

2017年2月22日
三井住友アセットマネジメント
シニアエコノミスト 渡邊 誠

エコノミスト便り

【日本経済】2017年のテーマとリスク①

～日本経済に死角はないのか？～

- 政府・日銀・民間ともに2017年の日本経済の回復を見込んでおり、国内要因に死角は見当たらないとの声も少なくない。筆者も、2017年は景気回復を予想している。
- しかしながら、家計の負担増が見込まれ、予想外に消費が抑制される可能性も排除できないほか、小池都知事の躍進など、政治面でも安倍一強体制に挑む動きが見られ、リスクが全くないわけでもない。
- もちろん、アップサイドの要因もあり、たとえば耐久財の買い替えサイクルが強まる可能性がある。

安倍首相、トランプ大統領による最初の日米首脳会談では、日米同盟の強化ならびに尖閣諸島への日米安全保障条約第5条（共通の危機への日米の共同対処）の適用が共同声明に盛り込まれ、日本の安全保障を巡る懸念は大きく後退したと言ってよいだろう。一方、為替、通商を巡る問題については、トランプ大統領から強硬な発言こそなかったものの、日本の現状を批判しないとの明確な言質を取るには至らず、引続きなかなか霧の晴れない状況が続くだろう（図表1）。

とはいえ、各国で国政選挙が予定され、反EU勢力の躍進が警戒される欧州などと比べ、日本については、経済面では昨年秋に決定された経済政策の効果が期待され、政治面でも安倍政権の支持率は高水準で安定しており、国内に死角なしとの見方も少なくない。しかしながら、皆が死角なしと慢心するときにこそ落とし穴もある。本稿では、2017年の日本経済を巡るテーマとリスクについて論じたい。

まず、2017年度の成長率見通しについて、政府の実質GDP成長率見通しが1.5%（17年1月時点）、日本銀行の政策委員の中心値も1.5%（17年1月時点）、民間のコン

【図表1】日米首脳会談における共同声明及び会見内容
共同声明（一部抜粋）

<p>日米同盟について</p> <p>揺らぐことのない日米同盟はアジア太平洋地域における平和、繁栄及び自由の礎である。核及び通常戦力の双方によるあらゆる種類の米国の軍事力を使った日本の防衛に対する米国のコミットメントは揺るぎない。</p> <p>両首脳は、日米安全保障条約第5条が尖閣諸島に適用されることを確認した。</p>
<p>日米経済関係について</p> <p>総理及び大統領は、国内及び世界の経済需要を強化するために相互補完的な財政、金融及び構造政策という3本の矢のアプローチを用いていくとのコミットメントを再確認した。</p> <p>両首脳は、自由で公正な貿易のルールに基づいて、日米両国間及び地域における経済関係を強化することに引き続き完全にコミットしていることを強調した。</p> <p>両首脳は、上記及びその他の課題を議論するための経済対話に両国が従事することを決定した。</p>

日米首脳共同記者会見（一部抜粋）

<p>トランプ大統領冒頭発言</p> <p>首相、私は、この機会に、あなたと日本の国民が米軍駐留を受け入れてくれることに感謝する。</p>
<p>安倍首相冒頭発言</p> <p>日米の経済関係を一層深化させる方策について、麻生副総理とペンス副大統領の間で、分野横断的な対話を行うことで合意した。</p>
<p>質疑応答</p> <p>（安倍首相）為替については、専門家たる日米の財務相間で緊密な議論を継続させていく。</p> <p>（トランプ大統領）通貨切り下げに関しては、私はずっと不満を述べてきた。最終的にはおそらく、多くの人が思っているよりずっと早く、我々は皆、競争条件の平等なグラウンドに立てると思う。</p>

（注）赤字・下線は筆者。

（出所）外務省、各種報道等を基に三井住友アセットマネジメント作成

センサスが1.2%（17年2月ESP調査）である。潜在成長率（内閣府試算0.8%、当社試算0.7%）を上回る成長で、17年度は堅調推移という見方で官民一致していると言えるだろう（図表2）。

念のため言っておくと、筆者自身も日本経済の成長率見通しについて悲観的なわけではない。2017年度は1.1%と潜在成長率を上回る成長を見込んでおり、海外景気が回復し、16年度第2次補正予算の効果が顕在化する中で、個人消費や設備投資も緩やかに増加、景気回復が続くと見ている。だからといって、盤石でまったく不安要素がないとも考えてはいない。

一つ目の懸念材料が、各種負担の増加である。財務省が2月10日に発表した2017年度の国民負担率は前年度からほぼ横ばいではあったが（図表3）、17年度は年金受取額が前年から▲0.1%と僅かではあるが減少する一方、原油価格の底入れと円高修正などにより物価上昇が見込まれるため、年金生活者にとっては実質可処分所得が目減りすると見られる（図表4）。2016年6月22日付エコノミスト便り『消費低迷の背景を探る』でも述べた通り、2013年度以降、個人消費が振るわなかった理由の一つには、雇用者所得が増えている割りに、各種負担増などの影響で実質可処分所得が増えなかったことだと筆者は分析している。17年度も各種の負担増の影響で、予想外に消費が振るわない可能性もあるだろう。

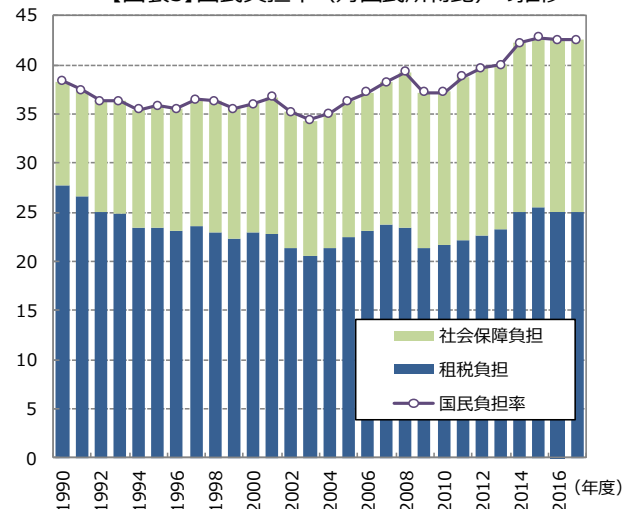
また、政府の推進する働き方改革の行方も、成否はともかく、経済の先行きの不確実要因となり得る。政府は3月末までに「働き方改革」の実行計画案を策定する予定だが、政府の働き方改革実現会議の議論を見ると、改革の柱は、①同一労働同一賃金、②長時間労働の是正の二つに絞られた。同会議による「同一労働同一賃金」のガイドライン（案）は、非正規社員への賞与支給や各種手当・福利厚生の上昇を求める内容だが、これによりマクロの雇用者所得が増えるかはわからない。人件費増を嫌気する企業が採用を抑制する、あるいは非

【図表2】政府・日銀・民間の成長率見通し（%）

	15年度 実績	16年度 予測	17年度 予測	18年度 予測
政府	1.3	1.3	1.5	-
日本銀行 委員の中央値	/	1.4	1.5	1.1
民間 高位8社平均		1.5	1.5	1.5
平均値		1.3	1.2	1.1
低位8社平均		1.1	0.9	0.6
当社		1.2	1.1	0.9

（出所）内閣府・日本銀行・日本経済研究センター資料を基に三井住友アセットマネジメント作成

【図表3】国民負担率（対国民所得比）の推移



（注）データは1990年～2017年。年度値。

2015年度までは実績、16年度は実績見込み、17年度は見通し。

（出所）財務省の資料を基に三井住友アセットマネジメント作成

【図表4】2017年に生じる各種の家計負担など

時期	内容	対象者	負担
1月	年収1000万円を超える会社員を対象に、給与所得控除を縮小し、所得税増税	高所得のサラリーマン	増⊕
	家庭向け地震保険料が5.1%値上げ	一般家庭	増⊕
	約1500品目の市販薬の購入費用（12000円超購入の場合の超過額）が所得控除の対象に	一般家庭	減⊖
4月	国民年金保険料が16490円に（現行16260円）	主に自営業者	増⊕
	雇用保険料率を労使で0.8%から0.6%へ引き下げ	企業とサラリーマン	減⊖
6月	年収1200万円を超える会社員を対象に、給与所得控除を縮小し、住民税増税	高所得のサラリーマン	増⊕
	17年度の年金支給額は▲0.1%引き下げ（4、5月分が6月に支給される）	高齢者	増⊕
	はがきを62円に値上げ	一般家庭	増⊕
8月	中高所得の70歳以上の医療費自己負担の上限を引き上げ	中高所得の高齢者	増⊕
	介護費自己負担の上限を引き上げ	中所得の高齢者	増⊕
	大企業サラリーマンの介護保険料引き上げ	大企業サラリーマン	増⊕
9月	厚生年金保険料率が18.3%（現行18.182%）に	サラリーマン	増⊕

（出所）各種報道等を基に三井住友アセットマネジメント作成

正規社員への賞与支給の原資確保のため、正規社員の賞与を抑制する可能性もあるだろう。実際、足元で人手不足からパートタイム労働者の賃金が上昇する中では、採用をあきらめ、企業が営業時間を短縮する動きも見られている。長時間労働の是正に関しても、残業時間の抑制を通じ、残業代にあたる所定外給与を抑制する可能性が指摘されている。また、残業時間の抑制により、①無駄な業務を見直し生産性を高める、②残業時間を抑制した分、新たに雇用を増やす、の2つの可能性が考えられる。後者の動きが広がれば、労働需要が高まり、人手不足に拍車がかかり、賃金上昇ペースが加速する可能性がある。ただ、今のところ筆者が想定しているのは前者の動きで、労使の賃金交渉の際に生産性上昇が考慮されない日本の労使慣行の下では、生産性の上昇は賃金上昇には繋がらないと見ている。

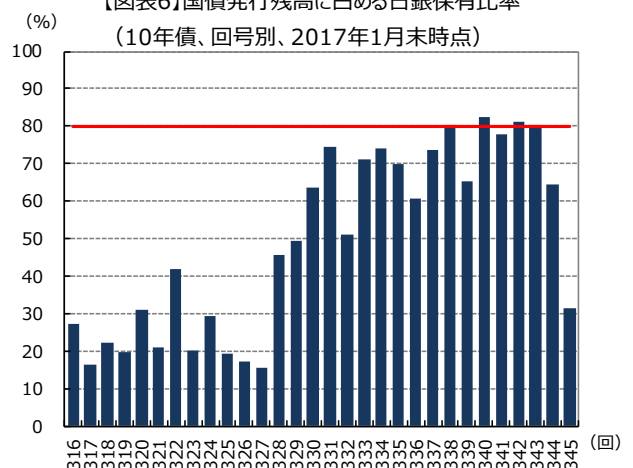
もう一つ政策面で気になるのが、日本銀行の金融政策である。日銀は、イールドカーブコントロール政策に自信を見せるが、1月末以降、日銀と市場のコミュニケーションに綻びが生じているようにも見える。1月上旬には、日銀が長期国債の購入オペを早晚減額し始め、年央にも日銀の長期国債保有残高の増加ペースの減少（=Tapering）が始まると見られていたが、1月末以降、長期金利に上昇圧力が掛かると、日銀はむしろ長期債・超長期債の購入オペを増額したり、10年の指値オペの実施を余儀なくされた（図表5）。既に日銀が10年既発債のカレント近くの銘柄の7割超を保有し（図表6）、10年既発債の購入余地が低下する中で、2017年度は10年債の新規発行が前年度から減額となるため、このままのペースで日銀が10年債を購入し続けることはできなくなる（図表7）。一方で、日銀の購入減額発表は市場で投資家が売りを仕掛けるきっかけとなり得るため、債券市場のボラティリティを高める要因となる。米国で利上げペースが速まれば、海外からの金利上昇圧力が高まる可能性もあり、日銀が長期金利抑制に難しい舵取りを迫られる可能性があるだろう。なお、2017年は日銀保有国債の償還が前年より増えるため、オペによる購入ペースが多少増したとしても、日銀の長期国債保有残高の増加ペースは年内に70兆円を割り込む可能性が高く（現行

【図表5】1月下旬以降の日本銀行の長期国債購入オペの動向

1月25日	短中期債オペ見送り（残存1-5年債のオペの回数が月6回→5回）
2月27日	中長期債オペ増額（残存5-10年債の購入額4100億円→4500億円）
1月31日	月末に中長期債オペ減額表明（残存5-10年債の購入額4500億円→4100億円）
2月3日午前	中長期債オペ増額（残存5-10年債の購入額4100億円→4500億円）
2月3日午後	中長期債指値オペ実施（10年0.11%）
2月6日	中長期債オペ増額を継続（5-10年4500億円）
2月8日	市場の予想外のタイミングで2月3日目の中長期債オペ実施（残存5-10年債4500億円）
2月10日	超長期債オペ増額（残存10-25年債の購入額1900億円→2000億円、残存25年超債の購入額1100億円→1200億円）
2月17日	超長期債オペ増額を継続（残存10-25年債の購入額2000億円、残存25年超債の購入額1200億円）

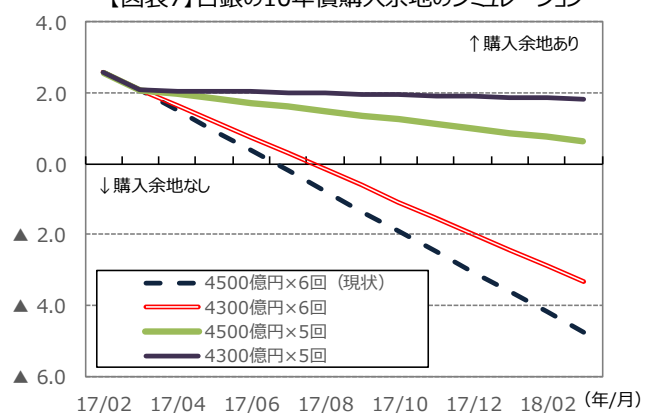
（出所）日本銀行資料を基に三井住友アセットマネジメント作成

【図表6】国債発行残高に占める日銀保有比率（10年債、回号別、2017年1月末時点）



（注）データは直近30回号。赤線は80%で、筆者が日銀の1銘柄当たりの上限と想定。
（出所）日本銀行、財務省の資料を基に三井住友アセットマネジメント作成

【図表7】日銀の10年債購入余地のシミュレーション



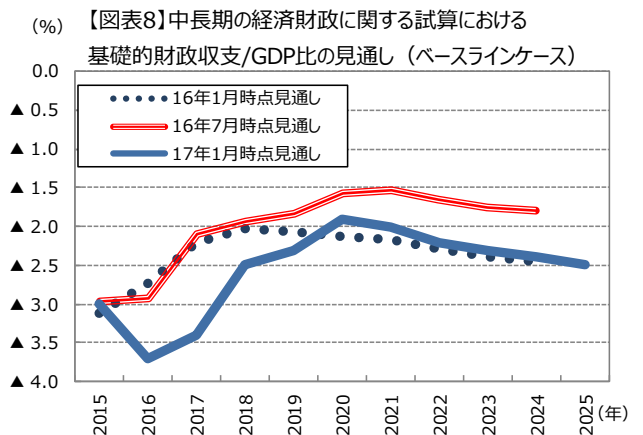
（注）データは2017年2月から2018年3月。
現状の日銀の10年国債の保有状況、財務省の発行計画を前提に、日銀の買入れペースに応じて購入余地を試算。日銀の1銘柄当たりの上限は80%の前提。
（出所）日本銀行、財務省の資料を基に三井住友アセットマネジメント作成

80兆円をめど)、事実上、量の Tapering が始まることが明らかになるだろう。もう一つ日銀関連では、2018年3月に中曽・岩田両副総裁が、4月には黒田総裁が任期を迎えるため、年末にかけて後任人事の観測報道が活発化すると見られる。ただし、実際に候補者の提示が行われるのは来年に入ってからだろう。

財政面で、最近になって注目を集めているのが「物価水準の財政理論」(FTPL)である。詳細は稿を改めて述べる予定だが、物価を上げるために財政の役割を重視する立場で、政府が財政健全化などを掲げずに財政を拡大することがインフレを高める上で重要とする。安倍首相がFTPLを受け入れるなら、財政健全化目標の旗を降ろすということであり、そうなれば日本国債の格下げリスクを高める要因となり得るだろう(図表8)。

政治面では、安定が続く安倍政権にチャレンジする気配も出てきた。2月5日の東京・千代田区長選挙では、自民党都連の推薦候補が小池都知事が支持する候補者に大敗した。小池都知事は、夏の東京都議選で「都民ファーストの会」の擁立候補者を大幅に増やすことを表明しているが、仮に都議選で自民党が敗北し、余勢を駆って小池都知事が国政選挙での候補者擁立に意欲を見せれば、秋にも解散総選挙を目論んでいると見られる首相の解散戦略に影響する可能性がある。首相が秋に衆議院を解散し総選挙となった場合、小池都知事が候補者を擁立したとしても、自民党が過半数を失い、与党で絶対安定多数を確保できなくなると思われぬが(図表9)、それでも自民党で現有議席から少なからぬ議席を減らすことになれば、国政選挙で4連勝してきた「選挙に強い安倍首相」の求心力を弱める要因ともなりかねない(図表10)。

国内要因で、もう一つ無視できないのが、天候要因と祝日要因である。潜在成長率が0%台後半の日本経済は、これまで大雪や冷夏などの天候の影響で、一時的とはいえ、成長が抑制されるケースが見られた。今年の1、2月は、普段ならそれ



(注) 16年1月、16年7月時点の試算については、当社でGDPを08SNA基準に換算し、17年1月時点の見通しに基準を合わせた。
(出所) 内閣府の資料を基に三井住友アセットマネジメント作成

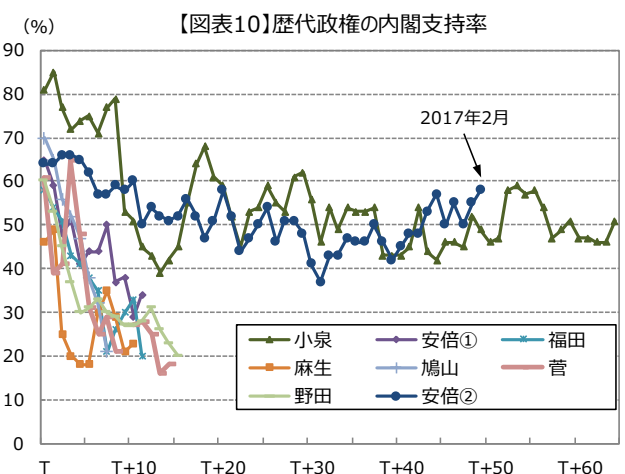
【図表9】衆議院の議席数

	現行議席数
自民党	294
公明党	35
与党 = 自公	329
日本維新の会	15
改憲勢力 = 与党 + 維新	344
民進党	96
共産党	21
社民党	2
自由党	2
無所属	10
	475

三分の二 = 317議席

絶対安定多数 = 266議席

(出所) 各種報道を基に三井住友アセットマネジメント作成



(注) 横軸は政権発足からの経過月数で、発足月 = T。
(出所) NHK放送文化研究所データを基に三井住友アセットマネジメント作成

ほど雪の多くない東海や近畿、中国、四国地方などで大雪に見舞われ、小売店や飲食店などの売上に少なからぬ影響をもたらした可能性がある。天候要因で一時的にでも景気が下振れした場合、政策判断に影響を及ぼす可能性もあろう。このほか、今年は祝日が土曜日と重なるケースが多く、例年よりも土日祝日の数が少ない。あくまで曜日要因なのだが、百貨店やレジャー施設などの売上を抑制する材料となる。

以上、見てきた通り、盤石と言われる日本経済だが、国内要因でまったく死角がないわけではない。もちろん、ダウンサイドの要因ばかりではなく、アップサイドのポテンシャルもあることを最後に付け加えておきたい。海外発の要因ではあるが、足元で続くグローバルな製造業の回復が勢いを増し、日本の輸出回復の勢いが増す可能性がある。また、景気回復が続き、人手不足が一段と深刻化する懸念がある中、企業が採用増ではなく、省力化投資を活発化させ、設備投資が想定以上に増加する可能性もあろう。このほか、耐久財の買い替えサイクルが強まり、個人消費が上振れる可能性もあり得る。家電エコポイント制度の導入や地デジ切り替えで 2009~11 年に購入された各種家電（テレビ、冷蔵庫、洗濯機）の平均的な買い替え期は 2019 年前後と考えられ、筆者自身は 2019 年 10 月の消費増税前あるいは 2020 年の東京オリンピック前が買い替えのピークと見るが、早めの買い替えが足元から顕在化する可能性も排除はできない。

今後の国内の主な予定		
2017年		
3月	5日 8日 15・16日 中旬 月末 月末	自民党大会（総裁の任期延長を議論） 16年4QGDP2次速報 金融政策決定会合 春闘第一回集計（連合） 17年度予算が成立 働き方改革実行計画策定
4月	3日 26・27日	3月日銀短観 金融政策決定会合（展望レポート）
5月	27日	衆院選挙区画定審議会の勧告期限
6月	15・16日 下旬 下旬 月中 月中？ 月中？	金融政策決定会合 政府が成長戦略を策定 政府が経済財政運営と改革の基本方針（骨太方針）を策定 通常国会会期末 東京都議選（7/22任期満了） 改正公選法施行（以降、衆院選は新区割りを実施）
7月	19・20日 23日	金融政策決定会合（展望レポート） 木内・佐藤日銀審議委員任期
8月	上旬	2018年度予算案の概算要求
9月	20・21日	金融政策決定会合
10月	30・31日	金融政策決定会合（展望レポート）
11月		
12月	20・21日 下旬 下旬 月内	金融政策決定会合 17年度政府予算案閣議決定 17年度国債発行計画 17年度税制改正大綱
2018年		
3月		岩田・中曽日銀副総裁任期
4月		黒田日銀総裁任期
9月末		安倍首相の自民党総裁任期
12月		衆議院議員の任期満了 2019年10月の消費税率引き上げの最終判断

（注） 予定については今後変更される可能性あり。

（出所） 各種報道等を基に三井住友アセットマネジメント作成

- 当資料は、情報提供を目的として、三井住友アセットマネジメントが作成したものであり、投資勧誘を目的として作成されたもの又は金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。
- 当資料に基づいて取られた投資行動の結果については、当社は責任を負いません。
- 当資料の内容は作成基準日現在のものであり、将来予告なく変更されることがあります。
- 当資料は当社が信頼性が高いと判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。
- 当資料に市場環境等についてのデータ・分析等が含まれる場合、それらは過去の実績及び将来の予想であり、今後の市場環境等を保証するものではありません。
- 当資料にインデックス・統計資料等が記載される場合、それらの知的所有権その他の一切の権利は、その発行者および許諾者に帰属します。
- 本資料の内容に関する一切の権利は当社にあります。本資料を投資の目的に使用したり、承認なく複製又は第三者への開示等を行うことを厳に禁じます。
- この資料の内容は、当社が行う投資信託および投資顧問契約における運用指図、投資判断とは異なることがありますので、ご了解下さい。

三井住友アセットマネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 399 号

加入協会：一般社団法人投資信託協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会