

2019年6月20日 全8頁

# 日本経済見通し：2019年6月

## 外需成長なくして内需回復なし

経済調査部

シニアエコノミスト 小林 俊介

研究員 廣野 洋太

### [要約]

- 日本経済成長の柱の一つである外需について、当面は回復の期待を持ち難くなっていることは、これまでも指摘してきた通りである。もっとも、外需による成長寄与の縮小は、今に始まった話ではない。2018年度を振り返っても、外需の寄与度はマイナスであった。外需がマイナスに転じる中でも全体の成長率が潜在成長率を若干下回る程度に着地できたのは、相対的に堅調だった内需が日本経済を支えたからに他ならない。
- しかし、「外需が不調でも内需が成長を支える」というシナリオを2019年度に期待することはできない。端的に言って、2018年度の内需成長は、2017年度の企業業績が好調だった結果であり、言わば「前年度の貯金」だ。2017年度は内外需ともに好調となり、企業業績は最高益を更新した。この収益を原資として、2018年度の雇用・基本給・賞与の改善が進み、家計消費への追い風となった。同時に、労働需要の強まりと、稼働率の上昇の両方を背景として、2018年度は企業の設備投資も拡大した。
- しかし翻って現在、上述のロジックを当てはめたアナロジーから導き出されるのは、「2019年度は内需の成長も難しい」という結論だ。2018年度の外需および企業業績の鈍化は、2019年度の家計消費および設備投資のモメンタムを鈍らせ始めている。雇用者報酬の構成要素を確認すると、雇用者数の増加速度は鈍化し、一人当たり労働時間は減少し、賞与も増加速度の明確な鈍化が見込まれている。そして今後の雇用・収入にかけられる期待の低下が消費マインドに冷や水を浴びせ、消費性向を抑制する公算が大きくなっている。さらに、10月以降は消費増税の影響が追い打ちをかける。
- 見通しが厳しくなるのは家計消費だけではない。内外需の不調と在庫蓄積を背景とした稼働率の低下は、設備投資の拡大シナリオにも影を落としている。結局のところ、タイムラグの問題を捨象すれば、現在の日本において外需の成長回帰を前提とせず、内需の回復シナリオを描くことは極めて困難だ。従来に見通しと同様、先行きの日本経済は、引き続き当面、減速を続けると予測している。

## 「外需が不調でも内需が下支え」シナリオの、反論に耐えられない論拠の軽さ

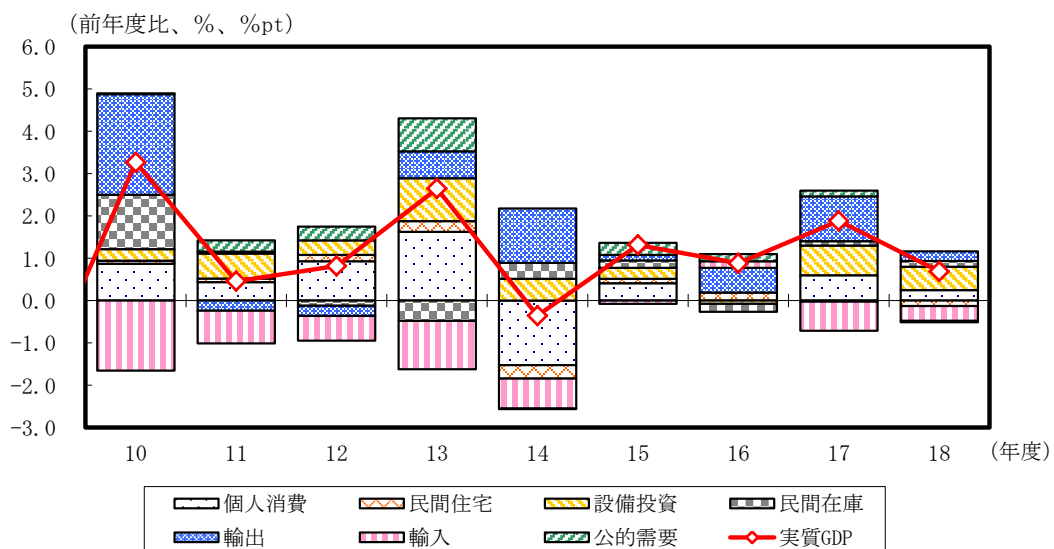
日本経済成長の柱の一つである外需について、当面は回復の期待を持ち難くなっていることは、前月号までの**日本経済見通し**<sup>1</sup>等でも指摘してきた通りである。もっとも、外需による成長寄与の縮小は、今に始まった話ではない。2018年度を振り返っても、外需の寄与度はマイナス（前年度比寄与度▲0.1%pt）であった。外需がマイナスに転じる中でも全体の成長率が前年度比+0.7%と、潜在成長率を若干下回る程度に着地できたのは、当然のことながら、相対的に堅調だった内需が日本経済を支えたからに他ならない（**図表1**）。

では、この「外需が不調な中でも堅調な内需が成長を支える」という図式が線形に延長できるか—すなわち2019年度にも同様の現象を期待できるか、と問われれば、その連想は短絡的だ、と答えざるを得ない。端的に言って、2018年度の内需成長は、2017年度の企業業績が好調であった結果であり、言わば「前年度の貯金」だ。

改めて振り返ってみると、2017年度は内外需ともに好調な年度となり、企業業績は最高益を更新した。この収益を原資として、2018年度の雇用・基本給・賞与の改善速度は加速し、家計消費への追い風となった。同時に、雇用需要の強まりと、稼働率の上昇の両方を背景として、2018年度は企業の設備投資が強く刺激された<sup>2</sup>。

しかし翻って現在、上述のロジックを当てはめたアナロジーから導き出されるのは、「2019年度は内需の成長も難しい」という結論だ。2018年度の外需および企業業績の鈍化は、2019年度の家計消費および設備投資のモメンタムを鈍らせ始めている。以下、本稿では日本経済の置かれた現状をつぶさに確認していこう。

**図表1：実質GDPと需要項目別寄与度の推移**



(出所) 内閣府統計より大和総研作成

<sup>1</sup> 詳細は下記レポート参照。小林俊介・廣野洋太「[日本経済見通し：2019年5月<訂正版>『米中冷戦』再開で日本の輸出は最大約1.3兆円減少](#)」(大和総研レポート、2019年5月24日)

<sup>2</sup> なお、蛇足ながら付け加えると、2017年度の内需が拡大した背景には、2016年度(とりわけ後半)の外需・企業業績の回復があったと整理できるだろう。

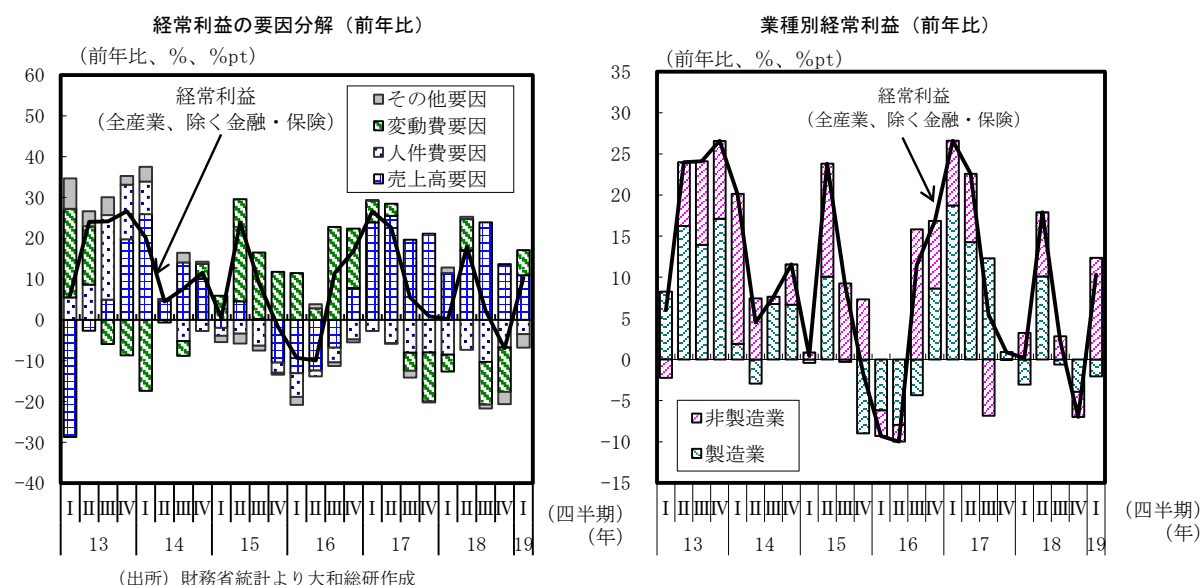
## 17年度の好業績を背景とした18年度の人件費増加が、19年度には重石に

まず、前述した論理において中心的な役割を果たす企業業績について振り返ろう。図表2に示す通り、2016年度後半にかけて製造業を中心として売上が回復<sup>3</sup>し、また、資源価格等に代表される投入物価の落ち着きを背景とした変動費率の低下も手伝い、企業収益は2017年度にかけて伸長した。

2018年度以降も企業収益は高水準を維持したものの、その増加ペースは鈍化し、ほぼフラットなものとなった。その背景には変動費率改善の停止や、売上高の伸長ペース鈍化なども挙げられるが、より注目に値するのは人件費増加による利益の圧迫だ。同現象は、人口動態によって定められた、いわゆる「人手不足」問題を根底に持つ、構造的なトレンドとしての性質も有している。しかし2017年度から2018年度前半にかけての人件費の拡大ペースは、明確に以前のものとは一線を画していた。すなわち、好調だった2017年度の企業収益の実績を背景として、2018年度以降の業績が過大に見積もられ、2017年度から2018年度にかけて（企業業績からは若干遅行して）雇用・基本給・賞与の改善速度が拡大したということだ<sup>4</sup>。

しかし、世界経済の減速を主因として2018年度以降の企業業績見通しは下方修正が進んだ。その中で人件費の増加は利益の重石となり、2017-18年度からは、一転、人件費削減の誘因が強まりつつある。

図表2：経常利益の動向（全規模）



<sup>3</sup> 当時の外需を中心とした企業業績改善の背景について、詳細は下記レポート参照。小林俊介「[日本経済見通し：2017年10月 『政治の季節』の注目点 / 『いいところ取り景気』の光と影](#)」（大和総研レポート、2017年10月20日）

<sup>4</sup> その他の要因として、制度変更の影響も指摘される。詳細は下記レポート参照。山口茜「[2018年4月 正社員増加の追い風が吹く 『無期転換ルール』で非正規から正規への切り替えが起こる](#)」（大和総研レポート、2017年6月21日）

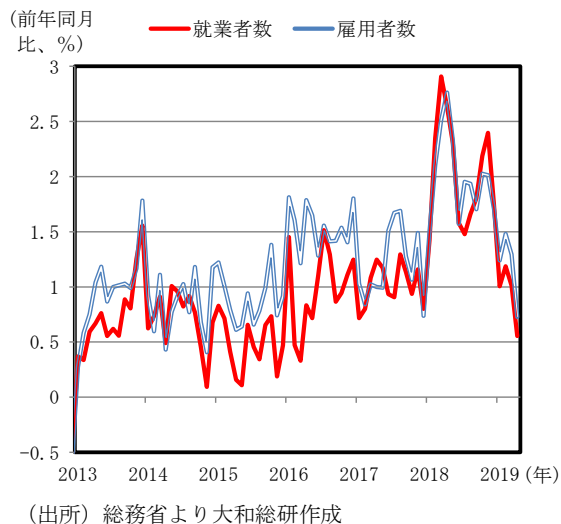
## 雇用の改善速度は鈍化、一人当たり労働時間は減少、賞与も改善停止

雇用者報酬は「①雇用者数×②一人当たり労働時間×③時給+④賞与総額」に分解される。このうち①は増加速度鈍化、②は減少、③の伸び率には明確な加速も減速も確認されない（春闘を経た賃上げ率も、ほぼ昨年度並みとなる見込みである）のが現状である。④は現時点で取得可能なデータが少ないが、賞与はほぼ前年度の企業収益を反映するものであることを踏まえれば、増加速度の明確な鈍化が見込まれて然るべき状況だろう。

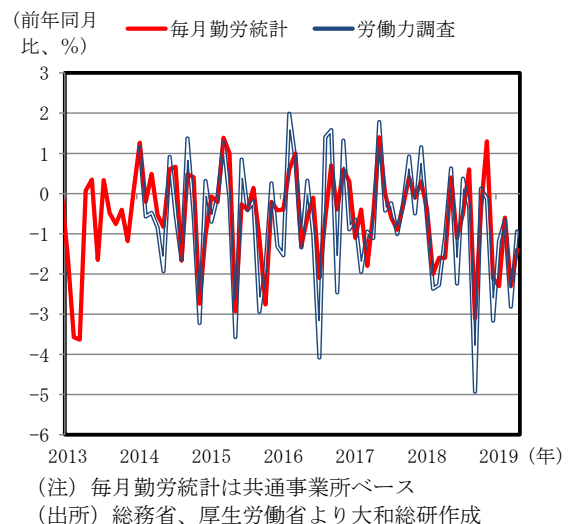
実際の数値を確認していこう。**図表 3** に示す通り、雇用者数の伸び率は、2018 年に極めて高い数値を叩き出したのち、現在に至るまで減速が続いている。また、**図表 5** に示されているように、かつて進展していた「正規化」のトレンドも、男性を中心として停止しており、雇用の中身についても改善が止まっている。

一人当たり労働時間を確認すると、**図表 4** に示す通り、「罰則付き残業規制」への対応等も背景として、2018 年後半から減少が続いている（なおかつ、減少速度が加速している）。

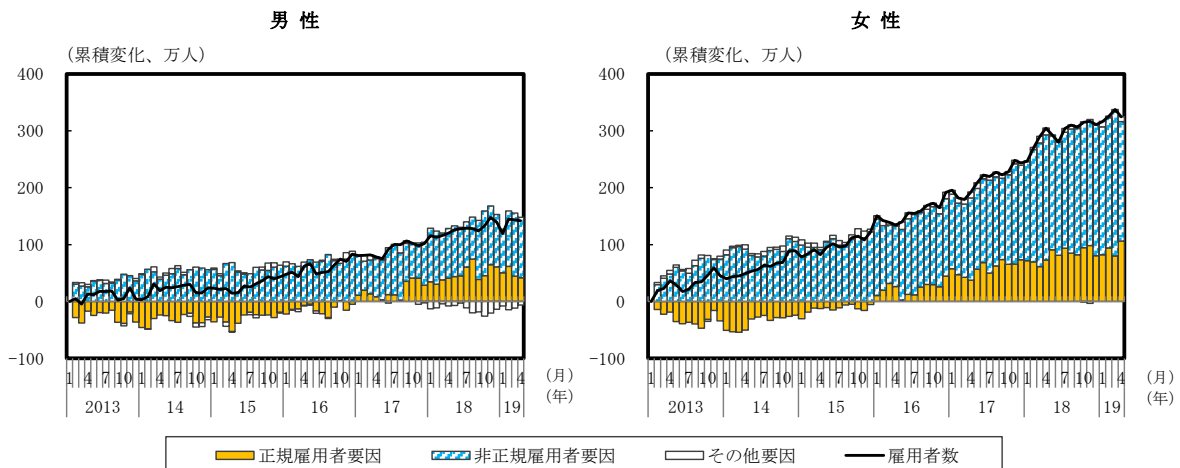
図表 3：雇用者数の推移



図表 4：一人当たり労働時間の推移



図表 5：雇用者数増減の要因分解

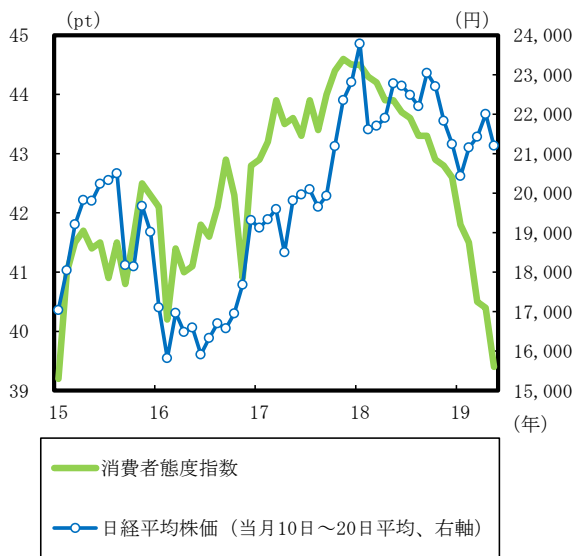


(注) 季節調整は大和総研。  
(出所) 総務省統計より大和総研作成

さらに今後の雇用・収入にかける期待の低下（不安の増大）は、消費マインドに冷や水を浴びせる（**図表 6**）。消費マインドの悪化は当然、消費性向を抑制する。従って2019年度の消費の伸びは、雇用者所得以上に抑制される公算が大きい。

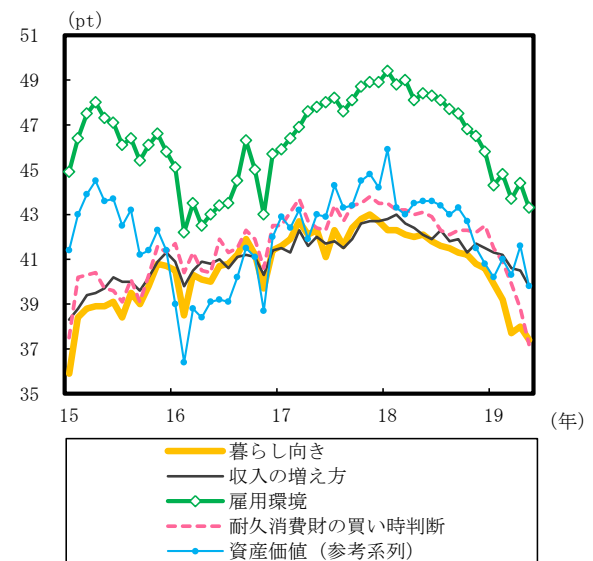
そこに消費増税が追い打ちをかける。消費税率の引き上げによる負担増は、国・地方で5.7兆円程度と試算されている。加えて、たばこ税や所得税の見直しなどによる財源確保に伴う負担増が0.6兆円程度とされる。これらの負担は軽減税率制度の実施により1.1兆円程度軽減され、トータルの税負担額は5.2兆円程度となる見込みだ。

**図表 6：消費者態度指数と日経平均株価**



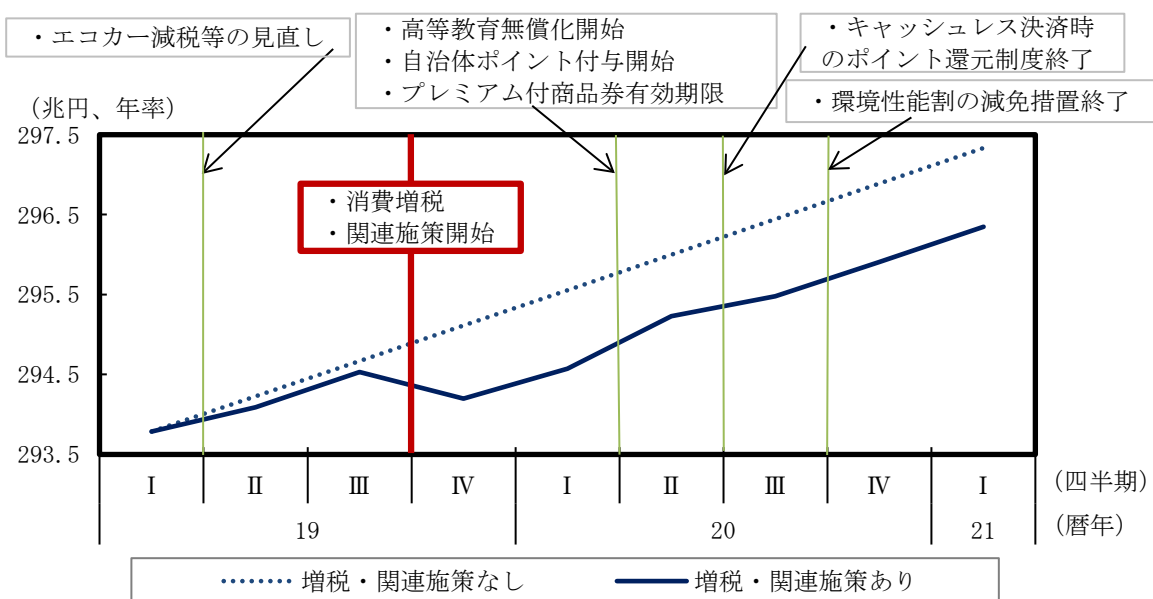
(注) 消費者態度指数は二人以上世帯、季節調整値。  
(出所) 内閣府統計、日本経済新聞社より大和総研作成

**図表 7：消費者意識指標**



(注1) 二人以上世帯、季節調整値。  
(注2) 資産価値は消費者態度指数の構成項目ではない。  
(出所) 内閣府統計より大和総研作成

**図表 8：消費増税および関連対策が消費に与える影響（イメージ）**



(注1) 自治体ポイントの効果は、プレミアム付商品券と同等と想定。  
(注2) 「増税・関連施策あり」は、駆け込み需要や反動減を考慮していない。  
(出所) 内閣府統計、各種報道資料より大和総研作成

これに対して、幼児教育の無償化および社会保障の充実により、3.2兆円程度の受益増が見込まれる。総括すると、ネットベースの財政緊縮効果は2.0兆円程度と試算されている。加えて、各種経済対策が実施される。全体としては2.3兆円程度となる見込みであり、半年分の財政緊縮効果（2019年10月-2020年3月、約1.0兆円）よりも大きな額となりそうだ。

ただし消費増税対策の中身を確認すると、その過半が防災・減災、国土強靱化を目的とした公共投資（1.35兆円規模）である。従って、直接的な恩恵は家計よりも建設関連部門に偏重する見込みである。

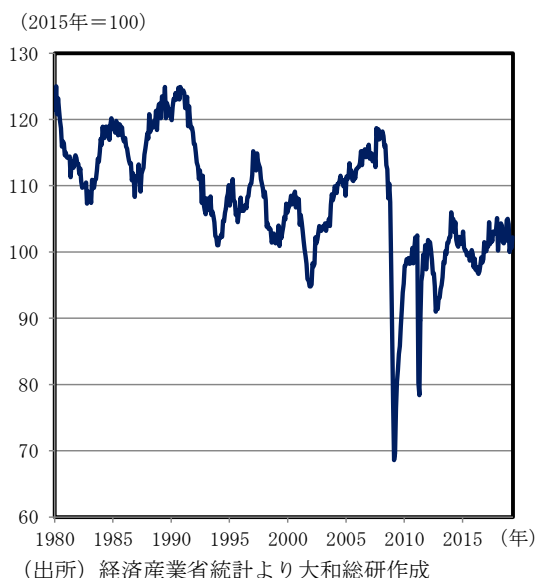
以上を踏まえると、消費増税を含めた財政要因は2019年度の消費に対して若干のマイナス<sup>5</sup>、公共投資に対して明確なプラス効果を持ち、内需全体を若干押し上げる効果を持つことになるだろう。もちろん、2020年度以降はこうした各種消費増税対策の効果も剥落する。

### 労働需要の弱まりと稼働率低下で設備投資の拡大シナリオにも暗雲

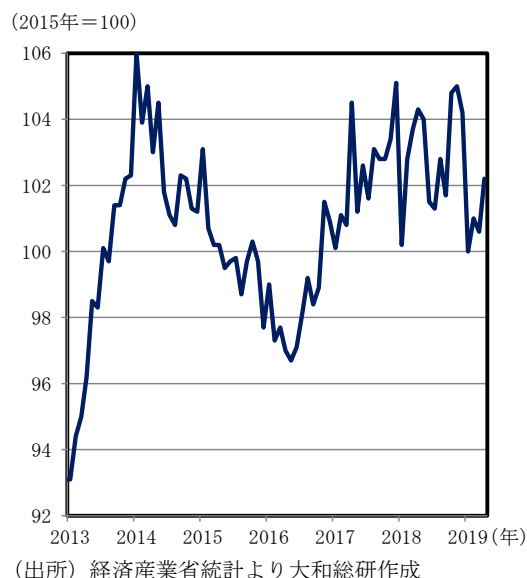
見通しが厳しくなるのは家計消費だけではない。「人手不足に伴う省力化需要」が設備投資の拡大を支える一つの柱だったが、足下の労働需要の鈍化はこのテーマにも影を落とす可能性が懸念される。

それ以上に重い事実、設備投資拡大のもう一つの柱となっていた「能力増強」の持続性は極めて疑わしくなっているということだ。外需の不振を背景として、2018年末以降の製造工業稼働率の水準は、2017-18年と比較して大きく低下している（**図表10**）。

図表9：製造工業稼働率の推移（長期）



図表10：製造工業稼働率の推移（2013年以降）



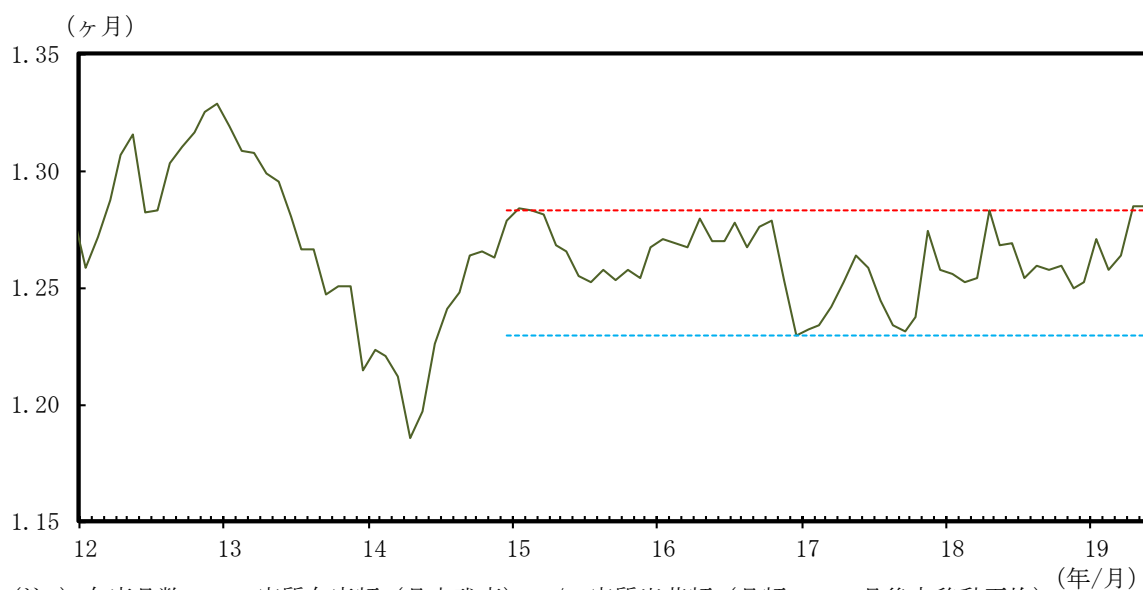
<sup>5</sup> なお、「将来不安で消費が抑制されている」説⇨「財政再建を進めれば消費性向が向上する」説は根拠薄弱と評価せざるを得ない。詳細は下記レポート参照。小林俊介・廣野洋太「[日本経済見通し：2019年3月 日本経済を取り巻く5つの『通説』を疑う](#)」（大和総研レポート、2019年3月19日）



また、前述した通り、家計消費の拡大も一旦停止する可能性が高い。さらに、**図表 11** に示す通り、積み上がった在庫の調整圧力が今後発生し続ける公算が大きい。そうした中で稼働率の劇的な改善は望みがたく、「能力増強」を目的とした設備投資の減退に直結する。

以上を踏まえ、本稿のインプリケーションを改めて総括すると、以下のようなだろう。結局のところ、タイムラグの問題を捨象すれば、現在の日本において外需の成長回帰を前提とせず、内需の回復シナリオを描くことは極めて困難だ。従来の見通しと同様、先行きの日本経済は、引き続き当面、減速を続けると予測している。

**図表 11：製造工業の在庫月数**



(注1) 在庫月数 = 実質在庫額 (月末残高) / 実質出荷額 (月額、12ヶ月後方移動平均)

(注2) 実質在庫額と実質出荷額は、工業統計調査 (2015年) の値を鉱工業指数で延長して計算。

(出所) 経済産業省統計より大和総研作成

## 第201回日本経済予測 改訂版 (2019年6月10日)

	2018年度	2019年度 (予測)	2020年度 (予測)	2018暦年	2019暦年 (予測)	2020暦年 (予測)
<b>1. 主要経済指標</b>						
名目GDP成長率	0.5	1.6	1.2	0.7	1.5	1.4
実質GDP成長率(2011暦年連鎖価格)	0.7	0.6	0.5	0.8	0.8	0.5
内需寄与度	0.8	0.5	0.6	0.8	0.7	0.5
外需寄与度	-0.1	0.1	-0.0	-0.0	0.1	0.0
GDPデフレーター	-0.2	0.9	0.7	-0.1	0.7	0.9
全産業活動指数上昇率	0.7	0.5	0.6	1.0	0.5	0.7
鉱工業生産指数上昇率	0.2	-0.2	1.1	1.1	-0.8	1.3
第3次産業活動指数上昇率	1.1	0.8	0.5	1.2	0.9	0.5
国内企業物価上昇率	2.2	1.7	2.0	2.6	1.0	2.8
消費者物価上昇率(生鮮食品除く総合)	0.8	0.5	0.2	0.8	0.6	0.3
失業率	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4
10年物国債利回り	0.04	-0.04	-0.04	0.07	-0.04	-0.04
<b>国際収支統計</b>						
貿易収支(兆円)	1.8	5.1	5.2	1.2	4.8	5.3
経常収支(億ドル)	1,792	2,135	2,143	1,741	2,087	2,154
経常収支(兆円)	19.9	23.2	23.3	19.2	22.7	23.3
対名目GDP比率	3.6	4.1	4.1	3.5	4.1	4.1
<b>2. 実質GDP成長率の内訳 (括弧内は寄与度、2011暦年連鎖価格)</b>						
民間消費	0.4(0.2)	0.3(0.1)	0.5(0.3)	0.4(0.2)	0.3(0.2)	0.5(0.3)
民間住宅投資	-4.3(-0.1)	2.1(0.1)	-1.7(-0.0)	-5.8(-0.2)	2.5(0.1)	-1.9(-0.1)
民間設備投資	3.5(0.6)	1.2(0.2)	0.8(0.1)	3.9(0.6)	1.7(0.3)	0.8(0.1)
政府最終消費	0.9(0.2)	0.8(0.2)	0.9(0.2)	0.8(0.2)	0.9(0.2)	0.9(0.2)
公共投資	-3.9(-0.2)	3.6(0.2)	0.7(0.0)	-3.3(-0.2)	1.4(0.1)	2.1(0.1)
財貨・サービスの輸出	1.3(0.2)	-0.5(-0.1)	1.0(0.2)	3.3(0.6)	-1.6(-0.3)	1.3(0.2)
財貨・サービスの輸入	2.0(-0.3)	-1.4(0.2)	1.2(-0.2)	3.4(-0.6)	-2.1(0.4)	1.1(-0.2)
<b>3. 主な前提条件</b>						
<b>(1) 世界経済</b>						
主要貿易相手国・地域経済成長率	3.7	3.3	3.4	3.9	3.3	3.5
原油価格(WTI、\$/bbl)	62.9	54.0	54.0	64.9	54.2	54.0
<b>(2) 米国経済</b>						
米国の実質GDP成長率(2012暦年連鎖価格)	3.0	2.3	1.8	2.9	2.6	1.9
米国の消費者物価上昇率	2.3	2.3	2.3	2.4	2.1	2.4
<b>(3) 日本経済</b>						
名目公共投資	-2.3	4.8	1.3	-1.6	2.7	3.0
為替レート(円/ドル)	110.9	108.2	108.2	110.4	108.7	108.2
(円/ユーロ)	128.3	122.6	122.6	130.0	123.3	122.6

(注1) 特に断りのない場合は前年比変化率。

(注2) 四捨五入の影響で政府の公表値と異なる場合があります。

(出所) 大和総研