

日本経済見通し

—存在感高まる非製造業、成長力底上げの起点に—

調査部

目 次

1. 現 状

2. 当面の景気判断と先行きの見通し

- (1) 引退世帯の消費回復の遅れや自動車販売低迷が重石
- (2) 在庫調整が景気下押しに作用
- (3) 下押し一巡後は自律拡大の強まりで緩やかな回復へ

3. 需要面からみた様々な構造変化

- (1) 力強さを欠く財輸出
- (2) 設備投資は非製造業が中心となる構図へ
- (3) 個人消費は人口動態の変化が重石に

4. 供給面からみた制約が残存

5. 総 括

- (1) 自律拡大の強まりとともに景気は緩やかに回復
- (2) リスクは中国経済失速、原油急騰、金融市場の混乱
- (3) 需要構造の変化に対応した供給側の構造改革が不可欠

要 約

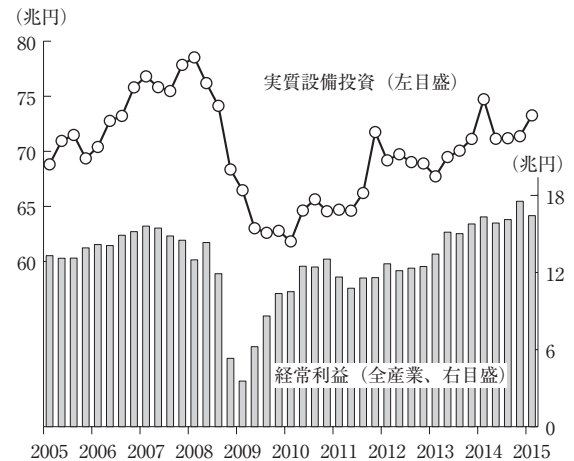
1. わが国景気は、総じて緩やかな持ち直しが続くものの、一部で弱い動きも。昨年4月の消費税率引き上げに伴う下押し圧力はほぼ一巡したものの、中長期的な構造変化が景気に影響を与えられらるなか、今後はわが国が持続的な成長軌道を確認できるかが焦点に。
2. 景気は消費回復の遅れや、在庫調整により当面力強さを欠く状況が続く見込み。もっとも、景気の自律的な回復メカニズムそのものは崩れておらず、これら下押し要因が一巡した後は、景気は底堅さを増していく見通し。
3. もっとも、わが国経済においては様々な「構造変化」が生じており、その影響を受けて、景気の回復ペースは緩やかにとどまる公算大。外需では、財輸出がわが国企業の競争力低下や企業戦略の変化、世界貿易量の伸び悩みなどから、力強い拡大は期待薄。設備投資では、製造業で国内での生産能力増強投資の減少を受けて、伸び悩みが鮮明となる一方、非製造業は底堅く推移。家計では、人口動態面からみたマクロの個人消費への下押し圧力が高まる兆し。
4. 需要面からみれば、緩やかな持ち直しが見込まれる一方、供給側に目を向けると、アベノミクス始動後に顕在化して以降依然解消していない人手不足が、持続的な景気拡大の懸念要因として残存。とりわけ、労働生産性が低く低賃金の非製造業で人手不足感が増大。人手不足が解消に向かわなければ、国内投資の中心となりつつある同分野の設備投資の抑制要因となるだけでなく、中長期的な景気拡大の足かせとなる恐れも。
5. 以上より、2015年度は、在庫調整が一巡すれば景気の自律拡大により、国内民需を中心に持ち直しの動きが徐々に強まり、+1%台半ばの成長に。2016年度は、海外経済の成長鈍化などを受けて前半から年央にかけて景気がやや減速し、+1%台前半の成長となる見通し。
6. わが国では、需要構造が大きく変化しており、この変化に対応すべく供給側の構造改革を進めて、成長力底上げにつなげることが不可欠。近年は、①インバウンド需要などサービス輸出の増加、②国内投資における非製造業のシェア拡大、など、非製造業の相対的プレゼンスが高まる方向にあり、成長力の底上げには、非製造業の設備投資促進による生産性向上がカギの一つに。また、成長力の強化と同時に、財政再建を進めることも不可欠。「経済再生なくして財政再建なし」を基本方針とすること自体は妥当ながらも、中長期的な財政再建に向けては、消費税率10%への引き上げを着実に実施するとともに、消費税の「逆進性」に配慮した所得税・資産税の見直しや、社会保障の収支バランス是正など、歳入・歳出構造改革の具体像をできる限り早く明示することも重要。

1. 現状

わが国景気は、昨年4月の消費税率引き上げ後に大きく落ち込んで以降は、総じてみれば回復傾向が続いている。企業の収益は、経常利益がリーマン・ショック前の2007年を上回るなど良好な推移が続いている（図表1）。加えて、低金利が続くなど良好な投資環境が整うなか、企業は設備投資に踏み出す動きを徐々に強めている。企業収益の回復は設備投資の持ち直しだけでなく、所得雇用環境の改善にもつながっている。人手不足も相俟って、雇用者数は増勢が続いていることに加えて、本年の春闘では賃上げの動きが業種や規模を問わず広がりを見せたほか、夏季賞与も増加した。

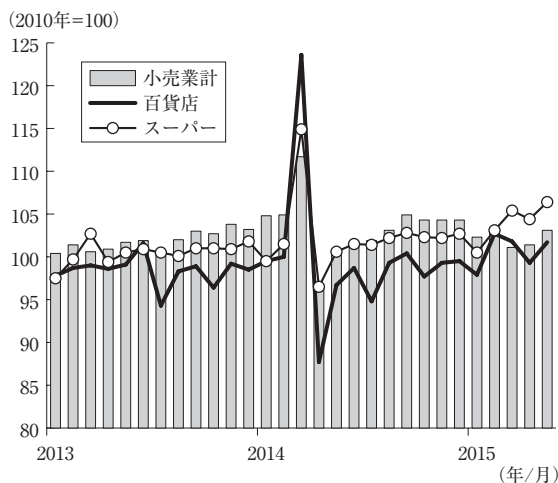
このように、わが国景気は企業・家計ともに所得面で改善の動きがみられるなか、総じて持ち直し傾向にある。もっとも、支出面の一部で弱い動きもみられている。GDPのおよそ6割を占める個人消費は、消費税増税後の落ち込みから、持ち直し基調をたどってはいるものの、その足取りは鈍い（図表2）。また、企業部門においては生産活動が弱含んでいるほか、輸出も弱い動きが続いている。そもそも、今回の景気回復局面においては、消費税増税の影響があったとはいえ、実質GDPの拡大ペースは過去の局面と比べて著しく鈍く、力強さを欠いている（図表3）。

（図表1）経常利益と実質設備投資（季節調整値）



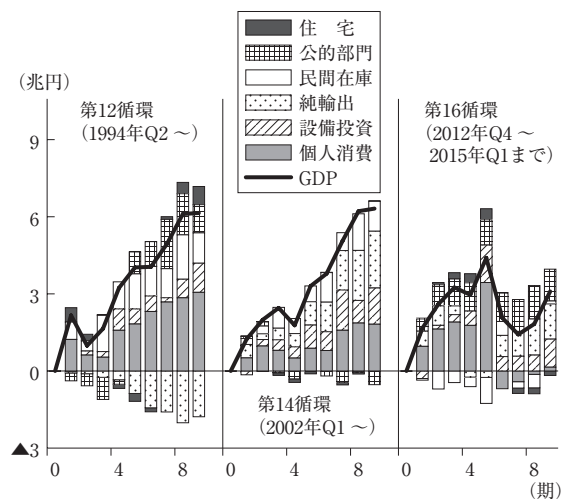
（資料）財務省「法人企業統計」、内閣府「四半期GDP速報」
（注）経常利益は金融・保険業を除く。

（図表2）小売販売額指数（季調値）



（資料）経済産業省「商業動態統計」

（図表3）景気回復局面での実質GDP推移



（資料）内閣府「四半期別GDP速報」を基に日本総合研究所作成
（注1）開差は積上げから除いている。
（注2）各循環開始期の実質GDPベース実額を0とした。
（注3）各循環開始期から10期日までを抜粋。

以上を踏まえると、今後の景気を見通すうえでは、こうした弱い動きが当面どのような影響を与えるかを判断するとともに、わが国景気が持続的な成長軌道を確認できるか否かを見極める必要がある。さらに、今回の低成長をもたらしている構造的な下押し要因を探り、その影響度合いを見極めなければならない。

そこで以下では、当面の景気判断とともに、2016年度までの景気見通しについて、構造変化の影響などを踏まえて展望するとともに、わが国経済における課題を考察する。

2. 当面の景気判断と先行きの見通し

足許のわが国の景気動向をみると、個人消費の回復が緩慢なペースにとどまるなか、企業の在庫が積み上がり、その調整圧力により生産は弱含んで推移している。以下では、足許の消費および在庫状況について分析するとともに、これらが当面の景気の行方に対してどう影響するか、そして、2016年度までの景気をどのようにみるかについて考える。

(1) 引退世帯の消費回復の遅れや自動車販売低迷が重石

個人消費が昨年の消費税増税後に落ち込んで以降、緩慢なペースでの持ち直しにとどまっている背景として、以下2点が指摘できる。

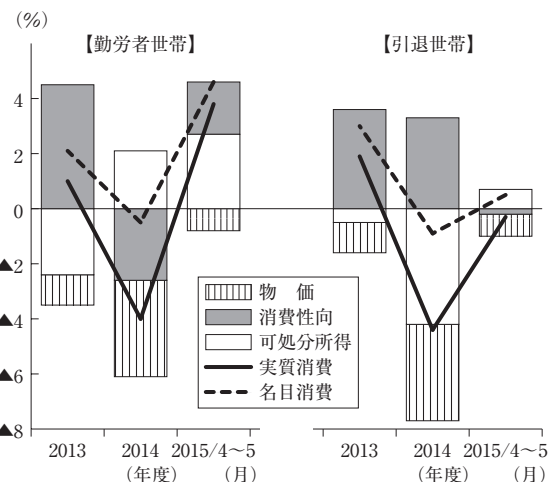
第1に、引退世帯の消費回復の遅れである。実質個人消費の前年比をみると、アベノミクスが本格的に始動した2013年度は増加したものの、2014年度は一転して大きく落ち込んだ。もっとも、この落ち込みについて世帯別にみると、状況が全く異なる。

勤労者世帯では、景気持ち直しによる所得の改善が消費押し上げに作用した一方、円安や消費税率の引き上げに伴う物価上昇が重石となった。加えて、前年度にアベノミクス始動に伴う景気回復への期待から消費性向が大幅に上振れており、その反動（消費性向の低下）が下押しに作用し、勤労者世帯の2014年度の実質消費は前年と比べて▲4%以上の減少となった（図表4）。

一方、引退世帯では、勤労者世帯と同様に物価上昇が重石となったことに加えて、所得の減少も消費押し下げに作用した。これは、国民年金給付額が特例水準の解消に伴い、2013年度に続き減少したことが要因として挙げられる。こうした下押し圧力に対して、消費水準を維持しようとする「ラatchet効果」により消費性向は上昇したものの、結果として、引退世帯の2014年度の実質消費は前年と比べて▲5%近く減少した。

2015年度入り後の実質消費支出（4～5月）をそれぞれみると、物価の騰勢鈍化により購買力の低下

（図表4）世帯消費支出変化の内訳（前年比）



（資料）総務省「家計調査報告」、「消費者物価指数」

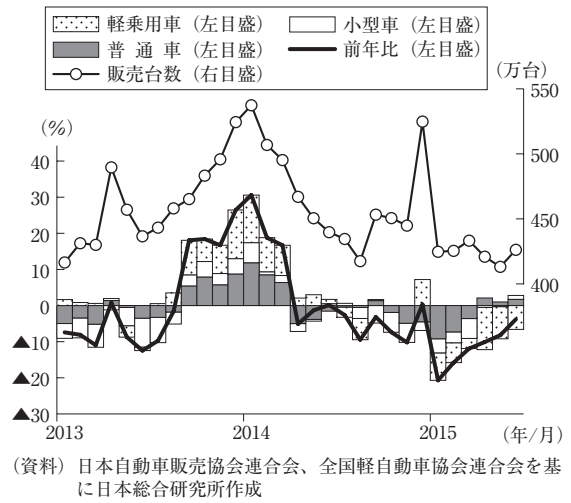
（注1）二人以上世帯。引退世帯は世帯主が60歳以上で無職。

（注2）消費者物価（持家の帰属家賃を除く総合）で実質化。

が和らぐなか、勤労者世帯は所得の増勢持続と、株高や雇用環境改善を受けた消費性向の持ち直しにより、前年比増加に転じている。一方、引退世帯は、年金給付額は小幅に増加したものの、消費性向の一段の引き上げが厳しい状況下、弱い動きが続いている。所得の力強い増加が期待しにくいなか引退世帯の消費回復にはもうしばらく時間がかかるといえよう。

第2に、自動車販売の低迷である。乗用車の販売台数をみると、2014年の消費税増税後に大きく落ち込んで以降、駆け込み需要の反動や過剰な販促活動の反動などを背景に低水準での推移が続いている（図表5）。さらに、今年4月には軽自動車の自動車税の増税が実施されたこともあり、2015年度入り後は販売台数の水準が一段と低下している。こうした動きを踏まえると、自動車需要が持ち直すまでにはもう少し時間を要するとみられる。

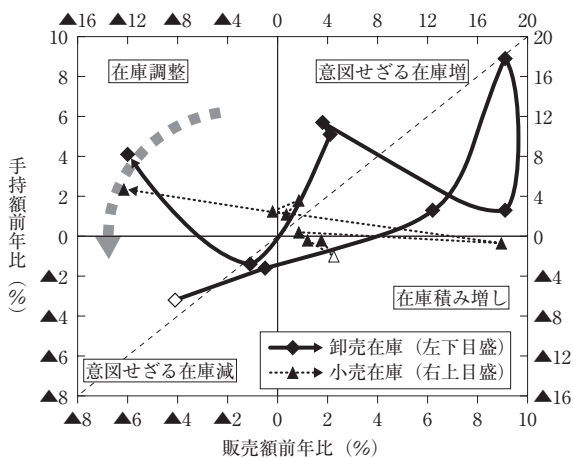
（図表5）乗用車販売台数（季調値）



（2）在庫調整が景気下押しに作用

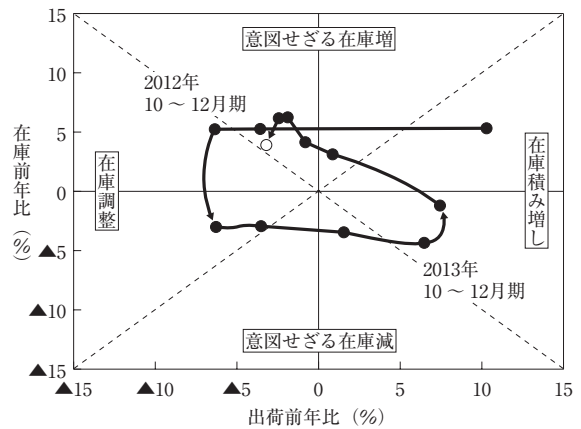
こうした下押し圧力により、消費が予想以上に伸び悩むなか、在庫には過剰感がみられる。流通段階において消費者に最も近い川下の小売業について、販売額と販売目的に企業が所有する在庫の概念に近い手持額の前年比をプロットした在庫循環図をみると、2015年1～3月期には卸売・小売段階ともに「在庫調整」の局面に移行している（図表6）。川下での在庫増加は、川上にあたる企業の生産活動の調整の遅れをもたらし、鉱工業の出荷と在庫の関係からみた在庫循環においても、長期にわたって

（図表6）小売・卸売の在庫循環図
（2013年Q1～2015年Q1）



（資料）経済産業省
（注1）流通在庫は商業動態統計の大規模小売店卸売店の販売額、手持額より作成。
（注2）始点の白抜きは2013年Q1、終点は2015年Q1。

（図表7）鉱工業の在庫循環図



（資料）経済産業省「鉱工業指数」
（注1）2012年第2四半期～2015年第1四半期。
（注2）直近（白抜き）は2015年5月の実績値。

「意図せざる在庫積み上がり」局面にとどまっておられ、在庫調整完了にはなお時間を要する状況となっている（図表7）。以上を踏まえると、こうした一連の在庫調整が、当面景気の下押し要因として作用する公算が大きいといえる。

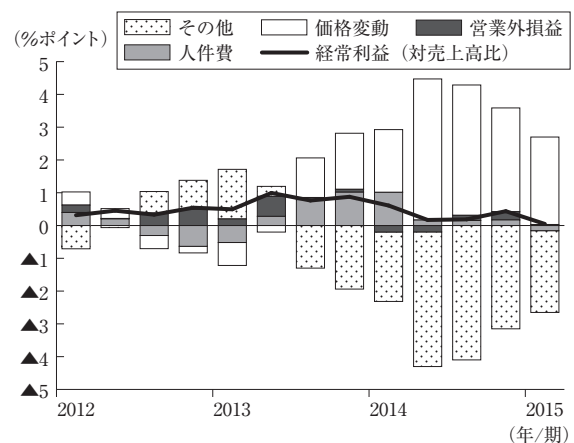
(3) 下押し一巡後は自律拡大の強まりで緩やかな回復へ

もっとも、企業収益の改善が設備投資の増加、雇用・賃金の増加、個人消費の拡大に波及するといった景気の自律的な回復メカニズムそのものは崩れていない。そのため、在庫調整などが一巡すれば、先行き景気は回復基調が続く見通しである。

まず、企業の収益環境は良好である。財務省の法人企業統計ベースでは、金融・保険業を除く企業の売上高経常利益率は前年同期と比べて上昇傾向が続いている（図表8）。利益率の変動を要因分解すると、アベノミクスが本格的に始まった2013年度入り後は、円相場下落によるコスト上昇（図表8における「その他」の部分）が下押しに作用する一方、企業は、価格引き上げによりコスト転嫁を実現（同「価格変動」の部分）することで、利益率を改善している。こうした良好な収益環境のもと、設備投資も引き続き前向きな動きが期待できる。企業のキャッシュ・フローに対する設備投資の比率は、リーマン・ショック後に大きく低下して以降、足許では一段の低下に歯止めがかかっている。内需の持ち直しが続くと思われるなか、企業の抱える設備の老朽化が進んでいることなども踏まえれば、収益増加とともに、維持・更新目的の投資を中心に一定程度の投資拡大が見込まれる。

一方、家計の所得雇用環境も良好な動きが期待できる。企業の収益環境の改善に加えて、人手不足感の高まりもあり、雇用面では、雇用者数の増勢が今後も続くと思われるほか、所得も増加傾向が続く公算が大きい。ちなみに、賃金動向について企業側からみると、前掲図表8の経常利益率の要因分解において、足許では人件費が拡大するなかにあっても売上高人件費率はほぼ横ばいで推移しており、利益率を損なう要因とはなっていない。これは、人件費が売上高の増加に見合うペースで拡大していることを意味しており、このところの賃金引き上げは、政府の要請に応える形と

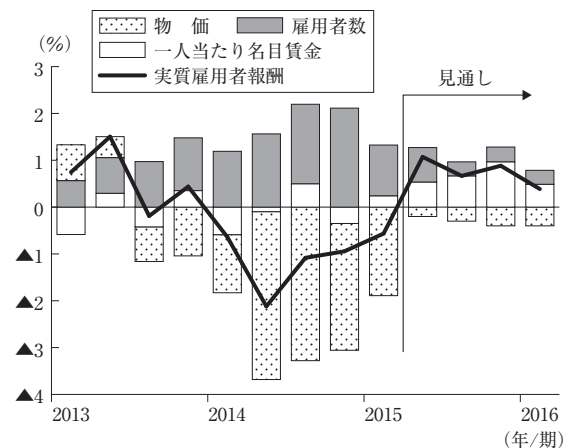
（図表8）経常利益変動（対売上高比）の要因分解（前年差）



（資料）財務省「法人企業統計季報」、内閣府「国民経済計算」、総務省「消費者物価指数」を基に日本総合研究所作成

（注）価格変動は、消費者物価（持家の帰属家賃除く、消費税増税の影響を除く）をもとに算出。

（図表9）実質雇用者報酬（前年比）



（資料）内閣府「国民経済計算」ほかを基に日本総合研究所作成

なっていたものの、マクロで見れば収益の裏付けを伴ったものであると判断できる。以上を踏まえると、個人消費の元手となる雇用者報酬は、引き続き名目ベースで増加するとみられる。このうち、女性や高齢者の活用が進むなか、今後は雇用者数の増加ペースは鈍化するとみられる一方で、代わって非正規雇用者の正規化などを通じて一人当たり賃金の増加ペースが高まる見込みである。また、実質ベースでも当面は原油価格の下振れの影響を受けて物価の騰勢が鈍化することから年度末にかけて増加傾向が続く見込みである（図表9）。そのほか、引退世帯の年金が16年ぶりに増加することや、堅調な株価推移に伴う資産効果なども踏まえれば、個人消費の持ち直しを後押しする動きは今後も続く見通しである。

以上を踏まえると、当面は景気回復に力強さを欠く状況が続くとみられるものの、景気は徐々に底堅さを増していくことが予想される。

3. 需要面からみた様々な構造変化

もっとも、わが国経済においては、様々な「構造変化」が生じており、その影響から景気は総じて持ち直しが続くものの、そのペースは緩やかにとどまる公算が大きい。以下では、具体的な「構造変化」とその背景、そして景気への影響について需要項目別にみていく。

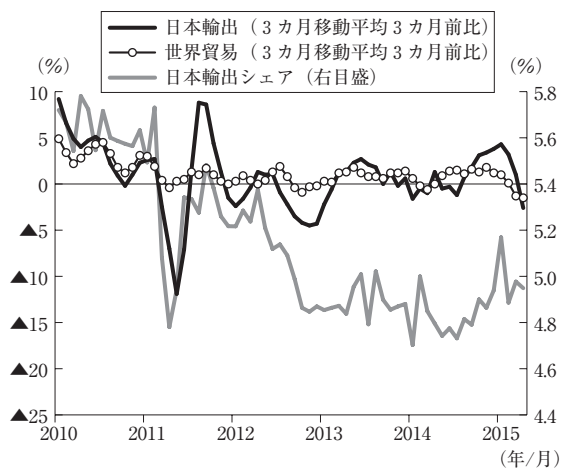
(1) 力強さを欠く財輸出

輸出においては、アベノミクスの始動をきっかけに円相場が大幅に下落したにもかかわらず、実質輸出は伸び悩んでいる。その背景として、①わが国企業の輸出競争力低下、②量から収益への経営姿勢の変化、③世界の貿易量自体の増勢鈍化、が指摘できる。

わが国の輸出シェアをみると、世界貿易量が総じて増勢が続くなかで、長期にわたり低下傾向をたどっている（図表10）。この間、わが国企業においては、中国や韓国による技術面でのキャッチアップや低価格攻勢を受けて、電気機械などで輸出競争力が大幅に低下したことがシェアの下振れに影響したと考えられる。アベノミクス始動後の2013年以降は、円安などを背景に輸出シェアの一段の低下には歯止めがかかったものの、足許では力強い拡大までには至っていない。これは、企業が円安下においても、安易に外貨建ての輸出価格を引き下げず、「量の拡大」よりも「収益性の改善」を重視する経営姿勢を強めたことによるものとみられる。

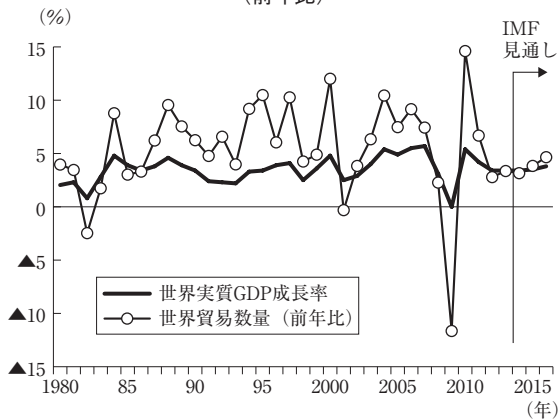
一方、世界の貿易量自体をみても、1990年代からリーマン・ショック前まで世界の経済成長を上回るペースで増加していたものの、このところ伸びが鈍くなっている（図表11）。世界的なサプライチェーンの構築がある程度進展したなか、直接投資の増勢鈍化が貿易取引の停滞をもたらしているとみられる。

（図表10）世界実質貿易量と日本実質輸出（季調値）



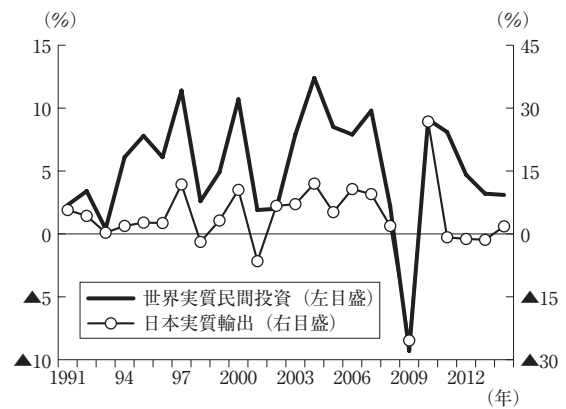
（資料）オランダ経済政策分析局（CPB）“World Trade Monitor”

(図表11) 世界実質GDP成長率と貿易量
(前年比)



(資料) IMF “World Economic Outlook, April 2015”

(図表12) 世界実質民間投資とわが国の実質輸出
(前年比)



(資料) IMF “World Economic Outlook, April 2015”、日本銀行

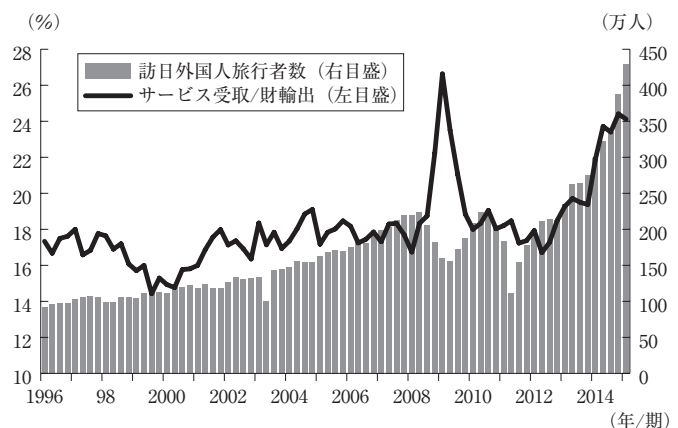
また、このところ、中国をはじめとする新興国の景気減速を受けて、世界的に民間投資の伸びが鈍化していることもわが国の実質輸出の伸び悩みに影響している(図表12)。わが国においては、相対的に資本財の競争力がなお高いことから、民間投資の伸び鈍化による影響は大きいとみられる。

こうした変化は、先行きも大きく変わらないとみられる。わが国の輸出品において、競争力が不高くない低付加価値品の輸出が減少し、高付加価値品のウエートが高まっていることを踏まえれば、企業が輸出価格をこの先大きく引き下げることは考えにくい。また、海外需要に対して現地で生産する「地産地消」の考え方が広がるなか、部品などの仕入れも現地からの割合を高めていることを勘案すると、わが国の輸出シェアが大きく高まることは見込みにくい。さらに、中国の景気減速、および投資から消費主導への経済構造の転換模索を考慮すれば、世界の貿易量も2000年代にみられたような力強い伸びが期待しにくい。以上を踏まえれば、財の輸出は今後、円安が一定程度の下支えとなるものの、緩やかな拡大が見込まれる海外景気の成長ペースに見合ったかたちでの増加にとどまる見込みである。

一方、財輸出に代わってサービス輸出が拡大し、わが国経済に与える影響も徐々に大きくなっている(図表13)。わが国を訪れる外国人観光客

数は大きく伸びており、中国人観光客の「爆買い」と称されるように、インバウンド消費は観光庁の統計ベースで2014年に前年比3割強も増加し、2兆円を突破した。この背景には、円安進行やビザ免除など政策面での継続的なサポートもあるものの、本質的には中国をはじめとする近隣アジア諸国の所得水準の上昇が指摘できる。今後も海外景気の緩やかな拡大や円安傾向が続くと見込まれることなどを踏まえると、サービス輸出は先行き

(図表13) サービス受取割合と訪日外国人旅行者数



(資料) 財務省「国際収支統計」、日本政府観光局(JNTO)

(注) それぞれ、季節調整値は日本総合研究所作成。

も堅調な伸びが期待できる。

(2) 設備投資は非製造業が中心となる構図へ

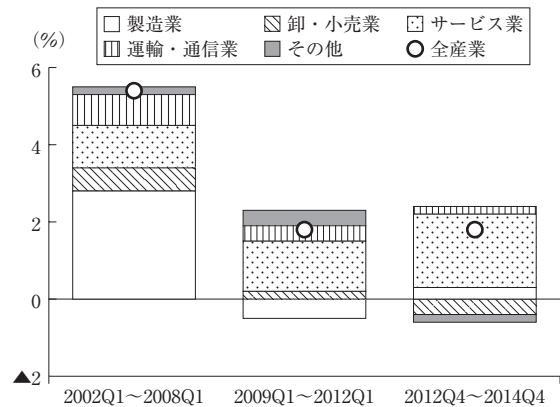
企業部門における構造変化は、設備投資においてもみられる。2000年以降の景気回復局面における実質設備投資の増加を業種別にみると、2000年代前半においては、製造業の存在感が大きく、全体のけん引役となっていた（図表14）。しかしながら、リーマン・ショック以降の景気回復局面では、製造業の設備投資は伸び悩みが鮮明となり、代わってサービス業をはじめとする非製造業の投資拡大が全体を下支えする構図となっている。

製造業の設備投資の伸び悩みは、堅調に拡大を続ける海外需要を取り込むべく、企業が生産拠点の海外シフトを積極的に進めたことが背景に挙げられる。海外需要への対応を「輸出」から「現地生産」へ切り替えたことで、輸出増が国内生産拡大に波及する経路は弱くなった。そのため、国内で生産能力の増強を目的とした設備投資は抑制され、製造業の設備投資が長期にわたって伸び悩んでいると考えられる（図表15）。今後も、海外景気は減速するとはいえ、わが国と比べて高成長が見込まれるなか、企業は需要地に近い地域で生産を行う「地産地消」の考えをもとに、生産拠点を海外へシフトするといった流れを大きく変えないとみられ、製造業の設備投資は伸び悩みが続くだろう。

一方、非製造業においては、先行き内需が緩やかに持ち直すとみられることから、堅調な伸びが見込まれる。

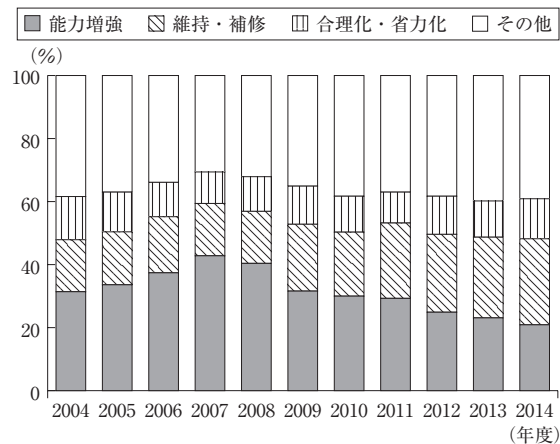
インバウンド消費拡大の恩恵が見込まれる飲食・宿泊サービスや、高齢化に伴い需要拡大が見込まれる医療や介護サービス分野などで投資拡大が期待される。ちなみに、非製造業の設備投資を形態別にみると、トラックなどの輸送機械や、医療機器などの機械投資が一定のシェアを占めている。同分野の設備投資増加は、製造業の生産拡大、さらには設備投資の増加につながる可能性がある。試算によると、非製造業の設備投資が顕在化した場合、おおむね1年程度のラグを伴うかたちで製造業においても同様の規模の設備投資が発生すると見込まれる。輸出などを起点とした製造業による直接的な設備投資は伸び悩みが見込まれる一方、こうした間接的な効果が同分野の設備投資を下支えするとみられ

(図表14) 景気拡大期における実質設備投資の増加率(年率)



(資料) 内閣府を基に日本総合研究所作成
(注) 同じ四半期の計数を比較するため、景気の谷と景気の山が同一四半期でない場合は、景気の山に達する直前の同一四半期の計数を用いて伸び率を算出。

(図表15) 製造業の投資動機



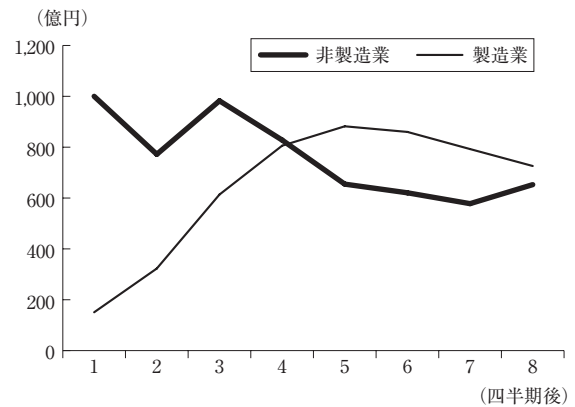
(資料) 政策投資銀行「2013・2014・2015年度設備投資計画調査」
(注) 2014年度は計画。

る（図表16）。

このように、非製造業を中心に設備投資は堅調に推移するとみられるものの、内需の拡大余地に限りがあるなか、全体で見れば、やはり過去と比べて設備投資の拡大ペースは緩やかにとどまらざるを得ない。それでは、企業の利益は国内の設備投資以外にどのような用途で使われているのだろうか。財務省の法人企業統計において企業の利益と配当をそれぞれみると、収益の改善に伴い配当も増加しているものの、アベノミクス始動後の大幅増益局面においては、両者の差額は大きく拡大しており、配当以外の利益処分にて充てる額が増加している（図表17）。そこで、企業のバランスシートにおける利益剰余金の変化をリーマン・ショック以降の累積でみてみると、有価証券等の投資資産が大幅に増加するかたちで、このところ利益剰余金が積みあがっていることがみてとれる（図表18）。すなわち、配当として処分されなかった資金の多くは、国内企業への出資や海外企業の買収などに充当されたと考えられる。なかでも、海外企業の買収は円相場下落により、わが国からみた海外投資が割高になったにもかかわらず、足許においても拡大が続いている（図表19）。前述の通り、企業が輸出以外の経路で積極的に海外需要を取り込む姿勢を今後も堅持することなどを踏まえれば、引き続き利益の多くは海外投資に振り向けられる公算が大きい。

一方、国内投資については、研究開発向けの投資が拡大傾向にあり、設備投資に対する研究開発費の比率は2007年度以降+10%ポイント以上上昇している（同図表19）。企業が海外と国内での機能の棲み

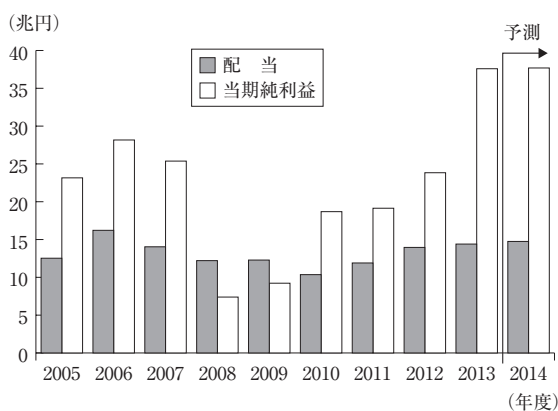
（図表16）一時的な非製造業の設備投資の増加が中長期的な設備投資水準に与える影響（試算）



（資料）内閣府「民間企業資本ストック」を基に日本総合研究所作成

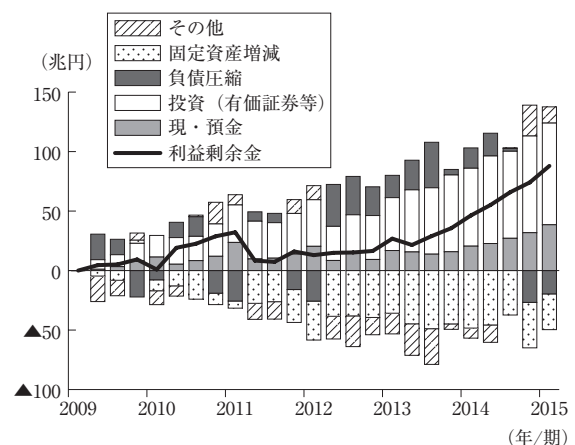
（注）非製造業の実質新設投資額、製造業の実質新設投資額からなる構造VARモデルのインパルス応答関数を基に、非製造業の実質新設投資額を1,000億円押し上げるようなショックの影響を算出。推計に使用したデータは1994年Q1～2014年Q4。

（図表17）法人企業の当期純利益と配当



（資料）財務省「法人企業統計」
（注）2014年度は季報を基に予測。

（図表18）企業のバランスシートの変化
（2009年1～3月期対比）



（資料）財務省「法人企業統計」

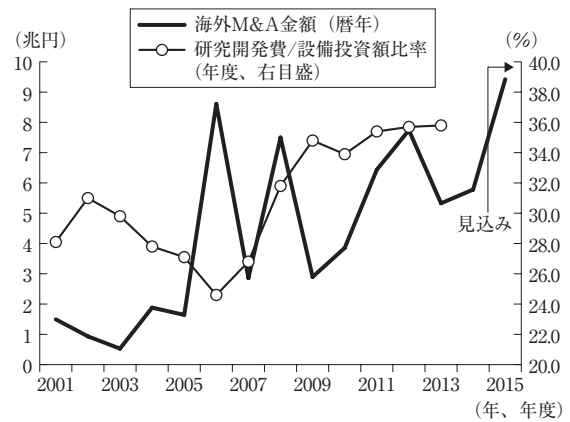
分けを進め、国内はマザー工場や研究開発拠点としての位置付けを強めていることを踏まえれば、今後も研究開発に関する投資は拡大が期待できる。現在のわが国のGDP統計においては、こうした研究開発関連投資はGDPに計上されていないものの、企業のR&D支出の拡大が、実質設備投資の増加を誘発するという緩やかな正の相関も確認されており、間接的にGDPの押し上げにもつながるといえる。

(3) 個人消費は人口動態の変化が重石に

一方、家計部門においては、少子高齢化をはじめとするわが国における人口構造の変化が、本格的に個人消費への重石となり始めている。実質個人消費の5年ごとの年平均増加率を、①人口増減、②単身世帯変動、③年齢構成変化、などの「人口動態要因」と、④実質所得や消費性向の変化（その他）、などの「人口動態とは関係がない要因」で分解したところ、人口動態要因による消費押し上げ効果は、1995年以降低下傾向にあるとはいえ、2010～2014年まではプラス、すなわち押し上げに作用している（図表20）。これは、人口の増勢鈍化のほか、団塊世代の大量退職など消費支出が相対的に大きい40～50代の世帯数減少による下押し圧力の高まりが、マクロでみた大きな消費下振れ要因となる一方で、単身世帯の増加（例えば、同じ2人でも夫婦1世帯に比べて単身2世帯の方が消費支出は大きい傾向にある）が、それを上回る個人消費の押し上げに寄与したことを示している。

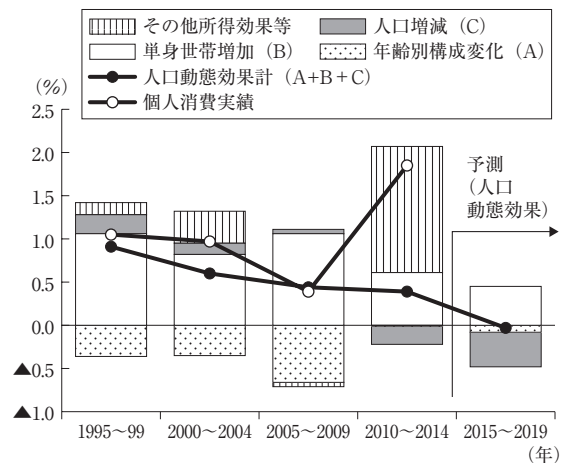
もっとも、直近5年の2010～2014年においては、人口が減少に転じ下押しに寄与したほか、単身世帯の増勢も鈍化したことで、人口動態要因による消費押し上げ効果は一段と低下している。人口減少や高齢化が続くなか、2015～2019年には人口動態要因による消費押し上げ効果は消失し、逆に先行き下押し圧力として作用するとみられる。以上を踏まえると、企業の収益が良好に推移し、それが雇用や賃金の増加に波及すると見込まれるなかでも、個人消費の拡大は限られたペースにとどまる公算が大きいといえよう。

(図表19) 日本企業による海外M&A金額と国内研究開発費/設備投資額比率



(資料) レコフ「MARR」、総務省「科学技術研究調査」、財務省「法人企業統計」を基に日本総合研究所作成
 (注1) 2015年は1～5月の前年比を基に算出。
 (注2) 設備投資はソフトウェア除く。

(図表20) 個人消費の内訳 (年平均増加率、試算)



(資料) 総務省、国立社会保障・人口問題研究所を基に日本総合研究所作成
 (注) 年齢階層別、単身・二人以上世帯別の世帯数と世帯支出の変化から算出。予測は、2014年の世帯別支出に国立社会保障・人口問題研究所の「日本の世帯数の将来推計」の世帯数を乗じて算出。

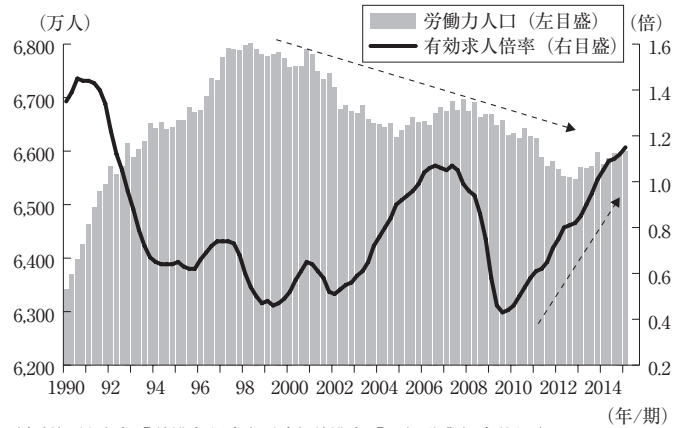
4. 供給面からみた制約が残存

このように、需要面で様々な構造変化が生じている一方、供給面に目を向けると、2015年5月の有効求人倍率が1.19倍と実に23年2カ月ぶりの高水準となるなど、「人手不足」の状況が強くなっており、持続的な景気拡大の懸念要因として残存し続けている（図表21）。

こうした人手不足の背景には労働供給の減少が指摘されている。しかし、労働力人口が基調的に減少に転じたのは1990年代後半であり、これだけが人手不足の要因とはいえない。むしろ、このところ

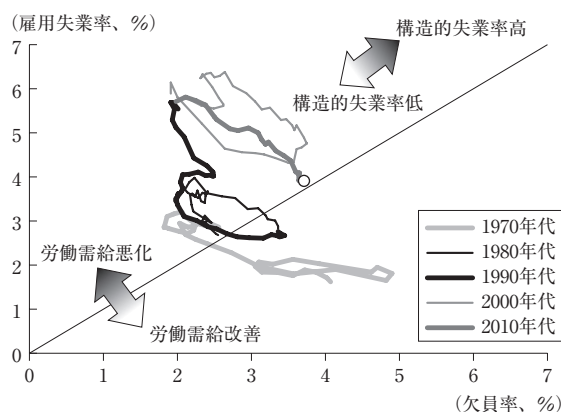
の人手不足は、需要構造が変化するなかでこれに十分に対応しきれておらず、成熟した不採算分野で労働力が多く雇用されている結果といえる。失業率と欠員率の関係を表すUV曲線をみると、2010年以降足許においては失業率が低下傾向にあり、労働需給は改善したものの、欠員率は緩やかに上昇しており、企業からみた人員の充足率は改善していない（図表22）。すなわち、景気動向に左右されない構造的失業率が高止まりし、雇用のミスマッチが根強く残っていることを示唆している。そこで、業種別の人手不足感を、日銀短観雇用人員判断DIでみてみると、製造業では、アベノミクス始動直前では雇用過剰感がみられ、足許でも人手不足感は必ずしも大きくない（図表23）。一方、非製造業では、アベノミクス始動前から人手不足の状況にあり、足許ではそれにますます拍車がかかっているなど人手不足感は強まっており、労働需要にバラツキが確認できる。

（図表21）労働力人口と有効求人倍率（季調値）



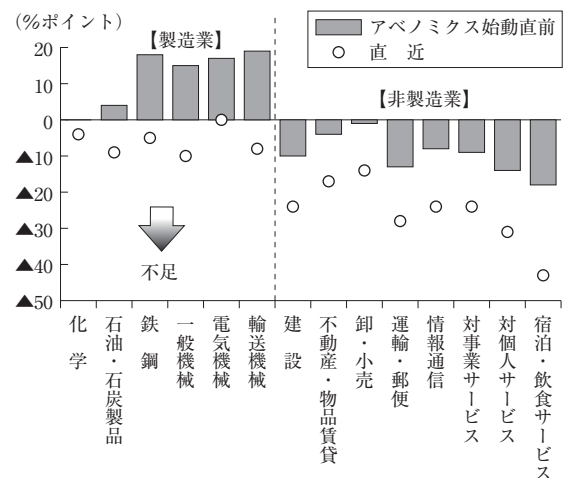
（資料）総務省「労働力調査」、厚生労働省「一般職業紹介状況」

（図表22）UV曲線



（資料）総務省、厚生労働省
 (注1) 雇用失業率=完全失業者数/(完全失業者数+雇用者数)
 (注2) 欠員率=(有効求人数-就職件数)/(有効求人数+就職件数+雇用者数)
 (注3) 白抜き印は直近の2015年1～3月期実績値。

（図表23）日銀短観業種別雇用人員判断DI



（資料）日本銀行「短観」
 (注) アベノミクス始動直前は2012年12月調査。直近は2015年6月調査。

また、非製造業の労働生産性の低さも人手不足の一因となっている。非製造業の労働生産性をみると、製造業と比べて低迷が続いている（図表24）。なかでも、賃金が相対的に低水準にとどまっている宿泊・飲食サービスや運輸などの業種ほど人手不足が深刻なことを踏まえると、賃金と高い相関を有する労働生産性の低さが、同分野での人手不足に影響しているといえる。

こうした非製造業を中心とした人手不足が解消に向かわなければ、小売業での出店戦略見直しや店舗縮小、労務単価上昇に伴う建設投資下振れなどを招来し、国内投資の中心となりつつある非製造業の設備投資の抑制要因となる可能性がある。また、わが国の需要構造の変化に十分対応できず、中長期的な景気拡大の足かせとなる恐れもある。

5. 総括

(1) 自律拡大の強まりとともに景気は緩やかに回復

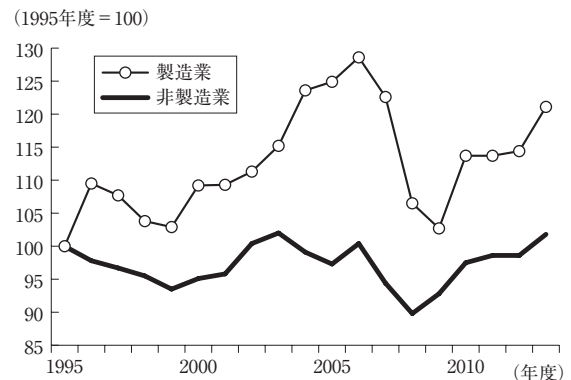
以上の分析に加えて、アメリカなど先進国では景気が緩やかに拡大し、中国をはじめとする新興国も一時的に成長は鈍化するものの、その後緩やかに持ち直していくという見通しのもとで、わが国経済の先行きを展望すると、当面は、自動車販売など一部個人消費の弱い動きを背景とする在庫調整圧力が、景気の重石となる見込みである（図表25）。

もっとも、景気の自律的な拡大メカニズムそのものは崩れておらず、在庫調整によって景気が後退局面に陥るといった事態は回避される見通しである。在庫調整が一巡すれば、①企業収益が堅調なほか、低金利が続くなど投資拡大に向けた環境が引き続き良好であり、企業も投資に対する前向きなスタンスを維持していること、②良好な企業収益や人手不足などを背景に、雇用・賃金も緩やかな増加傾向が続くこと、などを背景に、自律拡大の動きは徐々に強まる見通しである。

一方で、昨年まで景気の押し上げに大きく作用した公共投資は、高水準で推移するなか一段の伸びは見込みにくく、今後頭打ち感が強まってくるとみられる。また、輸出もウエートが大きい財輸出での力強い拡大は期待しにくい。さらに、人手不足に伴う供給面からの制約も景気抑制要因になるとみられ、景気回復は総じて緩やかなペースにとどまる見通しである。

四半期ごとの動きをみると、2015年度は、前半を中心に在庫調整圧力が景気下押しに作用する。もっとも、在庫調整の一巡が見込まれる年度後半以降には、景気は自律拡大により底堅さを増していく見込みである。一方、2016年度は、中国では引き続き緩やかな景気減速が見込まれるほか、アメリカでも利上げの影響を受けて成長ペースが頭打ちとなることから、輸出の大幅な増加は期待しにくい。加えて、原油安効果が一巡し、むしろ既往円安による物価押し上げ効果が顕在化することで、物価の騰勢は再び高まることから、実質所得は伸び悩み、個人消費も増勢が鈍化するとみられる。以上を踏まえると、年

（図表24）労働生産性



（資料）内閣府、財務省を基に日本総合研究所作成
 （注）労働生産性 = (付加価値/GDPデフレーター) / 従業員数

(図表25) わが国経済および物価などの見通し

(前期比年率、%、%ポイント)

	2015年				2016年				2017年	2014年度	2015年度	2016年度
	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3			
	(実績)	(予測)							(実績)	(予測)		
実質GDP	3.9	0.8	1.4	1.7	2.0	0.4	1.1	1.1	2.2	▲0.9	1.5	1.3
個人消費	1.5	1.0	1.2	1.2	2.2	▲0.4	0.8	1.3	5.9	▲3.1	1.3	1.2
住宅投資	7.0	3.7	3.5	3.3	3.0	2.8	2.8	4.2	5.5	▲11.7	1.5	3.3
設備投資	11.0	0.0	0.9	3.9	3.6	3.4	3.2	3.0	3.2	0.4	3.0	3.2
在庫投資(寄与度)	(2.2)	(▲1.2)	(▲0.5)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.5)	(0.2)	(▲0.8)	(0.5)	(▲0.3)	(0.0)
政府消費	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5	0.6	0.6	0.6	0.4	0.5	0.5
公共投資	▲5.9	2.7	1.3	▲0.8	0.0	0.0	▲0.5	▲1.0	▲1.2	2.0	0.0	▲0.4
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	9.9	3.9	4.8	5.1	4.3	3.3	2.8	2.8	2.8	8.0	6.6	3.6
輸入	12.2	2.4	4.2	5.6	5.3	5.2	6.0	6.0	8.9	3.7	5.7	5.7
国内民需(寄与度)	(4.8)	(0.5)	(1.0)	(1.9)	(2.2)	(0.5)	(1.9)	(1.9)	(3.8)	(▲1.7)	(1.3)	(1.8)
官公需(寄与度)	(▲0.2)	(0.2)	(0.3)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.2)	(0.1)	(0.1)
純輸出(寄与度)	(▲0.7)	(0.1)	(0.1)	(▲0.2)	(▲0.3)	(▲0.3)	(▲0.9)	(▲0.9)	(▲1.6)	(0.6)	(0.1)	(▲0.6)

(前年同期比、%)

名目GDP	2.5	2.5	3.6	3.1	1.6	1.7	1.8	1.7	1.8	1.6	2.7	1.8
GDPデフレーター	3.4	1.5	1.7	1.4	0.1	0.3	0.5	0.6	0.6	2.5	1.1	0.5
消費者物価指数(除く生鮮)	2.1	0.1	0.3	0.6	1.0	1.3	1.2	1.3	1.4	2.8	0.5	1.3
(除く生鮮、消費税)	0.1	0.0	0.3	0.6	1.0	1.3	1.2	1.3	1.4	0.8	0.5	1.3

完全失業率(%)	3.5	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.2	3.2	3.2	3.5	3.3	3.2
円ドル相場(円/ドル)	119	121	123	124	124	124	123	123	123	110	123	123
原油輸入価格(ドル/バレル)	56	59	66	67	69	69	70	70	71	91	65	70

(資料) 内閣府、総務省などを基に日本総合研究所作成

(注) 2017年4月に消費税率引き上げ(8%→10%)が実施されると想定。

度前半から半ばにかけて成長率はやや減速する見込みである。もっとも、年度末にかけては2017年4月に予定されている消費税率10%への引き上げを前に、個人消費や住宅投資などで駆け込み需要が発生し、景気を押し上げるとみられる。

ちなみに、個人消費については、「うるう年」の影響により2016年1~3月期に高い伸びとなる一方、翌4~6月期は減少するとみられる。現在のわが国のGDP統計においては、季節調整におけるうるう年の調整を行っていないため、うるう年による営業日数の増加の影響がそのまま反映されることになる点に留意が必要である。

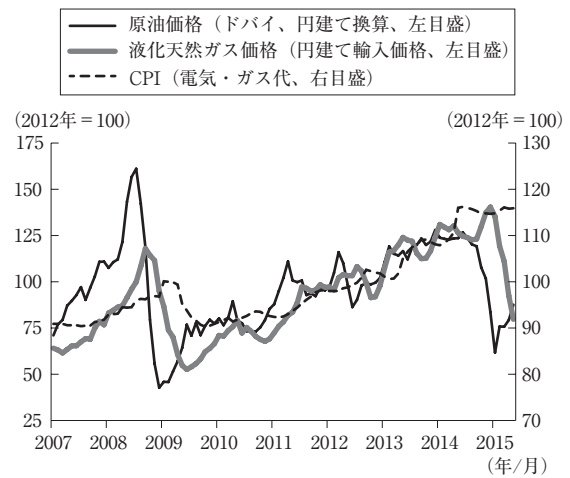
以上の結果、2015年度は年度前半には力強さを欠くものの、後半には国内民需を中心に持ち直しの動きが徐々に強まるほか、うるう年要因も加わり、実質GDPは+1%台半ばのプラス成長となる見通しである。2016年度は引き続き国内民需が拡大する一方、海外景気の減速などで外需が財輸出を中心に伸び悩むことから、実質GDPは+1%台前半に減速する見通しである。

物価については、足許で原油価格の大幅な下落には歯止めがかかりつつあるものの、大部分が原油価格に連動するかたちでの契約となっている液化天然ガスの輸入価格は、ラグを伴って物価下押しに作用することから、消費者物価(生鮮食品除く総合)は、当面伸び悩みが続く見込みである(図表26)。もっとも、エネルギー価格を除く部分をみれば、物価は総じてプラス基調を維持している。こうした状況下、消費者物価指数(食料・エネルギーを除く総合)に対して8カ月程度の先行性が認められる雇用者の時間当たり賃金は上昇傾向を続けているほか、先行き内需も緩やかに持ち直し、需給ギャップが縮小

するとみられることから、物価上昇圧力は徐々に高まってくるとみられる（図表27）。以上を踏まえ、原油安の影響が一巡すれば、消費者物価は再び騰勢が高まってくる見通しである。

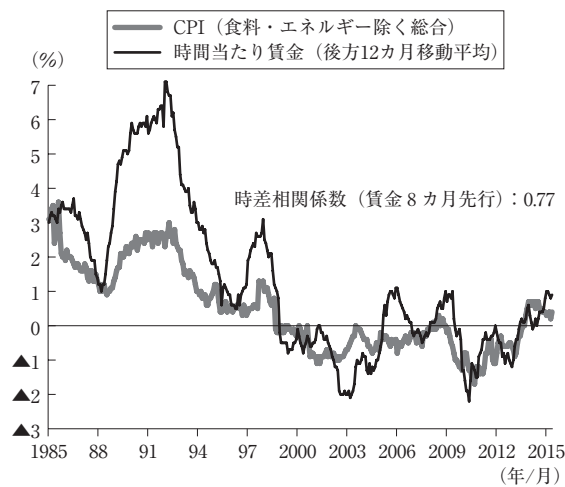
もっとも、「+2%での持続的な物価の安定」という日銀の目標達成には、インフレ期待の上昇などを通じて、物価上昇率と需給ギャップとの関係がさらにインフレ方向にシフトしていくことが不可欠である（図表28）。企業や家計のインフレ期待は、実際の物価上昇率から受ける影響も大きいとみられることから、インフレ期待の上昇には物価上昇ペースの再加速の確認が必要と考えられ、物価目標の達成には時間を要する公算が大きい。

（図表26）原油・天然ガス価格と電気・ガス代



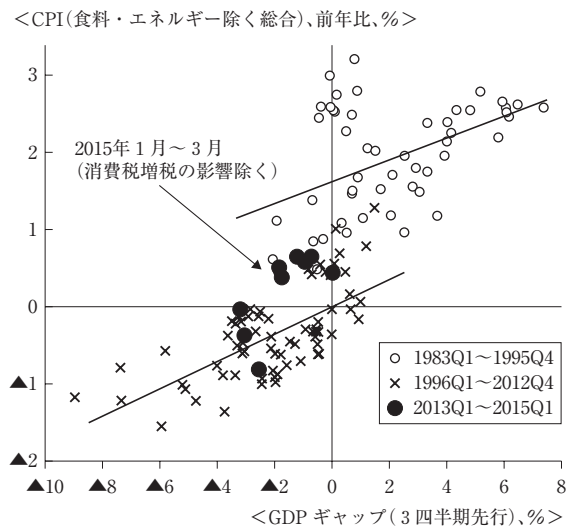
（資料）日本銀行、日本経済新聞社、総務省を基に日本総合研究所作成

（図表27）CPIと時間当たり賃金（前年比）



（資料）総務省、厚生労働省を基に日本総合研究所作成
 （注1）時間当たり賃金＝現金給与総額指数/総実労働時間指数。
 （注2）時差相関係数は、CPIと時間当たり賃金の単純前年比をもとに算出。0～12カ月のなかで、最も相関が高いラグ次数を選択。

（図表28）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

（2）リスクは中国経済失速、原油急騰、金融市場の混乱

以上のようにわが国景気は、在庫調整圧力が当面の景気の重石となるものの、企業収益の増加が投資や賃金・雇用の増加へ波及するといった「自律拡大メカニズム」の作用により、四半期でみておおむね前期比年率+1%台半ばを挟んでの底堅い成長が続く見通しである。もっとも、以下3点に挙げるような外的ショックによる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。

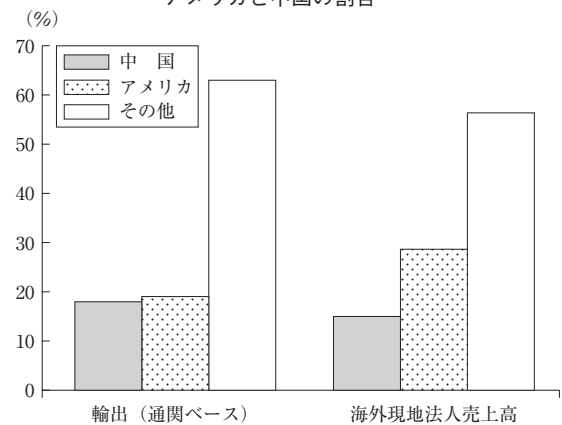
第1に、「中国経済の失速」である。中国では不動産開発投資や製造業の固定資産投資の伸び鈍化などを背景に景気が減速しており、同国のOECD景気先行指数も2014年入り後の低下に歯止めがかかって

いない。中国景気が落ち込む事態となれば、わが国からの輸出減少や中国での現地法人の売り上げ減少を通じた企業収益の下振れなどの影響が想定される。中国とわが国の経済面でのつながりをみると、輸出面では中国向けシェアはアメリカとほぼ同じの2割弱である一方、海外現地法人売上高では、中国での売り上げは、なおアメリカの半分程度にとどまっている（図表29）。以上を踏まえると、中国経済の減速が小幅にとどまれば、アメリカ経済が堅調に推移する限り、わが国輸出や企業収益の下振れへのマイナス影響は限られる可能性が高いといえよう。もっとも、大幅な減速となれば、直接的な影響のみならず、対中輸出や投資を通じて同国への依存を強めるアジアをはじめとするわが国以外の国・地域の景気悪化などを通じた「間接的・2次的影響」も加わることで、大きなマイナス影響として作用する恐れがある。

第2に、「原油価格の急騰」である。原油価格は足許低水準で推移しているものの、中東や北アフリカ、ロシアを巡って地政学リスクはくすぶり続けており、国際的な紛争などにより供給が止まる事態となれば、価格が急騰しかねない。原油価格が上昇すれば、企業・家計の負担増を通じて、企業収益の下振れや設備投資・個人消費の失速につながる恐れがある。ちなみに、家計への負担について、原油価格の上昇で家庭のエネルギー燃料費が仮に+10%上昇した場合の、地域別の負担を試算したところ、東京以外の地域ではガソリンや灯油代などの負担が大幅に増大するとの結果が得られる（図表30）。これは、地方では生活において自動車に頼る面が大きいほか、東京よりも気温の低い寒冷地で暖房費にかけるウエートが大きいことが背景にある。こうした東京以外の地域での負担の増加は、アベノミクス始動後も回復が相対的に遅いと指摘される地方の景気持ち直しが一段と遅れる事態にもつながりかねない。

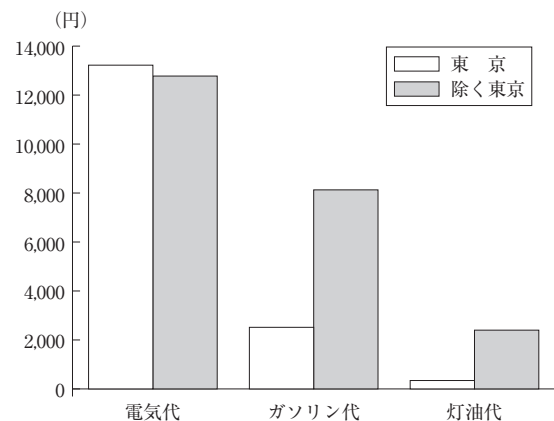
第3に、「国際金融市場の不安定化」である。ギリシャでは債務問題を巡る不透明感が増大している。現状欧州における金融面でのセーフティーネットが整うなか、ギリシャ以外の重債務国では小康状態を保っているが、今後の行方次第ではこれらの国の金利が急上昇する恐れもある。また、中国に目を向けると、同国株価の乱高下が世界の株式市場にも影響を及ぼしている。中国政府は株価の下支えとして様々な対応をとっているが、この先大きく下落する事態となれば、アメリカに次ぐ経済規模であるだけ

（図表29）輸出と海外現地法人売上高に占めるアメリカと中国の割合



（資料）財務省「貿易統計」、経済産業省「海外事業活動基本調査」

（図表30）燃料費10%上昇に伴う家計負担（試算）



（資料）総務省「家計調査」などを基に日本総合研究所作成

に、わが国へのマイナス影響は無視できない。

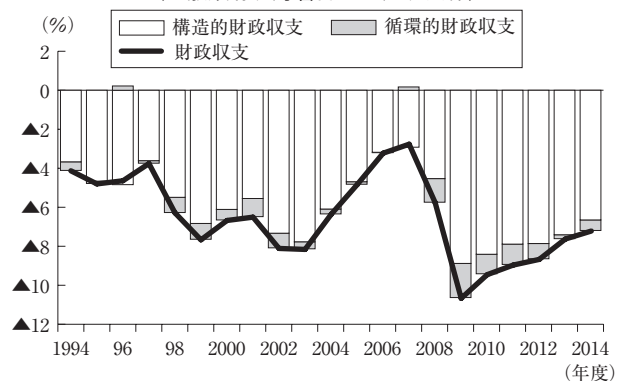
(3) 需要構造の変化に対応した供給側の構造改革が不可欠

こうした外的ショックによるリスク発生が避けられれば、わが国経済は緩やかな景気回復が続くもとの、バブル崩壊以降長期にわたって続いた低成長・デフレから抜け出し、新たな成長ステージへと向かう見通しである。もっとも、前述の分析にもあるように、わが国企業は需要面でみた様々な構造変化に直面しており、こうした変化に対して、企業が事業構造や供給体制の変革を進めなければ、潜在需要を顕在化させることができず、わが国の経済成長率は今後頭打ちになっていく恐れがある。そうなる事態を避け、わが国が持続的な成長を達成するには、需要構造の変化に対して供給側の構造改革を進め、それをわが国の成長力の底上げにつなげていくことが不可欠といえよう。

近年の需要側の変化を具体的にみると、①財輸出が伸び悩む一方、インバウンド需要などサービス輸出は増加傾向、②国内投資における製造業の伸び悩みが鮮明な一方、非製造業の割合は高まる方向、など、非製造業の相対的なプレゼンスの高まりが特徴として指摘できる。これを踏まえると、わが国の成長力を底上げするには、非製造業における設備投資促進による生産性向上がカギの一つになるといえる。例えば、人手不足感が強まっている同分野において、ITなどを用いた「代替的」投資は、人手不足の解消につながるほか、投資が製造業の生産拡大を通じて製造業自身の設備投資へ波及することも見込まれる。さらに、設備投資を通じて生産性が向上すれば、労働力不足への対応とともに、相対的に水準が低いとされる非製造業の賃金の上昇をもたらす、経済の好循環メカニズムを強化する効果も期待できる。政府においては、こうした構造改革を進めるべく、政策面・税制面からのサポート体制を整えていくことが求められる。

また、わが国にとっては、成長力の強化と同時に、財政再建への対応も避けては通れない。成長力の回復により、インフレ率が高まってくれば、日銀は現在の量的・質的金融緩和策を終了し、伝統的な金融政策への回帰に向けて動き始めるとみられる。この局面で仮に財政の持続性に不安があれば、金利が急騰するリスクがある。そうした状況に対して、政府は、6月末に閣議決定したいわゆる「骨太の方針」のなかで、足許での景気回復や、税収の増加傾向が続くことを前提に、2018年度に基礎的財政収支（プライマリー・バランス）の対名目GDP比を▲1%程度まで縮小するとの目標を掲げている。本方針は、「経済再生なくして財政再建なし」を基本にしており、その基本方針自体は妥当な考え方といえる。もっとも、目標達成に向けた前提として、経済成長による税収増に頼る面が大きく、逆に近年の歳出の増加の主因である社会保障関係費について、その膨張に歯止めをかけるような改革は十分には打ち出されておらず、財政

(図表31) 循環的・構造的財政収支の推移
(一般政府、対名目GDP比、試算)



(資料) 内閣府などを基に日本総合研究所作成

(注1) 構造的財政収支は、内閣府「平成25年度年次経済財政報告」などを参考に試算。

(注2) 2014年度の財政収支は、日本総合研究所推計。

再建に向けた具体的な道筋は不透明と言わざるを得ない。ちなみに、小泉政権時にみられたプライマリー・バランスの改善は、景気動向によって作用する「循環的財政収支」よりも、それらの影響を除く「構造的財政収支」の削減の寄与が大きかった（図表31）。これは、公共投資をはじめとした歳出削減の効果が大きかったためである。

今回の局面においては、当面、景気回復に伴う税収増が財政健全化に一定程度作用することが期待される。もっとも、中長期的な財政再建に向けては、昨年の秋に延期が決定された消費税率10%への引き上げを着実に実施するだけでなく、①消費税の「逆進性」に配慮した所得税や資産税などの見直し、②PPPなど民間活力による公的部門の業務効率化、③「低負担・高福祉」の色彩が強い社会保障の収支バランス是正、などをはじめとした歳入・歳出構造改革の具体像をできる限り早く明示することも求められる。

副主任研究員 下田 裕介

(2015. 7. 15)