

2017年11月16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】2018年のテーマとリスク**

～景気は心配なしとの見方が多いが・・・～

- 2018年の景気については、2017年に続き、潜在成長率を上回る堅調な成長を見込む向きが多い。
- 政治についても、安倍首相が自ら自民党総裁3選出馬を見送らない限り、安倍総裁続投の可能性が高いと見られ、政治の安定が損なわれるリスクは低かろう。安倍政権の下、景気刺激的な財政・金融政策が続くと見られる。
- 成長戦略は働き方改革、人づくり革命など、現行政策の延長線。
- 外交・安全保障については、リスクは北朝鮮情勢、ポテンシャルは日ロ・日中外交。
- 安倍首相の党総裁3選出馬見送りは、日本の政治安定に対する国際的評価の低下に繋がるリスク。

2017年は政治、国際情勢に大きな動きのあった1年であった。内閣支持率低下で、一時は揺らぎが見えた安倍一強体制だが、10月の衆議院選挙で自民党が大勝、一強体制は維持され、国内政治の安定はひとまず保たれた。米国では、外目にはトランプ政権の綱渡りの状況が続くが、これまでのところは致命傷を負わずに何とか凌いでいるように見える。北朝鮮情勢についても、緊張が途切れない状態が続いているが、これまでのところ軍事衝突は避けられている。2017年もいよいよ残すところ2ヶ月を切った。少し気は早いですが、現在までに明らかになっている今後のスケジュール等を踏まえ、本稿では、来る2018年の日本経済のテーマとリスクについて考える。

**国内景気は心配なしとの見方が多い**

まず、経済ファンダメンタルズに関して。少なくとも2018年の国内景気について、心配する向きは少ない。2018年度の成長率見通しを見ると、日銀が1.4%成長、民間のコンセンサスが1.2%と、潜在成長率（1%弱）を上回る成長を見込んでいる。筆者の見立ても同様で、慢性的な人手不足状況が続く下、悪天候など何らかの要因で一時的に景気が弱含んでも、企業が雇用をただちに調整する可能性は低いと見られる。このため、雇用所得環境の堅調は簡単には損なわれず、それが消費の緩やかな回復傾向を通じ、景気を下支えすると見る。今年はやや低調だった夏・冬の賞与に関しても、今年度の企業決算が良好と見られることから、来年は夏・冬ともに堅調な増加が見込まれ

**【図表1】日本銀行及び民間の成長率・物価の見通し**

		2017年度 予測	2018年度 予測
日本銀行	成長率	1.9%	1.4%
	物価	0.8%	1.4%
民間（コンセンサス）	成長率	1.6%	1.2%
	物価	0.6%	0.8%

（注）予測は10月時点。物価はコアCPIの前年比上昇率。

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

る。消費と並ぶ民間需要の二本柱の一つである設備投資についても、少なくとも 2018 年中は、東京オリンピックを前にホテルなどの宿泊施設の建設投資が下支えとなる。海外需要についても、中国経済の成長ペースは 2017 年と比べて若干スローダウンすると見るが、米欧で回復が続き、アジア新興国の回復も続くと予想される中、底堅い状況が続くと見られる。

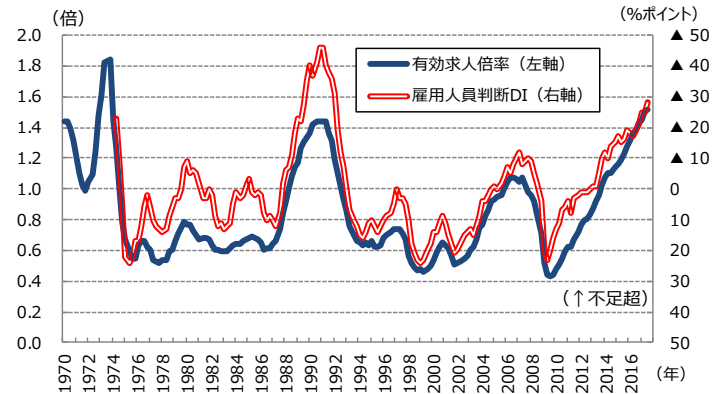
### 景気の先行きに落とし穴はないのか？

筆者が気にしているのは、皆がリスクはないと思った時ほど、落とし穴があるという経験則である。日本のみならず、米国でも景気拡大局面は長期化しており、単純にサイクルの観点だけで考えると、そろそろ景気後退が訪れてもおかしくはない。一方、景気のアップサイドについては、国内の株高が続けば、高額品を中心に消費を刺激する効果が期待される。また、賃金について、政権は、来年の春闘で定期昇給+ベースアップで 3%の賃上げを企業に期待しており、賃上げをサポートする政策的な手当が行われ、多くの企業がそれに倣えば、消費にとってアップサイドの材料となるだろう。良好な企業収益、足元の緩やかな物価上昇など、ベースアップの環境はそれなりに整っている。ただ、筆者は、それでも企業が実質的な固定費の恒久的増加に繋がるベースアップ率の拡大には引続き二の足を踏むと見ている。上述の通り、来年の夏・冬のボーナスには期待しているが、ベースアップ率については、過去 4 年と同程度の小幅な引上げ（平均のベースアップ率で 0.5%前後、定期昇給+ベースアップで 2%強）にとどまるというのが筆者のメインシナリオである。

### 安倍自民党総裁 3 選の可能性は高まった

政治については、今年 10 月に衆議院選挙が前倒しで実施されたため、再び衆議院の解散が行われなければ、2019 年 7 月の参議院選挙までは国政選挙はない。ただし、来年 9 月には安倍首相が自民党総裁としての任期を迎えるため、自民党総裁選（=事実上の次期首相選出）が行われる。今回の衆議院選挙の大勝で、

【図表2】有効求人倍率と雇用人員判断DI



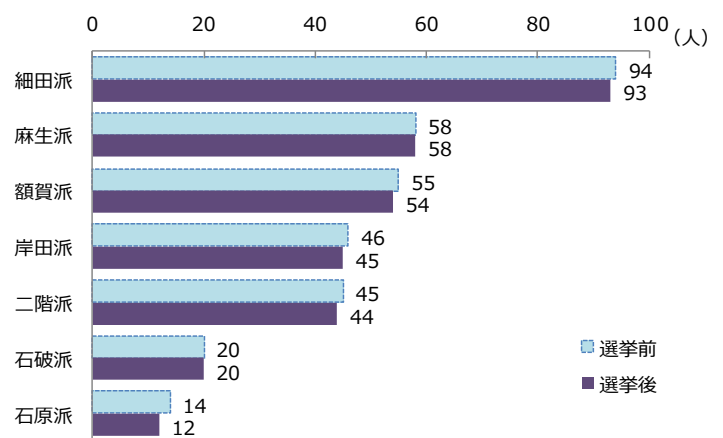
(注1) データは1970年第1四半期～2017年第3四半期。有効求人倍率は四半期末値。  
 (注2) 雇用人員判断DIは逆目盛。  
 (出所) 日本銀行、厚生労働省のデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

【図表3】鉱工業生産指数の推移と景気局面



(注) データは1980年1月～2017年9月。  
 (出所) 経済産業省、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4】自民党の派閥勢力



(注) 選挙後は11月2日時点。報道機関等により、派閥の人数が異なるケースがある。  
 (出所) 読売新聞資料より三井住友アセットマネジメント作成

安倍総裁は衆議院選挙 3 勝 + 参議院選挙 2 勝 = 国政選挙 5 連勝となり、選挙に強い総裁の看板を掛け替える理由は自民党内にないと思われる。今回の衆議院選挙後も、自民党内の派閥のパワーバランスは大きくは変わっておらず、首相を支える細田派は最大派閥で、ポスト安倍として名前の挙がる岸田氏、石破氏の派閥は、党内で大勢とはなっていない。安倍総裁が望めば、3 選となる可能性が高く、来年以降も安倍安定政権が続くというのが筆者のメインシナリオである。今後も安倍政権が続く下、景気刺激的な財政・金融政策運営が取られ、生産性革命、人づくり革命を中心とした成長戦略が推進されると見られる。

【図表5】第二次・第三次安倍政権下での経済対策

閣議決定日	対策名	事業規模			
		兆円	兆円	兆円	兆円
2013年 1月11日	緊急経済対策	20.2	10.3		3.8
2013年 12月5日	好循環実現のための経済対策	18.6	5.5		3.1
2014年 12月27日	地方への好循環拡大に向けた緊急経済対策		3.5		1.7
2015年 12月18日	(*)一億総活躍社会の実現に向けて緊急に実施すべき対策等	3.3	3.1		1.3
2016年 8月2日	未来への投資を実現する経済対策	28.1	7.5	1.7	2.7

(\*) 2015年度補正予算については政府は経済対策として発表はしていない。

(出所) 内閣府、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

### 憲法改正の議論は慎重に進められる見込み

なお、今回の衆議院選挙の結果、いわゆる改憲勢力が引続き衆参で三分の二以上の議席を維持したことから、早期の憲法改正発議に向けて舵が切られるとの見方も少なくない。ただ、衆参で改憲勢力が三分の二以上の議席を維持する状況は、少なくとも次の参議院選挙が行われる 2019 年 7 月まで続き、時間的な余裕はまだある。憲法改正が実現するには、国会議員の三分の二以上による発議を経て、最終的に国民投票で過半数の賛成を得る必要があるが、仮に国民投票で否決されれば、政権の信任に傷が付き、致命傷となるリスクもある。国民の賛意を得るためにも、改憲の議論を建設的に進めつつ、時間をかけながら国民の理解を深めていく必要があるのではないか。

### 財政健全化目標の先送りに成功

今後も景気刺激的な財政・金融政策運営が続けられると述べたが、一方で財政再建の行方はどうなっていくのか。安倍首相は、今回の衆議院選挙において、19 年 10 月に予定される消費増税の増収の一部を、借金返済ではなく幼児教育無償化の財源へと使い途を変更し、同時に、財政健全化目標 = 2020 年度の PB (プライマリーバランス) 黒字化目標を先送りした。幸いにも、財政健全化目標先送りによっても、日本国債の格付に関して海外の格付会社からのネガティブな反応はなく、10 月 12~13 日に開催された G20 財務相・中央銀行総裁会議の場でも、事実上の国際公約であった財政

健全化目標を先送りすることに対して、各国から強い異論はなかったと報じられ、財政リスクは高まらなかった。

【図表6】消費税増税の使い途変更に対する格付会社の認識

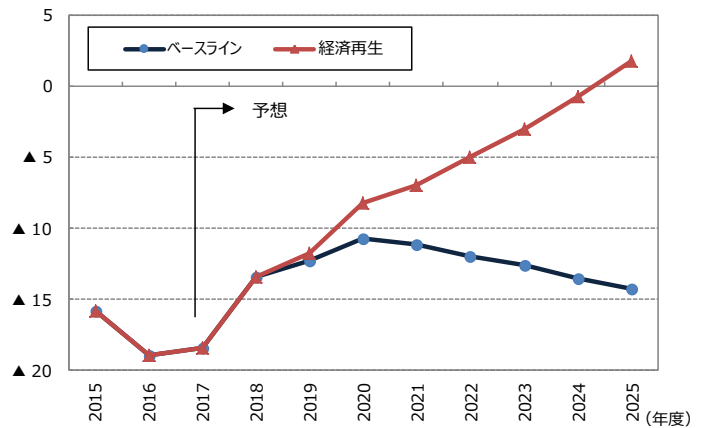
S&P	安倍首相の表明（消費税増税の使い途の変更）は、当社の日本の格付に影響しない。増税分の使途を変えて人づくり革命の財源にあてれば、中期的には日本経済の成長に寄与する
Moody's	今回の変更（消費税増税の使い途の変更）をきっかけに経済成長が促されれば、債務残高（対GDP）が減る可能性が高まる

(出所) 9月28日付日本経済新聞資料を基に三井住友アセットマネジメント作成

## 新たな健全化目標は 2024 年度か？ 首相は任期中の財政運営に関するフリーハンドを確保

10月26日に開催された経済財政諮問会議では、PB黒字化の新たな目標設定に向けて議論が行われたが、政権の基本方針は「経済再生なくして財政再建なし」で、会議の中で世耕議員は、IMFの指摘を引き合いに、「経済への過度の負担を避ける観点から、PBの毎年の改善幅をGDP比0.5%以内にとどめる」必要性に言及した。2017年度のPB赤字は18.4兆円と見込まれており、世耕議員の発言（GDP比0.5%＝2.7兆円）を前提に計算すると、PB黒字化には7年程度かかり（18.4兆円÷2.7兆円＝6.8年）、新たなPB黒字化目標は2024年度となる。2024年度を目標とすれば、進捗の中間評価を行うタイミングはおそらく2021年央となる。安倍首相が党総裁選で3選された場合の任期が2021年9月であるため、安倍首相は自身の任期中、事実上、経済再生に向けて財政運営に関するフリーハンドを確保したと言える。財政再建の行く末は、ポスト安倍の手に委ねられる、ということになるのではないかと

【図表7】内閣府による基礎的財政収支の先行き試算（2017年7月時点、兆円）



(注) データは2015年度～2025年度。2017年度以降は内閣府の試算値。

ベースラインケースは先行き潜在成長並みの成長を前提、経済再生は2%成長への回帰を前提。

(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

ば、進捗の中間評価を行うタイミングはおそらく2021年央となる。安倍首相が党総裁選で3選された場合の任期が2021年9月であるため、安倍首相は自身の任期中、事実上、経済再生に向けて財政運営に関するフリーハンドを確保したと言える。財政再建の行く末は、ポスト安倍の手に委ねられる、ということになるのではないかと

## 消費増税先送りのハードルは高い

なお、2019年10月の消費増税について、結局はまた先送りになるのではないかとこの見方も少なくないようである。ただし、首相は税に関する重要な変更は、選挙で国民に信を問うと述べており、先送りのためには再び衆院を解散することになる。2019年10月の消費増税の先送りは、2019年度の予算編成にも影響を与えるため、少なくとも政府予算案の閣議決定を行う2018年末より少し前までに決断する必要があると見られる。その前までに選挙を行って国民に是非を問うということになると、首相は今回の衆院選から僅か1年で再び解散総選挙に踏み切ることになる。そうなれば、今年10月にわざわざ前倒しで行った解散総選挙は何であったかとの批判の声が上がる可能性もあろう。そもそも、今回、消費増税を幼児教育無償化の財源として明確に紐付けたこともあり、消費増税先送りのハードルはかなり高くなったのではないかと

## 後任総裁の人選に拘らず、金融緩和路線は継続の公算

金融政策については、2018年3月に中曽・岩田両日銀副総裁が、4月には黒田日銀総裁が任期を迎える。党内融和を意識したと見られる閣僚人事を含め、安倍首相が不要なリスクをとらない安全運転志向を強めていることから、日銀総裁人事については、黒田総裁の続投が有力視されている。ただ、黒田総裁が続投とならない場合でも、現行の金融緩和スタンスを踏襲する人物が総裁候補として国会に提示されると見られ、金融緩和路線が大きく方向転換する可能性は低いと予想している。上述の通り、2018年中は景気の回復が続くと見られ、円高修正も相俟って、インフレ率（コアCPI前年比）もプラス圏で推移し、デフレではない状況が続くと見る。ただし、原油価格の高騰や一段の円安がなければ、インフレ率はピークでも1%程度にとどまり、日銀の目標である2%インフレは視野に入らないと

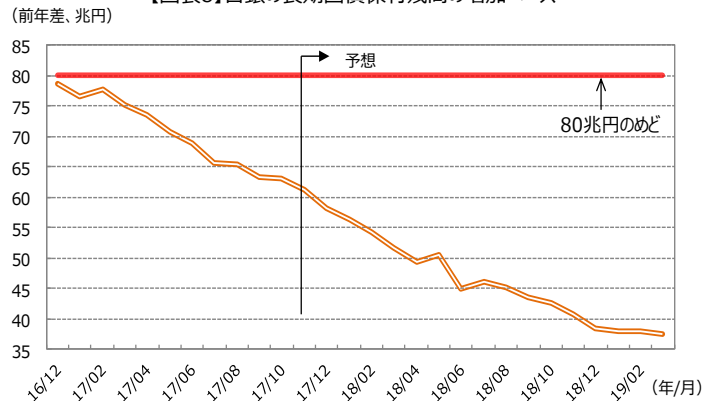


見られることから、日銀が利上げに向かうことは難しいというのが筆者の予想である。

### あるとすれば、一度限りのマイナス金利の微修正

金融政策の変更があるとすれば、マイナス金利政策の長期化による金融機関・金融仲介機能への副作用の高まりを回避するため、一度限りのファインチューニングという名目で、短期のマイナス金利を微修正（▲0.1%から 0.0%へ）する可能性だろう（その際、イールドカーブをフラット化させないため、長期金利目標も若干引上げる）。日銀は、4月、10月の金融政策決定会合の前のタイミングで、金融システムの安定性に対する評価を示した金融システムレポートを発行するが、同レポートにおけるマイナス金利が金融仲介機能や金融機関の業績に与える副作用等についての記述に注意しておきたい。なお、長期国債の購入については、現状のオペによる購入や、予想される償還を前提に計算すると、保有残高の増加ペースは来年4月には50兆円、来年末には40兆円を割り込み、事実上のテーパリングは着実に進む見込みである。ETF購入政策については、減額すれば株価の急落を引き起こし、それが日銀批判に繋がるリスクもあるため、減額は容易ではないだろう。

【図表8】日銀の長期国債保有残高の増加ペース



(注) 先行きは、現状のオペによる購入額が続いたとの前提。そこから予定される償還を控除し、残高の増加ペースを計算。データは2016年12月～2019年3月、2017年11月以降は当社予測値。  
(出所) 日本銀行、財務省、Bloombergのデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

### 成長戦略は現状の延長線

政府の成長戦略については、臨時国会冒頭で衆議院が解散されたことで先送りされた働き方改革関連法案、IR 関連法案の法制化の動きが、年明けの通常国会で進むと見られる。経済及び個々の労働者への影響が大きいのは、長時間労働是正などの働き方改革で、政府は 19 年度からの法制化を目指すと思われるが、法制化に先立って、企業は前倒しで取り組む可能性が高い（既に取り組んでいる企業もあろう）。働き方改革の経済への影響についての詳細は、別稿『長時間労働是正のインプリケーション』でも述べた通り、個々の労働者にとっては残業時間の抑制を通じ、残業代を中心に所得を抑制する要因となる可能性があるが、残業時間の減少分だけ、企業が追加的な採用を行えば、その分雇用が増え、マクロの雇用者所得（労働者×賃金）への影響は限定的にとどまる可能性がある。この場合、目先の経済全体への影響は限定的となるが、将来の人手不足をより深刻化させる可能性がある。このほか、新たに打ち出した「人づくり革命」については、来年末に基本構想が発表される予定で、年内に取り纏められると見られる幼児教育無償化だけでなく、高等教育を無償化するかどうかなどについても、方向性が示されると見られる。

### 外交・安全保障はリスク、ポテンシャル両サイド

来年を占う上で、外すことができないのは外交・安全保障だろう。筆者の専門外だが、リスク、ポテンシャルの両サイドの材料がある。リスクは、北朝鮮情勢で、年明け～来年春にも、米軍が軍事オプションを取るとの観測がある。国際社会にとって望ましいのは、国際的な制裁・圧力が功を奏し、北朝鮮が対話に乗り出し、金正恩体制維持を条件に、核・ミサイル開発の停止を受け入れることだが、金正恩委員長にとっては、核開発を止めれば、国際社会に脅しをかける道具を失い、自らをリスクにさらすことにも繋がりがかねない。両者の溝をどう埋めていくのか、トランプ大統領、安倍首相の外

交手腕、国際社会の一致協力姿勢が問われることとなろう。一方で、ポテンシャルがあるとすれば、対ロシア、対中国外交で、ロシアについては、2018年3月の大統領選が無風で終わり、プーチン体制が盤石となれば、北方領土問題にも何らかの影響があるかもしれない。日本にとって、経済的にはどれほどのメリットがあるのかは何とも言えないが、安倍政権にとっては、少なくとも支持率にはプラスの材料で、政権運営を安定化させる要因になるだろう。もう一つ、日中関係については、日中平和友好条約締結40周年（8月12日署名、10月23日発効）の節目の年であることから、安倍首相と習近平国家主席の相互訪問による関係改善に期待する声がある。巨大な隣国との関係改善は、外交的な観点からだけでなく、経済的にもメリットが大きいだろう。

### 安倍リスク

最後に、筆者のメインシナリオではないが、もう一つ、可能性がゼロではないリスクを挙げるなら、安倍総裁が自ら3選を望まず、党総裁（＝事実上、首相）のポストを後継に譲ることだろう。安倍首相の続投をリスクと考える人もいるが、一方で、安倍首相が変わることにリスクはある。麻生副総理、菅官房長官らのコアメンバーを中心とする官邸主導の政策運営について賛否はあるが、安倍首相の強いリーダーシップの下で長期的に安定した政権運営が行われたことや、安倍首相の積極外交が、日本に対する国際的な評価を高めたことも事実である。特に、米トランプ大統領、露プーチン大統領とは非常に良好な関係を築いた。安倍首相が続投とならなかったとき、後継首相が、安倍首相の強いリーダーシップ、外交手腕を継承できるのか、あるいは安倍政権以前の弱い首相に逆戻りしてしまうのか、懸念材料である。

【図表9】2018年の国内の主な予定		
1月	上旬？ 22・23日	通常国会召集 金融政策決定会合（展望レポート）
2月	14日	2017年4Q GDP一次速報
3月	8・9日 8日 19日	金融政策決定会合 2017年4Q GDP二次速報 岩田・中曽日銀副総裁任期
4月	8日 26・27日	黒田日銀総裁任期 金融政策決定会合（展望レポート）
6月	14・15日 月中 月中 月中 末	金融政策決定会合 政府が成長戦略を公表 政府が「人づくり革命」実現に向けた基本構想の公表 政府が経済財政運営と改革の基本方針（骨太方針）を公表 通常国会閉会
7月	30・31日	金融政策決定会合（展望レポート）
9月	18・19日 末	金融政策決定会合 安倍首相の自民党総裁任期
10月	30・31日	金融政策決定会合（展望レポート）
12月	1日 19・20日 下旬 下旬 月内	4K/8Kテレビ実用放送開始 金融政策決定会合 19年度政府予算案閣議決定 19年度国債発行計画 19年度税制改正大綱

2019年10月消費増税実施の最終判断？

（出所）各種報道資料等より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。
- 当資料の内容に関する一切の権利は当社にあります。当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。
- 当資料の内容は、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会員/一般社団法人日本投資顧問業協会会員/一般社団法人第二種金融商品取引業協会会員