

寄稿

景気見通し（2018年夏）

マイナス成長は続かず、
国内景気は再び拡大へ

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18年1－3月期の実質成長率は、前期比-0.2%と、9期ぶりのマイナスとなった。もっとも、内外経済の基調に大きな変化はなく、特段の心配は不要だ。

4－6月期以降、国内景気は持ち直し、18年度は+1.2%と、1%弱とみられる潜在成長率を僅かに上回る程度の成長を見込む。12年12月以降続く今次回復局面は、19年1月に戦後最長を更新する見通しだ。19年度は、消費税率引き上げの影響などで成長率はやや鈍化するが、+0.9%の成長を見込む。

日本経済を巡るリスクとして、当面は海外要因、とりわけ貿易不均衡是正を課題とした米中間の交渉の行方に着目が必要だ。両国が貿易戦争に陥らないためにも、自由貿易を基礎とする対話の促進や、ルールを基にした多角的貿易体制の重要性を、国際的な場で粘り強く働きかけていく必要がある。

1. 景気の現状

(1) 18年1－3月期の国内景気は足踏み

18年1－3月期の実質成長率は、前期比-0.2%と、9期ぶりのマイナス成長となった。天候不順（年始の大雪）の影響などで弱めの推移となったが、経済に変調が生じているわけではなく、特段の心配は不要だ。

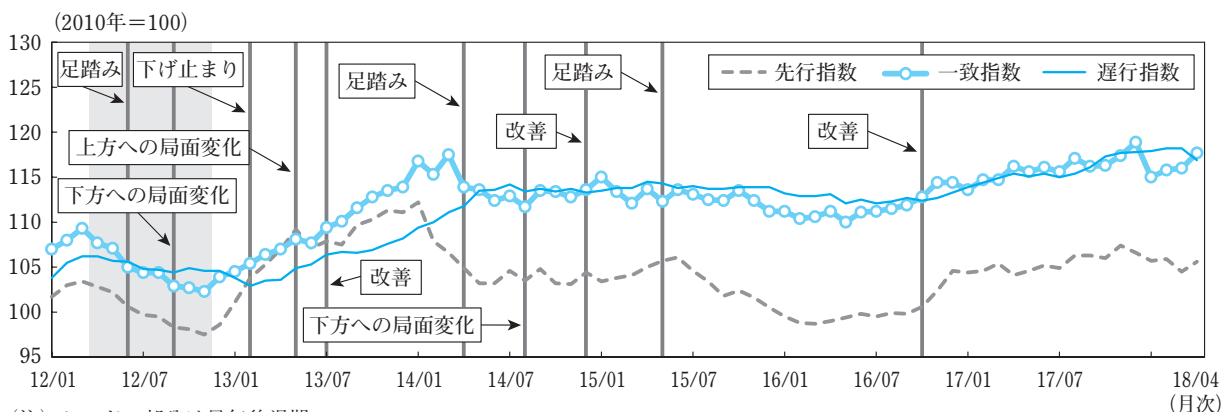
需要項目をみると、内需、とりわけ個人消費は、年始の大雪で外出が手控えられたことや、生鮮食

料品価格の高騰による影響などで弱めに推移した。また、民間在庫変動も、原材料を中心にマイナス寄与となり、成長率を下押しした。他方で、設備投資は6期連続で増加した。

内閣府が公表する景気動向指数（CI）の一致指数は、18年1月は大きく低下したものの、その後は3ヵ月続けて上昇し、内閣府の基調判断も「改善」で据え置かれている（図表1）。

以上から、1－3月期の国内景気は、一時的な踊り場にあったといえそうだ。

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) 企業は値上げに慎重な姿勢を崩さず

消費者物価指数（生鮮食品除く総合、以下、CPI コア）の18年1 - 3月期は、前年比+0.9%の上昇率となった後、4月は同+0.7%と伸びを縮小した。4月は価格改定期にあたるが、企業は値上げに対して引き続き慎重なスタンスを維持していることが確認された。

多くの企業では省力化投資や業務改善を通じてコスト増を吸収する動きが続いており、消費者物価が持続的に上昇するためには、今しばらくの時間を要するであろう。したがって、CPI コア（消費税率引き上げの影響を除く）の上昇率は、18年度は+1.0%、19年度は+1.2%と、ごく緩やかにしか高まらないと予想する（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	
	2018年6月	2018年3月	2018年5月	2018年4月	2018年1月
17年度	0.7				
18年度	1.0	1.0	0.9	1.3	1.4
19年度	1.2<1.7>	1.2<1.7>	0.9<1.4>	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。

2. 景気の先行き

(1) ドル円レートは特定の方向感を持たず

為替市場では、米中の貿易関係を巡る懸念の高まりから、安全資産として円を買う動きが強まり、3月下旬には、円高ドル安が大幅に進む局面もみられた。もっとも、4月に入ると、朝鮮半島の情勢悪化という悲観シナリオが後退するとともに、米中間の貿易問題も思ったほど深刻化しないとの見方が広がって、ドル円レートは円安ドル高方向にシフトした。

この間、米国の金融政策運営について、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、年内は2回の追加利上げ（6月と9月、18年は3月とあわせて計3回）、19年は計2回の利上げを実施すると予想した。

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続けるとみられる。もっとも、景気拡大が続く下で、19年1 - 3月期以降、コアCPI上昇率は安定して1%を超えて推移する見通しである。また、政策運営にあたっては、超低金利政策の長期化がもたらす副作用—とりわけ収益

悪化に伴う金融仲介機能への悪影響一にも、一層の配慮が求められると予想される。したがって、日本銀行は、18年度後半には、金融政策の正常化に向けて情報発信を開始し、19年度には、長期金利の誘導目標を「ゼロ近傍」から徐々に引き上げていくと予想する。

先行きであるが、日米の金融政策スタンスの違いを受けた内外金利差の拡大観測は、ドル高圧力として働く一方、大規模減税を背景とした米国の財政赤字拡大観測は、ドル売り圧力として作用し続けるとみられる。したがって、ドル円レートは、特定の方向感を持たずに、概ね現状程度の水準で推移すると見込んだ（18年度：1ドルあたり109.1円、19年度：同109.6円）。

続いて原油市場の動向だ。18年4月以降、原油価格（WTI）は上昇し、5月下旬にかけて、1バレルあたり70ドル強まで上昇した。価格上昇の背景として、供給要因では、中東情勢の不安定化、ベネズエラの原油生産の急減、あるいは石油輸出国機構（OPEC）加盟国による協調減産の順守などが指摘できる。また、需要要因では、世界経済

回復を受けて米国の原油在庫水準が切り下がった点などが、買い材料とされた模様だ。

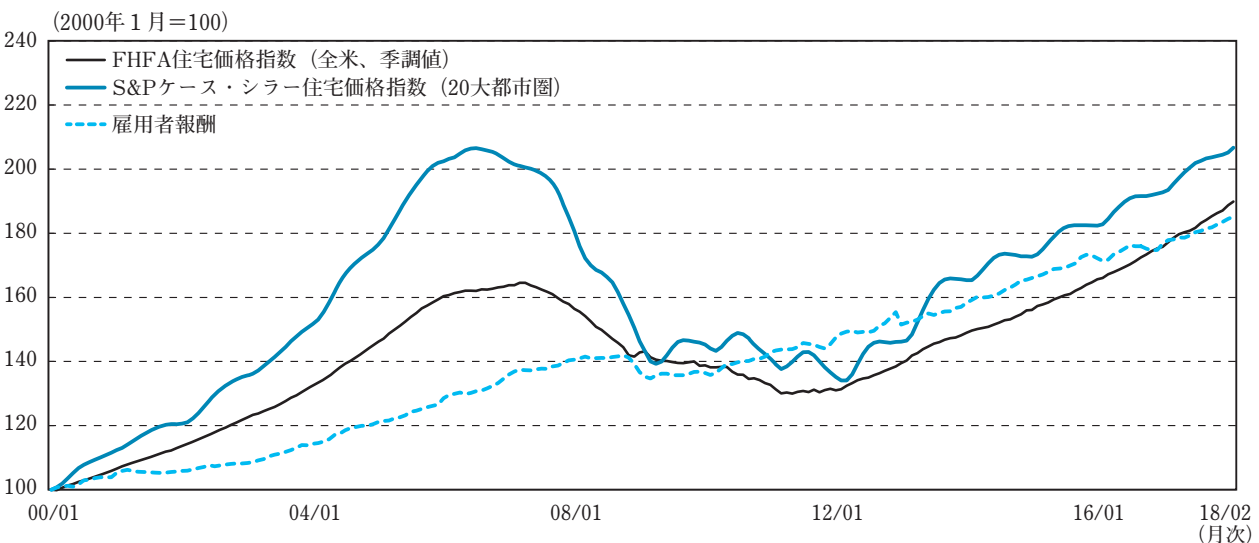
先行きであるが、米国の原油生産量が着実に増加していることや、OPECの協調減産がいずれ終了することを踏まえると、いずれ価格は下落に転じるとみている。予測では、原油価格は18年度後半にかけて1バレルあたり60ドル台半ばまで下落した後、19年度中は概ね60ドル台前半で推移すると想定した。

世界経済は、18年1-3月期は世界的な寒波による経済活動の抑制もあって、先進国を中心に減速したが、4-6月期は持ち直す可能性が高い。もともと、その後は、基調として世界経済の成長率は鈍化していく見通しだ。

米国の18年1-3月期の実質成長率（前期比年率）は、+2.2%で着地した。1-3月期の成長率は、季節調整のかかり具合といったテクニカルな要因もあって、例年低くなる傾向にあるが、それでも+2%弱とみられる潜在成長率を上回る堅調な成長となった。

米経済は内需主導の堅調な拡大を続けているが、

図表3 米国の住宅市場



(資料) 米連邦住宅金融局 (FHFA)、スタンダード&プアーズ (S&P)

当面は住宅市場と貿易赤字の動向を注視する必要があるようだ。

前者であるが、近年は住宅価格の上昇に弾みがつきつつある一方で（図表3）、30年固定住宅ローン金利が上昇している。現時点で住宅購入意欲に悪影響が及んでいるわけではないが、今後の動向には注視が必要だろう。

後者に関しては、既に高水準にある貿易赤字が更に拡大して、米政権が強硬な貿易制限措置に訴えれば、米国だけでなく、世界経済に悪影響が及びかねない。

先行きであるが、大規模減税が実施されることで、米経済は予測期間を通じて潜在成長率を上回る成長が続くと見込んだ。

欧州について、ユーロ圏の18年1-3月期の実質成長率は、前期比+0.4%と大きく減速した。天候不順で建設投資や消費が停滞したほか、イースター休暇が4月にずれ込むというカレンダー要因が成長率の下押しに寄与した模様だ。

もっとも、企業部門は堅調さを維持しているとともに、個人消費も、雇用環境の改善が続く中で、増加が続く見通しだ。

英国の18年1-3月期の実質成長率も、前期比+0.1%と大幅に鈍化した。背景には、ユーロ圏と同様、悪天候やカレンダー要因が挙げられるが、それ以外にも個人消費が力強さを欠いている影響が大きい。

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、EU離脱を巡る先行き不透明感もあって、景気は減速した状態が続くと見込んだ。

中国の18年1-3月期の実質成長率は、前年比+6.8%と安定成長を続けている。産業別内訳をみると、第1次産業の寄与度が低下する一方、第

2次産業と第3次産業の寄与度が高まった。

3月に開催された全国人民代表大会では、金融リスクを抑制するため、銀行と保険に対する監督体制を中国銀行保険監督管理委員会に一元化するという機構改革や、外資導入など対外開放を加速する方針が確認された。経済の質向上に向けた研究開発費の増額も打ち出されている。

予測では、成長の「量から質」重視への転換が進む下、18年は政府の成長目標である+6.5%、19年はやや減速するものの、+6.2%の高成長が続くと見込んだ。

(2) 国内景気は再び拡大へ

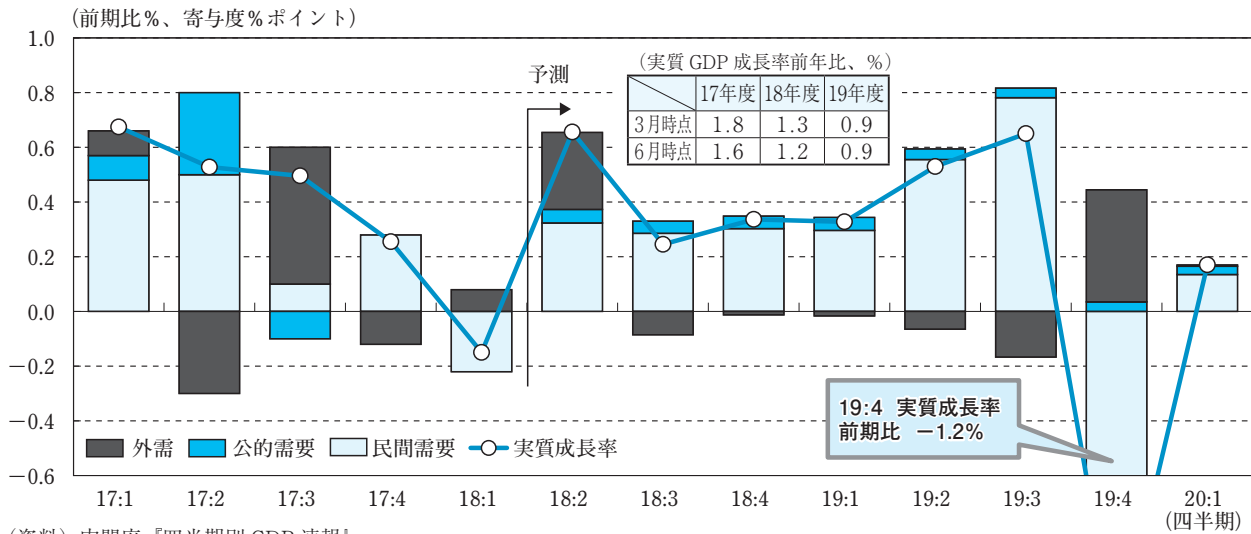
当センターの最新予測では、わが国の実質GDPは、18年度は+1.2%と、1%弱とみられる潜在成長率を僅かに上回る程度の成長を見込む。19年度は、消費税率引き上げの影響などで成長率はやや鈍化するものの、+0.9%の成長を見込む（図表4）。

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18年1-3月期の生産は、前期比-1.3%と、8期ぶりに減少した。1-3月期の大幅減産の背景には、輸出の一時的な増勢鈍化に加えて、年初の大雪による工場の一時操業停止などの影響が指摘可能だ。もっとも、月次で見ると、2月以降、生産は持ち直している。増産基調は続いているとみてよさそう。

輸出は、データセンターや車載向けの半導体需要や、海外の設備投資回復による資本財への需要拡大を受けて、増加を続ける見通しだ。

企業部門では、経常利益は高水準が続く見通しだ。設備投資の増加も続く。日銀の3月短観によると、全規模・全産業の18年度の設備投資計画は、

図表4 実質成長率見通し



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	住宅着工数	公共工事請負金額	失業率
2017年 3 Q	0.5	1.7	▲ 0.2	▲ 0.1	433	2.8	▲ 3.3	▲ 8.0	2.8
4 Q	1.6	1.7	0.3	0.2	427	0.3	▲ 0.7	1.1	2.7
2018年 1 Q	▲ 1.3	0.5	▲ 0.3	1.0	427	3.3	▲ 5.9	▲ 6.1	2.5
2018年 2 月	2.0	▲ 1.0	▲ 0.3	▲ 2.2	427	2.1	8.2	▲ 5.2	2.5
3 月	1.4	▲ 2.0	▲ 0.6	▲ 0.6	428	▲ 3.9	▲ 3.4	6.0	2.5
4 月	0.3	5.2	2.4	▲ 0.8	459	10.1	10.9	18.7	2.5

(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・電力を除く民需。

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

堅調な増加が見込まれている。先行指標である機械受注（船舶・電力を除く民需、季調済前期比）も、18年1-3月期は3期連続で増加し、4月も前月から+10.1%と大幅に増加している。

もっとも、19年度に入ると、設備投資の増勢は次第に鈍化する。東京五輪関連需要が一巡するほか、設備投資には循環面から減速圧力がかかるとみている。

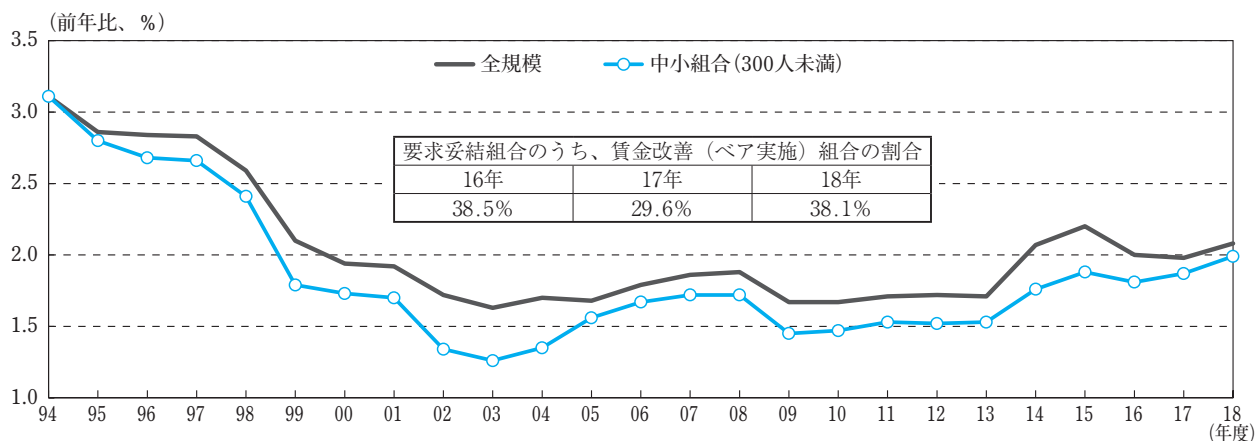
家計部門に目を転じる。18年春闘であるが、連合が公表する18年春闘の回答集計（第6回）によると、平均賃金方式での賃上げ率は2.08%と、第二次安倍政権発足以降では15年の2.20%に次ぐ高

い伸びとなった（図表6）。その他の各種アンケートからも、18年の賃上げ率は、昨年から高まる公算が大きい。しかしながら、いずれも政府が目標に掲げる賃上げ率3%には及ばない。賃上げの流れが定着してきたことは望ましいが、家計部門主導の自律成長に移行できる程の賃金上昇率の加速を見込むことは難しそうだ。

先行きは物価の伸びも高まるため、実質ベースでみた賃金は伸び悩み、結果として消費も緩やかな増加にとどまる可能性が高い。

最後に、住宅投資は、目先は横這い圏内で推移した後、18年度下期から19年度上期にかけては、

図表6 春闘賃上げ率



(注) 春闘賃上げ率は連合集計による。2018年は第6回回答速報（2018年6月11日公表）。2017年以前は最終回答集計結果。
 (資料) 日本労働組合総連合会『春闘要求・回答集計結果』、厚生労働省『毎月勤労統計調査』

増税を前にした駆け込み需要で大きく押し上げられる見通しだ。

3. リスク要因

先行きを巡るリスクとして、まずは貿易不均衡是正を巡る米中間交渉の行方に注目が必要だ。

米中間では、米国による安全保障を理由とした鉄鋼・アルミ製品への追加関税と、知的財産侵害を理由とした中国製品への制裁関税という2つのトラックで貿易摩擦が生じている。仮に両国が合意に達せず、米国が広範な品目に追加関税を課せば、中国が報復措置に転じて、両国は本格的な貿易戦争に突入しかねない。

イラン核合意からの米国離脱がもたらす影響も、慎重な見極めが必要だ。仮に、米国によるイランへの経済制裁に違反して、自国の金融機関がドル調達に支障をきたせば、国際資金取引に及ぼす悪影響は計り知れない。

国際金融市場では、米金利上昇を受けて、一部の新興国から資金が流出する動きが強まりつつある。もっとも、アルゼンチンやトルコといった一部国を除くと、多くの新興国は、過去の苦い教訓

を踏まえて、対外脆弱性を克服し、外貨準備の積み上げなど外的ショックへの耐性を高めている。したがって、新興国全体が大規模な資金流出に見舞われることは、現時点で想定していない。

しかし、将来、米金利が市場の予想を上回るペースで急上昇するようなことがあれば、新興国全体が混乱し、世界経済が同時不況に陥るリスクは否定できない。

国内では、安倍首相が今国会の最重要法案に掲げる働き方改革関連法案の行方が気になる。労働市場改革の大きな一歩となるだけに、法案成立に期待したい。

また、政府による骨太方針の原案では、新たな財政再建計画が提示された。計画では、19年10月の消費税率引き上げへのコミットメントが意識される一方で、成長への一層の配慮が窺える内容となっている。財政規律を維持し、国民の将来不安を解消するためにも、増税だけでなく、歳出の効率化に向けた議論—とりわけ、医療・介護分野における給付と負担のバランスを適正化するなど、社会保障制度の持続性確保に向けた議論—が喚起されることを期待したい。

(6月13日脱稿)