

2013年9月19日 全16頁

# 消費税増税後の日本経済をどう見るか？

日本経済は引き続き拡大。4つのリスク要因に要注意

経済調査部 チーフエコノミスト 熊谷 亮丸

## [要約]

- **経済見通しを改訂**：2013年4-6月期GDP二次速報を受け、経済見通しを改訂した。改訂後の実質GDP予想は2013年度が前年度比+3.0%（前回：同+3.0%）、2014年度が同+1.2%（同：同+1.2%）である。当社は、経済見通しの前提条件として、3兆円規模（真水ベース）の2013年度補正予算編成を想定している（→詳細は、熊谷亮丸他「第178回 日本経済予測（改訂版）」（2013年9月9日）参照）。
- **メインシナリオ：日本経済は引き続き拡大**：日本経済は2012年11月を底に回復局面に入ったが、今後も着実な景気拡大が続くとみられる。安倍政権の経済政策（いわゆる「アベノミクス」）は日本経済再生の起爆剤となり得る適切な経済政策であり、とりわけ金融政策は着実に成果を上げている。今後の日本経済は、①米国経済の拡大、②復興需要の継続と大型補正予算の編成、③日銀の大胆な金融緩和を受けた円安・株高の進行、などに支えられて景気拡大が継続する見通しである。今回の景気回復局面は、株高に伴う消費者マインドの回復などを背景に、個人部門が好調であった点が特徴的だ。他方で、所得環境、輸出、設備投資の改善は相対的に遅れ気味だとみられてきたが、これらの分野も過去の日米両国の景気回復局面と比べて大きく見劣りするものではない。なお、当社は、①長期金利が上昇すると「アベノミクス」は全体としてマイナスの効果をもたらす、②インフレが進行する中、雇用者所得が増加せず、「アベノミクス」で国民の生活は苦しくなる、という「アベノミクス」に対する2つの批判は根拠が薄いと考えている。今後の課題として、安倍政権は、①社会保障制度の抜本的な改革などを通じて財政規律を維持すること、②規制緩和、法人実効税率の引き下げを断行し本格的な成長戦略を強化すること、などに積極的に取り組むべきであろう。
- **4つのリスク要因**：今後の日本経済のリスク要因としては、①新興国市場の動揺、②中国の「シャドーバンキング」問題、③「欧州ソブリン危機」の再燃、④地政学的リスクを背景とする原油価格の高騰、の4点に留意が必要である。

## 1. メインシナリオ：日本経済は着実な回復軌道へ

### 「アベノミクス」は国際標準に合致した適切な経済政策

安倍政権の経済政策（いわゆる「アベノミクス」）の効果もあり、日本経済は回復軌道をたどっている。日本経済は2012年11月を底に回復局面に入ったが、今後も着実な景気拡大が続くとみられる。今後の日本経済は、①米国経済の拡大、②復興需要の継続と大型補正予算の編成、③日銀の大胆な金融緩和を受けた円安・株高の進行、などに支えられて景気拡大が継続する見通しだ。

「アベノミクス」は国際標準に合致した適切な経済政策である。

「アベノミクス」は、①大胆な金融政策、②機動的な財政政策、③民間投資を喚起する成長戦略、という「三本の矢」から構成される。当社は、安倍政権発足当初から、「アベノミクス」は日本経済復活の起爆剤となり得る経済政策であり、その基本的な方向性は極めて適切であると主張してきた。

### 特に「大胆な金融政策」の滑り出しは好調

「三本の矢」の中で、特に滑り出しが好調なのは、第一の矢である「大胆な金融政策」だ。

昨年の11月半ばに、衆議院の解散が事実上決まってから、わが国の株式時価総額は160兆円程度増加している。驚くべきことに、1年間の国家予算（当初予算ベースで90兆円程度）を大幅に上回る富が、政権交代に伴い創出されたのである。この間、ドル円相場は18円程度、円安になっている。大和総研短期マクロモデルを用いた試算によれば、10円の円安・ドル高は、わが国の実質GDP（国内総生産）を0.3%～0.5%（1.5兆～2.5兆円）程度増加させる。従って、単純計算では、政権交代に伴う円安は、わが国の実質GDPを3兆～5兆円程度押し上げる効果を持つのだ。

今後の課題として、安倍政権は、①社会保障制度の抜本的な改革などを通じて財政規律を維持すること、②規制緩和、法人実効税率の引き下げを断行し本格的な成長戦略を強化すること、などに積極的に取り組むべきであるが、現時点での「アベノミクス」の「中間評価」は極めて高いものであるといえよう。

#### ①大胆な金融政策：◎

#### ②機動的な財政政策：△

##### 【課題】

##### ・財政規律の維持

- 「国土強靱化」：「国民の生命・財産保護」の美名の下に、公共投資が肥大化？

- 「財政赤字拡大→国債暴落（長期金利上昇）→円安・株安」のリスク（＝「トリプル安」）

#### ③民間投資を喚起する成長戦略：△

##### 【課題】

##### ・中長期的な経済体質の改善・構造改革

- 規制緩和、法人税の実効税率引き下げ等への取り組みが必要

## 企業部門に好転の兆し

「アベノミクス」の効果もあり、日本経済は回復軌道をたどっている。

【図表1】で足下の経済指標を見ると、企業部門には好転の兆しが見受けられる。以下では、3つのデータを紹介したい。

第一に、縦軸に出荷、横軸に在庫の伸びをとり「在庫循環図」を描くと、現状、45度線近辺で推移しており、在庫調整局面が終焉を迎えつつある可能性が示唆される。

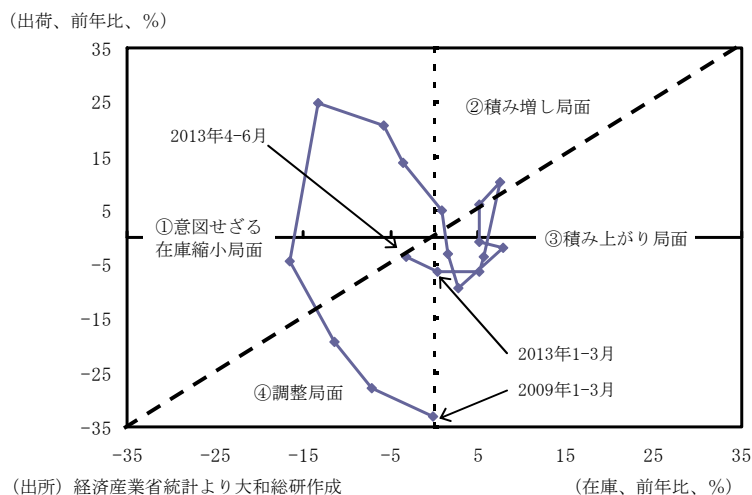
第二に、わが国の「輸出数量指数」との連動性が高い、日銀短観における「海外での製商品需給判断DI（大企業・製造業）」も着実に改善している。

第三に、設備投資に対して1年程度の先行性を有する、日銀短観における「設備投資計画修正率」も改善傾向にある。

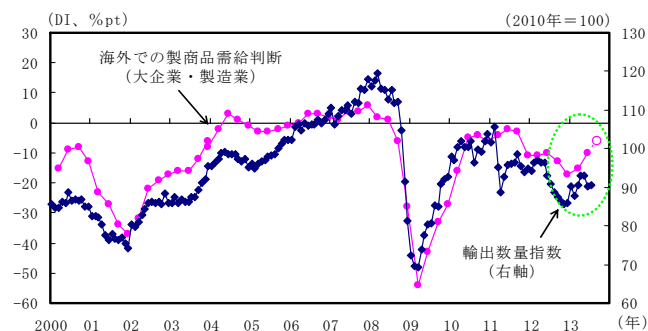
これらのデータは、いずれもわが国の企業部門を取り巻く環境が着実に好転していることを示すものであるといえよう。

図表1：企業部門の動向

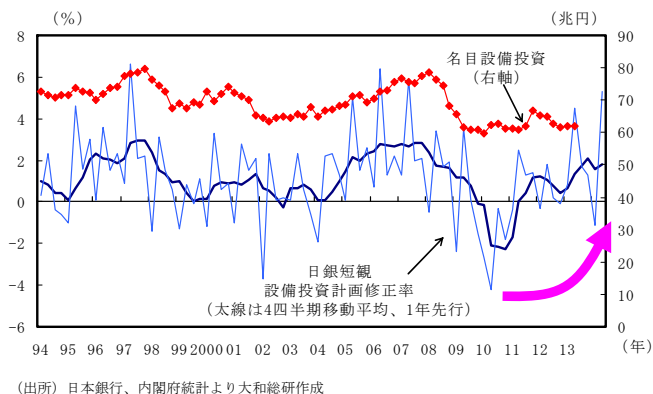
### 【在庫循環図】



### 【海外需給と輸出数量】



### 【日銀短観設備投資計画修正率と設備投資】



## 所得環境の改善が個人消費を支える見込み

さらに、個人部門にも明るい兆しが生じている。

**図表 2** は、勤労者世帯の可処分所得の推移を示したものである。製造業を中心に残業代が増加していることや、企業業績の改善を受けて 2013 年度の夏季賞与が増加したことなどにより、2013 年初以降可処分所得は改善傾向にある。

## 消費者の節約志向が緩和し、購入単価も上昇

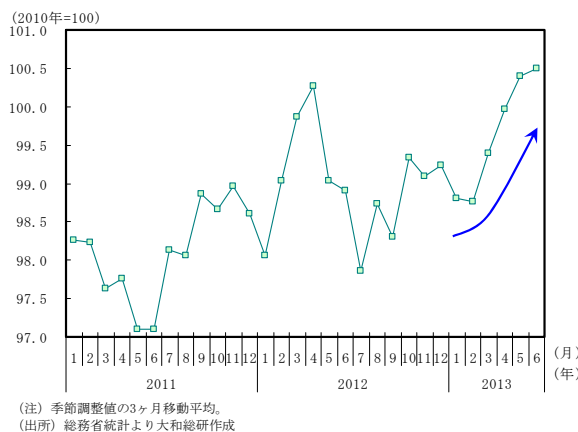
**図表 3** は、消費者の購入単価上昇率が、消費者物価上昇率を上回っている財の割合を示したものである<sup>1</sup>。

この図表からは、景気後退局面では低価格品へのシフトが進み、景気回復局面では高級品へのシフトが進む傾向があることが読み取れる。足下の動向を見ても、①2012 年 4 月から 2012 年 11 月までのいわゆるミニ景気後退期に低価格品へのシフトが進んでいたこと、②2013 年初頭以降、徐々に高級品へのシフトが起きていること、が指摘できる。家計の節約志向が緩和し、外食や高額品の消費が増加していることと整合的であると言えよう。

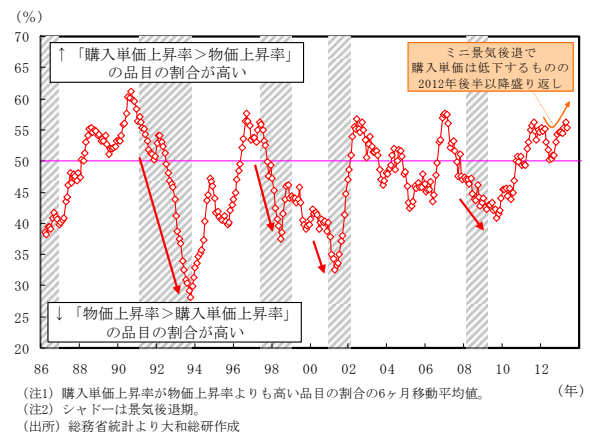
## 消費主導の景気回復サイクルへ？

すなわち、所得環境の改善に加えて、家計の節約志向が緩和していることが、足下の消費の力強さを支えているのだ。このまま所得の増加と節約志向の緩和が続けば、家計部門が景気拡大の原動力となる展開が期待される。

図表 2：家計の可処分所得の推移



図表 3：購入単価上昇率と物価上昇率の比較



<sup>1</sup>消費者物価は特定店舗で特定の品目の価格を調査したものであるため、品質を一定としたときの価格の変化を表す。一方、購入単価は支出金額を購入数量で除したものであるため、価格変動だけでなく、購入先や購入銘柄の変化を反映したものとなる。すなわち、購入単価の上昇率が物価の上昇率を上回っていれば、家計の節約志向が緩和し、高級品へのシフトが進んでいる（≒品質が向上している）と解釈できる。

## CPI が安定的に 2%上昇するためには期待インフレ率の上昇が必要

最終的に、日銀は「物価上昇率 2%」という目標を達成できるのでしょうか？

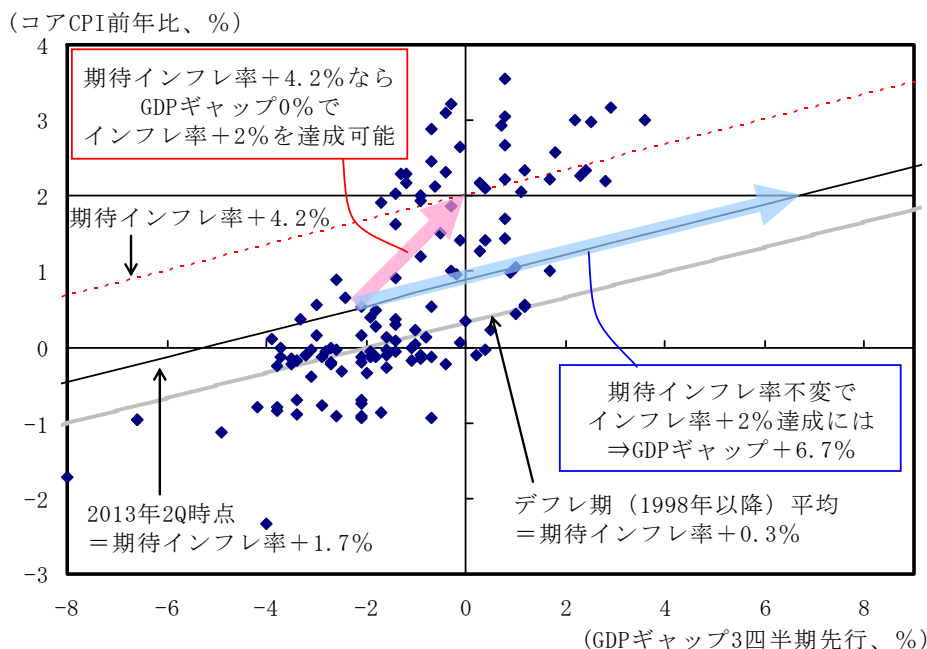
**図表 4** は期待インフレ率を考慮したフィリップス曲線を描いたものである。横軸に GDP ギャップを、縦軸にはコア CPI の前年比変化率をとっている。標準的なフィリップス曲線はこの二変数間の近似線となるが、期待インフレ率を考慮すると、期待インフレ率の変化はフィリップス曲線のレベルシフト（切片の変化）として表現される。すなわち、期待インフレ率が上昇（低下）すると、フィリップス曲線が上方（下方）にシフトすることとなる。

フィリップス曲線を見ると、足下（2013年4-6月期）で観測されている期待インフレ率（+1.7%）が不変であった場合、日銀が目標とする CPI 上昇率 2%を達成するためには、GDP ギャップが+6.7%となる必要がある。現状、GDP ギャップは▲1.9%程度であるため、物価目標を達成するためには GDP を 9%程度増加させる必要があり、早期の達成は非常に困難だ。

これに対して、期待インフレ率が上昇するケースを想定すると、仮に期待インフレ率が+4.2%まで上昇した場合、CPI 上昇率 2%の達成に必要な GDP ギャップは 0%まで縮小する。

以上の定量分析から、現実問題として、安定的に 2%の物価上昇を達成するためには、GDP ギャップを縮小させるのみならず、期待インフレ率を上昇させることが必要であるといえよう。

**図表 4：期待インフレ率を考慮したフィリップス曲線**



(注) 推計式は以下の通り。

$CPI = 0.15 + 0.44 * INFEX + 0.17 * GDPGAP(-3)$ 、カッコ内の数字はラグ次数。

修正済決定係数=0.84、推計期間：1980年10-12月期～2013年1-3月期

CPI：生鮮食品を除く消費者物価前年比（消費税調整済）、INFEX：期待インフレ率、GDPGAP：GDPギャップ

2004年1-3月期までの期待インフレ率はカールソン＝パーキン法により計測。

2004年4-6月期以降は消費動向調査（内閣府）の期待物価上昇率の加重平均値を段差修正した上で接続した。

(出所) 内閣府、総務省統計より大和総研作成

## 2. 今回の景気回復局面の特徴

### 2012年11月以降の景気回復局面の特徴

日本経済は2012年4月をピークに景気後退局面に入ったものの、2012年11月をボトムに景気は底入れしたとみられる。今回の景気回復局面は過去の日米両国の景気回復局面と、どのような共通点・相違点を有するのであろうか。3つの切り口から検証してみよう。

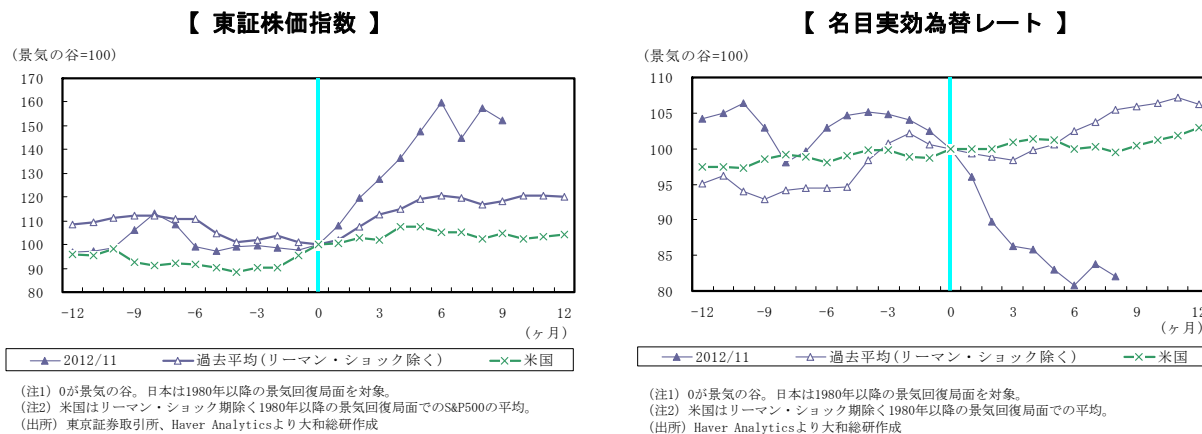
#### ①市場動向

最初に、**図表5**を用いて、市場動向について考察したい。2012年11月以降、「アベノミクス」に対する市場の期待感を背景に株価が急騰した。過去の米国における景気回復局面と比較しても、今回の景気回復局面は株価上昇ペースが極めて速い点が特徴的だ。詳細は後述するが、こうした株価の急騰は消費者マインドを押し上げることを通じて、個人部門の改善に寄与した。

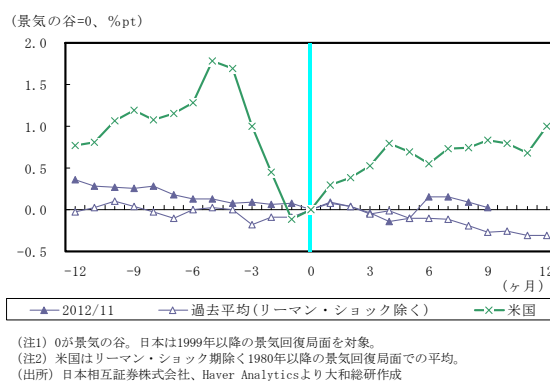
為替レートについても株価と同様、特徴的な動きを示している。安倍首相が主張した「大胆な金融緩和」への期待感などから、為替レートは大きく減価している。円安の進行は、堅調な内需と相まって、企業収益を大きく改善させる一因となった。

他方で、長期金利については、量的・質的金融緩和の導入以降、乱高下が続いたが、徐々に安定を取り戻している。現時点での金利上昇ペースは、わが国の過去の景気回復局面よりは僅かながら速いものの、米国の景気回復期と比べればかなりマイルドなペースに留まっている。

図表5：景気回復局面における市場動向



#### 【 長期金利 】



## ②個人部門の動向

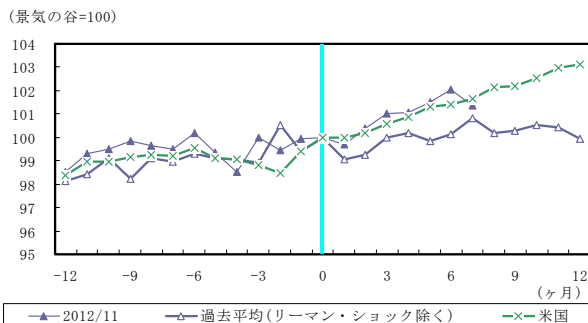
ここまで指摘してきた市場環境の好転は、消費者マインドを高めることを通じて、個人部門の改善に寄与した(図表6)。景気ウォッチャー調査の家計動向DIや消費者態度指数を見ると、それぞれ2012年末から急上昇しており、株式相場の好転が消費者マインド改善を助長している可能性が示唆される。消費者マインドの改善を受けて、消費総合指数は過去の景気回復局面と比較し、強めの動きを示している。多くのケースで個人消費主導で景気が回復に向かう米国と似た動きとなっており、個人消費が今回の景気回復を主導したことが確認できる。また、新設住宅着工戸数の動きを見ても、消費税増税を控えた駆け込み需要の影響もあり、過去のわが国の景気回復局面よりは強めの動きとなっている。

所得環境についても、巷間指摘されるほど悪いわけではない。

就業者数は足下では横ばい圏で推移しているものの、景気の谷を迎えても減少傾向が続いた、過去のわが国の景気回復局面よりは強めである。一方、実質賃金指数に関しては、過去のわが国の景気回復局面と同程度の動きとなっており、他の指標と比べた相対的な出遅れ感は否めない。ただし、GDPベースの実質雇用者報酬は前期比+0.5%と2四半期連続で増加するなど、足下の所得環境は着実に改善に向かっている。

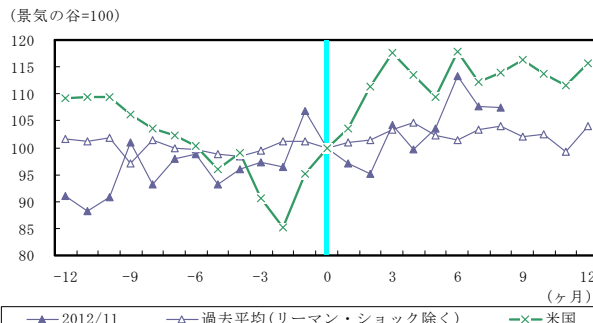
図表6：景気回復局面における個人部門の動向

### 【消費総合指数】



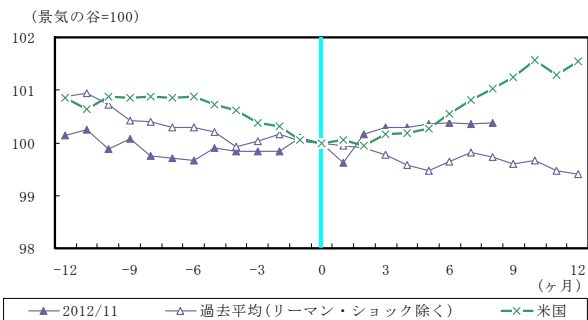
(注1) 季節調整値。  
 (注2) 0が景気の谷。日本は1999年以降の景気回復局面を対象。  
 (注3) 米国はリーマン・ショック期除く1980年以降の景気回復局面での平均。  
 (出所) 内閣府、Haver Analyticsより大和総研作成

### 【新設住宅着工戸数】



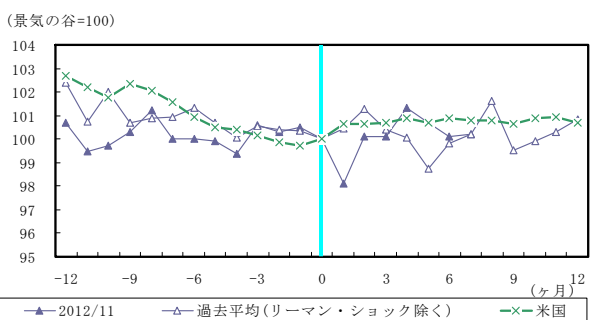
(注1) 季節調整値。  
 (注2) 0が景気の谷。日本は1980年以降の景気回復局面を対象。  
 (注3) 米国はリーマン・ショック期除く1980年以降の景気回復局面での平均。  
 (出所) 国土交通省、Haver Analyticsより大和総研作成

### 【就業者数】



(注1) 季節調整値。  
 (注2) 0が景気の谷。日本は1980年以降の景気回復局面を対象。  
 (注3) 米国はリーマン・ショック期除く1980年以降の景気回復局面での平均。  
 (出所) 総務省、Haver Analyticsより大和総研作成

### 【実質賃金指数】



(注1) 季節調整値。  
 (注2) 0が景気の谷。日本は1990年以降の景気回復局面を対象。  
 (注3) 米国はリーマン・ショック期除く1980年以降の景気回復局面での平均。  
 (出所) 厚生労働省、Haver Analyticsより大和総研作成

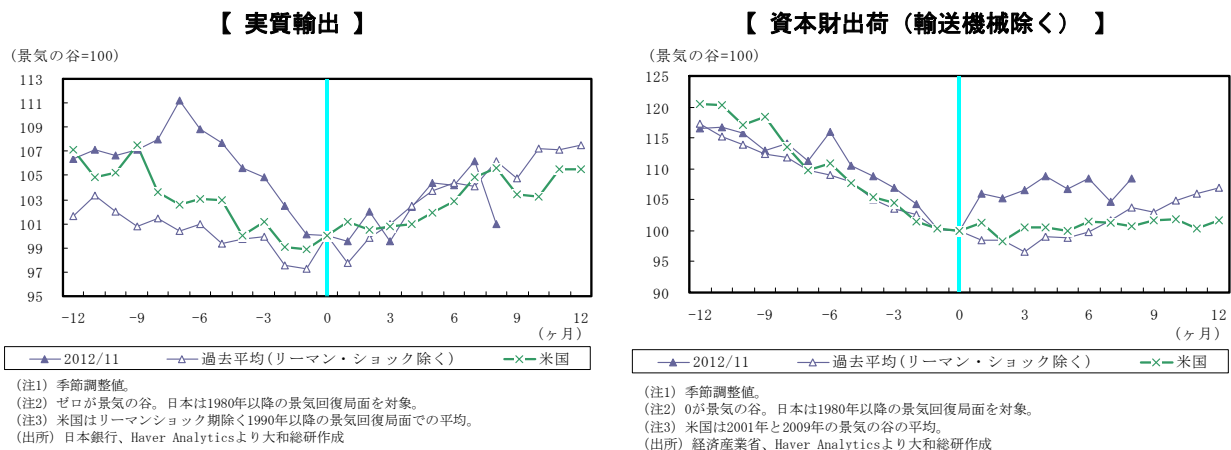
### ③企業部門の動向

最後に、企業部門の動向を検証しよう(図表7)。

実質輸出を見ると、過去の日米両国の景気回復局面と似たようなパスをたどっている。GDPベースで見ても、4-6月期の実質輸出は前期比+3.0%と2四半期連続で増加している。今後に関しても、昨年末から進行した円安の効果がラグを伴って顕在化するとみられることに加え、米国経済が堅調に推移していること、欧州経済が底入れの兆しを見せていること、などが好材料となり、輸出は増加が続く見込みである。

設備投資に関しても、過去の日米両国の景気回復局面と比べて、決して見劣りする内容ではない点を強調しておきたい。GDP統計では、4-6月期の実質民間企業設備は前期比+1.3%と6四半期ぶりのプラスとなっており、先行きについても明るい見通しを立てている。過去の景気回復局面での資本財出荷の動きを見ると、景気の谷を迎えて数か月後に持ち直しの動きが見られた。しかし、今回は景気の谷を迎えると同時に、資本財出荷は持ち直しの動きを見せている。さらに、日本政策投資銀行の「2012・2013・2014年度 設備投資計画調査」によると、2013年度の設備投資は製造業・非製造業とも前年比2ケタの増加が見込まれており、企業収益の改善が企業の設備投資意欲を高めている様子が見て取れる。

図表7：景気回復局面における企業部門の動向



### まとめ

ここまでの検討結果をまとめると、以下の通りである。

今回の景気回復局面を過去の日米両国の景気回復局面と比較すると、今回の景気回復局面は、株高に伴う消費者マインドの回復などを背景に、個人部門が好調であった点が特徴的だ。他方で、所得環境、輸出、設備投資の改善は相対的に遅れ気味だとみられてきたが、これらの分野も過去の日米両国の景気回復局面と比べて大きく見劣りするものではない。



### 3. 「アベノミクス」に対する2つの批判は根拠が薄い

#### 「アベノミクス」に対する2つの批判

本章の最後に、「アベノミクス」は国際標準に合致した適切な経済政策である点を、再度強調しておきたい。

通常「アベノミクス」に対しては、以下の2つの批判が投げ掛けられることが多い。

第一の批判は、「長期金利が上昇すると『アベノミクス』は全体としてマイナスの効果をもたらす」というものだ。第二の批判は「インフレが進行する中、雇用者所得が増加せず、『アベノミクス』で国民の生活は苦しくなる」という内容である。

しかしながら、当社は、「アベノミクス」に対するこれらの批判は根拠が薄いと考えている。以下では、当社がそう考える理由を説明していきたい。

図表8：アベノミクスに対する2つの批判

#### 【批判1】長期金利上昇が景気に悪影響を及ぼす？

- ①現状は、財政赤字拡大に起因する「悪い金利上昇」ではなく、株価上昇・景気回復期待に伴う「良い金利上昇」が起きている
- ②期待インフレ率を差し引いた実質金利はマイナス
- ③円安・株高の好影響は、長期金利上昇の悪影響より遥かに大きい

#### 【批判2】インフレが進行する中、雇用者所得が増加しない？

- ①「売上増→賃金増→物価上昇」のサイクル
- ②わが国の労働分配率は低下していない
- ③円安に伴う「Jカーブ効果」

### 3.1 批判①：長期金利上昇が景気に悪影響を及ぼす？

「アベノミクス」に対する第一の批判は、「長期金利が上昇すると『アベノミクス』は全体としてマイナスの効果をもたらす」というものである。

この批判に対しては、以下の3つの反論が可能である。

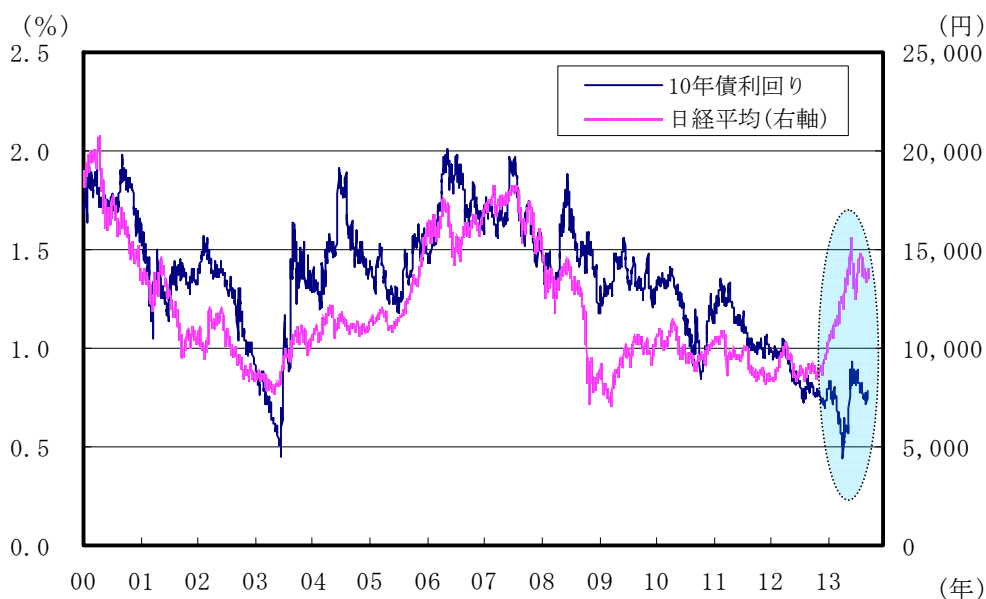
#### 反論①：現状起きているのは「悪い金利上昇」ではなく「良い金利上昇」

第一の反論は、現状は、財政赤字拡大に起因する「悪い金利上昇」ではなく、株価上昇・景気回復期待に伴う「良い金利」上昇が起きている、ということである。

**図表9**に示した通り、多くの市場関係者が共有する経験則として、日経平均株価と10年債利回りの間には緩やかな相関がある。極めて単純化して言えば「10年債利回りの数値(%)を1万倍すると、日経平均の値(円)になる」という経験則だ。例えば、現状の1万4,000円レベルの株価と整合的な10年債利回りの水準は1.4%程度と試算されるのである。

さらに、当社は、わが国の長期金利は将来的には大きく上昇するリスクがあるものの、日銀が積極的な国債購入スタンスを継続することから、当面長期金利の上昇余地は限定的と予想している。

図表9：長期金利と日経平均の推移



#### 反論②：期待インフレ率を差し引いた実質金利はマイナス

第二の反論として、期待インフレ率を差し引いた実質金利はマイナスである点が重要だ。そもそも景気に影響を与えるのは、名目金利から期待インフレ率を差し引いた「実質金利」である。現状、名目金利(10年債利回り)は0.8%程度であるが、期待インフレ率は1.7%程度なので、「実質金利」は1%近いマイナスの水準で、極めて景気刺激的な金融環境だと言える。

### 反論③：円安・株高の好影響は、長期金利上昇の悪影響より遥かに大きい

第三の反論として、円安・株高の好影響は、長期金利上昇の悪影響より遥かに大きいものである可能性が高い点を指摘しておきたい。

定量的に見て、今後長期金利が大きく上昇し日本経済に悪影響が生じた場合、円安・株高が日本経済に与える好影響は、どの程度相殺されるのであろうか？

**図表 10** は、円相場、株価、長期金利の変動が、日本経済に与える影響を 1 年間の平均値で見たものである。この試算結果からは、10%の円安と TOPIX で見て 200pt の株高の効果は、長期金利が 2%上昇することでほぼ打ち消されることが確認できる。

すなわち、少なくとも向こう 1 年間程度のフロー経済への影響を見る限りにおいて、長期金利の上昇に伴う悪影響は、円安・株高の好影響を下回る可能性が高いとみてよからう。現状レベルの円安・株高が継続した場合（図表中では概ね「20%円安+TOPIX400pt 高」に相当）、長期金利が 4%程度上昇しない限り、日本経済にはプラスの効果が残る計算となるからである。

#### ただし、長期金利上昇に伴う中長期的な悪影響には要注意

なお、上記の試算はショックが生じてから 1 年間に起きる影響の平均値を示したものにすぎない。中長期的には、長期金利上昇に伴う設備投資の減少が国内生産拠点の縮小につながり、いわゆる「空洞化」の流れがさらに加速することが懸念される。また、「欧州ソブリン危機」の際には、債券相場暴落の結果、非連続的な形で金融市場や実体経済への悪影響が生じたことは記憶に新しいところである。

結論として、長期金利の上昇が日本経済に与える悪影響は当面限定的とみられるが、中長期的に見ると、当社の短期マクロモデルを用いた試算結果よりも大きな悪影響が生じることを警戒すべきであるといえよう。

**図表 10：円安・株高の効果と長期金利上昇の影響**

GDP	ベースシナリオ	長期金利 1%上昇	長期金利 2%上昇	長期金利 3%上昇	長期金利 4%上昇
ベースシナリオ	0.00	-0.21	-0.42	-0.63	-0.84
10%円安+TOPIX200pt高	0.38	0.17	-0.04	-0.25	-0.46
20%円安+TOPIX400pt高	0.76	0.55	0.34	0.13	-0.08
30%円安+TOPIX600pt高	1.15	0.94	0.73	0.51	0.30

設備投資	ベースシナリオ	長期金利 1%上昇	長期金利 2%上昇	長期金利 3%上昇	長期金利 4%上昇
ベースシナリオ	0.00	-1.39	-2.79	-4.18	-5.57
10%円安+TOPIX200pt高	1.13	-0.26	-1.65	-3.04	-4.44
20%円安+TOPIX400pt高	2.27	0.87	-0.52	-1.91	-3.30
30%円安+TOPIX600pt高	3.40	2.01	0.61	-0.78	-2.17

個人消費	ベースシナリオ	長期金利 1%上昇	長期金利 2%上昇	長期金利 3%上昇	長期金利 4%上昇
ベースシナリオ	0.00	-0.04	-0.09	-0.13	-0.18
10%円安+TOPIX200pt高	0.20	0.16	0.12	0.07	0.03
20%円安+TOPIX400pt高	0.41	0.36	0.32	0.28	0.23
30%円安+TOPIX600pt高	0.61	0.57	0.52	0.48	0.44

CPI前年比	ベースシナリオ	長期金利 1%上昇	長期金利 2%上昇	長期金利 3%上昇	長期金利 4%上昇
ベースシナリオ	0.00	-0.00	-0.00	-0.01	-0.01
10%円安+TOPIX200pt高	0.21	0.21	0.21	0.21	0.20
20%円安+TOPIX400pt高	0.43	0.43	0.42	0.42	0.42
30%円安+TOPIX600pt高	0.64	0.64	0.64	0.64	0.63

名目雇用者報酬	ベースシナリオ	長期金利 1%上昇	長期金利 2%上昇	長期金利 3%上昇	長期金利 4%上昇
ベースシナリオ	0.00	-0.08	-0.16	-0.25	-0.33
10%円安+TOPIX200pt高	0.36	0.28	0.20	0.12	0.03
20%円安+TOPIX400pt高	0.72	0.64	0.56	0.48	0.40
30%円安+TOPIX600pt高	1.09	1.00	0.92	0.84	0.76

企業収益	ベースシナリオ	長期金利 1%上昇	長期金利 2%上昇	長期金利 3%上昇	長期金利 4%上昇
ベースシナリオ	0.00	-2.05	-4.10	-6.14	-8.19
10%円安+TOPIX200pt高	6.45	4.41	2.36	0.31	-1.74
20%円安+TOPIX400pt高	12.91	10.86	8.81	6.76	4.71
30%円安+TOPIX600pt高	19.36	17.31	15.26	13.22	11.17

(注) 数値はベースシナリオからの乖離幅(%)。

(出所) 大和総研作成

### 3.2 批判②：インフレが進行する中、雇用者所得が増加しない？

「アベノミクス」に対する第二の批判は、「インフレが進行する中、雇用者所得が増加せず、『アベノミクス』で国民の生活は苦しくなる」というものである。

この批判に対しても、以下の3つの反論が可能である。

#### 反論①：「売上高増加→賃金増加→物価上昇」というサイクルの存在

第一の反論として、**図表 11** に示した通り、過去の歴史を検証すると、わが国では「売上高増加→賃金増加→物価上昇」というサイクルが存在する。すなわち、わが国では売上高が増加した半年～1年後に賃金が増加し、その約半年後に消費者物価が上昇する傾向があるのだ。

こうした動きを念頭に置くと、日銀の大胆な金融緩和や政府による「プロビジネス（企業寄り）」の政策などを通じて、売上高を増加させることこそが、デフレ脱却の「一丁目一番地」だという「アベノミクス」の基本的な考え方は極めて的を射たものであると考えられる。

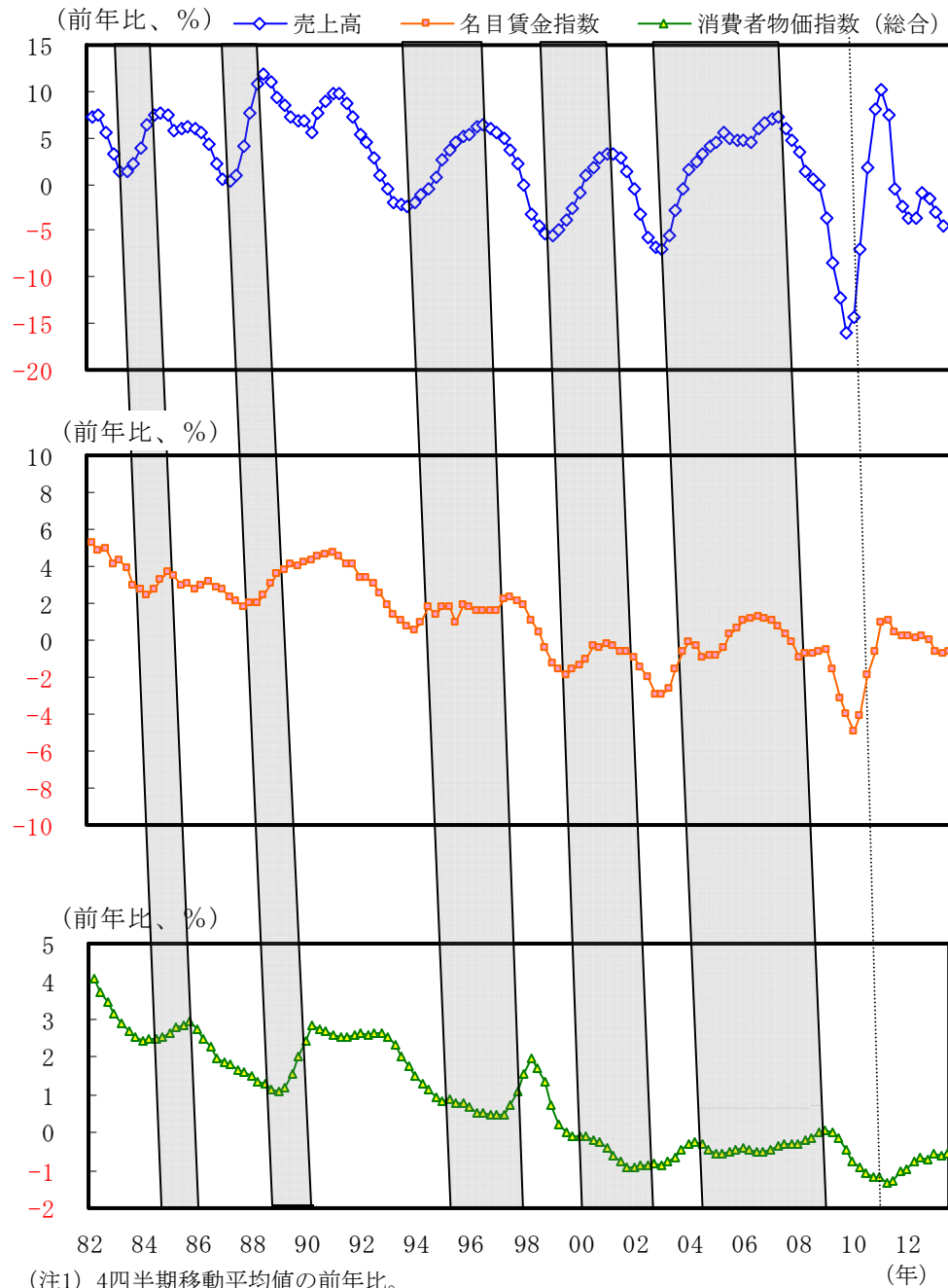
#### 企業部門から家計部門への所得移転を側面支援する政策を

ただし、2000年代以降、「グローバル化」の進展などを背景に、売上高の賃金に対する先行性が崩れつつある点には一定の留意が必要である。すなわち、国際競争が激化する中で、企業が前倒しで雇用者の賃金を増加・減少させる傾向が生じつつあるのだ。今後、売上高の増加が賃金の増加に適切に波及していくような「トランスミッションメカニズム」を政策的に強化する必要があることは間違いない。

安倍政権は「労働者への分配を増加させた企業に対する減税措置」を行う方針だ。この政策は一定の評価ができるものの、企業部門から家計部門への所得移転を強化するためには、政労使の三者が痛みを分かち合うことを通じて「賃上げ」を実現していくような、より大きな「仕掛け」が必要だろう。

従来、わが国では、不況下で失業者を生まないことを過度に重視するあまり、賃下げが横行し、デフレが蔓延してきた。今後は労働者が雇用の流動化をある程度受け入れることの代償として、企業が積極的な賃上げに踏み切るべきである。さらに、こうした動きを側面支援する意味で、政府は労働者の職業訓練や就労に対する支援を行うと同時に、先述の減税措置や、企業の事業再編へのサポートなどを従来以上に強化する必要があるだろう。

図表 11 : 売上高と賃金と物価



(注1) 4四半期移動平均値の前年比。

(年)

(注2) シャドーは売上高の前年比が上昇している期間。

傾きを持っているため、下の図表までに半年程度のラグが生じている。

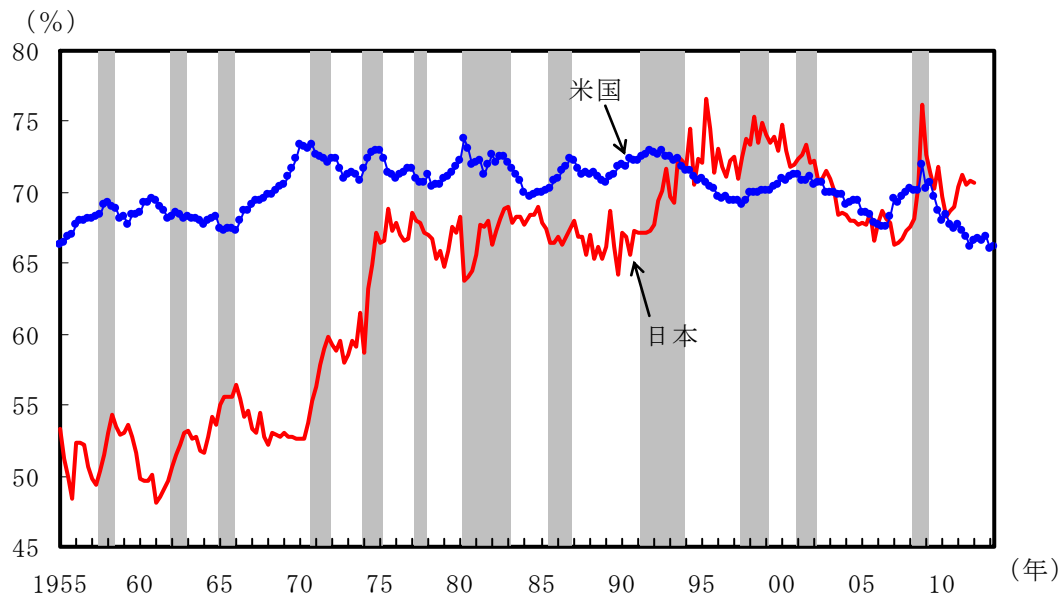
(出所) 財務省、総務省、厚生労働省統計より大和総研作成

## 反論②：わが国の労働分配率は低下していない

第二の反論として、一部のエコノミストなどが声高に主張する「わが国の労働分配率は低下傾向にある」との議論は事実誤認である点を強調しておきたい。

**図表 12** は日本と米国の労働分配率の推移を長期的に見たものである。この図表を見ると、日本の労働分配率は中長期的に見れば上昇傾向で推移しており、水準面でも、足下で米国を上回っている。一般論として言えば、賃金には下方硬直性があるため、労働分配率は好況期に低下し、不況期に上昇する。1990 年以降、わが国の労働分配率は、バブル崩壊後とリーマン・ショック時の急激な景気悪化によって一時的に大きく上昇し、その後の景気回復期に低下しているものの、トレンドとして労働分配率が低下しているわけではない。すなわち、雇用者所得の低迷は分配面の問題でなく、主として経済のパイが拡大しなかったこと自体に原因があるのだ。

図表 12：日米労働分配率の長期推移



(注1) シャドーは日本の景気後退期。

(注2) 日本の労働分配率は、1955年～1979年は国民経済計算1990年基準、1980年～1993年は国民経済計算2000年基準による。1955年～1979年は大和総研による季節調整値。

(出所) BEA、内閣府統計より大和総研作成

### 反論③：円安に伴う「Jカーブ効果」

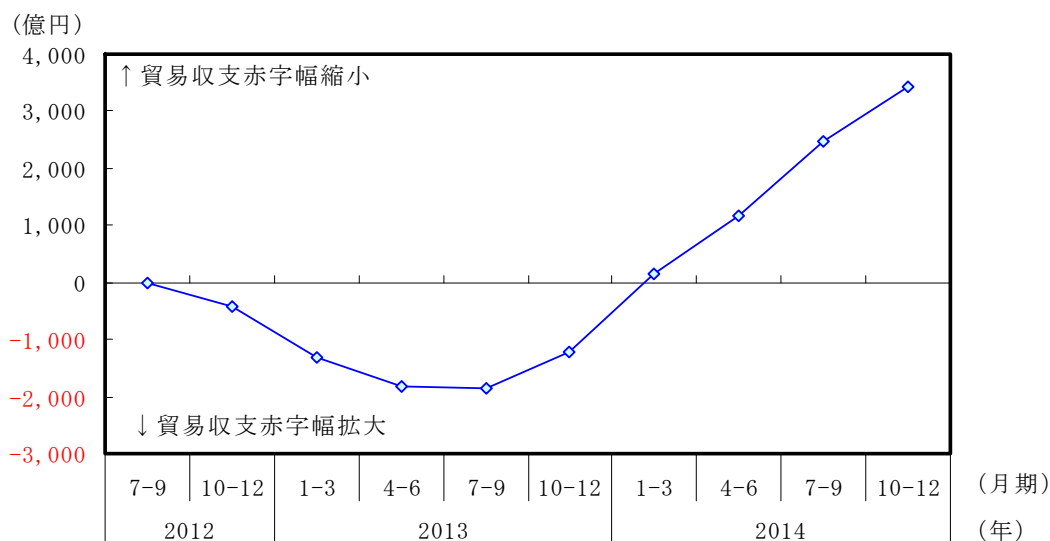
第三の反論として、円安に伴う「Jカーブ効果」の存在を指摘したい。

**図表 13** は、円安が貿易収支に与える影響を示したものである。為替が円安に振れたとき、輸入物価の上昇により貿易収支の赤字幅は一時的に拡大する。その後、輸出数量が増加することにより徐々に輸出金額が増加し、貿易収支の赤字幅は縮小に向かう。いわゆる「Jカーブ効果」と呼ばれる動きである。

大和総研短期マクロモデルを用いて試算すると、2012年11月から進行してきた円安によって、貿易収支の赤字幅は一時的に2,000億円程度拡大する計算となる。ただし、2014年1-3月期以降、円安はむしろ貿易収支の赤字幅を縮小させる方向に作用する。

最近わが国では円安のデメリットのみを強調する極端な議論が横行しているが、バランスを失った考え方であると言わざるを得ない。最終的に、円安のメリットとデメリットを比較衡量することが必要だ。「輸出主導型」の経済構造を有する日本では、現状程度の円安は、大局的に見てマクロ経済に対するプラス効果の方が大きいとみるべきであろう。

図表 13：Jカーブ効果



(注) 当初想定していた為替レート (80円/ドル) から円安に振れた影響。  
大和総研短期マクロモデルによる試算値。

(出所) 大和総研作成

図表 14 : 日本経済・金利見通し

## 日本経済・金利見通し

	(予) →						(予) →			
	2012. 10-12	2013. 1-3	4-6	7-9	10-12	2014. 1-3	2011年度	2012年度	2013年度	2014年度
実質GDP (前期比年率%) [前年比%]	1.1 0.4	4.1 0.3	3.8 1.2	3.2 3.0	4.2 3.8	5.4 4.0	0.3	1.2	3.0	1.2
経常収支 (季調済年率、兆円)	4.3	3.1	8.5	8.6	9.2	9.5	7.6	4.4	8.9	14.3
失業率 (%)	4.2	4.2	4.0	4.0	4.0	3.9	4.5	4.3	4.0	3.9
消費者物価指数 (生鮮食品除く総合、2010=100) [前年比%]	-0.1	-0.3	0.0	0.6	0.7	0.9	-0.0	-0.2	0.6	2.9
	2012. 10-12	2013. 1-3	4-6	7-9	10-12	2014. 1-3	2011年度	2012年度	2013年度	2014年度
無担保コール翌日物 (期末、%)	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100
国債利回り (10年債最長期物) (期中平均、%)	0.76	0.66	0.77	0.80	0.90	0.95	1.05	0.76	0.86	1.05

(注) 予測値は原則として大和総研・第178回日本経済予測(改訂版)による。

(出所) 各種統計より大和総研作成