

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. 29-6

(2018. 3. 29)

〒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

—18~22年度の年平均成長率は名目1.4%、実質0.6%と予測—

＜要旨＞

1. 日本経済は内需と外需のバランスの取れた形で景気回復が続く

日本経済は回復基調で推移している。足元では株価の下落や生鮮食品の価格高騰が家計マインドを下押ししているが、良好な雇用・所得環境が続いていることから、個人消費は底堅く推移している。世界経済も回復基調を維持するなど企業を取り巻く環境も良好な状態にある。当面の日本経済は内需と外需のバランスの取れた形で景気回復が続こう。

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

米国では雇用の拡大が続いており、個人消費は底堅く推移している。設備投資は回復の勢いを増している。トランプ大統領の目玉政策である法人税減税も成立したことから、設備投資は中期的にも上向きの動きを維持しよう。トランプ政権の政策運営には不安が残るものの、米国経済は中期的に潜在成長率（2%弱）を上回るペースで推移すると予測している。

3. 世界経済の回復を背景に日本経済は今後も堅調に推移する見通し

好調な輸出を背景に企業収益の拡大が続いており、企業の投資マインドは大きく改善している。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。中期的な設備投資計画も高い伸びが見込まれるなど企業の投資意欲は根強いものがある。設備投資は中期的に日本経済の回復をけん引するセクターになるう。

4. 今後5年間の年平均実質成長率は0.6%と予測

今後5年間の日本経済を取り巻く環境は良好だが、19年10月に消費税の再増税（8%→10%）が予定されていることが景気の下押し要因となる。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。オリンピック特需が増税の影響を一部減殺するとみられるが、オリンピック後の20年度下期から21年度にかけて日本経済は後退局面を迎えよう。18年度から22年度までの実質成長率は年平均で0.6%と潜在成長率（1%程度）を下回ると予測した。

(注)本稿は2018年3月28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: %)

	2016年度 〈実績〉	17年度 〈実見見込み〉	18年度 〈予測〉	19年度 〈予測〉	20年度 〈予測〉	21年度 〈予測〉	22年度 〈予測〉
実質GDP	1.2	1.8	1.4	0.7	0.1	▲0.3	1.0
個人消費	0.3	1.1	1.3	0.5	▲0.2	0.0	0.7
住宅投資	6.2	0.1	▲2.1	▲0.1	▲7.0	▲2.2	0.5
設備投資	1.2	3.5	2.8	2.8	0.6	▲1.5	1.0
公共投資	0.9	1.6	▲0.7	0.3	▲2.2	▲2.1	0.8
純輸出(寄与度)	(0.8)	(0.4)	(0.1)	(▲0.2)	(0.4)	(0.2)	(0.2)
名目GDP	1.0	1.9	1.6	1.7	0.9	1.0	1.7

(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. 日本経済は内需と外需のバランスの取れた形で景気回復が続く

(1) 世界経済の回復を受けて生産活動は堅調に推移

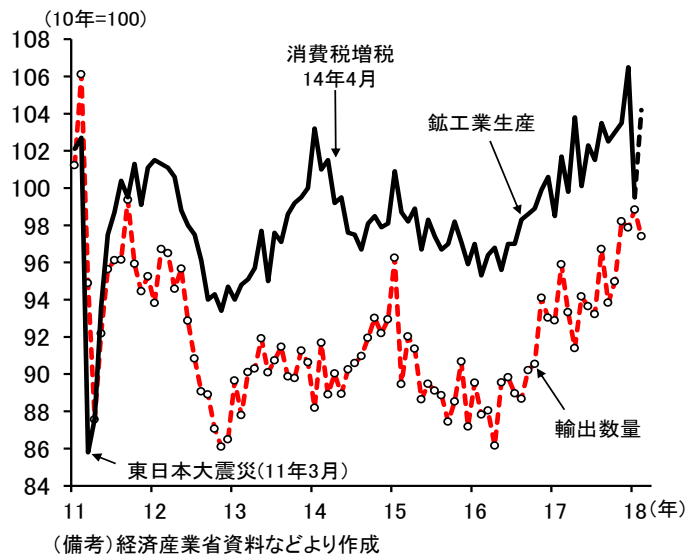
17年10～12月の実質成長率は前期比年率1.6%と7～9月（年率2.4%）に比べて減速したものの、在庫積増しペースの鈍化と前期に減少した輸入の反動増が主因である。個人消費と設備投資を中心とした内需は底堅く、輸出も増勢を維持するなど、日本経済が順調な景気回復軌道をたどっていることが確認された。足元では良好な雇用環境を背景に賃上げの動きが広がりつつあり、世界経済の回復を背景に輸出環境も良好な状態を維持している。昨年後半から上昇を続けてきた株式相場が調整局面に入っていることは不安材料だが、日本経済は、内需と外需のバランスの取れた形で景気回復が続くと予想される。

10～12月の実質GDPベースの輸出は前期比2.4%増と加速した。好調なアジア経済を背景に電子部品や半導体製造装置、工作機械などの需要が伸びているためである。足元でもアジア経済は堅調を維持しており、今後もアジア向けをけん引役に輸出は増勢を維持しよう。

輸出の回復を受けて国内の生産活動も堅調に推移している。10～12月の鉱工業生産は、前期比1.8%増と7～9月（0.4%増）から加速し、7四半期連続のプラスと好調に推移している（図表2）。10～12月の業種別生産指数をみると、電子部品デバイスの増産が一服したものの、はん用・生産用・業務用機械（前期比4.2%増）や電気機械（前期比3.9%増）は大幅な増加となった。

完成検査工程で不正が発覚した一部自動車メーカーの生産停止が不安視されたが、輸送機械は前期比3.1%増と底堅さを維持した。18年1月の鉱工業生産は前月比6.6%減と落ち込んだが、経済産業省の予測試算値によると、18年2月は前月比4.7%増と持ち直す見通しである。内需が上向いていることに加え、世界経済が堅調な動きを維持していることから、生産活動は今後も増勢を維持する公算が大きい。

(図表2) 鉱工業生産と輸出数量指数の推移



(2) 個人消費は緩やかながらも回復基調を維持

17年10～12月の実質個人消費は、前期比0.5%増とプラスに転じた。7～9月は台風や長雨など天候不順が個人消費を下押ししたが、10～12月は気温の低い日が多かったことから冬物衣料や暖房機器など季節関連消費が伸びた。また、株高を背景とした消費マインドの改善でサービス消費も堅調だった。

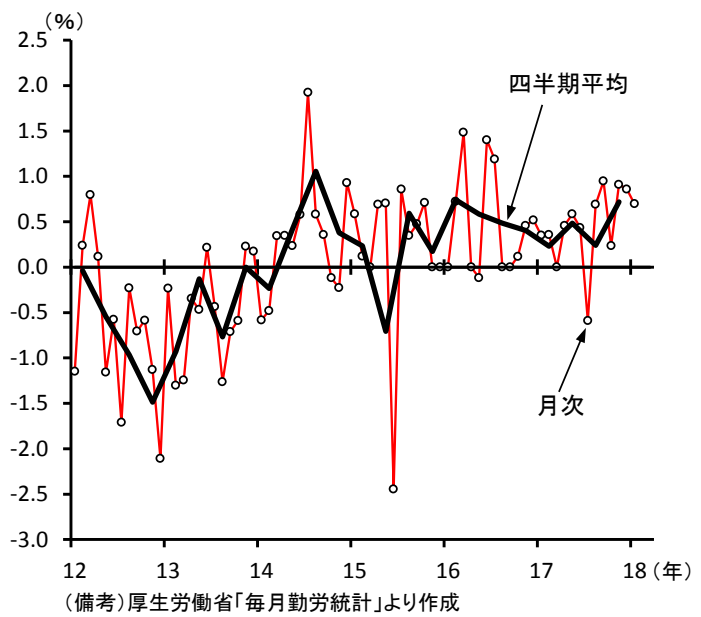
良好な雇用環境を背景に賃金の伸びが緩やかに高まっていることも個人消費の支えになった。1人当たり現金給与総額（名目賃金）をみると、16年から17年前半にかけて

伸びが鈍化した。10～12月は前年比0.7%増と7～9月(0.2%増)に比べて加速し、18年1月も前年比0.7%増と堅調な結果となった。企業収益の拡大を受けてボーナスを増額する動きが広がったことが背景にある(図表3)。

一方、企業は固定費の増加となる基本給の引上げには慎重で、所定内給与の伸びは依然として鈍い。人手不足感の強いパートタイム労働者の時間給を引き上げる動きはみられるが、こうした動きが正社員のベースアップに波及するまでには、なお時間を要すると思われる。もっとも、18年の春

闘は大企業を中心に昨年を上回るベースアップで妥結しており、賃金上昇率は徐々に伸びを高めるとみられる。個人消費は当面も緩やかな回復ペースにとどまるとみられるが、家計需要は今後の日本経済の回復を下支えしよう。

(図表3) 1人当たり賃金(現金給与総額)の前年比



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

日本経済の持続的回復に重要な役割を果たすのが輸出であり、世界経済は引き続き国内経済の動向に大きく影響する要因となる。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、15年10～12月の実質成長率は前期比年率0.5%まで減速した。しかし、その後は再び回復の勢いを取り戻し、17年4～6月と7～9月の実質成長率は年率で3%を超える高成長を記録し、10～12月も年率2.9%成長と潜在成長率(年率2%弱)を3四半期連続で上回った(図表4)。直近の17年10～12月は、在庫投資の減速が年率換算の成長率を0.5ポイント押し下げる要因となったが、個人消費は前期比年率4.0%増、住宅投資は12.8%増、設備投資は6.8%増と民間内需が好調に推移するなど、全体の成長率が示す以上に好調な経済情勢を示す結果だった。

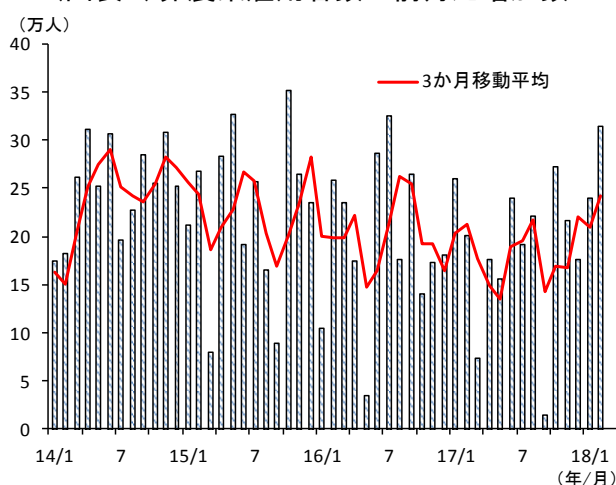
(図表4) 米国の実質GDPの推移



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、18年2月の非農業雇用者数は前月に比べて31.3万人増加した(図表5)。3か月移動平均では24.2万人増と3か月連続で20万人を超える高い伸びを記録している。FRB(連邦準備制度理事会)では、雇用の増加数が月10万人を上回れば堅調と評価しており、足元の雇用情勢は巡航速度を上回るペースで拡大しているといえる。また、18年2月の失業率は4.1%と低い水準での推移が続くなど、労働需給のタイト化を示唆している。

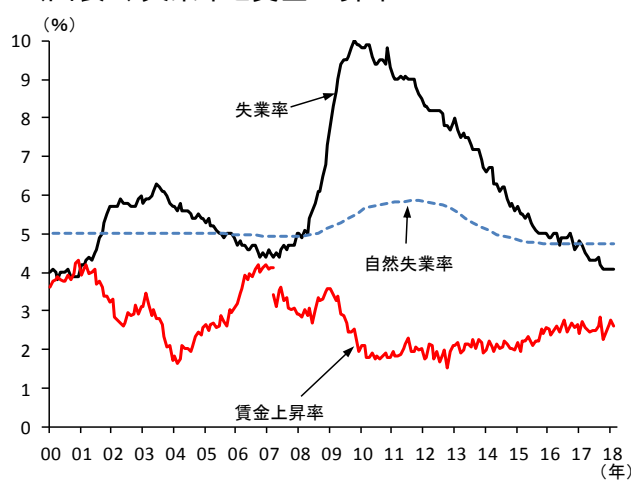
一方、18年2月の時間当たり賃金(平均時給)の前年比上昇率は2.6%と前月(2.8%)から鈍化した。昨年10月(前年比で2.3%上昇)からは伸びを高めているが、雇用者数の伸びに比べると賃金の上昇ペースは緩やかにとどまっている。もっとも、賃金への上昇圧力は着実に高まっている。例えば、長期的な均衡状態における失業率(自然失業率)は4.7%程度と推計されるが、足元の失業率は4.1%と自然失業率を大幅に下回っている(図表6)。過去の動きをみると、実際の失業率が自然失業率を下回る局面で賃金上昇率が加速しており、このところの労働需給のタイト化は賃上げ圧力の高まりを示している。当面も堅調な雇用情勢が維持される可能性は高く、賃金はこの先徐々に伸びを高めていくと予想される。

(図表5)非農業雇用者数の前月比増加数



(備考)米労働省資料より作成

(図表6)失業率と賃金上昇率



(備考)米労働省資料などより作成

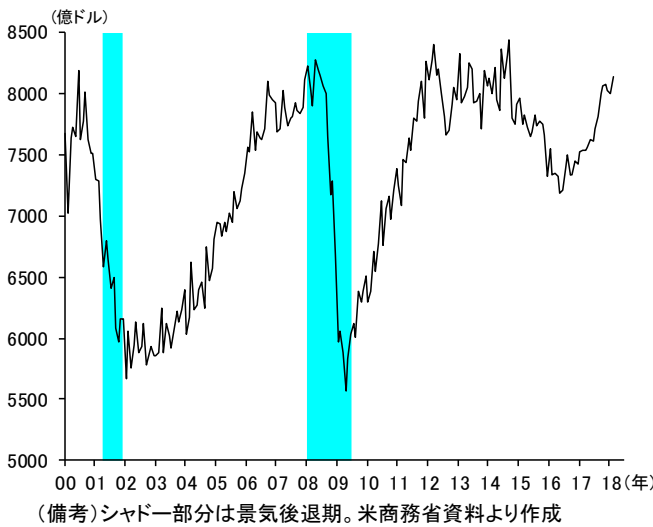
(2) 設備投資は順調な回復軌道をたどる

17年10~12月の設備投資(実質GDPベース)は前期比年率6.8%増となった。16年4~6月から7四半期連続のプラスで、米国経済の回復を背景に企業の投資意欲が本格的に上向いていることを示している。

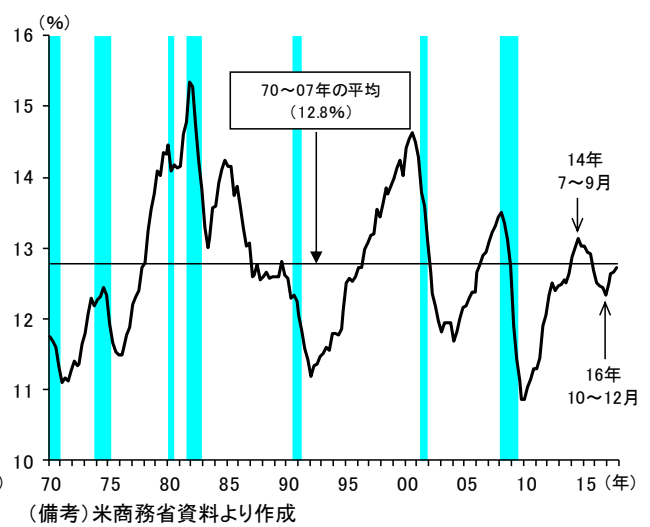
設備投資の先行指標とされる非国防資本財(除く航空機)受注をみると、14年半ばから16年前半にかけて世界経済の回復の遅れから減速したが、16年5月を底に持直しに転じた(図表7)。17年に入ると回復の動きが広がり、年間を通して増加傾向で推移した。直近は17年12月から2か月連続で前月水準を下回ったが、18年2月は前期比1.8%増と3か月ぶりに増加している。

先行きの設備投資も増勢が続く見通しである。米国の景気回復期間は長期化しているが、前述したように、設備投資は14年から16年にかけて減速するなど、一貫して拡大してきたわけではない。また、設備投資の名目GDP比をみても、14年7～9月の13.1%から16年10～12月は12.3%へ低下し、その後は再び上向いたが、直近の17年10～12月は12.7%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%）まで持ち直した程度である（図表8）。景気回復期の終盤にみられるようなストック調整圧力は弱く、設備投資の回復余地は依然として大きいといえよう。

（図表7）航空機を除く非国防資本財受注（年率）



（図表8）設備投資の名目GDP比



トランプ政権が打ち出した税制改革も設備投資の追い風になる。税制改革はトランプ大統領の目玉政策であり、昨年12月22日に成立した。連邦法人税率がこれまでの35%から21%まで引き下げられたほか、海外子会社からの配当課税も廃止された。企業向け減税の総額は10年間で6,500億ドルを上回る規模となる（図表9）。また、個人向け減税の大半が25年までの8年間の時限措置であるのに対し、法人税率の引下げは恒久措置である。企業収益が回復基調で推移しているなかでの減税措置ということもあって、企業の投資意欲を刺激する効果は小さくないと考えられる。トランプ大統領が主張する内向きの通商政策が不安視されるが、設備投資は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9）米国の税制改革の概要

企業 税制	連邦法人税率の減税（35%→21%）	減税
	※カリフォルニア州・地方税を含む（40.75%→27.98%）	
	海外子会社からの配当課税を廃止	減税
	設備投資の全額を課税所得から控除（即時償却）	減税
	借入金利息の損金算入制限の強化	増税
10年間の減税規模：6,538億ドル		
個人 税制	個人所得税の最高税率引下げ（39.6%→37.0%）	減税
	課税所得の概算控除を倍増	減税
	子育て世帯への税額控除を拡充	減税
	配偶者・扶養控除の見直し	増税
	住宅ローン金利の所得控除を縮小	増税
	10年間の減税規模：1兆1,266億ドル	
国際 課税	企業の海外留保資金に一度限りで課税（8.0～15.5%）	増税
	多国籍企業の資金取引の一部に課税	増税
10年間の増税規模：6,538億ドル		
10年間の減税総額：1兆4,560億ドル		

（備考）各種資料より作成

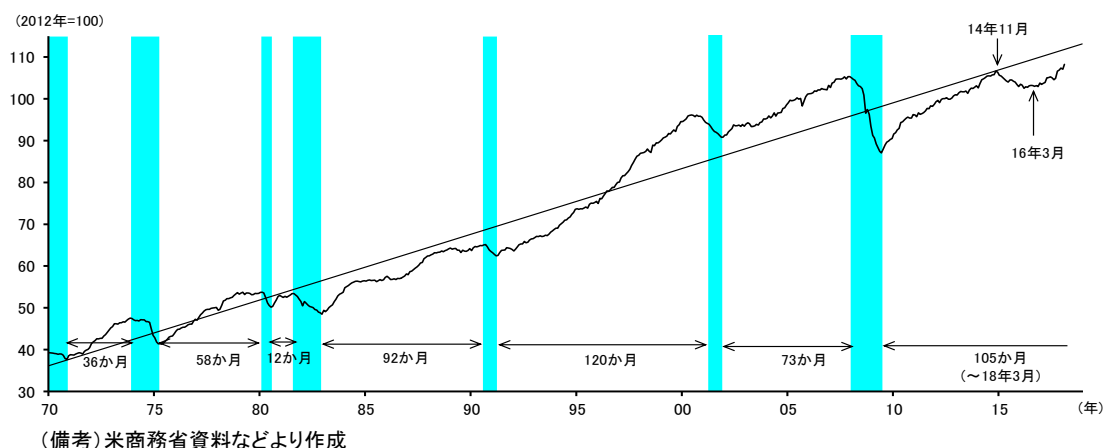
(3) 米国の景気回復は長期化の公算

米景気は09年6月を底に回復が続いており、回復期間は18年3月までで105か月に達する。戦後の景気循環における平均回復期間(58.4か月)を大きく上回っていることから、今次回復局面は終盤との見方も少なくない。ただ、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、過去最高の120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130万件程度である。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年前半まで1年半程度減速が続いたため、足元の水準は過去のトレンドに達していない(図表10)。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いということである。この先も在庫循環などに起因した短期的な景気変動(一時的に弱い含む局面)はあろうが、米国経済は中期的に年率2%弱とされる潜在成長率を上回るペースで推移すると予測している。

(図表10)米国の鉱工業生産の推移



3. 世界経済の回復を背景に日本経済は今後も堅調に推移する見通し

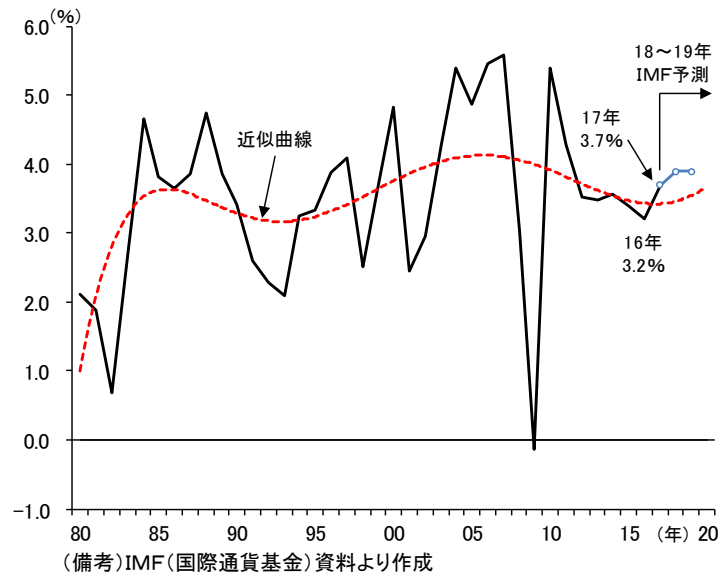
(1) 着実な回復軌道をたどる世界経済

米国経済をけん引役に世界経済も着実に回復している。IMF(国際通貨基金)の世界経済見通しによると、17年の世界全体の実質成長率は3.7%と16年の3.1%から持ち直し、18年と19年は3.9%に加速すると予測されている(図表11)。米国の成長率が17年の2.3%から18年には2.7%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少なくない

とはいえ、世界経済は循環的な回復局面に入っていると考えられる。

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、世界経済の減速期が終わり、再び加速期に入ってきたと考えられる。景気の回復を受けて、主要国の中央銀行は金融危機後の緩和政策から出口を模索し始めており、金融市場の不安定化がリスク要因として意識されようが、世界経済は中期的に順調な回復軌道をたどると予想される。

(図表 11) 世界の実質成長率の推移と予測

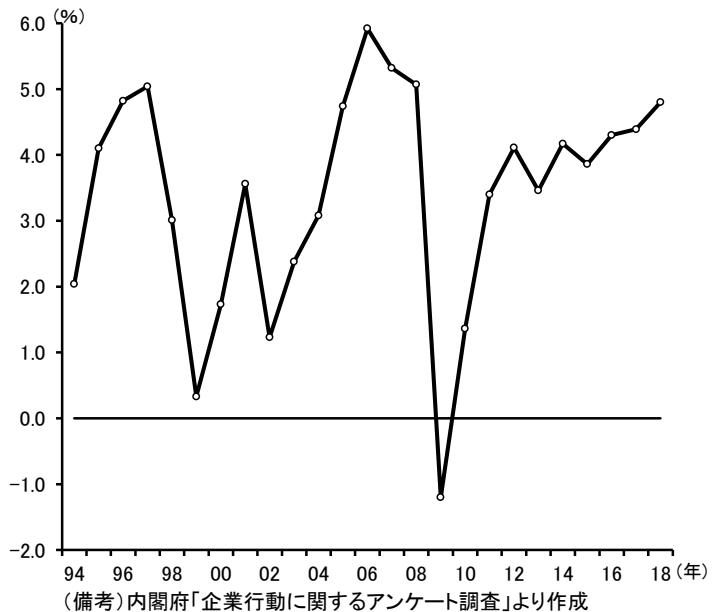


(2) 設備投資が中期的な日本経済の回復をけん引

世界経済の回復は日本経済にも波及している。すでに日本の輸出は持直しに転じているが、今後の日本経済の成長をけん引するのは設備投資である。内閣府が発表した「企業行動に関するアンケート調査(18年1月調査)」によると、企業は今後3年間(18~20年度)で設備投資を年平均4.8%増のペースで増やす計画となっている(図表12)。前回の17年1月調査の計画(4.4%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、製造業の設備投資が前年調査の4.0%増から今回は4.7%増に加速する計画である。世界経済の回復で海外需要が伸びていることが背景にある。また、非製造業でも前年の4.8%増から4.9%増へ一段と伸びが高まる計画である。内需回復を背景に業況改善が続いていることに加え、小売業や運輸業など労働集約型の産業では、人手不足が深刻化しており、省力化投資を積み増す方針である。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。

(図表 12) 今後3年間の設備投資の見通し

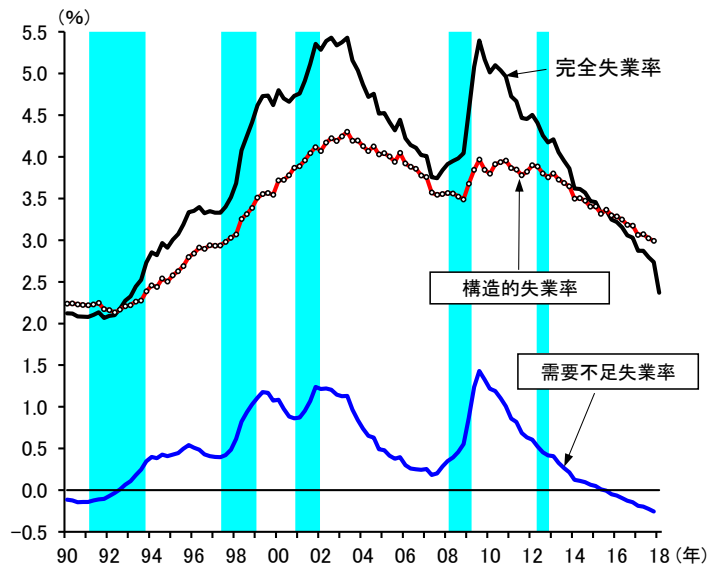


(3) 個人消費は堅調な動きを維持する見通し

設備投資と並ぶ民間需要の柱が個人消費であるが、設備投資に比べると個人消費の回復テンポは鈍い。前述したように、賃金上昇率がプラスで推移しているものの、その伸びが緩やかにとどまっているためである。

一方、景気回復期間が5年を超えて長期化していることで、企業の人手不足感は一段と強まっている。例えば、18年1月の有効求人倍率は1.59倍とバブル期のピーク水準（90年7月の1.46倍）を大きく上回り、74年1月（1.64倍）以来の高水準まで上昇している。職がなく求職活動をしている人の比率を示す失業率も

(図表 13) 完全失業率と構造的失業率



(備考)シャド一部分は景気後退期。総務省資料などより推計

2.4%（18年1月）と93年4月（2.3%）以来の低い水準まで改善している（図表 13）。

また、足元の失業率の水準は、構造的失業率（17年10～12月は3.0%と推計される）をすでに下回っている。構造的失業率とは欠員数と失業者数が一致しているときの失業率で、理論的にはミスマッチに起因する失業者しか存在しない時の失業率である。実際の失業率が構造的失業率を下回っているということは、企業が採用条件（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とを示している。労働需給が極端にひっ迫し、賃金上昇圧力が高まりやすいことを示唆している。90年の構造的失業率が2.2%程度であったことを考えると、ミスマッチ失業を減らす余地はあり、それによって50万人程度の労働力を確保できる計算だが、中長期的な労働力不足を補うには十分とはいえない。人口が減少に転じていることもあって、労働需給のひっ迫は今後も続く可能性が高い。この先も賃金には上昇圧力がかかり続けるとみられ、所得増に支えられる形で個人消費は堅調な動きを維持しよう。

4. 今後5年間の年平均実質成長率は0.6%と予測

(1) 消費税増税とオリンピック効果の反動減が20年度以降の景気下押し要因に

世界経済が順調な回復軌道をたどると予想されるなか、中期的にみた日本経済も基調として上向きの動きが続く可能性が高いと考えられる。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、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。

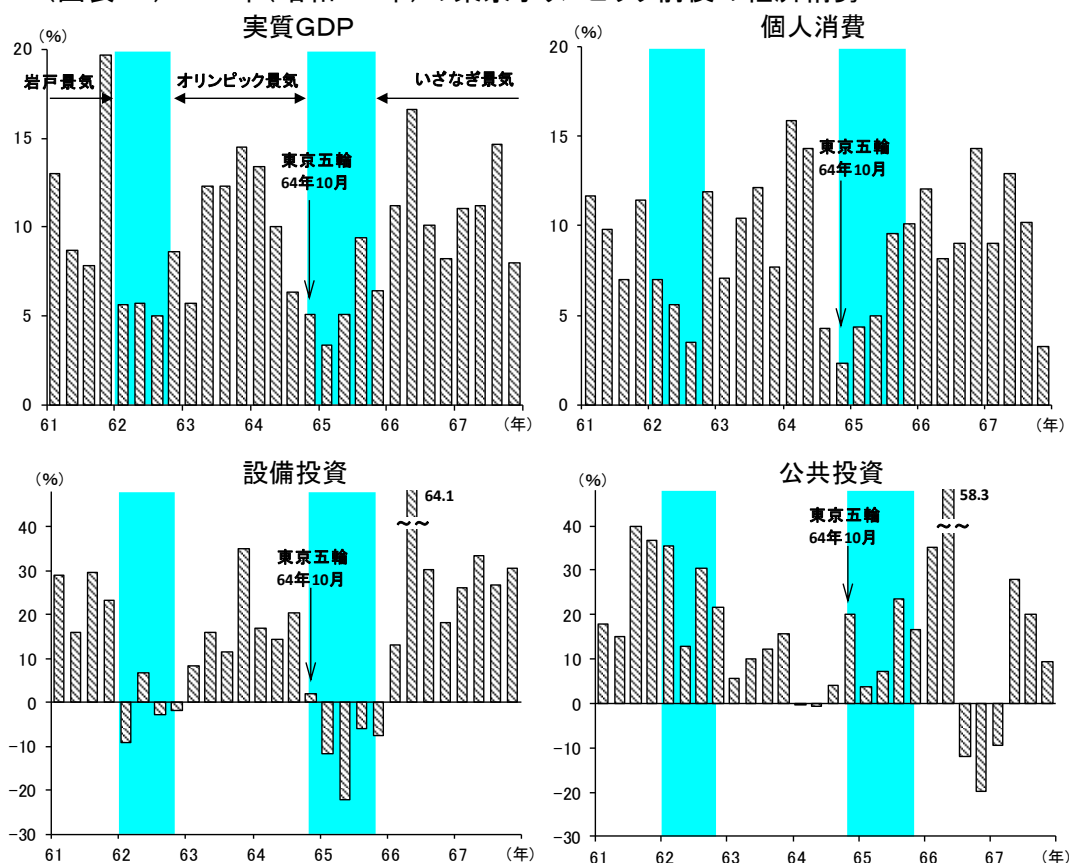
一方、2020年に東京オリンピックが開催されるため、19年度後半から20年度前半にかけて消費税増税によるマイナスの影響が減殺される。もっとも、オリンピック効果は短期的な景気押し上げ要因に過ぎず、オリンピック終了後の反動減は避けられない。また、オリンピック効果で覆い隠されていた消費税増税の影響が遅れて表面化することも想定される。20年度後半から21年度にかけて、日本経済は景気後退局面を迎える可能性が高い。前述したとおり、世界経済が中期循環的な回復期に入っていると考えられるため、深刻な景気後退は回避できるとみられるが、21年度の日本経済は14年度以来のマイナス成長と予測した。今回の予測期間である18年度から22年度（5年間）は、景気後退期を挟むこともあって、年平均0.6%成長にとどまると予想される。

（2）オリンピック効果は19年度後半にピークを迎える公算

今回の東京オリンピックは、2020年7月24日から8月9日までの17日間の日程で開催される。インフラ投資や関連消費の拡大が景気を押し上げる要因となるが、その効果は19年度後半がピークとなる可能性がある。

参考となるのが、1964年の東京オリンピック前後の景気の動きである。前回の東京オリンピック（は、1964年（昭和39年）10月10日から10月24日の期間で開催された。オリンピック開催効果は大きく、岩戸景気後の後退局面から脱する要因となった。62年10月をボトムに「オリンピック景気」が始まり、オリンピック開催月である64年10月まで景気拡大が続いた（図表14）。もっとも、GDP成長率はオリンピック開催の1年

（図表14）1964年（昭和39年）の東京オリンピック前後の経済情勢



(備考)内閣府資料より作成

前に当たる63年10～12月の前期比年率14.5%がピークで、その後は成長ペースが鈍化している。オリンピック関連のインフラ投資が一巡したため、公共投資は64年1～3月に前期比マイナスに転じている。関連消費は64年1～3月から4～6月にピークを記録しているが、オリンピックの効果は、開催月の半年前あたりでピークアウトしたことになる。

今回は、人手不足の影響などで工事の進捗が遅れており、インフラ投資のピークアウト時期もやや遅れるとみられるが、一方で関連消費は消費税増税前の19年度前半に前倒しされることも考えられる。インバウンド効果は当時に比べて大きくなるとみられるが、19年度後半から景気は減速し、20年度下期にかけてオリンピック効果の反動減が景気を下押ししよう。

(2) 今後5年間の景気動向

<18年度>～個人消費は底堅く、民需主導で自律回復の動きが強まる

企業収益の回復を受けて、賃上げの動きは徐々に中小企業などにも広がると予想される。14年度の消費税増税から4年が経過し、増税前の前倒し需要が一巡しているため、モノの需要も底堅く推移しよう。18年度の個人消費は前年比1.3%増へ加速すると予測した。世界経済の回復テンポが高まるなど企業を取り巻く環境も良好な状態が続くとみられ、18年度の設備投資は2.8%増と内需の回復をけん引しよう。一方、住宅投資は、アパートを中心とした貸家建設の鈍化で、18年度は前年比2.1%減と4年ぶりに減少すると予測した。公共投資も、大型補正予算（16年度補正予算）の効果がピークアウトしているため、前年比0.7%減と前年水準を下回るとみられる。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（図表15）。

<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、賃金は増加傾向で推移するとみられるが、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0.5%増に減速すると予想される。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年度>～オリンピック効果の一巡で年度下期はマイナス成長へ

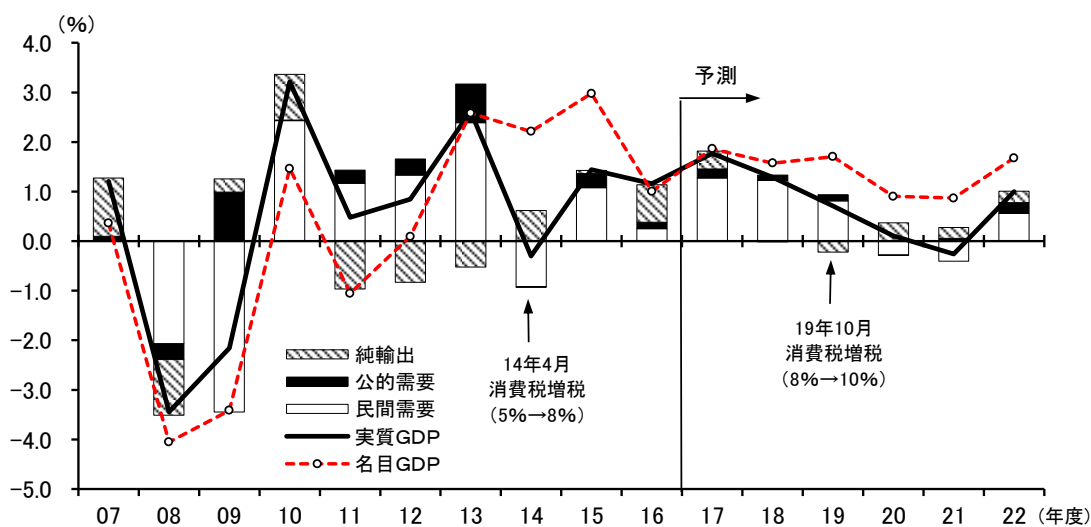
消費税率の引上げ時期が19年度下期となるため、20年度上期も前年同期に比べて税負担が増大する。20年度全体では、前年度平均に比べて消費税率は1%高くなり、引き続き実質賃金は押し下げられる。ただ、東京オリンピック（7月24日～8月9日）に向けて、家電などの買い替え需要が見込まれるほか、現地開催に伴う高揚感も個人消費を刺激しよう。インバウンド効果も景気の下支えとなるため、オリンピックが開催される

20年7～9月まで景気は拡大方向で推移すると予想される。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。上期の好景気で、20年度全体の実質GDPは前年比0.1%増とプラスを維持しようが、下期には景気後退局面に入ると予想される。

<21～22年度>～オリンピック効果の一巡で景気は減速局面へ

オリンピック開催後の20年10～12月から21年4～6月まで実質GDPは3四半期連続でマイナス成長と停滞しよう。世界経済が基調として上向きの動きを維持すると想定しており、輸出を下支えに景気は緩やかに上向こうが、21年度全体の実質成長率はマイナスとなり、年度ベースでプラス成長に転じるのは22年度と予測した。

(図表 15) 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

(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、消費税の再増税が予定されていることもあって、1%程度とされる潜在成長率を上回るペースで成長を続けることは難しいと考えられる。内閣府では、17年のGDPギャップが+0.4%と16年の▲0.3%からプラスに転じたと試算しているが、物価の基調は弱いままである。中期的なGDPギャップもゼロ%から小幅プラスにとどまるとみられ、物価上昇圧力が高まる可能性は低いと考えられる。

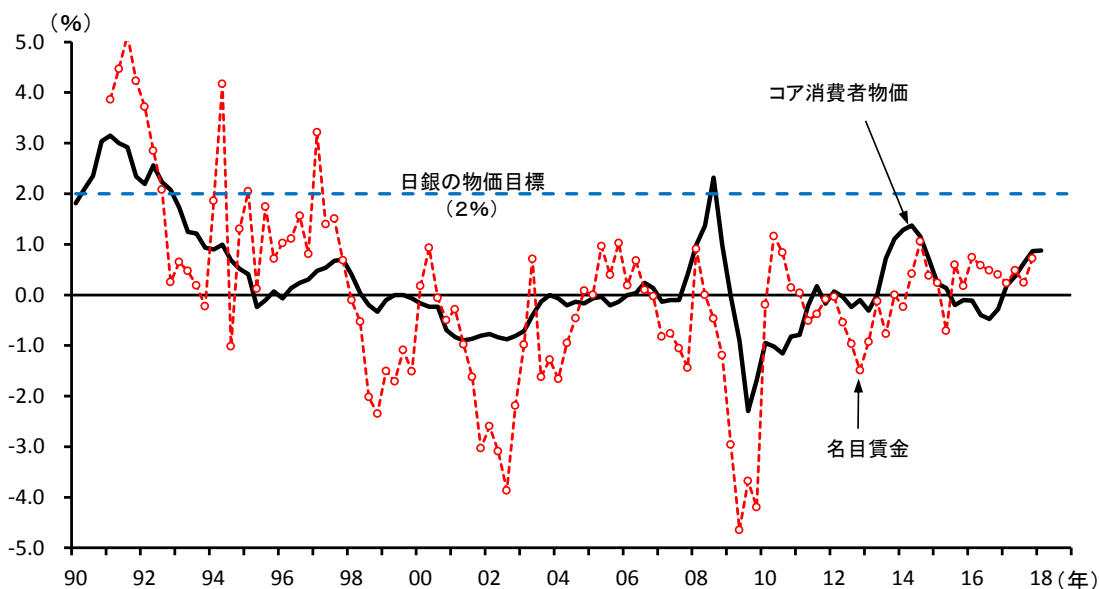
日銀が物価目標の指標としているコア消費者物価は、17年1月から前年比でプラスが続き、18年2月には1.0%の上昇とプラス幅が拡大している。もっとも、昨年来の物価上昇は原油価格の上昇に伴うエネルギー価格の値上がりによる影響が大きい。日銀が、基調的なインフレ率を捕捉するための指標としている「生鮮食品とエネルギーを除く総合指数」は、18年2月の実績で前年比0.5%の上昇にとどまっている。食料とエネルギーを除く米国式のコア指数でみると、18年2月の前年比上昇率は0.3%とさらに低くな

る。景気回復の動きが当面も続くとは予想されるなか、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%の物価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%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%程度の賃金上昇率の実現することが条件と考えられる(図表16)。仮に、物価上昇率が賃金上昇率を上回る状態が続けば、実質賃金の減少によって家計需要が落ち込み、デフレ圧力が再燃するためである。2%の物価目標を達成するためには、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ず、物価上昇率が安定的に2%を維持することは難しいということである。

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。

(図表16)コア消費者物価と名目賃金の前年比



(備考)1. 四半期ベース。直近はコア消費者物価が18年1~2月、名目賃金は17年10~12月
 2. 消費者物価の前年比は消費税増税の影響を除くベース。総務省資料などより作成

以上
 (角田 匠)

<予測総括表>

18~22年度の経済見通し

(単位:%)

	16年度 〈実績〉	17年度 〈実績見込み〉	18年度 〈予測〉	19年度 〈予測〉	20年度 〈予測〉	21年度 〈予測〉	22年度 〈予測〉	18~22年度 平均成長率
実質GDP	1.2	1.8	1.4	0.7	0.1	▲0.3	1.0	0.6
個人消費	0.3	1.1	1.3	0.5	▲0.2	0.0	0.7	0.5
住宅投資	6.2	0.1	▲2.1	▲0.1	▲7.0	▲2.2	0.5	▲2.2
設備投資	1.2	3.5	2.8	2.8	0.6	▲1.5	1.0	1.1
在庫投資(寄与度)	▲0.3	0.1	0.1	0.1	▲0.1	▲0.1	0.0	0.0
政府最終消費	0.5	0.5	0.7	0.5	0.6	0.8	0.9	0.7
公共投資	0.9	1.6	▲0.7	0.3	▲2.2	▲2.1	0.8	▲0.8
純輸出(寄与度)	0.8	0.4	0.1	▲0.2	0.4	0.2	0.2	0.1
<輸出>	3.4	6.4	4.6	3.3	3.1	2.2	2.6	3.2
<輸入>	▲1.0	4.5	4.5	4.6	1.2	1.1	1.5	2.6
内需(寄与度)	0.4	1.5	1.3	0.9	▲0.3	▲0.3	0.8	0.5
名目GDP	1.0	1.9	1.6	1.7	0.9	1.0	1.7	1.4
GDPデフレーター	▲0.2	0.1	0.3	1.0	0.8	1.2	0.7	0.8
為替レート(円/ドル)	108	111	110	109	108	108	105	
完全失業率	3.0	2.7	2.5	2.5	2.4	2.5	2.3	
消費者物価(除く生鮮食品) (消費税率引上げの影響を除く)	▲0.3	0.7	1.0	1.2	1.5	0.8	1.0	
経常収支(兆円)	20.38	22.60	23.48	23.46	23.65	23.39	24.63	
貿易収支	5.77	4.82	4.02	3.78	4.34	5.01	5.73	
サービス収支	▲1.38	▲0.56	▲0.53	▲0.77	▲0.36	▲0.85	▲0.87	
1次所得収支	18.08	20.51	21.96	22.37	21.56	21.07	21.58	
無担保コール翌日物(年度末)	▲0.06	▲0.06	▲0.05	▲0.05	0.00	0.00	0.15	
10年国債利回り(年度平均) (レンジ)	▲0.30-0.11	▲0.02-0.10	0.00-0.15	0.00-0.30	0.20-0.80	0.40-1.20	0.70-1.50	
米国の実質成長率(暦年)	1.5	2.3	2.6	2.4	2.2	2.3	2.5	2.4
中国の実質成長率(暦年)	6.7	6.9	6.7	6.5	6.3	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. 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
N o. 28-8	「地域別にみた経済動向」 －主要な需要項目別に地域間で経済状況を比較－	2017年3月
N o. 29-1	「交通インフラ整備の地域経済への影響」 －関東地方の鉄道・高速道路網整備に伴う社会・産業構造の変化－	2017年7月
N o. 29-2	「中国の不動産バブルと企業債務問題」 －不動産バブルは地域的かつ小規模。高水準の企業債務が懸念材料－	2017年8月
N o. 29-3	「都道府県間人口移動の要因と影響」 －産業構造、所得環境、生活コスト、住宅取得環境等の都道府県間格差から人口移動を考察－	2017年11月
N o. 29-4	「企業の人手不足の状況と今後の見通し」 －中小企業の課題克服のため、信用金庫が一助となれる余地は大きい－	2017年12月
N o. 29-5	「中小企業の財務状況からみた設備投資・賃上げ余力」 －中小企業における収益性分析、付加価値分析、安全性分析による考察－	2018年3月
N o. 29-6	「日本経済の中期展望」 －18～22年度の年平均成長率は名目1.4%、実質0.6%と予測－	2018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からご覧いただけます。
(<http://www.scbri.jp>)

信金中央金庫地域・中小企業研究所 活動状況
(2018年2月実績)

○レポート等の発行状況

発行日	分類	通巻	タイトル
18.2.5	内外金利・為替見通し	29-11	日銀は出口戦略を検討する段階ではないと判断。現行の金融緩和策を当面継続
18.2.9	金融調査情報	29-31	貸出金増加率上位信用金庫の預金量規模別、立地別の貸出動向 —大都市圏では一部業種が集中的に増加、地方では幅広い業種で増加—
18.2.13	金融調査情報	29-32	成長中小企業向けオンライン融資への挑戦 —地域金融機関との戦略的提携を目指す—
18.2.16	経済見通し	29-5	実質成長率は17年度1.6%、18年度1.3%、19年度0.7%と予測 —堅調な世界経済を下支えに日本経済も回復基調を維持—
18.2.26	産業企業情報	29-17	経営持続に不可欠な中小企業経営者の企業家としての役割 —生産性向上による稼ぐ力を常に意識する企業家マインドこそがカギ—

○講演等の実施状況

実施日	講演タイトル	主催	講演者等
18.2.1	「稼ぐ力」を磨く中小企業事例	三島信用金庫	藤津勝一
18.2.7	日本及び世界の経済情勢と今後の見通し	栃木県信用金庫協会	角田匠
18.2.7	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
18.2.9	経済見通しについて	埼玉縣信用金庫	角田匠
18.2.14	今後の経済見通し	興産信用金庫	奥津智彦
18.2.15	「ビットコイン」と「ブロックチェーン」 —「フィンテック」の広がりのなかで—	神戸信用金庫	藁品和寿
18.2.17	金融市場動向	磐田信用金庫	奥津智彦
18.2.21	環境変化に挑む中小企業の経営事例	観音寺信用金庫	鉢嶺実
18.2.22	為替、金利、株式等の今後の見通しについて	亀有信用金庫	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)