

2017年11月21日 全11頁

日本経済見通し：2017年11月

堅調な景気拡大が続くが、成長速度は17年度に一旦ピークアウト

経済調査部

エコノミスト 小林 俊介

[要約]

- 2017年7-9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+1.6%（前回：同+1.7%）、2018年度が同+1.2%（同：同+1.3%）、2019年度が同+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に加え、2019年10月に予定されている消費増税に伴う負の所得効果が見込まれる中、先行きの日本経済は2019年度にかけて減速する見通しである。
- 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剥落し、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。

成長速度は 2017 年度にピークアウト

2017 年 7-9 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+1.6% (前回: 同+1.7%)、2018 年度が同+1.2% (同: 同+1.3%)、2019 年度が同+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に加え、2019 年 10 月に予定されている消費増税に伴う負の所得効果が見込まれる中、先行きの日本経済は 2019 年度にかけて減速を続ける見通しである。

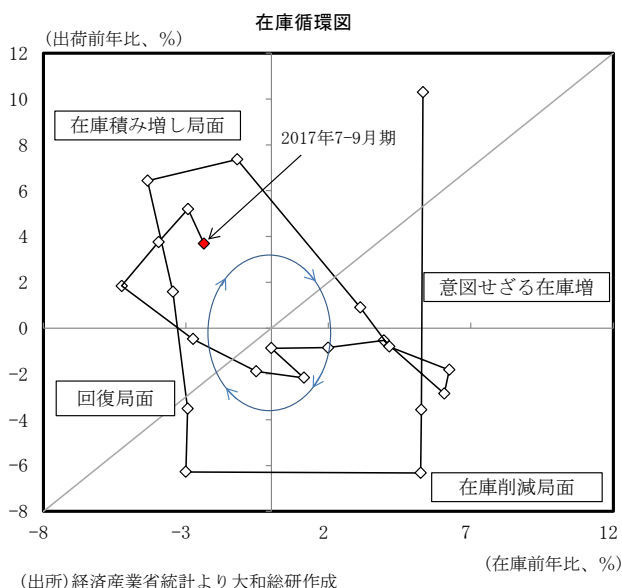
1. 2017 年度の成長加速を支える三つの要因は剥落へ

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。

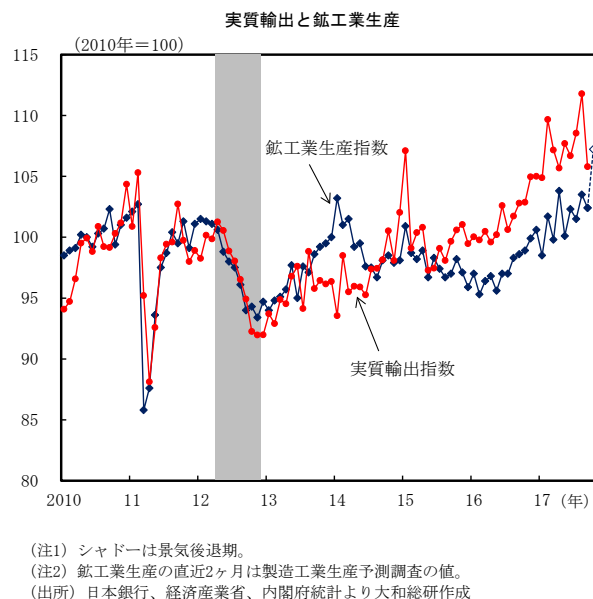
図表 1 に示す「在庫循環図」を確認すると、日本経済は 2016 年に在庫の回復局面に入り、2017 年には積み増し局面に入ってきていることがわかる。過去を振り返ると、2014 年時点で既に在庫が積み上がっていたところに人民元レートの切り下げ、および中国経済の失速が加わり、出荷の減少を受けてビジネスセンチメントを悪化させた日本企業は 2015 年に在庫の圧縮を行った。

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。しかし当然のことながら、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。

図表 1：在庫循環



図表 2：日本の実質輸出、鉱工業生産



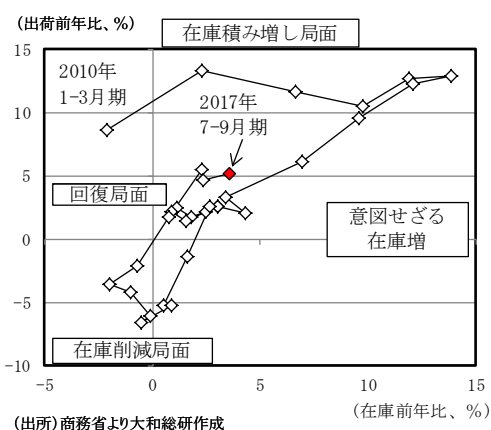
次に、**図表 2** に示した通り、世界経済の加速と並行し継続してきた輸出の拡大も、日本経済を牽引する役割を担ってきた。ここで2017年の世界経済を加速させている要因は三つ挙げられる。すなわち、①米国を中心とした在庫の回復・積み増し、②欧州を中心とした財政拡張（緊縮ペースの鈍化）、③共産党大会を控えた中国経済の加速だ。

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。

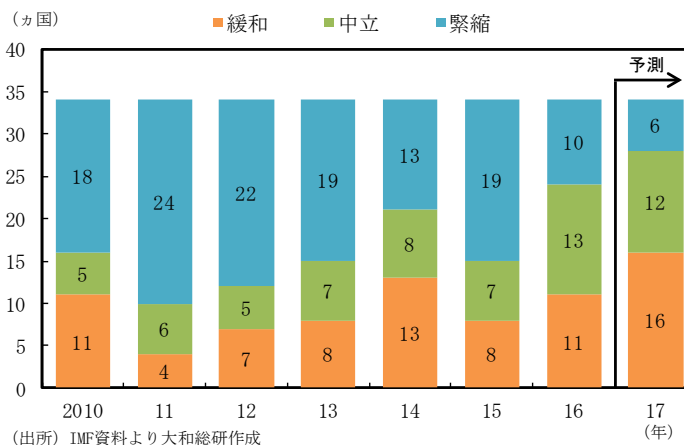
次に②について整理したい。やや旧聞に属するところになるが、2015年にギリシャにおいて「財政危機」が再燃したことを覚えているだろうか。このギリシャ危機に端を発して、政府債務の問題を抱える南欧諸国を中心として金融市場は混乱を来し、国債金利が急上昇した。ギリシャの問題が周辺国に飛び火するリスクが懸念されたためである。この混乱を経て、欧州の多くの国々では財政の緊縮に追い込まれた。

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

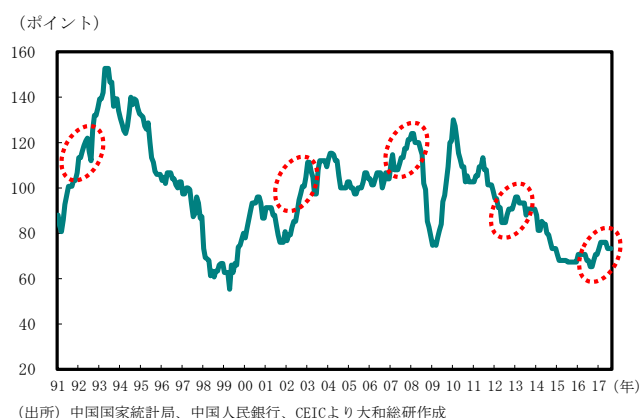


最後に③について整理すると、まず経験則として、共産党大会が開催される年は、政治的に景気を底支えする誘因が働きやすくとされてきた。実際の数値で確認しよう。次頁の**図表 5** は中国の景気循環信号指数（10個の主要な経済指標を合成したもので、日本で言えば景気動向指数のようなもの）を示しているが、赤丸をつけた共産党大会の年には、ほぼ例外なく景気が加速している様子が確認できる。1990年代以降で唯一例外的な動きを示したのは1997年だが、この年はアジア通貨危機の年でもある。外部環境が非常に悪かった割には健闘した、との評価が妥当だろう。

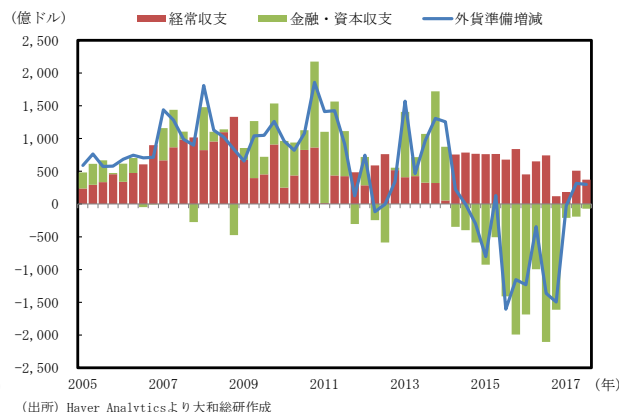
もちろん異論もあろう。2017年に入ってからの中国経済は、消費を中心とした内需に支えられる格好で加速を実現させている。これだけを見れば、今年は単純に景気が良いだけであり、政治的なテコ入れにより支えられた成長ではないという見方も可能だ。

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テ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。

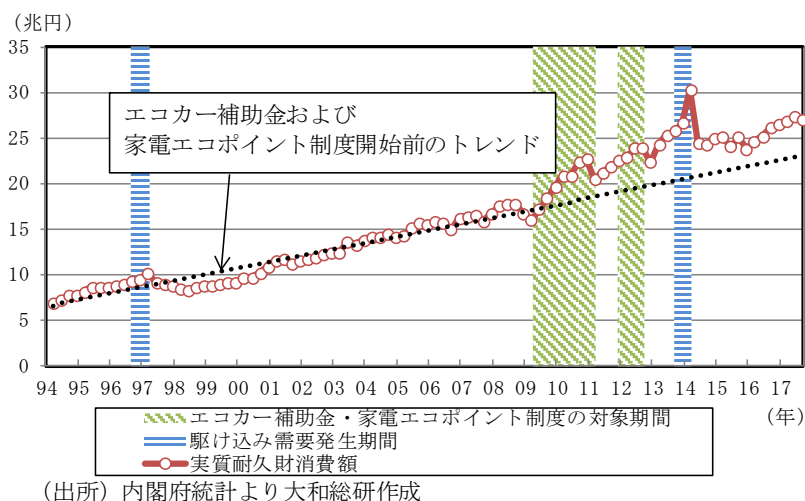
最後に「③過去の景気対策の反動」について考察したい。なお、ここで言う「過去の景気対策」とは、主にリーマン・ショック後の2009年以降に制度化されていた、エコカー補助金や家電エコポイント制度のことを指す。

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



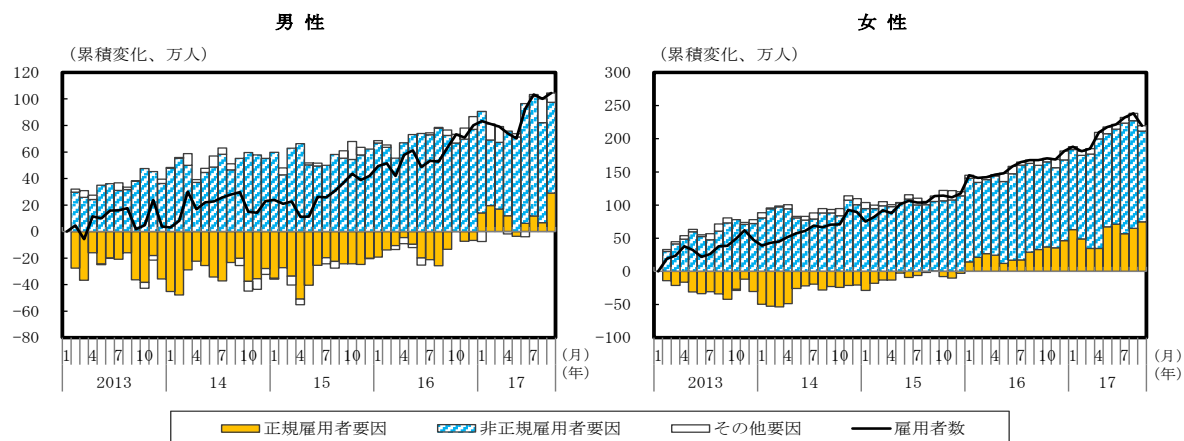
2.3 賃金インフレへのカウントダウン？

しかし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が始まるまで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。

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9月の正規社員の有効求人倍率は1.02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

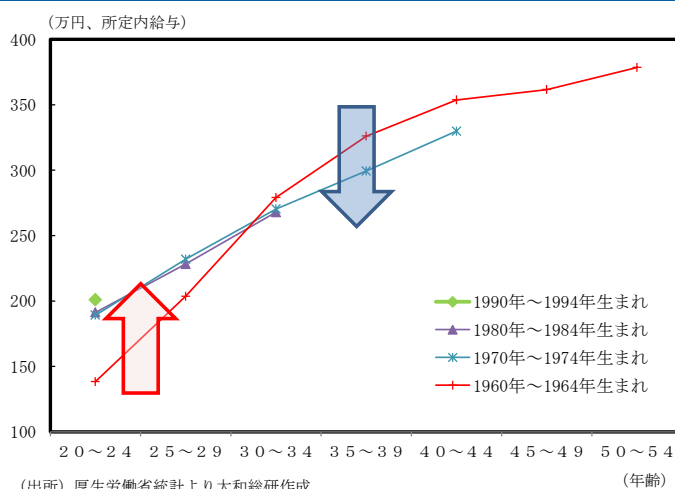
2.4 「内需の好循環」シナリオ点灯には生産性向上が不可欠

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。

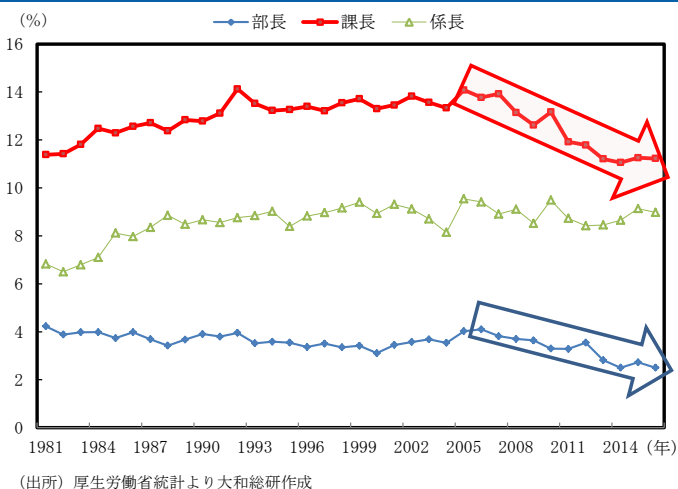
また、賃金インフレは企業側からみれば収益圧迫要因でもあり、生産性の上昇を伴わない賃金上昇は日本企業の業容縮小と空洞化をもたらす可能性は否定できない。従って賃金インフレの持続性は、IT 投資、研究開発、あるいは企業の合従連衡などを通じた相応の労働生産性の向上が並行して達成されるか否かに依存している。そしてこうした生産性の向上は総じて時間を要する。単位労働コスト（名目賃金÷生産性）の上昇に苦しむ企業は当面、従来以上の「賃金カーブのフラット化」や「働き方改革の美名を借りて行われる残業規制」などを通じて総労働コストの抑制を図るだろう。そうであれば、新規に正規社員となる層（新卒や非正規雇用からの正規化層）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

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



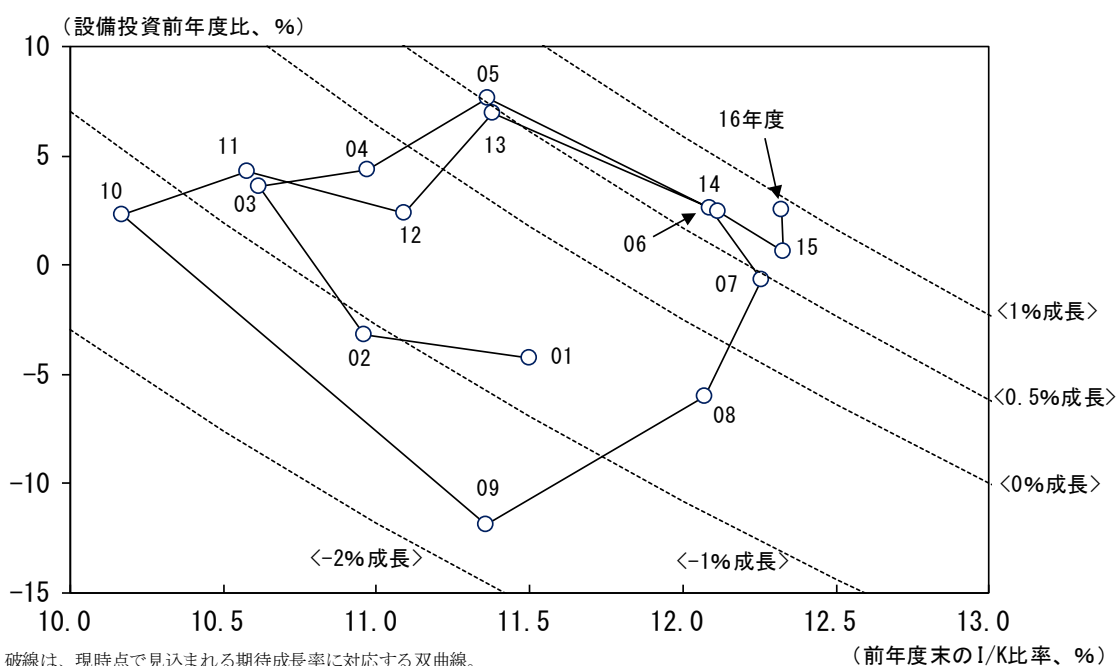
2.5 設備投資は底堅く推移する見通し

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。

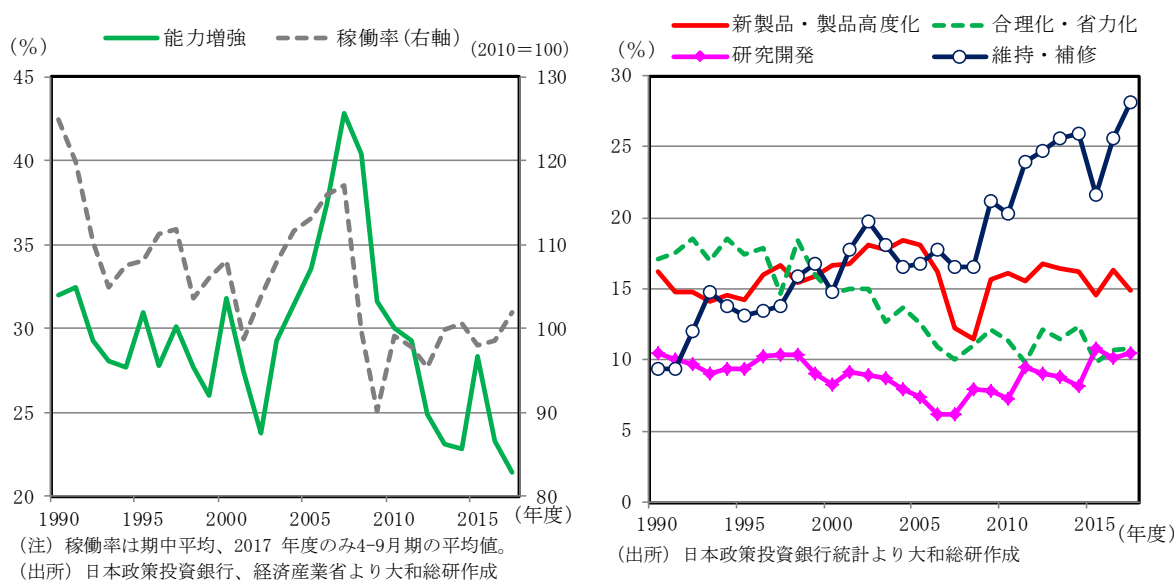
他方で、好調な企業収益に比べると設備投資の伸びが鈍いこともまた事実である。この背景の一つは、**図表 11**に示すように、日本についても米国同様に資本ストックの循環が成熟化のフェーズに入っていることだ。資本ストックの蓄積期を延ばすためには、期待成長率の引き上げが重要となる。加えて、設備の稼働率が過去の設備投資拡大期に比べて低水準にとどまっている事実も気がかりだ。設備投資が「本格化」するか否かを占う上では、生産数量の増加に伴い、設備稼働率が一定の閾値を超えて推移することが必要条件となろう。

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伺わせる。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、需要が強くても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 11：資本ストック循環図



図表 12： 動機別設備投資が全体計画に占める割合



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 11 : 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%]	1.4 1.7	1.3 1.6	1.3 1.6	1.1 1.3	1.0 1.2	1.0 1.1	1.3	1.6	1.2	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	2.8	2.7	2.7	3.0	2.8	2.7	2.7
消費者物価指数 (生鮮食品除く総合、2015=100) [前年比%]	0.6	0.9	0.7	0.7	0.7	0.7	-0.2	0.6	0.7	1.2
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回日本経済予測による。

(出所) 各種統計より大和総研作成