

日本経済見通し

調査部 副主任研究員 村瀬 拓人

目 次

1. 現 状

2. 見通しのポイント

- (1) 輸出の景気けん引力は低下
- (2) 企業部門に前向きな動き
- (3) より実感を伴った所得増加が実現

3. 展望と課題

- (1) 内需中心の景気回復にシフト
- (2) 財政・金融政策による需要創出からの脱却を

要 約

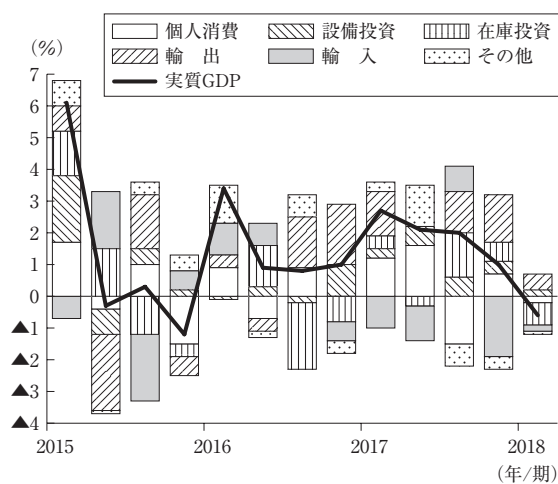
1. わが国景気は、本年入り後に停滞感がみられたものの、春以降は、個人消費を中心に持ち直しており、成長軌道に復帰しつつある。したがって、今後は、景気回復の足取りが力強さを増していくかどうか焦点になる。
2. そこで、輸出についてみると、資本財と輸送機械がけん引するものの、増勢は鈍化する見通しである。これは、中国で半導体の内製化が進むことで、電子部品などの輸出が伸び悩むためである。加えて、アメリカの保護主義的な通商政策が輸出を下押しする懸念もある。
3. 一方、国内では、企業部門の収益構造に大きな変化がみられる。具体的には、①売上増加を伴う収益拡大の実現、②中小企業の収益体質の大幅な改善、③販売価格の引き上げに前向き、という3点を指摘できる。さらに、企業は先行きの増収継続に自信を深めている。こうした収益面での変化や企業マインドの好転は、設備投資や雇用者所得にもプラス影響を与えており、好循環メカニズムがいよいよ本格化する兆しが出てきている。
4. 設備投資では、企業は、①先進技術に対応するための研究開発投資、②人手不足に対応するための省力化投資、③老朽化した設備の更新、などを積極化している。とりわけ、低迷が続いていた中小企業でも、投資マインドが好転してきたことが明るい材料といえる。
5. 雇用者所得も伸び率が高まる方向にある。企業は人件費の拡大に前向きになっており、賃金の上昇ペースは徐々に高まる見通しである。これまでのように雇用者数の増加が家計所得を押し上げるだけでなく、労働者一人ひとりの賃金が増加することで、より実感を伴った所得拡大が実現する見込みである。このため、個人消費にも徐々に明るさが出てくる見通しである。
6. 以上の分析を踏まえ、今後のわが国経済を展望すると、外需のけん引力は低下するものの、内需中心のより足取りのしっかりとした景気回復が実現する見込みである。結果として、2018年度の成長率は+1.3%と高めの成長が持続する見通しである。2019年度は、10月の消費増税実施に伴う個人消費の下振れで成長率は鈍化するものの、消費の大幅な落ち込みは避けられるため、1%程度の成長ペースを維持する見込みである。物価面でも、値上げと賃上げが同時に実現する「望ましいデフレ脱却」に向けた動きが徐々に広がる見通しである。
7. 今後のわが国経済は、安倍政権が発足時に掲げた「第1の矢（大胆な金融政策）」と「第2の矢（機動的な財政政策）」を通じた需要創出策が不要な経済状況に変化する。政府は、需要対策に投入してきた政策資源を成長戦略に振り向けることで、潜在成長率の引き上げに本格的に取り組む必要がある。

1. 現状

わが国景気は、本年入り後に停滞感がみられるようになった。マクロの景気動向を示す実質GDPは、2018年1～3月期に前期比年率▲0.6%と、9四半期ぶりのマイナス成長となった（図表1）。需要項目別にみると、アジア向けの電子デバイス需要の下振れなどを受け輸出が同+2.6%と、前期（同+9.2%）から大幅に減速したほか、GDPの55%と最大のシェアを占める個人消費も、同▲0.3%の減少となった。

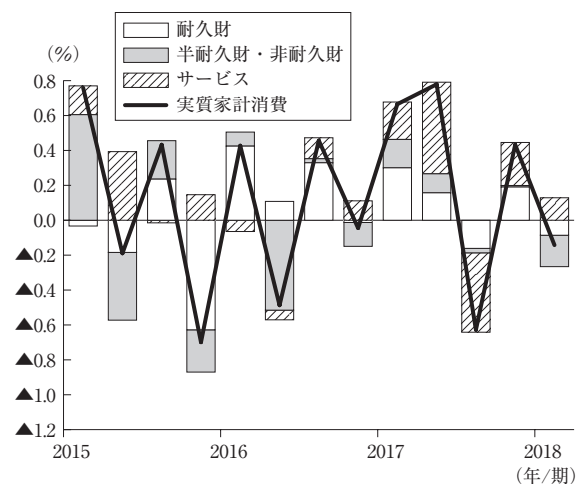
1～3月期の個人消費の下振れは、悪天候の影響で外出が手控えられたほか、生鮮食品価格の上昇による購買力の低下が原因といえる。形態別にみても、耐久財、半耐久財、非耐久財が前期に比べ減少したほか、サービス消費も前期に比べ増勢が鈍化（17年10～12月期：前期比+0.4%⇒18年1～3月期：同+0.2%）するなど、全般的に弱い動きとなった（図表2）。

（図表1）実質GDP成長率（前期比年率）



（資料）内閣府「国民経済計算」を基に日本総合研究所作成

（図表2）実質家計消費の寄与度分解（前期比）



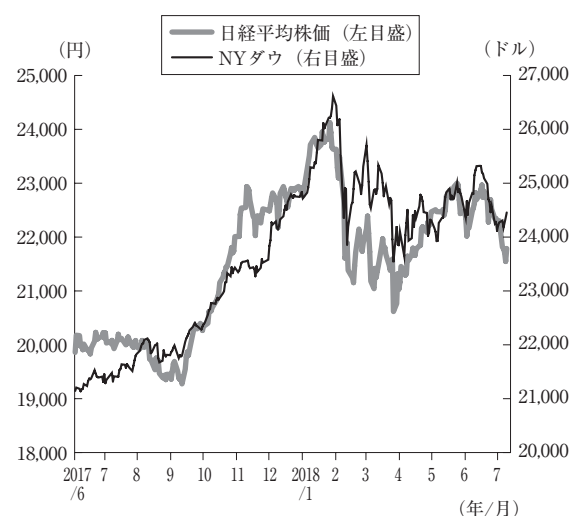
（資料）内閣府「国民経済計算」を基に日本総合研究所作成

一方、企業の生産活動も、本年入り後に伸び悩んでいる。鉱工業生産指数は1～3月期に前期比▲1.3%と8四半期ぶりに低下した。生産が減少したものの、内外需要がそれ以上に伸び悩んだため、在庫も同+3.4%と大幅に増加した。需要の停滞に加え、円高による為替差損が発生したため、企業収益にも頭打ち感が出ている。

さらに、マーケットにも不透明感が台頭している。株価は、本年入り後に大幅に下落した（図表3）。アメリカの利上げに伴い世界経済の減速懸念が高まっているほか、米中の貿易摩擦に対する警戒感が、世界的に株価の重石となっている。

もっとも、こうした景気の停滞は一時的な動き

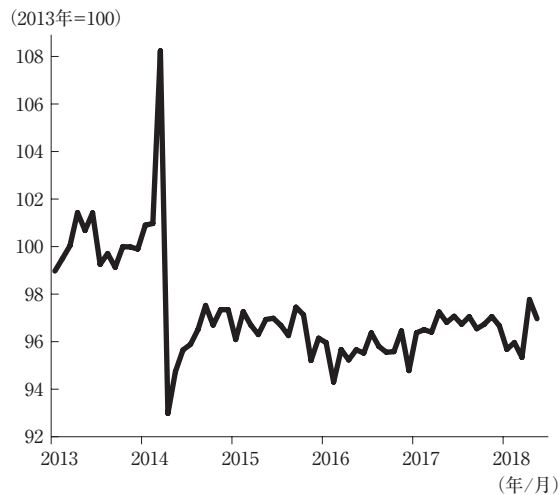
（図表3）日米株価



（資料）日本経済新聞社、Bloomberg L.P.

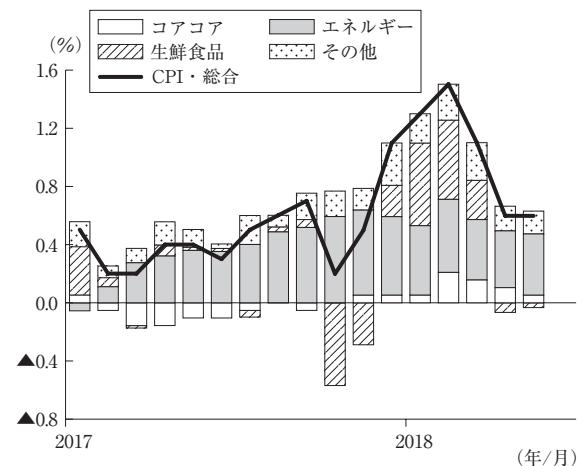
にとどまっております、春以降は持ち直しの動きが出てきています。まず、個人消費に低迷状態から脱する兆しがみられる。実質小売業販売額は、4月に前月比+2.6%と高い伸びとなった(図表4)。冬場の悪天候の影響剥落に加え、生鮮食品価格の騰勢一服を受けた購買力の改善が、消費押し上げに作用している(図表5)。

(図表4) 実質小売業販売額



(資料) 経済産業省、総務省を基に日本総合研究所作成

(図表5) 消費者物価の寄与度分解 (前年比)



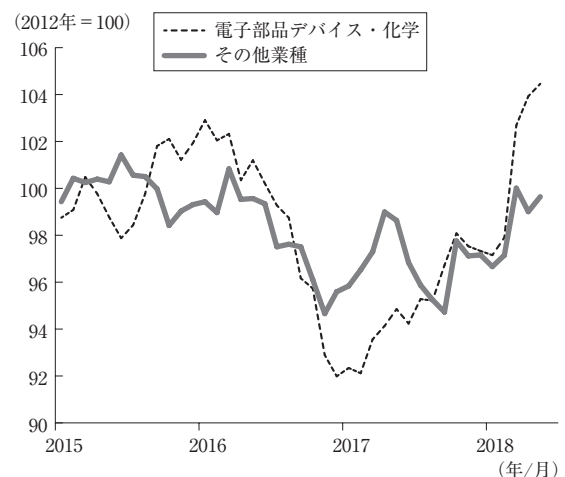
(資料) 総務省「消費者物価指数」を基に日本総合研究所作成

企業部門をみても、在庫調整による生産下押しは、深刻化しない見込みである。業種別にみると、在庫の大幅な積み上がりは電子部品・デバイス、化学など一部に限定されている(図表6)。国内需要が持ち直していることから、マクロ全体で見れば、在庫調整は比較的短期間で終了するとみられる。

さらに、公共投資も景気の追い風となっている。先行指標である公共工事請負金額は、4月以降、大幅に増加した。昨年末に成立した2017年度補正予算の執行が本格化しつつある模様である。

以上を踏まえると、景気は足許で成長軌道に復帰しつつあると判断できる。したがって、今後はその足取りが力強さを増していくかどうかが焦点になる。そこで以下では、外需、企業部門(企業収益、設備投資)、家計部門(所得環境)の三つの部門について、それぞれ先行きの動向を展望しながら、景気回復の足取りについて考察する。

(図表6) 業種別の在庫指数 (季調値)



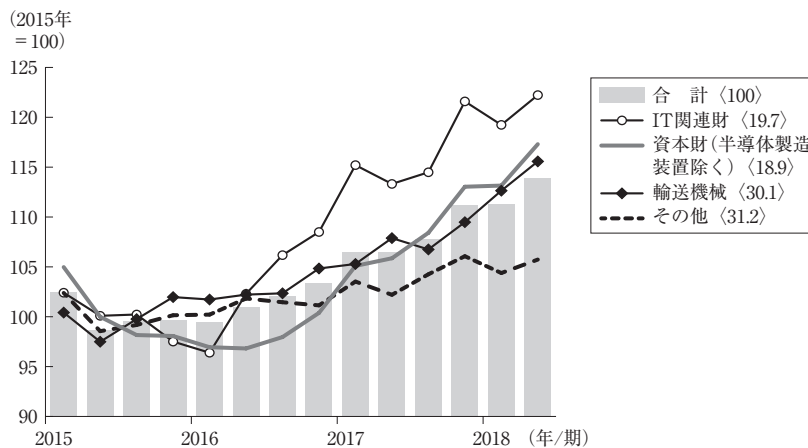
(資料) 経済産業省「鉱工業指数」を基に日本総合研究所作成

2. 見通しのポイント

(1) 輸出の景気けん引力は低下

まず、足許の輸出についてみると、生産用機械などの資本財や輸送機械を中心に増加基調が続いているものの、本年入り後、電子部品・デバイスなどのIT関連財の増勢に頭打ち感が出てきている（図表7）。以下では、これら三つの品目について、それぞれ先行きを展望する。

（図表7）財別実質輸出（季調値）

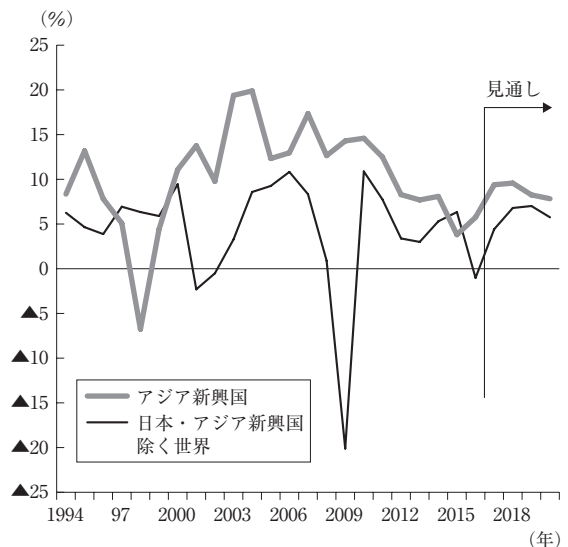


（資料）財務省、日本銀行を基に日本総合研究所作成
 （注）直近は4～5月平均。IT関連財は、電子部品・デバイス、通信機、半導体製造装置の合計。
 〈 〉内は2017年のシェア。

まず、資本財は、世界的な設備投資需要の回復を背景に、増加基調が続く見通しである。とりわけ、アジアでは、中国を中心に製造業の設備投資需要が旺盛なほか、東南アジア諸国でインフラ投資の拡大が見込まれるなど、他の地域と比べ高めの投資の伸びが期待できる。実際、IMFが4月に発表した世界経済見通しでも、中国などアジア新興国の2018年の投資額は前年比+9.6%と、その他の国・地域（日本・アジア新興国を除く国・地域：同+6.8%）に比べ高い伸びを見込んでいる（図表8）。こうしたアジアの投資需要を取り込むことで、わが国からも生産用機械や建設機械、電力関連設備などの輸出が増加する見込みである。

次に、輸送機械については、中東など資源国向けが輸出をけん引すると期待している。同地域では、原油など資源価格の持ち直しを背景に、現地の自動車販売も大幅減少に歯止めがかかりつつある。わが国自動車メーカーは同地域での需要に対しては、日本からの輸出で対応していることから、現地景

（図表8）世界の設備投資額（前年比）



（資料）IMF “World Economic Outlook, April 2018”
 （注）購買力平価ベース。

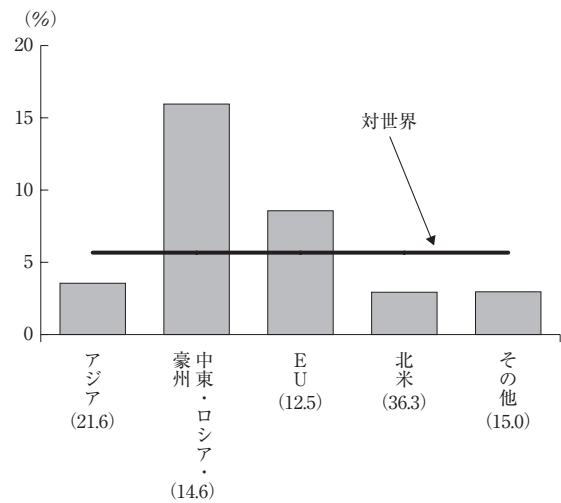
気の回復に伴い輸出が増加する見込みである。実際、2018年入り後の輸送用機器の輸出を国・地域別にみると、中東やロシア、豪州などの資源国向けは、輸送用機器全体を大きく上回るペースで増加している（図表9）。

一方、IT関連財についてみると、昨年半ば以降、わが国からの電子部品の輸出が世界の半導体市場の拡大ペースを下回るなど、伸び悩みが鮮明である（図表10）。この背景として、日本製の部品を多く使用しているスマートフォン関連の需要下振れに加え、わが国の主要な輸出先である中国で、国内生産が拡大していることを指摘できる。中国政府は、2015年に「中国製造2025」という産業政策を打ち出し、半導体などの国産比率を引き上げる方針を示している。この政策の後押しを受け、

中国企業は、半導体等製造装置の輸入を大幅に増加させるなど、生産能力の拡大を進めている。中国の集積回路（IC）の生産数量をみると、2017年入り後、輸入を大幅に上回るペースで増加しており（図表11）、拡大する国内需要の大部分を国内生産で充足している姿がみてとれる。

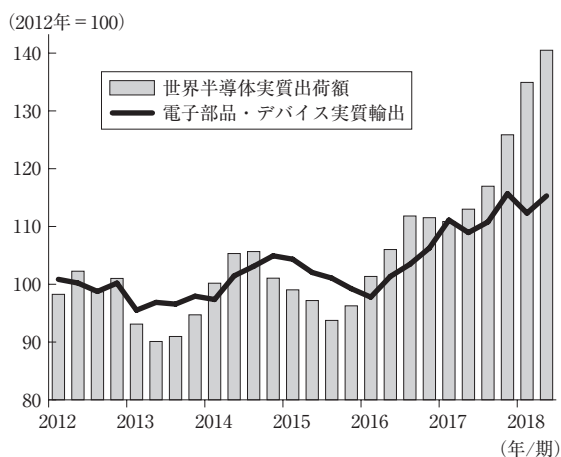
中国の半導体製造装置の輸入額をみると、2018年入り後、増加ペースが加速（2017年：前年比+38%→2018年1～4月：前年比+54%）している。中国の内製化が一段と進展することで、先行きわが国からの電子部品・デバイス輸出への下押し圧力も、さらに強まると予想される。

（図表9）地域別の輸送用機器輸出額
（2018年1～5月、前年比）



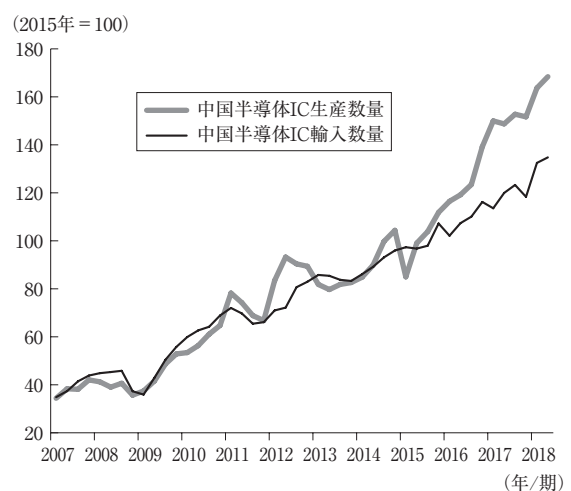
（資料）財務省「貿易統計」
（注）（ ）内は2017年の輸送用機器輸出額に占めるシェア。

（図表10）世界半導体実質出荷額とわが国電子部品・デバイス実質輸出



（資料）WSTS、財務省、日本銀行を基に日本総合研究所作成
（注1）電子部品・デバイス実質輸出の直近は4～5月平均。
（注2）世界半導体実質出荷額は、半導体等輸出物価指数で実質化。直近は4月値。

（図表11）中国の半導体生産・輸入
（季調値）



（資料）中国国家统计局、中国海関総署を基に日本総合研究所作成
（注）個数ベース。直近は4～5月平均。

以上を踏まえると、輸出は、資本財や輸送機械を中心に増加基調が続くものの、IT関連財の増勢が鈍化することで、景気けん引力は低下する見通しである。加えて、リスクシナリオとして、アメリカトランプ政権の保護主義的な通商政策が実行に移されれば、輸出が一段と下振れる懸念もある。例えば、アメリカによる自動車や同部品への関税引き上げは、アメリカ向け輸出への直接的な影響に加え、わが国自動車メーカーがアメリカ向けの生産拠点を置いているカナダやメキシコへの自動車部品などにも影響を及ぼすことで、合計1兆円程度、輸出を下押しすると試算される（図表12）。また、アメリカ

の関税引き上げと中国やEUなどの報復措置の応酬に歯止めがかからなければ、世界的な貿易活動の停滞、各国景気の下振れを招くことで、わが国からの輸出にも深刻な悪影響を与える見込みである。

(2) 企業部門に前向きな動き

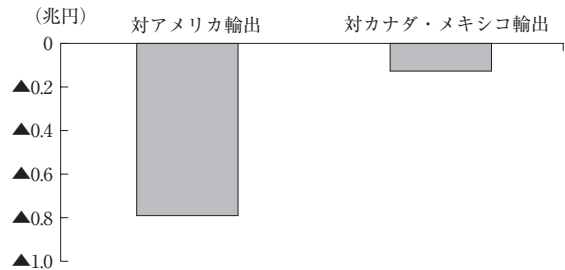
一方、国内では、収益の回復に自信を深めた企業部門で、新たな前向きな動きが顕在化し始めている。具体的には、収益面で以下の三つの大きな変化を指摘できる。

第1に、増益の内容が過去1年で大きく変化したことである。アベノミクスが本格的に始動した2013年度以降、企業収益は増加基調が続いているが、2016年度までは、原材料費や販管費など変動費の減少や、為替差益が主な増益要因となってきた（図表13）。一方、2017年度は、売上の増加が収益を大きく押し上げており、売上の増加を伴う収益の拡大が実現した形である。

第2に、経営体質の改善である。販管費の削減や負債の圧縮など財務面のリストラにより、企業の利益率が大幅に上昇したことで、売上の増加が収益の拡大に結び付きやすい構造になった。足許で目立っているのは中小企業の経営体質の改善であり、とりわけ中小製造業の売上高経常利益率は、過去2年間で1.6%ポイント改善し、バブル期並みの水準を回復した（図表14）。

第3に、企業の価格設定行動の変化である。日銀短観の販売価格DI（全規模・全産業）をみると、2017年12月調査以降プラスに転化しており、2018年6月調査ではプラス幅が「4」まで拡大した（図表

(図表12) アメリカの自動車関税引き上げがわが国の自動車輸出に与える影響（試算）

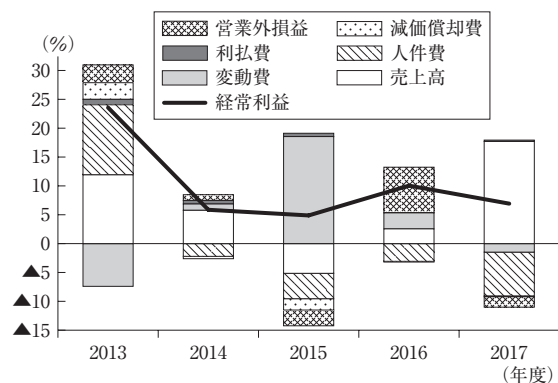


(資料) Autodata、BLS、BEA、財務省などを基に日本総合研究所作成

(注1) アメリカの実質所得（GDP）、輸入車の相対価格（輸送機械のCPIとIPIの比）を説明変数としたアメリカ輸入車消費関数を推計。輸入物価が22%（1.25/1.025）上昇した場合の輸入車販売台数の減少分を基に、輸出減少額を試算。

(注2) 対カナダ・メキシコ輸出は、わが国メーカーが両国で生産する自動車の大部分がアメリカに輸出されていることを勘案し、影響を試算。

(図表13) 経常利益の要因分解（前年度比）

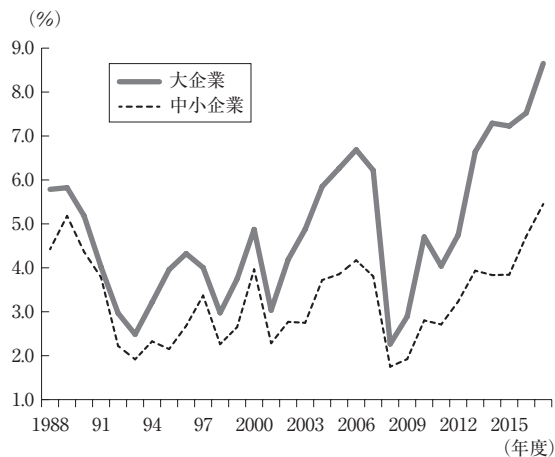


(資料) 財務省「法人企業統計」を基に日本総合研究所作成

(注) 経常利益 = 売上高 - 固定費 - 変動費 + 営業外損益、固定費 = 人件費 + 減価償却費 + 利払費、変動費 = 売上原価 + 販管費 - 人件費 - 減価償却費。営業外損益は利払費を除く。

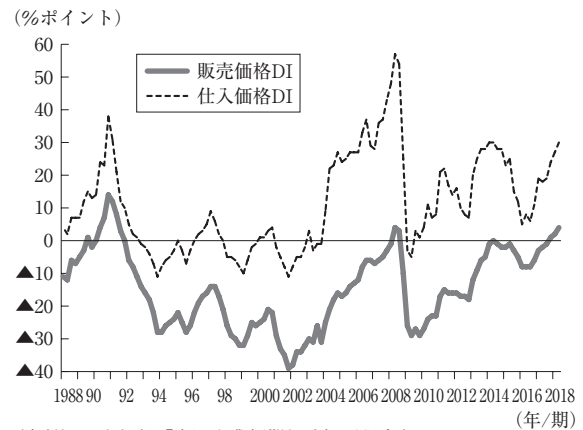
15)。販売価格DIが明確にプラス圏で推移するのは、仕入価格が大幅に上昇した2008年を除けば、実にバブル期以来の動きである。企業が販売価格の引き上げに前向きになったことも、売上高の増加を通じ収益の拡大に寄与している。

(図表14) 製造業の売上高経常利益率



(資料) 財務省「法人企業統計」

(図表15) 短観の販売・仕入価格DI
(全規模・全産業)



(資料) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

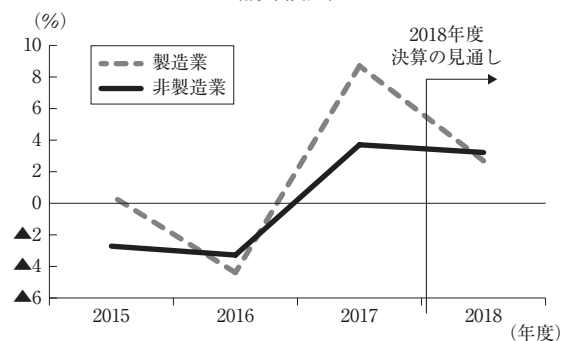
さらに、2018年度の決算見通しでは、製造業、非製造業ともに売上高の増加を見込むなど(図表16)、企業は先行きの増収継続に対しても自信を深めている。こうした企業の自信回復は、設備投資や雇用者所得にもプラス影響を与えており、好循環メカニズムがいよいよ本格化する兆しが出てきている。

そこで、設備投資についてみると、足許では、企業が以下の三つの必要な投資を積極化している姿がみとれる。

第1に、先進技術に対応するための研究開発投資である。AI、IoTなど新技術を活用した生産体制の構築や、自動運転など新たな技術の導入、AIなどを利用した新たなサービスの開発のため、企業は研究開発投資を積極化している。実際、電気計測器や電子応用装置などの研究開発関連の機械装置の受注額は、本年入り後に一段と増加している(図表17)。

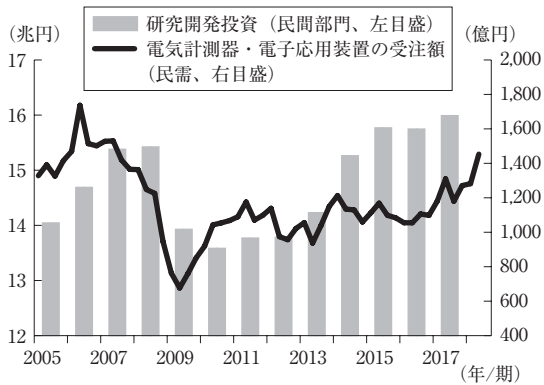
第2に、人手不足に対応するための省力化投資である。多くの業種で人手不足が深刻化するなか、ロボットやITなどを活用した自動化・省力化投資が活発化している。こうした動きを受け、労働者一人当たりの資本ストック(資本装備率)も緩やかに上昇している(図表18)。

(図表16) 東証上場企業の売上高見通し
(前年度比)



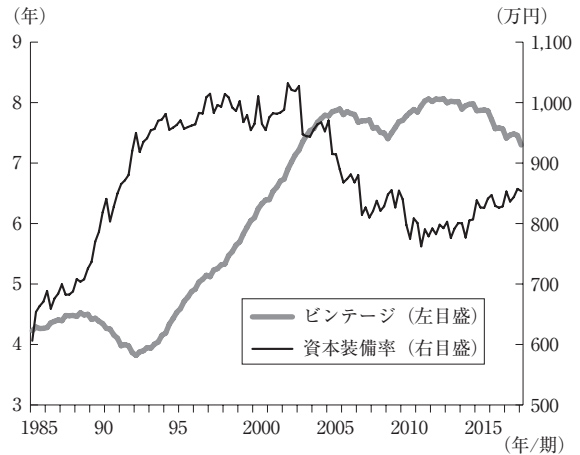
(資料) 財務データベース「SPEEDA」を基に日本総合研究所作成
(注1) 東証1部、2部上場企業で2018年度の決算見通しを公表している企業のうち、2014～2017年度の売上高が取得可能な企業を集計。
(注2) 非製造業は、金融・保険業を除く計数。

(図表17) 研究開発投資と関連機械の受注額



(資料) 内閣府「国民経済計算」、「機械受注統計」
 (注1) 研究開発投資は暦年の計数。2017年の計数は、「四半期別GDP速報の推計に用いる研究・開発(R&D)の産出額」を基に試算。
 (注2) 電気計測器・電子応用装置の直近は、4～5月の四半期換算。

(図表18) 設備ビンテージと資本装備率

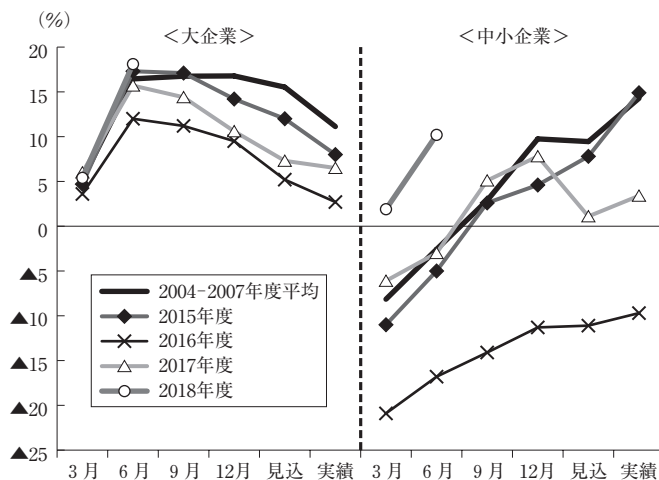


(資料) 経済企画庁「国富調査」、財務省「法人企業統計」を基に日本総合研究所作成

第3に、老朽化した設備の更新である。バブル崩壊後から続く企業の抑制気味な設備投資スタンスを反映し、設備の老朽化が進行しており、一部業種では老朽化した設備が事故を引き起こすなど深刻な問題も発生している。このため、企業は設備の更新投資を積極化しており、設備のビンテージも過去数年で緩やかに低下している（前掲図表18）。

こうしたなか、足許では、低迷が続いていた中小企業、とりわけ中小製造業で設備投資が活発化するなど新たな動きも出てきている。日銀短観（2018年6月調査）の2018年度の設備投資計画をみると、中小製造業は前年比+10.2%と、過去の同時期の調査を大幅に上回っている（図表19）。収益環境が改善するなか、中小企業でも設備の更新需要や省力化投資が顕在化してきており、投資主体に広がりが出てくることで、設備投資は今後底堅さを増す見込みである。

(図表19) 設備投資計画の足取り
 (製造業、前年度比)



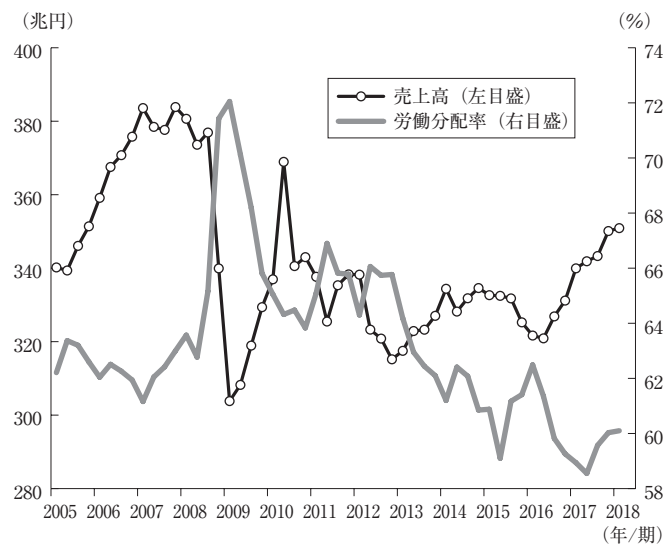
(資料) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」
 (注) ソフトウェアを含み、土地・研究開発投資を含まない。

(3) より実感を伴った所得増加が実現

次に、家計の所得面からも、企業の前向きな行動を看取できる。売上増加に自信を深めるなか、企業は人件費の拡大にも前向きになっている。実際、企業が生み出した付加価値に占める人件費の割合を示す労働分配率をみると、足許で下げ止まりの動きが見受けられる（図表20）。人手不足が強まるなかで、人材確保のための人件費の拡大を許容する動きが、企業の間を広まりつつある。

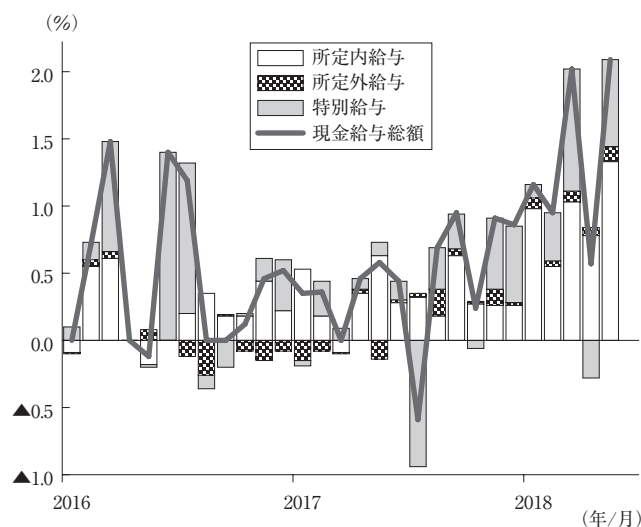
こうした企業の人件費拡大姿勢を反映し、今後、賃金の上昇ペースも徐々に高まる見込みである。労働者一人当たりの現金給与総額をみると、本年入り後、増勢が強まる方向にある。とりわけ、所定内給与の増勢加速が明確化している（図表21）。

(図表20) 売上高と労働分配率



(資料) 財務省「法人企業統計」を基に日本総合研究所作成

(図表21) 現金給与総額の寄与度分解 (前年比)

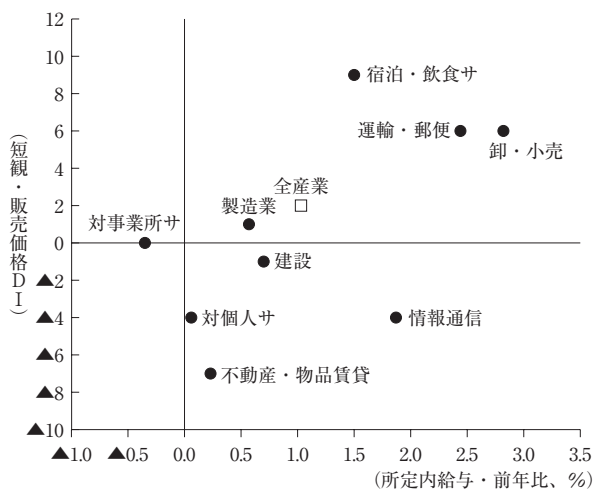


(資料) 厚生労働省「毎月勤労統計調査」を基に日本総合研究所作成

加えて、企業が販売価格の引き上げに前向きになってきたことも、賃金の上昇にプラスに作用する見込みである。実際、業種別に日銀短観の販売価格DIと賃金上昇率の関係をみると、販売価格DIがプラスの業種ほど所定内給与の伸びが高まる傾向にある（図表22）。足許では、運輸業や小売業など値上げと賃上げが同時に起こる望ましい物価上昇が実現している業種もある。

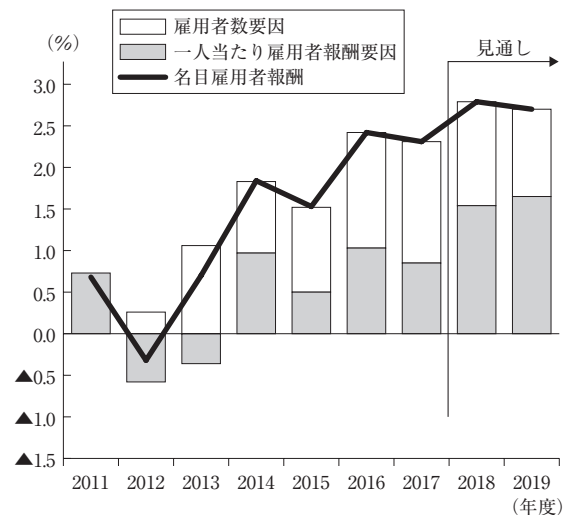
一方、雇用については、生産活動の拡大を背景に増加基調が続くとみられるものの、労働市場がほぼ完全雇用に近づくなか、増加ペースはやや鈍化する見込みである。もっとも、賃金上昇ペースが高まるため、家計所得の増勢はやや強まる見通しである（図表23）。これは、雇用者数が増加することでマクロの所得が拡大するこれまでの局面から、労働者一人ひとりの賃金が増加することでマクロの所得が拡大する局面に変化することを示唆している。より実感を伴った所得拡大が実現することで、個人消費にも徐々に明るさが出てくる見込みである。

（図表22）業種別の賃金上昇率と販売価格DI
（2018年1～3月）



（資料）厚生労働省、日本銀行を基に日本総合研究所作成

（図表23）雇用者報酬の見通し（前年度比）



（資料）内閣府「国民経済計算」などを基に日本総合研究所作成

3. 展望と課題

(1) 内需主導の景気回復にシフト

以上の分析を踏まえてわが国経済を展望すると、輸出は、世界的な設備投資需要の回復などを背景に増加基調が続く見込みである。もっとも、中国における半導体の内製化が、わが国輸出の下押しに作用することで、輸出の成長率に対する寄与は低下する見通しである。

一方、国内に目を向けると、売上高の増加を伴う収益拡大が実現するなか、企業は、新技術に対応するための研究開発投資や老朽化した設備の刷新、人手不足に対応するための省力化投資を積極化している。収益環境の改善を背景に、中小企業も設備投資マインドも好転してきており、投資主体に広がりが出てくることで、設備投資は底堅い増勢を維持する見通しである。さらに、企業は人件費の拡大にも前向きになってきており、賃金の上昇ペースはやや高まる方向にある。これまでのような雇用者数の増加が家計所得を押し上げるだけでなく、労働者一人ひとりの賃金が上昇するより実感の伴った所得拡大へ

とシフトすることで、個人消費にも徐々に明るさが出てくる見込みである。

結果として、内需中心の足取りのしっかりとした景気回復が実現することで、2018年度の成長率は+1.3%と、潜在成長率を上回る成長が続く見通しである（図表24）。

（図表24）わが国経済および物価などの見通し

										(前期比年率、%、%ポイント)			
	2018年				2019年				2020年	2016年度	2017年度	2018年度	2019年度
	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	(実績)		(予測)	
実質GDP	▲0.6	1.7	1.9	1.6	1.6	1.4	2.3	▲3.6	1.3	1.2	1.6	1.3	1.0
個人消費	▲0.3	1.9	1.6	1.5	1.5	1.8	5.2	▲9.1	1.3	0.3	0.9	1.0	0.8
住宅投資	▲7.2	▲6.6	0.3	3.3	6.5	1.9	▲2.4	▲9.8	▲7.2	6.2	▲0.3	▲3.9	▲0.1
設備投資	1.3	3.9	4.2	4.2	3.6	3.0	2.7	2.3	2.3	1.2	3.2	3.4	3.1
在庫投資（寄与度）	(▲0.7)	(▲0.2)	(▲0.1)	(0.2)	(0.0)	(▲0.1)	(▲0.5)	(0.3)	(0.3)	(▲0.3)	(0.1)	(0.0)	(▲0.0)
政府消費	0.4	0.8	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7	0.5	0.7	0.6	0.7
公共投資	▲0.5	2.9	5.1	▲6.4	▲1.4	0.0	1.0	0.5	0.3	0.9	1.4	▲0.1	▲0.4
公的在庫（寄与度）	(▲0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(▲0.0)	(0.0)	(▲0.0)	(0.0)
輸出	2.6	3.1	3.1	3.3	3.3	3.2	3.0	2.8	2.8	3.6	6.2	4.0	3.1
輸入	1.2	2.2	2.8	3.1	3.6	3.9	6.8	▲3.3	2.9	▲0.8	4.0	3.1	3.2
国内民需（寄与度）	(▲0.9)	(1.3)	(1.5)	(1.8)	(1.6)	(1.4)	(2.8)	(▲4.7)	(1.2)	(0.3)	(1.0)	(1.0)	(0.9)
官公需（寄与度）	(0.0)	(0.3)	(0.4)	(▲0.2)	(0.1)	(0.1)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.1)	(0.2)	(0.1)	(0.1)
純輸出（寄与度）	(0.2)	(0.2)	(0.1)	(0.1)	(▲0.0)	(▲0.1)	(▲0.7)	(1.1)	(0.0)	(0.8)	(0.4)	(0.2)	(▲0.0)

(前年同期比、%)													
名目GDP	1.6	0.9	0.8	1.3	2.4	2.5	2.8	1.8	1.8	1.0	1.7	1.3	2.2
GDPデフレーター	0.5	▲0.3	▲0.2	0.1	0.7	0.9	1.0	1.4	1.4	▲0.2	0.1	0.1	1.2
消費者物価指数(除く生鮮)	0.8	0.8	1.1	1.0	1.1	1.0	1.0	1.9	2.0	▲0.2	0.7	1.0	1.5
(除く生鮮、消費税)	0.8	0.8	1.1	1.0	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0	▲0.2	0.7	1.0	1.0

完全失業率(%)	2.5	2.4	2.4	2.4	2.4	2.3	2.3	2.3	2.3	3.0	2.7	2.4	2.3
円ドル相場(円/ドル)	108	109	110	110	111	111	110	110	109	108	111	110	110
原油輸入価格(ドル/バレル)	67	71	73	70	68	68	68	68	68	47	57	71	68

(資料) 内閣府、総務省などを基に日本総合研究所作成

2019年度は、10月に予定される消費増税に伴う購買力の低下が個人消費を下押しするため、成長率は鈍化する。もっとも、今回の消費増税は、前回の2014年と比べて税率の引き上げ幅が小さいほか、軽減税率の導入も予定されていることから、個人消費の大幅な落ち込みは回避され、結果として、1%程度の成長は維持できる見通しである。

物価面では、賃金上昇ペースがやや高まるなか、物価上昇圧力も徐々に強まる見込みである。この結果、エネルギー価格による押し上げが剥落するもとでも、消費者物価は1%程度の騰勢が持続する。日銀の2%の物価目標には届かないものの、値上げと賃上げが同時に実現する「望ましいデフレ脱却」に向けた動きが徐々に広がる見通しである。

もっとも、海外の政治・経済動向は不透明感が強く、外部環境の変化による下振れリスクには留意が必要である。とりわけ、米トランプ政権の保護主義的な通商政策が大きナリスク要因である。自動車や同部品への関税引き上げといった措置が打ち出されれば、輸出の下振れはさげられない。さらに、それにとどまらず、アメリカの関税引き上げと中国やEUなどの報復措置の応酬に歯止めがかからないことで、世界的な貿易戦争に突入する懸念もある。この場合、世界的な貿易活動の停滞と景気の下振れに加

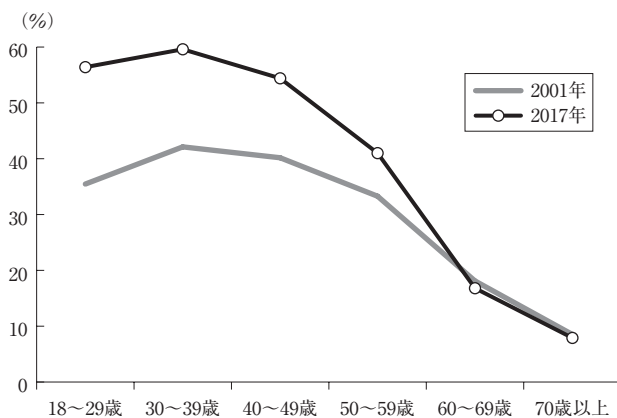
え、リスク回避に伴う円の急騰・株価の急落がわが国景気を下押しすることで、デフレ圧力が再燃する事態を避けられなくなるだろう。

(2) 財政・金融政策による需要創出からの脱却を

これまでの分析でみてきたように、わが国経済は、内需中心の足取りのしっかりとした景気回復へと移行していく見通しである。これは、安倍政権が発足時に掲げた「3本の矢」のうち、需要喚起を目的とした「第1の矢（大胆な金融政策）」と「第2の矢（機動的な財政政策）」が役割を果たし終えたことを示唆している。すなわち、財政・金融政策による需要創出からの本格的な脱却を目指す経済状況になったといえる。

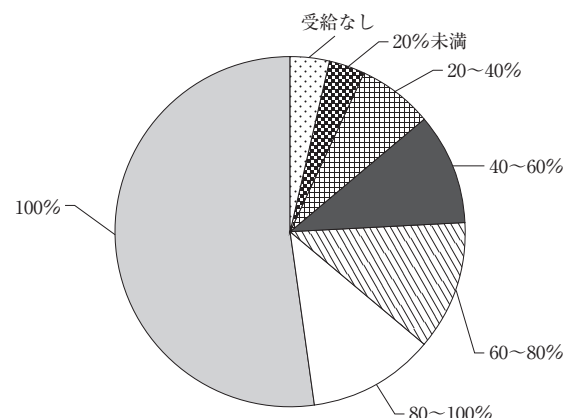
拡張的な財政政策については、その弊害も顕在化している。税収を大幅に上回る歳出の常態化、度重なる補正予算の策定により財政状況は一段と悪化し、将来の増税が不可避な状況にある。こうしたなか、若年層や現役世代は、将来不安などを背景に消費よりも貯蓄を優先しており（図表25）、消費性向も大きく低下している。また、高齢化が進むなか、財政政策による景気刺激策が個人消費の増加につながりにくくなっている。消費全体の3割強を占める高齢者世帯の3分の2近くは、収入の8割以上を年金収入に依存している（図表26）。マクロ経済スライド下では、財政政策で景気を刺激しても、年金支給額の増加率が物価上昇率以下に抑制されるため、逆に年金受給世帯の購買力の低下を招く結果になる。

(図表25) 今後の生活で貯蓄・投資など将来に備えることに力を入れると答えた割合



(資料) 内閣府「国民生活に関する世論調査」
(注) 2001年調査の対象は、20歳以上。

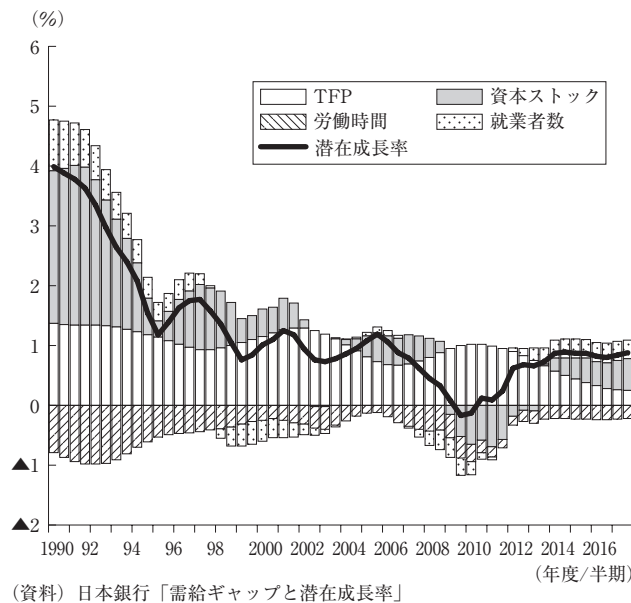
(図表26) 高齢者世帯における公的年金が総所得に占める割合 (2016年)



(資料) 厚生労働省「国民生活基礎調査」
(注) 高齢者世帯は、65歳以上のみ世帯か、これに18歳未満の未婚の者が加わった世帯。

一方、「第3の矢（成長戦略）」については、アベノミクス始動後の潜在成長率をみると、労働参加の拡大や民間の設備投資の増加が押し上げ要因になっているものの、生産性（TFP、全要素生産性）の伸びは低迷している（図表27）。成長戦略が効果を上げるには時間がかかる側面はあるものの、生産性の伸び悩みは、これまでの取り組みが不十分だったことを示唆している。内需中心の景気回復が実現するなか、政府は、需要創出に充てていた財源を成長戦略に振り向けることで、潜在成長率の引き上げに本格的に取り組む必要がある。

(図表27) 潜在成長率の要因分解



そうした観点から、6月中旬に公表された「骨太の方針」をみると、「人づくり革命」については政策メニューが一定程度出揃った印象がある。今後は、どれだけ迅速にこれらの政策を実現できるかが重要となる。リカレント教育の拡充や大学改革など特に重要度が高い施策については、取り組みを加速させるため大胆に予算をつけることも一案である。また、高齢者雇用の拡大については、在職高齢年金の見直しなども合わせて実施することが有効である。高齢者の就業率が高まれば、高齢者にも景気回復の恩恵が波及しやすい経済構造が実現できる。「生産性革命」では、行政サービスのデジタル化や民間部門のIT活用を支援するだけでなく、ITを活用し行政事務を効率化するという視点も重要である。事務作業の効率化で財源を捻出できれば、他の成長戦略に歳出を振り向けることが可能になる。

金融政策についても、賃金上昇ペースがやや高まるなか物価のプラス基調が定着するため、大規模緩和の修正に着手できる環境になる。株価やコーポレート・ガバナンスを歪めている可能性があるETFの買い入れを縮小・停止することに加え、長期金利の上昇も一定程度許容し、国債の買い入れペースを一段と減速させる措置などが検討課題となる。

拡張的な財政・金融政策からの脱却と潜在成長率を引き上げる政策への移行は、貿易戦争の本格化に対する備えとしても有効である。有事の際の財政拡張・金融緩和余地を確保できるだけでなく、潜在成長率が高まれば、外需の下振れにも耐性のある強い経済が実現できるためである。

(2018. 7. 11)