

2017年12月19日 全18頁

2018年の日本経済見通し

成長の牽引役は「外需から内需」、そして「量より質」へ

経済調査部

エコノミスト 小林 俊介

[要約]

- 2017年7-9月期GDP二次速報の発表を受けて、経済見通しを改訂した。改訂後の実質GDP予想は2017年度が前年度比+1.8%（前回：同+1.6%）、2018年度が同+1.1%（同：同+1.2%）、2019年度が同+0.6%（同：同+0.6%）である。日本経済は、①堅調な外需、②在庫投資、③耐久財の買い替え需要に支えられ、成長の加速を続けてきた。しかしこれら三つの要因が剥落することで2018年の日本経済は緩やかに減速し、巡航速度に回帰する見通しだ。
- 日本経済と同様に、2017年の世界経済は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といった好材料に支えられる形で成長加速を実現している。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。もっとも、これらの加速要因の剥落は日本経済および世界経済の緩やかな減速を意味するにすぎず、過度の懸念は不要だろう。
- 外需主導の成長が2018年度以降一旦ストップする公算が大きい中、成長を下支えする役割を担うのが内需だ。2017年度の消費増加の主要因は、過去の消費抑制要因の消失であった。2018年度以降この効果は出尽くしとなり、概ね雇用者報酬の改善に即したペースでの消費の拡大が続く見通しである。ただし、局所的な賃金インフレの萌芽が見られ始めている一方で、この効果を相殺する要因が残されており、「内需の好循環」に至るほどの本格的な雇用者報酬の改善が始まるまでには未だ時間を要するだろう。
- 五年間に亘る景気拡大の結果、需給ギャップはプラス圏に浮上し、供給制約の限界に到達する産業が増加している。すなわち、売上「数量」の増加にのみ依存した成長を維持することは難しくなり、かわりに販売「価格」の向上が、名目ベースでみた成長余力を左右する重要な鍵を握ることになる。こうした状況を背景として、弊社の経済見通しは、実質成長率の減速に比べて、名目成長率の減速（17年度+1.9%⇒18年度+1.5%）が小幅なものにとどまるとみている。

成長速度は 2017 年度にピークアウト

2017 年 7-9 月期 GDP 二次速報の発表を受けて、経済見通しを改訂した。改訂後の実質 GDP 予想は 2017 年度が前年度比+1.8%（前回：同+1.6%）、2018 年度が同+1.1%（同：同+1.2%）、2019 年度が同+0.6%（同：同+0.6%）である。日本経済は、①堅調な外需、②在庫投資、③耐久財の買い替え需要に支えられ、成長の加速を続けてきた。しかしこれら三つの要因が剥落することで 2018 年度の日本経済は緩やかに減速し、巡航速度に回帰する見通しだ。

実質 GDP 成長率は一次速報から大きく上方修正され、市場コンセンサスを上回る

2017 年 7-9 月期の実質 GDP 成長率（二次速報）は前期比年率+2.5%（前期比+0.6%）と、一次速報（前期比年率+1.4%、前期比+0.3%）から大幅に上方修正され、市場コンセンサス（前期比年率+1.5%、前期比+0.4%）も大きく上回った。一次速報からの主な改定内容を需要項目別に見ると、民間企業設備と民間在庫変動の寄与度が大きく上方修正されたほか、政府最終支出、公的資本形成も僅かに上方修正された一方、民間住宅は僅かに下方修正された。

民間設備投資は法人企業統計の結果などを受けて、前期比+1.1%（一次速報：同+0.2%）と大幅に上方修正された。形態別総固定資本形成の推移を確認すると、4-6 月期に比較的高い伸びを記録した「住宅」や「その他の建物・建築物」が、反動もあり前期比で減少に転じている。「輸送用機械」は、1-3 月期まで堅調な伸びを維持していたが、4-6 月期、7-9 月期には 2 四半期連続の減少となった。他方、「その他の機械設備等」は底堅い伸びを維持していることに加え、「知的財産生産物」の伸びも全体の設備投資の増加に寄与した。

2017年7-9月期GDP(二次速報)		2016		2017			
		7-9月期	10-12月期	1-3月期	4-6月期	7-9月期	
						一次速報	二次速報
実質国内総生産 (GDP)	前期比%	0.2	0.3	0.4	0.7	0.3	0.6
	前期比年率%	0.9	1.4	1.5	2.9	1.4	2.5
民間最終消費支出	前期比%	0.4	0.1	0.4	0.9	▲ 0.5	▲ 0.5
民間住宅	前期比%	3.0	0.2	0.9	1.3	▲ 0.9	▲ 1.0
民間企業設備	前期比%	▲ 0.2	1.5	0.2	1.2	0.2	1.1
民間在庫変動	前期比寄与度%pt	▲ 0.5	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.0	0.2	0.4
政府最終消費支出	前期比%	0.5	▲ 0.3	0.2	0.2	▲ 0.1	0.0
公的固定資本形成	前期比%	0.3	▲ 2.4	0.3	4.6	▲ 2.5	▲ 2.4
財貨・サービスの輸出	前期比%	2.1	3.0	1.9	▲ 0.1	1.5	1.5
財貨・サービスの輸入	前期比%	0.1	1.3	1.3	1.5	▲ 1.6	▲ 1.6
内需寄与度	前期比寄与度%pt	▲ 0.1	0.0	0.3	1.0	▲ 0.2	0.1
外需寄与度	前期比寄与度%pt	0.3	0.3	0.1	▲ 0.2	0.5	0.5
名目GDP	前期比%	▲ 0.1	0.5	0.1	0.8	0.6	0.8
	前期比年率%	▲ 0.4	1.9	0.3	3.2	2.5	3.2
GDPデフレーター	前年比%	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.9	▲ 0.4	0.1	0.1

(注1) 寄与度は四捨五入の関係上、実質GDP成長率と必ずしも一致しない。

(注2) 前期比、前期比年率は季節調整値、前年比は原系列。

(出所) 内閣府統計より大和総研作成

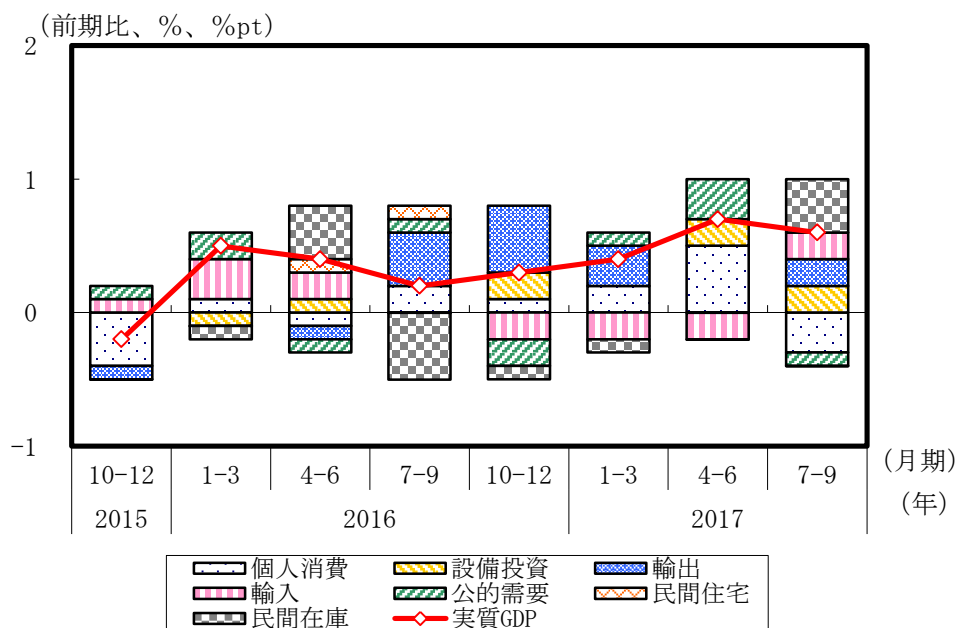
民間在庫変動の寄与度は前期比+0.4%pt（一次速報：同+0.2%pt）に増加した。これは一次速報の段階で仮置き値となっていた原材料在庫の寄与度が同+0.2%pt（一次速報：同+0.0%pt）に増加したことを反映している。その他の項目としては、主に直近値の基礎統計の反映等により政府最終消費が同+0.0%（一次速報：同▲0.1%）、公的資本形成は同▲2.4%（一次速報：同▲2.5%）と僅かに上方修正された一方で、民間住宅は同▲1.0%（一次速報：同▲0.9%）と僅かに下方修正された。

需要項目別動向：消費・公共投資は減少に転じるも、輸出・設備投資が成長牽引

2017年7-9月期（二次速報）の結果に基づいて需要項目別の動向を改めて確認すると、民間最終消費支出は前期比▲0.5%と、5四半期ぶりの減少となった。雇用・所得環境の改善を背景として、消費者マインドは良好な水準にあるものの、8月は東日本を中心に歴史的な長雨になったことや、9月には日本各地に台風が上陸したこと等、天候不順が個人消費の重石になったとみられる。また、4-6月期の好調さ（同+0.9%）の反動という面もあろう。

財・サービス別の動向を見ると、上述した天候要因などを背景として「サービス（前期比▲0.7%）」が落ち込んだものの、「半耐久財（同+0.3%）」「非耐久財（同+0.0%）」は僅かながらも増勢を保った。一方で、2016年以降増加を続けてきた「耐久財（同▲1.2%）」が7四半期ぶりにマイナスに転じたことは特記に値する。2009年以降消費を押し上げてきたエコカー減税・家電エコポイント制度や、消費増税前の駆け込みによる需要先食いの悪影響が緩和し、過去6四半期で耐久財の「買い替え需要」が発生してきたが、この効果がピークアウトに向かいつつある可能性がある。

実質 GDP と需要項目別寄与度の推移（季節調整済前期比）



(出所) 内閣府統計より大和総研作成

住宅投資は前期比▲1.0%と、7 四半期ぶりに減少した。低水準で推移する住宅ローン金利は引き続き住宅投資の下支え要因となっている。しかし、相続税対策等の押し上げ効果が一服しつつあるほか、価格の上昇が需要を抑制し始めている可能性が示唆される。

設備投資は前期比+1.1%と、4 四半期連続の増加となった。輸出拡大等に伴う稼働率の上昇や、人手不足の深刻化が堅調な設備投資の推移の底流にあるとみられる。

民間在庫変動は前期比寄与度+0.4%pt と、5 四半期ぶりにプラス寄与となった。内訳を確認すると、原材料在庫が同+0.2%pt、仕掛品在庫が同+0.0%pt、製品在庫が同+0.1%pt、流通品在庫が同+0.1%pt となっている。

公共投資は前期比▲2.4%と 3 四半期ぶりの減少となった。2016 年度補正予算の執行が 4-6 月期に集中した（同+4.6%）ことから、7-9 月期はその反動が表れたもようだ。また、政府消費については同+0.0%と横ばいであった。

輸出は前期比+1.5%と、2 四半期ぶりに増加に転じた。7-9 月期の貿易統計を見ると、自動車の落ち込みから EU 向け輸出は減少したものの、半導体等製造装置が全体を押し上げたこと等から、米国向け輸出とアジア向け輸出が増加した。一方、国内需要の減少に伴い輸入は同▲1.6%と、5 四半期ぶりに減少に転じた。この結果、外需寄与度は前期比+0.5%pt と、2 四半期ぶりに大幅なプラスとなった。

なお、輸入物価の落ち着きに伴う交易条件の改善や、緩やかながらも国内における価格転嫁が進展した結果として GDP デフレーターは 2 四半期連続で上昇（前期比+0.2%）した。名目 GDP は前期比年率+3.2%（前期比+0.8%）と 4 四半期連続の増加となった。

緩やかな拡大継続が見込まれるが、外需はリスク含み

先行きの日本経済は、基調として緩やかな拡大傾向が続く見込みである。個人消費を中心とした内需は回復傾向が続くと同時に、世界経済の拡大を背景とした底堅い外需が日本経済の成長を支えるだろう。ただし、外需の下振れリスクには警戒が必要である。共産党大会後の中国経済の減速懸念や、朝鮮半島および中東における地政学的リスクの高まりに伴うビジネスセンチメントの悪化や資源価格の高騰は日本経済の成長を下押しする要因となり得る。また、Fed の金融引締めに伴う米国経済の減速や、新興国からの資金流出などにも一定の注意を払っておく必要があるだろう。

まず、個人消費は緩やかながら拡大基調が続くと見込んでいる。労働需給の一段のタイト化に伴う雇用者報酬の増加が個人消費の下支え要因となろう。ただし、人手不足に伴う賃金上昇を、さらなる賃金カーブのフラット化や残業削減によって企業が相殺する方向へ動いた場合、雇用者報酬の増加および消費拡大のペースが鈍る可能性には注意を払っておく必要がある。また、好調に推移してきた新車販売が足下で弱含んでおり、先述した買い替え需要がピークアウトし始めている可能性も示唆される。一部の自動車メーカーが完成検査体制の不備により国内向け車両の出荷を停止していたことと相まって、耐久財消費の増勢に水を差す公算が大きい。

住宅投資の増勢は一服し、高原状態から緩やかに減速するとみている。低水準で推移する住宅ローン金利は引き続き住宅投資の下支え要因となろう。しかし、相続税対策等の影響による押し上げ効果が剥落し、徐々にその反動が表れる可能性には注意が必要だ。

設備投資は緩やかな増加を予想する。製造業においては、世界経済の回復がもたらす輸出拡大により稼働率は上昇傾向にある。ただし能力増強のための設備投資意欲は必ずしも強くない。むしろ老朽化した既存の維持・補修関連投資が中心的な牽引役を担う公算が大きいとみている。また、人手不足に対応した合理化・省人化投資は息の長い拡大基調を維持するだろう。加えて、収益性の向上を目的とした増加傾向にある研究開発投資についても、企業のフリーキャッシュフローの改善等にも支えられる形で今後も設備投資の押し上げ要因となる見込みだ。

公共投資については、2016年度補正予算の押し上げ効果が徐々に剥落してくることで、高水準ながらも緩やかに減少していくことが見込まれる。

輸出に関しては、海外経済が緩やかな成長を続ける中で底堅く推移するとみているが、下振れリスクには警戒が必要である。米国では、Fedが金融引締めを着実に実行し続けている。既に日本の米国向け輸出の主力製品である乗用車の現地需要にピークアウト感が見られる中、金融引締めが米国経済の下押し圧力となる可能性がある。また、Fedの金融引締めに伴う新興国からの資金流出の加速も危惧される。一方、中国経済については、共産党大会が閉幕し、これまでの政策対応で上振れした需要の反動が景気を下押しするリスクがある。さらに、緊迫する北朝鮮情勢・中東情勢を背景とした地政学的リスクの高まりにも警戒が必要であろう。メインシナリオとして世界経済は緩やかな成長を続けるとみているが、世界経済の先行き不透明感が強まることとなれば、輸出減速を通じて日本経済を下押しするリスク要因となるだろう。

1. 2017年度の成長加速を支える三つの要因は一旦剥落へ

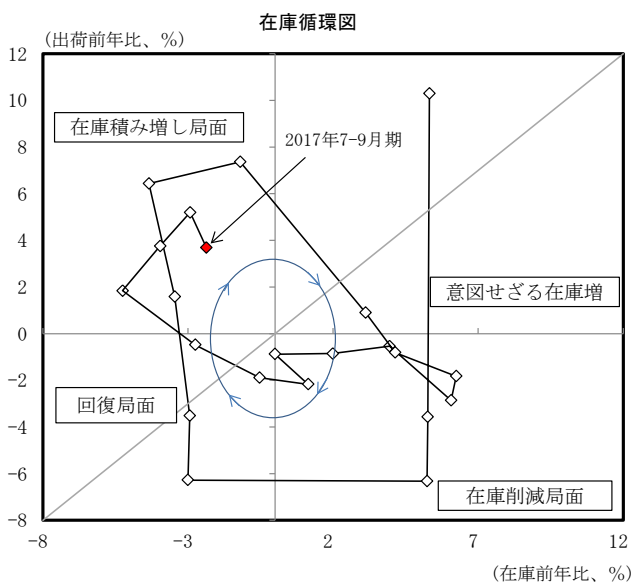
日本経済は、①堅調な外需、②在庫投資、③耐久財の買い替え需要に支えられて、成長の加速を続けてきた。しかしこれら三つの要因が剥落する中、先行きの日本経済は緩やかに減速し、巡航速度に近い成長率へと収斂していく見通しだ。

図表 1 に示す「在庫循環図」を確認すると、日本経済は2016年に在庫の回復局面に入り、2017年には積み増し局面に入ってきていることがわかる。過去を振り返ると、2014年時点で既に在庫が積み上がっていたところに人民元レートの切り下げ、および中国経済の失速が加わり、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日本企業は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米国需要回復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、在庫を積み増す局面に入っている。もちろん、当然のことながら、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。在庫循環を背景とした日本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。

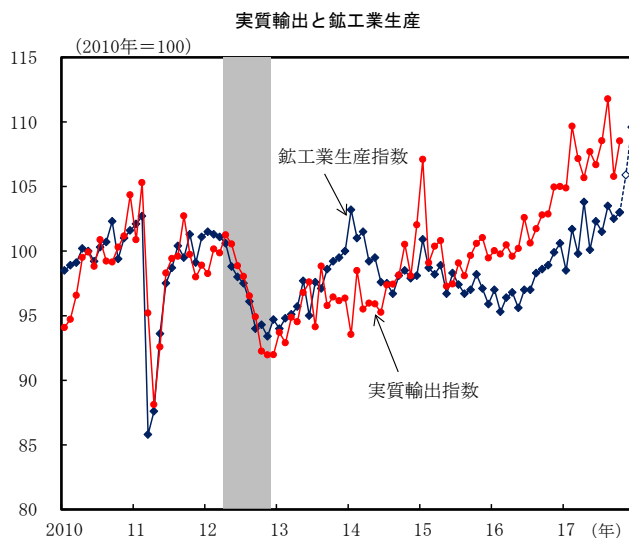
次に、**図表 2** に示した通り、世界経済の加速と並行し継続してきた輸出の拡大も、日本経済を牽引する役割を担ってきた。ここで2017年の世界経済を加速させている要因は三つ挙げられる。すなわち、①米国を中心とした在庫の回復・積み増し、②欧州を中心とした財政拡張（緊縮ペースの鈍化）、③共産党大会を控えた中国経済の加速だ。

図表 1：在庫循環



(出所) 経済産業省統計より大和総研作成

図表 2：日本の実質輸出、鉱工業生産



(注1) シャドーは景気後退期。

(注2) 鉱工業生産の直近2ヶ月は製造工業生産予測調査の値。

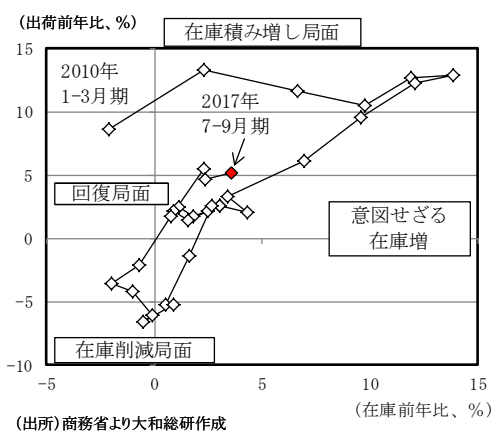
(出所) 日本銀行、経済産業省、内閣府統計より大和総研作成

まず①について確認する。**図表 3** は、米国の在庫循環図を示している。先述の日本と同様の経緯を経て、現在在庫の「回復～積み増し局面」に位置していることが確認できる。

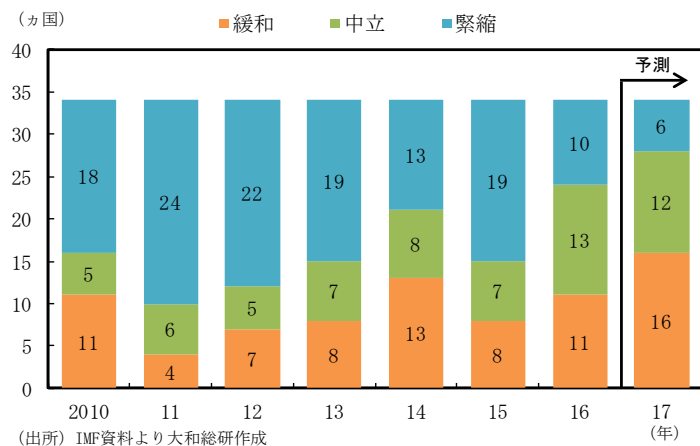
次に②について整理したい。やや旧聞に属するところになるが、2015年にギリシャにおいて「財政危機」が再燃したことを覚えているだろうか。このギリシャ危機に端を発して、政府債務の問題を抱える南欧諸国を中心として金融市場は混乱を来し、国債金利が急上昇した。ギリシャの問題が周辺国に飛び火するリスクが懸念されたためである。この混乱を経て、欧州の多くの国々では財政の緊縮に追い込まれた。

しかしこの問題は、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 4** 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、2017 年には 6 か国に減少した。逆に、財政政策の緩和を行った国は 2015 年の 8 か国をボトムとして、2016 年には 11 か国、2017 年には 16 か国に増加してきた。このことが欧州経済の加速に一役買っている。

図表 3：米国の在庫循環



図表 4：先進諸国の財政スタンス

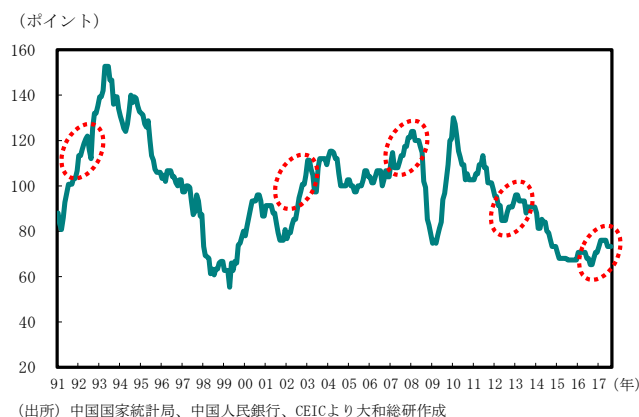


最後に③について整理すると、まず経験則として、共産党大会が開催される年は、政治的に景気を底支えする誘因が働きやすくとされてきた。実際の数値で確認しよう。次頁の**図表 5** は中国の景気循環信号指数（10 個の主要な経済指標を合成したもので、日本で言えば景気動向指数のようなもの）を示しているが、赤丸をつけた共産党大会の年には、ほぼ例外なく景気が加速している様子が確認できる。1990 年代以降で唯一例外的な動きを示したのは 1997 年だが、この年はアジア通貨危機の年でもある。外部環境が非常に悪かった割には健闘した、との評価が妥当だろう。

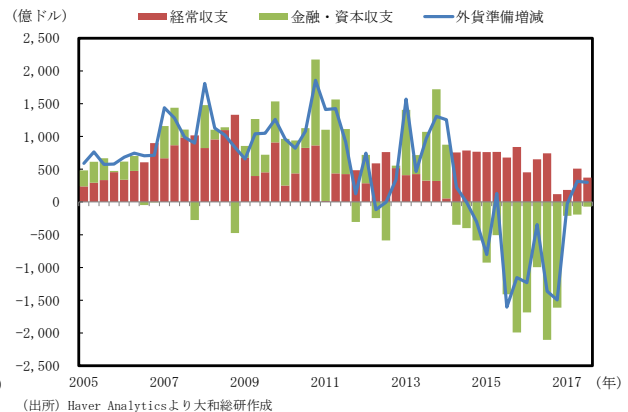
もちろん異論もあろう。2017 年に入ってから中国経済は、消費を中心とした内需に支えられる格好で加速を実現させている。これだけを見れば、今年は単純に景気が良いだけであり、政治的なテコ入れにより支えられた成長ではないという見方も可能だ。

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、この異論は説得力を失う。図表6に示すように、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僅か423億ドル（約5兆円）である。こうした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きた。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度高騰していたことなどは、こうした政策と無縁ではないだろう。そして以上のような資産市場の動きが、資産効果を通じて中国内需要を刺激したものと考えられる。

図表5：中国の景気循環信号指数



図表6：中国の国際収支



これら三つの要因に支えられる形で、足下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は今まで続けてきた量的緩和の縮小計画を公表しており、今後欧州各国が財政拡張のモメンタムを維持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。さらに、中国の共産党大会は2017年10月に閉幕し、それ以降は政策的な景気のコ入れを行う誘因は減衰する可能性がある。また、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。

もちろん、これらの加速要因が剥落したからといって、世界経済が景気後退に陥るわけではない。あくまで緩やかな減速、あるいは一時的なスピード調整の局面に入るにすぎない。しかし、これまで日本経済の加速要因として作用してきた輸出の拡大や在庫の積み増しの恩恵が剥落することで、日本経済は緩やかに減速に向かう公算が大きい。

2. 2018 年度の牽引役は相対的に外需から内需へ

2.1 個人消費は緩やかな拡大を継続

前節で述べたように在庫復元や外需主導の成長が一旦ストップする中、成長を下支えする役割を担うのが内需だ。本節では、内需の最大項目である個人消費について整理する。結論から言えば、個人消費は 2017-18 年度を通じて緩やかな拡大を続けるとみている。ただし、内需拡大の背景は 2017 年度と 2018 年度で異なる。2017 年度は、過去の消費抑制要因の剥落が消費増加の主要因となる。一方で、2018 年度は、人手不足の深刻化に伴う、正規社員をも巻き込んだ雇用環境の改善が、消費の拡大を牽引する見通しだ。

2.2 2017 年度の個人消費を押し上げた三つの好材料

まず、2017 年度は、過去の消費抑制要因の剥落が消費増加の主要因になると予測している。過去の個人消費に停滞感をもたらしてきた三つの要因、すなわち、①年金の特例措置の解消、②現役世代の税・保険負担の増加、③過去の景気対策の反動、のいずれについても、今後は悪影響が一巡し、個人消費の見通しを明るくする好材料となる公算が大きい。

最初に、「①年金の特例措置の解消」について考察する。毎年の年金受給額は、物価や賃金の動向次第で改定される。しかし、過去の物価下落にもかかわらず、2012 年度までの年金額は減額せずに据え置くという特例措置が講じられていたため、本来の水準よりも高い水準にあった。2013 年度以降、こうした特例水準が解消され、一人当たり年金受給額は抑制されてきた。こうした特例措置の解消は、2015 年度をもって一旦完了しており、2016 年度以降の一人当たり年金給付額を抑制する要因としては働いていない。このことがタイムラグを伴って高齢者層の消費者マインドを回復させる効果を勘案すると、少なくとも過去にもたらしてきたような消費抑制効果は徐々に一巡するだろう。

次に、「②現役世代の税・保険負担の増加」について考察する。前述の年金受給世代に加え、現役世代においても可処分所得を圧縮する要因が発生していた。2012 年度から 2015 年度までの間に雇用者報酬が計 9.5 兆円程度増加したにもかかわらず、可処分所得の伸びは 2.6 兆円にとどまる。これは所得税の最高税率引き上げおよび所得の増加を受けて、所得税が計 4 兆円程度増加したことに加え、社会負担（雇用者の社会負担）が計 3 兆円程度増加した結果である。このように、「給料の額面が上がっても手取りは増えない」状況下で、現役世代の消費拡大の勢いは削がれてきた。これらの悪材料の中でも、2016 年度以降は所得税率引き上げの影響が一巡している。また、毎年の保険料負担の引き上げ幅についても、2017 年度以降はピークアウトに向かう。総じて雇用者報酬の増加幅に比べて可処分所得の増加幅を抑制してきた悪材料は剥落していくとみられる。

もちろん、根本的な問題である少子高齢化が続く中で、社会保険料の負担が増加するという大きな流れが変わらない限り、将来的にはこの問題が再燃する可能性はあるものの、少なくとも

も本予測が対象としている今後2~3年間程度の可処分所得の見通しを好転させる材料として挙げることはできよう。

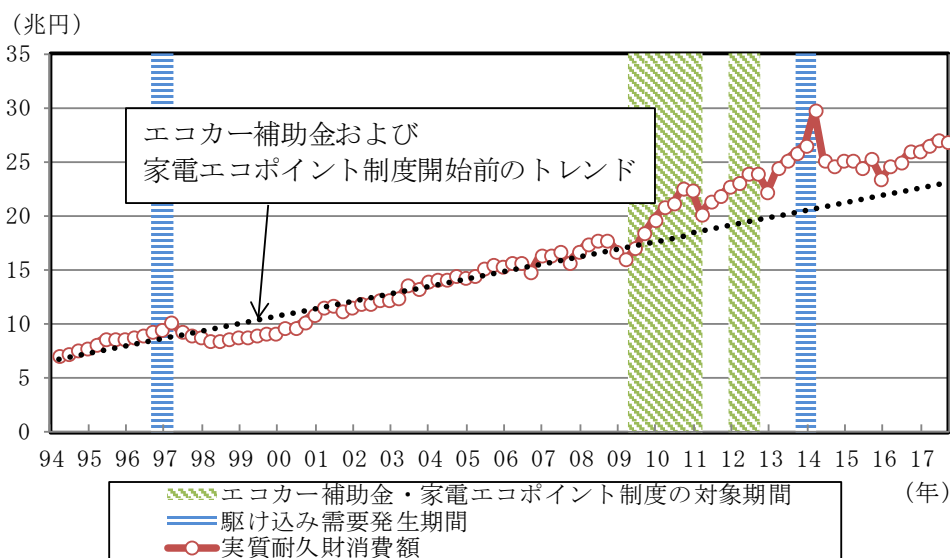
最後に「③過去の景気対策の反動」について考察したい。なお、ここで言う「過去の景気対策」とは、主にリーマン・ショック後の2009年以降に制度化されていた、エコカー補助金や家電エコポイント制度のことを指す。

図表7は、1994年以降の実質耐久財消費額の推移を示したものである。個人消費を下支えすべく導入された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、(景気対策ではないが)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。一方、第2次安倍政権が発足するまで実質雇用者報酬が伸び悩んでいたことを考慮すると、2009年から消費税増税前までの所得対比で見た耐久財消費額は強すぎた。換言すれば、景気対策によって耐久財の需要が先食いされ、かさ上げされていた可能性が高い。こうした需要先食いの反動減の影響が消費税増税後に顕在化し、耐久財消費額の低迷につながったと考えられる。

しかし、**図表7**からも確認されるように、直近5四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い替えサイクルが再び上向いていた可能性が示唆される。

以上の議論をまとめると、実質賃金については伸び率が減速するもののプラスを維持することに加えて、足下までの個人消費を抑制し続けてきた、①年金の特例措置の解消、②現役世代の税・保険負担の増加、③過去の景気対策の反動減といった悪材料が一巡する中、2017年度の個人消費は総じて堅調な動きを続けてきたと考えられる。

図表7：実質耐久財消費額の推移



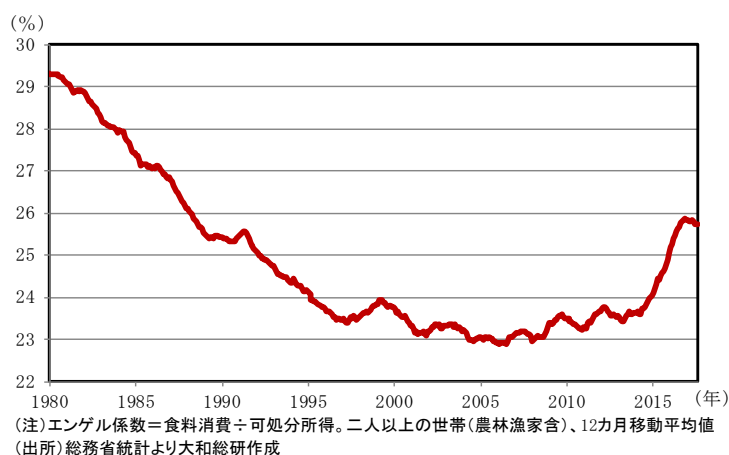
「耐久財の買い替えサイクル」の光と影

もちろん、買い替え需要自体もいずれは消える。事実、**図表 7** にも示した通り、直近の 7-9 月期 GDP 統計では耐久財消費は頭打ちを示している。従って耐久財の買い替えに支えられた日本経済の成長加速効果は失われていく公算が大きい。一方で興味深いのは耐久財の買い替えに伴う「副作用」だ。買い替え需要の発生は、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であった。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していたことは想像に難くない。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 8**)。

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、耐久財の買い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、この買い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名目ベースで回復に向かう可能性が指摘され得る。

図表 8: エンゲル係数の長期推移



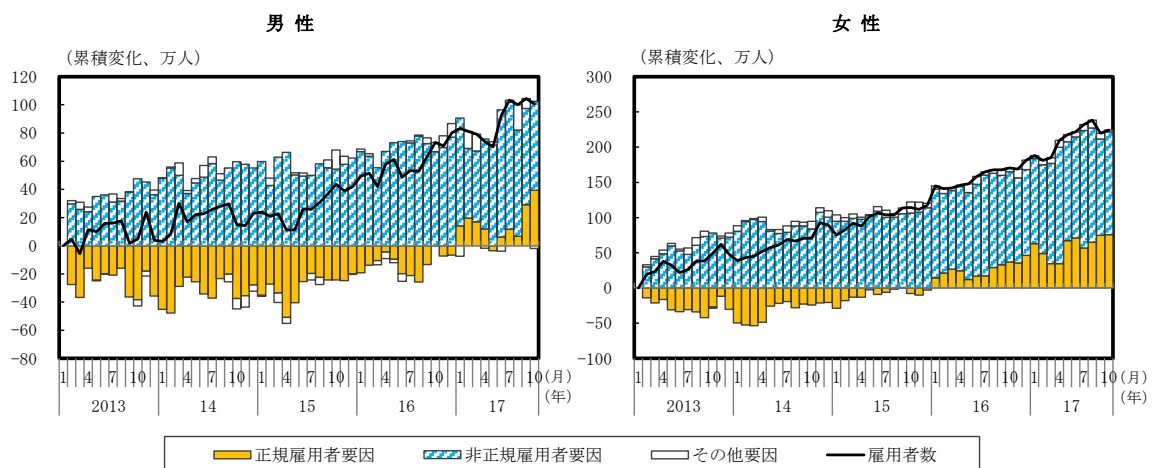
2.3 賃金インフレへのカウントダウン？

いずれにせよ、前節で触れたような「消費抑制要因の剥落」による消費拡大効果は消失し、2018年度にかけては概ね雇用者報酬の改善に即したペースでの消費の拡大が続くとみられる。この観点に立ち、本節では今後の雇用者報酬の改善ペースについて論考する。結論を先取りすると、局所的な賃金インフレの萌芽は見られ始めているが、この効果を相殺する要因が残されており、「内需の好循環」に至るほどの本格的な雇用者報酬の改善には未だ時間を要する。

日本経済は潜在成長率を上回る成長が継続し、同時に企業収益も過去最高水準に拡大したが、正規社員の時給の伸びは鈍い状況が続いた。他方で時給・雇用者数共に改善が見られたのは専らパートタイマーである。この背景には、日本固有の厳しい解雇規制の下で企業が正規雇用の拡大に慎重であることや、パートタイマーの時給が正規社員に比べて低かったことが挙げられる。しかし潮目は変わり始めた。図表9に示すように、2016年頃から非正規雇用の増加が止まり、正規雇用の増加が加速している。この背景の一つとして非正規雇用者の時給が、かつてほど安くなってきたことが挙げられよう。しかし、より重要なもう一つの背景が、本当の意味で日本が人手不足の時代に入ったという事実だ。過去4年間で、少子高齢化に伴って日本の生産年齢人口は400万人近く減少した。にもかかわらず、この間の労働力人口はむしろ増加している。その理由は女性と高齢者を中心として就業率が大きく上昇したことである。しかし、今後労働参加率の大幅な上昇を期待することは難しい。女性労働参加率のM字カーブを見ると、過去数年間の上昇の結果として、米国並みの水準まで達している。つまり、これ以上の女性労働参加率の上昇余地は、少なくとも以前に比べれば限られてきている。

結果として、パートタイマーの有効求人倍率はかつてない水準に達している。そしてパートタイマーを見つけることができなくなった企業が消極的ながら正規雇用を増やし始めた。結果として、2017年10月の正規社員の有効求人倍率は1.03倍と歴史的な高水準に達し、遂に1倍を上回っている。正規社員も含めた本格的な賃金インフレに向けたカウントダウンが既に始まっている可能性が指摘され得る。

図表9：雇用者数の要因分解



(注) 季節調整は大和総研。

(出所) 総務省統計より大和総研作成

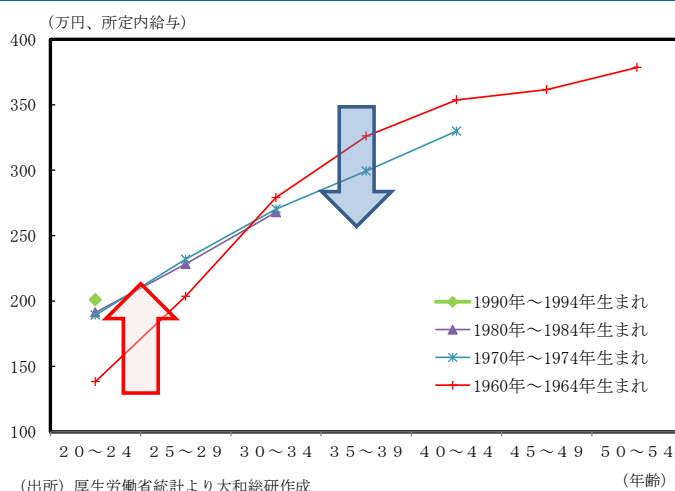
2.4 「内需の好循環」シナリオ点灯には生産性向上が不可欠

ただし、この賃金インフレが「内需の好循環」に火を点けるに至るまでには未だ距離がある。前述のように外需主導の成長が一旦ストップする中、雇用者報酬や設備投資の原資となる企業収益の改善モメンタムは一服に向かう可能性が高い。

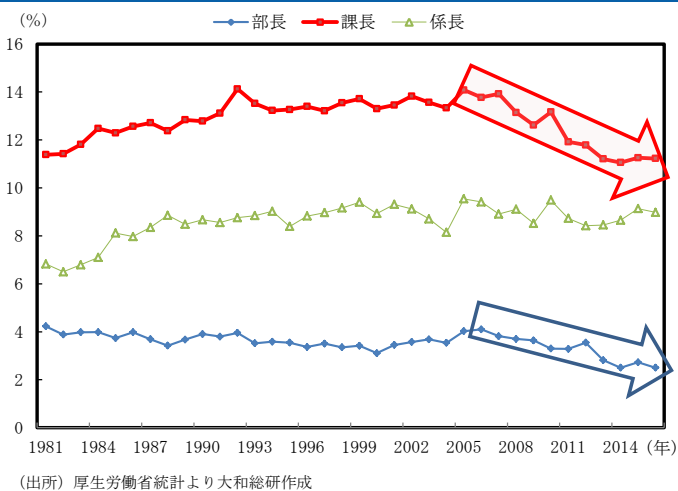
また、賃金インフレは企業側からみれば収益圧迫要因でもあり、生産性の上昇を伴わない賃金上昇は日本企業の業容縮小と空洞化をもたらす可能性は否定できない。従って賃金インフレの持続性は、IT 投資、研究開発、あるいは企業の合従連衡などを通じた相応の労働生産性の向上が並行して達成されるか否かに依存している。そしてこうした生産性の向上は総じて時間を要する。単位労働コスト（名目賃金÷生産性）の上昇に苦しむ企業は当面、従来以上の「賃金カーブのフラット化」や「働き方改革の美名を借りて行われる残業規制」などを通じて総労働コストの抑制を図るだろう。そうであれば、新規に正規社員となる層（新卒や非正規雇用からの正規化層）における時給の上昇とセットで、既存の正規社員の給与総額の抑制が当面続く可能性も高いということになる。

このような企業行動は、何ら目新しいものではない。例えば**図表 10** は賃金カーブを生まれ年別に確認したものであるが、「初任給が引き上げられる」一方で、「ミドル～シニアクラスの給与は押し下げられる」ことに伴う賃金カーブのフラット化傾向が続いていることが確認できる。**図表 11** は、賃金カーブのフラット化を別の切り口から捉えたものだ。とりわけ 2000 年代後半から顕著な動きとなっているが、40 代労働者のうち「部長」「課長」の割合の低下が続いている。50 代労働者でも同様の傾向が確認できる。すなわち、企業は 40 代・50 代雇用者の昇進を遅らせる、昇進できる人数を減らす、といった取り組みを行っている可能性がある。なお、40 代には団塊ジュニア世代が、50 代にはバブル入社世代含まれるため、人件費全体に占める割合も大きい。企業は、ボリュームゾーンを形成する雇用者の昇進を遅らせることで、人件費の削減を図っていると見えそうだ。そして同様の現象が今後も発生する蓋然性は無視できないだろう。

図表 10: 生まれ年別、年齢別賃金カーブ



図表 11: 40 代労働者に占める役職割合

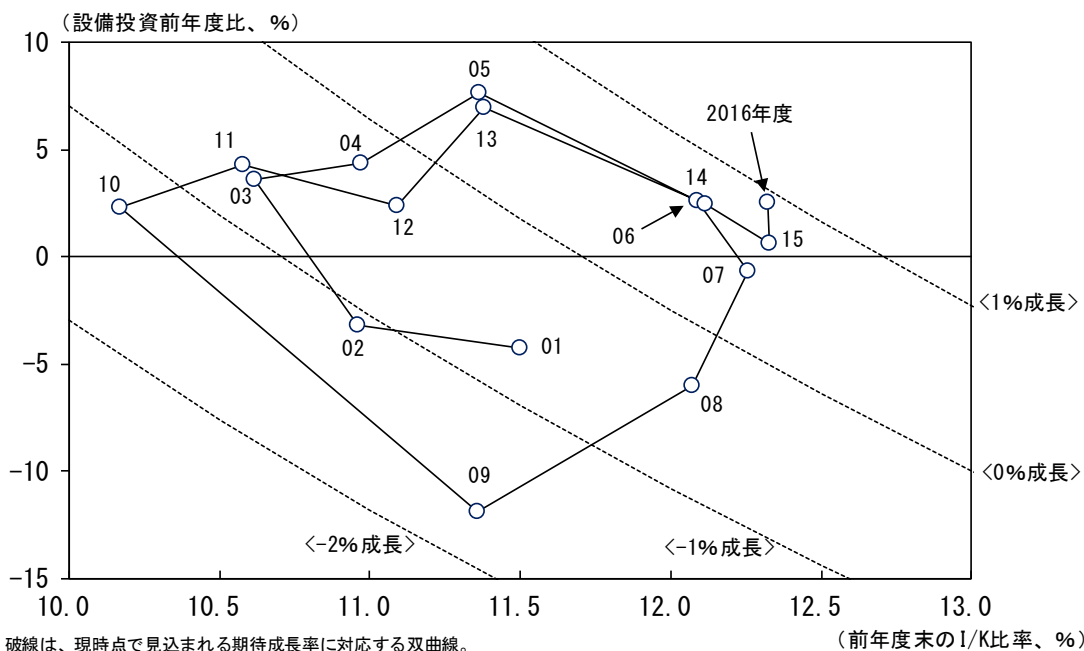


2.5 設備投資は底堅く推移する見通し

前述のような注意事項はありながらも、人手不足が深刻化する中、省力・省人化を目的として企業が設備投資を行うインセンティブは強まっている。また、今後正規社員をも巻き込んだ本格的な賃金上昇が発生するとすれば、この賃金上昇を相殺できるだけの労働生産性向上、ないしは採算性の向上が達成されない限り、単位労働コストは上昇し、企業収益の圧迫要因となってしまう。従って、生産性向上に直結する省力・省人化に加え、収益改善を目的とした研究開発投資や更新・改修投資は緩やかな拡大が継続すると見込んでいる。

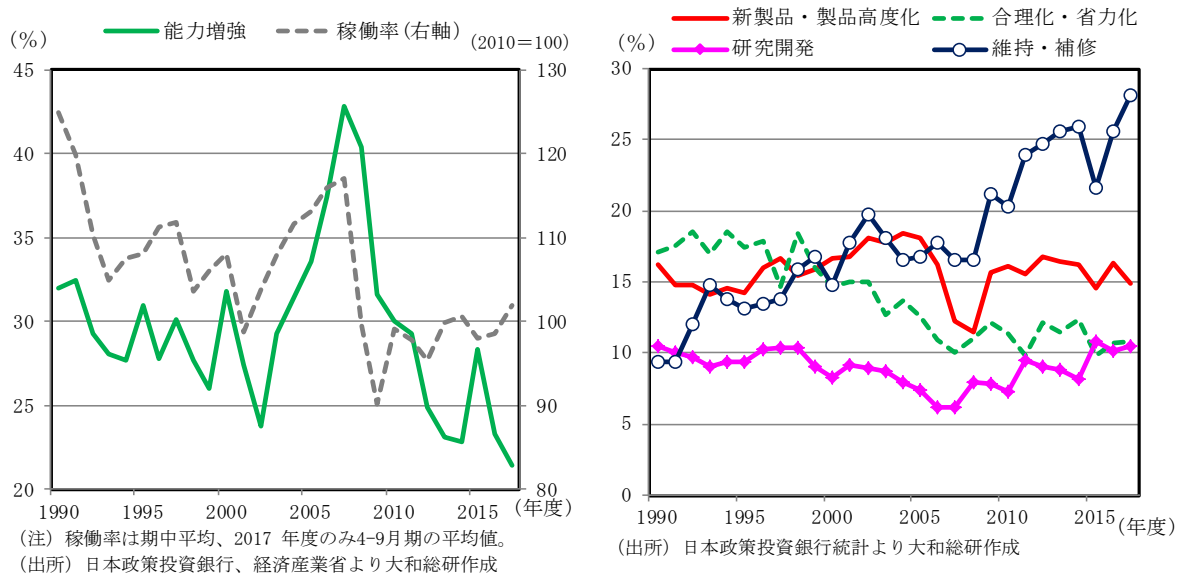
他方で、好調な企業収益に比べると設備投資の伸びが鈍いこともまた事実である。この背景の一つは、**図表 12**に示すように、資本ストックの循環が成熟化のフェーズに入っていることだ。資本ストックの蓄積期を延ばすためには、期待成長率の引き上げが重要となる。加えて、設備の稼働率が過去の設備投資拡大期に比べて低水準にとどまっている事実も気がかりだ。設備投資が「本格化」するか否かを占う上では、生産数量の増加に伴い、設備稼働率が一定の閾値を超えて推移することが必要条件となろう。

図表 12: 日本の資本ストック循環図

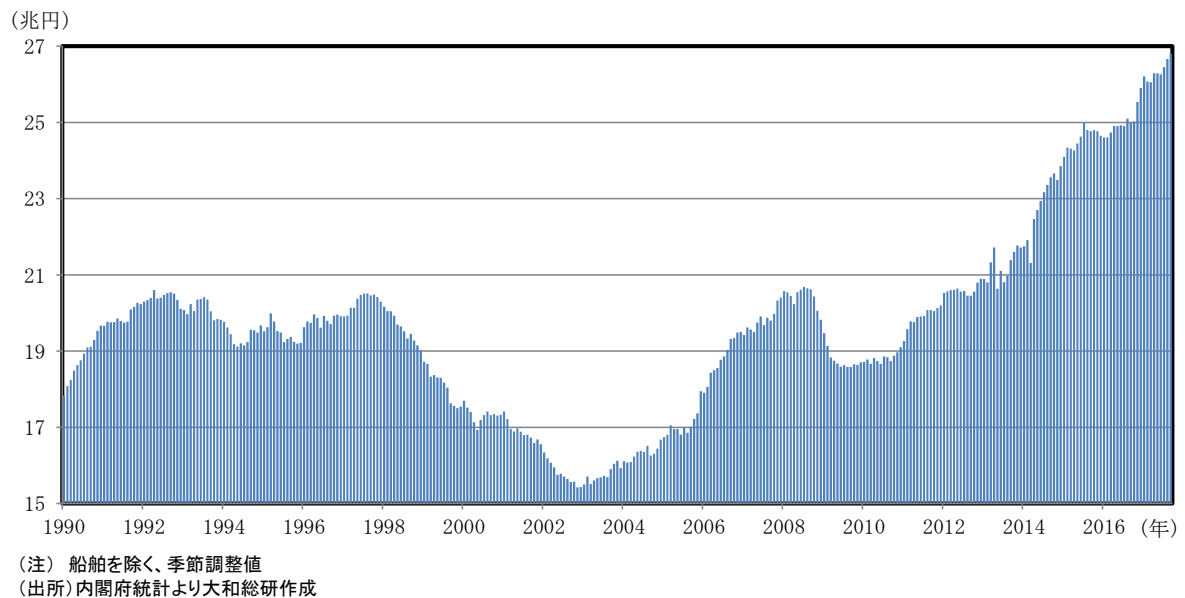


図表 13に示すように、日本企業の設備投資計画を動機別に確認すると、「能力増強」は振るわない。しかし老朽化した施設を「維持・補修」する計画は極めて旺盛であり、既存設備のメンテナンス延長によって当座を凌ぐ計画の企業が多くなっていることをうかがわせる。一方、「合理化・省力化」が占める割合も、現時点では決して高まっているとは言えない。この背景としては、エンジニア不足に伴う供給側のボトルネックが発生していることにより、需要が強くて受注残が積み上がる傾向が強まっていることが挙げられよう (**図表 14**)。

図表 13： 動機別設備投資が全体計画に占める割合



図表 14： 機械受注残高の長期推移



もう一つ設備投資に関連して気がかりなのが、ミクロとマクロの「合成の誤謬」だ。人手不足と賃金上昇が企業収益を抑制する効果を相殺する上で、より積極的な設備投資が必要と目されるのが労働集約的産業であり、その中心は「非製造業」「中小企業」群であろう。しかし実際に設備投資を積極化する余裕がある企業は「製造業」「大企業」群に偏っている。

この背景をまとめると以下のようなになる。雇用不足感が特に強い中小企業非製造業は労働分配率が高く、人件費の増加が収益を圧迫する要因になる。結果として、人件費負担の増加が企業収益の減少を経由して設備投資を抑制する可能性が高い。一方、大企業製造業では、雇用不足感自体も中小企業や非製造業ほどには強くないことに加え、労働分配率の水準も低いいため、収益悪化を経由した設備投資の押し下げ効果は限定的なものになる。

このようなミクロとマクロの「合成の誤謬」の結果として、賃金の上昇に見合うだけの労働生産性の向上、ないしは企業の収益性の向上に必要な設備投資がマクロ経済の観点から見て十分に行われないリスクには注意が必要だ。結果として単位労働コストが上昇に向かえば、企業は「業容縮小」と「空洞化」のいずれか、ないしはその両方を選択肢として視野に入れることになる。この意味においては、前述の働き方改革が、十分な生産性向上を伴わずに労働投入の減少をもたらす結果として、日本経済の潜在成長率を低下させる可能性には細心の注意を払っておきたい。

図表 15：企業の利益配分のスタンス

(回答社数構成比、%)

	大企業			中堅企業			中小企業		
	全産業	製造業	非製造業	全産業	製造業	非製造業	全産業	製造業	非製造業
設備投資	62.3	72.1	57.3	51.0	66.5	46.2	41.4	50.9	39.5
新製(商)品・新技術等の研究・開発	26.6	47.0	16.2	20.5	31.3	17.1	15.7	30.4	12.8
関連会社への出資、M&A	10.8	8.4	12.0	5.7	4.2	6.2	3.2	2.9	3.3
有利子負債削減	19.2	21.4	18.0	22.7	26.2	21.6	26.6	27.8	26.4
新規雇用の拡大	7.0	4.1	8.5	18.2	13.3	19.6	21.3	19.7	21.6
従業員への還元	27.7	24.9	29.1	41.9	40.1	42.4	54.6	56.9	54.1
役員報酬・賞与	3.7	2.6	4.3	8.7	6.4	9.5	22.4	15.8	23.7
株主への還元	56.5	58.2	55.6	34.2	34.2	34.2	8.6	7.1	9.0
内部留保	55.2	42.0	62.0	58.8	48.2	62.1	58.3	48.3	60.3
その他	1.8	0.3	2.5	1.5	1.2	1.6	2.5	1.3	2.7

(注1) 10項目中1社3項目以内の複数回答による回答社数構成比。

(注2) 2016年度実績、調査時点は2017年1-3月期。

(出所) 内閣府、財務省統計より大和総研作成

3. 企業収益から見た 2018 年の成長率引役は「量より質」に

上述したマクロ環境を企業収益から捉えた際に浮き彫りになってくるのは、成長の牽引役が「量」から「質」にシフトしつつあるということだ。日本経済は既に五年間もの間拡大を続けてきた。結果としてマクロで見た需給ギャップも概ねプラス圏に浮上し（**図表 16**）、供給制約の限界に到達する産業が増加している。その顕著な例が**図表 14** で確認した機械産業であったが、それ以外にも人手不足を同根として運送業や建設業、あるいは広範なサービス業で供給のボトルネックに瀕している例は枚挙に暇がない。

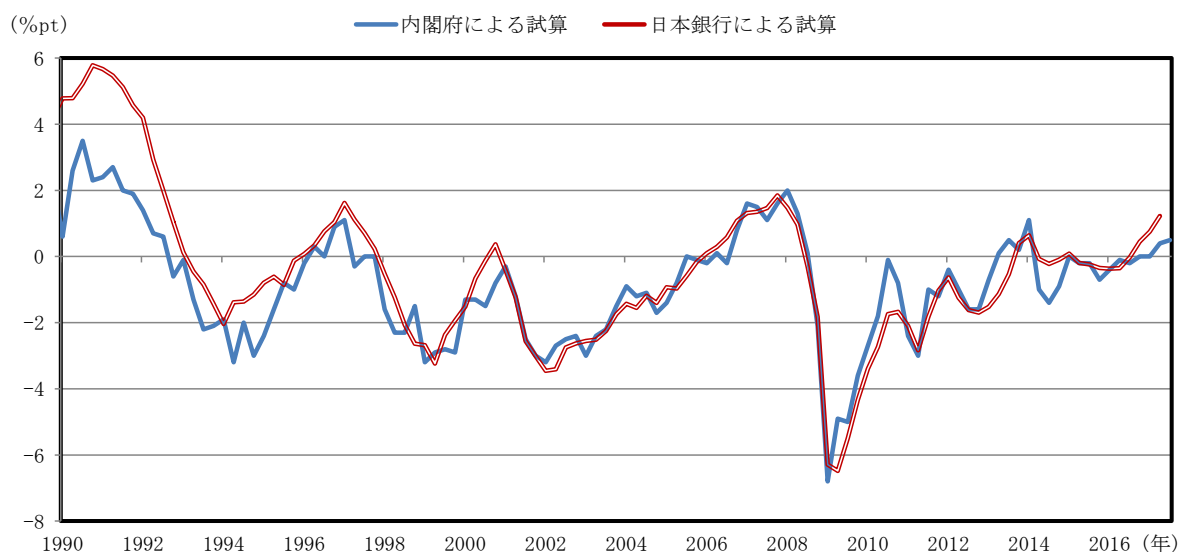
このような産業では、売上「数量」の増加にのみ依存した成長を維持することは難しい。かわりに重要になってくるのが販売「価格」の向上（＝原価率の低下）である。この価格支配力の発揮可否が特に問われるのが上記に代表されるような産業であり、名目ベースで見た日本経済の成長余地は少なからずこういったカテゴリーに分類される業種に依存することになる。

また、広い意味では、前節で確認した雇用環境の変化（女性を中心とした所得環境の改善と、中年以上の労働者を中心とした所得改善の停滞）を受けた女性向け消費市場の伸び余地も、「量から質」へのシフトを問われることになる。女性労働者の人数という「量」の成長フェーズは終焉が近づく一方で、一人当たり消費という「質」の面でその潜在力を問われるためだ。

こうした情勢変化を背景として、弊社の経済見通しでは実質成長率の減速（17年度+1.8%⇒18年度+1.1%）に比べて名目成長率の減速（17年度+1.9%⇒18年度+1.5%）は小幅なものにとどまるとみている。これはデフレーターが改善（17年度+0.1%⇒18年度+0.5%）する結果であるが、その実態的な意味は「企業の粗利益率が改善する」ことに他ならない。

無論、このデフレーターの改善が実現するか否かは個別の企業努力、および原油価格や為替レート等の状況にも依存する。しかし来年度以降の「景気」を考える上で、実質 GDP と同等、あるいはそれ以上に名目 GDP が意味を持つことを意識しておく必要があるだろう。

図表 16：需給ギャップの長期推移



(出所)内閣府、日本銀行より大和総研作成

図表 17 : 日本経済・金利見通し

	(予) →						(予) →			
	2017. 7-9	10-12	2018. 1-3	4-6	7-9	10-12	2016年度	2017年度	2018年度	2019年度
実質GDP (前期比年率%) [前年比%]	2.5 2.1	0.9 1.9	0.9 1.7	0.9 1.3	0.9 0.9	1.1 1.0	1.2	1.8	1.1	0.6
経常収支 (季調済年率、兆円)	24.5	25.4	25.9	26.1	26.1	26.3	20.4	24.0	26.5	27.9
失業率 (%)	2.8	2.8	2.8	2.7	2.7	2.7	3.0	2.8	2.7	2.6
消費者物価指数 (生鮮食品除く総合、2015=100) [前年比%]	0.6	0.9	0.9	0.9	0.9	0.7	-0.2	0.7	0.8	1.1
	2017. 7-9	10-12	2018. 1-3	4-6	7-9	10-12	2016年度	2017年度	2018年度	2019年度
10年国債利回り (%)	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	-0.05	0.05	0.05	0.05

(注) 予測値は大和総研・第195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