

2017年5月24日 全11頁

# 日本経済見通し：2017年5月

## 2017年度にかけて成長加速、2018年度はバランスの取れた成長軌道へ

経済調査部

エコノミスト 小林 俊介

### [要約]

- 2017年1-3月期GDP一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+1.5%（前回：同+1.4%）、2018年度が同+1.1%（同：同+1.1%）である。先行きの日本経済は、①堅調な外需、②在庫投資に支えられる形で2017年度にかけて成長が加速する見通しだ。
- しかし、これらの好材料に支えられた成長加速は一時的なものにとどまる公算が大きく、2018年度の成長率は緩やかな減速に向かうことをメインシナリオとしている。他方で、①本格的な雇用環境改善と②生産性向上投資が牽引し、2018年度は内外需のバランスの取れた成長軌道を辿ると予測している。
- 個人消費は予測の対象期間である2017-18年度を通じて緩やかな拡大を続けるとみているが、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本格的な雇用環境の改善が、消費の拡大を牽引する見通しだ。
- 設備投資も緩やかながら拡大を続ける見通しだ。深刻化する人手不足への対応を目的とした設備投資の誘因は強まっている。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・改修投資が設備投資全体の下支え役を果たすと見込んでいる。

2017年1-3月期GDP一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+1.5%（前回：同+1.4%）、2018年度が同+1.1%（同：同+1.1%）である。先行きの日本経済は、①堅調な外需、②在庫投資に支えられる形で2017年度にかけて成長が加速したのち、2018年度は、①本格的な雇用環境改善、②生産性向上投資を牽引役として、内外需のバランスの取れた成長を続ける見通しだ。

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一進一退ながら堅調な推移が続くと同時に、世界経済の回復を背景とした外需の拡大が日本経済の成長を支えるだろう。ただし、米国の通商政策や地政学的リスクの高まりなど、外需の下振れリスクには警戒が必要である。また、利上げ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細心の注意が必要となろう。

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。労働需給は引き続きタイトであり、雇用人報酬の増加を通じて個人消費を下支えするとみられる。一方、原油価格の上昇などを背景に、消費者物価がじわじわと上昇に転じている点が気がかりだ。物価の影響を考慮した実質賃金が伸び悩めば、個人消費は抑制される可能性がある。また、政府は2017年の春闘においてもベースアップを要請したが、将来的な業績への影響を懸念する企業側は、月収ではなく年収ベースでの賃金の引き上げで対応する姿勢を示したところが多いようだ。住宅投資は緩やかに減速するとみている。確かに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、2017年4月に予定されていた消費税増税前の駆け込み需要を見込んだ都市部のマンションを中心とした住宅着工は今後減少に向かう公算が大きく、それに遅れる形で住宅投資も減少し始めるとみている。

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、昨年後半から稼働率は上昇傾向にある。ただし、世界経済の先行き不透明感が強まる場合には、企業の設備投資マインドが冷え込む可能性があることには注意が必要だ。一方、増加トレンドにある研究開発投資については、今後も設備投資の押し上げ要因になるだろう。また、非製造業を中心として、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とみている。公共投資については、第2次・第3次補正予算の執行などにより、徐々に持ち直しの動きが見られるだろう。

輸出に関しては、海外経済が緩やかな成長を続ける中、底堅く推移するとみている。米国向け輸出に頭打ち感は見られるものの、EUやアジア向けの輸出は引き続き底堅く推移しよう。特に、中国向けの建機や電子部品は堅調な受注状況が維持される見込みであり、中国向け輸出の拡大が全体を牽引していくことが期待される。

ただし、外需に関しては下振れリスクに警戒が必要である。米国では、Fedが2017年3月に利上げを実施し、2017年に複数回の利上げが実施される可能性がある。他方、緊迫する北朝鮮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。

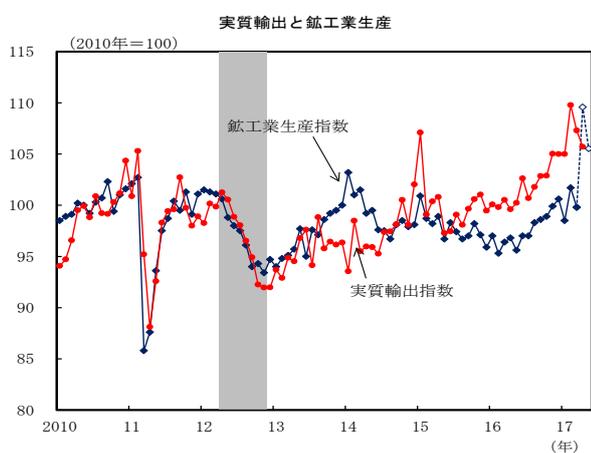
## 日本経済は 2017 年度にかけて成長加速

### 堅調な外需と在庫投資が当面の牽引役に

日本経済は、①堅調な外需、②在庫投資に支えられ、2017 年度にかけて成長が加速する見込みだ。足下の日本経済は、回復・拡大軌道に乗っている。図表 1 は、わが国の実質輸出、鉱工業生産の動向を示したものである。鉱工業生産は 2016 年初頭にかけて緩やかな減少トレンドが続いてきたが、2016 年後半以降は実質輸出の底入れなどを背景として、均して見れば拡大傾向が続いている。輸出の動向を仕向け先別に見ると、米国向け輸出は頭打ち感が見られながらも堅調さを保つ一方で、EU 向け・アジア向け輸出の回復・拡大が顕著である。輸出底入れの背景としては、①雇用環境の改善を受け米国の消費財需要が堅調であること、②米国に遅れて実施された ECB の金融緩和政策により欧州で抑制されてきた内需のペントアップデマンドが顕在化していること、③米国金融政策引締めに伴う資金流出を背景として減速傾向が強まっていた中国経済を中心とする新興国経済の底入れの兆し、が挙げられる。

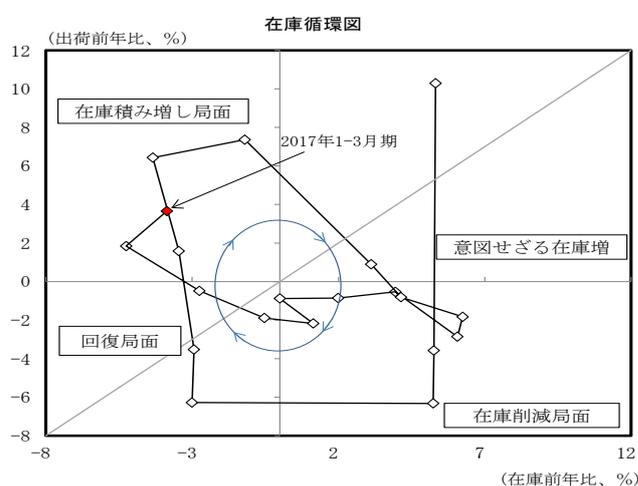
このうち③については、当面慎重にみておく必要がある。中国経済の持ち直しは、資本移動規制の強化に伴う資金流出抑制により、国内に滞留した資金が再度、不動産開発等に充てられていることにも依存している。このことは将来的な反動・調整のリスクにつながる。また、共産党大会を控えて公共投資等による景気のコトコト入れが行われている模様であるが、この要因も 2018 年以降剥落する公算が大きい。さらに、Fed が金融引締めを一層加速させた場合には、再度、資金流出が中国を中心とした新興国経済を減速させる要因になり得る。

図表 1：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

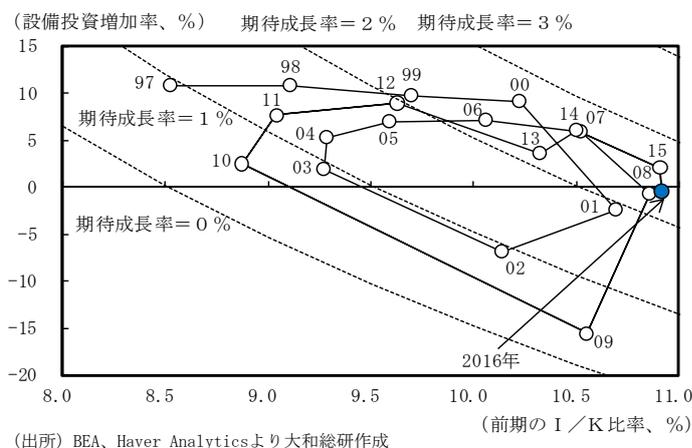
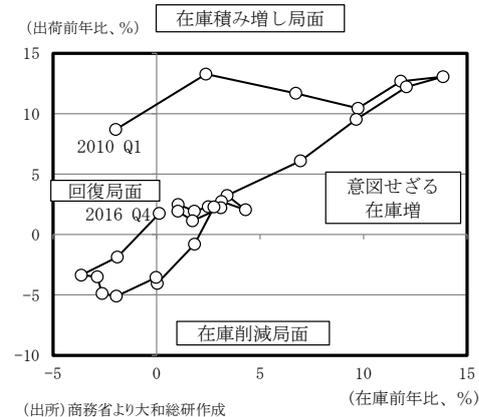
図表 2：在庫循環



(出所) 経済産業省統計より大和総研作成

また、米国自体も、景気減速のリスクと無縁ではない。まず、米国経済を中長期的な景気循環であるジュグラール循環から判断すると、2010年から2015年までは6年にわたって設備投資の伸びが経済を牽引する資本ストックの蓄積局面にあった（**図表3**）。しかし結果として、これ以上の設備投資の拡大余地はあまり残されていない。米国経済は成熟化のフェーズに入っている。他方、短期的な景気循環であるキチン循環から判断すると、足下の米国経済は「在庫積み増し局面」に入っており、このことは当面の経済成長を引き上げる要因として期待される（**図表4**）。しかしながら、これはあくまでも短期的な景気加速要因であり、2018年以降の持続可能性は決して高くない。つまり、中国と米国の双方が好調、という現状が長期にわたって継続することを前提とするのは難しい。

次に、前頁**図表2**は在庫循環の動きを示したものである。在庫調整は2016年中盤まで「在庫削減局面」にあったが、その後、陰の極をつけ、「回復局面」へと移行し、次の「在庫積み増し局面」にあることが見て取れる。しかし繰り返しになるが、これはあくまでも短期的な景気加速要因にすぎない。したがって、①堅調な外需、②在庫投資という要因に支えられた成長加速は一時的なものにとどまる公算が大きい。日本経済の成長率は2017年度にいったんのピークをつけ、2018年度には緩やかな減速に向かうことをメインシナリオとしている。

**図表3：米国の資本ストック循環**

**図表4：米国の在庫循環**


## 2018 年度は内外需のバランスの取れた成長軌道へ

### 個人消費は緩やかな拡大を継続

前節で述べたように外需主導の成長がいったんストップする中、成長を下支えする役割を担うのが内需だ（この結果、景気拡大が地方に波及する度合いには爬行性が生じる）。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、個人消費は予測の対象期間である 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本格的な雇用環境の改善が、消費の拡大を牽引する見通しだ。

### 2017 年度の個人消費に三つの好材料

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 年度をもっていったん完了しており、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。

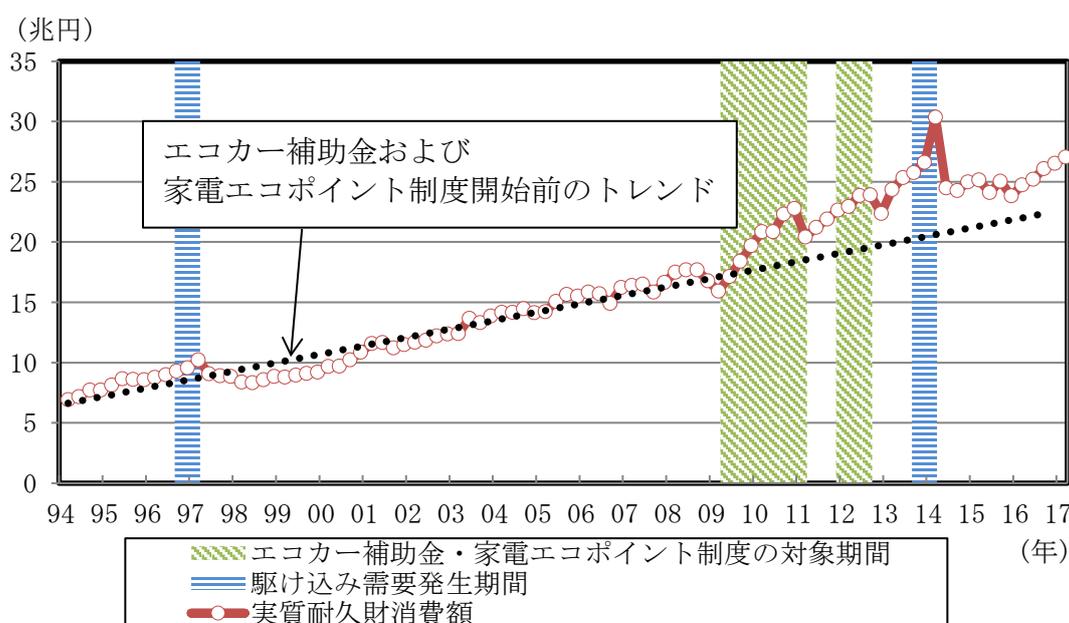
最後に「③過去の景気対策の反動」について考察したい。なお、ここで言う「過去の景気対策」とは、主にリーマン・ショック後の2009年以降に制度化されていた、エコカー補助金や家電エコポイント制度のことを指す。

**図表5**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るべく導入された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5**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きている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、先行きの個人消費は緩やかながらも増加が続くと考えられる。

**図表5：実質耐久財消費額の推移**



(出所) 内閣府統計より大和総研作成

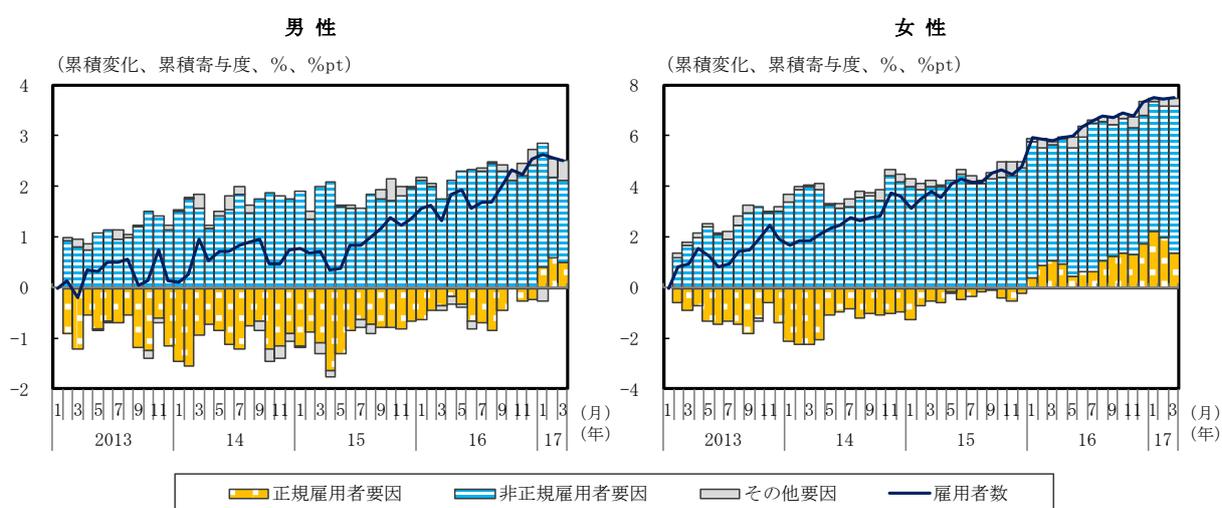
## 本格的な賃金インフレへのカウントダウン

2018年度には、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する。一方で、別の要因―「人手不足の深刻化に伴う、正規社員をも巻き込んだ本格的な雇用環境の改善」が、消費の拡大を牽引する見通しだ。

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6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限られていると考える必要があるだろう。

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。さらに、この正規雇用の積極化が進んだ結果として、正規社員の有効求人倍率は0.94倍と、歴史的な高水準に達している。この上昇ペースが続けば2017年中に1倍を超えても不思議ではない。言葉を換えれば、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すでに始まっている可能性が指摘され得る。

図表6：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

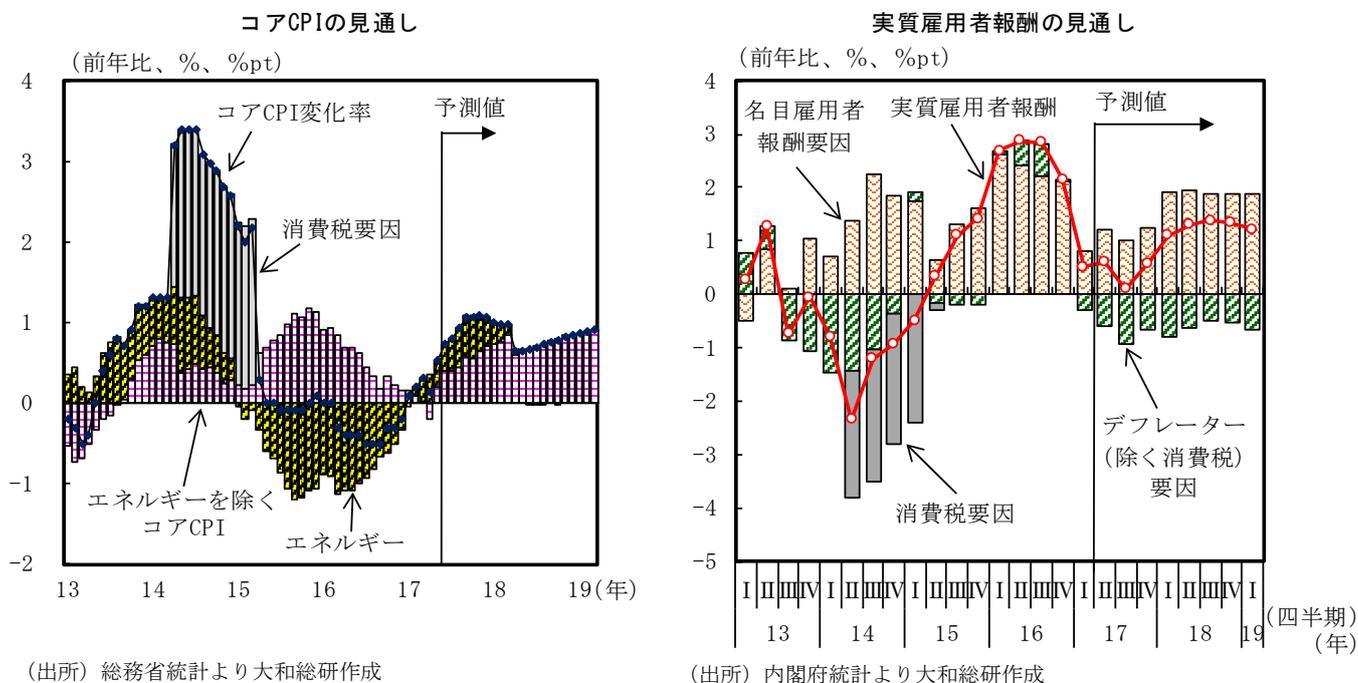
## 正規社員をも巻き込んだ本格的な雇用環境の改善が 2018 年度消費の加速要因に

こうした状況下で、雇用者報酬の伸び率は 2018 年度にかけて加速する見通しだ。加えて、物価上昇率が落ち着く中で、実質雇用者報酬の伸び率はさらに上昇へ向かうとみている。

**図表 7** を見ると、足下の実質雇用者報酬は前年を上回る推移が定着していることが確認できる。消費税増税に伴う物価上昇の影響により 2014 年度は大幅な低下が続いたものの、2015 年度に入り、こうした物価上昇の影響が剥落したことが実質賃金の押し上げに寄与してきた。これら物価面での好材料に加えて、労働需給のタイト化やベースアップを背景に、名目賃金が上向きの動きを続けていることも、実質雇用者報酬の上昇を助長している。実質雇用者報酬に加え、非製造業を中心とする企業の労働需要の増加を反映して、雇用者数が持続的に増加しており、それがマクロの賃金を押し上げるという構図が続いてきた。

先行きの雇用・所得環境を展望すると、当面は雇用環境の改善が続く公算が大きい。加えて、緩やかながらも労働需給のタイト化を主因とした賃金上昇圧力も継続するだろう。ただし、**図表 7** に示す通り、2017 年度中は前年比で見た原油価格の回復と円安の進行が物価を当面押し上げる見込みであり、この結果、実質賃金の上昇速度は緩やかに減速するとみている。しかしながら、こうした物価上昇に伴う実質賃金の抑制が 2018 年度には消失する。それに加えて、前項で述べた本格的な賃金上昇が始まれば、家計の消費余力は再度、改善速度を増していくことになるだろう。

図表 7：インフレ率と実質雇用者報酬の見通し

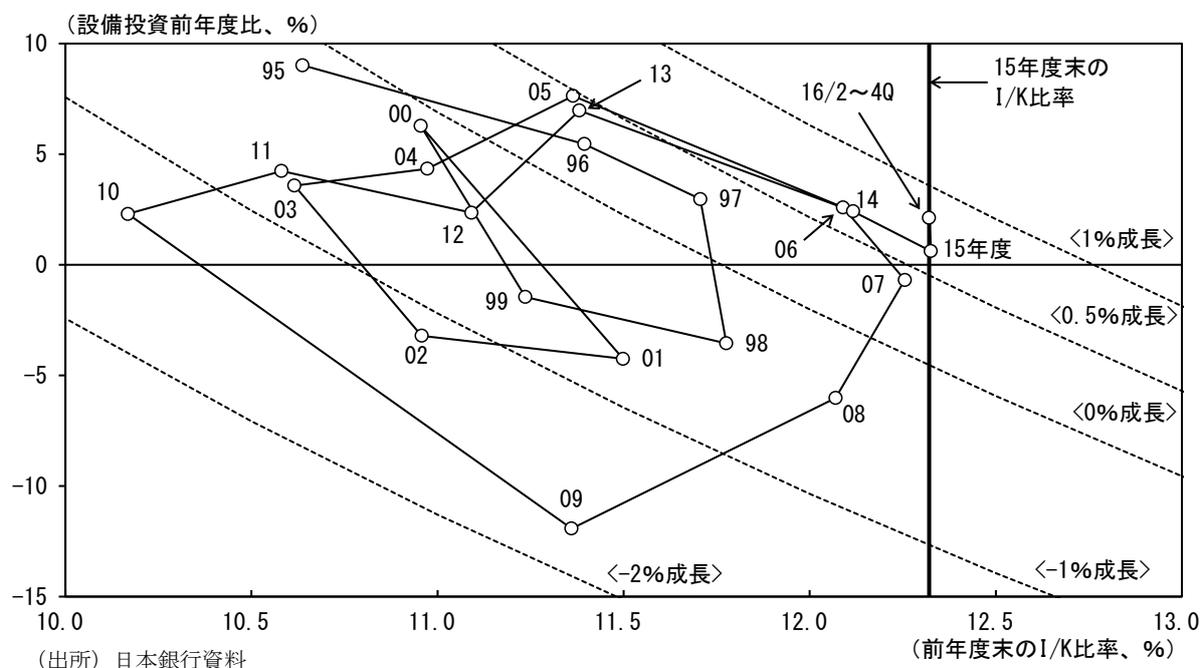


## 省力・省人化投資等を中心に設備投資は底堅く推移する見通し

前節で述べたように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。したがって、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・改修投資が下支え役となり、設備投資全体も緩やかな拡大が継続すると見込んでいる。

他方で、最近の設備投資の動向に関しては、好調な企業収益に比べて設備投資が思ったほどには伸びないという問題点がしばしば指摘されている。この一つの背景は、**図表 8** に示すように、日本についても米国同様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。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見逃せない。企業収益の内訳項目と設備投資の相関関係を確認すると、「国内向け売上数量」と「輸出向け売上数量」は、設備投資との相関が強い。他方、「変動費」と「輸出向け産出物価」は、設備投資との相関があまり強くない。つまり、数量要因に起因する収益拡大は設備投資を増加させる効果大きい一方、価格要因による収益拡大は設備投資の増加につながりにくいということだ。以上のことから、設備投資が「本格化」するか否かを占う上では、「国内向け売上数量」や「輸出向け売上数量」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 8 : ストック循環図



## 「合成の誤謬」に伴うリスク

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」という問題だ。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」群である。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になろう。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とみられる。加えて、設備投資の企業収益に対する弾性値が大きいことから、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、大企業非製造業では、雇用不足感が強く人件費の増加圧力は高まっているものの、労働分配率の水準が低いため、収益を経由した設備投資の押し下げは限定的なものになるとみられる。また、大企業製造業では人件費負担の増加が設備投資を抑制する可能性は低い。生産増加に伴う稼働率の上昇や、企業収益の拡大傾向が続くことにより、マクロで見た設備投資は増加基調が続くとみられるが、その中心は大企業、とりわけ製造業になる公算が大きい。

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、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 9：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

図表 10 : 日本経済・金利見通し

	(予) →						(予) →			
	2016.10-12	2017.1-3	4-6	7-9	10-12	2018.1-3	2015年度	2016年度	2017年度	2018年度
実質GDP (前期比年率%) [前年比%]	1.4 1.7	2.2 1.6	1.8 1.6	1.4 1.7	1.1 1.6	1.3 1.4	1.2	1.3	1.5	1.1
経常収支 (季調済年率、兆円)	20.6	18.4	20.2	21.1	21.7	22.0	17.9	20.2	21.5	23.0
失業率 (%)	3.1	2.9	2.9	2.9	2.8	2.8	3.3	3.0	2.8	2.7
消費者物価指数 (生鮮食品除く総合、2015=100) [前年比%]	-0.3	0.2	0.5	0.9	1.1	1.0	-0.0	-0.2	0.9	0.8
国債利回り (10年債最長期物) (期中平均、%)	0.00	0.07	0.05	0.05	0.05	0.05	0.26	-0.05	0.05	0.10

(注) 国債利回りを除く予測値は大和総研・第193回日本経済予測による。

(出所) 各種統計より大和総研作成