

2017年6月21日 全13頁

日本経済見通し：2017年6月

賃金インフレへのカウントダウン？ / Fed 出口戦略が世界経済に与える影響は？

経済調査部

エコノミスト 小林 俊介

[要約]

- 2017年1-3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+1.5%（前回：同+1.5%）、2018年度が同+1.1%（同：同+1.1%）であり、概ね予測値に変更はない。
- 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後、緩やかに減速し、2018年度は①本格的な雇用環境改善と②生産性向上投資に牽引され、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。
- 生産年齢人口の減少や労働参加率の上昇余地縮小などを背景に、日本の労働市場は漸く、正規社員も含めた本格的な飽和の局面に近づいている。賃金インフレのカウントダウンが始まっており、今後の家計消費の拡大や、人手不足対応投資（省力化・研究開発・企業の合従連衡等）の進展を促す可能性が高まっている。
- 他方、先行きの外需については一定の注意が必要だ。Fedは既に複数回の利上げを行い、さらに年内のバランスシート縮小開始計画を発表しており、米国のみならず、新興国に対する景気下押し圧力がもたらされる可能性がある。大和総研のシミュレーションによれば、米欧の出口戦略が世界経済に与える影響は2017年▲0.04%、2018年▲0.16%、2019年▲0.31%と試算される。

2017年1-3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+1.5%（前回：同+1.5%）、2018年度が同+1.1%（同：同+1.1%）であり、概ね予測値に変更はない。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。

需要項目別に見ると、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、雇用者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、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、緩やかながらも過去数年間にわたり拡大が続いてきたことで、機械・設備等の投資は必ずしも低い水準にはない。ここからの上積み幅は限定的なものとなろう。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。

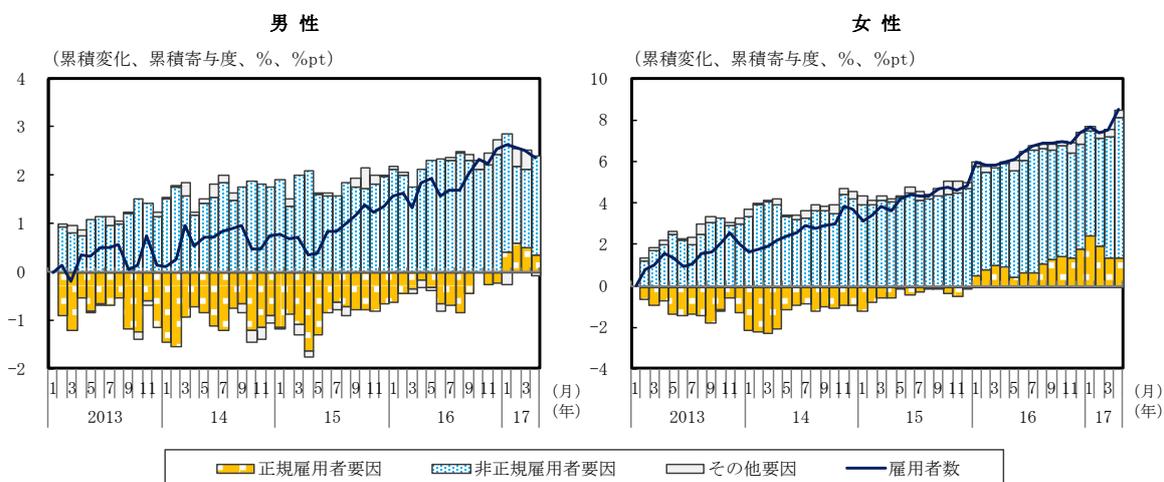
輸出に関しては、海外経済が緩やかな成長を続ける中、底堅く推移するとみている。米国向け輸出に頭打ち感は見られるものの、中国向けの建機や電子部品は堅調な受注状況は未だ維持されている。また、他地域に比べ景気循環の成熟度が浅いEU向けの輸出は引き続き底堅く推移しよう。ただし、外需に関しては下振れリスクに警戒が必要である。中国経済の堅調さが共産党大会以降どこまで維持されるかは不透明だ。また、Fedは既に複数回の利上げを行い、さらに年内にバランスシートの縮小を開始する見込みとなっており、米国のみならず新興国に対する景気下押し圧力がもたらされる可能性がある。

1. 本格的な賃金インフレへのカウントダウン？

人手不足は深刻化の一途を辿っている。これは景気の改善という一時的かつ循環的な要因のみによってもたらされたものではない。少子高齢化に伴う生産年齢人口の減少という構造要因に強く依存している。従って、人手不足の問題は今後も趨勢的に深刻化を続けるだろう。結果として、いずれ本格的な賃金上昇は起こりうる。もっとも、過去4年間で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ったことや、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1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0.97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既に始まっている可能性が指摘され得る。

図表1：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

もちろん、単純な賃金インフレは、小売、運輸、建設、サービス業などといった労働集約的産業にとっては収益圧迫要因以外の何物でもない。また、マクロの視点に立っても、賃金インフレ単体では、日本企業の業容縮小と空洞化をもたらすにすぎず、日本経済を停滞させるだけの要因となってしまう。

図表2に示すように、日本の賃金が他の先進国に比べて伸び悩んだ背景を分解すると、「労働生産性」と「価格転嫁力」の二つが見劣りしてきたことが確認できる。これら二つの要素の改善が、賃金の上昇と並行して進んでいくことが、日本経済と企業収益がバランスの取れた拡大を持続する上で必要条件となってくる。

このうち「価格転嫁力」については、業種を問わず、国内での合従連衡が進まず過当競争が温存されてきた企業群により押し下げられてきた可能性がある。この文脈において、近年の企業収益の改善や金融緩和に支えられたカネ余りが企業の合従連衡や研究開発の進展に結びつき、価格転嫁力の強化を進められるかが今後重要なテーマとなってくるだろう。

一方、過去の日本において「労働生産性」の向上が遅れた背景は、90年代末の金融危機の後、十分な設備投資やIT化が行われてこなかったことにも求められる。しかしこのことは裏返せば、「成長のポテンシャルがまだまだ残されている」ということをも意味している。省力化に関連した設備投資は息の長い拡大を続ける公算が大きい。

図表2：時間当たり実質賃金の要因分解と国際比較

| (2000年から2009年の上昇率の平均値、%) | | 日本 | 米国 | ドイツ |
|--------------------------|--|-------|-------|-------|
| 時間当たり実質賃金 | | ▲ 0.5 | 1.4 | 0.2 |
| ①生産性 | | 0.7 | 2.0 | 1.2 |
| 実質GDP | | 0.5 | 1.8 | 0.9 |
| 労働時間寄与 | | ▲ 0.4 | ▲ 0.2 | ▲ 0.3 |
| 労働の質寄与 | | 0.3 | 0.3 | 0.1 |
| 固定資本形成寄与 | | 0.5 | 1.1 | 0.8 |
| IT投資寄与 | | 0.3 | - | 0.3 |
| 非IT投資寄与 | | 0.3 | - | 0.5 |
| TFP寄与 | | 0.1 | 0.3 | 0.3 |
| 総労働時間 | | 逆符号 | 0.2 | 0.3 |
| 雇用者数 | | 逆符号 | ▲ 0.3 | ▲ 0.1 |
| 労働時間 | | 逆符号 | 0.5 | 0.3 |
| ②GDPデフレーター/CPI | | ▲ 1.0 | ▲ 0.3 | ▲ 0.7 |
| GDPデフレーター | | ▲ 1.2 | 2.2 | 0.9 |
| 交易条件要因 | | ▲ 0.3 | ▲ 0.0 | 0.0 |
| 内需デフレーター要因 | | ▲ 0.8 | 2.3 | 1.0 |
| 輸入デフレーター要因 | | ▲ 0.0 | ▲ 0.1 | 0.0 |
| その他 | | ▲ 0.0 | ▲ 0.0 | ▲ 0.0 |
| CPI | | 逆符号 | ▲ 2.5 | ▲ 1.6 |
| ③労働分配率 | | ▲ 0.3 | ▲ 0.2 | ▲ 0.3 |
| 名目雇用者報酬 | | ▲ 1.0 | 3.8 | 1.4 |
| 名目GDP | | 逆符号 | 0.7 | ▲ 1.7 |

時間当たり実質賃金 = 名目雇用者報酬 / (雇用者数 × 労働時間) / CPI
労働生産性 = 実質GDP / (雇用者数 × 労働時間)
労働分配率 = 名目雇用者報酬 / 名目GDP

とすると、
時間当たり実質賃金 = 労働生産性 × GDPデフレーター / CPI × 労働分配率
という関係が成立する。

この時、
 $\Delta \ln(\text{時間当たり実質賃金}) = \Delta \ln(\text{労働生産性}) + \Delta \ln(\text{GDPデフレーター/CPI}) + \Delta \ln(\text{労働分配率})$
 $\Delta \ln(\text{労働生産性}) = \Delta \ln(\text{実質GDP}) - \Delta \ln(\text{雇用者数}) - \Delta \ln(\text{労働時間})$
 $\Delta \ln(\text{労働分配率}) = \Delta \ln(\text{名目雇用者報酬}) - \Delta \ln(\text{名目GDP})$
となる。(Δlnは変化率を表す)

(出所) 内閣府、BEA、BundesBank、EU KLEMS 統計より大和総研作成

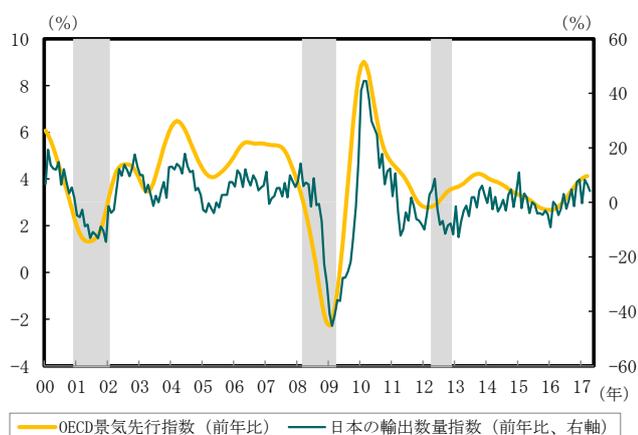
2. Fed 出口戦略が世界経済に与える影響は？

他方、先行きの外需については一定の注意が必要だ。Fed は既に複数回の利上げを行い、さらに年内のバランスシート縮小計画を発表しており、米国のみならず新興国に対する景気下押し圧力がもたらされる可能性がある。

過去数四半期の世界経済は緩やかな回復・拡大を続けてきた。世界景気を示す OECD 景気先行指数の推移を見ると、2016 年に入ってから前年比プラス幅を拡大させている（**図表 3**）。日本の輸出数量指数も世界景気回復の追い風を受けて、増加基調に転じることとなった。米欧中の景気循環を確認すると、米欧の景気の本質的なモメンタムは 2016 年半ばから上向いており、中国については底打ちの動きが出ている（**図表 4**）。こうした景気動向を背景に、米欧では金融政策の出口を睨んだ政策変更が進められている。

まず、Fed は、2015 年 12 月に 2006 年 6 月以来、9 年半ぶりの利上げに踏み切った。その後、2016 年 12 月、2017 年 3 月、6 月に追加利上げを実施、加えて年内のバランスシート縮小開始計画を発表している。また、ECB は、2017 年 4 月から QE（量的緩和）プログラムにおける資産購入額を月額 800 億ユーロから月額 600 億ユーロへと減少させており、同プログラムが終了する 12 月以降の段階的な購入額の縮小（テーパリング）が視野に入ってきている。

図表 3：世界景気と日本の輸出数量指数

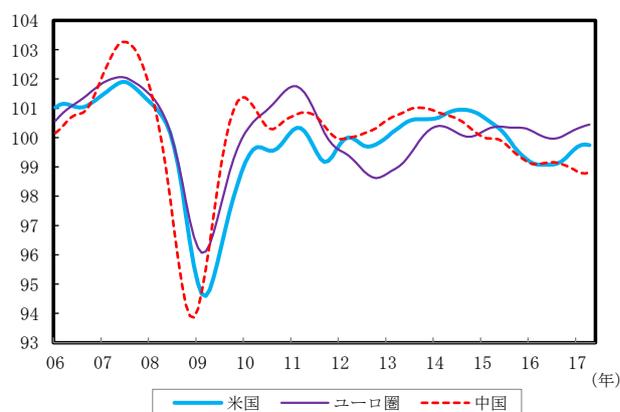


(注1) OECD景気先行指数は、Trend Restored、OECD+6ベース。

(注2) シャドローは日本の景気後退期。

(出所) OECD、財務省、内閣府、Haver Analyticsより大和総研作成

図表 4：米欧中の OECD 景気先行指数



(注) OECD景気先行指数は、Amplitude Adjustedベース。

(出所) OECD、Haver Analyticsより大和総研作成

2018年以降の世界経済に対する下押し圧力に

米欧の中央銀行が出口戦略を進めると、世界経済にどのような影響を及ぼすのだろうか。以下では、当社の世界経済モデルを利用して、米国と欧州における金融政策の変更が世界経済に与える影響度について検討する。具体的には、①米国利上げ・バランスシートの縮小（リダクション）、②欧州 QE 継続、③欧州 QE 終了、が世界経済に及ぼす影響度について試算して**図表 5**に整理した。

まず、「米国利上げ・バランスシートの縮小（リダクション）+欧州 QE 継続（①+②）」のケースについて確認しよう。このケースでは、米国の金融引締めの影響を欧州の緩和で相殺するには至らず、世界経済はベースラインのシナリオから、2017年に▲0.04%、2018年に▲0.15%、2019年に▲0.26%下押しされる試算となっている。「米国利上げ・バランスシートの縮小（リダクション）+欧州 QE 終了（①+③）」のケースでは景気減速の度合いは強まり、2017年に▲0.04%、2018年に▲0.16%、2019年に▲0.31%の下押し圧力が発生すると試算される。

もちろん、建前から言えば Fed にせよ ECB にせよ、あくまで景気回復ペースに沿って金融政策の正常化を進める。従って、利上げやバランスシートの縮小が実施されるということは、金融引締めが進む中でも米国の景気拡大が維持されるという前提が先にあるはずだ。しかしながら、政治的な妥協の産物として導入された金融政策が实体经济をオーバーキルしてしまうリスクはゼロではない。また、自国にとっては最適な金融引締めであっても、新興国や欧州周縁国等にとっては耐え難い重圧となる可能性もある。こうしたシナリオが示現すればフィードバックループを通じて最終的に中立的（ないしは緩和的）な方向へと主要国・地域の金融政策は修正されていくことになろうが、その幕間で世界経済に下押し圧力を加える可能性には一定の注意を払っておく必要がある。

図表 5：米欧の「出口戦略」が世界経済に及ぼす影響度

| | | ①米国利上げ・ リダクション | ②欧州QE継続 | 米国利上げ・ リダクション+ 欧州QE継続 (①+②) | ③欧州QE終了 | 米国利上げ・ リダクション+ 欧州QE終了 (①+③) |
|------|-------|-------------------|---------|--------------------------------------|---------|--------------------------------------|
| | | 米国 | 2017年 | -0.06% | 0.03% | -0.05% |
| | 2018年 | -0.22% | 0.11% | -0.16% | 0.09% | -0.17% |
| | 2019年 | -0.37% | 0.17% | -0.28% | 0.08% | -0.32% |
| ユーロ圏 | 2017年 | -0.07% | 0.04% | -0.05% | 0.04% | -0.05% |
| | 2018年 | -0.25% | 0.17% | -0.14% | 0.13% | -0.16% |
| | 2019年 | -0.43% | 0.26% | -0.25% | 0.13% | -0.33% |
| 新興国 | 2017年 | -0.06% | 0.03% | -0.04% | 0.03% | -0.04% |
| | 2018年 | -0.20% | 0.10% | -0.15% | 0.08% | -0.16% |
| | 2019年 | -0.34% | 0.16% | -0.25% | 0.08% | -0.29% |
| 世界 | 2017年 | -0.06% | 0.03% | -0.04% | 0.03% | -0.04% |
| | 2018年 | -0.22% | 0.12% | -0.15% | 0.10% | -0.16% |
| | 2019年 | -0.37% | 0.19% | -0.26% | 0.09% | -0.31% |

(注1) ベースラインからの累積乖離率。

(注2) 世界は米欧新興国の合計値（世界のGDPの約82%をカバー）。

(注3) ①：米10年物国債の利回りが18.75bpずつ毎四半期上昇（2017年～2019年、25bpの利上げが年3回と想定）し、Fedのバランスシートが600億ドルずつ毎四半期縮小（2017年～2019年）②：ECBのバランスシートが1,800億ユーロずつ毎四半期拡大（2017年～2019年）③：②が2017年で終了。

(出所) 大和総研世界経済マクロモデルを用いて大和総研試算

3. 経済見通し：2017年度+1.5%成長、2018年度+1.1%成長

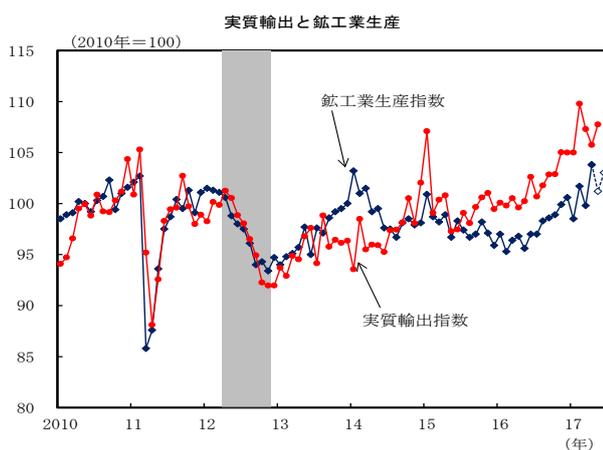
3.1 日本経済は2017年度にかけて成長加速

堅調な外需と在庫投資が当面の牽引役に

前述したリスクを抱えつつも、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6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。

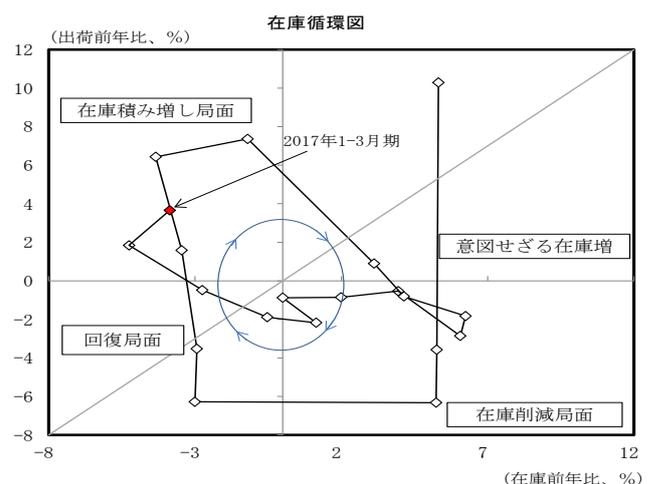
このうち③については、当面慎重にみておく必要がある。中国経済の持ち直しは、資本移動規制の強化に伴う資金流出抑制により、国内に滞留した資金が再度、不動産開発等に充てられていることにも依存している。このことは将来的な反動・調整のリスクにつながる。また、共産党大会を控えて公共投資等による景気のコ入れが行われている模様であるが、この要因も2018年以降剥落する公算が大きい。さらに、後述するようにFedの金融引締めが再度、中国を中心とした新興国からの資金流出を加速させ、当該経済を減速させる要因にも注意が必要だ。

図表6：日本の実質輸出、鉱工業生産



(注1) シェドローは景気後退期。
(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

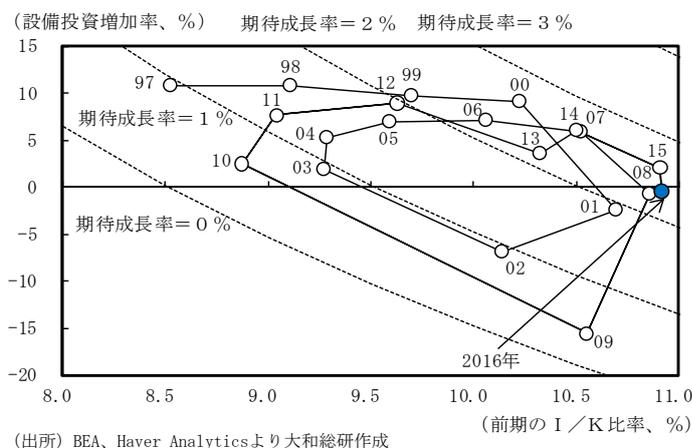
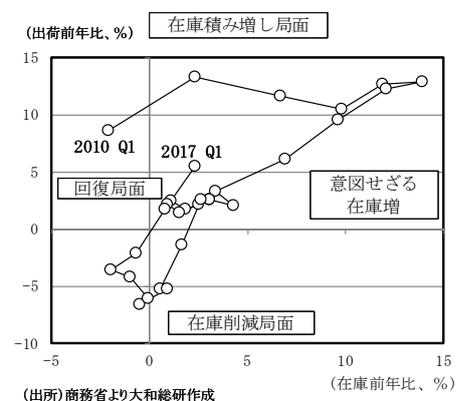
図表7：在庫循環



(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 8**）。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 9**）。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 7**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。従って、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 8：米国の資本ストック循環

図表 9：米国の在庫循環


3.2 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。

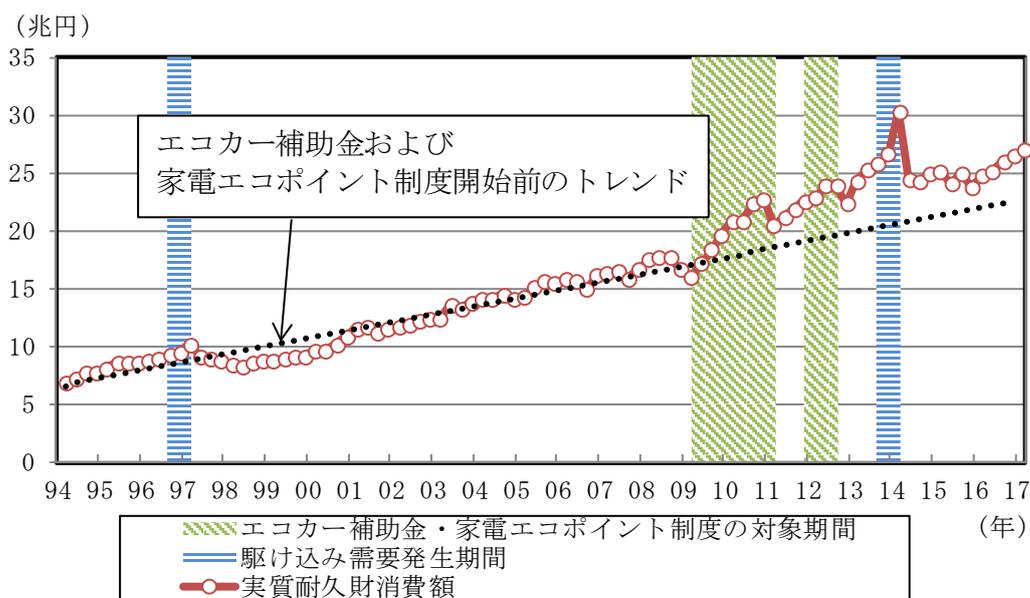
最後に「③過去の景気対策の反動」について考察したい。なお、ここで言う「過去の景気対策」とは、主にリーマン・ショック後の2009年以降に制度化されていた、エコカー補助金や家電エコポイント制度のことを指す。

図表 10 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 10** から確認されるように、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 10 : 実質耐久財消費額の推移



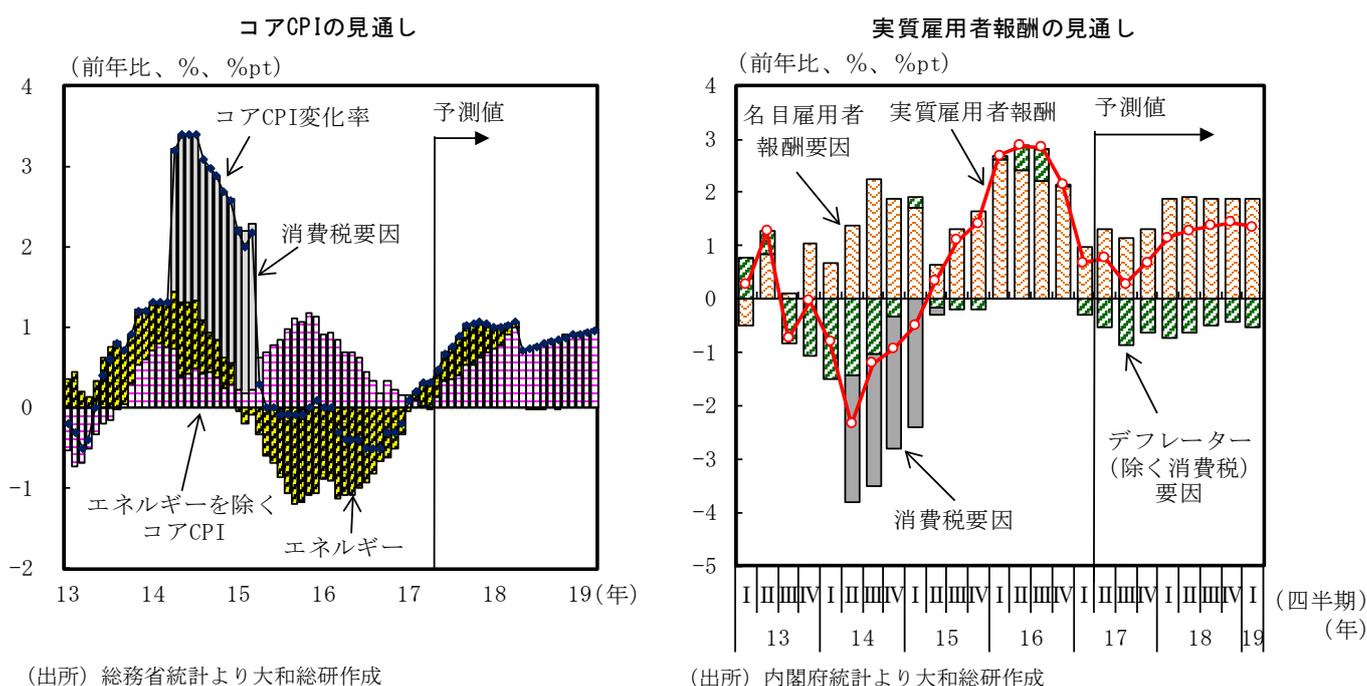
本格的な雇用環境の改善が2018年度の消費の加速要因に

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。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ことに加えて、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 11 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。**図表 11** 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 11：インフレ率と実質雇用者報酬の見通し

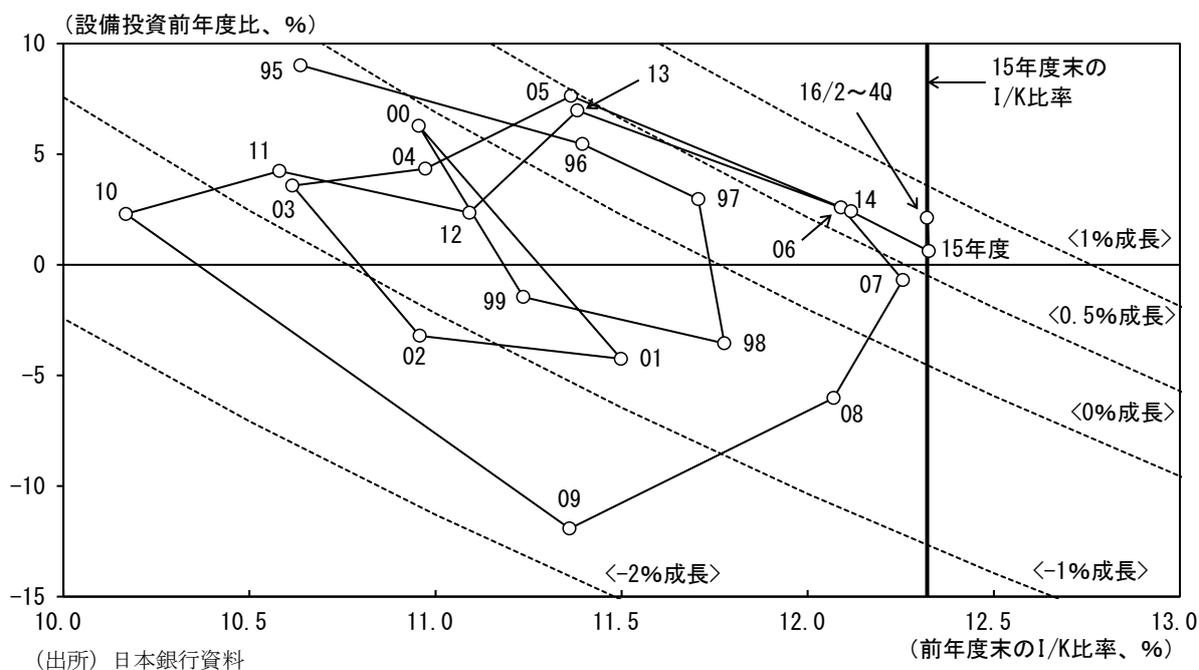


省力・省人化投資等を中心に設備投資は底堅く推移する見通し

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 12** 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が大きい一方、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 12 : ストック循環図



図表 13 : 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 1.6 | 1.0 1.3 | 2.6 1.5 | 1.3 1.5 | 1.1 1.5 | 1.3 1.5 | 1.2 | 1.2 | 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 | 22.1 | 17.9 | 20.2 | 21.5 | 23.1 |
| 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 | 1.0 | 0.9 | -0.0 | -0.2 | 0.8 | 0.9 |
| 10年国債利回り (%) | 0.04 | 0.07 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.26 | -0.05 | 0.00 | 0.00 |

(注) 予測値は大和総研・第193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