

明治安田生命
日本経済中期見通し（2015－2024年度）
 ～ サービス産業の生産性上昇が持続的成長の鍵を握る ～

明治安田生命保険相互会社（執行役社長 根岸 秋男）は、2015－2024年度の中期経済見通しを作成いたしました。

主要なポイントは以下のとおりです。

要 点

- ①【成長率】向こう10年の日本経済は均せば1%台前半を中心とした成長が続くと予想する。足元で前年比+0.5%前後まで落ち込んでいると考えられる潜在成長率は、女性と高齢者の労働参加率の上昇や、生産性の改善を受けて、緩やかに上向くとみる。
- ②【財政・経常収支】財政再建に向けた動きは鈍く、東京オリンピックを控え、むしろ一段の財政支出拡大も考えられるため、プライマリーバランスの黒字化には至らないと予想する。貯蓄・投資バランスは、家計が2010年代後半に投資超過に転じるとみられるほか、企業の貯蓄超過幅も次第に縮小するとみる。経常収支は、2020年代前半までに恒常的な赤字に転じよう。
- ③【物価・金融政策・長期金利】物価上昇ペースは鈍く、予想期間内に日銀の物価目標である2%の安定的な達成は困難とみる。金融政策については、2016年～2017年に、日銀による国債の買入れ額が縮小へと方向転換を強いられる可能性が高い。金融緩和政策のペースが緩められることで、長期金利も上昇傾向に転じると予想する。
- ④【海外経済】米国経済は、生産年齢人口の増加などが下支えとなり、緩やかな回復が続くとみる。ユーロ圏経済は、債務問題の鎮静化と周辺国の競争力改善により、回復へ向かうと予想する。中国は、高度成長から安定成長へ移行しよう。新興国は、国内産業の育成が遅れ、中所得国の罠に陥ることが懸念される。今後、インド・タイ・マレーシアが成長国として期待される。
- ⑤【リスクシナリオ】東京オリンピックが財政不安を助長する可能性には警戒が必要。スタグフレーション的状況が長期化するリスクシナリオの示現確率は15%。

〈主要計数表〉

	2009－2013年度 実績	2014－2024年度		
			2014－2018年度	2019－2024年度
実質成長率	1. 0%	1. 1%	0. 8%	1. 3%
成長率寄与度・内需	1. 2%	0. 8%	0. 6%	0. 9%
・外需	▲0. 2%	0. 3%	0. 2%	0. 4%
名目成長率	▲0. 2%	1. 9%	1. 6%	2. 2%

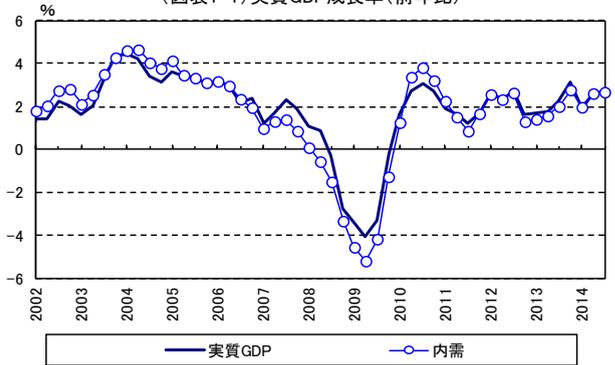
1. 世界経済の現状と見通し

(1) 米国景気は緩やかな回復が続く

住宅バブル崩壊に端を発する金融危機の後遺症で低成長が続いていた米国経済は、FRB（米連邦準備制度理事会）による異例の低金利政策などに支えられ、力強さを増している（図表 1-1）。米国景気の回復要因としては、株価や住宅といった資産価格の上昇に伴い、個人消費を抑制してきたバランスシート調整が大幅に進展してきたことが大きい（図表 1-2）。加えて、生産年齢人口の増加が続いていることが、構造的な押し上げ要因となっている。先進国諸国では少子高齢化により、生産年齢人口が伸び悩んでいることが成長の抑制要因となっている。米国についても、1946年～1964年に生まれたベビーブーム世代の労働市場からの退出や、出生率が人口置換水準である2.1人を下回る水準が続いていることなどを背景に、人口ボーナス期¹を越えつつある。ただ、生産年齢人口に限ってみると、移民の受け入れを行なっていることもあって、増加基調を維持している（図表 1-3）。国際連合が発表している人口動態の推計によると、中位で推移した場合、2025年までに約400万人の生産年齢人口の増加が見込まれており、予想期間中の成長を押し上げるとみられる。

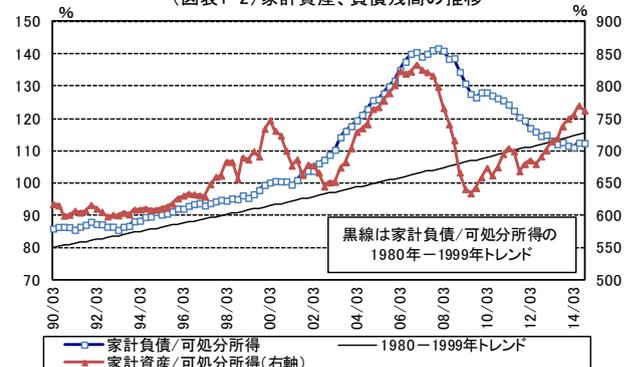
一方、労働分配率の推移を見ると、1970年代以降、低下が続いている（図表 1-4）。背景には、技術革新が進むなか、企業は人件費などの生産コストを削減しながら、積極的な設備投資やM&Aなどにより成長を続けてきたほか、コーポレートガバナンス（企業統治）が徹底されている米国では、株主が強い影響力をもっていることを受けて、収益を株主へと高配当で還元してきたことがある。加えて、家計部門の内部では、技術水準の向上により、高スキルを保持する労働者とスキルを有さない労働者との間で、所得格差の拡大が続いている。家計の資産から負債を控除した純資産を見ると、中央値と平均値に大きな差があるほか、

(図表1-1) 実質GDP成長率(前年比)



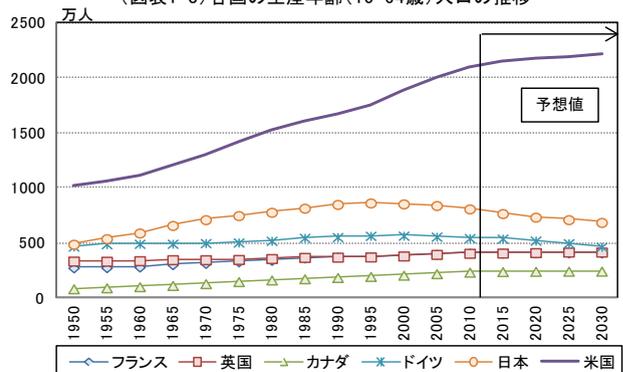
(出所)米商務省

(図表1-2) 家計資産、負債残高の推移



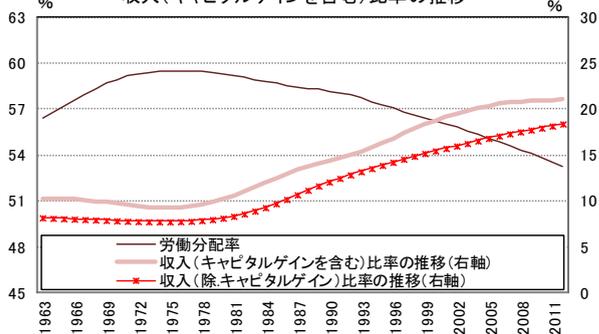
(出所)FRB、米商務省より明治安田生命作成

(図表1-3) 各国の生産年齢(15-64歳)人口の推移



(出所)国連より明治安田生命作成

(図表1-4) 労働分配率の推移と上位所得者1%の全体に占める収入(キャピタルゲインを含む)比率の推移



(出所)米商務省、The World Top Income Database

※HPフィルターで標準化

¹ 従属年齢（0～14歳人口+65歳～人口）に対する生産年齢人口（15歳～64歳）比率が高く、労働力が豊富な時期

足元では差がさらに開く傾向にある(図表1-5)。低中所得者層が保持する資産の内訳を見ると、住居用の住宅比率が高い一方、富裕層については、住居以外の不動産や金融資産比率が高くなっている。一部からは、FRBによる金融緩和が、金融資産価格を押し上げ、格差拡大を助長しているという見方もある。

今後も、生産年齢人口の増加が下支えとなり、米国経済は回復傾向が続くとみられる。ただ、労働分配率の低迷や、所得格差の拡大を背景に、中低所得者の購買力の改善ペースは鈍いものにとどまることが予想され、向こう10年の米国景気は均せば緩やかな回復にとどまるとみる。

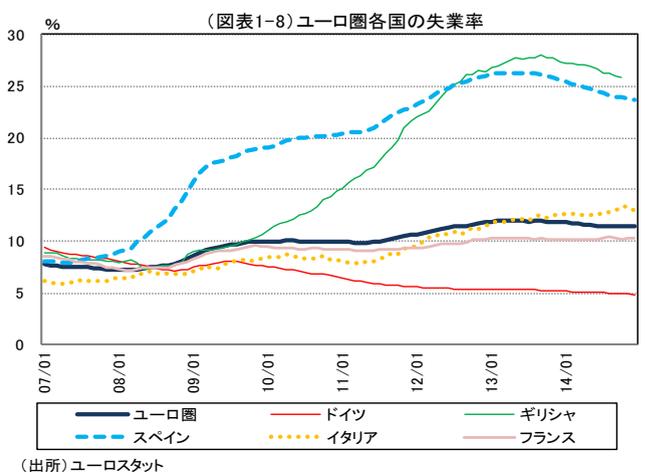
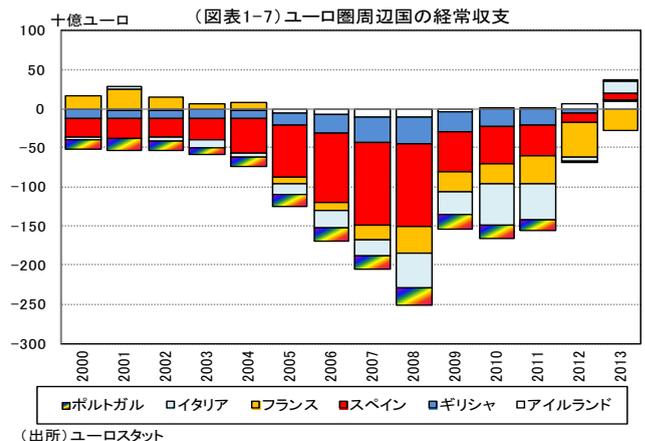
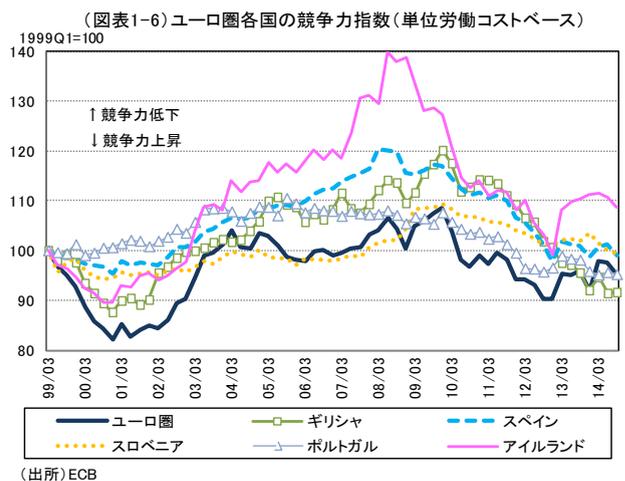
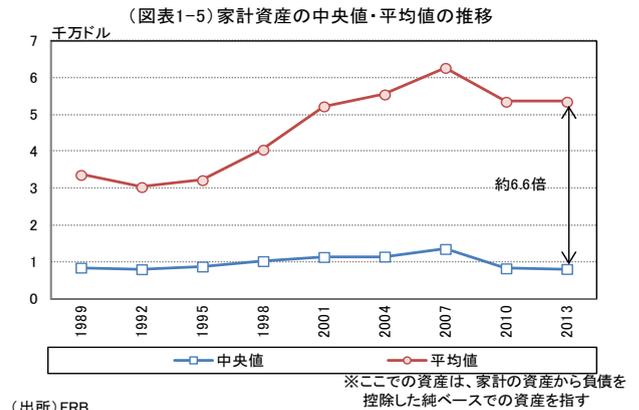
(2) 本格的な回復には程遠いユーロ圏経済

ユーロ圏経済は、アイルランドやスペイン、ポルトガルでEU(欧州連合)の金融支援が終了したほか、2014年にはマイナス成長を脱するなど、欧州債務危機後の混乱期から脱しつつある。周辺国を中心に対外競争力の改善が進んでおり、域内不均衡の蓄積によるユーロ崩壊の可能性も低下している。ただ、南欧を中心とした緊縮財政の継続や、民間部門のバランスシート調整圧力などを背景に、成長率は長期にわたって低水準にとどまると予想する。

スペインやアイルランド、ギリシャなど一部の周辺国では、対外競争力に改善がみられる。単位労働コストベースの競争力指数を見ると、各国政府の労働市場改革への取組みを背景に、2010年以降、改善基調で推移しており、今後は輸出の持ち直しにつながるとみている(図表1-6)。

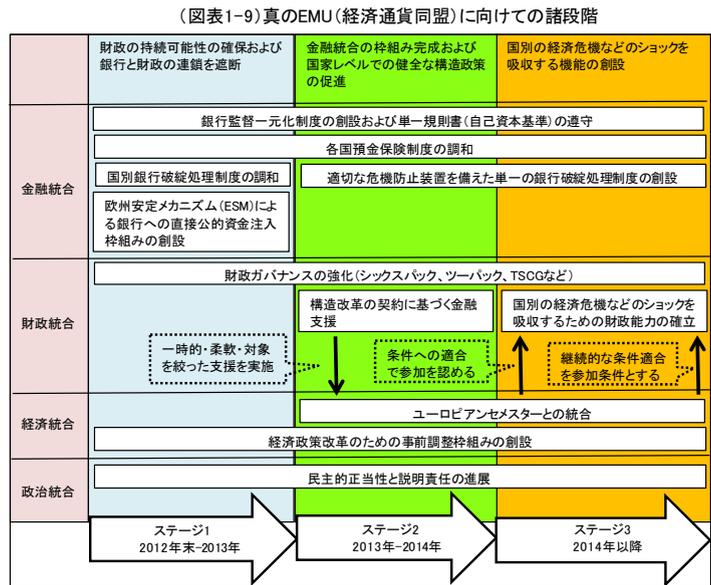
欧州債務危機が深刻化した要因である各国経常収支の不均衡にも改善がみられる。経常収支の推移を見ると、GIIPS諸国(ギリシャ、アイルランド、イタリア、ポルトガル、スペイン)などでは、金融危機前まで経常赤字が大幅に拡大していたものの、危機後は緊縮財政や輸出の持ち直しを背景に、アイルランドやギリシャ、イタリア、スペインなどが経常黒字に転じている(図表1-7)。

ただ、実体経済は依然として弱く、域内の経済不均衡は拡大している。雇用環境を見ると、ドイ



ツの失業率が低水準で推移している一方、解雇規制が緩和されたスペインやギリシャなどは、競争力改善の代償として失業率が高止まりしたままである（図表1-8）。今後も長期にわたって不安定な雇用環境が消費の下押し圧力となるとみられるほか、住宅価格の下落を受けた民間部門のバランスシート調整の進展が緩慢であることもあって、域内消費の本格的な回復にはまだ時間を要するとみている。

EUおよびユーロ圏の統合深化を巡る議論が停滞していることも懸念材料である。2012年12月にEUのファンロンパイ大統領（当時）が「真のEMU（経済通貨同盟）に向けて」と題して発表した最終報告書では、欧州債務問題に伴う金融不安の解決、収束に向けた作業工程表が示され、EUが今後めざすべき構造改革の方向性が打ち出された（図表1-9）。同報告書では、金融統合（銀行同盟）、財政統合、経済統合、政治統合を4つの柱として掲げており、そのなかでも金融統合（銀行同盟）が構造改革の土台となっ



ている。金融統合（銀行同盟）は、銀行監督や銀行破綻処理制度、預金保険制度の一元化をめざすものであり、銀行経営に対する監視を強化するとともに、危機時の銀行救済と国家財政の信用不安が連鎖する負の連鎖を断ち切るねらいがある。銀行監督の一元化は、ほかに先駆けて2014年11月から実行されているものの、銀行破綻処理制度と預金保険制度の一元化については、各国間の意見対立が深刻で、議論が先送りされているのが現状である。また、財政統合では、財政規律や予算監視の強化などを進めるほか、将来的には、債務残高の一部をユーロ圏で共同管理・償還する償還基金の創設や、各国の国債に代わるEUやユーロ圏の共同債の導入も検討するとされている。このうち、財政規律や予算監視の強化については、すでに一定の進展がみられる。しかし、EUやユーロ圏の財政危機の連鎖に歯止めをかける効果を持つと期待されている共同債の導入については、南欧諸国の放漫財政につながり、モラルハザードを起こしかねないほか、自国の財政負担が増加する恐れがあるとして、ドイツが強く反対している。ただ、欧州債務問題の再発防止と圏内経済の持続的成長のためには、各国が利害対立を乗り越えて一段の経済、財政統合に向けた努力を今後も続けていくことが望まれる。国民の間で緊縮疲れが広まっていることなどを背景に、各国で反統合深化やEU離脱の世論が高まるなど、難しいかじ取りを迫られるなか、低成長が長期化することへの危機意識から、今後、EUの統合深化を巡る議論が再び活発化することが期待される。

(3) 産業構造の転換を迫られる中国

鄧小平以来の改革開放路線を受け、2011年ごろまで高成長が続いた中国経済であるが、2014年の実質GDP成長率は前年比+7.4%と、鈍化傾向が続いている（図表1-10）。全国人民代表大会



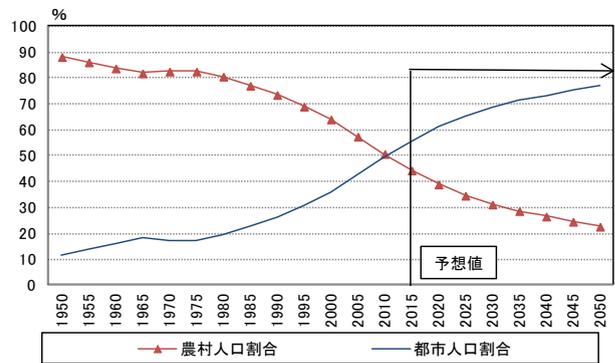
(全人代) で設定される実質経済成長率の目標は、2004年から2011年まで、同+8.0%とされていたものの、2012年から2014年は同+7.5%、2015年には同+7.0%前後へと引き下げられた。中国政府は、これまでの過度な投資に依存した成長モデルから脱却し、安定成長に重点を置いた成長モデルへの転換をめざしている。

中国では、ほかの新興国が発展してきた過程同様、農村の過剰な労働力が都市部に流入するなかで、労働集約的産業を中心に経済発展を遂げた。さらに2001年にはWTO(世界貿易機関)に加盟したことで、輸出産業を中心に成長を加速させ、「世界の工場」としての地位を築き上げるに至った。ただ、足元では、農村から都市部への余剰労働力の流入が止まる「ルイスの転換点」を迎えたことに加え、人口ボーナス期の終焉という二つの転換点を迎えつつある(図表1-11, 12)。

今後、人口オーナス期²への移行が進むなか、賃金上昇圧力はより強まるとみられ、これまでのような労働集約的な低付加価値産業における比較優位性は次第に失われるとみられる。加えて、これまで過剰投資を可能にしていた貯蓄も、労働力人口の減少に伴い、減少していくこと³が予想される。同国が成長を維持させるためには、過剰投資・生産による成長から、資源分配の効率化による持続可能な安定成長へとシフトすることが必要である(図表1-13)。

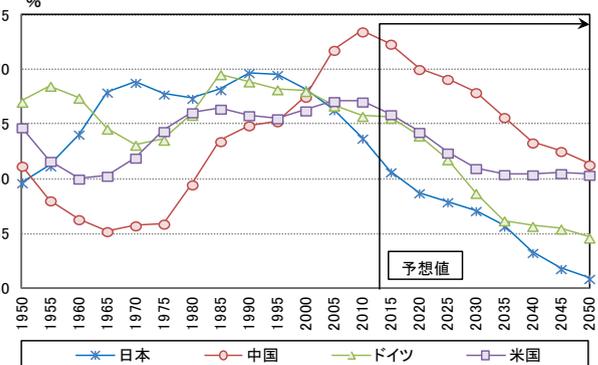
過剰投資が続いてきた要因として、多くの産業で国有企業が支配的な地位を占めていることが挙げられる。国有企業は、国有銀行からの資金調達や税制面などから優遇されており、民間や外国資本への市場開放が進むなかでも、依然として各種産業において大きなシェアを占めている。市場経済化の遅れや、高成長維持を目的とした地方政府の介入などを背景に、国有企業はこれまで過剰な設備投資を行ってきた。産業構造の転換をめざす中央政府は、過剰生産設備の淘汰を進めているものの、改善ペースは緩慢なものにとどまっている。今後、習近平政権には、強固なイニシアチブのもとで、産業再編を断行することが求められる。予想期間中は平均して6.0~6.5%の成長を予想する。

(図表1-11) 中国全人口に占める農村・都市人口の割合の推移



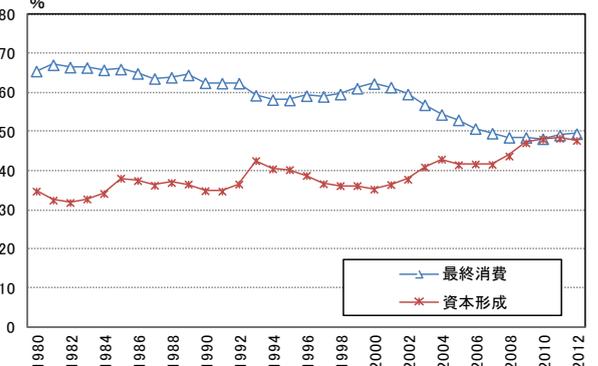
(出所) 国連より明治安田生命作成

(図表1-12) 各国の総人口に占める生産年齢人口の割合



(出所) 国連より明治安田生命作成

(図表1-13) 中国のGDPに占める最終消費・資本形成の割合



(出所) 中国国家统计局

² 少子高齢化による生産年齢人口に対する従属年齢の比率が上昇し、財政・経済的な負担が拡大する時期

³ ライフサイクル仮説に基づく、個人は、その個人が一生の間に消費できる所得の総額(生涯所得)の現在価値を制約条件として、長期的な効用の現在価値を最大化するような消費行動計画を立てる。そのため、高齢者は貯蓄を切り崩して、消費することから、貯蓄率が低下するため、中長期的には少子高齢化は家計貯蓄率の低下に大きな影響を与える。

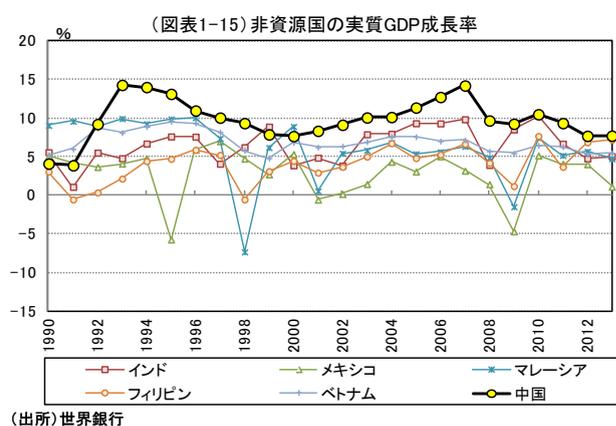
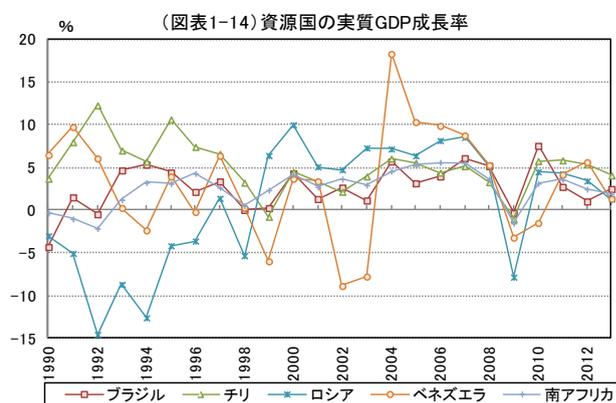
(4) 中所得国の罣が懸念される新興国

新興国経済は、2000年から2010年にかけて、リーマンショックの影響を受けながらも、先進国の金融緩和を背景とした資金流入などに支えられ、高成長が続いてきたが、足元では明暗が分かれつつある。

ブラジルを筆頭に、石油や鉱物などの天然資源に恵まれ、一次産品の輸出に依存して成長を遂げた南米諸国や、ロシア・南アフリカなどの資源国では、成長ペースの減速傾向が続いている(図表1-14)。これらの国々では、2000年以降の中国経済の急成長を原動力に、資源輸出や資源関連の開発の増加を通じ、5%前後の実質成長率を維持してきた。ただ、2011年をピークに中国景気が減速に向かうなか、いわゆるコモディティの「スーパーサイクル⁴」に陰りが見られ、資源需要の後退による商品価格の下落に連動する形で、経済成長のペースも鈍化に向かっている。

一方、労働集約的な産業などを中心に発展してきたASEAN諸国や、インド・メキシコといった非資源国は、5%付近で安定した伸びを維持している(図表1-15)。これまで安価で大量な労働力を活用し、「世界の工場」として君臨してきた中国の賃金上昇が続いていることから、ASEAN諸国を中心に、中国に代わる生産拠点としても注目されている。また、一国の消費市場としての規模を示す高所得・中間所得層人口の推移を見ると、2023年にはインドネシアの高所得・中間所得層が2億人を超えると予想されるほか、フィリピンでも同層が8,000万人を超える見込みである。購買力の高い高所得・中間所得層の広がりによる需要サイドの増強に支えられ、最終消費地としての魅力上昇も期待されよう。

今後も、世界経済のけん引役として新興国の成長持続が期待されるものの、いわゆる「中所得国の罣⁵」に陥る可能性も懸念される。中所得国の罣とは、成長発展段階にある国が、労働集約的な産業や資源輸出などに依存する形で高成長を遂げるものの、産業構造の高度化が進まず、一定のところで成長ペースが頭打ちになってしまい、高所得国へ移行出来ずに中所得国として停滞してしまう状況を指す。中所得国の罣について提唱された「東アジアのルネッサンス」(2007年)のなかで、新興国が中所得国の罣を回避して、経済成長を維持するためには、①製品や人材の高度化を進め、②これまでの投資重視から技術革新を推進し、③新しい技術へ順応するためではなく、新しい製品や過程を形作ることを目的とした教育システムを構築し、スキルを備えた労働者の育成が必要であると述べられている。

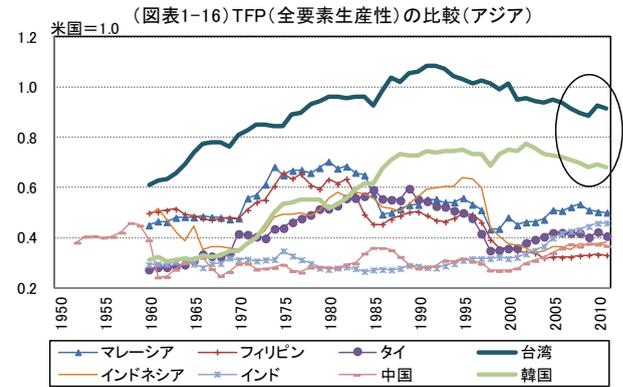


⁴ 中国や新興国の急成長による需要拡大などを背景とした、2010年～2012年ごろの商品相場の価格上昇局面

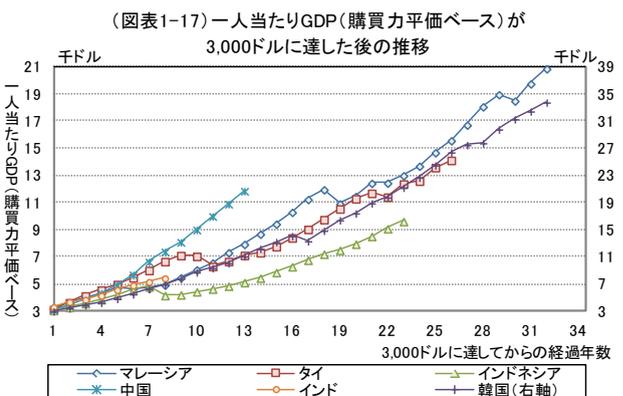
⁵ 2007年に「東アジアのルネッサンス」のなかで世界銀行が提唱。ここでは、IMF(国際通貨基金)における中所得国・高所得国の定義に則り、中所得国の一人当たりGDP(購買力ベース)が3,000ドル～10,000ドル、高所得国は同10,000ドル以上と定義する。

中所得国から高所得国へと転換することに成功した国としては、韓国・台湾が挙げられる。韓国は、造船や輸送機器、電子機器産業などを中心とした工業化の発展により成長を遂げてきた。ペンシルバニア大学のペン・ワールド・テーブルをもとに算出された、米国を1.0とした場合のTFP（全要素生産性）⁶を見ると、60年以降上昇傾向で推移し、80年代以降も高い水準を維持している（図表1-16）⁷。台湾は、電子・電気機器産業といった高付加価値製品の製造などがけん引役であるが、TFPは80年代後半以降、米国と同水準で推移している。一方、中所得国にとどまっている国のTFPの推移を見ると、多くの国は80年代でピークを迎え、2000年代後半以降については、米国の3割～5割程度にとどまっておき、TFPの伸び悩みが、成長の足かせになっている可能性を示している。

今後、成長が期待される国としては、インド・タイ・マレーシアが挙げられる。インドは市場規模が大きく、また人口の増加が続いており、市場の拡大が見込まれるほか、TFPも2000年以降上昇傾向にある。タイは積極的な外資誘致やインフラの整備が成長を下支えするとみられる。マレーシアは、電子・電気機器産業などを中心とした高度産業化が推進されており、すでに一人当たりGDP（購買力平価ベース）でも1万ドルを上回っていることから、いずれ先進国入りすることへの期待が高い（図表1-17）。ただ、成長を阻害している要因として、インドは電力供給が不安定であるほか、道路や鉄道といった物流インフラの整備が遅れていることや、国民の約3割を貧困層が占めており、依然として識字率が低いなどといった問題がある。そのため、今後インフラ整備や教育制度の充実を推進していくことなどが求められる。タイでは、高齢化による労働力人口の減少が進みつつあり、低賃金産業に依存する成長モデルは持続不可能である。今後、高度人材の育成などを通して、高度産業をさらに発展させることが、高成長維持のために必要である。マレーシアでは、マレー系民族を優遇するなどの経済政策が、国際競争力の足かせとなっていることから、市場の自由化を進めることが必要となろう。各国がより効率的な資源配分を可能にすることで、国際競争力を高めつつ、国内産業の高度化を推進していくことが求められよう。



(出所)グローニンゲン大学



(出所)IMF

⁶ 全要素生産性 (TFP) とは、経済成長を供給面から見たときに、労働生産要因、資本ストック要因によらない成長要因。技術革新による効率化などが例として挙げられる。

⁷ 出所: Feenstra, Robert C., Robert Inklaar and Marcel P. Timmer (2013), "The Next Generation of the Penn World Table" www.ggdc.net/pwt

2. 日本経済の見通し

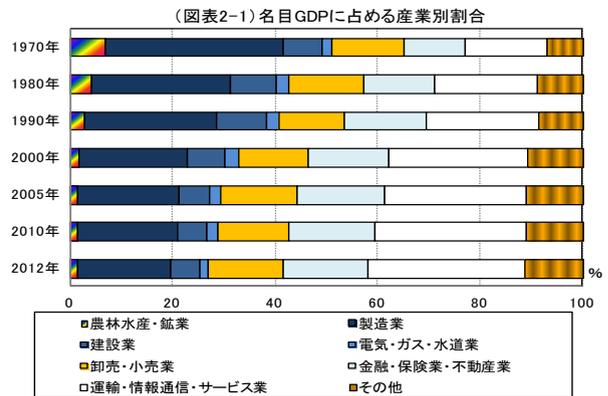
(1) サービス産業の生産性上昇が重要

日本の名目GDPに占める産業別割合を見ると、製造業が低下基調となっている一方、運輸・情報通信・サービス業や金融・保険・不動産などのサービス産業は拡大傾向で推移している(図表2-1)。背景には、所得水準の向上や余暇時間の増加に伴う生活様式の変化で、サービス需要が高まっていることがある。内閣府による「国民生活に関する世論調査」を見ると、「今後の生活の力点」として、自動車や電気製品、家具などの耐久消費財よりも、レジャー・余暇生活などを挙げる人の割合が大きい(図表2-2)。一方、「現在の生活の各面での満足度」では、レジャー・余暇生活に対する満足度は対象項目内で最低水準となっており(図表2-3)、サービスに対する潜在的需要が大きいことを示唆している。

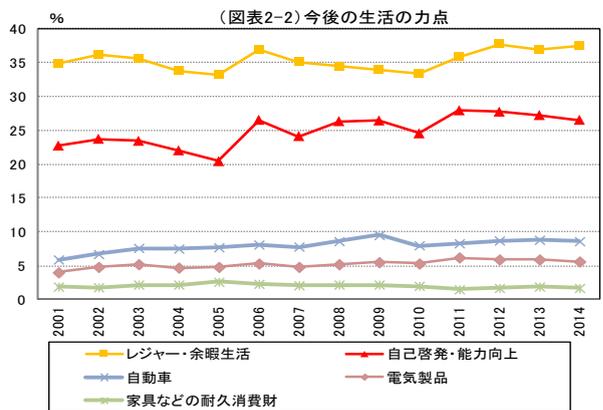
少子高齢化を背景に、今後も経済のサービス化が見込まれるものの、サービス産業を含む非製造業の生産性上昇率は、製造業を大きく下回る(図表2-4)。そのため、産業の中心が製造業からサービス産業へ徐々に移行するのに伴い、経済全体の生産性上昇率が抑制され、長期的には、日本経済の成長力が伸び悩むことが懸念される。

そこで、サービス産業の生産性上昇に向けた取り組みが重要となってくる。サービスはモノと異なり在庫や輸送が困難で、市場の地理的範囲が限られることから、立地先の需要が生産性に影響を与える。人口密度と労働生産性の関係を見ると、人口密度の高い地域ほど労働生産性が高い傾向にあり(図表2-5)、都市計画がサービス産業の生産性に影響することが示唆される。今後は、すでに複数の都市で実行されている集約型の都市構造(コンパクトシティ)の形成を進めることが重要となろう。コンパクトシティの効果として、サービス産業の活性化に加え、訪問介護などの行政サービスを効率的に提供することを通じ、財政支出の抑制が可能になるなど、多方面から経済の持続的成長を後押しすることが挙げられる。

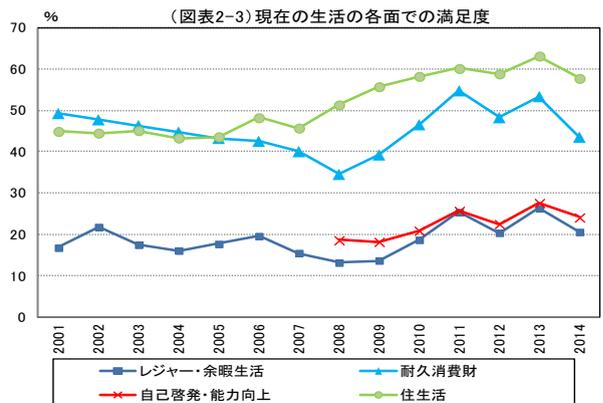
一方、積極的なIT投資も、企業のイノベーション



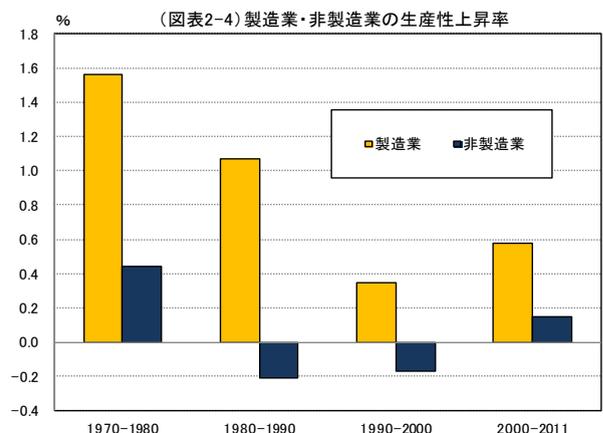
(出所) 内閣府



(出所) 内閣府「国民生活に関する世論調査」



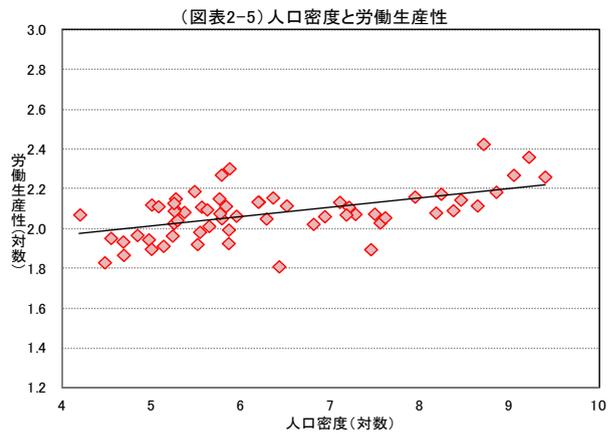
(出所) 内閣府「国民生活に関する世論調査」



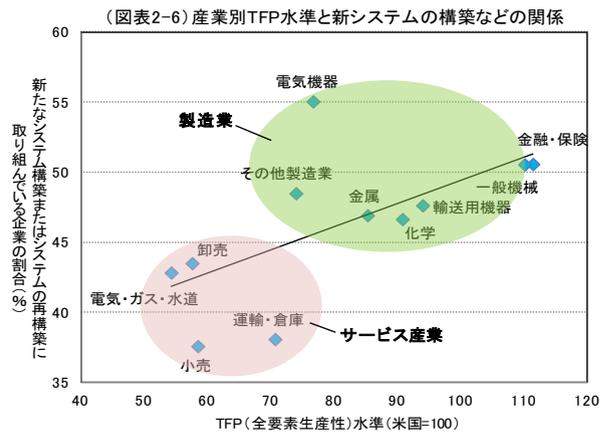
(出所) 経済産業研究所より明治安田生命作成

ン（技術革新）を促進し、生産性上昇に寄与していくとみられる。現状では、業務効率化などの「守りのIT投資」が主で、製品・サービスの開発強化やビジネスモデル変革といった「攻めのIT投資」は少ない。産業ごとのTFP（全要素生産性）水準と新システム構築などの関係を見ると、新規システム構築に積極的な製造業ほど生産性が高い（図表2-6）。今後は、事業革新のためにビッグデータ、モバイル、クラウドなどのIT新技術をどの程度活用しているのか、といった「攻めのIT投資」を評価する指標の策定を推進し、投資家など外部からの評価によって、サービス産業のIT投資への対応を変化させていくことも重要である。

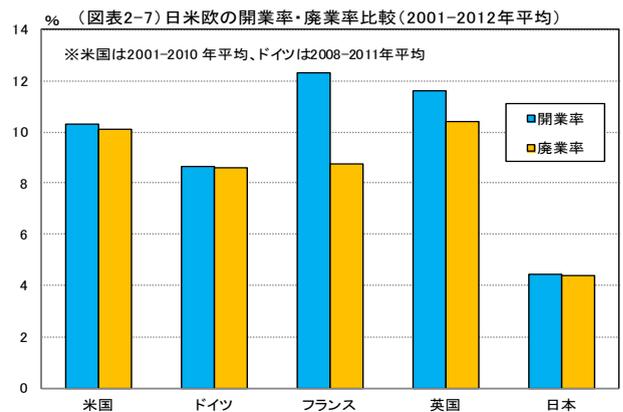
経済の持続的な成長には、産業の新陳代謝の促進も必要である。市場経済において、企業の新規参入と市場退出の頻度が高いほど、企業によるイノベーションが促進され、経済全体の生産性は高まる。ただ、日本の開業率・廃業率を欧米諸国と比較すると、日本の水準は欧米諸国の半分程度にとどまっており、産業の新陳代謝が進んでいないことが示唆される（図表2-7）。背景には、日本の事業環境の悪さがあるとみられる。世界銀行が発表している「Doing Business 2015」によると、日本における事業活動のしやすさは189カ国中29位と、ほかの先進国（OECD加盟国）と比較して低く、内訳を見ると、事業設立や建設許可取得、納税などの項目が上位10カ国の平均を下回る水準となっている（図表2-8）。今後は、参入規制の緩和や事業設立に要する手続きの短縮に加え、法人税引き下げや先端設備投資への減税措置といった税制改正の推進が期待される。産業別では、高齢化が進むなかで、需要がさらに高まると見込まれている医療・介護分野の生産性改善が特に重要となろう。ただ、医療・介護分野は公共性が高いとの理由で、現在は国によるさまざまな規制がかかっている。生産性の高い企業による市場への新規参入を促すためには規制緩和が必要であり、政府には一段の岩盤規制



(出所) 国土交通省 ※対象は都道府県及び一部の政令指定都市



(出所) 経済産業省「通商白書」、「情報処理実態調査」より明治安田生命作成



(出所) 中小企業庁資料より明治安田生命作成

(図表2-8) 事業環境の国際順位比較

	事業のしやすさ (総合順位)	事業設立	建設許可取得	電気取得	財産登記	資金調達	投資家保護	納税	国境を越えた貿易	契約執行	破綻処理
シンガポール	1	6	2	11	24	17	3	5	1	1	19
ニュージーランド	2	1	13	48	2	1	1	22	27	9	28
香港	3	8	1	13	96	23	2	4	2	6	25
デンマーク	4	25	5	14	8	23	17	12	7	34	9
韓国	5	17	12	1	79	36	21	25	3	4	5
ノルウェー	6	22	27	25	5	61	12	15	24	8	8
米国	7	46	41	61	29	2	25	47	16	41	4
英国	8	45	17	70	68	17	4	16	15	36	13
フィンランド	9	27	33	33	38	36	76	21	14	17	1
オーストラリア	10	7	19	55	53	4	71	39	49	12	14
上位10カ国平均	-	20.4	17	33.1	40.2	22	23.2	20.6	15.8	16.8	12.6
日本	29	83	83	28	73	71	35	122	20	26	2

(出所) 世界銀行「Doing Business 2015」より明治安田生命作成

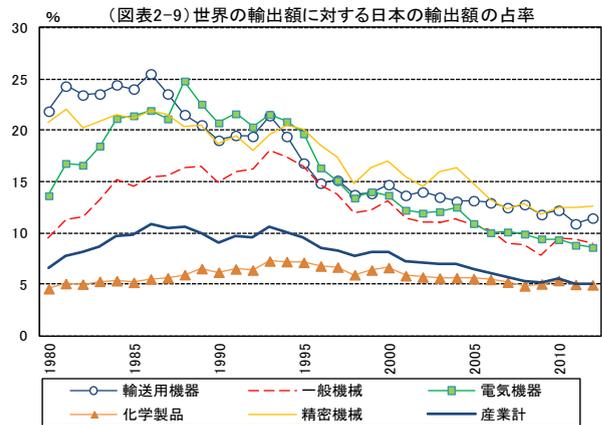
への切り込みが求められる。

(2) 製造業の高付加価値化

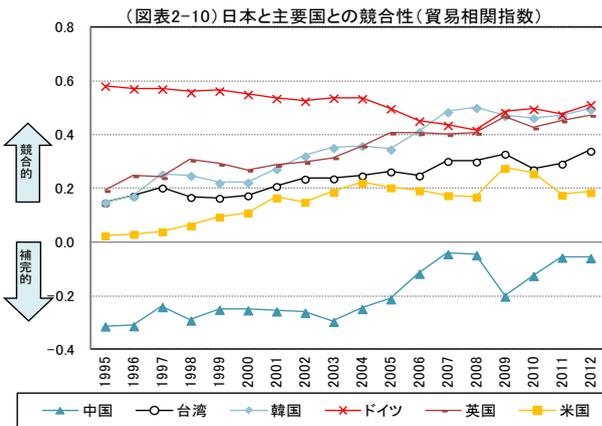
産業全体に占める製造業の割合が低下しつつあるなか、世界全体で見ても、日本の製造業のシェアは後退している。世界の輸出額に占める日本からの輸出額のシェアを製品別に見ると、1980年代には、電気機器や輸送機器、精密機械が全体の2割以上を占めていたものの、足元ではそれぞれ全体の1割程度まで低下している（図表2-9）。

背景には、東アジア諸国の技術面でのキャッチアップが、日本製品の国際競争力低下につながり、シェアの低下をもたらしている面があるとみられる。二国間の貿易構造の類似性を示す指標として、UNCTAD（国連貿易開発会議）が発表している貿易相関指数を見ると、日本の場合、米国やドイツなどの先進工業国との競争性が一貫して高いほか、韓国や台湾といった東アジア諸国との競争性も年々高まっている（図表2-10）。東アジア諸国の産業高度化のペースが早く、高付加価値製品の輸出が増加しているため、結果として日本と貿易構造が似通ってきている。

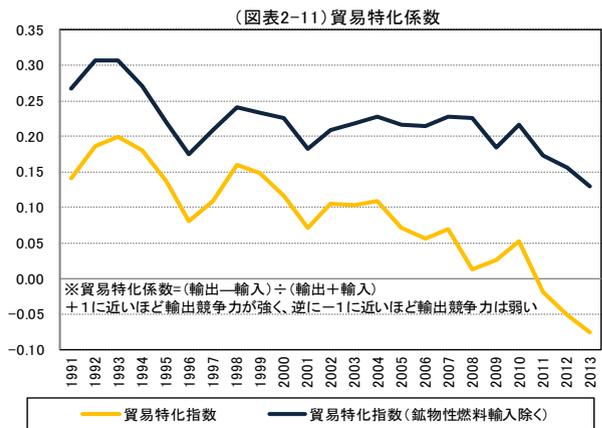
また、輸出品の他国との比較優位を示す貿易特化係数の推移を見ると、1990年代以降、低下傾向で推移している（図表2-11）。2000年代前半以降、貿易特化係数に大きな影響を与えた要因として、石油やLNGなどの鉱物性燃料の価格高騰に伴う輸入額の増加が指摘されることが多い。そこで、鉱物性燃料の輸入を除いた貿易特化係数を見ると、1999年代後半から金融危機前まではほぼ横ばいで推移していたものの、2009年以降はやはり大きく低下している。BIS（国際決済銀行）が公表している実質実効為替レートを見ると、2009年から2012年まで安定した推移が続いていたことから、鉱物性燃料の輸入や為替変動による影響を除いても、近年、製造業の競争力悪化が顕著となっていることが示唆される。製品別に見ると、自動車を中心に輸送用機器は一貫して高い競争力を保っているものの、通信機や映像・音響機器、半導体等といった電気機器は、2009年ごろから国際競争力を失いつつある（図表2-12）。



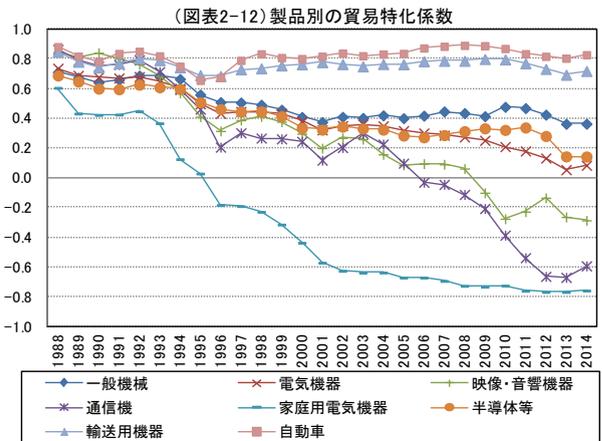
(出所)「REITI-TID」より明治安田生命作成



(出所)UNCTAD



(出所)財務省



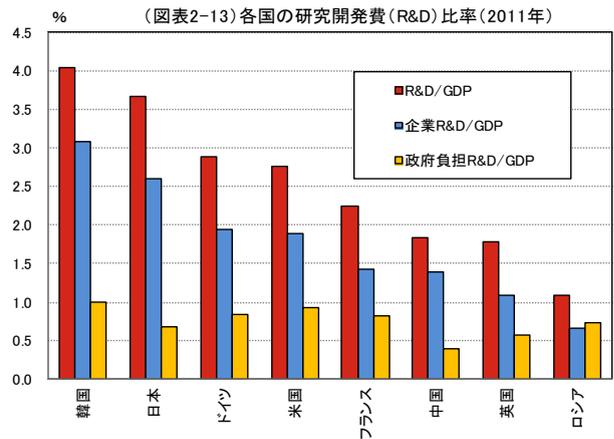
(出所)財務省

日本の製造業が競争力を高めるには、研究開発（R&D）を通じた技術革新による製品の高付加価値化が必要である。人口減少などを背景に、潜在成長率の低下が懸念されていることから、技術進歩に貢献する研究開発の重要性は高い。ただ、日本の研究開発の現状を見ると、GDPに占める研究開発の割合は海外諸国のなかでは高いものの、民間企業が中心となっており、他国と比べて政府の支援は少ない（図表2-13）。また、研究開発費を分野別に見ると、日本は基礎研究の割合が低く、商品設計や複数の技術を組み合わせる応用・開発研究が中心となっている（図表2-14）。画期的な新技術や新製品を生み出す「プロダクト・イノベーション」には基礎研究が重要といわれているが、基礎研究には、多額の資金がかかるうえ、成果として表れるまでの時間や収益性などに不確実性がつきものである。収益性が求められる企業の取組みだけでは限界があることから、産学官連携による効率的な資金活用や、研究施設の共同利用、人材育成のほか、研究開発費補助金の拡大などが、製造業の国際競争力改善の鍵を握るとみている。

（3）経常収支は2020年代前半までに赤字転換

リーマンショック以降、経常収支（年ベース）は、所得収支が黒字を維持している一方、貿易赤字の拡大が続いていることで、経常収支の黒字幅は縮小傾向が続いている⁸（図表2-15）。

まず、貿易収支を見ると、東日本大震災以降の原子力発電所の停止に伴い、不足分を火力発電で補っており、液化天然ガス（LNG）を中心に燃料輸入費が急増していることなどを背景に、2011年以降、貿易赤字が恒常化している（図表2-16）。円安が進み始めた当初は、円高が解消することで輸出数量が改善し、輸出は持ち直しに向かうと考えられていた。ただ、2012年後半以降、円安局面が続いているにもかかわらず、輸出の回復ペースは鈍いものにとどまってい



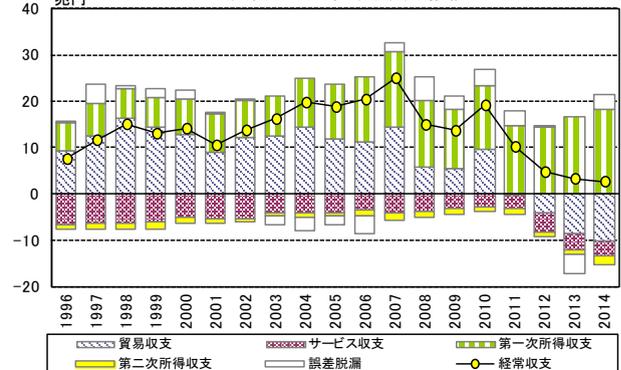
(出所) 文部科学省「科学技術要覧」

(図表2-14) 性格別研究費割合(%)

	基礎研究	応用研究	開発研究
フランス	25.3	38.0	32.8
ロシア	19.6	18.8	61.6
米国	19.0	17.8	63.2
韓国	18.2	19.9	61.8
日本	14.8	22.9	62.3
英国	8.9	40.7	50.4
中国	5.2	16.8	78.0

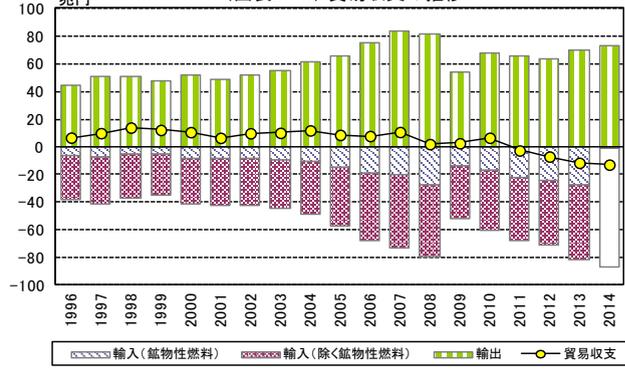
(出所) 文部科学省「科学技術要覧」

(図表2-15) 経常収支の推移



(出所) 日銀「国際収支統計」

(図表2-16) 貿易収支の推移



(出所) 財務省「貿易統計」

※2014年は速報値

⁸ 現行の統計方法となった1996年以降

る。背景には、企業が生産拠点の現地化を進めていることや、電機・電子機器分野といった主力輸出品目の国際競争力の低下があるとみられる。また、国内では円安や労働需給のひっ迫による生産コストの上昇が続いており、企業が価格引き下げを抑制していることも挙げられる(図表 2-17)。契約通貨ベースで見ると、輸出物価指数は小幅な低下にとどまっており、価格の引き下げに踏み切る動きに広がりが見られる様子が見えてくる。今後、中長期的には東アジアなどの後発国による技術面でのキャッチアップが進むと考えられることもあり、貿易赤字トレンドが続くと予想する。

一方、サービス収支は、内訳である「輸送収支」の赤字幅拡大や「その他サービス収支」の赤字転化を受け、2年連続の赤字幅拡大となった。ただ、「旅行収支」の赤字幅は縮小傾向が続いている。ビザ要件の緩和のほか、円安や免税対象商品の品目拡大などを背景に、訪日外国人旅行客数が増加しており、2013年度には1,000万人を突破した(図表 2-18)。今後、特許等使用料の受け取り額の拡大や、訪日外国人旅行客数の増加などが見込まれることから、サービス収支の赤字幅は縮小傾向に転じるとみる。

第一次所得収支は、積極的な海外投資を背景に、大幅な黒字基調を維持している(図表 2-19)。2014年の対外資産残高を見ると、2年連続で増加となった(図表 2-20)。円安による資産価格高の押し上げや、海外への直接投資の増加が寄与した。今後も、企業のグローバル化が進むなかで、収益率の高い直接投資の増加が見込まれ、所得収支は拡大傾向での推移を予想する。

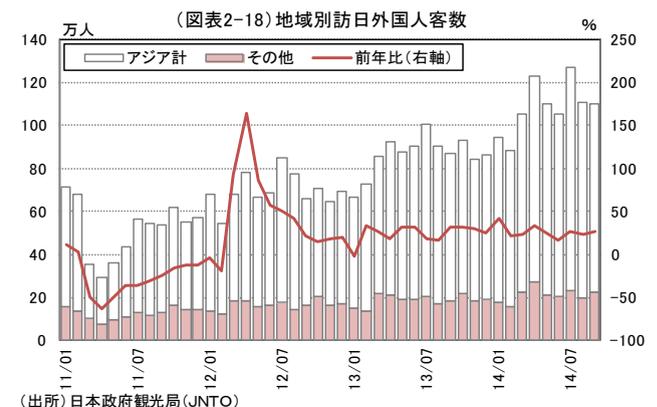
(4) 貯蓄投資バランスは家計が投資超過へ

経常収支を貯蓄投資 (IS) バランスの側から見ると、近年は一般政府が投資超過であるものの、家計、企業部門(非金融法人企業、金融機関)が貯蓄超過であることから、IS バランスも貯蓄超過といった状況にある(図表 2-21)。

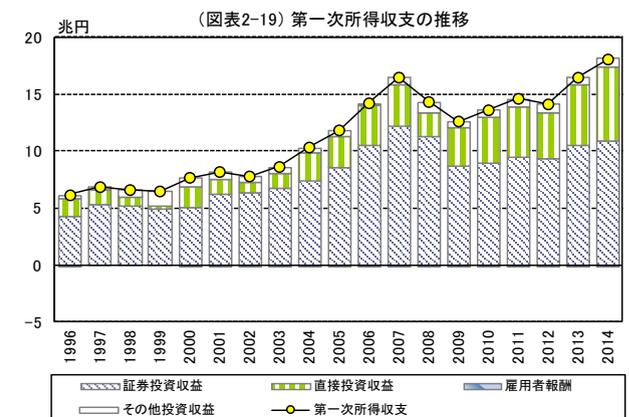
高度成長期以来、恒常的に貯蓄超過を維持してきた家計部門だが、企業の人件費削減や少子高齢化による労働人口の減少などを背景に、貯蓄率は



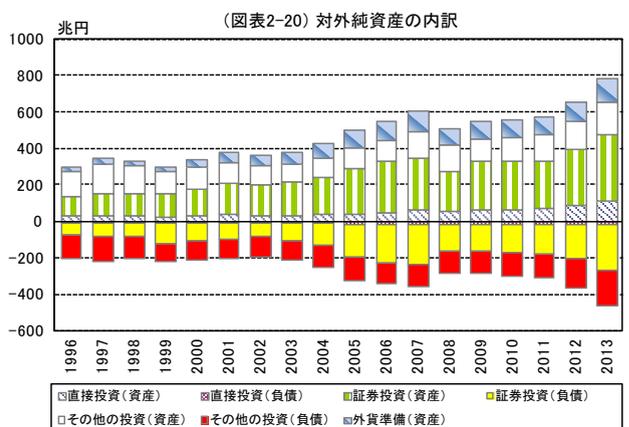
(出所) 日本銀行「企業物価」、「外国為替市場」



(出所) 日本政府観光局(JNTO)



(出所) 財務省「国際収支統計」



(出所) 日銀「資金循環統計」

低下傾向が続いている（図表 2-22）。2025 年には65歳以上の人口割合が人口全体の3割に達する超高齢化社会へと突入していくという事情もあり、家計部門は予測期間内に投資超過に転ずることが避けられないとみている。消費税率の引き上げや社会保障費の拡大により、労働力世代の負担が増すことも投資超過への動きを助長しよう。ただ、住宅投資も低調な推移が予想されることもあり、投資超過幅の拡大ペースは緩慢とみる。

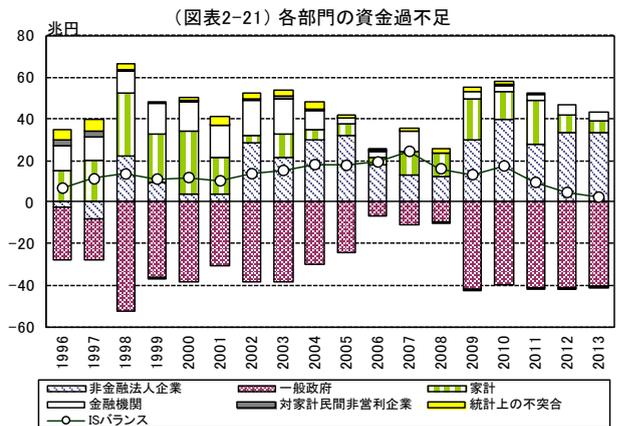
家計部門の貯蓄超過幅が縮小傾向にある一方、企業部門の貯蓄超過幅は拡大傾向にある。バブル期に積み上げた過剰債務の返済のため、設備投資や人件費の削減を行ってきたことで、民間企業部門は1990年代に貯蓄超過に転じた。足元では、低金利環境が続くなか、利払い費用が抑制されていることも貯蓄超過幅の拡大要因となっていよう。今後については、名目金利の緩やかな上昇に伴い、利払い費は拡大していくことが予想される。ただ、設備投資については、国内市場の縮小に伴い、海外向けは拡大・強化が進むと予想されるものの（図表 2-23）、国内向けは更新・維持にとどまるとみられることから、企業部門の貯蓄超過幅は緩やかな縮小傾向で推移するとみる。

国内唯一の投資超過セクターである政府部門は、社会保障費の拡大や東京オリンピックに伴う公共事業の増加が予想されるものの、消費税率の引き上げなどによる税収の拡大が見込まれ、投資超過幅は緩やかながらも縮小傾向で推移するとみられる。同シナリオでは、消費税は2014年度（5%→8%）、17年度（8%→10%）に引き続き、2024年度までに12%への引き上げを想定している。

中長期的なISバランスの推移は、政府部門については投資超過幅の小幅な縮小が予想されるものの、家計や企業を合わせた民間部門の貯蓄超過幅が縮小していくとみられることから、予測期間内に投資超過方向に転ずると予想する。

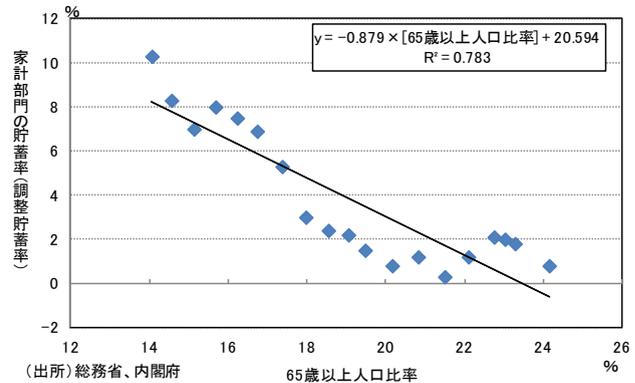
（5）社会保障費が歳出の重石に

日本の政府債務残高は増加の一途をたどっており、2013年6月には1,000兆円を突破、対GDP比は200%を超えている（図表 2-24）。近年の財政収支を見ると、歳出が拡大傾向にある一方、税収が縮小基調で推移する、いわゆる「鰐口型」が特徴となっている（図表 2-25）。歳出拡大の最も大きな要因は、少子高齢化に伴い、社会保障給付費が増加していく一方、社会保険料収入が伸び悩ん



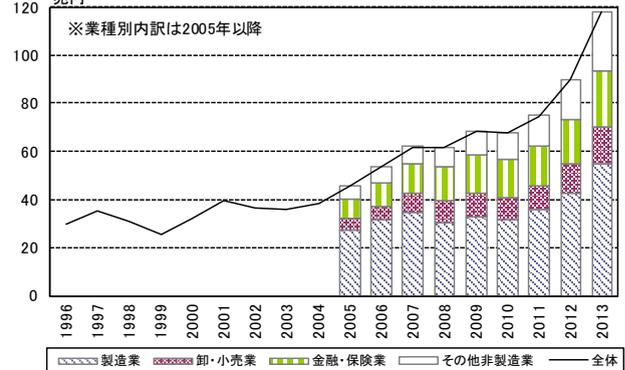
(出所)日銀「資金循環統計」

（図表2-22）65歳以上の人口の比率と貯蓄率（1994年～2012年）



(出所)総務省、内閣府

（図表2-23）対外直接投資残高



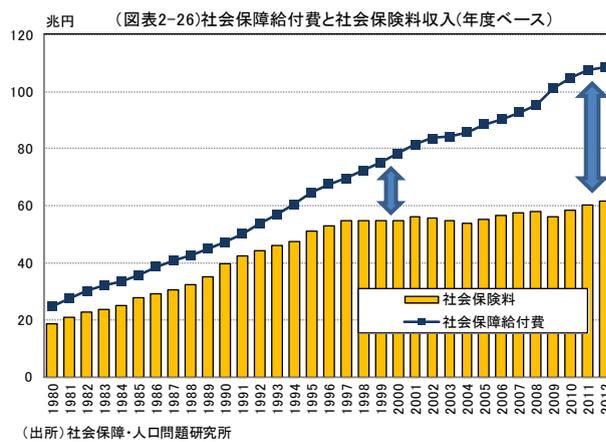
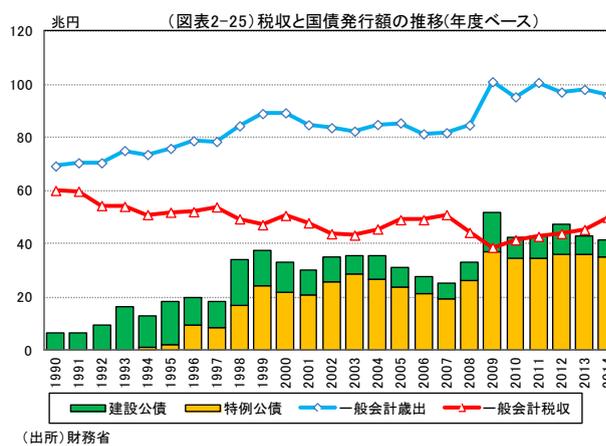
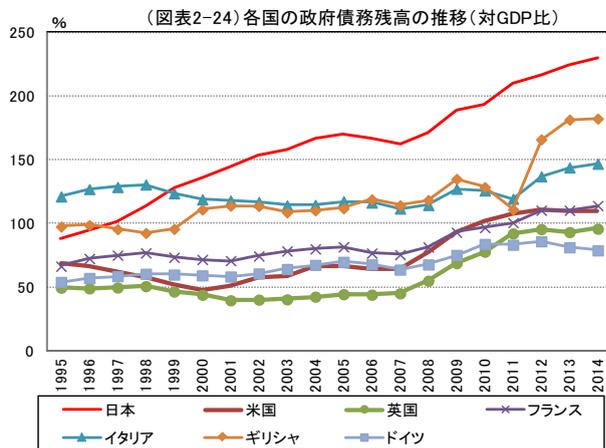
(出所)日銀

でいることで、財源における国費の割合が高まっていることである。

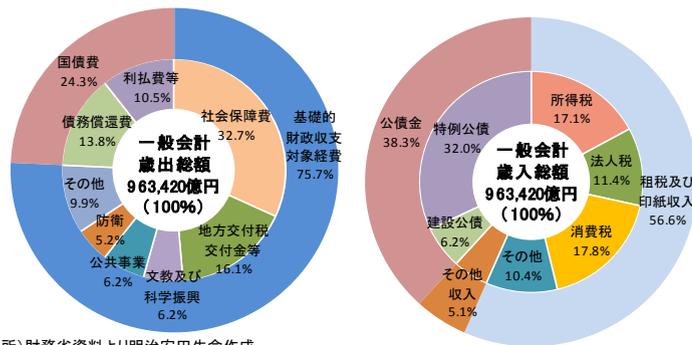
国立社会保障・人口問題研究所のデータによると、2012年度の社会保障給付費は108.6兆円と、ここ20年で2倍程度（年平均+3.6%）にまで増加しているのに対し、社会保険料収入は61.4兆円と、おおよそ1.4倍（年平均+1.7%）の拡大にとどまっている（図表2-26）。社会保障給付費の内訳を見ると、高齢者関係給付費が7割程度を占めており、給付費の増加は高齢化の進展による影響が大半である。一方、社会保険料収入は、賃金上昇率の低迷などから、2005年以降、厚生年金および国民年金の保険料率を年々引き上げているにもかかわらず、給付費と比較すると増加幅は鈍いものにとどまっている。社会保障給付費の財源は、社会保険料収入、国税負担、地方税負担が主だったものであり、このうち国税負担が一般会計歳出における社会保障費に対応しているが、2015年度（予算ベース）の社会保障費は約31.5兆円と、歳出の3割（基礎的財政収支対象経費における4割）を占めるまでに増加しており、財政赤字拡大の大きな要因となっている（図表2-27）。

歳出の重石となっている社会保障制度については、2014年4月に引き上げられた消費税の増収分に加え、2017年4月に引き上げが先送りされた消費増税で得られる増収が、すべて社会保障費の財源として充当される予定となっている。ただ、社会保障給付費の純増額（給付額－負担額）は、年間約1.8兆円（2000－2012年度平均）となっており、政府が消費税率10%への引き上げで見込んでいた約13.5兆円の増収分も、7年程度で費消する計算となる。

高齢化がより顕著になるなかで（図表2-28）、社会保障給付費の拡大傾向は維持される⁹とみるものの、マクロ経済スライドの発動に加え、将来的には、



(図表2-27) 2015年度の一般会計歳出・歳入(当初予算ベース)



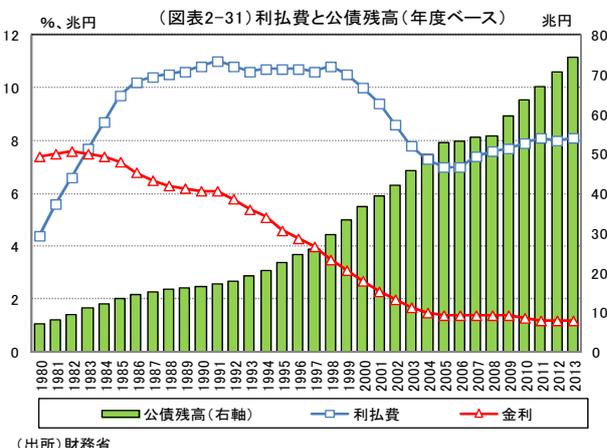
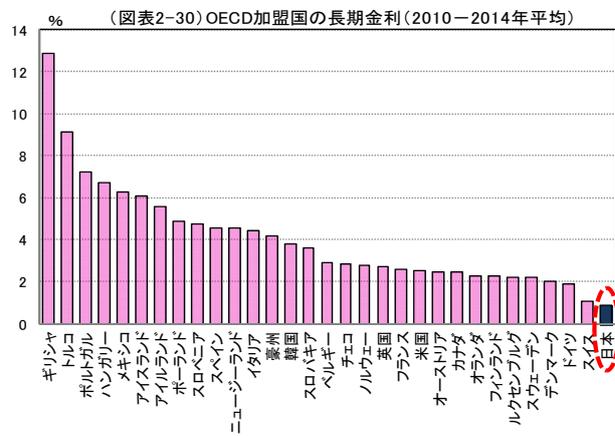
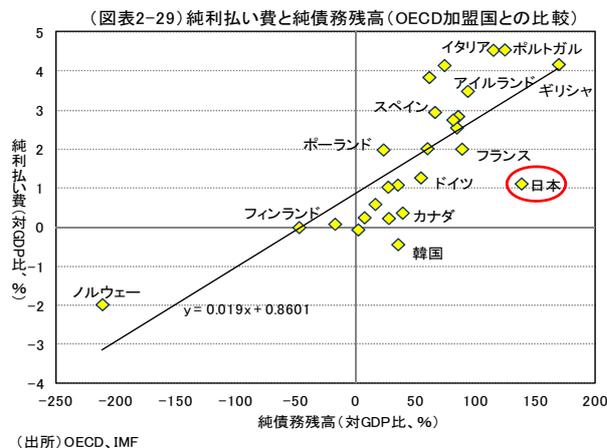
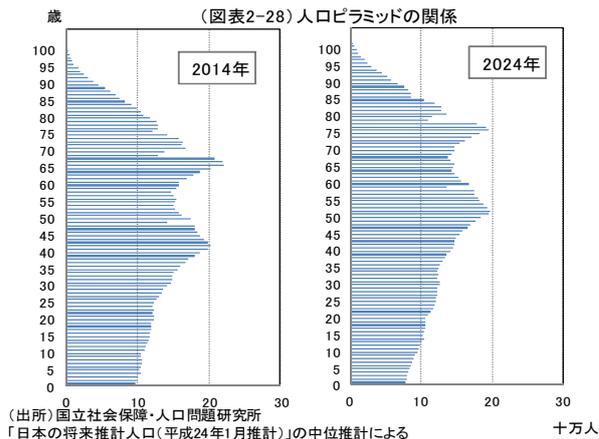
⁹ 財務省の見通しによると、現行制度を維持した場合、2025年には145兆円に達するとの見込み

年金支給開始年齢の引き上げや、医療・介護の効率化推進による保険料負担の軽減などに踏み切らざるをえないとみられることから、増加ペースには徐々に歯止めがかかるとみている。

(6) 利払い費は増加傾向を予想

金利上昇に伴う利払い費の増加も、今後の財政健全化の足かせになるとみる。これまで日本は債務残高がきわめて大きいにもかかわらず、利払いは他国と比較しても低く抑えられてきた。純利払い費と純政府債務残高の関係を OECD 加盟国について見ると、両者には概ね正の相関がある(図表 2-29)。これは純債務残高の増加による純利払い費そのものの増加に加え、純債務残高が増えることに伴う財政リスクプレミアムが、金利上昇につながっているためである。ただ、日本は低金利政策や日銀による国債買入れの年限の長期化などを背景に、低金利環境が続いていることから(図表 2-30)、傾向線から下方にかい離している。一般会計における利払い費と公債残高の推移を見ると、公債残高は 1980 年代以降、積み増し傾向で推移していたにもかかわらず、利払いは抑制された状況が続いてきた(図表 2-31)。利払い費への影響を国債残高と金利の二つの要因に分けて見ると、90 年代終盤から 2000 年代の前半にかけては、金利低下による押し下げ効果が、国債残高増加による押し上げ効果を上回り、結果として利払い費負担は軽減されていた。ただ、足元では日本の金利低下余地が限界に近づきつつあることから、金利低下による利払い費負担の軽減効果(金利ボーナス)は消滅しつつある(図表 2-32)。現在は低水準にとどまっている金利が今後上昇に転じた場合、国債残高の増加と相まって、利払い費負担は大きく拡大すると見込まれる。

利払い費に与える金利上昇の影響について、①国債の平均利回り¹⁰が今後 10 年間横ばい、②平均利回り毎年+0.1%、の 2 パターンにおいて、当社予測のプライマリーバランスを前提に、利



¹⁰ 2013年度決算における、利払費を公債残高で除した値(1.09%)

払い費の差額がすべて新規国債発行で賄われると
のもとで試算したところ、パターン②の利払い費は
2024年に30兆円程度まで増大し、パターン①に比
して15兆円近く負担額に差が出ることを確認でき
た(図表2-33)。今後は、日銀による国債買入れが
縮小方向へ転じるとみられるほか、潜在成長率の持
ち直しもあって、中長期的には名目金利が上昇して
いくと予想しており(巻末の係数表参照)、利払い
費の増加ペースの加速が公債残高のさらなる増加
につながるかとみている。

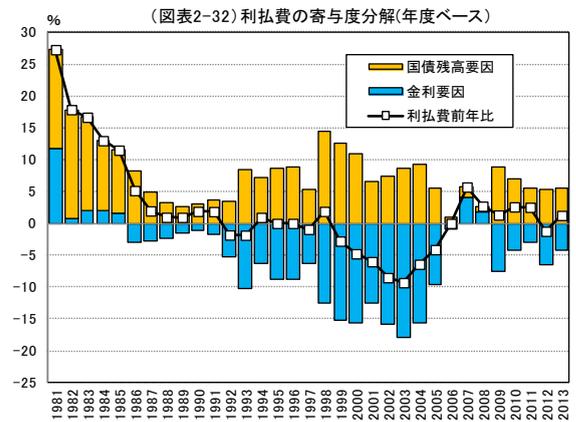
(7) プライマリーバランスの黒字化は困難

中長期的なプライマリーバランス(基礎的財政収
支)は、2014年度に実施された消費増税(5%→8%)
や、2017年度に予定されている消費税の引き上げ
(8%→10%)などを受け、赤字幅が縮小傾向で推
移するとみている(図表2-34)。一方、政府が目標
とする2020年度までのプライマリーバランス黒字
化については、東京オリンピックに向けて公共投資
が拡大するなか、社会保障給付費を筆頭とする歳出
の抑制策も難航するとみており、黒字化の達成は厳
しい。また、政府債務残高(対GDP比)も、基礎的
財政収支の赤字傾向が続くことに加え、名目金利の
上昇に伴う利払い費の拡大が見込まれることを踏
まえると、今後も上昇傾向で推移するとみる。

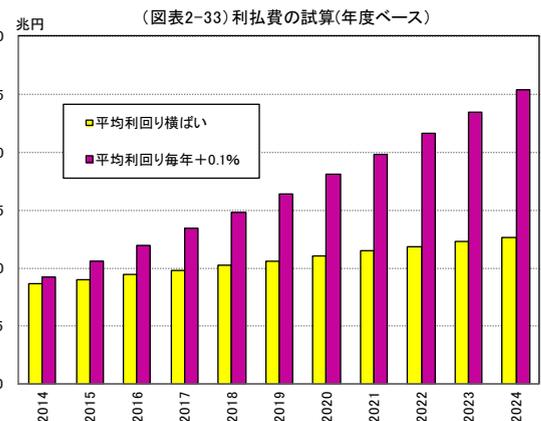
(8) 物価目標2%の安定的達成は前途遠慮

物価については、消費増税の影響を除けば、消費
者物価指数(CPI)は当面、前年比+1%未満で推移
し、その後も日銀の目標である同+2%には達しな
いとみている。

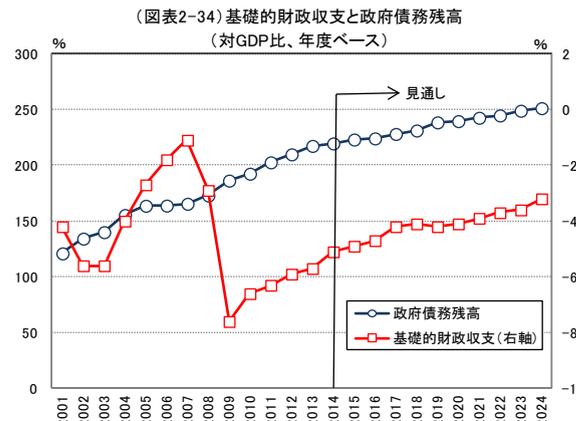
2013年4月に始まった量的・質的金融緩和におけ
る波及メカニズムとして「期待の抜本的転換」が期
待されてきた。ただ、これまでのところ、金融緩和
によりインフレ期待が広く浸透したとは言い難い。
内閣府の消費動向調査をもとに、修正カールソン・
パーキン法¹¹を用いて、家計の期待インフレ率を推
計したところ、期待インフレ率は、消費増税を控え
た2013年4月-2014年4月にかけて、上昇基調で



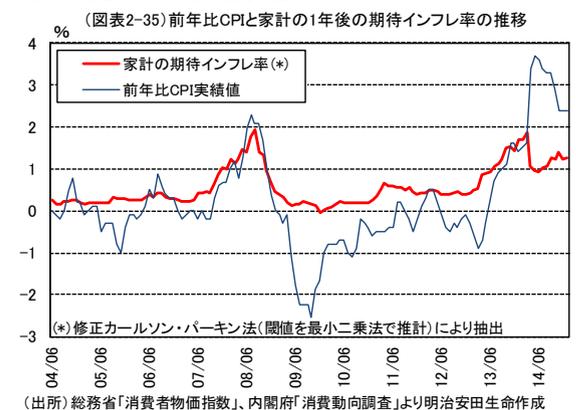
(出所)財務省資料より明治安田生命作成



(出所)内閣府、財務省より明治安田生命作成



(出所)財務省、内閣府資料より明治安田生命作成



(出所)総務省「消費者物価指数」、内閣府「消費動向調査」より明治安田生命作成

¹¹ 物価上昇/下落の認識閾値を最小二乗法により導出。詳しくは中山・大島[1999]参照

推移したが、増税後は鈍い伸びにとどまっている（図表 2-35）。

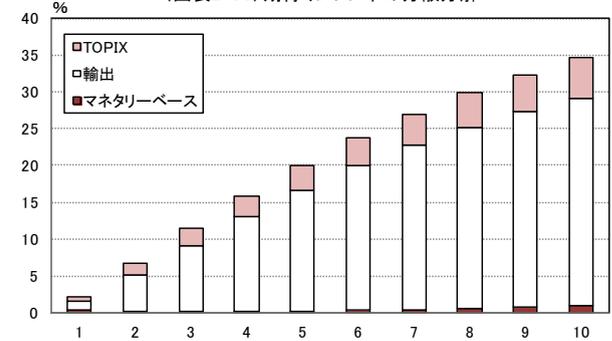
期待インフレの変動要因について、マネタリーベース、輸出、東証株価指数（TOPIX）、期待インフレ率からなる 4 変数無制約VARモデル¹²を構築し、計量的な分析を試みた。各変数ショックに対する期待インフレ率の分散分解¹³をとると、輸出やTOPIXのショックに対する期待インフレ率への影響が大きい一方、マネタリーベースが期待インフレ率へ直接的に与える影響については、全期間にわたり軽微であることが示唆された（図表 2-36）。

ベースマネーの増強だけで、物価を持続的に引き上げることは困難であり、消費増税の影響を除けば、日銀の目標である「2015 年度を中心とする期間に CPI 前年比+2%の達成」の実現は困難とみる。加えて、国債買入れを続けるとしても、すでにストックベースで発行額の約 7 割を日銀が購入しており、今後、買い取ることができる資産が枯渇する可能性が高い。日銀の国債大量買入れを事実上の財政ファイナンスと受け止める見方が広まる可能性も高く、2016 年～2017 年には、買入れ縮小へと方向転換を強いられると予想する。

（9）潜在成長率はやや持ち直し

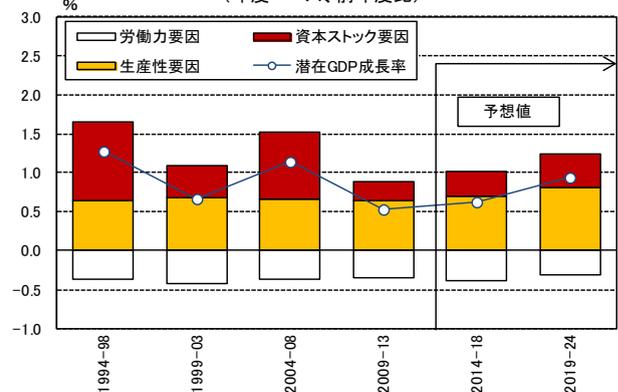
当社の推計では、日本の潜在 GDP 成長率は 1994 年度から 2008 年度にかけて、前年比+0.5%から同+1.5%付近で推移してきたとみられる（図表 2-37）。2009 年以降は、金融危機や、東日本大震災によるサプライチェーンの寸断を受け、潜在 GDP 成長率は低下している。ただ、今後は、やや持ち直すともており、2014-2018 年の潜在 GDP 成長率は同+0.6%、2019-2024 年は同+0.9%と予

（図表2-36）期待インフレ率の分散分解



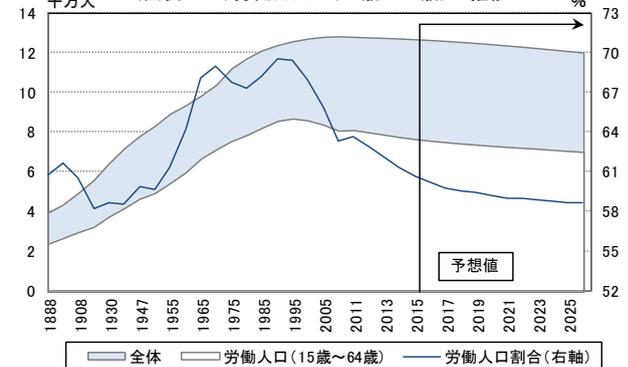
横軸は経過月数、縦軸は各変数からの影響の大きさを示す
（出所）内閣府、財務省、日本銀行、東京証券取引所より明治安田生命作成

（図表2-37）潜在GDP成長率と寄与度
（年度ベース、前年度比）



（出所）日本銀行、内閣府、総務省、厚生労働省より明治安田生命作成

（図表2-38）労働力人口（15歳～64歳）の推移



（出所）国立社会保障・人口問題研究所

¹² 各変数の定義：

マネタリーベース	マネタリーベース平均残高 （日本銀行）	輸出	財務省「貿易収支統計」
株価	東証株価指数（TOPIX） （東京証券取引所）	期待インフレ率	内閣府「消費動向調査」をもとに、 修正カールソン・パーキン法を用い 明治安田生命作成

※分析期間：2008年4月～2014年1月

¹³ SC（シュワルツ情報量基準）により1期のラグを設定。分散分解の算出では、変数間に構造的関係を仮定しないコレスキー分解を利用し、標準誤差の計算は500回のモンテカルロ・シミュレーションによる。変数の順序は、マネタリーベース→輸出→TOPIX→期待インフレ率とした。

想する。

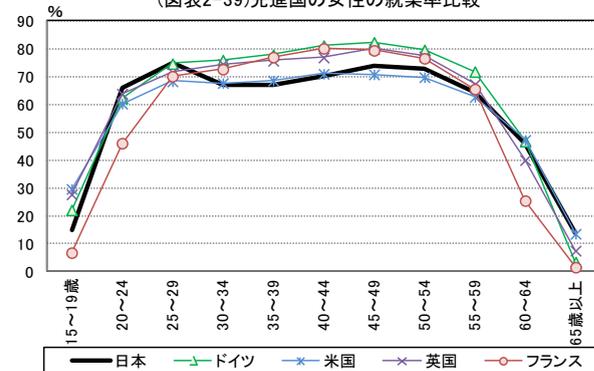
潜在 GDP 成長率は、労働力要因と資本ストック要因、生産性要因の3要因から定義される。労働力要因は、人口オーナス期に入ったとされる1990年ごろ以降、一貫してマイナス寄与となっており、少子高齢化による人口減少を背景に、今後も減少基調となることは避け難い(図表2-38)。ただ、労働力人口の減少ペースは、安倍政権の「日本再興戦略」といった政策もあり、女性と高齢者の労働参加率の改善が見込まれ、一定程度緩和されるとみられる。

女性の労働参加については、30代の女性が労働市場から退出するM字カーブ現象も、産休・育休制度の拡充といった企業努力などを背景に改善傾向が続いている(図表2-39)。ただ、雇用形態別の女性の就労者を見ると、30代以降は正規雇用者比率が低下している一方、「パート・アルバイト」および「派遣社員・嘱託・その他」といった非正規雇用者比率が上昇している(図表2-40)。特に、30歳代後半以降は、非正規雇用者比率が正規雇用者比率を上回っている。保育施設の児童待機など、子供を安心して預けることができる環境が不足しているなど、女性の職場復帰への環境が整備段階であることから、意に反して非正規雇用として就労するか、もしくは就職をあきらめている女性も多いとみられる。また、超高齢化社会を迎えるなかで、家族の介護負担が拡大傾向にあることも、就業への抑制要因となっていよう。今後は、官民による仕事と家事・育児や介護を両立できる環境の整備により、現実の労働力率と潜在労働力率のギャップを縮めることが必要となろう。

高齢者の雇用者数も増加傾向にある。内閣府の「高齢者の地域社会への参加に関する意識調査」では、高年齢者雇用安定法で就労可能となった65歳までに退職を希望する人は3割に満たず、残りの約7割の人はその後も就労を希望している。年金受給開始年齢の65歳までの引き上げや、医療費の負担額拡大などが背景にあるとみられる。内閣府の「高齢者の経済生活に関する意識調査結果」を見ると、経済的な理由に次いで、「生きがいを得られるから」(35.7%)、「健康のため」(34.2%)が高い割合となっている。超高齢化社会が進み、平均寿命が延びるなかで、生活の充実度がより重視されるとみられることから、意欲と能力に応じた労働を可能とする労働環境が求められる。

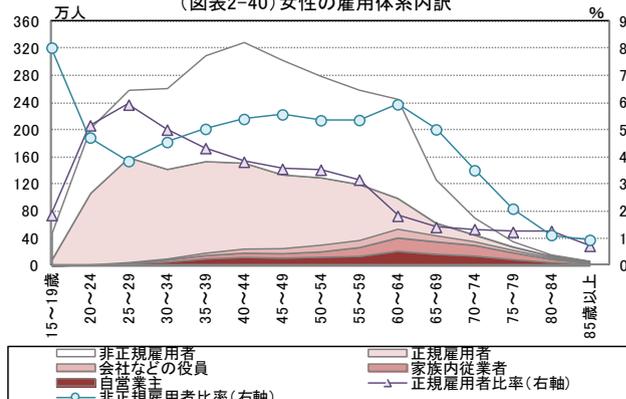
今後も実質賃金が伸び悩むなか、社会保障費の負担増や増税により、家計の支出は拡大傾向が続くとみられるものの、労働環境が整備段階にあることから、女性と高齢者の労働力人口の増加ペースは緩やかなものにとどまるとみる。これらの想

(図表2-39)先進国の女性の就業率比較



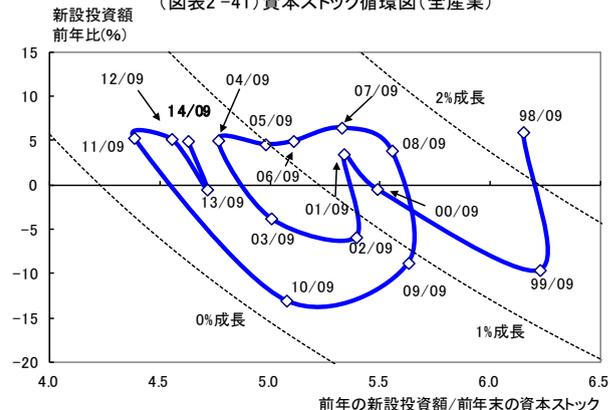
(出所)総務省、ILO

(図表2-40)女性の雇用体系内訳



(出所)総務省統計局「平成24年就業構造基本調査」

(図表2-41)資本ストック循環図(全産業)



定のもと、国立社会保障・人口問題研究所による将来人口の推計を用いて労働力人口の推移を試算すると、予想期間中の労働力要因の潜在GDP成長率へのマイナス寄与幅は、2014-2018年は前年比▲0.4%、2019-2024年は同▲0.3%との結果が得られた。

資本ストック要因は、2008年以降プラス寄与幅が縮小している。過去の資本ストックの推移を見ると、1990年代以降資本ストックの増加幅は縮小基調にあり、2000年以降は前年比+1.0%前後にとどまっている(図表2-41)。非金融法人

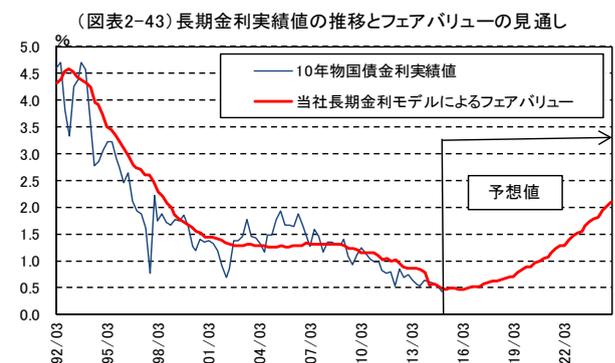
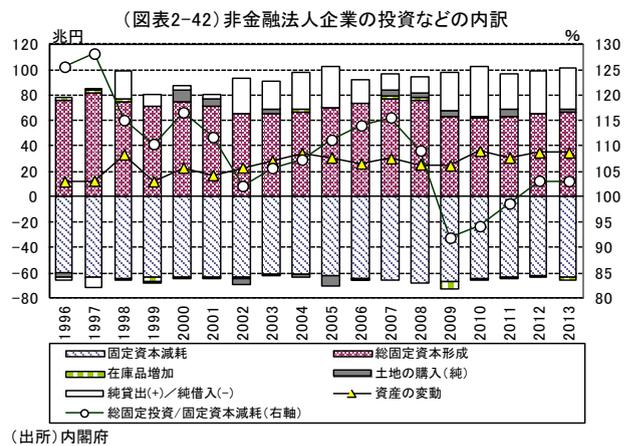
企業の投資の内訳を見ると、総固定投資額は固定資本減耗額を小幅に上回る水準となっている(図表2-42)。輸出企業の現地生産化や国内市場の縮小を背景に、企業の設備投資は更新・維持にとどまっているとみられる。今後についても、企業は海外投資を優先し、国内での投資を手控えるとみられることから、国内資本ストックの蓄積ペースは鈍いものにとどまろう。予想期間中の資本ストック要因の潜在GDP成長率へのプラス寄与幅は、2014-2018年は前年比+0.3%、2019-2024年は同+0.4%とみられる。

最後に、生産性要因については、小幅の改善を見込んでいる。技術進歩により生産性要因は改善するものの、金融危機以降、対前年度比で減少が続いていた科学技術研究費は2011年度にプラスに転じており、企業による研究開発費用への資産の振り向けが増加している。今後、政策的努力がR&D投資を刺激するとみられ、生産性要因の成長率へのプラス寄与は緩やかに拡大すると予想する。予想期間中の生産性要因の潜在GDP成長率へのマイナス寄与幅は、2014-2018年は前年比+0.7%、2019-2024年は同+0.8%とみられる。

(10) 長期金利フェアバリューは緩やかに上昇へ

長期金利(10年物日本国債)は、2012年以降、1%を下回る推移が続いている(図表2-43)。2014年10月には、日銀の追加緩和が決定され、マネタリーベースの年間の拡大率は60~70兆円から、80兆円まで引き上げられた。それに伴って、中長期国債の買入れペースも50兆円から80兆円へと引き上げられたことで、中長期の国債市場は需給がいつそうひっ迫し、長期金利はきわめて低位での推移が続いている。

当社金利フェアバリューモデルは、フィッシャー方程式にマネーサプライ項を付加したものである(図表2-44)。通常のフィッシャー方程式では、長期金利は潜在成長率に期待インフレを加えることで算出される。ただ、1992年以降のマネーサプライと長期金利の関係を見ると、負の相関が確認でき、日本銀行による金融緩和が



(図表2-44) 当社長期金利フェアバリューモデルの詳細

$$\ln(10\text{年債金利}) = 94.16 + 3.84 \times \ln(\text{潜在GDP}) + 0.01 \times (3\text{年前比コアコアCPI上昇率年率換算}^*) - 5.68 \times \ln(M3^{**})$$

* 期待インフレの代理変数 …期待インフレ率は足元3年間の物価変動を基に適応的に形成されると仮定			
** 国内流動性の代理変数 …日銀による積極的な金融緩和がインフレ期待へ与える影響を考慮			
潜在GDP	3年前比コアコアCPI上昇率年率換算	M3	(切片)
t値	3.3	1.5	-11.7
自由度調整済決定係数	0.87	推計期間	1992年1-3月期-2014年10-12月期

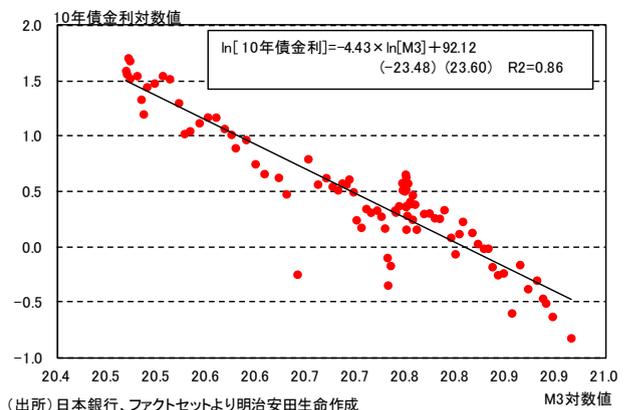
(出所) 総務省、日本銀行、OECDより明治安田生命作成

長期金利の低下につながっていることが示唆される(図表 2-45)。よって、当社では日銀による積極的な金融緩和をモデルに反映するため、上記フィッシャー方程式にマネーサプライ(M3、季調済)を変数に加えた修正フィッシャー方程式で推計している。

2015年以降も、日銀による金融緩和政策を背景に、マネーサプライは増加傾向での推移が予想されることから、当面低金利環境が続くとみる。ただ、日銀が買い取ることができる資産が枯渇する可能性が高いことなどもあり、金融緩和政策を維持することは困難になるとみられる。2016年～2017年には、買入れ縮小へと方向転換を強いられるとみられ、長期金利は上昇傾向へ転じると予想する。

なお、長期金利の見通しは、あくまでフェアバリュー(適正水準)の予想値であり、各時点の需給要因を反映するものではないことには充分留意されたい¹⁴。

(図表2-45) 長期金利とマネーストック(1992年1-3月期-2014年10-12月期)



(出所) 日本銀行、ファクトセットより明治安田生命作成

主要係数表

	→ 予測											
	2013年度	2014年度	2015年度	2016年度	2017年度	2018年度	2019年度	2020年度	2021年度	2022年度	2023年度	2024年度
実質GDP(前年比)	2.3	▲ 0.8	1.7	1.5	0.4	1.1	1.8	1.1	0.7	1.4	1.6	1.3
国内需要(前年比)	2.1	▲ 1.5	1.5	1.5	0.3	1.0	1.5	0.6	0.5	1.0	1.2	0.9
輸出(前年比)	4.7	6.9	2.9	2.4	5.3	4.7	6.4	7.0	6.7	7.2	7.5	7.9
名目GDP(前年比)	1.9	1.1	2.3	2.2	1.1	1.4	2.2	1.7	1.5	2.6	2.8	2.5
鉱工業生産(前年比)	3.2	▲ 0.3	4.2	2.8	0.9	2.5	2.3	2.0	2.1	2.3	2.6	2.8
消費者物価(前年比)	0.9	3.1	0.4	0.7	2.0	0.5	0.8	1.1	1.3	1.5	1.7	1.9
失業率	3.9	3.6	3.5	3.5	3.7	3.6	3.6	3.6	3.5	3.5	3.5	3.4
経常収支(対名目GDP)	0.2	1.1	1.3	1.0	1.1	0.7	0.6	0.3	▲ 0.1	▲ 0.2	▲ 0.4	▲ 0.6
政府債務残高(対名目GDP)	212.2	213.7	215.4	217.3	219.4	221.2	222.9	225.2	227.7	229.4	230.6	231.7
プライマリーバランス(対名目GDP)	▲ 5.7	▲ 5.1	▲ 4.9	▲ 4.7	▲ 4.2	▲ 4.1	▲ 4.2	▲ 4.1	▲ 3.9	▲ 3.7	▲ 3.6	▲ 3.4
期中平均為替レート(円/ドル)	100	112	121	122	125	126	123	120	118	116	114	112
無担保コール翌日物(期末値)	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07	0.10	0.15	0.20	0.25	0.30
10年債利回り(期末値)	0.6	0.5	0.5	0.5	0.6	0.7	0.8	1.0	1.2	1.4	1.7	2.0
消費税率(期末値)	5	8	8	8	10	10	10	10	10	10	10	12

(為替レートを除き%)

		→ 予測											
		2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
米国	実質GDP(前年比)	2.2	2.4	3.0	2.9	2.7	2.5	2.5	2.4	2.4	2.3	2.3	2.2
	政策金利(FFレート)	0.25	0.25	0.75	2.00	2.25	3.00	3.25	3.50	3.50	3.75	3.75	3.75
ユーロ圏	実質GDP(前年比)	▲ 0.4	0.8	1.3	1.5	1.6	1.7	1.9	1.6	1.7	1.8	1.9	2.0
	政策金利(リファイナンス金利)	0.25	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.10	0.10	0.10	0.10
世界	実質GDP(前年比)	2.5	2.6	2.8	2.9	3.3	3.6	3.4	3.3	3.6	3.9	4.1	4.2

(%、各国政策金利は年末値)

¹⁴ マネタリーベースとマネーストックの関係は一様でないことから、日銀によるベースマネーの増強がとりもなおさず長期金利の低下を指すというものではないことに留意されたい

(11) サブシナリオ分析

当社では、メインシナリオに加え、3つのサブシナリオを想定。それぞれの概略は下記のとおり。

<サブシナリオ1>「アベノミクス」大成功（示現確率：20%）

米国を中心とする世界経済の急回復を受け、国内企業業績はV字型回復。賃金も大幅に上昇し、CPIは早期に2%に到達、金融政策は正常化へ向かう。物価上昇により為替は円安方向へ。与党支持率が長期にわたり高水準で推移するなか、オリンピック開催も追い風となり構造改革が進展し、潜在成長率が1%台後半まで上昇。消費税率は2017年度、2024年度までにそれぞれ8→10%、10%→12%に引き上げられ、税収の増加によりプライマリーバランスはプラスに転換。経常収支は、輸出の回復と所得黒字の拡大によりプラスを維持。

<サブシナリオ2>失われた30年（示現確率：15%）

中国は産業構造の転換に失敗し、景気は急減速。欧州も内需が振るわず、景気低迷が長期化。日本はデフレ脱却が遅れ、成長率は平均で1%を下回るなど、「失われた30年」的状況が続く。長期金利は低位で推移、為替は円高へ向かう。景気低迷により財政再建はより困難となり、消費税率は、2017年度に10%まで引き上げられた後すえ置かれ、政府債務残高は増加基調で推移、プライマリーバランスもマイナス圏内にとどまる。経常収支は、財政赤字幅が拡大することで、2020年度にも赤字に転じる。

<サブシナリオ3>オリンピックが財政不安を助長（示現確率：15%）

2020年まではメインシナリオ同様の堅調な経済成長が続くも、オリンピック開催に伴う歳出の拡大により、政府債務残高は加速度的に増加。財政リスクが意識され、広範な投資家が日本国債の売りに走ることで、国債金利は急騰。日銀は大規模な国債買取りを実施するも、財政ファイナンスと受け止められ、市場の信認は失墜。金利の高止まりが続き、スタグフレーション的な状況へ向かう。実質GDP成長率は、オリンピック終了後マイナスに転じる。経常収支は輸入減を受けて黒字圏内にとどまる。

サブシナリオ係数表

	サブシナリオ①		サブシナリオ②		サブシナリオ③	
	2019年度	2024年度	2019年度	2024年度	2019年度	2024年度
実質GDP(前年比)	2.0	2.2	0.4	0.7	1.9	▲ 0.3
国内需要(前年比)	1.7	1.5	0.5	0.4	1.6	▲ 0.6
輸出(前年比)	6.8	8.2	4.3	3.0	6.5	4.1
名目GDP(前年比)	3.4	3.8	1.0	1.3	2.7	2.2
鉱工業生産(前年比)	2.7	3.1	1.5	1.3	2.6	▲ 0.1
消費者物価(前年比)	2.1	2.3	0.4	0.2	1.4	3.8
失業率	3.5	3.0	4.1	4.9	3.7	6.0
経常収支(対名目GDP)	0.7	1.6	0.7	▲ 1.1	0.8	0.1
政府債務残高(対名目GDP)	212.6	206.4	229.9	242.3	261.2	262.8
プライマリーバランス(対名目GDP)	▲ 2.1	0.6	▲ 5.2	▲ 4.8	▲ 6.4	▲ 11.6
期中平均為替レート(円/ドル)	127	117	103	92	115	147
無担保コール翌日物(期末値)	0.50	1.50	0.07	0.07	0.07	3.60
10年債利回り(期末値)	1.60	2.40	0.30	0.80	0.70	4.20
消費税率(期末値)	10	15	10	10	10	10

(為替レートを除き%)

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