

# 日本経済見通し

—堅調な内外需の一方、懸念される資本と労働の不足—

調査部

## 目 次

### 1. 現 状

#### 2. 需要面からみる景気回復

- (1) 「景気の自律拡大メカニズム」が作動
- (2) 政策効果の下支えと輸出の持ち直しもプラス

#### 3. 供給面からみる回復抑制

### 4. 物 価

### 5. 総 括

- (1) 政策効果薄れる一方で、民需と外需が底堅く推移
- (2) “成長力”を引き上げ、自律拡大メカニズムの強化を

---

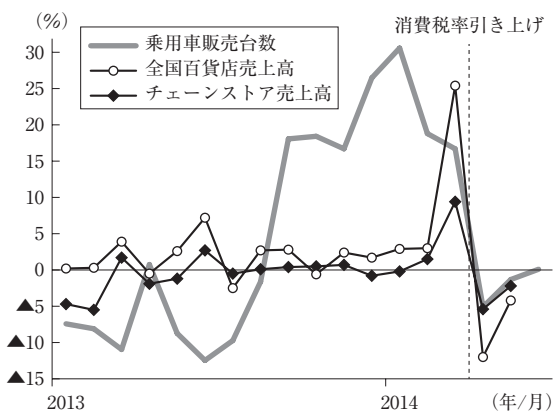
## 要 約

1. わが国景気は、消費税率引き上げ後の反動減により弱含んでいるものの、経済対策に伴う官公需の下支えや、民需の持ち直しにより再び回復軌道へ。もっとも、人手不足など景気の足かせ要因も表面化しており、今後わが国景気が順調に持ち直していくか懸念される面も。
2. 需要面についてみると、内需は、企業部門のプラス効果が家計部門に波及する「景気の自律拡大メカニズム」が徐々に作動していることや、公共投資をはじめとする政策効果が下支えしていることなどを受けて、底堅く推移する見通し。外需についても、アメリカをはじめとする海外景気の底堅い推移や、円安地合いが輸出環境の改善に作用し、回復傾向が続く見込み。
3. 内外需ともに良好な環境が見込まれる一方、わが国では潜在成長率の低下が示すように実力ベースの“成長力”が低下しており、景気回復の足かせとなる可能性。潜在成長率低下の主因である資本生産性の低下や、労働力人口の減少および雇用のミスマッチなどが解消されなければ、公共投資のほか、設備投資や輸出の回復テンポを緩めることに。
4. 物価は、需給改善のほか、非製造業を中心とする雇用不足感の高まりが押し上げに作用するとみられ、コアCPIは、前年比+1%台前半から半ばの上昇率が定着する見込み。もっとも、日銀の目標である同+2%の達成には、需給バランスの改善とともに、企業や家計のインフレ期待が一段と高まる必要。
5. 以上の結果、2014年度は、消費税率引き上げに伴う反動減が下押し要因となるものの、自律拡大メカニズムが作動するほか、経済対策などにより景気は堅調に推移。2015年度は政策効果のはく落で官公需が減少する一方、民需と外需が底堅く推移するとみられ、ともに+1%程度の成長率を達成する見込み。
6. 年央以降の景気回復と、「景気の自律拡大メカニズム」の作動を踏まえれば、来年消費税率の再引き上げを行っても景気の腰折れは回避可能。もっとも、内外に景気下振れリスクを抱えるなか、消費税率の再引き上げを確実に実施するには、供給サイドの抑制要因を解消することを通じて、中長期的な成長基盤を確立し、「景気の自律拡大メカニズム」をより強固にする必要。具体的には、①労働需給の偏在や雇用のミスマッチの解消、②働く意欲を持つ女性や高齢者の労働力活用、③資本ストックの生産性上昇を通じた企業の競争力向上、などに向けて、規制緩和や税制面での支援が不可欠。加えて、供給サイドの“成長力”の引き上げを起点に、企業の期待成長率を高めて前向きな行動を促す環境を整備するとともに、そのプラス効果を家計部門にも着実に波及させるための取り組みも重要。

## 1. 現状

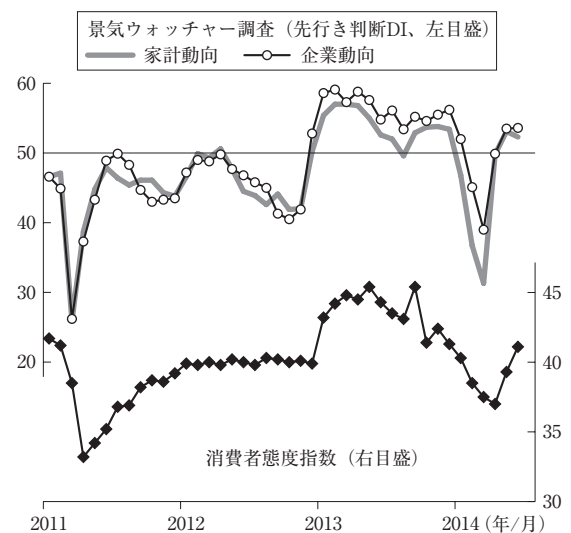
わが国では、4月の消費税率引き上げに伴い、個人消費や住宅投資などで駆け込み需要の反動減が顕在化し、景気が落ち込んだ。もっとも、反動減は時間の経過とともに和らぐ方向にある。家計部門に関する指標をみると、5月の百貨店売上高やチェーンストア売上高は、前年比減少率が縮小したほか、乗用車販売台数は、6月にほぼ前年並みの水準まで回復した（図表1）。さらに、企業の景況感や消費者マインドも回復している。景気ウォッチャー調査では、家計部門、企業部門ともに、景気の2～3カ月先を示す先行き判断DIが、4月以降良し悪しの判断の分かれ目となる50を上回っている（図表2）。6月の消費者態度指数も2カ月連続で上昇し、6カ月ぶりの水準まで回復している。こうした状況に加えて、公共工事請負金額が4月以降急増しており、消費税率引き上げに備えた経済対策で打ち出された公共投資が顕在化している。

（図表1）個人消費関連指標（前年比）



（資料）日本自動車販売協会連合会、全国軽自動車協会連合会、日本百貨店協会、日本チェーンストア協会  
（注）全国百貨店売上高とチェーンストア売上高は既存店ベース。

（図表2）景気ウォッチャー調査と消費者態度指数

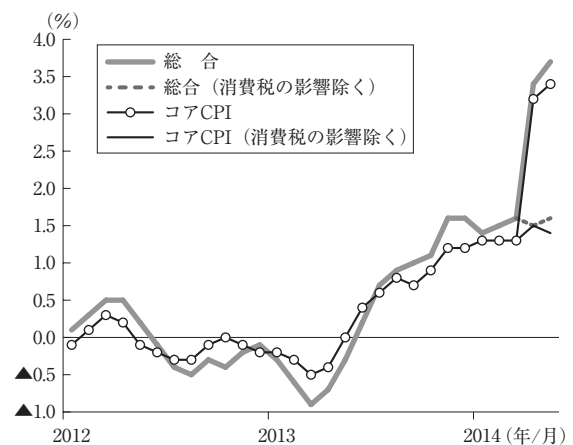


（資料）内閣府

以上を踏まえると、消費税率の引き上げによりわが国景気は弱含んだものの、反動減による景気へのマイナス影響は、今のところ限定的で、景気の回復基調は崩れていないと判断される。こうした状況下、消費者物価は消費税率引き上げの影響を除くベースでも上昇基調を維持しており、デフレ脱却がいよいよ視野に入ってきたといえる（図表3）。

一方で、建設業に限らず幅広い分野で人手不足が顕著になるなど、景気回復にとって足かせとなる要因も顕在化し始めている。以下では、2014年度から2015年度のわが国景気について、内外需の

（図表3）消費者物価指数（前年比）



（資料）総務省

行方と懸念される供給側の動向を分析し、今後景気が順調に持ち直していくのか、物価動向も含め先行きを展望するとともに、わが国が抱える課題について考察する。

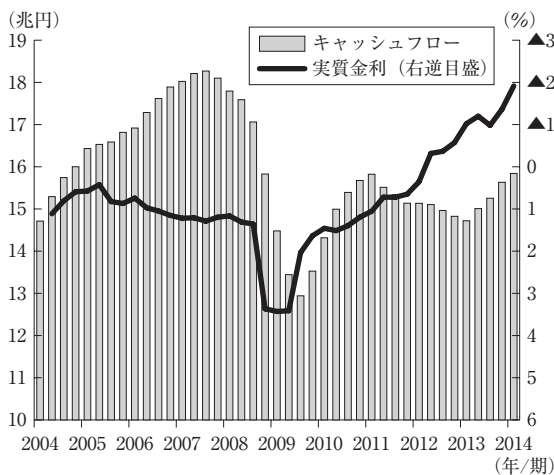
## 2. 需要面からみる景気回復

これまでみてきたように、4月の消費税率引き上げにより、わが国景気は一時的に落ち込んだものの、足許で持ち直しの動きがみられている。先行きを展望しても、「景気の自律拡大メカニズム」が作動するなか、持ち直しの動きが途絶えることはなく、景気は回復軌道に復帰すると見込まれる。さらに、政策効果や輸出の持ち直しも景気回復を後押しすることとなる。以下では、景気回復を支える要因を順を追ってみていくこととする。

### (1) 「景気の自律拡大メカニズム」が作動

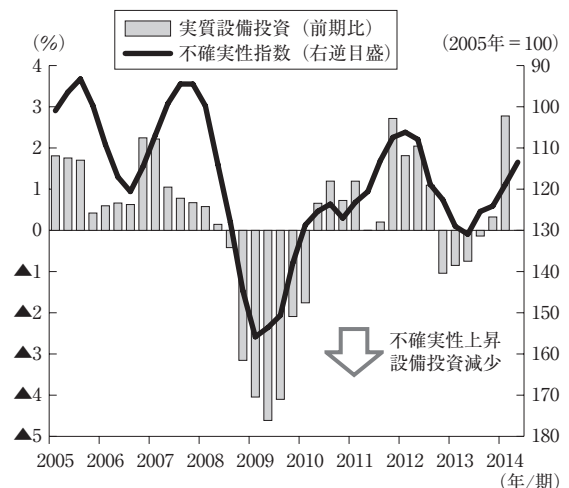
景気の自律拡大の起点となる企業部門を取り巻く環境は、アベノミクス始動以降、改善傾向が続いている。日銀による量的・質的金融緩和を通じた円安・株高の進展や、緊急経済対策の実施などに伴い、企業収益は大幅に改善した。設備投資の元手となるキャッシュ・フローは、2013年後半以降増加に転じ、足許では東日本大震災前の水準近くまで回復している（図表4）。加えて、日銀の金融緩和を契機とするインフレ期待の高まりを映じた実質金利の低下や、株式市場の安定的な推移を背景とした景気の先行きに対する不確実性の低下も、企業の投資マインドを後押ししている（図表5）。

（図表4）企業のキャッシュフローと実質金利



（資料）財務省、Bloomberg L.P.  
 （注1）キャッシュフロー＝経常利益×0.5＋減価償却費。4 四半期平均。金融・保険業を除く全産業。  
 （注2）実質金利＝名目金利－ブレイクイーブンインフレ率。

（図表5）不確実性指数と設備投資



（資料）内閣府、Bloomberg L.P.を基に日本総合研究所作成  
 （注1）不確実性指数はTOPIXの予測誤差の絶対値から作成。  
 （注2）すべて4 四半期移動平均。

こうした状況を受けて、GDPベースの実質設備投資は2013年度入り後増加に転じ、回復基調が明確化している。直近の2014年1～3月期には、WindowsXPのサポート終了に伴うパソコン需要の増加という特殊要因により大きく押し上げられたものの、2011年10～12月期以来の高い伸びを記録している。

今後は、パソコン需要の押し上げといった特殊要因がはく落することで、増勢は一服すると見込まれ

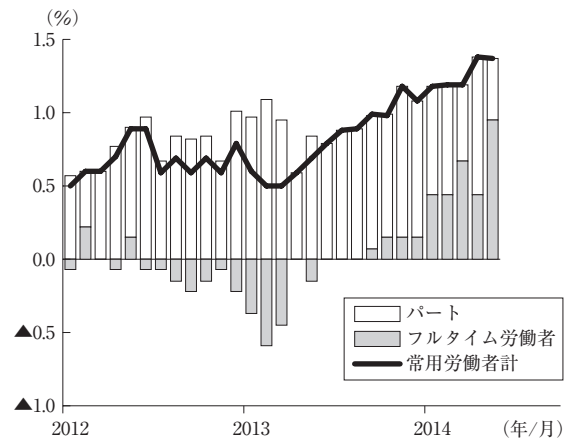
るものの、良好な投資環境が引き続き設備投資の増加に作用するとみられる。企業が抱える設備の老朽化が進むなかで、更新投資や省力化・合理化目的の投資の必要性がますます高まっていることを踏まえれば、これらを中心に設備投資は底堅く推移する見通しである。

こうした企業部門のプラス効果は、所得雇用環境の改善を通じて家計部門にも波及しつつある。個人消費の元手となる雇用者報酬について、雇用と賃金の両面をそれぞれみると、まず雇用面では、2013年以降雇用者数の増勢が加速している（図表6）。さらに内訳をみると、足許ではフルタイム労働者の増加が全体の伸びをけん引しており、雇用の「量」だけでなく「質」の面でも改善がみられている。次に、賃金面では、現状労働者一人当たりでは、顕著な伸びはみられていない（図表7）。もっとも、短時間勤務パート労働者の増加が大きく押し下げており、雇用形態別の賃金水準をみると、パートタイム労働者の時給だけでなく、フルタイム労働者の賃金水準も増加基調にある。結果として、雇用者報酬は増加基調が明確になっており、こうした所得雇用環境の改善が、今後個人消費にプラスに作用していく見込みである。

プラス効果は、所得雇用環境の改善だけにとどまらない。良好な企業収益などを反映した株高は、資産効果を通じて個人消費の押し上げに作用する。日銀の資金循環統計などを基に試算したところ、今後、日経平均株価が15,000円で推移した場合、家計の純金融資産は前年差+30兆円前後の増加が見込まれる（図表8）。安倍政権発足後、アベノミクスへの期待で株価が大幅に上昇した昨年度と比べると増加幅は見劣りするものの、個人消費の下支えに一定程度作用する見込みである。

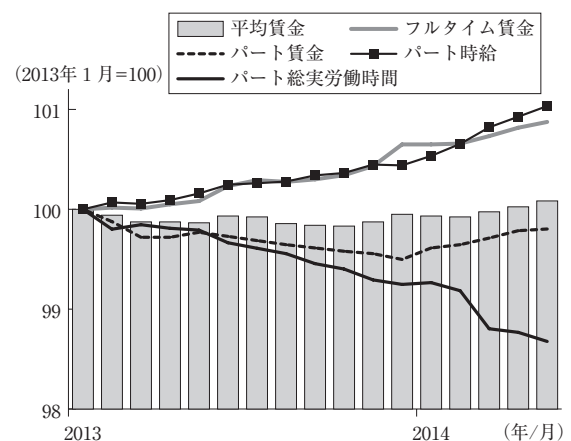
このように、企業業績の改善を背景に、「景気の自律拡大メカニズム」が作動し始めており、景気の回復基調は徐々に強まっていくことが見込ま

（図表6）雇用形態別の雇用者数（前年比）



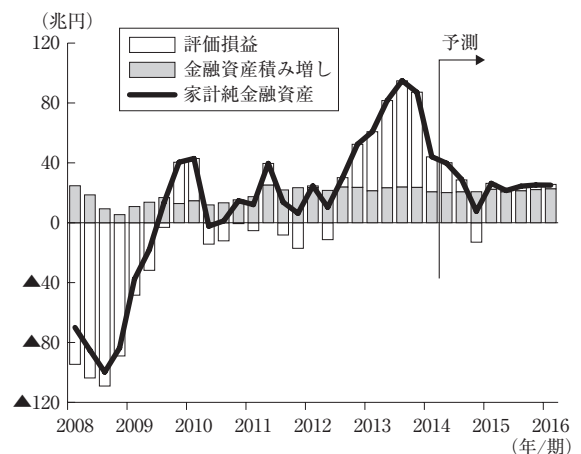
（資料）厚生労働省を基に日本総合研究所作成

（図表7）雇用形態別の賃金の推移



（資料）厚生労働省  
（注）後方12カ月移動平均。

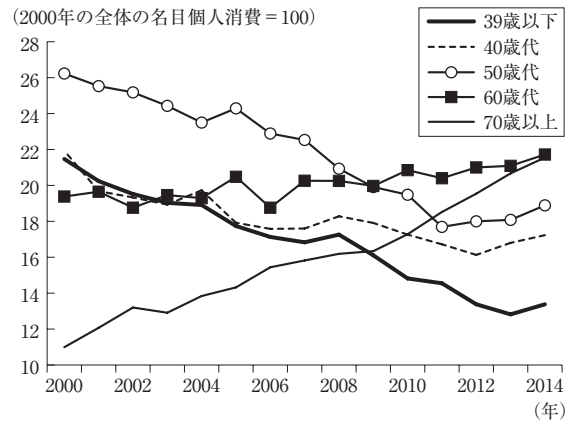
（図表8）家計純金融資産の見通し（前年差、試算）



（資料）日本銀行  
（注）予測は、日本総合研究所の名目GDP予測と、日経平均株価が15,000円で横ばい推移の前提に基づく。

れる。さらに、わが国の個人消費は、人口構成の変化によるプラスの影響も期待される。わが国では少子高齢化、団塊世代の大量退職に伴い、60歳以上の高齢者層の消費が個人消費全体に占めるシェアが、2000年の約3割から直近では4割強まで高まっている（図表9）。高齢者層は、現役時と比べて所得水準は下がっているものの、若年層よりも「豊かさ」を求め、消費に前向きといわれている。実際に、高価格帯の旅行や、趣味などに対する支出に積極的な動きもみられている。今後、高齢化の進展により消費意欲の高い高齢者層が増加することが、結果として個人消費の安定的な増加をもたらすことにつながると考えられる。

（図表9）世帯主年齢階層別の消費シェア



（資料）総務省  
（注）2014年は1～3月期。

一方で、物価上昇が個人消費の順調な拡大を阻む要因となる。アベノミクス始動以降、物価の上昇が続いているものの、企業が賃上げになお慎重であることなどを背景に、賃金の上昇ペースは、物価上昇ペースを下回っており、実質ベースでみた所得は減少が続いている。4月以降は消費税率引き上げの影響により、実質所得はさらに減少している。実質所得の減少は、購買力の低下を通じて個人消費の下押し要因として作用する。ちなみに、2015年10月に消費税率の再引き上げが予定通り実施された場合、消費税率引き上げに伴う物価上昇により、2014年度および2015年度の実質個人消費は、それぞれ▲1.1%ポイント、▲1.9%ポイント押し下げられると試算される。こうした状況を踏まえれば、個人消費は回復基調が続くものの、そのテンポは緩やかにとどまる見込みである。

（2）政策効果の下支えと輸出の持ち直しもプラス

このように、「景気の自律拡大メカニズム」が徐々に強まることに加え、2014年度は、政府による経済対策や世界経済の持ち直しも追い風となる。このうち、政策効果として政府による経済対策が2015年前半にかけて景気押し上げ要因として働く。

4月の消費税率引き上げに備えて、政府は財政支出と税制措置による景気下支え策を講じている。これらの経済対策が、公共投資のほか、企業向け減税や家計向け支援を通じて設備投資や個人消費を喚起する結果、2014年度の実質GDPは+0.8%ポイント押し上げられると試算される（図表10）。

（図表10）消費増税に備えた経済対策の効果（試算）

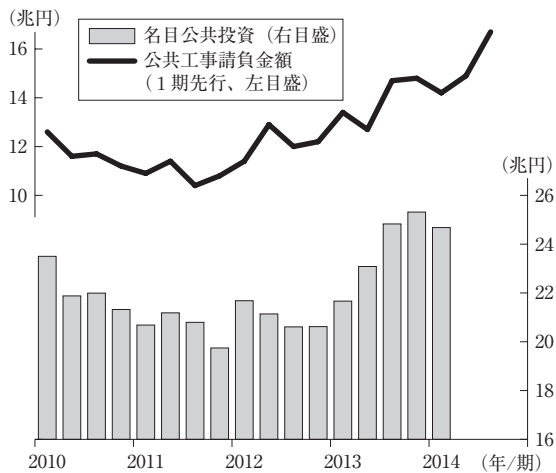
(%ポイント)	
2014年度実質GDP	+0.76
個人消費	+0.2
設備投資	+0.2
公共投資	+0.4

（資料）財務省、内閣府などを基に日本総合研究所作成

なかでも、経済対策の柱であり、景気押し上げ効果の約半分を占める公共投資については、先行性を有する公共工事請負金額が2013年下期にかけて一時的に鈍化したものの、その後足許では再び増勢が加速しており、今後増加が期待される（図表11）。

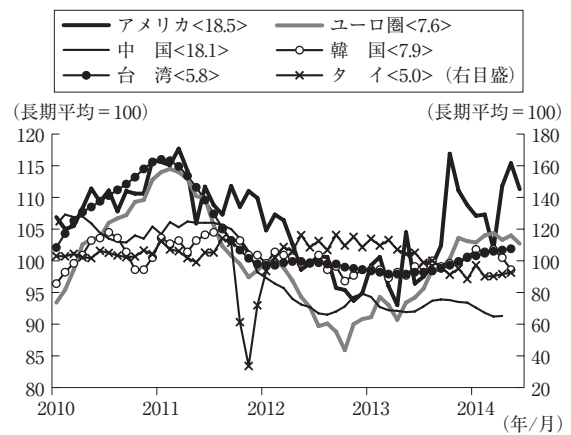
一方、2013年度は景気の足を引っ張った外需も、2014年度は景気にプラスに作用すると期待される。

(図表11) 公共工事請負金額と公共投資 (年率、季調値)



(資料) 建設業信用保証 (北海道、東日本、西日本)、国土交通省を基に日本総合研究所作成  
 (注) 公共工事請負金額の直近は、2014年4～5月実績値。

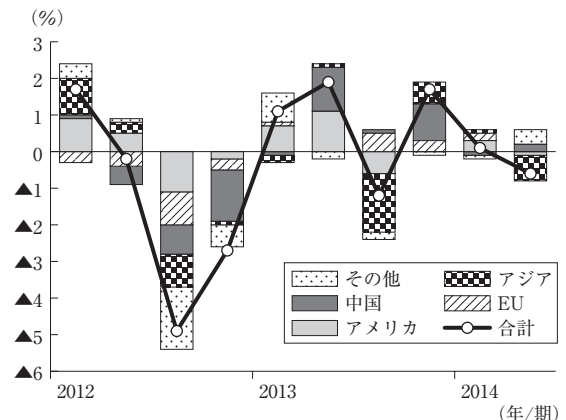
(図表12) わが国主要輸出相手国・地域の景気指数



(資料) 米ISM-Chicago、欧州委員会、中国国家統計局、KOSTAT、Bank of Thailand、台湾国家發展委員会を基に日本総合研究所作成  
 (注) 各国の景気指数を長期平均=100、標準偏差=10で指数化。凡例< >内は2013年の日本からの輸出シェア。

輸出動向を左右するわが国の主要輸出国・地域の景気をそれぞれ景気指数で見ると、アメリカや欧州など先進国が底堅く推移する一方で、住宅市場の低迷が続く中国や政治の混乱が長引くタイなどアジア新興国では減速が続いている (図表12)。こうした状況を背景に、わが国の輸出はアジアなど新興国向けを中心に減少している (図表13)。この結果、外需のGDP寄与度は、2013年7～9月期以降3四半期連続でマイナスとなっている。

(図表13) 実質輸出の国・地域別寄与度 (前期比)



(資料) 財務省、日本銀行を基に日本総合研究所作成  
 (注) 2014年Q2は4～5月平均。

もっとも、海外景気は今後、先進国先導というかたちで底堅い回復が見込まれる。アメリカでは、バランスシート調整の進展や雇用環境の改善を受けて、個人消費を中心に内需が堅調に推移する見込みである。欧州でも、南欧諸国の財政問題や失業率の高止まりが重石となるものの、ドイツ景気が底堅く推移することなどから、緩やかながらも回復が続く見通しである。一方、足許で減速が続いている新興国でも、中国で小規模ながら経済対策が講じられているほか、インドなどではインフレが鈍化傾向にあり、先行き金融緩和による景気下支えが期待される。

以上を踏まえると、世界景気は2013年の前年比+3.0%から、2014年、2015年が同+3%台前半から後半に加速していくと見込まれ、それに応じてわが国からの輸出も回復基調に転じる見通しである (図表14)。

為替も輸出にプラスに作用する見込みである。為替動向についてみると、日銀による異次元緩和の維持を背景に、ドル・円相場と連動性の高い日米の実質金利差が、当面円安・ドル高を支持する方向で推移するとみられる (図表15)。昨年的大幅な円安にもかかわらず、輸出の増加はみられておらず、円安

(図表14) 世界の実質GDP成長率見通し

	(暦年、%)			
	2012年 (実績)	2013年 (実績)	2014年 (予測)	2015年 (予測)
世界計	3.2	3.0	3.3	3.9
先進国	1.4	1.2	1.5	2.1
アメリカ	2.8	1.9	1.5	3.0
ユーロ圏	▲0.7	▲0.4	0.8	1.0
日本	1.4	1.5	1.5	1.2
新興国	4.9	4.6	4.8	5.2
BRICs	5.9	5.8	5.9	6.2
中国	7.7	7.7	7.5	7.4
インド	4.9	4.7	5.5	6.1
NIEs	2.0	2.8	3.5	3.8
ASEAN5	6.2	5.2	4.6	5.6

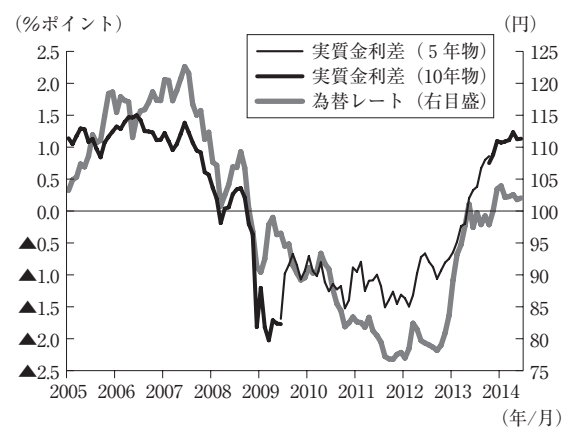
(資料) 各国統計、IMF統計等を基に日本総合研究所作成

(注1) 「世界」189カ国。「先進国」は、日本・アメリカ・ユーロ圏(18カ国)のほか、イギリス・オーストラリア・カナダなど32カ国。「先進国」以外を「新興国」とした。

(注2) アメリカ、ユーロ圏、日本、中国、インドは現地通貨ベース。その他の地域は購買力平価ベース。

(注3) インドは支出サイド。

(図表15) 日米実質金利差とドル円レート



(資料) Bloomberg L.P.、日本経済新聞

(注1) 実質金利差 = 米実質金利 - 日本実質金利。

実質金利 = 名目金利 - ブレークイーブンインフレ率。

(注2) 10年物ブレークイーブンインフレ率は2009年7月～2013年9月までデータ欠落のため、その間は5年物で補完。

による輸出押し上げ効果は大きく低下していると判断されるが、少なくともこうした円安地合いの持続は輸出の下支え要因としては作用するだろう。

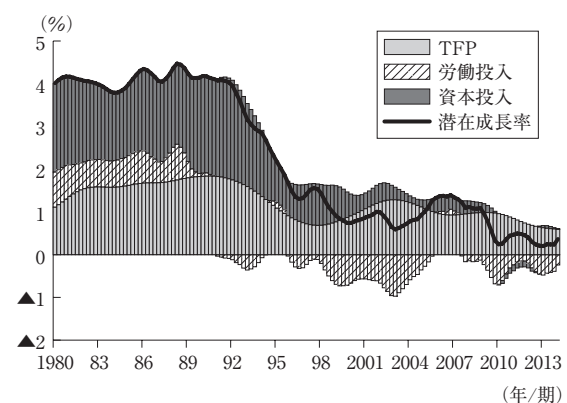
### 3. 供給面からみる回復抑制

このように、内需では「景気の自律拡大メカニズム」が徐々に強まるほか、外需も海外景気が緩やかに持ち直すとみられるなど、需要面からみれば当面景気の回復傾向が続くと見込まれる。もっとも、こうした需要の拡大の一方で、供給面からの制約が顕在化し始めており、今後の景気拡大の足かせとなる恐れがある。

わが国の資本や労働の潜在投入量を基に、潜在成長率を推計すると、1980年代に+4%台で推移していた潜在成長率は、バブル崩壊後に+1%台半ばまで低下し、2008年のリーマン・ショックを経て、足許ではゼロ%台前半から半ばまで低下したとみられる(図表16)。そこで以下では、潜在成長率の低下が示唆するわが国の“成長力”の低下について、背景とされる「資本」と「労働」の二つの側面からそれぞれ考察する。

まず、資本面についてみると、リーマン・ショック以降、企業収益が大幅に減少したほか、アメリカ景気失速を受けた大幅な円高・ドル安などを背景に製造業を中心に生産拠点の海外シフトが進んだことで、設備投資は一時減価償却費を下回る水準まで減少した(図表17)。足許ではやや持ち直したものの、なお減価償却費を小幅に上回る程度の低水準にとどまっている。その結果、わが国

(図表16) 潜在成長率の要因分解



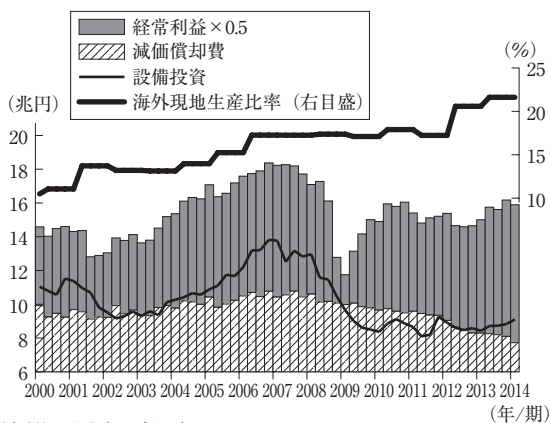
(資料) 内閣府などを基に日本総合研究所作成

(注) 潜在成長率は前年比の後方4期平均。



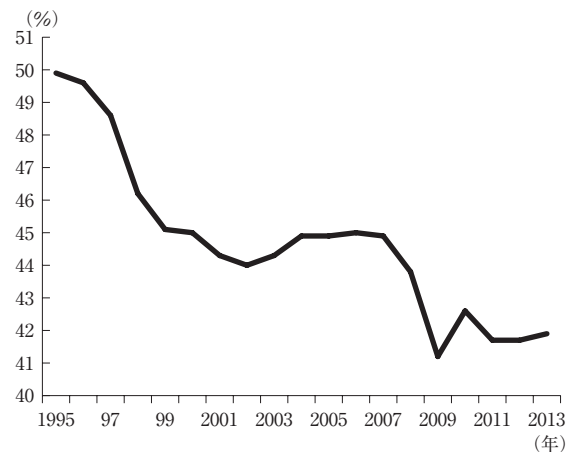
企業では、資本ストックの伸びが止まると同時に、質の面でも最新鋭設備の導入が遅れ、既存設備の老朽化が一段と進んだことで、単位当たりの資本ストックが生み出す付加価値を表すマクロベースの資本生産性（実質GDP／民間企業資本ストック）は大幅に低下した（図表18）。こうした状況を背景に企業の競争力は低下しており、わが国では、海外の旺盛な需要を取り込む力が従来と比べて大幅に弱まっている可能性が高い。実際に、海外需要（日本を除く世界輸入）と為替動向などを説明変数として、わが国の輸出数量関数を推計したところ、海外需要がわが国の輸出に与える影響度を示す所得弾性値は、年代を経るごとに低下しており、2000年から現在においては1980年代対比1割ほどの水準になっている（図表19）。こうした状況下、今後海外景気が順調に拡大を続けたとしても、わが国の輸出は過去にみられた高い伸びは期待できず、増加ペースは抑制された状態が続く公算が大きい。

（図表17） 製造業の海外生産比率と法人企業設備投資およびキャッシュフロー



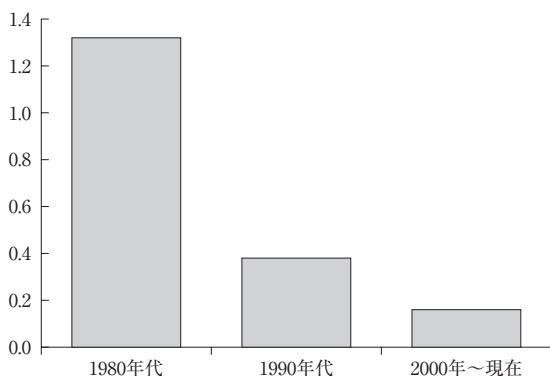
（資料）財務省、内閣府  
 （注）設備投資、経常利益は財務省公表の季調値。減価償却費は独自季調値。海外現地生産比率は年度平均で、2013年度は実績見込み。

（図表18） 資本生産性の推移



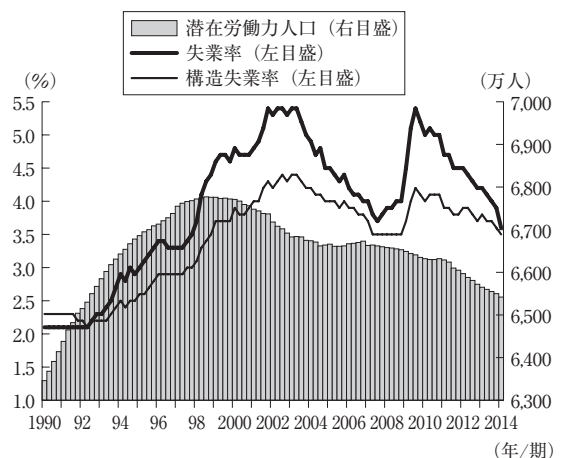
（資料）内閣府を基に日本総合研究所作成  
 （注）資本生産性＝実質GDP／民間企業資本ストック。

（図表19） 輸出数量に対する所得弾性値（試算）



（資料）内閣府、日本銀行、IMFなどを基に日本総合研究所作成  
 （注1）推計式は、 $\ln(\text{輸出数量}) = \alpha + \beta * (\text{日本除く世界輸入}) + \gamma * (\text{実質実効為替レート}(-4\text{期})) + \delta * (\text{リーマン・ショックダミー})$  とし、各期間の四半期推計における弾性値を算出。  
 （注2）いずれも10%水準で有意。

（図表20） 潜在労働力人口と構造失業率



（資料）総務省、厚生労働省などを基に日本総合研究所作成  
 （注）潜在労働力人口＝15歳以上人口×潜在労働力率。潜在労働力率は、男女別年齢階級別の労働力率からHPフィルターでトレンドを抽出し、各グループの人口構成比で加重平均して作成。

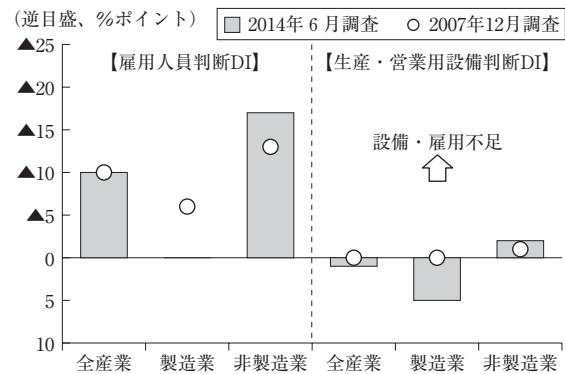
次に、労働面についてみると、わが国では少子高齢化や団塊世代の大量退職に伴い、労働力人口が減少している（図表20）。加えて、雇用のミスマッチなどを背景に景気動向に左右されない構造失業率が高止まりを続けており、わが国の潜在成長率の低下に影響している。

とりわけ、非製造業では人手不足が深刻化している。日銀短観で業種別の雇用環境をみると、製造業ではリーマン・ショック前と比べて、足許の雇用の不足感は抑制されている一方、非製造業ではそれを上回って不足感が増大している（図表21）。これは、東日本大震災後の復旧・復興などで公共投資や民間建築関連需要が急増した建設業や、堅調な内需を背景とした小売業、外食業などでの人手不足を色濃く反映している。

こうした非製造業でみられる深刻な人手不足は、公共投資や設備投資の抑制要因となる可能性がある。とりわけ人手不足が深刻な建設業について、建設業活動指数と労働生産性の動きをみてみると、震災後の建築・土木の需要増加に対しては、人材確保が困難ななか、これまでは労働生産性の上昇によって対応してきた（図表22）。しかしながら、労働生産性は足許で、2003年から2006年の景気が比較的良好に推移した頃と同等の水準まで上昇しており、今後労働生産性の一段の上昇は見込みにくくなっている。人手不足が解消に向かわなければ、経済対策の柱である公共投資が所期の景気下支え効果を発揮できないほか、企業の構造物を中心とした設備投資も先送りされかねない。

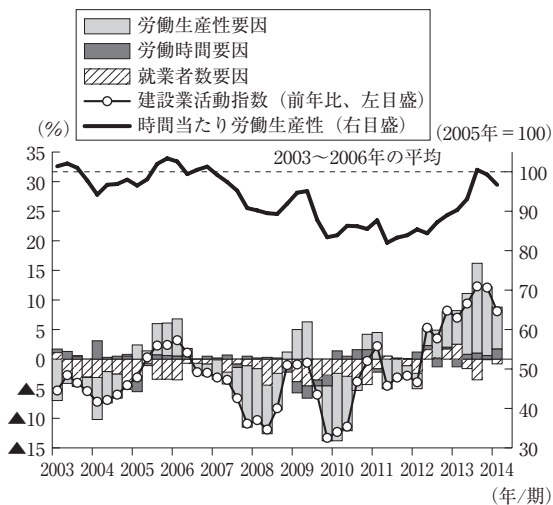
影響は建設業にとどまらない。小売業、外食業では、内需が堅調にもかかわらず、人手不足を背景に

（図表21）業種別の設備・雇用の不足感



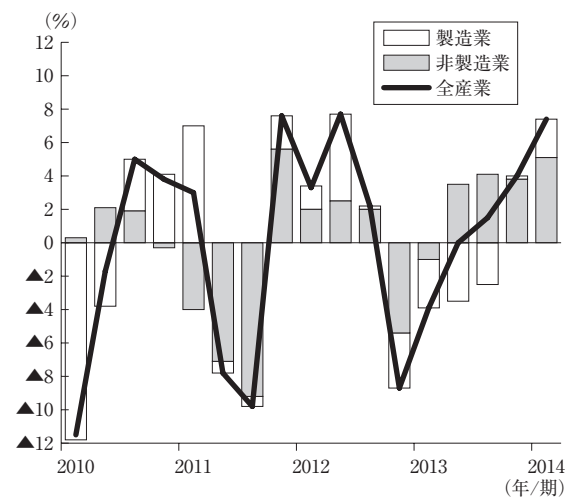
（資料）日本銀行

（図表22）建設業活動指数と建設業労働生産性



（資料）総務省、経済産業省を基に日本総合研究所作成  
 （注）時間当たり労働生産性＝建設業活動指数/（建設業の就業者数×建設業の総実労働時間）。

（図表23）設備投資の業種別寄与度分解（前年比）



（資料）財務省

新規出店戦略を見直す動きや、既存店舗を縮小せざるを得ないケースが散見され始めている。現在の景気回復局面において、設備投資は非製造業がけん引しており、こうした動きが、今後設備投資の重石となる可能性がある（図表23）。

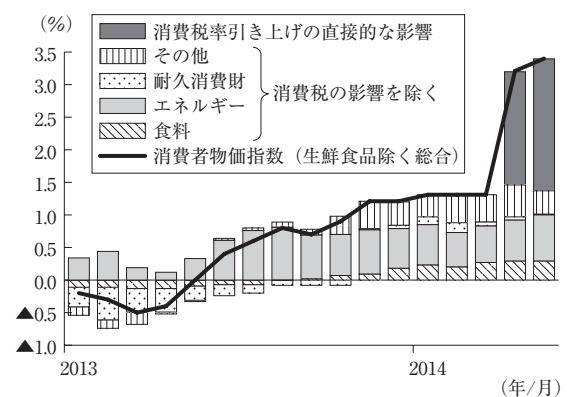
#### 4. 物 価

以上のように、供給制約が懸念されつつも景気回復が見込まれるなか、1990年代後半以降の降下が国経済の足かせとなってきたデフレからの脱却が、いよいよ視野に入ってきている。日銀が2013年4月に量的・質的金融緩和を実施して以降、消費者物価（生鮮食品を除く総合、コアCPI）は、2013年央にプラスに転じて以降上昇基調が定着している（図表24）。2014年4月に消費税率が引き上げられて以降は、増税分が円滑に転化されたことで、前年比+3%台と1991年2月以来の高い伸びを記録している。消費税率引き上げの影響を除くベースでも、同+1%半ばと上昇基調を維持している。

こうした物価上昇の背景の一つに、円安に伴う輸入物価の上昇があるが、マクロ的な需給環境の改善も物価押し上げに作用している。わが国の需要と潜在的な供給力の差を示すGDPギャップが、景気回復に伴いゼロ%近傍まで縮小するなど、需要不足は解消に向かっており、幅広い品目で価格の上昇もしくは下げ止まりの動きがみられる。実際に家計の消費支出と物価上昇率の変化をみると、消費支出の伸びが高い品目ほど物価上昇率が高まるという緩やかな正の相関がみられており、需要の増加が物価の押し上げに作用していることを確認できる（図表25）。

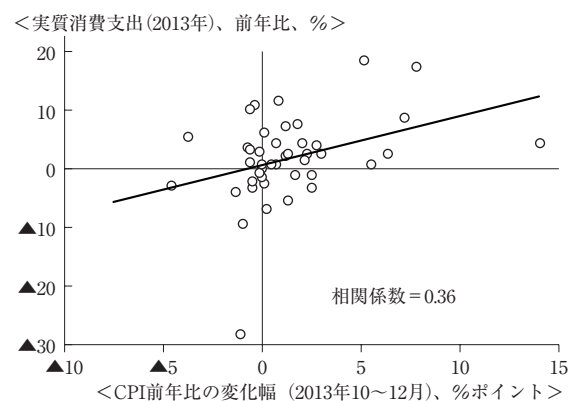
先行きを展望すると、2014年入り以降円相場の下落が一服するなか、円安による前年比でみた物価上昇圧力は徐々に落する見込みである。一方、潜在成長率を上回る景気回復が続くなか、需給環境のさらなる改善が物価押し上げに作用するとみられる。加えて、生産コストに占める人件費の割合が大きい非製造業での雇用不足感の高まりも、賃金の上昇を通じてコスト面から物価押し上げに作用する公算が大きい。実際に統計的手法を用いたところ、非製造業の雇用判断DIが改善すると、時間当たり賃金の上昇を通じてCPIサービスが上昇し、時間当たり賃金とCPIサービスが相互に関連し合う「非

（図表24）消費者物価の寄与度分解（前年比）



（資料）総務省を基に日本総合研究所作成

（図表25）品目別価格上昇率の変化と消費支出



（資料）総務省を基に日本総合研究所作成

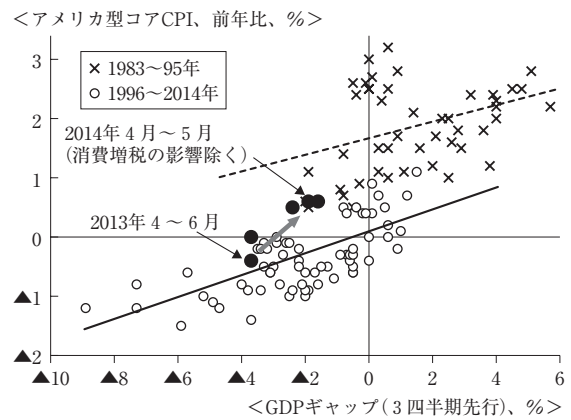
（注1）CPI前年比の変化幅は、前年比変化率の前年差。

（注2）実質消費支出は、家計調査の用途別支出額を該当するCPIで実質化。

製造業の雇用判断DI⇒時間当たり賃金⇔CPIサービ  
 ビス」という関係を確認することができる。

以上を踏まえると、コアCPIは、景気が順調に回復するもとで前年比+1%台前半から半ばの上昇率が定着する見込みである。もっとも、日銀が目標に掲げる「同+2%での持続的な物価の安定」の達成には、需給バランスと物価上昇率の関係を表すフィリップス・カーブが、さらに上方へシフトしていくことが不可欠である。2013年以降の両者の関係をみてみると、フィリップス・カーブの上方シフトは道半ばであり、家計や企業のインフレ期待が一段と高まる必要があるといえる(図表26)。

(図表26) フィリップス・カーブ



(資料) 総務省、内閣府などを基に日本総合研究所作成

## 5. 総括

### (1) 政策効果薄れる一方で、民需と外需が底堅く推移

以上の分析を踏まえ、海外景気の下振れが回避できるとの前提のもと、わが国経済を展望すると、2014年度前半は、消費税率の引き上げに伴う駆け込み需要の反動減の影響により一時的にマイナス成長となるものの、①雇用や夏季賞与の増加といった所得雇用環境の改善、②公共投資をはじめ、企業向け減税や家計向け支援など経済対策を通じた内需の下支え、などを受けて、夏から秋にかけて景気は回復軌道へ復帰する見込みである。2014年度後半は、高水準の公共投資のほか、底堅い民需にも支えられて、前期比年率+2%程度の成長ペースを維持する見通しである(図表27)。

一方、2015年度は、経済対策の着工・進捗を背景とする公共投資の前期比でみた景気押し上げ効果が、減衰、はく落するとみられ、成長率押し下げに作用する。もっとも、これまで打ち出された投資・法人減税などが企業部門に対して引き続きプラスに作用するほか、家計部門においても所得雇用環境の緩やかな改善を受けて底堅く推移する見通しである。このように、企業部門のプラス効果が家計部門にも波及する「景気の自律拡大メカニズム」は徐々に強まっていくと見込まれる。輸出についても、アメリカをはじめ海外景気の堅調な成長が見込まれるほか、円安地合いも下支えに作用する結果、緩やかな増勢が続く見通しである。

もっとも、企業の海外への生産拠点シフトや、労働力人口の減少、雇用のミスマッチ拡大に伴う人手不足の深刻化などを背景に、わが国の“成長力”が低下するなか、公共投資、設備投資や輸出を中心に景気の回復テンポは、緩やかにとどまる見込みである。

その結果、2014年度は、消費税率引き上げに伴う反動減が下押し要因となるものの、経済対策などが下支えするかたちで、2015年度は、政策効果のはく落で官公需が減少する一方、民需と外需が底堅く推移するかたちで、いずれも+1%程度の成長率を達成すると予想される。

ちなみに、2015年10月の消費税率の再引き上げ(8%→10%)については、①少子高齢化などを背景

(図表27) わが国経済・物価見通し

(前期比年率、%、%ポイント)

	2014年				2015年				2016年	2013年度	2014年度	2015年度
	1~3 (実績)	4~6 (予測)	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3			
実質GDP	6.7	▲5.2	2.4	2.1	2.0	1.5	1.9	▲2.5	0.1	2.3	0.9	1.1
個人消費	9.2	▲11.3	2.4	1.0	1.1	1.3	3.4	▲5.5	1.6	2.6	▲0.4	0.9
住宅投資	13.0	▲25.0	▲11.9	1.0	4.5	4.9	▲5.6	▲11.9	▲6.3	9.5	▲4.1	▲1.7
設備投資	34.2	▲5.8	2.7	3.6	3.6	3.6	3.8	1.0	1.5	2.6	6.1	3.0
在庫投資(寄与度)	(▲2.0)	( 0.5)	( 0.0)	( 0.0)	( 0.1)	(▲0.3)	(▲0.7)	( 0.1)	( 0.0)	(▲0.5)	(▲0.2)	(▲0.2)
政府消費	0.4	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	1.8	0.6	0.5
公共投資	▲10.5	4.0	1.2	0.5	0.5	0.3	▲1.5	▲9.8	▲25.9	15.1	1.2	▲3.6
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)
輸出	26.3	0.9	5.5	5.9	5.1	4.1	3.9	3.6	3.6	4.7	6.9	4.4
輸入	27.6	▲8.5	3.2	2.5	2.9	2.4	2.9	▲4.5	2.6	7.0	5.9	1.8
国内民需(寄与度)	( 8.1)	(▲7.2)	( 1.8)	( 1.4)	( 1.6)	( 1.1)	( 1.8)	(▲4.0)	( 1.1)	( 1.7)	( 0.5)	( 0.8)
官公需(寄与度)	(▲0.5)	( 0.3)	( 0.2)	( 0.2)	( 0.2)	( 0.1)	( 0.0)	(▲0.4)	(▲1.2)	( 1.1)	( 0.4)	(▲0.1)
純輸出(寄与度)	(▲1.1)	( 1.8)	( 0.3)	( 0.6)	( 0.3)	( 0.2)	( 0.1)	( 1.9)	( 0.1)	(▲0.5)	(▲0.1)	( 0.4)

(前年同期比、%)

名目GDP	3.0	1.5	2.2	2.2	1.5	2.0	2.7	1.5	1.3	1.9	1.9	1.9
GDPデフレーター	▲0.1	0.8	1.1	1.1	1.1	0.1	0.8	0.9	1.1	▲0.4	1.0	0.7
消費者物価指数(除く生鮮)	1.3	3.3	3.2	3.3	3.4	1.4	1.5	2.8	2.9	0.8	3.3	2.2
(除く生鮮、消費税)	1.3	1.4	1.2	1.3	1.4	1.4	1.5	1.5	1.6	0.8	1.3	1.5

完全失業率(%)	3.6	3.6	3.6	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.9	3.5	3.5
円ドル相場(円/ドル)	103	102	102	104	105	106	107	108	109	100	103	108
原油輸入価格(ドル/バレル)	112	109	111	109	109	109	109	109	109	110	109	109

(資料) 内閣府、総務省などを基に日本総合研究所作成

(注) 2015年10月に消費税率引き上げ(8%→10%)が実施されると想定。

に、わが国の財政事情が今後一段と厳しくなるなか、財政再建の必要性が高まっているほか、国際公約にも掲げられていること、②以上のような背景のもと、景気回復傾向の持続が見込まれるとともに、「自律拡大メカニズム」が働き始めるなか、再増税に伴う景気下押し圧力はある程度吸収可能とみられること、を踏まえれば、実施すべきと判断し、今回の見通しに織り込んでいる。

金融政策については、物価が着実な上昇基調をたどるなか、日銀は先行きに対する自信を深めており、当面は現行の緩和的な政策スタンスを継続する見通しである。景気回復ペースが緩やかにとどまるなか、2年で前年比+2%とする物価目標の達成は困難とみられるものの、コアCPI上昇率は同+1%台半ばで安定的に推移すると見込まれ、日銀は、最終的な物価目標は堅持する一方で、短期的には一定の乖離を許容する姿勢を強めることで、大規模な追加緩和には踏み切らない可能性が高いと判断している。

## (2) “成長力”を引き上げ、自律拡大メカニズムの強化を

以上のようにわが国経済は、2度の消費税率の引き上げにより、四半期でみた成長パターンは大きく変動するものの、均してみれば実質+1%程度の成長ペースが続くとみられる。景気回復のパターンも「政策効果」が徐々にはく落し、「景気の自律拡大メカニズム」に依拠したものへと移行していく見通しである。

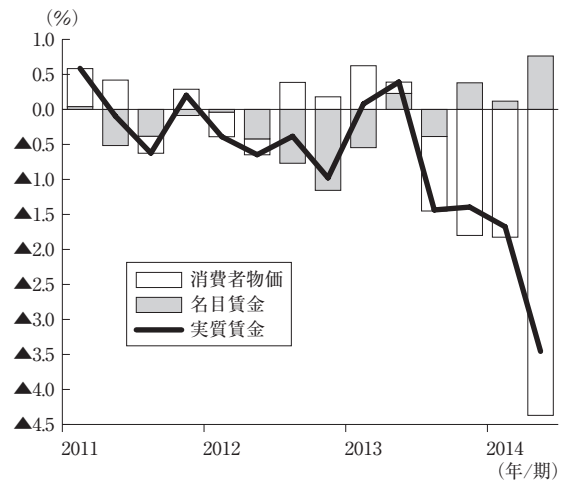
もっとも、以下3点に挙げるような景気下振れリスクも存在しており、今後注視していく必要がある。第1に、「海外景気の失速」である。わが国と貿易関係が深いアジア新興国を中心に海外景気が急減

速した場合、輸出や設備投資の下振れは避けられない。第2に、「消費増税に伴う消費者マインドの想定以上の悪化」である。4月の消費税率引き上げに伴う物価の大幅な上昇により、実質ベースの賃金は足許で大きく減少している（図表28）。今後物価の上昇に伴い消費者マインドが想定以上に落ち込めば、個人消費が冷え込む恐れがある。第3に、「原油価格の高騰」である。ウクライナや中東を巡る地政学リスクの高まりにより、原油価格の上昇圧力は増大している。この先原油価格が高騰した場合、企業収益や個人消費が大幅に下振れる可能性がある。

こうしたリスクが今後顕在化すれば、景気は腰折れし、来年の消費税率再引き上げの実施も困難になる。リスクへの耐性を高めるとともに、消費税率の再引き上げを確実に実施するためには、供給側の景気抑制要因を解消したうえで、「景気の自律拡大メカニズム」をより強固なものにしていく必要がある。景気の回復局面にあり、当面底堅い成長が続くと見込まれる今こそ、わが国の潜在成長率を引き上げ、中長期的な成長基盤を確立する好機といえる。その主役はあくまでも民間であるものの、政府においても労働・資本の両面で民間の潜在力発揮の障害を解消することが急務である。

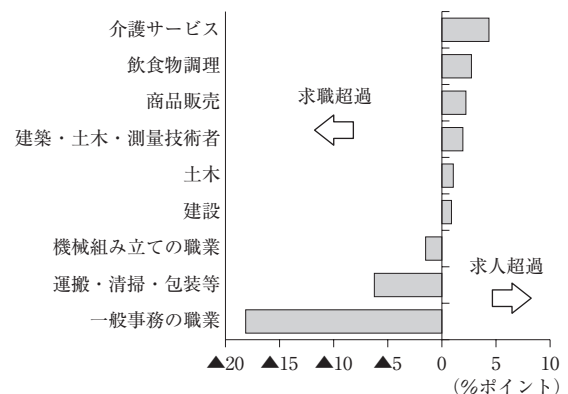
まず、労働面においては、足許の労働需給を業種別にみると、建設関連の技能労働者や商品販売などの分野で求人数が求職者数を上回る一方、一般事務や清掃業務などの職種では、求職者数が求人数を上回る状況にあり、業種間で労働需給が「偏在」している（図表29）。こうした「偏在」を是正し、雇用のミスマッチを解消していくうえでは、労働移動の活発化が欠かせない。それを促すためには、具体的に職業訓練や再就職支援の一段の充実が必要といえよう。さらに、こうした短期的な政策支援に限らず、中長期的な面からの取り組みも欠かせない。少子高齢化が進展するなか、現状に何も手を打たなければ、今後わが国では絶対的な労働力の不足が避けられない。こうした事態に陥らないためにも、子育て支援や柔軟な勤務体系の活用などを通じて働く意欲の高い女性や高齢者の労働参加を促していくことが重要である。ちなみに、高齢者の労働力活用について、2020年までに60～64歳および65～69歳の労働参加率をそれぞれ現在の55～59歳および60～64歳並みに高めるとともに、出産・育児などで女性の労働参加率が下がる「M字カー

(図表28) 実質賃金の寄与度分解 (前年比)



(資料) 厚生労働省を基に日本総合研究所作成  
(注) 直近は、2014年4～5月の前年同期比。

(図表29) 職種別雇用の求人・求職状況 (求人比率-求職比率、2014年1～5月)



(資料) 厚生労働省を基に日本総合研究所作成  
(注) 求人・求職比率は各職種の求人数・求職数が、それぞれ全体の求人数、求職数に占める割合。

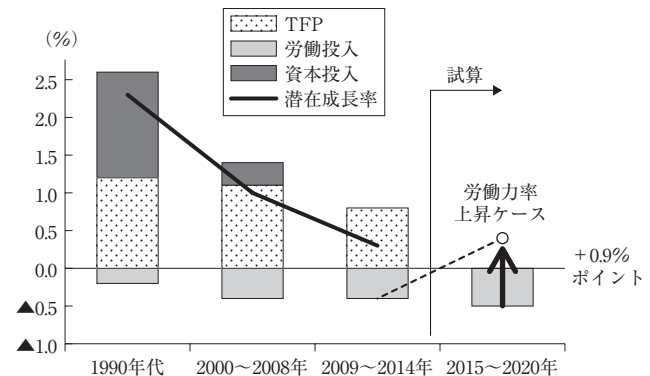
ブ」を解消することができた場合、2015年～2020年においてわが国の潜在成長率は+0.9%ポイント高まると試算される（図表30）。

一方、資本面においては、単に設備の数量を増やすのではなく、資本ストックの生産性を引き上げることで、企業の競争力を高めることが重要である。そのためには、企業が抱える老朽化設備の廃棄や、最新鋭の設備導入を促すための助成および減税などを拡充していくことが求められる。加えて、人手不足の問題も踏まえれば、IT投資などによる労働生産性の向上を通じて、限られた人材でも合理的・効率的に付加価値を生み出していく方策を採ることも有用である。

企業にこうした前向きな行動を促していくには、持続的な景気回復を確信させ、かつ期待成長率を高めていく必要がある。そのためには、骨太の方針で明記された法人実効税率の引き下げを確実に実施することで国内コストを引き下げていく一方、国際的にみて煩雑といわれているわが国における起業や貿易に関する手続きを簡素化するなど、包括的・継続的な規制緩和を通じて、国内事業の期待収益率を改善していくことが不可欠である。

同時に、企業部門の前向きな投資で得られた収益を家計部門へ均霑させ、国内で好循環メカニズムを構築していく必要がある。そのためには、賃金や雇用を拡大するインセンティブにつながるような税制面での環境を整備するほか、労働市場改革を通じた企業の人材活用の高度化に向けた支援、生産性の上昇に見合った適正な賃金水準を労使間で共有する場としての政労使協議の継続的な活用などの取り組みが求められよう。

（図表30）労働参加が潜在成長率に与える影響（試算）



（資料）内閣府、社人研などを基に日本総合研究所作成

（注1）グラフは、各期間中の潜在成長率（前年比）の平均。

（注2）2015～2020年の労働投入の寄与は、潜在労働時間、構造失業率、年齢階級別の潜在労働力率が足許で一定と仮定したうえで、社人研の将来推計人口をもとに試算。

（注3）労働力率上昇ケースの労働投入の寄与は、男女の60～64歳、65～69歳の労働参加率が、それぞれ足許の55～59歳、60～64歳なみに高まるとともに、女性の30～59歳の労働参加率が、足許の25～29歳なみに高まると想定し試算。

副主任研究員 下田 裕介

(2014. 7. 14)