

新・三本の矢の下での景気回復の持続性

— 平成 28 年度政府経済見通し —

調査情報担当室 竹田 智哉

1. はじめに

我が国経済は、平成 26 年 4 月の消費税率引上げ以降、回復力が弱い状況が続いている。そのような中で、安倍内閣は、アベノミクスは一億総活躍社会を目指す第 2 ステージへと移行し、その実現のため従来の「三本の矢」を束ねて一層強化したものと位置付けた「希望を生み出す強い経済」に加え、「夢をつむぐ子育て支援」、「安心につながる社会保障」から成る「新・三本の矢」を打ち出した¹。これを踏まえ、平成 27 年 11 月 26 日に「一億総活躍社会の実現に向けて緊急に実施すべき対策」（以下「緊急対策」という。）が公表され、その実現に向けた諸施策が平成 27 年度補正予算に織り込まれた。

今回公表された平成 28 年度政府経済見通し²では、この緊急対策や 28 年度予算・税制改正などの経済財政運営を前提とし、海外経済・為替・原油価格の動向など現下の内外経済情勢を踏まえて想定したシナリオに基づき、先行きの経済成長率等が見積もられている。

本稿では、今回の経済見通しを概観し、シナリオの中核である内需拡大の鍵となる民間消費及び民間設備投資の回復という二つに焦点を絞って点検する。

2. 概観～緊急対策の下で雇用・所得環境改善が導く景気回復

平成 28 年度政府経済見通しでは、経済成長率等について、前年の 27 年度政府経済見通し³で示した見通しの修正値と、28 年度の見通しが示されている（図表 1）。まず、平成 27 年度は、前半は新興国経済の減速等を背景に輸出が弱含み、民需の回復が遅れたものの、これまでの「三本の矢」の推進を受けた雇用・所得環境の改善や、原油価格の低下等により交易条件が改善する中で、緊急対策などの効果も相まって、実質経済成長率は 1.2%と緩やかな回復へ向かうという見通しになった。

次に、平成 28 年度は、緊急対策や 28 年度予算等により、雇用・所得環境が引き続き改善し経済の好循環が更に進展するとともに、交易条件が緩やかに改善する中で、堅調な民需に支えられた景気回復が実現するとし、27 年度を上回る実質 1.7%成長を見込んでいる。内訳を見ると、民需は民間消費や民間設備投資が中心となっており、成長の大宗（1.8%ポイント程度）を占めている（図表 2）。なお、政府は、平成 27 年度補正予算による実質 GDP 押し上げ効果を 0.6%程度としている⁴。

¹ 「基本方針」（平 27.10.7 閣議決定）

² 「平成 28 年度の経済見通しと経済財政運営の基本的態度」（平 27.12.22 閣議了解）

³ 「平成 27 年度の経済見通しと経済財政運営の基本的態度」（平 27.2.12 閣議決定）。詳細は、鈴木克洋・竹田智哉「アベノミクス 3 年目の経済の行方」『立法と調査』362 号（平 27.3）35～40 頁を参照。

⁴ 内閣府「平成 27 年度補正予算の経済効果について」（平 27.12.22）。内訳は、民間企業設備投資 0.2%程度、

図表 1 平成 28 年度政府経済見通しと民間シンクタンクの経済予測

	26年度 (実績)	対前年度比増減率(%)			
		27年度見通し		28年度見通し	
		27年度政府 経済見通し	28年度政府 経済見通し	28年度政府 経済見通し	民間 シンクタンク
名目GDP	1.5	2.7	2.7	3.1	2.1
実質GDP	▲ 1.0	1.5	1.2	1.7	1.5
民需	(▲ 1.5)	(2.0)	(1.2)	(1.8)	(1.4)
民間最終消費支出	▲ 2.9	2.0	1.0	2.0	1.6
民間住宅投資	▲ 11.7	1.5	2.8	3.8	4.3
民間企業設備投資	0.1	5.3	2.8	4.5	3.5
公需	(▲ 0.1)	(▲ 0.6)	(▲ 0.2)	(0.0)	(0.1)
外需	(0.6)	(0.1)	(0.1)	(▲ 0.1)	(0.0)
輸出	7.8	5.2	2.1	4.8	4.5
(控除)輸入	3.3	3.9	1.4	5.2	5.1
物価					
消費者物価指数	2.9	1.4	0.4	1.2	(注3) 0.9
GDPデフレーター	2.5	1.2	1.5	1.4	0.5

(注1) 民需、公需、外需の括弧書きは、実質経済成長率の寄与度。

(注2) 民間シンクタンクは、41名(機関)の平均値(小数点第2位は四捨五入)。GDPデフレーターは、名実成長率の差として算出。

(注3) 民間シンクタンクの消費者物価指数は、生鮮食品を除く総合指数。

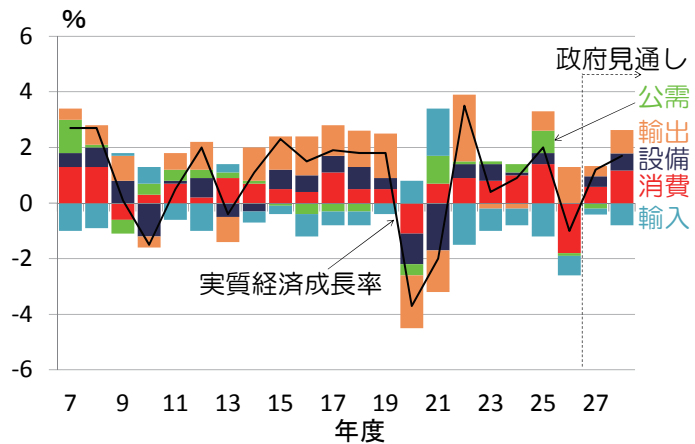
(出所) 政府経済見通し、日本経済研究センター「ESPフォーキャスト調査」(平27.12.7)より作成

また、物価については、好循環の進展による需給の引き締まりにより、物価は引き続きプラスの伸び(消費者物価指数(総合)1.2%、GDPデフレーター1.4%)となり、デフレ脱却がより確実になることを見込んでいる。ただし、物価の見方は、昨年の政府経済見通しに引き続き民間シンクタンクよりも強い見方となっており、結果的に名目経済成長率の見通しには1%ポイント程度の差が生じている。

なお、平成28年度政府経済見通しでは、想定するシナリオのリスク

要因として、米国の金融政策の正常化が進む中で、新興国等の景気下振れ、金融資本・商品市場の動向、地政学的な不確実性等を指摘している。

図表 2 実質経済成長率と寄与度の推移



(注) 平成27・28年度の消費、設備、輸出、輸入の寄与度は筆者試算値。なお、端数処理の誤差や実質GDPの「開差」の影響で、輸出入寄与度の合計は外需(公表値)と一致しない。

(出所) 平成28年度政府経済見通しより作成

公的固定資本形成0.2%程度など。なお、押し上げ効果が発現する時期については明記されていない。

3. 民間消費～体感物価上昇の中で賃金上昇の持続性が鍵

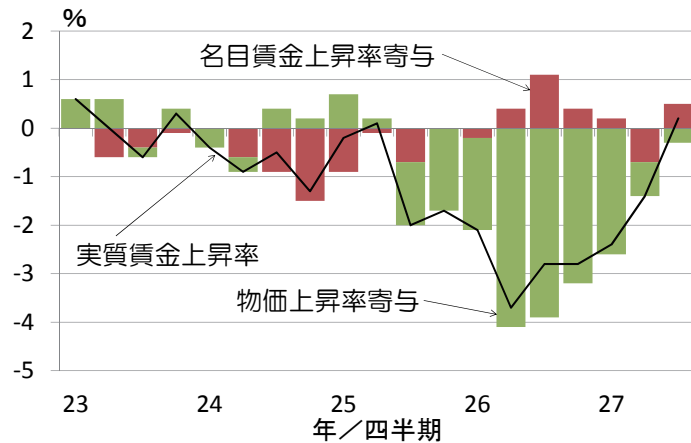
2節のとおり、今回の政府経済見通しでは、緊急対策や平成28年度予算を背景に、雇用・所得環境の改善が続き、民需に支えられた景気回復が続くというシナリオが描かれている。そこで、シナリオのポイントとなる民需のうち、大きな貢献が期待されている民間消費（3節）と民間設備投資（4節）について見る。

まず、民間消費は、平成26年度以降、足取りが弱い状況が続いている。平成26年度は、名目賃金は上昇に転じたものの、消費税率引上げや円安に伴う国内物価上昇により実質賃金が押し下げられ（図表3）、消費税率引上げ前の駆け込み消費の反動もあり、民間消費はマイナスの伸びに陥った（図表2参照）。続く平成27年度も、消費税率引上げの効果のはく落や原油安を背景に物価上昇圧力が縮小し、名目賃金は増勢を保つ中、実質賃金がプラスに転じたものの、民間消費の回復力は弱い。平成28年度政府経済見通しでは27年度の数値が大きく下方修正された（2.0%→1.0%）。

この一因として、家計が購入頻度の高い食品・日用品などで判断したいわば「体感物価」の上昇がある。実際、消費者物価指数における食品及び一部日用品の価格は上昇傾向が続いており、アンケート調査を用いて試算すると、平成25年以降、「体感物価」の上昇度合いが強まっている（図表4）。統計的に見た実質賃金は増勢に転じたものの、家計の「体感」ではその段階には至っていない可能性がある。

このような中で、平成28年度政府経済見通しのシナリオのように、民間消費が景気回復

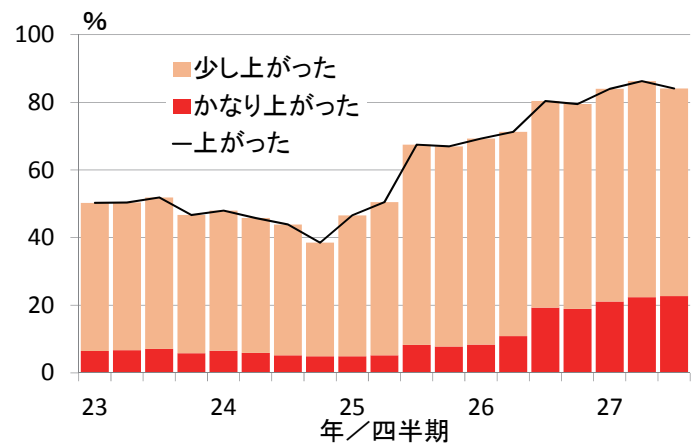
図表3 実質賃金上昇率（前年同期比）の推移



(注) 実質賃金上昇率=名目賃金上昇率-物価上昇率。物価上昇は実質賃金を押し下げるため、棒グラフはマイナス方向に図示される。

(出所) 厚生労働省『毎月勤労統計調査』より作成

図表4 「体感物価」の上昇度合いの推移



(注) 出所資料において、現在の物価を1年前と比べ「上がった」(=「少し上がった」+「かなり上がった」と回答した人の割合を「体感物価の上昇度合い」とした。なお、アンケートを行った時点の調査結果を当該四半期の数値とした。

(出所) 日本銀行『生活意識に関するアンケート調査』より作成

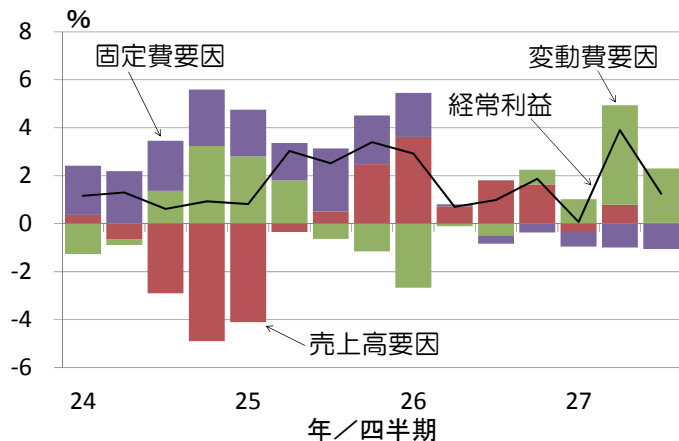
をけん引するためには、家計の雇用・所得環境の改善が常態化することで⁵、家計が名目だけではなく実質賃金についても押上げを「体感」し支出を増やすだけではなく、先行きの所得増加期待を定着化させ消費マインドの改善を促すことが必要である。ただし、近年の雇用・所得環境改善の背景には、急速な円安・原油安に伴う高収益があったことを踏まえると⁶、先行きの企業収益が近年の勢いで改善を続けるとは言い切れず、収益改善が鈍化した場合には、雇用・所得環境改善の足取りが弱まる可能性も否定できないと考えられる。

4. 民間設備投資～構造的要因の制約の中で求められる消費主導の景気回復

次に、二つ目のポイントとして民間設備投資を見る。足下の民間設備投資は、民間消費と同様に、景気のけん引役となるような回復力は見られず、平成 28 年度政府経済見通しでは 27 年度の数値が下方修正された (5.3%→2.8%)。ただし、民間消費とは対照的に、原資となり得る企業収益は伸び続けており (図表 5)、また、かつて我が国企業の重石であった設備過剰感や資金繰りの困難さは既に解消していることから、投資環境は整っている。

このような中で、民間設備投資が増えない理由としては、企業の期待成長率が低位で推移していることが大きいと考えられる⁷。実際、企業は近年では国内ではなく海外直接投資を増やしており、海外現地生産比率を高めているが⁸、その主な理由は現地需要の旺盛さである⁹。このため、円安が続く中でも国内回帰の動きは限定的と見られている。なお、足下では、収益増が売上増と比例しておらず、原油安などを背景とした変動費の減少が主な理由となっていることから

図表 5 経常利益増減率 (前年同期比) の要因分解



(注 1) 固定費=人件費+支払利息等+減価償却費。変動費は「経常利益=売上高-固定費-変動費」式より逆算。固定費・変動費の増加は経常利益を押し下げるため、棒グラフはマイナス方向に図示される。

(注 2) 経常利益の前年同期比 (%) を、内閣府『平成 24 年度年次経済財政報告』付注 1-3 の手法で 3 要因に分解した。

(出所) 財務省『法人企業統計調査』より作成

⁵ 「未来投資に向けた官民対話 (第 3 回)」(平 27. 11. 26) において、経団連の榊原会長は、「収益が拡大した企業に対して今年を上回る賃金引上げを期待して、前向きな検討を呼びかけ」としている。

⁶ 平成 28 年度の為替レート及び原油価格については、今回の政府経済見通し (両指標ともに予測値ではなく見通し作業の想定と位置付け) では、為替レートはほぼ 27 年度と同程度、原油安は若干ながら進むと想定している。民間シンクタンクの見通しでは、為替レートは政府経済見通しと同様である一方、原油価格は平成 27 年度と大きな変化はないとしている (日本経済研究センター「ESP フォーキャスト調査」(平 27. 12. 7))。

⁷ 企業の今後 5 年間についての実質成長率見通しは、平成 21 年度以降、1. 2~1. 5%程度の範囲内で推移している (内閣府『平成 26 年度企業行動に関するアンケート調査結果』(平 27. 3. 3))。

⁸ 企業の海外現地生産比率は、近年緩やかながら上昇が続いており、先行き見通しにおいても伸びの高まりが見込まれている (内閣府『平成 26 年度企業行動に関するアンケート調査結果』(平 27. 3. 3))。

⁹ 企業が海外に生産拠点を置く理由として、今後の拡大見込みを含めた現地需要の旺盛さは最大の理由となっている (内閣府『平成 26 年度企業行動に関するアンケート調査結果』(平 27. 3. 3))。

(図表5)、企業は業績改善を実感しづらいという点も指摘されている¹⁰。

以上の点からは、平成28年度政府経済見通しのシナリオのように、民間設備投資が回復していくためには、民間消費などが主導する足取りの強い景気回復が実現することで、企業の期待成長率の押し上げや売上増を伴う収益改善につながる必要がある。ただし、期待成長率については人口減少など構造的要因が重石になると見られており、企業の投資行動を一変するような成長の実現は容易ではないと考えられる。そのような中で、政府は企業との対話において、賃金に加えて投資の増加を促しているが、企業はそのためには投資環境の整備に資する財政措置が必要としている¹¹。

5. まとめ

今回の政府経済見通しは、「新・三本の矢」の先導役として打ち出された緊急対策などの下で、雇用・所得環境の改善に伴う民需主導の景気回復とデフレ脱却が確実になることを見込んでいる(2節)。民需のうち民間消費については、足下で回復の勢いが鈍い理由の一つは、実質賃金が落ち込みから上昇へ転じたことを家計が「体感」していないことと考えられ、家計の雇用・所得環境の改善が常態化することで、実質賃金の「体感」化及び消費マインドの改善が期待される。ただし、近年の雇用・所得環境改善は急速な円安・原油安に伴う高収益があったことを踏まえると、企業収益の増勢が鈍化し雇用・所得環境改善の足取りも弱まる可能性がある(3節)。次に、民間設備投資については、期待成長率が低いことや、売上増を伴わない収益改善が実感に乏しいことなどを理由として足取りは弱い。これらの解消のためには、民間消費など民需による景気回復の十分な進展が求められるが、人口減少の中で期待成長率を本格的に押し上げ、企業の設備投資行動を変えるような成長の実現は容易ではないだろう(4節)。

政府経済見通しは、民間シンクタンク等の見通しとは異なり、現時点で予定されている経済財政政策の効果が期待通りに発現することが前提となっており、今回の政府経済見通しにおいても、緊急対策など財政措置による企業への賃金増・投資増といった働きかけの奏功が織り込まれている。財政措置の他にも、政府は企業団体との対話を通じた働きかけ(脚注5・11参照)を行っているが、こうした政策効果の発現度合いは飽くまで経済活動の主役である民間部門の行動に依存するものである。この点を踏まえるならば、政府にはそうした政策効果を点検した上で、デフレ脱却に加え、人口減少社会への対応やそれを前提とした経済成長など中長期的な政策課題を念頭に、適切な政策運営を積み重ねていくことが求められよう。

(たけだ ともなり)

¹⁰ 変動費が減少する理由としては、原材料価格の低下だけではなく販売価格の上昇も要因になり得るが、物価動向から見て企業は十分に販売価格を引き上げておらず、原材料価格低下の効果の方が大きいと指摘されている(三菱UFJリサーチ&コンサルティング『調査レポート 日本経済ウォッチ』(平27.12))。

¹¹ 「未来投資に向けた官民対話(第3回)」(平27.11.26)において、経団連の榊原会長は、政府による法人税減税など設備投資に関する環境整備の後押しと企業自身の積極的な取組を合わせることで、平成30年度にはリーマンショック前を上回る設備投資の実現が可能と見通している。