

2018年の国内経済金融の展望

—長期化する景気拡大と大規模金融緩和の行方—

主席研究員 南 武志

〔要 旨〕

2017年は米国で過激な言動で注目を集めるトランプ大統領が誕生したほか、北朝鮮や中東を巡る情勢が緊迫化するなど、国際政治経済を取り巻く環境は大きく揺れ動いた。また、国内政治も夏場にかけて内閣支持率が急落するなど、一時、政局が不安定となった。こうした状況下でも、国内景気は改善基調が続いており、世界経済の持ち直しの恩恵を受けている。その結果、企業設備投資は自律的拡大局面に入っており、GDPギャップは需要超過状態となったほか、景気拡張期間も戦後第2位の長さとなっている。

18年の内外景気を展望しても、特段の景気後退リスクは見当たらず、労働需給の引き締まりが続く下、夏場に悪化した民間消費も徐々に持ち直し傾向を強めていくものと思われる。日本経済は4年連続で潜在成長率を上回る経済成長を実現すると見込まれ、なお鈍い賃金・物価にもプラスの影響を与えるだろう。

こうしたなか、日本銀行は実質金利を自然利子率以下に誘導すべく、現行の「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を粘り強く継続するとみられるが、主要国の中央銀行では既に非伝統的な金融政策からの転換を図り始めており、政策の方向性が乖離し始めている。これが世界経済や国際資金フローなどに与える影響に注意が必要だ。

目 次

はじめに

—揺れ動いた内外政治経済—

1 内外の金融政策の動き

- (1) 日本以外で始まった金融政策の転換
- (2) 日本銀行の大規模緩和は当面継続
- (3) 注目を集めた日銀の出口論議

2 世界経済の動向

- (1) 2018年末まで延長された原油減産
- (2) 主要国経済の動向

3 国内経済の現状と展望

- (1) 息の長い景気拡大
- (2) 政府の経済政策
- (3) 国内経済の展望
- (4) 鈍い物価上昇圧力
- (5) 長期金利はゼロ近傍で推移

おわりに

—現在の景気はいつまで続くか—

はじめに

—揺れ動いた内外政治経済—

2017年1月20日、過激な言動で話題を集めてきたドナルド・トランプ氏が第45代米国大統領に就任し、彼の一挙手一頭足に世界中が注目し続けた。共和党支持層から熱狂的な人気を維持し続ける半面、アンチ・トランプ派も多く、懸念されてきた米国の分断は一層拡大するなど、深刻な状況である。外交面でも、米国第一主義を標榜し、北米自由貿易協定（NAFTA）の再交渉、環太平洋パートナーシップ協定（TPP）や地球温暖化対策の国際的枠組みであるパリ協定からの離脱を宣言するなど、これまで米国が主導してきた経済のグローバル化や自由貿易・市場開放路線などから距離を置くかのような姿勢を見せてきた。その一方で、法人税減税などの大規模な税制改革に対する期待感は強く、折からの好景気と相まって、米国株式市場は活況を呈している。

こうしたなか、東アジア地域では北朝鮮を巡る情勢が緊迫した。17年には計16回のミサイル発射実験を行い、米国全土を標的的可能とする大陸間弾道ミサイルの開発を進めたほか、9月には6度目となる核実験を行うなど、制裁措置を受けてもなお軍事的な挑発を続けている。また、中東地域では過激派組織ISは事実上崩壊したものの、サウジアラビア（スンニ派）とイラン（シーア派）の覇権争いが激化しており、レバノン、イエメン等の政情混乱にまで波及している。

地政学的リスクは世界経済全体に重く押し掛かっている。

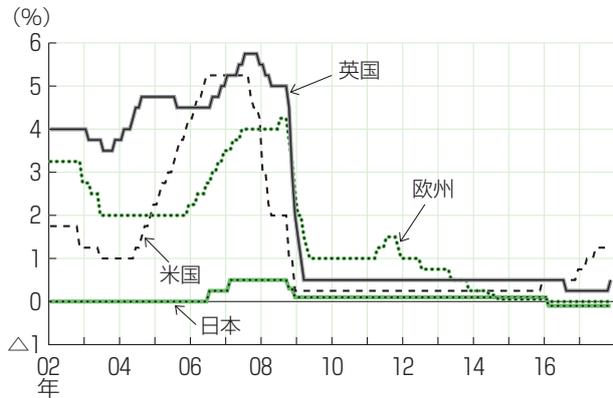
一方、国内では、高い支持率を背景にしばらく安泰と見られていた安倍晋三内閣への支持率が「森友・加計問題」の浮上とともに夏場にかけて急低下した。さらに、7月の東京都議選で小池百合子東京都知事が新たに結成した地域政党が大勝したこともあり、政局の不透明感が高まった。しかし、国難突破解散を受けた10月の総選挙では、与党圧勝という民意が改めて示され、それを好感した金融資本市場では史上最高値水準で推移する米国株価との相乗効果もあり、株価はバブル崩壊後の最高値を更新するなど、改革路線が進展することへの期待が強まった。

1 内外の金融政策の動き

(1) 日本以外で始まった金融政策の転換

18年は、世界金融危機や世界大不況（グレート・リセッション）から10年を迎える。「大恐慌以来」「100年に一度」とされた世界的な景気の落ち込みに対し、主要国政府は一致結束し、大規模な財政出動に協調して踏み切ったほか、中央銀行も政策金利をゼロ近傍まで引き下げるなどの対応に追われた（第1図）。しかし、その後も雇用悪化や物価下落に歯止めがかからなかったことから、先進各国の中銀はそれまで非伝統的な領域とされてきた手段を用いた緩和策、具体的には①国債などの金融資産を買い入れるこ

第1図 主要国・地域の政策金利



資料 各中央銀行の資料より作成

(注) 米国の政策金利は「1.00~1.25%」の誘導目標となっている。
日本は16年2月15日までは無担保コールレート翌日物、16日から一部の日銀当座預金残高への適用利率を政策金利としている。

とで資金供給を行う「量的緩和」、②リスク性のある金融資産を買い入れる「質的緩和(信用緩和)」、③金融機関貸出を促すための「貸出支援策」、④現行緩和策を一定期間継続することに強力にコミットする「フォワード・ガイダンス」、などを実施してきた。

こうした非伝統的な金融政策の効果を巡っては様々な議論があり、例えば、米国で果敢な量的緩和を主導したベン・バーナンキ前連邦準備制度理事会(FRB)議長は「量的緩和の問題点は、現実には効果が認められるのだけれども、理論的には効果が説明できないことである」と述べている。この発言内容のとおり、先進国経済は程なく持ち直しを開始、デフレ突入も未然に防がれた。その結果、断続的に量的緩和を実施してきたFRBはその第3弾(12年9月～、QE3)での資産買入れ額を14年1月から縮小し始め、同年10月に終了した。また、15年12月には政策金利の引上げに踏み切り、その後17年末までに累計125bpの利上げを実施した。

さらに、17年10月には量的緩和(資産買入れ)の結果として4.5兆ドルまで膨らんでいたバランスシートの漸次縮小(償還を迎えた金融資産の再投資の一部停止)を開始した。次期FRB議長に指名されたジェローム・パウエルFRB理事は3~4年かけて2.5~3兆ドルまで縮小したい考えを表明している。

それ以外の中銀でも政策転換に向かっていく。欧州中央銀行(ECB)は、14年6月から採用しているマイナス金利政策は継続しているものの、15年3月に開始した量的緩和策については買入れ規模の縮小を既に実施している。17年4月には資産買入れ額を月800億ユーロから月600億ユーロに縮小したが、18年1月以降は月300億ユーロへさらに縮小することを決定している。ドラギ総裁はあくまでダウンサイジングと位置づけるなど、緩和継続姿勢をアピールしているが、出口に向けた動きであることは否めない。カナダ銀行もまた、7年ぶりの利上げとなった7月に続き、9月にも追加利上げをした。EU離脱交渉への不安などでポンド安が進み、インフレ圧力が高まった英国でも、イングランド銀行(BOE)が11月に約10年ぶりの利上げに踏み切っている。

(2) 日本銀行の大規模緩和は当面継続

一方、日本銀行は16年1月に導入を決定したマイナス金利政策を修正する格好で、同年9月に「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を導入し、現在に至っている。この政策の大まかな枠組みは、短期政策金利を△0.1%に設定し、かつ10年物国債利回

りをゼロ%に誘導するという「イールドカーブ・コントロール」と長期国債など金融資産の大量買入れを組み合わせたものであるが、これによって実質金利（名目金利から予想物価上昇率を引いたもの）を自然利子率（完全雇用の下で国内貯蓄・投資がバランスするような実質金利水準）以下に引き下げ、経済・物価に対して好影響を与えようというものである。さらに、国内の予想物価上昇率は適格的な期待形成の要素が強いという経験に基づいた「オーバーシュート型コミットメント」も盛り込まれている。

後述のとおり、改善傾向をたどる实体经济や雇用情勢に比べると物価は非常に緩慢な動きとなっているが、政策委員のほとんどは2%の「物価安定の目標」に向けたモメンタムは維持されており、現行政策を粘り強く継続することが望ましいと考えている。また、最近では超低金利状態の長期化やイールドカーブの平坦化はむしろ経済・物価に悪影響を及ぼす可能性が意識されていることもあり、18年度入り後に消費者物価が再び足踏み状態に陥ることでもない限り、追加緩和に踏み切ることはないと思われる。

(3) 注目を集めた日銀の出口論議

このように日本とそれ以外のG7中銀との金融政策の方向性に差が生じてきたが、日銀も出口戦略についての情報を発信すべきとの意見は根強い。日銀は物価安定目標の達成が最優先課題であり、出口戦略に関する情報発信は市場の混乱を招き、物価上昇に向けたモメンタムに悪影響を及ぼす可

能性を考慮してか、これまでは時期尚早との判断を繰り返してきた。しかし、17年4月に自由民主党行政改革推進本部が公表した「日銀の金融政策についての論考」において、出口時に日銀が債務超過に陥るリスクを指摘したことで、出口論議が一時盛り上がる場面もあった。

さて、日銀が出口に踏み切る決断を下す場合、経済情勢は良好で、物価上昇率も2%程度で推移しており、金利水準も当然上昇しているはずである。そのため、出口を控えて、日銀当座預金（補完当座預金制度適用先の10月16日～11月15日の平均残高は354兆円、うちマイナス金利適用残高は25兆円、ゼロ金利適用残高は121兆円）からの資金流出が想定されるが、それが短期金利の乱高下につながらないように、日銀は付利による「資金の固定化」が必要となる。その付利水準を引き上げる過程で、利払い費が保有金融資産（うち12月10日時点の長期国債は421兆円）などから得られる金利収入を上回ることによって赤字が発生、さらには長期間にわたって債務超過に陥るリスクが指摘されている。

中央銀行が債務超過に陥った場合、資本逃避などを伴う為替レートの大幅減価やそれを受けた物価制御の困難化などが起きるのか、また国庫納付金（16年度決算では4,813億円、11～16年度平均は5,429億円）がゼロになった場合の国家財政に悪影響が及ぶのか、などを懸念する意見が散見される。もちろん、出口戦略に移行した日銀は、FRBと同様に、当面は保有する金融資産残高の維持に努めるべく、償還を迎えた国債は再投資

を続けると想定される。そのため、金利収入は徐々に増えていき、赤字発生や債務超過状態はいずれ解消することが見込まれる。

一般論として、中央銀行は通貨発行に際してシニョリッジ（発行益）を得ることができることから懸念には及ばないとの意見もあるが、景気拡大が長期化するなかで超緩和状態がいつまでも続くことへの警戒感強く、物価上昇率が高まるにつれて、出口論議は注目され続けるだろう。

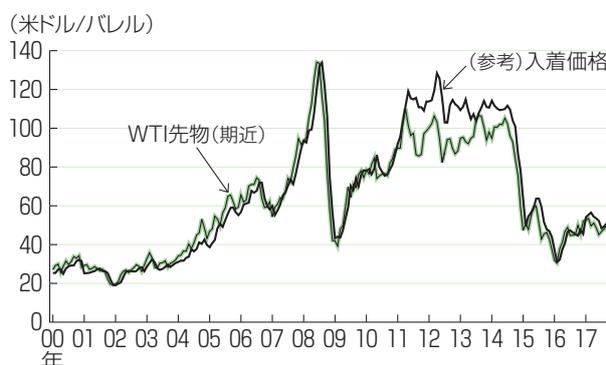
2 世界経済の動向

(1) 2018年末まで延長された原油減産

16年11月、石油輸出国機構（OPEC）とOPEC非加盟の主要10産油国は、低迷する原油価格を回復させるべく、17年1～6月にかけて日量175.8万バレル（世界全体の供給量の2%程度）の協調減産を8年ぶりに合意した。その後、5月のOPEC総会（およびその直後の非加盟主要産油国との閣僚会合）にて、同様の減産措置を18年3月まで延長することで合意、さらに11月には18年末まで延長することを決定した。

これまでの減産順守率は比較的高めに推移してきたが、それが過剰在庫の解消に貢献したほか、原油価格も17年12月には60ドル前後まで回復させるなど、一定の効果があつたと評価されている（第2図）。しかし、原油の需給バランスは依然として崩れた状態であるほか、価格回復を背景に北米産シェール・オイルなど協調減産に参加していない国の原油生産は増加傾向にある。また、

第2図 国際原油市況の推移



資料 NYMEX, 財務省

減産合意が破られる可能性もないわけではなく、需給均衡化に向けた不安要素は決して少なくない。

とはいえ、原油価格の一定水準への回復そのものは、景気低迷や財政悪化にあえいでいた産油国経済の持ち直しを通じて、世界経済全体にとってもメリットは大きいことは確かといえる。

(2) 主要国経済の動向

世界経済は持ち直しの勢いが増しつつある。17年10月に公表された国際通貨基金（IMF）の世界経済見通しによれば、過去の景気回復局面と比べて、賃金・物価の動きは鈍いものの、総じて改善方向に向かっていくとの現状認識を示した。先行きは、いくつかの下振れリスクに対する脆弱性を抱えていることもあり、世界経済全体の成長見通し自体は緩慢で勢いに欠けるものの、世界金融危機以降で最も低かった16年（3.2%成長）を底に、17年は3.6%成長、18年は3.7%成長と徐々に上昇率を高めていくとの予想であり、世界貿易もまた拡大が見込まれて

いる（第3図）。さらに11月に公表された経済協力開発機構（OECD）の経済見通しも同様の見方が示されるなど、日本からの輸出にとっては好材料といえる。

以下、米国・欧州・中国経済の見通しや注目点について簡単に見ていきたい。まず、米国経済については、好調な雇用情勢を背景に、消費者マインドが高水準を維持するなど、個人消費が主導する格好で経済成長が続いている。こうしたなか、トランプ大統領が公約した大型減税については、紆余曲折を経ながらも、上下両院で独自の税制改革法案が可決された。両者には隔たりもあったが、法案一本化を進めるなかで異論を唱えていた議員の要求も盛り込んだ法案がとりまとめられたため、実施に向けて大きく前進した。

また、欧州は安定した経済成長を続けている。雇用情勢は改善傾向にあり、それを受けた消費が景気牽引役となっている。一方で、物価上昇率は相変わらず鈍く、ECBの目標である2%弱には満たない状況である。しかし、今後とも経済は年率2%台で

底堅く推移するとみられ、物価上昇率も緩やかに高まっていくことが見込まれている。ただし、EU離脱交渉を進める英国については、ポンド下落による景気刺激効果が出ている半面、インフレ懸念も高まっている。一方、今後は投資縮小も予想され、成長減速もありうる状況であり、BOEの舵取りが重要となってくるだろう。

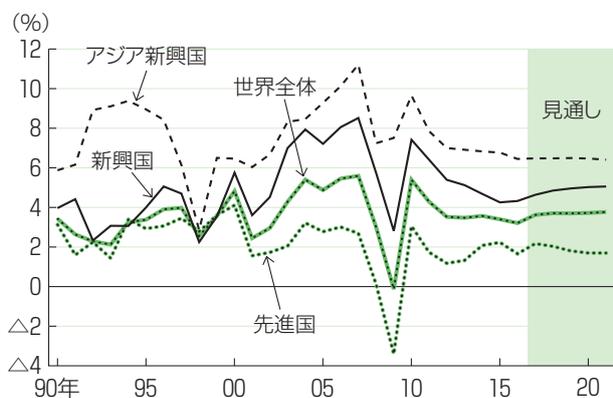
最後に中国経済については、環境規制の強化や過剰な生産能力の削減方針、さらには住宅価格抑制政策や昨今の金利上昇によって固定資産投資が全般的に鈍化傾向にあるほか、企業の過剰債務への警戒も高い。しかし、個人消費や輸出が引き続き下支え役を果たすと思われるため、成長率は緩やかに減速する可能性があるものの、18年も6%台半ばの成長は達成可能であろう。

3 国内経済の現状と展望

(1) 息の長い景気拡大

17年9月の景気動向指数・CI一致指数に基づく基調判断は11か月連続での「改善」であった。これでアベノミクス始動（12年12月）とほぼ同時に始まった景気拡張期間は58か月に達し、1965～70年にかけての「いざなぎ景気」の57か月を上回ったとみられる。この5年を振り返ってみると、14年4月の消費税増税後には長らく景気が停滞するなど、道筋は決して順調とはいえないが、このような息の長い景気拡大になった原因は、底入れ時に大きなデフレギャップが存在し、かつ「企業から家計へ」の所

第3図 世界経済の推移(前年比)



資料 IMF WEOデータベース

第4図 経済成長率と主要項目別寄与度(年率換算)



資料 内閣府経済社会総合研究所

得還流が鈍かったために拡大テンポが極めて緩やかなものにとどまったことに尽きるだろう。

一方、7～9月期のGDP第2次速報（2次QE）によれば、経済成長率は前期比年率2.5%と、現行の統計基準（2008SNA, 1994年～）では初となる7四半期連続でのプラス成長となった（第4図）。民間消費が5四半期ぶりの減少となったものの、民間在庫の積み上がりのほか、民間企業設備投資の堅調さ、さらには海外経済の持ち直しを受けた輸出増が成長率を押し上げた。なお、民間消費の減少も出来過ぎの感のあった4～6月期の反動減の範囲内だったことを踏まえれば、国内景気の改善基調そのものは維持できている。

(2) 政府の経済政策

安倍首相は、9月の衆議院解散にあたり、北朝鮮問題とともに少子高齢化を「国難」と位置づけたが、12月8日には少子高齢化に立ち向かうための「生産性革命」や「人

づくり革命」の実現などに向けた新しい経済パッケージが閣議決定された。減災・防災対策や日EU経済連携協定への対策などとともに、それらの一部を盛り込んだ17年度補正予算が編成されることとなっている。

一方、18年度予算については、「経済・財政再生計画」における集中改革期間の最終年度であり、同計画の歳出改革の「目安」を遵守し、一般歳出の伸びを5,300億円以下、そのうち社会保障関係費の伸びを5,000億円以下に抑えることが求められている。

なお、総選挙の争点として、安倍首相は19年10月には消費税率10%への引上げを予定どおり実施したうえで、債務返済に充てる分の一部を幼児教育無償化へ回すことを提案した。その結果として20年度までに基礎的財政収支（PB）を黒字化するという財政健全化目標の達成は不可能となり、達成時期は先送りされることになった。骨太方針2017ではPB黒字化に加えて、債務残高のGDP比の安定的な低下を目指すことが付加されており、それに関しては当面は達成可能とみられてはいる。しかし、市場関係者が安心でき、かつ無理なく、着実に財政健全化が進むような、頑健性の高いプランが再検討されることが望ましいことはいまでもない。こうしたなか、年収850万円超の給与所得者などへの増税措置が検討されるなど、所得税改革も進めようとしている。

(3) 国内経済の展望

世界経済の持ち直し傾向の下、日本経済も緩やかながらも着実に成長経路をたどっ

てきた。特に、最近では民間設備投資が底堅く推移している。企業業績は過去最高水準で推移しており、キャッシュフローは潤沢である。日銀短観などビジネスサーベイからは、大企業から中小企業に至るまで経営者マインドが改善していることが見て取れる。過去の投資抑制によって設備老朽化が進行、更新需要が積み上がっているほか、最近の人手不足は省人化・省力化投資ニーズを高めている。さらに、金融政策によって実質金利はマイナス圏で推移しているうえに、20年に開催される東京オリンピック・パラリンピック向けの需要もある。このような追い風もあり、民間設備投資は自律的拡大局面に入っているとみられ、しばらくは堅調に推移すると思われる。

一方、17年夏から秋にかけて、民間消費は東・北日本を中心とした天候不順や2週にわたる台風襲来などにより低調であったが、消費者マインドは堅調な推移であったほか、鈍いとはいえ賃金も徐々に上昇している。夏場に急低下した平均消費性向は先行き元の水準に戻っていくとみられ、その過程で消費は再び増勢を強めると思われる。

こうしたなか、政府は「働き方改革」や「生産性革命」「人づくり革命」などを通じて、賃上げの原資となる労働生産性の向上を促しているほか、経営者に積極的な賃上げを強く要請し続けている。さらに、法人

税実効税率を20%に引き下げようとする米国に合わせ、賃上げや設備投資に積極的な企業の税負担軽減を検討するなど、経済の好循環実現に向けて画策している。

以上のように、既に堅調に推移している輸出や民間設備投資に加え、民間消費の持ち直しが再び強まることにより、18年度の日本経済は1%台前半の成長が見込まれる(第1表)。GDPギャップで見た需要超過幅

第1表 2018年度 日本経済見通し

	単位	16年度 (実績)	17 (実績見込)	18 (予測)
名目GDP	%	1.0	1.9	2.2
実質GDP	%	1.2	1.8	1.3
民間需要	%	0.4	1.7	2.0
民間最終消費支出	%	0.3	1.2	1.2
民間住宅	%	6.2	1.7	0.8
民間企業設備	%	1.2	3.6	4.2
民間在庫品増加(寄与度)	ポイント	△0.3	△0.0	0.1
公的需要	%	0.5	0.6	0.1
政府最終消費支出	%	0.5	0.4	0.6
公的固定資本形成	%	0.9	1.2	△1.9
輸出	%	3.4	5.4	4.8
輸入	%	△1.1	3.2	5.9
国内需要寄与度	ポイント	0.4	1.5	1.7
民間需要寄与度	ポイント	0.3	1.3	1.6
公的需要寄与度	ポイント	0.1	0.2	0.1
海外需要寄与度	ポイント	0.8	0.3	△0.2
GDPデフレーター(前年比)	%	△0.2	0.2	0.8
国内企業物価(前年比)	%	△2.4	2.8	2.4
全国消費者物価(//)	%	△0.3	0.7	1.1
完全失業率	%	3.1	2.8	2.6
鉱工業生産(前年比)	%	1.2	5.1	4.9
経常収支	兆円	20.2	22.2	20.6
名目GDP比率	%	3.7	4.0	3.7
為替レート	円/ドル	108.4	112.3	115.0
無担保コールレート(O/N)	%	△0.04	△0.05	△0.05
新発10年物国債利回り	%	△0.05	0.05	0.09
通関輸入原油価格	ドル/バレル	47.3	53.2	55.0

資料 内閣府、経済産業省、総務省統計局、日本銀行の統計資料より作成
(注) 1 全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。断り書きのない場合、前年度比。
2 無担保コールレートは年度末の水準。
3 季節調整後の四半期統計をベースにしているため統計上の誤差が発生する場合もある。

第5図 逼迫する労働市場



資料 総務省統計局, 日本銀行
 (注) DIは全規模・全産業(除く金融機関)。

は拡大し、いわゆる「景気の天井」に次第に近づいていくだろう。既に失業率は24年ぶりの水準、有効求人倍率は44年ぶりの水準となるなど、雇用情勢は改善が続いているが、今後とも人手不足感は一段と強まるだろう(第5図)。なお、このまま順調に18年末まで景気改善が続けば、02~08年にかけてのいわゆる「いざなぎ景気(73か月)」に並ぶことになる。

(4) 鈍い物価上昇圧力

物価は相変わらず鈍い動きが続いている。10月の全国消費者物価によれば、代表的な「生鮮食品を除く総合」は前年比0.8%と、一見すれば上昇率が徐々に高まってきたといえる。しかし、「生鮮食品・エネルギーを除く総合」は同0.2%、「食料(酒類を除く)・エネルギーを除く総合」も同0.0%と、エネルギー高や円安に伴う値上げがもたら物価上昇の牽引役であることも見て取れる。エネルギー・円安による物価押し上げ効果はいずれ一巡する可能性が高いが、消費持ち

直しによる需給改善による物価上昇圧力が強まるか、が今後の焦点といえる。

その消費動向は賃上げに大きく左右されると考えられるが、日本労働組合総連合会(連合)は18年春闘において長時間労働の是正や正規・非正規雇用の待遇格差改善に加え、2%程度のベースアップを含む4%の賃上げを要求する方針を固めている。日本経済団体連合会(経団連)など経営側も3%程度の賃上げを各企業に要請する姿勢を見せているが、昨今の人手不足が今後の賃金交渉にどのように影響するのか重要である。

こうしたなか、かつて小泉政権の下で提示された「デフレ脱却判断のための4指標(消費者物価、GDPデフレーター、GDPギャップ率、単位労働コスト)」が17年7~9月期の段階で全てプラスとなったことが話題となった(第6図)。これを受けて、政府がデフレ脱却宣言を検討するのではとの憶測を

第6図 物価の中期的動向(前年比)



資料 内閣府, 総務省統計局

呼んでいるが、デフレ脱却を実現したということは、通常の景気後退局面では再びデフレに戻らないことも意味することを念頭に入れておく必要がある。

(5) 長期金利はゼロ近傍で推移

日銀が実施するイールドカーブ・コントロール政策の一環として、長期金利（10年物国債利回り）の操作目標がゼロ％に設定されていることもあり、17年を通じて長期金利はおおむねゼロ近傍（正確には僅かなプラス状態）で推移してきた。これまで述べてきたように18年にかけても内外経済の改善基調は続き、国内の物価上昇率も多少高まると思われるため、金利全般に上昇圧力がかかる状態は継続すると予想される。しかし、日銀が目標とする2％の物価上昇率にはまだ届かず、現行の金融緩和策が継続されることから、長期金利もゼロ近傍の小幅プラス状態（0～0.1％）での展開が続くだろう。なお、金利上昇圧力が高まる状況では指値オペ、固定金利オペ、買入れ増額などで対応し、「80兆円程度」とする国債保有額の年間増加額は据え置くものと思われる。

おわりに

—現在の景気はいつまで続くか—

以上のように、18年の内外経済は引き続き改善基調をたどると予想する。先進国中銀の金融政策転換が世界経済全体や国際的な資金フローに与える影響、その一方で当

面は大規模緩和を継続するとみられる日銀の金融政策との乖離が内外金融市場に及ぼす影響など、様々な留意点は存在するものの、景気後退につながるような深刻な下振れリスクは見当たらないように思われる。

あえて指摘するならば、米国景気がピークアウトするリスクであろう。幸いにも实体经济の改善に比べて物価上昇圧力が鈍いため、米FRBの政策正常化ペースは緩やかなものと見込まれている。しかし、GDPギャップが10年ぶりに需要超過状態となるなど良好といえる米国経済で、18年にも実施される可能性がある減税措置が、景気過熱を招き、それが予期せぬインフレ昂進、早急な利上げにつながり、景気後退時期が前倒しする可能性もある。そうなる、金融政策の正常化は一旦終了し、再び緩和策に戻ることも想定され、円高圧力が高まるだろう。日本経済は民間最終需要がようやく本格回復に向かい始めたとはいえ、米国経済の景気後退入りで輸出増といった下支えが外れると、先行き不透明感が高まることは否めない。

さて、18年秋には、次年度予算編成の都合上、19年10月に予定する消費税率の10％への引上げ（含む軽減税率適用）の最終判断をしなくてはならない。14年4月の税率引上げ後の景気停滞により、これまで2回増税を先送りしてきたが、18年にかけて景気拡大が続き、デフレ脱却に向けた動きが進んでいるのであれば、今回は延期する理由がなくなってくる。なお、次回増税時には追加的に1ポイントほど物価上昇率が高ま

るとみられるが、家計所得が前年比1%以上増加していれば、その「痛み」はかなり吸収できる可能性がある。そのためにも適正な賃上げの実現による経済の好循環が発生している必要がある。一方、景気拡大が長期化していることに伴い19年前後には国内景気もピークアウトする可能性が高まってくる。ただし、万一、19年前半あたりに景気後退に陥ったとしても、消費税率引上

げ前の駆け込み需要がその事実を覆い隠してしまうかもしれない。そうなった場合、19年10月以降は景気後退と駆け込み需要の反動減が重なり、深刻な景気悪化が引き起こされる。前述のとおり、目立った景気後退リスクはないものの、18～19年の国内経済にとっては的確な情勢判断が重要となる。

(みなみ たけし)

