

日本経済見通し

—アベノミクス「三つの変調」を探る—

調査部

目 次

1. 現 状

2. アベノミクスの「三つの変調」をどうみるか

- (1) 為替相場の円高方向への転換とそれに伴う企業収益の下振れ
- (2) 個人消費の低迷
- (3) インバウンド需要の陰り

3. 総 括

- (1) 官公需の下支えのもと民需が持ち直し緩やかなプラス成長へ
- (2) 個人消費の持続的な拡大に向けて

要 約

1. わが国景気は足踏みが長期化。アベノミクスは、それ以前から続く景気低迷からの脱却に向けて一定の成果をあげたものの、足許では、①為替相場の円高方向への転換とそれに伴う企業収益の下振れ、②個人消費の低迷、③インバウンド需要の陰り、など変調ともとれる動きが顕在化。先行きの景気動向を見通すうえでは、これらの動きが、景気に与える影響を見極めることがポイント。
2. 企業の想定を超える円高が進む状況下、2016年度の企業収益は頭打ち感が強まる見込み。イギリスのEU離脱の影響については、直接的影響は限定的ながら、マーケットでの円高・株安の動きが、企業の景況感や消費者マインドの重石に。一方、収益が伸び悩むなかでも、収益動向に依存せずに必要な更新投資を進める企業は多く、人手不足をカバーするための省力・合理化投資ニーズも堅調。また、所得雇用環境も人手不足が続くなか、人員確保に向けて企業は人件費を維持する姿勢を堅持。投資や所得雇用が先行き腰折れする可能性は小。
3. 個人消費の低迷は、株価低迷による資産効果の減衰や、これまでの度重なる需要喚起策による需要の先食いが影響。加えて構造的な消費抑制要因も。雇用者報酬は着実に増加する一方、社会負担や税負担の増加に伴い可処分所得は伸び悩み。負担増は、一部政府支出の増加という形でマクロ経済を下支えする側面がある一方、社会保障などの先行き不透明感から、若年層では将来不安が増大し、消費を抑制。若年層を中心とした将来不安を払しょくできなければ、個人消費の力強い拡大は期待し難い状況。
4. 堅調に推移してきたインバウンド需要は、円高による購買力低下などから、けん引役の中国人観光客の客数、一人当たり消費額ともに増勢が大きく鈍化。費目別では、いわゆる「爆買い」と称される家電製品・高級品の大量購入は一巡し、今後消費額の大幅な増加は期待薄。一方、足許では、化粧品・医薬品など非耐久財や、サービスなどへの需要が増加。アジア新興国の所得拡大が続くとみられるなか、需要構造の変化に対応することで、インバウンド需要は今後も底堅い拡大が期待可能。
5. 以上より、維持・更新を中心とする堅調な設備投資や、人手不足を背景とする所得雇用環境の改善に、補正予算の執行など政策面からの下支えも加わり、わが国景気は2016年度および2017年度ともにゼロ%台半ばのプラス成長となる見込み。
6. アベノミクスの変調に関する本稿の分析を踏まえると、わが国が優先的に取り組むべき課題は、将来不安の払しょくを通じた個人消費の拡大。そのためには、成長戦略を加速させるとともに、社会保障の効率化、税制面での改革を通じ、財政の健全化に向けた道筋を示すことが重要。

1. 現状

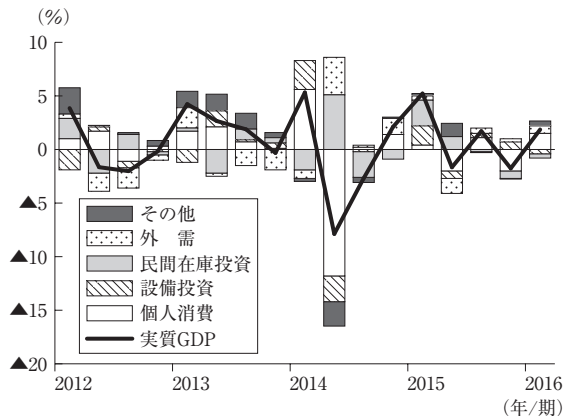
わが国景気は、総じて「足踏み」の状況が続いている。景気動向を端的に示す実質GDPは、2015年度以降、マイナス成長とプラス成長を交互に繰り返すなど、一進一退の推移が続いている（図表1）。2016年1～3月期の実質GDPは、前期比年率+1.9%と高めのプラス成長となったものの、うるう年の日数増に伴う個人消費の上振れが成長率を押し上げており、この影響（年率+1.0%ポイント程度）を除くと、昨年10～12月期のマイナス成長（同▲1.8%）に続き、弱い数字となった。こうしたなか、足許では、アベノミクスの「変調」ともとれる動きが出てきている。

まず、アベノミクスが本格始動した2013年以降の経済の動きを振り返ると、それ以前の景気低迷からの脱却を図る動きとして、以下の3点を指摘できる。

第1に、金融市場における円安・株高の進行である。日銀の異次元金融緩和（2013年4月に導入）に加え、日米金融政策の方向性の違いを背景とする両国金利差の拡大、わが国貿易収支の赤字持続なども重なり、為替相場では、2012年末の80円/ドルから、2015年半ばには125円/ドルまで大幅な円安が進行した（図表2）。円安の進行を受け、企業の輸出採算が改善するなどの期待から、日経平均株価も大幅に上昇した。

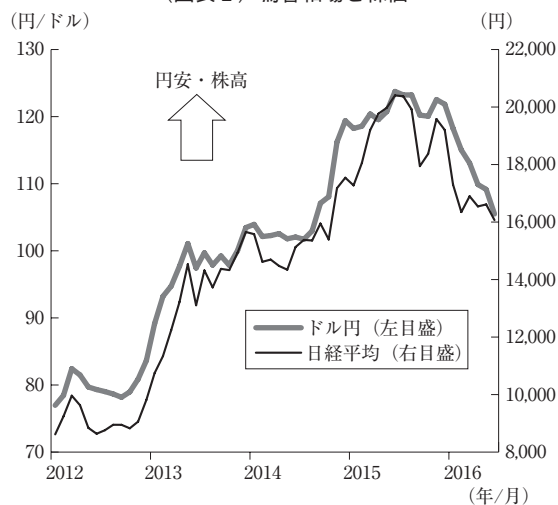
第2に、企業収益と雇用の拡大である。円安の進行により、企業の輸出採算が改善したほか、円建てでみた海外現地法人からの利益送金が増加したことなどを受け、企業収益はリーマン・ショック前を上回る過去最高の水準まで拡大している（図表3）。企業収益の増加は雇用所得環境の改善にも波及し、

（図表1）実質GDP成長率（前期比年率）



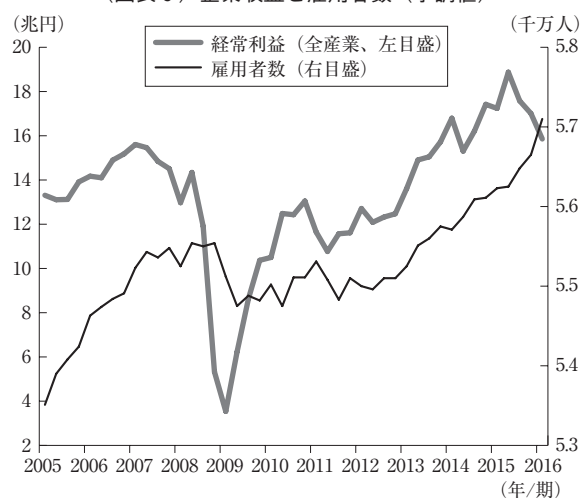
（資料）内閣府「国民経済計算」

（図表2）為替相場と株価



（資料）日本銀行、Bloomberg L.P.

（図表3）企業収益と雇用者数（季調値）



（資料）財務省「法人企業統計」、厚生労働省「労働力調査」

とりわけ雇用者数は、2016年入り後、5,700万人超に増加し、過去最高を更新している。

第3に、長年続いたデフレ基調からの脱却である。消費者物価をみると、足許では、原油価格の下落を受けたエネルギー価格の低下を背景に、コアCPIの前年比マイナスが続いているものの、価格変動の大きいエネルギーや食料品を除いたベース（コアコアCPI）でみると、アベノミクス始動後、プラス基調が定着している。

このようにアベノミクスは、景気低迷からの脱却に一定の効果を発揮した。もっとも、足許では、以下3点に指摘するようなアベノミクスの「変調」ともとれる動きも出てきている。

第1に、為替相場の円高方向への転換である。ドル・円相場をみると、昨年末の120円/ドル台から、本年7月月初めには100円/ドル前後まで円高ドル安が進行している。これに伴い、景気の好循環メカニズムの起点とされる企業収益も、製造業を中心に下押し圧力が強まっている（図表4）。

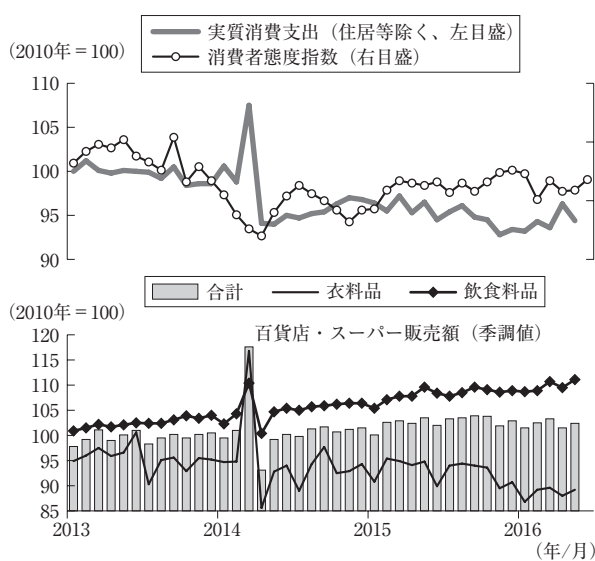
第2に、個人消費の低迷である。家計の消費支出は、2014年4月の消費税率引き上げ直後に大幅に減少し、その後は横ばい圏での推移が続いている（図表5）。百貨店やスーパーなどの販売側の統計をみても、消費税率の引き上げ後、主力の衣料品を中心に販売の伸び悩みが続いている。こうした需要の弱さを反映し、企業の在庫調整も長期化しており、鉱工業生産指数は、一進一退で推移している（図表6）。

（図表4）企業収益（季調値）



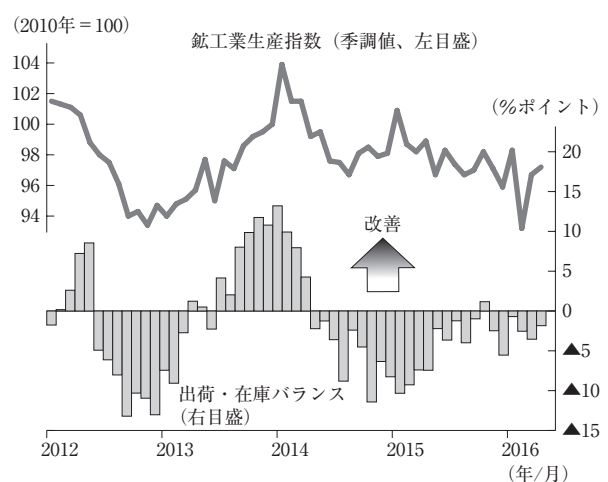
（資料）財務省「法人企業統計」

（図表5）消費者マインドと消費関連指標（季調値）



（資料）内閣府「消費動向調査」、総務省「家計調査」、経済産業省「商業動態統計」

（図表6）鉱工業生産指数と出荷・在庫バランス



（資料）経済産業省「鉱工業指数」
（注）出荷・在庫バランス＝出荷前年比－在庫前年比

第3に、インバウンド需要の増勢鈍化である。ビザの発給要件の緩和やアジア諸国での所得増、円安に伴う購買力の改善などが追い風となり、訪日外国人観光客数は、2015年には年間1,900万人強まで拡大した。もっとも、その増加ペースは、昨年半ば以降、急速に鈍化している（図表7）。

以上を踏まえると、今後の景気を見通すうえで、①為替相場の円高方向への転換とそれに伴う企業収益の下振れ、②個人消費の低迷、③インバウンド需要の陰り、というアベノミクスの「変調」ともとれる動きが、景気の基調にどのような影響を与えるかを見極めなければならない。そこで以下では、アベノミクスの「三つの変調」の影響を分析したうえで、2017年度までの景気動向を展望するとともに、わが国経済が抱える課題を考察する。

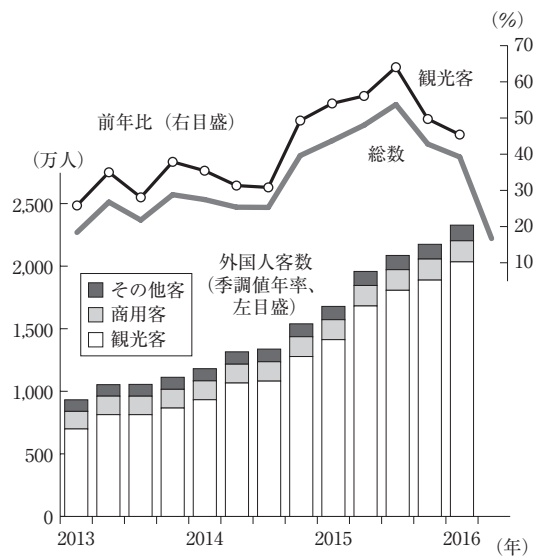
2. アベノミクスの「三つの変調」をどうみるか

(1) 為替相場の円高方向への転換とそれに伴う企業収益の下振れ

以下では、昨年末からの為替相場の円高方向への転換について、その背景を考察するとともに、企業収益に与えるインパクトを分析する。そのうえで、企業収益の下振れが設備投資や雇用に与える影響について検討する。

まず、円の対ドル実勢レートを購買力平価（注1）との対比でみると、日銀が異次元緩和を拡大した2014年秋以降、ドル・円相場は購買力平価を大きく超えて円安が進行した（図表8）。これは、市場参加者が大胆な金融緩和を中心としたアベノミクスがもたらす物価の押し上げ効果を過大評価し、物価上昇への期待が先行する形で円安が進行していたことを示唆している。昨年末からの円高は、こうした行き過ぎた円安の是正という側面が強いといえる。こうした状況下、為替相場が購買力平価を大幅に上回るような円安水準への復帰は当面期待し難く、足許では、イギリスのEU離脱を巡る国民投票（6月23日実施、離脱派が勝利）を受け、マーケットでのリスク回避の動きが強まっている

（図表7）訪日外国人客数



（資料）日本政府観光局「訪日外客統計」
（注）前年比総数の直近は4・5月の推計値から算出。

（図表8）ドル円相場と日米購買力平価



（資料）日本銀行「為替相場、企業物価指数」、米労働省「生産者物価指数（PPI）」などを基に日本総合研究所作成

ことから、むしろ円高相合いが長期化する公算が大きいといえる。

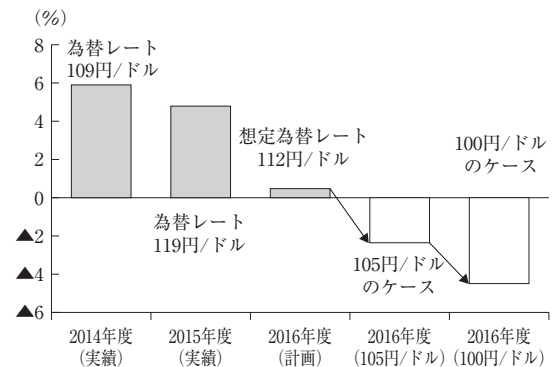
こうした認識のもと、円高の企業収益への影響を、日銀短観の経常利益計画を用いて試算すると、2016年6月時点での1ドル=112円という想定為替レートのもとでは、2016年度は小幅増益が見込まれるものの、足許の円高水準が定着すれば利益計画の下方修正は不可避であり、110円を割り込む円高水準では、前年度比減益となる公算である(図表9)。

ちなみに、イギリスのEU離脱がわが国経済に与える影響についてみると、輸出や海外現地法人売上高に占めるイギリスのシェアは、それぞれ1.7%、3.3%であり、EU全体を含めても1割程度と比較的小さいことから、直接的な影響は限定的と考えられる(図表10)。もっとも、イギリス・EU間の離脱交渉が難航するとみられるなか、マーケットでの円高・株安の動きが続くことで、企業の景況感や消費者マインドの重石となる見込みである。こうした影響により、2016年度のわが国実質GDP成長率は▲0.2%ポイント程度下押しされるとみられる。加えて、中期的にみると、イギリスをEU地域の戦略拠点としている企業は、事業戦略の大幅な見直しを迫られる可能性がある。

こうした企業収益や景況感の下振れは、これまで緩やかながらも増加基調を続けてきた設備投資を下押しする可能性がある。もっとも、設備投資を取り巻く環境を踏まえると、企業収益の減益が直ちに設備投資の腰折れにつながるとみるのは早計である。

わが国企業が抱える設備は老朽化が進んでおり、多くの企業が更新投資の必要性に迫られている。実際、資本ストックや新設投資額などを基に算出した設備の平均稼働年数(ヴィンテージ)をみると、製造業、非製造業ともに16年前後まで上昇しており、競争力のある新製品の開発や生産性向上のためにも、更新投資の大幅な積み増しが必要な状況となっている(図表11)。こうしたなか、足許では、潤沢なキャッシュ・フローのもと、収益動向に依存せず更新投資を進める企業も増加している。ちなみに、統計的手法をもとに企業収益の変動が目的別の設備投資に与える影響を試算すると、維持・補修などを目的とした更新投資は、能力増強投資などに比べ企業収益の動向に左右され難いとの結果が得られる(図表12)。加えて、人手不足などを背景に、省力化・合理化投資に対する需要も高まっていることから、こうした需要が下支えることで、設備投資は先行きも底堅く推移する公算である。

(図表9) 日銀短観・経常利益計画
(6月調査、前年度比)

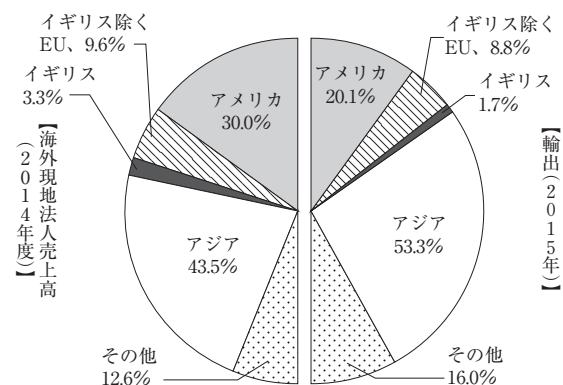


(資料) 日本銀行などを基に日本総合研究所作成

(注1) 2016年度(計画)は、2015年度(実績)との比較を可能にするため、過去の修正パターンを基に調整。

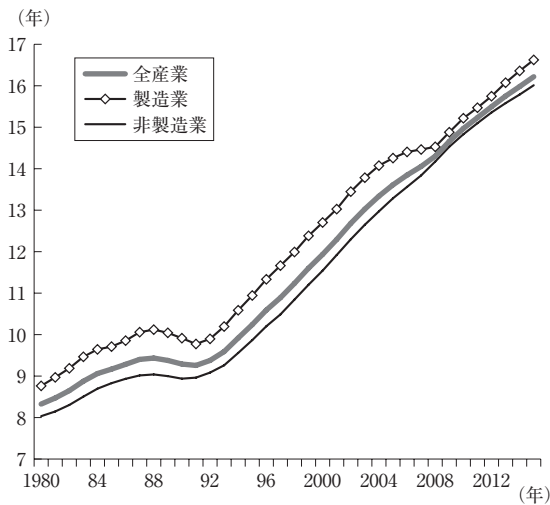
(注2) 2016年度(105円/ドル)、2016年度(100円/ドル)は、マクロモデルにおける円高の影響などを基に試算。

(図表10) 地域別輸出と海外現地法人売上高



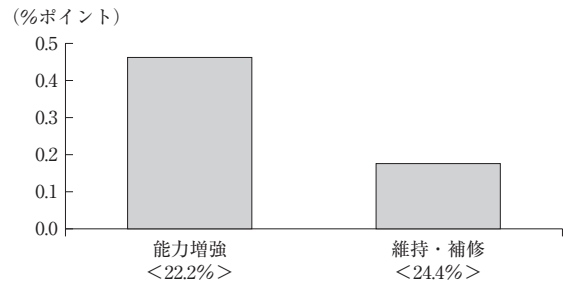
(資料) 財務省「貿易統計」、経済産業省「海外事業活動基本調査」

(図表11) 設備の平均経過年数



(資料) 内閣府などを基に日本総合研究所作成

(図表12) 経常利益の変動が目的別設備投資に与える影響 (大企業・製造業)



(資料) 財務省、日本政策投資銀行を基に日本総合研究所作成

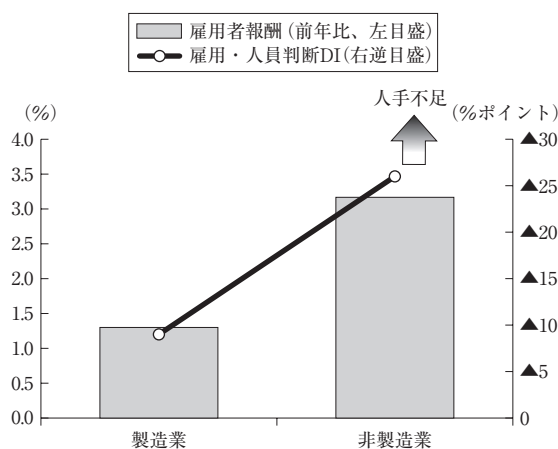
(注1) 大企業製造業の経常利益(前年比、1期先行)と、目的別設備投資額(前年比)の弾性値を試算。前年の経常利益が1%増加した場合、当年の目的別設備投資を何%増加させるかを示す。

(注2) 推計期間は2000~2014年。それぞれ統計的に1%水準で有意。

(注3) < >内は、2015年度計画における投資全体に占めるシェア。

一方、雇用所得環境についてみると、足許の改善傾向は人手不足にけん引されている側面が強いといえる。実際、雇用者報酬(雇用者数×一人当たり賃金)の伸び率を業種別にみると、人手不足が顕著な非製造業でより高い伸びとなっている(図表13)。こうした点を踏まえれば、企業収益の下振れを背景に、雇用所得環境の改善傾向が腰折れする可能性は小さいと判断される。また、労働分配率の動きをみると、足許では、企業利益が伸び悩むなかで労働分配率が上昇しており、企業は人件費の圧縮による収益確保よりも、人手不足下の人員確保に向け人件費の維持を優先しているとみられる(図表14)。ちなみに、実質賃金と労働生産性の水準から試算した均衡労働分配率(景気変動などの影響を除いた労働分配率の長期的な安定水準)との対比でみると、2013年初から2015年半ばにかけて、企業利益の増加に比

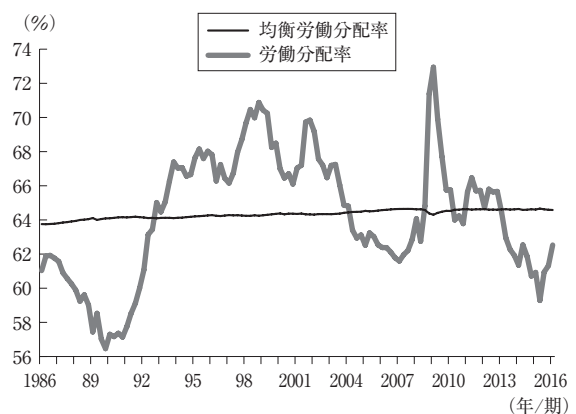
(図表13) 雇用者報酬増加率と人手不足感 (2016年1~3月期)



(資料) 日本銀行「短観」、厚生労働省「毎月勤労統計」を基に日本総合研究所作成

(注) 雇用者報酬は、現金給与総額指数×常用雇用指数。

(図表14) 労働分配率と均衡労働分配率



(資料) 財務省「法人企業統計」、内閣府「国民経済計算」などを基に日本総合研究所作成

(注) 労働分配率 = $WL/PY = W/P$ (実質賃金) $\times L/Y$ (生産性の逆数)
 W : 一人当たり賃金、 L : 就業者数、 P : GDPデフレーター、 Y : 付加価値額。実質賃金と労働生産性の共分散ベクトルを推計し、均衡労働分配率を推計。

べ賃金の上昇が遅れたことで、足許の労働分配率は均衡労働分配率を大きく下回る水準にある。このため、企業収益が多少減少しても、企業が労働分配率を低水準に維持するために、直ちに人件費抑制を強化する可能性は小さいと考えられる。

(2) 個人消費の低迷

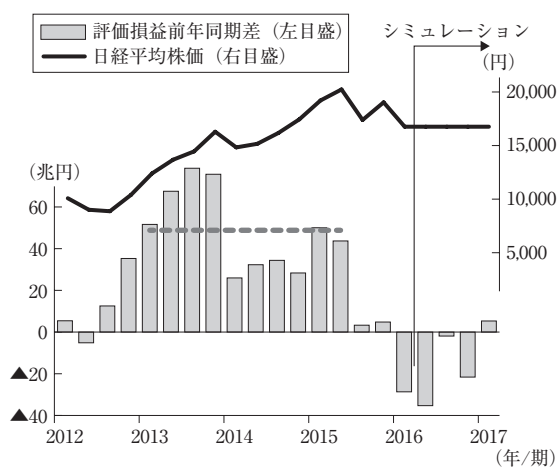
次に、アベノミクスの「三つの変調」の二つ目に挙げた個人消費の低迷については、その背景となる一時的・循環的要因として、以下の2点を指摘できる。

第1に、昨夏以降の株価の伸び悩みである。2013年から2015年半ばにかけて株価の上昇基調が続いたことで、家計部門全体で每期平均前年差49兆円にのぼる株式評価益が発生していた。もっとも、2015年下期以降、株価の上昇が頭打ちとなったことで、株式評価益は大幅に縮小し、2016年1～3月期には前年差29兆円の株式評価損が発生した（図表15）。これに伴い、これまで消費を押し上げてきた資産効果が減衰し、足許では、消費を下押しする逆資産効果が生じている。

第2に、耐久消費財の需要先食いの反動である。リーマン・ショック以降、エコカー補助金や家電エコポイント制度などによる需要喚起、2011年の地上アナログ放送終了に伴う地デジ対応テレビの需要急増、2014年4月の消費税率引き上げに伴う駆け込み需要など、耐久消費財の購入を促進する動きが続いた。このため、将来の需要を大幅に先食いしてしまい、足許では、その反動が生じていると考えられる。実際、家計が保有する耐久消費財の実質ベースの残高をみると、エコカー補助金などの制度が始まった2009年以降、従来のトレンドから大幅に上振れており、2014年時点ではトレンドを2割以上上回る水準にある。耐久消費財の大規模なストック調整が不可避な状況にある（図表16）。

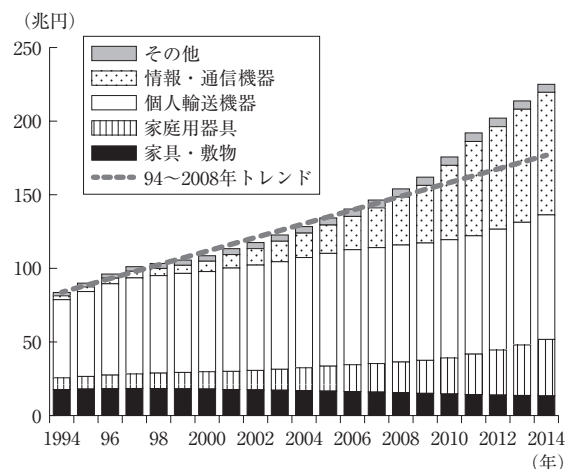
このような一時的要因が挙げられる一方、個人消費低迷の構造的な要因としては、年金・公的医療保険料などの社会負担や税負担の増加に伴う可処分所得の伸び悩みを指摘できる。家計の収入の大部分を占める雇用者報酬は、アベノミクス始動後、雇用や賃金の改善を反映し着実に増加しているものの、家

(図表15) 株価と家計部門の株式評価益（前年差）



(資料) 日本銀行、日経NEEDSを基に日本総合研究所作成
(注) 破線は、2013年Q1～2015年Q2の株価評価損益前年同期差の平均。

(図表16) 家計の主要耐久財実質残高



(資料) 内閣府「国民経済計算」
(注) 2005年価格基準。

計の収入から税や社会保険料などの支払いを差し引いた可処分所得は、負担増を反映し伸び悩みが続いている（図表17）。

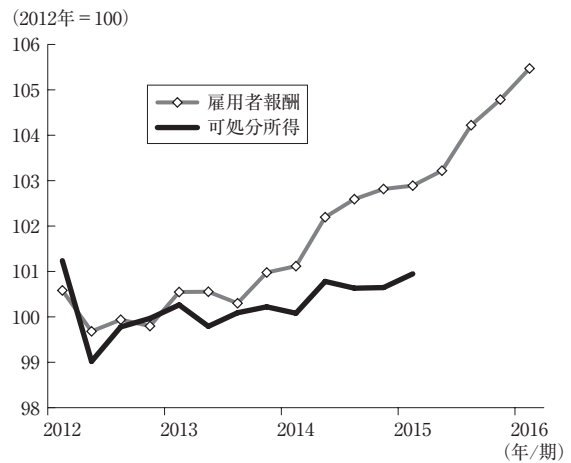
近年の税・社会負担の増加について詳しくみると、まず、社会負担では、厚生年金の保険料率が、毎年、0.354%ずつ引き上げられている（注2）。加えて、公的医療保険においても、大企業の従業員などが加入する組合管掌健康保険で、後期高齢者医療への支援金の支払いに伴う財政悪化を受け、多くの健保組合が保険料率の引き上げを実施している。次に、税負担では、2014年1月には、上場株式等の譲渡所得等および配当所得にかかわる特例措置が廃止されたことで、上場株式等の配当や売却益に課される税率が、10%から20%に引き上げられた（注3）。さらに、2015年からは、新たに課税所得4,000万円超について45%の税率が設定されるという所得税の最高税率引き上げが実施されている。

こうした年金・健康保険の保険料率の引き上げや所得税の増税措置などを背景に、家計の収入全体に対する税・社会負担の比率は大きく上昇しており、2014年度には25%に達している（図表18）。税・社会負担比率の上昇により、雇用者報酬などの家計の収入の増加が、可処分所得の増加に結び付き難くなっている。

ちなみに、個人消費に医療・介護保険の公的支出（一般的には政府消費に計上）などを加えた家計現実最終消費は、個人消費と対照的に趨勢的に増加しており、高齢化に伴い医療・介護へと需要がシフトするなか、税・社会負担は、公的社会保障支出の増加を通じマクロ経済を下支えしている側面があるといえる（図表19）。もっとも、これと表裏一体で、社会保障制度を維持するための家計負担の引き上げが、とりわけ現役世代の可処分所得を圧迫し、その他の消費活動の重石となっている。

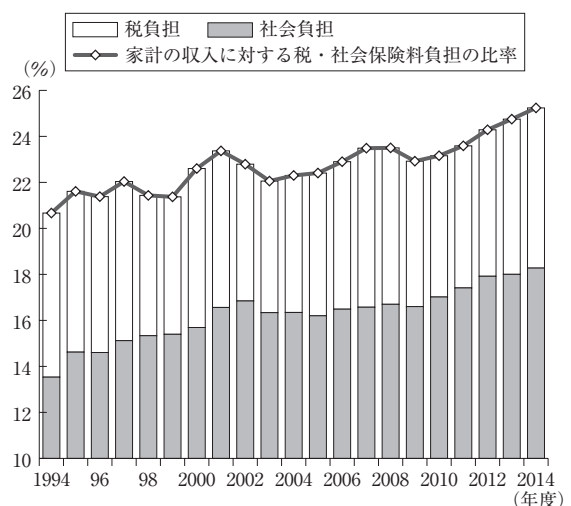
このように税・社会負担が継続的に引き上げられるなか、将来の負担増に対する防衛意識も高まっている。内閣府の「国民生活に関する世論調査」をみると、今後の生活の力点として「貯蓄や投資など将来に備える」を挙げた回答者のシェアが、20歳代や30歳代などで高まっており、若年層が強い将来不安を感じていることが窺える（図表20）。こうした若年層では、将来の負担増に備え現在の消費を抑制す

（図表17）雇用者報酬と可処分所得
（季節調整値）



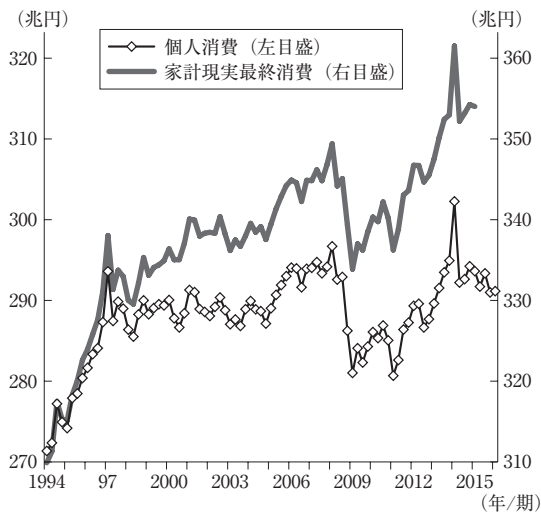
（資料）内閣府「国民経済計算」を基に日本総合研究所作成

（図表18）家計の収入に対する税・社会負担の比率



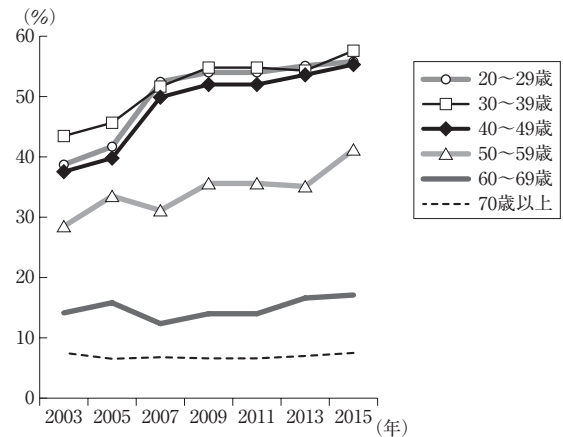
（資料）内閣府「国民経済計算」を基に日本総合研究所作成
（注）税負担は、所得・富等に課される経常税（支払）。

(図表19) 個人消費と家計現実最終消費
(季調値)



(資料) 内閣府「国民経済計算」を基に日本総合研究所作成
(注) 個人消費は、民間最終消費支出。

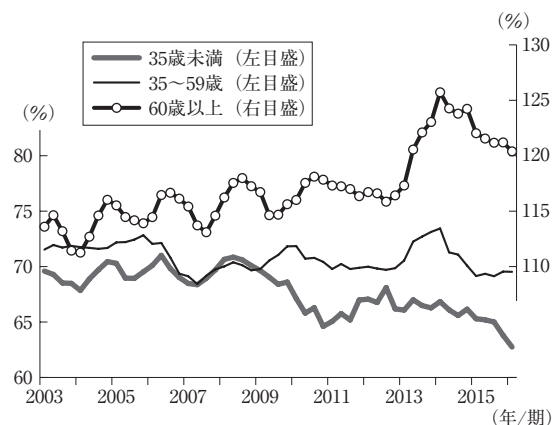
(図表20) 今後の生活の力点として「貯蓄や投資など
将来に備える」をあげた者のシェア



(資料) 内閣府「国民生活に関する世論調査」

る動きが出てきており、世帯主の年齢階層別の消費性向(=消費金額/可処分所得)をみると、35歳未満で消費性向が趨勢的に低下している(図表21)。社会保障制度に対する信頼が揺らぐなか、現在の給付水準を長期的に維持できるか不透明になっていることも、若年層の防衛意識を強め、個人消費を下押ししている可能性がある。こうした将来不安を払しょくすることができなければ、個人消費の力強い拡大は期待し難いといえよう。

(図表21) 世帯主年齢階層別の消費性向(総世帯)



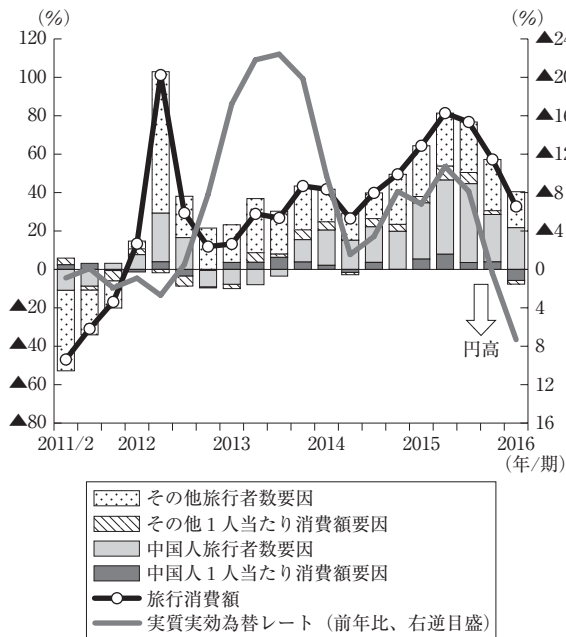
(資料) 総務省「家計調査」(総世帯)
(注1) 勤労者世帯。60歳以上は無職世帯と勤労者世帯の加重平均。
(注2) 後方4期移動平均。

(3) インバウンド需要の陰り

最後に、インバウンド需要についてみると、訪日旅行者数は増加基調が続いているものの、昨年半ば以降、その増勢は急速に鈍化しており、一人1回当たりの旅行消費額に至っては、足許で減少に転じている。この結果、訪日外国人の旅行消費額の増加ペースは、昨年4～6月期の前年比+80%をピークに、2016年1～3月期には、同+30%まで鈍化している(図表22)。訪日旅行者数や一人当たり旅行消費額を国籍別にみると、これまでインバウンド需要をけん引してきた中国人の旅行者数の伸び悩みや一人当たり消費額の減少が、訪日外国人旅行消費額の増加ペースを下押ししている。

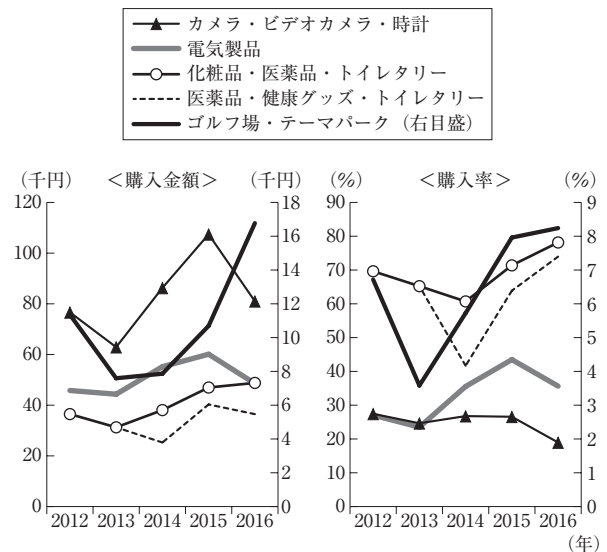
こうした動きについて、費目別での消費金額から中国人観光客の消費行動を詳しくみると、足許では、カメラ・時計や家電製品などの、高額品の購入金額、購入率が減少・低下している(図表23)。円高や中国当局による国外での消費に対する規制強化などを背景に、いわゆる「爆買い」と称される、家電製品、高級品の大量購入が一巡しつつあることがみてとれる。アジア新興国の所得拡大が今後も続くこと

(図表22) 訪日外国人旅行消費額（前年比）と
実質実効為替レート



(資料) 観光庁、日本銀行を基に日本総合研究所作成

(図表23) 訪日中国人の費目別購入金額・購入率
(1～3月期)



(資料) 観光庁「訪日外国人消費動向調査」
(注) 2014年から「化粧品・医薬品・トイレタリー」は分類変更により、「化粧品・香水」と「医薬品・健康グッズ・トイレタリー」に分割。

で、インバウンド需要は全体で見れば底堅く推移するとみられるものの、中国人観光客の「爆買い」が一巡するなか、これまでのような消費額の大幅な増勢は期待し難い状況といえる。

もっとも、中国人による高額品の購入が伸び悩む一方、2014年10月の免税制度拡大の恩恵もあり、化粧品・医薬品・トイレタリーなどでは、購入金額、購入率が増加・上昇している。これは、インバウンド需要の中心が、これまでの「爆買い」に象徴される耐久消費財から、非耐久消費財へとシフトしつつあることを示唆している。加えて、ゴルフ場・テーマパークといったサービス消費も増加傾向にあるなど、モノからコトへの消費行動の変化の兆しもでてきている。こうした消費行動の変化に対応し、幅広いインバウンド需要の取り込みを進めることができれば、今後も底堅い拡大が期待できるといえよう。

(注1) 購買力平価とは、2国間の通貨の購買力によって為替レートが決定されるという理論から算出される為替水準であり、多くの金融市場関係者が、為替レートの長期的な収斂水準を考えるうえで利用している。ここでは、2国間の物価上昇率を基に算出した相対的購買力平価を用いて議論している。

(注2) これは、少子高齢化対策として2004年の年金改革で実施が決まった措置（2004年10月から実施）であり、最終的には2017年に18.3%まで保険料率の引き上げが続く。

(注3) 復興特別所得税を含めれば、税率は、10.147%から20.315%へ引き上げられた。

3. 総括

(1) 官公需の下支えのもと民需が持ち直し緩やかなプラス成長へ

以上の分析を踏まえ、わが国経済を展望すると、年初からの円高進行により企業収益が下振れるなかでも、設備の老朽化などを背景とした更新投資の増加や、人手不足を背景とした雇用所得環境の改善が、

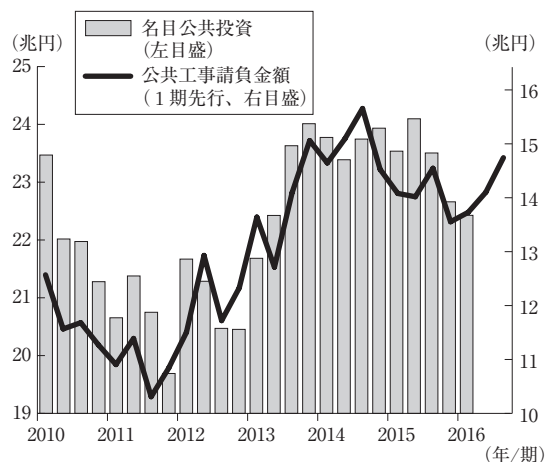
景気下支えに作用する公算である。加えて、公共投資の持ち直しも、景気押し上げに寄与する見込みである。足許では、2015年度補正予算や2016年度予算の前倒し執行などが本格化しつつあり、公共投資の先行指標である公共工事請負金額は大幅に増加している(図表24)。今後は、熊本地震の復興関連補正予算の執行も始まるとみられる。このため、在庫調整が一巡するにつれて、景気は持ち直しに向かう見通しである。

2017年度に向けても、消費税増税延期により下振れ要因がなくなるなか、景気回復基調が続く公算が大きい。もっとも、税・社会負担の増加などを背景に個人消費の増勢は力強さを欠くとみられるほか、

インバウンド需要も増勢が続くものの、これまでのような力強い伸びは期待し難い状況にある。このため、景気回復ペースは緩やかにとどまる見通しである。

以上の結果、2016年度は、年央以降の循環的な持ち直しや官公需を下支えに、また、2017年度にかけても、官公需の増勢は鈍化するものの、民需の回復基調が続くことで、それぞれ、ゼロ%台半ばのプラス成長となる見込みである(図表25)。

(図表24) 公共工事請負金額と公共投資
(年率、季調値)



(資料) 内閣府、建設業保証を基に日本総合研究所作成

(図表25) わが国経済および物価などの見通し

	2015年										2016年				2017年					2018年						
	10~12		1~3		4~6		7~9		10~12		1~3		4~6		7~9		10~12		1~3		2014年度	2015年度	2016年度	2017年度		
	(実績)		(予測)		(予測)		(予測)		(予測)		(予測)		(予測)		(予測)		(予測)		(実績)		(予測)		(予測)			
実質GDP	▲1.8	1.9	▲0.8	1.1	0.9	0.7	0.4	0.4	0.3	0.3	▲0.9	0.8	0.4	0.5	▲0.9	0.8	0.4	0.5	▲0.9	0.8	0.4	0.5	▲0.9	0.8	0.4	0.5
個人消費	▲3.2	2.6	▲1.0	0.7	0.5	0.3	0.2	0.2	0.3	0.3	▲2.9	▲0.2	0.2	0.3	▲2.9	▲0.2	0.2	0.3	▲2.9	▲0.2	0.2	0.3	▲2.9	▲0.2	0.2	0.3
住宅投資	▲4.1	▲2.9	2.6	2.8	0.8	▲3.8	▲3.4	▲1.9	0.4	0.7	▲11.7	2.4	0.4	▲1.6	▲11.7	2.4	0.4	▲1.6	▲11.7	2.4	0.4	▲1.6	▲11.7	2.4	0.4	▲1.6
設備投資	5.2	▲2.6	2.2	2.4	2.2	2.1	2.0	1.9	1.8	2.0	0.1	2.0	1.8	2.0	0.1	2.0	1.8	2.0	0.1	2.0	1.8	2.0	0.1	2.0	1.8	2.0
在庫投資 (寄与度)	(▲0.7)	(▲0.4)	(▲0.3)	(▲0.2)	(0.0)	(0.2)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.6)	(0.3)	(▲0.3)	(0.0)	(0.6)	(0.3)	(▲0.3)	(0.0)	(0.6)	(0.3)	(▲0.3)	(0.0)	(0.6)	(0.3)	(▲0.3)	(0.0)
政府消費	2.9	3.0	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.1	1.5	1.3	0.6	0.1	1.5	1.3	0.6	0.1	1.5	1.3	0.6	0.1	1.5	1.3	0.6
公共投資	▲13.8	▲2.9	3.4	7.9	3.1	▲0.2	▲1.3	▲2.8	▲7.6	▲7.4	▲2.6	▲2.7	0.2	▲2.0	▲2.6	▲2.7	0.2	▲2.0	▲2.6	▲2.7	0.2	▲2.0	▲2.6	▲2.7	0.2	▲2.0
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)	(0.0)	(0.0)	(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	▲3.1	2.4	▲0.4	2.8	2.4	2.3	2.3	2.5	2.6	2.7	7.9	0.4	1.5	2.4	7.9	0.4	1.5	2.4	7.9	0.4	1.5	2.4	7.9	0.4	1.5	2.4
輸入	▲4.3	▲1.6	3.2	2.9	2.8	2.6	2.4	2.3	2.4	2.6	3.4	▲0.1	1.4	2.5	3.4	▲0.1	1.4	2.5	3.4	▲0.1	1.4	2.5	3.4	▲0.1	1.4	2.5
国内民需 (寄与度)	(▲2.0)	(0.6)	(▲0.6)	(0.6)	(0.6)	(0.5)	(0.3)	(0.3)	(0.4)	(0.5)	(▲1.5)	(0.6)	(0.1)	(0.4)	(▲1.5)	(0.6)	(0.1)	(0.4)	(▲1.5)	(0.6)	(0.1)	(0.4)	(▲1.5)	(0.6)	(0.1)	(0.4)
官公需 (寄与度)	(▲0.1)	(0.5)	(0.2)	(0.4)	(0.3)	(0.1)	(0.1)	(0.0)	(▲0.2)	(▲0.2)	(▲0.1)	(0.2)	(0.3)	(0.0)	(▲0.1)	(0.2)	(0.3)	(0.0)	(▲0.1)	(0.2)	(0.3)	(0.0)	(▲0.1)	(0.2)	(0.3)	(0.0)
純輸出 (寄与度)	(0.3)	(0.7)	(▲0.6)	(▲0.0)	(▲0.1)	(▲0.1)	(▲0.0)	(0.0)	(0.0)	(▲0.0)	(0.6)	(0.1)	(0.0)	(▲0.0)	(0.6)	(0.1)	(0.0)	(▲0.0)	(0.6)	(0.1)	(0.0)	(▲0.0)	(0.6)	(0.1)	(0.0)	(▲0.0)

	2015年										2016年				2017年					2018年			
	2.2	0.9	0.9	0.5	1.0	0.7	1.1	0.9	0.8	0.9	1.5	2.2	0.8	0.9	2.4	1.4	0.4	0.4	2.8	0.0	0.2	0.8	
名目GDP	2.2	0.9	0.9	0.5	1.0	0.7	1.1	0.9	0.8	0.9	1.5	2.2	0.8	0.9	2.4	1.4	0.4	0.4	2.8	0.0	0.2	0.8	
GDPデフレーター	1.5	0.9	0.6	0.3	0.3	0.2	0.4	0.3	0.4	0.5	2.4	1.4	0.4	0.4	2.4	1.4	0.4	0.4	2.8	0.0	0.2	0.8	
消費者物価指数 (除く生鮮)	0.0	▲0.1	▲0.4	0.1	0.3	0.8	0.8	0.8	0.9	0.9	2.8	0.0	0.2	0.8	2.8	0.0	0.2	0.8	2.8	0.0	0.2	0.8	

	3.3	3.2	3.2	3.2	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1	3.5	3.3	3.2	3.1
完全失業率 (%)	3.3	3.2	3.2	3.2	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1	3.5	3.3	3.2	3.1
円ドル相場 (円/ドル)	121	115	108	100	98	98	99	100	101	101	110	120	101	100
原油輸入価格 (ドル/バレル)	46	34	42	47	48	51	54	57	59	61	91	49	47	58

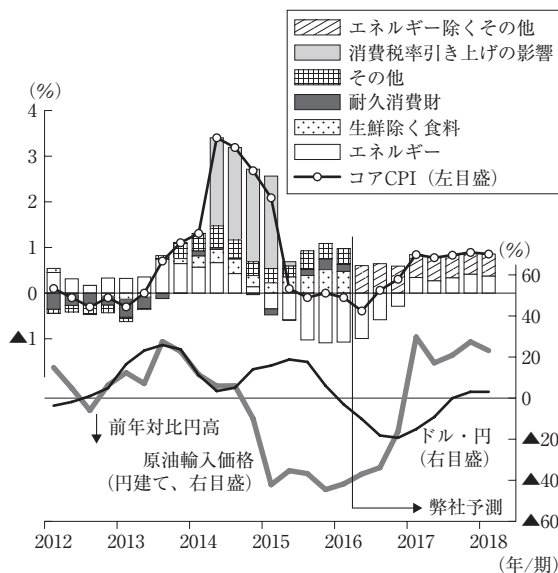
(資料) 内閣府、総務省などを基に日本総合研究所作成

(注) 2016年4~6月期の個人消費の落ち込みは、「うるう年要因」による2016年1~3月期の高い伸びの反動が含まれている。

物価については、エネルギー価格の下落を受け、足許のコアCPIは前年比マイナスが続いているものの、原油価格が持ち直しに転じるなか、エネルギーの下押し圧力は今後減衰していくとみられる。このため、コアCPIも、先行きは騰勢を取り戻していく見通しである（図表26）。

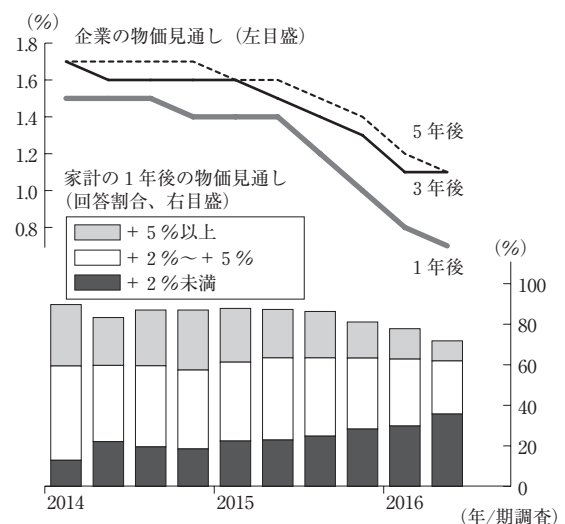
もっとも、為替は円高基調が続くとみられるなか、輸入物価の下落が物価上昇に対する重石となる。加えて、日銀の金融政策についても、量的・質的金融緩和導入時こそは、企業マインドや消費者マインドにプラスに作用したものの、その後影響力は減衰し、足許では外部環境の悪化もあり、効果を発揮できない状況にある。また、需要面をみても、景気の低迷長期化を背景に、マクロ的な需給バランスの改善が足踏み状態にある。こうしたなか、企業の物価見通しは低下傾向が続いているほか、家計の物価見通しも伸びが小幅にとどまるとの見方が増えるなど、インフレ期待も伸び悩んでいる（図表27）。こうした状況を踏まえると、物価は今後プラスに転じた後も、上昇ペースは緩やかなものにとどまる見込みである。

（図表26）コアCPIと原油、ドル・円相場（前年比）



（資料）総務省「消費者物価」、Bloomberg L.P.などを基に日本総合研究所作成
（注）予測のエネルギーはガソリン+光熱水道。

（図表27）企業や家計の物価見通し



（資料）日本銀行「短観」、内閣府「消費動向調査」
（注）家計の物価見通しは、消費動向調査の該当四半期最終月実績。

以上のようにわが国景気は、2016年度から2017年度にかけて、ペースは緩慢ながらも回復基調が続き、物価も緩やかな上昇基調をたどる見通しである。もっとも、こうした景気・物価見通しに対する下振れリスクとして、以下の3点に留意する必要がある。

第1に、欧州の政治的混乱である。イギリスの国民投票でのEU離脱派の勝利を受けて、他の欧州諸国でも、EUに対する懐疑的な見方や反移民を掲げる声が高まりやすい状況にある。EU離脱を目指す動きが他の欧州諸国にも拡大すれば、マーケットの混乱などを通じ、わが国経済にもマイナス影響が及ぶ可能性がある。

第2に、中国経済の失速である。中国の公的債務は低水準にあり、引き続き政策発動余力が大きいこ

とから、政策対応により同国経済の大幅な減速は回避される見込みである。もっとも、企業収益の悪化や投機的な行動等を背景に、非金融企業の債務は大幅に増加しており、同国の金融機関が抱える不良債権は、政府当局が発表している計数以上に増大している公算が大きい。こうした不良債権問題への対処が遅れ、金融危機を招く事態になれば、中国経済の大幅な減速は避けられない。その場合、わが国経済には、対中輸出や海外現地法人の売上減少という直接的な影響のみならず、輸出や投資により中国への依存度を高める他のアジア諸国などの景気悪化を通じた間接的・2次的な影響も加わることで、景気への大幅な下押し圧力が生じる。

第3に、アメリカにおける保護主義的な動きの強まりである。同国の大統領選挙に向けたこれまでの動きをみると、所得格差に対する不満などを背景に、移民の排斥を訴えるトランプ氏が共和党の大統領候補指名を獲得したほか、民主党予備選においても、社会民主主義を掲げるサンダース氏が、大統領候補指名を獲得したクリントン氏に対し、予想以上の健闘をみせた。こうした状況を踏まえれば、トランプ氏、クリントン氏のいずれが大統領に就任しても、大衆迎合的・保護主義的な政策が打ち出される可能性は否定できない。ドル安を志向する政策やTPPの再交渉を目指す動きなどが出てくれば、わが国経済にも無視できないマイナス影響が生じると考えられる。

これらのリスクは連鎖的に発生する懸念もあり、そうした事態となれば、円の急騰・株価の急落、海外経済の減速がわが国景気を下押しすることで、再びデフレに陥る可能性も否定できない。

(2) 個人消費の持続的な拡大に向けて

アベノミクスの「三つの変調」に関する本稿の分析を整理すると、まず、「為替相場の円高方向への転換とそれに伴う企業収益の下振れ」については、円高の影響により企業収益の下振れは避けられないものの、設備の老朽化や人手不足などが下支えとなることで、設備投資や雇用所得環境の改善が腰折れする可能性は小さいと判断される。一方、「個人消費の低迷」は、高齢化に伴う負担増や将来負担への不安感増大など構造的なマイナス要因が背景にあり、今後も個人消費の増加ペースは緩やかにとどまる見通しである。「インバウンド需要の陰り」については、円安・中国景気の拡大などを背景に需要が急増する局面は一段落したものの、アジア新興国の所得拡大が続くなか、需要構造の変化に対応することができれば、今後も底堅い拡大が期待できる。

これらの分析を踏まえると、将来不安を取り除くことで、低迷が続いている個人消費を拡大トレンドへと転換させることが、わが国の最大かつ最優先の課題といえる。そのためには、持続的な経済成長の実現に向けた取り組みを一段と加速させるとともに、財政の健全化に向けた道筋を示すことが重要である。

これまでのアベノミクスを振り返ると、まず、金融政策（第1の矢）は、量的・質的金融緩和の導入当初こそ、過度な円高・株安の是正など一定の成果を収めたものの、追加対応を重ねるごとに効果が減衰した。さらに、財政政策（第2の矢）も、その効果は一時的な需要創出にとどまっており、政府債務の累増が若年層の将来不安を強め、個人消費の下押し要因となっている可能性がある。こうした点を踏まえれば、成長率の持続的な引き上げには、第1、第2の矢に過度に頼った従来の政策をあらため、第3の矢である成長戦略を推し進める姿勢をより明確に示すことが必要である。秋に策定される予定の新

たな経済対策においても、一時的な景気押し上げ効果にとどまれば、わが国の厳しい財政状況を一段と悪化させる恐れがある。このため、持続的な成長に資する使い道を熟慮する必要がある。

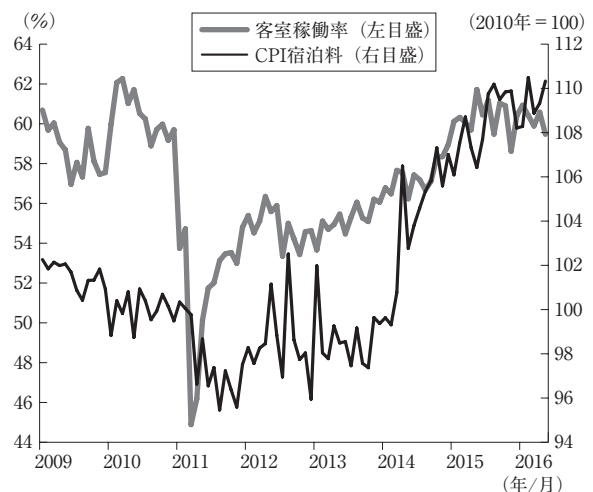
これまで打ち出された成長戦略をみると、方向性としてはおおむね正しく、一定の成果がみられる分野もある。一方、実現に向けた取り組みがなかなか進まない分野もあり、それらの分野で、具体的な取り組みを一段と加速させることが必要となる。例えば、労働市場改革についてみると、長時間労働の是正や働き方の多様化などを進め、女性の活躍や成長分野への労働移動を促進していくという方向性は妥当なものの、既存の雇用制度との両立に向けた議論や、実現に向けた法制度の整備といった具体的な取り組みは、十分に進んでいない。また、インバウンド需要においても、宿泊施設拡充のための容積率の緩和や民泊の活性化に向けた環境整備が検討されているものの、客室稼働率の上昇を背景に宿泊料の高騰が続いている現状を踏まえれば、こうした取り組みをより迅速に行うとともに、実効性を高めていくことが必要である（図表28）。

こうした取り組みを通じて、わが国の潜在成長率を引き上げることができれば、安定的な税収増の実現が可能となり、財政健全化に向けた道筋もより明確になろう。ちなみに、経済成長率の引き上げが財政に与える影響を試算したところ、名目GDP成長率を安定的に+2.0%（弊社見通しは、2016年度+0.8%、2017年度+0.9%）に引き上げることができれば、2019年10月に延期された消費税率10%への引き上げ実施も加味すると、国・地方の基礎的財政収支の名目GDP比は、2020年度に現在の水準から半分以上圧縮され、▲1.1%まで削減することが可能という結果が得られる（図表29）。

もっとも、世界的にも最悪の水準にあるわが国の財政状況を踏まえると、実現可能なレベルへの成長率の引き上げだけではわが国財政の再建を達成するのは困難であり、別のアプローチからの取り組みも不可欠である。

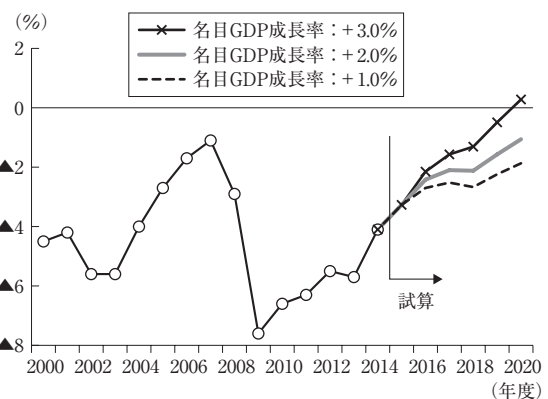
求められる取り組みとしては、第1に、社会保障支出の「便益効率の向上」である。若年層の将来不安を和らげるには、社会保障による若年層向け支援を厚くすることが必要であるものの、現在社会保障の多くを占める高齢者向けの

（図表28）客室稼働率とCPI宿泊料（季調値）



（資料）観光庁「宿泊旅行統計」、総務省「消費者物価指数」
（注）季節調整値は日本総合研究所作成。

（図表29）国・地方の基礎的財政収支



（資料）内閣府、財務省などを基に日本総合研究所作成
（注1）税収は、JRIレビュー 2015 Vol.9 蜂屋勝弘「税収の増加ベースと税収弾性値に関する考察」を参考に、税収弾性値を1.22と想定し試算。歳出などは、2016年1月時点の政府見通しを参考。
（注2）2019年10月に消費税率の10%への引き上げを実施（軽減税率も導入）すると想定。

支出を削減し、若年層向け支出に充てる対応をとった場合、代わって高齢者が自己負担の増加を通じて消費抑制を強める恐れがある。単なる削減・振り向けではなく、パイの取り合いとならないよう、いかに「便益効率の向上」を図るかが重要となる。具体的には、「混合診療型」で健康支援や予防医療などの市場拡大を促し、支出の中心をそれらの分野に移していくことで、一人ひとりの健康寿命を延ばすことができれば、高齢者の負担を増やすことなく将来の医療費を抑制することが可能になる。また、個人の生涯にわたる健康・診療情報を統合・蓄積・活用する仕組みを整備することは、新たな健康商品・サービスの開発だけでなく、診療精度の向上や重複検査の回避などを通じた医療費の抑制につながるものと期待される。こうした取り組みで捻出される財源の一部を、保育・教育の充実など若年層向けの支出に振り向けることで、財政に過度な負担を強いることなく、若年層の将来不安を和らげるとともに、個人消費の拡大に結びつけることが可能となろう。

第2に、増税措置などの歳入増加に向けた取り組みである。わが国の成長力強化という視点に立てば、海外からの投資を呼び込むためにも、法人税の引き上げは難しい状況にある。このため、消費税・所得税・資産課税など他の税目を中心にバランスをどう図るかを検討していくことが課題となる。消費税については、他の税と比べ景気動向に左右されにくい比較的安定的な財源であり、2019年10月に延期された消費税率10%への引き上げは、確実に実施すべきである。将来不安が若年層の消費を下押ししている現状を踏まえれば、消費税増税を年金・医療を中心とした社会保障の充実に使用するという現在の枠組みにしばられず、保育・教育など現役世代・将来世代向けの支出を拡充する目的で、消費税率の上積みを検討することも一案だろう。将来不安が和らげば、増税による個人消費の落ち込みは、ある程度避けられるはずである。一方、所得課税や資産課税についても、累進的な金融所得課税の検討や、相続税の引き上げ余地なども含め、どのように税負担の見直しを進めていくか議論を深めていく必要があるだろう。

副主任研究員 村瀬 拓人

(2016. 7. 19)