

好循環の弱点、経済財政白書を問う

発表日：2015年8月17日（月）

～所得増加が消費増加に直結しない～

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 熊野英生（TEL：03-5221-5223）

新しい経済財政白書では、経済の好循環の成果を強調する内容になっているが、4～6月のGDP・一次速報では、期待を裏切って消費減となっている。特に、好循環のシナリオが読み切れなかったのは、雇用・所得拡大につれて消費拡大が起こるという部分であった。好循環シナリオは、これまで想定してきたよりも、弱々しい可能性が高い。今後、経済政策を通じてもっと賃上げを支援する努力が必要である。

アベノミクスの成果としての好循環

2015年の経済財政白書は、「四半世紀ぶりの成果と再生する日本経済」という副題を冠して8月14日に発表された。「四半世紀ぶりの成果」とは、デフレ状況ではなくなることを指し、「再生する日本経済」とは経済の好循環が生まれていることを指すのだろう。

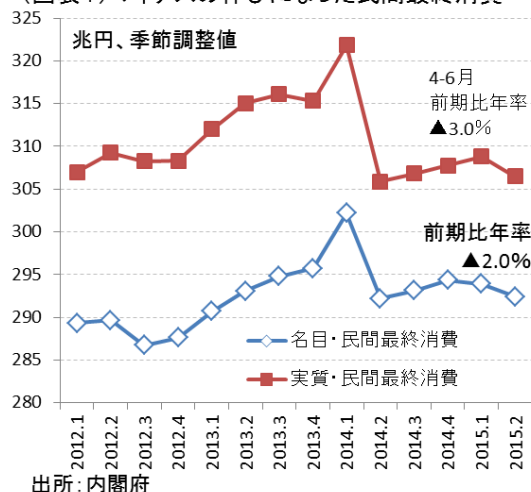
筆者が本稿で問いたいのは、本当に好循環なるものが確立できたと言ってよいのかという点である。経済財政白書で多用されている「好循環」という言葉は、極めて漠然とした内容を指し示している。白書の言葉を借りると、「企業収益の改善が雇用・所得環境の改善に結び付き、消費や投資の拡大に結び付く『経済の好循環』が生まれて、景気を前向きに進めるメカニズムとなってきた」というのが、好循環を描写した内容になる。このロジックを分解すると、①企業収益の改善→②雇用・所得環境の改善→③消費・投資の拡大、という順序で需要拡大が進んで、そこから企業収益の拡大にポジティブ・フィードバックが起こる展開になる。循環たる所以は、需要拡大から企業収益拡大へと起こったポジティブ・フィードバックが、次々に連鎖して、自律的に作動していくところにある。前述の①～③のプロセスが循環の初期段階になって、さらに①に戻って進んでいくという意味になる。

好循環の弱点は需要への転換

ところが、経済財政白書が発表された翌営業日のGDP・一次速報では、この好循環のシナリオに黄色信号が点灯した。2015年4～6月の実質GDPは、前期比年率の伸びが▲1.6%とマイナスに転じ、中でも民間最終消費の前期比年率▲3.0%は大きな押し下げ要因になっている。白書では、賃上げの効果を高く評価していたのに、それが消費拡大には必ずしも結び付いていなかったのである。好循環の連鎖の中で言えば、②雇用・所得環境の改善→③消費・投資の拡大、の部分に大きな不確実性があり、所得拡大が必ずしも消費増加を促さなかったところに誤算があったと考えられる。

2015年4～6月の民間最終消費の伸び率は、実質・前期比年率▲3.0%となった。悪天候要因もあるが、このマイナス幅は、リーマンショック後のデータで比べると、

（図表1）マイナスの伸びになった民間最終消費



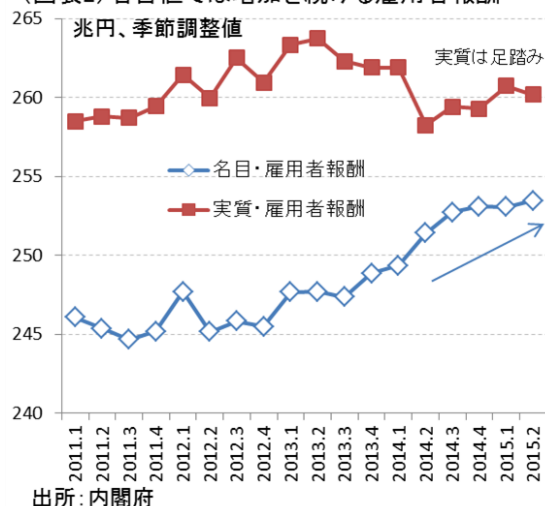
2011 年の震災直後、2014 年の増税後に次いで、3 番目に悪い数字である。一方で、雇用者報酬は、ここ 2 年近くは名目でみてプラスを続けている（図表 2）。つまり、所得は増えていても、それを消費に回さずに家計は貯蓄しているということである。名目・民間最終消費を、名目・雇用者報酬で割った擬似消費性向は、2014 年の消費税増税後は低調な動きになっている（図表 3）。

また、消費性向と裏腹の関係になっているマクロの家計貯蓄率について、最近の動向を分析してみたい。貯蓄率のデータは、国民経済計算年報が未だ発表されていないので、独自の計算でそれを探ってみた。計算は、雇用者報酬に、社会保障給付を含んでいる政府最終消費を加えて分母にし、分母から民間最終消費を差し引いたものを分子にして、擬似貯蓄率を計算したものだ（図表 4）。そこでは、やはり足元の家計貯蓄率が上昇[※]して、その代わりに消費性向が下がっている可能性が読み取れた。

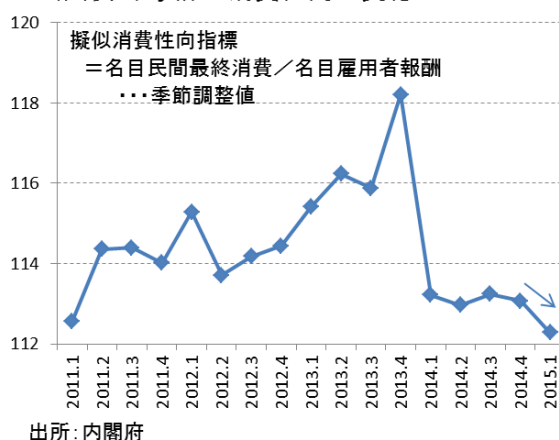
なぜ、今、消費が停滞しているのかを考えると、所得がいくらか増えているにもかかわらず、家計は消費を手控えて貯蓄を増やしているからだと説明することができる。この点こそ、好循環のシナリオを阻んでいる最大の要因にみえる。

※マクロの家計貯蓄率は 2013 年度にマイナスに転じたが、その後は再びプラスに戻っている可能性が高い。

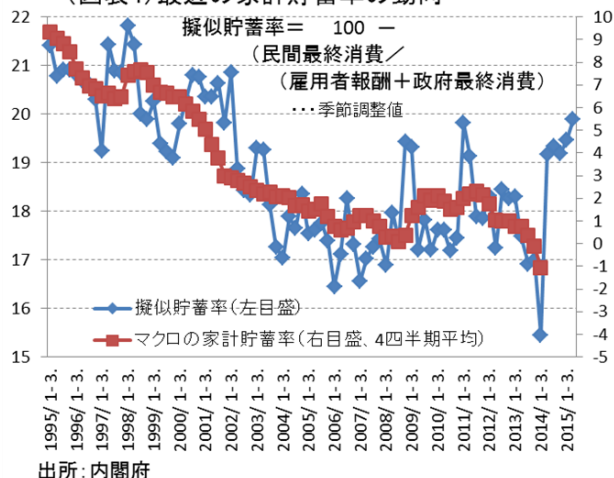
（図表 2）名目値では増加を続ける雇用者報酬



%（図表 3）家計の消費性向の変化



%（図表 4）最近の家計貯蓄率の動向



なぜ、家計は消費を増やさないのか

一方、経済財政白書は、「好循環」をひとつの機軸にして執筆されているが、この所得から消費へのバトンタッチの部分について詳しく書いていない。白書の力点は、むしろ、名目賃金が増えにくい理由について詳述されている。筆者も、白書の分析のように、名目賃金を上げにくくさせる要因があるから、十分に可処分所得が増えずに、期待したほど消費が増えなかったことは認めるが、問題の核心部分は、消費税増税以降に、家計が貯蓄率を引き上げて、消費を手控えたことにあると考える。

経済財政白書の分析では、執筆陣の英知を結集して、この難題を解くことが今後の政策運営のために有用なのではあるまいか。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

筆者なりに、その理由を考えると、輸入物価の上昇によって、家計の財布の紐がそれに過敏に反応して、貯蓄を増やしたことが挙げられる。これは、2015 年以降、食料品などの必需品の価格が、昨年来の輸入物価上昇によって、段階的に上がっていったことを思い出せば、直感的にわかりやすい。ただし、輸入物価が上昇する一方で、原油価格が下落していて、そのコスト削減効果が、食料品などの価格上昇を穴埋めした部分もカウントしなくてははいけない。消費者物価指数の伸び率は、実際のコストアップがエネルギー下落要因によってほぼ相殺されている姿になっている。

また、別の理由を考えると、やはり 2014 年 4 月の消費税増税によって、家計が将来の生活コストの継続的な増加を予想して、現在の消費を手控えながら、将来への備え＝貯蓄積み立てを増やしたという仮説が考えられる。この仮説は、前述の輸入物価の仮説よりは説明力は高い。エネルギーや食料品の価格変動は一時的なものと捉えられ、消費税増税の負担増の方が、継続的支出増と受け取られるので、貯蓄率には影響を与えやすいと考えられる。一方、この仮説にも難点がある。2014 年 4 月以降の消費低迷を説明するには都合がよいが、限界的な 2015 年 4～6 月の変化をすべてこれだけで説明するのは不十分さが残る。

マクロ景気の悪化がマインドにも下押し

消費性向が低下したことを説明する理屈として、「消費マインドが悪化したから」という説明が成されることが多い。しかし、その説明は何かを説明しているように見えて、何も意味のあることを語ってはいない。マインドの悪化の背景が何かを言い当てなくては、その原因を除去できないからだ。

データに基づいて分析するために、内閣府「消費動向調査」に注目すると、消費者態度指数は 2015 年 4 月をピークにして、5～7 月までは伸び悩んでいた。その背景を探ると、雇用関連のマインドが伸び悩んでいるという特徴に気がつく。失業率や有効求人倍率には表れにくいだが、ネガティブな動きは、就業者数の伸び率の鈍化にはみられる。すなわち、製造業や運輸業などに目立っている 4～6 月の雇用拡大の低迷が、微妙に雇用マインドを悪化させた可能性である。実は、消費マインドには、マクロ景気の変調を敏感に反映する側面がある。マクロ景気は、中国など新興国経済向けの輸出鈍化が、生産活動を伸び悩ませ、正社員の所定外労働時間の減少などを通じて限界的に下押し圧力が強まっている。そうした変化を察して、雇用・消費マインドを悪化させたという考え方もできる。

好循環シナリオをさらに後押し

論点を好循環に戻して議論すると、雇用・所得から消費拡大への連鎖は、微妙にマクロ経済の変化を反映して、連鎖が途絶えたり、不安定化するものなのだろう。つまり、内需拡大の動きは、外需と完全に独立したものではないのだ。経済財政白書の分析姿勢は、アベノミクスの成果を前面に押し出して、デフレ脱却と今後の好循環の持続を高らかに謳おうとしたのだろう。ただし、賃上げの動きがそれなりに進んでいたとしても、外需悪化という北風が吹くと、賃上げの作用だけで景気拡大を維持できなかった。これは、好循環シナリオが想定していたよりも、相対的にみた弱々しい影響力しか及ぼすことができなかったことを示している。

白書では、労働市場において非正規化が進んだことが、所定内給与の伸び率を抑制したことを指摘しており、今後さらに労働需給が逼迫して、正規化が促されることによって賃上げの波及が進むことを説いている。筆者はこうした発想自体は正しいと考える。白書でも、賃上げに対する制度対応として、（１）所得拡大促進税制、（２）最低賃金、（３）公共工事設計労務単価の引き上げ、を紹介している。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

問題なのは、政府が賃上げを側面支援する仕組みをもっと積極的に活用できるのではないかという点である。例えば、地方公務員にまで賃上げを波及させたり、非正規雇用者を自治体などが吸収することで、雇用環境を改善させるなどの活動がもっと踏み込んで行うことができるのではないか。

政府は、アベノミクスの初期の成功によって、好循環シナリオにも一定の評価を与えているが、現下のように外需悪化に見舞われるとそのシナリオは一気に足踏みしてしまう。成長戦略への取り組みも、アクセルから足を離すことなく、継続的に加速させることが肝要であろう。