

太陽グラントソントン

エグゼクティブ・ニュース

テーマ：2017年の日本経済

執筆：三菱UFJリサーチ&コンサルティング調査部 主席研究員 小林真一郎氏

要旨（以下の要旨は2分でお読みいただけます。）

安倍政権は発足以来、昨年(2016年)12月で4年を経過しました。アベノミクスは当初の勢いを無くしましたが、日経平均株価が2万円に迫り、有効求人倍率も高いことなど経済の安定を背景に内閣支持率は58%と高水準を保っています（日経新聞昨年11月調査）。今回は三菱UFJリサーチ&コンサルティング調査部で国内景気動向をウォッチされている小林真一郎・主席研究員に2017年の日本経済について解説して頂きます。

日本経済の動向を窺うと、2016年前半は横ばい圏内での動きにとどまっていたことが、16/7~9月期の実質GDP成長率が3四半期連続でプラスとなるなど、足元では横ばい圏から脱しつつあります。

2017年の景気動向を判断するうえでは、米国トランプ相場の持続力と新大統領の政策運営の行方が重要なポイントとなります。大統領選後、米国経済が順調に拡大すると期待感が高まっていますが、それが急速に剥落（はくらく）する可能性や、トランプ氏の言動を巡って金融市場が混乱することで世界経済の減速の動きが強まるといったリスクがあります。このため、米国経済が順調に拡大していくと過度に期待すべきではなさそうです。こうした中で、トランプ大統領誕生による日本の景気に対する影響は、短期的には軽微と見られます。円安が進んでも簡単には輸出数量は増えず、輸出企業の業績が改善しても設備投資が増える訳ではありません。一方、円安は国内物価を押し上げ、家計のコスト負担となって、消費を抑制する可能性があります。また、通商政策、外交政策などについては、政策運営次第で様々な影響が想定されるため、場合によっては日本の景気にとってマイナスとなることも考えられます。

以上を前提として、2017年の日本の景気は、横ばい圏から脱した後は、内外需の増加を背景に緩やかな回復の動きが続くと予想されます。

個人消費は、雇用・所得情勢の改善を背景に緩やかな持ち直しの動きが維持されますが、物価が上昇基調に転じることが消費の抑制要因となるも見込まれます。また、企業業績の改善を背景に設備投資は増加しますが、企業の投資姿勢は慎重なままであり、景気を牽引（けんいん）するまでには至らないと思われまます。さらに、海外景気の回復が続くため、輸出は緩やかな増加基調を維持する見込みですが、生産拠点の海外移転の進展などから、増加のペースが急速に高まることは望めないと判断されます。

2017年度の実質GDP成長率では、2016年度の前年比+1.3%に対し、2017年度は同+1.0%と3年連続でプラス成長を達成する見込みですが、景気の牽引役が不在の中で、持ち直しのペースも緩やかに止まりそうです。

緩やかなプラス成長が見込まれる2017年の日本の景気にとって最大のリスクは、金融市場の混乱などをきっかけとして海外経済が減速することです。トランプ新大統領の言動がその引き金となる可能性がありそうで、景気の下振れリスクにも注意が必要です。

テーマ：2017年の日本経済

三菱UFJリサーチ&コンサルティング調査部 主席研究員 小林真一郎

1. 日本経済の現状

(1) 持ち直しに転じた日本経済

日本経済は、2016年前半は横ばい圏での動きにとどまっていたが、夏場以降は次第に持ち直しに転じ、足元では横ばい圏から脱しつつある。

2016年の日本経済の動きを実質GDP成長率で振り返ってみよう。2015年中は、前期比でプラスとマイナスが交互に繰り返されるなど、概ね横ばい圏で推移していたものの、2016年に入ると7～9月期まで3四半期連続でプラス成長を達成した(図表1)。もっとも、1～3月期はうるう年効果によって個人消費が大きく増加して全体を押し上げていたこともあり、景気が上向き始めたとの認識は広がらなかった。むしろ夏場にかけては、円が対ドルで一時100円を割り込むなど急速な円高が進んだことや、日経平均が1万5,000円を割り込むなど株価の低迷が続いたこともあって、景気の先行きへの不透明感が広がった。

図表1 実質GDPの推移



景気の回復期待が高まらなかった理由は、海外経済が減速するとの懸念が広がったためである。そのきっかけとなったのが、中国景気に減速の動きが見られたことに加え、6月の英国の国民投票でEU離脱が決定されたことだ。事前の予想では残留は間違いないと考えられていたため、決定直後には英国およびEUの景気悪化や政治的な混乱の思惑から、ポンド、ユーロが売られて円に資金が流入し、リスクオフ(リスク回避)の動きから欧州以外の国々でも株価が下落した。ただし、離脱交渉には時間がかかり、離脱のマイナスの影響が短期的に現れるわけではないことが明らかになるにつれて、金融市場の混乱は徐々に収まっていった。

その後、2016年末にかけては、世界経済の持ち直し期待が高まり始めた。中国景気の減速の動きが一服してきたことに加えて、米国で雇用情勢の改善が続くなど景気の底堅さが確認されたためである。このため、米国では追加利上げが実施されるとの見方が強まっていった。

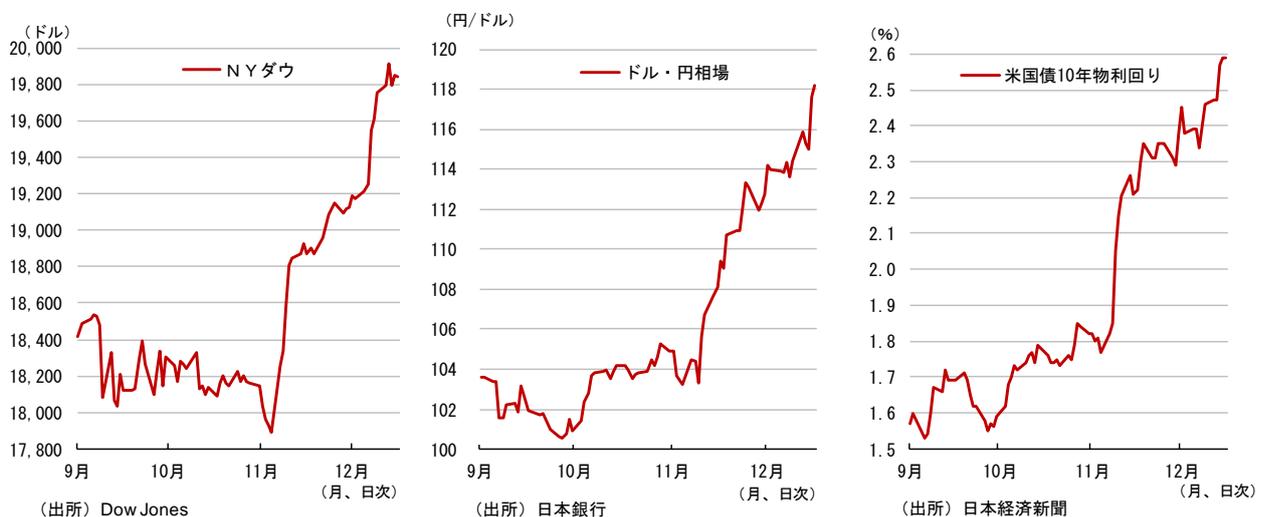
こうした中で、11月の米大統領選において、事前の予想を覆す形でトランプ候補の大統領当選が決まった。トランプ氏の勝利の可能性が高まるにつれて、金融市場ではリスクオフの動きから各国の株価が下落し、円高が進み、債券が買われた（金利は低下）。トランプ氏は大統領選を通じて米国第一主義を主張し、過激な発言を繰り返してきたが、その実現の可能性や景気に対するインパクトについては不透明な部分が多く、できるだけリスクを避けようとの意向が強まり、いったん安全資産に資金が流入したためである。

しかし、翌日の米国市場では、同氏の公約である大規模な法人税・所得税減税、インフラ投資拡大、規制緩和の推進などによって米国企業の業績改善が進み、米国経済は拡大するとの期待感が強まったため、一転して株価は急反発し、ドルが買い戻されて円は下落に転じ、債券は売られた（金利は上昇）。

(2) 依然として波乱含みのトランプ相場

その後も市場の期待感は維持され、米国では、株高と、リスクオン（リスク選好）の動きによる債券売りと、金利上昇を背景としたドル高、いわゆるトランプ相場が1ヶ月以上たっても続いている（図表2）。また、大統領選前からの景気が底堅く推移していることを受けて、12月14日のFOMC（連邦公開市場委員会）では、市場の予想通り金融引き締めが実施された。

図表2 米国金融市場の動向（2016年12月16日時点）



米国経済の先行き期待感がこのまま維持されれば、米国でのクリスマス商戦も好調となり、短期的に景気が押し上げられる可能性はある。しかし、トランプ公約の実現性については現実味に欠けるものも多く、実際には2017年に入って政策を遂行していく段階になってみなければ、どの程度の影響が出てくるかは不透明である。中でも、大規模な減税やインフラ整備を中心とする経済対策については、米国の財政事情から判断して修正を迫られる可能性が高い。また、財政刺激策（減税、インフラ投資など）が具体化

するとしても、2017年10月の新会計年度以降であり、短期的な押し上げ効果は望めない。

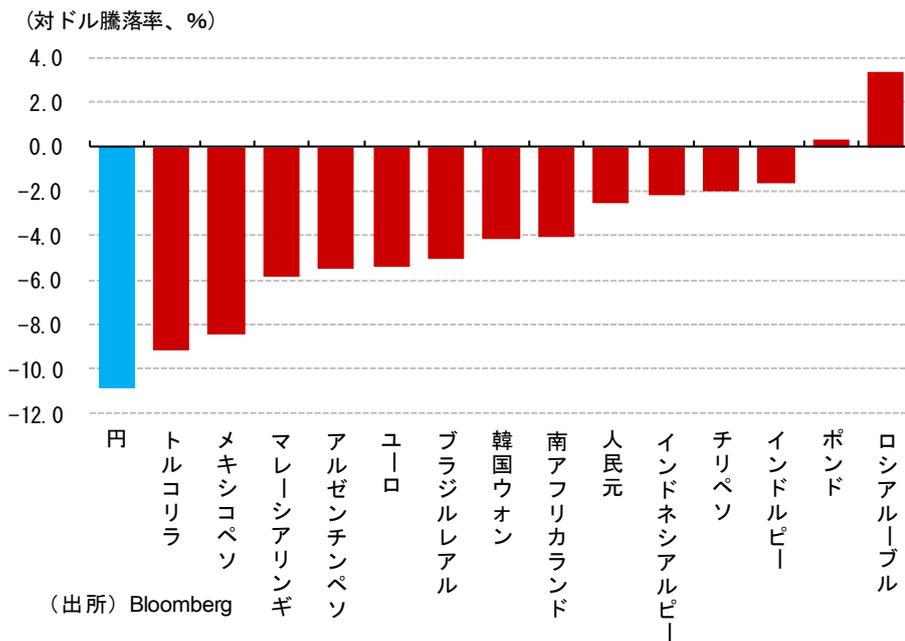
加えて、トランプ相場が続いた場合のリスクもある。まず、メキシコ、マレーシア、ブラジル、アルゼンチンなどの新興国通貨は、米国金利上昇を受けて、投資資金が引き揚げられるとの懸念から軒並み下落しており、通貨防衛のための利上げや為替介入を余儀なくされている国も出ている（図表3）。また、こうした国々の多くでは株価も下落しており、景気の悪化懸念が強まっている（図表4<次頁>）。



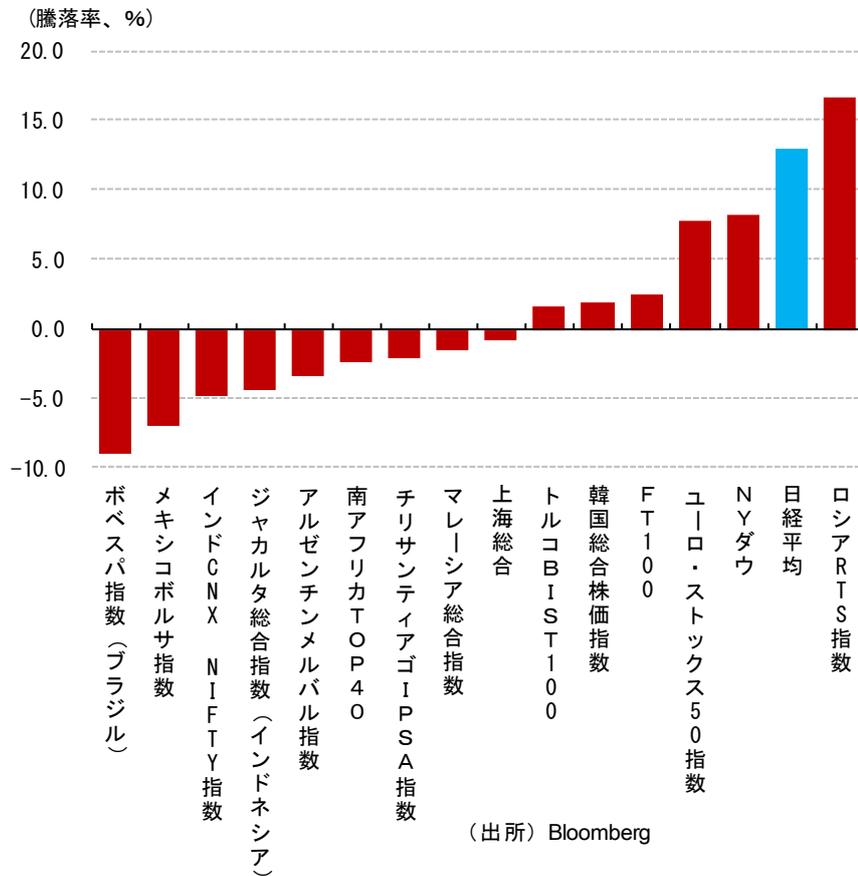
このように、トランプ相場が続けば、必ずしも世界経済が拡大するとは限らない。また、足元の金利上昇は景気拡大を先取りした良い金利上昇であると考えられるが、財政悪化を懸念する悪い金利上昇に転じる可能性もある。この場合、金利の上昇が景気の拡大を抑制する懸念がある。

さらに、同時に実施された議会選挙の結果、上下両院とも共和党が制したものの、トランプ氏と共和党の多数派との関係は必ずしも良好な状態ではない。このため、政策運営を巡って大統領と議会との対立が先鋭化し、任期を通じて米国が政策停滞に陥るリスクがある。

図表3 各国通貨の対ドル騰落率（11/8から12/16まで）



図表4 各国株価の騰落率（11/8 から 12/16 まで）



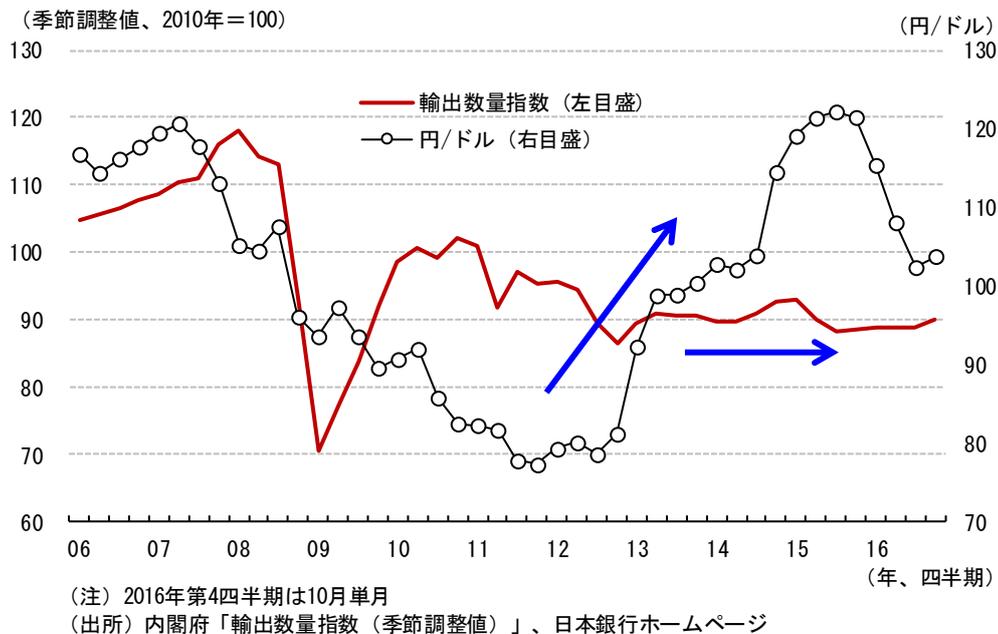
こうしたことを勘案すると、足元で高まっている米国経済に対する期待感が急速に後退する可能性や、トランプ氏の言動を巡って再び金融市場が混乱し、それが長期化することで世界経済の減速の動きが強まるといったリスクもある。このため、トランプ新大統領の下で米国の景気が順調に拡大していこうと、現時点で過度に期待すべきではない。トランプ新大統領の政策の行方は、2017年の世界経済にとって大きな波乱要因となるリスクをはらんでいる。

(3) トランプ新大統領の政策の日本経済への影響

もともと、いずれトランプ相場が終焉を迎えるとしても、1ドル=110円を大きく上回る水準での円安が1カ月以上にわたって続いていることは、少なくとも当面の日本の輸出企業の業績を改善させることになる。図表3にある通り、円は景気の先行き懸念の高まっている新興国通貨よりも下落幅が大きく、売られ過ぎの状態にあると考えられる。しかし、輸出企業が、かなり先まで為替予約を入れることなどリスク回避の動きを講じておけば、いずれ円高が進んだとしても、円安のメリットは十分に享受できるであろう。また、円安の進行は株価の上昇要因となっており、図表4の通り、米国株価の上昇率をも上回って堅調に推移している。株価の上昇が続けば、景気回復への期待感の高まりにつながりやすい。

しかし、円安が進んだとしても、短期的には輸出数量が増えないことや（図表5）、業績が改善しても製造業が国内で設備投資を増さないことは、2012年秋以降の円安局面において確認されたことである。このため、円安による景気の押し上げ効果は、実際にはあまり大きくはないと予想される。

図表5 円／ドルと輸出の関係



一方、円安は資源価格の持ち直しと合わせて国内物価を押し上げ、企業のコスト負担や、それが消費者物価に転嫁されれば家計の負担となる。後述するように、家計は価格の上昇には敏感であり、急速な物価の上昇は消費者のマインドを悪化させ、消費を抑制することにつながる。円安水準で為替相場が定着化するにつれて、こうした円安のデメリットも次第に強まっていこう。

これら金融市場の変動を通じた短期的な影響以外にも、通商政策、外交政策などの見直しも、日本のみならず、各国の経済動向に影響を及ぼす可能性がある。トランプ新大統領が選挙戦を通じて主張してきた過激な政策がどれだけ実施に移されるかが明らかになるためには一定の時間が必要であるが、政策運営次第で様々な影響が想定され、場合によっては日本の景気にとってマイナス材料となるものも出てくるであろう。

通商政策では保護主義的な立場を強めて行くことが予想される。TPP（環太平洋パートナーシップ）の発効には、実質的には日本と米国の批准が不可欠であるが、トランプ大統領の誕生によって米国が批准しない可能性が高まっており、発効は難しいと考えられる。TPPをはじめとする経済連携協定の締結は安倍政権の成長戦略の一つに位置づけられているため、成長戦略の見直しも迫られることになるであろう。例えば、国内における農業改革は、事実上TPPの合意を前提としていたため、TPPが発効しない場合には、農業改革の進展が遅れることになる可能性がある。また日本からの工業製品の輸出が、これまで期待していたほど伸びないと考えられる。

外交面では、トランプ氏は日米安保条約が不公平であり、在日米軍の経費負担を日本に求めると繰り返し述べている。このため、日本にも相応の負担を求めることが想定され、日本にとっては財政負担の増加や防衛関係費の積み増しなどが必要となる可能性が

ある。また、外交における孤立主義の立場を強める観点から、アジア戦略を見直し、関与の姿勢が後退することになれば、アジア地域での地政学リスクが高まる懸念がある。

2. 家計部門と企業部門の現状

(1) 家計～所得が増加しても消費は抑制

2017年の経済を展望するにあたって、まず家計部門と企業部門がおかれている現在の状況についてみておこう。

家計部門では、企業の人手不足感の強まりを背景に労働需給はタイトな状態が続いている。完全失業率は、2015年度の3.3%に対し、2016年に入って一時3.0%まで低下している。企業の人手不足感は一段と強まっており、中でも建設業、医療、介護といった対個人サービス業、情報通信業、宿泊・飲料サービス業では深刻な人手不足の状態にある。

労働需給がタイト化している背景には、生産年齢人口（15歳～64歳人口）の減少という構造要因が強く寄与している。このため、雇用情勢は良好な状態が維持される見込みであり、2017年中も低水準で安定して推移することが予想される。また、女性や高齢者の労働参加の進展を反映して、就業者の数も緩やかに増加すると予想される。こうした雇用情勢の改善は賃金の上昇につながりやすいはずである。しかし、一人当たりの賃金（現金給与総額）の動きをみると、2014年になってようやく前年比でプラスになっているが、それでも伸びは弱いままである。

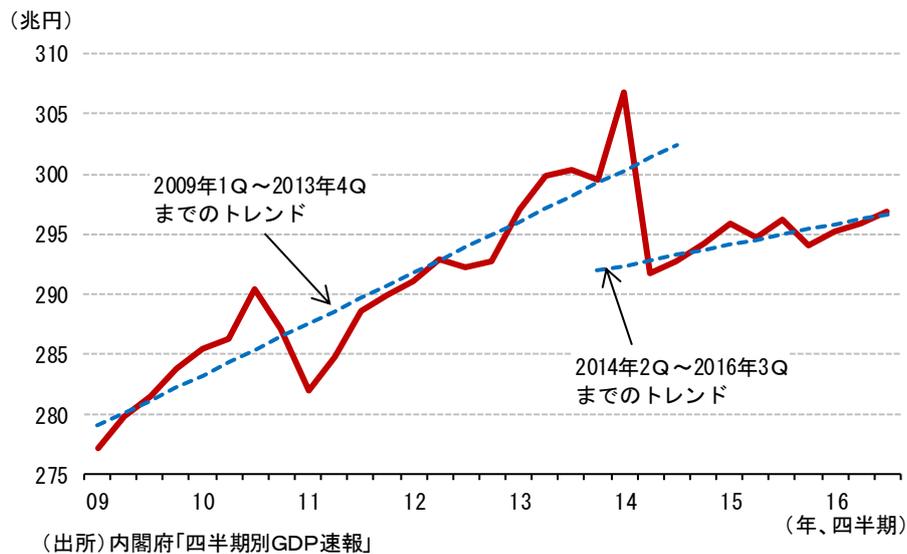
これは、①雇用が増えているといっても、女性や高齢者を中心に相対的に賃金水準の低い非正規労働者が増えている、②雇用者が増加している小売・飲食店業や介護・福祉業では相対的に賃金水準が低い、③大企業と比べて業績改善が遅れている中小企業では賃金の引き上げが十分に広がっていない、などの理由が考えられる。2014年から2016年の春闘において3年連続でベースアップ（ベア）が達成されたが、あくまで大企業中心の動きである。

2017年も、業績が改善してくるとはいえ、企業の人件費抑制姿勢が大きく変わることはないと考えられ、一人当たり賃金の増加幅は小幅にとどまろう。2017年の春闘でもベアは実施されようが、その幅は前年実績を下回るであろう。

それでも、雇用者の増加が続いているため、家計部門全体でみた賃金所得（名目雇用者報酬）はこれまでのところ順調に増加しており、足元の2016年7～9月期には前年比+2.9%にまで高まっている。ただし、このように家計の所得が持ち直す中であっても、個人消費はなかなか盛り上がりこなし。実質個人消費の動きをみると、消費税率引き上げを受けて急減した後、駆け込み需要の反動減の影響がなくなったにもかかわらず、弱い動きが続いている（図表6<次頁>）。



図表6 実質個人消費の推移



この一因として、消費者の節約志向が強まっていることが挙げられる。2014年4月の消費税率引き上げ以降、円安の影響などによって食料品、日用雑貨、衣料品など、購入回数が多い身近な商品の値上げが相次いだことで消費者の負担感が増し、生活防衛意識が強まっているのである。このため、せっかく所得が増えてきても、それに見合って消費が増えるのではなく、貯蓄に回っているのだ。足元でも、2016年夏の天候不順の影響で生鮮野菜を中心に食料品の価格が急騰しており、消費の抑制要因となっている。

(2) 企業～利益が増加しても投資には慎重

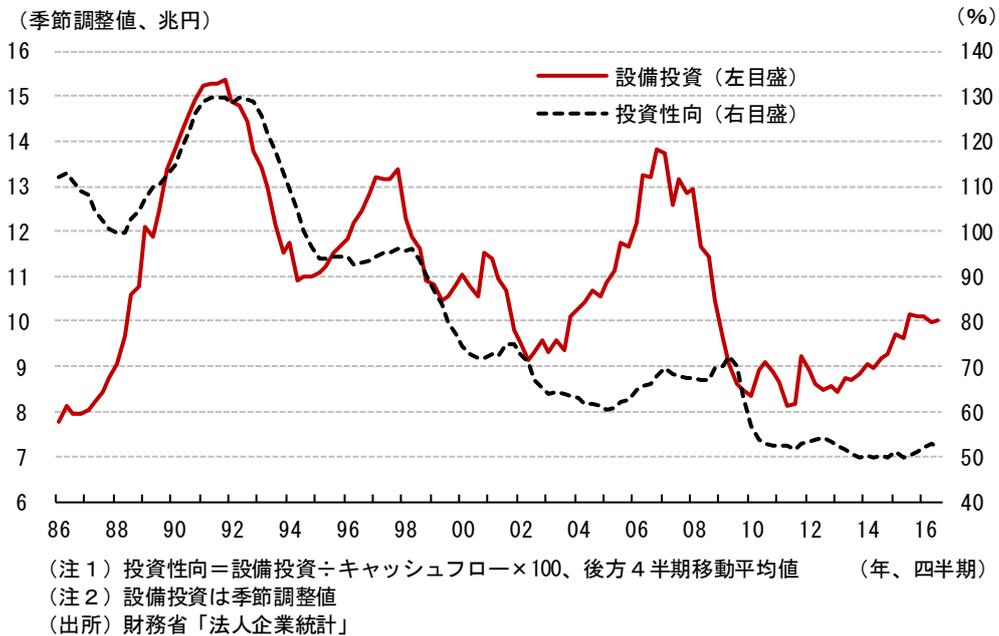
こうした慎重な行動は企業にも当てはまる。業績が改善しても、企業は設備投資を増やそうとはしないのである。

企業の業績は、2016年度通期では厳しいものの、利益水準自体は高い。これは、人件費などの固定費の削減といったリストラ効果によって高収益体質が維持されていることが業績を下支えしているためである。さらに、円高や個人消費の低迷を受けて輸出企業や個人消費関連企業などで2016年度上期の業績は悪化したが、足元で円安が進んでいることに加え、今後は内外需要の持ち直しが期待されるため、2016年度下期には業績は改善に転じ、2017年度においては増収増益が視野に入ってくる見込みである。

こうした中、企業の設備投資の動きをみると、リーマン・ショックの発生を含む2007年から2009年にかけての景気後退期に急減した後、2012年ごろからは緩やかに増加傾向に転じているが、依然として水準は低く、2016年になってからは増加も頭打ちとなっている(図表7<次頁>)。過去の景気拡大局面では、企業業績の改善に伴って設備投資が順調に増加し、景気を押し上げる原動力になってきたが、最近ではそうした勢いはない。キャッシュフローに対する設備投資の割合である投資性向の動きをみると、2010年以降は50%程度と低水準にある。



図表7 企業の設備投資と投資性向の推移

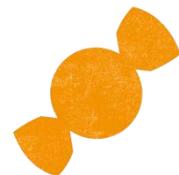


設備投資が盛り上がらない理由は、第一に、企業が過剰設備を抱えるリスクをおそれて積極的な投資に踏み切れないためであり、第二に、国内での投資よりも海外への投資を優先する姿勢が続いているためである。2012年秋以降の円安局面で生産設備の国内回帰が進むと期待されたが、そうした動きは広がっていない。むしろ、最近では非製造業の海外進出も盛んとなるなど、企業の対外進出の動きは一段と強まっている。2017年においても、企業業績が改善しても、能力増強投資といった積極的な投資を国内で行うことは引き続き手控えられ、投資を大幅に拡大させるまでには至らないであろう。

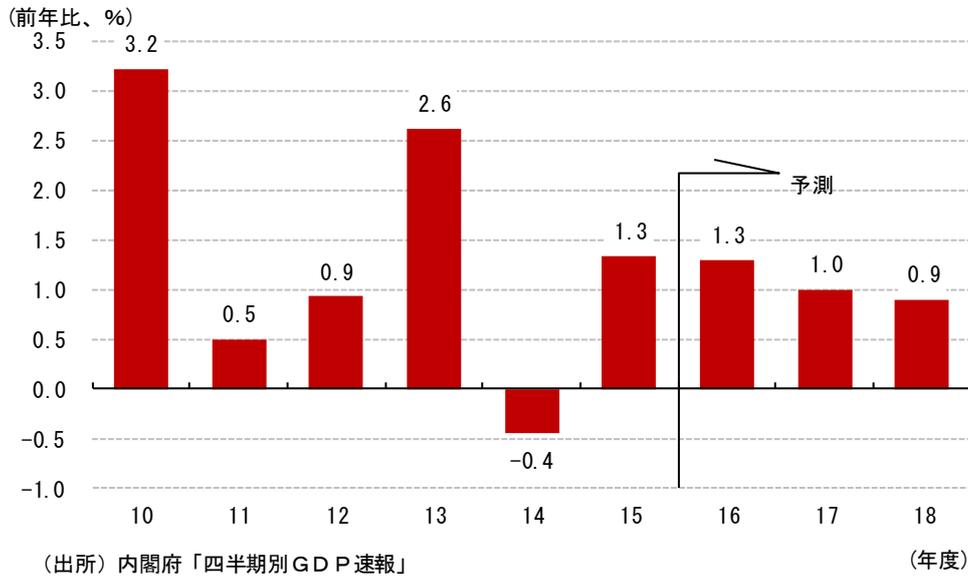
3. 2017年の日本経済し～緩やかな持ち直しが続く

2017年の日本の景気は、横ばい圏での動きから脱した後は、内外需の増加を背景に緩やかな回復の動きが続くと予想される。

個人消費は、雇用・所得情勢の改善を背景に緩やかな持ち直しの動きが維持されるであろう。ただし、米大統領選後の円安や、資源価格の上昇の影響で物価が上昇基調に転じるため、家計部門全体の実質賃金収入を減少させ、実質個人消費の伸びを抑制する要因になると見込まれる(図表8<次頁>)。家計の節約志向が薄らぎ、個人消費が順調に増加するまでには、まだ時間がかかりそうである。



図表9 実質GDP成長率の見通し



(作成は、2016年12月19日時点)

以 上

執筆者紹介

小林 真一郎(こばやし しんいちろう) 1966年 広島県生まれ
 三菱UFJリサーチ&コンサルティング調査部主席研究員

- 1990年 一橋大学社会学部卒業
- 1990年 日本長期信用銀行(現新生銀行)入行
- 1998年 UBSプリンソン投資顧問株式会社(現UBSアセット・マネジメント株式会社)入社
- 1999年 株式会社三和総合研究所(現三菱UFJリサーチ&コンサルティング株式会社)入社
 現在に至る

<委員等>
 参議院客員調査員