

# 日本経済情報

## 2017年9月号

### Summary

#### 【内容】

#### 1. 世界経済の見通し

地政学的・政治リスクにより不透明感が燦る

金融政策の出口戦略も攪乱要因

米国経済：実力通りの拡大が続く

欧州経済：ユーロ圏は実力以上の高成長を維持

アジア経済：総じて好調持続

日本経済：景気の拡大傾向が続く

#### 2. 日本経済の見通し

輸出復調と国内民間需要の拡大持続に注目

輸出は海外景気拡大を背景に持ち直す見込み

設備投資は当面拡大維持も2018年度には減少

個人消費は所得増を背景に消費増税後も拡大を維持

デフレ脱却に向けた歩みは消費増税により一旦後退

伊藤忠経済研究所  
 主席研究員  
 武田淳  
 (03-3497-3676)  
 takeda-ats  
 @itochu.co.jp

### 世界経済と日本経済の見通し

世界経済は、良好なファンダメンタルズに反して、地政学的・政治リスクにより先行きに対する不透明感が払拭できない状況にある。北朝鮮をはじめとする地政学的リスクも、米国トランプ政権を筆頭とする政治リスクも、引き続き暗雲として世界経済を覆うこととなろう。

加えて、米国に続きユーロ圏でも金融政策の出口戦略が進められる。国際資金フローの変化が主に為替相場の変動を通じて実体経済を攪乱するリスクにも注意が必要である。

肝心のファンダメンタルズは、引き続き改善基調にある。米国経済は潜在成長率程度の、ユーロ圏では潜在成長率を上回る拡大が続くとみられ、中国経済も減速はすれど安定成長を続けよう。ASEAN やインドも好調持続が見込まれる。世界経済は不安定さを残しながらも拡大ペースをやや加速させよう。

日本経済は、4～6月期の成長率が大幅に下方修正されたが、輸出の落ち込みを内需が補い景気の拡大が続いていることに変わりはない。今後も拡大が続くかどうかは、輸出の復調と国内民間需要の拡大持続が重要。

輸出は8月に持ち直しを確認、今後も海外景気の拡大を背景に持ち直す見込み。懸念材料は円高であるが、ドル円相場は基本的に日米金利差の拡大により円安基調となり、輸出の追い風となろう。

設備投資は、先行指標の機械受注が当面の拡大を示唆するが、ストック循環の観点からはピークアウトが近いとみられ、2018年度に息切れすると予想。個人消費は、逆に当面はもたつく可能性があるものの、所得の増加を背景に徐々に拡大傾向が定着、消費増税後は減速するも拡大基調は維持しよう。

以上より、成長率は2017年度に前年比+1.6%へ高まった後、2018年度は+1.2%へ、2019年度は+0.9%へ減速、消費者物価上昇率は、2018年度中に1%台半ばまで高まった後、2019年10月の消費増税を迎えると予想。ただ、需給ギャップはプラスを維持、デフレへ後戻りすることは回避されよう。そのため、消費増税の是非や用途を含めた財政健全化の進め方について、十分な議論が必要である。

1. 世界経済の見通し

地政学的・政治リスクにより不透明感が煽る

世界経済は、良好なファンダメンタルズに反して、幾つかのリスク要因により先行きに対する不透明感が払拭できない状況が続いている。まずはファンダメンタルズについて成長率（IMF ベース）で概観すると、2016 年は米国（2015 年前年比+2.9%→2016 年+1.5%）を中心に先進国が減速（+2.1%→+1.7%）、新興国も中国の減速やロシア・ブラジルの落ち込みにより低成長が続いた（+4.2%→+4.1%）ことから、世界全体では 2015 年の前年比+3.4%から+3.1%へ減速、リーマン・ショック後の最低を記録したが、2017 年は先進国の復調と新興国の持ち直しにより+3.5%へ成長率が加速する見込みである（下表）。さらに、2018 年は概ね同様の傾向が続く中で、新興国の回復色が強まり、世界系経済成長率は+3.6%へ高まると予想される。

【 主要国・地域の実質GDP成長率（伊藤忠経済研究所予測） 】

	ウエイト 2016	2014 実績	2015 実績	2016 実績	2017 予測	2018 予測	2019 予測	2016				2017	
								1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6
世界	100.0	3.5	3.4	3.1	3.5	3.6	3.5	-	-	-	-	-	-
先進国	61.2	2.0	2.1	1.7	2.1	2.2	2.0	-	-	-	-	-	-
米国	24.7	2.6	2.9	1.5	2.1	2.2	2.1	0.6	2.2	2.8	1.8	1.2	3.0
ユーロ圏	15.8	1.2	2.0	1.8	2.1	2.1	1.8	2.1	1.2	1.9	2.5	2.2	2.6
日本	6.6	0.3	1.1	1.0	1.6	1.4	1.0	2.1	2.0	0.9	1.6	1.2	2.5
新興国	38.8	4.7	4.2	4.1	4.5	4.7	4.7	-	-	-	-	-	-
アジア	21.4	6.8	6.7	6.4	6.4	6.4	6.3	-	-	-	-	-	-
中国	14.9	7.3	6.9	6.7	6.7	6.5	6.3	6.7	6.7	6.7	6.8	6.9	6.9
ASEAN5	2.8	4.6	4.8	4.9	5.2	5.4	5.3	4.8	5.0	5.0	4.9	5.1	5.2
インド	3.0	7.2	8.0	7.1	6.8	7.5	7.8	7.9	7.1	7.4	7.0	6.1	5.7
中東欧	2.4	3.9	4.7	3.0	3.0	3.3	3.2	-	-	-	-	-	-
ロシア	1.7	0.7	▲ 2.8	▲ 0.2	1.4	1.4	1.5	▲ 0.4	▲ 0.5	▲ 0.4	0.3	0.5	2.5
中南米	3.7	1.2	0.1	▲ 1.0	1.1	2.0	2.5	-	-	-	-	-	-
ブラジル	2.4	0.5	▲ 3.8	▲ 3.6	0.3	1.3	2.0	▲ 5.4	▲ 3.6	▲ 2.9	▲ 2.5	▲ 0.4	0.3

（出所）IMF（WE0201707）（注）各年の数字はインドのみ年度、その他は暦年で前年比。国別のシャドー部はIMFによる予測。

そうした中で不透明感の根源となっているのは、まず、北朝鮮情勢を始めとする地政学的リスクであることは言うまでもない。北朝鮮情勢については連日報道されている通りであるが、武力衝突の可能性が高まる方向にあり、回避できるとしても、先般の国連制裁強化や日米などの独自制裁により北朝鮮の方針転換を待つことになり、その間にも緊張が高まる局面を度々迎えることになる。そのほか、シリア内戦やカタールとサウジアラビアなどとの断交、イラクにおけるクルド勢力独立の動きなど中東情勢は引き続き不安定であり、アジアでもフィリピンのイスラム過激派、ミャンマーの少数民族問題など、経済情勢を不安定化させ得る動きが散見されている。

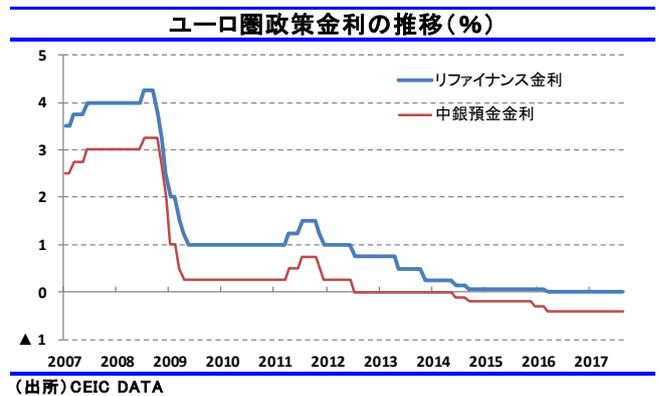
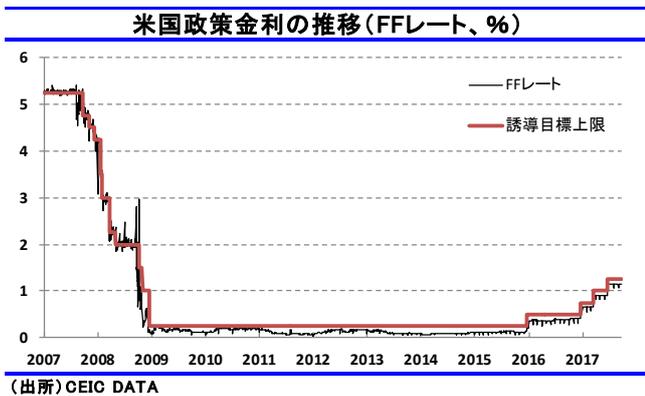
政治リスクも、依然として無視できない。特に米国においては、景気押し上げが期待されていたトランプ政権の減税やインフラ投資拡大、規制緩和といった経済政策の具体化が遅れており、世界経済回復の先導役として期待されていた米国経済への不信感につながっている。また、英国の EU 離脱（Brexit）についても、メイ首相が国内の地盤固めを狙って仕掛けた 6 月の議会選挙に与党保守党が大敗、求心力の低下により政権・与党内の足並みが乱れ、EU との交渉が難航するなど、離脱後の環境急変を回避するための準備なく 2019 年 3 月の期限を迎える所謂「クリフ・エッジ型離脱」のリス

クが高まっている。一方、極右政党の勢力拡大など反 EU 気運の高まりが警戒されていた大陸欧州では、6月のフランス総選挙で極右政党「国民戦線」の勢いを抑えてマクロン大統領率いる中道の新党「共和国前進」が大躍進し一安心となったのも束の間、このところはマクロン大統領の支持率が急落し、やや心許なくなっている。さらに、この週末に行われたドイツ総選挙でも、メルケル首相率いる CDU/CSU（キリスト教民主・社会同盟）が第一党こそ維持したが、議席数を大幅に減らし、右派政党 AfD（ドイツのための選択肢）の勢いを十分に抑え切れなかった。そのほか、中国では最高指導部の人事や重要方針を決める共産党大会が10月18日に開幕され、日本でも消費増税や憲法改正を争点とする衆院総選挙が10月22日に実施されるなど、世界の主要国における政治イベントが続き、政策変更などが世界経済に与える影響が今後も懸念される状況である。

金融政策の出口戦略も攪乱要因

このように地政学や政治面からのリスクが残るため、例えば有事のドル買い、円買い、英国リスクによるポンド安、人民元相場に対する不透明感などにより、金融市場が乱高下し易い状況が続くことになろう。加えて、ファンダメンタルズの改善を受けて、欧米において大規模な金融緩和の出口戦略が進められることも、金融市場を混乱させる要因となり得ることにも注意が必要であろう。

米 FRB（連邦準備理事会）は、9月19～20日に開催した FOMC（連邦公開市場委員会）で予定通り10月から月100億ドルのペースでバランスシート（保有資産残高）を縮小することを決めた。FRBは既に2015年12月から政策金利を段階的に引き上げているが、国債など保有資産の残高は緩和的な状況のまま維持してきた。今回、量的にも引き締め方向へ舵を切ることで、米国の金融緩和の出口戦略は次のステージへ進むことになる。また、今回は政策金利を据え置いたが、年内の追加利上げの可能性も示唆しており、米国を巡る国際資金フローへの影響が気になるところである。



ECB（欧州中央銀行）も、9月7日の定例理事会で、来年1月から国債などの買入れ額を縮小（現行月600億ユーロ）、所謂「テーパリング」の開始を検討するとした。それでも、政策金利（リファイナンス金利）をゼロ%、中銀預金金利を▲0.40%に据え置いたまま、ECBが保有する資産の拡大が続くため、引き続き金融緩和状態ではあるものの、まずは量的金融緩和の拡大ペースを弱めることで出口戦略の準備を進めることになる。

なお、日本においては、9月20～21日の金融政策決定会合で現行の「長短金利操作付き量的質的緩和」の継続と政策金利の据え置きを決めたが、メンバーの一人が緩和不十分として反対票を投じるなど、周知の通り出口には程遠い状況にある。

こうした主要各地域の金融政策の違いは、それに対する思惑や、先に見た地政学的・政治的リスクとともに、為替相場の大きな変動要因となっている。ドル相場（実効相場<sup>1</sup>）の動きを見ると、昨年11月の米大統領選でのトランプ大統領勝利を受けて、景気刺激的な経済政策への期待、言い換えると「トランプ・プレミアム」により金融政策の出口戦略が加速するとの観測から長期金利が上昇、ドル相場も急上昇したが、その後は経済政策への失望が米国経済の後退懸念を強めプレミアムは完全に消滅、今年の5月頃には大統領選前の水準まで下落した。さらに、政経運営における混乱が利上げ期待の後退という形で「トランプ・ディスカウント」としてドルを下押しし、ドル相場は2015年7月以来の水準まで下落している。



こうしたドルの弱さは、ドル円相場が一時1ドル=107円台まで円高が進む背景となったが、より顕著に表れたのはユーロドル相場である。ユーロドル相場は、トランプ政権への期待を受けたドル高により昨年暮れにパリティ（1ユーロ=1ドル）を窺う1ユーロ=1.03ドル台までドル高ユーロ安が進んだが、その後はドル相場の下落とECBによる出口戦略の模索により急速にユーロ高が進み、9月上旬には2014年末以来となる1ユーロ=1.20ドル台まで上昇した。その後も、上記の通り米国で金融政策の出口戦略が着実に進められることが確認された（ドル高要因）ものの、ユーロは1.2ドル前後の高値圏を維持しており、ユーロ相場の強さが窺える。背景にはユーロ圏景気の堅調さ（詳細後述）があり、米国とユーロ圏の経済情勢に対する見方の違いが相場の大きな変動要因となっている。

そのほか、新興国通貨の動向にも留意が必要であろう。かつて、そのファンダメンタルズの弱さから売られやすい通貨「フラジャイル・ファイブ」と呼ばれたインド・ルピー、ブラジル・レアル、南アフリカ・ランド、インドネシア・ルピア、トルコ・リラは、いずれも年初来、対ドルで上昇<sup>2</sup>しているが、その背景は専ら「ドル安」である。今後、仮にトランプ政権の経済政策が実行に向けて前進し、米国経済の先行きに対する期待感が高まれば、ドル相場は上昇に転じ、これら新興国通貨のうち、特にファンダメンタルズ面に弱さを残す通貨<sup>3</sup>には再び下落圧力が強まる恐れがあることに留意しておくべきであろう。

<sup>1</sup> 貿易取引のある国・地域との為替相場を指数化し貿易量で加重平均したもの。

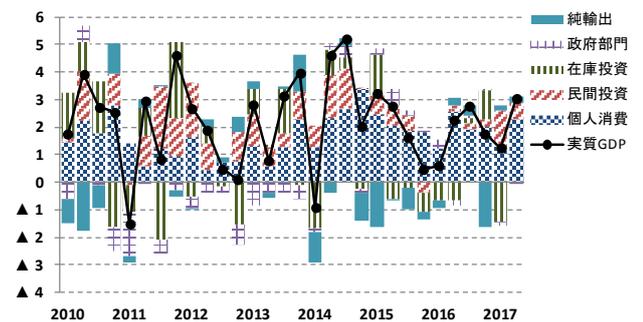
<sup>2</sup> 対ドルの年初来上昇率（9月22日時点）は、インド・ルピー4.7%、ブラジル・レアル4.6%、南アフリカ・ランド3.3%、インドネシア・ルピア0.8%、トルコ・リラ0.3%。

<sup>3</sup> 現時点では、経常収支の赤字幅が大きく、インフレ率が高く、成長率が低く、外貨準備が十分とは言えない南アフリカ・ランドやトルコ・リラに特に注意が必要である。

## 米国経済：実力通りの拡大が続く

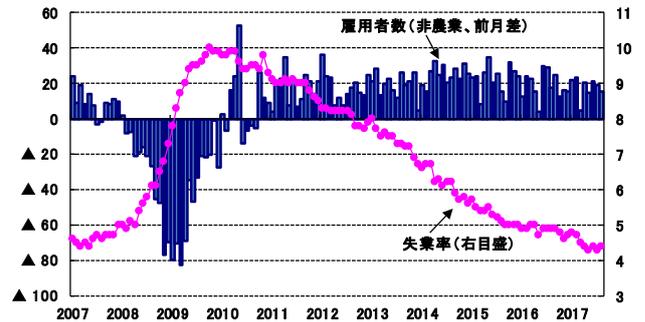
以下、主要地域についてファンダメンタルズの現状および先行きを確認すると、まず、米国経済は、実質 GDP 成長率が 2017 年 1～3 月期の前期比年率+1.2%から 4～6 月期に+3.0%へ加速するなど、足元で力強さを増している。個人消費（1～3 月期前期比年率+1.9%→4～6 月期+3.3%）が本来の拡大ペースを取り戻したほか、設備投資（民間非住宅投資+7.1%→+6.9%）や輸出（+7.3%→+3.7%）が比較的堅調な拡大を維持した。輸出の増加は、世界経済の回復に加え、年初来のドル安が追い風となっているようである。そのほか、設備投資も、原油価格上昇を受けたシェール・オイル関連の投資（掘削リグ）拡大のほか、企業業績の改善を背景に幅広く回復が見られた。

米国実質GDP成長率の推移(前期比年率、%)



(出所) Bureau of Economic Analysis

非農業雇用者数と失業率の推移(季節調整値、万人、%)



(出所) Bureau of Labor Statistics

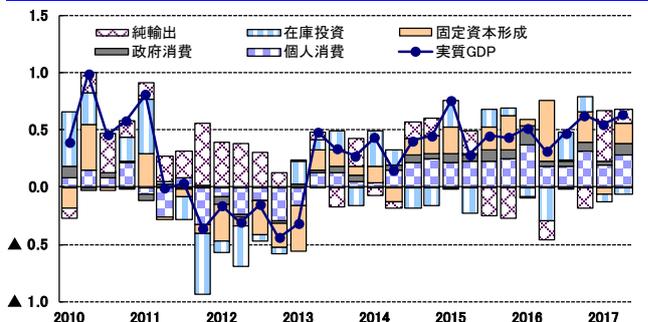
今後についても、失業率の下げ止まりが示す通り労働需給が逼迫する中で、雇用の拡大が続き、伸び悩んでいた賃金も徐々に上昇率を高めるとみられ、引き続き個人消費の拡大が成長を主導しよう。トランプ政権が掲げたインフラ投資拡大や減税、規制緩和といった諸施策の実現は難航しており、少なくとも 2017 年中の景気押し上げ効果は期待できないが、政治的にゼロ回答も許容され難く、2018 年以降には幾分の進展が見られ若干は景気押し上げに貢献しよう。また原油価格の頭打ちを受けて既にシェール・オイルの掘削リグ数がピークアウトしており、関連する設備投資も一旦は減少するとみられるが、その他の分野では景気拡大の持続を背景に増加傾向を維持しよう。その結果、米国経済は、2017 年から 2019 年にかけて、概ね実力（潜在成長率）通りの 2%程度の成長を続けると予想する。

米国の石油掘削装置(リグ)稼働数



(出所) Baker Hughes

ユーロ圏実質GDP成長率の推移(前期比、%)



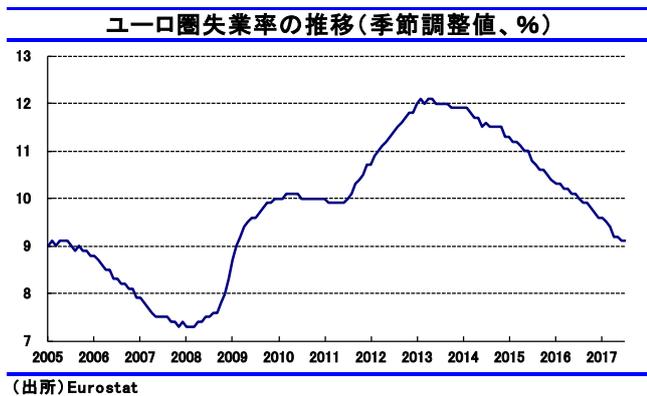
(出所) EUROSTAT

## 欧州経済：ユーロ圏は実力以上の高成長を維持

ユーロ圏経済は、最近のユーロ高が示す通り、堅調な拡大を続けている。2017 年 4～6 月期の実質 GDP 成長率は前期比+0.6%（年率+2.6%）と、潜在成長率（1%程度）を大きく上回る高成長を記

録したが、年率 2%超の成長は 2016 年 10~12 月期の +0.6% (年率+2.5%)、2017 年 1~3 月期の +0.5% (年率+2.2%) から 3 四半期連続であり、その意味で米国経済より好調と評価できる。成長の中身を見ると、個人消費が順調に拡大しているほか、1~3 月期に落ち込んだ固定資本形成（設備投資など）が 4~6 月期に増加に転じており、足元では国内需要が成長を牽引する姿となっている。

個人消費の好調さは、失業率の低下が示す通り、家計を取り巻く環境の改善が背景にある。失業率は、2013 年に付けたピーク 12.1%から緩やかながらも着実に低下、直近 7 月には 9.1%と 2009 年 2 月 (9.0%) 以来の低水準になった。また、上記の通り企業の設備投資が活発化しているが、その背景には設備稼働率の上昇がある。設備稼働率は足元で 83.2%まで上昇、リーマン・ショック後の最高水準を更新し続けているのみならず、リーマン・ショック前のピーク (85.1%) に着実に近づいている。



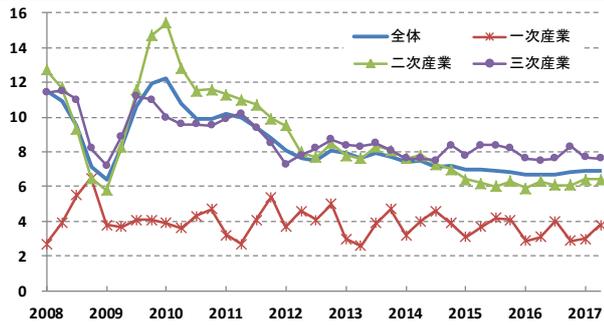
こうした失業率の低下や設備稼働率の上昇は、需要と供給の関係が逼迫しつつあることを示しているわけであるが、失業率は未だリーマン・ショック前のボトム (7.3%) に達しておらず、雇用には拡大余地がある。また、設備稼働率は天井に近づきつつあるが、設備設備の拡大により上昇が抑制されている。そのため、消費者物価上昇率は 8 月に前年同月比+1.5%まで高まったものの、ECB が目標とする 2%には達しておらず、景気は過熱感を抑えながら実力以上のペースで拡大を続けられている。ユーロ圏経済は、今後も失業率がボトムに、設備稼働率が天井に達するまでの間は、緩和気味の金融政策にも後押しされ、雇用情勢の改善が個人消費を押し上げ、設備投資の増加も続く、内需主導の堅調な拡大を維持しよう。

一方、英国経済は、既にポンド安の影響もあって減速しており、今後は BREXIT 交渉の本格化や実際の EU 離脱によって一段の景気悪化が避けられないだろう。ユーロ圏経済にとっては、最大の輸出先である英国経済の低迷はマイナス要因であるが、これまで欧州の拠点として英国に向けられていた海外からの投資を取り込むことで相殺され、悪影響は限定的と考えられる。

アジア経済：総じて好調持続

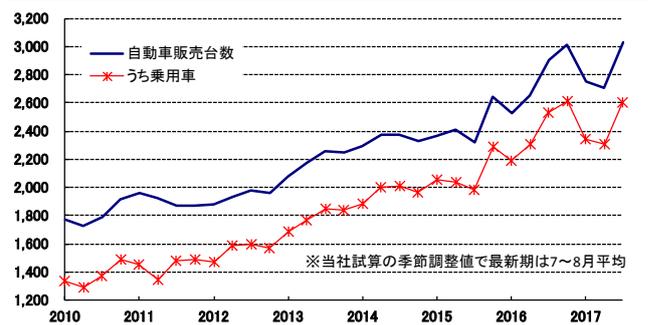
中国経済は、2017 年に入り減税縮小の影響で自動車販売が落ち込み、政府の抑制策による不動産投資の減速も続いたが、輸出の回復もあって実質 GDP 成長率は 2016 年の前年比+6.7%から 1~3 月期に前年同期比+6.9%へ加速、4~6 月期も+6.9%を維持した。業種別には、輸出の復調を受けて製造業が好調なほか、三次産業もオンラインショッピングが好調な交通運輸・倉庫郵便業を中心に高い伸びを維持した。

中国実質GDP成長率の推移(前年同期比、%)



(出所) 国家統計局

中国自動車販売台数の推移(季節調整値、年率、万台)



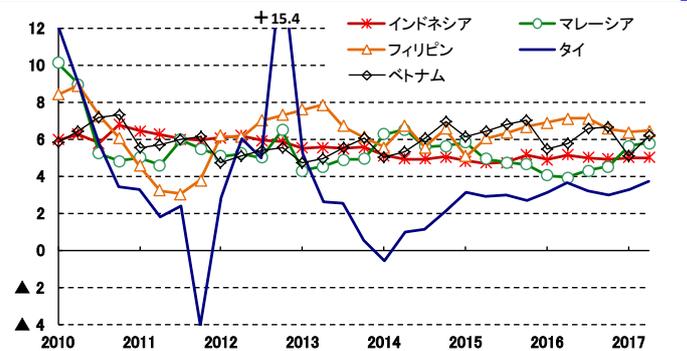
(出所) 中国自動車技術研究センター(中国汽车技術研究中心)

ただ、7～8月の経済指標は、乗用車販売台数(季節調整済年率)が減税縮小の影響一巡により大幅にリバウンド(4～6月期 2,307万台→7～8月平均 2,605万台)し個人消費は底堅さを見せたものの、輸出(ドルベース)は減速(4～6月期前年同期比+9.3%→7～8月+6.3%へ)、固定資産投資も不動産や過剰設備業種の減速により鈍化(+8.3%→+5.9%)したため、7～9月期の成長率は減速、10～12月期にはインフラ投資の伸び悩みなどから更なる減速も見込まれるが、それでも2017年の成長率は政府目標の前年比+6.5%を上回る+6.7%程度で着地しよう。

2018年以降も、中国経済は成長ペースを減速させる可能性が高いが、かつて日本がそうであったように、一人当たりGDPが8,000ドルを超え<sup>4</sup>中所得国から高所得国へ成熟化しつつある下で、成長率の低下は極めて自然である。中国経済は、今後、産業構造の改革を進めながら、個人消費主導の持続可能な速度へ徐々に成長ペースを落としていくことになるだろう。

ASEAN経済も、主要5カ国(インドネシア、タイ、マレーシア、フィリピン、ベトナム)については、総じて良好な状況が続いている。最大規模のインドネシアは、個人消費や輸出が伸び悩み、4～6月期の実質GDP成長率は1～3月期と同じ前年同期比+5.0%にとどまったが、個人消費の抑制につながったエネルギー価格の上昇は収まりつつあり、政府の景気刺激策も続けられていることから、今後は徐々に成長ペースを高めよう。

ASEAN主要国実質GDPの推移(前年同期比、%)



(出所) CEIC DATA

タイ経済は、輸出の好調と個人消費の底堅い拡大により、実質GDP成長率が1～3月期の前年同期比+3.3%から4～6月期は+3.7%へ若干加速した。今後も海外景気の回復や外国人観光客数の増加を背景にサービスを含めた輸出拡大が見込まれることに加え、遅れていたインフラ投資の執行加速や、干ばつの影響から脱した農家所得増による個人消費の復調などから、成長率は徐々に高まろう。

マレーシア経済も、輸出と個人消費の堅調拡大により、実質GDP成長率は1～3月期に前年同期比+5.6%、4～6月期には+5.8%へ伸びを高め、復調している。輸出は原油など一次産品や電子・電気機器が牽引、個人消費は最低賃金引き上げなどの政策的な支援が奏功した。今後も輸出や個人消費の堅

<sup>4</sup> 2016年で8,127ドル。

調拡大が見込まれるため、現状程度の高い成長を維持するとみられる。

フィリピン経済も、輸出の堅調拡大と個人消費の好調により、実質 GDP 成長率が 1～3 月期の前年同期比+6.4%から 4～6 月期は+6.5%へ小幅加速した。輸出は全体の約半分を占める電子製品が好調を維持、個人消費は良好なマインドが後押しし自動車販売が史上最高を更新、年率 40 万台にまで拡大した。今後も物価安定の下で堅調な内需が牽引し、高成長を維持する見通しである。

ベトナム経済は、スマートフォンを中心に輸出が大幅に増加する中、個人消費やインフラ投資が堅調に拡大、実質 GDP 成長率は 1～3 月期の前年同期比+5.1%から 4～6 月期は+6.2%へ加速した。今後は、成長の牽引役を輸出から内需にシフトさせ、高成長が続くと予想される。

インド経済は、2015 年、2016 年と中国を上回る高成長を見せたが、2017 年に入り 1～3 月期は前年同期比+6.1%、4～6 月期には+5.7%まで減速した。その主因は、2016 年 11 月に突然実施された高額紙幣廃止<sup>5</sup>と、2017 年 7 月からの全国統一の物品サービス税 (GST) 導入である。物品サービス税導入を控えて経済活動が停滞、成長率を大きく下押しした。ただ、比較的安定した通貨の下、消費者物価上昇率も前年比+3%程度の低水準で推移しており、こうした特殊要因が一巡すれば、旺盛な需要が再び盛り上がり、7%前後の成長ペースに戻ると見込まれる。

## 日本経済：景気の拡大傾向が続く

日本経済について、詳しくは次章で説明するが、実質 GDP 成長率は 4～6 月期に前期比+0.6% (年率+2.5%、二次速報値) へ成長ペースが加速、6 四半期連続のプラス成長となり、順調な景気拡大が続いている。輸出が 4 四半期ぶりの減少に転じたものの、公共投資が昨年の景気対策本格化により大幅増したことに加え、個人消費が増勢を強め、設備投資も増勢を維持するなど民間需要も好調、成長率を押し上げた。

今後については、対策効果の剥落により公共事業が減少に転じるほか、個人消費も反動により一時的に足踏みすると見込まれるが、景気の基調としては、輸出が海外景気の改善を受けて再拡大に転じ、企業業績の改善が設備投資も押し上げ、賃金 (ボーナス) の増加を通じて個人消費も徐々に拡大するなど、改善傾向が続こう。こうした景気の好循環を背景に、2017 年、2018 年とも 1%程度とされる潜在成長率 (実力ベースの成長率) を上回る成長を維持、物価上昇圧力が徐々に高まり、2018 年後半頃には消費者物価上昇率が前年比+1%台半ばに達すると予想する。ただ、2019 年 10 月の消費増税により、景気の拡大基調は失われないものの、デフレ脱却に向けた歩みは一旦後退を余儀なくされよう。

主要アジア新興国の成長率の推移 (%)

	2013 実績	2014 実績	2015 実績	2016 実績	2017 予測	2018 予測
中国	7.8	7.3	6.9	6.7	6.7	6.5
インド	6.5	7.2	8.0	7.1	6.8	7.5
ASEAN5	5.1	4.6	4.8	4.9	5.2	5.4
タイ	2.7	0.9	2.9	3.2	3.7	4.0
インドネシア	5.6	5.0	4.9	5.0	5.2	5.6
マレーシア	4.7	6.0	5.0	4.2	5.0	5.0
フィリピン	7.1	6.1	6.1	6.9	6.5	6.5
ベトナム	5.4	6.0	6.7	6.2	6.5	6.5

(出所)CEIC DATA、予測は当社による (注)インドのみ年度ベース(4月～3月)

<sup>5</sup> モディ首相は、2016 年 11 月 8 日、最高額となる 1,000 ルピーと 500 ルピー紙幣を翌 9 日から無効とし、新紙幣への交換か預金を促した。

2. 日本経済の見通し

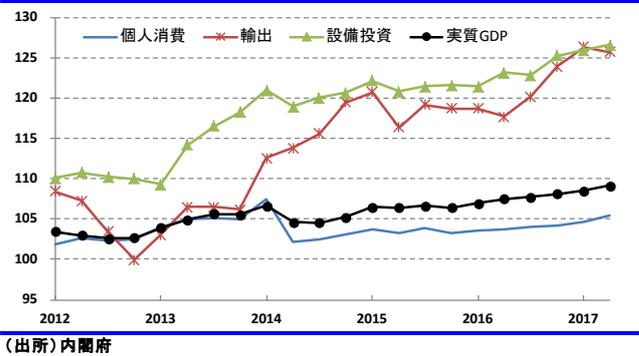
日本経済については、既に GDP2 次速報直後に見通しを改訂<sup>6</sup>したが、その後発表された 8 月の指標は、貿易統計で輸出数量指数が大幅に増加する一方で、コンビニやスーパーの売上は低迷し、輸出回復と個人消費の増勢一服という見通しに沿った結果となった。また、安部首相は 9 月 28 日の衆院解散、10 月 22 日の総選挙実施を決め、消費増税は 2019 年 10 月に予定通り行い、税収増加分のうち債務返済へ充てる予定だった 4 兆円の一部（2 兆円弱）を子育て支援など「人づくり革命」に回す方針を選挙の争点に挙げた。そのため、こうした消費増税分の使途や、増税自体の有無といった、景気を見通す上での前提は選挙結果に左右されることになるが、いずれにしても消費増税を実施し大部分を債務の返済に充てるという従来の前提より悪くなることはなさそうである。したがって、景気の先行きは、以下に示す通り先般の改訂から変わらず、消費増税後に停滞するも拡大基調は維持するという姿を予想<sup>7</sup>する。

輸出復調と国内民間需要の拡大持続に注目

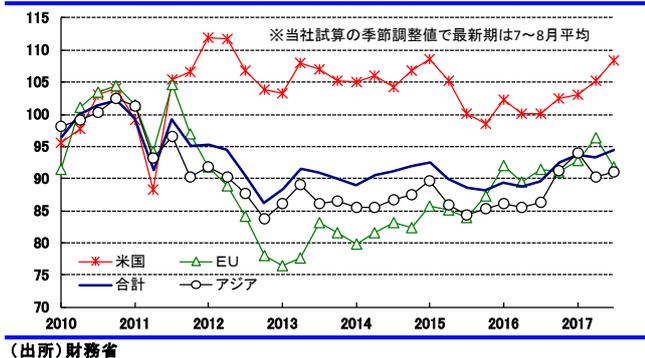
まず、9 月 8 日に発表された 2017 年 4～6 月期の GDP2 次速報の内容を改めて確認すると、これまで成長を牽引してきた輸出は前期比▲0.5%と 4 四半期ぶりに減少した一方で、公共投資が大幅に増加（前期比+6.0%）、設備投資は 1～3 月期に続く前期比+0.5%と増勢を維持し、個人消費は 1～3 月期の前期比+0.4%から 4～6 月期は+0.8%へ増勢を強めた。

こうした状況を踏まえると、公共投資は景気対策の効果一巡により反落が見込まれる中で、今後もプラス成長を持続できるかどうかは、①輸出が復調するのか、②設備投資や個人消費といった国内民間需要が増勢を維持できるか、が重要となろう。

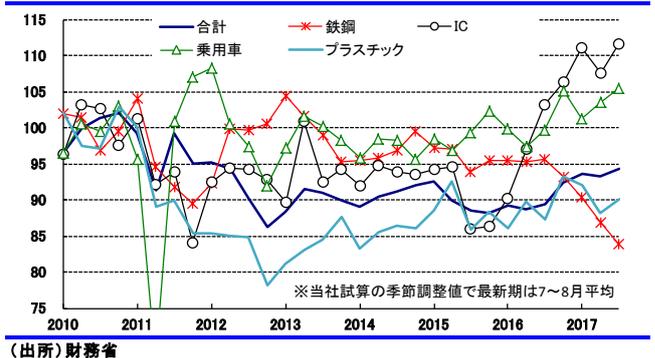
実質GDPと主な需要の推移(季節調整値、2010年Q1=100)



輸出数量指数の推移(季節調整値、2010年=100)



輸出数量指数の推移(季節調整値、2010年=100)



輸出は海外景気拡大を背景に持ち直す見込み

輸出については、5月から6月にかけて持ち直していた通関輸出数量指数が7月に前月比▲3.1%と落

<sup>6</sup> 2017 年 9 月 11 日付 Economic Monitor 「日本経済改訂見通し：成長率は 2017 年度 1.6%、2018 年度 1.2%を予想、物価目標達成は遠く消費増税先送り議論の再燃も」参照。

[https://www.itochu.co.jp/ja/economic\\_monitor/report/2017/icsFiles/afieldfile/2017/09/11/20170911\\_2017-053\\_J\\_Forecast.pdf](https://www.itochu.co.jp/ja/economic_monitor/report/2017/icsFiles/afieldfile/2017/09/11/20170911_2017-053_J_Forecast.pdf)

<sup>7</sup> 本予想には未確定につき「人づくり改革」予算の 2 兆円弱を織り込んでいない。

ち込んだが、8月は+5.4%と大幅に増加し、7～8月平均の水準は4～6月期を1.2%上回る持ち直しの動きを見せた（前ページ左図、当研究所試算の季節調整値）。また、輸出数量指数の動きを財別に見ると、輸出余力の乏しい鉄鋼（4～6月期前期比▲4.0%→7～8月▲3.3%）の減少が続いたものの、乗用車（+2.3%→+1.8%）は増勢を維持、半導体（IC、▲3.2%→+3.7%）が復調、プラスチック製品（▲4.2%→+2.1%）は下げ止まった（前ページ右図、当研究所試算の季節調整値）。

仕向地別には、米国向け（4～6月期前期比+2.0%→7～8月+3.0%）が増勢を加速させ好調を維持した。全体の31%を占める自動車が牽引した。また、アジア向け（▲3.9%→+0.9%）が4～6月期の落ち込みからリバウンドしたが、ASEAN向けの船舶や自動車、プラスチック製品、半導体が大幅に増加、鉄鋼も持ち直したことが寄与した。ASEAN向けの鉄鋼は、中国からの輸出が減少し市況が回復したことが追い風となった模様である。一方で、2四半期連続で増加していたEU向け（+3.9%→▲4.6%）は大きく落ち込み、増勢が一服した格好となった。

今後を展望すると、EU向けについては、英国経済こそ陰りが見られるものの、中核となるユーロ圏経済は増勢を強めているため、再び拡大に転じるとみられる。そのほか、米国やASEAN、中国向けについても、それぞれ堅調な景気拡大が見込まれるため、引き続き拡大しよう。

さらに、GDPベースの輸出には数量指数が示す「財」だけでなく、「サービス」を含み、その割合は概ね2割程度であるが、サービス輸出は訪日旅行者数の増加や海外生産の拡大を背景に増加基調にあり、今後も順調な拡大が見込まれる。

一方で、輸出の先行きにとって懸念材料を挙げるとすれば、円高であろう。9月上旬に1ドル=107円台まで円高が進んでいたドル円相場は、9月15日のミサイル発射以降、北朝鮮の挑発的行動が見られないこと、米FOMC（9/19-20）において金融緩和の出口戦略を予定通り進める方針が確認されたことなどから、1ドル=112円前後まで円安方向に戻している。今後も、北朝鮮情勢など地政学的リスクにより一時的に円高が進む局面があるとしても、基調としては、米国と日本のファンダメンタルズ格差、言い換えれば日米金利差（米国－日本）を反映して円安傾向となり、輸出には追い風となろう。そのため、今後の輸出は、好調な海外経済や訪日旅行者数の増加などを背景に拡大傾向を維持すると予想する。

ドル円相場の推移(円/ドル)



(出所)CEIC DATA

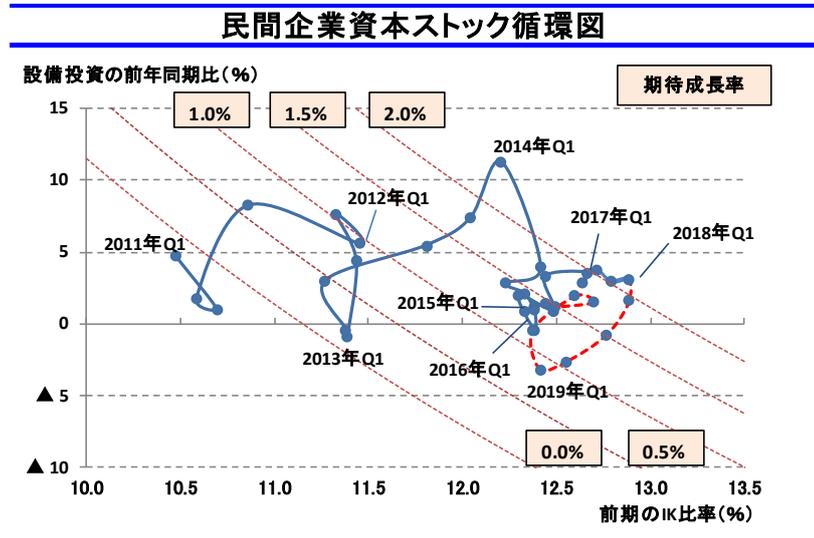
### 設備投資は当面拡大維持も 2018年度には減少

4～6月期の設備投資は、1次速報時点の前期比+2.4%という大幅増が2次速報で+0.5%へ下方修正され、予想通り過大推計であったことが確認されたが、それでも機械受注の最近の動きに比べると強過ぎる印象を受ける。ただ、設備投資と機械受注の動きの差を、建設投資の増加がある程度補ったとみることはできよう。

それよりも重要なことは拡大の持続性であり、その意味で7月の機械受注（船舶・電力を除く民需）が前月比+8.0%と4ヵ月ぶりに増加し、7月の水準が4～6月期を5.3%も上回ったことは、当面の設

備投資が増勢を維持する可能性を示唆するものであり、明るい材料である。もちろん、機械受注は毎月のブレが大きい統計であり、単月の数字だけで基調判断はできないが、ヒアリングに基づく7~9月期の内閣府予想は前期比+7.0%と比較的大きな増加を見込んでいること、各種調査で企業による今年度の設備投資計画は比較的強気の数字となっていることを踏まえると、2017年度中の設備投資は拡大基調を維持すると予想される。

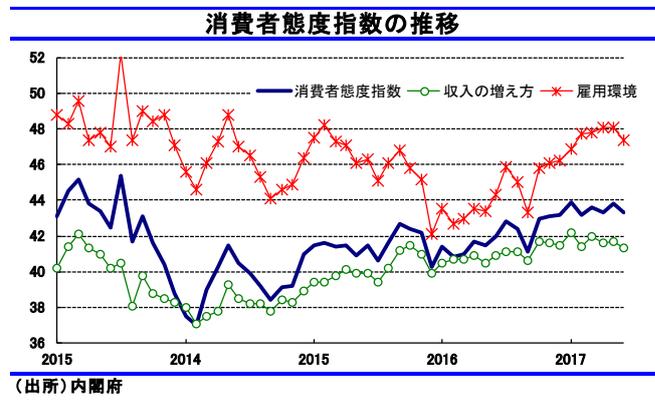
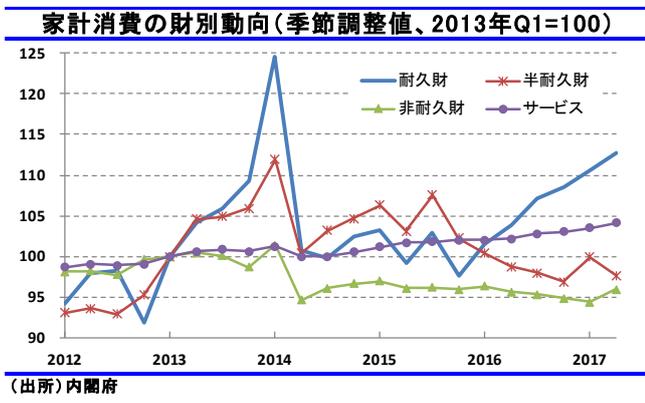
しかしながら、設備投資は2010年度以降、2016年度にかけて7年間も拡大が続いており、ストック循環の観点では既に期待成長率2%相当の水準に達している。そして、期待成長率が2%を超えて高まるとは考え難いことを踏まえると、設備投資は早晚ピークアウトする可能性が高いということになり、ある程度の景気拡大が続いたとしても2018年度に入ると減少に転じるとみておくべきであろう。消費増税が予定通り2019年10月に実施されるとすれば、その直前には一部で駆け込み的な動きが出ようが、基本的には消費増税後の景気動向に関する不透明感が企業の投資行動を抑制するとみられ、そのことも設備投資を循環的な減少局面に向かわせる一つの契機となる。



(出所)内閣府公表資料を基に伊藤忠経済研究所にて試算

個人消費は所得増を背景に消費増税後も拡大を維持

4~6月期の個人消費は、1次速報の前期比+0.9%から2次速報では+0.8%への小幅な下方修正にとどまり、耐久財(1~3月期前期比+1.7%→4~6月期+2.0%)やサービス(+0.5%→+0.6%)が増勢を強め、食料品などの非耐久財(▲0.5%→+1.7%)がプラスに転じた一方で、衣料品などの半耐久財(+3.1%→▲2.3%)が減少に転じるという財別の傾向は変わらなかった。これらのうち、半耐久財の減少は前期の反動であろうが、選択的消費が多くを占める耐久財やサービスの好調さは、消費者マインドの改善に加え、耐久財に関しては買い替えサイクルの到来が背景にある。



ただ、消費者マインドについては、代表的な指標である消費者態度指数がこのところ足踏み状態にあ

り、特に昨年終わり頃から改善が続いていた「雇用環境」が8月に大きく悪化するなど、芳しくない。耐久財消費については、2009年に導入された「家電エコポイント」や「エコカー減税」などの購入支援策から8年が経過しており、むしろ今後、買い替え需要が本格化することが期待されるが、その一方で、サービス消費に関しては関東地方を中心に今年の夏は天候不良でレジャー関連などが不振だったとみられ、少なくとも7～9月期は、これら選択的消費の拡大に大きな期待はできない。

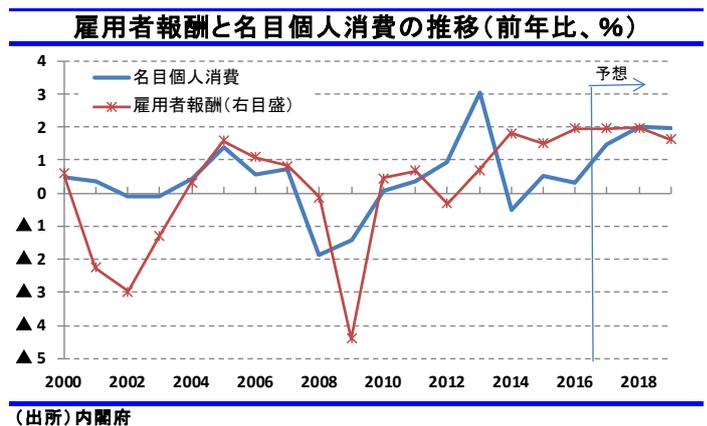
10～12月期以降の個人消費の基調は、概ね所得の拡大に見合ったものとなろう。雇用者数の拡大ペースは、失業率の下げ渋りが示す通り労働力の供給余地が乏しく、今後は徐々に弱まろう。ただ、賃金は、既にパートタイム労働者の時給の伸びが高まっており、労働者全体の平均賃金を押し下げているパートタイムへのシフトの動きがピークアウトの兆しを見せるなど、底上げの動きが強まりつつある。そのため、雇用者が受け取る給与総額（雇用者報酬）は前年比で2%程度の増加を続け、個人消費も名目で2%程度の拡大に向けた増勢加速を期待できよう。

なお、当研究所では、予定通り2019年10月に消費増税が実施されるという前提の下、個人消費は2019年に入り増勢を強め、10月以降は大きく水準を落とすと見込んでいる。ただ、その落ち込みの度合いは、①消費税率の引き上げ幅が前回の3%Pt（5%→8%）から今回は2%Ptに抑制されている上、一部の商品に軽減税率<sup>8</sup>が適用されるなど、増税インパクトが前回よりも小さいこと、②前回増税時は所定内給与の減少が続いていた<sup>9</sup>が、今回は小幅ながらも所定内賃金の上昇が見込まれ、増税インパクトを賃金上昇である程度緩和できること、③前回の消費増税時は、その前の2年間に個人消費が雇用者報酬の拡大を上回って増加したため反動落ちの余地が大きかった<sup>10</sup>が、今回はある程度の駆け込み需要を見込んでも雇用者報酬の拡大ほどには個人消費が増加しない見通しであること、などから前回の消費増税時に比べかなり小さく、増税後に個人消費が低迷するほどに冷え込むことは避けられるとみている。

デフレ脱却に向けた歩みは消費増税により一旦後退

以上を踏まえると、実質GDP成長率は2017年度に前年比+1.6%に高まるが、2018年度には設備投資のほか、住宅投資も年度前半までの調整により減速、公共投資の減少も続くことから+1.2%へ低下しよう。2019年度は、消費増税が予定通り実施されるとすれば個人消費は減速するが、輸出の拡大などから実質GDP成長率は+0.9%への鈍化にとどまり、拡大傾向は維持すると予想する。

こうした経済情勢を前提とすれば、消費者物価（生鮮食品を除く総合）上昇率は、2017年度終盤に前年比1%近くまで上昇、2018年度中には1%台半ばまで高まり、2019年10月の消費増税直前には2%

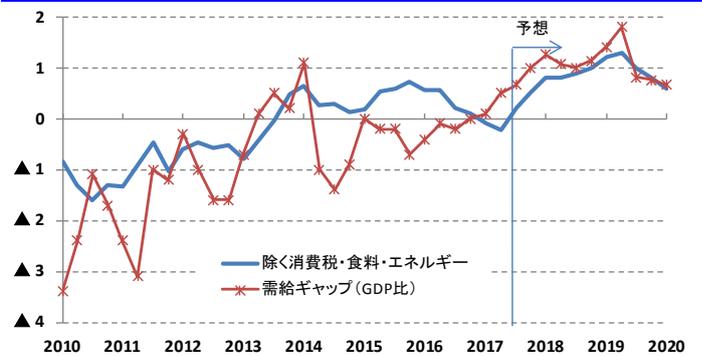


<sup>8</sup> 酒類・外食を除く飲食良品および週2回以上発行される新聞については、増税後も軽減税率8%が適用される(増税なし)。  
<sup>9</sup> 賃金のベースとなり消費行動に大きな影響を与える所定内給与(労働者平均)は、2014年度通年で前年比▲0.2%と小幅ながら減少、9年連続での減少となったが、2015年度以降は前年比プラスに転じており、2017年4～6月期、7月単月とも前年同期比+0.5%と上昇が続いている。  
<sup>10</sup> 前回の消費増税前の2012年度、2013年度に雇用者報酬(名目)は前年比▲0.3%、+0.7%と伸び悩んだが、名目個人消費は+0.9%、+3.0%と所得の伸びを上回って拡大した。増税前の駆け込み需要のほか、エコ家電やエコカー補助金などの消費刺激策が一時的に需要を押し上げたと考えられる。

近くに達する可能性もある。消費増税後は、増税分を除くと1%程度まで鈍化、政府・日銀が目標とする2%に向けた歩みは一旦後退し、再スタートを余儀なくされることになるが、需給ギャップは引き続きプラス圏内にあり、景気の拡大基調が維持される限り、デフレへ後戻りするリスクは極めて小さい。

仮にこのように、消費増税後もデフレには戻らず、景気が拡大基調を維持することが見通せるのであれば、当初予定通り、消費増税に伴う増収の大部分を財政健全化に振り向ける方が政府債務の持続性をより確実にし、中長期的な経済成長にとって望ましいという考え方もできる。今回の解散総選挙は、消費増税の是非や使い道を含め、財政健全化の重要性や具体的な進め方について真剣に議論する良い機会とすべきであろう。

消費者物価と需給ギャップの推移(前年比、GDP比、%)



(出所)内閣府、総務省、予測部分は伊藤忠経済研究所による

日本経済の推移と予測(年度)

前年比, %, %Pt	2015 実績	2016 実績	2017 予想	2018 予想	2019 予想
実質GDP	1.3	1.3	1.6	1.2	0.9
国内需要	1.2	0.5	1.6	0.9	0.6
民間需要	1.2	0.8	2.0	1.1	0.6
個人消費	0.6	0.7	1.5	1.3	0.7
住宅投資	2.8	6.6	1.0	▲3.6	▲2.2
設備投資	0.6	2.5	3.2	▲1.4	1.1
在庫投資(寄与度)	(0.4)	(▲0.4)	(0.1)	(0.4)	(▲0.1)
政府消費	2.0	0.4	0.7	0.8	0.8
公共投資	▲1.9	▲3.2	▲1.0	▲1.5	▲1.3
純輸出(寄与度)	(0.2)	(0.8)	(0.1)	(0.2)	(0.3)
輸出	0.7	3.2	4.4	3.8	3.6
輸入	0.2	▲1.4	3.8	2.4	1.9
名目GDP	2.7	1.1	2.1	1.6	2.0
実質GDP(暦年ベース)	1.1	1.0	1.6	1.4	1.0
鉱工業生産	▲1.0	1.1	4.1	1.4	1.3
失業率(%、平均)	3.3	3.0	2.8	2.7	2.5
経常収支(兆円)	17.9	20.4	19.3	17.0	17.2
消費者物価(除く生鮮)	▲0.0	▲0.2	0.6	1.3	1.8

(出所)内閣府ほか、予想部分は当研究所による。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、伊藤忠経済研究所が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠商事ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。