



日本銀行のレポートから

日本銀行は、1、4、7、10月の政策委員会・金融政策決定会合において、先行きの経済・物価見通しや上振れ・下振れ要因を詳しく点検し、そのもとでの金融政策運営の考え方を整理した「経済・物価情勢の展望」（展望レポート）を決定し、公表しています。2018年7月は、展望レポートの基本的見解を決定するにあたり、賃金・物価情勢を考察するために行った分析を「賃金・物価に関する分析資料」として公表し、「背景説明」を含む展望レポートの全文にもBOXとして掲載しました。本稿では、2018年7月の展望レポート（基本的見解は7月31日、全文は8月1日公表）のポイントを解説します。
*全文は日本銀行ホームページに掲載されています。<http://www.boj.or.jp/mopo/outlook/index.htm/>

「経済・物価情勢の展望」（展望レポート）

二〇一八年七月

二〇一八～二〇二〇年度の 中心的な見通し（図表1.2）

【景気】

二〇一八年度は、海外経済が着実な成長を続けるもとで、きわめて緩和的な金融環境や政府支出による下支えなどを背景に、潜在成長率を上回る成長を続けるとみられる。

二〇一九年度から二〇二〇年度にかけては、設備投資の循環的な減速や消費税率引き上げの影響を背景に、成長ペースは鈍化するものの、外需にも支えられて、景気の拡大基調が続くと見込まれる。

【物価】

消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、プラスで推移しているが、景気の拡大や労働需給の引き締まりに比べると、弱めの動きが

続いている。これに伴って、中長期的な予想物価上昇率の高まりも後ずれしている。

経済・雇用情勢の改善に比べて、物価上昇率の高まりに時間を要している背景には、長期にわたる低成長やデフレの経験などから、賃金・物価が上がりにくいことを前提とした考え方や慣行が根強く残っていることがある。こうしたもとで、企業の慎重な賃金・価格設定スタンスや家計の値上げに対する慎重な見方が、明確に転換するには至っておらず、分野によっては競争激化による価格押し下げ圧力が強い。企業の生産性向上余地の大きさや近年の技術進歩などが、それらに影響している面もある。

もっとも、マクロ的な需給ギャップがプラスの状態が続くも

とで、企業の賃金・価格設定スタンスが次第に積極化し、家計の値上げ許容度が高まっていけば、実際に価格引き上げの動きが拡がり、中長期的な予想物価上昇率も徐々に高まるとみられる。この結果、消費者物価の前年比は、これまでの想定よりは時間がかかるものの、二%に向けて徐々に上昇率を高めていくと考えられる。

リスクバランス

経済については、二〇一八年度は概ね上下にバランスしているが、二〇一九年度以降は下振れリスクの方が大きい。物価については、下振れリスクの方が大きい。物価面では、二%の「物価安定の目標」に向けたモメンタムは維持されているが、なお力強さに欠けており、引き続き注意深く点検し

ていく必要がある。

金融政策運営

二〇の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「長

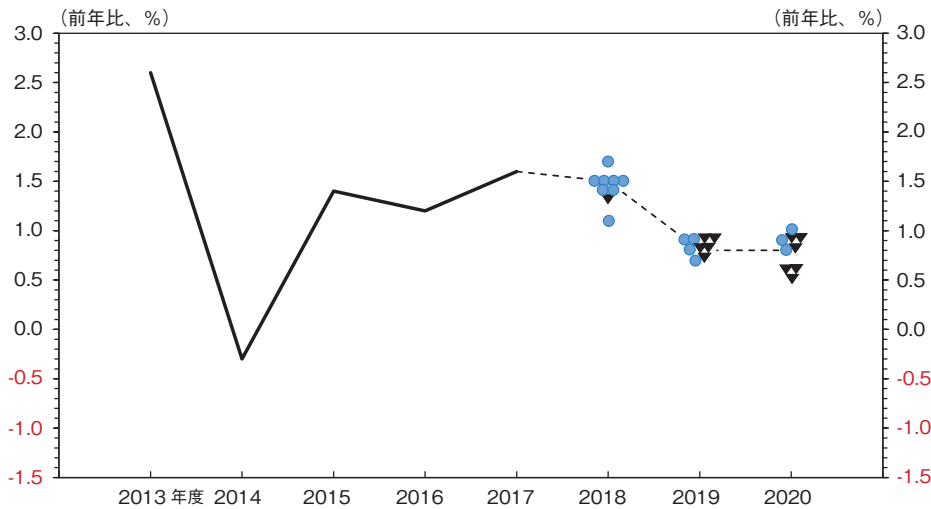
短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続する。マネタリーベースについては、消費者物価指数(除く生鮮食品)の前年比上昇率の実績値が安定的に二%を超えるまで、拡大方針を継続する。政策金

利については、二〇一九年十月に予定されている消費税率引き上げの影響を含めた経済・物価の不確実性を踏まえ、当分の間、現在の引きわめて低い長短金利の水準を維持することを想定している。今後

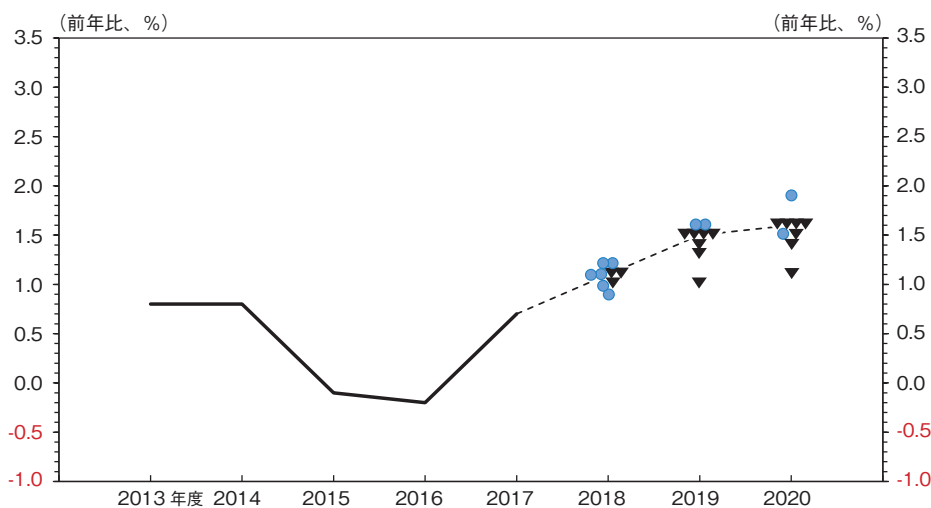
とも、金融政策運営の観点から重視すべきリスクの点検を行うとともに、経済・物価・金融情勢を踏まえ、「物価安定の目標」に向けたモメンタムを維持するため、必要な政策の調整を行う。

図表1 政策委員の経済・物価見通しとリスク評価

(1) 実質 GDP



(2) 消費者物価指数 (除く生鮮食品)



(注1) 実線は実績値、点線は政策委員見通しの中央値を示す。

(注2) ●、△、▼は、各政策委員が最も蓋然性が高いと考える見通しの数値を示すとともに、その形状で各政策委員が考えるリスクバランスを示している。●は「リスクは概ね上下にバランスしている」、△は「上振れリスクが大きい」、▼は「下振れリスクが大きい」と各政策委員が考えていることを示している。

(注3) 消費者物価指数 (除く生鮮食品) は、消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベース。

図表2 政策委員見通しの中央値

(対前年度比、%) (注)

	実質 GDP	消費者物価指数 (除く生鮮食品)	消費税率引き上げの影響を除くケース
2018年度	+ 1.5	+ 1.1	
(4月時点の見通し)	(+ 1.6)	(+ 1.3)	
2019年度	+ 0.8	+ 2.0	+ 1.5
(4月時点の見通し)	(+ 0.8)	(+ 2.3)	(+ 1.8)
2020年度	+ 0.8	+ 2.1	+ 1.6
(4月時点の見通し)	(+ 0.8)	(+ 2.3)	(+ 1.8)

消費税率については、2019年10月に10%に引き上げられる(軽減税率については、酒類と外食を除く飲食品および新聞に適用される)ことを前提としている。なお、教育無償化政策の影響については、統計上の取り扱いが未定ということもあり、消費者物価指数には反映されないと仮定している一方、実質GDPの見通しについては、現時点の情報をもとにその影響を織り込んでいる。



日本銀行のレポートから

「地域経済報告」（さくらレポート）は、日本銀行本支店等が、日頃、企業ヒアリング等を通じて行っている各地域の経済金融情勢に関する調査の結果を、年4回（1月、4月、7月、10月）の支店長会議の機会毎に取りまとめたものです。また、その時々々のトピックスについても、本報告の別冊として、原則年2回、まとめています。

*全文は日本銀行ホームページに掲載されています。http://www.boj.or.jp/research/brp/rer/index.htm/

「地域経済報告」（さくらレポート）

二〇一八年七月

I. 各地域の 景気判断の概要

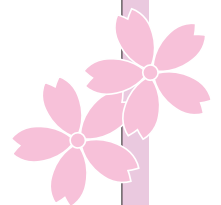
各地域の景気の総括判断をみると、六地域（北陸、関東甲信越、東海、近畿、中国、九州・沖縄）で、「拡大している」、「緩やかに拡大している」としているほか、三地域（北海道、東北、四国）では、「緩やかな回復を続けている」等としている。この背景をみると、海外経済の着実な成長に伴い、輸出が増加基調にある中で、労働需給が着実に引き締まりを続け、個人消費が改善するなど、所得から支出への前向きな循環が続いていることが挙げられている。

前回（一八年四月時点）と比較すると、全ての地域で総括判断に変更はないとしている。この間、近畿では、六月十八日に

発生した大阪府北部の地震を受けて「一部に地震の影響がみられるものの、緩やかに拡大している」としている。

	【18/4月判断】	前回との比較	【18/7月判断】
北海道	緩やかに回復している	➡	緩やかに回復している
東北	緩やかな回復を続けている	➡	緩やかな回復を続けている
北陸	拡大している	➡	拡大している
関東甲信越	緩やかに拡大している	➡	緩やかに拡大している
東海	拡大している	➡	拡大している
近畿	安定したペースで緩やかに拡大している	➡	一部に地震の影響がみられるものの、緩やかに拡大している
中国	緩やかに拡大している	➡	緩やかに拡大している
四国	回復している	➡	回復している
九州・沖縄	しっかりとした足取りで、緩やかに拡大している	➡	しっかりとした足取りで、緩やかに拡大している

(注) 前回との比較の「➡」、「➦」は、前回判断に比較して景気の改善度合いまたは悪化度合いが変化したことを示す（例えば、改善度合いの強まりまたは悪化度合いの弱まりは、「➡」）。なお、前回に比較し景気の改善・悪化度合いが変化しなかった場合は、「➡」となる。



II. 別冊

「高水準の収益対比で 控えめな企業の 支出スタンスの背景

——中小企業を中心に——
(二〇一八年六月)

1. はじめに

企業収益は、内外経済の成長が続く中で改善傾向にあり、その水準は、企業間のばらつきを残しつつも、中小企業も含めて既往最高圏内にある。この間、設備投資も増加傾向を続けており、本年三月の「短観」における二〇一八年度の計画（前年比）も、過去の平均を大きく上回っている。

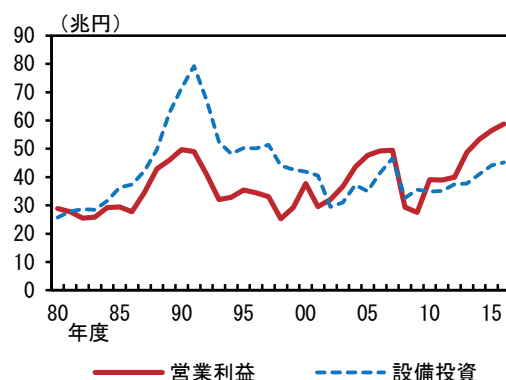
もつとも、企業収益が既往最高圏内にあるのと比べると、設備投資の水準は、なお控えめなものにとどまっている（図表1）。こうした中で、内部留保が増加

するとともに、資産サイドでは現預金が積み上がっており、総資産に占める割合も上昇している（図表2）。これを企業規模別にみると、大企業よりも中堅・中小企業、特に非製造業での上昇や水準の高さが際立っている（図表3-1、3-2）。

こうした状況が今後も続くのか、それとも近いうちに企業の支出スタンスがより前傾化してくるのかは、今後のわが国経済を見通すうえで重要である。

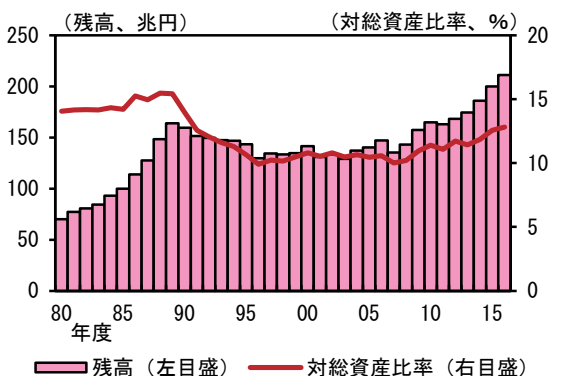
こうした問題意識のもと、日本銀行では、本支店・事務所でのヒアリング調査

図表1 企業収益、設備投資の動向



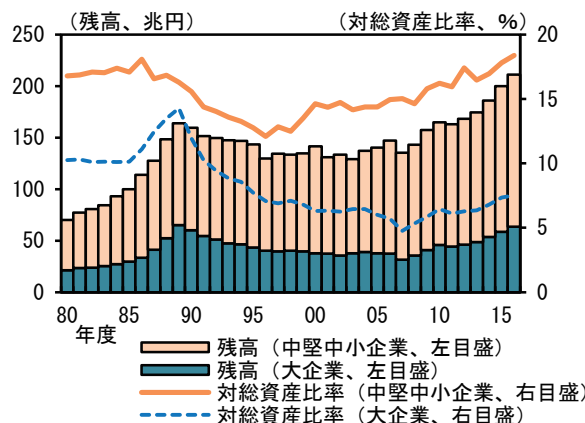
(注) 金融保険業を除く。(出所) 財務省

図表2 現預金の動向



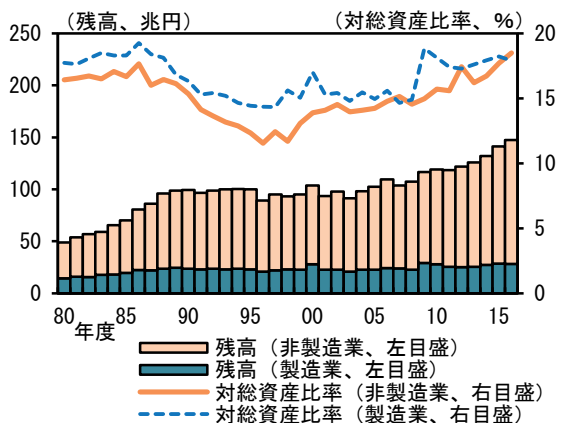
(注) 金融保険業を除く。(出所) 財務省

図表3-1 現預金の動向(企業規模・業種別)
＜企業規模別の動向＞



(注) 金融保険業を除く。(出所) 財務省

図表3-2 現預金の動向(企業規模・業種別)
＜中堅中小企業の業種別の動向＞



(注) 金融保険業を除く。(出所) 財務省

等に基づき、企業が高水準の収益対比でみて設備投資など（研究開発投資、M&Aも含む）の前向きな支出に慎重な背景のほか、今後の見通しと課題について、中小企業を中心に取りまとめた。ヒアリング対象先数（概数）は、日本銀行の本支店・事務所を合わせて、約二千先。過去二回の別冊では、労働生産性向上への企業の取り組みなど、地域経済の構造問題に対する前向きな動きを採り上げたが、今回はあえて企業行動の重石となっている要因自体に焦点を当てた。

2. 収益対比で控えめな支出ス

タンスの背景

今回の調査では、①リーマン・ショック等のトラウマ、②人口減少による中長期的な内需の先細り懸念、③中小企業経営者の高齢化と事業承継問題、を指摘する声が

特に多かった。また、④人手不足によるボトルネック、⑤機動的なM&A等に備えた手元資金の積み上げ、⑥技術革新の方向性やタイミングを巡る不透明感、⑦タイムラグ（収益改善に設備投資などが追い付いていない）、を指摘する声も少なからず聞かれた。このうち②、③は、中堅・中小企業、②はその中でも内需依存度の高い非製造業を中心に聞かれている。

①リーマン・ショック等の

トラウマ

リーマン・ショック後の急激な業績・資金繰りの悪化をはじめとする苦い経験がトラウマとなり、リスク回避姿勢を続けている先が多い。こうした先では、大きな需要変動に備え、利益の多くを現預金で保有したり、借入金返済に充てるなど財務体質改善を優先する一方、大規模な設備投資には慎重な姿勢を崩していない。例えば、

リーマン・ショック前後で急激な需要変動に直面した中小の生産用機械メーカーからは、「受注キャンセルが相次いだ記憶が色濃く残っていることもあり、受注が過去最高水準に達している現在でも、積極的な設備投資に踏み切れない」との声が聞かれている。

②人口減少による中長期的な

内需の先細り懸念

景気拡大が続く中でも、中長期的には内需は人口減少により先細っていくとの懸念は根強く、非製造業や外需を取り込めていない中小製造業を中心に、能力増強投資や回収に長期を要する投資には慎重な先が目立つ。例えば、足もとの需要が好調な、首都圏で保育や介護サービスを展開する先でさえ、少子化や高齢人口の減少により需要がピークアウトする可能性を経営判断

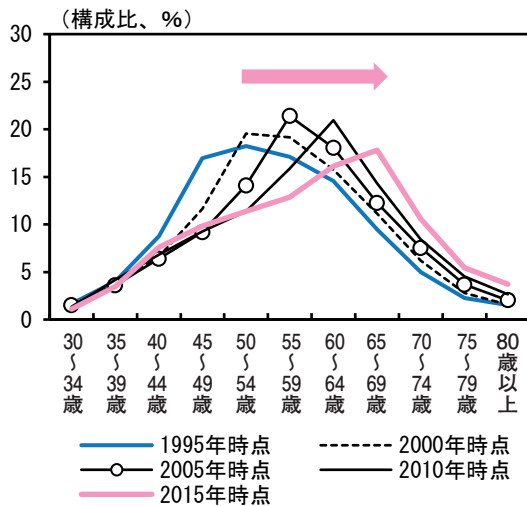
に織り込み、設備投資を抑制しつつある。また、足もと都心再開発や東京五輪関連需要に沸く建設関連企業でも、「五輪後は不透明であるため、今の好調さに浮かれてはいない」との声が聞かれる。

③中小企業経営者の高齢化と

事業承継問題

中小企業では、団塊世代の経営者の高齢化と後継者難等の事業承継を巡る問題が、設備投資などの慎重化につながっているとの声が多い（図表4、5）。高齢の経営者は守りに入る傾向があると言われる中で、特に後継者難等から廃業を予定している先では、新たな設備投資などは極力控え、負債圧縮を進めている。また、事業継続を望む先でも、後継者が決まっていない場合はリスクテイクに慎重である。さらに、後継者が決まっている先

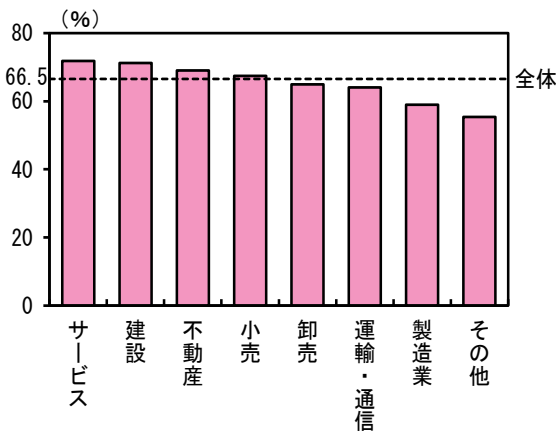
図表4 中小企業の経営者の年齢分布



(注) 帝国データバンク「COSMOS2(企業概要ファイル)」を再編加工したもの。

(出所) 中小企業庁

図表5 後継者不在率



(注) 帝国データバンクの企業概要データベースCOSMOS2および信用調査報告書ファイルから、2015年以降(2015年10月~2017年10月)の詳細な実態が判明している33万4,117社を対象に後継者の有無を集計したもの。

(出所) 帝国データバンク

でも、後継者の経営の自由度を確保するため、大きな設備投資などを控える先が多い。

なお、そもそも事業の先行きが見通しにくい場合は、後継者が見つからなくてもやむを得ない面がある。ただ、問題は、事業に将来性があっても、資金繰り等で苦労する現経営者を見て育った子息が承継を望まない等の事情により、後継者が確保できない例が少なくないことである(詳細は後述)。

④ 人手不足によるボトルネック

人手不足がボトルネックとなり、設備投資などが遅れたり、計画自体を断念せざるを得ないケースがみられる。例えば、製造業からは、「現場の技術者を含む人手不足が深刻で、老朽化した設備の更新さえ、ままならない」との声が、また非製造業からは、「薬剤師不足から新規出店を断念せざるを得ないケースが発生している」との声が聞かれている。もともと、

⑤ 機動的なM&A等に備えた手元資金の積み上げ

人手不足については、他方で省力化投資を活発化させている面もあり、全体として設備投資などを抑制する方向に働いている訳ではない点に留意する必要がある。

経済のグローバル化と先行者利益の増大等を背景に、いち早く市場シェアを確保することの重要性が意識される中で、大企業を中心

に、機動的にM&Aや研究開発投資を行おうとする先が増えていく。こうした投資については、M&Aの相手先の意向や研究人材の採用環境等を踏まえると、自社の都合だけでは実施できない一方、時機を逸することはできないため、平時から高水準の手元資金を持つようにしているとの声が聞かれている。また、近年上場が増えている創業関連など研究開発に特化した新興企業でも、収益に先行する形で必要となる多額の研究開発費を適時かつ安定的に支出できるように、調達した資金を現預金のまま温存している先がみられる。これは、必ずしも収益対比で設備投資などが控えめという訳ではないが、最近の現預金の増加には影響している。

⑥ 技術革新の方向性やタイミングを巡る不透明感

技術革新の方向性やタイミング

を巡る不透明感から、設備投資などに二の足を踏む先もある。例えば、自動車業界では、市場の主導権争いを行っている完成車メーカーや部品のメガサプライヤーは、研究開発投資等を積極化しているが、その他の部品メーカーなどでは、電気自動車等の普及に伴い、新たな設備が必要になると認識しつつも、技術革新の方向性やタイミングを巡る不透明感から、投資に踏み切れないとする先が少なくない。また、IT分野をはじめとする最近の急速な技術進歩を受けて、生産性向上投資の意欲は持ちつつも、採用すべき技術やタイミングを巡り逡巡している先もみられる。

⑦ タイムラグ（収益改善に設備

投資などが追い付いていない）

設備投資などの意欲はあるが、収益改善が想定を上回るペースで進む中、設備投資などの実施が追

い付いておらず、結果として手元資金が積み上がっているとの声が聞かれている。例えば、インバウンド観光客が急増している観光施設からは、「施設の増強などやりたい設備投資は山ほどあるが、大規模な工事は閑散期でないと難しいなど、すぐには動けない」との声が聞かれている。こうした先では、今後、時間の経過につれて、手元資金が設備投資などの増加につながつていく可能性が高い。

3. 今後の見通しと課題

以上のとおり、企業収益との対比で設備投資などの前向きな支出が控えぬ理由は多岐にわたる。以下では、多くの企業が指摘している、リーマン・ショック等のトラウマ、人口減少による中長期的な内需の先細り懸念、中小企業経営者の高齢化と事業承継問題、に即して、今後の見通しと課題を示

す。

第一に、リーマン・ショック等のトラウマについては、経営者の世代交代が進まないと抜本的には変わらないかもしれないが、新たな経済ショック等がない限り、今以上に悪化することはなく、ごく緩慢ながらも和らいでいくと期待される。実際、能力増強投資には慎重な先が依然多いものの、更新投資や効率化投資については、既に前向きな動きが広がってきている。また、緩和的な金融環境のもとで、トラウマ経験のない新興企業が台頭してきている点も見逃せない（図表6、7）。まだマクロ経済への影響は大きくないかもしれないが、今後、経済の新陳代謝を促しながら、マクロの設備投資などの押し上げに働く可能性がある。

第二に、人口減少による中長期的な内需の先細り懸念は、前

述の通り根強い。すなわち、強力な金融緩和のもとで、長期間にわたり景気回復・拡大が続き、マクロでみた潜在成長率も緩やかに上昇しているが、内需依存度が高い非製造業等では、依然として先行きの需要見通しが慎重な先が目立つ。

このため、革新的な商品・サービスの供給などによる新たな需要の創出や、相対的に高い成長率が見込まれる海外需要等の取り込みが重要である。このうち、新たな需要の創出については、例えば、前述の創業ベンチャーなど成長分野における新興企業の動きが注目される。また、海外需要の取り込みについては、内需型産業の典型とも言える中小の飲食店が、インバウンド観光客による帰国後の口コミを一つのきっかけに、アジア進出を決めたケースが注目される。インバウンド観光客の増加が続き、

国・地域に広がりが出てきていることも踏まえると、類似の事例は増える可能性が十分ある。ただし、中小企業では、海外展開のためのノウハウ・人材不足がネックとなっているケースも少なくないため、金融機関や経済団体等によるサポートの一段の充実が期待される。

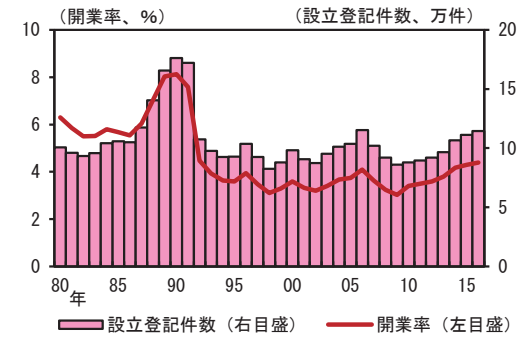
第三に、中小企業の事業承継問題については、従来、資金繰り等で苦勞する現経営者を見て育った

子息が承継を望まないこと等による後継者難のほか、承継時の税負担等や後継者難を周囲に知られたいとの事情が経営者のすくみを招いていたこと等が指摘されていた。

このうち、承継時の税負担等については、現在、政府が、中小企業の円滑な世代交替を促進するため、期間限定で事業承継税制の抜本的拡充（一定の要件のもとでの、贈与・相続時の納税負担の廃止等）

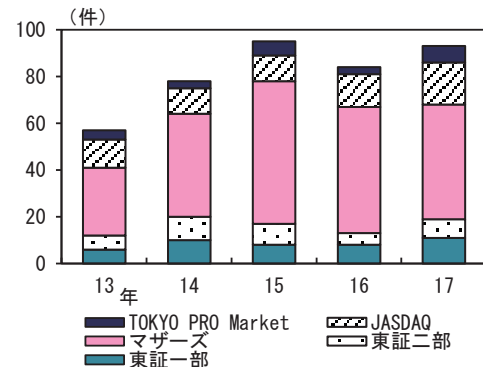
し、中小企業の第三者への事業譲渡を支援するサービスを始めている。今後、こうした官民の取り組みが成果につながることが期待され、実際、このところ中小企業の事業承継に伴うM&Aが増加しているとの情報もある。経営者の若返りやM&Aを機に企業行動が劇的に積極化したとの声は少なくないため、承継が進むにつれ、設備投資などの前向きな支出が活発化する可能性もある。

図表6 設立登記数からみた開業率



(注) 1. 開業率=設立登記数÷前年の法人数×100
2. 法人数は、確定申告を行った国内普通法人の会社等の数（特定目的会社を除く）。
(出所) 中小企業庁、法務省、国税庁

図表7 新規上場件数 (IPO)



(注) 経由上場、テクニカル上場は含まず。
(出所) 日本取引所グループ

を行っている。また、経済団体や金融機関等の民間企業でも、後継者難を周囲に知られたいといった経営者の悩みへの対応も含め、事業承継支援の強化に動いている。例えば、ある企業では、ITを活用し、匿名で利用できるM&Aのマッチングサイトを開設

4. まとめ

以上より、今後、全体として、企業の設備投資などのスタンスがどうなるかは、各要因の影響の持続性や度合いにより、変わってくると思われる。その際、留意すべきは、リーマン・ショック等のトラウマや中小企業経営者の高齢化と事業承継問題等（タイムラグ等も含む）の影響は、ごく緩慢ながらも和らいでいくと期待される一方、人口減少による中長期的な内需の先細り懸念については、今後、人口減少が進む中で、下押し圧力として働き続ける可能性が高い点である。この点、政府による成長戦略の着実な実行や企業による新たな需要の創出・開拓の取り組み、こうした取り組みに対する金融機関や経済団体等によるサポートの一段の充実などが重要と考えられる。

