

2022年の日本経済は 本格回復に向かうか

～変異株や米国の物価・金利の動向に警戒が必要～

大和総研シニアエコノミスト

神田 慶司



2021年は前年に続き、新型コロナウイルスに翻弄された一年であった。国内の感染状況は夏場まで頻繁に悪化し、8月20日には1日あたり新規感染者数が過去最多の2万5,975人を記録した。その後はワクチン接種率の上昇や感染症対策の継続もあって急速に減少し、緊急事態宣言（以下、宣言）等は9月30日をもって全面解除された。人出が増加する中でも感染状況は落ち着いており、景気の回復基調は強まった。

だが、南アフリカで感染拡大したオミクロン型の変異株が60を超える国・地域で検出されるなど、先行き不透明感は依然として強い。米国ではインフレの加速を背景に金融政策の修正が迫られている。こうした中で2022年の日本経済はどのような姿が見込まれるだろうか。

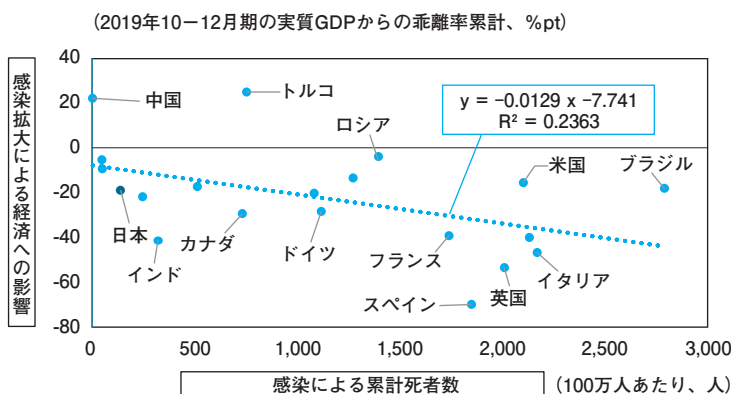
本稿ではまず、感染拡大によって日本経済がどのような影響を受けたのかを整理する。次に、2022年の国内外の経済見通しや景気下振れリスクについて述べる。最後に、岸田文雄政権は「新しい資本主義」の実現を目指しているが、日本経済が抱える問題の所在や、今後求められる政策の方向性について指摘する。

日本は感染拡大による経済損失も死者数も比較的少ない

日本を含む多くの国では、感染拡大を抑えるためのロックダウン（都市封鎖）や宣言発出などにより経済活動の停滞を経験した。ただしデータを見ると、感染拡大による各国経済への影響の大きさは感染状況や行動制限の内容、経済対策の規模などによって異なることが分かる。

図表1は2020年の経済規模で世界上

図表1 感染拡大による経済への影響と死者数の関係
(2020年1月～2021年9月)



(注) 2020年の名目GDP(ドルベース)で世界上位20カ国が対象。2020年1-3月期から2021年7-9月期までの各四半期において、2019年10-12月期の実質GDP(季節調整値)からの乖離率を累計。
出所: Haver Analytics、オックスフォード大学より大和総研作成

位20カ国を対象に、2021年9月までの感染拡大による経済への影響と死者数の関係を散布図で示したものである。各国経済への影響の大きさは感染状況や行動制限の内容、経済対策の規模などによって異なり、感染による死者数が人口あたりで多い（少ない）国ほど経済への悪影響が大きい（小さい）という緩やかな傾向が見られる。1人あたり所得額の高い国に絞っても同様であり、G7（主要7カ国）ではとりわけイタリアや英国が厳しい経済状況に置かれた。こうした中で日本は経済損失も人口あたり死者数も比較的少なく、特に後者は図表1の掲載国の中で4番目に少なかった。すなわち日本は感染拡大防止と経済活動の両立において比較的成功した国といえる。

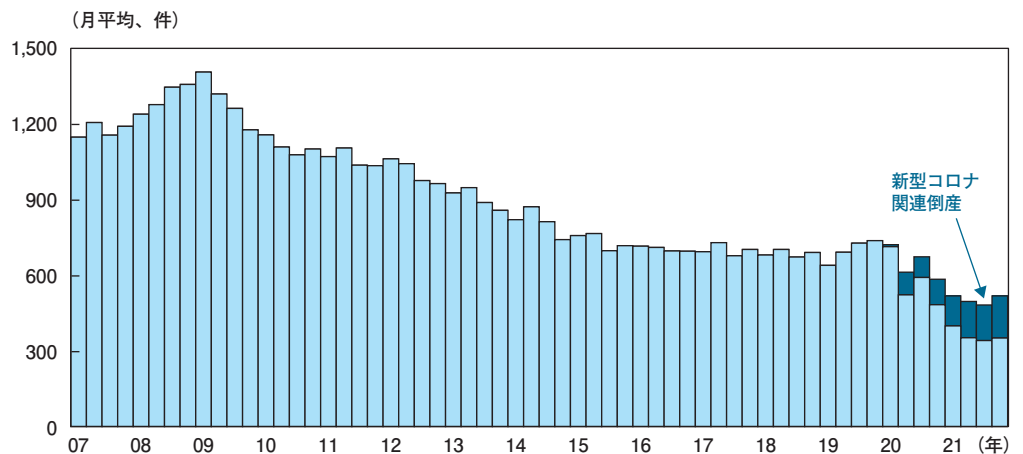
背景には、日本の感染拡大防止策は「要請」が中心で、法的強制力を伴う欧米などの制限措置に比べて緩やかだったことに加え、経済対策が異例の規模で実施されたことなどがある。政府は2020年4月に緊急経済対策、6月に第2次補正予算、そして菅義偉前政権の下で12月に総合経済対策を策定し、事業規模は合計で308兆円程度（財政支出は161兆円程度）に達した。

1人10万円の特別定額給付金や持続化給付金など各種給付金をはじめ、雇用調整助成金の特例措置の拡大や実質無利子・無担保の融資、地方臨時創生交付金の創設、医療提供体制の強化や医療機関等への支援などが盛り込まれた。

戦後最悪のマイナス成長下でも連鎖倒産や大規模な雇用調整を回避

2020年の実質GDP成長率は▲4.5%と戦後最悪ともいえるマイナス成長を記録した。東京商工リサーチによると、新型コロナウイルス関連の倒産件数は高水準で推移しており、2021年11月には3カ月連続で月間最多を更新した。だが日本全体で見れば、倒産件数は感染拡大後に急速に減少した（図表2）。2021年11月の倒産件数は510件と、資産バブル期にあった1990年1-3月期（月平均468件）に近い水準にある。理由としては、2008年9月のリーマン・ショックを経て金融機関のバランスシートの健全性が高まったことや、感染拡大時に企業の手元流動性が厚かったことに加え、政府と日本銀行による資金繰り支援策が一定の効果を発揮したことも挙げられる。

図表2 倒産件数（負債額1,000万円以上、左）の推移



注) 直近値は10、11月の平均値。
出所：東京商工リサーチ「倒産月報」より大和総研作成

債務問題として経済に悪影響を及ぼす可能性がある点には留意が必要である。

他方、労働需要はコロナショックの影響が本格化した2020年春に急減した。雇用者数を雇用形態別に見ると、急減したの

は主に非正規雇用だった。感染拡大の影響をとりわけ受けたのが、非正規雇用者比率

の高いサービス業だったためだ。感染拡大の長期化で、非正規雇用への需要は低迷が続いている。一方、正規雇用の動きはリーマン・ショック時とは明確に異なる。リーマン・ショック時は正規雇用の調整が5年

ほど続いたが、今回は見られず、2020年度の正規雇用者数は前年度の水準を上回った。

背景には、5兆円超が支給された雇用調整助成金の効果に加え、2010年代半ばから深刻化した人手不足がある。厚生労働省「労働経済動向調査」における雇用形態別の労働者過不足判断DI（「不足」―「過剩」）を見ると、いずれの雇用形態も「過剩」超となったリーマン・ショック時とは異なり、今回は派遣労働者を除き「不足」超を維持している。とりわけ正社員等では人手不足感が強く、コロナショック後に低下したDIは2020年8月の+21ポイントで下げ止まった。11月にはどの雇用形態でもDIが上昇しており、派遣労働者の過剰感

業種間で回復の二極化が鮮明に

感染拡大以降の世界貿易量と国際観光客数（いわゆるインバウンド）の動きを見ると、グローバルなモノとヒトの動きは時間の経過とともに二極化が進んだ。

コロナショックが発生した当初、世界貿易量はリーマン・ショック後（2008年9月以降）並みに落ち込んだが、調整局面はごく短期間で終了し、2021年1月には過去最高水準を超えた。財政・金融政策の支援もあつて企業の資金繰りや雇用・所得環境が大幅に悪化しなかったこと、旅行や外食などが制限される中で巣ごもり需要が強まったこと、テレワークの拡大による情報関連財需要の増加、オンライン取引の拡大などが要因とみられる。

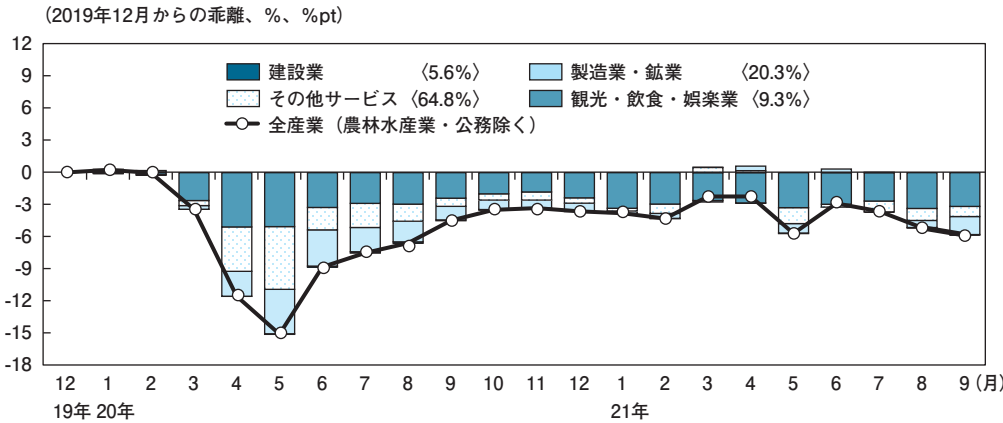
一方で国際観光客数は低迷が続いている。国連世界観光機関（UNWTO）によると、2019年で14・6億人だった全世界の国際観光客数は2020年に4億人弱まで減少した。前年比で▲74%であり、減少率はリーマン・ショック直後の2009年（同▲4%）を大幅に上回った。直近の公表値である2021年9月の国際観光客数は2

019年同月比で▲63%であり、とりわけアジアでは同▲94%に落ち込んでいる。

グローバルなモノとヒトの動きは日本の個人消費や輸出に色濃く表れている。GDPベースの財消費と財輸出は2020年10―12月期に感染拡大前（2019年10―12月期）並みの水準に回復したのに対し、サービス消費は2021年7―9月期でも感染拡大前の水準を7%下回り、インバウンド消費が含まれるサービス輸出は同21%下回った（いずれも実質額）。

こうした需要の動きを企業側（業種別の経済活動）から見たのが図表3である。ここでは全産業（農林水産業と公務除く）の経済活動指数について、2019年12月からの乖離率をいくつかの業種にまとめて寄与度分解した。2021年9月における全産業の活動指数は▲5・8%だったが、この落ち込みの大半は2015年時点で付加価値生産額の1割弱を占めるにすぎない「観光・飲食・娯楽業」が寄与している。観光・飲食・娯楽業の経済活動指数は2019年12月比▲34%であり、とりわけ「宿泊業」（同▲49%）や旅行業などが含まれる「その他の生活関連サービス業」（同▲44%）で

図表3 全産業の経済活動指数の推移



注) 「観光・飲食・娯楽業」は宿泊業、飲食サービス業、旅客運送業、生活関連サービス、娯楽業。〈 〉内の数値は平成27年産業連関表に基づく当該産業の付加価値生産額ウェイト。
出所：経済産業省、国土交通省、総務省より大和総研作成

経済活動指数の落ち込みが大きい。一方で「建設業」「その他サービス業」は感染拡大前の水準近くまで回復した。「製造業・鉱業」は同▲9%であったが、これは部品調達難で自動車の減産を余儀なくされたためである。

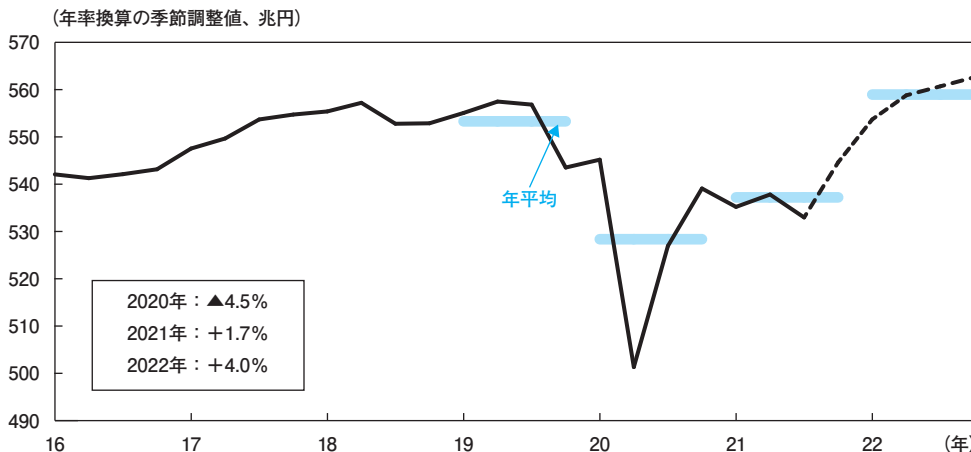
2022年の日本の実質GDP成長率は+4.0%の見込み

宣言等が2021年9月30日に全面解除された後も感染状況は落ち着いており、行動制限が段階的に緩和されたことで、米ゲル社が公表する小売店・娯楽施設の入出は10月下旬から11月にかけて急速に増加した。新しい変異株の出現など先行き不透明感が依然として強い中、日本経済は今後どのように推移するだろうか。

当社のメインシナリオでは、2022年の実質GDP成長率を+4.0%と見込んでいる(12月8日時点の見通し、図表4)。2021年は+1.7%と感染拡大がたびたび深刻化したことで、2020年の落ち込み(同▲4.5%)の半分程度しか埋められなかったとみられるが、2022年は成長率が加速するだろう。

需要項目別に見ると、経済活動の再開や、岸田政権が2021年11月19日に取りまとめた経済対策の効果もあって個人消費や設備投資の成長率が高まる一方、政府消費はコロナ危機対応策の必要性が低下することに伴い伸び悩む見通しである(個人消費について)

図表4 日本の実質GDP見通しと海外経済の前提



米欧中の実質GDP成長率

米国	2020年：▲3.4% 2021年：+5.6% 2022年：+4.0%
ユーロ圏	2020年：▲6.5% 2021年：+5.1% 2022年：+4.1%
中国	2020年：+2.3% 2021年：+8.0% 2022年：+5.4%

注) 図中の破線は大和総研による予測値。米欧中の見通しは大和総研の各国担当者の予測に基づく。
出所：内閣府、各国統計より大和総研作成

ては後述)。

輸出については、2021年10-12月期に持ち直した後、予測期間を通じて増勢を維持する見込みである。7-9月期は東南アジアでの感染拡大により、工業製品の部品調達難や追加的な半導体不足が生じたことと、日本からの財輸出は5四半期ぶりに前期比で減少した。だがこうした状況は既に改善しつつあり、大和証券の自動車セクターのアナリストは2022年度中に自動車向け半導体の供給制約が収束すると予想している。そのため2022年は自動車を中心に電気機器や一般機械などでも挽回輸出が見られるだろう。他方、低迷が続いているインバウンド需要は2022年に持ち直し、サービス輸出の回復を後押しするとみている。

全人口に占めるワクチン2回接種を終えた人の割合(接種完了率)は、2021年12月12日時点で77.4%まで上昇した。当社のメインシナリオでは、ワクチンの効果を維持するための追加接種が適宜実施され、マスクの着用などの感染症対策が継続されることで、8月に経験したような感染爆発は回避されると想定している。本稿執筆時

点でオミクロン株の詳細は明らかになっていないため、その影響については織り込んでいない。経口治療薬の普及などもあり、感染が拡大しても医療提供体制への負荷が抑えられることで、国内外の経済活動の正常化の流れは継続するだろう。ただし低所得国などではワクチン接種率が依然として低いことから、2022年中の世界的な感染収束は難しく、一定の感染症対策が継続されると考えられる。

日本にとって比較的良好な輸出環境が2022年も続く見通し

海外経済については当社の各国担当者の見通しに基づく。当社のメインシナリオにおける2022年の実質GDP成長率は米国で+4.0%、ユーロ圏で+4.1%、中国で+5.4%の見込みである(図表4)。米欧は潜在成長率を大幅に上回る高成長率が続く見通しだ。米国の景気回復ペースは前年(+5.6%の見込み)にこそ見劣りするものの、個人消費や設備投資がけん引する形で景気が拡大しよう。ユーロ圏では感染状況がいずれ落ち着き、家計の外出・消費行動が徐々に積極化することで、個人

消費主導で景気が回復するとみられる。中国では感染拡大前の2019年を下回る成長率となる見込みだ。政府が引き締め策を実施した不動産開発投資の増加ペースの減速や資源高などの影響が懸念されるが、政策対応余地が大きいこともあり、景気の拡大基調は継続するとみている。日本にとって比較的良好な輸出環境が2022年も続くことは景気回復の追い風となるだろう。

米国では2021年7-9月期の実質GDPが前期比年率+2.0%と、4-6月期(同+6.7%)から大きく低下した。感染再拡大で家計の消費行動が消極化し、経済対策による現金給付の反動減や失業保険の給付増額の期限切れによって可処分所得が減少した。さらに、サプライチェーンの混乱が企業活動の停滞を招いた。10-12月期は感染状況の改善や雇用環境の回復ペースの加速で個人消費が復調するとみられる一方、インフレ率の高止まりによる経済への悪影響が懸念される。労働供給が伸び悩めば、賃金上昇圧力が維持されて高インフレが長期化することになる。今後の賃金・物価動向や、FRBによる量的金融緩和の縮小(テーパリング)とその後に見込まれ

る利上げを巡る議論が債券市場にもたらす影響を注視する必要がある。

ユーロ圏では7-9月期の実質GDPが前期比年率+9.3%と4-6月期に続いて高成長を維持し、感染拡大前(2019年10-12月期)をわずかに下回る水準まで回復した。ワクチン接種の進展による感染状況の改善を受け、個人消費がサービスを中心に大幅に拡大した。だが、足元では新規感染者数の増加を受けて行動制限を厳格化する国もあり、先行き不透明感が強まっている。経済活動の正常化の一服やインフレ率の高止まりもあり、当面の成長率は伸び悩み見込みだが、感染状況が改善するにつれて徐々に持ち直すだろう。

中国では7-9月期の実質GDPが前期比年率+0.8%と4-6月期(同+4.9%)から急減速した。背景には、感染再拡大を受けて全国規模で実施された行動制限、半導体不足による自動車販売の低迷、環境規制や電力不足による生産活動の抑制、資源高による交易条件の悪化、不動産の新規着工の減少などがある。先行きは回復基調が継続するとみているものの、電力不足や感染症対策は2022年1-3月期頃ま

で景気を悪化させるだろう。恒大集団の経営危機は景気の下振れ要因として今後も注視する必要があるが、商業銀行全体の貸倒引当金の規模などに鑑みると、金融危機に発展する可能性は低い。電力不足や感染症対策が落ち着くことや、高水準の預金準備率など政府・中央銀行の政策対応余地の大きさもあり、成長率は2022年4-6月期頃から加速していくとみている。

景気の本格回復を左右する個人消費と「過剰貯蓄」の行方

感染拡大以降の個人消費の動きを財とサービスに分けて見ると、前述したように財は感染拡大前(2019年10-12月期)の水準を2020年10-12月期に回復した一方、サービスは2021年7-9月期でも同水準を1割近く下回った。外食や旅行、娯楽といった感染症対策の影響を受けやすい費目の低迷が背景にあり、日本経済の本格回復にはこうした消費の復活が欠かせない。

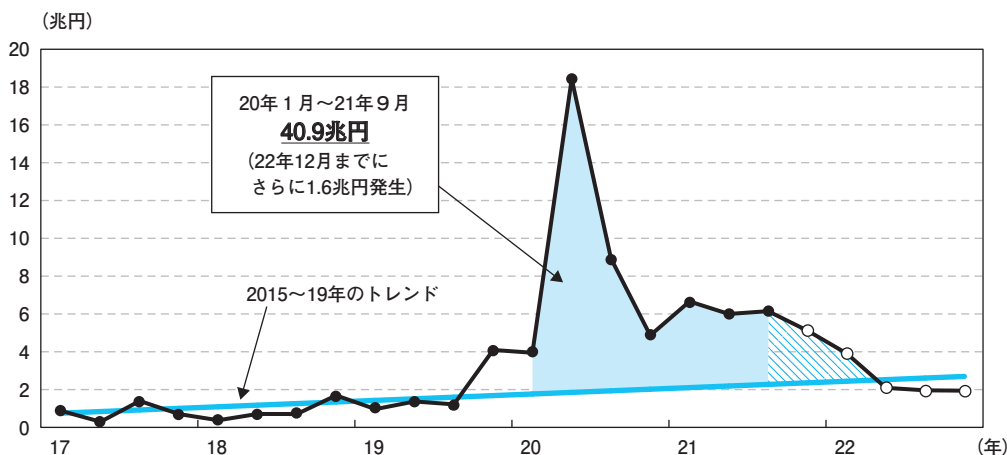
この点、ワクチン接種率が十分に高まり、行動制限が段階的に緩和されることで、サービス消費は次第に回復するだろう。2021年で前年比+1.2%にとどまったとみ

られる個人消費は2022年に同+5.2%へと高まる見込みである。

国内の個人消費の先行きを考える上では、感染拡大後に積み上がった「過剰貯蓄」がポイントとなる。家計の貯蓄は1人あたり10万円の特別定額給付金やサービス消費の自粛などにより、2020年に急増した。2021年に入っても過剰貯蓄は発生し続けている。2015-19年に見られた家計貯蓄のトレンドからの乖離分を過剰貯蓄とみなすと、その額は2021年9月末までで約41兆円に達したとみられる。2022年12月まででは約43兆円の見込みだ(次頁図表5)。

もともと、過剰貯蓄の取り崩しは一部にとどまるとみている。後述するように、勤労者世帯では可処分所得が長期的に伸び悩んでおり、将来不安の強まりなどで平均消費性向が低下している(貯蓄性向が高まっている)ためである。また、金融広報中央委員会が2020年に実施した「家計の金融行動に関する世論調査」によると、高所得世帯の金融資産の保有目的として「老後の生活資金」と「病気や不時の災害への備え」が低所得世帯と同様に多く挙げられ

図表5 家計貯蓄（フロー）の推移と見通し



(注) 季節調整値で白抜きは大和総研による見通し。貯蓄額＝可処分所得－家計最終消費支出。
出所：内閣府統計より大和総研作成

ている。無職世帯では「病気や不時の災害への備え」の回答割合がとりわけ高い。家計は感染拡大後に貯蓄が急増したからといって、増加分の全てを旅行や外食などに充てるほど、将来に対して楽観的にはなれないだろう。

家計向けの経済対策の効果は？

岸田政権は経済対策として家計向け給付策とG・T・Oキャンペーンの再開を盛り込んだが、これらはどの程度の経済効果があるのだろうか。

家計向け給付策については、18歳以下の

子供がいる世帯や住民税非課税世帯、困窮学生を対象に10万円相当の給付が実施される（18歳以下の子供がいる世帯への給付のうち5万円分は原則クーポン券の予定）。予算額から事務費を除いた支給総額は3・2兆円程度とされ、2021年10～12月期から2022年1～3月期にかけて所得を押し上げることになる。このほか、最大2万円相当のマイナポイントが付与される。2020年の特別定額給付金についてはいくつかの先行研究があり、これらの結果を平均すると、給付金のうち消費に回った分は2割程度にとどまった。給付された2020年5～8月は新型コロナウイルスに対する知見が少なく、予備的動機による貯蓄志向が強まったためとみられる。これに対して現在はワクチンが普及し、感染状況も比較的落ち着いている。過去の地域振興

券（1999年に実施）、定額給付金（2009年）、プレミアム付き商品券事業等（2015年）の消費喚起効果は支給額の25～36%程度であり、今回も同程度が消費に回る可能性がある。この場合、経済効果はマイナポイント付与の政策効果を含めて1・6兆円程度とみられる。

なお、クーポン券のほうが現金より消費喚起効果が大きいという見方もあるが、もともと消費する予定のものにクーポン券を使うと、その分だけお金が余り貯蓄に回すことができる。実際に過去の調査結果を見ると、クーポン券による経済効果は現金のそれよりも明確に高いとはいえない。

一方、G・T・Oトラベルキャンペーンの再開時期はオミクロン株の動向に左右されるが、実施されればサービス需要を明確に押し上げるとみている。政府の令和3年度第1次補正予算案に計上された約1・3兆円の全額が旅行代金の割引に充てられる場合、経済効果は直接効果（キャンペーンの利用額と利用者の自己負担分の合計）で3・2兆円、波及効果も含めると4・0兆円と試算される。なお、この試算は本キャンペーンがなくても行われていたであろう旅行支

出が含まれるため、実際の個人消費の純粋な押し上げ効果は試算結果を下回る点には留意が必要である。

最大の景気下振れリスクは引き続き変異株の動向

先進国ではワクチンが普及し、経済活動の正常化が進んでいる半面、新興国のワクチン接種率は依然として低い。オックスフォード大学のデータベースによると、低所得国（1人あたりGNI（国民総所得）が20

20年で1,045ドル以下の国）でワクチンを少なくとも1回接種した人の割合は2021年12月12日時点でわずか7・1%にすぎない。新興国などでワクチン接種が進まない間に新たな変異株が出現し、それが日本などの先進国で流行する可能性は今後も十分に考えられる。南アフリカなどで感染拡大したオミクロン株のような事例が2022年中に再び発生する恐れがある。

とりわけ注意が必要なのが、ワクチンの重症化予防効果を引き下げるタイプの変異株である。オミクロン株がこれに該当するかどうかは本稿執筆時点で明らかではないが、新たな変異株の流行で医療提供体制に

かかる負荷が過大になれば、感染拡大防止に力点を移して入出を大幅に抑制せざるを得ず、個人消費は大幅に減少するだろう。海外でも流行すれば、外需の悪化による一段の成長率低下も考えられる。新たな変異株に対応するワクチンが開発されて普及するまでの間は経済活動が停滞し、予測期間中の経済成長率がメインシナリオの見通しから大幅に下振れするだろう。

米国の物価・金利動向も注視する必要

米国ではこのところインフレが加速している。2021年10月のCPIは前年比+6・2%と、1990年12月以来31年ぶりの高い伸びとなった。物価の基調を判断する指標の一つである中央値（メディアアン）CPIは同+3・1%に高まった。インフレの加速は一部の品目からより広範な品目へと広がり、長期化の兆しを見せ始めている。メディアアンCPIに1年ほど先行する傾向のある、価格引き上げに対する企業スタンスは、米国経済がスタグフレーションに直面していた1980年1月以来の水準まで上昇した。

米国の国債市場は今のところ安定してい

るものの、高インフレの長期化や金融政策の引き締めなどにより、長期金利が急上昇する可能性は否定できない。そうなれば、グローバルマネーフローが変動をきたし、資金が流出した新興国では経済混乱や債務不履行に発展したり、米国内でも株式市場や不動産市場が大きく調整したりするだろう。こうした影響を考慮して試算すると、仮に米国の長期金利が5%まで上昇した場合、世界経済の成長率は5%ポイント低下し、2022年に影響が集中すればマイナス成長に陥る可能性がある。米銀の企業向け貸出の不良債権比率もリーマン・ショック時並みに高まる。外需の大幅な悪化によって日本経済は相当な落ち込みを経験することになるとみられる。

「新しい資本主義」の実現を阻む日本経済の5つの構造問題

岸田政権は成長戦略と分配戦略を両輪として推進し、「新しい資本主義」の実現を目指している。「新しい資本主義」は渋沢栄一氏が唱えた合本主義がベースにある。これは一部の人に富が集中するのではなく、公益を重視し、社会全体で豊かになる経済

システムである。

日本経済は2000年代に戦後最長の景気拡大を経験し、2010年代には2番目に長い景気拡大を経験した。だが潜在成長率は1990年代から低下傾向が続いており、企業収益が拡大する中でも家計は生活の向上を実感しにくい状況にある。「新しい資本主義」の実現には、「成長と分配の好循環」を阻害している要因を明らかにし、重点的に政策対応を行う必要がある。

そこで、「企業」「家計」「政府」「海外」の4部門間の資金フローに注目し、内閣府「国民経済計算」（いわゆるGDP統計）等を基に問題点を整理すると、①成長の不足（＝企業の稼ぐ力が弱い）、②交易条件悪化による海外への所得流出、③社会保険料の増加（↓可処分所得の低迷）、④若年層を中心とする将来不安（↓消費性向の低迷）、⑤企業部門内の資金の滞留（投資低迷）の5つである。以下ではこれらについて順に取り上げる。

問題点①…成長の不足

（＝企業の稼ぐ力が弱い）

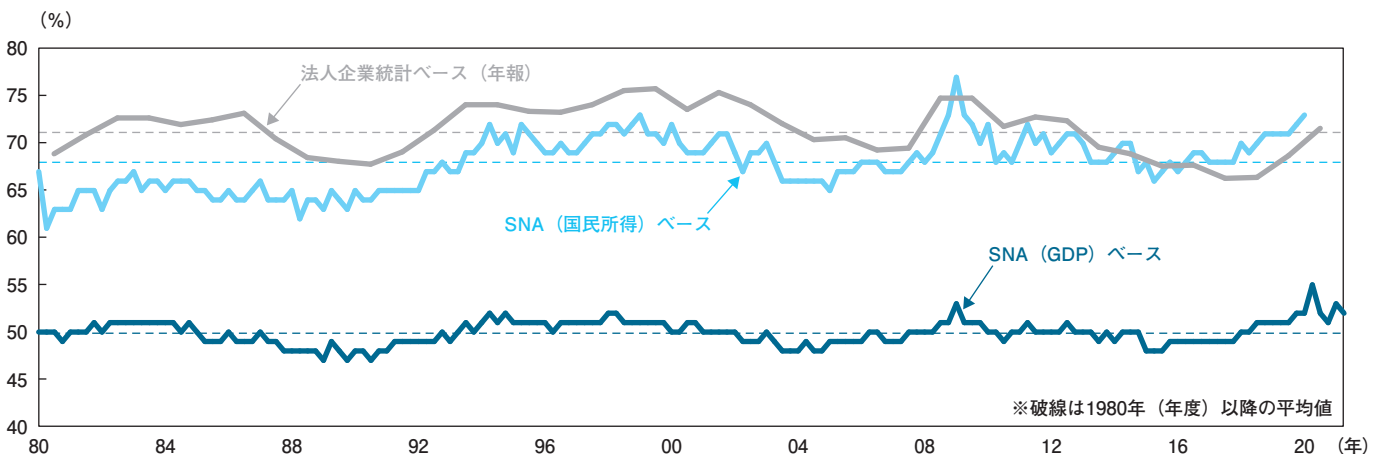
日本経済が抱える1つ目の問題点は「成

長の不足」、すなわち、企業が生み出す付加価値や企業利益の成長が極めて緩慢なことである。

日本の労働分配率の長期推移について、内閣府「国民経済計算」（分母はGDPと国民所得の2パターン）と財務省「法人企業統計」の2つの統計から確認しよう（図表6）。労働分配率は循環的には景気変動と逆方向に動く（景気悪化時に上昇し、景気回復時に低下する）傾向が見られるものの、長期的には上昇や低下といったトレンドは見られず、安定的に推移していることがわかる。足元の労働分配率はいずれのベースで見ても長期平均並み、もしくは長期平均よりも高い水準にあり、労働分配率の低下が家計所得の伸び悩みの主たる要因になっているとはいえない。問題は労働分配率の分母に当たる所得が伸び悩み、経済全体で生み出す付加価値の成長率が日本は主要先進国の中かなり低いことにある。

もっとも、こうした特徴は全ての日本企業に当てはまるわけではない。日本企業を「上場企業」と「非上場企業」に分け、それぞれに関して海外子会社も含めた連結ベースの売上高、および経常利益を推計すると、

図表6 日本の労働分配率の長期推移



注) 国民経済計算 (SNA) ベースの労働分配率 = 雇用人件費 ÷ 名目GDP または 国民所得
法人企業統計ベースの労働分配率 = 人件費 ÷ 付加価値
出所: 内閣府、財務省統計より大和総研作成

上場企業の売上高は長期的に増加傾向が続いている。経常利益は景気循環の影響を受けつつ2000年代以降に増加ペースが加速した。これに対して非上場企業の売上高は減少傾向にあり、経常利益の伸びは緩やかである。

両者の収益力の差異の背景には、構成企業の企業規模や産業構造の違いに加えて、海外部門の構成比率が大きく影響していると考えられる。大企業が中心の上場企業は、中小・零細企業が中心の非上場企業に比べて事業をグローバルに展開する企業が多い。このため、上場企業は高成長の外需を取り込みやすく、それが売上高や利益を押し上げてきたとみられる。

問題点②… 交易条件悪化による海外への所得流出

資金フローから見ると日本経済の問題点の2つ目として挙げられるのは、交易条件（輸出物価／輸入物価）の悪化による海外への所得流出である。

交易条件の変化に伴う国内・海外間の所得の流出入を表す「交易利得（損失）」の長期推移を確認すると、日本は1990年

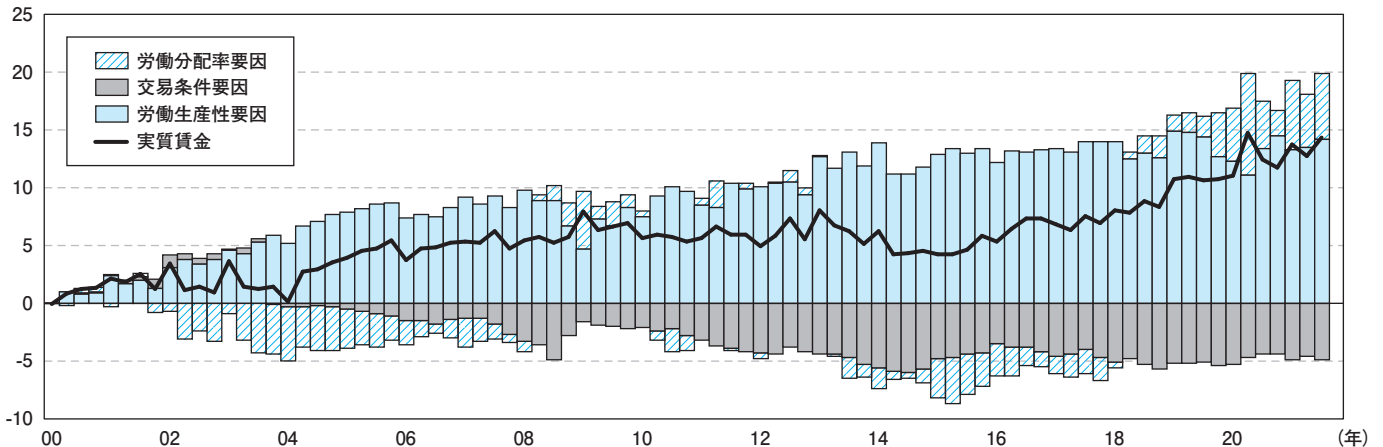
代から2000年代前半まで実質GDP比+4%程度の交易利得を計上していた。しかしながらプラス幅は2000年代半ばに急速に縮小し、2008年には交易損失へと転じた。その後は増減を繰り返して、2021年7-9月期では資源高や円安などの影響を受けて同▲0.9%まで低下した。米英独仏の動きを見ると、日本とは対照的に、交易利得（損失）の実質GDP比は長期的に上昇傾向が見られる。

日本は主要先進国の中でも資源を輸入に依存する割合が高く、資源高が交易条件の悪化や交易利得の減少（交易損失の拡大）につながりやすい。代表的な資源である原油価格（WTI）を見ると、2000年代前半は30ドル／バレル程度で推移していた。しかし2000年代後半以降は、コロナ禍直後などの一時的な例外を除けば30ドル／バレルを下回ることはなく、直近では70ドル／バレル付近にある。こうした資源高による原材料費の上昇分を企業が輸出価格に十分に転嫁できていないことも、交易条件悪化の一因となっている。

さらに、日本の交易条件の悪化は家計所得の増加を抑制している。図表7は2000

図表7 実質賃金（1人1時間あたりの実質雇用者報酬）の要因分解

(2000年1-3月期からの累積変化、%、%pt)



出所：内閣府、厚生労働省統計より大和総研作成

0年1～3月期以降の実質賃金（1人1時間あたり実質雇用者報酬）の伸びを、(1)労働生産性要因、(2)交易条件要因、(3)労働分配率要因の3つに分解したものである。これを見ると、(1)が実質賃金を押し上げる中、(2)は2004年頃から実質賃金の押し下げに作用し、2010年代半ばにかけて押し下げ幅が拡大してきたことがわかる。その後、(3)による押し下げ幅はおおむね横ばいで推移しているものの、足元においても実質賃金の上昇を抑制しており、2018年頃からの労働分配率の上昇による賃上げ効果を相殺する構図が続いている。

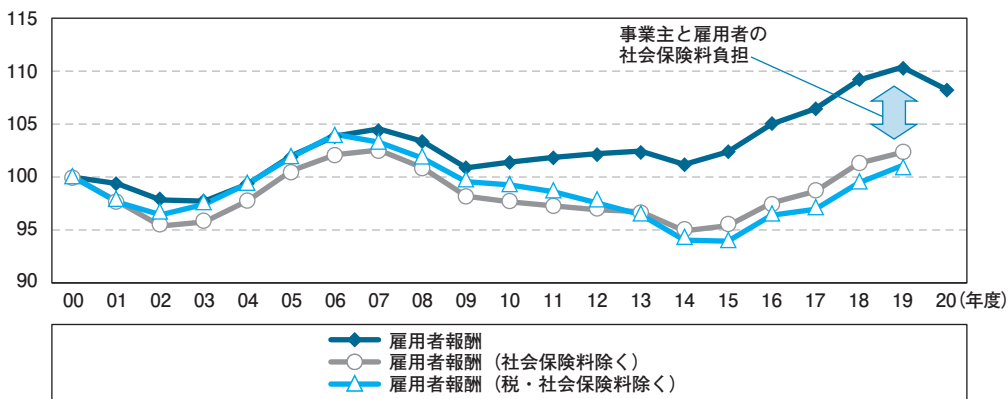
問題点③…社会保険料の増加

(↓可処分所得の低迷)

日本経済が抱える3つ目の問題は、社会保険料の増加である。日本の雇用者報酬（全ての雇用者が受け取る現金・現物給与や各種手当で、事業主の保険料負担も含まれる）は2000～19年度に実質額で10.4%増加したが、社会保障給付費の増加で保険料負担が重くなったことにより、社会保険料（労使合計）を除いたベースでは同2.4%の増加にとどまった。さらに税を

図表8 各種雇用者報酬の長期推移

(実質額、2000年度=100)



注) 「雇用者報酬 (社会保険料除く)」とは、内閣府「国民経済計算」における賃金・俸給から雇用者が負担する社会保険料を除いたもの。税は個人住民税と所得税の合計。
出所：内閣府、総務省、財務省、国立社会保障・人口問題研究所統計より大和総研作成

除くと、同1.1%増と微増であったと推計される(図表8)。また総務省「家計調査」から年収五分位階級別に社会保険料率を試算すると、世帯収入の多寡に関わらず社会保険料率は長期的に上昇しており、2019年において第1分位では11%超、それ以

外の世帯では12%程度に達した。

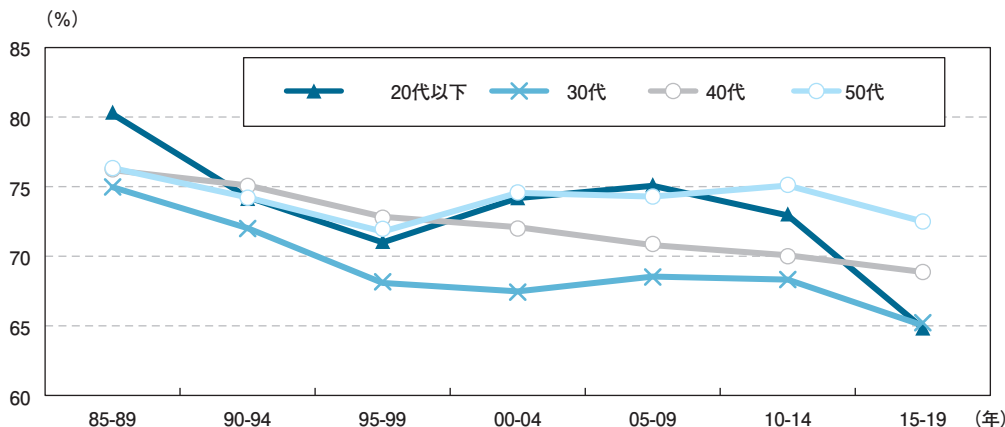
国民的な関心事である消費税の税収は、2000～19年度に10.8兆円増加した。同時期に家計が支払った社会保険料の増加額は13.0兆円で、このうち雇用者が負担したのは10.1兆円である。2000年代以降の社会保険料の増加額は消費税率5%から10%への引き上げに近い規模の負担増であり、これが全人口の半分に満たない雇用に集中したといえる。働き手が生み出した付加価値のうち、医療や介護など社会保障分野に分配される割合が急速に高まっており、企業収益が拡大する中でも働き手の生活水準は改善しにくくなっている。

問題点④…若年層を中心とする将来不安

(↓消費性向の低迷)

4つ目の問題は、若年層を中心とする将来不安の強まりである。勤労世帯の平均消費性向を世帯主年齢別に確認すると、40代以下の世代では1980年代後半から明確な低下傾向が見られる(図表9)。また、将来不安の強まり(ここでは金融広報中央委員会のアンケート調査において「老後の生活資金」を貯蓄の目的に挙げた家計割合

図表9 世帯主年齢別に見た勤労者世帯の平均消費性向



注) 二人以上世帯。99年以前のデータは農林漁家世帯を除くベース。18年以降のデータは家計簿変更による影響を調整している。

出所：総務省統計より大和総研作成

の上昇幅)が消費性向に与える影響を世帯主年齢別に推計すると、40代以下の世代の将来不安の強まりが消費性向を押し下げている。これらの世代では、将来不安が消費性向に与える影響が比較的大きく、2000年以降の将来不安の強まり度合いも他の

世代のそれを上回った。

こうした影響が日本経済に与えた影響を当社のマクロモデルを用いて試算すると、2000年以降の将来不安の強まりにより、2019年の個人消費は4・0兆円押し下げられ、GDPベースでは3・6兆円の下押し圧力がかかったとみられる。個人消費の減少額は2000年以降の累計で58兆円に上る。将来への備えとして貯蓄志向を強めた若年・中年層の買い控えは企業収益を減少させ、設備投資の抑制などを通じて潜在成長率の低迷を助長させたことが示唆される。将来不安の背景には税制や社会保障の不確実性があるとみられる。例えば森川正之「政策の不確実性と消費・貯蓄行動」(2017年2月)によると、税制や社会保障の不確実性が消費を抑制していると答えた人の割合はどの世代でも6割を超えた。見方を変えれば、財政・社会保障改革は平均消費性向の引き上げに資する可能性がある。

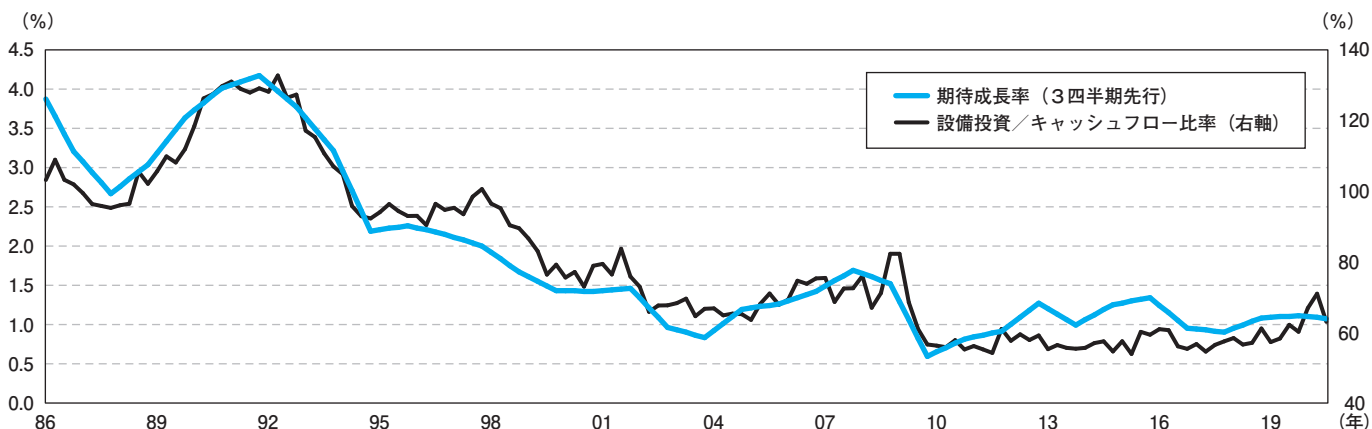
問題点⑤：企業部門内での資金の滞留 (投資低迷)

日本の資金フローから示唆される問題点の5点目は、企業内部での資金の滞留であ

る。改めて企業の付加価値の分配状況に目を向けると、最大の項目である賃金・俸給は長期的なトレンドが明確ではなく、循環的に増加・減少を繰り返している。他方、トレンドとして増加が続いてきたのは社会保険料および配当である。特に配当については、リーマン・ショック時に停滞が見られたものの、2010年代に入って増加ペースが加速し、賃金・俸給に次いで2番目の規模となった。こうした配当の増加は日本企業においてコーポレート・ガバナンスへの意識が高まり、これまで軽視されがちだった株主への還元が強化されたことを反映している。

だが企業が支払う配当の対GDP比を国際比較すると、英国やドイツ、フランスといった欧州諸国の水準を下回る。また、日本と配当の対GDP比が同程度の米国では、企業による株主還元を中心は配当ではなく自社株買いである。こうしたことを踏まえると、日本の株主還元規模は依然として欧米に見劣りしている。加えて、日本では企業による配当の大部分は企業が受け取っており、家計の受取額の4倍近くに上る。これは配当の大半を家計が受け取っている

図表10 企業の国内設備投資・キャッシュフロー比率と期待成長率



注) 1. 期待成長率は業界需要の實質成長率の5年平均見通し。
 2. 設備投資額はソフトウェア除くベース。キャッシュフロー=経常利益/2+減価償却費。
 出所：内閣府、財務省統計より大和総研作成

米国などの諸外国とは異なる。

日本企業は事業活動や配当を通じて得られた資金を国内投資に回すことに消極的だ。背景には期待成長率の低下がある。内閣府の企業向けアンケート調査に見る業界需要の實質成長率見通し（今後5年間の平均値）を期待成長率とみなすと、1990年代初めで4%程度だった期待成長率はその後の10年間で大幅に低下し、2000年代初めから直近の2020年度まではおおむね1%前後で推移した（図表10）。キャッシュフローに対する国内設備投資の比率（非投資性向）はこうした期待成長率の動きに沿うように低下し、足元の水準は約30年前からほぼ半減した。

「新しい資本主義」の実現に求められる政策の方向性

こうした中で「成長と分配の好循環」を通じて「新しい資本主義」を実現するには、上記の5つの構造問題への重点的な政策対応が求められる。

「新しい資本主義実現会議」による緊急提言に盛り込まれた「科学技術立国の推進」「我が国企業のダイナミズムの復活」「ス

タートアップの徹底支援」などは成長力の強化に資する。クリーンエネルギー技術の開発・実装はエネルギー自給率を高め、化石燃料の輸入量が減少することで、海外への所得流出を抑制することができる。また、上記の政策を通じて輸出企業の国際競争力が高まれば、輸入コストの上昇を輸出価格に転嫁しやすくなり、交易条件の改善につながる。デジタルトランスフォーメーション（DX）の推進や「デジタル田園都市国家構想」の実現は、経済活動の効率化に資するだけでなく、立地や時間の制約が緩和・解消されることで新たな需要を創出し、とりわけ地方の資本や労働力の活用余地が拡大する（地方創生につながる）ことが期待される。

今後導入、もしくは、一層の加速が期待される政策としては、ダイバーシティ（多様性）の更なる向上が挙げられる。例えば外国人労働力の活用や国際金融都市構想など、国を開く・オープンな政策の推進が望まれる。医療・教育分野のデジタル化やエネルギー関連での規制改革、成長企業・産業に労働を円滑に移動させる取り組みも重要である。産業の新陳代謝の促進は、特に

ポストコロナの課題となる。前述のように倒産件数は極めて低い水準にあるが、その裏側では非製造業を中心に過剰債務が増加している。政策の正常化に向けた議論を進め、感染状況を踏まえつつ実行に移すことで、通常の経済環境であれば市場から退出すべき企業の退出が遅れることを回避すべきだ。

岸田政権は分配戦略として、賃上げ税制の強化、医療・介護・保育の従事者の所得引き上げのための公的価格の見直し、住居費・教育費の支援強化、「下請けいじめ」の監視強化、人的投資への投資の強化などを推進する方針である。こうした政策に加え、より一層の加速が期待されるのは全世代型社会保障改革である。現役世代は保険料や消費税の将来の負担増を見通すことができず、引退後には現在の引退世帯よりも低水準の給付を受ける可能性が高い。こうした状況では将来不安は払拭されず、若い世代ほど不安は増すだろう。全世代型社会保障制度の実現には、給付の重点化・効率化や、年齢ではなく負担能力に応じた負担の徹底など大幅な見直しが求められる。将来の消費税率の引き上げを含め、目指すべ

き自助・共助・公助の姿や、その実現に必要な施策や財源の在り方などについても議論を深めるべきだ。

さらに、少子化対策を強化するとともにセーフティネットの再編を進める必要がある。とりわけ岸田政権に一層の取り組みが期待されるのは、プッシュ型給付の実現（マイナンバー・口座情報・所得情報の連携）だ。

日本の生活保護制度では、周囲に知られる不名誉や屈辱から申請を控えるケースもあり、捕捉率は2割未満との研究報告がある。また、知識不足や手続きの煩雑さなどから制度を利用していない対象者も多い。プッシュ型給付のインフラを整えば、政府が経済状況に応じて対象者を選別し、迅速に給付することが可能になる。各種制度を最大限活用することで救済すべき人の取りこぼしを防ぐとともに、事務コストの低下を通じた財政支出の抑制も期待できる。

企業部門内で滞留する資金が投資に回るためには、企業の稼ぐ力の回復や、中小企業のDX投資の支援などの政策が資する。企業の国内での立地・投資環境の整備や、人材投資など無形資産投資の促進などの取り組みも、より一層の加速が求められる。

加えて岸田政権には、カーボンニュートラルと経済成長を両立させるマクロ経済シナリオを構築するとともに、いつまでにとれだけの政策と予算が必要なのか大きな青写真を計画で示すことも重要である。米国バイデン政権が策定した米国家族計画・米国雇用計画や、EUの多年次財政枠組み（MFF）のように、政府が財政支出や財源の中期的な計画を示せば、企業は大規模な投資に踏み切りやすくなる。「単年度主義の弊害是正」を掲げる岸田政権では、今後の経済成長を左右するグリーン・デジタルの両分野を包含する中期的な財政フレームワーク、いわば「グリーン・デジタル国土総合計画」の策定が望まれる。

神田 慶司（かんだ けいじ）

2004年一橋大学経済学部卒業、大和総研入社。内閣府出向、政策調査部などを経て、2019年より経済調査部日本経済調査課長。専門は日本経済、財政・社会保障で、著書は『この1冊でわかる世界経済の新常識2022』（日経BP社、2021年11月、共著）、『明解 日本の財政入門』（金融財政事情研究会、2016年10月、共著）など。現在、参議院 企画調整室 客員調査員を務める。