

日本経済見通し

調査部

目 次

1. 現 状

2. 外需の景気けん引力をそぐ輸出構造の変化、中国経済の減速も重石に

3. 内外成長格差と産業のサービスシフトがもたらす「収益増から投資」の変容

4. 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

5. 回復力が限られるなか、補正予算など政策効果が2016年度の景気を下支え

6. 見通し

(1) 自律成長と政策面で底堅い2016年度、2017年度は一転ゼロ成長に

(2) 海外経済の急減速は機械・素材の下押し圧力を増大する恐れ

7. 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

要 約

1. 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。
2. 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。
3. 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。
4. 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、足許の個人消費の持ち直しペースは緩慢。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、所得および消費回復のペースは緩やかなものに。こうしたなか、2017年度は消費税増税に伴い個人消費は大幅マイナスに。
5. 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、様々な構造変化により、景気の回復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年度は消費税増税の影響でゼロ成長となる見通し。景気の回復力が限られ、人手不足も依然解消のめどが立たないなか、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。

1. 現状

わが国景気は、強弱入り混じる「足踏み」の状況にある。景気動向を端的に示す実質GDPは、2015年7～9月期の2次速報値が設備投資の上方修正などで前期比年率+1.0%と、2四半期ぶりのプラス成長となった（図表1）。

もともと、1次速報値と比べると個人消費が下振れるなか、在庫投資のマイナス寄与は縮小しており、在庫調整圧力がなお残存するなど、景気の弱い面もうかがえる。

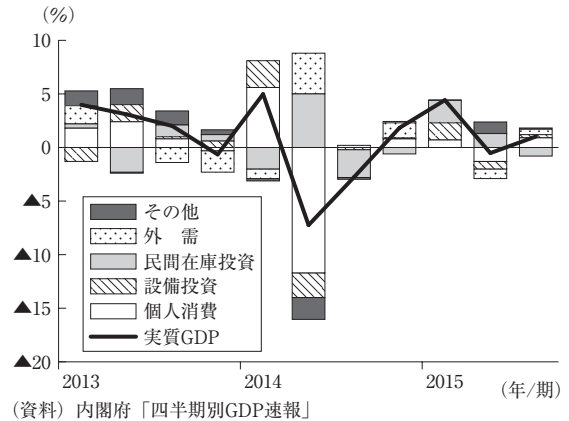
GDP以外の経済統計についてみると、企業部門では、収益環境が引き続き良好な状況にある。

財務省の法人企業統計でみた企業収益は、円安や原油安によるコスト低減を受けて、製造業・非製造業ともに昨年の消費税増税の影響も乗り越え、2008年のリーマン・ショック直前を上回る水準まで拡大している（図表2）。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、2015年に入って過去最高の水準に達するなど、企業の「稼ぐ力」は着実に向上している。

一方で、生産活動は収益のような力強い動きとは対照的に勢いを欠く。背景の一つに、財を中心とする輸出の伸び悩みが指摘できる。実質輸出の推移をみると、2015年度入り後、中国やその他アジアなど新興国の景気減速を受けて、これらの国・地域向けでは資本財を中心に弱い動きとなっている（図表3）。

こうした状況を受けて、設備投資に関する動きも振るわない。設備投資の一致指標である輸送機械を除く資本財出荷は、2四半期連続で減少したほか、建設財出荷も低い水準での横ばいとなっている（図表4）。中国株が急落した8月以降、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

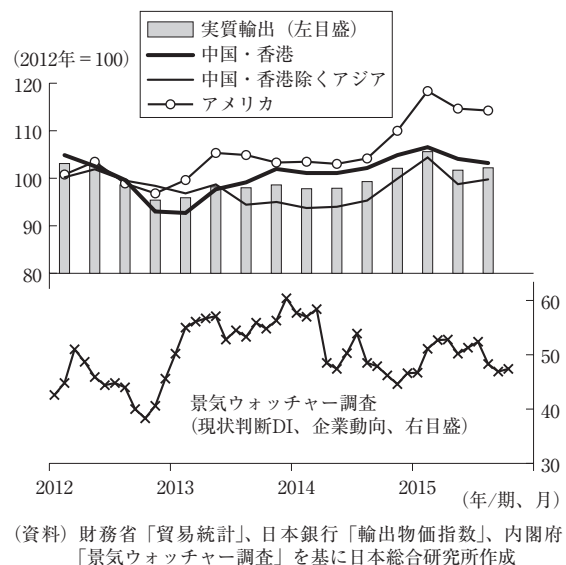
（図表1）実質GDP成長率（前期比年率）



（図表2）企業収益（季調値）



（図表3）実質財輸出と企業の景況感



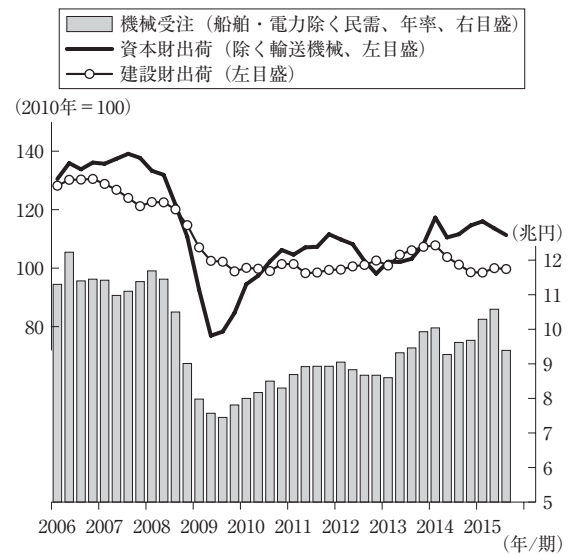
目となる50を下回って推移していることから、中国の景気減速懸念の強まりが企業の投資に対する姿勢を慎重化させていることがうかがえる。

在庫動向も景気に対してマイナスに作用した。輸出や設備投資の低迷を受けて、企業が抱える在庫が2月以降増加したことから、在庫調整の動きが本格化し生産を抑制した(図表5)。さらに、予想以上の需要減少で、6月には在庫がアベノミクス始動以降最も高い水準まで増加するなど、在庫調整の動きが長期化している。もっとも、この在庫動向については、足許でやや変化がみられる。在庫循環図から品目別の在庫調整の進展具合をみると、建設機械など一部ではなお調整圧力が残るものの、ウエー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」へと局面が改善している(図表6)。以上を踏まえると、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が大きい。

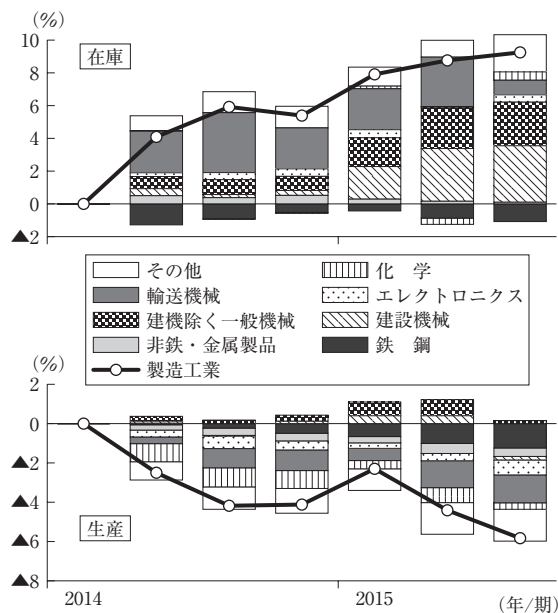
一方、家計部門について、GDPの6割を占める個人消費を巡る動きをみると、所得雇用環境は、堅調な企業収益や人手不足を背景に雇用者数の増加が続いているほか、賃金も緩やかなペースながら総じて持ち直しがみられる(図表7)。もっとも、実際の個人消費は、消費者マインドに顕著な改善がみら

(図表4) 設備投資関連指標(季調値)



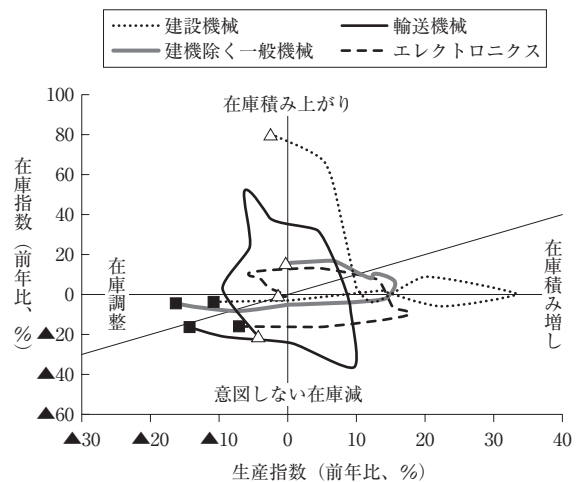
(資料) 経済産業省「鉱工業指数」、内閣府「機械受注」

(図表5) 製造工業在庫および生産指数 (2014年Q1対比)



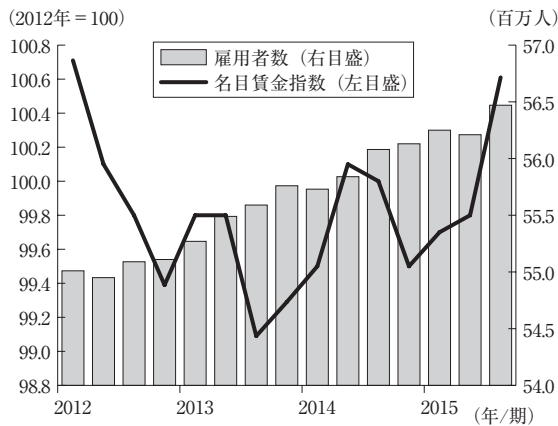
(資料) 経済産業省「鉱工業指数」を基に日本総合研究所作成
(注) 品目別在庫指数が公表されていない食品・たばこ工業等を除く。

(図表6) 品目別在庫循環図 (2013年Q1→2015年Q3)



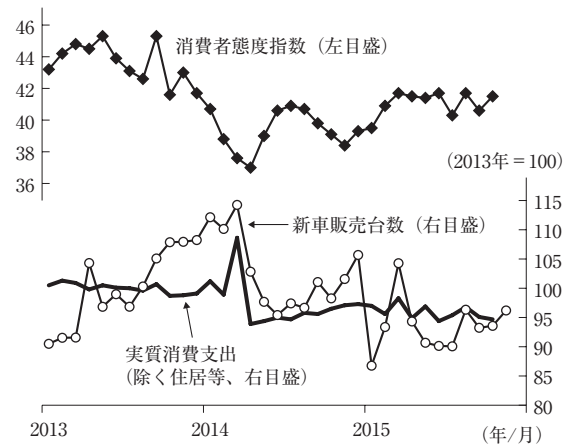
(資料) 経済産業省「鉱工業指数」
(注) ■は2013年Q1、△は2015年Q3。

(図表7) 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「毎月労働統計調査」

(図表8) 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合研究所作成

れないなか、増税の影響により軽自動車販売の低迷が続くなど、一部にもたつきがみられる (図表8)。

このように、わが国景気は足踏み状況が続いているものの、企業収益が増加傾向を続けるなか、所得雇用環境も緩やかな改善が続くなど、景気の自律拡大メカニズムは大きな変調をきたすという事態には至っていない。こうしたなかで、ようやく在庫調整にもめどがつき始めたことから、今後は、このメカニズムが維持され、アベノミクスが当初想定していた実質2%程度の持続的な成長軌道を確保できるかが焦点となる。そこで、以下では2013年に始動したアベノミクスの効果と浮き彫りになった問題点をそれぞれ分析するとともに、政策面での景気変動要因も考慮したうえで、2015年度から2017年度のわが国景気を展望し、課題を考察する。

2. 外需の景気けん引力をそぐ輸出構造の変化、中国経済の減速も重石に

以下では、安倍政権が2013年から取り組むアベノミクスが、わが国経済に発揮した効果と、効果が表れなかった点、そして想定外に起こった点を、景気的主要波及経路別にそれぞれみたとうえで、景気の自律拡大メカニズムの維持とその強さを判断する。

アベノミクスが当初想定した効果は、第1の矢「大胆な金融政策」による量的・質的金融緩和を契機とする円安が輸出(数量)を押し上げ、企業収益が増加するというものであった。もっとも、アベノミクス始動後の実際の輸出は、当初のシナリオと異なる様子を見せている。

財輸出においては円安による押し上げがほとんどみられていない。1980年以降の主な円安局面における輸出数量の変化をみると、ITバブル崩壊の影響を受けた2000年初めを除き、おおむね1年から1年半のラグを伴う形で数量が伸びている (図表9)。一方、今回のアベノミクスを端緒とした円安局面においては、ドル・円相場が4割近く下落したにもかかわらず、数量はほぼ横ばいの推移となっており、いわゆる円安による「数量効果」がほとんどみられない。

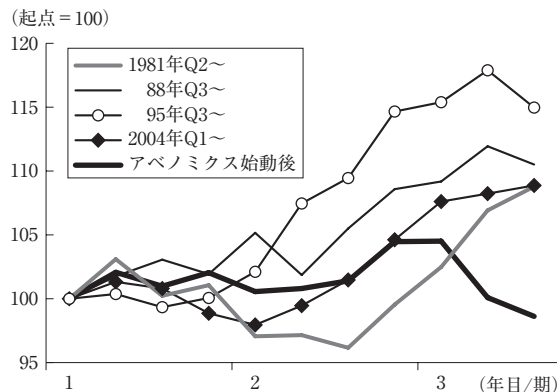
このように、財輸出が伸び悩む背景には、このところの中国をはじめとするアジア新興国の景気減速が重石となっている点はあるものの、輸出環境を取り巻く構造変化によって、財輸出が為替動向に左右

されにくくなった面が大きいといえる。製造業においては、世界的なサプライチェーンが構築されるなか、現地の需要に対して現地生産で対応する「地産地消」が主流となったほか、企業経営の面では、円安が進んだからといって、これまでのように価格を引き下げて「量」を追い求めるのではなく、「収益性の改善」を優先する姿勢に変化している。

一方で、輸出においては想定以上のプラス効果をもたらした面もある。円安は外国人観光客の購買力の拡大に寄与する。そのため、外国人観光客を中心とした消費活動、いわゆるインバウンド需要（注）は、アベノミクス始動後急拡大をみせている（図表10）。政府は当初2020年までに2,000万人の訪日客を呼び込む目標を立てたものの、ビザ発給要件の緩和や、空港整備など政策面からのサポートもあり、前倒しの目標達成が視野に入っている。このように、インバウンド需要を中心としたサービス輸出が景気の新たな下支え要因として存在感を増している。

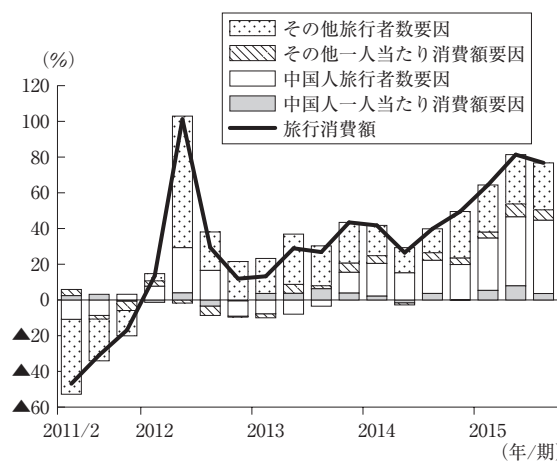
今後の輸出動向を見通すと、海外経済については、アメリカが堅調に推移するほか、新興国においても比較的好調なインドをはじめ、ASEANも底堅さを取り戻すとみられ、この先財輸出は持ち直しに転じる見通しである。もっとも、上述した構造変化は今後大きく転換するとは考えにくく、引き続き財輸出への重石として作用し続ける公算が大きい。実際に、わが国の輸出産業の代表格である自動車においては、アベノミクス始動後も引き続き海外生産の比率を高め、それに応じて輸出は減少または減速する動きが続いている（図表11）。円安による輸出環境の改善が、製造業の国内回帰を後押しし、輸出増につながると期待されたものの、一部メーカーでみられる輸出の増加は、国内需要の低迷を受けて国内生産の出荷分を輸出に振り向けている面が大きく、前向きの動きとは

（図表9）過去の主な円安局面における輸出数量（季調値）



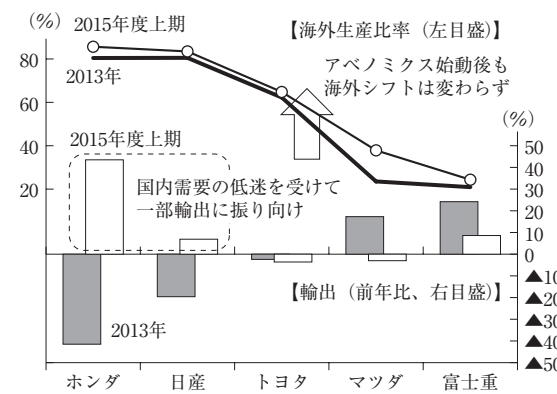
（資料）財務省「貿易統計」
（注）2000年1～3月期以降も円安局面となったものの、ITバブル崩壊により輸出数量が落ち込んだ（非掲載）。

（図表10）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」を基に日本総合研究所作成
（注）旅行消費額＝一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11）わが国自動車メーカーの海外生産比率と輸出



（資料）各社資料、各種報道などを基に日本総合研究所作成

いいがたい。

こうした状況に加えて、わが国と最も貿易関係が深い相手の一つである中国の景気減速もマイナスに作用する。中国では、過剰設備の問題が深刻化するなか投資の減速が今後も避けられず、わが国輸出のおよそ4分の1を占める資本財輸出を下押しすることとなる。以上を踏まえると、財輸出は持ち直しに転じるものの、緩慢なペースにとどまり、アベノミクスの効果として従前に描かれていた「輸出の景気けん引」は今後も期待できない。

一方で、インバウンド需要はアジア新興国の所得増加や円安地合いなどを背景に引き続き拡大が見込まれ、わが国の景気を下支えし続けよう。

(注) インバウンドは、GDP統計上「非居住者家計の国内での直接購入」として、サービス輸出に計上される。

3. 内外成長格差と産業のサービスシフトがもたらす「収益増から投資」の変容

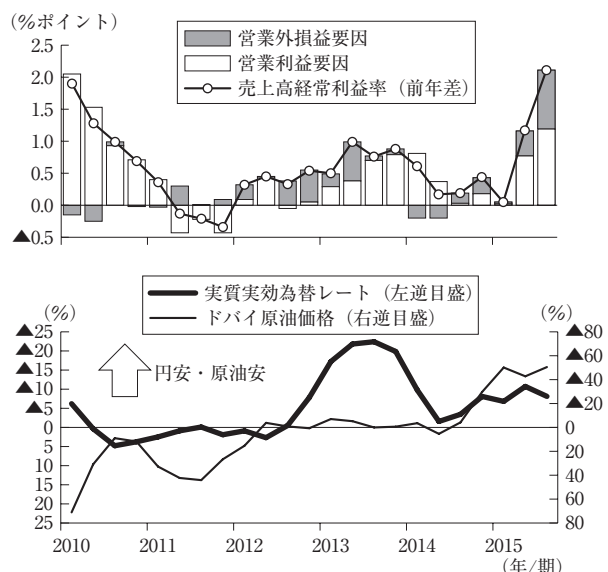
このように、円安が輸出（数量）の増加をもたらさなかった一方で、企業が収益性の改善に取り組んだこともあり、企業収益は大幅に増加した。これには、海外で稼いだ収益が現地通貨建てで仮に変化しなくても、円安が進めば進むほど円換算の収益はふくらむというかさ上げ効果とともに、2014年秋以降進展した原油価格の下落を通じた企業のコスト低減や、小売業、飲食・宿泊サービス業を中心としたインバウンド需要拡大の恩恵などが、収益の押し上げにつながった面がある（図表12）。

アベノミクスが描くシナリオでは、企業収益が増加すれば、設備投資の拡大、生産の拡大に波及するといった企業部門の好循環メカニズムが回りだすと考えられていたものの、実際は、収益が空前の高水準となっているにもかかわらず、設備投資の力強い伸びはみられない。これは、以下3点に示すように、経済のグローバル化や新産業の台頭などを受けて、企業行動や投資の特徴が変化したことが背景にある。

第1に、国内と比べて海外の成長期待が高いことである。企業は安定的な拡大が続く海外需要の取り込みを重視する動きをより強めている。わが国企業が実施したM&Aの件数をみると、アベノミクス始動後、海外投資が割高となる円安が大幅に進んだにもかかわらず、海外向けM&Aは増加基調を強めており、収益の多くをM&Aをはじめ海外への直接投資に振り向けるといった経営姿勢がより明確になっている（図表13）。

第2に、ソフトウェアや研究開発など従来の機械・建設とは別の投資の重要性が高まっていることである。IT関連投資が広がりを見せるなか、コンピュータープログラムなどソフトウェアは企業の投資において存在感を

(図表12) 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）



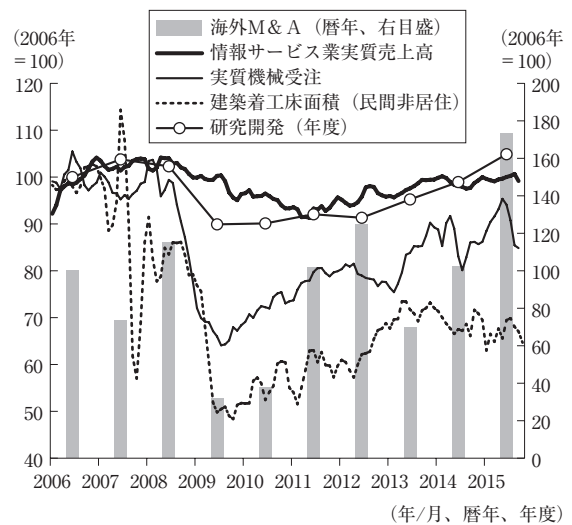
(資料) 財務省「法人企業統計」、日本銀行、日本経済新聞

高めつつある。また、企業の活動が世界規模となるなか、国内においてはマザー工場や研究開発拠点としての位置付けが強まる傾向にあり、研究開発の関連投資も増加基調をたどっている。

第3に、わが国の産業構造が変化していることである。内外の成長格差や輸出構造の変化を背景に製造業は海外への依存を高める一方、インバウンド需要や不動産、高齢者向けサービスなどで底堅さがみられる非製造業は、わが国経済において存在感が相対的に増しており、業種別でみた事業所数もこれら業種を中心に増加がみられる（図表14）。もっとも、非製造業の1企業あたりの投資額は製造業と比べて小粒であるため、設備投資の大きな押し上げにつながりにくい状況となっている。

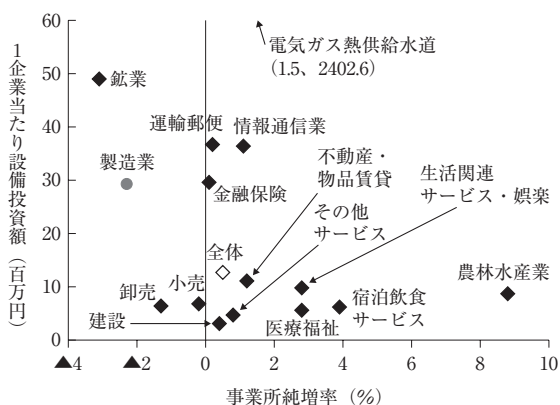
先行き企業収益は、既往の円安・原油安の押し上げ効果ははく落するものの、企業の経営体質強化を通じた「稼ぐ力」がプラスに作用し、高い水準での推移が続く見込みである。もっとも、そうした状況下でも、上述の内外成長格差や産業のサービスシフトなどを背景とする企業の投資活動の変容は、当面大きく変わるものではないだろう。ちなみに、弊社の世界経済の見通しをもとに内外の成長格差をシミュレーションすると、国内経済の期待成長率が大きく高まらない限り、内外格差は解消に向かいにくく、緩やかな連動性が確認できる海外設備投資比率

(図表13) 各種投資関連指標



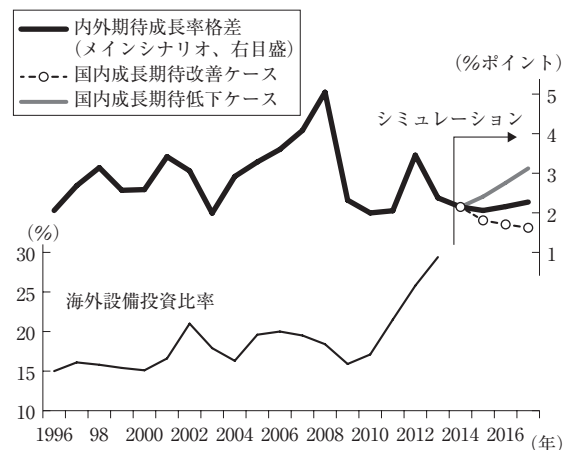
(資料) 内閣府、経済産業省、国土交通省、日本銀行、文部科学省、Bloomberg L.P. 日本政策投資銀行などを基に日本総合研究所作成
(注) 研究開発費の2014、2015年度は、日本政策投資銀行「全国設備投資計画調査」を基に先延ばし。M&Aは2015年12月1日時点。

(図表14) 業種別事業所純増率と1企業当たり設備投資額 (2009～2013年度平均)



(資料) 厚生労働省、財務省を基に日本総合研究所作成
(注) 事業所純増率は「雇用保険事業年報」より(新規適用事業所数-廃止事業所数)/期末事業所数。

(図表15) 海外投資比率と内外期待成長率格差



(資料) 経済産業省、内閣府、IMFなどを基に日本総合研究所作成
(注1) 内外期待成長率格差 = 日本除く世界の実質GDP成長率(3年移動平均) - 企業の日本実質経済成長率見通し(今後3年間)
(注2) メインシナリオは国内期待成長率が1.35%で横ばい。改善ケース、低下ケースは、2017年にそれぞれ2.0%、0.5%となる場合。

は高い水準での推移が続く公算が大きい（図表15）。以上を踏まえると設備投資の力強い拡大はこの先も期待しづらいといえよう。

4. 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

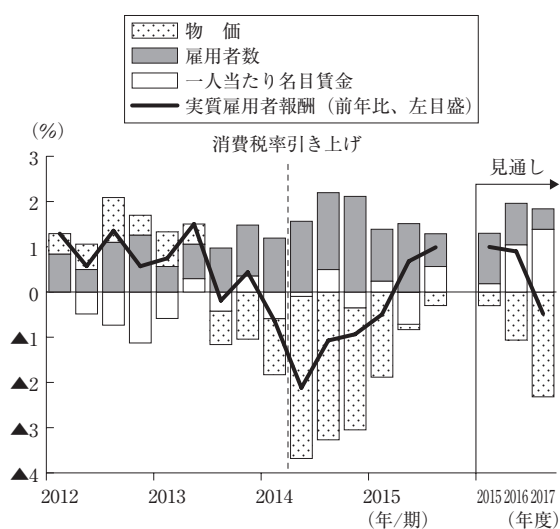
一方、家計部門においては、アベノミクスの進展によって、企業の収益拡大が所得雇用環境の改善につながり、消費の拡大に結び付くというシナリオが従前に描かれていた。もっとも、実際は目論見通り進んだ部分もあれば、それほど効果がみられなかった部分もある。

期待通りの動きをみせたのが雇用面である。総務省「労働力調査」によると、アベノミクス始動後雇用者数は順調に拡大し、始動前と比べて100万人超の新たな雇用が生み出された。一方、賃金については改善に勢いを欠く。厚生労働省「毎月勤労統計調査」によると、アベノミクスにおける政労使対話などを通じた賃金引上げの機運の高まりもあって、一人当たりの名目賃金は前年比増加に転じた。もっとも、企業収益の改善が一時的な為替差益による押し上げという側面もあるなか、固定費の増加につながるベースアップには慎重な企業が依然多い状況である。その結果、雇用者報酬は実質ベースでみて2015年度入り後前年比プラスに転じたものの、その後は小幅な増加にとどまっている（図表16）。

さらに、このところは、一部の物価上昇が消費者マインドの低下に作用している。消費者物価（生鮮食品を除く総合、コアCPI）は2015年の夏以降小幅下落に転じるなど、騰勢が大幅に鈍化している一方、生鮮除く食料品は、消費税率引き上げの直接的な影響はく落した後再び騰勢が強まっている（図表17）。消費者にとって食料品は購入頻度が高く、物価上昇の実感も強い。そのため、消費者の物価先高警戒感根強いものとなっている。こうした状況のもと、足許の個人消費は非常に緩やかなペースでの持ち直しにとどまっている。

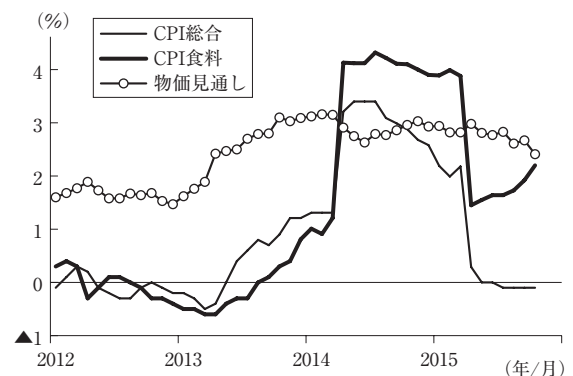
今後は展望すると、個人消費を取り巻く環境は明るさを取り戻すとみられる。先行き底堅い企業収益が、所得雇用環境の改善を後押しするうえ、食料価格についても円安の一巡に伴い、上昇ペースが鈍化

（図表16）実質雇用者報酬（前年比）



（資料）内閣府「国民経済計算」などを基に日本総合研究所作成

（図表17）消費者物価と消費者の物価見通し（前年比）

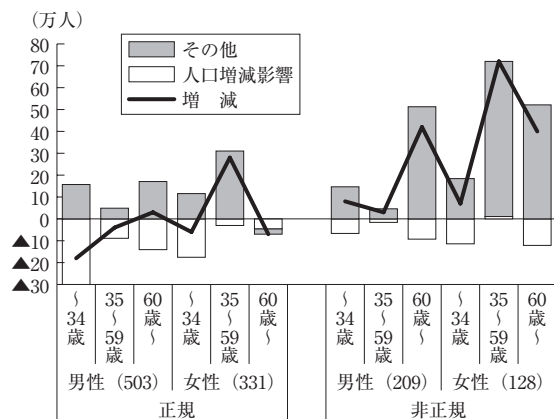


（資料）内閣府「消費動向調査」、総務省「消費者物価指数」
 （注1）消費者物価はともに生鮮食品を除く。
 （注2）物価見通しは一般世帯回答からの試算。

することから、消費者マインドの悪化にも歯止めがかかると見込まれる。そのため、個人消費は2016年度にかけて回復基調が維持される見通しである。

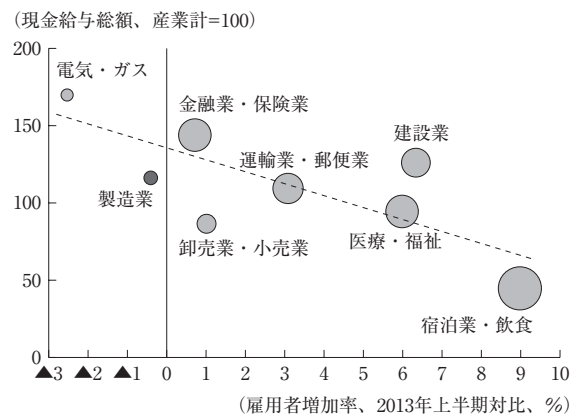
もっとも、個人消費についても構造変化が影響することで力強い拡大は期待しにくい。アベノミクスにおいて顕著なプラス効果が顕現化した雇用環境についてより詳細にみると、雇用者数の増加は非正規の女性や高齢者、業種別では底堅い業況が続く非製造業に偏在している（図表18、19）。もっとも、これらは、男性や他の年齢層および製造業と比べると相対的に賃金水準が低く、雇用者数の増加ほど賃金の伸びが期待しにくい構造になっている。

(図表18) アベノミクス始動後の雇用形態・男女別雇用者増加数（2013年1月～2015年10月）



(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。()内は年取分布から試算した2015年7～9月期の年取中位値(万円)。

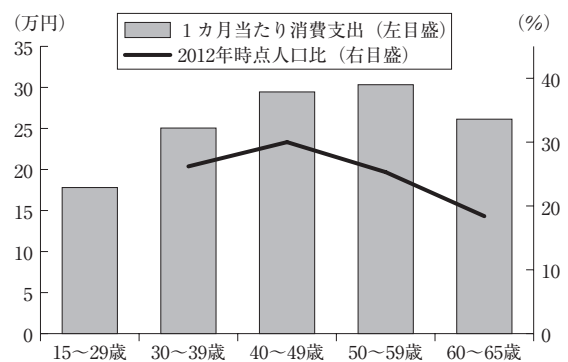
(図表19) 産業別雇用者増加率および賃金水準



(資料) 厚生労働省「毎月勤労統計」、日本銀行「短観」
 (注) バブル大は、短観9月調査の雇用人員判断DIによる不足感を表す。

さらに、かつての長期にわたる賃金低迷が個人消費への大きな重石となっている面も指摘できる。わが国の所定内給与は、1999年以降減少傾向が続く長期低迷期に突入した。この時期を社会人に成り立てと同時に経験した世代は現在、30歳代後半～40歳代前半へと差し掛かっている（図表20）。これら世代は、かつてバブル景気を経験した世代と比べて、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が根強く、消費性向も低迷が続いている。アベノミクス後賃金は久方ぶりの増加に転じたが、足許の限定的な賃金上昇は、これら世代の消費抑制を払拭するには、なお力不足といえる。これら世代が、今後消費水準が一段と高まる年齢層に差し掛かるなか、個人消費の伸びは力強さを欠いたものにならざるを得ないだろう。

(図表20) アベノミクス始動までの賃金の長期低迷を経験した世代の分布



(資料) 総務省「人口統計」「家計調査」を基に日本総合研究所作成
 (注1) 所定内給与の減少傾向が続いた1999年からアベノミクス直前の2012年までのすべての期間において生産年齢人口に属していた日本人を「賃金の長期低迷を経験した世代」とし、各年齢層の該当世代の比率を2012年時点の人口を基に算出。
 (注2) 1カ月当たりの消費支出は2014年、15～29歳までは家計調査で得られる「29歳以下」、60～65歳は「60～69歳」の実績値。

以上を踏まえると、所得さらには個人消費の回復ペースはこの先も緩やかなものとどまる見通しである。こうしたなか、2017年度は消費税率10%への引き上げに伴う実質購買力の低下がマイナスに作用し、個人消費は大幅に減少する見込みである。

5. 回復力が限られるなか、補正予算など政策効果が2016年度の景気を下支え

このように、わが国経済は足踏みからの持ち直しが見込まれる一方、様々な構造変化に伴いその回復力は限られる状況にある。こうしたなか、政策面では、策定が進む2015年度補正予算のほか、2017年4月に実施が予定されている消費税率10%への引き上げを巡る動向が、2016年度および2017年度の景気を大きく変動させる要因となる。

まず、2015年度補正予算については、税収の上振れ分などをもとに3兆円台半ばを中心に策定される見込みである。主なメニューとしては一億総活躍、TPP対策、災害復旧などがあがっており、そのうち、洪水被害からの復旧や農地・水路の整備など公共投資を中心にGDPを押し上げるとみられる（図表21）。本稿執筆時点では、詳細な内容・金額が不明のため、予測においては、予算規模のおよそ7割を「真水」とし、GDPは約+0.4%ポイント押し上げられると想定した。もっとも、公共事業については、進捗が遅れるケースが散見される。そのため、補正予算の効果は、2016年度入り後、複数年にわたり顕在化してくるとみる。

一方、消費税率引き上げについては、2014年4月の前回引き上げ時と同様、引き上げ前には駆け込み需要が発生し景気を押し上げる事となる。ただし、今回の駆け込み需要の規模は、前回と比べて小さくなると予想される。前回の引き上げ前後の消費動向を財別・品目別にみると、家電や自動車など耐久財が駆け込みの中心となっており、今回も同様の動きが見込まれる（図表22）。もっとも、前回の駆け込み時に多く購入された耐久財の平均使用年数は、冷蔵庫やエアコンで10年前後、テレビや自動車では7年強となっており、今回再び買い替えの対象とはなりにくい。こうした状況を踏まえて、今回は駆け込み需要が前回の半分程度の規模になると想定した。

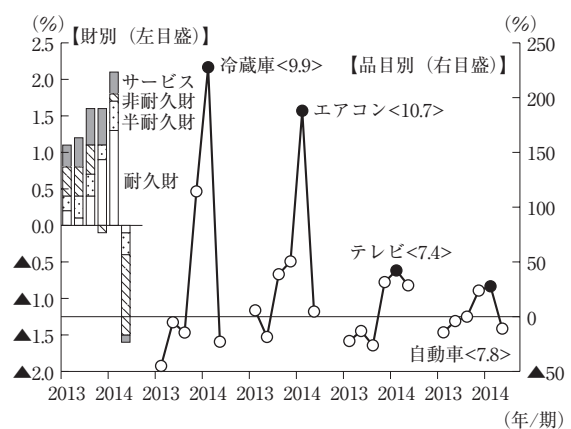
以上を踏まえて、2016年度から2017年度にかけての消費税率引き上げに伴う個人消費への影響を

（図表21）補正予算の中身と押し上げ効果の想定

| | |
|-----------|--|
| 一億総活躍 | 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 |
| TPP | 農地の集約 農地の大規模化（農地・水路整備） |
| 災害復旧・公共事業 | 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 |
| その他 | 年金受給者への給付金 |
| 補正予算合計 | 3兆円台半ば |
| GDP押し上げ | 0.4%ポイント |

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

（図表22）前回の消費税率引き上げ前後の財別・品目別消費動向（前年比）

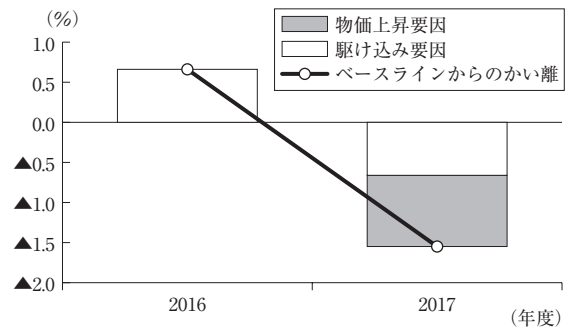


（資料）内閣府「四半期別GDP速報」、総務省「家計調査」、日本自動車販売協会連合会などを基に日本総合研究所作成
（注）品目別の●は増税直前（2014年1～3月期）。< >は平均使用年数。

試算した。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、実績値とのかい離から前回の駆け込み需要を推定するとともに、物価上昇が個人消費に与える影響はマクロモデルを使って導出した。その結果、駆け込み需要は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となる（図表23）。

一方で、消費税率引き上げに伴う軽減税率の導入は、2017年度の景気変動要因となる。12月半ばには、与党税制改正大綱において、酒・外食を除く食品を中心とする軽減税率を消費税増税の実施とともに導入することが決まった。酒・外食を除く食品を対象とする軽減税率導入に伴う税収、個人消費への影響をそれぞれ試算したところ、2017年度の税収は約1兆円減少する一方、同年度の個人消費は、家計の負担軽減により下振れがおよそ0.2%ポイント緩和されることとなる。ちなみに本見通しでは、酒・外食を除く食品を対象とした軽減税率の実施を予測に反映させている。

（図表23）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」などを基に日本総合研究所作成
 （注）駆け込み要因は前回消費税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かい離を基に試算。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。

6. 見通し

（1）自律成長と政策面で底堅い2016年度、2017年度は一転ゼロ成長に

以上の分析を踏まえると、わが国経済は、当面は在庫調整の圧力が残存するなか、足踏み状況が続くものの、①企業収益がおおむね高水準での推移となるほか、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堅調な企業収益と人手不足を背景に、所得雇用環境も改善傾向が続き、個人消費に対して引き続き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」が維持されることを背景に、早晚回復軌道へ復帰していく見通しである。

もっとも、アジアを中心とした海外景気の減速による財輸出への下押し圧力が引き続き重石となるほか、予測期間を通じて、内外の様々な構造変化、企業行動の変化などを背景に、個人消費や従来の設備投資、財輸出は力強い拡大が期待しにくくなっており、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。

先行きアメリカなど先進国では景気が堅調に推移し、新興国も中国は緩やかな減速が続くものの、ASEANやインドが底堅さを取り戻し、海外経済は総じて緩やかな持ち直しが続くという見通しのもとで、わが国経済を四半期ごとに展望すると、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、実勢は輸出や設備投資が伸び悩むなか、前期比年率+1%に満たない緩やかな回復にとどまる見込みである（図表24）。

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すとみられる。加えて2015年度補正予

(図表24) 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 | | | | 2018年 | 2014年度 | 2015年度 | 2016年度 | 2017年度 |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-----------|--------|--------|--------|
| | 4~6 | 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 | ▲0.5 | 1.0 | 0.3 | 1.4 | 0.3 | 1.8 | 1.8 | 3.0 | ▲4.1 | 0.6 | 0.3 | 0.8 | ▲1.0 | 1.0 | 1.2 | 0.0 |
| 個人消費 | ▲2.1 | 1.5 | 1.0 | 2.1 | ▲0.3 | 0.8 | 1.4 | 5.9 | ▲12.5 | 1.4 | 0.6 | 0.8 | ▲2.9 | 0.4 | 1.2 | ▲1.7 |
| 住宅投資 | 10.4 | 8.1 | 2.0 | 1.1 | 3.6 | 4.7 | 5.8 | 5.5 | ▲12.0 | ▲8.5 | ▲1.0 | 3.5 | ▲11.7 | 3.8 | 3.8 | ▲2.8 |
| 設備投資 | ▲4.9 | 2.3 | 0.9 | 1.9 | 2.8 | 3.3 | 3.5 | 5.8 | ▲2.1 | 1.5 | 2.8 | 2.9 | 0.1 | 1.4 | 2.8 | 2.0 |
| 在庫投資(寄与度) | (1.3) | (▲0.8) | (▲0.6) | (0.0) | (0.0) | (0.6) | (0.4) | (▲0.8) | (1.2) | (▲0.5) | (▲0.2) | (0.0) | (0.6) | (0.2) | (0.0) | (0.1) |
| 政府消費 | 1.7 | 1.1 | 0.4 | 0.4 | 0.5 | 0.6 | 0.6 | 0.6 | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 0.1 | 1.1 | 0.6 | 0.7 |
| 公共投資 | 13.7 | ▲5.8 | 0.0 | ▲0.8 | 3.0 | 9.8 | 5.0 | 2.3 | 1.2 | 0.0 | ▲11.2 | ▲8.7 | ▲2.6 | 0.5 | 3.1 | ▲0.7 |
| 公的在庫(寄与度) | (▲0.1) | (▲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 | ▲16.0 | 11.1 | 3.2 | 2.7 | 3.0 | 3.2 | 3.4 | 3.5 | 3.5 | 3.7 | 3.9 | 3.9 | 7.8 | 1.4 | 3.6 | 3.6 |
| 輸入 | ▲10.1 | 7.0 | 4.3 | 4.6 | 5.0 | 6.7 | 6.9 | 9.5 | ▲9.3 | 3.6 | 3.2 | 4.2 | 3.3 | 1.3 | 5.8 | 1.7 |
| 国内民需(寄与度) | (▲0.5) | (0.6) | (0.3) | (1.6) | (0.4) | (1.9) | (2.1) | (3.9) | (▲6.9) | (0.3) | (0.5) | (1.0) | (▲1.5) | (0.7) | (1.3) | (▲0.6) |
| 官公需(寄与度) | (0.9) | (▲0.1) | (0.1) | (0.1) | (0.3) | (0.6) | (0.4) | (0.3) | (0.2) | (0.2) | (▲0.3) | (▲0.3) | (▲0.1) | (0.2) | (0.3) | (0.2) |
| 純輸出(寄与度) | (▲0.9) | (0.5) | (▲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) |

(前年同期比、%)

| | | | | | | | | | | | | | | | | |
|----------------|-----|------|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
| 名目GDP | 2.1 | 3.5 | 3.5 | 1.8 | 1.7 | 2.0 | 1.6 | 2.4 | 2.0 | 2.0 | 1.7 | 1.5 | 1.5 | 2.7 | 1.9 | 1.8 |
| GDPデフレーター | 1.5 | 1.8 | 2.2 | 1.2 | 0.9 | 1.0 | 0.4 | 0.5 | 1.4 | 1.7 | 1.8 | 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 | 0.1 | 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) | 0.0 | ▲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(%) | 3.3 | 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) | 121 | 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) | 60 | 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合研究所作成

(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(3兆円台半ば)のうち、公共事業やインフラ整備を中心にGDPを約+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、アメリカ:+2.5%→+2.7%→+2.5%、ユーロ圏:+1.5%→+1.6%→+1.7%、中国:+6.9%→+6.8%→+6.7%。

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、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年度末にかけて加速していく見通しである。

一方、2017年度は、消費税率が引き上げられる年度入り後、駆け込み需要の反動減が発生し、4~6月期は大幅なマイナス成長となる見込みである。その後は、景気の自律拡大メカニズムが引き続き作用するもとで、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が個人消費の下押しに作用すること、②公共投資は補正予算の執行もあり高水準が続くものの、前期比でみた押し上げが減衰・はく落すること、などから、緩やかなペースにとどまる見込みである。

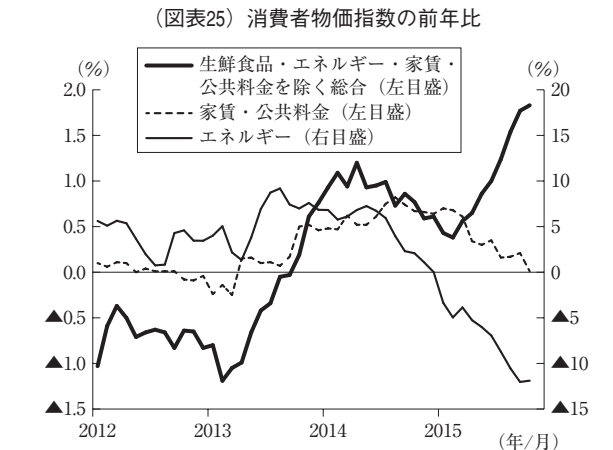
以上の結果、2015年度は、年度前半は伸び悩んだものの、後半に国内民需が持ち直すほか、うるう年要因も加わり、+1%程度のプラス成長を確保する見通しである。2016年度は、補正予算や消費税増税前の駆け込み需要による官公需の押し上げなど政策効果が下支えし、+1%台前半まで成長率が高まる見通しである。一方、2017年度は、消費税増税に伴う駆け込み需要の反動減で民間需要が大幅に落ち込むことから、ゼロ成長にとどまる見通しである。

物価については、コアCPIは足許で前年比マイナスが続いているものの、品目ごとの価格動向には大

きなバラツキがみられる。原油価格下落の影響が大きいエネルギーや、他の品目に比べて価格硬直性が強く、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、大幅な価格の下落や伸び悩みが続いている（図表25）。一方で、それ以外の品目をみると、CPIの前年比は+1%台後半まで伸びを高めている。

ちなみに、エネルギーや家賃・公共料金を除く品目について、GDPギャップ、実効為替レート、商品価格指数などを説明変数として物価関数を推計したところ、アベノミクス後の物価上昇は、円安に伴う輸入コストの上昇だけでなく、マクロ的な需給環境の改善も寄与しているほか、フィリップス・カーブの切片（要因分解における定数項）が上方シフトしていることから、インフレ期待の上昇なども生じていることがうかがえる（図表26）。こうした点を踏まえれば、今後円安の影響が一巡しても、これら品目は底堅い伸びが続くとみられる。原油安に伴う前年比でみた下押し圧力のはく落もあり、コアCPIは徐々に騰勢を高めていく見込みである。

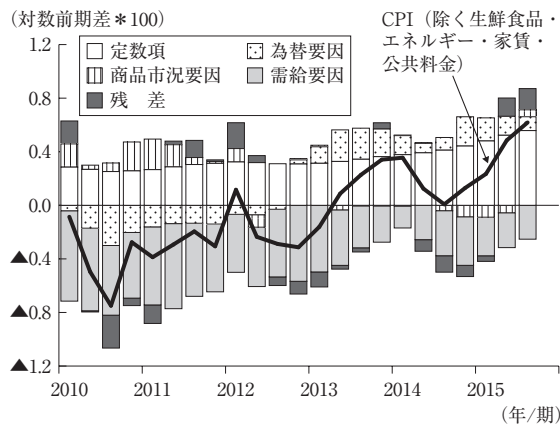
もっとも、日銀が目標とするCPI総合ベースでの前年比+2%の安定的な物価上昇の達成に向けては、家賃や公共料金といった品目にも物価上昇圧力がかかる必要がある。CPI総合ベースで19%と高いウエートを占める家賃については、住宅地価との相関が強く、価格上昇圧力が強まるには、マクロ的な需給



(資料) 総務省を基に日本総合研究所作成
 (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。

の改善やインフレ期待の上昇に加えて、地価の上昇基調が定着することが不可欠である。全国ベースの住宅地価は、足許でなお緩やかな下落基調が続いている（図表27）。そのため、足許でマイナスが続くCPIベースの家賃が前年比プラスに転じ、

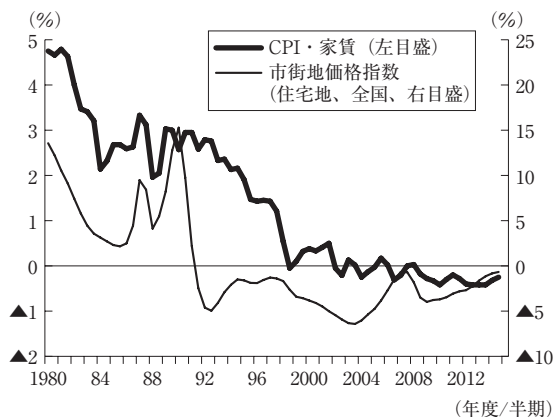
(図表26) 消費者物価の要因分解
 (除く生鮮食品・エネルギー・家賃・公共料金)



(資料) 総務省などを基に日本総合研究所作成
 (注1) 以下の可変パラメータ・モデルをベイズ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。

$$CPI_t = \beta_0 + \beta_1 \cdot GAP_t + \sum_{j=0}^p \beta_{2,j} \cdot EX_{t-j} + \beta_{3,t} \cdot COM_t + \beta_{4,t} \cdot CPI_{t-1} + \varepsilon_t$$
 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：CPI対比でみた国際商品価格（S&P・GSCI商品価格指数をCPIで実質化）、 ε ：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27) CPI家賃と住宅地価



(資料) 総務省「消費者物価指数」、日本不動産研究所「市街地価格指数」

+ 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が大きい。

(2) 海外経済の急減速は機械・素材の下押し圧力を増大する恐れ

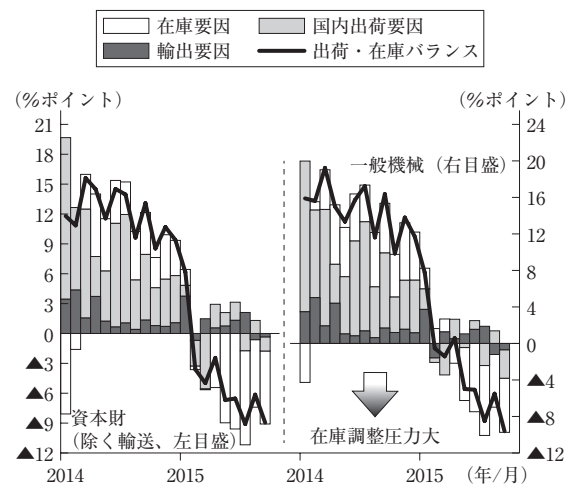
以上のようにわが国景気は、在庫調整の一巡とともに2016年度にかけて底堅い成長が続くとみられ、2017年度も消費税増税によりいったん景気は落ち込むものの、その後再び回復トレンドへの回帰をたどる見通しである。こうした景気見通しにおける最大の下振れリスクとして「中国をはじめとする海外経済の急減速」が指摘できる。

中国の固定資産投資や原油価格下落によるアメリカでのシェール関連投資の減速、さらにスマートフォン需要の拡大ペース鈍化などを受けて、わが国の資本財や一般機械の輸出は減少傾向にある。生産動向とおおむね連動する出荷・在庫バランスをみると、これら財・業種の輸出減少が足許で在庫調整圧力の増大に寄与している(図表28)。

一般機械に占めるウエートが大きい工作機械、建設機械の出荷内訳をそれぞれみると、外需は6~7割と鉱工業全体(2割)と比べて非常に大きく、国・地域別では中国やアジア新興国、およびアメリカ向けのシェアが大きい(図表29)。これらの地域で設備投資が一段と減速する事態となれば、わが国の資本財輸出の更なる減少を通じて、関連財・業種の在庫調整および生産抑制が長引く恐れがある。

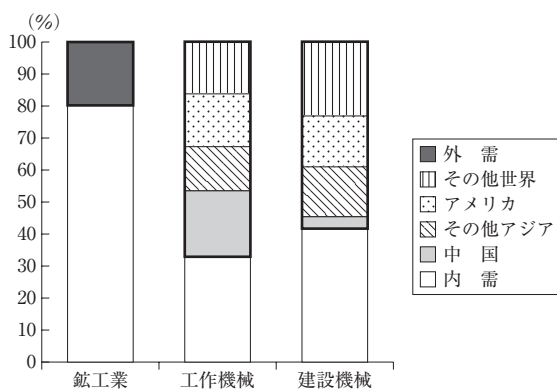
収益面では、企業が海外M&Aを進めるなか、海外投資の収益率低下を通じた収益悪化リスクがあげられる。かつて、わが国とアメリカやイギリスとの間でバラツキがみられた対外直接投資収益率は、

(図表28) 出荷・在庫バランスの要因分解



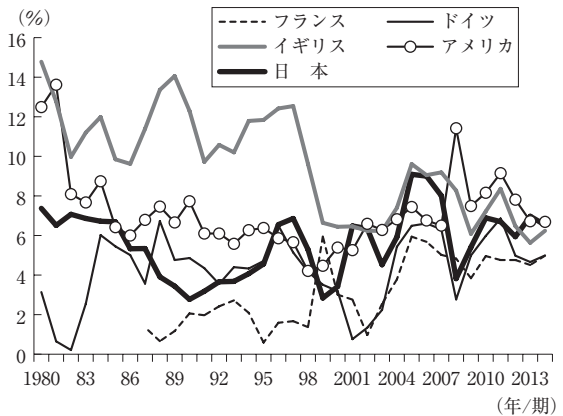
(資料) 経済産業省「鉱工業指数」、「出荷内訳表」を基に日本総合研究所作成
(注) 国内出荷および輸出は出荷内訳表の季調値で前年比を算出。

(図表29) 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合研究所作成

(図表30) 各国の対外直接投資収益率の推移



(資料) IMFなどを基に日本総合研究所作成
(注) 対外直接投資収益率=直接投資収益/対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。

2000年代にかけて取れんした後、現在は日米欧ともに伸び悩んでいる（図表30）。海外経済の急減速を契機に収益率の伸び悩みが一段と強まれば、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事態も考えられる。

7. 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

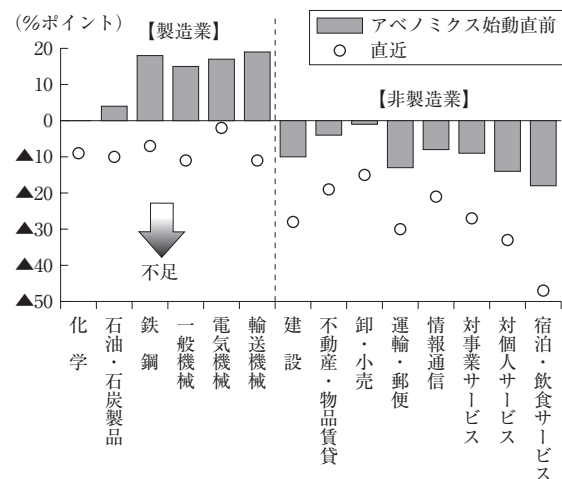
本稿の分析で指摘したように、わが国経済は2013年のアベノミクス始動後、景気の自律拡大メカニズムが作動することで、バブル崩壊以降長期にわたって続いたデフレからの脱却へ動き始めるなど、アベノミクスは一定の効果があったといえよう。もっとも、従前に期待された効果が出なかった面も少なくない。例えば、外需では円安が輸出の数量増加につながらなかった。企業においては製造業で生産拠点の海外シフトの大きな流れは変わらず、国内設備投資に向けた動きも限定的となった。このように、わが国は「外需・製造業」が期待ほど景気のエンジンとならなかった一方、株高に伴う消費拡大やインバウンド需要の増加などにみられるように、「内需・サービス業」が代わって存在感を増すといった、経済構造の変容がみられた。

しかしながら、足許ではその内需に足踏みがみられる。さらに、1990年代後半以降わが国の労働力人口が減少に転じるなか、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ている。日銀短観の雇用人員判断DIをみても、非製造業を中心に人手不足感は強まっており、ボトルネックは依然解消のめどが立っていない（図表31）。このように、景気の回復力が脆弱なもと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（『日本再興戦略』改訂2015）や、家計にも目配りをした所得再分配（アベノミクス新3本の矢）に力点を置いた「アベノミクス第2ステージ」に着手した。

もっとも、企業のキャッシュフローに占める設備投資の比率や労働分配率、消費者マインドの伸び悩みにみられるように、企業や家計は将来に対する不安からマインドが萎縮している状況にある。これでは、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となってしまふ。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、将来への不安を払拭することが不可欠となる。すなわち、アベノミクス第2ステージは、旧3本の矢における第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つてこそ実現できるものといえよう。そこで、以下では本稿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4点に絞って指摘する。

第1に、企業の投資行動の変化から、国内拠点の位置付けとして重視されつつある研究開発に焦点を

（図表31）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9月調査。

当てた政策の遂行である。例えば航空・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である。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が求められる。さらに、こうした「技術」は、開発で終わらずそれを「価値」につなげることが最も重要である。そのための、国際標準の戦略化と知財関連の環境整備も重要となってくる。

第2に、ビッグデータ、AI（人工知能）、IoT（Internet of Things、モノのインターネット）など新たな情報技術の発展とともに、昨今存在感が高まる企業のソフトウェア投資の後押しである。これら技術は、生産性向上を通じた人手不足問題の克服や賃金増加の後押し、さらには新規事業の登場に伴う産業の新陳代謝促進にも資するなど大きく期待される分野である。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が求められる。

第3に、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である。例えば前述のインバウンド需要においては今後も拡大が見込まれる一方、空港や宿泊施設の受け入れ能力強化が課題となっている。安全・騒音に最大限配慮したうえでの飛行経路・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が求められる。

第4に、家計の消費拡大に向けて、所得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ことである。賃金引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・高齢者の支援として、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、制度改革を通じた柔軟な勤務体系の採用などが求められる。また、消費抑制は財政・社会保障の将来に対する不安が作用している面も指摘できる。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是正への取り組みが不可欠である。

副主任研究員 下田 裕介

(2015. 12. 16)