

2017 年 10 月 20 日 全 10 頁

日本経済見通し：2017 年 10 月

「政治の季節」の注目点 ／ 「いいところ取り景気」の光と影

経済調査部

エコノミスト 小林 俊介

[要約]

- 政治の季節が訪れている。日本においては衆議院選挙が焦点となってきたが、現時点の情勢調査では与党の優勢が伝えられており、消費増税の使途変更を除く当面の経済財政政策について大きな路線変更は想定されていない。
- 日本の衆議院選挙と前後して注目されるのが中国の共産党大会と米国 FRB 次期議長の指名だ。それぞれ「資金流出抑制の副作用としての人民元高と景気加速がいつまで続くか」、「雇用や物価といった経済変数のみに依存した政策運営ではなく、資産市場の過熱を抑制することをも目的とした金融政策路線が次期議長に継承されるか」が、今後の世界経済を見通す上で死活的に重要なテーマとなる。
- 先行きには各種の不透明性が残されているものの、実績としての世界経済は 2017 年に成長加速を実現している。成長加速の背景は①米国を中心とした在庫の回復・積み増し、②欧州を中心とした財政拡張（緊縮ペースの鈍化）、③共産党大会を控えた中国経済の加速などである。しかし、これらの好材料は総じて、2018 年以降剥落に向かう公算が大きい。
- 世界経済と同様、日本経済にも期間限定の経済加速要因が働いてきた。一つは米国同様の在庫循環であり、もう一つは耐久財の買替え需要である。耐久財の買替え需要は現在の日本の経済成長率を加速させるドライバーとなると同時に耐久財以外の消費を抑制する要因となっている可能性が示唆される。裏返せば、この買替え需要が消失した後、経済成長率全体は減速する一方で相対的に耐久財以外の消費が回復に向かう可能性もまた、指摘されうる。

1. 「政治の季節」の注目点

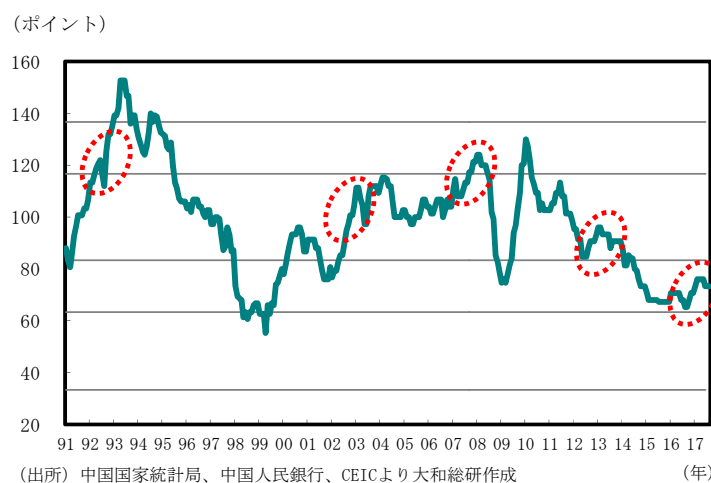
政治の季節が訪れている。日本においては言わずもがな、10月22日の衆議院選挙が焦点となってきた。9月28日の臨時国会冒頭で衆議院解散が宣言された当時は与党の劣勢が想定されていたためである。しかし当レポート執筆時点での情勢調査では与党の優勢が伝えられており、この情勢調査に基づく限りにおいて、今後当面の経済財政政策について大きな路線変更は想定されていない。もっとも、今回の衆議院選挙と併せて示された次回の消費増税の使途変更により、2019年度の後半以降の経済財政見通しを一部修正する必要には迫られる。

日本の衆議院選挙と前後して注目されているのが①中国の共産党大会、②米国トランプ大統領のアジア歴訪、そして③米国FRB次期議長の指名である。①と②については、北朝鮮をめぐる米中首脳への対応が、これら二つの政治イベント後に決定するのではないかとの思惑から注目されているようだ。しかし現時点でその見通しを描くことは容易ではない。不確実性の要因として引き続き注意が必要だ。一方、当面の経済についてインプリケーションを持つのは①と③であり、それぞれ「共産党大会の年のアノマリーはいつまで続くのか」、「世界経済に大きな影響力を及ぼす米国金融政策の方針が今後も継承されるのか否か」が重要なテーマとなる。

「共産党大会の年のアノマリー」は大会後いつまで続くのか

まず中国について整理する。5年に1度、政治的指導者を決定する共産党大会が開催される年には、政治的に景気を底支えする誘因が働きやすいとされてきた。**図表1**は中国の景気循環信号指数を示しているが、丸をつけた共産党大会の年には、ほぼ例外なく景気が加速している様子が確認できる。1990年代以降で唯一例外的な動きを示したのは1997年だが、この年はアジア通貨危機の年でもある。外部環境が非常に悪かった割には健闘した、との評価が妥当だろう。

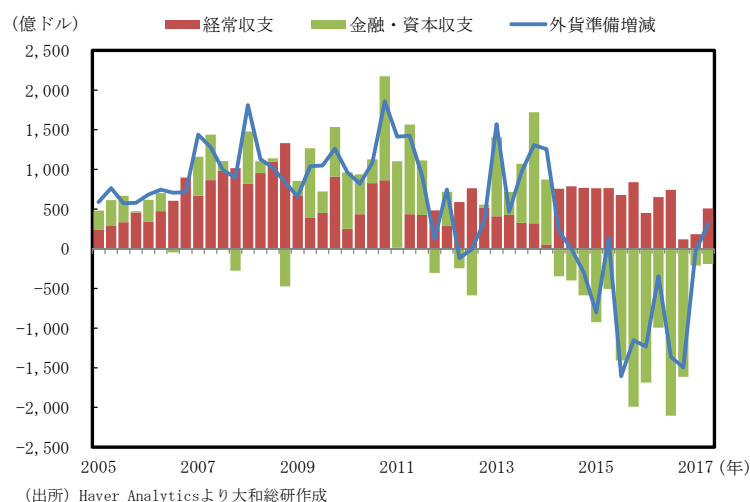
図表1：中国 景気循環信号指数



そして今回も、この「共産党大会の年は景気が加速する」という経験則が当てはまっているように見える。もちろん異論もあろう。2017 年に入ってから中国経済は、消費を中心とした内需に支えられる格好で加速を実現させている。これだけを見れば、今年は単純に景気が良いだけであり、政治的なテコ入れにより支えられた成長ではないという見方も可能だ。

しかし「2017 年に入ってから、中国からの資金流出がほぼ完全にコントロールされている」という事実を加えれば、この異論は覆される。2015 年 8 月の人民元レートの切り下げを受けて先安観が高まったことや、米国の金利上昇の影響を受けて、2016 年には 6,400 億ドル（約 70 兆円）もの資金が中国から純流出した。しかし 2017 年前半の純流出額はたったの 423 億ドル（約 5 兆円）である（図表 2）。

図表 2：中国 国際収支



この資金流出のコントロールは 2017 年に入ってから政策的に進められており、この背景として、共産党大会を控えた中国政府による人民元レートの下落リスク等を抑制したいとの思惑が働いていても何ら不思議ではない。そしてこの政策的指導の結果、行き場を失くした資金が中国内に還流し、投資や消費を刺激している公算が大きい。時を同じくして仮想通貨の相場が暴騰していたことや、2016 年に政策的に抑制したはずの中国不動産の価格が再高騰していたことなどは、同政策と無縁ではないだろう。そしてこうした資産市場の動きが、資産効果を通じて中国内需要を刺激してきた側面も無視できない。つまり資金流出抑制の「副作用」として 2017 年の中国経済が加速してきた可能性が高いということだ。

それではこの資金流出の抑制はいつまで続けられ、その「副作用」が中国経済を加速させる要因でいられるのだろうか。明確な時期は不明だが、共産党大会終了以降、こうした政策を行う誘因は減衰する可能性がある。というのも、そもそも資金流出の抑制は副作用を伴う政策でもある。すなわち、前述したような資産価格の高騰や、元高に伴う国際競争力の低下に加えて、海外投資機会の逸失といったコストを伴う政策に他ならない。

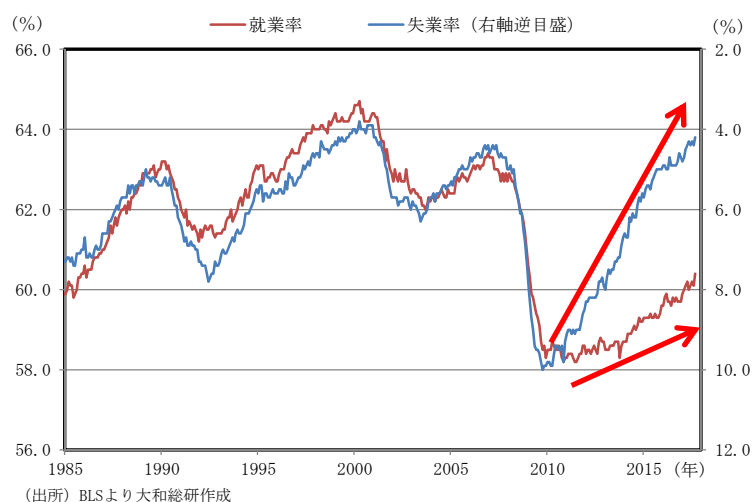
無論、資金流出が再開したからといって中国が直ちにメルトダウンするわけでも景気後退に陥るわけでもない。しかし人民元の「上昇」が「下落」に、経済成長の「加速」が「減速」に転じる可能性は念頭に置いておく必要があるだろう。

米国 FRB 次期議長はイエレン路線を継承するのか

次に FRB 次期議長に関連した見通しについて整理する。まず、FRB は 2017 年に入ってから政策金利の引上げと量的緩和の縮小の両面において出口戦略の遂行を急いでいるが、この動きを FRB 本来の政策目標である「雇用の最大化」「物価の安定」で正当化することは困難だ。

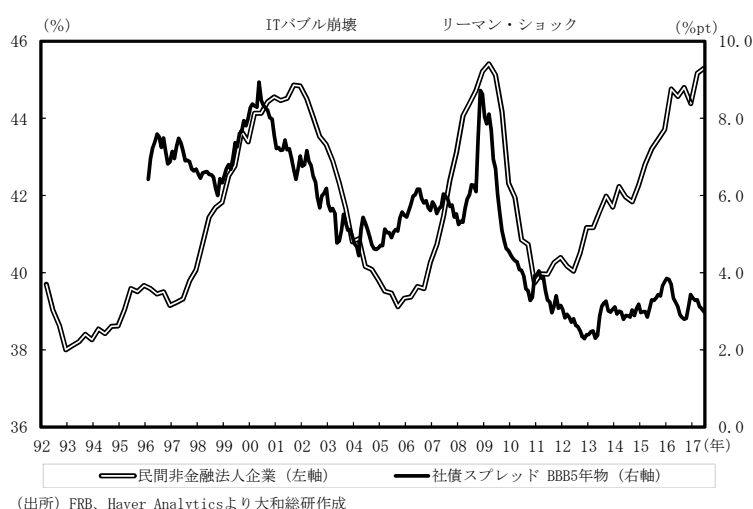
まず、現実問題としてインフレ率は上昇していない。賃金上昇率も鈍く、過熱は見られない。それでも金融引締めを急ぐ理由があるとすれば「失業率がこれだけ低いということは完全雇用が達成されているということであり、今後猛烈に賃金と物価が上がっていく可能性が高い」というロジックが必要となるが、このロジックには大きな落とし穴が潜んでいる。それは**図表 3**に示す、「失業率は下がったが、就業率は史上最低水準」にあるという事実だ。この失業率と就業率の乖離が示すものは、米国における非労化の進展である。平たく言えば就職を諦めてニートになった人間がリーマン・ショック以降で 1,000 万人以上の規模で増加している。さらに言えば、失業率の低下自体、雇用環境の改善というよりも、むしろこの非労化の動きによってもたらされた割合の方が遥かに大きい。米国には失業率が示すよりも遥かに大きなスラックが潜んでいる。

図表 3: 米国労働市場



では大幅なスラックの存在により賃金と物価の上昇率が鈍いにもかかわらず、何故 FRB は引き締めを急ぐのか。それは**図表 4** に示す通り、米国企業の債務レバレッジが既に過去のバブル崩壊前夜に匹敵する水準に達していることと無関係ではないだろう。米国では過去の低金利政策および量的緩和により社債・借入コストが抑制され、株式資本コストを下回り続けた結果として自社株買いや企業買収が積極的に行われてきた。つまり企業債務のレバレッジがかかり続けてきたということだ。このクレジットバブルのガス抜きをすることが目的であれば、現在行われている、やや拙速にも見える出口戦略の遂行も正当化されうる。

図表 4：米国企業の債務残高対 GDP 比と社債スプレッド



このように現在の FRB が雇用や物価といった経済変数のみに依存した政策運営ではなく、資産市場の過熱を抑制することをも目的とした金融政策を行っているからこそ、次期 FRB 議長人事は死活的に重要な意味を持つ。イエレン現議長の任期は 2018 年 2 月に終わる。次期議長も同様の政策路線を継承するのであれば、当面は実体経済と資産市場の両方に目配せしながらバランスの取れた政策運営が行われる公算が大きい。しかし、次期議長が労働市場に隠されたスラックと低インフレを重視し、緩和方面に傾注する場合、資産市場が一層過熱する可能性も指摘されうる。一方、次期議長が原理主義的なルールベースの金融政策（失業率に強く依存したテイルルールなど）の実行や、小さな政府の実現を念頭に置いた量的緩和からの拙速な出口戦略を推進した場合、実体経済の拡大に水を差すリスクも排除できないだろう。

2. 「いいとこ取り景気」の光と影

前章で言及した通り、先行きには各種の不透明性が残されているものの、実績としての世界経済は 2017 年に成長加速を実現している。例えば米国と欧州（ユーロ圏）の 2017 年前半の成長率はともに 2.1% の成長を記録し、緩やかながら加速傾向が見られる。また、一昨年から昨年にかけて「チャイナ・ショック（中国経済の減速と人民元レートの下落）」で世界中を賑わした中国ですら、2017 年前半の成長率は 6.9% に加速した（7-9 月期は 6.8%）。

足下で順調な成長が続く中、エコノミストの見通しも総じて楽観的だ。IMF の経済予測（2017 年 10 月時点）を例に挙げると、2017 年の世界経済成長率は 3.6% と、2016 年の 3.2%、2015 年の 3.4% を上回って着地する見通しとなっている（**図表 5**）。2018 年は 3.7% と、さらに成長が加速する見通しだ。しかしこのように比較的楽観的な世界経済見通しは、どこまで信用に足る予測と言えるだろうか。

図表 5: IMF の世界経済見通し（2017 年 10 月）

	実績		予測		7月予測との差	
	2015	2016	2017	2018	2017	2018
世界	3.4	3.2	3.6	3.7	0.1	0.1
先進国	2.2	1.7	2.2	2.0	0.2	0.1
米国	2.9	1.5	2.2	2.3	0.1	0.2
ユーロ圏	2.0	1.8	2.1	1.9	0.2	0.2
日本	1.1	1.0	1.5	0.7	0.2	0.1
新興国	4.3	4.3	4.6	4.9	0.0	0.1
旧ソビエト	-2.2	0.4	2.1	2.1	0.4	0.0
新興アジア	6.8	6.4	6.5	6.5	0.0	0.0
中国	6.9	6.7	6.8	6.5	0.1	0.1
新興欧州	4.7	3.1	4.5	3.5	1.0	0.3
中南米	0.1	-0.9	1.2	1.9	0.2	0.0
中東	2.7	5.0	2.6	3.5	0.0	0.2
サブサハラアフリカ	3.4	1.4	2.6	3.4	-0.1	-0.1

（出所）IMF 資料より大和総研作成

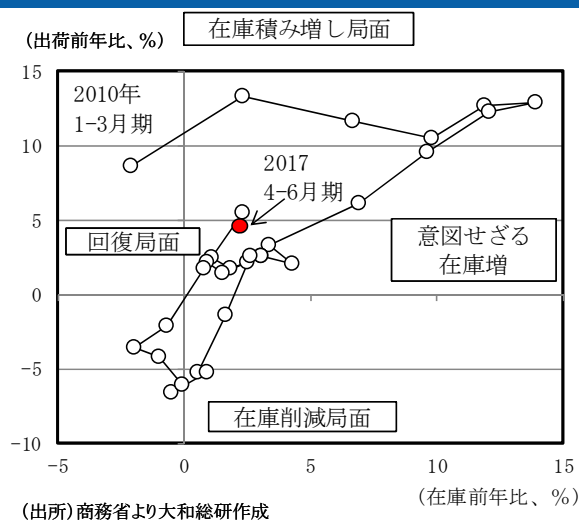
2017 年の成長加速を支える 3 つの要因

将来予測に言及する前に、過去を整理しよう。2017 年の世界経済を加速させてきた短期的な要因は大きく分けて 3 つ存在した。すなわち、①米国を中心とした在庫の回復・積み増し、②欧州を中心とした財政拡張（緊縮ペースの鈍化）、および、前述した、③共産党大会を控えた中国経済の加速、である。

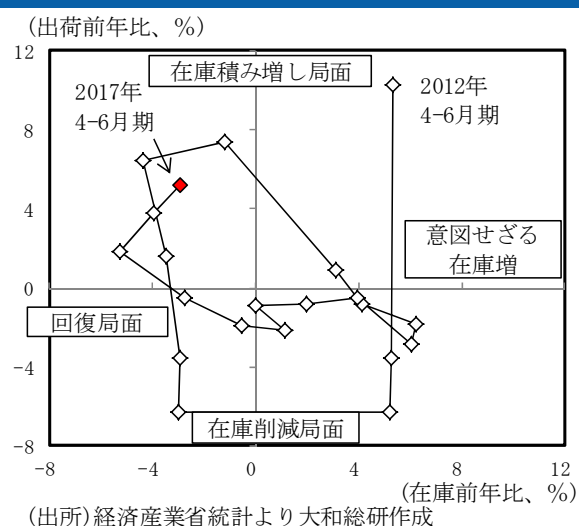
まず①について振り返る。**図表 6・7** は、米国と日本の「在庫循環図」を示したものだ。図の縦軸に出荷の伸び率（上側は増加、下側は減少）、横軸に在庫の伸び率（右側は増加、左側は減少）を示している。そして在庫循環図は時計回りに 4 つの局面（在庫削減局面⇒在庫回復局面⇒在庫積み増し局面⇒意図せざる在庫増加⇒…）を経て一周することが知られている。このことを踏まえて米国の出荷在庫動向を確認すると、2015 年の米国は在庫削減局面にあったが、2016 年に回復局面に入り、2017 年には積み増し局面に入ってきていることが確認できる。

もともと2014年までに在庫が積み上がっていたところに先述したチャイナ・ショックが加わり、出荷の減少を受けてビジネスセンチメントを悪化させた米国企業は2015年に在庫の圧縮を行った。しかし2016年にかけて中国経済が落ち着きを取り戻すとともに、米国大統領選挙後に財政政策への期待なども相まって景況感が改善し、2017年にかけて再度、在庫水準を積み増す局面に入っている。日本の在庫循環の局面も米国に近い。

図表 6: 米国の在庫循環

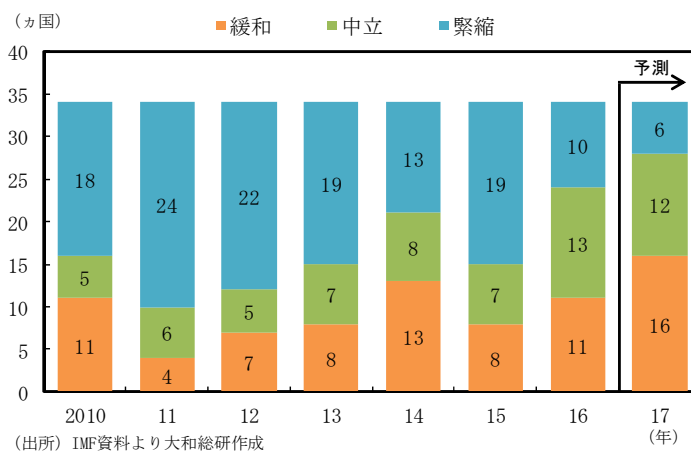


図表 7: 日本の在庫循環



次に②について整理する。やや旧聞に属するところになるが、2015年にギリシャにおいて「財政危機」が再燃した。このギリシャ危機に端を発して、政府債務の問題を抱える南欧諸国を中心として金融市場は混乱を来し、国債金利が急上昇した。ギリシャの問題が周辺国に飛び火するリスクが懸念されたためである。この混乱を経て、欧州の多くの国々では財政の緊縮に追い込まれた。

図表 8: 先進諸国の財政スタンス



しかし同問題は、ECB（欧州中央銀行）の緩和的な金融政策のサポートもあり、ひとまず先送りされた。結果として、当時に比べれば財政を緩和できる国が増えている。**図表 8** に示すように、先進 34 か国のうち 2015 年に財政緊縮を行った国は 19 か国あったが、2016 年には 10 か国となり、2017 年には 6 か国に減少する見込みとなっている。逆に、財政拡張を行った国は 2015 年の 8 か国をボトムとして、2016 年には 11 か国となり、2017 年には 16 か国に増加する見込みである。このことが欧州経済の加速に一役買っている。

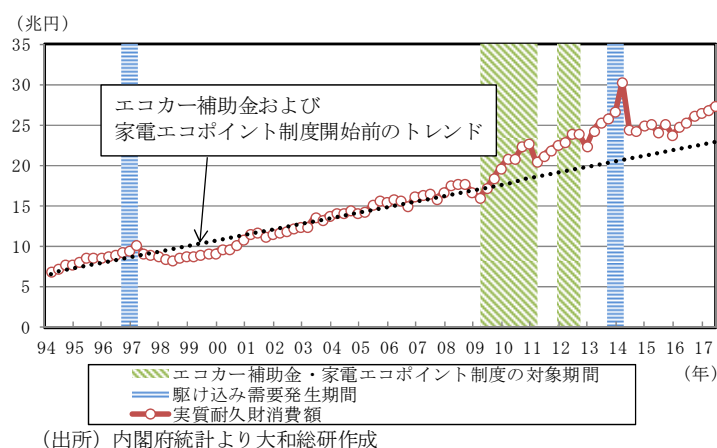
これら 3 つの要因に支えられる形で、2017 年の世界経済はいわば「いいとこ取り」の環境に置かれてきた。しかし 2018 年以降まで「いいとこ取り」が継続するかと問われると、疑問の余地は大きい。まず、在庫循環はあくまで短期的な要因であり、その回復・積み増し局面は遠からず終焉を迎える。また、ECB が今まで続けてきた金融緩和の一つである量的緩和の縮小計画を 2017 年内に発表することが確実視されている中、欧州各国が財政拡張のモメンタムを維持（＝財政赤字の拡大、国債発行の増加・消化）できるかは疑わしい。これらの要因による米欧経済の押し上げ効果は、徐々に剥落していく可能性が高い。中国についても前章で言及した通りである。総じて言えば今後こうした世界経済の短期的な加速要因が剥落に向かう公算が大きい。

日本で発生する「耐久財の買替えサイクル」の光と影

世界経済と同様、日本経済にも「期間限定の経済加速要因」が働いてきた。一つは前述の在庫循環であり、もう一つは「耐久財の買替えサイクル」である。

図表 9 は、1994 年以降の実質耐久財消費額の推移を示している。リーマン・ショック直後の個人消費を下支えするべく導入された 2009 年以降のエコカー補助金および家電エコポイント制度の対象期間中や、2014 年 1-3 月期までの消費税増税前の駆け込み需要発生期間の耐久財消費額は、過去からのトレンドを大きく上回る動きを見せていたことが確認できる。

図表 9：実質耐久財消費額の推移



しかし、**図表 9** からも確認されるように、直近 6 四半期の実質耐久財消費額は回復傾向が顕在化している。エコカー補助金および家電エコポイント制度の導入から約 8 年が経過し、また、前回の消費税増税からも 3 年以上が経過したことから、当時購入した耐久財の買替えサイクルが再び上向いてきている可能性が示唆される。

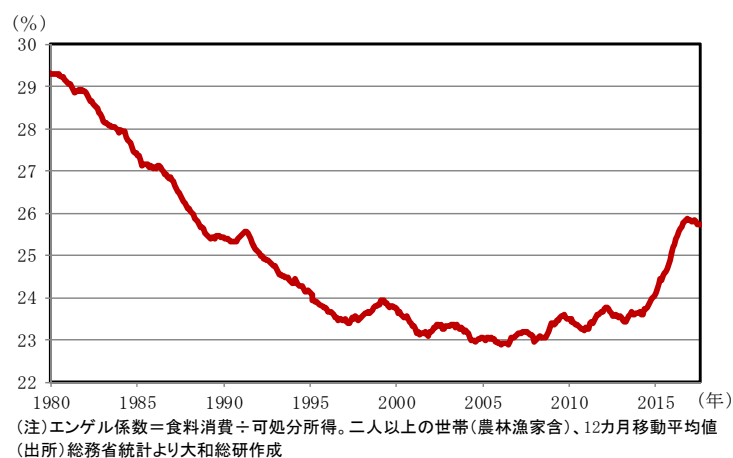
もちろん、買替え需要自体もいずれは消える。この意味では、海外経済と同様、日本経済についても在庫の蓄積と耐久財の買替えに支えられた成長加速効果は剥落に向かう公算が大きい。一方で興味深いのは耐久財の買替えに伴う「副作用」だ。買替え需要の発生は、企業から見れば収益増加要因であるが、家計から見れば当然ながら支出増加要因だ。従って、耐久財以外の支出に対して家計は節約のインセンティブを有する。その中で象徴的な動きを示しているのがエンゲル係数である（**図表 10**）。

2000 年代以降、日本のエンゲル係数は底打ち・反転し、上昇基調を強めてきた。これは主に①高齢化に伴い、可処分所得に対して相対的に食料支出が増加したこと、②共働き世帯の比率上昇に伴い、簡便化や個食化の流れが付加価値の高い食料支出を引き上げたこと、③日本が諸外国（特に新興国）と比べ相対的に貧しくなり、日本人の相対的な購買力が低下したことなどの構造的要因に支えられた動きである。

しかし同係数は 2016 年末から頭打ち、やや減少に転じている。同様の「エンゲル係数の一時的な上昇停止」は、前述のエコカー補助金および家電エコポイント制度の対象期間や消費増税前の駆け込み需要発生期間にも発生した。つまり、耐久財需要の高まりが、食料など耐久財以外の財・サービスに対する需要を抑制している姿が確認されているということだ。

従って、耐久財の買替え需要は現在の日本の経済成長率を加速させるドライバーとなると同時に耐久財以外の消費を抑制する要因となり、この買替え需要が消失した後、経済成長率全体は減速する一方で相対的に耐久財以外の消費は回復に向かう可能性が指摘されうる。

図表 10: エンゲル係数の長期推移



図表 11：日本経済・金利見通し

	(予) →					(予) →				
	2016.10-12	2017.1-3	4-6	7-9	10-12	2018.1-3	2015年度	2016年度	2017年度	2018年度
実質GDP (前期比年率%) [前年比%]	1.6 1.7	1.2 1.5	2.5 1.4	1.8 1.8	1.4 1.7	1.5 1.7				
経常収支 (季調済年率、兆円)	20.6	21.7	18.9	19.5	20.0	20.5	17.9	20.4	20.0	20.9
失業率 (%)	3.1	2.9	2.9	2.9	2.8	2.8	3.3	3.0	2.8	2.7
消費者物価指数 (生鮮食品除く総合、2015=100) [前年比%]	-0.3	0.2	0.4	0.7	0.8	0.6	-0.0	-0.2	0.6	0.7
	2016.10-12	2017.1-3	4-6	7-9	10-12	2018.1-3	2015年度	2016年度	2017年度	2018年度
10年国債利回り (%)	0.00	0.07	0.04	0.05	0.04	0.04	0.26	-0.05	0.04	0.04

(注) 予測値は大和総研・第194回日本経済予測改訂版による。

(出所) 各種統計より大和総研作成