

経済マンスリー

[日本]

戦後 2 番目の長さに達したとみられる今景気拡張期間

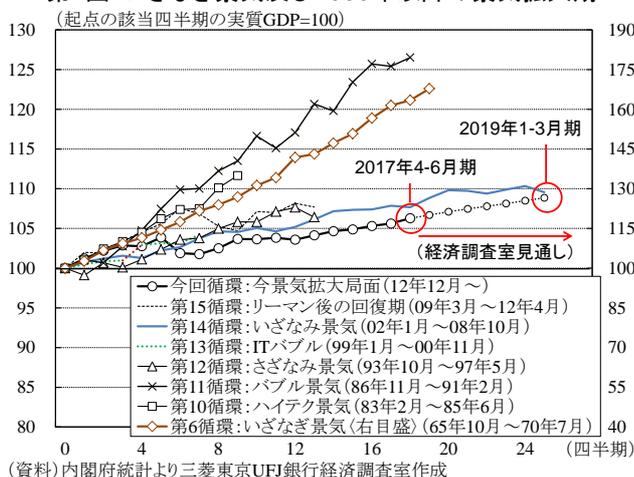
1. 実体経済の動向

内閣府より公表された 9 月の月例経済報告で、国内景気の基調判断は「緩やかな回復基調が続いている」に据え置かれた。2012 年 12 月から始まる景気の拡大が今年 9 月まで続いているとすると、景気拡張期間は 58 ヶ月となり、高度成長期の「いざなぎ景気（57 ヶ月）」を超えて、戦後 2 番目の長さに達したことになる。

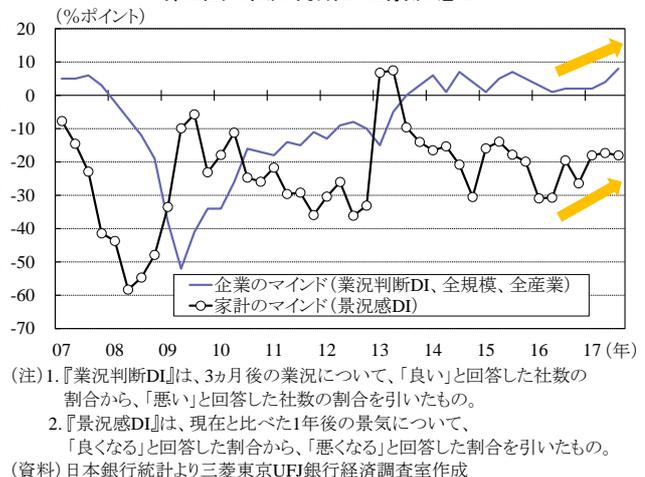
今回の景気拡張期間の特徴は、「実感なき景気回復」と言われた戦後最長の景気拡張期である「いざなぎ景気（73 ヶ月）」と比べても、景気の拡大ペースが緩やかな点である（第 1 図）。この要因として、2014 年 4 月の消費増税や 2015 年から 2016 年初にかけての海外経済の減速などが一時的に景気を下押ししたことが挙げられる。ただ、より根本的には、投資・消費性向が高まっていないことが示すように、長期に渡るデフレマインドを払拭し、企業収益などの所得面の改善を支出の力強い拡大に繋げる好循環の確立が、未だ途上にあることが大きい。こうしたことから、今回の景気拡大局面にも実感が無いとの指摘が付きまとう。

ただ、景気拡大ペースが緩やかであることは、裏を返せば、景気過熱による歪みの蓄積が小さいともいえる。今月 13 日には約 21 年ぶりに日経平均株価が終値ベースで 2 万 1,000 円を超えたが、同日の PER は 19.1 倍と、景気拡大の始点である 2012 年 12 月（20.8 倍）よりも低く、株価に過熱感は見られない。また、在庫の状況をもても、鉱工業の在庫指数は 2016 年 3 月には 114.2 まで高まっていたが、その後に在庫調整が進展した結果、足元 8 月は 107.3 と景気拡大開始前（2012 年 11 月）の 111.8 よりも低い水準まで戻ってきている。企業と家計のマインドをもても、昨年央以降、持ち直してきており（第 2 図）、先行きの景気に対する前向きな見方に陰りは見られない。従って、この先も緩やかな景気の拡大基調は維持されるとみられ、「いざなぎ景気」を超えて戦後最長をうかがう展開もありえるだろう。

第1図：いざなぎ景気及び1980年以降の景気拡大期



第2図：業況判断DIと景況感DI



2. 金融政策・市場の動向

(1) 金融政策

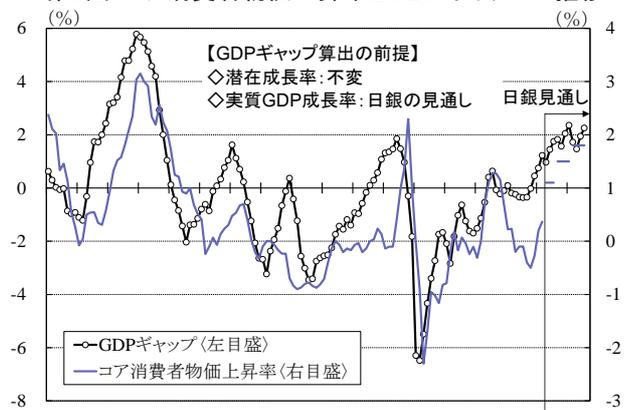
日銀は10月30-31日に金融政策決定会合を開くと同時に、展望レポートで政策委員の実質GDP成長率、コア消費者物価上昇率の大勢見通しを公表する。7月の展望レポートでは、2017年度のコア消費者物価上昇率の見通し中央値は前年度比+1.1%だったが、達成には9月以降、前年比+1.5%程度の上昇が必要となるため、今回会合で引き下げられるとみられる。一方、2%の物価目標に達する時期については、7月に「2018年度頃」から「2019年度頃」に後ろ倒しさせたばかりであり、今回は変更しないだろう。

日銀がどういった想定のもと「2019年度頃」に物価上昇率が2%に達するとみているか、ということについて、日銀の想定するGDPギャップを算出し、それを物価上昇率とGDPギャップの歴史的関係性に当てはめることで考察する。まず、先行きの潜在成長率は日銀が推計する2017年度上期の+0.8%から不変という仮定の下、政策委員による実質GDP成長率の見通しが実現したとすると、GDPギャップは2019年頃には2%台半ばまで上昇することになる(第3図)。その際、物価上昇率が2%に達するためには、GDPギャップとコア消費者物価上昇率の関係性がバブル期並みに上方シフトするか、非線形である必要があり、日銀はそうした想定をしていると推察される(第4図)。その切っ掛けとして想定されるのは、恐らく人手不足に伴う賃金上昇だろう。もっとも、足元では雇用の逼迫度合いは過去にないレベルまで強まっているが、力強い賃金上昇は実現していない。労働需給逼迫のもと、緩やかな賃金上昇は続く予想されるが、あと2年程度で物価上昇率が2%に達するほどに賃金が上昇するのは相応にハードルが高いと思われる。

(2) 長期金利、為替

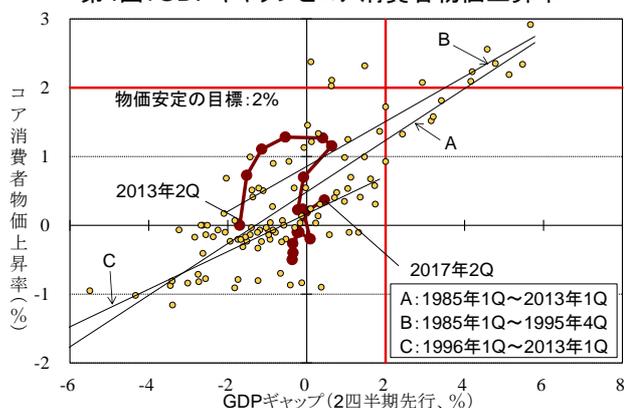
日経平均株価が21年ぶりに21,000円台まで上昇し、投資家のリスク回避姿勢が後退するなか、10年物国債利回りは0.07%程度まで上昇し、円ドル相場は1ドル112円程度まで円安が進んだ。先行き、10月22日に投開票が行われる衆議院選挙でサプライズがない限り、地政学リスクや米国の金融政策動向など外部要因に左右される状況が続くとみられる。

第3図: コア消費者物価上昇率とGDPギャップの推移



(注)『コア消費者物価上昇率』は消費税率引き上げの直接的な影響を除く。
 (資料)日本銀行、総務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第4図: GDPギャップとコア消費者物価上昇率



(注)1.『GDPギャップ』は、実質GDPと潜在実質GDPの差額を潜在実質GDPで除いたもの。
 2.『コア消費者物価上昇率』は消費税率引き上げの直接的な影響を除く。
 (資料)内閣府、総務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

主要経済金融指標(日本)
2017年10月20日時点

経済調査室(Economic Research Office)

1. 実体経済

(特記なき限り前期(月)比、()内は前年比%、[]内は前年実績)

	2015年度	2016年度	2016年		2017年		2017年				
			10-12月期	1-3月期	4-6月期	5月	6月	7月	8月	9月	
実質GDP成長率(前期比年率)	1.3	1.3	1.6 (1.7)	1.2 (1.5)	2.5 (1.4)	***	***	***	***	***	
全産業活動指数	0.9	0.6	0.4 (1.1)	▲0.1 (0.8)	1.6 (2.5)	▲0.7 (3.2)	0.2 (2.2)	▲0.1 (2.0)	0.1 (1.7)		
鉱工業生産指数	▲0.9	1.1	1.8 (2.1)	0.2 (3.8)	2.1 (5.8)	▲3.6 (6.5)	2.2 (5.5)	▲0.8 (4.7)	2.0 (5.3)		
鉱工業出荷指数	▲1.1	0.8	2.4 (1.8)	▲0.1 (3.7)	1.5 (5.2)	▲2.9 (5.4)	2.5 (5.3)	▲0.7 (4.1)	1.8 (5.8)		
製品在庫指数	1.1	▲4.0	▲2.4 (▲5.3)	2.2 (▲4.0)	▲0.5 (▲2.9)	0.0 (▲1.3)	▲2.0 (▲2.9)	▲1.1 (▲2.3)	▲0.6 (▲2.9)		
生産者製品在庫率指数 (2010年=100)	114.9	112.9	109.7 [114.9]	111.5 [116.8]	112.5 [116.0]	112.5 [116.7]	110.4 [115.4]	113.3 [116.1]	108.6 [113.2]	[113.5]	
国内企業物価指数	▲3.3	▲2.3	0.4 (▲2.1)	1.6 (1.0)	0.4 (2.1)	0.0 (2.1)	0.1 (2.2)	0.3 (2.6)	0.0 (2.9)	0.2 (3.0)	
消費者物価 (季調済、全国、除く生鮮食品)	0.0	▲0.2	0.2 (▲0.3)	▲0.1 (0.2)	0.6 (0.4)	0.0 (0.4)	0.0 (0.4)	0.0 (0.5)	0.1 (0.7)		
稼働率指数 (2010年=100)	98.0	98.6	100.1 [97.9]	99.8 [96.1]	101.9 [96.3]	99.8 [95.9]	101.9 [96.6]	100.1 [97.2]	103.4 [99.2]	[97.6]	
機械受注 (船舶、電力を除く民需)	4.1	0.5	0.3 (3.6)	▲1.4 (▲1.0)	▲4.7 (▲1.0)	▲3.6 (0.6)	▲1.9 (▲5.2)	8.0 (▲7.5)	3.4 (4.4)		
製造業	6.2	▲4.6	2.7 (3.5)	▲4.2 (▲6.8)	3.7 (3.5)	1.0 (6.3)	▲5.4 (▲3.2)	2.9 (▲1.8)	16.1 (14.7)		
非製造業 (除く船舶、電力)	2.5	4.3	▲1.0 (3.3)	0.0 (3.1)	▲9.9 (▲4.5)	▲5.1 (▲4.0)	0.8 (▲6.9)	4.8 (▲12.3)	3.1 (▲2.8)		
資本財出荷 (除く輸送機械)	▲2.2	1.5	2.4 (4.7)	▲2.4 (3.1)	5.0 (6.6)	2.1 (9.5)	▲0.9 (6.1)	▲4.3 (1.5)	9.8 (10.1)		
建設受注	▲0.9	4.0	(5.3)	(2.2)	(0.7)	(▲0.5)	(2.3)	(14.9)	(▲10.6)		
民需	7.9	5.1	(16.7)	(4.8)	(▲7.0)	(▲17.9)	(▲0.1)	(8.4)	(▲3.2)		
官公庁	▲15.6	8.4	(▲9.5)	(▲1.8)	(19.9)	(91.1)	(6.3)	(31.9)	(▲18.9)		
公共工事請負金額	(▲3.8)	(4.1)	(▲4.5)	(9.9)	(2.6)	(8.5)	(▲0.6)	(▲5.4)	(▲7.9)	(▲10.4)	
新設住宅着工戸数(年率万戸)	92.1 (4.6)	97.4 (5.8)	95.3 (7.9)	97.5 (3.5)	100.2 (1.1)	99.8 (▲0.3)	100.3 (1.7)	97.4 (▲2.3)	94.2 (▲2.0)		
新設住宅床面積	(2.1)	(4.1)	(5.3)	(3.3)	(1.0)	(▲1.6)	(1.5)	(▲3.2)	(▲3.9)		
小売業販売額	0.8	▲0.2	(0.8)	(1.2)	(2.5)	(2.1)	(2.2)	(1.8)	(1.8)		
実質家計消費支出 (2人以上、季調済)	▲1.2	▲1.6	▲0.9 (▲0.7)	0.8 (▲2.0)	1.0 (0.2)	0.7 (▲0.1)	1.5 (2.3)	▲1.9 (▲0.2)	0.2 (0.6)		
平均消費性向 (実数、季調済、%)	73.6	72.1	71.8 [73.0]	73.1 [72.6]	75.3 [72.8]	78.8 [74.7]	74.1 [69.6]	69.2 [70.0]	69.8 [70.7]	[71.6]	
所定外労働時間 (全産業・5人以上)	▲1.3	▲0.7	0.1 (▲1.2)	1.5 (1.2)	▲0.4 (0.9)	0.6 (1.6)	▲0.1 (0.7)	▲0.8 (0.6)	▲0.2 (0.6)		
現金給与総額 (全産業・5人以上)	0.2	0.4	(0.4)	(0.2)	(0.5)	(0.6)	(0.4)	(▲0.6)	(0.7)		
常用雇用者数(前年差) (全産業・5人以上、万人)	98	103	105	112	131	137	130	134	123		
有効求人倍率 (実数、季調済、倍)	1.23	1.39	1.41 [1.26]	1.44 [1.29]	1.49 [1.35]	1.49 [1.35]	1.51 [1.36]	1.52 [1.37]	1.52 [1.37]	[1.38]	
完全失業率 (実数、季調済、%)	3.3	3.0	3.1	2.9	2.9	3.1	2.8	2.8	2.8		
景気ウォッチャー(現状判断DI) (%ポイント)	48.8	46.4	48.7 [47.7]	49.2 [45.6]	50.1 [42.6]	50.1 [43.0]	49.9 [41.2]	51.0 [45.1]	49.6 [45.6]	49.6 [44.8]	
企業倒産件数 (実数、件数)	8,684 (▲9.0)	8,381 (▲3.5)	2,086 (▲3.1)	2,079 (▲3.0)	2,188 (2.8)	802 (19.5)	706 (▲7.5)	714 (0.3)	639 (▲12.0)	679 (4.6)	

2. 国際収支

(特記なき限り前期(月)比、()内は前年比%、[]内は前年実績)

	2015年度	2016年度	2016年		2017年		2017年				
			10-12月期	1-3月期	4-6月期	5月	6月	7月	8月	9月	
通関輸出	▲0.7	▲3.5	(▲1.9)	(8.5)	(10.5)	(14.9)	(9.7)	(13.4)	(18.1)	(14.1)	
価格	2.0	▲5.8	(▲6.3)	(3.1)	(5.2)	(6.9)	(5.5)	(10.5)	(7.0)	(8.9)	
数量	▲2.7	2.4	(4.7)	(5.1)	(5.1)	(7.5)	(4.0)	(2.6)	(10.4)	(4.8)	
通関輸入	▲10.2	▲10.2	(▲9.3)	(8.6)	(16.2)	(17.9)	(15.5)	(16.3)	(15.2)	(12.0)	
価格	▲8.4	▲10.7	(▲10.7)	(6.2)	(10.8)	(11.8)	(10.8)	(12.6)	(12.6)	(12.3)	
数量	▲1.9	0.5	(1.6)	(2.2)	(4.9)	(5.4)	(4.2)	(3.2)	(2.4)	(▲0.3)	
経常収支(億円)	178,618	203,818	40,876	59,697	45,622	16,776	9,288	23,200	23,804		
貿易収支(億円)	3,296	57,726	17,146	10,961	9,493	▲1,161	5,169	5,666	3,187		
サービス収支(億円)	▲13,527	▲13,816	▲5,520	50	▲2,834	615	▲561	▲2,373	202		
金融収支(億円)	238,492	249,299	22,119	52,424	44,237	20,917	12,390	8,542	19,230		
外貨準備高(百万ドル)	1,262,099	1,230,330	1,216,903	1,230,330	1,249,847	1,251,868	1,249,847	1,260,040	1,268,006	1,266,310	
対ドル円レート(期中平均)	120.13	108.37	109.32	113.60	111.06	112.21	110.91	112.44	109.91	110.68	

3. 金融

	2015年度	2016年度	2016年		2017年		2017年				
			10-12月期	1-3月期	4-6月期	5月	6月	7月	8月	9月	
無担保コール翌日物金利	0.063	▲0.045	▲0.043 [0.076]	▲0.042 [0.035]	▲0.054 [▲0.050]	▲0.053 [▲0.059]	▲0.056 [▲0.055]	▲0.054 [▲0.043]	▲0.049 [▲0.043]	▲0.058 [▲0.052]	
ユーロ円TIBOR (3ヵ月物)	0.157	0.057	0.056 [0.169]	0.056 [0.122]	0.056 [0.060]	0.056 [0.060]	0.056 [0.059]	0.075 [0.058]	0.056 [0.058]	0.056 [0.056]	
新発10年国債利回り	▲0.050	0.065	0.040 [0.270]	0.065 [▲0.050]	0.075 [▲0.230]	0.040 [▲0.120]	0.075 [▲0.230]	0.075 [▲0.195]	0.010 [▲0.070]	0.060 [▲0.085]	
都銀貸出約定平均金利 (前期、月比増減)	0.924	0.847	0.853 (▲0.012)	0.847 (▲0.006)	0.842 (▲0.005)	0.849 (▲0.001)	0.842 (▲0.007)	0.841 (▲0.001)	0.839 (▲0.002)		
日経平均株価 (225種、末値)	16,759	18,909	19,114 [19,034]	18,909 [16,759]	20,033 [15,576]	19,651 [17,235]	20,033 [15,576]	19,925 [16,569]	19,646 [16,887]	20,356 [16,450]	
M2平残	(3.5)	(3.6)	(3.7)	(4.1)	(3.9)	(3.8)	(3.9)	(4.0)	(4.0)	(4.1)	
広義流動性平残	(3.7)	(1.8)	(1.6)	(2.2)	(2.8)	(2.8)	(3.0)	(3.5)	(3.7)	(3.8)	
貸出・預金動向											
貸出残高 (平残)	銀行・信金計	(2.4)	(2.4)	(2.5)	(2.8)	(3.1)	(3.2)	(3.3)	(3.3)	(3.0)	
	銀行計	(2.5)	(2.4)	(2.5)	(2.8)	(3.2)	(3.3)	(3.3)	(3.4)	(3.0)	
	都銀等	(1.2)	(1.2)	(1.4)	(2.0)	(2.8)	(2.9)	(3.1)	(3.2)	(2.8)	
	地銀	(3.7)	(3.5)	(3.6)	(3.6)	(3.7)	(3.7)	(3.7)	(3.7)	(3.7)	
	地銀II	(3.2)	(3.1)	(3.1)	(3.2)	(3.0)	(3.0)	(3.0)	(3.1)	(3.0)	
信金	(2.2)	(2.3)	(2.3)	(2.5)	(2.8)	(2.9)	(2.8)	(2.7)	(2.7)		
実質預金 +CD (平残)	3業態計	(3.7)	(3.8)	(4.2)	(4.5)	(4.5)	(4.5)	(4.7)	(4.5)	(4.5)	
	都銀	(4.5)	(5.5)	(6.0)	(6.4)	(6.5)	(6.3)	(6.7)	(6.4)	(6.5)	
	地銀	(3.0)	(2.3)	(2.3)	(2.7)	(2.6)	(2.6)	(2.7)	(2.7)	(2.5)	
	地銀II	(2.5)	(2.1)	(2.2)	(2.4)	(2.3)	(2.5)	(2.4)	(2.3)	(2.2)	

(注) 新発10年国債利回り、都銀貸出約定平均金利は末値、その他金利は期中平均値。

(資料) 内閣府、経済産業省、財務省、総務省、厚生労働省、国土交通省、日本銀行、東京商工リサーチ、保証事業会社協会統計等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

照会先：三菱東京UFJ銀行 経済調査室 金堀 徹 tooru_kanahori@mufg.jp
下郷 慶 kei_shimozato@mufg.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の販売や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できるとされる情報に基づいて作成されていますが、当室はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されています。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。また、当資料全文は、弊行ホームページでもご覧いただけます。