

〈フォーカス〉消費増税を掲げて総選挙に圧勝した安倍首相

週末の衆院総選挙は、与党の圧勝という結果に終わった。政権基盤を盤石なものとした安倍首相の次なるマイルストーンは、来年9月の自民党総裁選で3選を果たし、憲法改正への道筋をより確実なものとするのであろう。総選挙の結果、アベノミクスも信認を得た建前となったことから、大幅な路線転換は必要なく、悲願の成就までは、「安全運転」が経済政策の基本路線になるとみられる。例えば、自民党総裁選の約半年前に日銀総裁人事があるが、下手をすると新しい日銀総裁の名前だけで海外投資家が日本株売りに走らないとも限らず、ここでリスクをとるインセンティブはない。黒田総裁については、安倍首相の評価も、株式市場の評価も高いことを考えれば、ここは再任が最も有力なシナリオとなる。あとは、本人が受けてくれるかどうかである。

本来であれば、一段と強化された権力基盤を背景に、トップダウンで岩盤規制の改革にまい進してほしいところだが、安倍首相としては、ここであえて党内に波風を立てるような政策に踏み込む必要もない。真に必要な改革ほど、政・官・財のステークホルダーがこぞって反対するものであることを考えればなおさらである。成長戦略は、これまでどおりどちらかといえば小粒なラインナップにとどまる可能性が高く、経済政策は、より近視眼的な、景気対策に傾斜しがちになるとみられる。

目先、安倍首相が関心を向ける可能性があるのは賃上げ対策である。今回の景気拡張期はすでに「いざなぎ越え」を果たした可能性が濃厚だが、平均成長率は90年代以降の5回の景気拡張期の中で最も低く、かつ、外需の寄与率が半分を超えている。内需の弱さの理由のひとつが賃金の伸び悩みである。日銀の金融緩和では、賃上げと物価の前向きな循環が実現できないことが明らかになりつつある今、安倍首相は、「ここは政府の仕事」との思いを強めているかもしれない。長期政権に向けた視界が広がった今、財界に対しても強気に出られる素地は整っている。今後は、新たな課税措置をちらつかせるなどして、大企業に一段の賃上げを迫る展開も考えられる。また、外需が景気の唯一のドライバーであることを考えれば、引き続き為替の動きについては神経質なかじ取りを行なってくるだろう。

今後の景気次第ではあるものの、19年10月の消費増税は予定通り実施される可能性が高まっている。今度はぶれないことを望みたい。本来、財政再建に充てるはずの税収の一部を若年層の給付に回すとしたことで、財政再建が遠のくとの批判を浴びているが、筆者はもともと再延期が濃厚と考えていた。消費増税が時の政権の体力を奪い、倒閣の要因になったことこそあれ、政権浮揚のきっかけになったことはない。この点、総選挙前にあえて消費増税路線の堅持を掲げ、なおかつ与党で2/3の議席を確保した安倍首相の選挙の強さは特筆ものである。理想論を述べればきりがないのは当然だが、ここはある程度前向きに評価したい。もちろん、いずれは社会保障の効率化や、さらなる消費税率引き上げの議論が不可欠になるが、残念ながら、そうした議論が本格化するのはいまだ先になりそうである。(Kodama wrote)

目次

〈フォーカス〉消費増税を掲げて総選挙に圧勝した安倍首相……………1	・主要経済指標レビュー……………6
・経済情勢概況……………2	・日米欧マーケットの動向……………10
・内部留保課税の議論が再び……………3	

経済情勢概況（※取り消し線は、前回から削除した箇所、下線は追加した箇所）

日 本

日本経済は、緩やかな回復傾向で推移している。今後も、堅調な海外景気や、非製造業の投資需要の高まりなどが後押しし、内外需足並みの揃った緩やかな景気回復が続くと予想する。

個人消費は、持ち直しの動きが続いている。今後は、賃金の伸び悩みが続くなか、社会保障関係負担の増加なども重しとなって、緩慢な回復にとどまると予想する。

住宅投資は、回復が続いている。今後は、相続税対策としての貸家の節税需要が減衰するとみられるほか、所得環境の回復ペースの鈍さもあって、鈍化傾向で推移するとみる。

設備投資は、製造業の能力増強投資は慎重姿勢が続くとみるものの、更新・維持投資や、研究開発投資を中心に、回復傾向が続くと予想する。公共投資は、政府の経済対策の効果に加え、オリンピック開催に向けたインフラ整備なども後押しし、底堅い推移を見込む。

輸出は回復が続いている。今後も、堅調な海外景気などに支えられ、回復傾向で推移すると予想する。生産は、輸出の持ち直しや在庫調整の進展などから、均せば改善傾向が続くとみている。

消費者物価（コアCPI）は、1月以降、前年比プラスの推移となっている。当面はエネルギー価格が押し上げ方向に寄与すると見込まれるものの、期待インフレ率が伸び悩んでいることなどから、2017年度のコアCPI上昇率は、前年比+0.5%程度にとどまると予想する。

米 国

米経済は、堅調に推移している。雇用環境の改善や、緩やかな金融環境に支えられ、今後も景気回復が続くと予想する。

個人消費は、賃金の改善が続くとみられることなどから、回復傾向が続くとみる。

住宅投資は、人手不足などが回復の足かせとなっているものの、雇用者数の増加などに支えられ、持ち直しに向かうとみる。

設備投資は、企業収益の改善や銀行の貸出態度の緩和などを背景に、緩やかな回復基調が続くと予想する。

輸出は、新興国やユーロ圏景気の持ち直しを背景に、回復に向かうと予想する。

FRBは6月のFOMCで、FFレートの誘導目標レンジを0.75-1.00%から、1.00-1.25%へと引き上げた。9月には、再投資計画の一部変更が発表された。12月には、追加利上げ実施されると予想する。

欧 州

ユーロ圏経済は、回復傾向が続いている。ECBの緩やかな金融政策が続くと見込まれるほか、各国の緊縮的な財政運営が見直されていることもあって、今後も緩やかな景気回復が続くと予想する。

個人消費は、雇用者数の増加などを背景に、緩やかな改善傾向が続くと予想する。

固定投資は、緩やかな金融環境が下支えになるとみられるほか、企業の投資意欲が持ち直していることもあって、底堅く推移するとみている。

ECBは2016年12月の理事会で、資産買入れ策の実施期間を9ヵ月延長し、少なくとも2017年12月末までとしたほか、4月からの買入れ額を月額800億ユーロから600億ユーロへ減額することなどを決定した。10月には、資産買入れ額の縮小と、買入れ期間の延長を再度決定すると予想する。

内部留保課税の議論が再び

内部留保課税が再び議論に

希望の党が一時強調していたこともあり、ここへきて内部留保課税が再び注目を集めている。筆者自身、すでにレポートで何度か語っているが、改めて論点を整理する。

事実、企業の内部留保は増えている。財務省が9月1日に発表した2016年度の法人企業統計によると、金融・保険業を除く全産業の内部留保に相当する利益剰余金は、前年度末から28.4兆円増加の406兆2,348億円と、史上初めて400兆円を超えた(図表1)。

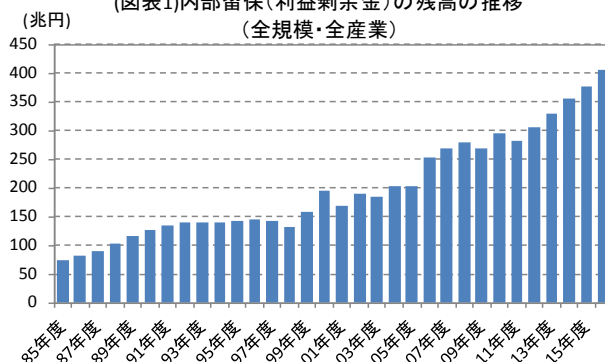
しかし、知られているように内部留保はあくまでB/S上の概念(資本の部)であり、それに相当する手元資金が金庫に唸っているわけではなく、内部留保の用途が1対1で資産サイドの各項目と紐付けできるわけでもない。こうした事情もあり、政治サイドには、資産サイドの企業の手元流動性(主として現預金を指す)の増加を問題視する向きもあるが、16年度の全規模・全産業の現預金は前年度から

11.0兆円の増加で(211.0兆円)、増分は内部留保の3分の1程度である。「少なくとも企業は内部留保の3分の1は無駄に溜め込んでいる」との議論が成り立たないわけではないが、総資産に占める比率は長期的にきわめて安定しており(図表2)、内部留保比はむしろ低下傾向にある。2016年度の現預金/総資産比は12.8%で、85年度以降の長期平均である11.7%をわずか1.1%上回るにとどまっている。この程度の差をもって過剰と結論付けるのは難しいし、そもそも足元の同比率がやや上昇気味なのは、日銀のマイナス金利政策により、手元流動性保有の機会費用が低下したためでもある。1.1%を金額に引き直せば18.1兆円にすぎず、そもそも現預金はいくらでも調節可能なので、課税ベースとしては成り立たないというそもそも論もある。

さらにいえば、現預金の7割は中堅・中小企業が保有しており(図表3)、現預金/総資産比の上昇率も大企業より中小企業の方が大きい(図表4)。従って、財源確保のためには中堅・中小企業を課税対象に含めるのが不可欠になるが、これまで中小企業に数々の税制上の優遇措置を与えてきた政府与党としては受け入れがたい話である。大企業のみを対象にするならば、課税ベースはさらに3割分の5.4兆円まで縮小する。仮にここに2%課税したとしても、1,080億円にしかならない。

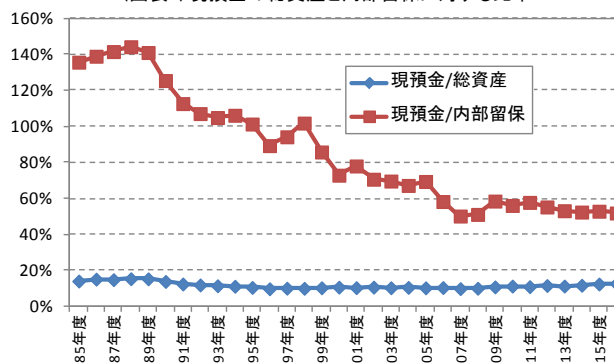
M&A 資金に充当

(図表1)内部留保(利益剰余金)の残高の推移
(全規模・全産業)



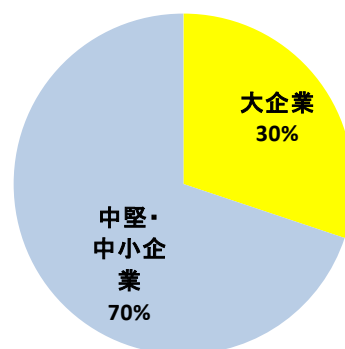
(出所)財務省「法人企業統計年報」

(図表2)現預金の総資産と内部留保に対する比率



(出所)財務省「法人企業統計年報」

(図表3)現預金の保有状況



(出所)財務省「法人企業統計年報」

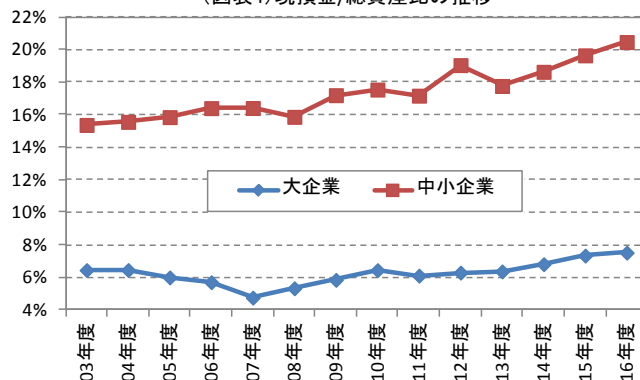
では、内部留保は何に活用されているのかと言うと、16年度は固定資産の株式が15年度から+31.1兆円と、内部留保の増分に相当する増加となっているのが目を引く。固定資産の株式ということは、大半は子会社、関連会社の株式である。長期的に見てもこのトレンドは変わらない。バブル崩壊後、内部留保が最も減少したのは、日本の金融危機が深刻化した98年度の131兆円である。16年度の内部留保は当時との比較では+275兆円と、300兆円近く増えているが、固定資産の株式もこの間209兆円増えている(図表5)。これは、企業が積極的なM&A戦略を展開してきた結果である。一方で、負債は82兆円減少しており、この両者で内部留保の増加分にほぼ相当する。前述のとおり、内部留保の使途が1対1で資産サイドの各項目と紐付けできるわけではないが、内部留保を何使ったと言う問いには、8割はM&A資金、2割は負債の返済との答え方も可能である。性質上、M&Aの主体は主に大企業であり、この点、財界の「企業は内部留保をきちんと投資に回している」という主張が間違っているわけではない。

デフレ下で資金調達構造が変化

負債の減少は、バブル崩壊後、企業が長年にわたりB/S調整を続けてきた結果でもある。特にデフレ下では負債を背負うのが不利になることもあり、企業が最適な資本構成を模索するなかで、内部留保の増加トレンドが形成されてきた。負債と純資産の比率は、97年度は8:2だったが、16年度は6:4まで接近している(図表6)。こうした中長期的なトレンド変化は、余剰資金を溜めるの溜めないのといった問題で片づけられるものではないし、そもそも内部留保を「溜め込む」という表現がミスリーディングでもある。内部留保は株主の持ち分だが、これは法人擬制説に立脚し、法人と株主への二重課税をなるべく避けようとしている法人税法の趣旨にも反する。

またそもそも論になるが、法人擬制説を厳格に解釈すれば、そもそも法人税自体が不要ともいえ、法人税はむしろ減税したほうが、賃金の増加や設備投

(図表4) 現預金/総資産比の推移



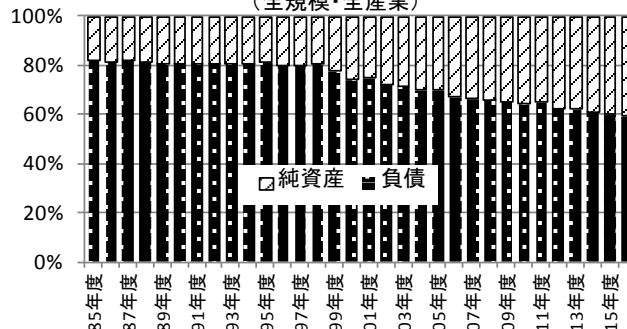
(出所) 財務省「法人企業統計年報」

(図表5) 非金融企業のバランスシートの変化 単位:兆円

	98年度	16年度	差
流動資産計	632	728	+96
現預金	133	211	+78
有価証券	33	18	-15
売掛金・受取手形	226	227	+1
製品・仕掛品・その他	240	273	+33
固定資産・繰延資産計	681	920	+239
有価証券	75	305	+230
株式	67	276	+209
債券・その他	8	29	+21
固定資産・繰延資産	606	615	+9
資産計	1,313	1,648	+335
流動負債計	576	508	-68
借入金	230	156	-74
支払手形・買掛金	204	167	-37
その他流動負債	142	184	+43
固定負債計	484	470	-14
借入金	346	311	-36
社債	59	65	+6
その他固定負債	78	94	+16
内部留保(利益剰余金)	131	406	+275
資本金・その他純資産	121	263	+141
負債・資本計	1,313	1,648	+336

(出所) 財務省「法人企業統計年報」

(図表6) 企業の資金調達構造の変化 (全規模・全産業)



(出所) 法人企業統計年報

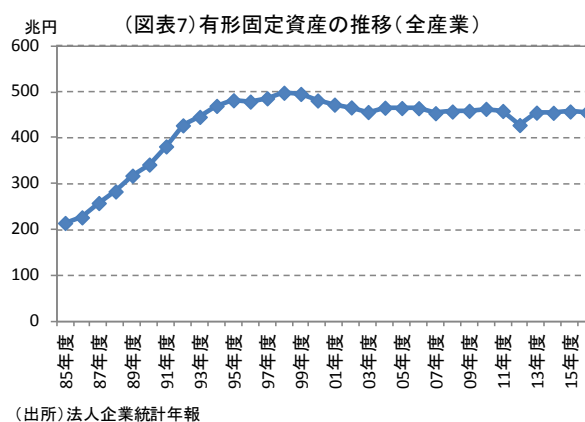
資の増加を通じ、経済に好影響をもたらす可能性が高まる。内部留保課税に関して言えば、企業が内部留保から負債へと再び資金調達構造をシフトさせるだけに終わるか、株主配当や自社株買いで株主に還元するといった貸方サイドの変化で終わる可能性が高く、設備投資や賃上げに回る保証はない。毎年内部留保に課税されるのだとしたら、企業としては先行きの成長期待が持てなくなるため、賃金や設備投資はむしろ減少する可能性すらあろう。企業が内部留保を減らして銀行借入れを増やせば、金融仲介機能の活性化が景気回復につながるという別ルートの効果は考えられるものの、これは本来の内部留保課税の趣旨とは違う。

政府与党も無理を承知の可能性

もっとも、「内部留保を吐き出せ」という主張が無理筋なのは、すべての政治家ではないにしろ、はなから承知している可能性がある。「企業が400兆円もの資金を無駄に溜め込んでいる。これを賃上げに回させる」との主張は、選挙戦のスローガンとして国民には響きやすいし、実際、日本の景気の足元の最大の課題は賃金の伸び悩みである。日銀の金融緩和で、賃上げと物価の前向きな循環が実現できないことが明らかになりつつある今、安倍首相も、「これは自分の仕事」との思いをいっそう強めているかもしれない。総選挙で安定多数を確保し、長期政権に向けた視界が広がった今、財界に対しても強気に出られる素地は整っている。安倍首相本人が内部留保課税を直接口に出すことはないにしても、来年度に向け、企業に一段の賃上げを迫るための「脅し」として、政府与党は使える材料は何でも使っていく腹づもりとも考えられる。

設備投資の伸び悩みも単なる企業マインドの問題ではない

他の資産項目をみると、16年度の有形固定資産は15年度から▲2.0兆円の減少となっている。過去3年で2回目、過去6年では4回目のマイナスであり、日銀が金融緩和をどんどん強化するなかでも、企業が設備を増強させようとする機運は乏しいままとなっている様子が現れている。企業が内部留保を有効活用していないという議論が出てくるのもわかるが、有形固定資産は97年度との比較でも▲43兆円、約1割の減少となっている(図表7)。20年前との比較でも減っているということであれば、これも循環的な要因のみで説明



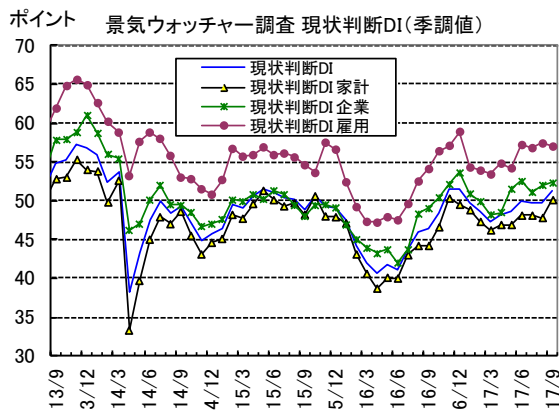
できるとは考えにくい。有形固定資産の長期減少トレンドは、労働力人口が減少し、企業の成長期待が低下に向かうなかで、日本経済が戦後延々と続いてきた資本の蓄積過程から、資本の取り崩し過程に転じた可能性を示唆している。企業の成長期待の復活につながるような政策が求められるところで、内部留保課税はもちろんのこと、マイナス金利や大型財政も有効な処方箋になるとは考えにくい。(担当：小玉)

主要経済指標レビュー (10/9~10/20)

《日 本》

○ 9月景気ウォッチャー調査 (10月10日)

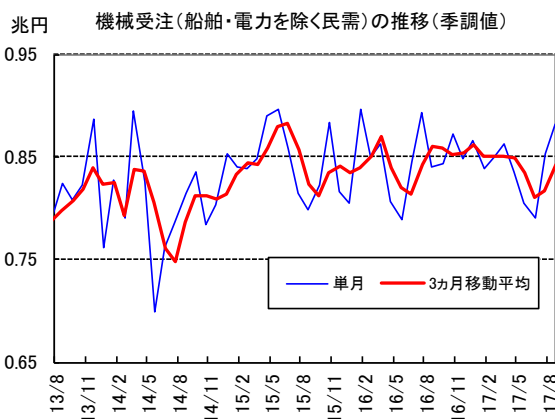
9月の景気ウォッチャー調査では、現状判断DI (季調値) が先月から+1.6ポイントの51.3と、節目の50を上回った。先行き判断DI (季調値) は先月から▲0.1ポイントの51.0で、4ヵ月連続で50を上回った。基調判断は、「持ち直しが続いている」から「着実に持ち直している」に4ヵ月ぶりに上方修正された。ウォッチャーからは、季節商材の好調やインバウンド売上の好調を好感する声が聞かれた一方、衆院選や北朝鮮情勢を懸念する声も聞かれた。今後の国内景気は、賃金の伸び悩みが続くなか、個人消費の回復ペースは緩やかとみられるものの、堅調な海外景気や、非製造業の投資需要の高まりなどを背景に、内外需足並みの揃った緩やかな景気回復が続くと予想する。



(出所) 内閣府「景気ウォッチャー調査」

○ 8月機械受注 (10月11日)

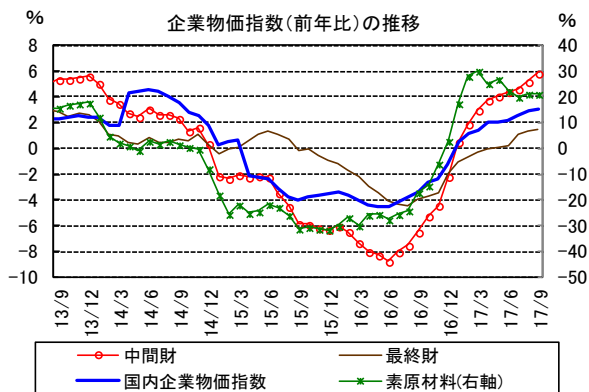
8月の機械受注 (船舶・電力を除く民需) は前月比+3.4%となった。7月に同+8.0%と大きく伸びた後の2ヵ月連続のプラスであり、内閣府による基調判断は、3ヵ月続いた「機械受注は、足踏みがみられる」から、「機械受注は、持ち直しの動きがみられる」に上方修正された。上方修正は昨年7月以来。振れの大きい統計ではあるが、各種調査の設備投資計画も堅調で、今後の設備投資は回復傾向で推移すると予想。国内の中長期的な低成長期待が定着していることから、能力増強投資の増加は見込みにくいものの、製造業では維持・補修への投資や研究開発投資などが下支えになるとみられるほか、非製造業でも合理化・省力化投資などを中心に、底堅い推移が続く可能性が高い。



(出所) 内閣府「機械受注統計」

○ 9月企業物価指数 (速報値、10月12日)

9月の国内企業物価指数は前年比+3.0%と、9ヵ月連続のプラス、8月の同+2.9%から伸び幅が拡大。15項目が前月から押し上げに寄与、6項目が押し下げに寄与した。押し上げに寄与した項目では、石油・石炭製品、非鉄金属、農林水産物などが目立った。押し下げ方向に寄与した項目は、電気機器。輸出入物価指数 (円ベース) を見ると、輸出物価が前年比+8.6%→+9.4%、輸入物価は同+12.6%→+13.5%と、いずれも9ヵ月連続のプラスとなり、交易条件は改善した。今後については、昨秋以降の円安の影響の一巡のほか、原油価格の上昇が一服していることで、企業物価の上昇ペースは鈍化へ向かうと予想する。

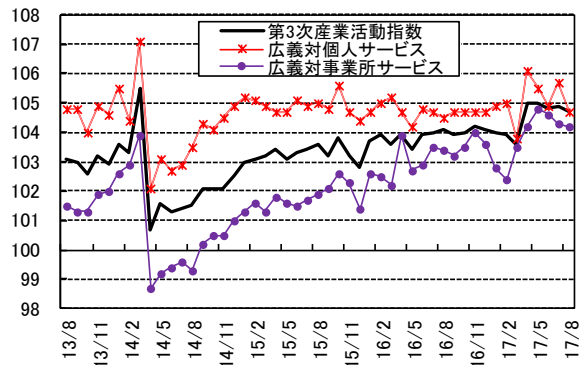


(出所) 日銀「企業物価指数」

○ 8月第3次産業活動指数（10月12日）

8月の第3次産業活動指数は前月比▲0.2%と、2ヵ月ぶりのマイナスで、基調判断は「持ち直しの動き」から「高い水準で横ばい」に下方修正された。内訳では、広義対個人サービスは同▲0.9%と、2ヵ月ぶりのマイナスとなり、広義対事業所サービスは同▲0.1%と、3ヵ月連続のマイナスとなった。業種別では、11業種中、6業種が上昇、5業種が低下という結果。上昇した業種では、卸売や医療・福祉などのプラス寄与が大きかった。一方、低下した業種では、金融・保険や情報通信などのマイナス寄与が目立った。今後については、政府の経済対策の効果などから、広義対事業所サービスの持ち直し傾向が続くとみており、第3次産業活動指数は緩やかな改善が続くとみる。

2010年=100 第3次産業活動指数の推移(季調値)

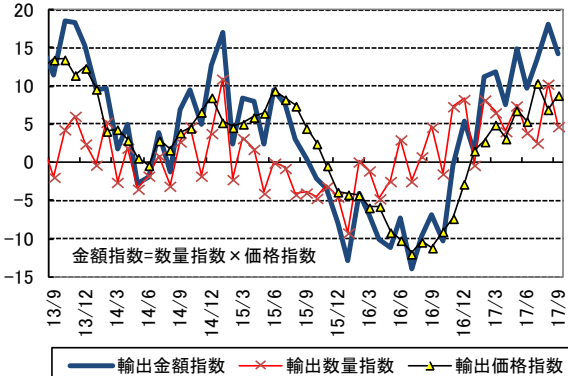


(出所) 経済産業省「第3次産業活動指数」

○ 9月貿易統計（10月19日）

9月の貿易統計によると、輸出金額は前年比+14.1%と、10ヵ月連続のプラス。中国向けが2ヵ月連続で20%を超えるプラスとなっており、全体をけん引している。一方、輸出金額から価格変動要因を除いた輸出数量の伸びは同+4.8%と、8月の同+10.4%からプラス幅が縮小し、輸出金額の季調済前月比も▲0.3%と、3ヵ月ぶりのマイナスとなるなど、輸出が鈍化している様子も示された。ただ、7-9月期の四半期ベースでは回復傾向で推移しており、今後についても、米国のハリケーン被害からの復興需要や、EU景気などの回復が下支えとなることなどで、日本の輸出は回復傾向が続くとみる。アジア向けも、中国景気が概ね安定的に推移することで、持ち直し傾向が続くと予想する。

輸出金額(前年比)の推移

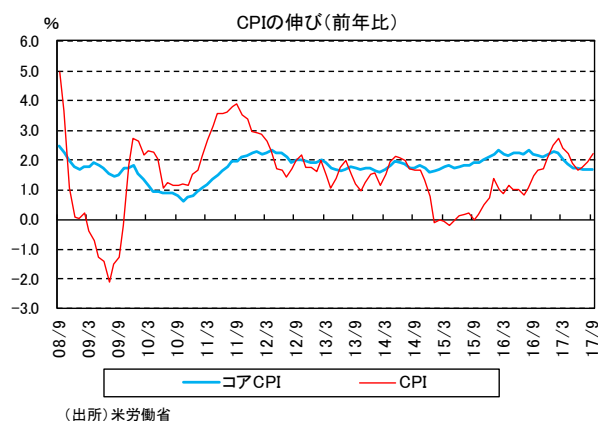


(出所) 財務省「貿易統計」

《米 国》

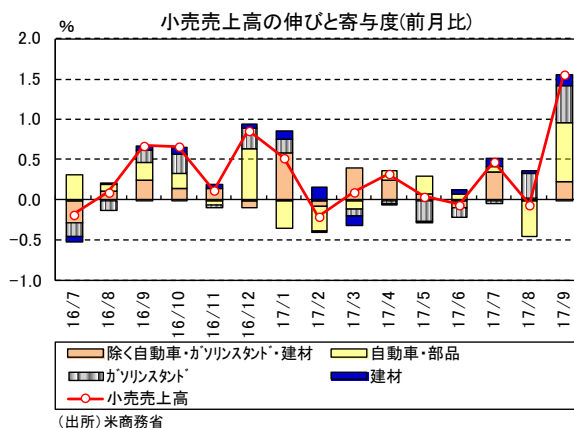
○ 9月CPI（消費者物価指数）（10月13日）

9月のCPIは前月比+0.5%と、3ヵ月連続で上昇した。燃料価格が同+6.3%→+13.0%と2ヵ月連続で上昇したことが大きい。エネルギーと食料品を除いたコアCPIは同+0.1%と、前月の同+0.2%から小幅に鈍化した。前年比で見たCPIは+2.2%と、3ヵ月連続で伸び幅が拡大した。コアCPIは前年比+1.7%と、5ヵ月連続で同じ伸び幅となった。労働市場の需給は引き締まっているものの、賃金の伸びは緩やかなものにとどまっていることから、人件費の影響を受けやすいサービス価格の伸びも、鈍いものにとどまると見込まれる。コアCPIの伸び幅は、当面前年比+2%を下回って推移すると予想する。



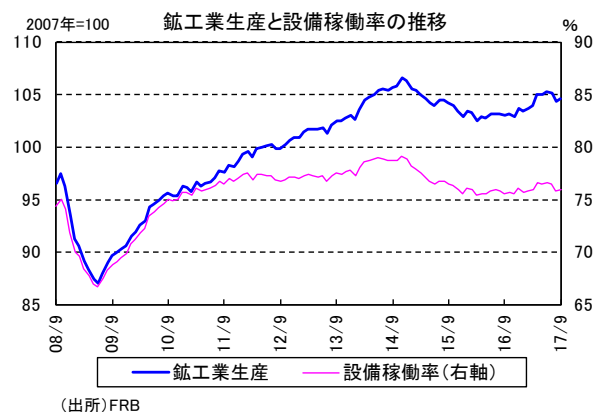
○ 9月小売売上高（10月13日）

9月の小売売上高は前月比+1.6%と、2ヵ月ぶりに増加した。内訳を見ると、ガソリンスタンドが同+4.1%→+5.8%、自動車・部品は同▲2.1%→+3.6%、建材が同+0.6%→+2.1%と、それぞれ拡大した。背景には、8月末から9月上旬にかけて米国南部を襲ったハリケーン被害からの復興需要があるとみられる。GDPの算出に使用される「除く自動車・部品、ガソリン、建材ベース」では同+0.4%と、前月の同+0.1%から伸び幅が拡大した。ハリケーン被害からの復興需要は当面続くと見込まれ、雇用環境の改善も続いていることなどから、個人消費は回復傾向が続くと予想する。



○ 9月鉱工業生産（10月17日）

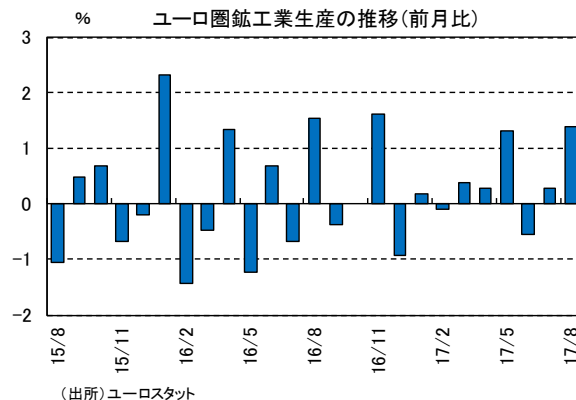
9月の鉱工業生産は前月比+0.3%と、3ヵ月ぶりに増加した。産業別に見ると、製造業が同+0.1%、鉱業が同+0.4%、公益事業が+1.5%と、軒並み増加した。設備稼働率は76.0%と、前月の75.8%から上昇した。9月の増産や稼働率の上昇は、ハリケーンによる一時的な悪影響からの反動によるところも大きいとみられ、今後もハリケーン被害からの復興需要が、引き続き増産に寄与するとみられる。個人消費は今後とも回復傾向が続くとみられることから、今後の鉱工業生産は持ち直しに向かうと予想する。



《 欧 州 》

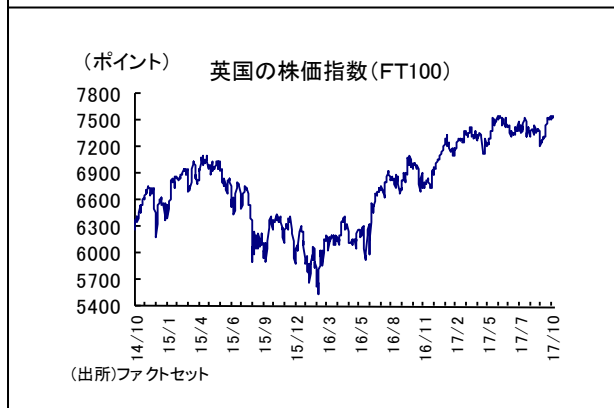
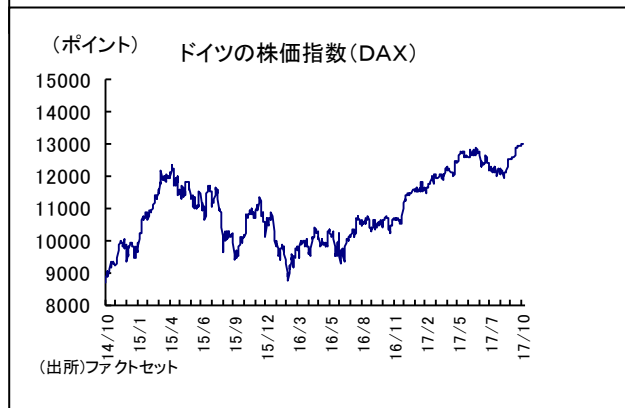
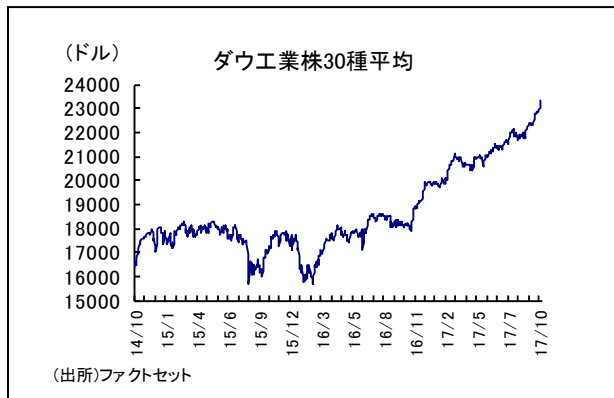
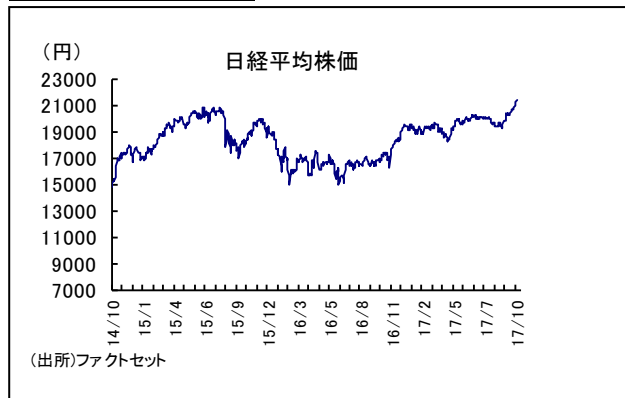
○ 8月ユーロ圏鉱工業生産（10月12日）

8月のユーロ圏鉱工業生産は前月比+1.4%と、2ヵ月連続で伸び幅が拡大した。内訳では、消費財が同+0.5%→+0.3%と伸び幅が縮小したものの、中間財が同+0.7%→+1.2%、資本財は同+0.9%→+3.1%、エネルギーは同▲1.6%→+0.2%と、いずれも増加した。主要国別では、ドイツが同▲0.1%→+3.0%、イタリアが同+0.1%→+1.2%、スペインが同▲0.4%→+1.1%と増産となったが、フランスは同+1.0%→▲0.4%と減産となった。緩和的な金融環境が企業の生産活動を下支えすると見込まれることなどから、ユーロ圏鉱工業生産は今後も回復傾向で推移するとみる。

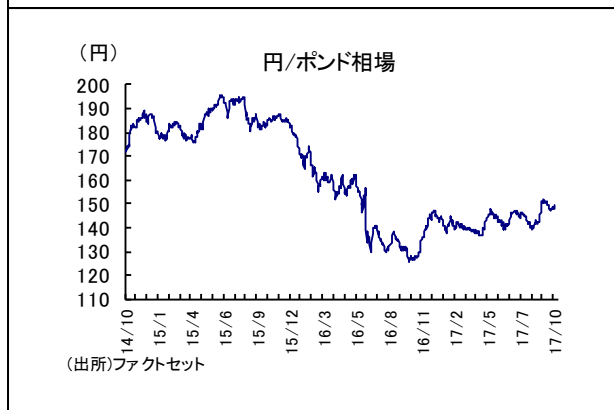
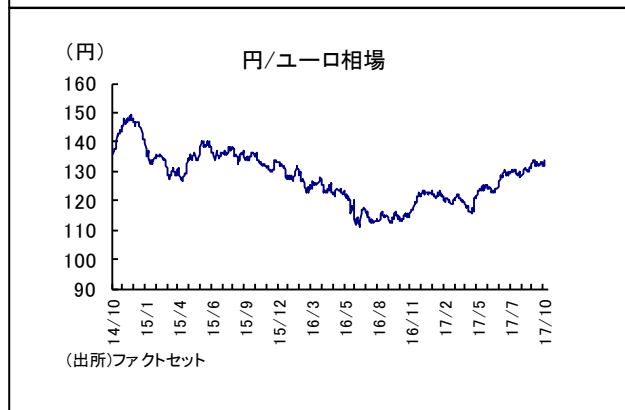
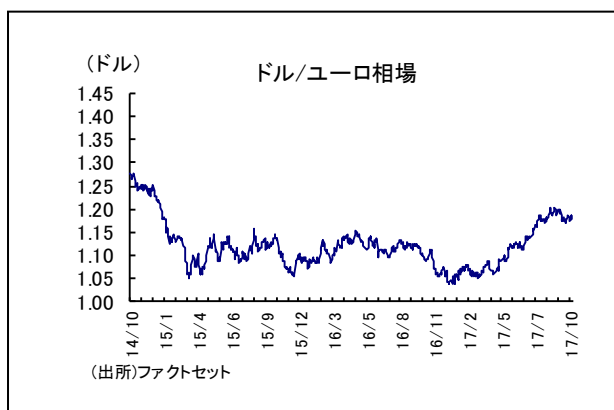
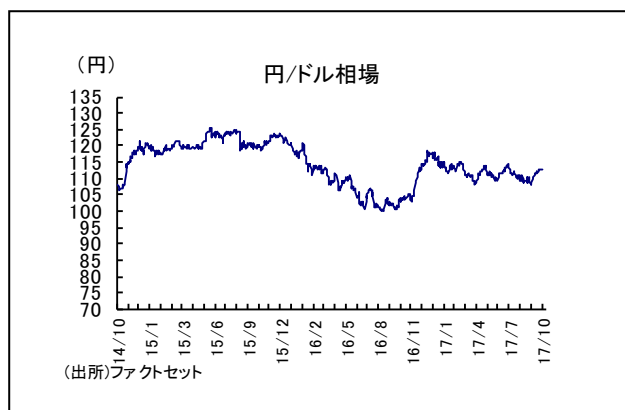


日米欧マーケットの動向 (2017年10月23日現在)

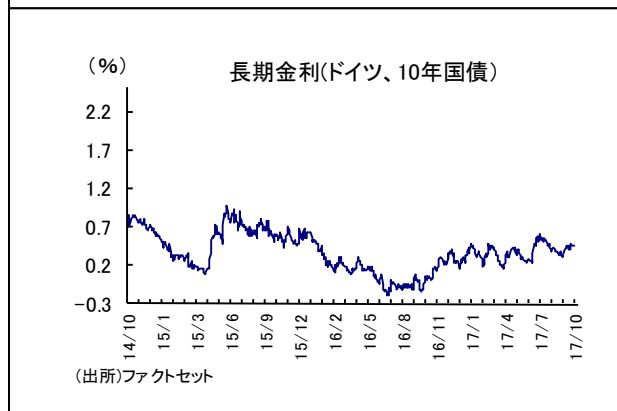
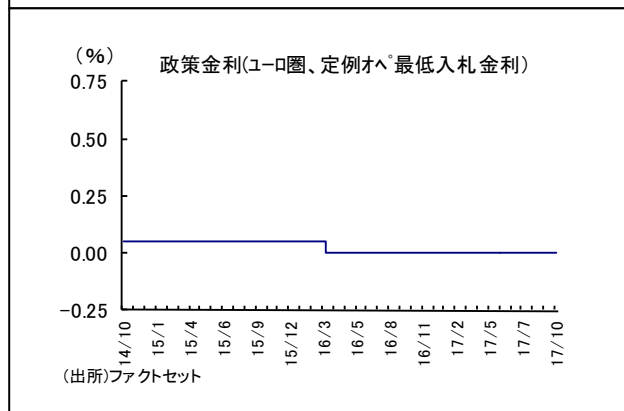
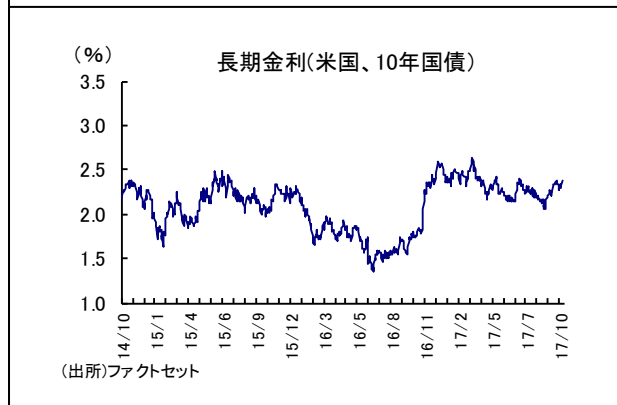
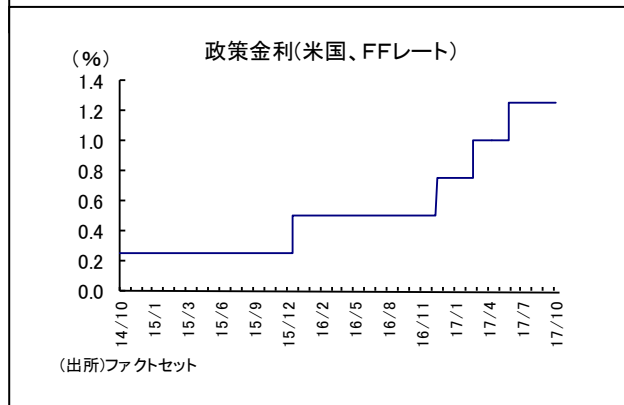
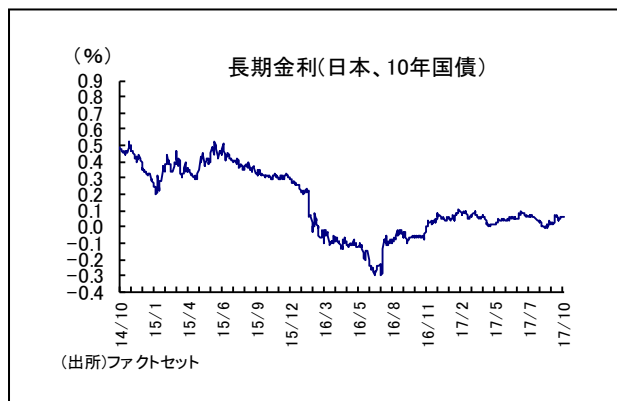
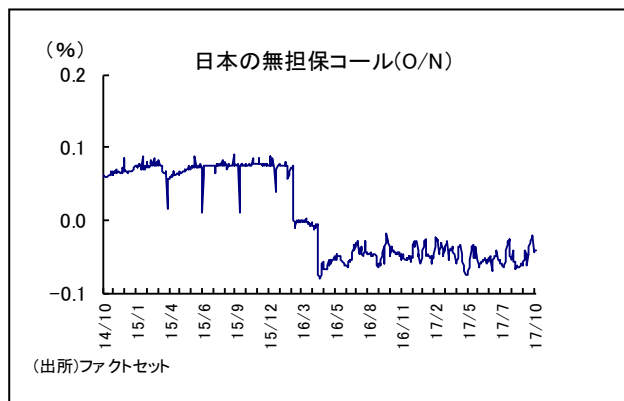
▽各国の株価動向



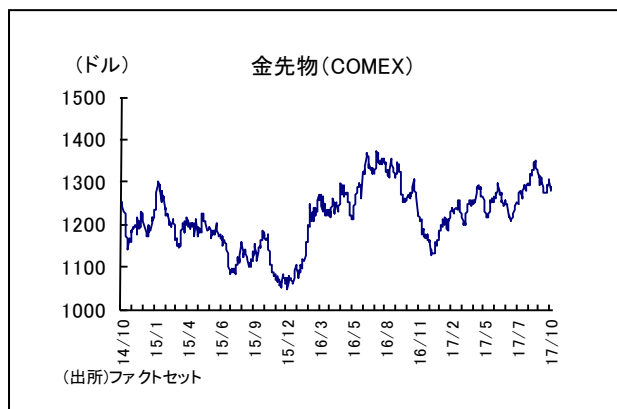
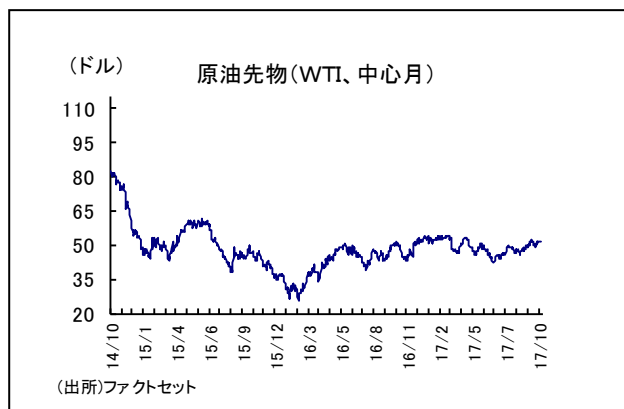
▽外為市場の動向



▽各国の金利動向



▽商品市況の動向



本レポートは、明治安田生命保険 運用企画部 運用調査Gが情報提供資料として作成したものです。本レポートは、情報提供のみを目的として作成したものであり、保険の販売その他の取引の勧誘を目的としたものではありません。また、記載されている意見や予測は、当社の資産運用方針と直接の関係はありません。当社では、本レポート中の掲載内容について細心の注意を払っていますが、これによりその情報に関する信頼性、正確性、完全性などについて保証するものではありません。掲載された情報を用いた結果生じた直接的、間接的トラブルや損失、損害については、当社は一切の責任を負いません。またこれらの情報は、予告なく掲載を変更、中断、中止することがあります。

- 照会先● 明治安田生命保険相互会社 運用企画部 運用調査グループ
東京都千代田区丸の内2-1-1 TEL03-3283-1216
執筆者：小玉祐一、松下定泰、久保和貴、
柳田亮、磯部雅人、陳家斉