

SCB

SHINKIN
CENTRAL
BANK



信金中央金庫

SCB 地域・中小企業研究所

内外経済・金融動向

No. 28-7

(2017. 3. 21)

〒103-0028 東京都中央区八重洲 1-3-7
TEL. 03-5202-7671 FAX. 03-3278-7048
URL <http://www.scbri.jp>

日本経済の中期展望

—17~21年度の年平均成長率は名目1.5%、実質0.8%と予測—

< 要 旨 >

1. 景気は足踏み局面を脱し再び回復軌道へ

日本経済は足踏み局面を脱し、回復の動きを取り戻しつつある。個人消費は停滞局面を脱し切れていないが、世界経済の持直しを背景に輸出が上向き、企業マインドは改善している。保護主義的な政策を掲げるトランプ政権の政策運営に対する不透明感は払拭できないが、海外景気の回復と円安・株高の効果は徐々に国内の経済活動に波及してくると予想される。

2. 世界経済のけん引役として期待される米国経済の展望

世界経済のカギを握る米景気は、雇用・所得環境の改善を背景に順調に推移している。減速が続いていた設備投資も回復に転じている。今回の景気回復期間が昨年末時点で過去の平均（58か月）を超える90か月に達したことから、回復局面は終盤との見方もあるが、循環的な調整圧力は低く、米国経済にはもう一段の景気拡大余地があると考えられる。

3. 世界経済の回復は徐々に日本経済にも波及する見通し

輸出の回復を背景に企業収益が増益に転じており、今後は設備投資にも回復の動きが広がろう。人手不足感が強い非製造業が省力化投資を積み増しているほか、製造業でも更新投資の需要が高まっている。一方、個人消費は当面も緩慢な動きが続くとみられるが、中期的には労働需給のタイト化を背景に賃上げの動きが広がる見通しで、個人消費も徐々に上向こう。

4. 今後5年間の年平均実質成長率は0.8%と予測

今後5年間の日本経済は回復基調で推移しよう。2020年に東京オリンピックが開催されることも景気回復の下支えとなる。ただ、19年10月には消費税の再増税（8%→10%）が予定されており、予測期間後半にかけて家計需要が下押しされるとみられる。飲食料品に軽減税率が適用されることなどで、14年度に比べると負の効果は小幅にとどまろうが、個人消費と住宅投資へのマイナスの影響は小さくない。オリンピック効果を織り込んでも、17年度から21年度までの5年間の平均成長率は0.8%と潜在成長率並みの伸びにとどまると予想される。

(注)本稿は2017年3月15日時点のデータに基づき記述されている。

(図表1) GDP成長率の予測

(単位: %)

	2015年度 〈実績〉	16年度 〈実見見込み〉	17年度 〈予測〉	18年度 〈予測〉	19年度 〈予測〉	20年度 〈予測〉	21年度 〈予測〉
実質GDP	1.3	1.2	1.4	1.3	0.6	0.7	▲0.1
個人消費	0.5	0.6	0.8	1.0	0.7	▲0.2	▲0.7
住宅投資	2.7	6.2	▲0.9	▲0.6	0.8	▲2.8	▲3.3
設備投資	0.6	2.3	2.4	2.7	2.2	1.6	▲1.9
公共投資	▲2.0	▲2.2	1.4	▲1.9	2.4	▲0.5	▲2.1
純輸出(寄与度)	(0.2)	(0.6)	(0.4)	(0.1)	(▲0.1)	(0.2)	(0.2)
名目GDP	2.8	1.2	1.7	1.8	1.9	1.6	0.5

(備考) 内閣府「国民経済計算年報」より作成。予測は信金中金 地域・中小企業研究所

1. 日本経済は足踏み局面を脱し再び回復軌道へ

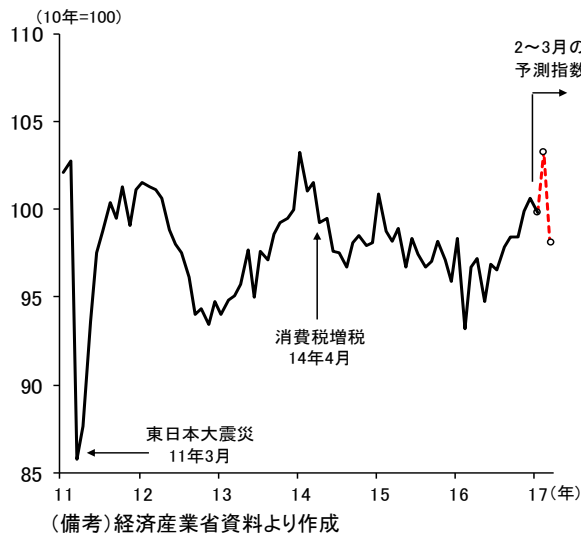
(1) 生産活動は明確な回復局面へ

16年10～12月のGDPは4四半期連続のプラス成長となり、景気が着実な回復軌道をたどっていることが確認された。家計の節約志向は根強く、個人消費は足踏み状態を脱し切れていないとはいえ、海外景気の持直しを背景に輸出が上向き、企業マインドが改善していることは先行きの日本経済にとって明るい材料といえる。保護主義的な政策を掲げるトランプ政権の政策運営に対する不透明感は払拭できないが、海外景気回復と円安・株高の効果は徐々に国内の経済活動に波及してくると予想される。

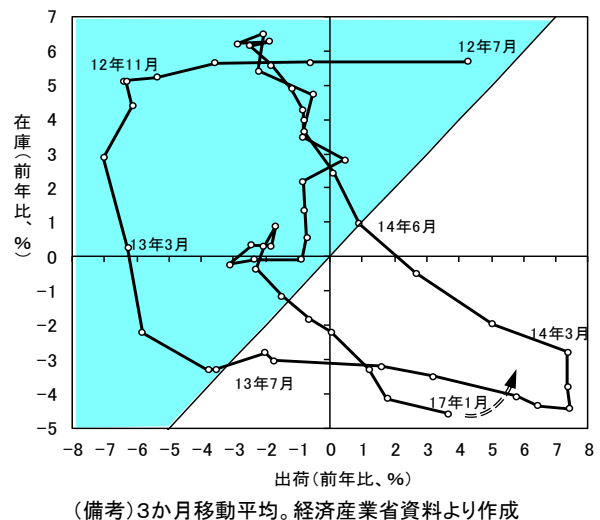
輸出の持直しを起点に、国内の生産活動は上向いている。製造業の動向を示す鉱工業生産指数は、16年4～6月に前期比0.2%増とプラスに転じ、7～9月1.3%増、10～12月2.0%増と回復の勢いを取り戻している(図表2)。アジア向けの輸出が上向いてきたことが背景にあり、電子部品・デバイスの生産は、7～9月が前期比4.6%増、10～12月が8.0%増と2四半期連続で高い伸びを示した。また、国内の自動車販売が持ち直していることや対米自動車輸出が好調に推移していることで、輸送機械の生産は3四半期連続で前期比プラスと上向いている。

在庫調整が進展したことも生産活動の回復に寄与している。生産者在庫指数は、16年7月に前年比マイナスとなり、17年1月まで7か月連続で前年水準を下回っている(図表3)。在庫調整が一巡したことは先行きの生産活動にとって明るい材料といえる。企業の生産計画を集計した製造工業生産予測指数は、17年2月が前月比3.5%増、3月が5.0%減と上下に振れているが、基調として持直しの動きが維持される見通しである。

(図表2) 鉱工業生産指数の推移



(図表3) 鉱工業の在庫循環図



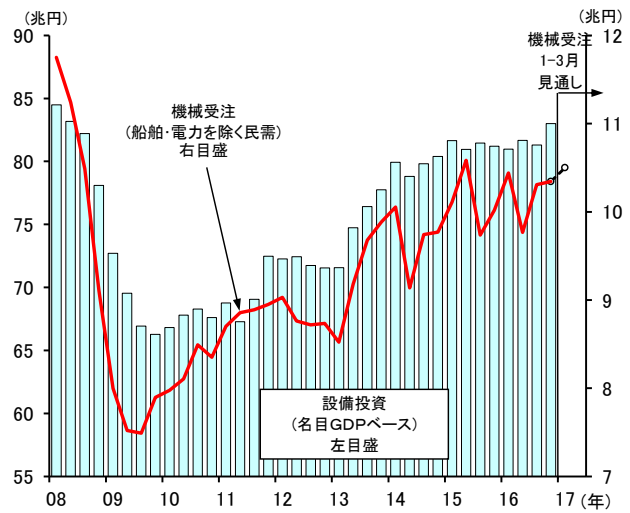
(2) 設備投資にも持直しの動き

16年10～12月の設備投資(実質GDPベース)は前期比2.0%増とプラスに転じた。企業は依然として慎重な投資姿勢を崩していないが、世界経済の持直しを背景に輸出が上向き始めたことで、企業マインドは改善している。設備投資の先行指標とされる機械受注(船舶・電力を除く民需)は、16年7～9月に前期比5.5%増とプラスに転じ、10～12月も0.3%増と小幅ながら2四半期連続で増加した(図表4)。さらに、17年1～

3月の受注見通しも、前期比 1.5%増と3四半期連続のプラスが見込まれている。

一方、トランプ政権の政策運営に関する不確実性は高く、企業は当面も慎重な投資スタンスを維持する可能性は否定できない。ただ、人手不足を背景とした省力化投資へのニーズが一段と高まっているほか、輸出の持直しや円安を受けて企業業績が底入れしたことで、先送りされていた設備投資も動き始めている。トランプ政権が極端な保護主義政策に傾倒しないことが条件ではあるが、設備投資は今後徐々に回復の勢いを取り戻すと予想される。

(図表4) 名目設備投資と機械受注(年率換算)



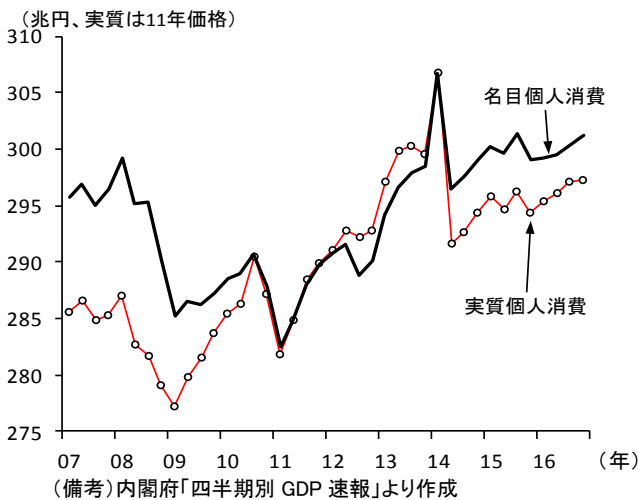
(備考)内閣府資料より作成

(3) 個人消費は当面も足踏みが続こうが、景気回復テンポは徐々に高まる見通し

企業セクターに回復の兆しがみられるものの、家計部門は依然として停滞している。GDPベースの実質個人消費は、16年1～3月から4四半期連続のプラスとなったが、10～12月は前期比0.0%（年率0.2%増）と小幅な伸びにとどまった（図表5）。14年4月の消費税増税後から停滞が続いてきた乗用車など耐久消費財には持直しの動きがみられるものの、衣料品や日用品などへの支出は抑制されている。特に、生活必需品である飲食料品の消費が停滞していることは、消費者の節約志向を反映した結果といえる。

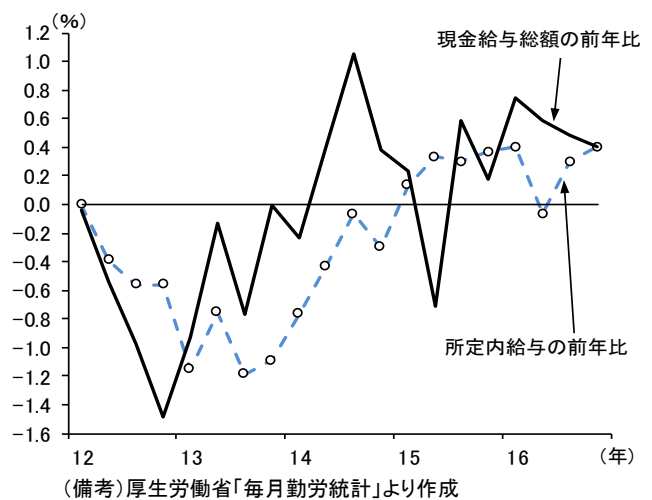
個人消費の回復が進まない最大の要因は賃金の伸び悩みである。1人当たり現金給与総額（名目賃金指数）をみると、アベノミクス政策の効果で企業業績が上向いたことから、14年以降はおおむね前年比プラス圏で推移しているが、増加テンポは依然として鈍い。四半期ベースの前年比をみると、15年7～9月以降、直近の16年10～12月まで6四半期連続のプラスとなっているが、16年に入ってから前年比は、1～3月0.7%増、

(図表5) 個人消費の推移(GDP ベース)



(備考)内閣府「四半期別 GDP 速報」より作成

(図表6) 1人当たり賃金(現金給与総額)の前年比



(備考)厚生労働省「毎月勤労統計」より作成

4～6月0.6%増、7～9月0.5%増、10～12月0.4%増と伸びが鈍化している(図表6)。賃金水準が相対的に低いパートタイム労働者の比率が高まっていることが平均賃金の上昇を抑える要因ではあるが、大企業を起点とした賃上げが、中小・零細企業など経済の裾野まで広がっていないことが背景にある。

もっとも、世界経済が回復の勢いを取り戻しつつあるなか企業業績も上向いており、景気回復の恩恵は徐々に家計部門にも波及すると予想される。先行して回復すると想定している輸出と設備投資に続いて、回復が遅れている個人消費が上向くことで、景気は徐々に回復テンポを高めていくと予想される。

2. 世界経済のけん引役として期待される米国経済の展望

(1) 米国経済は個人消費をけん引役に堅調に推移

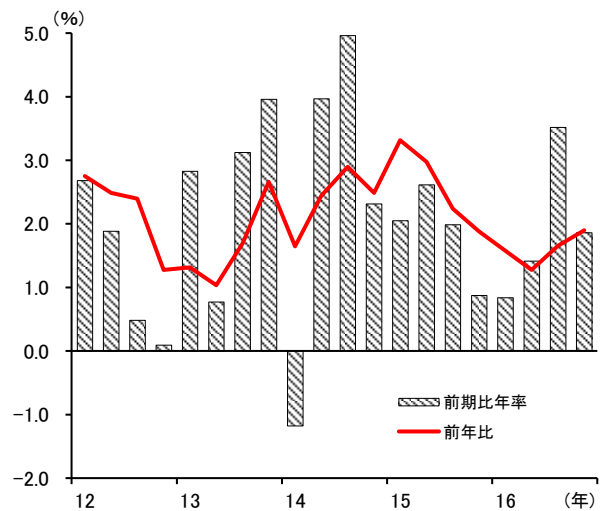
日本経済が自律的な回復軌道に入っていくための起点になるのが輸出であり、世界経済の動向が重要なファクターになる。なかでも、米国経済の動向は世界経済を展望するうえで重要なカギを握る。

米国経済は09年6月をボトムに景気回復が続いているものの、回復の勢いには波がある。特に、14年から15年にかけて回復ペースは鈍化し、16年1～3月の実質成長率は前期比年率0.9%まで減速した。しかし、16年4～6月以降は再び回復の勢いを取り戻し、7～9月の実質成長率は前期比年率3.5%と高成長を記録した(図表7)。直近の16年10～12月は1.9%とやや伸び悩んだが、これは、天候不順など特殊要因で押し上げられた前期の純輸出の反動によるものである。個人消費は前期比年率3.0%増と堅調に推移するなど、米国経済は着実な回復軌道をたどっている。

個人消費の回復に寄与しているのが、雇用・所得環境の改善である。米労働省が発表した雇用統計によると、17年2月の非農業雇用者数は前月に比べて23.5万人増加した。3か月移動平均では20.9万人増と5か月ぶりに20万人を超える高い伸びとなった。雇用者数の水準をみても大きく改善している。リーマン・ショックなど金融危機に伴う景気の悪化で08～09年の2年間で864万人(月平均36万人)の雇用を失ったが、その後は回復に転じ、14年半ばには喪失分を取り戻した。16年末まででは、ボトムとなった09年末から1,555万人増加している(図表8)。また、失業率は09年10月に10.0%まで悪化した。昨年5月から10か月連続で5%を下回り続けるなど完全雇用に近い状態にある。FRB(連邦準備理事会)でも、足元の失業率は完全雇用に近い状態を示唆しており、雇用の増加数が月10万人を上回れば堅調と評価している。

労働需給のタイト化を反映して、賃金上昇率も緩やかに加速している。時間当たり賃

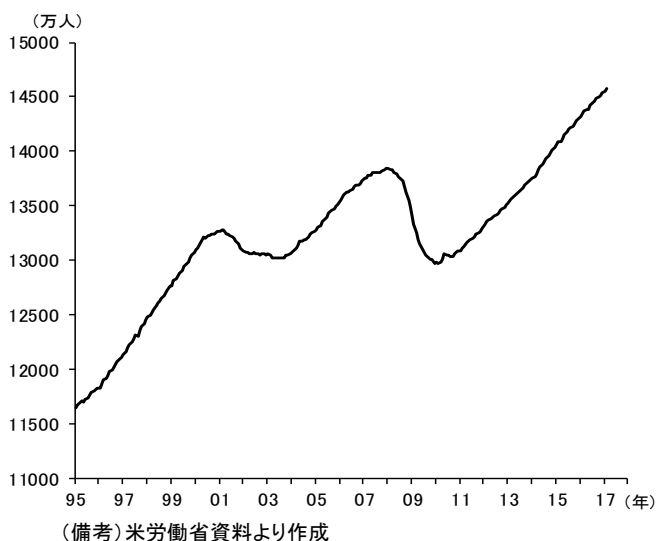
(図表7)米国の実質GDPの推移



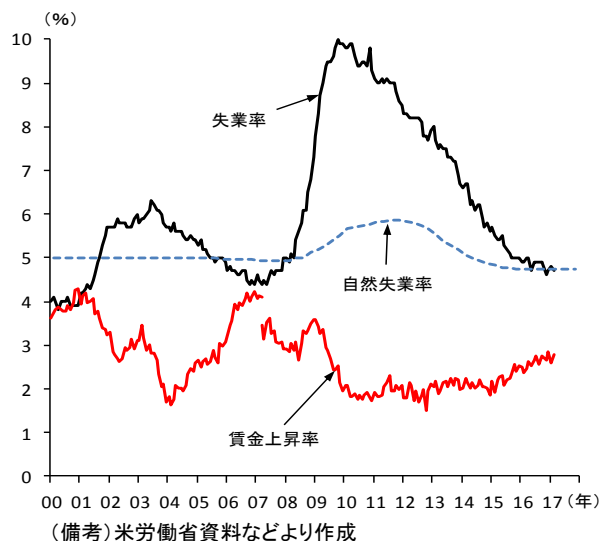
(備考)米商務省資料より作成

金（平均時給）の上昇率は、リーマン・ショック以降の雇用の回復局面で前年比2%程度の上昇と伸び悩んでいたが、15年半ば頃からは徐々に伸びを高めている。直近の17年2月の平均時給は前年比2.8%増と伸びが加速している。実際の失業率が自然失業率（長期的な均衡状態における失業率）に一致している時は完全雇用に近い状態を示すとされるが、17年2月の失業率は4.7%程度とみられる自然失業率に一致している（図表9）。過去の動きをみても、実際の失業率が自然失業率を下回る局面で賃金上昇率が加速している。足元では労働需給が一段とタイト化しており、賃金に対する上昇圧力はこの先さらに高まっていくと予想される。

（図表8）非農業雇用者数の推移（水準）



（図表9）失業率と賃金上昇率



（2）減速が続いていた設備投資に持直しの兆し

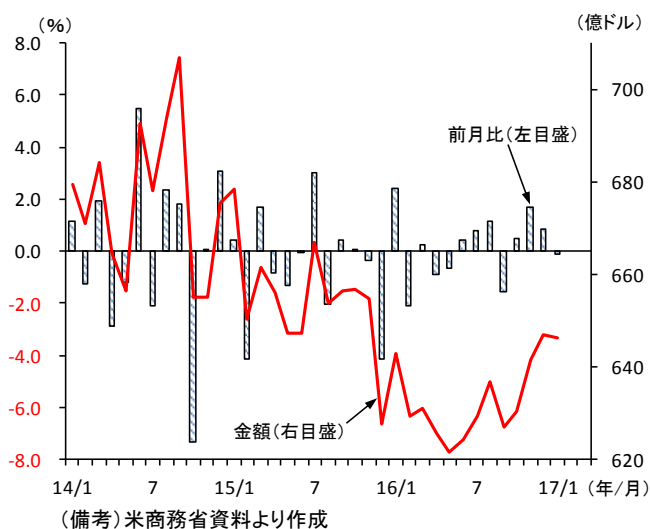
16年10～12月の設備投資（実質GDPベース）は3四半期連続のプラスとなるなど改善の動きが明確化しつつある。なかでも減少が続いていた機械設備の投資が5四半期ぶりにプラスに転じたことは明るい動きといえる。米景気の回復期待が高まっていることが背景にあり、企業の投資マインドは上向いている。

設備投資の先行指標とされる非国防資本財（除く航空機）受注をみても、企業の投資姿勢の積極化がうかがえる。受注額の前月比増減率をみると、昨年9月に前月比マイナスとなった後、10月0.5%増、11月1.7%増、12月0.8%増と3か月連続で増加した。17年1月は0.1%減と4か月ぶりに減少したが、水準は着実に切り上がっている（図表10）。トランプ政権が掲げる財政出動や連邦法人税減税への期待が高まるなか、企業の投資行動は積極化しつつある。

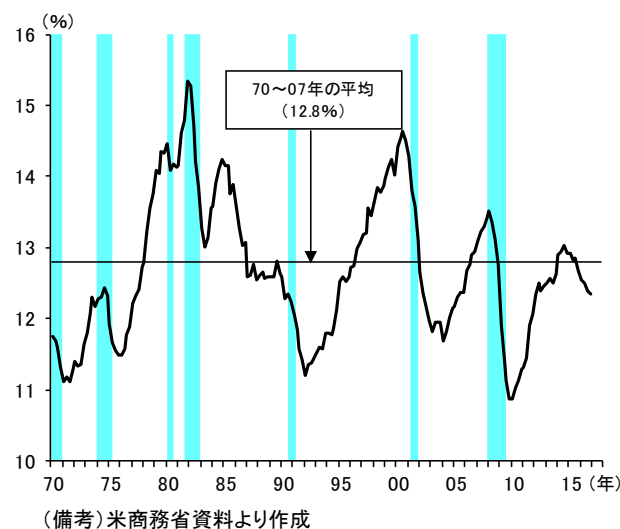
中期的にみても、設備投資は回復局面にある。設備投資の名目GDP比をみると、14年7～9月には13.0%と過去の平均（70年からリーマン・ショック前の07年までの平均：12.8%）を上回ったが、その後は企業マインドの慎重化などから低下し、16年10～12月は12.3%となっている（図表11）。米景気は09年6月を底に回復が続いているものの、設備投資には過熱感はみられない。14年半ば以降の減速で設備投資は一旦調整したということであり、今後の回復余地は大きいといえる。

トランプ新大統領（17年1月就任）が打ち出している経済政策も設備投資の追い風になる。2月28日の施政方針演説では、「法人税率を下げる歴史的な税制改革」を表明した。米国の連邦法人税率は35%と諸外国と比較して高く、選挙公約では15%への引下げを掲げていた。議会の過半数を握る共和党も20%程度までの法人税減税には理解を示しているだけに、下げ幅の修正はあるとしても法人税減税の実現可能性は高まっている。トランプ大統領は、海外への生産拠点のシフトを計画する大企業にも圧力をかけており、一部企業は米国内への投資を再考し始めている。内向きの圧力が長い目を見た場合の米国経済にとってプラスかどうかは議論が分かれるところだが、当面の国内設備投資を促す材料になろう。設備投資は中期的な米国経済の成長をけん引するセクターになる可能性が高いと考えられる。

（図表 10）非国防資本財（除く）航空機の受注



（図表 11）設備投資の名目GDP比



（3）米国の景気回復は長期化の公算

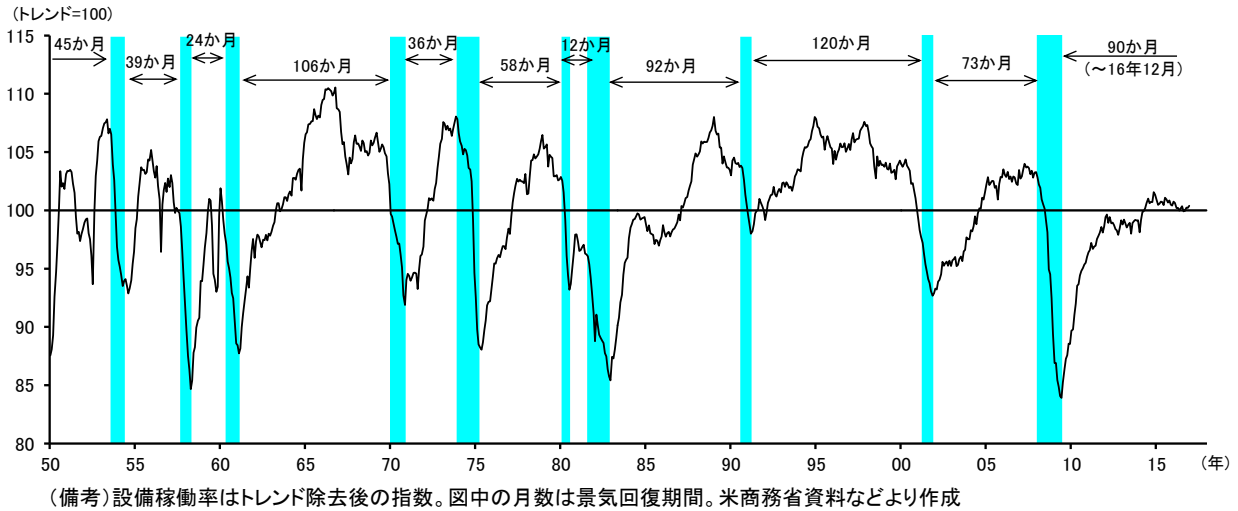
米景気は09年6月を底に回復が続いており、回復期間は16年12月までで90か月に達した。戦後の景気循環における平均回復期間（58.4か月）を大きく上回っており、今次回復局面は終盤との見方も少なくない（図表12）。もっとも、最近の景気回復局面は長期化する傾向がある。91年3月を底に始まった景気回復は、01年3月まで10年間（120か月）に及んだ。今回の回復期間が過去の平均をすでに大きく上回っているとの理由だけで、景気後退が近づいているとする指摘は説得力を欠いている。

今回の回復局面は、90か月を超えて長期化すると予測しているが、その理由として挙げられるのがストック調整圧力の弱さである。前述したように、設備投資は09年からの回復局面で持ち直したものの、14年頃から16年半ばまで減速が続いた。設備投資の名目GDP比が低下するなど、設備投資は調整が続いていたことを意味しており、長期の景気回復局面にもかかわらず資本ストックの過剰感が高まっていない。

こうした傾向は住宅市場でも確認できる。代表的な住宅指標である住宅着工件数は、このところ回復テンポを高めているが、足元の水準は年率120万件程度である。住宅バブルが発生する前の90年代の平均（年137万件）と比較しても低く、調整圧力が高まる

レベルとはいえない。鉱工業生産も16年半ば頃まで2年程度減速が続き、設備稼働率（製造業）は過去のトレンドとほぼ同水準にとどまっている。景気後退期の直前にみられるような循環的な調整圧力は低く、米国経済にはもう一段の景気拡大の余地があると考えられる。

（図表 12）米国の景気循環と設備稼働率



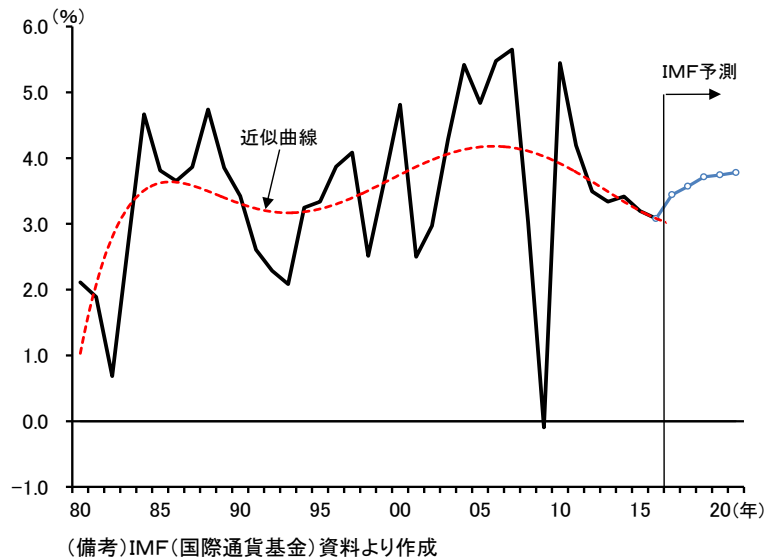
3. 世界経済の回復は徐々に日本経済にも波及する見通し

（1）回復局面を迎えつつある世界経済

米国経済をけん引役に世界経済も回復局面を迎えつつある。IMF（国際通貨基金）の世界経済見通しによると、世界全体の実質成長率は16年の3.1%（実績見込み）をボトムに、17年には3.4%に高まり、その後2020年頃にかけて成長ペースが加速していくと予測されている。米国の成長率が16年の1.6%から18年には2.5%まで高まり、資源国や新興国などへも景気回復が波及していくと見込んでいる。トランプ政権による政策運営には不確実な部分が多く、予測の信頼性は必ずしも高いとはいえないが、世界経済は循環的な回復局面に入ってくる可能性は高いと考えられる。

世界全体の経済成長率を中長期的な視点から捉えると、20年を1サイクルとする長期循環が確認できる。直近の動きをみると、80年代半ば頃から95年頃までが景気の減速期間、その後、リーマン・ショック前の05年頃までが景気の加速期間となっている。リーマン・ショック（08年）から10年近くを経過した現在は、世界経済の減速期間の終盤に当たる（図表

（図表 13）世界の实質成長率の推移と予測



13)。このサイクルが続いていることが前提となるが、この先10年間は、景気が加速期間に入ってくることを示唆している。トランプ政権の政策運営によっては、短期的にみた景気変動が大きくなる可能性もあろうが、中長期的な世界経済は徐々に回復の勢いを増していくと考えられる。

（2）設備投資の回復に期待

世界経済の回復は日本経済にも徐々に波及しよう。すでに日本の輸出は持直しに転じているが、先行きの回復が期待されるのが設備投資である。前述した通り設備投資に持直しの兆しがみられ、この先は徐々に回復テンポを高めていくと予想される。内閣府が発表した「企業行動に関するアンケート調査（17年1月調査）」によると、企業は今後3年間（17～19年度）で設備投資を年4.4%増のペースで増やす計画となっている（図表14）。前回の16年1月調査の計画（4.3%増）を上回り、リーマン・ショック以降では最も高い伸びが計画されている。

業種別では、製造業の投資計画が前年調査の4.7%増から4.0%増に鈍化しているが、非製造業の計画は4.8%増（前年調査は4.0%増）と高い伸びが見込まれている。非製造業は、製造業と比較して業況が堅調に推移していることが背景にあるが、小売やサービスを中心に人手不足感が高まっていることから省力化投資を積み増していると考えられる。世界経済が本格的な回復局面に入った場合には、伸びが鈍化する計画となっている製造業の設備投資も積み増される可能性がある。設備投資は、中期的な日本経済の回復をけん引するセクターになるろう。

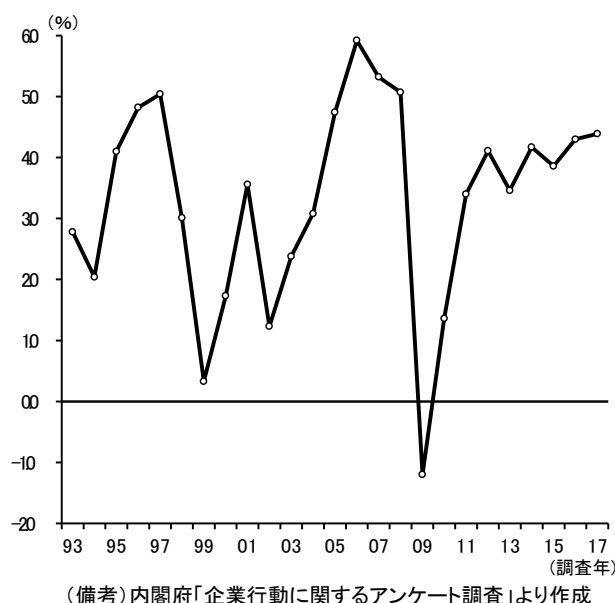
（3）個人消費の回復テンポは引き続き緩やか

輸出や設備投資の中期的な回復期待は高いものの、個人消費の先行きは依然として楽観できない。足元でも賃金の伸び悩みを反映して、個人消費は緩慢な動きから脱しきれない状況にある。企業の賃上げ姿勢が依然として慎重なことからみても、個人消費は当面も力強さを欠いた動きが続こう。

ただ、緩やかながらも景気回復が続いてきたことで雇用者数は大幅に増加した。人手不足感は多くの産業で強まっており、17年1月の有効求人倍率は1.43倍とバブル期のピーク水準（90年7月の1.46倍）近くまで上昇している。職がなく求職活動をしている人の比率を示す失業率も3.0%（17年1月）と90年代半ばの水準まで改善している。

また、足元の失業率の水準は、構造的失業率（欠員数と失業者数が一致しているときの失業率で、16年10～12月は3.2%と推計される）をすでに下回っている（図表15）。

（図表14）今後3年間の設備投資の見通し



これは、労働市場に雇用のミスマッチによる失業者以外は存在しない状況ということを示しており、賃金上昇圧力が高まりやすいことを示唆している。一方で、人手不足感の高まりを背景に、企業は採用条件（過去の職業経験や雇用形態、賃金など）を段階的に緩和している。これは、構造的失業率の引下げ要因となり、労働需給が均衡する失業率の水準が切り下がることになる。仮に、構造的失業率が 90 年代前半の水準（2.2%）まで低下すれば、新たに 50 万人程度の労働力が確保できる計算になる。賃金上昇の裾野を広げていくためには、ミスマッチが原因で職に就けない失業者の就職が進むなど、もう一段の雇用情勢の改善が必要になる。

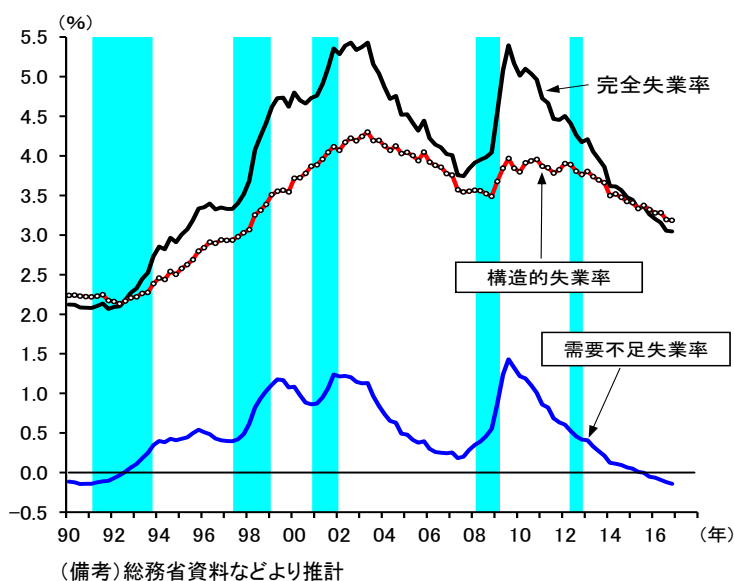
もともと、人口が減少局面に転じた現在、ミスマッチ失業の解消だけでは中長期的な労働力不足を補いきれない。労働力の供給量を示す労働力人口は、足元で増加に転じているが、人口が減少局面に入っていることを考えると、中長期的なトレンドは減少方向にあるといえる。

労働力人口の推移をみると、98年の6,793万人をピークに年によって振れはあるものの、徐々に水準を切り下げてきた。アベノミクス効果で景気が上向いた13年からは、雇用環境の改善と女性労働力の拡大を背景に、労働力人口は4年連続で増加したが、16年の労働力人口は6,673万人と98年の水準を120万人下回っている。企業の採用意欲が根強いこともあって、当面も労働力人口の回復が続くとみられるが、人口減少局面においては持続性に限界がある。

いくつかの前提条件において、中期的な労働力人口を試算したものが図表 16 である。前提条件¹は 20 年までに、①雇用情勢の悪化で低下した就業意欲の高い年齢層の労働力人口比率が過去の安定的なレベルまで回復する、②女性の労働力人口比率が足元のペースで上昇を続ける、③60 歳代の労働力人口比率が足元のペースで上昇を続けるとした。女性と高齢者の労働参加が順調に進むとした楽観的な前提条件といえるが、この条件下でも 20 年の労働力人口は 6,710 万人と 16 年比で 37 万人増にとどまる。

さらに、企業の採用条件の緩和などでミスマッチが縮小し、構造的失業率が足元の 3.2% からバブル期並みの 2.2% まで改善すると仮定した場合、予測期間の最終年である 21 年の最大就業可能者数（労働力人口 - 構造的失業者数）は 6,557 万人と試算される。

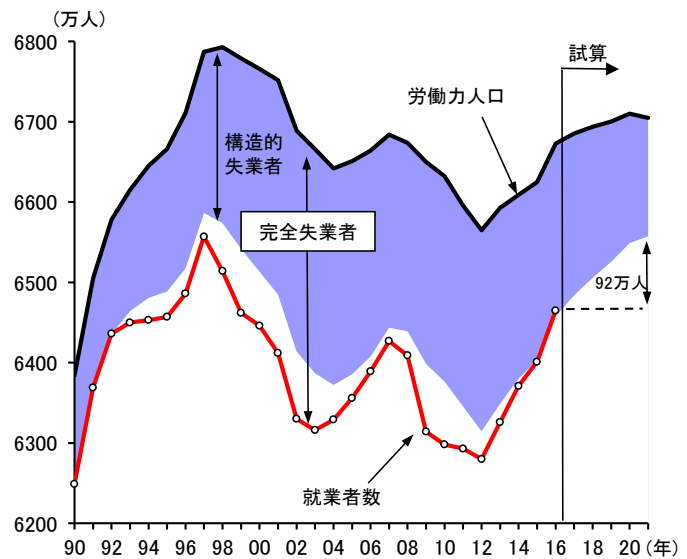
(図表 15) 完全失業率と構造的失業率



¹ 労働力人口比率(労働力人口÷15歳以上人口)は景気変動などの影響で変動するほか、年齢構成の影響も受ける。労働力人口比率の低い60歳以上の人口構成比が高まると、現役世代の労働力人口比率が変わらなくとも全体の労働力人口比率は低下する。このため今回の試算では、男女別・年齢階層別(5歳刻み)の労働力人口比率を仮定し、国立社会保障・人口問題研究所の人口推計値に乗じて算出した。

16年の就業者数（6,465万人）を基点にすると、17年からの5年間で積み増せる労働力は92万人に過ぎず、16年と同じペースで就業者数が増加（16年の就業者数は64万人増）した場合、2年以内に供給可能労働力の上限に達する計算になる。この試算は、楽観的な条件を前提としているだけに、景気が順調な回復軌道をたどった場合には、労働需給は慢性的な需要超過となる可能性が高い。企業が必要な人員を確保していくためには賃金の引上げに動かざるを得ないということであり、大企業から始まった賃上げは、いずれ中小企業にも幅広く波及しよう。

(図表 16) 労働力人口の中期試算



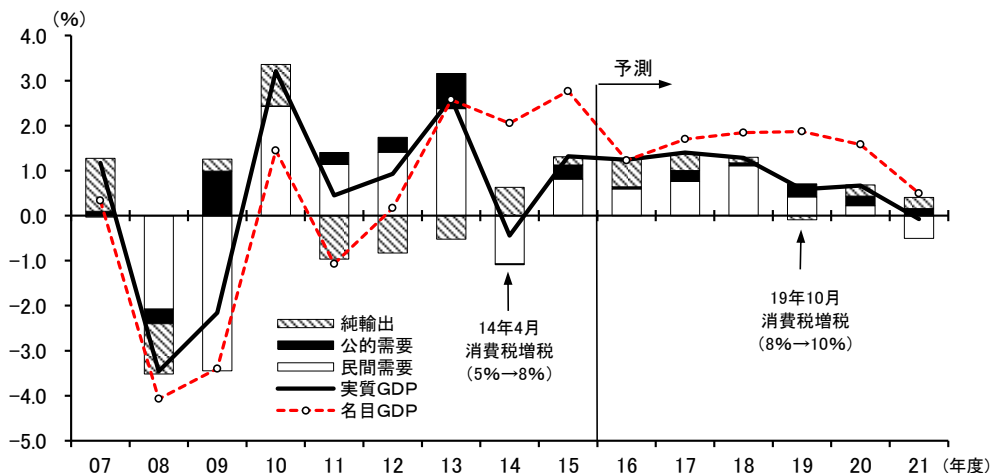
(備考) 1. 試算の前提は脚注1を参照
2. 総務省「労働力調査」などより

4. 今後5年間の年平均実質成長率は0.8%と予測

(1) オリンピック効果が見込まれるも消費税の再増税が下押し要因

世界経済の成長ペースが徐々に加速していくと見込まれるなか、中期的にみた日本経済も順調な回復軌道をたどる公算が大きい。2020年に東京オリンピックが開催されることも景気回復の下支えとなろう。ただ、19年10月には消費税の再増税（8%→10%）が予定されており、予測期間後半にかけて個人消費を中心とした家計需要が下押しされるとみられる。税率の引上げ幅が14年4月（5%→8%）に比べて1ポイント小さくなることや、飲食料品の税率を8%に据え置く軽減税率が導入されることから、14年度に比べると負の効果は小幅にとどまろうが、個人消費と住宅投資へのマイナスの影響は小さくないと考えられる。オリンピック効果を織り込んでも、17年度から21年度までの5年間の平均成長率は0.8%と潜在成長率並みの伸びにとどまると予想される。

(図表 17) GDP成長率の中期見通し



(備考) 内閣府資料。予測は信金中金 地域・中小企業研究所

(2) 今後5年間の景気動向

<17年度>～世界経済の回復で輸出と設備投資が上向く

17年度は、世界経済が上向いてくることで輸出の伸びが高まろう。世界経済の回復や米国の利上げの動きを反映して為替相場が円安傾向で推移することも追い風となる。17年度の実質輸出は前年比4.1%増に伸びを高めると予測した。国内経済の回復を受けて輸入は3年ぶりに増加に転じるとみられるが、輸出から輸入を差し引いた純輸出の寄与度はプラス0.4ポイントと景気回復を支える要因となろう。輸出や生産の回復を受けて、企業の投資マインドも上向くと予想される。設備投資は徐々に伸びを高めよう。

企業部門の回復を受けて、家計需要も上向くと想定している。ただ、企業収益の回復が賃金の増加に波及するまでには時間を要する可能性が高い。人手不足感の強い状態が続くことが賃金上昇要因ではあるが、家計所得の本格回復は17年度下期以降と予想される。個人消費は回復基調を維持しようが、17年度の実質個人消費は前年比0.8%増と引き続き緩やかな増加にとどまると予測した。

<18年度>～家計需要も上向き、民需主導で自律回復の動きが強まる

前年度の企業収益の回復を受けて、賃上げの動きが広がると予想される。14年度の消費税増税から4年が経過するため、増税後から停滞が続いていたモノの需要も上向き、18年度の個人消費は前年比1.0%増へ加速しよう。景気回復の広がりや円安の効果で企業収益は底堅く推移し、設備投資も2.7%増と伸びを高めると予測した。一方、景気対策の一巡で公共投資は減速するとみられる。内需回復に起因した輸入の増加を受けて、純輸出のプラス寄与度が縮小することも実質成長率の伸びを抑制する要因となるが、日本経済は民需主導による自律回復軌道に入ると想定した。

<19年度>～消費税の再増税が景気の下押し要因

19年10月に消費税率が8%から10%に引き上げられるため、家計の税負担が増大する。駆け込み需要による影響はニュートラル（上期は駆け込み需要、下期は反動減）となるが、年度平均では1%分の消費税が家計の負担増となる。タイトな労働需給が続き、賃金は回復基調を維持するとみられるが、増税に伴う物価上昇によって実質賃金は伸び悩もう。個人消費は0.6%増に減速する予想される。一方、東京オリンピックに向けたインフラ投資がピークを迎えるとみられ、公共投資は景気を押し上げる方向に寄与しよう。消費税増税が実施される年度ではあるが、景気の下振れは回避できると想定した。

<20～21年度>～オリンピック効果の一巡で景気は減速局面へ

消費税率の引上げ時期が19年度下期となるため、20年度上期も前年同期に比べて税負担が増大する。20年度全体では、前年度平均に比べて消費税率は1%高くなり、引き続き実質賃金は押し下げられる。ただ、東京オリンピック（7月24日～8月9日）に向けて、家電などの買い替え需要が見込まれるほか、現地開催に伴う高揚感も個人消費を刺激しよう。もっとも、年度下期はオリンピック効果の反動減に加え、消費税増税に伴うマイナスの影響がタイムラグをおいて表面化するとみられる。20年度下期はマイナス

成長に陥る可能性が高い。21年度には輸出主導で景気は徐々に持ち直しに向かうものの、年度平均でみると、実質成長率はマイナスに転じると予測している。

（3）デフレ状態からは脱却するも2%の物価目標の達成は困難

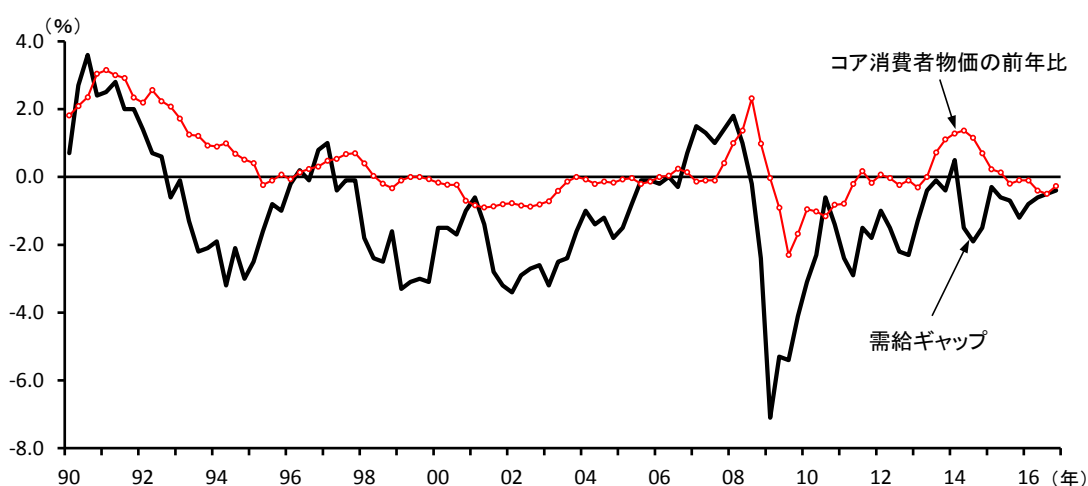
日本経済は民需主導による景気回復が予想されるものの、消費税の再増税の影響で潜在成長率を上回るような高めの成長は見込めない。足元の需給ギャップはゼロ程度まで縮小しており、短期的には需要超過となる局面も想定されるが、中期的な需給バランスはゼロ程度にとどまり、物価にかかる上昇圧力は引き続き弱いと考えられる（図表18）。

日銀の物価目標であるコア消費者物価は、16年3月から同年12月まで10か月連続で前年比マイナスとなった後、17年1月には0.1%の上昇とプラスに転じた。もっとも、昨年来の変動は原油価格の下落とその後の上昇による影響が大きい。日銀が、基調的なインフレ率を捕捉するための指標としている「生鮮食品とエネルギーを除く総合指数」は、15年11月（前年比1.3%の上昇）をピークに鈍化が続き、17年1月は0.2%の上昇と横ばい圏にある。景気回復の動きが広がりつつあるなか、物価上昇率は徐々に高まっていくとみられるが、今後5年間のうちに日銀が目標とする2%の上昇を達成するのは難しいと予測した。需要面からの物価上昇圧力が限定的とみられるため、予測期間中の物価上昇率は1%弱から1%台前半程度にとどまろう。

2%の物価上昇率を達成するためには、少なくとも2%程度の賃金上昇率を実現することが条件と考えられるが、そのためには生産性を引き上げて、その付加価値増加分を賃上げに振り向ける必要がある。生産性が高まらないなかでは持続的な賃上げは望めない。安倍政権が取り組んでいる「働き方改革」や「規制緩和」によって、サービス産業を中心に労働生産性を高めていくことが求められる。成長戦略の効果が実感できるまでには相当の時間を要するだけに、効果が表れるまでは金融・財政面から景気を下支えすることが必要となる。場合によっては、19年10月に予定されている消費税の再増税を延期することも選択肢といえよう。

以上
（角田 匠）

（図表18）コア消費者物価の前年比と需給ギャップ



（備考）コア消費者物価の前年比は消費税増税の影響を除く。内閣府資料などより作成

<予測総括表>

17~21年度の経済見通し

(単位:%)

	15年度 〈実績〉	16年度 〈実績見込み〉	17年度 〈予測〉	18年度 〈予測〉	19年度 〈予測〉	20年度 〈予測〉	21年度 〈予測〉	17~21年度 平均成長率
実質GDP	1.3	1.2	1.4	1.3	0.6	0.7	▲0.1	0.8
個人消費	0.5	0.6	0.8	1.0	0.7	▲0.2	▲0.7	0.3
住宅投資	2.7	6.2	▲0.9	▲0.6	0.8	▲2.8	▲3.3	▲1.4
設備投資	0.6	2.3	2.4	2.7	2.2	1.6	▲1.9	1.4
在庫投資(寄与度)	0.3	▲0.3	▲0.0	0.2	▲0.3	0.2	0.3	0.1
政府最終消費	2.0	0.8	0.9	0.8	0.9	1.2	1.3	1.0
公共投資	▲2.0	▲2.2	1.4	▲1.9	2.4	▲0.5	▲2.1	▲0.1
純輸出(寄与度)	0.2	0.6	0.4	0.1	▲0.1	0.2	0.2	0.2
<輸出>	0.8	2.6	4.1	3.9	3.1	2.7	1.9	3.1
<輸入>	▲0.2	▲1.0	2.0	3.4	3.9	1.3	0.5	2.2
内需(寄与度)	1.1	0.6	1.0	1.2	0.7	0.4	▲0.3	0.6
名目GDP	2.8	1.2	1.7	1.8	1.9	1.6	0.5	1.5
GDPデフレーター	1.4	▲0.0	0.3	0.6	1.3	0.9	0.6	0.7
為替レート(円/ドル)	120	108	115	112	112	110	110	
完全失業率	3.3	3.1	2.9	2.8	2.6	2.6	2.7	
消費者物価(除く生鮮食品)	0.0	▲0.3	0.8	1.1	2.0	1.7	0.8	
(消費税率引き上げの影響を除く)					1.3	1.0		
経常収支(兆円)	18.00	20.45	21.67	21.79	20.03	20.64	20.44	
貿易収支	0.54	5.95	6.74	7.64	5.58	6.47	7.61	
サービス収支	▲1.15	▲1.07	▲1.04	▲1.18	▲0.82	▲0.44	▲1.37	
1次所得収支	20.57	17.67	17.99	17.34	17.25	16.54	16.10	
無担保コール翌日物(年度末)	0.00	▲0.05	▲0.05	0.05	0.15	0.15	0.15	
10年国債利回り(年度平均)	0.29	▲0.05	0.15	0.50	1.00	1.20	1.00	
(レンジ)	▲0.11-0.54	▲0.30-0.11	▲0.1-0.3	0.10-0.70	0.50-1.20	0.50-1.50	0.50-1.20	
米国の実質成長率(暦年)	2.6	1.6	2.3	2.5	2.5	1.9	2.0	2.2
中国の実質成長率(暦年)	6.9	6.7	6.5	6.3	6.5	6.0	6.0	6.3

(備考) 内閣府資料などより作成。予測は信金中金 地域・中小企業研究所

本レポートは、標記時点における情報提供を目的としています。したがって投資等についてはご自身の判断によってください。また、本レポート掲載資料は、当研究所が信頼できると考える各種データに基づき作成していますが、当研究所が正確性および完全性を保証するものではありません。
 なお、記述されている予測または執筆者の見解は、予告なしに変更することがありますのでご注意ください。

【内外経済・金融動向バックナンバーのご案内】

号 数	題 名	発行年月
N o. 26-1	「地域別にみた日本経済の景況判断」 －増税後の落込みは一過性で、景気は緩やかに持ち直し－	2014年9月
N o. 26-2	「消費税増税後の物価動向と今後の金融政策」 －明確なデフレ脱却にはなお時間を要する見通し－	2014年10月
N o. 26-3	「都道府県の経済構造からみた資金流出入」 －人口減少・超高齢化に伴う地方からの資金流出について検討－	2014年11月
N o. 26-4	「地域別にみた日本経済の景況判断」 －増税後の反動減は一巡し、景気は緩やかに持ち直し－	2015年3月
N o. 26-5	「日本経済の中期展望」 －15～19年度の年平均成長率は名目2.6%、実質1.4%と予測－	2015年3月
N o. 27-1	「地域社会の構造変化に伴う資金需要への影響」 －信用金庫の貸出動向の都道府県別将来推計－	2015年4月
N o. 27-2	「最近の雇用・所得環境と今後の見通し」 －人手不足感は根強いが、賃上げの波及ペースはなお緩やか－	2015年5月
N o. 27-3	「中小企業の景況と財務状況の現状と課題」 －アベノミクスが中小企業に及ぼした影響－	2015年8月
N o. 27-4	「地域別にみた日本経済の景況判断」 －回復基調を取り戻したが、足元は改善一服－	2015年9月
N o. 27-5	「設備投資の現状と今後の見通し」 －国内回帰の動きを支えに設備投資は回復基調を維持－	2015年11月
N o. 27-6	「市町村の社会・経済構造からみた地域特性」 －全市町村を4つの合成指標に基づいてタイプ別に類型化－	2015年12月
N o. 27-7	「日本の預金・貸出金の中長期的展望」 －人口変動・世帯構造の変化に伴う企業・家計部門の動向を中心に考察－	2016年3月
N o. 28-1	「最近の中国経済と第13次5か年計画の行方」 －中長期的には安定成長が続く可能性が大きい－	2016年4月
N o. 28-2	「地域における成長産業と『稼ぐ力』が強い産業を探る」 －各都道府県の雇用創出力が高い産業と所得水準が高い市町村の『稼ぐ力』が強い産業を考察－	2016年7月
N o. 28-3	「日本の物価動向とその背景」 －物価の安定には財・サービスの高付加価値化による所得水準の引上げが必要－	2016年9月
N o. 28-4	「人口減少局面の到来と信用金庫経営」 －地域雇用の確保・拡充のためにも、本業支援への注力が重要－	2016年11月
N o. 28-5	「中国経済を下支えする個人消費と第3次産業」 －コト消費の掘り起こしが内需拡大のカギ－	2016年12月
N o. 28-6	「中小企業の財務状況と景気動向」 －中小企業の収益性・付加価値分析と中小企業景気動向指数CIの算出－	2016年12月
N o. 28-7	「日本経済の中期展望」 －17～21年度の年平均成長率は名目1.5%、実質0.8%と予測－	2017年3月

* バックナンバーは、信金中央金庫 地域・中小企業研究所ホームページ (<http://www.scbri.jp>) からご覧いただけます。

信金中央金庫地域・中小企業研究所 活動状況
(2017年2月末現在)

○レポート等の発行状況 (2017年2月実績)

発行日	分類	通巻	タイトル
17.2.3	内外金利・為替見通し	28-11	国内経済に回復の兆しがみられるが、当面は現行の緩和策を維持
17.2.6	ニュース&トピックス	28-83	昨年の中国経済と今後の見通し —依然として下振れ圧力が強い—
17.2.15	経済見通し	28-5	実質成長率は16年度1.2%、17年度1.4%、18年度1.3%と予測—世界経済の回復を背景に国内景気も持ち直しへ—
17.2.15	ニュース&トピックス	28-85	2016年12月末までの信用金庫の貸出金動向 —不動産業向けの寄与拡大、宿泊業向けがプラスに転じる—
17.2.15	ニュース&トピックス	28-86	地域銀行の中小企業向け貸出と収益性 —地域銀行の個別データによる分析—
17.2.20	金融調査情報	28-27	急速に脚光浴びる「フィンテック」⑦—SNS情報等の新たな情報を活用したフィンテックサービスへの挑戦—
17.2.20	金融調査情報	28-28	信用金庫と銀行の不動産業向け貸出動向 —不動産市況との関係とリスク管理上の課題—
17.2.24	ニュース&トピックス	28-87	「全国中小企業景気動向調査」からみた中小建設業の景況感

○講演等の実施状況 (2017年2月実績)

実施日	講演タイトル	主催	講演者等
17.2.1	到来するIoT社会と中小企業	苫小牧信用金庫	藁品和寿
17.2.2	国内外の金融経済動向について	南九州信用金庫協会	角田匠
17.2.3	経済見通しについて	埼玉縣信用金庫	角田匠
17.2.5	中小企業におけるIoTの利活用について	埼玉縣信用金庫	藁品和寿
17.2.9	環境変化に挑む中小企業の経営事例	東京東信用金庫(墨田区・江東区しんきん協議会事務局)	鉢嶺実
17.2.13	結城信用金庫の営業エリアの状況について	結城信用金庫	松崎英一
17.2.14	「フィンテック」の動向について	横浜信用金庫	藁品和寿
17.2.14	コンテンツツーリズムによる魅力溢れる地域づくり—「大河ドラマ」「アニメ」「ロケ誘致」の事例からの示唆—	奄美大島信用金庫	鉢嶺実
17.2.16	「金融仲介機能のベンチマーク」における地域データ等の活用に係る情報提供	信金中央金庫 岡山支店	高田真
17.2.17	「温泉街の地域活性化事例」等を交えた地方創生について	金沢信用金庫	笠原博
17.2.21	「フィンテック」の動向について	しまなみ信用金庫	藁品和寿
17.2.24	今後の経済の見通しについて	東京東信用金庫 (オーロラ江東中央支部)	角田匠

<信金中央金庫 地域・中小企業研究所 お問い合わせ先>

〒103-0028 東京都中央区八重洲1丁目3番7号
 TEL 03-5202-7671 (ダイヤルイン) FAX 03-3278-7048
 e-mail : s1000790@FaceToFace.ne.jp
 URL <http://www.shinkin-central-bank.jp/> (信金中央金庫)
<http://www.scbri.jp/> (地域・中小企業研究所)