

## 寄稿

## 景気見通し (2018年春)

## 景気回復局面は戦後最長へ



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10-12月期の実質成長率は、前期比+0.4%と、8期連続のプラス成長となった。

先行きだが、17年度は1%台後半の高成長となった後、18年度の実質成長率も+1.3%と、1%程度とみられる潜在成長率を上回る堅調な成長を見込む。19年度は、東京五輪関連需要の一巡や消費税率引き上げの影響もあって、+0.9%成長へ鈍化するが、景気の拡大基調は途切れない。12年12月から続く回復局面は戦後最長となる見通しだ。

当面のリスクは海外要因、とりわけ北朝鮮の核・ミサイル問題の行方に注意が必要だ。また、米国のインフレ率が予想を上回るペースで上昇し、米金利が大幅に上昇すれば、米国だけでなく、新興国を巻き込んだ世界経済全体への影響が懸念される。国内では、高齢化・人口減少という試練にどう立ち向かうのかが問われる。改革を通じて、成長の好循環を拡大し、将来不安の払拭に努める必要がある。

## 1. 景気の現状

## (1) 堅調な成長が続く

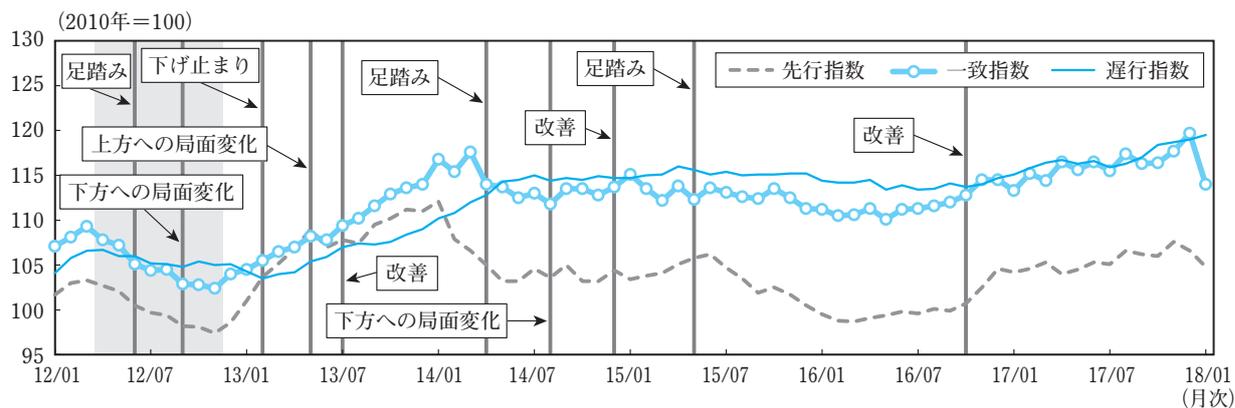
17年10-12月期の実質GDPは、前期比+0.4%、同年率+1.6%と8期連続で増加した。1%程度とみられる潜在成長率を上回る堅調な景気拡大が続いている。

需要項目をみると、輸入急増の影響から外需は僅かなマイナス寄与となったものの、内需が明確なプラス寄与となった。設備投資が堅調に増加したほか、消費も、大幅に減少した17年7-9月期か

ら持ち直した。住宅投資が2期連続で減少したが、これは相続税の節税需要が一巡した動きを反映したものだ。民間在庫変動が2期連続でプラス寄与となったのは、生産・出荷が堅調に増加する下で、在庫を積み増す動きが続いたためとみられる。

内閣府が公表する景気動向指数(CI)の一致指数と先行指数は、18年1月はやや大きく下落したが、景気に変調が起きているわけではなく、上昇傾向が続いている。内閣府の基調判断も「改善」で据え置かれており(図表1)、12年12月に始まる今次景気回復局面は、高度成長期の「いざ

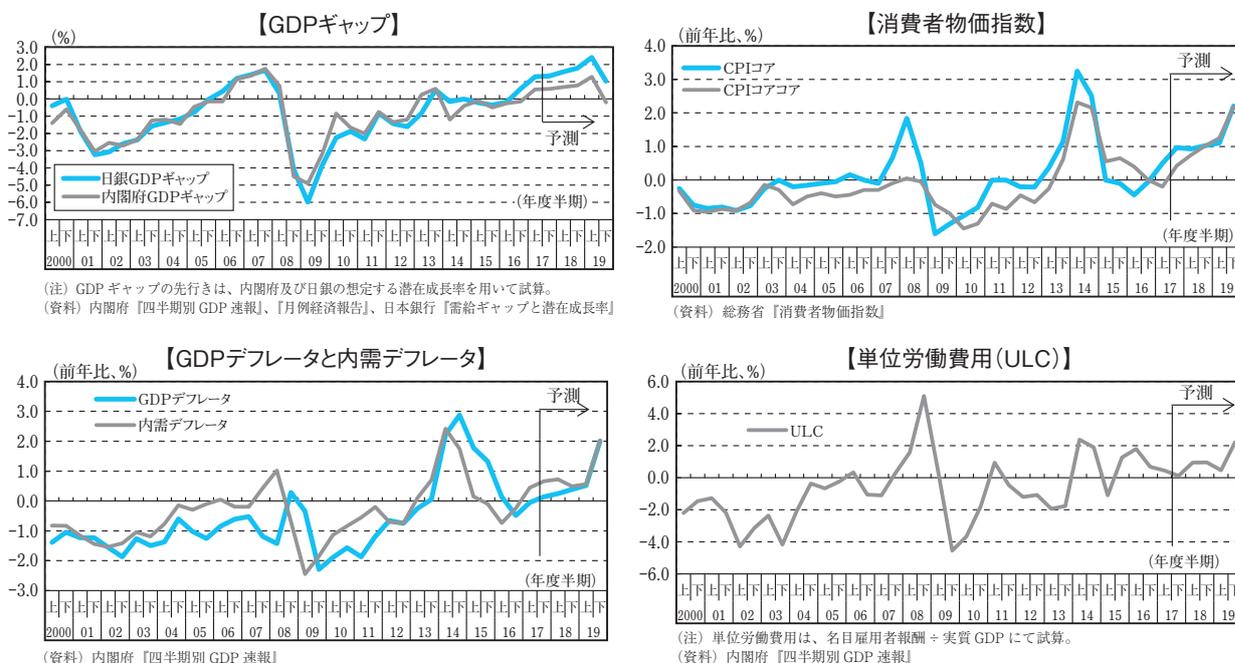
図表1 景気動向指数の推移



(注) シャド部分は景気後退期。

(資料) 内閣府『景気動向指数』

図表2 デフレ脱却4指標



(注) GDPギャップの先行きは、内閣府及び日銀の想定する潜在成長率を用いて試算。  
(資料) 内閣府『四半期別GDP速報』、『月例経済報告』、日本銀行『需給ギャップと潜在成長率』

(資料) 総務省『消費者物価指数』

(注) 単位労働費用は、名目雇用者報酬÷実質GDPにて試算。  
(資料) 内閣府『四半期別GDP速報』

図表3 CPIコアの見通し (前年比、%)

	日経センター		ESP	日本銀行	
	2018年 3月	2017年 12月	2018年 2月	2018年 1月	2017年 10月
16年度	-0.2				
17年度	0.8	0.7	0.7	0.8	0.8
18年度	1.0	0.9	0.95	1.4	1.4
19年度	1.2<1.7>	1.2<1.7>	0.9<1.5>	1.8<2.3>	1.8<2.3>

(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。  
< >内は19年10月の消費増税の影響を含めた値。

なぎ景気」を超えて、戦後2番目の長さとなった模様だ。

## (2) 「デフレ脱却」宣言も視野に

政府がデフレ脱却を判断する上で重視する4指標の先行きに着目すると(図表2)、需給関係を表すGDPギャップがプラス幅を拡大する中、CPIコア(消費税率引き上げの影響を除く)の上昇率は、1%近傍で安定して推移する見通しだ(図表3)。物価と賃金の動向を表すGDPデフレーターと単位労働費用も上昇基調を辿ると予想される。

以上から、増税を巡る政治的な思惑で時期が多少前後することがあるにせよ、19年前半にかけては「デフレ脱却」宣言を模索できる環境が整いそうだ。

## 2. 景気の先行き

### (1) 足元の円高は続かず、緩やかな円安へ

18年1月上旬から下旬にかけて、米国の長期金利が上昇する一方で、急速なドル安円高が進行した。背景には、日欧における早期の金融政策正常化観測が高まったことや、米トランプ政権による保護主義への傾斜・ドル安容認観測が高まったことなどが指摘できる。また、米長期金利の上昇を受けて、2月上旬には米株価が急落し、その影響はわが国を含む世界の株式市場へ波及した。急落前の米株はやや割高で推移していた可能性が高く、米金利の先高感を引き金としたバリュエーション（価値評価）の調整は、将来の株価暴落を回避する上でも健全な動きだ。投資家の行動には引き続き警戒が必要だが、米企業の好業績が続く下で、市場環境が更に悪化するとは考えていない。

米国の金融政策運営だが、米連邦準備理事会（FRB）は保有資産の段階的な縮小を進めるとともに、18年は3回、19年は2回の利上げを実施すると想定した。

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」）の下で、粘り強く金融緩和を継続すると予想する。もっとも、先行きは国内の景気拡大を受けた自然利子率の高まりや、超低金利政策の長期化がもたらす副作用への配慮が必要になることから、18年度、19年度とも長期金利の誘導目標を「ゼロ近傍」から段階的に引き上げると予想する。

以上でみた内外金利差の拡大を背景に、19年度末にかけて、ごく緩やかな円安が進む姿を見込んだ（18年度：1ドルあたり111.7円、19年度：同

113.1円）。

原油市場に目を転じると、18年1月末に原油価格は1バレル65ドルに達したが、米国の原油生産の本格回復を受けて、その後は1バレル60ドル程度まで下落した。先行きは、予測期間を通じて概ね1バレルあたり60ドル強程度で推移すると想定した。

世界経済は、本格的な同時回復の過程にある。先行きも堅調な成長が続くとみられるが、世界金融危機の後遺症が残る下で、足元の景気回復ペースは続かず、成長率は次第に鈍化していく。

米国の17年10-12月期の実質成長率は前期比年率で+2.5%と増加した。需要項目をみると、個人消費は前期から大幅に伸びを拡大したほか、設備投資も堅調な増加が続いている。

労働市場では、非農業部門雇用者数の堅調な増加が続き、失業率も低水準で推移する中、これまで伸び悩んできた賃金上昇率がようやく高まる兆しがみられる。但し、それが持続的に高まるかどうかは、今しばらくの見極めが必要だろう。

17年10-12月期の個人消費の伸びは大きく加速したが、その背景には、株価上昇による資産効果や貯蓄取り崩しによる部分が大きい。自動車ローン延滞率の緩やかな上昇を受けて、金融機関の貸出態度もやや厳格化していることなども踏まえると、17年10-12月期の消費拡大ペースは続かないとみておくべきだ。

米経済の先行きを占う上では、17年末に成立した大型税制改革法案の柱である大規模減税の影響が焦点となる。その影響については不確実性が高いが、米経済がほぼ完全雇用の状態にあることを踏まえると、減税による成長率押し上げ効果は、インフレを警戒するFRBによる利上げで相殺されるため、続かないと考えた。連邦債務の拡大に伴う米金利の上昇も景気を下押しする。米経済の成長率は、18年は2%台後半で推移した後、19年後半には潜在成長率をやや上回る2%強まで減速

すると予想する。

欧州について、ユーロ圏の17年10-12月期の実質成長率は前期比+0.6%と堅調に増加した。企業活動は堅調な状態にあるほか、労働需給の改善を受けて、欧州周縁国も含めた多くの国で失業率が低下し、雇用者数も増加している。消費者心理が改善する下で、実質小売売上高の増加も続いている。

他方で、英国の17年10-12月期の実質成長率は、前期比+0.4%と増加したが、均してみると、英経済が一頃に比べて減速した状態にある姿は変わらない。

先行きであるが、ユーロ圏は、緩和的な金融環境の下で、内需主導の堅調な成長が続く一方、英国は、EU 離脱を巡る先行き不透明感もあって、経済の減速した状態が続く見通しだ。

中国の17年10-12月期の実質成長率は、前年比+6.8%と前期とほぼ等速で推移した。企業の景況感が良好な下で、実質工業付加価値額も、インフラ関連を中心に高い伸びが続いている。求人倍率が上昇するなど、労働需給が改善する中、実質所得は堅調に増加している。消費者マインドも改善し、実質小売売上高も底堅く推移している。一

頃懸念された不動産市場の過熱リスクも後退しつつある。

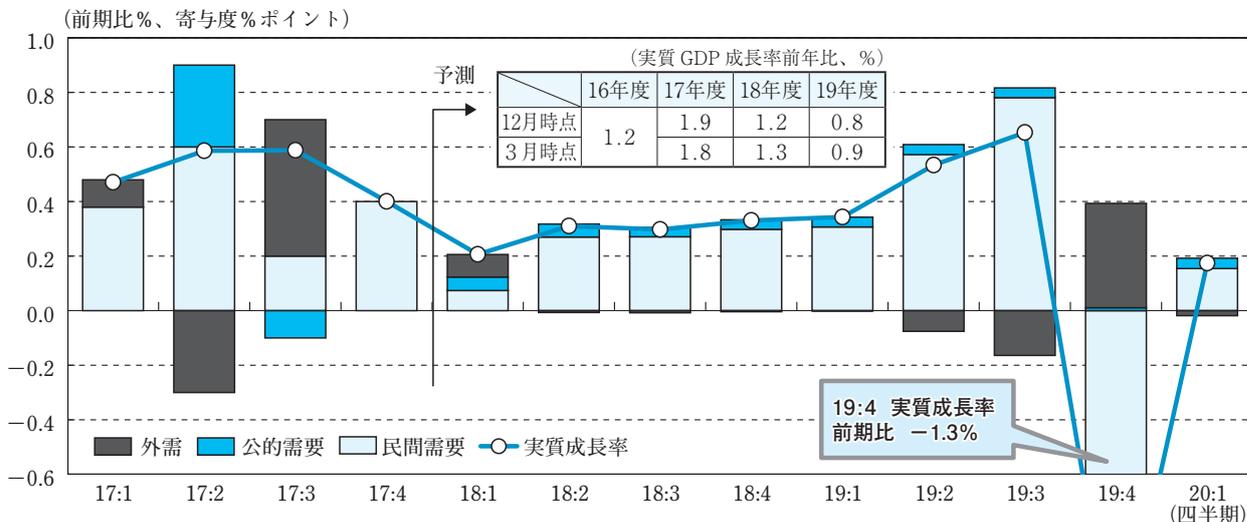
17年12月開催の中央経済工作会議では、18年の経済政策方針として、量から質への動きを加速させることが示された。予測では、「所得倍増」（20年にGDP総額を10年対比倍増させる計画）と「成長の質向上」という難しい舵取りを迫られながらも、6%を上回る高成長が続くと見込んだ。

## (2) 景気回復局面は戦後最長へ

当センターの最新の予測では、わが国の実質GDPは、17年度は1%台後半の高成長となった後、18年度も+1.3%と、1%程度とみられる潜在成長率を上回る堅調な成長が続くと見込んだ。19年1月には、12年12月からの回復局面は戦後最長となる見通しだ。19年度は、東京五輪関連需要の一巡や消費税率引き上げの影響もあって、+0.9%成長へ鈍化するが、景気の拡大基調は途切れない（図表4）。

図表5は、最近の主な経済指標の動向である。企業の生産活動からみると、鉱工業指数の17年10-12月期の生産は、前期比+1.8%と7期連続で増加したが、18年1月は、大雪による製品納入遅

図表4 実質成長率見通し



(資料) 内閣府『四半期別GDP速報』

図表5 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
2017年2Q	2.1	▲0.5	0.8	0.6	462	▲4.7	1.6	▲2.1	2.9
3Q	0.4	1.9	▲0.6	▲0.1	434	4.7	▲3.3	▲9.2	2.8
4Q	1.8	2.4	0.1	0.2	428	▲0.1	▲0.7	1.2	2.7
2017年11月	0.5	5.2	0.9	2.4	428	5.7	1.7	7.8	2.7
12月	2.9	▲2.3	▲1.0	▲1.0	435	▲11.9	▲2.7	▲5.3	2.7
2018年1月	▲6.6	2.1	0.4	2.6	427	-	▲8.6	▲3.4	2.4

(注) 新車登録台数、公共工事請負金額は独自季調値。

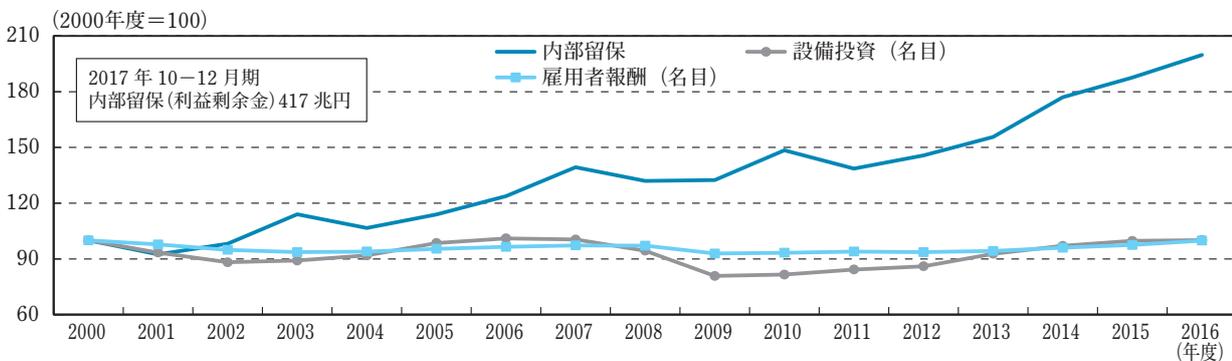
機械受注は船舶・電力除く民需。

実質消費活動指数は旅行取支調整済。

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6 利益剰余金の推移



(注) 利益剰余金は金融業・保険業を除く全産業。

(資料) 財務省『法人企業統計季報』、内閣府『国民経済計算年報』

延の影響などもあって、大幅に減少した。製造工業生産予測調査によると、18年1-3月期は減産で着地する見込みだが、内外需要は堅調であり、生産の上昇基調は続いているとみてよい。

輸出は増加を続ける見通しだ。スマホだけでなく、データセンターや車載向けの電子部品・デバイスのほか、わが国が比較優位を持つ資本財が輸出を牽引する。

企業の設備投資も堅調な増加が続く。景況感の改善の裾野が広がる中、18年度は、深刻な人手不足から省力化投資が本格化することに加え、ソフトウェアや研究開発など、競争力強化に向けた無形資産への投資も増加する。東京五輪開催を見据えた建設投資がピークを迎えることも、設備投資を下支えする。他方で、19年度は、東京五輪関連

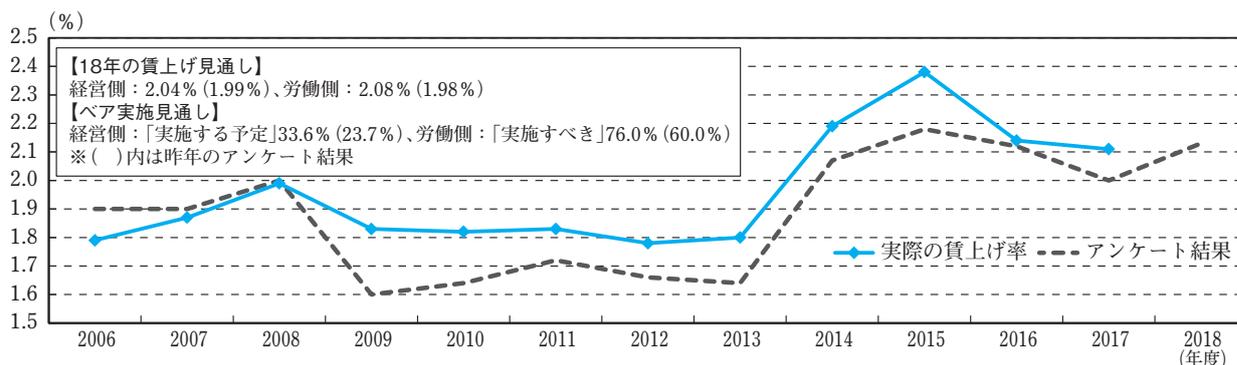
需要が一巡するほか、景気拡張が長期に及ぶ下での資本ストックの蓄積から、設備投資には循環面から減速圧力がかかる見通しだ。

企業部門が堅調に推移する下で、内部留保(除く金融・保険業)は400兆円を超える歴史的な高水準にある(図表6)。内需が自律的な拡大を遂げる上では、景気回復の恩恵が賃金上昇と消費拡大に及ぶかどうかにかかっている。

家計部門について、ポイントとなる賃金情勢を展望すると、労働需給の引き締めを受けて、パートやアルバイトなど非正規労働者の賃金上昇率は更に高まる。もっとも、正規労働者の賃上げについては、慎重にみておいた方がよさそうだ。

賃上げに対する社会・政治的要請が強まりつつあるほか、企業の好業績が続くこともあって、18

図表7 春闘賃上げ率



(資料) 厚生労働省『民間主要企業春季賃上げ要求・妥結状況』、労務行政研究所『2018年賃上げの見通し』

年春闘の賃上げ率は、中小企業も含め、昨年から高まる公算が大きい。もっとも、その大部分は定昇や一時金支給によるもので、消費の底上げと深く関連するベアの引き上げ幅は限られるだろう。なぜなら、経営側は、経済の先行き不透明感や期待成長率の伸び悩み、或いは技術革新などの構造要因もあって、固定費増加となるベア引き上げには慎重な姿勢を貫くためだ。その結果、賃上げ率は、政府が要請する3%には及ばず、家計所得全体の増勢が大きく高まることは期待できない。本年1月に実施されたアンケートからも、昨年からの賃上げ率は高まるが、その改善度合いは限られるとの結果が得られている(図表7)。

こうした下で、個人消費は、家計所得の伸びに見合う程度の緩やかな増加にとどまる見通しだ。将来不安から若年層を中心に節約志向が根強いほか、税・社会保障負担の増加が緩慢な動きが続く所得の重荷となることも、個人消費が伸び悩む要因として作用する。

19年10月に予定される消費税率引き上げの影響だが、14年時に比べて税率の引き上げ幅は小幅であるほか、飲食料品と新聞に軽減税率が適用されることなどを踏まえると、19年度の成長率を下押しする効果は0.2%ポイント程度にとどまる見通しだ。

最後に、住宅投資は、18年度上期までは、相続

税を巡る節税需要の一巡や、人口減少・少子高齢化に伴う世帯数減少もあって弱めの動きが続く見通し。もっとも、18年度下期から19年上期にかけては、増税を前にした駆け込み需要が発生し、その後は反動で住宅投資は減少するとみている。

### 3. リスク要因

先行きを巡るリスクだが、当面は海外要因、とりわけ北朝鮮の核・ミサイル問題の行方に注意が必要だ。仮に、米国による単独軍事行動や、北朝鮮の命運を左右する中国に対して、米国が経済制裁や貿易戦争を仕掛けるようなことになれば、サプライチェーンが混乱して世界経済に悪影響が及ぶ。

また、米国における財政刺激策の下でインフレ率が2%を超えて上昇する傾向が明らかとなり、FRBが利上げを急いで米金利が大幅に上昇すれば、米国の景気後退を招くだけでなく、ドル建て債務を抱える新興国から大量の資金が流出して、世界経済が同時不況に陥る懸念もある。

他方で、国内では、中長期の課題、とりわけ高齢化・人口減少という最大の試練にどう立ち向かうのかが問われている。改革を通じて、成長の好循環を拡大し、将来不安の払拭に努める必要がある。(3月13日脱稿)