

2017・2018 年度経済見通し(2017 年 8 月改訂)

2017年8月14日
株式会社富士通総研

1 世界経済—回復続くが先行きはスピード調整

世界経済は、米欧が堅調に推移し、中国も政策効果によって持ち上げられ、緩やかな拡大が続いている。IMFによる世界経済見通し(7月改訂)では、減税やインフラ投資などトランプ政権の政策実現が不透明となったアメリカが下方修正されたが(2017年0.2ポイント下方修正し2.1%)、ユーロ圏は、フランス大統領選の結果を受けて政治リスクなどが後退したことで上方修正された(2017年0.2ポイント上方修正し1.9%)。中国は、インフラ投資が景気を下支えする効果が明確になっていることから上方修正された(2017年0.1ポイント上方修正し6.7%)。

先行きについては、米欧の金融政策が量的緩和を終了し、正常化の方向に向かっていくことで金利上昇圧力が高まりやすいこと、中国は秋の党大会以降は減速を余儀なくされることなどにより、拡大のスピードは落ちていくと考えられる。

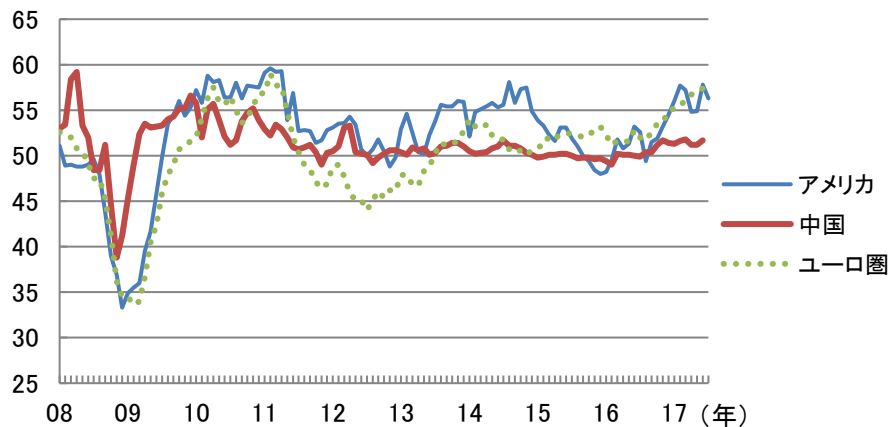
堅調に推移する米経済

アメリカの4~6月期の実質GDP成長率は、前期比年率2.6%と前期(同1.2%)から高まり、昨年7~9月期以来の高い伸びとなった。個人消費は同2.8%と前期(同1.9%)から伸びが高まった。自動車は2四半期連続でマイナスとなったが、医療関連サービスや日用品、衣料品などが増加した。前期に高い伸びを示した住宅投資は減少に転じたが、設備投資は同5.2%と前期(同7.2%)よりは伸びは低下したものの堅調に推移した。輸出もドル安などを背景として、同4.1%と2四半期連続でプラスとなった。7月のPMIは56.3と引き続き高水準を維持している(図表1)。

雇用の回復も続いている。7月の雇用統計は、景気動向が反映されやすい非農業者部門の就業者数は前月比20.9万人と、好不調の目安とされる20万人を2ヵ月連続で上回った。失業率は前月から0.1ポイント改善して4.3%となり、16年ぶりの低水準だった5月に並んだ。FRBが完全雇用と見る失業率の水準は4.6%であり、労働市場には過熱感も出ている。

しかし賃金の伸びは鈍い。平均時給の伸び率は前年比2.5%前後で推移しており、金融危機前の3~4%に届かない状況である。失業率が完全雇用水準まで低下したにも関わらず、賃上げ圧力が弱

図表1 米欧中のPMI



(出所) ISM、Markit、中国国家统计局、中国物流購入連合会

い一因は、製造業や鉱業などの高賃金の職種から、飲食・接客業など低賃金のサービス分野の職種に、雇用が移っていることがあげられる。足元の物価上昇も鈍化している。6月のPCE物価指数は、前年比1.4%と4ヵ月連続で伸びが鈍り、2月の2.2%から続落して2%の達成が遠のいている。

FRBは資産圧縮へ、イエレン氏再任も

賃金、物価は期待するほど伸びていないが、米景気は堅調に推移しており、FRBは、6月のFOMCで、政策金利の誘導目標を3ヵ月ぶりに引き上げた(0.25%引き上げ、年1~1.25%)。さらにFRBは、7月26日のFOMC後の声明で、保有資産の縮小を「比較的早期に実施する」と表明した。6月会合では、縮小ペースなど具体的な計画を示したが開始時期は「今年中」の表現にとどめており、7月会合では一歩進めた。

6月に示された計画では、月100億ドルペースで縮小を始め、3ヵ月ごとに上限を引き上げ、1年後に500億ドルになるようにするとされた。最初の1年間で最大3,000億ドル、その後も年に最大6,000億ドルのペースで減らしていくと見込まれる。保有資産縮小には10年近くかけ、实体经济に悪影響が出ないように配慮する。FRBは、量的緩和が長期金利を1%程度押し下げる効果があったと分析しているが、保有資産を現状の4.5兆ドルから量的緩和前の1兆ドル弱に圧縮すれば長期金利1%分の引き締め効果が発生する計算になる。しかし、計画にしたがえば、初年度の縮小規模は最大3,000億ドルであり、引き締め効果は0.1%分に満たないと考えられる。

保有資産の縮小は9月に決め、10月から開始する可能性が高いが、3月、6月に加え、年内にあ

と1回が見込まれる追加利上げについては、今後の物価上昇の度合いを見極め、12月かそれ以降に先送りし、まずは資産縮小を先行させると考えられる。来年2月に4年間の議長任期を終えるイエレン氏は、任期中に資産縮小を開始し、金融政策の正常化に道筋をつける考えである。トランプ大統領は、イエレン議長の再任も検討していると述べており、今後、市場の混乱を招くことなく、資産縮小に着手できれば、イエレン議長再任の可能性が高まるのではないかと考えられる。

政策推進力のなさが米経済を安定化

一方、トランプ政権が掲げていた減税やインフラ投資は、なお実現の目途が立っていない。トランプ政権と共和党幹部は、7月27日、法人税課税にあたり輸出を免除扱いにし、輸入は課税強化する「国境調整税」の導入を断念すると表明した。かねて共和党幹部が提唱していたものであるが、トランプ大統領は複雑すぎると難色を示し、4月の税制改革の方針にも盛り込まれていなかった。しかし実現すれば、10年間で1兆ドルの税収増が見込めるため、トランプ大統領が公約していた法人税減税の財源に充てることも可能であった。法人税（現行税率35%）減税の規模については、トランプ大統領が15%への引き下げを主張しているのに対し、共和党は20%が現実的としている。35%から15%の引き下げには、10年間2兆ドルの財源を要する。新たな財源が見つからない限り、減税実施は難しい。

一方、オバマケアの見直し法案は、7月28日の上院本会議で否決された。社会保障関連予算の大幅削減を求める強硬派と、無保険者の増加を懸念する穏健派の調整がつかなかった。社会保障関連予算が削減できれば、法人税減税の財源とすることも可能であった。オバマケア見直し法案が頓挫したことで、法人税減税やインフラ投資、規制緩和などトランプ大統領が公約した各種政策の実現も遠のくとの見方が広がっている。

現在のトランプ政権内は、いわば政治の素人が内輪もめを続け、政策推進力を欠いた状況となっている。ただ米経済は、減税やインフラ投資がなくても堅調に推移している。逆に減税やインフラ投資が早期に実現された場合は、景気が上振れしてFRBは引き締めを急ぐ必要が生じ、むしろ米経済が不安定化する要因になる可能性がある。幸か不幸かトランプ政権の政策推進力がないことが、米経済を安定させ、金融政策も正常化に向けてじっくりと取り組める環境を形成しているといえる。

回復続くユーロ圏経済

ユーロ圏の4~6月期の実質GDP成長率は、前期比年率2.3%と前期（同2.0%）から上向き、17四半期連続のプラス成長となった。雇用回復が続き、個人消費が堅調に推移している。PMIは上昇を続けており、7月は56.6と高水準を保っている（図表1）。6月の失業率は9.1%と8年4ヵ月ぶりの低水準となった。5月の新車販売台数は前年比6.8%、131万台となり、リーマンショック

前の水準を回復した（欧州自動車工業会調べ）。最大市場であるドイツが大きく伸び、スペインやイタリアなど南欧や東欧も回復している。

政治不安もひとまずは後退している。1年前は、イギリスの EU 離脱や極右勢力の台頭により、EU 離脱ドミノの不安が高まっていたが、フランス大統領選を経て風向きが変わった。今は、マクロン大統領、メルケル首相が統合深化に向け、結束姿勢を示すまでに変化している。マクロン大統領は、6月の下院選挙で圧勝し、メルケル首相も9月の連邦議会選挙に向けた戦いを有利に進めている。迷走するアメリカを目の当たりにし、安定を求めて EU とユーロが見直される状況になっている。

債務問題の進展と ECB の緩和縮小

かねて懸念材料だった、ギリシャへの融資も再開されることになった。EU は、7月15日、ユーロ圏財務相会合で、2016年秋を最後に凍結されていたギリシャへの融資を7月から再開することで合意し、ギリシャのデフォルト不安は後退した。融資額は約85億ユーロで、ギリシャは7月に予定されていた約70億ユーロの国債償還に充てた。融資再開に当たり、抜本的な債務軽減策の履行をユーロ圏に求める IMF と、IMF の融資団への復帰を求めるユーロ圏との対立が続いていたが、ユーロ圏が歩み寄った形である。ギリシャはさらに7月25日、財政構造改革の進展を受け、3年ぶりの国債発行に踏み切った。

ただし、ギリシャが抱える GDP 比 180% の債務は、自力での返済は不可能と考えられており、早晩さらなる債務軽減策が必要になる。ドイツは今年9月の選挙までは世論の批判を考慮して動きにくいだが、それ以降は、来年8月にギリシャへの第3次金融支援の期限切れが迫ることをにらみ、債務軽減を検討していく必要に迫られることになる。IMF は、引き続き債務軽減のプレッシャーをかけ続けている。

一方、イタリアでは、7月4日、不良債権問題の最大案件であるモンテ・デイ・パスキ・デイ・シエナの国有化を正式に決定した。モンテパスキは、欧州銀行監督機構（EBA）が2016年に実施したストレステストで、資本不足に陥る恐れがあると指摘されていた。それに先立つ6月には、公的資金の投入により中堅2行の破綻処理の実施を決めた。こうしたイタリアの対応は、ECB が量的緩和の縮小を視野に入れ始めたことに伴い、金融不安を再燃させないための未然の対応と捉えられる。現在は南欧諸国の金融不安は後退し、国債利回り格差も縮小している。ドイツとスペインの国債の利回り格差はすでに1%程度となり、ドイツとイタリアも1.5%程度まで縮小している。

ECB は、7月20日の理事会では現状維持を決め、今年末まで月600億ユーロのペースで国債などの資産購入を続ける方針を確認した。9月の理事会から、来年1月以降の資産購入額の縮小の是非について本格的に議論する見通しである。市場では、6月にドラギ総裁が講演で、「デフレの力は

インフレの力に置き換わった」などと発言したのをきっかけに、ユーロ高が進行し、長期金利も上昇していた。政治不安が後退する中、ECBは市場の反応を見極めつつ、落ち着いて資産縮小の議論を行うことのできる環境を得た。

党大会を控え安定が演出される中国経済

中国の4～6月期の実質GDP成長率は前年比6.9%と、前期から横ばいとなった。政府が2017年の目標とする「6.5%前後」を2四半期連続で上回った。好調な個人消費に加え、秋に5年に1度の党大会を控え、経済安定を優先する政府がインフラ投資でテコ入れしたことが大きい。PMIも堅調に推移している（図表1）。

1～6月期の固定資産投資は伸びが鈍化したものの、道路や空港などのインフラ投資は前年比21.1%と大幅に拡大した。インフラ予算は9割が執行済みで、前年の同時期が7割ほどであったの比べると、今年の執行率の高さが目立っている。党大会前に高成長の実績を残すため、地方政府が執行を急いだと考えられる。マンションなどの不動産開発投資は1～6月期は前年比8.5%と1～3月期（同9.1%）から鈍化した。バブル抑制のため、政府が昨秋から投機目的の不動産投資を規制してきたことによる。北京や上海など大都市では、マンション価格の高騰が一服した。ただし、行き場を失ったマネーが地方に流れ、不動産バブルの兆候が出ている地方もある。

個人消費は堅調に推移しており、とりわけインターネット販売は同33%と高い伸びを示した。輸出は、欧米向けを中心に回復している。2016年は外需が成長の足かせになっていたが、2017年に入ってから2四半期連続でプラスに寄与している。工業生産も好調で、1～6月期は同6.9%と1～3月期（同6.8%）よりはやや伸びが拡大した。半導体の生産が拡大したほか、鉄鋼や石炭も堅調に推移している。

一方で、中国人民銀行は、年初から市場金利を高め誘導するなど、金融政策を引き締め気味に運営している。これにはバブル対策のほか、シャドーバンキング対策もある。金利上昇を通じて圧力を高め、簿外融資などの圧縮を促す効果を狙っている。7月24日の中央政治局会議では、「金融の乱れた現象を深く正し、金融監督の協調性を強め、実体経済への金融の貢献の効率性と水準を高める」との方針が決定された。シャドーバンキングなどの膨張により金融システムが脆弱になっているとの認識から、金融業界は習政権の反腐敗の摘発対象ともなっている。ただし、このように規制を強化できるのも、経済がインフラ投資などで底上げされ、安定的に推移していればこそである。

中国経済は下半期に減速へ

秋の党大会に向け、現在は景気の安定が演出されているが、底上げされたインフラ投資がピークアウトし、金融引き締めの効果も効いてくる下半期以降は、中国経済が減速に向かう可能性が高い。

好調な消費にも不安要素はある。1～6月期のスマートフォン出荷台数は、1～6月期としては3年ぶりに減少、また、1～6月期の自動車販売台数は前年比3.8%と、前年同期の8.1%から伸び率が鈍化した。スマホの減少は、積み上がった在庫の消化を優先し、新製品投入が滞ったことによる。新車販売の伸び鈍化は、自動車販売のテコ入れを狙った中国政府による減税策の影響で、需要が先食いされたことの反動である。こうした消費の調整も、下半期以降の景気を減速させる要因になると考えられる。

2 日本経済—内需主導で景気拡大はさらに長期化へ

4～6 月期の実質 GDP 成長率は、前期比 1.0%（同年率 4.0%）と 6 四半期連続でプラス成長となった。輸出が減少に転じたが、個人消費、設備投資が堅調に推移したことに加え、昨年 10 月に成立した経済対策の効果が現れ、公共投資が大幅プラスとなったことで高成長となった。以下では、最近の経済状況を確認しつつ、今後の行方を探っていこう。

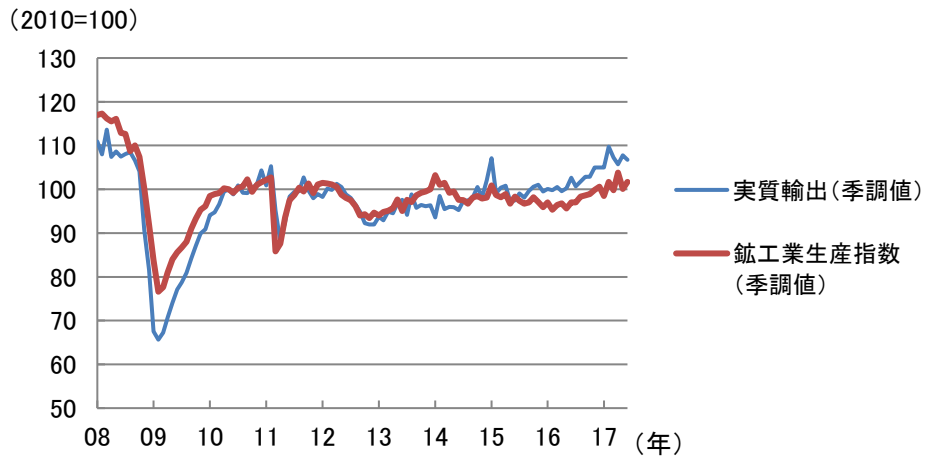
生産は引き続き増加

外需については、日銀ベースの実質輸出は、4～6 月期は前期比-0.5%と 5 四半期ぶりにマイナスに転じた（図表 2）。アメリカ、EU 向けは増加を続けているが、アジア向けがスマートフォン向けなどの電子部品の需要一服でマイナスに転じたことによる。ただし、電子部品全体としてはクラウド化に伴うサーバー需要などは好調で、今後も底堅く推移していくと考えられる。また、世界経済の回復により設備投資が活発化したことで、資本財輸出が持ち直しており、この傾向は今後も続くと考えられる。

4～6 月期の生産は前期比 1.9%と、内外需の増加により 5 四半期連続の増加となった（図表 2）。はん用・生産用・業務用機械、輸送機械が牽引役となっており、電子部品・デバイスも引き続き増加した。はん用・生産用・業務用機械は半導体製造装置が高水準を保っており、電子部品・デバイスはスマートフォン向けやサーバー需要などが好調である。出荷・在庫バランスは、出荷の伸びが在庫の伸びを大幅に上回る状態が続いており、改善している（図表 3）。製造工業予測指数は、7 月前月比 0.8%、8 月同 3.6%と増加が見込まれている。生産は内外需の増加に加え、経済対策の効果発現により、引き続きの増加が見込まれる。

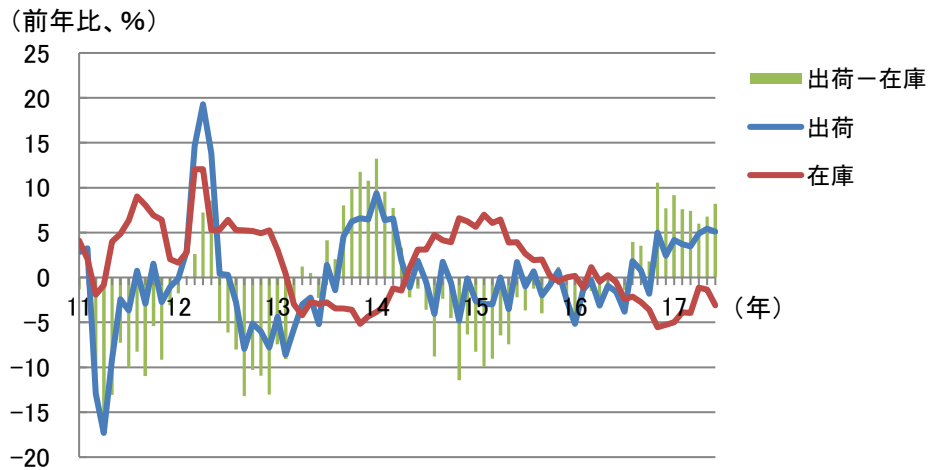
設備投資については、一致指標である資本財総供給、先行指標である機械受注は、4～6 月期はそれぞれ前期比 5.1%、同-4.7%となり、機械受注については 2 四半期連続の減少となった（図表 4）。機械受注の減少は、非製造業で金融機関のシステム投資や建設機械の投資が 1～3 月期に集中した反動で減少したことや、4～6 月期は大型案件がなかったことなどが影響した。7～9 月期は増加が見込まれている。企業の設備投資意欲は、人手不足に対応する省力化投資などを中心に強く、オリンピックを見据えた再開投資も出てきている。6 月短観では、2017 年度の設備投資計画は大企業を中心に堅調なスタンスとなっている。企業収益の改善も先行きの設備投資を後押していくと考えられる。2018 年 3 月期の上場企業の利益は、円安や外需の増加により、過去最高を更新する見込みである。

図表2 実質輸出と鋳工業生産指数



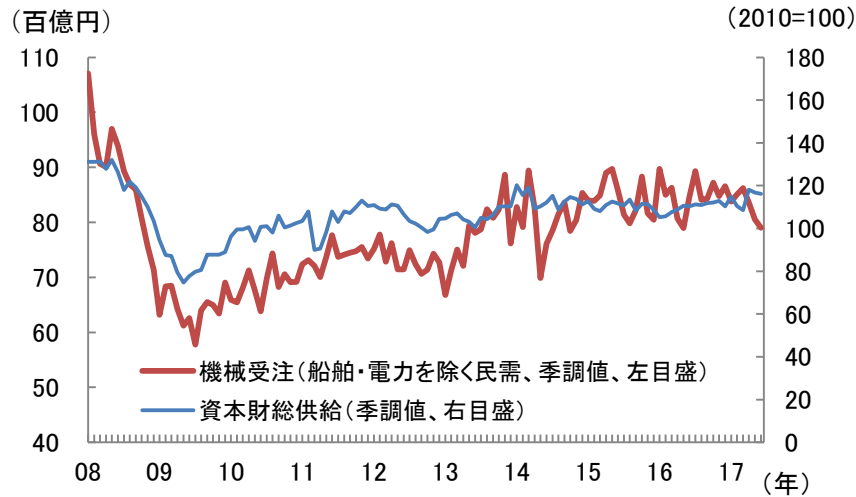
(出所) 日本銀行「実質輸出入」、経済産業省「鋳工業指数統計」

図表3 出荷・在庫バランス



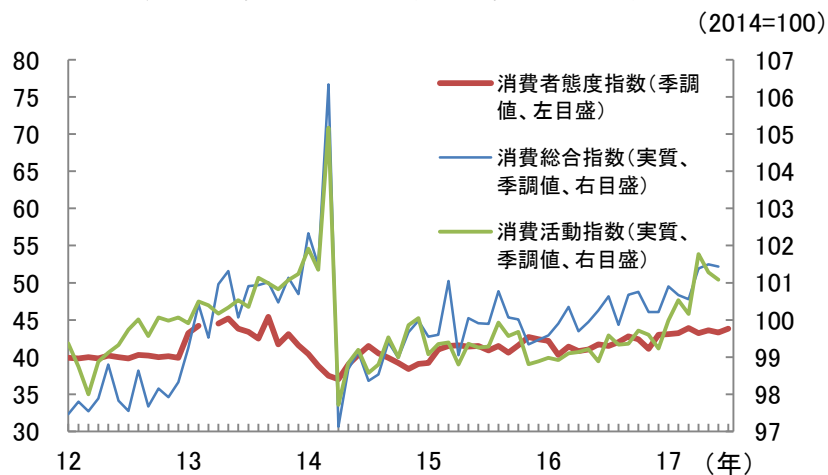
(出所) 経済産業省「鋳工業指数統計」

図表4 機械受注と資本財総供給



(出所) 内閣府「機械受注統計」、経済産業省「鉱工業指数統計」

図表5 消費者態度指数と消費総合指数



(出所) 内閣府「消費総合指数」、「消費動向調査」、日本銀行「消費活動指数」

- (注) 1.消費者態度指数は、調査方法の変更に伴い、不連続が生じている
 2.消費活動指数は、旅行収支調整済(除くインバンド消費・含むアウトバウンド消費)

消費は増税前の水準を回復

消費については、GDP の速報値に近い消費総合指数は、4～6 月期は前期比 0.7%と 6 四半期連続でプラスとなった（図表 5）。供給側の統計だけを合成して GDP の確報値に近い数値が得られる消費活動指数も同 1.2%と 6 四半期連続でプラスとなった。消費活動指数の伸びは消費税率引き上げ前の駆け込み需要があった 2014 年 1～3 月期以来の大きさと、消費水準も 2014 年 1～3 月期以来の水準となり、増税前の水準を回復した。

とりわけ耐久財消費は好調で、リーマンショック後のエコカー補助金などで購入された乗用車の買い替え需要、地デジ対応やエコポイントで購入されたテレビ、家電の買い替え需要が顕在化している。衣服などの需要が持ち直しにより、半耐久財も伸びている。サービス消費は旅行が海外を中心に持ち直し、外食も増勢を維持している。マインド指標の持ち直しも続いている（図表 5）。

雇用は、6 月の失業率は 2.8%と引き続き構造失業率を下回る低い水準で推移している。有効求人倍率は前月比 0.02 ポイント上昇して 1.51 倍となり、バブル景気のピークである 1990 年 7 月の 1.46 倍を 3 ヶ月連続で上回った。また、6 月の正社員の有効求人倍率は 1.01 倍と、2004 年 4 月の調査開始以来、初めて 1 倍を越えた。6 月短観では、雇用人員判断 DI でみた人手不足感もさらに強まった。また、1 年以上にわたって仕事を探す長期失業者は 4～6 月期は 68 万人と、1998 年以来、約 19 年ぶりの少なさとなった。

このように労働需給は逼迫度合いを強めており、失業率や有効求人倍率はバブル期の水準に達している。しかし、雇用判断 DI や長期失業率はまだその水準には至っておらず、その意味で労働市場にはまだ余裕はある。今後も 0%代後半とされる潜在成長率を上回る成長が続いていくと予想されるため、労働需給はさらに引き締まり、人手不足感も強まっていくと考えられる。

景気拡大期間はバブル景気抜き

景気は 2012 年 12 月に回復に転じ、この 6 月で拡大期間が 55 ヶ月となっており、すでにバブル景気（1986 年 12 月～1991 年 2 月、51 ヶ月）を抜き、戦後 3 番目の長さとなっている。9 月まで続けば、高度成長期のいざなぎ景気（1965 年 11 月～1970 年 7 月、57 ヶ月）を抜き、さらに 2018 年 12 月まで続けば、2008 年のリーマンショック直前まで 73 ヶ月に及んだ戦後最長の景気拡大に次ぐ長さとなる。海外経済の回復や堅調な内需に支えられる形で景気拡大は続き、少なくともいざなぎ超えは確実である。

一方、6 月の景気動向指数（一致指数）は、前月比 1.1 ポイント上昇して 117.2 となり、消費税率引き上げ前の駆け込み需要があった 2014 年 1～3 月期以来の水準となり、増税前の水準を回復した。消費の増税前の水準への回復と合わせ、日本経済はようやく増税の悪影響を払拭する状況になった。

鈍い賃金上昇を打破するブレークスルー

このように景気は労働需給の逼迫を伴いつつ、長期間にわたって拡大が続いているが、賃金の伸びは依然として鈍い。6月の現金給与総額は、前年比-0.1%と1年1ヵ月ぶりに減少した。所定内給与は同0.3%と3ヵ月連続で増加したが、ボーナスに当たる特別給与が同-1.5%と減少した。現金給与総額が減少したことに加え、消費者物価（持ち家の帰属家賃を除く総合）が同0.5%と上昇したことで、実質賃金は同-0.8%と3ヵ月ぶりに減少した。基本給は増加傾向にあるとはいえ、賃金回復の足取りは遅い。

このため、なぜ賃金がなぜ上がりにくくなっているかについての議論が活発化している。これまでのところ、パート賃金は労働需給の逼迫に応じて上昇しているのに対し、正規雇用者の賃金は労働需給の逼迫にあまり反応してない。この要因としては、バブル崩壊後の景気の長期低迷の過程で、労働者側が雇用維持のため賃金抑制を受け入れ労使対立が少なくなったこと、他方、企業側は将来の不確実性やショックに備え賃金上げに慎重になったことなどが指摘されている。

こうした企業内論理の下で、労働需給逼迫という外部環境の変化が、賃上げにつながりにくくなっている。これが変わるためには、もはや、長期不況下の賃金決定慣行を変えなければ、人材を確保し、また、定着させていくことは難しいと企業が認識するまで、労働需給がさらに逼迫していく必要があるといえるかもしれない。現に宅配業界では、これに近い現象が起こった。

一方、労働生産性と賃金との関係では、バブル期と比較して現在は、労働生産性の伸びが低くなっていることが、賃上げが行われにくい要因になっているとの指摘がある。この点について今年の経済白書は、バブル期は積極的な設備投資を背景に資本装備率（雇用者一人当たりの資本ストック）が増加していたのに対し、近年は減少していた点を指摘している。これは、今後の賃上げのためには、企業が積極的に投資を行い、労働生産性の引き上げを図る必要があることを意味する。

この点に関連して日銀は7月の展望レポートで、やはり、近年の労働生産性の低さが、正規雇用者の賃金が上がらない要因になっていると指摘している。ただ最近では、企業の省力化投資が活発化しており、短期的には、これが賃金上昇を抑制するように働いていると分析している。つまり企業は、省力化投資によって生産性の向上を図り、賃金コストの上昇圧力を吸収している。しかし、長期的にみれば、生産性上昇は企業収益を増加させ、企業の賃金支払い能力を向上させていく。したがって白書の指摘するように、やがては投資増加が、労働生産性上昇と賃上げを両立させる状況に変わっていくと考えられる。

現在は、長期不況下の賃金決定慣行や、投資不足で生産性が上がらない状況が、幾分でも打破される過程にあり、今後、この効果が少しずつ現れていけば、賃金上昇もより明確になっていくと考えられる。また逆に、この効果を顕在化させるためには、景気拡大を持続させる必要がある。

2%は事実上、中長期の目標に

黒田総裁が2%の物価上昇目標を立ててからこれまで6回にわたって達成時期を先送りしてきたことについては、日銀の信認にも関わることで問題視する向きもある。しかし、2%こそ達成できてないものの、これまで景気拡大の長期化を支え、少なくともデフレではない状況に転換させたのは黒田総裁の大きな貢献であったといえる。逆に、早期に2%を達成した場合には、日銀はすぐに引き締めに移ることになり、景気拡大が短期間で途切れてしまうことになりかねなかった。

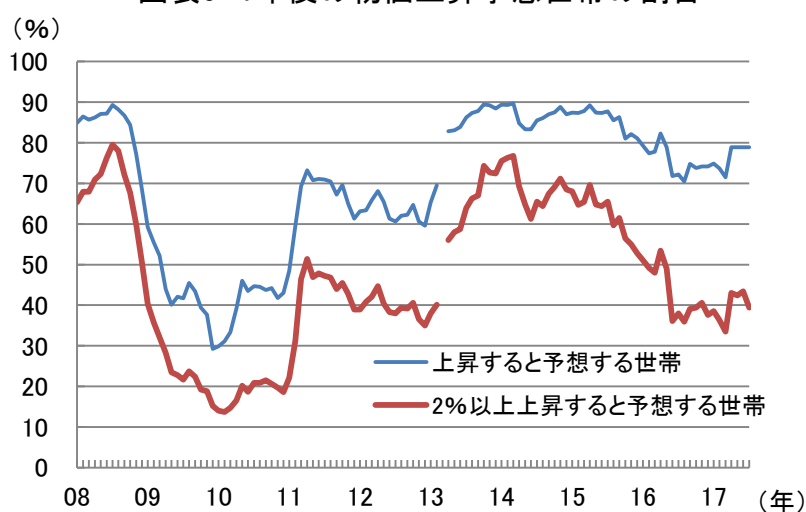
2年を2%で達成すると当初言ったのは、これまでの金融政策を抜本的に変え、市場の期待を転換させる上で非常に有益であった。しかし、日銀が昨年9月の総括検証で分析したように、その後、様々な要因が2%の早期達成を妨げ、現在に至っている。現在は、2%の物価目標は、事実上、中長期の目標と位置づけられ、それに向けて現状の金融政策を維持する段階に入っている。

物価上昇期待は下げ止まったものの、なかなか上がらない状況にあるが(図表6)、景気拡大を持続させ、賃金の本格的上昇を伴う物価上昇を中長期で実現していくのが、現在の日銀が求められている方向である。市場も日銀が展望レポートで物価見通しを下方修正したからといって、追加緩和を求めることは今はなくなっている。日銀は長期戦に入り、市場もこれを容認する状況になっているといえる。

政府、日銀一体となった政府債務削減へ

こうした長期戦は、財政再建にも役立つことが証明された。7月18日に経済財政諮問会議で示された「中長期の経済財政に関する試算」(経済再生ケース)では、2020年度のプライマリーバラ

図表6 1年後の物価上昇予想世帯の割合



(出所) 内閣府「消費動向調査」
 (注) 調査方法の変更に伴い、不連続が生じている

ンスは GDP 比-1.3%とされ、今年 1 月の試算からほぼ変わらなかった。しかし、2020 年度の財政収支の試算値は前回 GDP 比-3.0%から今回-2.6%に改善した。日銀による長期金利抑制により、2017、2018 年度とも長期金利 0.1%が続くと想定し、上昇するのは 2019 年度以降というより緩やかな上昇パスに変更したためである。これにより、利払い費増加が抑制された。そして、2020 年度の公債等残高の GDP 比は、前回 180.1%から今回 173.9%に低下した。

2020 年度のプライマリーバランス黒字化目標はもはや絶望的であるが、それでも金利や成長率次第では、債務残高を減らす効果が得られることが明らかになった。政府はすでに今年の骨太方針で、プライマリーバランス黒字化とともに、政府債務残高 GDP 比の安定的引き下げを目指す方向に、財政再建の目標を軌道修正している。債務残高が GDP の 2 倍に達する状況では、プライマリーバランス黒字化も重要ではあるが、金利抑制と経済成長によって債務削減を図っていかざるを得ないという現実路線に着地しつつあるとあっていいだろう。

結果、金融政策と財政政策はリンクを強めることになるが、これについては批判する論者も多い。しかし、歴史的に見て、債務残高が大幅に累増したケースでは、その国の経済基盤が強ければ、ハイパーインフレを招くことなく、経済成長と緩やかなインフレによって長い時間かけて債務削減を実現する道があることがわかっている（例えば、第二次大戦後のアメリカ）。日本もこの道に向かうのは自然なことと思われる。今後の日銀は、債務残高 GDP 比を減らすという観点からも、長期金利抑制、景気拡大の長期持続という道を求められていくことになるだろう。

金融政策の正常化、量的緩和の出口を急ぐべきとする意見もあるが、求められるべきはバブル崩壊後の長期不況の果ての日本経済の正常化であり、その過程で累増した政府債務の問題も含め、トータルとして日本経済の正常化に向けた出口が求められている。単に日銀だけが正常化できればいいという問題では、もはやなくなっている。現状では、債務問題も含め、トータルとしての出口に向かっていると評価できる。

成長率は 2017 年度 1.8%、2018 年度 1.2%

今後の日本経済は、海外経済の回復に伴う輸出増加が続き、消費や設備投資など内需も底堅く推移し、さらには経済対策の効果もあって、回復が続いていくと考えられる。労働需給のさらなる逼迫を受け、賃金も緩やかに上昇していくと見込まれる。先行きの物価上昇期待も持ち直し、消費者物価も緩やかに上昇していくと予想される。実質 GDP 成長率は 2017 年度 1.8%、2018 年度 1.2%と、堅調な成長が続いていくと見込まれる。

予測表

年度	2016	2017	2018	2017 → 予測					2018				2019
	実績	予測	予測	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3
実質 GDP	1.3	1.8	1.2	0.4	0.4	1.0	0.1	0.4	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
(年率)	—	—	—	1.7	1.5	4.0	0.3	1.5	1.0	1.2	1.3	1.3	1.3
個人消費	0.7	1.3	0.6	0.1	0.4	0.9	-0.1	0.1	0.0	0.2	0.3	0.2	0.1
住宅投資	6.5	2.7	0.5	0.3	0.9	1.5	-0.4	0.1	0.0	-0.3	-0.3	1.5	1.5
設備投資	2.5	5.0	2.7	2.2	0.9	2.4	0.4	0.8	0.5	0.9	0.6	0.6	0.7
在庫投資(寄与度)	-0.4	-0.1	0.1	-0.2	-0.1	0.0	0.2	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
政府消費	0.4	0.8	1.0	0.0	-0.1	0.3	0.2	0.4	0.5	0.0	0.2	0.2	0.3
公共投資	-3.2	4.1	0.2	-2.5	0.6	5.1	-0.2	0.4	0.2	-0.2	-0.1	0.3	0.3
輸出	3.2	4.3	2.6	3.1	1.9	-0.5	1.3	0.3	0.4	0.9	0.6	0.6	0.8
輸入	-1.4	3.4	1.5	1.4	1.3	1.4	0.4	0.2	0.1	0.5	0.4	0.6	0.6
名目 GDP	1.1	2.0	1.6										
GDP デフレーター	-0.2	0.2	0.5										

[実質 GDP 寄与度]

内需	0.6	1.7	1.0
外需	0.8	0.1	0.2

鉱工業生産	1.1	4.6	2.7
CPI(除く生鮮食品)	-0.2	0.6	1.0
失業率	3.0	2.8	2.7
経常収支	20.4	21.4	21.4
円ドルレート	108.3	112.0	112.3

[前回予測(2017.6.8)]

実質 GDP	—	1.3	1.2
名目 GDP	—	1.6	1.7

(注) 各需要項目は前期比。経常収支は兆円。

《本件に関するお問い合わせ先》

株式会社富士通総研 経済研究所 主席研究員 米山秀隆

電話:03-5401-8392(直通)

E-mail:yoneyama.hide@jp.fujitsu.com

《報道関係者お問い合わせ先》

株式会社富士通総研 事業推進本部)広報

お客様総合窓口 お問い合わせフォームへ