

日本経済見通し

調査部

目 次

1. 現 状
2. 景気回復の「ばらつき」の背景
 - (1) 生産活動・設備投資の「ばらつき」
 - (2) 賃金上昇ペースの「ばらつき」
 - (3) 住宅着工の「ばらつき」
 - (4) 「ばらつき」があるなかでの政府の対応
3. 見通し
 - (1) アメリカ新大統領の経済政策が、わが国経済に与える影響
 - (2) 景気回復の「ばらつき」が残り、緩やかな成長ペースが持続
4. 「ばらつき」の背後にある構造問題の解消に向けて

要 約

1. アベノミクス後のわが国経済は、景気回復が一様でなかったことが鮮明に。すなわち、低成長下で、①製造業・非製造業の生産活動・設備投資スタンスの「ばらつき」、②雇用形態別の賃金上昇ペースの「ばらつき」、③利用形態別の住宅着工の「ばらつき」、といった各種「ばらつき」が目立つ状況。
2. 生産活動・設備投資スタンスの「ばらつき」についてみると、わが国企業の多くが生産拠点の海外シフトを積極的に進めたことで、製造業の生産水準は、リーマン・ショック前と比べ大幅に低下。一方、国内の既存事業の見直しや不採算事業からの撤退は進んでおらず。国内には過剰生産能力が残っており、製造業の国内投資が低迷した要因に。
3. 一方、非製造業の生産活動は、高齢化に伴い需要が拡大する介護事業など、経済・社会の変化に伴い市場が拡大している分野が牽引役に。設備投資も、需要構造の変化への対応という側面が強く、先行きも需要拡大を背景に底堅い伸びが期待可能。
4. 正社員と非正規社員間の賃金上昇ペースの「ばらつき」は、労働需給のひっ迫度合いの違いを反映。労働需要が拡大する介護関連や小売業は非正規雇用比率が高く、雇用の増加が正社員の需要拡大に結び付き難い状況。一方、正社員比率の高い製造業では、人材のミスマッチが生じるなかで雇用過剰感が根強く残っていることが、賃金上昇の足かせに。また、中堅層で、賃金が上昇している職種や企業への移動が進んでいないことも、賃金上昇ペースの抑制に作用。
5. 住宅着工の「ばらつき」についてみると、持家・分譲住宅が伸び悩む一方、賃貸住宅が好調。この背景として、持家比率の低い単身世帯の増加といった需要構造の変化を指摘可能。もっとも、足許の賃貸住宅の増加は、相続税対策という供給サイドの要因も影響しており、実需以上に押し上げられている側面も。
6. このように景気回復に「ばらつき」が残り脆弱な内需に対し、政府は基本的に従来型の総需要喚起策で対応。政府が8月に策定した経済対策も、公共投資が予算の大部分を占めており、景気回復の「ばらつき」の背後にある構造問題の解消にはつながらない公算大。
7. 以上の分析を踏まえれば、2016～2018年度のわが国経済は、内需に支えられ回復基調が続くものの、景気回復の「ばらつき」が残るなか、+1%程度の緩やかな成長ペースにとどまる見込み。「ばらつき」の背後にある構造問題の解消には、企業自らが事業構造の転換を進めるとともに、政府も、ヒト・カネを「流動化」させる民間部門の取り組みを、政策面からサポートしていくことが必要。

1. 現状

わが国景気は、2014年4月の消費税率引き上げ後、踊り場局面が続いたものの、2016年入り後は、緩やかに持ち直している。マクロの景気動向を示す実質GDPは、2016年1～3月期以降、3四半期連続でプラス成長となった（図表1）。7～9月期の成長率は、前期比年率+1.3%と前期（同+1.8%）から減速したものの、在庫投資のマイナス寄与が主因であり、企業の在庫調整の進展を示唆する明るい材料とみることできる。

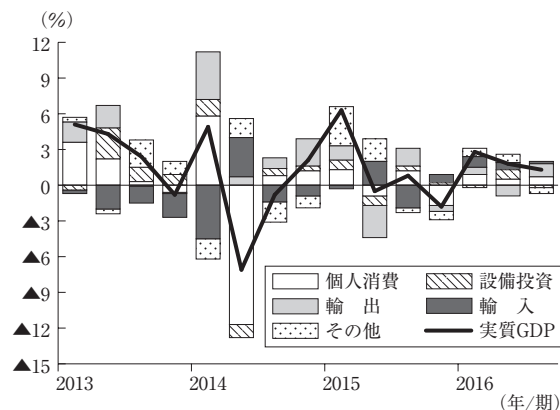
一方、企業の生産活動をみても、景気が一進一退局面を脱しつつあることがうかがわれる。鉱工業生産指数は、輸送機械などを中心に在庫調整が進展したことで、夏場以降、上昇基調が続いている（図表2）。景気が持ち直しつつあるASEANなどアジア新興国向けを中心に輸出が増加基調にあることも、生産活動の下支えに寄与している。

もっとも、国内需要には力強さを欠く面もみられる。個人消費は、雇用所得環境の改善などを背景に、2015年末を底に持ち直しているものの、消費者マインドが一進一退で推移するなか、増加ペースは緩やかにとどまっており、消費税増税直後から続く低迷を脱しきれていない（図表3）。企業の設備投資も、2016年入り後、伸び悩んでおり、内需は総じて停滞感の残る状況といえる。

こうした現状認識を踏まえつつ、改めてアベノミクス後のわが国経済の動向をみると、景気回復が一様でなかったことが鮮明になっている。すなわち、低成長下で、以下に指摘するような各種「ばらつき」が目立つ状況にある。

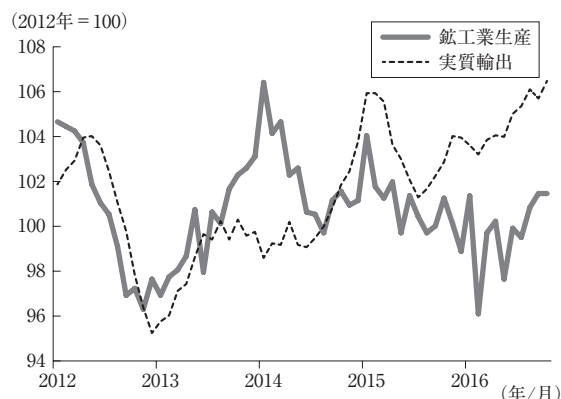
第1に、製造業と非製造業の生産活動・設備投資スタンスの「ばらつき」である。非製造業の生産活動を表す第3次産業活動指数は、2009年末を底に緩やかな上昇基調が続いており、足許では、リーマン・ショック以前の水準をほぼ回復している（図表4）。一方、製造業の生産活動を表す鉱工業

（図表1）実質GDP成長率（前期比年率）



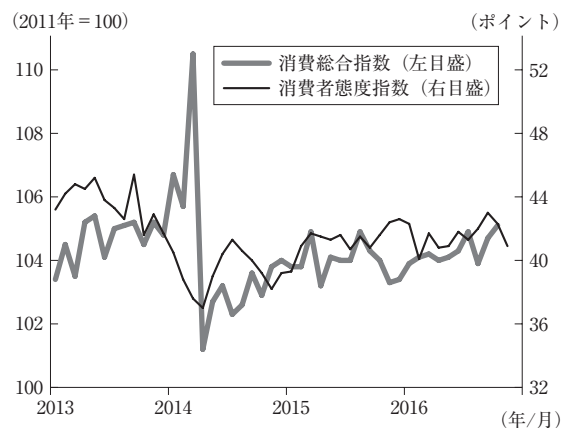
（資料）内閣府「国民経済計算」

（図表2）実質輸出と鉱工業生産（季調値）



（資料）経済産業省、日本銀行を基に日本総合研究所作成
（注）実質輸出は後方3カ月移動平均。

（図表3）消費者マインドと消費総合指数



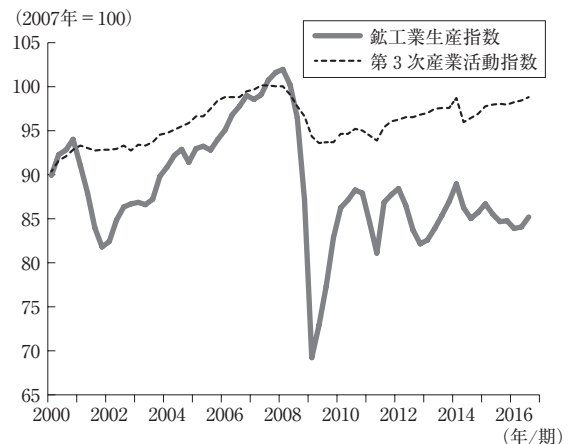
（資料）内閣府「月例経済報告」、「消費動向調査」

生産指数は、2009年から2011年にかけて、リーマン・ショック直後の大幅な落ち込みから急回復したものの、その後は一進一退で推移しており、足許の生産水準は、リーマン・ショック前を2割程度下回っている。こうした生産活動の「ばらつき」を反映し、製造業と非製造業の設備投資スタンスの違いも明確化している。非製造業の設備投資は、2016年4～6月期には2007年の水準をほぼ回復する一方、製造業の設備投資は、同時期を2割程度下回る水準で伸び悩んでいる（図表5）。

第2に、賃金上昇ペースの「ばらつき」である。人手不足を背景に労働市場でひっ迫感が強まるなか、パートタイム労働者の時給は、2014年以降、前年比+2%近い上昇ペースが続いている（図表6）。一方、正社員を中心としたフルタイム労働者の賃金は、2015年に上昇基調に転じたものの、足許の上昇ペースは同+1%を下回っている。こうしたフルタイム労働者の賃金の伸び悩みが、マクロでみた賃金上昇ペースの抑制に作用している。

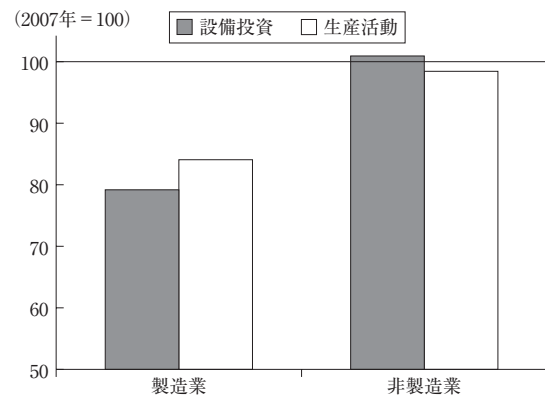
第3に、利用形態別の住宅着工の「ばらつき」である。貸家の着工戸数は、2012年以降、振れを伴いながらも増加基調が続いている（図表7）。一方、持家や分譲住宅は、2013年にかけて、消費

（図表4）製造業と非製造業の生産活動（季調値）



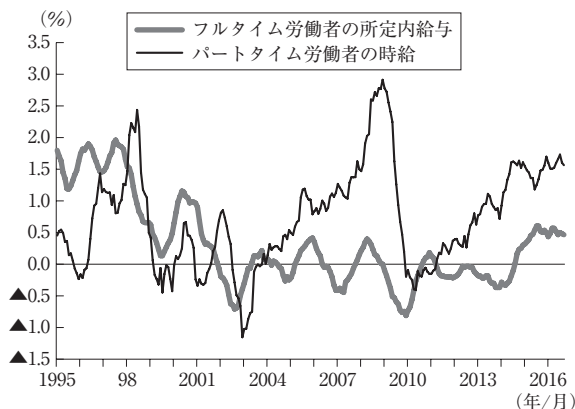
（資料）経済産業省「鉱工業指数」、「第3次産業活動指数」（年/期）

（図表5）製造業・非製造業の生産活動と設備投資（2016年4～6月期）



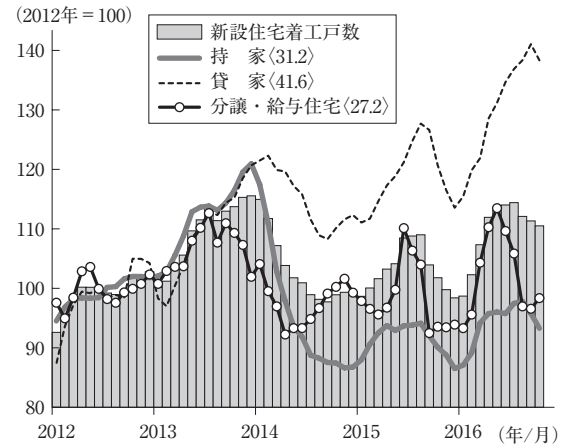
（資料）内閣府、経済産業省を基に日本総合研究所作成
 （注1）設備投資は、民間企業資本ストックの新設投資額。
 （注2）生産活動は、製造業が鉱工業生産指数、非製造業が第3次産業活動指数。

（図表6）雇用形態別の賃金上昇率（後方6カ月移動平均、前年比）



（資料）厚生労働省「毎月勤労統計調査」
 （注）パートタイム労働者の時給は、現金給与総額指数/総実労働時間指数。

（図表7）利用関係別住宅着工戸数（季調値、後方3カ月移動平均）



（資料）国土交通省「建築着工統計調査」
 （注）〈 〉は2015年のシェア。

税率引き上げ（2014年4月）前の駆け込み需要で一時的に着工戸数が増加したものの、その後は、低水準での推移が続いている。

以下では、こうした景気回復の「ばらつき」が生じた背景を分析したうえで、2018年度までの景気動向を展望する。さらに、「ばらつき」の背後にある構造問題の解消に向けた課題についても考察する。

2. 景気回復の「ばらつき」の背景

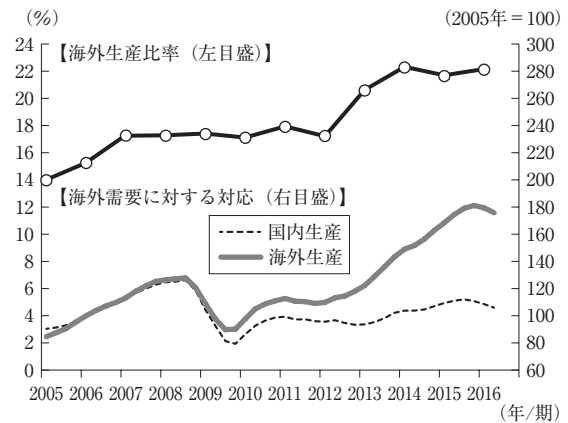
(1) 生産活動・設備投資の「ばらつき」

まず、企業の生産活動・設備投資スタンスの「ばらつき」についてみていく。製造業の生産活動が、リーマン・ショック前を2割程度下回る水準で低迷している背景としては、リーマン・ショック直後の大幅な円高への対応や、経済成長に伴い拡大する海外需要の取り込みを目的に、わが国企業の多くが生産拠点の海外シフトを進めたことが挙げられる。この結果、海外需要の増加に対し、国内からの輸出に代わり現地生産や海外工場からの輸出で対応するケースが拡大している。海外需要への対応として、国内からの輸出（名目財輸出）と海外生産（海外現地法人における日本向けを除く売上高）の推移をみると、リーマン・ショック以降、両者が大きくかい離しており、海外需要の拡大に海外工場の生産で対応している姿がみてとれる（図表8）。さらに、生産拠点の海外シフトが進んだことで、国内需要に対する対応方法にも変化が生じている。テレビなどデジタル家電を中心に、アジア諸国の現地工場から部品・完成品を日本へ逆輸入するケースが拡大しており、国内需要に占める逆輸入製品の比率は、3割近くまで上昇している（図表9）。こうした動きも国内生産の下押しに作用したといえる。

もちろん、産業用ロボットなど内外需要の増加を受け国内生産が拡大している分野は存在するものの、こうした新たな成長分野は限定的である。海外での現地生産化を進めた自動車や、逆輸入での対応を拡大する情報通信機械などの業種では、国内生産水準がリーマン・ショック以前に比べ、2割から5割程度低下した。

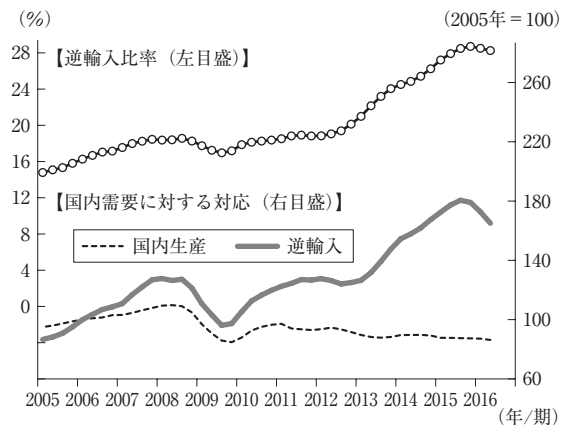
このようにグローバルな生産体制の構築が行わ

（図表8）海外生産比率と海外需要への対応



（資料）内閣府、経済産業省、財務省を基に日本総合研究所作成
 （注1）海外生産比率は、年度調査の計数を年度末に図示。
 （注2）海外需要に対する対応は、国内生産が名目財輸出、海外生産が海外現地法人の売上高（除く日本向け）。両計数ともに後方4期移動平均。

（図表9）逆輸入比率と国内需要への対応



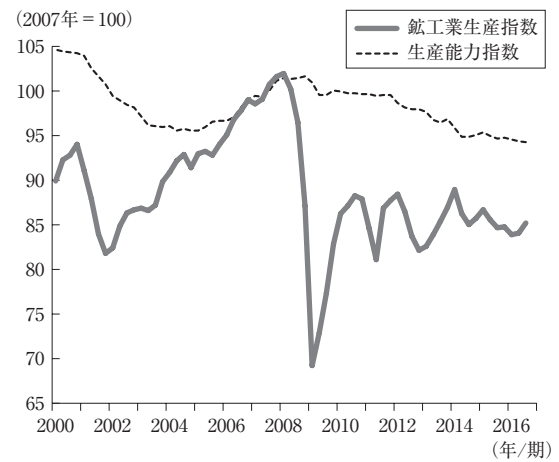
（資料）経済産業省、財務省を基に日本総合研究所作成
 （注）国内需要に対する対応は、国内生産が製造業の売上高一名目財輸出、逆輸入が海外現地法人による日本向け売上高。

れる一方、国内での既存事業の見直しや不採算事業からの撤退は、それほど進んでいない。国内の生産能力の削減は、リーマン・ショック以降▲5%程度にとどまっており、同期間で2割近く落ち込んだ生産水準の低下に追いついていない（図表10）。結果として、設備稼働率は大幅に低下しており、国内に残る過剰設備の存在が、国内投資の阻害要因となっている。実際、国内の設備投資動向をみると、老朽化した機械設備の更新投資はある程度顕在化しているものの、生産能力拡大に向けた工場の拡張といった投資は大幅に減少している。

海外需要については、今後も底堅い伸びが期待されるものの、海外需要の拡大に対し、中長期的には海外工場の生産能力増強で対応する企業が増加しており、海外需要が国内の設備投資に与えるプラス影響は、かつてに比べ低下している。このため、リーマン・ショック以前の景気拡大期にみられたような、輸出の拡大に対応するための国内生産能力の増強が、設備投資を牽引するという構図は期待し難い状況といえる。ちなみに、世界生産、実質輸出、実質設備投資などの推移をもとに、海外需要が+1%増加した場合の国内設備投資に与える影響を試算したところ、リーマン・ショック前までは+2%近くの押し上げ効果があったものの、直近の傾向を含めると、+1.4%程度まで押し上げ効果が低下している（図表11）。

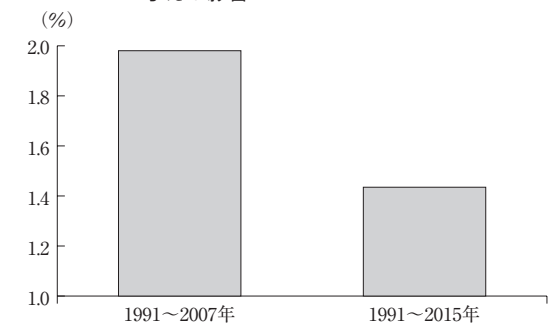
一方、非製造業に目を向けると、経済のサービス化や高齢化の進展に伴い新たに需要が拡大している分野が、生産活動の牽引役となっている。例えば、高齢化に伴い需要が拡大している介護事業など医療・福祉の足許の生産水準は、リーマン・ショック前の2008年1～3月期と比べ3割以上高まっている（図表12）。同様に、通信販売の広がりの恩恵を受ける宅配貨物など運輸業や、インバウンド需要が追い風となっている宿泊業、オフィ

(図表10) 鉱工業生産と生産能力（季調値）



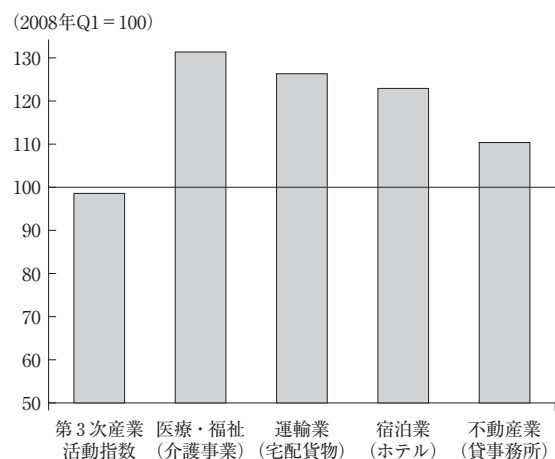
(資料) 経済産業省「鉱工業指数」

(図表11) 海外需要の1%の増加が国内設備投資に与える影響



(資料) 内閣府、オランダ経済分析局を基に日本総合研究所作成
 (注1) 世界生産、実質輸出、実質設備投資の3変数（対数前期差）からなる構造VARのインパルス応答を基に算出。
 (注2) 1年後の世界生産を1%増加させる需要ショックが、1年後の国内設備投資の水準に与える影響を試算。

(図表12) 非製造業の生産活動（2016年度上期）

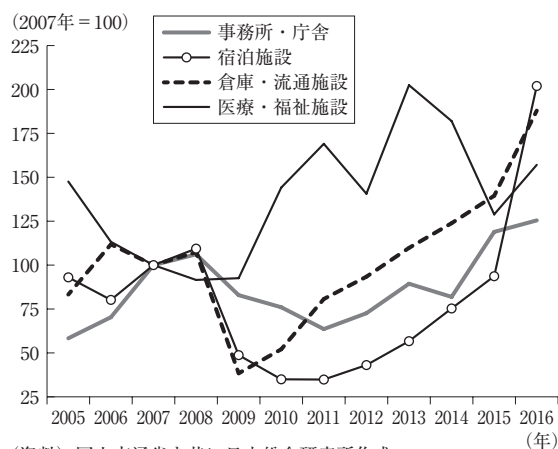


(資料) 経済産業省を基に日本総合研究所作成

スの集約・合理化の需要を取り込む不動産などでも、生産活動が活発化している。

非製造業では、こうした生産活動の拡大に対応する形で、関連施設の建設投資が増加している。近年の非製造業関連の建設工事受注額をみると、介護事業における医療・福祉施設のほか、宅配貨物の拠点となる倉庫・流通施設、宿泊業における宿泊施設や、オフィス集約・合理化に向けた事務所・庁舎などで、受注額が着実に増加している(図表13)。また、小売業などでは、販売のマルチチャンネル化や販売予測などへの顧客データの活用を進めるため、情報化関連の投資が拡大している。このように、非製造業の設備投資は、需要構造の変化や新規需要への対応という側面が強く、先行きも需要・生産活動の拡大を背景に底堅い伸びが期待できる。

(図表13) 非製造業関連の建設工事受注



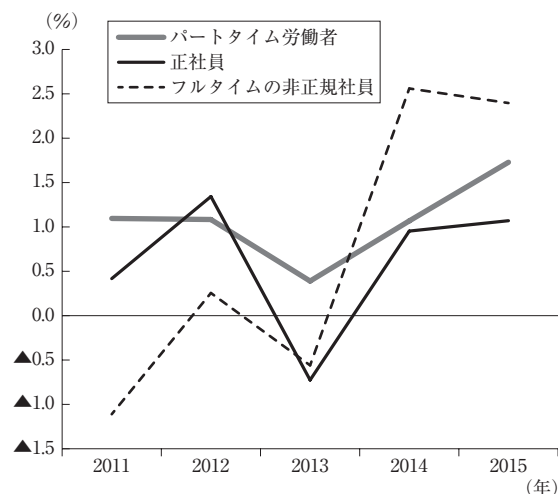
(資料) 国土交通省を基に日本総合研究所作成
 (注1) 2016年は1～9月の年率換算値。
 (注2) 医療・福祉施設は民間・公共の合計。それ以外は民間からの発注。

(2) 賃金上昇ペースの「ばらつき」

次に、賃金上昇ペースの「ばらつき」についてみると、パートタイム労働者の時給やフルタイムで働く非正規社員の所定内給与は、2015年にそれぞれ前年比+1.7%、同+2.4%上昇した(図表14)。一方、正社員の所定内給与は、同+1.1%の上昇にとどまっており、正社員の賃金の伸び悩みが、全体の賃金の伸びを抑制している。

こうした雇用形態による賃金上昇ペースの「ばらつき」は、労働需給のひっ迫合いの違いを反映している。雇用形態別の有効求人倍率をみると、パートタイム労働者は、2009年半ば以降、上昇基調が続き、2016年10月には1.75倍と、求人数が求職者数を大幅に上回っている。一方、正社員を含むフルタイム労働者の求人倍率も、2014年12月に1倍を上回り、2016年11月には1.24倍と、1990年代初頭以来の高水準まで上昇した。もっとも、正社員に限ると、足許の求人倍率は依然として1倍を下回っており、フルタイム労働者の需要増加は、契約社員や派遣社員など非正規の雇用形態が中心になっている。

(図表14) 雇用形態別の賃金上昇率(前年比)



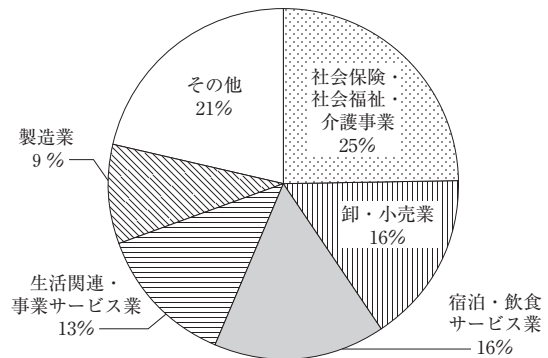
(資料) 厚生労働省「賃金構造基本統計調査」
 (注) パートタイム労働者は時給、それ以外は所定内給与。

正社員の労働需要が低迷する背景として、近年の労働需要の拡大が、労働集約的で非正規雇用比率の高い業種に偏っていることを指摘できる。今回の景気拡大局面が始まった2012年から足許までの求人数

の増加を業種別にみると、高齢化で需要が拡大する福祉・介護事業、インバウンド需要が追い風になっている小売業や飲食・宿泊業などが中心となっている。これら業種が全体の求人数の増加分に占めるシェアは6割近くに上る（図表15）。福祉・介護事業、卸・小売業、飲食・宿泊業の非正規雇用比率（注1）は、それぞれ48%、49%、73%と、製造業の27%などと比べ高く、雇用の増加が正社員の需要拡大に結び付きにくい。加えて、これら業種の賃金水準が相対的に低いことも、全体の賃金上昇ペースの抑制に作用している。

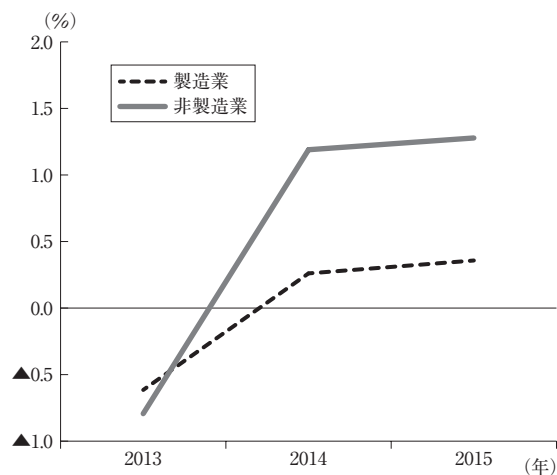
さらに、正社員の間でも、賃金上昇ペースに「ばらつき」が広がっている。賃金上昇率を業種別にみると、労働需給が引き締まる非製造業では、2015年に前年比+1%を超える伸びとなったものの、製造業は同ゼロ%台前半にとどまっている（図表16）。製造業においても、海外での事業展開や新規事業の企画立案を担う人材は不足する一方、需要が低迷する分野や不採算事業において雇用過剰感が根強く残っており、人材のミスマッチが生じるなかで、全体として労働需要は伸び悩んでいる。実際、製造業の新規求人数は、リーマン・ショック前のピーク時と比べ7割程度の水準にとどまっており（図表17）、労働需要の低迷が賃金上昇の足かせとなっている。

（図表15）新規求人数の増加に占めるシェア（2012年～2016年）



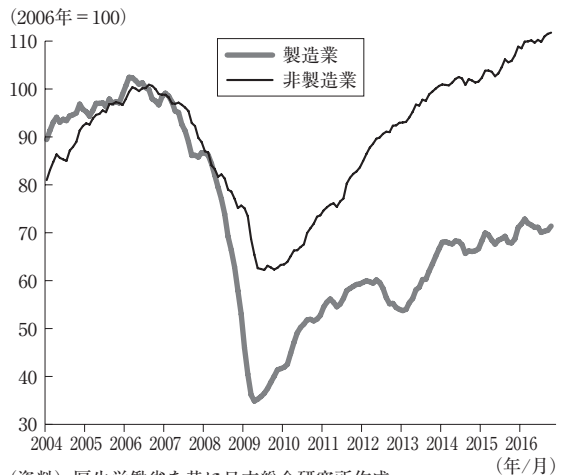
（資料）厚生労働省「一般職業紹介状況」
 （注1）2012年1～9月から2016年1～9月にかけての増加分のシェア。
 （注2）生活関連・事業サービス業は、生活関連サービス業・娯楽業とサービス業（他に分類されないもの）の合計。

（図表16）業種別・正社員の賃金上昇率（所定内給与、前年比）



（資料）厚生労働省を基に日本総合研究所作成

（図表17）産業別の新規求人数（労働者計、季調値）

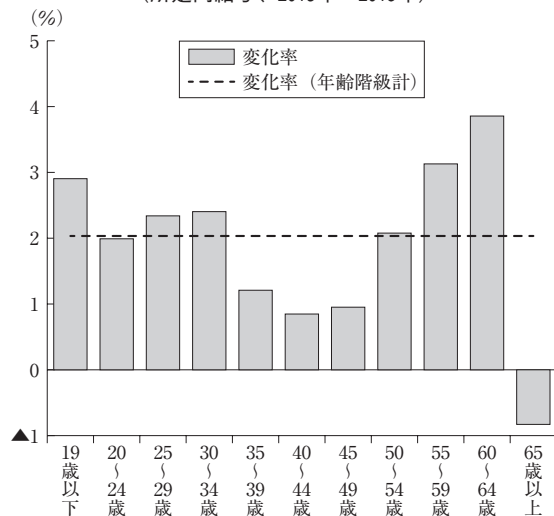


（資料）厚生労働省を基に日本総合研究所作成
 （注）グラフは後方3カ月移動平均。

一方、正社員の賃金の変化を年齢階級別にみても、改善の「ばらつき」が確認できる。アベノミクス始動後の2013年から2015年までの賃金上昇率をみると、現役世代のいずれの年齢階級においても上昇率はプラスとなっているものの、30代後半、および40代のいわゆる中堅層では、他の年齢階級と比べ賃金

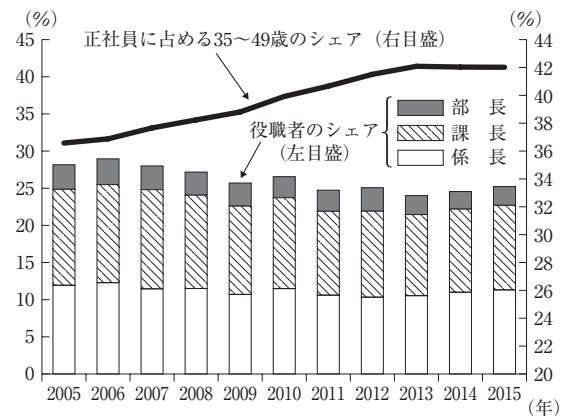
の伸び悩みが顕著となっている（図表18）。団塊世代の引退後、団塊ジュニアが属するこの年齢層は企業の人員構成上のボリュームゾーンを占めるものの、バブル崩壊後の長引く景気低迷などを受け、管理職ポストは減少しており（図表19）、企業内で賃金上昇の機会を得難くなっている。また、この年齢層は、若年層に比べ転職の機会や意思が少ないため、賃金が上昇している職種や企業への移動が進んでいないことも、賃金上昇ペースの下押しに作用している可能性がある。

（図表18）正社員の年齢階級別の賃金変化
（所定内給与、2013年～2015年）



（資料）厚生労働省「賃金構造基本統計調査」

（図表19）35～49歳の労働者の状況



（資料）厚生労働省「賃金構造基本統計」
（注）役職者のシェアは、35～49歳の労働者で、雇用期間の定めがない者のうち、役職を有する者のシェア。

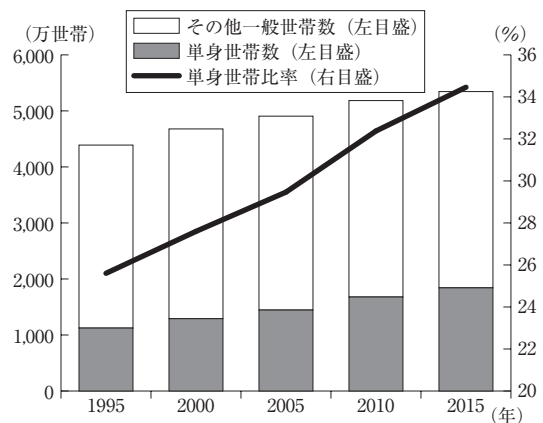
このようにみると、足許の雇用創出が労働集約的で相対的に低賃金の業種に偏っていることや、製造業の労働需要の低迷、中堅層の人材の固定化といった要因が、マクロでみた賃金上昇ペースの抑制に作用している。15歳以上人口が減少に転じるなか、先行きも人手不足を背景に雇用・賃金の改善傾向は続くと思われるものの、収益性の高い産業や企業での雇用創出が進まなければ、賃金上昇の「ばらつき」が残り、マクロでみた賃金上昇ペースも緩やかにとどまる公算が大きい。

（3）住宅着工の「ばらつき」

最後に、住宅着工の「ばらつき」についてみると、持家・分譲住宅の建設が伸び悩む一方、賃貸住宅の建設が好調な背景として、以下2点の需要構造の変化を指摘できる。

第1に、持家比率の低い単身世帯の増加である。総人口が減少に転じる一方、世帯数は増加傾向にあり、その大部分を単身世帯の増加が占めている（図表20）。高齢単身世帯の増加に加え、若年層においても晩婚化や未婚率の上昇を背景に単身世帯が増加

（図表20）世帯数の内訳



（資料）総務省「国勢調査」

傾向にあり、総世帯数に占める単身世帯の比率は、過去20年間で10%ポイント近く上昇した。単身世帯は、持家よりも賃貸住宅を選ぶ傾向にあり、世帯数の増加が、持家・分譲需要の押し下げ、賃貸需要の押し上げに作用している。

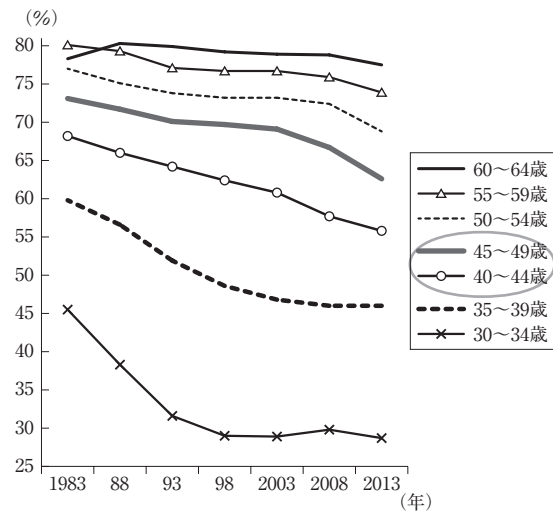
第2に、40～50代における持家比率の低下である。年齢別の持家比率をみると、住宅購入の主力層である30代では、持家比率に下げ止まりの動きがみられる一方、40～50代では持家比率の低下傾向が続いている（図表21）。未婚率の上昇を受けた単身世帯の増加に加え、所得環境の低迷などを背景に30代で住宅購入を見送った世帯が、そのまま賃貸住宅に住み続けるケースも増加している。

もともと、足許の賃貸住宅の増加は、こうした需要構造の変化だけでなく、相続税対策という供給サイドの要因も大きく影響している。2015年1月に相続税制が改正（注2）されたことで、他の金融資産等に比べ資産評価額が低く、税負担を抑制できる貸家の建設ニーズが高まっている。実際、

貸家の着工戸数は、消費税率引き上げ後の反動減などを背景に、2014年にかけていったんは弱含んだものの、2015年1月の相続税制改正をきっかけに、再び増加基調に転じている（図表22）。

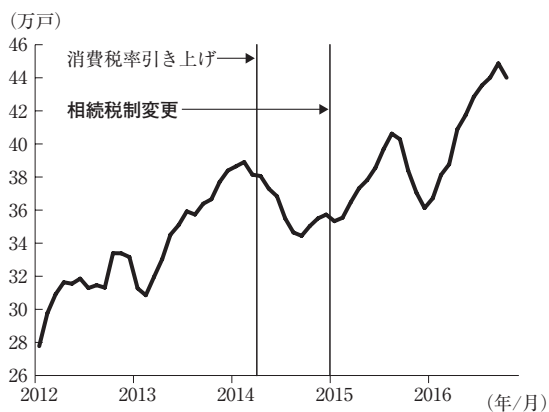
こうした供給サイドの要因により、貸家の着工戸数は実需以上に押し上げられている側面がある。2015年半ば以降、首都圏を中心にアパートの空室率は大幅に上昇しており（図表23）、需要の増加を上回るペースで供給が拡大していることがみてとれる。空室率の上昇が今後も続けば、賃料の下落や賃貸住宅経営の収益率低下で赤字経営に陥る家主が増加し、消費者マインドが委縮する可能性もある。また、赤字経営のリスクが意識され始めれば、着工戸数の増勢も早晚頭打ちになる公算が大きい。

（図表21）年齢別の持家世帯比率



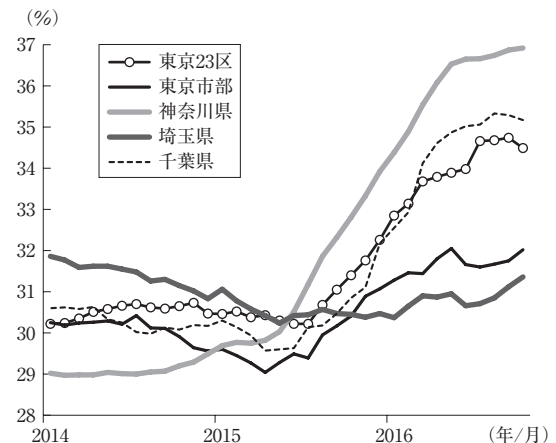
（資料）総務省「住宅・土地統計調査」

（図表22）貸家住宅の着工戸数
（季調値年率、後方3カ月移動平均）



（資料）国土交通省「建築着工統計」

（図表23）首都圏アパート空室率



（資料）分析・株式会社タス

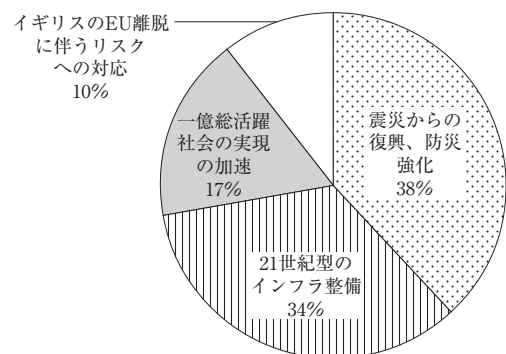
(4) 「ばらつき」があるなかでの政府の対応

このように景気回復に「ばらつき」が残り脆弱な内需に対し、政府は基本的に従来型の総需要喚起策で対応している。例えば、2016年8月に策定した経済対策では、観光インフラの整備など新規需要に対応するための施策が一部盛り込まれたものの、整備新幹線の建設や公共インフラの耐震化・老朽化対策など、公共投資の増加により需要を創出するという発想から抜け出せていない。これらの財源の裏付けとなる2016年度第2次補正予算の内訳をみても、「震災からの復興、防災強化」と「21世紀型のインフラ整備」が予算全体の7割を占めており、公共事業関連の施策に予算が集中している（図表24）。

こうした公共投資中心の経済対策は、短期的な総需要刺激策としては一定の効果が見込まれる。経済対策による景気押し上げ効果を試算してみると、2016年度、2017年度の成長率をそれぞれ、+0.1%ポイント、+0.3%ポイント押し上げる見込みである。もっとも、景気回復の「ばらつき」の背後には、製造業における既存事業の見直しや、収益性の高い産業・企業での雇用創出が進んでいないといった、構造的な問題が存在する。公共投資中心の経済対策では、こうした構造問題の解消、ひいては経済の好循環メカニズムの力強い作動にはつながらず、結果として、一時的な景気刺激効果にとどまる公算が大きい。

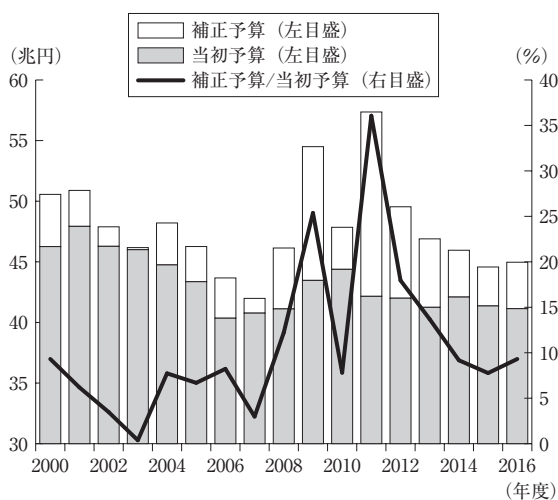
そもそも、公共投資中心の経済対策が毎年のように策定される背景には、わが国の予算編成方法に大きな問題がある。近年の予算編成をみると、当初予算では、厳しい財政状況に配慮する形で前年度の補正後予算対比、抑制的な予算が編成されている（図表25）。一方、補正予算では、実質的に予算上限が

(図表24) 2016年度第2次補正予算の歳出シェア



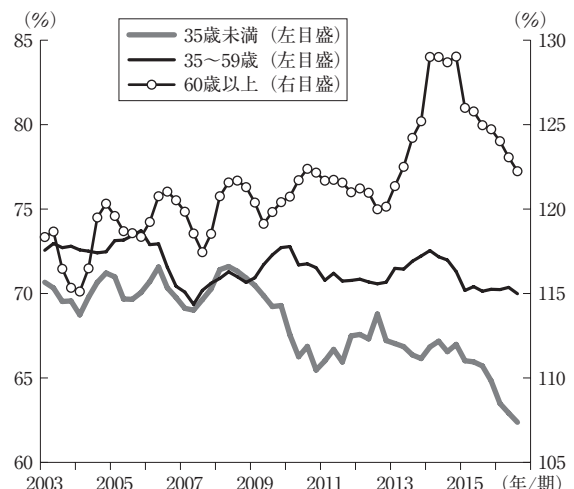
(資料) 財務省を基に日本総合研究所作成
(注) 既定予算の減額を除く4.1兆円に占めるシェア。

(図表25) 当初予算と補正予算の歳出額 (社会保障関係費、国債費除く)



(資料) 財務省「財政統計(予算決算等データ)」

(図表26) 世帯主の年齢階級別の消費性向



(資料) 総務省を基に日本総合研究所作成
(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。

設けられていないため、公共事業やバラマキ型の対策を野放図に積み上げている。結果として、財政状況の悪化に歯止めがかからず、将来不安の拡大が、若年層を中心に消費拡大の重石となっている（図表26）。こうした状況を変えるには、当初予算・補正予算の在り方を抜本的に見直すことが必要といえる。

（注1）福祉・介護事業の非正規雇用比率は2012年の就業構造基本調査、それ以外の業種は、2015年の労働力調査の計数。

（注2）基礎控除額が「5,000万円+1,000万円×法定相続人」から「3,000万円+600万円×法定相続人」に引き下げられたほか、税率区分の変更に伴い高額相続に課される税率が全体的に引き上げられた。

3. 見通し

（1）アメリカ新大統領の経済政策が、わが国経済に与える影響

以上のように、国内動向については、官公需の下支えもあり総じて回復基調が続くとみられるものの、製造業と非製造業の「ばらつき」や、賃金上昇ペースの「ばらつき」が残ることで、成長ペースは加速し難い状況が続くとみられる。一方、海外動向に目を向けると、先行き不透明感が非常に強い状況にある。とりわけ、アメリカでは、次期大統領にトランプ氏が就任することで、これまでの経済・財政政策が大きく見直される可能性があり、注目が集まっている。

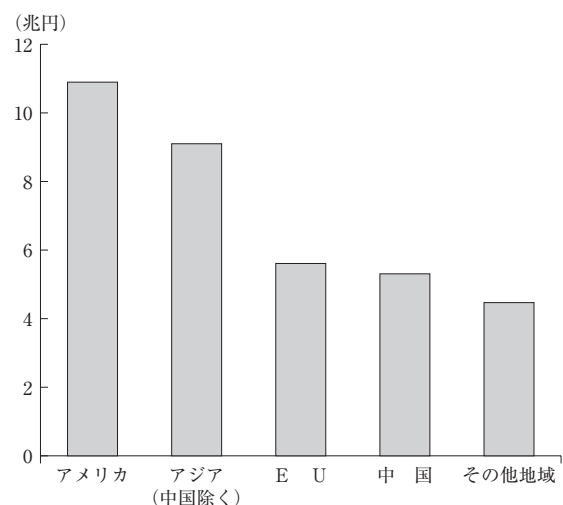
トランプ新大統領が打ち出す政策については、本稿執筆時点で不透明感が強いものの、当選後の動向や発言をみると、過激な言動はある程度封印し、議会共和党との連携も重視するなど、融和的な姿勢を演出している。こうした状況を踏まえ、メインシナリオでは、以下のような政策運営がとられると想定した。

まず、トランプ新大統領の対外政策については、選挙期間中に公約として掲げた極端に保護主義的な政策をある程度控えるととともに、為替に対しても、緩やかなドル高を容認すると想定している。このため、ドル円相場は、短期的な変動はあるものの、1ドル=115円前後の円安ドル高水準が続くと見込んでいる。次に、財政政策については、公約に掲げた減税策やインフラ投資が、規模は圧縮されるものの、一部実現すると想定した。拡張的な財政政策がとられることで、アメリカ経済の成長ペースは加速する見込みである。

こうしたメインシナリオにたてば、わが国経済に対しても、円安による企業収益の押し上げ、輸出の増加、株高による資産効果を通じた個人消費の押し上げなどが期待できる。もっとも、これらのプラス効果は、控えめにみておく必要がある。

まず、輸出を通じたプラス効果は、わが国企業の海外現地生産の拡大により、かつてに比べ小さくなっている。製造業の直接投資残高を国・地域別にみると、リーマン・ショック以降、アメリカへの投資は中国や中国を除くアジアを上回る額となっており（図表27）、アメリカでの現地生産が、

（図表27）製造業の直接投資残高の増加幅
（2008年末～2015年末）



（資料）日本銀行「国際収支統計」

他の地域以上に進展していることを示唆している。また、アメリカ内でインフラ投資が拡大したとしても、トランプ氏は「アメリカ・ファースト」を掲げており、アメリカ内で生産された製品が優先的に使用される可能性がある。

株高に伴う資産効果についても、家計の株式保有比率が低いわが国においては、消費押し上げ効果はそれほど大きくない。実際、株価のほか所得や住宅資産、人口動態などを説明変数として消費関数を推計すると、わが国における資産効果の大きさは、アメリカの半分以下にとどまるという結果が得られる（図表28）。

一方、メインシナリオとは異なり、トランプ新大統領が保護主義的な貿易政策やドル安志向を強く打ち出す可能性も否定できない。例えば、議会共和党との協議が難航し、拡張的な財政政策が実現できない場合や、ドル高の進行がアメリカの輸出減少などを通じ景気を下押しすることで、保護

主義的な貿易政策を求める声が強まる場合は、対外的な強硬姿勢を強め、自由貿易協定の見直しや関税の引き上げなど保護貿易政策に踏み切る可能性も考えられる。この場合、大幅に円高が進行し、輸出や企業収益の減少がわが国経済を下押しすることになる。

(2) 景気回復の「ばらつき」が残り、緩やかな成長ペースが持続

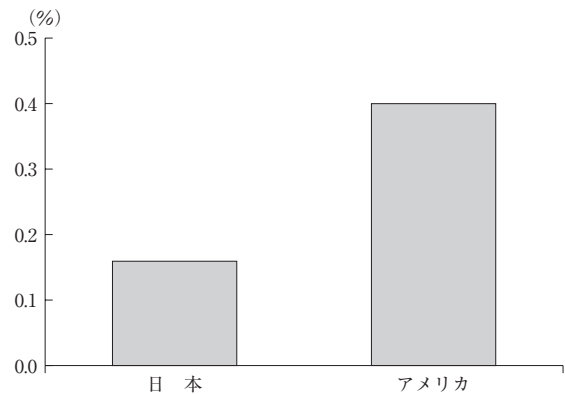
以上の分析を踏まえ、わが国経済を展望すると、円安に伴う企業収益の上振れや、医療・介護分野や運輸業、宿泊業など新規需要に対応するための非製造業の設備投資、人手不足を背景とした雇用所得環境の改善などが景気下支えに作用する見込みである。さらに、経済対策に伴う公共投資の増加もプラスに作用するため、景気回復基調が続く公算である。

もっとも、企業部門においては、海外需要への対応方法の変化や国内に残る過剰設備を背景に、製造業の設備投資は弾みがつき難い状況にある。家計部門においても、正社員や中堅層の賃金の伸び悩みや、社会保険料の負担増加、若年層を中心とした将来不安の高まりなどが重石となることで、個人消費は力強さを欠く状況が続く見込みである。結果として、2016年度および2017年度は、官公需による下支えと民需の回復基調が続くものの、景気回復の「ばらつき」が残るなか、+1%程度の緩やかな成長ペースが続く見通しである（図表29）。

一方、2018年度は、経済対策の押し上げ効果が一巡するものの、政府は、景気失速を回避するため新たな経済対策を策定する見込みである。アメリカを中心とした海外経済の成長ペースの加速も輸出の下支えに作用することで、+1%程度の成長ペースを維持すると予想する。

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（生鮮食品除く総合）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

（図表28）10%の株高による消費押し上げ効果



（資料）内閣府、BEAなどを基に日本総合研究所作成
 （注1）日本は、雇用人員報酬、日経平均株価、高齢化比率を説明変数とした消費関数を推計。
 （注2）アメリカは、可処分所得、NYダウ、住宅価格などを説明変数とした消費関数を推計。

(図表29) 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)

	2016年		2017年				2018年				2019年	2015年度	2016年度	2017年度	2018年度
	7~9	10~12	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	1.3	0.5	0.8	1.1	1.0	0.7	0.8	1.0	1.1	1.1	1.0	1.3	1.2	0.9	1.0
個人消費	1.3	0.6	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5	0.7	0.6	0.6
住宅投資	10.9	3.1	▲3.6	▲3.9	▲2.7	▲1.0	0.2	0.5	0.8	1.5	1.7	2.7	6.6	▲1.3	0.3
設備投資	▲1.4	2.1	2.2	2.3	2.4	2.4	2.5	2.5	2.6	2.6	2.6	0.6	1.6	2.1	2.5
在庫投資 (寄与度)	(▲1.1)	(▲0.2)	(▲0.1)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.4)	(▲0.2)	(▲0.1)	(▲0.0)
政府消費	1.2	0.6	0.8	1.0	1.0	1.1	1.1	1.2	1.2	1.2	1.2	2.0	0.7	0.9	1.2
公共投資	0.3	▲2.6	8.9	11.0	6.4	▲2.8	▲2.4	0.8	1.1	0.1	▲0.8	▲2.0	0.0	4.6	▲0.1
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)
輸出	6.5	1.9	2.0	2.4	2.5	2.5	2.6	2.7	2.8	2.8	2.8	0.8	1.0	2.5	2.7
輸入	▲1.4	2.2	2.9	3.2	3.2	2.6	2.4	2.4	2.5	2.5	2.5	▲0.2	▲1.4	2.6	2.5
国内民需 (寄与度)	(▲0.3)	(0.6)	(0.4)	(0.5)	(0.6)	(0.7)	(0.7)	(0.7)	(0.8)	(0.8)	(0.8)	(0.8)	(0.6)	(0.5)	(0.7)
官公需 (寄与度)	(0.3)	(▲0.0)	(0.6)	(0.7)	(0.5)	(0.1)	(0.1)	(0.3)	(0.3)	(0.2)	(0.2)	(0.3)	(0.1)	(0.4)	(0.2)
純輸出 (寄与度)	(1.3)	(▲0.0)	(▲0.1)	(▲0.1)	(▲0.1)	(0.0)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.2)	(0.4)	(0.0)	(0.0)

(前年同期比、%)

名目GDP	0.9	1.3	1.0	1.1	1.2	1.3	1.3	1.2	1.3	1.4	1.6	2.8	1.1	1.2	1.4
GDPデフレーター	▲0.2	▲0.3	▲0.1	0.1	0.5	0.4	0.3	0.3	0.4	0.4	0.5	1.4	▲0.0	0.3	0.4
消費者物価指数(除く生鮮)	▲0.5	▲0.2	0.2	0.5	0.6	0.8	0.9	1.0	1.0	1.1	1.1	0.0	▲0.3	0.7	1.1

完全失業率 (%)	3.1	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	3.3	3.1	3.0	2.9
円ドル相場 (円/ドル)	102	110	117	113	113	114	115	115	116	116	117	120	109	114	116
原油輸入価格(ドル/バレル)	46	49	51	54	57	59	60	61	62	63	64	49	47	58	63

(資料) 内閣府、総務省などを基に日本総合研究所作成

していくとみられる。円安による輸入価格の上昇も物価の押し上げに作用するため、コアCPIは、先行き上昇基調に転じる見込みである。もっとも、国内景気や賃金上昇に弾みが見つからないなか、インフレ期待は伸び悩みが続くとみられる。このため、物価は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。

このような景気および物価見通しにおける最大の下振れリスクとしては、世界的な保護主義の広がりが挙げられる。所得格差の拡大などに対する不満を背景に、反グローバル化や保護主義的な貿易政策を求める声は世界的に拡大している。先述したように、アメリカでは、トランプ新大統領がこうした声に押される形で保護貿易主義的な政策を打ち出す可能性がある。一方、欧州においても、2017年春にフランスの大統領選挙、秋にはドイツの総選挙が予定されており、選挙結果次第ではイギリス以外の欧州大陸諸国にEU離脱を目指す動きが出てくる展開も否定できない。世界的に保護貿易や労働移動を制限する動きが広がれば、海外経済の減速、リスク回避を目的とした円の急騰・株価の急落などが、わが国景気を大きく下押しすることで、デフレ圧力が再び強まる事態を招きかねない。

4. 「ばらつき」の背後にある構造問題の解消に向けて

本稿の分析でみてきたように、わが国経済は、官公需の下支えもあり景気回復基調が続くとみられるものの、製造業と非製造業の生産・投資活動の「ばらつき」や、賃金上昇ペースの「ばらつき」が残ることで、力強い景気拡大までは見込み難い。こうした景気回復の「ばらつき」が生じる背景には、わが国における需要構造の変化や、企業を取り巻く経営環境の変化に対して、企業による国内の事業展開の

見直しや個人のスキル転換が追いつかず、既存事業にヒトやカネが「固定化」しているという構造的な問題が存在する。

「固定化」の解消に向けては、まず、企業が自ら事業構造を転換する必要性を認識し、既存事業の見直しや成長分野への投資を加速させる必要がある。政府が取り組みを進める働き方改革も、短期的には企業のコスト増につながる面はあるものの、長期的には労働生産性の向上や優秀な人材の獲得につながることを認識し、主体的に取り組んでいくことが求められる。

一方、政府としても、従来型の総需要喚起策による対応を改めるとともに、企業による事業構造の転換や個人のスキル向上といった、ヒト・カネを「流動化」させる民間部門の取り組みを、政策面からサポートしていく必要がある。先述したように、近年の予算編成を振り返ると、当初予算では財政面への配慮から抑制的に編成する一方、補正予算では、実質的に予算の上限が設けられず、公共事業やバラマキ型の対策が積み上げられてきた。今後は、こうした予算編成・景気対策の在り方を見直し、財政再建にも配慮しつつ、当初予算の段階から構造的な問題に対処するための歳出を確保していくことが求められる。そのうえで、以下のように「流動化」に焦点を当てた政策を打ち出していく必要がある。

まず、事業構造の「流動化」に焦点を当て、新規事業の開拓や新技術の活用に取り組む企業を、規制緩和などを通じ支援していくことが不可欠である。例えば、高齢化に伴い需要が拡大する介護分野では、介護保険の対象となるサービスの提供と同時に、要介護者以外への食事の提供など保険対象外のサービスを提供することで、収益性を高めようとする事業者ニーズが存在する。こうしたニーズに応えるため、政府は、規制緩和により介護関連サービスの多様な提供・利用を容易にする環境を整備していくことが重要である。また、新技術の活用では、AI（人工知能）を新たなニーズの創出や、生産性の向上につなげようという取り組みがでてきている。この分野では、顧客との取引や工場の稼働状況などのデータを自社内に大量に保有する大企業と、ビッグデータの解析技術を持つ研究者やベンチャー企業との提携がカギとなっている。政府としても、産学連携や大企業とベンチャー企業との交流を促進することで、両者のマッチングを支援することができれば、新技術の有効利用を広げることができる。

事業構造の「流動化」を進めるためには、企業の既存事業の見直しをサポートする取り組みも重要といえる。政府も、2014年1月に施行された産業競争力強化法の枠組みの下で、一定の条件を満たした企業に税制上の優遇措置を与えるなど、企業の事業再編を支援する取り組みを行ってきた。今後は、これまでの支援制度の政策効果を検証するとともに、利便性の向上や企業側のニーズの反映、制度の周知などに努めることで、制度の利用を促していく必要がある。

さらに、人材の「流動化」にも焦点を当てた政策を実施することで、上述したような取り組みを通じ収益性を高めようとする企業や、新たな技術・知識を必要とする職務への人材の移動を支援していくことも必要といえる。例えば、様々な分野でICTの導入・利用が模索されるなか、高度なICTを利活用できる人材へのニーズが高まっている。もっとも、そうした人材は依然として不足しており、実践的職業訓練の充実やジョブマッチングの仕組みづくりなどを通じ、人材のミスマッチの解消に努めていくことが急務といえる。また、失業者への職業訓練だけでなく、専門的な知識・スキルを学びたい在職者への支援も、人材の「流動化」を実現するうえで有効な取り組みといえる。具体的には、大学院や専門学校など社外の教育研修を受講する際の給付制度の充実に加え、残業時間の削減や長期休暇の付与など、希

望者が仕事を続けながらも社外の教育研修を受けやすい環境整備を、企業側に働き掛けていくことが重要である。

供給過剰が懸念される賃貸住宅に対しては、用途の「流動化」を支援していくことが必要である。訪日外国人観光客の増加により宿泊施設が不足している現状を踏まえれば、近隣住民に配慮しながら民泊などへの利用を促進していくことは、賃貸住宅の有効利用につながる公算が大きい。

副主任研究員 村瀬 拓人

(2016. 12. 26)