

2014年11月25日 全17頁

日本経済見通し：「アベノミクスの光と影」を検証する

消費税増税先送り後の日本経済の行方

エコノミック・インテリジェンス・チーム
執行役員 チーフエコノミスト 熊谷 亮丸
エコノミスト 長内 智
エコノミスト 橋本 政彦
エコノミスト 久後 翔太郎
永井 寛之

[要約]

- 安倍総理は消費税増税先送りを表明：2014年11月18日、安倍総理は消費税増税を先送りし、衆院解散・総選挙に踏み切る方針を表明した。当社は、今回の増税先送りの決定や、2014年7-9月期 GDP 一次速報の発表などを受けて、経済見通しを改訂した（→詳細は、熊谷亮丸他「第183回 日本経済予測」（2014年11月21日）参照）。改訂後の実質 GDP 予想は2014年度が前年度比▲0.5%（前回：同+0.7%）、2015年度が同+1.8%（同：同+1.5%）である。
- アベノミクスの光と影：今回のレポートでは、「アベノミクスの光と影」を多面的に検証した。アベノミクスが、わが国のマクロ経済にプラスの影響を及ぼしてきたことは間違いない。しかしながら、当社は、アベノミクスの基本的な方向性は正しいものの、依然として、いくつかの大きな課題が残されていると考える。
- 中長期的課題：財政規律の維持と「第三の矢（成長戦略）」の強化：アベノミクスが抱える中長期的な課題は、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農業、医療・介護、労働といった分野における、いわゆる「岩盤規制」を緩和することなどを通じて、「第三の矢（成長戦略）」を強化すること、という2点である。なお、当社は、わが国で賃金が低迷してきたのは「分配政策」ではなく、「第三の矢（成長戦略）」が不十分であったことに主たる原因があると考えている。
- 短期的課題：低所得者向け給付金や「地方創生」などへの取り組みがカギ：アベノミクスには光と影がある。現時点で、アベノミクスは、輸出企業を中心とする製造業、大企業、大都市の富裕層などに大きなメリットを与えているが、内需型の非製造業、中小企業、地方の低所得層などへの恩恵は小さい。以上の現状認識から、当社は、短期的な課題として、低所得者向け給付金の積み増しや、「地方創生」への取り組みを加速することなどを通じて、中小企業や地方の低所得層などに一定の配慮を示すことが必要だと考えている。

1. 日本経済のメインシナリオ

安倍総理は消費税増税先送りを表明

2014年11月18日、安倍総理は消費税増税を先送りし、衆院解散・総選挙に踏み切る方針を表明した。当社は、今回の増税先送りの決定や、2014年7-9月期GDP一次速報の発表などを受けて、経済見通しを改訂した（→詳細は、熊谷亮丸他「第183回 日本経済予測」（2014年11月21日）参照）。改訂後の実質GDP予想は2014年度が前年度比▲0.5%（前回：同+0.7%）、2015年度が同+1.8%（同：同+1.5%）である。今回の消費税増税の先送りは、2015年度のGDP成長率を+0.53%pt押し上げるとみられる。ただし、当面、その蓋然性は極端に高いものではないが、消費税増税の先送りを受けた「トリプル安（債券安・円安・株安）」進行のリスクには細心の注意が必要となるだろう。

日本経済のメインシナリオ

日本経済は、2014年1月をピークに景気後退局面入りしたとみられるものの、今回の景気後退は極めて短期間で終了した可能性が高い。2015年にかけて、日本経済は、①アベノミクスによる好循環が継続すること、②米国向けを中心に輸出が緩やかに持ち直すことなどから、緩やかな回復軌道をたどる見通しである。

日本経済が抱える5つのリスク要因

日本経済のリスク要因としては、①消費税増税の先送りを受けた「トリプル安（債券安・円安・株安）」、②実質所得低迷による個人消費の停滞、③中国の「シャドーバンキング」問題、④米国の出口戦略に伴う新興国市場の動揺、⑤地政学的リスクを背景とする世界的な株安、の5点に留意が必要である。

2. アベノミクスの光と影

アベノミクスの成果と課題

本章では、「アベノミクスの光と影」を多面的に検証する。アベノミクスが、わが国のマクロ経済にプラスの影響を及ぼしてきたことは間違いない。しかしながら、当社は、アベノミクスの基本的な方向性は正しいものの、依然として、いくつかの大きな課題が残されていると考える。

以下では、中長期と短期に分けて、アベノミクスが抱える課題を指摘したい。

中長期的課題：財政規律の維持と「第三の矢（成長戦略）」の強化

アベノミクスが抱える中長期的な課題は、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農業、医療・介護、労働といった分野における、いわゆる「岩盤規制」を緩和することなどを通じて、「第三の矢（成長戦略）」を強化すること、という2点である。なお、当社は、わが国で賃金が低迷してきたのは「分配政策」ではなく、「第三の矢（成長戦略）」が不十分であったことに主たる原因があると考えている。

短期的課題：低所得者向け給付金や「地方創生」などへの取り組みがカギ

アベノミクスには光と影がある。現時点で、アベノミクスは、輸出企業を中心とする製造業、大企業、大都市の富裕層などに大きなメリットを与えているが、内需型の非製造業、中小企業、地方の低所得層などへの恩恵は小さい。以上の現状認識から当社は、短期的な課題として、低所得者向け給付金の積み増しや、「地方創生」への取り組みを加速することなどを通じて、中小企業や地方の低所得層などに一定の配慮を示すことが必要だと考えている。

2.1 中長期的課題：財政規律の維持と「第三の矢（成長戦略）」の強化

2.1.1 課題①：財政規律の維持

消費税増税先送りなどから、「マネタイゼーション」の懸念が強まる

中長期的な観点から見た、アベノミクスが抱える第一の課題は、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である。

国民が「アベノミクス」に対して抱いている大きな懸念は、「財政規律の維持」に失敗すると、「トリプル安（債券安・株安・円安）」を招くリスクがあるという点だ。

こうした文脈の下で、今回の消費税増税の先送りは将来に大きな禍根を残すことになりかねない。増税の先送りは一見すると景気に優しいように見える。しかし、実際には、増税の先送りは、アベノミクスの「第一の矢（金融政策）」の効果を大きく削いでしまう恐れがあるのだ。

そもそも日銀が大胆な金融緩和を継続するには、財政規律の維持が前提条件となる。現在わが国は、政府の財政赤字を国債の発行で穴埋めし、国債の大半を日銀が購入することで何とか国債市場の安定を保っている。しかしながら、日銀の量的・質的金融緩和が諸外国から「マネタイゼーション（負債の現金化）」だと受け止められると金融緩和は効かなくなってしまう。現実には、黒田日銀総裁自身が「金融政策を効かせ続けるためにも予定通り増税すべきだ」という主旨の発言を繰り返してきたことを、われわれはもっと重く受け止めるべきだろう。

近年、自由民主党は「国土強靱化」という観点から、公共投資を大きくは削減しない意向をほのめかしてきた。橋梁、道路、港湾などのインフラは、通常 50 年程度で更新の時期を迎える。従って、日本では 1960 年～70 年代に造られた大規模なインフラが 2020 年代にかけて本格的な更新時期に差し掛かる。

確かに「国民の生命・財産の保護」は国家にとって最も重要な仕事である。しかし、「安心・安全」の美名の下に、無駄な公共投資がなし崩し的に行われれば、経済効率は低下し、財政赤字が積み上がってしまう。

大切なことは、国民の生命・財産を守るために不可欠な公共投資と、その他の公共投資を峻別して議論することである。前者については、投資効率が少々悪くとも行う必要があることはいうまでもない。他方で、後者に関しては、費用対効果の観点から経済的な効率性を厳格にチェックした上で、ピンポイントで行うべきである。

財政規律の喪失と一体的に行われる大胆な金融緩和は、事実上の「マネタイゼーション」の色彩を帯びる。もしわが国で債券相場が急落（＝長期金利が急上昇）すれば、歯止めのかからない悪性の円安や、輸入物価の上昇を受けた「スタグフレーション（不況下の物価高）」の発生が懸念される。

わが国の「中福祉・低負担」の財政構造は限界に

歳出面では社会保障費の増大が、より一層深刻な問題である。

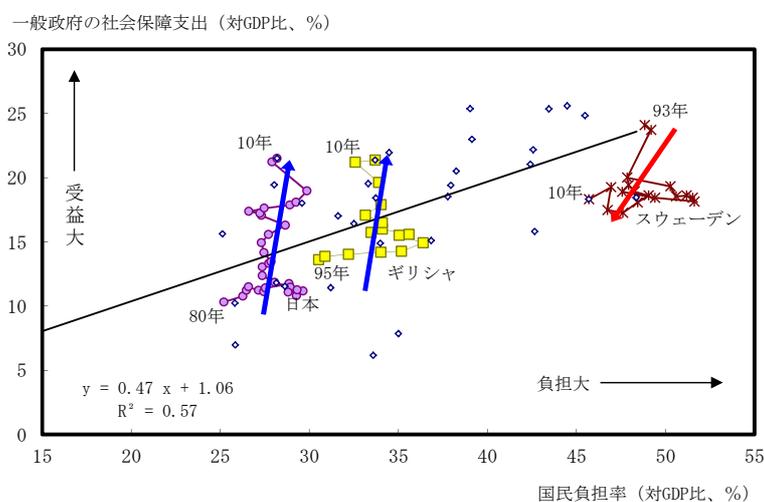
現状、わが国の「中福祉・低負担」の財政構造は限界に達しつつある。

図表 1 は、縦軸に「一般政府の社会保障支出の対 GDP 比率」を、横軸に「国民負担率（＝国税と地方税とを合わせた租税負担の名目 GDP に対する比率である『租税負担率』と、年金や医療保険などの社会保障負担の名目 GDP に対する比率である『社会保障負担率』とを合計したものの）」をとったものである。

近年のわが国の動きを見ると、ギリシャと同様に、図表中で上方に動いている。図表中で上方に動いているということは、横軸で示される「国民負担率」があまり上昇しない中で、縦軸の「一般政府の社会保障支出の対 GDP 比率」が上昇傾向にあることを意味する。つまり、わが国では、ギリシャ同様、国民に適正な負担を求めることなく、福祉のレベルだけが引き上げられているのだ。これに対して、財政再建の成功例といわれるスウェーデンは、図表中で左下方方向に動いている。図表中で左下方方向に動いているということは、横軸で示される「国民負担率」と、縦軸で示される「一般政府の社会保障支出の対 GDP 比率」がいずれも低下傾向にあることを意味する。つまり、スウェーデンでは、国民の負担を軽減すると同時に、社会保障面で負担に応じた受益の適正化が図られているのである。

以上を総括すると、日本国民が「受益」に見合った「負担」を行っていないことは明白である。わが国で財政再建を成就するためには、社会保障制度の抜本的な改革を前提とする、国民の「受益」と「負担」の適正化が不可欠であるといえよう。社会保障費増大などに伴う財政赤字の拡大は、子や孫の世代に負担を先送りすることを意味する。これから生まれてくる子どもたちは、生まれた時から事実上大きな重荷を背負わされていると言っても過言ではない。しかも、彼らは、まだ生まれていないので、当然ながら選挙権を持っていない。祖父母や両親のエゴに対して「ノー」を突き付けることはできないのだ。このような理不尽な話はないだろう。

図表 1 : OECD 諸国の国民負担と社会負担



(注) 日本の推移は80年、ギリシャは95年、スウェーデンは93年から10年まで。
(出所) OECD統計より大和総研作成

社会保障費の削減がカギ

最後に、海外の財政再建の成功例などから得られるインプリケーションとして、わが国が財政再建を成就するためには、消費税増税のみでは不十分であり、社会保障費の大幅な削減が必須である点を強調しておきたい。

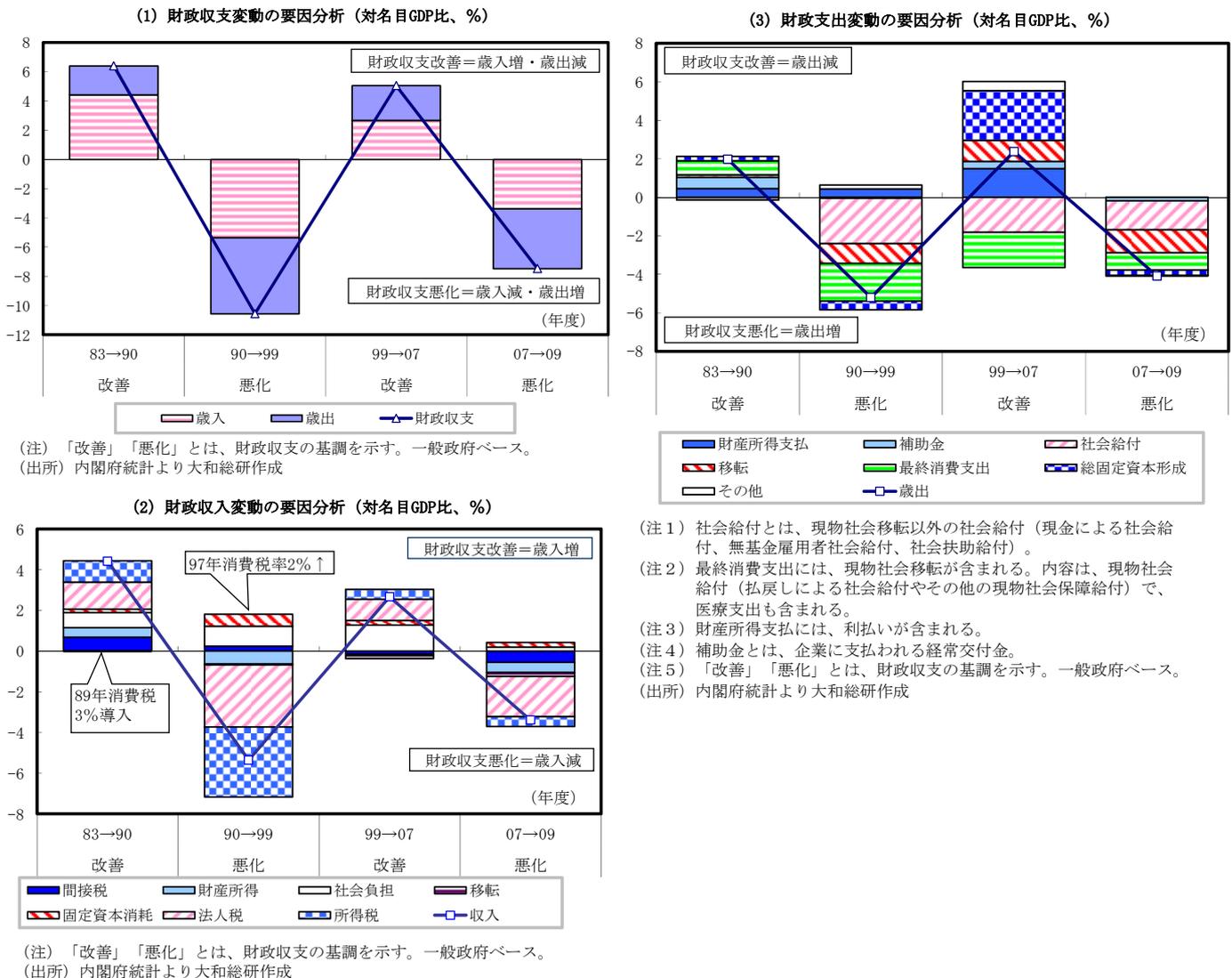
図表 2 は、わが国の財政収支変動の要因分析を行ったものである。

最初に、**図表 2(1)** で、財政収支 (= 歳入 - 歳出) の変動要因を、歳入と歳出とに分解しよう。そもそも財政収支を改善させる方法は基本的に 2 つしかない。歳入が増加するか、歳出が減少するかのいずれかである。図表では、上方に行くほど、歳入が増加、あるいは、歳出が減少して、財政収支が改善することを意味する。逆に、下方に行くほど、歳入が減少、あるいは、歳出が増加して、財政収支が悪化することとなる。わが国では、1983 年～1990 年、1999 年～2007 年の期間に財政収支が改善し、1990 年～1999 年、2007 年～2009 年の期間に財政収支が悪化した。わが国の財政収支改善期 (1983 年～1990 年、1999 年～2007 年) を見ると、諸外国と比べ、大胆な歳出カットではなく、歳入増加の寄与が大きい点が特徴的だ。これらの財政収支改善期は、さまざまな「バブル」の発生にも支えられて一時的に景気が好転したことが税収増を招いたとの解釈も可能である。例えば、1983 年～1990 年は、わが国が「バブル景気 (1980 年代後半～1990 年代初頭)」を経験した時期と重なる。1999 年～2007 年には、米国で「IT バブル (1999 年～2000 年前後)」や「住宅バブル (2003～2006 年前後)」が相次いで発生した。つまり、わが国の財政状況は、さまざまな「バブル」発生に伴い税収が増加し一時的に好転することはあっても、社会保障費を中心とする歳出カットが不十分であったため、「バブル」がはじけると、財政状況が再度急速に悪化するということを繰り返してきたのである。

次に、**図表 2(2)** で、歳入の中身を検証しよう。図表では、上方に行くほど、歳入が増加して財政収支が改善することを意味する。逆に、下方に行くほど、歳入が減少して財政収支が悪化することとなる。わが国は消費税率が 8% と諸外国 (欧州の主要国ではおおむね 20% 程度) に比べて低いこともあり、景気の変動に応じて、所得税や法人税などの「直接税」の税収に、歳入全体が振り回されてきた。特に、財政収支悪化期 (1990 年～1999 年、2007 年～2009 年) には、景気悪化などを背景に、所得税や法人税などの「直接税」が急減したことが、財政赤字拡大につながっている。これに対して、消費税を中心とする「間接税」は総じて安定的に推移している点が注目される。

最後に、**図表 2(3)** で、歳出の中身を検証しよう。図表では、上方に行くほど、歳出が減少して財政収支が改善すること、逆に、下方に行くほど、歳出が増加して財政収支が悪化することを意味する。この図表を見ると、わが国では、とりわけ 1990 年代以降、社会保障費の増大が歳出拡大の大きな要因となってきたことが確認できる。なお、1999 年～2007 年の財政収支改善期には、小泉政権の「構造改革路線」による公共投資のカットが歳出削減に大きく寄与したものの、その効果は一時的なものに終わった。

図表 2 : 日本の財政収支変動の要因分析



財政再建には、①経済成長、②増税、③社会保障の徹底的な合理化を「三位一体」で行う必要

結論として、最近、多くの有識者が口にする「経済成長できれば増税をしなくても財政再建は十分達成可能である」との主張には大きな疑問が残る。経済成長に伴う歳入の増加による財政収支の改善効果は限定的であり、経済成長だけで財政を健全化することは現実的ではない。実際、内閣府が公表している「中長期の経済財政に関する試算」(2014年7月25日)によれば、「経済再生ケース」で名目成長率が+3%程度の伸びを続けたとしても、2020年度の国・地方の「基礎的財政収支(プライマリーバランス)」は11兆円程度の赤字となる。わが国が財政再建を成就するためには、①経済成長、②増税、③社会保障の徹底的な合理化を「三位一体」で行う必要があるのだ。

2.1.2 課題②：「第三の矢（成長戦略）」の強化

「岩盤規制」の緩和などを通じた「第三の矢（成長戦略）」の強化

中長期的な観点から見た、アベノミクスが抱える第二の課題は、農業、医療・介護、労働といった分野における、いわゆる「岩盤規制」を緩和することなどを通じて、「第三の矢（成長戦略）」を強化することである。

現時点で「アベノミクス」は、金融政策や公共投資などのカンフル剤が中心となっている。だが、持続的な経済成長を実現するためには、抜本的な規制緩和などの構造改革への取り組み——すなわち「第三の矢」の強化が不可欠である。課税ベースを拡大しつつ法人税の実効税率を引き下げることに加えて、企業の新陳代謝を進めると同時に起業を促す環境整備を行うことなども必要だ。こうした施策を通じて、日本経済の体質を抜本的に改善できなければ、株高は一過性のものに終わることが懸念される。

新成長戦略をどう評価するか？

安倍政権は、2014年6月24日、新しい成長戦略を閣議決定した。新成長戦略のメニューを見ると、従来わが国で「タブー」とさえ考えられてきた問題が意欲的に取り上げられている。

第一に、農協の組織改革が行われるのは約60年ぶりのことだ。第二に、医療分野では、混合診療の拡大が掲げられている。第三に、公的年金の運用改革等を通じて、「コーポレートガバナンス（企業統治）」の強化が図られる。第四に、歴代政権の中で初めて、人口問題に正面から取り組もうとしている。少子化対策の中核として、女性の活躍促進に、ここまで注力する政権も初めてだ。

これらのメニューは、わが国の株式市場のキープレーヤーである、外国人投資家に「安倍政権下で日本が大きく変貌する」との期待感を抱かせるには十分な内容であろう。

しかしながら、改革の中身に関する議論はこれからだ。「悪魔は細部に宿る」という言葉があるが、改革を骨抜きにしないことが肝要である。

最大のポイントは、全てのメニューについて、「この一線を越えたら、骨抜きになる（改革の名には値しない）」という境界線（ボトムライン）を明確化し、この一線を断固として守り抜くことだ。

例えば、農協の組織改革における最大の論点は「上部団体である『全中』を衣替えする新たな組織に対して、地域農協に対する指導権と監査権を引き続き与えるか否か」である。もし新組織に指導権と監査権を与え続けるのであれば、それは「看板の掛け替え」にすぎない。混合診療の拡大に関しても、現実に改革が進むか否かは、制度設計とその運用にかかっている。

わが国における賃金低迷の主因は「第三の矢（成長戦略）」が不十分なこと

これに対して、「わが国では、『第三の矢（成長戦略）』の強化よりも、『分配政策』を通じて、国民の所得を増加させることの方がより一層重要である」と指摘する向きが少なくない。しかしながら、当社は、わが国で賃金が低迷してきたのは「分配政策」ではなく、「第三の矢（成長戦略）」が不十分であったことに主たる原因があると考えている。

労働生産性の伸び悩みと企業の競争力低下などが時間当たり実質賃金低迷の主な原因

以下では、賃金の国際比較を通じて、わが国で賃金が低迷している要因を探っていこう。

図表 3 は、主要国の時間当たり実質賃金の変動を、「①労働生産性」「②GDP デフレーター/CPI」「③労働分配率」という 3 つの要因に分解したものである。

日本、米国、ドイツの 3 ヶ国について、2000 年～2009 年の実質賃金上昇率を比較すると、日本だけ実質賃金が低下している。米国およびドイツと比べて、わが国で実質賃金が低迷している要因として、「①労働生産性」の上昇率が低いこと、「②GDP デフレーター/CPI」の下落率が大きいこと、という 2 点が指摘できる。これに対して、「③労働分配率」要因による実質賃金の押し下げ幅（寄与度）は各国ともおおむね同程度であり、労働分配率の低下がわが国の実質賃金低迷の主因だとは言えない。

「①労働生産性」をさらに分解すると、「実質 GDP」と「総労働時間」とに分けられる。「総労働時間」については各国で大差がないものの、日本は「実質 GDP」が伸び悩んでいることが致命的だ。「実質 GDP」の内訳を見ると、「固定資本形成」および「TFP」の寄与度が他国と比べて小さいことが確認できる。

また、「②GDP デフレーター/CPI」についても要因分解を行うと、「交易条件」および「内需デフレーター」がマイナス寄与となっている。輸入価格が上昇している局面でも、日本企業は輸出競争力を保つために、輸出製品への価格転嫁を行ってこなかった。こうした企業行動の結果、交易条件が悪化し、GDP デフレーターを押し下げる要因となったのである。

図表 3：時間当たり実質賃金の要因分解

| (2000年から2009年の上昇率の平均値、%) | 日本 | 米国 | ドイツ |
|--------------------------|-------|-------|-------|
| 時間当たり実質賃金 | ▲ 0.5 | 1.3 | 0.2 |
| ①労働生産性 | 0.7 | 2.0 | 1.2 |
| ②GDPデフレーター/CPI | ▲ 1.0 | ▲ 0.3 | ▲ 0.7 |
| ③労働分配率 | ▲ 0.3 | ▲ 0.4 | ▲ 0.3 |

| (2000年から2009年の上昇率の平均値、%) | 日本 | 米国 | ドイツ |
|--------------------------|-------|-------|-------|
| ①労働生産性 | 0.7 | 2.0 | 1.2 |
| 実質GDP | 0.5 | 1.8 | 0.9 |
| 労働時間寄与 | ▲ 0.4 | ▲ 0.2 | ▲ 0.3 |
| 労働の質寄与 | 0.3 | 0.3 | 0.1 |
| 固定資本形成寄与 | 0.5 | 1.1 | 0.8 |
| IT投資寄与 | 0.3 | - | 0.3 |
| 非IT投資寄与 | 0.3 | - | 0.5 |
| TFP寄与 | 0.1 | 0.3 | 0.3 |
| 総労働時間 | 逆符号 | 0.2 | 0.3 |
| 雇用者数 | 逆符号 | ▲ 0.3 | ▲ 0.3 |
| 労働時間 | 逆符号 | 0.5 | 0.7 |

| (2000年から2009年の上昇率の平均値、%) | 日本 | 米国 | ドイツ |
|--------------------------|-------|-------|-------|
| ②GDPデフレーター/CPI | ▲ 1.0 | ▲ 0.3 | ▲ 0.7 |
| GDPデフレーター | ▲ 1.2 | 2.2 | 0.9 |
| 交易条件寄与 | ▲ 0.3 | ▲ 0.0 | 0.0 |
| 内需デフレーター寄与 | ▲ 0.8 | 2.3 | 1.0 |
| 輸入デフレーター寄与 | ▲ 0.0 | ▲ 0.1 | 0.0 |
| その他 | ▲ 0.0 | ▲ 0.0 | ▲ 0.0 |
| CPI | 逆符号 | 0.3 | ▲ 1.6 |

| (2000年から2009年の上昇率の平均値、%) | 日本 | 米国 | ドイツ |
|--------------------------|-------|-------|-------|
| ③労働分配率 | ▲ 0.3 | ▲ 0.4 | ▲ 0.3 |
| 名目雇用者報酬 | ▲ 1.0 | 3.6 | 1.4 |
| 名目GDP | 逆符号 | 0.7 | ▲ 1.7 |

時間当たり実質賃金 = 名目雇用者報酬 / (雇用者数 × 労働時間) / CPI
 労働生産性 = 実質GDP / (雇用者数 × 労働時間)
 労働分配率 = 名目雇用者報酬 / 名目GDP

とすると、
 時間当たり実質賃金 = 労働生産性 × GDPデフレーター/CPI × 労働分配率
 という関係が成立する。

この時、
 $\Delta \ln(\text{時間当たり実質賃金}) = \Delta \ln(\text{労働生産性}) + \Delta \ln(\text{GDPデフレーター/CPI}) + \Delta \ln(\text{労働分配率})$
 $\Delta \ln(\text{労働生産性}) = \Delta \ln(\text{実質GDP}) - \Delta \ln(\text{雇用者数}) - \Delta \ln(\text{労働時間})$
 $\Delta \ln(\text{労働分配率}) = \Delta \ln(\text{名目雇用者報酬}) - \Delta \ln(\text{名目GDP})$
 となる。(Δlnは変化率を表す)

(出所)内閣府、BEA、BundesBank、EU KLEMS統計より大和総研作成

わが国の労働分配率は特に低いわけではない

わが国の「労働分配率（＝雇用者報酬／国民所得）」は1970年前後から大きく上昇しており、水準面でも、足下で国際的に見て決して低いわけではない。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年以降で見れば、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り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とは言い難い。すなわち、雇用者所得の低迷は分配面の問題ではなく、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。

「第三の矢（成長戦略）」の強化こそが持続的な賃金上昇に向けた王道

結論として、わが国で実質賃金が持続的に上昇するためには、「第三の矢（成長戦略）」の強化を通じた、労働生産性の向上や企業の競争力改善などがカギとなる。とりわけ、農業、医療・介護、労働といった既得権が強い分野の「岩盤規制」を緩和すること、課税ベースを広げつつ法人税の実効税率を引き下げること、などが喫緊の課題であるといえよう。

2.2 短期的課題：低所得者向け給付金や「地方創生」などへの取り組みがカギ

アベノミクスの光と影

アベノミクスには光と影がある。

現時点でアベノミクスは、輸出企業を中心とする製造業、大企業、大都市の富裕層などに大きなメリットを与えているが、内需型の非製造業、中小企業、地方の低所得層などへの恩恵は小さい。

以上の現状認識から当社は、短期的な課題として、低所得者向け給付金の積み増しや、「地方創生」への取り組みを加速することなどを通じて、中小企業や地方の低所得層などに一定の配慮を示すことが必要だと考えている。

アベノミクスによる円安はマクロ的な経常利益を 3.0 兆円押し上げたが、その恩恵には偏りがある
最初に、アベノミクスが企業部門に与えた影響について検証しよう。

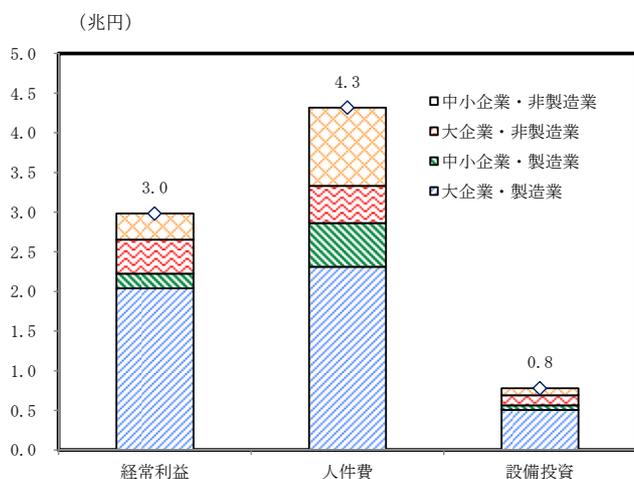
安倍政権の成立以降、円安傾向が続いてきたことは、企業部門に大きなプラス効果をもたらしたものと考えられる。

図表 4 は安倍政権が成立した 2012 年 12 月以降の円安が、企業部門に与えた影響を試算したものである。2013 年 1-3 月期から 2014 年 4-6 月期までの一年半の期間で、企業の経常利益は 3.0 兆円程度押し上げられた計算となる。また、人件費に関しては 4.3 兆円程度、設備投資については 0.8 兆円程度の押し上げ効果があったとみられる。

ここで注目されるのは、円安による押し上げ効果が産業や企業規模によって大きく異なっている点である。円安進行による最大の効果は輸出の増加であるため、輸出比率が高い大企業・製造業への恩恵が大きい。一方、円安が進むと輸入価格が上昇し、企業のコストが増加することになるため、原燃料をはじめとする輸入製品の投入が多い非製造業に対しての収益下押し圧力が大きくなる。しかし、大企業・製造業を中心とした円安の直接効果による収益の拡大は、産業・企業間の波及効果を通じて、非製造業や中小企業にとってもプラスの効果を持つと考えられる（詳細は後述する）。全ての企業にとって円安がプラスになるとは考え難いものの、製造業、非製造業、大企業、中小企業という枠組みで考えれば、円安は収益を押し上げる効果の方が大きかったとみられる。

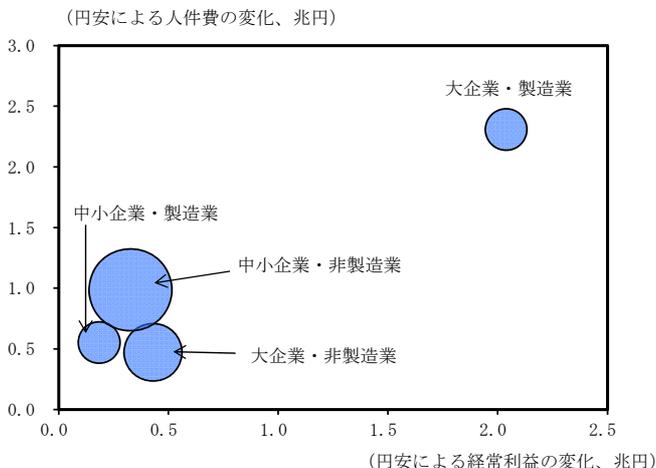
ただし、円安によるメリットは、当然ながら輸出増加の効果が大きい大企業・製造業に集中しており、人件費の押し上げ効果に関しても大企業・製造業が際立って大きい（**図表 5**）。他方で、労働者の数は、円安によるメリットが相対的に小さい非製造業や中小企業に集中しており、一人当たりの人件費で見た場合には、産業、企業規模の違いによる格差が一層鮮明化する点には留意が必要である。

図表 4: アベノミクスによる円安が企業部門に与えた影響



(注) 2013年1-3月期から2014年4-6月期の影響の累積値。
(出所) 財務省、日本銀行、経済産業省、総務省、内閣府統計より大和総研作成

図表 5: アベノミクスによる円安の影響と企業規模別人員数



(注) 2013年1-3月期から2014年4-6月期の影響の累積値。プロットの大きさは各部門の人員数(2014年4-6月期時点)を表す。
(出所) 財務省、日本銀行、経済産業省、総務省、内閣府統計より大和総研作成

企業間の波及効果まで考慮すれば、多くの企業にとって円安はプラス

図表 6 は安倍政権が成立した 2012 年 12 月以降の円安が、企業収益に与える影響をより細かく見たものである。まず、円安による直接効果、すなわち輸出増加による売上の増加、および輸入価格の上昇が企業収益に与えた影響に注目する。これを見ると、売上に占める輸出の割合が高い大企業製造業では、1 兆円程度経常利益が押し上げられた計算となる。一方、輸出増加による直接的なメリットが非常に小さいため、輸入価格の上昇により中小企業・製造業や、非製造業では、円安は収益の下押し要因となった。このため、全規模全産業では経常利益が 6,350 億円程度押し下げられたという試算結果になっている。

次に、波及効果に注目すると、産業、企業規模を問わず収益の押し上げに寄与しており、全規模全産業では 3.6 兆円程度経常利益が押し上げられた。ここでいう波及効果とは、輸出の増加が数量効果や価格転嫁を通じて企業間取引を増加させる効果や、所得分配を通じた最終需要の増加が企業収益を押し上げる効果を指す。円安が進む中でも、輸出数量の増加は緩やかなものに留まっており、数量増加からくる波及効果はそれほど大きくなかった可能性が高い。他方、日銀短観の価格判断 DI を見ると、仕入価格判断、販売価格判断の両者が上昇傾向となっているが、交易条件（販売価格判断 DI－仕入価格判断 DI）は非製造業でも改善が見られ、価格転嫁が進んだことが企業収益の押し上げ要因になった可能性を示唆している。波及効果によるプラスの影響が、直接効果によるマイナスの影響を上回った結果、最終的に直接効果によるマイナスが大きい非製造業でも、円安は企業収益を押し上げる要因になったとみられる。

ここでの試算にはマクロモデルを用いており、あくまで過去の平均的な関係と同程度の波及があったという前提を置いたものである。このため試算結果については相当程度の幅を持って見る必要があるが、少なくとも単純な輸出入増加のみをもって円安の効果と捉えるのは正しくないだろう。為替相場は、2014 年前半は安定的に推移してきたが、2014 年 8 月頃から徐々に円安が進行し、10 月 31 日の日本銀行による追加金融緩和によって、さらに円安傾向が加速している。こうした中、輸入価格上昇を懸念する声が以前より高まっているものの、円安の進行は基本的に企業収益に対してプラスの効果を持つと考えるべきだろう。

図表 6：アベノミクスによる円安が企業部門に与えた影響の試算

| | | 全規模全産業 | | | | | | | | | |
|------|----------------|--------|-------|-------|------|--------|--------|------|-------|-------|------|
| | | 製造業 | | | | 非製造業 | | | | 大企業 | 中小企業 |
| | | 大企業 | | 中小企業 | | 大企業 | | 中小企業 | | | |
| 経常利益 | 変化額 (10億円) | 2,980 | 2,223 | 2,039 | 184 | 757 | 430 | 327 | 2,469 | 511 | |
| | 経常利益に対する割合 (%) | 3.2 | 6.8 | 7.5 | 3.5 | 1.3 | 1.1 | 1.6 | 3.7 | 2.0 | |
| 直接効果 | 変化額 (10億円) | -635 | 1,034 | 1,075 | -41 | -1,669 | -1,323 | -346 | -248 | -387 | |
| | 経常利益に対する割合 (%) | -0.7 | 3.2 | 3.9 | -0.8 | -2.8 | -3.4 | -1.7 | -0.4 | -1.5 | |
| 波及効果 | 変化額 (10億円) | 3,615 | 1,189 | 964 | 226 | 2,426 | 1,753 | 673 | 2,716 | 899 | |
| | 経常利益に対する割合 (%) | 3.9 | 3.7 | 3.5 | 4.3 | 4.1 | 4.5 | 3.3 | 4.1 | 3.5 | |
| 人件費 | 変化額 (10億円) | 4,316 | 2,859 | 2,308 | 551 | 1,457 | 471 | 986 | 2,779 | 1,537 | |
| | 人件費に対する割合 (%) | 1.7 | 3.6 | 4.7 | 1.9 | 0.9 | 0.7 | 1.0 | 2.3 | 1.2 | |
| 設備投資 | 変化額 (10億円) | 777 | 561 | 505 | 56 | 216 | 129 | 87 | 633 | 144 | |
| | 設備投資に対する割合 (%) | 1.5 | 3.1 | 3.6 | 1.4 | 0.6 | 0.5 | 0.8 | 1.6 | 1.0 | |

(注1) マクロモデルを用いた試算値。2013年1-3月期～2014年4-6月期の効果の累積値。

(注2) 直接効果は、円安による輸出の増加と輸入価格上昇による影響の合計。

間接効果は、円安に伴う最終需要の増加、および価格転嫁を含めた企業間取引の増加による効果。

(注3) 人件費、設備投資に対する影響は、労働分配率、および設備投資/キャッシュフロー比率を一定と仮定した試算値。

(出所) 財務省、日本銀行、経済産業省、総務省、内閣府統計より大和総研作成

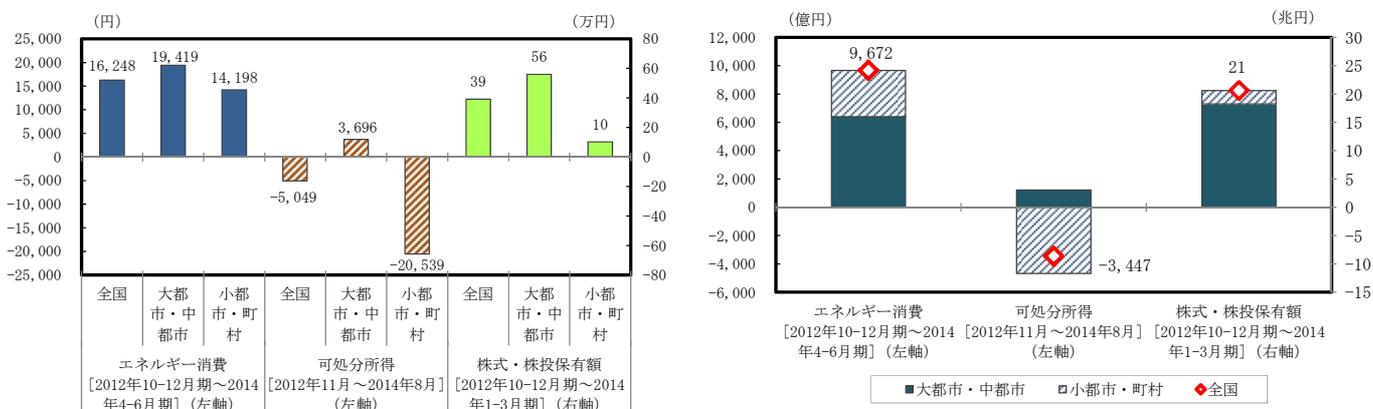
アベノミクスが家計部門に及ぼした影響

次に、家計の暮らしに対して、アベノミクスが及ぼした影響について検証したい。以下では、都市規模別に、エネルギー消費、可処分所得、株式・株投保有額の変化について確認し、その特徴を整理する。

まず、家計のエネルギー消費は、都市の規模にかかわらず増加しており、2012年10-12月期から2014年4-6月期の増加額は、全国平均で16,000円程度（年換算）となる（**図表7**左）。これは、原子力発電所の稼働停止や円安に伴い電気代とガソリン価格が上昇したことが主因であり、さらには消費税増税も影響している。エネルギーの負担増に見合って所得が増加しなければ、その分だけ家計消費に対して下押し圧力が掛かることになる。都市規模別に見ると、エネルギー消費の増加額は大都市・中都市の方が大きくなっているが、これは都市規模による所得水準および消費水準の違いを反映したものにすぎない。後述する可処分所得の変化と併せて評価すると、家計の実際の負担感の小都市・町村の方がより一層高まっていると考えられる。最近のエネルギー価格の動向については、円安の進行が価格上昇要因になる一方で、原油価格の下落がそれを相殺するという構図にあり、為替レートと原油価格の先行きについては注視が必要となろう。

次に、可処分所得と株式・株投保有額については、大都市・中都市と小都市・町村の間で格差が広がっている可能性を指摘できる。可処分所得は、大都市・中都市が小幅に増加している一方で、小都市・町村は減少している。なお、大都市・中都市についても、その内訳を確認してみると、大都市がすでに減少に転じており、必ずしも楽観視できるような内容ではない。株式・株式投資信託は、いずれの規模の都市においても増加しているが、増加額は大都市・中都市の方が小都市・町村よりも大きい。後者においては、アベノミクスによる株価上昇の恩恵が限定的なものに留まっているとみられる。

図表7：都市規模別にみたアベノミクスと家計の暮らし



(注1) エネルギーは二人以上の世帯の4四半期移動平均の年換算ベース、可処分所得は二人以上の勤労者世帯、季節調整済み3ヶ月移動平均ベース、株式・株投保有額は二人以上の世帯の4四半期移動平均ベース。

(注2) 大都市は政令指定都市及び東京都区部、中都市は大都市を除く人口15万以上の市、小都市Aは人口5万以上15万未満の市、小都市B・町村は人口5万未満の市。調査世帯数を基に、大都市・中都市、小都市・町村に合算。世帯構成比は、前者が約6割、後者が約4割。

(出所) 総務省統計より大和総研作成

(注1) エネルギーは二人以上の世帯の4四半期移動平均の年換算ベース、可処分所得は二人以上の勤労者世帯、季節調整済み3ヶ月移動平均ベース、株式・株投保有額は二人以上の世帯の4四半期移動平均ベース。都市規模別の一世代当たりの金額に世帯数を乗じたもの、全国は都市規模別の合計値。

(注2) 大都市は政令指定都市及び東京都区部、中都市は大都市を除く人口15万以上の市、小都市Aは人口5万以上15万未満の市、小都市B・町村は人口5万未満の市。調査世帯数を基に、大都市・中都市、小都市・町村に合算。世帯構成比は、前者が約6割、後者が約4割。

(出所) 総務省統計より大和総研作成

最後に、一世帯当たりの金額に世帯数を掛けたマクロの変化を都市規模別に確認しよう（**図表 7 右**）。エネルギー消費は、大都市・中都市と小都市・町村のいずれも増加に寄与しており、前者のプラス寄与が大きい。また、小都市・町村は、可処分所得で大きなマイナス寄与となっており、株式・株投保有額のプラス寄与も限定的なものに留まっている。以上の分析からも、アベノミクスの恩恵が大都市・中都市で相対的に大きく、小都市・町村では小さくなっている可能性が示唆される。

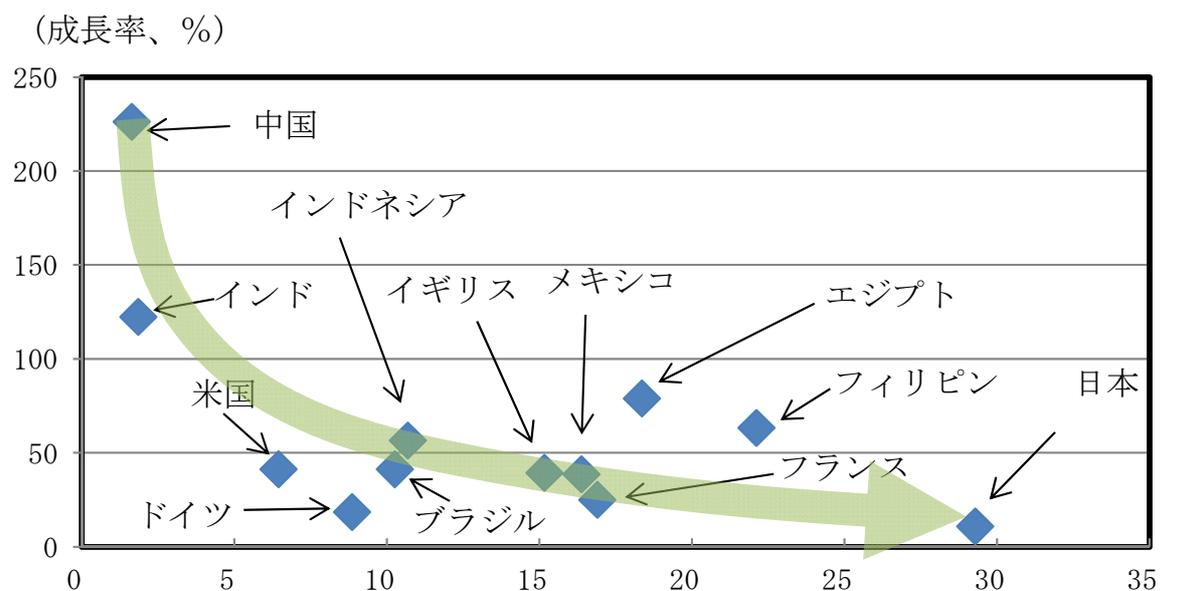
高い都市集約度は成長の抑制要因

ここで、現在、安倍政権が喫緊の課題の 1 つに掲げている「地方創生」の重要性を再確認しておきたい。大都市と地方の格差は、わが国が抱える最大の問題の 1 つである。

図表 8 は一国の都市への集約度と経済成長率の関係を示したものである。この図表から明らかのように、一般論として言えば、都市集約度の高い国ほど成長率が低い傾向にある。現状、経済が発展途上にある中国やインドは都市集約度が非常に低く、成長率が高い。先進国である米国、英国、ドイツに関しても日本ほど都市集約度は高くない。対照的に日本は、都市集約度が非常に高く、成長率は低い。結論として当社は、先進国の中でも高い日本の都市集約度が低成長の一因となっている可能性を否定し得ないと考えている。

以上の現状認識を踏まえると、安倍政権が「地方創生」を政権の重要テーマとして掲げ、積極的に取り組んでいることは極めて適切だ。「地方創生」を通じて、首都圏と地方の経済的な格差を縮小させることが、都市集約度の低下による日本経済の発展のために肝要なのである。

図表 8：都市集約度と成長率



(注) 都市集約度=大都市の人口/各国の人口。

成長率は90年代平均から00年以降平均の変化率。

(出所) Demographia、IMF統計より大和総研作成

地方と首都圏の格差是正に向けたカギは「分配」ではなく「成長」

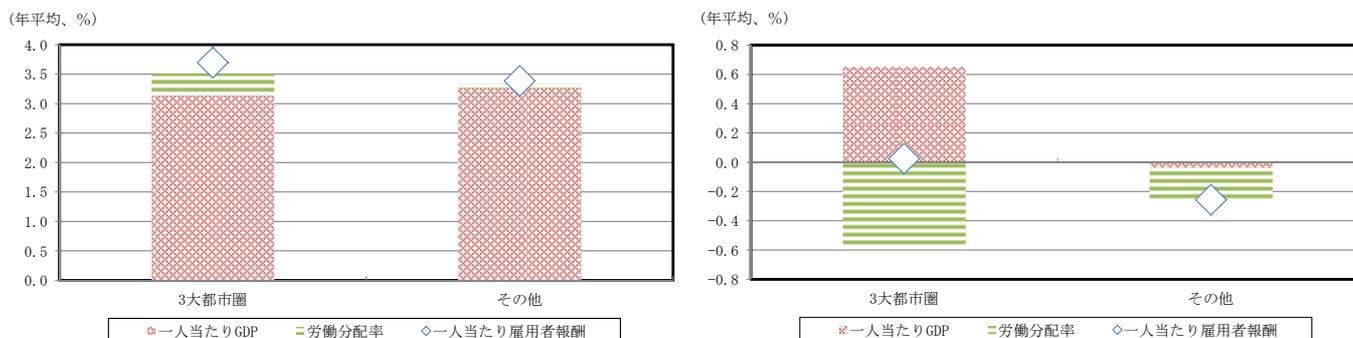
さらに、地方と首都圏の格差について、雇用者報酬という観点からも考察してみよう。図表9は、一人当たり雇用者報酬の要因分解を年代別に行ったものである。

左図は、1980年代から1990年代の一人当たり雇用者報酬の変化を示したものである。3大都市圏とその他の地域を比較すると、一人当たりGDP成長率が一人当たり雇用者報酬の主たる押し上げ要因であるという点は共通している。労働分配率の上昇幅が3大都市圏の方が大きいため、首都圏の方が一人当たり雇用者報酬の伸び率が幾分高くなっているが、3大都市圏とその他の地域を比較して大きな違いは見られない。すなわち、所得面で見れば、90年代に入っても3大都市圏とその他の地域の格差はさほど生じていなかったと解釈することができる。

右図は90年代から00年代における一人当たり雇用者報酬の変化を示したものである。3大都市圏について見ると、労働分配率の低下幅は大きいものの、一人当たりGDPの増加幅も大きい。一方、その他の地域について見ると、労働分配率の低下幅は限定的であるものの、一人当たりGDPの伸び悩みが3大都市圏との大きな違いとなっていることが分かる。

以上の分析から、「地方創生」のカギが「分配政策」ではなく、地方における「成長戦略」の強化にあることは間違いない。「地方創生」に向けては、各地方のニーズを丁寧に吸い上げるとともに、現時点での成功事例を仔細に検討し、類似性を有する地方にきめ細かく展開していく作業などが欠かせない。

図表9：一人当たり雇用者報酬の要因分解(左図:1980年代⇒1990年代、右図:1990年代⇒2000年代)



(注1) 1980年代と1990年代の平均値により成長率を算出。

(注2) 3大都市圏は東京、愛知、大阪。

(出所) 内閣府統計より大和総研作成

(注1) 1990年代と2000年代の平均値により成長率を算出。

(注2) 3大都市圏は東京、愛知、大阪。

(出所) 内閣府統計より大和総研作成

図表 10：日本経済・金利見通し

| | 2013. 10-12 | 2014. 1-3 | 4-6 | 7-9 | (予) → | | 2012年度 | 2013年度 | (予) → | |
|--|-------------|------------|--------------|--------------|------------|-------------|--------|--------|--------|--------|
| | | | | | 10-12 | 2015. 1-3 | | | 2014年度 | 2015年度 |
| 実質GDP (前期比年率%) [前年比%] | -1.6 2.5 | 6.7 2.9 | -7.3 -0.2 | -1.6 -1.2 | 3.6 0.1 | 2.6 -0.9 | 0.7 | 2.2 | -0.5 | 1.8 |
| 経常収支 (季調済年率、兆円) | 0.0 | -5.5 | 2.8 | 2.6 | 6.6 | 6.7 | 4.2 | 0.8 | 4.7 | 7.9 |
| 失業率 (%) | 3.9 | 3.6 | 3.6 | 3.6 | 3.6 | 3.5 | 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 | 3.2 | 3.1 | 3.2 | -0.2 | 0.8 | 3.2 | 1.3 |
| 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、%) | 0.61 | 0.61 | 0.59 | 0.52 | 0.50 | 0.55 | 0.75 | 0.63 | 0.54 | 0.70 |

(注) 予測値は原則として大和総研・第183回日本経済予測による。

(出所) 各種統計より大和総研作成