

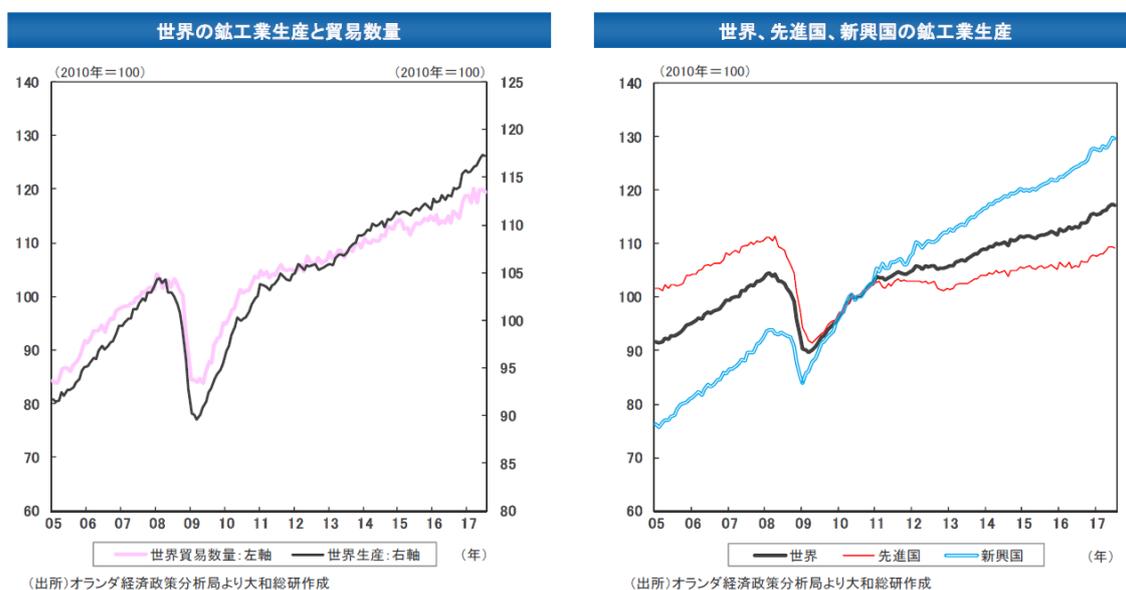
1. 世界経済の現状

(1) 世界経済の動向

世界景気は、昨年（2016 年）頃から景気の回復局面にきている。主要先進国（G7）および新興国（6 カ国）で持ち直しの動きとなっており、米欧中も総じて回復傾向となっている。景気の回復を背景に、金融政策は正常化へ向かうことが予想される。

世界の鉱工業生産と貿易数量のいずれも増加傾向が継続しており、実体経済は堅調である。先進国、新興国ともに増加している。日本においても、製造業の経常利益は過去最高を示している。世界景気が回復し、輸出関連の製造業が伸びる要因となっている。

【図表 1】 世界の鉱工業生産と貿易数量の変化



(2) 世界生産のけん引役

近年は、新興アジアが世界生産のけん引役となっているが、最終需要地は、欧米など先進国であり、先進国の景気動向が重要である。

先進国と新興国のいずれもエコノミック・サプライズ指数（※各種の経済指標と市場予想との食い違いの乖離幅を指数化した指数。事前予想と比べ、上ぶれが多ければプラス、逆ならマイナスで示し、ゼロであれば予想どおりで、上下にぶれていれば経済指標

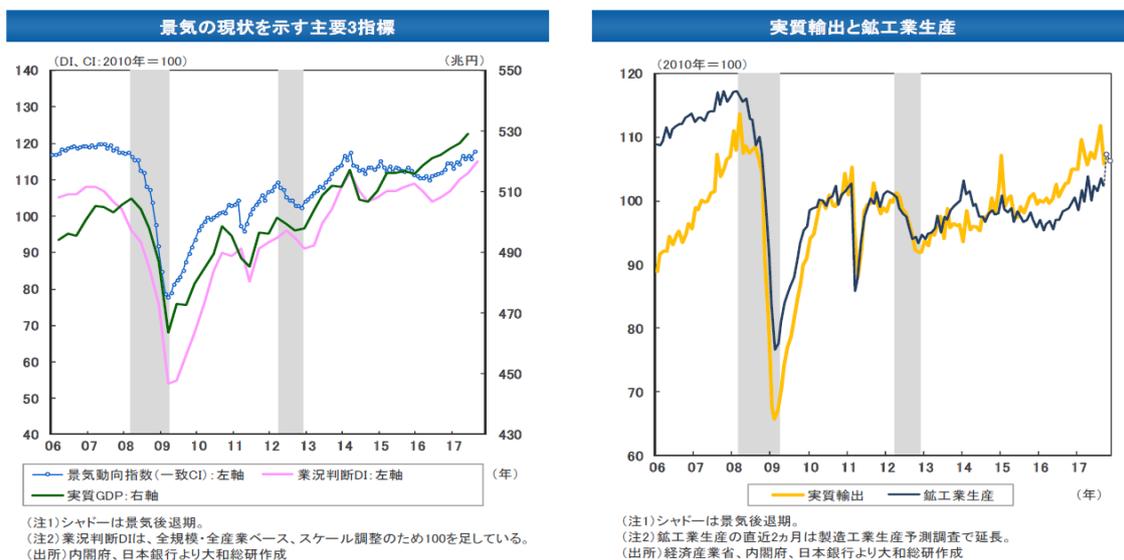
の発表に市場が驚いている状態を表す。)が上昇傾向であり、想定より上振れしている。グローバルでみて景況感が上向いているといえる。国別で見ると、日米ユーロ圏はエコノミック・サプライズ指数が上昇している一方で、中国で低下傾向が続いており、注意が必要である。

2. 日本経済の現状

(1) 日本経済の動向

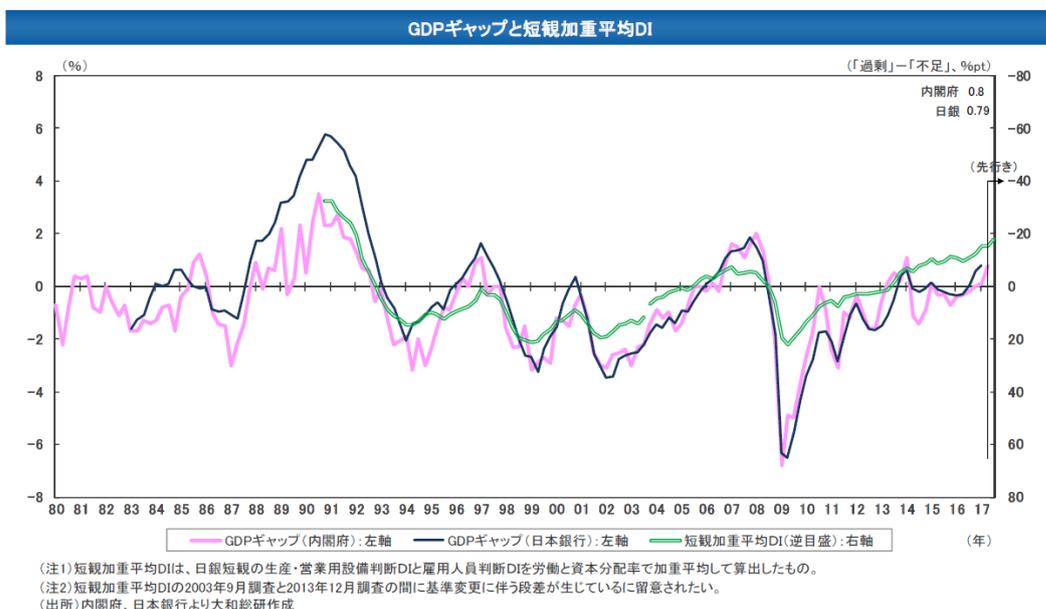
景気の現状を示す主要 3 指標（景気動向指数、業績判断DI、実質GDP）はいずれも改善傾向を示しており、日本経済は緩やかに回復しているといえる。輸出は海外経済の回復を背景に持ち直してきている。生産は総じて拡大傾向にあり、計画も底堅い。

【図表 2-1】景気の現状と輸出・生産



内閣府と日本銀行の GDP ギャップ（※日本経済の潜在的な供給力と実際の需要の差。国内総生産（GDP）から推計する内閣府に対し、日銀では、生産設備の稼働率や失業率・労働参加率などから試算。）はいずれもプラス圏であり、改善傾向が継続されている。短観加重平均DIによると、企業の資本・労働全体の不足感は今後も強まる見通しである。日本の経済が確実に改善されていると言うには、GDP ギャップがより上向いていくことが必要である。

【図表 2-2】 GDP ギャップ



(2) 日本経済：7 四半期連続プラス成長

2017年7-9月期GDP統計（一次速報）では、7四半期連続プラス成長となっている。これは、1999年4~6月期から2001年1~3月期までの8四半期連続以来、約16年ぶりの長さである。内訳を見ると、内需がいったん足踏み、外需は予想を上回る結果を見せており、日本経済は緩やかな持ち直しの動きが続くと見られる。

(3) 日本の景気拡張期間

日本の景気拡張期間は、戦後2番目に長い2017年10月で59ヶ月となっている。また、米国の景気拡張期間は、戦後3番目に長い2017年10月に100ヶ月目を迎えている。日米ともに長く景気拡張が続いており、2019年まで拡張期が続く可能性がある。

以上が世界経済、日本経済の現状認識である。

3. 世界経済の展望

(1) 世界経済の見通し

国際通貨基金（IMF）の世界経済見通しでは、2015年と2016年に減速、2017年以降に成長率を高める見通しとなっている。

なお、10月に発表された見通しは、前回発表（7月）から小幅に上方修正され、内訳も米国、ユーロ圏、中国、日本と揃って上方修正がされている。IMFの見通しが上方修正される点は非常に珍しく、強気の見通しである点が感じられる。

【図表 3-1】 国際通貨基金（IMF）の世界経済見通し

世界経済見通し(IMF)

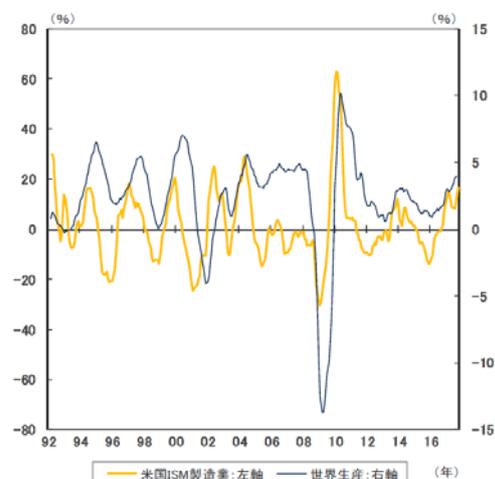
	実質GDP成長率(%) 2017年10月時点			17年7月との差 (%pt)	
	2016	2017 (予)	2018 (予)	2017 (予)	2018 (予)
世界	3.2	3.6	3.7	0.1	0.1
先進国	1.7	2.2	2.0	0.2	0.1
米国	1.5	2.2	2.3	0.1	0.2
ユーロ圏	1.8	2.1	1.9	0.2	0.2
ドイツ	1.9	2.0	1.8	0.2	0.2
英国	1.8	1.7	1.5	0.0	0.0
日本	1.0	1.5	0.7	0.2	0.1
新興国	4.3	4.6	4.9	0.0	0.1
中国	6.7	6.8	6.5	0.1	0.1
インド	7.1	6.7	7.4	-0.5	-0.3
ロシア	-0.2	1.8	1.6	0.4	0.2
ブラジル	-3.6	0.7	1.5	0.4	0.2
ASEAN5	4.9	5.2	5.2	0.1	0.0

(注)ASEAN5は、インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ、ベトナム。
(出所)IMFより大和総研作成

続いて、景気転換の先行指標と目される米国 ISM 製造業景況指数（※米供給管理協会（ISM）が製造業約 350 社の仕入れ担当役員にアンケート調査を実施して発表される景気指標。早い段階で発表される事から（翌月第 1 営業日）、注目度が高い景気の先行指標と言われる。50%を超えれば景気拡大、下回ると景気後退を示す。）と中国景気先行指数（※世界大型企業研究会が発表している指数であり、中国経済の周期的な転換点を正確に予測するものとされている。）は、両指標（前年比）とも現在プラス基調で推移しており、世界生産も底堅く推移する見通しである。

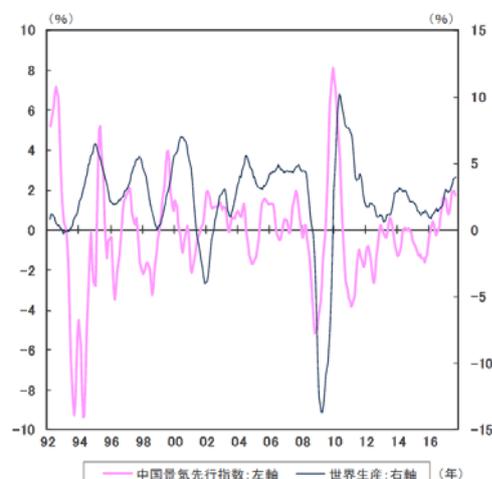
【図表 3-2】 世界生産の先行指標

世界生産と米国ISM製造業(3MA、前年比)



(出所)ISM、オランダ経済政策分析局、Haver Analyticsより大和総研作成

世界生産と中国景気先行指数(3MA、前年比)



(出所)中国国家統計局、オランダ経済政策分析局、Haver Analyticsより大和総研作成

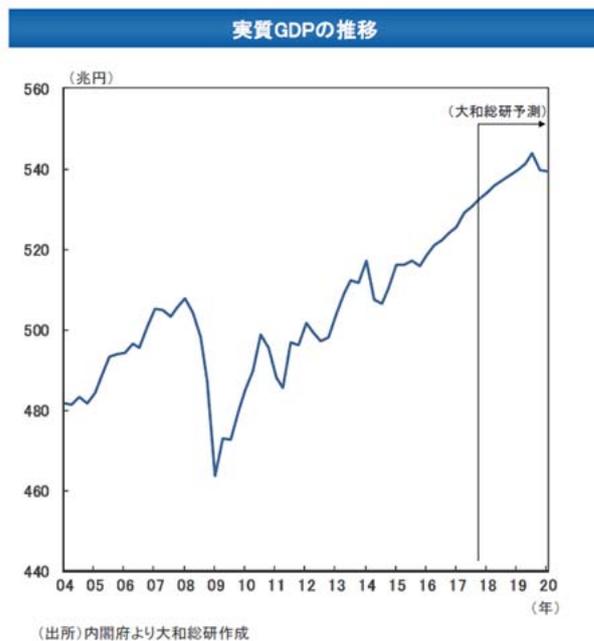
4. 日本経済の展望

(1) 日本経済の見通し

大和総研の予測では、実質 GDP は 17 年度が+1.6%、18 年度が+1.2%、19 年度は+0.6%としている。17 年度をピークに成長速度は落ちるものの、日本の真の実力を表す潜在 GDP は 1%程度の水準であり、18 年度は減速してもこれを上回る強い成長見通しである。19 年度は消費増税の駆け込み需要による反動減を見込んでいる。増税をしてもマイナス成長に転じない点を踏まえると、日本経済の堅調さが表れている。

また、実質 GDP は、基調として見ると緩やかに拡大する見通しである。海外経済の回復が追い風となり、内需も改善すると予想されている。但し、海外のリスク要因には注意が必要であり、さらには消費増税の影響にも留意する必要がある。

【図表 4】 実質 GDP（大和総研予測）



政府および日本銀行の経済見通しを見ても、2017 年度の実質 GDP 成長率見通しは、いずれも日本の潜在成長率を上回っており、日本経済は底堅いと言える。

市場コンセンサス（※市場見通しを予想している、証券アナリストやエコノミスト、彼らが所属する証券会社や調査機関の予想の平均値）においても、プラス基調で推移する見通しである。但し、2017 年度の見通しは上方修正が続いてきたが、足下で一服感が見られる。

日本銀行の2017 年度の物価見通しは、これまで何度も下方修正されてきている。2017 年度の実質 GDP 成長率見通しは、いずれも日本の潜在成長率を上回るものとなっている。

5. 今後の経済動向を読み解くための論点

(1) 米国関連

1) トランプ氏大統領選挙勝利後のマインドの変化

大統領選挙前は、トランプ氏勝利の場合、先行き不透明感の高まりがマインドの重石になるとの見方であったが、選挙後の企業と家計のマインドはいずれも改善されてきている。減税などの経済対策に対する期待感の現れであろう。

2) 株式市場の過熱感

米国は、NYダウ平均株価が史上最高値を更新し、名目GDPとの関係で見た歴史的な上限に近づいている。

利上げ局面となっているが、利上げ自体は必ずしも株価急落要因とならず、逆に、利上げが不可能という局面を示すときには株価に注意が必要である。株式市場の過熱感には注意が必要である。

3) 金利上昇に一服感

2016年11月の米国大統領選挙後、景気回復期待などから米国の長期国債利回りが上昇したが、ここにきて金利上昇に一服感が見られる。一方で、米連邦準備理事会（FRB）は、2017年10月からバランスシート縮小を始めており、量的緩和を巻き戻すことで、長期金利上昇が懸念される点は注意が必要である。

4) 米国の実体経済

雇用市場は改善傾向が続いており、失業率は4%台前半まで低下した。これにより、利上げが継続されることが見込まれる。

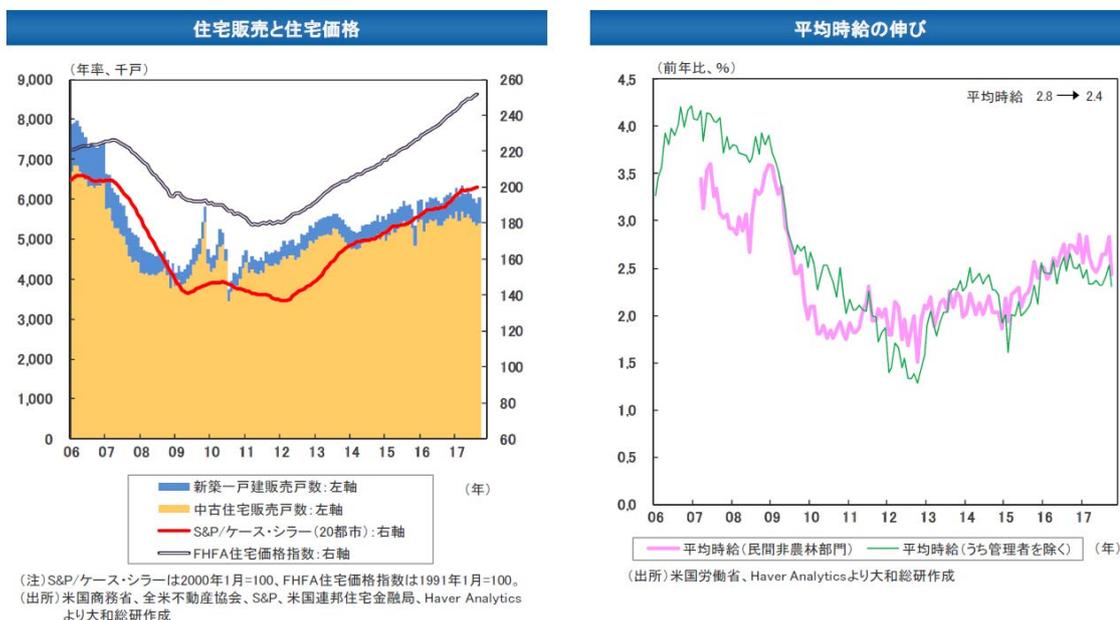
一方で、経済成長率は2017年1-3月期に減速しており、このような中で、雇用改善から個人消費が拡大しており、再び回復基調に戻るが見込まれる。

5) 先行きの注目材料

不動産市場が堅調に回復しており、リーマンショック前の水準に戻りつつある。ただ今後、過熱感が高まらないか注視が必要である。

平均時給の伸び（前年比）は2%を上回って推移しており、個人消費を下支えしている一方で、リーマンショック前の水準まで戻ってはならず、足下も冴えない。特に注意を示す指標である。

【図表 5-1】 先行き注目指標（不動産市況、平均時給の伸び）



6) ドル安 V.S. ユーロ高

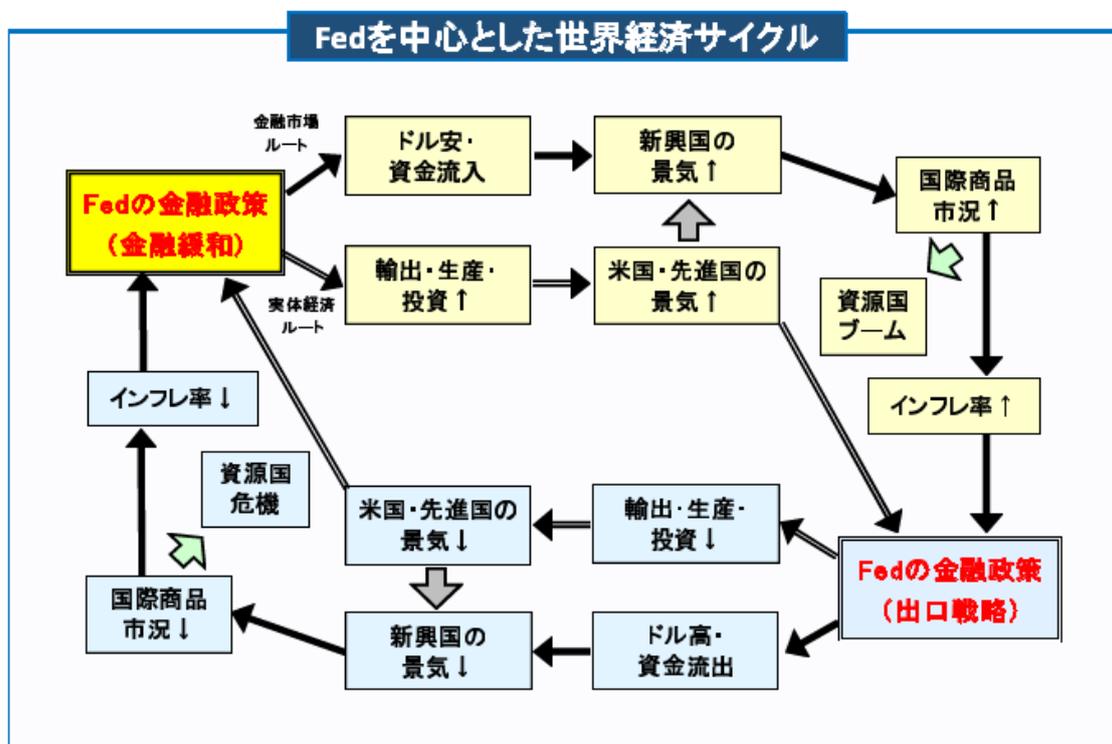
2017年に入ってから、「ドル安V.S. ユーロ高」という構図が続いている。ユーロ圏経済にはマイナスに作用している。

一方で、ドル円レートで見るとドル高という印象だが、総合的な名目実効為替レートではドル安が鮮明であり、トランプ政策が行われた効果が現れている。

7) 連邦準備制度 (Fed) のバランスシートの縮小ペース

Fed が 10 月からバランスシート (BS) の縮小を開始しており、縮小規模は、月 100 億ドルから徐々に拡大している。よって、Fed の BS 縮小によって、グローバル金融市場が動揺するリスクに注意が必要である。なお、国債の圧縮が増える可能性がある。資産が圧縮される中で、金利が上がるかが特に注視する部分である。

【図表 5-2】 Fed を中心とした世界経済サイクル



(出所) 大和総研作成

(2) 日本経済への影響

1) 米国大統領選挙とドル円レートと日本株

2016年の米国大統領選挙でトランプ氏が大筋の予想に反して勝利し、予想外の円安・株高が進行した。2017年に入ると、トランプラリー（※トランプ氏の勝利をきっかけに世界の株式相場が上昇基調となったこと。）は徐々に収束に向かっている。現在、方向感に乏しい展開であり、今後は注視すべきである。

2) 日米金利差とドル・円レート

米国大統領選挙後に円安が進んだ要因としては、日米金利差が拡大したことが主因である。なお、日米金利差拡大の動きは、2017年に入ってから一服し、円安の動きにも歯止めが掛かっている。今後の動きを注視する必要がある。

3) 米国への輸出

米国のISM製造業景況観指数は上昇基調であり、要因として、トランプ政権の財政政策・税制などに対する期待感から、米国の企業マインドは改善傾向を示している。なお、当指数は、歴史的に日本の輸出に3ヵ月程度先行する傾向を示しており、短期的にはトランプ政権が日本の輸出の追い風となっていると言える。

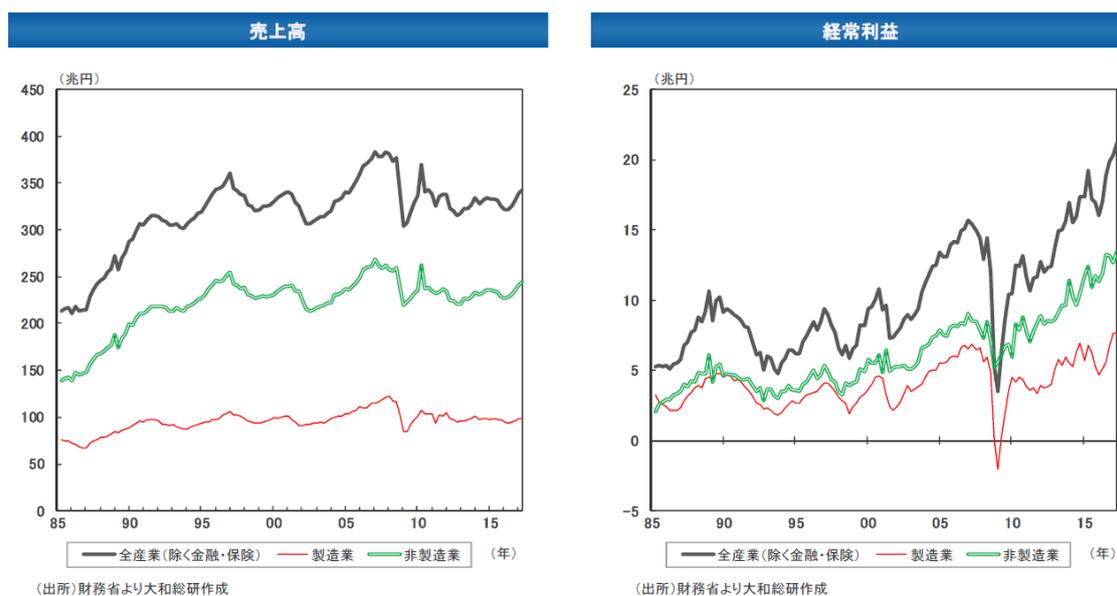
4) 世界景気

世界景気の改善が日本の輸出に対してプラスに作用しており、足元の輸出数量に持ち直しの動きが見られる。輸出向け出荷の改善を通じて、生産にもプラスに作用している状況が見られる。

5) 円安下の企業利益

2012年秋以降の円安局面では、製造業と非製造業のいずれも経常利益が増加しており、ここにきて経常利益が過去最高水準となっている。なお、非製造業は、円安によるコスト上昇の影響を価格転嫁や効率化などの企業努力で軽減してきているが、売上が伴うかは企業の悩みである。とりわけ、原油価格の上昇は企業の懸念であり、今後注視していく必要がある。

【図表 5-3】 世界景気と日本の輸出数量・生産



(3) 消費税関連

1) 消費税(2014年4月)の影響

消費税増税後も2014年度はプラス成長を維持できると予測されていたが、その後、段階的に予測値が引き下げられ、マイナス成長まで落ち込んだ。消費税は、「想定内」から「想定外」という程の影響に及んでいる。

2) 物価上昇のインパクト

消費税増税後の影響は、①反動減(代替効果)、②実質所得減少の効果(所得効果)、の2点を通して考えることとなる。なお、次回の消費税(2019年10月想定、軽減税率

あり)の消費者物価指数(CPI)への影響は約1%であり、これに教育無償化の効果を考慮する必要がある。

3) 2四半期連続マイナス成長

2014年7-9月期の実質GDP成長率(前期比)は、市場コンセンサスでは+0.5%と予測されていたが、結果は▲0.4%であった。次回の消費増税延期を決定づけた想定外の結果である。要因として、消費税増税において①反動減、②実質所得減少の効果、のいずれも過少に評価されていた可能性がある。

4) 労働者の負担

雇用者全体というマクロで見た実質賃金は増加しているが、一人当たりのミクロで見た実質賃金は停滞している。その要因としては、賃金の伸び悩みと、パート比率の増大がある。一人当たりの実質賃金が上がらない限り、消費の伸びに繋がってくるのは難しい。

実質雇用者所得(※一人あたり賃金(現金給与総額)に雇用者数を掛けた所得から物価変動の影響を除いた実質ベースの雇用者所得。)の寄与度分解を見ると、①物価上昇、②所定内の下押しが顕著である。一人当たりの実質賃金が上がってこない消費の伸びに繋がらない。

5) 年金生活者にとってのマクロ経済スライド

2014年4月の消費増税時は、特例措置の解消で年金生活者の負担が一段と増していた。今後も、高齢者を中心とした、賃金上昇・デフレ脱却の恩恵を十分享受できない年金生活者の消費動向には注意が必要である。

6) 消費増税の再延期シナリオ

教育無償化の動きの進展に伴い、その財源となる消費増税の確度が高まってくる。注視する動きとして、①「会合」の開催、②憲法改正に向けた与野党協議、③2019年夏の参議院選挙、などが焦点である。

【図表 5-4】消費増税を巡る経緯

安倍政権下での消費増税を巡る経緯	
2014年4月の消費増税→予定通り実施【6ヵ月前に表明】	
2013年8月26日	「今後の経済財政動向等についての集重点検会合」を開催(8/26～8/31の期間に計7回開催)
2013年10月1日	安倍首相が、2014年4月1日に消費税率を8%へ引き上げると正式に表明
2014年4月1日	消費税率の引き上げ
2015年10月の消費増税→2017年4月まで1年半延期【10ヵ月前に表明】	
2014年11月4日	「今後の経済財政動向等についての点検会合」を開催(11/4～11/18の期間に計5回開催)
2014年11月17日	2014年7-9月期の実質GDPが予想外の2四半期連続のマイナス
2014年11月18日	安倍首相が、消費増税の延期と衆議院の解散を正式に表明
2014年12月14日	衆議院選挙、自民党と公明党の連立与党が勝利
2017年4月の消費増税→2019年10月まで2年半延期【10ヵ月前に表明】	
2016年3月16日	「国際金融経済分析会合」を開催(3/16～5/19の期間に計7回開催)
2016年6月1日	安倍首相が消費増税を2年半延期することを正式に表明
2016年7月10日	参議院選挙、自民党と公明党の連立与党が勝利

(出所)各種報道より大和総研作成

(4) 賃金関連

1) 賃上げの重要性

賃上げの重要性は「賃上げ率V.S. インフレ率」の構図で見ることができる。2014年4月の消費増税の結果では、インフレ率が賃上げ率を大きく上回った。次回の消費増税(2019年10月想定)では、「賃上げ率>インフレ率」となる公算が大きい。但し、2018年中に2%の賃上げがされるかが今後の焦点である。

2) 賃上げによる消費押し上げ効果

春闘の賃上げ率が2%であった場合には1,700億円程度、3%であった場合には1兆円程度、個人消費を押し上げる見込みである。日本企業の「稼ぐ力」を勘案すると、2%の賃上げは十分可能である。

但し、実際には、企業の利益の伸びに比べて賃金は伸びていない。賃金の上昇に繋がるかが焦点である。賃金の上方硬直性と言われるが、要因の一つは日本企業ではリストラが難しい点である。よって3%のハードルは高く、2.5%の賃上げといったところが現実的な上限である。

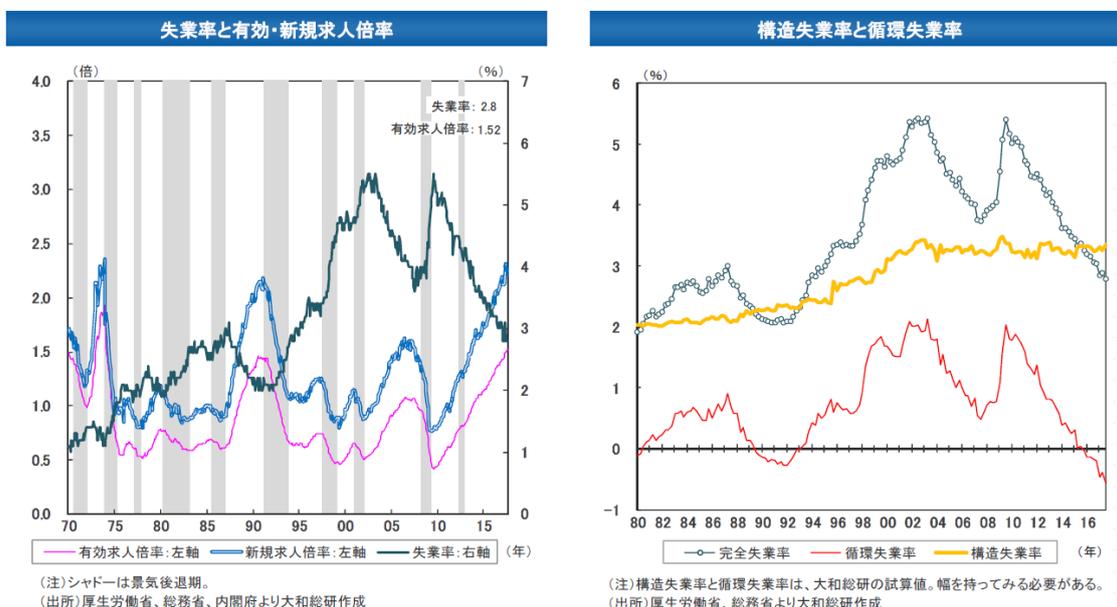
3) 労働市場

2017年9月の有効求人倍率は1.52倍と3ヵ月連続で横ばいとなった。これは1974

年2月以来の水準である。完全失業率（※完全失業者数（仕事を探しても仕事に就くことのできない人）を労働力人口（15歳以上の働く意欲のある人）で割った値。実際の景気動向に比べて遅れて変動する傾向がある。）は構造的失業率（※需給バランスではなく、産業・就業構造の状況により決定される失業者の割合。景気が好転しても解消しない慢性的な失業率を示す）を下回っており、労働市場はかなりひっ迫している状況にあると言える。

但し、日本経済が長期停滞を続ける中で、一般労働者の賃金が上昇しにくい構造に転じている。パートタイム労働者の正社員化による更なる処遇改善などが今後の焦点である。

【図表 5-5】労働市場

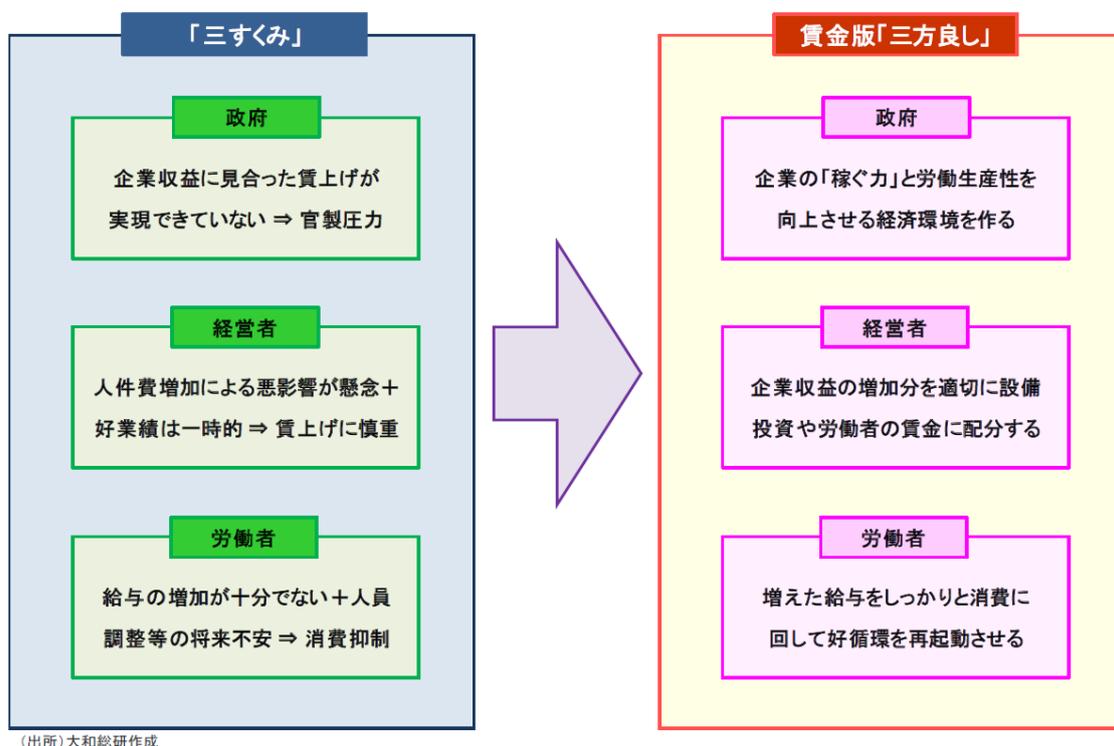


4) 労働生産性の向上

長期的に見て、労働生産性と賃金には右上がりの関係が存在する。但し、ここ数年で非正規社員の割合が増えている。理想論は労働生産性を上げて、非正規を正規に上げることであるが、簡単にはその溝は埋まらない。

今後の課題としては、働き方改革ともいわれているが、①資本装備率（ロボットなど）の深化、②TFP（規制緩和、AIの活用）の向上等により、賃金を上げることである。

【図表 5-6】 「三すくみ」 から賃金版「三方よし」 への転換



6. まとめ

(1) 日本経済の現状と今後の展望

日本経済は回復傾向が続いており、景気拡張期は戦後2番目となっている。さらに、先行きは緩やかな回復が続く見通しである。但し、海外リスクに注意が必要である。

(2) 今後を読み解くための4つの論点

① まさかのトランプ政権の成立と米国経済の変化

短期的に景気拡大期待が強まり、株価は史上最高値を更新している。

② トランプ政権の日本経済への影響をどう考えるか

短期的な上振れシナリオV.S. 長期的なテールリスクを考える必要がある。

③ 2019年10月の消費増税で再び想定外の下振れとなるか

日本の景気が大きく腰折れする可能性は低いと考えられる。

④ 日本経済の「好循環」のボトルネックは？

労働生産性の向上なくして、持続的な賃金上昇なし。

以上が、戦後最長の景気回復に向けて前進している日本経済の2018年の展望である。

以上