まない可能性が指摘できる。この点で、人手不足が成長の制約となることも考えられ、AI(人工知能)やIoTの有効活用など労働生産性向上にどれだけ本格的に取り組めるのかが、今後の成長の鍵を握る。

最後に、公需であるが、政府による大型経済対策の実施を受けて、17年度の公的資本形成は増加が見込まれる。もっとも、公共工事については、建設技能労働者の不足から施工が後ずれするリスクがある。

リスク要因

先行きを巡るリスクであるが、仏大統領選挙の結果などを受けて、このところの最大の懸念であった欧州分断のリスクは幾分後退したとみている。もっとも、低成長や失業、格差、難民問題など欧州が抱える問題の根は深く、欧州の政治・経済動向からは引き続き目が離せない。

上記以外にも、米国の経済政策運営を巡る不透明感は引き続き強いほか、北朝鮮の核問題といった地政学リスクにも警戒が必要だ。

国内については、労働市場改革や規制緩和など山積する構造改革の先送りでも内需が腰折れするリスクに加え、財政再建の雲行きが怪しくなっている点を改めて指摘したい。景気拡大局面で時間を稼げる今こそ、構造改革による成長の底上げと、社会保障改革の実施などを通じた財政再建の道筋をつけるべきである。

(6月14日脱稿)