

日本経済情報 2017年12月号

Summary

【内容】

1. 世界経済の回顧と展望

2017年の世界経済は先進国主導で予想以上に改善

トランプ政策に振り回されるドル相場

緩和的な金融政策の継続が景気拡大を後押し

上がらない物価

過剰供給状態は解消の方向

企業マインドの改善は賃金上昇の追い風

2018年の世界経済概観

日米欧とも堅調拡大が続き過熱リスクも

アジアの堅調さ目立つ新興国経済

2. 日本経済の回顧と展望

2017年は自律的回復の兆しを確認

2018年も潜在成長率程度の景気拡大が続く見通し

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/日本経済の2017年回顧と2018年の展望

トランプ大統領の就任で始まった2017年の世界経済は、Brexitなど重大政治イベントや地政学的リスクが多かったが、予想以上に改善した。世界経済にとって2017年は、リーマン・ショックという未曾有の危機による停滞から、先進国が主導する形で正常化に向けた動きが本格化した年と言える。

また、ドル相場はトランプ大統領に対する期待と失望により、大きな変動を強いられたが、株式市場は大幅に上昇した。先進国の景気拡大や株価上昇をもたらした最大の要因は、未だ続く緩和気味の金融政策であり、さらにその背景にあるのは低い物価上昇率である。

物価が上昇しない原因は幾つか挙げられる。そのうちのひとつである過剰供給状態については、原油需給の改善や「世界の工場」中国におけるデフレ圧力の低下に見られるように解消の方向にある。また、賃上げの抑制についても、企業に前向きな姿勢が見られることから改善が期待される。すなわち、物価上昇圧力は徐々に高まる見通しである。

それでも、2018年は日米欧とも景気刺激的な金融政策が続けられ、先進国では成長が加速し加熱リスクが懸念されるほどに回復が広がろう。一方で、新興国は総じて伸び悩み、アジアの堅調さが目立つ状況が見込まれる。世界経済全体で見れば、成長率は2017年、2018年とも前年比+3.7%、先進国主導の緩やかな拡大が続く見通し。

日本経済は現在、輸出主導の景気拡大が続き、デフレ脱却に向けて緩やかながらも着実に前進している。企業業績の改善が続き賃金上昇の動きも出始めていることから、日本経済にとって2017年は、デフレ状態に後戻りしないために不可欠な自律的回復の兆しが見られた年と言える。

今後も輸出は景気好調なアジア向けを中心に拡大基調を維持、設備投資は循環的にピークアウトするが、個人消費は所得増とマインド改善により徐々に回復に向かい、2018年も潜在成長率程度の拡大を維持しよう。

消費者物価上昇率は2018年中に前年比+1%台は定着するが、日銀の目標である2%には届かず超金融緩和は長期化。そうした中での「デフレ脱却宣言」や消費増税後の可否が論点になる可能性。

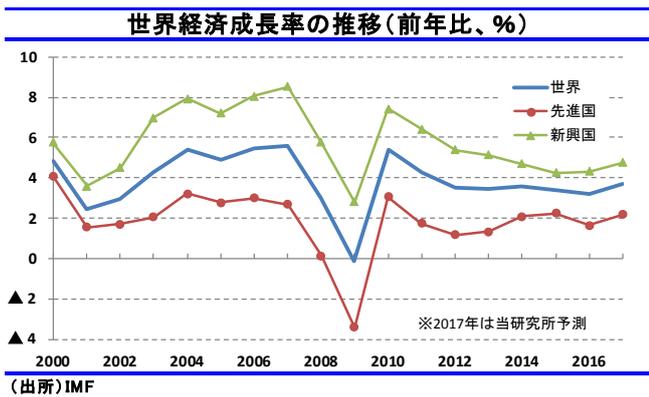
1. 世界経済の回顧と展望

2017年の世界経済は先進国主導で予想以上に改善

トランプ大統領の就任（1/20）で始まった2017年の世界経済は、その後も、決選投票で極右政党候補を下しての史上最年少マクロン仏大統領の誕生（5/7）、EUのBrexit交渉開始（6/19）と、その直前に急遽実施された英国総選挙（6/8）でのメイ首相の大敗、メルケル首相の与党が勝利するも連立政権協議が未だ難航している独総選挙（9/24）、習近平総書記の権限強化と社会主義回帰が明確となった中国共産党大会（10/18-24）など、主要国に限っても問題含みの重大政治イベントが数多く、さらには、ミサイル発射を繰り返す北朝鮮情勢の緊張、中東ではカタールとサウジアラビアとの断交、イラクとシリアの拠点を失い拡散したISISによるテロ活動活発化といった地政学的リスクなど、一年間に渡って不安定・不透明要因を抱えながらも、予想以上の改善を見せた。

その姿を数字で確認すると、世界全体の成長率¹は、2016年の前年比+3.2%から2017年は+3.7%へ高まったようである（当研究所予想）。経済規模（名目GDP）で6割強を占める先進国が2016年の前年比+1.7%から2017年は+2.2%へ成長を加速させ世界経済を牽引する中、資源価格の持ち直しという追い風もあり、4割弱を占める新興国も+4.3%から+4.8%へ成長率を高めた。

この2017年の前年比+3.7%という経済成長率は、2014年（+3.6%）を若干上回り、2011年（+4.3%）以来となるが、2011年や2010年の成長率は大きく落ち込んだリーマン・ショックの反動を含み嵩上げされている点を考慮すると、実態的にはリーマン・ショック後で最も高い成長を記録したと評価して良いだろう。そして、先進国の2017年の成長率（+2.2%）は、2011年以降、最高²となった一方で、新興国の成長率（+4.8%）は2013年以前の5%超までには回復していないことも併せて考えると、世界経済にとって2017年は、リーマン・ショックという未曾有の危機による停滞から、先進国が主導する形で正常化に向けた動きが本格化した年と言えるのではないだろうか。



トランプ政策に振り回されるドル相場

ただ、政治的リスク、特に米トランプ大統領の政策に対する期待と失望が米ドル相場への影響を通じて為替市場を変動させたことは間違いない。米ドルの絶対的な水準を示す実効相場³を見ると、2016

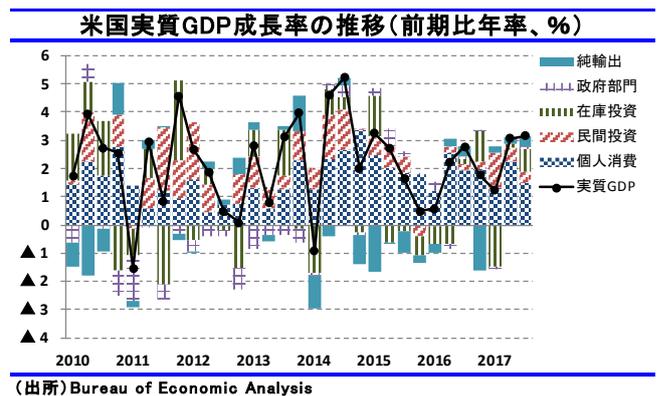
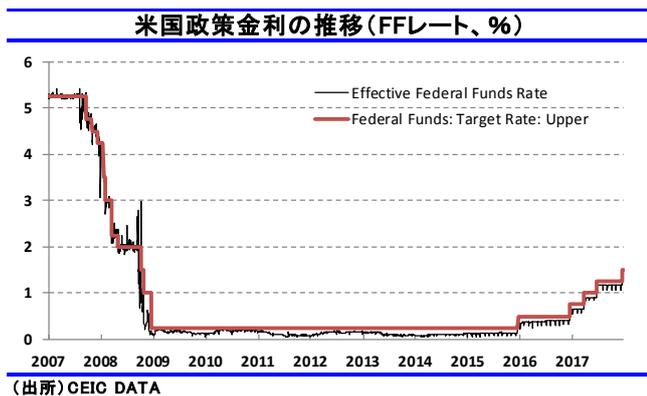
¹ IMF ベース。
² 2015年と並んで最高。
³ 米ドルとユーロや日本円など各通貨との為替相場を、貿易量でウェイト付けして加重平均し指数化したもの。各国の物価変動を考慮しない指数が「名目」、考慮した指数が「実質」であるが、短期的な変動には物価変動の影響が小さいため「名目」

年 11 月の大統領選以降、トランプ大統領の景気刺激的な経済政策に対する期待、言わば「トランプ・プレミアム」によりドル相場は大きく上昇したが、2017 年 1 月の就任後は TPP 離脱や NAFTA 再交渉など不透明感を強める政策が先行、5 月には大統領選前の水準を割り込んで低下、先行きに対する不透明感からドル相場は「トランプ・ディスカウント」状態となり、9 月上旬には 1 月のピークから約 9% 低い水準まで下落した。ただ、以降は先般議会を通過した減税法案への期待から 3% ほど値を戻している。こうした動きは当然ながらドル円相場にも影響、1 ドル=117 円台でスタートした 2017 年のドル円相場は、8 月下旬に 108 円台まで円高が進行、その後はドルの上昇に伴って徐々に円安方向に戻している（本稿執筆時点で 113 円台）。

緩和的な金融政策の継続が景気拡大を後押し

株式市場もトランプ大統領の政策に対する思惑や地政学的リスクの影響を受ける局面はあったが、主要株式指数は、独 DAX が 2016 年末比で 13.9%、日経 225 は 19.8%、NY ダウに至っては 25.3% も上昇するなど、日米欧とも活況であった。

世界経済を牽引する先進国の景気拡大や株価上昇をもたらした最大の要因は、日米欧において未だ続く緩和気味の金融政策であり、さらにその背景にあるのは低い物価上昇率であろう。米国においては、FRB（連邦準備制度理事会）が既に 2015 年 12 月、2016 年 12 月と政策金利を引き上げ、2017 年には 3 月、6 月、12 月の 3 回、約 2 年間の累計で 5 回 1.25%Pt の利上げを実施しているとはいえ、政策金利である FF レートの上限は 1.5% に過ぎず、1% 半ばで推移する物価上昇率⁴と同水準、すなわち実質金利（名目金利－インフレ率）は未だゼロ前後ということになる。一方で、米国経済は、実質 GDP 成長率が 2017 年 4～6 月期（前期比年率+3.1%）、7～9 月期（+3.2%）と 2 四半期連続で 3% 台を記録、2% 程度とされる潜在成長率を大きく上回る高成長の下、失業率が限界⁵を超える 4.1%（10 月、11 月）まで低下している中で、明らかに景気刺激的、すなわち「緩和的」である。



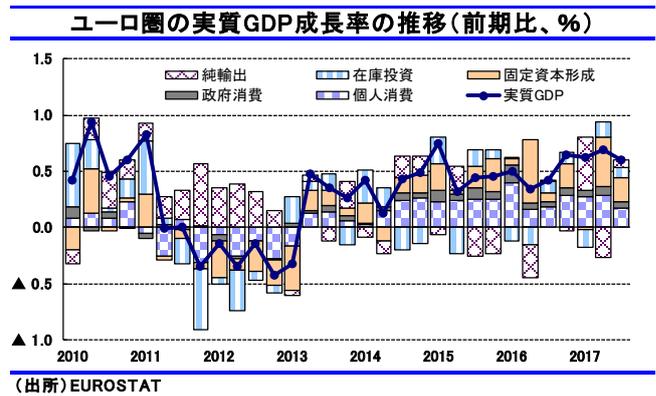
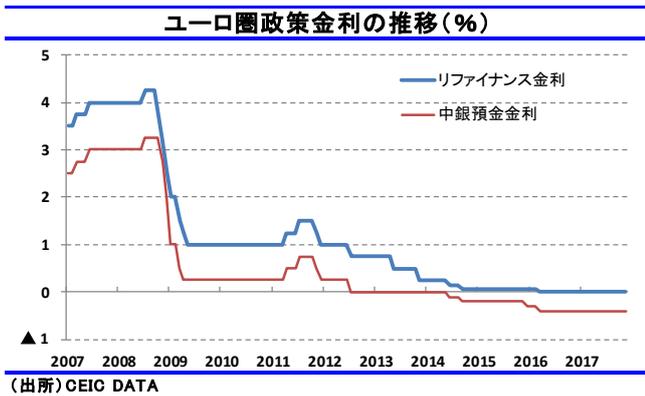
ユーロ圏においても、米国の後を追う形で金融政策は出口に向かい始めてはいる。ECB（欧州中央銀行）は 10 月の定例理事会で 2018 年 1 月以降の量的金融緩和と縮小を決定した。ただ、必要に応じて再び拡大する可能性を明示した上で、政策金利の引き上げは量的緩和終了まで行わないとするなど、慎重な姿勢を崩していない。その一方で、ユーロ圏の実質 GDP は、2016 年 10～12 月期から 2017 年 7

と「実質」の変動の相違は小さい。

⁴ 食品とエネルギーを除く「コア」の PCE（個人消費）デフレーター。

⁵ 経済学的には「均衡失業率」と呼ばれ、雇用のミスマッチにより自然に生じる失業率を意味する。その水準には各種試算結果があり幅があるが、FRB 理事の長期見通しレンジ 4.4～4.7% が一つの目安とされている。

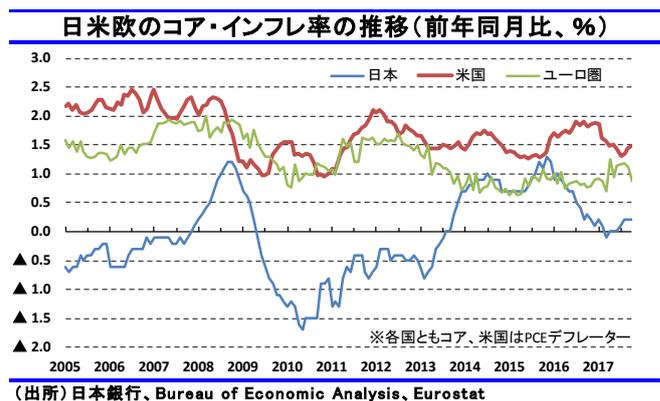
～9月期にかけて4四半期連続で前期比年率+2%超、1%台前半とされる潜在成長率を大きく上回る拡大が続いており、2013年に12%超まで上昇していた失業率も2017年10月には8.8%まで低下している⁶。ただ、失業率の直近のボトムはリーマン・ショック前に記録した7.3%（2007年11月～2008年3月）につき、米国とは異なり失業率には低下余地があり、労働市場にはまだ余裕がある。このことが、ECBに金融政策の出口戦略を急がせない背景となっており、裏を返せば今後も当面は緩和的な金融政策が続く可能性が高いということになる。



上がらない物価

日本経済も、2017年7～9月期まで実質GDPが7四半期連続の前期比プラス成長となり、デフレ脱却に向けて着実に前進しているが、日銀による超金融緩和がその大きな原動力となっていることは論を待たない。2017年という年について敢えて指摘すれば、年間を通じて政策変更が全くなかった年であり、デフレからの完全な脱却に向けて超金融緩和を辛抱強く続ける姿勢を改めて示した年となった。このように日米欧において景気拡大を後押しする緩和的な金融政策が長期間継続できるのは、過去の経験則に比して物価の上昇が遅れているためである。

ではなぜ、物価が上昇しないのか。その原因として、内外経済の現状からは①過去の手法では見出せない不稼働・低稼働な雇用や資産の残存、②長期にわたるデフレ・低インフレにより生じた価格引き上げに対する抵抗感（適格的期待形成⁷）、③グローバル化の進展を受けた海外における供給過剰状態の影響波及、④企業の慎重な賃上げ行動、などが指摘できよう。これらのうち、①については景気の拡大が今後も続けばいずれは解消するとみられ、②についても緩やかとはいえ物価上昇率は高まりつつあるため時間を掛ければ解決できる問題であろう。



⁶ ユーロ圏経済についての詳細は、2017年12月22日付け Economic Monitor「ユーロ圏改訂見通し：2019年に向け2%前後の成長が続く」参照。

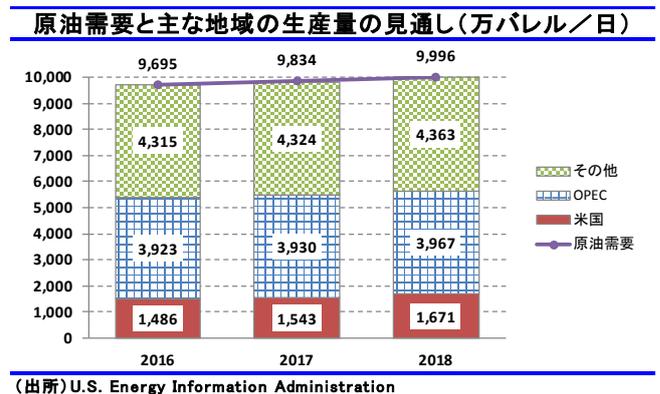
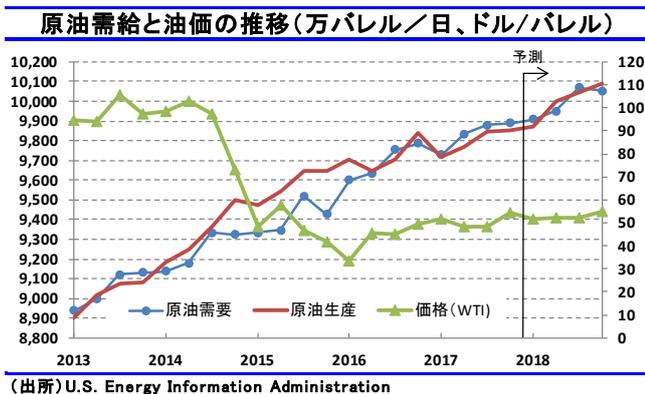
https://www.itochu.co.jp/ja/economic_monitor/report/2017/_icsFiles/afieldfile/2017/12/22/20171222_2017-072_E_Dec2017.pdf

⁷ 「適格的期待形成」とは将来の物価上昇について、過去の物価動向に基づいて予想する行動のこと。これに対して、環境変化を踏まえて将来の物価動向を予想する行動を「合理的期待形成」と呼ぶ。なお、量的金融緩和は「合理的期待形成」に働きかける政策である。

過剰供給状態は解消の方向

③についても、2017年に一部で解消が見られた。代表的な例として、まずは原油が挙げられる。米EIA（U.S. Energy Information Administration）によると、2015年の原油消費量は世界全体で日量9,407万バレルであったが、これに対する生産量は9,578万バレルあり、消費量を171万バレルも上回っていた。2016年も生産量（9,724万バレル）が消費量（9,695万バレル）を29万バレル上回る供給超過の状態が続いていたが、2017年はようやく生産量（9,797万バレル）が消費量（9,834万バレル）以下に抑制された模様である。2016年11月30日のOPEC総会での減産合意（120万バレル）と、翌12月のロシアなどOPEC非加盟国の一部による減産合意が寄与した。原油販売収入に多くを依存する産油国にとって、原油価格（WTI）が2014年までの1バレル=100ドル前後から2016年に一時20ドル台まで下落したことは、国家運営上の大きな問題であった。また、原油価格の下落により、北米シェールオイル生産企業の業績が悪化、資金調達力が低下し、原油生産量の抑制を余儀なくされた影響もあった。

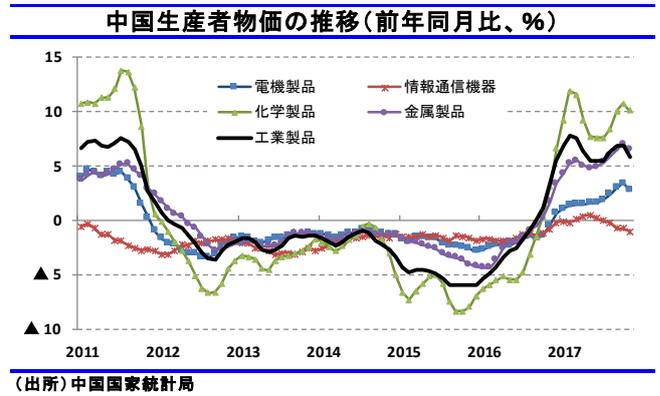
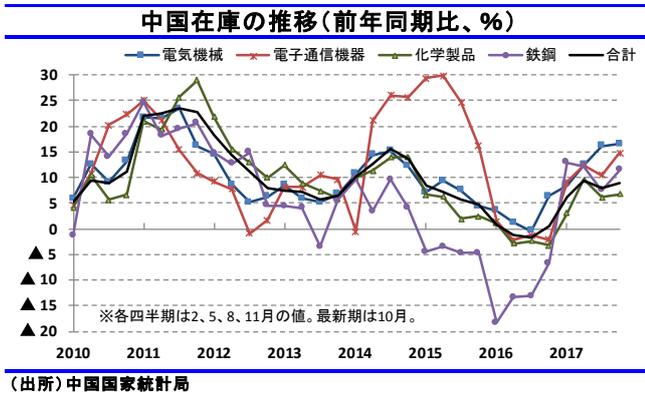
なお、2018年については、OPECを中心とする主要産油国が2018年3月末までとしていた減産期限を12月末まで延長することを決めた一方で、北米シェール生産企業は最近の原油価格持ち直しを受けて再び増産に舵を切っているため、原油需給は概ね均衡する見通しである。原油価格の大幅な上昇は見込み難いものの、少なくとも原油相場が物価上昇を抑制する要因とはならないであろう。



そのほか、石炭についても、中国において過剰生産能力削減や環境規制強化の動きを背景に供給力が抑制されており、最近の石炭相場上昇が示す通り需給状況は改善しつつある。

中国に関しては、「世界の工場」という観点で、デフレ圧力が抑制されていることに注目したい。中国政府は、鉄鋼など建設資材を中心に工業製品の過剰供給状態の解消を進めており、このことが過剰な在庫積み増しを防ぎ、製品価格の大幅下落回避に貢献している。かつて中国では、景気が好転すると企業は過大な生産力を背景に競って増産し、在庫が大きく積み上がって製品価格が下落、企業は大幅減産と輸出を含めた安値販売により対応、国内市場のみならず海外でも「デフレの輸出」と称される物価下落圧力となっていた。ところが、最近では政府による過剰生産能力の削減に加え、企業自身の在庫管理強化もあり、早目の生産抑制により需給悪化を出発点とする物価下落圧力は弱まっている。実際のデータで確認すると（下図）、中国の在庫はリーマン・ショック後の景気拡大の勢いに乗って2011年には前年比2割を超えて拡大、これらが過剰在庫となり、2012年に生産者物価は前年比でマイナスに転じた。そして、2014年には在庫調整がある程度進んだこともあり生産調整の手が緩められ

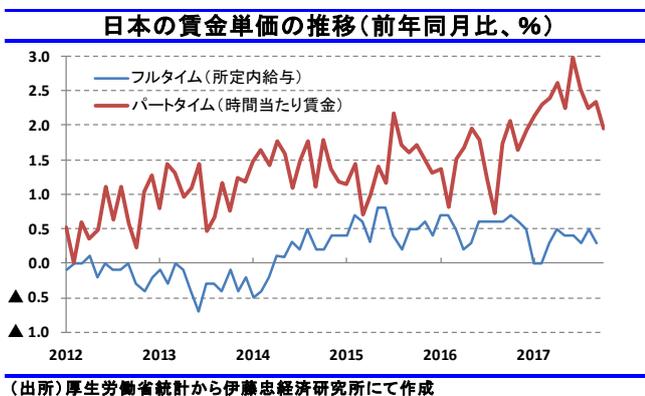
た結果、再び在庫が積み上がり生産者物価の下落が加速したため、2016年にかけて在庫が前年比でマイナスに転じるほどの大幅な調整を余儀なくされた。



ところが、2017年に入ると、大幅な在庫調整の効果に加え、資源価格の回復、過剰設備削減の進展もあり、生産者価格は上昇傾向が定着している。さらに、2017年半ばに在庫が前年比1割近く増加したところで早くも生産調整に入り在庫の増加が抑えられているため、生産者価格に目立った下落が見られていない。こうした中国の過剰生産体質からの脱却は、「世界の工場」発のデフレが海外へ波及するリスクを低下させている。

企業マインドの改善は賃金上昇の追い風

④企業の慎重な賃上げ行動については、国・地域によって状況が異なる。ユーロ圏では、前述の通り未だ失業率に低下余地があり、賃金上昇圧力はさほど高まっていない状況であろう。ただ、日米については、ともに労働需給が逼迫しており、経験則上は賃金上昇ペースが加速してもおかしくない状況にある。しかしながら、日本においては労働需給の状況を受け易いパートタイム労働者の賃金こそ前年比で2%超まで上昇率を高めているが、フルタイム労働者の基本給(所定内給与)は0.5%程度の増加にとどまっている。米国においても、時間当たり賃金の伸びが前年比で2%前後から2%台後半へ高まったものの、失業率の低下が続いている割には伸び悩んでいる。この点においては、日本のパートタイム労働者の賃金も同様である。



この背景として、マクロ的には労働生産性の伸び悩みが指摘され、そのほか、IT技術などにより代替され易い職種で労働の価値が低下していること、雇用の多様化などが労働力供給の限界を引き下げている可能性、といった要因も考えられるが、根本的には企業が賃金を引き上げてまで雇用を拡大させ

る必要性を感じていないことがあろう。つまり、成長への食欲さの欠如、機械化など労働力を代替する手段へのシフト、といった企業の姿勢が労働力の需要サイドにおいて賃金上昇を妨げる大きな要因となっているのであろう。しかしながら、前者に関しては、日欧米とも世界経済の復調を背景に企業は設備投資を積極化させており、改善方向にあると言える。後者については、IoTやAIといった分野の活況を見る限り、今後もその流れが続くのであろうが、相当の技術革新の加速がなければ、短期的には限界があろう。そのため、今後も景気が拡大し労働需要の増加が続けば、成長を目指すため、賃金の上昇を受け入れて雇用を拡大させる企業が増えていくと考えるのが自然であろう。

2018年の世界経済概観

以上のように、世界経済は現在、政治的・地政学的リスクが数多い中で堅調な拡大を維持しており、緩和的な金融政策という支援の下で、リーマン・ショックの後遺症を乗り越え自律的な成長を取り戻しつつある。一般的に、こうした正常な景気拡大にブレーキを掛けるのは、物価の行き過ぎた上昇（インフレ）、ないしはその懸念を未然に防ぐための金融引き締めである。

2018年は、前述の通り物価上昇圧力が徐々に高まっていくと考えられるが、金融政策の出口戦略において先行している米国でもせいぜい1年間で4回、計1.0%Pt程度の利上げにとどまるとみられる。実質GDPが年率2~3%のペースで拡大している経済に対して、実質金利が1%程度へ上昇したとしても、それは成長を妨げるどころか、依然として景気刺激的である。ユーロ圏や日本に至っては、2018年中も量的金融緩和が継続される見込みであり、景気の拡大を加速させる可能性すらある。つまり、日米欧とも金融政策は引き続き景気拡大を後押しすることとなろう。

【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	2013 実績	2014 実績	2015 実績	2016 実績	2017 予測	2018 予測	2019 予測	(%)		
									2017 1-3	2017 4-6	2017 7-9
世界	100.0	3.5	3.6	3.4	3.2	3.7	3.7	3.6	-	-	-
先進国	61.2	1.3	2.1	2.2	1.7	2.2	2.3	2.0	-	-	-
米国	24.7	1.7	2.6	2.9	1.5	2.2	2.6	2.2	1.2	3.1	3.2
ユーロ圏	15.8	▲0.2	1.3	2.0	1.8	2.3	2.1	1.8	2.5	2.8	2.4
日本	6.6	2.0	0.4	1.4	0.9	1.7	1.1	1.3	1.5	2.9	2.5
新興国	38.8	5.1	4.7	4.3	4.3	4.8	4.7	4.7	-	-	-
アジア	21.4	6.9	6.8	6.8	6.4	6.6	6.5	6.4	-	-	-
中国	14.9	7.8	7.3	6.9	6.7	6.8	6.5	6.3	6.9	6.9	6.8
ASEAN5	2.8	5.1	4.6	4.9	4.9	5.4	5.4	5.3	5.1	5.3	5.6
インド	3.0	6.4	7.5	8.0	7.1	6.8	7.5	7.8	6.1	5.7	6.3
中東欧	2.4	4.9	3.9	4.7	3.1	4.5	3.5	3.3	-	-	-
ロシア	1.7	1.8	0.7	▲2.8	▲0.2	1.8	1.6	1.5	0.5	2.5	1.8
中南米	3.7	2.9	1.2	0.1	▲0.9	1.2	1.9	2.4	-	-	-
ブラジル	2.4	3.0	0.5	▲3.8	▲3.6	0.7	1.5	2.0	▲0.4	0.3	1.4

(出所)IMF(WE0201710) (注)各年の数字はインドのみ年度、その他は暦年で前年比。国別のシャド一部はIMFによる予測。

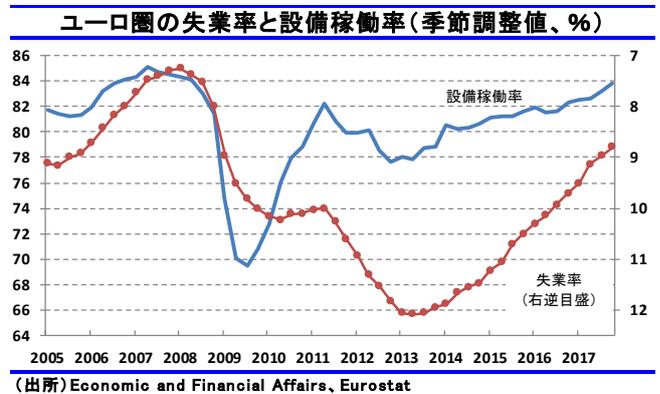
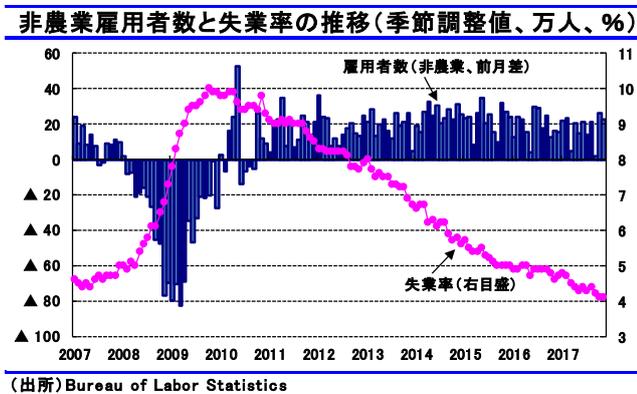
その結果、先進国の成長率は2017年の前年比+2.2%から2018年は+2.3%へ若干加速する見通しである。一方で、新興国においては、資源相場持ち直しの動きが一巡し資源国の成長加速はあまり期待できないほか、中国では経済成長より構造改革が優先され、政治的に不安定なブラジルは低成長が続くなど総じて伸び悩み、全体では2017年の+4.8%から2018年は+4.7%へ若干減速すると予想する。

なお、米国の利上げに伴う新興国からの資金還流を懸念する声もあるが、米国では利上げをしても景気の堅調拡大が続きリスク許容度が高まるため、必ずしも新興国からの資金流出につながるとは言えず、新興国への投資資金の行方は最終的にその国の状況に大きく左右されよう。

以上より、世界全体の成長率は、2018年も2017年と同じ前年比+3.7%を維持し、先進国では景気の回復感が一段と広がる状況が予想される。主要国・地域の状況は以下の通り。

日米欧とも堅調拡大が続き過熱リスクも

米国経済は、雇用増と賃金上昇を原動力とする個人消費主導の成長を持続しており、景気拡大期待などから民間投資にも持ち直しの動きが出始めている。トランプ政権が公約とする諸施策のうち、規制緩和は徐々に実現しているが、2018年には法人税・所得税減税の実施により個人消費や設備投資が増勢を強めるとみられ、成長率は2017年の前年比+2.2%から2018年は+2.6%へ加速すると予想する。



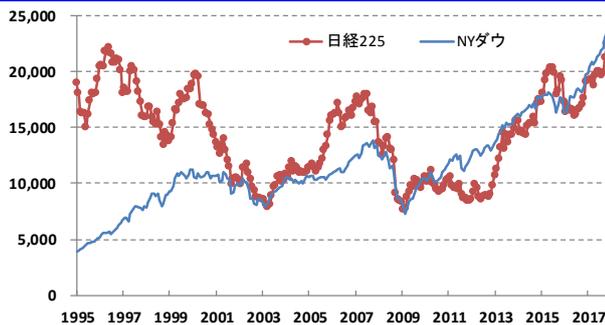
ユーロ圏経済は、雇用情勢の改善や設備稼働率の上昇、金融緩和の効果により個人消費や固定資産投資など内需が拡大している。英国のEU離脱交渉が離脱条件から移行期間へ議論が進み離脱後の混乱リスクはやや低下したが、ドイツ連立政権協議は難航、イタリアの総選挙や不良債権問題を抱えるなど、政治・金融リスクを残している。これらのリスクが大きなショックに至らなければ、2018年も内需主導の景気拡大が続き、成長率は2017年の前年比+2.3%から+2.1%へ若干減速するが、引き続き1%台前半とされる潜在成長率を上回り堅調な景気拡大が続く見込み。

日本経済は、2017年7～9月期まで7四半期連続で前期比プラス成長を記録、デフレ脱却に向けて着実に前進している。今後も良好な海外景気を背景に輸出は増勢を維持し、個人消費も家計所得の増加を受けて緩やかに拡大、2018年中には消費者物価上昇率が1%程度まで高まり、デフレ脱却が見通せる状況まで回復する見通し。2018年の成長率は、設備投資の増勢が一服することもあって2017年の前年比+1.7%から+1.1%への減速するが、1%程度とされる潜在成長率は上回り景気拡大が続くと予想する。

好調持続が見込まれる2018年の先進国経済において、懸念材料はむしろ景気の過熱であろう。その場合、本来であれば物価上昇が加速し景気拡大に歯止めを掛けるはずであり、先に見た通り、その可能性は以前よりは高まっているが、当面はこれまでのように物価の上昇が緩やかなものにとどまり、緩和的な金融政策が維持される見込みである。すなわち、景気実態に比べて過度に資金が供給されるため、余剰な資金が不動産や株式などの資産に向かい、それらの価格が適正水準を超えて上昇する恐

れがある。株式相場の適正水準を測る目安の一つに、時価総額と名目 GDP との比率があるが（通称「パフェット指標」）、その水準は米国では 2000 年の IT バブル期に接近、日本でも 1 倍を超えたリーマン・ショック直前を上回って上昇しており、既に適正水準を超えつつあるという見方もできる。いずれにしても、今後は株式相場が実体経済に比べさらに上方に乖離していく可能性があり、その結果、何らかのショック、例えば金融政策が引き締め度合いを強めたり、景気に減速の兆しが見られるなどの変化を受けて、株価が急落するリスクも高まることになる。今後の株式など資産価格の動向には十分に注意する必要がある。

日経平均株価とNYダウ平均株価の推移(円、ドル)



(出所)CEIC DATA

日米パフェット指標の推移(倍)



(出所)bloomberg、東京証券取引所、内閣府

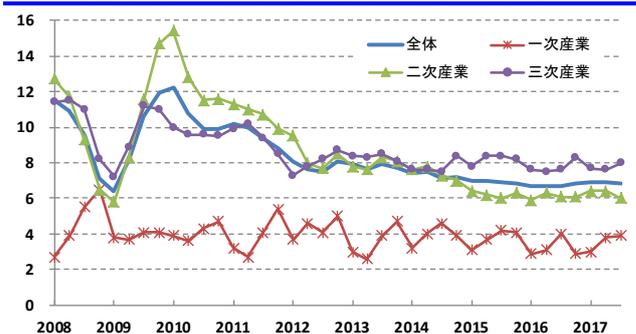
アジアの堅調さ目立つ新興国経済

新興国においては、減速するとはいえ中国経済は高い成長を維持、ASEAN は総じて堅調な拡大を続け、インドは再び成長率を高めるなど、アジア地域の堅調さが目立つ状況が見込まれる。

中国経済は、2017年7～9月期の実質GDP成長率が前年同期比+6.8%へ小幅鈍化(4～6月期+6.9%)したが、政府の不動産投資抑制策を受けた建設業の減速が主因であり、製造業は堅調拡大を維持、三次産業は個人消費関連を中心に好調さを持続している。2018年の経済政策の方針を決める中央経済工作会議が12月に開催され、「高度成長から高品質発展への転換」を目指すことを確認した上で、「安定成長、改革促進、構造調整、民政改善、リスク防止」を推進するとした。すなわち、経済構造の調整を進めるため改革を促進しつつ、金融面などのリスクを防いで安定成長を維持し、国民生活の改善を実現する方向性ということであろう。そのため、政府は今後も不動産投資の抑制や環境規制の強化などにより構造改革を進め、その副産物としての成長減速をある程度許容しよう。ただ、政府は国民生活の質を落とすほどの景気悪化は望まず、故にインフラ投資は比較的高い伸びを維持し、さらには輸出拡大や個人消費の堅調拡大も見込まれるため、成長率は2017年の前年比+6.8%から2018年は+6.5%への減速にとどまり、良好な景気状態が続くと予想する。

ASEAN 経済は、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)で GDP 成長率がいずれも加速している。各国とも輸出が景気の牽引役となり、個人消費を中心に旺盛な内需も活発化している。これら 5 カ国のうち、最大の経済規模を誇るインドネシアは、個人消費の堅調拡大が続く

中国実質GDP成長率の推移(前年同期比、%)

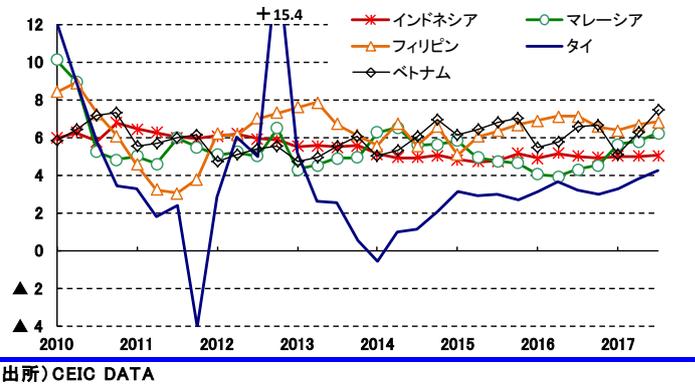


(出所)国家統計局

中、輸出や機械投資が回復し、景気は持ち直しの兆しを見せている。インフレ率の低下を受けて金融緩和余地もあり、今後は内需が増勢を強め徐々に回復に向かうとみられる。

5 カ国の中で最も低い成長が続いていたタイも、国内自動車販売は需要先食いの影響が残り低迷が続いているが、低インフレと低金利、所得増により個人消費全体では堅調に拡大している。輸出も自動車は不振ながら、機械が好調を維持、電機も高い伸びを維持し全体で増勢を強めており、今後は輸出拡大が牽引する形での景気拡大が期待される状況にある。ただし、2018年には民政復帰に向けた総選挙が予定されているため、政治面での混乱リスクに注意が必要であろう。

ASEAN主要国実質GDPの推移(前年同期比、%)

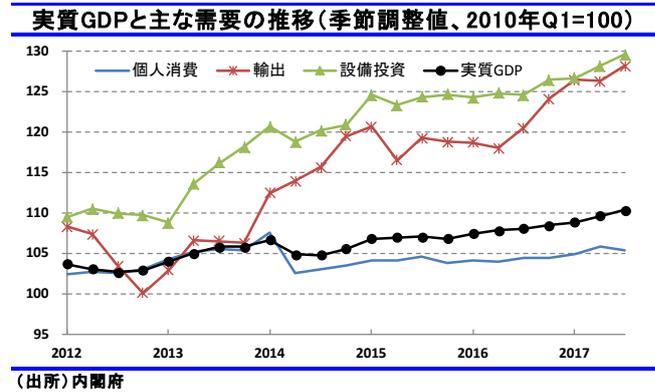
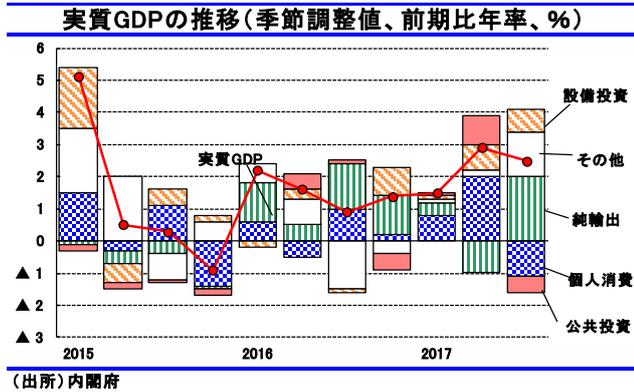


そのほか、マレーシアは、雇用拡大・所得増により個人消費が増勢を強め、固定資産投資は持ち直すなど内需の堅調拡大が続く中、輸出も主力の電気・電子製品や石油製品、輸送用機器を中心に増勢加速、成長率は一段と高まり景気は好調である。5 カ国中最も高い成長率を誇っていたフィリピンは、過熱感もあり個人消費や固定資産投資がやや減速するも、機械や電子部品などの輸出が好調、成長率は小幅ながらも加速している。最後にベトナムは、韓国メーカー主導による生産・輸出の拡大や、低インフレを背景とした個人消費の堅調な増加が成長をけん引し、最近ではフィリピンを抜いて ASEAN5 カ国中最高の成長率を記録している。これら3カ国は、いずれも良好な海外経済動向を受けて輸出が増勢を維持し、その恩恵が内需を押し上げる好循環により、2018年も堅調な景気拡大を続けると見込まれる。

2. 日本経済の回顧と展望

2017年は自律的回復の兆しを確認

前章で触れた通り、日本経済は現在、輸出主導の景気拡大が続き、デフレ脱却に向けて緩やかながらも着実に前進している。12月8日に発表された2017年7～9月期のGDP2次速報も、事前の予想を大きく上回る前期比+0.6%（年率+2.5%）となり、2四半期連続で年率2%を超える成長を記録した。



ただ、この高成長は民間在庫投資（GDPに対する前期比寄与度+0.4%Pt）によるところが大きく、早ければ10～12月期にも反動落ちが見込まれる。そのほか、7～9月期に前期比▲2.4%と比較的大きな落ち込みを見せた公共投資は、今年度補正予算で追加が見込まれる事業が執行されるまでの端境期を迎え、10～12月期には一段と落ち込む可能性がある。さらに、7～9月期に7四半期ぶりとなる前期比マイナス（▲1.0%）に転じた民間住宅投資も、先行指標である住宅着工戸数が減少傾向に転じているため、10～12月期も減少が続く可能性が高い。

このように減少要因が多数あるため、10～12月期の成長率が前期比でプラスを維持できるかどうかは予断を許さない状況にある。それでも、2017年の日本経済は、景気の拡大の企業業績の改善が続き、11月には失業率が24年ぶりとなる2.7%まで低下するなど労働需給は一段と逼迫、パートタイム労働者の賃金が上昇、冬のボーナスも前年を上回り、企業利益から家計所得への波及経路に広がりが出始めていることは間違いない。日本経済にとって2017年は、デフレ状態に後戻りしないために不可欠な自律的回復の兆しが見られた年と言うことができよう。

日本経済が2018年に自律的な回復を確立できるかどうかは、これまで景気拡大を牽引してきた輸出のほか、今のところ緩やかな拡大を維持している設備投資、足取りの重い個人消費という需要三本柱の行方にかかっていることは言うまでもない。以下、それぞれについて見ていくことにする。

輸出：アジア向け中心に拡大持続

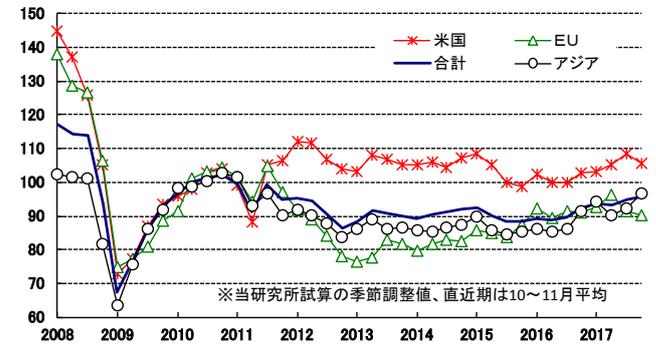
輸出は、10月にやや勢いを欠いた通関数量指数が11月に堅調さを見せ、拡大基調の継続を期待できる状況にある。11月の通関輸出数量指数は、当研究所試算の季節調整値で前月比+6.5%となり、10月の落ち込み（前月比▲3.0%）を補って余りある増加となった。この結果、10～11月平均では7～9月期の水準を0.9%上回り、GDPベースでも10～12月期も輸出の拡大が続く可能性が高まった。

通関輸出数量指数を仕向地別に見ると、米国向けは10～11月平均の水準が7～9月期を2.5%、EU向けが1.3%下回ったものの、アジア向けは4.9%、うち中国向けは6.9%も上回り、輸出全体を押し

上げた。米国向けは主力の自動車こそ横ばいにとどまったが、鉄鋼やプラスチック製品が大きく落ち込んだ。一方で、アジア向けは、自動車（完成品）や鉄鋼、半導体が好調であった。

今後を展望すると、足元で軟調な欧米向け輸出は、①米国、ユーロ圏とも引き続き緩やかな金融政策の下、良好な企業のセンチメントと家計の所得環境を背景に、堅調な拡大が続くことに加え、②日銀の超緩和政策の継続によりドル円相場は円安傾向が見込まれるため、次第に拡大傾向を取り戻すと予想される。また、アジア向け輸出は、中国経済は減速すれど高成長を維持、ASEAN 経済は成長加速が見込まれるため、堅調拡大が続こう。そのため、輸出は今後も景気の牽引役となろう。

輸出数量指数の推移(季節調整値、2010年=100)



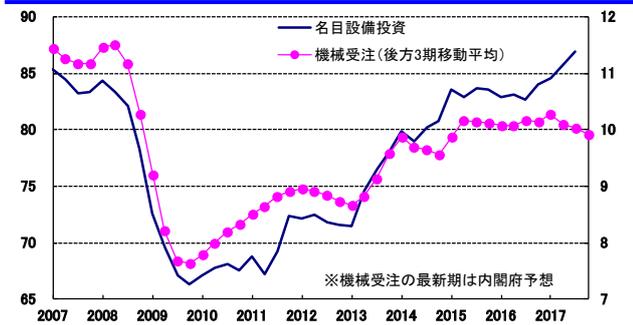
(出所)財務省

設備投資：当面拡大維持も 2018 年中には減少へ

設備投資は、7~9 月期まで 4 四半期連続で前期比プラスを維持しているが、その拡大ペースは平均で +1.0%の緩やかなものにとどまっている。さらに、先行指標である機械受注（船舶・電力を除く民需）は、7~9 月期こそ前期比+4.7%と増加に転じたものの、前 2 四半期の減少（1~3 月期▲1.4%、4~6 月期▲4.7%）を補い切れず、均してみれば緩やかな減少傾向から脱していない。10 月の機械受注も前月比+5.0%と増加したが、その水準は 7~9 月期を 0.3%上回る程度にとどまっている。

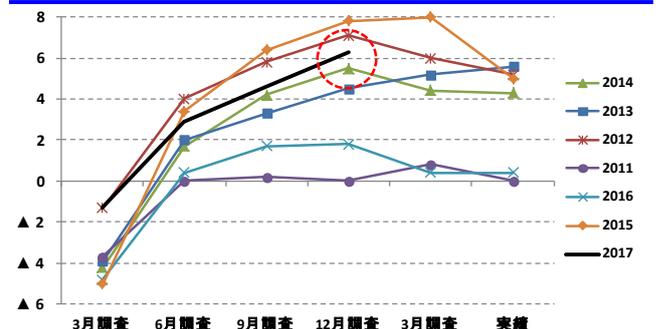
それでも、先週発表された 12 月調査の日銀短観では、2017 年度の設備投資計画（全産業・規模合計）が 9 月調査の前年比+4.6%から+6.3%へ上方修正され、今年度中は設備投資の底堅い拡大が続く可能性が高いことが示された。上記の設備投資と機械受注とのギャップは、足元で増勢を強める建設投資の動きで概ね説明が付くことも踏まえると、2017 年度下期中に限れば設備投資の増勢が続くということであろう。

設備投資と機械受注の推移(季節調整値、年率、兆円)



(出所)内閣府

日銀短観設備投資計画の推移(前年比、%)



(出所)日本銀行

しかしながら、年度単位で見れば、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期待成長率が 2%程度以上に高まらない限りピークアウトが近く、2018 年度に入ると設備投資は減少に転じるという当研究所のこれまでの見方⁸を覆すほどの材料もな

⁸ 詳細は、2017 年 9 月 26 日付「日本経済情報 2017 年 9 月号」参照。

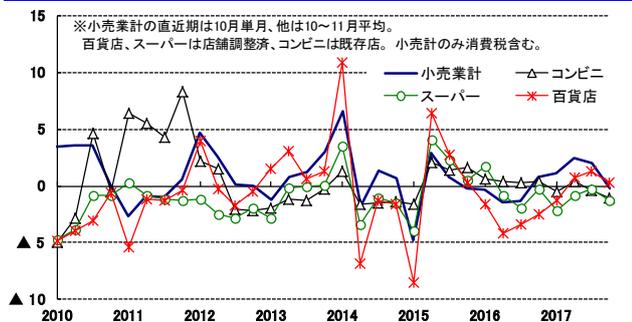
い。そのため、設備投資は当面緩やかな拡大を続けるものの、2018年中のどこかでは減少に転じるとみておいた方が良いでしょう。

個人消費：所得増とマインド改善により徐々に回復

個人消費は7～9月期に前期比▲0.5%と比較的大きな落ち込みを見せたが、前期（4～6月期）の大幅増（前期比+0.9%）の反動という面が大きい。ただ、10月の小売売上高は、7～9月期の前年同期比+2.0%に対して前年同月比▲0.2%と落ち込んでおり、足取りは重い。11月の主要業態の売上も、百貨店こそインバウンド需要に支えられ前年同月比+2.2%（既存店）と2ヵ月ぶりに増加したが、スーパーは▲0.6%で4ヵ月連続、コンビニは▲0.3%で6ヵ月連続のマイナスを記録（いずれも既存店）、10月以降も国内消費者の物販需要に限れば低迷している。

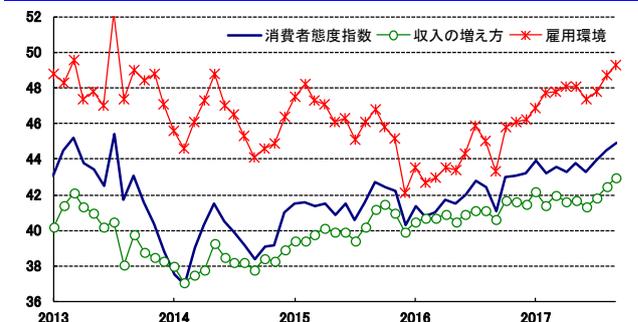
そうした中、ボーナス商戦は好調なスタートを切った模様であり、今後の個人消費を展望する上で明るい材料と言える。まずは今冬のボーナス支給額を確認すると、経団連の年末賞与・一時金妥結状況は第一回集計（11/6）で前年比▲1.19%とマイナスであったが、最終集計（12/25）では+0.01%とかわろうじてプラスとなり、より対象範囲が広い日経新聞のボーナス調査（12月1日）では前年比+0.89%、9年ぶりの高水準という結果になった。景況感の改善が中小企業まで広がっていることや、中小企業で特に人手不足感が強いことも踏まえると、大企業よりも中小企業でボーナスが増加している可能性が高い。支給額の増加を受けて、同じく日経新聞（12/12）は、百貨店で冬物衣料や比較的高価な日用品・化粧品が好調だったほか、家電量販店では有機ELテレビの販売が大幅に増加したと報じている。

主な業態の小売売上高の推移（前年同期比、%）



（出所）経済産業省、各業界団体

消費者態度指数の推移



（出所）内閣府

さらに、消費者マインドは、良好な雇用情勢や賃金上昇を背景に、代表的な指標である消費者態度指数が11月に44.9と2013年9月（45.4）以来の水準まで回復するなど、好転している。12月のボーナス支給を受けて、消費マインドが一段と改善、個人消費の回復を後押しすることが期待される。また、以前から指摘している通り、リーマン・ショック直後の家電や自動車の大規模購入支援策実施から7年以上が経過し、今後は買い替えサイクルを迎える耐久財が増えていくとみられる。そのほか、企業業績の改善や籠城需給の逼迫を背景に来春闘では一定の賃上げが見込まれる。緩やかながらも賃上げが継続されることは将来期待所得を高め消費者の財布の紐を緩めることとなる。

ここ数年の個人消費は所得の伸びを大きく下回る拡大ペースにとどまっていたが、今後は少なくとも所得増に見合ったペースでの消費拡大、具体的には名目で前年比+2%程度の伸びは十分に見込める

であろう。なお、2018年度終わり頃からは2019年10月の消費増税を控えた駆け込み需要が見込まれる一方、2019年度後半は反動で大きく減少するが、今回の増税引き上げ幅が前回より小さいことや、所得環境が良好なことなどを踏まえると、その落ち込み幅は前回（2014年4月）の消費増税ほどではないとみられる。

2018年も潜在成長率程度の景気拡大が続く見通し

以上の通り、今後は設備投資が一旦ピークアウトするものの、輸出は拡大基調を維持、個人消費も徐々に回復に向かうとみられるため、日本経済は拡大基調を維持する見通しである。実質GDP成長率は、2017年に前年比+1.7%（2017年度+1.6%）に高まるが、2018年には設備投資のほか、住宅投資も年度前半は減少が続き+1.1%へ低下する。それでも、内閣府が1.1%と推計する潜在成長率程度の伸びは確保し、デフレ脱却に向けたモメンタムは維持される。

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、2018年中に1%前後まで高まり、1%台が定着する見通しである。政府が1%程度の物価上昇をもって「デフレ脱却宣言」に踏み切るならば、その条件は2018年中に整うこととなる。

ただ、2019年10月に予定される消費増税後の物価上昇率は、増税分を除くと1%を割り込み日銀が目標とする2%は遠のくため、現在の超金融緩和政策は2019年度中も継続される見通しである。そのため、2019年度の実質GDP成長率は個人消費の減速により+0.9%へ低下しデフレ脱却に向けた動きは一旦停滞するものの、大規模な金融緩和が続けられる下で、消費増税をきっかけに景気が後退局面入りする可能性は低いと予想する。2018年は、こうした先行きの見通しを踏まえて、「デフレ脱却宣言」や消費増税の可否について難しい判断を迫られることとなる。

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	1.4	1.2	1.6	1.1	0.9
国内需要	1.3	0.4	1.2	0.7	0.6
民間需要	1.4	0.4	1.5	0.8	0.7
個人消費	0.8	0.3	1.3	1.3	0.7
住宅投資	3.7	6.2	0.6	▲3.0	▲2.8
設備投資	2.3	1.2	3.0	▲1.6	1.2
在庫投資(寄与度)	(0.4)	(▲0.3)	(▲0.0)	(0.2)	(0.0)
政府消費	1.9	0.5	0.5	0.8	0.8
公共投資	▲1.6	0.9	▲1.4	▲0.7	▲2.4
純輸出(寄与度)	(0.2)	(0.7)	(0.5)	(0.4)	(0.3)
輸出	0.7	3.4	4.9	4.2	3.7
輸入	0.3	▲1.1	1.8	1.7	2.0
名目GDP	3.0	1.0	1.6	1.3	2.3
実質GDP(暦年ベース)	1.4	0.9	1.7	1.1	1.3
鉱工業生産	▲1.0	1.1	4.3	2.3	1.2
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	21.0	20.3	20.6
消費者物価(除く生鮮)	▲0.0	▲0.2	0.6	1.1	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。