

日本経済見通し

調査部 マクロ経済研究センター

目 次

1. 現 状

2. 個人消費の実態

3. 円安の影響

4. 政策面での景気変動要因

5. 総 括

- (1) 自律拡大と政策効果で緩やかな回復
- (2) アベノミクスがわが国経済にもたらしたものは
- (3) 金融・財政による過度な景気刺激はリスクも

要 約

1. わが国景気は、消費税率引き上げ後に駆け込み需要の反動減などにより大きく落ち込んで以降、持ち直しの動きがみられるものの、そのペースは緩慢。個人消費の低迷や円安によるマイナス影響が懸念されるなか、景気拡大メカニズムが維持されているかが焦点に。
2. 個人消費についてみると、消費増税後の落ち込みは、駆け込み需要の反動だけでなく、アベノミクス始動に伴う消費者マインド改善を背景とする増税前の実力以上の消費拡大の反動といった面も。こうした反動による下振れはなお残るものの、一巡後は所得環境の改善に見合ったペースに復帰する公算。所得環境についてみると、賞与のほか所定内給与の増加が看取。企業の労働分配率も中長期的にみて1990年代前半以来の低水準となっており、労働分配率がこの先一段と低下する余地は小。今後収益の回復が続けばそれに見合う個人所得への波及が期待され、消費を下支えすることに。
3. 円安の影響についてみると、構造変化に伴い輸出は増加しにくく輸入は減少しにくくなっており、外需の景気けん引力はこれまでと比べて期待薄。一方、企業収益については、輸出企業やグローバル企業を中心にプラスに作用。内需型企業や家計にとって円安はコスト増として重石となるものの、企業収益の増加が設備投資や雇用・賃金の拡大につながれば、景気は回復基調が明確化する見込み。
4. このように、消費の上振れ分の反動が残る一方、企業収益の投資や雇用・賃金への増加波及が期待され景気は回復基調に。さらに、政策面での景気下支えも。2015年10月の消費税率10%への引き上げが延期されたことで、物価上昇に伴う購買力低下の回避が個人消費に対してプラスに作用。さらに、2014年度補正予算による経済対策が実施に移されれば、さらなる景気下支えに。
5. 以上の結果、2014年度は、消費増税の影響が大きくマイナス成長に。2015年度は、景気の自律拡大メカニズムの強まりに加えて、消費増税の延期と経済対策がプラスに作用し、民需を中心に底堅く推移する見込み。2016年度は、年央にかけて内外需ともにやや減速するものの、その後は消費増税前の駆け込み需要が景気を押し上げ、いずれも+1%台半ばのプラス成長となる見込み。
6. アベノミクス始動後、わが国経済は、長引く景気低迷からようやく抜け出すきっかけをつかみかけた一方、景気の好循環メカニズムはなお脆弱なうえ、アベノミクスの恩恵の享受にバラツキがみられるなど問題点も浮上。加えてデフレ脱却も道半ばといった面も。政府・日銀はアベノミクス第1の矢、第2の矢を中心に「景気回復とデフレからの脱却」および「財政再建」を目指しているものの、両者の達成には、第3の矢「成長戦略」を柱とした潜在成長率の底上げが急務。さらに、後退した「財政再建」については、社会保障の負担と受益のバランス是正に向けて一段と踏み込んだ改革が必要。

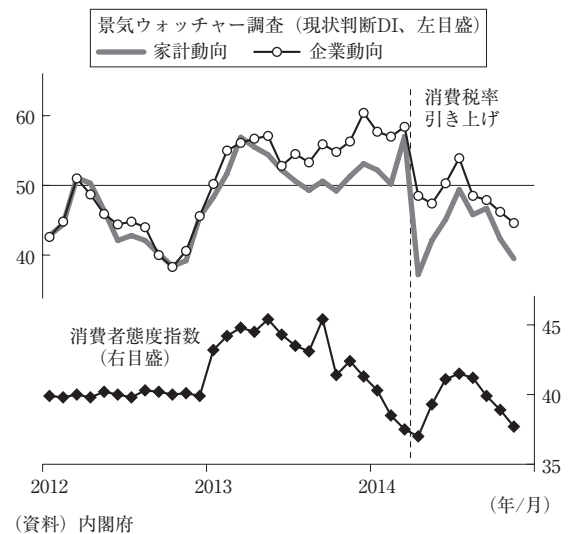
1. 現状

わが国景気は、2014年4月の消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動減などから、大きく落ち込んで以降、足許においていまだ明確な回復に至っていない。

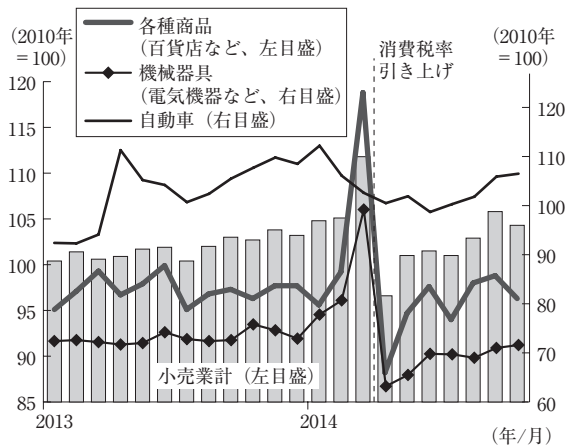
景気回復のもたつきは、企業や家計の景況感・マインドに表れている。景気ウォッチャー調査の現状判断DIは、よし悪しの判断の分かれ目となる50を下回って推移するなど弱含んでいるほか、消費者態度指数も増税後夏場にかけていったん持ち直したものの、足許では低下に転じている（図表1）。

实体经济面においてもこうした動きが確認できる。家計部門では、小売業の販売額が消費増税前の水準に持ち直しつつあるものの、業種や商品によって勢いはまちまちであり、個人消費の力強い回復はうかがえない（図表2）。企業部門でも、消費増税後の消費の落ち込みを背景に在庫が積みあがり、生産の重石となっている。出荷・在庫バランスでみた在庫調整圧力は、自動車など耐久消費財を中心になお残存しており、生産は当面限られたペースでの回復となる公算が大きい（図表3）。

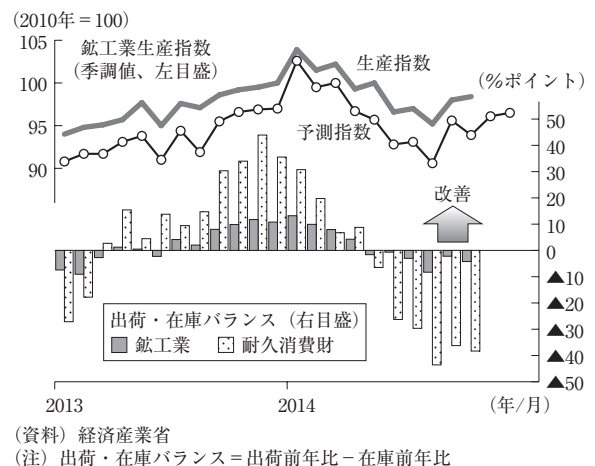
（図表1）景気ウォッチャー調査と消費者態度指数



（図表2）小売業販売額指数（季調値）

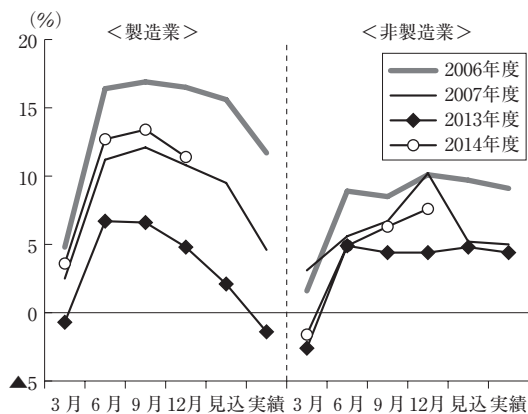


（図表3）鉱工業生産指数と出荷・在庫バランス



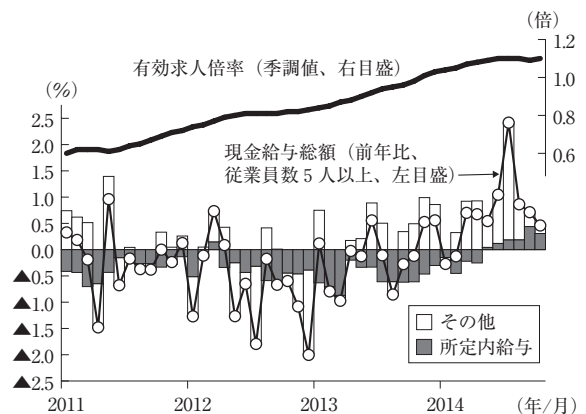
もっとも、前向きな動きもみられる。企業の設備投資に関しては、日銀短観の設備投資計画をみると、製造業を中心に今年度も高い伸びが見込まれており、引き続き堅調な投資スタンスがうかがえる（図表4）。加えて、家計部門においては所得雇用環境の改善傾向が続いている。雇用面では人手不足感が強く、有効求人倍率は、求人数が求職者数より多い1倍を2013年11月に上回って以降、2000年代半ばの景気回復期を上回る水準で推移している（図表5）。さらに、賃金面においても、労働需給のひっ迫に伴

(図表4) 設備投資計画 (大企業、前年度比)



(資料) 日本銀行
 (注) 土地投資額を含み、ソフトウェアを含まない。

(図表5) 有効求人倍率と現金給与総額



(資料) 厚生労働省

い所定内給与が増加し給与総額を押し上げている。

以上を踏まえると、わが国景気は、外需では輸出が一進一退で推移するなど景気けん引力が限られているほか個人消費がまだ模様となるなど、一部で弱い動きがみられるものの、企業の前向きな投資スタンスや所得雇用環境の改善が続いており、総じてみると非常に緩やかなペースとはいえ持ち直しの傾向を維持しているといえる。こうしたなか、今後景気を見通すうえでは、まず今年度入り後の景気落ち込みの主因となった個人消費の悪化の背景を探るとともに、その行方を左右する、企業部門のプラス面が家計部門へと波及する「景気拡大メカニズム」が崩れていないかどうかを見極める必要がある。さらに、2014年10月末に日銀が追加金融緩和を実施したことで、円相場が再び下落基調を強めており、円安の景気への影響も注意深くみていく必要がある。

そこで以下では、消費増税前後の個人消費の変動の背景を探るとともに、一段の円安が景気に与える影響などを分析したうえで、2014年度から2016年度のわが国景気を展望する。さらに、消費増税後の景気落ち込みや、その後の消費税率10%への引き上げ延期など、景気や政策に様々な変化がみられるなか、安倍政権の経済政策「アベノミクス」がわが国経済にもたらしたものと今後の課題は何かを考察する。

2. 個人消費の実態

個人消費はわが国GDPの約6割を占めており、それだけに2014年4月以降の消費落ち込みは景気に大きな影響を及ぼした。したがって、景気の先行きを見通すうえで、個人消費が堅調さを取り戻せるかどうか大きなポイントとなる。以下では、消費税率引き上げ前後の個人消費の変動の背景を探った後、個人消費の動向を左右する所得雇用環境についてみていく。

マクロでみる個人消費は、主に、雇用者一人当たりの給与と給与が支給される雇用者数（すなわち雇用者報酬）や、家計が保有する株式など金融資産の増減などによっておおむね趨勢が決まる。そこで、実質雇用者報酬や家計の純金融資産などをもとに、所得環境や金融資産に見合ったいわゆる「実力ベース」の消費水準を推計し、実際の個人消費の推移と比べてみた。その結果、2013年初から個人消費は実力に見合う水準以上に拡大していたことが確認できる（図表6）。この背景として、一つは2014年4月

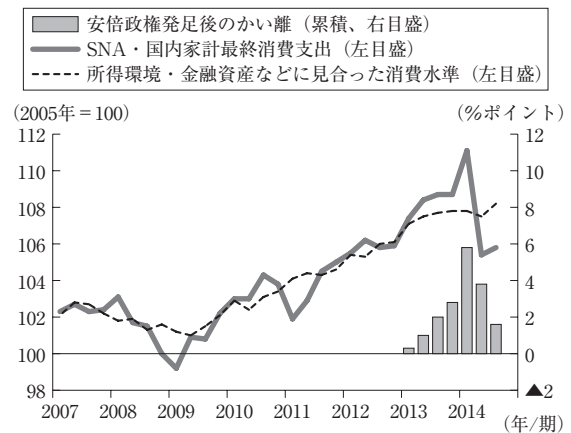
に実施された消費税率8%への引き上げを前に耐久消費財を中心に駆け込み需要が発生したことが挙げられ、2013年度末にかけての上振れ分がそれに相当するとみられる。一方、2013年入り後、前半にかけての消費の上振れは、安倍政権発足により、アベノミクスに対する期待が高まるとともに、前掲図表1にみられる通り消費者マインドが大きく改善したことで、これまで先延ばしされていた消費が顕在化したことが考えられる。すなわち、消費増税以降個人消費が大きく落ち込んだのは、駆け込み需要の反動だけでなく、そもそも増税前に実力以上に拡大していた分の反動もあったためといえる。実際に、2013年1月から2014年3月までの個人消費は、実質雇用者報酬が総じて減少していたにもかかわらず、比較的高い伸びで推移した。前回増税時の1996年1月から1997年3月までとほぼ同様の伸びを示すなど、明らかに上振れてきたため、前回と今回の消費増税直後（4～6月期）の個人消費の動向をそれぞれみると、今回の方が前期比年率▲18.8%と、前回（同▲13.2%）以上に落ち込みが大きくなっている（図表7）。

足許の消費は大幅な落ち込みから持ち直す方向にある。もっとも、実力ベースの消費と実際の消費のかい離をアベノミクスが始動した2013年以降の累積で見ると、2014年4月以降縮小しているとはいえ、直近の7～9月期においても依然上振れ分が解消されていない。そのため、個人消費は当面増税前の消費拡大の反動が重石となる公算が大きく、回復ペースは限られたものとなる見込みである。

ただし、上振れ分解消の動きが一巡した後は、個人消費は元手となる所得環境などに見合った水準へと復帰するとみられ、その後の個人消費の趨勢を見通すうえでは、所得環境の動向が大きなポイントになるといえる。

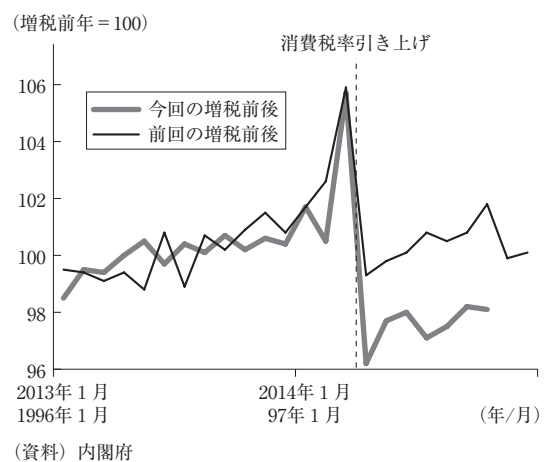
そこで、家計の所得環境をみると、雇用・賃金ともにアベノミクスが始動して以降改善傾向が続いている。雇用面においては、人手不足感が高まるなか雇用者数が増えているだけでなく、小売業などではパートタイム労働者を給与水準の高い正社員へと転換する動きもみられるなど、質の面でも改善がみられる。賃金面においては、まず、良好な企業収益を背景とする賞与の増加が挙げられる。今年度の夏季賞与の総額は、1991年度以来の高い伸びとなった（図表8）。収益増加が賞与の増加へと波及する動き

(図表6) 安倍政権発足後の個人消費の上振れ



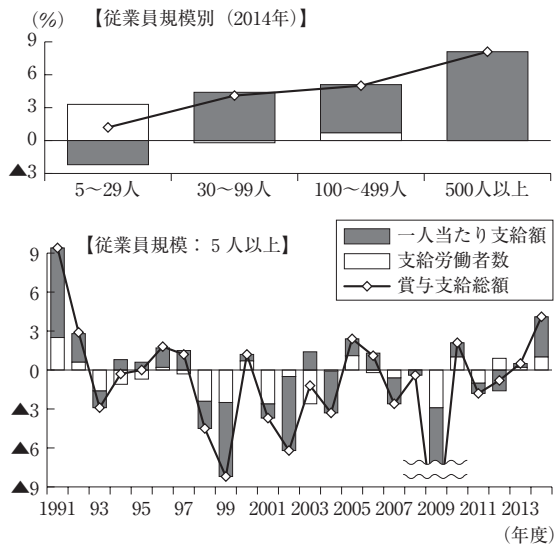
(資料) 内閣府、総務省、日本銀行などを基に日本総合研究所作成
 (注) 所得環境・金融資産などに見合った消費水準は、以下の推計式から算出した理論値を使用。高齢化要因は、15歳以上人口に占める60歳以上非労働力人口の割合。家計純金融資産は個人消費デフレーターで実質化。 ϵ は誤差項。推計期間は、1998Q1～2013Q4。
 $LN(\text{国内家計最終消費支出}) = \alpha + \beta \times LN(\text{実質雇用者報酬}) + \gamma \times LN(\text{家計純金融資産}) + \delta \times \text{高齢化要因} + \epsilon$

(図表7) 消費税率引き上げ前後の個人消費 (内閣府・消費総合指数)



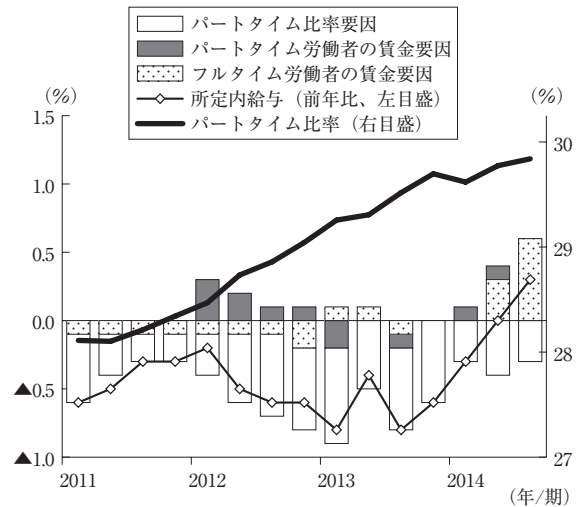
(資料) 内閣府

(図表8) 夏季賞与支給額の寄与度 (前年度比)



(資料) 厚生労働省を基に日本総合研究所作成
 (注) 2009年度の賞与支給総額は、前年度比▲13.3%。

(図表9) 所定内給与とパートタイム比率



(資料) 厚生労働省を基に日本総合研究所作成

は、大企業に限らず中堅・中小企業にもみられている。夏季賞与総額を企業規模別でみると、従業員5~30人の規模が小さい企業においても、一人当たり支給額は減少したものの、賞与の支給対象者が増加したことにより、総額ベースでは前年を上回るなど、足許の賃金増には広がりが見られる。さらに、賃金環境の改善は、給与の柱となる所定内給与にも波及し始めている。所定内給与の前年比は昨年夏以降増加傾向が定着しつつある(図表9)。これは、ベースアップ実施の広がりに伴いフルタイム労働者の賃金が増加したことや、人手不足を受けてパートタイム労働者を正社員化する動きが出始めるなど、パートタイム比率の上昇ペースが鈍化していることが背景として指摘できる。

一方、企業が創出した付加価値のうち、人件費にどれだけ充てられたかを示す労働分配率をみると、足許では2008年のリーマン・ショック直前の水準近くまで低下している(図表10)。中長期的にみても、バブル崩壊後の1990年代前半以来の低水準となっており、労働分配率がこの先一段と低下するという状況ではなくっており、企業収益の回復が個人所得に波及しやすい環境が整い始めている。こうした状況を踏まえると、今後も企業収益の改善が続けば、それに見合った所得の増加が期待され、個人消費の下支えにつながると見込まれる。

(図表10) 業種別労働分配率 (季調値)



(資料) 財務省を基に日本総合研究所作成
 (注) 労働分配率 = 人件費 / 付加価値額、付加価値額 = 人件費 + 経常利益 + 減価償却費 + 支払利息等。

3. 円安の影響

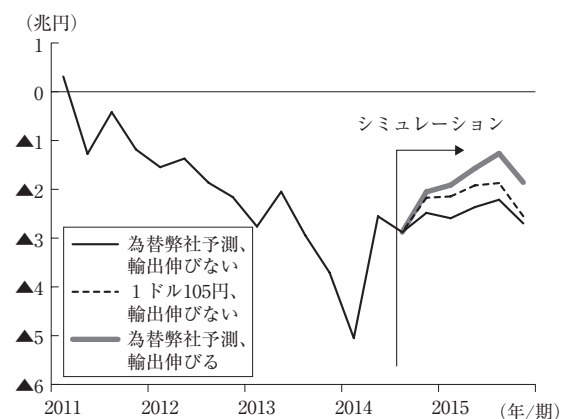
個人消費の行方とともに、この先わが国景気の大きな変動要因となる可能性が高いのが、円安の影響である。2014年10月末に日銀が追加金融緩和を実施したことで、ドル・円相場はその後1カ月で約10円も下落するなど、急速な円安が進んでいる。円安は、わが国経済にプラスの効果をもたらすとみられている一方で、円安によるコスト増を懸念する声も高まっている。そこで以下では、円安がもたらす様々な影響を企業および家計部門を中心にみていく。

企業部門における影響については主に、①貿易面、②収益面、の2点が挙げられる。

まず、貿易面についてみると、これまでの経験から円安が進むと輸出価格の引き下げを通じて輸出数量が押し上げられるプラス効果が期待できる。もっとも、わが国の輸出を取り巻く環境は、中国をはじめとする新興国での急速な技術力向上やグローバル経済の進展に伴い大きく変化している。わが国企業は輸出製品の付加価値を高め、円安でも安易に輸出価格を引き下げず利益確保を優先とする経営姿勢に変化している。加えて、製造業の生産拠点の海外シフトや現地調達比率上昇などの構造変化も生じており、円安が輸出数量の増加に結び付きにくくなっている。一方、輸入に目を向けると、東日本大震災以降の原子力発電所の稼働停止に伴う火力発電へのシフトにより、国内での代替が難しいエネルギー関連の輸入比率が高まった。さらに、新興国のキャッチアップにより、価格競争が激しいはん用品などで生産拠点が海外にシフトしたこともあり、円安は輸入数量の減少にもつながりにくくなっている。以上を踏まえると、円安による輸出増・輸入減に伴う外需の景気押し上げ効果は、従来と比べると限られたものになる公算が大きいといえる。ちなみに、円安でも輸出が伸びないというマクロモデルのもとで、貿易収支の変化をシミュレーション（為替は弊社の見通しを使用）したところ、円安はむしろ貿易収支の悪化に作用する（図表11）。

一方、収益面についてみると、製品価格を引き下げない輸出企業にとっては、円安は円換算の収益押し上げにつながる。さらに、対外資産を持つグローバル企業にとっても、円安はこれら資産からの配当や利子受取額を押し上げ、収益の増加に作用する。これに対して、内需型企業や海外展開が難しい中堅・中小企業にとっては、円安によるエネルギー価格の上昇を通じたコスト増加が大きな負担となり、収益悪化に作用する可能性が高い。ただし、マクロ全体で見ると、円安の影響は収益増加の効果が上回っており、マクロモデルシミュレーションによると、円安でも輸出が伸びないモデルでは、10%の円安・ドル高は、今後1年間でわが国法人企業の経常利益を約+1.3兆円押し上げると試算される（図表12）。こうした状況下、恩恵を強く受ける輸出企業やグローバル企業などが設備投資や雇用・賃金の増

（図表11） 通関貿易収支



（資料）財務省、マクロモデルシミュレーションを基に日本総合研究所作成

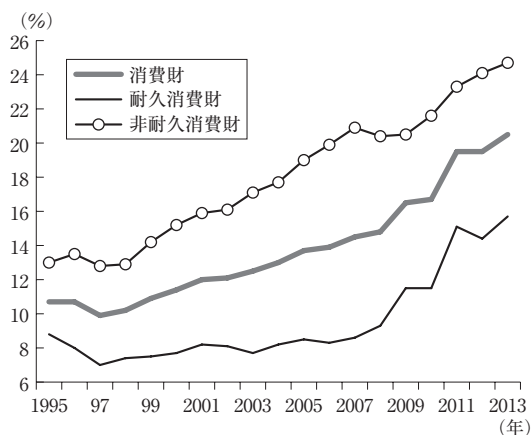
（注）「為替弊社予測、輸出伸びない」が弊社メインシナリオ。「輸出伸びる」は、従来通り為替と輸出の相関が作用するシナリオ、「輸出伸びない」は為替と輸出の相関を無効化し、1ドル105円の輸出水準と変わらないシナリオ。

加を積極化すれば、景気の回復基調は明確化していくとみられる。実際に企業が抱える設備は老朽化が進み生産性が低下しているほか、人手不足も深刻化しており、維持・更新や省力化を目的とする投資需要の盛り上がり期待される状況にある。加えて、雇用・賃金においても、前述の通り前向きな動きが期待される。

これに対し家計部門においては、円安による企業収益増加のプラス効果波及が期待される一方で、輸入物価の上昇を通じたマイナス影響も無視できない。とりわけ、近年はガソリンなどエネルギー関連財だけでなく、生活必需品やはん用品においても海外製品を目にする機会が高まっており、国内供給に占める輸入品の

割合を示す輸入浸透度は総じて上昇している（図表13）。こうした状況を背景に、円安が輸入品の価格上昇を通じてわが国の物価動向に与える影響は高まっている。実際に、円の実効為替レートのほかGDPギャップを説明変数とした物価関数を推計し、10%の円安がコアCPI上昇率に与える影響を試算したところ、1980年代後半以降の中長期的な関係では+0.1%ポイントにとどまっていたものの、リーマン・ショック後の2009年以降はおよそ+0.4%ポイントに高まっている（図表14）。急速な円安と物価上昇の影響度増大は実質ベースでみた所得の下押し圧力につながることから、個人消費は力強い回復までは期待しにくい。

（図表13）消費財の輸入浸透度

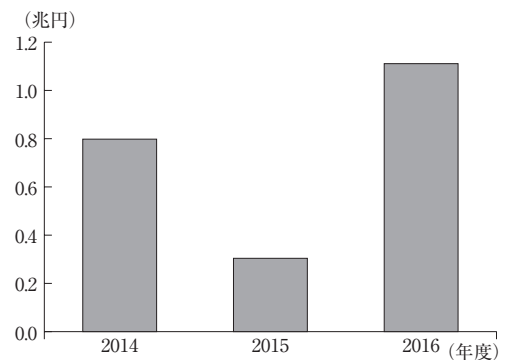


（資料）経済産業省
（注）輸入浸透度 = (輸入指数 × 輸入ウエート) / (総供給指数 × 総供給ウエート)

4. 政策面での景気変動要因

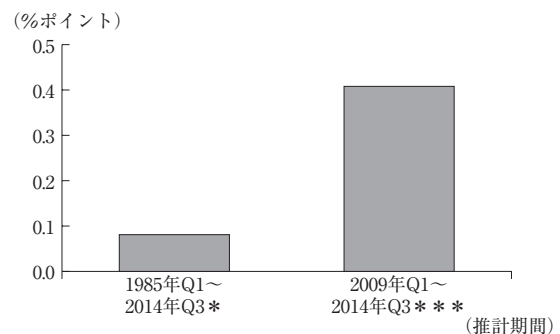
このように、わが国景気は、増税前に実力以上に拡大した個人消費の反動や円安の副作用が重石となるものの、輸出企業、グローバル企業を中心とした収益の増加が投資増、雇用・賃金増加に波及するこ

（図表12）法人企業経常利益増加額（試算）



（資料）財務省、マクロモデルシミュレーションを基に日本総合研究所作成
（注）「為替弊社予測、輸出伸びないシナリオ」の、「1ドル105円、輸出伸びないシナリオ」からの増加額。

（図表14）10%の円安が消費者物価に与える影響（試算）



（資料）内閣府、総務省などを基に日本総合研究所作成
（注1）以下の関係式の名目実効為替レートに関する係数（ γ ）の推計値を基に算出。
コアCPI・前年比 = $a + \beta \times \text{GDPギャップ} <-2期> + \gamma \times \text{名目実効為替レート} <-3期>$
（注2）推計期間の*、***は、それぞれ10%、1%水準で統計的に有意であることを表している。

とで緩やかな回復が期待できる。こうしたなか、政策面では消費増税を巡る動きが今後の景気変動要因として挙げられる。

政府は2014年11月、消費税率10%への引き上げを、予定していた2015年10月から1年半延期し、2017年4月に実施することを決定した。増税延期は、2015年10月から1年にわたって物価上昇による実質所得の下押しがなくなることで、個人消費を中心にプラスに作用する。加えて、政府は足許の低調な個人消費に鑑み、低所得者対策などの経済対策を打ち出すと表明しており、今年度補正予算を通じて経済対策が実施に移されれば、さらに景気を押し上げることとなる。ちなみに、マクロモデルシミュレーションによれば、本稿執筆時点で経済対策の内容は明らかになっていないので幅を持ってみる必要があるが、増税延期と3兆円程度の経済対策の実施によって、2015年度の実質GDPはそれぞれ+0.2%ポイント、合計で+0.4%ポイント押し上げられると試算される(図表15)。2016年度においても、経済対策の効果一巡により▲0.2%ポイント押し下げられるものの、増税先送りのプラス効果が引き続き顕在化することで、政策効果全体では+0.3%ポイント成長率の押し上げに寄与するとみられる。

このように、増税延期は当面景気に対してプラスに作用する一方、財政面では消費増税による税収増を前提とした財政再建に暗雲が立ち込めることになる。今回の増税延期により、景気が下支えされることで、法人税などで一定の税収増が見込まれるものの、それ以上に消費税収が消費増税を予定通り実施した場合と比べて下振れるため、財政赤字は拡大することとなる。政府は、消費税収分をもとに子育て、医療・介護、年金などを中心とする社会保障の充実・安定化の実施を予定していたものの、これらメニューは再考せざるを得ない状況といえる(図表16)。

5. 総括

(1) 自律拡大と政策効果で緩やかな回復

以上の分析を踏まえ、アメリカをはじめとする海外景気が緩やかながらも着実に回復していくという見通しのもと、わが国経済の先行きを展望すると、①企業の前向きな投資スタンスの堅持、②所得雇用環境の改善持続、など「景気の自律拡大メカニズム」が崩れていないなか、景気は持ち直しに転じる見込みである(図表17)。もっとも、円安が、①内需型企業の一部や家計においてコスト増として重石となること、②かつてのような輸出数量の増加などに結び付きにくく外需の景気けん引も限られること、から景気回復は緩やかなペースにとどまるとみられる。

四半期ごとの動きをみると、2014年度後半は、2013年に上振れた反動から個人消費が当面力強さを欠

(図表15) 消費増税先送り、補正予算による
経済対策の景気への影響(試算)

(%ポイント)

	成長率押し上げ効果	
	2015年度	2016年度
消費増税先送り (2%ポイント)	+0.2	+0.5
2014年度補正予算 (3兆円程度)	+0.2	▲0.2

(資料) 内閣府などを基に日本総合研究所作成
(注) 成長率からの変化幅をそれぞれ表示。

(図表16) 消費増税延期により見直し対象となる
社会保障メニュー

【子育て】	0.7兆円
<ul style="list-style-type: none"> ・子育て支援の総合的推進と充実 ・待機児童解消に向けた取り組み 	
【医療・介護】	1.5兆円
<ul style="list-style-type: none"> ・職員待遇の改善などサービス提供体制の改革 ・医療保険制度の財政安定化など保険制度の改革 ・難病などにかかわる公平かつ安定的な制度の確立 	
【年金】	0.6兆円
<ul style="list-style-type: none"> ・低所得高齢者への給付増 ・受給に必要な加入期間の短縮 	
【所要額合計】	2.8兆円

(資料) 内閣官房、各種報道を基に日本総合研究所作成

(図表17) わが国経済・物価見通し

(前期比年率、%、%ポイント)

	2014年		2015年				2016年				2017年	2013年度	2014年度	2015年度	2016年度
	7~9 (実績)	10~12 (予測)	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3				
実質GDP	▲1.9	2.1	1.9	1.6	1.5	1.3	1.4	1.4	1.2	1.2	1.8	2.1	▲0.7	1.5	1.4
個人消費	1.5	1.6	1.0	1.2	1.1	1.0	1.0	0.9	0.9	1.5	3.4	2.5	▲3.0	1.2	1.1
住宅投資	▲24.4	2.4	3.0	3.0	2.8	2.6	2.5	2.5	2.7	4.5	4.9	9.3	▲11.0	0.9	3.0
設備投資	▲1.5	4.1	3.6	3.6	3.5	3.5	3.6	2.6	2.8	3.1	3.3	4.0	0.5	3.3	3.1
在庫投資(寄与度)	(▲2.5)	(0.0)	(0.1)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.1)	(0.1)	(▲0.3)	(▲0.7)	(▲0.5)	(0.5)	(▲0.1)	(▲0.0)
政府消費	1.1	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6	0.7	0.7	0.7	1.6	0.4	0.5	0.6
公共投資	5.5	▲2.5	0.5	1.4	0.2	▲2.0	0.0	▲0.5	▲1.0	▲1.2	▲1.3	10.3	1.4	0.2	▲0.8
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	5.2	7.5	3.8	4.3	4.5	4.6	4.6	4.9	4.2	3.9	3.8	4.7	6.4	4.7	4.4
輸入	3.0	7.7	3.8	4.1	3.9	3.7	4.1	4.3	4.0	4.3	5.1	6.7	2.8	4.3	4.2
国内民需(寄与度)	(▲2.7)	(2.5)	(1.8)	(1.5)	(1.3)	(1.3)	(1.3)	(1.3)	(1.2)	(1.4)	(2.2)	(1.8)	(▲1.3)	(1.4)	(1.3)
官公需(寄与度)	(0.5)	(0.0)	(0.2)	(0.2)	(0.1)	(0.0)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.8)	(0.1)	(0.2)	(0.1)
純輸出(寄与度)	(0.3)	(▲0.4)	(▲0.2)	(▲0.1)	(▲0.0)	(0.1)	(▲0.0)	(▲0.0)	(▲0.1)	(▲0.3)	(▲0.5)	(▲0.5)	(0.4)	(▲0.1)	(▲0.1)

(前年同期比、%)

名目GDP	0.7	1.4	0.5	0.9	2.3	1.7	1.9	1.6	1.6	1.6	1.8	1.8	1.1	1.7	1.7
GDPデフレーター	2.0	1.6	1.6	▲0.2	0.4	0.3	0.4	0.2	0.3	0.3	0.4	▲0.3	1.8	0.2	0.3
消費者物価指数(除く生鮮)	3.2	2.8	2.9	1.1	1.3	1.5	1.6	1.4	1.4	1.4	1.5	0.8	3.1	1.4	1.4
(除く生鮮、消費税)	1.1	0.8	0.9	1.1	1.3	1.5	1.6	1.4	1.4	1.4	1.5	0.8	1.1	1.4	1.4

完全失業率(%)	3.6	3.5	3.5	3.5	3.5	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	3.9	3.5	3.4	3.4
円ドル相場(円/ドル)	104	114	119	121	122	123	124	125	125	125	125	100	110	123	125
原油輸入価格(ドル/バレル)	108	90	84	84	84	84	85	85	86	86	87	110	98	84	86

(資料) 内閣府、総務省などを基に日本総合研究所作成

(注1) 2014年度補正予算による経済対策が実施されると想定(3兆円程度)。

(注2) 2017年4月に消費税率引き上げ(8%→10%)が実施されると想定。

くほか、自動車など耐久消費財を中心とする在庫調整圧力の残存が重石となるものの、こうした要因が一巡すれば、企業部門における収益増加などのプラス効果が、投資、家計の雇用・賃金へと波及する「景気の自律拡大メカニズム」は次第に明確化する見通しである。2015年度は、予定されていた消費税率10%への引き上げが延長されたことで、物価上昇を通じた購買力の低下が回避され、当面個人消費は堅調に推移する見込みである。加えて、2014年度補正予算による経済対策が実施に移されれば、さらに景気を下支えすることが期待され、年率で+1%台半ばの底堅い成長が続くとみられる。一方、2016年度は、①足許の一段の円安がラグを伴うかたちで物価上昇圧力として作用し、家計の実質所得が伸び悩むこと、②アメリカで利上げのマイナス影響が顕在化し始めるほか、中国でも構造調整が続くなど、海外経済の成長ペースがやや鈍化すると見込まれること、などが重石となり、年度半ばにかけて成長率は同+1%台前半程度まで鈍化するとみられる。もっとも、その後は2017年4月の消費増税を控え、年度末にかけて個人消費を中心に駆け込み需要が発生するとみられ景気を押し上げる見込みである。

以上の結果、2014年度は後半に景気が持ち直しに転じるものの、4月の消費増税以降の落ち込みが大きく影響し、実質GDPは2009年度以来のマイナス成長となる見込みである。一方、2015年度は、景気の自律拡大メカニズムの強まりに、増税延期や経済対策などの政策効果も加わり、内需を中心に底堅く推移する見込みである。2016年度は、年央にかけて内外需が減速あるいは弱含むものの、その後は消費増税を控えた駆け込み需要が景気を押し上げ、いずれも+1%台半ばのプラス成長となる見通しである。

物価については、足許で原油価格が大幅に下落していることに加えて、消費増税の影響などにより需

給環境の改善が遅れていることが、下押し圧力として作用している。一方、2014年10月末の日銀の追加金融緩和を受けた一段の円安は、輸入コストの上昇を通じて物価を押し上げるだけでなく、企業収益の改善が投資や家計所得の増加につながれば、需給環境の改善を通じて物価上昇圧力をもたらす。ちなみに、為替レートと消費者物価の時差相関を推計すると、円安は半年以上のラグを伴い消費者物価の押し上げに作用すると試算されることから、消費者物価は当面伸び悩む局面が続くとみられるものの、円安の影響顕在化に伴い、2015年後半以降再び騰勢が強まるとみられる。

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。企業や家計のインフレ期待は、現実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。

(2) アベノミクスがわが国経済にもたらしたものは

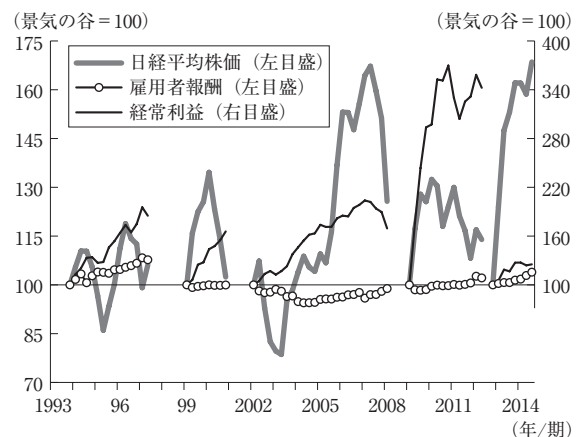
以上のようにわが国景気は、落ち込みからの回復にもたつきがみられるものの、今後緩やかなペースで持ち直し・回復へと向かう見通しである。すなわち、安倍政権が発足した2012年末以降、わが国経済は消費増税など一時的な負のショックを受けたものの、総じてみて景気拡大メカニズムそのものは崩れていないと判断することができる。その点では、経済成長とデフレからの脱却を掲げる「アベノミクス」が、わが国経済に対して効果があったと評価できるだろう。そこで以下では、始動からおよそ2年が経過したアベノミクスがわが国経済にもたらしたものを振り返るとともに、効果と課題を検証する。

まず、アベノミクスが始動して以降反応が大きかったのが、第1の矢（大胆な金融緩和）を通じたいわゆる「期待」への働きかけである。マーケット関連指標をみると、日経平均株価は倍近く上昇し、ドル・円相場も約50%下落した（図表18）。加えて、企業や家計の景況感・マインドも大きく好転した。

その後は、期待だけでなく実体経済面でもプラス効果が表れ始めた。企業収益が大幅に改善するとともに、家計部門においても雇用や所得が増加するなど、いわゆる「景気の自律拡大メカニズム」が作動し始めた。加えて、第2の矢（機動的な財政政策）として実行された経済対策も景気を押し上げた。このように、期待と実体経済両面に対してアベノミクスがプラスに働きかけた結果、わが国経済は、バブル崩壊後の長引くデフレと景気低迷からようやく大底を打つきかけをつかみかけたといえ、こうした意味合いからもアベノミクスは一定の効果があったといえよう。

一方、わが国の潜在成長率をみると、近年はゼロ%台前半から半ばと、約+4%だった1980年代と比べると大きく低下しており、わが国の実力バ

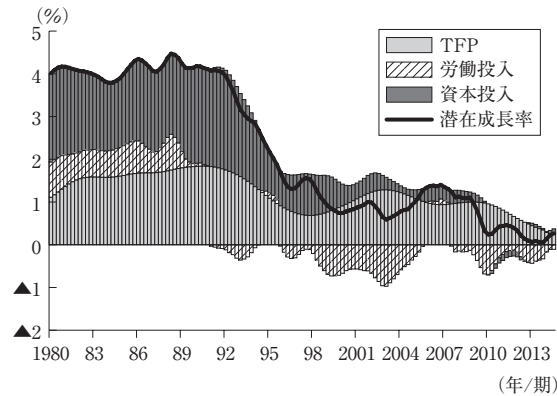
(図表18) 株価と企業収益と雇用者報酬



(資料) 厚生労働省、財務省、日本経済新聞社を基に日本総合研究所作成

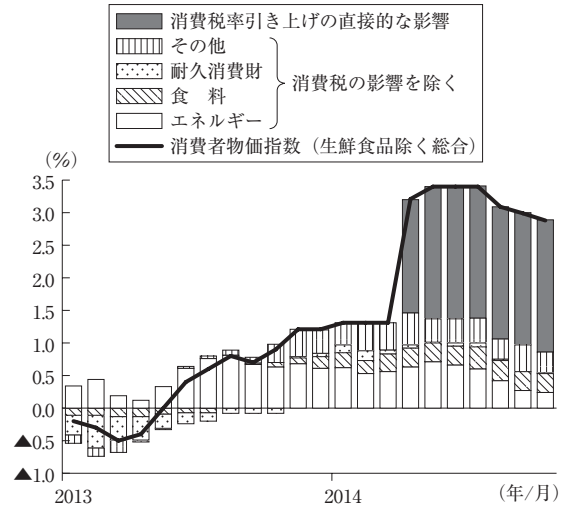
(注) 雇用者報酬 = 名目賃金 × 常用雇用者数

(図表19) 潜在成長率の要因分解 (試算)



(資料) 内閣府などを基に日本総合研究所作成
(注) 前年比の後方4期平均。

(図表20) 消費者物価の寄与度分解 (前年比)



(資料) 総務省を基に日本総合研究所作成

ースの成長力が劣化した状態が続いている (図表19)。このため、アベノミクス始動以降、景気の自律拡大メカニズムは作動しつつあるものの、成長期待が高まらず、投資増や賃金上昇が緩慢にとどまるなど、そのメカニズムは現状力強さを欠いており、なお脆弱であるといえよう。さらに、物価動向に目を向けると、消費者物価は2013年半ば以降上昇傾向が定着したものの、成長力の弱さが価格転嫁を慎重化させており、足許にかけては騰勢が鈍化するなどデフレ脱却に向けた動きも道半ばとなっている (図表20)。

加えて、アベノミクスが始動して以降、浮き彫りになった問題点もある。とりわけ指摘されているのが、以下に挙げる企業や家計部門におけるアベノミクスの恩恵の享受にバラツキがみられる点である。

企業部門においてはまず、アベノミクスで進んだ円安の影響に業種ごとのバラツキがみられることが指摘できる。実際にマクロモデルシミュレーションなどにより、収益への影響を業種別に試算したところ、製造業では、輸送機械をはじめとした機械産業など輸出企業を中心に、10%の円安で数千億から1兆円超の収益押し上げ効果が見込まれる (図表21)。一方、石油・石炭など素材産業

(図表21) 10%の円安が企業収益に与える影響 (試算)

(億円)

	貿易収支	第一次所得収支	合計
製造業	7,441	13,740	21,181
食料品	▲3,318	174	▲3,144
繊維	▲11	202	191
木材紙パ	▲347	26	▲321
化学	1,622	1,644	3,266
石油・石炭	▲9,151	78	▲9,072
窯業・土石	248	431	679
鉄鋼	393	187	579
非鉄金属	▲17	547	530
金属製品	161	113	275
一般機械	4,177	1,094	5,272
電気機械	2,468	1,185	3,653
情報通信機械	1,627	999	2,627
輸送機械	7,958	6,718	14,676
その他の製造業	1,630	342	1,972
非製造業	▲17,976	3,390	▲14,586
農林漁業	▲1,004	4	▲1,000
鉱業	1	14	15
建設業	▲2,937	58	▲2,880
電力・ガス・熱供給	▲6,550	5	▲6,545
情報通信業	▲531	42	▲489
運輸業	753	253	1,006
商業	1,528	2,767	4,295
サービス業	▲8,830	140	▲8,691
その他の非製造業	▲406	107	▲299
合計	▲10,535	17,130	6,595

(資料) 財務省、経済産業省、マクロモデルシミュレーションなどを基に日本総合研究所作成

(注1) 為替弊社予測、輸出伸びないシナリオの、1ドル105円、輸出伸びないシナリオからの増減。

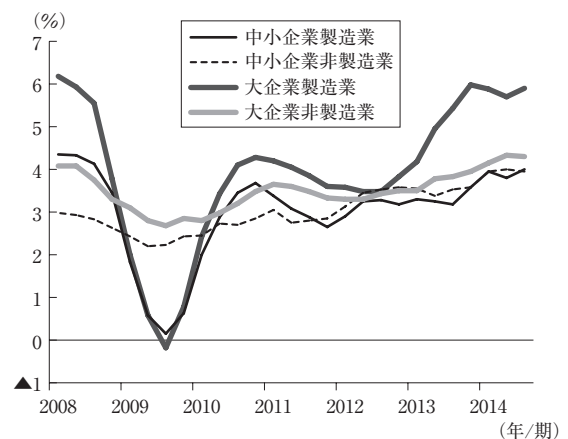
(注2) 企業収益の増加額は合計で約6,600億円となっているが、これは直接的影響。波及効果も含めると、先述 (p.21) の通り、企業収益の増加額は1.3兆円となる。

では減益となるほか、非製造業でも、訪日外国人観光客の増加などの恩恵を受ける商業を除き、輸入コストの増加に伴う負担が大きく、総じて減益が見込まれる。

こうした影響のバラツキは、業種間だけでなく企業規模間においてもみられる。円安が輸出数量の増加を通じて、大企業から中堅・中小企業への発注増加・生産増加をもたらすといった、かつてみられた「円安のプラス効果」は、わが国を取り巻く経済の構造変化により希薄化している。一方で、円安によるコスト増は幅広い経済主体に均等に降りかかってくることから、結果として大企業と中堅・中小企業の間で円安の影響にバラツキが生じている。もともと、大企業は製造業を中心に、リーマン・ショック後、リストラや海外展開などの事業再編を通じて収益性の改善を進めてきたが、アベノミクス始動を契機とする円安によって、大企業製造業と中堅・中小企業や内需型企业の格差が一段と拡大した面も指摘できる(図表22)。

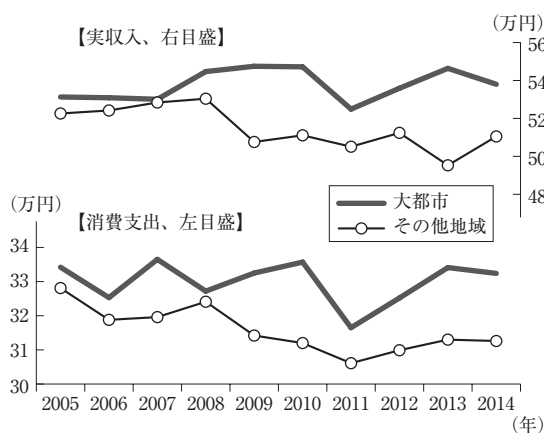
家計部門においては、所得や消費の動きに地域的なバラツキがあるのが特徴として挙げられる。家計の実収入と消費支出の水準について、東京都区部や政令指定都市を含む大都市圏と、その他地域でそれぞれみると、大都市圏で堅調な一方、地方都市などその他地域では、収入が伸び悩むとともに消費も弱い動きが続いている(図表23)。先に述べた「円安のプラス効果」の希薄化により、円安が生産増・賃金増に結び付きにくくなっており、アベノミクスの恩恵は大企業に集中している。大企業は相対的に大都市に多く立地しているため、その結果、大都市圏では家計収入や消費が底堅く推移しているとみられる。加えて、大都市圏では、世帯の株式など資産保有高が相対的に大きく、株

(図表22) 総資本経常利益率 (ROA)



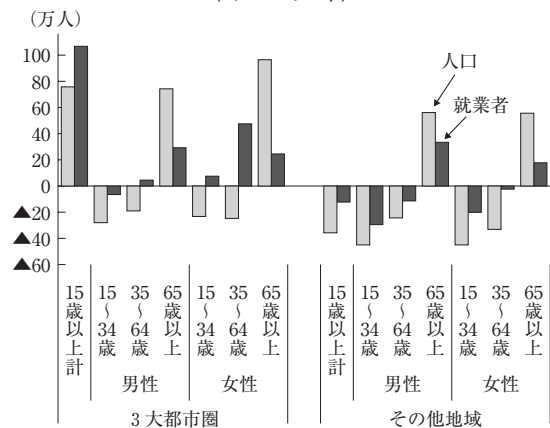
(資料) 財務省
(注) 4期移動平均。

(図表23) 地域別世帯当たり実収入と消費支出



(資料) 総務省
(注1) 大都市は、東京都区部と政令指定都市。
(注2) 世帯員二人以上の勤労者世帯。
(注3) 2014年は2013年11月～2014年10月。

(図表24) 人口と就業者数の変化 (2011～2014年)



(資料) 総務省
(注) 2014年は2013年10月～2014年9月平均。

高の恩恵を受けやすいことも下支えに寄与している。

地方での家計収入と消費の低迷は、少子高齢化という人口動態も一因として挙げられる。2011年以降の人口動態を、南関東、東海、近畿地方の3大都市圏とその他地域で年齢別・性別でそれぞれみると、消費水準が高い35～64歳人口が、その他地域では58万人減少しており、3大都市圏の44万人を上回っている（図表24）。世帯主がこの年齢層の世帯消費額は、他の年齢層の世帯と比べて水準が3割以上高いため、このグループの人口が減少すると、個々の世帯が節約など消費行動を全く変えなくても、マクロで見れば個人消費は下振れすることになる。

(3) 金融・財政による過度な景気刺激はリスクも

このように、アベノミクス始動をきっかけとした景気の好循環メカニズムが、現状力強さに欠け、恩恵のバラツキが生じるなどの問題点も浮上するなか、景気回復とデフレからの脱却を確実なものとするため、政府・日銀も新たな対策を打ち出している。日銀は2014年10月末に追加金融緩和を実施したほか、政府においても2015年10月の消費税率10%への引き上げを1年半延期し、経済対策の策定に向けて動いている。ただし、副作用も顕在化しており、日銀の追加金融緩和以降、円安が加速している。加えて、消費増税延期についても次回の消費税率引き上げの際には景気条項を設けないなど、政府は2020年度のプライマリー・バランス黒字化という目標を堅持し、「持続的な経済成長」と「財政再建」の二兎を追う姿勢を示しているものの、財政再建については、先行き不透明感が大幅に増大しており、目標達成に向けてのハードルは一段と高まった状況となっている。

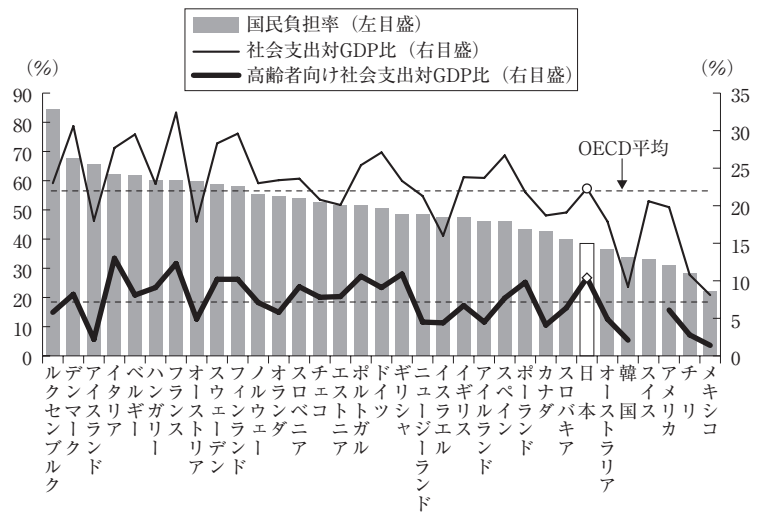
こうした状況に対して、今回の政策判断である追加金融緩和と消費増税延期、経済対策により景気が回復すれば、税収の増加を通じて財政は健全化に向かうとの見方も一部で指摘されている。もっとも、金融政策と財政出動、すなわち、アベノミクス第1の矢と第2の矢に力点を置いた政策は、前述した通り、企業部門や家計部門において生じている恩恵の様々なバラツキを一段と助長しかねない。加えて、わが国の潜在成長率が低下する状況下では、実力以上の景気刺激策は経常収支の赤字常態化、それに伴う急激な円安を通じた高インフレなどにより、むしろ大幅な国民負担の増加につながる恐れもある。

以上を踏まえれば、政府が目指す「持続的な経済成長」と「財政再建」の二兎を両立するためには、アベノミクス第1の矢、第2の矢に過度に頼るのではなく、第3の矢である成長戦略を通じてわが国の潜在成長率を底上げすることこそ本筋といえよう。①経済連携協定、規制改革、事業創造支援など思い切った改革を進めて、企業が経営資源を積極的に投入できる環境を整備するとともに、②賃金・雇用拡大を促す税制面でのサポートや、継続的な政労使間協議を通じて、生産性の上昇に見合う適正な賃金の上昇を達成するなど、各種政策を迅速に実行し、企業・家計両部門の活動を活発化させることを通じて、わが国の成長力を強化することが真に求められる。今回の延期により、消費税率が実際に10%へ引き上げられる2016年度末までを、これら政策に取り組む「集中期間」と設定し、「持続的な経済成長」に向け、成長戦略を断行することが重要である。

もっとも、こうした政策が実を結び、わが国の潜在成長率引き上げにつながるには、相当程度の期間を要する。そのため、もう一つの政府の目標である「財政再建」に向けては、成長戦略の着実な実施だけでなく、歳出面の改革にも踏み込むことが不可欠といえよう。わが国の潜在成長率の低下に直結する

少子化などの問題を踏まえれば、子育て・教育分野をはじめとする現役世代への歳出拡充が求められるものの、わが国における社会保障は国際的にみて「低負担・高福祉」の色彩が強いのが実情である(図表25)。政府は、こうした状況を踏まえて、年金・医療費の合理化・効率化を通じて総額としての社会保障費の抑制を図るとともに、子育て・教育分野への歳出拡充に向けて、将来の負担増が必要不可欠であることへの理解を求めるなど、社会保障の負担と受益のバランスを是正する取り組みを進めることも求められるといえよう。

(図表25) 政府の社会支出と国民負担



(資料) OECDなどを基に日本総合研究所作成
 (注1) 国民負担率は2010年(度)。社会支出は全体が2010年(度)、うち高齢者向けが2009年(度)。
 (注2) 国民負担率は租税負担率と社会保障負担率の合計。

副主任研究員 下田 裕介
 (2014. 12. 12)