



Grant Thornton

An instinct for growth™

2018 年 1 月 第 179 号

太陽グラントソントン

エグゼクティブ・ニュース

テーマ：2018 年(度)の内外経済見通し

執筆者：公益社団法人日本経済研究センター 短期経済予測主査 佐々木 仁氏

要 旨 （以下の要旨は 1 分 50 秒でお読みいただけます。）

昨年(2017 年)12 月発表の日銀短観では、大企業製造業の業況判断指数 (DI) が+25 と前回比+3 ポイントで 5 四半期連続の改善となり(非製造業は+23 で横這い)、大企業、中堅企業、中小企業合計の全産業ベースで見ても+1 ポイントの+16 を示すなど、堅調な内需と世界経済の伸びを映じた企業業績の回復が窺われる結果となりました。しかし、先行きについては人手不足等を理由に全産業ベースで今回より△5 ポイントの悪化を見込むなど、慎重な姿勢が目立ちます。

こうした中、わが国における東京オリンピックを控えた消費拡大の動きの一方で、北朝鮮問題の地政学リスクを孕む国際情勢等を踏まえた 2018 年(度)の内外経済の見通しについて、日経センターで短期経済予測を担当されている佐々木仁・主査に解説していただきます。本文の分析が緻密なため、以下は同主査によるまとめを基にした要旨です。

企業部門主導の緩やかな拡大が続いている (2017 年 7-9 期 GDP 年率+2.5%) わが国の景気は、この先も拡大を続けると見られます。2017 年度は、海外経済の成長率が高まる中 (16 年+3.2%、17 年+3.8%)、日銀の強力な金融緩和による下支えもあって、GDP ベースでは+1.9%の実質成長率が予想されます。2012 年 12 月に始まる今次景気回復局面は、高度成長期の「いざなぎ景気」(57 ヶ月)を超えて戦後 2 番目の長さとなっています。18 年度も、海外経済の本格的な回復の下での半導体関連輸出の増加が続くと見られるほか、東京オリンピック関連需要による消費の下支えや人手不足に対応するための省力化投資が本格化することもあると、潜在成長率 (1%弱) を上回る+1.2%程度の堅調な成長が続く見通しです。

更にその先を窺うと、景気拡大の恩恵が賃金上昇を通じて家計部門に徐々に浸透し、成長の自律性も高まるものと考えられます。来年 (19 年) 10 月には消費税率の引き上げ (+8%→+10%) を控えますが、前回の増税時 (14 年 4 月: +5%→+8%) に比べて引き上げ幅が小幅なことや、飲食料品への軽減税率の適用などから実質的な税負担が限られることなどを踏まえると、増税によって景気が底割れするリスクは小さいといって良さそうと思われます。

こうした好環境の中、当面のリスクとして海外要因、特に北朝鮮の核開発問題の行方に着目する必要があります。軍事衝突や米中を巻き込んだ貿易戦争に発展すれば、サプライチェーンの混乱を通じて、世界経済に悪影響が及びかねません。国内に差し迫ったリスクは見当たりませんが、少子高齢化という厳しい環境の下で、成長の持続性を高めるための取り組みに着手する必要があります。安定した景気拡大が見込まれる今こそ、成長の底上げと将来不安の解消に力を注いで、自律性の高い経済構造を構築する必要があります。アベノミクスの「第 3 の矢」である成長戦略の実施は道半ばであり、好景気が見込まれる 2018 年が改革の節目となることを期待したいものです。

「太陽グラントソントン エグゼクティブ・ニュース」バックナンバーはこちらから⇒<http://www.grantthornton.jp/library/newsletter/>
本ニュースレターに関するご意見・ご要望をお待ちしております。Tel: 03-6438-9395 e-mail: mc@jp.gt.com
太陽グラントソントン マーケティングコミュニケーションズ 担当 藤澤清江

Grant Thornton Japan is a member firm within Grant Thornton International Ltd ('Grant Thornton International').
Grant Thornton International and the member firms are not a worldwide partnership. Services are delivered by the member firms independently. © Grant Thornton Japan. All right reserved.

テーマ：2018年（度）の内外経済見通し

公益社団法人日本経済研究センター 短期経済予測主査 佐々木 仁

はじめに

本稿では、2018年の内外経済見通しを概観する。結論から述べると、海外情勢を巡る不確実性は高いものの、18年の内外経済は堅調に推移するとみてよさそうだ。以下では、はじめにGDP統計などをベースに、日本経済の立ち位置を確認する。続いて、日本経済の動向と深く関連する国際金融市場や海外経済の現状と先行きに触れる。そして最後に、18年の日本経済の姿、およびそれを取り巻くリスクや政策課題について論じたい。

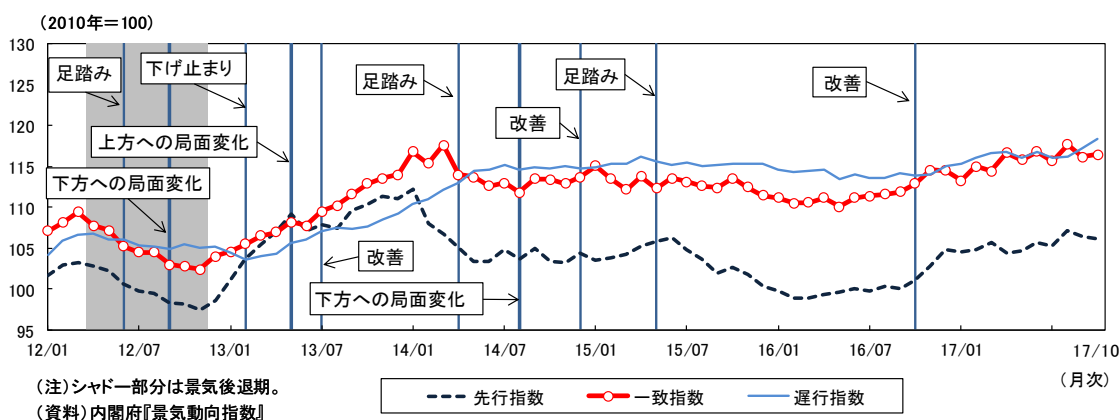
1. 日本経済の現状

わが国の景気は、企業部門主導の緩やかな拡大が続いている。最新のGDP統計によると、17年7-9月期の実質成長率は、前期比+0.6%（年率換算では+2.5%）と堅調な伸びとなり、プラス成長は7期連続となった。

需要項目別にみると、海外経済の回復が本格化し、輸出が増加を続ける中、企業の設備投資が4期連続で増加するなど、企業部門が景気拡大を牽引している。家計部門においても、雇用・所得の改善を受けて、個人消費は増加基調にある。17年7-9月期の個人消費はやや大きく減少したが、これは天候要因などで実力以上に押し上げられた4-6月期の反動の側面が強く、特段の心配は不要だ。良好な雇用環境や株高を背景に消費者態度指数は上昇するなど、ここへきて消費が落ち込む理由は見当たらない。したがって、こうした動きは一時的で、消費は徐々に増加基調に復するとみてよいだろう。

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、上昇傾向が続いており、内閣府の基調判断も「改善」で据え置かれている（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「いざなぎ景気」（1965年11月～70年7月＜57ヶ月＞）を超えて、戦後2番目の長さとなった可能性が高い。

図表1 景気動向指数の推移



このように、日本経済は緩やかな景気拡大局面にあるが、18年はどのような展開が予想されるであろうか？以下では、国際金融市場と海外経済の動向・先行きに触れた後、日本経済がどのような展開を辿ると見込まれるのかについて詳しく論じたい。

2. 国際金融情勢



以下では、国際金融市場、とりわけ日本経済の予測を作成する上で前提となる為替市場と原油市場の展開について述べる。

まず為替市場であるが、17年を振り返ると、ドル円レートは、主にトランプ米大統領による財政拡大策への期待、北朝鮮の核・ミサイル問題や中東情勢など地政学リスク、そして日米の金融政策スタンスの違いを背景とした内外金利差の拡大観測、によって左右されてきたといえる。

先行きのドル円レートであるが、当面は米連邦準備理事会（FRB）が進める金融政策正常化のペースに左右される展開となろう。米国の金融政策運営だが、FRBはバランスシートの正常化を計画通りに進めるとともに、18年は利上げを年2回（利上げ幅は0.25%）実施すると予想する。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であろう。もっとも、先行きは国内景気の拡大を背景に、貯蓄と投資を均衡させる自然利子率が多少なりとも高まるとともに、超低金利の長期化がもたらす副作用—とりわけ金融機関に及ぼす悪影響—への一層の配慮が求められることから、日本銀行は18年度中に長期金利の誘導目標を「ゼロ近傍」から「0.1%近傍」に小幅引き上げると予想する。これは金融引き締めでなく、あくまでも強力な金融緩和を続ける上での政策上の微修正という位置付けだ。

以上でみた日米の金融政策スタンスの違いを受けて、先行きのドル円レートは、内外金利差の拡大を背景に、ごく緩やかな円安が進むと予想される。

次に、原油市場の動向だが、17年は、世界経済の回復に伴う原油需要の拡大と石油輸出国機構（OPEC）による協調減産が価格押し上げに働く一方、米シェールオイルの生産回復や原油在庫量の高止まりといった供給過剰懸念が価格下押しに働いて、原油価格は一進一退で推移した。もっとも、秋口に入ると、中東情勢の不安定化や、OPECによる協調減産の再延長決定を受けて、原油価格は1バレル50ドル台後半まで上昇した。

先行きであるが、供給過剰による価格下押し圧力や、世界的な排ガス規制強化など中長期的な原油需要低迷への思惑から、原油価格が一段と上昇を続けるとは考え難い。したがって、原油価格は、18年中は50ドル台半ば程度で推移すると予想する。

3. 海外経済情勢

17年を振り返ると、海外経済は、世界金融危機以降、幅広い国・地域を巻き込んだ初の本格的な回復局面にあるといえる。海外経済全体の成長率は、16年の+3.2%から17年は+3.8%と大幅に伸び率を高めて着地したとみられる。

先行きも海外経済は堅調な成長を続けるとみており、18年の成長率も+3.7%と予測する。以下では、ポイントとなる米国、欧州、中国の現状と先行きを展望する。

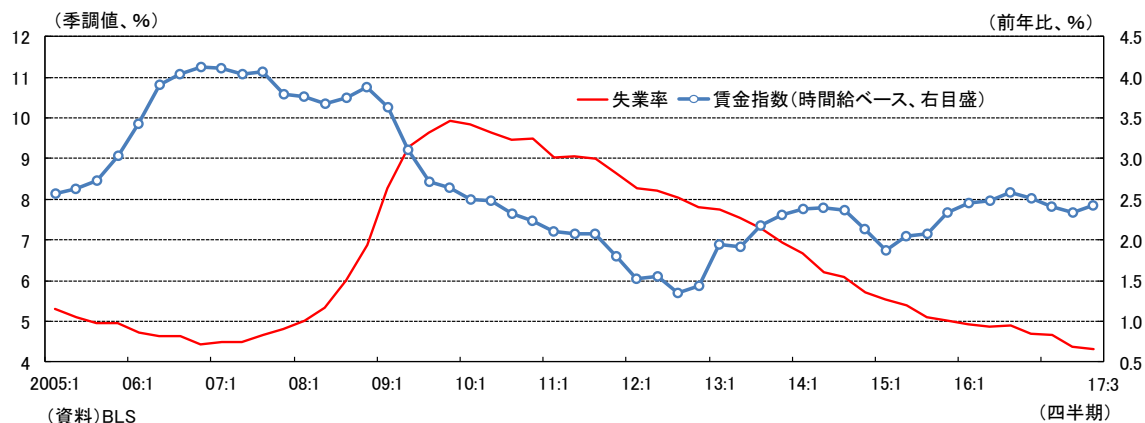
・米国

まず米経済は、17年4-6月期、7-9月期と2期連続で3%を超える成長を記録するなど、総じて良好な状態にある。17年夏場に襲来した2度の大型ハリケーンは、一時的に経済活動を攪乱したが、米経済の先行きの見方に変更を迫るものではなさそうだ。

企業部門を確認すると、製造業、非製造業とも、企業の景況感は良好だ。コア資本財(フレの大きい航空機を除く非国防資本財)受注も堅調に増加するなど、先行きの設備投資の増加が示唆される。

労働市場では、非農業部門雇用者数の増加が続く中、失業率も2000年12月以来となる4.1%まで低下するなど、労働需給の改善は続いている(図表2)。他方で、賃金上昇率は、政策当局者やエコノミストが思い描くようなペースでは高まらない状態にある。その主な背景には、①労働市場のスラック(ゆるみ)が完全には解消されていない、②労働生産性が伸び悩んでいる、③名目賃金の硬直性が存在する、④技術革新など正の供給ショック(技術革新による自動化で労働から資本への代替等が発生する現象)や市場構造の変化が影響している、などの可能性が指摘できる。米国の賃金情勢は、国内の格差縮小やFRBによる利上げペースに大きな意味を持つだけに、更に掘り下げた分析が待たれるところだ。

図表2 米国の労働市場



この間、消費について、自動車販売は、金融機関の貸出態度が厳格化していることから、先行きは一定程度の調整を余儀なくされる可能性が高い。もっとも、堅調な雇用・所得環境の下で、消費の増加基調が崩れることはないだろう。また、住宅着工件数は、住宅ローンの貸出基準が厳格化していることから、集合住宅を中心に、当面は横ばい圏内の動きを続ける可能性が高い。

先行きだが、米経済の成長率は、当面は+2%台前半で推移した後、徐々に潜在成長率(+2%弱程度)に収束していく見通しだ(17年+2.3%、18年+2.4%<7-9月期以降+2%へ収束>)。米議会で成立が見込まれる税制改革、特に大幅な法人減税は、米経済が完全雇用にある下で、成長を一時的に刺激する効果しか持たないであろう。

・欧州

欧州では、ユーロ圏と英国でやや様相が異なる。

ユーロ圏経済は、内需主導による景気回復が底堅さを増している。企業景況感が良好な下で、鉱工業生産は増勢を強めているほか、資本財を中心に国内外から新規受注も増加するなど、企業活動は活発な状態にある。失業率も、フランスなど一部の国で改善に遅れもみられるが、欧州周縁国も含めた多くの国で低下傾向が鮮明になりつつある。こうした雇用環境の改善や株価上昇を受けて、消費者マインドは高水準で推移し、消費も増加している。

他方で、英経済は、ポンド安による物価上昇や欧州連合（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のままだ。

先行きだが、ユーロ圏は、欧州中央銀行（ECB）が金融緩和スタンスを維持する下で、1%前後とみられる潜在成長率を上回る堅調な成長が続く見通し（17年+2.4%、18年+2.0%）。他方で、英国は、EU離脱を巡る先行き不透明感から、経済の減速した状態が続くとみている（17年+1.5%、18年+1.4%）。

・中国

最後に、中国経済は+6%台後半の高成長が続いている。特に17年前半は、5年に一度開催される共産党大会（17年10月開催＜後述＞）を前にした政府によるインフラ投資が成長率を押し上げた。輸出・生産など企業活動は堅調であるほか、所得の改善を受けて、消費も堅調に増加している。不動産市場では、住宅購入規制の影響から、大都市だけでなく、地方都市の住宅価格上昇も一服するなど、過熱のリスクは和らいでいる。

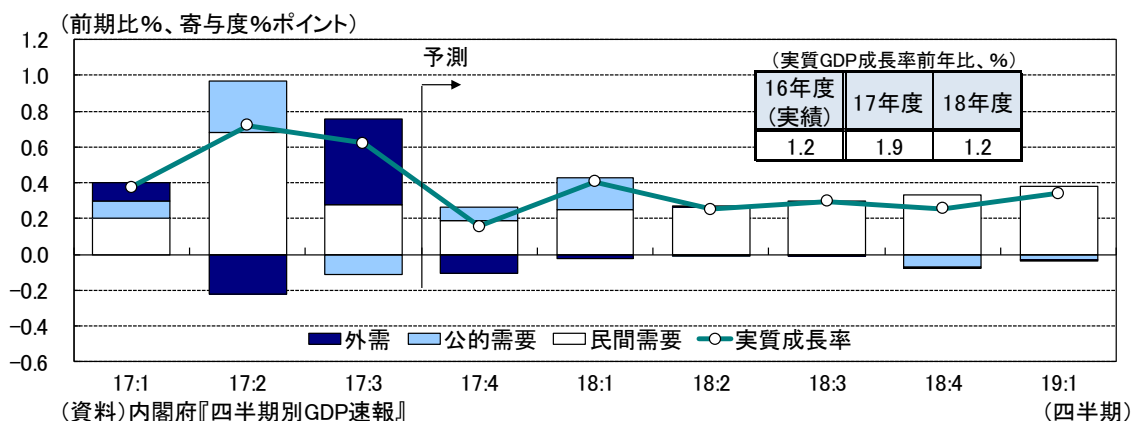
10月下旬に開催された党大会では、「習近平一強体制」が明確化された。社会主義を現代化するための成長戦略として「30年間の『強国』長期構想」が提示されるとともに、投資依存型の「オールドエコノミー」については国有企業の強化を謳う一方、ネットサービスや環境ビジネスなど「ニューエコノミー」については民間主導で成長の原動力を生み出すとした。もっとも、具体的な政策については、今後の議論を見守る必要がある。

先行きは、成長率は次第に鈍化するものの、+6%を上回る高成長が続くと予想する（17年+6.9%、18年+6.4%）。他方で、企業部門における過剰債務の解消など、構造改革は待ったなしの課題だ。習近平指導部は、高成長の維持と成長の質向上の両立という難しい舵取りを迫られている。

4. 日本経済の先行き

以上で概観した金融市場と海外経済の想定を念頭に置きつつ、日本経済の先行きを展望すると、海外経済の回復を受けて輸出が増加を続けるほか、国内でも、オリンピック関連需要による下支えや、人手不足に伴う省力化投資が本格化することから、今後も景気の拡大が続く見通しだ。すなわち、17年度は+2%に迫る高成長（+1.9%）となった後、18年度も+1.2%と、1%弱とみられる潜在成長率を上回る成長率を予測する（図表3）。

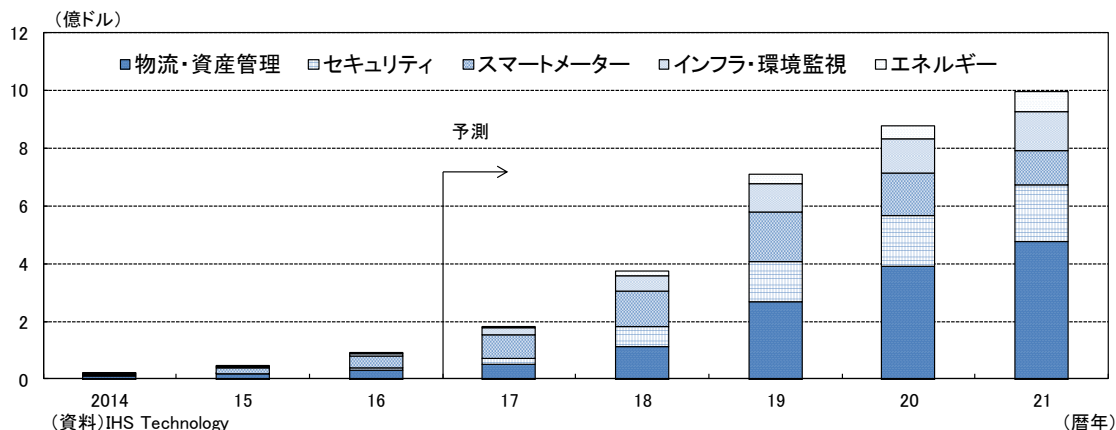
図表3 実質成長率見通し



以下では、需要項目別にやや詳しく先行きの動向を展望したい。

まず輸出は、海外経済が本格的な回復を続ける下で、堅調な増加が続く見通しだ。足もとではスマホ需要の拡大を受けてITサイクルが改善しているが、こうした動きは18年前半頃まで続く予想する。また、その先についても、PCやスマホ以外の製品、具体的にはサーバー、エネルギー、セキュリティ、自動車といった分野におけるIoT(Internet of Things)関連向けの半導体需要が拡大することが見込まれる(図表4)。

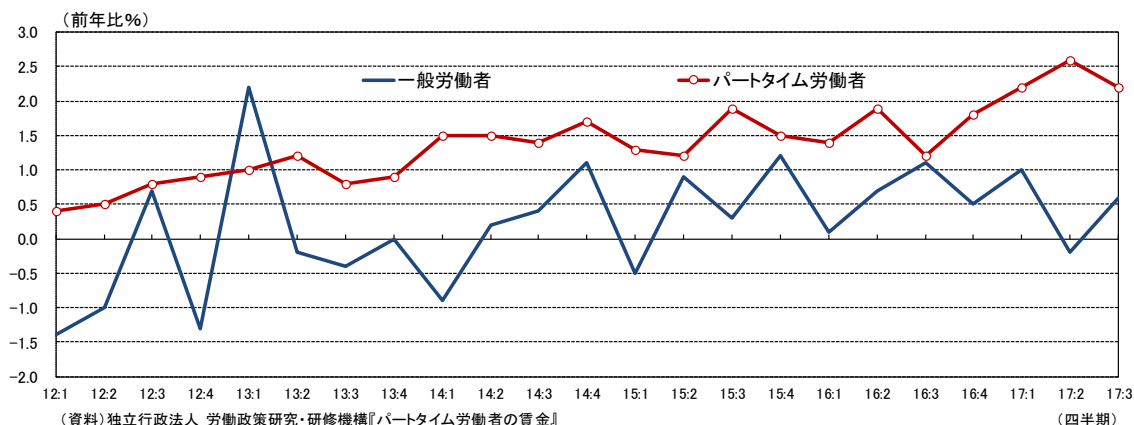
図表4 IoT 需要予測



次に家計部門について、雇用・所得環境を展望すると、景気拡大が続く下で、先行きの労働需給の逼迫度は高まる。有効求人倍率の上昇が続く一方、既に94年6月以来の低水準にある完全失業率(17年10月2.8%)も、今後は更に低下するとみている。

こうした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見通しだ。もっとも、正規労働者の賃上げについては、引き続き慎重にみておいた方がよさそうだ(図表5)。連合は、18年春闘の賃上げ方針として「ベア2%<定昇込みで4%>程度」と、昨年並みの高い要求を掲げている。安倍首相も「<定昇込みの>賃上げ率3%」を期待するとの踏み込んだ発言を行うなど、賃上げに対する政治・社会的要請は強まりつつある。他方で、経営側は、こうした声に耳を傾けつつも、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、固定費となる正規労働者のベア引き上げには、慎重な姿勢を貫くであろう。その結果、正規労働者の賃金上昇率は、今後もしばらく緩やかにしか高まらないと見込まれる。

図表5 時間当たり給与(きまって支給する給与)



こうした所得環境の下で、先行きの個人消費は、雇用者報酬の伸びを僅かに上回る程度の緩やかな増加を続ける見通しだ。個人消費が成長を牽引するほどの本格回復に至らない背景には、上述した賃金情勢に加え、将来不安から勤労世帯の節約志向が続くこと、或いは消費水準の低い高齢無職世帯の増加がマクロでみた消費の増勢を抑える方向に働くこと、などが指摘できる。

また、19年10月に予定される消費税率引き上げ（8%→10%）は、駆け込み需要とその反動、および実質所得の減少という経路を通じて、特に19年度の成長率に影響を及ぼすと考えられる。もっとも、その影響は、14年4月に実施された増税（5%→8%）の影響に比べると限定的とみている。そう考える主な背景には、①消費税率10%への引き上げは、前回増税時にアナウンスされており、それを見据えた駆け込み需要が既に発生していた可能性があること、②前回増税時に比べて税率の引き上げ幅が小幅であるとともに（前回：+3%、今回：+2%）、飲食料品と新聞に軽減税率が適用され、実質的な税負担が軽減されること、③前回増税時に比べて、19年度は所得環境や家計マインドが良好な状態にあることが見込まれること、が挙げられる。海外経済の変調など、外的ショックが起こらない限りは、19年10月の増税で景気が腰折れするリスクは小さいといえそうだ。

最後は企業部門である。最新の日銀短観（17年12月）によると、景況感の改善の裾野が広がる中、17年度は、大企業を中心に堅調な設備投資計画が維持されている。18年度も、人手不足に対処するための省力化投資が本格化することに加え、既存設備の維持・更新や、国際競争力と生産性の向上を目的としたソフトウェア投資や研究開発など「攻め」の投資が続く見通しだ。東京オリンピック開催を見据えた建設投資もピークを迎える。以上から、18年は設備投資の堅調な増加が続くとみてよいだろう。

このように、18年は内外需ともバランスのとれた景気拡大が続く見通しだが、物価上昇率についてはどうか？消費者物価指数（生鮮食品除く総合、以下「CPIコア」）は、エネルギーの上昇を主因に伸び率を拡大しつつあるが、その影響を除けば、物価の基調は弱いままだ。先行きは、需給ギャップが安定してプラス圏内で推移するなど、コスト面からみた物価上昇圧力は着実に高まる見通しだ。もっとも、価格硬直性が強固なため、CPIコアの上昇率は、今後もしばらく緩やかにしか高まらないと予想される。したがって、18年度のCPIコア上昇率は+0.9%にとどまり、2%目標には届かないとみている（図表6）。

図表6 CPIコアの見通し

	日経センター		ESP	日本銀行	
	9月	12月	11月	7月	10月
16年度	▲ 0.2				
17年度	0.7	0.7	0.6	1.1	0.8
18年度	0.9	0.9	0.8	1.5	1.4

（注1）ESPは調査機関見通しの中央値。

（注2）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

5. リスク要因と政策課題

日本経済の先行きを巡るリスクだが、当面は海外要因、特に北朝鮮の核・ミサイル問題の行方に着目する必要があるようだ。

仮に、北朝鮮への経済制裁が同国の核・ミサイル開発の停止に効果を持たないことが判明すれば、米国による単独軍事行動や、米国が北朝鮮存続の鍵を握る中国に対して、経済制裁や貿易戦争を仕掛けるシナリオが現実味を帯びてくる。仮にそうした事態に陥れば、アジア太平洋地域におけるサプライチェーンの混乱を通じて、世界経済に悪影響が及ぶであろう。

また、可能性こそ低いが、米国のインフレ率が2%を大きく超える水準まで昂進して、市場が織り込む以上の急激なピッチの利上げをFRBが余儀なくされれば、米経済が後退に陥るだけでなく、国際金融市場が動揺して、新興国を含む世界経済が混乱するリスクも想定される。

上記以外にも、英国のEU離脱交渉の行方や欧州の難民問題、中東情勢の不安定化、或いは中国の過剰債務問題などには警戒が必要だ。

翻って国内に目を転じると、経済や金融システムに目立った不均衡はみられず、国内発の切迫したリスクは見当たらない。むしろ、我々は中長期的な課題、とりわけ少子高齢化という最大の壁にどう立ち向かうのかが問われている。

高齢化・人口減少という厳しい環境の下で成長の持続性を高めるためには、働き方改革や情報通信技術の有効活用、或いは人材の育成・訓練などを通じて、労働生産性を改善し、持続的で力強い賃金の上昇につなげていく必要がある。それが消費を拡大し、成長と分配の好循環を強めるはずだ。また、将来不安の払拭に向けて、政府は、高齢化による医療・介護費の肥大化を抑制すべく、社会保障改革を果敢に推進する必要がある。加えて、基礎的財政収支黒字化の達成時期やその裏付けとなる具体的な計画も含め、財政再建の道筋を説得力のある形で示すことが望ましい。

5年にわたって続く今の景気回復は、主に海外経済情勢の改善と大規模な金融緩和に支えられたものだ。アベノミクスの第3の矢である成長戦略の実施が道半ばであることは、潜在成長率が伸び悩んでいることから明白である。本格的な労働力人口の減少を間近に控えた今、好景気が見込まれる18年が改革の節目になることを期待したい。

(2017 年 12 月 18 日脱稿)

以 上





執筆者紹介

佐々木 仁(ささき ひとし) 1972 年 長野県生まれ
公益社団法人日本経済研究センター 短期経済予測主査

<学歴・職歴>

1996 年 一橋大学経済学部卒業
1996 年 日本銀行入行
2000 年 オックスフォード大学大学院へ留学(2002 年に経済学修士号取得)
2008 年 国際局企画役
2009 年 国際通貨基金戦略政策審査局エコノミスト
2012 年 金融機構局企画役
2014 年 国際局企画役
2016 年 現職

<その他>

調査・研究活動の一端を日本経済研究センターのホームページ(<http://www.jcer.or.jp/>)に掲載。半年に一度、日経新聞朝刊『経済教室』に景気予測を執筆。