

2017 年 3 月 27 日

三菱 UFJ リサーチ&コンサルティング株式会社

日本経済の中期見通し(2016～2030 年度) ～人口減少による需要不足と供給制約に直面する日本経済～

三菱 UFJ リサーチ&コンサルティング株式会社(本社:東京都港区、代表取締役社長:藤井 秀延)は、「日本経済の中期見通し(2016～2030 年度)～人口減少による需要不足と供給制約に直面する日本経済～」を発表いたします。詳細は本文をご覧ください。

【本件に関するお問い合わせ】

三菱 UFJ リサーチ&コンサルティング株式会社

調査部 主席研究員 小林 真一郎

〒105-8501 東京都港区虎ノ門 5-11-2 オランダヒルズ森タワー

TEL:03-6733-1070 E-mail:chosa-report@murc.jp

配布先 経済研究会

経済レポート

日本経済の中期見通し(2016～2030 年度)

～人口減少による需要不足と供給制約に直面する日本経済～

調査部

- 2030 年度までの日本経済は、人口減少を背景に需要不足と供給制約に直面するリスクがあるうえ、構造調整圧力への取り組みが始まることで景気の押し下げ要因となり、拡大ペースは弱まっていく。ただし、企業の構造問題への取り組みが進むことで生産性が徐々に向上していくと期待され、成長率はプラス基調を維持できるであろう。
- 2016 年度～2020 年度
2019 年 10 月に消費税率が 10%に引き上げられることで一時的に景気が悪化するものの、2020 年 7 月の東京オリンピック開催を控えた需要の盛り上がりやインバウンド需要による押し上げなどにより、均してみると緩やかなペースで景気は拡大する見込みである。実質 GDP 成長率の平均値は+1.0%と、潜在成長率をやや上回ろう。
- 2021 年度～2025 年度
人手不足の深刻化で、需要減少と供給制約に直面することとなり、企業は営業活動を維持するために、生産性向上のための投資の積み増し、事業の選択と集中や業務のスリム化、業界内での集約化や統合といった様々な取り組みを迫られる。また、団塊の世代が後期高齢者（75 歳以上）入りすることにより、社会保障制度の存続が危ぶまれる状態となる。このため、政府は先送りしてきた財政再建、社会保障制度改革に着手せざるを得ない状況に追い込まれ、2024 年度に消費税率が 12%に引き上げられる。この間、実質 GDP 成長率は平均値で+0.7%と潜在成長率並みの伸びを維持できるが、2010 年代後半の伸びから鈍化することは避けられない。
- 2026 年度～2030 年度
人手不足が続く中、企業の生産性向上のための施策がある程度軌道に乗ってることが景気にプラスに寄与する。しかし、政府は引き続き構造調整圧力への対応を迫られ、それにとまって成長率は鈍化する見込みである。高齢化の進展や人口減少ペースが高まってくることに加え、消費税率が 2 回にわたって 18%まで引き上げられるため、実質 GDP 成長率は平均値で+0.5%と、潜在成長率をやや下回る伸びにとどまろう。

【中期見通しの主な予測値】

＜年平均値＞	2006～2010年度 （実績）	2011～2015年度 （実績）	2016～2020年度 （予測）	2021～2025年度 （予測）	2026～2030年度 （予測）
実質 GDP 成長率	0.0%	1.0%	1.0%	0.7%	0.5%
名目 GDP 成長率	-1.0%	1.3%	1.1%	1.0%	1.4%
GDP デフレーター	-1.0%	0.3%	0.1%	0.3%	0.9%

【目次】

<u>はじめに</u>	3
<u>第1章 日本経済の抱える課題</u>	
（1）歯止めのかからない少子高齢化と労働力不足の問題～解決の目途はたっていない	4
（2）減速が見込まれる海外経済の成長率～世界的に高齢化が進展	10
（3）先送りされる財政健全化と社会保障改革～財政健全化目標の達成は困難	12
（4）続く対外進出と国内投資の抑制～生産能力の落ち込みが続く	17
<u>第2章 より高い成長を達成するための処方箋</u>	
（1）求められる生産性の向上～労働投入量の減少を補う	19
（2）いかにして民間活力を最大限に発揮させるのか～企業の将来不安の払拭が必要	21
（3）求められる輸出の高付加価値化～望まれる貿易自由化の推進	24
（4）インバウンド需要の取り込み～東京オリンピックの開催をばねに	26
<u>第3章 中期見通しの概要</u>	
（1）潜在成長率の予想	28
（2）2020年度までの経済の動き～東京五輪開催を控えて景気の持ち直しが続く	29
（3）2021年度から2025年度までの経済の動き～供給制約への対応を迫られる	33
（4）2026年度から2030年度までの経済の動き～構造調整圧力への対応が成長を抑制する	35
（5）就業構造と産業構造の予測～高い成長率を達成するために変化が進む	38
（6）貯蓄投資バランス～家計部門は投資超過へ転じ、政府部門は資金不足が徐々に解消	42
<u>第4章 個別項目ごとの見通し</u>	
（1）貿易収支・国際収支～貿易収支は小幅な黒字で推移	44
（2）企業部門～企業の集約化が進む中、利益は緩やかに拡大	47
（3）家計部門～消費税率引き上げ・人口減少の逆風が続く	52
（4）政府部門～政府消費を中心に増加	59
（5）物価・金融市場	61
<u>おわりに</u>	67
<u>中期見通し総括表</u>	70

はじめに

本中期経済見通しは、2016年3月に作成した前回の中期経済見通しをベースに、足元の経済情勢と過去1年間で明らかになった新たな材料による影響を踏まえ、2030年度までの日本経済の姿を展望したものである。「人口減少を背景に、需要不足と供給制約に直面するリスクがあるうえ、構造調整圧力への取り組みが始まることで景気の押し下げ要因となり、景気の拡大ペースは徐々に弱まっていく」との基本的な考え方に変更はないが、いくつか1年前に想定していたことと異なる事態が発生した。

まず、財政健全化・社会保障制度改革など早期に取り組むべき問題を先送りする政府の姿勢が強まったことが挙げられる。安倍政権は、昨年6月に消費税率の10%への引き上げのタイミングを2019年10月まで再々延期することを決定した。景気が深刻な状況にある訳でもない中での判断であり、真剣に財政再建に取り組む意欲がないことが改めて示されたといえる。本中期見通しでも、こうした政治の姿勢を踏まえて、10%以降の消費税率の引き上げのタイミングを先送りした。その他の様々な問題も塩漬けにされることも考えられ、10%への引き上げでさえも再々々延期される可能性がある。こうした政府の対応は、日本銀行が大量に国債を買い入れることで、財政悪化に対する市場の警鐘機能が麻痺していることとも無関係ではない。

次に、想定以上に労働需給がタイト化したことが挙げられる。足元の労働市場は完全雇用に近い状態にあると考えられ、今後も一段と人手不足感が強まる可能性がある。こうした状況下、人手不足に対応するため、潜在的に働く意欲のある人を労働力として取り込もう、もしくは離職する人をつなぎとめようとして、様々な試みが企業を中心に始められている。労働時間の短縮、同一労働同一賃金の推進、休暇制度の充実、在宅勤務といった柔軟な勤務体系の導入など、労働環境の改善を進めることで労働力を確保しようとする企業の取り組みは、今後益々強化されていくことになるだろう。また、そうした動きを政策面でサポートする体制も整備されていくであろう。

最後に、企業の集約化・統合の動きが急速に進展したことが挙げられる。様々な業種において、業務の効率化や収益力の向上をねらった合併、買収、業務提携、資本参加が画策されており、一部には生き残りをかけた大胆な再編の動きが進んでいる。今後も、こうした企業の動きは活発化していくことが予想され、さらに大型化し、国境を越えた再編が増加する可能性がある。

これらの事態は、日本経済にとって中期的にプラスの面もあれば、マイナスの面もある。今回の中期見通しでは、そうした両面を勘案したうえで、予測値の見直しを行った。

なお、見通しの構成に大きな変更はない。第1章で日本経済の抱える課題を指摘したうえで、第2章で課題を乗り越え、より高い成長率を達成するための手段を提示した。そして第3章では、解決手段が実際にどれほど実行されるのかも考慮に入れたうえで、予測される経済の姿を示した。第4章は個別項目ごとの具体的な動きの予測を記載してある。

第1章 日本経済の抱える課題

(1) 歯止めのかからない少子高齢化と労働力不足の問題～解決の目途はたっていない

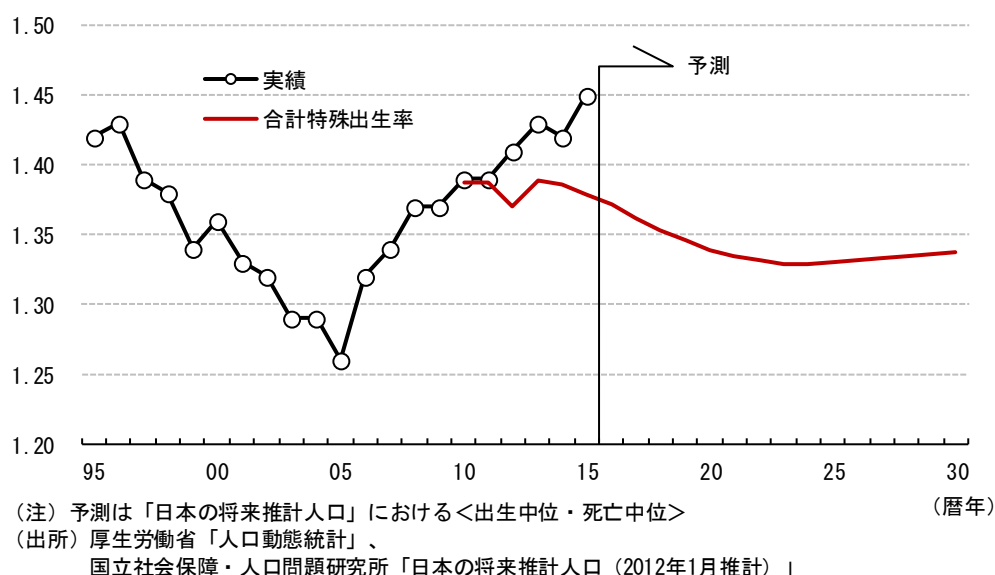
日本経済は、中長期的にいくつかの課題を抱えているが、その最たるものが、人口の減少である。人口減少は国の生産能力を縮小させ、活力を削いでしまうリスクをはらんでいる。

①確実に進む人口減少と少子高齢化

日本の総人口は、2008年の1億2809万人をピークに減少傾向にある。背景にあるのが出生率の低下である。国立社会保障・人口問題研究所（以下、社人研）の「日本の将来人口推計」（2012年1月時点）によると、人口置換水準（人口が一定となる合計特殊出生率の水準）は2.1程度であるが、2015年の出生率は1.45と、この水準を大きく下回っている（図表1）。足元の出生率は予測のベースラインより上振れているものの、今後、基調としては生涯未婚率の上昇などにより低下傾向で推移するとみられる。社人研の推計では、30年には合計特殊出生率が1.34まで低下する見通しである。足元の出生率の上昇などを受けて、今後の人口見通しでは人口減少のペースが上方修正される可能性があるものの、今回の見直し対象期間の成長率に及ぼす影響は軽微なものにとどまるだろう。

政府は少子化対策として、児童手当の支給、保育所等の定員拡大、育休の取得促進、ベビーシッターの利用支援や、不妊治療助成の拡充などを行っている。女性の社会進出が進んだ一方で、育児が女性のキャリア形成を阻害するために、少子化の一因となってきたことを考えれば、仕事と育児の両立を支援する施策は今後一定の効果をもたらすと考えられる。しかし、効果が出るまでに時間がかかるため、短期的に人口動態の動きが変わるとは考えにくい。

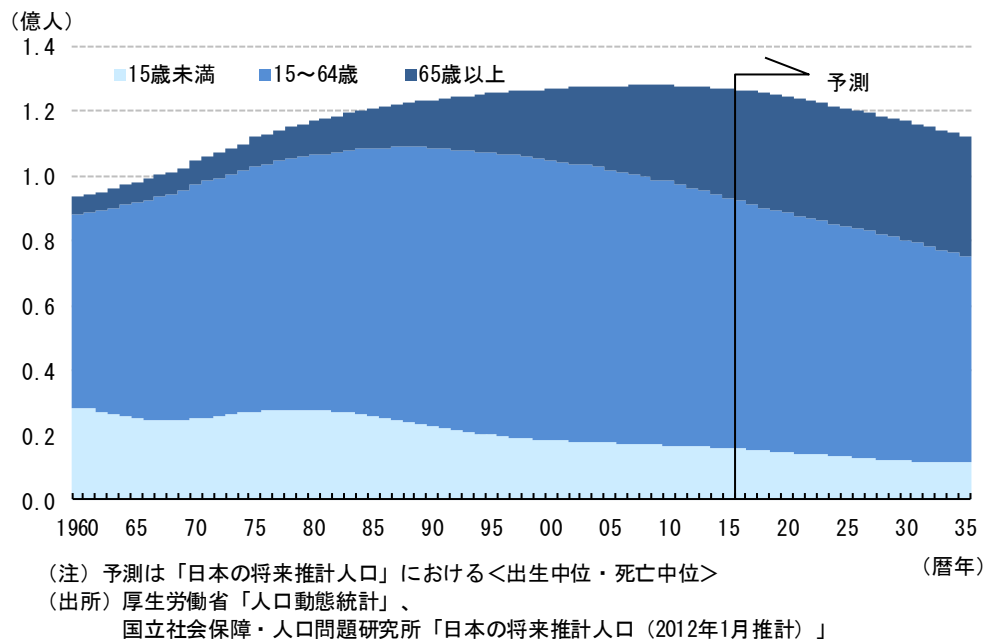
図表1. 合計特殊出生率の見通し



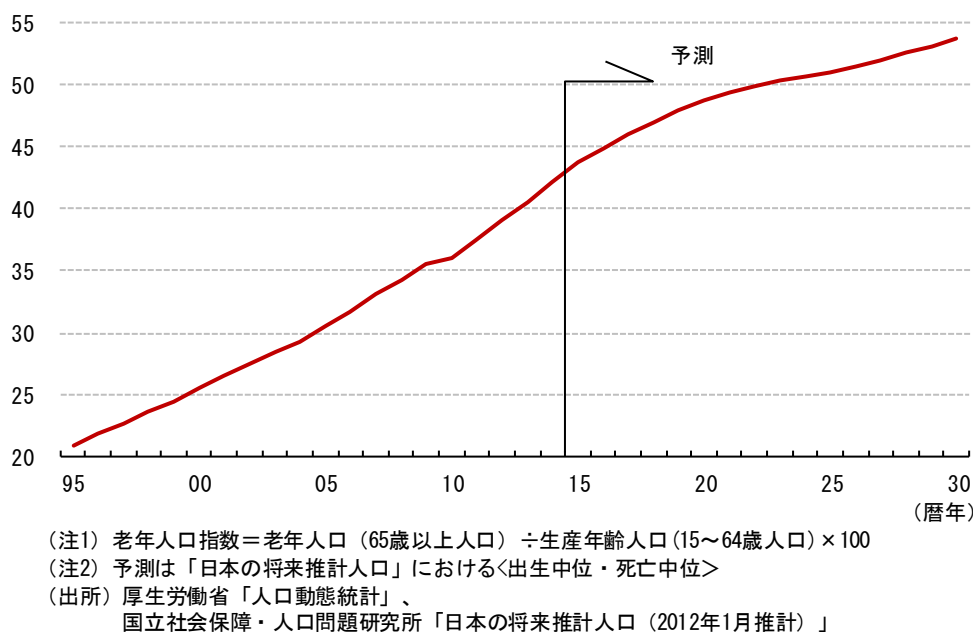
このため、今後も日本の総人口は減少が続くと予想される。今後、減少ペースは加速し、2030年には1億1708万人とピーク時の2008年から1000万人以上も減少する見込みである（図表2）。また、この間、経済活動の中核を担う生産年齢人口（15～64歳人口）の減少が続くのにに対し、高齢者人口（65歳以上人口）は増加を続けることになる。95年に20.9%だった老年人口指数（＝高齢者人口／生産年齢人口）は、

2015 年時点ですでに 43.8%と 20 ポイント以上も上昇しているが、今後も上昇に歯止めがかからず、2030 年には 53.8%に達する見通しである（図表 3）。

図表 2. 人口の見通し



図表 3. 高齢人口指数の見通し



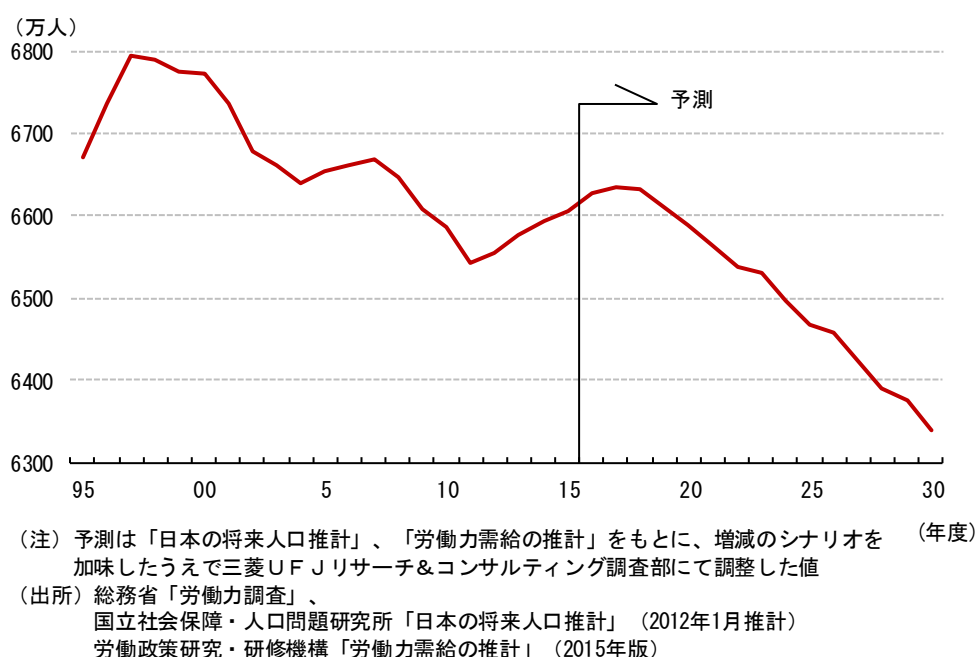
なお、高齢者の数そのものは、今後、増加テンポが鈍化すると見込まれる。団塊世代が 65 歳に達したことで足元では高齢者人口が大幅に増えているが、今後はその効果が一巡し、増加幅は小さくなる。高齢者人口の増加ペースは 11~15 年の平均で 1 年あたり 70 万人を超えるのに対し、2020 年以降は 10 万人程度にまで縮小しよう。ただし、同時に少子化も進むため、人口動態を現行の社会保障制度との兼ね合

いで考えると、現役世代である生産年齢人口が引退世代である高齢者人口を支える負担は、年々増していくと予想される。

②労働力人口の増加のために必要とされる政策対応

人口減少や少子高齢化の進行を背景に労働力人口（15歳以上で働く意思のある人の数）は長期的に減少傾向にあり、2015年度の労働力人口は6605万人と、ピークをつけた97年度の6793万人からすでに180万人以上減少している。（図表4）。女性や高齢者の労働参加が進んだため、足元では持ち直しているが、2018年ごろには再び減少に転じ、2030年度には6300万人程度となる見通しである。

図表4. 労働力人口の見通し



女性の社会進出を取り巻く環境は、男女雇用機会均等法の施行・改正、男女共同参画社会基本法の制定などもあって徐々に整備されてきた。女性の労働参加率（労働力人口÷15歳以上人口）は、高齢化の進展もあって1990年代初頭をピークに低下傾向にあるが、労働力人口全体に占める女性労働者の割合は上昇傾向が続いている。最近では、政府や自治体が待機児童解消に取り組んでいることや、企業が子育て支援制度の充実させたり、一部で在宅勤務などの多様な働き方を認めるようになってきていることも、女性の労働参加を後押ししていると考えられる。待機児童の解消が加速し、さらに育児・介護を考慮した柔軟な労働形態を認める企業が増えれば、女性にとって、さらに働きやすい環境になると考えられる。しかし、このところ、近隣住民の反対による保育所等設置の中止や、人手不足による保育士不足が相次いでおり、今後の女性の労働参加の重石となる懸念がある。また、現在の未就学児童が小学校に入学する時期に、学童保育などの施設の不足のために離職する労働者が増加する可能性もあり、政府には長期的な視点に立った取り組みが求められる。

60歳以上の人々については、2004年の「高年齢者雇用安定法」改正で、65歳への定年引き上げや継続雇用制度の導入、定年制の廃止などが行われ、60～64歳を中心に労働参加率は大きく上昇した。高齢化に歯止めがかからない中、こうした高齢者の労働参加の増加は労働力人口を下支えすると考えられる。

もっとも、女性や高齢者の労働参加が増えても、労働力人口の減少分を十分に補うことは難しく、今後も労働力人口は減少が続くと見込まれる。加えて、女性や高齢者はフルタイム労働者の割合が低いため、労働時間の合計は労働力人口の減少以上のペースで減少する可能性がある。非正規雇用者の労働条件については、すでに様々な検討がなされているが、この先、労働時間、責任の大きさ、賃金などの選択肢をさらに多様化することができれば、マクロで見た労働投入量の押し上げ要因となる。また、高齢化の進展を背景に、今後は男性も含め、介護と仕事の両立に苦慮する労働者が増加すると予想される。労働力の確保には、働く意欲のある全ての人が働くことができる環境の整備が不可欠であり、今後は企業や政府の取り組みがますます重要となるだろう。

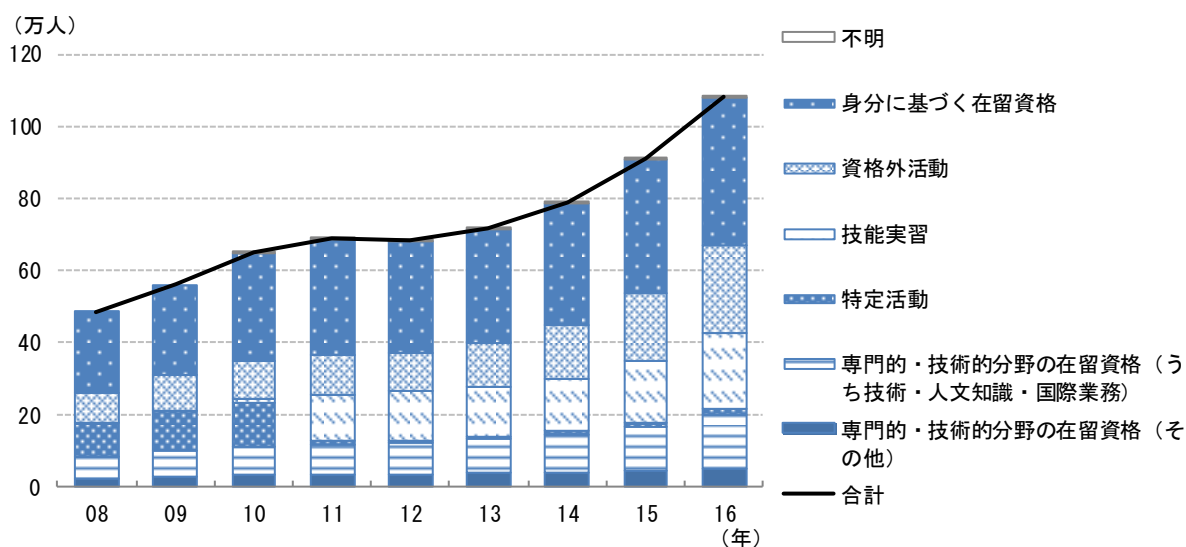
③労働力不足への企業の対応

人口の減少は日本経済に様々なマイナスの影響を及ぼすが、その1つが経済成長率の下押しである。人口減少により労働力が不足すれば、財やサービスを供給する能力に限界が生じる懸念がある。建設業や医療・介護・福祉、小売・飲食業などのサービス産業を中心に、すでに企業の人手不足感は強まっているが、今後も労働力人口の減少傾向が続く中、労働需給のタイト感はさらに強まっていくと予想される。

このような環境下で人手を確保するために、企業は賃上げなどの労働者の待遇改善に取り組むと予想される。2016年には同一労働同一賃金に関する指針が策定されたほか、同年秋ごろからは労働時間に関する法改正議論が活発になるなど、足元では労働条件に関する制度の改革が進んでおり、これらが賃金やその他の労働条件の見直しを後押しすることになるだろう。

また、人手不足の深刻化を背景に外国人の人材を活用しようとする動きが強まっている。2016年10月末には外国人労働者数が108万人（前年比+18万人）に達した（図表5）。このところ、増加は加速しており、今後も国内の労働力人口が減少する中で、在留資格の取得要件緩和などの政策対応も含め、外国人労働者が積極的に登用されるようになっていくと予想する。

図表5. 外国人労働者数の推移（在留資格別）



（注）2010年7月に「技能実習」の在留資格が新設された
それ以前に技能実習生として雇い入れられた労働者は「特定活動」に含まれる
（出所）厚生労働省「外国人雇用状況の届け出状況」

さらに、人手不足に直面する中で業務を円滑に運営していくため、企業が業務の効率化・スリム化、非効率な業務からの撤退や外部へのアウトソーシング、AIを含む情報技術の活用を進めざるを得ない状況に追い詰められる可能性がある。

④高齢化の抱える問題

高齢化の進展も、日本経済に様々な影響をもたらす。団塊世代は2019年に全員が70歳を迎え、さらに2024年には全員が後期高齢者となる(図表6)。また、2031年からは団塊ジュニアが退職年齢(60歳)を迎え、高齢化はますます進展することになる。

図表6. 団塊世代の高齢化が進む

2007年	団塊世代が退職年齢(60歳)を迎える
2012年	団塊世代が65歳を迎える
2017年	団塊世代が70歳を迎える
2019年	団塊世代が全員70歳以上を迎える
2022年	団塊世代が後期高齢者(75歳)になり始める
2024年	団塊世代が全員後期高齢者入り
2031年	団塊世代ジュニアが退職年齢(60歳)を迎える

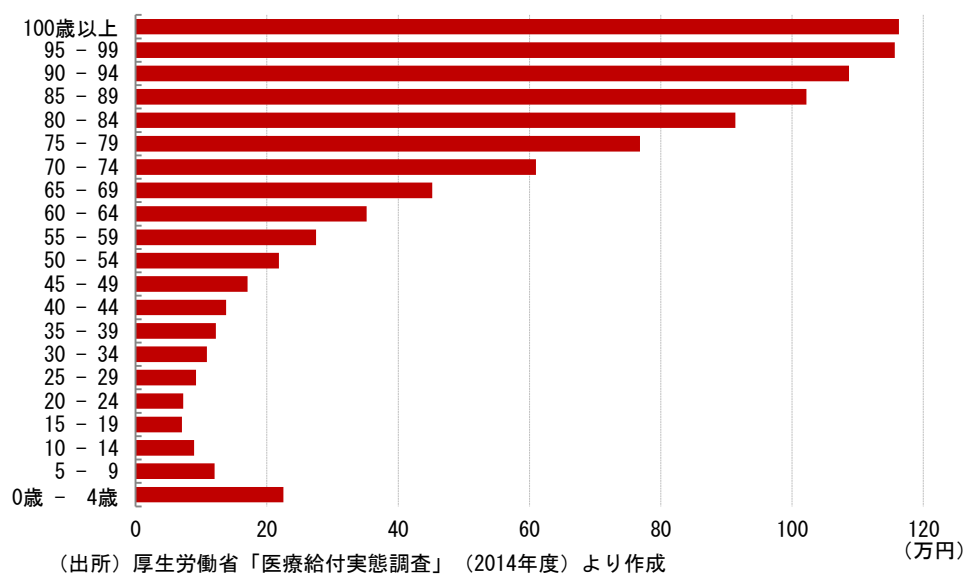
(注) 団塊世代 1947～49年生まれ
団塊ジュニア 1971～74年生まれ

高齢者世代は基本的に貯蓄を取り崩して生活するため、高齢者世帯の貯蓄率はマイナスとなる。貯蓄率がマイナスの世帯の割合が高くなれば、現役世代がいくら貯蓄を増やしても、家計全体の貯蓄率の低下に歯止めをかけることは難しい。家計の貯蓄は金融機関の預金などを通じて、企業部門や政府部門など資金を必要とするところに配分されており、貯蓄率が低下すれば、こうした資金が十分に行き渡らなくなる。そうすると、金利の上昇要因や、投資の抑制につながるリスクが出てくる。さらに、退職後、多くの人は年金が主な収入となり、消費を抑えるようになるため、国内の消費を下押しする要因となる。

高齢化の影響は、社会保障制度にも及ぶ。年金、医療制度については徐々に改革が行われているが、それでも現役世代が高齢者世代の負担を賄っている状況に変わりはない。少子高齢化が進めば、こうした世代間負担の不均衡の状態が悪化することになるため、現在の社会保障制度をどのように維持するかという点が大きな問題になる。また、医療費は、乳幼児を除けば、年齢が上がるほど1人当たりの金額が高くなる(図表7)。このため、高齢化が進むほど医療費は膨張し、社会保障制度の不均衡をより一層強めることになるだろう。さらに、物理的な問題として、医療・介護サービスの担い手や施設が不足することも想定される。

このように、高齢化が進むことで、多くの問題が確実に日本経済の重荷となっていく。

図表 7. 年齢階級別 1 人当たり医療費給付額（医療費計）



（２）減速が見込まれる海外経済の成長率～世界的に高齢化が進展

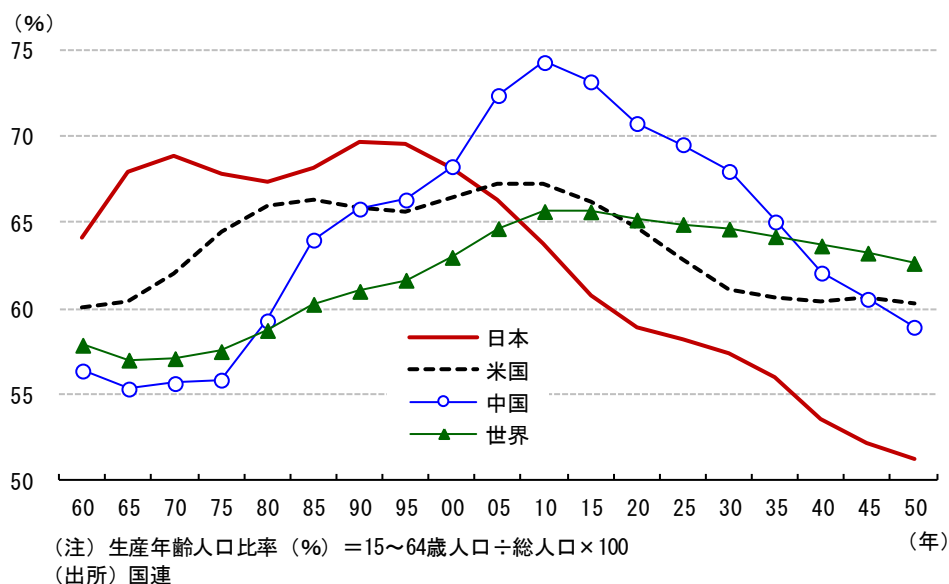
日本経済の中期的な２つめの課題が、世界経済の成長率が中長期的に低下していくと見込まれることである。海外需要の伸びの鈍化は、日本からの輸出にとってマイナス材料となるほか、企業の海外展開の進め方に影響を及ぼす可能性がある。

①世界でも進む高齢化

日本ではすでに、全人口に占める 15～64 歳人口（生産年齢人口）の割合である生産年齢人口比率が 1990 年代前半にピークアウトしている。生産年齢人口は、現役世代として労働の主な担い手となると同時に、消費も活発な世代であり、生産年齢人口比率が低下することは、すなわち国の活力が低下することを意味している。

比率の低下は日本だけで進んでいるわけではない。米国では 2005～2010 年の間にピークをつけ、中国及び全世界でも 2010 年代前半にピークをつけている（図表 8）。世界の人口は増加を続けているが、そうした中でも高齢化が世界的に進みつつあるといえる。

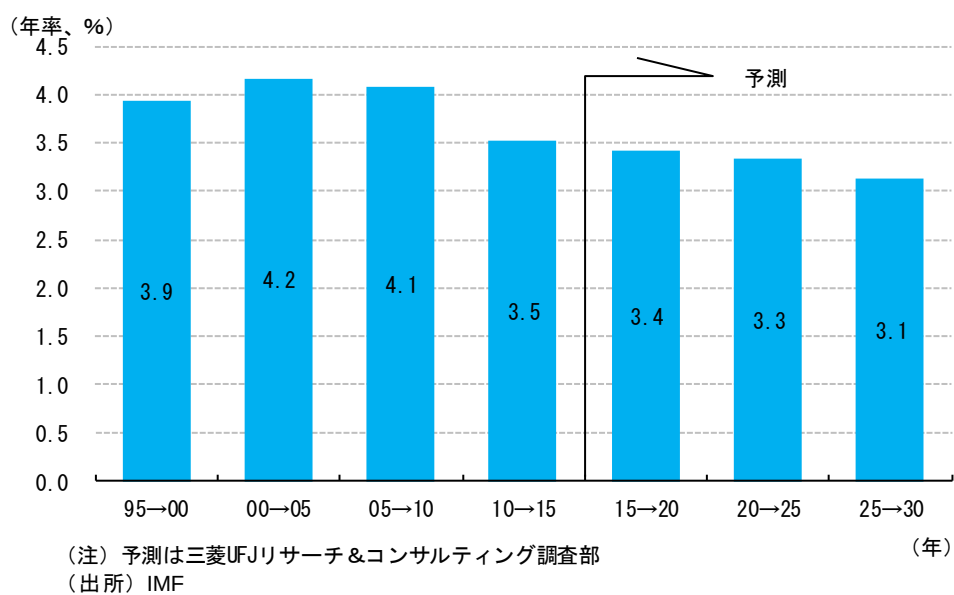
図表 8. 日米中および世界の生産年齢人口比率の推移



②世界経済の成長率は緩やかに鈍化へ

高齢化の進展を背景に、世界経済は中長期的に成長率が鈍化していく公算が高い。まず、先進国の成長率については、足元の景気が持ち直していることもあって、しばらくの間は底堅く推移する可能性が高いものの、いずれは高齢化の進展や、新興国との競争の激化によって、成長率は鈍化していくことが見込まれる。また、各国とも財政状況が厳しい中では、財政面からの景気テコ入れにも限界がある。一方、世界経済の成長のけん引役として期待される新興国においても、いわゆる「中進国の罠」入りする経済が増えると想定されることや、人口の増加ペースが鈍化することなどから、経済成長のすう勢的な減速を余儀なくされよう。

今回の中期見通しでは、前提となる世界の実質 GDP 成長率を 2016～2020 年を平均で +3.4%、2021～2025 年を同 +3.3%、2026～2030 年を同 +3.1% と予測した（図表 9）。緩やかな鈍化ではあるが、輸出競争力が徐々に後退している日本にとっては痛手である。

図表 9. 世界経済の成長率見通し


（３）先送りされる財政健全化と社会保障改革～財政健全化目標の達成は困難

日本経済の中期的な課題の３つめが、財政の悪化の問題である。2016年6月に安倍首相は、世界経済が不透明感を増す中、日本の内需を腰折れさせかねない消費税率の10%への引き上げは延期すべきであると判断し、引き上げ時期を2017年4月から2019年10月に変更することを決定した。消費税率の10%への引き上げ時期の延期は2度目であり、当初の引き上げ時期（2015年10月）からは大幅に延期されることになる。

このように政府は消費税率の引き上げに対して慎重な姿勢であるが、消費税率を10%に引き上げるだけでは政府が目標とする2020年度の基礎的財政収支の黒字化は困難である見込みである。また、少子高齢化の進展により、現在の給付・負担構造を前提とする社会保障制度の維持は今後、ますます難しくなる。社会保障制度改革を先送りすれば、それだけ財政負担が増すだけに、問題の解決が不可能になる前に手を打つ必要がある。

①財政再建の行方

国と地方の基礎的財政収支（プライマリー・バランス）は、2012年度以降改善が続いている。2014年度の消費税率引き上げにともなう消費税込増加の影響が、納税時期の関係により2015年度にも現れたこともあって、2015年度の基礎的財政収支のGDP比は-2.9%（東日本大震災の復旧・復興対策の経費及び財源の金額を除くと-3.0%）となり、赤字のGDP比を2010年度の水準から半減させる（-3.2%）目標を達成できた。

もともと、2016年度は、国の一般会計の税収の見積もりは当初予算比で下方修正されている一方、景気対策の実施により歳出額が当初予算比で拡大したことから、新規国債発行額は4年ぶりに前年比で増加し、基礎的財政収支は悪化する見込みである。

政府は、2020年度の基礎的財政収支の黒字化を目指して、「経済・財政再生計画」（2016～2020年度）の下、「経済・財政一体改革」を実施することとしている。特に、2016～2018年度を集中改革期間と位置付けており、「デフレ脱却・経済再生」、「歳出改革」、「歳入改革」を進めている。2018年度には進捗状況を点検するとしているが、すでに2016年度の基礎的財政収支が悪化する可能性が高くなっており、「経済・財政再生計画」の下での財政健全化は、必ずしも順調にスタートしたとは言えない状況である。

こうした中、「経済再生なくして財政健全化なし」の下、政府は、経済成長率を高めることによって税収を増加させ、財政健全化を図る考えである。もともと、内閣府の「中長期の経済財政に関する試算」（2017年1月）では、歳出について、社会保障歳出は高齢化要因や賃金・物価上昇率等を反映して増加し、それ以外の一般歳出は物価上昇率並みに増加するとの想定の下、今後、名目経済成長率が3%に高まり（経済再生ケース）、2019年10月に消費税率を10%に引き上げても2020年度の基礎的財政収支のGDP比は-1.4%であり、黒字化の達成は困難という結果となっている。

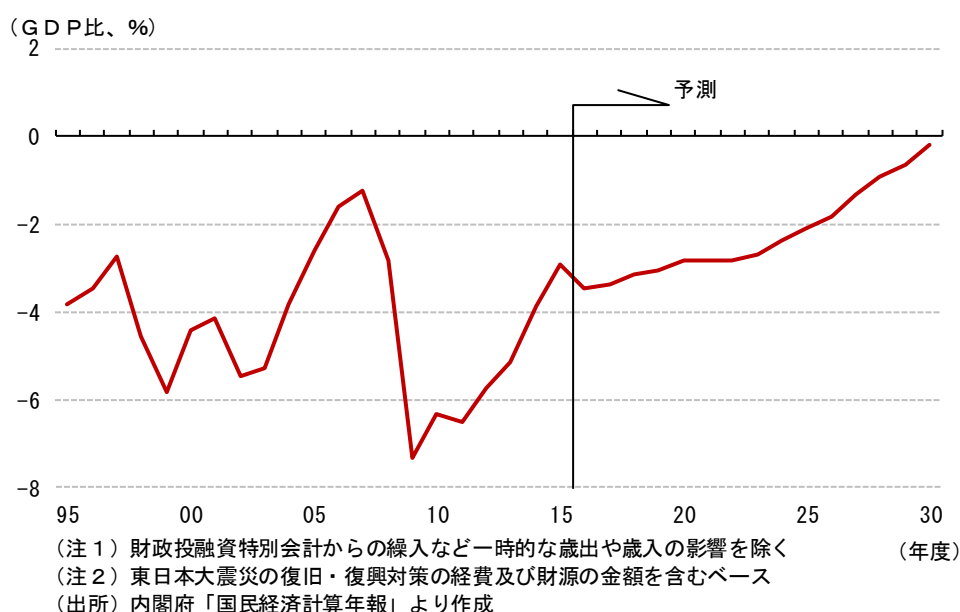
したがって、財政健全化目標の達成に向けて、内閣府の試算には反映されていない「歳出改革」による効果が鍵を握ることになる。「歳出改革」は、「公的サービスの産業化」、「インセンティブ改革」、「公共サービスのイノベーション」といった民間の活力を活かしながら歳出の抑制を目指すものであるが、その効果は必ずしも明確ではないうえに、効果が期待できる場合でもそれが発現するには時間がかかると考えられる。こうしたことから、2020年度の財政健全化目標の達成は困難であろう。

このため、いずれ財政健全化目標を修正せざるを得なくなり、消費税率の追加の引き上げの検討や社会保障制度の見直しの着手に追い込まれることになると考えられる。もともと、できるだけ問題を先送りする政府の姿勢に大きな変化はみられることはなく、議論が開始されるのは、団塊世代が後期高齢者になり始め、社会保障制度の維持に重大な支障が出てくる2022年ごろになるだろう。その結果、2024年度に消費税率が12%に引き上げられるものの、それだけでは十分ではないため、2027年度に15%、2030年度には18%に引き上げられると仮定し

ている。

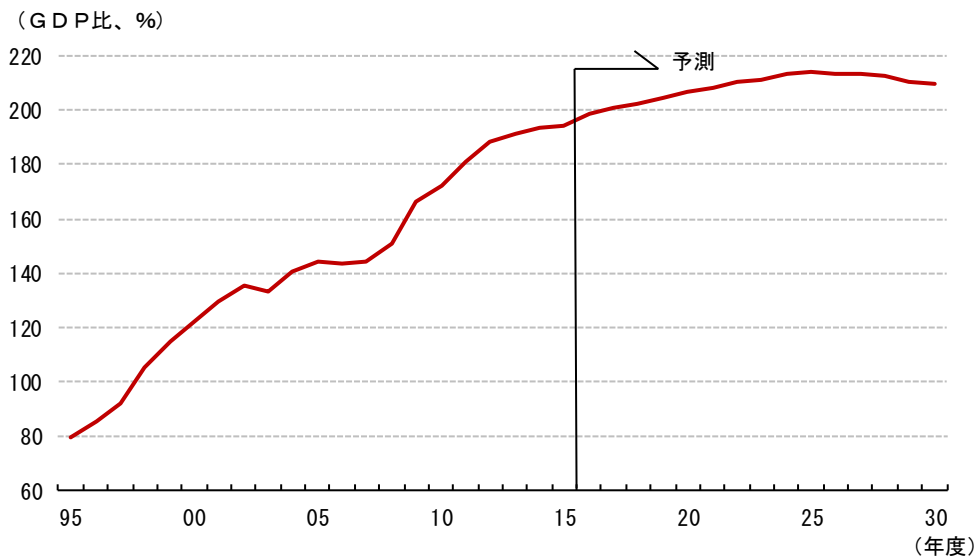
こうした前提の下、国と地方の基礎的財政収支のGDP比は、2030年度には基礎的財政収支はほぼゼロに近付き、財政再建の目途がたってくるであろう（図表10）。もっとも、軽減税率は8%に据え置かれると想定しているため、消費税率引き上げにともなう税収の増加が抑制されることや、歳出は抑制傾向で推移すると想定しているものの、高齢化の進展とともに、社会保障給付費は増加が続くと考えられることから、予測期間内に黒字化させることは難しいだろう。

図表 10. 国と地方の基礎的財政収支



国と地方の長期債務残高のGDP比は、基礎的財政収支の改善を受けて、今後、上昇のペースは緩やかになるが、2025年度には214%程度まで上昇する（図表11）。2026年度以降は、債務残高の増加ペースが名目GDP成長率を下回ってくるため、長期債務残高のGDP比は徐々に低下するが、それでも2030年度で209%程度と高水準が続く見込みである。財政の健全化が進んでいると言える状況では決してなく、2031年度以降も財政再建に向けた取り組みが続けられることになろう。

図表 11. 国と地方の長期債務残高

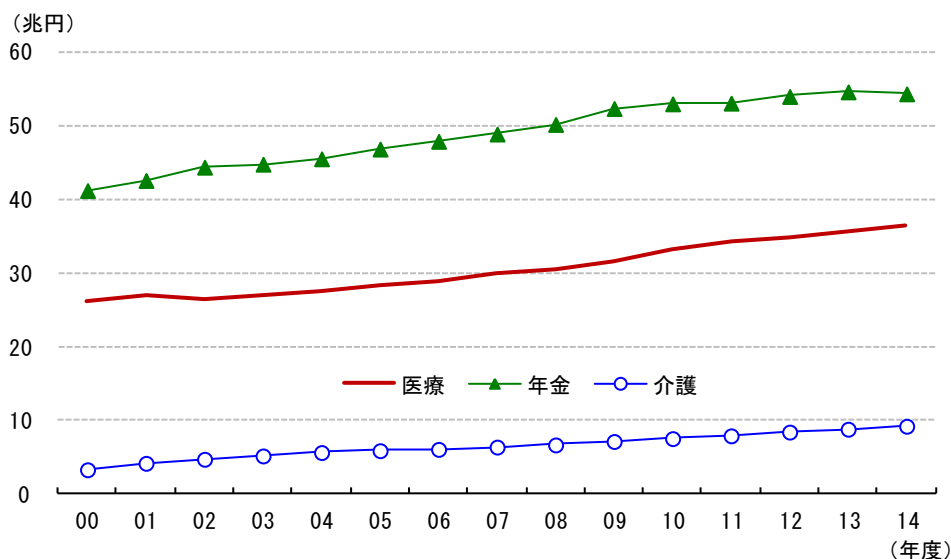


(出所) 内閣府「国民経済計算年報」、財務省「我が国の財政事情」(平成28年12月)から作成

②社会保障制度改革に向けた課題

日本では、高齢化の進展にともない、社会保障給付費が拡大しており、財政赤字拡大の構造的な要因となっている。国立社会保障・人口問題研究所の「社会保障費用統計」によると、2014年度の社会保障給付費は、年金は54.3兆円、医療は36.3兆円、介護は9.2兆円であり、いずれも長期的にみると増加傾向にある(図表12)。今後も高齢化の進展により、医療、介護を中心に社会保障給付は増加が続く見込みである。特に、団塊世代が全員後期高齢者となる2024年以降は給付が一段と増加することが予想される。高齢化の進展を背景とする社会保障給付の増加は避けられないとしても、その増加のペースを抑制すると同時に、その財源をいかにして確保するかが、社会保障制度の持続性の観点からは重要となる。

図表 12. 社会保障給付(年金・医療・介護)の推移

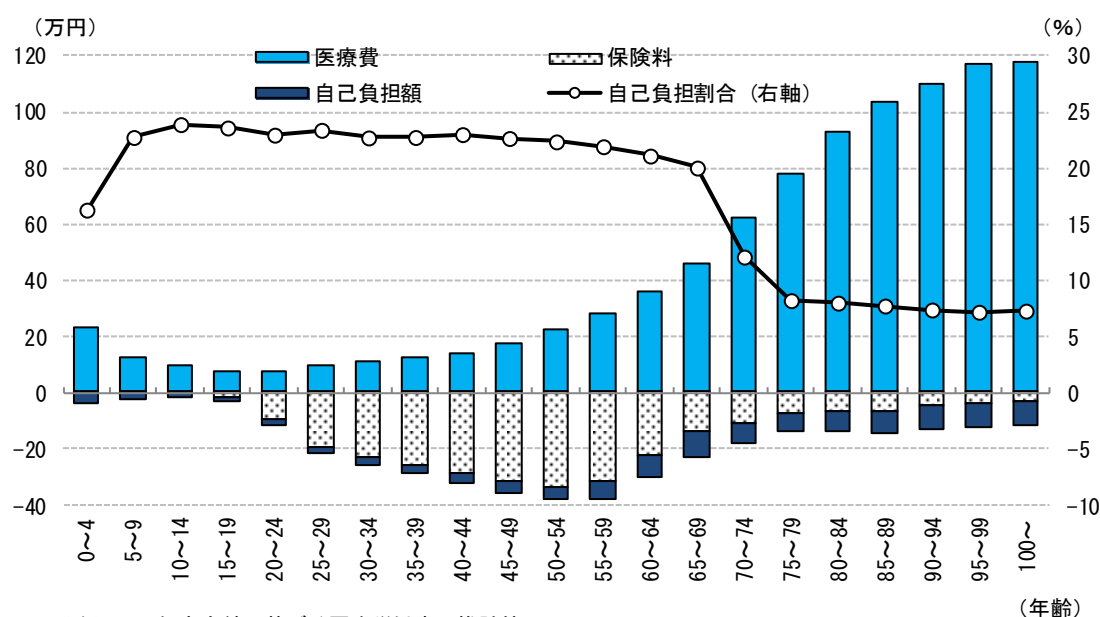


(出所) 国立社会保障・人口問題研究所「社会保障費用統計」

増加が続く社会保障給付の主な財源は、現役世代が負担する保険料である一方、主な受給者は高齢者であることから、社会保障制度は、基本的には世代間の所得移転によって成り立っていると言える。もっとも、給付に必要な財源を保険料収入だけでは賄えないため、公的負担が増加しているのが現状である。

こうした状況を医療について具体的にみてみよう。20歳以上の1人当たりの医療費は、年齢が高くなるにつれて金額が大きくなる傾向がある（図表13）。医療費に対する自己負担割合は現行制度では高齢者は現役世代と比較すると低く抑えられており、医療給付費（＝医療費－自己負担額）は高齢者ほど大きい。

図表13. 1人当たりの医療費、自己負担額、保険料



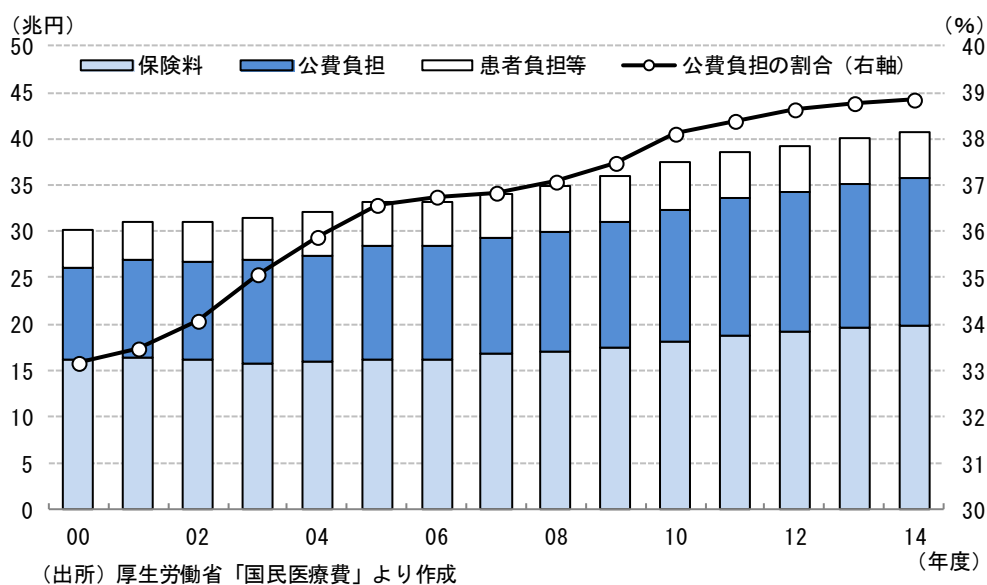
(注) 2014年度実績に基づく厚生労働省の推計値
(出所) 厚生労働省保険局調査課「医療保険に関する基礎資料」より作成

このような1人当たりの給付・負担構造のもと、高齢化の進展を反映して医療費は増加しているが、保険料収入の伸びが追いつかないために公費負担が増している（図表14）。今後、高齢化の進展により、こうした傾向はさらに強まると考えられる。

増加する医療給付の財源を確保するために、保険料率の引き上げが行われており、現役世代を中心に負担が増している。政府は、世代間の公平を図る観点から、2014年4月以降に70歳になる人から、自己負担割合を2割（それ以前に70歳になっている人は1割）とするなど、高齢者における自己負担割合の引き上げを行っている。今後も高齢化が進展する中で、医療保険制度を維持するためには、薬価の見直しなど医療費を抑制する取り組みを行うとともに、負担増加措置が取られることになるだろう。

高齢化が進展する中、世代間の所得移転を前提とする社会保障制度では、給付の削減、負担の増加は不可避である。こうした改革を政府が避けることなく、実施できるかが制度の持続可能性を左右することになるだろう。

図表 14. 国民医療費の費用負担の構造



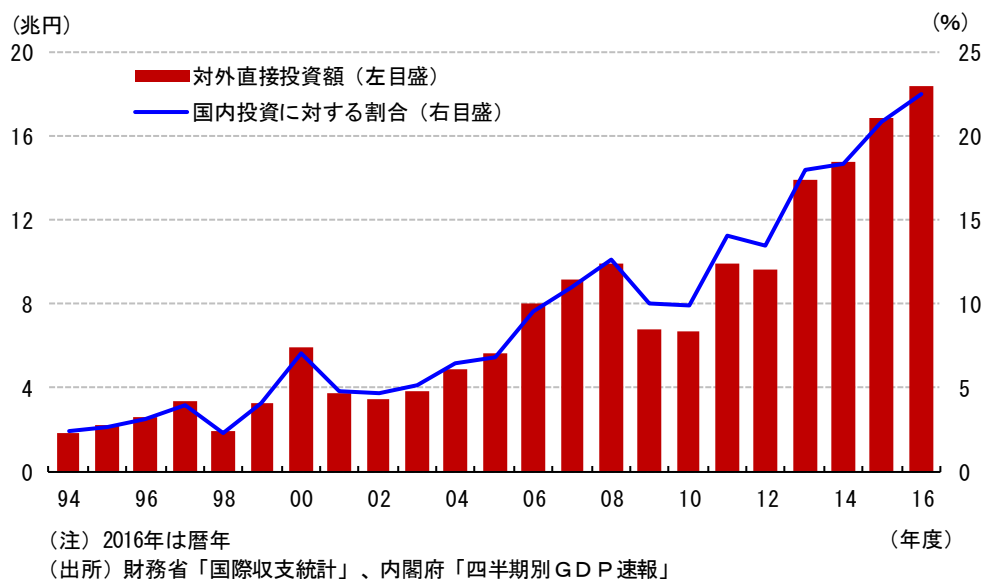
（４）続く対外進出と国内投資の抑制～生産能力の落ち込みが続く

日本経済の中期的な課題の４つめが、企業のグローバル化の裏側で生じる国内産業の空洞化の懸念である。企業のグローバル化の推進とともに、国内の生産拠点の流出が続く、国内の新規投資が抑制されることで、国内の生産や雇用が失われる、いわゆる空洞化が進むリスクもはらんでいる。

①続く企業の対外進出

2012年秋以降、円安が進展し、定着化する中であっても、企業の海外進出の動きは続いている。足元の対外直接投資額は過去最高額を更新中であり、2016年には国内の新規設備投資の22.5%まで拡大している（図表15）。短期間のうちに企業が経営環境の変化に柔軟に対応することは難しいうえ、海外進出の目的が円高回避だけではなく、新興国を中心とした海外需要の取り組みを現地で行う「地産地消」にも広がっていることがその背景にある。人口が減少し、需要の先細りが懸念される国内での投資を抑制し、需要の拡大が期待される海外で投資を増加させることは、業績の拡大を目指すうえで、企業としては当然の戦略ともいえる。円安進行を受けて、一部の製造業で海外生産から国内生産に切り替える動きもみられるが、国内出荷分を割高な輸入から国内生産に変更するための限定的な動きである。生産設備を国内に回帰させる動きは、今後も一部にとどまると予想され、円安が輸出数量を増加させる効果は今後も期待できそうにない。

図表 15. 対外直接投資の推移



1990年代までの企業の海外進出は、円高の影響を回避し、国際競争力を維持するために海外の安い労働力を利用する目的で進められており、主に製造業主導で進められてきた。これに対し、最近では海外市場、中でもアジアを中心とした新興国の需要の取り込みを狙ったものが増えており、金融、通信、小売、物流、外食など非製造業の様々な業種で積極的な動きが見られるようになっている。また、製造業においても、飲食料品業などでは、生産拠点としてではなく、販売市場の獲得を狙ったM&A案件も増加かつ大型化している。

②なぜ国内の設備投資は増えないのか

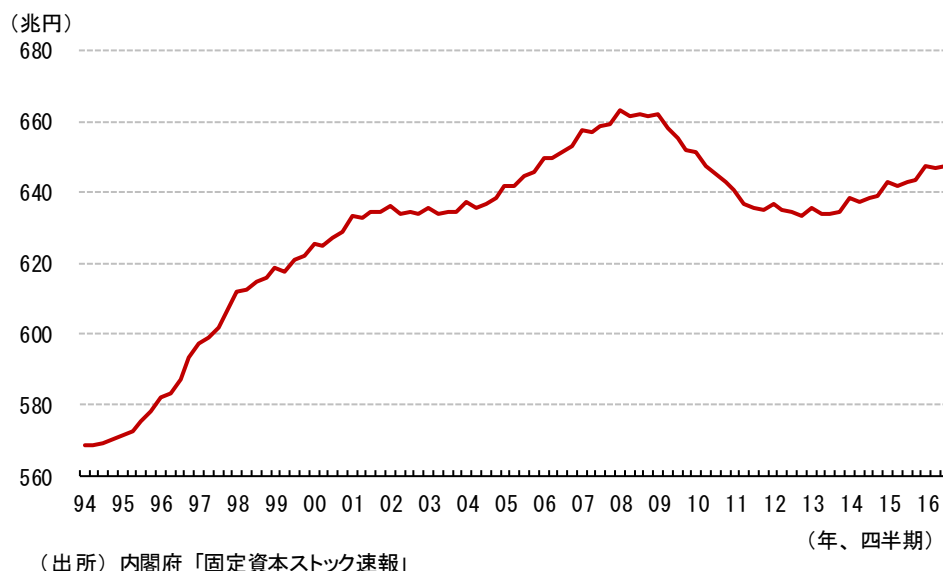
一方、国内の設備投資は抑制されている。企業業績は順調に改善し、2015 年度に続き、2016 年度も過去最高益を更新する可能性が高い。それにもかかわらず、企業は新規投資には慎重なままであり、業績が改善して手元のキャッシュフローが潤沢になっても、設備投資の勢いはなかなか強まってこない。

企業が積極的な設備投資を見送っている背景には、いくつかの構造要因があると考えられる。具体的には、①人口が減少する中で、企業が先行きの国内での需要増加を見通せず、将来的に不稼働設備を抱えることを懸念している（企業の期待成長率が低迷している）、②伸びが見込める海外での需要については、地産地消での対応方針を堅持しており、輸出を再拡大させることまでは考えていない（円安による国内回帰の動きは限定的である）、③大規模な生産設備が必要な装置産業のシェアが低下する一方、設備の規模が小さい介護・医療・福祉など個人向けサービス業のシェアが上昇している（産業構造変化にともなう要因）、④企業の経営方針が、販売量を拡大させてシェアや利益を獲得することから、稼働率を引き上げて無駄なコストを減らすことで利益率を高めることに転換している、⑤一部の業種では、集約化、事業統合や業務提携、施設の共同利用などの進展によって設備の無駄を省き、投資額を抑制している、などが挙げられる。

これらの要因に加えて、今後は国内で十分な労働力を確保できない懸念がある。このため、円安によって海外進出の際のコストが膨らんでいるものの、今後も企業の海外進出の動きは続く可能性が高い。また、再び円高が進行する可能性もあり、一気に円安への対応を進めていくことにもリスクがあり、資産拠点を国内に回帰させることには慎重にならざるを得ないだろう。そのほか、中国などへの一極集中型の投資から他の地域へリスクを分散させる傾向が強まっている、中国など既存の進出先の人件費が高騰したことを受けて、より労働コストの低い地域へ拠点を移転する動きがある、新興国の経済発展にともないインフラや制度が整備され海外進出の障害が減ってきた、といった点も企業の海外展開を促進させる要因である。

少しずつ持ち直しているとはいえ、国内企業の製品を生産する能力やサービスを提供する能力はリーマン・ショック前の水準を依然として下回っている（図表 16）。今後は、大企業、中堅企業だけでなく中小企業にも海外進出の動きは広がって行くとみられ、日本国内は生産の拠点としてよりも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。また、業種別の動きでは、体外直接投資に占める非製造業の比率がさらに高まっていく可能性がある。外需の取り込みを増加させるためにも、国内生産能力の回復の遅れは深刻な問題である。

図表 16. 固定資本ストックの推移（民間企業設備）



第2章 より高い成長を達成するための処方箋

これまで述べてきた日本経済に立ちはだかる課題に対し、いかに対応すべきなのか。ここでは、様々な障害を乗り越え、持続的な景気拡大を達成するために必要と考えられる方策について考えた。

(1) 求められる生産性の向上～労働投入量の減少を補う

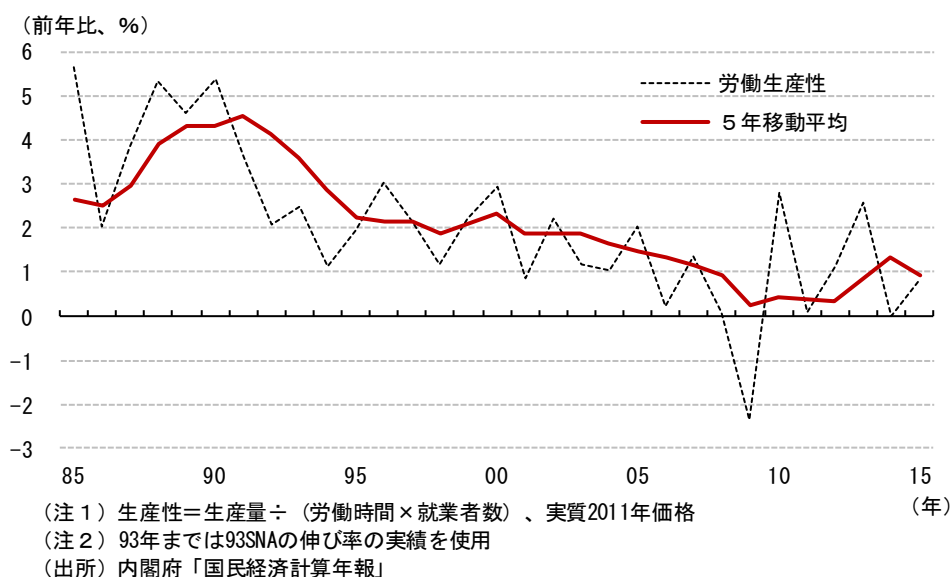
人口減少を背景とした供給能力の限界や需要の縮小に対して最も効果的な対応策は、再び人口を増加させることである。少子化に歯止めをかけ、出生率を上昇させるための政策は、これまでも数多く打ち出されてきており、安倍政権の下でも積極的に進めていく方針が示されている。しかし、これまでのところ十分な成果はあがっておらず、また、今後も短期間のうちに解決できる問題ではない。

加えて、供給能力を引き上げるために、女性や高齢者を中心に労働参加率を高めていく政策も進められている。労働に従事していなかった人たちが働くことで、労働力の不足を補おうとするものである。しかし、女性や高齢者を有効に活用しようとする企業の姿勢が強まっていることもあり、足元である程度の効果を発揮しつつあるが、それでも労働力人口の減少を十分に補うことは難しい。労働力人口は、2018年度以降は減少傾向に転じると見込まれ、労働需給のタイト感は今後さらに強まっていくと予想される。労働力不足を補うため、海外からの高度人材の受け入れを増やす政策を進めつつあるほか、将来的には移民の受け入れを検討すべきとの意見もあるが、現時点では現実的ではない。

こうした中でも経済を拡大させようとするのであれば、あとは一人当たりの生産能力を高めるしか方法はない。付加価値額（すなわちGDP）は、労働投入量（＝労働者数×1人当たり労働時間）×労働生産性で定義されるが、労働者の数が減少し、労働時間の延長にも限界がある以上、より多くの付加価値を獲得するためには、企業が生産性を高めることが必要である。

供給能力の限界への対応として生産性を向上させることの必要性は、これまでも主張されてきた意見である。現在の安倍政権の下でも、イノベーションの促進のための取り組みが行われている。しかし、日本の労働生産性はバブル崩壊後に急低下した後、伸び率は低迷したままであり、最近やや持ち直してきたとはいえ1%程度の伸びにとどまっている（図表17）。こうした状態にある生産性を高めることは可能なのだろうか。

図表 17. 労働生産性の推移



生産性を向上させるためには、主な手段として次に述べる3つが挙げられる。

ひとつは短時間で多くの数量を生み出すよう生産の効率を高めることである。そのためには、高性能の設備の投入や情報化投資の拡大といった資本投入の積極化、事業の選択と集中、業務の効率化・スリム化を進めることで解決すべき問題である。もうひとつが1単位当たりの生産量の付加価値を高めることである。これには、より品質の高い製品やサービスへのシフトと、それを可能にするための研究開発投資の拡大や能力の高い人材の育成・確保が必要とされる。そして3つめが、より生産性の高い産業の比率を高め、生産性の低い産業の比率を低下させるという、産業構造を大胆に変化させることによる手段である。

今後10年間、日本経済が拡大を続けるためには、これらの手段すべてを着実に進めて行く必要がある。

（２）いかにして民間活力を最大限に発揮させるのか～企業の将来不安の払拭が必要

①活かされていない企業の余剰資金

生産性を向上させるために必要な設備投資、研究開発投資、人材育成・人的資本の確保などには、かなりのコストが必要となるが、企業の手元資金はかなり潤沢となっており、そのための原資は十分にある。また、低金利の長期化もあって、資金の調達環境は良好である。

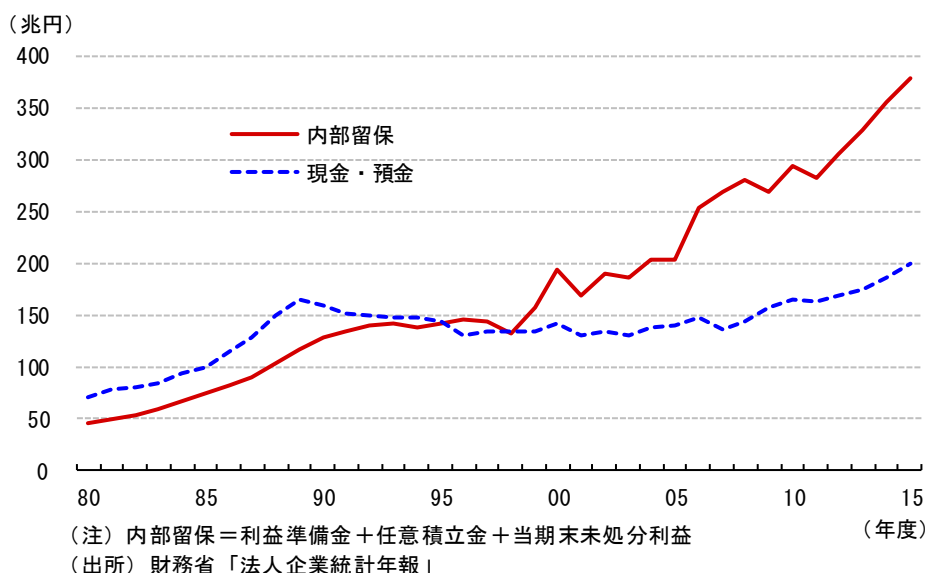
しかし、企業は、積極的な設備投資にはなかなか踏み切れないでいる。すでに指摘したように、将来不安を抱えた状態では投資マインドが高まってこないためである。

また、人手不足感が強まっている状況下にあっても、賃金を大幅に引き上げてまで雇用を増加させることには踏み切れないでいる。賃金の上昇を販売価格に転嫁する自信がないことに加え、設備投資と同様に、将来的に過剰雇用が発生して業績を圧迫することを懸念しているためである。このため、人手不足感が強まって、そのままの状態を維持し、利益の獲得チャンスを放棄するか、一時的に非正規社員を増やすことで対応しようとしている。

このように、将来に対する弱気な姿勢から、利益が増えても企業はそれを積極的に使おうとはしておらず、カネ余りの状態が続いている。企業の内部留保額は、2015年度時点で、すでに400兆円近くまで積み上がっており、これは総資産の約4分の1にあたる（図表18）。膨らんだ内部留保は、企業のバランスシート上では有形固定資産などに充当されており、決して無駄に貯め込まれているものではないが、預金・現金は2015年度時点で過去最高額の200兆円に達しており、使い道のないまま放置されているカネが増えていることも確かである。

こうした企業のカネ余り状態は当面は維持される見込みである。今後、法人実効税率の引き下げが進められ、利益を獲得できている企業の手元資金はさらに膨れると考えられるが、その有効な使い道については未だみえてこない。

図表 18. 企業の内部留保の推移



②企業の期待成長率を高めることが必要

今後の低成長を回避するためには、企業が前向きな姿勢で余剰資金を有効活用することに踏み切れるかどうか重要なポイントとなってくる。抱え込んだ手元資金を有効に活用することができれば、生産性の向上、技術革新の促進、新産業の育成などによって供給能力の拡大も可能となり、人件費が増加すれば家計の購買力も高まっ

て、懸念している国内需要の先細りの抑制要因となるはずである。

これからの政策に求められるのは、民間の活力を引き出していくことであり、そのためには、企業の期待成長率を引き上げ、手元資金を前向きに使う気にさせることが必要である。将来に自信が持てないために設備や人材に投資しないのであれば、将来の不安要素を排除し、自信を持てるような環境を整える必要がある。

企業の期待成長率を引き上げるための具体策とは、少子高齢化や社会保障問題などの課題を先送りするのではなく、それに積極的に対応していくことである。もちろん、企業の資金が有効活用されるためには、政府の資金不足幅が縮小し、クラウドディング・アウトのリスクが後退することも必要である。財政破綻に陥るリスクのある国で、企業が投資に積極的になれるはずがない。

さらに、こうした政府の対応は、家計にとっても将来不安の払拭につながり、増加した所得を貯蓄ではなく、消費に回す要因になると期待される。

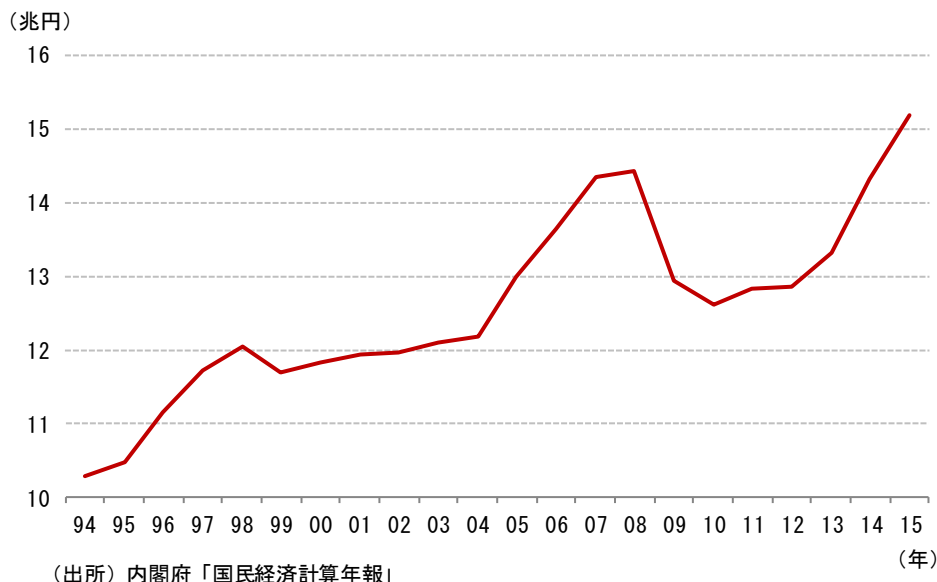
③持ち直しつつある研究開発投資

もともと、将来を見据えた戦略的な動きもみられており、企業は必ずしも政策頼みでいるわけでもない。企業は生産・営業設備の増加には消極的であるものの、研究開発の推進には積極的に取り組んでおり、研究開発投資は足元で過去最高額を更新している（図表 19）。研究開発投資の推移をみると、リーマン・ショック後に一時的に減少したものの、その後は業績の改善とともに持ち直しており、設備投資に対する比率では約 2 割の大きさにまで拡大し、逆に設備投資の主力である機械・設備は趨勢的にシェアを落としている（図表 20）。1 単位当たりの生産量の付加価値を高めるためには、より高度な製品やサービスの生産・提供が不可欠であり、現在の戦略的な研究開発の推進は、いずれ画期的な製品・サービスの開発、技術革新の推進、新産業の創造などの成果につながると期待される。

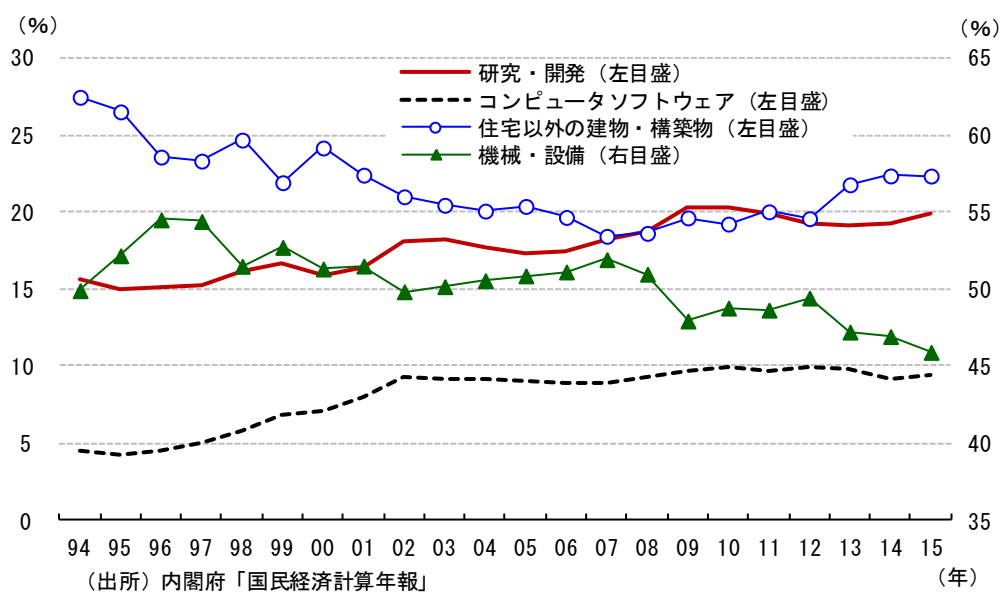
もともと、その内訳をみると、業種別では自動車、情報通信機械、医薬品などに、企業規模別では大企業に集中しており、裾野の広がりには欠けている。必ずしも成果に結び付くとは限らない研究開発に資金を振り向けるためには、業績に余裕がある企業に偏ってしまうためである。

今後は、研究成果が国際競争力の強化、経済活性化、企業業績向上に着実に結び付くよう、産学連携強化や財政的な支援の継続などの政策推進が求められる。

図表 19. 企業の研究開発費の推移（名目、民間非金融法人）



図表 20. 研究・開発費の内訳推移（名目、民間非金融法人）



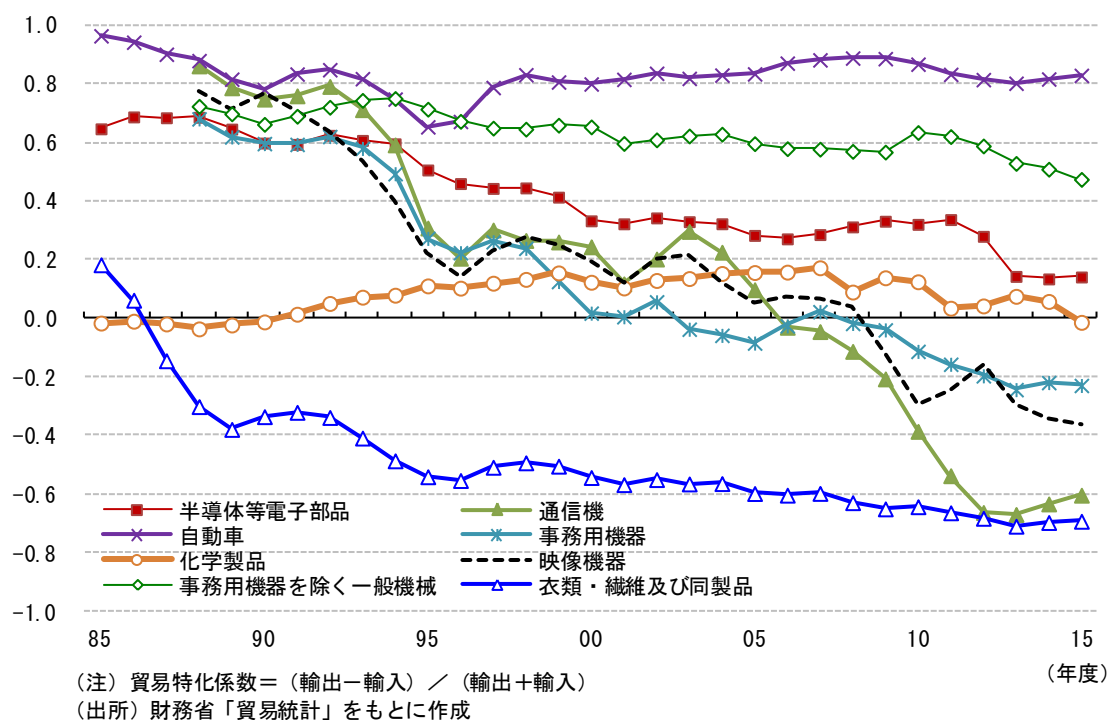
（３）求められる輸出の高付加価値化～望まれる貿易自由化の推進

①低下傾向にある輸出競争力

人口の減少が内需の減少要因となっていくと予想される中で、成長の原動力として期待されるのが輸出である。国内で需要が伸び悩むのであれば、海外の需要を取り込むしかない。

しかし、すでに競争力を失いかけている製品があることや、生産拠点を海外への移転が進んでいる製品があることから、予測期間において現状の輸出産業・輸出品がそのまま温存されることは難しい。輸出競争力を示す貿易特化係数（１に近いほど輸出競争力が強く、－１に近いほど弱い）をみると、自動車の競争力は依然として高いものの、それ以外の財では徐々に低下している（図表 21）。中でも、パソコンなどの事務用機器、テレビなどの映像機器、携帯電話端末などの通信機といった製品の落ち込みが顕著であり、近年では半導体等電子部品も低下傾向にある。

図表 21. 貿易特化係数の推移



こうした厳しい状況の中で、輸出産業が生き残っていくためには、輸出の中身をより高度化して非価格競争力を高め、付加価値を拡大化させていかなければならない。これまでも高度化、高付加価値化は進められてきたが、そうした動きをさらに加速させていく必要がある。

同時に、日本企業でしか作れないもの、他国の企業に先駆けて開発された新製品などを継続的に生み出していくことも必要である。そうすることで、企業の海外進出による産業の空洞化問題を解決することにもつながっていく。

②貿易自由化の推進

輸出産業の生き残りのための有効な手段として期待されるのが、貿易の自由化の推進である。政府は、成長戦略の一環として、貿易自由化の推進を掲げており、F T Aカバー率（F T A締結国との貿易が貿易総額に占める

割合)を2018年までに70%を引き上げることを目指している(2016年のFTAカバー率は約23%)。

その重要な柱の一つに位置付けられていたTPP(環太平洋パートナーシップ)については、日本は発効に向けた国内手続きを終了したものの、米国ではトランプ大統領がTPPからの離脱を決定した。TPPは、実質的には米国と日本が発効に向けた国内手続きを終えることが必要であるため、発効の見通しが立たない状況となっている。

また、財貿易に関しては、「スロー・トレード」といわれるように、近年は世界の貿易量が伸び悩んでいるうえに、トランプ大統領は「米国第一主義」を掲げ、保護主義的な政策を打ち出す姿勢を示している。財貿易に関しては今後も引き続き伸び悩む可能性がある。

こうした中、日本の貿易を活性化させるものとして期待されるのが、現在交渉が行われているRCEP(東アジア地域包括的経済連携)と日EU・EPAである。RCEPは、ASEAN10か国に、日本、中国、韓国、オーストラリア、ニュージーランド、インドが参加して交渉が行われているが、インドやASEANの中の経済発展が遅れている国が参加していることから、TPPのような高い水準での貿易自由化の実現は難しいとみられている。貿易自由化の水準が低いものにとどまれば、それだけ得られる効果も小さくなるだけに、日本としては、なるべく高い水準での貿易自由化の早期実現を目指して、リーダーシップを発揮することが必要である。

また、日EU・EPAは、2017年中の大筋合意を目指しているが、日本がこれまでに締結したEPAの相手国は新興国が中心であり、経済規模の大きな先進国とのEPAという点でも日EU・EPAがもつ意味は大きいだけに、早期の大筋合意に向けて交渉を加速させる必要がある。

貿易自由化は輸出、輸入の両面において影響を与える。日本の国際競争上の強みは、基本的には品質であるということを考慮すれば、貿易自由化を通じて、日本では輸出製品の高付加価値化が進む一方、付加価値の低い輸出品が淘汰される可能性がある。同時に、安価で質の上でも遜色ない海外製品の輸入が増加することが予想される。このため、輸出できる製品を作り続けるためにも、思い切った選択と集中を行っていく必要があり、それが供給制約のリスクを抱える中で輸出企業が生き残っていくために求められる方策である。この過程で特定の輸出品からの完全撤退や、中間財の輸入品への切り替えが進むものと考えられる。必要とする品質を満たした安価な輸入品を中間財として用いることは、コスト抑制を通じて輸出財の競争力の強化につながりうる。また、輸出を増やしていくためには、TPPの交渉過程でも議論されたように、農産品の関税の引き下げなど、ある程度の譲歩を強いられると見込まれる。国全体として見た場合に、輸入の増加をマイナス要因と捉えるのではなく、競争力の強化といったプラスの側面もあると捉えるべきだろう。

このように、貿易自由化の下で輸出振興と輸入特化の動きが鮮明となると予想され、輸出依存度と輸入浸透度が同時に上昇していくことになるであろう。

（４）インバウンド需要の取り込み～東京オリンピックの開催をばねに

近年、訪日外国人の数は増加傾向にあり、2016年には2404万人と過去最高を更新した。観光庁によるビジット・ジャパン・キャンペーン（訪日プロモーション活動）やビザ発給要件の緩和など各種施策が実を結んだ結果といえるだろう。2016年の訪日外国人消費（インバウンド消費）は、為替円高の進展や、中国の輸入関税引き上げなどの影響で伸びは鈍化したものの、金額は3.7兆円（名目GDPベース）と、こちらも過去最高となった。

想定していた以上のペースで訪日外国人旅行者が増えたことを受け、2016年3月、政府は訪日外国人数の目標を「2020年に4000万人、2030年に6000万人」に引き上げた。しかし、今後も外国からの旅行者数を増やしていくために、解決すべき課題も多くある。問題のひとつは空港のキャパシティ（収容能力・処理能力）である。目標達成を可能にするためには現在の発着枠では足りず、設備の増強や運営の効率化などによって発着枠を拡大する必要がある。さらにホテル不足も深刻で、東京や大阪、京都などを中心にホテルの稼働率が80～90%まで上昇している。新たなホテルの建設が進んだことや、民泊利用者が増えたこともあり、足元の稼働率は一時と比べればわずかに低下しているが、引き続き、空きがほとんどない状況にある。

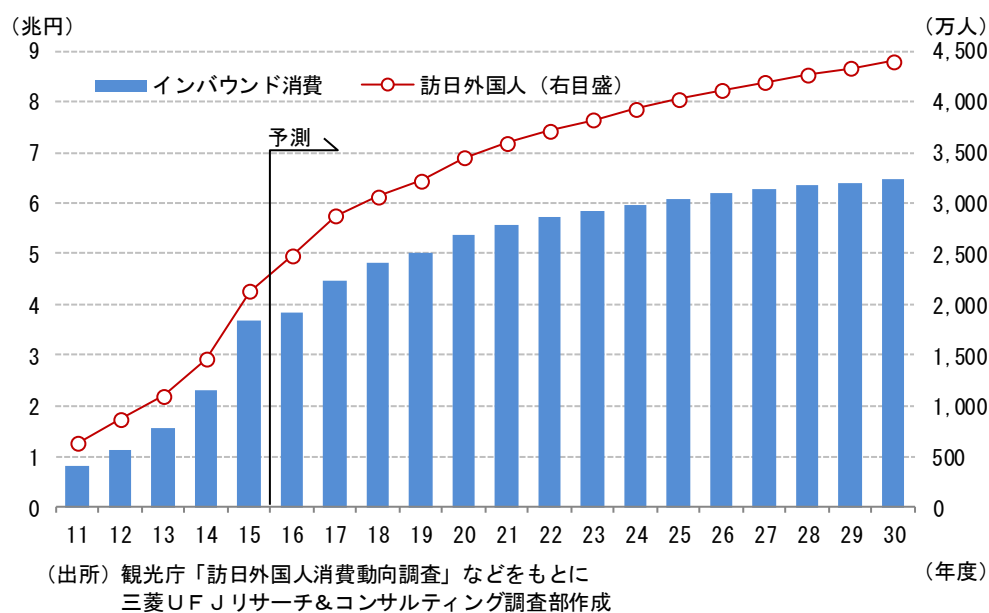
また、国際関係の悪化や為替相場の変動などもリスク要因である。現在、日本を訪れる外国人はアジアからの旅行者が多く、2016年の訪日外国人のうち約65%は、中国・韓国・台湾の近隣3国からの旅行者である。このため、例えば過去に尖閣問題で中国からの旅行者が激減したように、今後、一時的にでもアジア諸国との関係が悪化することがあれば、訪日外国人数は一気に下振れる可能性がある。また、円高が進むと日本旅行の割高感が強まる。そのため、旅行先として選ばれなくなったり、円建てでの予算が目減りして訪日外国人消費（インバウンド消費）が下振れる可能性が高くなる。

政府はこれらの問題に対応するため、羽田空港の発着枠拡大や民泊の法整備に乗り出すなど、課題解決に向けた努力を重ねている。また、世界経済の成長が続く中、世界全体で見た海外旅行の市場は拡大を続けると見込まれる。こうした状況を踏まえると、今後も訪日外国人数は緩やかな増加傾向で推移すると予想される。

今後の観光政策の中で重要な年となるのが、東京オリンピックが開催される2020年である。オリンピック開催は日本の魅力を海外にアピールする絶好の機会であり、この機会をうまく活用し、受け入れ体制を整備・強化していけば、政府が掲げた訪日外国人数の新たな目標を早期に達成することも十分に可能だろう。また、オリンピック開催後も、日本を旅行先として魅力ある国にするよう努力を続け、観光を日本の一大産業とすることができれば、その後の日本経済にとってもプラスとなることは間違いない。その場合、インバウンド消費は、2016年度の3.8兆円（推計）から順調に増加し、2030年度には6.0兆円まで増加する見通しであり、景気の下支え要因として効き続けよう（図表22）。

もともと、政府が掲げるインバウンド消費額の目標は、「2020年に8兆円、2030年に15兆円」と、本稿での推計と比べると高めの設定となっている。日本における観光産業確立のためには、この程度高い目標を掲げることは必要であろう。しかし、目標達成のためには、訪れる人が魅力を感じ、消費の増加につながるようなコンテンツの用意や、過ごしやすく、また来たいと思えるような環境の整備を早急に進める必要があるだろう。

図表 22. 訪日外国人数とインバウンド消費額の見通し



第3章 中期見通しの概要

(1) 潜在成長率の予想

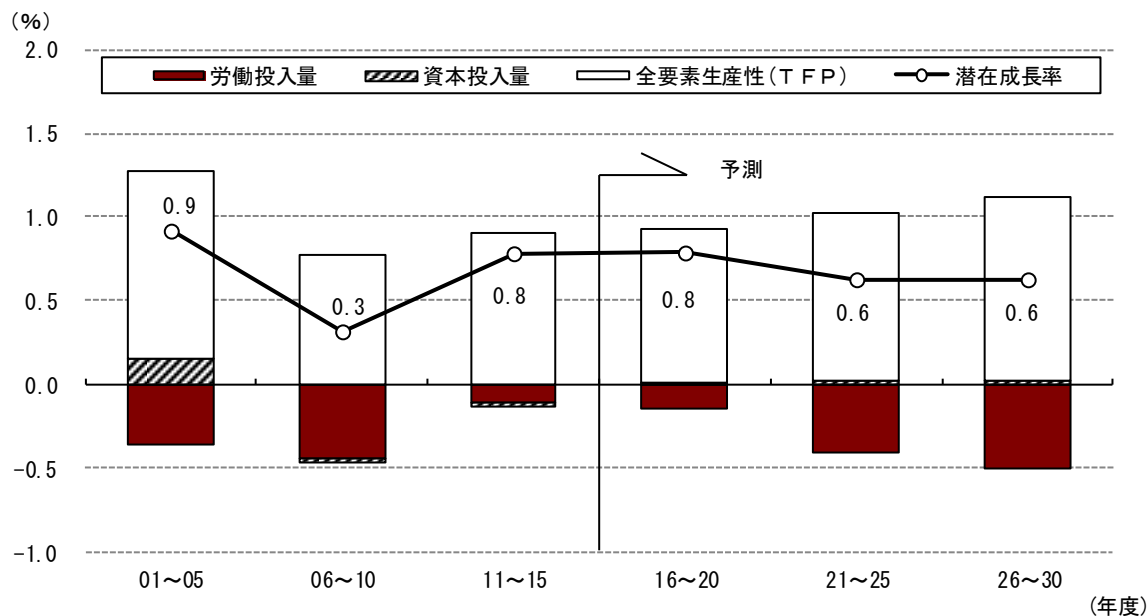
予測期間中における潜在成長率は、2010年代前半（2011～2015年度）の+0.8%程度に対し、2010年代後半（2016～2020年度）を+0.8%程度、2020年代前半（2021～2025年度）を+0.6%程度、2020年代後半（2026～2030年度）を+0.6%程度と予想している（図表23）。潜在成長率は2020年代にやや低下することになるだろう。

労働力の寄与は、足元では労働参加率の上昇などからマイナス幅が縮小したものの、2020年度以降は人口減少の影響を受けてマイナス幅が再び拡大していくと考えられる。女性や高齢者の労働参加が進むものの、労働力人口の減少は避けられないだろう。また、非正規労働者が労働者全体に占める割合の上昇や長時間労働を回避する社会的な傾向を反映して、今後も1人当たりの労働時間は減少が続くと見込まれる。こうしたことから、マンアワーベースでみた労働投入量は減少が続く。

資本の寄与は、概ねゼロ近傍で推移するだろう。企業は設備の更新投資を行うほか、人手不足を補うための設備投資や研究開発投資などについては増加させるものの、減価償却を上回って設備投資を積極的に拡大させるには至らない見込みである。

技術進歩などを表す全要素生産性（TFP）は、人手不足を背景に、生産性向上に向けた取り組みが民間企業を中心として行われるため、上昇ペースは緩やかに上昇し、潜在成長率の落ち込みに歯止めをかける要因となるとみている。

図表23. 潜在成長率の推移



(注) 内閣府「日本経済2011～2012」、「今週の指標 No.1159」など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」、「固定資本ストック速報」、
 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」から推計

（２）2020 年度までの経済の動き～東京五輪開催を控えて景気の持ち直しが続く

まず、予測期間の前段部分である 2020 年度までの経済の動きについて説明していく。

2016 年度～2020 年度の日本経済は、2019 年 10 月に消費税率が 10%に引き上げられることで一時的に景気が悪化する可能性があるものの、2020 年 7 月の東京オリンピック開催を控えた需要の盛り上がりやインバウンド需要による押し上げなどにより、均してみると潜在成長率をやや上回る比較的堅調なペースで景気が拡大する見込みである。この間、世界経済の回復が続くことも、日本経済にとってプラスに寄与するであろう。

①東京五輪開催を控え、景気の緩やかな持ち直しが続く

2016～2020 年度は、均してみると緩やかな景気の持ち直しが続く見込みである。2019 年 10 月に予定されている消費税率引き上げの影響により、耐久財消費や住宅を中心として 2019 年度前半に駆け込み需要が、後半に反動減が発生するが、軽減税率が導入されること、前回と比べて税率の引き上げ幅が小幅であること、さらに、前回の教訓を生かして、企業が在庫の積み上がりを極力回避すると考えられることから、駆け込み需要、反動減とも規模は小さくなると予想される。また、翌年度に東京オリンピック開催を控えた期待感の高まりや、その関連需要が徐々に高まってくると考えられ、景気が後退局面に入ることは回避できるであろう。

2016～2020 年度において、成長率の押し上げに貢献するのが、第一に、個人消費である。労働力人口が 2018 年度ごろから減少に転じることや、雇用のミスマッチの継続という構造的な要因などから、労働需給はタイトな状態が続くと予想され、失業率が低位で安定し、有効求人倍率が高水準で推移するなど、良好な雇用情勢が維持される見込みである。中でも、オリンピックに向けての建設需要がピークを迎える 2018～2019 年度には人手不足感が急速に高まる可能性がある。企業が固定費の増加を警戒し、積極的に賃金を引き上げてまで新規雇用を増やすことに慎重な姿勢を崩されないことや、女性や高齢者の労働参加が進むため、非正規雇用者の割合の上昇が続くことから、1 人当たりの賃金の上昇ペースは緩やかにとどまろうが、それでも着実に上昇すると見込まれる。

賃金の増加が続くことで、消費者のマインドも良好な状態が維持されと考えられる。このため、個人消費は概ね底堅さを維持するであろう。特に東京オリンピックの開催時に向けては、消費者のマインドが高まりやすく、個人消費が景気を牽引することになる。

第二に、企業の設備投資の増加が続くと期待される。2012 年秋以降の円安により、海外での現地生産を国内に切り替える動きが一部にみられるものの、こうした国内回帰の動きが本格化することは難しい。海外市場の需要は、現地での生産やサービスの提供で取り込んでいくという企業の基本的な姿勢が変化することはなく、対外直接投資を増やしていく計画は維持されるであろう。それでも、利益の拡大を背景に手元キャッシュフローが潤沢な状態が続くことから、設備投資の余力は十分である。このため、研究開発投資を中心に、維持・更新投資、人手不足を補うための効率化投資、情報化投資なども増加が見込まれ、設備投資の底堅さは維持されよう。

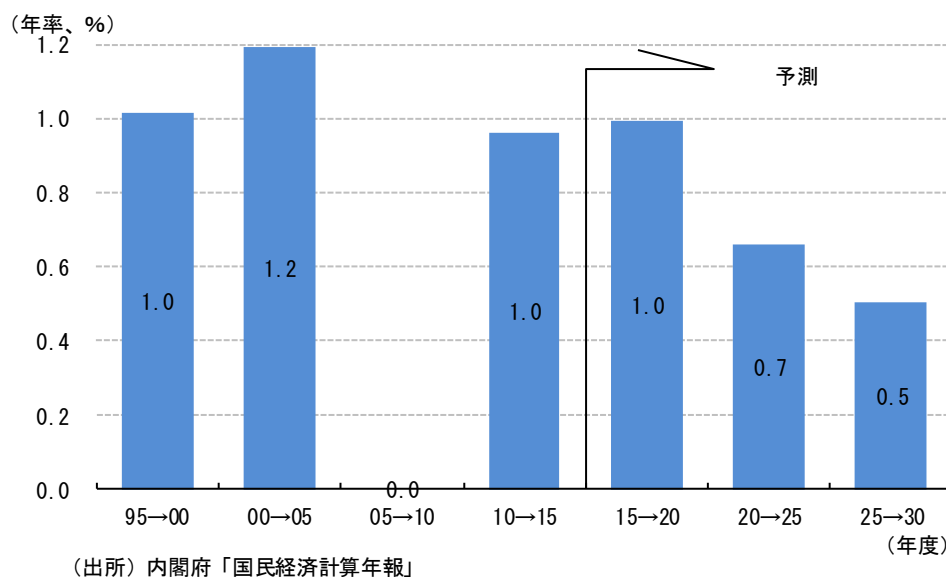
第三に、輸出が緩やかに持ち直していくと予想される。生産拠点の海外移転が進んでいるため、国内での生産能力に限界があり、大きな伸びは期待できないが、それでも海外景気の回復を背景に比較的底堅い伸びを維持できるであろう。さらに、外国人旅行客の国内での消費はサービスの輸出に計上されるが、東京オリンピックまでは順調な増加が続くと期待され、輸出の押し上げに寄与すると期待される。

そして第四に、東京オリンピックの開催を控えて、関連施設の建設やインフラ投資といった公共投資に加え、民間部門での不動産投資、観光関連投資が活発化すると期待される。こうした投資は、2018 年度から 2019 年度にかけてピークを迎えると予想され、労働需給が人手不足がさらに逼迫する可能性がある。

②2016～2020 年度の経済の姿～潜在成長率をやや上回る

具体的な成長率の数字を述べると、実質GDP成長率の平均値は、2010年代前半（2011～2015年度）の+1.0%に対し、後半（2016～2020年度）は+1.0%と、同程度の伸びを維持する見込みである（図表24）。もっとも、潜在成長率（+0.8%程度）をやや下回る程度の成長であり、消費税率引き上げや資源価格上昇の影響を受けても、物価上昇圧力はあまり高まらないであろう。

図表 24. 実質GDP成長率の予測（5年平均）



年度別では、2017～2018年度に1%程度での成長が続いた後、2019年度には消費税率引き上げの影響で前年比+0.8%に鈍化する見込みである。しかし、先述した通り、増税幅が小幅であることや、オリンピックを控えた需要の盛り上がりから、落ち込みは一時的なものにとどまり、景気後退期に陥ることはない。

2020年度は、7月の東京オリンピック開催までは、消費者マインドの向上や外国人観光客の増加によって一時的に景気が押し上げられるが、その後は反動減が出ることから、景気が一時的に悪化する可能性があり、年度を通じた成長率は前年比+0.6%と低い伸びにとどまる見通しである。

需要項目の内訳をみていくと、人口の減少が続くというマイナス要因はあるが、雇用情勢が良好な状態を維持し、賃金も緩やかに増加するため、実質個人消費は2010年代前半の平均+0.6%に対し、後半も同+0.5%と底堅さは維持できる見込みである。さらに、東京オリンピックを控えて消費者マインドが一時的に高まると見込まれることも、個人消費を押し上げる要因となろう。

住宅投資は、消費税率引き上げ前の駆け込み需要とその反動減といった振れはあるものの、世帯数の伸びが低下する中で、基本的には減少基調で推移すると見込まれる。

設備投資については、国内需要の先細りが懸念される中、企業の慎重な姿勢を反映して能力増強投資が必要最低限のものに抑制されること、生産設備の国内回帰の流れが本格化することは難しいことから力強さに欠けるであろう。しかし、研究開発投資については増加基調が維持されるうえ、維持・更新投資、人手不足を補うための投資などは増加すると期待される。このため、2010年代前半の平均+3.3%から、後半には同+2.2%と上昇率は鈍化するものの、底堅さは維持するであろう。

政府消費は、高齢化の進展にともなう医療費の増加などから、予測期間を通じて着実な伸びが予想される。公共投資は、アベノミクスの下での経済対策で一時的に押し上げられた効果や震災後の復旧・復興需要が徐々に剥

落してくるため、2010年代前半の平均+0.7%から、後半には同-0.4%と減少に転じると予想される。もっとも、東京オリンピックの関連工事が一時的に増加すること、老朽化したインフラのための維持、更新投資が必要となってくること、さらに防災・耐震化工事が増加していくことなどが下支え要因となろう。

内需全体の実質GDP成長率に対する寄与度は、2010年代前半の平均+1.3%から、後半には同+0.8%に鈍化する見込みである。

輸出は、国内での設備投資が抑制される一方で生産拠点の海外移転が進むことや、競争力を失った輸出品から撤退する動きが続くことが伸びを抑える要因となる。しかし、世界経済の持ち直しが続くことや、輸出品の中身が徐々に高級化・高品質化していくことから増加基調を維持するであろう。輸出は、2010年代前半の平均+2.1%に対し、後半は同+2.2%と同程度の増加ペースを維持できると予想される。輸入は、逆輸入品の増加による輸入浸透度の上昇が増加要因となるものの、内需の伸びが緩やかであることや、省エネ化の進展に伴ってエネルギー輸入が減少することを受けて、緩やかな増加にとどまると予想される。輸入は、2010年代前半の平均+4.0%から、後半には同+0.8%に伸びが鈍化する見込みである。この結果、外需の寄与度は2010年代前半の平均-0.3%に対し、後半は同+0.3%とプラスに転じる見込みである。

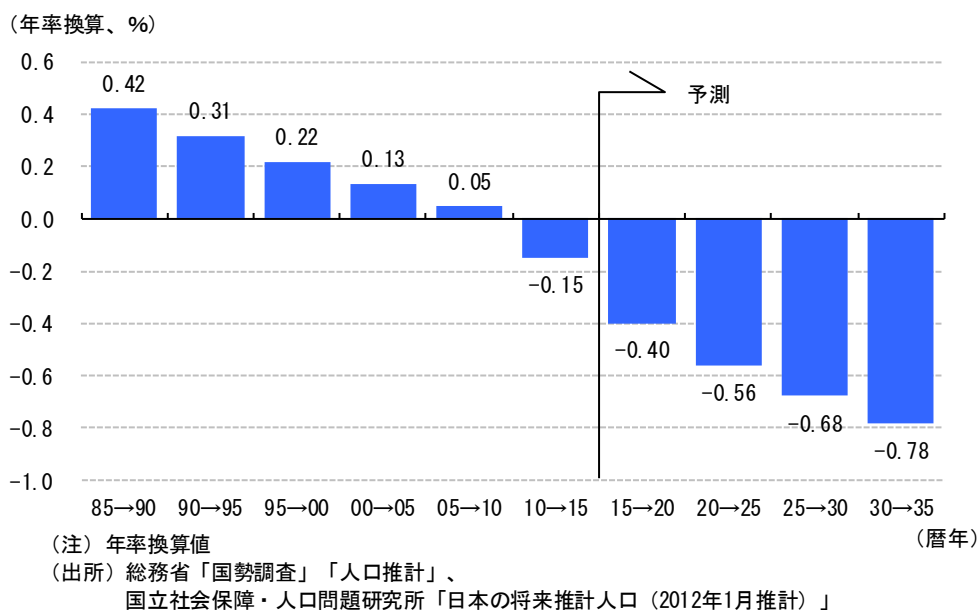
③ マイナス要因、懸念材料も積み上がっていく

もっとも、景気が底堅さを維持できる一方で、将来へのリスクも蓄積されていくことになるだろう。

まず、少子高齢化に歯止めがかからず、緩やかながらも日本経済の成長力にマイナスとして効き続ける。今後も総人口の減少は続く見込みであるが、懸念されるのが、時間がたつにつれて人口減少ペースが加速していくため、景気へのマイナス寄与が次第に大きくなっていく点である。

国立社会保障・人口問題研究所の2012年1月時点での予測（中位予測）では、今後の人口減少率（年率換算）は、2011～2015年度の-0.15%に対し、2016～2020年度で-0.40%、2021～2025年度で-0.56%、2026～2030年度で-0.68%となっている（図表25）。このため、人口の減少率以上に1人当たりGDPが伸びなければGDPは減っていくことになり、そのハードルも年々高まっていく。短期間で少子化を止める有効な手立てがあるわけではなく、時間とともに人口減少は供給力と需要の両面から日本経済にとって重石となっていくであろう。

図表 25. 人口増減率の予測



特に、2020 年度までには労働力人口が減少に転じ、企業の経済活動に大きなインパクトを及ぼすリスクがある。これまでは、女性や高齢者の労働参加率（各年代における働く意思のある人の割合）が上昇することで、総人口が減少する中でも就業者数は増加してきたが、その増加効果よりも、少子化によって新規に労働市場に流入する若者が減少する一方で、高齢化によって退職者が増加するため、マイナス効果が徐々に強まってくる。このため、就業者の数も減少に転じる可能性が高く、一部の業種や地域では、供給制約によって業務活動を制限される懸念がある。中でも中小企業は、大企業と比べて十分な労働力を確保できないリスクがある。こうした供給制約を回避するため、製造業では対外進出の動きが一段と活発化し、国内での設備投資に対する姿勢が一段と慎重となることも考えられる。

次に、消費税率の 10% への引き上げのタイミングが 2019 年 10 月に 2 年半先送りされたことに加え、歳出削減への取り組みも不十分な状態が続く可能性が高く、政府の債務残高が一段と積み上がることになる予想される。政府がこれまで国際公約としてきた 2020 年度の基礎的財政収支の黒字化の達成は非常に厳しい状況であり、いずれ目標の再設定が求められることになるが、2022 年になると団塊世代が後期高齢者入りし始め、社会保障負担が一層強まることになるため、財政再建への取り組みは一段と厳しさを増すことになる。しかし、これまでの健全化の先送りが、結果的に大きな問題になっていないことや、日本銀行が大量の国債を買い入れてきたことで財政破綻に対する危機感が麻痺していることもあり、消費税率の 10% への引き上げ後は、財政再建、追加増税の議論はいったん後退する可能性がある。

加えて、保護貿易主義が台頭することへの懸念も指摘される。米国の保護主義政策の推進をはじめ、各国で反グローバル化の動きが強まれば政治的に不安定な状態に陥り、自由貿易の拡大の流れが後退することになりかねない。この場合、日本からの輸出にマイナスの影響が出るばかりか、企業の海外進出計画や海外展開の戦略の見直しを迫られる可能性がある。

（３）2021 年度から 2025 年度までの経済の動き～供給制約への対応を迫られる

次に、予測期間の中段部分である 2021～2025 年度までの経済の動きについて述べていく。この時期は、人手不足が深刻化することで、需要の減少とともに、供給制約に直面することが予想され、企業は営業活動を維持して行くために厳しい対応を迫られることになるであろう。また、団塊の世代が後期高齢者（75 歳以上）に差し掛かってくることから、現行の社会保障制度のままでは、存続が危ぶまれる事態に陥ると考えられる。

①人手不足感が強まる～企業部門で生産性向上のための取り組みが本格化する

東京オリンピックは、一時的な景気浮揚効果をもたらせるが、その直後には需要の盛り上がりの反動によって、景気が減速すると予想される。このため、一時的に人手不足感が和らぐ可能性があっても、団塊世代が順次、後期高齢者入りする中で、再度、労働需給が引き締まると予想される。この場合、これまで通りの業務の進め方では、事業の継続が困難となる懸念がある。

こうした事態に対応するため、企業は様々な取り組みを迫られることになる。第一に、企業は省人化投資、情報化投資など、人手不足を補い、生産性を高めるための投資の上積みで踏み切らざるを得ない状況に追い込まれるであろう。また、研究開発投資を活発化させ、これまで人手に頼っていた様々な業務を、AI などの利用を通じて自動化、省人化する工夫に取り組むことになると予想される。第二に、供給力不足への対応のために、企業間の連携の強化・推進、業務の合理化や外部委託、事業の選択と集中など、業務の無駄を省き、スリム化する動きが活発化しよう。第三に、東京オリンピック後、景気が厳しい状況に陥る中で、需要の低迷に直面し、生き残りをかけて業界内で集約化や統合の動きが加速すると予想される。これにより、業務の効率を高めることが可能となり、結果的に労働力不足の解消にもつながるという面があるほか、一社当たりの研究開発投資や省人化投資の負担が軽減される効果も期待される。

これらの対策が軌道に乗れば、いずれ企業業績の押し上げにつながり、生産性を高めて行くことになるが、それまでにはある程度の時間が必要である。また、この過程で、企業間の業績格差が開き、企業淘汰の動きが強まるほか、一部の業種では海外からの資本の受け入れが進むなど、企業経営の在り方が大きく変貌する可能性がある。供給制約の問題をいかにして乗り切るのか、その巧拙によって、企業はふるいにかけられることになる。

こうした中で、雇用を確保するために、企業はある程度は賃金を引き上げざるを得なくなる。加えて、労働時間の短縮や休暇制度・福利厚生制度の充実など、労働環境の整備への取り組みが進むであろう。こうした環境整備は、労働生産性の向上につながると期待されるほか、取り組みが遅れば、雇用を確保することが困難となり、事業の継続に支障をきたすリスクがある。

一方、政府の財政健全化への取り組みは、東京オリンピック後に景気が低迷する中では及び腰になり、先送りされることになる。しかし、団塊の世代が 75 歳以上の後期高齢者になってくる 2022 年以降は、医療費の増加などにより社会保障制度の維持が厳しくなってくる。このため、先送りされた財政再建への取り組みや社会保障制度の改革に着手せざるを得ない状況に追い込まれ、その議論が高まってくると思われる。結果的に対応は後手に回るものの、2024 年度により早く消費税率を 12%に引き上げることになると予想する。それでも、財政の健全化が大きく進展することにはならないため、企業や家計の将来不安が払しょくされるには至らず、企業の投資意欲や家計の消費意欲が高まることは想定しづらい。このため、家計の消費性向は高まらず、企業の国内での業務拡大のための投資は盛り上がりには欠けるであろう。

こうした状況下では、地域間格差の拡大も問題となる可能性がある。財政の制約が続くため、公共投資への依存度が高い地域では需要の伸びが弱まると予想されるほか、地方から大都市圏への人口流出が続き、人口増加率の違いが需要の伸びの格差につながっていく。

②2021～2025 年度の経済の姿～潜在成長率並みの成長にとどまる

具体的な数字を述べると、2020 年代前半の実質 GDP 成長率は、平均値で+0.7%と潜在成長率（+0.6%）並みの伸びは維持できるが、2010 年代後半（2016～2020 年度）の同+1.0%から鈍化することは避けられない。

2021 年度中には、東京オリンピック後の低迷から抜け出し、景気は持ち直していくと予想されるが、人口減少、高齢化進展の影響が強まってくる中で勢いは鈍いであろう。企業部門においても、業務の合理化や不採算部門の切り離しといったリストラを進めていく中では、なかなか前向きな投資には動きづらい。省人化投資や効率化のための投資は進む積み増されるものの、それによって業績の押し上げ効果が高まり、生産性が向上するまでには時間が必要であり、需要の低迷に直面する中では厳しい守りの姿勢が強まる可能性がある。

一方、労働力人口が減少する中で、人手不足感がさらに強まっていくと予想され、名目賃金の上昇幅は、2010 年代後半（2016～2020 年度）と比べて拡大が見込まれる。しかし、物価上昇ペースも高まるため実質賃金が伸び悩むこと、人口減少ペースが加速すること、さらには高齢化の進展とともに一世帯当たりの消費額の少ない世帯が増加することが抑制要因となり、実質個人消費の伸びは、2010 年代後半の平均+0.5%に対し+0.2%に鈍化する見込みである。2023 年度には消費税率引き上げ前の駆け込み需要が押し上げ要因となるが、翌年にはその反動が出てマイナスに陥ると予想される。また、1 人当たりの実質個人消費も、2010 年代後半の平均+0.9%から+0.7%にやや鈍る見込みである。

住宅投資は、世帯数も 2020 年ごろには減少に転じると見込まれるため、消費税率引き上げ前後での振幅を繰り返しながらも、均してみると減少傾向が続くと予想される。

設備投資は、企業利益が増加傾向を維持できることや、研究開発投資や人手不足を補うための投資に前向きに対応する。このため、実質設備投資は 2010 年代後半の平均+2.2%に対し、同+1.8%とほぼ同じペースを維持するが、人口減少が続くことへの警戒感から国内の新規投資に対する慎重な姿勢は堅持され、景気を大きく押し上げるだけの勢いには欠けるであろう。

政府部門では、政府消費は高齢化の動きを反映して着実な伸びが続くものの、公共投資は東京オリンピック後の需要の一巡や、厳しい財政事情を反映して底ばい状態が続くであろう。消費税率引き上げ時の景気の落ち込みを緩和するために、景気対策が策定されるものと考えられるが、財政に余裕がない中では、その金額の大きさも限られる。実質公共投資は、物価上昇によって実質値が目減りする影響もあって、2010 年代後半の平均-0.4%に対し、2020 年代前半は同横ばいにとどまる。

輸出は海外景気の持ち直しやインバウンド需要の増加はプラス要因であるが、国内での生産能力の拡大が進まない中、大きく伸びることは期待できない。

なお、2020 年代前半においては、実質 GDP 成長率が潜在成長率並みとなるが、人件費の上昇によってサービス価格に上昇圧力がかかるため、物価上昇率は緩やかに高まっていくであろう。

（４）2026 年度から 2030 年度までの経済の動き～構造調整圧力への対応が成長を抑制する

最後に、予測期間の後段部分である 2026～2030 年度までの経済の動きについてみていこう。この時期は、人手不足の状態が続くものの、企業の生産性向上のための施策がある程度軌道に乗ってることが、景気に対しプラスに寄与する。しかし、人口の減少ペースがさらに高まる中、政府は先送りされた財政再建への取り組みや社会保障制度の改革に真剣に取り組むことを迫られ、それにとまって成長率も鈍化する見込みである。消費税率は 2 回にわたって 18% までの引き上げられることになり、景気の拡大を抑制することになる。

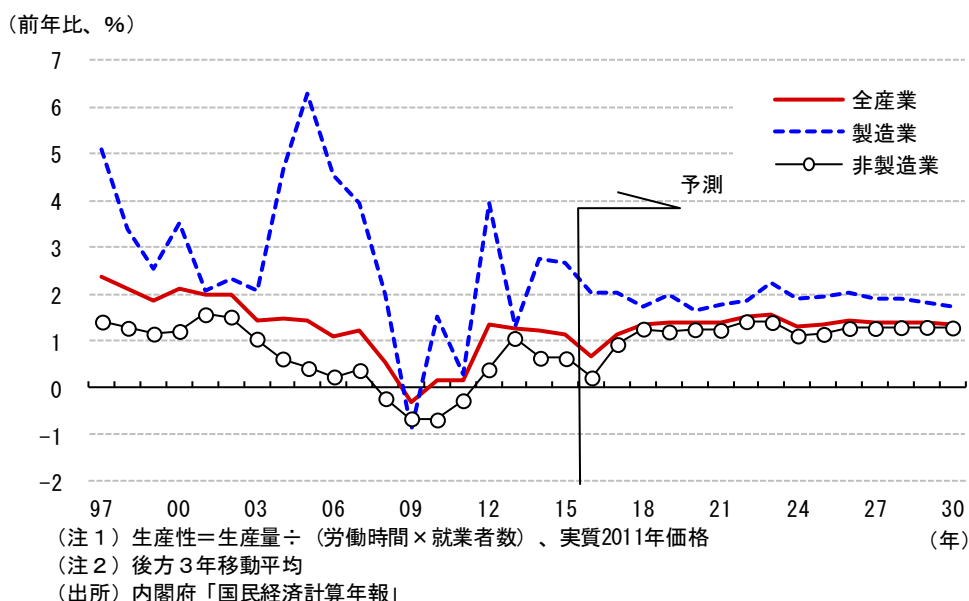
① 構造調整圧力への対応を迫られる～消費税率は 18% まで引き上げ

少子化がさらに進み、団塊の世代全員が後期高齢者入りする中、現役世代に対する負担が増すことで、社会保障制度の維持が一段と厳しくなってくる。社会保障支給額の絞り込みといった対応もある程度は進むと考えられるが、政治的な判断もあり、抜本的な改革には至らないであろう。また、財政赤字の削減に目途が立たない状況が続くため、いずれ財政破綻に近付くとの観測も高まりやすくなってくる。

こうした厳しい状況に直面する中で、政府も構造調整圧力への取り組みを本格化せざるを得ない状況に追い込まれることになろう。具体的には、消費税率の 2 回の引き上げを決定し、高齢者の自己負担の拡大や社会保険料の引き上げ等の社会保障制度の改革に踏み切ることになると予想する。こうした取り組みは、いずれ企業や家計の将来不安を払しょくすることになると思われるが、短期的には実質可処分所得の目減りといったマイナス効果をもたらせるため、しばらくの間は景気の拡大を抑制する要因となろう。

一方、民間部門では、省力化投資など生産性の向上への取り組みの効果が次第に高まってくることや、製品やサービスの高付加価値化が進むこと、さらには企業の集約化や合理化が進むことで値下げ競争に巻き込まれることも少なくなり、生産性は高まっていくと予想される。こうした労働生産性の動きを、業種別にみたのが図表 26 である。足元の労働生産性は製造業で高く、非製造業で低い状態にあるが、非製造業では業種の性格上、急速に生産性を高めることは難しく、生産性の向上はもっぱら製造業を中心に達成されると考えられる。製造業では、業務のスリム化や業界内での集約化・合理化が率先して進むとみられ、加えて、輸出においても高付加価値化が進むと期待されることから高い伸びとなると見込まれる。

図表 26. 労働生産性の予測



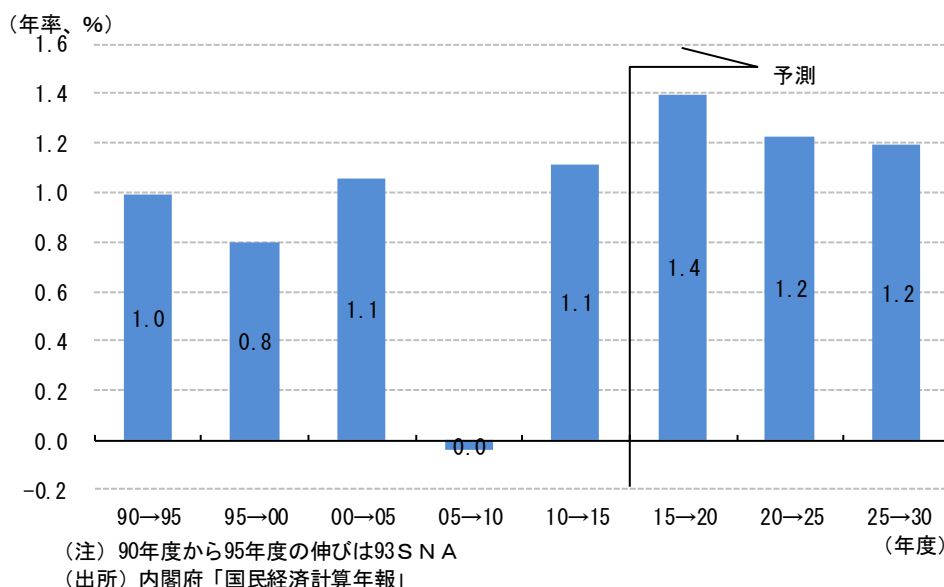
こうして企業が、政府に先駆けて構造調整圧力への対応を進めてきた結果、消費税率引き上げの影響で景気が一時的に悪化する中であっても、企業業績への影響は比較的軽微にとどまろう。生産性向上を背景に、収益力が高まり、企業業績は底堅く推移すると考えられる。また、製造業においては、輸出の高付加価値化が進むため、少額の輸出量であっても、より多くの付加価値を獲得することが可能となる見込みである。

②2026～2030 年度の経済の姿～潜在成長率を下回る成長にとどまる

実質GDP成長率の具体的な数字を述べると、2020 年代前半（2021～2025 年度）の平均値+0.7%に対し、2020 年代後半は同+0.5%に低下すると予想する。労働投入量の減少幅が拡大する一方で、生産性の向上が潜在成長率の押し上げに寄与することから潜在成長率は+0.6%程度を維持できるが、2 回の消費税率の引き上げによる景気の落ち込みにより、それを下回る成長率にとどまろう。

もっとも、1 人当たり実質GDP成長率の動きをみると、2011～2015 年度の平均+1.1%に対し、2016～2020 年度に同+1.4%に高まった後、2020 年代を通じて同+1.2%程度を維持できる見込みである（図表 27）。これは、バブルの余韻の残っていた 1991 年度～1995 年度の+1.0%、世界経済バブルの前半にあたる 2001 年度～2005 年度の+1.1%を上回る高い伸びである。

図表 27. 1 人当たり実質GDP成長率



景気の姿を詳しくみていくと、労働力人口の減少ペースがさらに高まるものの、少ない労働力でも生産が可能な構造への転換が進むため、労働需給のひっ迫度合いが一段と高まることは回避できるであろう。それでも、労働需給がタイトな状態にはかわりないため、名目賃金の上昇幅は、2020 年代前半の平均値+0.6%と比べて同+0.8%に高まると予想される。このため、雇用者数の減少が続く中でも、名目雇用者報酬は同+0.8%と増加を続けると見込まれる。ただし、消費税率の引き上げもあって物価上昇率が高まっていくため、実質雇用者報酬では同-0.5%と減少すると予想される。

こうした中、個人消費は名目では平均で+0.9%と 2020 年代前半の同+0.6%を上回る伸びが予想されるものの、実質では 2020 年代前半の平均+0.2%から同-0.2%と減少に転じるであろう。人口減少、高齢化の進展に消費税率の引き上げといった消費にとってのマイナス要因が重なるためであり、1 人当たりの実質個人消費でみ

ても、前の5年間の平均+0.7%から同+0.5%に鈍化することとなる。

住宅投資は、世帯数の減少に合わせて、消費税率引き上げ前後での振幅を繰り返しながらも、均してみると減少傾向が続く見込みである。

企業部門では、政府部門に先駆けて構造調整圧力への対応を進めてきた効果が出始めるため、2度にわたって消費税率が引き上げられる中であっても、均してみれば利益の増加傾向は続く。一方、人口減少による内需の伸びの弱さを懸念して、企業は過剰設備を抱えることを回避するために設備投資に慎重な姿勢を堅持すること、企業の集約化や淘汰が進む中で必要となる投資額が減少すること、などから設備投資の伸びが高まっていくことは想定しづらい。それでも、人手不足を解消するための効率化投資や、研究開発向け投資は継続的に行われるため、2020年代前半の平均値+1.8%を上回る同+2.0%の伸びを達成するであろう。

政府部門では、高齢者の増加は引き続き政府消費の増加要因となるが、社会保障制度の改革の取り組みなどの効果もあり、平均値で+0.8%と、2020年代前半の同+0.9%を下回る伸びに抑制される見込みである。一方、公共投資は厳しい財政事情を反映して底ばい状態が続くであろう。これまでと同様、消費税率引き上げ時に景気対策が打ち出されると考えられるが、財政再建に取り組む中であって、規模は限定される。実質公共投資は、物価上昇によって実質値が目減りする影響もあって、平均値で+0.1%と引き続き横ばいにとどまる。

輸出は、製品の高付加価値化が進むことや自由貿易協定の推進の効果が広がってくることはプラス要因であるが、国内での生産能力の拡大が進まないことや、世界経済の伸びが鈍化すると予想されることから、緩やかな伸びが続く公算が高い。

なお、2020年代後半においては、実質GDP成長率が潜在成長率をやや下回る一方で、人件費の上昇によってサービス価格に上昇圧力がかかる状態が続くため、物価上昇率は緩やかに高まっていくであろう。

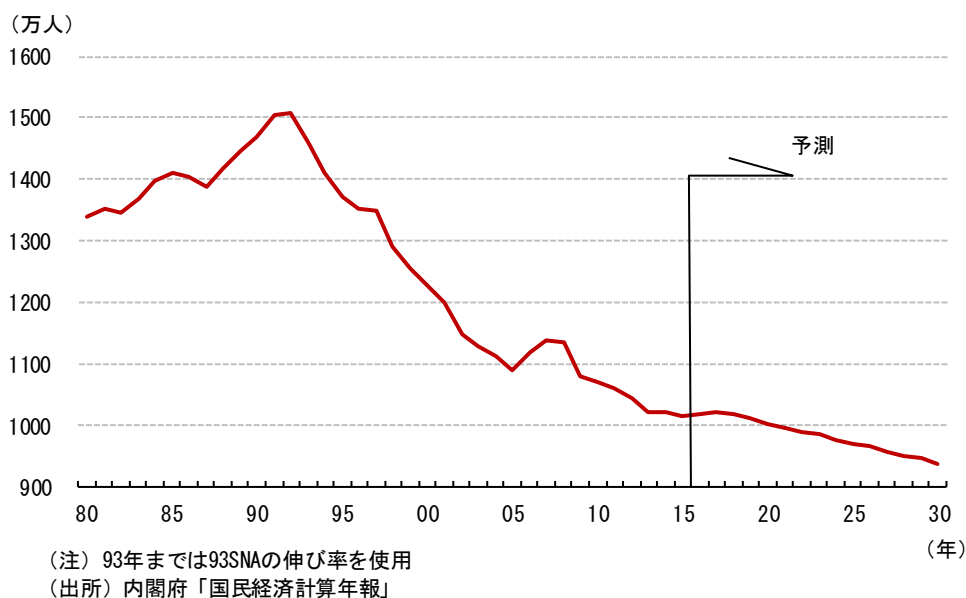
（５）就業構造と産業構造の予測～高い成長率を達成するために変化が進む

①就業構造～製造業から非製造業へ労働力のシフトが進む

労働力が減少していく中では、限られた労働力を産業間でいかに無駄なく、有効に配分できるかによって、国全体の供給能力が規定され、経済成長率の伸びが左右される。今後、深刻な労働力不足が懸念されているのが、医療、福祉、介護といった高齢化に伴って需要が高まると予想される業種や、最近でも人手不足感が強い小売業、飲食店業、建設業などの非製造業である。一方、少人数であっても付加価値を獲得でき、労働力の減少にも技術面で対応する余地があるのが製造業である。このため、製造業の労働力をいかに円滑に非製造業にシフトさせることができるかが、今後の就業構造を考える上でのポイントとなる。

もっとも、製造業の就業者については、1992 年をピークにすでに減少傾向に転じており、2015 年時点ではピーク時の 3 分の 2 程度まで減少している（図表 28）。就業者の減少は、海外製品との競争力を維持するためにコストを最小化する目的や、生産拠点を海外に移転した結果として進んできたものであるが、米欧先進国や新興国との価格面・技術面での激しい競争を考慮すると、海外移転の継続、省力化投資の推進、業務のスリム化・外生化の促進などの手段によって就業者数はさらに絞り込まれると予想され、余剰労働力を生み出される余地があると考えられる。

図表 28. 減少が続く製造業の就業者



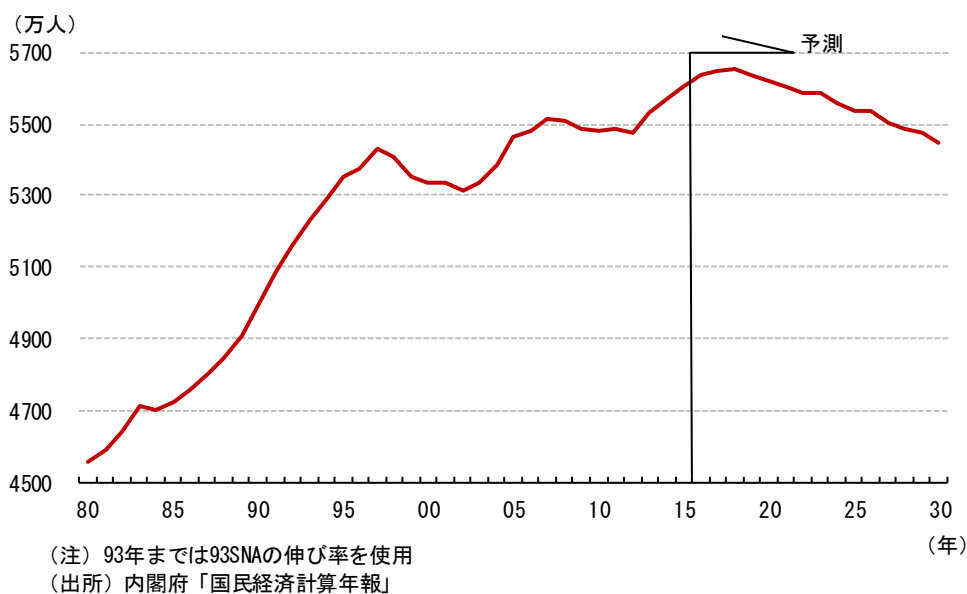
一方、非製造業においては、製造業からの労働力のシフトが進まなければ、人手不足による供給制約が懸念される。このため、業種間での労働力の移動を促しやすい政策の導入や体制の整備が求められる。特に人手不足が深刻化している医療、福祉、介護などの業種では、高齢化にともないさらに労働需給が引き締まっていき、海外からの労働者の受け入れ拡大といった対応策が検討される可能性がある。

労働力不足への対応は、労働者のシフトだけでなく、各業界内において人手不足を補うための設備投資が行われることや、新たな技術の創出によって進められることも必要である。このため、省力化投資や情報化投資に加え、人手不足を解消させるための研究開発投資も活発化し、技術革新も進むと期待される。また、業務の外生化や過剰サービスの見直しといった、思い切った施策も必要となろう。加えて、業界内における集約化・合理化も、人手不足を補ううえでの有力な手段となる。

このように、業種間でのシフトによる過不足の調整、企業や業務の集約化・合理化による業種内・業種間での人材の有効活用、人手不足に対応するための設備投資の増加と技術革新という3つの手段がそれぞれ進められることにより、供給制約によって成長率の伸びが抑制されることは回避できる見込みである。また、企業のグローバル化やインバウンド需要の増加への対応として、海外の人材活用が一段と活発化することになるだろう。

それでも、すでに労働力人口が減少に転じ、就業者数全体も減少傾向にある中で、製造業の就業者は今後も減少が続き2030年にはピーク時の6割程度まで減少し、非製造業でも2019年頃にはピークアウトし緩やかな減少傾向に突入する見込みである（図表29）。

図表 29. 非製造業の就業者もピークアウトへ



②産業構造～製造業のシェアは上昇へ

これまで述べてきたような生産性や就業構造が実現されると、実際の産業のシェアはどのような姿になっていくのだろうか。

まず、製造業では、比較的輸出競争力の維持されている電子部品、素材などの生産財、一般機械や精密機械などの資本財および輸送機械を生産する業種や、それに素材や部品を供給する業種が付加価値を獲得するけん引役となり、高付加価値製品を中心として輸出が伸びていくことが期待される。輸送機械においては、燃料電池自動車の普及や自動運転システムの開発などが期待される自動車に加え、世界的な需要の拡大が見込まれる鉄道車両やその運行システム、航空機、宇宙開発なども有望視される。また、ロボット産業、医薬品、医療機械、環境ビジネス、セキュリティーシステムなどの分野でも、需要の拡大が見込まれる。

ただし、これらの産業においては、輸出が増加することによって他の産業への波及効果や家計部門への影響はあるものの、同時に輸入も増えることになるので、GDPの増加の面から見ると寄与度はさほど大きくはない。

内需において確実に需要の増加が見込まれるのが、医療・介護・福祉の分野である。ただし、社会保障制度改革が進められる中で、個人の医療費負担の増加、年金支給額の見直し、さらに需要逼迫による価格上昇などによって、需要の伸びが制約される可能性がある。また、環境・エネルギー分野では、省エネルギー化のための設備や、再生可能エネルギーの生産設備などが増加することになるだろう。さらに、日本文化を題材とした観光、コンテンツ・ビジネスなども外貨獲得の有望な産業であり、中でも外国人観光客は東京オリンピックに向けて増加が続

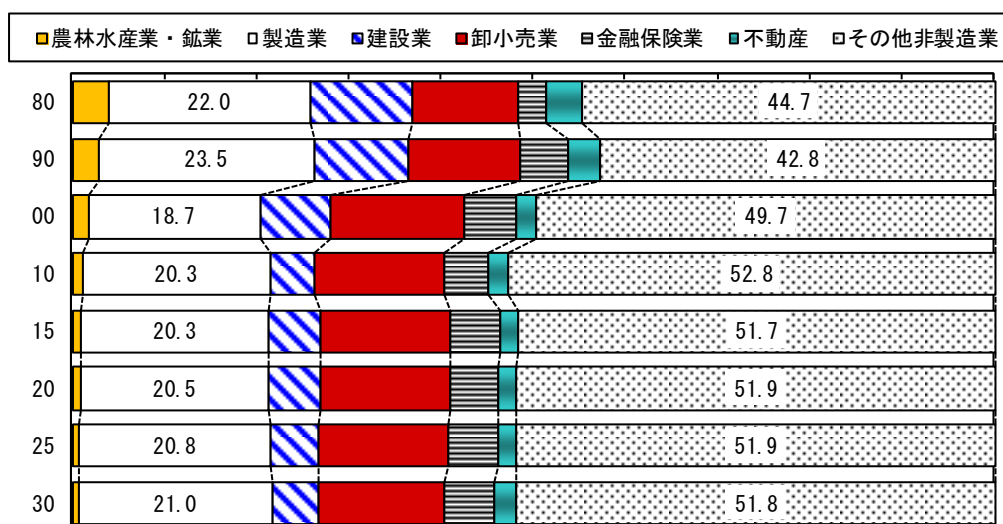
くと見込まれ、その他にも人口減少による国内消費の落ち込みをカバーするものとしてインバウンド需要への期待が高まろう。

なお、需要の拡大が見込まれるこれらの非製造業は、同時に製造業の生産を促すことにつながる。具体的には、医療・介護・福祉での需要が伸びれば、それに必要な最先端の医療機器、介護ロボット、新たな医薬品の開発などの生産が、環境・エネルギー分野の需要が伸びれば、省力化や再生可能エネルギーの生産に必要な発電機器、送電設備、管理システムなどの生産が、観光の需要が伸びればインフラ投資が増加すると期待されるが、それらを生み出す産業は製造業である。これらの非製造業が期待通り伸びた場合には、それに伴って製造業の生産も活発化していると予想される。ただし、これらの産業で必要な機械、道具、備品などの多くを輸入に頼ってしまうと、たとえ需要が拡大してもGDPの押し上げ効果は小幅にとどまることになる。このため、製造業では外需に頼るだけではなく、国内の成長産業の拡大とともに新たに生み出される国内の需要を取り漏らすことがないように、研究、開発を進めていく必要がある。

こうした結果として予想される産業構造の姿をみたのが図表 30 である。足元の 2015 年の製造業の生産シェアは、1980 年代から 1990 年代初めと比べると低下し、代わってサービス業などの非製造業のシェアが高まっており、産業のサービス化が進んでいることがわかる。ただし、円高の影響で落ち込んだ 2000 年頃と比べると、製造業のシェアは徐々に持ち直している。生産拠点の海外移転に伴って製造業の空洞化が懸念され続けているが、付加価値の獲得における製造業の貢献度は、実際には落ちていないのである。

今後の製造業の生産シェアは、付加価値の高い輸出品の増加および成長分野の産業の需要を取り込むことによって再び拡大すると予想され、GDPの押し上げへの寄与度が高まっていくことになろう。日本の産業は、生産性が高い製造業のシェアが高まることによってGDPが増加しやすい構造になっており、高い成長率を実現できるかどうかは、今後の製造業の動きによるところが大きいといえる。

図表 30. 業種別の生産シェア



(年)

(注 1) 2020、2025、2030年は三菱UFJリサーチ&コンサルティング調査部予測値

(注 2) その他非製造業には政府サービス生産者、対家計民間非営利サービス生産者も含む

(注 3) 不動産業からは帰属家賃分を控除

(出所) 内閣府「国民経済計算年報」

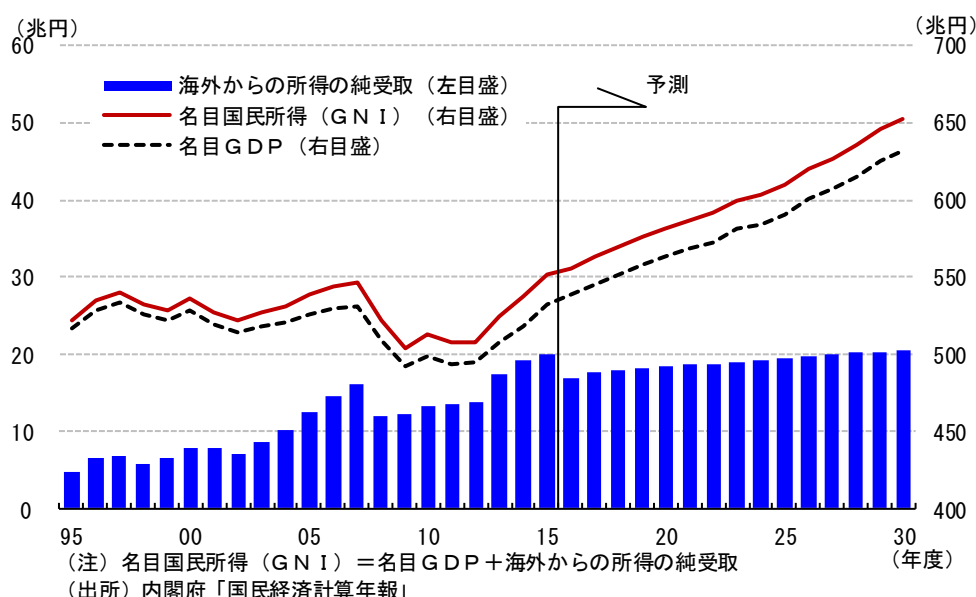
③国民総所得（GNI）の予測～投資で儲ける国へ

国内総生産（GDP）は国内での生産活動において獲得された付加価値であるが、日本人が獲得した所得である国民総所得（GNI）との間での乖離が広がりつつある。実際の企業経営や家計の貯蓄・投資行動においては、海外への投資結果も含めた名目ベースでみた所得の動向によって規定されることも多いと考えられ、今後は国民総所得の動きも家計や企業の動きを予測するうえでは重要性を増してくると思われる。

足元の国民総所得の動きをみると、企業のグローバル化や対外純債権残高の増加に円安の進行も加わって、海外からの所得の純受取（海外からの所得の受取－海外への所得の支払い）は順調に増加しており、2015年度時点では20兆円程度まで膨らんでいる（図表31）。2016年度に小幅減少した後は、企業の対外進出や現地での業容拡大、国内での低金利を背景とした外国株式や外国債券といった対外証券投資の拡大などを背景に、増加傾向が続くと考えられる。安倍政権の目指す名目GDP600兆円が達成されるには、2026年度まで待つ必要があるが、名目GNIでは2023年度頃には600兆円に達すると予想される。

このように、日本は次第に投資で所得を獲得する傾向が強まっていく。

図表 31. 名目GDPと名目GNIの予測

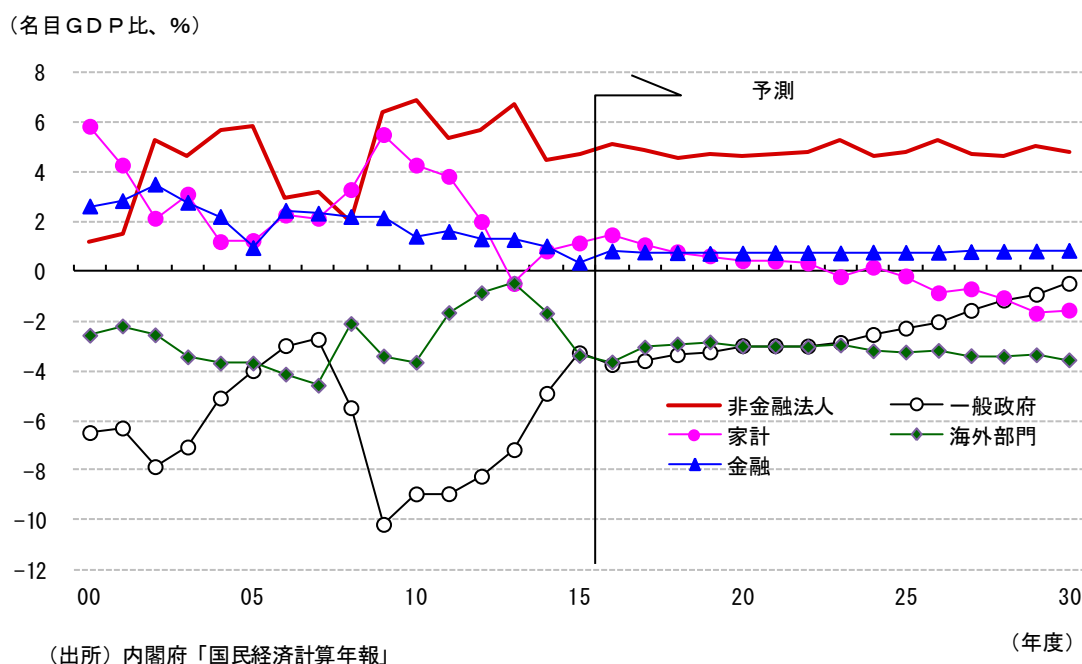


（６）貯蓄投資バランス～家計部門は投資超過へ転じ、政府部門は資金不足が徐々に解消

貯蓄投資バランス（ISバランス）は、民間部門の貯蓄超過分が政府部門の投資超過分を埋め合わせる足元までの構図に、基本的な変化はないであろう（図表 32）。しかし、政府部門の投資超過幅が消費税率の引き上げをとめないながら縮小する一方で（財政赤字が縮小）、家計では 2020 年代には投資超過に転じるなど、個別部門では動きに変化があると見込まれる。また、足元で拡大傾向にある海外部門の投資超過幅（日本の経常黒字）は、いったんは縮小するものの、その後は緩やかに拡大すると予想される。

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、高齢化の進展や消費税率引き上げ前の駆け込み需要によって 2013 年度に投資超過に転じたが、賃金の増加や消費支出の抑制によって 2014 年度には貯蓄超過に戻った。今後は、高齢化によって貯蓄率が低下する影響は受けるものの、雇用・所得情勢の改善と消費支出の伸び悩みによって、しばらくの間は貯蓄超過の状態を維持できる見込みである。しかし、高齢化によって家計の貯蓄率が着実に低下することを受けて、2020 年代前半には貯蓄超過額はほぼゼロとなる。そして、2020 年代半ば以降は投資超過となり、その超過幅は徐々に拡大していくであろう。

図表 32. 部門別の貯蓄投資バランス



非金融法人企業部門では、消費税率引き上げ時には業績の改善は足踏みする可能性があるが、利益が高水準で推移する一方で、設備投資の伸びが高まらないことから、大幅な貯蓄超過の状態が基本的には維持される見込みである。

政府部門では、消費税率引き上げによる歳入増加の一方で、社会保障費の自然増などを背景に歳出の増加が続くため、予測期間中に貯蓄超過に転じることはない見込みである。しかし、消費税率の 18% への引き上げを想定している 2030 年度には投資超過幅はかなり縮小し、概ね財政再建に目途がついたとの評価が出てこよう。

海外部門については、主に貿易収支の動向を反映して、2017 年度以降は投資超過（＝国内部門の貯蓄超過、すなわち日本の経常収支黒字）幅は縮小するものの、2020 年度以降は、貿易・サービス収支の黒

字化や対外純資産残高の拡大を背景とする第一次所得収支の黒字幅の拡大により、海外部門の投資超過幅は、緩やかな拡大傾向で推移すると予想される。

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構図には変化はないが、長期的には、家計部門が貯蓄超過から投資超過に転じ、投資超過幅が拡大していく一方で、政府部門の投資超過が徐々に減少することでバランスが保たれていく見込みである。

第4章 個別項目ごとの見通し

(1) 貿易収支・国際収支～貿易収支は小幅な黒字で推移

今後もグローバル化が進む中、実質輸出（GDPベース）、実質輸入（同）とも増加が続き、外需（＝実質輸出－実質輸入）は、基本的に実質GDP成長率に対してプラスの寄与となるが、大幅な押し上げは期待できないだろう。消費税率引き上げ前には駆け込み需要を背景に輸入が増加し、外需の寄与度が縮小する一方、消費税率引き上げ時には輸入の伸びが抑制され、外需の寄与度は拡大することになる。

貿易収支（国際収支ベース）は、東日本大震災後に原子力発電所が停止したことを受けて、2011年度に輸入金額がエネルギー関連を中心に増加した一方、輸出が低迷したことから、比較可能な1985年度以降で初の赤字となった。その後、貿易収支は赤字が続いたが、原油価格の2014年度後半以降の急速な下落を背景に、貿易収支は2015年度には小幅な黒字となり、2016年度には黒字幅が拡大する見込みである。2017年度は、原油価格が上昇することなどから、貿易収支の黒字幅は縮小し、その後は、消費税率引き上げ前の駆け込み需要を背景に一時的に赤字になることはあるものの、小幅な黒字で推移する見込みである。

サービス収支は、インバウンド消費の拡大を背景に今後、黒字に転じ、黒字幅は緩やかに拡大していく見込みである。また、第一次所得収支の黒字は、2016年度は減少するものの、2017年度以降は、巨額の対外純資産を背景に、緩やかな増加が続くと考えられる。

この結果、経常収支は、貿易収支の動向を受けて、2017年度に黒字は縮小するものの、その後は、第一次所得収支の黒字幅拡大や貿易・サービス収支の黒字幅の緩やかな拡大を背景に、黒字幅は徐々に拡大していくと見込まれる。

①輸出・輸入～ともに増加が続く

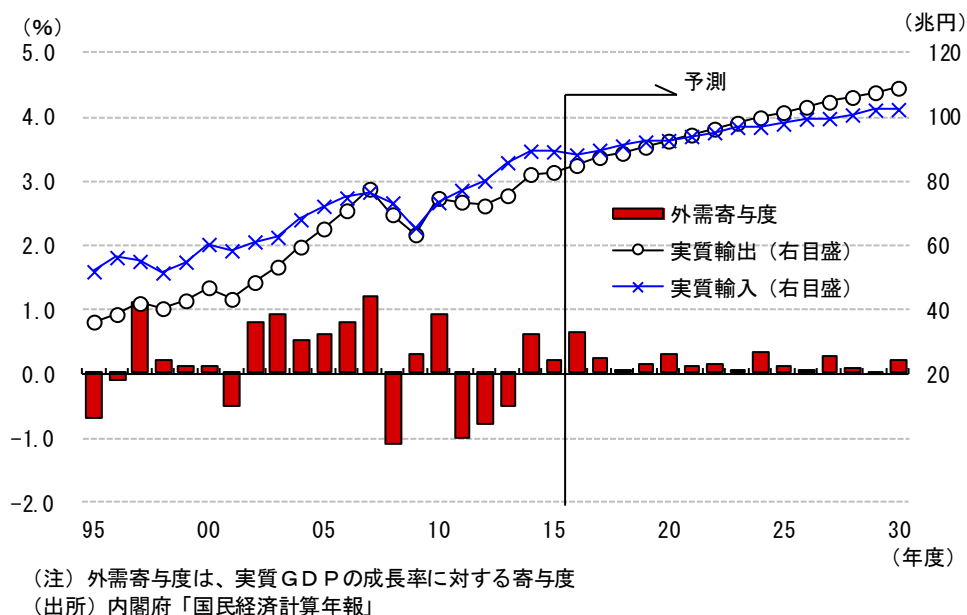
実質輸出（GDPベース）は、2015年度は前年比+0.8%と3年連続で増加した。財は-1.8%と3年ぶりに減少したものの、サービスが+12.9%と3年連続で2桁増となり、実質輸出全体の増加に寄与した。サービスの実質輸出全体に対する割合は上昇が続いており、2015年度で約2割に高まっている。

実質輸出は、今後も世界経済の拡大を背景に、増加傾向で推移すると考えられる。もともと、中長期的には世界経済の成長ペースの鈍化、アジア諸国の追い上げや日本企業の海外現地生産のさらなる進展などを背景に、増加のペースは緩やかなものとなるだろう（図表33）。輸出の増加が期待できるものとして、国際競争力のある素材関連を中心とする生産財や、自動車関連、一般機械、インフラ関連などがあげられる。その中で、輸出の主力はより付加価値の高い製品にシフトしていくだろう。また、増加が続いているインバウンド消費は、2016年度に入って伸びは鈍化したものの、増加が続いており、今後も実質輸出の押し上げに寄与すると考えられる。

実質輸入（GDPベース）のうち財は2015年度に前年比-0.6%と2009年度以来6年ぶりに減少し、サービスの伸びも同+1.8%にとどまったことから、全体では同-0.2%と減少した。2016年度も年度前半の動向を反映して、実質輸入は減少が続く見込みである。

今後、実質輸入は、消費税率引き上げ前には伸びが高まる一方、消費税率引き上げ時には反動から伸びが鈍化するものの、基本的には資源や最終財を中心に増加が続くと考えられる。特に、付加価値の低い製品については輸入特化の動きが進展するだろう。

図表 33. 外需寄与度と実質輸出・実質輸入の推移



②国際収支～経常収支は高水準を維持

2015年度の貿易収支は、輸出は減少したものの、原油価格の下落により輸入が大幅に減少したため、0.5兆円となり、2010年度以来5年ぶりに黒字となった。2016年度は、引き続き原油輸入が減少したことから、貿易収支は5兆円程度の黒字となる見込みである（図表34）。

もっとも、足もとではドル建ての原油価格が上昇に転じているうえに、為替レートも当面は円安が進みやすく、原油の円建ての輸入価格は上昇すると見込まれる。さらには、原油以外の資源価格も上昇傾向にあることから、輸入金額は、輸出金額の伸びを上回って増加し、貿易収支は、2018年度にかけて黒字幅の縮小が続くと見込まれる。その後は、ドル建ての原油価格が緩やかに上昇するものの、為替レートが円高傾向に転じ、輸入金額の増加が抑制されるようになる一方、輸出は緩やかな増加が続く。このため、貿易収支は、消費税率引き上げ前の駆け込み需要を背景とする輸入の増加によって一時的に赤字になるものの、基本的には小幅な黒字で推移する見込みである。

サービス収支の赤字幅は近年、縮小傾向で推移しているが、その主因は旅行収支の改善である。訪日外国人数の増加を受けて、旅行収支は、2014年度に0.3兆円と1959年度以来55年ぶりの黒字となり、2015年度には1.3兆円と黒字幅が急速に拡大した。今後、2020年に東京オリンピックの開催を控えて、訪日外国人数はさらに増加すると予想され、旅行収支の黒字額は拡大が継続すると予想される。また、知的財産権等使用料の受取は、日本企業の海外現地生産の拡大を受けてロイヤリティー収入を中心に増加傾向にある。こうしたことから、サービス収支の赤字幅は縮小が続き、2020年代前半には黒字に転じ、その後は黒字幅が緩やかに拡大していくと考えられる。

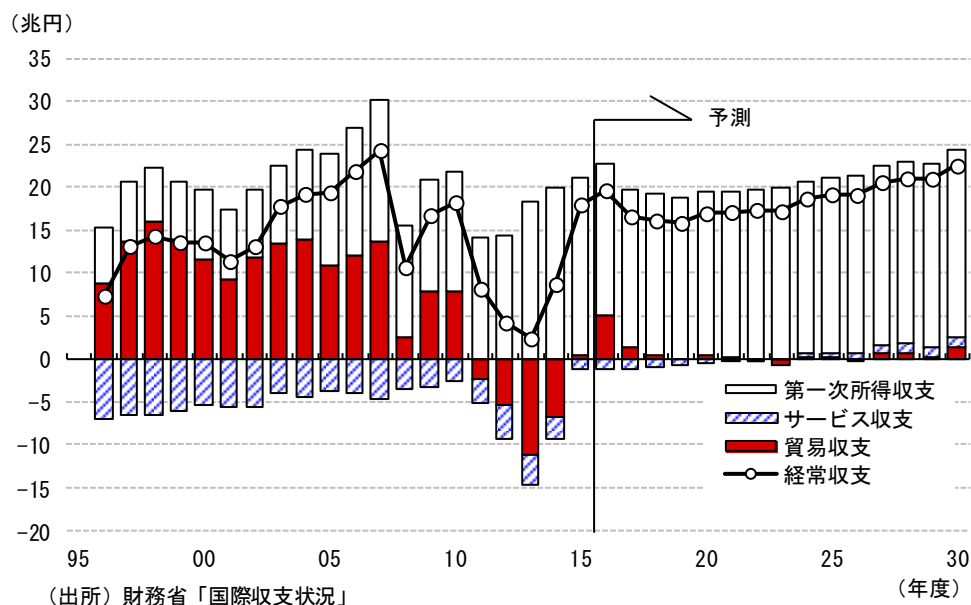
第一次所得収支は、円安の影響もあって2015年度は20.6兆円となり、過去最大の黒字となった。2016年度は、為替レートが年度平均で10%程度円高となるため、黒字幅は縮小する見込みである。

第一次所得収支の受取の多くは、対外証券投資収益によるものであるが、日本企業の積極的な海外直接投資を反映して、海外直接投資収益の受取も増加が続いている。日本の対外純資産（2015年末）は339兆円にものぼるうえに、今後も日本企業の海外での経済活動の拡大が予想される。このため、2030年度にかけて円高によって受取の円換算額の増加のペースが抑制される中であっても、第一次所得収支の黒

字幅は、2017 年度以降、拡大基調で推移すると考えられる。

このように、貿易・サービス収支の黒字幅の緩やかな拡大、第一次所得収支の黒字拡大を背景に、経常収支の黒字額は、長期的には緩やかに拡大し、2030 年度には 22.5 兆円程度（GDP 比 3.6%）となる見込みである。

図表 34. 経常収支の見通し



（２）企業部門～企業の集約化が進む中、利益は緩やかに拡大

企業部門全体としては、財務体質の強化が進み、収益力が高まっている中で、近年は円安、原油価格の下落といった要因が企業利益を押し上げる形となっている。今後、中長期的には原油価格は緩やかに持ち直し、為替レートは円高に推移すると見込まれる。また、人口減少を背景とした国内需要の伸びの鈍化など、企業を取り巻く環境は厳しさを増すと予想される。

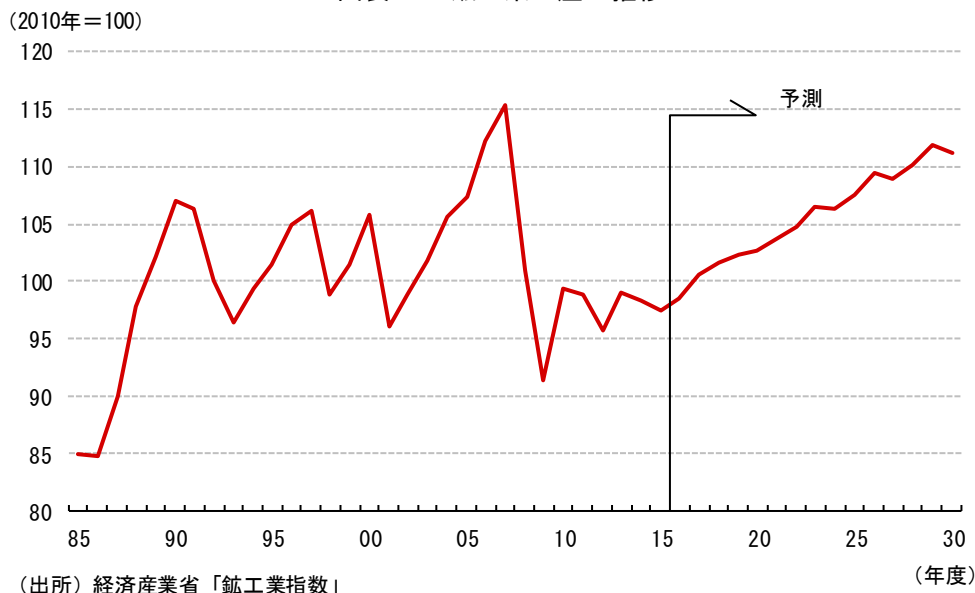
こうした中、企業間での優勝劣敗が鮮明になっていくと考えられる。生き残りをかけて、企業の集約化や業務の選択と集中が進んでいく可能性があり、結果的にそれがコストの削減や生産性の向上を通じて企業の収益力の強化につながるであろう。

① 鉱工業生産～緩やかに増加するもリーマン・ショック前の水準には届かない

鉱工業生産は、2014 年 4 月の消費税率引き上げの影響などにより、2014 年度は前年比－0.5%と 2 年ぶりに減少し、2015 年度も同－1.0%と減少が続いた。2016 年度は、電子部品・デバイスや自動車などを中心に、3 年ぶりに増加する見込みである。

本見通しでは、2024 年度、2027 年度、2030 年度に消費税率の引き上げを想定しており、それに伴う駆け込み需要と反動減により、鉱工業生産は増加、減少といった動きが生じるものの、均してみれば徐々に増加していくと見込まれる（図表 35）。もっとも、予測期間中の上昇ペースは緩やかなものにとどまり、予測最終年度の 2030 年度においても、リーマン・ショック前の水準を回復することは難しいと考えられる。

図表 35. 鉱工業生産の推移



その理由としては、第一に内需の伸びが力強さを欠くことが挙げられる。日本の総人口は減少が続くうえに、今後はそのペースが加速する。また、消費税率の引き上げが家計の実質可処分所得の押し下げを通じて、内需の伸びを抑制すると考えられる。

第二に、世界経済の拡大ペースが緩やかになっていくことや、新興国との競争が一段と激しくなると見込まれることを背景に、財の輸出の増加も緩やかな伸びにとどまることが挙げられる。

第三に、為替レートは、2012 年末の安倍政権誕生前の水準と比べると円安であるとはいえ、企業は海

外需要に対しては現地生産で対応することを基本としており、いったん海外に移転させた海外需要向けの生産拠点を国内に回帰させることは考えづらい。企業が国内の生産能力の拡大に慎重であり、かつ労働力人口の減少を背景に人手不足感が強まっていく中で、供給能力に限界があることも生産の伸びを抑制する要因となる。

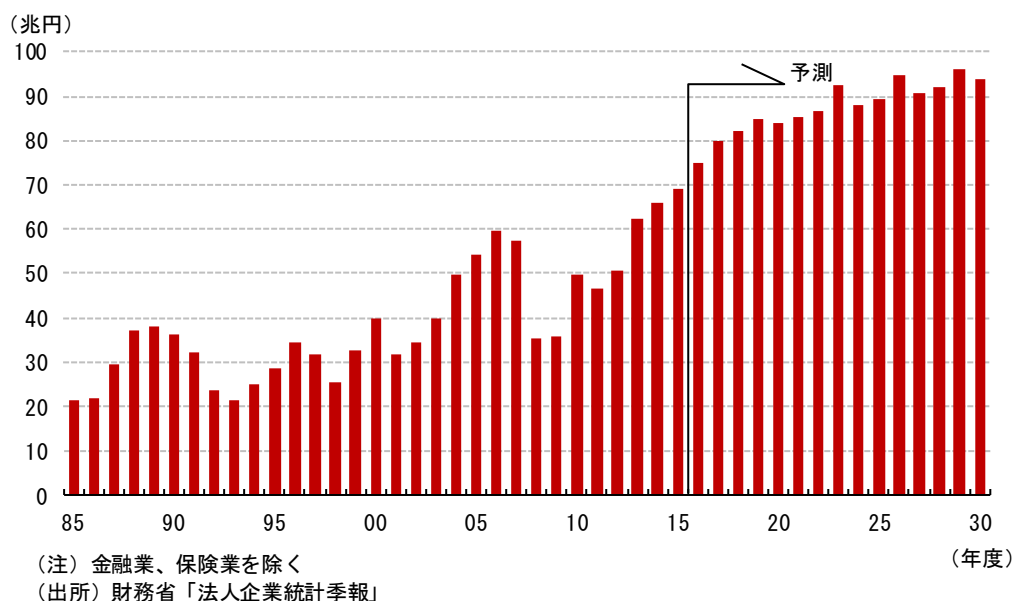
このように生産の回復が緩やかにとどまる中、競争力をより強化するために、企業の集約化や業務の提携が進む見込みであり、この結果として生き残った製品や業種では生産性がさらに向上していくことになる。

企業は在庫の積み増しにも慎重な姿勢を続けると予想され、在庫は出荷の増加にともなって緩やかな増加傾向で推移する見込みである。

②企業収益～収益力の強化を背景に緩やかに拡大

経常利益は、2012 年度以降、景気回復や円安、2014 年度後半以降の原油価格の下落といった交易条件の改善などを背景に、2015 年度まで 4 年連続で増加した。2016 年度は、純粋持株会社において受取利息等が大幅に増加するという一時的な利益押し上げ要因や、年度末にかけて円安が進んでいることなどにより、増益となる見込みである（図表 36）。

図表 36. 経常利益の推移



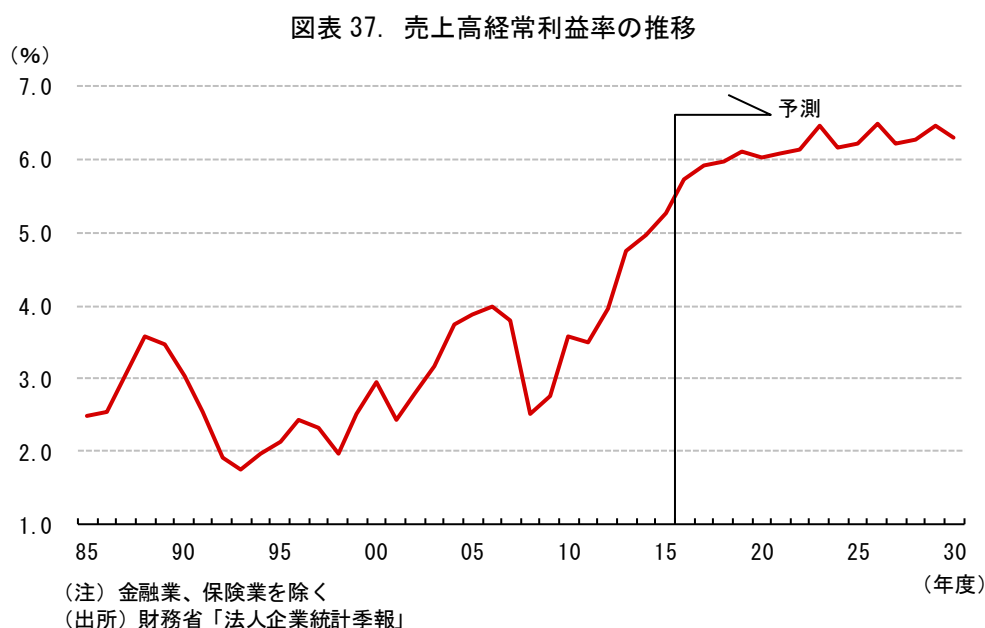
2017 年度以降は、消費税率引き上げにともなう駆け込み需要と反動減の影響はあるものの、売上高が拡大傾向で推移することや、これまでのリストラ効果により収益力が高まっていることを背景に、経常利益は、均してみると増加傾向で推移すると見込まれる。企業の集約化による値下げ競争の減少や、付加価値の高い製品やサービスへのシフトが進むことも、利益の押し上げに寄与しよう。

また、企業の海外進出の拡大にともなって、海外現地法人など直接投資先からの配当の受取も増えており、2013 年度以降は円安の影響も加わって増加が顕著である。2015 年度は 6.2 兆円程度（国際収支統計の直接投資収益の配当金で、再投資分を含まない）と、2012 年度の 1.7 倍の規模となった。海外からの配当の受取は今後も増加すると見込まれ、国内企業の経常利益の押し上げに寄与すると考えられる。

もっとも、中長期的には、原油価格が上昇に転じて交易条件が緩やかに悪化することや為替レートが円高に推移し、海外からの配当の増加のペースも鈍化すると見込まれる。また、人手不足への対応として人件費などの固定費の増加が続くため、経常利益の伸びは緩やかなものにとどまるだろう。

こうした中で、企業業績の二極化が進行するだろう。企業の不採算部門の切り離しや企業の集約化が進み、それが結果的にコストの削減や値下げ競争の減少によって企業部門全体の収益力を向上させると考えられる。特に、人口減少の影響を大きく受ける中小非製造業では、企業の優勝劣敗が鮮明となるほか、事業の継続が困難となるケースが増えてくるだろう。

企業部門全体とした見た場合には、ある程度の痛みをともなうことになるものの、リストラを通じた効率化や製品やサービスの高付加価値化が進展することから、企業の売上高経常利益率（法人企業統計季報ベース）は、予測期間中、緩やかな上昇傾向で推移すると考えられる（図表 37）。



③設備投資～緩やかな増加が続く

民間企業の設備投資（実質GDPベース、研究開発投資を含む）は、2010年度以降、6年連続で増加しているものの、2015年度は前年比+0.6%と低い伸びにとどまった。2016年度は前年比+2.5%と2014年度並み(+2.4%)となる見込みである。

政府は、法人実効税率を、2014年度に34.62%、2015年度に32.11%、2016年度に29.97%と30%を下回る水準に引き下げており、2018年度には29.74%に引き下げる予定である。また、企業利益が過去最高を更新する中、キャッシュフローは2010年度以降、増加傾向にあり、借入金利は低水準で推移するなど、投資環境は良好である。

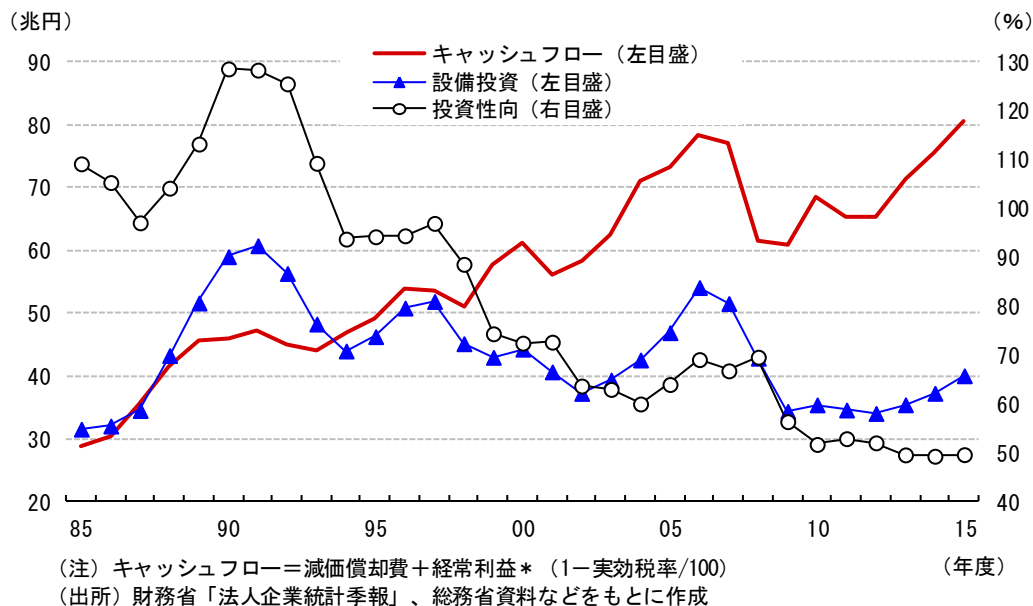
それにもかかわらず設備投資の増加のペースが力強さを欠く背景には、企業の期待成長率が高まっていないことがあると考えられる（図表 38）。今後、人口減少・少子高齢化を背景とした内需の伸び悩みが懸念される状況では、積極的な投資は過剰設備を抱えることになるとの懸念が根強く、政府の問題先送り姿勢が続く限り、企業のこうした見通しを短期的に変えることは困難であろう。さらに、企業の経営方針において、国内での販売量を増加させてシェアを拡大させていくことよりも、無駄なコストを削減して利益率を高めることが重要視されていることがあると考えられる。

キャッシュフローに対する設備投資の割合である投資性向は、2009 年度に大きく落ち込んだ後、企業の設備投資に対する慎重な姿勢を反映して、低水準で推移している（図表 39）。企業の期待成長率の上昇が見込みづら
中、投資性向が急速に高まることにはならないだろう。

図表 38. 企業の期待成長率の見通し



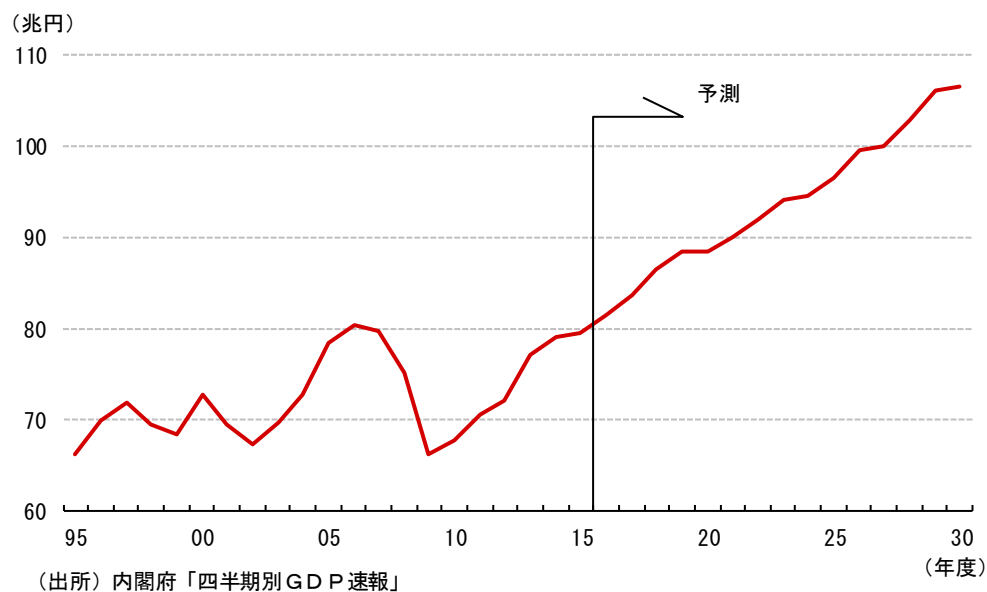
図表 39. 設備投資とキャッシュフローの推移



もっとも、これまで企業は設備投資を絞り込んできたこともあり、予測期間中は生産や企業利益に連動して、均してみると設備投資は緩やかな増加が続くと見込まれる（図表 40）。2020 年の東京オリンピックを控え、2010 年代後半には、宿泊施設や輸送インフラ関連などで設備投資が活発化すると考えられる。

企業の設備投資は、生産能力の拡大といった投資は限定的となろうが、生産基盤の維持・更新のための投資、情報化への対応、人手不足を背景とする効率化投資、研究開発向けの設備投資は継続的に行われるだろう。特に、研究開発投資については、その取り組み姿勢の違いが将来の企業の業績格差につながってくる可能性がある。

図表 40. 実質設備投資の推移



（３）家計部門～消費税率引き上げ・人口減少の逆風が続く

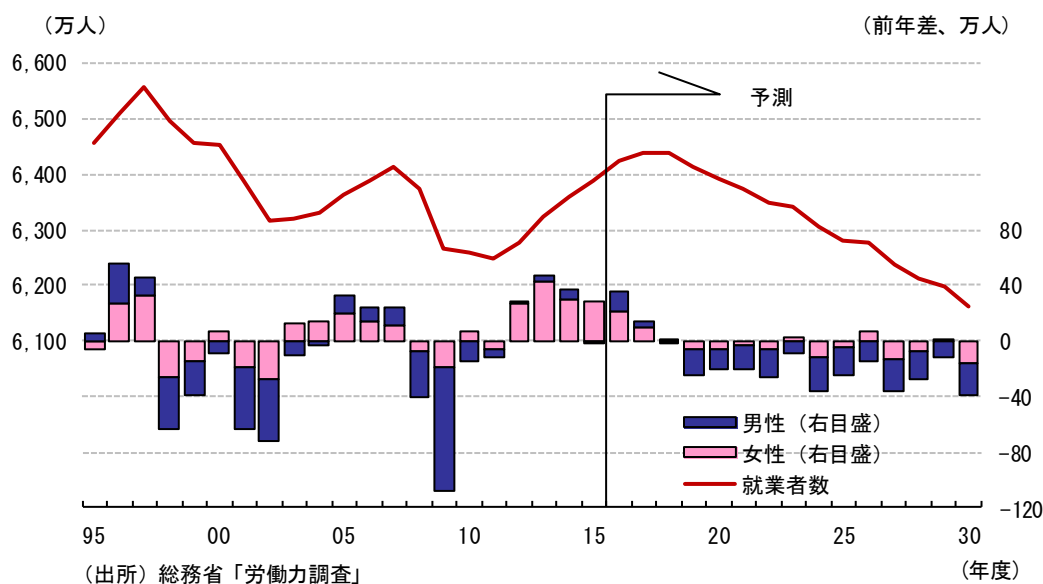
労働需給のひっ迫が続く、完全雇用に近い状態が維持される中、家計の所得も増加基調が続くと見込まれる。しかし、消費税率の引き上げや人口の減少など、個人消費の伸びを下押しする圧力は徐々に強まると予想され、個人消費の増加ペースは徐々に弱まっていく。

①雇用～労働需給のひっ迫が続く

雇用情勢は 1997 年の金融危機や 2008 年のリーマン・ショック後に大きく悪化したものの、2009 年頃には好転した。その後、有効求人倍率は上昇基調を維持し、また、完全失業率も低下傾向で推移してきた。足元で労働需給はひっ迫した状態にあり、企業の人手不足感が高まりつつある。中でも、中初企業では深刻である。

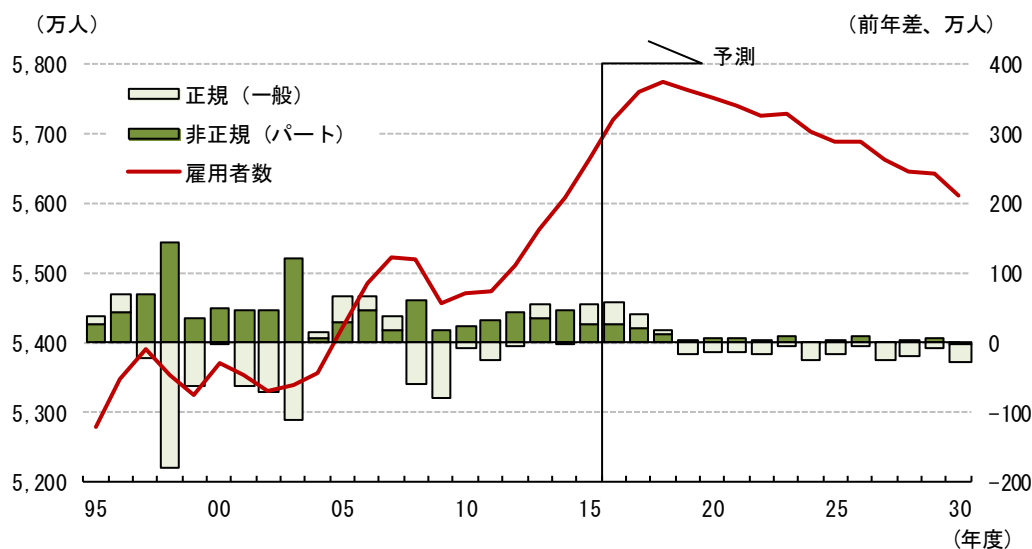
就業者数そのものは 1997 年頃をピークに減少傾向にあるが、2012 年度以降は女性や高齢者を中心に就業者数の増加が続いている（図表 41）。2016 年度以降も増加が続き、リーマン・ショック前のピークである 6389 万人を超えると予想される。

図表 41. 就業者数の見通し



もっとも、少子高齢化の進展は続いており、今後は労働力人口（15 歳以上人口のうち働く意思のある人）の基調的な減少とともに、就業者数も 2019 年度をピークに、再び減少に転じると見込まれる。足元で 6400 万人程度である就業者数は、予測最終年度である 2030 年度に 6200 万人程度まで減少するであろう。なお、内訳を見ると、就業者のうち高齢の従事者が多い自営業者は減少が加速するものの、雇用者については、政策面でのサポートの強化を背景に女性や高齢者の労働参加がさらに進むと予想され、その減少テンポは比較的緩やかにとどまると見込まれる（図表 42）。

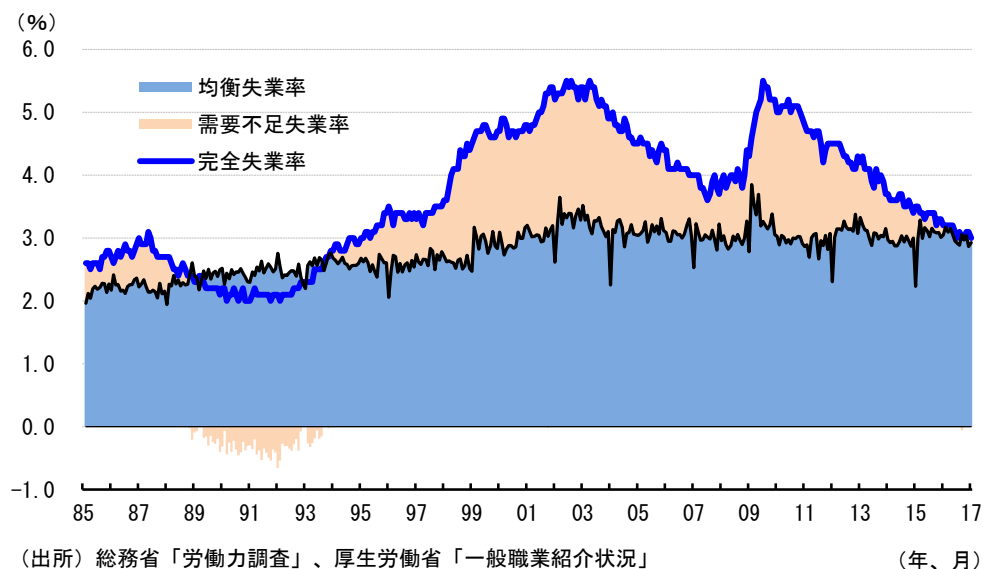
図表 42. 雇用者数の見通し



(注) 一般、パートタイムの労働者の実績は三菱UFJリサーチ&コンサルティング調査部試算
(出所) 総務省「労働力調査」、厚生労働省「毎月勤労統計」

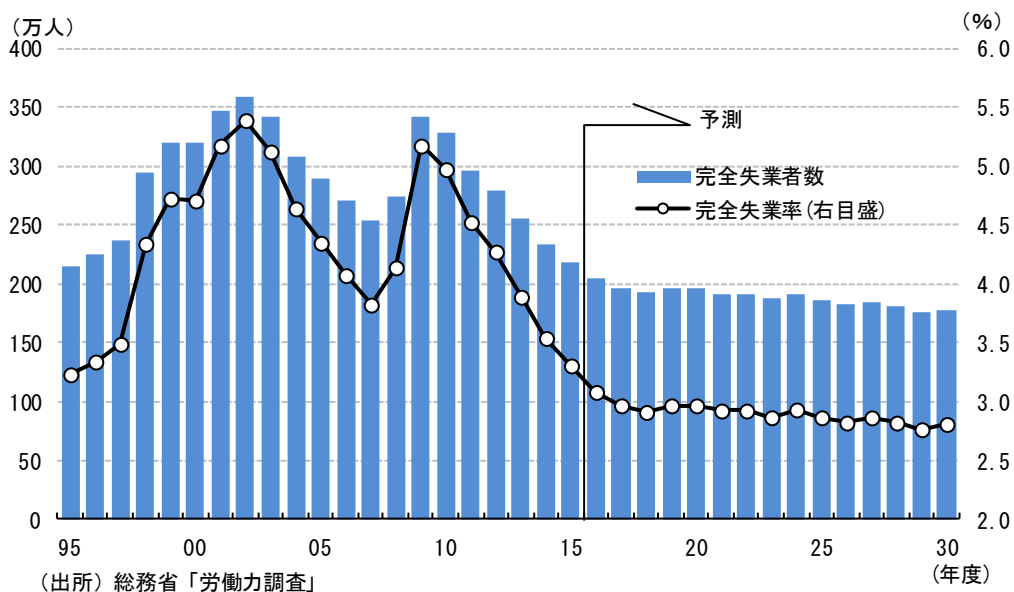
このように、労働供給が着実に減少する一方、労働需要は景気の拡大に合わせて増加することから、今後、労働需給はさらにひっ迫すると予想される。特に東京オリンピック開催前の建設需要のピーク時や、消費税率引き上げ前の駆け込み需要の際の生産や販売の現場では、需給が一時的にかなりタイトになるだろう。一方、足元では完全失業率が均衡失業率の水準に近づいている(図表 43)。均衡失業率とは、労働需給が均衡した、完全雇用と呼ばれる状態における失業率のことであり、雇用のミスマッチが多ければ均衡失業率は高くなる。足元の均衡失業率は 2.9~3.0%と推計されるが、完全失業率はすでにこの水準まで低下しており、今後の低下余地は限られる。そのため、今後も労働需給が引き締まった状況が続くものの、完全失業率の低下は小幅にとどまるとみられ、基本的には 2%台後半と、均衡失業率程度近傍での推移が続くと予測する(図表 44)。また、労働需給がひっ迫した状態が継続することから、賃金の上がりやすい環境が続くだろう。

図表 43. 均衡失業率の推移



(出所) 総務省「労働力調査」、厚生労働省「一般職業紹介状況」
をもとに三菱UFJリサーチ&コンサルティング調査部試算

図表 44. 失業率と完全失業者の見通し



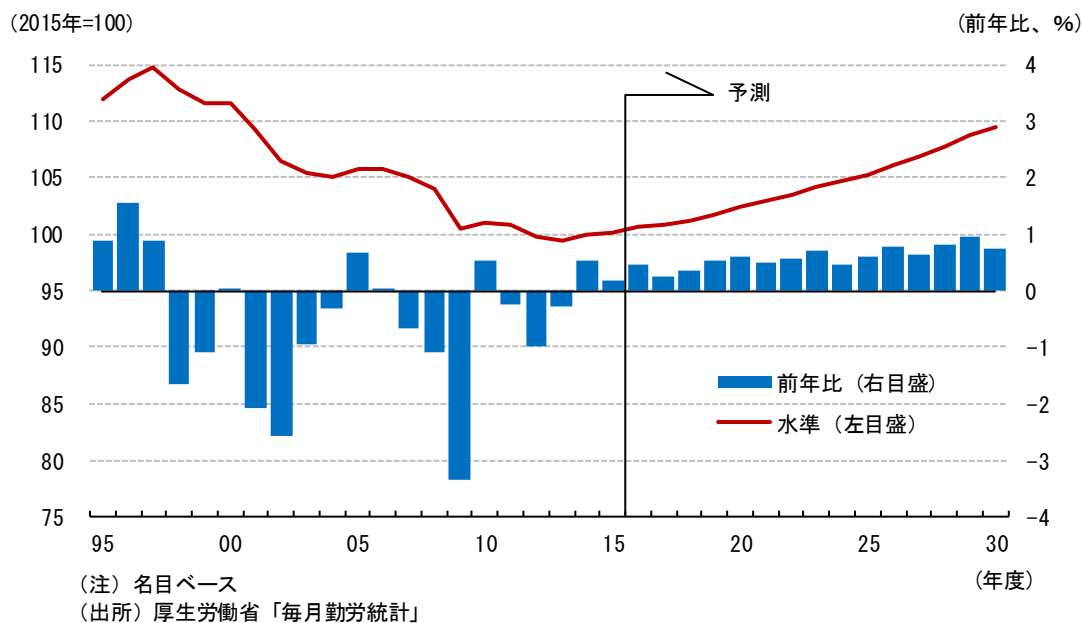
②所得～名目の増加ペースは徐々に高まっていく

賃金は長らく低迷が続いていたが、2014 年以降、政府の呼びかけもあって春闘でベアが実施されているほか、企業業績が好調なこともあり、一人あたり賃金は持ち直している。

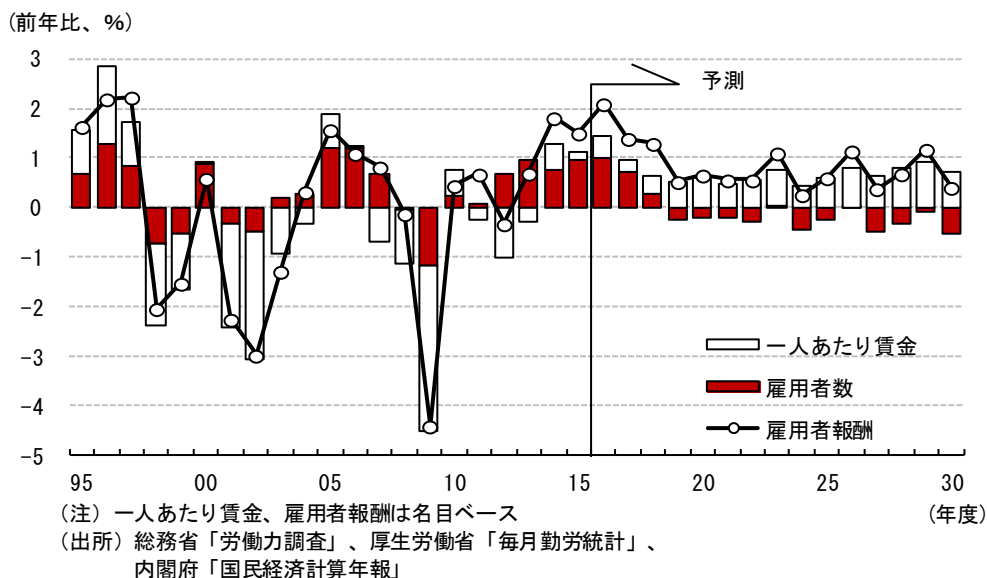
今後、労働需給がさらにひっ迫することにより、一人あたり賃金も増加傾向で推移すると見込まれる(図表 45)。景気の回復に合わせて企業業績の改善が続くことも、賃金を押し上げる要因となるだろう。ただし、パート・アルバイトや派遣社員、退職後の再任用による嘱託社員といった非正規労働者のほか、賃金水準が相対的に低い介護や飲食業などサービス産業に従事する労働者の比率が上昇を続けることが、賃金の伸びを抑制する要因になると考えられる。具体的な伸び率は、一人あたり賃金は 2011 年～2015 年度は年率-0.2%のペースで減少した後、2016～2020 年度は同+0.4%、2021～2025 年度は同+0.6%、2026～2030 年度は同+0.8%と、増加ペースが徐々に高まっていくと予測する。

また、一人あたり賃金と雇用者数を掛け合わせた家計部門全体での所得(名目雇用者報酬)については、足元では賃金や雇用者の増加を受けて、持ち直しが続いている(図表 46)。今後は、雇用者数が緩やかに減少する一方、一人あたり賃金が雇用者の減少テンポを上回って増加することから、名目雇用者報酬は増加基調で推移すると予測する。ただし、実質ベースの雇用者報酬は、物価が緩やかな上昇を続けるため横ばい圏内の動きにとどまり、消費税率が引き上げられるタイミングではマイナスに落ち込むことになるだろう。

図表 45. 一人あたり賃金の見通し（名目）



図表 46. 雇用者報酬の見通し（名目）



③個人消費～増税と人口減の逆風下で伸びは弱まっていく

実質ベースで見た個人消費はリーマン・ショック後の落ち込みからいち早く持ち直し、東日本大震災やその後の景気後退期を経ても堅調に推移してきた（図表 47）。

2013 年度には駆け込み需要の影響で大きく伸び、翌 2014 年度はその反動と消費税率引き上げによる実質所得の減少を背景に落ち込んだが、その後は再び増加基調で推移している。もっとも、雇用者報酬が増加している一方で、消費の伸びは力強さを欠いており、所得の増加が消費の増加につながっていない。

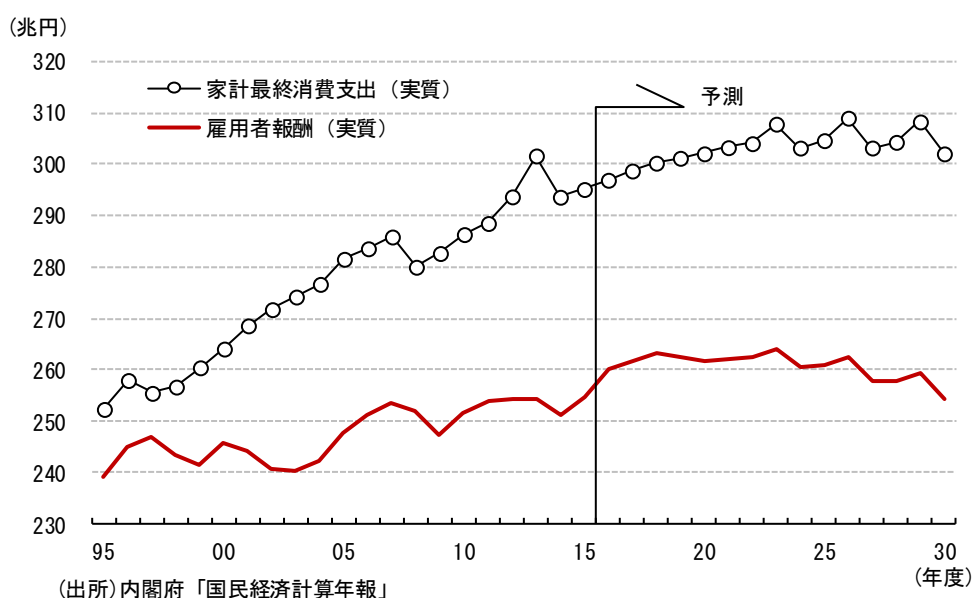
先行きも、消費の増加は緩慢なペースが続くと見込まれる。一人あたりの賃金は増加するものの、労働力人口の減少や物価の上昇により、実質の雇用者報酬は横ばいで推移するため、長期的には消費の拡

大は期待できない。

こうした状況の中でも、2020 年度までは、実質雇用者報酬の増加基調が続くことや、オリンピック開催を控えて消費者マインドが上向くことが消費を下支えするだろう。なお、2019 年 10 月には消費税が 8% から 10% に引き上げられる予定であるが、駆け込み需要による盛り上がりとその反動減が同一年度に発生することから、実質個人消費は前年度比では増加すると予測する。

2021 年度以降は、予測最終年度である 2030 年度までに 3 度の消費税率引き上げを想定しており、消費税率引き上げにともなう物価の上昇が実質個人消費を下押しするだろう。さらに、人口の減少ペースが次第に高まり、個人消費の伸びを下押しする圧力が徐々に強まっていくと予想される。

図表 47. 個人消費の見通し（実質）

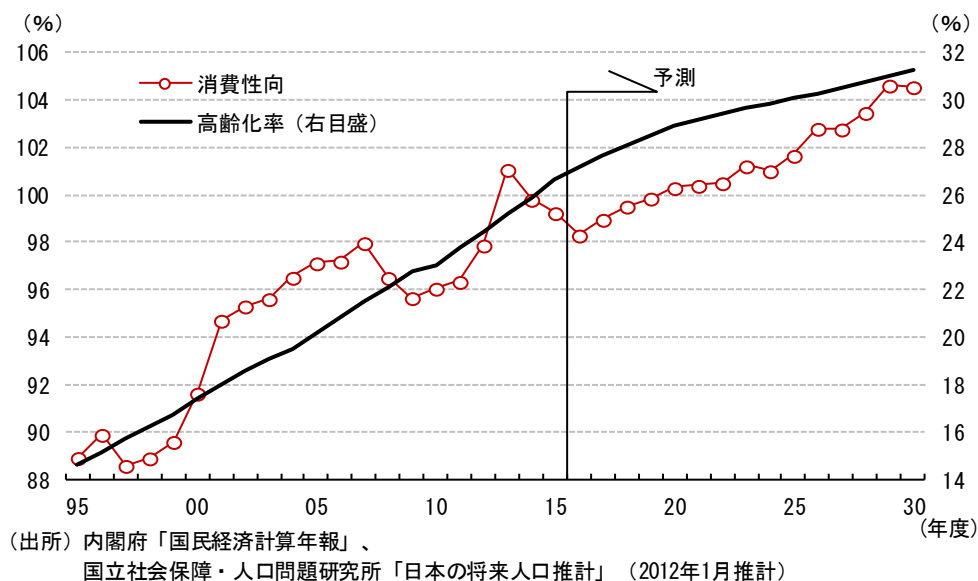


具体的な伸び率をみると、個人消費（実質民間最終消費支出）は 2011～2015 年度に年率+0.6%のペースで増加した後、2016～2020 年度は同+0.5%と同程度のペースを維持するが、2021～2025 年度は同+0.2%とプラス幅が縮小するであろう。さらに、2026～2030 年度は、増税幅 3%の消費税率引き上げが 2 度行われることで、同-0.2%と減少に転じると予測する。

もっとも、1 人あたりの伸び率では、2011～2015 年度に年率+0.8%で増加した後も、2016～2020 年度に同+0.9%、2021～2025 年度に同+0.7%と底堅さを維持し、2026～2030 年度においても同+0.5%と増加基調を維持する見込みである。

なお、家計の消費性向は消費税率引き上げ直前の 2013 年度に 101.3%と初めて 100 を上回った（図表 48）。駆け込み需要のもとで、家計全体では貯蓄を取り崩してまで消費を行ったが、その反動で 2014 年度は消費を抑え、貯蓄の復元に動いたようだ。中長期的には、高齢化の進展により貯蓄を取り崩す世帯が増え続けること、消費税率や社会保険料率が引き上げられる中で家計の負担が増していくことなどから、消費性向は上昇傾向で推移すると考えられる。消費性向は 2020 年度以降、100%を上回る水準が定着し、家計は貯蓄超過（資金黒字）部門から投資超過（資金赤字）部門へと転じ、その後も投資超過幅が拡大していこう。

図表 48. 家計の消費性向（名目ベース）と高齢化

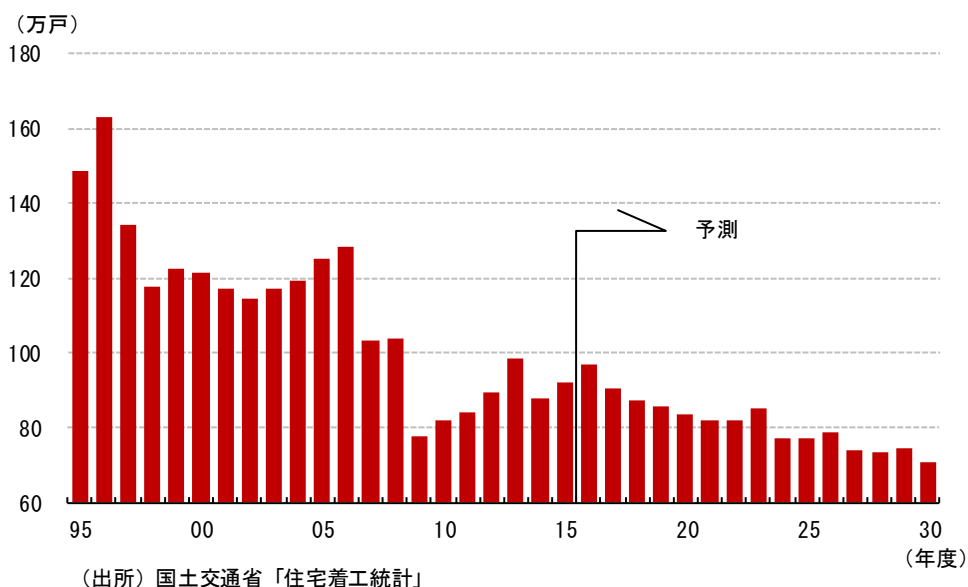


④住宅投資～人口、世帯数の減少を背景に減少が続く

新設住宅着工戸数はバブル崩壊後も 100 万戸を超える水準で推移してきた。しかし、2007 年の建築基準法改正や 2008 年のリーマン・ショックを受けて、2009 年度以降は 100 万戸を下回る水準が定着した（図表 49、図表 50）。

2013 年度には消費税率引き上げ前の駆け込み需要が生じ、90 万戸台後半まで水準を高めたものの、2014 年度にはその反動により減少した。その後は持ち直しており、2016 年度は相続税対策関連の貸家需要の盛り上がりなどの一時的な要因もあり、再び 90 万戸台後半まで増加すると見込まれる。しかし、2017 年度には増加の勢いは衰え、減少に転じるだろう。

図表 49. 新設住宅着工戸数の見通し



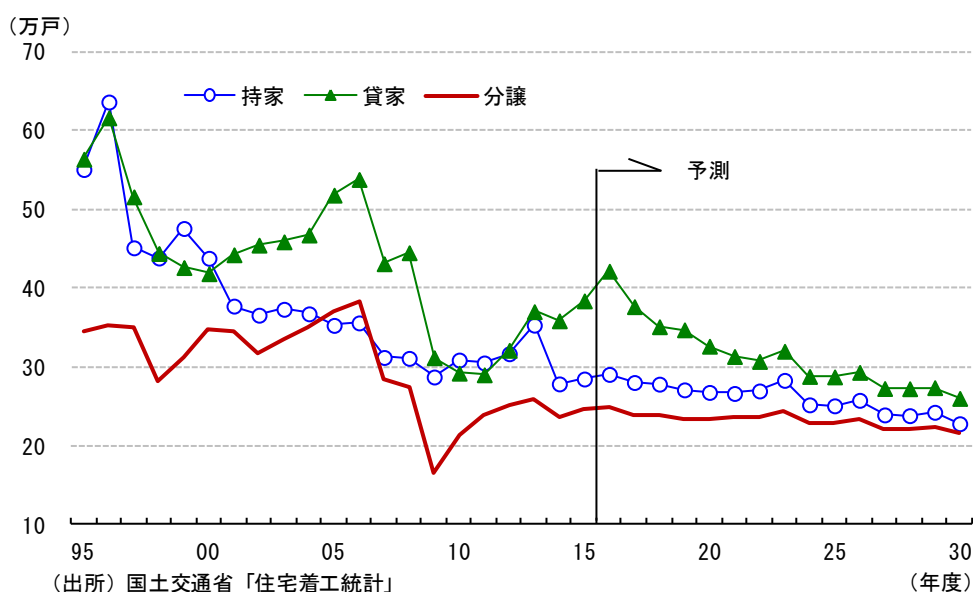
2019 年 10 月には消費税率引き上げが予定されているため、駆け込み需要によって 2018 年度の着工件数がやや押し上げられると予測するが、貸家の需要が先食いされていることもあり、年度の合計は減少が続くだろう。

このように、住宅着工は、人口減少が進み、世帯数も 2020 年頃にピークアウトする中で、消費税率の引き上げを控えた駆け込み需要とその後の反動減を繰り返しながら、徐々に水準を切り下げていくと予想される。

ただし、人々の新築志向は根強く、市場価値の高い優良な中古住宅も数に限りがあることは、住宅着工の減少テンポの緩和に寄与すると考えられる。このため、予測最終年度である 2030 年度においても、住宅着工の水準は 70 万戸台が維持されるであろう。

住宅投資（SNA ベース）は、着工件数の増加にともない、2016 年度までは増加傾向で推移するものの、2017 年度以降は緩やかな減少傾向に転じると予測する。また、足元では、建設労働者の不足により賃金が上昇していることに加え、資材価格も上昇傾向にあり、建設コストは上昇している。長期的に建設労働者は減少傾向が続くと考えられ、今後も労働需給のタイト感から労務単価は上昇が続き、資材価格も東京オリンピック開催による建設ラッシュや消費税率引き上げを受けて上昇が続くとみられる。そのため、今後も住宅投資デフレーターの上昇が続き、住宅投資は名目が実質を上回る水準で推移する見通しである。

図表 50. 利用関係別に見た新設住宅着工戸数の見通し



（４）政府部門～政府消費を中心に増加

2003 年度以降、政府消費の増加ペースが鈍化したことに加えて、公共投資の減少が続いたことから、公的需要（実質GDPベース）は減少が続いた。しかし、リーマン・ショック後に過去最大規模の経済対策が実施されたことなどから、公的需要は 2009 年度に増加に転じた。2014 年度には、公共投資が減少し、政府消費の伸びが低かったことから公的需要は前年比－0.1%と 6 年ぶりに減少したが、2015 年度には政府消費を中心に同＋1.2%と増加した。

政府は、財政健全化に向けて、2020 年度に国と地方の基礎的財政収支を黒字化させることを目標としている。2015 年度に策定された「経済・財政再生計画」においては、「経済・財政一体改革」を実施することとしており、社会保障関係費については、効率化・重点化のための改革を行い、増加額を抑制することを目指している。

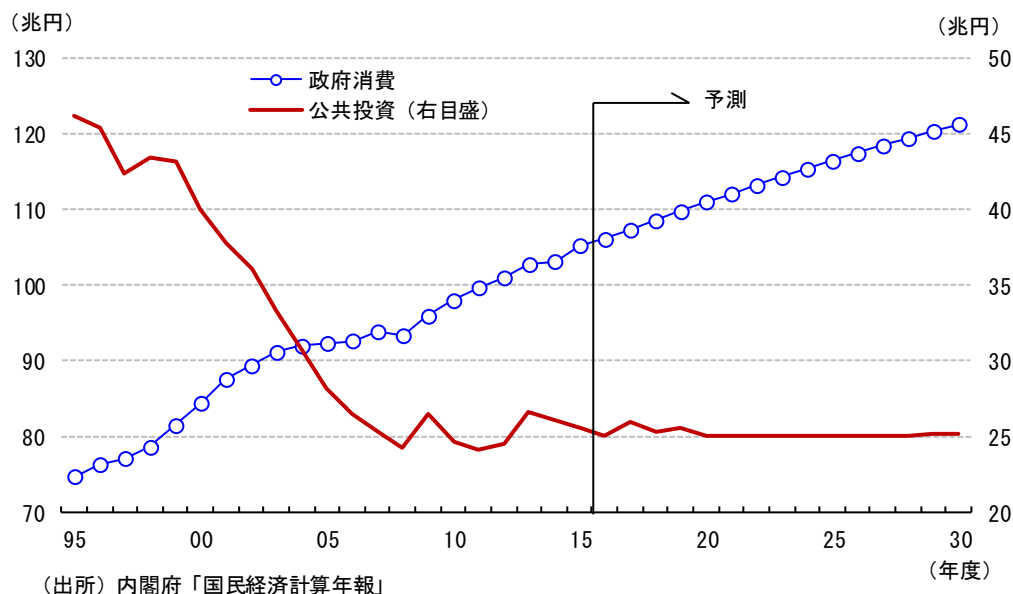
もともと、高齢化の進展を背景に、医療・介護サービスに対する需要の拡大が続き、公的負担の増加は避けられないだろう。このため、政府消費は予測期間を通じて増加が続き、歳出削減を通じて財政を再建していくことは難しいと考えられる。一方、公共投資は、2010 年代後半には、2020 年の東京オリンピック開催に向けた社会資本の整備などを背景に緩やかに増加すると見込まれるが、厳しい財政事情の下、2020 年代は横ばいで推移するだろう。

①政府消費～高齢化を背景に増加が続く

政府消費（実質ベース）は、高齢化の進展を反映して、主に医療・介護の公的保険負担分などで構成される現物社会移転（市場産出の購入）を中心に拡大が続いている。現物社会移転（市場産出の購入）の政府消費に占める割合（名目ベース）は、2015 年度は 44.0%と 5 割近くを占めるに至っている。

医療・介護サービスの需要の中心である 75 歳以上人口は、国立社会保障・人口問題研究所の推計（2012 年 1 月）によると、団塊の世代全員が 75 歳以上になる 2025 年には 2179 万人、そして、2030 年には 2278 万人と増加し、2030 年の人口のうち約 2 割が 75 歳以上となる。このように、今後も高齢化が進展し、医療や介護サービスへの需要が拡大することから、政府消費は現物社会移転（市場産出の購入）を中心に増加が続くと見込まれる（図表 51）。この間、社会保障制度改革への取り組みも実施されようが、抜本的な改革を実施することは難しく、増加ペースを鈍化させるにとどまるだろう。

図表 51. 政府消費と公共投資（実質ベース）



②公共投資～厳しい財政事情により横ばい

公共投資（実質ベース）は、2000年代はリーマン・ショック時には経済対策により一時的に増加したものの、厳しい財政事情の中、減少傾向で推移してきた。しかし、東日本大震災後の復旧・復興関連需要により2012年度に3年ぶりに増加した後、2013年度には、アベノミクスの「機動的な財政政策」による経済対策の効果が現れたことから、前年比+8.6%と大幅に増加した。

経済対策による押し上げ効果は、同規模以上の経済対策を打ち出し続けない限り、必ず剥落する。このため、2014年度の公共投資は前年比-2.1%と減少に転じ、2016年度も減少が続くと予想される。2017年度は、2016年度の補正予算で実施された経済対策の効果が現れるため、4年ぶりに増加するものの、2018年度はその押し上げ効果が剥落する影響が大きいと見込まれる。

2019年度には、2020年の東京オリンピック開催に向けて競技場などの整備が進むことに加えて、首都圏では交通網の整備を中心に社会資本の整備が進むと予想されるため、公共投資は緩やかに増加するだろう。

東京オリンピック後は、首都圏での社会資本整備は一巡する一方、社会資本の更新需要が増加する可能性がある。しかしながら、厳しい財政状況や建設業の供給能力の制約もあって、公共投資は、防災対策や老朽化した社会資本の更新など優先度の高いものを中心に実施されることになるだろう。公共投資は、2020年代は横ばいで推移すると予想される（図表51）。

（５）物価・金融市場

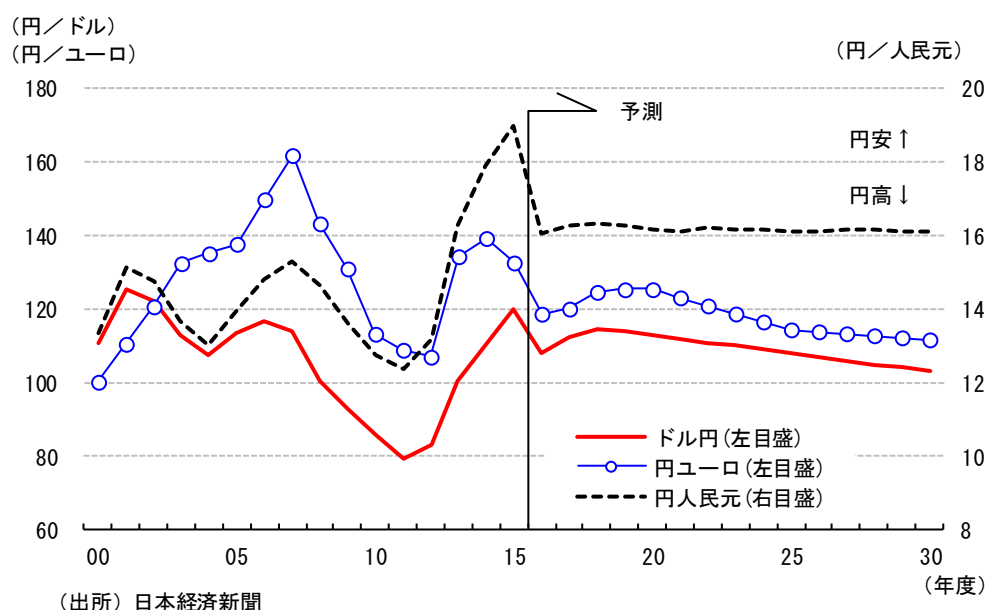
①為替相場～中長期的には再び円高へ

円は 2011 年 10 月に 1 ドル＝75 円台の史上最高値をつけた後も高値圏で推移していたが、2012 年 12 月の総選挙において、安倍首相が脱デフレ・円高是正を促すべく金融緩和を進める意向を示し、2013 年 4 月には日銀が量的・質的緩和を実施したことを受けて、急速な円安が進んだ（図表 52）。その後も、米国の QE3 の終了や日銀の追加緩和を背景に円安が進み、2015 年 6 月には 125 円台後半をつけた。

しかし、2015 年半ば以降は、中国株価の急落や原油など資源価格の下落によって世界景気の先行き不安が強まる中で、安全資産とみなされた円に資金が流入し、円高が進んだ。2016 年に入っても、米国の利上げが当初見込まれていたよりも、かなり後ずれする見込みとなったことや、日本の金融緩和が限界に近付いているとの見方が強まったことを背景に円高が進み、6 月に英国民投票で EU 離脱派が過半を占めたことが判明すると、リスク回避の動きが強まり、一時 99 円をつけた。その後、100～105 円の推移が続いたが、米大統領選でトランプ氏が勝利すると、減税やインフラ投資など同氏の経済政策に対する期待から米長期金利が急上昇し、これを受けてドル高・円安が進み、一時 118 円台後半をつけた。

2017 年に入ると、「トランプ相場」が一服する中、トランプ政権によるドル高けん制発言が円高材料とされる一方、米国景気の拡大を背景とした金融引き締めや金利上昇が円安材料となり、円は対ドルで 110 円～115 円程度のレンジ内で推移している。

図表 52. 為替相場の予測



円は、対ユーロでは、欧州財政金融危機を背景に 2012 年 7 月に 1 ユーロ＝94 円台まで上昇した後、ECB による国債買い取り策や欧州安定メカニズム (ESM) の稼働がユーロ買い戻しの材料となり、2014 年前半にかけて円安・ユーロ高が続いた。また、同年 10 月には日本銀行の追加緩和を受けて円安が進み、円は 12 月には一時 150 円近くまで下落した。

しかし、2015 年は ECB による量的緩和が実施されたことから再び円高が進み、2016 年も、ECB の追加緩和などから円高傾向が続き、英国民投票で EU 離脱派が勝利した後は 110 円割れまで円高が進んだ。その後、世界景気の持ち直しや米大統領選でのトランプ氏の勝利などから投資家のリスク志向が

強まる中、再び円安が進み、2017 年に入ってから 120 円前後で推移している。

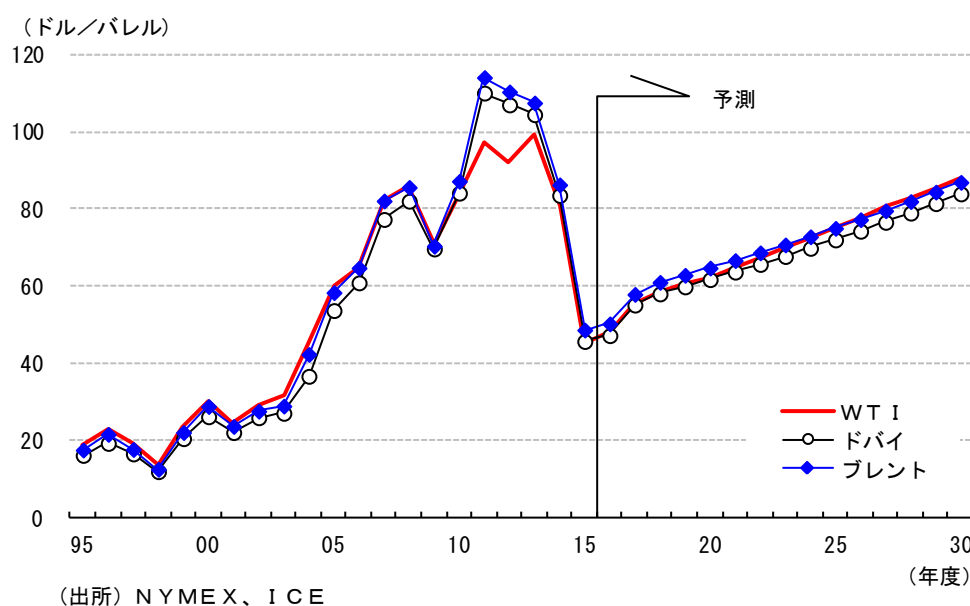
先行きについては、短期的には円がドルやユーロに対して、緩やかに下落すると予想される。米国では今後も利上げが継続されると見込まれ、ユーロ圏では量的緩和の縮小などが予想されることが理由である。もっとも、中長期的には、日本よりも米国や欧州の物価上昇率が高いという物価上昇率の格差を反映して、円は緩やかに上昇するだろう。日本の経常収支が黒字基調を続けると予想されることも、実需の面から円高圧力となつてこよう。均してみれば、2030 年に 1 ドル＝100 円近くを目指す程度の緩やかなペースで円高・ドル安が進むことになろうが、各国での選挙、通商摩擦、地政学リスクなどを通じて国際金融市場が混乱する場合には、一気に 100 円近辺まで円高が進む局面もあると考えられる。

人民元の対ドル相場は、2014 年初めにかけて 6.0 元台まで元高が進んだ後は、元安に転じている。2015 年 8 月中旬には 3 日で 4.6% の大幅切り下げが行われ、その後も、元安傾向が続き、2016 年 12 月には 6.9 元台をつけた。なお、同年 10 月 1 日には、人民元は国際通貨基金（IMF）の特別引き出し権（SDR）構成通貨に組み入れられた。2017 年に入って、元安はやや一服しているものの、当面、資本流出への懸念などから再び元安に動く可能性がある。しかし、中長期的には、経常収支黒字が高水準を続けることや、元の国際的地位の向上にともない準備資産としての元買い需要が出てくることもあり、対ドルではやや元高、対円では持ち合い程度で推移する見込みである。

②商品市況～資源価格は緩やかに持ち直していく

資源価格は、2004 年頃から 2008 年前半にかけて、中国など新興国経済の発展を背景に需給逼迫観測が強まり、大幅に上昇した（図表 53）。2008 年後半にリーマン・ショックを受けて暴落したものの、2011 年頃にかけて原油や金属の需給逼迫懸念が再燃して急反発し、2014 年前半にかけて高止まりした。2014 年後半には、原油価格が急落し、これが他の資源価格にも波及して 2015 年も資源価格は下落傾向が続いたが、2016 年に入って底入れし、その後は緩やかに持ち直している。

図表 53. 原油価格の予測



資源の中心となる原油について、2016年に価格が上昇に転じた背景としては、①中国景気の底割れ懸念が後退し、世界的に景気回復の動きが進んだ、②石油輸出国機構（OPEC）やロシアなど非OPEC産油国が協調減産に踏み切った、③米国のシェールオイルの生産が減少傾向で推移した、④森林火災の影響があったカナダや武装勢力による石油施設への攻撃があったナイジェリアで原油生産が落ち込んだ、などが挙げられる。

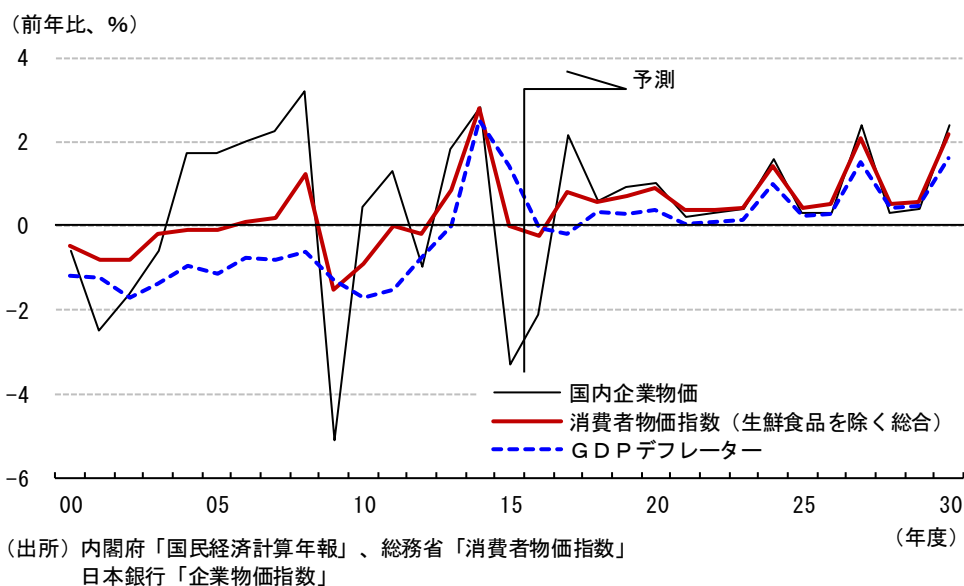
原油以外の石炭、鉄鉱石、銅なども2016年は価格が上昇した。石炭は、中国政府が炭鉱の稼働日数規制を導入したことで供給過剰が解消され、鉄鉱石は中国の景気刺激策により需要が持ち直した。他の資源に比べて価格上昇が遅れていた銅も、中国需要が持ち直す兆しをみせる中で、トランプ米政権の経済政策に対する期待が高まり、価格が急回復した。

2017年に入り、OPECなどの減産を受けた原油価格の上昇は一服しつつあり、しばらくは上値の重い展開が見込まれる。しかし、その後は、米シェールオイルの増産などが上値抑制要因になるものの、中国やインドなど新興国の需要増加によって需給は徐々に引き締まり、原油価格は緩やかに上昇すると予測される。もっとも、産油国の販売競争が激しいこと、世界的に脱石化エネルギーの動きが強まっていくこと、省エネルギーのための技術進歩が期待されることから、原油価格の上昇ペースは緩やかにとどまるだろう。中長期的には、原油価格は世界のインフレ率をやや上回る程度の上昇ペースにとどまると考えられる。

③物価～デフレ脱却後も上昇テンポは高まらない

原油をはじめとした国際商品市況が上昇に転じ、円安による輸入物価の上昇もあって、足元では物価上昇圧力が緩やかに高まりつつある。このため、国内企業物価は、2016年度の前年比-2.1%から2017年度に同+2.2%とプラスに転じる見込みである（図表54）。こうした川上の物価上昇の波及に加え、労働需給のタイト化による賃金上昇の影響からサービス価格も緩やかに上昇しており、消費者物価（生鮮食品を除く総合）についても、2016年度の前年比-0.2%から2017年度には同+0.8%とプラスに転じると予想される。

図表54. 物価上昇率の推移（消費税率引き上げの影響を含む）



2018年度以降も、国内企業物価、消費者物価とも基本的には前年比プラス圏内で推移する見込みである。すでにデフレの状態を脱していると考えられるが、今後も予測期間を通じてマイナス物価が長期間にわたって継続することはなく、再びデフレに陥る懸念は小さい。2030年度までに消費税率が18%に、合計で4回引き上げられると想定しており、それにとまって国内物価は上昇率が一時的に高まる見込みであるが、その押し上げ効果を除いても物価のプラス基調は続くであろう。

輸入物価については、原油価格などの国際商品市況が世界的な需要の持ち直しにとまって緩やかに上昇していくと予想されるため、2018年度以降も前年比プラスが続こうが、同時に円高が進むため、上昇ペースも緩やかにとどまろう。通商交渉の進展を通じて貿易の自由化が進むと期待され、一部で関税などが撤廃される動きも、輸入コストを減少させる要因となる。

一方、電気機械や電子部品・デバイスなどの工業製品では価格の下落基調が続くことや、海外製品の調達比率の上昇によって素材関連財の価格の安定が続くことから、消費税率引き上げの影響を除けば、国内企業物価の上昇ペースは緩やかなものとなろう。

消費者物価（生鮮食品を除く総合）の前年比は、消費税率引き上げの一時的な影響を除いてもプラス圏で推移するであろう。これは、第一に、賃金の上昇を反映して、今後もサービス価格の上昇が続くためである。賃金は時間がたつにつれて上昇ペースが増してくるため、サービス価格の押し上げ効果も徐々に強まっていくであろう。第二に、企業の集約化や統合が進むことを受けて、国内での値下げ競争圧力が後退することも、物価全体を押し上げる要因となる。もっとも、財の価格については、資源価格が緩やかに上昇していくものの、円高が進むことが輸入物価の押し下げ要因となること、自由貿易の進展にとまって安価な輸入品の流入が増えることなどから、上昇幅は限定される。このため、予測期間内に消費者物価（生鮮食品を除く総合）の前年比が日本銀行のインフレターゲットである前年比+2%を超えることはないであろう。

潜在成長率との関係では、予測期間中、実質GDP成長率は概ね潜在成長率前後の上昇を続けるため、均してみればマクロ的な需給ギャップがほぼゼロの状態が続く。このため、国内物価への押し上げ圧力は限定的であろう。

④金融政策～長短金利操作付き量的・質的金融緩和を解除し、ゼロ金利政策に移行

日本銀行は、2016年1月に日本銀行当座預金残高の一部にマイナス金利（-0.1%）を適用するマイナス金利付き量的・質的金融緩和の導入に踏み切った後、同年9月には金融緩和を強化する目的のために、新たな金融政策の枠組みである「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を導入した。この政策の下で、「日本銀行当座預金のうち政策金利残高に-0.1%のマイナス金利を適用し、10年物国債金利がゼロ%程度で推移するように、長期国債の買入れを行う」との方針を示し、長期金利に上昇圧力がかかる局面で指値オペを実施して金利の上昇を阻止している。

緩やかながらも物価上昇圧力が高まりつつあることや、マイナス金利の深掘りは金融システムの不安定化につながりかねないことから、足元の1ドル=110円を超える円安レベルでは、追加緩和は見送られる可能性が高い。一方、米国での金利上昇を受けて今後も長期金利に上昇圧力がかかる局面も予想されるが、イールドカーブを現状程度に維持する姿勢に変化はないと考えられ、指値オペの実施や国債の買入れ額の増額で金利の上昇を阻止する姿勢を継続しよう。

もっとも、こうした状態をいつまでも維持することは不可能であり、2018年4月の黒田総裁の任期切れ後に、出口戦略の進め方について検討されることになろう。予測期間内にインフレターゲットが達成されることは難しいものの、2017年以降は消費者物価が緩やかに上昇すること、米国の金融引き締めを受けて2018

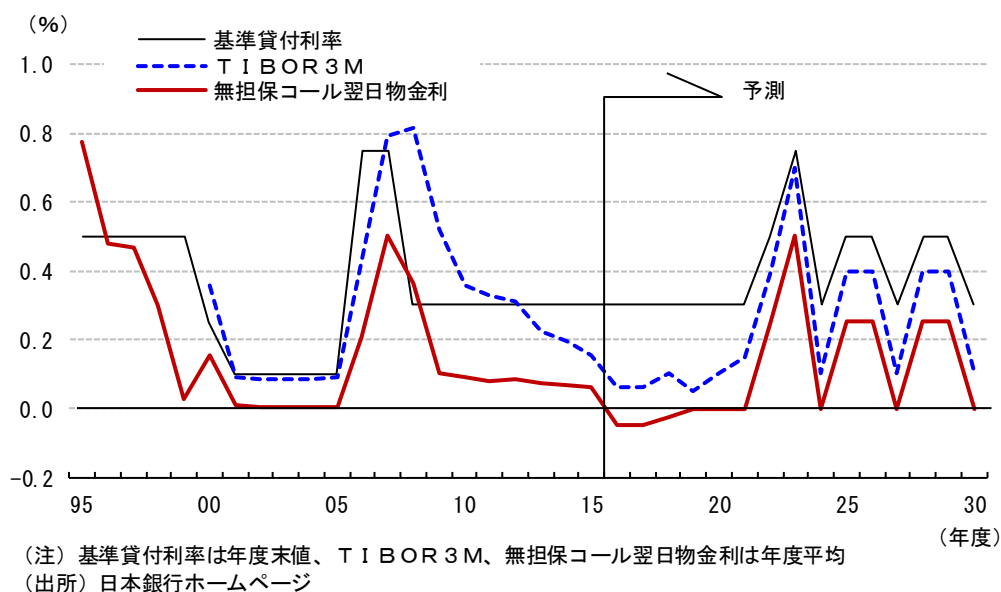
年ごろまでは円安圧力がかかりやすい状態が続くため、いずれ国債買い入れペースの減額とともに、イールドカーブの水準を緩やかに上昇させる方針に転換されると考えられる。

早ければ 2018 年中にもマイナス金利が解除されてゼロ金利政策に移行し、長期金利のターゲットも、物価の上昇に合わせて、緩やかに引き上げられる可能性がある（図表 55）。この過程で、現在は年間 80 兆円を目途としている国債買い入れペースも徐々に減額される可能性があるが、長期金利の急上昇を阻止するために、一定額の買い入れはその後も継続されるであろう。

さらに、消費税率の 10% への引き上げ後の景気の悪化や、東京オリンピック後の需要の落ち込みを経て、景気が持ち直してきたタイミングにおいて、極端な緩和状態を修正するために、政策金利が小幅引上げられ、長期金利のターゲットの設定も解除され、国債の買い入れ額もさらに圧縮される可能性がある。

こうして金融政策の正常化が図られた後は、物価が安定的にプラス圏内で推移することを確認したうえで、小幅の引き締めと、消費税率の追加引き上げ後のタイミングでのゼロ金利政策の再導入が繰り返されるであろう。

図表 55. 政策金利と短期金利の推移



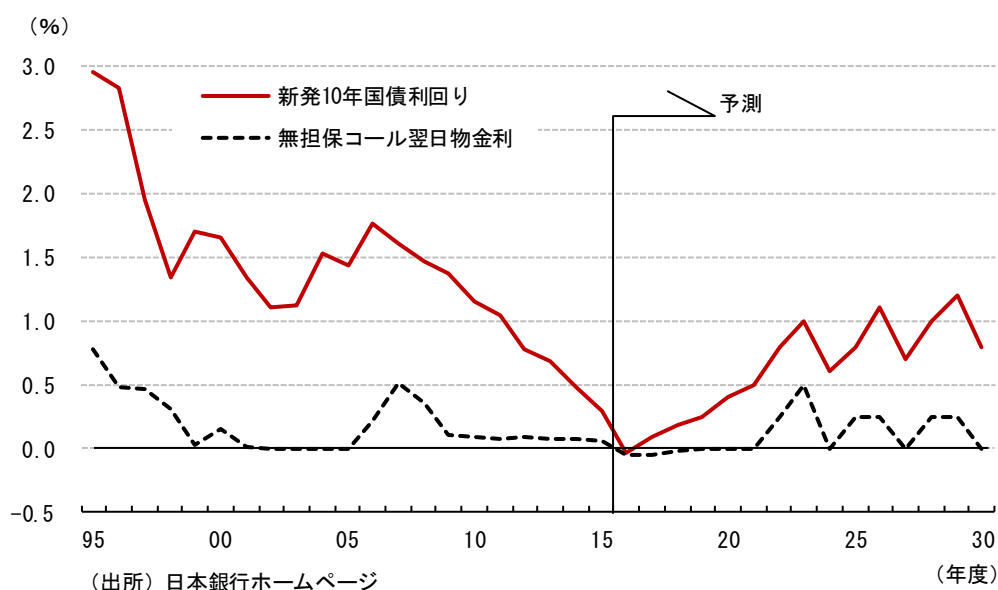
⑤金利～長期金利は緩やかに上昇していく

日本銀行のマイナス金利導入によって、無担保コール翌日物金利は 2016 年 2 月にマイナスに転じた後、小幅マイナスの状態が続いている（図表 56）。早ければ 2018 年中にゼロ金利政策に移行すると考えられ、それを受けて、無担保コール翌日物金利も、ゼロ近辺での推移に転じると予想される。さらに、2021 年度以降、ゼロ金利政策の解除に合わせて小幅上昇することになる。その後は、消費税率引き上げ後の景気の低迷に対応するためのゼロ金利政策の実施や解除など、金融政策の変更にともなって変動していこう。ただし、予測期間を通じて景気が過熱することはない見込みである。

新発 10 年物国債利回りも 2016 年 2 月にマイナスに転じたが、11 月の米国大統領選後の米国金利の急上昇を受けて国内金利にも上昇圧力が高まり、11 月半ばにはプラス圏に浮上した。その後の一段の金利上昇に対して、日本銀行は指値オペの実施によって上昇を阻止する姿勢を示したため、日本銀行の想定する長期金利の上限は 0.1% との見方が定着している。

しばらくは米国金利の上昇をにらみつつも、0.1%を上限としたレンジ内での推移が続こうが、日本銀行がイールドカーブの水準を緩やかに上昇させる方針に転換することに合わせて、次第に水準を切り上げて行く見通しである。また、国債買い入れペースも徐々に減額されると予想されることも、長期金利の上昇要因となるであろう。さらに、家計の貯蓄率がマイナスに転じるなど資金フローの環境変化に加え、物価が緩やかに上昇する状況が定着化してくることも、長期金利の上昇圧力となる。このため、短期金利の動向に合わせる形で、上昇と低下を繰り返す中にあっても、イールドカーブは徐々にスティープ化していく見込みである。

図表 56. 金利見通し



なお、資金運用難の状況が続くと予想される中で、消費税率の引き上げなど財政健全化も進められるため、投資家の国債離れが起こるような状況は回避されるであろう。しかし、現在の長期金利の水準は、日本銀行の高値での大量の買い入れを背景に、明らかに需給バランスが崩れ、過熱した状態であるといえる。このため、財政健全化目標が大きく後退したり、金融市場が政府の財政再建の取り組み姿勢に不信感を持った場合には、たとえ需給バランスがタイトな状況にあっても、国債の信用力が低下し、金利が大きく跳ね上がるリスクは残る。また、日本銀行の国債の買取り額が膨らみ続けることで、事実上の財政ファイナンス（国債の直接引き受け）とみなされ、国債への信任が後退する懸念もある。そうなった場合、たとえ日本銀行が国債を無制限に買い続けることで国債利回りの上昇を阻止できたとしても、通貨の下落や、国際金融市場でのジャパンプレミアムの発生・急拡大を引き起こすリスクがある。

おわりに

バブル崩壊後、企業は過剰問題を乗り切るために、リストラを進め、財務体質を強化し、収益力を高めてきた。こうした企業の努力に加え、安倍政権が誕生した後は、世界経済の回復、円安進行、公共事業の積み増しなどの追い風もあって業績は順調に改善しており、2016年度も過去最高益を更新する可能性がある。さらに、景気を持ち直しの動きに人口減少という構造的な要因も加わって労働需給がタイト化しており、労働市場は完全雇用に近い状態にある。しかし、企業は国内の設備投資に慎重なままであり、賃金の上昇ペースはなかなか高まってこない。また、個人消費は、8%への消費税率引き上げの影響が一巡した後も、節約志向の高まりや、人口減少や高齢化の影響もあって伸び悩んでいる。加えて、円安は国際市場において価格競争力を高め、輸出数量の増加を促す要因となるはずであるが、すでに生産拠点が海外に移転していること、競争力低下を受けて生産から撤退した製品も多いことなどから、輸出数量を大きく押し上げるには至っていない。このように、経済の好循環に必要な条件は揃いつつあるものの、企業や家計の貯蓄を増やすだけにとどまり、経済の拡大につながっていない。結局、民間部門の余剰資金は、政府の財政赤字の埋め合わせのために使われている。

こうした背景には、企業が明確な日本の将来像を描けておらず、家計も自分たちの将来の生活に不安を抱えているためと考えられる。東京オリンピックの開催を控えていることは明るい材料であり、そこまでは景気を持ち直しが続きそうだという漠然とした見通しは立っても、オリンピック後の日本の姿がなかなか見えてこない。これは、日本が抱えている課題への政策的な対応が進んでおらず、問題を先送りしてきたツケを、最終的には払うはめになることを、企業も家計も懸念しているためである。実際に、様々な懸案事項は、今後、着実に悪化が進むと見込まれ、東京オリンピック需要の盛り上がりの剥落とともに次第に問題が顕在化する可能性がある。具体的には、人口減少の加速、社会保障制度の限界、過大な財政再建の負担といった構造調整圧力が高まることであり、このため景気は低成長を強いられるリスクがある。場合によっては、日本銀行による国債の大量買い入れによって生じた歪みが、金利急上昇などの形で一気に噴出することもあると考えられる。

中でも人口の減少については、国内需要の先細りの原因となるだけでなく、労働力の不足によって日本の稼ぐ力が落ち込んでいくことにつながる。このため、いかに効率よく稼いでいくかが、一国の経済としても、企業としても重要になっていく。

日本経済の先細りを回避するためには、企業においては、抱え込んでいる余剰資金を有効に活用していくことが求められる。しかし、先行きの需要の減少を懸念して、企業は国内の新規設備投資に慎重な姿勢を続けており、今後も投資性向は緩やかな上昇にとどまる見込みである。また、固定費の増加を懸念して、人材確保のために賃金を引き上げることや、コストをかけて人材を育成することにも消極的である。

家計においては、貯蓄に回すカネを使う気になることが必要である。安倍政権の下では、デフレが解消すれば、貯蓄の実質価値が目減りすることになるため、家計は消費を増やすと期待している。しかし、物価の上昇は、本来、家計にとっては決して好ましいことではない。将来不安がある中で物価が上昇していけば、ますますお金を使う気になれず、所得が増えても、それを必要以上に貯蓄に回そうとするであろう。目減りした所得を、所得の積み増しで補てんしようとするためである。こうした状況下で、家計が安心してお金を使うためには、雇用が安定し、賃金が上昇することはもちろんのこと、社会保障制度が充実し、働きやすい制度と環境が整備されていくことが必要である。

このように、経済が縮小すると考えて企業が警戒感を強め、将来の生活不安に備えて家計が守りの姿勢に入ること自体が、確実に経済を縮小させることになる。そうすると、財政再建や社会保障制度改革の遅れといった構造問題が一段と深刻化していくことになりかねず、ますます企業や家計のマインドは委縮していくという負のスパイラルが生まれる。

パイラルに陥ってしまう。

今回のシナリオでは、東京オリンピック後、人手不足が一段と厳しくなる中で、企業が政府に先んじて、日本経済の拡大を阻害する構造問題への適応を進めていくと予想した。政策に頼っていると取り返しのつかないことになるとの危機感や、事業を継続していくためにやむを得ないとの判断が企業を動かし、生産性を高めるための施策に積極的に取り組むことになるであろう。もっとも、こうした企業の対応は、必ずしも前向きな行動として実現するものばかりではない。一部の業務の切り捨てやリストラの実施、企業の淘汰、吸収合併、敵対的な買収といった形で行われるケースもあると考えられる。また、プラス面での効果はすぐには現れないため、短期的には景気にとってマイナスに効くことになるであろう。

こうした民間の動きに対し、政府は限界まで問題解決を先延ばしにした後、対応せざるを得ない状況に追い込まれて初めて、問題への取り組みを真剣に検討し始めることになるだろう。結果として、2024年度、2027年度、2030年度の3回の合計で18%まで、引き上げ幅で8%分の消費税率引き上げが実施されることになる想定した。消費税増税は家計への負担を強いることになるため、2020年代後半の個人消費は高齢化によるマイナスの影響も加わって低迷が深刻化するリスクがあり、2020年代後半の景気の大きな下押し圧力となる。

それでも、2020年代後半には、企業部門での業務の効率化、製品・サービスの高付加価値化、産業構造の高度化がある程度進むと考えられる。このため、労働力が一段と減少する中にあっても生産性が上向いてくることで供給力が確保され、景気を下支えすると期待される。

もし政府が問題をさらに先送りすることになれば、消費税率引き上げといった景気のマイナスの材料が減少するため、2020年代後半においても前半並みの成長は達成できるかもしれない。しかし、企業の投資の抑制や少子化の加速によって潜在成長率はさらに低下し、いずれマイナスになる可能性がある。構造調整圧力の一段の高まりや、人手不足、生産能力の落ち込みから、GDPのマイナス推移が常態化し、景気が回復してもマイナス幅が縮小するだけの状態である。

逆に、政府の構造調整への取り組みがもっと早い段階から進められれば、潜在成長率の回復が早期に達成されるかもしれない。東京オリンピック後の諸問題への取り組みが、民間部門と政府部門で時間差をもって実施されると想定しているものの、それが同時に行われれば、企業や家計の将来不安も早期に後退し、貯蓄を投資や消費に回し始めるであろう。また、家計の将来不安が後退すれば、少子化に歯止めがかかることも期待される。

以 上

中期見通し総括表（１）

		実 績					予 測				
(年度)	(前年比、%)	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20
名目GDP成長率		-1.1	0.2	2.6	2.1	2.8	1.3	1.1	1.3	1.1	1.0
内 需	(寄与度)	1.0	1.0	3.6	1.0	1.1	0.4	1.8	1.5	1.1	0.8
個人消費		0.3	0.9	3.0	-0.5	0.5	0.4	1.1	0.9	0.8	0.9
住宅投資		3.1	4.4	11.5	-6.7	2.7	5.9	0.7	-1.3	-1.2	-2.0
設備投資		3.3	2.0	7.8	3.8	1.1	1.8	4.0	4.1	2.3	0.4
在庫投資	(寄与度)	0.1	-0.1	-0.5	0.5	0.3	-0.3	0.0	0.2	-0.1	0.0
政府消費		1.6	0.6	1.5	2.4	1.7	0.3	1.3	1.1	1.7	1.7
公共投資		-1.9	0.8	10.2	0.8	-1.4	-2.2	5.7	-1.5	1.6	-1.3
外 需	(寄与度)	-2.1	-0.8	-1.0	1.0	1.7	0.9	-0.6	-0.1	-0.1	0.1
輸 出		-3.7	-0.8	14.1	11.5	-0.7	-4.0	7.5	3.0	1.7	1.8
輸 入		11.0	4.6	18.9	4.5	-9.2	-9.3	12.1	3.7	2.1	1.0
民 需	(寄与度)	0.8	0.8	2.8	0.5	0.8	0.4	1.3	1.3	0.7	0.5
公 需	(寄与度)	0.2	0.2	0.8	0.5	0.3	-0.1	0.5	0.1	0.4	0.3
実質GDP成長率		0.5	0.9	2.6	-0.4	1.3	1.3	1.3	1.0	0.8	0.6
内 需	(寄与度)	1.4	1.8	3.2	-1.1	1.1	0.7	1.1	1.0	0.6	0.3
個人消費		0.8	1.8	2.7	-2.7	0.5	0.6	0.6	0.5	0.3	0.3
住宅投資		2.9	5.1	8.3	-9.9	2.7	6.0	-1.6	-2.3	-1.5	-2.5
設備投資		4.2	2.4	7.0	2.4	0.6	2.5	2.6	3.3	2.2	0.2
在庫投資	(寄与度)	0.0	-0.1	-0.5	0.5	0.4	-0.3	0.0	0.2	-0.1	0.0
政府消費		1.7	1.3	1.7	0.4	2.0	0.8	1.2	1.1	1.1	1.2
公共投資		-1.9	1.3	8.6	-2.1	-2.0	-2.0	4.0	-2.5	1.0	-2.0
外 需	(寄与度)	-1.0	-0.8	-0.5	0.6	0.2	0.6	0.2	0.0	0.1	0.3
輸 出		-1.6	-1.6	4.4	8.8	0.8	2.6	2.9	1.5	2.1	2.1
輸 入		5.2	3.8	7.1	4.2	-0.2	-1.1	1.7	1.5	1.4	0.5
民 需	(寄与度)	1.1	1.4	2.4	-1.0	0.8	0.6	0.7	0.9	0.4	0.2
公 需	(寄与度)	0.3	0.3	0.8	-0.0	0.3	0.1	0.4	0.1	0.3	0.1
GDPデフレーター		-1.5	-0.8	0.0	2.5	1.4	-0.1	-0.2	0.3	0.3	0.4
一人当たりGDP（名目）		-0.9	0.3	2.7	2.2	2.9	1.6	1.5	1.7	1.5	1.4
一人当たりGDP（実質）		0.6	1.1	2.8	-0.3	1.5	1.7	1.7	1.4	1.2	1.0
消費税率（前提）（%）		5	5	5	8	8	8	8	8	10	10
短期金利（無担保コール翌日物）		0.077	0.082	0.073	0.068	0.063	-0.047	-0.050	-0.025	0.000	0.000
TIBOR（3ヶ月物）	%（*）	0.331	0.313	0.225	0.196	0.155	0.060	0.060	0.105	0.050	0.100
長期金利（新発10年国債）		1.05	0.78	0.69	0.48	0.29	-0.04	0.09	0.18	0.25	0.40
ドル円相場	円/ドル（*）	79.1	83.1	100.2	109.9	120.1	108.1	112.3	114.4	114.0	113.0
ユーロドル相場	ドル/ユーロ（*）	1.38	1.29	1.34	1.27	1.10	1.10	1.07	1.09	1.10	1.11
世界経済成長率	%	4.2	3.5	3.3	3.4	3.2	3.1	3.4	3.6	3.5	3.5
原油価格（WTI期近物）	ドル/バレル（*）	97.3	92.1	99.0	80.5	45.0	48.2	55.2	58.5	60.3	62.2

（注）（*）は期中平均。世界経済成長率の実績はIMF。

予 測										平 均 値					
21	22	23	24	25	26	27	28	29	30	01~05	06~10	11~15	16~20	21~25	26~30
0.8	0.9	1.4	0.7	1.1	1.6	1.1	1.3	1.7	1.1	-0.1	-1.0	1.3	1.1	1.0	1.4
0.8	0.9	1.5	0.5	1.0	1.7	0.9	1.3	1.7	0.9	-0.1	-1.0	1.5	1.1	0.9	1.3
0.5	0.4	1.4	-0.3	0.8	1.9	0.0	0.9	1.8	0.0	0.4	-0.4	0.8	0.8	0.6	0.9
-1.4	0.1	5.6	-9.5	0.1	2.9	-5.5	0.1	1.9	-3.4	-1.8	-6.6	2.8	0.4	-1.1	-0.8
2.1	2.4	3.0	0.6	2.4	3.4	0.7	3.3	3.6	0.7	-0.3	-3.7	3.6	2.5	2.1	2.3
0.0	0.0	-0.2	0.2	-0.1	-0.3	0.3	0.0	-0.2	0.2	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
1.0	1.2	1.1	2.4	1.1	1.1	2.7	1.1	1.1	2.6	1.2	0.7	1.6	1.2	1.4	1.7
0.1	0.4	0.6	1.3	0.5	0.6	1.8	0.6	0.8	1.9	-7.0	-2.4	1.6	0.4	0.6	1.1
0.0	0.0	-0.1	0.2	0.0	-0.1	0.2	0.0	0.0	0.2	0.0	-0.1	-0.2	0.0	0.0	0.1
1.8	1.8	1.8	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	6.3	-0.2	3.8	1.9	1.7	1.6
1.9	1.8	2.2	0.5	1.4	2.0	0.6	1.5	1.9	0.6	6.7	0.3	5.5	1.7	1.6	1.3
0.6	0.6	1.2	-0.1	0.8	1.4	0.3	1.1	1.5	0.3	0.1	-1.0	1.1	0.8	0.6	0.9
0.2	0.3	0.3	0.5	0.2	0.3	0.6	0.3	0.3	0.6	-0.3	0.0	0.4	0.3	0.3	0.4
0.7	0.8	1.3	-0.3	0.8	1.3	-0.4	0.9	1.2	-0.5	1.2	0.0	1.0	1.0	0.7	0.5
0.6	0.7	1.2	-0.6	0.7	1.3	-0.6	0.9	1.2	-0.7	0.9	0.0	1.3	0.8	0.5	0.4
0.4	0.3	1.2	-1.5	0.5	1.4	-1.9	0.4	1.3	-2.0	1.3	0.3	0.6	0.5	0.2	-0.2
-1.7	-0.2	5.0	-10.8	-0.3	2.4	-7.1	-0.3	1.3	-5.1	-1.6	-7.0	1.6	-0.4	-1.7	-1.8
1.7	2.0	2.6	0.4	2.1	3.1	0.5	2.8	3.1	0.5	1.5	-2.9	3.3	2.2	1.8	2.0
0.0	0.0	-0.2	0.2	-0.1	-0.3	0.3	0.0	-0.2	0.2	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
0.9	1.0	0.9	1.0	0.9	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8	1.8	1.2	1.4	1.1	0.9	0.8
-0.3	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	-6.7	-2.7	0.7	-0.4	0.0	0.1
0.1	0.1	0.0	0.3	0.1	0.0	0.3	0.1	0.0	0.2	0.4	0.4	-0.3	0.3	0.1	0.1
2.0	2.0	1.9	1.7	1.6	1.6	1.5	1.4	1.4	1.3	6.8	2.8	2.1	2.2	1.9	1.5
1.4	1.3	1.7	0.0	1.0	1.6	0.2	1.1	1.5	0.2	3.7	0.3	4.0	0.8	1.1	0.9
0.4	0.5	1.0	-0.8	0.5	1.1	-0.8	0.7	1.0	-0.9	1.1	0.1	0.9	0.6	0.3	0.2
0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	-0.2	0.0	0.3	0.2	0.2	0.2
0.0	0.1	0.1	1.0	0.2	0.3	1.5	0.4	0.4	1.6	-1.3	-1.0	0.3	0.1	0.3	0.9
1.3	1.4	2.0	1.3	1.7	2.3	1.8	2.0	2.4	1.8	-0.2	-1.1	1.4	1.6	1.5	2.1
1.2	1.3	1.8	0.3	1.5	2.0	0.3	1.6	1.9	0.2	1.1	0.0	1.1	1.4	1.2	1.2
10	10	10	12	12	12	15	15	15	18	—	—	—	—	—	—
0.000	0.250	0.500	0.000	0.250	0.250	0.000	0.250	0.250	0.000	0.003	0.254	0.073	-0.024	0.200	0.150
0.150	0.400	0.700	0.100	0.400	0.400	0.100	0.400	0.400	0.100	0.088	0.582	0.244	0.075	0.350	0.280
0.50	0.80	1.00	0.60	0.80	1.10	0.70	1.00	1.20	0.80	1.31	1.47	0.66	0.17	0.74	0.96
112.0	111.0	110.0	109.0	108.0	107.0	106.0	105.0	104.0	103.0	116.2	102.0	98.5	112.4	110.0	105.0
1.10	1.09	1.08	1.07	1.06	1.07	1.07	1.08	1.08	1.09	1.10	1.37	1.28	1.09	1.08	1.08
3.4	3.4	3.3	3.3	3.3	3.2	3.2	3.1	3.1	3.1	4.2	4.1	3.5	3.4	3.3	3.1
64.7	67.2	69.7	72.3	75.0	77.8	80.6	83.0	85.4	88.0	37.9	77.4	82.8	56.9	69.8	83.0

中期見通し総括表（２）

		実 績				予 測					
(年度)		11	12	13	14	15	16	17	18	19	20
経常収支		8.2	4.2	2.4	8.7	18.0	19.7	16.6	16.1	15.9	17.0
貿易収支	兆円	-2.2	-5.2	-11.0	-6.6	0.5	5.1	1.4	0.5	0.0	0.4
サービス収支		-2.8	-4.0	-3.4	-2.7	-1.1	-1.2	-1.1	-0.9	-0.7	-0.4
経常黒字（対GDP比率）	%	1.7	0.9	0.5	1.7	3.4	3.6	3.0	2.9	2.8	3.0
鉱工業生産	前年比、%	-0.7	-2.9	3.2	-0.5	-1.0	1.1	2.1	1.1	0.7	0.3
売上高	前年比、%	-3.6	-4.6	2.5	1.4	-1.3	0.0	2.9	1.7	1.0	0.6
経常利益	前年比、%	-6.1	7.9	23.6	5.9	4.9	8.6	6.1	2.9	3.3	-0.9
売上高経常利益率	%	3.5	3.9	4.8	5.0	5.3	5.7	5.9	6.0	6.1	6.0
基礎的財政収支（対GDP比率）	%	-6.5	-5.8	-5.2	-3.9	-2.9	-3.5	-3.4	-3.2	-3.1	-2.8
人口	前年比、%	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4	-0.5
うち65歳以上人口	前年比、%	0.9	3.5	3.6	3.5	2.6	1.5	1.4	1.3	1.1	0.8
65歳以上人口割合	%	23.3	24.1	25.0	25.9	26.6	27.1	27.6	28.1	28.5	28.9
労働力人口	前年比、%	-0.7	0.2	0.3	0.2	0.2	0.3	0.1	-0.1	-0.3	-0.3
労働参加率	%	58.9	59.1	59.3	59.5	59.6	59.8	59.9	60.0	60.0	60.0
雇用者数	前年比、%	0.1	0.7	1.0	0.8	1.0	1.0	0.7	0.3	-0.2	-0.2
うち製造業	前年比、%	-0.2	-1.2	1.1	0.1	-0.3	0.5	0.2	-0.3	-0.7	-0.7
完全失業率	%	4.5	4.3	3.9	3.5	3.3	3.1	3.0	2.9	3.0	3.0
名目雇用者報酬	%	0.7	-0.3	0.7	1.8	1.5	2.1	1.4	1.3	0.5	0.7
実質雇用者報酬	%	0.9	0.3	0.0	-1.2	1.3	2.2	0.6	0.6	-0.3	-0.3
労働分配率（名目可処分所得／GDP）	%	59.3	58.9	57.3	56.5	55.5	55.5	55.0	54.5	54.2	53.9
労働分配率（名目雇用者報酬／GDP）	%	51.4	51.2	50.2	50.1	49.5	49.9	50.0	50.0	49.8	49.6
1人あたり賃金	前年比、%	-0.3	-1.0	-0.3	0.5	0.2	0.4	0.2	0.4	0.5	0.6
可処分所得（名目）	前年比、%	-0.1	-0.6	-0.2	0.7	1.0	1.1	0.3	0.3	0.5	0.5
家計貯蓄率	%	3.6	2.1	-1.1	0.2	0.7	1.7	1.0	0.5	0.1	-0.3
新設住宅着工戸数		84.1	89.3	98.7	88.0	92.1	96.8	90.2	87.5	85.8	83.5
持家	万戸	30.5	31.7	35.3	27.8	28.4	29.0	28.0	27.8	27.1	26.7
賃貸		29.0	32.1	37.0	35.8	38.4	42.1	37.6	35.1	34.7	32.6
分譲		23.9	25.0	25.9	23.6	24.7	24.8	23.8	23.9	23.3	23.4
給与		0.8	0.6	0.5	0.8	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
消費者物価（総合）		-0.1	-0.2	0.8	3.0	0.2	0.0	0.6	0.5	0.8	0.9
消費者物価（除く生鮮食品）		0.0	-0.2	0.8	2.8	0.0	-0.2	0.8	0.6	0.7	0.9
除く消費税率引き上げの影響	前年比、%	0.0	-0.2	0.8	0.8	0.0	-0.2	0.8	0.6	0.2	0.4
国内企業物価指数		1.3	-1.0	1.8	2.8	-3.3	-2.1	2.2	0.6	0.9	1.0
除く消費税率引き上げの影響		1.3	-1.0	1.8	0.0	-3.4	-2.1	2.2	0.6	0.1	0.1

（注）売上高、経常利益、売上高経常利益率は、財務省「法人企業統計季報」（金融業、保険業を除く）ベース。

予 測										平 均 値					
21	22	23	24	25	26	27	28	29	30	01~05	06~10	11~15	16~20	21~25	26~30
17.1	17.4	17.2	18.7	19.2	19.1	20.6	21.0	21.0	22.5	16.2	18.4	8.3	17.0	17.9	20.9
0.2	0.0	-0.7	0.3	0.3	-0.2	0.8	0.8	0.4	1.5	11.9	8.9	-4.9	1.5	0.0	0.7
-0.2	-0.1	0.1	0.3	0.5	0.7	0.8	1.0	1.1	1.2	-4.6	-3.6	-2.8	-0.9	0.1	0.9
3.0	3.0	3.0	3.2	3.2	3.2	3.4	3.4	3.4	3.6	3.1	3.6	1.6	3.1	3.1	3.4
1.0	1.1	1.6	-0.2	1.2	1.8	-0.5	1.1	1.5	-0.7	0.3	-1.5	-0.4	1.1	0.9	0.6
0.6	0.7	1.3	-0.1	0.7	1.5	-0.2	0.8	1.3	-0.3	0.7	-0.1	-1.2	1.2	0.6	0.6
1.7	1.6	6.6	-5.0	1.8	5.8	-4.2	1.8	4.2	-2.7	6.4	-1.6	6.8	3.9	1.3	0.9
6.1	6.2	6.5	6.2	6.2	6.5	6.2	6.3	6.5	6.3	3.2	3.4	4.5	6.0	6.2	6.4
-2.8	-2.9	-2.7	-2.4	-2.1	-1.8	-1.3	-0.9	-0.7	-0.2	-2.6	-6.3	-2.9	-2.8	-2.1	-0.2
-0.5	-0.5	-0.6	-0.6	-0.6	-0.6	-0.7	-0.7	-0.7	-0.7	0.1	0.0	-0.2	-0.4	-0.6	-0.7
0.5	0.3	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1	3.2	2.7	2.8	1.2	0.2	0.1
29.2	29.4	29.7	29.9	30.1	30.3	30.5	30.8	31.0	31.3	19.0	22.0	25.0	28.1	29.6	30.8
-0.4	-0.4	-0.1	-0.5	-0.4	-0.2	-0.5	-0.5	-0.2	-0.6	-0.4	-0.2	0.1	0.0	-0.4	-0.4
60.0	59.9	60.1	60.1	60.1	60.3	60.2	60.3	60.5	60.5	60.9	59.9	59.3	59.9	60.0	60.3
-0.2	-0.3	0.0	-0.4	-0.3	0.0	-0.5	-0.3	-0.1	-0.5	0.2	0.2	0.7	0.3	-0.2	-0.3
-0.7	-0.7	-0.4	-0.9	-0.7	-0.4	-0.9	-0.7	-0.5	-0.9	-2.1	-1.5	-0.1	-0.2	-0.7	-0.7
2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	2.8	2.9	2.8	2.8	2.8	4.9	4.4	3.9	3.0	2.9	2.8
0.6	0.6	1.1	0.3	0.6	1.1	0.4	0.7	1.2	0.4	-0.9	-0.5	0.9	1.2	0.6	0.8
0.1	0.1	0.7	-1.3	0.1	0.6	-1.9	0.1	0.6	-1.9	0.2	0.3	0.2	0.5	0.0	-0.5
53.7	53.4	53.0	52.7	52.2	51.7	51.2	50.6	50.1	49.6	56.9	57.7	57.5	54.6	53.0	50.6
49.5	49.4	49.2	49.0	48.8	48.6	48.2	47.9	47.7	47.4	49.5	50.4	50.5	49.9	49.2	48.0
0.5	0.6	0.7	0.5	0.6	0.8	0.6	0.8	0.9	0.7	-1.1	-0.9	-0.2	0.4	0.6	0.8
0.4	0.3	0.7	-0.1	0.2	0.7	0.1	0.2	0.7	0.1	0.0	-0.1	0.2	0.5	0.3	0.3
-0.4	-0.5	-1.2	-1.0	-1.7	-2.8	-2.8	-3.5	-4.7	-4.6	4.1	3.3	1.1	0.6	-1.0	-3.7
82.1	81.8	85.4	77.4	77.2	78.9	73.7	73.6	74.5	70.9	118.7	99.1	90.5	88.8	80.8	74.3
26.6	26.9	28.3	25.2	25.0	25.7	23.9	23.8	24.2	22.8	36.7	31.5	30.7	27.7	26.4	24.1
31.3	30.7	32.0	28.8	28.7	29.3	27.2	27.2	27.3	26.0	46.8	40.3	34.5	36.4	30.3	27.4
23.5	23.5	24.4	22.8	22.9	23.3	22.0	22.0	22.3	21.6	34.3	26.3	24.6	23.8	23.4	22.2
0.4	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3	0.4	0.3	0.9	1.0	0.6	0.5	0.4	0.4
0.4	0.4	0.4	1.4	0.4	0.5	2.0	0.5	0.6	2.1	-0.4	-0.1	0.7	0.6	0.6	1.2
0.4	0.4	0.4	1.4	0.4	0.5	2.1	0.5	0.6	2.2	-0.4	-0.2	0.7	0.5	0.6	1.2
0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5	0.6	0.5	0.6	0.7	-0.4	-0.2	0.3	0.3	0.4	0.6
0.2	0.3	0.4	1.6	0.3	0.3	2.4	0.3	0.4	2.4	-0.3	0.5	0.3	0.5	0.5	1.1
0.2	0.3	0.4	-0.1	0.3	0.3	-0.2	0.3	0.4	-0.1	-0.3	0.5	-0.3	0.2	0.2	0.1

＜経済見通し担当者＞

小林 真一郎	主席研究員	総括・金融・物価
芥田 知至	主任研究員	原油・為替
中田 一良	主任研究員	企業部門・政府部門・外需
土志田 るり子	研究員	個人消費・住宅・雇用・賃金

－ 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、当社の統一的な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。当社までご連絡ください。