

## 日本経済の中期見通し(2011～2020年度)

～東日本大震災を乗り越え、新たな成長戦略を模索する日本経済～

### <要旨>

2013年度までの日本経済は、欧州の財政金融市場の動向次第で下振れリスクが残るが、震災後の復旧・復興需要や、自動車販売の好調により失速には至らない。米国やアジアを中心とした海外景気の回復ペースの高まりを受けて、徐々に回復力が高まってこよう。

震災からの復旧・復興需要は、短期的には景気の押し上げ要因となるが、ゆっくりと進められることになるため、構造改革を促進させ、日本の潜在成長率を押し上げるには至らない。電力不足は基本的には経済活動への影響は小さいであろう。

日本経済に中期的な影響を及ぼす流れとして、海外経済の動向、少子高齢化の動き、企業経営方針の在り方の3つの要因が存在する。まず、世界の成長率は、緊縮財政、金融規制強化、資源エネルギー価格上昇といった制約要因により、これまでと同じペースで拡大することは難しくなってくる。次に、少子高齢化の進行と総人口の減少は、これまで通り確実に進むことが見込まれる。最後に企業経営は、余剰資金を有効活用するためにグローバル化が一段と進むであろう。これらはいずれも日本の経済成長にとって抑制的な要因であり、日本の経済成長率はこれまでの拡大ペースを維持することは難しくなってくる。

前提条件として、社会保障制度の維持と財政再建を目指して、2020年度までの間、4回にわたり合計で10%の消費税引き上げが行なわれると想定した。

2010年代前半(2011～2015年度)は、東日本大震災によるマイナス成長から抜け出した後、2012年度～2013年度までは1%台半ばから後半の成長率を達成するが、2014年度には消費税の引き上げによって成長率が大幅に鈍化するため、実質GDP成長率の平均値は+0.8%にとどまろう。

2010年代後半(2016～2020年度)は、人口減少が進むことに加え、消費税の引き上げが3回にわたって実施されることもあり、実質GDP成長率の平均値は+0.5%にまで鈍化しよう。貿易収支は赤字基調が定着し、赤字幅は次第に拡大していく。

多くの課題が山積しているが、これらを乗り越えなければ、さらにその先の展望は開けない。そのためには、目の前の問題の一つひとつ地道に対応していくことが最も近道であろう。

<年平均値>	2001～2005年度 (実績)	2006～2010年度 (実績)	2011～2015年度 (予測)	2016～2020年度 (予測)
実質GDP成長率	1.2%	0.2%	0.8%	0.5%
名目GDP成長率	-0.2%	-1.1%	0.4%	0.8%
GDPデフレーター	-1.4%	-1.2%	-0.4%	0.2%

三菱UFJリサーチ&コンサルティング株式会社

調査部 小林 真一郎 (chosa-report@murc.jp)

〒105-8501 東京都港区虎ノ門5-11-2

TEL:03-6733-1070

## 【目次】

<u>はじめに</u>	1
<u>第1章 日本経済の現況と短期見通し</u>	
（1）景気の下振れ懸念が強まる	1
（2）2012～2013年度は回復基調に転じる	2
<u>第2章 東日本大震災によって日本経済の枠組みがどう変わっていくのか</u>	
（1）震災復興需要による景気の押し上げ効果は一過性にとどまる	4
（2）見直しを迫られる「リスクに対する認識・準備」	5
（3）脱原発と電力不足の行方	6
<u>第3章 日本経済見通しの中期的な視点</u>	
（1）前提条件としての海外経済動向と為替相場の行方	7
（2）着実に進む少子高齢化	13
（3）変革を迫られる企業経営	15
<u>第4章 中期見通しの概要</u>	
（1）潜在成長率	22
（2）見通しのイメージ	22
<u>第5章 日本経済の中期見通し</u>	
（1）赤字基調が定着する貿易収支	26
（2）資金活用の巧拙が問われる企業部門	29
（3）少子高齢化の進展、世帯数の減少に伴い減速する家計部門	33
（4）財政健全化への道は険しい政府部門	38
（5）低金利が定着する金融市場	41
（6）安定が続く物価動向	43
<u>おわりに</u>	45
<u>中期見通し総括表</u>	47

## はじめに

2011年3月11日に発生した東日本大震災により、国内景気は供給サイドに大きなショックを受けた。想定を超えた津波による被害やサプライチェーンの寸断による生産活動の落ち込みの拡大に、原発事故と電力不足の発生などが加わって、景気の先行き不透明感が急速に高まった。もっとも、供給力の早期の回復や復興需要によって、震災直後から景気は持ち直してきた。人的な被害や民間部門、公的部門でそれぞれ資本ストックの滅失といった甚大な損失はあったものの、マクロ経済だけを見ると、影響は比較的軽微であったかに思える。

しかし、がれき処理の進め方、原発事故の処理、電力不足への対策、遅れが目立つ被災地の復興計画の策定など目先の課題が山積みとなっている。さらに、防災対策の強化、エネルギー戦略の再考、財政再建と社会保障制度改革の推進、農業・漁業の再生、対外通商交渉の進め方など、これから検討していかなければならない重たい課題はいくつも残ったままである。これらの問題にいかに取り組んでいくのか、復興への道筋をどう描いていくのか、その内容次第で日本の中期的な姿が大きく変貌することになりかねない。東日本大震災は、その意味で、日本経済の進路に大きな影響を及ぼす重大な出来事であったといえる。

本中期見通しでは、これまでの中期見通しをベースに置きながらも、東日本大震災や欧州の財政金融危機などの新たな材料による影響を踏まえ、2020年度までの日本経済の中期的な姿を展望した。

## 第1章 日本経済の現況と短期見通し

### (1) 景気の下振れ懸念が強まる

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、2013年度までの見通しについて整理しておきたい。

東日本大震災後の景気を持ち直しの動きは、2011年夏場から一巡しつつあり、足元では停滞感が広まりつつある。具体的な動きとしては、第一に、急回復してきた製造業の生産活動の勢いが最近になって弱まっていることが挙げられる。一部の業種では在庫が積み上がっており、在庫調整による生産抑制の動きが広がりつつある。

第二に、海外景気の回復力の鈍化を背景に輸出の勢いが弱まっている。中でも素材関連や半導体・電子部品などの弱さが目立ち、こうした需要の弱さが在庫の積み上がりにつながっている。

第三に、金融市場で不安定な動きが続いている。欧州各国の国債の格下げの可能性や、財政規律の強化のための新条約を巡る各国政府・議会の対応の行方など、不安材料は残っており、欧州の財政金融危機への懸念は依然とすくすくしている。今後も世界的な金融危機への不安が再び高まる局面もありそうで、株価の低迷が続き、為替市場では円が引き

続き史上最高値圏にとどまっている。

一方で、景気にとってプラスの材料もある。ひとつは、公共投資を中心とした震災の復興需要が景気の押し上げ要因として期待される点である。遅れていた復旧・復興作業の動きが、第3次補正予算の成立に伴う押し上げ効果も加わって、ようやく広がりつつある。次に、自動車の販売が好調を維持していることも明るい材料である。震災後の供給制約によって品不足に陥り、需要が先送りされていた自動車販売は、その後の急速な生産回復に合わせて順調に増加している。エコカー減税の延長やエコカー購入時の支援金の復活が実現すれば、自動車販売の押し上げに寄与する可能性がある。

足元の景気には、懸念材料と明るい材料とがあるが、しばらくは懸念材料の方が強まりそうである。このため、景気の拡大ペースがいったん弱まり、停滞局面入りする可能性がある。2011年度の実質GDP成長率は、前年比-0.4%と2年ぶりのマイナス成長に陥る見込みである。

## (2) 2012~2013年度は回復基調に転じる

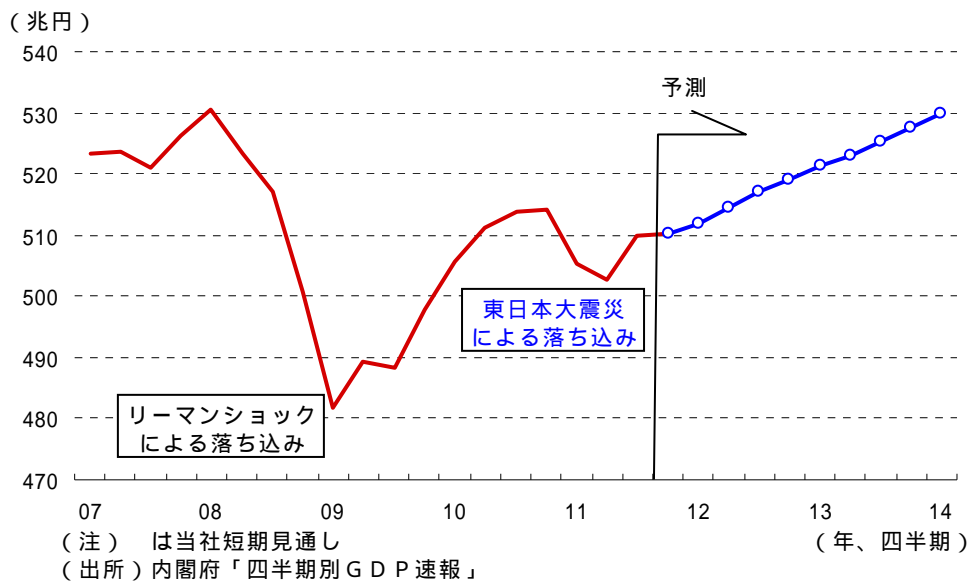
ただし、景気が失速に至るリスクは小さいであろう。公共投資の増加が続くなど復旧・復興需要が本格化し成長率を押し上げることに加えて、自動車の販売が好調を維持し個人消費を下支えするためである。

2012年度半ばには、徐々に景気の持ち直しの動きが強まってこよう。公共投資の押し上げ効果や自動車の販売好調は一巡してくるが、海外景気の回復ペースが高まってくることを受けて、輸出が底堅く推移すると予想されるためである。欧州の財政金融市場の動向次第では下振れするリスクが残るものの、アジア諸国や米国の経済は総じて底堅い推移が予想される。中でも米国の景気の底堅さが徐々にアジアや欧州にも波及していくと思われ、輸出環境は好転していく見込みである。

2012年度の実質GDP成長率は前年比+1.8%とプラス成長に転じると予想される。2013年度についても、復旧・復興需要による押し上げ要因がはく落すために公共投資がマイナスに陥ることを除けば、概ね同様の動きが続くため、実質GDP成長率は前年比+1.6%と比較的堅調な伸びが続くと見込まれる。

もっとも、景気の回復ペースは緩やかにとどまるため、実質GDPの水準は、2013年度末にようやく2008年のピークに復帰する程度にとどまる。景気過熱感はず、GDPデフレ率はマイナス圏内での推移が続くであろう。

図表1．実質GDPの見通し



図表2．実質GDP成長率の見通し

	前年度からのゲタ	年度中の成長率	前年度比成長率 +
2010年度 (実績)	2.0%	1.1%	3.1%
2011年度 (見通し)	-1.1%	0.7%	-0.4%
2012年度 (見通し)	0.6%	1.2%	1.8%
2013年度 (見通し)	0.6%	1.0%	1.6%

(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」

## 第2章 東日本大震災によって日本経済の枠組みがどう変わっていくのか

前回2011年7月に発表した「日本経済の中期見通し(2010~2020年度)レビュー」は、東日本大震災後の日本経済が再び震災前の枠組みに戻っていくことを前提として、予測数値の見直しを行なったものであった。しかし現実的には、被災地のみならず、日本経済全体も震災前の状態にそのまま復帰することは難しい。震災の発生を契機に日本経済の枠組みはどう変わっていくのだろうか。中期的な日本経済の動向を見通すに際しては、その方向性を明確にしておく必要がある。

### (1) 震災復興需要による景気の押し上げ効果は一過性にとどまる

東日本大震災からの復旧・復興のためには膨大な費用が必要となる。内閣府は、各県及び関係府省からの情報提供に基づき、今回の被害額は16.9兆円と推計している。さらに、2011年7月にまとめられた「東日本大震災からの復興の基本方針」では、東日本大震災からの復旧・復興事業規模は10年間で総額23兆円、そのうち当初5年間で少なくとも総額19兆円が必要と見積もられている。

一方、2011年度中に組まれた補正予算では復興関連支出が合計で15兆円程度となり、加えて2012年度には復興特別会計として3兆円を超える資金が手当てされる見込みである。累計の復興事業費は18兆円程度に達し、当初5年間に必要な費用の大部分が手当てされることになる。

こうした資金は、インフラの整備などの公共工事を通じて景気の押し上げに寄与することになる。もっとも、必要な資金が準備されたからといって、それがすぐに使われるとは限らない。これまでも、がれきの処理に時間がかかっており、インフラの復旧はなかなか進んでいない。また、被災地の自治体では復興計画の策定が急がれているが、住居の高台への移転といった大規模な復興計画は住民の総意を得ることが難しく、計画の遅れと人口流出が懸念されている。さらに福島県においては除染作業に長い時間がかかりそうで、その間は復興の障害になる可能性がある。

このため、復旧・復興活動が被災地で一斉に始まることは難しそうである。景気の押し上げ効果が最も高まるタイミングは2012年度にずれ込みそうであるが、その効果は一気に高まるというよりも、徐々に高まった後もある程度の水準を維持していく形になりそうだ。

被災地での復興の在り方は、今後も少子高齢化の進展が予測される日本の将来にとって、地域振興のモデルケースになるなどの効果はあるかもしれない。また、農業や漁業の再生のための新たな試みを実施される見込みである。しかし、景気への影響という面では復旧・復興需要による押し上げにとどまり、構造改革を促進させ、日本の潜在成長率の押し上げに寄与するまでには至らないであろう。被災地の復興には、日本の将来を左右する試金石になるといった過度な期待をすべきものではない。被災地にとってみれば、元の安定した生活ができるかどうかの方が重要であって、復興は時間をかけてゆっくりと進んでいくことに



なると考えられる。このため、復興のペースは阪神淡路大震災時よりも長期化する可能性が高いが、この間にも人口流出が進む可能性があり、結果的に復興が当初の計画よりも規模の小さいものにとどまることも考えられる。

## (2) 見直しを迫られる「リスクに対する認識・準備」

東日本大震災やタイの洪水によって企業のサプライチェーンが混乱したことで、企業にとってきたリスク対策が不十分であったことが浮き彫りとなった。このため、これまでの緊急時対応計画（コンティンジェンシープラン）の厳格化の動きが強まろう。災害や事故などの不測の事態の発生に備えてリスクを分散させておいたり、緊急時における対応方針を予め定めておく事業継続計画（BCP）をより実践的に見直しておくことも必要である。

後述するように、今後は企業のグローバル化が一段と進むと考えられるが、そうなれば日本経済は世界各国で発生する不測の事態に巻き込まれやすくなる。また、そうした影響はグローバルな日系企業だけにとどまらず、様々なルートを通じて日本国内の企業にも影響が波及する。日本経済はグローバルな危機への対応能力を高めていく必要に迫られている。

また、リスクに対する脆弱性は、行き過ぎた効率化の結果としてもたらされた面もある。在庫に余裕を持たせる、複数の調達先を確保する、手元資金を厚めに保有する、国内外で地域的な分散化を図るといった、これまで進めてきた効率化の見直しが進められることになろう。

リスク対策や行き過ぎた効率化の見直しは、企業にとっていずれもコストの増加を伴うものであり、企業業績に対してはマイナスの要因となる。しかし、実際に不測の事態が発生した場合に、生産が停止することで販売シェアを落としたり、失ったりする懸念もあり、長い目で見れば企業業績にとってもプラス要因となってくるはずである。

もちろんリスクへの備えは企業にだけ求められるものではなく、政府・自治体にも強く求められるものである。2011年12月には国の防災基本計画が大幅に改訂されたほか、これまで想定されていた大地震の規模を拡大することが検討されているなど、より災害に強い国造りを目指すことになろう。防災施設の拡充、耐震工事の推進といったインフラ整備はもちろん、災害発生時に被害を最小化するための準備、研究、体制作りなども必要となってくる。こうした取り組みに際しては、公共事業など資金が必要となるものも多く含まれることになり、これまで削減が続いていた公共投資のあり方についても議論が必要となってくる。

今後は企業、政府とも、安易に効率化やコスト削減を迫及するだけでなく、効率化とリスク回避のバランスを意識して経済活動を行っていくことが重要となる。

### (3) 脱原発と電力不足の行方

震災による原発事故によって電力不足の問題が発生するとともに、エネルギー戦略の見直しが迫られることになった。すでに脱原発に向かって政策の舵は切られており、今後は再生可能エネルギーの推進などを含めたエネルギー戦略の抜本的な見直しが進められる方針である。

今回の見通しの前提条件では、電力不足は一部地域で節電の必要があるものの、基本的には経済活動への影響は小さいと想定している。定期点検によって停止中の原発がいつ再稼動するかは依然として見通しがたっていないが、再稼動が遅れないしは再稼動されないとしても、節電の強化や工夫、火力発電などの強化によって電力不足による影響は限られるであろう。

一方、火力発電へのシフトや再生可能エネルギーの買い取りの進展により電気料金は上昇し、企業や家計のコストが上昇することは確実である。2011年8月には再生可能エネルギー特別措置法が成立しており、再生可能エネルギーで発電された電力の全量を電力会社が長期にわたり固定価格で買い取ることが義務づけられることになっている。この法律の成立により、再生可能エネルギーの普及が進むことが期待されているが、同時に電力料金の上昇につながる。その一方で、自家発電設備の増設・設置や省力化投資といった設備投資を促すことにもつながると期待される。

なお、再生可能エネルギー関連の産業の拡大や省エネ技術の向上・応用などによって、新たな雇用の受け皿が増加する可能性もあるが、その動向は未知数であり、今回の見直しには織り込んでいない。



### 第3章 日本経済見通しの中期的な視点

景気サイクルとは別に、日本経済に中期的な影響を及ぼす要因として、いくつかの経済の大きな流れが存在する。当社では大きな流れとして、①海外経済の発展の状況、②少子高齢化の動き、③企業経営方針の在り方の3つの要因が存在すると考えている。消費税の引き上げのタイミングなどで経済成長率の大きさが多少振幅することがあっても、均してみれば、この3つの要因によって決定付けられる水準に落ち着くことになるであろう。以下に、これら3つの流れについて説明していく。

#### (1) 前提条件としての海外経済動向と為替相場の行方

海外経済の中期的な動向を展望するにあたっては、成長に対する3つの制約要因が課せられることに考慮する必要がある。ひとつは財政問題、もうひとつは金融規制、最後に資源問題である。これらの抑制要因によって、世界の成長率はこれまでと同様のペースで拡大していくことは難しくなってきた。

加えて、国によっては将来的な少子化の進展が成長の制約要因となるほか、世界全体での人口増加率も緩やかになっていくといった人口動態の変化も、世界の成長率の鈍化の背景にあることは従来より指摘されてきた事実である。また、温室効果ガスの国際的な排出削減策の今後の協議次第では、二酸化炭素排出量の削減目標設定といった環境問題への対応によって経済活動が制約されることも考えられる。しかし、いずれも予測期間中は景気への影響は比較的軽いと考えられる。

#### 世界的な潮流となる緊縮財政

2011年に世界経済の先行きの不透明要因となったのが、欧州での財政金融危機である。欧州各国とも財政支出の削減策が景気のマイナス要因であり、先行きは楽観視できる状況ではない。財政赤字が短期間のうちに解消することが難しい以上は、当分の間、問題が再燃するリスクを抱え続けることになると考えられ、欧州経済の景気回復の障害要因となる懸念がある。

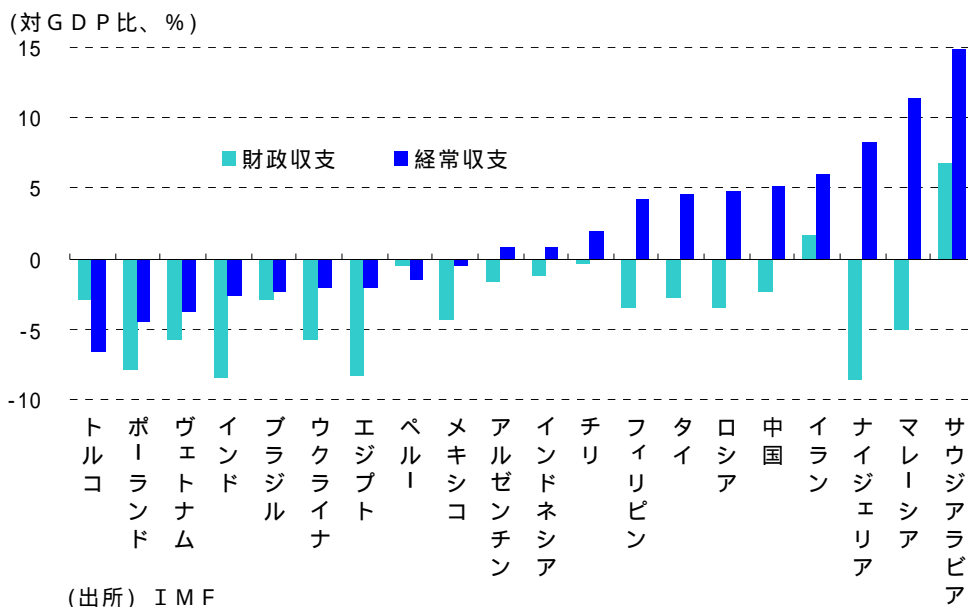
欧州の財政危機が金融危機にまで波及した背景にあるのが、財政危機国の多くが財政赤字と同時に経常収支も赤字であるという問題である。政府部門の資金不足を海外からの資金流入で賄っていたが、いったんソブリンリスク(国家に対する信用リスク)が高まると、資金流入の動きが止まり自力での資金調達が困難になってしまった。しかし、こうした財政赤字の問題が金融問題に波及し、経済成長を抑制するリスクは欧州固有の問題ではない。

世界各国の財政収支と経常収支の状況を見ると、両者とも大規模な赤字に陥っている国は決して少なくない(図表3)。たとえば、ブラジル、インドといった高い経済成長率を遂げている新興国においても、財政・経常の双子の赤字幅は比較的大きく、欧州と同様の問題をはらんでいる。このため、欧州の問題が落ち着いてくれば、金融市場でこうした双子

の赤字国に注目が集まる可能性があり、第二、第三の財政金融危機を引き起こすリスクが指摘される。

このため、今後の数年間にわたって、世界的に財政再建の流れが定着する可能性がある。緊縮財政による支出減少と財政赤字の縮小に向けた増税の動きが広まってくれば、世界経済の成長ペースが鈍化することは避けられない。こうした潮流が定着してくると、巨額の財政赤字を抱える日本にとっても、いつまでも財政赤字問題の先送りが許されるわけにはいかないであろう。後述するように、今後は経常黒字幅も縮小していくと見込まれ、財政再建への取り組み強化を迫られることも考えられる。

図表3 新興国の財政収支・経常収支（対GDP比、2010年）



### 金融規制強化と信用収縮のリスク

経済成長に対する2つめの制約要因が金融規制の強化である。ソブリンリスクの高まりや銀行のリスクテイク能力の低下によって、リーマン・ショックや欧州の財政金融危機の発生以降はリスク資産への投資に慎重な姿勢が強まっているが、金融規制の強化により、それが一段と強まる懸念がある。

バーゼルⅢによる規制は、リーマン・ショックをきっかけに発生したような世界的な金融危機の再発を防ぐために、国際金融を営む銀行に対して2013年から段階的に導入される予定である。新規制の導入によって、銀行の財務体質を強制的に強化させて危機への耐性を高めさせるとともに、銀行の投融资活動に一定の制限を加えることで金融が持つ景気循環増幅作用（プロシクリカリティ）を抑制することが主な目的である。さらに、金融危機が発生した際に銀行の資金繰り破綻を未然に防ぐことで、景気の状態にかかわらず銀行による信用供与をできるだけ安定させることも目指している。特に、自己資本の質の強化策

においては、システム上重要でグローバルな活動を行なっている金融機関に対して Tier I 資本の上乗せが求められることになっている。

バーゼルⅢに対応し自己資本比率を高めるためには、銀行は Tier I 資本を積み増すか、リスクアセットを圧縮する必要がある。しかし、欧州財政金融危機によって資本が毀損している欧米各国の主要銀行にとって、増資によって資本を充実させることは厳しい状況であり、すでにリスクアセットの圧縮に動き始めている。今後、欧州の財政金融危機が深刻化した場合や、欧州の危機が米国をはじめとした他国に伝播した場合には、世界的に信用収縮の動きが生じる懸念があるだろう。中でも、図表3でみたような双子の赤字国では資金が大量に流出する事態が発生しかねない。

財政金融危機の懸念が後退した場合でも、バーゼルⅢの規制が導入されれば銀行はリスクアセットの拡大には慎重な姿勢を続けると考えられ、新興国などの旺盛な資金需要に対して十分な資金が供給されない可能性がある。

このように、ソブリンリスクの高まりやバーゼルⅢの導入によって、国際金融市場では従来のように資本移動が自由に行なわれることが難しくなり、結果として新興国の成長が制限される可能性がある。

### 資源価格の高止まり

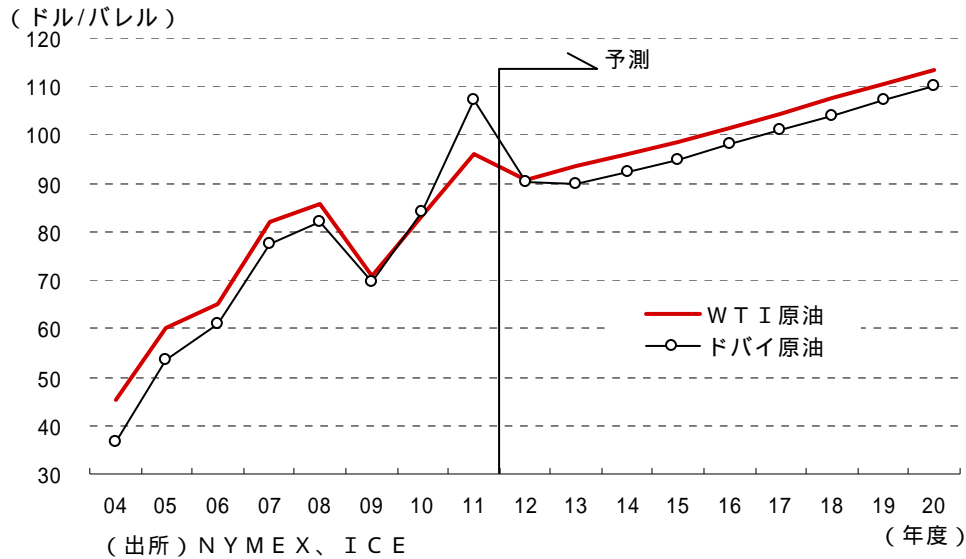
2000年代半ばから中国、インド、ブラジルといった新興国の経済発展を背景に資源需給逼迫への懸念が強まり、資源価格が大幅に上昇した。もっとも、足元はそうした資源価格上昇の反作用として、資源開発も促進されてきている。

例えば、米国では、油田・ガス田の開発・生産において目覚ましい技術革新があり、それまで開発が困難な非在来型資源とされてきたシェールガスやタイトオイルの生産が増加してきている。先行きも新規開発が可能な案件が多数見込まれる中で、2008年までのようなエネルギー資源の急騰は、起こりにくくなっていると考えられる。

一方で、新興国では、今後も、所得水準の向上に合わせて、資源需要が拡大を続けるとみられる。需要とともに供給が増える中で、資源需給が大幅に緩和するということもなさそうである。先行き、資源価格は、一般物価並みに緩やかに上昇を続けると想定している。

もっとも、過去数年間で資源価格の水準が従来よりも大幅に上方にシフトし、食料品やガソリンなど必需的な物資購入の負担感が大きくなった。資源価格の高止まりが続くと、各国の消費活動を抑制する要因になると考えられる。また、長期的には、温室効果ガス抑制にかかる費用も、結局のところエネルギー利用に関するコストの上昇になる。資源価格の高止まりは、資源国とそれ以外の国との間の所得格差を拡大させ、新興国経済の発展の抑制要因となるリスクを抱えていると考えられる。

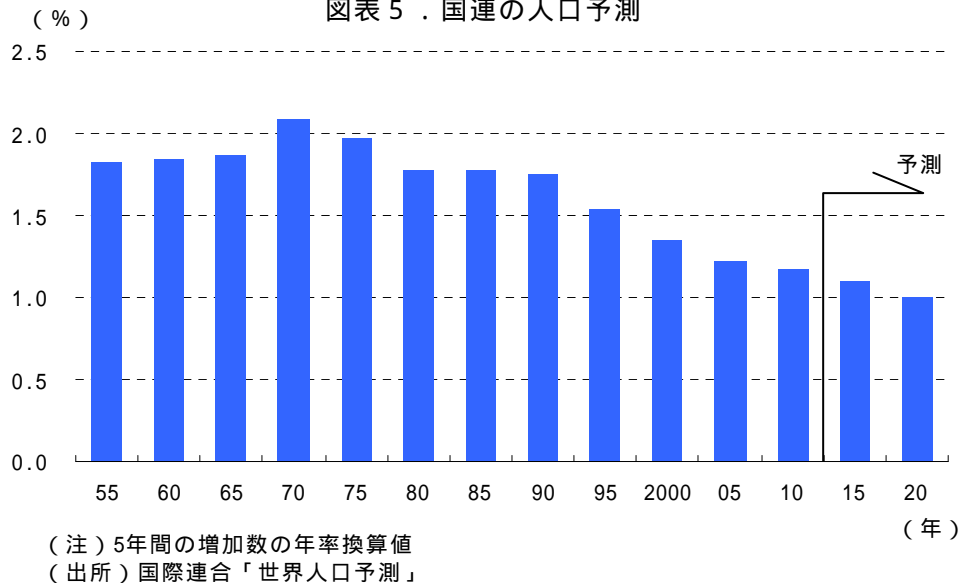
図表4．上昇が続く原油価格



テンポが緩やかになる世界経済成長

以上述べてきた3つの制約要因によって、世界経済の成長率は徐々に伸びが鈍化する見込みである。そもそも世界人口の増加率は伸びがさらに鈍っていくと見込まれており、各国の需要の拡大ペースが緩やかになっていくという面もある（図表5）。

図表5．国連の人口予測



世界の経済成長率の具体的な数字をみてみよう（図表6）。2006～2010年の世界経済の成長率は、前半は好調に拡大したものの、世界的な金融混乱の影響で2009年に戦後初のマイナス成長に陥るなど後半は厳しい状況に陥り、平均+3.5%にとどまった。これに対し、2011～2015年は同+4.0%に高まる見込みである。もっとも、伸びが高まるのは、サブプライムローン問題によって低成長にあえいでいた米国の回復によるところが大きい。財政

金融危機の影響が長引く欧州では低迷が続き、新興国の成長率のペースも鈍化してくる見込みである。

2016～2020年の世界経済の成長率は同+3.7%と、伸びが鈍化すると予想される。先進国の成長ペースにはそれほど大きな変化はない見込みだが、前述した制約要因などにより新興国の成長は緩やかなペースになってくる。

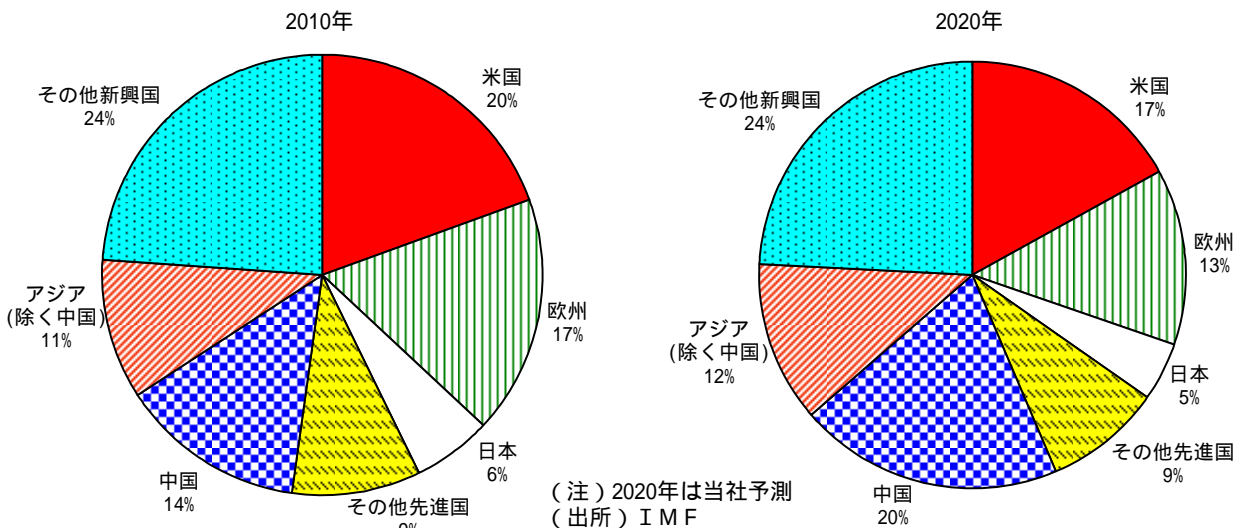
もっとも徐々に鈍化していくとはいえ、新興国の成長率は先進国の成長率を大きく上回る。この結果、2010年には5割強を占めていた世界全体における先進国の経済規模が、2020年には5割を割り込むことになる(図表7)。代わって新興国・発展途上国が全体の半分以上を占めることになる見込みであり、世界経済において、存在感をますます強めていくであろう。国別でみると、中国のGDPが米国のGDPを上回って世界第1位に上昇する。

図表6．前提とする世界経済成長率(購買力平価ベース、年率平均伸び率)  
(単位:%)

	2006～2010	2011～2015	2016～2020
世界	3.5	4.0	3.7
先進国	1.1	2.1	1.9
米国	0.7	2.4	2.3
欧州	0.7	1.2	1.0
日本	0.3	0.8	0.5
その他	3.2	3.6	3.2
新興国	6.5	5.8	5.3
アジア全体	9.2	7.3	6.4
中国	11.2	8.7	7.0
旧ソ連(ロシア等)	4.1	4.4	3.9
中東	4.9	4.3	4.7
中南米(ブラジル等)	4.0	4.1	3.6

(注) 先進国、新興国の分類はIMFによる。2010年まではIMF、2011年以降は当社予測値(出所) IMF

図表7．世界経済のシェア(2010年 2020年)



為替市場では円高トレンドが続く

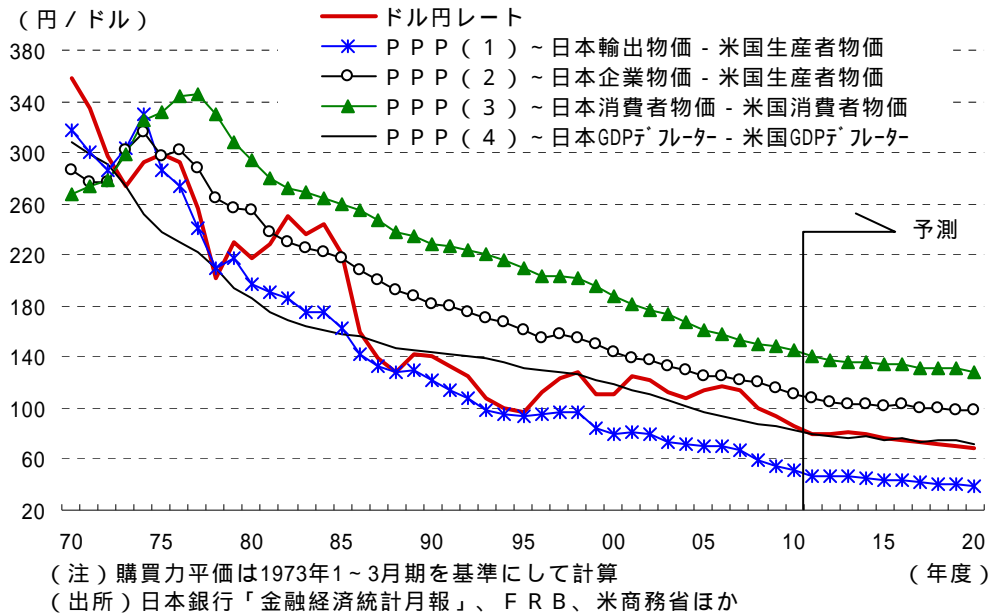
2011 年前半は、米国景気の回復観測により追加金融緩和観測が後退し、円高・ドル安に歯止めがかかったが、夏場には、米国の政府債務上限引き上げの難航や米国債の格下げがドル安材料とされた。欧州の財政金融危機が深刻化するとともに、安全資産として円買いが進められ、10 月末には 1 ドル=75.32 円をつけた。これを受けて日本政府は 11 月にかけて 9 兆円を上回る大規模介入を行ったが、円相場はその後高止まりが続いている。

ドル円相場は、2007 年に 1 ドル=120 円を超える水準にあったが 2011 年には 80 円割れ（つまり、100 円=0.8 ドルから 1.2 ドル強へ）と、5 年弱で 5 割以上と非常に速いテンポで円高が進んだ。このため、反動の動きもあって、目先は米国景気の持ち直しとともに円高・ドル安に歯止めがかかるだろう。

しかし、中長期的な円高・ドル安の傾向は変わらないとみられる。現在と同程度のインフレ率格差が続き、為替レートにはインフレ率格差程度の円高・ドル安圧力が続くと想定した。このため、円安圧力が強まったとしても一時的な動きにとどまり、予測期間中は一段の円高が進む可能性が指摘できる。

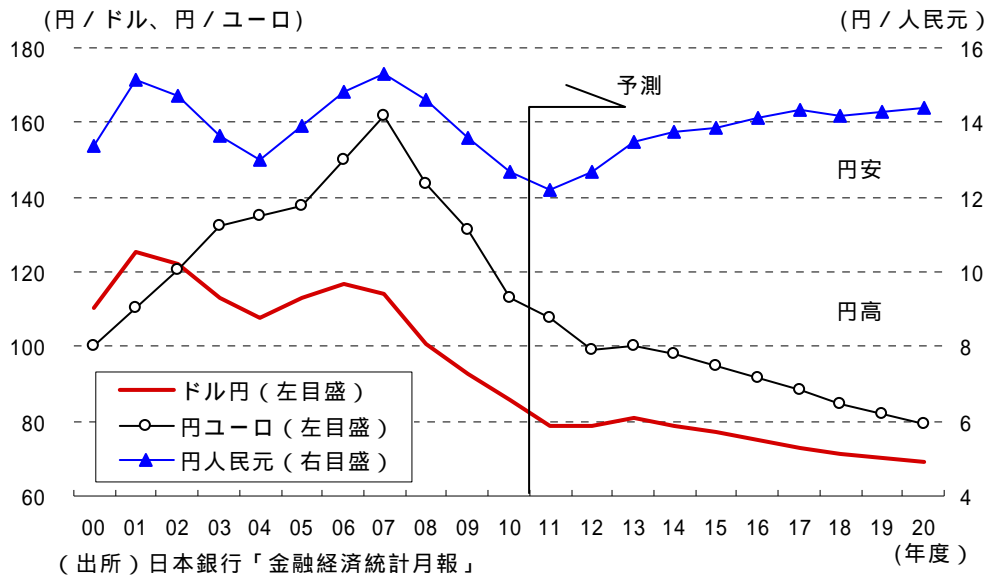
なお、人民元はドルに対して上昇傾向で推移し、対円でも緩やかに上昇するであろう。一方、ユーロは財政金融危機の解決までに時間を要すると考えられ、対主要通貨に対して下落すると予測した。

図表 8 . 購買力平価からみた円 / ドルの推移





図表9．為替レートの予測



## (2) 着実に進む少子高齢化

一方、国内に目を向けると、人口構造の変化が中期的な日本経済の見通しに大きな影響を及ぼすとみられる。総人口の減少と少子高齢化の進行は、引き続き成長率を抑制する大きな要因となるだろう。

### 足元では人口が増加

2010年の出生数は107.1万人と前年と比べて1,271人増加した。また、2005年に1.26で過去最低となった合計特殊出生率<sup>1</sup>は、2010年は1.39(前年比+0.02ポイント)となり、2006年12月時点における国立社会保障・人口問題研究所の高位予測と比較して大きく上振れする結果となった(図表10)。

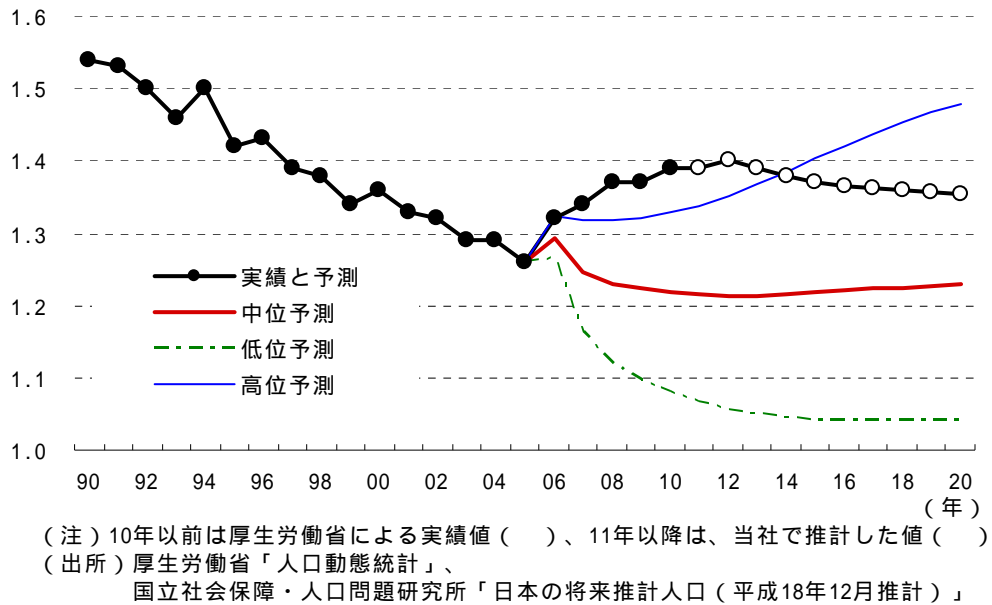
しかし、こうした近年の出生率の上昇は、「団塊ジュニア」と呼ばれる世代が出産適齢期とされる30歳代に達したことが大きく寄与したと考えられる。このため、少子化改善の兆しが見え始めてきたとは必ずしも言えず、出生率の上昇は一時的な現象である可能性が高い。合計特殊出生率を算出する際の対象である15~49歳の女性人口が、女性人口全体に占める割合が低下する中では、出生率は再び下がっていくものと見込まれる。

実際、少子高齢化の大きな要因である女性の晩婚化および非婚化という傾向は変わっていない。1972年のピーク時には年間110万組だった婚姻件数は、2010年には70.8万組までに減少しており、婚姻率<sup>2</sup>も低水準での推移が続いている。また、1980年には女性の平均初婚年齢は25.2歳であったが、2010年には28.8歳まで上昇した。さらに、晩婚化に続く晩産化の進行も長期的な出生率の低下に拍車を掛けている。

<sup>1</sup> 女性が生涯に生む平均的な子どもの数。15~49歳までの女子の年齢別出生率を合計した値。

<sup>2</sup> 人口占める年間婚姻届出件数の割合。

図表 10. 合計特殊出生率の見通し



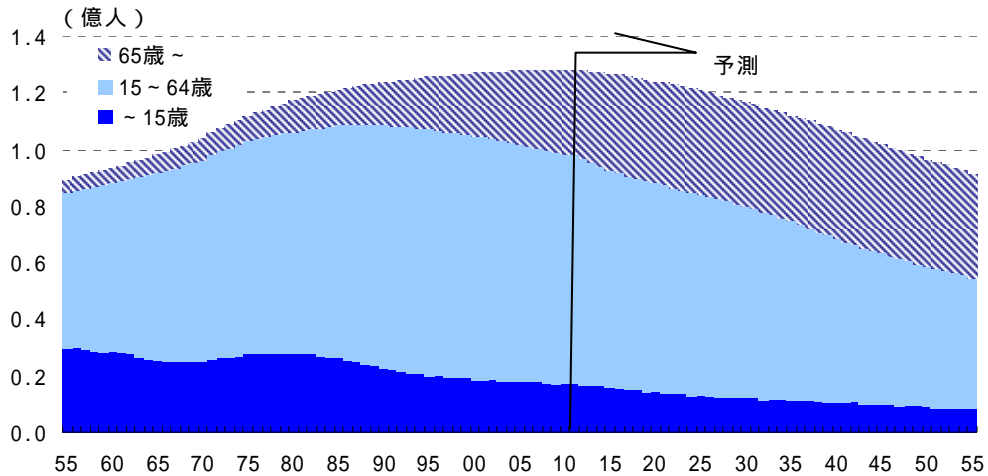
### 人口の見通し

さらなる少子高齢化の進行が予想される中で、今後、人口は確実に減少していく見込みである(図表 11)。「国勢調査」によると、2010年の日本の総人口は1億2,805万人であり、2005年と比べ+0.2%とほぼ横ばいとどまっている。「人口推計」ベースでみると、総人口は2008年に減少に転じており、今後、減少ペースは加速するとみられ、2020年度までに総人口は400万人程度減少すると見込まれる。

年齢別に見ると、15~64歳人口は1996年から既に減り始めていた。一方、1980年には1,000万人程度だった65歳以上人口は急増し、足元では3,000万人弱となっている。65歳以上人口が総人口に占める割合を「高齢化率」と言い、高齢化率が7%を超えると「高齢化社会」、14%を超えると「高齢社会」、21%を超えると「超高齢社会」とされるが、日本は1970年に高齢化社会、1994年に高齢社会、2007年に超高齢社会となった。さらに、高齢化率は2020年代半ばには30%を超え、2050年代半ばには40%に達する見込みである。

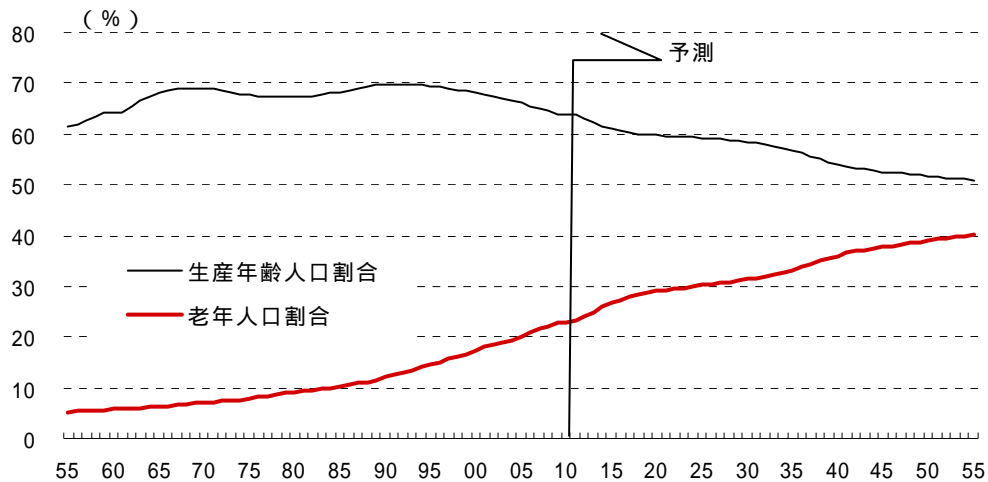
15~64歳人口は「生産年齢人口」と呼ばれ経済活動の中核を担っているが、生産年齢人口比率が総人口に占める割合が低下する一方、高齢化率が上昇を続けることで、現状の社会保障制度のままでは、負担と給付のバランスがさらに悪化することが懸念される。

図表 11 . 人口の見通し



(注) 10年以前は総務省による実績値(各年10月1日現在人口)、(年)  
 11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  
 (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)」

図表 12 . 人口割合の見通し



(注) 10年以前は総務省による実績値(各年10月1日現在人口)、(年)  
 11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  
 (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)」

### (3) 変革を迫られる企業経営

#### なぜ経営の転換が求められるのか

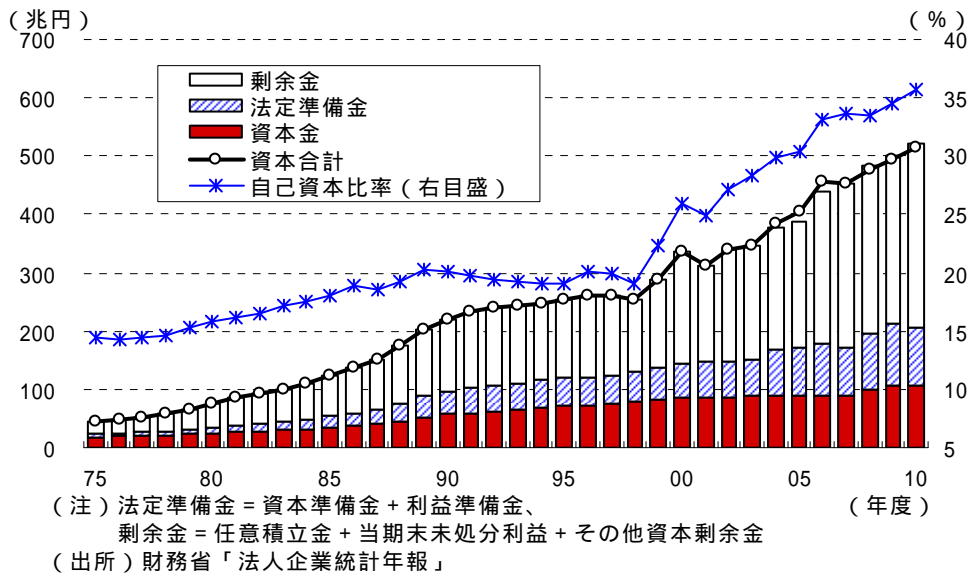
バブル崩壊後、企業はバランスシート調整を進め、コストの削減を行うことで財務体質の強化・収益性の向上を図ってきた。財務体質は不稼動資産の処分、債務の削減、獲得した利益の積み上げによって強化され、コスト削減は主として人件費の削減、債務圧縮と金利低下による利払い費の減少によって進められた。

この結果、現在では財務体質の強化・収益性の向上は相当進んだと考えられる。法人企

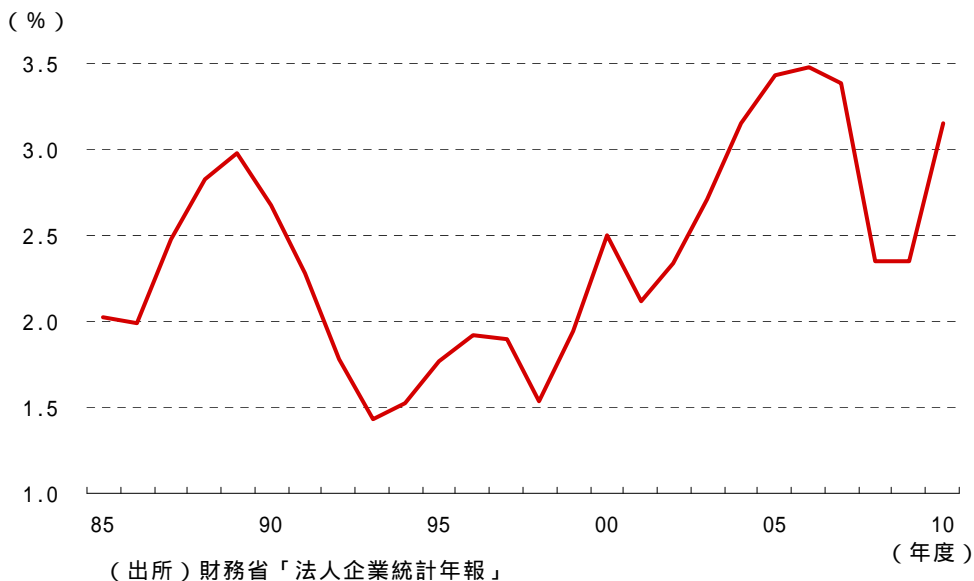
業統計によれば、債務の返済と自己資本の充実によって自己資本比率は2010年度の段階で史上最高水準を更新中である（図表13）。また、売上高経常利益率は2008、2009年度に海外景気の悪化によって一時的に落ち込んだものの、2010年度には再び上昇しており、水準もバブル期を上回っている（図表14）。国内の需要がなかなか拡大せず、売上高の増加が期待できない中で収益を増やしていくためには収益性を向上させるしかない。このため企業は、製品・サービスを付加価値の高いものにシフトさせ、無駄なコストを切り詰め、業務の無駄を省いて生産性を高めることで高い利益を獲得してきたのである。

一方、利益水準が高まり、資金繰りに余裕があるにもかかわらず、企業は設備投資に慎重な姿勢を崩していない。新規の設備投資は減価償却費の範囲内にとどまっており、依然として余剰資金の多くは債務の返済に回っている。

図表13. 企業の財務体質の強化が進む



図表14. 高まる企業の利益率 (売上高経常利益率)



しかし、こうした筋肉質の企業体制を目指す経営方針の下では利益の増加に限界があり、いずれ利益の増加が期待できなくなってくると予想される。また、コスト削減のための行き過ぎた効率化にはリスクが伴うことも、東日本大震災をきっかけに分かってきた。一段の飛躍を目指すためには、企業は、財務体質の強化・収益性の向上を目指す経営から、余剰資金を有利に利用する経営への転換が求められる時期にきている。

### 企業のグローバル化が加速していく

企業がさらに利益を積み上げていこうとすれば販売数量の拡大が必要となってくるが、前述したように少子高齢化が進む社会においては国内需要の拡大には限度がある。このため、必然的に外需の獲得を目指すことになる。

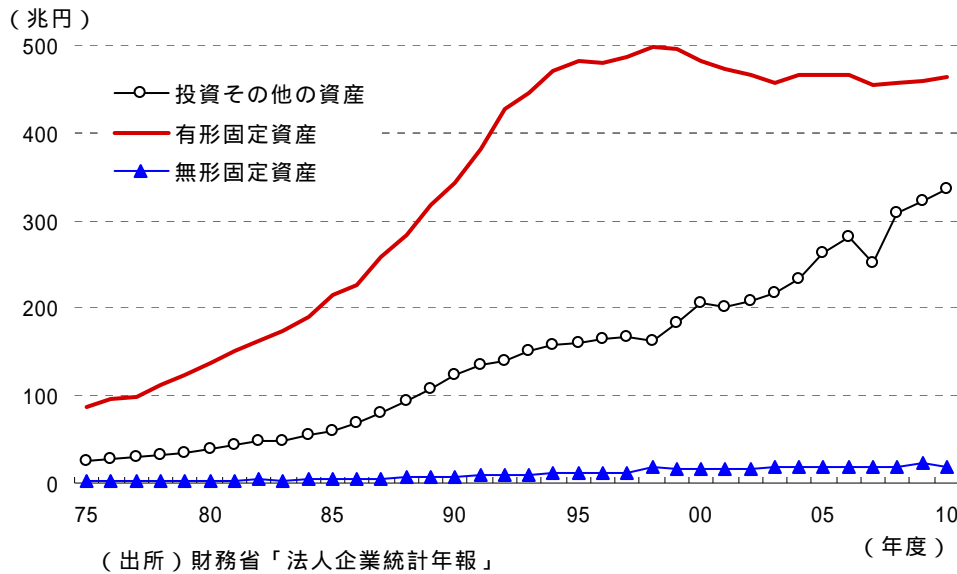
外需を得るには、輸出による方法と海外現地法人を通じる方法とがあるが、今後の伸びが期待されるのは後者である。企業の海外進出の動きは、リーマン・ショックの影響で一時的に後退したが、新興国の需要を取り込む形ですでに取り組みが始まっている。企業の固定資産の内訳をみると、減価償却費の範囲内の投資の動きが続いており、機械設備や構築物である有形固定資産の残高は減っている（図表 15）。その一方で、その他の固定資産の増加が続いている。これは、有価証券に対する投資であり、非金融法人の場合、多くの部分が子会社、グループ会社などの株式である。

最近では、その他の固定資産の増加分の多くが、国内向けの投資ではなく海外向けの投資である。具体的には、海外に子会社を設立する、もしくは海外の企業に資本参加するといったケースであり、これは直接投資額の増加ペースが高まっていることから確認される。このように、企業の余剰資金は、国内の設備投資ではなく、海外への直接投資に向かっている。

こうした企業のグローバル化の動きは、今後ますます盛んになると考えられる。その理由として、第一に、前述したように人口減少の時代に突入した国内では、需要の大きな伸びが期待できないことがある。最近では海外、中でも新興国の旺盛な需要の取り込みを目指して、小売、外食、物流といった非製造業の進出が増えており、かつての製造業を中心とした進出から業種の広がりがみられる。

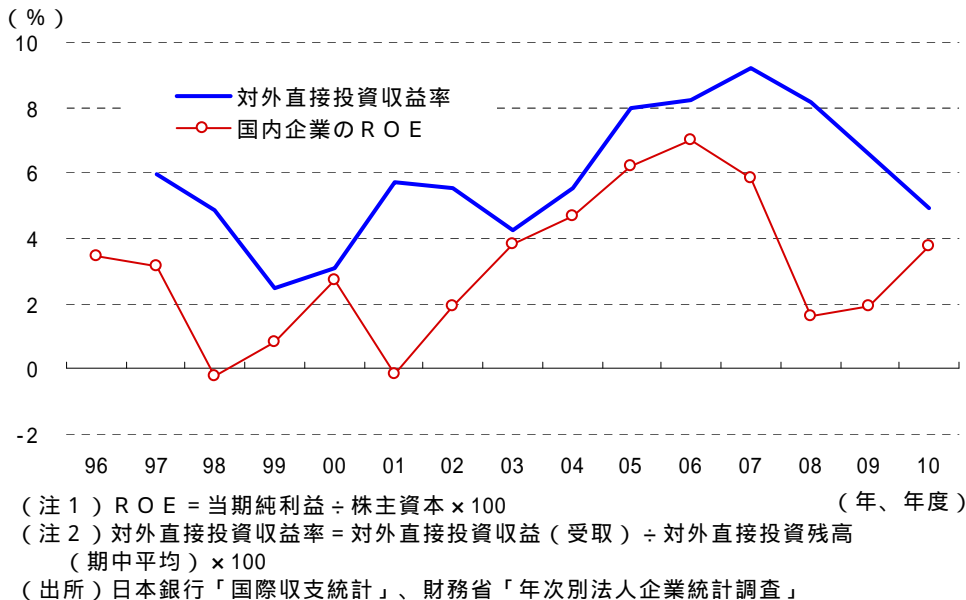
第二に、円高の定着がある。実質実効為替レートでみると現状の円高はさほど厳しいものではない。しかし、あくまでマクロベースでみた場合であって、海外製品との価格競争にさらされている業種や製品によっては、輸出環境は相当厳しくなっている。このため、現在の円高局面が続くとの前提にたてば、これらの企業では海外進出の計画を本格的に検討していかざるを得ないであろう。また、円高には海外資産を安く購入できるというメリットがあり、M&Aの推進をサポートする材料にもなる。

図表 15．固定資産残高の内訳



第三に、国内投資よりも対外直接投資の方が高い収益率を得られることが挙げられる。図表 16 は国内企業の R O E（自己資本利益率）と対外直接投資の収益率を比べたものであるが、恒常的に対外直接投資から得られる収益率の方が高い状態にあり、特にアジア地域に対する投資収益率が高い。国内企業にとっては、利益を国内に蓄えておくよりも、海外への投資を増やしていく方が利益の増加に結びつきやすくなっている。

図表 16．対外直接投資収益率と国内企業の R O E



これらの要因から、企業のグローバル化は進み、海外生産比率はさらに上昇していくと予想される。また、こうした海外直接投資の増加の結果として対外純債権残高が積み上が



っていき、国際収支統計における所得収支の黒字額はさらに拡大していく見込みである。さらに、逆輸入品の増加や海外製品との競合による国内製品のシェア縮小により輸入浸透度は高まっていくであろう。

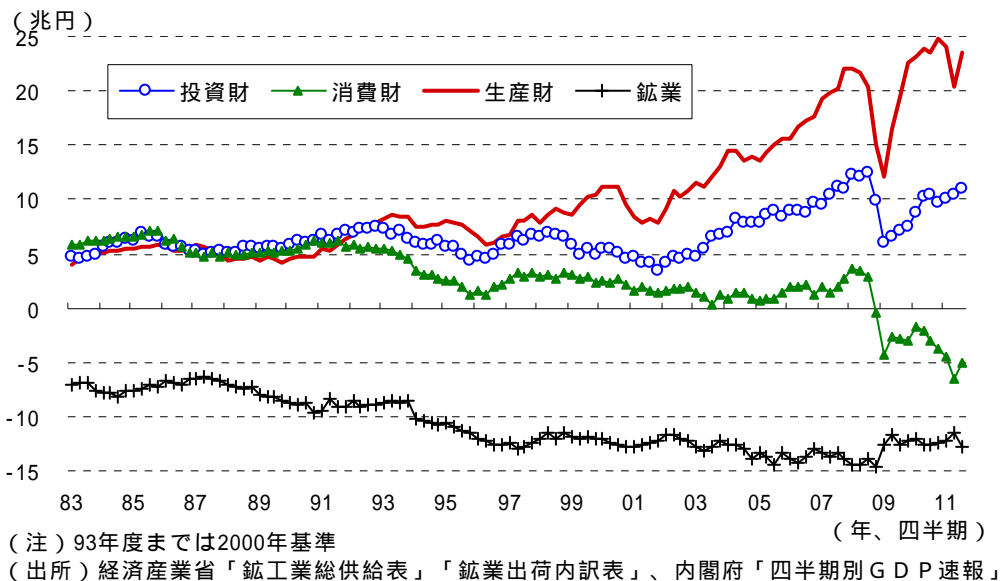
一方、企業は余剰資金をより有利な海外投資に振り向けようとするため、国内での設備投資は緩やかな増加にとどまるであろう。維持・更新投資や効率化のための投資は引き続き行われるであろうし、省エネ化・環境対策のための投資やR&D（研究開発）投資はむしろ増加する可能性があるが、能力増強投資が抑制されるため、全体の伸びは緩やかにとどまると考えられる。

### 輸出は投資財、生産財へのシフトが続く

企業のグローバル化が進むと、国内で製造業の空洞化が起きるとの懸念が高まる可能性があるが、実際には輸出は引き続き増加していくと予想される。生産拠点が海外へ移転されるのはコスト的に輸出採算が厳しい加工組立段階が中心となるため、組み立てに必要な機械類や部品類などの輸出の増加が続くことがその原因である。

図表 17 は、投資財（設備投資などに用いる機械類）、消費財、生産財（最終製品製造に用いる部品類など）、鉱業（原油や鉱物資源など）という分類別に、実質純輸出額（実質ベース輸出額マイナス実質ベース輸入額）の推移を見たものである<sup>3</sup>。これによると、1990年代初までは、投資財・消費財・生産財がほぼ同水準であったが、それ以降は、海外での生産活動が活発化していることも反映し、三者三様の動きとなっている。特にその差異は、2009年のリーマン・ショックによる急減からの回復過程において際立っている。

図表 17. 実質純輸出の財別内訳



<sup>3</sup> 経済産業省の「鉱業出荷内訳表」及び「鉱工業総供給表」を用いて、輸出・輸入それぞれの財別構成比を求めて、GDPベースの実質輸出額・輸入額に乗じることで求めている。

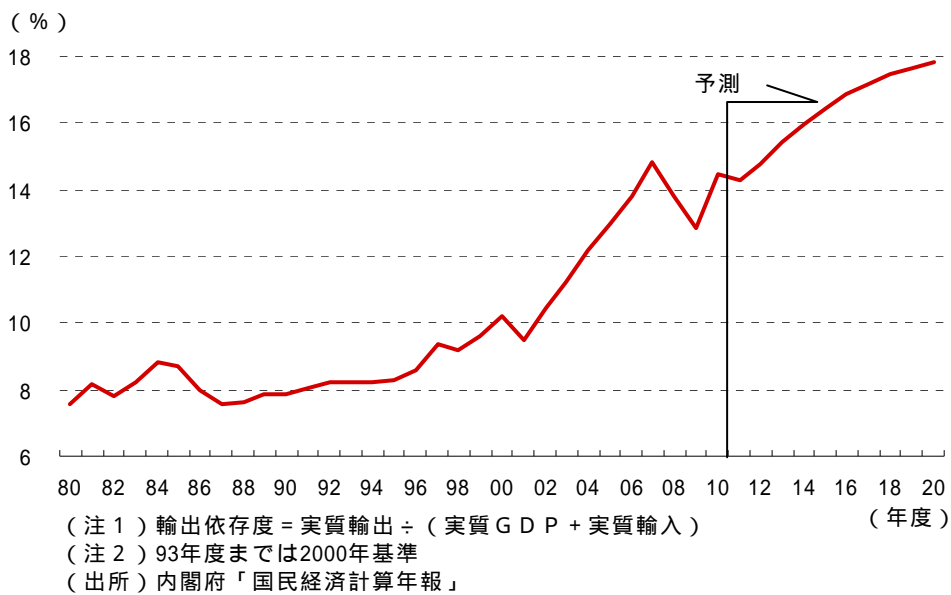
生産財が最近でも増加基調にある要因としては、中国・東南アジアにおいて広域的な生産ネットワークが確立されていることが挙げられる。日本から輸出された素材や部品などを中国・東南アジアに輸出し、これらの地域間で素材や部品をやり取りしながらより高次の部品を製造し、その部品類を中国に集めて最終組み立てを行い消費地に輸出するような生産構造が定着しているのである。

次に投資財の増加要因としては、海外現地生産の増加に対応して機械設備需要が増えたことに加え、中国をはじめとする新興国が輸出主導の成長を続ける中で、それらの国内での投資需要が活発化したことがある。

この二つの財については、リーマン・ショック後も再び増勢を続けている。一方で、消費財がリーマン・ショック以降輸入超過に転じた要因であるが、直接的にはリーマン・ショック後の世界経済の悪化と、震災後の供給難による自動車輸出の急減が挙げられる。その後、自動車輸出については持ち直しているが、自動車以外の薄型テレビといった耐久財については、海外生産に切り替えられつつあることにより、輸入超過の傾向が定着してきている。

今後も、投資財、生産財に加え、依然として競争力を維持している自動車を中心に輸出が増加基調を続けるうえ、内需の伸びが弱いこともあって輸出依存度は上昇が続くであろう。ただし、世界景気の成長率が鈍化してくることや、消費財を中心に生産拠点が海外へ移転されることから輸出の増加ペースが鈍ってくる。このため、輸出依存度の上昇ペースはこれまでよりも緩やかになる公算が高い（図表 18）。

図表 18．輸出依存度の推移



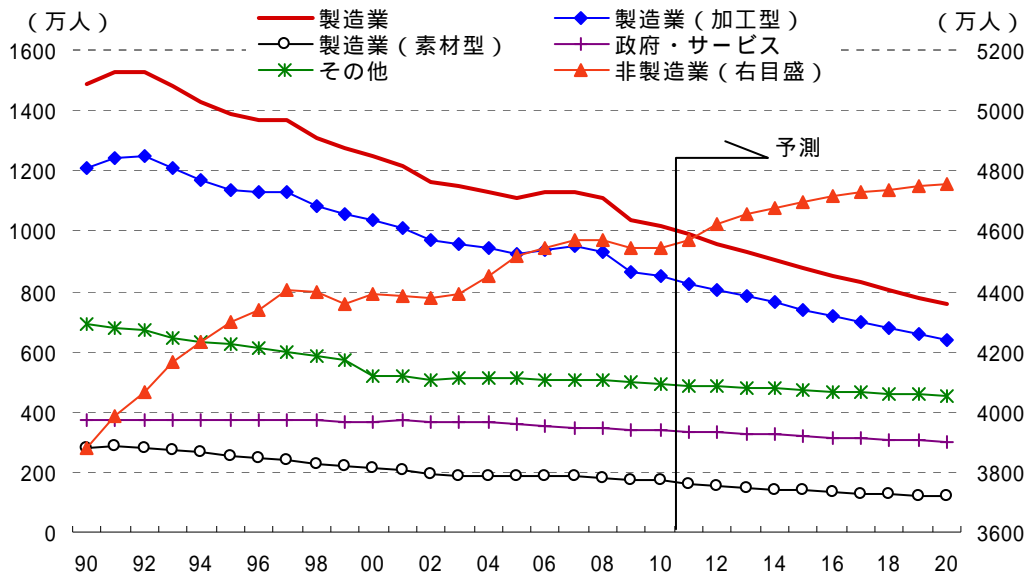
経済活動別の雇用の動向

円が対ドルで史上最高値圏にあることや、米欧先進国や新興国との価格面・技術面での競争が激化していることを考慮すると、国内からの輸出は、生産財、資本財も含めて競争力のある製品に絞り込まれることになろう。このため、輸出を維持するためには生産性を向上させることが重要となる。日本の輸出産業は、付加価値の高い製品へのシフトなどこれまで行ってきた取り組みに加え、従来以上にコストを削減することが必要となり、製造業では就業者数がさらに絞り込まれることになろう。

図表 19 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、2006～2007 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た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によって国内生産の伸びが弱まったことなどが、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く、今後も減少傾向が続くものと考えられる。このため、雇用については、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、非製造業で増加傾向が続くと考えられる。

図表 19．経済活動別の就業者数



(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、(暦年)  
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」

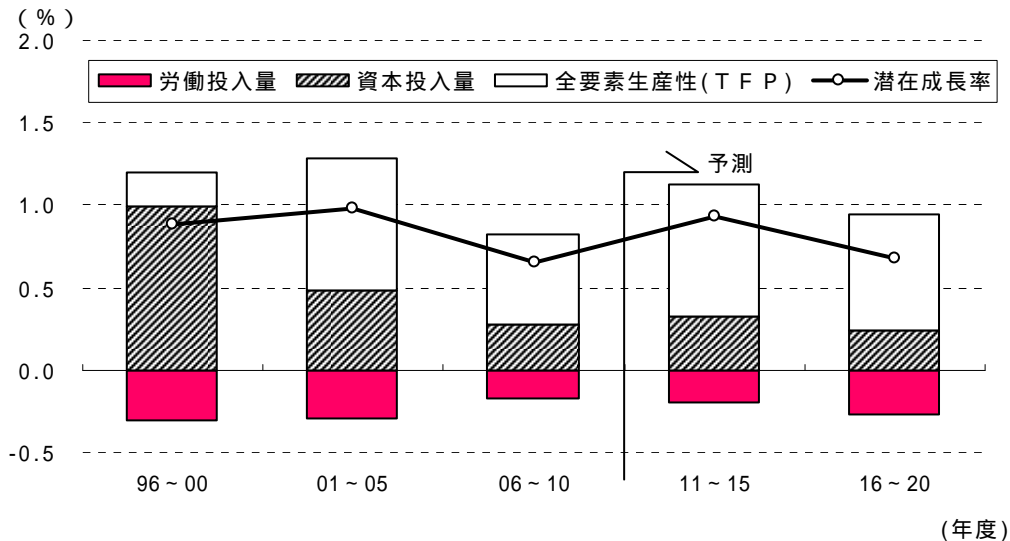
## 第4章 中期見通しの概要

### (1) 潜在成長率

潜在成長率は、2010年代前半（2011～2015年度）を0.9%程度、2010年代後半（2016～2020年度）を0.7%程度と予想した（図表20）。

労働力の寄与は、人口減少の影響から時間とともに徐々にマイナス幅が拡大していく見込みである。また、2010年代前半の資本ストックの寄与は、設備投資の動向を反映して2000年代後半の寄与を若干上回ると予想される。しかし、2010年代後半の寄与は、国内における設備投資が抑制されることを反映して縮小するであろう。さらに、技術進歩などを表す全要素生産性（TFP）の寄与については、国際的な金融危機に見舞われ、世界経済が悪化した時期を含む2000年代後半に比べると、2010年代は若干上回ると予想される。しかし、前半に比べると後半には寄与が縮小する見込みである。

図表20. 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「鉱工業指数」、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」

### (2) 見通しのイメージ

#### 前提条件

中期見通しを展望するにあたって、すでに述べた3つの大きな流れ以外の前提条件を、以下の通りおいた。

まず、消費税は2014年4月に8%、2016年4月に10%に引き上げられると想定した。民主党の税制改革案では2014年4月に8%、2015年10月に10%に引き上げられるとの方

針が示されているが、タイミングについては確定ではない。また、社会保障制度の維持のために、いずれ追加の引き上げも必要となってくると考えられ、2018年4月に13%、2020年4月に15%に引き上げられると考えた。

電力不足の問題は、停止中の原発の再稼動が可能かどうかは現時点では見通しにくいですが、基本的には経済活動への影響はないと想定した。一部地域で電力不足の問題は残るものの、節電によって十分対応が可能であろう。一方、再生可能エネルギーの買い取りの進展や、天然ガスを中心とした火力発電の増加によって、電気料金は着実に上昇していく。

環太平洋パートナーシップ（TPP）協定は、参加を前提とした。ただし、現時点では合意内容が定まっておらず、また産業ごとの影響度合いが異なるため、今回の見通しでは景気への影響は考慮していない。実際、協定が発効したとしても、景気にとってプラスとマイナスの両面があり、そうした影響は時間をかけて現れてくるものと思われ、予測期間中の影響は軽微にとどまるであろう。

震災からの復興期間（復興需要が現出する期間）は2011～2015年度までとした。復興に必要な資金はおおむね手当ての目途がついており、2012年度前半を中心にインフラ整備のための公共事業が増加して景気の押し上げ要因になると期待される。しかし、すでに述べたように、短期間で復興が完了することは難しく、一時的に景気を押し上げた後は、4～5年の期間にわたって緩やかに復興が進められることになるだろう。

### 成長率見通し

まず、2010年代前半（2011～2015年度）の動きをみると、東日本大震災によるマイナス成長から抜け出した後、2012年度～2013年度までは1%台半ばから後半の成長率を達成するが、2014年度には消費税の引き上げによって成長率が大幅に鈍化する。このため、2年連続のマイナス成長を含む2000年代後半（2006～2010年度）の平均値+0.2%は上回るものの、実質GDP成長率の平均値は+0.8%にとどまろう（図表21、22）。

内訳をみていくと、個人消費は、人口の減少に加え、賃金の伸び悩みや消費税の引き上げに伴う低迷などから小幅の伸びにとどまるであろう。設備投資については、震災後の復興需要に加え、維持・更新投資や効率化のための投資、省エネ投資などが増加すると期待される。しかし、企業の慎重な姿勢を反映して必要最低限のものに抑制されるため、力強さに欠ける展開が続こう。一方、政府消費は、高齢化の進展に伴う医療費の増加などから継続的な伸びが予想される。公共投資は、震災後の復旧・復興需要が景気の押し上げ要因となるが、押し上げ効果は徐々に弱くなる見込みである。内需全体の実質GDP成長率の寄与度は+0.7%となり、2000年代後半の同-0.2%からは改善するが、総じてみれば緩やかな伸びにとどまる。

輸出は、海外景気の回復や海外現地法人向け輸出の増加を主因としてプラスの伸びが続くが、世界経済の成長が緩やかであるため、大きな伸びは期待できない。一方、輸入は発

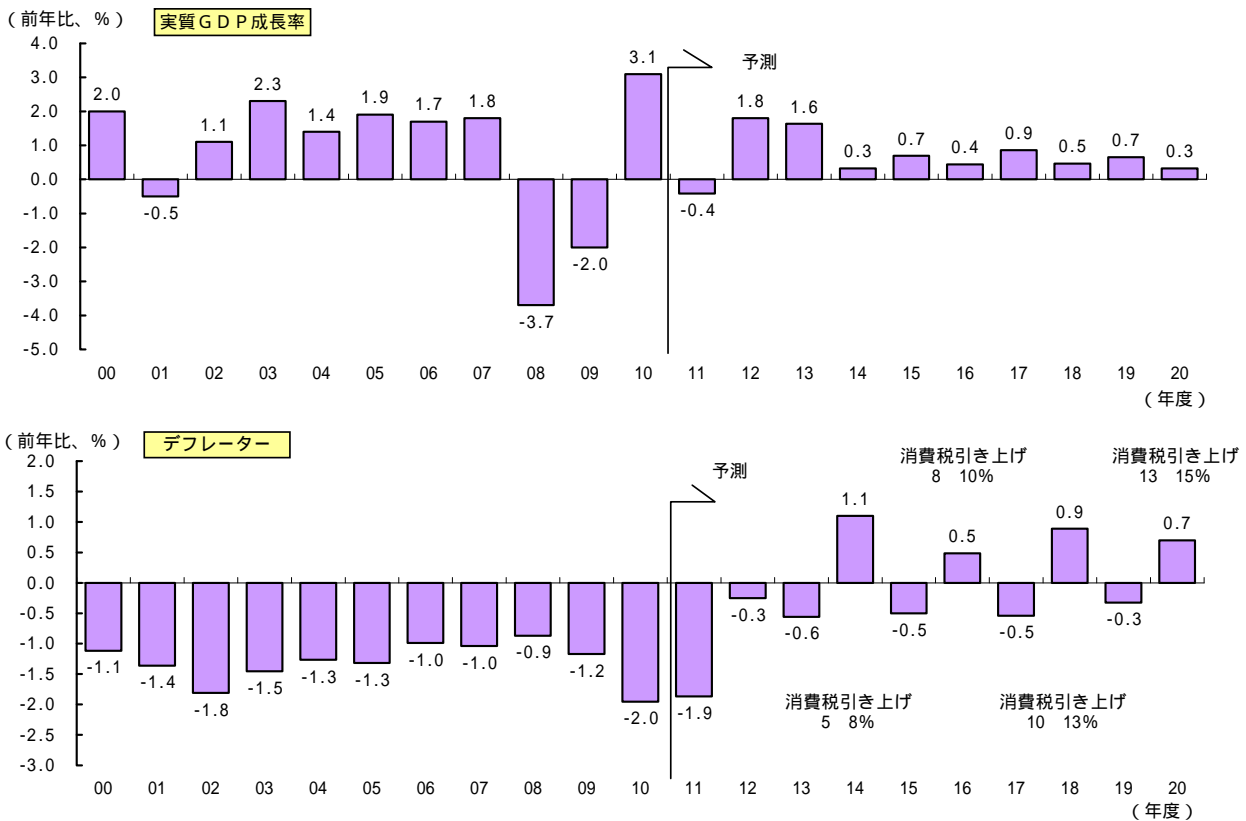
電のためのエネルギー需要の増加や、円高や逆輸入品の増加による輸入浸透度の上昇を反映して、輸出の伸びを上回って増加すると見込まれる。この結果、外需の寄与度は+0.1%となり、2000年代後半の同+0.3%から鈍化する。

図表 21 . GDP主要項目の推移

	(年平均値、%)			
	2001～2005年度 (実績)	2006～2010年度 (実績)	2011～2015年度 (予測)	2016～2020年度 (予測)
実質GDP成長率	1.2	0.2	0.8	0.5
内需(寄与度)	0.8	-0.2	0.7	0.4
個人消費	1.2	0.5	0.5	0.3
設備投資	1.7	-1.7	2.2	1.2
政府消費	1.9	1.2	1.0	1.0
公共投資	-7.2	-3.1	-0.6	-0.2
外需(寄与度)	0.4	0.3	0.1	0.1
輸出	6.5	2.4	3.8	2.4
輸入	3.2	0.2	4.0	2.0
名目GDP成長率	-0.2	-1.1	0.4	0.8
GDPデフレーター	-1.4	-1.2	-0.4	0.2
一人当たりGDP(実質)	1.1	0.1	1.0	1.0

(出所) 内閣府「国民経済計算年報」、総務省「人口推計」

図表 22 . 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」



次に、2010年代後半（2016～2020年度）の動きをみると、人口減少が進むことに加え、消費税の引き上げが3回にわたって実施されることもあって、実質GDP成長率の平均値は+0.5%にまで鈍化しよう。

個人消費、設備投資とも2010年代前半の伸びからさらに弱まると見込まれる。一方、政府消費は着実な伸びが続く予想され、公共投資については削減余地が乏しくなっていることからほぼ横ばいの状態が続く。この結果、内需全体の実質GDP成長率の寄与度は+0.4%にまで縮小すると予想される。輸出は緩やかな伸びが続くと見込まれる一方、内需の弱さを反映して輸入の伸びも緩やかになってくるため、外需寄与度は+0.1%と小幅ながらもプラスを維持するであろう。なお、輸出の伸び悩みなどを背景に、貿易収支は赤字基調が定着し、予測期間中、赤字幅はさらに拡大していくと予想される。

総括すれば、日本経済は消費税引き上げの影響などもあって、予測期間中にわたって潜在成長力をやや下回った成長を続ける見込みである。このため、消費税引き上げによる影響を除けば、物価の上昇圧力が弱い状態が続くであろう。

## 第5章 日本経済の中期見通し

ここでは、個別の項目ごとにもう少し詳しく見ていこう。

### (1) 赤字基調が定着する貿易収支

実質輸出（SNAベース）は、2000年代前半から半ばにかけて世界経済の拡大を背景に増加が続いた。足元で減速感が強まっている世界経済は、今後、回復の勢いを取り戻してくると見込まれるが、2010年代半ば以降、アジア諸国の追い上げに伴う国際競争力の相対的な低下などを背景に、実質輸出はこれまでのような伸びは期待しにくくなるだろう。

実質輸入（SNAベース）は、東日本大震災の影響により原子力発電所の稼働停止が相次いでいることを背景に天然ガスを中心に拡大しているが、長期的には国内の経済活動の拡大のペースに見合って増加すると考えられる。

このような輸出入の動向の下、輸出依存度は上昇が続くものの、上昇のペースは次第に緩やかになるだろう。国際収支に関しては、輸出の伸びの鈍化を反映して2010年代半ば以降は貿易収支の赤字幅が拡大し、それに伴って、経常収支の黒字幅も緩やかに縮小していく見込みである。貿易で黒字を稼ぐ構造から対外投資によって黒字を稼ぐ構造への移行がさらに進むことになる。

### 日本の通商戦略

世界貿易機関（WTO）において、2001年に開始されたドーハ開発アジェンダ交渉は先進国と途上国の対立などを背景に行き詰っており、世界全体での貿易自由化は進展していない状況にある。こうした中、世界各国は、二国間あるいは地域における貿易自由化（自由貿易協定（FTA）、経済連携協定（EPA））を推進している。

日本は、2002年のシンガポールをはじめ、ASEAN諸国のほか、メキシコ、チリ、ペルー（署名済み、未発効）といった中南米諸国や、スイス、インドとEPAの締結を行ってきた。2011年11月には、シンガポール、チリといった当初から加盟している国に加え、米国、オーストラリアなどが参加して交渉を行っている環太平洋パートナーシップ（TPP）協定への参加に向けた協議を開始することを決定した。

今後、日本では人口減少が本格化するため、内需の高い伸びを期待することは難しい。そうした中で、経済成長を維持していくためには、高い伸びが期待できる海外需要を取り込むことは不可欠と考えられる。さらに、世界各国がFTA/EPAの締結を加速させる中で、日本企業の海外展開が競争国と比べて不利になることを避けるためにも、貿易自由化に向けた動きは避けられない。もっとも、貿易自由化の推進により、国内生産額の減少に直面する産業も出てくると予想される。そうした産業への影響を緩和する政策を実施しつつ、貿易自由化を進めることが必要になるだろう。

なお、本見通しではTPPの景気への影響については考慮していないが、貿易自由化は、

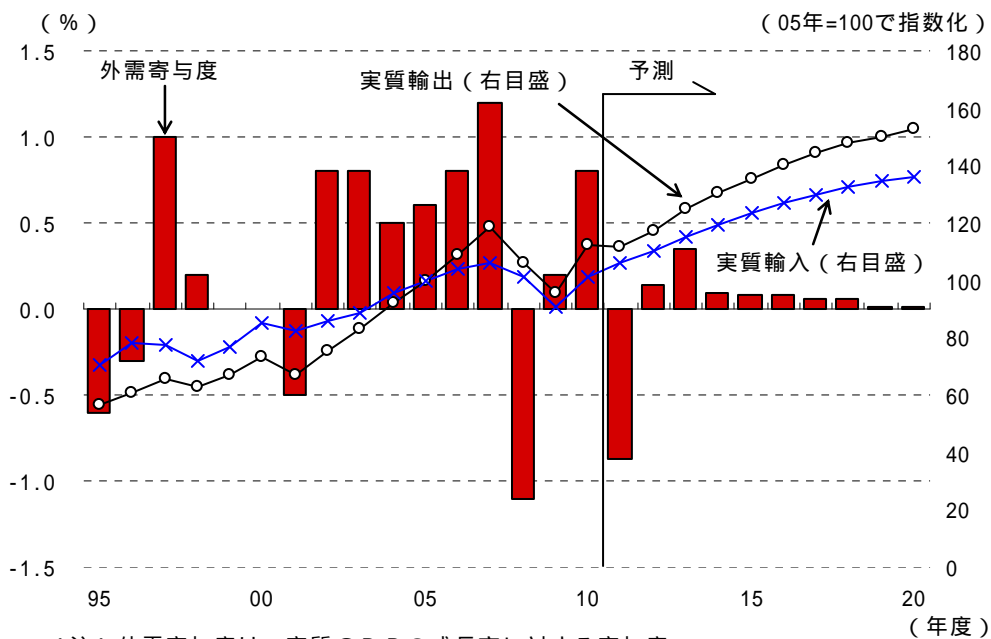
通常、重要品目については10年間などの長い時間をかけて関税の撤廃が行われることなどから、予測期間内における影響についてはそれほど大きくないと考えている。

### 輸出・輸入

実質輸出（SNAベース）は、2008年の世界的な景気後退を背景に大きく落ち込んだ。その後、世界各国が財政出動を行ったことなどから世界景気は回復に向かい、それとともに、実質輸出は増加傾向にあった。しかし、2011年度は東日本大震災後の影響や世界経済の減速などを背景に実質輸出は前年比-1.0%と減少する見込みである。今後は、世界経済の拡大を背景に輸出は増加が続くものの、2010年代後半以降は、世界経済の成長の鈍化、アジア諸国の追い上げや日本企業の海外展開の加速などから、これまでのような輸出の伸びは期待できず、増加のペースは次第に緩やかになると見込まれる（図表23）。

このような状況の中で輸出の中心となるのは投資財や生産財であり、なかでもアジア向け生産財が注目される。経済産業研究所「RIETI-TID2010」により、日本の輸出品目を用途別（素材、中間財（加工品、部品）、最終財（資本財、消費財））に分けて、その金額シェアをみると中間財が約6割を占めている。中間財に占めるアジア向けのシェアは上昇が続いており、3分の2に達している。東日本大震災の影響による国内のサプライチェーンの寸断が世界各国の生産活動に影響を及ぼしたことから分かるように、生産財において日本は依然として国際競争力を有しており、シェアの大きなアジア向けが輸出の増加に寄与すると考えられる。また、一般機械、自動車などのうち付加価値が高く、非価格競争力を維持できる製品についても、輸出の増加基調は維持されるであろう。

図表23. 外需寄与度と実質輸出・実質輸入の推移



(注) 外需寄与度は、実質GDPの成長率に対する寄与度  
(出所) 内閣府「国民経済計算年報」

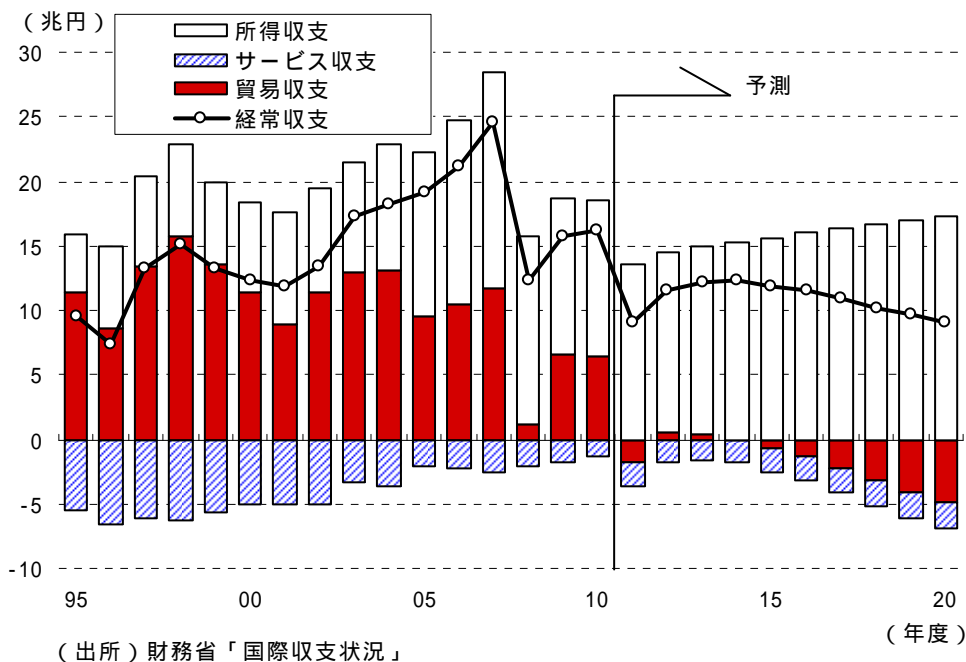
財務省「貿易統計」によると、東日本大震災での原子力発電所の事故をきっかけに原子力発電所の稼働停止が相次いだことから、代替電力源として天然ガスの輸入が増えている。このため、2011年度の実質輸入（SNAベース）は前年比+5.0%と堅調に増加すると見込まれる。もっとも、天然ガスが輸入全体の伸びを押し上げる影響は長期にわたるものではない。原子力発電から火力発電への移行が終われば、実質輸入は、長期的には国内の経済活動の拡大ペースに見合った伸びとなると考えられ、その伸びは次第に緩やかになっていくであろう。

### 国際収支

所得収支の黒字額は、リーマン・ショック後には減少したものの、長期的にみると増加傾向にある。こうした黒字を生み出しているのは、2010年末時点で251兆円に達した巨額の対外純資産の存在である。予測期間中に日本の対外純資産残高が急速に減少していくとは考えにくい。今後とも続くであろう日本企業の海外進出は、直接投資を通じた収益の増加につながり、所得収支の黒字拡大要因となる。こうしたことから、今後とも日本の所得収支の黒字は増加傾向が続くと見込まれる。

他方、2000年代半ばまで日本の経常収支の黒字の多くの部分を占めてきた貿易収支の黒字額は、リーマン・ショック後の2008年度には約1.1兆円まで減少した。2010年度の貿易収支の黒字額は約6.5兆円と2008年度の水準からは持ち直しているものの、1990年代後半以降の水準と比較すると大きいとはいえない。2011年度は東日本大震災の影響を受けて輸出金額が減少する一方、天然ガスを中心に輸入が増加することから、貿易収支は1979年度以来、32年ぶりに赤字に転じる見込みである。

図表 24 . 経常収支の見通し



2012年度以降は世界経済が回復の勢いを取り戻すことを背景に輸出の回復が期待され、直ちに貿易赤字が拡大していくとは考えにくい。しかし、2010年代半ばからは輸出の伸び悩みなどを背景に、貿易収支は赤字基調が定着し、赤字幅はその後は拡大していくと予想される。

赤字が続いているサービス収支については、特許使用料などの受取は今後も増加すると考えられるものの、輸送収支や旅行収支などは赤字が続くと考えられる。このため、サービス収支の赤字幅はやや拡大するものの、おおむね横ばいの範囲で推移するであろう。

以上から、所得収支の黒字幅は拡大が続くものの、2010年代半ば以降は、貿易・サービス収支の赤字幅が拡大するため、経常収支の黒字幅は緩やかに縮小していくと予想される。

## (2) 資金活用の巧拙が問われる企業部門

前述した通りの緩やかな輸出の増加や小幅ながらも個人消費の増加が続くことなどを背景に、企業収益は改善基調が維持される見通しである。もっとも、かつてのような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受け、予測期間中に経常利益が過去のピークにまで回復するのは難しいだろう。設備投資は、生産基盤の維持・拡大、震災からの復興のための投資の顕在化などを背景に持ち直しが続くものの、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、そのペースはかなり緩やかなものにとどまるだろう。

この結果、企業部門の貯蓄投資バランスは、生み出したキャッシュフローを国内の設備投資に回す動きが強まらないため、大幅な貯蓄超過の状態が続くことが予想される。海外への投資を含めてこうした余剰資金をどう企業の成長に結び付けていくか、その巧拙が企業収益の動向を左右することになるだろう。

### 鉱工業生産

鉱工業生産は、世界経済の回復ペースの鈍化や東日本大震災の影響などで2011年度になって改善の動きが一服しているが、世界経済の緩やかな拡大に伴う輸出の増加や小幅ながらも個人消費の増加が続くことなどを背景に、今後は緩やかな持ち直しが見込まれる(図表25)。もっとも、世界経済がバブルの様相を呈していた2000年代半ばほどの輸出の高い伸びは期待できず、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ため、鉱工業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。鉱工業生産を牽引するのは輸出であり、その中心は中間財や一般機械、自動車など付加価値の高い製品に絞り込まれていこう。技術革新を絶えず行うとともに、競争力を高めるため設備投資も怠らないことが、鉱工業生産拡大のカギとなる。

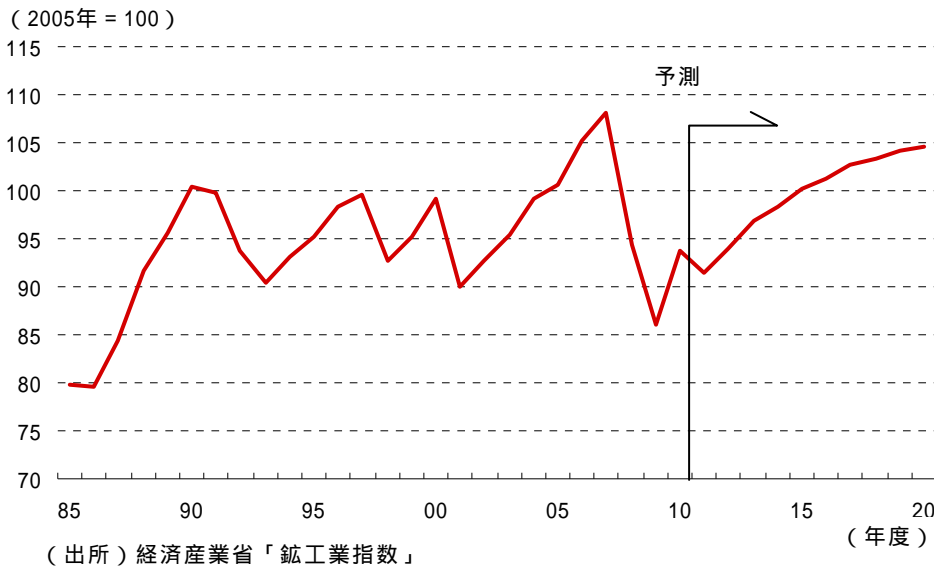
一方、製造業の海外進出は着実に進むだろう。新興国など需要の高い伸びが期待できる最終消費地に近いところで製造することは企業にとって合理的であり、大企業、中堅企業

だけでなく中小企業にもこうした動きは広がって行くと思われる。海外生産比率は予測期間中上昇を続け、日本国内は最終財の生産拠点としてよりも、中間財の供給元、研究開発の拠点としての位置づけが明確になっていくだろう。

企業は、従来ほど厳しい管理を行なわないとしても、在庫の積み増しには慎重な姿勢を続けるであろう。このため、大幅な在庫調整を伴う生産の急速な落ち込みも回避できる見込みである。

鋳工業生産は、輸出の伸びが緩やかになるのに合わせ増加ペースが徐々に落ちていくであろう。予測期間中に過去のピークの水準（2007年度）にまで回復するのは難しいと考えられる。

図表 25．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過去最高水準で推移した。しかし、リーマン・ショックをきっかけに世界的な金融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。また、2011年度には世界経済の回復ペースの鈍化や東日本大震災などが影響し、収益の改善が一時的にストップしている。

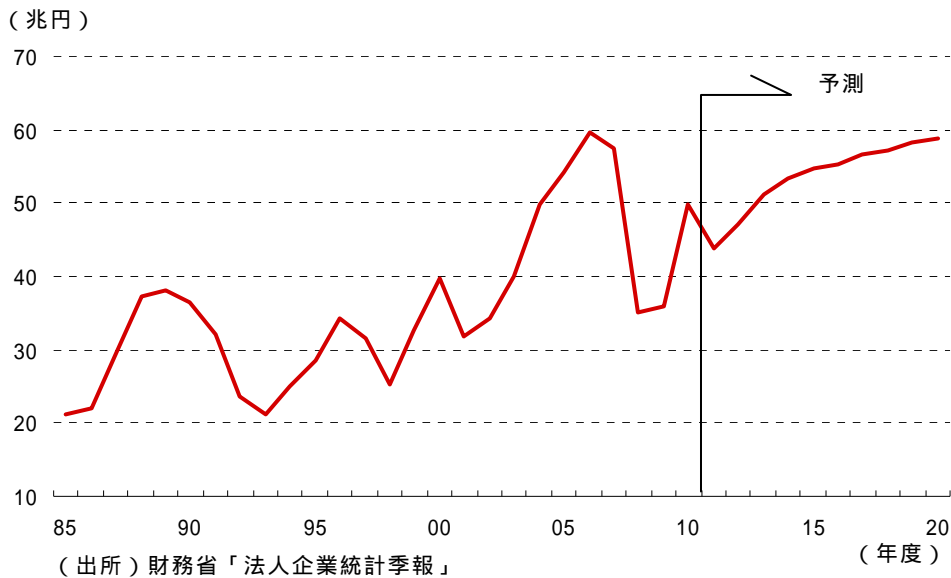
予測期間中、企業収益は緩やかな改善基調をたどる見通しである（図表 26）。世界経済の緩やかな拡大に伴う輸出の増加に加え、小幅ながらも個人消費が増加していくこと、固定費を中心にコストの抑制が続けられることなどがその背景にあるが、伸び率は徐々に緩やかになっていくだろう。輸出の伸びが鈍化していくことに加え、交易条件の悪化とそれに伴う利益率の低下がその背景にある。日本の交易条件は継続的に悪化していくと見込まれるが、これは中国など新興国のさらなる成長や工業化が一次製品の需給を逼迫させて日



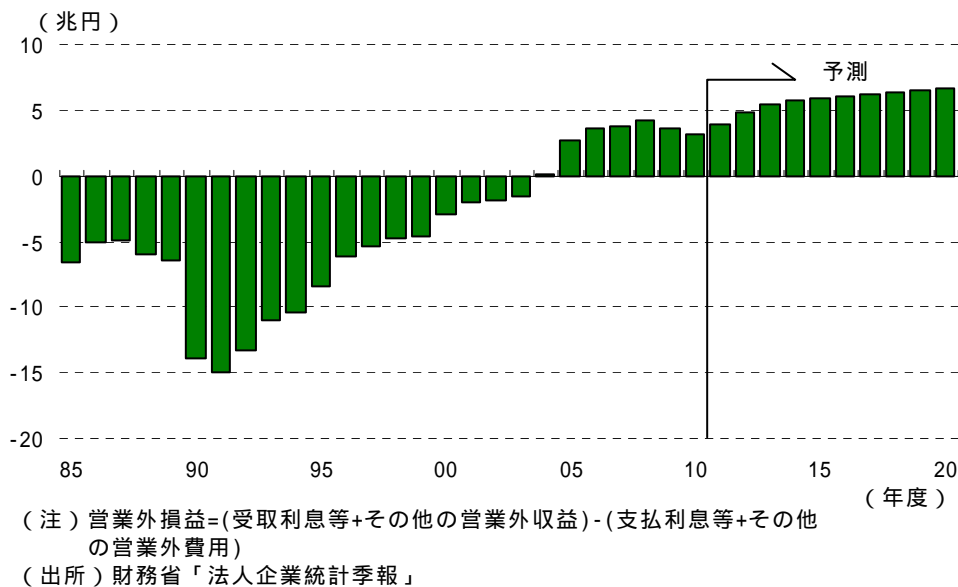
本の輸入物価を上昇させる一方で、日本が輸出する工業製品は常に新興国との価格競争にさらされているためである。

企業部門の貯蓄投資バランスは、生み出したキャッシュフローを国内の設備投資に回す動きが強まらないため、大幅な貯蓄超過の状態が続くことが予想される。企業は、バブル期に積み上がった有利子負債の圧縮に余剰資金を長らく使ってきた。その結果、借入金利の低下とあいまって利息支払が減少し、さらには海外を中心とした子会社からの配当金の増加などにより、企業は営業外損益を大幅な赤字から黒字へと転換させることに成功した(図表 27)。すでに財務体質の改善は進んでおり、債務圧縮の必要性は薄らいできている。これからは、事業で生み出した資金をどう企業の成長に結び付けていくか、その巧拙が企業収益、特に営業外収益の動向を左右することになるだろう。

図表 26．経常利益の推移



図表 27．営業外損益の推移



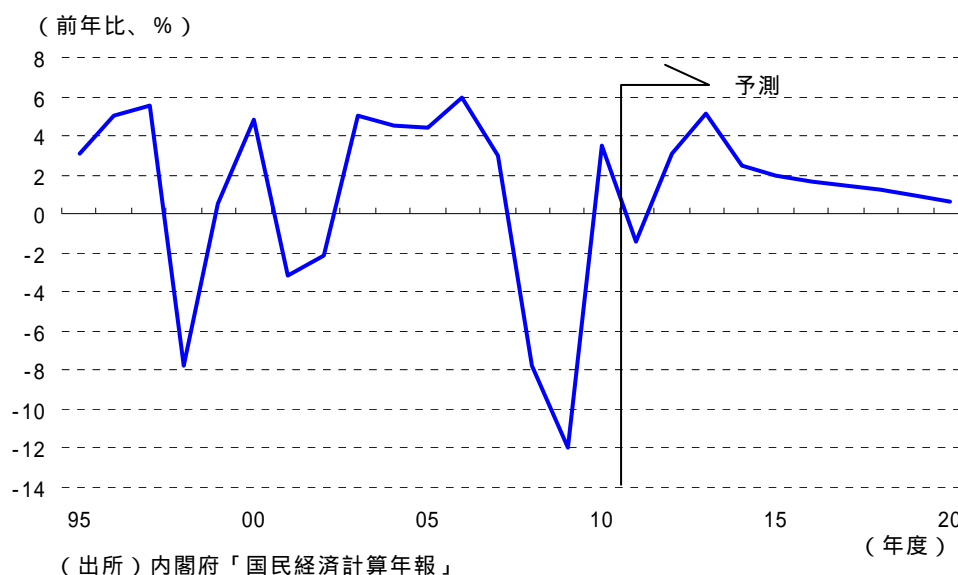
### 設備投資

設備投資は、リーマン・ショック後の景気悪化を受けて2年連続で大幅な減少が続き、2010年度は一旦底入れしたものの、2011年度は震災の影響もあって弱含みで推移している。世界経済の回復ペースの鈍化や欧州の財政金融危機など、このところ内外需要の先行き不透明感が強まっており、計画の先送りを含め企業が設備投資を抑制する動きが広がっているとみられる。

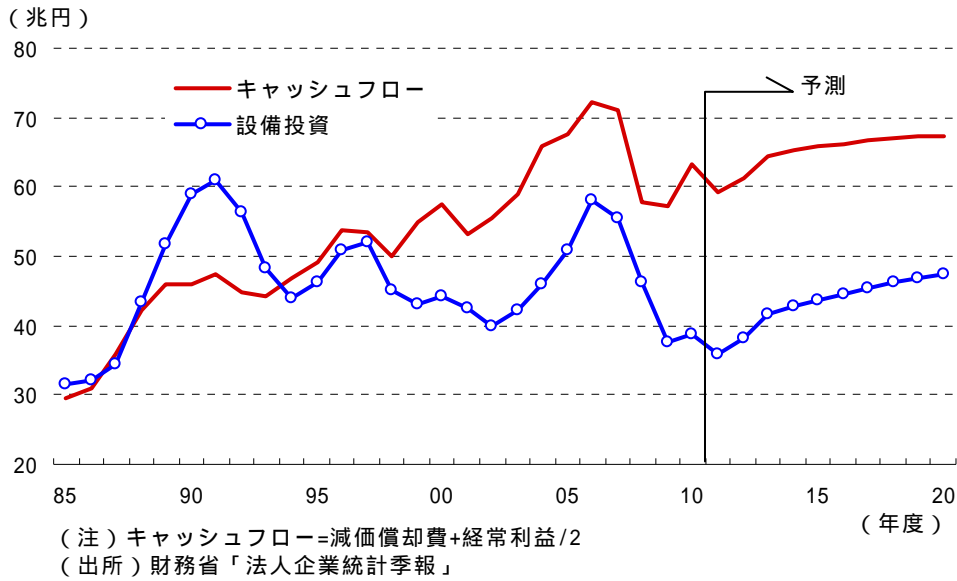
予測期間においては、生産や企業収益の持ち直しに合わせ、設備投資も概ね底堅い推移が続くと見込まれる（図表28）。生産基盤の維持・更新、震災からの復興のための投資に加えて、効率化のための投資や環境対応のための投資などが下支えとなるが、新興国など海外の生産・販売拠点への投資を優先させる動きが一層強まっていくことや、少子高齢化を背景とした内需の伸び悩みなどが影響し、そのペースはかなり緩やかなものとどまるだろう。キャッシュフローに比べ国内で行われる設備投資の水準は低いままの状態が続こう（図表29）。企業が低成長が続く国内に投資機会を見出せなければ、資金は、需要が旺盛で高成長が見込まれる新興国や商品市況上昇の恩恵を受ける資源国などへと向かうのは自然な動きである。国内での投資が低迷すれば、雇用の減少など国内経済への影響は大きい。規制緩和などを通じて企業のビジネスチャンスを拡大し、収益機会を増やしていくことが政府には引き続き求められよう。

一方、企業においても、有力な資金の投資先が乏しいのであれば、配当や自社株買いなどを通じて株主へ還元することや、研究・開発のための投資を増やすこと、さらには安定的に労働力を確保するために雇用者への配分を増やすなど、余剰資金を有効活用する方法を検討すべきだろう。

図表28．実質設備投資の推移



図表 29 . 設備投資とキャッシュフローの推移



### (3) 少子高齢化の進展、世帯数の減少に伴い減速する家計部門

#### 雇用

少子高齢化の進行に伴って、労働力の中心となる生産年齢人口（15～64歳人口）は減少している。厚生労働省は、原則として希望者全員を65歳まで再雇用するよう企業に対して義務付けるという方針を固めたが、既に60歳を超えた団塊世代は2012年度からは65歳に達する。増加する高齢者の労働力率は高まっており高齢層の労働力人口が増えているとはいえ、生産年齢層の労働力人口の減少を十分に補うまでには至っていない。今後、労働力人口は減少していくと予想される（図表30）。

また、リーマン・ショックによって大きく落ち込んだ就業者数は、依然として回復しておらず水準は低いままである。大幅な減少からの反動が見込まれるため、就業者数は一時的に増加する可能性があるものの、労働力人口の減少ペースが加速する中で基本的には就業者数も緩やかな減少が続くとみられる。

一方、就業者数のうち雇用者数は、リーマン・ショック後に急減したが、2010年度には前年差+17万人と増加に転じた。業種別にみると、1992年度のピーク時には1,380万人だった製造業の雇用者数は、その後ほぼ一貫して減少しており、今後も増加が見込み難い。対して、医療・福祉ではこのところ雇用者数が順調に増加しており、サービス分野での雇用の創出が期待される。ただし、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、雇用者数が急激に増加することは期待しがたい。

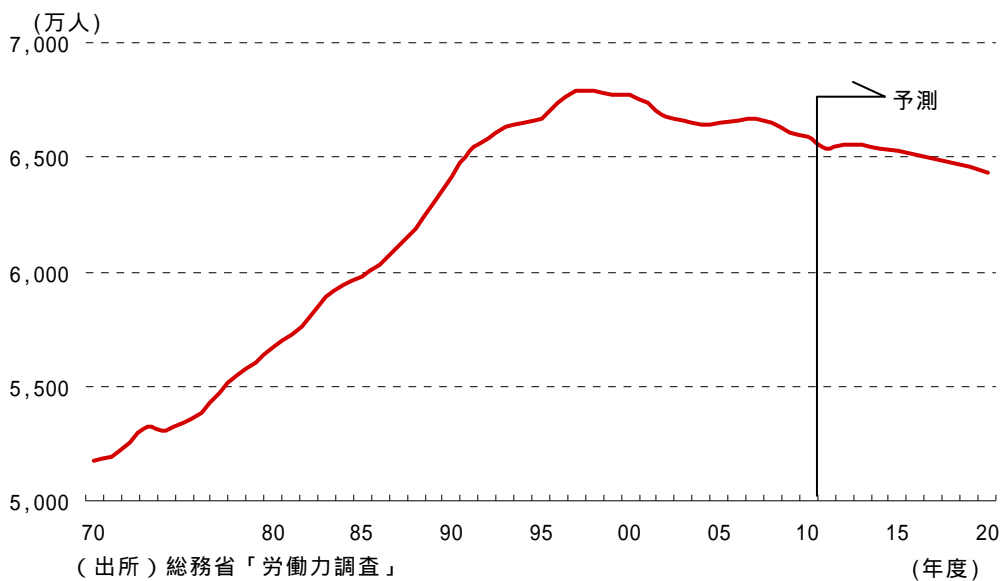
2009年度には343万人まで急増した完全失業者数は、足元では300万人を下回るまでに減少している。もっとも、東日本大震災の影響などによる国内景気の悪化を受けて求職活動を見送った人が増えたことが失業者数を押し下げる要因にもなっており、再び職探しを

始める人が増えれば完全失業者も増加する可能性がある。

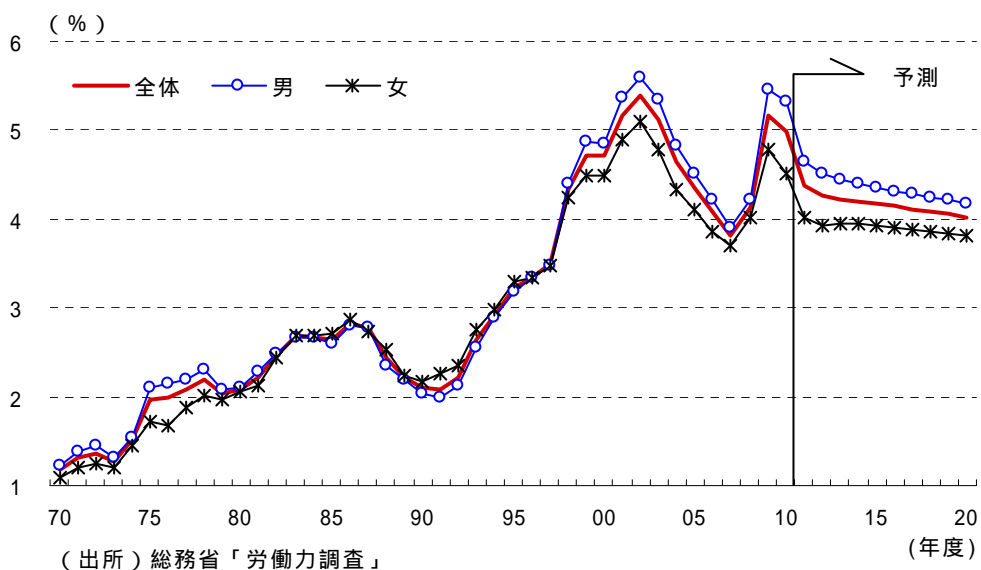
それでも、少子化高齢化の進展を背景に労働力人口も減っていくため、就業者数の減少が見込まれる中であっても、雇用環境は緩やかながらも改善していくと予想される。こうした動きを受けて、失業率も徐々に低下するであろう。ただし、雇用のミスマッチによる失業はなかなか解消しないことなどから、改善ペースは緩やかなものにとどまると考えられる（図表 31）。

2010年度は5.0%であった完全失業率は、2020年度でも4.0%までしか低下しないとみられ、男女間における失業率の格差は予測期間中も残り続けるであろう。

図表 30．労働力人口の見通し



図表 31．完全失業率の見通し



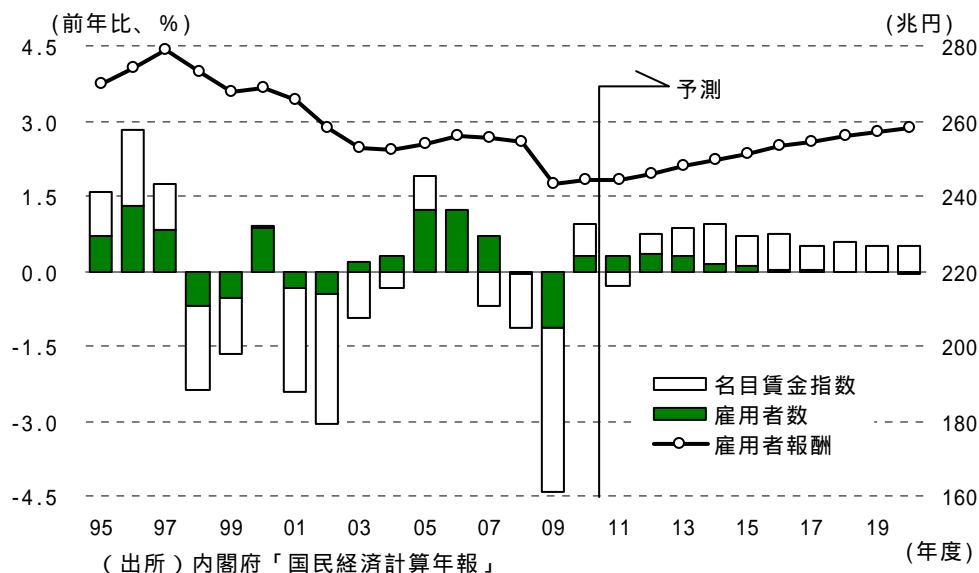
## 賃金

1990年代後半以降、一人当たり賃金は減少基調にあり、特に2009年度にはリーマン・ショックによって大幅に落ち込んだ。2010年度にはその反動もあって賃金は増加に転じたが、依然として水準は低いままである。2011年度は、震災の影響によって企業収益が落ち込んだこともあって、一人当たり賃金は再び減少する可能性がある。その後は、国内景気や雇用環境の回復を背景に賃金は緩やかながらも増加が続く見込みであるが、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、賃金が大幅に増えることは期待しがたい。

なお、予測期間中に想定されている消費税率の引き上げ時に物価上昇率は一時的に高まると考えられるが、増税幅に見合っただけ賃金が増加することにはならず、実質賃金は減少することになるであろう。

足元では、雇用者数と一人当たり賃金がともに減少している結果、名目ベースの雇用者報酬が低迷している（図表32）。一方、実質ベースの雇用者報酬は価格下落の恩恵を受けて過去最高に近い水準まで増加している。今後は、名目ベースの賃金が緩やかに増えていくとみられるものの、大幅な増加は見込みがたいうえ、雇用者数の増加テンポが鈍ってくることを反映して名目ベースの雇用者報酬の増加ペースは徐々に鈍化すると予測する。

図表 32 . 雇用者報酬の見通し



## 個人消費

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っそう

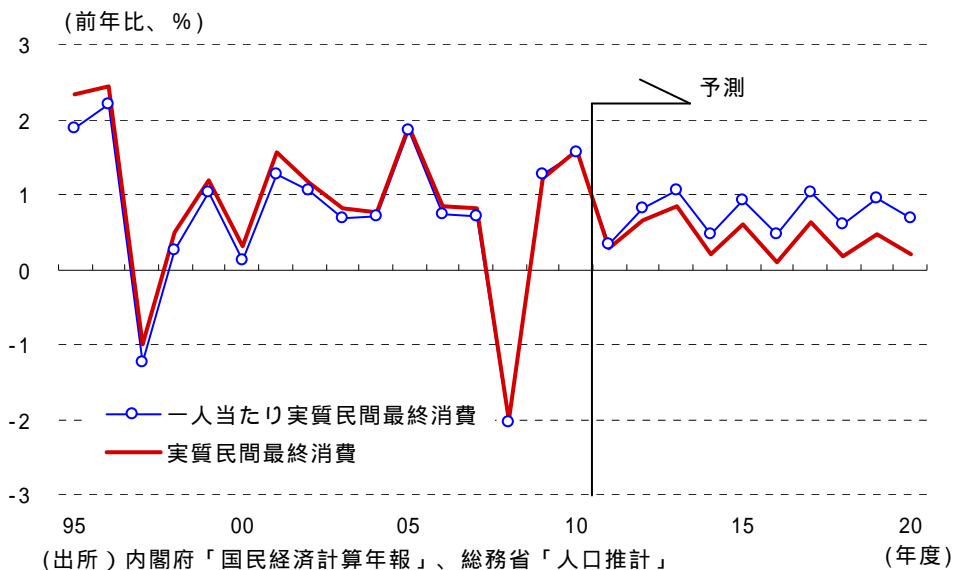
鈍化し、経済成長を牽引することは期待しにくくなるだろう。

個人消費はGDPの約6割を占める最大の需要項目であるが、他の需要項目に比べて安定した動きを示す項目であり、今後についても基本的にはあまり大きな変動はないと見込まれる。雇用・所得環境が緩やかに改善していく中で、予測期間中についても1%を下回る小幅のプラスが続く見込みである。もっとも、本見通しでは、前述の通り2014、2016、2018、2020年の各年にそれぞれ3%、2%、3%、2%の消費税率の引き上げを想定しているため、引き上げ前のかげ込み増と、その後の反動減があると見込まれるほか、実質ベースでの賃金が減少することになるため、プラス幅は徐々に縮小していく見込みである（図表33）。ただし、消費税率の引き上げは2~3年おきに段階的に行なわれるため、過去の引き上げ時に比べれば、反動増、反動減の振幅は小さなものととどまるだろう。

個人消費の動向に大きな影響を与える可処分所得（名目）についてみると、可処分所得の中で大きな比重を持つ雇用者報酬は、前述した通り一人当たりの賃金の増加を背景に、予測期間中、緩やかな増加を続けると見込まれる（図表32）。このように雇用者報酬が小幅ながらも増加を続ける一方で、2012年6月より子ども手当が廃止され、新たに所得制限が設けられる子どものための手当が導入されること、2013年1月より25年間2.1%の上乗せとなる所得税の臨時増税が実施されることなどが、可処分所得の下押し要因となる。ただし、マクロベースの家計全体で見た場合、下押しの影響は限定的であると考えられる。この結果、可処分所得は、予測期間中は緩やかな増加基調を維持すると見込まれる。

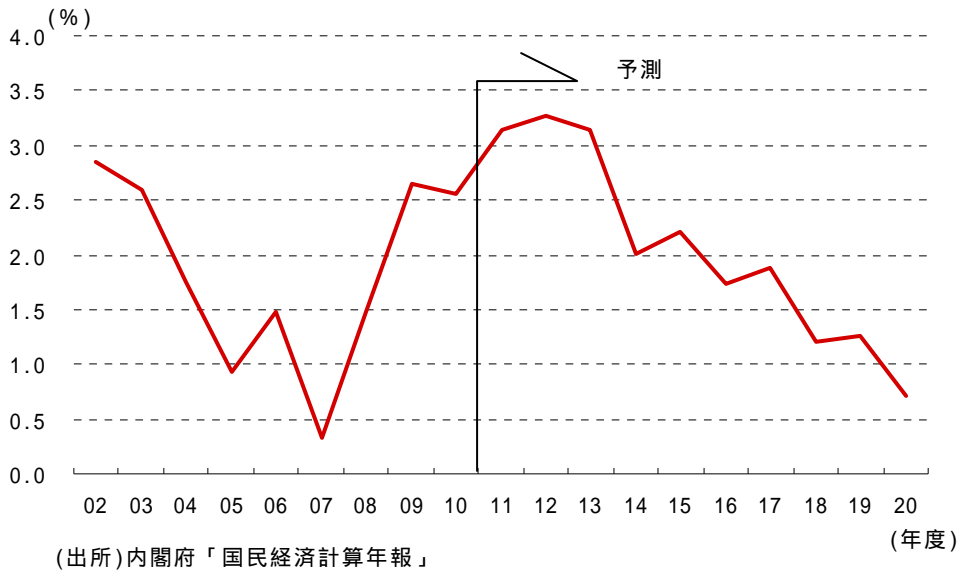
家計貯蓄率については、消費を抑制する動きが強まっていることから上昇基調に転じている（図表34）。しかし、消費税の引き上げによる支出増加によって消費性向が上昇すること、高齢化の進展により貯蓄を取り崩す世帯の増加が続くことから、低下傾向で推移すると予想され、2020年度にかけては再びゼロ近辺まで低下していく見込みである。

図表33．個人消費の見通し





図表 34 . 家計貯蓄率の見通し



### 住宅

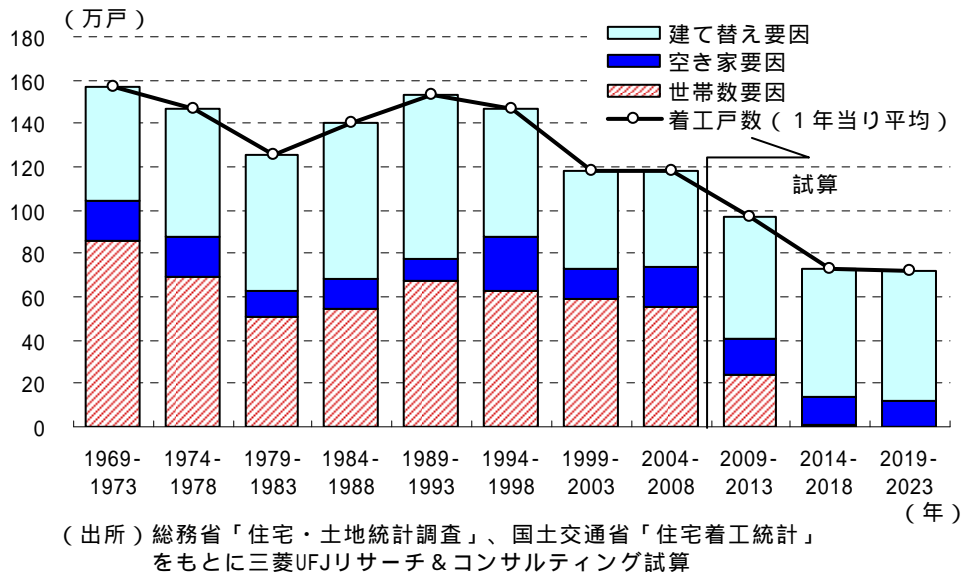
住宅投資の動きを先行指標である住宅着工戸数で見ると、2008年秋のリーマン・ショック以前は、改正建築基準法施行時の混乱期（2007年の夏～秋）を除いて年率100万戸超の水準で推移してきたが、リーマン・ショック以降は、年率100万戸を大きく下回る水準で推移している。低迷する住宅着工を底上げすべく、住宅ローン減税、フラット35Sなどの低金利住宅ローン、住宅エコポイントなど各種の住宅保有促進策が実施され、相応の効果はあったと考えられるものの、足元では年率80万戸程度と、かつての水準を取り戻すには至っていない。

住宅建築の中期的な動きを予測するため、新設住宅着工戸数の変動要因を、①世帯数要因、②空き家要因、③建て替え要因の3つに分解し、将来の着工戸数を試算すると、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の結果となる（図表35）<sup>4</sup>。特に、世帯数が2015年をピークに減少に転じ、世帯数要因がはく落することが、着工戸数増加への大きな障害となることがわかる。

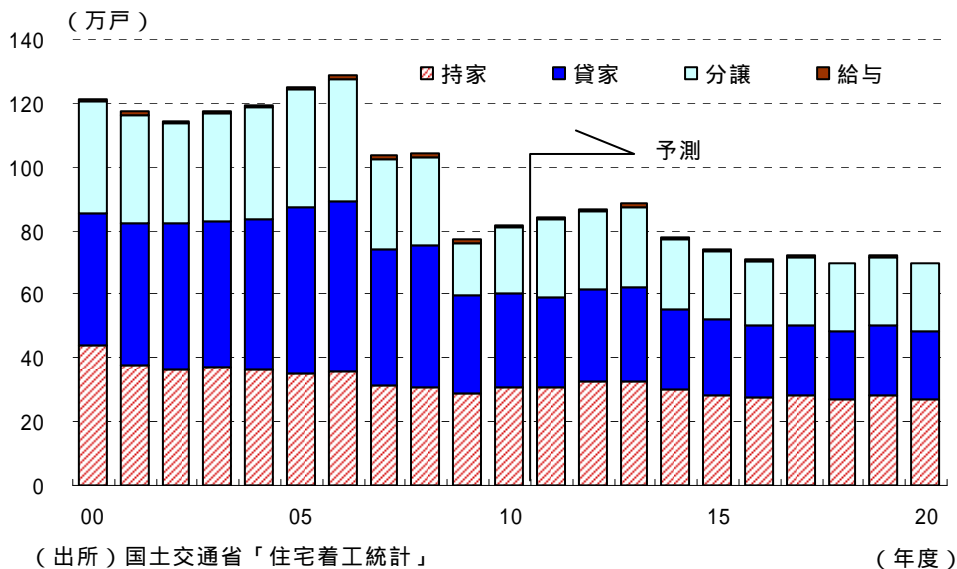
こうした試算を元に今後の着工件数を予測すると、2013年頃までは、これまでの着工の見合わせ分や東日本大震災の復興需要が顕在化してくることなどにより緩やかに水準を上げていくであろう。しかしその後は、世帯数減少の影響から再び水準を下げていくと見込まれる（図表36）。SNAベースの住宅投資については、こうした住宅着工戸数の予測に遅行する形で推移すると見込んでいる。

<sup>4</sup> 試算は、総務省「2008年住宅・土地統計調査」、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）の数字をもとにしている。前回の中期見通しでも、同様の方法による試算結果を紹介したが、今回の推計では、着工戸数の予測水準が上方修正されている。これは、2010年国勢調査による世帯数の実績を反映して、2010年以降の世帯数の水準を修正したことによるものである。

図表 35 . 住宅着工の増加要因の内訳試算



図表 36 . 新設住宅着工戸数の推移



#### (4) 財政健全化への道は険しい政府部門

日本の債務残高のGDP比は上昇が続いており、その水準は先進諸国の中で最も高い。政府は2010年に「財政運営戦略」において2020年度までに国と地方の基礎的財政収支を黒字化させ、その後、債務残高のGDP比を安定的に低下させる目標を掲げ、財政健全化に取り組むとしている。その中で、増加が続く社会保障給付の安定財源をいかに確保するかが重要な課題となっており、民主党は、社会保障と税の一体改革を行い、消費税率を段階的に引き上げて2015年10月には10%にする方針を打ち出している。もっとも、そうした改革が実施されたとしても財政健全化目標達成は困難である。高齢化の進展などを背景

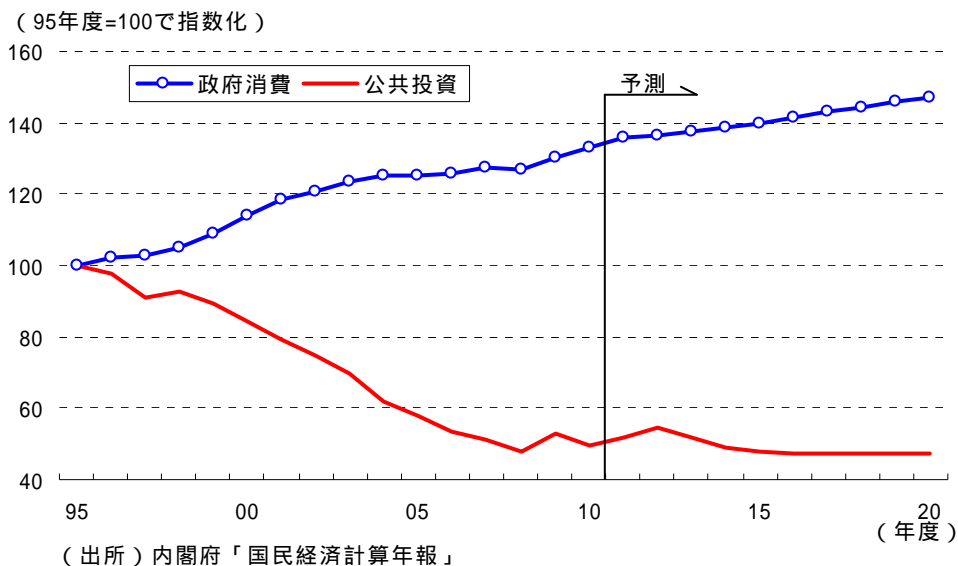
に高い名目経済成長率を期待することは難しい中、目標を達成するためには社会保障給付を含めた歳出の抑制や税制改革がさらに必要になるだろう。

### 政府消費・公共投資

政府消費（実質ベース）は、厳しい財政状況を反映して公務員の人件費などは抑制されているものの、高齢化の進展に伴う現物社会給付（医療サービスの公的負担など）の増加を反映して拡大が続いている。特に2011年度は、東日本大震災関連の支出が政府消費の伸びを押し上げている。今後、こうした影響ははく落してくるものの、現物社会給付を中心に政府消費は増加が続くと見込まれる（図表37）。なお、2012年度、2013年度については、東日本大震災からの復興財源を確保するために国家公務員の人件費が一人当たり平均で7.8%引き下げられると想定している。その影響はそれほど大きくないものの、名目政府消費の伸びに反映させている。

公共投資（実質ベース）は、2011年度には東日本大震災の復旧・復興需要を背景に2年ぶりに増加に転じると見込まれる。2012年度についても引き続き復興需要が公共投資を押し上げるものの、そうした影響は徐々にはく落していくため、公共投資は2013年度以降、減少に転じ、2010年代後半はおおむね横ばいで推移するだろう。また、今後は、既存の社会資本ストックの更新需要や安全のための防災対策需要が高まってくるが、厳しい財政事情の下、公共事業費を拡大することは難しい。このため、限られた財源の中で効率的に更新投資や防災対策を行っていく必要が出てくると考えられる。

図表37．政府消費と公共投資（実質ベース）



## 社会保障

高齢化の進展を背景に社会保障給付費は増加が続いている。社会保障給付の財源の中心は保険料と公的負担（税）であるが、保険料収入は、ベースとなる給与が低迷していることから保険料率の引き上げにもかかわらず伸び悩んでいる。このため、社会保障の財源における公的負担の割合が高まっている。もっとも、基礎年金の国庫負担割合が2009年度に2分の1に引き上げられた際の追加的な財源は、特別会計からの繰入に依存しており、そうした繰入への依存が困難になった2012年度予算の政府案では交付国債の発行により対応するなど、増加が続く社会保障のための安定的な財源が確保されているわけではない。

今後、高齢化の進展に伴い、社会保障給付は増加し続ける見込みであり、社会保障制度を持続可能なものとするためには安定財源の確保が不可欠である<sup>5</sup>。民主党は、現在検討されている社会保障と税の一体改革では、社会保障のための安定した財源を確保するために消費税率を段階的に引き上げて2015年10月には10%にする方針である。それと同時に社会保障の機能も強化されることになっており、低所得者向けの負担軽減策や、高所得者向けの年金支給の見直しなどが含まれている。まずは安定財源を確保することが重要な課題となるが、今後も増加が続くと見込まれる社会保障給付に見合う財源を確保し続けるには限界もある。社会保障制度を持続可能なものとするためには、増加が続く社会保障給付の伸びをいかに抑制するかも重要な課題になるだろう。

## 財政収支

国の一般会計については、2013年度までは「中期財政フレーム」に基づき、基礎的財政収支対象経費（歳出総額から国債費等を除いたもの）は71兆円、新規国債発行額（復興債を含まない）は44兆円程度で推移すると想定している。その後も基礎的財政収支対象経費は基本的には大きく増加しないものとし、東日本大震災からの復興に向けた歳出については2015年度まで続くものの、その多くは2012年度までに予算対応が行われると想定している。

また、社会保障と税の一体改革の実施に伴い、消費税率は2014年4月に8%に、2016年4月には10%に引き上げられると同時に、社会保障の機能強化等に伴って歳出が増加すると独自に仮定した。さらに、社会保障制度の維持のために、消費税率は2018年4月に13%、2020年4月には15%に引き上げられると想定している。

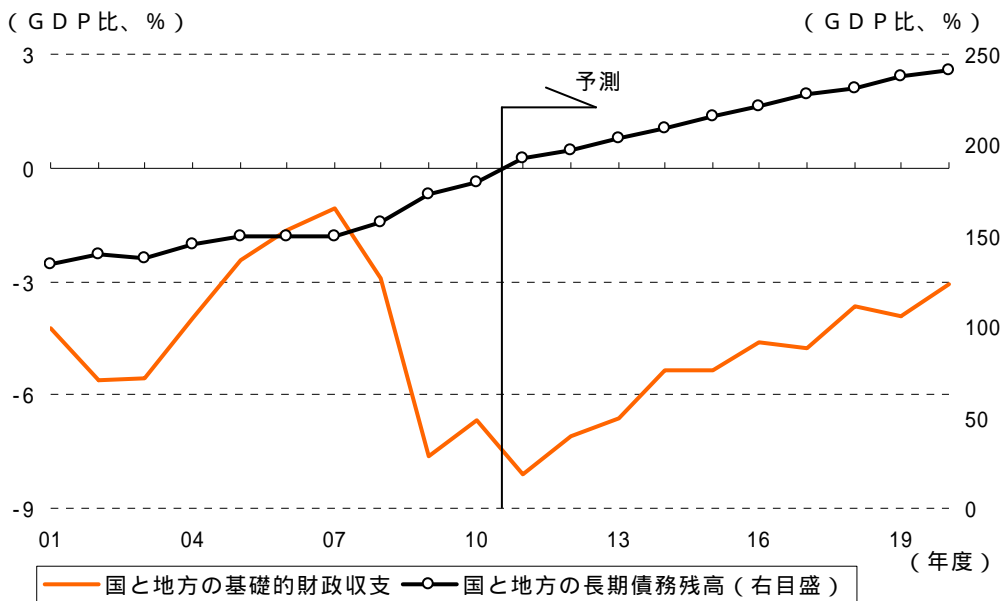
国と地方の基礎的財政収支（財政投融资特別会計からの繰入など一時的な歳出や歳入の影響を除く）の赤字幅は、過去最大規模となる経済対策が実施された2009年度には大きく拡大した後、2010年度はやや縮小した（図表38）。今後については、2011年度には東日本大震災関係経費の増加により赤字幅は再び拡大するものの、その後は歳出の伸びが抑制さ

<sup>5</sup> 高齢化が社会保障給付の増加に与える影響については、弊社調査レポート「社会保障給付費の現状と見通し」をご参照されたい（[http://www.murc.jp/report\\_pdf/20110404\\_100508\\_0169081.pdf](http://www.murc.jp/report_pdf/20110404_100508_0169081.pdf)）。

れることや消費税率の引き上げの効果もあって、赤字幅は縮小していく見込みである。ただし、消費税率を段階的に引き上げて2020年4月に15%としても、2020年度における基礎的財政収支の黒字化の達成は困難であると予想される。

国と地方の長期債務残高は2008年度末には770兆円であったが、2009年度以降、多額の新規国債が発行されたことから、財務省によると2011年度末には903兆円に達する見込みである。予測期間中は、国と地方の基礎的財政収支の赤字幅は縮小していくとはいえ、赤字が続くことにはかわりはない。このため、国と地方の長期債務残高は増加が続くことになり、2020年度末は名目GDP比では約240%にまで上昇する見込みである。

図表 38 . 基礎的財政収支と債務残高



(注) 基礎的財政収支については、財政投融资特別会計からの繰入など一時的な歳出や歳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「我が国の財政事情」(2011年12月)

### (5) 低金利が定着する金融市場

2011年前半は、米国景気の持ち直しをどのように受け止めるかが金融市場の焦点になった。2010年秋に米国FRBが量的金融緩和(QE2)に踏み込んだ流れを受けて、当初は追加緩和観測が続いたが、景気が回復基調を続ける中で6月末にQE2は終了した。量的緩和の副作用としてドル安への思惑とともに資源価格の上昇を招いたことの反動が意識される中、5月上旬には、コモディティ市況がいっせいに急落し、金融市場にもリスク警戒ムードが伝播した。

2011年後半は、欧州の財政金融危機が深刻化し、9月下旬には世界同時株安が進むなど金融市場環境の悪化が進んだ。10月にはギリシャの政府債務問題を巡って、債務の5割削減など「包括戦略」が合意されたが、その後も、ギリシャ政局の混迷やスペイン、イタリ

アの財政悪化が懸念材料になった。11月にはギリシャ、イタリア、スペインで相次いで政権交代が起こり、各国とも財政緊縮策を進めるとし、12月にはユーロ圏各国の首脳が「財政協定」で合意したが、各国の国債や金融システムへの信認は十分には回復していない。

当面、欧州の財政金融危機を中心テーマとして、金融市場は不安定な状況が続くであろう。こうした中、日本銀行は現在の金融政策を変更することには慎重な姿勢を続けると見込まれ、国内金利は低水準での推移が続くだろう。日本の財政状況は厳しいが、消費税増税が進められることもあり、日本国債への信認の低下によって、金利の大幅上昇を招く事態は起こらないだろう。

### 金融政策

日本銀行による金融緩和は、徐々に強化されてきている。内外景気の失速懸念が強まった2010年10月に開催された金融政策決定会合では、①ゼロ金利政策（翌日物無担保コールレートの誘導目標を0～0.1%）、②「中長期的な物価安定の理解」に基づく時間軸の明確化、③資産買入等の基金（35兆円程度）の設立、からなる「包括的な金融緩和政策」が決定された。

2011年に入って、追加金融緩和策として資産買入等の基金が増額された。まず、東日本大震災後に開かれた3月14日の決定会合では5兆円増額、次に欧米の財政金融問題が懸念され、円高が進む中で開催された8月4日の決定会合では10兆円増額、さらに10月27日の決定会合で5兆円増額され、同基金は55兆円にまで膨らんでいる。

当面、円高や海外景気減速に伴って、国内景気が下振れするリスクは払拭できず、金融政策は緩和的な状況が継続されるだろう。その後、各国の金融政策の動向をにらみつつ、金利市場の正常化などを目的として、早ければ2013年度にもゼロ金利が解除され、その後小幅な利上げが実施される可能性があるかと想定した。中長期的な経済成長率や物価上昇率が低位にとどまる中、消費税率の引き上げに伴う景気下押し圧力への懸念も生じるため、日銀は利上げの継続には慎重なスタンスを続け、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。

### 金利

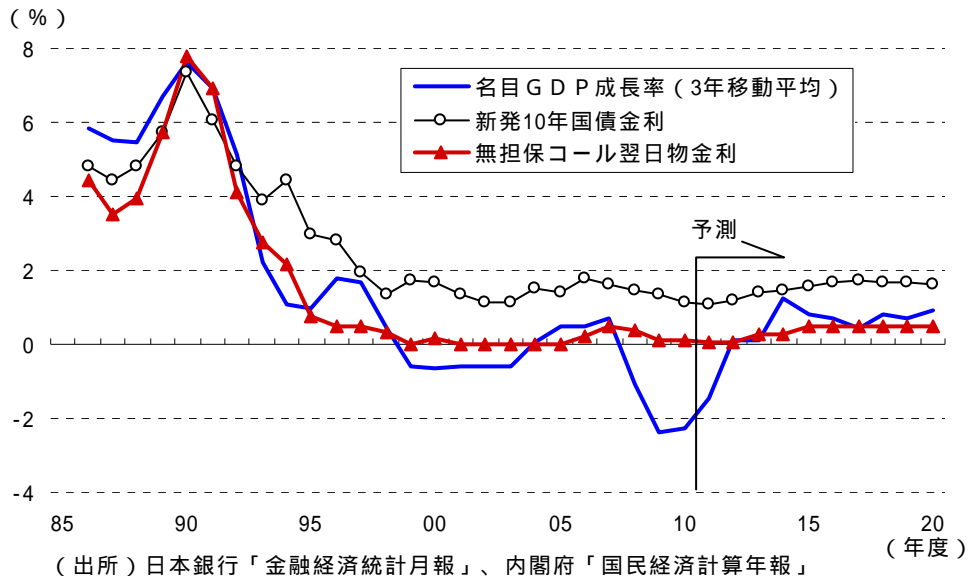
短期金利が予測期間を通じて低位にとどまると予想される中で、長期金利も低水準で安定した推移が続くだろう。足元では、財政状況が厳しい欧州各国を中心にソブリンリスクが長期金利の押し上げ要因として意識されている。日米ともコンセンサス形成が難しい政治情勢の中であって、政府財政の改善は前途多難である。しかし、金融市場においては、比較的风险の小さい投資先として日米の国債が選好される状況が続いており、結果として国債の利回りは低水準で推移している。

先行きを見通しても、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



の国債離れは起こりにくいだろう。また、増税（消費税率の引き上げ）が行われることもあり、財政赤字の悪化にはひとまず歯止めがかかり、日本国債の信認は維持されよう。長期金利は、予測期間中、1%台を中心に推移すると予測される。

図表 39 . 金利見通し



## (6) 安定が続く物価動向

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、その後は小幅な上昇傾向に転じるだろう。ただし、マクロ的な需給ギャップはマイナスの状態が続くため、物価上昇圧力はあまり高まらないと見込まれる。

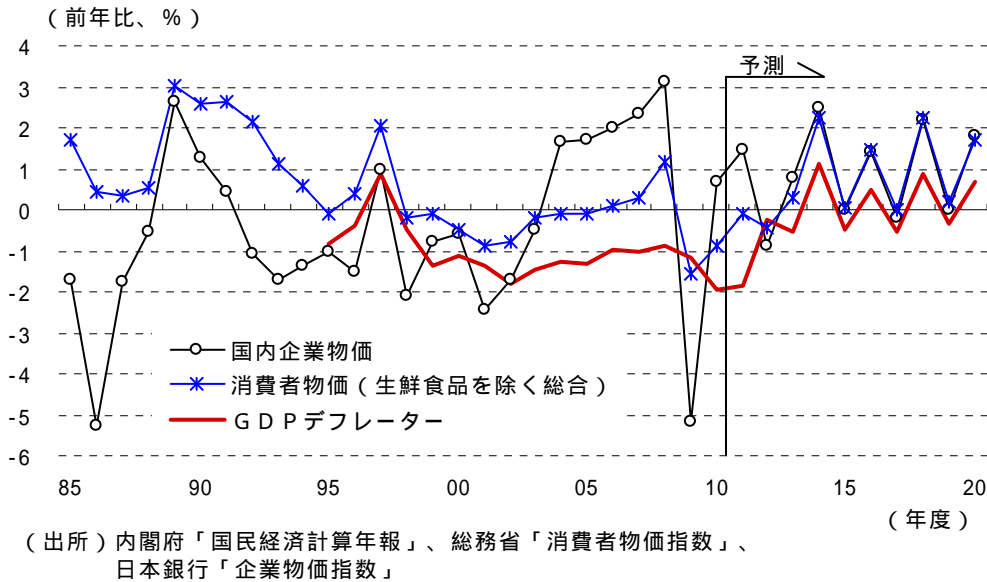
貯蓄投資バランスは、企業部門は貯蓄超過が維持される一方で、家計部門の貯蓄超過幅が縮小し、政府部門では投資超過幅の縮小（財政赤字が削減）が見込まれる。海外部門の投資超過幅（日本の経常収支黒字）は緩やかに縮小するだろう。

### 物価

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が、2013 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。資源価格の上昇が続くことや、電力料金などエネルギー価格の上昇が見込まれることが、その背景にある。その後も、消費税が引き上げられるタイミングでは物価上昇率もそれに応じて高まるが、経済成長率があまり高まらずマクロ的な需給ギャップはマイナスの状態が続くため、物価上昇圧力は弱い状態が続くと見込まれる。人件費の伸びが小幅にとどまることや、耐久財などの製品価格の下落に歯止めがかからないことも物価が低水準で安定する原因となる。こうした中、

GDPデフレーターにおいても、消費税引き上げの効果を除けば下落基調が続くとみられる（図表40）。

図表40．物価上昇率の推移



### 貯蓄投資バランス

部門別の貯蓄投資バランスを概観すると、まず家計部門は、消費税増税に伴う消費性向の上昇や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緩やかに縮小していく。特に消費税が引き上げられるタイミングでは、低下幅がやや大きくなると見込まれる（図表41）。

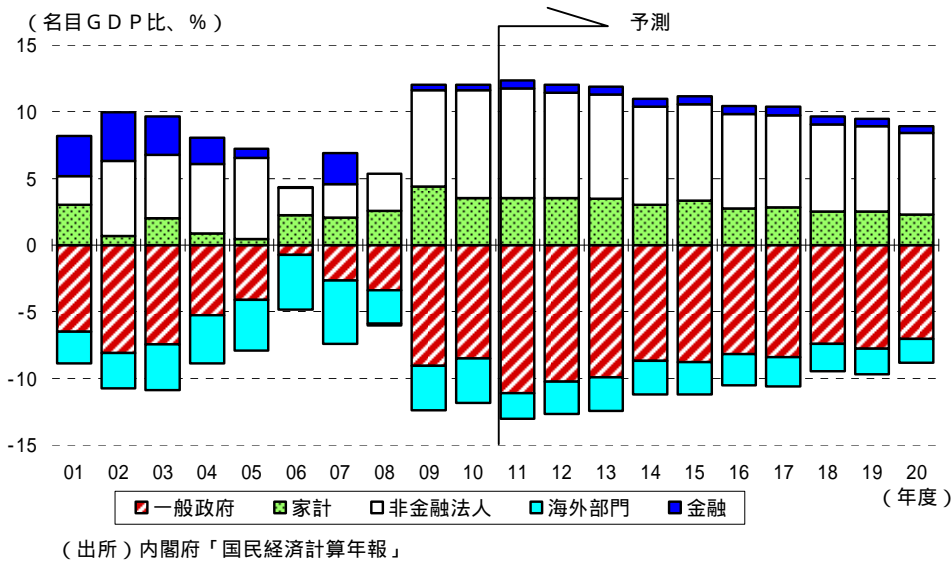
非金融企業部門は、業績の改善傾向が続く中、設備投資も緩やかに増加していくものの、生み出したキャッシュフローを大きく下回る水準にとどまるため、大幅な貯蓄超過が続くだろう。

政府部門では、公共投資は低水準で安定するものの、税収の伸び悩みや社会保障費の自然増などを背景に所得の流出が続くため、予測期間を通じて大幅な投資超過が続くと見込まれる。ただし、消費税率の引き上げ効果によりその幅は徐々に縮小していくと考えられる。

対外純資産の拡大を背景に所得収支の黒字幅が緩やかに拡大する一方、貿易収支は予測期間の後半には赤字基調が定着するため、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幅)は緩やかに縮小していくとみられる。

以上のように、政府部門と海外部門の資金不足分を、民間部門の資金余剰分で埋め合わせていく状態に、基本的には変化はないだろう。

図表 41 . 部門別の貯蓄投資バランス (名目 GDP 比)



## おわりに

米国のサブプライムローン問題によっていったんは拡大にブレーキがかかった世界経済は、新興国を中心に再び拡大軌道に戻りつつある。しかし、欧州の財政金融危機が、今後さらに深刻化する懸念があることに加え、金融市場の混乱によってリスク資産離れの潮流が強まる可能性が指摘される。加えて、金融規制の強化が進めば、こうした潮流が加速することになりかねない。国際間の資金の流れが滞ることになれば、新興国の成長を抑制することにつながるだろう。また、各国の財政状況に対する市場の監視の目が強まっている中で、各国の財政再建への取り組みが本格化すれば、世界経済の成長にはマイナスの要因として効いてくると見込まれる。このように、金融市場が混乱しても、もしくは混乱を回避する動きが強まっても、いずれの結果も世界景気にとっては成長の抑制要因になってくるリスクがある。

その一方で、資源価格の上昇を通じて物価上昇圧力が強まることが予想され、金融面でも景気を刺激することには限界がある。同時に、資源価格の高止まりは、資源国とそれ以外の国との間の所得格差を拡大させ、新興国経済の発展の抑制要因となるリスクを抱えていると考えられる。

このように外部環境が厳しくなっていく一方で、日本は東日本大震災後の復興という重たい課題に直面している。さらに、従来からある少子高齢化問題には解決の兆しはなく、企業にとっては円高やエネルギー・コストの増加は大きな負担になっている。厳しい現実直面して企業経営のあり方は変わっていかざるを得ず、グローバル化の流れが進むものと予想される。

また、これまで先送りしてきた財政改革の動きは、ようやく動き始めたばかりであり、しかも消費税の引き上げは可処分所得の目減りを通じて、個人消費の伸びを抑制するリスクがある。海外需要の拡大テンポが従来よりも緩やかになり、国内需要の先細りが確実に視される状況において、日本経済の将来は八方ふさがりの状況にあるとも考えられる。

もつとも、危機的な状況が逆にプラスに寄与する可能性もあり、必ずしも悲観的な結果が待ち受けているとは限らない。逆境の中から新たな産業が興る可能性や、経済の効率化が図られることもあるだろう。そうした潜在的な日本の能力にはある程度は期待してもいいのではないかと。

これから 2020 年までの期間は、少子高齢化が確実に進む中で、震災後の復旧・復興、防災体制の強化、財政の建て直しに取り組んでいくと同時に、エネルギー問題、環境問題、通商交渉などに対応していくための準備期間と位置づけられる。多くの課題が山積しており、日本の経済成長にとっては大きな重石になると考えられる。しかし、これらの諸問題を乗り越えていかなければさらに先の展望は開けない。そのためには、目の前の問題に一つひとつ地道に対応していくことが、問題解決のための最も近道であろう。

以上

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)																							
前年比、%																								
内需(寄与度)	0.2	0.5	0.7	0.8	-4.6	-3.2	1.1	-2.3	1.5	1.1	1.4	0.2	0.9	0.3	1.4	0.3	1.0	-0.2	-1.1	0.4	0.8			
個人消費	0.2	1.0	0.6	0.6	-2.7	-4.4	1.1	-0.4	1.1	1.2	1.5	0.3	1.1	0.5	1.6	0.5	1.2	-0.2	-1.0	0.7	1.0			
住宅投資	0.0	1.4	0.3	0.5	-2.2	-1.3	0.0	-1.0	-0.1	0.6	1.7	0.2	0.9	0.1	1.4	0.2	1.2	0.3	-0.6	0.3	0.8			
設備投資	2.1	0.1	2.1	-12.9	1.1	-23.5	2.8	5.1	2.1	2.8	-6.7	-5.1	-3.4	0.3	-1.8	1.7	-2.0	-2.0	-6.7	-0.4	-1.1			
在庫投資(寄与度)	3.0	4.1	5.7	2.9	-7.6	-14.4	2.1	-2.2	2.4	4.7	3.3	1.7	2.2	1.4	2.4	1.0	1.2	-0.4	-2.6	1.9	1.6			
政府消費	0.2	-0.1	0.0	0.2	-0.1	-1.3	0.8	-0.2	0.5	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0			
公共投資	0.7	0.4	-0.5	1.4	-0.4	1.5	1.6	1.5	0.2	0.6	1.9	0.9	1.5	1.0	1.8	0.9	1.5	1.1	0.7	1.0	1.3			
外需(寄与度)	-10.4	-5.4	-6.0	-3.0	-4.0	7.7	-6.1	5.9	4.4	-3.5	-4.3	-1.6	0.0	0.2	1.9	0.3	1.4	-7.6	-2.4	0.1	0.8			
輸出	-0.1	-0.5	0.1	0.2	-1.9	1.2	0.0	-1.9	0.5	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.2	-0.2	-0.2	0.0	-0.1	-0.4	-0.2			
輸入	10.8	11.6	11.9	10.0	-15.0	-17.9	14.4	-4.0	4.3	8.1	3.3	2.6	2.2	1.5	1.0	1.1	0.8	6.1	-0.3	2.8	1.3			
民間(寄与度)	13.4	17.9	12.3	9.7	-4.9	-25.0	15.5	8.9	1.0	8.4	3.8	3.4	2.9	2.4	2.0	2.0	1.7	6.7	0.3	5.0	2.2			
公需(寄与度)	0.6	1.2	1.0	0.5	-2.5	-5.0	1.1	-1.0	0.8	1.2	1.4	0.2	0.8	0.3	1.1	0.3	0.8	0.0	-1.0	0.5	0.7			
実質GDP成長率	-0.4	-0.2	-0.4	0.1	-0.2	0.6	0.0	0.6	0.3	-0.1	0.2	0.1	0.3	0.2	0.4	0.2	0.4	-0.3	0.0	0.2	0.3			
内需(寄与度)	1.5	1.9	1.8	1.8	-3.7	-2.1	3.1	-0.4	1.8	1.6	0.3	0.7	0.4	0.9	0.5	0.7	0.3	1.2	0.2	0.8	0.5			
個人消費	0.9	1.2	1.0	0.6	-2.7	-2.2	2.4	0.4	1.7	1.4	0.3	0.6	0.4	0.8	0.4	0.6	0.3	0.8	-0.2	0.7	0.4			
住宅投資	0.8	1.9	0.8	0.8	-2.0	1.2	1.6	0.3	0.7	0.8	0.2	0.6	0.1	0.6	0.2	0.5	0.2	1.2	0.5	0.5	0.3			
設備投資	1.5	-0.7	0.1	-14.5	-1.1	-21.0	2.3	4.0	2.4	2.3	-8.3	-5.3	-4.4	0.2	-3.3	1.5	-3.3	-1.8	-7.3	-1.1	-1.9			
在庫投資(寄与度)	4.5	4.4	5.9	3.0	-7.7	-12.0	3.5	-1.4	3.1	5.1	2.5	2.0	1.7	1.4	1.2	0.9	0.6	1.7	-1.7	2.2	1.2			
政府消費	0.2	-0.1	-0.1	0.2	0.0	-1.5	0.8	-0.2	0.4	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.1	0.1	0.0			
公共投資	1.2	0.4	0.4	1.2	-0.4	2.7	2.3	1.8	0.7	0.6	1.0	0.9	1.1	1.0	1.1	0.9	1.0	1.9	1.2	1.0	1.0			
外需(寄与度)	-10.9	-6.7	-7.3	-4.9	-6.7	11.5	-6.8	5.0	4.6	-4.3	-6.1	-1.8	-1.3	0.1	-0.1	0.1	0.0	-7.2	-3.1	-0.6	-0.2			
輸出	0.5	0.6	0.8	1.2	-1.1	0.2	0.8	-0.9	0.1	0.4	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.4	0.3	0.1	0.1			
輸入	11.1	8.5	8.7	9.4	-10.6	-9.8	17.2	-1.0	5.2	6.7	4.4	3.9	3.5	2.9	2.4	1.7	1.4	6.5	2.4	3.8	2.4			
民間(寄与度)	7.9	4.5	3.8	2.4	-4.7	-10.7	12.0	5.0	4.1	4.3	3.6	3.3	2.9	2.4	1.9	1.5	1.3	3.2	0.2	4.0	2.0			
公需(寄与度)	1.3	1.5	1.3	0.6	-2.3	-3.2	2.3	-0.1	1.3	1.5	0.3	0.5	0.2	0.6	0.2	0.4	0.1	0.9	-0.3	0.6	0.3			
GDPデフレーター	-0.4	-0.3	-0.3	0.0	-0.4	1.0	0.1	0.6	0.4	-0.1	-0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	-0.1	0.1	0.1	0.2			
一人当たりGDP(名目)	-1.3	-1.3	-1.0	-1.0	-0.9	-1.2	-2.0	-1.9	-0.3	-0.6	1.1	-0.5	0.5	-0.5	0.9	-0.3	0.7	-1.4	-1.2	-0.4	0.2			
(実質)	0.1	0.5	0.6	0.7	-4.6	-3.2	1.1	-2.2	1.7	1.3	1.7	0.5	1.3	0.7	1.8	0.8	1.5	-0.3	-1.1	0.6	1.2			
	1.4	1.8	1.6	1.7	-3.8	-2.0	3.1	-0.4	1.9	1.8	0.6	1.0	0.8	1.3	0.9	1.1	0.8	1.1	0.1	1.0	1.0			





< 経済見通し担当者 >

E-Mail: [chosa-report@murc.jp](mailto:chosa-report@murc.jp)

小林 真一郎	主任研究員	総括
塚田 裕昭	主任研究員	家計部門・住宅
芥田 知至	主任研究員	海外経済・原油・為替・金利
中田 一良	副主任研究員	政府部門・外需
鶴田 零	副主任研究員	企業部門・金融・物価
尾島 未輝	研究員	雇用・賃金・家計部門・住宅
細尾 忠生	副主任研究員	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。