

## 日本経済の中期見通し(2009～2020年度)

～ 経済危機から脱却し少子高齢化に対応する日本経済の10年～  
< 要 旨 >

世界経済は、金融危機に端を発し第二次大戦後で最も深刻な景気後退から持ち直してきている。日本経済も、景気持ち直しの動きが続いており、輸出増加や政策効果の発現から、当面二番底は避けられるだろう。

今後も世界各国で出口政策が適切に実施されていけば、危機以前に比べれば産出量の水準は低いものの、中国をはじめとした新興国の経済発展に主導されて、世界経済は成長を続けていくだろう。

日本経済も、基本的には潜在成長力に見合った成長を達成していくと考えるが、実質GDP及び各需要項目の伸び率は、過去の回復期と比べれば総じて緩やかなものにとどまるだろう。物価については、緩やかな経済成長が続いていく中で、2010年代半に下げ止まるだろう。

この成長を牽引するのは輸出であり、これに伴う生産の増加・企業収益の改善から設備投資は増加に転じ、雇用情勢も改善していく。政策効果もあって個人消費も緩やかに増加するが、住宅投資は人口減少の影響から減少基調となる。人口減少の影響は2010年代後半には顕在化し、一人当たりの成長率は維持されても、国としての成長率は1%を下回るだろう。新興国の経済発展もあって、世界経済に占める日本の割合は小さくなっていく。

予測期間中に消費税率が2回にわたり引き上げられ15%になると想定したが、それでも基礎的財政収支は赤字を続け、政府の長期債務残高/GDP比は200%を超えると見込まれる。

これからの日本経済の課題は、まずはデフレから脱却すること、そして中長期的には財政を健全化すること、さらにイノベーションを重視して潜在成長力のかさ上げを目指すことである。

<年平均値>	2001～2005年度 (実績)	2006～2010年度 (予測)	2011～2015年度 (予測)	2016～2020年度 (予測)
実質GDP成長率	1.3%	-0.2%	1.0%	0.8%
名目GDP成長率	0.0%	-1.1%	1.4%	1.6%
GDPデフレーター	-1.3%	-0.9%	0.4%	0.7%



## 【目次】

<u>はじめに</u>	1
<u>1. 日本経済の現況</u>	
(1) 戦後最長となった前回の景気回復期	1
(2) 世界的な金融・経済危機の波及	5
(3) 足下で続く景気持ち直しの動き	5
<u>2. 世界経済危機からの脱却</u>	
(1) 金融危機から世界的経済危機へ	7
(2) 協調的な政策対応の進展	12
<u>3. 日本経済の中期経済見通しへの視点</u>	
(1) 日本経済の長期的軌跡	15
(2) 「三つの流れ」の再評価	17
(3) 政権交代の影響	23
<u>4. 日本経済の中期見通し</u>	
(1) 中期見通しのイメージ	27
(2) 世界経済の成長に伴い高まる輸出依存度	29
(3) 新たな発展を模索する企業部門	32
(4) 少子高齢化の進展に伴い減速する家計部門	36
(5) 収支が大幅に悪化した下で難しい運営を迫られる財政	40
(6) 安定的な推移が見込まれる金利・為替	43
(7) 2010年代半に下げ止まりへ向かう物価	47
<u>おわりに</u>	51
<u>見通し予測総括表</u>	55
<u>(補論) 日本経済の先行きに立ちはだかる二つの下振れリスク要因：</u>	
<u>デフレと累積政府債務</u>	
(1) デフレの問題	57
(2) 公債累積の問題点	64

## はじめに

2007年夏から世界的に深刻化し、08年秋のリーマン・ショックによって頂点に達した金融危機は、同年秋から実体経済にも深刻な影響を及ぼしていった。世界各国の経済指標は短期間のうちに極めて大幅に下落し、一時は100年に一度の大不況の到来さえ懸念されていた。こうした中で世界各国は、先進国も新興国も協調して、大規模な財政支出拡大や、非伝統的な手段も含めた極めて緩和的な金融政策を、前例のないスピード感を持って推進してきた。そうした政策効果に支えられ、日本も含め世界各国で09年央から、景気は持ち直しの動きを続けている。

本中期見通しにおいては、このような世界経済の動向を踏まえて、2020年までの日本経済の中期的な姿を展望していく。

### 1. 日本経済の現況

日本経済では、2002年1月から07年10月までの間、69ヶ月にも及ぶ戦後最長の景気回復が続いた。その後08年9月のリーマン・ショックにより経済活動は前例のないスピードで収縮し、一時は1930年代の大不況の再来さえ危惧されていた。しかし輸出回復や在庫調整の一巡、さらには積極的な金融・財政政策の効果が発現し、2009年春～年央にかけて景気は持ち直しに転じた。09年末時点においても、こうした景気持ち直しの動きが続いている。

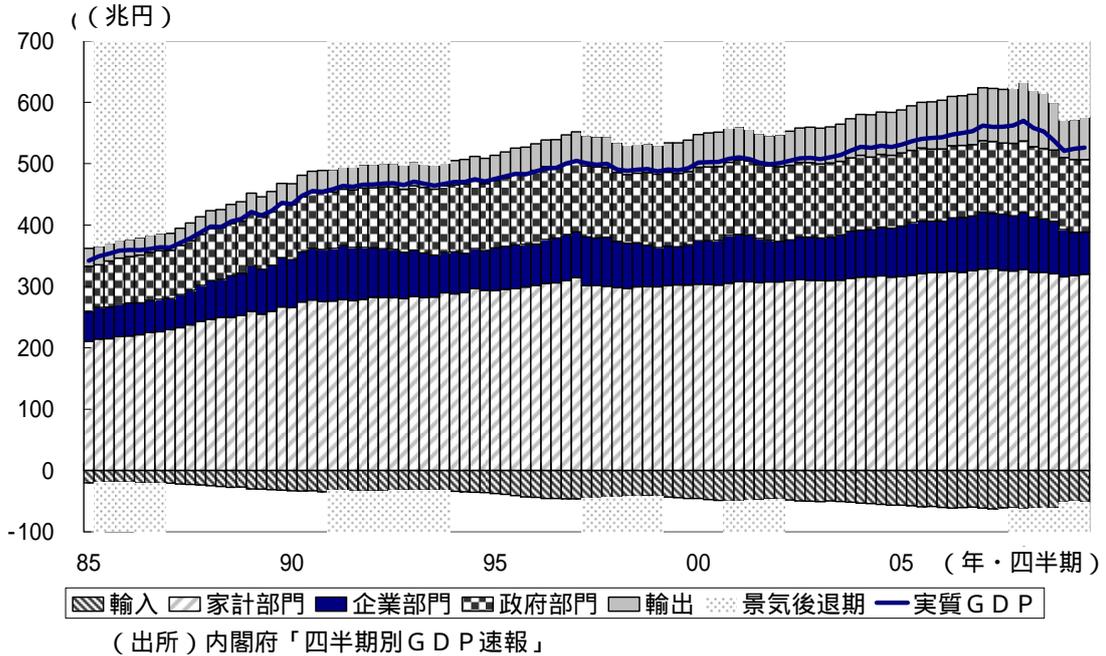
#### (1) 戦後最長となった前回の景気回復期

2000年代初頭の世界的なITバブル崩壊からの回復後、グローバル化が一層進展し、世界経済は物価が安定する中で持続的な成長を遂げてきた。日本経済もその恩恵を受けて、息の長い景気回復を続けることができた。この期間の日本経済の特徴として、以下の5点があげられよう。

第一に、世界貿易の拡大を背景に、輸出が成長のエンジン役となったことである。図表1は実質GDPの部門別構成比を描いたものである<sup>1</sup>。この図から明らかのように、輸出はこの期間に大きく増加し、輸出の総需要(=国内需要+輸出)に占めるシェアは景気回復初期の約9.5%から、08年初には約15%と5.5%ポイント程度上昇した。その一方で、総供給(=GDP+輸入)に占める輸入のシェアも同期間に約1.5%ポイント上昇している。これは、中国が世界経済の生産基地としての立場を確立する中で、日・中を含むアジア域内で製品加工分業体制が発展したこと、また日本市場で消費財も含めた輸入品の浸透度が高まったことを反映している。

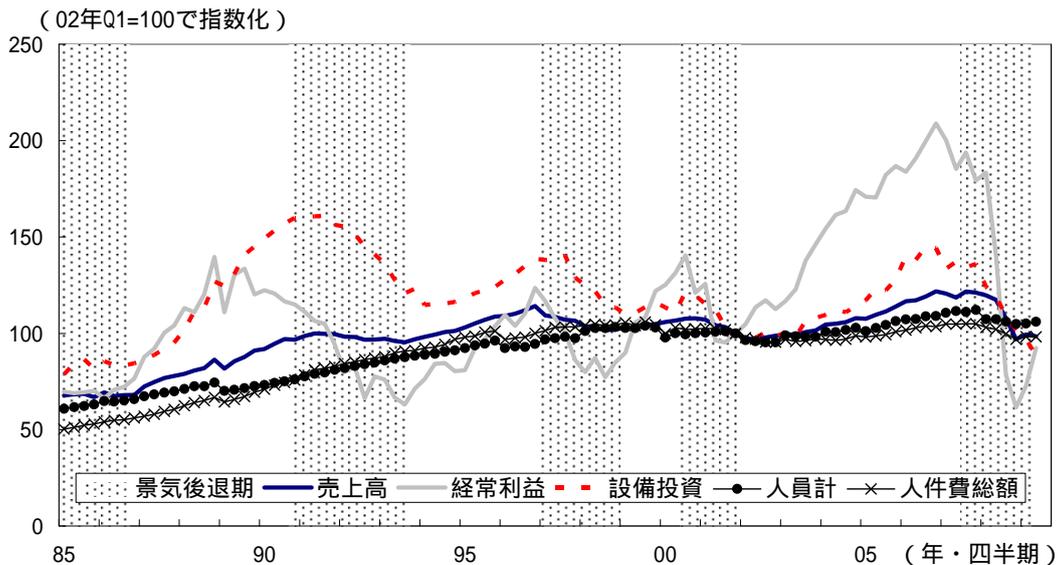
<sup>1</sup> 表中で家計部門とは民間最終消費支出+住宅投資を、企業部門とは民間企業設備+民間在庫品増加を、政府部門とは政府最終消費支出+公的固定資本形成+公的在庫品増加を指す。以下、本文中でもこの分類を用いている。

図表1．実質GDP部門別内訳の推移



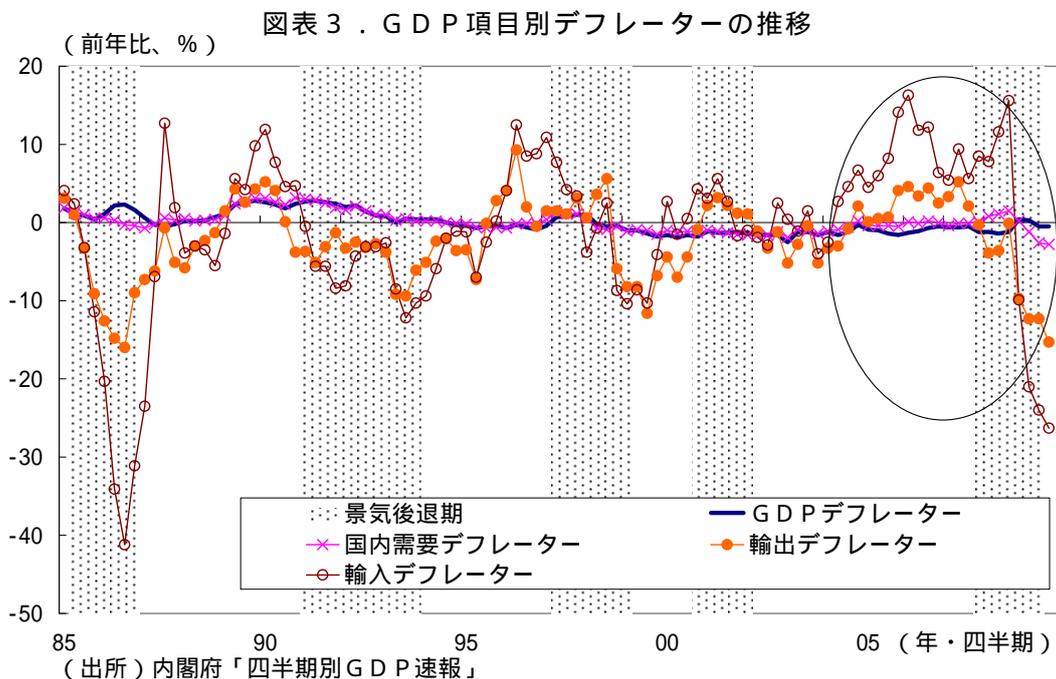
第二に、企業部門の活動が活発であったことである。輸出が好調だった製造業・大企業に主導され、企業収益は1990年前後のバブル期の水準を上回った(図表2)。このことから企業の自己資本比率も着実に上昇し、90年代バブル崩壊からの体力回復に大きく貢献した。また輸出の増加に伴って、生産能力拡大のための設備投資も積極的に行われてきた。

図表2．企業の諸計数の推移(季節調整値)



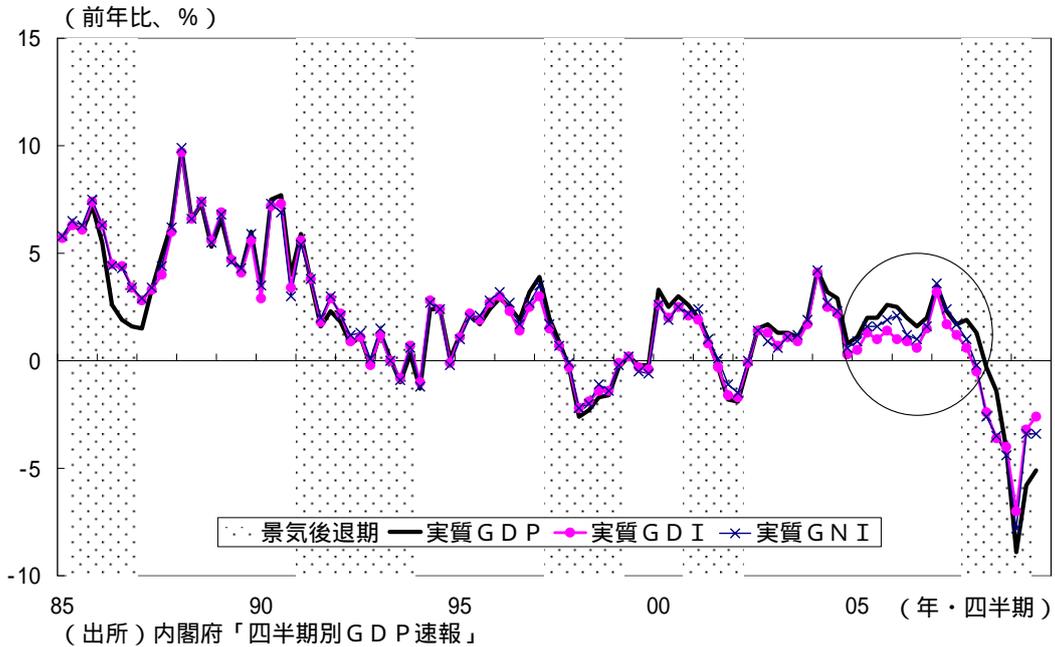
(注) 対象は法人企業(除く金融・保険業)  
 人員計及び人件費総額の季節調整は三菱UFJリサーチ&コンサルティング調査部による  
 (出所) 財務省「法人企業統計季報」

第三に、1990年代後半から物価の下落傾向が続いていた中で、2000年代半に原油・資源価格が大きく上昇したことである（図表3）。前年同期比増減率で見ると、過去は国内需要デフレーターとGDPデフレーターはほぼ同じ動きを示してきた。00年代半からの世界的な資源価格急騰を受けて、輸入デフレーターが急上昇し、国内需要デフレーターもこれに遅れて上昇傾向を示した。しかし国内の需給バランスが緩いことから価格転嫁の度合いは十分ではなく、結果としてGDPデフレーターは低下傾向を続けることとなった。輸入物価の上昇はまた、国内と海外との間での交易条件の悪化をもたらし、日本での生産、すなわち実質国内総生産（GDP）の伸びに比べて、日本での所得、すなわち実質国内総所得（GDI）の伸びを低める結果となった（図表4）<sup>2</sup>。国内物価の上昇率が低かったためあまり意識されなかったが、輸入資源価格上昇により実質所得の流出が発生したという点から、00年代半はいわばミニ石油ショックともいえるような状況であった。実際企業マインド調査において、投入コスト上昇が、景況感に対してマイナスの影響を与えていたことが伺える（図表5）。この生産と所得の乖離は、長期にわたる景気回復局面において、景気回復の実感が乏しいといわれる一因であった。その一方、経済活動のグローバル化の進展により海外からの所得の純流入の伸びが高まったことから、日本人が得た所得、すなわち実質国民総所得（GNI）の伸びは、GDPとGDIの中間で推移していた。



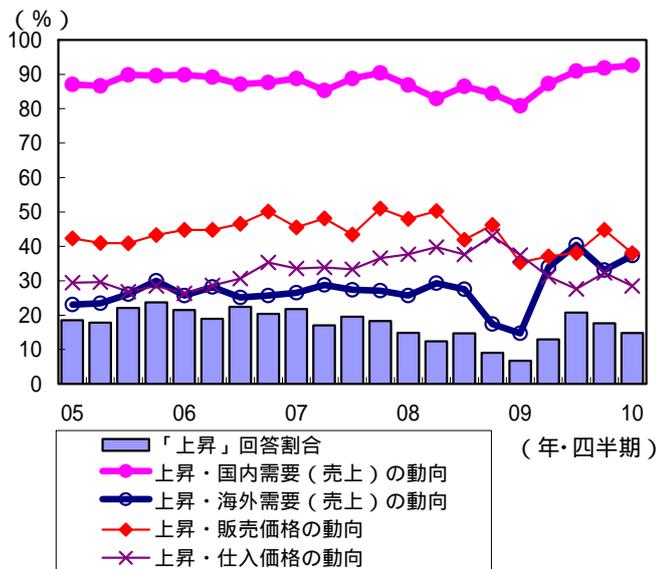
<sup>2</sup> 国内総生産（GDP）とは、日本で生産された付加価値の総額である。実質国内所得（GDI）とは、実質GDPに、輸出入価格の相対的な変動に伴う実質購買力の変化分（交易利得・損失）を加えたものである。例えば輸入価格が大幅に上昇した時に国内で実質的に得られる所得は、実質購買力が減少した分だけ、国内での実質生産額よりも少なくなってしまう、という関係にある。実質国民所得（GNI）は、日本という生産活動が行われている場所ではなく、日本人という国民に着目した概念であり、実質GDIに日本人が海外から受け取った所得の純受取（実質値）を加えたものである。

図表4 . 実質総生産と実質総所得の推移

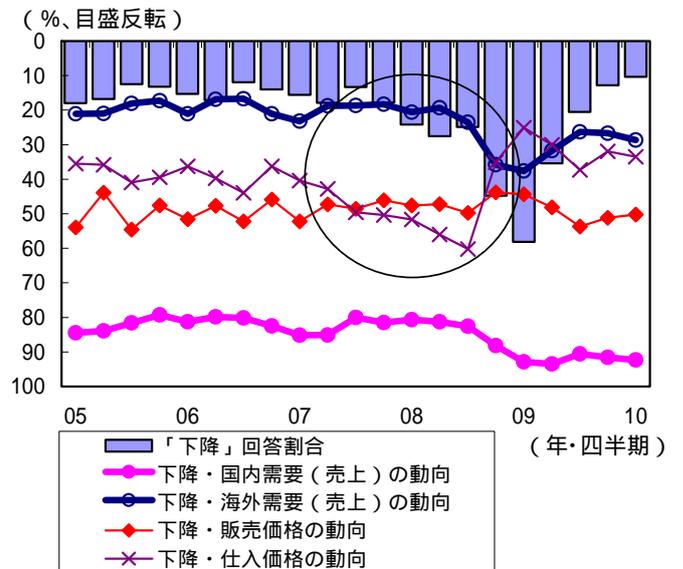


図表5 . 投入コスト増加と企業マインド(全産業・大企業)

前期に比べ自社景況感が「上昇」したと回答した企業割合と決定要因



前期に比べ自社景況感が「下降」したと回答した企業割合と決定要因



(注) 決定要因に関しては、複数回答での構成比。 09年Q4~10年Q1は見通し。  
(出所) 内閣府・財務省「法人企業景気予測調査」

第四に、家計部門が総じて盛り上がりを欠いたことである。景気回復が続く中で雇用者数は増加傾向で推移したが、輸入原材料価格上昇のコスト圧力や雇用の非正規化の進展によって、賃金の上昇圧力は弱かった（前掲図表1・図表2）。このため家計の可処分所得の伸びも低くなり消費の勢いが高まるには至らず、結果として内需型企業や中小企業の収益の伸びも抑えられ賃金が抑えられる、という悪循環を起こした。このことが景気回復の実感があまり得られなかったことの、もう一つの要因であった。

第五に、公的部門の支出が抑制的であったことである。財政再建に向けた取り組みとして公共事業費の削減が進められ、財政赤字の削減が進んだ。マクロ的に見ればGDPに対するマイナスの影響は好調な輸出の伸びによってカバーされたが（前掲図表1）地域経済のレベルでは、建設業のウェイトが高い地域ほど地域の成長が伸び悩むこととなった。

## （2）世界的な金融・経済危機の波及

2007年夏から欧米を中心に金融危機が顕在化し、日本経済も07年10月に景気の山を越えることとなった。それでも08年前半には経済活動は高水準横ばい傾向を保っていたが、9月のリーマン・ショックを起因として、景気後退が急激に進行した。最悪期の09年1～3月期には、鉱工業生産指数が季節調整済前期比で-22.1%（前年同期比-34.6%）、05年を100とする稼働率指数（季節調整値）が63.4（前期比-27.2%）と生産活動が急速に収縮し、実質GDPも09年1～3月期季節調整済前期比で-3.1%（前年同期比-8.9%）と大きく落ち込んだ。この世界的な金融危機・経済危機の背景やメカニズムは次節で詳しく述べるが、基本的には、リーマン・ショック後の世界的コンフィデンス崩壊 欧米金融市場の事実上の機能停止 欧米での最終需要急減及び在庫積み上がり 欧米の輸入大幅減少 輸出国の在庫調整及び生産減少 輸出国の設備投資減退、というメカニズムが、ごく短い時間で発生し世界的に波及したことによるものと考えられる。

## （3）足下で続く景気持ち直しの動き

こうした世界的経済危機に際して、各国政府は国際協調のもと、金融機関への公的資金投入など金融市場の機能維持策、大規模な減税・家計への移転や各種の雇用維持策・消費刺激策などによる財政赤字の拡大、実質上のゼロ金利政策実施や貨幣供給の大幅増加などの超緩和的な金融政策の発動など、かつてない規模の景気下支え策を実施してきた。その効果は各国で明確に現れはじめ、ドイツやフランスでは09年第2四半期から経済成長率（季節調整済前期比）がプラスに転じ、ユーロ圏全体や米国でも第3四半期はプラス成長を記録した。中でも中国では、政府の大規模なインフラ投資や金融緩和策が効を奏して、09年第3四半期の前年比成長率が8.9%になるなど、高成長を持続し世界貿易を支えている。

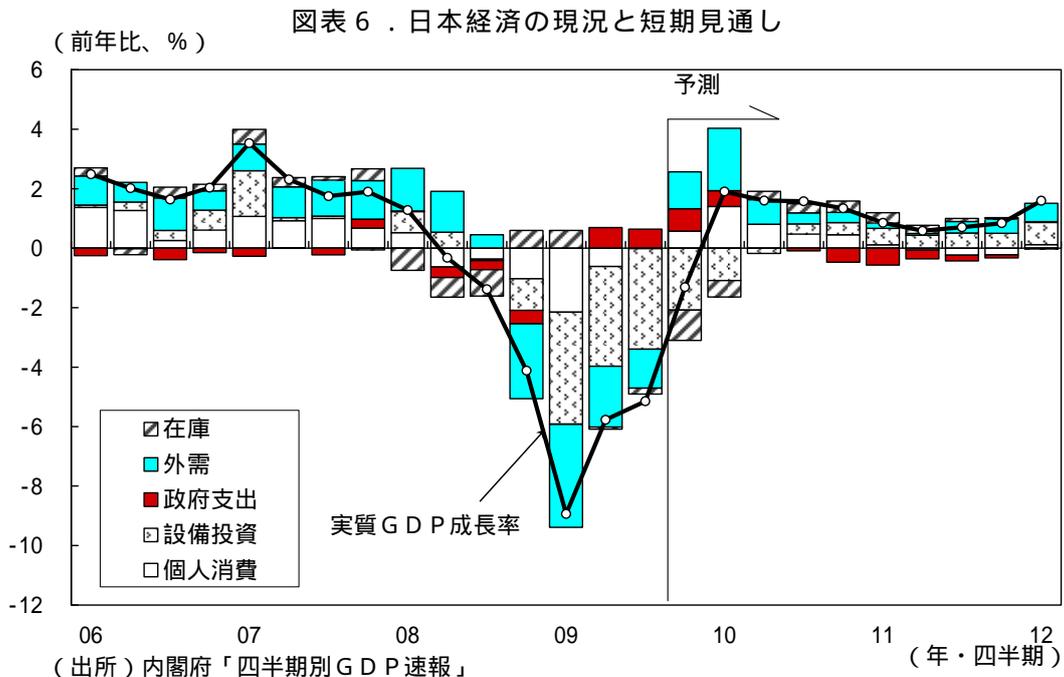
日本でも、2009年第2四半期は実質GDPが季調済前期比0.7%増とプラス成長に転じ、第3四半期も伸び率は低下したが同0.3%とプラスを維持した。こうして日本経済がプラ

ス成長に転じた要因としては、第1に世界的な在庫調整の進展や海外経済の持ち直しから輸出が増加に転じたことがある。第2に、国内でも在庫調整が進展し、在庫積み増しの動きも出てきたことを受け、生産が落ち込んだ低い水準からながら増加傾向を持続してきたことがある。その背景に政府・日本銀行の金融市場円滑化策により企業の資金繰りが安定したことも寄与していると考えられる。第3に、公共事業が増加したり、定額給付金の支給や環境配慮型の自動車・家電製品を対象にしたエコポイント制度導入により耐久消費財の支出が増加したりするなど、累次の財政政策の効果が浸透してきたことがある。

このように日本経済は最悪期を脱した感はあるものの、経済活動の水準自体は依然として低い状況にとどまっている。このため企業収益が改善しつつあるとはいえ、企業の雇用過剰感は依然として強く、雇用者数の増加や賃金上昇は当面はあまり期待し難いものと考えられる。また前回回復局面で設備投資の伸びが大きかったこともあって、企業の生産設備過剰感もなお高い水準にある。

従って、海外需要増加と景気刺激政策の効果を除いてみれば、国内民間需要の基調は依然としてあまり強くないものと考えられる。今後2009年度～11年度にかけては、総じて持ち直しの動きが続き、徐々に企業収益・家計所得環境も改善していくと期待される。政策効果剥落後、10年度後半に一時的に景気が足踏み状態に陥る懸念もあるが、輸出が増加することによって、二番底に陥るような危機は回避されると見込んでいる(図表6)。

本中期見通しは、このような当部作成の「2009/2010年度経済見通し」(09年12月10日公表)をベースとしている。



## 2. 世界経済危機からの脱却

日本経済の中期的見通しについて検討する前に、ここ2年間で世界経済を激変させた金融・経済危機問題について、その推移を簡潔にまとめておきたい。なお本節は内容が独立しているため、特に興味の無い読者は「3. 日本経済の中期経済見通しへの視点」へと進んでいただければ幸いである。

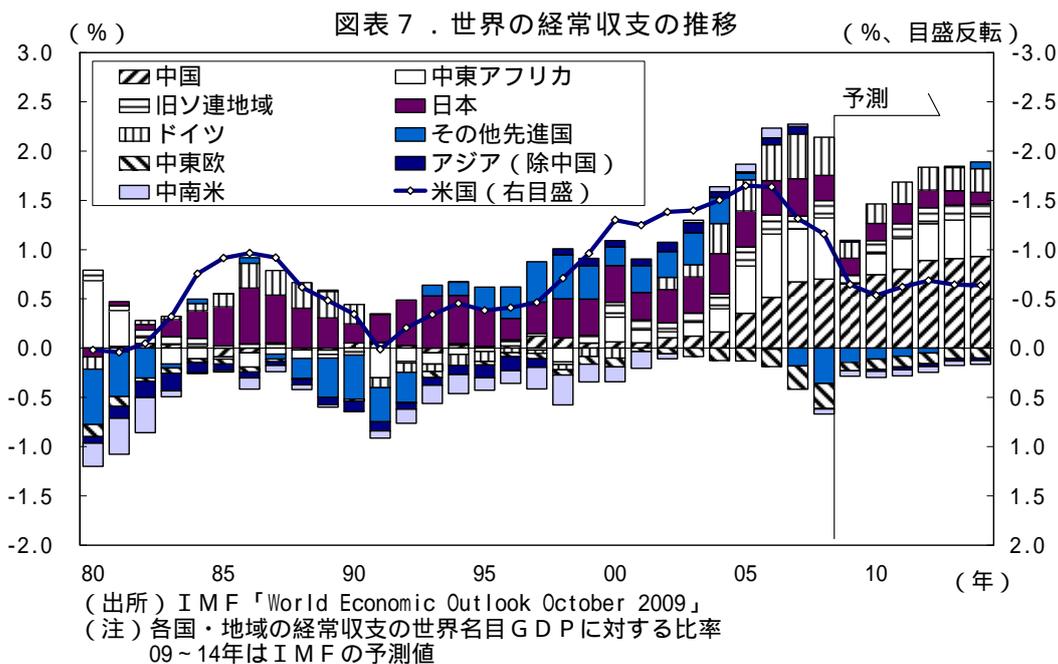
### (1) 金融危機から世界的経済危機へ

#### 金融危機の背景

米国のサブプライム・ローン問題を契機として、2007年夏から世界的に深刻な金融危機が発生した。当初は、金融危機は深刻ながらも金融部門の問題にとどまり、実体経済には重大な影響を及ぼすようなことは無い、と考えられていた。しかし08年9月のリーマン・ショックを契機に、実体経済もまた急速に悪化して、大規模な世界的景気後退へと突入した。

最初に今回の金融危機について回顧しておこう。今回金融危機が発生したことには、大きく二つの要因があると考えられる。第一は世界的なマクロ経済不均衡の問題であり、第二は金融市場の歪みの問題である。

第一のマクロ経済不均衡は、米国の大幅な経常収支赤字とアジア諸国・資源産出国の大幅な経常収支黒字の存在に象徴される。図表7は、世界全体の名目GDPに対する各国・地域の経常収支の比率を見たものであるが、2000年代に入ってから、中国や中東の黒字拡大と米国の赤字拡大が同時進行してきたことが読み取れる<sup>3</sup>。



<sup>3</sup> 統計上の誤差脱漏が存在するため、世界各国の経常収支を合計してもゼロにはならない点にご留意いただきたい。

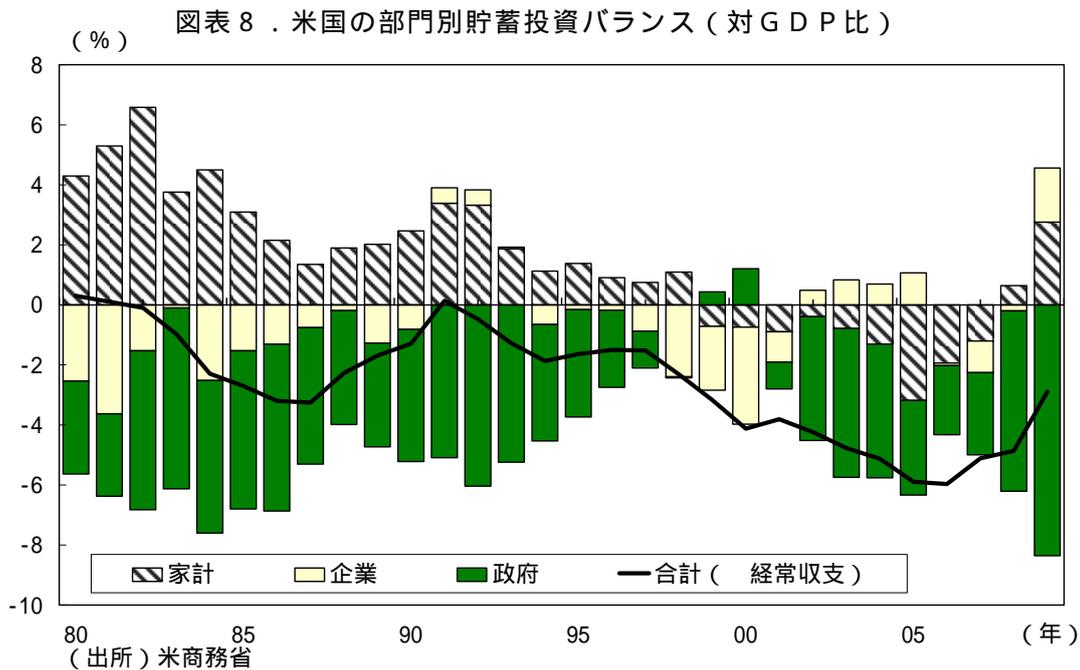
米国では 2000 年代初頭に、「9/11」同時多発テロやITバブル崩壊に対処するため積極的な低金利政策が取られたが、低い金利水準は、物価安定基調にも支えられ、00 年代半ばまで持続した。この低金利は資産価格の上昇や住宅価格の上昇を通じて米国の家計消費・住宅投資を急増させ、純輸入の大幅増をもたらすこととなった。こうした好景気の裏側で、世界的に米国経済成長に対する信任が厚く、米国の債券・証券に対する需要が高まり資金が大量に流入することで、大幅な経常収支赤字をファイナンスすることができた。また欧州でも、00 年代初頭にユーロ圏が発足し域内全体の金利水準が低下したことから、スペインやアイルランドなどで住宅建設が急増した。また英国でも金融業の業績が好調であったことから、好況が持続していた。

その一方、中国を含むアジア新興諸国では、1990 年代末のアジア金融危機の反省から、輸出主導型の経済成長と外貨準備の増強に励んだ結果、米国向け輸出に主導されて大幅な経常収支黒字が発生することとなった。このアジアからの輸出は、単に供給量が多いだけでなく価格競争力に秀でていたため、米国において、拡大する輸入需要を数量面で支えただけでなく、物価の安定にも寄与することとなった。

さらには世界各国の経済成長に伴って石油を初めとする資源需要が急増したことから、資源価格が上昇傾向を続け、資源輸出国でも大幅な経常収支黒字が発生した。こうしたアジア新興国や資源輸出国による輸出は、その裏側で米国の債券・証券の大量購入に繋がり、米国への資金流入を支えることとなった。

金融危機発生前は、このように一見すれば世界的な好循環が続いてはいたのだが、その本質は世界的な過剰流動性に支えられた資産価格バブルであったと考えられる。しかし今回の金融危機は、こうしたマクロ経済不均衡の存在だけで生じたのではなく、マクロ経済不均衡と相互補完的に拡大していった金融市場の歪みも決定的な役割を果たすこととなった。

第二の要因である金融市場の歪みは、「シャドウ・バンキング」の興隆に象徴されよう。シャドウ・バンキング、すなわち普通の銀行による預貸行為ではなく、投資銀行・ヘッジファンド・金融特別目的会社・銀行のオフバランスシートなどが複雑に絡み合う形での金融仲介の比重が高まったことには、当然のことながら金融自由化の進展が大きく寄与してきた。加えて、以下のような要因も影響している。まず、企業部門は伝統的に資金不足主体であったが、金融マーケットを意識した経営が浸透したことで、資金余剰主体へと転化したことである（図表 8）。



このことは、企業にとって銀行からの資金借入需要を減少させることとなった。加えて、金融工学の発展による証券化商品の複雑化や多様な新規金融商品の開発により、債券・証券市場の厚みが増していったことから、金融機関や一般企業は社債やCP、さらには各種の貸出を取り込んで合成された多様な証券化商品を中心とした金融市場での取引に軸足を移していくこととなった。さらに、このような新しい金融取引手法は、市場の力は自ずと適切な結果をもたらすという考え方もあって、伝統的な銀行業に比べて金融当局の規制が緩かったことも寄与している。

このような新たな金融商品開発により、金融サービスの範囲は拡大した。例えばサブプライム住宅ローンにしても、これまでは住宅ローンが使えなかった人々にも住宅ローンが使えるようになったというメリットがあったわけであり、金融工学の発展それ自身が本質的な問題ではない。しかし利用の仕方に不適切な点が多かった。例えば住宅ローンが証券化されたことによって、個々のローンに対する責任の所在が曖昧になった結果、貸出の規律が緩くなったり債権管理が甘くなったりするデメリットが発生した。さらに、証券化商品の設計や格付けの際のリスクの計算方法が不十分なものであったことから、金融市場では低リスクと評価されたものの、しかし実際には高いリスクを包含している金融商品が多量に売買された。

さらに金融機関は、レバレッジを効かせること、すなわち証券投資の原資として借入金の活用の度合いを高めることで、取引のロットを拡大し巨額の利益を追求するようになった。このため、複雑な証券投資メカニズムを銀行会計から切り離し（オフバランス化し）その上でそうした証券類を担保として金融機関の間で融資しあうことにより、金融市場の

規模が極めて大きなものとなった。結果的には、証券化による市場取引によりリスクが広く分散され金融機関全体の安定性が高まるという当初の期待とは裏腹に、金融市場の中で大きく増幅されたリスクが金融機関全体の中に蓄積し、しかもそうしたリスクの大きさや所在すら正確に把握できない、最悪の事態が生じることとなった。さらには長期運用のための資金を短期調達で賄うというマチュリティ・ミスマッチの圧力も増大していった。

#### 金融危機から経済危機への伝播

今回の金融危機は、2007年初の米国のモーゲージ・バンクの経営危機から顕在化し、年央以降には米国のヘッジファンドや住宅ローン会社で流動性危機が発生した。それが欧州にも波及して、夏にはフランスやドイツの銀行傘下の投資ファンドに危機が訪れ、秋以降は英国で銀行の破綻も発生した。08年に入ってから、米国では、春に大手証券会社の大規模な破綻回避措置や、夏に二大政府系住宅金融機関の救済措置が取られるなど、金融機関の経営危機は、業種・国境を越えた広範囲なものとなった。

2008年夏頃までは、こうした金融危機の影響はあくまで金融産業の中でとどまり、实体经济にはそれほど大きな影響を及ぼさないのではないかと考えられていた。しかしながら、08年9月に米国の大手証券会社リーマン・ブラザーズが破綻したことを契機として、秋以降は实体经济が世界的に急激に収縮することとなった。このように实体经济に伝播した要因・特徴点として、以下四点がある。

第一に、コンフィデンスの崩壊である。上述したように金融市場が複雑化し、実際にいったい何が起きているのか、どの金融機関がどの程度の影響をこうむるのかについて、誰も確信を持ってない状況が続いていた。そうした中で大手証券会社が実際に破綻したことによって、企業破綻の連鎖が生じるのではないかという疑心暗鬼から、金融機関もさらには一般事業会社も各種取引を一斉に縮小させ、手持ちキャッシュの確保に走ったことで、経済活動は急激に収縮した。

第二に、信用収縮の实体经济への影響である。2007年央からの金融危機深刻化に伴い、シャドウ・バンキングの存在感が急激に低下しており、企業にとって金融市場を通じた資金調達が困難となっていた。さらに銀行は流動性確保に走り、企業への貸出を絞り込んでいった。特に米国では、個人向けの貸出において、住宅ローンはもちろん、自動車ローンやクレジットカード等の信用供給が絞り込まれ、資金制約から家計の消費活動が大きく制約されることとなった。一方で家計サイドでも、バブル崩壊に伴う資産価格急落に伴い、これまでの過剰な負債を返済するために消費を削減することが迫られた。そうした結果、個人消費、住宅投資、設備投資という需要項目に下方圧力がかかることとなった。

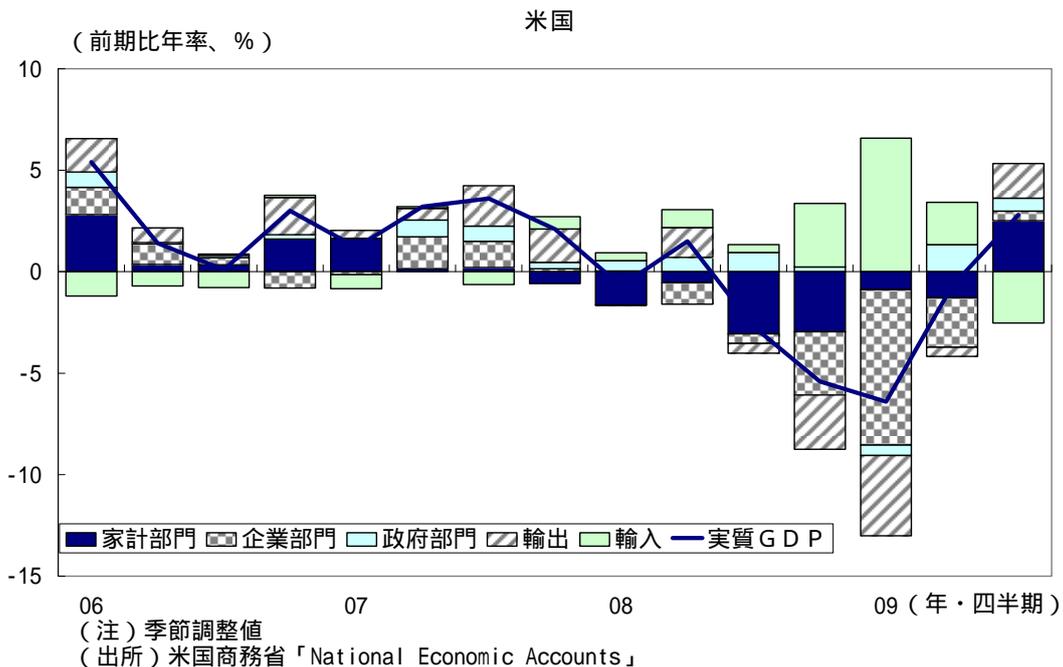
第三に、在庫調整の影響と、設備投資の急激な減少の影響である。上述した需要の減退は、その速度が急激であったことから、大幅な在庫の積み上がりをもたらした。さらにコンフィデンスの崩壊により先行きの売上見通しが極度に悲観的になったことから、世界各

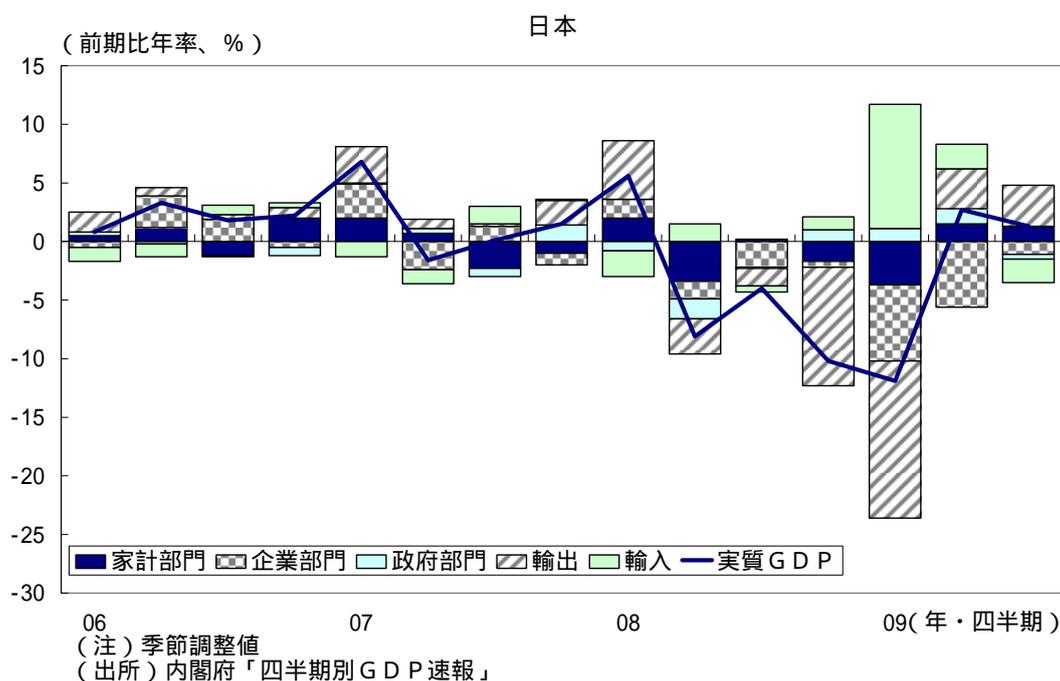
国の企業は一斉に急激な在庫調整を行ない、これに伴って生産が急落した。また設備投資については、需要の水準ではなく増加に応じて増加するという性質がある（投資の加速度原理）ため、需要の急減によりこのメカニズムが逆回転した影響も大きい、という点が指摘されている。実際に、現在でも生産設備の過剰感は世界的に高止まりしている。

第四に、貿易を通じた影響である。今回の経済危機の大きな特徴として、金融危機の震源地であり過剰消費が問題視されていた米国や英国よりも、相対的に金融危機の影響が小さく順調な輸出を続けていた日本やドイツの方が、実体経済の落ち込みが大きいという点がある。その要因として、両者の間の経済構造の相違があると考えられる。まず、米英は日独に比べて相対的に製造業のウェイトが小さく、逆にサービス部門のウェイトが大きい。そのため、上述した在庫調整の影響や投資の(負の)加速度原理の影響も相対的に小さかった。また日本やドイツでは、金融危機前の世界的好況期に高付加価値化した自動車の輸出を増加させたが、その生産過程で国内における他業種（化学・電器・情報通信など）への影響度・波及度が大きくなった。そのことが各国の成長を促進してきたが、逆に自動車輸出が減少した時には、国内の幅広い業種にわたってマイナスの影響を及ぼすこととなった。さらに、直接的には輸入国の製品輸入の減少＝輸出国の製品輸出の減少であるが、後者は輸出国内で乗数効果を通じて一層の国内生産減少を発生させたという要因も考えられる。さらに近年のグローバル化の進展により、多国間にまたがる企業のサプライチェーンが構築されたことから、こうしたマイナスの影響は増幅されつつ国際的に広がることとなった。

実際に、米国と日本の経済成長率に対する需要項目別寄与度を見ると（図表9）、米国における内需減退が、輸出や企業部門の活動低下を通じて、日本に相対的に大きなマイナス成長をもたらしていったことが分かる。

図表9．米国と日本の需要項目別成長率寄与度



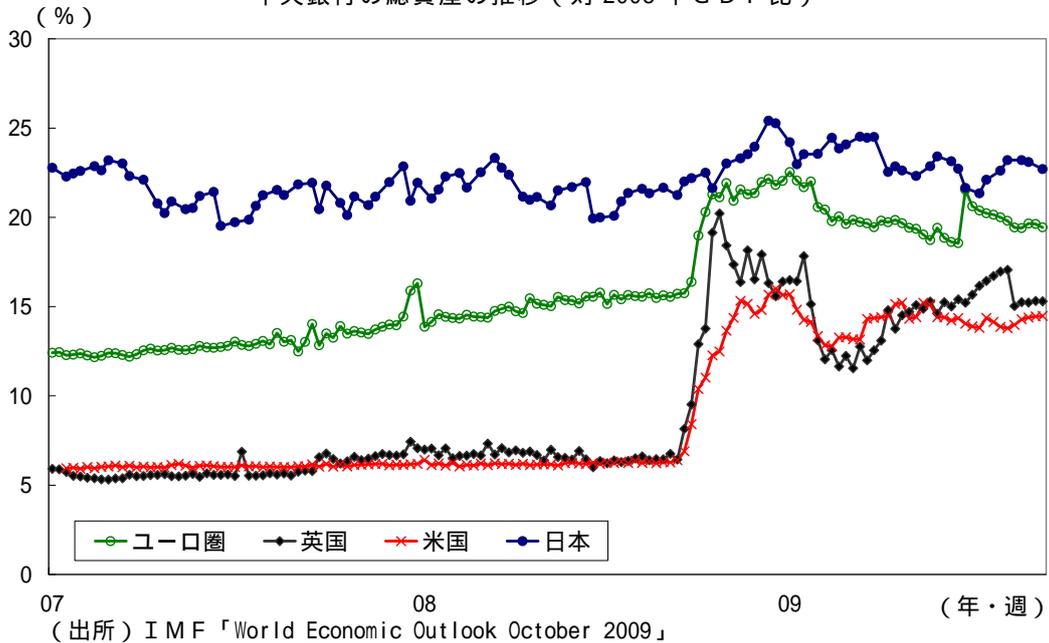


## (2) 協調的な政策対応の進展

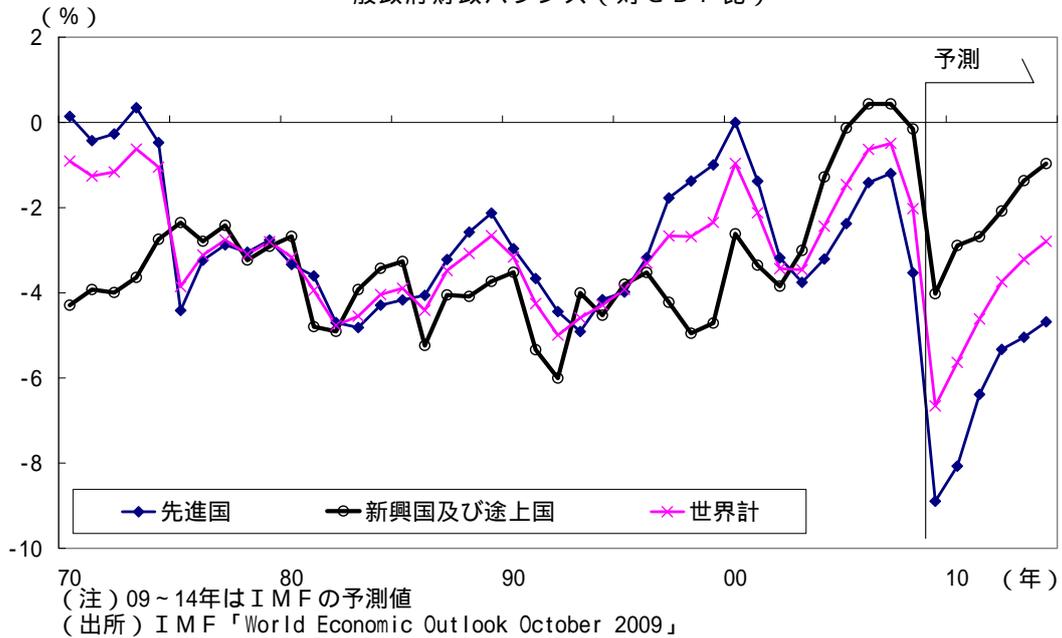
このような金融危機の深刻化や実体経済への波及に対して、各国当局は国際的な連携を取りつつ、金融機関支援策、金融緩和策、財政拡大策を積極的に実施してきた。2007年夏以降、各国の金融当局は経営危機に陥った金融機関の救済や金融市場における流動性確保のため、スピード感を持って金融機関に公的資金を投入し、また金利の協調的な引き下げなどを行ってきた。加えて中央銀行は国債等の大量購入による量的緩和(QE)や企業に対する直接的な資金供給など、非伝統的な手段も含めた積極的な金融緩和措置を実施した。財政政策の面でも、歳入・歳出両面で大規模な裁量的政策がとられてきた。IMFのまとめによれば、金融機関等への公的支援残高は先進諸国で総計GDP比の約35%に及び、中央銀行のバランスシートも欧米主要国は2007年比で2~3倍に膨らんでいる。財政赤字も、税収減少や失業給付増大などのビルトイン・スタビライザー効果もあって大幅に膨らんでいる。そのうち経済危機対応のための裁量的政策による財政赤字拡大幅は、G20諸国ベースで、1.5~2%と見込まれている(図表10)。

図表 10 . 危機対応の金融財政政策 ( I M F 調べ )

中央銀行の総資産の推移 ( 対 2008 年 G D P 比 )



一般政府財政バランス ( 対 G D P 比 )



今回の経済危機において特筆すべき事柄として、従来の G 7 ( G 8 ) という先進国だけの国際協調の枠組みに代わり、新興国も参加した G 20 首脳会合の枠組みが強いリーダーシップを発揮したことが挙げられる。G 20 首脳会合で示された、積極的な財政金融政策採用の決意のみならず、大恐慌再来防止のために貿易障壁の構築は行わないという強い意志は、世界的なコンフィデンスの回復に大きく寄与した。

こうした政策の効果は、欧米における金融機関経営状況の改善、中国のインフラ投資による高成長の持続に伴う世界貿易の回復などの形で結実し、2009年からは世界的に企業の収益改善、社債市場の回復、株価の上昇、資源価格の上昇などが見られるようになってきている。

こうした環境の好転に加えて、大規模な在庫削減の終了とその反動としての在庫再構築が世界的に進んだことから、日本や欧米主要国において、それまで減少を続けてきた実質GDPも2009年第2四半期～第3四半期にかけて増加に転じた。しかしIMFによれば、今回の金融危機による金融機関の損失額（07年から10年）は約3.4兆ドルと極めて巨額であり、しかも銀行部門では未だ全損失の半分以上に当たる1.5兆ドルが認識されていないと見込まれるなど、総体的な金融リスクはまだ高い。このため世界経済が従来のような自律的・持続的回復経路に戻っていくまでには、まだ時間を要すると思われる。

世界的不況を防止したとはいえ、こうした異例に大きな規模・対象範囲となった政策対応は、やがては国民に多大な負担を課すことになるため、永続させることが不可能である。経済が民間需要中心に自律的に回復していくことが確認できれば、秩序だったやり方で経済支援策を撤収していく、いわゆる「出口政策」を確立する必要がある。というのも、金融機関支援策、金融緩和策、財政拡大策は相互に密接に関係し合っており、個別政策変更による影響は多方面に及ぶためである。例えば、金融市場の状況がまだ不安定なのに金融緩和から引き締めへ転換すれば、金融機関の経営に影響が生じる、規制や課税構造を含めた将来の金融市場のあり方が確立しない限り金融機関支援のための財政支出は削減できない、高水準の財政支出を続けたまま金融緩和策から引き締めへ転換すると金利の急騰が生じうる、というような不測の事態が発生する可能性があるためである。

さらに一国だけで政策を変更した場合にも、資本移動などを通じた世界経済全体への影響が生じうる。例えばある国だけが先行して金融機関支援策を撤収すると、安心を求めて大量の預金が他国に流出するであろう。またある国だけが先行して金融引き締めへ転換することがあれば、その国の為替レートが急上昇し、世界貿易に大きな影響を及ぼすおそれがある。

このため各国が出口戦略を策定するに際しては、国際的な協調の下で、政策を続けるコスト、政策転換の機動性などを十分考慮した上で、出口戦略を開始する前提条件やタイミングなどを、予め明確に提示し、政策転換に対するマーケットの信頼感を醸成していくことが望まれている。

2010年以降、こうした出口戦略の立案と実施が整然と行われることが、世界経済が中期的に安定成長を達成するための必須の条件であろう。

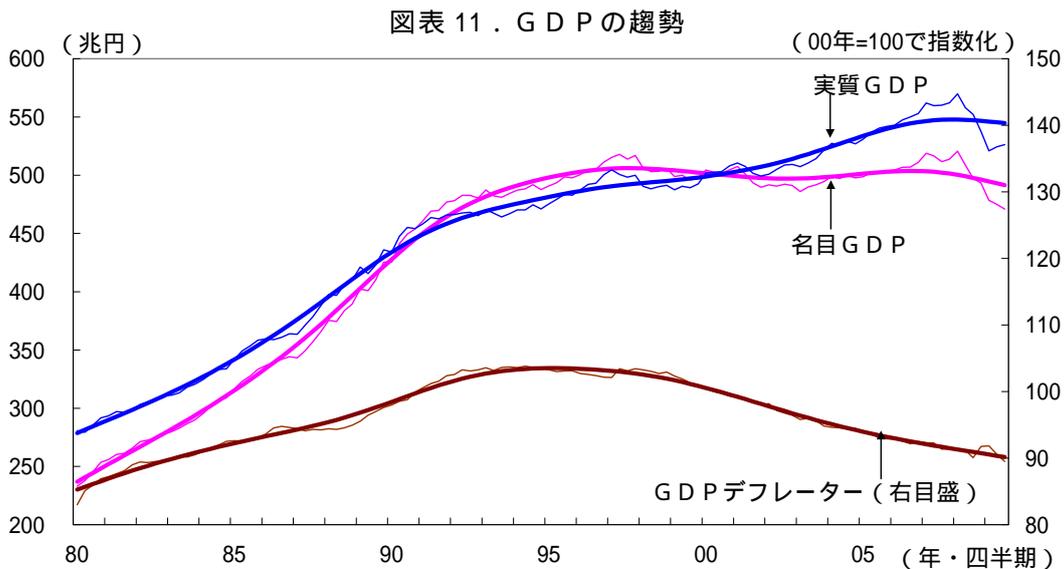
### 3. 日本経済の中期経済見通しへの視点

日本経済の中期見通しを考えていく上で、どのような視点が必要になるのだろうか。以下にいくつかの論点を提示してみたい。

#### (1) 日本経済の長期的軌跡

図表 11、図表 12 は、主要経済指標の長期的な推移を見たものである。両図とも、細線はそれぞれの指標の四半期季節調整値を、太線はその長期的趨勢値<sup>4</sup>(トレンドと景気循環の両方を含むと解釈される)である。

まず図表 11 は名目GDP、実質GDP、GDPデフレーターを描いており、長い目で見れば以下の特徴が見て取れる。第一に、名目GDPは1990年代半ばまで右上がり上昇した後、ほぼ横ばいで推移している。第二に、GDPデフレーターは、90年代半ばまでやはり上昇した後、低下傾向が続いている。第三に、その結果として実質GDPはほぼ全期間を通じて上昇傾向を続けてきた。



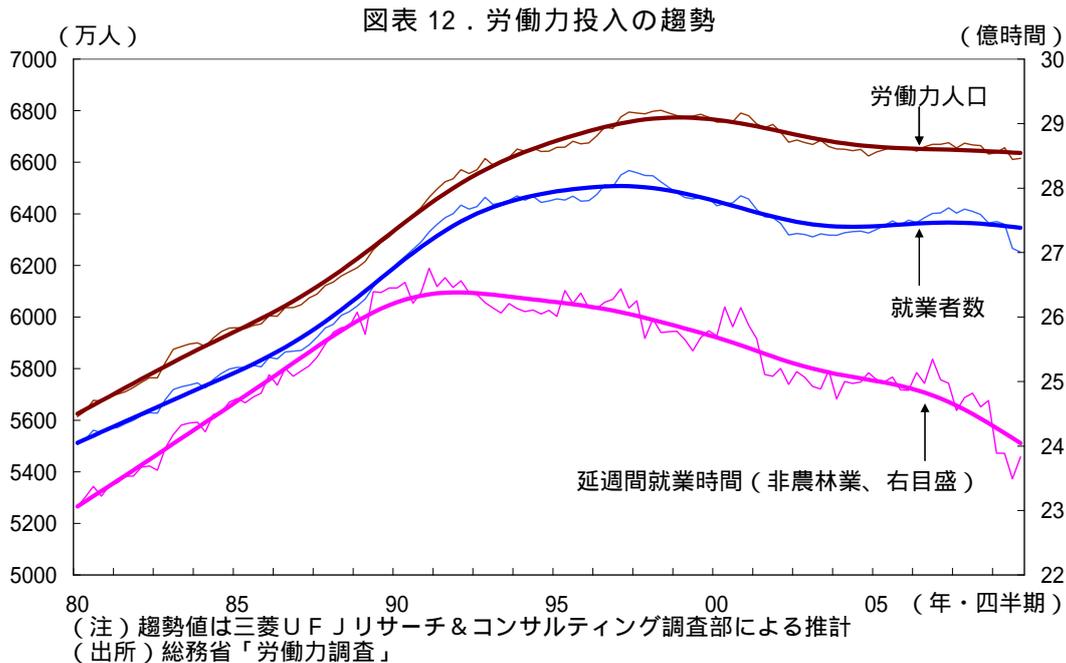
(注) GDPデフレーターの季調値(細線)、及び各々3本の趨勢値(太線)は三菱UFJリサーチ&コンサルティング調査部による推計  
(出所)内閣府「四半期別GDP速報」

経済指標を見る際、我々が直接観察できるのは名目値の動きであるが、通常は実質値(産出数量)の動きに焦点を当てて議論が行われている。これは、物価が上昇している状況下では、名目値の増分を見ているだけでは数量ベースの増分が過大に評価されるため、物価上昇分を調整する必要があるためである。しかしながら物価が下落している状況下では、名目値が横ばい、すなわちパイの大きさが一定のままでも関わらず、物価下落によって計算上で実質値(産出数量)が増した、という事態が生じる。このような場合、まし

<sup>4</sup> 趨勢値の計算にはホドリック・プレスコット・フィルタを用いた。

てや名目値が減少するような場合にはなおさら、「豊かさ」の実感が得られ難いのは当然であろう。このため、これからは名目値の動向にもっと着目していく必要がある。

それでは、名目GDPはなぜ長期間にわたって横ばい傾向となってしまったのだろうか。もちろん、1990年代初頭のバブル崩壊以降の経済の低迷が大きな影響を及ぼしているのは間違いないが、さらに構造的な要因も影響している。図表12は、同じ期間の労働力投入の推移を見たものである。



この図から見て取れるように、労働力人口及び就業者数が1990年代半ばから横ばい～減少傾向に転じている。さらにマンアワーベースである延週間就業時間について見ると、週休二日制の浸透など制度的要因に加えて、労働力の非正規化などの労働市場の変化を反映して、より明確な減少傾向を示している。このように長期的な人口要因から労働力投入量が減少したことが、名目GDPが増加しないことに強く寄与していると考えられる。

今後人口減少スピードがさらに加速していくため、名目GDPが強い右上がりの傾向線を描くようなことは考えにくい。名目GDPを維持し少しでもその伸びを高めていくためには、就業者一人当たりの生産性を上昇させ続けていくような地道な努力が必要である。

次に、GDPデフレーターの下落について、経済の総合的な物価水準の下落について考えてみよう。これには三つの要因があったと考えられる。第一に、需要面の動きである。物価水準が下落しながら産出量が増加しているということは、相対的に需要よりも供給が増加しているためであると考えられる。グローバル化の進展によって輸出は増加傾向を続けてきたものの、1990年代のバブル崩壊後には、企業のリストラによる設備投資減少や、

賃金の伸び悩みからくる家計部門の弱い動きによって、国内需要の伸びは、総じて見れば、力強いものとはならなかった。第二に、供給面の動きである。先ず輸入を考えよう。グローバル化の進展により日本に輸入品が浸透してきている。実際には輸入に至らないまでも潜在的に輸入品との競合が激しくなってきたという面も含め、輸入の増加が物価下落に影響してきた。その背景には、80年代半ば以降、貿易摩擦是正や内外価格差是正のための各種貿易自由化措置に加えて、90年代後半以降、豊富な労働力を有する中国や旧東欧諸国が世界市場に参入し世界の製造工場となったことがある。このことは、世界全体の労働コストに下方圧力を加え、物価上昇を抑制してきた。

また技術進歩も供給増加による物価下落に寄与してきた。コンピュータを初めとする電子機器類は、日進月歩で性能が向上し生産量が増加するとともに、その価格も急激に下落した。加えて、こうした機器は他の機械・機器類に組みこまれていったことで、幅広い財で価格が下落していくこととなった。さらにはこうした電子機器を利用したコミュニケーションの発達などにより、サービス部門も含めた社会全体での取引コストが低減したことも、物価下落に寄与してきた。

こうした需要・供給の動きは、GDPギャップ（潜在的な供給能力と現実の需要量との乖離率）が、1990年代バブル崩壊後、97年初と2006～08年頃の僅かな期間を除いて、ほぼ一貫してマイナスで推移してきたことに表されている。

しかしながら、こうしたグローバル化や技術進歩による供給増加の影響は世界各国で共通に現れているが、実際に物価の下落傾向が続いたのは日本だけであった。

そこで第三に、財・サービスと貨幣供給量のバランスの問題が考えられる。物価は最終的にはマネタリーな現象であり、財・サービスの総量と貨幣供給量のバランスで決定される。金融当局はバブル後に極めて緩和的な金融政策運営を続けてきたが、結果としてデフレ傾向を止めるにはいたらなかったものと考えられる。

2009年末時点で、デフレ、すなわち物価の持続的下落が再び大きな政策課題としてクローズアップされてきた。巻末の補論にデフレの問題点をまとめているが、現下の経済財情勢ではデフレ脱却のために、引き続き積極的な財政金融政策を推進していく必要があると考える。

## (2)「三つの流れ」の再評価

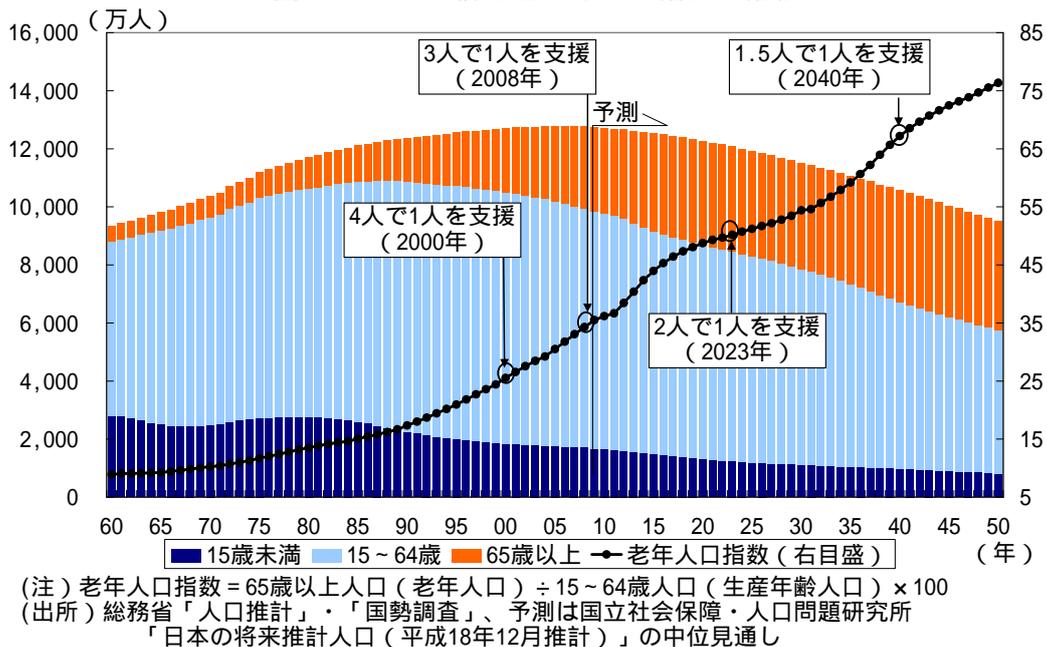
これまでの中期見通しでは、少子高齢化と成熟社会への移行、企業体質の健全性、金融危機後の世界経済の成長力、の三点を日本経済の先行きを判断するための座標軸としてきた。そこで次に、この三つの流れが将来に与える影響について、考察してみたい。

### 少子高齢化と成熟社会への移行

少子高齢化・人口減少の流れは続くと考える。

図表 13 に表されるように、現在は老年人口（65 歳以上人口）一人を、生産年齢人口（15～64 歳人口）三人で支えているが、2020 年にはおよそ二人で支えていくことになる。この両者の比である老年人口指数の上昇については、老年人口数が増加するだけでなく、少子化の進展を反映して生産年齢人口が減少していくことも大きく影響している。

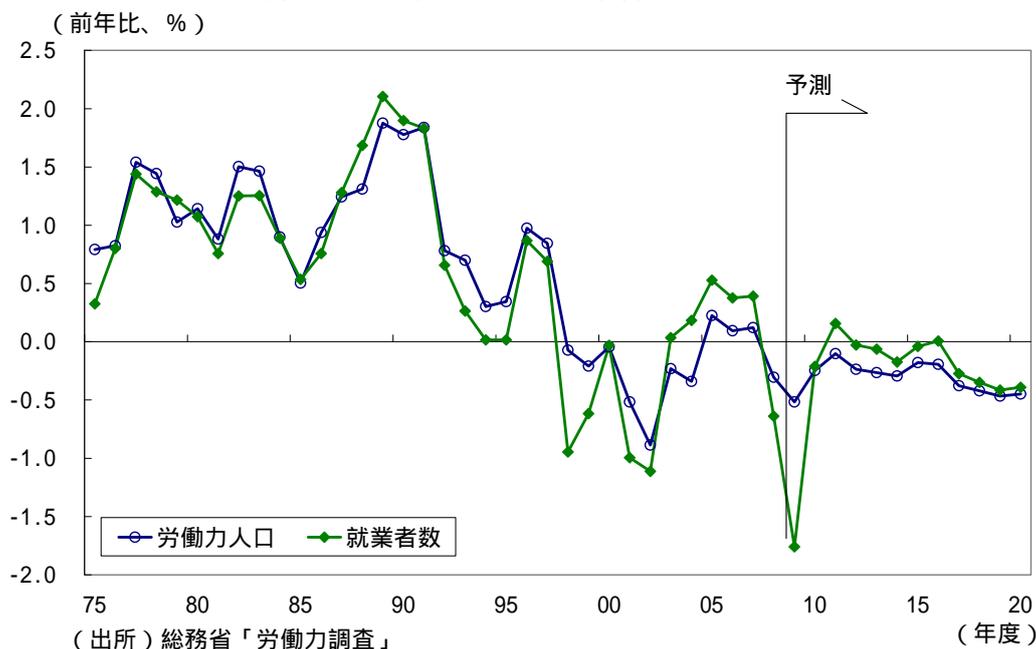
図表 13 . 人口構造と老年人口指数の推移



なお本中期見通しでは、「将来人口推計」の「中位値」をベースとして人口変動を予測している。最近では、合計特殊出生率（その年の女性の年齢別出生率を、15～49歳にわたって合計した数値：仮に一人の女性が生涯でそのパターンに即して出産するとした場合、平均の子ども数と見なすことができる）は、そのペースを上回って推移している。しかしながら仮にこの傾向が持続したとしても、出産年齢層の人口それ自体が減少傾向にあるため、少なくとも見通し期間中は、老齢人口指数の動向にはほとんど影響しないと考える。

こうした人口変動によって、労働力人口及び就業者数についても、今後減少傾向が加速していくと考える（図表 14）。労働と資本という生産要素を最大限活用した場合に得られる総産出量の伸び率は、潜在成長率と呼ばれ、マクロ経済の成長能力を測る指標となっている。こうした就業者数の減少は、この先、潜在成長力を低下させる方向に働くこととなる。

図表 14．労働力人口と就業者数の見通し



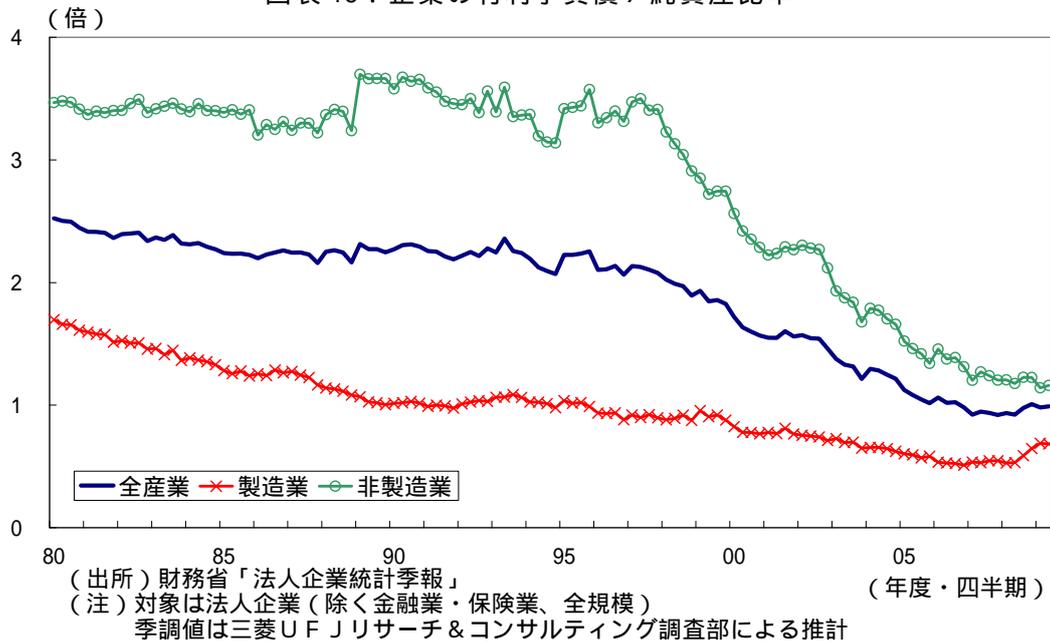
### 企業体質の健全性

企業体質は、1990年代バブル崩壊後に比べて健全性を高めているものの、当面、設備や雇用の過剰感が残ると考える。

日本の企業は、1990年代初までのバブル期に負債・設備・雇用者数を大きく増加させたため、バブル崩壊後にこれらの「三つの過剰」に直面することとなった。しかしながらその後のリストラ努力の成果や、2002年からの輸出主導の景気回復に伴う収益増加によって、企業の収益力や財務体質は大幅に改善した。今般の金融・経済危機によって売上高や企業利益は大幅に減少したものの、前回のバブル崩壊後に比べれば、「企業体質の健全性」は相対的に高い水準にあると考える。

例えば、法人企業（除く金融業・保険業）の負債の水準を有利子負債／純資本比率で見ると、足下では収益減少により若干上昇しているものの、水準自体はかなり低くなっている（図表 15）。

図表 15 . 企業の有利子負債 / 純資産比率



しかし、設備や雇用の過剰感は、リーマン・ショック後に急上昇した後も高水準で推移しており、企業の稼働率も2009年春のボトムからは回復してきているとはいえ、前回の景気の谷(02年第1四半期)に比べてまだ低い水準にある。このため当面は、設備投資や雇用、さらには賃金の動きは弱いものとなろう。しかし先行きについては、輸出に支えられて生産が増加していく中で、企業収益が増加し、設備投資・雇用・賃金いずれも増加傾向に転じていくものと考えられる。

#### 金融危機後の世界経済の成長力

世界経済の先行きについては、次のように考えている。先進国は緩やかな回復を続ける一方で、新興国の活発な活動が続き、前回の中期見通しよりも世界経済成長率が高まる。そうした中、米国は依然として世界経済の中心であり、基軸通貨としてのドルの役割が続く。

金融・経済危機後、先進国・新興国ともに積極的な財政・金融政策及び金融市場安定化政策を進めてきた。これが奏功して、2009年秋にかけて世界経済は景気持ち直しから回復に向けた動きがあらわれている。図表16は世界経済の見通しであり、期間平均伸び率は始点の前年/終点間の伸び率の5乗根として求めている(例えば、11年~15年の伸び率は、15年/10年の伸び率の5乗根)。

図表 16 . 世界経済の見通し ( 暦年ベース )

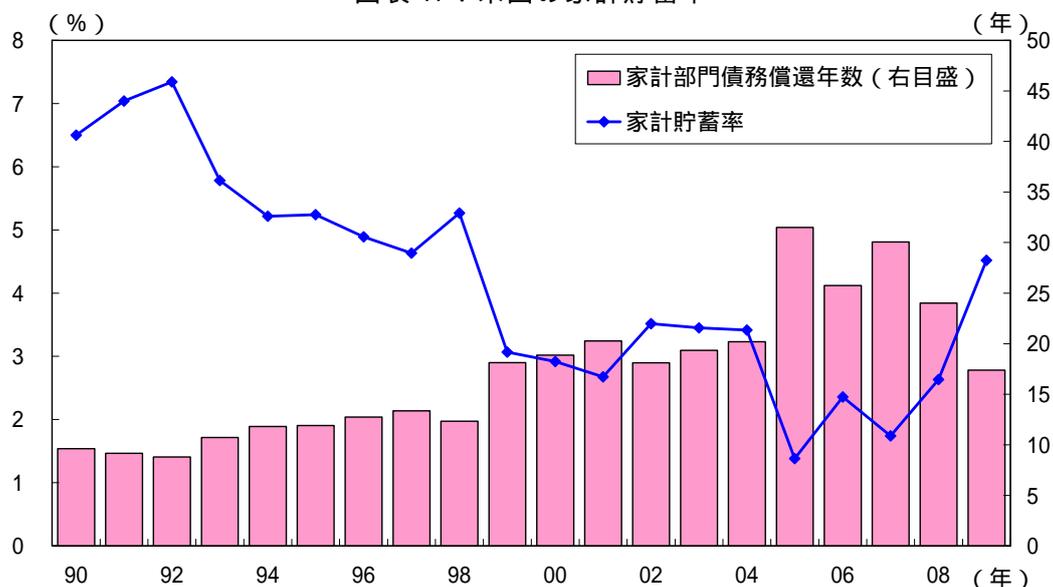
	2006 ~ 2010	2011 ~ 2015	2016 ~ 2020
<b>世界</b>	<b>3.1</b>	<b>4.4</b>	<b>3.8</b>
<b>先進国</b>	<b>1.0</b>	<b>2.6</b>	<b>2.3</b>
米国	1.0	2.7	2.2
欧州	0.7	2.5	2.2
日本	-0.1	1.3	1.1
その他	2.5	3.7	3.2
<b>新興国</b>	<b>5.7</b>	<b>6.3</b>	<b>5.2</b>
アジア全体	8.3	8.2	6.2
中国	10.2	9.0	7.0
旧ソ連(ロシア等)	3.5	4.5	4.3
中東	4.6	4.6	3.8
中南米(ブラジル等)	3.2	4.1	4.0
その他	3.3	3.6	3.3

( 注 ) 先進国、新興国の分類は I M F による

( 出所 ) I M F 「World Economic Outlook October 2009」

米国では、住宅を初めとした資産価格下落に伴う家計のバランスシート調整により貯蓄率が上昇してきた ( 図表 17 ) 。しかし債務償還年数が低下していくにつれて貯蓄率は安定していくと見込まれることから、今後は可処分所得の増加に伴って家計消費が増加し、景気回復を支えていこう。

図表 17 . 米国の家計貯蓄率



( 注 ) 債務償還年数 = 債務残高 / 年間貯蓄額、直近09年は1-9月期の数値

( 出所 ) F R B ・米商務省

一方欧州では、国毎に経済情勢が異なっているが、全体としては米国に比べて緩やかな伸びとなるだろう。このため金融政策も、米国・欧州の順で、2010年末から11年初にかけて出口戦略が発動されていくと考えている。

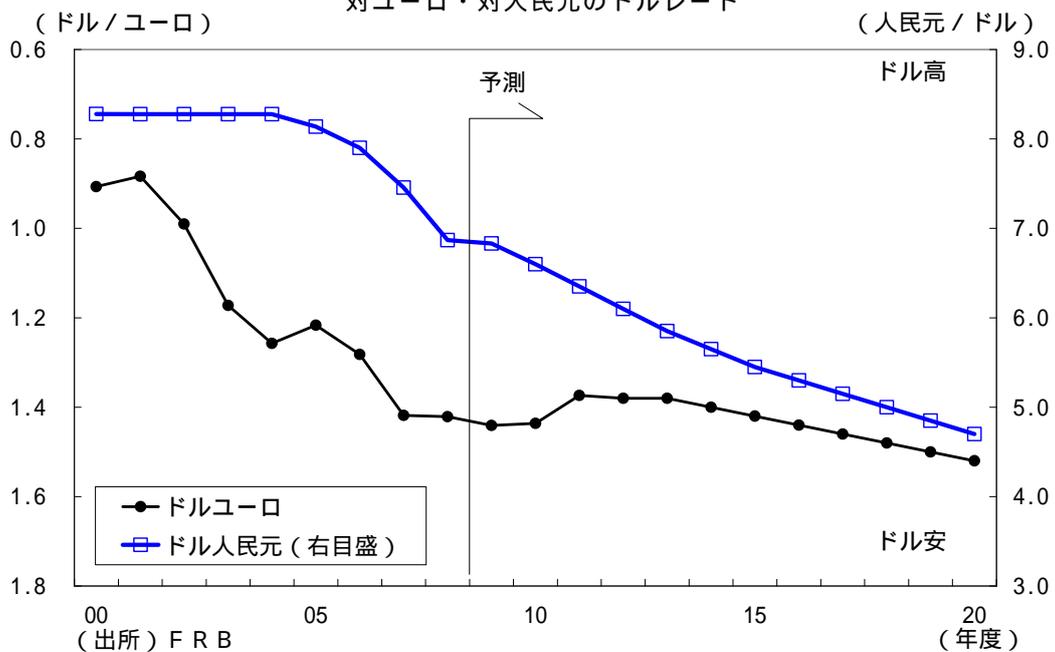
新興国の中では、2010年に日本を凌いで世界第二の経済規模となる中国で、積極的な経済政策に先導され、成長率が高水準で推移すると考えている。中国では10年代後半からは人口動態変化の影響が徐々に現れてくるものの、現下のインフラ投資増加による急速な都市化の進展が、個人消費拡大を通じて成長を下支えしていくだろう。また他のアジア諸国や資源輸出国でも、世界貿易の拡大に伴って、成長を続けていくものと考えられる。その結果世界経済に占める新興国の構成比は、購買力平価ベースで見れば、10年代中には先進国を上回り、20年に約55%に達すると見込まれる。

このように、総産出量の水準自体は、経済危機により過去の想定値に比べて低くなるものの、経済成長率で見れば前回見通しを上回るペースになるだろう。その一方で、経済危機の原因の一つとなった、アメリカの赤字・アジアの黒字という経常収支の世界的な不均衡については、その規模が縮小する方向に向かうものの、引き続き存続していくものと考えられる（前掲図表7）。

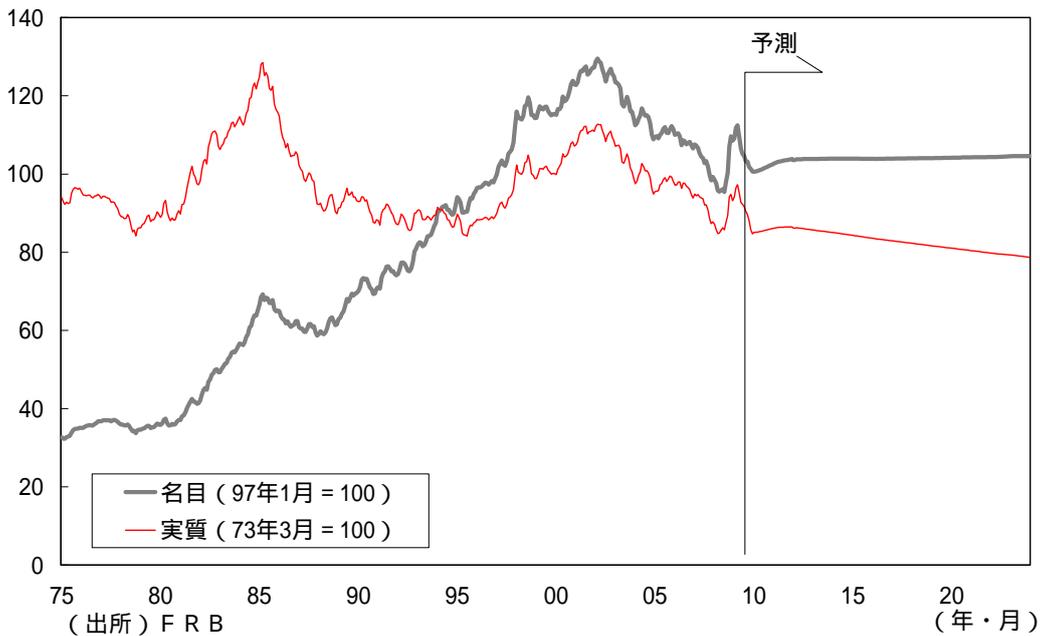
外国為替面を見ると、中国の経済発展により人民元は持続的に増価していくものの、米国は依然として世界経済の中心であり続け、その経済規模のみならず金融市場の懐の深さもあって、引き続きドルが基軸通貨としての地位を保つと考えている（図表18）。

図表 18 . ドルレートの変動

対ユーロ・対人民元のドルレート



ドル実効為替レート



### (3) 政権交代の影響

#### 現政権の財政運営

今回の中期見通し策定に際しては、昨年までの前提との間で、新たなそして大きな相違点がある。言うまでもなく、2009年8月の総選挙に伴う政権交代である。9月に発足した現政権は、立法府と行政府の関係を見直しつつ、根本的な政策の転換を政治主導で進めている。

現政権のスローガンは「国民の生活が第一」、「コンクリートではなく人間を大事に」であり、政策の柱は、ムダづかい、子育て・教育、年金・医療、地域主権、雇用・経済の5つである。具体的には子ども手当などを支給したりガソリン税などの暫定税率を廃止したりする一方で、公共事業をはじめとして各般の分野で経費削減を進めていく予定である。

現政権が目指す政策の実現には2013年度に16.8兆円が必要だとされている。その一方歳入面を見ると、リーマン・ショック以降の景気後退に伴って当分の間税収が大幅に減少する見込みであり、回復するにも時間がかかることが確実である。本中期見通し策定時点では、上記の政策措置を織り込んだ10年度当初予算編成の内容は定まっていないものの、国の一般会計予算に関しては、10年度概算要求額は95兆円+アルファとなっている。他方で国債発行額は、44兆円以内に抑えることを目標としているが、09年度第2次補正後には税収を上回る53兆5千億円に達するものと見込まれている。

なお単年度の予算において個々の政策を盛り込んでいくことで、その分野では所期の効果が発揮されるだろう。しかしながら、そうした政策変更が相互にどのように影響し合っていくのか、結果として全体として経済社会がどのように変わるのかという鳥瞰図、すな

わち中長期的なマクロ経済フレームワークは未だ提示されていない。現在、国家戦略室が、雇用、環境、子ども、景気の4Kを柱とした中長期的経済成長戦略を策定しており、その早期完成が切望されている。

この成長戦略策定においては、財政再建への道筋を明確にしておくことが極めて重要だと考える。日本の国債残高/GDP比率は先進国の中でも群を抜いて高く、現在の金利水準は低いとしても潜在的な金利上昇圧力が高いと考えられるため、僅かな金利上昇が利払い費の上昇幅を大きくして政府予算の自由度を束縛してしまうからである。また現時点の生活向上だけのために将来世代の生活が犠牲とならないように、異時点間の資源配分を重視することが望まれる。国民が望む公的サービスを拡充するためには、一方で相応の国民負担の増加もまた不可避であることを、率直且つ具体的なオプションとして示していくことも必要であろう。国民生活の重視といっても、現状では一人一人の国民の生活環境や価値観はかつて無く多様化しており、個々人が理想とする政策のイメージには大きな差異がある。それだからこそ、政治の強いリーダーシップの下で、日本経済の将来像が明確に打ち出されていくよう期待したい。

中長期の経済見通しを作成する場合には、既に表明された政策を盛り込んで推計していく必要がある。しかし上述のように、今回の作業時点では具体的な政策の姿が定まっていない。このため今回の推計値の計算にあたっては、独自で以下の想定を行った。まず歳出に関しては、マニフェストで示された各種政策が、原則として提示されたタイミングや規模で導入されるとともに、歳出削減への取り組みも進むとした。一方歳入面では、(1)暫定税率が10年度から廃止される、(2)環境税・配偶者控除の廃止・租税特別措置の廃止など税収増の要因については具体的扱いが不明なため盛り込まない、(3)消費税が2014年度と19年度にそれぞれ5%ずつ引き上げられる、とした(昨年の見通しでは、消費税は12年度5.7%、16年度7.10%、20年度10.12%と想定)。このため10年代前半では、国債発行額の増加を見込んでいる。また後述するように、温暖化対策関係の施策も本中期見通しに織り込んでいない。

言うまでもないが、これらの想定はあくまで計数推計のために便宜的に行ったものであり、何らかの価値判断に基づくものではないことをご留意いただきたい。

(注) 暫定税率が10年度に完全に廃止されるという想定で見通しを作成したが、09年12月22日の税制改正大綱で、暫定税率の仕組みは廃止されるものの、実質的な税率は維持されることとなった。このため財政収支と物価については、現在の実質的な税率が見通し期間を通して維持される場合の試算値を付記した。

## 地球温暖化対策

現政権の政策の中で、特に中長期的に大きな影響が及ぶものとして、地球温暖化ガスを2020年に1990年比で25%削減するという地球温暖化対策がある。本中期見通し作成時点において具体的な対策の内容が定まっていないことから、環境税創設も含めた温暖化対策、それらが経済に与える広範な影響については盛り込んでいない。一方で削減数値目標の決定も、09年12月のCOP15において先送りされることとなった。このため今後の展開に十分留意していく必要がある。

まず削減分の全てを国内で達成するのか、海外の排出枠取得や森林による吸収分を含むならば、これらをどの程度の割合にするのか、というボリューム感の問題があり、その大きさによって経済への影響の程度が異なっていくだろう。例えば政府タスクフォースのレポートでは、国内だけで25%削減を行った場合のGDPと行わなかった場合のGDPとのギャップが3.1~5.6%（1トン当たり限界実質削減費用は約5万2千円~約8万8千円）なのに対し、海外排出権を活用し国内削減幅を10%とした場合にはGDP減少率が0.8~1.3%（同約8千円~約3万円）である、との試算が紹介されている<sup>5</sup>。

また具体的削減策については、現段階ではキャップ&トレード方式による国内排出量取引市場の創設、自然エネルギーの全量・固定価格買い取り制度、地球温暖化対策税の導入、などが予定されており、2009年12月上旬時点で環境税の導入も議論されているが、結論は得られていない。この環境税導入に当たっては、その温暖化防止効果の大きさだけではなく、税財源として法人税を含む既存の諸税との関係の整合性が問題になる。

なおCOP15時点での各国の中期目標に関する別の研究によれば、日本の限界削減費用が1トン当たり476ドル（GDP比削減費用は1.13%）であるのに対し、米国は60ドル（同0.29%）、EUは48~135ドル（0.08~0.26%）となっている<sup>6</sup>。新興国・途上国における削減コストはさらに小さいものと推測されるため、効果的・効率的に目標量を削減するためには、国内外の手段をどのように組み合わせていくかが、とても重要となる。

これらの温暖化対策の内容如何によっては、新エネルギー分野の伸張、産業横断的なR&D投資の促進、企業や住宅、家庭の省エネ機材需要増加など、経済成長へのプラス効果が見込まれる。その一方、それらを実行するための費用負担の問題がある。さらに場合によれば、一部産業で生産削減を余儀なくされるなどの事態も考えられる。将来の中期見通し作成に際しては、その両者の影響の大きさや、時間を追っての発現の仕方などを取り込んでいく必要がある。

<sup>5</sup> 地球温暖化問題に関する閣僚委員会 副大臣級検討チーム・タスクフォース「タスクフォースの中間取りまとめ」（2009年11月24日）。ここで引用した計数は、3研究機関・研究者の試算値のうちの最大値・最小値であり、GDP削減幅の数値と実質削減費用の数値とは一対一に対応していない。

<sup>6</sup> 財団法人地球環境産業技術研究機構「世界各国の中期目標の分析」（2009年12月8日）。

仮に排出ガス削減のかなりの部分を国内で実施するとすれば、国民のライフスタイルを変えていくだけでなく、個別企業の立地や、上述したように産業構造のあり方も変更していく必要がでてこよう。そうであれば国内の地域振興政策もそうした視点も含めて再検討が必要となろう。また仮にある産業で国内操業ができなくなり海外生産に転じなければならぬとすれば、移転先国と第三国との関係も含めた多国間通商や、さらには移転先国に対する経済援助のあり方などについても、総合的に議論されていかなければならぬだろう。

もとより地球温暖化問題は、問題となるガスの発生者とそのガスがもたらす影響の被害者が国境を越えて地理的に離れていること、ガスの発生と影響の顕在化までの時間的間隔が非常に大きいこと、普通の人々の広範な日常活動自体がガスの発生をもたらすことなどの点で、有害物質による大気汚染などとはその性格が大きく異なっている。世界各国が対策を講じなかった場合には、平均気温の上昇により世界全体で21世紀末にGDP比3%にのぼる被害が生じるという推計もある<sup>7</sup>。それゆえに、国際的な枠組みにより世界各国での協調的な取り組みを長期間にわたり持続していく必要がある。さらには、日本のみならず世界の人々が自らの意志で生活水準の向上を諦め、むしろ生活の快適度を後退させるという、歴史上かつて無い選択を行わなければならない事態すらも想像されよう。

温暖化対策の具体化に当たっては、国民が共感できる理念を基礎として、長期的視点に立ち国内外の既往経済社会制度の変更も含め、包括的に検討されることが望まれよう。

---

<sup>7</sup> 上記「タスクフォースの中間取りまとめ」で紹介されたN. Stern氏の試算。

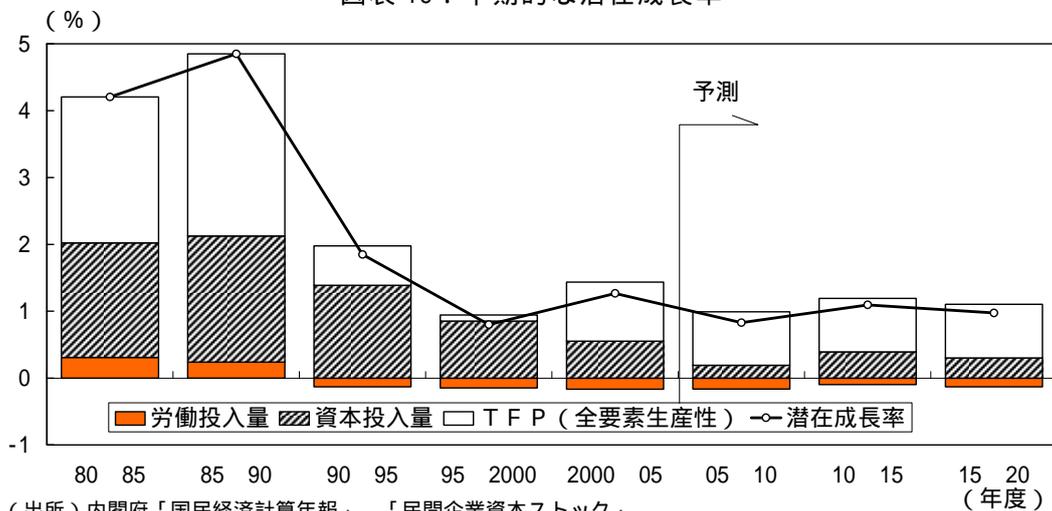
#### 4. 日本経済の中期見通し

これまでの議論を踏まえた、2020年までの日本経済の中期見通しは、以下の通りである。

##### (1) 中期見通しのイメージ

供給面では、2020年までの潜在成長率がおおむね1%程度の水準で推移するが、見通し期間後半にはやや減速すると考える。すなわち、労働力が減少することから労働力の寄与は減少幅が拡大する。資本ストック残高が拡大していること、経済危機後には生産能力増強のための設備投資が減少していることから、資本ストックの寄与の大きさも00年代前半よりも小さくなる。技術進歩などを表す全要素生産性(TFP)については、00年～経済危機前よりは低い0.8%程度で推移する(図表19)。

図表19. 中期的な潜在成長率



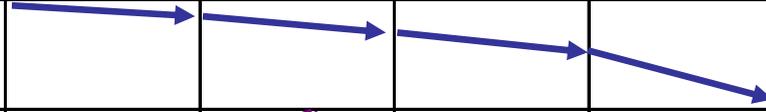
(出所) 内閣府「国民経済計算年報」、「民間企業資本ストック」  
 経済産業省「経済産業統計」、厚生労働省「毎月勤労統計」、総務省「労働力調査」  
 (注) HPフィルターにより計算されたトレンド成分の系列をもとに潜在成長率を計算。  
 労働分配率×労働投入量の伸びにより労働投入の寄与を計算し、  
 (1-労働分配率)×資本投入量の伸びにより資本投入の寄与を計算し、  
 潜在成長率との残差をTFP(全要素生産性)の寄与分とした。

需要面では、世界的に経済危機からの景気持ち直しの動きが続き、新興国を中心に世界経済が成長を続けることから、輸出の増加は続く。輸出に主導されて生産や企業収益、雇用環境も回復傾向を続ける。賃金の伸びは総じて緩やかなものの家計を重視した政策の効果もあって、可処分所得が2010年代に入って増加に転じ、個人消費も持ち直してくる。やがて設備投資も増加傾向を示す。他方、住宅投資は人口減少の影響などから低い伸びにとどまる。公的支出は抑制的に推移する。見通し期間後半は、前半に比べてほとんどの需要項目で実質伸び率が鈍化する。人口高齢化を反映して貯蓄率は低下を続け、経常収支は黒字を続けるがGDP比では小さくなる。

図表20は、前述した三つの流れの先行きと経済成長のイメージをとりまとめたものである(平均成長率は、上述したように始点/終点間の伸び率の五乗根で求める方式を用い

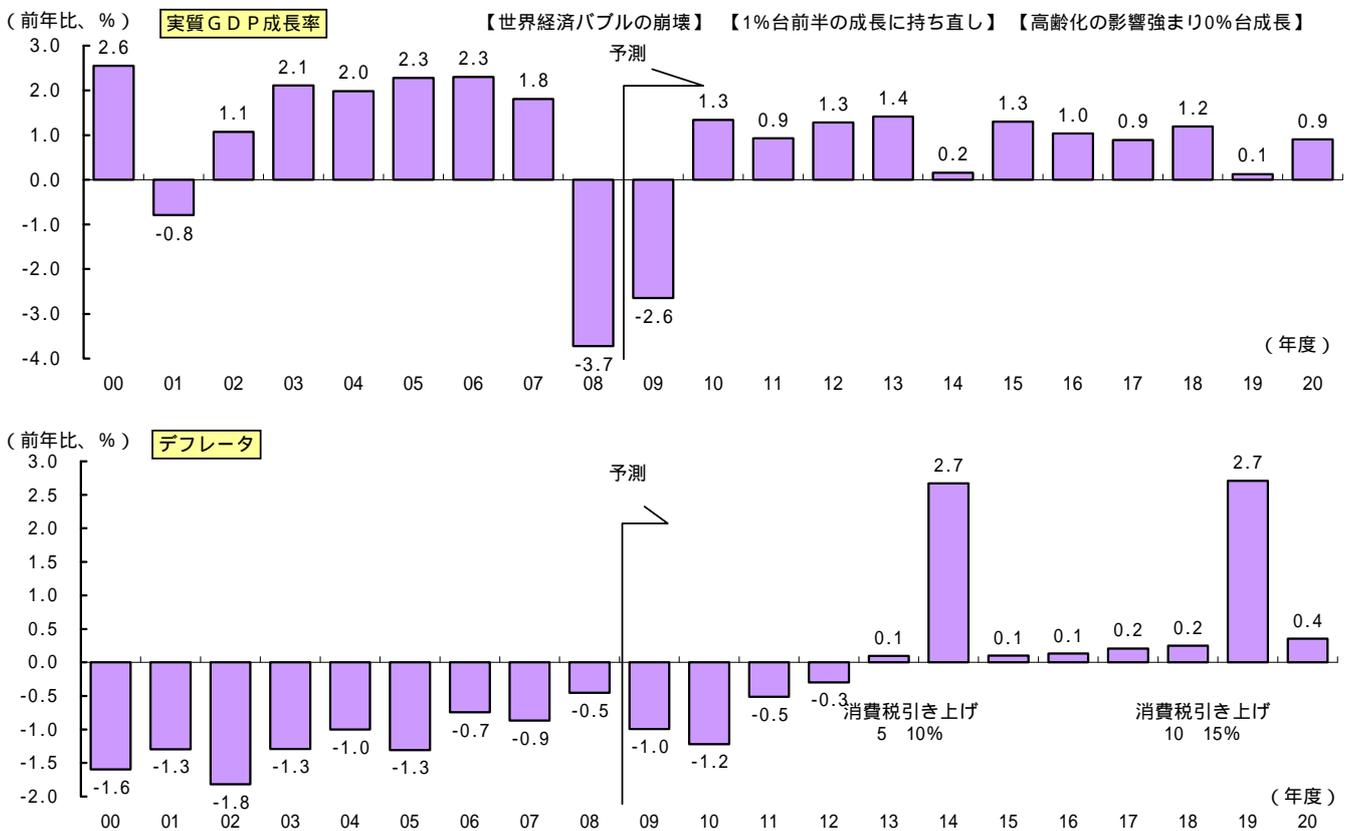
ている。図表 21 は、成長率見通しのイメージ図である。

図表 20 . 日本経済を取り巻く三つの流れの先行き

		実績	見通し		
		2001～05年度	2006～10年度	2011～15年度	2016～20年度
三つの流れ	経済成長率 (実質、年平均)	1.3%	-0.2%	1.0%	0.8%
	1人当たり経済成長率 (実質、年平均)	1.2%	-0.1%	1.3%	1.3%
	人口変化率 (年平均)	0.1%	-0.1%	-0.3%	-0.4%
	少子高齢化と成熟型社会への移行				
	企業体質の健全性				
	世界経済の成長力				

(注) 矢印の向きは経済成長率に対する寄与のイメージ

図表 21 . 成長率見通しのイメージ図



(出所) 内閣府「国民経済計算年報」

このように、日本経済は予測期間中に、総じて潜在成長力に見合った成長を続けていくと考える。実質GDP及び各需要項目の伸び率は、過去の回復期と比べれば緩やかなものにとどまるが、リーマン・ショック後の急激な落ち込みからの回復という視点で見れば、着実に持ち直しているものと評価されよう。

## (2) 世界経済の成長に伴い高まる輸出依存度

輸出は、昨年秋以降、極端に落ち込んだ後、アジア地域を中心とする世界経済の回復に伴って、このところ増加してきている。輸入も、回復のペースが輸出より遅れているものの、やはり持ち直してきている。今後の輸出入は、世界経済、日本経済の緩やかな回復に呼応して増加基調で推移しよう。国際収支に関しては、貿易黒字が減少、所得収支が増加という傾向を示す中で、経常収支は黒字を維持し、予測期間中、黒字額は概ね横ばい圏で推移すると見込まれる。

### 輸出

2008年9月のリーマン・ショック以降、極端な落ち込みを見せた輸出は09年に入って持ち直し、水準は未だ低いものの、このところ増加の動きが続いている。地域別では、アジア向けが伸びている一方、欧米向けは出遅れている。品目別には、資本財や工業用原料が堅調に伸びているが、これは企業が生産拠点を国内からコストの少ないアジア地域に移転させていることが大きく影響している。

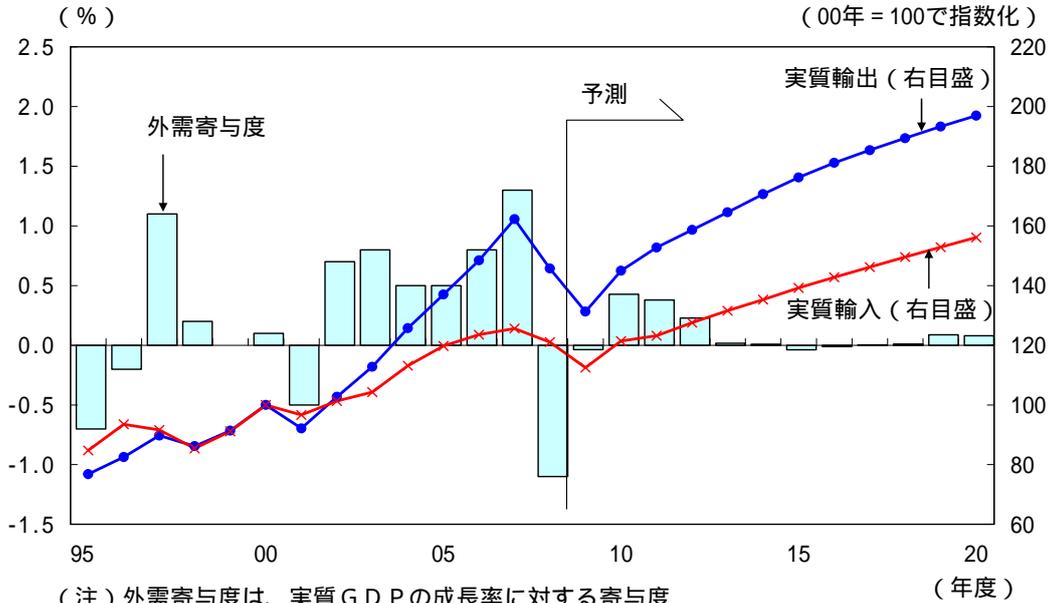
2009年に入ってから輸出の回復は、それ以前の落ち込みがあまりにも急であったことの反動もあって急速なものとなっている。今後も、ペースを緩めながらも輸出は増加基調で推移していくものと予想される。年度ベースでみた実質輸出は、08、09年度と2年連続で減少した後、10年度以降は増加を続けることとなるだろう。

輸出は、基本的に世界全体の総需要の大きさと、日本からの輸出財と海外の競合する財との相対価格によって決定される。今後は、円の実質実効レートは緩やかに下落していき、世界経済は緩やかな成長を持続するがその成長率は次第に鈍化していく、と見込まれる。そのような中で、輸出の伸びは次第に鈍化していくことになるだろう。

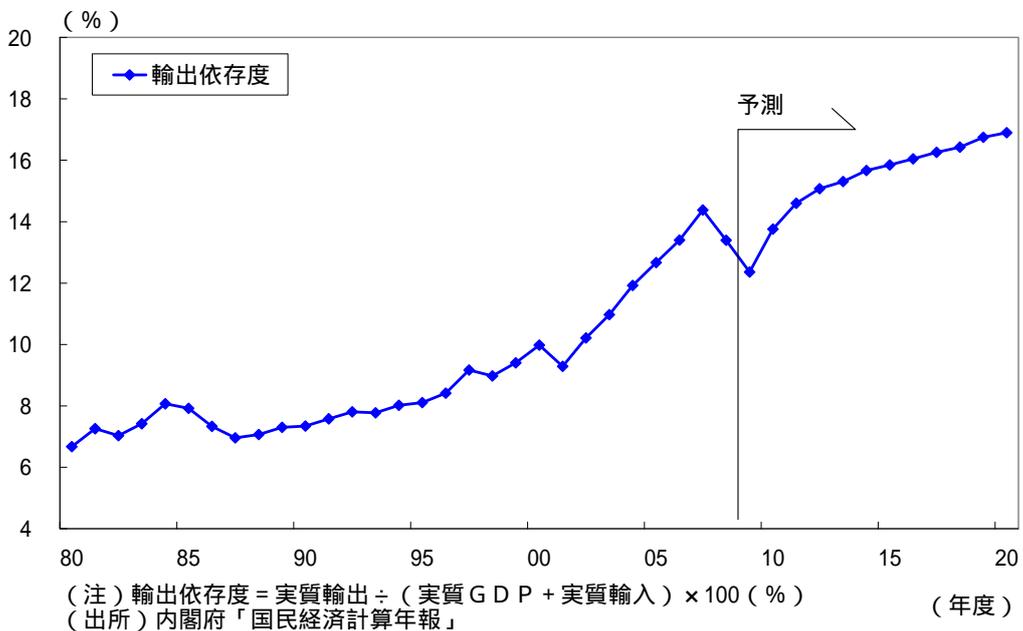
一方、輸出の仕向け先が先進国から高成長する新興国へとシフトする動きや、品目が消費財から資本財へとシフトしていく動きを今後強めることができれば、日本からの輸出品の付加価値の割合は高まり、日本の経済成長を牽引していくことになるだろう。それが実現できるかどうかは日本の命運を握っている。

さらに、新興国を中心とした世界経済の伸びよりも国内経済の伸びの方が低いことから、輸出の伸びが鈍化していく中でも輸出依存度は高まっていくと予想される。

図表 22．外需寄与度と実質輸出・実質輸入の推移



図表 23．輸出依存度の推移



輸入

2009 年度の名目輸入は前年比マイナス 20% 超と、輸出の減少幅を上回る大幅な減少となる見込みである。これは、リーマン・ショック以降の国内経済の大幅な落ち込みに加えて、輸入に占める割合の大きい鉱物性燃料価格の下落の影響が大きい。原油価格は 08 年の春から夏にかけて、一時 1 バレル = 150 ドルにせまる水準まで急騰したが、その後、低下

して足下では1バレル=70ドル近辺で推移している。もちろん、リーマン・ショック後の内需の急速な落ち込みの影響も大きく、実質輸入を見ても、09年度は前年比マイナス10%超の大きな落ち込みとなると見込まれる。

2010年度以降の輸入については、名目、実質ともに、国内需要と輸出を合わせた総需要の増加に呼応したペースで上昇基調をたどると見込んでいる。輸入量は、基本的には総需要の大きさと、国産品と輸入品の相対価格によって左右される。輸出が増加する一方で国内需要も増加する。さらに、企業の海外生産の拡大に伴う製品輸入の増加基調も続いている。円の実質実効レートは緩やかに下落するものの、これらの要因が輸入の増加に寄与しよう。

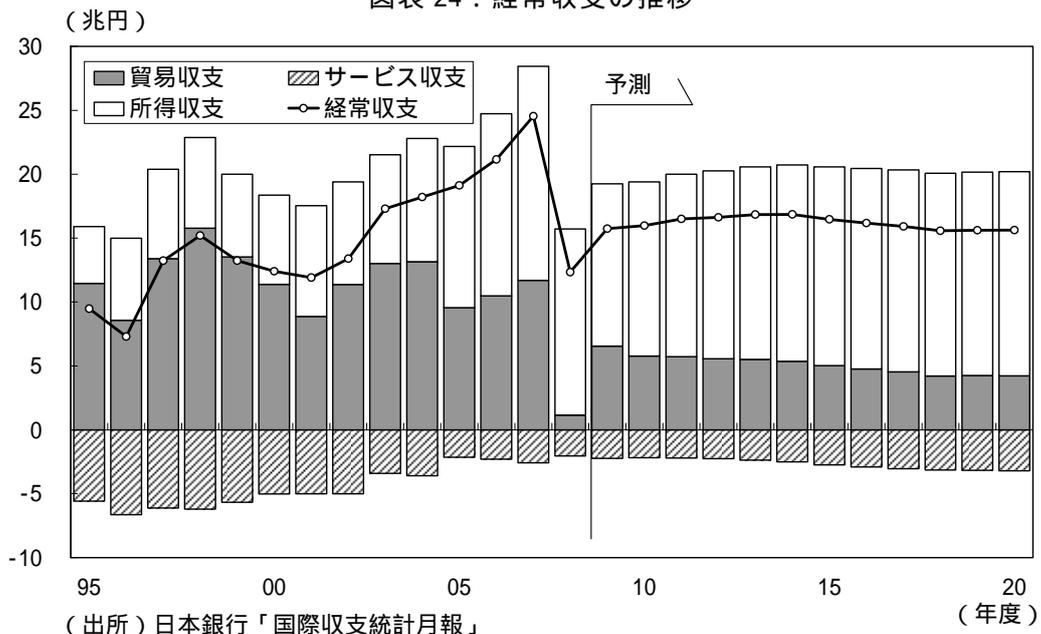
国際収支

2008年度に1.2兆円の黒字と前年の約10分の1の水準まで落ち込んだ貿易黒字は、09年度には、輸出の回復に伴って6兆円程度にまで回復すると見込まれる。10年度以降の貿易収支は、世界経済の成長率が徐々に低下していくことや、新興国との競争が激化することを背景に、緩やかな減少基調で推移すると予想される。

所得収支に関しては、対外資産の拡大を背景に海外からの利子や配当の受取が今後も増加していくことから、緩やかな増加基調で推移すると見込まれる。サービス収支については、赤字幅は横ばい、もしくは微増傾向で推移するだろう。

このように、貿易黒字が減少、所得収支が増加という傾向を示す中で、経常収支は黒字を維持し、予測期間中、黒字金額は概ね横ばい圏で推移すると見込まれる。

図表 24 . 経常収支の推移



### (3) 新たな発展を模索する企業部門

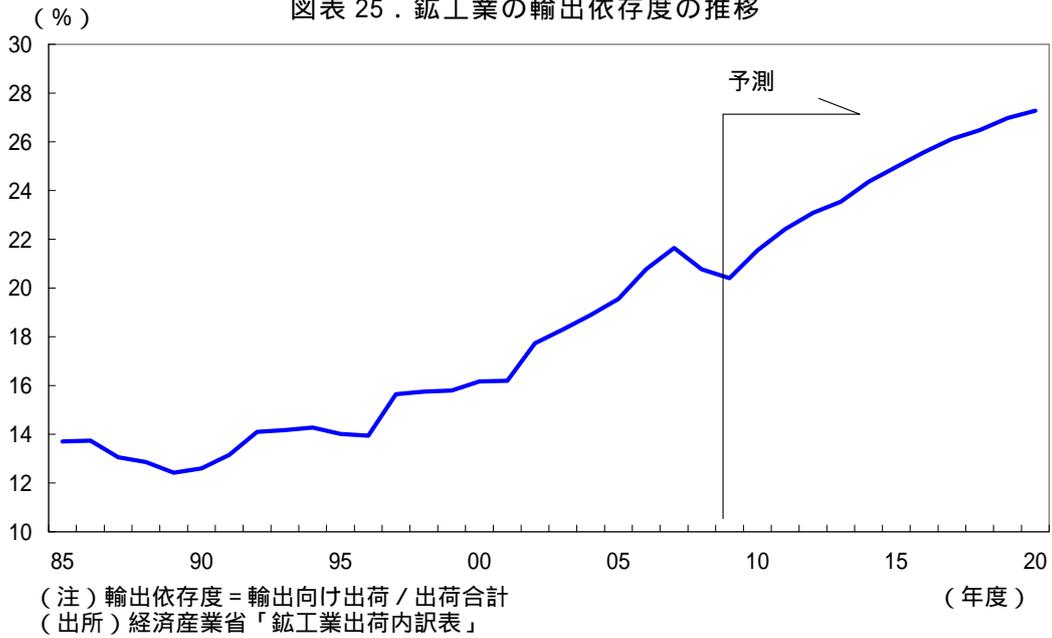
2008年秋のリーマン・ショックを契機に、内外の需要が急速に落ち込むとともに在庫圧縮のための大幅な生産調整が行われたため、企業収益は大幅に落ち込んだ。10年度からは、新興国を中心とした世界経済の回復による輸出の増加を背景に、企業収益は増加基調に転じると見込まれる。もっとも、輸出が00年代半ばのような高い伸びを期待できないことや、交易条件の継続的な悪化が見込まれることなどを背景に、経常利益が経済危機前のピークの水準を回復するまでには相当な時間がかかるだろう。設備投資も10年代に入って増加に転じるが、製造業を中心に国内への投資よりも海外の生産拠点への投資を増加させる動きが強まってくることなども影響して、増加ペースは総じて緩やかなものになるう。

#### 鉱工業生産

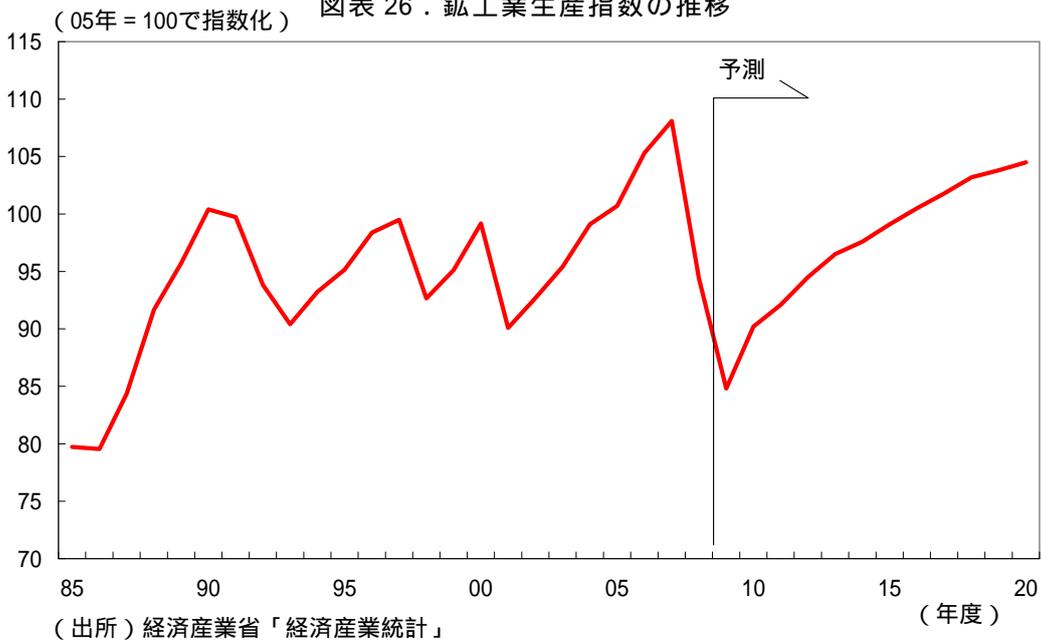
鉱工業生産は、リーマン・ショック後の輸出の急減などの影響で2009年度は2年連続で大幅減少が見込まれるが、10年度になると、世界経済の回復を受けて輸出の伸びが高まってくるため、増加基調に転じるとみられる。もっとも、輸出は00年代半ばのような高い伸びを期待できず、また、企業が設備投資や雇用者報酬引き上げを積極化するとは考えにくいことから、内需も力強さを取り戻すにはいたらないと考えられる。そのため、結果として生産の増加ペースも過去の回復局面と比べ緩やかとなると見込まれる。また、前述のように、予測期間を通じて海外経済に牽引された成長となるため、鉱工業生産に関しては輸出への依存度が一段と高まるとみられる(図表25)。個々の企業の成長にとっては、新興国を中心とした海外需要をどれだけ自社に取り込んでいけるかがこれまで以上に重要になってくるだろう。

企業は在庫の積み増しにも慎重な姿勢を続けるため、大幅な在庫調整を伴う生産の急速な落ち込みもない見込みである。鉱工業生産は、輸出の伸びが緩やかになるのにあわせ、予測期間の後半からは増加ペースが徐々に落ちていくことから、予測期間終了時点でも経済危機前の水準を取り戻すのは難しいだろう(図表26)。

図表 25 . 鋳工業の輸出依存度の推移



図表 26 . 鋳工業生産指数の推移

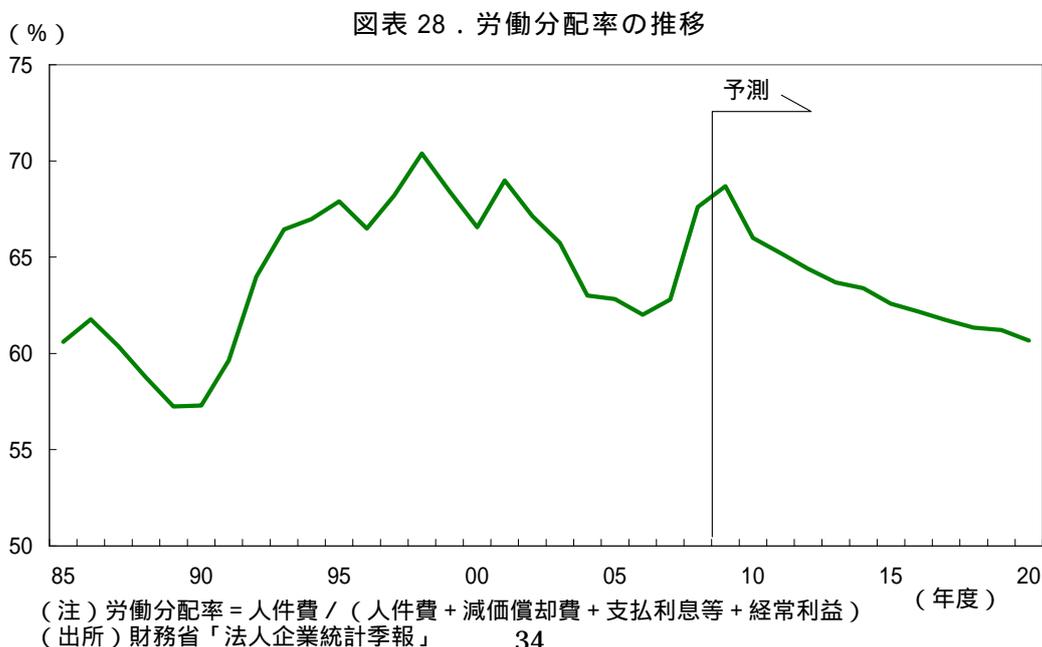
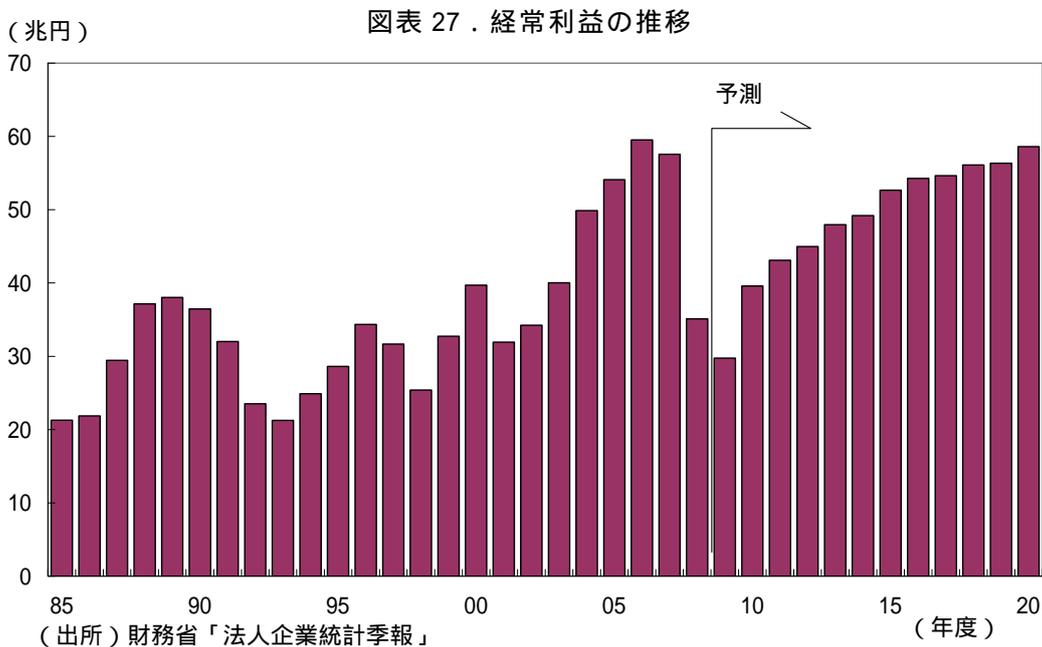


企業収益

経常利益は、2000年代半ばにかけて、バブル期やITブーム期のピークを越えて史上最高水準で推移し、好調な収益を元に企業は過剰債務の圧縮などを通じて財務体質を急速に改善させてきた。08年度になると、世界経済の急速な悪化を起点とした内外での売上の減少を受けて経常利益は急減し、09年度も減少が続く見込みである。

2010年度からは、世界経済の回復による輸出の増加を背景に企業収益は増加傾向が続くと見込まれるが、経済危機前のピークの水準を回復するまでには相当な時間がかかるだろう(図表 27)。中国など新興国のさらなる成長や工業化は、一次製品の需給を逼迫させて

日本の輸入物価を上昇させよう。その一方、日本が輸出する工業製品の価格競争を激化させ、日本の交易条件（＝輸出物価／輸入物価）を継続的に悪化させることになるだろう。交易条件の悪化は企業の粗利率を低下させる要因となるが、輸出数量の拡大だけでは十分にカバーしきれず、企業は人件費を中心とした固定費抑制姿勢を強めるとみられる。国際競争にさらされる企業は、存続のためには高い収益力と健全な財務体質を維持する必要がある、固定費負担の増大に対して神経質にならざるをえない。企業収益の急減で大きく上昇した労働分配率は、予測期間中に再び低下基調で推移すると見込まれる（図表 28）。家計の側からみれば、生産の回復に伴って雇用状況も改善し、一人当たり賃金が上昇に転じるものの、景気回復の実感が得られにくい状況は続くだろう。

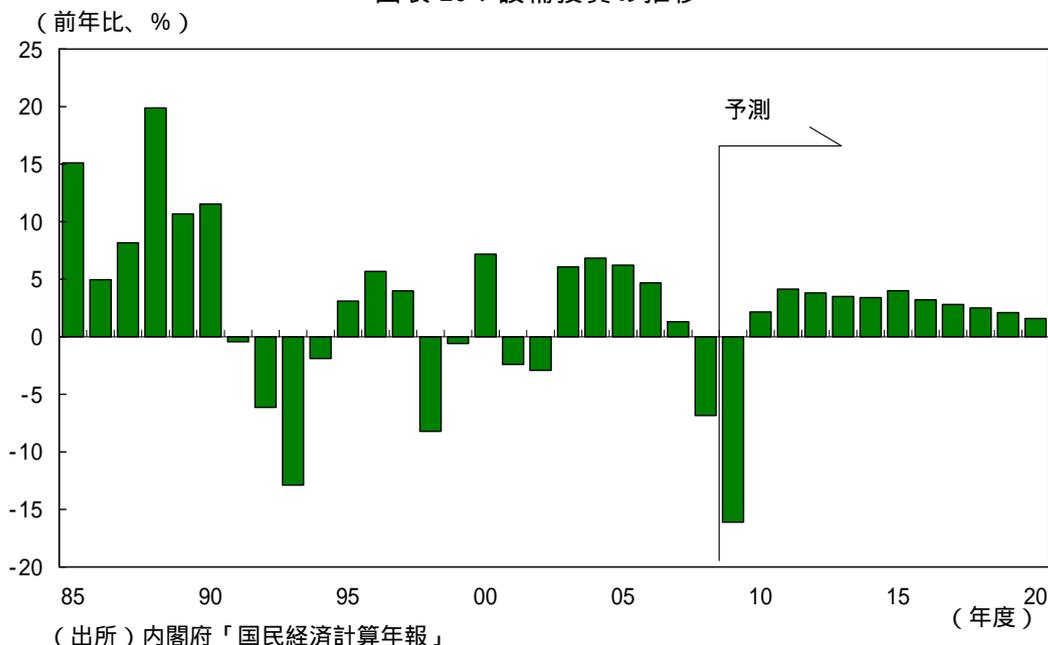


## 設備投資

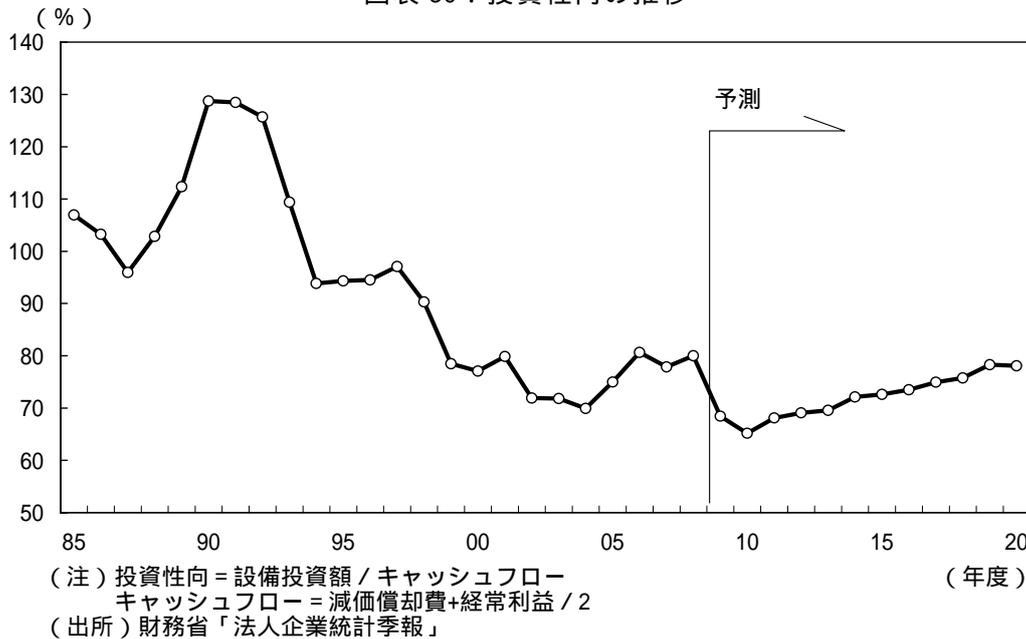
設備投資は、バブル崩壊後、企業によるバランスシート調整の継続によって低迷が続いた。2002年頃から輸出の拡大によって生産が増加し企業収益が改善してくると、徐々に企業マインドも改善し、設備投資は03年度から5年連続で増加した。それまで設備投資を抑制してきたことから設備過剰感が小さく、さらには、競争力を維持していくために合理化投資や情報化投資といった付加価値を高め採算性を向上させる投資が増加したことが、長期間にわたる設備投資増加の背景にあった。

2008年度になると景気の急激な悪化を受けて設備投資は減少に転じ、09年度も大幅な減少が続くと見込まれる。10年度からは、輸出が持ち直し生産も上向いてくるのに加え、企業の財務がバブル崩壊後に比べて高い健全性を維持していることもあって、設備投資は増加に転じてくると予想される。その後も、生産や企業収益の回復に合わせて設備投資は概ね底堅い推移が続くと見込まれる（図表29）。もっとも、輸出の伸びが00年代半ばの早いペースには戻らないことや、製造業を中心に国内への投資よりも海外の生産拠点への投資を増加させる動きが強まってくることなどが影響して、設備投資の増加は過去に比べて緩やかなものにとどまろう。財務の健全性確保の観点からも、かつてみられたような借入を増やして投資をするという企業行動はあまり見込まれず、投資性向（＝設備投資額／キャッシュフロー）は低水準で推移するだろう（図表30）。

図表29．設備投資の推移



図表 30 . 投資性向の推移



#### (4) 少子高齢化の進展に伴い減速する家計部門

家計部門の経済活動の大きなウェイトを占める個人消費は、少子高齢化、人口増加率の低下を背景に、長期的にみると伸びは鈍化している。こうした人口要因に加え、1990年代後半以降は家計の名目可処分所得はほとんど伸びなかったことが消費の伸びを抑制してきた面もある。2002年に始まった戦後最長の景気回復の中でも、国際競争の激化を背景に企業のコスト抑制する姿勢が強まっており、家計の所得は1990年代前半までと比べると増加しにくくなっている。

住宅投資は、団塊ジュニア世代の住宅一次取得需要などから比較的好調な時期が続いてきたが、2007年の改正建築基準法施行の影響、住宅価格の低下期待や厳しい雇用所得環境を反映して、このところ低調な動きとなっている。今後についても、世帯数が15年をピークに減少に転じることから、住宅投資は減少基調で推移することになると見込まれる。

#### 個人消費

消費に影響を及ぼす所得の動向に関しては、緩やかながらも景気回復が続くことから、家計の可処分所得の大部分を占める雇用者報酬は緩やかに増加すると予想される。もっとも、一人当たり賃金の伸びは小幅にとどまり、雇用者数の伸びも限定的であるため、雇用者報酬の大幅な増加は見込みにくいだろう。家計の雇用・所得環境の改善が遅れる中では、政策が家計の所得を下支えすることが期待される。鳩山政権は、子育て世帯などを中心とする家計への所得支援策を財政政策の中心に据えており、例えば、月額2万6000円(総額5.3兆円)にのぼる子ども手当の支給や公立高校授業料の実質無償化が実施される予定で

あり、これらが家計の可処分所得の増加に寄与するだろう。

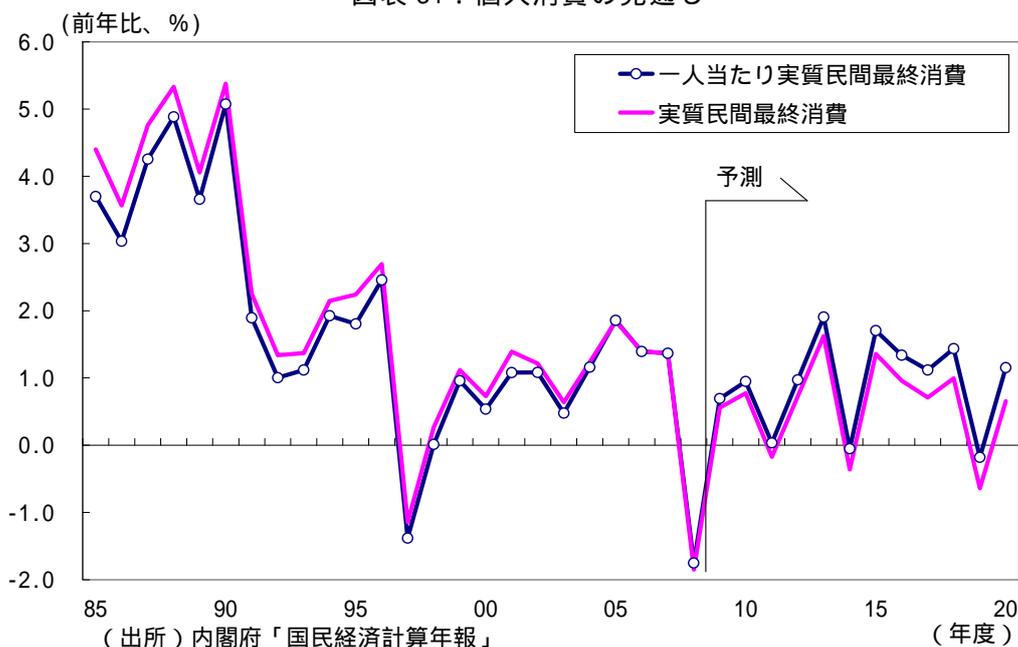
こうした所得の増加を背景に、個人消費は今後も増加が続くと予想される（図表 31）。2010 年度までは引き続き、家電製品のエコポイント制度やエコカーに対する購入補助金といった政策が個人消費を押し上げるだろう。こうした政策による押し上げは需要の先食いという可能性が高いため、政策が打ち切られる 11 年前半には個人消費は落ち込むだろう。しかし、11 年半ばからは子ども手当の全額支給が開始されることから、個人消費は持ち直し、その後は増加へと転じる見込みである。

2010 年代後半になると人口の減少が加速してくるため、個人消費の伸びは減速すると見込まれる。もっとも、人口減少の影響を除いた一人当たりの個人消費の平均増加率は予測期間を通じて 1% 程度と、比較的堅調に推移するだろう。

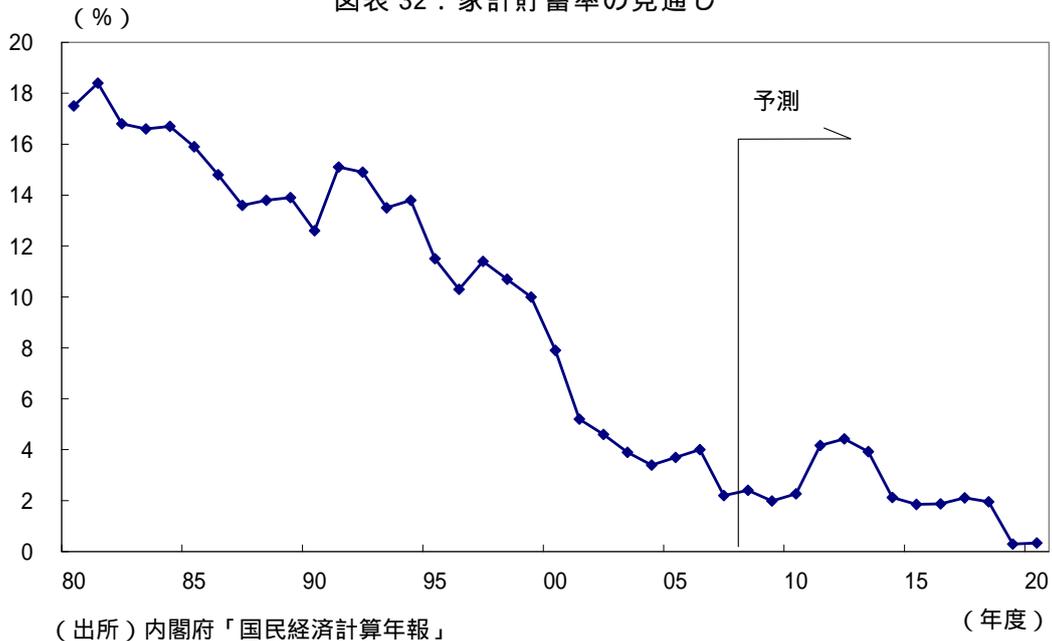
なお、2014 年度、19 年度に消費税率が 5% ずつ引き上げられると想定しており、個人消費は、引き上げ前には駆け込み需要により伸びが高まる一方、引き上げ時には落ち込むと見込んでいる。

所得と並んで消費を決定する要因である家計貯蓄率は、1980 年度以降は低下傾向にあり、高齢化の進展により貯蓄を取り崩す世帯の増加が今後も続くため、引き続き低下傾向で推移すると予想される（図表 32）。家計貯蓄率の低下を背景に、家計の金融資産の蓄積のペースも鈍化してくる。家計の金融資産残高は、資産価格の変動の影響も受けるが、そうした影響が今後生じないと仮定して考えると 2020 年度ごろにはほぼ横ばいとなり、その後は金融資産の蓄積が進まなくなると思われる。家計の金融資産の名目 GDP 比をみても、足下では資産価格の大幅な下落により低下しているが、やはり先行き資産価格の変動が生じないと仮定すれば 12 年度以降は緩やかな低下が続くと予測している（図表 33）。

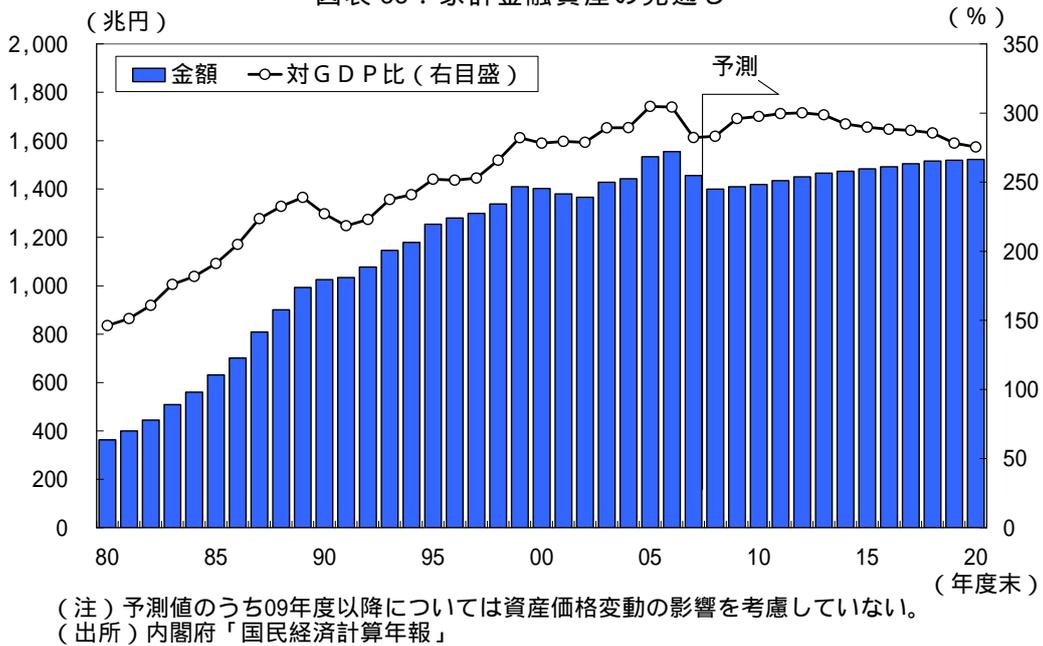
図表 31 . 個人消費の見通し



図表 32 . 家計貯蓄率の見通し



図表 33 . 家計金融資産の見通し



住宅投資

SNAベース住宅投資の先行指標である新設住宅着工戸数は、昨年秋のリーマン・ショック以降大きく落ち込み、2007年6月の改正建築基準法施行時すらも下回る極端な低水準で推移してきた。このように住宅着工が極端に低迷している原因として、住宅価格の先安感や厳しい雇用所得環境から購入層が様子見をしていること、在庫の高止まりや金融環境の悪化から供給サイドも抑制的な運営を行っていること、などが考えられる。

このため政府は、過去最大規模の住宅ローン減税や住宅取得時の贈与税軽減措置などの住宅市場の活性化策を実施してきたが、これまでのところその効果は限定的である。また追加支援策として、住宅版エコポイント制度、住宅金融支援機構による住宅金融の拡充措置なども予定されているが、着工戸数を大幅に増加させるような効果は望めないだろう。

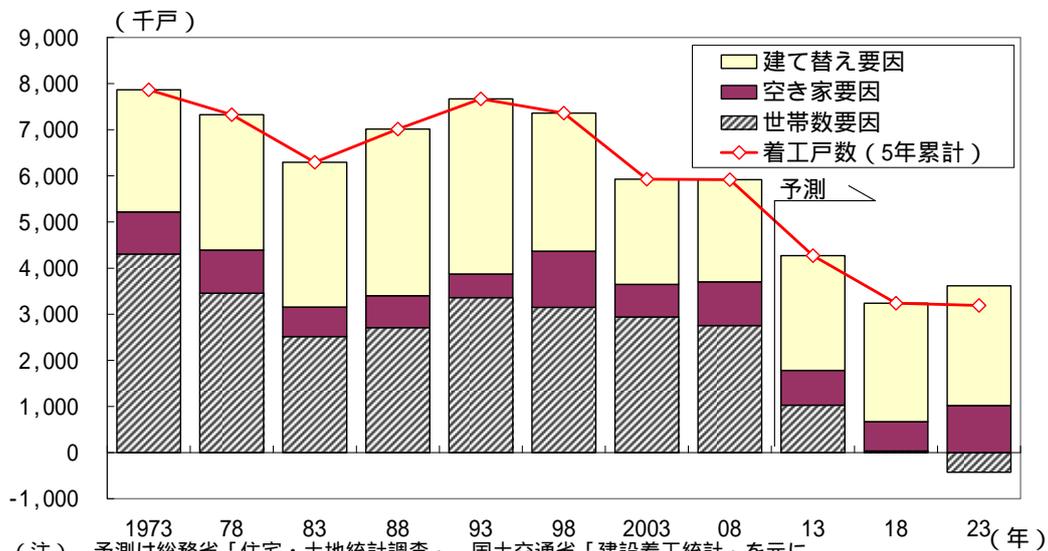
この新設住宅着工戸数に関して、その増加要因を 世帯数要因、 空き家要因、 建て替え要因の3つに分解し、一定の仮定の下で将来の着工戸数を試算したが、今後、年間100万戸を超える水準まで住宅着工が回復することは期待しがたいという結果になった(図表34)。特に、世帯数が2015年をピークに減少に転じることから、世帯数要因が着工戸数増加への大きな足枷となる。

本中期見通しでは、制度面での前提条件として現行の住宅ローン減税が2013年で終了すること、14年度と19年度に消費税率がそれぞれ5%引き上げられることを想定し、上記試算をもととして年度ベースの住宅着工戸数及びSNAベース住宅投資額を予測している。

住宅着工戸数は、2009年度に76.9万戸と1966年以来の100万戸大台割れとなるが、2010年度以降、低水準からの反動もあってしばらくの間は持ち直すだろう。しかし見通し期間を通じては、上述の制度要因により多少の増減を伴いつつも、10年代前半をピークに徐々に水準を下げていき、かつての水準に戻るようなことはないものと予測する(図表35)。

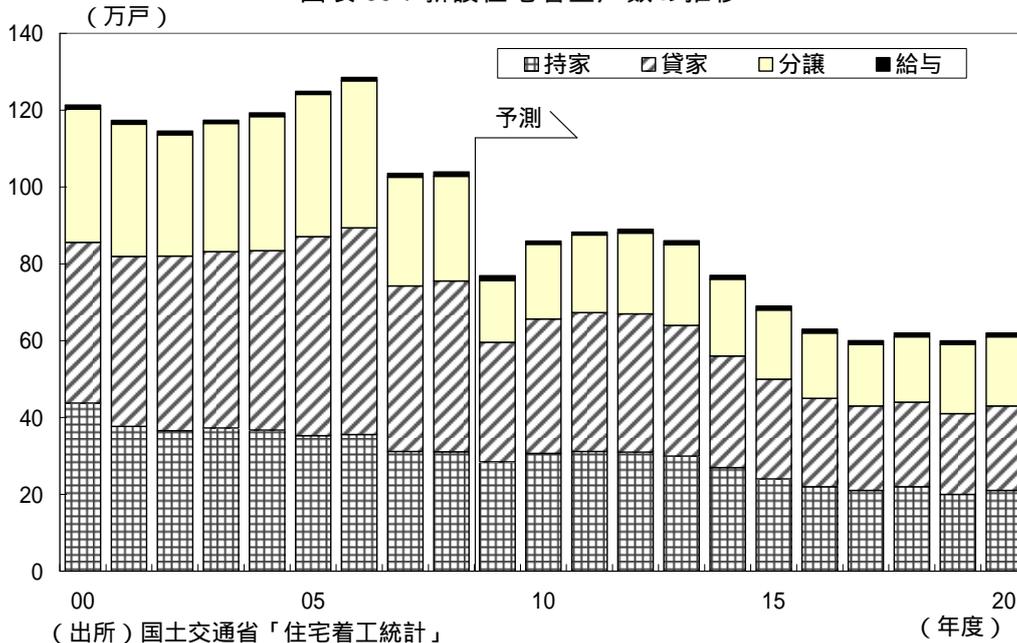
住宅投資も、こうした着工戸数の動向に遅行する形で推移していくだろう。

図表34. 着工増加要因から見た住宅着工



(注) 予測は総務省「住宅・土地統計調査」、国土交通省「建設着工統計」を元に三菱UFJリサーチ&コンサルティング調査部による試算  
 (出所) 三菱UFJリサーチ&コンサルティング調査レポート「低迷する住宅着工の現状と中長期展望 ~住宅着工100戸割れは定着してしまうのか?~」(2009年10月9日)

図表 35 . 新設住宅着工戸数の推移



( 5 ) 収支が大幅に悪化した下で難しい運営を迫られる財政

バブル崩壊後の景気低迷により税収が伸び悩んだことや、景気対策として所得税減税や公共工事を実施したために、1990年代半ば以降、財政は急速に悪化した。その後、2002年に10年代初頭には国と地方を合わせた基礎的財政収支(プライマリー・バランス)を黒字化することを目標として財政再建に向けた取り組みが行われ、長期にわたる景気回復の効果もあって、07年度までは基礎的財政収支の赤字幅が縮小した。しかし、08年秋以降の世界的な金融危機の悪影響に対応するため、過去最大規模となる「経済危機対策」など経済対策が相次いで実施されたうえに、景気の悪化により税収が大幅に減少し、財政収支は大きく悪化する見込みである。

2009年9月に発足した鳩山政権は、「コンクリートから人へ」を掲げ、歳出構造を変えることを目指している。民主党のマニフェストによると、新たに実施する政策のための財源は13年度には16.8兆円にのぼり、公共事業や人件費などの削減や既存予算における無駄の縮小、「埋蔵金」と呼ばれる特別会計の運用益などによって捻出するとしている。しかし、必要な財源の確保は容易ではなさそうである。鳩山政権は消費税率を13年度までは引き上げない方針であり、当面は税収の大幅な増加は期待できない。むしろ、税収が大きく落ち込んで歳入の多くを公債収入に頼らざるを得ないという非常に難しい財政運営状況にある。

### 政府最終消費支出と公的固定資本形成の動向

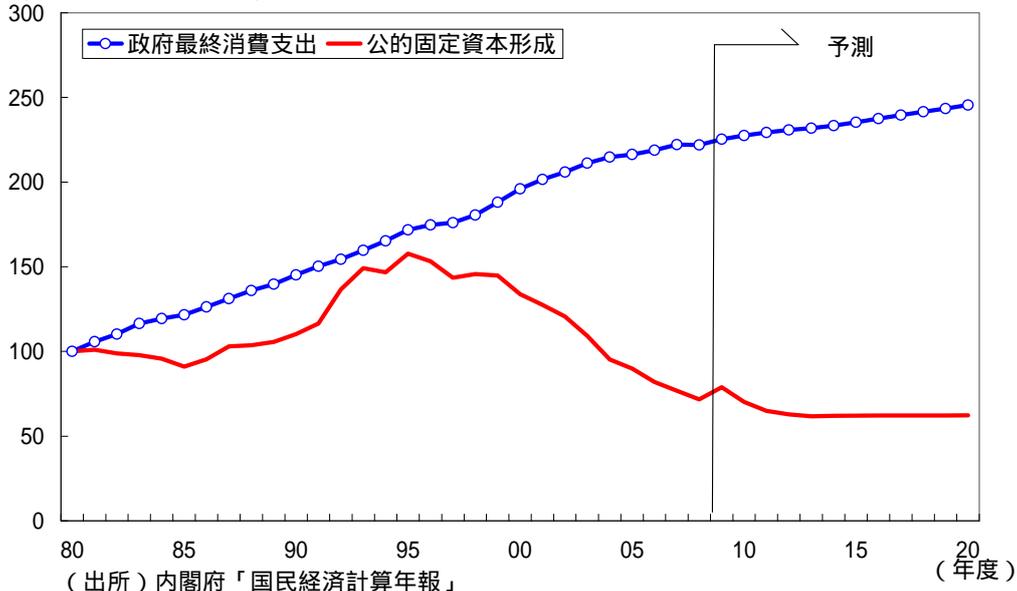
政府最終消費支出（実質ベース）は、高齢化の進展に伴って現物社会給付等を中心に増加が続いており、実質GDPに対する割合は2割近くまで高まっている。

これまでも人件費などが抑制されてきたが、今後、子ども手当の支給などの実施に必要な財源を捻出するために、既存予算の削減は強化されると見込まれる。もっとも、高齢化が進む中、現物社会給付等の増加を背景に、政府最終消費支出は、今後も緩やかな増加が続くだろう（図表36）。

公的固定資本形成（実質ベース）は、財政再建の流れの中で公共工事が削減されたことを背景として、1995年度をピークに減少傾向が続いている。このため、公的固定資本形成の実質GDPに占める割合はわずか3%台半ばまで低下している。鳩山政権は公共工事をいっそう削減する方向性を打ち出しており、さらにしばらくの間、公的固定資本形成は減少が続くと考えられる。しかし、既存の社会資本の維持更新のための投資は必要であり、新たに整備が必要となる社会資本も出てくることから、2010年代半ばごろからは公的固定資本形成の減少に歯止めがかかると見込んでいる（図表36）。

図表36．政府支出（実質政府最終消費支出、実質公的固定資本形成）の見通し

（80年度=100で指数化）



### 財政再建

国と地方の長期債務残高のGDP比は1990年代以降上昇が続いており、2009年度末には170%程度と先進国の中では突出して高い水準に達する見込みである。財政の持続可能性を確保するために、まずは債務残高のGDP比の上昇を抑え、安定させることが必要である。

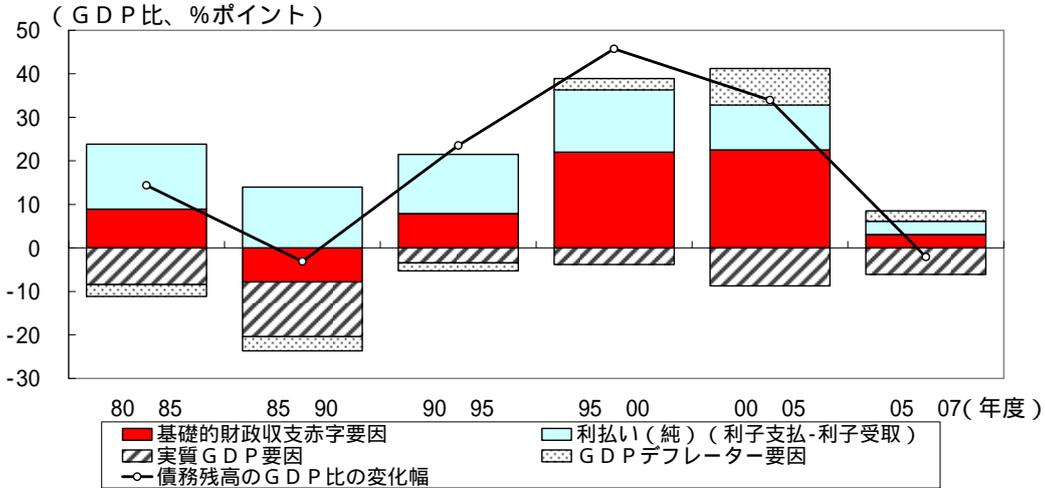
国と地方の長期債務残高のGDP比の変化を、財政要因（利払い以外の基礎的財政収支と利払い費）とGDP要因（実質GDPとGDPデフレーター）に分けてみると、債務残高のGDP比率の動きは、基礎的財政収支にほぼ連動していることがわかる（図表37）。また、実質GDPの増加はいずれの期間においても債務残高のGDP比の押し下げに寄与する一方、GDPデフレーターの低下は、1990年代後半以降、特に2000年から05年にかけて債務残高のGDP比の上昇に寄与している。したがって、国と地方の長期債務残高のGDP比を低下させるためには、何よりも基礎的財政収支を黒字化させる必要があり、それに加えて、デフレを解消し、持続的経済成長を達成していくことも重要となる。

もっとも、マニフェスト実現のために2013年度までは歳出の拡大が続くと見込まれる一方、それに見合う財源を見つけることが困難な状況にあることから、大きく悪化した財政を根本的に再建することは容易ではない。特別会計の運用益や積立金などを財源として活用するとしても、いつまでもそれに頼ることはできないことは明らかである。そのため、いずれ消費税率の引き上げによる増税は避けられないと考える。そこで今回の見通しでは、消費税率の引き上げのタイミングを14年度（5%→10%）、19年度（10%→15%）と想定した。20年度時点の消費税率は現時点と比較すると15%と現在よりも10%ポイント高い。国際比較を行う場合は、消費税率の水準だけでなく、軽減税率の扱いやさらには所得税など他の税率の水準などについても留意する必要があるが、現時点のヨーロッパ諸国の消費税率（付加価値税率）は20%程度であり、15%という税率は、国際的に決して高いわけではないと言える。

こうした2度にわたる合計10%の消費税率の引き上げは、財政収支の改善に大きく寄与し、赤字幅は縮小していく見込みである。国と地方の基礎的財政収支は2020年度時点でも依然として赤字であり、長期債務残高のGDP比は200%を超える水準まで上昇する（図表38）。ただし、ここでは、マニフェストに掲げられている歳入の増加に寄与する措置（租税特別措置の廃止や配偶者控除の措置など）については、今後の具体的な取り扱いが明確でないことから、考慮していない。こうした政策が実施されて歳入が着実に増加すれば、財政はこの見通しほどには悪化しないだろう。

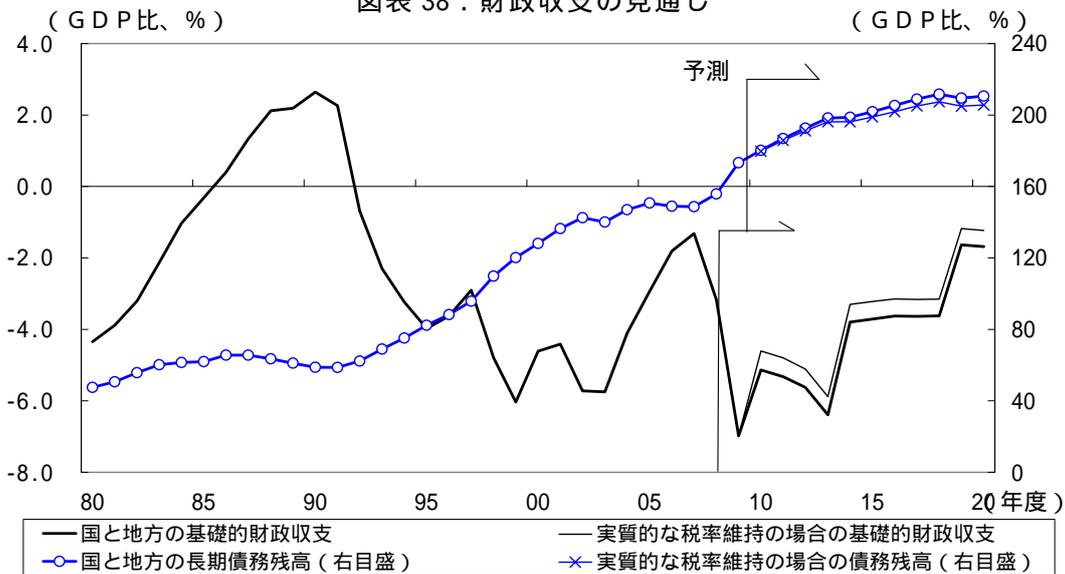
なお上記予測は10年度に暫定税率が廃止されるという前提で行ったものである。予測期間を通して実質的な税率が現状のまま維持される場合の影響を、基礎的財政収支と長期債務残高のGDP比について試算すると、基礎的財政収支はGDP比でみて毎年約0.5%ポイント改善し、長期債務残高のGDP比は2020年度末時点で約5%ポイント低下する。

図表 37. 国と地方の長期債務残高（対GDP比）の要因分解



(注1) 03年4月の郵政公社化に伴い、郵便貯金特別会計の債務は03年度以降は国の債務に含まれないため、00年から05年にかけての債務残高のGDP比の差は、郵便貯金特別会計の債務を除いたベースで算出。  
 (注2) 基礎的財政収支の赤字額は、民営化などに伴う一時的な要因を除いて算出。  
 (注3) 定義の相違や、要因分解を行うにあたっての交絡項の影響を省略しているため、各要因の合計と全体の値は必ずしも一致しない。  
 (出所) 内閣府「国民経済計算年報」、財務省「国及び地方の長期債務残高」に基づき、試算。

図表 38. 財政収支の見通し



(注) 基礎的財政収支は、財政融資資金特別会計から国債整理基金特別会計への繰り入れなど一時的な要因を除く  
 (出所) 内閣府「国民経済計算年報」、財務省「国及び地方の長期債務残高」

(6) 安定的な推移が見込まれる金利・為替

2008年後半に起こった金融環境の急速な悪化に対して、各国当局が政策対応を進めた結果、金融市場の機能は回復してきている。しかし、日米欧とも実体経済は持ち直しの途上であり、当面、金融政策による景気下支えに腐心する状況が続きそうだ。また中長期的に

みると、新興国の経済成長が著しい中で、先進国の景気の動向の差異はそれほど大きなものにならないだろう。予測期間を通じて、日米欧の金利や為替は安定的に推移しやすい環境が続くと見込まれる。

金融政策

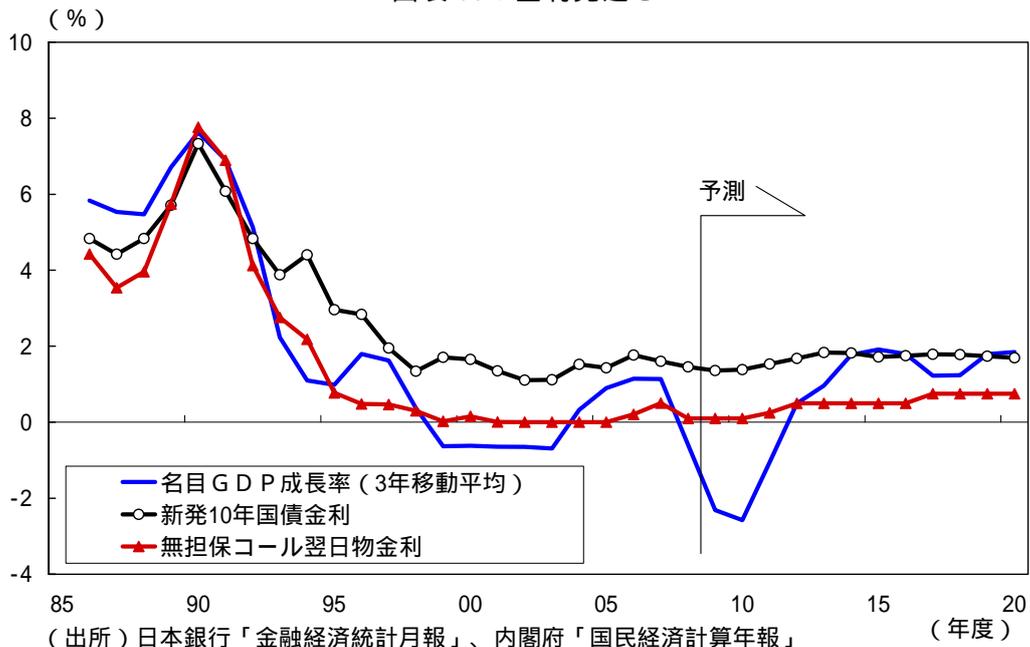
日本銀行は、金融市場の落ち着きに伴って、金融システムの安定確保のために導入したCPの買い入れ（2009年末まで）や企業金融支援特別オペ（10年3月末まで）などを予定通り終了することとした。一方で、12月1日には、デフレ懸念が強まる中で景気回復を支援するためとして、期間3ヶ月の新たな資金供給手段を導入することによる金融緩和の強化策を打ち出した。日本経済が持ち直しを続ける中でも、当面、政策金利である無担保コール（オーバーナイト物）の誘導目標は0.1%で据え置かれ、利上げは11年にずれ込むだろう。

物価上昇圧力が小さく、経済全体の潜在成長率力が1%前後にとどまる中、消費税率の引き上げ（2014年度、19年度と想定）に伴う景気下押し圧力への懸念も生じるため、日銀は利上げに慎重なスタンスを続けることになる。20年度のコールレートの誘導目標は0.75%と予測した。

金利

ターム物の短期金利は、日銀の金融政策を受けて緩やかに上昇するが、予測期間中は基本的には低位安定が続く見込みである。

図表 39 . 金利見通し

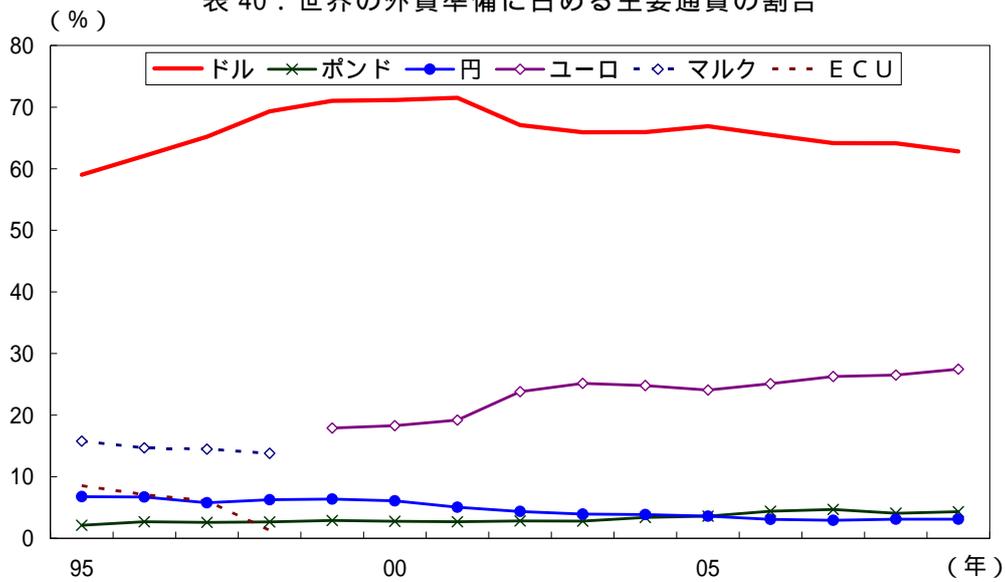


短期金利の安定が予想される中で、長期金利についても安定した推移が続くだろう。財政赤字の拡大や国債発行残高の増加に伴う需給悪化が懸念されているものの、民間の資金需要が盛り上がりやを欠く中、投資家の国債離れは想定しにくい。また、消費税の引き上げなどにより、財政収支赤字の拡大には歯止めがかかる見込みである。長期金利は、景気持ち直しに伴って上昇する余地があるものの、予測期間中、1%台を中心に推移するだろう。

為替

米国の経済規模は世界最大であり、それを背景としたドル建ての金融市場の厚みも他を圧倒している。このため、ドルの国際決済通貨としての機能は維持され、各国当局の外貨準備の中心も引き続きドル資産であろう。一方、ユーロは、域内格差の問題を抱えつつも、経済統合の深化に伴って安定感が高まるだろう。またアジアでは、貿易を中心に人民元の重要性が増すだろう。

表 40 . 世界の外貨準備に占める主要通貨の割合



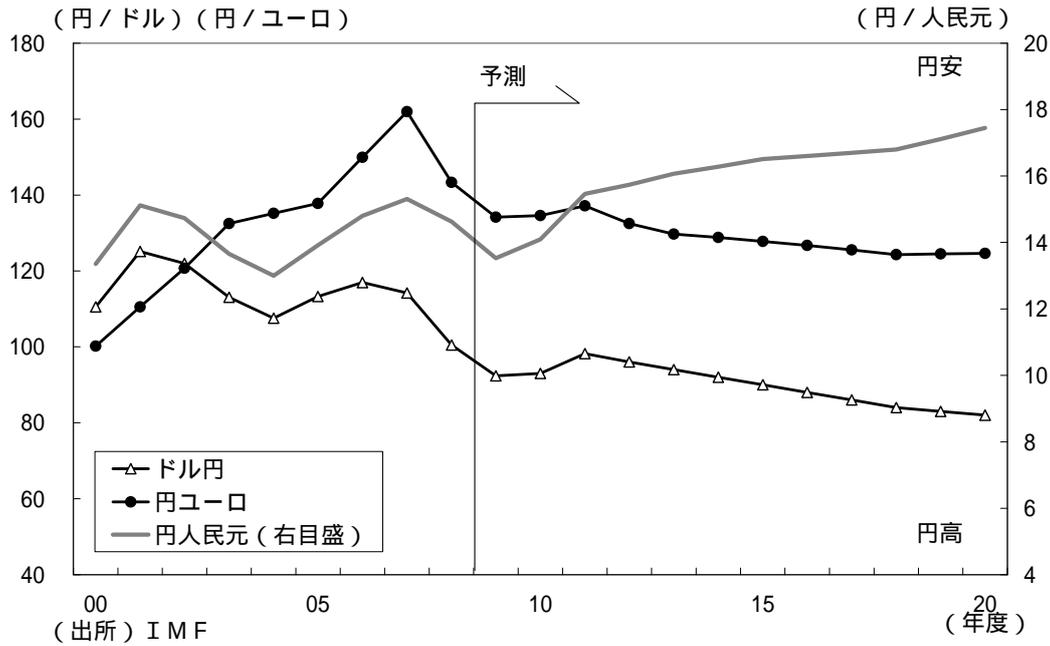
(注) 各年末の数値。ただし09年は6月末の数値  
(出所) IMF

こうした中、円の対ドル、対ユーロ、対人民元の相場は、日本の経済全体や企業業績にとって重要な変数である。これまで、ドル安は米国の急速な金融緩和によってもたらされた面が強かったため、目先1~2年は、米国の金融政策が正常化へ向かうとの思惑を背景とした金利先高観測によりドル高方向に戻しやすいと考えられる。もっとも中長期的には、経済情勢がそれほど変わらない日米欧の先進国間では、為替レートは大きく変動しないと考えられる。これに対して中国の経済発展は目覚しく、貿易黒字の拡大や対中投資の増加を背景に人民元の切り上げ圧力は続くだろう。

中長期的には、ドル円相場は、日米のインフレ率格差を反映して緩やかにドル安・円高

が進みやすいとみられる。また円ユーロ相場は、日欧ではインフレ率格差は小さいことから、横ばい圏の推移が見込める。他方、人民元は先進国通貨全般に対して切り上がり、対円でも上昇傾向で推移するだろう。このため、加重平均でみた円の名目実効為替レートは緩やかな円安になると予想される。各国のインフレ率の動向を勘案した実質実効為替レートも円安が見込まれる。

図表 41. 円のドル・ユーロ・人民元に対する為替レート



図表 42. 円の実効為替レート



### (7) 2010年代半に下げ止まりへ向かう物価

マクロ経済バランスの見通しに関しては、物価は2010年代半には下落傾向に歯止めがかかり、消費税引き上げの効果もあって緩やかな上昇傾向で推移すると考える。貯蓄投資バランス(対GDP比)は、企業部門は貯蓄超過が維持される一方で、家計部門の貯蓄超過幅が縮小し、政府部門では投資超過幅の縮小(財政赤字が削減)が見込まれる。海外部門の投資超過幅(日本の経常収支黒字)は小幅な縮小傾向となろう。地域経済を見ると、人口構造の変化の影響で地域間の成長率の差異は縮小する方向になると見られる。

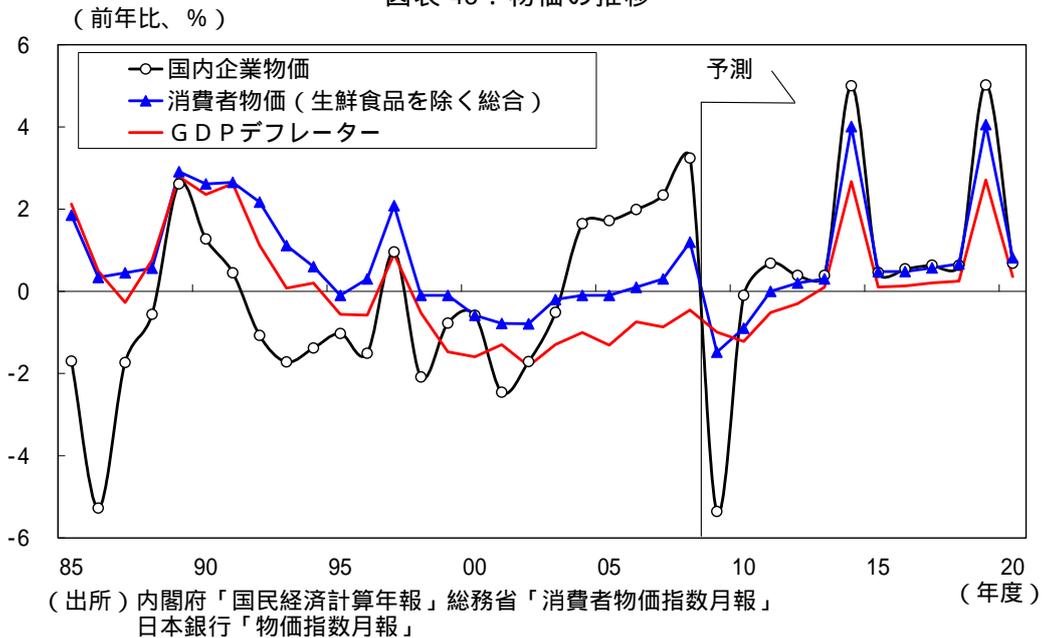
#### 物価動向

前述したように、1990年代後半から経済全体の物価水準は低下傾向が続いており、いわゆるデフレ状態にある。特に2000年代半以降は、輸入原材料の価格高騰を国内の最終販売価格に十分転嫁できなかったことから、一国の総合的な物価水準を示すGDPデフレーターで低下傾向が顕著であった。この資源価格については、08~09年度にかけて世界的に急上昇した後急降下するという激しい動きとなったものの、今後は世界経済の拡大に伴って緩やかな上昇を続けるというパターンに移行しよう。このため国内の物価動向も落ち着きを取り戻し、景気の持ち直しが続き、潜在成長力並みの成長を続けていく中で10年代半には物価の下落傾向に歯止めがかかると考える。消費税が引き上げられる年には物価上昇率もそれに相応して高まるが、総じて見れば、物価は緩やかな上昇傾向で推移すると考える(図表43)。

ただ、世界経済の回復スピードが見通しよりも低いものとなったり、直近の財政・金融政策による景気の下支え効果が十分に発揮されないようなことがあったりした場合には、デフレからの脱却時期が後ずれするリスクはある。

なお上記見通しは、10年度に暫定税率が完全に廃止されるという前提で行なったものである。実質的な税率が維持された場合、10年度の物価変動率は、国内企業物価については0.5ポイント程度、消費者物価については0.4ポイント程度、GDPデフレーターについては0.2ポイント程度、それぞれ今回の見通しの値よりも高くなる。

図表 43 . 物価の推移



### 貯蓄・投資バランス

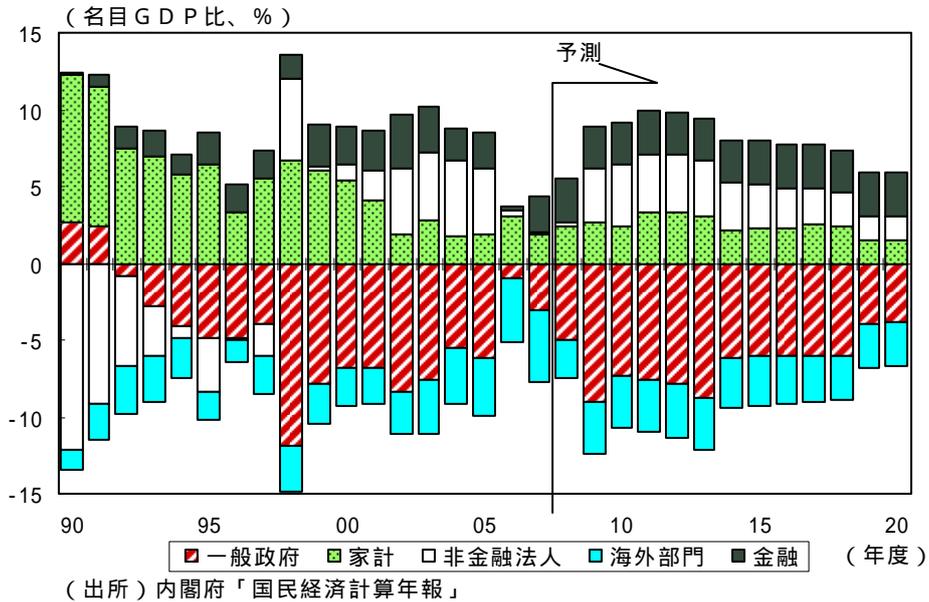
部門別の貯蓄投資バランスの対GDP比を見たのが図表44である。家計部門では、2010年代初めに子ども手当など政府から家計への所得移転の増加による可処分所得の増加や、人口減少に伴う住宅投資の伸び悩みという要因もあるが、総じて見れば高齢化による貯蓄率低下の影響を受けて、予測期間を通じて貯蓄超過幅が縮小傾向を示すと考える。

企業部門のうち金融機関では、世界的に金融機関の健全性確保に向けた取り組みが進められていくため、自己資本増強の動きが続き、貯蓄超過傾向のまま推移すると考える。非金融企業においては、利益が回復していく一方で設備投資も緩やかな増加に転じることから、貯蓄超過幅は縮小していくと考える。

政府部門では、税収の伸び悩みや新政策導入に伴う歳出の拡大から、予測期間前半では大幅な投資超過が続くものの、消費税の導入効果により超過幅は徐々に縮小していくと考える。

海外部門の投資超過幅（国内部門の貯蓄超過幅、すなわち日本の経常収支黒字の正負を反転したものは、予測期間を通じて縮小傾向を示すと考える。

図表 44 . 部門別貯蓄投資バランスの推移

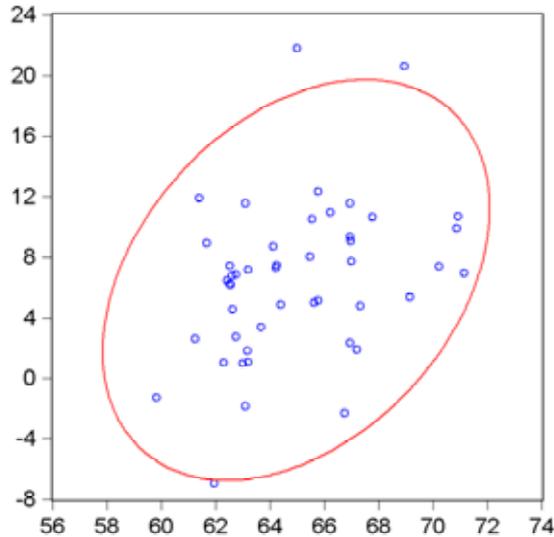


地域経済の動向

人口に占める生産年齢人口(15~64歳)の比率(2000年と05年の平均)と実質県内GDP成長率(06年度/01年度)との関係を都道府県別にみると、生産年齢人口比率の高い県ほど成長率が高くなる傾向がみられる(図表45)。

図表 45 . 都道府県ごとの生産年齢人口比率と成長率

実質県内総生産伸び率(%)

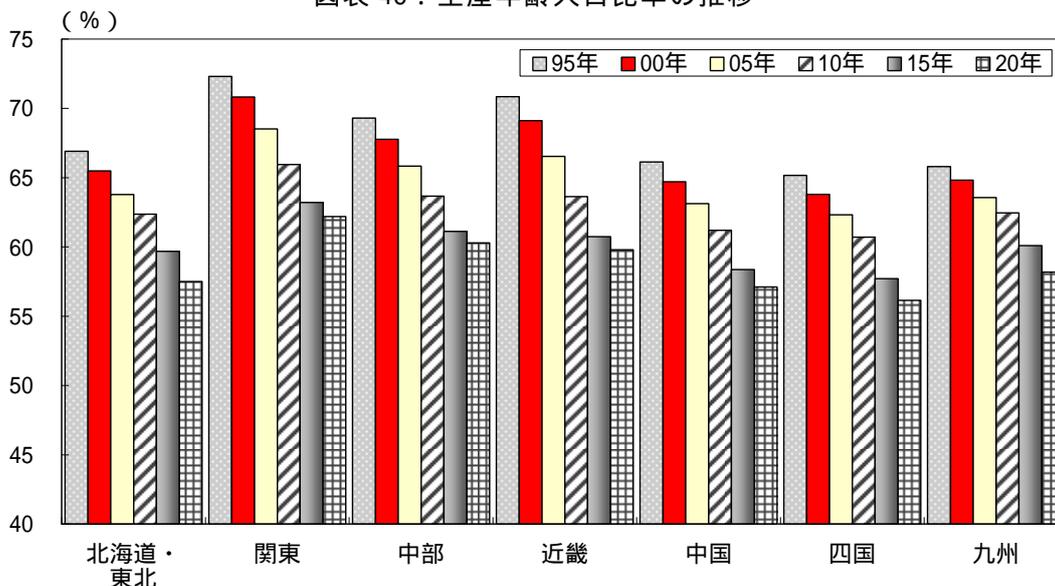


(注) 実質県内総生産伸び率は[06年度/01年度]の値  
 生産年齢人口比率は[00年と05年度]の平均値  
 (出所) 総務省「国勢調査」、内閣府「県民経済計算」

現在、高齢化・人口減少が進行しているため、2000年には68.1%であった生産年齢人口比率は、20年には60.0%まで低下する見込みである。地域別にみると、全ての地域において生産年齢人口比率は徐々に低下していき、20年時点でもその比率が60%を超えているのは、関東地方と中部地方だけになる（図表46）。

この生産年齢人口比率の低下幅は、関東地方や近畿地方といった大都市圏で特に大きくなっている。このため、これまで日本の経済成長を支えてきた地域で稼ぐ力が落ちていく一方で、地域間の成長力の差異はやや小さくなるものと考えられる。

図表46．生産年齢人口比率の推移



（出所）総務省「国勢調査」  
 国立社会保障・人口問題研究所「都道府県の将来推計人口（平成19年5月推計）」

## おわりに

以上、本中期見通しで描いた日本の先行きを簡単にまとめると、以下のようなになる。世界経済は新興国の活発な経済活動に牽引されて成長を続け、日本も輸出に支えられて中期的には潜在成長力なみの成長を実現していく。その伸び率は、人口構造の影響もあって緩やかなものであり、かつ徐々に低下していく。そうした中で物価も 2010 年代半ばまでに横ばいから微増へと転じる。労働力人口が減少する中で雇用情勢も徐々に改善していく。しかし財政健全化のための増税努力があってもなお、公債残高は高水準にとどまるため、より抜本的な取り組みが必要となる。

本中期見通しの最後に、日本の将来について、より長期的な観点に立って考えてみたい。

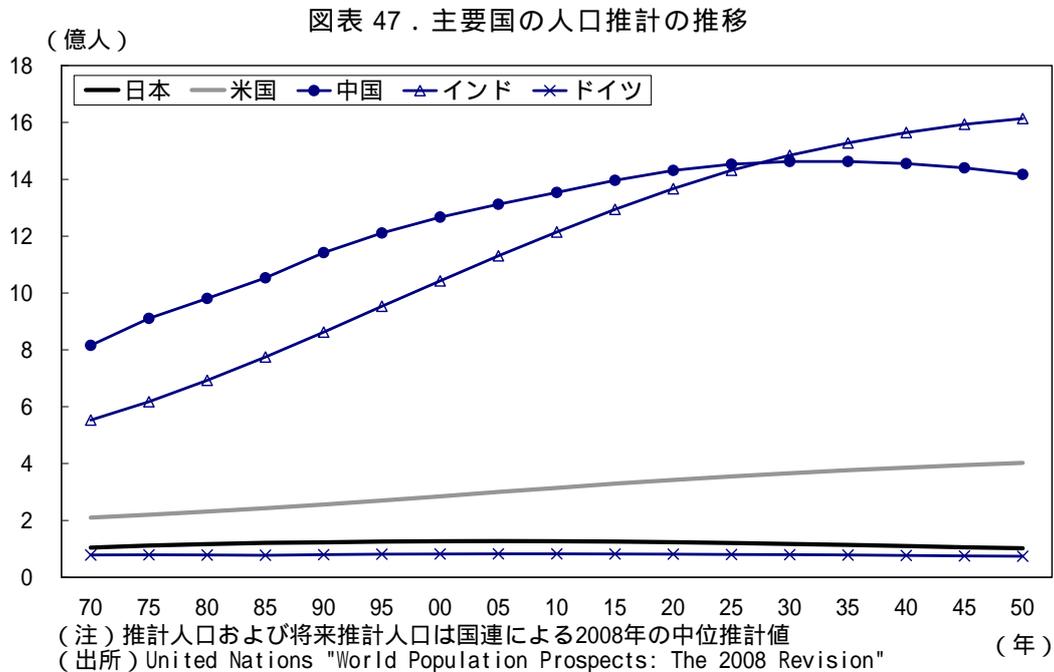
第一に、少子高齢化・人口減少の流れは今後も引き続き続いていくであろう。21 世紀に入ってから戦後最長の景気回復を記録し、その後の急激な景気後退期からも比較的短期間で持ち直してきたことに示されるように、日本経済はまだまだ底力を有している。しかし今から 20 年後、30 年後を見据えると、少子高齢化・人口減少が確実に経済成長に下方圧力をもたらし、しかもその影響度は極めて大きなものとなる。今から、その来るべき時代に向けた備えを着実にやっていくことは、これから最重要の課題となろう。人口の絶対数が減少すること自体は、国全体の経済規模としては小さくなるものの、国民一人当たりの豊かさが増加している限りにおいて、甘受すべきものである。しかし年齢構成が安定化するまでの過程では、高齢者数増加に伴い社会保障関係費が増加する。加えて生産年齢人口減少は総生産 = 付加価値創出の減少に結びつき、ひいては政府歳入の減少も同時に進行することになる。このことは、政府の歳入・歳出との間に、今以上に大きなギャップを生じさせることとなる。大昔の絶対王政の時代とは異なって、現代社会では政府は国民の代理人であることから、政府の歳入・歳出とはすなわち国民全体にとっての歳入・歳出に他ならない。財政支出による受益と、税や社会保険料による負担のバランスのあり方について、具体的なデータに基づき、冷静な国民的議論を早急に開始していくことが重要であろう。

なお将来の一人当たり国民負担軽減の観点から、少子化対策についての議論が成されることが多い。しかしながら子供を産み育てていく行為は、あくまで個々人の価値観に基づくべきものではないだろうか。まずは何よりも若年層自身が、今よりも幸せを感じられる生活を送ることができて、日常生活への希望を取り戻せるような取り組みが必要であろう。そのためには、若年層が景気後退のしわ寄せを最も強く受けることなく、またワーク・ライフ・バランスを実現することが出来るような雇用システムの確立や、世代間での富の所有がバランスを欠くことが無く、若年層が人生のスタート時点から金銭的に不利になることが無いような所得再分配システムの構築が重要であろう。若年層が幸福な生活を送るこ

とができ、その結果として出生率が増加していくのであれば、それは親となる若年層にとっても生まれてくる子供たちにとっても、そして国民全体にとっても望ましいことである。

第二に、日本の国際的なプレゼンスが変化し、世界第2位の経済大国から、経済諸大国の中の一つの国、という位置づけに変わるだろう。世界経済に占める日本のシェア（購買力平価ベース）は、2008年の約6%から2020年には約4%に低下すると見込まれる（この間、米国は約21% 約17%、中国は約10% 約17%）。

また国連の人口予測によれば、アメリカでは増加が続いていくものの、日本やドイツなどこれまでの経済大国では減少傾向となり、中国でもやがては横ばいから減少へと転換していく。その一方でインドでは今世紀半ばまで増勢が続き、16億人にも達すると見られている（図表47）。



こうして中国やインドを初めとする新興国の経済成長が続けば、世界貿易がより一層活発化していくことが期待されることから、これからの日本はアジアを中心とした新興国の経済交流拡大に活路を求めていかなければならないだろう。20世紀後半、高度成長期からプラザ合意の頃までは、日本からの輸出増加は、日本に比べて経済成長のスピードが相対的に遅い欧米先進諸国との間で貿易摩擦を生じさせることとなった。しかし現在の新興国は経済成長スピードが日本より速く、日本製品は製品品質や多様性で一日の長を有していることから、日本からの輸出増加は貿易摩擦を引き起こす性格のものではないと考えられる。もちろん新興国では労働力人口の絶対数が多く労働コスト面で優位にあり、今後は生産技術の国際伝播のスピードも一層早まっていくため、日本が今までと同様な形態で輸

出を続けていくだけでは、新興国企業との競争で遅れをとってしまう。これからは、日本ならではのイノベーションや、超高品質な製品の開発など、製造業の中でもソフト的・知識集約的な部分に注力し、生産そのものは途上国で行うという、新たな国際的な分業体制を目指していくことが望ましいのではないだろうか。

このように日本が積極的に輸出を行っていくためには、一方で積極的に輸入を受け入れていく必要がある。輸入が増加することは、消費者にとって安価な商品が入手できるメリットがある一方、輸入品と競合する生産者は大きな痛みを受けることになる。しかしながら日本国内において、国際的な競争力がない産業から競争力を持つ産業へと労働者・資本ストックを移行していかなければ、日本全体の生産性を高めることができない。そのような移行を円滑に行うためには、事業転換資金の提供や雇用のセーフティネット拡充など、各種の移行支援措置を構築することも必要だろう。

加えて、日本が得意とする分野で優位性を保ち国際的な競争力を維持していくためには、先進国のみならず新興国からも含めて直接投資の受け入れを拡大していく必要がある。これまで日本は対外直接投資を積極的に行ってきた一方で、対内直接投資の受け入れには消極的であった。国内貯蓄率が低下していく中で、企業活動を活発化していくためには、豊富な資金や技術力・経営ノウハウを有する外国からの資金を積極的に取り入れて、経営を効率化していくことが求められる。

第三に、上述したような人口減少、新興国との生産競争激化、さらには地球環境保全のための取り組み強化といった成長制約条件に直面していく中で、これからも国民一人当たりの豊かさを増加させるためには、特にイノベーションを強化するための取り組みが不可欠となるだろう。

持続的な経済成長の達成、すなわち産出物を増加させ続けていくためには、労働投入量を増やすか、資本ストック（生産設備）を増やすか、あるいは技能向上や技術進歩により生産の効率性を向上させるか、という三つの方法を組み合わせていく必要がある。しかし労働投入量の増加については、女性や高齢者の一層の活躍や、非正規雇用から正規雇用への切り替えによる労働時間数増加の効果が期待できるものの、人口減少が進む中では、今後多くを期待することはできない。資本ストックの数量面についても、今後設備投資が続いていくとしても、資本ストックの総額自体が大きくなることからその伸び率は低下することとなる。このため、生産の効率性を増加させていくことができるかどうか、今後の経済成長を左右していくことになる。そのためには技術進歩にむけての研究開発が重要であることは言うまでもないが、労働の面についても、教育を強化し働く人一人一人の技能を高めていくことが重要である。そのためには現代の「読み書き算盤」として、理数系科目や外国語の能力を高め、コンピュータの操作に習熟することは基本であるが、同時に幅広い基礎知識・自己主張能力・対人関係の円滑さなど、その場に応じて個人としても集団

の一員としても活躍していけるような全人的な能力開発が考えられる。その上に立って、個々人をそれぞれ比較優位のある職務に適切に配置していけば、それぞれの能力が十分に発揮されることが期待される。その上で企業が組織運営をより効率化・柔軟化していくことも重要だろう。また企業が幅広く国際展開していく中では、性別・出身国にかかわらず能力ある人材を採用していくことも有効であろう。

そうした努力の継続によってはじめて、革新的な財・サービスを開発し世界市場に提供し続けていくことが可能となり、世界経済の中で「日本ならではの」の地位が確立されていくことができるようになるだろう。

現政権は、まもなく温暖化対策や中期的な経済政策運営方針・財政再建目標の策定など、中期的な政策の方向性を明確化することとしており、今後、それらの内容に即して本中期見通しの計数を見直していく必要がある。

戦後復興期の日本では、輸出型・重厚長大型の製造業とそれを支える中小企業群という生産構造や、経済成長を目指す国民共通の価値観といった下地があった中で、政府の経済計画が高度成長実現に大きな役割を果たしてきた。現在では当時とは状況が全く異なり、グローバル化が進展する中で産業・貿易構造は変化し、政府の役割は小さくなった。さらには国民の価値観も多様化している。しかし逆説的ながら、そうした時代であるゆえに、政府が明確な中長期の経済政策スタンスを掲げることは、国内の様々な経済主体が今後の経済活動を行っていく上で必要となる共通認識の形成に大きく貢献するであろう。

本見通しを上回る経済パフォーマンスが達成されていくように、短期的にはデフレ・内需不振からの脱却、中期的には生活重視の政策による国民生活の改善、そして長期的には財政を健全化し潜在成長力のかさ上げを目指す、高い理想を掲げ時間的に整合性の取れた政府の政策ビジョンの提示を期待するものである。

見通し予測総括表(1)

項目	実績												予測												平均値		
	04	05	06	07	08	09	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	01~05	06~10	11~15	16~20						
名目GDP成長率	(年度)																										
前年比、%																											
内需(寄与度)	1.0	0.9	1.5	0.9	-4.2	-3.6	0.1	0.4	1.0	1.6	2.9	1.5	1.4	1.2	1.1	1.4	2.8	1.3	0.0	-0.9	1.5	1.6					
個人消費	0.6	1.1	1.1	1.1	-1.8	-4.7	0.2	0.4	1.0	1.6	2.9	1.5	1.4	1.2	1.1	1.4	2.8	1.3	0.0	-0.9	1.5	1.6					
住宅投資	2.7	-0.1	2.0	-11.5	-1.2	-19.9	4.8	5.5	1.0	-1.5	-3.0	-7.4	4.4	3.6	3.3	3.0	4.3	2.1	0.9	-2.0	-5.6	-1.0					
設備投資	6.1	6.1	5.2	1.9	-5.7	-18.9	1.4	4.2	4.2	3.9	5.7	4.4	3.6	3.3	3.0	4.3	2.1	0.9	-2.0	-5.6	-1.0						
在庫投資(寄与度)	0.1	0.0	0.2	0.0	-0.2	-0.4	0.5	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0					
政府消費	1.3	0.9	0.4	2.1	0.7	0.2	0.8	0.9	0.9	0.8	1.2	1.0	1.1	1.1	1.1	1.2	1.4	1.3	1.1	0.8	1.0	1.2					
公共投資	-11.6	-4.2	-7.7	-4.2	-3.5	5.3	-11.0	-7.0	-2.7	-1.3	4.9	0.7	0.8	0.8	0.8	4.7	0.8	0.8	-7.7	-4.4	-1.1	1.6					
外需(寄与度)	-0.1	-0.5	0.1	0.2	-1.9	1.1	-0.1	0.0	0.0	0.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.1	-0.1					
輸出	11.0	11.7	12.0	9.9	-15.1	-18.9	15.8	8.7	3.3	3.0	2.6	2.4	2.4	2.4	2.3	2.2	2.2	1.8	6.1	-0.4	4.0	2.2					
輸入	13.5	17.7	12.2	9.7	-4.7	-24.9	17.6	9.2	3.7	3.3	3.1	3.1	2.9	2.7	2.7	2.2	1.8	6.7	0.7	0.7	4.4	2.5					
民需(寄与度)	1.4	1.5	1.7	0.5	-2.2	-4.9	0.5	0.5	0.9	1.4	2.5	1.3	1.3	1.0	0.9	1.3	2.4	1.0	0.2	-0.9	1.3	1.3					
公需(寄与度)	-0.4	0.0	-0.3	0.2	0.0	0.3	-0.3	-0.1	0.1	0.1	0.4	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.4	0.3	-0.3	0.0	0.1	0.3					
実質GDP成長率	2.0	2.3	2.3	1.8	-3.7	-2.6	1.3	0.9	1.3	1.4	0.2	1.3	1.0	0.9	0.9	1.2	0.1	0.9	1.3	-0.2	1.0	0.8					
内需(寄与度)	1.5	1.8	1.5	0.6	-2.6	-2.6	0.9	0.5	1.3	1.4	0.2	1.4	1.1	1.1	0.9	1.2	0.1	0.8	0.9	-0.5	0.8	0.6					
個人消費	1.2	1.8	1.4	1.4	-1.8	0.6	0.8	-0.2	0.7	1.6	-0.4	1.4	1.0	1.0	0.7	1.0	-0.6	0.7	1.3	0.4	0.6	0.5					
住宅投資	1.7	-1.2	-0.2	-13.5	-3.7	-17.2	4.6	4.9	0.5	-2.0	-7.6	-7.7	-7.5	-5.0	-5.0	1.7	-1.8	0.9	-2.0	-6.4	-2.5	-2.4					
設備投資	6.8	6.2	4.7	1.3	-6.8	-16.1	2.2	4.1	3.8	3.5	3.4	4.0	3.2	2.8	2.5	2.1	1.6	1.6	2.7	-3.3	3.8	2.4					
在庫投資(寄与度)	0.1	0.0	0.2	0.0	-0.1	-0.5	0.3	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0					
政府消費	1.7	0.8	1.1	1.5	-0.1	1.5	1.0	0.8	0.7	0.5	0.6	0.9	0.9	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8	2.0	1.0	0.7	0.9					
公共投資	-12.7	-5.6	-8.8	-6.4	-6.6	10.0	-11.0	-7.6	-3.1	-1.7	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1	0.0	0.0	0.1	-7.6	-4.8	-2.4	0.1					
外需(寄与度)	0.5	0.5	0.8	1.3	-1.1	0.0	0.4	0.4	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.4	0.2	0.2	0.1					
輸出	11.4	9.0	8.4	9.2	-10.4	-10.9	13.8	7.6	4.8	3.2	2.8	2.6	2.5	2.4	2.3	2.3	1.9	6.5	1.5	4.2	2.3	2.3					
輸入	8.5	5.8	3.1	1.8	-4.4	-10.4	11.1	5.3	3.6	3.2	2.9	2.9	2.6	2.4	2.3	1.8	1.4	3.7	0.0	0.0	3.6	2.1					
民需(寄与度)	1.8	1.9	1.7	0.5	-2.3	-3.2	1.2	0.7	1.1	1.4	0.1	1.2	0.9	0.7	1.0	-0.1	0.7	1.0	1.0	-0.5	0.8	0.5					
公需(寄与度)	-0.4	-0.1	-0.2	0.0	-0.3	0.6	-0.3	-0.1	0.0	0.0	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	-0.1	0.0	0.0	0.1					
GDPデフレーター	-1.0	-1.3	-0.7	-0.9	-0.5	-1.0	-1.2	-0.5	-0.3	0.1	2.7	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	2.7	0.4	-1.3	-0.9	0.4	0.7					
一人当たりGDP(名目)	0.9	1.0	1.5	0.9	-4.1	-3.4	0.3	0.6	1.2	1.8	3.2	1.8	1.5	1.5	1.5	1.9	3.3	1.8	-0.2	-1.0	1.7	2.0					
(実質)	1.9	2.3	2.3	1.8	-3.7	-2.4	1.5	1.1	1.5	1.7	0.5	1.6	1.4	1.4	1.3	1.6	0.6	1.4	1.2	-0.1	1.3	1.3					

見通し予測総括表(2)

	実績				予測												平均値					
	04	05	06	07	08	09	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	01~05	06~10	11~15	16~20	
経常収支	兆円	18.2	19.1	21.2	24.5	12.3	15.7	16.0	16.5	16.6	16.8	16.9	16.5	16.2	15.9	15.6	15.6	16.0	17.9	16.7	15.8	
貿易収支	兆円	13.2	9.6	10.5	11.7	1.2	6.6	5.8	5.7	5.6	5.5	5.4	5.0	4.8	4.5	4.2	4.2	11.2	7.1	5.4	4.4	
経常黒字対GDP比率	%	3.7	3.8	4.1	4.8	2.5	3.3	3.3	3.4	3.4	3.4	3.3	3.2	3.1	3.0	2.9	2.8	3.2	3.6	3.4	3.0	
鉱工業生産	前年比、%	3.8	1.6	4.6	2.7	-12.7	-10.2	6.4	2.1	2.6	2.1	1.1	1.5	1.4	1.3	1.4	0.6	0.3	-2.2	1.9	1.1	
消費者物価		0.0	-0.3	0.2	0.4	1.1	-1.5	-0.8	0.0	0.2	0.3	4.0	0.5	0.5	0.6	0.7	4.0	-0.4	-0.1	1.0	1.3	
除く生鮮食品	前年比、%	-0.1	-0.1	0.1	0.3	1.2	-1.5	-0.9	0.0	0.2	0.3	4.0	0.5	0.5	0.6	0.7	4.1	-0.4	-0.2	1.0	1.3	
国内企業物価指数		1.6	1.7	2.0	2.3	3.2	-5.4	-0.1	0.7	0.4	0.4	5.0	0.5	0.5	0.6	0.6	5.0	-0.3	0.4	1.4	1.5	
可処分所得	前年比、%	0.4	1.2	1.2	-1.7	-0.3	-2.0	-0.1	1.5	0.8	1.1	1.0	1.2	1.2	1.1	1.1	1.1	-0.5	-0.6	1.1	1.1	
消費性向	%	96.6	96.3	96.2	99.2	97.6	98.0	97.7	95.8	95.6	96.1	97.9	98.1	98.1	97.9	98.0	99.7	95.9	97.8	96.7	98.7	
1人あたり賃金	前年比、%	-0.3	0.7	0.1	-0.7	-1.1	-3.5	-0.3	0.4	0.4	0.5	0.5	0.6	0.6	0.7	0.8	0.8	-1.1	-1.1	0.5	0.8	
完全失業率	%	4.6	4.3	4.1	3.8	4.1	5.3	5.3	5.1	4.9	4.7	4.6	4.4	4.2	4.1	4.0	4.0	4.9	4.5	4.7	4.1	
労働分配率(雇員報酬/GDP)	%	51.4	51.6	51.7	51.0	53.1	53.1	52.9	53.0	52.8	52.4	51.3	51.0	50.9	50.7	49.2	49.0	52.5	52.4	52.1	50.0	
新設住宅着工戸数	万戸	119.3	124.9	128.5	103.6	103.9	76.9	85.9	88.3	89.0	86.0	77.0	69.0	63.0	60.0	62.0	62.0	118.7	99.8	81.9	61.4	
持家	万戸	36.7	35.3	35.6	31.2	31.1	28.5	30.6	31.2	31.0	30.0	27.0	24.0	22.0	21.0	22.0	21.0	36.7	31.4	28.6	21.2	
貸家		46.7	51.8	53.8	43.1	44.5	31.1	35.0	36.2	36.0	34.0	29.0	26.0	23.0	22.0	21.0	22.0	46.8	41.5	32.2	22.0	
分譲		34.9	37.0	38.3	28.3	27.3	16.1	19.5	20.1	21.0	21.0	20.0	18.0	17.0	16.0	17.0	18.0	34.3	25.9	20.0	17.2	
給与		0.9	0.9	0.9	1.0	1.1	1.2	0.8	0.8	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	0.9	1.0	1.0	1.0	
売上高(法人企業統計)	前年比、%	5.6	4.6	7.3	1.5	-8.4	-9.3	3.9	2.9	1.8	1.7	2.7	1.6	1.3	1.2	1.1	2.2	0.9	0.7	-1.2	2.2	1.3
経常利益(法人企業統計)	前年比、%	24.6	8.4	10.0	-3.3	-39.0	-15.3	33.0	8.9	4.3	6.6	2.6	7.0	3.1	0.7	2.7	0.5	6.4	-6.1	5.9	2.2	
売上高経常利益率(法人企業統計)	%	3.7	3.9	4.0	3.8	2.5	2.4	3.0	3.2	3.3	3.4	3.4	3.6	3.7	3.7	3.7	3.6	3.2	3.2	3.4	3.7	
地価(市街地価格指数・全国全用途)	前年比、%	-7.1	-4.9	-2.0	-0.8	-3.9	-4.9	-1.8	-0.5	-0.3	-0.4	-0.2	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0	-6.9	-2.7	-0.3	0.0	
短期金利(無担保コール翌日物)	期中平均、%	0.001	0.001	0.208	0.505	0.100	0.100	0.100	0.250	0.500	0.500	0.500	0.500	0.500	0.750	0.750	0.750	0.003	0.100	0.500	0.750	
長期金利(新築10年国債)	期中平均、%	1.52	1.43	1.77	1.60	1.46	1.36	1.38	1.53	1.68	1.83	1.82	1.72	1.75	1.79	1.78	1.74	1.31	1.51	1.72	1.75	
円相場	期中平均、円/ドル	107.5	113.3	116.9	114.2	100.5	92.4	93.0	98.2	96.0	94.0	92.0	90.0	88.0	86.0	84.0	83.0	116.2	103.4	94.0	84.6	
世界経済成長率	前年比、%	4.9	4.5	5.1	5.2	3.0	-1.0	3.4	3.9	4.4	4.7	4.6	4.4	4.2	4.0	3.8	3.6	3.6	3.1	4.4	3.8	
原油価格(WTI期近物)	期中平均、ドル/バレル	45.1	60.0	64.9	82.2	85.9	70.4	80.1	83.3	85.3	88.0	90.5	93.0	96.0	98.5	101.5	104.0	37.9	76.7	88.0	101.4	

(注) 法定歩合(基準貸付利率)、短期金利(無担保コール翌日物)の予測は年度末値、世界経済成長率の実績はIMF、2006.07年度の可処分所得と消費性向は予測値

## （補論）日本経済の先行きに立ちはだかる二つの下振れリスク要因：デフレと累積政府債務

本中期見通しでは、新興国にリードされた世界経済の拡大や、家計を重視した経済政策の効果に支えられ、日本経済は緩やかな景気回復を続けると考えた。このため、日本経済の先行きを考えていく上では、世界経済が順調に拡大していけるかどうか、最大の下振れリスク要因である。しかしこれに加えて、向こう数年間の期間ではデフレの動向が、より長期的には累積政府債務の問題が、やはり大きな下振れリスク要因となりうる。そこで以下では、この二点について少し詳しく検討してみたい。

### （１）デフレの問題

デフレの何が問題か？

日本では、1990年代後半から物価の下落傾向が続いた後、政府は2001年3月、公式にデフレを宣言した。その後00年代中に、輸出主導の景気回復が持続している中で、一時はデフレ脱却宣言もあると期待されていた。しかし世界的な金融・経済危機後に事態は再び深刻化し、09年11月に再度のデフレ宣言が行われることとなった。

ではデフレに陥った場合に、何が問題となるのだろうか、改めて整理してみよう。デフレ、すなわちデフレーションとは、通常、一般物価の持続的下落という意味で用いられている。しかし物価の持続的下落が常に経済に悪影響を与えるわけではない。例えばアメリカでは19世紀後半の30年間に、大陸横断鉄道の開通など国土開発が進んだ効果もあって年率4%の経済成長が続く一方で、物価は約半分の水準にまで下落したことが指摘されている<sup>8</sup>。この事例のように需要が強く雇用水準が維持される中で、技術進歩などにより生産性が拡大することによって生じる物価下落は、むしろ好ましいものである。物価の下落については、このような生産性の上昇がない場合であっても、債権者にとっては保有する債権の実質的な価値が上昇し、消費を押し上げるというマクロ経済的な効果（実質資産効果）があることも指摘されている。

しかしその裏側で、債務者にとってみれば債務の実質的な価値が上昇することで、反対の効果が生じることになる。通常は債務者の方が債権者よりも消費性向が高いと考えられることから、物価下落はマクロ経済全体に対して、マイナスの効果を及ぼす可能性が高いと考えられている。加えて、バブル期のように本来の実力以上の資産価格の上昇に誘われて、経済主体が調達資金を「借りすぎ」ている状態の場合に、一旦バブルが崩壊して物価の持続的下落が発生すると純負債が増加してしまうことから、バランスシート調整のための債務返済の負担が大きく増加してしまうことになる。

<sup>8</sup> 英 Economist 誌ホームページの経済用語解説 “Economics A-Z” による。

さらに、一旦物価の持続的下落が発生してしまうと、企業の製品価格引き下げ 企業の収益低下・労働者の賃金下落 設備投資や家計消費の減少 製品価格の再引き下げという具合に、際限なくマクロ経済が縮小していく悪循環から抜け出せなくなってしまう可能性が高い(デフレ・スパイラル)。しかも名目金利にはゼロという下限があることから、経済政策でも対処できないことが問題を深刻化する。

また物価下落によって、名目GDPの増加が妨げられることも大きな問題となる。名目GDPが増えないということは、成長によってパイが拡大しないことであり、経済活動の恩恵が得られないだけでなく、資源配分や所得の再分配、また政府債務の返済にも大きなマイナスの影響を及ぼすことになる。

日本は、1990年代初頭のバブル崩壊後、まさにこの問題に直面してきた。その日本の姿を見て、欧米諸国は今回の金融危機に際して、デフレ回避を最大の政策目標としてきている。

#### マクロ経済的な物価と生産高の関係

ここで遠回りにはなるが、マクロ経済における物価水準と総生産額との間でどのような関係が想定されているのか、簡単に整理しておこう。興味のない読者は直接 へと進んでいただきたい。

まず、リンゴという個別の財の需要量・供給量と価格との関係を見る際に、価格を縦軸、数量を横軸にとって、価格が下がるなら需要量を増やすという需要曲線、価格が上がるならば供給量を増やすという供給曲線を想定し、両曲線の交点で価格と需要量・供給量が決定されると考えるのが通例である。

同様の考え方に立って、マクロ経済全体についても、需要曲線(=総需要曲線)と供給曲線(=総供給曲線)が想定される。ともにマクロ経済全体からみた物価水準と産出量との関係を見るものであり、総需要曲線と総供給曲線の交点で物価水準と産出量が決定されると考えられている。

総需要曲線は、財市場の需要・供給のバランスと、貨幣市場の需要・供給のバランスを同時に達成させるような物価水準と総産出量の組み合わせであり、物価水準が下がれば総産出量が増えるという関係にある<sup>9</sup>。

これに対して総供給曲線は、労働市場、すなわち賃金の水準に応じて労働力を供給する家計と、やはり賃金の水準に応じて生産のために労働力を需要する企業との関係から導かれる。総供給曲線の導出のしかたやその形状に関しては複雑かつ多様な議論があるが、ここでは簡略化して、生産に必要な資本ストックの量に変化しない短期に関して、労働供給

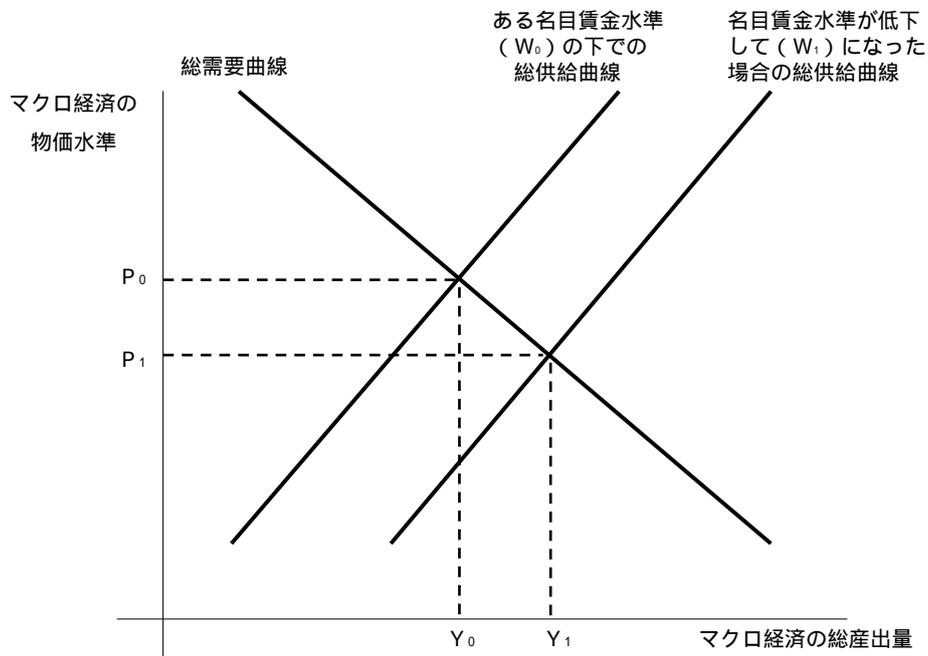
<sup>9</sup> ここで、財市場のバランスとは、総供給(国内総生産) = 総需要(消費 + 投資 + 政府支出 + 純輸出)という関係が成立することであり、貨幣のバランスとは、通貨供給量 = 貨幣需要(取引的貨幣需要 + 投機的貨幣需要)という関係が成立することである。

は名目賃金の水準により定まる一方、名目賃金を物価水準で除した実質賃金の水準に応じた企業の労働力需要が定まる、と考えよう。

すると、ある特定の名目賃金水準に対して（実質賃金水準に応じた企業の労働需要の変動を媒介として）結果として物価水準が上がれば総生産高が増加するような関係が想定できる。ここで注意すべきは、その名目賃金の水準自体は総需要曲線・総供給曲線の体系の枠外で外生的に定められるとしていることである。この名目賃金水準が下落したとすると、元の総供給曲線の下方に新たな供給曲線が描かれることになる（供給曲線の下方シフト）。

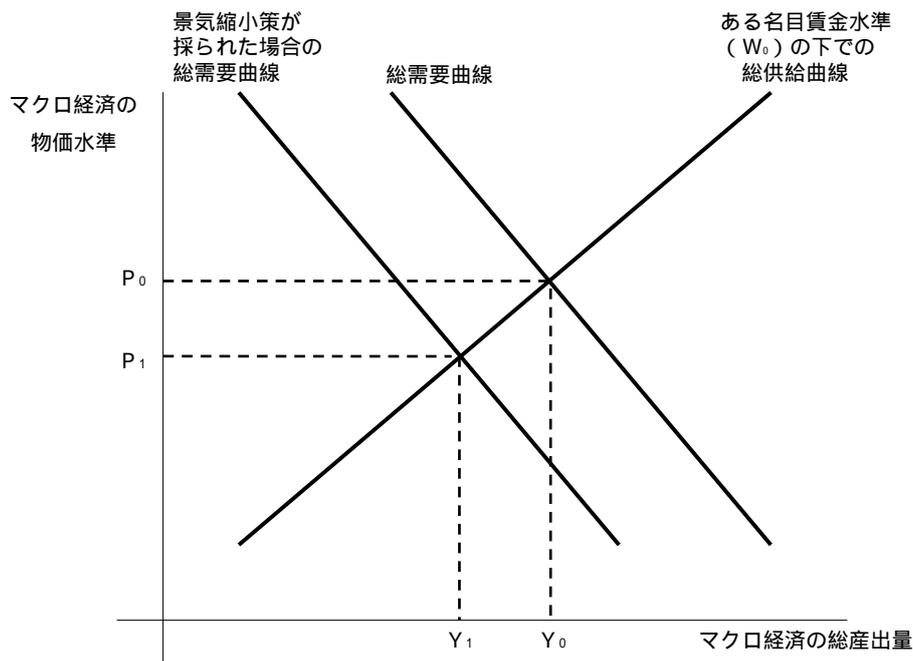
総需要曲線・総供給曲線の関係を図表補1で見てみよう。ある一定の名目賃金水準 $W_0$ の下で、右下がりの総需要曲線と右上がりの総供給曲線を描くことができる。この両者の交点でマクロ経済全体がバランスする物価水準 $P_0$ と総産出量 $Y_0$ が求められる。仮に外生的に名目賃金水準が低下して、 $W_1$ となった場合について考えると、総需要曲線は名目賃金水準とは無関係なので変化しない。その一方で、企業は雇用を増やして生産を増加させることから総供給曲線は下方にシフトすることになる。その結果、マクロ経済全体をバランスさせるような物価水準は $P_0$ から $P_1$ へと低下し、総産出量は $Y_0$ から $Y_1$ へと増加することになる。

図表補1．マクロ経済全体の総需要曲線・総供給曲線  
総供給曲線のシフト



次に総需要曲線がシフトする場合について考えてみよう。図表補2に見るように、財政支出削減もしくはマネーサプライ削減といった需要削減策が行われたり<sup>10</sup>、輸出や独立投資（産出量の水準に関係がない基本的な投資）が減少したりするような場合には、総需要曲線は左方にシフトする。その結果、マクロ経済全体をバランスさせるような物価水準は  $P_0$  から  $P_1$  へと低下し、総産出量も  $Y_0$  から  $Y_1$  へと減少することになる。

図表補2．マクロ経済全体の総需要曲線・総供給曲線  
総需要曲線のシフト



ここで述べた総需要曲線・総供給曲線の分析は、あくまで短期的・静学的なものである。現実の世界では、輸出が変動したり、資本ストックが変動したり、技術進歩が行われたりするなど、様々な要因によって総需要曲線・総供給曲線は複雑にシフトし続けている。しかしながら総じて言えば、マクロ経済で物価の下落と総産出量の減少が同時に起こっているならば、それは相対的に総需要曲線が左方シフトしたことによるものであり、需要不足が要因となっていると考えられる。逆に、物価の下落と総産出量の増加が同時に起こっているならば、それは労働市場の柔軟性を反映して名目賃金が下落し、雇用が増加することで、生産が増加しているためであると考えられる。

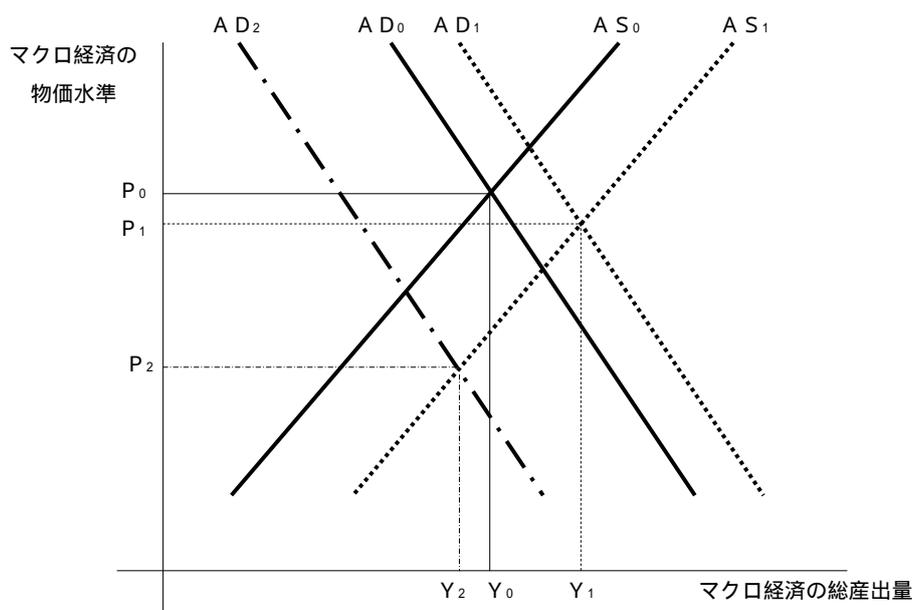
2000年代の日本経済についてこの考え方を適用し、大まかな動向をまとめてみよう（図表補3）。金融危機以前は輸出の増加・設備投資の増加により総需要曲線が  $AD_0$  から  $AD_1$

<sup>10</sup> 財政支出が削減された場合にはその乗数効果を通じて、マネーサプライが削減された場合には金利上昇の効果を通じて、ある物価水準に対応する産出量が低下することになる。

へとシフトする一方で、技術進歩・輸入の浸透・労働市場の柔軟化などによって総供給曲線も  $AS_0$  から  $AS_1$  へとシフトした結果、総生産額の増加 ( $Y_0$ 、 $Y_1$ ) と物価の下落 ( $P_0$ 、 $P_1$ ) が生じたと考えられる。

$P_1$ ) が生じたと考えられる。しかしその後リーマン・ショックによる輸出や在庫の急減によって総需要曲線が  $AD_1$  から  $AD_2$  へとシフトしたことによって、総生産額の減少 ( $Y_1$ 、 $Y_2$ ) と物価の下落 ( $P_1$ 、 $P_2$ ) が生じたものと考えられる。

図表補3 . 2000年代の日本経済のイメージ



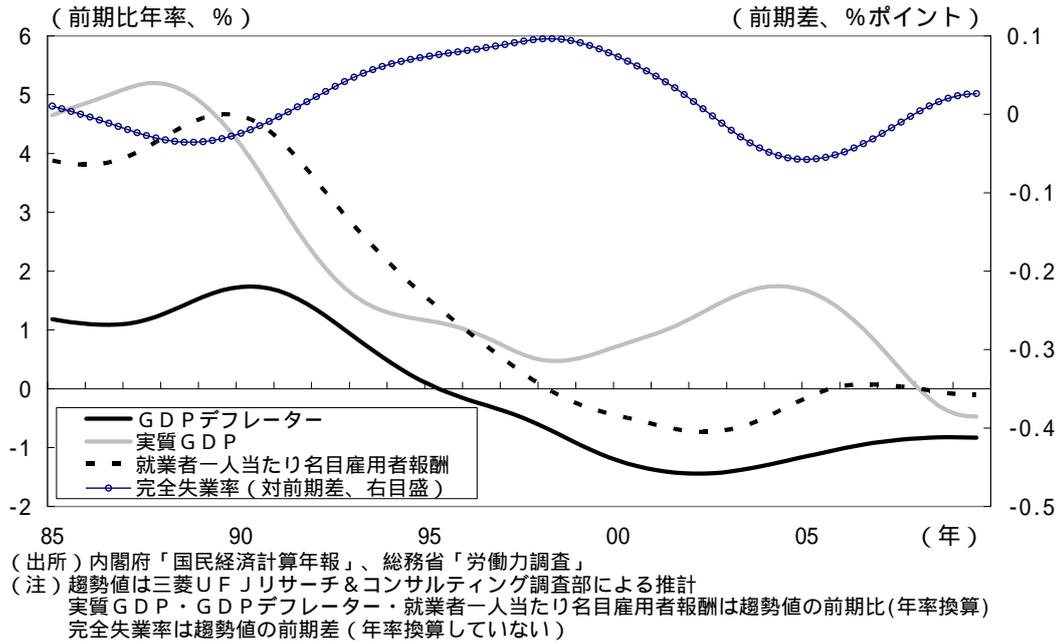
#### 再デフレ宣言が持つ意味合い

では、マクロ経済において物価が下落した場合に総産出量の減少を伴っているのならば、需要不足という側面が強いこと、逆に物価が下落しても総産出量が増加しているならば、それは労働市場の柔軟さを背景に、名目賃金が下落することによって雇用水準を回復し生産を増加させるような動き、すなわち供給増加という側面が強いこと、が分かった。

それでは、最近の総産出量、物価、賃金の動きはどうなっているのだろうか。図表補4は、総産出量、物価、賃金としてそれぞれ実質GDP、GDPデフレーター、就業者一人当たり雇用水準報酬をとって、趨勢値<sup>11</sup>（季節調整値）の前期比年率換算値をプロットしている。さらに参考として、完全失業率趨勢値の前期差も記載している。なおこの趨勢値とはトレンドと大きなサイクルが合成されたものであり、景気転換のタイミングが通常の景気基準日付で設定される景気循環とはかなり異なっていること、このため正確な時期の区分ではなく大掴みな傾向を見るものであること、についてご留意いただきたい。

<sup>11</sup> 趨勢値はホドリック・プレスコット・フィルタにより求めた。

図表補4 . 総産出量、物価、賃金、失業率の推移



図表補4に見るように、物価水準は1990年代半ばから下落を続けている。賃金は、90年代末から2000年代半ばにかけて下落しているが、この間、総産出量の増加スピードは逆に高まっている。従ってこの時期は、世界的な好況に加えて、金融緩和推進による為替減価効果(マンデル・フレミング・モデル)が発揮された結果の輸出増という総需要増加という側面は大きいものの、雇用形態多様化などの労働市場の柔軟化を反映して、名目賃金低下による総供給曲線の下方シフトの効果も一定程度は発現されていたと考えられる。このことは、この期間に失業率が低下したことによって裏付けられよう。

一方2000年代半ば以降は、急激な輸入価格上昇・下降に伴うGDPデフレーターの不規則な動きや、金融経済危機に伴う異例な総産出量の急減などの影響によって趨勢的な動きが読みづらくなっている面がある。しかし総じて言えば、最近では総産出額が低下し、失業率も急増してしまっている中で、物価の下落が続いているが、名目賃金はほぼ横ばいで推移している。言い換えれば、現在は名目賃金の下方硬直性があるため労働市場の柔軟性を通じた供給拡大効果があまり期待できない中で、総需要が大幅に減少していると考えられる。このため何も有効な手を打たなければ物価下落と産出量減少の同時進行という、これまでより一層厳しい局面に突入してしまう恐れがある。

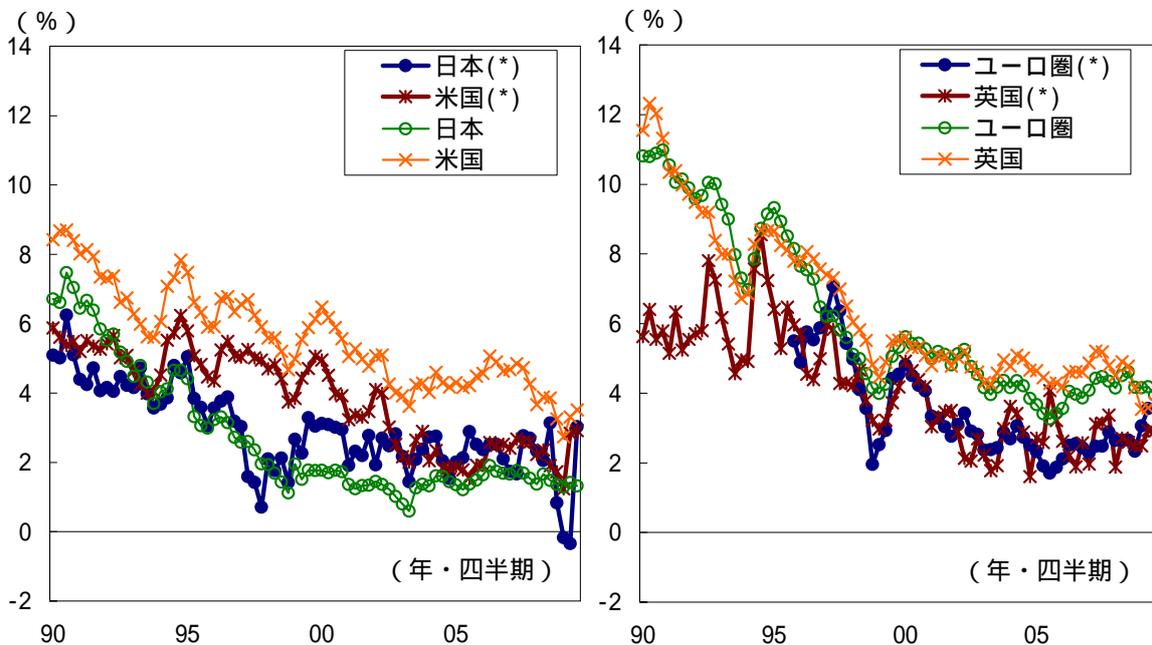
内閣府が作成しているGDPギャップを見ても、2001年末の-4%台半ばから徐々に回復し、08年初にはプラス2%の水準にまで達した後、09年度上期には-7%強まで急落していることから、こうした需要不足の深刻さが推し量れる。

このように大幅な需給ギャップが生じている間は、物価の持続的下落傾向からの脱出は困難である。現下の経済情勢では、公的部門以外にそのギャップを埋められる経済主体がない以上、まずは政府・日本銀行による景気刺激策が必要であろう。金融危機以降、各国首脳により繰り返し表明されているように、財政支出はタイムリー、テンポラリー（財政負担が一時的であり恒常化しない）、ウェル・ターゲットッド（効果を発揮できる対象を厳選する）であるべきことは言うまでもない。しかし初期の支出額が小さすぎたために、かえって後日の追加財政支出必要量が大きくなり、結果としてトータルの財政負担が重くなることのないように、政策を発動する場合には規模に関する配慮が望まれる。09年12月に策定された7.2兆円の経済対策は、そうした点にも配慮されたものであると評価されよう。

また金融政策に関しても、日本銀行はデフレ退治への意欲を明確化し、12月に新たな金融緩和措置を採用したことも時機にかなったものであり、今後も機動的・積極的に対応していくことが望まれる。

ここで国際的な金利動向を見てみると、短期金利は、世界的なゼロ金利政策の下、世界的にゼロ近傍で推移している。長期金利についても、図表補5に示しているように、2000年代前半の世界的好景気の際に、米・欧の金利は同じような水準に収斂し、さらに実質金利ベースでは日本も米・欧と同様の水準で推移している。

図表補5 . 日米欧の長期金利の推移



(注) 各国(\*) GDPデフレーター(00年=100)により実質化  
 長期金利の対象は各国の政府債  
 (出所) OECD

マンデル・フレミング・モデルというマクロ経済モデルによれば、ある国の金利が国際金利水準によって定まるようなケースでは、拡張的財政政策の総産出量拡大効果は限定的であるが、緩和的な金融政策については為替減価・輸出増による総産出量拡大が期待できるとされている。このため、2009年11月の急激な円高進行というような情勢を考えると、財政政策と併せて、金融政策について緩和策を当分の間持続することが望ましいと考えられる。ただし、07年の金融危機後に積極的金融緩和策を採用した欧米とは異なり、日銀は従来からかなりの程度の金融緩和策を講じてきている。このため、将来より一層大胆な金融緩和策を実施するためには、政府サイドにおいても、資本増強策も含めて日銀に対するバックアップ策という対応が必要となる。

こうして財政・金融政策を総動員し続けることにより、GDPギャップを縮小させていくことが、デフレ脱却のための当面の最優先課題であると考えられる。

最後に国際的な視点で考えてみよう。OECDは、同一の財サービスの組み合わせ（バスケット）の価格水準を国際比較して作成している。この指標によれば2009年9月時点のレートで考えると、日本では100円するバスケットは、デンマークのように123円もする国もあるものの、米国では70円、イギリスでは75円、ドイツでは89円で買えるという。このことは、日本において、現実の為替レートに反映される貿易財の価格は相対的に安いものの、貿易で取引されない農産物やサービスなどの価格が相対的に高いこと、いわゆる生計費が国際的に高いこと、を意味している。日本の物価水準それ自体に焦点を当てると、今後もグローバル化が進展していく中で、日本と他国との間での生計費を均衡させていくような力が働くため、今後とも下方圧力がかかり続けていくだろう。その点からも、デフレ・スパイラルから脱却するためには、当面はやはり総需要を拡大し経済成長を促進していくことが重要であると考えられる。

## （2）公債累積の問題点

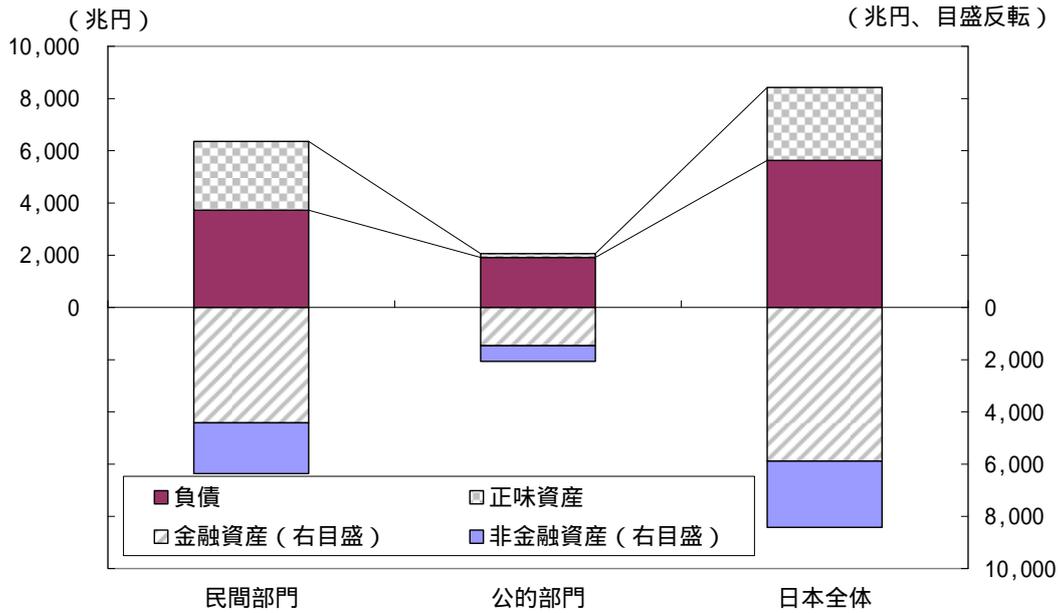
次に公債累積の問題について考えてみよう。2008年秋のリーマン・ショック後、世界的なコンフィデンスの喪失によりほとんどの経済主体が支出を切り詰めたことから、民間部門の需要はごく短期間の内に大量に「蒸発」した。その結果、需給ギャップがかつて無いほどの水準まで拡大して、失業率が急上昇した。こうした異例な経済収縮期においては、公的部門が赤字を拡大してでも総需要を下支えすることが不可欠である。しかしながら、その結果生じる公債の累積を放置するようであれば、将来に大きな禍根を残すことになる。このため今後民間部門で自律的回復の動きがしっかりしたものとなったことが確認できた時には、速やかに財政再建を推進していくことが重要である。

なぜ公債の累積が問題になるのか

では公債累積はなぜ問題なのだろうか。一言で言えば、国家といえども債務不履行に陥るためである。

公債は、特に日本のように国内で消化している場合には、国民の借金である一方で国民の資産であるという側面を持っている。このため国の負債と個々の家計の負債とを単純に類比し、借金 = 国債の発行そのものが悪いということとはできない。また政府は徴税権を有しているため、いざとなれば増税による元利償還が可能であるという面からも、家計の借金とは異なっている。現在の日本は、民間部門の資産残高が大きく（図表補6）、また国富（国全体の正味資産）約2,800兆円（2007年末）の内訳として、約250兆円にのぼる対外純資産を保有している点からみても、現在の公債の重みで直ぐに国全体が傾いてしまう、というような状況にはない。また別の観点に立てば、適度な公債の発行は、金融市場の厚みを増すことに寄与している面もある。

図表補6 . 日本の資産・負債の保有状況（2007年）



（出所） 内閣府 「国民経済計算年報」

しかしながらそれらの点を前提にしたとしても、公債累積がこのままのペースで続いていけば、大きな問題を発生させることはまず間違いないだろう。例えば民間経済が回復してきても公債の大量発行を続けると、長期金利を押し上げて民間の投資を押し退けてしまい（クラウディング＝アウト）、国が長期的に発展するための生産基盤の拡充を損ねてしまう可能性が高い。また公債累積残高が増加すれば、仮に金利が上昇しないとしても、その分だけ公債利払い費所要額が増加し、結果として財政支出の自由度を奪ってしまう。

ここでドーマーの法則を援用し、毎年の財政赤字（フロー）と公債累積（ストック）

の関係を見てみよう。ドーマーの法則によれば、GDPの名目成長率と公債金利がそれぞれ一定値を取り、かつ金利よりも成長率の方が高い水準のまま推移するならば、毎年GDP比でみて一定割合のプライマリー財政赤字（公債利払費支出を除いた財政バランス）が発生しても、公債残高/GDP比は発散しないとされている。しかし一般的に言えば、名目成長率と金利水準は、短期的にはそれぞれ大きかったり小さかったりするものの、長期的にはほぼ同一水準で推移すると考えるのが妥当であり、長期的に成長率が金利を上回り続けることは困難であろう。図表補7では、初期時点の公債残高/GDP比を200%、金利水準を1.5%で固定した上で、GDPの名目成長率が2%、1.5%、1%の時に、将来の公債残高/GDP比がどう変化していくのかを示している。

図表補7．プライマリー財政赤字と国債残高/GDP比の推移

(単位：%)

名目成長率 2%ケース							
プライマリー財政赤字/GDP比率 ( はプライマリー黒字)	5	3	1	0	1	3	5
10年後の公債残高/GDP比率	239	220	200	190	181	161	141
20年後の公債残高/GDP比率	277	239	200	181	162	124	86
21年目の利払費/GDP比率	4.2	3.6	3.0	2.7	2.4	1.9	1.3
名目成長率 1.5%ケース							
プライマリー財政赤字/GDP比率 ( はプライマリー黒字)	5	3	1	0	1	3	5
10年後の公債残高/GDP比率	250	230	210	200	190	170	150
20年後の公債残高/GDP比率	300	260	220	200	180	140	100
21年目の利払費/GDP比率	4.5	3.9	3.3	3.0	2.7	2.1	1.5
名目成長率 1%ケース							
プライマリー財政赤字/GDP比率 ( はプライマリー黒字)	5	3	1	0	1	3	5
10年後の公債残高/GDP比率	261	241	220	210	200	179	159
20年後の公債残高/GDP比率	326	284	242	221	200	158	116
21年目の利払費/GDP比率	4.9	4.3	3.6	3.3	3.0	2.4	1.7

ここで見たのは利子率や成長率、さらに財政バランスも固定した上での機械的計算であり、将来予測ではない。しかしながら、利子率に比べて成長率が低い場合には、より一層プライマリー財政赤字幅を削減することが必要であり、それができなければ公債残高/GDP比が膨張し、将来の所要利払い額も増加してしまうことがわかる。

こうしたことから、公債発行が続いていけば、国の返済能力に対する疑念がマーケットに生じて、新発債の発行金利が高くなるだけでなく、満期債の借り換えが困難になっていくことを通じてさらに金利が一層上昇するという悪循環も発生し、やがては債務不履行に陥ってしまうと考えられる。

また公債残高が増加し、徴税した額のより多くの割合を利払い費に充てなければならない状況になれば、仮に将来大規模な経済危機といった不測の事態が発生した場合でも、必要な財政出動を機動的に行うことができなくなる恐れがある。

金融市場についてみても、多量の公債発行を中央銀行が引き受ける場合には、潜在的なインフレ圧力が発生する。今回の危機のようにコンフィデンスが大幅に低下している際は、市中金融機関が信用リスクの低い公債に対する需要を強め、結果として金利水準の上昇が抑制されるという面はある。しかしながら、そうした期間が長期化した場合には、金融機関は安定した利鞘が取れる国債を選好するため、資金運用先に占める公債のシェアが高まりし、一般企業への貸出やリスクマネーの供給が活発化しない恐れもでてこよう。

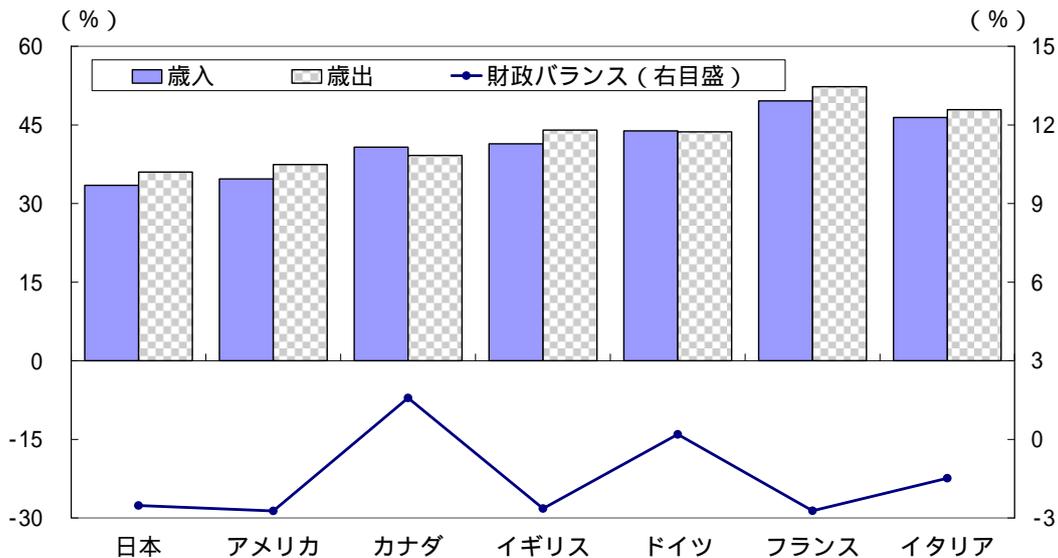
こうしたことから、今後民間部門の自律的回復が確実となれば、中長期的な視点で財政健全化に注力していくことが必要不可欠であると考えられる。

#### 歳入の増加・歳出の削減

政府の赤字を減らす方策としては、当然のことながら歳出を削減するか、歳入を増加させるか、の二通りが考えられる。

今回の経済危機における財政拡大により各国とも財政赤字幅が大きく拡大しているが、そうした異例の財政出動が行われる前、いわば平時におけるG7諸国の一般政府の歳入・歳出のバランスを見てみよう(図表補8)。

図表補 8 . 主要先進国の GDP に占める一般政府の歳出・歳入の状況 (2007 年)



(注) 各国通貨による名目原数値  
 カナダの GDP は支出アプローチによる (その他は生産アプローチ)  
 (出所) OECD

この図から、日米は欧州に比べて歳入の GDP 比・歳出の GDP 比が、ともに低いことが分かる。逆に言えば、欧州において財政赤字を改善しようとする場合には、歳出削減策が不可避であるが、日米の場合は、高齢化進展による歳出ニーズがある中でも、歳入増加により財政赤字を削減する余地が大きいと推測される。また日米ともに、税収に占める間接税の割合も欧州に比べて相対的に低いことから、今後付加価値税や消費税を活用する余地があることが広く指摘されている。

租税構造と経済成長に関する OECD の実証研究<sup>12</sup>によれば、消費や資産に対する課税と比較して、所得に対する課税 特には法人税 は、経済成長に対するマイナスの影響が大きい、とされている。このことから、歳入拡大の手段としては消費税増税が効果的であると思われる。もちろん、実際に消費税増税の検討にあたっては、増収の観点だけでなく、公平性や応能性の観点から、累進税率の変更や最低所得補償制度の導入などの措置も併せて、総合的・包括的に議論される必要がある。

なお今回の経済危機に際して、政府の「最後の支出者」としての役割が改めてクローズアップされた。通常の軽微な景気循環の場合でも常に財政出動を求めることは望ましくないものの、急激な経済収縮と言う緊急時に総需要を下支えし、経営困難な企業を支援するという機能は、今後とも財政に求められて続けていくだろう。その点に鑑み、特に後者の機能を果たしていくためには、企業利益に基づいている法人税だけでなく、総合的な企業負担に配慮しつつも応能性の観点に立って、外形的な企業課税の可能性について検討さ

<sup>12</sup> “ Do tax structures affect aggregate economic growth? Empirical evidence from a panel of OECD countries ” by Jens Arnold OECD Economics Department Working Papers, Oct., 2008

れる必要があるのではないだろうか。

他方歳出削減策に関しては、真に必要な財政ニーズを優先して資金使途を可能な限り効率化していくことが重要であることは言を待たない。しかしながら、社会保障関係の支出ウェイトが大きい中でも、政府は生活重視の考え方に立っており、加えて高齢化が一層進展することもあり、歳出については将来も増加傾向が続いていくであろう。「入るに応じて出るを制す」は財政の基本原則であるが、経済社会の構造変化に応じたニーズに応じていくことは財政の重要な役割である。その機能を十全に果たしていくためには、まずは政策の優先順位を明確にして、どの行政サービスをどの程度提供することを優先する、その代わりにこのサービスを諦めてもらったり、あるいは対価としてのこれだけの負担増をしてもらったりする必要がある、といった点を具体的に議論していくことが有益であろう。今般行われた「事業仕分け」は、初めての試みでありまた時間的制約もあったことから、その制度面での位置づけ、あるいは個々の項目の仕分け判断について異論や問題点がある。しかし財政資金の効率的な支出方法を考えるという機会を創出したという点で、大変意義深い取り組みであると考え。今後、このような事業の便益対費用の議論が進められていくに当たっては、政策全体の整合性の中で何をもって「ムダ」とするのかという、根本的な理念の確立が改めて求められる。これに加えて次の二点に関しても配慮が望まれる。第一に、経済活動は「経路依存性」を有していること、すなわち現下の経済活動は今時点の事情だけでなく、過去の様々な制度や政策の経緯の結果として成り立っている点も、仕分けの観点に含めることである。過去の経緯や現段階の歳出の効率性に関して問題があったとしても、過去から実施されてきた事業項目には、それぞれ、その事業を前提とした経済活動を行ってきている人が数多く存在する。仮にある事業を廃止すべきだと指摘する際には、その廃止決定が現在経済活動を行っている人たちに及ぼす影響や、その廃止決定が他の分野の経済活動に副次的に及ぼす影響について対応策も考慮することが望まれる。そうして必要な場合には、激変緩和措置や新たな経済活動への移行措置の導入についても、併せて検討されていく必要があるのではないだろうか。第二に、新たなレント（超過利潤）の発生防止である。政府の事業とは、もともと費用便益の観点から民間では行えない活動であり、すなわち民間だけでは過少供給の可能性がある、という性格がある。このため民間活動に移行した際に、供給制約から供給不足が生じることから民間部門で新たなレントが発生する恐れがある。このため民間に移行する事業については、併せて規制緩和による参入促進措置も採用し事後的な取り締まりも強化するなど市場の競争条件の整備に努め、政府のムダ撲滅が民間活動において別の形のムダとして再生されないような取り組みが求められる。

なお、高インフレを発生させれば、公債の債務負担を減らすことができるという議論が

ある。しかしながら最近のIMFの研究<sup>13</sup>は次のような点を指摘している、すなわち、ある程度までの物価上昇は公債負担を減らすというプラス効果がある。しかしながら行き過ぎたインフレは資源配分の非効率化や社会的不平等の拡大をもたらすなど弊害が大きく、さらにハイパーインフレ状態に陥ってしまった場合は、急激な景気引き締めが必要になり、インフレが落ち着いた後にそれまで以上の景気刺激策が求められることから、結果としてかえって多量の公債発行を余儀なくさせられる可能性がある。

したがって本文中で指摘したように、デフレから脱却して名目成長率を高めていくことに加え、物価安定化で持続的な経済成長を実現し、その中でしっかりと歳入増加・歳出抑制を行っていくことが、財政健全化への王道であろう。

今、あらためて財政健全化に向けて強い意志の表明を

1990年代のバブル崩壊後の公債累増に対処するため、これまで、2011年に国・地方を合わせたプライマリー・バランスを黒字化するという目標の下、財政のスリム化が進められてきた。しかしながら世界的金融・経済危機もあってこの目標は達成不可能となり、公債発行額が再び大幅に増加しようとしている。

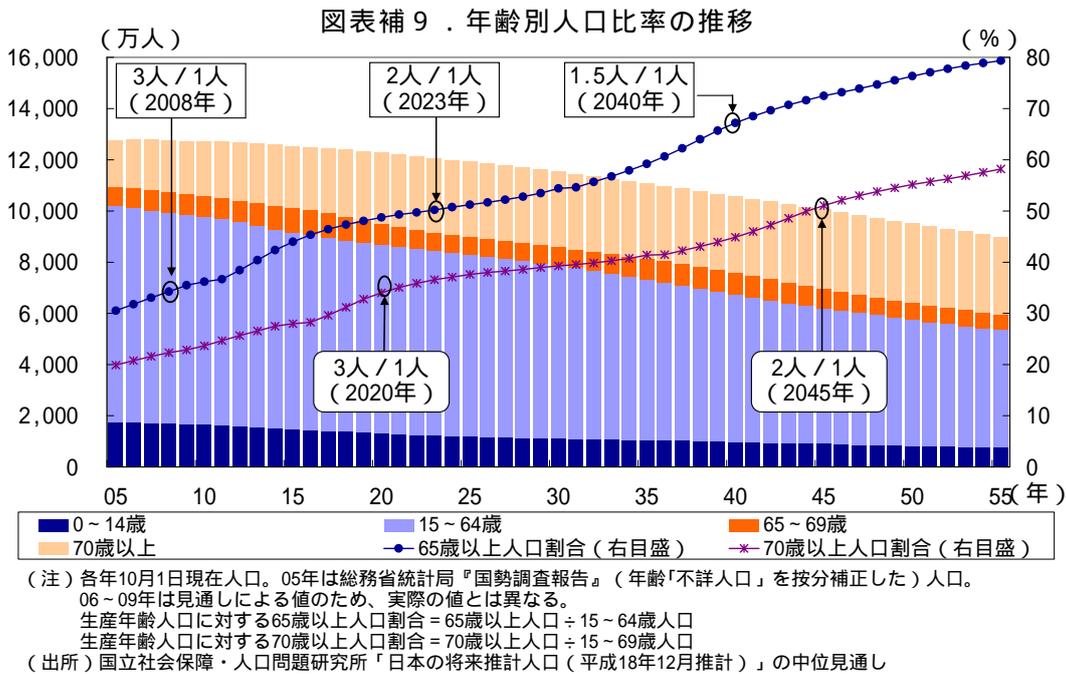
民間部門の自律的回復力がまだ弱い間に性急な財政赤字削減策をとることは、マイナスの乗数効果を通じて将来の景気回復の力を弱めて税収の伸びを一層低めたり、また場合によれば将来さらに財政赤字拡大を伴う追加的な景気刺激策を取る必要性に迫られたりするおそれが強く、かえって財政健全化の時期を遅らすことになりかねない。従って、実際の財政赤字削減策を実施する時期については慎重に考慮されるべきである。しかし財政削減目標やそのための手段についての検討は、社会保障の給付・負担のあり方の検討とも併せて、早急かつ積極的に進められるべきであると考え。こうした財政健全化目標や手段については、恣意的な変更や逸脱した運用がなされないように明確にルール化すべきであろう。しかしその場合でも単年単位の一律な設定ではなく、景気循環による財政赤字変動を前提とした中・長期的な視点に立ったものとするべきである。

次に人口動態から長期的視点にたった配慮が必要であることを、改めて強調しておきたい。図表補9は、本文図表13に手を加えたものである。人口推計において、生産年齢人口（15～64歳）と高齢者人口（65歳以上）の比率は、2020年過ぎに2対1となる。しかし70歳以上人口と15～69歳人口の比率についてみると、2対1になるのは21世紀半ばとなる。

このことは、15～64歳の人口数が減少していく中で社会保障及び財政全体としての歳出・歳入構造を考える時に、次の三点の重要性を示唆している。すなわち第一に、労働力

<sup>13</sup> “A Strategy for Renormalizing Fiscal and Monetary Policies in Advanced Economies” by Carlo Cottarelli and Jose Viñals, IMF Staff Position Note (Sept., 2009)

人口が減少する中で国の歳出額を維持していくのならば、全ての国民一人当たりで負担を増やしていかなければならないこと、第二に、高齢者一人当たりの年金受益額を維持するためには年金の受益年齢を引き上げる必要性が高いこと、第三に、健康で働ける年齢が上昇している現状では、元気な高齢者が働ける場をさらに拡大し、支援される側から支援する側へと立場を変えていくことが望まれること、である。



もちろん、年齢が高くなっていくほど健康状態や体力の個人差が大きくなっていくという点について、十分考慮する必要がある。このため税や社会保険料の構造のみならず、医療や介護の費用負担と受益の構造、労働市場における定年制や年齢別賃金カーブのあり方も含めて、国の経済社会システム全体として高齢化・人口減少に対してどのような負担・受益構造で対処していくのかを、今まで以上に真剣に議論していくことが必要ではないだろうか。

何らかの政策について議論する際に、日本では民意とか国民世論というように「国民」という視点が強調されるが、欧米の論調では「タックス・ペイヤー」としての視点が強調されているように感じられる。「事業仕分け」の実施によって、日本では政府歳出についての関心がかつてなく高まっている。これを機会として、その議論を財政健全化の必要性にまで発展させ、社会保障を含めた公的部門の支出・負担構造がどうあるべきか、その実現のために何をしていくべきなのかという、真剣な議論が本格化していくことを期待したい。

以上

< 経済見通し担当者 >			E-Mail : <a href="mailto:chosa-report@murc.jp">chosa-report@murc.jp</a>
後藤 正之	主席研究員	総括	
小林 真一郎	主任研究員	総括	
塚田 裕昭	主任研究員	住宅・国際収支	
芥田 知至	主任研究員	海外経済・原油・為替・金利	
中田 一良	研究員	家計部門・雇用・政府部門	
鶴田 零	研究員	企業部門・金融・物価	
新川 真吾	研究員	地域経済	
尾畠 未輝	準研究員	企業部門	
細尾 忠生	研究員	海外経済	

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の売買や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、弊社はその正確性を保証するものではありません。また執筆者の見解に基づき作成されたものであり、弊社の統一的な見解ではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。当資料は著作物であり、著作権法に基づき保護されております。一部を引用する際は必ず出所（弊社名、レポート名等）を明記して下さい。全文または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要ですので、弊社までご連絡下さい。