

寄稿

景気見通し (2017年秋)

景気拡大は続くも
自律成長への移行は道半ば

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4-6月期の実質成長率は、前期比+0.6%と内需主導の高成長となった。

先行きだが、17年度は、政府・日銀による景気下支えもあって、+1.5%の実質成長率を予測する。18年度は、政府の大型経済対策の効果が減衰するものの、オリンピック開催を控えた再開投資や人手不足に対応する省力化投資が続くため、+1.0%の成長となる見通し。予測期間を通じて景気は緩やかな拡大を続けるが、成長はあくまで外需・企業部門主導となる。内需、とりわけ家計部門が主導する自律的な成長に至るには道半ばとなりそうだ。

当面のリスクについて、海外では、米国による内向きの通商政策を発端とした保護貿易の蔓延や、米連邦準備制度理事会（FRB）による早急な金融政策の正常化が原因となって国際金融市場が混乱に陥るリスク、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、財政再建の取り組みが弱まって、財政規律が緩むリスクに留意したい。

景気の現状

(1) 4-6月期は内需が高成長を牽引

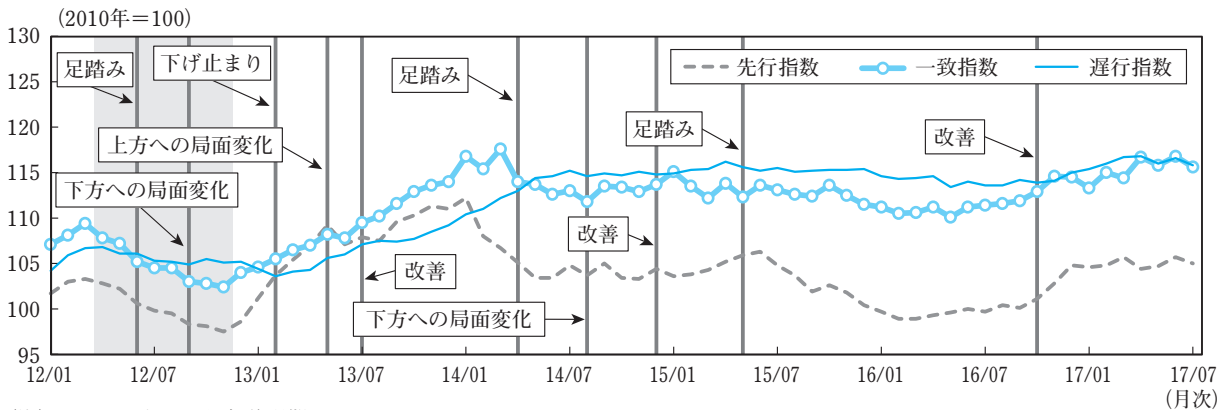
17年4-6月期の実質成長率は、前期比+0.6%（同年率+2.5%）と6期連続で増加した。需要項目をみると、内需が0.9ポイントのプラス寄与となって高成長を牽引した。特に、個人消費は、買い替え需要を受けた耐久財が増加を続ける一方、このところ弱めで推移していた非耐久財が大幅に増加した。もっとも、こうした堅調な消費は、天候要因などで一時的に押し上げられた側面もあり、さすがに足元の増勢が今後も続くとはみていない。

他方で、設備投資は前期比+0.5%と3期連続で増加したほか、公的資本形成も、政府の経済対策の効果を受けて、前期比+6.0%の大幅増となった。

天候要因による個人消費の増加や公共投資の押し上げ分は割り引いて評価する必要があるが、景気拡大の恩恵が内需に浸透しつつある点は望ましい動きといえよう。

内閣府が公表する景気動向指数（CI）の一致指数や先行指数も上昇傾向にある（図表1）。以上をまとめると、わが国の景気は緩やかな拡大局面にあるものと判断される。

図表1 景気動向指数の推移



(注) シャドー部分は景気後退期。

(資料) 内閣府『景気動向指数』

(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4－6月期は、前年比+0.4%と2期連続のプラスとなった。1－3月期（同+0.2%）からのプラス幅拡大はエネルギーの上昇によるもので、それを除くと、物価の基調は想定していたよりも弱い。

先行きは景気拡大に伴う需給ギャップの改善を受けて、物価上昇圧力は高まる。但し、価格硬直性が強固な下で、CPI コアの上昇率は、17年度は+0.7%、18年度は+0.9%と、2%目標には届かない（図表2）。

景気の先行き

(1) 海外経済の安定成長が続く中、日米金利差の拡大を受けて緩やかな円安へ

為替市場では、米国のトランプ政権とロシアの関係を巡る疑惑や、6月8日の英総選挙で保守党が多数の議席を失ったことを受けて、ドル円レートは、6月中旬にかけて1ドル110円程度まで円高が進んだ。その後は、米連邦公開市場委員会（FOMC）が量的緩和で膨らんだ保有資産の縮小計画を表明したことなどを受けて、7月上旬にかけて1ドル114円程度にまで円安が進んだが、当局幹部が早急な金融緩和の修正に改めて慎重な姿勢を示したこともあって、ドル円レートは再び1

図表2 CPI コアの見通し (前年比、%)

	日経センター		ESP	日本銀行	
	6月	9月	8月	4月	7月
16年度	▲ 0.2				
17年度	0.9	0.7	0.6	1.4	1.1
18年度	1.0	0.9	0.8	1.7	1.5

(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

ドル111円程度まで戻した。足元では、北朝鮮を巡る地政学リスクが意識されて、円は買われやすい地合いとなっている。

FRBの金融政策運営について、予測では、17年は9月の保有資産縮小開始と12月の利上げ、18年は6月と12月の2回の利上げを見込んだ。他方で、日本銀行は、現行の政策枠組み（「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」）を据え置いて、粘り強く金融緩和を続けると予想した。こうした日米の金融政策スタンスの違いを反映して、予測では、17年下期のドル円レートは1ドル111円程度で推移する一方、18年はごく緩やかな円安が進む姿を想定した。

原油価格については、海外経済の回復を受けた需給改善は価格押し上げに作用するものの、米シェールオイルなど供給面の強さや、排ガス規制強化による中長期的な原油需要低迷への思惑が、引き続き価格の上値を抑えるとみられる。予測で

は、原油価格は18年末に50ドル前半に到達する緩やかな上昇パスを想定した。

グローバルな製造業部門の改善と世界貿易の回復もあって、海外経済は+3%台半ば程度の安定成長が続くと想定した。

米国の17年4-6月期の実質GDP成長率は前期比年率で+3.0%となり、大幅に減速した前期から持ち直した。需要項目内訳をみると、個人消費の伸び率が拡大したほか、設備投資も堅調に増加した。

米ドルが昨年11月の大統領選前の水準に戻る中、製造業、非製造業とも企業の景況感が高水準で推移し、鉱工業生産も増加傾向にあるなど、企業活動は堅調だ。

労働市場では、非農業部門雇用者数は堅調な増加を続けているほか、失業率も低水準で推移している。他方で、年明け以降、時間当たり平均賃金の上昇率は伸び悩んでおり、2%に向けて伸び率を高めつつあったコアPCE上昇率も低下してきている（図表3）。FRBの金融政策運営を占う上で、今後の賃金・物価動向は大きな焦点となりそうだ。

トランプ政権の政策運営は不透明な状況が続いている。税制改革については、減税幅やその財源を巡って政権と議会の調整は難航が予想されるほか、主要財源と目された国境調整税の導入も見送られるなど、トランプ大統領が公約で掲げた「大

幅」減税は実現が見通せない。インフラ投資も宙に浮いた状態が続くなど、財政刺激策の効果は当初期待された程ではないと判断し、米経済は予測期間を通じて潜在成長率をやや上回る+2%強程度のペースで拡大を続けると見込んだ。

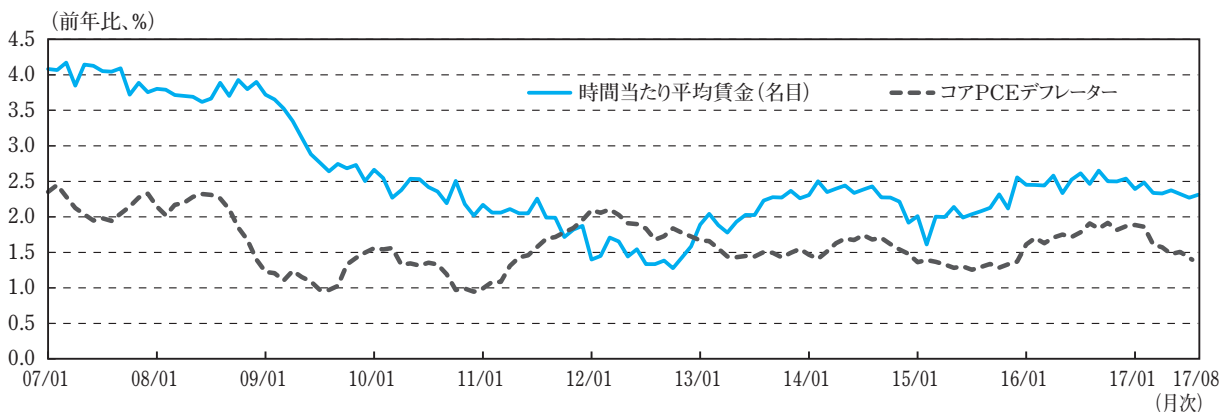
ユーロ圏の17年4-6月期の実質GDP成長率は前期比年率+2.3%と16期連続のプラス成長となった。緩やかな金融環境が続く下で、内需の回復モメンタムが強まりつつある。他方で、英国の17年4-6月期の実質GDP成長率は、前期比+0.3%と減速した状態が続いている。賃金の上昇がポンド安による物価上昇に追い付かず、消費の慎重な姿勢が続いている。

先行きであるが、ユーロ圏は、内需主導の堅調な成長が続く一方、英国は経済の減速した状態が続く見通しだ。

中国の17年4-6月期の実質GDP成長率は、前年比+6.9%と前期と等速で推移し、予想を上回る高成長となった。輸出が増加する中、鉱工業生産は増加幅を拡大しつつある。政府によるインフラ・不動産向け投資が底堅く推移する一方、民間投資の回復も続いている。

民間の過剰債務の調整が先送りされる中、このところは金融面のリスクが高まりつつある。特に、銀行部門の外側で取引されるシャドウバンキング、とりわけ商業銀行が組成する理财产品の残高増加が目を引く（図表4）。理财产品の運用実態につ

図表3 米国の平均賃金とインフレ率の推移



いては不透明な部分も多く、金融システムの安定化のためには、銀行部門のバランスシート本体だけでなく、シャドウバンキングも含めた実態把握が当局には欠かせない。

先行きについては、17年は+6.7%、18年は+6.2%の実質成長率を予測する。

(2) 景気の緩やかな拡大が続く

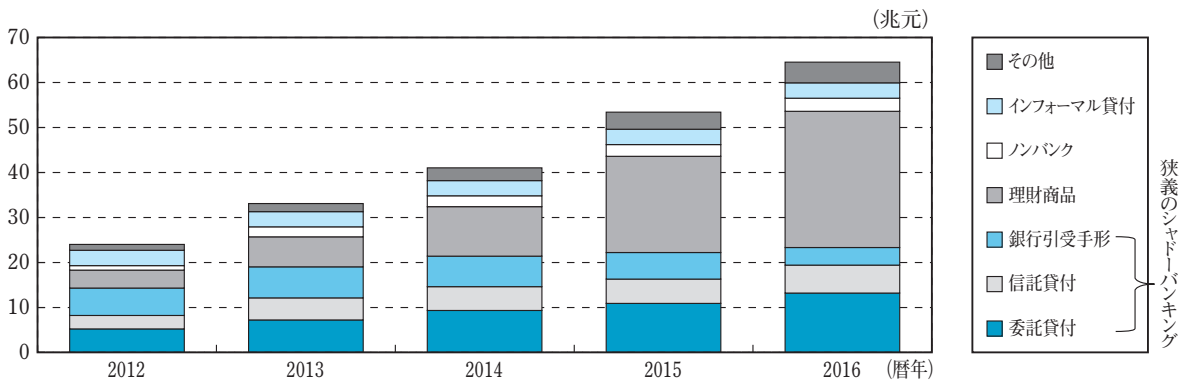
当センターの最新の予測では、17年度は、海外経済の成長率が高まる中、強力な金融緩和と政府の大型経済対策による下支えもあって、+1.5%の実質成長率を予測する。18年度は、大型経済対策の効果が減衰するものの、オリンピック開催を

控えた再開投資や人手不足に対応する省力化投資が続くため、+1.0%と潜在成長率を上回る成長が続く見通し（図表5）。

図表6は、最近の主な経済指標の動向である。企業の生産活動をみると、鉱工業指数の生産は、17年4-6月期は前期比+2.1%の大幅増加となった。輸送用機械工業が増加に転じるとともに、はん用・生産用・業務用機械工業が大幅に増加した。電子部品・デバイス工業も増加を続けている。

輸出は、GDP統計（財サ輸出、実質、季調値）で、17年4-6月期は前期比-0.5%と、4期ぶりの減少となった。欧米向けの自動車関連などが増加したものの、アジア向けの情報関連が減少し

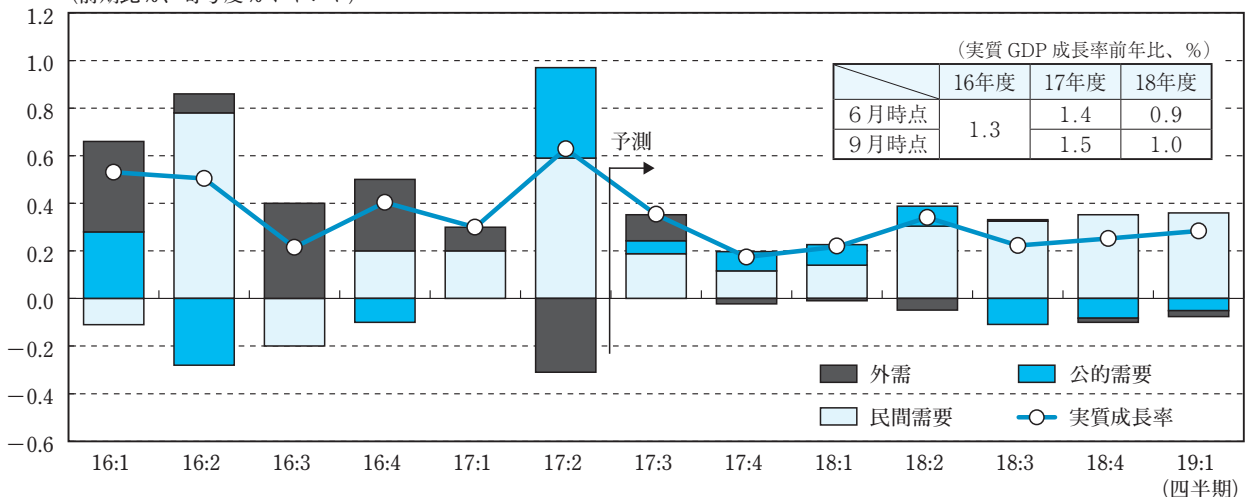
図表4 中国のシャドウバンキングの推移



(資料) Moody's

図表5 実質成長率の見通し

(前期比%、寄与度%ポイント)



(資料) 内閣府『四半期別 GDP 速報』

図表6 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	住宅着工数	公共工事請負金額	失業率
2017年1Q	0.2	2.9	0.7	1.1	432	▲1.4	2.3	13.5	2.9
2Q	2.1	▲0.5	1.1	1.0	465	▲4.7	2.7	▲2.1	2.9
2017年5月	▲3.6	1.9	▲0.7	▲1.1	466	▲3.6	▲0.6	▲1.9	3.1
6月	2.2	▲0.9	0.0	0.8	466	▲1.9	0.6	▲7.1	2.8
7月	▲0.8	1.7	0.3	▲0.3	421	8.0	▲3.0	▲8.2	2.8

(注) 新車登録台数、公共工事請負金額は独自季調値。

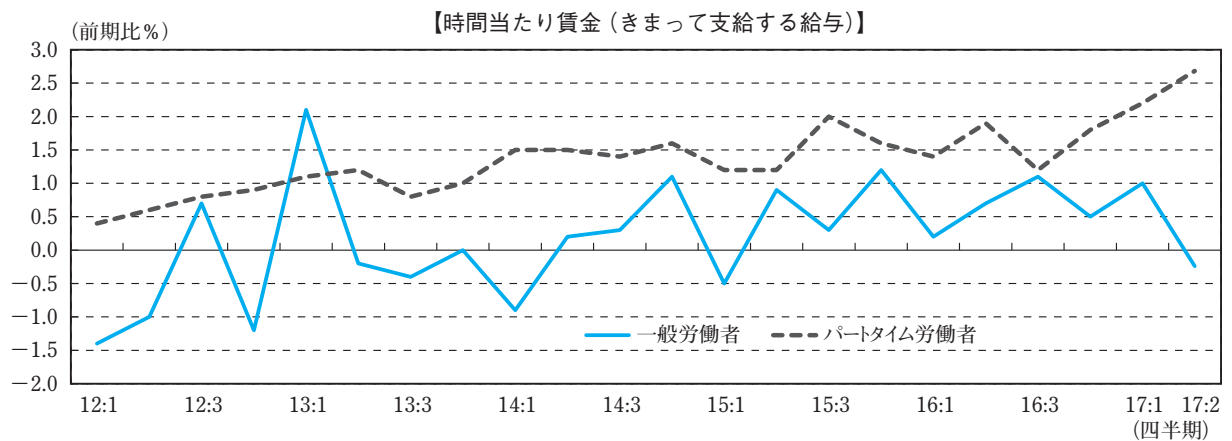
機械受注は船舶・電力除く民需。

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7 時間当たり賃金の推移



(資料) 厚生労働省『毎月勤労統計』、独立行政法人労働政策研究・研修機構『パートタイム労働者の賃金』

た。世界半導体出荷も、このところは増勢が鈍化している。しかしながら、海外経済が堅調に成長する中、本年秋には米アップルのスマートフォン(新型 iPhone)の販売を控えるほか、あらゆるモノ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を背景に、輸出の増加基調は続くともみている。

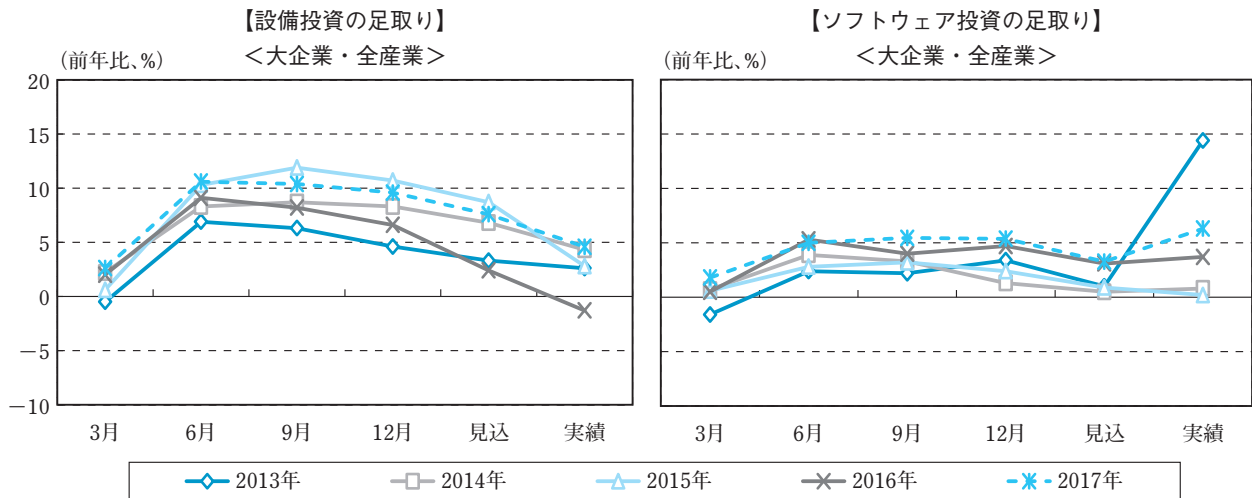
個人消費は、17年4-6月期のGDP統計の民間最終消費支出(実質、季調値)は、前期比+0.8%と大幅に増加した。雇用環境や耐久財の買い時に関する消費者センチメントが改善する中、自動車など耐久財が消費を押し上げている。また、天候要因も手伝って小売販売が増加した。

所得環境を展望すると、労働需給が引き締まる中、パートなど非正規労働者の賃金上昇率は高まりつつある。他方で、正規労働者の賃金の伸びが

力強さを欠く点は残念だ(図表7)。企業収益が高水準で推移し、物価上昇率が高まる中、今後は組合側の賃上げ圧力が強まるものと予想される。しかしながら、先行きの不透明感が強く、国内市場の成長期待が乏しい下で、経営側の賃上げへのスタンスが大きく前傾化するとは考えにくい。こうした賃金情勢を踏まえて、雇用者所得全体の上昇率は、先行き緩やかにしか加速しないと見込んだ。

こうした中、耐久財の買い替え需要による押し上げ効果を除けば、消費の増勢は緩やかなものにとどまる。なぜなら、将来不安に伴う勤労世帯の節約志向や、消費水準の低い高齢無職世帯の増加が、消費の増勢を抑える方向に働くためだ。社会保険負担の増加で、手取り収入が伸び悩むことも、先行きの消費には向かい風となる。

図表8 大企業・全産業の設備投資計画



(注) 1. 設備投資は、ソフトウェア含む（除く土地投資額）。
 2. 2017年は2009年を除く過去12年の平均修正率を用いて予測。

(資料) 日本銀行『全国企業短期経済観測調査』

住宅投資であるが、住宅着工戸数は、低金利による下支えや相続税の節税対策のほか、住宅メーカーの販促なども追い風となって、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、緩やかな減少に転じる見通しだ。このところは、首都圏で賃貸住宅の空室率が上昇するなど、貸家・分譲は供給過剰に陥っている可能性もあり、注意が必要だ。

設備投資は、GDP統計（民間企業設備投資、実質、季調値）で、17年4-6月期は前期比+0.5%の増加となった。インバウンド需要の拡大や東京オリンピック開催を見据えた都市部再開発投資、既存設備の維持・更新投資、省力化投資にとどまらず、ソフトウェア投資や研究開発投資など競争力強化を目的とした「攻め」の投資が続く（図表8）。

他方で、人手不足が深刻な「飲食・宿泊」や「医療・福祉」といったサービス業では、機械導入による自動化や業務の定型化が難しく、省力化投資の余地が乏しいとの声も聞かれる。人手不足による制約を打破するためにも、サービスの選別・効率化や情報通信技術の活用による生産性の向上に加え、女性・高齢者の就労環境の改善や外国人材の受け入れ拡大など、労働力確保に向けた

取り組みが検討に値しよう。

最後に、公需であるが、17年度の公的資本形成は、政府による大型経済対策の実施を受けて+5.0%の増加が見込まれる。他方で18年度は、その効果が減衰し、-4.7%の減少に転じる。予測では、足元の景気の堅調さを受けて、追加の経済対策は想定していない。建設技能労働者の不足を受けて、公共工事の進捗が遅れるリスクに留意が必要だ。

リスク要因

先行きを巡るリスクであるが、米国による内向きの通商政策を発端として保護貿易に拍車がかかれば、世界経済に甚大な悪影響が及びかねない。FRBが金融政策の正常化を急ぎ過ぎれば、国際金融市場が混乱に陥る事態も懸念される。北朝鮮の核開発問題など地政学リスクにも十分な警戒が必要だ。

国内では、財政再建の雲行きが怪しくなりつつある点が気掛かりだ。政府目標が成長頼みの財政再建に軸足を移しつつあるのだとすれば、市場から財政規律の後退と受け止められて、国家財政への信認が揺るぎかねない。

(9月13日脱稿)