

2017年9月21日 全18頁

日本経済見通し：2017年9月

17年度+1.7%、18年度+1.3%／世界経済の拡大局面は何合目まで到達したのか

経済調査部

エコノミスト 小林 俊介

[要約]

- 2017年4-6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+1.7%（前回：同+1.9%）、2018年度が同+1.3%（同：同+1.2%）である。米国向け輸出を中心に外需拡大はいったん足踏みするものの、①雇用環境の改善に伴う消費の拡大や②生産性向上投資を牽引役として、内需牽引型の成長が続く見通しだ。
- 世界経済および日本からの輸出は、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、といった短期循環要因に支えられて当面は堅調な推移を続けてきた。しかし、これらの好材料は総じて、2018年以降剥落に向かう可能性を排除できない。
- 中長期の循環を示す設備投資循環の観点に立ち、本稿では資本ストック循環図を用いて主要各国・地域および世界経済全体の循環局面を分析した。同分析に基づけば、「米国経済は成熟化の局面」、「中国経済は調整の局面」、「欧州経済は伸びしろが残る」が、世界経済全体では成熟化の局面に入っている公算が大きいとの示唆が得られる。

1. 日本経済のメインシナリオ：成長の牽引役は外需から内需へ

2017年4-6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+1.7%（前回：同+1.9%）、2018年度が同+1.3%（同：同+1.2%）である。米国向け輸出を中心に外需拡大はいったん足踏みするものの、①雇用環境・可処分所得の改善に伴う消費の拡大や②生産性・収益性向上投資を牽引役として、内需牽引型の成長が続く見通しだ。加えて、2017年度には、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、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っている。2018年度にかけては、これらの好材料が剥落することに加え、設備投資の循環が成熟化に向かうことなどから、成長速度は緩やかに鈍化する見通しである。

実質GDP成長率は一次速報から下方修正、それでもなお前期比年率+2.5%

2017年4-6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+4.0%、前期比+1.0%）から下方修正され、市場コンセンサス（前期比年率+2.9%、前期比+0.7%）も下回った。下方修正の主因は民間企業設備が大きく下方修正されたことであるが、それでもなお民間企業設備をはじめ個人消費、住宅投資、政府消費、公共投資といった主要内需項目が全て成長に寄与するという構図は一次速報から変わっており、過度に悲観する必要はないだろう。総じてみると、今回の結果は、日本経済が緩やかながらも回復・拡大を続けていることを再確認させる内容であり、とりわけ外需主導から内需主導型の成長へと日本経済がシフトしつつあるという従来の当社の見通しに変化はない。

成長の牽引役は外需から内需へ

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拡大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、共産党大会後の中国経済の減速懸念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、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も危惧される。成長の牽引役として期待されるのは総じて内需項目であり、今までの外需牽引型の成長からのシフトが発生している公算が大きい。

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。労働需給のタイト化が進んでおり、これが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。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。

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、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。相続税対策等の押し上げ効果の反動にも警戒が必要だ。

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。もっとも、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、人手不足に対応した合理化・省人化投資や収益性の改善を目的とした維持・補修などの分野における投資は、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、2016年度補正予算の執行などにより、当面は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向けの輸出は引き続き底堅く推移しよう。アジア向けは当面、最終需要地である米国向け製品の部材等を中心に軟調な推移が懸念されるが、他方でデジタル商材に対する需要の高まりなどを背景として、中国内需を対象とした電子部品などの輸出は堅調な推移が維持される見込みであり、中国以外のアジア向け輸出の落ち込みを相殺する見通しである。

リスクの所在は専ら海外経済

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が着実に金融引締めを実行し続けている。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、2017年秋の共産党大会以降は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。

2. 世界経済の拡大局面は何合目まで到達したのか

前項で触れたように、外需は下振れリスク含みの展開を想定している。本節ではその外需の見通しについて循環的な側面から現状の局面を整理し、リスクではなくメインシナリオの姿を詳細に解説する。結論を先取りすれば、「2017年は短期循環的な材料に支えられて拡大基調を維持する」見込みであるが、「2018年以降は短期循環要因が剥落することに加えて、中長期の循環要因から判断する限り、緩やかに成長が鈍化する公算が大きい」と考えられる。

2017年の世界経済を加速させる米欧中の事情

まず、短期の循環要因から確認したい。まず、足下までの世界経済および外需成長を加速させてきた短期的な要因は大きく分けて三つ挙げられる。すなわち、①米国を中心とした在庫の回復・積み増し（いわゆるキチン循環）、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、である。

まず①について振り返ると、2015年後半から2016年にかけて、いわゆるチャイナ・ショックの煽りを受けてビジネスセンチメントを悪化させた企業部門が在庫の圧縮を行ってきた。しかし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財政政策への期待なども相まって景況感が改善し、再度在庫水準を回復させている。

次に②については、2015年にギリシャ債務危機が再燃し、特に南欧諸国を中心にソブリン債の消化が困難化し、利回りが上昇する中で半ば強制的に財政緊縮に追い込まれる国が増加した。しかし同問題がひとまずは先送りされ、また、ECBの緩和的な金融政策のサポートもあり、2017年以降は財政拡張ないしは緊縮速度の鈍化が可能となっている国が増加している。

③については、五年に一度、末尾に二と七がつく年は景気が加速するケースが多いとされるが、今回もそのアノマリーが当てはまっているように見える。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おり、一見すると政策発動による人為的なアンバランスが生じているようには見えない。しかし国際収支統計を確認すると評価は一変する。2017年に入ってから中国からの資金流出はほぼ完全にコントロールされている。これが人民元レートの堅調さにつながるとともに、資金の国内還流が投資や消費を刺激している姿が浮き彫りになってくる。2017年前半における仮想通貨の爆発的な暴騰や、昨年政策的に抑制したはずの不動産価格の再高騰などはその典型的な発露とみられ、これらが資産効果を通じて国内需要を刺激してきた側面も無視できないだろう。

これら三つの要因に支えられる形で足下の世界経済、ならびに外需の好調さが演出されているとみられるが、こうした要因が2018年以降まで継続するかと言われれば、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、年内にECBが量的緩和の縮小計画を発表することが確実視される中、欧州における財政拡張のモメンタムが維持できるかは疑わしい。さらに、中国の共産党大会は2017年10月に行われ、それ以降は政策により景気のコイン投入を行う誘因は減衰する可能性がある。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。これらは経済的な文脈のみならず、政治的な文脈においても無視しがたいディスインセンティブとなり得る。総じて言えば今後こうした世界経済の短期的な加速要因が剥落に向かう公算が大きい。

中長期の循環から占う世界経済の行方

短期要因の剥落後、世界経済はただ減速に向かうのだろうか。あるいは、別の要因から短期要因の剥落が相殺される、もしくは加速に向かうことはありうるのだろうか。この点を検証すべく、以降では中長期の循環を示す設備投資循環（いわゆるジュグラー循環）の観点に立ち、循環を視覚的に確認しやすくするために、資本ストック循環図¹を用いた分析を行う。

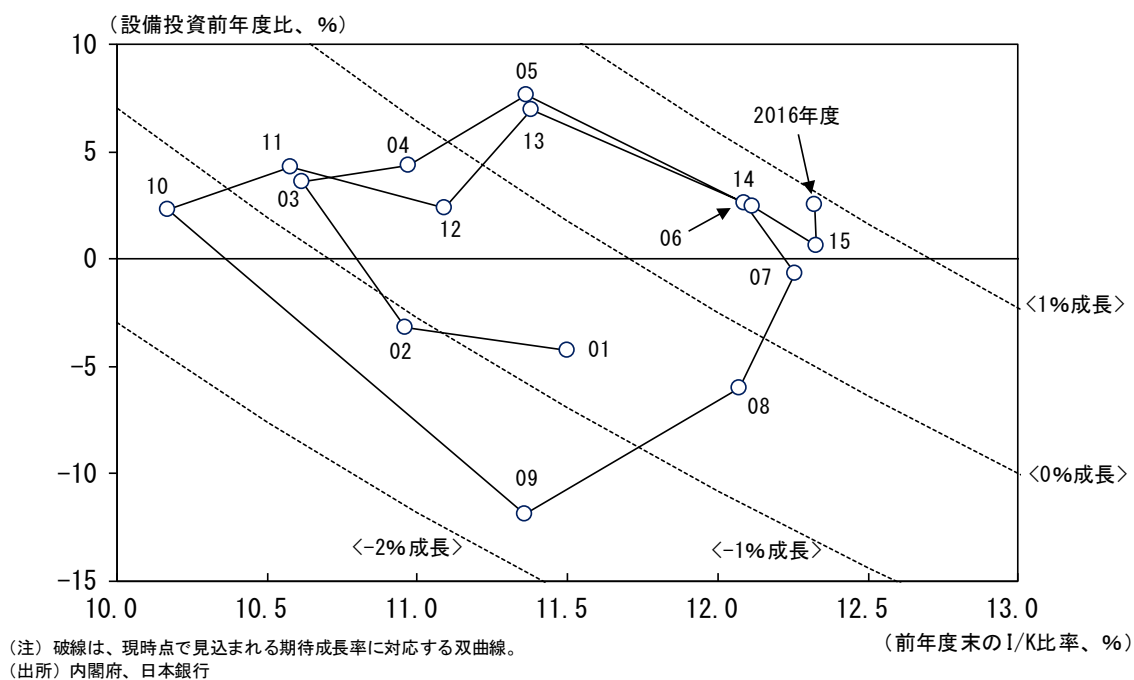
資本ストック循環図は、設備投資の伸び率とI/K比率（ストックの設備に対するフローの設備投資のサイズ）の関係から、これらの水準が何%程度の期待成長率を見合っているかを観察するものである。この循環図は通常、一国の潜在成長率に相当する水準を中心軸として時計回りに一周し、経験的に約5～10年程度の景気循環を形成する要因となることが知られている。

一例として日本の資本ストック循環図を図表1に示した。同図でも確認できるように、いわゆるリーマン・ショック後の景況感および資金調達環境の悪化を端緒として、日本における設備投資は大きく減退し、当然ながらそのサイズは縮小した（左下へシフト）。しかし米国金融当局の対応等を経て、金融危機の余波が一段落し、景気見通しが上向く中で2010年以降、設備投資の回復・資本ストックの蓄積が継続してきたことが確認できる（右上へシフト）。

この中長期の循環にも支えられる形で日本経済は戦後最長級の景気拡大を実現しつつあると言えるが、翻って2016年度の実績を確認すると、現在の設備投資は既に1%成長の経済成長を前提とした水準に達している。日本経済の潜在成長率は内閣府によれば1%弱程度、OECDによれば0.7%強程度とされているが、いずれにしても設備投資の拡大速度は鈍化に向かう、いわば景気循環の「成熟期」局面に入りつつあることが示唆されている。

¹ 同手法の詳細は付注「資本ストック循環図の見方と導出方法」を参照。

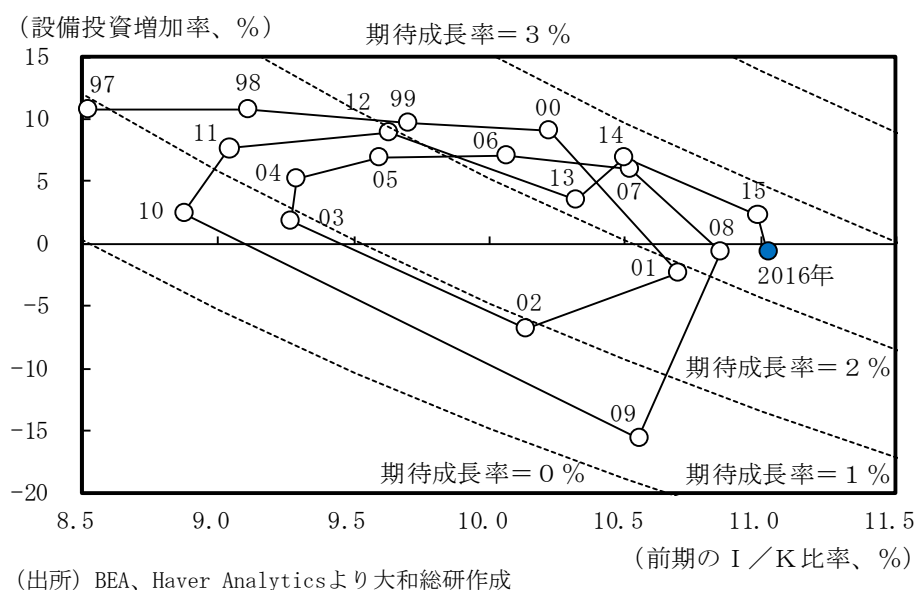
図表 1: 日本の資本ストック循環図



米国経済は「成熟期」入りへ

同様の手法を用いて主要各国の景気循環局面を確認する。図表 2 は米国の資本ストック循環図を示したものである。先述した日本と同様、金融危機後に大きく落ち込んだ後、2010 年頃から回復・資本ストックの蓄積期に入っていることが確認できる。金融危機の震源地でありながら金融当局の対応が迅速であったことや、日本と異なり 2011 年大震災時以降のような大きな落ち込みを経験しなかったこともあり、回復経路は日本以上にスムーズであった。

図表 2: 米国の資本ストック循環図



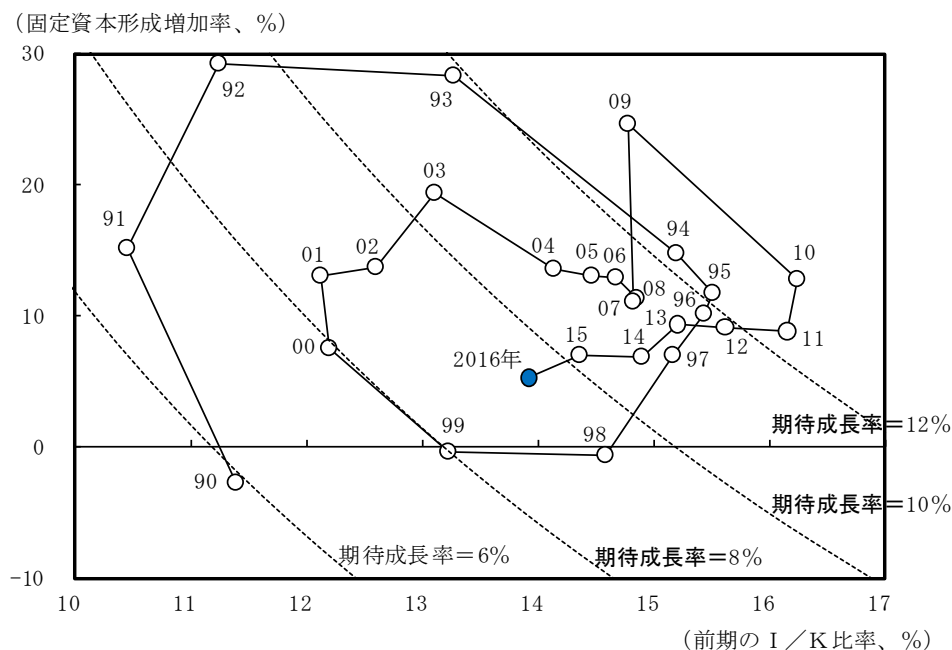
しかしこのことは裏を返せば日本以上に景気循環の成熟度が高まっていることも意味している。米国経済の潜在成長率はCBOによれば2%弱程度、OECDによれば1.5%程度とされているが、いずれの水準に照らしても2012年頃の設備投資のサイズは十分に大きくなっている可能性が指摘され得る。税制改革等を通じて潜在成長率の大幅な上昇が達成されない限り、米国の設備投資需要が拡大する余地は小さく、日本からの米国向け輸出の拡大速度も頭打ちに向かう公算が大きい。

中国経済は今後当面「調整局面」

図表 3 に示すように、中国経済は既に「調整」の局面に入っている。同図においてまず目を引くのは「リーマン・ショックの最中においてすら、中国の景気循環は調整に入らなかった」という点だ。むしろ2009年に設備投資は爆発的に伸び、2010年にかけてそのサイズは膨張した。言わずもがな、いわゆる「4兆元対策」の成果である。

しかし結果として設備投資のサイズは潜在成長率を遥かに上回る水準で維持され、その後の長い調整につながっていることもまた同様に確認できる。中国経済の潜在成長率はOECDによれば6.4%強程度とされているが、同水準に見合うサイズの設備投資に向けて、今後も中国の設備投資需要の拡大速度の鈍化、および中国経済の成長率の鈍化は長期的に併存する公算が大きい。

図表 3: 中国の資本ストック循環図



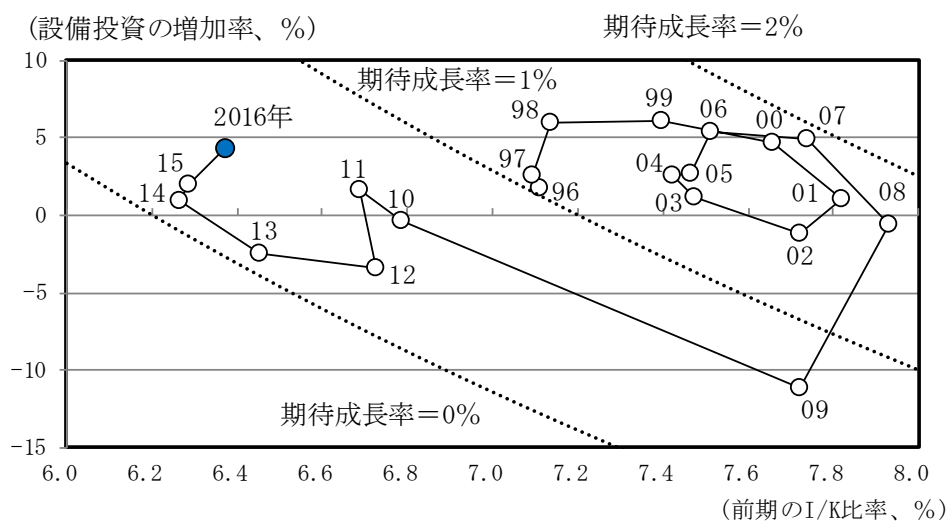
(出所) 中国統計年報、CEIC、Haver Analytics、世界銀行資料より大和総研作成

欧州経済は相対的に「伸びしろ」を残す

他方、**図表 4** に示すように、資本ストック循環図で確認される欧州経済の成熟度は浅い。米国発の金融危機の余波に加え、2011 年以降、南欧諸国の債務問題が顕在化したことに伴い、欧州経済の回復局面入りは他の主要各国・地域に比べて大きく遅れた。しかしこのことが現在、未だに潜在的なペントアップデマンドが残されている可能性につながっている。

もちろん、債務問題の再燃など、欧州特有のリスクが再発しなければ、という条件付きではあるものの、米中など他の主要各国・地域に比べれば、欧州は相対的に「伸びしろ」が残された地域とみなすことができるだろう。

図表 4: ユーロ圏の資本ストック循環図



(出所)Haver Analyticsより大和総研作成

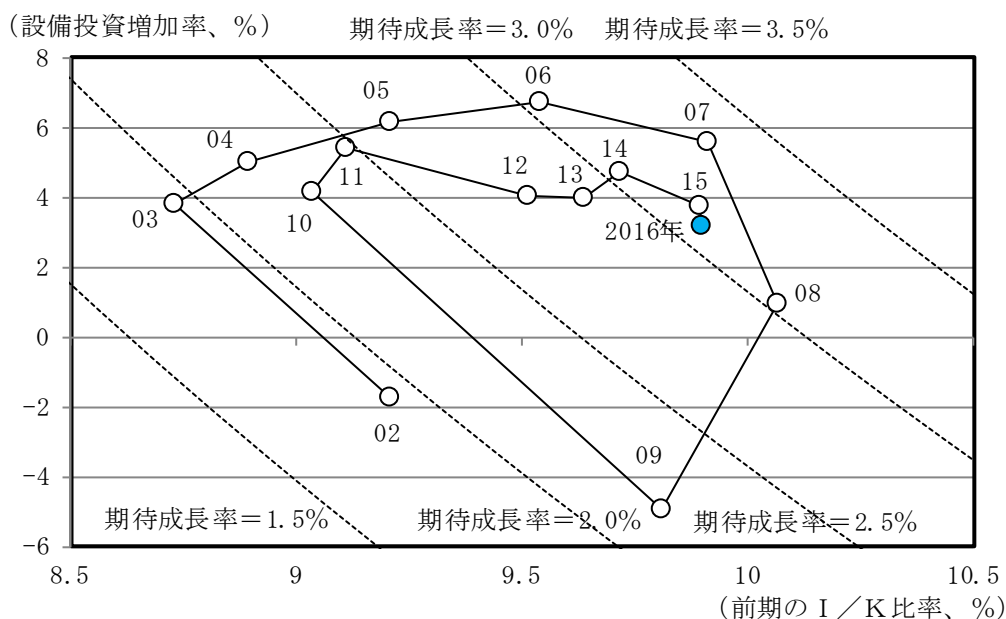
世界経済全体で「成熟期」入りか

以上では各国・地域ごとに景気循環の局面を確認し、「米国経済は成熟化の局面」、「中国経済は調整の局面」、「欧州経済は伸びしろが残る」といった示唆を得た。それでは、世界全体の景気循環は現在どのような姿を示すのだろうか。こうした見地に立ち、世界全体（日米欧中）の資本ストック循環図を合算したものが**図表 5**だ²。加重平均した潜在成長率は2%半ばであることを踏まえれば、世界経済は2016年時点で既に「成熟化」の局面に入っている可能性が示唆される。

もちろん、同分析はあくまで一つの手法にすぎず、また、推計上の誤差等も含めれば幅をもって考える必要がある。より重要なことに、世界経済全体の潜在成長率も上下する。例えば、先進国における税制改革等が潜在成長率を押し上げる可能性も考えられる一方で、保護主義的政策の高まりに伴い逆に世界経済の潜在成長率が低下する可能性もある。また、かつての中国がそうであったように、今回分析の対象としていない新興国がテイクオフすることなどにより、世界経済の潜在成長率が劇的に改善する可能性もある一方で、戦争等も含む破壊的な事象によって大幅に世界経済の潜在成長率が劇的に低下する可能性も完全には排除できない。

上述のような限界は存在するが、本稿の分析を前提にする限り、本節の冒頭で紹介した通り、「2017年は短期循環的な材料に支えられて拡大基調を維持する」一方で、「2018年以降は短期循環要因が剥落することに加えて、中長期の循環要因から判断する限り、緩やかに成長が鈍化する公算が大きい」との見通しをメインシナリオと据えることには、一定の妥当性を有していると考えられよう。

図表 5: 世界（日米欧中 合算）の資本ストック循環図



² 日米欧中の GDP が世界全体に占める比率は 62%程度。

3. 日本経済見通しの詳細：2017年度+1.7%、2018年度+1.3%成長

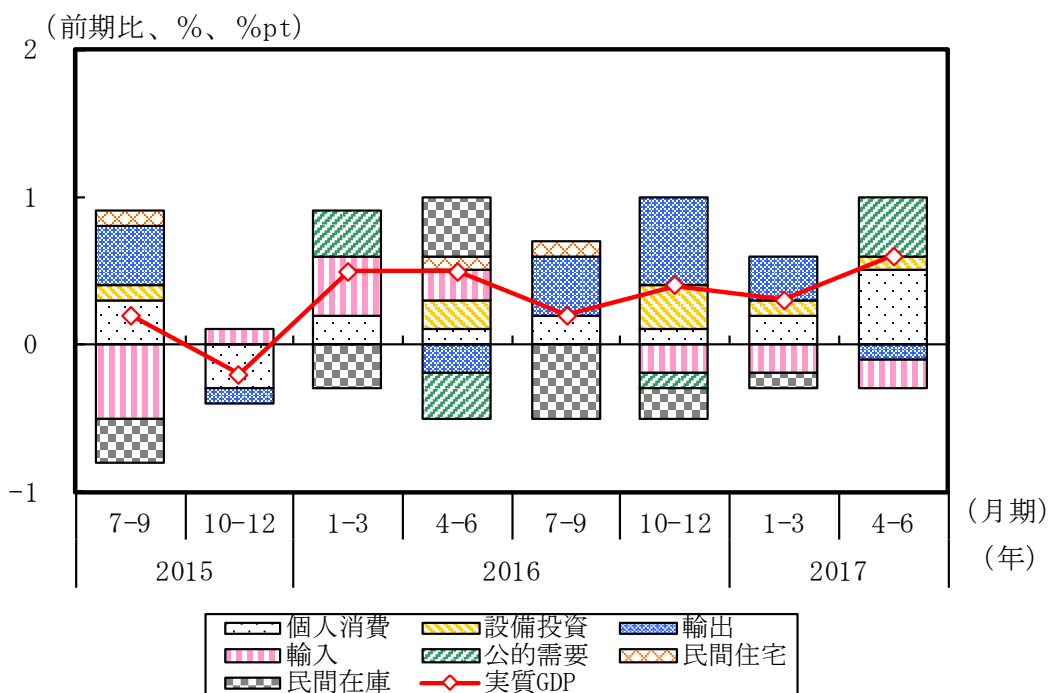
米国向け輸出拡大の一服と中国向け輸出拡大持続への懸念

日本経済は、外需主導型の成長経路から、内需主導型の成長経路へとシフトしつつある。

図表 6 に示すように、2016年度の成長の大部分は輸出の増加によってもたらされたものである。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概ね堅調さを保つ一方で、EU向け・アジア向け輸出の回復・拡大が顕著であった。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ったこと、②景気回復の遅れた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、が挙げられる。

しかし、この輸出拡大の前提は崩れ始めている。まず、先述したように、米国経済を中長期的な景気循環であるジグラー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。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おらず、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てきた。しかしながら当然、これは短期的な景気加速要因であり、その持続可能性は決して高くない。結果として米国向け主力製品である自動車を筆頭として日本からの輸出はピークアウトの傾向が見られ始めており、また、米国を最終需要地とした（中国を除く）アジア向け部材輸出の不振にもつながっているとみられる。

図表 6: 実質 GDP と需要項目別寄与度の推移



(出所) 内閣府統計より大和総研作成

加えて中国についても、当面慎重にみておく必要がある。中国経済再加速の要因の一部は、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、不動産開発などに充てられている結果とみられる。このことは将来的な反動・調整のリスクにつながる。前述の資本移動規制などの政策対応が共産党大会を睨んだ施策であるとするれば、2018年以降に反動が発生する公算が大きい。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。

個人消費は緩やかな拡大を継続

外需主導の成長がいったん足踏みする中、成長を下支えする役割を担うのが内需である。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、概ね雇用者報酬の改善に伴ったペースでの消費の拡大が続く見通しだ。

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。

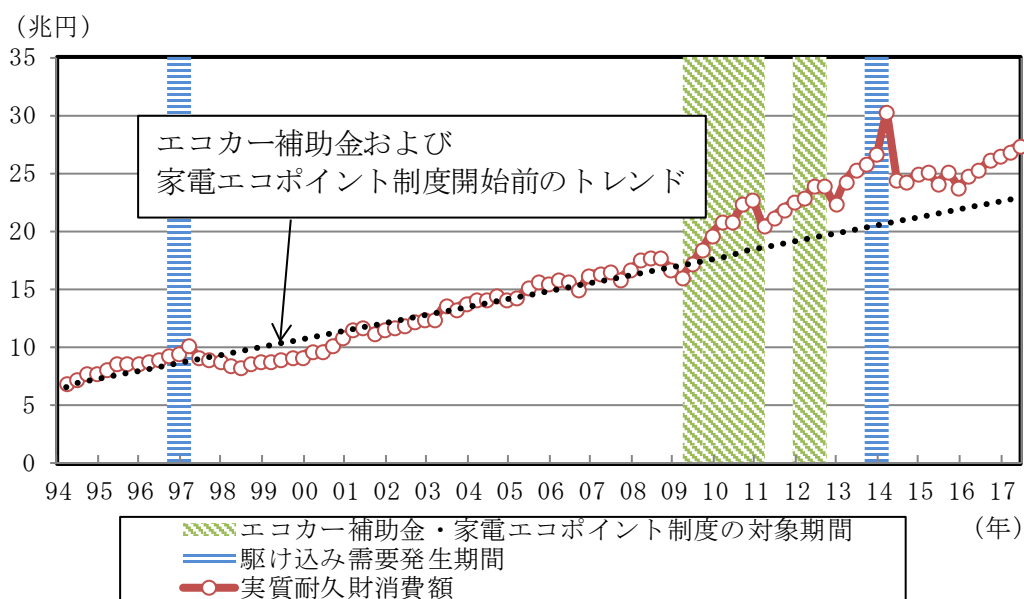
最初に、「①年金の特例措置の解消」について考察する。毎年の年金受給額は、物価や賃金の動向次第で改定される。しかし、過去の物価下落にもかかわらず、2012年度までの年金額は減額せずに据え置くという特例措置が講じられていたため、本来の水準よりも高い水準にあった。2013年度以降、こうした特例水準が解消され、一人当たり年金受給額は抑制されてきた。こうした特例措置の解消は、2015年度をもっていったん完了しており、2016年度以降の一人当たり年金給付額を抑制する要因としては働いていない。このことがタイムラグを伴って高齢者層の消費者マインドを回復させる効果を勘案すると、少なくとも過去にもたらしてきたよう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7**からも確認されるように、直近6四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。

図表7：実質耐久財消費額の推移



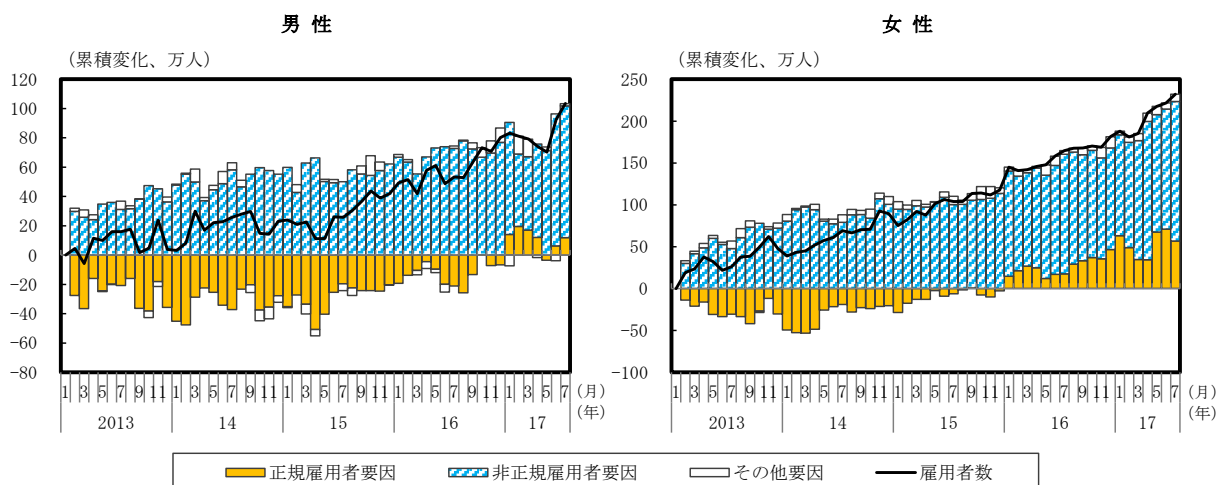
以上の議論をまとめると、足下までの個人消費を抑制し続けてきた、①年金の特例措置の解消、②現役世代の税・保険負担の増加、③過去の景気対策の反動減といった悪材料が一巡する中、先行きの個人消費は緩やかながらも増加が続くと考えられる。

賃金インフレへのカウントダウン？

2018年度にかけて、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、概ね雇用者報酬の改善に伴ったペースでの消費の拡大が続くとみている。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が始まるまでには未だ時間を要するとみている。

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8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。

図表8：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

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6月・7月の正規社員の有効求人倍率は1.01倍（季節調整値）と歴史的な高水準に達し、遂に1倍を上回った。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。

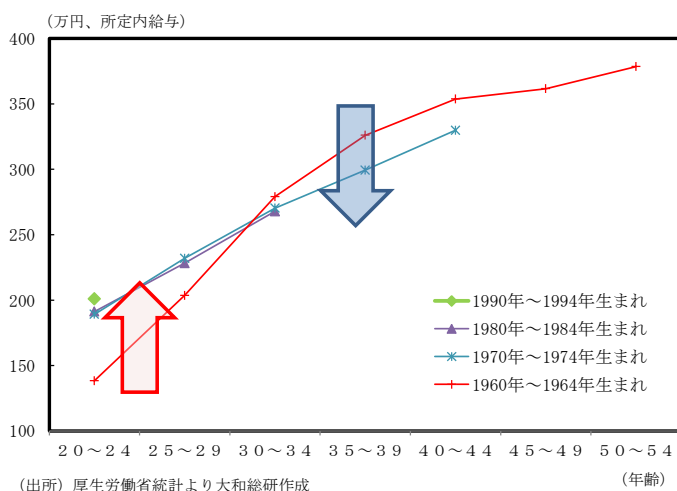
「内需の好循環」シナリオ点灯には生産性向上が不可欠

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いったんストップする中、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。

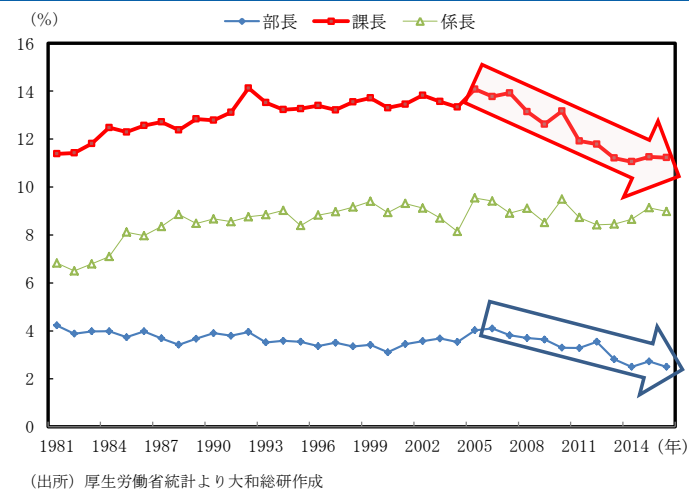
また、賃金インフレは企業側からみれば収益圧迫要因でもあり、生産性の上昇を伴わない賃金上昇は日本企業の業容縮小と空洞化をもたらす可能性は否定できない。従って賃金インフレの持続性は、IT投資、研究開発、あるいは企業の合従連衡などを通じた相応の労働生産性の向上が並行して達成されるか否かに依存している。そしてこうした生産性の向上は総じて時間を要する。単位労働コスト（名目賃金÷生産性）の上昇に苦しむ企業は当面、従来以上の「賃金カーブのフラット化」や「働き方改革の美名の下に行われる残業規制」などを通じて総労働コストの抑制を図るだろう。そうであれば、新規に正規社員となる層（新卒や非正規雇用からの正規化層）に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9**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9： 生まれ年別、年齢別賃金カーブ



図表10： 40代労働者に占める役職割合



図表 10 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。すなわち、企業は 40 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言えそうだ。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。

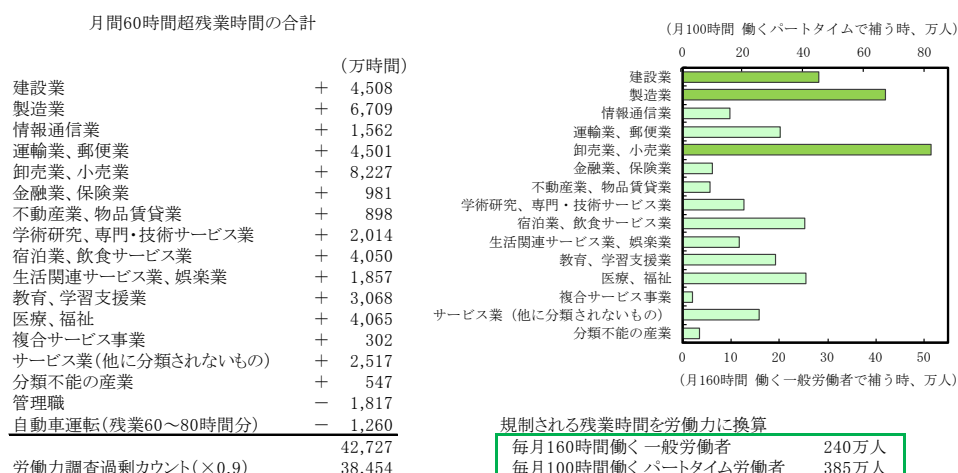
「残業規制」により所定外給与が最大 8.5 兆円減少

さらに、賃金インフレの効果を相殺するリスクにも注意が必要だ。働き方改革の中で、長時間労働是正に向けて導入される「罰則付きの残業上限」は、所定外給与の削減を通じて、雇用者報酬全体を下押しするリスクをはらんでいる。

罰則付きの残業上限は、一部の例外ルールはあるものの、月 45 時間、年 360 時間を原則とし、労使であらかじめ合意すれば年 720 時間まで延長が可能だ。本法案は早ければ、2019 年 4 月から施行される見通しである。

大和総研のリスクシナリオ³によると、削減された残業時間が他の労働者や新規労働者へ分配されなかった場合、年間 8.5 兆円の所定外給与が下押しされる。これは、雇用者報酬の 3% に相当する。また、削減される残業時間を新たな労働者で補う場合、240 万人のフルタイム労働者が必要とされるが、労働力率の上昇の余地も限られており、これ以上の大幅な就業者の増加は望みにくい。その中で、先述したように労働生産性の上昇は急務であると言えよう。

図表 11: 残業規制による影響の試算 (リスクシナリオ)



所定外給与 ▲8.5兆円/年 = 雇用者報酬を3%下押し

(注) 管理職は「管理的職業従事者」、自動車運転は「輸送・機械運転従事者」。「輸送・機械運転従事者」は電車や飛行機などの運転従事者も含まれるが、ここでは自動車運転従事者と同義とみなした。労働力調査では、サービス残業や休憩時間などが労働時間としてカウントされている可能性があるため、労働力調査と毎月勤労統計の差を参考に10%割り引いて試算を行った。

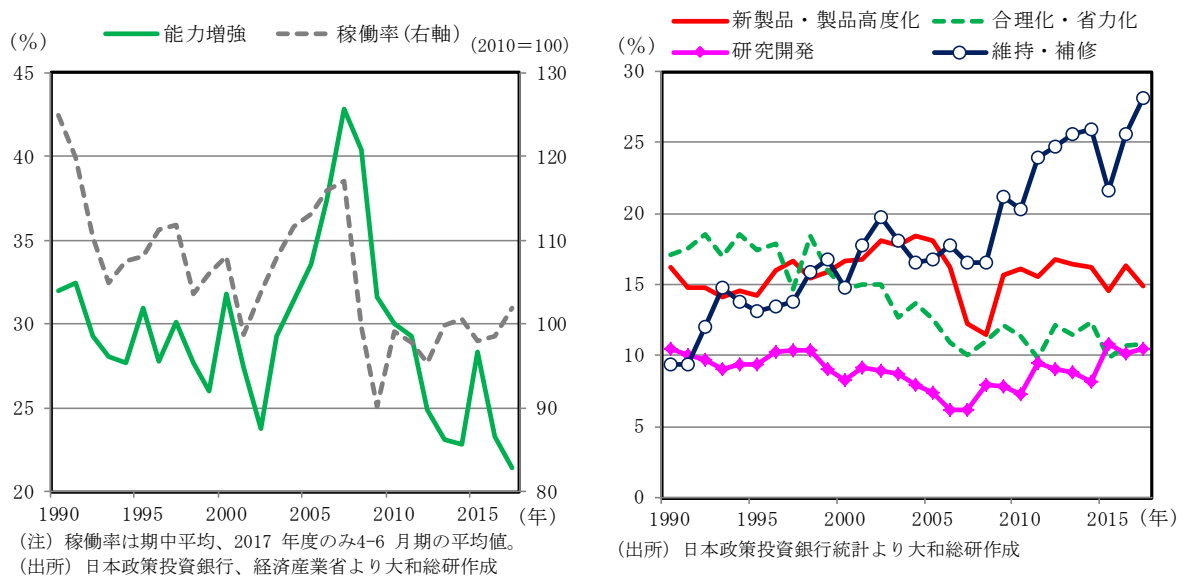
(出所) 総務省、厚生労働省統計より大和総研作成

³ 実際には、自動車の運転業務や建設事業は施行期日の5年後に上限規制が適用される見通しである。

設備投資は維持・補修等を中心に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。

図表 12： 動機別設備投資が全体計画に占める割合



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。この背景の一つは、先述したように、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。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死活的に重要となる。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。

「合成の誤謬」に伴うリスク

ここでもう一つ、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。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 13 : 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

付注. 資本ストック循環図の見方と導出方法

資本ストックを K_t 、設備投資を I_t 、減耗率を δ_t とすると、資本ストックのネット増減 ΔK_t は、

$$\Delta K_t = I_t - \delta_t K_{t-1}$$

と表される。また、最適な資本ストックの増加率 $\Delta K_t / K_{t-1}$ は、期待成長率を g_t 、資本係数の成長率を γ とすると、

$$\Delta K_t / K_{t-1} = g_t + \gamma$$

で表される。これら二式を接続すると、設備投資前年比 (I_t / I_{t-1}) と前年度末の設備投資・資本ストック比率 (I_{t-1} / K_{t-1}) の間に

$$(I_t / I_{t-1}) \times (I_{t-1} / K_{t-1}) = \delta_t + g_t + \gamma$$

の関係を導くことができる。この関係を用いて、縦軸に設備投資前年比 (I_t / I_{t-1})、横軸に前年度末の設備投資・資本ストック比率 (I_{t-1} / K_{t-1}) を取り、両者の関係をプロットしたものが一般的な資本ストック循環図である。減耗率 δ_t と資本係数の成長率 γ を定めれば、上述の関係から各時点での設備投資前年比 (I_t / I_{t-1}) と前年度末の設備投資・資本ストック比率 (I_{t-1} / K_{t-1}) が、何%程度の期待成長率と見合っているかを観察することができる。

資本ストック循環図のプロット位置は、下記のような景気循環を通じて時計回りに動くことが経験的に知られている。景気拡大期には設備投資の伸び率（縦軸）が上昇し、プロット位置は上方に移動する。その後、修正 I/K 比率（横軸）が上昇するとともに設備投資の伸びが減速し、プロット位置は右下方向に移動していく。逆に景気後退期には、設備投資の伸び率（縦軸）の低下を通じてプロット位置はまず下方に移動し、修正 I/K 比率（横軸）の低下とともに左方に移動するが、この設備投資の調整を経て設備投資の伸びが回復し、再び上方に移動する。期待成長率の変化を通じて、資本ストック循環の中心線となる双曲線の位置はシフトし得る。期待成長率の上昇は双曲線の右方シフト、期待成長率の低下は双曲線の左方シフトを通じて循環の中心位置を変化させる。

(出所) 日本銀行資料等より大和総研作成

図表 14：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%]	1.6 1.7	1.2 1.5	2.5 1.4	1.8 1.8	1.4 1.7	1.5 1.7	1.3	1.3	1.7	1.3
経常収支 (季調済年率、兆円)	20.6	21.7	18.9	19.5	20.0	20.5	17.9	20.4	20.0	20.9
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	0.4	0.7	0.8	0.6	-0.0	-0.2	0.6	0.7
10年国債利回り (%)	0.00	0.07	0.04	0.04	0.04	0.04	0.26	-0.05	0.04	0.04

(注) 予測値は大和総研・第194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