

## 《2015～2017年度日本経済見通し》

2015年12月3日

No.2015-006

# 回復力限られるわが国経済

## — 企業行動と産業の変容を見据えた成長戦略でアベノミクス補強を —

調査部 マクロ経済研究センター

### 《要 点》

- ◆ わが国景気は足許で足踏み。企業部門では収益環境が良好な一方、投資に対する姿勢は慎重。家計部門では、所得雇用環境が緩やかに改善するものの、消費は一部でもたつき。先行きが懸念されるなか、持続的な成長軌道を確保できるかが焦点に。
- ◆ アベノミクスの所期の目的である、円安を通じた輸出の押し上げはほとんどみられず。地産地消や経営姿勢の変化など構造変化が背景に。一方、インバウンド需要拡大によるサービス輸出の大幅増が景気下支えに。先行きは、海外経済の持ち直しとインバウンド需要の増勢持続から輸出の腰折れは回避される見込みながら、構造変化に伴う輸出への重石は残存。加えて、中国の景気減速も資本財輸出の下押し要因に。輸出は今後もわが国の景気のけん引役として期待薄。
- ◆ アベノミクス始動に伴う円安は企業収益をかさ上げ。原油安やインバウンド需要の拡大も収益押し上げに寄与。もっとも、企業は収益を成長期待の高い海外へのM&Aや、従来の機械・建築投資に代わりソフトウェアや研究開発投資に振り向け。さらに、国内の設備投資は製造業から非製造業へシフトしつつも、1企業当たりの設備投資額が相対的に小粒なため、設備投資の大きな押し上げにはつながらず。こうした状況を踏まえると、先行き企業収益は高水準の推移が続くなかでも、設備投資は緩やかなペースでの持ち直しにとどまる見込み。
- ◆ アベノミクスが描く所得雇用環境の改善のうち、雇用は増加した一方、賃金面では企業が賃上げに慎重で、実質雇用者報酬の伸びは限定的。さらに、食料価格の上昇が消費者マインドを下押しし、足許の個人消費は緩やかな持ち直し。先行きは高水準の収益が所得雇用の増加を後押しするほか、食料価格上昇も一服するとみられ、2016年度にかけては個人消費の回復基調は維持される見通し。もっとも、賃金水準が低い層の雇用増加や過去の賃金長期低迷を背景に、所得、ひいては消費回復のペースは緩やかなものに。こうしたなか、2017年度は消費増税に伴い、個人消費は大幅マイナスに。
- ◆ 以上の結果、景気の自律拡大メカニズムはこの先もプラスに作用するものの、さまざまな構造変化により、景気のリバウンドペースは総じて緩やかなものに。こうしたもと、2016年度は補正予算など政策効果もあり+1%台前半の成長となる一方、2017年度は消費増税の影響でゼロ成長となる見通し。景気のリバウンド力が限られるなか、政府は生産性上昇や家計に目配りしたアベノミクス第2ステージに着手。ただし、実現には変化が進むわが国の企業行動と産業シフトなどを踏まえた「成長戦略」とあわせた政策対応が不可欠で、それにより企業や家計の萎縮したマインドを払拭することが重要。

## < 目 次 >

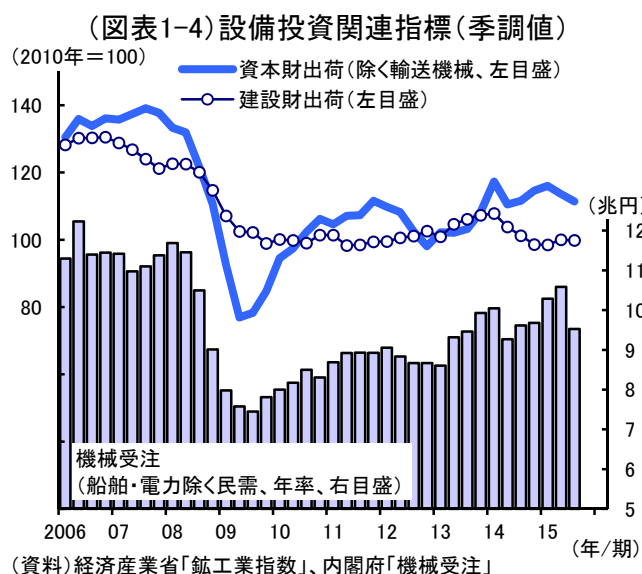
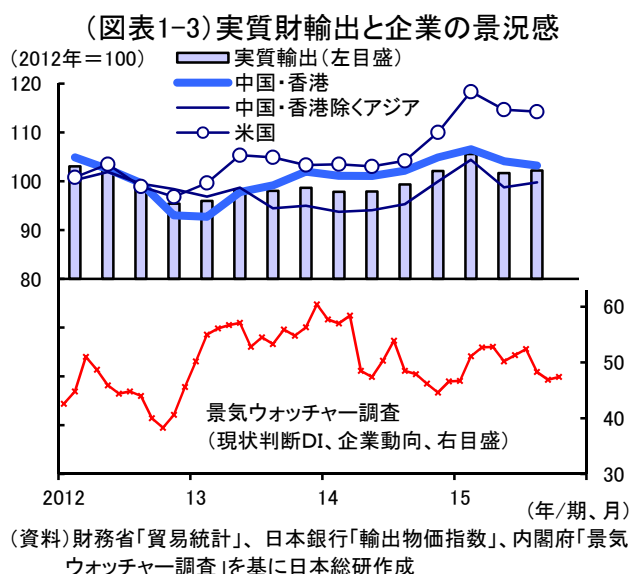
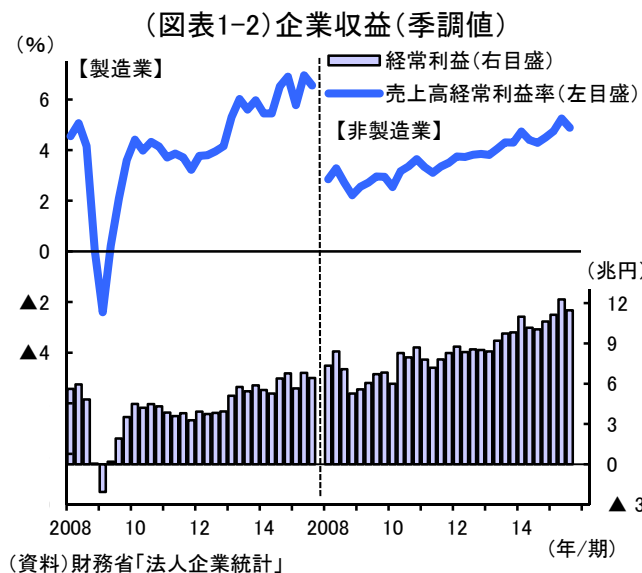
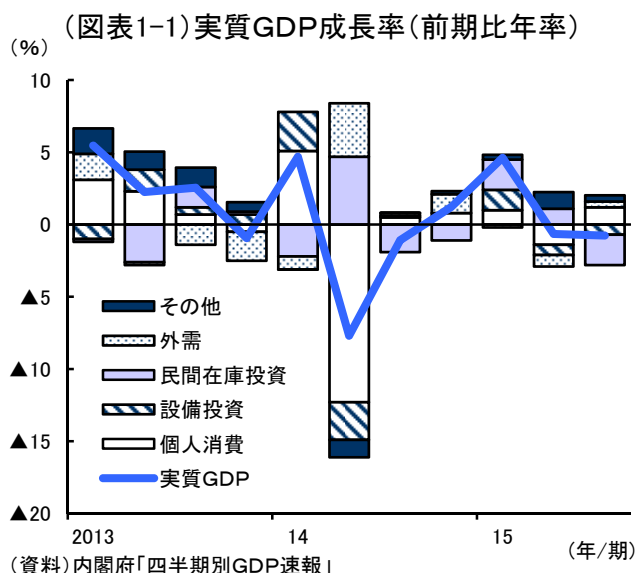
1. 現状	1
(1) 景気は強弱入り混じり足踏みの状況	
(2) アベノミクスが持続的な成長軌道確保に寄与するかが焦点に	
2. 分析	3
(1) 外需の景気けん引力をそぐ輸出構造の変化、中国減速も重石に	
(2) 内外成長格差とサービスシフトがもたらす収益増から投資の変容	
(3) 雇用増も低賃金層に偏在、長期の賃金低迷が消費を抑制する面も	
(4) 回復力限られるなか、補正予算など政策効果が16年度の景気を下支え	
(5) 2%の物価目標の達成には時間を要する見込み	
3. 見通し	8
自律成長と政策面で底堅い16年度、17年度は一転ゼロ成長に	
4. リスク	9
海外急減速は機械・素材の下押し圧力を増大する恐れ	
5. 総括	10
成長戦略なくしてアベノミクス第2ステージの成功なし	

本件に関するご照会は、調査部・マクロ経済研究センター下記担当者宛にお願いいたします。

<<総括>> 副主任研究員 下田 裕介 ( Tel : 03-6833-0914 Mail : shimoda.yusuke@jri.co.jp )  
主任研究員 小方 尚子 ( Tel : 03-6833-0478 Mail : ogata.naoko@jri.co.jp )  
研究員 村瀬 拓人 ( Tel : 03-6833-6096 Mail : murase.takuto@jri.co.jp )  
研究員 菊地 秀朗 ( Tel : 03-6833-6228 Mail : kikuchi.hideaki@jri.co.jp )  
研究員 嘉田 直記 ( Tel : 03-6833-9061 Mail : kada.tp20507@jri.co.jp )  
研究員 奥井 貴大 ( Tel : 03-6833-3711 Mail : okui.tp20986@jri.co.jp )

# 【現状】景気は強弱入り混じり足踏みの状況

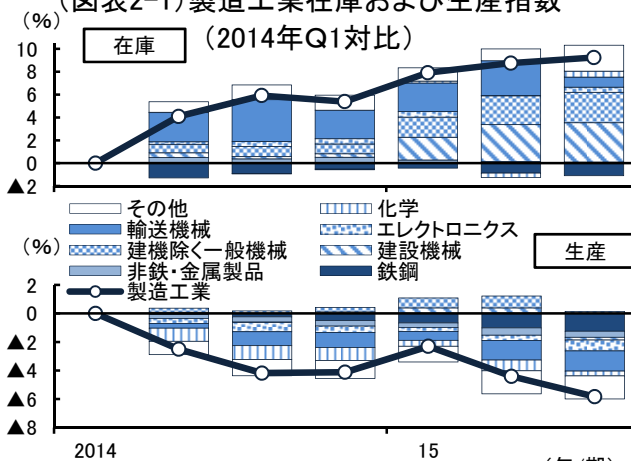
- (1) わが国景気は、強弱入り混じり足踏みの状況。景気動向を端的に示す実質GDPは、2015年7～9月期が前期比年率▲0.8%（1次速報値）と2四半期連続のマイナス成長に（図表1-1）。内訳をみると、企業部門で在庫の減少を受けて民間在庫投資のGDP寄与度が年率▲2.1%ポイントと大幅なマイナスとなったほか、設備投資も2四半期連続で減少。
- (2) その企業部門では、収益環境は引き続き良好。円安や原油安による押し上げで、企業収益は製造業・非製造業ともに昨年の消費増税に伴う影響もほぼ乗り越え、2008年のリーマン・ショック直前を上回る水準まで拡大。売上高経常利益率も、アベノミクス始動以降上昇傾向が続き、今年度に入って過去最高の水準に（図表1-2）。
- (3) 一方で生産活動は足踏み。中国やその他アジア新興国など海外の景気減速が重石に。実質輸出は2015年度入り後資本財を中心に中国、アジアなどで伸び悩み（図表1-3）。8月下旬の中国株急落による先行き不透明感の高まりから、企業の景況感も弱含み。景気ウォッチャー調査の現状判断DIは、良し悪しの判断の分かれ目となる50を割り込んで推移。
- (4) こうした状況を受けて、企業の投資に対する姿勢は慎重化。設備投資の一致指標である資本財出荷は2四半期連続で減少したほか、建設財出荷も低迷（図表1-4）。先行指標とされる機械受注も消費増税後の持ち直しから一転し、7～9月期は大幅に減少。



## 【現状】アベノミクスが持続的な成長軌道確保に寄与するかが焦点に

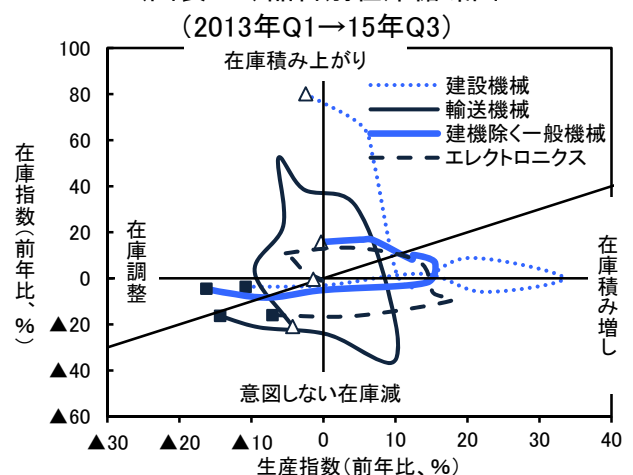
- (1) さらに、在庫動向は、輸出や設備投資の低迷を受けて、企業が抱える在庫が2015年度にはアベノミクス始動以降最も高い水準まで増加し、生産抑制に作用（図表2-1）。もっとも、足許ではやや局面に変化。品目別在庫循環図から在庫調整の進展度合いをみると、建設機械など一部では在庫調整圧力が残るものの、ウェイトが大きい輸送機械や電気機械などでは、「在庫調整」から「意図しない在庫減」へと局面が改善（図表2-2）。在庫調整はおおむね一巡したとみられ、今後生産は緩やかな増加に転じる公算。
- (2) 一方、家計部門について個人消費を巡る動きをみると、所得雇用環境は、堅調な企業収益や人手不足を背景に雇用者数の増加が続いているほか、賃金も緩やかな持ち直しが持続（図表2-3）。もっとも、実際の個人消費は、消費者マインドの改善に力強さを欠くなか、新車販売台数が軽自動車の低迷を中心に伸び悩むなど、一部でもたつき（図表2-4）。
- (3) このように、景気に足踏みがみられているものの、在庫調整が一巡し始めるなか、今後は持続的な成長軌道を確保できるかが焦点に。そこで以下では、2015年度から2017年度の景気見通しについて、わが国経済の持続的な回復メカニズムの作動に向けて始動したアベノミクスの効果と抱える問題点を分析するとともに、政策面での変動要因も考慮したうえで先行きを展望し、課題を考察。

(図表2-1) 製造工業在庫および生産指数



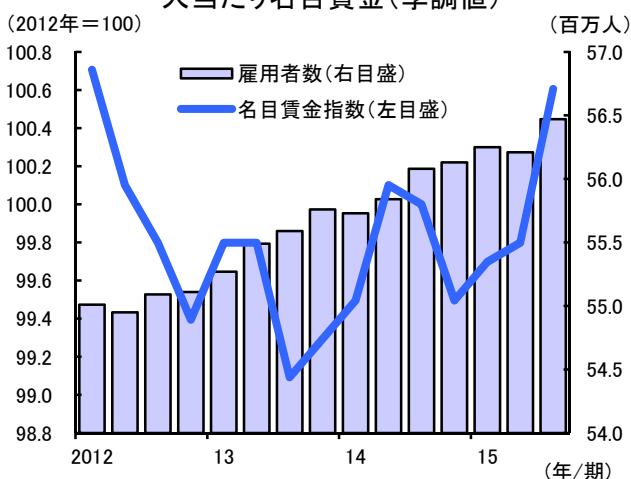
(資料) 経済産業省「鉱工業指数」を基に日本総研作成  
(注) 品目別在庫指数が公表されていない食料品・たばこ工業等を除く。

(図表2-2) 品目別在庫循環図



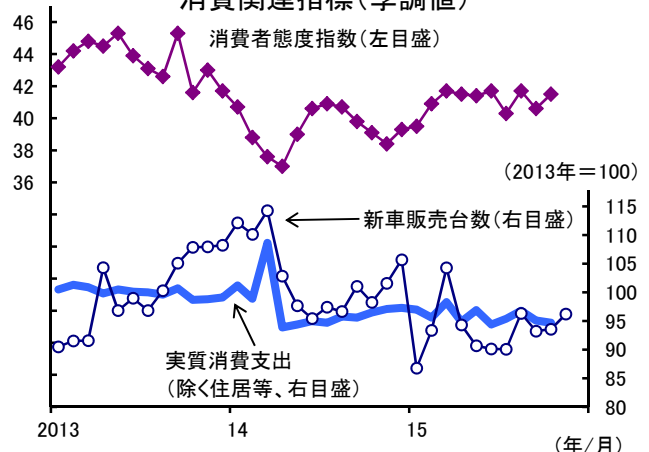
(資料) 経済産業省「鉱工業指数」  
(注) ■は2013年Q1、△は15年Q3。

(図表2-3) 雇用者数と一人当たり名目賃金(季調値)



(資料) 総務省「労働力調査」、厚生労働省「毎月勤労統計調査」

(図表2-4) 消費者マインドと消費関連指標(季調値)

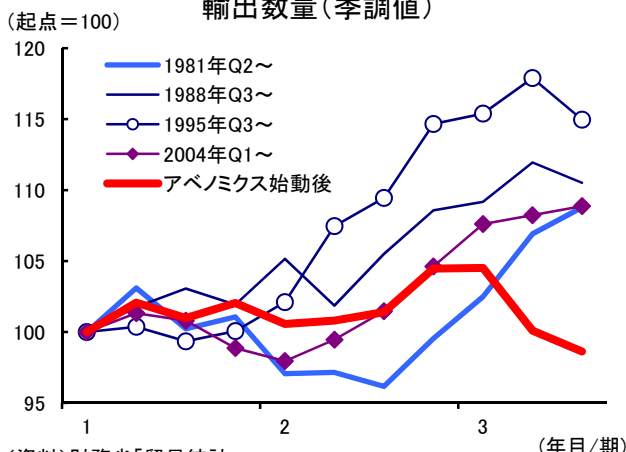


(資料) 内閣府「消費動向調査」、総務省「家計調査」、日本自動車販売協会連合会、全国軽自動車協会連合会を基に日本総研作成

## 外需の景気けん引力をそぐ輸出構造の変化、中国減速も重石に

- (1) アベノミクスの所期の目的である、異次元の金融緩和による円安を通じた輸出の押し上げはほとんどみられず、財輸出の低迷が長期化(図表3-1)。背景にはアジア・新興国の景気減速に加え、企業のサプライチェーン再構築を受けた「地産地消」方針や、輸出価格を引き下げず利益改善を優先する経営姿勢への変化など、為替動向に左右されにくい構造的要因も。
- (2) 財輸出が伸び悩んだ一方、GDP統計上サービス輸出に計上されるインバウンド需要の大幅増が景気の下支えに作用。インバウンド需要のけん引役は中国ではあるものの、新興各国の経済成長に伴う所得拡大のほか、ビザ支給要件の緩和や海外での観光客誘致プロモーションなど政府による政策面からの後押しも奏功し、中国以外についても訪日観光客数、1人当たり消費額ともに増加に寄与(図表3-2)。
- (3) 先行きは、海外経済が米国では堅調に推移するほか、新興国でもASEANやインドなどで底堅さを取り戻すとみられるほか、インバウンド需要も引き続き下支えに作用することから輸出の腰折れは回避される見込みながら、構造変化に伴う輸出への重石が残存。例えば、輸産産業の代表格の輸送機械においては、アベノミクス始動後も引き続き海外生産比率を高め、それに伴い総じて輸出が減少・減速する構図(図表3-3)。一部メーカーでみられる輸出の増加は、内需低迷を受けて国内生産後の出荷を輸出に振り向けているものとみられ、円安に伴う企業の採算改善などで期待された国内回帰による輸出増についても、大きな動きは看取されず。
- (4) こうした状況に加えて、わが国と貿易関係が深い中国の景気減速もマイナスに作用。中国では過剰設備の問題が深刻化するなか投資減速が避けられず、わが国輸出の約4分の1を占める資本財輸出の下押し要因に(図表3-4)。以上を踏まえると、輸出は今後もわが国の景気のけん引役として期待薄。

(図表3-1) 過去の主な円安局面における輸出数量(季調値)



(資料)財務省「貿易統計」

(注)2000年1~3月期以降も円安局面となったものの、ITバブル崩壊により輸出数量が落ち込んだ(非掲載)。

(図表3-2) 訪日外国人旅行消費額(前年比)

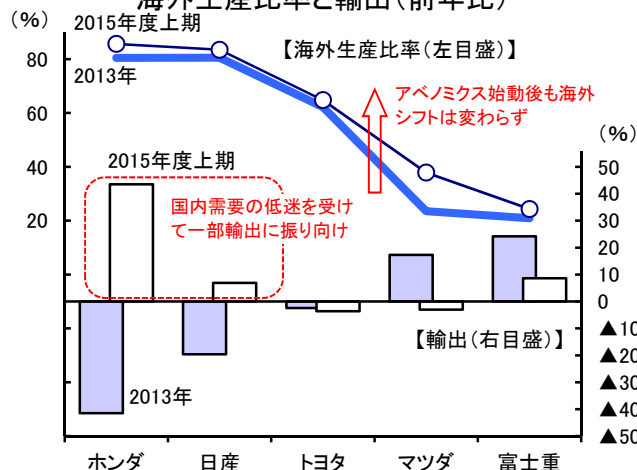


(資料)観光庁「訪日外国人消費動向調査」を基に日本総研作成

(注)旅行消費額=

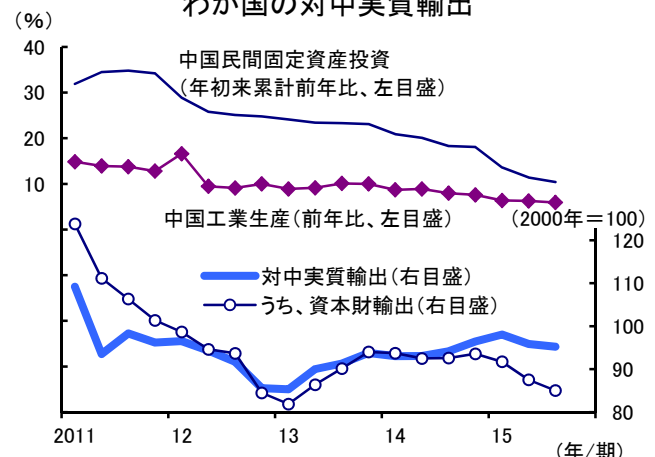
1人当たりの旅行中支出(パッケージツアー参加費等除く)  
× 訪日外客数

(図表3-3) わが国自動車メーカーの海外生産比率と輸出(前年比)



(資料)各社資料、各種報道などを基に日本総研作成

(図表3-4) 中国の企業部門経済指標とわが国の対中実質輸出



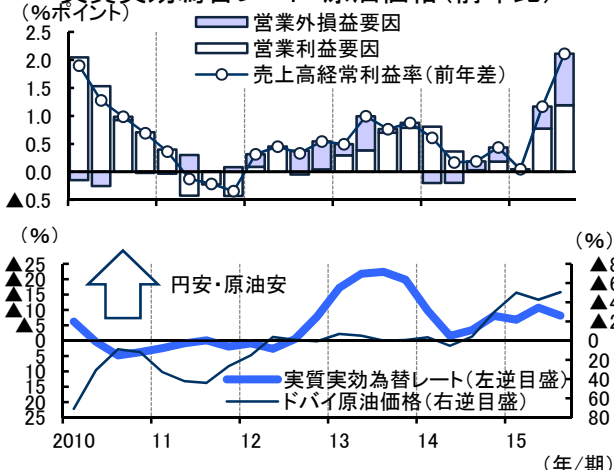
(資料)財務省「貿易統計」、中国国家统计局などを基に日本総研作成

(注)中国の経済指標の直近は各指標月次の最新実績値。

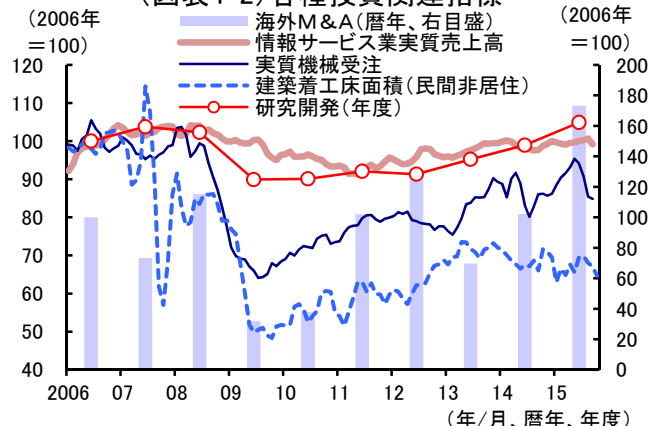
## 内外成長格差とサービスシフトがもたらす収益増から投資の変容

- (1) アベノミクス始動に伴う円安は、輸出数量の増加はもたらさなかったものの、現地通貨建収益のかさ上げ効果などを通じて、企業収益を押し上げることに（図表4-1）。昨年秋以降は、原油安も企業収益にプラスに作用。加えて、インバウンド需要の急拡大が小売業や飲食・宿泊サービスなど非製造業の収益押し上げに寄与した面も。
- (2) もっとも、過去最高を更新する収益は、設備投資の力強い伸びまでには波及せず。アベノミクス始動をきっかけに国内景気が反転した後も、企業は収益の多くをM&Aなど成長期待の高い海外への直接投資に振り向けているほか、近年はソフトウェアや研究開発投資の重要性も拡大（図表4-2）。このため、従来型の機械、建築などへの投資は力強さを欠く状況。
- (3) さらに、産業構造の変化も一因。国内の事業所の純増率と1企業当たりの設備投資額を業種別にみると、製造業が海外に目を向ける一方、非製造業はインバウンド需要や高齢者向けサービス需要の拡大など相対的に底堅さをみせるなか、事業所数も増加。それに伴い国内の設備投資は重心が製造業から非製造業へと移りつつも、同産業は1企業当たりの設備投資額が相対的に小粒（図表4-3）。そのため、設備投資の大きな押し上げにはつながらず。
- (4) 以上を踏まえると、先行き企業収益は、円安・原油安の押し上げ効果ははく落する一方、既往の経営体質の強化を通じた「稼ぐ力」の改善により、高水準の推移が続く見込み。もっとも、内外期待成長率の格差の明確な解消が期待しにくいなか、海外への投資に重きを置くスタンスに大きな変化が生じる公算が小さいこと（図表4-4）や、産業構造の変化などを背景に、設備投資は緩慢なペースでの持ち直しにとどまる見込み。

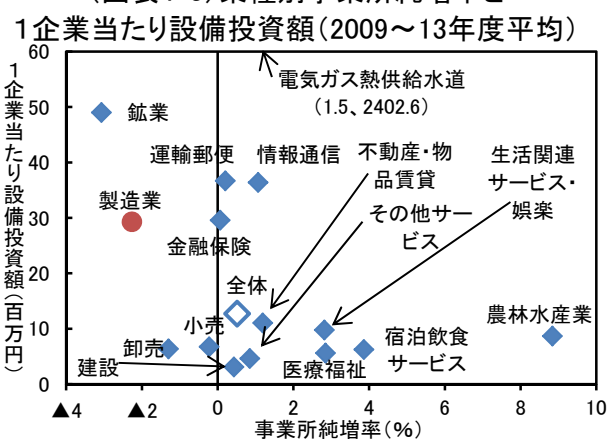
(図表4-1) 売上高経常利益率(全規模・全産業)と  
実質実効為替レート・原油価格(前年比)



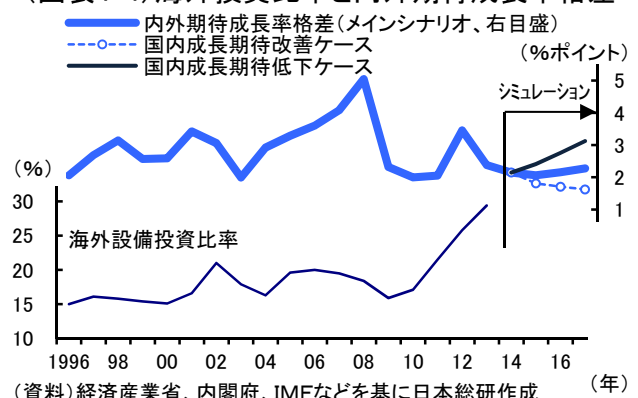
(図表4-2) 各種投資関連指標



(図表4-3) 業種別事業所純増率と

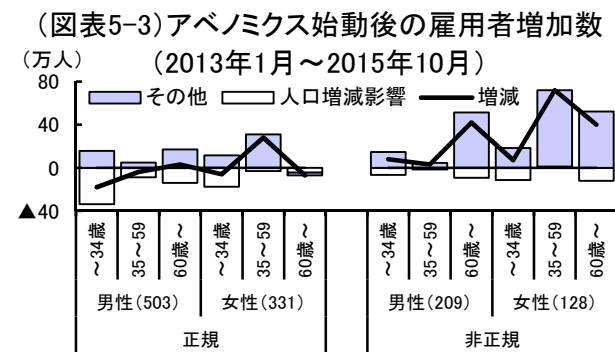
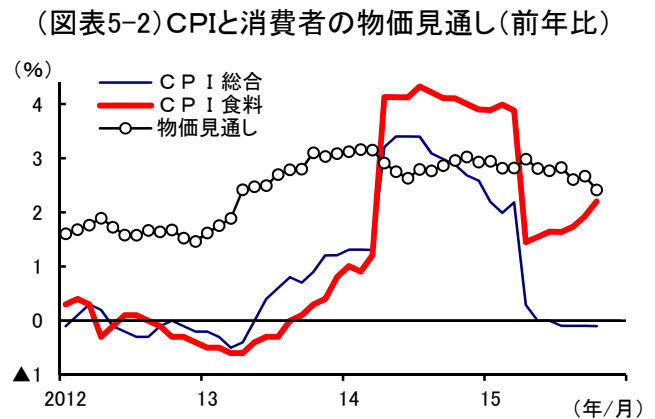
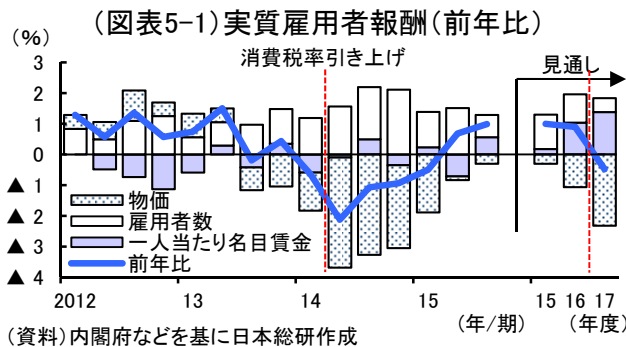


(図表4-4) 海外投資比率と内外期待成長率格差

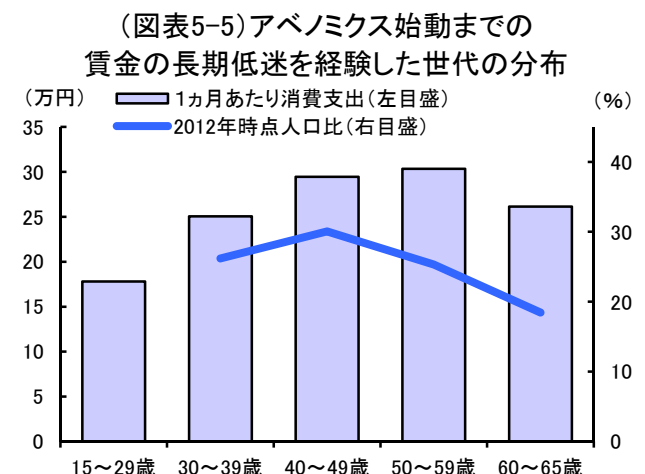
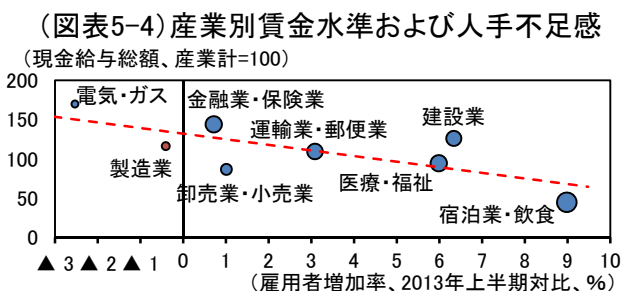


## 雇用増も低賃金層に偏在、長期の賃金低迷が消費を抑制する面も

- (1) 家計部門においてアベノミクスが描いたシナリオは、円安に伴う企業収益の増加が、所得雇用環境の改善につながり、消費拡大へ波及する経路。そのうち、雇用は順調に増加した一方で、賃金は政労使対話などを通じた賃上げ機運の高まりもあり、増加に転じたものの、収益改善が一時的な為替差益効果の面も大きいなか、企業は固定費増加となる賃上げには引き続き慎重姿勢を堅持。その結果、実質雇用者報酬は小幅増にとどまる状況（図表5-1）。
- (2) さらに、物価上昇が消費者マインドの下押しに作用。消費者物価（生鮮除く総合）は足許で上昇が一般しているものの、消費者の購入頻度が高く、物価上昇の実感が強い生鮮除く食料は名目賃金上昇率を大きく上回り、消費者の物価先高警戒感は根強いものに（図表5-2）。こうした状況のもと、足許の個人消費は非常に緩慢なペースでの持ち直し。
- (3) 先行きは、底堅さが見込まれる企業収益が、所得雇用環境の改善を後押しするうえ、食料価格も円安が一巡するなか上昇ペースは鈍化することから、消費者マインドの一段の悪化は避けられる見込み。このため、2016年度にかけては個人消費の回復基調は維持される見通し。
- (4) もっとも、好調な雇用環境も雇用増の中心は、高齢者と女性、業種別では総じて底堅い業況が続く非製造業と、相対的に賃金水準が低い層に偏在（図表5-3、5-4）。さらに、これまでの長期の賃金低迷を経験した世代が、消費水準の高まる30～50歳代に移るなか、いまの限定的な賃金上昇は、これら世代の消費性向が伸び悩むなど、長い期間を経て形成された所得環境の先行きに対する不安感に伴う消費抑制を払拭するにはなお力不足（図表5-5）。以上を踏まえると、所得、ひいては消費回復のペースは緩やかなものにとどまる見込み。こうしたなか、2017年度は消費増税に伴い実質所得が減少し、個人消費は大幅マイナスに。



(資料) 総務省「労働力調査」  
(注) 人口増減影響は、5歳刻みのデータから試算。( )内は年収分布から試算した2015年7～9月期の年収中位値(万円)。



## 回復力限られるなか、補正予算など政策効果が16年度の景気を下支え

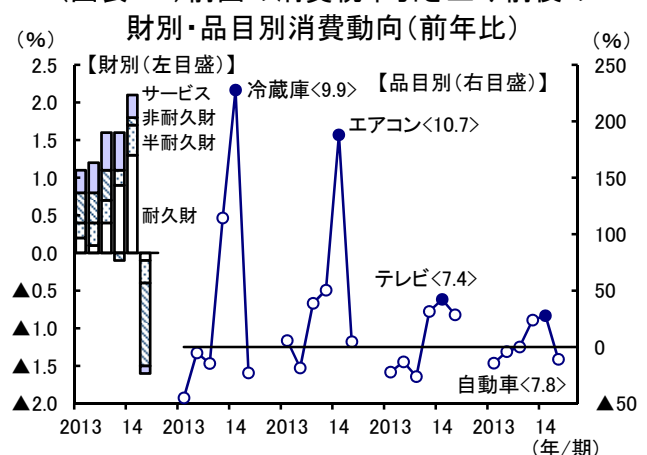
- (1) このように、回復力が限られるなか、2015年度補正予算が景気の下支えに。洪水被害からの復旧やTPP対策としての農地・水路の整備など、公共投資を中心にGDPを押し上げる公算(図表6-1)。現段階では詳細が不明のため、予算規模の7割が真水とし、GDPを約+0.4%ポイント押し上げると想定。もっとも、建設関連の雇用環境は依然人手不足の状況にあることから、効果は2016年度入り後複数年にわたり顕在化する公算。
- (2) その他の政策変動要因として、2017年4月に実施される消費税率10%への引き上げが指摘可能。今回は駆け込み需要の規模が前回対比小さくすると予想。前回同様、家電や自動車など耐久財が駆け込みの中心になるとみられる一方、これらの平均使用年数を踏まえると、前回引き上げ時の駆け込み購入品は、今回再び買い替えの対象とはならず(図表6-2)。こうした状況を踏まえて、今回は駆け込み需要が前回の5割程度の規模になると想定。
- (3) 以上を踏まえ、実質雇用者報酬や金融資産などを説明変数として推計した消費関数による理論値と実績値との乖離から推定される前回の駆け込み需要と、マクロモデルによる物価上昇が個人消費に与える影響から、次の消費増税の影響を試算。その結果、駆け込み需要が2016年度の個人消費を+0.7%ポイント押し上げる一方、2017年度はその反動減と、物価上昇に伴う実質購買力の低下で▲1.6%ポイント押し下げられることに(図表6-3)。
- (4) 消費増税の一方で、軽減税率の議論も本格化。現時点では、詳細な中身が決まっていないため、本予測では酒・外食を除く食品を対象とした軽減税率が実施されると想定。その場合、約1兆円の税収減が見込まれる一方、家計の負担軽減により2017年度の個人消費は、およそ+0.2%ポイント下振れが緩和されることに(図表6-4)。

(図表6-1) 補正予算の中身と押し上げ効果の想定

<b>一億総活躍</b>	
介護施設の整備(基金積み増し) 介護分野の人材育成 3世代世帯同居促進に向けた補助金	
<b>TPP</b>	
農地の集約 農地の大規模化(農地・水路整備)	
<b>災害復旧・公共事業</b>	
洪水被害地域の河川整備事業 大都市圏でのインフラ整備	
<b>その他</b>	
年金受給者への給付金	
<b>補正予算合計</b>	3~3.5兆円
<b>GDP押し上げ</b>	0.4%ポイント

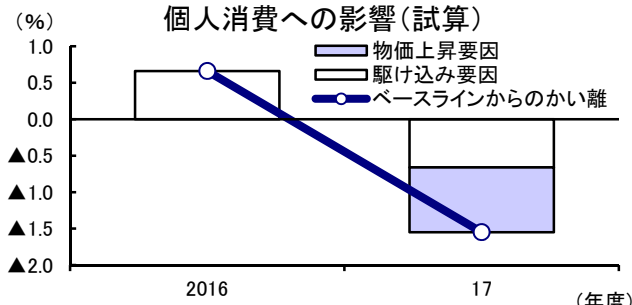
(資料) 各種報道などを基に日本総研作成  
(注) 補正予算のうち7割が真水と想定。

(図表6-2) 前回の消費税率引き上げ前後の



(資料) 内閣府「四半期別GDP速報」、総務省「家計調査」、日本自動車販売協会連合会などを基に日本総研作成  
(注) 品目別の●は増税直前(14年1~3月期)。<>は平均使用年数。

(図表6-3) 消費税率引き上げに伴う個人消費への影響(試算)



(資料) 内閣府「四半期別GDP速報」、日本銀行「資金循環統計」、総務省「消費者物価指数」などを基に日本総研作成  
(注) 駆け込み要因は前回消費増税直前の個人消費について、実質雇用者報酬、実質純金融資産、高齢化率などを説明変数とした消費関数から得られる理論値との乖離を基に試算。耐久消費財を中心に駆け込み需要が見込まれる一方、前回増税時からそれほど時間が経過していないことも考慮し、駆け込み規模を前回の5割程度と想定。物価上昇要因はマクロモデルシミュレーションにより試算。

(図表6-4) 軽減税率の適用有無に伴う2017年度の個人消費・物価への影響(試算)

減税対象	税収増(兆円)	消費への影響(%ポイント)	物価上昇(%ポイント)
ケース1: なし	+4.9	▲0.9	+1.3
ケース2: 生鮮食品	+4.6	▲0.8	+1.3
ケース3: 酒・外食 除く食品	+3.9	▲0.7	+1.0

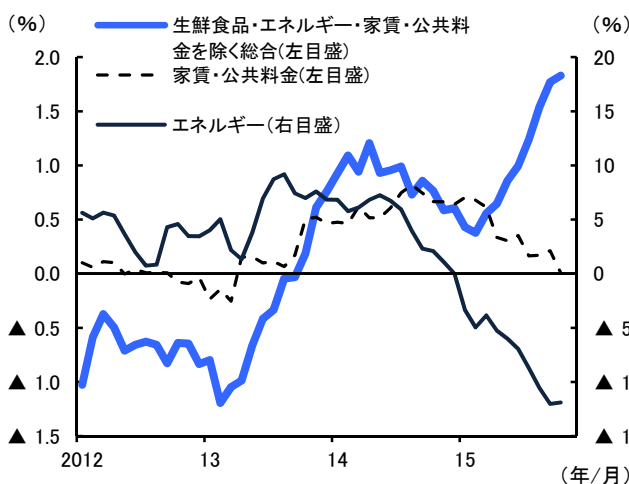
(資料) 財務省、政府税制調査会、総務省「消費者物価指数」などを基に日本総研作成  
(注1) 消費への影響は、ケース1は物価上昇による実質購買力の低下を通じた影響。ケース2および3は、軽減税率適用に伴う税収減を、家計の「減税」とみなして試算。  
(注2) 物価上昇は、コアCPIの前年比に対する押し上げ幅。



## 2%の物価目標の達成には時間を要する見込み

- (1) 物価面についてみると、10月のコアCPIは前年比▲0.1%と、3ヵ月連続のマイナスとなったものの、品目ごとの価格動向には大きなバラツキ。原油価格下落の影響が大きいエネルギーや、他の品目に比べ価格硬直性が強く、マクロ的な需給環境の改善などが反映されにくい家賃や公共料金は、大幅な価格下落・伸び悩みが持続（図表7-1）。一方、それ以外の品目をみると、CPIの前年比は+1.8%まで上昇。
- (2) エネルギー・家賃・公共料金を除く品目について詳しくみると、円安に伴う輸入コストの上昇だけでなく、アベノミクス始動以前と比べたマクロ的な需給環境の改善や、インフレ期待の上昇を反映したフィリップス・カーブの切片（定数項）の上方シフトが価格押し上げに寄与（図表7-2、7-3）。こうした点を踏まえれば、今後円安の影響が一巡しても、これらの品目は底堅い伸びが続く公算。
- (3) もっとも、日銀が目標とする消費者物価総合ベースでの前年比+2%の安定的な物価上昇の達成に向けては、家賃や公共料金といった品目にも物価上昇圧力が広がる必要。ウェイトの大きい家賃（対CPI総合：19%）については、住宅地価との相関が強いことから、価格上昇圧力が強まるには、マクロ的な需給環境の改善やインフレ期待の上昇だけでなく、地価の上昇基調の定着が必要（図表7-4）。全国ベースでみた住宅地価は、足許で緩やかな低下基調が続いており、CPIベースの家賃が前年比プラスに転じ、2%の物価上昇に近づくには、相当程度の期間を要する公算。

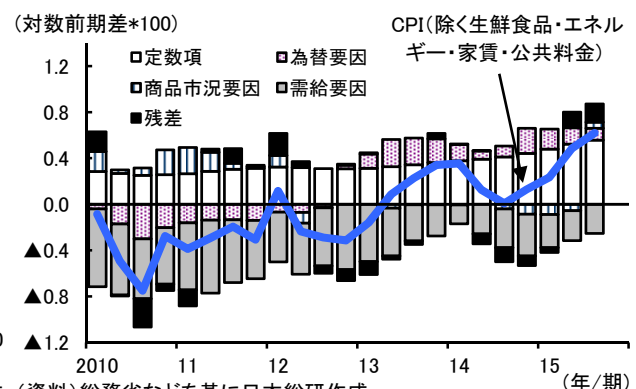
(図表7-1) 消費者物価指数(前年比)



(資料)総務省を基に日本総研作成  
(注1)消費税率引き上げの影響を調整。  
(注2)家賃・公共料金は、電気代・都市ガス代を除く。

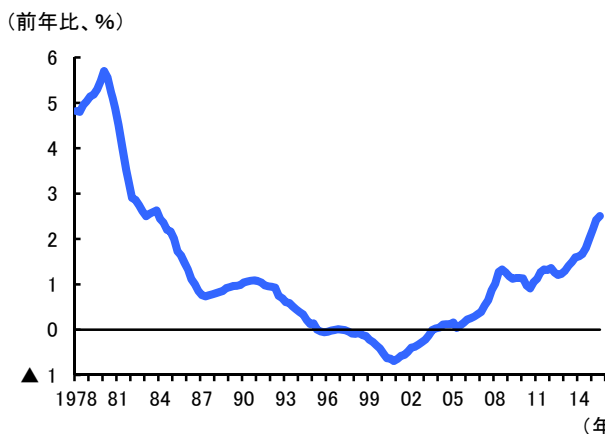
(図表7-2) 消費者物価の要因分解

(除く生鮮食品・エネルギー・家賃・公共料金)



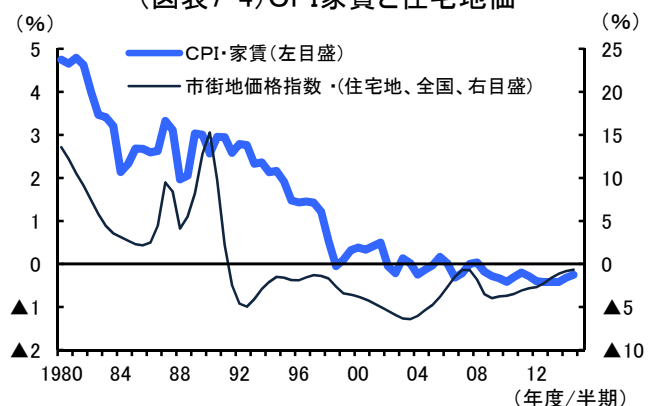
(資料)総務省などを基に日本総研作成  
(注1)以下の可変パラメータモデルをベースに推定し各要因に分解。モデルのラグ次数はOLS推計のSICにより決定。推計期間：1976Q1～2015Q3。  
$$CPI_t = \beta_{0,t} + \beta_{1,t} GAP_t + \sum_{p=0}^1 \beta_{2,p,t-p} EX_t + \beta_{3,t} COM_t + \beta_{4,t} CPI_{t-1} + \varepsilon_t$$
  
CPI: CPI(除く生鮮食品・エネルギー・家賃・公共料金)、GAP: GDPギャップ、EX: 名目実効為替レート、COM: S&P・GSCI商品価格指数をCPIで実質化、 $\varepsilon$ : 誤差項、GAPは対数値\*100、それ以外の変数は対数前期差\*100。  
(注2)CPIのラグ項の影響は、過去の要因分解の結果を基に分解。

(図表7-3) フィリップス・カーブの切片のシフト  
(CPI除く生鮮食品・エネルギー・家賃・公共料金)



(注)図表7-2の推計結果を基に、 $4 * \beta_{0t} / (1 - \beta_{4t})$ を計算し図示。

(図表7-4) CPI家賃と住宅地価



(資料)総務省、日本不動産研究所

## 【見通し】自律成長と政策面で底堅い16年度、17年度は一転ゼロ成長に

- (1) 以上の分析を踏まえて、わが国経済を展望すると、①企業収益が総じて堅調に推移するほか、低金利が続くなど設備投資を取り巻く環境は良好な状況が続くこと、②堅調な収益と人手不足を背景に、所得雇用環境も改善傾向が続くこと、個人消費に対してプラスに作用すること、などアベノミクス始動後に作動した景気の自律拡大メカニズムの維持を背景に、**おおむねトレンド的な回復軌道へ復帰していく見通し。**
- (2) もっとも、当面は在庫調整圧力の残存に伴う生産抑制や、中国など海外景気の減速による財輸出への下押し圧力増大などが重石となるほか、予測期間を通じて内外の様々な構造変化を背景に、個人消費や従来の設備投資、財輸出に力強い拡大は期待薄。また、人手不足に伴う供給面からの制約も引き続き景気抑制要因に。そのため、**景気回復は総じて緩やかなペースとなる見込み。**
- (3) こうしたもとの、2015年度後半は、年度末にかけてうるう年による日数増が特殊要因として消費押し上げに作用するものの、**実勢は前期比年率+1%程度とやや伸び悩む見込み**（図表8-1）。2016年度は、在庫調整の一巡とともに、**景気は底堅さを取り戻していく見込み。**加えて、2015年度補正予算の執行に伴い、公共投資を中心に景気が押し上げられるほか、年度末にかけては、2017年4月の消費税率10%への引き上げを前に、個人消費や住宅投資で駆け込み需要が発生するなど、政策要因もあいまって成長率は加速する見通し。
- (4) 一方、2017年度は、消費税率引き上げに伴い、年度入り後、個人消費や住宅投資などで駆け込み需要の反動減が発生し、大幅なマイナス成長に。その後は、自律拡大メカニズムが引き続き作用するもとの、**景気は再び回復トレンドへの回帰をたどるとみられるものの、①消費税率引き上げに伴う物価上昇による実質購買力の押し下げ、②補正予算による公共投資の前期比でみた押し上げ効果はく落、などが重石となり、緩やかなペースにとどまる見込み。**
- (5) 以上の結果、**2015年度は年度前半はマイナス成長が続いたものの、後半に国内民需が持ち直すほか、うるう年要因も加わり、ゼロ%台後半のプラス成長を確保する見込み。2016年度は、消費増税前の駆け込み需要や補正予算による官公需の押し上げなど政策効果が下支えし、+1%台前半まで成長率が加速する見込み。**一方、2017年度は、消費増税に伴う駆け込み需要の反動減で民間需要が大幅に落ち込むことから、**ゼロ成長にとどまる見込み。**
- (6) 物価については、原油安に伴う前年比でみた下押し圧力が徐々にはく落するほか、内需の持ち直しも受けて、コアCPIは騰勢を高めていく見通し。2017年度は、消費税率引き上げの影響も加わり、前年比+2%半ばまで伸びが高まる見込み。

(図表8-1) わが国経済および物価などの見通し

項目	2015年		2016年				2017年				2018年	(前期比年率、%、%ポイント)			
	7~9	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)										(実績)	(予測)		
実質GDP	▲0.8	0.8	1.4	0.3	1.8	1.8	3.0	▲4.1	0.6	0.3	0.7	▲0.9	0.8	1.2	0.0
個人消費	2.1	0.9	2.1	▲0.3	0.8	1.4	5.9	▲12.5	1.4	0.6	0.8	▲3.1	0.6	1.2	▲1.7
住宅投資	8.0	2.0	3.0	2.8	2.8	4.2	5.5	▲12.0	▲8.5	▲1.0	3.5	▲11.6	3.8	3.4	▲3.1
設備投資	▲5.0	1.1	1.9	2.8	3.3	3.5	5.8	▲2.1	1.5	2.8	2.9	0.5	▲0.2	2.4	1.9
在庫投資 (寄与度)	(▲2.1)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.6)	(0.4)	(▲0.8)	(1.2)	(▲0.5)	(▲0.2)	(0.0)	(0.5)	(0.0)	(0.0)	(0.1)
政府消費	1.2	0.4	0.4	0.5	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7	0.4	1.4	0.6	0.7
公共投資	▲1.3	▲2.0	▲0.8	3.0	9.8	5.0	2.3	1.2	0.0	▲11.2	▲8.7	2.0	0.9	3.1	▲0.7
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	10.9	3.2	2.7	3.0	3.2	3.4	3.5	3.5	3.7	3.9	3.9	7.9	1.3	3.6	3.6
輸入	7.1	4.3	4.6	5.0	6.7	6.9	9.5	▲9.3	3.6	3.2	4.2	3.6	1.3	5.8	1.8
国内民需 (寄与度)	(▲1.4)	(0.8)	(1.7)	(0.4)	(1.9)	(2.1)	(3.9)	(▲6.9)	(0.3)	(0.5)	(1.0)	(▲1.7)	(0.5)	(1.2)	(▲0.6)
官公需 (寄与度)	(0.2)	(0.1)	(0.1)	(0.3)	(0.6)	(0.4)	(0.3)	(0.2)	(0.2)	(▲0.3)	(▲0.3)	(0.2)	(0.3)	(0.3)	(0.2)
純輸出 (寄与度)	(0.4)	(▲0.2)	(▲0.4)	(▲0.4)	(▲0.7)	(▲0.7)	(▲1.2)	(2.5)	(0.0)	(0.1)	(▲0.0)	(0.6)	(▲0.0)	(▲0.4)	(0.4)
名目GDP	3.1	3.2	1.4	1.3	2.0	1.7	2.4	2.0	2.0	1.7	1.5	1.6	2.5	1.8	1.8
GDPデフレーター	2.0	2.2	1.1	0.8	0.9	0.5	0.5	1.5	1.8	1.9	2.1	2.5	1.7	0.7	1.8
消費者物価指数 (除く生鮮)	▲0.1	0.1	0.6	0.7	1.1	1.3	1.4	2.4	2.5	2.5	2.5	2.8	0.2	1.1	2.5
(除く生鮮、消費税)	▲0.1	0.1	0.6	0.7	1.1	1.3	1.4	1.4	1.5	1.5	1.5	0.8	0.1	1.1	1.5
完全失業率(%)	3.4	3.2	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)	122	122	124	123	123	124	123	122	121	120	118	110	122	123	120
原油輸入価格(ドル/バレル)	58	47	53	58	60	63	66	67	67	67	67	91	55	62	67

(資料)内閣府、総務省などを基に日本総研作成

(注1)個人消費について、2016年1~3月期の高い伸びと4~6月期の落ち込みは、「うるう年」要因によるもの。

(注2)2015年度補正予算(3~3.5兆円)のうち、公共事業やインフラ整備を中心にGDPを+0.4%ポイント押し上げると想定。

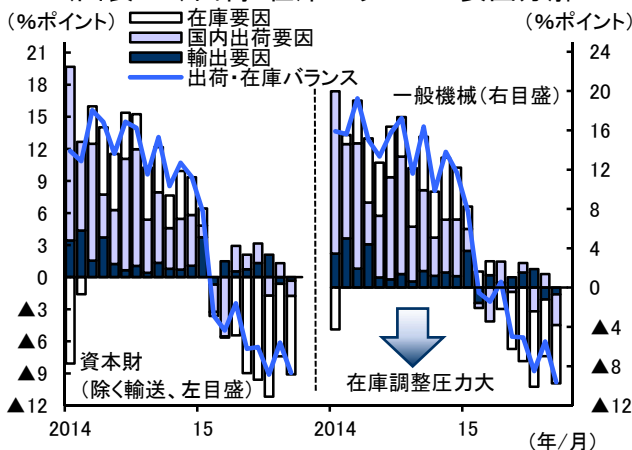
(注3)2017年4月に消費税率引き上げ(8%→10%)とともに、「酒・外食を除く食品」を対象とした軽減税率が実施されると想定。

(注4)海外経済の見通し(CY15→CY16→CY17)は、米国: +2.5%→+2.7%→+2.5%、ユーロ圏: +1.5%→+1.6%→+1.7%、中国: +6.9%→+6.8%→+6.7%。

## 【リスク】海外急減速は機械・素材の下押し圧力を増大する恐れ

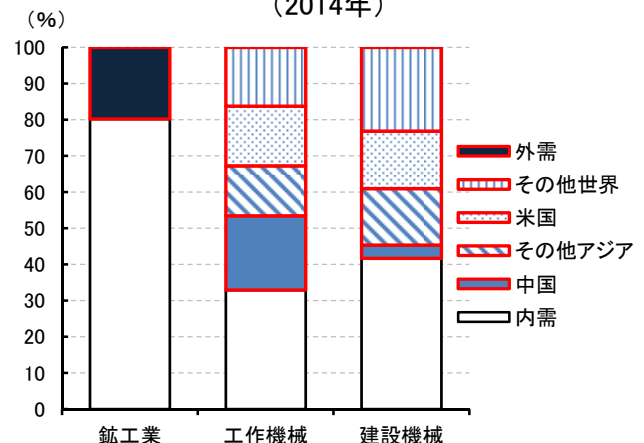
- (1) 最大のリスクは、中国をはじめとする海外経済の一段の減速。中国の固定資産投資や原油価格下落による米国でのシェール関連投資の減速、スマートフォン需要の拡大ペース鈍化を受けて、わが国の資本財や一般機械の輸出は減少。出荷・在庫バランスでみた在庫調整圧力の増大に寄与する状況（図表9-1）。一般機械に占めるウェイトが大きい工作機械、建設機械の出荷内訳をみると、外需は6～7割と鉱工業全体（2割）と比べて非常に大きく、中国・アジア新興国、および米国のシェアが大（図表9-2）。これらの地域での設備投資が一段と減速すれば、わが国資本財輸出向け出荷のさらなる減少を通じて、関連業種・品目の調整および生産抑制が長引く恐れ。
- (2) 収益面では、企業は海外M&Aを進めるなか、海外投資の収益率低下を通じて収益が悪化するリスク。国別に對外直接投資収益率をみると、わが国は1990年代～2000年代前半にかけて改善する一方、米英は伸び悩み先進国の直投収益率は収れん傾向（図表9-3）。リーマン・ショック以降は、世界的な景気減速を受けて収益率が日米欧ともに低下傾向に。収益率が伸び悩めば、海外に流出した投資資金の回収が想定ほど進まず、国内経済への還流が滞る可能性。
- (3) 影響を業種別にみると、とりわけ、海外売上比率が高く、国内においても産業の裾野が広い輸送機械産業で影響が大きくなる公算。さらに、過剰生産能力を抱える中国の安価な製品との厳しい価格競争にさらされている素材産業でも収益が下振れることに（図表9-4）。

（図表9-1）出荷・在庫バランスの要因分解



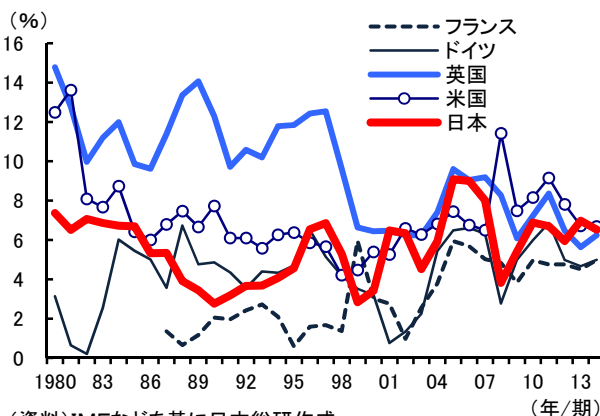
(資料)経済産業省「鉱工業指数」、「出荷内訳表」を基に日本総研作成  
(注)国内出荷および輸出は出荷内訳表の季調値で前年比を算出。

（図表9-2）工作機械・建設機械の出荷内訳（2014年）



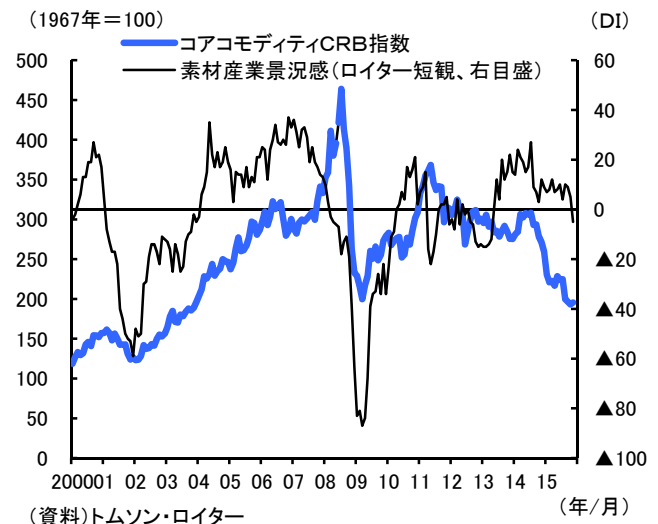
(資料)工作機械工業会、建設機械工業会、財務省、経済産業省などを基に日本総研作成

（図表9-3）各国の對外直接投資収益率の推移



(資料)IMFなどを基に日本総研作成  
(注)對外直接投資収益率 =  $\frac{\text{直接投資収益}}{\text{對外直接投資資産残高}}$   
日本の2004年以前は、旧基準の国際収支統計で接続。

（図表9-4）国際商品指数と素材産業景況感

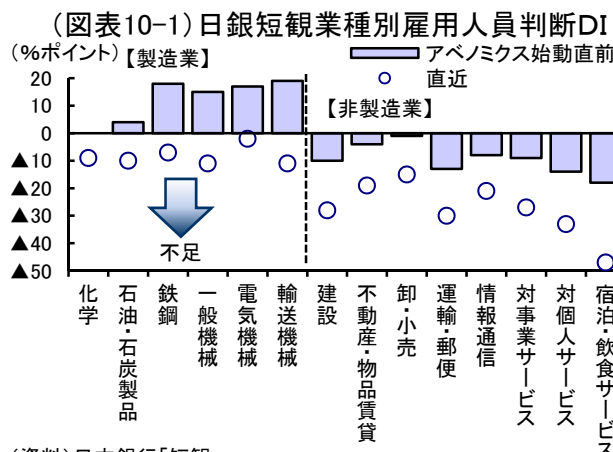


(資料)トムソン・ロイター

## 【総括】成長戦略なくしてアベノミクス第2ステージの成功なし

(1) このように、わが国経済はアベノミクス始動後、企業収益が増加し、投資や所得雇用の増加に波及する「景気の自律拡大メカニズム」が作動。バブル崩壊後長期間続いた景気低迷からの脱却へ動き始めるなど、アベノミクスは一定の効果が看取。もっとも、従前に期待された効果が出なかった面も。外需では、円安が輸出の数量増加につながらず。企業においては、製造業で生産拠点の海外シフトの大きな流れは変わらず、国内設備投資に向けた動きも限定的。このように、わが国経済は内外の様々な構造変化を背景に、「外需・製造業」が期待ほど景気のエンジンにならなかった一方、株高に伴う消費拡大やインバウンド需要の増加など「内需・サービス業」が代わって存在感を増すことに。

(2) しかしながら、足許ではその内需が足踏み。さらに、人口減少下アベノミクス後の景気反転により、人手不足という「供給制約」が新たな景気の足かせとして表面化し、依然解消のめどは立たず(図表10-1)。このように、景気の先行きが懸念されるなか、安倍政権は人手不足の克服に向けた生産性上昇や、家計にも目配りした所得再分配に力点を置いた新たな政策「アベノミクス第2ステージ」に着手。



(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9月調査。

(3) もっとも、企業や家計の将来に対する不安からマインドが萎縮する状況下では、高水準にある企業収益が設備投資や賃金に、また家計の所得が消費に向かう波及経路は脆弱なものに。こうした波及メカニズムを強化するには、企業および家計に持続的な成長を確信させ、将来への不安を払しょくすることが不可欠。すなわち、アベノミクス第2ステージは、旧第3の矢「成長戦略」を通じたわが国の期待成長率の引き上げがあってこそ実現できるもの。以下、本レポートの分析におけるわが国経済のポイントを踏まえて、目指すべき政策対応をいくつか指摘。

(4) 企業の投資行動の変化から、国内拠点の位置づけとして重視されつつある研究開発に焦点を当てた政策対応は高い重要性。航空・宇宙、医薬、新エネルギーなどは今後産業の発展とともに世界的な需要拡大が期待される分野。補助金や税制面からのサポートなどを通じて民間の研究開発を促進するほか、キャリア開発支援による科学技術の人材育成を通じて切れ目のない研究開発が行える環境整備を。さらに、「技術」で終わらずそれを「価値」につなげるための国際標準の戦略化と知財関連の環境整備も重要。

(5) 昨今企業のソフトウェア投資の存在感が高まる背景に、ビッグデータ、AI、IoTなど新たな情報技術の可能性拡大を指摘可能。これらは、わが国が抱える人手不足問題の克服や生産性向上を通じた賃金増加の後押し、さらには新規事業の登場に伴う産業の新陳代謝にも資するなど大きく期待される分野。事業創造支援や法整備によるサポートに加えて、スムーズな実用化を促すための情報インフラ整備も必要に。

(6) 需要構造の変化に伴い、産業のサービス化がわが国景気のエンジンとして期待されるなか、それに応じた供給側の構造改革を推し進めることが急務。例えば、前述のインバウンド需要においては順調に拡大が続く一方、空港・宿泊施設の受け入れ能力強化が課題に。安全・騒音に最大限配慮したうえで飛行経路・ダイヤの拡大や地方空港の国際線活用、既存公共施設の宿泊受け入れなど、規制改革をはじめとする政策支援を。

(7) 家計の消費が拡大するには、所得雇用の持続的な増加を通じて、過去の長期にわたる所得環境低迷で萎縮したマインドを上向かせる必要。賃金引き上げの企業に対する設備導入経費の助成拡充や、働きたい女性・高齢者に向けて、補助金などを通じた保育所の設置増や保育士の処遇改善、制度改革による柔軟な勤務体系の採用などが求められる状況。また、財政・社会保障の将来に対する不安が消費の抑制に作用している面も。コンセッション方式の活用による公的部門の業務効率化や、歳入・歳出両面の改革を通じた社会保障の収支バランスへの取り組みが不可欠。