

2016年6月21日 全9頁

日本経済見通し：何故、個人消費は低迷しているのか？

国内要因が景気下支え役となるが、海外発の景気下振れリスクは残存

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
シニアエコノミスト 長内 智
エコノミスト 岡本 佳佑
エコノミスト 小林 俊介
エコノミスト 久後 翔太郎
永井 寛之
田中 誠人

[要約]

- 海外発の景気下振れリスクは残存：2016年1-3月期 GDP 二次速報の発表を受けて、経済見通しを改訂した。改訂後の実質 GDP 予想は2016年度が前年度比+0.7%（前回：同+0.8%）、2017年度が同+0.7%（同：同▲0.1%）である。足下で日本経済は「踊り場」局面が継続しているものの、先行きに関しては、①実質賃金の増加、②原油安と交易条件の改善、③補正予算の執行、などの国内要因が下支え役となり、緩やかに回復する見通しである。ただし、中国を中心とする海外経済の下振れリスクには細心の注意が必要となろう。なお、前回は2017年4月に消費税増税を行うと想定していたが、安倍首相の6月1日の増税延期表明を受けて、今回は増税延期を前提とした（→詳細は、熊谷亮丸他「第189回 日本経済予測（改訂版）」（2016年6月8日）参照）。
- 何故、個人消費は低迷しているのか？：足下で停滞が続く個人消費を回復軌道へと戻すことは、現在の日本経済における最重要課題の一つであると言っても過言ではない。そこで、アベノミクス以降の個人消費の動向を精査したうえで、「年齢階級別」、「年収階級別」という視点から、先行きの個人消費を活性化させるための処方箋について検討した。定量分析の結果を踏まえると、アベノミクス以降、個人消費の盛り上がりには欠けた「若年層」、「低所得者層」に対する所得支援策の発動は、経済面でのプラス効果という観点からも基本的に支持されよう。ただし、中長期的に「若年層」の消費支出を促すには、労働市場改革などを通じた雇用・所得環境の改善が不可欠である。

1. 海外経済の下振れリスクは残存

経済見通しを改訂

2016年1-3月期GDP二次速報の発表を受けて、経済見通しを改訂した。改訂後の実質GDP予想は2016年度が前年度比+0.7%（前回：同+0.8%）、2017年度が同+0.7%（同：同▲0.1%）である。足下で日本経済は「踊り場」局面が継続しているものの、先行きに関しては、①実質賃金の増加、②原油安と交易条件の改善、③補正予算の執行、などの国内要因が下支え役となり、緩やかに回復する見通しである。ただし、中国を中心とする海外経済の下振れリスクには細心の注意が必要となろう。なお、今回はメインシナリオの前提条件として2017年4月に消費税増税を行うと想定していたが、安倍首相の6月1日の増税延期表明を受けて、今回は増税延期をメインシナリオの前提とした（→詳細は、熊谷亮丸他「第189回 日本経済予測(改訂版)」(2016年6月8日)参照）。

2016年1-3月期の実質GDP成長率は前期比年率+1.9%（前期比+0.5%）

2016年1-3月期の実質GDP成長率（二次速報）は前期比年率+1.9%（前期比+0.5%）と、一次速報（前期比年率+1.7%、前期比+0.4%）から小幅に上方修正され、市場コンセンサス（前期比年率+1.9%、前期比+0.5%）通りの結果となった。今回の結果は、一次速報から小幅な修正に留まったことや、市場コンセンサス通りであったことから特段のサプライズはない。総じて見ると、日本経済は「踊り場」局面が続いているという当社のこれまでの見方を再確認させる内容だと言える。

先行きの日本経済は、下振れリスクを抱えた状況が続く公算

当社のこれまでのメインシナリオに特段の修正はない。先行きの日本経済は、良好な雇用・所得環境を背景とする個人消費の底堅さがプラスに作用すると想定しているものの、明確なけん引役が不在で下振れリスクを抱えた状況が続く公算が大きい。特に、中国経済の下振れ、米国の「出口戦略」などを背景とするグローバル金融市場の動揺、「リスクオフ」の進行に伴う円高・株安など、我が国の景気下押しリスクが残存している点には注意が必要だ。加えて、熊本地震の影響による景気変動にも留意したい。なお、安倍首相が6月1日の記者会見で2017年4月に予定していた消費税率引き上げを延期すると表明したことにより、事実上、消費税増税の延期が決定した。今回の増税延期が実質GDP成長率見通し（年度）へ与える主な影響としては、①増税前の駆け込み需要がなくなる2016年度が下方修正、②増税後の反動減と増税による実質所得低下の影響が回避される2017年度が上方修正、③2016年度～2017年度全体で見て上方修正、などが指摘できる。

個人消費は、「うるう年」効果の反動減や熊本地震の影響を受けて短期的に下振れする公算が大きいものの、こうした特殊要因を除いて見ると、良好な雇用・所得環境を背景に当面は横ばい圏で推移すると見込む。所得面について確認すると、毎月勤労統計で見る一人当たりの実質賃金は、足下で持ち直しの動きが出ており、雇用者数の増加を考慮したマクロの実質雇用者所得（＝実質賃金×雇用者数）は増加している。また、良好な雇用環境や一部非製造業での人手不足感の高まりを受けて、パート・アルバイトの賃金が緩やかな上昇傾向を続けていることに

加え、消費者物価上昇率の低下を通じた実質賃金の押し上げ効果が当面継続する見込みであることも、個人消費を下支えする要因になるとみている。他方、株安による消費者マインドの悪化や、円高に伴う製造業の収益悪化懸念を受けて個人所得の先行き不透明感が高まっていることが、個人消費の重石となろう。また、2015年度に16年ぶりのプラスとなった年金改定率が2016年度は据え置きと決定されたことや、2016年春闘における賃金改定率が2015年（最終集計結果、前年比+2.20%）より小幅ながら縮小する公算が大きくなっている点に注意が必要だ。加えて、耐久財に関しては、携帯通信会社の料金プランおよびスマートフォンの販売価格の変更に伴い、スマートフォンの販売数量が大きく減少している影響にも留意したい。

住宅投資は、先行指標である住宅着工戸数に増加の動きが見られることから、緩やかに持ち直す見込み。最近の住宅着工戸数については、建設コストの高まりに伴う販売価格の上昇が抑制要因となっている。しかし、雇用・所得環境の改善や歴史的低水準の住宅ローン金利などを背景に、家計の住宅取得意欲が依然旺盛であるとみられることから、住宅着工戸数は緩やかに増加すると考えている。住宅着工から時間的なラグを伴って住宅投資も増加する見込みである。

設備投資は、高水準の企業収益などを背景とする更新・改修投資が下支え役となり、強弱入り混じりながらも緩やかな持ち直しの動きが継続すると見込む。堅調な企業収益や人手不足を受けて、非製造業を中心に更新投資や省人化・省エネ化投資などが期待される。また、熊本地震により毀損した生産設備の復旧・復興が設備投資の増加に寄与する見込みである。ただし、製造業に関しては、これまでの当社の見方通り、今後の下振れリスクに注意する必要があると考えている。これは、世界経済の減速や海外の企業部門の弱さなどを受けて財の輸出が停滞し、個人消費の回復ペースも冴えない中で、円高による収益下押し圧力が加わり、製造業を中心に設備投資を先送りする企業が増える可能性が高まっているためである。

公共投資は、過去の経済対策効果のはく落が引き続き重石となる一方で、2015年度補正予算と2016年度予算の進捗を受けて、徐々に底入れし、その後は、復興事業の顕在化に伴い緩やかな増加傾向に転じるとみている。実際、足下で先行指標である請負金額および受注金額に持ち直しの動きが見られている。

輸出は、しばらく横ばい圏で推移した後、海外経済の改善を受けて徐々に持ち直すと考えている。欧米経済の底堅さが輸出の下支え役になる一方、資源価格の停滞や過剰生産能力に起因する世界的な工業部門の不振、さらにはスマートフォン向け電子部品・デバイスの海外出荷の伸び悩みが継続する見込みであることを勘案すると、財の輸出が明確な増加基調に転じるのは今夏以降にずれ込む公算が大きい。加えて、これまで堅調だったサービス輸出についても、①中国政府が海外での購入品に対する関税を引き上げたことにより、中国人の「爆買い」が一服する懸念が生じていること、②熊本地震に起因する訪日観光客の減少、に留意が必要だ。地域別に見ると、米国では家計部門を中心に底堅い景気拡大が続いているため、耐久消費財を中心に米国向け輸出の反転が見込まれる。欧州経済については、原油価格の停滞やECB（欧州中央銀行）による金融緩和政策の効果を受けて、個人消費を中心に持ち直しの動きが見られることか

ら、欧州向け輸出も振れを伴いつつ総じて堅調に推移すると考えている。アジア向け輸出は、スマートフォン向け電子部品・デバイス関連や、中国の過剰生産能力に起因する鉄鋼等の素材関連が引き続き重石となり、力強さに欠ける推移が続くだろう。景気の減速が続く中国に関しては、金融緩和政策や自動車販売促進策に伴う実体経済の底上げ効果が個人消費やサービス部門などで確認され始めており、消費財を中心として一段の需要減少は回避されるとみている。

日本経済のリスク要因

日本経済のリスク要因としては、①中国経済の下振れ、②米国の「出口戦略」に伴う新興市場の動揺、③地政学的リスクを背景とする「リスクオフ（円高・株安）」、④イギリスのEUからの離脱やギリシャ不安、の4点に留意が必要だ。当社の中国に対する見方は「短期＝楽観。中長期＝悲観」である。中国経済を取り巻く状況を極めて単純化すれば、「1,000兆円以上の過剰融資」「400兆円以上の過剰資本ストック」に対して、中国政府が600兆～800兆円規模の財政資金で立ち向かう、という構図だ。中国経済の底割れは当面回避されるとみているが、中長期的なタイムスパンでは大規模な資本ストック調整が発生するリスクを警戒すべきであろう。

2. 何故、個人消費は低迷しているのか？

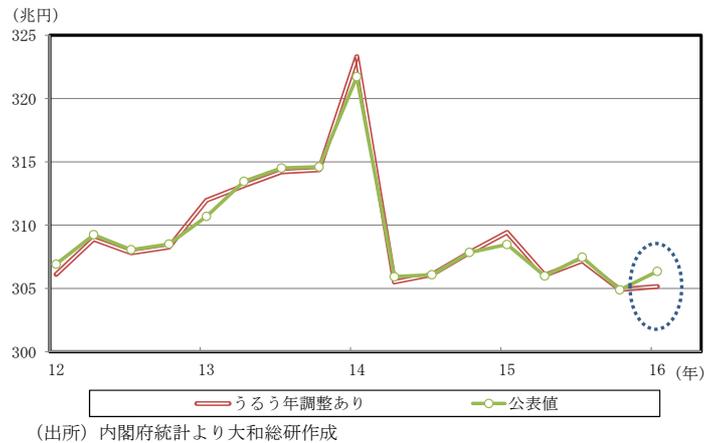
2.1 うるう年要因が個人消費の見た目をかさ上げ

足下で停滞が続く個人消費を回復軌道へと戻すことは、現在の日本経済における最重要課題の一つであると言っても過言ではない。GDP ベースの個人消費は 2016 年 1-3 月期に対前期比で 2 四半期ぶりに増加したものの、うるう年要因の影響が大きく、その影響を除くと、実勢としては 2014 年の消費税率引き上げ以降、底ばいが続いている（**図表 1**）。当社は、個人消費低迷の背景には「各種経済対策により押し上げられた耐久消費財需要の調整」および「所得マインドの低下を通じた嗜好サービスの縮小」があるとみている（→詳細は、**熊谷亮丸他「第 188 回 日本経済予測(改訂版)」(2016 年 3 月 8 日)**参照）。

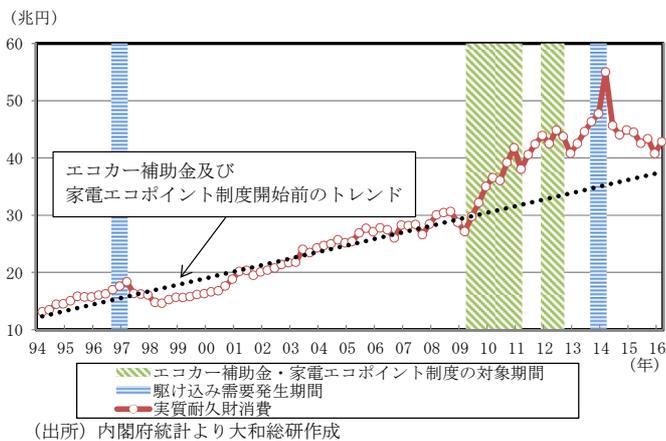
一方、こうした財・サービス分類とは異なる視点で個人消費を捉えると、新たなインプレーションを得ることもできる。本章では、「年齢階級別」、「年収階級別」という視点に注目し、アベノミクス以降の個人消費の動向を精査したうえで、先行きの個人消費を活性化させるための処方箋を提示したい。

図表 1：消費動向の概況

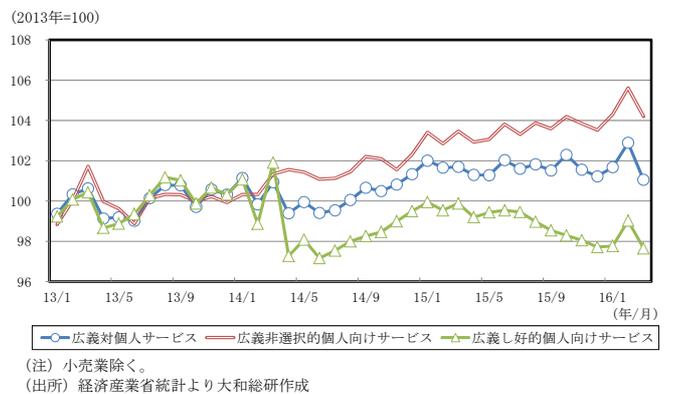
【個人消費の推移】



【耐久消費財の推移】



【個人サービスの推移】



2.2 「年齢階級別」、「年収階級別」の消費動向

「若年層」、「低所得者層」はアベノミクスによる恩恵が少ない

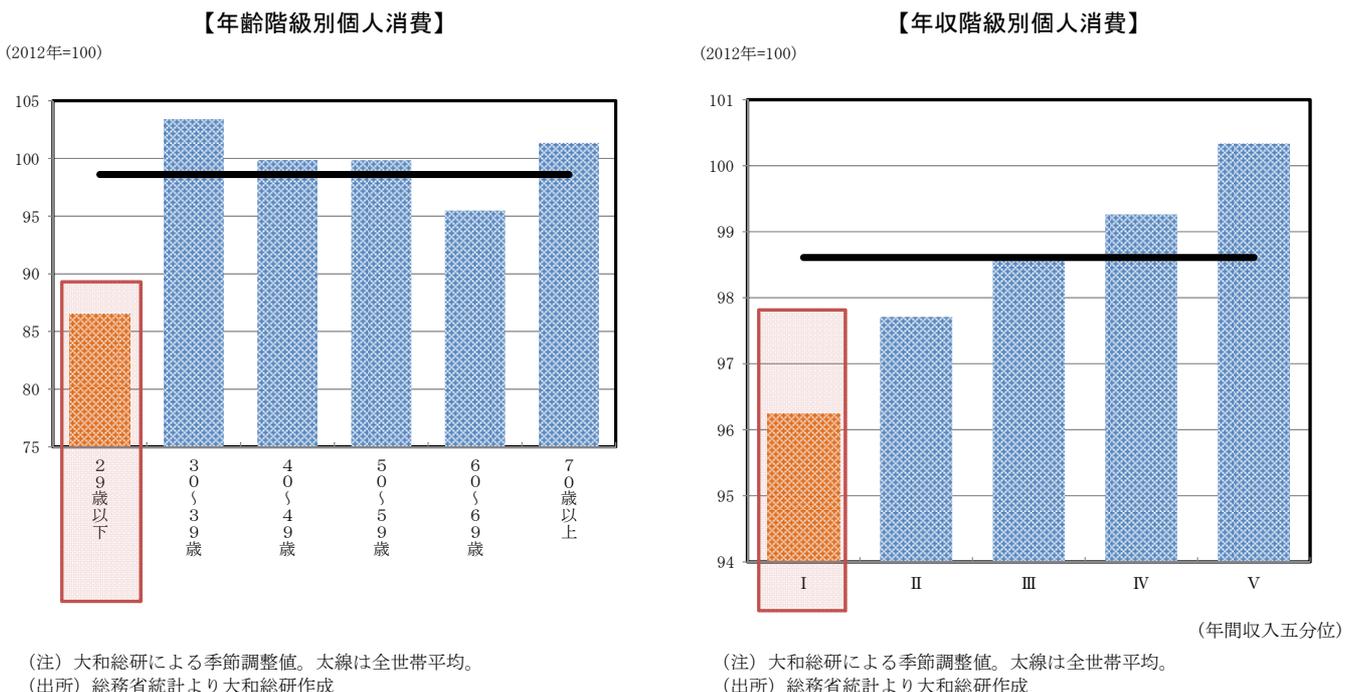
アベノミクスによる景気回復の初動は資産効果を通じた個人消費の増加によってもたらされたが、その恩恵は必ずしも平等に享受されたわけではない。

図表 2 は、アベノミクスによる株高効果が発現する以前の 2012 年の消費支出と足下の消費支出の差を、年齢階級別、年収階級別に示したものである。左図に注目すると、他の年齢階級と比較して、「29 歳以下」の世帯の消費支出が際立って減少している様子が見て取れる。

同様の分析を年収階級別に行うと、第 I 分位に属する世帯の消費支出が低調であることが分かる。一般論として言えば、年収が多いほど株式などの金融資産を多く保有しており、資産効果の恩恵にあずかることができるケースが多いため、2012 年以降、年収の階級が高い層ほど消費支出を拡大する傾向が見られたと考えられる。また、消費税率の引き上げ前後の消費者マインドの動きを年収階級別に見ると、「高所得者層」のマインドが底堅く推移する一方で、「低所得者層」のマインドは増税前から悪化傾向が顕著となり、増税後もしばらく底ばいでの推移が続いた。こうしたマインドの動きの差は、「低所得者層」が相対的に増税への抵抗感を強めていた可能性を示唆している。

以上の分析を踏まえると、アベノミクスの初期には、マクロ経済全体で見ると資産効果を通じて個人消費は活性化したものの、「若年層」および「低所得者層」はその恩恵にあずかる度合いが相対的に小さかったものと推察される。従って、今後個人消費を回復軌道に乗せるためには、政府が所得支援策を講ずるなど、「若年層」および「低所得者層」に対する一定の配慮を示すことがカギになると言えよう。

図表 2：年齢・年収階級別個人消費（2016 年 1-3 月期）



2.3 「若年層」、「低所得者層」向け所得支援策は経済効果も大

「若年層」、「低所得者層」向けの所得支援策は定量分析からも支持される

次に、「若年層」、「低所得者層」向けの所得支援策が「社会的弱者」救済という側面からだけでなく、経済効果という観点からも正当化されるか否かを検証する必要がある。以下では、年齢・年収階級ごとに消費関数を推計し、各層の消費行動の特徴を検証してみたい。

図表3の上段に示した、年齢階級別消費支出に関する推計結果を見ると、「29歳以下」および「30～39歳」といった世帯では、可処分所得のパラメータが際立って高い。すなわち、これらの世帯に対する所得支援策は他の年齢層と比較して、可処分所得の増加を通じて消費支出を押し上げる効果が大いと考えられる。ただし、所得支援策への過度の依存は禁物である。「29歳以下」では、「将来不安要因」のパラメータのマイナス幅が大きいためだ。年金などの社会保障の恩恵にあずかるまでに数十年単位の期間を要するこの年齢層では、将来不安に対して消費を抑制(貯蓄を増加)することで対応する傾向が強い。このため、若年層向け所得支援策については短期的には有効であるものの、将来不安を背景とする消費の抑制を避けるためにも、時限性のあるメリハリの利いた制度設計が必要になるだろう。

一方、**図表3**の下段に注目すると、「低所得者層」の世帯では可処分所得のパラメータが大きく、「低所得者層」への所得支援策は個人消費を活性化させる度合いが最も大きい。加えて、「高所得者層」の金融資産のパラメータも大きいことが分かる。「高所得者層」ほど株式などの金融資産を多く保有しており、資産効果が大きいことが示されている。このため、「低所得者層」向け所得支援策を株式市場が好感し、株価が上昇した場合には、資産効果を通じて間接的に「高所得者層」にもメリットが及ぶ可能性もあるだろう。

以上の考察を踏まえると、アベノミクス以降個人消費の盛りに欠ける「若年層」、「低所得者層」に対する所得支援策は経済的な効果という観点からも基本的に支持される政策だと考えられる。

図表3：年齢・年収階級別の消費関数の推計結果

| | 年齢階級別消費関数の推計 | | | | | |
|--------|--------------|----------|----------|---------|----------|---------|
| | 29歳以下 | 30～39歳 | 40～49歳 | 50～59歳 | 60～69歳 | 70歳以上 |
| 可処分所得 | 0.91*** | 0.97*** | 0.67*** | 0.79*** | 0.49*** | 0.46*** |
| 金融資産 | 0.08 | -0.04 | -0.05 | 0.16*** | 0.11 | 0.54*** |
| 将来不安要因 | -0.32*** | -0.11*** | -0.15*** | -0.06* | 0.00 | 0.11 |
| トレンド項 | 0.00 | 0.00** | 0.00 | 0.00* | 0.00*** | 0.00** |
| | 所得階級別消費関数の推計 | | | | | |
| | 低所得者層 | | 中間層 | | 高所得者層 | |
| 可処分所得 | 0.85*** | | 0.84*** | | 0.75*** | |
| 金融資産 | 0.15*** | | 0.17*** | | 0.26*** | |
| 将来不安要因 | -0.01 | | -0.02** | | -0.07*** | |

(注1)***は1%、**は5%、*は10%水準で有意であることを示す。

(注2)将来不安要因は日本の債務残高GDP比。

(出所)大和総研作成

2.4 労働市場改革などを通じた「若年層」の雇用・所得環境の改善がカギ

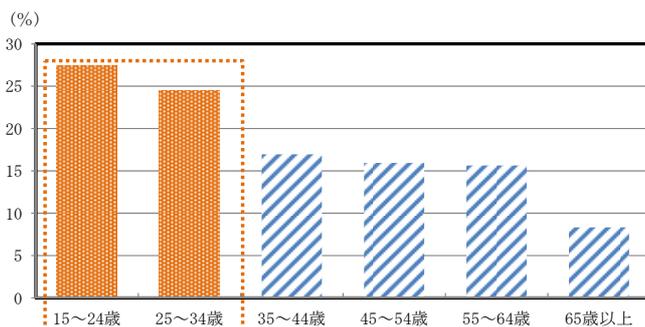
中長期的には労働市場改革が不可欠

中長期的に「若年層」の消費支出を促すには、労働市場改革などを通じた雇用・所得環境の改善が不可欠である。

第一に、「若年層」の非自発的な非正規雇用を減らす必要がある。**図表 4** は、非正規雇用者数全体に占める非自発的な非正規雇用者数の割合を示したものである。図表から明らかな通り、「若年層」の非自発的な非正規雇用者比率は、他の世代と比較して圧倒的に高い。非正規雇用には自分の都合の良い時間に働けるといったメリットがある一方、不安定な雇用形態や低賃金などのデメリットが存在する。こうした現状を踏まえると、「同一労働同一賃金の原則」の導入により労働市場の極端な二極化を是正することなどを通じて、非正規雇用者の待遇を改善することが急務である。改革が実現し、非自発的な非正規雇用者が満足できる職場環境で働くことができるようになれば、将来不安の後退や生涯賃金の上昇といったプラスの効果が見込まれ、最終的に消費支出の拡大を促すであろう。

第二に、ミスマッチの解消を通じた若年失業率の低下が重要だ。**図表 5** は、年齢階級別の構造的・摩擦的失業率を示したものである。「15～24 歳」、「25～34 歳」といった「若年層」では他の世代と比較し、足下の構造失業率が高い。過去の動きを見ても、1990 年代中ごろから「若年層」での急激な構造失業率の上昇が観察されており、長期にわたり「若年層」の就業に関するミスマッチが拡大している様子が見て取れる。こうしたミスマッチを解消し、高水準での推移が続く「若年層」の失業率を低下させることができれば、所得の増加や将来不安の減少により同階級の個人消費を活性化することが期待できよう。

図表 4：非自発的な非正規雇用者比率 (2015 年)



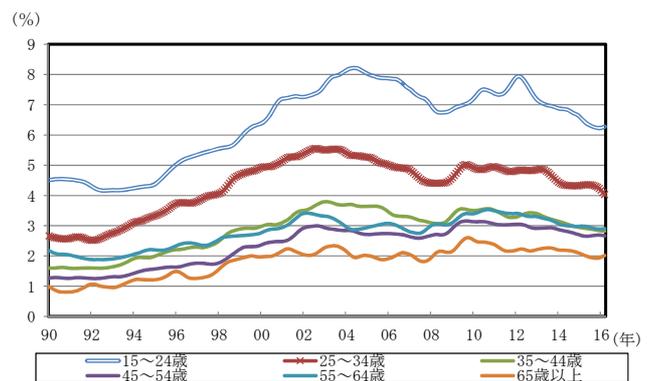
(注1) 正規の職員・従業員の仕事がないことを理由に非正規雇用について

いる人が非正規雇用者数に占める割合。

(注2) 15～24歳の非正規雇用者数は在学中を除くベースを使用。

(出所) 総務省統計より大和総研作成

図表 5：年齢階級別構造的・摩擦的失業率



(注) 大和総研による推計値。

(出所) 総務省、厚生労働省統計より大和総研作成

図表6：日本経済・金利見通し

| | (予) → | | | | | (予) → | | | | |
|--|-------------|------------|------------|------------|------------|------------|--------|--------|--------|--------|
| | 2015.10-12 | 2016.1-3 | 4-6 | 7-9 | 10-12 | 2017.1-3 | 2014年度 | 2015年度 | 2016年度 | 2017年度 |
| 実質GDP (前期比年率%) [前年比%] | -1.8 0.7 | 1.9 0.1 | 0.4 0.5 | 1.1 0.4 | 1.3 1.2 | 0.6 0.8 | -0.9 | 0.8 | 0.7 | 0.7 |
| 経常収支 (季調済年率、兆円) | 19.2 | 19.8 | 20.2 | 20.4 | 21.0 | 21.4 | 8.7 | 17.7 | 20.7 | 23.0 |
| 失業率 (%) | 3.3 | 3.2 | 3.2 | 3.2 | 3.2 | 3.1 | 3.5 | 3.3 | 3.2 | 3.1 |
| 消費者物価指数 (生鮮食品除く総合、2010=100) [前年比%] | 0.0 | -0.1 | -0.3 | -0.1 | 0.2 | 0.7 | 2.8 | -0.0 | 0.1 | 0.9 |
| 国債利回り (10年債最長期物) (期中平均、%) | 0.29 | -0.01 | -0.10 | -0.15 | -0.20 | -0.25 | 0.46 | 0.26 | -0.18 | -0.25 |

(注) 予測値は原則として大和総研・第189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