

日本経済の中期見通し(2010～2020年度)

～高齡社会に向けて基盤の再構築に臨む日本経済の10年～

<要旨>

日本経済は、足元では景気の踊り場に入っているが、2011年度央ごろから内需に支えられた自律的な回復を達成する。世界経済も、欧州経済やアメリカ経済が不安定な中でも、新興国が成長をリードし続けるだろう。

2020年度までの日本経済を見通すと、世界経済の成長に伴い輸出が増加し、これが企業の増収を通じて設備投資や個人消費などの内需の緩やかな増加に繋がっていく。しかし雇用情勢の改善はゆっくりとしたものとどまる。産業構造では製造業の生産シェアが再び高まるが、雇用の主体は非製造業となる。その結果、10年代前半は潜在成長率よりもやや高めの経済成長となり、13年度頃にはデフレ脱却に目処がたつ。10年代後半は、ほぼ潜在成長力見合いの成長となる。

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、それでも政府の長期債務残高/GDP比は200%を超えると見込まれる。財政健全化は急務である。

日本経済の先行きに大きな影響を与える要因のうち、人口構造の変化は供給能力よりも国内需要により強い影響を与えるだろう。中長期的な成長のためには、経済効率性の改善努力に加えて、規制緩和などにより潜在需要を実需に結びつけていく必要がある。

一方で企業の体質は改善しているため、増益傾向は維持される。しかし日本経済の投資収益率が低下する中で、企業の貯蓄超過傾向が続く。国内需要を拡大する観点から、家計への配分を増やすことが望まれる。

2010年には日本は世界第二位の経済大国の座を中国に譲り渡した。また国民一人当たりの実質的な豊かさの点でも、東アジア諸国に追いつかれ、追い抜かれようとしている。これからの日本にとって、少しでも全体のパイを大きくすること、過去の経緯にとらわれない負担・受益のバランスを実現していくことが重要になる。

<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%	0.1%	1.4%	0.9%
名目GDP成長率	0.0%	-0.9%	1.8%	1.5%
GDPデフレーター	-1.3%	-1.1%	0.4%	0.6%

三菱UFJリサーチ&コンサルティング株式会社

調査部 後藤 正之 (chosa-report@murc.jp)

〒108-8248 東京都港区港南 2-16-4

TEL:03-6711-1250

【目次】

<u>はじめに</u>	1
<u>I. 日本経済の中期見通し</u>	
1. 日本経済の現況と短期見通し	1
2. 日本経済の中期見通し	
(1) 前提とする世界経済の見通し	3
(2) 中期見通しの概要	4
(3) 世界経済の成長に伴い高まる輸出依存度	7
(4) 新たな発展を模索する企業部門	10
(5) 大幅な改善は期待しがたい雇用・賃金情勢	14
(6) 少子高齢化の進展に伴い減速する家計部門	18
(7) 製造業の生産シェアは再び高まるが、雇用の中心は非製造業	22
(8) 財政健全化に取り組む政府部門	25
(9) 金利・為替は安定的に推移	28
(10) 2010年代半に下げ止まりへ向かう物価	31
<u>II. 日本の中期経済見通しへの視点</u>	
1. 少子高齢化と成熟社会への移行	
(1) 人口構造の変化	34
(2) マクロ経済への影響	35
(3) 経済の効率性改善	37
(4) 部門間での需給ギャップ	39
2. 企業体質の健全性	
(1) 好調な企業部門	41
(2) 貯蓄超過の持続	42
(3) 投資しても儲かりにくい体質	43
(4) 雇用者への配分増加を	45
3. 金融危機後の世界経済の成長力	
(1) 欧州の財政・金融危機からの脱却	48
(2) アメリカ経済の立ち直り	51
(3) 新興国の成長持続と国際的インバランスの解消	54
4. 政府の中長期政策	56
<u>おわりに</u>	59
<u>見通し予測総括表</u>	62
<u>(補論) デフレからの脱却に向けて</u>	
(1) マクロ経済の需給ギャップの存在	64
(2) 固定化したデフレ予想	68
(3) 新興諸国からの輸入増加の影響	73
(4) 内外価格差	76
(5) 今後の対応	79

はじめに

2007年夏のサブプライム問題深刻化、08年秋のリーマン・ショックによって、数十年に一度といわれる世界的かつ大規模な景気後退が発生した。09年からは、世界経済も日本経済も景気回復の動きが鮮明となり、企業活動は危機以前に近い水準まで戻ってきた。しかしながら雇用情勢は依然として厳しい状態が続いている。10年には欧州で財政金融危機が深刻化し、アメリカでは景気回復の遅れが懸念されるようになった。一方で中国は依然高成長を続けているが、その速度は徐々にスローダウンしている。こうした動きを背景に、世界経済のマクロ的不均衡が再び問題となっている。

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

I. 日本経済の中期見通し

1. 日本経済の現況と短期見通し

最初に、中期見通しのベースとなる日本経済の現況判断と、2012年度までの見通しについて整理しておきたい。

2010年度の景気の現況を見ると、たばこ税増税やエコカー購入への補助金支給策終了前の駆け込み需要など、個人消費が一時的な要因で押し上げられた影響から、7～9月期の実質GDPは前期比年率+4.5%と高い伸びとなった。しかし秋口以降の経済諸指標が弱含んでいる状況から判断すると、景気は10月以降すでに踊り場に入っていると考えられる。

2010年度下期は、政策効果の剥落により、10～12月期には実質GDPが前期比でマイナスに転じる可能性が高く、また11年1～3月期についても高い伸びは期待できず、景気は踊り場の状態が続くと見込まれる。これまでの経済成長を支えてきた輸出は、新興国向けなどの需要は底堅いことから、円が対ドルで80円を割り込むような水準で定着しなければ、伸びは大幅に鈍化するものの増加基調は維持されよう。もう一つの経済成長の柱である個人消費は、政策効果が剥落していくことから、マイナス成長へと転じるだろう。このため生産も低水準で推移し、企業利益も減少に転じそうである。

もっとも、前述したように輸出の増加が続いているほか、年度中は設備投資、住宅投資といった民需が緩やかながらも増加基調を続けることから、年度後半は景気が足踏み状態に陥っても、失速するには至らない見込みである。

2010年度の実質GDP成長率は前年比+3.2%とかなり高い伸びとなると予想されるが、これは09年度中の成長によってゲタ¹(+1.9%)を履いていることが影響しており、経済の実力である年度中成長率は+1.4%の伸びにとどまると予想される。また10年度の名目

¹ 年度内で四半期毎の水準の動きに着目して、前年度末の1～3月期の水準と前年度の平均水準との差(変化割合)を見たものをゲタという。これは、仮に翌年度において前年度末の水準のまま推移したとしても、前年度に比べゲタの分だけ成長が達成できるためである。

GDP成長率は前年比+1.3%と3年ぶりのプラス成長を達成するものの、デフレーターは前年比-1.9%とデフレ圧力が続くだろう。

2011年度には、夏場頃から景気は自律的な回復軌道に乗ってくると予想され、デフレ圧力も薄らいでくるだろう。11年度の景気の牽引役として期待されるのが、輸出と内需である。輸出は海外景気の回復が続くことや、円高が徐々に修正されてくることから、増加傾向を維持すると考えられる。輸出の増加は、生産の拡大や企業収益の改善を通じて、内需の持ち直しにつながると期待される。雇用・賃金情勢については、企業の雇用過剰感が徐々に薄らいであり、企業の業績の改善に伴って持ち直しの動きは続くだろう。10年度後半に落ち込んだ個人消費も、消費者マインドの改善も伴って徐々に持ち直してることが期待される。こうして内需全体では、11年度入り直後はややもたつく可能性があるが、次第に力強さを取り戻してくると考えられ、夏場頃からは自律的な回復軌道に乗ってくる可能性が高いだろう。この結果、11年度の実質成長率は前年比+1.5%(年度中成長率も+1.5%)、名目GDP成長率は前年比+1.1%となって、デフレターのマイナス幅は同-0.4%まで縮小すると予想される。

2012年度は、景気の自律的な回復の動きが続くと予想され、内需主導の景気回復の姿が鮮明となってくるだろう。12年度の実質成長率は前年比+2.0%と予測されるが、ゲタを除いた年度中成長率は+1.0%にとどまるため、景気に過熱感はないだろう。名目GDP成長率も前年比+1.8%となり、デフレターのマイナス幅は同-0.1%まで縮小してくる見込みであり、デフレ解消に概ね目途がつくと予想される。

図表1は、2012年度までの対前年度比成長率と、ゲタ・年度中の成長率との関係を整理したものである。

図表1. 実質GDP成長率の見通し

	前年度からのゲタ ①	年度中の成長率 ②	前年度比成長率 ①+②
2008年度 (実績)	0.5%	-4.6%	-4.1%
2009年度 (実績)	-5.8%	3.4%	-2.4%
2010年度 (見通し)	1.9%	1.4%	3.2%
2011年度 (見通し)	0.0%	1.5%	1.5%
2012年度 (見通し)	1.0%	1.0%	2.0%

(注) 四捨五入の関係で計算された数字が合わないこともある

(出所) 内閣府「四半期別GDP速報」

2. 日本経済の中期見通し

(1) 前提とする世界経済の見通し

現下の世界情勢は、経済面のみならず、政治面や安全保障面で不透明感が強く、先行きを見通すことが難しい。今回の中期見通しの作成に当たって、政治面や安全保障面に関しては、国際政治社会情勢は安定的に推移し、大きな事件が起こらないと仮定している。他方経済面に関しては、次のようなシナリオを前提とすることにした。アメリカや欧州では足元から2010年代半ばにかけて潜在成長力並みの成長力に回帰していく。一方新興国は総じて好調な成長が続く。結果として世界経済全体は10年代前半に4%台半、後半に4%前後の成長率となる(図表2)。

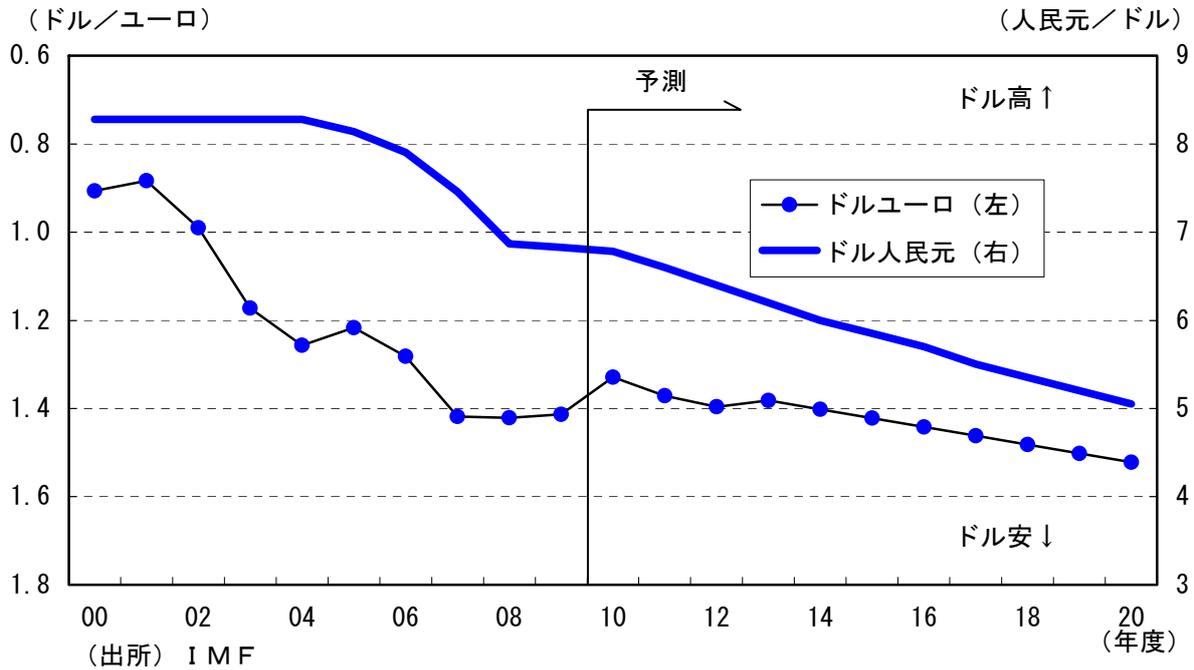
図表2. 前提とする世界経済見通し

	2006 ~ 2010	2011 ~ 2015	2016 ~ 2020
世界	3.4	4.5	4.1
先進国	1.1	2.5	2.2
米国	1.0	2.7	2.2
欧州	0.7	1.9	1.9
日本	0.1	1.8	0.8
その他	3.1	3.7	3.3
新興国	6.4	6.5	5.7
アジア全体	9.1	8.5	7.0
中国	11.2	9.5	8.0
旧ソ連(ロシア等)	4.0	4.5	4.3
中東	4.6	4.8	3.9
中南米(ブラジル等)	3.9	4.1	4.0

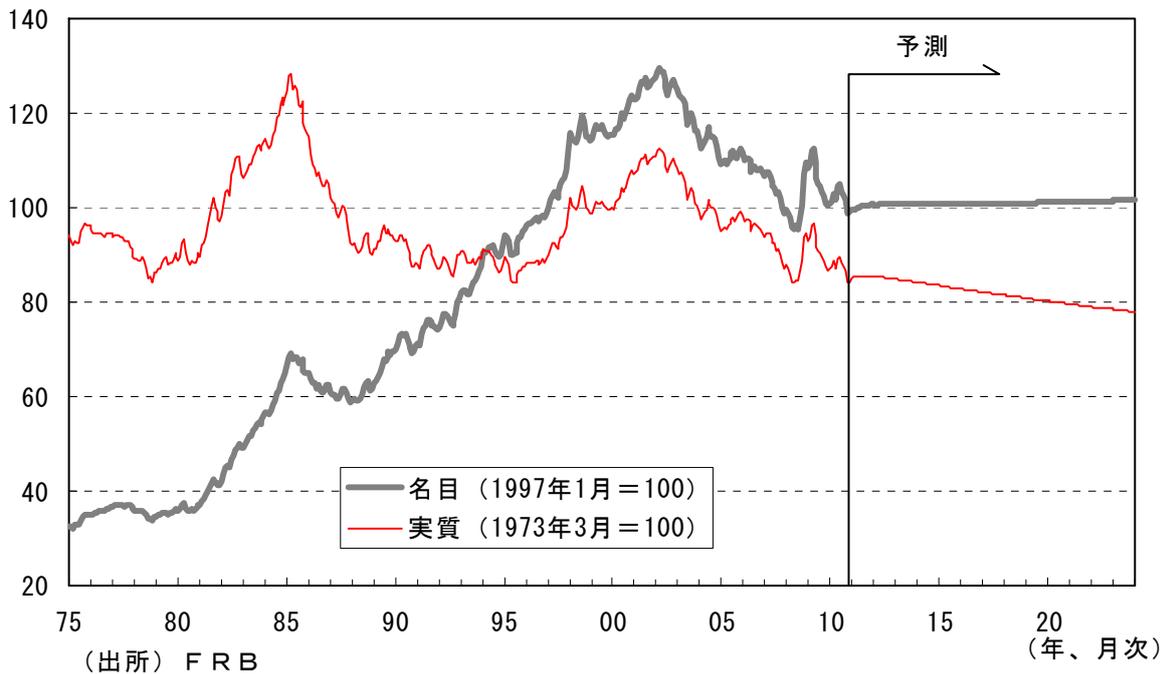
(注) 先進国、新興国の分類はIMFによる

為替レートについては、中国人民元が対ドルで緩やかに増価する。ユーロも物価情勢の相違を反映して対ドルで緩やかに増価する。一方で、中南米・アセアン等の通貨は対ドルで減価するので、結果としてドルの実効レートは名目ベースでほぼ横ばいで推移すると、想定した。また、アメリカよりも中国の物価上昇率が高いことなどを反映して、ドルの実質実効レートは、緩やかに低下する(図表3)。原油価格(WTI)については、2010年度に80.8ドル/バレルから、20年度には110.2ドルへと上昇していくことと見込んでい

図表3. ドルユーロ、ドル人民元の推移



図表4. ドル実効レート



(2) 中期見通しの概要

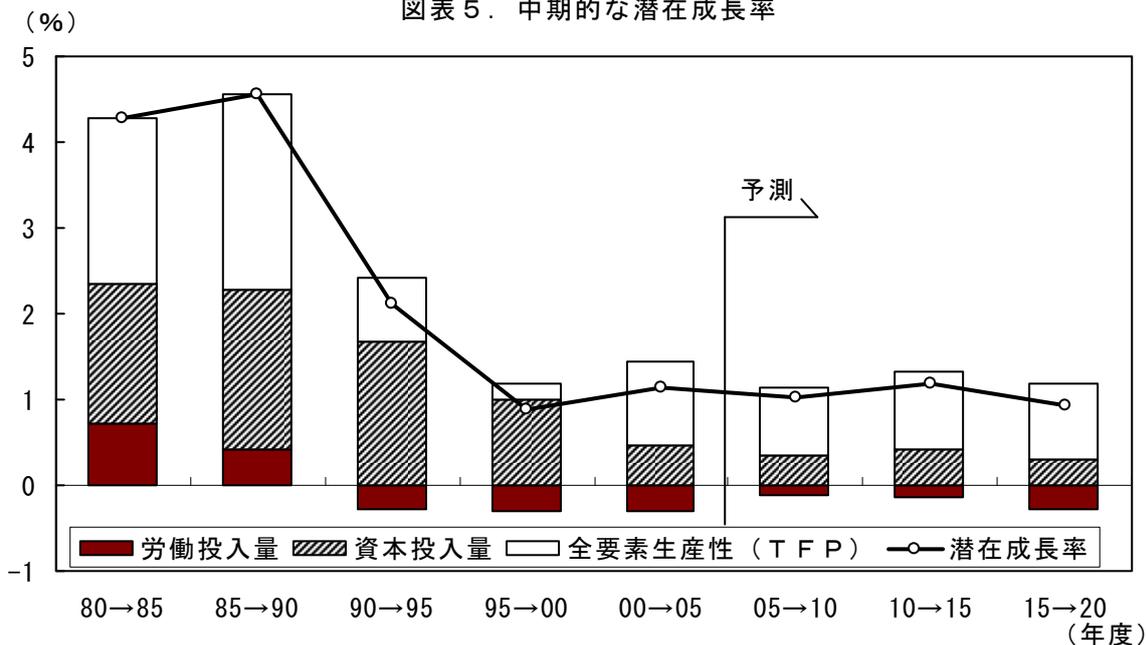
本中期見通しは、政策面では政府が2010年6月に決定した財政運営戦略に基づき作成している²。ただし、14年度及び19年度に消費税が5%ポイントずつ引き上げられ、計15%

² 今回の見通しでは、2010年度補正予算までの情報を盛り込んでいる。2011年度予算案に予定される諸

になるという独自の仮定を付け加えている。

最初に日本のマクロ経済の先行きを、供給面と需要面に分けて総括しよう。供給面では、2010年代前半の潜在成長率は1.2%程度、後半は人口減少の影響から労働力の寄与が低下して0.9%程度の水準で推移するものと見込まれる。資本ストックの寄与は、設備投資の動向を反映して00年代前半よりも低い水準となるだろう。技術進歩などを表す全要素生産性(TFP)の寄与については、00年～経済危機前よりやや高い0.9%程度で推移すると見込んでいる(図表5)。

図表5. 中期的な潜在成長率



(注) 内閣府「経済財政白書(平成19年版)」、「日本経済2009-2010」を参考に潜在成長率を計算。具体的には、労働分配率×労働投入量の伸び、(1-労働分配率)×資本投入量の伸びから、労働、資本の経済成長への寄与を求め、これらと実際の成長率との差から全要素生産性(TFP)を推計。このTFPと潜在的な労働、資本投入量から潜在成長率を試算した。

(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」、「職業安定業務統計」、総務省「労働力調査」、日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

需要面では、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が増加傾向を続ける。設備投資も増加傾向を示す。他方、個人消費や住宅投資は、賃金の伸びが緩やかであることや人口減少の影響などから、増加は続けるものの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家計の貯蓄率は低下を続ける。経常収支はほぼ横ばいの黒字幅で推移する。

施策については、本稿執筆時点でまだ具体的内容が決まっていないことから、考慮していない。しかし11年度の予算編成は中期財政フレーム(国債費を除く歳出額71兆円以下、国債発行額44兆円以下など)の枠内で行われる方針であるため、全体のストーリーに大きな影響はないと考えている。

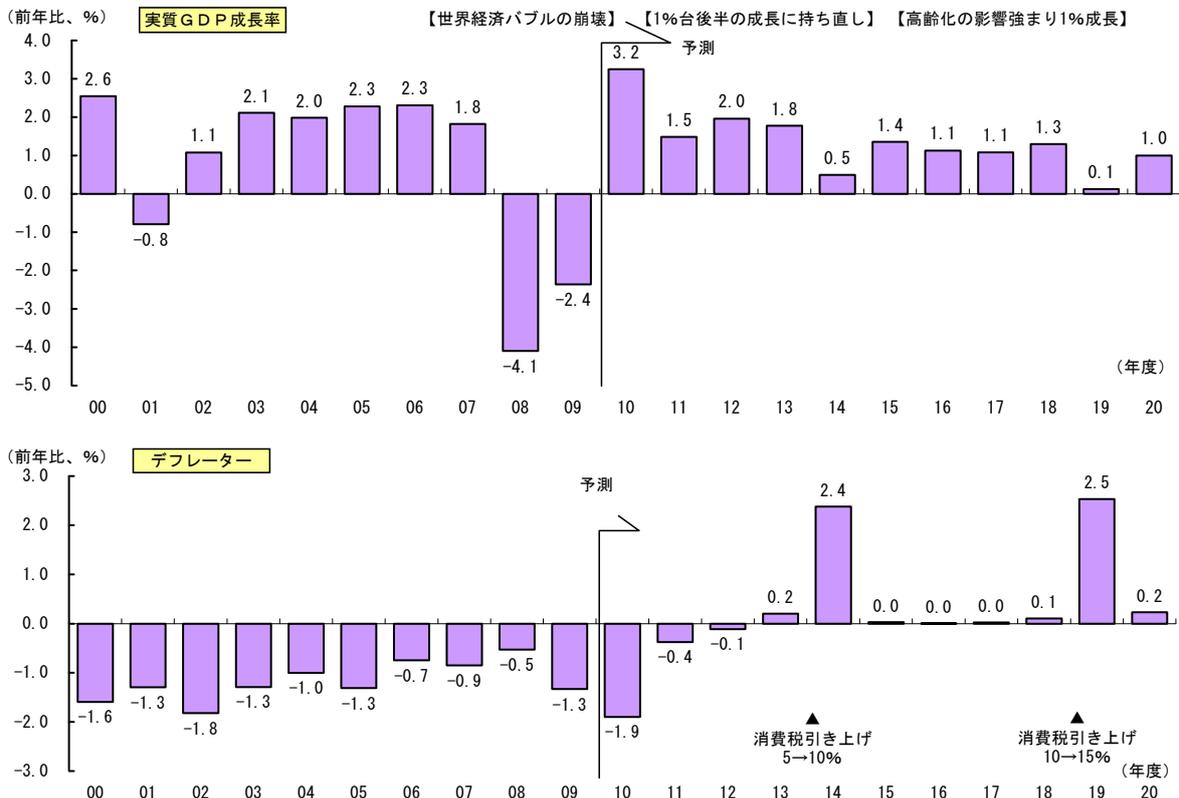
今後の日本経済には、人口構造の変化、企業体質の改善、世界経済の力強さの三つの流れが大きな影響を及ぼすものと考えられる(第二章で詳述する)。図表6は、この三つの流れの先行きと経済成長のイメージをとりまとめたものである。また図表7は、年々の成長率見通しのイメージ図である。

図表6. 日本経済を取り巻く三つの先行き

		実績	見通し		
		2001~05年度	2006~10年度	2011~15年度	2016~20年度
経済成長率 (実質、年平均)		1.3%	0.1%	1.4%	0.9%
1人当たり経済成長率 (実質、年平均)		1.2%	0.2%	1.7%	1.4%
人口変化率 (年平均)		0.1%	-0.1%	-0.3%	-0.4%
三つの流れ	少子高齢化と成熟型社会への移行	[Blue arrow pointing right]			
	企業体質の健全性	[Green arrow pointing right]			
	世界経済の成長力	[Red arrow pointing right]			

(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7. 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」

ご利用に際しての留意事項を最後に記載していますので、ご参照ください。

総括すれば、日本経済はほぼ潜在成長力に見合った成長を続けていくが、見通し期間前半では潜在成長力よりもやや高めの伸びとなる。このため 2012 年度頃までには物価が下げ止まり、デフレ脱却の目処が立つ。その後はほぼ潜在成長力見合いの経済成長となる。雇用環境は改善の方向に向かうものの、その速度は緩慢なものにとどまる。産業構造では、生産に占める製造業のシェアが増加するが、雇用の中心は非製造業となる。財政状況は厳しい状態が続き、健全化のためには増税が不可避である。

(3) 世界経済の成長に伴い高まる輸出依存度

輸出は 2008 年 9 月のリーマン・ショック以降に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急速に増加してきた。しかしながら、足元では横ばい圏での推移となっている。輸入も、回復のペースは輸出より遅れながらも、やはり持ち直してきていたが、こちらも足元では横ばい圏で推移している。今後の輸出入は、横ばい状態から、世界経済・日本経済の緩やかな回復に呼応して、両者とも再び増加基調での推移へと移行するだろう。国際収支に関しては、貿易黒字が減少、所得収支の黒字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、黒字額はほぼ横ばいで推移していくと見込まれる。

①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 年に入ってからアジア向けを中心に急速に持ち直してきた。足元の輸出動向は、アジア向けの急激な持ち直しが一巡したことから、横ばい圏で推移している。一方、これまでアジア等に比べて戻りが遅れていたアメリカ向けは、緩やかな増加基調を維持している。

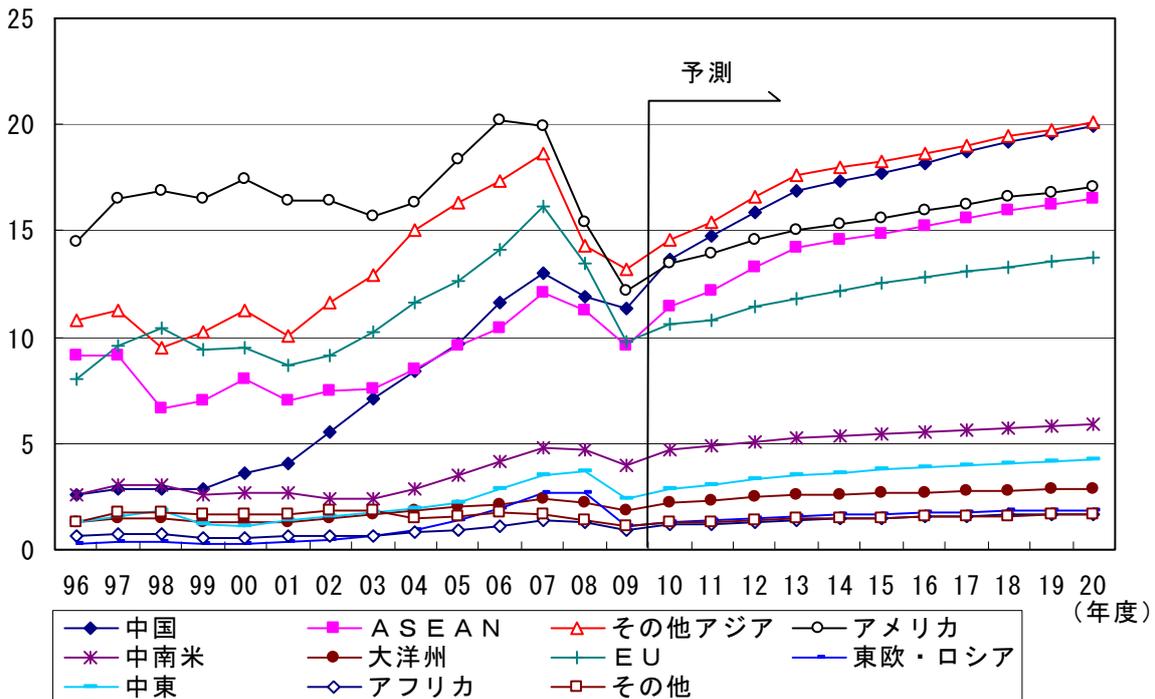
今回、前述(図表 2)した世界経済の見通しをベースとして、相手先国・地域別の輸出額の見通しを試算した。この世界経済の見通しでは、アメリカや欧州が足元から 2010 年代半ばにかけて潜在成長力並みの成長に回帰して 2% 近辺での成長を続ける一方、アジア諸国など新興国経済は総じて好調な成長を維持すると見込んでいる。日本の輸出についても、これらに呼応して、アジア新興国向けを中心に堅調な伸びが持続すると予想する。足元では、横ばい圏で推移しているアジア向け輸出も、好調なアジア経済の成長に支えられて、再び増加基調に移行すると見込まれる。アメリカや欧州など先進国向け輸出も増加基調での推移を見込むが、その勢いはアジア向けに比べれば緩やかなものに留まろう(図表 8)。

また、輸出動向に影響を与える為替レートの推移については、対ドルでは 2010 年度の平均 85 円/ドルから、15 年度 81 円、20 年度 73.5 円と円高が進行していくという前提を置いている。しかし、日本の輸出構造において、最終財中心の先進国向けから中間財中心の新興国向けへのシフトが今後も更に進むことから、対ドルでの円高の進展による減少分を吸収して、トータルでは輸出の増勢が維持できると見込まれる。高度な技術力を要し、

グローバルな製造工程に組み込まれた中間財の輸出は、消費財に比べて、円高の進展を理由に競争国製品に代替される度合いが小さいと考えられるためである。

日本から世界への輸出全体を予測期間を通して見ると、前半はリーマン・ショックによる輸出急減の反動から比較的高めの伸びを維持するが、次第に伸び率は縮小していく見込みである（図表9）。

図表8. 財・サービス輸出の国・地域別推移（名目値）

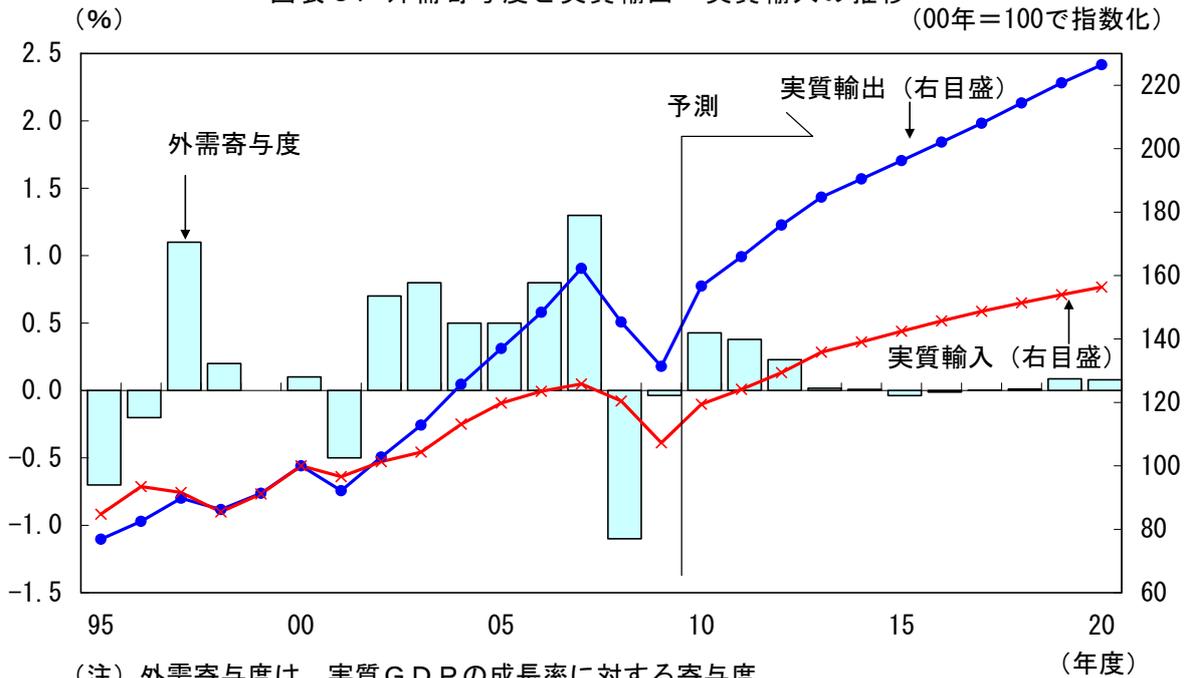


（出所）日本銀行「国際収支統計」

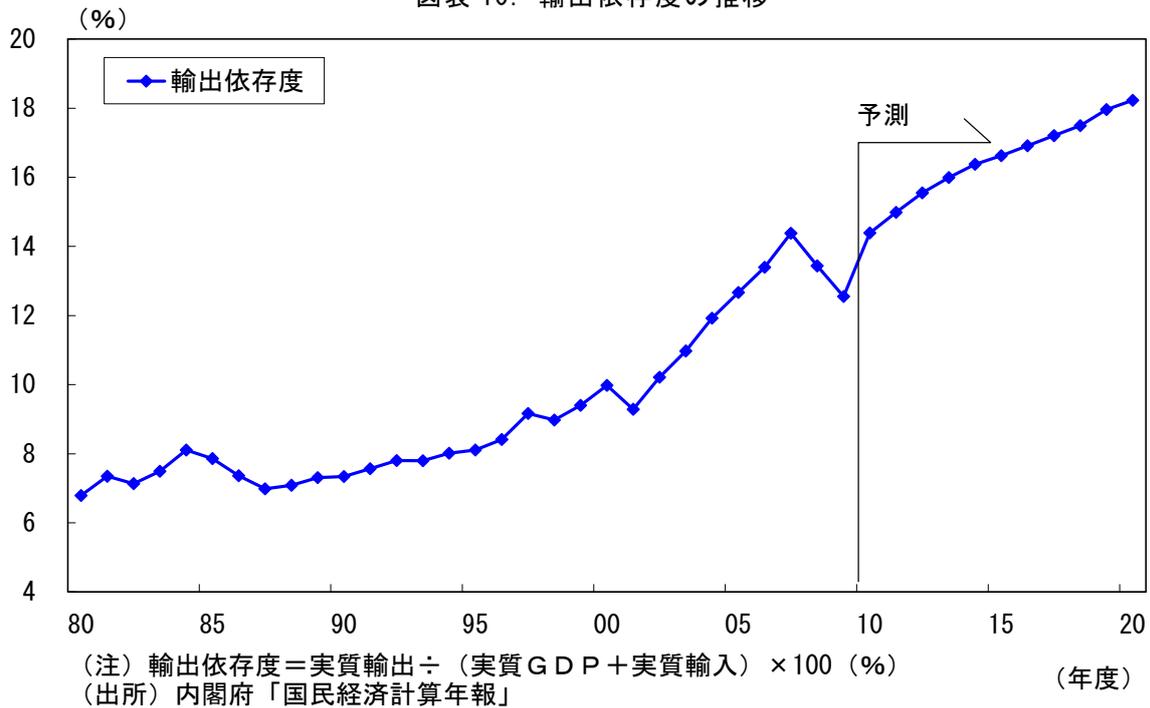
②輸入

日本の輸入も、日本からの輸出同様、リーマン・ショック以降に大きく落ち込んだ後、回復経路をたどってきている。ただし、その勢いは、輸出に比べると小さなものに留まっている。新興国経済の高い成長に牽引される輸出と比べ、輸入は主に日本の内需の伸びに呼応して変化するため、世界経済と日本経済の成長力の差が、回復の勢いの差につながっている。今後についても、国内需要の伸びが世界経済の成長率に比べて低めに推移すると見込まれることから、輸入の伸びは、輸出の伸びに比べて総じて小さなものととどまろう（図表9）。以上の結果、日本経済の輸出依存度（実質ベース）は、予測期間を通じて高まっていくと予想される（図表10）。

図表 9. 外需寄与度と実質輸出・実質輸入の推移



図表 10. 輸出依存度の推移



③国際収支

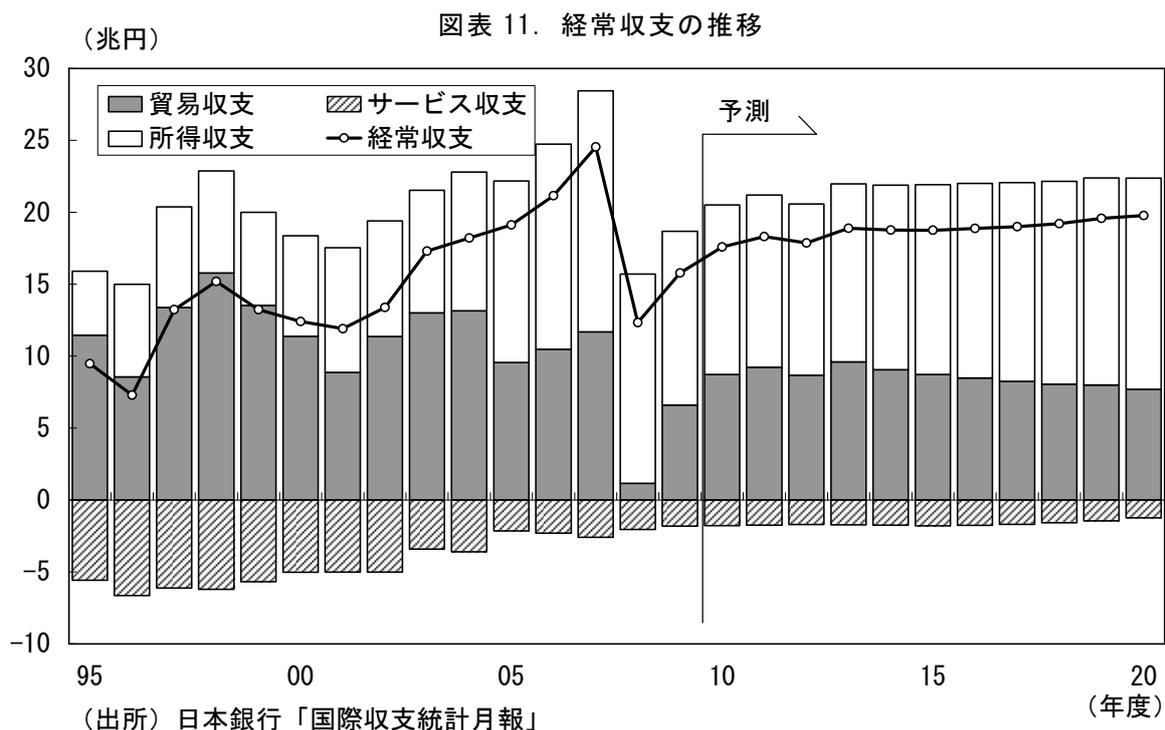
2008年度に1.2兆円と黒字幅の水準を大きく下げた後、日本の貿易収支は、輸出先行の回復により、09年度に6.6兆円の黒字まで回復した。10年度は8.7兆円の黒字と更に回復が続く見込みである。今後の輸出入の動向は、実質ベースでは輸出の伸びが輸入の伸びを上回るが、名目ベースでは、原油価格が水準を上げていくなどの要因により輸出の伸びが

輸入の伸びを下回ることが予想される。このため、名目ベースの貿易収支は、黒字を維持するものの、黒字幅は緩やかに縮小していくものと予想される（図表 11）。予測期間を通じて、貿易黒字額は、8~9兆円程度のレンジで推移すると見込む。

所得収支の黒字額は、2005年度以降、貿易黒字額を上回る水準を維持している。経年の経常収支黒字が日本の対外資産として積み上がり、多額の所得収支黒字の計上につながっている。所得収支の先行きについては、今後も対外資産の積み上がりが続く一方、足元の世界的な金利低下の影響による利息受取の減少から、当面、横ばい圏の推移となると見込まれるが、その後は海外での金利上昇に呼応する形で、黒字幅が拡大していくと予想される。

サービス収支は、赤字が続いているが、赤字幅は近年縮小傾向にある。この傾向は予測期間中も続くと見込んでいる。

このように、貿易黒字がやや縮小、所得収支の黒字が微減を経て拡大、サービス収支の赤字幅が縮小していく中で、日本の経常収支の黒字額は、予測期間を通じてほぼ横ばいで推移していくものと見込まれる。



(4) 新たな発展を模索する企業部門

2008年秋のリーマン・ショックを契機に大幅に落ち込んだ企業収益は、世界経済の回復による輸出の増加や、国内での経済対策の効果などを背景に増加基調に転じた。もっとも、世界経済がバブルの様相を呈していた00年代半ばほどの輸出の高い伸びは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

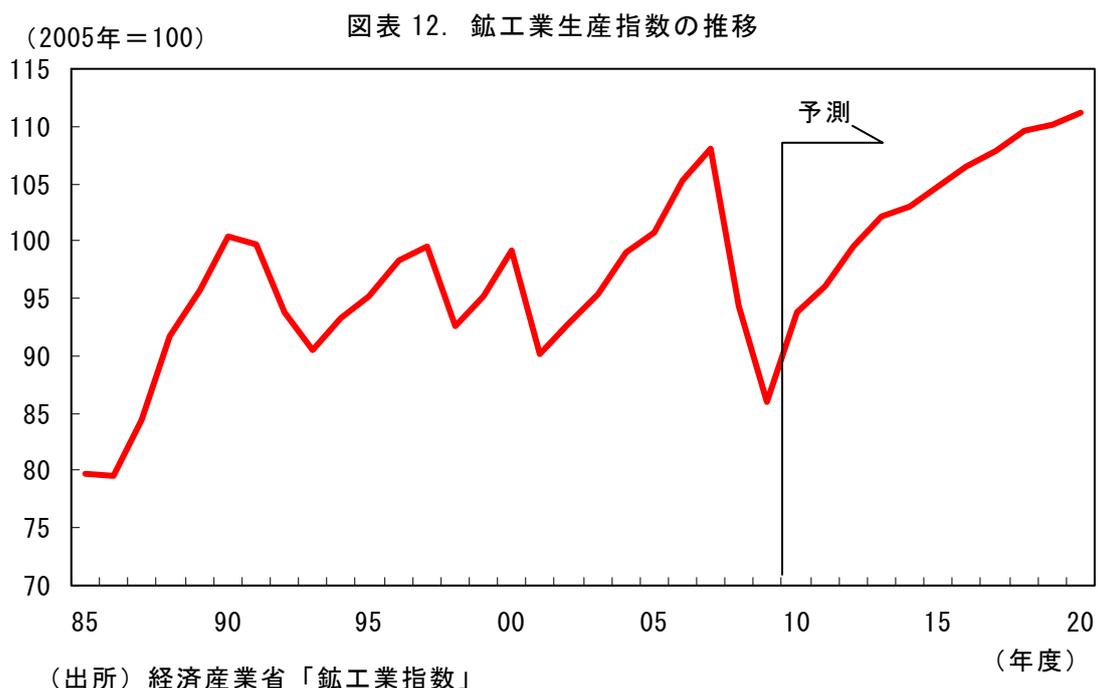
のピークの水準を回復するまでにはしばらく時間がかかるだろう。設備投資は、輸出の増勢を支えるのに必要な生産基盤の維持・拡大や企業の財務体質の改善などを背景に増加基調を維持するものの、企業の海外進出の動きや少子高齢化を背景とした内需の伸び悩みなどが影響してそのペースは次第に緩やかなものになるだろう。

なお、今年6月に閣議決定された「新成長戦略」を着実に実行に移すことが政府には求められる。政府による成長戦略の実行は、企業が新たな需要を開拓していく活動範囲を広げることにつながり、ひいては日本経済の活性化をもたらすはずである。

① 鋳工業生産

鋳工業生産は、リーマン・ショック後の輸出の急減などの影響で2008年度、09年度と2年続けて大幅に減少したが、10年度からは、世界経済の回復を背景とした輸出の拡大や経済対策の効果などで増加に転じている。もっとも、世界経済がバブルの様相を呈していた00年代半ばほどの輸出の高い伸びは今後期待できず、少子高齢化が影響して内需も力強さを取り戻すには至らないと考えられる。そのため、生産の増加ペースは次第に緩やかなものになると見込まれる（図表12）。鋳工業生産を牽引するのは輸出であり、一般機械、自動車、電子部品など付加価値の高い加工製品が中心となるだろう。国際的な価格競争に巻き込まれてはメーカーが国内生産を維持するのは難しい。技術革新を絶えず行うとともに、生産性を向上させる設備投資も怠らないことが、鋳工業生産拡大のカギであろう。

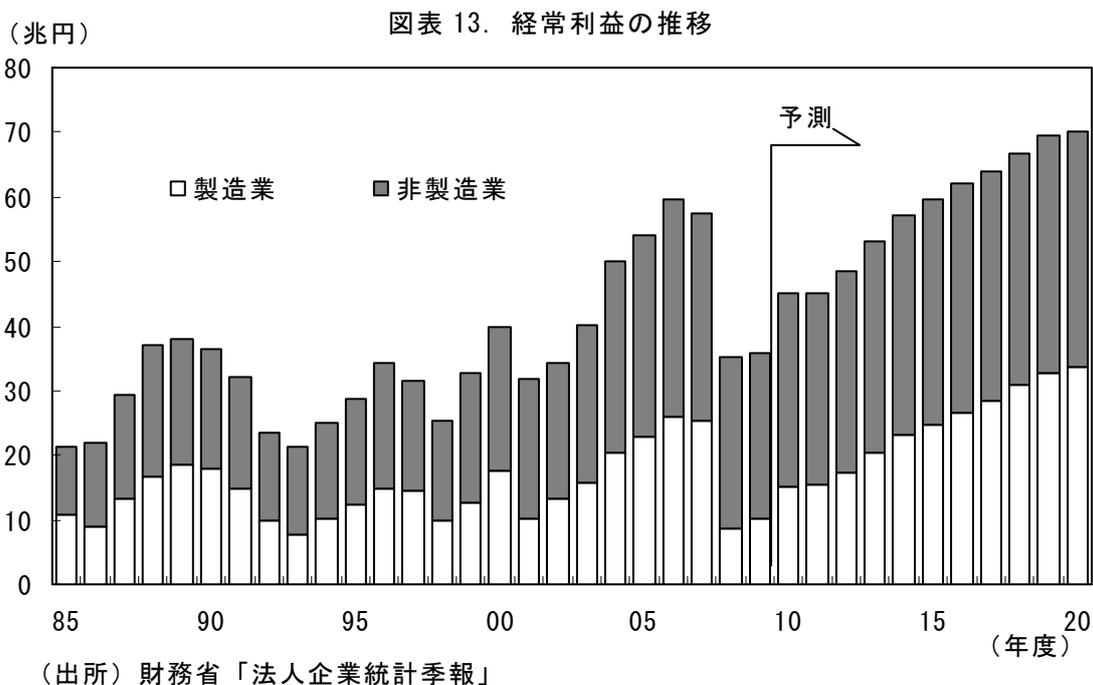
企業は在庫の積み増しにも慎重な姿勢を続けるため、大幅な在庫調整を伴う生産の急激な落ち込みもない見込みである。鋳工業生産は、輸出の伸びが緩やかになるのに合わせ予測期間の後半からは増加ペースが徐々に落ちていく。過去のピークの水準（2007年度）にまで回復するのは18年度頃になると見込まれる。



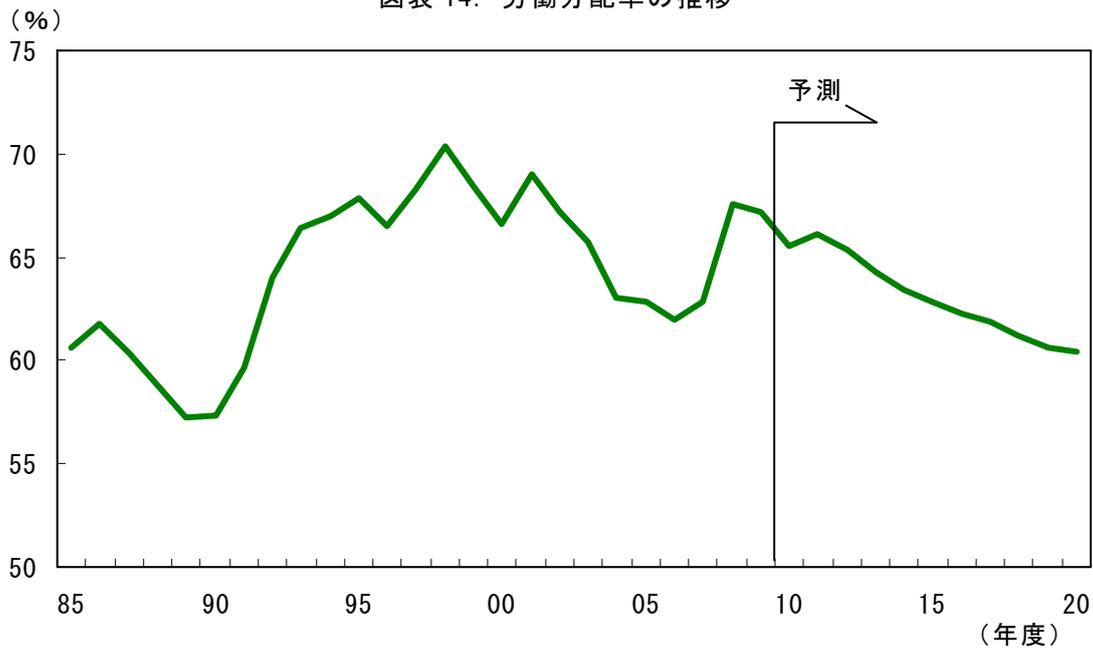
②企業収益

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。しかし、リーマン・ショックをきっかけに世界的な経済危機が起きたことにより国内外で売上が急減し、経常利益も大幅に悪化した。

2009年度に入ってから企業収益は急速に回復してきており、今後も世界経済の回復による輸出の増加を背景に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まだ時間がかかる(図表13)。中国など新興国のさらなる成長や工業化は、一次産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慎重にならざるを得ない。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14)。内需への依存度が高く、人件費などコスト削減余地の小さい非製造業では、収益の改善ペースが製造業よりも緩やかにならざるを得ないだろう。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が続くことになる。



図表 14. 労働分配率の推移

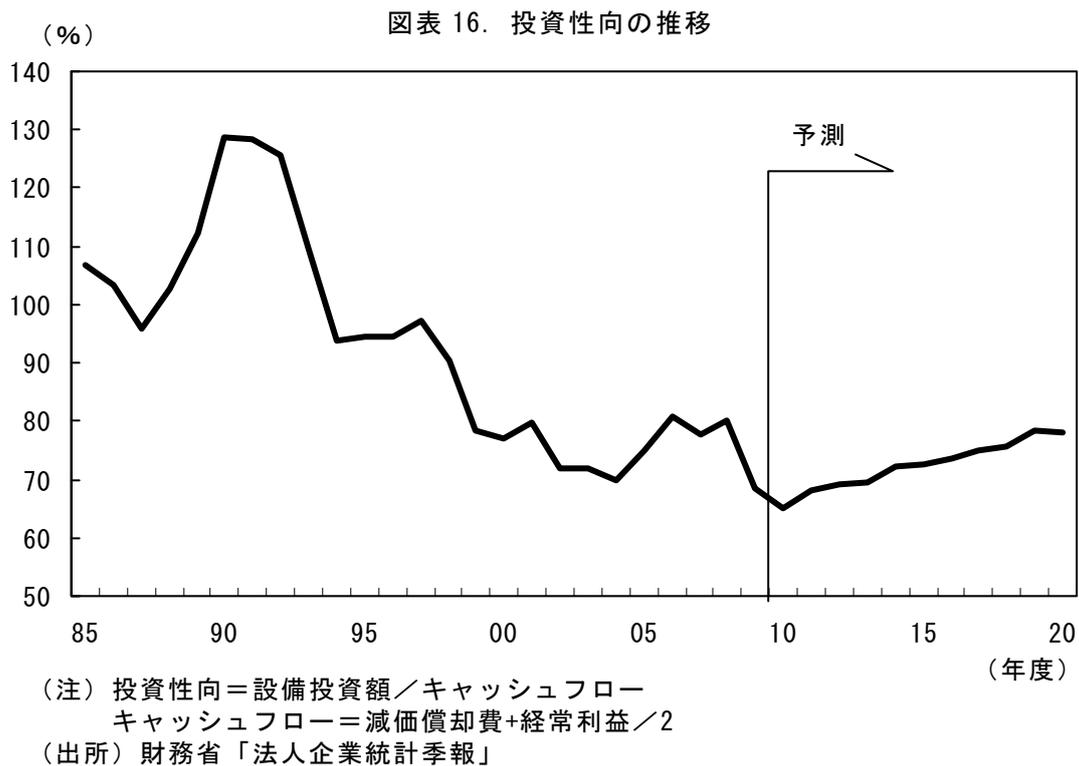
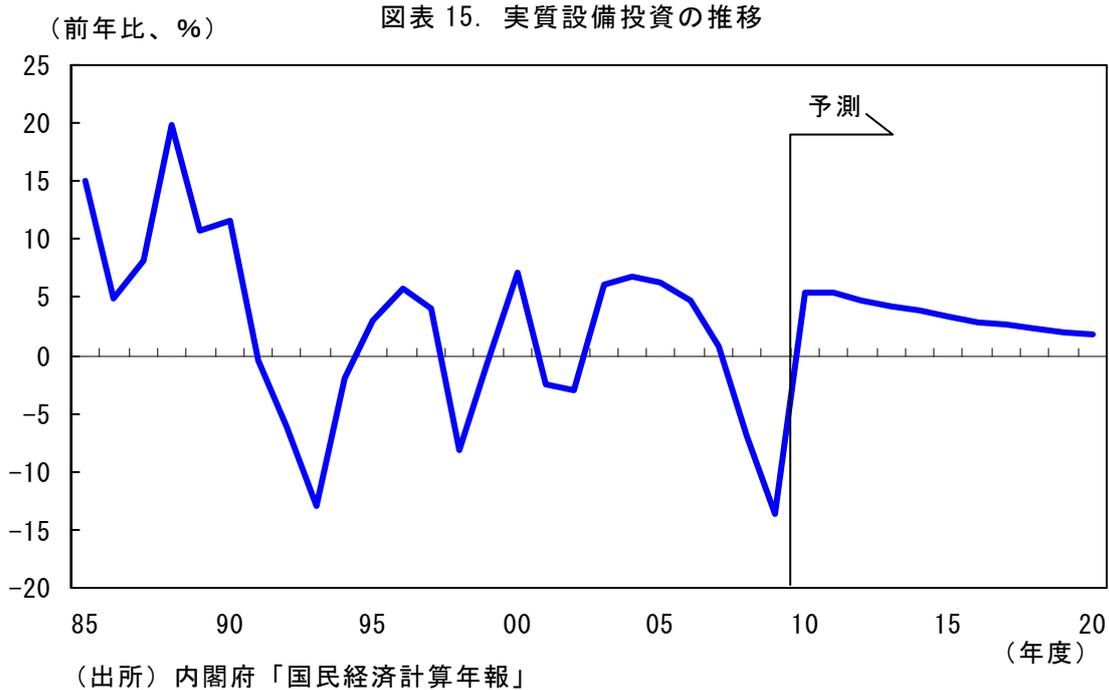


(注) 労働分配率=人件費 / (人件費 + 減価償却費 + 支払利息等 + 経常利益)
 (出所) 財務省「法人企業統計季報」

③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。08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年度も生産設備の稼働率低迷を背景に大幅な減少が続いた。

その後、輸出や生産の回復基調が続いてきたことに加え、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、設備投資は足元で持ち直しが続いている。今後も、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 15)。もっとも、輸出の伸びが2000年代半ばほどの高い伸び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などが影響して、設備投資の増加ペースは過去に比べて緩やかなものになるだろう。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)は持ち直しが続くものの低水準で推移するだろう(図表 16)。



(5) 大幅な改善は期待しがたい雇用・賃金情勢

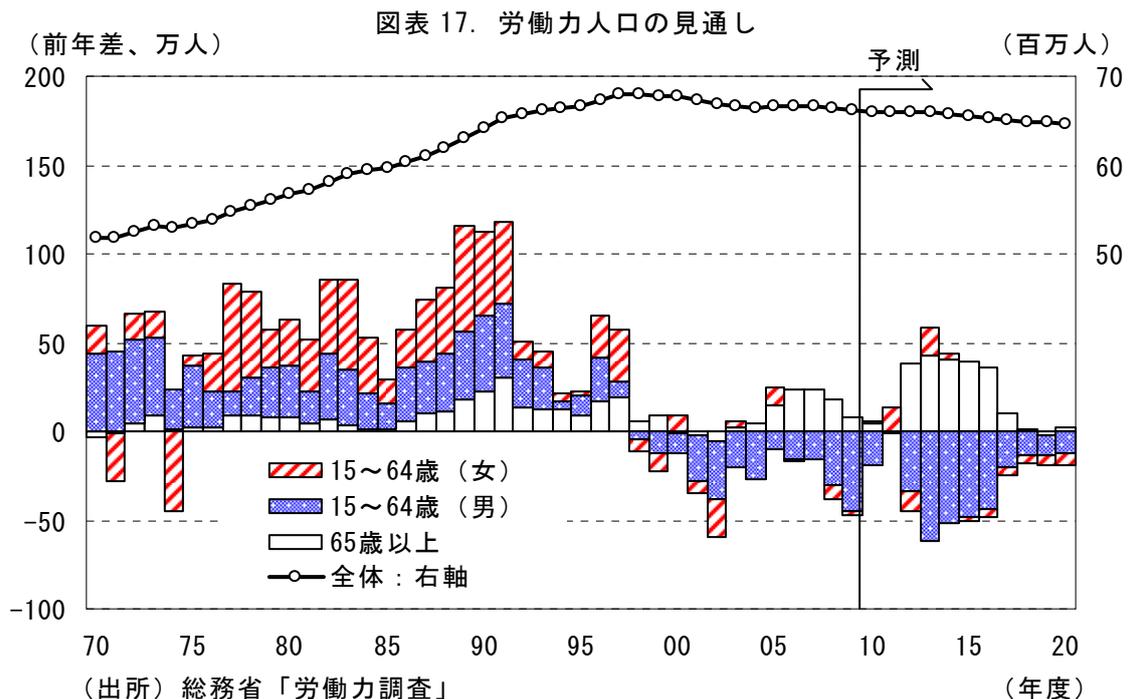
少子高齢化の進行に伴って、65歳以上人口が増加している一方、労働力の中心となる生産年齢人口（15～64歳人口）は1996年以降、減少が続いている。さらに、2012年度以降は、団塊世代が65歳に達し、予測期間中は生産年齢人口の減少傾向が続くとみられること

から、総じて見ると労働力人口は今後緩やかに減少すると予想される（図表 17）。

このような状況の下、高齢者の安定した雇用を確保するため、厚生労働省による“高年齢者雇用対策”の中で、定年の引き上げや継続雇用制度の導入等が進められた。これらの取り組みの効果もあって、高齢者の労働力率は足元で大きく上昇している。また、女性の社会進出が進み、企業内でも子育て支援に対する取り組みが進んできたことなどから、M字カーブ³は徐々に緩和されてきており、さらなる女性労働力の活用も期待出来る。

一方で、男女共に高学歴化がますます進んでいることなどもあって、24歳以下の若年層では労働力率が低下している。また、高齢者の労働力率は高まっているとはいえ、2009年度の65歳以上男女の労働力率は20.1%に過ぎない。さらに、25～59歳男性の労働力率は90%を越える高水準で安定しているものの、その年齢人口は01年の3145万人から09年には2886万人までに大きく減少した。

このため、高齢層の労働力人口の増加が、生産年齢層の労働力人口の減少を補いきれず、労働力人口全体は緩やかに減少すると見込まれる。さらに、労働力人口における年齢構成の割合が変化する結果、労働力率もまた低下することになる。

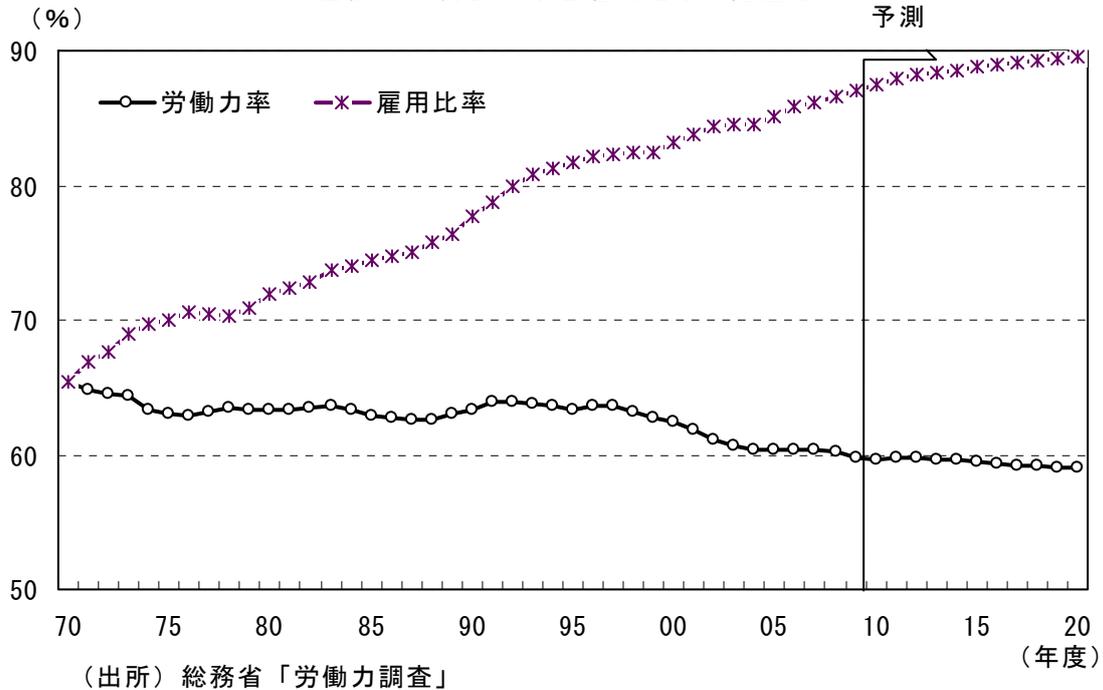


2003年度以降、増加が続いていた就業者と雇用者は、リーマン・ショックによって、09年度は共に大きく減少した。短期的には、こうした大幅な落ち込みからの反動により、雇用者数と就業者数は増加するだろう。しかし、今後は労働力人口の減少ペースが加速する

³ 女性の労働力率を年齢別にみると、25～29歳と45～49歳が2つの頂点となり、主に結婚・出産・子育ての中心である35～39歳が底となる「M」の形を描く。

上、企業は基本的に人件費抑制の姿勢を続けると考えられるため、10年代後半には雇用者数は減少に転じ、就業者数も減少していくものと予想される。ただし、雇用比率（就業者に占める雇用者の割合）は今後も上昇が続き、予測期間の終了時点では9割近くに達するとみられる（図表18）。

図表18. 労働力率と雇用比率の見通し

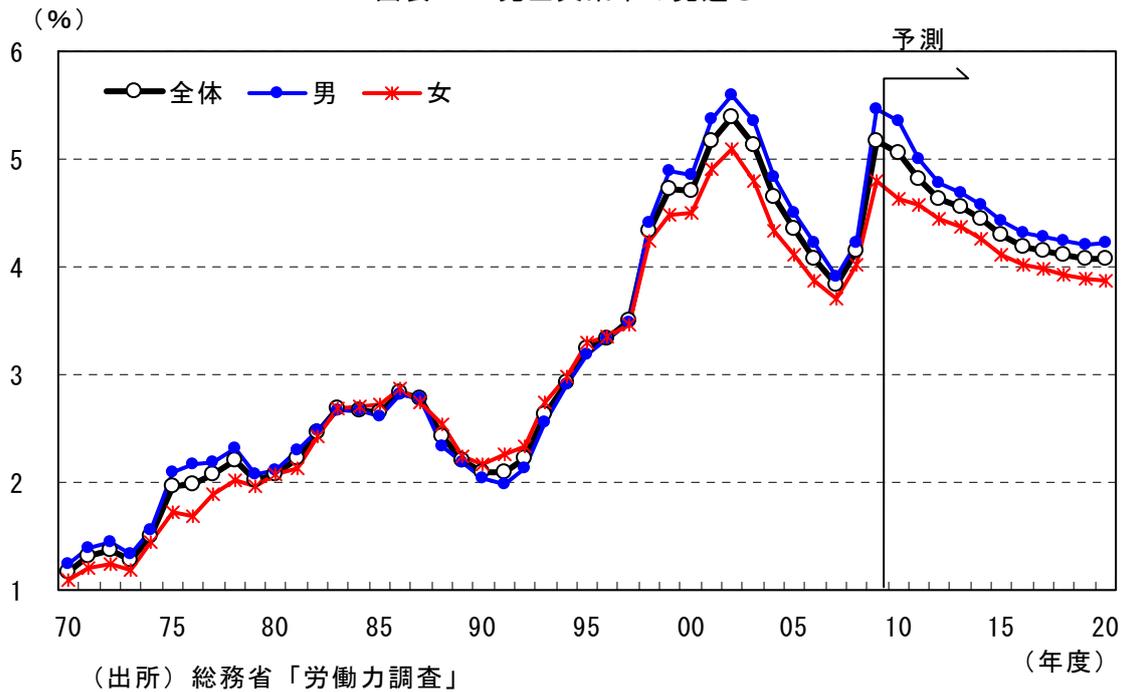


2002年度に360万人で過去最多となった失業者は、その後は07年度まで減少が続いていたが、リーマン・ショックによって09年度は343万人まで急増した。今後は、景気回復の動きに伴って、失業者数は緩やかながらも減少していくとみられる。このため、失業率についても予測期間中は徐々に低下すると見込まれる。しかし、雇用のミスマッチによる失業はなかなか解消しにくいことから、その改善ペースは緩やかなものにとどまるだろう。09年度に5.2%であった完全失業率は、予測期間の終了時点においても、4%程度までにはしか低下しないとみられる。

男女別にみると、今後は、介護・医療をはじめとするサービス分野の雇用創出によって、特に女性の失業率は低下することが期待される。一方、製造業や建設業の雇用の伸びが見込み難くなり、男性の失業率はなかなか改善しにくいいため、足元で見られる男女間の失業率格差は、予測期間中も続くだろう（図表19）。

1990年代後半以降、一人当たり賃金は減少基調にあり、特に、足元ではリーマン・ショックによって大幅に落ち込んだ。このため、2010年度にはその反動もあって賃金は増加に転じ、その後も緩やかながらも増加が続く見込みである。なお、予測期間中に二度の消費税率の引き上げを想定しており、その時点で物価上昇率は一時的に高まると考えられる。

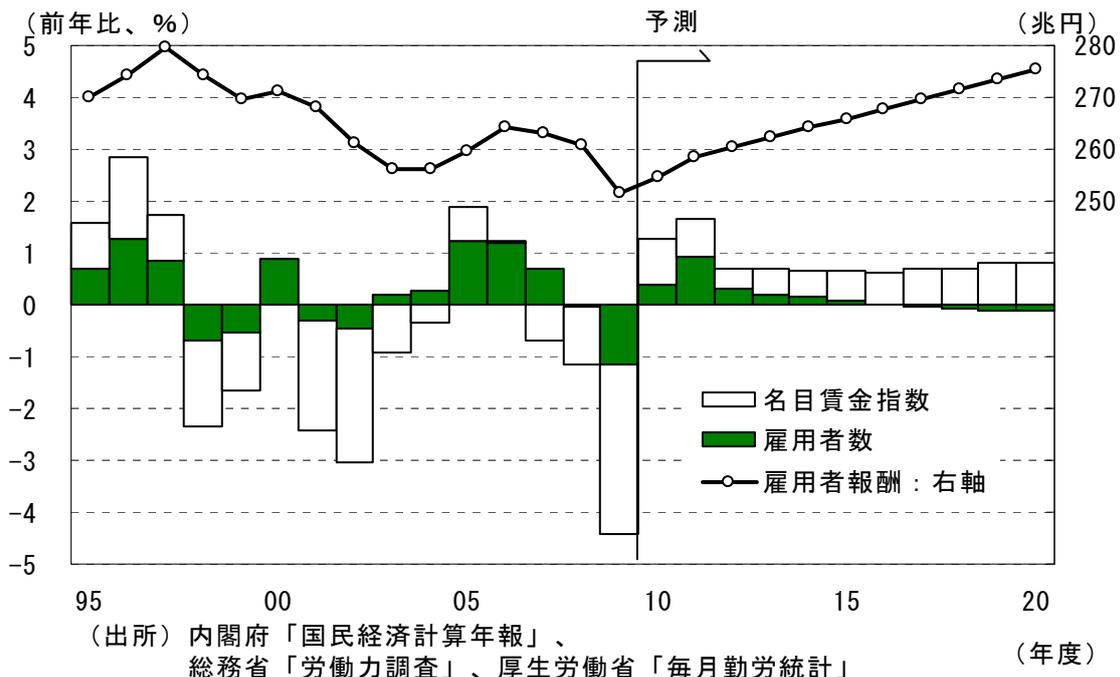
図表 19. 完全失業率の見通し



しかし、企業は雇用と同様に賃金の引き上げに対しても慎重な姿勢を崩さないとみられることから、増税に見合ってすぐさま賃金が増加するようなことは期待しがたい。

景気回復が続く中、雇用者数と一人当たり賃金がともに増加するため、全体として雇用者報酬は緩やかに増えていくと予想されるものの、大幅な増加は見込みにくいだろう(図表 20)。

図表 20. 雇用者報酬の見通し



(6) 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、人口増加率の低下などを背景に、長期的にみると伸びは鈍化してきた。特に、1990年代後半以降については、雇用者報酬を中心に家計の所得がほとんど伸びていないこともあり、個人消費の実質経済成長への寄与はそれ以前と比較すると小さくなってきている。加えて、すでに人口は減少に転じていることから、今後、個人消費の伸びはいつそう鈍化し、経済成長を牽引することは期待しにくくなるだろう。

住宅投資の動きを先行指標である住宅着工戸数で見ると、足元では、住宅ローン減税など各種政策効果の影響もあり、徐々に水準を上げてきているが、それでも、年率80万戸程度と、かつてに比べれば低水準のままである。今後については、2013年頃までは、これまでの着工見合わせ分が顕在化してくることなどにより緩やかに水準を上げていくが、その後は、世帯数減少の影響から、再び水準を下げていくと見込まれる。

①個人消費

個人消費の動向に大きな影響を及ぼす所得動向については、今後、一人当たり賃金の増加などを背景に雇用者報酬は緩やかな増加が続くと見込まれる。また、2010年度から支給が開始された子ども手当も家計の可処分所得の水準の押し上げに寄与すると考えられる⁴。

雇用者報酬を中心とする所得の増加を背景に、個人消費（実質ベース）は、今後、増加傾向で推移すると予想される（図表21）。2010年度は、年度前半に政府の家電エコポイントやエコカー補助金の支給により耐久財消費が大幅に伸びた。年度後半はエコカー補助金の終了により自動車販売は大きく減少しているが、年度を通じてみると、個人消費は高い伸びとなる見込みである。もっとも、10年度の高い伸びは政策効果によるところが大きく、需要の先食いといった面もあることから、11年度の個人消費は低迷することになるだろう。

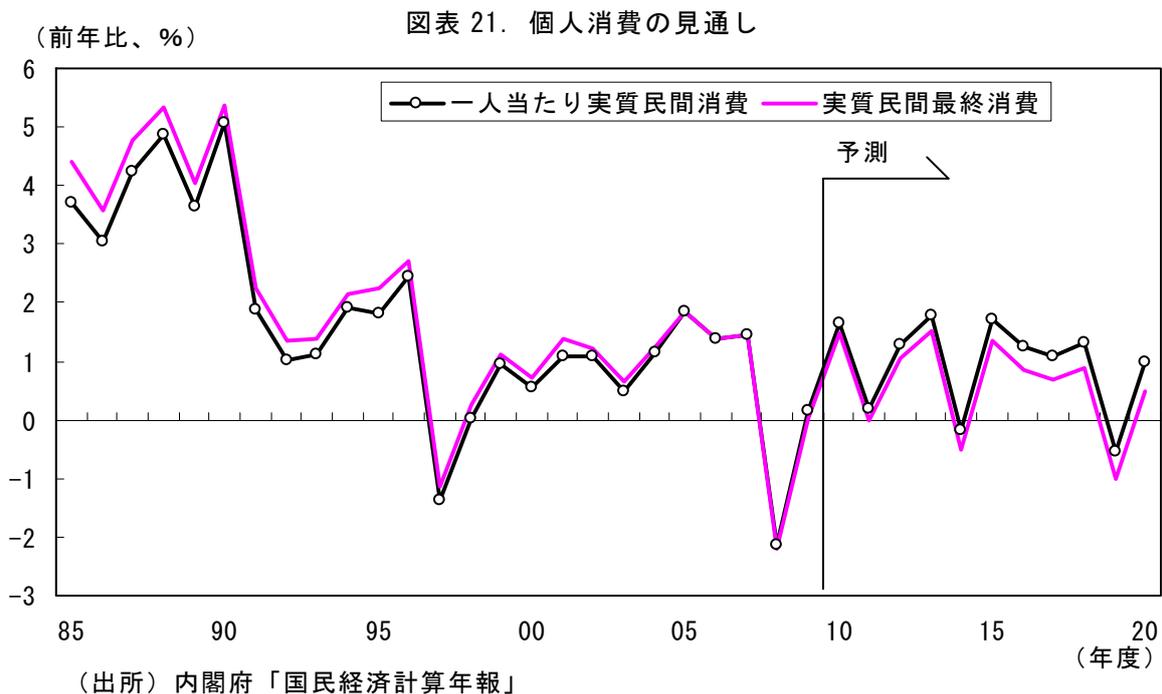
2012年度以降については、所得の伸びに支えられ、個人消費は再び増加基調で推移すると見込まれる。ただし、10年代後半には、人口減少のスピードが増してくるため、個人消費の伸びは減速するだろう。また、前回の中期見通しと同様に、14年度、19年度に消費税率が5%ずつ引き上げられると想定していることから、個人消費は、消費税率が引き上げられる前には駆け込み需要により増加率が押し上げられる一方、引き上げ時には落ち込むと見込んでいる。

このように個人消費は2020年度にかけて減速しながらも増加を続けるが、高齢化の進展を反映して、個人消費における高齢者世帯のシェアが高まってくると考えられる。国立

⁴ 厚生労働省『「子ども手当」の用途に関する調査結果』によると、子ども手当による用途を決めている回答者のうち、もっとも増額した用途は、「子どもの将来のための貯蓄・保険料」、「費用を増額したものはない」と回答した割合が合わせて約3分の2を占めている。調査結果から見れば、子ども手当の支給が開始されてからまだそれほど経っていないことに留意する必要があるが、子ども手当が何らかの支出に使われたとしても、以前にその支出に使われていた分が結果として貯蓄に回る可能性が高い。こうしたことから、子ども手当が個人消費を刺激する可能性は限定的であると考えられる。

社会保障・人口問題研究所「日本の世帯数の将来推計（全国推計）」（2008年3月推計）によると、世帯主の年齢が65歳以上の世帯数のシェアは、10年の31.2%から20年には37.7%まで上昇する。世帯主の年齢別の世帯数の動向を反映して、家計消費支出総額⁵においても高齢者世帯のシェアが高まる一方、30歳代以下の世帯のシェアは低下していくだろう（図表22）。こうした変化は、家計消費支出総額の費目別の動向に影響を与える。費目別の動向をみると、高齢者世帯の増加を反映して「保健医療」が高い伸びを示すほか、「教養娯楽」なども比較的高い伸びとなると見込まれる⁶。他方、高齢者の消費支出額が相対的に小さい自動車購入費が含まれる「交通・通信」や「被服及び履物」は消費支出全体と比較すると低い伸びにとどまることになる（図表23）。

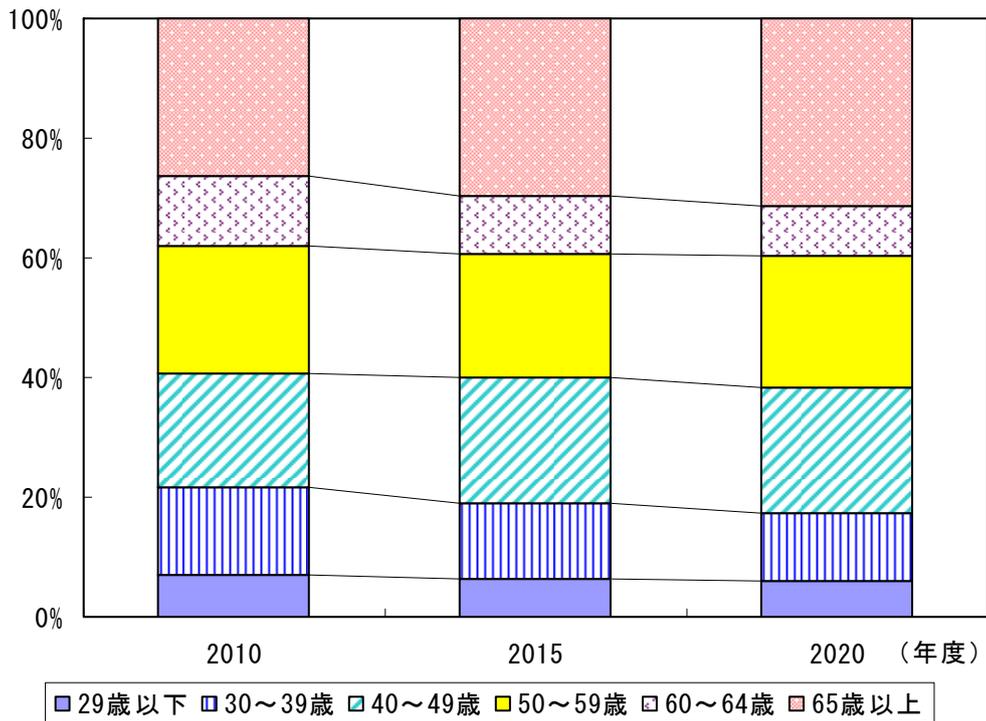
1980年度以降は低下傾向にある家計貯蓄率は、2008年度、09年度には名目家計消費支出が落ち込んだことなどから上昇に転じていると考えられる。10年度には子ども手当が家計の所得の増加を通じて家計貯蓄率を押し上げることになるだろう。もっとも、家計貯蓄率の上昇は一時的であり、高齢化の進展により貯蓄を取り崩す世帯の増加が続くことから、家計貯蓄率は長期的には低下傾向で推移すると予想される（図表24）。家計貯蓄率の低下を背景に、家計の金融資産の増加のペースは鈍ることになるだろう。



⁵ ここでいう家計消費支出総額とは、家計調査における消費支出額をベースとするものであり、国民経済計算の個人消費とは異なる。

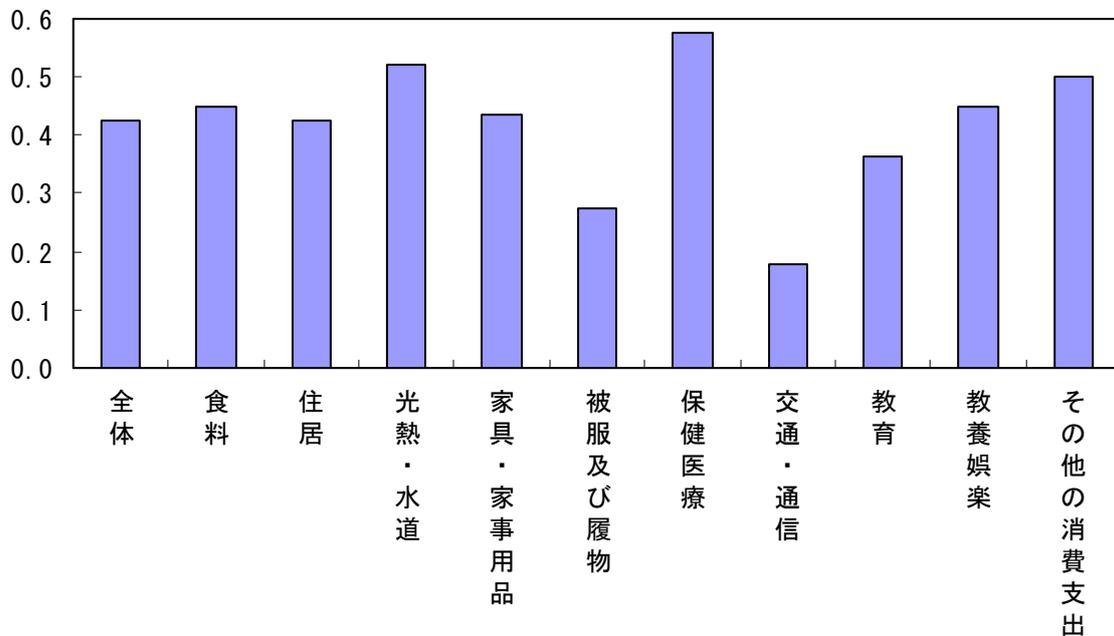
⁶ 各年齢階級の消費支出全体における費目別のシェアは、足元の水準で一定と仮定して試算した。

図表 22. 家計消費支出総額における世帯主の年齢別のシェアの見通し



(出所) 総務省「家計調査」、国立社会保障・人口問題研究所「日本の世帯数の将来推計(全国推計)」(2008年3月推計)より試算

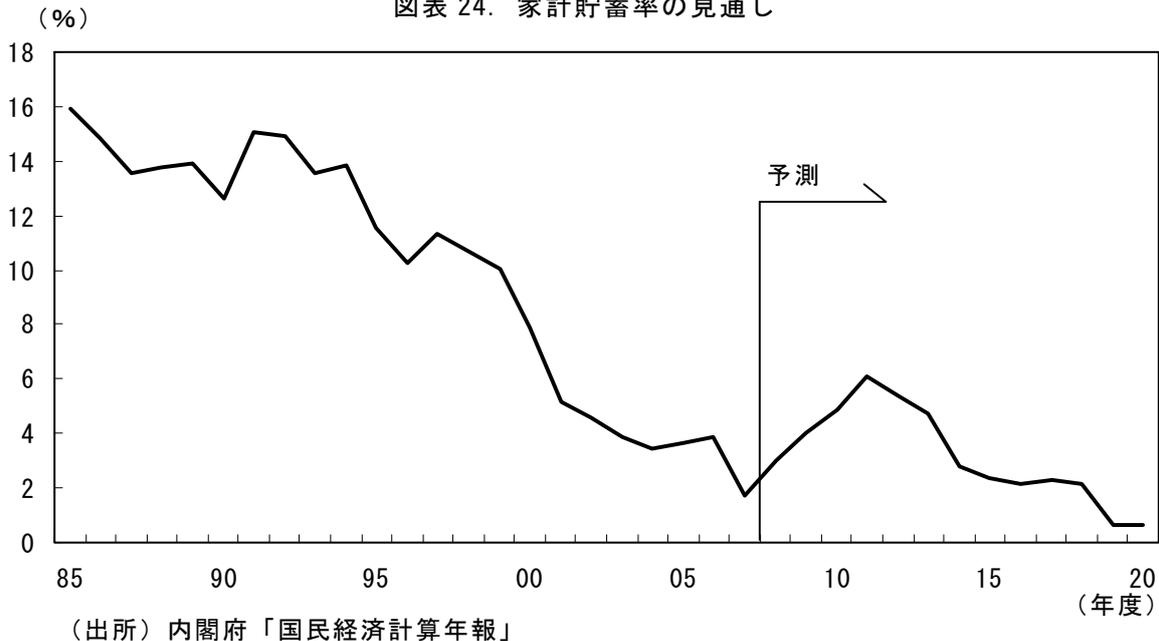
図表 23. 家計消費支出総額における費目別の年平均増加率の見通し



(注1) 年平均増加率は、2010年価格で2010年から20年にかけての年平均増加率である。
 (注2) 費目は家計調査ベースのものであり、消費支出全体は国民経済計算の個人消費とは異なる。

(出所) 総務省「家計調査」、国立社会保障・人口問題研究所「日本の世帯数の将来推計(全国推計)」(2008年3月推計)をもとに試算

図表 24. 家計貯蓄率の見通し



②住宅投資

住宅投資の動きを先行指標である住宅着工戸数で見ると、2008年秋のリーマン・ショック以前は、改正建築基準法施行時の混乱期（07年の夏～秋）⁷を除いて年率100万戸超の水準で推移してきたが、リーマン・ショック以降は、年率100万戸を大きく下回る水準で低迷している。足元では、首都圏など大都市圏の一部での地価の底打ち観測や、住宅ローン減税・住宅金融支援機構によるフラット35S（長期優良住宅向け低金利融資）・住宅エコポイントなど各種政策効果の影響から、一時に比べれば水準を上げてきている。しかし、それでも年率換算で80万戸前半と、改正建築基準法施行直後の混乱期に近い低水準で推移している。今後については、13年頃までは、これまでの着工見合わせ分が顕在化してくることなどにより緩やかに水準を上げていくが、その後は、世帯数減少の影響から、再び水準を下げていくと見込まれる。

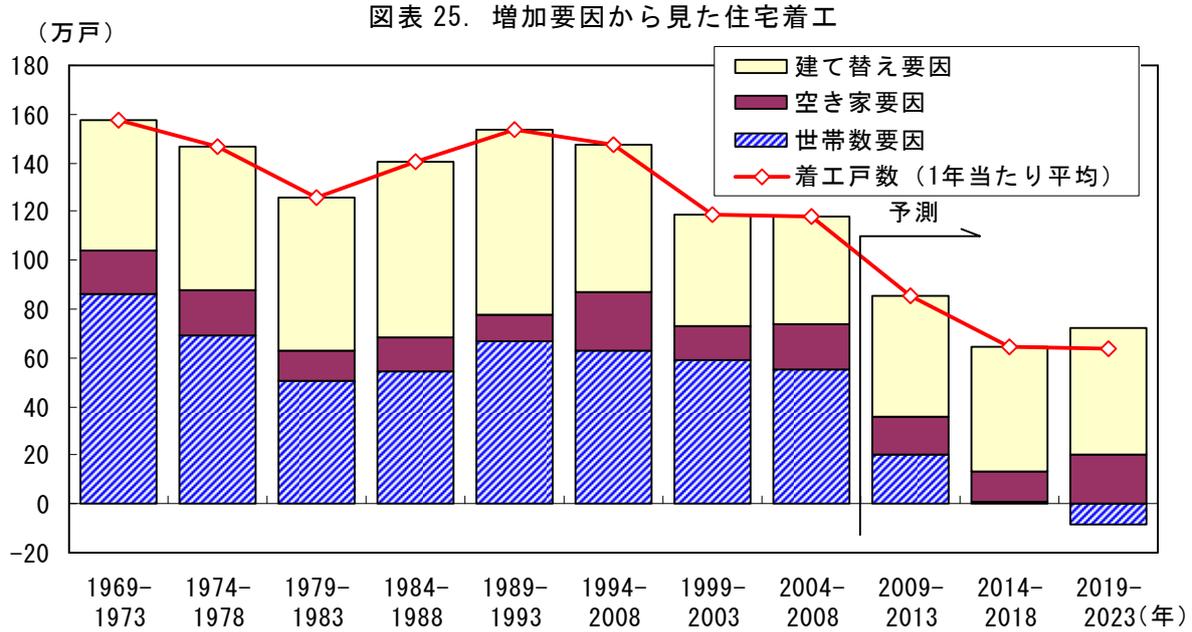
住宅建築の中期的な動きを予測するため、新設住宅着工戸数に関して増加要因を世帯数要因、空き家要因、建て替え要因の3つに分解し、一定の仮定の下で将来の着工戸数を試算した。その結果から、今後、年間100万戸を超える水準まで住宅着工が回復することは期待しがたいと見込まれる（図表25、26）。特に、世帯数が15年をピークに減少に転じることから、世帯数要因が着工戸数増加への大きな足枷となる。

なお、制度面での前提条件としては、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た。

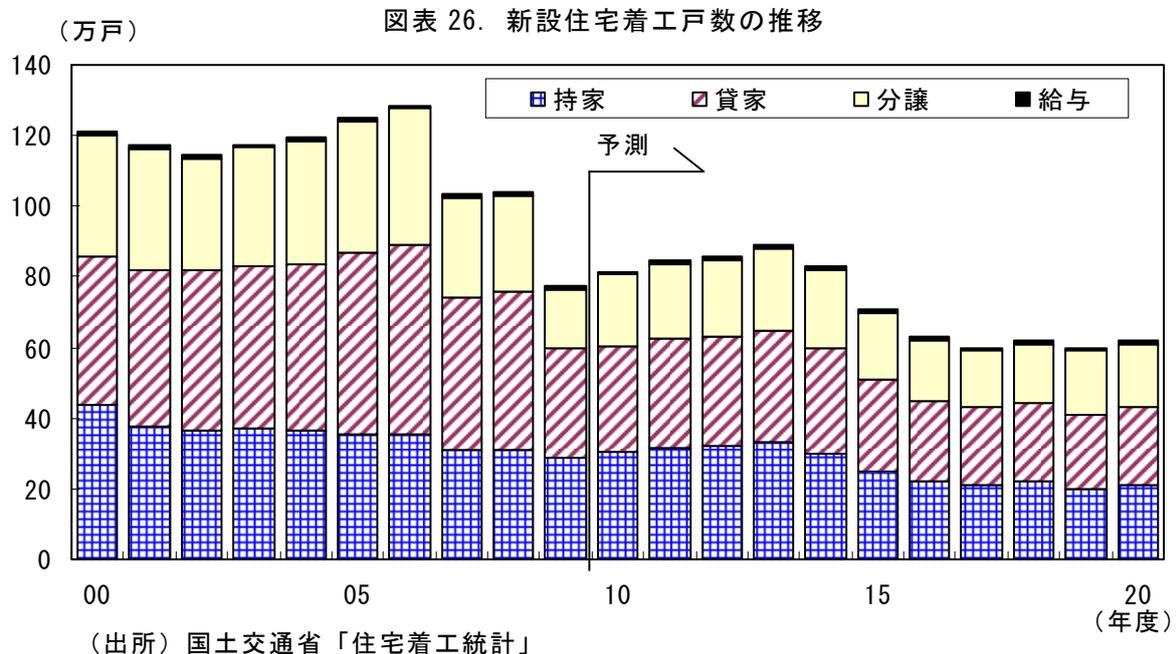
SNAベースの住宅投資については、上記で求めた住宅着工戸数に遅行する形で推移す

⁷ 2007年6月の改正建築基準法施行直後、建築確認手続きの厳格化と審査基準の現場への不徹底から、建築確認手続きが滞り大混乱が生じた。07年6月に年率換算で133.4万戸あった住宅着工戸数は、翌月以降、7月91.7万戸、8月72.6万戸、9月72.9万戸、10月86.8万戸と急減を余儀なくされた。

ると見込んでいる。



(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
 (参考) 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100万戸割れは定着してしまうのか?～」(2009年10月9日)



(7) 製造業の生産シェアは再び高まるが、雇用の中心は非製造業

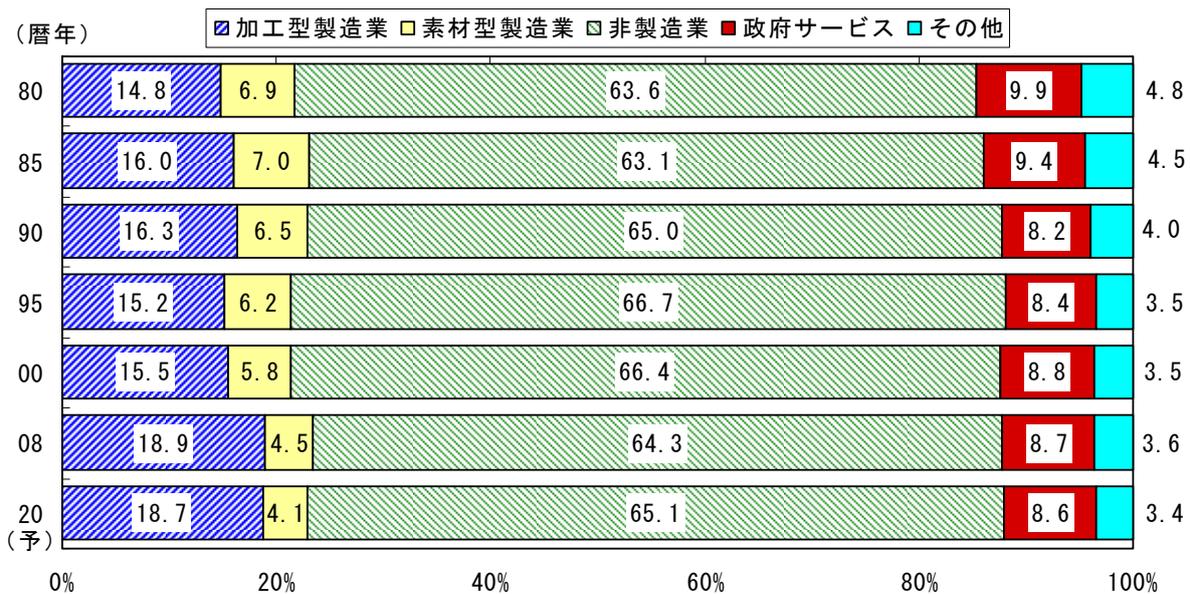
日本の産業構造は、2000年代初めまでは、いわゆる経済のサービス化の進展によって、製造業の生産シェアが緩やかに低下し、代わって非製造業のシェアが拡大してきた(図表

27)。その後、08年にかけては、輸出の増加を背景に製造業のシェアが再拡大を始め、中でも自動車、電気機械、一般機械といった加工型製造業での拡大が顕著となった。しかし、08年秋以降の世界的な景気の悪化を受けて輸出が急低下し、製造業の生産活動も短期間のうちに大きく落ち込んでおり、09年以降の製造業の生産シェアは急減したものと見込まれている。

今後、2020年にかけて製造業のシェアは再び拡大すると予想される。短期間のうちに08年のシェアを回復するまでは至らないものの、輸出の増加に牽引されて、ゆるやかにシェアが拡大していく見込みである。業種別の動向では、機械類を中心とした加工型製造業でシェアの回復が続くと考えられるが、新興国との激しい競争が予想される素材型製造業ではシェアの縮小が続く公算が高い。

一方、国内需要向けの生産については、需要の伸びが輸出と比べると小幅にとどまる見込みであり、輸出依存度の上昇が続くだろう。

図表 27. 経済活動別国内総生産シェア



(注1) 素材型製造業は繊維、紙・パルプ、化学、石油・石炭製品、窯業・土石製品、鉄鋼、非鉄金属の合計、加工型製造業はそれ以外

(注2) その他は農林水産業、鉱業、対家計民間非営利サービス

(注3) 20年は三菱UFJリサーチ&コンサルティング調査部予測値

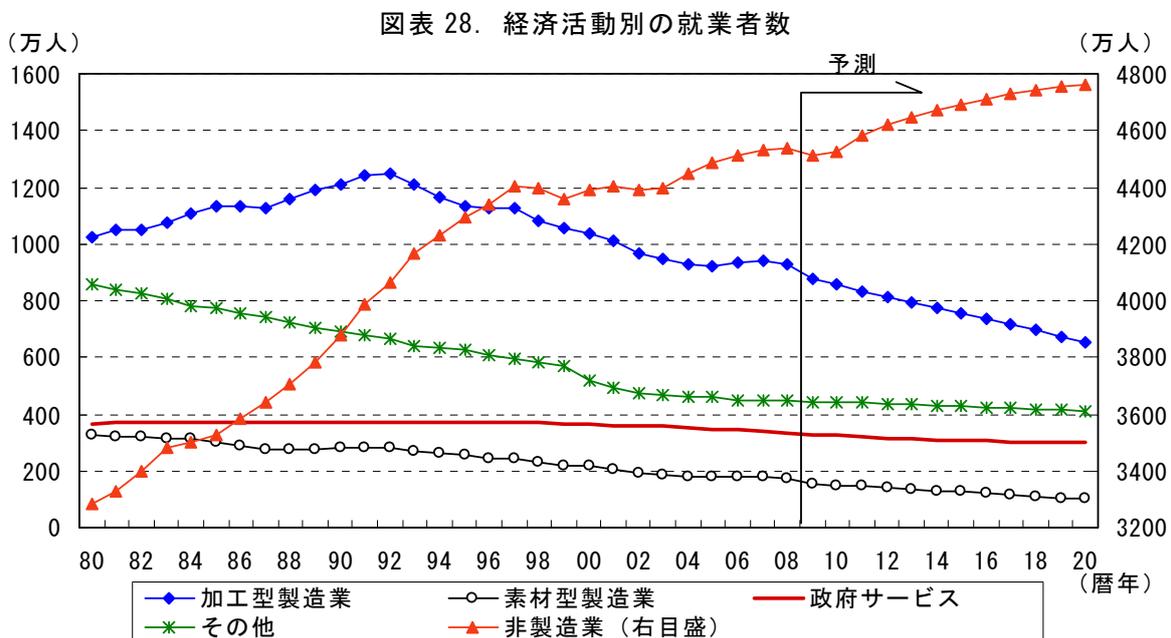
(出所) 内閣府「国民経済計算年報」

製造業のシェアが再拡大していく過程において、製造業の雇用者も増えていくと期待できるのだろうか。図表 28 は経済活動別の就業者の推移をみたものである。製造業の雇用者は、1990年代に入って減少に転じた後も、2006～07年の一時期を除いて、減少傾向が続いている。製造業がアジアを中心として海外に生産拠点を移転させてきたことや、日本製品の国際競争力の低下によって輸入が増加したことなどによって、国内生産の伸びが弱まっ

たことが、その背景にある。また、90年代半ばには急激な円高が進んだことも、生産拠点の海外移転を促す要因となり、雇用減少の要因となったと考えられる。

最近の円高の影響もあって、製造業の海外進出の動きは今後も続くであろう。こうした中で、製造業が国内で雇用を増やすことは難しい。いずれ労働力人口が減少に転じ、就業者数も減少してくると予想されるが、その際には主として製造業において減少が進むと思われる。

雇用の受け皿としては、引き続き非製造業に頼らざるを得ない状況が続くそうである。医療・福祉分野など、足元でも人手不足の状態にある分野を中心に、就業者全体が減少する中であっても、非製造業では就業者の増加傾向が続くと考えられる。



(注1) 素材型製造業は繊維、紙・パルプ、化学、石油・石炭製品、窯業・土石製品、鉄鋼、非鉄金属の合計、加工型製造業はそれ以外
 (注2) その他は農林水産業、鉱業、対家計民間非営利サービス
 (出所) 内閣府「国民経済計算年報」

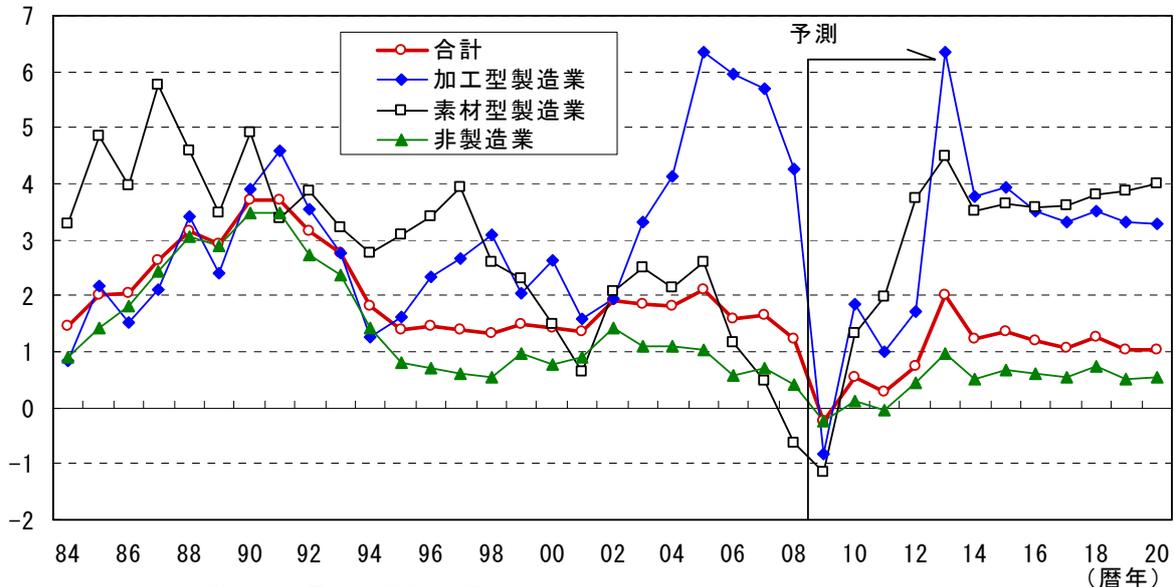
製造業では、今後の10年間に於いて生産シェアが拡大する半面、就業者数が減ると予想されるが、この結果として生産性の上昇傾向が続くことが予想される(図表29)。生産シェアが拡大した2002~07年には、加工型製造業の生産性が飛躍的に伸びているが、今後は素材型製造業の生産性も高まっていくことになるだろう。これは、裏返せば、生産性の高い製品や業種しか国内で生き残っていけない状態が一段と進むことを意味している。

生産性を高めるためには、付加価値の高い製品へのシフトなど、これまで日本の輸出産業が行ってきた取り組みに加え、コストの抑制を続けることが必要であり、簡単に雇用者を増やすことはできない。円の実質実効レートがやや低下するとしても、米欧先進国や新興国との競争を考慮すると、輸出環境は厳しさを増してくると予想され、そうした中で

輸出を伸ばし続けることは、製造業にとって相当の努力を要するものと考えられる。製造業においては、研究・開発の促進、効率化のための設備投資に加え、企業の集約化といった動きが進む可能性がある。特に素材型製造業では、生産性を高めていくことが、国内で生産を続けていくためには必要不可欠な条件である。

一方、非製造業の生産性上昇率は、1990年代前半には製造業並みの水準にあったものの、90年代半ば以降は低水準で推移している。こうした違いは、製造業では生産性の低い製品や業種では海外へ生産が移転したり、輸入品に取って替わられる一方、非製造業では海外との競合が少なかったためと考えられる。今後も製造業で過剰となった雇用を吸収することが期待され、結果的に生産性が急速に高まることはないであろう。

図表 29. 経済活動別の生産性上昇率（5年前比の年率換算値）



(注1) 生産性 = 生産量 ÷ (労働時間 × 就業者数)
 (注2) 5年前比の年率換算
 (出所) 内閣府「国民経済計算年報」

(8) 財政健全化に取り組む政府部門

1990年代前半の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、公共事業の実施などの景気対策や高齢化に伴う社会保障関連支出の増加などにより歳出の拡大が続いたことから、90年代半ば以降、財政は悪化した。その後は、財政再建に向けた取り組みや、2002年に始まった戦後最長の景気回復の効果もあって、07年度までは国と地方の基礎的財政収支（プライマリー・バランス）の赤字幅の縮小が続いた。しかし、08年秋以降の世界的な金融危機に伴う景気の急速な悪化を背景に、経済対策が相次いで実施されて歳出が大幅に増加し、税収が落ち込んだことから、09年度の新規国債発行額は約52兆円にものぼるなど、財政収支は大きく悪化した。

こうした状況を受けて、政府は、2010年6月に「財政運営戦略」を策定し、基礎的財政

収支を 20 年度には黒字化する目標を打ち出した⁸。そして、11 年度から 13 年度までは中期財政フレームに基づき、国の一般会計予算は、国債費を除く歳出を 71 兆円を実質的に上回らないこととしている⁹。新規国債発行額については、11 年度は 44 兆円を上回らないようにし、それ以降についても着実に縮減させる方針である。

高齢化の進展に伴って社会保障関係費が増加し続ける中で、国の一般会計において国債費を除く歳出を当面の間、71 兆円に抑制することは、社会保障関係費以外の経費を削減しなければならないことを意味する。しかし、事業仕分けは当初想定されていたような歳出削減効果を上げていないうえに、2010 年 6 月に策定された「新成長戦略」に基づいて新たに実施される政策もあることから、その達成は容易ではないだろう。歳入面では、景気の回復により税収の増加が見込まれるものの、ここ数年、税外収入として活用してきた特別会計の剰余金や積立金などのいわゆる「埋蔵金」に大きく依存し続けることの限界は明らかである。財政健全化の方針の下、政府は難しい財政運営を迫られている。

①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医療等の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。2010 年度には、公立高校授業料の実質無償化に伴って、家計の負担が減少する一方、政府の負担が増加している。その規模は、政府最終消費支出全体からみると 0.3% 程度とみられるが、公立高校実質無償化により政府最終消費支出の規模が拡大することとなった。

今後については、厳しい財政事情の下、人件費や経常経費などは抑制されると見込まれる。他方、政府最終消費支出の中で最大のウェイトを占める現物社会給付は、高齢化の進展を背景に増加する。このため、政府最終消費支出は緩やかな増加が続くと考えられる（図表 30）。

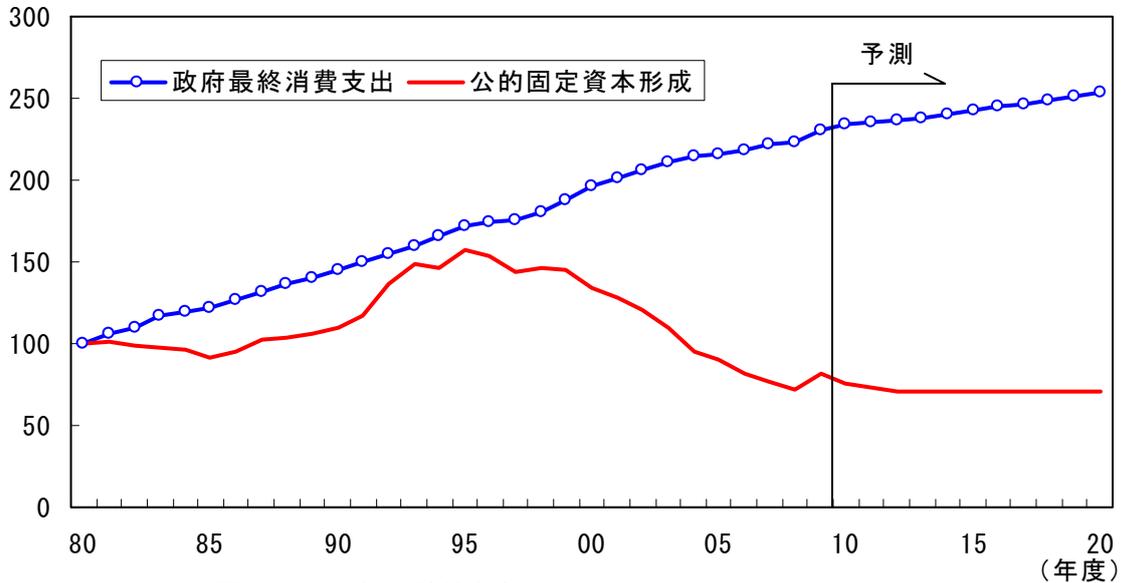
公的固定資本形成（実質ベース）は、1995 年度をピークに減少傾向が続いており、2000 年代前半には財政健全化に向けた取り組みの中で減少のスピードが加速した。その後、08 年度後半から景気が急速に悪化したことに対応して、景気対策が実施されたことから、09 年度の公的固定資本形成は前年比 +14.2% と 11 年ぶりに増加した。09 年 9 月に誕生した民主党を中心とする政府は公共事業関係費を削減する方針であり、さらには財政健全化に向けて歳出全体を抑制する必要があることから、公的固定資本形成はしばらくの間、減少傾向で推移すると見込まれる。もっとも、新たに整備が必要となる社会資本も出てくることに加えて、既存の社会資本の維持更新のための投資も必要であると考えられる。公的固

⁸ そのため、まずは 2015 年度までに国と地方の基礎的財政収支赤字の GDP 比を 10 年度の水準から半減させるとしている。また、国と地方の公債等の残高の GDP 比については、21 年度以降において安定的に低下させるとしている。

⁹ 新たな政策の実施に関連して、制度改正などによる恒久的な歳入の増加が確保される場合には、国債発行額に関する抑制の規律の範囲内で、その恒久的な歳入確保額の範囲内の金額を、歳出の大枠に上乘せすることができる、とされている。

定資本形成は、10年代半ばごろには減少に歯止めがかかると見込んでいる（図表30）。

図表30. 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）

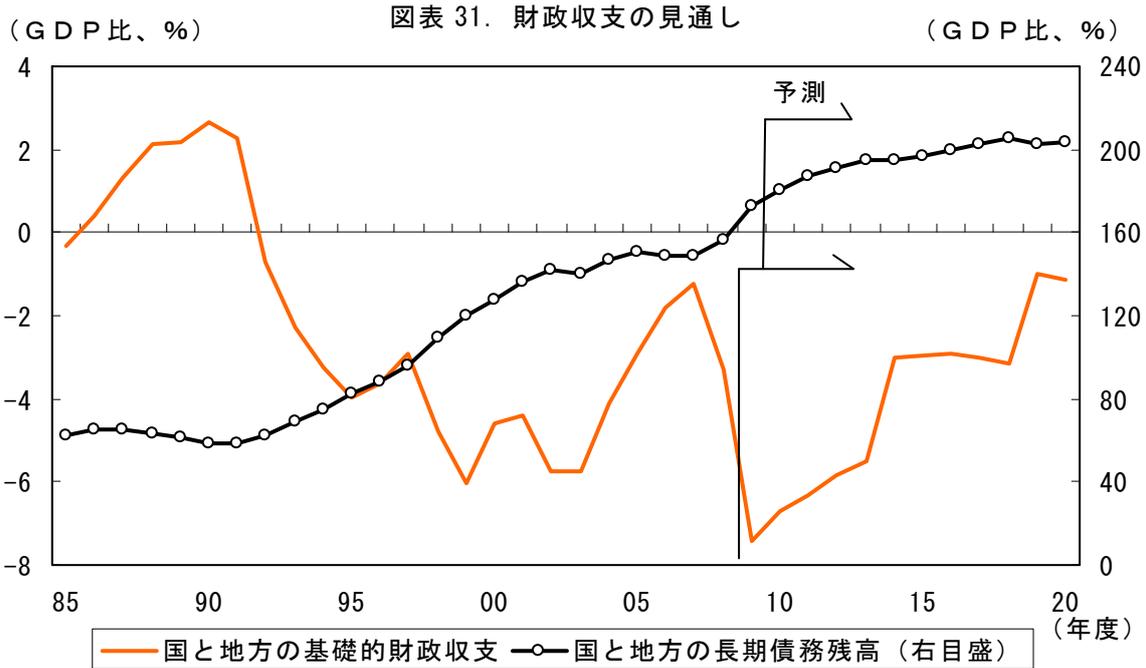


（出所）内閣府「国民経済計算年報」

②財政収支と債務残高の見通し

本見通しでは、国の財政は、2011年度から13年度までは10年6月に策定された「財政運営戦略」における中期財政フレームに基づいて運営されると想定している。14年度以降については、政府の具体的な方針は明らかにされていないが、「財政運営戦略」における目標の達成に向けた取り組みが継続されると考えられる。

財政健全化を進めていくためには、歳出の抑制とともに歳入の増加が必要であり、税制の抜本的な改革を行う中で、消費税率の引き上げは避けられないと考えられる。本見通しでは、前回の中期見通しと同様に、引き上げのタイミングを2014年度（5%→10%）、19年度（10%→15%）と、独自に想定している。20年度までの合計10%ポイントの消費税率の引き上げは、国と地方の基礎的財政収支の改善に大きく寄与し、赤字幅は縮小していくと見込まれる（図表31）。それでも20年度の基礎的財政収支は依然として赤字であると予測する。財政収支の赤字が続くため、国と地方の債務残高のGDP比は、10年度末時点の180%程度から上昇が続き、20年度末時点で約200%にまで達すると見込まれる。



(注) 基礎的財政収支については、98年度の日本国有鉄道清算事業団及び国有林野事業特別会計からの債務承継の影響、05年度の道路関係四公団の民営化に伴う資産・負債の承継の影響、06年度、08年度の特別会計からの繰入の影響を除いている。
 (出所) 内閣府「国民経済計算年報」、財務省「我が国の1970年度以降の長期債務残高」

(9) 金利・為替は安定的に推移

世界経済はリーマン・ショック後の不況からの回復期にあり、金融情勢全般も改善傾向をたどっている。2010年には、欧州ではいくつかの国の財政ファイナンスの状況が悪化し、アメリカでは景気失速やデフレへの懸念が強まり、ともに金融市場の波乱要因になった。しかし、欧州諸国は、危機に陥った国々への財政支援策を取りまとめ、欧州内での国際金融危機に対応する機関である欧州安定メカニズム(E S M)を2013年6月に創設することも決定した。また、アメリカでは、F R Bが量的緩和策の実施を決定し、オバマ政権と議会も大型減税の継続を中心とする景気対策を決定した。先進国は過剰債務や高失業の問題を抱えているものの、金融市場は安定化に向かっており、主要国の株価は概ねリーマン・ショック前の水準を回復しつつある。

①金融政策

日本銀行は、2009年12月に、デフレの進行を受けて金融緩和の強化策を発表した。10年春には景気回復期待が高まったものの、徐々に内外景気の失速懸念が広がったことから、10年10月には包括金融緩和策が打ち出された。その内容は 翌日物無担保コールレートの誘導目標を0.1%から0~0.1%に引き下げ(ゼロ金利政策)、「中長期的な物価安定の理解」に基づく時間軸の明確化(物価安定が展望できるまでゼロ金利を維持するという時

間軸政策)、資産買入等の基金の設立(リスク性資産の購入等)という3つの措置であった。

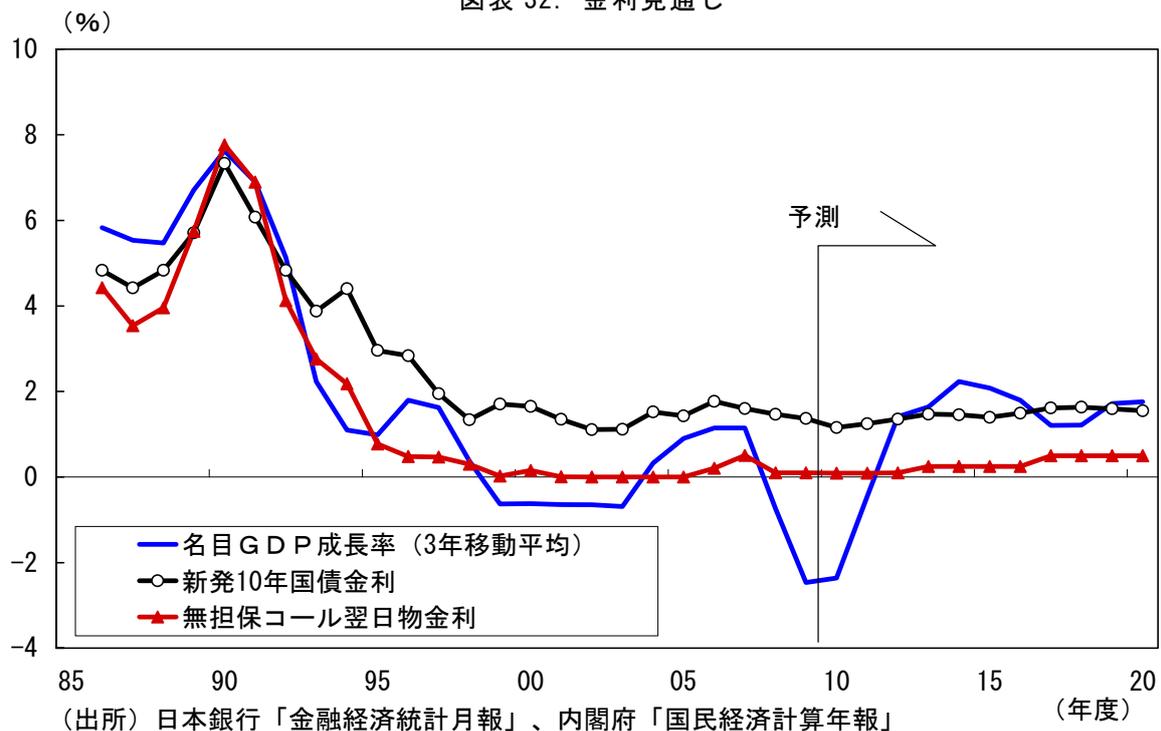
日本経済が持ち直しを続ける中でも、当面、消費者物価上昇率は低位にとどまるため、ゼロ金利政策が継続されるだろう。2012年度以降には、中長期的な経済成長率や物価上昇率との整合性を見直しつつ、利上げが行われるだろうが、見通し期間中を通じて、コールレートはゼロ%台にとどまると予想される。物価上昇圧力が小さく、経済全体の潜在成長率が1%程度にとどまる中、消費税率の引き上げ(14年度、19年度と想定)に伴う景気下押し圧力への懸念も生じるため、日銀は利上げに慎重なスタンスを続けるだろう。

②金利

ターム物の短期金利は、日銀の金融政策を受けて、予測期間を通じて基本的に低位安定が続く見込みである。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。足元では、海外金利の上昇などを受けて、2年以上の金利に上昇圧力がかかっているが、これが各国において、過度な金融緩和や財政悪化によるインフレを引き起こしたり、財政破綻リスクへの懸念から金利がさらに上昇する悪循環につながっていくことはないだろう。

日本については、民間の資金需要が盛り上がりや欠く中、投資家の国債離れは想定しにくく、消費税率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%台半ばを中心に推移するだろう。

図表 32. 金利見通し

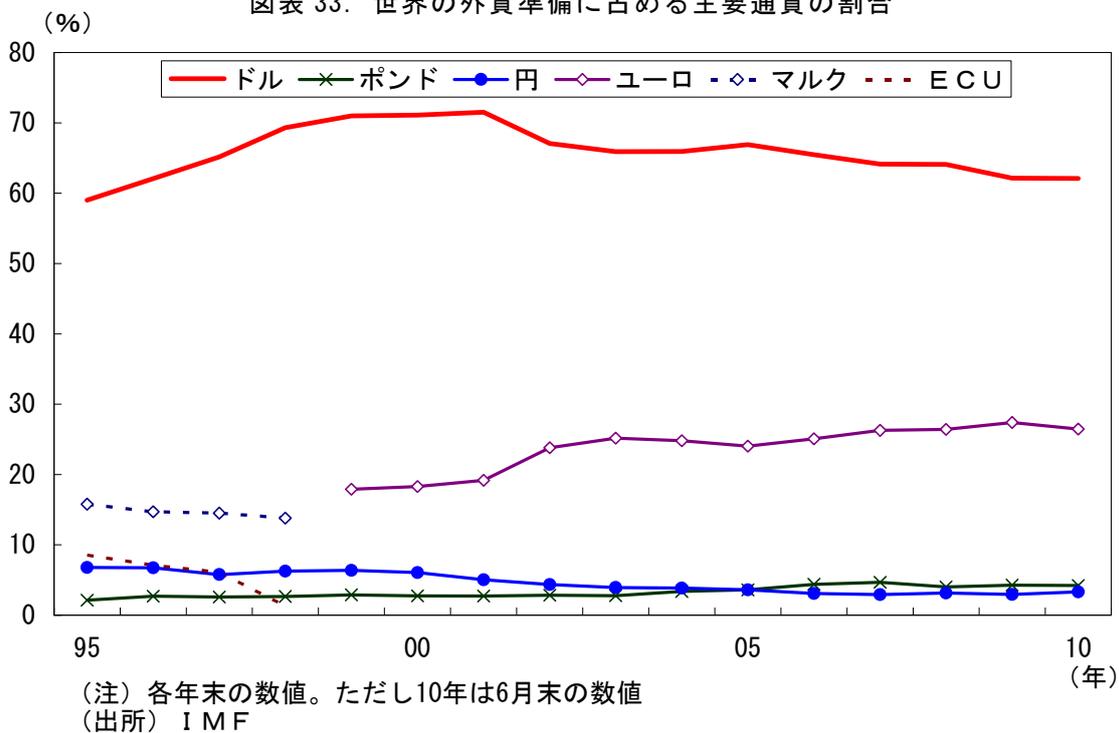


③為替

2010年は、欧州財政問題がユーロ安材料とされ、アメリカの量的緩和策がドル安材料とされるなど、二大国際通貨が不安定化した。もっとも、ドル建て金融市場の厚みを背景として、ドルは引き続き、国際決済通貨の中心的な存在に変化はないだろう。また、ユーロは、欧州の経済統合の深化に伴って、欧州周辺での存在感を増していこう。

アジアでは、貿易を中心に人民元の重要性が増しており、人民元決済を扱う金融機関が増えてきている。中国政府は資本取引の自由化には慎重であり、2020年時点でも国際通貨としての機能は限定的だと考えられるものの、人民元は世界的な存在感を増していこう。

図表 33. 世界の外貨準備に占める主要通貨の割合

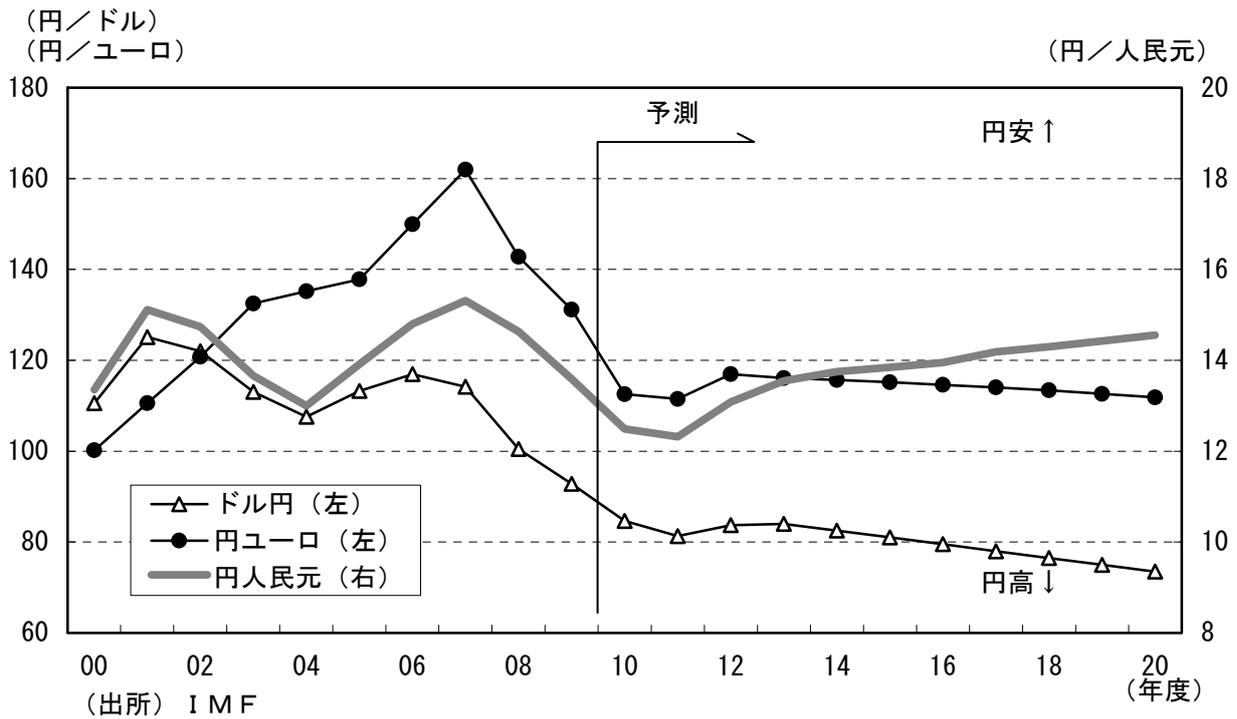


円相場の先行きについては、足元ではドル安やユーロ安の結果として円高が行き過ぎた状況が続いていることから、目先1~2年は、やや円安方向に戻すと予想される。

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、実質為替レートは大きく変動しないと考えられる。つまり、先進国間の名目為替レートは、互いのインフレ率格差を反映したものになるだろう。米欧に比べて日本の物価上昇率は低い状態が続くと見込まれ、ドルやユーロに対して緩やかな円高が進むだろう。一方、中国経済は高成長を続け、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が続くだろう。

結果として、加重平均でみた円の名目実効為替レートは緩やかな円高が続くと予想される。他方、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では、対人民元を中心に下落が見込まれる。

図表 34. 円のドル・ユーロ・人民元に対する為替レート



図表 35. 円の実効為替レート



(10) 2010年代半に下げ止まりへ向かう物価

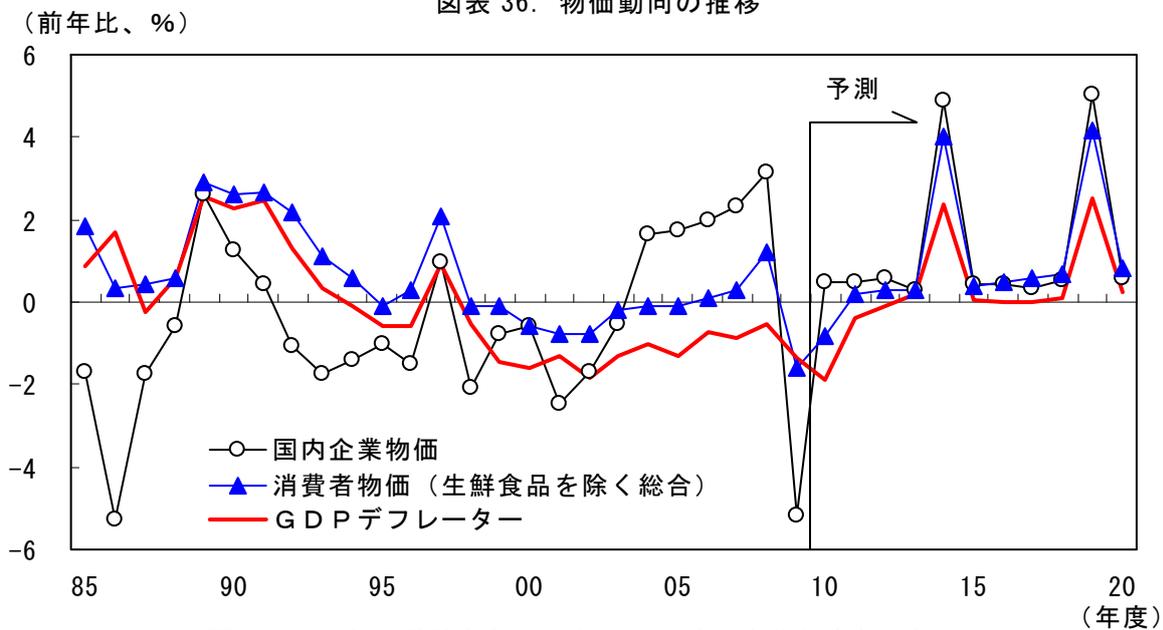
マクロ経済バランスの見通しに関しては、物価は2013年度頃までに下落傾向に歯止めがかかり、消費税引き上げの効果もあって、緩やかな上昇傾向で推移するだろう。貯蓄投

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）はほぼ同水準で推移するだろう。

①物価動向

1990年代後半から経済全体の物価水準は低下傾向が続き、いわゆるデフレ状態にある。しかし現在の景気の持ち直しへの動きが続けば、13年度頃までには物価の下落傾向に歯止めがかかるだろう。その先も、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、総じて見れば潜在成長力並みの成長を続けていく中で物価は緩やかな上昇傾向で推移すると見込まれる（図表36）。

図表 36. 物価動向の推移



(出所) 内閣府「国民経済計算年報」、総務省「消費者物価指数月報」、日本銀行「物価指数月報」

②貯蓄・投資バランス

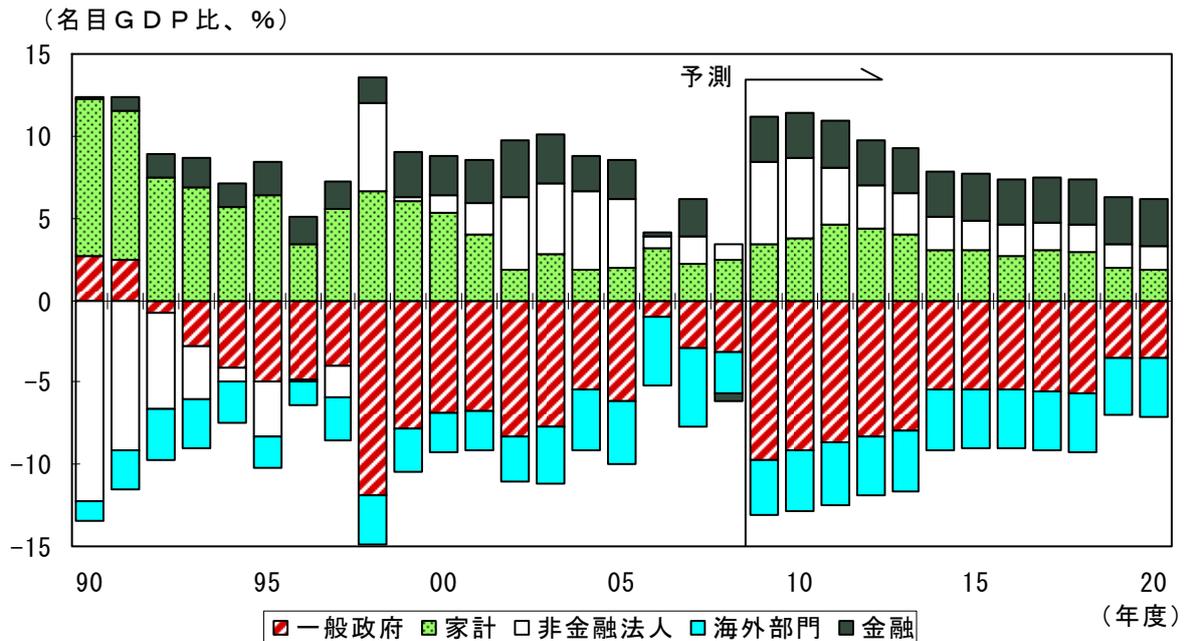
部門別の貯蓄投資バランスの対GDP比を見たのが図表37である。家計部門は、総じて見れば高齢化による貯蓄率低下の影響を受けて、予測期間を通じて貯蓄超過幅が縮小傾向を示すだろう。

企業部門のうち金融機関では、安定的な収益が確保される中でシステム高度化投資が進展するものの、人口構造変化に対応して店舗網が整理・集約されていくことから、結果として貯蓄超過傾向のまま推移すると思われる。他方非金融企業においては、利益が増加する一方で、競争力向上のため設備投資の増加基調が維持されることから、貯蓄超過幅は縮小していくこととなるだろう。

政府部門では、税収の伸び悩みや社会保障費の自然増など歳出の拡大から、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られる。

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、予測期間を通じてほぼ現在と同じ水準で推移するものと見込まれる。

図表 37. 部門別の貯蓄投資バランス（GDP比）



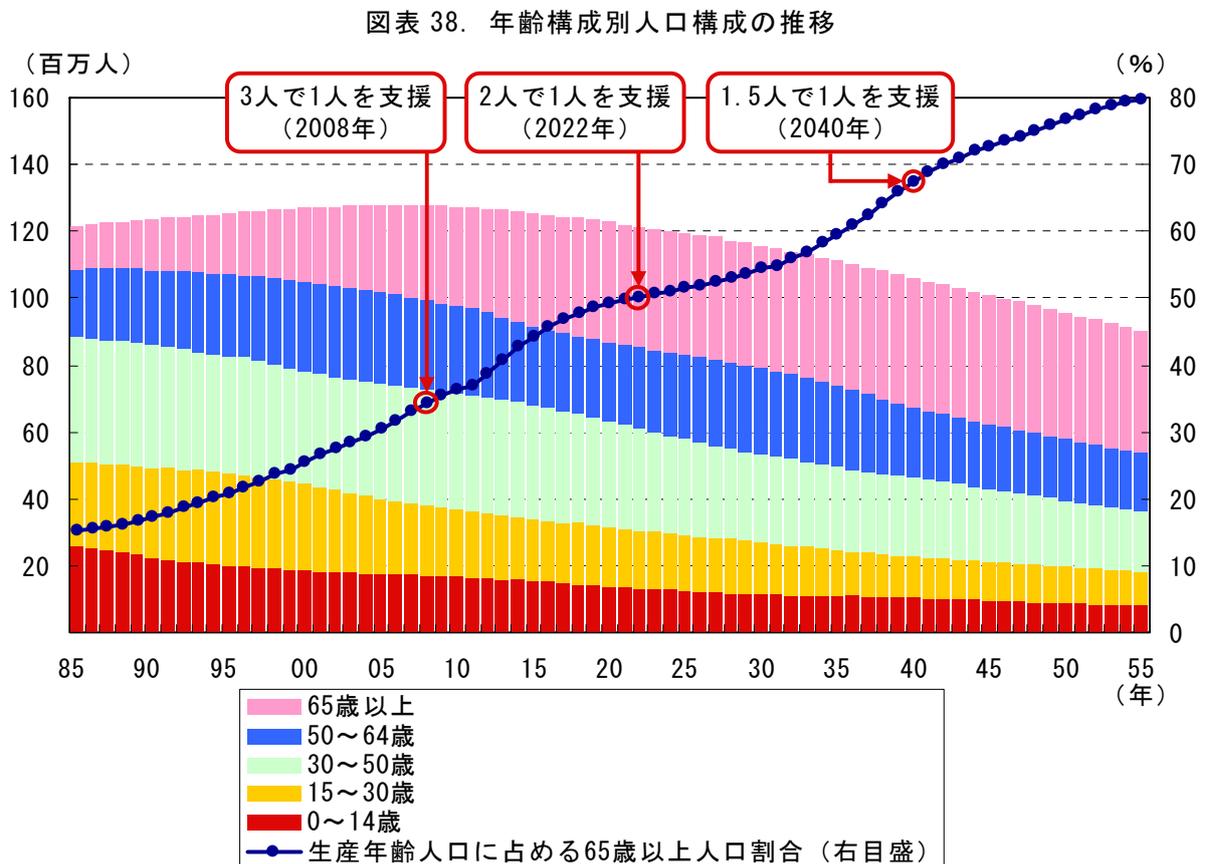
II. 日本の中期経済見通しへの視点

前章に述べた日本の中期経済見通しを作成するにあたっては、先行きに大きな影響を与える要因として、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、の三点を提示した。本章では、これらの三つの要因の流れが日本経済に与える影響と、加えて政府の中期的な経済運営方針について検討したい。

1. 少子高齢化と成熟社会への移行

(1) 人口構造の変化

人口構造の変化は、これからの日本経済に最も大きな影響を及ぼす要因となる。図表 38 は、年齢構成別人口の推移を見たものである。



- (注) 各年10月1日現在人口
 09年以前は総務省による実績値、10年以降は国立社会保障・人口問題研究所による出生中位（死亡中位）推計を元に、当社で推計した値
 生産年齢人口に占める65歳以上人口割合 = 65歳以上人口 ÷ 15~64歳人口
- (出所) 総務省「人口推計」「国勢調査」、
 国立社会保障・人口問題研究所「日本の将来推計人口（平成18年12月推計）
 ー出生中位（死亡中位）推計」

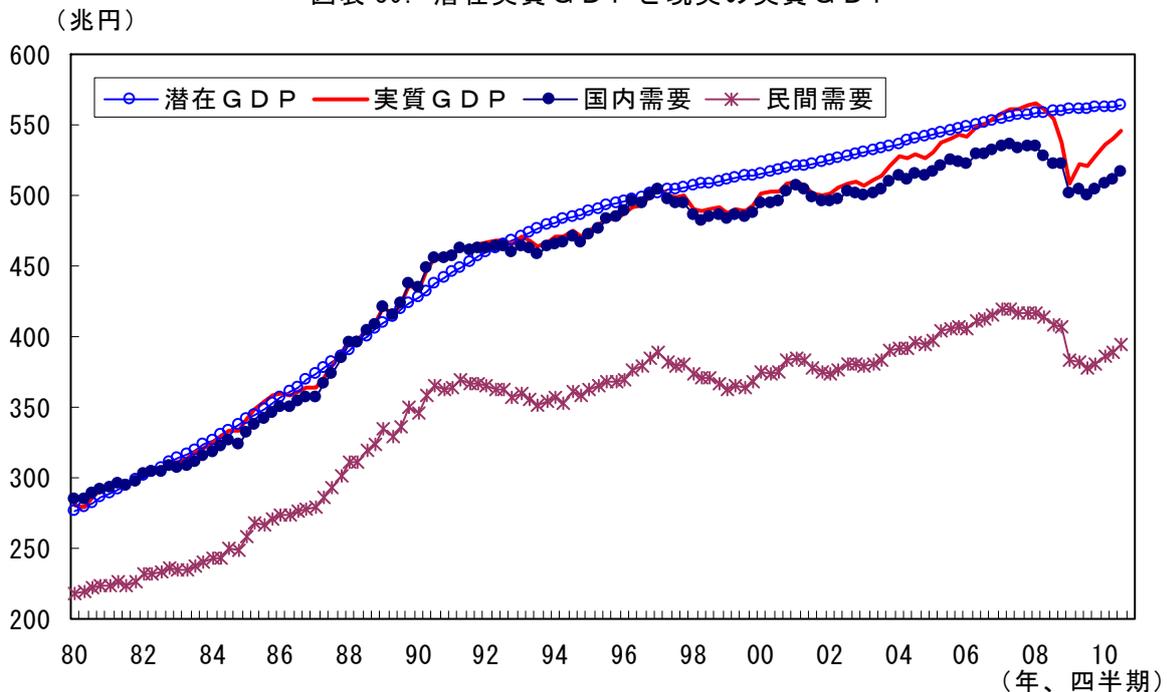
このグラフからは、次のような点が見て取れる。第一に、日本の総人口は 2008 年を境に減少に転じていること。第二に、経済活動の中核をなしている、生産年齢人口と呼ばれる 15 歳～64 歳の年齢層の人口が、総人口の減少に先立ち 1996 年から減少していること。第三に、少子化により 14 歳以下の人口は一貫して減少していること。第四に、65 歳以上の高齢者の人口が急激に増加していること¹⁰。

こうした結果、生産年齢人口一人当たりの高齢者人口の比率が上昇を続け、社会保障給付を中心とした財政需要と、これを支える国民負担との間のギャップが拡大しつづけ、財政事情がより困難になることが予想される。さらに生産年齢人口の構成を見ても、少子化の影響で 15～30 歳、さらには 30～49 歳の年齢層の割合が低下していき、50～64 歳以上の割合が増加する。この構成比の変化は、個々の企業にとっても従業員の年齢構成に大きな影響を与えることとなろう。

(2) マクロ経済への影響

さてこうした年齢構造の変化は、マクロ経済にどのような影響を及ぼしてきたのだろうか¹¹。図表 39 は、日本のマクロ経済の供給能力である潜在実質 GDP と、現実の実質 GDP を比較して推移を見たものである。

図表 39. 潜在実質 GDP と現実の実質 GDP



(注) 潜在 GDP は、内閣府が作成・公表している GDP ギャップから逆算して求めた (出所) 内閣府

¹⁰ 65 歳以上の人口は、1985 年に約 1,250 万人だったのが、2005 年には約 2,580 万人となり、2020 年には約 3,590 万人と見込まれている。

¹¹ 以下の議論では、藻谷浩介「デフレの正体」(角川書店、2010 年)を参考にした。

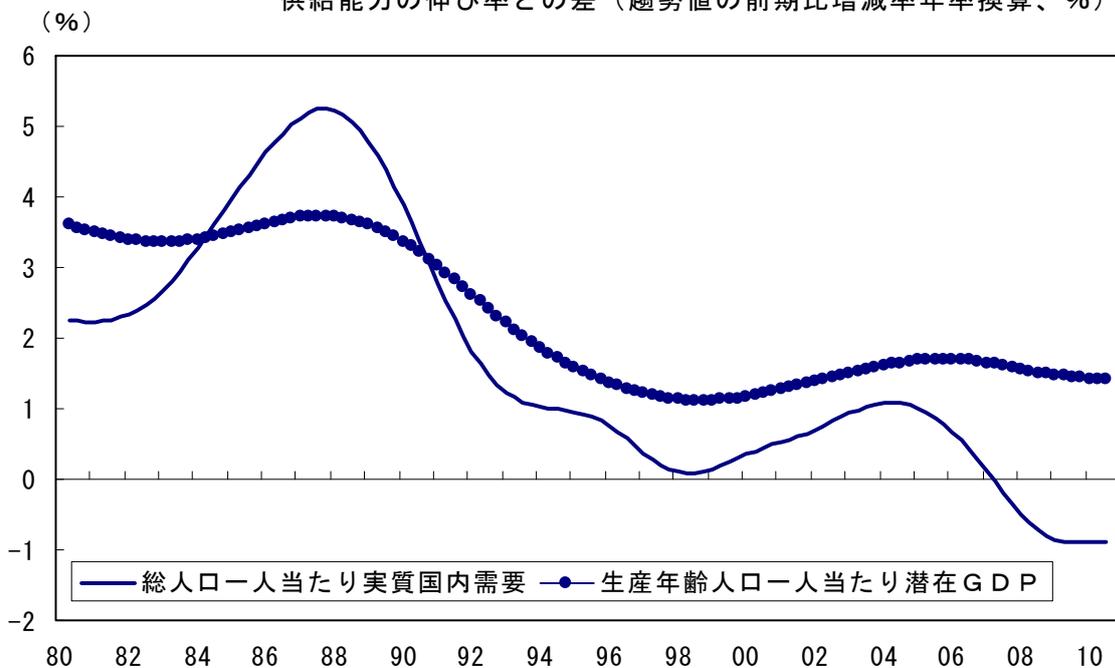
図表 39 に見られるように、現実の民間需要・国内需要の伸びは、潜在GDPの伸びに比べて緩やかなものであり、特に90年代後半以降に両者の乖離幅が拡大している。これに対し現実の生産量である実質GDP（国内総生産であり、国内需要 + 純輸出¹²に等しい）は、2000年代半ばの景気回復期に増加し、07年頃には一旦潜在GDPの水準に達した後、08年リーマン・ショックの影響で急減した。直近ではこうした生産能力と現実の生産とのギャップ（需給ギャップ）は縮小しているものの、まだ乖離した状況が続いている。

要するに、日本経済をマクロ的に見ると、供給能力が安定した伸びを続けているのに対して、国内需要の伸びが弱い。そのギャップを海外需要の好調さを背景とした純輸出で補っているが、完全には埋め切れていないのが現状である。

さて図表 39 において、潜在GDPが1990年代半ばから伸び率が低下している背景には、バブル崩壊の影響に加えて、前述したように生産年齢人口が減少に転じた影響が大きいと思われる。ただし後述するように、仮に労働投入量が減少しても、生産能力自体は中期的に増勢を続けていくと考えられる。

供給能力が生産年齢人口から影響を受ける一方で、国内需要の大きさは国民全員、すなわち総人口に依存すると考えられる。ところが総人口の減少が顕在化する1990年代末から、国内需要の伸びの鈍化が顕著になってきている。すなわち、国民一人当たりの国内需要の伸びは縮小傾向にある（図表 40）。

図表 40. 総人口一人当たり実質国内需要の伸び率と生産年齢人口一人当たりの供給能力の伸び率との差（趨勢値の前期比増減率年率換算、%）



(注1) 潜在GDPは、内閣府が作成しているGDPギャップから逆算した
 (注2) 趨勢値は、HPフィルタを適用して求めた
 (出所) 内閣府、総務省

¹² 純輸出 = 輸出マイナス輸入

図表 40 からは、人口面では生産年齢人口の減少が総人口の減少よりも急だったにもかかわらず、供給能力の伸び率低下への影響が相対的に小さかったことが分かる。このように国民一人当たりの国内需要の伸びが縮小しているのには、1990 年代バブル崩壊後の家計の収入の伸びの鈍化、将来不安の高まりが大きく影響していると考えられる。

加えて、年齢構造の変化も影響していると考えられる。例えば家計の消費支出という面では、高齢化のインパクトは、存在しているにしてもそれほど大きくはなかったと考えられる¹³。しかし若年層では、かつての同年齢世代よりも貯蓄意欲が強く、他方で自動車など耐久消費財への支出意欲は弱くなっている兆しがある¹⁴。また住宅の面では、一人当たりの居住面積が大幅に増大してきており¹⁵、住宅を量的に増加させるインセンティブが弱まってきている。

いずれにせよ、今後の日本経済では国内の供給能力と国内需要のギャップがなかなか解消されないと見込まれる。このため、将来にわたる厳しい財政事情を考慮すれば、規制緩和などの手段で国内需要を喚起することが必要となろう。それ以上に、新興国を中心とした海外からの需要を、いかに日本からの財・サービスの輸出に取り込んでいけるのかが、喫緊の課題となる。

なお今回の予測期間を超えて 21 世紀半ばまでを見通せば、より一層高齢化が進展することに加え、これから高齢化していく世代は、キャリア・パスの相違から、貯蓄残高などの老後のための資産蓄積が過去の世代に比べて余裕が少なくなってしまうなど、人口要因が国内需要に与える影響がさらに大きくなっていくものと推測される。

(3) 経済の効率性改善

ところで、生産年齢人口の減少が進んでいるにもかかわらず、なぜ就職困難な人たちが増えて失業率が上昇しているのだろうか。2007 年夏以降のサブプライム危機・08 年 9 月のリーマン・ショックに起因する世界的で規模の大きな景気後退の影響が主要因であることは間違いないが、加えてマクロ経済全体の生産性の要因と、部門間のミスマッチによる需給ギャップの要因が存在すると考えられる。

まずマクロ経済全体の生産性の問題について検討してみよう。マクロ的な経済成長は、次の三つの要因の組み合わせによってもたらされると考えられている。第一に、労働投入量の増加である。第二に、生産設備（資本ストックという）の増加である。第三に、全要素生産性の向上、すなわち技術進歩などによる経済全体の効率性の改善である。この全要素生産性が上昇（経済の効率性が改善）すれば、同じ労働投入量と資本ストックの量から、

¹³ 弊社調査レポート「高齢化の進展と個人消費」(2010 年 9 月)をご参照されたい。

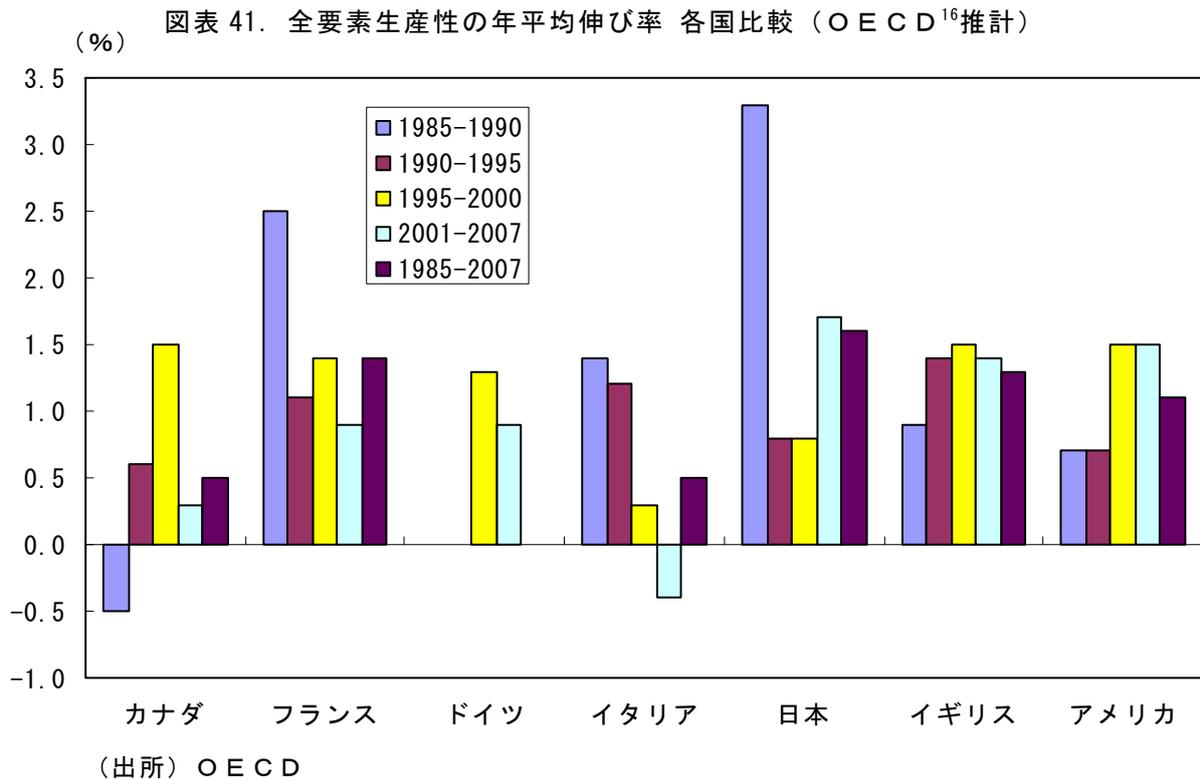
¹⁴ 総務省「全国消費実態調査」によれば、二人以上世帯の世帯主年齢が 50～59 歳未満の階級において、世帯当たり自動車保有台数が減少している。例えば、29 歳以下層では、1,000 世帯当たり 2004 年 1,239 台だったのが 09 年には 1,160 台に、40～49 歳層では同じく 1,549 台から 1,447 台となっている。

¹⁵ 総務省「住宅土地統計調査」によれば、住宅ストックを一人当たり居住室の畳数で見ると、1973 年に 6.6 枚だったのが、2008 年には 12.8 枚となっている。

より多くの生産物（財・サービス）が産出される、という考え方である。

第二の生産設備について考えると、2002年～07年の景気拡大局面において企業が設備投資を積極的に行い、結果として省力型の生産設備が増加したため、人手を増やさなくても生産量を拡大することができるようになった。このように労働から資本ストックへの代替が進んだことが、企業の労働力需要が大きく高まらなかった要因であると考えられる。

次に第三の経済全体の効率性の改善について見てみよう。図表41は、主要先進国の全要素生産性の伸びを比較したものである。



図表41に見るように、各国の全要素生産性は、景気局面毎に変動するものの、長期的には概ね年平均1%～1%台半ばの伸び率で推移してきている。日本も、バブル崩壊後の時期こそ低迷したものの、2000年代に入ってから、経済が好調だった米英と比較しても遜色ない伸び率となっている。このことから、仮に労働力人口や生産設備の伸びがなかったとしても、日本の総供給、すなわち潜在成長力は、技術進歩などによって、年1%程度の伸びは続けていくものと見込まれる。

こうした効率性の改善が、雇用機会を狭めている面があることも否定できない。例えば社内の情報伝達や数値処理はパソコンで行うことにより必要な労働者数は少なくなる。またインターネットの活用により、バックオフィス業務などを海外に発注することが容易にできるようになってきている。

¹⁶ OECD統計データベース "Stat Extracts" (<http://stats.oecd.org/index.aspx>) より抽出

以上のように、雇用機会がなかなか増えないマクロ的な要因としては、資本ストックの増加と経済効率性の改善が影響してきたと考えられる。

長期的な経済成長達成の観点からは、労働投入量が重要であることは明らかであり、女性や高齢者の活用により労働参加率（生産年齢人口の中で実際に働く意志のある人たちの割合）を高め、就業者数をできるだけ維持していく必要がある。しかし生産年齢人口が本格的に減少する中では、労働投入量の減少は避けられない。一方で資本ストックについては、後述するように日本はGDPに対する資本ストックの比率が既に高い水準にあるため、将来的に高い伸びを続けることは期待しがたい。

従って人口減少下で長期的に日本経済が成長を続けていくためには、技術進歩の促進や経営効率の改善を促進し、全要素生産性の伸びを高めていくことが最重要の課題となってくる。そのためには、個人レベルでは国際化・IT化に対応した学力や職業能力の向上、企業レベルでは技術革新への取り組みやマネジメントの合理化、政府レベルでは規制見直しなどの環境整備、に取り組んでいく必要がある。

（４）部門間での需給ギャップ

次に部門間のミスマッチによる需給ギャップについて考えてみよう。図表 39 に見るように、日本経済はマクロ的な需給ギャップが厳として存在している。しかし全ての部門について同一に需給ギャップが存在しているわけではない。例えば育児関係・介護関係のサービスなど、利用希望者のウェイティング・リストが長くなっているような部門では、需要に対して供給が過少であることは明らかであろう。

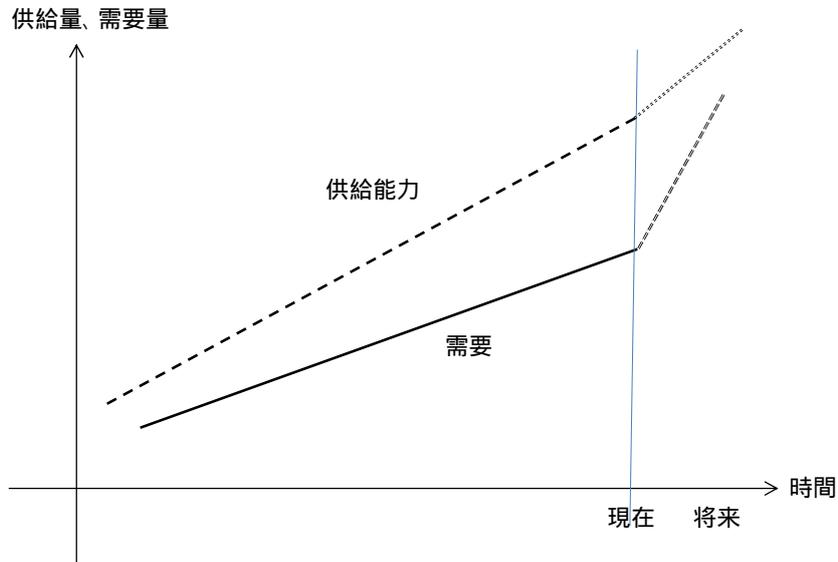
各産業部門の需給ギャップを計数的に捉えることは、統計的な制約により困難である。そこで概念図を用いて需給の関係を考えてみよう。

図表 42 は、需要不足部門のイメージである。供給能力に比べて需要の伸びが弱く、需給ギャップが拡大しているような部門であり、かつその部門にまだ将来性があると期待されるのならば、需給ギャップ縮小のため、例えば品質・性能の向上、価格の見直しといったような需要拡大策が必要になる。しかし環境問題の制約などにより将来性が乏しいと判断されるのならば、逆に供給能力を削減することが必要となる。

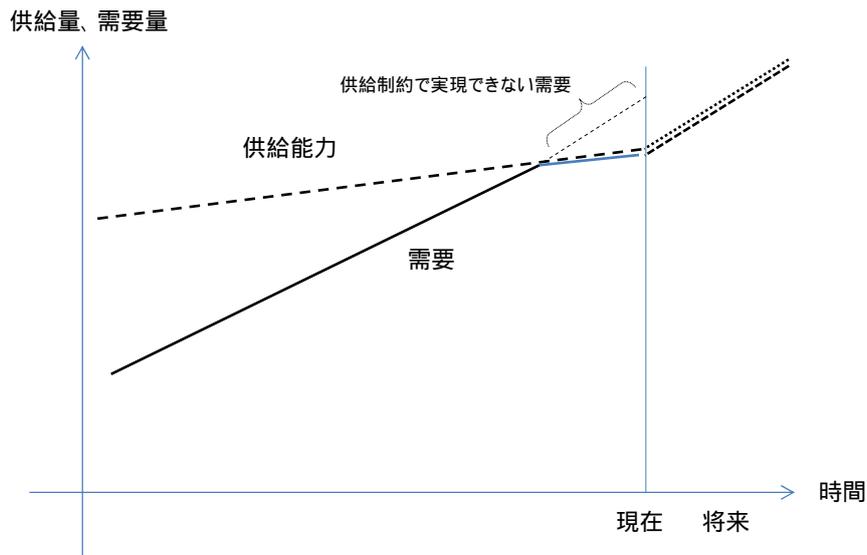
次に は、供給不足部門のイメージである。これは人口構造の変化や生活スタイルの変化により需要が強い伸びを示しているにもかかわらず、制度的な要因などから供給能力が伸びない部門である。こうした部門では、需要が供給能力の天井に突き当たると、満たされない需要が発生してしまう。そのため製品・サービスの価格が急上昇したり、ウェイティング・リストで順番待ちしたりしなければならなくなる。こうした部門は逆の意味での需給ギャップが存在しているわけであり、需要の伸びに応じて供給能力を拡充すれば、その分、潜在需要が実現し需給双方が増加していくことが期待される。

図表 42. 需要・供給の乖離の概念図

① 需要不足部門



② 供給不足部門



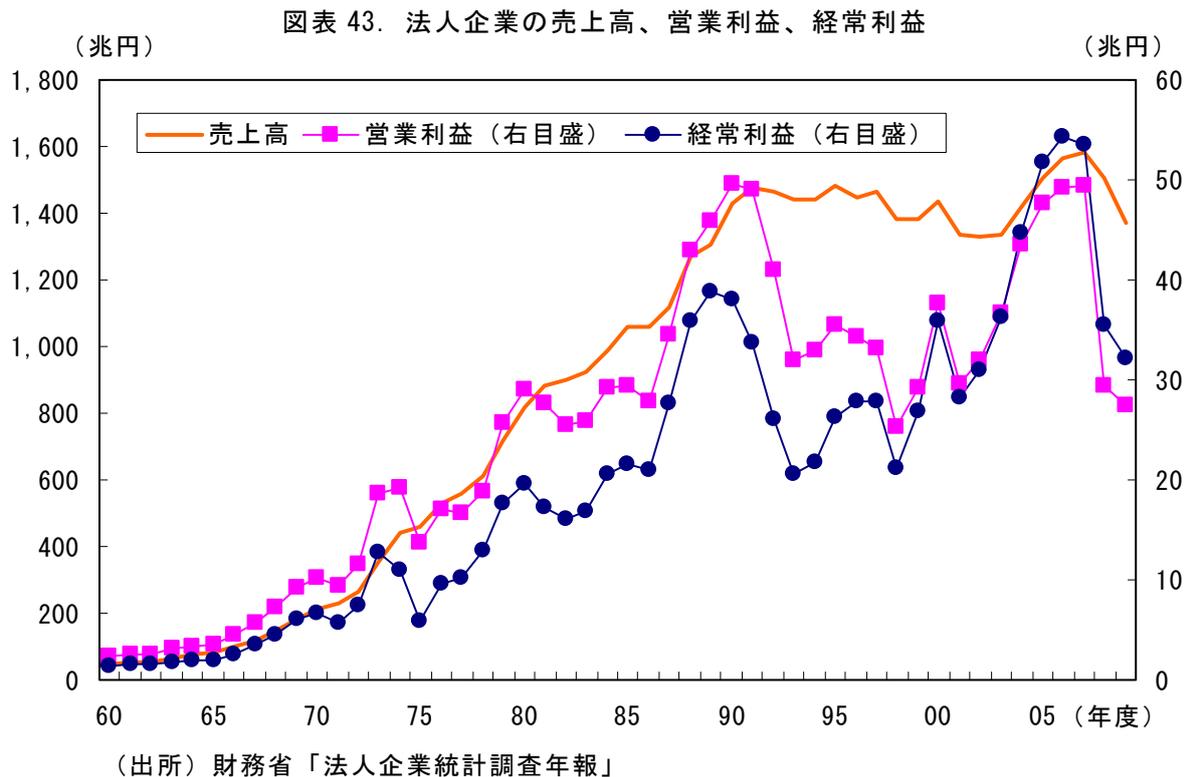
そうした需給増加のメリットとしては、第一に、消費者が希望通りの消費活動を行えることである。第二に、供給が増加することにより供給者の収益増加が期待される。第三に、現在職に就いていない人や、需要不足部門に就業しているが自分の能力を万全に発揮できないような人たちに、好条件で活躍できる場が提供できることである。第四に、マクロ経済の需給ギャップの縮小に貢献できる。

従ってこうした分野では、既往供給者への一定の配慮が必要であるが、制度改革などにより新規参入を促進してマイナスの需給ギャップを埋め、それによって雇用の増加を図っていくことが望まれる。

2. 企業体質の健全性

(1) 好調な企業部門

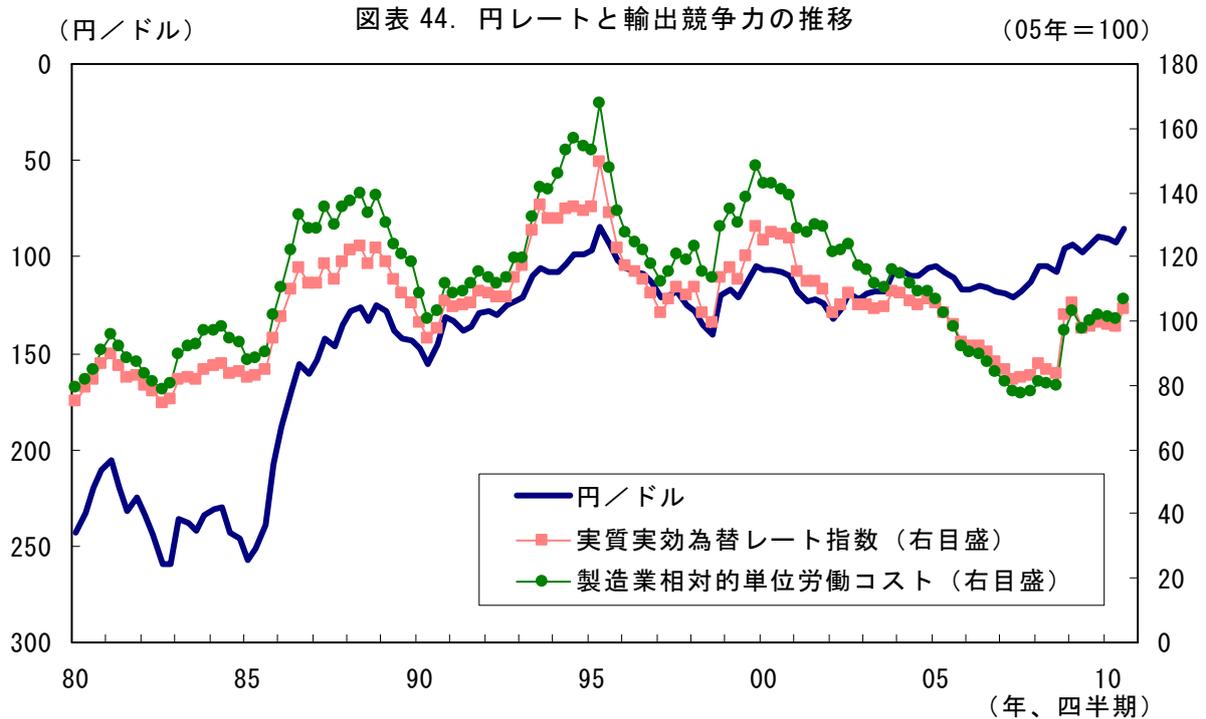
日本の企業部門は、1990年代バブル崩壊後に生じた雇用・設備・負債の「三つの過剰」状態を、リストラ努力によって切り抜けてきた。その成果は2000年代に入ってから好調な活動状況に表れている。財務省「法人企業統計調査年報」で全産業（除く金融業・保険業）の売上高、営業利益、経常利益を見ると、日本経済全体ではデフレ状態にあったにもかかわらず、リーマン・ショック前にはバブル期に匹敵する水準に達していた（図表43）。



売上高や利益は、2008年9月のリーマン・ショックの影響で急減したものの、世界経済の回復に支えられて、最近ではリーマン・ショック前の水準へと近づいている。このように、企業体質の健全性はかなり強固なものとなってきており、先行きも総じて堅調に推移していくものと期待される。

しかし一つ留意しておく必要があるのは、2000年代半における好調な企業活動の背景には、金融緩和政策、及び日本と諸外国の経済成長率格差を背景とした円安の定着があったことである。10年夏以降円の為替レートは過去最高に近い水準にまで上昇した。ただ外国との物価格差を考慮した実質実効為替レートや、やはり外国と比較した製造業の単位労働コストは、過去に比べればまだ低い水準となっている（図表44）。しかし今後は00年代半のような実質円安の水準が期待できないことから、円高メリットを活かした事業の国際展開（海外企業M&Aも含め）や、品質・性能で他国に優位に立つような製品への選択・

集中を進めていく必要があると考えられる。



(注1) 実質実効為替レート指数 (日本銀行)、製造業相対的単位労働コスト (OECD) とともに2005年=100とする指数

(注2) 製造業相対的単位労働コストとは、日本と日本以外の国との単位労働コストを実質実効レートで相対比較したものである

(出所) 日本銀行、OECD

(2) 貯蓄超過の持続

こうして企業の体力は改善してきているが、日本経済全体で見ると、民間企業部門の貯蓄超過という新たな課題が発生している。国民経済計算 (SNA) で一国の経済を家計部門、民間企業部門、政府部門と切り分けて見てみよう。これらの各部門が様々な経済取引を行った結果として、最終的には家計部門が貯蓄超過となり、企業部門の投資及び政府部門の支出をファイナンスする形になるのが自然であると考えられている¹⁷。従って、通常企業は投資超過になるものと考えられている。なお一国全体でなお貯蓄超過分が残れば、海外部門の投資超過をファイナンスすることとなる¹⁸。

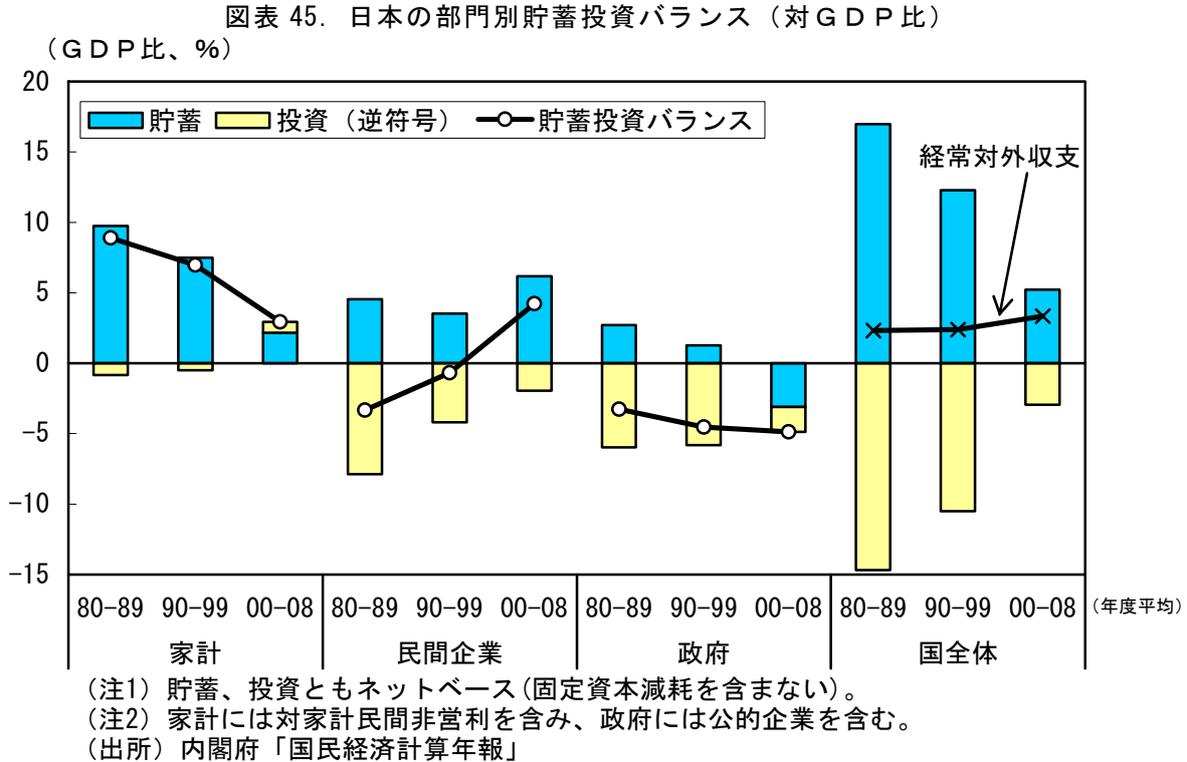
ところが、図表 45 で 10 年平均の各部門の動きを見ると、家計部門で高齢化の進展により家計部門の貯蓄額が減少し、貯蓄超過幅も縮小している¹⁹。しかし一方で企業部門では好調な企業収益を反映して貯蓄が増加しているが、反対に投資が減少している結果、近年

¹⁷ SNAにおける企業貯蓄は、企業会計上の内部留保に、SNA上の概念である企業の在庫品評価調整額を加えたものと考えられる。

¹⁸ 海外部門の投資超過とは、当該国にとっては経常対外収支の黒字を意味する。

¹⁹ 図表 45 では、2000～08 年度の家計部門の投資がマイナスとなっている。これは同図表での投資は固定資本減耗を含まない純投資であるためであり、総投資額そのものがマイナスになっているわけではない。

では投資超過から貯蓄超過へと転じている。



このように家計部門と企業部門で逆の動きとなっているが、両者の変化幅はほぼ同じ大きさである。このため、政府部門と海外部門では、貯蓄投資バランスにほとんど変化がない。

(3) 投資しても儲かりにくい体質

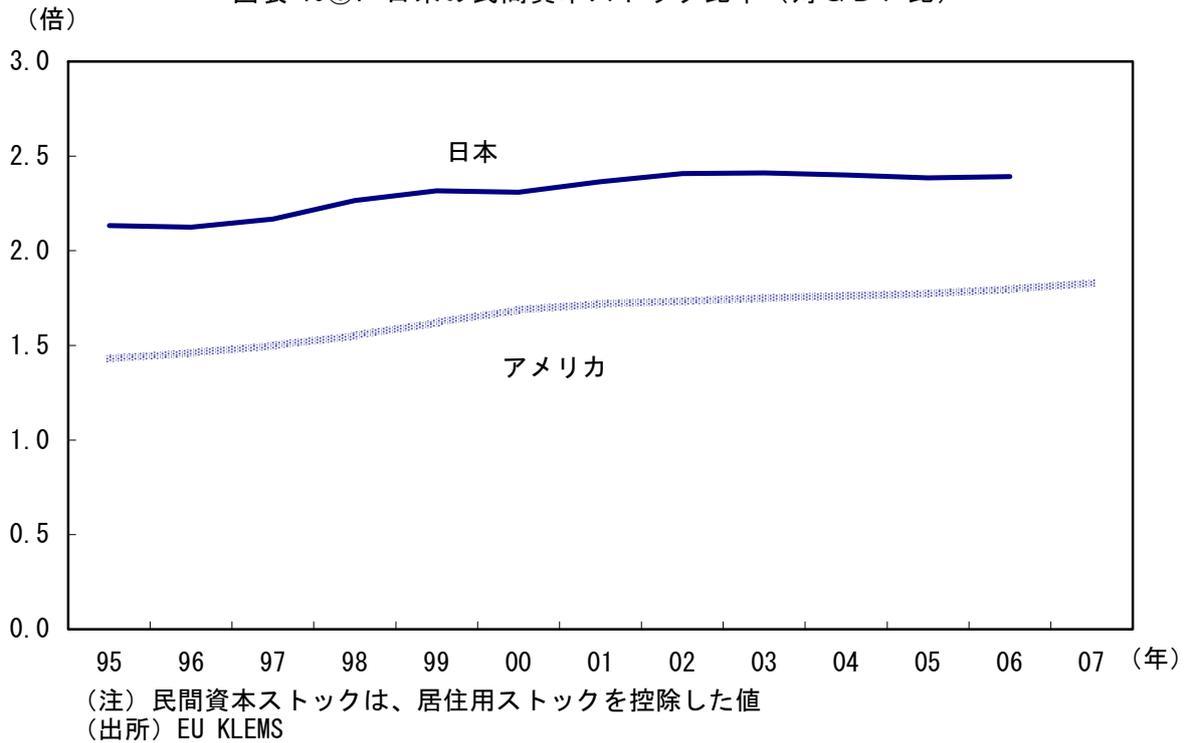
では企業の設備投資を巡る環境を整備して設備投資を積極化させていけば、企業部門の貯蓄超過が解消して、経済の成長力も高まるのだろうか²⁰。確かに設備投資（年々のフロー）はGDPの需要項目の一つであるので、直接的に経済成長を高める効果はある。しかし長期的には生産設備（ある時点のストック）を増加させるので、それに見合う需要の増大がなければ、却って将来の成長を低めてしまう可能性がある。そもそも投資を行うということは、投資分だけ国全体の総生産から消費への配分が減ることである。従って投資が将来の消費を相応に拡大させるものでなければ、いまその投資を行う意味はない。

そこで、マクロ的な生産設備の大きさを日米で比較してみよう。図表 46 は、実質民間部門資本ストック（居住用を除いたもの）の実質GDPに対する比率（資本係数）の推移である²¹。

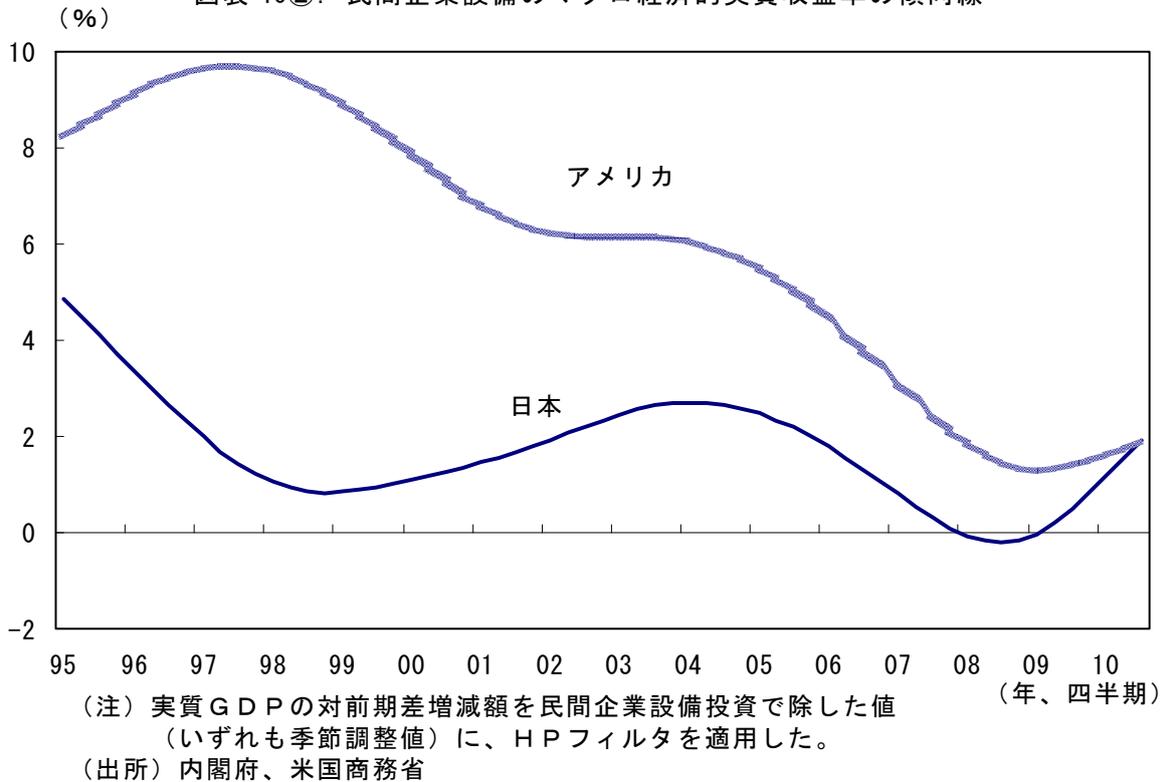
²⁰ 以下の議論では、齊藤誠「成長信仰の桎梏」(2006年、勁草書房)を参考にしている。

²¹ オランダのグローニンゲン大学が作成している、生産性関連指標をなるべく共通した定義により国際比較するためのデータベース「EU KLEMS」(<http://www.euklems.net/index.html>)を利用した。

図表 46①. 日米の民間資本ストック比率（対GDP比）



図表 46②. 民間企業設備のマクロ経済的実質収益率の傾向線



図表 46 にみるように、マクロ経済全体では、日本の民間部門の資本ストックはアメリカに比べてかなり高い水準で推移している。このことを、形を変えて確かめてみよう。図

表 46 は、実質 GDP の変化分を民間企業設備投資額で除した値の傾向線を描いたグラフである²²。

この数値は、民間企業設備投資がもたらす GDP の増分、すなわち設備投資のマクロ経済的な実質収益率の近似値と考えられる。両国とも長期的には減少トレンドにあるが、日本はアメリカと比べると、ほぼ一貫して低い水準で推移している。なお直近時点では日本とアメリカがほぼ同水準になっているが、これはリーマン・ショック時に日本でマイナス値をつけた反動という側面が大きく、基調が変化したものではないと考えられる²³。

これらの数値から言えることは、日本では、民間企業が設備投資を行っても、それに伴ってパイが増大する（生産が増加する）割合がアメリカに比べて小さい、すなわち儲かりにくい分野への投資が多い体質になっている、ということである。

もちろん、技術革新に応じた新型機械の導入など、必要な設備投資は今後も続けていかなければならない。しかし、デフレ経済化で期待経済成長率が下がっている中では、無理して企業が設備投資を増やしたとしても、長い目で見れば、日本経済全体の成長には繋がりにくい。さらには貴重な資源を無駄遣いするという逆効果となる可能性すらあると考えられる。そうならないためには、投資先を選別し投資規模を適正化することが重要である。

（４）雇用者への配分増加を

それでは企業部門の貯蓄超過に関して、企業の貯蓄の増加幅が大きいことが問題なのだろうか。企業が貯蓄を増加させてきたことは、企業の利益増大の結果であるが、その過程でコストカット圧力が強く働き、人件費が抑制気味に扱われてきたことは否めないだろう。

また高収益を得た企業は、内部留保の増加と併せて、配当を増加させている。従って家計が幅広く企業の株式を保有する習慣があれば、配当やキャピタル・ゲインによって、家計部門は企業利益増加のメリットを直接享受できるはずである。しかしながら日本では、家計の金融資産に占める株式の割合は低く、こうした効果はあまり期待できない。

企業が貯蓄を増加させる = 内部留保を積み増すという行動は、自己資本を充実させることにほかならない。自己資本の充実は、バブル後の企業体質改善のために不可欠であった²⁴。そしてその甲斐があって、リーマン・ショック後の経済混乱を、当初懸念されたような大きな被害なしに乗り切ることができた。しかし輸出先導で企業業績が改善し続けていく中で、内部留保の積み増しだけで終わってしまえば、国内需要の喚起とは両立しがたい。

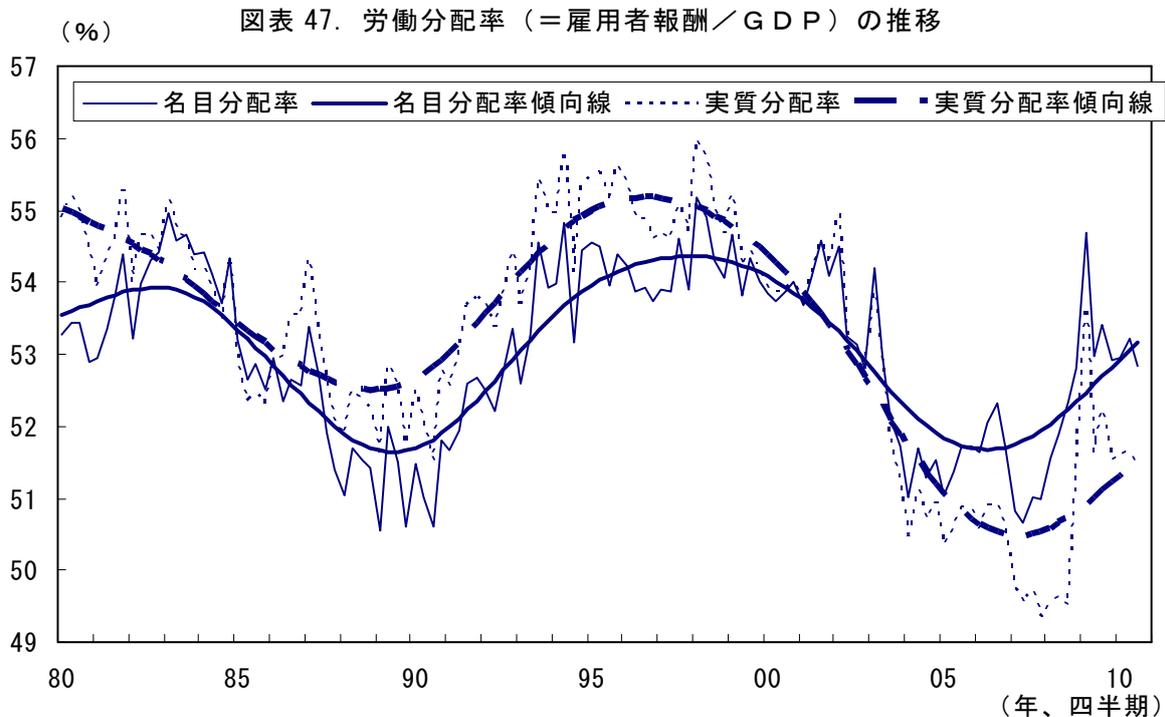
²² 資本ストックを K 、GDP を Y 、設備投資を I とする。ここで $\frac{I}{Y}$ を変化分を表す記号とすると、 $\frac{I}{Y} = \frac{K}{Y}$ となる。図表 46 は K/Y を表しており、図表 46 は Y/I を表している。従って、 $\frac{I}{Y}$ は $\frac{K}{Y}$ の分子・分母をひっくり返したイメージとなる。

²³ 最近では、日本では分母の民間設備投資の伸びがまだ小さい一方で、分子の実質 GDP 増分は大きく落ち込んだ反動から伸びが大きくなっていることから、実質収益率の増加幅が大きい。反対にアメリカでは、分子の GDP の増分がまだ小さい一方で、分母の民間設備投資が急速に増加していることから、実質収益率の増加幅が小さい。

²⁴ 財務省「法人企業統計調査年報」によれば、全産業（除く金融業、保険業）・全規模の自己資本比率は、1990 年度に 19.1% であったのが、2009 年度に 34.5% となっている。

そうしてみると、好調な企業活動の成果を家計部門に還元していくためには、やはり賃金増加や雇用者数増加を通じて行うことがスムーズなのではないかと考えられる。

ここでマクロの労働分配率を見てみよう。図表 47 は、雇用者報酬 / GDP の比率の推移を、名目ベースと実質ベースでみたグラフである。



- (注1) 名目値は雇用者報酬÷名目GDP、実質値は実質雇用者報酬÷実質GDP、いずれも季節調整値から作成
- (注2) 傾向線はHPフィルタを適用して求めた
- (出所) 内閣府「四半期別GDP速報」

図表 47 を見ると、労働分配率は名目ベースでは長期間に渡ってほぼ同じ振幅で上下動を繰り返しており、最近時点では上昇傾向にある。しかし実質ベースでみると、やはり上昇傾向にあるとは言え、過去に比べて足元の水準がかなり下がっている。これは家計最終消費支出デフレーターとGDPデフレーターとの、それぞれの上昇率の相対的な違いに起因するものである。しかしその意味合いとしては、雇用者報酬への実質的な配分の減少であり、得られた雇用者報酬の使い出が過去と比べて少なくなっていることを示唆している²⁵。言い換えれば、あくまでマクロ経済的には名目雇用者報酬はもっと増額される余地があると考えられる。この雇用者報酬の増加は、一人当たり平均賃金の上昇と雇用者数の増加の双方で達成されることが望ましい。そしてもしそれが実現できるならば、報酬の増加は支出の増加、すなわち国内需要の増加を通じて、GDPギャップの縮小や長期的な経済成長率のかさ上げに寄与していくものとなる。

²⁵ 前掲図表 44 で、日本の単位労働コストが過去に比べて低い水準にあることも、その傍証となる。

もちろん、個々の企業の賃金水準はそれぞれ労使が自主的に決めるべきものである。従ってマクロ的な労働分配率の上昇は、単純に現在の給与支給額を増加させればよいというものではない。個々の企業の雇用体系全体の見直しの中で、結果として労働分配率の上昇が実現されていくことが望ましい、という性格のものであろう。

例えば正規雇用者と非正規雇用者の待遇平衡化の観点からは、両者の間で同一労働・同一賃金を実現すること、非正規雇用者の正規雇用者への道を拡大することが考えられる。また加えて、前述したような人口構造変化の下では、個々の企業でも雇用者の男女構成や年齢ピラミッドの変化に直面することとなり、企業の人事システムを作り替える必要があるだろう。例えば年齢に制限されない採用、女性や高齢者の活用はもちろん、学卒採用・年功序列制・ジョブローテーションなどの仕組みを変更していく必要があるだろう。

かつては日本企業の強さの最大の要因として、長期的な視点に立って雇用者の能力を發揮させる企業の人事システムが挙げられていた。もちろん企業を巡る環境が激変している現在、単純に過去のシステムに復元することは不可能である。しかしグローバル化の進展や人口構造の変化などの環境変化にフィットした、新たな雇用システムを構築していく労使の努力が必要だと考えられる。

ただしグローバル化が進展し国際競争力が激化する中では、既存の企業の対応だけでマクロ全体の雇用者報酬を拡大することは困難であろう。新技術を活用した新規起業や、地域に密着した活動で地域貢献を目指す社会的企業の創出など、新しい取り組みも活発化していくことが望まれる。

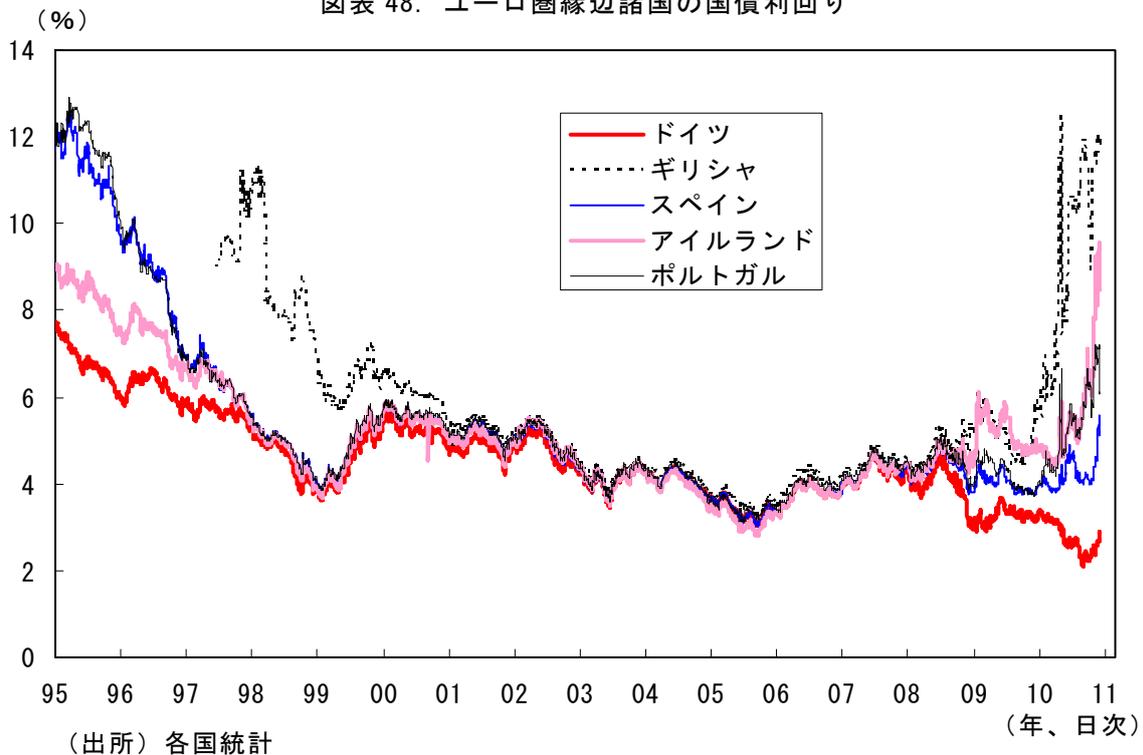
3. 金融危機後の世界経済の成長力

前章で述べたように、日本を取りまく世界経済については、今後も順調に発展していくことを本中期見通しの前提としている。しかしそれが実現していくためには、今後大きく三つの課題をクリアしていく必要がある。第一に欧州が財政・金融危機から脱却できること、第二にアメリカの景気拡大がしっかりしたものとなること、第三に新興国経済の発展が続き世界のマクロ経済インバランスが縮小していくことである。

(1) 欧州の財政・金融危機からの脱却

第一の課題としてあげられるのが、ユーロ圏諸国の財政・金融危機がソフトランディングすることである。ユーロ圏の財政・金融危機は、2009年以降ギリシャの財政健全性に対する金融市場の懸念を発端に国債利回りが急上昇し、縁辺諸国と言われるポルトガルやアイルランド、さらにはスペインやイタリアという南欧の大国にも波及して、資金調達の困難さからソブリン・リスクと呼ばれる国家財政の破綻のおそれが見られたことである（図表48）。

図表 48. ユーロ圏縁辺諸国の国債利回り



これらの国々は、経済規模や国内の構造改革の遅れから、欧州の経済大国ドイツに比べて資金調達コストが高かった。しかし統一通貨ユーロに参加することにより国債利回りがドイツの水準に収斂し、金利低下を実現することができた。2000年代前半～央にかけて

の期間は、ドイツでは労働市場改革などの構造改革や財政再建に真剣に取り組み、輸出競争力を高めていった。しかし現在困難に直面している諸国は、その時期に低金利によって容易に調達できる資金を国内の不動産市場に投入し、資産バブルによる好景気を享受する一方、経済構造の改革は遅れていた。このためドイツなどからの輸入で経常収支が赤字になる一方、その裏側でドイツやフランスから大量の資金が流入することとなった。

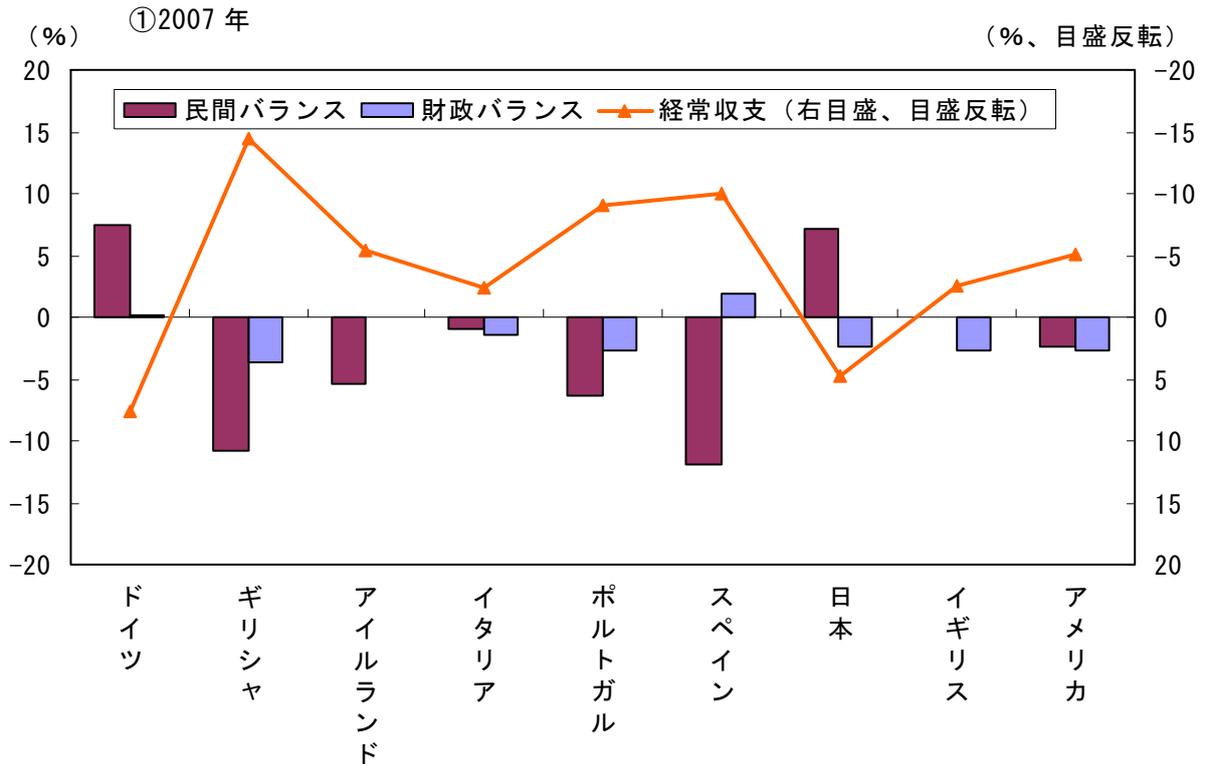
2007年のサブプライム危機、08年のリーマン・ショックの際には、統一通貨という大きな傘故にユーロ圏諸国は混乱を乗り切ることができた。しかしこれらの諸国では、その後の景気後退・バブル崩壊の中では、逆に統一通貨故に独自の金融緩和策をとることができず、また自国通貨切り下げも不可能なため、財政・金融危機からの脱出が困難な状況に陥ってしまったのである。

詳細を見ると、これらの諸国の間で危機の要因は異なっている。ギリシャは財政規律の欠如による大幅な財政赤字が根源にある。スペインは不動産バブル崩壊の後遺症が、ポルトガルは労働市場など経済構造の硬直性が問題となっている。アイルランドは、外資導入により経済活動そのものは活発なものの、不動産バブル崩壊に伴う銀行の経営危機に際し、政府が全面的な債権者支援策を約束したことが巨額な財政赤字につながったことが問題となっている。

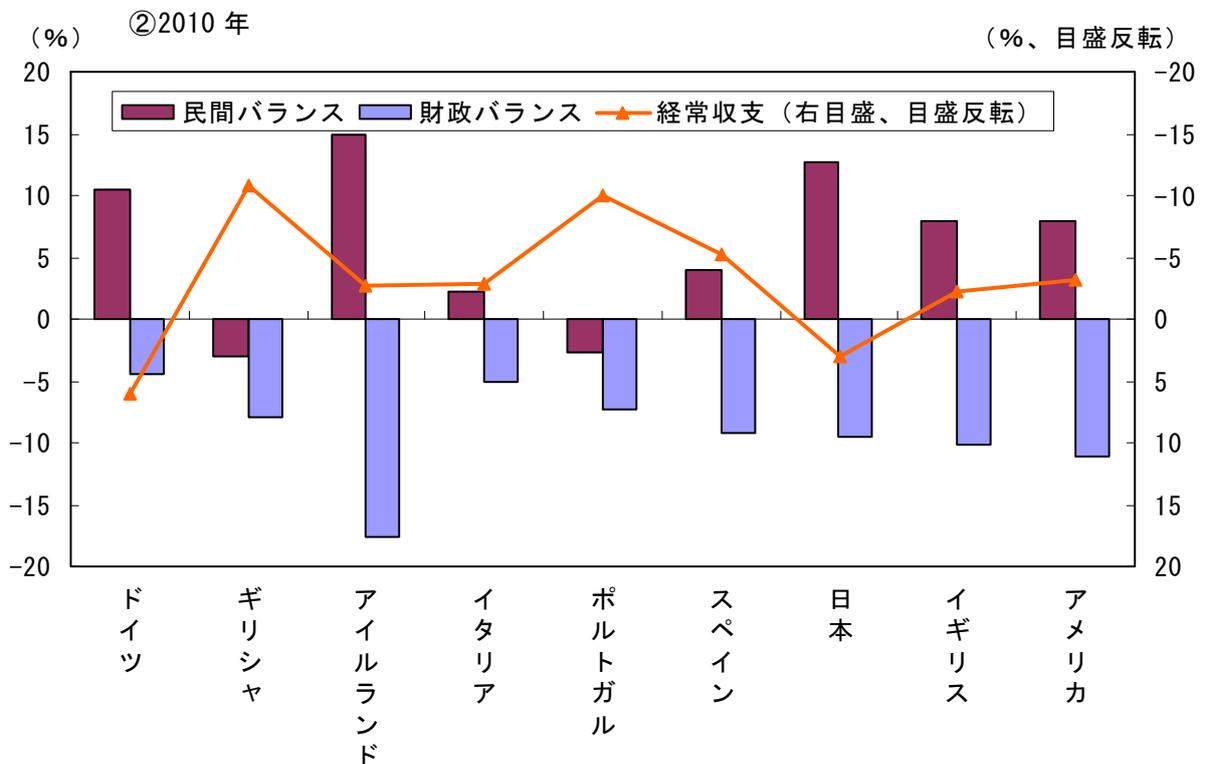
しかしいずれの国においても、危機の基本にあるのは、経済構造改革の遅れとそれに起因する債務返済能力への懸念であると考えられる。図表49は、2007年と10年における貯蓄投資バランスを比較したものである。10年は、リーマン・ショック後の民間部門の萎縮＝民間部門の貯蓄超過拡大（支出超過縮小）を政府支出がカバーしなければならなかったため、いずれの国でも財政赤字が拡大している。

しかし欧州で危機に陥っている国々では概して、危機前から民間が支出超過状態にあり、かつ経常収支が赤字（グラフ上では水面上に表示）となっていたことが見て取れる。すなわち、危機に陥った国々では、バブルを背景に国内の生産能力以上に支出を行い、経済の体質が弱くなっていたわけである。

図表 49. P I I G S 諸国と主要国の財政バランスと経常収支（対GDP比、%）



(注) 民間バランスは、民間バランス＝経常収支－財政バランス、として求めている
 (出所) IMF「World Economic Outlook, October 2010」



(注) 民間バランスは、民間バランス＝経常収支－財政バランス、として求めている
 (出所) IMF「World Economic Outlook, October 2010」

2010年春のギリシャの財政危機に際し、ユーロ圏諸国はECB・IMFと共同で同国に対する緊急支援を行い、7500億ユーロにのぼる欧州金融安定ファシリティを設立し、事態は落ち着いたかに見えた。しかし10年11月にアイルランドの財政・金融危機が再燃し、事態の沈静化に向けてこの基金が活用されることになった。さらに欧州版IMFに向けた取り組みなども進み始めている。しかし本稿執筆時点では、なおポルトガルやスペインへの危機波及が心配されている。

これら危機に陥った諸国では、大幅な増税と財政支出削減が迫られているが、前述したように独自の金融緩和策及び自国通貨切り下げ策が採用できないため、労働市場改革や規制緩和を通じた賃金・製品価格の低下による輸出増加に努めざるを得ない。そうした輸出をドイツやオランダなど経済が好調なユーロ圏北部の国々が吸収していけるかどうか²⁶、さらには域内各国の財政政策の一層の収斂がはかれるかどうか、ユーロという共通通貨システムの維持に向けて今後の事態の推移を注視していく必要がある。

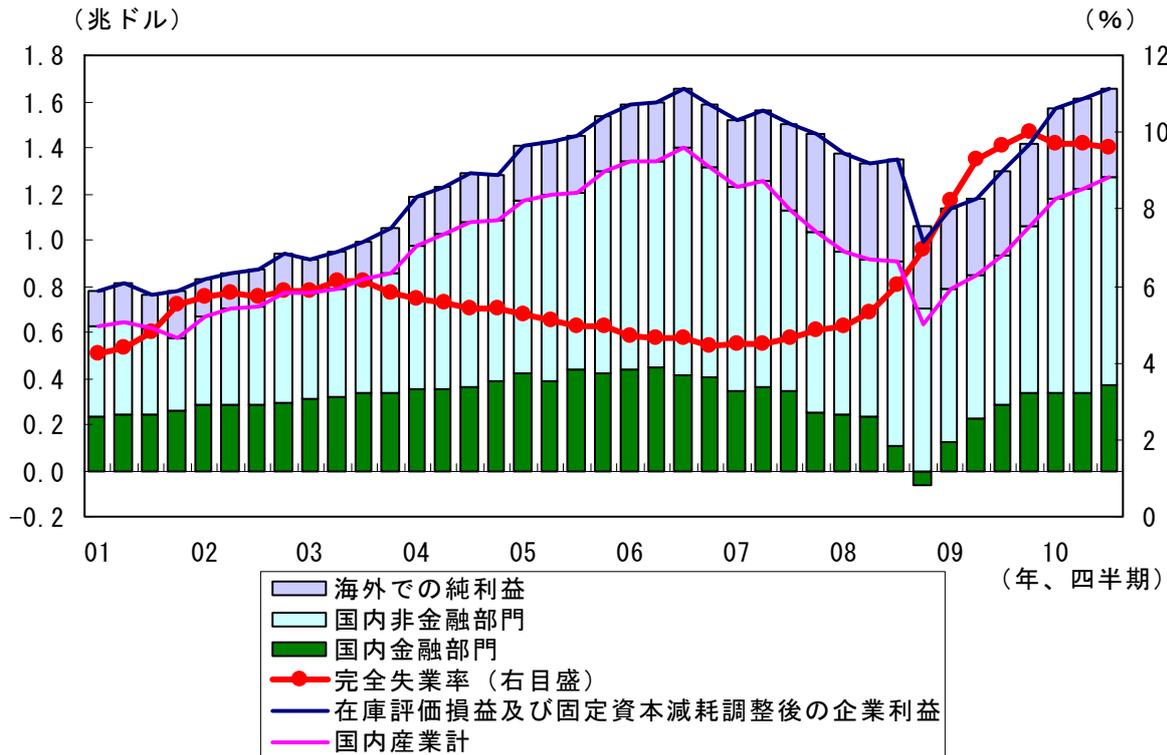
(2) アメリカ経済の立ち直り

第二の課題としてあげられるのが、アメリカ経済がしっかりした景気拡大基調を確立することである。2010年秋現在のアメリカ経済は、リーマン・ショック後の最悪期を脱し、企業活動が再び活発化するとともに、個人消費も拡大の兆しを見せている。しかし経済成長率は、潜在成長力とされる2%台後半～3%を下回って推移しており、完全失業率も高水準で推移している。さらに、サブプライム危機の引き金となった住宅価格の下落は、下げ方が緩やかになっているものの底打ちには至らず、住宅建設が減少を続けている。

図表50はアメリカの企業利益と失業率の関係をみたものである。リーマン・ショック前までは企業利益の増加に伴い失業率が低下してきたが、リーマン・ショック後の回復過程においては、企業利益が回復してきているにもかかわらず、失業率も上昇～高止まりとなっていることがわかる。

²⁶ ユーロ圏諸国は、さらにはイギリスでも、強力に財政再建を進めていく方針である。そのため、欧州の成長のためには、最近ようやく伸びが高まってきたドイツの民間消費の動向が鍵になる。

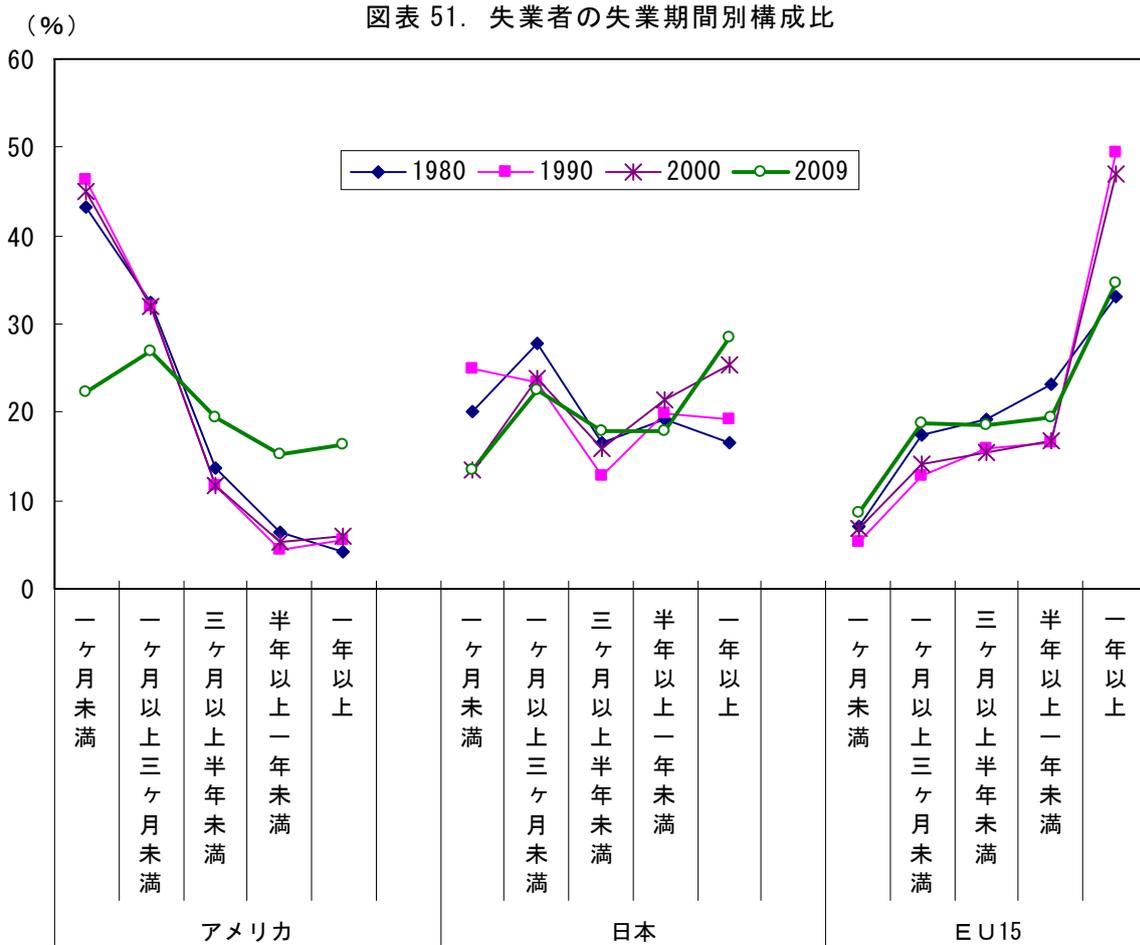
図表 50. アメリカの企業利益（季節調整値・年率換算）と完全失業率の推移



(注) 企業利益は国民経済計算ベース。失業率はOECD標準化ベース。
 (出所) 米国商務省、OECD

このことは、企業が雇用を減らすことによって収益を回復させてきたことを表しており（ジョブ・ロス・リカバリー）、IT化の進展による生産性向上持続や企業の海外依存度の高まり（グラフ上の海外での純利益の増加）もあって、雇用が回復しにくい体質になってしまっている。雇用の本格的な回復がアメリカ経済をしっかりと回復軌道に乗せるために必要不可欠となっている。

また失業率の高まりは、アメリカ経済の強さとされてきた労働市場の柔軟性にも影を落としている。アメリカでは新規起業による雇用吸収が活発であり、雇用者は解雇されて失業しても短期間で新しい職に就くことができた。このことは個人から見れば、常に自分の能力が発揮しやすい環境が存在することになる。しかしアメリカでも失業期間が長期化してきている（図表 51）。



(注) 失業者総数に占める構成比
(出所) OECD

図表 51 に見るように、アメリカで長期失業者の割合が急に上昇している一方で、欧州では逆に低下している。その要因としては、アメリカではサブプライム危機前に雇用を吸収していた建設部門が不調のままであること、住宅価格が下落したままであるため自宅を売却すると住宅ローンの含み損が顕在化することから、転居して他地域に移動することが困難になったことがある。他方欧州では、総じて労働市場改革の成果が現れたこと、政府が企業の解雇防止策を重視したこと、企業も景気回復をにらんで雇用者を確保し続けたことがある。このような失業の長期化は、当面の社会問題であるだけでなく、アメリカ経済の長期的な柔軟性を損ねる一因となるおそれがある。

オバマ政権は積極的な財政政策により失業率の低下を図ってきており、実際失業率の上昇を食い止める効果は大きかったと考えられる。しかしアメリカ国民は、失業率が低下しなかったことを問題視し、財政支出が無駄であり財政赤字が大きすぎると考えるようになった。さらにオバマ大統領の健康保険制度改革が将来的に財政支出を拡大するとの予測から、民間部門の間で将来の増税に対する不安が主張されるようになった。このため、オバマ政権は 2010 年 11 月の中間選挙で敗北することとなった。

この選挙結果により、オバマ大統領の政権運営は格段に厳しくなった。景気の腰を折らないために、FRBの金融政策に過度に依存することなく相応の財政的下支えができるかどうか²⁷、同時に信頼できる長期的な財政赤字削減策を作成して企業や家計のコンフィデンスを回復し経済活動を活発化し雇用を回復していけるかどうか、アメリカ経済の先行きを占う焦点となろう。

(3) 新興国の成長持続と国際的インバランスの解消

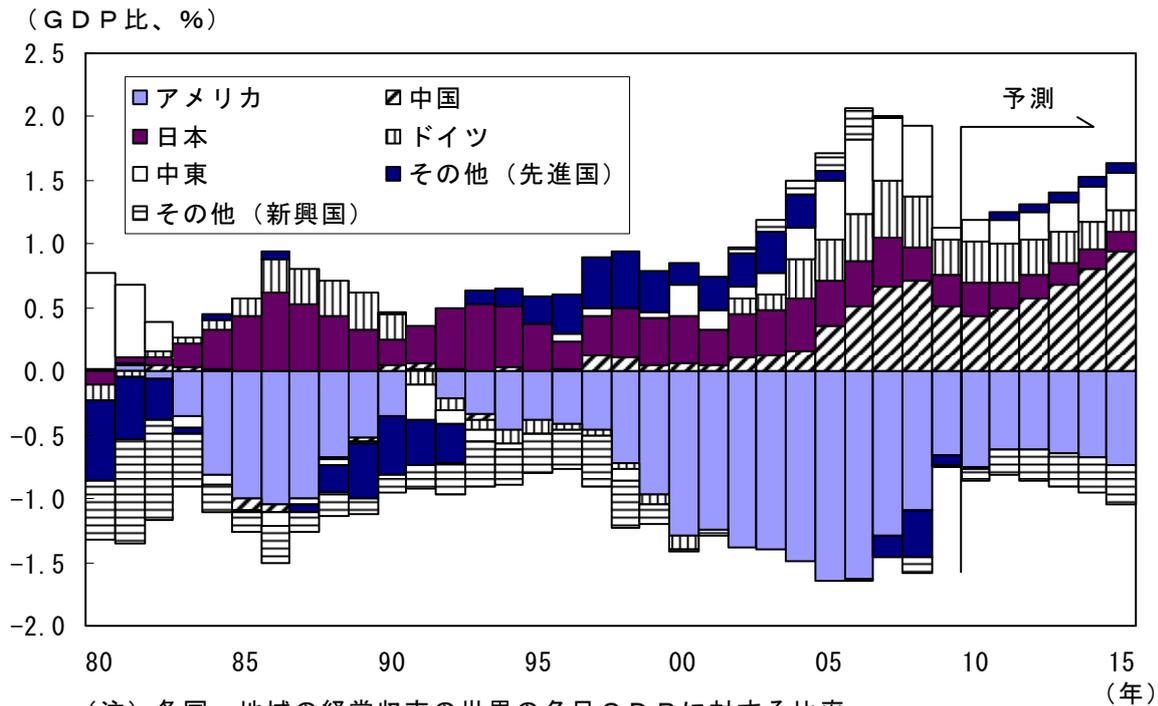
第三の課題は、新興国、特に世界経済への影響力が大きい中国が順調に発展を続ける中で、国際的なマクロ経済インバランスを解消の方向に向かわせることである。中国では高成長が続いているが、国全体としての経済規模は大きくなり高成長の持続が難しくなってきた。また人口減少・高齢化が近い将来に始まるという懸念材料があることも確かである。しかし総人口が多いこと、まだ国民一人当たりの平均所得の水準が低いこと、多くの都市部で先進国的な都市発展が本格化していること、などから、中国の高成長は、速度を落とすつつも、今後も続いていくものと考えられる。

またアジアや南アメリカの新興国では、中国の成長に伴う一次産品の輸出増が内需の増加に繋がり、さらには中国からの投資が成長を促進させるという好循環が続いている。世界的な金融緩和の影響を受けてインフレが深刻化する懸念はあるが、こうした新興国では中央銀行が金融引き締めや不動産投資に対する規制強化などで対処してきている。したがって新興国全体でも好調な発展が続くことが期待される。

一方で、アメリカの景気回復に伴ってアメリカの経常赤字拡大と中国の経常黒字拡大が予想され、サブプライム危機の背景にあった国際収支のインバランスが再び拡大する懸念がある（図表 52）。

²⁷ 本稿執筆時点では、いわゆるブッシュ減税の延長及び若干の景気対策が決定している。

図表 52. 世界の経常収支バランス（対世界名目GDP比、IMF予測）



(注) 各国・地域の経常収支の世界の名目GDPに対する比率
2010～15年はIMFの予測値(2010年10月)

(出所) IMF「World Economic Outlook, October 2010」

この問題を深刻にしているのが、中国における人民元の事実上のドル固定と資本流入の規制である。ドル・人民元レートがほぼ固定されているために、為替市場においてはアメリカの金融緩和が中国の金融緩和と同様に働き、結果として円・ユーロや他の新興国通貨に対して人民元安となり、中国の輸出競争力を高めている。しかし一方で中国国内ではインフレが発生しやすい状況をもたらしてしまっている²⁸。この人民元レート維持政策は、中国への資本流入が制限されていることもあって、多額の外貨準備金が積み上がることに繋がっている。中国の産業構造が高度化しつつある現在、人民元高は、輸出を多少抑制することになっても、インフレを防止し中国の購買力を増加させて、内需、特に個人消費主導型経済への移行に貢献すると考えられる。さらに人民元高は、他の所得水準が低い途上国に対しても、軽工業品や部品の生産を通じてアジアの生産ネットワークにより密接にリンクしていく機会を提供することになる。

このため、いまや世界経済に決定的な影響力を持つまでに成長した中国が、人民元及び資本流入に対する規制を緩和して、世界全体でより効率的な財と資本の移動が進むようになるのかどうか注目される。

²⁸ インフレの危険性は、鉱物資源や農産物の世界的な価格上昇とも相俟って、中国のみならず新興国全般において懸念されている。

4. 政府の中長期政策

以上、日本経済を見通す三つの視点を検討してきたが、最後に政府の政策と本中期見通しの関係についても触れておきたい。

政府は2010年6月に、20年度に向けた「新成長戦略」と「財政運営戦略」を策定した²⁹。これらは09年夏の総選挙で政権交代が実現した後、新政権としての政策運営スタンスを明確化したものである。基本的な考え方として、公共事業を中心とした政策を第一の道として効率性・有効性を失ったもの、これに続く供給サイドに偏った生産性重視策を第二の道として、デフレや格差の拡大をもたらしたものと位置づけた。その上で、今後は第三の道として、「経済社会が抱える課題の解決を新たな雇用や需要創出のきっかけとし、それを成長につなげようとする政策」を採用し、強い経済・強い財政・強い社会保障を一体的に実現していくとしている。この強い経済・強い財政を実現する方策が上記二つの戦略であり、社会保障についても現在戦略の策定を行っている。

このうち「新成長戦略」については、環境・エネルギー、健康（医療・介護）、アジア、観光・地域活性化、科学・技術・情報通信、雇用・人材、金融、を重点7分野として位置づけている（図表53）。マクロ経済の目標としては、2010年度までの平均成長率を実質ベースで2%超、名目で3%超としている。また11年度中のデフレ脱却を目指し、完全失業率を早期に3%台に引き下げるとしている。

図表 53. 7分野における主な国家プロジェクト

環境・エネルギー	・「固定価格買取制度」の導入等による再生可能エネルギーの普及拡大
健康	・医療滞在ビザによる外国人患者の受入れ
アジア経済戦略	・民間企業のパッケージ型インフラの海外展開に対する支援 ・法人実効税率の先進国並みの水準への段階的な引下げ
観光・地域活性化	・「総合特区制度」の創設とオープンスカイの推進 ・「訪日外国人3000万人プログラム」と「休暇取得の分散化」
科学・技術・情報通信	・「リーディング大学院」構想等による国際競争力強化と人材育成 ・研究開発投資の充実
雇用・人材	・幼稚園と保育園の一体化 ・キャリア段位（日本版職業能力評価制度）の創設
金融	・総合的な取引所（証券・金融・商品）の創設

（出所）「新成長戦略」（2010年6月18日閣議決定）に基づき作成

²⁹ 弊社レポート「けいざい早わかり 菅内閣の新成長戦略と財政運営戦略」（2010年7月）も参照されたい。

ここに掲げられた7分野の選択は、現下の情勢を考慮すればいずれも適切なものであり、その着実な推進が望まれる。ただジョブ・カードを巡る事業仕分けの議論に象徴されるように、こうした長期的な戦略と具体的な予算措置の間に円滑さを欠いている面が見られる。このため取り組み推進のために政府部内の意思統一を強化していくことが必要となる³⁰。一方マクロの数値目標については、本中期見通しも含めて民間各社の長期予測よりもかなり高い数字となっており、率直に言ってそれらの実現にはかなりの困難を伴うものと考えられる。

一方「財政運営戦略」については、基礎的財政収支（利払費を除いた収支）の対GDP比を2015年度までに半減して20年度までに黒字化するとしている。その結果、公債残高対GDP比を21年度以降安定化させるとしている。また11年度以降の国債発行額を44兆円以下とするとともに、税制抜本改革の内容を早期に決定し、11～13年度の支出（除く国債費等）を71兆円（10年度の値）以下に抑えるとしている。

しかし同時に公表された政府の試算によれば、「新成長戦略」で目指す名目成長率平均3%強を達成したとしても、2014年度以降に政府歳出が増加すれば、財政健全化目標の達成は不可能であり、名目成長率が目標を下回れば、さらに赤字幅は大きくなることが示されている。このことは、財政戦略の目標達成のためには、大幅な歳出削減か増税を行う必要性を示唆している。政府としては、11年半ばまでに社会保障財源と財政再建を達成するため、消費税の扱いを含む抜本的な税制改革案をまとめる方針である。

なお本中期見通しでは、上記目標のラインに沿って各年度の予算が作成されると考え、さらに独自の仮定として2014年度と19年度にそれぞれ5%ポイントずつ消費税を引き上げることを織り込んでいる。そうであっても、結果としては政府の財政戦略の目標達成は難しいと考えている。

その他の政策事項として、昨年（2009年）同様、温室効果ガスの25%削減を目指す地球温暖化対策とその影響については、その具体策がまだ未決定なので今回の中期見通しにも織り込んでいない。09年のCOP15の実質的な失敗や景気減速懸念によって、世界的に温暖化対策への関心が後退してしまっているが、長いスパンで見て世界経済の健全な発展にとって重要な問題であることは間違いない。わが国でも、税制全体の整合性の中で実効性のある環境税についての議論が進展することを期待したい。

直近では、環太平洋経済協定（TPP）参加により関税を撤廃するという自由貿易実現を巡る議論が大変に注目されている。日本としての判断は2011年6月頃になるとされているため、やはり今回の中期見通しには盛り込んでいない。

もとより、一国の経常収支の大きさは国内の貯蓄投資バランスとの兼ね合いで決まるものであり、貿易自由化により各国間における経常収支の大きさが急激に変動することはな

³⁰ なお、法人税については、実効税率5%引き下げが2011年度税制改正大綱に盛り込まれた。

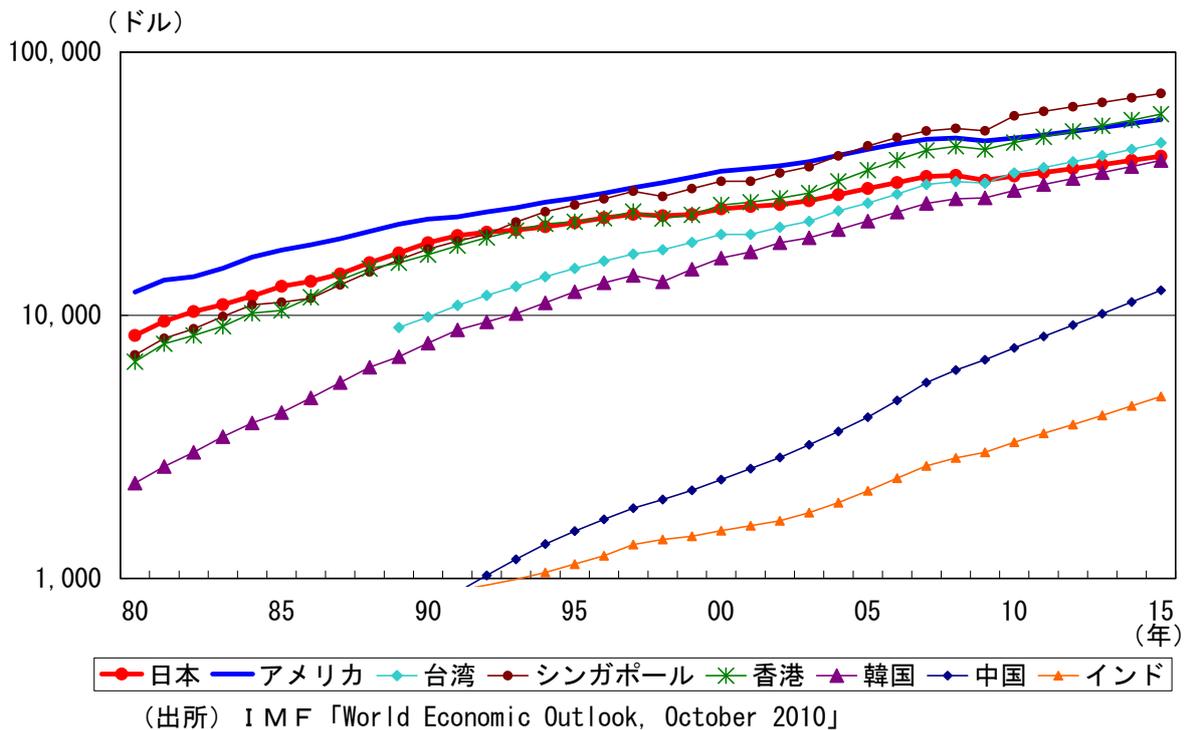
いように思われる。しかし貿易自由化により国内産業の構成は変化し、参加各国の経済効率性や参加国国民の経済厚生はかなりの程度改善するものと考えられる。特にグローバル化の進展が近年の新興国の発展に貢献したことを考えると、貿易の一層の円滑化は途上国の貧困脱却の観点からも望ましい。一方でマイナスの影響を受ける国内産業への配慮は当然必要となる。大局的・長期的観点から積極的な議論が行われ、さらにはWTOのドーハ・ラウンド推進にもつながっていくことを期待したい。

おわりに

2010年は日本にとって大きな節目の年となった。これまで長い間続けてきた世界第二位の経済大国の座を、中国に譲り渡したのである。このことは、日本の総人口が中国の約10分の1であり、また中国との間で経済成長のスピードが大きく異なっている以上、いつかは起こるべきことであった。中国の興隆は、国際政治や地政学の面で様々な議論を惹起している。しかし経済の観点から本当に重要なことは、国全体の経済の大きさではなく、国民一人一人が豊かな生活を送れるかどうかである。

従ってより深刻な事態は、購買力平価（PPP）で比較した国民一人当たりGDPの額が、台湾に抜かれたことの方であろう（IMFの予測による）。PPPで見た国民一人当たりGDPとは、その国で得られた所得を各国間の物価水準の差を調整することで、一人当たりで見た所得の使い出、言い換えれば生活の豊かさの実感を国際比較しようとするものである。

図表 54. 購買力平価（PPP）で比較した国民一人当たりGDP（米ドルベース・対数目盛）



図表 54 に見るように、PPPで見た国民一人当たりGDPで、日本は既にシンガポールや香港のように元々豊かな地域に追い抜かれている。しかし2010年には、日本と似たような経済のタイプである台湾に抜かれ、さらに遠からず韓国に並ばれようとしている。もちろん中国の伸長もめざましく、数年後には日本の1980年代のレベルに達すると見込まれている。

このように、日本は国民一人一人の豊かさにおいて、もはやアジアのトップランナーではない。その上に人口も減少しているため、国全体としての経済の相対的な大きさも、だんだんと小さくなっていく。すなわち、東アジアの中で普通の国になっていこうとしている。

これからの時代に国民一人一人が豊かな生活を送っていくために考慮していかなければならないことは、次の二点であろう。

第一に、国全体の生産物、すなわち分割できるパイが少しでも拡大し続けるように、経済成長の達成に全力を尽くしていく必要がある。人口が減少している中でパイを拡大するためには、女性や高齢者の活用を増やして労働力人口の低下スピードを緩めていくことがまず必要である。加えて、個々人が語学やコンピュータ・リテラシー等の能力を向上させて、一人当たりの生産性向上に努めていく必要がある。そのためには、現在の生産設備体系を見直して不必要な設備は整理する一方で、設備投資は生産性や収益率を高めるような分野に集中して行うことが重要であろう。さらにはイノベーションや組織運営の改善によって、経済全体の効率性を高めていくこと（全要素生産性を上昇させ続けていくこと）も不可欠となる。また自己責任でリスクを取っていくことを奨励し、成功した人は正当に評価されるような社会的合意も求められる。

第二に、全体のパイに占める個々人の取り分のあり方を見直していく必要がある。以前よりもパイが減少しているのに、誰かがそれまでと同じ分量の取り分を先取りしてしまったら、残りの人は以前よりも少ない分量しか手に入れることができなくなる。そうして取り分が少なくなった人の割合が増えると、社会が不安定化したり、さらに結果として国全体の購買力が一層減少してしまったりすることで、一旦は先取りできた人でも将来はさらに貧しくなってしまう、という負の連鎖反応が発生してしまうだろう。現在、個々の経済主体が手にしている様々な権利は、各々が様々な努力を積み重ねてきた結果であり、それを手放すには大きな痛みが発生するだろう。ましてや全体の経済が縮小していく中では、手放したくないと考えることは当然である。しかしそうしてこれまでの権利に執着すれば、結果として本人も含めた全員の豊かさが失われることになってしまうだろう。それぞれ個人の立場で、大きな負担・より小さな受益を我慢していかなければ、いつかは社会全体のみならず一人一人も不幸になってしまう³¹。

このため、例えば雇用における性別や年齢による差別の撤廃を徹底すること、国や地方の財政・年金や医療といった社会保障の受益と負担のバランスを見直すこと、日本が競争力を有して雇用や企業利益が確保できる産業・業種への特化を進めること（その変化によ

³¹ 行動経済学によれば、人は現状から変化するときには発生するかもしれないプラス・マイナスに関して、マイナスの方を強く恐れ、結果として現状維持を志向しがちだという。従って現状から変革を目指していくためには、現状を維持した場合の事態の深刻さと、変革のプラス面マイナス面の比較を数量的に明確化し、その必要性を理解してもらうようにする必要がある。

って退出せざるを得ない経済主体に対する激変緩和措置も不可欠となる)が必要となる。これらの変革を成し遂げていくことは、日本のみならず、新興国・途上国を含めた世界全体の発展にも好影響を与え、それがやがては再び日本の利益となって戻ってくることになるだろう。

2010年から見て10年前、2000年と今とを比較すれば、我々の生活にそれほど大きな変化はなかったといえるだろう。しかし20年前、ジャパン・アズ・ナンバーワンと言われていた1990年と比較した時には、極めて大きな変化があったことが身をもって感じられる。同じように、これから10年先の日本は、現在と比べてそれほど大きな変化は生じないかも知れない。しかし現状維持だけを目的として無為に過ごせば、20年後・30年後には、今では想像できないような厳しい経済環境となってしまうだろう。我々自身だけではなく、将来の世代が日本で未永く豊かで幸せな生活を送るために、これからの10年間はまさに歴史の正念場となるだろう。

中期見通し総括表(1)

名目	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)	1.0	0.9	1.5	1.0	-4.6	-3.7	1.3	1.1	1.8	2.0	2.9	1.4	1.1	1.1	1.4	2.7	1.2	0.0	-0.9	1.8	1.5						
内需(寄与度)	1.0	1.4	1.4	0.8	-2.7	-4.9	0.9	1.0	2.0	1.8	3.0	1.5	1.2	1.1	1.4	2.6	1.3	0.0	-0.9	1.8	1.5						
個人消費	0.6	1.1	1.1	1.1	-2.2	-2.3	0.1	-0.6	1.1	1.6	2.9	1.4	1.1	0.9	1.2	2.5	0.9	0.3	-0.4	1.3	1.3						
住宅投資	2.7	-0.1	2.0	-11.5	-1.2	-21.3	-0.6	4.9	2.4	1.5	-0.8	-7.6	-8.4	-6.1	0.2	2.5	3.3	-2.0	-6.9	0.0	-1.8						
設備投資	6.1	6.1	5.2	1.4	-5.7	-16.6	4.9	5.5	5.2	4.6	6.1	3.7	3.3	3.1	2.8	4.2	2.3	0.9	-2.5	5.0	3.2						
在庫投資(寄与度)	0.1	0.0	0.2	0.1	-0.5	-0.9	0.2	0.4	0.4	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	0.5	1.7	1.3	0.7	0.8	0.9	1.3	1.1	1.1	1.2	1.2	1.5	1.3	1.1	1.2	0.9	1.3						
公共投資	-11.6	-4.2	-7.7	-4.2	-3.8	8.6	-6.1	-2.2	-1.8	-1.0	4.8	0.7	0.7	0.6	0.8	4.9	0.7	-7.7	-2.8	0.1	1.5						
外需(寄与度)	-0.1	-0.5	0.1	0.2	-1.9	1.2	0.4	0.1	-0.1	0.2	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0						
輸出	11.0	11.7	12.0	9.9	-15.1	-18.0	15.2	4.8	7.1	5.1	2.4	2.4	2.3	2.2	2.0	1.9	1.5	6.1	-0.3	4.3	2.0						
輸入	13.5	17.7	12.2	9.7	-4.7	-25.0	12.9	4.5	8.6	4.4	3.3	3.0	2.7	2.6	2.2	2.0	1.8	6.7	-0.1	4.7	2.3						
民需(寄与度)	1.4	1.5	1.7	0.6	-2.6	-5.5	0.9	1.0	1.9	1.7	2.6	1.2	0.9	0.9	1.1	2.2	1.0	0.2	-1.0	1.7	1.2						
公需(寄与度)	-0.4	0.0	-0.3	0.2	-0.1	0.6	0.0	0.0	0.1	0.1	0.4	0.2	0.2	0.2	0.3	0.5	0.3	-0.3	0.1	0.2	0.3						
実質GDP成長率	2.0	2.3	2.3	1.8	-4.1	-2.4	3.2	1.5	2.0	1.8	0.5	1.4	1.1	1.1	1.3	0.1	1.0	1.3	0.1	1.4	0.9						
内需(寄与度)	1.5	1.8	1.5	0.6	-2.9	-2.7	2.0	1.1	1.6	2.0	0.3	1.3	1.0	0.9	1.1	-0.1	0.8	0.9	-0.4	1.1	0.5						
個人消費	1.2	1.8	1.4	1.4	-2.2	0.0	1.5	0.0	1.0	1.5	-0.5	1.3	0.9	0.7	0.9	-1.0	0.5	1.3	0.4	0.7	0.4						
住宅投資	1.7	-1.2	-0.2	-13.5	-3.6	-18.2	-1.0	4.7	2.2	1.0	-5.5	-7.9	-8.7	-6.5	-0.2	-2.4	2.3	-2.0	-7.6	-1.2	-3.2						
設備投資	6.8	6.2	4.7	0.8	-6.9	-13.6	5.4	5.4	4.8	4.2	3.8	3.3	2.9	2.6	2.3	2.0	1.8	2.7	-2.2	4.3	2.3						
在庫投資(寄与度)	0.1	0.0	0.2	0.1	-0.3	-1.1	0.4	0.3	0.2	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.1	0.1	0.0						
政府消費	1.7	0.8	1.1	1.5	0.2	3.4	1.7	0.6	0.6	0.6	0.7	1.0	0.9	1.0	0.9	0.9	0.8	2.0	1.6	0.7	0.9						
公共投資	-12.7	-5.6	-8.8	-6.4	-6.8	14.2	-7.3	-3.2	-2.7	-1.5	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1	0.2	0.0	-7.6	-3.4	-1.4	0.1						
外需(寄与度)	0.5	0.5	0.8	1.2	-1.2	0.3	1.2	0.4	0.3	0.1	0.2	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.4	0.5	0.3	0.2						
輸出	11.4	9.0	8.3	9.3	-10.4	-9.6	19.3	5.9	6.0	5.0	3.1	3.0	3.0	2.9	3.1	3.0	2.6	6.5	2.7	4.6	2.9						
輸入	8.5	5.8	3.1	1.9	-4.3	-11.0	11.4	3.9	4.2	5.0	2.4	2.4	2.3	2.1	1.8	1.7	1.6	3.7	-0.1	3.6	1.9						
民需(寄与度)	1.8	1.9	1.7	0.6	-2.7	-3.9	2.0	1.1	1.6	1.8	0.2	1.1	0.8	0.7	0.9	-0.3	0.6	1.0	-0.6	1.0	0.3						
公需(寄与度)	-0.4	-0.1	-0.2	0.0	-0.2	1.2	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	-0.1	0.2	0.1	0.1						
GDPデフレーター	-1.0	-1.3	-0.7	-0.9	-0.5	-1.3	-1.9	-0.4	-0.1	0.2	2.4	0.0	0.0	0.0	0.1	2.5	0.2	-1.3	-1.1	0.4	0.6						
一人当たりGDP(名目)	0.9	1.0	1.5	1.0	-4.5	-3.5	1.5	1.3	2.1	2.3	3.2	1.7	1.5	1.5	1.8	3.1	1.7	-0.2	-0.9	2.1	1.9						
(実質)	1.9	2.3	2.3	1.8	-4.0	-2.2	3.4	1.7	2.2	2.1	0.8	1.7	1.5	1.5	1.7	0.6	1.5	1.2	0.2	1.7	1.4						

中期見通し総括表(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																					
經常収支	兆円																				18.2	19.1	21.2	24.5	12.3	15.8	17.6	18.3	17.9	18.9	18.8	18.7	18.9	19.0	19.2	19.6	19.8	16.0	18.3	18.5	19.3	
貿易収支	兆円																				13.2	9.6	10.5	11.7	1.2	6.6	8.7	9.2	8.7	9.6	9.1	8.7	8.5	8.2	8.1	8.0	7.7	11.2	7.7	9.1	8.1	
經常黒字対GDP比率	%																				3.7	3.8	4.1	4.8	2.5	3.3	3.7	3.8	3.6	3.7	3.6	3.6	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.2	3.7	3.7	3.5	
鉱工業生産	前年比、%																				3.8	1.6	4.6	2.7	-12.7	-8.9	9.1	2.3	3.6	2.6	0.9	1.7	1.5	1.4	1.6	0.5	1.0	0.3	0.3	-1.4	2.2	1.2
消費者物価	前年比、%																				0.0	-0.3	0.2	0.4	1.1	-1.6	-0.4	0.0	0.3	0.3	0.3	4.0	0.4	0.5	0.6	0.7	4.1	0.8	-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	-1.6	-0.8	0.2	0.3	0.3	0.3	4.0	0.4	0.5	0.6	0.7	4.1	0.8	-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	-5.2	0.5	0.5	0.6	0.3	4.9	0.5	0.5	0.4	0.5	5.0	0.6	-0.3	0.5	1.3	1.4	
可処分所得	前年比、%																				0.4	1.2	1.2	-0.7	-0.8	-1.3	0.9	0.7	0.4	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	1.0	1.0	1.0	0.9	-0.5	-0.1	0.7	0.9
消費性向	%																				96.6	96.3	96.1	98.3	97.0	96.0	95.1	93.9	94.6	95.3	97.2	97.7	97.8	97.7	97.9	99.3	99.4	95.9	96.5	95.7	98.4	
1人あたり賃金	前年比、%																				-0.3	0.7	0.1	-0.7	-1.1	-3.3	0.9	0.7	0.4	0.5	0.5	0.6	0.6	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8	-1.1	-0.8	0.5	0.7
完全失業率	%																				4.6	4.3	4.1	3.8	4.1	5.2	5.1	4.8	4.6	4.5	4.4	4.3	4.2	4.2	4.1	4.1	4.1	4.1	4.9	4.5	4.5	4.1
労働分配率(雇用量/GDP)	%																				51.4	51.6	51.7	51.0	53.0	53.0	53.1	53.3	52.7	52.0	50.9	50.6	50.3	50.1	49.8	48.8	48.6	52.5	52.4	51.9	49.5	
新設住宅着工戸数	万戸																				119.3	124.9	128.5	103.6	103.9	77.5	81.5	84.6	85.6	89.0	83.0	71.0	63.0	60.0	62.0	60.0	62.0	118.7	99.0	82.6	61.4	
持家	万戸																				36.7	35.3	35.6	31.2	31.1	28.7	30.5	31.8	32.1	33.0	30.0	25.0	22.0	21.0	22.0	20.0	21.0	36.7	31.4	30.4	21.2	
貸家	万戸																				46.7	51.8	53.8	43.1	44.5	31.1	29.8	30.6	31.1	32.0	30.0	26.0	23.0	22.0	22.0	21.0	22.0	46.8	40.5	29.9	22.0	
分譲	万戸																				34.9	37.0	38.3	28.3	27.3	16.4	20.3	21.2	21.4	23.0	22.0	19.0	17.0	16.0	17.0	18.0	18.0	34.3	26.1	21.3	17.2	
給与	万戸																				0.9	0.9	0.9	1.0	1.1	1.3	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	0.9	1.1	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	-7.0	7.5	1.5	3.3	2.4	2.9	1.8	1.8	1.7	1.7	2.5	1.4	0.7	-0.1	2.4	1.8	
經常利益(法人企業統計)	前年比、%																				24.6	8.4	10.0	-3.3	-39.0	2.1	25.8	0.0	7.8	9.2	7.7	4.2	4.1	3.2	4.3	3.8	1.3	6.4	-3.6	5.7	3.3	
売上高經常利益率(法人企業統計)	%																				3.7	3.9	4.0	3.8	2.5	2.8	3.2	3.2	3.3	3.6	3.7	3.8	3.9	4.0	4.1	4.1	4.1	3.2	3.3	3.5	4.0	
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	-4.7	-4.0	-2.0	-1.0	-0.6	-0.4	-0.2	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	-6.9	-3.1	-0.8	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	0.090	0.090	0.100	0.100	0.250	0.250	0.250	0.250	0.500	0.500	0.500	0.003	0.090	0.250	0.500	
長期金利(新築10年国債)	期中平均、%																				1.52	1.43	1.77	1.60	1.47	1.37	1.16	1.25	1.35	1.47	1.46	1.40	1.50	1.62	1.64	1.60	1.55	1.31	1.47	1.39	1.58	
円相場	期中平均、円/ドル																				107.5	113.3	116.9	114.2	100.5	92.8	85.0	81.3	83.8	84.0	82.5	81.0	79.5	78.0	76.5	75.0	73.5	116.2	101.9	82.5	76.5	
世界経済成長率	前年比、%																				4.9	4.6	5.2	5.3	2.8	-0.7	4.8	4.2	4.5	4.5	4.6	4.6	4.6	4.4	4.3	3.9	3.7	3.6	3.4	4.5	4.1	
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	70.7	81.1	86.8	87.8	90.6	93.2	95.7	98.9	101.4	104.5	107.1	110.2	37.9	77.0	90.8	104.4	

(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、2007,08年度の可処分所得と消費性向は予測値

（補論）デフレからの脱却に向けて

この補論では、日本ではなぜデフレが長期化しているのかについて考察したい。概略は次の通りである。デフレ長期化の要因として、(1)マクロ経済に大きな需給ギャップが存在し、特に国内需要が低迷していること、(2)低金利政策の下でデフレ予想が固定化したこと、(3)低金利下において経済のグローバル化が輸入数量増加よりも価格低下圧力として働いたこと、(4)日本国内での産業間の生産性格差に起因して内外価格差が存在し続けていること、が考えられる。デフレ脱却のために金融緩和は必要条件であるが、それだけでは不十分であり、経済の体力強化・構造改革が必要である。

（1）マクロ経済の需給ギャップの存在

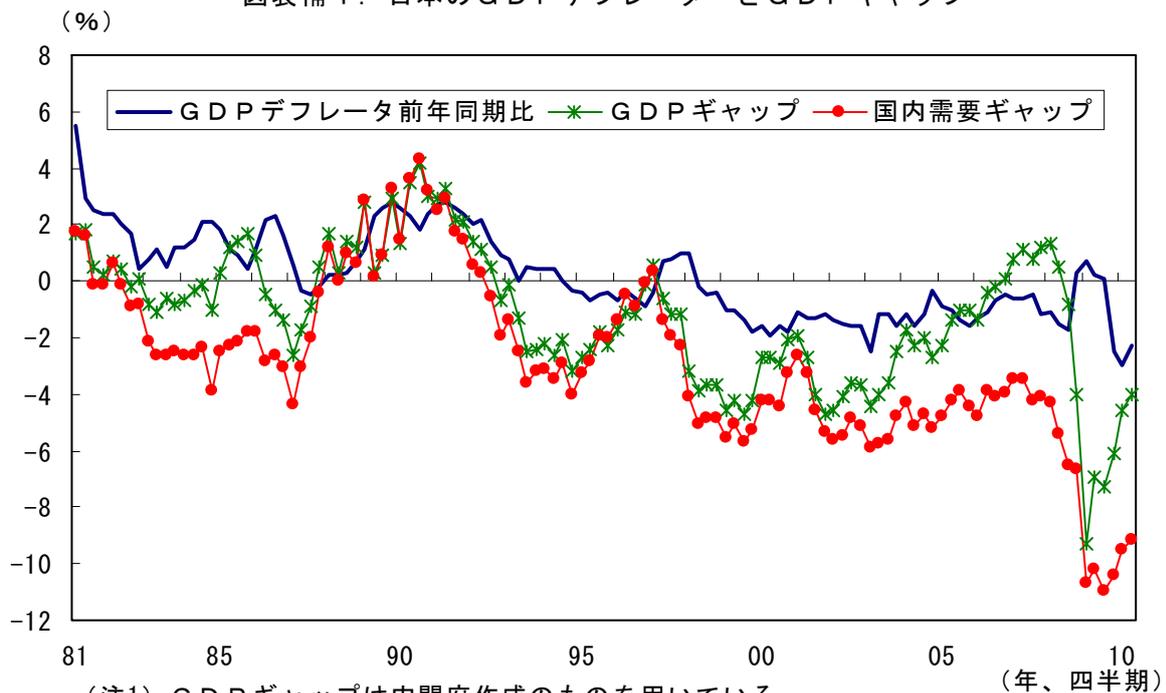
デフレの要因としてまず考えられるのは、マクロ経済における需給ギャップの存在である。

前掲した本文図表 39 で見たように、日本では 1990 年代のバブル崩壊以降、97 年頃と 07 年頃を除き、ほぼ一貫してマクロの総需要が供給能力を下回っており、物価に対して下方圧力を与えて続けてきていることが窺われる。

そこで図表補 1 では、一国の最も包括的な物価動向を表す GDP デフレーターの前年同期比と、需給ギャップの指標として 潜在実質 GDP（供給能力）と実質 GDP（現実の需要 = 供給の水準）との間の乖離率である GDP ギャップ、 潜在実質 GDP（供給能力）と現実実質国内需要との間の乖離率である国内需要ギャップ、の 3 本の系列を描いている。従って GDP ギャップと国内需要ギャップの差異は、純輸出（実質輸出 - 実質輸入）によるものである³²。

³² 以下の議論は、国際収支のアブソープション・アプローチを参考にしている。アブソープション・アプローチとは、当該国と外国の二分法で考え、財は一種類しかなく（国内で生産される財と外国で生産される財は同一である）、財の価格が両国で同一である、という前提の下で、ある国にとって国内生産と国内消費の間の差分が貿易収支に等しくなる、という考え方である。すなわちその国で生産された財のうち、結果として国内需要を上回った部分は、（純）輸出となって外国に向かう、すなわち貿易収支黒字（赤字）と等しくなる、と考えるものである。

図表補 1. 日本のGDPデフレーターとGDPギャップ



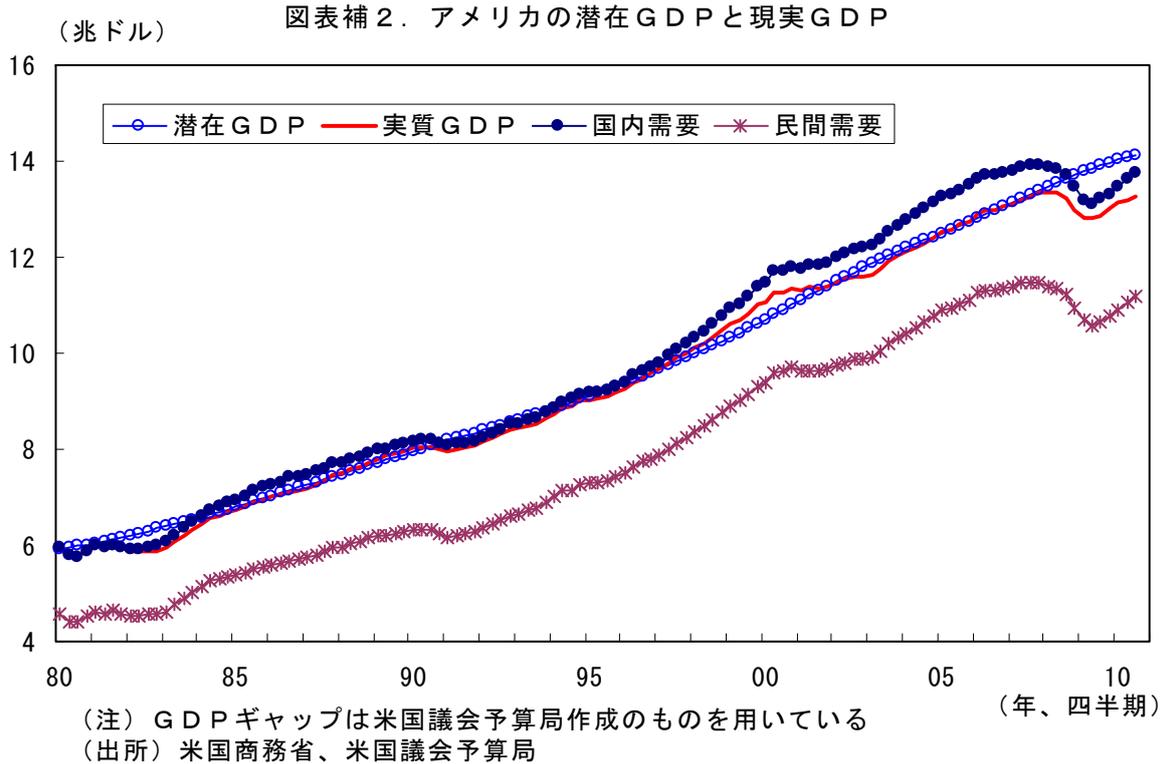
(注1) GDPギャップは内閣府作成のものを用いている

(注2) 国内需給ギャップは、 $(\text{実質国内需要} - \text{実質潜在GDP}) \div \text{実質潜在GDP}$ (%換算)で求めた

(出所) 内閣府

図表補 1 にみるように、GDPギャップと国内需要ギャップは、総じて言えば同じような動きをしている。しかし 1980 年代中及び 2000 年代中の（純）輸出が景気拡大をリードしていた時期には、両者は乖離しており、国内需給ギャップがなおマイナスの値を取っている中で、GDPギャップはほぼ 0 近傍に到達している。他方 GDP デフレーター上昇率を見ると、これらの時期において特に上昇率が加速しているわけではないことが分かる。その背景には、02 年～07 年の景気拡大期において、輸出デフレーターは上昇していたものの、資源価格急騰により輸入デフレーターがそれ以上に大きく上昇し、交易条件が悪化したという事情がある。とはいえ、やはり国内生産能力に対する国内需要の相対的な弱さが物価上昇圧力を減じていたことは否めないだろう。

次に比較のため、日本と同様の図表をアメリカについても描いてみた。図表補 2 は、本文図表 39 に、図表補 3 は、前掲図表補 1 にそれぞれ該当するものである。



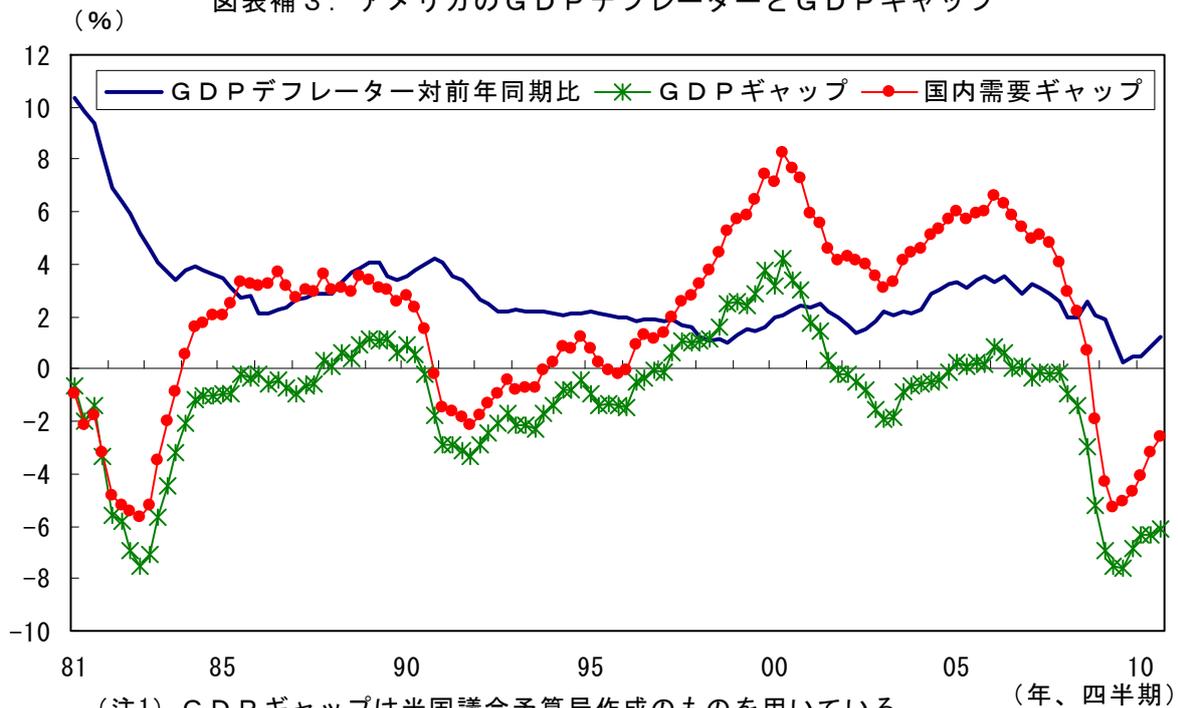
図表補2を見ると、アメリカの実質GDP（現実の需要 = 供給の水準）は、リーマン・ショック前まではほぼ潜在GDPに等しい水準で推移している。しかし特徴的なのは、1990年代後半から国内需要が実質GDPも潜在GDPをも大きく上回ってきたことである。この国内需要と実質GDPの差異は、マイナスの純輸出（輸出 - 輸入）、つまりプラスの純輸入に等しい³³。

すなわちアメリカでは、アメリカ国内の生産だけでは旺盛な国内需要を賄いきれず、外国からの（純）輸入で供給不足分を埋めていたことになる。内需の増加を主因として長期間輸入超過が続いた場合、当該国の為替が減価することで、輸入超過（経常収支赤字）は解消の方向に向かうのが通常である。しかし1990年代後半からリーマン・ショック前にかけてのアメリカは、IT化や金融技術発展に象徴される経済の高成長持続期待と、ITバブルと住宅バブルに代表される資産価格高騰が起こっていたことから、アメリカ国内経済が活発だっただけでなく、他の国々からアメリカへの積極的な資本流入が生じていた。このため結果として類例のない大幅輸入超過が持続できていた。リーマン・ショック後は、国内需要及び実質GDPともに大きく落ち込んでいたが、国内需要は持ち直しの動きが出ている。他方で実質GDPの戻し幅は相対的に小さく、やはり国内需要を輸入が支えている姿を示している。

では、アメリカの物価とマクロ経済の需給ギャップとの関係はどうなっているのだろうか。日本と同様の系列で比較して見よう。

³³ 正確に言えば、連鎖実質化方式に起因する需要項目足し上げの誤差も含んでいる。

図表補3. アメリカのGDPデフレーターとGDPギャップ



- (注1) GDPギャップは米国議会予算局作成のものを用いている
 (注2) 国内需給ギャップは、 $(\text{実質国内需要} - \text{実質潜在GDP}) \div \text{実質潜在GDP}$ (%換算) で求めた
 (注3) 米国のGDPデフレーター対前年同期比は、季節調整値から求めている
 (出所) 米国商務省、米国議会予算局

図補3を見ると、GDPギャップは長期的には0近傍で推移している一方、国内需要ギャップは大きくプラス値を維持している。そうした中でGDPデフレーターは2~3%程度で推移している。特に最近時点では、国内需要ギャップの縮小に伴い物価上昇率も再加速してきている。このことから、アメリカでは国内の生産能力以上に国内需要が強いことが、物価の上昇率をプラスに維持することに貢献していると考えられる。

以上から、国内生産能力と国内需要との相対関係が、国内物価の上昇圧力に影響していることが伺われる。今後の日本において、企業収益や稼働率の維持、さらには雇用確保の観点から、高成長を続ける新興国経済向けの輸出増加を図っていくことが重要であることはいうまでもない。加えてデフレ脱却の観点からは、国内需要の拡大を実現することが不可欠となる。

一方アメリカに関しては、元々上述したように国内需要に比べて国内生産が少ないという体質にある。加えて、2010年11月にFRBが決定した総額6000億ドルにのぼる量的緩和策の実施やブッシュ減税の継続などにより、金融資産価格の上昇による資産効果や、金融緩和の結果としてのドル安に伴う輸入物価の上昇が国内価格へと波及することが予想されるため、持続的なデフレに突入することは避けられると思われる。しかし一方で、住宅バブル崩壊の悪影響に改善の兆しが見えず、10年11月の中間選挙により財政赤字削減の動きが強まることも見込まれるため、マクロの需要は盛り上がりを欠くと予想される。従

ってどちらかと言えば、デフレよりもむしろスタグフレーション（インフレ下の不況）発生リスクの方が大きいように考えられる。

（２）固定化したデフレ予想

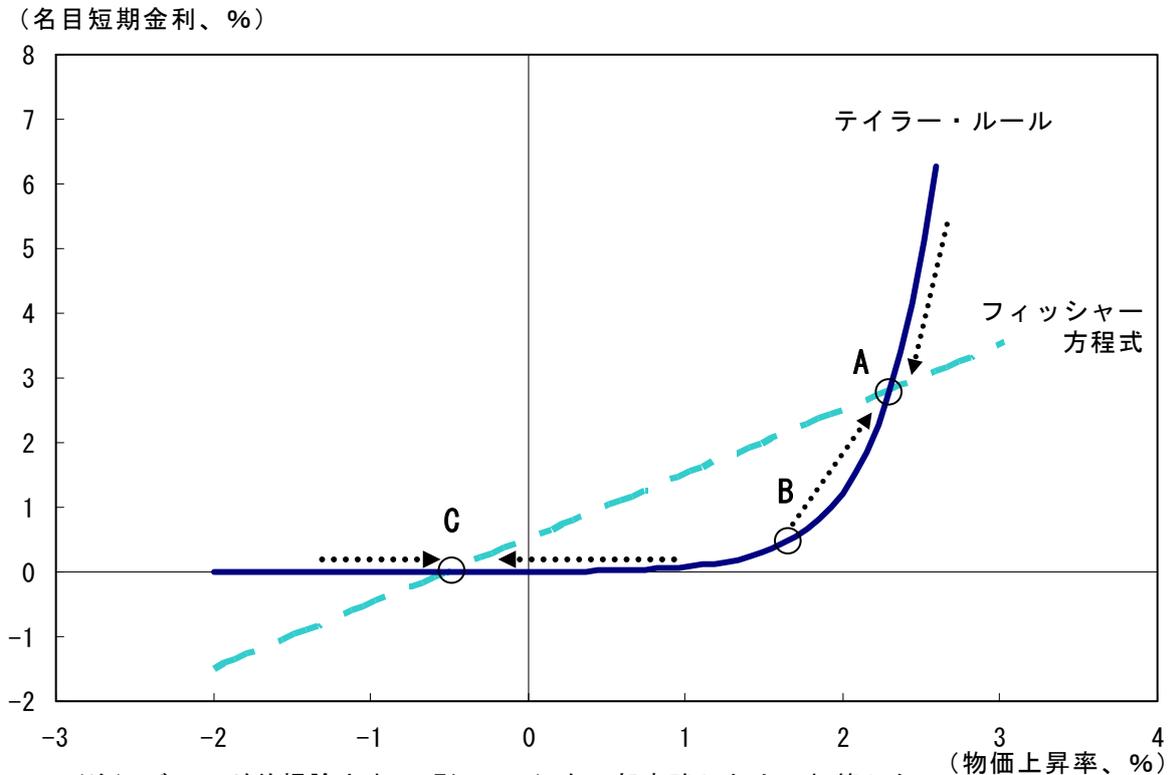
次に考えられる要因は、デフレ予想の影響である。デフレが続くと皆が予想すれば、財・サービスの購入時期を先に延ばすので、即座に物価下落が実現し、その循環が延々と続いていくためである。

日本では、1990年代半ばからのほとんどの期間で物価下落が続き、デフレ状態が長期化している（図表補1参照）。そもそも、デフレはこのように長期化する性質を有しているものなのだろうか。

アメリカのセントルイス連銀のバラード総裁は、「Seven Faces of The Peril」（2010年7月）という論文の中で、物価上昇率と（政策的に決定される）名目短期金利との間の関係から、デフレは長期化するという可能性を指摘している³⁴。以下では、同論文に沿って、この点について検討したい。

図表補4は、バラードの主張の根拠となる概念図である。このグラフでは横軸にある国の物価上昇率を取り、縦軸に同国の名目短期金利を取っている。

図表補4. 物価と名目金利の関係（概念図）



(注) バラッド前掲論文中の Figure 1 を一部省略した上で加筆した
(出所) バラッド前掲論文

³⁴ James Bullard, "Seven Faces of The Peril"
(<http://research.stlouisfed.org/econ/bullard/pdf/SevenFacesFinalJul28.pdf>)

さて名目金利と物価上昇率との間には、よく知られるように「フィッシャー方程式」(次式)と呼ばれる関係がある。

$$\text{フィッシャー方程式： 名目金利} = \text{実質金利} + \text{予想物価上昇率}$$

現在のように資金が国境に関係なく流通する時代では、実質金利は世界全体の資金需給で定まるため、各国単独では水準を左右できず、当該国にとっては所与の値と考えられる。従ってこの国でフィッシャー方程式を満たす名目短期金利と物価上昇率の関係は、ある実質短期金利の水準を縦軸の切片として傾き1の右上がりの直線としてプロットすることができる。これがグラフ中の「フィッシャー方程式」であり、名目金利と物価上昇率との関係は、この線上にある時にだけ安定的なものとなる。

次に中央銀行の行動を考える。名目短期金利は、その水準を中央銀行がコントロールできると考えられている³⁵。中央銀行が短期金利を設定しようとするときには、潜在GDPと現実のGDPとの間のギャップと、望ましいと考えられる物価上昇率(インフレ目標値)と現実の物価上昇率との間のギャップの両者を念頭に置き、双方のギャップを埋めるように金利水準を変更すると考えられている(「テイラー・ルール」といわれている)。すなわち、プラスのGDPギャップが存在(現実GDPが潜在GDPを上回る場合)したり、現実の物価上昇率がインフレ目標値を上回ったりしている場合には、中央銀行は短期名目金利水準を引き上げる。逆にマイナスのGDPギャップが存在したり、現実の物価上昇率がインフレ目標値を下回ったりしている場合には、短期名目金利水準を引き下げる。

さて以下の議論では、簡単化のためにGDPギャップの存在を捨象して、物価上昇率のギャップだけを考えることとする。すなわち、GDPギャップはそれほど大きくはなく、無視しうるような状態を考えている。

その上で、前述したような中央銀行の行動様式に基づく名目金利と物価上昇率の関係をモデル化したのが、グラフ中の「テイラー・ルール」曲線である³⁶。通常、望ましい物価上昇率は2%前後と考えられているため、現実の物価上昇率が2%を大きく超えるような場合には、中央銀行は短期金利を物価上昇率のギャップ以上の幅で引き上げ、実質金利をフィッシャー方程式と整合的な水準よりも高めることによって景気を冷却し、望ましい物価水準を実現しようとする(その結果、実質金利もフィッシャー方程式と整合的な水準に戻っていく)。他方、現実の物価上昇率が2%を大きく下回るような場合には、中央銀行は短期金利を物価上昇率のギャップ以上の幅で引き下げ、実質金利水準を低めることによって景気を回復させ、望ましい物価水準を実現しようとする。

そうした中央銀行の行動の結果、この国の経済は、グラフ上でいえばA点で均衡するこ

³⁵ もちろん現実世界において、リアルタイムでピンポイントの水準に操作できるというわけではない。

³⁶ 現実の中央銀行が、あらかじめこうした条件式を設定した上で行動していると主張しているわけではないことに、ご留意されたい。

ととなる。上述したような中央銀行の行動は、A点の前後で、テイラー・ルールの曲線の傾きがフィッシャーの関係式より大きくなっていることによって表されている。

このようにA点では、テイラー・ルールとフィッシャー方程式の両方の関係が成立し、かつインフレ目標も達成されている。一旦この状態が実現したら、物価上昇率が若干A点から左右に乖離したとしても、中央銀行の行動によって容易にA点に回帰することができる。

次にB点について考える。現実の物価上昇率がインフレ目標を下回った場合、中央銀行はそのギャップ以上の大きさで名目短期金利を引き下げようとするが、金利には0%という底が存在する。このため、物価上昇率のマイナス側のギャップが拡大していったとしても、中央銀行は名目金利の引き下げ幅を徐々に小さなものとせざるを得ない。B点は、テイラー・ルール曲線の傾きが1、すなわちフィッシャー方程式の傾きと平行になる地点である。このため現実の物価上昇率がA点とB点の間であれば、上述の中央銀行の金利政策が効果を発揮し、経済はA点に戻ることができる。

ところが外的ショックなどによって現実の物価上昇率がB点より低くなった（グラフではB点より左側の領域に入った）としよう。その場合でも中央銀行は名目短期金利を引き下げて対応しようとするが、今度は金利の引き下げ幅は物価のマイナス・ギャップよりも小さなものとならざるを得ない。このことは、テイラー・ルール曲線の傾きがフィッシャー方程式の傾きよりも緩くなっていることに表されている。そうすると、物価上昇率が下がることによって、結果として実質金利はB点における水準よりも却って大きくなってしまふことになる。そうすると景気が冷却され、ますます物価上昇率が小さくなるという悪循環に入り、どんどんA点からは遠ざかってしまう。そしてやがては物価上昇率がマイナスの領域に達して（デフレに突入）、ついにはC点、すなわちテイラー・ルールとフィッシャー方程式の両方の関係が成立するもう一つの点、に達してしまうことになる。C点前後では、テイラー・ルール曲線はほぼ横軸にはりついており、いわゆる「ゼロ金利」状態となっている。

一方、物価上昇率の水準がC点より左側まで行ってしまった場合には、物価上昇率が多少上がっても、中央銀行は金利の水準をほとんど動かさないため、結果として実質金利は下がることになる。それが景気を若干刺激して物価下落率を小さくすることとなる。そうした動きは物価上昇率がC点に至るまで続くことになる。しかしC点を超えて右側に行こうとしても、上述のメカニズムが働くため、経済が一旦C点に入ってしまったら、そこから抜け出すことは困難になる。

なお上のグラフからは、短期金利だけを引き上げれば、C点から脱出できるように思える。しかしながらその場合には、ここまでの議論では無視していたGDPギャップが大きな問題になる。すなわち、もし名目金利を引き上げると、結果として実質金利が大幅に上昇して景気に強い下方圧力を加え、結果として物価下落率をさらに押し下げてしまうこと

になる。それゆえ、この方策は取り得ないことになる。

従ってバラードは、C点から脱出するために唯一の現実的な救済手段は、国債購入による貨幣供給拡大、いわゆる量的緩和によって長期的なインフレ期待を醸成させることであるとしている³⁷。

要するに、バラードの主張は、インフレーターゲットを有する中央銀行が金利引き下げで物価上昇率下落に対応しようとしても、金利の下限（ゼロ制約）の存在のため、ゼロ金利とマイナスの物価上昇率（デフレ）が共存する均衡状態に陥ってしまう可能性が大きい、しかしながら物価下落率は加速度的に下落し続けるのではなく、低い水準で一定の値を保つこととなる、ということである³⁸。

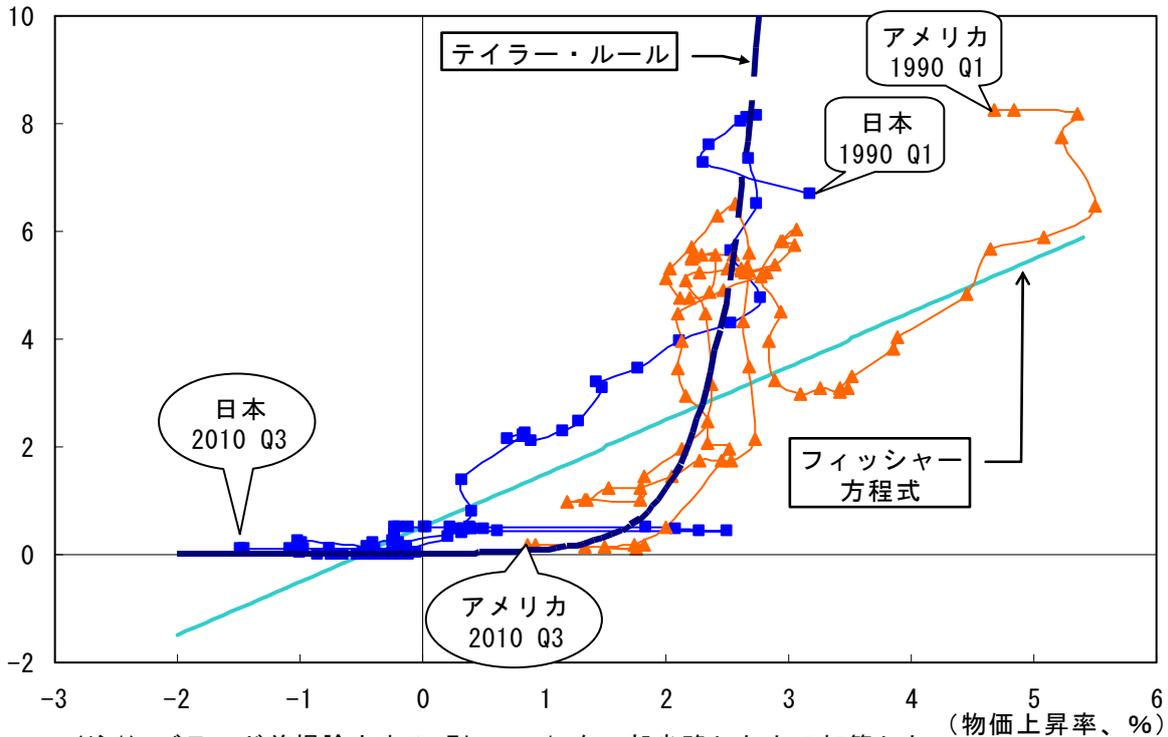
それでは、実際に日本とアメリカで短期金利と物価の関係がどうなっているのかについて見てみよう（図表補5）。なおバラードの前掲論文では2002年以降のデータが用いられているが、日本で金利が高かった時代と現在との比較を明確化するため、1990年からのデータでプロットした。またここでは、物価としてOECDのデータベースからエネルギーと食料を除く消費者物価の対前年同期比増減率（%）を採用し、金利として、日本はコールレート翌日物を、アメリカはフェデラル・ファンド・レート翌日物をそれぞれ採用している（%）。また図中のテイラー・ルール線、フィッシャー方程式線はイメージとしてのものであり、定量的に求めたものではない。

³⁷ 例えば、マイナス金利を含むテイラー・ルールは理論的には考えられるものの、現実的でないことは明らかである、としている。

³⁸ ちなみにフリードマンは、名目金利を0とすることが長期的に最適な金融政策であると主張していた。齊藤誠他「マクロ経済学」（有斐閣、2009年）によれば、それは貨幣を保有するコスト（＝利子率）がゼロになれば、経済主体が貨幣と債券を比較するときに歪みが生じず、最適な貨幣量を選択できると考えたためである。その際には、フィッシャー方程式から分かるように、実質金利水準と、マイナスの予想物価上昇率が等しくなる。現実の金融政策にこの考え方が反映されているわけではないが、経済の望ましい均衡状態でもデフレ予想が定着する可能性はありうるということが示唆されている。

図表補 5. 日米の短期金利と物価上昇率 (1990 年第 1 四半期～2010 年第 2 四半期)

(名目短期金利、%)



- (注1) バラード前掲論文中の Figure 1 を一部省略した上で加筆した
 - (注2) 物価は、エネルギーと食料を除く消費者物価の対前年同期比増減率、金利は、日本のコールレート翌日物、アメリカはフェデラル・ファンド・レート翌日物
 - (注3) 図中のテイラー・ルール、フィッシャー方程式の両線はイメージであり、回帰式で求めたものではない
- (出所) OECD、Global Insight

図表補 5 では長い期間を取っているため、実質金利や GDP ギャップが変化しており、単一のテイラー・ルール曲線やフィッシャー方程式線を当てはめることは正確ではない。その点を前提にして考えても、日本の物価は、一旦 1% を下回ってからは、1997 年の消費税変更時を除いて、0～マイナス 1% 台半ばで推移していることがわかる。それに対応する金利も、ほぼ下限に張り付いた状態となっている。すなわち、バラードの図式で言えば B 点を超えた後、C 点近傍で推移し、それ以前の状態に戻っていないことが確認できる。他方アメリカでも、近年は金利が下限に張り付いている中で物価上昇率が下落していることから、バラードは B 点近傍にいる可能性が高いと考えている。2010 年 11 月にアメリカの F R B が大規模な量的緩和策を決定した背景には、こうした議論も影響していたのではないかと推測される。

以上から、一旦低金利とマイナスの物価上昇率が定着してしまうと、デフレ期待が固定化して、その状況から抜け出すことが困難になってしまうものと考えられる。言い換えれば、デフレは短期的な異常事態 = 均衡からの逸脱ではなく、既に日本ではデフレ状態で経

済が均衡している状況に陥ってしまっていると考えられる³⁹。

（3）新興諸国からの輸入増加の影響

2000年代以降、中国や東欧などの新興諸国が世界市場に本格的に参入したことにより、世界全体で財・サービスの生産量が増加している。このことは世界各国に等しく物価抑制的な影響を及ぼすはずであるが、日本は主要先進国の中で唯一長期的デフレを続けていることを考えると、日本に対して特にその影響が大きかったのだろうか。

まず産業構造的に見れば、自国で生産する財が新興諸国で生産する財と競合する割合が大きい場合、その影響は大きくなる。日本は、今や世界の工場となった中国や、電器・自動車を中心に輸出が好調な韓国と地理的に隣接しており、製造業製品が直接競合する度合いが高い。加えて日本企業は、日本で販売する製品に関しても、中国などでの海外生産の比重を増やしている。このため日本は、先進国の中では新興国発展の影響を強く受けられていると考えられる。

これに対してアメリカやイギリスでは、製造業の重要性はなお高いものの、産業の主力は金融業や情報通信業等のサービス業に移行している。このため自国企業の海外生産品を含む製造業輸入品の数量・国内市場浸透度は高いが、国内製造業との直接的な価格競合は日本に比べて相対的に小さかったのではないかと推測される⁴⁰。

次にマクロ経済の特徴の相違により、輸入増加のインパクトに違いがあるかを考えてみよう。以下では、一国の総需要曲線と総供給曲線の形状が異なっていることで、輸入の増加、すなわち外生的な総供給の増加が、価格と産出量に与える効果がどのように異なるかを見てみよう。なお通常のマクロ経済学に従って、財の種類は一つしかなく、世界中の国がその財を生産しかつ貿易を行うと考えていることにご留意されたい。

ここで総需要曲線とは、一国経済をマクロ的に見たとき、財市場と金融市場が同時に均衡するような総合的物価水準と産出高の組み合わせを表している。他方、総供給曲線の性

³⁹ なお、日本の国債大量発行がデフレ期待を定着させている面もあると考えることはできないだろうか。国債が大量に発行された時に、民間でも資金需要があれば、金融市場で両者が競合し金利が上昇する「クラウドディング・アウト」現象が生じるとされている。しかし日本の場合は、国債発行残高がGDP比で150%を超える水準になっているものの、名目長期金利は1%前後で推移しており、クラウドディング・アウトの徴候は見られないとされている。近年の国債の大量発行は民間部門の経済活動が低調であるため、マクロ経済を支えるためには政府による支出増加が必要であることと、その裏返しとしての民間経済活動のための資金需要の弱さを反映したものである。しかしながら、実質経済成長率は平均1~2%で続いているため、実質金利の水準もそれに見合ったものにならないことと、そもそも実質金利水準は世界中でほぼ等しくなるという性格を有していることから、名目長期金利の低さは、実質金利確保に見合うだけの物価水準の下落が前提となる。このため金融市場、ひいては日本経済全体にデフレ期待が構築され、かつそれが実現される循環にはまってしまっているように思える。要するに、現行の国債発行量も、またデフレを長期化させるメカニズムの一部であると考えられる。

⁴⁰ GDP自体は最終需要財の需要・供給により決定される。しかし中間投入まで含めた総産出を考えれば、インドへのソフトウェア開発発注やバックオフィス業務アウトソーシングに代表されるように、欧米では、グローバル化進展に伴って、サービスの輸入による企業の中間投入コスト低下や、間接部門の雇用削減という大きな影響が生じている。

格についてはいろいろな考え方があるが、ここでは名目賃金の硬直性を前提とした上で、総合的な物価水準の下落が実質賃金の低下・雇用量増大を通じて産出を拡大させるような関係を表していると考えている⁴¹。

日本と外国、例えばアメリカ、との間では、経済構造の相違を反映して、この総需要曲線と総供給曲線の傾きが異なっていると考えられる。このため、仮に両国に対する新興国の生産力拡大のインパクト、具体的には潜在的な輸入量増大、が同じ大きさであったとしても、物価水準に与える影響は異なると考えられる。もちろん両国では国の大きさそのものや産業構造・人口構成など全てが異なっており単純な比較はできないものの、敢えて両国間での特徴の差異をデフォルメして見れば、次のことが言えると考えられる。

前述したように、日本では 1990 年代後半から金利が下限状態で推移し、いわゆる「流動性のわな」と呼ばれる状態に陥っていた。流動性のわなに入ってしまった状態では、実質貨幣量が増加しても利率が低下しないため、そうでない状態に比べて総需要曲線の傾きは急なものとならざるを得ない。従って、日本はアメリカに比べて、総需要曲線の傾きは急である。

他方で、アメリカでは財市場や労働市場は柔軟性が高く価格や賃金の調整速度が速いことから、総供給曲線の傾きが日本に比べて急になっているものと考えられる。言い換えれば、日本はアメリカに比べて総供給曲線の傾きが緩やかになる。

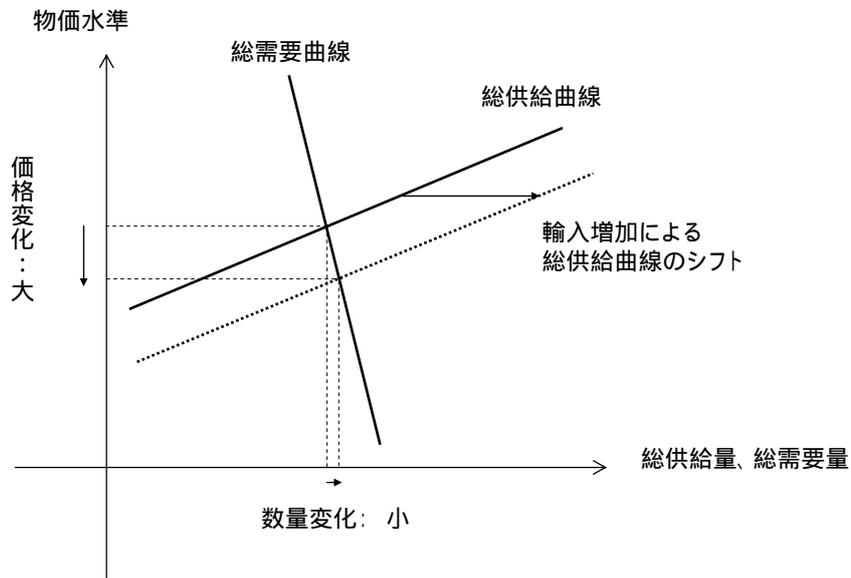
そうした中で、グローバル化の進展により、日本もアメリカも同様に新興国からの輸入可能性が増加したとしよう。新興国からの輸入が増えることは総供給が増加することに当たるため、ここで想定している世界では、外生的に総供給曲線が右側にシフトすることになる。この場合、両国が受けるインパクトの大きさは同じであり、両国で総供給曲線が右にシフトする長さは同じであると考えよう。

以上の関係を描いたのが図表補 6 である。

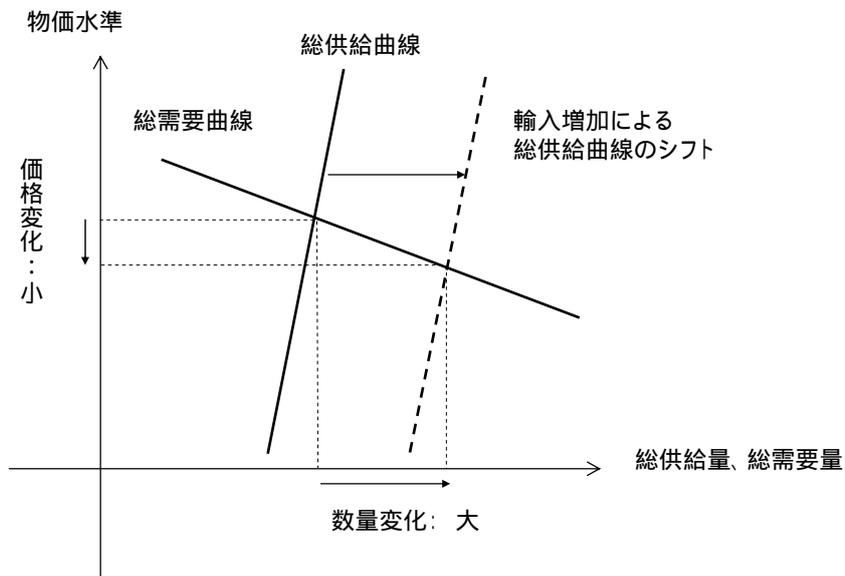
⁴¹ 以下では、価格水準の低下がさらに消費や投資を刺激する二次的効果はないと考えている。なお総需要曲線・総供給曲線の正確な考え方や、以下で検討するような両曲線の傾きの導出方法については、煩雑さを避けるためにここでは割愛する。詳しくは、例えば麻生良文「マクロ経済学入門」(ミネルヴァ書房、2009年)に分かりやすく解説されているので、ご参照されたい。

図表補 6. 総需要曲線・総供給曲線の形状の相違と総供給曲線シフトの影響（概念図）

①日本のケース（イメージ図：総需要曲線の傾きが急で、総供給曲線の傾きが緩やか）



②アメリカのケース（イメージ図：総需要曲線の傾きが緩やかで、総供給曲線の傾きが急）



（注）上記①・②で、総供給曲線の右方シフトの幅は等しい。

図表補 6 で総供給曲線のシフト前のシフト後の均衡点の変化を見てみると、 のように日本ではグローバル化の影響は価格の低下に強く表れるが、 のようにアメリカでは価格の変化よりも、数量の増大に強く表れる、ことがわかる。ここで注意すべきは、日本の場合は総供給曲線がシフトしても、均衡状態での数量の変化幅は、そのシフトの幅よりも遙かに小さくなっていることである。

実質GDPベースで見た日本の輸入/GDPは2000年度の9.7%から、前回の景気の山である07年度で約11%と、それほど大きく伸びているわけではない。しかしながら上記のグラフからは、実際の日本の輸入増加幅がそれほど大きなものではなかったとしても、その背後にはグローバル化による強い輸入圧力が存在しており、物価の下落圧力が働いていることが示唆される。

以上、1990年代後半以降で低金利が持続したことなどの日本のマクロ経済の特徴から、経済のグローバル化が、物価の下方圧力として他国に比べれば強く働いていたものと考えられる。

(4) 内外価格差

これまではマクロ経済の観点から検討を行ってきた。さらにミクロ的な観点から見ると、日本と外国の価格差そのものが、日本の物価に下方圧力をかけ続けていると考えられる。我々の日常で内外価格差と言えば、円高が進展しているにもかかわらず輸入品の価格改定が遅れて輸入業者に差益が発生することをイメージするケースが多い。しかし本当に問題なのは、外国から輸入した商品と国内の同種の商品との間の価格差の存在ではない。内外価格差の本質は、一国内における商品の間での相対価格差の存在である。このことを、OECDが試算している購買力平価を基にして検討してみよう⁴²。

図表補7は、日本の物価水準を100とした時の、各国の物価水準を示したグラフである。この計算の基本的な考え方は、消費財・サービスに関して、ある一定の品目構成の組み合わせ(バスケット)を決め、世界各国において、そのバスケットが現地通貨で幾らになるのかを測定し⁴³、現実の為替レートを用いて各国の物価を相対化する、というものである。

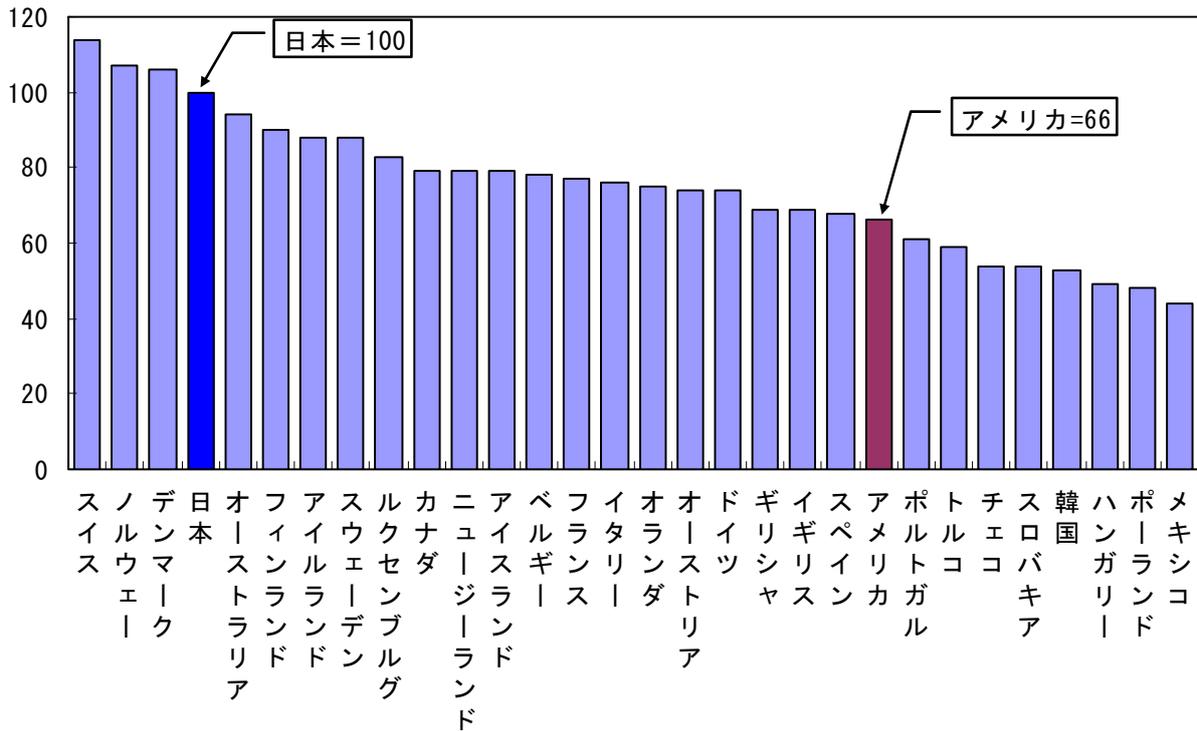
仮設例を考えよう。同じ商品の組み合わせであるバスケットを購入するのに、日本では1万円、アメリカで80ドルだったと仮定する。いま為替レートが1ドル=100円だったとすると、アメリカにおけるバスケットは日本円換算で8,000円になる。従って日本を100とした時のアメリカの物価は80になる、というように考えるものである。

上例でバスケットの日米の現地価格を固定した場合、為替レートが1ドル50円だったとすると、アメリカのバスケットは日本円換算で4,000円になるので、日本を100とした時のアメリカの物価は40になる。同様に為替レートが1ドル150円だったとすると、アメリカの物価は120になる。

⁴² OECD "Purchasing Power Parities" (<http://www.oecd.org/dataoecd/48/18/18598721.pdf>)

⁴³ 実際には、基準時点(2005年)で金額を測定した後は、各国の物価統計を用いて延長推計されている。

図表補 7. 日本の内外価格差（日本=100とした時の各国の物価：2010年9月現在）



(注) 民間最終消費支出デフレーターベース
(出所) OECD

図表補 7 は、OECD が上記の計算を各国間のマトリックスについて行ったもののうち、日本について切り出したものである。2010年9月時点で、日本の物価を100とすると、アメリカの物価は66とされている。同月の円/ドルレートはおよそ84円なので、同一品目構成のバスケットが日本では10,000円で買えたとすると、アメリカでは約79ドル(=6,600÷84)で買えたことが分かる。日本は他の主要先進国に比べて、物価水準がかなり高いことも明らかである。

経済のグローバル化により一物一価の動きが強まっている中で、なぜこのような各国間の物価水準の相違が存在するのだろうか。その理由は貿易財と非貿易財⁴⁴の間の相対価格差にある。

このことを、別の仮設例で考えてみよう。

- ・いま、世界には日本とアメリカの2国しかなく、それぞれの国で貿易財である財Aと、非貿易財である財Bの2種類の財を生産・消費しているとする。また生産のボトルネックは存在せず、それぞれの国内で価格の変動は生じないものとする。
- ・また貿易に伴う輸送料・保険料・関税などのコストは存在しないこととする。
- ・ここで、内外価格差の計算根拠となるバスケットの品目構成は、貿易財1単位、非貿易

⁴⁴ 貿易財とはテレビや自動車など各国間で取引可能なものであり、非貿易財とは電気料金や電車料金など性質上その国の中でだけしか取引できないものをいう。以下貿易財・非貿易財には、それぞれサービスも含めたうえで、財と称することとする。

財 1 単位となっているとする。

このような前提の上に立って、日本における財 A、財 B の価格をそれぞれ 100 円、300 円、アメリカにおける財 A、財 B の価格をそれぞれ 1 ドル、2 ドルとする。するとバスケットの価格は、日本では 400 円に、アメリカでは 3 ドルになる。

日本とアメリカの間で貿易が始まると、財 A は相互に取引されて日米間で一物一価が成立しなければならない。この世界では為替レートの変動によりこのことが達成され、100 円 = 1 ドルが均衡為替レートとなる。すなわち財 A のアメリカの価格を円換算すると 100 円となり、日本国内の価格と等しくなる。財 B は貿易されないため、100 円 / ドルのレートの下では、アメリカでの財 B の価格は、日本から見れば 200 円にしかない。同じく、アメリカでのバスケット価格は 100 円 / ドルのレート換算で 300 円となる。このため内外価格差、すなわち日米間のバスケットの価格比は、日本を 100 とするとアメリカで 75 となる（図表補 8）。

図表補 8 . 日米間の内外価格差の仮設例

	財 A の価格	財 B の価格	バスケットの価格	日本を100とするアメリカの物価
日本	100円	300円	400円	100
アメリカ	US\$1.00	US\$2.00	US\$3.00	
円 (100円/US\$) で計ったアメリカの価格	¥100	¥200	¥300	75

以上のことをより一般化して述べれば、次のようになる。二国間の貿易財の価格は、互いの為替レート換算後の水準を一致させるような水準に定まる。従って貿易財の生産性の高い国 (= 貿易財の国内価格の安い国 = 輸出競争力のある国) の価格水準に収斂する形で、相手国の貿易財の国内価格が決定される。結果的に為替レートは、両国間の貿易財の価格比になる⁴⁵。しかし非貿易財に関しては、輸入による供給増大・価格下落圧力が働かないので、両国間で国内価格は変化しない。その結果、ある国の貿易財と非貿易財の相対価格比が、相手国における貿易財と非貿易財の相対価格比よりも大きい場合は、相手国に比べて現実の為替レートで換算した物価が割高になる。

すなわち、日本の非貿易財、すなわち各種のサービスや貿易できる財の中でも輸入制限が課されている財は、国際的に見て貿易財に対して割高になっているのが現状である。もちろん日本のサービスの品質は高く（安定した電車の運行、行き届いた接客等々）諸外国との単純な価格比較に馴染まない面もあるのは事実である。しかしながら次の三つの理由

⁴⁵ 現実世界では、外国為替レート決定要因として、短期的には金融取引要因のウェイトが遙かに大きくなっている。しかし長期的に見れば、為替レートは両国間の物価水準の差異を埋めるような方向に動いている。

から、内外価格の是正に努めていくことが求められている。第一に、グローバル化、新興国の経済発展、情報通信・輸送技術の進展により、国境を越えたサービス取引の範囲が急拡大していることがある。例えばソフトウェア開発、事業所のバックオフィス業務、コールセンター業務などは、インターネットを通じて即座に外国と取引することがもはや当たり前になってきている。また医療分野でも、メディカル・ツーリズムの普及により、医療サービスの国際的な市場が拡大している⁴⁶。日本でもこうした国際的なサービス市場拡大に対応した生産性向上・競争力強化を図る必要がある。

第二に、日本がこれからも貿易立国で生きていかなければならない以上、貿易制限をなるべく撤廃した上で、比較優位を持つ産業は国際展開し、そうではない産業は外国からの供給を受け入れていく姿勢を、明確に示していく必要がある。

第三に、国内の少子高齢化への対応からも、国際的に割高な相対価格の是正が必要なことである。相対価格が高いということは、裏返せば存在する需要に対して供給が過少であるということである。規制緩和を進めてその分野への新規参入を増やせば⁴⁷、雇用の増大が実現するとともに、マクロ経済全体での需給ギャップ縮小にも寄与しよう。さらには、人口構造に伴う経済の生産性低下の中で、極めて厳しい財政状況に対応するため公的負担の増大・給付の抑制が求められていく中で、実質的な生活水準を維持・向上させていくためにも、割高な物価構造の是正は不可欠となる。

こうした内外価格差是正は、前述したようなマクロ経済の動学的な動きに起因するデフレとは切り離して、別個に考えていく必要がある。しかし現象面としては、物価下落圧力はミクロの面からも作用し続いていくことになる。

（５）今後の対応

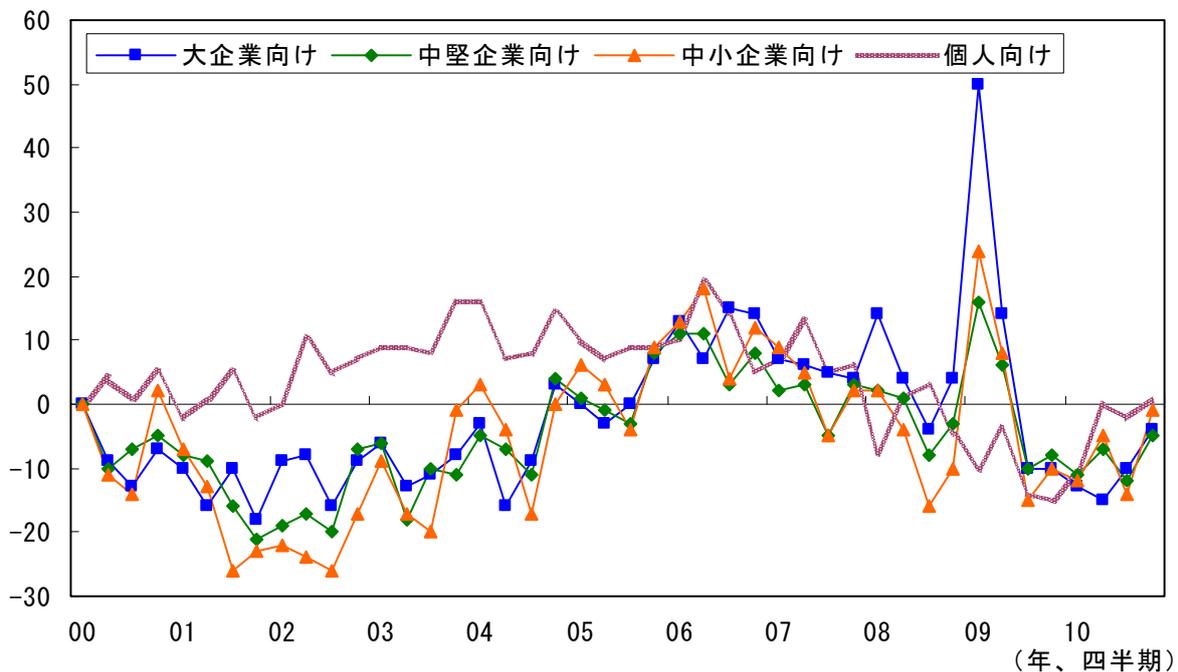
インフレ・デフレは最終的には貨幣的現象であり、デフレに対しては金融緩和政策が求められる。世界的に金利が0近傍となって下限に張り付いている現在では、日米両国をはじめとして、金融緩和は主に貨幣供給の増加を通じて行われることになる。この貨幣供給量の増大によって、次の三つのルートで効果を発現することが期待される。第一に、貨幣供給の増大が、直接銀行から企業や個人への貸出が増加し、これらの経済主体の支出増加に繋がるというルートである。第二には、将来のインフレ予想を高めることで実質長期金利を低下させ、企業の投資拡大を導くというルートである。第三には、貨幣数量説が教えるように、物価水準は貨幣の総量と財・サービスの総量との関係で決まるため、貨幣供給量が増えれば物価水準も上がるというルートである。

⁴⁶ メディカル・ツーリズムに関しては、日本では新興国の富裕層を対象とした高度な医療サービス提供を想定している。一方インドやタイなどの新興国では、低価格を活かして、自国の医療費高騰を逃れるようとする欧米からの受け入れ増加に取り組んでいる。

⁴⁷ もちろん、既往制度とのバランスにも配慮した激変緩和措置が必要となる。

しかし日本では、こうしたルートがうまく働かず、金融緩和の効果が発現されていない。第一のルートに関しては、リーマン・ショック直後のように、もっぱら金融市場停滞による流動性枯渇が金融機関の貸出を制約しているような状況であれば、効果を発揮する。実際、その時点で行われた各国の量的緩和策は経済の安定化に大きく貢献した。しかし現状では借り手サイドで資金需要の盛り上がりを欠いており、貸出の増加が期待できない。例えば日本銀行「主要銀行貸出動向アンケート調査」の資金需要判断D Iを見ても、企業や個人の資金需要の勢いは弱い（図表補9）。

図表補9. 企業の資金需要の動向（日本銀行・資金需給判断D I）



（注）資金需要判断D I = （「増加」とした回答金融機関構成比+0.5×「やや増加」とした回答金融機関構成比）－（「減少」とした回答金融機関構成比+0.5×「やや減少」とした回答金融機関構成比）

（出所）日本銀行「主要銀行貸出動向アンケート調査」

その背景には、低金利下で社債による資金調達が容易になっていることや、これまでの内部留保増強により自己資金が利用しやすくなっているという要因がある。従って、増刷された貨幣を民間経済主体にそのまま送り込むためには、例えば国債を日銀が貨幣増刷でファイナンスしてその分を企業や家計への交付金とするというような、全く新たな財政的手段を組み合わせる必要があると考えられる。しかし現下の極めて厳しい財政状況の下では、そのような手段は実現不可能だと言えよう。

しかしながら、民間の資金需要が低迷している本質的な原因は、個々の企業が有する先行きへの不透明感、さらには日本経済が力強く成長していくというコンフィデンスの欠如にあるのではないだろうか。よってこのルートで金融緩和が効力を発揮するためには、し

っかりした経済成長を実現させるような実物経済の体力強化や構造改革も同時に実現していく必要がある。

ちなみにアメリカに関しても、第一のルートで効果を発現することはあまり期待できそうにない。日本同様に民間部門の資金需要が低迷していることに加え、アメリカではバブルの破裂からまだ日が浅く、家計を中心として経済主体が負債返済に注力する必要があることが、このルートの効果を大きく減殺している。

第二のルートに関しては、前述したように、デフレの長期化によって既に長期的なデフレ予想が深く根付いてしまっている。このためインフレ予想がなかなか高まらず、効果が発揮できない状態にある。

他方、まだデフレ予想が定着していないアメリカにおいては、2010年11月の大幅量的緩和がこのルートを通じて効果を発揮し、デフレ突入を回避できるのではないかと期待される。しかしその一方でこのルートの効果が発揮された場合、いずれは名目長期金利も上昇に転じていくものと見込まれ、今度はインフレ増進防止の観点から、景気局面にかかわらず短期金利引き上げを余儀なくされる懸念もある。

またインフレ期待が過度に高まらないようにするためには、万一中央銀行の資本が劣化してしまった時の対応策を、予め考慮しておく必要がある⁴⁸。

なお実質長期金利の低下に関しては、高齢化が進展する中では、家計は借入により支出を増やすのではなく、むしろ老後の購買力を維持するために貯蓄を殖やす行動の方を取る可能性を指摘する声にも、また留意が必要となろう⁴⁹。

第三のルートに関しては、貨幣の流通速度が安定的であることが物価を上昇させる前提となる。しかし上記第一のルートが十分働いていないことから、貨幣供給の増加が流通速度の変化に吸収されてしまい、物価の上昇に繋がってこない。やはり、金融緩和と併せて経済活動を活発化させることが求められる。

以上から、これまでの金融緩和が必ずしも所期の効果を発揮してこなかった要因として、デフレ期待が経済に定着してしまっていたことと、日本経済の成長に対するコンフィデンスが弱いことがあると考えられる。

今後も量的緩和を継続していくことがデフレ退治の必要条件であることは間違いなし、必要に応じてより緩和策を拡大していかなければならない。しかしながら、もはや金融政策による対応だけでは十分ではなく、日本経済の成長促進に向けての体質改善努力が不可欠であろう⁵⁰。

以上

⁴⁸ 直接的には財政資金投入となるが、最終的には国民負担となるという認識が必要だろう。

⁴⁹ "Another paradox of thrift": The Economist 誌 2010年9月18日号。

⁵⁰ デフレ問題の詳細に関しては、弊社レポート「デフレ脱却で経済成長力は高まるのか ~ 企業の付加価値創出力の向上が日本経済の真の課題 ~」(2010年5月)をご参照されたい。

<経済見通し担当者>

E-Mail: chosa-report@murc.jp

後藤 正之	主席研究員	総括
小林 真一郎	主任研究員	総括・産業構造
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・政府部門
鶴田 零	研究員	企業部門・金融・物価
尾島 未輝	研究員	雇用・賃金
細尾 忠生	研究員	海外経済

- ご利用に際して -

- 本資料は、信頼できると思われる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。
- また、本資料は、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社の統一した見解を示すものではありません。
- 本資料に基づくお客様の決定、行為、及びその結果について、当社は一切の責任を負いません。ご利用にあたっては、お客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。
- 本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。著作権法の定めに従い、引用する際は、必ず出所：三菱UFJリサーチ&コンサルティングと明記してください。
- 本資料の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、当社までご連絡下さい。