

2018年2月9日 全84頁

日本経済中期予測（2018年2月）

—人手不足は生産性を上げる好機となるか—

経済調査部	シニアエコノミスト 主任研究員	近藤 智也 溝端 幹雄
	シニアエコノミスト 研究員	長内 智 石橋 未来
	研究員	山口 茜
調査本部		藤野 大輝

[要約]

- 大和総研では日本経済中期予測を1年ぶりに改訂し、今後10年間（2018～2027年度）の成長率を、年率平均で名目1.6%、実質1.0%と予測する。予測期間前半はプラスマイナスの材料が交錯しながら成長率は鈍化しよう。後半は働き方改革等の成果も表れて、民間需要が牽引する形で緩やかに成長していくとみられる。
- 世界経済の平均成長率は3.2%と予測する。予測期間の前半は先進国が牽引し、後半は緩やかに鈍化しつつも、安定成長を辿ろう。世界経済のリスク要因は引き続き米国とみられる。Fedは緩やかなペースで引締めを続けるとみられるが、米国の財政政策次第では、短期的にはインフレへの配慮から利上げペースが加速する可能性も残り、長期金利の上昇には留意する必要がある。
- 世界的な潜在成長率の低下という潮流の下、日本経済が持続的な成長を実現するためには、経済成長の源泉である労働生産性を高めることが本質的に重要だ。主要国の労働生産性の要因分解を行うと、広義の技術進歩を示すTFP（全要素生産性）を向上させることが各国共通の問題として浮かび上がってくる。今後、雇用のミスマッチの解消や研究開発投資の拡大・効率化を通じて、TFPを一層引き上げることが求められる。
- 特に日本ではサービス産業の労働生産性が低く、製造業でもばらつきが大きい。TFPだけでなく人的資本もまだ上げ余地がある。労働生産性の改善には市場での新陳代謝の促進や企業規模の拡大等が課題であり、市場機能を強化する経済制度や変化に耐える社会制度の構築、制度・政策間のインセンティブ構造の整合性を図る必要がある。
- 西日本で産業構成が高い医療、福祉では付加価値額の伸び率が低い一方、従業者数の伸び率は高いこと、さらに地方で多い建設業や卸売業、小売業では労働生産性の低い小・中規模事業所へ人材が滞留しやすいことで、労働生産性は上がりにくい。比較優位分野を強化しつつ、地域でも競争やM&Aを促すビジネス環境や高度人材の活躍が重要だ。

目次

目次	2
予測のポイント	7
第1部 今後10年の世界経済・日本経済.....	8
1章 世界経済見通し	8
2章 日本経済見通しの概要	29
3章 リスクシナリオを考える	38
第2部 人手不足は生産性を上げる好機となるか.....	42
4章 国際比較から浮かび上がってくる持続的な成長実現に向けた課題とは？.....	44
5章 なぜ日本の労働生産性は伸びにくいのか？.....	52
6章 日本の労働生産性に関する地域的接近.....	70
7章 モデルの概説とシミュレーション.....	81

日本経済中期予測（2018年2月）

年度	実績		予測期間 2018-2027	2018-2027	
	2008-2012	2013-2017		2018-2022	2023-2027
実質GDP(前年比、%)	-0.2	1.4	1.0	0.9	1.1
民間最終消費支出	0.5	0.5	0.7	0.5	0.8
民間設備投資	-2.0	3.3	1.8	1.4	2.2
民間住宅投資	-2.7	1.7	-0.1	-0.2	0.0
公的固定資本形成	-0.7	1.3	0.6	1.0	0.3
政府最終消費	1.5	1.1	0.9	0.9	0.9
財貨・サービス輸出	-1.4	4.4	2.8	2.5	3.0
財貨・サービス輸入	0.9	2.6	2.3	1.9	2.8
名目GDP(前年比、%)	-1.4	2.1	1.6	1.5	1.7
GDPデフレーター(前年比、%)	-1.2	0.8	0.6	0.6	0.6
国内企業物価(前年比、%)	-0.3	0.3	1.3	1.4	1.2
消費者物価(前年比、%)	-0.3	0.9	1.2	1.2	1.2
コールレート(%)	0.1	0.0	-0.1	-0.1	-0.1
10年国債利回り(%)	1.2	0.3	0.1	0.1	0.1
ドル円レート(¥/\$)	88.2	110.2	108.1	110.6	105.5
経常収支(名目GDP比、%)	2.3	2.7	4.2	4.5	3.8
名目雇用者報酬(前年比、%)	-0.8	1.7	1.7	1.8	1.6
失業率(%)	4.6	3.3	2.8	2.7	2.8
労働分配率(雇用者報酬の国民所得比、%)	70.8	68.3	69.8	69.4	70.2
中央・地方政府 財政収支(名目GDP比、%)	-7.4	-5.1	-2.9	-3.1	-2.8
基礎的財政収支(名目GDP比、%)	-5.7	-3.6	-2.6	-2.5	-2.7
中央・地方政府債務残高(名目GDP比、%)	208.7	234.3	236.6	236.6	236.6

(注) 期間平均値。2016年度までは実績。2017年度は見込み。財政収支は特殊要因を除く。

(出所) 大和総研作成

主要経済指標

年度	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
名目GDP(兆円)	494.5	507.2	518.5	533.9	539.3	549.5	559.3	569.1	576.4	584.4	593.3	602.6	612.6	623.2	634.2	644.9
(前年比%)	0.1	2.6	2.2	3.0	1.0	1.9	1.8	1.8	1.3	1.4	1.5	1.6	1.7	1.7	1.8	1.7
名目GNI(兆円)	508.2	524.7	537.6	554.2	556.3	569.2	580.2	592.0	597.7	604.7	613.8	623.3	633.2	642.7	652.8	664.0
(前年比%)	0.1	3.2	2.5	3.1	0.4	2.3	1.9	2.0	1.0	1.2	1.5	1.5	1.6	1.5	1.6	1.7
実質GDP(2011年連鎖価格 兆円)	499.4	512.5	510.9	518.3	524.4	534.1	541.5	546.1	548.4	552.8	558.5	564.1	570.3	576.3	582.2	588.6
(前年比%)	0.8	2.6	-0.3	1.4	1.2	1.8	1.4	0.9	0.4	0.8	1.0	1.0	1.1	1.1	1.0	1.1
内需寄与度	1.7	3.2	-0.9	1.4	0.4	1.4	1.1	0.7	0.2	0.7	1.0	1.0	1.1	1.0	0.9	0.9
外需寄与度	-0.8	-0.5	0.6	0.1	0.8	0.5	0.2	0.1	0.2	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.2
一人当たり実質GDP(2011年連鎖価格 百万円)	3.9	4.0	4.0	4.1	4.1	4.2	4.3	4.3	4.3	4.4	4.4	4.5	4.5	4.6	4.6	4.6
(前年比%)	1.1	2.8	-0.1	1.7	1.2	1.8	1.4	0.9	0.4	0.8	1.0	1.0	1.1	1.1	1.0	1.1
実質GDI(2011年連鎖価格 兆円)	498.5	510.4	510.6	525.1	533.1	541.4	548.6	553.3	555.4	560.0	564.9	569.6	574.9	580.3	586.8	591.9
(前年比%)	0.9	2.4	0.0	2.8	1.5	1.6	1.3	0.9	0.4	0.8	0.9	0.8	0.9	0.9	1.1	0.9
鉱工業生産(2010=100)	95.8	98.9	98.4	97.5	98.6	103.4	106.6	107.7	107.9	108.8	109.3	109.8	110.4	111.0	111.4	112.1
(前年比%)	-3.0	3.3	-0.5	-1.0	1.1	4.9	3.1	1.0	0.2	0.9	0.4	0.4	0.6	0.5	0.4	0.6
国内企業物価(2015=100)	97.9	99.7	102.5	99.1	96.8	99.1	100.9	103.0	104.7	105.1	106.3	107.7	109.2	110.6	111.1	112.9
(前年比%)	-1.0	1.8	2.8	-3.3	-2.3	2.5	1.8	2.0	1.6	0.4	1.1	1.3	1.3	1.3	0.5	1.6
消費者物価(2015=100)	96.1	96.9	99.8	100.0	100.0	100.4	101.3	102.8	104.4	105.5	106.6	107.9	109.2	110.5	111.8	113.3
(前年比%)	-0.3	0.9	3.0	0.2	0.0	0.5	0.8	1.5	1.5	1.1	1.1	1.2	1.2	1.2	1.2	1.3
コールレート(%)	0.1	0.1	0.1	0.1	-0.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
10年物国債利回り(%)	0.8	0.7	0.5	0.3	-0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
為替レート(¥/US\$)	83	100	110	120	108	112	112	113	111	109	108	108	107	106	104	103
(¥/EURO)	107	134	139	132	119	130	129	125	123	123	123	123	122	121	120	120
経常収支(兆円)	4.2	2.4	8.7	18.1	20.4	23.1	25.0	27.4	26.7	26.3	25.8	25.3	24.2	22.6	22.9	23.4
(名目GDP比%)	0.9	0.5	1.7	3.4	3.8	4.2	4.5	4.8	4.6	4.5	4.4	4.2	4.0	3.6	3.6	3.6
労働力人口(万人)	6,567	6,595	6,616	6,632	6,681	6,732	6,721	6,709	6,702	6,685	6,670	6,654	6,638	6,619	6,605	6,587
(前年比%)	-0.2	0.4	0.3	0.2	0.7	0.8	-0.2	-0.2	-0.1	-0.3	-0.2	-0.2	-0.2	-0.3	-0.2	-0.3
就業者数(万人)	6,286	6,338	6,381	6,413	6,479	6,542	6,543	6,530	6,522	6,499	6,480	6,466	6,451	6,433	6,421	6,403
(前年比%)	0.0	0.8	0.7	0.5	1.0	1.0	0.0	-0.2	-0.1	-0.4	-0.3	-0.2	-0.2	-0.3	-0.2	-0.3
雇用者数(万人)	5,520	5,579	5,627	5,685	5,764	5,831	5,853	5,856	5,864	5,858	5,857	5,858	5,859	5,857	5,860	5,857
(前年比%)	0.3	1.1	0.9	1.0	1.4	1.2	0.4	0.1	0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
失業者数(万人)	280	256	233	218	202	190	178	179	180	186	189	188	187	185	184	184
失業率(%)	4.3	3.9	3.5	3.3	3.0	2.8	2.6	2.7	2.7	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8
名目雇用者報酬(兆円)	253	255	260	264	270	276	282	287	292	296	302	307	312	317	322	327
(前年比%)	-0.3	0.7	1.8	1.5	2.4	2.2	2.1	1.9	1.8	1.6	1.7	1.7	1.7	1.6	1.5	1.7
名目家計可処分所得(兆円)	291	291	293	297	299	304	309	313	316	320	323	329	333	337	341	346
(前年比%)	-0.6	-0.2	0.7	1.5	0.7	1.7	1.6	1.2	1.1	1.0	1.1	1.7	1.5	1.2	1.2	1.4
労働分配率(%)	70.3	68.1	68.5	67.5	68.9	68.6	68.4	68.5	69.6	70.2	70.3	70.2	70.1	70.2	70.3	70.4
家計貯蓄率(%)	2.2	-1.0	0.2	1.0	2.0	2.7	3.2	3.1	2.9	2.4	2.0	2.0	1.8	1.3	1.0	0.7
中央・地方政府 財政収支(兆円)	-35.8	-35.2	-27.8	-23.3	-24.0	-25.0	-21.4	-17.7	-16.2	-16.3	-17.0	-17.4	-17.6	-17.5	-17.7	-17.7
(名目GDP比%)	-7.2	-6.9	-5.4	-4.4	-4.4	-4.5	-3.8	-3.1	-2.8	-2.8	-2.9	-2.9	-2.9	-2.8	-2.8	-2.7
同基礎的財政収支(名目GDP比%)	-5.5	-5.3	-3.8	-2.9	-2.9	-3.3	-2.9	-2.4	-2.2	-2.3	-2.5	-2.6	-2.7	-2.7	-2.7	-2.7
中央・地方政府 債務残高(兆円)	1,138	1,172	1,223	1,260	1,260	1,290	1,317	1,341	1,365	1,388	1,411	1,433	1,454	1,476	1,496	1,516
(名目GDP比%)	230.2	231.0	235.9	236.1	233.7	234.8	235.5	235.7	236.8	237.5	237.7	237.8	237.4	236.8	236.0	235.2
中央・地方政府 純債務残高(兆円)	798	806	827	899	900	921	946	966	988	1,011	1,031	1,051	1,070	1,090	1,109	1,127
(名目GDP比%)	161.3	158.9	159.6	168.4	166.9	167.7	169.2	169.8	171.4	172.9	173.8	174.4	174.7	174.9	174.9	174.7

(注) 2016年度までは実績。2017年度は見込み。財政収支は特殊要因を除く。

(出所) 大和総研作成

供給・資産

年度	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
潜在GDP(前年比%)	0.7	0.8	0.8	0.9	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8	0.9	0.8	0.8	0.9	0.9	0.9	0.9
労働生産性(時間当たり 円)	4,329	4,427	4,400	4,461	4,504	4,575	4,620	4,665	4,690	4,741	4,801	4,859	4,922	4,985	5,044	5,111
(前年比%)	1.6	2.3	-0.6	1.4	1.0	1.6	1.0	1.0	0.5	1.1	1.3	1.2	1.3	1.3	1.2	1.3
総実労働時間(年間一人当たり 時間)	1,769	1,763	1,759	1,751	1,738	1,745	1,750	1,752	1,752	1,753	1,754	1,755	1,756	1,756	1,757	1,758
(前年比%)	-0.6	-0.3	-0.3	-0.4	-0.8	0.4	0.3	0.1	0.0	0.1	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.1
労働力率(%)	59.2	59.5	59.7	59.9	60.3	60.8	60.8	60.9	61.0	61.0	61.1	61.1	61.2	61.3	61.5	61.6
企業部門・純資本ストック(2000年価格 兆円)	1,028	1,029	1,031	1,034	1,036	1,040	1,045	1,051	1,057	1,061	1,066	1,072	1,079	1,086	1,094	1,103
(前年比%)	-0.3	0.1	0.2	0.3	0.2	0.4	0.5	0.6	0.5	0.4	0.4	0.5	0.6	0.7	0.7	0.8
家計金融資産(兆円)	1,652	1,704	1,789	1,786	1,832	1,881	1,912	1,938	1,960	1,982	2,004	2,027	2,051	2,074	2,097	2,119
(対名目GDP比%)	334	336	345	335	340	342	342	340	340	339	338	336	335	333	331	329
対外資産(兆円)	743	873	962	981	1,020	1,056	1,077	1,108	1,129	1,146	1,166	1,187	1,204	1,215	1,226	1,376
(対名目GDP比%)	150	172	186	184	189	192	193	195	196	196	197	197	197	195	193	213
対外純資産(兆円)	306	335	357	333	343	367	382	403	417	429	443	457	469	476	484	532
(対名目GDP比%)	61.9	66.1	68.9	62.4	63.6	66.8	68.3	70.9	72.4	73.4	74.6	75.8	76.5	76.4	76.2	82.5
東証株価指数(TOPIX)	810	1,188	1,326	1,526	1,400	1,701	1,805	1,867	1,903	1,947	2,002	2,062	2,135	2,215	2,303	2,391
(前年比%)	2.3	46.6	11.6	15.1	-8.2	21.5	6.1	3.5	1.9	2.3	2.8	3.0	3.5	3.8	4.0	3.8
全国地価指数(全用途、2000年=100)	52.4	51.3	50.7	50.3	50.2	50.1	51.0	52.0	53.2	53.8	53.9	54.1	54.6	55.5	56.6	57.2
(前年比%)	-3.1	-2.1	-1.2	-0.8	-0.2	-0.2	1.8	2.1	2.2	1.2	0.1	0.4	0.9	1.6	2.1	1.0

前提条件

年度	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
全世界成長率(購買力平価、前年比%)	3.5	3.5	3.5	3.4	3.3	3.7	3.5	3.3	3.2	3.1	3.2	3.1	3.1	3.0	3.0	3.1
原油価格(WTI、US\$/BBL)	92.1	99.0	80.5	45.0	47.9	53.6	61.5	64.0	65.0	62.0	65.0	70.0	75.0	80.0	75.0	82.0
(前年比%)	-5.4	7.6	-18.7	-44.1	6.6	11.7	14.8	4.1	1.6	-4.6	4.8	7.7	7.1	6.7	-6.3	9.3
総人口(100万人)	127.5	127.3	127.0	126.7	126.7	126.3	126.0	125.6	125.1	124.7	124.1	123.6	123.0	122.4	121.7	121.1
(前年比%)	-0.2	-0.2	-0.2	-0.3	-0.1	-0.2	-0.3	-0.3	-0.4	-0.4	-0.4	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5
15歳-64歳(100万人)	80.1	78.9	77.8	76.7	76.2	75.5	74.8	74.3	73.7	73.2	72.7	72.2	71.7	71.1	70.6	70.1
65歳以上(100万人)	30.8	32.0	33.0	33.9	34.6	35.2	35.6	35.9	36.2	36.4	36.5	36.6	36.7	36.8	36.8	36.9
65歳以上人口比率(%)	24.2	25.1	26.0	26.8	27.3	27.9	28.3	28.6	28.9	29.2	29.4	29.6	29.9	30.1	30.3	30.5
消費税率(%)	5.0	5.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	9.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
法人実効税率(%)	37.0	37.0	34.6	32.1	30.0	30.0	29.7	29.7	29.7	29.7	29.7	29.7	29.7	29.7	29.7	29.7

(注) 2016年度までは実績。2017年度は見込み。

(出所) 大和総研作成

予測のポイント

① 今後 10 年の世界経済

- ・ 今後 10 年間（2018～27 年）の世界経済の平均成長率は 3.2%と予測する。予測期間の前半は先進国が牽引し、後半は緩やかに鈍化しつつも、安定成長を辿ろう。米国経済は今後 10 年間で平均 2.0%、欧州経済を平均 1.5%と見込む一方、中国経済は平均 6.0%と緩やかに減速していくと想定する。
- ・ 世界経済のリスク要因は引き続き米国であろう。トランプ大統領の政策、例えば税制改革の実現が、米国のみならず、世界全体にプラスの効果をもたらす可能性がある一方、保護主義的な通商政策は、世界全体の停滞を招く恐れがある。
- ・ Fed は緩やかなペースで引締めを続けるとみられるが、短期的にはインフレへの配慮から利上げペースが加速する可能性も残る。長期金利の上昇には留意する必要があるだろう。

② 日本経済の見通し

- ・ 今後 10 年間（2018～2027 年度）の成長率を、年率平均で名目 1.6%、実質 1.0%と予測する。予測期間前半では、東京オリンピック・パラリンピックや消費税増税が景気に影響を与えるイベントになる。プラスマイナスの材料が交錯しながら、成長率は鈍化しよう。後半は働き方改革等の成果も表れて、民間需要が牽引する形で緩やかに成長していくとみられる。

③ 金融政策の見通し

- ・ 日本の物価上昇率は需給ギャップ改善や原油価格上昇で緩やかに加速するが、日銀のインフレ目標の達成は困難であり、日銀は積極的な緩和姿勢を大きくは変えられないと予想する。

④ 為替レートの見通し

- ・ 日米の金利差拡大は円安圧力だが、トランプ政権など様々なリスクオフ要因によって円高の場面も。予測期間後半にかけて円高方向に振れると想定するが、上昇幅は限定的だろう。

⑤ 生産性見通し

- ・ 少子高齢化が進む日本では生産年齢人口の減少が経済成長の重石となっており、今後も下押し要因となり続ける見込みだ。持続的な成長を実現するためには、労働生産性の向上が本質的に重要であり、そのためには TFP（全要素生産性）を一層向上させる必要がある。
- ・ 特に日本ではサービス産業の労働生産性が低く、製造業でもばらつきが大きい。TFP だけでなく人的資本もまだ上げ余地がある。労働生産性の改善には市場での新陳代謝の促進や企業規模の拡大等が課題であり、市場機能を強化する経済制度や、新技術にも対応できる積極的な社会政策（リカレント教育）など変化に耐える社会制度の構築、保育所増設と配偶者控除見直しなどの制度・政策間のインセンティブ構造の整合性を図る必要がある。

⑥ 地域経済の見通し

- ・ 地域の賃金引き上げにも、地域の労働生産性の引き上げは最重要課題だ。以前より地域でも資本装備率と TFP の影響が弱まり、労働の質が相対的に大きな要因になりつつある。
- ・ 西日本では、産業構成が高い医療、福祉において付加価値額の伸び率が低い一方、従業者数の伸び率は高く、労働生産性の伸び率のマイナス要因となっている。
- ・ 同一産業内でも地域間で生産性格差があり、特に事業規模が 50 人以上の大規模と 1～4 人の零細な事業所で地域間格差が大きい。さらに地方で多い建設業や卸売業、小売業では労働生産性の低い小・中規模事業所へ人材が滞留しやすく、労働生産性は上がりにくい。
- ・ 比較優位分野を強化しつつ、地域でも競争や M&A を促すビジネス環境、高度人材の地域間交流や地域の大学と企業・自治体との連携、人口を集積させる政策などが重要だ。

第 1 部 今後 10 年の世界経済・日本経済

<要約>

ポイント：予測期間の前半は先進国が牽引し、後半は緩やかに鈍化しつつも、安定成長へ

- ・ 今後 10 年間（2018～27 年）の世界経済の平均成長率は 3.2%と予測する。
- ・ 米国経済は今後 10 年間で平均 2.0%、欧州経済を平均 1.5%と見込む一方、中国経済は平均 6.0%と緩やかに減速していくと想定する。
- ・ 世界経済のリスク要因は引き続き米国であろう。トランプ大統領の政策、例えば税制改革の実現が、米国のみならず、世界全体にプラスの効果をもたらす可能性がある一方、保護主義的な通商政策は、世界全体の停滞を招く恐れがある。
- ・ Fed は緩やかなペースで引締めを続けるとみられるが、短期的にはインフレへの配慮から利上げペースが加速する可能性も残る。長期金利の上昇には留意する必要があるだろう。
- ・ 協調減産に伴って、世界的な原油の供給過剰は解消に向かう中、予測期間中の原油価格は緩やかな上昇が見込まれ、予測期間終盤には 80 ドルを上回る水準へ上昇すると想定する。

ポイント：日本経済、前半にアップダウンを経験しながらも、後半は改革の成果に期待する

- ・ 今後 10 年間（2018～2027 年度）の成長率を、年率平均で名目 1.6%、実質 1.0%と予測する。予測期間前半では、東京オリンピック・パラリンピックや消費税増税が景気に影響を与えるイベントになる。プラスマイナスの材料が交錯しながら成長率は鈍化へ。後半は働き方改革等の成果も表れて、民間需要が牽引する形で緩やかに成長していくとみられる。
- ・ 日本の物価上昇率は需給ギャップ改善や原油価格上昇で緩やかに加速するが、日銀のインフレ目標の達成は困難であり、日銀は積極的な緩和姿勢を大きくは変えられないと予想。
- ・ 日米の金利差拡大は円安圧力だが、トランプ政権など様々なリスクオフ要因によって円高の場面も。予測期間後半にかけて円高方向に振れると想定するが、上昇幅は限定的だろう。

1 章 世界経済見通し ～ 予測期間前半は、先進国が牽引する

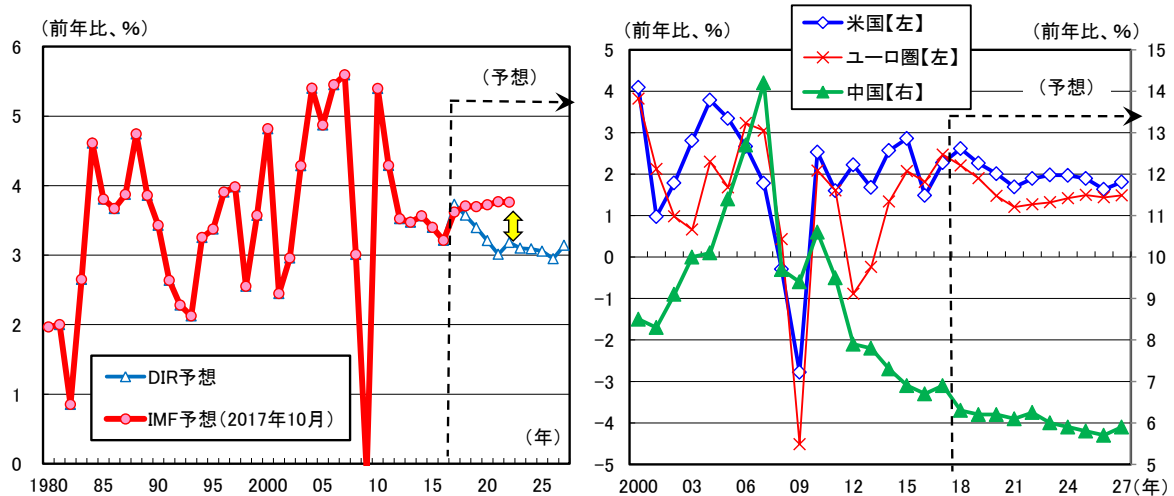
①米国をはじめとする世界経済の先行きに対して、楽観的な見方が強まっている

今回の中期予測で想定する世界経済の今後 10 年間（2018～27 年）の平均成長率は 3.2%であり、予測期間の前半（2018～22 年）の平均 3.3%から後半（2023～27 年）は平均 3.1%へとやや減速すると見込んでいる。個別には、米国経済は今後 10 年間で平均 2.0%、欧州経済を平均 1.5%と見込む一方、中国経済は平均 6.0%と緩やかに減速していくと想定する。予測期間の前半については、足下の世界的な景気回復の流れが広がる中で、米国や欧州など先進国が成長を牽引する形になるだろう。特に、2017 年 12 月に米国で成立した大型の税制改革は、米国のみならず、先進国を中心に、世界の企業行動にプラスのインパクトをもたらす可能性がある。

実際、2018 年 1 月に IMF は向こう 2 年間の世界経済見通しを改訂し、2018 年の世界経済の予想成長率を 3.9%、2019 年を 3.9%と 2017 年 10 月時点から 0.2%pt ずつ上方修正した。新興市場国と発展途上国の成長率が据え置かれる一方、米国やユーロ圏、日本などの先進国・地域の成長率が大幅に引き上げられたことが、世界全体の上方修正につながった。特に、米国の上方修正幅が大きくなっているが、これは税制改革に伴う浮揚効果などを考慮したものとみられる¹。

¹ なお、IMF は、トランプ大統領が誕生した際に公表した見通し（2017 年 1 月時点）では、選挙公約に掲げら

図表 1-1 世界経済の見通し（左）と米欧中の姿（右）



(注) 購買力平価ベース。右図の予想は大和総研。

(出所) IMF (World Economic Outlook, 2017 Oct.), BEA, Eurostat、中国国家統計局資料より大和総研作成

しかしながら、米国が世界全体に更なる好循環をもたらすか、あるいは、自国中心主義の姿勢を強めて、世界の停滞を招くかは依然として不透明である。前例にとらわれない、奔放な言動を繰り返すというトランプ大統領の本質に変化は見られず、短期的には、ロシア疑惑に絡んでトランプ大統領に対する弾劾の可能性も残されており、トランプ大統領の残りの任期3年間は常に米国のリスクを意識せざるを得ない。2018年の中間選挙、そして2020年の大統領選挙を控えて、国内の対立構造による政治の行き詰まりから、国民の目を外に向かせようと保護主義的な通商政策を推し進めれば、米国だけでなく、世界経済全体が下振れする材料になるだろう。

また、一連の税制改革やインフラ投資計画は、米国の潜在成長力を高める可能性を持っている一方で、景気の過熱感を招いてしまい、成熟期を迎える米国経済のピークアウトを早めるリスクもあろう。IMFによると、日本は依然としてマイナスのGDPギャップが残るものの、米国が2017年にプラスに転じたのに続いて、2018年にはユーロ圏がマイナスのギャップを解消することから、先進国全体のGDPギャップが10年ぶりにプラスに転じると推計される²。

リーマン・ショック以降、各国政府は景気対策などの財政出動を行い（欧州の債務危機を招くという副作用も発現したが）、各国の中央銀行は大規模な量的緩和に踏み切って、漸く足下の状態まで辿り着いたのである。大規模な財政・金融政策に対する物価の感応度は以前よりも低く、インフレ率は各中銀のインフレ目標である2%に届いていないが、一部の国では人手不足が深刻になるなど、賃金上昇やインフレ率が高まる素地は徐々に整ってきたように思われる。その象徴がGDPギャップのプラス化であろう。

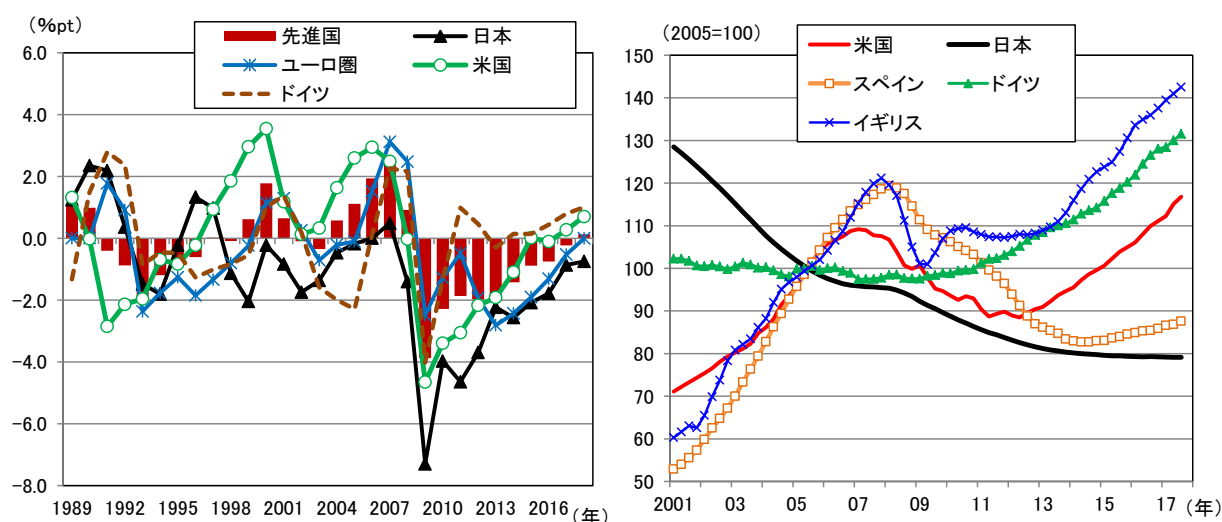
れた大規模減税やインフラ投資などの経済政策が景気を押し上げると見込んで、2018年2.5%と大きく引き上げた経緯がある。その後、2018年を2.1%成長と慎重な見方を示した時（2017年7月）もあったが、最新の見通しでは、2.7%と再び明るい姿になっている。

² ここで言及しているIMFの推計は、2017年10月に公表されたWorld Economic Outlookに基づく。2018年1月に改訂された見通しでは、先進国の2018年の経済成長率は、2017年10月時点から0.3%ptも上方修正されている。従って、図1-2（左）にあるよりも、2018年時点のプラス幅が拡大していると考えられる。

さらに、米国の住宅価格はリーマン・ショック前の水準を上回り、一部では過去最高値を更新するほどの世界的な株高、そして2014年後半から2015年にかけて約7割も下落した原油価格でさえも、2017年後半から緩やかに上昇している。これら資産価格の上昇に対して、中銀サイドからは過度な金融緩和に対する警戒感も聞かれ、正常化への道を辿ろうとしている。ただ、金融緩和が前例のない規模になったように、正常化のプロセスも慎重に進めざるを得ず、時間がかかろう。

先進国の金融政策の本格的な変更は世界的な資金フローの変化をもたらし、新興国にも影響を及ぼすことになる。世界的な金融緩和の終了を契機に市場流動性が低下し長期金利が急上昇すれば、金利上昇とドル高に直面する新興国経済は難しい舵取りを迫られよう。IMF や BIS は2014年頃から、米国の金融政策の正常化に伴う金融市場の混乱に備える必要があると警告してきたが、果たして準備は万端であろうか。このように、中期的には、下振れリスクに留意する必要があるとみられる。

図表 1-2 先進国の GDP ギャップ（左）、先進国の名目住宅価格（右）



(出所) IMF、ダラス連銀資料より大和総研作成

引き続き、米国のトランプ政権の動向や金融政策の行方が、世界経済を動かす

今後のトランプ政権が、世界経済にマイナスに作用するような政策を実行する可能性は排除できない。議会をはじめとする、国内の対立関係から生じる閉塞状況を打破するために、外に向けて強硬な姿勢を示して得点を稼ごうとするかもしれない。特に、2018年11月の中間選挙で共和党が敗北したり、米景気のピークアウト感が出てくれば、その傾向が強まる恐れがある。具体的には、トランプ政権によって保護主義的な通商政策が推し進められるリスクであり、国家間の対立が強まればその悪影響は増幅されよう。また、NAFTAのような、これまで当たり前だと思っていた既存の枠組みが崩れるような先を見通せない状況下では、期待される企業の積極的な行動は手控えられてしまうだろう。

米国の金融政策については、2018年2月に就任したパウエルFRB新議長のもとで、2018～2019年前半にかけて政策金利は緩やかなペースで引き上げられていくと見込む一方、直近Fedメンバーが予想するよりも低い水準で利上げがストップすることを標準シナリオとしている。ただ、トランプ大統領の政策次第ではインフレへの配慮から利上げペースを加速させる可能性には留意が必要である。同時に、Fedが保有する資産の規模縮小、いわゆるバランスシートの縮小が2017年10月から開始されているが、今後も2017年6月に公表済みの計画³に沿った縮小ペースで進められていくと想定する。現時点では、バランスシート縮小に連動して減少する準備預金の水準が「ここ数年よりも小さく、金融危機以前よりも大きくなると予想する」と計画の中に書かれているだけで、最終的なバランスシートの数値は明確化されていない。ただ、今回の想定では、パウエル新議長の過去の議会証言に基づき、2.5兆～3兆ドルの範囲に到達する2022年頃までバランスシートの縮小が続くとみており、長期金利の水準を下支えする要因となろう。

金融政策の変更が想定内で進展していく分には、世界経済への影響は限定的かもしれない。しかし、この一年間を振り返った経験からも、トランプ大統領の予期せぬ言動によって、金融市場がボラタイルに変動することは避けられないだろう。また、米景気が強まれば、米国向けの輸出増加を通じて他の国・地域にも恩恵が及ぶという効果は、米国の税制改革や通商政策の変更によって小さくなる可能性がある。さらに、米景気が過熱しインフレ率が大幅に高まることになれば、Fedは想定外に利上げペースを加速せざるを得ず、リーマン・ショック以降の低インフレ・低金利の世界は大きく変わる可能性がある。

予測期間後半に関しては、トランプ大統領が関与しない世界を想定しているものの、今回成立した税制改革のうち、個人向け所得減税の多くは2025年末に期限切れを迎えることになる。2000年代初めに成立したブッシュ減税も時限立法だったが、オバマ政権下でその後始末を巡って与野党が対立した結果、いわゆる“財政の崖”が景気後退のトリガーになるのではと懸念されたものだ。今回の場合、2025年末に想定される“崖”の規模は相対的に小さいと考えられるが、何らかの緩和措置が取られなければ、2026年の景気を下押しする要因となろう。

米国経済は、今後10年間で均せば2.0%程度の成長を辿ると予測する。2018～19年にかけては年平均2.5%成長と、税制改革による押し上げ効果も見込んでいる。ただ、同効果は持続的に拡大するものではなく、徐々に逡減していくとみられるため、予測期間前半の年平均2.1%から予測期間後半は年平均1.9%に鈍化し、CBOが推計する潜在成長率(2021～27年で平均1.9%)とほぼ見合う伸びになろう。

ユーロ圏経済は、2017年に2.5%という10年ぶりの高い成長を実現した。堅調な個人消費に加えて、世界的な景気拡大を追い風に輸出や企業の設備投資も活発になり、内需を中心に、よりバランスの取れた成長となっている。中長期的な見通しについては、2018～27年の10年間で均して1.5%成長と緩やかに拡大していくと予想するが、予測期間前半では、2017年と同じ構図が続くことから、特に2018～19年も2%前後の高めの成長が期待される。ただ、当社の想定では、世界経済の成長率

³ 「政策正常化の原則と計画に関する補足 (Addendum to the Policy Normalization Principles and Plans)」
<https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20170614c.htm>

は、今後一段と加速していくというよりも、徐々に減速しながらも、安定的に推移するというものである。従って、ユーロ圏の外需寄与度も縮小していくだろう。一方、金融面では、マイナス金利導入や量的緩和を実施してきた ECB は、デフレ懸念の後退を受けて、非伝統的な金融緩和の軌道修正を進めている。2017年4月から量的緩和の規模を縮小させたのに続いて、2017年10月には、2018年1月以降、資産買取額を毎月300億ユーロに半減させつつ、少なくとも同年9月末までは買取を継続する方針を決定した。もっとも、デフレ懸念が後退したとはいえ、ユーロ圏のインフレ率は、ECBが目指すインフレ目標に届いておらず、ECBは慎重に金融緩和策の修正を進めていくだろう。ECBは2018年中に資産買取を停止し、利上げに踏み切るのはFedから後れること約4年、2019年になると見込まれる。

一方、イギリスとのEU離脱交渉は2019年3月までには完了する計画だが（移行のための準備期間を考慮すると、2018年秋口が実質的なタイムリミットという指摘もある）、交渉プロセスは緩慢であり、離脱後のEUとイギリスの関係は依然として不透明なままだ。予測期間前半の一つのリスク要因として意識されよう。

また、新興国に対する見方は、前回（2017年2月）、トランプ大統領の登場を受けて下方修正したが、今回は概ね前回の見通しを踏襲している。予測期間における中国の成長率は年平均6.0%と予想し、後半にかけて緩やかに鈍化していくとみており、前半の6.2%から5.9%に低下しよう。2020年まで平均6.5%以上の成長を目指す中国当局の想定をやや下回るとみているが、それでも、成長パターンが投資主導から消費主導へスムーズにシフトする構造変化を前提にしている。賃金上昇や環境悪化に対する規制などを受けて生産国としての魅力を失いつつあるものの、10億人を超える人口を抱える中国市場は巨大であり、消費主導に移行できれば今後も底堅い経済成長が見込まれる。習近平指導部は、国内の構造改革を推進しなければならないと同時に、米国、特に強硬な姿勢を見せるトランプ大統領とは、為替を含めた通商政策や安全保障などの点で対立する可能性がある。世界経済の第1位と第2位の国同士の摩擦がどの程度エスカレートするかは不確実だが、中国政府はこのような内憂外患に対して難しい舵取りを迫られよう。

このように、ユーロ圏経済は堅調に推移すると予想される一方、中国の成長率が、5年に1度、共産党大会が開催される年（2022年や2027年）にはやや上向くものの、基本的には潜在成長率の鈍化に合わせてスローダウンしていくと想定される。この結果、予測期間を通じて、世界全体の成長率は3%台前半にとどまるだろう。

②米国経済の見通し

(i) トランプ大統領の存在感

1年前の2017年初め、世界経済の混乱や先行き不透明感は、米国で生じた状況に起因していた。すなわち、トランプ大統領の誕生であり、選挙期間中からの前例にとらわれない奔放な発言や政治経験のなさが不安視されたのである。大統領になれば言動は落ち着くのではないかという期待もあったが、実際には大きな変化は見られなかった。経済面に関しては、トランプ大

統領が公約に掲げた財政拡張政策に対する期待感が高まる一方、彼自身のキャラクターから、先行きは極めて不透明であるというリスクが常に意識されてきた。

一般に、米国の大統領は、二期8年を視野に、一期目は4年後の再選を果たすために公約実現を図りながら、アピールする実績作りに注力する。しかしながら、議会内の対立、特に与党である共和党内の足並みの乱れから審議は停滞し、トランプ大統領が、就任100日間で立法化を目指すとした項目のうち、実際に100日間で彼が署名できた目ぼしい法案は皆無だった。そこで、トランプ大統領は、大統領令や大統領覚書を連発してオバマ前大統領のレガシーを次々とひっくり返そうとし、実績を取り繕おうとしたのである。また、トランプ政権における、政府高官人事の指名・承認手続きは停滞しており、政策執行能力の低さにつながっている。

序盤で躓いたトランプ政権1年目の成果を振り返ってみると、挫折と勝利の二つに集約されよう。つまり、2017年7月末のオバマケア撤廃・代替の挫折であり⁴、同年末の税制改革法成立という勝利である。前者は、共和党内の足並みの乱れに起因するものであり、トランプ大統領の指導力不足を露呈した形となったが、後者では、造反者を最小限にとどめて実現にこぎつけた。この背景には、減税を中心とした税制改革の場合、財政赤字拡大を懸念する向きはあったものの、多くがメリットを享受できる点で総論の賛成を得やすかったといえよう。それ以上に、2017年11月の州知事選での敗北に続いて、負けるはずのなかった同年12月のアラバマ州の上院補選で、共和党内の対立によって民主党に議席を奪われたショックから、中間選挙に向けて少しでも実績を作りたい大統領と議員の思惑が、より現実的な対応を促したとみられる。

一年間の株価の推移をみると、税制改革への期待が高まった2017年末にかけて最高値を更新し、雇用者数も歴代大統領と遜色のないペースで増えている。このように、景気が堅調であるにもかかわらず、ロシア疑惑などを払拭できずに、トランプ大統領自身を取り巻く環境は厳しく、トランプ大統領の不人気ぶりは相変わらずである。

カギを握る11月の中間選挙

トランプ大統領が本気で2020年の再選を目指すのであれば、もっと国民世論を気にするべきだろう。というのも、2016年の選挙では、トランプ大統領は選挙人の過半数を獲得することには成功したが、一般投票の投票数では、民主党のクリントン候補の方が約300万票も多かったからだ。それ故、トランプ大統領の支持率が過去の大統領よりも低くスタートしても不思議ではないのだが、この一年間、支持率は低迷したままで、戦後の歴代大統領の中で過去最低という有り難くない称号も得ている。ただ、トランプ大統領の支持率は35~40%と底堅く推移している。特に共和党支持者の8割以上が支持しており、前例にとらわれない彼の行動力に期待して投票した国民は、実現・未実現に関係なく、公約に沿ってトライする様をむしろ評価しているかもしれない。そのような根強い支持者を失望させるとしたら、トランプ大統領が議会民主

⁴ 共和党指導部は2017年9月下旬にもオバマケアの見直しに再挑戦したものの、共和党内をまとめ切れず、採決そのものを断念した。これ以降、もう一つの重要な公約である税制改革に注力していくことになる。

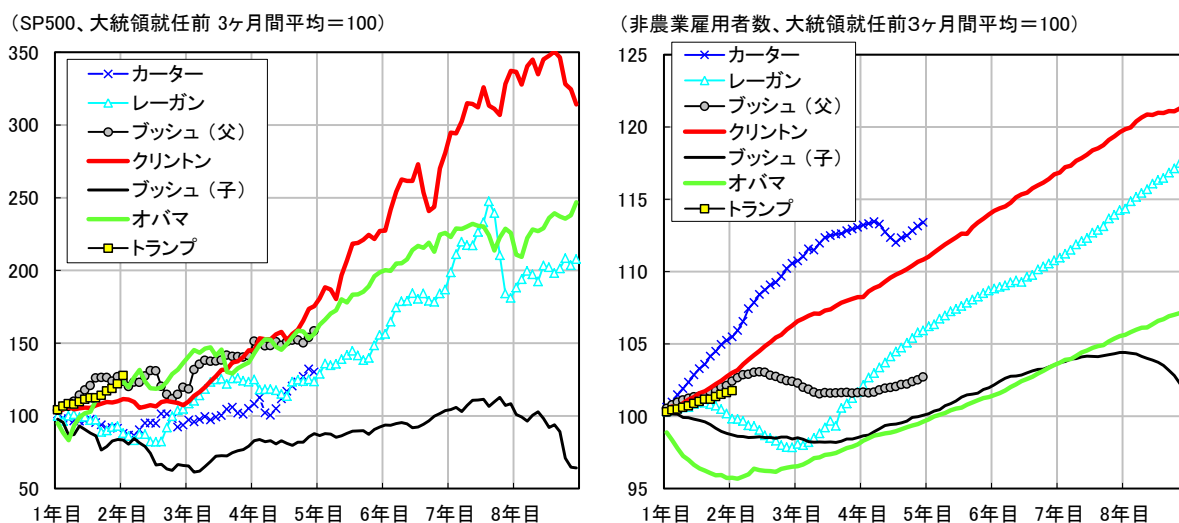
党と妥協して公約を違えるような場合、あるいは政策が進展せず、景気が悪化して支持者自身の生活が脅かされる場合だろう。

アラバマ州の上院補選の結果、上院における共和党と民主党の差はさらに縮まり、共和党から2名の反対者が出れば過半数を割り込み、すべての審議がストップしてしまう状況にある。従って、共和党の結束が維持されることが必須であり、2018年は綱渡りの議会運営が続くことになる。本来であれば、トランプ大統領は民主党の一部と妥協して超党派で話を進めることが現実的だが、民主党側から不人気のトランプ大統領に擦り寄る必然性はなく⁵、対立の構図を中間選挙のある2018年11月まで維持すればよい。難しいのは、共和党の立ち位置だろう。選挙を前にして共和党のトランプ離れが加速する可能性は高いとみているが、彼のコアな支持者を敵に回せば、共和党内の予備選を勝ち抜くことが覚束なくなる議員も出てこよう。

もし、トランプ大統領がより現実的な対応に転じるとしたら、共和党が中間選挙で敗北し議会の過半数を失う（2010年中間選挙の民主党・オバマ大統領と同じ立場に）、あるいは企業経営者が気にする株価が大幅に下落するケースが想定されるが、株価は大統領就任前よりも大幅に上昇している。一般的に、中間選挙では政権への批判票が投じられやすく、野党が議席を増やす傾向がある。2018年11月の中間選挙次第では、オバマ前大統領の最大のレガシーが、就任して一年余りで成立させたオバマケアであったように、トランプ大統領のレガシーが2017年末の成立させた税制改革になってしまうかもしれない。

なお、今回の米国経済の中期予測でも、トランプ大統領の再選は想定しておらず、2021年には別の大統領が誕生していることを前提にしている。ただ、2016年に生じたサプライズが二度と起きないと断言することも難しい。

図表 1-3 トランプ大統領の成績を歴代大統領と比較する ～ 株価（左）と雇用者数（右）



(出所) BLS、Standard & Poor's、Haver Analytics 資料より大和総研作成

⁵ トランプ政権が、2018年1月下旬に移民制度改革の妥協案を発表したところ、野党である民主党だけでなく、与党の共和党からも厳しい批判を受ける羽目になり、政策を推進する困難さを表している。

(ii) トランプ大統領の政策は米国の生産性（潜在成長率）を高めるか？

成熟期に入る米国経済

米国経済は2009年7月から始まった景気拡大局面にあり、2017年末で既に8年半が経過し、2019年7月には、1990年代に記録した10年間に及んだ景気拡大を上回って過去最長となる計算である。果たして、トランプ政権の4年間のうちに過去最長を更新するか、あるいは景気のピークを迎えるのかが注目される。

米国経済の先行きに関しては、内需の拡大を中心とした、自律的な景気拡大が続くと見込まれる。加えて、税制改革の内容が2018年1月から適用されており、米景気が成熟期を迎える中でどのような影響を及ぼすかがポイントになる。短期的には、2018年以降、個人向けの所得税減税によって、可処分所得の増加が見込まれることに加えて、税制改革を受けた企業の賃上げの動きが広がりつつあり、個人消費は底堅く推移するだろう。企業行動に関しては、米国企業のキャッシュフローが潤沢である点を踏まえると、税制改革に盛り込まれた法人税率の引き下げや設備投資減税による資本コスト低下の効果は限定的にとどまる可能性がある。一方で、減税などの政策によって企業の期待成長率が押し上げられれば、採用や設備投資等の計画を上振れさせる可能性もあろう。

トランプ大統領の言動はいたずらに摩擦を引き起こしている側面はあるが、その行動原則・ルールはいたってシンプルで、「米国第一 (America First)」ということになる。米国第一主義は、雇用や投資の国内回帰を通じて短期的には米国の成長にプラスに寄与するとみられる。だが、その裏返しとなる保護主義的な通商政策は世界的な摩擦を引き起こし、巡り巡って米国経済にマイナスに作用しよう。足下では、そのような通商政策が推し進められるリスクが高まっている。2018年1月、トランプ大統領は、太陽光パネルと洗濯機に対してセーフガード（緊急輸入制限措置）を発動した。政権の主な目的は、輸入の抑制および貿易赤字の縮小にあるが、関税引き上げなどの措置は、物価上昇などを通じて、米国内需にも悪影響を及ぼす可能性がある。また、貿易相手国による対抗措置は、米国からの輸出を抑制する要因になる。トランプ大統領は、NAFTA など既存の FTA についても脱退をほのめかすような発言を繰り返していることから、今後の交渉の進展は、米国経済の先行きを考える上で大きな注目点となる。

このように、トランプ大統領が掲げる政策によって短期的には米国の成長率は押し上げられると見込まれるが、中長期的には米国の競争力はどうなるだろうか。

米国経済の新陳代謝を図る上では、企業サイドの動き（開業率、技術革新などのイノベーション）とともに、労働者サイドの動きも重要であろう。米国の労働市場は、失業率を見る限り、完全雇用の状態に近づいているが、この2~3年を見ると、就業率が上昇に転じる一方で、労働参加率は低迷したままである。これは雇用の流動性が低下し、限られたパイの中で人をやり繰りしている様を表している。米国内の企業の新陳代謝を示す開業率の低下は、労働参加率の低下トレンドと合わせて米国経済のダイナミズムが失われている可能性を示唆していると考えられる。

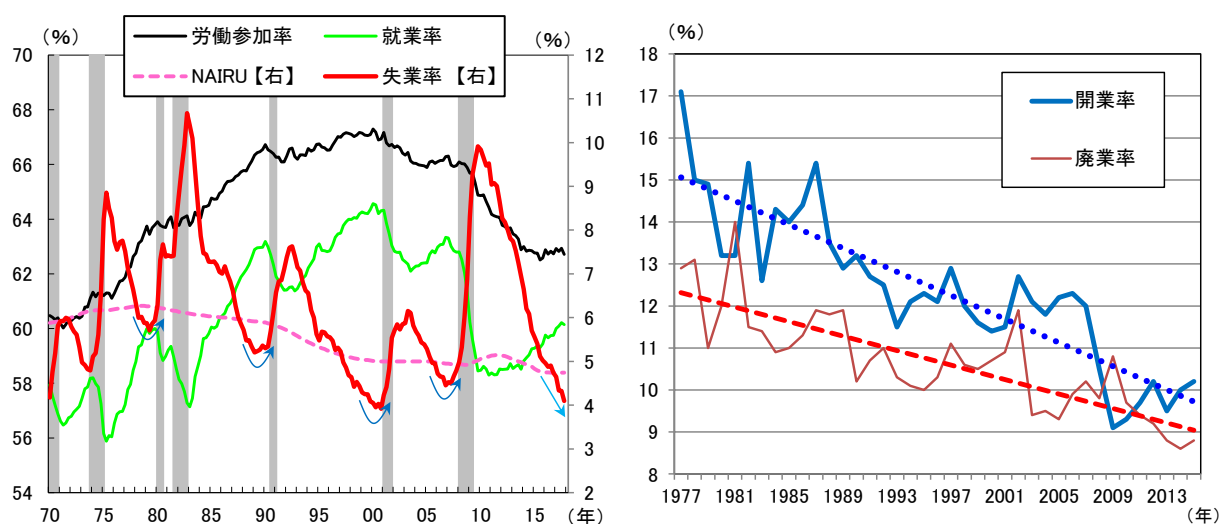
トランプ大統領が信条とする“Hire American”（米国人を雇おう）を推進した場合、労働市

場の需給がタイトになっている現状を踏まえると、国内の雇用を増やそうとすれば、企業はより高い賃金を払う必要があるだろう。賃金に見合った質の高い従業員を確保することができれば問題ないが、労働市場に新たに参入する人々に頼ることになれば、労働市場から退出していた期間が長いほど彼らのスキルは陳腐化しているリスクがあり、企業は生産性の低い人に高い賃金を支払わなければならない状況に直面しよう。さらに、トランプ大統領が不法移民を国外に排除し、新たな移民の流入を制限しようとするれば、農業等や建設業、レジャー・娯楽、企業向けサービス、そして製造業など、非米国生まれの依存度が高い業種では人手不足に陥ってしまう恐れがある。これら労働集約的な産業は、低賃金によって人件費を抑えられてこそ、経営が成り立っている側面が強い。

また、トランプ大統領は“Buy American”（米国製品を買おう）を推進するために、インフラ建設の材料や製品について、米国内で一貫して製造した物を使うように強く求めているが、これも、高品質で安い材料を排除して建設コストを増やす可能性がある。最終的に、コスト増を消費者に転嫁するか、あるいは企業自身が負担せざるを得ず、従業員（賃金抑制）や株主（株価下落）に悪影響が及ぶであろう。さらに、インフラ費用の増加が政府の歳出増を招き、納税者の負担増にもつながろう。

トランプ大統領は、今後、自らの主張で別の政策の首を絞めるという矛盾を多く引き起こしかねない。これでは、短期的に支出を増やすことで米景気を過熱させても、中長期的に重要な生産性の向上はままならず、潜在成長率も高まらない。

図表 1-4 米労働市場のタイト化（左）、米国の開廃業率（右）



(注) 左図：労働参加率＝労働力人口／16歳以上人口、就業率＝就業者／16歳以上人口、影が後退局面。

右図：米国の開廃業率は、雇用主の発注・消滅をベースに算出されている。

(出所) BLS、センサス局、NBER、Haver Analytics 資料より大和総研作成

(iii) 税制改革のインパクトの賞味期限 ～ 過度な期待は禁物、長期的な視点が重要に

2017年12月に急ピッチで成立した税制改革

レーガン政権下の1986年以来となる大規模な税制改革が実現された⁶。2001～03年のブッシュ減税は個人の所得減税がメインであったが、今回は個人向けだけでなく、企業向けの税制改革が大きな柱になっている点が31年ぶりと言われる所以である。さらに、企業絡みで国際課税の方針が大きく変更されている。

今回の税制改革が財政に与えるインパクトをみると、2018～2027年度累計では1兆4,560億ドルの財政赤字拡大であり、うち個人税制改革が1兆1,266億ドルの減収、企業税制改革が6,538億ドルの減収、国際税制改革が3,244億ドルの増収となっている。予算措置で決められた1.5兆ドルの枠組みに収めるために、米国内での減収を国際課税の強化で補っている形である。ただ、個人でも、企業でも、増税策と減税策の組み合わせになっており、国際課税に関しても、長期的に発生するであろう増収効果を短期間に顕在化させるために企業を優遇している措置も含まれている。つまり、個人や企業の個々の立場によってメリットやデメリットが大きく変わるために単純な減税策とはいえず、今後仔細が公表される当局のガイダンスや実際の法律の運用に左右される面もあって、複雑な税制改革となっている。

法案成立後の株式市場の熱狂とは裏腹に、国民の満足度は低いようで、実際、Gallup社の世論調査を見ると⁷、成立した税制改革に対する支持率は33%にすぎず、反対は55%と過半数を占めている。例えば、大都市の住民の場合、これまで認められていた控除が減って、むしろ増税になるケースもあるという。やはり最大のメリットを受ける企業が株主や従業員に還元しないと、減税効果は限定的になる可能性がある。

今回の税制改革には、課税方式が、これまでの全世界所得課税方式から領土内所得課税方式に変更され、海外子会社から国内の親会社への配当については非課税となることが決定した。同時に、企業がこれまで海外にプールしてきた留保利益に対しては、一定の税率でみなし課税される。その納税（分割納税も可能）のために、国内に資金を還流する、いわゆるレパトリが発生しよう。ただ、レパトリの規模がどれくらいになるかは、個々の企業の資金需要によって異なるとみられる。

機械的な計算になるが、海外の留保利益が1,000億ドルある企業の場合、すべてキャッシュであれば155億ドルの納税義務が生じる。手持ちの資金に余裕がなければ、少なくとも155億ドル分を還流する必要があるが、仮に国内に100億ドルの資金があれば、還流する規模は55億ドルにとどまる。また、分割納税が選択できることから一年間で還流させる必要もない。

一方で、米国第一を謳うトランプ大統領に対して、今回の税制改革を受けて国内投資や雇用

⁶ 1986年の税制改革では、法人税率が46%から34%に引き下げられたために、今回の税制改革と比較される。だが、当時は、併せて、投資税額控除の廃止や加速度償却制度の縮減による課税ベースの拡大、所得税の累進構造のフラット化も実施されており、税収中立の改正であった点は今回と大きく異なる。なお、法人税率は、クリントン政権の1993年に35%に引き上げられて、それ以降、25年間近く変更されなかったのである。

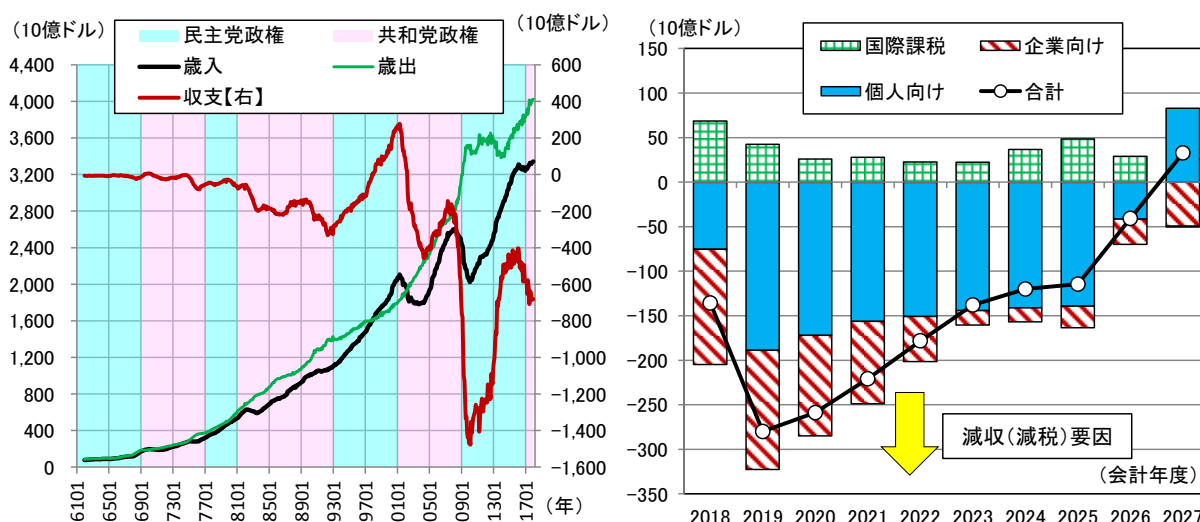
⁷ <http://news.gallup.com/poll/225137/americans-remain-negative-tax-bill-passage.aspx>

を増やすと宣言した方が、企業にとってプラスになろう。レパトリに関係なく、当初から予定していた投資計画であっても、税制改革のおかげで実現したといえ、トランプ大統領は政策の成果を主張できるだろうし、企業も、追加の手間がかからない形でトランプ大統領にアピールできる。

また、ブッシュ政権下の 2005 年に実施されたレパトリ減税⁸と、今回の税制改革における措置には、大きな相違点が二つある。まず、前者の場合、レパトリを企業が実施するインセンティブが設けられていた点だ。つまり、通常ではあれば還流時に 35%課税されるのに対して、一定の条件付きながら配当の 85%の控除を認める（つまり適用される税率は 5.25%）という優遇措置である。第二に、一年限りで戻した配当が対象となる時限措置だったことである。その結果、2005 年に約 3,000 億ドルという資金が米国に還流された（2004 年は約 800 億ドル）。

一方、今回は、企業がレパトリを積極的に行うインセンティブもなければ、期間も限定されていない。簡単にいえば、2007 年末時点で海外に留保されていた利益に対して、当該企業は強制的に納税の義務を負い、実際の資金還流の有無に関係なく納税しなければならない。ただ、海外留保利益を全額戻す必要はなく、納税分で事足りる。また、国内の手持ち資金に余裕があって、それを納税に充てるならば、還流する金額は不足分だけでよい。さらに、分割納税が選択できることから、企業は今年中に慌てて還流する必要もないのである。従って、2005 年のような短時間で巨額な資金が還流されるというインパクトは、今回の場合、生じない可能性が高い。また、米国企業が、海外に米ドル建てで保有しているのであれば、仮に米国内に還流しても、為替市場に与えるインパクトは限定的だろう。

図表 1-5 財政収支の推移（左）、税制改革が財政収支に与えるインパクト（右）



(注) 左図：12ヶ月累積。

(出所) 財務省、CBO、JCT、Haver Analytics 資料より大和総研作成

⁸ 正確には、2004 年米国雇用創出法 (American Jobs Creation Act of 2004) の中の、国内再投資目的の本国送金に係る控除になる (参考：財務省 財政金融統計月報 2005 年 4 月号)。

忘れがちなサンセット条項の存在

今回の場合、個人向けの税制措置を中心に 2025 年末までのサンセット条項が多いことから、ブッシュ減税時に大きな問題となった“財政の崖”と似たような現象が生じる可能性が高いとみられる。つまり、多くの個人向けの税制措置は、2026 年になると、税制改革前（9 年前）の状態に戻ってしまうため、減税の恩恵を受けてきた家計にとっては、実質増税に直面することになる。財政面では改善するものの、実質増税によって景気が悪化すると懸念されるわけだ。具体的には、引き下げられた税率や大幅に拡大された標準控除・子ども税額控除・代替ミニマム税の基礎控除が 2018 年よりも前の水準に戻る（増税）一方、廃止された人的控除の復活や縮小された項目別控除が元の水準に戻る（減税）ことになる⁹。

2001～03 年に成立したブッシュ減税は、当初 2010 年末までの時限立法だったが、何度か延長を繰り返した後、2012 年末に期限切れを迎えようとしていた。当時は、実質増税と同時に強制歳出削減も予定されていたことから、大幅な財政緊縮策によって米国経済が崖から落ちるようになり悪化してしまう、いわゆる“財政の崖”として問題視された。それにもかかわらず、議会は、与野党の対立から期限間際まで妥協できなかったのである。いたずらに時間を費やした結果、先行きへの不透明さが高まり、米国経済にネガティブに作用したことは記憶に新しい。

今回の場合、2025 年末に想定される“崖”の規模は相対的に小さいと考えられるものの、増税措置と減税措置の複雑な組み合わせとなるために、個別にはどの程度のインパクトになるかは分からない。ただ、2018～2025 年まで 8 年間続いてきた制度が元に戻ることにできれば、大きな影響は避けられないため、現実的には、何らかの緩和措置が取られる可能性が高い。逆に、企業関連では、一部に 2026 年末や 2027 年末までのサンセット条項はあるが、目玉である法人税率を 21%に引き下げることが恒久化されており、企業経営者の立場からすると、将来の増税を心配する必要がない。従って、全体の金額では、個人向けの減収効果が大きくなっているが、その先の効果も含めて考えると、やはり今回の税制改革は企業向けという要素が強いといえる。

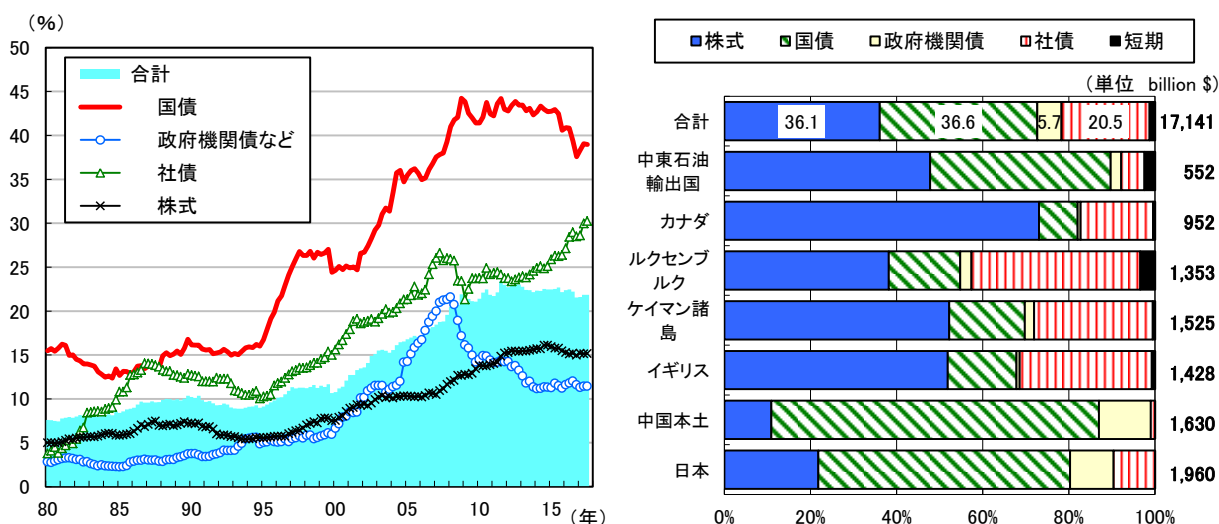
一方、税制改革がもたらす副作用という点では、税制改革によって財政赤字が大幅に膨張することが懸念される。連邦政府の財政赤字は、リーマン・ショックによって 1.4 兆ドルまで膨らんだが、オバマ前政権下で 4,000 億ドルまで縮小したのち、2016 年以降再び増加している（2017 年度には約 6,700 億ドル）。さらに、今回の税制改革に伴って、2018～27 年度の累計で約 1.5 兆ドルの赤字が拡大することになる。なお、前述した 2025 年のサンセット条項が延長された場合には、景気の落ち込みは回避される一方、財政赤字の縮小は滞るだろう。

米国にとって、増加する財政赤字をどうファイナンスするかが大きな課題になり、国債の需給バランスが崩れれば長期金利を押し上げる方向に作用しよう。長期金利の急上昇は景気動向や株式市場にとってネガティブな材料であるから、米国政府も神経を使おう。需要サイドから Fed が身を引いている現状で、米国債の約 4 割は海外勢（このうち約 4 割は中国と日本の二カ国で占める）が保有しており、当該国の政策判断に影響される点はリスク要因といえる。

⁹ 実際、財政収支の観点からは、サンセット条項の影響がなくなる 2027 年度単年でみれば、個人向けは 830 億ドルの増収になると、JCT は試算している。

また、債務上限引き上げ問題の議論の行方にも注視しておく必要がある。2018年1月末に、CBOは同年3月前半に資金が枯渇する可能性があるという債務上限に関する見通しを公表し、従来よりもデッドラインが早まった。政府機関の一部閉鎖に比べると、米国債のデフォルトは一時的とはいえ、市場へのインパクトが大きい。債務上限問題をクリアしない限り、トランプ大統領の未着手の公約であるインフラ投資を実現することは難しい。従って、財政支出、いわゆる真水を極力使わない、民間資金に依存したインフラ投資の枠組みの構築が求められよう。

図表 1-6 外国が保有する米国の資産 ～ 保有率 (左)、国別・地域別の内訳 (右)



(注) 左図：各系列とも、外国人保有額÷総残高。右図：数値は2016年6月末。国債は短期を含む。

(出所) FRB、財務省、Haver Analytics 資料より大和総研作成

(iv) トランプ政権の通商政策のスタンス

トランプ大統領は TPP のような多国間の枠組みよりも、FTA など二国間の結びつきを重視する姿勢を示してきたが（この点では、単純な保護主義、閉鎖経済を志向しているといえない）、この 1 年間ではあまり成果は挙がっていない。逆に、NAFTA 再交渉をはじめとする通商交渉の長期化は、米国にとって不利益をもたらすものと思われる。既に、2017 年 12 月には日本と EU は EPA について最終合意し、それぞれの議会の手続きを経て、2019 年秋までの発効を目指す段階に取りになっている。さらに、トランプ大統領が恒久的な離脱を表明した TPP については、米国を除く TPP 交渉に参加していた 11 カ国により、2018 年 1 月に新たな協定 (TPP11) で合意し、3 月には署名式を目指すことになっている。このように、米国にとって農産物の主要な輸出入先である日本は、オーストラリアに続いて、カナダや EU といった主要な農業国と協定を結ぶことになり、米国は、対日輸出の観点から関税など不利な環境に置かれよう。

2018 年に入って、トランプ大統領は TPP など多国間協議に含みを持たせる発言をしているが、オバマ政権時代の合意内容は認めず、あくまでも自らに有利な内容になるならば応じるという、米国第一主義の原則を変えていないようだ。つまり、トランプ大統領は、二つのシンプルなルール (“Buy American and Hire American”) に沿うものであれば、米国内で雇用をネットで増やす主体が国内企業でも海外企業でも関係なく、歓迎する姿勢を見せる。反対に、米国内から海外に生産拠点を移そうとする企業に対しては高い関税を課すと厳しく、米国に拠点のある企

業が海外（メキシコ等）で製造した製品を米国向けに輸出することも気に入らないようだ。

目下の焦点は、2018年3月を目途に進められている NAFTA の再交渉・協定の見直しであり、その内容次第では、メキシコに進出している米国企業だけでなく、日本企業を含めた海外企業も大きな影響を受けるだろう。NAFTA を前提に、サプライチェーンの最適化のために既にメキシコに投資した企業にとって、業績面での不透明さが増すだろうし、メキシコへの新規投資は控えられよう。トランプ大統領の強硬姿勢が一段と強まれば、リスクを抑制したい企業にとっては、米国に直接投資をするのが次善の策になるだろう。既に多くの企業が米国内での投資計画を打ち出している。当然ながら、米国の市場が最終需要地として魅力的であることが前提になるが、この動きをさらに加速させそうな要因が、大幅な法人税率引き下げをはじめとする今回の税制改革である。

ただ、長期的にみた場合、このような企業の判断が企業や米国経済全体にとってプラスになるかは不透明である。例えば、グローバルな企業の場合、人件費の安さなどを理由に経営判断した計画がひっくり返されて、よりコストがかかるなど経営資源の最適な配分が実現できないという意味でマイナスである。また、タイトな状況にある米国の労働市場で企業が新規雇用を増やす動きを加速させれば、賃金上昇率が一段と高まることは避けられない。ミスマッチで思ったような人材を確保できなければ、企業の生産性が落ちる可能性も否定できない。

これから築こうとした、あるいはこれまで構築してきたサプライチェーンが崩れ、混乱のためにモノやヒトの価格が上昇してしまうと、最終的に企業や消費者はそのコストを負担することになる。彼らの厚生、ひいては社会的厚生が低下する恐れが大きい。

（v）米国の金融政策の行方

金融政策を担う Fed のトップは 2018 年 2 月からパウエル新 FRB 議長に交代したが、彼は前任のイエレン議長の路線を継承するとみられることから、実体経済の拡大に加えて、トランプ減税の景気押し上げ効果によるインフレ期待の高まりに対応し、2019 年にかけて緩やかな利上げを継続していくと予想する。また、従来通り、Fed メンバーが想定するよりも低い水準、現在示されている長期目標には届かない水準で、利上げがストップすることを標準シナリオとしている。なお、パウエル新議長は、2012 年 9 月に決定された量的緩和策に賛成しながらも、消極的な姿勢を示していたことが議事録の公開によって明らかになった。しかし、これが 2018 年以降の出口戦略に大きな影響を及ぼすとは考えにくい。2012 年当時は、リーマン・ショックの 2008～10 年時とは状況が異なるというのが慎重であった理由であり、それ自体に違和感はなく、パウエル新議長が現状に即して政策を選択していくという見方に変更はない。

中央銀行が政策金利などの金利水準を引き上げる、あるいは引き下げるといった判断の根拠の一つにするのが、(予想を含めた) インフレの動向である。世界的に低インフレの状態が続いており、なかなかインフレ目標である 2% に届かないことから、その目標にこだわらない意見も出てきている。例えば、米国では、インフレ目標に代わる目標を検討すべきであるという意見が挙がっており、サンフランシスコ連銀のウィリアムズ総裁は物価水準目標を提唱し、バーナ

ンキ元 FRB 議長も目標を見直すべきという考えである。他にも、物価水準や名目 GDP を目標とすることを研究する価値があるという連銀総裁がいる一方、セントルイス連銀のブラード総裁のように、現行の物価上昇率が適切という意見も根強い。

2017 年 12 月時点の Fed メンバーが想定する利上げペースは、2018 年に 3 回（年末の中央値 2.125%）、2019 年に 2～3 回（同 2.688%）、そして、2020 年には 1～2 回（同 3.063%）が見込まれている。2020 年末には、彼らが予想する長期的な（longer run）政策金利の水準 2.750% を上回ることが一つの特徴といえよう。過去を振り返ると、米国の潜在成長率が低下傾向にある中、長期的な政策金利の水準も変化してきた。2012～13 年は 4.00% 程度だったが、14 年央に 3.75% に下がり、16 年央に 3.00%、そして 2017 年 9 月からは 2.750% まで低下している。

予想を含めたインフレ率次第で金利の引き上げ幅が左右されようが、そのインフレ率に直接的に影響する要因の一つが賃金上昇率である。言い換えれば、賃金上昇率が抑制されているためにインフレ圧力も高まらず、それ故、引締めを急ぐ必要はないという議論になる。一方、労働市場が逼迫している現状について、異論を挟む向きは少ないだろう。Fed が 2018 年 1 月に公表したベージュブックの中でも、特定の業種・分野だけでなく、“広範囲”に賃金上昇が見られると言及されており、先行きのインフレを考える上でポイントになる。

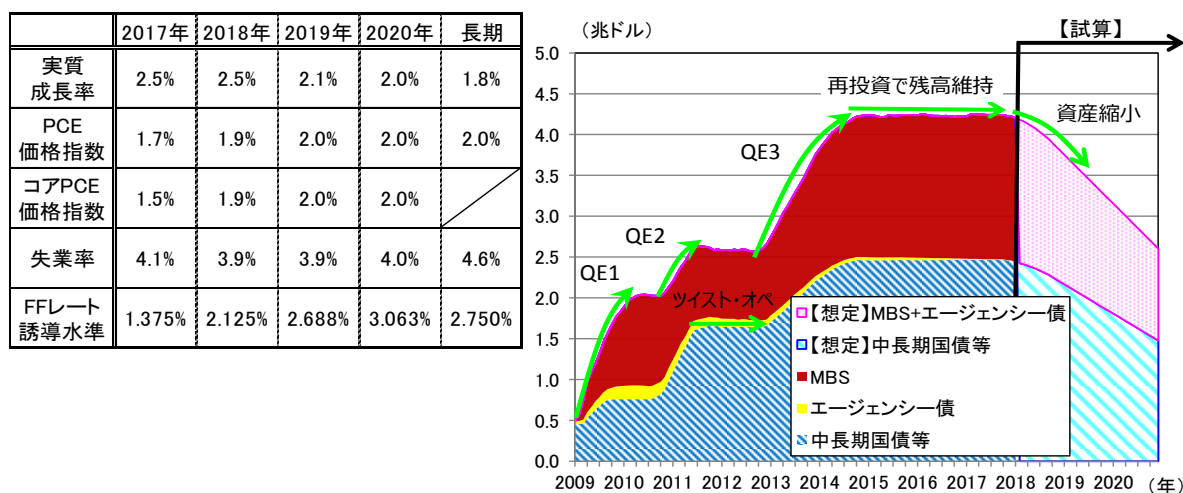
米国内の雇用拡大と物価安定を目標に掲げる Fed は、今回の企業・個人を対象にした税制改革等の需要喚起策によって、どれだけ雇用者が増加し、賃金が上昇し、インフレ率が加速していくのか注視する必要がある。2017 年 12 月時点の Fed メンバーの見通しでは、税制改革の効果を織り込む形で 2018～19 年の経済成長率を引き上げる一方、インフレ見通しは変更されなかった（元々インフレ率が 2% まで上昇すると、マーケットの見方よりも高めに想定していた面はあるが）。だが、貿易摩擦が激化しお互いに高関税を掛けあえば、輸入インフレを通じて国内物価が上昇するというシナリオも想定される。もしそうなれば、Fed は自らの見通しを上回る利上げを余儀なくされ、2020～21 年にかけての減速感が標準シナリオよりも強まると考えられる。

今回の中期予測では、2018 年中は 3 回、そして 2019 年に FF レートの誘導レンジ（上限）を 2.50% まで引き上げて、一連の引締めを終了するという見方を標準シナリオとしている。これは、金融当局のコンセンサスである長期目標 2.750% に至る前に利上げを終了することを意味する。また、標準シナリオでは、予測期間半ばから後半にかけて、金融当局が実体経済に合わせて政策金利を小幅調整するとみており、まずはトランプノミクス（トランプ大統領の経済政策）の反動減や利上げの累積効果が生じる 2020～21 年、そして潜在成長率に沿った経済成長に落ち着き、物価もインフレ目標をやや下回る 2025 年、さらに、前述した税制改革のサンセット条項の影響が表面化する 2026 年に、追加の引き下げを想定している。

一方、政策金利の引き上げと並行して、Fed が保有する資産の規模縮小、いわゆるバランスシートの縮小が 2017 年 10 月から開始され、出口戦略の第二ステージは計画通りに進んでいる。公表済みの計画では、2018 年からは縮小幅が拡大していくことになっており、計画に沿っていくと、2018 年後半には総額は 4 兆ドルを下回り、2019 年半ばには 3.5 兆ドル、2020 年半ばに

は3.0兆ドルを下回り、2021年初めに2.5兆ドル程度まで縮小する計算になる¹⁰。

図表 1-7 FOMC メンバーの予想【中央値】(左)、想定されるバランスシートの縮小(右)



(注) 左表：2017年12月時点。成長率とインフレ率は10-12月の前年同期比、失業率は10-12月の平均、FFレート誘導水準は年末値。右図：2017年6月に公表された計画に基づいて2018年2月以降、機械的に延長。

(出所) FRB、Haver Analytics 資料より大和総研作成

ただ、現行の計画では、最終的なゴールの規模が示されておらず、さらにその終着点までにどれくらい時間をかけるかが明確化されていない。バランスシート縮小に連動して減少する準備預金の水準が「ここ数年よりも小さく、金融危機以前よりも大きくなると予想する」と計画の中に書かれているだけだ。

バランスシートの規模について、パウエル新議長は、FRB 理事時代の2017年6月の講演の中で¹¹、バランスシートが2022年には2.4兆～2.9兆ドルに縮小するというシミュレーション結果を示したFRBの報告書に言及した。また、2017年11月に上院銀行住宅都市委員会で開催された、自身の承認に向けた公聴会で、パウエル新議長は、“保有資産は、償還を通じて今後3～4年かけながら緩やかに削減していく”、“均衡点に達した場合の規模は現在より小さいが、10年前(金融危機前)より大きくなるだろう”、“具体的な規模は銀行券と当座預金への需要によって決まる”、“最終的な規模は不確実性が強いものの、2.5兆～3兆ドル程度になる見込みである”などと証言している。パウエル新議長の議会証言は、前述の機械的な計算と概ね整合的といえる。

このような発言を踏まえると、リーマン・ショック前の9,000億ドルの水準まで戻すことが最終ゴールというよりも、とりあえず2兆ドル台まで削減していくというのが一つの見方だろう。今回の中期予測では、パウエル新議長の議会証言に基づき、2.5兆～3兆ドルの範囲に到達するまでバランスシートの縮小が続くとみており、長期金利の水準を下支えする要因とな

¹⁰ 実際に償還を迎える国債等の金額は月によってまちまちであり、その月に設定される償還上限を超えた分は再投資される。また、償還額が上限に満たないケースでは、償還額分だけ残高が減る。本文の試算は、毎月上限に相当する金額が減っていくと仮定しており、実際の推移は、試算よりも後ずれする可能性が高い。

参照：<https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/policy-normalization-qa.htm>

¹¹ <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/powell20170601a.htm>

ろう。但し、現実的には、FOMC 声明文に言及されているように、その時の経済状況に合わせて政策は変更されよう。従って、当初は計画に沿った縮小ペースで進められていくと想定するものの、2020～21 年頃には、景気鈍化を受けて縮小ペースがスローダウンする可能性を見込む。その結果、当初の計画に比べると、資産縮小のゴールは 2022 年頃にずれ込むだろう。

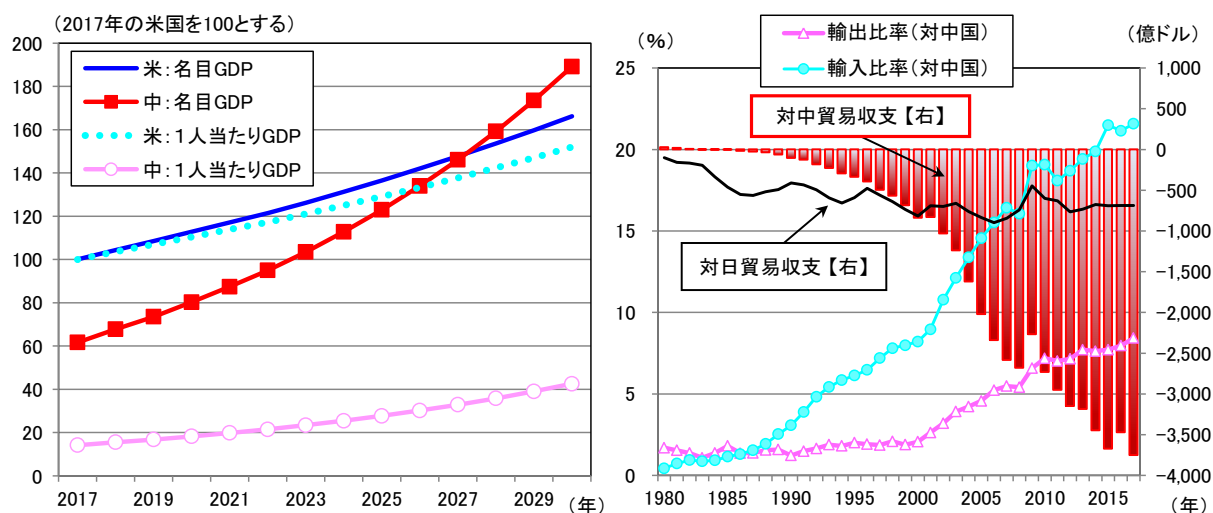
③中国経済を考えるポイント

米中の位置付け

IMF の見通し（2017 年 10 月）によると、中国の経済規模（名目 GDP、米ドル建て）は、2016 年時点では米国の約 6 割に相当するが、2022 年には約 8 割までに差を縮めると見込まれている。これは、2018～22 年の 5 年平均で、米国の名目成長率が 4%にとどまるのに対して、中国は年 9%も成長すると想定されているからである。仮に 2023 年以降も同じスピードで成長していくとすると、2028 年には中国は米国を上回って、世界最大の経済大国になる計算だ。なお、PPP ベースでは、中国経済は既に 2014 年に米国を上回って世界最大規模になっている。

これはあくまでも機械的な計算にすぎないが、今後 10 年間は、中国が米国を本格的に追いつける時期になり、通商問題など米中の争いは一段と厳しさを増していくだろう。米中では人口規模が異なることから、一人当たり名目 GDP でみれば、中国は米国の約七分の一にすぎない（2017 年時点）。これも機械的な計算だが、米国の一人当たり名目 GDP は 2017 年が約 6 万ドル、2022 年で約 7 万ドル、2030 年で約 9 万ドルに達するのに対して、中国は 2017 年 8,500 ドル、2022 年で約 1.3 万ドル、2030 年には 2.5 万ドルと試算される。2030 年には 2017 年比で約 3 倍に膨らむなど、中国の国民は着実に豊かになっているわけだが、米国の国民も中国ほどのスピードではないものの、豊かになる。従って、スタート時点の一人当たり名目 GDP の大きな差を目に見えて埋めていくには、更なる時間を要すると考えられる。

図表 1-8 米中関係 ～ 米中の経済規模（左）と対中貿易赤字（右）



(注) 左図：名目 GDP は 2022 年まで IMF 推計を使用、2023 年以降は米国は年 4%、中国は年 9%ずつ機械的に延長。名目 GDP は米ドル建て。右図：比率は輸出全体、輸入全体に占める割合。

(出所) IMF、国連、センサス局、Haver Analytics 資料より大和総研作成

膨張した中国の企業債務が世界経済のリスク要因へ

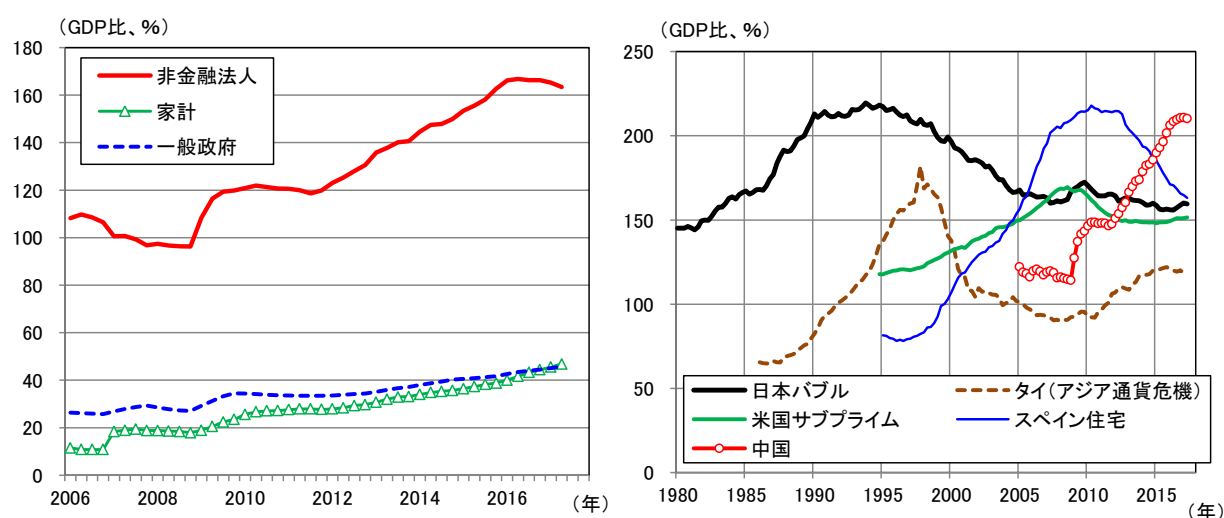
2017年の中国経済は6.9%と7年ぶりに前年を上回る成長となった。今後緩やかに成長率が減速していくとみられるものの、IMFが2018～19年の成長率見通しを上方修正するなど、過度に悲観的な見方は後退している。一方で、中国の民間非金融部門（非金融法人+家計）の債務残高（対名目GDP比、以下、特に明記しない限り同じ）がこの5年間で急上昇している点が、世界経済にとっての潜在的なリスクとして懸念されている。

パウエル新議長は2017年10月の講演では、中国をはじめとする新興国の債務水準の膨張に対するリスクに言及した。具体的には、「中国の場合、リスクの高い債務が増えているために、金融市場の予測できない反応がある恐れがあり、その動向には注意が必要である」と指摘した。パウエル新議長の問題意識の背景には、Fedの出口戦略の本格化に伴って米国の金利水準が上昇し、新興国からの資金流出を招く潜在的な可能性が高まっていることがあると推察される。

過去の金融危機に陥ったケースと比較しても、中国の民間非金融部門の債務残高の現状は、90年代後半のアジア通貨危機や2000年代後半の米国のサブプライム問題のピークを上回り、日本のバブル崩壊時に匹敵するレベルまで上昇している。特に、非金融法人の債務残高の大きさがフォーカスされることが多く、2009年以降急激に上昇し、日本のバブル崩壊後のピークを大きく上回っている。だが、中国政府の債務抑制に対する取組みの成果が表れているためか、ピークだった2016年6月末の166.8%から2017年6月末には163.4%と緩やかに低下している。

とはいえ、中国の債務残高が高水準である事実には変わりはない。IMFは今後、年平均6.3%の経済成長が見込まれる一方、債務削減の取組みが不十分であるために、2016年には172.3%だった民間非金融部門の債務残高が2022年には205.3%に膨らむと予想している¹²。さらに、一般政府や民間の債務の膨張が、中期的には成長の急減速を招く恐れがあると指摘する。

図表 1-9 中国の部門別債務残高（左）、民間非金融の債務残高 ～ 過去の危機との比較（右）



(出所) BIS、IMF、Haver Analytics 資料より大和総研作成

¹² 中国に対する2017年の年次審査報告

<https://www.imf.org/en/News/Articles/2017/08/15/pr17326-china-imf-executive-board-concludes-2017-article-iv-consultation>

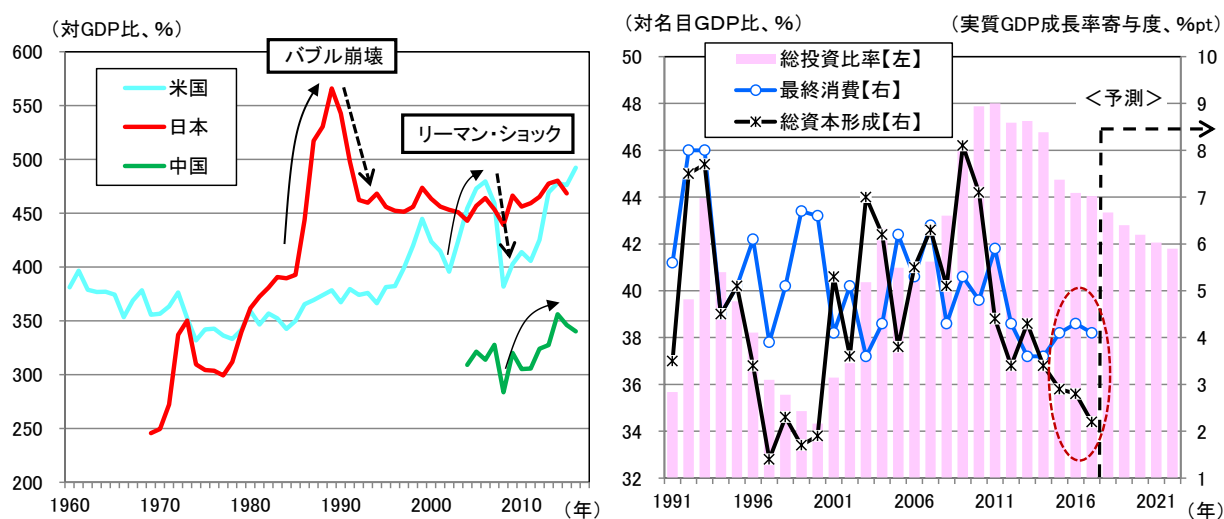
家計の債務増加は、長期的には経済成長にマイナスとなる可能性がある

非金融法人が抱える債務残高は高水準であるものの、この一年間は抑制されているのに対して、家計の債務残高は緩やかに増加し続け、この一年間で5%pt以上も高まっている。家計の債務残高の水準（2017年6月末時点）は46.8%と、先進国の家計部門と比べても高いとはいえず、短期的に問題視する必要はないかもしれない。

だが、IMFが発表した2022年までの債務見通しによると、非金融法人と家計の債務は、ほぼ同じ規模（対GDP比で15～16%pt）増加すると予想されている。元々の規模感（約3対1）を考慮すると、家計債務の膨張スピードがいかに速いかが分かる。また、BISやIMFの分析によると、家計の債務残高の増加は、短期的には経済成長を押し上げるが、長期的にみると、成長を押し下げる可能性があるという。具体的には、債務増加が経済・金融の不安定化を招き、消費や雇用の悪化につながったり、金融危機の可能性を高めることになる。そして、家計の債務残高が1%pt増えると、長期的には成長率を0.1%pt低下させると試算している。

リーマン・ショック以降、中国政府は様々な過剰問題に取り組む一方、中期的には、投資・輸出に過度に依存した成長モデルから消費主導への転換を模索してきた。また、名目GDPに占める個人消費の割合は、6～7割を占める日米など先進国に比べると依然として低いが、2010年をボトムにして直近4割まで高まっている。同様に、産業構造も変化しており、第3次産業、いわゆるサービスセクターが2013年以降、製造業などの第2次産業を上回り、GDP全体の半分以上を占める。このように、家計の動きが中国经济を動かす大きなカギになっている。一般的に家計の債務増加は、長期的には経済成長にマイナスとなる可能性があり、中国政府自身が、消費主導の経済成長を目指していることから、先行きを注視していく必要がある。

図表 1-10 家計部門の純資産 ～ 日米中の比較（左）、中国の総投資比率の行方（右）



(注) 左図：中国の2015-16年の値は、大和総研による資産・負債の試算値で計算。右図：2018年の予測以降は、IMF (World Economic Outlook 2017.10) による。

(出所) 内閣府、BEA、中国社会科学院、中国国家統計局、IMF、Haver Analytics 資料より大和総研作成

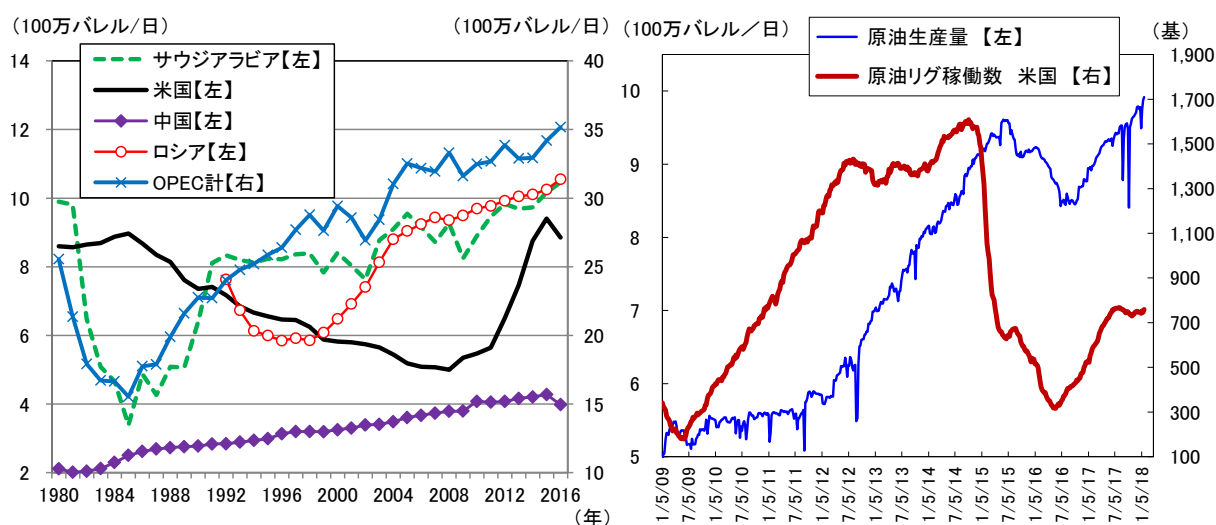
④原油価格の想定

原油価格の上昇圧力は高まっていく

2016年11月末、OPEC加盟国間の協調減産で8年ぶり、そして同年12月には、OPECと非加盟国とも15年ぶりに合意し、原油生産量を調節する動きが漸く始まった。そして、OPECは2017年11月末には原油減産の延長（2018年12月まで9ヶ月間）を決定した。原油の供給過剰の状態は徐々に解消に向かい、IEAによると2017年Q1の段階では世界の原油需給は概ねバランスが取れて、2017年は供給抑制が効果を発揮し、やや需要超過の状態になったとみられる。実際、WTIの価格は、2017年6月の約45ドル/バレルから、足下では約65ドル/バレル前後と約4割上昇しており、減産と世界的な景気拡大に伴う需要増への期待が原油価格を押し上げている。引き続き、協調減産の順守状況や米国等の原油在庫の動向、中東の地政学的リスクの行方が注目点となる。

最大のエネルギー消費国である米国は、シェール関連の開発・生産増によってエネルギー自給率を高めており、2016年からは原油輸出国という側面も見せ始めている。また、米国内の原油在庫水準は、2017年4月以降、緩やかに減少しており、直近の水準は2016-17年のレベルを下回っている。また、米国のリグ稼働数は2016年5月をボトムに増加してきたが、2017年半ば以降、概ね横ばいで頭打ちとなっており、依然として2014年のピークの半分以下の数である。但し、単純に稼働しているリグの数の推移を見ても、本質は見えてこない。2015年からの調整局面を経て生産効率の低い施設が淘汰された結果、リグ一基当たりの生産量は増えているからである。現状は、2014年時点の2倍以上の一基当たりの生産量であることから、稼働数が半分程度であっても、トータルの原油生産量は2015年を上回っているのである。

図表 1-11 世界の原油生産量（左）、米国の生産状況（右）

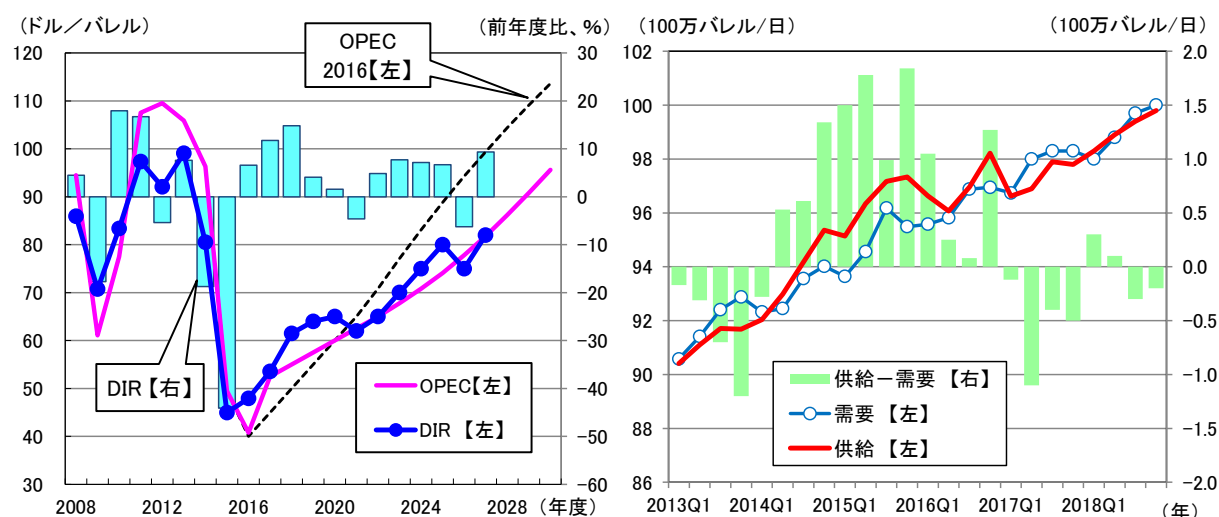


(出所) EIA, Baker Hughes, Haver Analytics 資料より大和総研作成

今回の中期予測においては、産油国の協調減産が維持されることを前提にしているが、原油価格の上昇に連動して米国内の生産量が増えよう。それ故、供給過剰の状態が解消されても、過度な供給不足の状況は生じず、大幅な価格引き上げにはつながらないと想定している。ただ、短期的には、米国をはじめとする世界経済の高成長のために、エネルギー需要が伸びる可能性があり、マネーが原油などコモディティ商品に向かいやすい状況となろう。2017年にOPECが示した価格見通しよりも、2018～20年にかけては高めに推移すると予想する。

一方、中長期的には、新興国の一人当たり消費量の増加も反映した世界経済の成長に伴う需要増加と、2015年以降の原油開発投資の低迷による供給力の制約によって、原油価格は緩やかに押し上げられていくとみられる。ただ、トランプ政権のエネルギー政策は、海外に依存せず国内自給率を高めることを主眼としており、自給体制が整備されるに伴って米国の輸入国としてのプレゼンスは一段と低下していこう。

図表 1-12 標準シナリオの原油価格の想定（左）、世界全体の原油の需給（右）



(注) 左図：OPECは暦年ベースで、Reference Basket。DIRはWTI価格。右図：2017年Q4以降のOPECの供給量は32.5mb/dと仮定。

(出所) OPEC、IEA、Haver Analytics 資料より大和総研作成

2章 日本経済見通しの概要

①総括

2012年12月の第2次安倍政権誕生とともにスタートした現在の景気拡張（第16循環）は約5年間が経過し、高度経済成長期のいざなぎ景気（1965年11月～1970年7月、57ヶ月間）を上回って戦後2番目の長さの景気拡張となっている。一方、戦後最長の景気拡張は、2002年2月～2008年2月（第14循環）までの73ヶ月間であり、従って、あと一年、2019年1月までアベノミクスによる景気拡大が続けば、長さとしては戦後最長の好景気となる。

だが、この5年間を振り返って見ると、2014年4月の消費税増税後の2年間余りにわたって、日本の景気が「踊り場」の状態にあったように、必ずしも順調に拡大してきたわけではない。むしろ、景気拡大の約半分の期間は「踊り場」の状態で足踏みしたために、多くの国民が景気回復を実感できなかったとみられる。この約5年間の経済成長率は実質GDPで年率1.5%と、安倍政権が目標に掲げた2%程度に届かない。過去と比較しても、80年代後半のバブル景気（第11循環）の年率5%超に遠く及ばず、2000年代（第14循環）の同1.6%をやや下回っている。

一方、今後10年間（2018～2027年度）の経済成長率は、年率平均で名目1.6%、実質1.0%と予測している。予測期間を前半（2018～2022年度）と後半（2023～2027年度）に分けると、やや後半の方が高い成長率を達成するとみており、前半の平均成長率は名目1.5%、実質0.9%、後半の平均成長率は名目1.7%、実質1.1%と見込んでいる。

予測期間の前半においては、2020年に開催予定の東京オリンピック・パラリンピックが景気に影響を与えるイベントになるだろう。開催に合わせた企業の設備投資や公的固定資本形成の増加が見込まれる一方、開催後は好材料が剥落する反動が顕在化し、これらプラスマイナスの両要因が予測期間前半に生じると見込まれる。さらに、2019年10月に実施予定の消費税増税（8%→10%）も景気にインパクトを及ぼすイベントである。2014年4月の経験から分かるように、増税は家計の実質購買力を低下させることを通じて、個人消費を中心に成長を抑える要因になる。今回は年度半ばの増税になるため、増税前の駆け込み需要とその反動減による落ち込みは同じ年度内に発生して相殺し合うと見込む。ただ、個人消費の低迷は2014年同様に生じるとみられ、オリンピック・パラリンピック効果を見込んでも2020年度の個人消費は伸び悩み、全体の低成長率につながるだろう。なお、増税のタイミングでの消費税の軽減税率制度の導入については、減収分（約1兆円）を従来通り想定している。

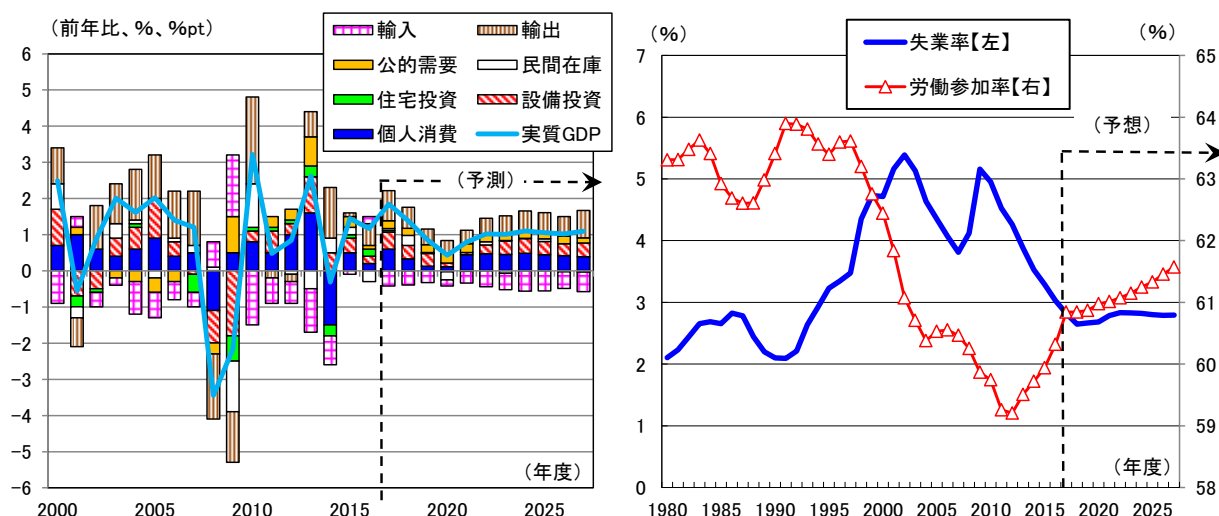
予測期間後半は、個人消費や設備投資などの民間需要が牽引する形で緩やかに成長していくとみている。これまでの成長戦略が効果を発現していくだけでなく、働き方改革にしても、柔軟な働き方に合わせた制度が、企業や社会において整えられるには時間がかかろう。そこで、今回の予測では、構造改革の成果が表れるタイミングを予測期間後半に想定している。例えば、非正規比率の上昇に歯止めがかかる他、非正規の処遇改善も進むだろう。同時に長時間労働に対する規制強化が見込まれるため、一人当たりの年間労働時間は横ばいで推移しよう。

企業にとって、様々な働き方改革はコスト増加要因になるものの、手元のキャッシュフロー

は潤沢であることから、設備投資を抑制する要因にはならないだろう。むしろ、多様な働き方を可能にする環境整備のために ICT 投資を積極的に増やす必要が生じよう。

また、多様な働き方が認められることで、予測期間を通じて労働参加率は緩やかに高まっていく（2027 年度には約 25 年ぶりの高水準まで上昇）。しかしながら、既に人口減少局面にある日本において、多少の参加率アップぐらいでは、建設や運輸・郵便、医療・福祉といった、人手不足産業を中心に高まる雇用ニーズを満たすことは難しい。このように、一連の改革が実現しても人手不足は解消せず、生産性上昇を促す、より効率的な設備投資が不可欠になるろう。

図表 2-1 実質 GDP 成長率の見通し（左）、労働参加率の推移（右）



(注) 棒グラフは寄与度。2017 年度以降は、大和総研予想。

(出所) 内閣府、総務省資料より大和総研作成

②設備投資の見方

当社は標準シナリオとして、次のように考える。訪日外国人観光客の急増に対応したホテル等の宿泊施設・商業施設や、鉄道や空港などのインフラ関連の整備、そして 2020 年に行われる東京オリンピック・パラリンピックへ向けた期待感等もあり、短期的には、不動産投資を含めた設備投資が伸びる可能性がある。ただ、超少子高齢社会を前提にする限り、日本企業が、国内需要向けに新規投資を積極的に増やす余地は限られる。

確かに、アベノミクスの 5 年間で日本の企業の経常利益は、大幅に増加し過去最高水準にある。日本の株価も、1991 年以来となる約 26 年ぶりの高値を付けた。また、政府は未だデフレ脱却宣言をしていないものの、2017 年に入ってからインフレ率は前年比プラスに転じ、過去 20 年近くに及ぶデフレ状態からは抜け出しつつある。しかしながら、企業の今後 3～5 年間の期待成長率を見ると、アベノミクスの期間では平均で 1.1%程度であり、リーマン・ショックから 5 年間の 0.7～0.9%よりは高まっているが、2000 年代の景気拡張期（第 14 循環）の 1.3%程度をやや下回っている。

特に、アベノミクスにおいては、潜在成長率を引き上げる成長戦略の実現を一つの柱に掲げてきたにもかかわらず、企業の期待成長率がほとんど高まっていないのが現実である。企業の

先行きに対する期待成長率が低い状況下では、企業経営者が、将来を見据えて積極的に投資を行おうとする意欲は高まりにくいだろう。言い換えれば、国内の明確な需要増が期待できない中で、過剰な設備を抱え込むことのリスクを恐れているとみられる。実際、アベノミクスがスタートしてから、設備投資は潤沢なキャッシュフローの範囲内にとどまっており、必ずしも企業の投資態度が積極的になっているとは言い難い。

また、老朽化した様々なインフラを更新する必要性は着実に高まろうが、建設関連の人手不足に加えて、2025年には団塊世代が全て後期高齢者となるように、医療や介護をはじめとする社会保障関連費用が膨張するために、公的部門に財政的な余力は乏しい。必要な国全体のインフラ計画をデザインすると同時に、官民でいかに効率よく計画を進めていくかが求められよう。

一方、海外に目を転じてみると、米国のトランプ政権の動向は、依然として日本企業にとって不安定要因である。米国第一主義を掲げるトランプ大統領は、就任前から盛んな口先介入によって、内外の企業の行動・判断に大きな影響を及ぼしてきた。特に、米国から工場移転を試みる企業や、米国以外への投資計画を公表した企業が目の敵にされたのである。その結果、多くの企業は移転計画を断念したり、新たな対米投資計画を発表して、米国内の雇用増加に貢献しようとしている。そして、就任1年目の2017年には、オバマ大統領のレガシーの一つであるTPPからの離脱やNAFTA再交渉など、既存の（あるいは予定されていた）枠組みを中心に見直しを進めている。トランプ大統領の保護主義的な通商政策の推進は、これまでの日本企業の経営判断・計画が修正を余儀なくされるリスクをはらんでいる¹³。

対照的に、トランプ大統領は、企業にとってフレンドリーな政策も実現させている。それが、2017年12月に成立した約30年ぶりの大型税制改革であり、内外を問わず、米国内で活動する企業にとって有利な環境が整うことになる。詳細は「米国経済の見通し」を参照されたいが、今回の税制改革が日本に及ぼす影響は、短期的には、米国の経済成長率が加速することによるプラス効果（例えば、米国向けの資本財や自動車の輸出増加）が期待される。既に、いくつかの米企業は、従業員へのボーナス支給や賃上げ、中期的な投資計画等を発表しており、米国の内需を刺激する材料になりそうだ。だが、米景気が過度に過熱すれば、Fedメンバーやマーケットの想定以上の金融引締めを招く恐れもあり、国際金融市場の不確実性が高まるとみられる。

また、長期的にみれば、米国内で企業活動を行う優位性が高まることから、国内外の企業が一段と米国にシフトする可能性がある。特に、トランプ政権が通商政策に力を入れているため、一方的な対米輸出の増加は貿易摩擦を引き起こすリスクがある。それ故、企業はトランプ大統領の気持ちを忖度しながらも、現地生産を選択する誘因は高まろう。日本政府は、対内直接投資の推進を成長戦略の一つに掲げているが¹⁴、海外と比べて魅力が劣ったままでは、期待通りの成果を上げるのは難しい。また、税制改革の国際課税関連には、海外に財源が流出することを

¹³ 就任2年目の2018年に入っても、洗濯機や太陽光パネルに対してセーフガードを発動する一方で、二国間交渉に拘らず、TPP復帰にも含みを持たせるような発言を行うなど、不確実性を高めている。

¹⁴ 「日本再興戦略」（2013年6月閣議決定）では、2020年における対内直接投資残高を2012年末の17.8兆円（実績）から35兆円へ倍増させるという目標を掲げた。

防ぐ課税強化の項目が多く並んでいる¹⁵。これら一連の措置が日本企業にどの程度の影響を与えるかは、個別の事情に左右され、今後明確にされる当局の運用指針によっても変動する可能性があるため、現時点で正確に試算することは難しいといわれている。ただ、一般的に、グローバルな不透明性の高まりは、企業の将来環境における不確実性を一段と高めて設備投資を抑制するだろう。少なくとも、予測期間前半と重なるトランプ大統領のあと3年間は、不透明さを完全に払拭することは難しいとみられる。

今後の設備投資においてアップサイドリスクがあるとするれば、それは日本政府がプロビジネス的な経済環境を迅速に整備できる場合であろう。だが、この点で言えば、上記のように米国は、日本にとって強力なコンペティターとなろうとしている。他の先進国に比べると、日本の政治環境は安定しており、国内のビジネス環境を他国に先駆けて大胆に改善し、規制改革も強力に推し進めることができれば、イノベーションへの期待が高まることで、企業収益の持続的な改善期待から設備投資が上向き可能性が出てくる。日本が国際競争力を今後も維持していくためには、より先を見据えてそれを実行に移す体制作りが重要になっていこう。維持・補修を含む生産効率化・生産基盤強化のための投資や、研究開発にかかわる投資が重要である点は、引き続き変わらない。

③外需の見方

2017年の貿易収支（通関ベース）は、前年よりも黒字幅が25%ほど縮小したものの、2年連続の黒字となった。世界経済の回復に伴って、半導体等製造装置や自動車、鉄鋼などの品目が増加し、輸出全体では2年ぶりの増加となった（輸出金額としては過去3番目の規模）。一方、輸入も、年央から原油などの資源価格が上昇し始めたことから、原粗油や石炭、液化天然ガスなどが増え、輸入全体では3年ぶりに増加した。

予測期間を通じて、貿易・サービス収支は黒字を維持するとみられる。まず、原発の再稼働は少しずつ増えていくものの、エネルギー基本計画の進捗度合いは慎重に想定すべきであり、加えて、原油価格が緩やかに上昇していくと想定している点も、エネルギー輸入額が膨らむ要因になろう。一方で、世界経済の緩やかな拡大を背景に、日本からの輸出はコンスタントに増加すると見込まれるため、小幅ながらも貿易黒字を計上することになろう。

さらに、サービス収支が徐々に改善に向かう点も黒字維持に寄与するだろう。特に、訪日外国人観光客の大幅な増加によって、日本国内で彼らが支出する金額が増えて輸出を押し上げている。実際、2017年の訪日外客数は前年比2割増の約2,870万人に達し、訪日外国人旅行消費額も4.4兆円に膨らんだ。政府は2020年8兆円、2030年15兆円を目標に掲げており、今後も、

¹⁵ 米国で活動する日本企業への影響については、法人税率が21%に下がる点はプラスに作用する一方、大規模な多国籍企業を対象にしたBEAT（Base Erosion and Anti-Abuse Tax：税源浸食税）が導入される。JCTの試算によると、2018-2027年度累計で約1,500億ドルの増収要因と見込まれる。また、外国子会社のglobal intangible low-taxed income（グローバル無形資産低課税所得）に対して米国株主に課税する制度が新設され、2018-2027年度累計で1,124億ドルの増収要因と想定される。

インバウンド消費の拡大は旅行収支の受取増を通じて、サービス収支の黒字化を実現していこう。ただ、為替レートの追い風（円安傾向）が弱まったこともあり、一人当たりの支出額はやや頭打ち状態である。上記の政府目標を達成するためには、供給のボトルネックを解消するなど、一時的なブームに終わらせないよう、日本政府や地方自治体、民間企業の積極的な行動・アイデアが求められよう。また、第一次所得収支の大幅な黒字は海外の金利上昇もプラスに寄与し、2018～27年度の予測期間中、高水準を維持するとみられる。この結果、経常収支黒字も、均してみればGDP比4.0%程度を予想する。

引き続き、リスク要因は、日本にとって主要な輸出相手先である米国との関係である。2017年に入っても、対米貿易黒字は巨額のままであり、減少する兆しが見られない。トランプ政権は、対米貿易黒字額が大きい国々として、中国やメキシコ、ドイツと並んで日本を問題視している。貿易不均衡を是正するために、米国からの積極的な輸入増加、あるいは米国への積極的な直接投資を促される状況になる可能性がある。また、長期的に見た場合、米景気が堅調だから日本からの輸出も増えるという単純な構図は弱まるかもしれない。

④物価・金利（金融政策）の見通し

予測期間を通じて、潜在成長率を概ね上回る緩やかな景気拡大が続くことから、需給ギャップの改善を背景に、物価上昇率は総じて緩やかに加速するとみられる。消費者物価（総合）の上昇率は予測期間前半の平均1.2%、後半平均1.2%と予測している。前半では、消費税率の引き上げによる一時的な物価の押し上げが想定される一方¹⁶、予測後半にかけては、原油価格の上昇も手伝って物価上昇率が徐々に高まっていく。ただ、想定される需給ギャップのプラス幅はわずかで（10年間の平均で0.1%pt、後半5年間の平均で0.4%pt）、物価を押し上げる力は乏しく、予測期間内に日銀が掲げているインフレ目標2%を安定的に上回することは困難であろう。

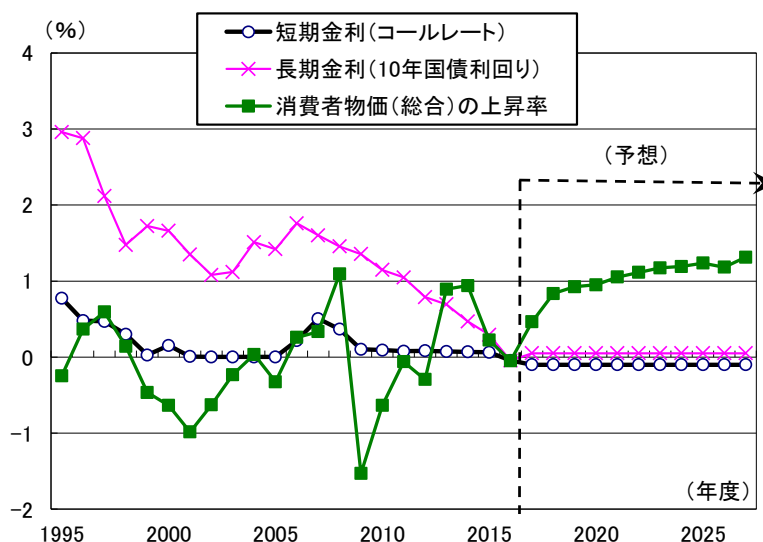
一方、日銀の現行の金融政策は、2016年1月末、日銀はマイナス金利を導入して、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」に踏み切った。そして、2016年9月には、新たに長期金利も操作対象とする「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を導入した。このイールドカーブをコントロールするという試み（YCC）では、短期金利を▲0.1%に、長期金利（10年物国債金利）をゼロ%程度に設定し、同水準で推移するように長期国債を買入れることになる。つまり、長期金利の目標を達成するために、市場環境に応じて、長期国債の買入れペースが変動するわけである。日銀の声明文では、「買入れ額については、概ね現状程度の買入れペース（保有残高の増加額年間約80兆円）をめどとしつつ」という文言が維持されているものの、日銀が保有する長期国債残高の前年同月差を見ると、YCC導入以降、徐々に減っている。2017年6月には70兆円を下回り、2017年12月には約58兆円と、実際には60兆円に満たない規模まで縮小している。

¹⁶ 消費増税の影響を除くと、消費者物価の上昇率は予測期間前半が平均1.0%となり、後半にかけて平均1.2%に高まるとみられる。

当然ながら、今後の経済・物価・金融情勢に応じて、長短金利の水準や資産買入れペースの文言は調整されよう。欧米においては、Fedの継続的な利上げ+保有資産の縮小に続いて、ECBも量的緩和の段階的縮小というプロセスを辿っており、市場では、日銀の出口戦略に対する関心が高まっている。ただ、日銀が最終的な目標とする2%の物価安定の実現に固執するならば、前述したように予測期間中の2%回帰は見込めないことから¹⁷、日銀の積極的な緩和姿勢は大きく変わらないだろう。従って、予測期間を通じて現行の金融政策の枠組みは維持され、短期金利（コールレート）は▲0.1%、長期金利もゼロ%程度で推移すると想定した。同様に、短期金利のマイナス幅拡大は、それによってもたらされる副作用も考慮すると、予想される経済環境の中では実施されないだろう。

なお、後述の「リスクシナリオを考える」では、予測期間中に日銀のレジームチェンジが起きた場合、具体的には、日銀が、現行の長短金利の水準を直接的にコントロールすること（YCC）を止めた場合、長短金利がどの程度上昇するか、金利上昇によって日本経済がどのような影響を受けるかを試算している。

図表 2-2 物価と金利の見通し



(注) 2017年度以降は大和総研予想。CPIは消費税の影響を除く。

(出所) 総務省、財務省、日本銀行資料より大和総研作成

⑤為替見通し

2016年11月のトランプ大統領当選とともに、拡張的な財政政策への期待からドル高が進み、ドルの名目実効為替レート（BIS、Broadベース）は2016年12月には約15年ぶりの水準まで上昇した。対円でも選挙後2ヶ月間で10円以上円安に振れた。しかしながら、2017年を通じてみれば、ドルの実効レートは同年9月にかけて8%ほど安くなった。一つには、トランプ大統領の経済政策の実行性について、市場が懐疑的になったために、期待が剥落した点が多い。

¹⁷ 2018年1月に公表された「経済・物価情勢の展望」の中の、日銀の政策委員の大勢見通しによると、消費者物価上昇率（除く生鮮食品、消費税の影響を除く）が物価安定の目標である2%程度に達する時期は、2019年度頃になる可能性が高いという。

だが、年末にかけては、減税を中心とする税制改革の成立が企業活動を通じて米国景気を押し上げるという予想が再び強まり、さらに、トランプ大統領が 2018 年 1 月の一般教書演説で言及したインフラ投資計画に期待する向きもいよう。

ただ、米国第一を掲げるトランプ大統領は、同時に保護主義的な通商政策も進めており、選挙中の国内雇用に配慮したドル高牽制発言からも分かるように、米国内要因に端を発するドル高が一方的に進むとは考えにくい。また、巨額な対米貿易黒字を抱える国、中国やメキシコ、日本に対しては、議会から為替問題を議論の対象にしてくる可能性がある。

2018 年に入って、トランプ政権高官からドル安容認発言はあったものの、長期的にみれば、ドル高は米国にとってプラスと考えられる。今回の税制改革によって財政赤字が今後 10 年間で計 1.5 兆ドルも拡大することが見込まれ、国債のファイナンスは大きな課題となろう。特に、これまで国債の買い手であった Fed は、2017 年 10 月から国債保有額を減らすという売り手の立場に変わりつつあり、この動きは数年続くとみられる。一方、景気への配慮から、米政府としても、需給環境の悪化による長期金利の急上昇は回避したい。そうすると、新たな買い手を求めなければならないが、現在、米国債の約 4 割を中国や日本などの海外勢が保有しており、今後も海外の資金は重要なポジションを占めよう。一般的に、通貨安が進めばその国の資産（ここでは国債）を積極的に購入する魅力は低下してしまう。従って、現状維持に加えて、先行きのファイナンスという観点からも、ドル高は海外資金を引き付けるために不可欠とみられる。

確かに、日本で緩和的な金融政策が継続される一方で、米国の緩やかなペースの政策金利引き上げ、さらにはバランスシート縮小という出口戦略第二弾が着実に実行されることで、両国の金融政策の方向性の差異、金利差の観点から為替レートに対して円安圧力をもたらすだろう。しかしながら、前述したように、トランプ政権の政治姿勢が一定の歯止めになり、予測期間前半において一方向に円安が進むとは想定していない。むしろトランプ大統領がもたらす世界経済の不安定さから、リスクオフで海外の資金が日本国内に還流する可能性や、トランプ大統領の通商交渉の相手に対する強硬な姿勢が円高圧力として働く点が警戒されよう。

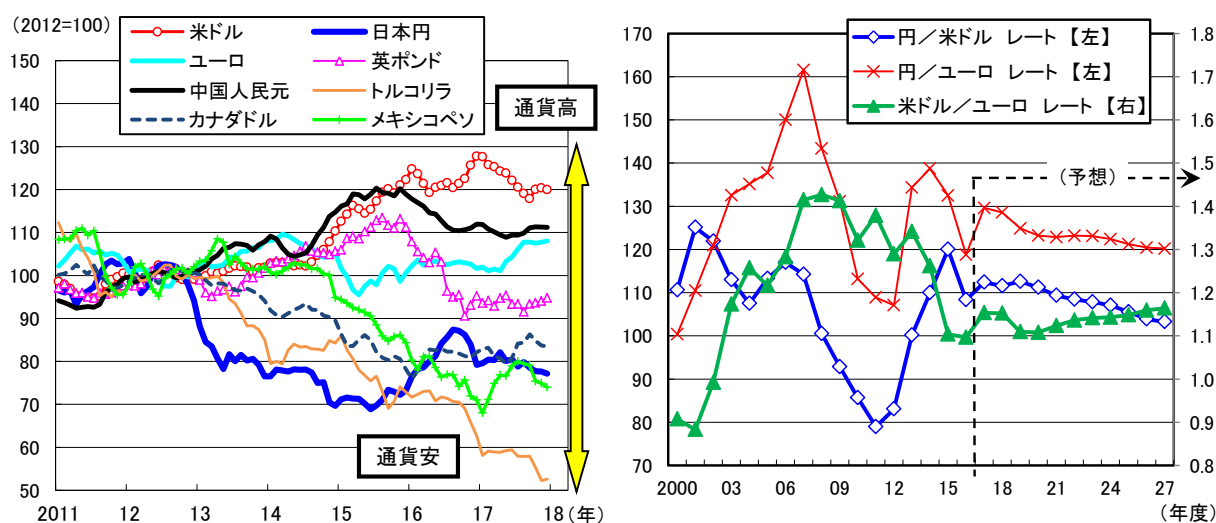
予測期間半ばにかけては、米国の金融引締めが一服することもあって、円安トレンドが終息し円高方向への回帰が生じるという動きをメインシナリオとしている。為替レートと貿易のリンクが弱まっているという構造変化によって、為替レートが購買力平価水準へ収斂する圧力は以前に比べて低下しているが、今後 10 年間を見通せば、日米のインフレ率格差の関係は、米国の CPI 上昇率が日本のそれを上回るという状況が継続するだろう。従って、中長期的なトレンドとしては、日米のインフレ率格差からドル円レートは円高方向に振れると想定する。一方で、日本経済はデフレ状態から脱却し CPI 上昇率が継続的に 1% を上回る経済にシフトしていくことから、過度な円高シナリオの蓋然性は低下しており、予測期間後半では、日米のインフレ率格差が縮小に向かうと予想される点も、円高の歯止めとなるだろう。

なお、標準シナリオにおいては中国経済の秩序ある減速を想定している（この意味ではリスク選好度が高まって円安を後押しするかもしれない）が、2015 年のように、中国経済が混乱の震源地になれば円高圧力が高まるとみられる。

ユーロ円レートに関しては、Fed に比べると周回遅れの感が強いものの、ECB による資産買入れのテーパリングは、2018 年 1 月から一段階シフトアップしており、年内の量的緩和の停止が視野に入ってきている。さらには、2019 年には最初の利上げと、ゼロ金利の解除にも踏み切るとみられることから、これらの材料はユーロ高・円安方向に作用すると考えられる。ECB は 2021 年にかけて利上げを継続すると予想され、ユーロを支える要因となろう。ただ、イギリスとの EU 離脱交渉は 2019 年 3 月末の期限に向けて進められるが、交渉過程は緩慢であり、離脱協定を期限内に締結できるかは不透明なままだ。地政学的リスクの他に、無秩序な Brexit のリスクに対して、リスク回避の円高圧力がユーロ円レートに及ぶ可能性には留意が必要だろう。

また、ユーロドルレートに関しては、ECB の金融政策を巡って、短期的にはユーロ高に振れるとみられる。ただ、トランプ大統領の国内向けの経済政策はドル高要因にもなることから、過度なユーロ高に至らないと想定する。一方、2019～2020 年にかけては、Fed の利上げ局面が終盤に差し掛かるタイミングと、ECB の利上げ時期が重なるが、一定程度は 2018 年中に織り込まれると考える。また、ECB の利上げ幅は Fed 以上に限定的になることから、ユーロ高のスピードやその程度は小幅にとどまると予想する。予測期間後半でも、米欧の政策金利差は縮小するが、長期金利差の縮小が限定的であり、緩やかなユーロ高をサポートするととどまるだろう。

図表 2-3 各国の名目実効為替レート（左）、為替レートの見通し（右）



(注) 右図の予想は大和総研。

(出所) BIS、FRB、Haver Analytics 資料より大和総研作成

⑥ 財政の見通し

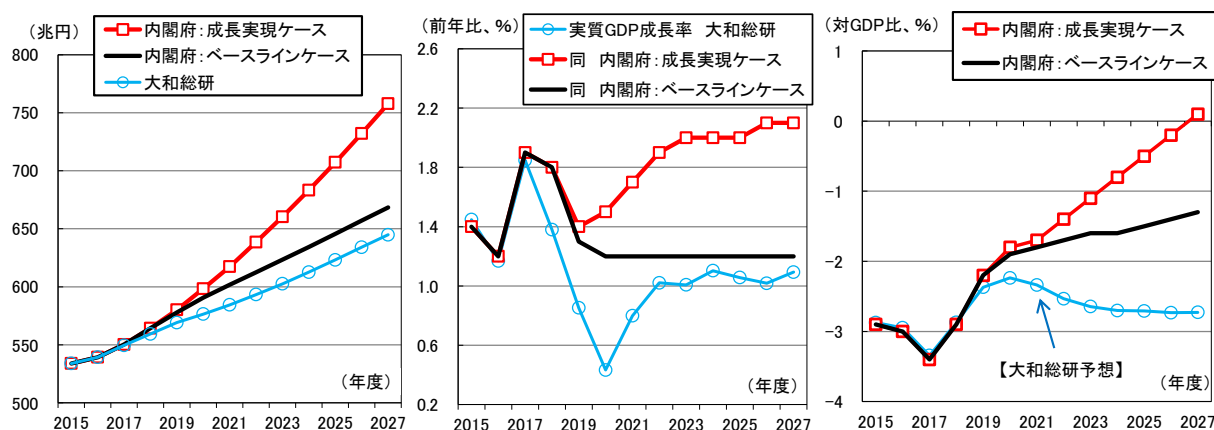
2018 年 1 月に政府が公表した「中長期の経済財政に関する試算」では、従来の楽観的な見方を示した“経済再生ケース”に代わって、より現実的なシナリオとして、“成長実現ケース”が登場した。具体的には、2018～27 年度の平均名目成長率が 3.2%、平均実質成長率は 1.9%を想定しており、従来の“経済再生ケース”から 0.3～0.4%pt ほど低く、安倍政権が目指している名目 3%、実質 2%に沿ったシナリオになっている。潜在成長率も予測期間後半には 2%超と足下の約 2 倍に加速すると見込まれている。

だが、もう一つの目標である財政健全化に関しては、プライマリーバランス（PB）の黒字化は2027年度までずれ込み、2020年度時点では10.8兆円程度（対GDP比1.8%）の赤字が残る試算となるなど財政再建の道程は厳しい。一方、“成長実現ケース”における長期金利は、2019年度まで0%で推移した後、上昇し始めて2027年度には3.8%に達すると想定される。従来の“経済再生ケース”に比べて、長期金利の上昇度合いが抑制されているが、これは、前提となる成長率の差で概ね説明できよう。さらに、国債利払い負担が抑えられるため、国と地方の債務残高は2017年度をピークに10年間で、対GDP比で約30%pt低下すると見込まれている。

より慎重な“ベースラインケース”にしても、従来から名称は変わらないものの、現行の改革が進展するという前提のもとで、これまでよりも明るい見通しになっている。例えば、2018～27年度の平均名目成長率は2.0%、平均実質成長率が1.3%となっており、1年前の“ベースラインケース”よりも0.5%ptずつ引き上げられている。従って、単純な比較が困難である。また、今回の場合、潜在成長率も従来より0.5%pt高くなっているが、これは、女性や高齢者の労働参加率が一段と高まると想定し、労働投入量が増えることが影響している。従来は、労働参加率は横ばいという想定であり、働き方改革の進展が織り込まれているといえよう。ただ、ベースラインケースのPBの赤字（対GDP比）は緩やかに縮小し、2020年度に1.9%、2027年度にかけて1.3%まで低下する見通しになっている。債務残高にしても、“成長実現ケース”ほどではないが、10年間で約8%pt低下する姿である。

当社の想定する経済成長率は、予測期間を通じて、政府の“ベースラインケース”を下回るために、PBの赤字（対GDP比）縮小は明確には見られない。具体的には、2020年度にかけて2.2%まで縮小するものの、予測期間後半はむしろ拡大し、2027年度には2.7%になると予想する。当然ながら、長期金利が上昇すれば国債の利払い負担は増加し、中央・地方財政収支の赤字額や債務残高は拡大しよう。そして、金利上昇によって成長率が鈍化することから、税収や名目GDPが伸び悩み、PBの赤字（対GDP比）は標準シナリオよりも拡大するとみられる（詳細は、「リスクシナリオを考える」を参照されたい）。いずれにしても、PB黒字化の目途は立っておらず、日本の財政健全化の道程は依然として厳しいといえよう。

図表 2-4 名目 GDP (左)、実質 GDP 成長率 (中)、プライマリーバランスの見通し (右)



(出所) 内閣府資料より大和総研作成

3章 リスクシナリオを考える

これまで紹介してきた標準シナリオは、1章の「世界経済見通し」で示した世界の経済成長率や金利水準、原油価格などの外部環境が前提となっているが、米国のトランプ政権の動向は、依然として世界経済や日本経済にとって不確実な要因のままである。税制改革のプラス面が強調されて、米国の景気拡大が戦後最長も視野に一段と長期化して、潜在成長率も押し上げられるという楽観的なシナリオもあれば、トランプ大統領の一連の経済政策によって、米景気が過熱してインフレの加速を招き、Fedによる過度な利上げにより景気減速に陥るといふ、より慎重なシナリオも想定できよう。標準シナリオがやや前者に近い側面があることから、ここでは、外部環境が、後者に近い米国・世界経済に変わった場合（海外の金利・インフレ率の想定も景気悪化に合わせて調整）、日本経済にどれだけの影響が及ぶかを確認する。

①世界経済が、短期的に過熱した後、下振れするケース

リスクシナリオで想定する世界観は、まず、予測期間の目先3年間ほど世界全体が標準シナリオよりも高成長になるものであり、具体的には、米国では、減税を中心とした税制改革、国防費やインフラ投資など一段の歳出増によって、成長率が大きく押し上げられる。特に、減税の恩恵を享受する内外の企業が打ち出す積極的な設備投資・採用計画は、内需を一段と活性化させよう。また、労働需給がタイトな現況下で、企業の採用意欲が高まるために、賃金上昇率が加速するとみられる。輸入インフレとも相俟って、米国のインフレ率が想定以上に高まることから、Fedは利上げペースを加速せざるを得なくなる。リスクシナリオで想定する米国の金融政策は、2019年末までに、Fedメンバーの長期的な予想を上回る水準（4.25%）に引き上げるとみている。そして、米国の景気減速感が強まる2021～22年前半にかけては、一転して利下げに転じて金融緩和が進み、予測期間後半には1.00%まで引き下げられると想定する。

また、拡張的な財政政策によって財政赤字が膨らんでおり（債務上限問題は一時的であってもクリアされていることが前提）、長期金利の上昇幅も大きくなろう。この結果、米国に起因するドル高が進行するとみられるが、トランプ大統領はドル高牽制発言をするなど、どのレベルでバランスを取ろうとするかは不透明である。

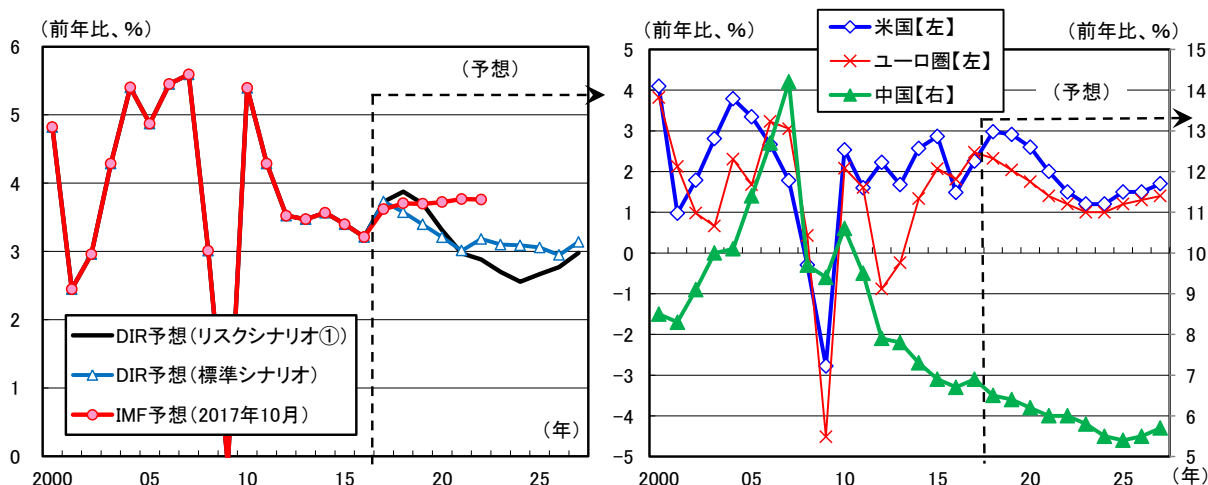
米国経済の好調なパフォーマンスは、対米輸出の増加という形で、周辺諸国に恩恵が及ぶとみられる。ただ、トランプ大統領が主張する保護主義的な通商政策や、内外企業の米国を選好する姿勢は、これらの国々にとって、徐々にマイナス材料となっていこう。具体的には、対米貿易黒字の規模が大きい国・地域が攻撃の対象になるとみられ、米財務省の為替報告書に列挙されている中国、メキシコ、日本、ドイツ、イタリア、韓国、スイス等であろう。

原油価格は、世界的な景気拡大から上昇圧力が高まるだろうが、シェールオイルなど米国内での生産やエネルギー調達が進むとみられるため、原油市場の需給が逼迫して価格が急騰するというケースは想定していない。標準シナリオ比では、10ドル/バレル程度の上乗せになろう。また、世界経済の成長鈍化が顕在化する予測期間後半にかけては、価格の

下落を見込む。

このリスクシナリオにおいて、世界経済は、2018～19年に年平均成長率が3.8%（標準シナリオ3.5%）に加速した後、予測期間後半（2023～2027年）には2.7%（標準シナリオ3.1%）に落ち込むと想定する。主要地域別では、米国が前半2.4%から後半1.4%、ユーロ圏が1.7%から1.2%、中国が6.2%から5.6%とそれぞれ減速すると見込む。標準シナリオと比較すると、欧米で大きく減速する姿になる。

図表 3-1 リスクシナリオ①で想定する世界（左）・米欧中（右）の姿



(注) 購買力平価ベース。右図の予想は大和総研。

(出所) IMF (World Economic Outlook 2017.10)、BEA、Eurostat、中国国家統計局資料より大和総研作成

このような前提をもとに、日本経済へのインパクトを計算すると、予測期間全体の日本の平均成長率は標準シナリオより0.1%pt低い0.9%になり、特に、前半は0.2%pt下回るとみられる。後半の成長率が変わらない背景には、リスクシナリオの世界経済が2024年にボトムをつけてから2027年にかけて加速するという姿になっている点が大きいとみられる。

単年ごとにみると、2018～19年は輸出や企業の設備投資の伸び率が高くなり、雇用者報酬も押し上げられる。米国の長短金利が大幅上昇することから、日米の金利差は拡大し、ドル円レートは短期間だが、円安に振れる。しかし、世界経済が減速する2020年から4年間は、日本の成長率も平均0.4%程度に落ち込もう。設備投資が減少に転じる他、円高が加速し、ドル円レートは100円を割り込むことから、輸出は頭打ちになる。なお、2018～20年にかけて、FedやECBが金融引締めを加速すると想定する一方、日銀が行動を移す前に、世界経済が大幅に減速し、欧米の中央銀行は利下げに転じるとみられる。また、インフレ率は、予測期間後半にかけて鈍化しよう。従って、周回遅れの日銀は動けず、リスクシナリオ①では、標準シナリオと同じく、日本の短期金利・長期金利ともに現行のゼロ近傍水準のままと想定した。

図表 3-2 リスクシナリオ①における日本の姿

年度	予測期間		
	2018-2027	2018-2022	2023-2027
実質GDP(前年比、%)	0.9	0.7	1.1
民間最終消費支出	0.6	0.5	0.7
民間設備投資	1.7	0.7	2.7
民間住宅投資	-0.1	-0.3	0.0
公的固定資本形成	0.7	1.5	0.0
政府最終消費	0.9	0.9	1.0
財貨・サービス輸出	2.2	2.1	2.3
財貨・サービス輸入	2.1	1.5	2.7
名目GDP(前年比、%)	1.5	1.5	1.5
消費者物価(前年比、%)	1.1	1.2	1.0
コールレート(%)	-0.1	-0.1	-0.1
10年国債利回り(%)	0.1	0.1	0.1
中央・地方政府 財政収支(名目GDP比、%)	-3.3	-3.1	-3.4
基礎的財政収支(名目GDP比、%)	-2.9	-2.5	-3.3
中央・地方政府債務残高(名目GDP比、%)	239.3	235.9	242.5

(注) 期間平均値。財政収支は特殊要因を除く。

(出所) 大和総研作成

②日本銀行の金融政策が変更されるケース

予測期間を通じてみれば、デフレ脱却の定着・インフレ率の緩やかな上昇を受けて、後半にかけて、長期金利は上昇圧力が高まっていくとみられる。また、予想される米国の長期金利上昇に連動して、程度に差はあるものの、日本の長期金利も高まる余地が出てこよう。一連の上昇圧力を、インフレ目標2%に固執する日銀が、積極的な緩和態度によって長期金利をゼロ近傍水準に抑え込むというのが、標準シナリオの想定である。

これに対して、ここでは日銀の金融政策にレジームチェンジが起きるケースを想定する。つまり、日銀が2016年9月に導入を決定した、短期金利と長期金利の両方を事実上管理する、いわゆるイールドカーブ・コントロール(YCC)からの変更を意味するわけだが、そもそもインフレ目標2%以外に明確な判断基準がない以上、インフレ率が2%に届かないと予想される中で、変更のタイミングを推し量ることは難しい。

一つのタイミングとしては、黒田日銀総裁の任期が満了する時期(2018年4月8日)が考えられる。だが、黒田総裁の再任を含めて、後継総裁を安倍首相が指名する点を考えれば、政策の継続性は保たれるといえよう。そこで、レジームチェンジが起きるタイミングとして、安倍首相の任期(自民党総裁としての任期)が最大限延ばされる2021年を想定した。

次に、どのような政策変更が想定されるかだが、現実的には、日銀が直接的にコントロールしている長短金利の水準を変更する¹⁸、あるいは、現在買入れている資産の規模・内容を変更す

¹⁸ 現在、短期金利については、日本銀行当座預金のうち政策金利残高に▲0.1%のマイナス金利を適用し、長期金利は、10年物国債金利が概ねゼロ%程度で推移するように操作している。

るといった、現行の枠組みを維持しながらの微調整にとどまろう。ただ、経済・物価・金融情勢に応じた、望ましいイールドカーブを計測することは容易ではない。ここでは、2021年度のタイミングで長短金利に対する制約を外した場合、長短金利はどのように変化するか、そして、日本経済が受ける影響を見ることにする。なお、前提となる世界経済や原油価格の想定は標準シナリオと同じである。

そうすると、短期金利の変動がほとんど見られない一方、長期金利は1%近くまで上昇し、その後も同水準で推移するという姿になる。つまり、経済が自然体であれば、本来、長期金利の水準は約1%になることを示しており¹⁹、それを0%程度に人為的に抑えている現在の日銀の政策は強力なものと評価できよう。

金利上昇の影響は個人消費や住宅投資、設備投資といった民間部門の成長率を押し下げることになり、金利上昇によって為替レートが円高に振れるため、輸出の伸びは抑制される。この結果、予測期間後半の実質GDP成長率は、標準シナリオよりも0.2%pt低くなる。そして、景気が減速することから、日銀が注目するインフレ率は、標準シナリオよりも抑制されよう。また、景気減速に伴う税収減、金利上昇による利払い負担の増加から日本の財政状況は悪化し、予測期間後半の財政収支の赤字（対名目GDP比）は標準シナリオよりも平均で1.4%pt分、プライマリーバランスの赤字も0.4%pt分それぞれ拡大するとみられる。現在の日本の財政状況が、いかに超低金利の恩恵を享受しているかを確認できる。

図表 3-3 リスクシナリオ②における日本の姿

年度	予測期間		
	2018-2027	2018-2022	2023-2027
実質GDP(前年比、%)	0.9	0.8	0.9
民間最終消費支出	0.5	0.5	0.6
民間設備投資	1.6	1.0	2.2
民間住宅投資	-0.5	-0.5	-0.5
公的固定資本形成	0.8	1.2	0.4
政府最終消費	0.9	0.9	0.9
財貨・サービス輸出	2.6	2.4	2.8
財貨・サービス輸入	2.0	1.7	2.3
名目GDP(前年比、%)	1.4	1.5	1.4
消費者物価(前年比、%)	1.1	1.2	1.1
コールレート(%)	-0.1	-0.1	0.0
10年国債利回り(%)	0.7	0.4	1.0
中央・地方政府 財政収支(名目GDP比、%)	-3.7	-3.3	-4.2
基礎的財政収支(名目GDP比、%)	-2.8	-2.6	-3.1
中央・地方政府債務残高(名目GDP比、%)	240.8	237.1	244.3

(注) 期間平均値。財政収支は特殊要因を除く。

(出所) 大和総研作成

¹⁹ これはマクロモデルで解いた数字であり、過去の経験則から導き出された水準である点に留意が必要であろう。

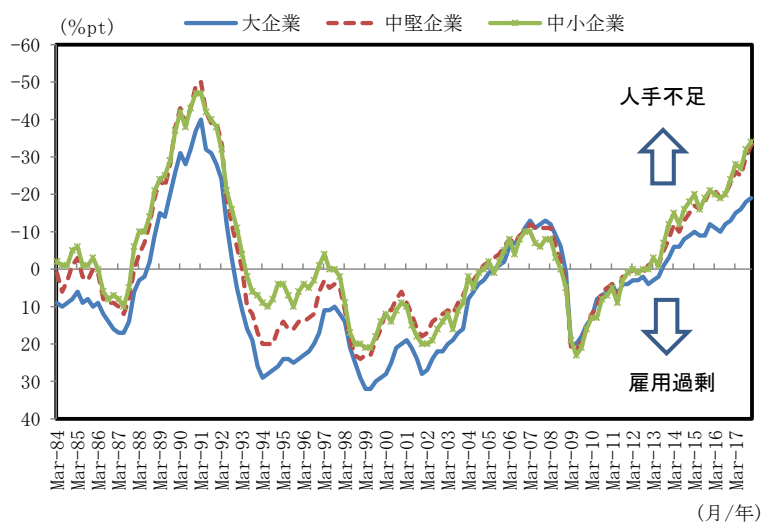
第2部 人手不足は生産性を上げる好機となるか

人手不足が深刻さを増している

厚生労働省が公表した直近の2017年12月の有効求人倍率は1.59倍（季節調整済）と43年11か月ぶりの高い数値となり、労働市場では需給のひっ迫した状態が続いている。さらに日銀短観の雇用人員判断DIのデータで見ても、2013年以降はどの企業規模でも人手不足の状態にあり、足元ではバブル期並みまで労働需給が改善するに至っている（図表I）。

総務省によると2016年の生産年齢人口はピーク時（1997年）より1,000万人の減少、直近5年間では年平均100万人のペースで減っており、超少子高齢社会の加速で現役の働き手が少なくなっている。2013年以降、アベノミクスによる景気回復をきっかけに、ようやく人々は構造的な人手不足を意識せざるを得なくなったのである。

図表 I 企業規模別・人手不足の推移



(出所) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」より大和総研作成

政府は「生産性革命」「人づくり革命」に向けた『新しい経済政策パッケージ』を公表

今後も続くと予想されるこうした人手不足に対して、政府は2017年12月に『新しい経済政策パッケージ』を公表し、少子高齢化へ立ち向かうべく、2020年度までの今後3年間を集中投資期間として「生産性革命」を、さらに長期的な課題への基礎を築くための「人づくり革命」を掲げている。「生産性革命」では、中小企業・小規模事業者等の生産性革命、企業の収益性向上・投資促進による生産性革命、Society5.0の社会実装と破壊的イノベーションによる生産性革命の3つで構成されている。一方の「人づくり革命」では、幼児教育の無償化、待機児童の解消、高等教育の無償化といった政策が並べられている。

日本経済は生産性を上げやすい条件にある

足元で顕著となる人手不足は、企業が必要な労働力が確保できないだけでなく、労働需給ひ

っ迫による人件費の上昇圧力ともなりかねない。一方、労働者側では、第4次産業革命の担い手となるAIやIoTといった技術で定型化された技術の自動化が進むと、従来そうした業務を担ってきた、いわゆる中間所得層の雇用を奪う可能性も懸念される。過去の歴史からも明らかのように、革新的な技術ほどその導入を拒む抵抗勢力が現れて、そのために労働生産性の引き上げが思うように進まない可能性もある。

しかし、人手不足によるマイナスの影響を回避すべく、ロボットやAI・IoTなどを活用した省力化投資の促進や、有能な人材の獲得・育成、人材を定着させるための雇用環境の改善につながれば、労働生産性は飛躍的に上昇して賃金が引き上げられる余力も生まれてくる。また、既存の仕事が奪われるリスクがあっても、人手不足であれば人々が再雇用される確率は比較的高く、よって、日本では新技術の導入を阻む抵抗勢力の影響は他国と比べてさほど強くないかもしれない。人手不足をうまく活用できれば、日本の労働生産性を向上させる絶好の機会となりうる。

人手不足が経済の好循環を生む条件

ただし、労働生産性を規定する要素が何らかの理由によりうまく機能しないと、人手不足のメリットも弱まるし、改善に非常に長い時間が掛かるようであれば、本来得られたであろう経済的な機会を失うことにもなりかねない。優秀な人材が海外に逃げて行き、研究開発投資が海外で行われるようになれば、経済活動拠点として日本というプラットフォームの地位低下が決定的となり、後になって挽回させることは非常に困難となる²⁰。さらに、人手不足で再雇用される確率は高くても、労働者は低賃金に甘んじることになるかもしれない。

そこで第2部（4章～6章）では、労働生産性の引き上げこそが持続的な賃金上昇につながる基礎的な条件になると考え²¹、日本の労働生産性の現状とその改善に向けた課題について、国際比較や時系列、さらに地域の産業構造の観点も踏まえながら考察していく。労働生産性の改善には、サービス産業を中心に企業の新陳代謝が活発となる仕組み作りと人的資本の引き上げがポイントであることを説明し、時代に適った優秀な人材を育成する教育制度への見直しや、イノベーションを生みやすいように経済・社会制度を整合的に改革していく必要であることを述べる。

²⁰ 政府が目標を掲げている日本のビジネス環境の改善については、政策的な取り組みもあり着実に改善しているが、他国における改善のスピードが速いため、日本のランキング自体は低下している。そのため、世界における日本のビジネス・プラットフォームの相対的な地位低下が懸念される。

²¹ もちろん、労働生産性が上昇しても分配面で問題（労働分配率の低下）があれば賃金は引き上げられない。現在、世界的に労働分配率の低下についていくつかの仮説が提示されているが、本稿では労働生産性の議論に焦点を絞る。

4章 国際比較から浮かび上がってくる持続的な成長実現に向けた課題とは？

① 潜在成長率の低下という世界の大きな潮流

現在、日本経済は緩やかな回復基調が続いており、景気拡張期間は事実上、戦後 2 番目の長さとなっている。しかし、中長期的な視点に立てば、他国より速いペースで少子高齢化が進展し、労働力の中心を担う生産年齢人口（15 歳～64 歳）の減少が続く経済環境の下で、日本経済が持続的な経済成長を実現することは決して容易ではない。

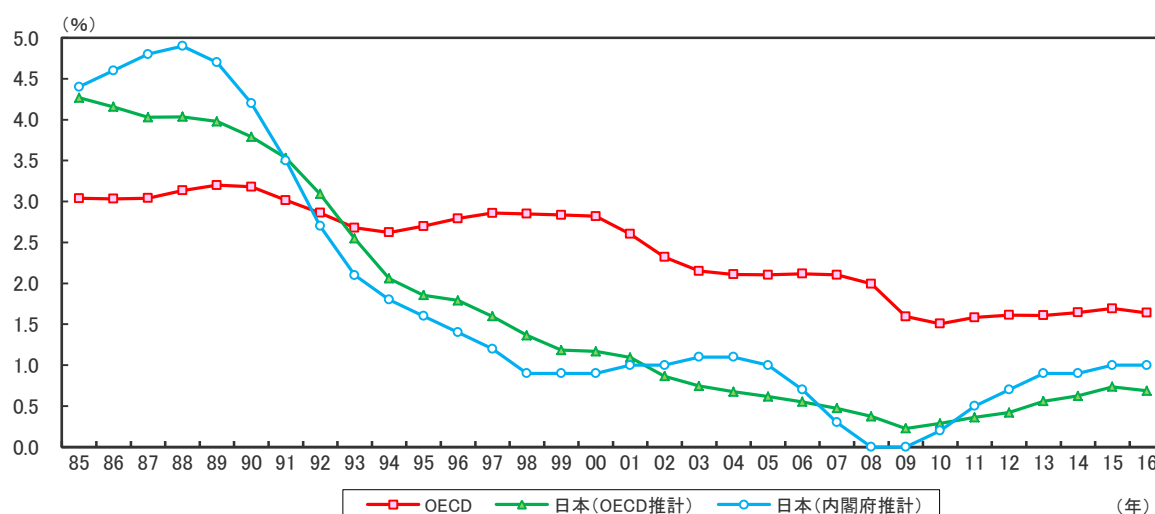
一国経済の中長期的な成長力は、潜在成長率によって測ることができる。これは、①労働、②資本、③全要素生産性（TFP）、という 3 つの生産要素を過去のトレンド並みに投入することで実現できる実質 GDP の伸びのことである²²。実際の実質 GDP 成長率は短期的な変動によって潜在成長率から乖離することになるが、その中長期的なトレンドは、潜在成長率に収斂する。

日本の潜在成長率の推移を確認すると、バブル崩壊後の 1990 年代に大きく低下し、その後長らく低迷してきたことが分かる（図表 4-1）。さらに、OECD（経済協力開発機構）全体の潜在成長率も、長期的に見ると緩やかに低下している。

こうしたなか、内閣府が 2018 年 1 月 23 日に公表した「中長期の経済財政に関する試算」における「成長実現ケース」では、潜在成長率が 2017 年度の +1.1%程度から +2.1%程度まで上昇することが前提となっており、実際の実質 GDP 成長率もそれに収斂することとなる。しかし、日本の少子高齢化と生産年齢人口の減少などの構造問題や、潜在成長率の低下という世界の大きな潮流に鑑みると、潜在成長率を今後 2 倍近くに高めるという前提は、相当ハードルの高いシナリオだと評価せざるを得ない。

4 章では、日本経済の持続的な成長を実現するための課題について、潜在成長率や実質労働生産性の国際比較などを通じて検討する。

図表 4-1 潜在成長率の推移



(出所)内閣府、OECDより大和総研作成

²² TFP は広義の技術革新を示す。また、潜在成長率の推計値は、定義や推計方法によって異なるため幅を持つてみる必要がある。

② 2010年代はほとんどの主要先進国で潜在成長率が低下

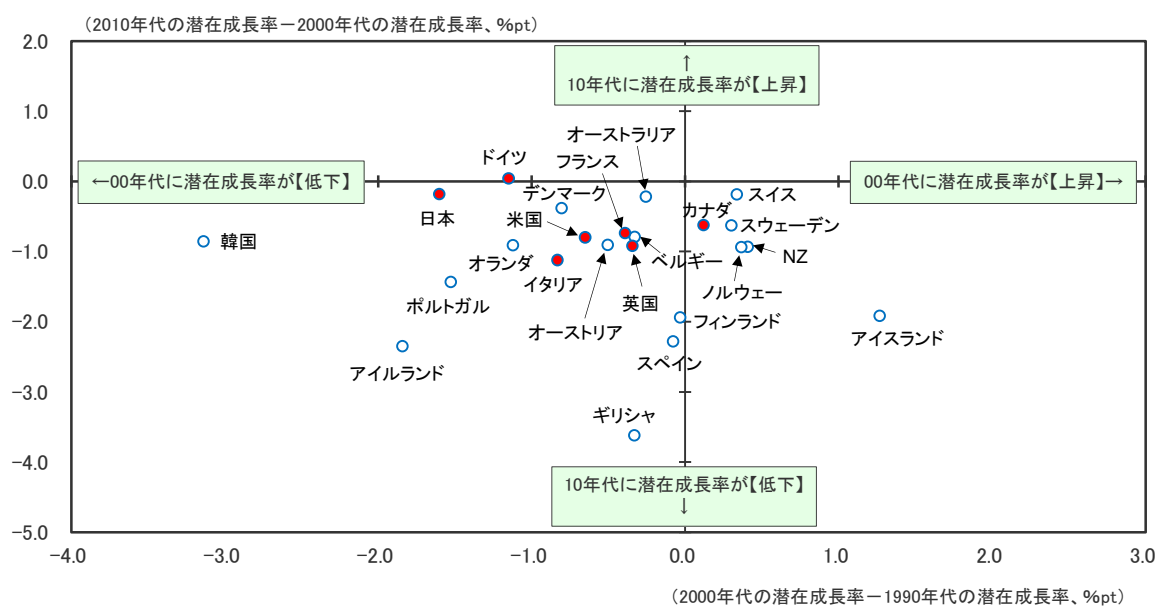
OECD 諸国の潜在成長率の変化に見られる特徴を俯瞰するため、横軸に 1990 年代から 2000 年代にかけての変化、縦軸に 2000 年代から 2010 年代（2010 年～2015 年）にかけての変化を示したのが図表 4-2 である。ここでは、OECD 加盟 35 ヶ国のうち各年代のデータが取得可能な 23 ヶ国をプロットしている。

まず、日本について確認すると、1990 年代から 2000 年代にかけて潜在成長率が大幅に低下していることが分かる。その低下幅は、23 ヶ国中 3 番目、主要先進 7 ヶ国（G7）では最も大きい。この背景としては、1990 年代前半のバブル崩壊や 1990 年代後半の金融危機後の総需要の落ち込みに加え、広義の技術進歩を示す全要素生産性（TFP）の低下や労働時間の減少といった供給側の要因が、潜在成長率を長期的に下押ししたことが指摘できる。2000 年代から 2010 年代にかけても、生産年齢人口の減少や能力増強のための設備投資の伸び悩みなどが重荷となったことで、潜在成長率が小幅に低下しており、長期停滞の様相を示している。

また、2000 年代から 2010 年代にかけては、23 ヶ国中、ドイツを除くすべての国の潜在成長率が低下しており、ドイツもほぼ横ばいと伸び悩んでいる。つまり、潜在成長率の低下というのは、日本固有の現象ではなく、主要先進国に共通する問題だと言える。これは、リーマン・ショック後の世界的な景気後退（Great Recession）や欧州債務問題で世界の総需要が減少したことや、労働供給や資本投入の伸び悩みといった供給側の問題による。

最後に、2000 年代から 2010 年代にかけて、ギリシャの潜在成長率の低下幅が最も大きいことが注目される。これは、財政危機をきっかけに経済活動が著しく低下したことによるものである。ギリシャの教訓を踏まえると、主要先進国の中で財政状況が最も厳しい日本にとっては、「経済再生」と「財政健全化」を同時に実現することが極めて重要な課題だと言える。

図表 4-2 OECD 諸国の潜在成長率の変化



(注1) 2010年代の期間は、2010年～2015年。各年代の潜在成長率は各年の単純平均による。

(注2) OECD加盟35ヶ国のうち、各年代のデータが取得可能な23ヶ国をプロットした。塗りつぶしは、G7(主要先進7ヶ国)。

(出所) OECDより大和総研作成

③ 長い目で見ると労働生産性の向上が経済成長の源泉

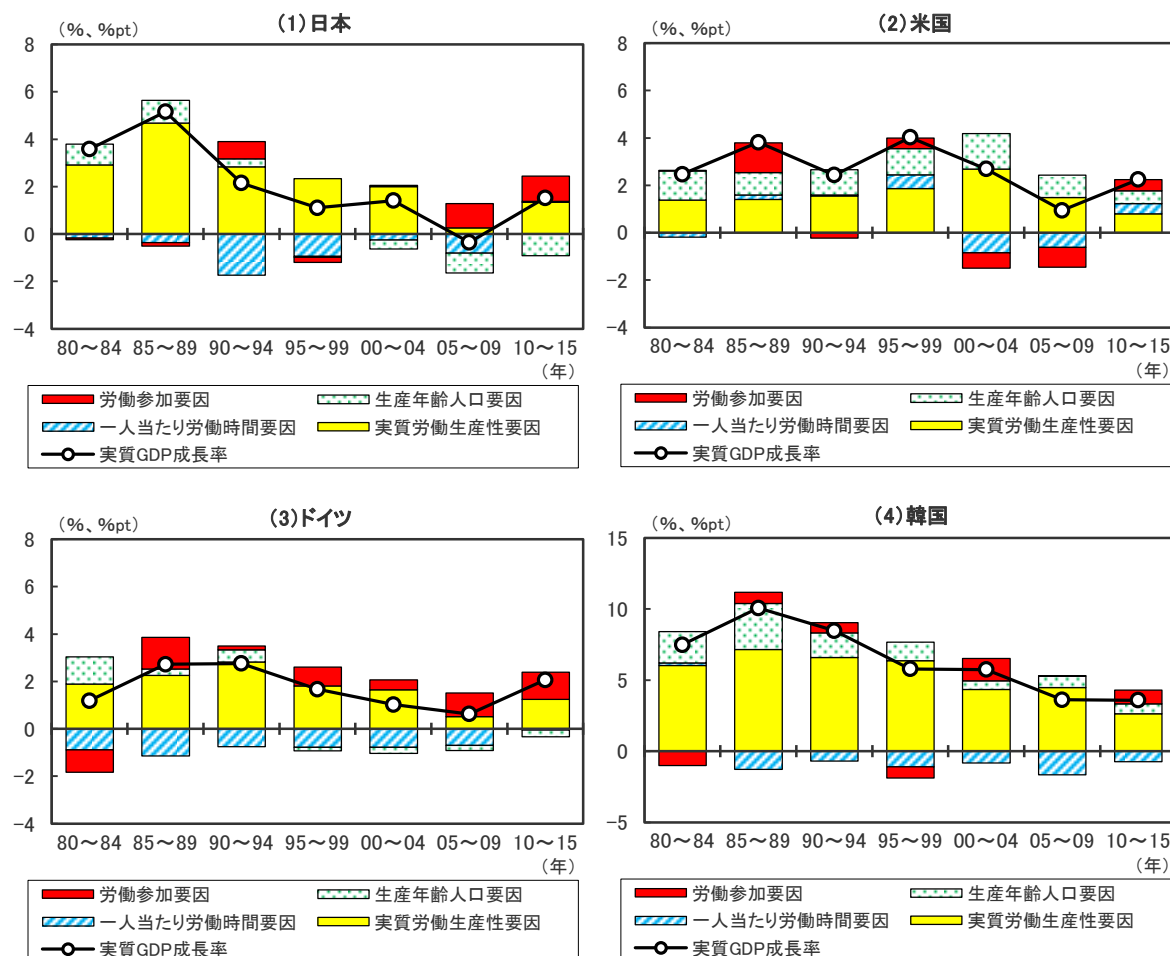
日本、米国、ドイツ、韓国について、実質 GDP 成長率の長期的な推移を、①実質労働生産性要因、②一人当たり労働時間要因、③生産年齢（15歳～64歳）人口要因、④労働参加要因、の4つに要因分解すると、以下の3点が指摘できる（図表4-3）。

第一に、国や時期によって多少の違いが見られるものの、実質 GDP 成長率への影響が最も大きいのは実質労働生産性要因である。すなわち、持続的な成長を実現するためには、労働生産性の向上が本質的に重要だと言え、その変動要因については次項で分析する。

第二に、生産年齢人口要因は、米国で継続的な押し上げ要因となっている一方、現在、日本とドイツでは押し下げ要因となっている。とりわけ、少子高齢化が急速に進む日本で大きな重石となっており、今後も経済成長の下押し要因になり続けると見込まれる。

第三に、2010年～2015年は、景気の回復や女性と高齢者の労働参加の進展を背景に、いずれの国も労働参加要因が押し上げに寄与している。日本では、生産年齢人口要因が今後も重石となると見込まれるなか、女性と高齢者の一層の活躍が経済成長の鍵を握ると言えよう。

図表4-3 実質 GDP 成長率の要因分解



(注1) 実質労働生産性はマンワーベースで、「実質GDP÷(労働者数×平均年間労働時間)」、労働参加は、「労働者数÷生産年齢人口」による。

(注2) 近似誤差の影響により、寄与度の合計は全体に一致しない。

(注3) 5年平均値(直近のみ6年平均値)、ドイツの生産年齢人口は前後で断絶している1991年を除く、韓国の生産年齢人口は1981年から。

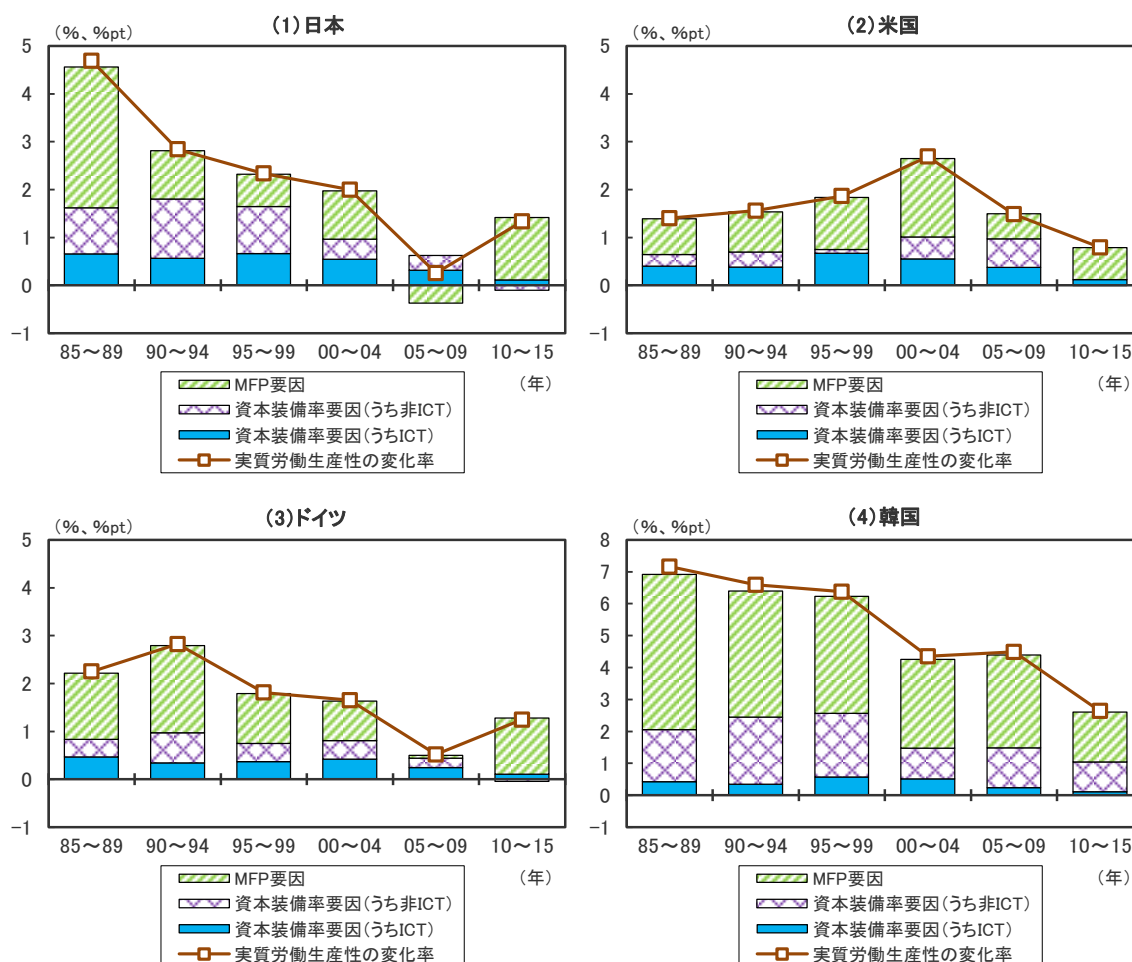
(出所) OECDより大和総研作成

④ 世界的な景気後退を背景とする資本装備率の停滞が労働生産性を下押し

実質労働生産性の変化率は、①資本装備率要因（うち ICT）、②資本装備率要因（うち非 ICT）、③MFP（多要素生産性）要因、の3つに分解できる²³。ここで、OECD の MFP（多要素生産性）とは、先の TFP（全要素生産性）と同じ概念のものである。

リーマン・ショック後の世界的な景気後退の影響を均して長期的な傾向を見ると、日本、米国、ドイツ、韓国の実質労働生産性の伸びは、2000年代後半以降、低下傾向にある（図 4-4）。特に日本に関しては、1980年代後半のバブル期から長期的に低下している点が注目される。その要因を見ると、いずれの国も MFP 要因の低下が大きく影響している。つまり、経済成長の源泉となる労働生産性を高めるためには、MFP の向上が今後の課題である。具体的には、雇用のミスマッチの解消や研究開発投資などの無形資産への投資などが重要だと考えられる²⁴。

図表 4-4 実質労働生産性の変化率の要因分解



(注1) 実質労働生産性はマンアワーベースで、「実質GDP÷(労働者数×平均年間労働時間)」。

(注2) 近似誤差の影響により、寄与度の合計は全体に一致しない。

(注3) 生産性はOECDのMFP(多要素生産性)でTFP(全要素生産性)と同じ概念。

(注4) 5年平均値(直近のみ6年平均値)。

(出所) OECDより大和総研作成

²³ この要因分解は、定義、推計方法、計測誤差などの影響を受けるため、幅を持つてみる必要がある。

²⁴ 中島上智、西崎健司、久光孔世留(2016)「先進国における労働生産性の伸び率鈍化」日本銀行調査論文、中村康治、開発壮平、八木智之(2017)「生産性の向上と経済成長」日本銀行ワーキングペーパーシリーズ、などを参照。

また、2010年～2015年は、いずれの国においても、資本装備率要因の寄与度が ICT 投資、非 ICT 投資ともに低下していることが注目される。その結果として、同期間の実質労働生産性の伸びは、ほぼ全て MFP 要因によって説明される。この主な要因としては、世界的な景気後退や欧州債務問題を背景に、それ以前に比べて設備投資が抑制されたことや資本ストック調整が行われたことが指摘できる。

⑤ 労働生産性の改善なき長時間労働の是正は成長力を下押し

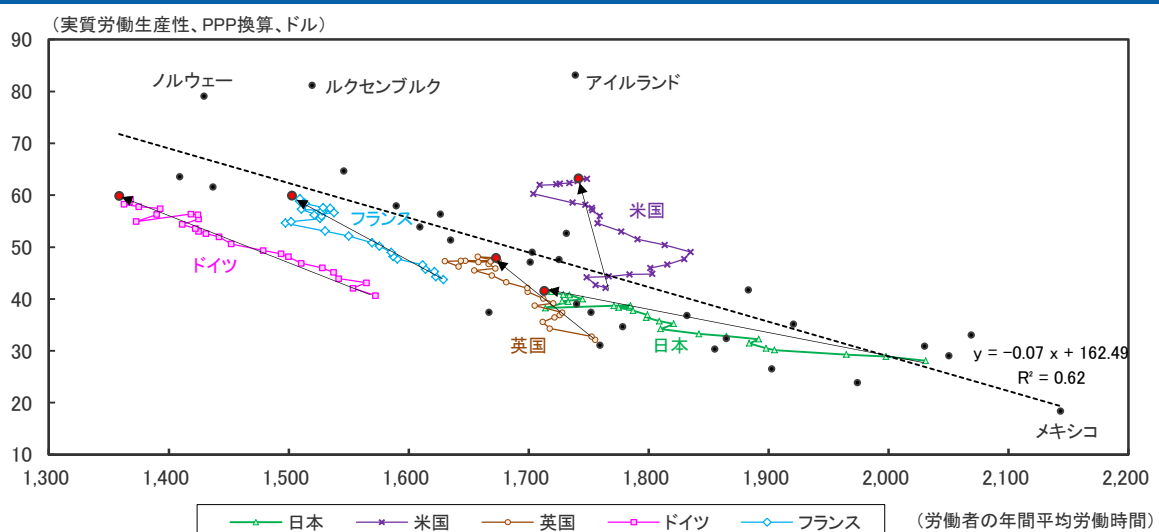
現在、日本の労働市場では、長時間労働の是正が重要な課題となっている。しかし、単純に一人当たり労働時間を減らすだけであれば、それは実質 GDP 成長率の下押し要因となる（前掲図表 4-3）。加えて、労働時間の減少に伴う労働投入の減少により、潜在 GDP も低下する。機械的に計算すると、労働投入が▲0.2%減少すると潜在 GDP は▲0.1%程度低下する（図表 4-5）。

図表 4-5 日本の潜在 GDP に及ぼす影響 (%)

		労働投入						
		←減少			0.0%	増加→		
		-0.6%	-0.4%	-0.2%	0.0%	0.2%	0.4%	0.6%
↑悪化	-0.3%	-0.7	-0.6	-0.4	-0.3	-0.2	0.0	0.1
	-0.2%	-0.6	-0.5	-0.3	-0.2	-0.1	0.1	0.2
	-0.1%	-0.5	-0.4	-0.2	-0.1	0.0	0.2	0.3
TFP	0.0%	-0.4	-0.3	-0.1	0.0	0.1	0.3	0.4
	0.1%	-0.3	-0.2	0.0	0.1	0.2	0.4	0.5
	0.2%	-0.2	-0.1	0.1	0.2	0.3	0.5	0.6
	0.3%	-0.1	0.0	0.2	0.3	0.4	0.6	0.7

(注)ここでは、コブ=ダグラス型の生産関数を仮定し、労働分配率は1980年～2016年の平均値を利用している。
(出所)内閣府より大和総研作成

図表 4-6 OECD 諸国 (35ヶ国) の労働時間と実質労働生産性



(注1) OECD 諸国のデータは2016年、G5の推移は1990年～2016年。
(注2) 実質労働生産性は、PPP(購買力平価)換算しており、「実質GDP(PPP換算、ドル) ÷ (労働者数 × 平均年間労働時間)」。
(注3) 回帰係数はいずれも1%有意。
(出所) OECDより大和総研作成

ここで、OECD 諸国のデータを確認すると、主要先進 5 ヶ国（G5）は年間労働時間を削減するなかで実質労働生産性を高めてきたことが分かる（図表 4-6）。ただし、2016 年の OECD 加盟 35 ヶ国の傾向線に比べて、日本が下方に位置している点に注意が必要だ。今後も「働き方改革」を進めるなかで、①長時間労働の是正、②実質労働生産性、という「二兎」を追い、図上で上方向にシフトさせることが重要な課題だと言える。そのためには、設備投資の増加を通じた資本装備率の上昇や、ICT 投資による業務の効率化を進めるとともに、ロボットや人工知能（AI）の活用などが求められる。

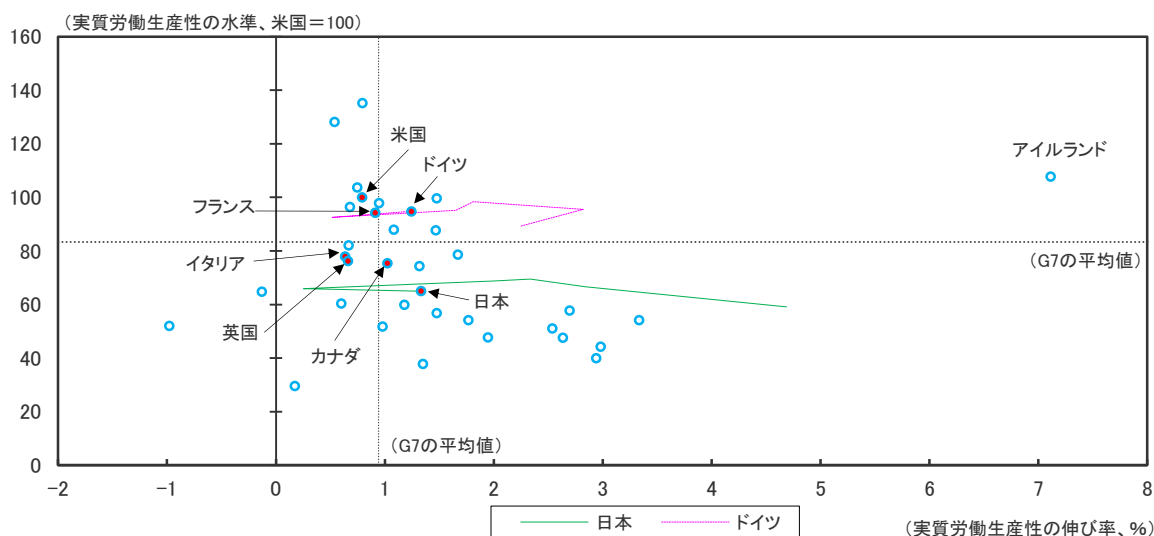
⑥ 日本の実質労働生産性についてはキャッチアップという視点も必要

日本の実質労働生産性の課題については、①伸び率、②水準、の両面から捉えることも有益である。OECD 加盟 35 ヶ国の 2010 年～2015 年（平均値）のデータを確認すると、日本の実質労働生産性の伸び率は 15 位、水準は 19 位であり、後者の順位の方が低い（図表 4-7）。G7 の中では、伸び率が 1 位である一方、水準は最下位となっている。

ここで、ドイツと日本について長期的な推移を見ると、両者とも図上を左方向に移動しており、長期的に実質労働生産性の伸び率が低下してきたことが分かる。ただし、ドイツは、米国並みの水準を維持しており、かつ伸び率、水準ともに G7 の平均値（2010 年～2015 年）を上回っている点が注目される。ドイツに比べ、日本は、米国の実質労働生産性の水準にほとんどキャッチアップができていないなかで、伸び率が低下している。

こうした状況から明らかなように、世界的に実質労働生産性の伸び率が低下傾向にあるなか、日本に関しては、伸び率よりも水準の低さに課題が存在している。ただし、購買力平価換算による影響を除くと、実質労働生産性の水準をキャッチアップさせるためには実質労働生産性の伸び率を他国よりも高めなければならず、結局のところ、伸び率と水準の議論は切り離せない。

図表 4-7 OECD 諸国（35 ヶ国）の実質労働生産性の伸び率と水準



(注1) OECD諸国のデータとG7の平均値は、2010年～2015年の平均値、日本とドイツの推移は1990年以降の5年平均値をつないだもの、ただし、直近は、2010年～2015年の6年平均値。

(注2) 実質労働生産性の伸び率はマンワーベースで、「実質GDP÷(労働者数×平均年間労働時間)」、実質労働生産性の水準は、PPP(購買力平価)換算しており、「実質GDP(PPP換算、ドル)÷(労働者数×平均年間労働時間)」。

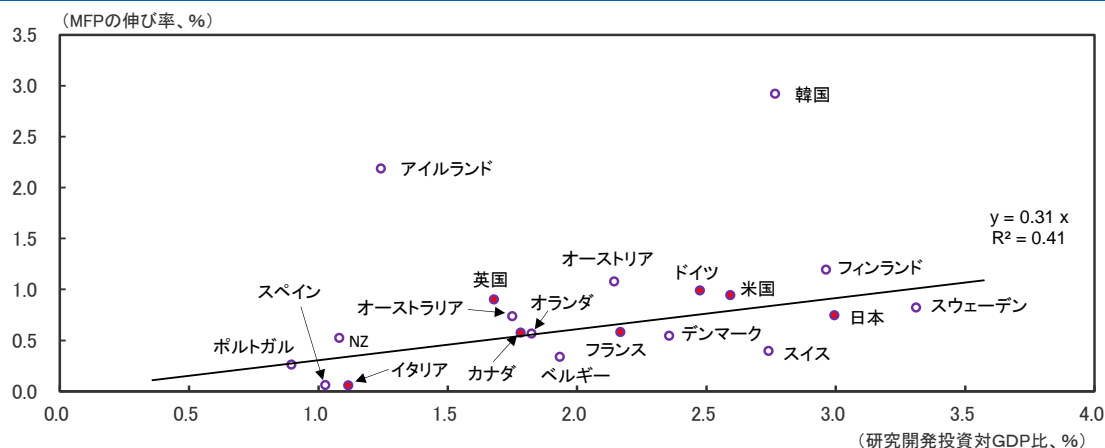
(出所) OECDより大和総研作成

⑦ 高水準の研究開発投資を MFP のさらなる上昇につなげることが重要

MFP を高めるためには、先に見たように研究開発投資などの無形資産投資を通じて革新的な技術の創出を促進することが重要となる。実際、OECD 加盟 35 ヶ国のうちデータが取得可能な 20 ヶ国における長期的な関係を確認すると、研究開発投資対 GDP 比が高い国ほど、MFP の伸び率も高いという傾向が存在する（図表 4-8）。日本の研究開発投資対 GDP 比は、OECD 諸国の中でも高い水準に位置しており、このことが MFP に対してもプラスに作用してきたと考えられる。

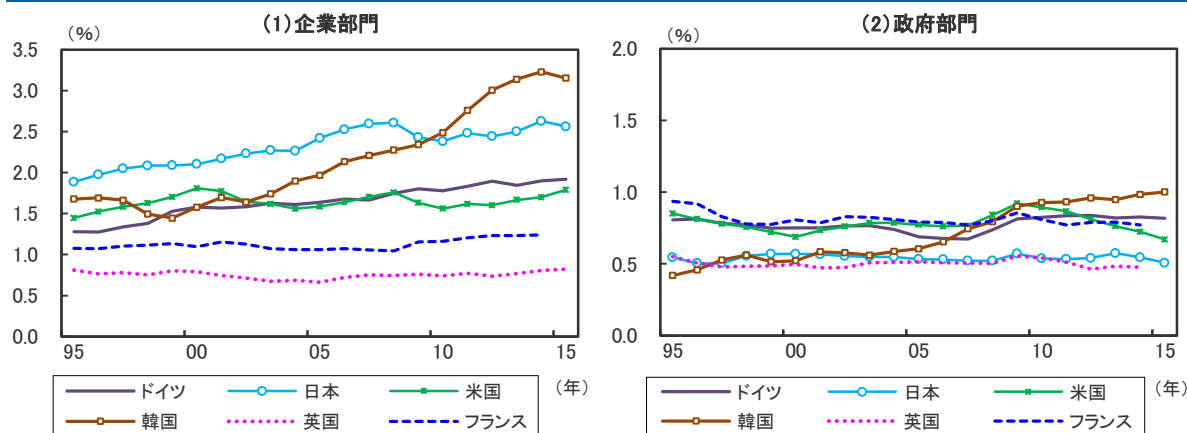
研究開発費の負担主体について企業部門と政府部門の推移を見ると、日本は他の主要国に比べて企業部門の負担が多い傾向にある一方で、政府部門の負担が少ないという特徴がある（図表 4-9）。日本の先行きについては、政府が「科学技術基本計画」（第 5 期、2016～2020 年度）において、研究開発投資対 GDP 比を官民合わせて 4%以上、政府部門で 1%にするという目標を掲げており、この実現に向けて研究開発投資が現在より一定程度拡大する見込みである²⁵。

図表 4-8 OECD 諸国の研究開発投資と MFP（多要素生産性）



(注1) OECD加盟35ヶ国のうち、データが取得可能な20ヶ国の1990年～2015年の平均値。毎年データがない国は、データがある年の平均値。
(注2) MFP(多要素生産性)は、TFP(全要素生産性)と同様の概念のものであり、一般に技術革新を示す。
(注3) 回帰式は韓国とアイルランドを除いて推計、回帰係数は1%有意
(出所) OECDより大和総研作成

図表 4-9 主要国の企業部門・政府部門の研究開発投資対 GDP 比



(注) 研究開発投資はGERD(Gross Domestic Expenditure on R&D)による。
(出所) OECDより大和総研作成

²⁵ なお、日本の研究開発投資対 GDP 比の数値は、OECD のデータ（2015 年 3.29%）と文部科学省の『平成 29 年版 科学技術要覧』資料（2015 年度 3.56%）で僅かながら異なっている点には留意したい。

他国の動向に関しては、2000年代後半以降、韓国の研究開発投資対GDP比が企業部門と政府部門のいずれも上昇ペースが速まり、2010年以降、主要先進5ヶ国(G5)を上回って推移している点が注目される。韓国企業が、家電、情報通信機器、半導体の分野で国際競争力を急速に高めてきた要因の一つとして、こうした官民の研究開発投資の拡大が指摘できる。

今後の日本の課題は、主要国の中で高い水準の研究開発投資対GDP比を維持しつつ、それをMFPのさらなる上昇につなげることであり、これは図4-9の日本の位置を上方にシフトさせることに他ならない。具体的には、将来的に世界市場の拡大が期待できる分野を的確に見極めつつ、政府による岩盤規制の緩和や、企業のオープンイノベーションの取り組み強化などが求められる。

⑧ まとめ

本章では、主要先進国の潜在成長率の動向に見られる特徴や、実質GDPと実質労働生産性の変化率の要因分解などを通じて、日本が持続的な経済成長を実現するための課題について考察した。その要点をまとめると以下ようになる。

まず、潜在成長率の低下というのは主要先進国に共通する問題であり、日本の潜在成長率はバブル崩壊や金融危機の影響により、1990年代から2000年代にかけてG7の中で最も大きく低下した。日本、米国、ドイツ、韓国の実質GDP成長率の歴史的な推移を要因分解すると、長期的な経済成長の源泉は労働生産性であることが明らかとなり、それを引き上げることが本質的な課題となる。また、日本に関しては、少子高齢化が急速に進み、生産年齢人口が減少するなか、女性と高齢者の一層の活躍も重要な鍵を握る。

次に、世界的に労働生産性の伸びが低下しているが、これは広義の技術進歩を示すMFPの成長が低下していることが大きく影響しており、雇用のミスマッチの解消や研究開発投資などの無形投資の拡大を通じてMFPを向上させることが今後重要である。また、国際的に見ると、日本は、長時間労働の是正を進めるなかで、労働生産性を一層向上させることが課題となっており、そのためには、資本装備率を引き上げることやロボットと人口知能(AI)の活用などが求められる。加えて、日本の実質労働生産性の水準がG7の中で最も低いことに鑑みると、他国の水準にキャッチアップするという視点も欠かせない。

最後に、日本の研究開発投資対GDP比は主要先進国の中で高い位置にあり、それがMFPの上昇を通じて、労働生産性の改善に作用してきた。ただし、他国と比較すると、日本は、研究開発投資からMFPへの経路を一層強化する余地が残っている。官民が連携して将来の成長に資する研究開発投資を行う下で、規制緩和やオープンイノベーションを通じて、研究開発投資の効率性をさらに強化することが今後の課題だと言える。

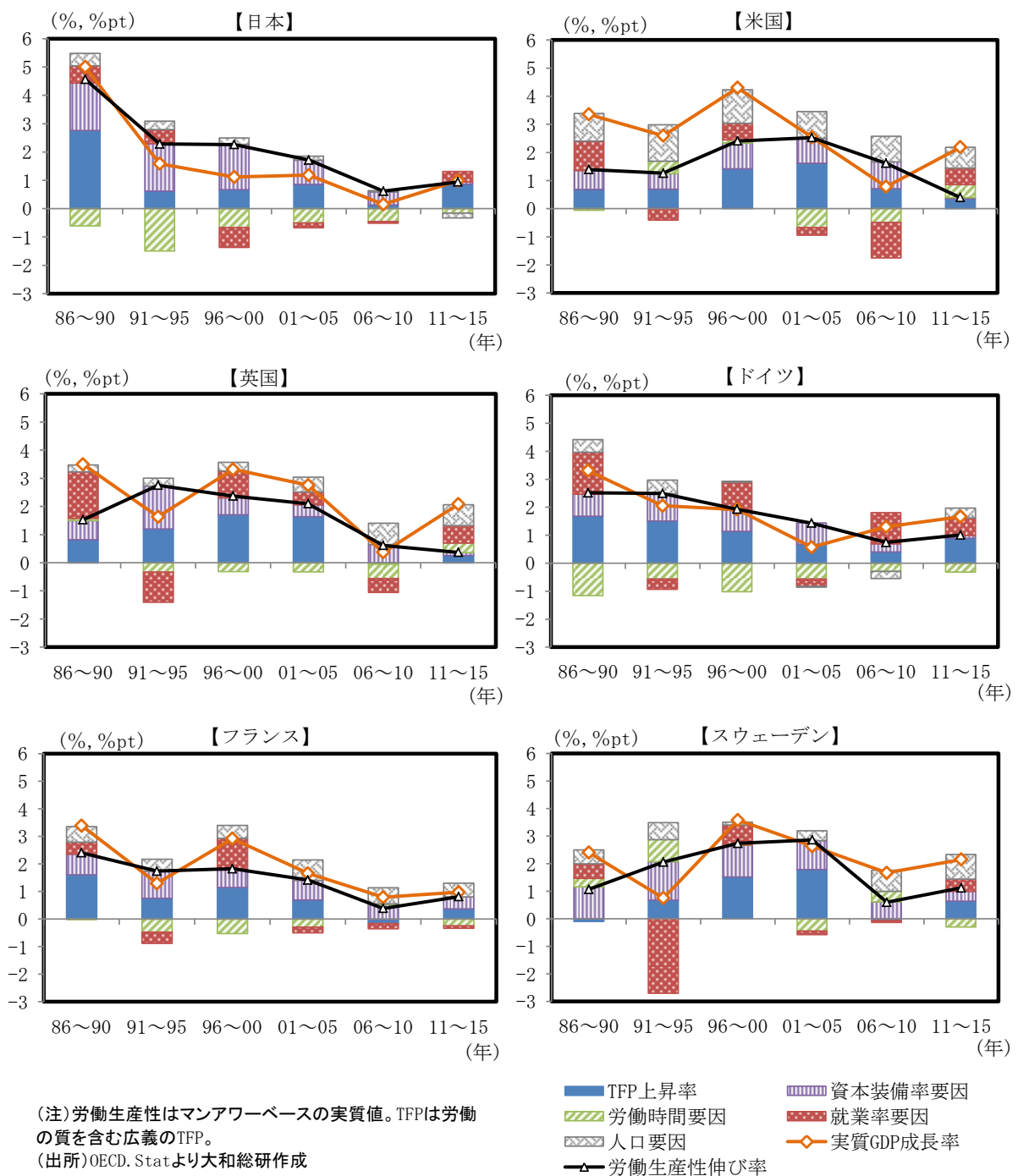
5章 なぜ日本の労働生産性は伸びにくいのか？

①「生産性革命」「人づくり革命」が叫ばれる背景

(i) 世界的に見ても低い日本の労働生産性

4章でも確認したように、日本を含む主要先進国で潜在成長率が低下していることを受けて、各国の実質 GDP 成長率は低下傾向にある。その主な理由は労働生産性が低下していることであり、足元ではそれを人口・労働要因で補っているという構図だ。

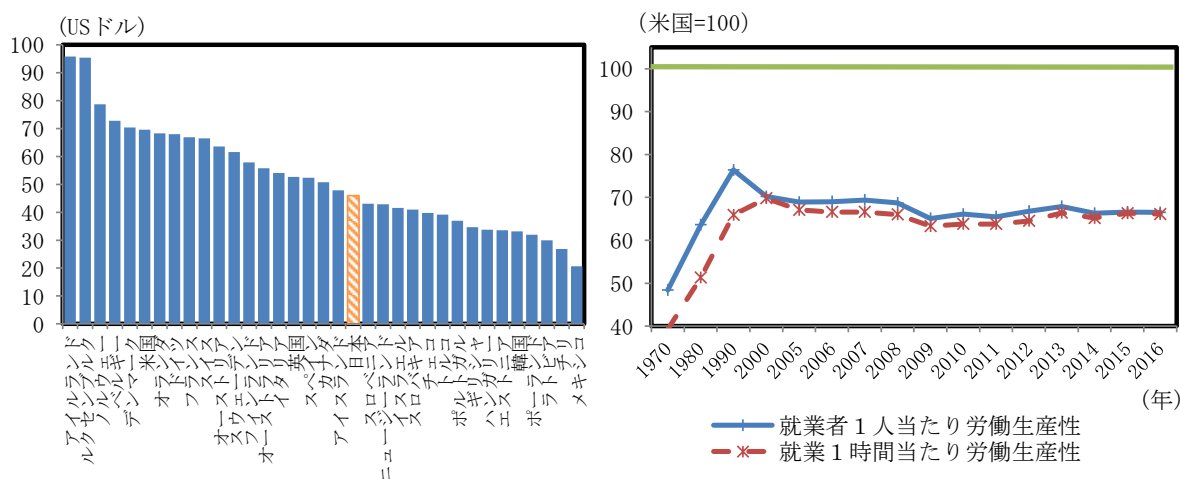
図表 5-1 先進国の実質 GDP 成長率および労働生産性伸び率の要因分解 (1986年～2015年)



超少子高齢化が進み移民も少ない日本では、人口要因からの押し上げ効果は期待できない。女性や高齢者の就業率の上昇については当面の間、期待できるが、それもいずれ限界が来る。さらに長時間労働の是正で労働時間が減るとなると、成長率の引き上げには時間（もしくは1人）当たり付加価値（労働生産性）の引き上げしかないだろう。

しかし、現状の日本の労働生産性は低い水準だ。日本生産性本部 [2017] によると²⁶、2016年の日本の就業者1人当たり労働生産性は81,777ドル、時間当たり労働生産性（マンアワー労働生産性）は46.0ドル（いずれも購買力平価換算 US ドル）であり（図表 5-2 左）、OECD 加盟35ヶ国のうちそれぞれ21位、20位である。1990年代ごろまでは、日本の労働生産性の格差は米国と比較して縮小しつつあったが、最近20年間の日本の労働生産性は米国対比で3分の2程度である（図表 5-2 右）。その原因は、後述するように、日本のTFP水準が米国の3分の2程度にすぎず、さらに人的資本の水準も引き上げ余地があるためだ。

図表 5-2 OECD 諸国の時間当たり労働生産性（左）、日本の労働生産性の推移（右：米国=100）



(注) 左のグラフは2016年の数字。USドルは購買力平価換算。
(出所) 公益財団法人日本生産性本部より大和総研作成

その一方で、日本の労働生産性自体は改善している。同じく日本生産性本部 [2017] によると、就業者の増加が労働生産性の抑制要因となるものの、名目 GDP の拡大や平均労働時間の短縮が時間当たり労働生産性にプラスに働いており、全体では名目ベースで前年比 1.2%の上昇となっている（実質でも同 0.3%の上昇）。4章や図表 5-1 でも示されるように、日本の時間当たり労働生産性の伸び率は他の主要国と比べて特段低いというわけでもない。

つまり、日本の労働生産性自体は着実に改善しているが、OECD 諸国と比較すると改善のスピードが速いとは言えず、結果、諸外国との生産性格差が縮まらないのである。

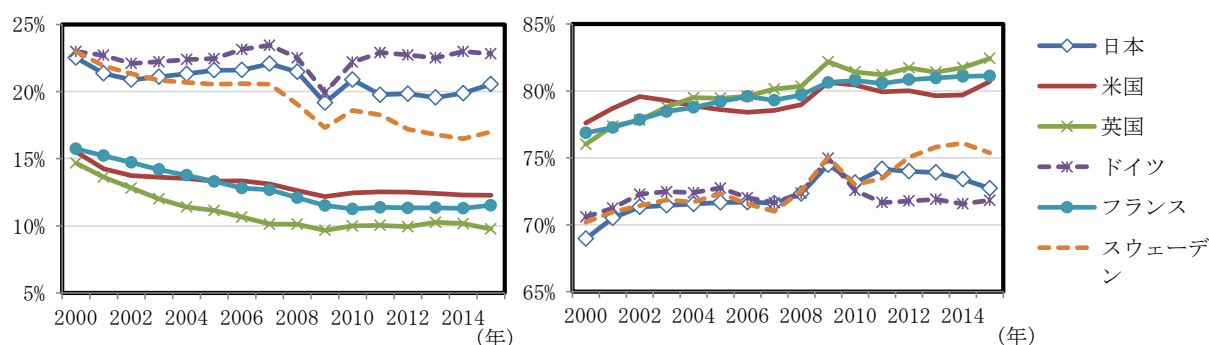
²⁶ 公益財団法人日本生産性本部 [2017] 「労働生産性の国際比較 2017 年版～日本の時間当たり労働生産性は46.0ドル(4,694円)、OECD加盟35ヶ国中20位～」(2017年12月20日公表)
(<http://activity.jpc-net.jp/detail/01.data/activity001524/attached.pdf>)。

(ii) 特に労働生産性が低いとされるサービスへ産業・就業構造がシフト

さらに、産業・就業構造のサービス分野へのシフトが問題を深刻にしている。図表 5-3 や図表 5-4 で見るように、日本だけでなく海外でも産業・就業構造のサービス化という状況は同じである。英国・米国・フランスではサービス業の付加価値額に占めるウェイトが非常に大きく、このところスウェーデンではサービス業のウェイトが上昇している。

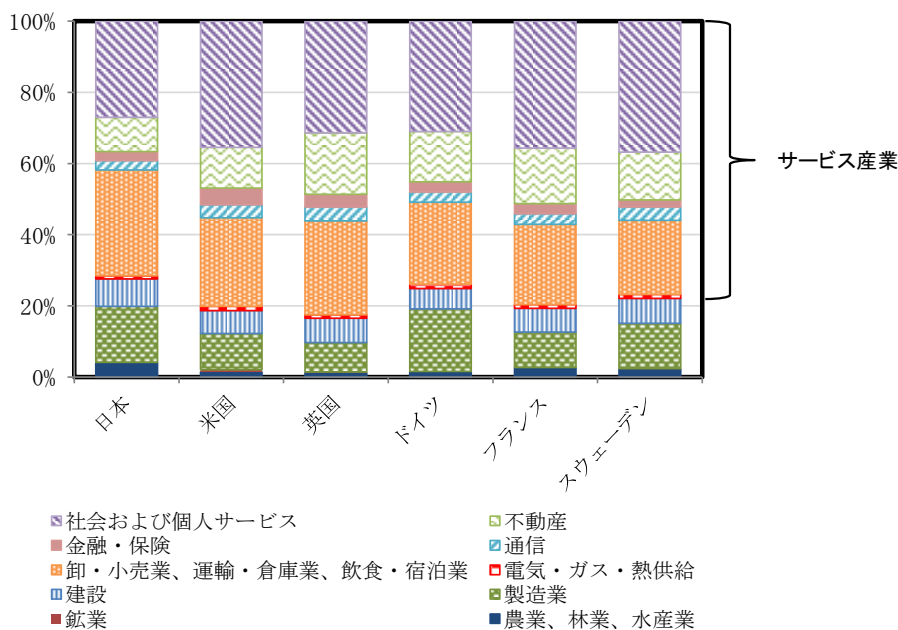
就業構造で見ても同じ傾向であるが、日本は他国と比べて、卸・小売業、運輸・倉庫業、飲食・宿泊業の就業者ウェイトが大きく、一方で不動産や社会および個人サービス（行政、医療・福祉、教育、娯楽等）の就業者ウェイトが小さくなっている。

図表 5-3 付加価値額に占める製造業・サービス業の割合（左：製造業、右：サービス業）



(出所)OECD.Statより大和総研作成

図表 5-4 業種別・就業構造の国際比較 (2011年)



(注)ここでサービス産業は第3次産業と同義とする。

(出所)OECD.Statより大和総研作成

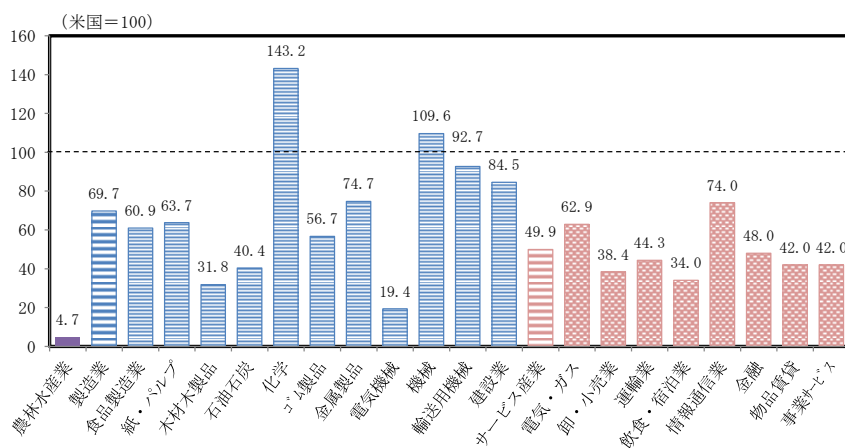
特に日本ではサービス分野の労働生産性が低くその改善も進まないために、こうした産業・

就業構造のサービス化が諸外国と比べた日本の労働生産性格差が縮小しない原因となっている可能性がある²⁷。

図表 5-5 は、日本の業種別労働生産性の水準を米国=100 として比較したものである。採用するデータや計算方法等により水準が異なりうるので幅を持って見る必要があるが、一部を除けば日本の労働生産性はどの業種でも米国の水準を下回っている。肌色の棒グラフで示される日本のサービス産業の労働生産性は総じて低い。

ただ、青色の棒グラフの第2次産業でも、化学以外に機械、輸送用機械などで比較的労働生産性は高いものの、電気機械・木材木製品などはかなり低くなっており、製造業内での労働生産性のばらつきが大きい点にも注意が必要だ。

図表 5-5 日本の業種別マンアワー労働生産性の相対的水準（米国=100）



(注1) データは2010年～12年の平均値。

(注2) 日本標準産業分類に倣って第1次・2次・3次産業（サービス産業）を色で区分している。

(出所) 滝沢美帆[2016]「日米産業別労働生産性水準比較」公益財団法人日本生産性本部 生産性研究センターより大和総研作成

まとめると、日本の労働生産性の伸び率は他国と比べて特段低いわけではないが、その水準は米国の約6～7割とかなり低く、さらに水準の引き上げを目指すのであれば、日本の労働生産性はまだ伸び悩んでいると言える。業種別では日本のサービス産業の労働生産性の水準が低く、製造業でもばらつきが大きい。6章の地域分析でも見るように、同業種内であっても地域や事業規模が異なれば労働生産性に格差が見られることから、日本の労働生産性の向上には、4章で指摘したように研究開発投資をイノベーションにつなげつつ、サービス産業を中心に労働生産性を引き上げると共に、労働生産性のばらつきを改善するという視点も必要だと考える。

②労働生産性の決定要因

足元で日本の労働生産性は伸び悩んでいるが、そもそも労働生産性は何によって決まるのか。

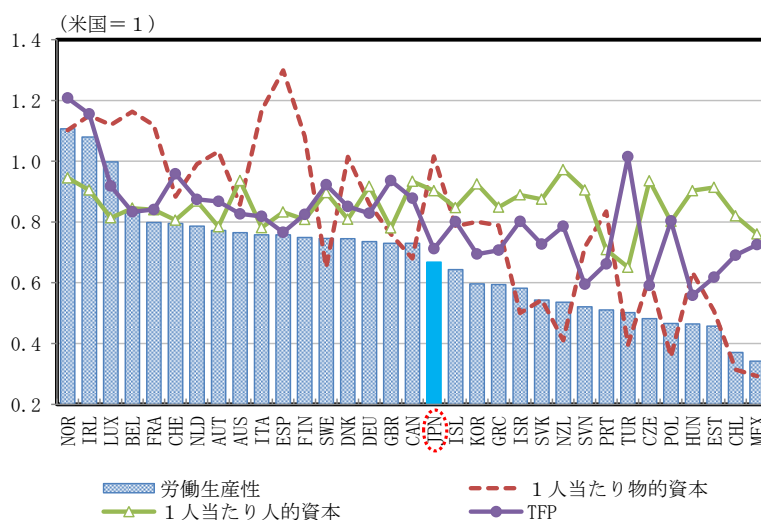
²⁷ 「ボーモル病」と呼ばれる仮説。「ペティ・クラークの法則」に沿って第3次産業が拡大すると、経済全体の労働生産性が低下していくというもの。しかし、サービス化は経済構造の高度化によって生じる側面があるので、労働生産性の向上にはその進行を妨げるのではなく、サービス産業の労働生産性の向上が必要である。

経済学で用いられる生産関数（生産が労働・資本・技術などの生産要素とどのような関係にあるのかを表したもの）を用いてそれを少し変形すると、労働生産性は以下の関係式（※）で表すことができる（資本分配率を除く各変数は対数表示）。

$$\begin{aligned} \text{労働生産性} = & \text{TFP} + \text{資本分配率} \times \text{1人当たり物的資本} \\ & + (1 - \text{資本分配率}) \times \text{1人当たり人的資本} \quad \dots (\ast) \end{aligned}$$

（※）の式は、労働生産性が、①TFP（全要素生産性）、②1人当たり物的資本（資本装備率；機械などの資本量を労働者数で割ったもの）、③1人当たり人的資本（労働の質）の3つの要素で決まることを示している（資本分配率は長期的には不変なので言及しない）。つまり、労働生産性を高めるためにはこれら3つの要素を高めることが重要だ、ということが分かる²⁸。ただし、②の1人当たり物的資本は内生変数であり、ICT やロボットのようなイノベーションが活発になると上昇していく（イノベーションでより高度な機械が実装されていく）ので、結局、労働生産性の向上に必要なのは、①TFP と、③1人当たり人的資本の引き上げ、ということになる。

図表 5-6 OECD 諸国の労働生産性の要因分解



(注) 数字は2011年現在。労働生産性は就業者1人当たりでありマンアワーベースではないため、労働時間による影響はTFPIに含まれる。
(出所) Penn World Tableより大和総研作成

図表 5-6 は OECD 諸国の就業者 1 人当たりで見た労働生産性を各生産要素で要因分解したものだ(開発経済学などで用いられる「発展会計(development accounting、または level accounting)」と呼ばれる手法)。ここでは、経済面で最もフロンティアに位置すると考えられる米国の労働生産性および各生産要素の水準を 1 と基準化して、他国の労働生産性と各生産要素の水準を比較している。先の図表 5-2 と同じように、日本の労働生産性は米国の 7 割弱の水準にすぎない。

²⁸ ここでは労働の質（人的資本）を含めない狭義の TFP で定義されているが、図表 5-1 のように、労働の質も含めた広義の TFP で定義される場合もある。

その原因は日本の TFP がかなり低いことにある。さらに日本の人的資本の水準もやや低くなっている。その一方、資本装備率（1人当たり物的資本）は米国比較で十分な水準にあり、足元の日本は資本装備率によって労働生産性を上げる余地は非常に小さい。

実際、先程の図表 5-1 の日本の図で見たように、90 年代後半までは 1 人当たり資本（資本装備率）が安定的に蓄積してきたが、2000 年以降になると資本装備率の伸びは大幅に低下し、相対的に TFP が労働生産性の引き上げ要因となっている。もちろん、短期的には外部環境や政策の不確実性の高まりなどの設備投資をためらう他の要因が影響している可能性はあるが、中長期的にはイノベーションが活発でないことと資本収益率が下がり、資本装備率の伸びだけで労働生産性を高めることは難しくなる。

まとめると、日本の労働生産性の水準が低い理由のほとんどは TFP の水準の低さで説明でき、人的資本についてもまだ上げ余地がある。足元の日本の TFP 伸び率はやや高いものの、他国へのさらなるキャッチアップを考えるとその伸び代は大きい。一方、資本装備率（1人当たり物的資本）は国際比較で見ても既に十分な水準であるため、2000 年代入り後はその伸び率も小さい。したがって日本の労働生産性を引き上げるには、TFP 伸び率や人的資本の蓄積をさらに高めていく必要があり、それに伴って資本装備率も持続的な形で伸びていくことが期待できる。

イノベーション

では TFP（全要素生産性）とは一体何を指すのか？まず技術進歩が挙げられる。イノベーションが活発になると技術進歩率が高まり、先程の（※）式の TFP が累積的に上昇して労働生産性を高める。そうしたイノベーションが次々に起こるような環境整備を行うことが重要だ。

4 章でも見たように、日本の TFP 伸び率は研究開発投資対 GDP 比と比べるとそれほど高くはない。つまり、研究開発投資がイノベーションにつながる仕組みに問題がありそうだ。

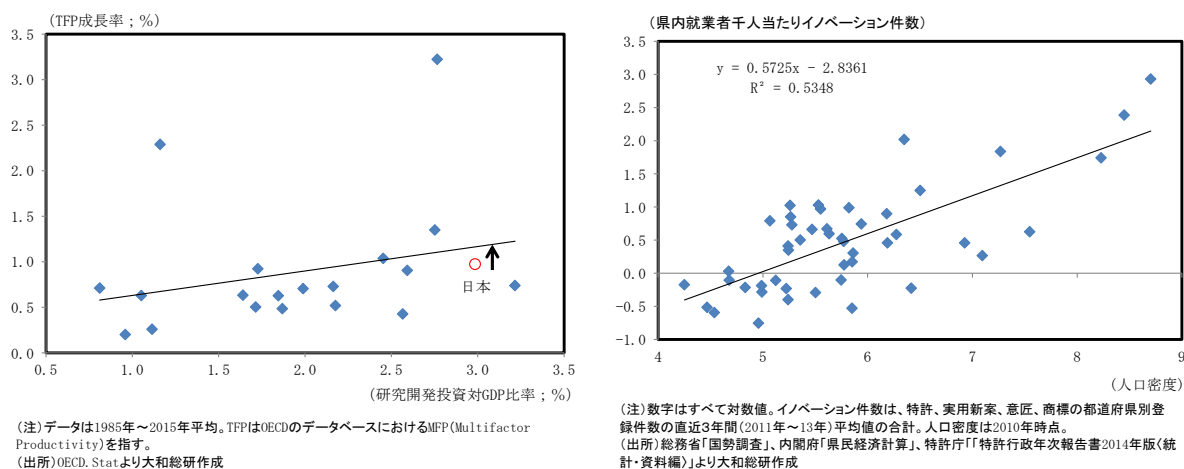
例えば、これまで日本の会社では男性が雇用の中心を占めていたが、イノベーションの重要性が一層高まる時代には、人材の多様性により様々なアイデアを組み合わせる付加価値を生み出す環境が重要となる。女性や高齢者、多様な人種で構成される外国人、障がい者などの様々なバックグラウンドを持つ人々が労働市場に参加すれば、独自の視点から新たなアイデアを提供して、新しい付加価値を生み出しやすくなる。例えば、Berliant and Fujita[2011]²⁹は、多様なものの見方が新たな知識を創造することで経済成長につながるプロセスを理論的に説明している。さらに Parrotta, Pozzoli and Pytlikova[2012]³⁰は、労働者の人種の多様性が特許申請数で見たイノベーションにプラスの影響を与えることを実証的に示している。日本のデータを用いた研究でも、国籍の多様性と身体障がい者の比率が企業の労働生産性に（国籍の多様性は企業の所有特許数にも）正の効果を持ち、女性労働者の年齢構成の多様化は製造業の自社・

²⁹ Berliant, M. and M. Fujita[2011], “The Dynamics of Knowledge Diversity and Economic Growth,” *Southern Economic Journal*, Vol. 77, No. 4, pp. 856-884.

³⁰ Parrotta, P., D. Pozzoli, and M. Pytlikova[2012], “The Nexus between Labor Diversity and Firm’s Innovation,” *IZA Discussion Paper*, No. 6972.

委託研究開発投資に正の効果を持つとする研究もある³¹。

図表 5-7 研究開発投資対 GDP 比と TFP 成長率 (左)、人口密度とイノベーション (右)



もちろん、こうした多様性が直ぐに労働生産性を高めるとは限らないだろう。例えば、国籍が多様化すれば互いの意思疎通が難しくなり、コミュニケーションコストの高さがイノベーションのメリットを相殺してしまう可能性がある。これまで男性が中心の職場に急に女性が増えれば、仕事の進め方で摩擦が起こり、それがコストとして労働生産性にマイナスに働くかもしれない。多様性のメリットを活かすためには、企業内における意思疎通の円滑化や組織改革、経営の質などが重要なポイントとなりそうだ。

さらに図表 5-7 右が示すように、地域の人口密度や集積性が高まると労働者や企業の多様性も高まるのでイノベーションを加速させる。さらに人口密度や集積性の高まりは、雇用のミスマッチを改善して企業間取引のマッチングも高めて、次に述べる資源配分の効率性をも引き上げる。特にサービス産業は、生産と消費が同じ場所・同じ時間に行われる「生産と消費の同時性」という性質を持つので、こうした集積性はサービス業の生産性を決める大きな要因となる。

生産要素の有効活用

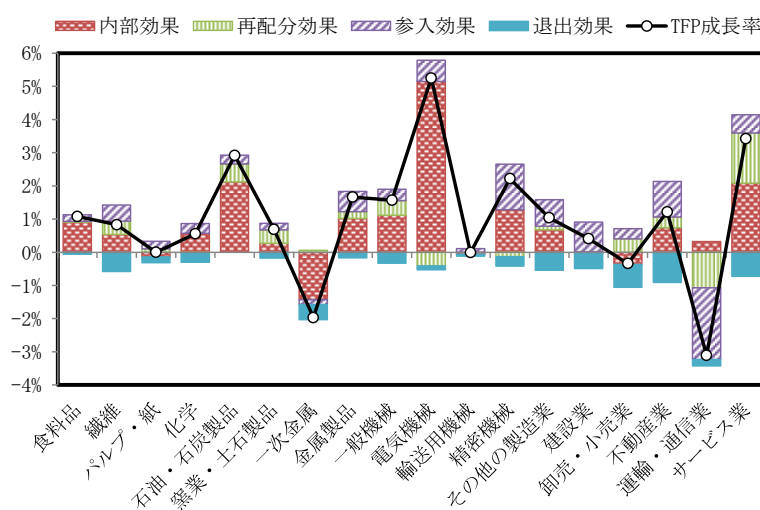
TFP を構成するもう一つの重要な要素として、労働や資本が適材適所に配分されているのかという資源配分の効率性が挙げられる。これを見るため、深尾・権 [2011]³²は業種別の TFP 成長率を、①内部効果 (個々の企業努力がイノベーションやリストラをして生産性が高まる効果)、②再配分効果 (生産性の高い (低い) 企業の市場ウェイトが上昇 (低下) することで産業全体の生産性が高まる効果)、③参入効果 (生産性の高い企業が市場に参入する効果)、④退出効果 (生産性の低い企業が市場から退出する効果)、の4つに分けて分析している (図表 5-8)。

³¹ 行本雅・平野大昌 [2013] 「社会の多様性とイノベーション」 未定稿。

³² 深尾京司・権赫旭 [2011] 「日本経済成長の源泉はどこにあるのか：マイクロデータによる実証分析」, RIETI Discussion Paper Series 11-J-045 (2011年4月)。

すると、日本では個々の企業がイノベーションなどで生産性を高める①内部効果が TFP 成長率を大きく押し上げていることが分かる。一方、生産性の高い企業が市場に参入し、または市場でのウェイトが高まるなど、市場での新陳代謝（＝資源配分の効率化、②～④）を通じた TFP 成長率への寄与は、一部の業種（運輸・通信業等）を除いて小さい。しかも、退出効果がマイナスとなっており、生産性の高い企業が市場から退出することで TFP 成長率を押し下げている。深尾・権 [2011] によると、製造業の場合は生産性の高い企業の工場などが海外進出することで生じる空洞化による影響もあるのではないかと述べている。このように市場での新陳代謝（＝資源配分の効率化）を通じた TFP 成長率の押し上げ余地はまだ大きいように見える。

図表 5-8 業種別 TFP 成長率の要因分解



(注)データは2002年～2006年。

(出所)深尾京司・権赫旭[2011]「日本経済成長の源泉はどこにあるのか:マイクロデータによる実証分析」, RIETI Discussion Paper Series 11-J-045(2011年4月)より大和総研作成

さらに、日本的な雇用慣行や労働市場の流動性の低さにより、労働という資源が有効活用されていない可能性も高い。社会には潜在的に多くの有能な女性がいるのにもかかわらず、彼女たちは子育てで時間的な制約があるために男性社員のようにフルタイムで働くことができず、結果的に非正規雇用のような必ずしも適切ではない就業形態や業務に就いている可能性がある。現行の非正規雇用では重要な任務を任されていないとすれば、能力に見合うポジションが適切に割り当てられていない (misallocation) ことになるので、彼女たちが持つ能力を最大限に引き出すことができず、TFP を通じて労働生産性の上昇を妨げる。

つまり、活発なイノベーションや柔軟な資源配分を可能にする環境作りが日本の労働生産性を引き上げる。実際、宮川他 [2008]³³によると、日本の生産要素をその限界生産性価値と等しくなるように（人材や生産設備をその能力・機能に見合った賃金や利子・配当が得られるよう

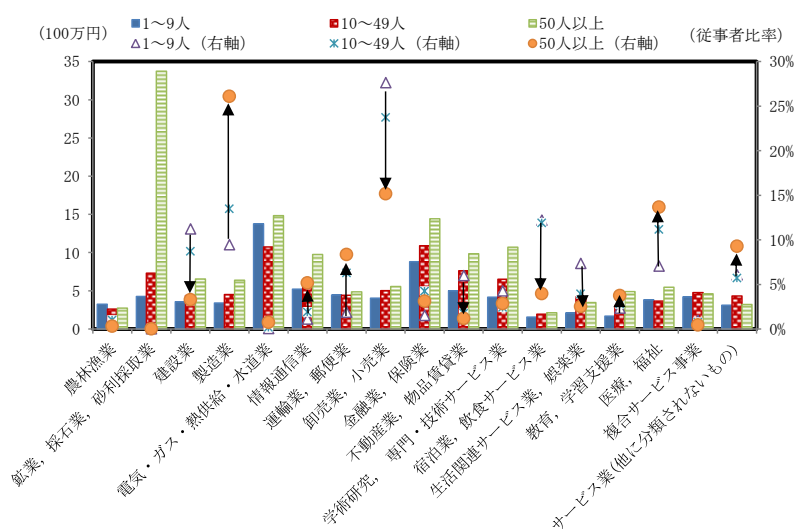
³³ 宮川努・深尾京司・浜瀧純大・滝澤美帆 [2008]「産業レベルの資源配分効率性」深尾京司・宮川努編『生産性と日本の経済成長—JIP データベースによる産業・企業レベルの実証分析—』第3章, 東京大学出版会, pp. 129-155。

に) 産業間で再配分すれば、GDP をかなりの程度引き上げることが可能としている。それには以下で見るように、市場機能を強化して企業の参入・退出や人材などの流動性を高める、多様性をもたらす雇用環境の実現などが重要だ。

規模の経済性

その他、労働生産性は企業規模が大きくなると高まる傾向がある。図表 5-9 は、従事者規模で分けた産業別の労働生産性を示したもののだが、製造業や情報通信業だけでなく、建設業、卸売業、小売業といったほとんどの業種で大規模事業所になるほど労働生産性は高くなるのが分かる。これは規模の経済と呼ばれるもので、事業規模が大きくなると生産設備などの固定費が従業員 1 人当たりで見ると割安になり、労働生産性が高まるのである。

図表 5-9 従事者規模別・産業別・従事者 1 人当たり労働生産性と従事者比率 (全国、2012 年)



(注) 矢印は従事者規模が大きくなることを表す。従事者 1 人当たり労働生産性は、全国の各産業付加価値額を各産業事業従事者数で割ったもの。各業種の従事者比率は規模別全従事者に占める割合を示す。

(出所) 総務省「平成 24 年経済センサス-活動調査」より大和総研作成

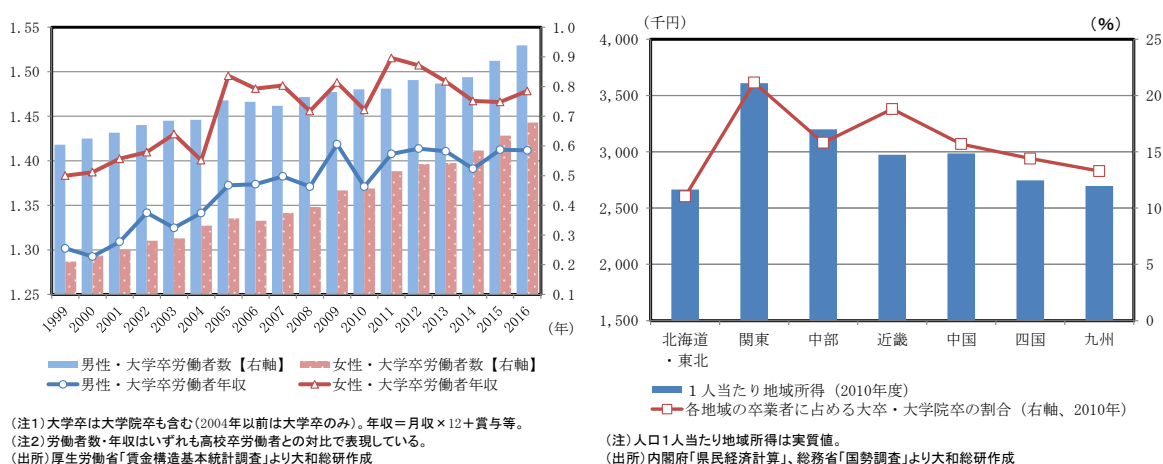
ここでは従事者比率も併記してあるが、重要なポイントは、製造業や情報通信業などでは労働生産性の高い大規模事業所へ人材が集まる一方、建設業、卸売業、小売業、不動産業、物品賃貸業などでは労働生産性の低い小・中規模事業所に人材が集まりやすいことだ。6 章でも触れるが、地域では建設業や卸売業、小売業といった業種が多いため、これが地域の労働生産性を抑える要因の一つともなっている。

よって労働生産性を高めるには、事業規模の拡大を促す取り組みも必要と考える。例えば、M&A 等により事業規模を拡大する政策により、労働生産性を高める効果が期待できる。

さらなる人的資本の高度化

イノベーションとの関連も踏まえると、労働生産性の向上には人的資本の高度化も重要だ。人的資本とは、狭義では労働者の持つ能力（技能・知識・経験など）を指すが、広義には労働者の健康状態も指す。これには、就学前教育や就学後におけるリカレント教育の充実、そして生涯を通じた健康維持などへ向けた取組みが必要になる。

図表 5-10 高技能労働者の労働供給と年収（左）、人口1人当たり実質地域所得と高技能労働者の割合（右）



リーマン・ショック後や第4次産業革命の影響による雇用の二極化が叫ばれているが、高技能労働者とそれ以外の労働者との雇用の二極化はそれ以前から進みつつある。図表 5-10 左は、労働市場で大学卒以上の高技能労働者が男女とも相対的に増えているにもかかわらず、そうした労働者の相対年収がむしろ上昇していることを示したものである。労働供給が増えているのに高技能労働者の年収が下がる理由は、男女共にそうした労働者への需要が相対的に増えているためである。その背景には、新技術と補完性の強い高技能労働者を雇うことによって労働生産性が引き上げられる効果が見られるため、それにより労働需要も高まり年収も上昇しやすくなると考えられる。逆に言うと、それ以外の学歴を持つ低・中技能労働者への労働需要は減っていることになり、それが彼ら・彼女らの年収を低下させる圧力として働くことになる。実際、各地域の大学卒以上の労働者の割合が高い地域ほど人口1人当たり実質地域所得は高いという相関関係がある（図表 5-10 右）。高技能労働者が活躍できる場を提供する環境整備が労働生産性の底上げだけでなく、地域間の生産性格差の緩和という観点からも重要なことを示唆している。

また人的資本というと教育に耳目が集まりやすいが、実は健康という側面からも人的資本を考えることが重要である。実際、経済学でも健康面からマクロ経済への影響を分析した論文も多い。Arora[2001]³⁴は、過去100年以上にわたる先進10ヶ国（日本も含む）のデータを使って、

³⁴ Arora, S. [2001], "Health, Human Productivity, and Long-Term Economic Growth," *The Journal of Economic History*, Vol. 61, No. 3 (Sep., 2001), pp. 699-749.

健康増進が長期的な成長のペースを30~40%も引き上げたとしている。Weil[2014]³⁵は、健康が平均寿命の延伸や人的資本の蓄積を促して労働生産性を高めることを述べている。平均寿命が延びると人的資本への投資の回収期間が長くなって教育の収益率が高まるので、さらなる教育投資を促す。この点で、日本は高齢者の再就職を促す仕組みはあるものの、定年退職制度の存在が教育投資を手控えさせるインセンティブを与えて、人的資本蓄積にマイナスに働く可能性がある。さらに、病気のリスクを減らすルートを通じて生産性に影響を与える。

③労働生産性の向上と密接な関係がある経済・社会制度

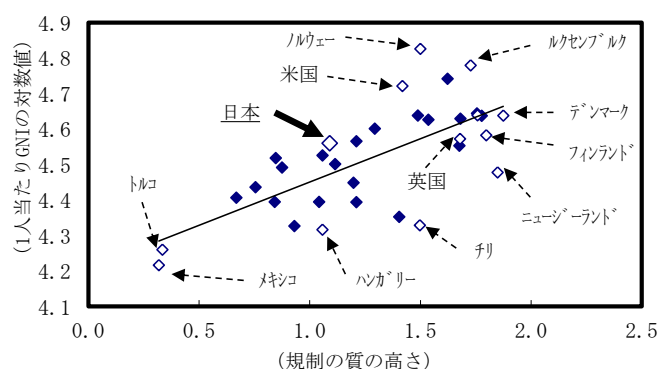
それではこれらの労働生産性の決定要因を日本で改善していくには何をすればよいのか？

最近の経済学でコンセンサスとなりつつあるが、持続的な労働生産性の引き上げには、外部環境の変化に対応できる市場機能やその副作用を減じる人材育成・セーフティネット等の経済・社会制度（institutions）の設計が重要となる。その際、制度間のインセンティブ構造が整合的であることが重要だ。さらに、一つの政策手段に複数の目的を織り込むと、所望の効果が中途半端となりやすい。生産性向上には市場機能の強化、人材育成や給付は社会保障制度を用いるなど、各目的に適切な政策を割り当てるという発想も重要である。

(i) 労働生産性を持続的に引き上げる市場機能の強化

労働生産性の持続的な引き上げにはTFP上昇率を高める必要がある。それには、市場で公正な競争を実現して企業の新規参入・退出を促すことが必要であり、それにより個々の企業努力（イノベーション）がさらに引き出され、適材適所な資源配分（人材配置）が実現できる。したがって、国内外の企業と競争を促す市場機能の強化が必要だ。

図表 5-11 規制の質と1人当たり所得（OECD諸国）



(注1) 1人当たりGNI(対数値)は2012年でPPPベース。規制の質(企業活動のしやすさ)を表す数値は過去5年平均。

(注2) 規制の質は0が世界153カ国平均。数字が大きいほど質が高い。

(出所) 世界銀行Worldwide Governance Indicators等より大和総研作成

³⁵ Weil, D. [2014], “Health and Economic Growth,” Chapter 3 in *the Handbook of Economic Growth*, Volume 2. (edited by Philippe Aghion and Steven N. Durlauf), pp. 623-682.

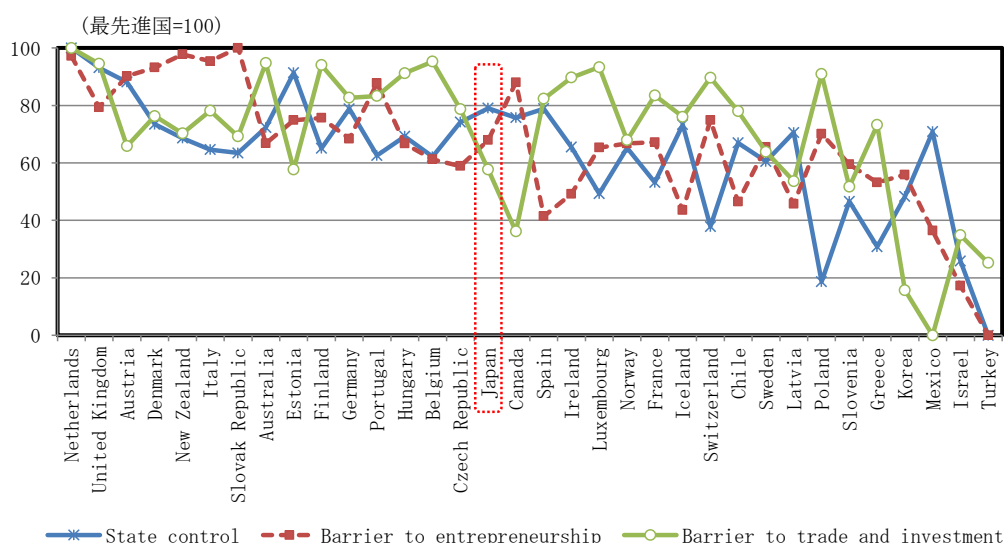
図表 5-11 は、OECD 諸国の規制の質を指標化し、それを各国の 1 人当たり GNI（対数値）と比較したものである。規制の質とは企業活動のしやすさを表現したものであり、企業活動を妨げる規制が少ないと数値が大きくなるように作成されている。すると、規制の質が高い国ほど 1 人当たり所得水準が高い右上りの関係にあることが示される。米国や英国といった国々では日本よりもかなり右側に位置しており、企業活動を促進する規制となっている。

日本は規制の質の割には比較的所得水準が高いように見える。背景には資本装備率（単位労働当たりの資本ストック量）や教育水準の高さに加えて、企業活動を活発にする別の要素があるのかもしれない。例えば、法の支配の程度、政治的な安定性の高さ、汚職の少なさ等は、安心して経済取引を行うための重要な要素だ。世界銀行の Worldwide Governance Indicators によると、規制の質が同レベルの国々と比べて、日本は汚職の少なさや暴力・テロの抑制等で高い数値を示している。こうした周辺環境の良さが日本でのビジネスの不確実性を減らし、企業活動を活発にすることで、規制の質の割には比較的高い所得水準を維持している可能性がある。

課題は第 3 次産業の保護や海外事業者との取引に関する規制

しかし、日本は規制の質を改善しなくてもよいとする理由はない。OECD が公表する製品市場規制（Indicators of Product Market Regulation : PMR）では、日本の PMR は先進 34 ヶ国（米国を除く）中 16 位だ。構成項目の「政府管理(State control)」「企業家精神に関する障壁(Barrier to entrepreneurship)」「貿易・投資に関する障壁 (Barrier to trade and investment)」のうち、「企業家精神に関する障壁（許認可制度、規制・手続きの複雑さ、起業時の行政関連の負担、既存事業者の保護規制など）」と「貿易・投資に関する障壁（直接投資や関税など明示的な障壁、外国企業に対する差別的取り扱いや貿易促進を妨げる暗黙的な障壁）」で低い。

図表 5-12 製品市場規制（PMR）における最先進国との乖離（2013 年）



(注) OECD 諸国のうち各指標の最先進国を100、最後進国を0とし、各国の水準を指数化している。いずれも2013年の数字だが、米国はPMRの数字がないため除いている。

(出所) OECD, Indices of Product Market Regulationより大和総研作成

特に、ネットワーク産業（電力・ガス・水道・航空等）をはじめとする既存事業者への保護規制が強いことや、貿易・投資に関する暗黙的な障壁の存在が、日本の順位を大きく引き下げている。もっとも、電力やガスは自由化が進められているが、水道事業全体での規制や運送事業者で総量規制など既存事業者を保護する参入規制がある業種として、他にもたばこ、航空・宇宙などが挙げられている。さらに、農業協同組合のように独占的な購買事業を行っているのにもかかわらず独占禁止法が適用除外されている点も指摘されている。

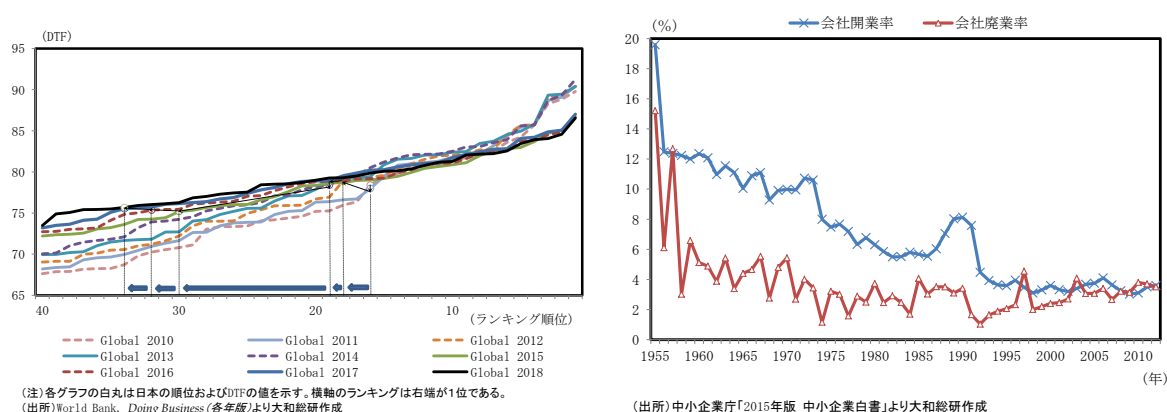
貿易円滑化を妨げる障壁（業種により規制当局が国際的に調和した基準・認証手続きに従うことが要求されない場合があること等）や海外事業者に対する障壁（cabotage rights³⁶を認めていないこと等）における改善も重要である³⁷。

Wölfel, *et al.* [2010]³⁸による推計結果を日本に当てはめた場合、「企業家精神に関する障壁」をオランダのレベルまで改善することができれば、平均的には1人当たり GDP 成長率を約0.4%ポイント引き上げられる計算となる。こうした市場機能の強化が、日本でサービス産業を中心に労働生産性を高めていくためには重要となるだろう。

付加価値を生まない煩雑な行政手続きの簡略化

さらに世界銀行が2017年に公表したビジネス環境ランキングでは、日本は世界190ヶ国中34位（前年と変わらず）、OECD35ヶ国中24位（前年26位）と決して高くない（図表5-13左）。DTF（Distance to Frontier）とは、各国のビジネス環境が最先進国からどれだけ後れを取っているのかを数量化したものだ。日本のDTF（ビジネス環境）自体はこのところ改善傾向にあるが、そのスピードが遅いため、ランキングで見ると近年の日本は低下傾向にある。

図表5-13 日本のビジネス環境ランキングとDTF（左）、会社の開業率・廃業率の推移（右）



³⁶ 航空分野でオープンスカイ協定を締結した他国の航空機が日本の領域内の2地点間のみで運送を行う権利。

³⁷ PMRで指摘される日本の規制に関する詳細は、溝端幹雄 [2017]「生産性を高めて非連続的な変化にも耐えるビジネス環境が急務」大和総研『日本経済中期予測（2017年2月）』9章（2017年2月8日）を参照のこと。

³⁸ Wölfel, A., I. Wanner, O. Röhn, and G. Nicoletti [2010], “Product Market Regulation: Extending the Analysis Beyond OECD Countries,” *OECD Economics Department Working Papers*, No. 799, OECD Publishing.

ランキングの上位にいるニュージーランド、デンマーク、韓国などでは、事業設立などの行政手続きがオンラインで一括して行われており、手続きに要する様々なコストが軽減されている。一方の日本では、2020年に行政手続きコストを2割削減する旨の道筋が示されたが、現時点で行政手続きの電子化が進んでおらず、電子化されていても別々のオンラインが稼働しているなどの問題がある。例えば、Branstetter, *et al.* [2014]³⁹は法人登録の時間と費用の削減により企業の設立数が増えたとしており、Bruhn [2011]⁴⁰も法人登録手続きの簡素化が企業と雇用の創出を増やしたと述べている。図表 5-13 右が示す日本の開業率が低迷してきた理由の一つにも、こうした行政手続きの影響がありそうだ。

図表 5-14 で見るように、Haidar [2012]は、世界銀行のビジネス環境ランキングに含まれる各指標（事業設立や納税・社会保険料に関する手続きなど）において一つ改革が行われると、1人当たり実質所得成長率が0.15%pt改善するとしている。さらに Klapper and Love [2010]は、行政手続きの削減を小出しに行うような小規模な改革では起業に与える効果が小さくなるとしている。

労働生産性を高めていくためには、国内外の新規企業の参入を阻み、既存企業でも付加価値を生まない活動に貴重な時間と資源が浪費されるこうした煩雑な行政手続きを簡略化していくことも急務だ。ビジネスしやすい市場環境を大胆に整備することで、国内における産業の新陳代謝を高めていくことが求められる。

図表 5-14 ビジネス環境の整備は潜在成長力を引き上げる

- Klapper and Love [2010], "The Impact of Business Environment Reforms on New Firm Registration," *World Bank Policy Research Working Paper No. 5493*.
⇒ 法人登記に要する費用・日数・手続き数の削減率が40%未満の小規模な改革や小出しで行う段階的な改革では、起業を促進する効果は小さい。
- Ciccone and Papaioannou [2007], "Red Tape and Delayed Entry," *Journal of the European Economic Association*.
⇒ 法人登録に要する時間が少ない国では、世界的な需要拡大や技術変化の大きい業種において、企業の新規参入を促す。
- Klapper, Laeven, and Rajan [2006], "Entry regulation as a barrier to entrepreneurship," *Journal of Financial Economics*.
⇒ 規制によるコストが大きいと起業を妨げる。
- Haidar [2012], "The Impact of Business Regulatory Reforms on Economic Growth," *Journal of the Japanese and International Economies*.
⇒ ビジネス規制の改革は成長率を引き上げる。世銀に掲載されている各分野の改革により、それぞれGDP成長率が平均で0.15%ポイント改善する。

(出所)大和総研作成

³⁹ Branstetter, L. G., F. Lima, L. J. Taylor and A. Venâncio [2014], "Do Entry Regulations Deter Entrepreneurship and Job Creation?: Evidence from Recent Reforms in Portugal," *The Economic Journal*, 124(577), pp. 805-832.

⁴⁰ Bruhn, M. [2011], "License to Sell: The Effect of Business Registration Reform on Entrepreneurial Activity in Mexico," *Review of Economics and Statistics* 93(1), pp. 382-386.

様々な規制は技術進歩により変わりうる

行政手続き以外にも、戦後に多く設けられた規制には、情報面で劣位にある消費者や労働者の安全・利益・健康等を守るといった目的がある。しかし、インターネット等を通じて需要側にも多くの情報が得られるようになると、必ずしも現行のレベルの規制が必要不可欠というわけではなくなる。インターネットオークションなどで見られるように、事業者の評判を情報として消費者が共有・蓄積することができれば、技術進歩と市場の力を通じて消費者の情報劣位を緩和でき、消費者を規制のみで守らなくても良い可能性も出てくる。

規制が技術進歩により変わりうる事例として、例えば、石橋 [2017]⁴¹が指摘するように介護職員の配置基準が挙げられる。介護業界では介護ロボットの導入により労働生産性の向上が期待されているが、特別養護老人ホームは入居者3人につき常勤換算で1人以上の介護職員が必要との配置基準があり、介護事業者には介護ロボットを導入するインセンティブがないため、その導入が進まないとしている。Kleiner[2000]⁴²も免許制度の存在により賃金プレミアムが生じているとして、個人の能力を証明する認証制度へ切り替えるなどの市場参入を促す政策も検討の余地があると指摘している。

これらの例に限らず、規制をはじめとする経済・社会制度はある時代の技術水準を前提として設計されているので、労働生産性を引き上げるには、技術進歩に応じた経済・社会制度へ適宜、見直すことが必要である。

多様性を実現しつつ流動性を高める雇用慣行

日本型雇用慣行の存在は、今後の労働生産性を高める上で大きな懸念材料になりそうだ。日本型雇用慣行は職務無限定、長時間労働、頻繁な転勤・配置転換などの特徴があり、それらが家事や育児、介護を担うことの多かった女性、健康・体力面で問題を抱える高齢者、障がい者、病気治療中の労働者、さらには外国人等の、多様な人材の受入れを阻む大きな障壁となってきたからである。労働者の多様性は、今後、イノベーションを生み出す重要なファクターとなる。多様な人々を労働者として取り込むには、日本企業が「働きやすい会社」に変わる必要がある。

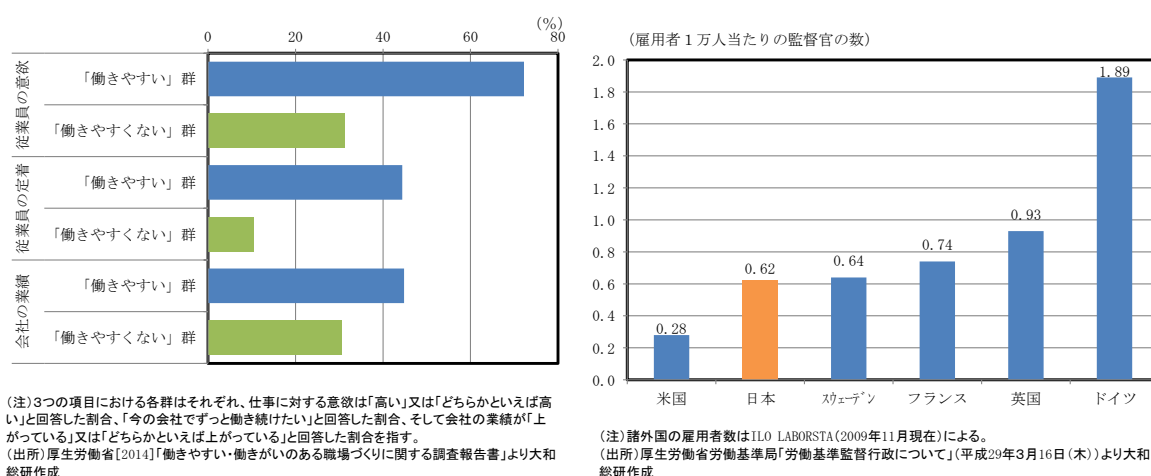
厚生労働省 [2014] が中小企業の人事担当者と従業員にアンケートした結果をまとめた「働きやすい・働きがいのある職場づくりに関する調査報告書」によると、「働きやすい会社」であるほど「従業員の意欲、定着及び会社の業績向上と関係が深い」ことが示される(図表 5-15 左)。人材不足の中にあっては、従業員の定着を図ることが重要であるし、従業員の意欲を高めて業績・生産性を改善していくことが何よりも重要な労務管理となる。さらに近年は、情報通信技術 (ICT) の高度化によって、「働きやすい会社」を実現可能にする環境が整いつつある。テレワークやサテライトオフィスのように会社にいなくても業務の遂行状況などを管理できる技術的環境が整ってくると、企業側でも「働きやすい会社」の実現を目指して、具体的な施策を打

⁴¹ 石橋未来[2017]「介護ロボット開発に求められる視点—施設介護型から在宅介護型へ」大和総研 経済構造分析レポート No. 65 (2017年12月18日)。

⁴² Kleiner, M. M. [2000], "Occupational Licensing," *Journal of Economic Perspectives*, 14(4), pp. 189-202.

つ機運がこれまで以上に高まるだろう。

図表 5-15 「働きやすい会社」を目指すメリット（左）、諸外国における労働監督官の数（右）



ではどのような会社が「働きやすい会社」と評価されているのか。具体的には、職場で「自分の希望に応じ、特定のスキルや知識を学べる研修」「本人の希望ができるだけ尊重される配置」の2つが最も評価を上げる要因となっている。これらの要因は、人材の適材適所を促すものでもある。本人の希望をかなえつつも不足するスキルを学ぶことができれば、企業は意欲と能力を持った人材を活用できる可能性が高まる。これはTFPを引き上げていく要因となるだろう。

こうした働きやすい労働環境が守られているかどうかを監視する番人機能の強化も、市場機能を強化する上では必要な施策と言える。図表 5-15 右が示すように、現在のところ日本では雇用者 1 万人当たりの労働監督官はドイツの3分の1、英国の3分の2しかない。長時間労働の是正等もそうであるが、政府がルールを設定しても、政府に見つからなければルール違反をする企業が出てくるかもしれない。そのため、労働市場におけるルールの遵守を監視し、ルール違反に対しては十分な制裁を行う労働基準監督署の人員増加は同時に必要となる施策と考える。

今後、日本企業が取るべき雇用制度を考えると、歴史的経緯も踏まえてメンバーシップ型の雇用制度は残しながらもこれまでよりも縮小していき、一方で職務を限定したジョブ型の比率を高めていくことが現実的な対応策であると考えられる。例えば、原則、無期雇用としつつも、短時間労働、職務・勤務地限定を認める新たな雇用形態（限定正社員）を普及させることが有効である。それにより長期的視点から教育訓練の機会も生まれると共に、労働者のライフスタイルに応じた多様な就業形態の実現が可能になる。そして雇用の流動性も高まっていく。

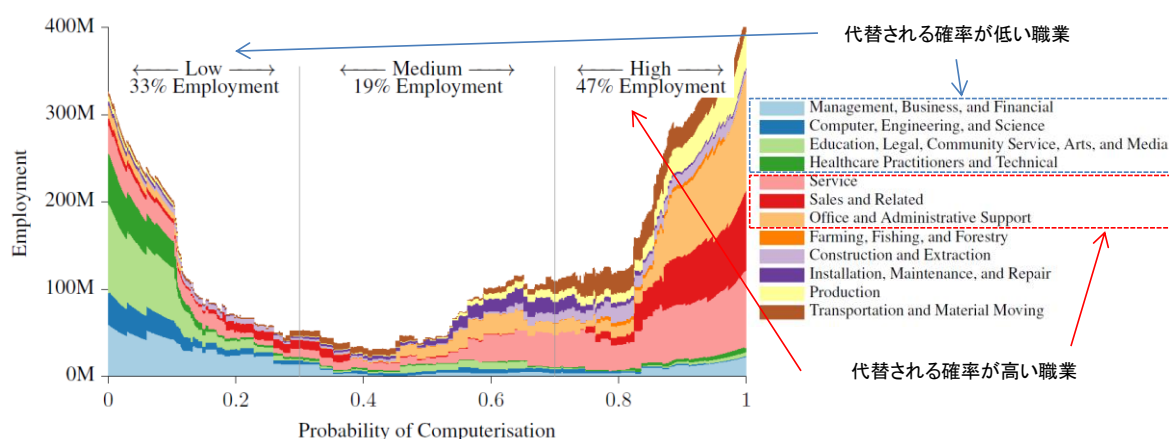
ただし、限定正社員の普及・拡大と同時に必要になるのが、解雇に関するルールを明確にすることだ。日本で解雇が難しいとされてきたのは、職務・労働時間・勤務先が無限定な正規雇用が中心であったため、配置転換や出向・転籍等の様々な解雇回避手段を用いることで雇用を確保する努力が企業側に求められたからである。しかし、限定的な雇用契約を受け入れると、企業が配置転換などの手段を用いることが難しくなり、限定正社員の拡大・普及には企業側が

解雇できる余地を設けないと雇用慣行内部の整合性が取れない。その際、解雇に関するルールを明確にしておくべきだ。現在、解雇の際に労働者へ十分な所得補償を行うという明確なルールが設けられていないため、例えば中小企業で働く交渉力の弱い労働者が解雇されると解決金額が非常に少なくなるだけでなく、企業にも訴訟時の不確実性が高くなるというデメリットがある。これは政府内での議論がなかなか進んでいない論点であるが、限定正社員を本格的に普及し、雇用の流動性を高めるために避けて通れないものとする。

(ii) 変化に耐える社会制度の構築

さらに、雇用調整のセーフティネットが十分でないと、新技術導入への抵抗は強まるだろう。過去にも英国で蒸気機関の導入を阻むためにラッドライト運動が起こったことは有名だが、破壊的な新技術ほどこうした抵抗勢力の力は増すことが考えられる。新技術の導入で職を失う可能性の高い低・中所得層の転職を促す社会的な安全網の整備は、今後の労働生産性を考える上で非常に重要な視点になるものと思われる。Frey and Osborne [2013]⁴³が示すように(図表 5-16)、第4次産業革命で代替される確率の高い職業を見ると、販売、事務職といった定型的な業務を行う職業でそうした確率が高くなっている。一方、マネジメント、コンピューター、工学、科学、教育、芸術、医療といった高度または非定型的な分野は代替確率が低くなっている。

図表 5-16 コンピューターに代替される確率別に見た職業の分布



(出所)Frey, C. B. and M. A. Osborne [2013], "THE FUTURE OF EMPLOYMENT: HOW SUSCEPTIBLE ARE JOBS TO COMPUTERISATION?"
より大和総研作成

もともと日本は人手不足なので、第4次産業革命による雇用喪失リスクは小さいかもしれない。しかし、仕事の中身が変わることによって低賃金に甘んじる可能性は否定できない。この意味で重要なのは、新技術など新しい環境にも対応できる技能を身に付けられる職業訓練・教育を政府が積極的に支援していくことである。社会的弱者に対する給付もある程度は必要だが、

⁴³ Frey, C. B. and M. A. Osborne [2013], "THE FUTURE OF EMPLOYMENT: HOW SUSCEPTIBLE ARE JOBS TO COMPUTERISATION?"

むしろ積極的な社会政策（リカレント教育）により人的資本の水準を一層高めて、新技術の導入をサポートしつつ労働生産性が上昇しやすい環境を整えることができる。

（iii）制度・政策間のインセンティブ構造の整合性

互いの制度が持つインセンティブ構造が同じ方向に向いていないと、所望の経済効果が得られない。Aoki, Hara and Koga[2017]⁴⁴によると、企業がイノベーションを行うインセンティブは政府の構造改革に依存しているという意味で、各種制度や政策には相互に補完的な関係がある。こうした補完関係があると、どのような制度・政策が均衡として選ばれるのかは人々の抱く期待に強く依存するようになる。そのため、もし人々が将来に対して悲観的な見方をすれば、日本経済が低い生産性の罠（low productivity trap）から抜けられなくなるとしている（いわゆる協調の失敗）。この状況を改善するには、人々が実現可能性の高い楽観的な期待を持てるような環境を作る必要がある。それには将来のビジョンを共有した上で、継ぎはぎの制度改革ではない、互いのインセンティブ構造が整合的な制度改革を行う必要がある。

6章で後述するように、現在の日本では労働生産性（経済成長率）を引き上げる上で人的資本の重要性が高まっていることから、質の高い労働力をうまく活かす経済・社会構造へ転換していくことが重要な課題となっている。例えば、女性の高学歴化が進む中、そうした有能な人材を活かす働き方改革や保育所の増設、配偶者控除といった税制等の抜本的な改革が必要である。しかし、それらがうまく機能するには互いのインセンティブ構造が整合的な政策であることが必要だ。保育所の増設を行っても配偶者控除の改革が十分でないといった、政策で整合性が取れていないと、片方は女性の就業を促す一方で、もう片方は就業を抑制するといった、アクセルとブレーキを同時に掛けるような政策となってしまう。

高齢者の就業を促す場合も、人生 100 年を見据えた人的資本の形成を促していく政策が必要だ。生活習慣病を予防するためにスポーツや食事改善などを通して健康増進を促すインセンティブを医療制度に埋め込むだけでなく、教育投資を促すリカレント教育の充実や、健康や教育への投資回収期間を長くする定年制度の廃止、就労期間の長期化と平仄を合わせた年金支給開始年齢の引き上げなど、医療、教育、年金の間で整合性のある制度改革が行われる必要があるだろう。

こうした政策間の整合性を取りつつ、人口動態や技術革新といった外部環境の変化に応じた経済・社会構造へ転換することが、労働の質や TFP・資本装備率の引き上げを通じて、労働生産性を高めることにつながっていく。

⁴⁴ K. Aoki, N. Hara, M. Koga[2017], “Structural Reforms, Innovation and Economic Growth,” *Bank of Japan Working Paper Series* No. 17-E-2, April 2017, Bank of Japan.

6章 日本の労働生産性に関する地域的接近

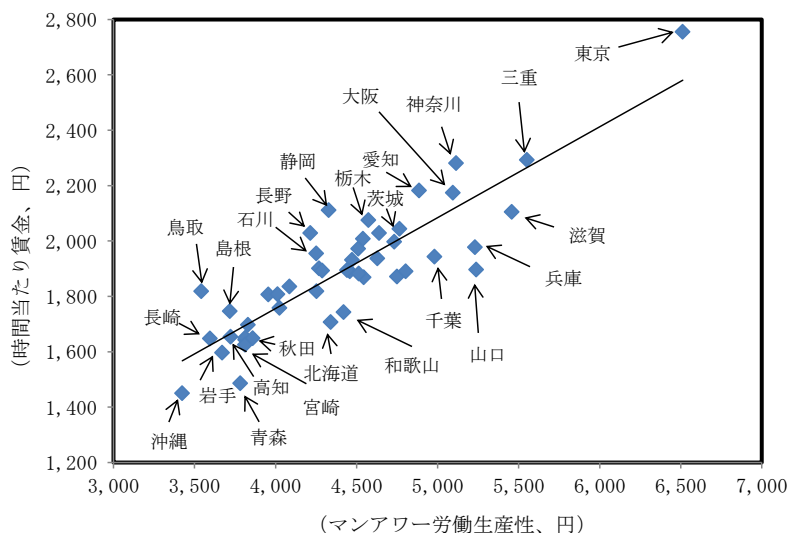
①労働生産性の地域間格差も依然残る

6章では、日本の労働生産性のうち地域間で生じる生産性格差について焦点を当てていく。

図表 6-1 は 2014 年度における県内就業者（短時間労働者を含む）1人当たりが時間当たりで生み出した労働生産性（マンアワー労働生産性）および賃金の関係（いずれも実質値）を見たものだ。いずれも東京が群を抜いて高く、マンアワー労働生産性は三重・滋賀・山口・兵庫・神奈川・大阪・千葉・愛知の順に、時間当たり賃金では三重・神奈川・愛知・大阪・静岡・滋賀・栃木・茨城の順に続いている。一方、労働生産性と賃金のいずれも最も低いのが沖縄である。続いて労働生産性の低い順に、鳥取・長崎・岩手・島根・高知・青森となり、時間当たり賃金では低い順に青森・岩手・宮崎・秋田・長崎となっている。総じて、三大都市圏では労働生産性と時間当たり賃金が高く、東北・九州ではいずれも低い傾向にある。

各地域のマンアワー労働生産性と賃金のばらつきを変動係数で測ると、マンアワー労働生産性の方（0.137）が時間当たり賃金（0.120）よりもややばらつきが大きい傾向にあるが、図表 6-1 が示すように両者はおおそ比例関係にある。もちろん、地域の賃金の引き上げには労働分配率の適正化も必要だが⁴⁵、やはり労働生産性の引き上げが最重要課題だと言える。では、こうした労働生産性（そして賃金）に地域間格差が生じる背景には何があるのだろうか。

図表 6-1 マンアワー労働生産性と時間当たり賃金の相関関係（2014年度）



(注) 数字は実質値。マンアワー労働生産性と時間当たり賃金の算出に用いた労働投入量は、年間労働時間に県内就業者数を掛けることで求めた。なお、年間労働時間は一般労働者と短時間労働者の加重平均値。

(出所) 内閣府「県民経済計算」、厚生労働省「賃金構造基本統計調査」より大和総研作成

⁴⁵ 地域により労働分配率の大きさが異なる背景の一つには、労働者と企業との交渉力の差が影響しているかもしれない。人的資本の水準が高い地域や企業間で人材獲得競争が激しい地域では、交渉力が強くなりやすい労働者への分配が多くなることが予想される。後者に関連する文献例として、Okudaira, H., M. Takizawa, and K. Yamanouchi [2017], “Minimum Wage Effects Across Heterogeneous Markets,” mimeo がある。

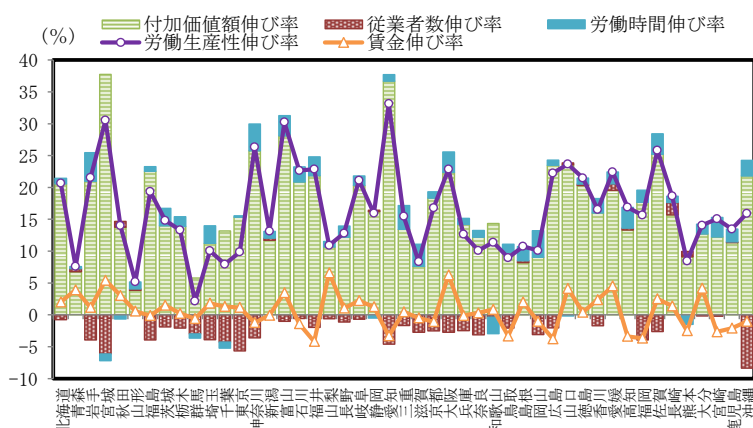
②都道府県別に見た労働生産性の要因分解

(1) 定義に基づいた要因分解

一般に労働生産性とは、企業が投入した労働1単位当たりが生み出した付加価値（または生産量や所得）と定義される。分かりやすく言うと、1人の労働者がある期間を通してどれだけ新たな付加価値を生み出したのかを測ったものだ。労働生産性を計算するために必要な労働力は、単に就業者数で定義される場合もあるし、就業者数に労働時間を掛けたマンパワーベースで厳密に定義されることもある。

図表 6-2 は 2011 年から 2015 年までのマンパワー労働生産性（実質値）の累積伸び率を要因分解したものだ。対象期間の後半がアベノミクス期に該当するこの時期には愛知・宮城・富山・神奈川などで労働生産性が大きく伸びており、その主因は付加価値額の改善にある。さらに要因としては小さいものの、労働時間の減少もマンパワー労働生産性の改善要因になっている地域も多い（神奈川・岩手など）。その一方で、地方で労働力人口の減少が加速する中、震災復興や景気改善で従業者数が増えたことが、逆に一部の地域で労働生産性を引き下げる要因にもなっている（特に東北や関東・沖縄）。これは5章で見た日本生産性本部 [2017] の結果と同じだ。

図表 6-2 都道府県別・労働生産性伸び率の要因分解



(注1) データは実質値(従業者数・労働時間伸び率を除く)。2011年から2015年までの累積伸び率。
 (注2) 労働生産性伸び率はマンパワーベース。賃金は時間当たり実質賃金(一般労働者と短時間労働者の加重平均値)。
 (注3) 従業者数・労働時間が増える(減る)と労働生産性伸び率への寄与度はマイナス(プラス)。
 (出所) 総務省「経済センサス活動調査」、厚生労働省「賃金構造基本統計調査」、内閣府「県民経済計算」より大和総研作成

一方、時間当たり実質賃金の伸び率はアベノミクス期にかかるこの時期でも非常に小さい。たとえ労働生産性が伸びたからといっても、超少子高齢社会に加えて外部環境や政策の不確実性が高まる中では、労働生産性の持続的な改善に自信を持ってない企業は、固定費となりやすい賃金を引き上げるまでなかなか踏み切れないということかもしれない。

労働生産性の向上には、労働時間の削減など働き方改革は一定の効果が期待できるが、それが実質的な所得減少につながらないように賃金への分配を高める必要がある。例えば、企業が生産性の持続的な改善に自信が持てるよう、前向きな経済環境の実現に向けて積み残された政策課題（社会保障・消費税率引き上げなどの財政健全化や雇用流動化に向けた金銭解雇等の問

題)へ政府が道筋をつけることや、新技術への適応力を高めた人材力の強化などが求められる。

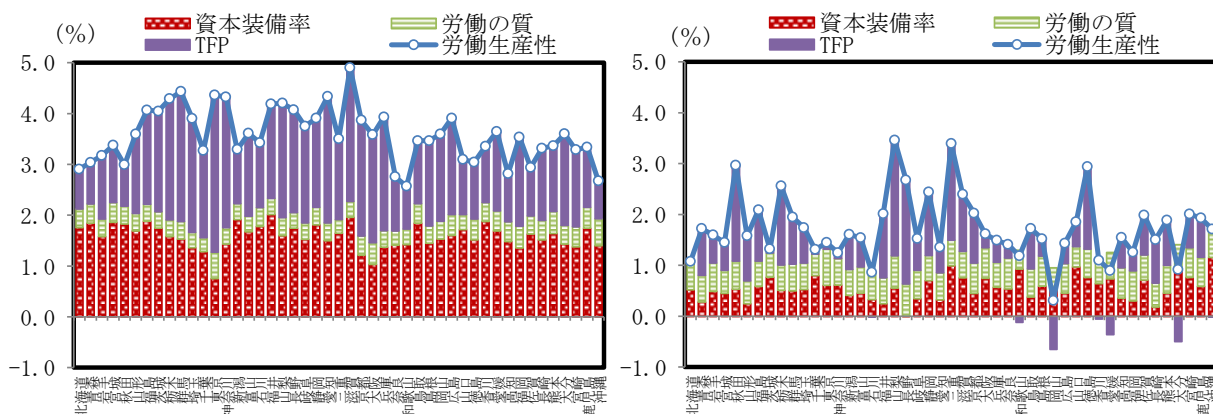
(2) 成長会計による要因分解

5章で見たように、労働生産性が理論的にどのように決まるのかを考えるには、生産関数と呼ばれる付加価値とそれを生み出すインプットとの関係を表す式を見る必要がある。付加価値を生み出すには、機械や工場などの「資本」、それらを使いこなす「労働」、そして企業が持つ資本・労働の組み合わせ方や技術の巧拙を表す「全要素生産性 (TFP)」が基本だ。

さらにここでは、労働を単純労働に該当する部分 (労働力=就業者数×労働時間) と労働者が持つ技能や経験に該当する部分 (労働の質) の2つに分けて考えると、労働生産性は付加価値を労働力で割ったものなので、労働生産性は資本装備率 (労働力当たりの資本)、労働の質、そして TFP の3つにより決まることが分かる⁴⁶。

このようにして都道府県別に労働生産性伸び率を要因分解したもの (これを成長会計と呼ぶ) が図表 6-3 であり、1971 年～90 年 (図表 6-3 左) と 2001 年～10 年 (図表 6-3 右) の2つの時期に分けて示している。徳井他 [2013]⁴⁷で指摘されているように、1970 年代・80 年代における労働生産性の改善要因のほぼすべては、地域により多少の差はあるものの、資本装備率と TFP であったことが分かる。しかし、2000 年代以降にはそれらの要因がかなり小さくなる一方で、労働の質が相対的に大きな要因になりつつある。

図表 6-3 都道府県別・労働生産性伸び率の要因分解 (左: 1971 年～90 年、右: 2001 年～10 年)



(注) 伸び率は年率換算。

(出所) 独立行政法人経済産業研究所 R-JIP データベースより大和総研作成

⁴⁶ 1人当たり労働の質 (人的資本) h を明示的に考慮した生産関数 $Y = AK^\alpha(hL)^{1-\alpha}$ を考えると (Y は GDP, A は TFP, K は資本, L は労働力, α は資本分配率)、両辺を L で割って $\frac{Y}{L} \equiv y$, $\frac{K}{L} \equiv k$ (資本装備率) と置けば、 $y = Ak^\alpha h^{1-\alpha}$ と 1人当たり GDP (労働生産性) の式に変形できる。この式の両辺に対数を取って時間で微分すると、図表 6-3 のグラフが描かれる。

⁴⁷ 徳井丞次・牧野達治・深尾京司・宮川努・荒井信幸・新井園枝・乾友彦・川崎一泰・児玉直美・野口尚洋 [2013] 「都道府県別産業生産性 (R-JIP) データベースの構築と地域間生産性格差の分析」、RIETI Discussion Paper Series 13-J-037、独立行政法人経済産業研究所。

労働生産性の決定要因がこのように変化していくのは、理論的には自然なことである。経済の発展段階をキャッチアップ期とフロンティア期の2つの局面に分けて考えると、キャッチアップ期には労働力当たりの資本（資本装備率）が圧倒的に足りないために、その不足分を埋めるようにその国の資本装備率が増えていく。さらに、地方の農業部門で生じていた過剰労働力が主に都市圏の工業・サービス部門に吸収されていく過程で資源配分が効率化されていき、また米国などの先進国で生み出された新しい技術が国内へ流入してくると、TFP も大きく上昇する。もちろん、日本経済のキャッチアップ期は第1次オイルショック前に終了したとされているが、1971年～90年でもまだその余韻は大きかった時期と言えるだろう。

しかし、2000年代以降の日本は既にフロンティア期に入ったと考えられる。そこでは単に資本を増やすだけでは経済成長は見込めず、研究開発を通じて全く新しい付加価値を自らが生み出すことが求められている。不確実性の高い研究開発では大規模な資金も必要だが、何よりも質の高い労働力の存在が重要となってくる。2000年代以降に労働の質が労働生産性を押し上げる重要な要因となっているのは、日本の経済発展の段階が大きく転換したことを示している。

すると政策的に重要となるのが、質の高い労働力をうまく活かす経済・社会構造へ転換していくことだ。例えば、女性の高学歴化が進む中、そうした有能な人材を活かす働き方改革や保育所の増設、配偶者控除といった税制等の抜本的な改革が必要であり、しかもそれらがうまく機能するには、継ぎはぎの政策ではなく、互いのインセンティブ構造が整合的な政策であることが必要だ。さらには、人工知能などの新しい技術を開発もしくは使いこなせる人材を育成していく教育機関の充実も求められる。各地域でもこうした経済・社会構造へ転換することが、労働の質やTFP・資本装備率の引き上げを通じて、労働生産性を高めることにつながっていく。

（3）シフト・シェア分析による要因分解

次に、労働生産性伸び率を地域の産業構造の点から要因分解（シフト・シェア分析）をしたものが図表6-4だ。シフト・シェア分析とは、地域の労働生産性の伸び率を①全国成長要因（各地域の伸び率のうち全国共通部分）、②産業構造要因（地域間の業種構成比の違い）、③地域特殊要因（同一産業内での地域間の伸び率の違い）、の3つに分けたものである⁴⁸。

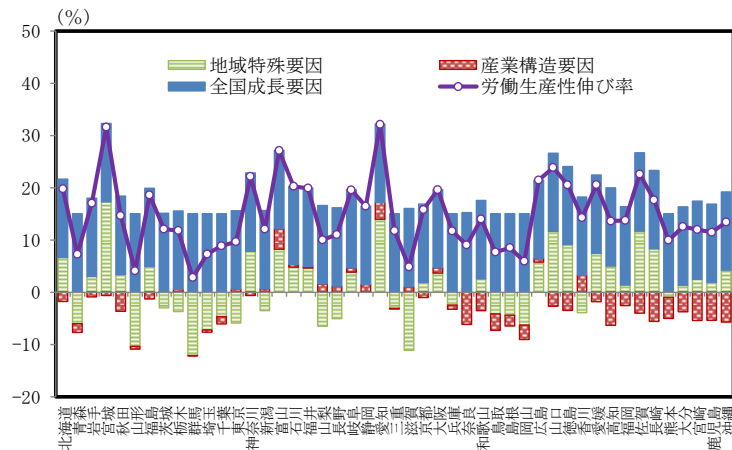
これによると、2011年～15年の労働生産性の伸び率は全国成長要因が大きく押し上げているが、宮城・愛知・山口・佐賀などでは地域特殊要因による押し上げ効果も大きいことが分かる。つまり、その地域でウェイトの高い業種において全国平均よりも高い伸び率を示している。実際、愛知は製造業、山口は卸売業、小売業、佐賀では製造業や医療、福祉で付加価値額の大きな伸びが見られる。逆に、山形、群馬、滋賀では地域特殊要因がマイナスに寄与しており、山形や群馬では製造業や卸売業、小売業、滋賀では製造業の付加価値額が落ち込んでいる。

産業構造要因は他の要因と比べると小さいが、西日本では労働生産性の伸び率に一定のマイ

⁴⁸ シフト・シェア分析は溝端幹雄 [2018] 「日本の労働生産性に関する地域的接近—医療・福祉への資源偏在と大規模事業所の地域間生産性格差に課題」大和総研 経済構造分析レポート No. 66 (2018年1月5日) を参照。

ナス要因として働いている。その最大の背景は、全産業平均よりも付加価値額の伸び率が低い医療、福祉において地域の産業ウェイトが高い一方、従業者数の伸び率が非常に高いことだ。

図表 6-4 都道府県別・労働生産性伸び率の要因分解



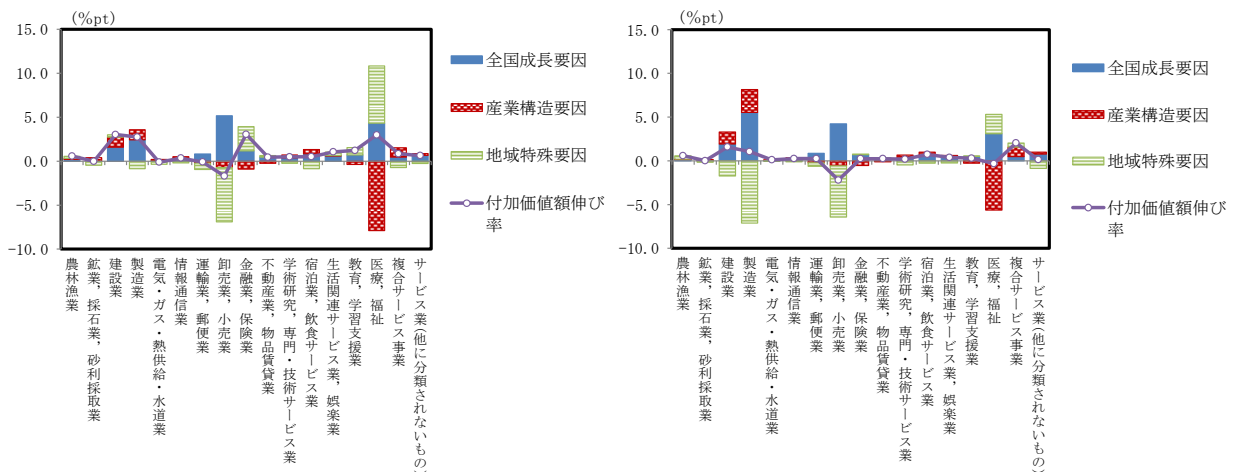
(注1)データは実質値。2011年から2015年までの累積伸び率。要因分解はシフト・シェア分析により行った。

(注2)労働生産性は従業者1人当たりベース。

(出所)総務省「経済センサス-活動調査」、内閣府「県民経済計算」より大和総研作成

例えば、産業構造要因のマイナスが大きい高知を見ると(図表 6-5 左、図表 6-6 左)、高知では全産業と比べると付加価値の伸び率が低い医療・福祉分野で付加価値全体に占めるウェイトが高くなっている結果、付加価値額伸び率に占める産業構造要因で大きなマイナスとなっている。一方で、全産業平均よりも従業者数の伸び率が高い医療・福祉分野で従業者数のウェイトが高いため、産業構造要因の大幅なプラスが示すように、この分野で雇用吸収力が最も高くなっている。高知で労働生産性を押し下げる要因の一つとなっているのは、医療、福祉のように労働生産性が伸び悩む分野に多くの労働力が投入されているという現実があるのだ。

図表 6-5 地域別・業種別付加価値額伸び率の要因分解 (左: 高知県、右: 山形県)

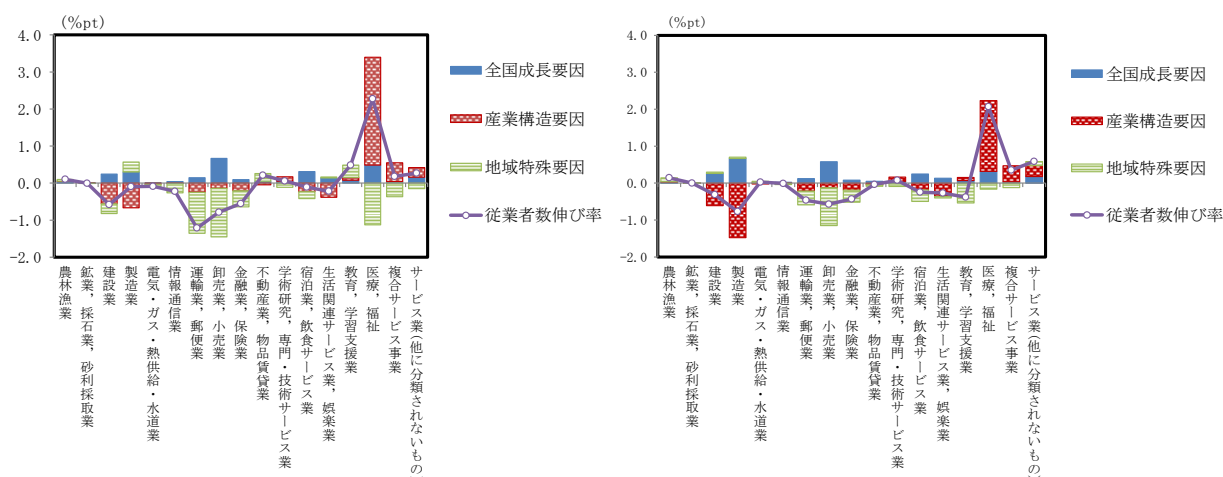


(注)データは名目値。2011年から2015年までの累積伸び率。要因分解はシフト・シェア分析により行った。

(出所)総務省「経済センサス-活動調査」より大和総研作成

何もこれは高知だけの問題ではなく、高齢化の程度が高くて、構造転換が遅れがちな西日本で多く見られる現象である。一方、東北も西日本と同じく超少子高齢社会が加速する社会構造であるが、例えば山形では付加価値が伸びやすい製造業の付加価値額のウェイトが高知など西日本よりも若干高く、医療、福祉に資源が偏在する傾向がやや弱いいため、産業構造要因のマイナス寄与が比較的小さい。もっとも、東北でも地域特殊要因により付加価値伸び率には地域間格差があり、こうした地域固有の課題の克服は必要だろう。

図表 6-6 地域別・業種別従業者数伸び率の要因分解（左：高知県、右：山形県）



(注) データは2011年から2015年までの累積伸び率。要因分解はシフト・シェア分析により行った。
(出所) 総務省「経済センサス-活動調査」、内閣府「県民経済計算」より大和総研作成

(4) 地域間格差の要因分解

最後に、人口1人当たり労働生産性の地域間格差の要因分解を行う（図表 6-7）⁴⁹。地域間格差は、①従事者・人口比率（各地域の人口に占める従事者の割合）の格差、②産業構造の違い、③同一産業内の生産性の違い、の3つに分けることができる（近似に伴う残差項を除く）⁵⁰。

図表 6-7 の太線の折れ線グラフは、人口1人当たり労働生産性の地域間格差の大きさについて全国平均=0として示したものである。もう一つの細線で描かれた折れ線グラフは、従事者1人当たりの労働生産性の地域間格差を示しており、従事者・人口比率の格差を除いた、②+③+近似に伴う残差項の3つの合計となっている。なお、人口当たりの労働生産性で見ると、全国平均よりも高齢化で人口に占める従事者比率が小さくなっている地域や、都市部への通勤により従事者が流出する地域では、生産年齢人口に比べて非生産年齢人口の割合が増えるために人口1人当たりで見た労働生産性は低くなりやすいことに留意されたい。

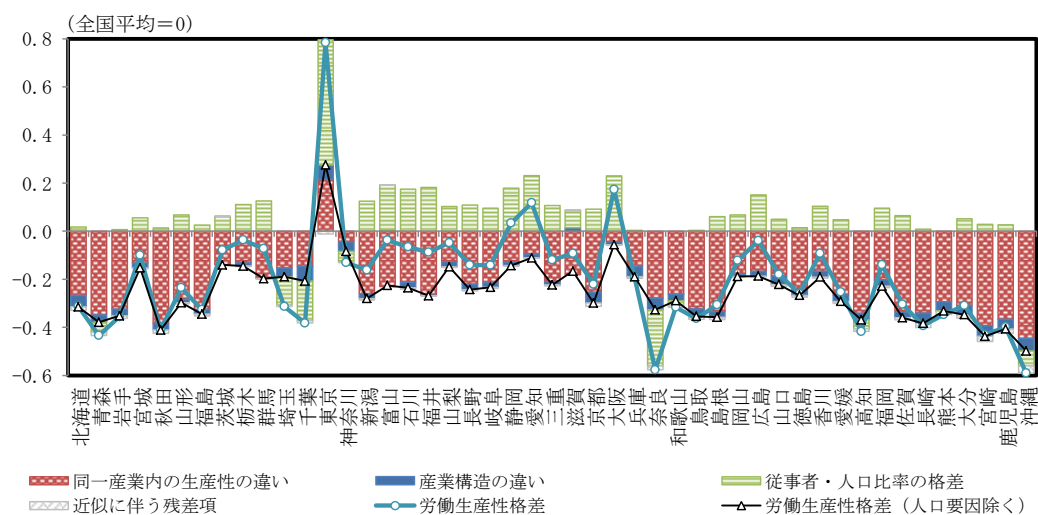
すると、地域間の労働生産性格差は、同一産業内での地域間の生産性格差が主因であることが分かる。その一方、地域間で産業構造が異なることで生じる生産性格差は大きくなく、これ

⁴⁹ 地域で働く従事者の労働生産性を測るために、本稿では事業所ベースのデータを使用している。

⁵⁰ 各要素への要因分解の方法は溝端 [2018]、もしくは、袁堂軍・攝津齊彦・ジャン・パスカル・バツィノ・深尾京司 [2009] 「戦前期日本の県内総生産と産業構造」, Hi-Stat Discussion Paper (2009年5月) を参照されたい。

は前項（3）の分析結果と整合的だ。また、首都圏や東海圏から地理的に離れた東北や西日本（山陰や九州）で生産性格差が大きくなりやすい。従事者・人口比率の格差は都市近郊や就業率が低い地域でマイナスであるが、通勤で従業者が流入する東京・愛知・大阪などの都市部や就業率が高い北陸ではプラス要因であり、人口1人当たりの労働生産性を押し上げている。

図表 6-7 人口1人当たり労働生産性の地域間格差の要因分解（2011年、全国平均=0）



(注)労働生産性は事業所ベース付加価値額を人口で除した。労働生産性格差の要因分解は袁他[2009]による。人口要因を除く労働生産性格差とは従事者・人口比率を除いたもの。格差を表す縦軸は対数表示(非線形変換)であり、各地域を足しても0にはならない。(出所)総務省「平成24年経済センサス-活動調査」、袁堂軍・攝津斉彦・ジャン・バスケル・パッシーノ・深尾京司[2009]「戦前期日本の県内総生産と産業構造」,Hi-Stat Discussion Paper(2009年5月)より大和総研作成

さらに同一産業内での生産性格差を調べるため、従事者規模で分けた生産性の地域間格差についても分析した(図表 6-8)。すると、従事者規模 10~49 人の中規模事業所では同一産業内での地域間の生産性格差が最も小さく、次いで 1~9 人の小規模事業所ではやや大きくなり、最も地域間格差が大きくなるのは従事者が 50 人以上の大規模事業所となった。従事者規模をより細かくして地域間格差の大きさの分布を見たものが、図表 6-9 である。

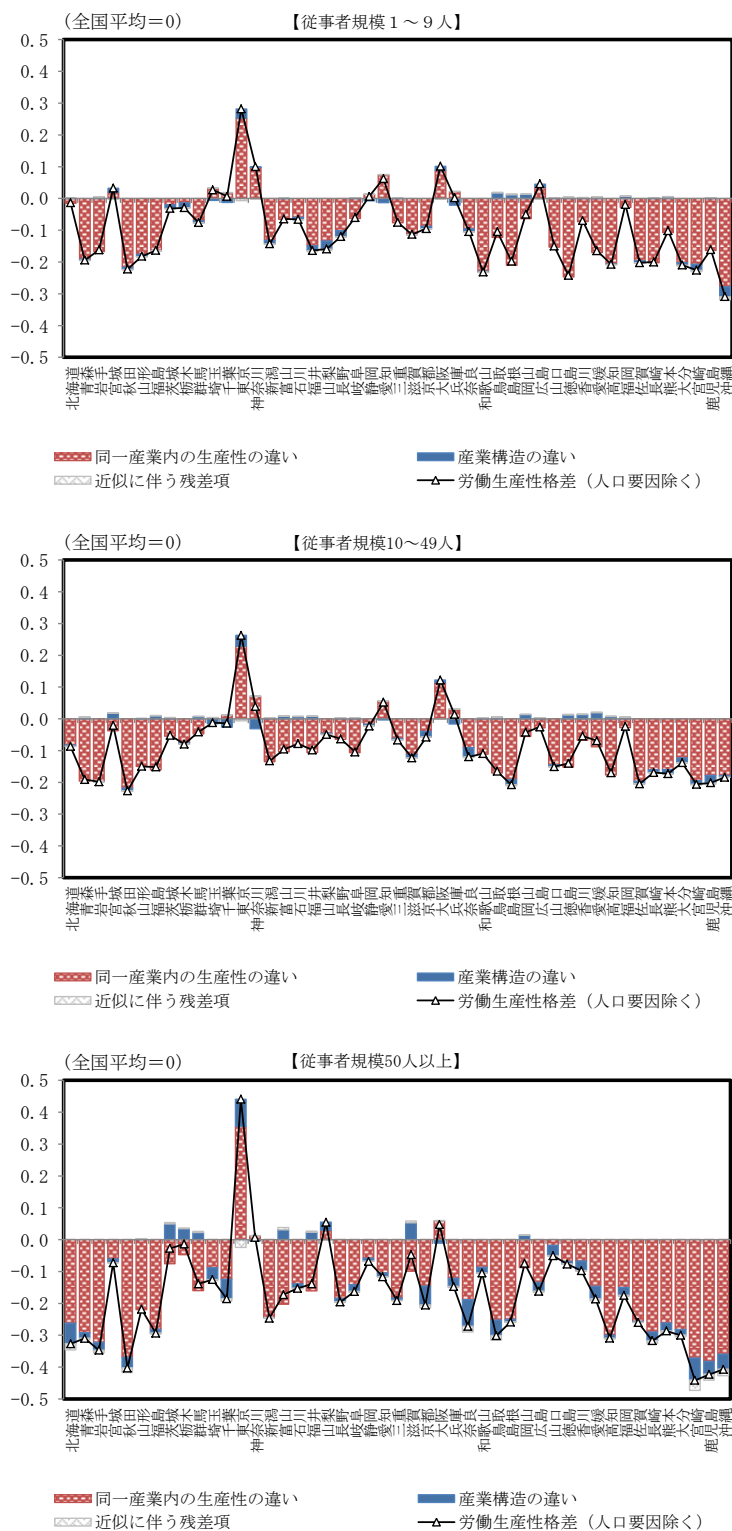
この要因分解では、もし従事者比率(各地域における全従事者に占める各産業の従事者の割合)の高い産業で全国平均よりも労働生産性が高い場合や、たとえ比率が低くても全国平均と比べて圧倒的に労働生産性が高い場合には、同一産業内でその地域の相対的な労働生産性は高くなる。例えば、東京の大規模事業所における医療、福祉では、従事者比率は全国平均よりも低いものの、労働生産性が圧倒的に高い。さらに、東京の大規模事業所における卸売業、小売業では、全国平均と比べて労働生産性のみならず従事者比率も高くなっており、これらが同一産業内での東京の高い生産性を実現している⁵¹。

しかしながら、秋田では域内の大規模事業所で従事者比率の最も高い製造業において全国平均と比べて労働生産性が低く、同様に従事者比率の高い卸売業、小売業でも労働生産性が低くなっている。同じような状況は岩手、宮崎、鹿児島といった東北・九州においても見られ、こう

⁵¹ ちなみに従事者規模 1~4 人の小規模事業所における労働生産性の地域間格差の主な要因は、いずれの地域でも従事者比率が 3 割前後と最大である卸売業、小売業の労働生産性格差が地域間で大きいことが指摘できる。

した点が大規模事業所で他地域と比べた同一産業内の低い生産性をもたらしている。

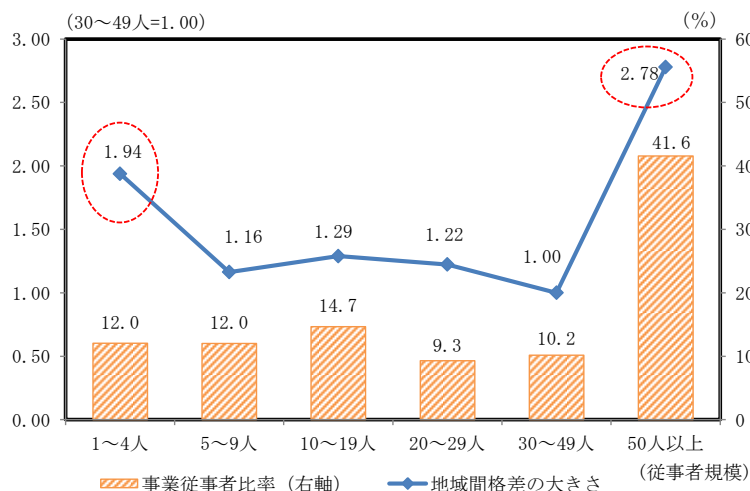
図表 6-8 従事者 1 人当たり労働生産性の地域間格差の要因分解 (2011 年、全国平均=0)



(注) 労働生産性は事業所ベースの付加価値額を人口で除した。労働生産性格差の要因分解は袁他[2009]による。人口要因を除く労働生産性格差とは従事者・人口比率を除いたもの。格差を表す縦軸は対数表示(非線形変換)であり、各地域を足しても0にはならない。

(出所) 総務省「平成24年経済センサス-活動調査」、袁堂軍・攝津斉彦・ジャン・パスカル・バツシーノ・深尾京司[2009]「戦前期日本の県内総生産と産業構造」、Hi-Stat Discussion Paper (2009年5月)より大和総研作成

図表 6-9 従事者規模別・労働生産性の地域間格差の大きさと従事者規模の構成比



(注) 地域間格差の大きさは、従事者規模別に労働生産性の格差 (= 産業構造の違い + 同一産業内の生産性の違い + 近似に伴う誤差項) の分散を取り、30~49人規模の分散で基準化したもの。
 (出所) 総務省「平成24年経済センサス-活動調査」、袁堂軍・攝津齊彦・ジャン・パスカル・ハッシー・深尾京司 [2009] 「戦前期日本の県内総生産と産業構造」、Hi-Stat Discussion Paper (2009年5月) より大和総研作成

また、産業構造の違いで生じる地域間の生産性格差は、小・中規模事業所では小さいものの、従事者 50 人以上の大規模事業所では一定の大きさが見られる。これは、大規模事業所ほど生産性の高い産業で従事者比率に地域間格差が見られることを示している。例えば、東京では情報通信業、金融業、保険業といった労働生産性の高い産業の従事者比率が全国平均よりも高くなっている⁵²。また茨城や滋賀では、従事者 50 人以上の大規模事業所における製造業の従事者比率が全国平均よりも圧倒的に高く⁵³、産業構造要因による労働生産性の改善につながっている。その一方、奈良や宮崎では労働生産性の高い情報通信業、金融業、保険業、学術研究、専門・技術サービス業で大規模事業所の従事者比率が全国平均よりも低く⁵⁴、それが産業構造の面から労働生産性の地域間格差を広げる要因となっている。

もちろん、それぞれの地域では比較優位を持つ産業が異なる⁵⁵上に、各産業では生産性に大きな違いがあること⁵⁶ (図表 6-10) や、特にサービス業では地域の人口密度の差なども生産性に影響するため、産業・社会構造を考慮せずに地域間の労働生産性格差の大きさを単純に評価す

⁵² 総務省 [2012] 「平成 24 年経済センサス-活動調査」 (全国・事業所ベース) によると、東京の従事者規模 50 人以上の事業所における情報通信業、金融業、保険業の各従事者比率は、それぞれ 14.1% (全国平均 5.2%)、6.6% (同 3.1%) である。

⁵³ 同じく総務省 [2012] によれば、大規模事業所 (従事者規模 50 人以上) における製造業の従事者比率は全国平均の 26.1% に対して、茨城が 42.2%、滋賀は 49.0% と非常に高い比率となっている。

⁵⁴ 大規模事業所での全国平均の従事者比率は情報通信業 5.2%、学術研究、専門・技術サービス業 2.8%、金融業、保険業 3.1% であるが、奈良・宮崎における従事者比率はそれぞれ情報通信業で 0.5%、2.9%、学術研究、専門・技術サービス業で 0.7%、0.2%、そして金融業、保険業は 1.6%、1.5% にすぎない (総務省 [2012])。

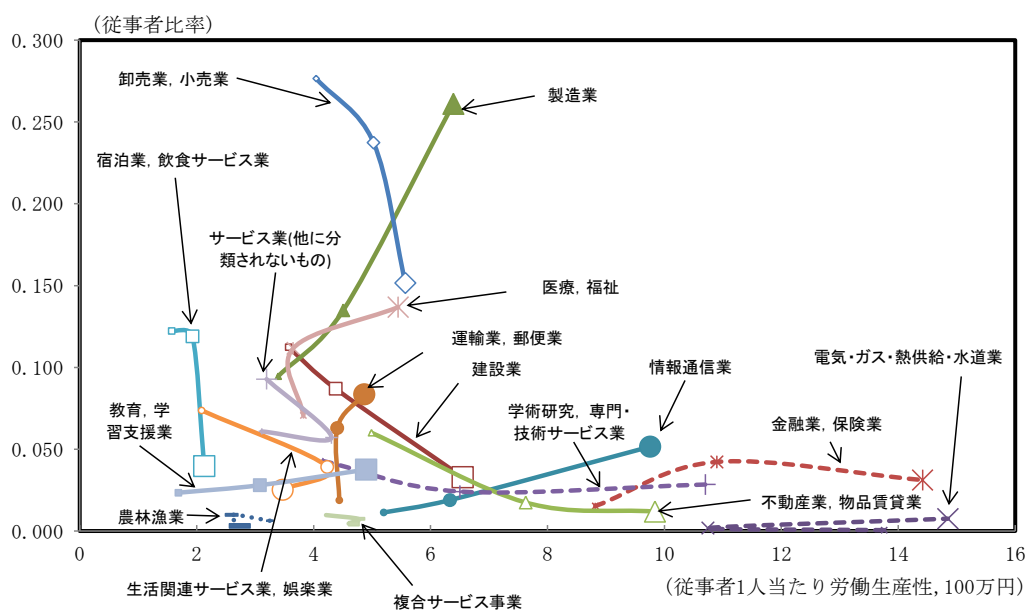
⁵⁵ 例えば、溝端幹雄 [2016] 「なぜ地方は東京に追いつけないのか? ~ 長期データで見る地方の実態 ~」 『大和総研調査季報』 (2016 年 夏季号 Vol. 23) を参照されたい。

⁵⁶ 総務省 [2012] によると、労働生産性 (付加価値額/事業従事者数) は電気・ガス・熱供給・水道業で 1,418 万円、金融業、保険業は 1,218 万円であるが、宿泊業、飲食サービス業は 185 万円、生活関連サービス業、娯楽業は 313 万円となっており、各産業で労働生産性には大きな違いがあることが分かる。

ることはできない。しかし、同業種内で生産性に地域間格差が生まれることは、同業種内の新しい技術が地域間でうまく伝播していない可能性も考えられる⁵⁷。一般に労働生産性は事業規模が大きくなるほど高くなりやすいと考えられるが、本章で分析したように、規模の大きい事業所ほど地域間で生産性格差が生じやすいという事実にも留意すべきだろう。

もともと、地域の労働生産性を高めるには事業規模の拡大も必要だ。図表 6-10 は、5 章の図表 5-9 を労働生産性と従事者比率の関係が分かりやすくなるように書き直したもののだが、製造業や情報通信業については労働生産性の高い大規模事業所に人材が集まる傾向にあるが、建設業、卸売業、小売業、不動産業、物品賃貸業では逆に労働生産性の低い小・中規模事業所の従事者比率が高くなる。つまり、地域で多い建設業や卸売業、小売業では小・中規模事業所へ人材が滞留しやすく、そこでは労働生産性が低いので地域の労働生産性も上がりにくいのだ。よって、地域の労働生産性を高めるには、地域の比較優位を考慮しつつも、事業規模の拡大および競争的なビジネス環境の実現が必要と考える。そうすれば労働生産性向上による雇用増加も期待できる。

図表 6-10 従事者規模別・産業別・従事者 1 人当たり労働生産性と従事者比率（全国、2012 年）



(注1) 従事者1人当たり労働生産性は、全国における各産業の付加価値額を各産業の事業従事者数で割ったもの。各業種の従事者比率は各規模別の全従事者に占める割合を示す。

(注2) マーカーの大きさ順に従事者規模50人以上、10~49人、1~9人を表す。

(出所) 総務省「平成24年経済センサス-活動調査」より大和総研作成

⁵⁷ 実際、OECD[2015]が指摘するように、世界的な生産性低下の大きな原因はフロンティア分野で技術革新が停滞したというよりも、むしろ新しい技術が企業間でなかなか伝播しないこととされている (OECD[2015], *THE FUTURE OF PRODUCTIVITY*)。

③地域の労働生産性を向上させるには？

国際的に日本の労働生産性の改善スピードは遅いが、近年は就業者数よりも付加価値額が伸びて労働時間も短縮化されており、全体では時間当たり労働生産性は改善している。労働生産性の伸び率を要因分解すると、高度成長期と比べて資本装備率や TFP が労働生産性に与える影響は弱まり、代わって労働の質による影響が増している。特に女性の高技能労働者がうまく活躍できるような働き方改革や保育所の整備、税制改革が互いに整合的に行われることが、今後の地域の労働生産性の改善には必要だ。

さらに、全国的な景気の改善に加えて地域特有の影響も加わり、労働生産性は改善している。しかし、西日本など一部の地域では付加価値額が伸び悩む医療・福祉分野に多くの資源が投入されており、地域の労働生産性を構造的に下押ししている。また、同一産業内で見えた労働生産性も地域間で大きく異なっており、特に大規模事業所において労働生産性の地域間格差が顕著になることも分かった。

超高齢化が進む地域では、医療・福祉分野は成長産業であり、実際に従事者数は大きく伸びている。しかし、医療・福祉分野の市場価格は公的に管理されているため、需給を適切に反映した形で付加価値が伸びていくという姿を描けていない。これが地域で労働生産性がなかなか改善しない原因の一つだと言える。また、大規模事業所で労働生産性の地域間格差が大きいことは、人口減少下で規模が大きいと地域内・地域間での競争圧力から逃れやすく、逆に生産性の低い事業所が温存されてしまうのかもしれない。

一般に、事業規模の拡大は労働生産性を高める方向に働くが、地域が外部との競争にどれだけさらされているのかによってその地域の労働生産性の改善度合いは異なる。地域の比較優位分野を強化しつつ、競争環境を強化するビジネス環境作り、例えば国家戦略特区やレギュラトリー・サンドボックス制度（期間・範囲を限定した規制緩和により新事業の影響を社会実証した上で規制改革する制度）、行政手続きの簡素化、中小企業への輸出支援や税制面などでの過度な保護政策の縮小、都市圏・海外も含めた域外資本・人材の積極的な導入、そして混合医療・介護といった市場機能の拡大などが必要だ。特に、同一産業内での地域間の労働生産性格差を縮小させるには、新しい技術を地域へ積極的に取り入れるべく、都市圏の有能な人材を地域へ派遣したり、地域の大学と企業・自治体との連携を促す取組みが重要になる。また、地域の中心部へ人口を集積させる都市計画や住宅政策の転換も労働生産性を高める上では重要な課題だ⁵⁸。

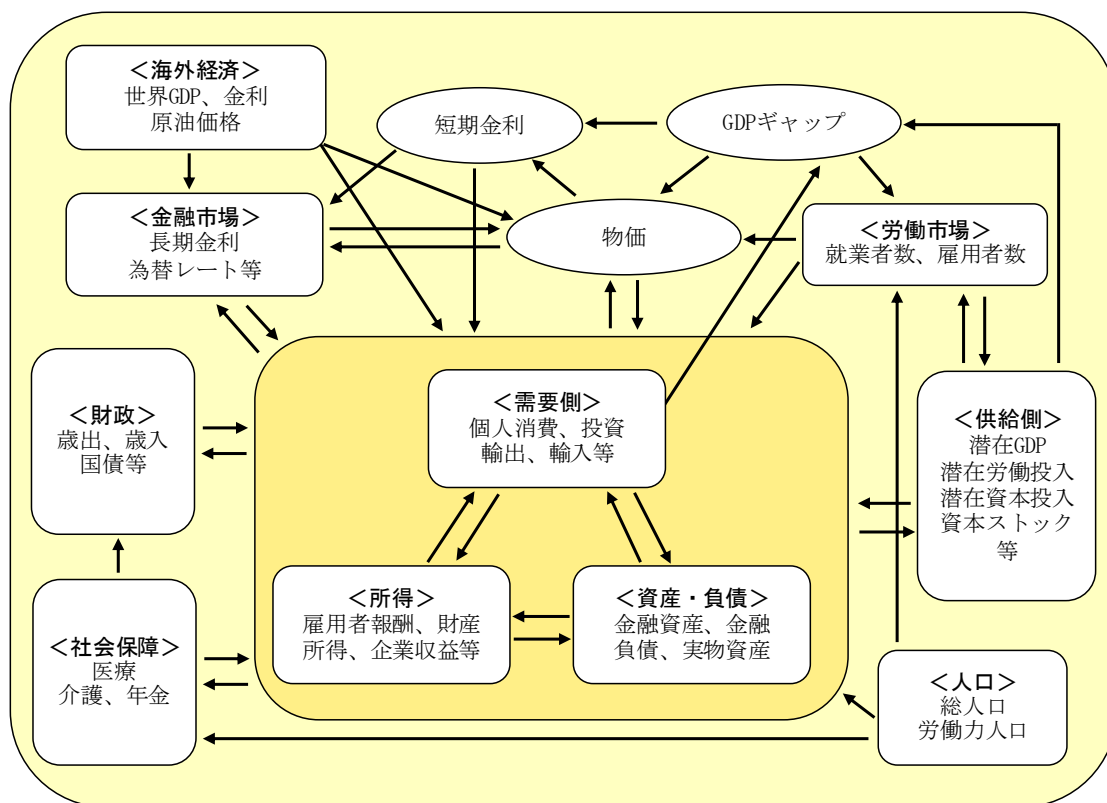
加えて、競争力のある産業へ人材を移動させつつ労働への分配を増やしていくには、社会保障といった受動的なセーフティネットだけでなく、リカレント教育のような積極的なセーフティネットも重要だ。地域の労働生産性を高めるには、共通したビジョンのもとで各政策のインセンティブ構造が矛盾しない、整合性を持った構造改革が求められる。

⁵⁸ いわゆるコンパクトシティを実現するためには、日本の住宅政策の転換が必要との指摘がある（野澤千絵 [2016]『老いる家 崩れる街』講談社現代新書）。

7章 モデルの概説とシミュレーション

大和中期マクロモデルは約 360 本の方程式（うち推計式が約 70 本）と約 500 個の変数（うち外生変数が約 140 個）から構成されている。モデルの概念図は図表 7-1 の通りである。例えば、実質 GDP が変化すると潜在 GDP から導き出される GDP ギャップが変化し、それが物価や短期金利に影響を与える。さらにその影響が金融市場などへ副次的に波及するといった形で各変数の予想値が作成される。海外経済や人口動態は外生的に作成しており、一例を挙げると世界 GDP の将来値には IMF や大和総研の予想を反映させている。また、主に需要項目には、短期的な変化に対して説明力の高い変数（個人消費であれば雇用者報酬など）だけでなく、経済理論に基づいた長期的均衡へ収束しようとする力を推計式に取り入れている。

図表 7-1 大和中期マクロモデルの概念図



(出所) 大和総研作成

以下では大和中期マクロモデルを用いて、(1)消費税率を1%pt 引き上げた場合、(2)輸入原油価格が10%上昇した場合、(3)長期金利が1%pt 上昇した場合、(4)ドル円レートが10%円高になった場合、(5)世界経済成長率が1%pt 低下した場合、(6)公共投資がGDP 1%分増加した場合、の6つのシナリオが顕在化した場合に、日本経済へどのような影響をもたらすのかをシミュレーションした。図表 7-2 はその結果をまとめたものである。結果を解釈するにあたって、いくつか留意点がある。

まず、各シナリオの影響は推計期間を通じて継続している。例えば、一度引き上げられた消費税率はその後同じ税率で推移し、長期金利の1%pt の上昇は標準シナリオの各年の見通しをそれぞれ1%pt 上昇させている。なお、図表に掲載されている数値は各項目への影響度を表しており、標準シナリオ（各シナリオが発現しなかった場合）との乖離率としている。例えば、図表の中で消費税率1%pt の引き上げによって実質GDPの影響が1年目で▲0.22%、2年目で▲0.34%とあるが、これは消費税率を引き上げた年の実質GDPが引き上げなかった場合に比べて0.22%下回り、2年目では0.12%pt 下回った（▲0.34%－▲0.22%）と解釈できる。GDP比の項目については乖離率ではなく乖離幅を掲載している。

次に、金利について、短期金利は▲0.1%、長期金利は0%の下限制約を置いている。ただし、実際に上記のシナリオが顕在化する時には、金利が一段と引き下げられる可能性がある。仮にその状況で経済に負のインパクトがかかれば、同時に短期金利の引き下げが行われて長期金利が低下し、円安や投資の増加といった景気浮揚効果が生じる。従って、金利の下限に制約がある時と比べて、経済への悪影響は小さくなる。

最後に、各シミュレーションの結果を定数倍して任意に条件を変更しても結果に大きな違いは生じない。例えば、消費税率の引き上げ幅を1%pt ではなく5%pt として実際にシミュレーションすると、2年目の実質GDPの乖離率は▲1.66%となる。これは、図表 7-2 の(1)の2年目の乖離率を5倍した値（▲0.34%×5＝▲1.70%）に近い結果である。従って、シミュレーション結果を知りたい条件に合わせて定数倍することで、实体经济への影響をある程度把握することができる。

図表 7-2 シミュレーション結果

(1) 消費税率を1%pt引き上げた場合

(標準シナリオとの乖離率(幅)、%、%pt)

	実質GDP	民間最終 消費支出	民間 住宅投資	民間 設備投資	政府最終 消費支出	公的固定 資本形成	輸出	輸入
1年目	-0.22	-0.50	0.00	-0.01	-0.43	0.66	0.00	-0.67
2年目	-0.34	-0.58	-0.37	-0.14	-0.42	1.01	-0.01	-1.06
3年目	-0.37	-0.67	-0.69	-0.46	-0.30	1.10	-0.02	-1.19
4年目	-0.38	-0.74	-0.93	-0.70	-0.26	1.08	-0.02	-1.24
5年目	-0.38	-0.78	-1.01	-0.81	-0.23	1.04	-0.01	-1.30
	名目GDP	GDP デフレーター	失業率	ドル円 レート	GPI	経常収支	財政収支 (国・地方)	プライマリー バランス (国・地方)
1年目	0.40	0.64	0.00	0.00	0.74	0.08	0.33	0.32
2年目	0.28	0.64	0.04	0.00	0.70	0.14	0.40	0.39
3年目	0.19	0.59	0.06	0.00	0.64	0.16	0.34	0.33
4年目	0.11	0.51	0.07	-0.03	0.57	0.17	0.32	0.31
5年目	0.04	0.44	0.07	-0.07	0.51	0.18	0.31	0.30

(2) 輸入原油価格が10%上昇した場合

(標準シナリオとの乖離率(幅)、%、%pt)

	実質GDP	民間最終 消費支出	民間 住宅投資	民間 設備投資	政府最終 消費支出	公的固定 資本形成	輸出	輸入
1年目	-0.04	0.01	0.00	-0.06	-0.12	0.12	0.00	0.15
2年目	-0.06	0.01	0.31	-0.11	-0.10	0.16	-0.01	0.11
3年目	-0.07	-0.01	0.06	-0.21	-0.07	0.20	-0.02	0.08
4年目	-0.09	-0.03	-0.15	-0.37	-0.05	0.25	-0.02	0.01
5年目	-0.11	-0.04	-0.23	-0.48	-0.03	0.28	-0.02	-0.06
	名目GDP	GDP デフレーター	失業率	ドル円 レート	GPI	経常収支	財政収支 (国・地方)	プライマリー バランス (国・地方)
1年目	-0.01	0.03	0.00	-0.05	0.06	-0.10	-0.03	-0.03
2年目	-0.03	0.02	0.01	-0.02	0.05	-0.12	-0.05	-0.05
3年目	-0.06	0.01	0.01	0.00	0.04	-0.13	-0.07	-0.07
4年目	-0.10	-0.01	0.01	0.01	0.02	-0.12	-0.09	-0.09
5年目	-0.12	-0.01	0.02	0.02	0.01	-0.10	-0.10	-0.10

(3) 長期金利が1%pt上昇した場合

(標準シナリオとの乖離率(幅)、%、%pt)

	実質GDP	民間最終 消費支出	民間 住宅投資	民間 設備投資	政府最終 消費支出	公的固定 資本形成	輸出	輸入
1年目	-0.03	0.00	0.00	-0.39	0.04	0.08	0.00	-0.16
2年目	-0.36	-0.35	-1.71	-2.01	0.09	1.07	-0.34	-1.31
3年目	-0.74	-0.66	-2.81	-3.05	0.14	2.10	-0.75	-2.58
4年目	-0.93	-0.99	-3.43	-3.18	0.23	2.44	-1.11	-3.21
5年目	-0.96	-1.28	-3.84	-3.11	0.28	2.29	-1.38	-3.38
	名目GDP	GDP デフレーター	失業率	ドル円 レート	GPI	経常収支	財政収支 (国・地方)	プライマリー バランス (国・地方)
1年目	-0.03	0.00	0.00	-3.08	-0.02	0.03	-0.23	-0.12
2年目	-0.35	0.01	0.00	-4.98	0.00	-0.23	-0.74	-0.43
3年目	-0.82	-0.08	0.06	-6.06	-0.07	-0.11	-1.14	-0.53
4年目	-1.19	-0.27	0.12	-6.69	-0.25	-0.08	-1.41	-0.53
5年目	-1.44	-0.51	0.14	-7.09	-0.46	-0.10	-1.56	-0.46

(注) 経常収支、財政収支、プライマリーバランスは名目GDP比率。

(出所) 大和中期マクロモデルより作成

(4) ドル円レートが10%円高になった場合

(標準シナリオとの乖離率(幅)、%、%pt)

	実質GDP	民間最終 消費支出	民間 住宅投資	民間 設備投資	政府最終 消費支出	公的固定 資本形成	輸出	輸入
1年目	0.03	-0.01	0.00	-0.02	0.13	-0.09	0.00	-0.14
2年目	-0.14	-0.02	-0.36	-0.53	0.09	0.44	-1.13	-0.69
3年目	-0.31	-0.02	-0.10	-0.84	0.10	0.93	-1.73	-1.25
4年目	-0.37	-0.06	0.03	-0.89	0.14	1.06	-2.05	-1.41
5年目	-0.35	-0.10	-0.04	-0.83	0.16	0.93	-2.22	-1.35
	名目GDP	GDP デフレーター	失業率	ドル円 レート	CPI	経常収支	財政収支 (国・地方)	プライマリー バランス (国・地方)
1年目	0.01	-0.02	0.00	-10.00	-0.07	0.03	0.00	0.00
2年目	-0.15	0.00	-0.01	-10.00	-0.04	-0.09	-0.08	-0.08
3年目	-0.34	-0.03	0.02	-10.00	-0.06	-0.10	-0.15	-0.15
4年目	-0.46	-0.09	0.05	-10.00	-0.13	-0.13	-0.17	-0.17
5年目	-0.51	-0.17	0.06	-10.00	-0.20	-0.16	-0.15	-0.15

(5) 世界経済成長率が1%pt低下した場合

(標準シナリオとの乖離率(幅)、%、%pt)

	実質GDP	民間最終 消費支出	民間 住宅投資	民間 設備投資	政府最終 消費支出	公的固定 資本形成	輸出	輸入
1年目	-0.51	0.01	0.00	-1.48	-0.04	1.51	-3.76	-1.89
2年目	-0.47	-0.08	0.00	-1.31	0.12	1.28	-1.90	-1.76
3年目	-0.20	-0.15	-0.29	-0.78	0.16	0.32	-0.91	-0.89
4年目	0.02	-0.16	-0.47	-0.16	0.10	-0.41	-0.37	-0.19
5年目	0.08	-0.12	-0.33	0.25	0.02	-0.61	-0.09	0.02
	名目GDP	GDP デフレーター	失業率	ドル円 レート	CPI	経常収支	財政収支 (国・地方)	プライマリー バランス (国・地方)
1年目	-0.51	0.00	0.00	0.00	0.03	-0.39	-0.28	-0.27
2年目	-0.60	-0.13	0.09	0.01	-0.09	-0.13	-0.27	-0.27
3年目	-0.44	-0.25	0.08	-0.02	-0.21	-0.12	-0.14	-0.13
4年目	-0.25	-0.29	0.03	-0.08	-0.25	-0.06	0.01	0.01
5年目	-0.16	-0.26	-0.01	-0.25	-0.23	-0.05	0.05	0.05

(6) 公共投資がGDP 1%分増加した場合

(標準シナリオとの乖離率(幅)、%、%pt)

	実質GDP	民間最終 消費支出	民間 住宅投資	民間 設備投資	政府最終 消費支出	公的固定 資本形成	輸出	輸入
1年目	0.72	-0.01	0.00	0.49	0.07	20.44	0.00	2.41
2年目	1.01	0.05	-0.28	0.70	0.13	20.35	-0.02	3.49
3年目	0.90	0.19	-0.19	0.22	0.29	20.21	-0.07	3.22
4年目	0.69	0.27	-0.01	-0.30	0.51	19.77	-0.16	2.56
5年目	0.62	0.33	0.18	-0.55	0.76	19.51	-0.20	2.40
	名目GDP	GDP デフレーター	失業率	ドル円 レート	CPI	経常収支	財政収支 (国・地方)	プライマリー バランス (国・地方)
1年目	0.69	-0.03	0.00	-0.51	-0.05	-0.37	-0.66	-0.65
2年目	1.17	0.17	-0.13	-1.29	0.13	-0.61	-0.71	-0.65
3年目	1.30	0.41	-0.14	-1.92	0.35	-0.64	-0.91	-0.76
4年目	1.24	0.58	-0.10	-1.93	0.52	-0.59	-1.13	-0.90
5年目	1.25	0.66	-0.03	-1.50	0.60	-0.55	-1.25	-0.95

(注) 経常収支、財政収支、プライマリーバランスは名目GDP比率。

(出所) 大和中期マクロモデルより作成