

2014年6月20日 全12頁

日本経済見通し：成長戦略策定を受けた「アベノミクス」の課題

①「貯蓄から投資へ」、②少子化対策、について検証する

経済分析室

執行役員 チーフエコノミスト 熊谷 亮丸
エコノミスト 橋本 政彦
エコノミスト 齋藤 勉
エコノミスト 久後 翔太郎
永井 寛之

[要約]

- 経済見通しを改訂：2014年1-3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2014年度が前年度比+1.1%（前回：同+1.0%）、2015年度が同+1.5%（同：同+1.5%）である（→詳細は、熊谷亮丸他「第181回 日本経済予測（改訂版）」（2014年6月9日）参照）。今後の日本経済は、2014年4-6月期には消費税増税の影響で一時的に低迷するものの、7-9月期以降回復軌道を辿る見通しである。①消費税増税による悪影響が限定的とみられること、②米国向けを中心に輸出が緩やかに持ち直すことなどが、日本経済の好材料となろう。
- 「アベノミクス」の課題：今回のレポートでは、「アベノミクス」が抱える課題について検証した。「アベノミクス」が抱える最大の課題が、①財政規律の維持、②成長戦略の強化、である点を、当社は折に触れて主張してきた。そのことを踏まえた上で、今回のレポートでは各論として以下の2つのテーマにスポットを当てた。

課題①：「貯蓄から投資へ」という潮流を加速：今後「アベノミクス」の効果でインフレが進行するとみられるなか、わが国は「貯蓄から投資へ」という潮流を加速する必要がある。

課題②：少子化に歯止めをかける：わが国が長年悩まされてきた少子化に歯止めをかけるためには、女性の活用を積極化することなどがポイントとなる。

1. 日本経済の現状と展望

日本経済のメインシナリオ

2014年1-3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2014年度が前年度比+1.1%（前回：同+1.0%）、2015年度が同+1.5%（同：同+1.5%）である（→詳細は、熊谷亮丸他「第181回 日本経済予測（改訂版）」（2014年6月9日）参照）。今後の日本経済は、2014年4-6月期には消費税増税の影響で一時的に低迷するものの、7-9月期以降、回復軌道をたどる見通しである。①消費税増税による悪影響が限定的とみられること、②米国向けを中心に輸出が緩やかに持ち直すことなどが、日本経済の好材料となろう。

実質GDP成長率は一次速報から上方修正

2014年1-3月期の実質GDP成長率（二次速報）は前期比年率+6.7%（前期比+1.6%）と、一次速報（前期比年率+5.9%、前期比+1.5%）から上方修正された。市場コンセンサス（前期比年率+5.6%、前期比+1.4%）からも大きく上振れしたが、これは設備投資が想定以上に上方修正されたことが主因であり、ポジティブな内容であった。

設備投資が大幅上方修正

一次速報からの改訂を需要項目別に見ると、法人企業統計を受けて、設備投資は前期比+7.6%へと大幅に上方修正された（一次速報：同+4.9%）。設備投資は一次速報段階でも事前予想を上回り、GDPが市場予想から上振れする要因となったが、そこからさらに上方修正された形。また、個人消費も一次速報からわずかに上方修正され、GDPを押し上げた。

一方、民間在庫は法人企業統計を受けて一次速報から大きく下方修正された（実質GDPに対する前期比寄与度。一次速報：▲0.2%pt→二次速報：▲0.5%pt）。ただし、在庫の急減は増税前の駆け込み需要に起因したものであるため、悲観的に捉える必要はない。また、公共投資（一次速報：前期比▲2.4%→二次速報：同▲2.7%）は、基礎統計である建設総合統計の3月分を反映して下方修正されている。

なお、GDPデフレーターについては前年比▲0.1%となり、一次速報（同0.0%）からわずかに下方修正された。

駆け込み需要に加えて設備投資が大幅増加

2014年1-3月期の実質GDP成長率（前期比ベース）への寄与度を内外需別に見ると、内需寄与度が+1.9%pt（一次速報：同+1.7%pt）、外需寄与度が▲0.3%pt（一次速報：同▲0.3%pt）となった。

内需増加の主因は、増税前の駆け込み需要によって個人消費が大幅に増加（前期比+2.2%）したことであり、これについては想定通りの結果であったと言える。一方、今回大きく上方修正された設備投資が非常に高い伸びとなったことは好材料である。設備投資については、増税前に駆け込み需要が大規模に発生したとは考えづらいため、これまでの企業収益の改善や、設備過剰感の解消が設備投資増加に結びついているとみてよいだろう。

外需は3四半期連続のマイナス寄与となったが、これは内需の拡大を背景に輸入の伸びが輸

出の伸びを上回ったためである。基礎統計である国際収支の改訂に伴う上振れが指摘されているものの、それを割り引いても輸出は持ち直し傾向にある。

一方、これまで増加傾向が続いてきた公共投資は5四半期ぶりの減少となった。2013年以降、公共投資を押し上げてきた2012年度補正予算の効果が一巡したためとみられ、今後の動向については注視が必要である。

2014年7-9月期には日本経済は成長経路へ

先行きの日本経済に関して、2014年4-6月期は個人消費、住宅投資の反動減によって7四半期ぶりのマイナス成長となる可能性が高い。ただし、駆け込み需要の反動減は4月を底に緩和する見込みである。加えて、大企業を中心としたベースアップの動きや労働需給ひっ迫を背景とする賃金上昇が続くとみられ、7-9月期には個人消費は前期比ベースでは増加に転じる可能性が高い。

また、企業部門の改善が景気拡大をけん引する見込みである。輸出は米国を中心とする海外経済の拡大と、円安による競争力の向上によって増加基調が続く見込みである。輸出の増加を起点とした生産の増加や収益の改善によって、今回加速が見られた設備投資についても増加が続く公算が大きい。結論として、日本経済は2014年7-9月期以降、成長経路に復するとみている。

日本経済が抱える4つのリスク要因

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。

世界の景気サイクルを見ると、過去の局面では米国を中心とする先進国経済が、新興国経済変動の原動力となってきたが、足下では、「先進国＝好調。新興国＝不調」という形で、両者の間で「デカップリング」が生じている。当社は、今回の「デカップリング」発生の原因は、①欧州危機に伴い、欧州系金融機関の新興国に対する融資が細っていること、②中国経済の低迷、③米国が拙速な出口戦略を講ずることへの警戒感を背景とする新興国からの資金引き揚げ懸念、の3点だと考えている。最終的に、米国経済の拡大が続くなかで、新興国経済の底割れは回避される見通しであるが、とりわけ中国経済の動向には細心の注意が必要だ。

日銀の金融政策

日銀による追加的な金融緩和は2015年1-3月期以降にずれ込む見通しである。日銀の物価目標達成の可能性は排除できないものの、当社の現時点におけるメインシナリオでは、消費者物価上昇率は2%には届かないとみている。

2. 「アベノミクス」の課題

「アベノミクス」の課題

「アベノミクス」が抱える最大の課題が、①財政規律の維持、②成長戦略の強化、である点を、当社は折に触れて主張してきた（例えば、熊谷亮丸他「第177回日本経済予測（改訂版）『アベノミクス』の中間評価：現状と今後の課題を検証する」（2013年6月10日）参照）。そのことを踏まえた上で、本レポートでは各論として、①「貯蓄から投資へ」という潮流を加速すること、②少子化に歯止めをかけること、という2つのテーマにスポットを当てたい。

2.1 課題①：「貯蓄から投資へ」という潮流を加速

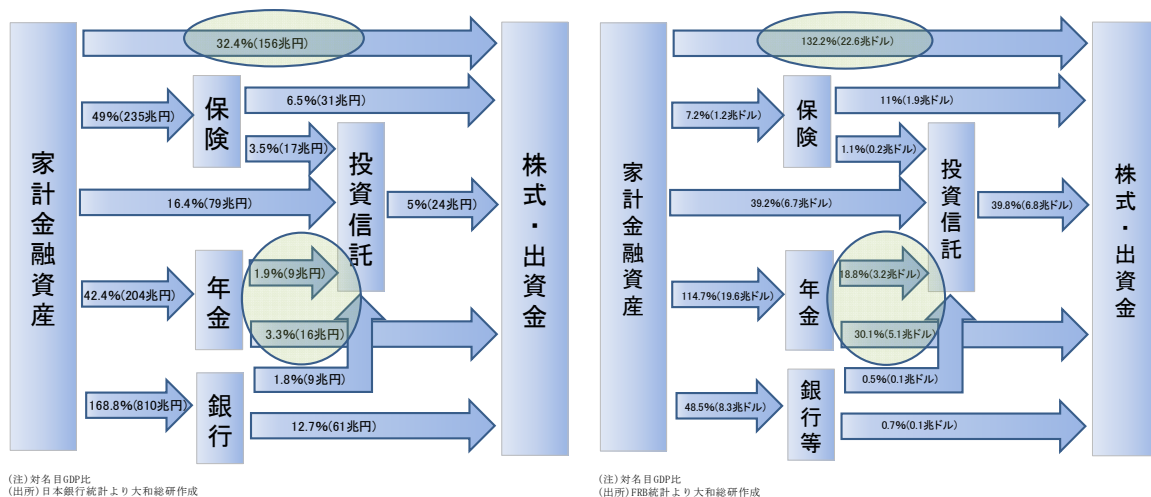
日米の家計金融資産の資金フローには大きな違い

本章で取り上げる第一の課題は、「貯蓄から投資へ」という潮流を加速させることである。

図表1では、家計金融資産の資金フローを日本と米国で比較している。わが国には、巨額の家計金融資産が存在するが、家計金融資産のうち株式出資金がGDPに占める割合は、米国と比べて極めて小さいことが分かる。これは日本では家計金融資産の多くが現預金として保有されているためである。わが国では長期にわたり「デフレ」が継続してきたことから、家計部門が現預金を保有していても実質的な資産残高は増加した。「デフレ」が継続する経済情勢を前提にすれば、価格変動のリスクがなく、流動性の高い現預金を保有することは、結果的に合理的な資産選択であったともいえる。同様の構造は年金にも見られる。日本の年金基金が保有する株式・出資金や投資信託の額は、米国のそれと比較して極めて小さい。

しかしながら、今後「アベノミクス」により「インフレ」局面への移行が見込まれる状況下では、大量の現預金を保有することは合理的な資産選択とは言い難いだろう。すなわち、わが国では、個人や年金などが、今後想定される「インフレ時代」の到来に備えて、「貯蓄から投資へ」もしくは「日本版グレート・ローテーション（債券・安全資産から株式・リスク資産へ）」という潮流を加速させる必要があるのだ。

図表1：家計金融資産の資金フロー（左：日本、右：米国）（2013年末）

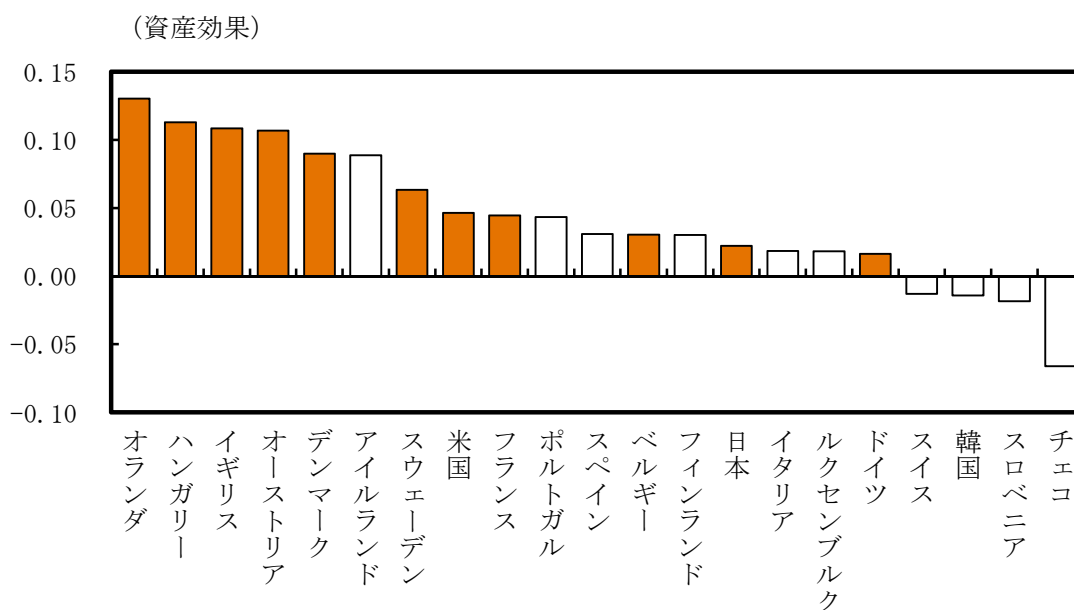


日本の「資産効果」は国際的に見て小さい

図表 2 は OECD 各国について家計の株式保有残高が個人消費に与える影響、いわゆる「資産効果」を推計したものである¹。推計結果を見ると、一部の国では「資産効果」が観測されないなかで、日本については資産効果が有意に計測された。2012 年末からの急速な円安に伴う株高が、個人消費の押し上げに寄与したということが改めて示される結果となった。

ただし、計測された「資産効果」の大きさ（実質個人消費に対する家計保有株式残高の弾性値）を他国と比較すると、「資産効果」が有意に検出された国のうち 2 番目に小さい。つまり、わが国の「資産効果」は国際的に見て小さい部類に属するのだ。米国などの家計金融資産に占める株式の割合が高い国ほど、資産効果が大きいという単純な関係にはなっていないが、日本では家計金融資産に占める株式の割合が国際的に見て非常に低いことが、資産効果の小ささの一因となっているとみられる。

図表 2 : OECD 諸国の資産効果の比較



(注) 推計式: $\ln(CP) = \alpha \times \ln(YDH) + \beta \times \ln(STOCK) + \gamma \times \ln(NFA)$

CP: 実質個人消費、YDH: 実質家計可処分所得

STOCK: 家計保有株式残高、NFA: 株式以外の純金融資産

図表中のデータは上記推計式の β の推計値。白抜きは係数が有意でないことを表す。

(出所) OECD統計より大和総研作成

¹ 推計に用いたデータの定義は全ての国で統一されていないため、推計結果は幅を持って解釈する必要がある。

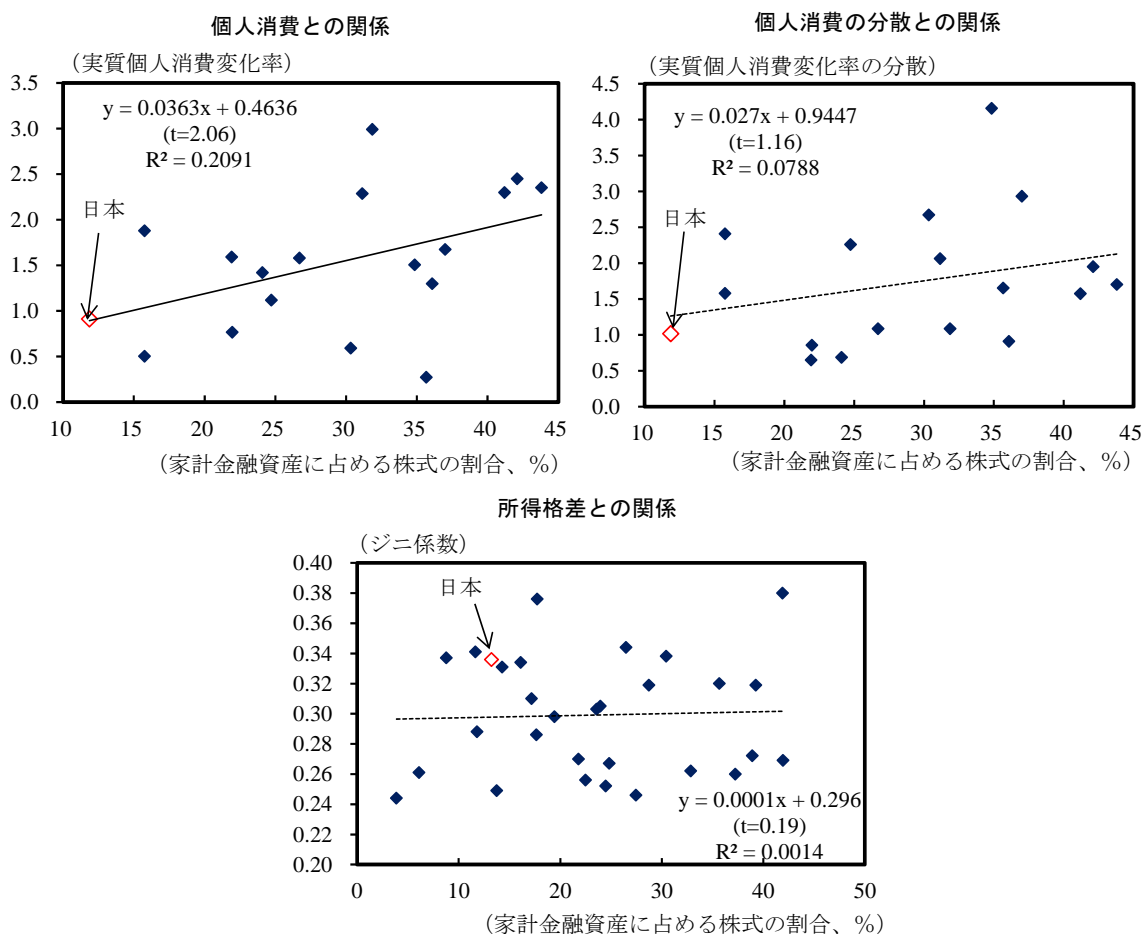
家計の株式保有は個人消費と緩やかな相関。しかし、格差とは無相関

株式保有による個人消費に対する「資産効果」が、必ずしも全ての国で観測されるわけではないことは既に指摘した通りだが、家計の株式保有割合と実質個人消費の変化率の関係を国際的に見ると、両者には緩やかな相関関係があることが確認できる（**図表 3** 左上）。すなわち、リスク資産に対する投資が進んでいる国の方が傾向的に個人消費の伸びが高いのである。

株式保有割合が高いと、株価が上昇する局面では「資産効果」によって個人消費の増加に寄与するが、株価が下落する局面では「逆資産効果」によって個人消費の押し下げ要因となる。株式保有割合が上昇すると個人消費のボラティリティが高まる可能性はあるのだろうか？株式保有割合と個人消費の分散の関係を確認すると（**図表 3** 右上）、株式保有割合が高い国ほど個人消費の分散が大きくなるという関係性は見られなかった。これは、個人消費の変動に最も大きな影響を与えるのはあくまで所得であり、所得と株価の動きが必ずしも連動しないためだと思われる。

また、家計金融資産に占める株式の割合と所得格差の関係をみると（**図表 3** 下）、こちらも有意な相関関係は確認できなかった。つまり、少なくとも国際比較という観点においては、家計金融資産の株式シフトが進むことで、所得格差が拡大するという関係にはないのである。

図表 3 : OECD 諸国における家計の株式の保有と個人消費、格差の関係



(注) 左上図、右上図のデータは2000年～2012年平均。下図のデータは2012年。

(出所) OECD統計より大和総研作成

デフレ脱却後は預金の魅力低下へ

最後に、「アベノミクス」の下で、現預金は実質的にどの程度、価値が下がる恐れがあるのかという点について考察したい。**図表 4**は、2014年1月に公表された政府の経済見通し(中長期の経済財政に関する試算)を前提とした上で、家計の実質預金残高についてシミュレーションを行ったものである。

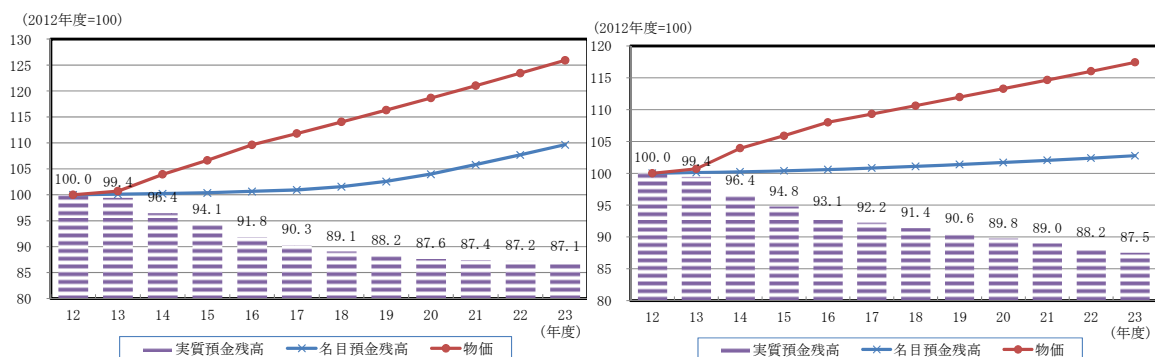
「アベノミクス」が着実に成果を上げ、「経済再生ケース」が実現したとすると、実質預金残高は10%程度減少する可能性がある。インフレの進行に伴い日本銀行は段階的に利上げを行うとみられるが、利上げのペースは緩やかであることが想定されるため、預金金利の上昇幅はインフレ率よりも低くなると予想される。このため、「経済再生ケース」では、インフレの進行に伴い、実質的な預金残高は減少してしまうことになるのだ。

次に、「参考ケース」に沿って経済が成長した場合についても見てみよう。結論としては、この場合でも、実質的な預金残高は減少してしまう。「参考ケース」では、2%に届かないマイルドなインフレが継続することを見込んでいる。この場合、日銀は2%の物価目標の達成に向け、コールレートを長期間低位で安定させることが見込まれる。このため、預金金利についても、マイルドなインフレにより若干の上昇圧力がかかるものの、低金利政策が継続することから、総じて低位で推移することが予想される。従って、「参考ケース」においても、実質預金残高は減少してしまうのである。

上記のシミュレーション結果は、「アベノミクス」による経済成長を前提とすると、現預金の魅力はデフレ期に比べて大幅に低下することを意味する。実質的な資産残高を維持または増やしていくためには、預金の一部をインフレヘッジできる、株式などの資産への投資に振り向ける必要があるのではないだろうか。

以上を総括すると、今後「アベノミクス」の効果でインフレが進行するとみられるなか、わが国は「貯蓄から投資へ」という潮流を加速する必要があるといえよう。

図表 4：家計の実質預金残高(左：経済再生ケース、右：参考ケース)



(出所) 内閣府、日本銀行統計より大和総研作成

(出所) 内閣府、日本銀行統計より大和総研作成

2.2 課題②：少子化に歯止めをかける

少子化の主因は婚姻率の低下

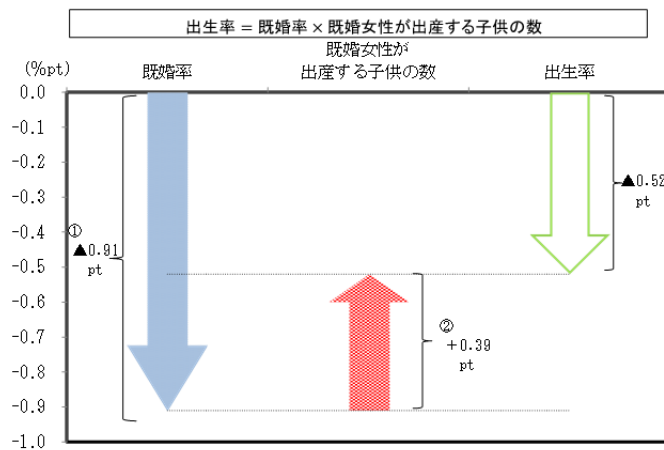
本節で取り上げる第二の課題は、少子化に歯止めをかけることである。

日本経済が長期的に成長を続けるためには、少子化に歯止めをかけなければならないことは間違いない。そもそも、少子化の主因は何なのであろうか？

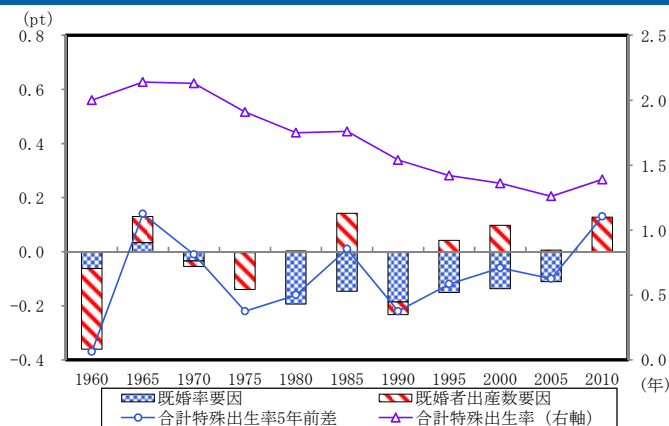
図表 5・図表 6 は、合計特殊出生率の要因分解を行ったものである。1975 年から 2010 年まで、合計特殊出生率は実に 0.52pt 低下している。しかし、そのうちのほとんどが、婚姻率の低下による既婚者数の減少に起因するものである。これに対して、既婚女性が生涯に出産する子供の数はむしろ増加しているのだ。

図表 7 は、年齢ごとの既婚者の割合を 5 年ごとに比較したものである。この図表を見れば、晩婚化が徐々に進んでいること、婚姻率が低下していること、などが分かるだろう。

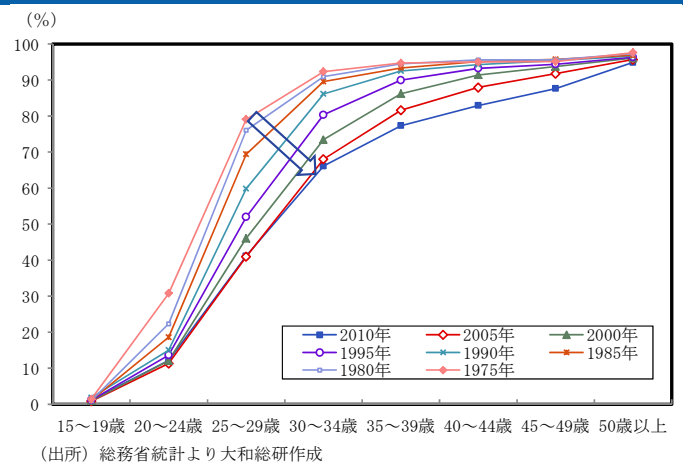
図表 5：出生率の変動要因（1975 年～2010 年）



図表 6：合計特殊出生率の要因分解



図表 7：女性の年齢別既婚率の推移



婚姻率低下の背景には、将来不安や貧困の問題の可能性も

わが国で婚姻率が低下している背景には、将来不安や貧困の問題があるものと推察される。

図表 8 に示した通り、少なくとも現象面として見た場合、わが国では「25～34 歳（男性）の非正規雇用者比率」の上昇と「婚姻率」の低下が同時進行している。

婚姻率に歯止めをかける具体的な処方箋としては、以下のような方策が考えられるだろう。

第一に、女性の活用を積極化し、社会進出を加速させることが重要だ。女性の社会進出が進めば、将来的に「ダブルインカム」になる家計が増加することなどから、婚姻率に対しても好影響を与えることが期待されるからである。

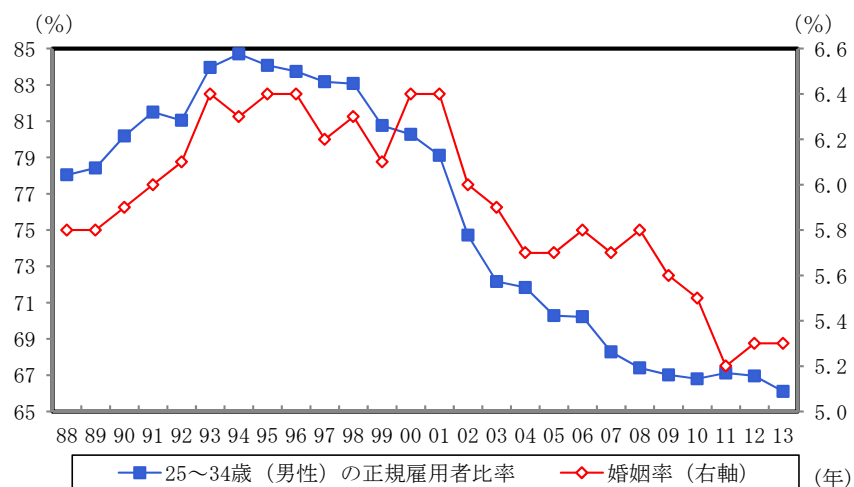
第二に、社会保障制度の抜本的な改革を通じて、将来不安を減らすことがカギになる。わが国の財政構造は「中福祉・低負担」から、徐々に「高福祉・低負担」へと近付きつつある。今後の社会保障制度改革の基本的な方向性は、経済情勢や出生率の動向などにかかわらず、年金の「保険料」と「給付額」の均衡を自動的に維持する仕組みを導入することである。

具体的には、①年金支給開始年齢の引き上げ、②賃金や物価の伸びよりも年金額の伸びを抑えることで年金給付額を削減する「マクロ経済スライド」の発動、③年金所得に対する所得税課税の強化、などが検討課題になるだろう。

第三に、正規労働者と非正規労働者間の不公正な格差を解消することが喫緊の課題となる。その際、最も重要な視点は「同一価値労働・同一賃金の原則」を貫くことだ。逆に、非正規労働者を強制的に正規労働者に転換しようとするれば、結果的に雇用が海外に流出し、非正規労働者をより一層苦境に追い込むことになりかねない。

第四に、厳しい予算制約の下ではあるが、財政面で少子化対策をサポートする選択肢も排除するべきではなかろう。例えば、少子化に歯止めをかけることに成功したスウェーデンやフランスでは、名目 GDP 比で 2% 程度の予算措置が講じられている。

図表 8 : 25～34 歳（男性）の正規雇用者比率と婚姻率



(注) ここでは、正規雇用者比率=正規雇用者数/総人口。

(出所) 総務省、厚生労働省統計より大和総研作成

女性の労働力人口の増加が人手不足を緩和

なお、高齢化に伴い人手不足が深刻化するなかで、女性の労働力人口比率が上昇していることはポジティブな要因の一つである。

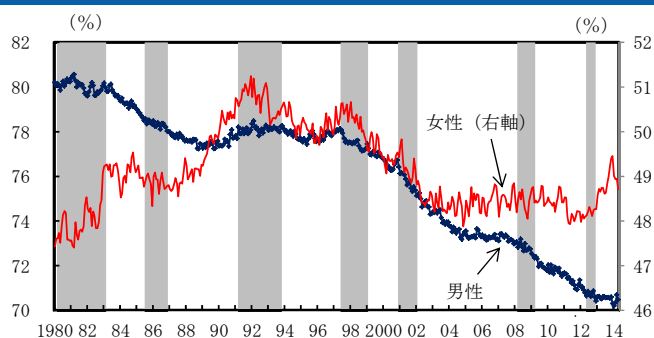
図表 9 は、男女別の労働力人口比率の推移を示したものである。1980 年代後半に男女雇用機会均等法が施行され、女性の労働力人口比率が急上昇した後、男女の労働力人口比率はほぼ連動した動きをしていた。しかし、男性の労働力人口が減少を始めた 2000 年以降になると、男性の労働力人口比率が低下を続けるなか、女性の労働力人口比率は横ばい圏での推移を続けた。労働力人口自体で見ても、その傾向は見て取れる。**図表 10** を見ると、男性の労働力人口が減少を続ける一方で、女性の労働力人口はほぼ横ばい圏で推移している。

足下で女性の労働力人口比率は急上昇

こうした傾向は、足下でさらに顕著である。2013 年以降、女性の労働力人口比率が大幅に上昇しているのだ。この背景には、20 代～30 代の女性の就業率が上昇していることに加えて、40 代～50 代の女性が労働市場に復帰する動きが加速していることがある。つまり、幅広い世代で女性の労働参加が活発化しているのである。

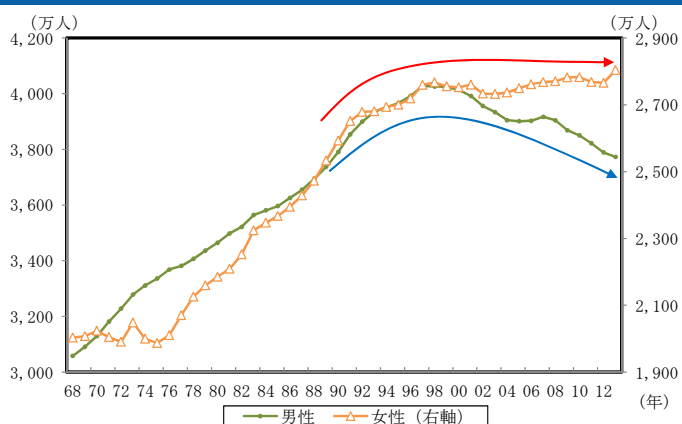
1990 年代のピーク時には、女性の労働力人口比率は 51% 程度であったことを考えれば、今後も女性の労働力人口比率は上昇が続く可能性が高いと言えるだろう。女性の活躍を促す政策や企業の努力が進めば、女性の労働参加はさらに進み、労働市場における人手不足を一定程度緩和する効果を持つとみられる。

図表 9 : 男女別労働力人口比率



(注) シャドローは景気後退期。
(出所) 総務省統計より大和総研作成

図表 10 : 男女別労働力人口の推移



(出所) 総務省統計より大和総研作成

女性の就業率の上昇は、産業構造の変化による部分が大きい

女性の労働力人口比率の上昇と同時に、就業者数全体に占める女性の割合も上昇が続いている。

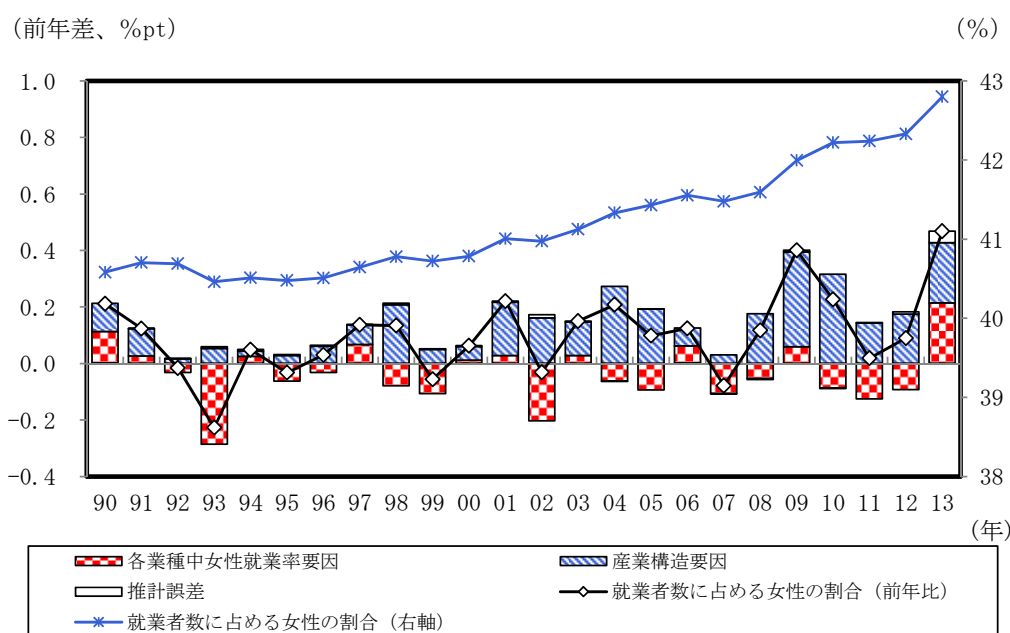
図表 11 は、就業者数に占める女性の割合の推移を示した上で、その変化幅を要因分解したものである。これを見ると、就業者数に占める女性の割合は上昇が続いているが、その要因のほとんどは「産業構造要因」であることが分かる。

すなわち、各個別業種においては、就業者数に占める女性の割合はほとんど変化していない。しかし、就業者数に占める女性の割合の高い産業が、そうでない産業に比べて成長率が高く、就業者数の増加も著しいため、結果として女性の就業者数が増加しているのである。

裏を返せば、労働市場における女性の存在感の高まりは、あくまで産業構造の変化によるところが大きいということだ。個別の企業や業界という視点で見れば、女性を積極的に登用しようとする動きはあまり進んでいないとの解釈もできよう。

しかし、今後も男性の労働力人口の減少が見込まれるなかで、女性の労働力を活かすことができなければ、日本経済は今よりも深刻な人手不足に悩まされることになるだろう。日本経済の成長をより確かなものにするためにも、女性の活躍は不可欠である。安倍政権は女性の活躍促進を政策の目玉の一つとして掲げているが、政府だけではなく民間企業としても、女性を積極的に登用するような動きや、働きやすい環境を整える制度設計を行うことが重要になる。わが国にとっては、官民を挙げて女性の活躍を促進するべく改革を断行していくことが急務なのである。

図表 11：就業者数に占める女性の割合の変化の要因分解



(注) 就業者数に占める女性の割合を P 、業種 i の就業者数を w_i 、業種 i における就業者数中の女性の割合を p_i とおくと、 $P = \sum_i w_i \times p_i$ と表せる。

このとき、 $\Delta P = \sum_i \Delta w_i \times p_i + \sum_i w_i \times \Delta p_i$

ここでは、右辺第1項を産業構造要因、右辺第2項を各業種中女性就業率要因とした。

(出所) 総務省統計より大和総研作成

図表 12 : 日本経済・金利見通し

	(予) →					(予) →				
	2013. 10-12	2014. 1-3	4-6	7-9	10-12	2015. 1-3	2012年度	2013年度	2014年度	2015年度
実質GDP (前期比年率%) [前年比%]	0.3 2.5	6.7 3.0	-4.2 1.0	2.5 1.3	2.1 1.7	2.1 0.5	0.7	2.3	1.1	1.5
経常収支 (季調済年率、兆円)	0.0	-5.6	-1.9	-0.5	0.8	1.9	4.2	0.8	0.1	3.4
失業率 (%)	3.9	3.6	3.6	3.6	3.6	3.6	4.3	3.9	3.6	3.5
消費者物価指数 (生鮮食品除く総合、2010=100) [前年比%]	1.1	1.3	3.3	3.1	3.0	3.0	-0.2	0.8	3.1	1.9
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、%)	0.64	0.61	0.65	0.70	0.75	0.80	0.78	0.69	0.73	0.90

(注) 予測値は原則として大和総研・第181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