

2017・2018 年度経済見通し

2017年2月13日
株式会社富士通総研

1 世界経済一底堅く推移するが不確実性は増大

世界経済は、アメリカはしっかりとした回復が続き、ユーロ圏は緩やかな回復を続け、中国が持ち直す中、全体として回復が続いている。先行きは、トランプ大統領が公約した大型減税やインフラ投資、保護主義などの政策の進捗度合いや、イギリスの EU 離脱に刺激されたユーロ圏内の反グローバル化勢力の伸長度合いによっては、市場の振幅が増す局面も考えられるが、実体経済面の底堅さは続いていくと考えられる。

グローバル化の隆盛と衰退

現在、トランプ大統領の誕生によって、反グローバル化、保護主義の動きが顕著になっているが、グローバル化が進展し、それがその後には後戻りする現象は、過去においても起こっており、今回が初めてというわけではない。グローバル化が最近になって初めて起こった現象と考えるのは誤った認識である。

例えば、19 世紀末から 20 世紀初めにかけてもグローバル化の流れが急速に進んだ。現在と比べても、第一次大戦前の方が、多くの先進国で商品輸出の対 GDP 比や、商品生産に占める輸出の割合が高かった。これは、当時のグローバル化の急速な進展をうかがわせるものである。また、貿易だけでなく資本移動や移民も活発となった。この時期は、イギリスを初めとするヨーロッパ列強が植民地を求めて世界各地に進出し、世界の分割がほぼ終わった時期に当たる。しかし、当時のグローバル化は、第一次大戦を経て、世界恐慌に入ると、世界貿易の収縮や保護主義の高まりによって大きく後戻りした。

グローバル化の隆盛と衰退という減少は、実はこの時期以前にも何度も繰り返されてきた。イギリスの政治学者エマ・ロスチャイルドによれば、グローバル化は 18 世紀ヨーロッパに始まる現象であり、その後ほぼ数十年のサイクルで、グローバル化の隆盛と衰退が繰り返されてきたという。グローバル化は、主として国境がなくなるという思想の運動であって、その勢いが強い時には現実を動かすが、その本質は実体とは別の期待の増幅という面を持つため、やがて限

界に突き当たり、後戻りを余儀なくされてきたという。そして、グローバリゼーションが後戻りした後に、決まって浮上するのは国家の役割であった。

19 世紀末から 20 世紀初めのグローバリゼーションの流れは、各国の経済的な利害を対立させ、保護主義や為替切下げ競争を招き、世界恐慌につながっていった。その過程でグローバリゼーションの流れは大きく後退し、大恐慌を克服するために、国の統制色が強まるなど国家の役割が重要となっていく。

そして現在の状況もこれによく似ている。冷戦終結後の 1990 年代に進んだグローバル化、自由化の流れは、経済や国際政治の面で限界に突き当たり、国民の安全や雇用を守るという面で、国家の役割が重要なものとして再浮上しつつある。この傾向は、自由化に最も舵を切ったイギリスやアメリカで顕著に表れている。イギリスの EU 離脱、トランプ大統領の誕生はそれを象徴する出来事である。

保護主義の系譜

ここで重要な要素になる保護主義は、もともと 18 世紀末から 19 世紀前半に、イギリスが唱える自由貿易に対し、当時新興国だったアメリカやドイツで主張された考え方である。イギリスもかつては自国産業育成のために保護、統制色の強い政策を採っていたが、自国産業の優位性を獲得した後は、穀物法（穀物価格を高め維持する目的の法律）を 1846 年に廃止したのを契機に、自由貿易に舵を切った。もはや保護する段階は終わり、自由化に転じた方がより多くの利益が得られると考えたからである。

これに対しアメリカは、リンカーン大統領以来、高関税で自国産業を守ってきた。ドイツではビスマルク首相が保護主義を採用し、保護主義下で米独両国は成長を遂げてきた。大恐慌後にアメリカは自国経済を守るため、1930 年にスムート・ホーレー関税法を制定し、これがその後の各国の関税引き上げ競争の契機になったが、アメリカの関税はそれ以前から平均 37% と高く、それが 48% に引き上げられたに過ぎない。イギリスもこの時期は、1932 年に保護関税法を制定して保護主義に転じ、ブロック経済圏を構築した。

こうした保護主義、ブロック経済が、第二次大戦の要因の一つになったとの反省から、戦後は GATT（関税と貿易に関する一般協定）を発効させ、自由貿易の推進を目指すことになった。アメリカが貿易自由化の牽引役になるのは、自国産業の優位性を獲得した第二次大戦後のことであった。1980 年代には、サッチャー首相やレーガン大統領の登場により新自由主義が台頭した。また、1990 年代には共産主義の崩壊により新たな市場が自由貿易圏に加わったほか、現在、トランプ大統領が槍玉に挙げるアメリカとカナダ、メキシコによる北米自由貿易協定 (NAFTA) を初め多くの地域協定が結ばれた。さらに 1995 年には WTO（世界貿易機関）が発足した。

自由貿易見直しの荒波へ

自由貿易は利益になる段階はあっても、それが必ずしも永続するわけではない。行き過ぎると自由貿易の利益を享受できる層とそうでない層との格差が拡大して不満が高まるとともに、賃金が全体としては抑制され、需要不足をもたらす要因となる。その一端と思われる現象が、とりわけリーマンショック以降に顕著になっている、世界的な低金利、低インフレの広がりである。裏を返せばこれは、世界的に低成長に陥っていることを意味する。

実際、保護や規制が多かった 1960 年代や 1970 年代の方が現在より高いペースで成長していた。IMF は、低インフレがサービス業よりも製造業、とりわけ貿易財で顕著になっている点について、アメリカ、日本などの製造業の低迷が、輸入物価の低下を通じ貿易相手国にもスピルオーバーしているとの分析結果を示している。グローバル化が低インフレをもたらしている可能性である。

このように、行き過ぎた自由貿易が経済成長をもたらすどころか、近年は逆に停滞感を強めている可能性が高まっていることが、アメリカ、イギリスを初めとする先進国で保護主義が台頭している背景にあると考えられる。グローバル化の利益を享受できない労働者の不満が頂点に達したことが、アメリカ、イギリスにおける、投票による静かな革命につながった。

したがって、反グローバリズムや保護主義は一過性のものではなく、労働者の不満が解消されるまで、これまでの秩序を再構築する形で進んでいく可能性が高いと考えるべきである。現にトランプ大統領は、自身の主要な支持層である白人低所得者層の不満を代弁したともいえる、選挙戦時の過激な発言を大統領就任後も和らげてはいない。過激発言によって敵は増やしても、半数以上の支持を得ている限り、トランプ大統領の政策は推進されていくことになる。

とりわけ保護主義については、トランプ大統領は新たな政策が WTO 違反になるといった、いわば些細なことは気にせず、戦後の自由貿易体制に疑問を呈することにも躊躇しない気配まで感じさせる。輸入品が値上がりすればアメリカ国民の生活に悪影響が及ぶと心配するのはもったもであるが、仮にアメリカ国内で作った製品を買うことを徹底すれば、物価は上がっても、アメリカ国民の雇用を確保して賃金を上昇させ、購買力を向上させることにつながるといった考え方も成り立たないわけではない。「地産地消」の国家版である。また、こうした状態にまで持っていくことが、トランプ大統領にとっては、自身の支持基盤である白人低所得者層の支持をつなぎとめ、4 年後に再選を果たす原動力になると考えられる。

今後の世界経済を見通していく上では、現在は、戦後の自由貿易、とりわけ 1980 年代以降の新自由主義や 1990 年代以降のグローバリゼーションの枠組みが限界に達し、刷新あるいは再構築される長期的な過程に入ったことを、基本として認識しておく必要がある。以上のような長期的な展望を持ちつつ、各国の経済状況を点検していこう。

米経済の上振れと追加利上げ

アメリカの10～12月期の実質GDP成長率は、前期比年率1.9%と前期（同3.5%）から鈍化した。これは個人消費の伸びがやや鈍ったことに加え、輸出が3四半期ぶりのマイナスに陥ったことによる。輸出の落ち込みは、前期が天候要因で大豆の出荷が大幅に伸びたことによる反動減という特殊要因が大きい。設備投資は伸びが加速して3四半期連続の増加となっており、結果として10～12月期も米経済の潜在成長率とされる2%の成長率はほぼ保った。

2016年通年の成長率は1.6%と昨年（2.5%）から大幅に鈍化した。2016年は、前半は世界的な金融市場の混乱、その後はイギリスのEU離脱決定と市場を不安定化させる要因が多かったが、それでも米経済は2009年6月以来、7年半に及ぶ景気拡大が続いている形となる。雇用、所得環境の改善を背景に個人消費の増加が続いており、リーマンショックで落ち込んだ住宅市場の改善も続いている。

雇用については、1月の非農業者部門の雇用者数は前月比22.7万人と前月（15.7万人）を大きく上回り、直近3ヵ月平均でも18.5万人と、好調の目安とされる20万人近い水準を保っている。1月の平均時給は前年比2.5%と、7年半ぶりの伸びとなった前月に続く高い伸びとなった。1月の失業率は4.8%と前月に比べ0.1ポイント悪化したが、完全雇用に近い水準を保っている。2016年の自動車販売が前年比0.4%の1,755万台と2年連続で過去最高を更新するなど、個人消費も堅調に推移している。一方物価は、個人消費支出（PCE）デフレーターは、PCEコアは1.5%を上回る伸びを保ち（11月1.6%）、FRBが長期目標2%とするPCE総合もおおむね1.5%の水準に達するようになった（11月1.4%）。

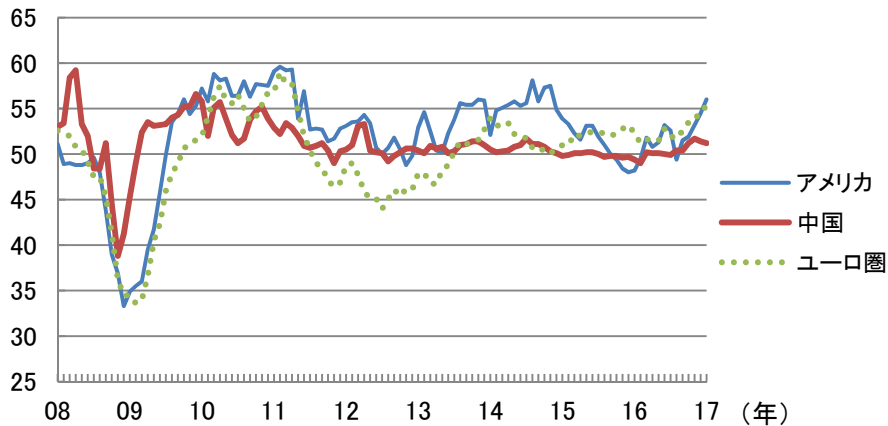
そこで、FRBは物価、雇用の最大化の目標の達成状況に照らし、昨年12月には1年ぶりに利上げに踏み切った。2月1日のFOMCでは追加利上げは見送られたものの、FOMC参加者は2017年に3回の利上げを見込んでいる。追加利上げは今後の物価と雇用の推移次第であるが、3月は難しいにしても、6月には利上げに踏み切る可能性がある。

こうした現下の実体経済の攪乱要因となっていのが、トランプ大統領の経済政策である。大型減税やインフラ投資が実行に移されれば景気は上振れすることとなり、実際、昨年12月のFOMCでは、参加者のほぼ全員が「経済成長の見通しは上振れする可能性が高い」と指摘した。昨秋の大統領選でトランプ氏が勝利後、積極的な経済政策への期待感から、ダウ工業平均株は1月末に2万ドルの大台を突破した。

これに伴い、景況感足元で改善しており、PMI（ISM製造業景況感指数）は、1月は56.0と顕著に上昇した（図表1）。2月のFOMC後の声明では、「最近、消費者や企業の景況感が改善した」との文言が加えられた。心理の改善が個人消費や投資を一段と後押しすることになれば、早期の追加利上げの必要性が増す。利上げは各国との金利差との関係から、ドル高をもたらしやすいな

る。

図表1 米欧中のPMI



(出所) ISM、Markit、中国国家統計局、中国物流購入連合会

トランプ大統領は現実とどのように折り合うか

減税やインフラ投資、規制緩和で製造業の復活や雇用創出を図ろうとするトランプ大統領の経済政策は、現実に行き移されれば、すでに完全雇用に近い水準の米経済を上振れさせる効果を持つ。これに対応するため、FRBが利上げペースを早めてドル高となれば、アメリカの輸出阻害要因となる。一方でトランプ大統領は、通貨安誘導を行っている、日本や中国を非難し、ドル高に反対する姿勢を示している。しかし現在の情勢下で、ドル高を避けながら物価を安定させるのは、FRBにとっては出来ない相談である。

このようにトランプ大統領の経済政策は、FRBの引き締め路線とは整合性がとれない。仮に、トランプ大統領が利上げは景気に悪影響を及ぼすとして注文をつけ、FRBが配慮するようなことになれば、FRBの中立性に疑問符が付く上、景気の過熱を招きかねない。FRBとしてはあくまでも実体経済の判断に基づいて政策運営していくしかない。イエレン議長の後任も含め、今後、トランプ大統領がFRBにどのように対峙していくかは未知数である。

また、トランプ大統領が意図する保護主義的な通商政策についても、やり方次第では相手国が報復措置を取る可能性があり、その場合、アメリカの輸出阻害要因となる。今後の通商政策がどのように運営されていくかについては、強硬な保護主義を主張する国家通商会議（ピーター・ナバロ委員長）と成長重視で市場に配慮も示す国家経済会議（ゲーリー・コーン委員長）との綱引きになる可能性が高い。トランプ大統領は実利的であるため、保護主義の施策を打ち出しつつ各国を牽制し、

各国からアメリカの雇用に資する投資を引き出すなどして成長につなげるという現実的な地点で最終的に折り合う可能性が高いと思われるが、保護主義を強硬に推し進めれば、市場が大きく動揺する懸念もある。

また、トランプ大統領が主張する減税やインフラ投資の実現には、米議会の立法が必要で、伝統的に財政規律を重視する共和党がどこまで認めるかも不透明である。実現に疑問がつくようであれば、これも市場の波乱要因になる。このように、トランプ大統領の経済政策に対しては総じて期待感が高まっているが、不確実性が高く、本当に米経済の成長に資するものになるかについての見極めには、一定の時間を要する。

緩やかな回復が続くユーロ圏

ユーロ圏の10～12月期の実質GDP成長率は、前期比年率2.0%と前期（同1.8%）から小幅加速し、15四半期連続のプラス成長となった。12月の失業率は9.6%と7年7ヵ月ぶりの水準に改善、また、1月の消費者物価指数は前年比1.8%と12月の同1.1%から大幅に加速し、3年11ヵ月ぶりの伸びとなった。エネルギー価格の押し上げ効果により、ユーロ圏のデフレ懸念は後退しており、ECBが掲げる中期的な物価安定水準、「2%未満で、その近辺」に近づいている。さらに、輸出、生産とも昨年夏以降、回復ペースが増している。1月のPMIは55.2と引き続き上昇傾向にある（図表1）。

緩やかな景気回復が持続する中、ECBは1月19日の理事会で、昨年12月に決定した、量的緩和の規模を4月から縮小することを再確認した。4月から毎月の購入額を現在より200億ユーロ減らし、600億ユーロとするというものである。同時に量的緩和を12月まで実施する方針も確認した。

直近の債券市場ではユーロ圏域各国の国債利回りが上昇傾向を示している。物価が予想以上に上昇したことで、ECBによる量的緩和の終了が前倒しになるとの思惑による。政治リスクを抱えるフランスや財政基盤が脆弱なイタリアなどで利回り上昇が目立っている。ギリシャの債務問題も依然くすぶる。ギリシャへの追加融資に必要な改革の実行が遅れており、最悪、IMFが支援から離脱するとの懸念も再浮上している。

ECBは、4月の購入額の減額は実施するものの、その先については動きづらい。オランダ総選挙（3月）、フランス大統領選挙（4月）、ドイツ総選挙（8～10月）と選挙が相次ぎ、極右政党が勢力を伸ばすなど、結果次第では政治リスクが高まる。また、3月からはイギリスのEU離脱交渉も本格化するが、民間調査によれば、最近ではEUへの原加盟国であるオランダやフランスですら、EUからの離脱確率が上昇している。

ユーロ圏瓦解の可能性

フランスでは極右政党・国民戦線のルペン党首が2月5日に選挙公約を発表し、本格的な選挙運動を開始した。保護主義など自国第一を押し出し、EUの圧政からフランスを解放することを強調した。自国通貨の復活や国境管理についてEUと交渉し、不調な場合、大統領就任から6ヵ月後にEU離脱を問う国民投票を実施するという。

今のところルペン氏は1回目の投票で1位となっても、決選投票で勝つのは難しいと見られている。しかし、イギリスのEU離脱やトランプ大統領の誕生に際しては、事前の世論調査はあてにならなかった。大方の予想を裏切ってルペン氏が大統領に当選し、フランスがEU離脱に向かう可能性もゼロとはいえない。また、ギリシャについても、追加支援が受けられなければ、デフォルトに陥り、EU離脱が今度こそ現実のものになる可能性がある。

一方EU内では、イギリスの離脱や難民受け入れへの温度差など困難に直面する中、政治や経済の成熟度合いに応じ、統合進展に差異を認めることで、事実上のグループ分けをする案が公に論じられ始めた。3月25日に行われる、ローマ条約調印60周年式典での共同宣言の文案で盛り込むことも検討されている。各国の様々な事情を考慮するものであるが、こうした配慮にも関わらず、今後の選挙結果次第では、グループ分けどころかEUの瓦解が進む可能性がある。その場合、先行き不安からユーロ圏経済が停滞することは避けられなくなる。一気に瓦解することは考えにくい、遠心力がじわじわと働き、EUの機能が低下していくといった事態は十分あり得ると考えられる。

テコ入れで上向いた中国経済

中国の2016年の実質GDP成長率は6.7%と、前年に比べ0.2ポイント低下し、天安門事件直後の1990年の3.9%以来、26年ぶりの低い伸びとなった。前年の成長率を下回るのは6年連続であるが、2016年の成長率目標6.5~7%は達成した。2017年の目標は3月の全人代に合わせて発表されるが、さらに引き下げられ、6.5%前後とされる見込みである。2005~2011年は8%、2012~2014年は7.5%、2015年は7%前後、2016年は6.5~7%と、成長率目標は段階的に引き下げられてきた。

2016年の内訳をみると、国有企業の投資は前年比18.7%と急伸したが、民間企業は3.2%と低迷した。政策減税の効果で自動車販売が過去最高を更新したが、個人消費の伸びは前年を下回った。ただ、四半期でみると、10~12月期は前年比6.8%と、7~9月期までの3四半期連続6.7%からわずかに上向いており、景気は底打ちしている。1月のPMIは51.2となり、好不調の節目となる50を6ヵ月連続で上回っている(図表1)。また、卸売物価指数は昨秋から上昇に転じており、企業を苦しめた川上のデフレは和らいでいる。

ただし、景気下支えのための 2015 年以降の金融緩和であふれたマネーが、不動産や商品先物に流入しバブルを引き起こすという弊害も出ている。昨年末の中央経済工作会議では、2017 年の経済方針として、不動産などの資産バブルを抑え、金融システム不安を確実に防ぐことが表明された。中国経済は上向いているが、投資と借金に頼った成長から脱却する新常态路線は道半ばである。一時的な鉄鋼市況の好転などにより、生産能力の削減も滞っている。

外貨準備減少に見る中国経済の行き詰まり

こうした中、中国の外貨準備がおよそ 6 年ぶりに 3 兆ドルを下回ったことが市場で懸念されている。ピーク時の 2014 年 6 月からは、およそ 1 兆ドル減少した。外貨準備の減少は、元安を恐れて外貨準備を取り崩し、ドル売り元買い介入を繰り返したことによる。3 兆ドルの大台割れは、それでも介入を続けざるを得ない中国当局の危機感を強く印象づけた。中国の米国債の保有残高も、直近では 1 兆ドル台まで減少し、日本に首位を譲った。

元は為替介入にも関わらず、昨年 1 年間で対ドル相場が約 6.6%下落し、大規模な切り下げがあった 1994 年以來の大きさだった。元安の背景には資本流出の加速がある。2016 年の中国からの資本流出額は過去最大となった。トランプ氏が大統領選に勝利してからは、新興国資金がアメリカに流れ込みドル高が進んだ。

外貨準備を使わずに元安を食い止めようと、1 月には、企業が海外に送金する際の手続きの厳格化や、商業銀行に供給する 1 年以内の短期資金の金利引き上げなどの措置がとられた。しかし前者については、自由な取引で元の国際化を進めようとする方向とは逆行するもので、逆に投資家の元離れを促す契機ともなりかねない性質のものである。後者については、米中間の金利差拡大から資金流出を抑制するねらいがある。

トランプ大統領は、中国が元安で輸出を拡大しているとの批判をしているが、これまで介入にも関わらず中国は元安を食いとめることはできていない。今後、米中摩擦が強まれば、中国からの資本流出はより加速しかねない。それを阻止するためさらに介入すれば、外貨準備が減るスパイラルに追い込まれかねない状況にある。一方、規制を強化すれば、元の国際化とは逆行する。

このように、為替管理で中国は難局に直面している。この問題には、当局の管理の下、成長路線に走ってきた中国経済の矛盾が表れているともいえる。根本的には中国経済の魅力を高める形で、資本流出に歯止めをかけることができなければ、いずれ中国の成長自体が行き詰まってしまう懸念を感じさせる。

2 日本経済—回復続くが脆弱性は残る

10～12月期の実質GDP成長率は、前期比0.2%（同年率1.0%）と4四半期連続でプラス成長となった。個人消費は前期比-0.0%とほぼ横ばいであったが、設備投資が同0.9%と2四半期ぶりにプラスとなり、輸出が東アジア向けを中心に同2.6%と大きく伸びたことでプラス成長となった。外需中心ではあるが、緩やかな景気回復が続いている。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。

輸出、生産は顕著に回復

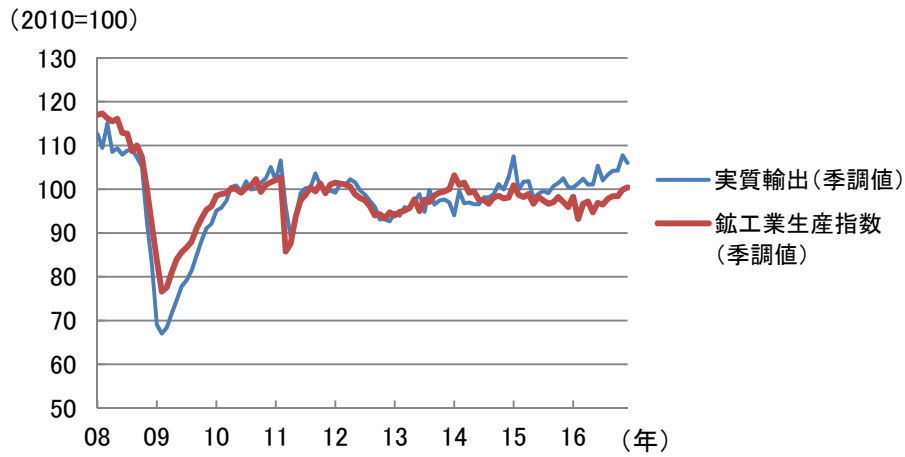
外需については、日銀ベースの実質輸出は、10～12月期は前期比2.7%と高い伸びとなり、3四半期連続でプラスとなった（図表2）。EU向けはマイナスに転じたが、アメリカ向けが3四半期ぶりにプラスとなり、東アジア向けが中国やNIEs向けを中心に高い伸びとなった。財別では先進国向けが自動車関連を中心に、新興国向けは情報関連を中心に伸びている。輸出の先行きについては、スマートフォンメモリーの大容量化やクラウド化に伴うサーバー需要などに支えられ、情報関連を中心に堅調に推移していくと見込まれる。

10～12月期の生産も前期比2.0%と高い伸びを示し、3四半期連続でプラスとなった（図表2）。生産の内訳をみると、輸送機械、電子部品・デバイス、はん用・生産用・業務用機械工業の押し上げの寄与が大きい。輸送機械については熊本地震からの挽回生産の効果のほか先進国向けが増えており、電子部品・デバイスについてはスマートフォン向けが増勢を強めている。はん用・生産用・業務用機械工業は、半導体製造装置などが堅調に推移している。

在庫調整が進み、在庫水準は概ね消費税増税前の水準に戻っており、出荷・在庫バランスは、8月以降、5ヵ月連続で出荷の伸びが在庫の伸びを上回る状態となっている（図表3）。製造工業予測指数は1月が前月比3.0%、2月が同0.8%と引き続き増産する計画となっている。生産の先行きは海外需要の回復に加え、経済対策の効果も発現していき、内外需の拡大に支えられる形で緩やかに増加していくことが見込まれる。

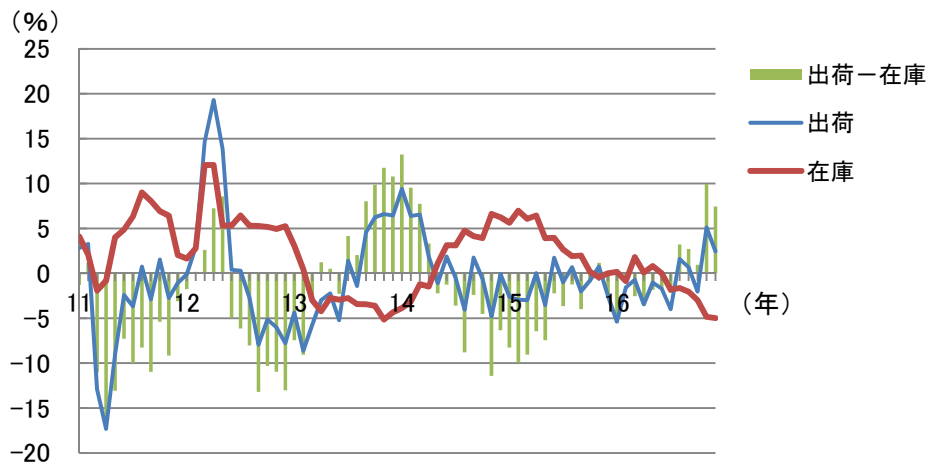
設備投資の先行指標である機械受注は、10～12月期は前期比-0.2%と2四半期ぶりに減少に転じた（図表4）。更新投資や省力化投資が底堅く推移しており、1～3月期の見通しは同3.3%とプラスとなっている。とりわけ製造業の伸びが、前期比11.6%と高い。仮に見通しが達成されると、機械受注の水準はリーマンショック前以来の水準となる。設備投資の先行きは、企業収益の改善に伴い、緩やかな増加基調をたどっていくと予想される。

図表2 実質輸出と鉦工業生産指数



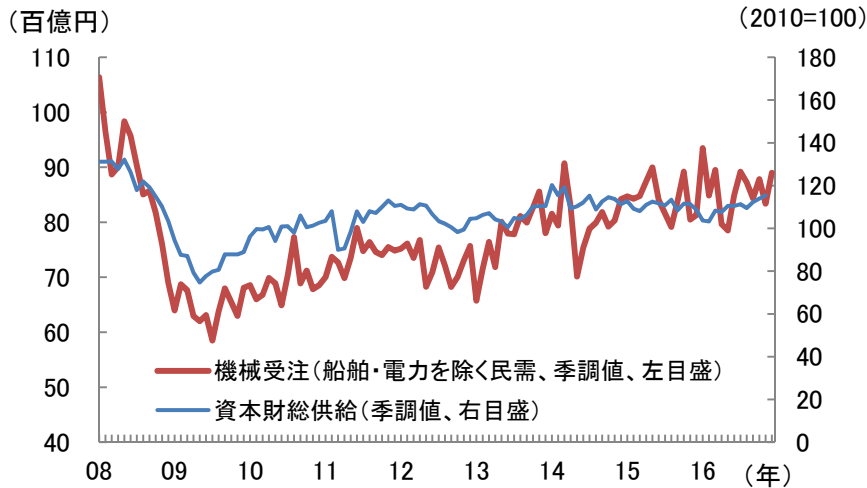
(出所) 日本銀行「実質輸出入」、経済産業省「鉦工業指数統計」

図表3 出荷・在庫バランス



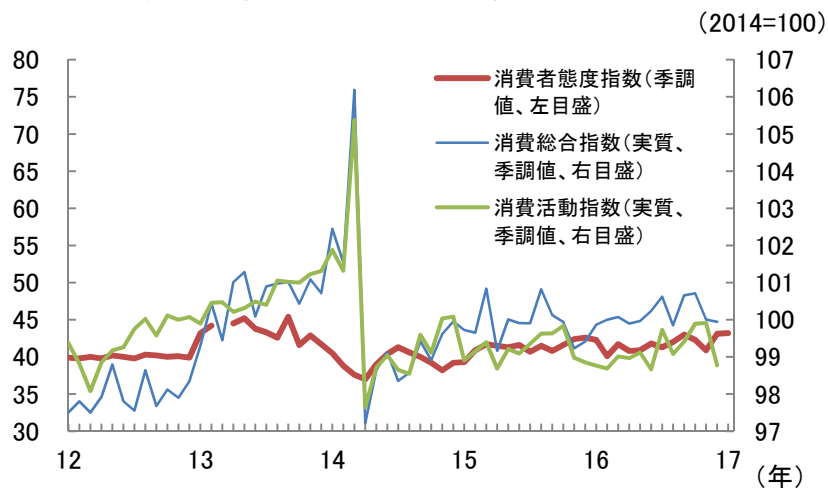
(出所) 経済産業省「鉦工業指数統計」

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・含むアウトバンド消費)

伸び悩む実質賃金と消費

消費については、GDP の速報値に近い消費総合指数は、10～12 月期は前期比-0.2%とマイナスとなった（図表 5）。天候不順の影響で生鮮食品価格が大幅に値上がりしたことが、消費の足を引っ張った。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」も振るわず、10～12 月期は同 0.1%とほぼ横ばいであった。

とはいえ消費の先行きは、雇用所得環境の緩やかな改善に加え、株価上昇による資産効果、さらには予定される簡素な給付金支給などの経済対策の効果もあり、緩やかに増加していくことが見込まれる。また、今後は地デジ対応やエコポイントで需要が刺激されたテレビ、家電などが順次買い替え時期を迎えていき、これが耐久財消費を持ち上げる要因になると考えられる。マインド指標は緩やかな持ち直しが続いている（図表 5）。

雇用、所得環境については、12 月の失業率は 3.1%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 1.43 倍となり、バブル景気の 1991 年 7 月以来の水準に達した。ただし賃金の改善は足踏みしている。12 月の名目賃金は前年比 0.1%とほぼ横ばいとどまり、物価の伸び（持ち家の帰属家賃を除く総合（生鮮食品は含む）、同 0.4%）に追いつかず、実質賃金は 1 年ぶりのマイナスとなった。原油安や円高による物価下落が昨年 4 月から半年間続き、実質賃金を押し上げてきたが、10 月に物価が上昇に転じた後は、実質賃金を押し下げるようになった。夏場の天候不順による野菜の高騰などが物価上昇の要因であるが、今後については、物価は原油価格持ち直しや昨秋以降の円安によって上昇が見込まれる。

先行きの実質賃金の上昇のためには、春闘で昨年（2.0%）に続き、4 年連続で 2%台の賃上げ率が継続できるかが注目される。トランプ大統領の誕生で、保護主義の逆風など企業経営にとっては先行きの不透明感が高まっている。しかし、2017 年 3 月期の企業収益は 2 年ぶりに過去最高を更新する見込みで、また、人手不足がより一層進展する中、企業は人材確保のため賃上げに努力せざるを得ない状況となっている。昨年並みの賃上げ率は確保されると思われる。

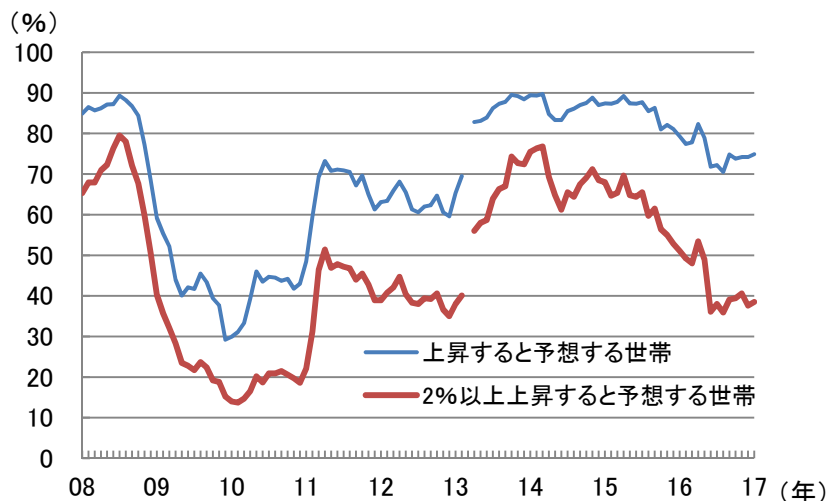
なお、アベノミクス下で高まった 2%以上の物価上昇期待は、その後、アベノミクス開始前に戻ったが、足元の下げ止まりから上昇に転ずるまでにはなお時間がかかりそうである（図表 6）。

統計改定で変わった景気の姿

昨年 12 月 8 日に発表された GDP 統計の改定によって、景気の姿がこれまでとは変わったが、ここで簡単に触れておく。新しい統計では、消費税率引き上げ前の 2013 年度の成長率が 2.0%から 2.6%に、引き上げ後の 2014 年度はマイナス 0.9 %からマイナス 0.4 %に、さらに 2015 年度は 0.9%から 1.3%にそれぞれ上方修正された。

消費税率引き上げ後の成長率の落ち込みは小さくなり、昨年度も 1 %台の成長率を維持した。税

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

率引き上げのダメージからの回復は、より早かったことになる。今年度に入ってから年率で1%台半ばの成長が続いており、景気は0%台半ばとされる潜在成長率を超え、底堅く推移している形となった。今回の統計改定では、これまで経費として扱われてきた研究開発費が設備投資に含まれることになり、2014年度は特にその影響で成長率のマイナス幅が縮小した。2015年度の上方修正は、速報段階で反映されていなかった消費の基礎統計が反映されたことが大きい。

景気は消費税率引き上げ後、現在まで低迷しているにとらえられてきたが、必ずしもそうでなかったことが明らかになった。統計改定に伴い、潜在成長率もこれまでより高まり、内閣府の推計によれば、統計改定前の0.4%から改定後には0.8%になった。

物価水準の財政理論とは

日銀は、量的質的緩和が限界に近づく中、昨年1月にはマイナス金利を導入、さらに9月にはイールドカーブ・コントロールに踏み切ったが、現在まで物価は顕著には上向いていない。金融政策の限界が語られる中、財政政策を使うことによって物価目標を達成すべきとの、プリンストン大学のクリストファー・シムズ教授の提言が耳目を集めている。以下では、この主張の妥当性について若干の検討を加える。

物価決定要因としてよく知られているのは貨幣数量説である。貨幣数量説では、以下の式に基づいて物価水準が決まると考える。

$$\text{物価水準} \times \text{実質 GDP} = \text{貨幣供給量} \times \text{貨幣の流通速度} \quad \dots \text{ (A)}$$

ここで貨幣の流通速度は、日銀から供給された貨幣が銀行を經由して経済全体を循環する速度である。この式で、実質 GDP と貨幣の流通速度が一定とすれば、貨幣供給量が増えれば物価水準が上昇する。

物価変動が貨幣的な現象であるといわれるのは、この関係に基づいている。これに対し、最近の学界では、物価決定の要因として、財政要因に着目する考え方が関心を集めている。これは「物価水準の財政理論 (FTPL : Fiscal Theory of the Price Level) と呼ばれるもので、以下の式に基づいて物価水準が決まると考える。

$$\text{現在の名目政府債務残高} = \text{物価水準} \times \text{将来得られる実質財政余剰} \quad \dots \text{ (B)}$$

この式は政府の予算制約式を示しており、政府が現在負っている名目債務は、将来の名目財政余剰 (=物価水準×将来得られる実質財政余剰) によって必ず返済しなければならないことを示している。要するに、現在の債務は将来の財政収支の黒字によって必ず返さなければならないということである。

この式で、物価水準を一定とすれば、現在の名目債務が増加した場合、増税や歳出削減を通じて、将来得られる実質財政余剰を増加させなければ、政府の予算制約式が満たされないことを示している。つまり、政府債務を増やした場合、将来、歳出削減、増税などで財政収支の黒字を増加させて返さなければつじつまが合わないということである。

一方、政府の名目債務が増加するなかで、将来得られる実質財政余剰に変化がなければ、政府の予算制約式を満たすためには物価水準が上昇しなければならない。これは、名目政府債務が、将来得られる実質財政余剰を超えて大きく拡大した場合、インフレによって政府の実質債務負担を軽減するような作用が働くことで、政府の予算制約式が満たされることを意味している。

貨幣数量説に基づけば物価は貨幣的な現象ということであるが、物価水準の財政理論に基づけば物価は財政的な現象ということになる。この違いは次のように理解できる。貨幣数量説では、物価水準は (A) 式で決まり、(B) 式を恒等式とみなすのに対し、物価水準の財政理論では、物価水準は (B) 式で決まり、(A) 式を恒等式とみなす。この意味で両者は対照をなす考え方であるが、現実にはどちらかが正しくどちらかが誤っているというわけではなく、二つの要素がからみあって物価が決まっていると考えるのが妥当であろう。ごく単純に考えれば、政府債務残高が累増していくにつれ、物価変動に対し、財政的な要素が次第に影響力を増していくと考えられる。

非中立的な財政支出による物価のコントロール

この二つの考え方をを用いることによって、現在の政策運営についてどのような示唆が得られるだろうか。現在の状況を (A) 式でみると、日銀があらゆる手段を用い、貨幣供給量を増やしているにもかかわらず、物価上昇は鈍いままでとどまっている。このため、金融緩和が限界に達しているとの見方が強まっている。換言すれば、(A) 式の関係を利用することによってデフレから脱却することは困難な状況になっている。このとき、(B) 式の関係を利用し、財政政策を実施することによって、デフレから脱却できる場合がある。

(B) 式によれば、現在の名目政府債務残高を増やす一方、将来得られる実質財政余剰に変化がなければ、物価は上昇する。これは財政政策として、国債発行によって減税や歳出拡大を行う一方 (=現在の名目政府債務残高の拡大)、それを将来の増税で埋め合わせることをしない (=将来得られる実質財政余剰を変化させない) という、非中立的な財政政策を行うことを意味する。

つまり政府が現在、債務を増やして減税や歳出拡大を行うが、それを将来の増税で賄うようなことはしないという政策である。この場合、消費者は恒常所得が増加するため (現在の減税分が、将来の増税によって帳消しになることがないため)、消費を増加させる。消費の増加は物価を上昇させ、物価の上昇を通じて (B) 式の関係が満たされる。ここで述べた政策は (B) 式において、現在の名目債務残高を増やす一方、将来得られる実質財政余剰を変化させないというものであるが、このとき物価が上昇することによって、(B) 式の関係が維持されるというわけである。

これは金融政策が限界に達した場合、非中立的な財政政策を発動すれば、デフレから脱却できる可能性を示している。さらにこのとき、名目 GDP も増加するため、名目債務残高の名目 GDP 比は、名目債務残高が増加しても上昇せず、むしろ低下する可能性がある。政府にとっては、非中立的な財政政策は、国債発行によって減税や財政支出の拡大を行うだけで将来の増税も行う必要もない、極めて楽な政策となる。

しかし、本当にこうした効果が発揮されるかは定かではない。将来得られる財政余剰の実質値を、消費者がどのように認識するかによって消費者の行動が変わってくるからである。現在のように財政状況が極めて悪化している場合、政府が非中立的な財政政策を行うと宣言してそれを実行したとしても、本当に将来の増税がないのかという点について消費者は確信を持ってない。財政状況がこれほど悪化しているのだから、必ず将来増税されるはずだという消費者の期待が支配的となれば、消費者は、現在の減税は恒常所得の増加にはつながらないと考えるため消費を拡大させない。

しかし、仮に政府が本当に増税しないという期待が支配的となれば、物価を上昇させることができるかもしれない。シムズ理論の主張の核心はここにある。物価目標を達成するまでの間、非中立的な財政支出を行うことを人々に信じさせることができれば、財政政策によって物価を引き上げることが可能と考える。

事実上のシムズ理論の導入

現実にはこのような考え方に基づいて政策運営が行われた例はないが、政府債務が肥大し政府が債務償還に無責任になったケースで、ハイパーインフレが生じ、結果として債務が解消される例は、途上国などでしばしば見られる。シムズ理論では、物価目標を達成するまで限定的に政府が非中立的な財政支出を行い、達成する見通しとなったなら非中立的な財政運営を止めることで、インフレの行き過ぎは防げるとする。シムズ教授は具体的には、「2%のインフレが6ヵ月達成されたら、消費税を引き上げる」と明示すればよいとしている。

理論的には確かにこのような政策運営の可能性は考えられるが、人々の期待をうまくコントロールできるかが疑問である。しかし、現在の日本では消費税率引き上げが2回にわたって延期される一方、大型の景気対策が発動された。この点は、非中立的な財政運営に近い状況に陥っているといえなくもない。また、1月に示された内閣府の中長期の経済財政試算では、ベースラインケース（足元の潜在成長率並みで将来にわたって推移：実質成長率1%弱、名目成長率1%台半ば）では、プライマリーバランスの黒字化目標は達成できず、政府債務残高（名目GDP比）も発散するとの展望が示された。このままでは、インフレによって政府債務が解消される道しかないのではないかとの考え方は、以前に比べれば聞くことが多くなったように感じる。

こうした期待が支配的となり、人々がインフレで目減りする国債は魅力がないと考えるようになった場合、マネーがそれ以外の投資や消費に回り、それが物価上昇をもたらす可能性はある。明確に意図した形でシムズ理論に基づく政策運営を行うことは、おそらくは現在も将来もできないが、なし崩し的にそうした方向に向かいつつあるのが、現在の日本の状況かもしれない。つまり、現在の日本は、事実上、シムズ理論導入への道に向かっているとも考えられる。

ただ、それも悪いことではない。政府債務が経済規模を超えて大幅に累増したケースは、前述のように、途上国などではハイパーインフレで債務が帳消しになる例が多い。しかし、資産の蓄えのある先進国では、第二次大戦後のアメリカがその一例であるが、緩やかなインフレによって長い時間をかけて政務を減らしていった例が多い。それは決してシムズ理論に基づく政策運営だったわけではない。しかし、増税だけでは債務解消が困難と考えられる以上、インフレによって債務解消が図られていくのは自然なことであり、日本もそうした道に向かう可能性が高まっていることをシムズ理論は教えてくれる。

成長率は2017年度1.2%、2018年度1.1%

今後の日本経済は、海外経済の回復に伴う輸出増加に加え、消費や設備投資など内需が底堅く推移し、さらには経済対策の効果が発現することで、緩やかな回復を維持していくと考えられる。労働需給の逼迫を受け、賃金も緩やかに上昇していくと見込まれる。消費者物価も徐々に持ち直し、

大幅に低下した先行きの物価上昇期待も次第に上向いていくと予想される。

ただ、保護主義の台頭など世界経済の不確実性が高まっており、日本経済回復の基盤もまた脆弱だといわざるを得ない。今後も景気回復は続くが、実質 GDP 成長率は 2016 年度 1.2%、2017 年度 1.2%、2018 年度 1.1%程度と、1%をやや上回る程度で推移していくと見込まれる。

予測表

| 年度 | 2016 | 2017 | 2018 | 2016 | →予測 2017 | | | | 2018 | | | | 2019 | |
|------------|------|------|------|-------|----------|------|-----|-------|------|------|------|-------|------|-----|
| | 予測 | 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 | 1.2 | 1.2 | 1.1 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.3 |
| (年率) | — | — | — | 1.0 | 0.7 | 1.0 | 1.6 | 1.6 | 1.7 | 0.7 | 0.8 | 0.9 | 0.9 | 1.1 |
| 個人消費 | 0.6 | 0.6 | 0.7 | -0.0 | 0.2 | 0.0 | 0.2 | 0.3 | 0.2 | 0.2 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 |
| 住宅投資 | 6.0 | -0.1 | 0.7 | 0.2 | -1.0 | -0.2 | 0.2 | 0.1 | 0.0 | -0.3 | -0.3 | 1.5 | 1.5 | 1.5 |
| 設備投資 | 1.7 | 2.3 | 2.7 | 0.9 | 0.2 | 0.6 | 0.7 | 0.8 | 0.9 | 0.5 | 0.6 | 0.6 | 0.7 | 0.7 |
| 在庫投資(寄与度) | -0.3 | -0.1 | 0.0 | -0.1 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 政府消費 | 0.9 | 1.1 | 1.0 | 0.4 | 0.4 | 0.1 | 0.2 | 0.4 | 0.5 | 0.0 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.3 |
| 公共投資 | -1.5 | 3.5 | 0.5 | -1.8 | 3.0 | 1.5 | 0.8 | 0.4 | 0.2 | -0.2 | -0.1 | 0.3 | 0.3 | 0.3 |
| 輸出 | 2.6 | 3.8 | 1.7 | 2.6 | 0.5 | 0.8 | 0.8 | 0.2 | 0.4 | 0.4 | 0.5 | 0.3 | 0.6 | 0.6 |
| 輸入 | -1.0 | 1.7 | 1.2 | 1.3 | 0.5 | 0.4 | 0.3 | 0.2 | 0.0 | 0.4 | 0.3 | 0.5 | 0.5 | 0.5 |
| 名目 GDP | 1.2 | 1.3 | 1.5 | | | | | | | | | | | |
| GDP デフレーター | 0.0 | 0.2 | 0.4 | | | | | | | | | | | |

[実質 GDP 寄与度]

| | | | |
|----|-----|-----|-----|
| 内需 | 0.6 | 0.8 | 1.0 |
| 外需 | 0.6 | 0.3 | 0.1 |

| | | | |
|-------------|-------|-------|-------|
| 鉱工業生産 | 1.4 | 3.6 | 2.7 |
| CPI(除く生鮮食品) | -0.2 | 0.7 | 1.0 |
| 失業率 | 3.1 | 2.9 | 2.8 |
| 経常収支 | 21.0 | 21.4 | 21.4 |
| 円ドルレート | 108.3 | 111.0 | 109.3 |

[前回予測(2016.12.8)]

| | | | |
|--------|-----|-----|---|
| 実質 GDP | 1.2 | 1.2 | — |
| 名目 GDP | 1.3 | 1.3 | — |

(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 事業支援統括部)広報

電話:03-5401-8399(直通)