

明治安田生命
日本経済中期見通し（2016－2025年度）
 ～ 生産性の向上で成長力は改善へ ～

明治安田生命保険相互会社（執行役社長 根岸 秋男）は、2016－2025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%程度の成長が続くと予想する。足元で前年比+0%前半まで落ち込んでいると考えられる潜在成長率は、研究開発投資の増加で生産性が改善するとみられることから、見通し期間の後半にかけて緩やかに持ち直しに向かうとみている。
- ② 【財政・経常収支】高齢化の進行により社会保障支出の増大圧力は強く、給付の効率化も容易に進まないとみられ、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、政府部門の投資超過が続く一方、民間部門も緩やかながらも貯蓄超過幅が縮小傾向で推移するとみる。経常収支は、2020年前半ごろ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、見通し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、現行ペースでの国債買入れが限界を迎えることで、2018年ごろには買入れ額の縮小を予想する。緩和的な金融環境自体は続くともみるものの、長期金利は緩やかな上昇に向かうとみている。
- ④ 【海外経済・原油相場】米国経済は、所得格差や高齢化の進展などが下押し圧力となって、成長ペースは緩やかなものにとどまると予想する。ユーロ圏経済は、バランスシート調整の長期化や労働市場改革の遅れなどを背景に、低成長が続くとみている。中国は消費主導で安定成長に向かうとみる。新興国では、ASEAN経済の成長が期待される。原油相場は、人口増などによるエネルギー需要の拡大を受け、徐々に上昇へ向かうとみている。
- ⑤ 【リスクシナリオ】財政の信認低下に伴う「悪い金利上昇」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10%。

〈主要計数表〉

	2010－ 2014年度 実績	2015－2025年度		
			2015－ 2019年度	2020－ 2025年度
実質成長率	1.2%	0.9%	0.8%	0.9%
成長率寄与度				
・ 内需	1.3%	0.6%	0.5%	0.7%
・ 外需	▲0.0%	0.3%	0.3%	0.2%
名目成長率	0.7%	1.5%	1.4%	1.5%

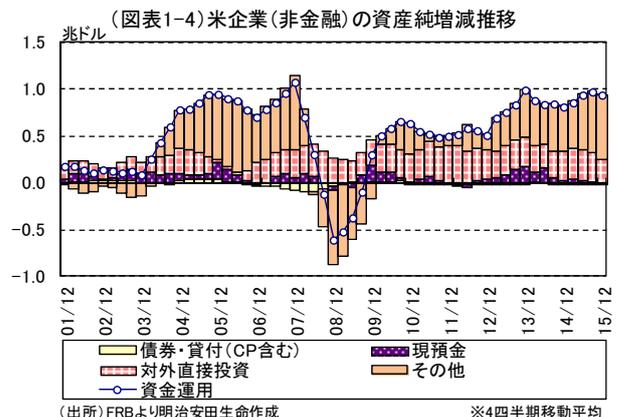
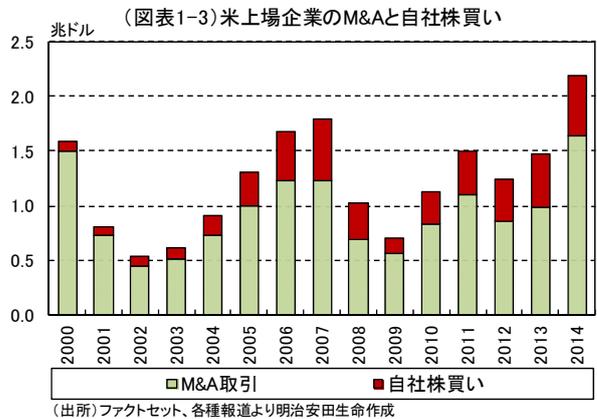
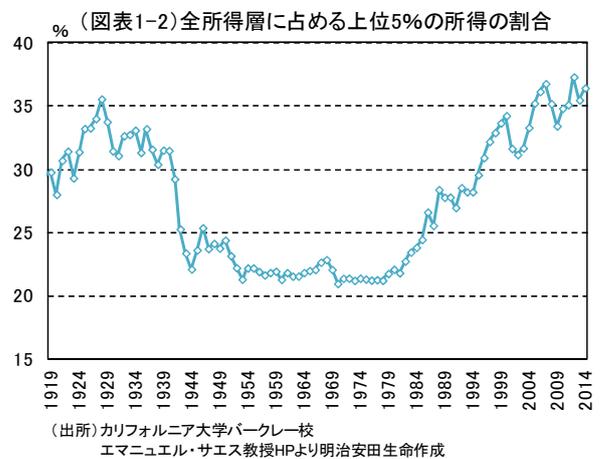
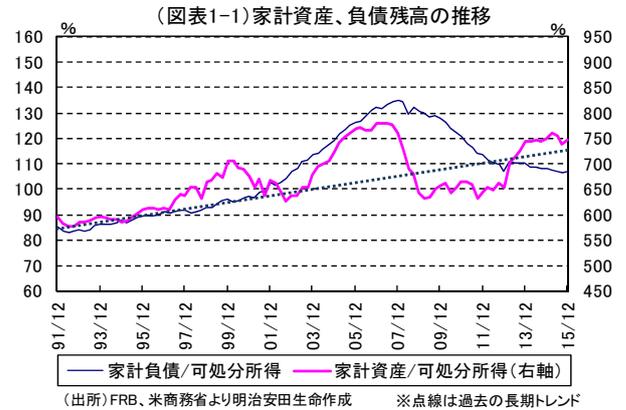
1. 世界経済の現状と見通し

(1) 米国経済の成長ペースは緩やか

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、2015年に9年半ぶりの利上げができるほど回復を遂げてきた。米国景気の回復要因としては、家計のバランスシート調整の進展がある。家計資産残高の対可処分所得比を見ると、住宅バブルの崩壊や、金融危機で大幅に低下したものの、住宅価格の持ち直しなどを受け、2013年以降は上昇している（図表1-1）。一方、家計負債残高の対可処分所得比は、家計が資産価値に見合う水準まで負債削減を進めたことで足元では過去の長期トレンドを下回っている。これまで個人消費の安定的な成長を阻害してきた家計のバランスシート調整はすでに大きく進展している。

ただ、米国では所得格差が続いていることが、構造的な消費の下押し圧力となっている。全所得のうち上位5%の者が占める割合を見ると、1980年ごろから上昇傾向で推移し、2000年代後半以降は35%程度の水準となっている（図表1-2）。一方、FRBが3年ごとに公表する「消費者金融調査」では、リーマン・ショック以降の所得の伸びの多くが富裕層に偏るなか、上位3%が保有する家計資産は2013年が全体の54.4%と、2007年の51.8%から上昇し、富裕層に資産が集中する傾向も示された。多国籍企業の生産拠点が賃金の安い海外に移転することで、国内製造業の雇用回復が抑制されているほか、雇用の拡大をけん引している業種が比較的低賃金の個人消費関連などに偏っている。加えて、パートタイマーとしての就業を余儀なくされている人の割合もリーマン・ショック以降、大きく上昇し、住宅バブル期以前の水準に戻っていない。企業のグローバル化の進展などが引き続き中低所得者層の賃金上昇を抑制するとみられることから、所得格差は引き続き米国の個人消費の下押し圧力として残るとみる。

一方、米上場企業による自社株買いの推移を見ると、企業の手元資金が過去最高水準となるなか、



2009年以降、概ね増加傾向で推移しており、米企業が収益の株主還元を進めていることが見てとれる（図表1-3）。米企業（非金融）の資産純増加額の推移を見ると、対外直接投資が増えており、米企業が企業買収などを進めている可能性が示唆される（図表1-4）。株主からの期待もあり、企業が手元資金を自社株買いやM&Aに優先的に分配する傾向は今後も続くともみられ、労働分配率は趨勢的に低位で推移するとみている。

こうした動きが続く背景には、企業の期待成長率の低下がある。米国の場合、移民を多く受け入れていることもあり、生産年齢人口に限ってみれば、緩やかながら増加傾向が続いており、生産年齢人口の増加が今後も米国経済を下支えするとみている。ただ、ベビーブーマー世代（1946年～1964年生まれ）が退職時期を迎えていることから、増加ペースは縮小するとみられる。

潜在成長率が低下する局面では、企業は売上減少を見込んでその成長に見合うと考えられる水準まで資本ストックを調整しようと、設備投資を抑制する可能性が高い。設備投資が抑制的なものにとどまるなか、生産性向上の遅れもあって、潜在成長率の上昇は今後もゆっくりとしたものにとどまるとみられる。今後も家計のバランスシート調整が進むことで米国経済は回復傾向が続くとみている。ただ、所得格差が残るとみられることや、高齢化社会の進展などを背景に、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。

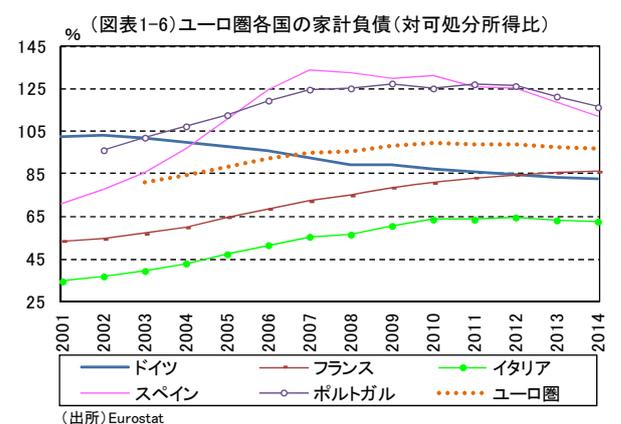
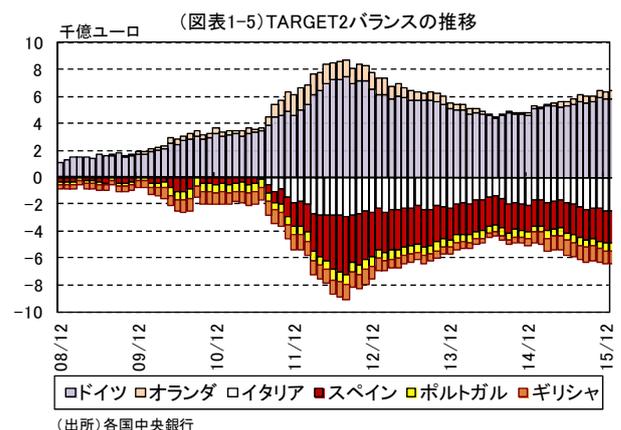
（2）ユーロ圏経済は低成長での推移を予想

ユーロ圏は、債務問題を契機とした経済の混乱を脱し、2013年にアイルランドでIMF（国際通貨基金）・EUによる金融支援プログラムが終了した。2014年にはスペインとポルトガルも金融支援からの脱却を果たし、ユーロ圏経済は持ち直し傾向が続いている。

ただ、ユーロ圏債務問題の一因にもなった域内不均衡は、大幅な改善を見るに至っていない。国際収支不均衡の度合いを示す指標として、ユーロ圏諸国の経常収支不均衡を資本移動でカバーできていない部分を示すTARGET2バランスを見ると、ドイツやオランダなどの北部諸国の黒字が、イタリアやスペインといった南欧諸国の赤字を補うという構図が続いている（図表1-5）。ユーロ圏の北部と南部で競争力に大きな隔たりがあり、そうした格差が経常収支不均衡につながっている。

南欧諸国では、雇用流動性が欠けることから若年層の雇用が進まず、若年層を中心に失業率は高止まりしている。イタリアでは正規雇用者の解雇規制が緩和されたほか、フランスでも社会保険料負担が軽減されるなど一部で規制緩和に向けた動きはあるものの、不安定な雇用環境は今後も長期にわたって南欧諸国の個人消費の下押し圧力になるとみられる。

加えて、南欧諸国では、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なものにとどまっている。家計部門の負債（対可処分所得比）の推移を見ると、2010年末をピークに



改善傾向が続いている（図表1-6）。スペインが2011年ごろから改善ペースを強めているほか、ポルトガルも2012年以降、改善に向かっている。ただ、イタリア、フランスは改善の兆しが見られず、ユーロ圏全体の改善ペースもきわめて緩慢なものにとどまっている。一方、企業部門のバランスシート調整は進展が見られない。非金融部門の債務残高（対名目GDP比）を見ると、2009年以降、負債が高止まりしている。バランスシート調整の遅れは、債務問題に伴う景気低迷を背景に、企業の財務体質の悪化が進み、その後の収益の回復も遅れたことなどが要因とみられる。家計と企業の両方に調整圧力がかかった状況下では、経済が以前のような回復ペースを取り戻すとは考えにくく、引き続きバランスシートの調整圧力が経済回復の足かせとなろう。

中長期的なユーロ圏経済は、バランスシート調整の長期化や、労働市場改革の遅れなどを背景に、低成長での推移を余儀なくされる可能性が高いとみている。

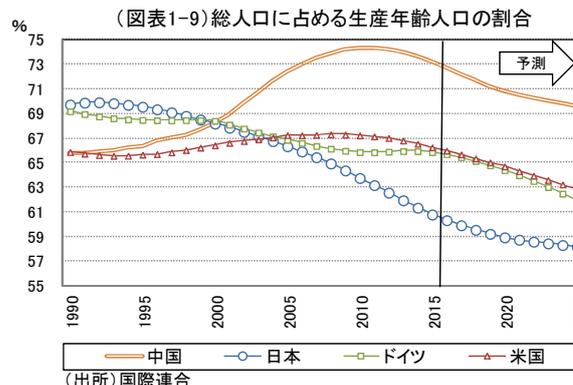
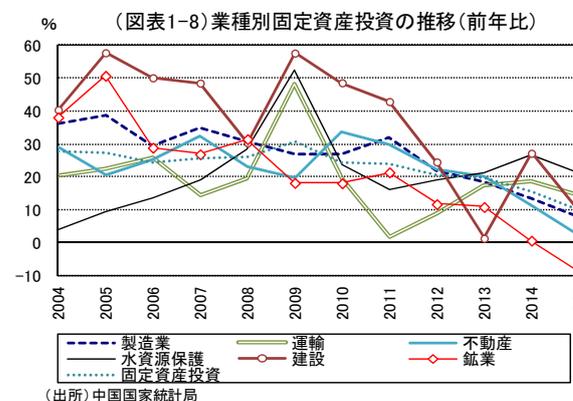
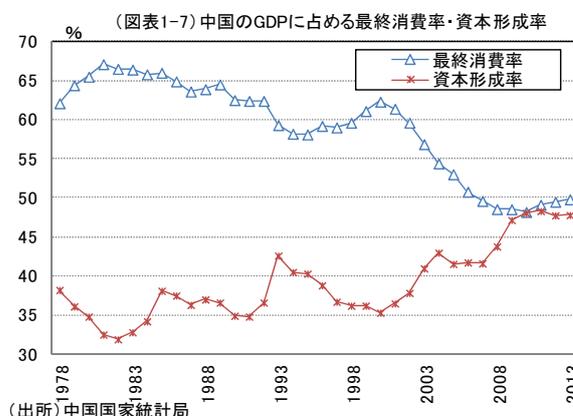
（3）消費主導の経済へ構造転換を進める中国

中国の実質 GDP 成長率は、2000 年代平均で前年比+10%近くあったが、2010 年代に入ると、減速傾向となり、2015 年は同+6.9%まで落ち込んだ。リーマン・ショック後の 2008 年 11 月に 4 兆元規模の大型景気対策を実施したものの、投資主導だったことで、過剰な生産設備を抱え、その後の景気の下押し圧力となった（図表 1-7）。固定資産投資の推移を見ると、2009 年は前年比+30.5%と高い伸びとなったものの、その後は減速が続き、2015 年は同+10%まで鈍化した（図表 1-8）。

2000 年代の中国は、若くて豊富な労働力を背景に、安価な製品を大量に供給し、世界の工場としての地位を固めたが、今後はこうした労働力にこれまでのような成長のけん引役としての役割を期待するのが難しくなっている。総人口に占める生産年齢人口の割合は、2010 年以降低下傾向に転じ、今後も低下トレンドが続く見通しであり、人口ボーナスは終焉を迎えている（図表 1-9）。

これまで農村部から都市部に流入する余剰労働力が低賃金労働者として、生産を支えていたが、流入ペースが鈍化してきたことで、賃金に上昇圧力がかかり、生産コストも高止まりしている。ベトナムなど東アジア諸国で、生産拠点としての整備が進んだことも、中国の相対的な輸出競争力を低下させている。

投資や輸出主導による高成長が限界を迎えるなか、政府は中国経済が「新常态」に入ったとし、安定的で持続可能な成長をめざし、消費がけん引する経済へと構造転換を進めている。中国では、



都市部の年間収入が、農村部の3.3倍（2013年）に及んでおり、都市化政策を推進することで、中間層の増加に伴う内需の拡大に取り組んでいる。

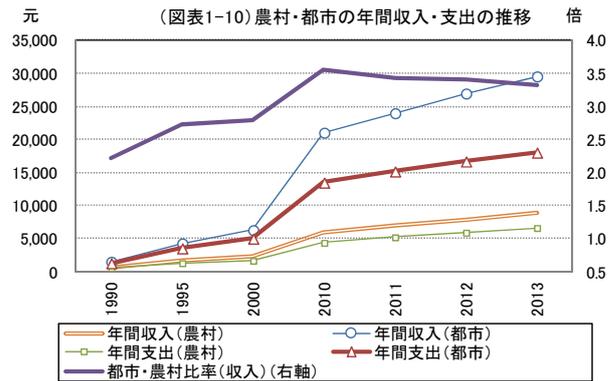
（図表1-10）。これまでの政策により、2013年の都市化率（常住人口ベース）は53.7%と、東部沿岸部の大都市を中心に上昇してきた（図表1-11）。一方で、都市戸籍保有比率は36.7%（2014年）と、都市化率を大きく下回る水準にとどまっている。中国は農村戸籍と都市戸籍に分かれるが、都市部では都市戸籍を保有しない農民工が、戸籍に基づき運営される医療・年金、教育などの公的サービスを享受できないといった社会的矛盾が生じている。2014年3月に発表された「新型都市化政策」では、「人の都市化」を推進するため、都市規模に基づく戸籍登録制限の自由化策が盛り込まれた。こうした改革により、農民工の都市戸籍保有者が増えれば、消費にとっては追い風となるが、都市戸籍付与により、公的サービスにかかる財政負担が拡大するといった課題などから、改革の進捗はゆっくりとしたものとなる。

（4）成長期待の高いASEAN経済

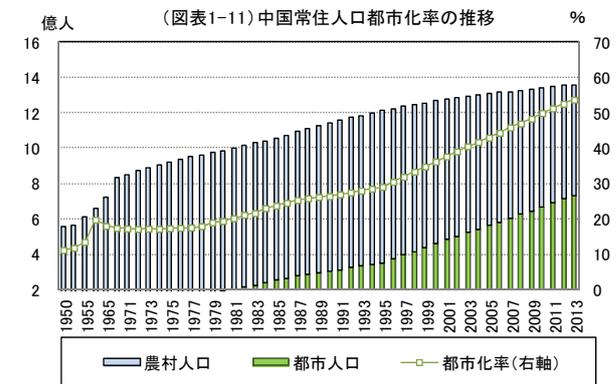
BRICs（ブラジル、ロシア、インド、中国）に代表される新興国経済は、2000年代以降、世界的な資源需要の高まりなどを背景に、高成長が続き、世界の注目を集めた。ただ、ロシアやブラジルでは、資源価格の下落を背景に、2015年の実質GDP成長率がマイナスに陥ったほか、中国でも過剰生産能力が重荷となって、減速傾向を余儀なくされている（図表1-12）。

BRICs 諸国の生産年齢人口の推移を見ると、ロシアと中国は、すでに減少しているほか、ブラジルでも、伸びが鈍化しつつある（図表1-13）。このほか、ブラジルやインドでは生産基盤となるインフラの整備が遅れていることや、ブラジルとロシアでは資源部門への依存からの脱却が進んでいないことなどが、経済成長の足かせとなる。

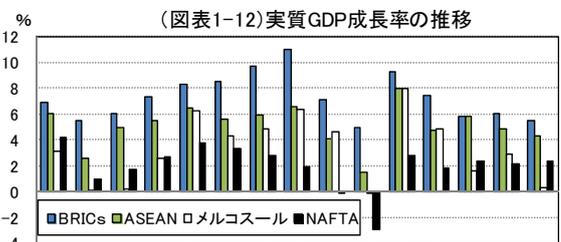
一方、2010年以降、実質GDP成長率でBRICsに近づきつつあるASEAN（東南アジア諸国連合）は、今後も安定成長が続くことが期待される。出生率の低いタイを除けば、各国とも人口ボーナスを享



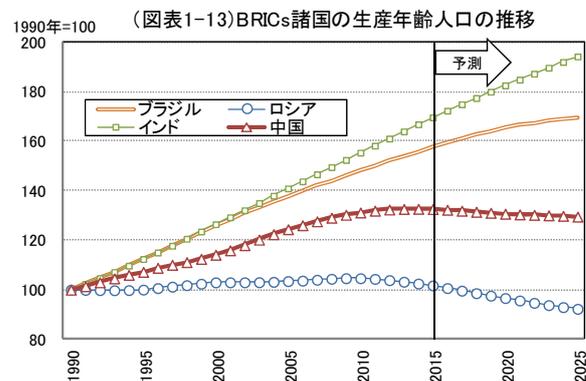
（出所）中国国家統計局



（出所）中国国家統計局



BRICs: ブラジル、ロシア、インド、中国
 ASEAN: フルネイ、カンボジア、インドネシア、ラオス、マレーシア、フィリピン、シンガポール、タイ、ベトナム。ミャンマーはデータがないため含まず。
 メルコスール(南米南部共同市場): アルゼンチン、ブラジル、パラグアイ、ウルグアイ
 NAFTA: 米国、カナダ、メキシコ
 ※米ドルベースの実質GDP実額を各地域で合算し、実質GDP成長率を計算
 （出所）世界銀行「World Development Indicators」



（出所）国際連合

受し、生産年齢人口の増加が続く見通しである（図表 1-14）。賃金水準も相対的に低く、生産拠点としての魅力もある（図表 1-15）。中国で人件費の高騰や労働争議などのチャイナリスクに対する懸念が高まっていることから、安価で豊富な労働力が、外国企業から投資を呼び込む武器となろう。

また、域内経済の統合がゆっくりではあるが進展していることも ASEAN 経済の成長を押し上げよう。2015 年末には、域内自由化の対象をモノの貿易だけでなく、サービスや投資にも拡大し、ASEAN 加盟国の経済的な結びつきを強化する ASEAN 経済共同体 (AEC) が発足した。域内では、2010 年にはマレーシアやインドネシアなどの先行 6 カ国で、ほぼすべての品目の関税が撤廃され、2018 年には、ASEAN 加盟国のうち経済開発が遅れている 4 カ国（カンボジア、ラオス、ミャンマー、ベトナム=CLMV）でも、関税が撤廃される予定である。ASEAN 全体でのサプライチェーンの最適化が進展することで、生産拠点としての優位性がより高まることが期待される。

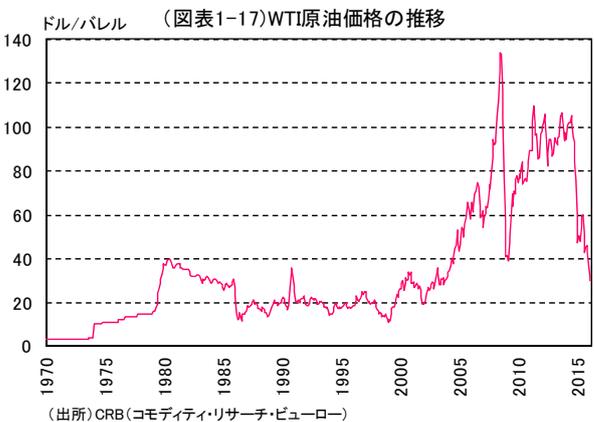
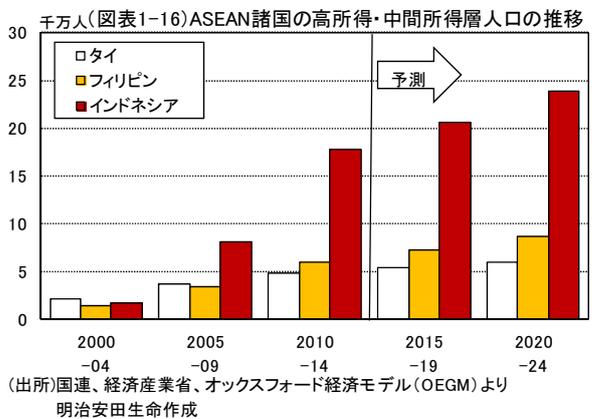
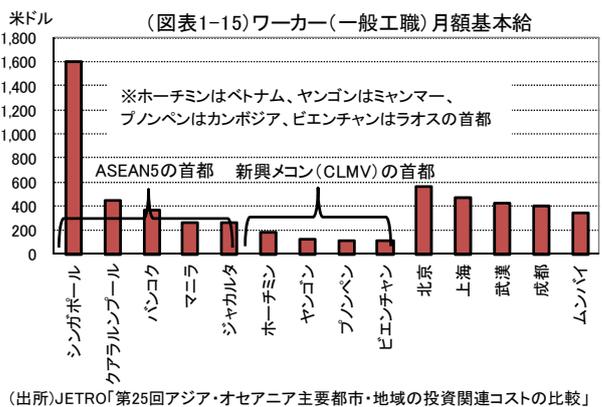
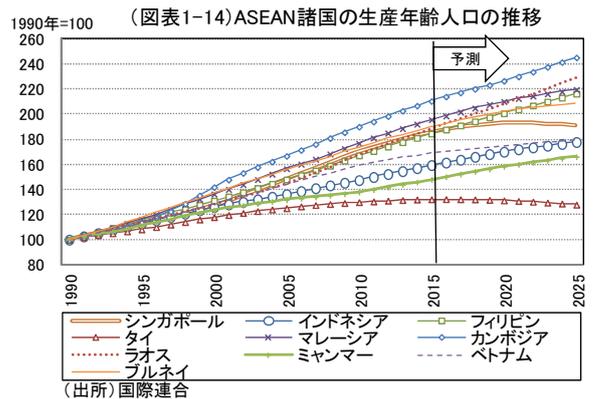
AEC は、合意できるものから統合を進めるという緩やかな経済統合ではあるが、非関税障壁の撤廃や投資の自由化など、高いレベルでの域内経済の一体化が進むことで、今後の成長加速が期待される。

ASEAN は生産拠点だけではなく、最終消費地としての魅力も高い。一国の消費市場としての規模を示す高所得・中所得層人口の推移を見ると、2017 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 7,000 万人を超える見込みである（図表 1-16）。生産拠点としての優位性に加え、購買力の高い高所得・中間所得層の広がりにも支えられ、ASEAN 諸国は中長期的な成長が続こう。

（5）原油相場は50~80ドルで安定すると予想

WTI（ウェスト・テキサス・インターミディエート）原油価格は、2014 年半ばごろから急落し、足元では 30 ドル台後半を中心に推移している（図表 1-17）。世界的な景気減速や、産油国の増産など、需要と供給の両面から、価格調整圧力が働いている。

世界の原油生産は、消費を上回る推移が続いている。2014 年の生産量を国別に見ると、米国（世界



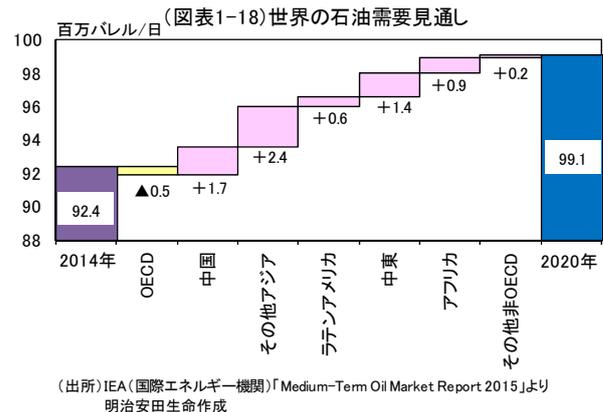
シェア：15%、第一位)、サウジアラビア(同 12%、第二位)、ロシア(同 12%、第三位)の3カ国が全体の約4割を占めている。米国では、2000年代のシェール革命を受けた生産量の拡大が世界シェアトップに押し上げた。IEA(国際エネルギー機関)の試算によると、シェール企業の多くは、投資採算に見合う原油価格の水準が60ドル前後とされていることから、2014年後半以降、投資計画の延期・中止等が相次いでいるほか、石油掘削装置の稼働数も大きく減少するなど、供給能力の調整が続いている。

一方、OPEC(石油輸出国機構)では、イランが2016年1月に欧米諸国による経済制裁が解除されたことを受け、増産が続くと見込まれている。そのほかの加盟国についても、足元の原油価格が財政均衡価格を大きく下回っているものの、非OPEC加盟国とのシェア争いなどから減産には踏み切りにくく、供給能力の大幅な調整には至らないとみている。

非OPEC加盟国については、ブラジルなど、シェール層の技術的回収可能量が豊富とされている国では、将来的な増産が見込まれている。ただ、現状の原油価格は、投資採算を大きく下回っているとみられることから、シェール開発の積極的な投資は、コストに見合う水準まで原油価格が調整されることが前提となろう。

需要面では、世界の総人口が増加傾向で推移すると見込まれるなか、新興国を中心に都市化が進むとみられることもあって、世界のエネルギー消費量は、中長期的に拡大する可能性が高い。IEAの試算でも、2014年から2020年までの6年間で石油需要は約7%増加する見通しであり、次第に供給量を上回る見込みとなっている(図表1-18)。

中長期的な原油相場は、主要産油地域の生産能力向上が見込まれるものの、世界の人口増でエネルギー需要が拡大するとみられることなどから、WTI原油価格は徐々に上昇に向かい、予測期間内には50~80ドルを中心とした推移になると予想する。



2. 日本経済の見通し

(1) 所得と消費の低迷

日本経済はバブル崩壊以降、失われた20年と呼ばれる低成長期に突入した。1990年代以降、企業の過剰債務などからバランスシート調整が続き、設備投資が低迷したほか、人件費抑制のため、企業は賃金カットやリストラを余儀なくされたため、個人消費の低調な推移が続いた(図表2-1)。

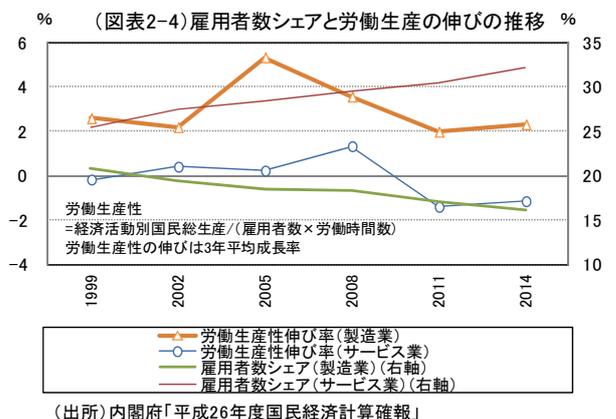
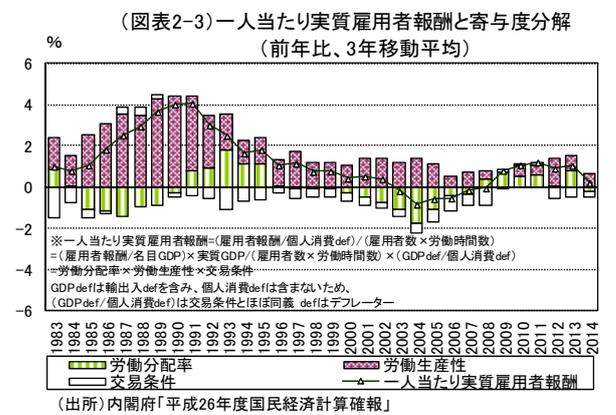
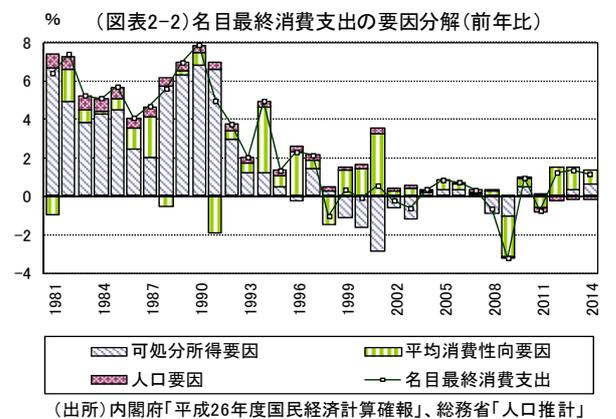
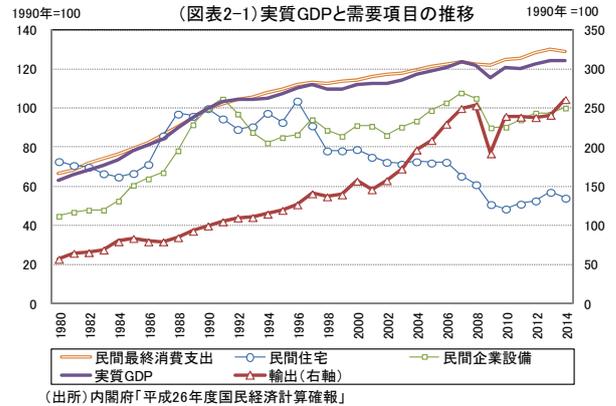
名目個人消費を可処分所得要因、平均消費性向要因、人口要因に寄与度分解すると、可処分所得要因が、個人消費の押し下げ要因になっていることが分かる(図表2-2)。

所得の低迷について、一人当たり実質雇用者報酬を見ると、2010年以降持ち直しの兆しを見せているものの、長期的な停滞トレンドからは脱し切れていない(図表2-3)。一人当たり実質雇用者報酬の伸びを、労働生産性、労働分配率、交易条件の3つに寄与度分解すると、労働生産性は1980年代平均で前年比+3.0%、1990年代平均で同+1.7%、2000年代平均で同+0.7%と、低下傾向で推移しており、所得の低迷をもたらしてきたことが示唆される。

労働生産性の低下は、日本経済が製造業からサービス業を中心とする産業に構造転換してきたことによる影響が大きい。製造業はグローバル化の進展などを背景に、海外への生産移管を進めてきた企業が多い一方、国内では、都市化が進んできたこともあって、サービス業を中心とする産業にシフトしている。雇用者数を見ても、製造業の減少が続いているのに対し、サービス業では、増加傾向が続いており、なかでも、高齢化の進行を受け、医療や福祉の増加が目立つ(図表2-4)。

産業別に労働生産性の伸びを比較すると、資本集約的な製造業の労働生産性が高い一方、労働集約的なサービス業では、労働生産性の低迷が続いている。少子高齢化が進むなか、IT化投資を含めた設備投資や、効率的な働き方の推進などにより、労働生産性を高めていくことがますます重要になっている。

日本企業は、経済のデフレが長引くなか、人件



費の抑制などを目的に、サービス業では非正規社員の採用を増やしてきた（図表2-5）。足元では人手不足から、有効求人倍率は1倍を超えてなお、上昇が続いているが、採用の中心は依然として非正規社員である。非正規社員は、正規社員と比較し、教育訓練を受ける機会に乏しく、経験や高度な技能を必要とする職に就く機会が限られ、労働生産性の低迷をもたらしてきたと考えられる（図表2-6）。今後は、非正規社員の待遇改善や同一労働同一賃金などの労働市場改革を推し進めることの必要性も高まってこよう。

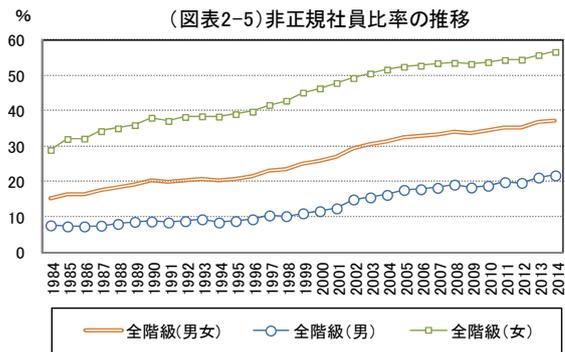
（2）需要構造の変化と供給構造の改善

近年の日本の消費構造の特徴は、現役世代の消費が低調に推移するなか、60歳以上の高齢者世帯による消費が押し上げに働いてきたことがあげられる（図表2-7）。高齢者世帯の個人消費（消費支出規模）の伸びを世帯数要因と消費支出要因に分けると、消費支出要因の寄与は低迷が続いてきた一方、世帯数要因が大幅なプラス寄与となっていることがわかる（図表2-8）。

個人消費に占める高齢者世帯の割合が拡大するなか、医療・介護や生活支援など的高齢者向け産業の市場規模は拡大傾向にある。ただ、医療・介護などの分野では規制が多く、生産性の低下にもつながっている。高齢者比率の拡大が続くなか、規制緩和などを通じた生産性の改善が求められる。

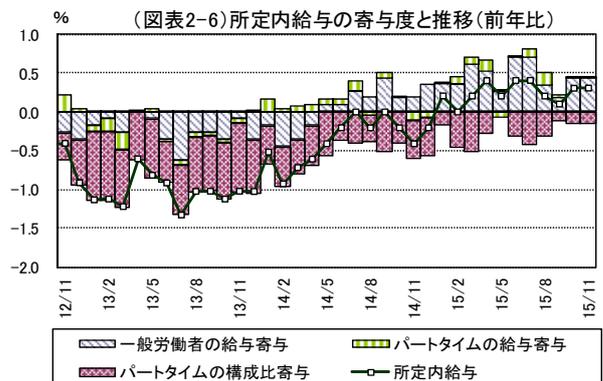
一方、社会の高齢化は、日本経済全体で見ればマイナスの影響が大きい。こうした影響を緩和し、持続的な経済成長を実現するためには、企業の新陳代謝が求められており、ベンチャー企業に新産業創出の期待が寄せられている。ただ、米国では起業活動率が高く、新産業の生まれやすい環境が整備されているものの、日本では起業活動率の低さが目立つ（図表2-9）。日本でベンチャー企業の育成が遅れている要因の一例として、就職希望が大企業に偏る傾向にあるほか、リスク回避志向が強いことや、企業も、新製品などを積極的に評価するよりも、先例を確認してから慎重に取り入れるなど、日本特有の文化もあるとみられる。ベン

（図表2-5）非正規社員比率の推移



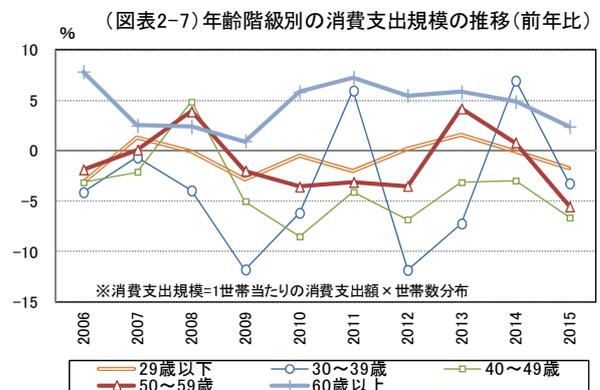
（出所）総務省「労働力調査特別集計(2月調査)」(2011年まで)
「労働力調査特別集計(年平均)」(2012年以降)

（図表2-6）所定内給与の寄与度と推移(前年比)



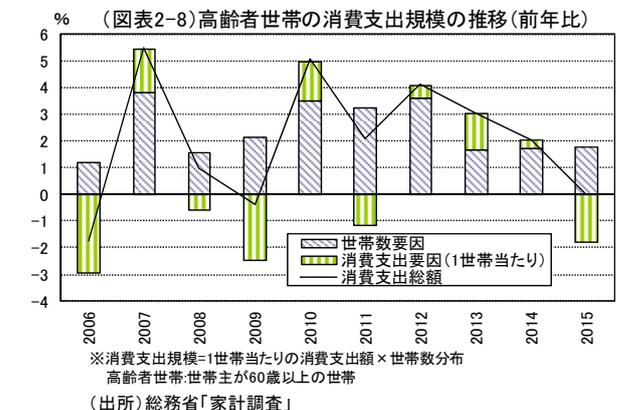
（出所）厚生労働省「毎月労働統計調査」

（図表2-7）年齢階級別の消費支出規模の推移(前年比)



（出所）総務省「家計調査」

（図表2-8）高齢者世帯の消費支出規模の推移(前年比)



※消費支出規模=1世帯当たりの消費支出額×世帯数分布
高齢者世帯:世帯主が60歳以上の世帯
（出所）総務省「家計調査」

チャー企業のメリットを引き出し、日本経済の活性化につなげるためには、偏在している優秀な人材・資金・技術などのリソースをベンチャー企業に流入させる体制を、これまで以上に整備することが求められよう。

対内直接投資の促進は、海外の優秀人材の取り込みや国内企業との競争を通じた日本経済の活性化を促すことにもつながる。ただ、対日直接投資残高は対GDP比率では3.8%と、国際的に見て低い水準にとどまっている(図表2-10)。日本のビジネス環境の国際的な競争力の低さが、大きな要因になっているとみられる。

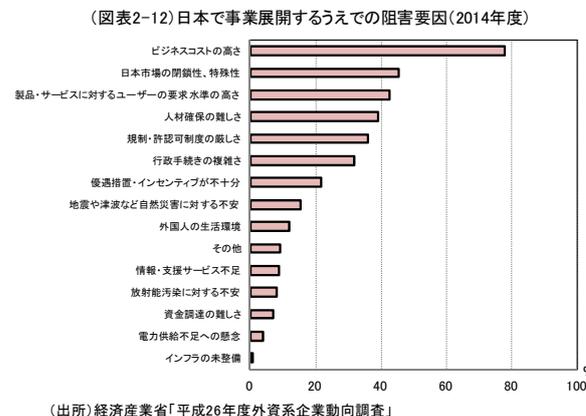
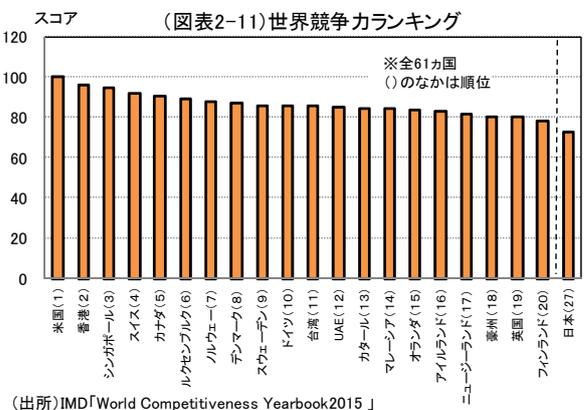
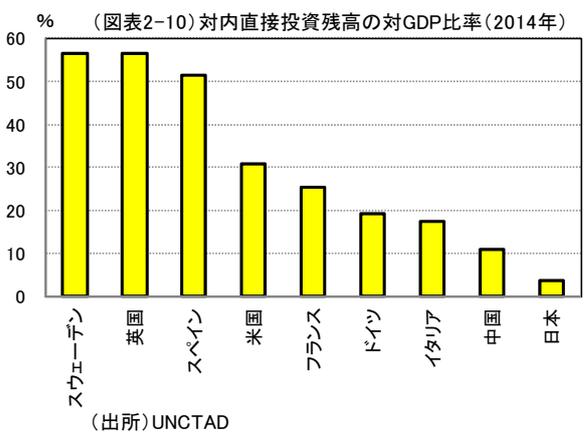
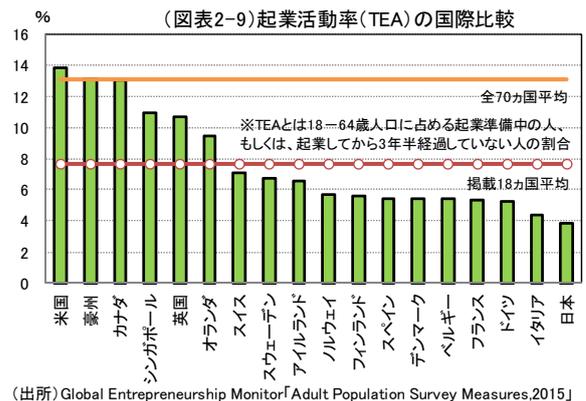
競争力指標として国際的に有名なIMDの世界競争力ランキングを見ると、日本はランキング中位に位置している(図表2-11)。経済産業省の外資系企業動向調査では、ビジネスコストの高さが日本で事業展開をするうえでの最大の阻害要因となっているほか、日本市場の閉鎖性・特殊性、規制・許認可制度の厳しさなどもネックとなっている(図表2-12)。

日本再興戦略では、2020年における対内直接投資残高の目標を35兆円としている。日本の立地競争力の強化に向けて、法人実効税率は現在段階的に引き下げられる過程にあり、国際比較で見た割高感は緩和されている(図表2-13)。ただ、法人税率の引き下げだけでなく、国家戦略特区の活用やさらなる規制緩和を通じて、グローバル企業が事業活動を展開しやすいような環境を整備していくことが求められよう。

(3) 経常収支は見通し期間内に赤字転換すると予想

経常収支(暦年ベース)は、2011年以降、黒字幅の縮小傾向が続いたものの、2015年は5年ぶりに拡大し、2010年以来の黒字幅となった(図表2-14)。第一次所得収支の黒字拡大が続くなか、貿易収支やサービス収支の赤字幅が大きく縮小し、全体を押し上げた。

まず、第一次所得収支は、対外直接投資の拡大に伴う利子・配当金等の増加や円安の影響もあって、3年連続で黒字幅が拡大している。企業のグローバル化が進むなか、直接投資の拡大傾向が続く



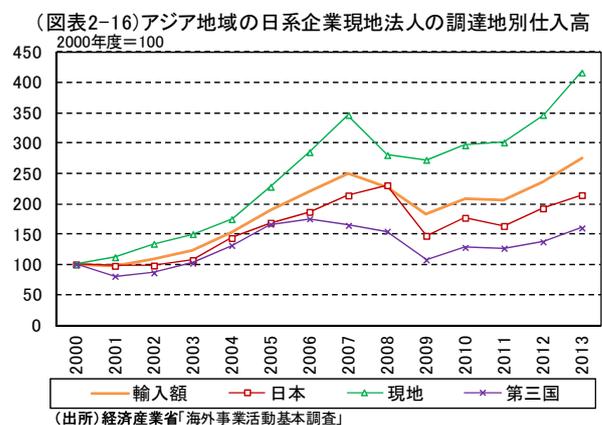
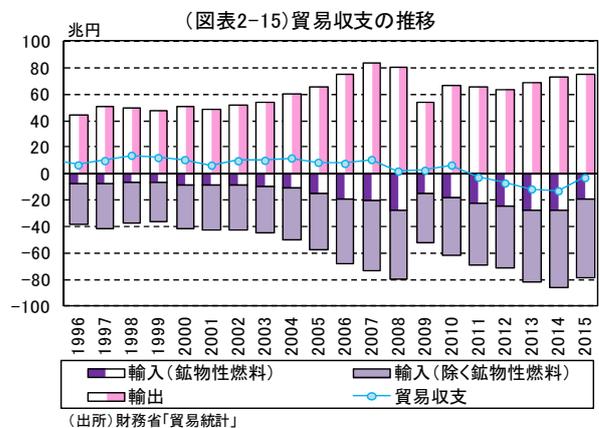
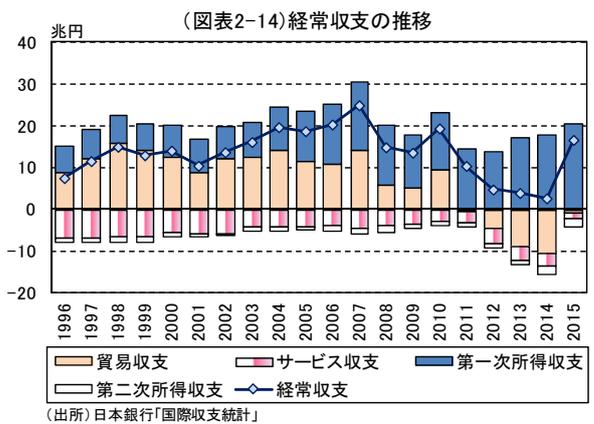
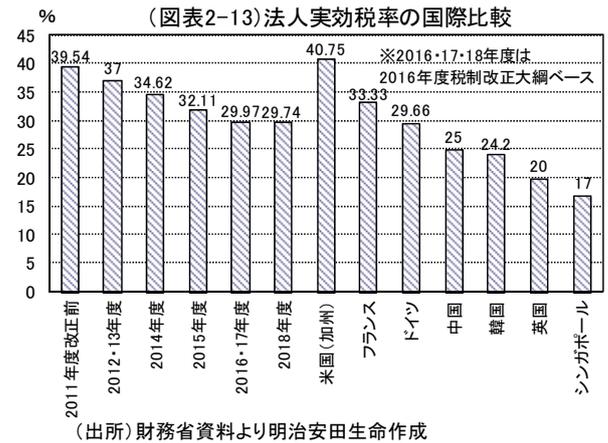
と見込まれることから、第一次所得収支は今後も安定した黒字が続くとみている。

貿易収支については、2011年に赤字に転じ、その後も赤字幅の拡大が続いたものの、2015年の赤字幅は大きく縮小した(図表2-15)。2015年は、輸出額が3年連続の増加となった一方、輸入額が6年ぶりに減少したことが貿易赤字の縮小につながった。輸入の減少には、原油価格の下落や、原発の再稼働などによる鉱物性燃料輸入の減少などの影響が大きい。

輸出の回復をもたらすと期待されていた円安の進行は、目立った効果が見られていない。背景には、企業が生産拠点を海外に移転していることがある。加えて、海外に生産拠点を置く日系企業は、日本からの仕入比率を減らしており、構造的な輸出の下押し圧力となっている。アジア地域の現地法人の調達先別仕入高の推移を見ると、現地調達は2000年から2013年までに約4倍程度増加した(図表2-16)。アジア諸国の技術的なキャッチアップに伴う日本の輸出競争力の低下もあって、輸出は引き続き伸び悩みとみている。

一方、海外現地法人から日本への逆輸入比率は、低下トレンドとなっており(図表2-17)、国内需要向けの生産は縮小傾向にあるとみられる。加えて、原油価格の調整の長期化や、原発の再稼働に伴う鉱物性燃料需要の減少が、輸入全体の伸びの抑制につながろう。ただ、輸出の伸び悩みを背景に、貿易収支の赤字トレンドの脱却には至らないとみる。

サービス収支は、赤字が続いているものの、2015年は旅行収支が53年ぶりの黒字となったことを受け、赤字幅が大きく縮小した(図表2-18)。旅行収支の改善は、近年の訪日外国人旅行者の増加の影響が大きい。訪日外国人客数の推移を見ると、リーマン・ショックや、東日本大震災後の2011年を底として大きく増加し、2015年には2,000万人目前に迫った(図表2-19)。東南アジア諸国向けを中心としたビザの緩和や、2014年10月からの外国人旅行者向けの消費税免税制度の拡充、円安進行などが訪日外国人の増加に寄与している。2015年の訪日外国人客数の内訳を見ると、中国からの旅行者



数が全体の25%と、最も大きな割合を占めた。円安の進行の効果もあるが、アジア諸国の所得が向上し、海外旅行需要が増している影響も大きい。中国の一人当たりGDPと総人口に占める出国者数の割合には、正の相関が確認できる(図表2-20)。

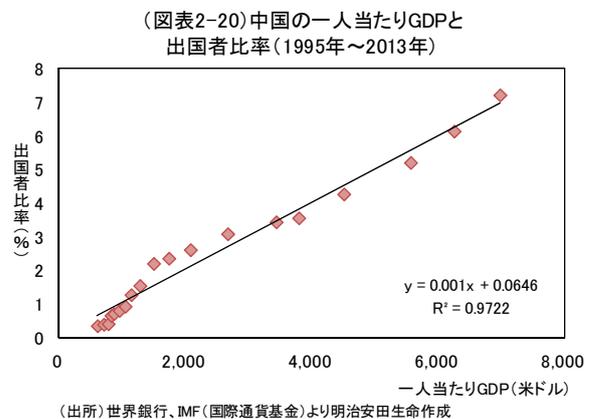
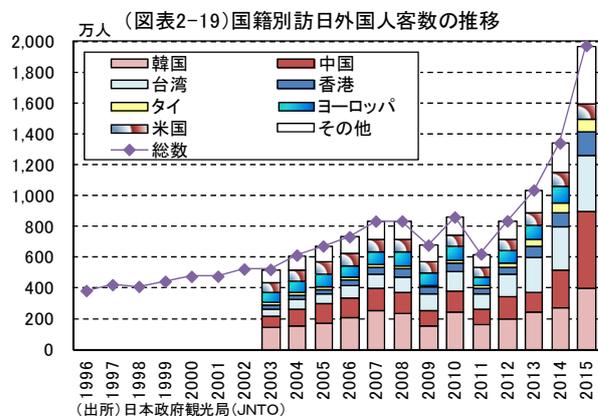
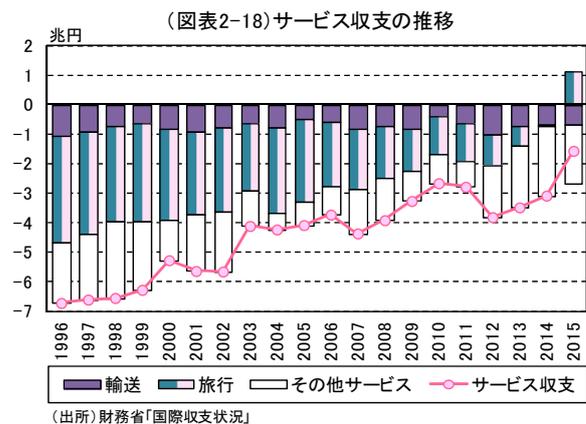
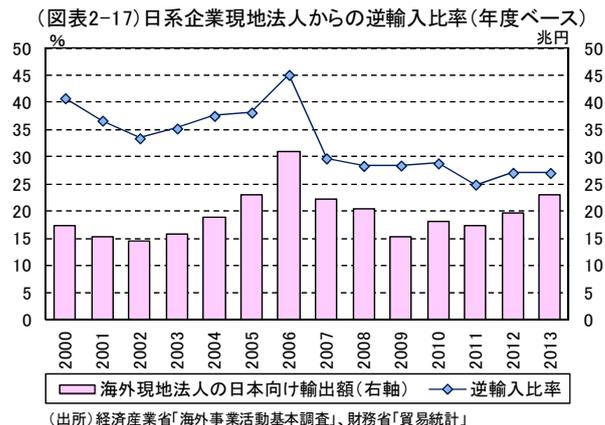
政府は、2013年に閣議決定した「日本再興戦略」のなかで2020年に2,000万人、2030年に3,000万人の訪日外国人旅行客数を目標として掲げたが、2015年は1,974万人と、政府目標を大幅に上回るペースで増加している。今後についても、2020年の東京五輪に向けて国内の外国人旅行客受け入れ態勢の整備などが進むと見込まれる。旅行収支の改善を受け、サービス収支全体としても赤字幅が縮小傾向で推移すると予想する。

(4) 貯蓄投資バランスは家計部門が投資超過へ

経常収支を貯蓄投資(IS)バランス側から見ると、政府部門は投資超過が続いている。企業部門は1998年以降、2007年を除いて貯蓄超過となっているほか、家計部門も貯蓄超過を維持しているが、いずれも貯蓄超過幅が縮小しつつある(図表2-21)。

企業部門については、バブル期に拡大した債務の削減や収益構造の見直しのため、設備投資を抑制しつつ、人件費も削減してきたことで、貯蓄超過が続いている。足元では2年連続で貯蓄超過幅が縮小しているものの、国内の成長期待が低いなか、国内設備投資需要は長期にわたって伸び悩むとみられることから、今後も貯蓄超過が続くとみる。

続いて、家計部門を見ると、高度経済成長期から貯蓄超過を維持してきたものの、少子高齢化の進行などを背景に、貯蓄超過幅は縮小傾向となっている。内閣府の「国民経済計算」で家計貯蓄率を見ると、2014年は▲0.8%と、2年連続のマイナスとなった(図表2-22)。総務省の「家計調査年報」で高齢無職世帯(世帯主が60歳以上の無職世帯)の家計収支を見ると、公的年金などの社会保障費等だけでは支出(非消費支出と消費支出の合計)をまかなえず、2割程度の不足が発生しており、高齢者世代が貯蓄を切り崩しながら生活して



いる様子がうかがえる（図表2-23）。国立社会保障・人口問題研究所の調査では、65歳以上の人口割合が2025年には全体の3割に達すると見込まれており、高齢者層の貯蓄取り崩し傾向が全体を押し下げる形で、貯蓄率の低下傾向が今後も続く可能性が高い。

また、同研究所の推計によると、今後世帯数は減少傾向となる見込みであることなどから、住宅投資の低調な推移が投資への動きを抑制するとみているが、高齢化の進展が貯蓄取り崩しを促すことで、家計部門のISバランスは緩慢ながらも投資超過傾向に転じるとみている。

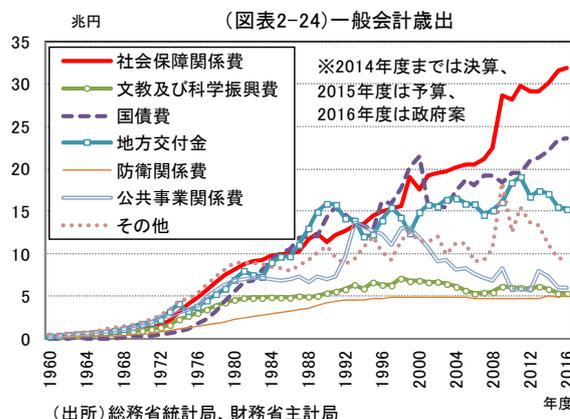
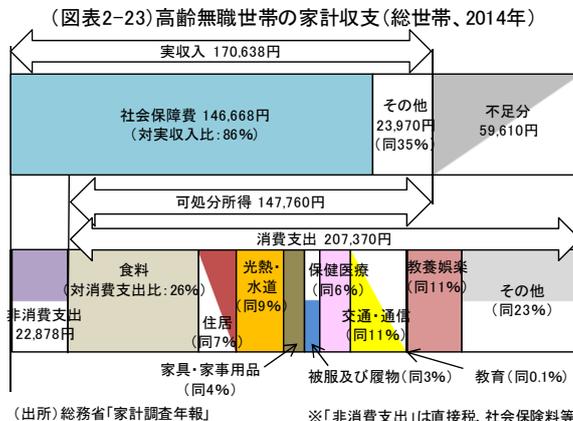
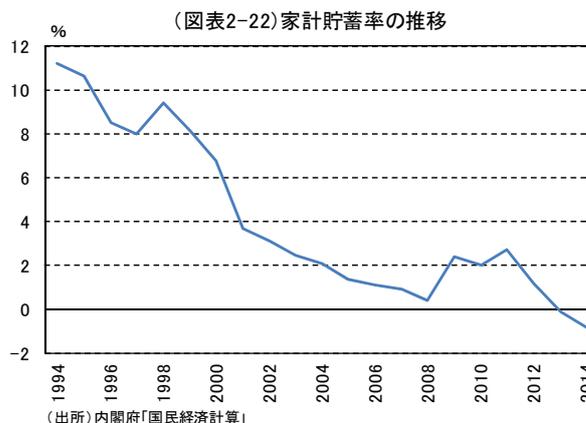
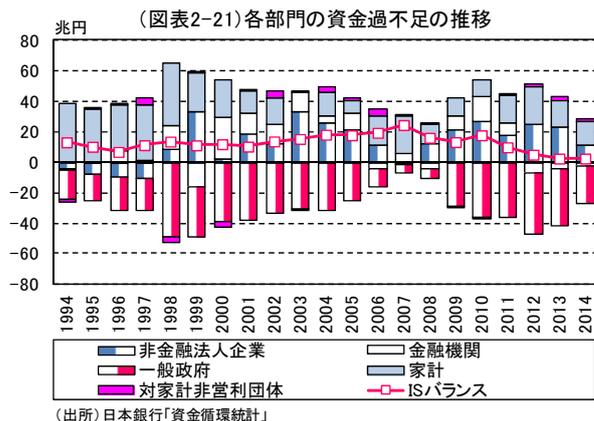
一方、政府部門は、バブル崩壊後の経済対策による政府支出の増大や、税収の減少などを背景に、唯一の投資超過部門となっている。2017年に予定されている消費税率引き上げに伴う税収の拡大で、その後も投資超過幅は縮小するとみるが、高齢化がいつそう進むなかで、高齢者関係給付費の拡大傾向が続くとみられることから、政府部門は投資超過を維持するとみている。

一国全体の中長期的なISバランスは、政府部門が投資超過を維持すると見込まれるほか、民間部門も緩やかながらも貯蓄超過幅が縮小傾向で推移するとみられ、2020年前半ごろに投資超過に転換すると予想する。

（5）高齢者向け給付が財政の重荷に

日本の政府債務残高は1,000兆円を超えてもなお、増加に歯止めがかかっていない。政府債務残高の対名目GDP比は、欧州債務問題の震源となったギリシャ（2014年：181.3%）を大幅に上回り、200%超で推移している。公共事業や教育、防衛といった政策的経費の伸びは抑制されてきたものの、社会保障関係費と国債費の増大が続いたことが、政府債務残高の拡大につながった（図表2-24）。

社会保障給付費は、高齢者関係給付費が、7割程度を占めている。高齢者人口の増加を背景に、年金や医療・介護費の支出が拡大し、高齢者関係給付の大幅増加に歯止めがかからず、社会保障関係費の膨張と財政の悪化に至っている（図表2-25）。



高齢者関係給付費の増加は、少子化対策の支出の抑制につながり、現状、児童・家族関係給付費は社会保障給付費の5%程度にとどまっている。財政健全化だけでなく、世代間のバランスのためにも、高齢者関係給付費の伸びの抑制が求められよう。

高齢者関係給付費のうち、医療については、診療報酬が出来高払い方式であることなどから、過剰診療・過剰投薬を招いていると言われており、60歳以上の医療サービスの利用頻度も、先進国との比較できわめて高いものとなっている（図表 2-26）。年金については、デフレ経済下ではマクロ経済スライドが発動されない仕組みとなっていることなどが、年金財政の悪化につながった。諸外国を見渡すと、高齢化に伴う社会保障給付費の拡大に対し、社会保障負担の拡大や租税負担の引き上げで対応してきたが、日本では消費税率の引き上げを慎重に進めてきた結果、高齢化率の低い英国やドイツなどに比べ、国民負担率が低い水準にとどまっている（図表 2-27）。一方、財政赤字を加味した潜在的国民負担率を見ると、国民負担率より7%ポイント程度高くなり、国民負担を先送りしてきたことがみてとれる。

2017年4月に、消費税率10%への引き上げが予定どおり実施されれば、増税分が財政の悪化を和らげると見込まれる。一方で、高齢化の加速に伴う、社会保障給付費の拡大が負担となるため、プライマリーバランスは赤字傾向が続くとみられる。歳出削減策として、年金支給開始年齢の引き上げも視野に入れつつ、医療・介護の効率化推進などにより、財政の改革に取り組んでいくとみるが、2020年代には再び消費税率の引き上げが必要になるろう。

（6）利払い費は拡大リスクを抱えている

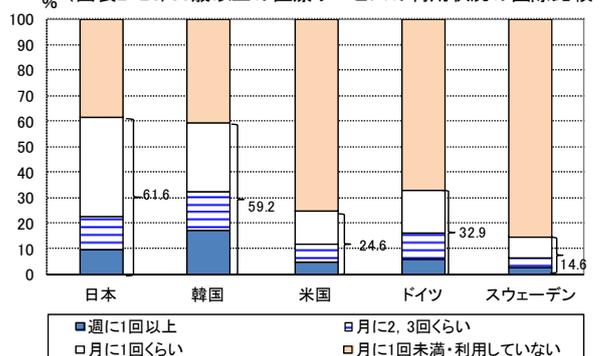
利払い費は、1999年度以降、日銀のゼロ金利政策や量的緩和政策を背景とした長期金利の低下などから、減少傾向で推移した（図表 2-28）。量的緩和策の解除後の2006年度と2007年度は、一時的に増加したものの、グローバルな金融危機後の金融緩和策の導入もあって、その後は横ばい圏での推移が続いている。ただ、緩和的な金融環境が長期化し、金利低下余地が限られるなか、公債残高の増加を背

（図表2-25）社会保障給付費の推移



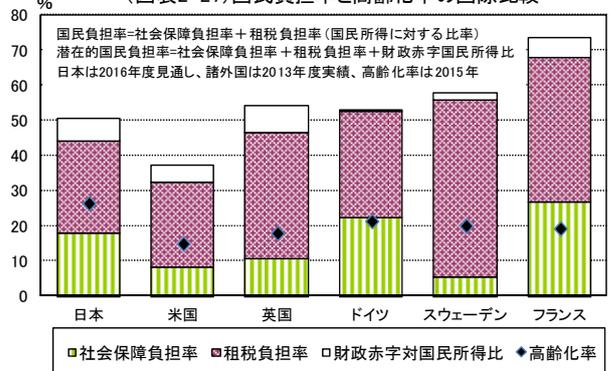
（出所）国立社会保障・人口問題研究所「平成25年度社会保障費用統計」

（図表2-26）60歳以上の医療サービスの利用状況の国際比較



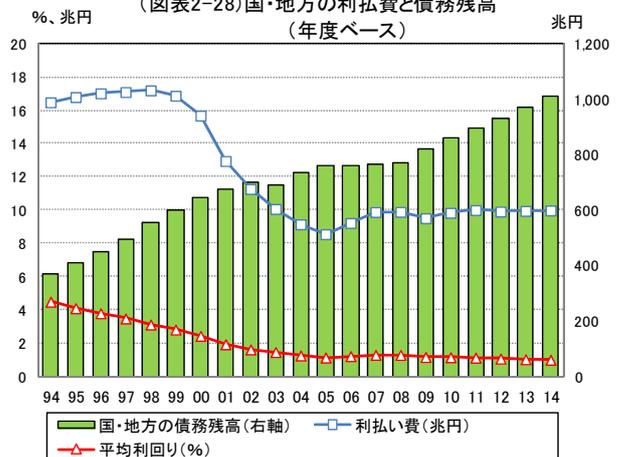
（出所）内閣府「第7回高齢者の生活と意識に関する国際比較調査結果」

（図表2-27）国民負担率と高齢化率の国際比較



（出所）財務省、国際連合

（図表2-28）国・地方の利払費と債務残高（年度ベース）



（出所）内閣府「平成26年度国民経済計算確報」、財務省資料

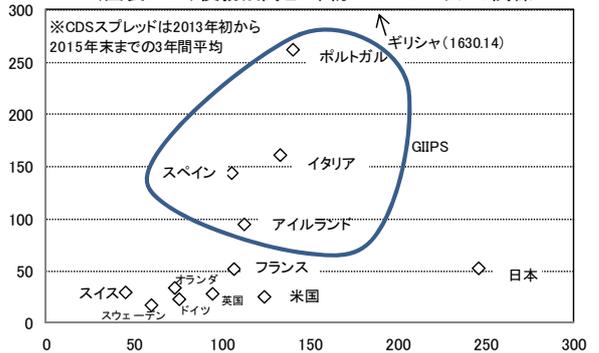
景に、いずれ利払い費は拡大に向かう可能性が高い。

公債残高が積み上がるなか、財政健全化の取組みが遅れると、財政破綻リスクが意識され、長期金利の上昇に伴う利払い費負担の拡大が懸念される。財政リスクプレミアムを見る指標として代表的なCDS スプレッドを見ると、2010年代初めの欧州債務問題では、GIIPS（ギリシャ、アイルランド、イタリア、ポルトガル、スペイン）諸国のCDS スプレッドが、他の先進国に比べて大きく拡大した（図表2-29）。日本はGIIPS 諸国よりもGDPに占める債務残高の比率が高いものの、CDS スプレッドは大幅に下回っている。日本国債の保有構造を見ると、諸外国に比較して、非居住者の割合が低く、国内民間部門の貯蓄超過が公的部門の赤字を支える構図が続いている（図表2-30）。日銀による大規模な国債の大量買入れも続いており、国内での安定消化が財政リスクプレミアムの抑制につながっている。中長期的には国内民間部門の貯蓄超過幅が縮小し、IS バランスが投資超過に転じることで、非居住者による国債の保有割合が高まるとみられ、財政健全化の遅れが、金利急騰リスクにつながりやすくなると予想する。

国債管理政策では、日銀による国債買入れを背景に、低金利環境が続くなか、財政当局は、国債発行の重心を償還期限の短いものから長いものへと移しており、平均残存期間は長期化している（図表2-31）。こうした対応で、利払い費負担の抑制が見込まれるが、今後の金利上昇時には、国債残高の増加と相まって、利払い費負担の拡大が懸念される。

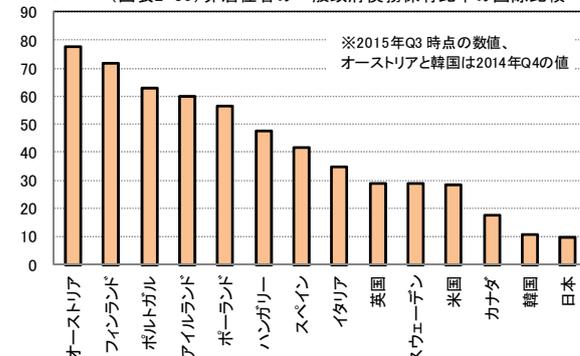
利払い費に与える金利上昇の影響について、①国債の平均利回りが今後10年間横ばい、②平均利回り毎年+0.1%の2パターンにおいて、当社予測のプライマリーバランスを前提に、利払い費の差額がすべて新規国債発行で賄われるとのもとで試算したところ、パターン②の利払い費は2025年に28.8兆円程度まで増大し、パターン①に比して18兆円近く負担額に差が出ることが確認できた（図表2-32）。日銀のマイナス金利付き量的・質的金融緩和策が金利上昇を抑制するとみるが、いずれは日銀による国債買入れが縮小方向へ転じるとみられるほか、潜在成長率の持ち直しもあって、中長期的に

スプレッド（図表2-29）債務残高と5年物CDSスプレッドの関係



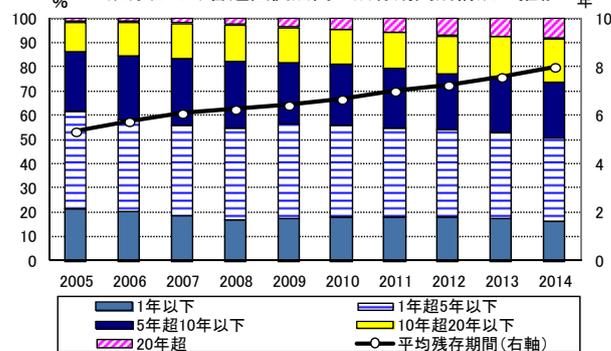
（出所）世銀「Quarterly Public Sector Debt」、ファクトセット 一般政府債務残高の対GDP比

（図表2-30）非居住者の一般政府債務保有比率の国際比較



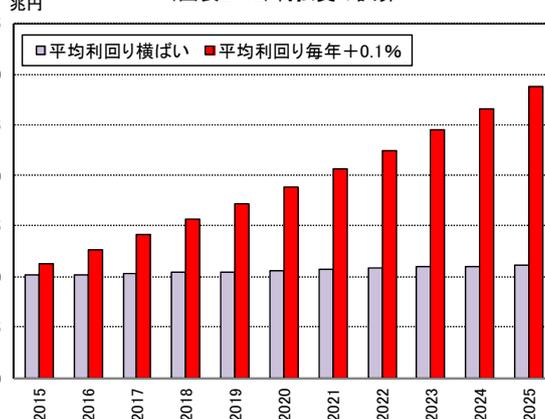
（出所）世界銀行「Quarterly Public Sector Debt」、日本は日本銀行「資金循環統計」

（図表2-31）普通国債残高の残存期間別構成の推移



（出所）財務省「債務管理レポート2015」

（図表2-32）利払費の試算



（出所）財務省資料より明治安田生命作成

は名目金利が上昇していくと予想しており（巻末の計数表参照）、利払い費負担の拡大が公債残高のさらなる増加につながるとみている。

（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年度に実施が予定されている消費税の引き上げ（8%→10%）を受け、GDP対比の赤字幅は縮小傾向で推移するとみている（図表2-33）。一方、政府が目標とする2020年度までの黒字化については、東京オリンピックに向けた公共投資の拡大や、社会保障給付費を中心とする歳出抑制策も対処療法的なものにとどまる可能性があることから、達成が難しいとみている。

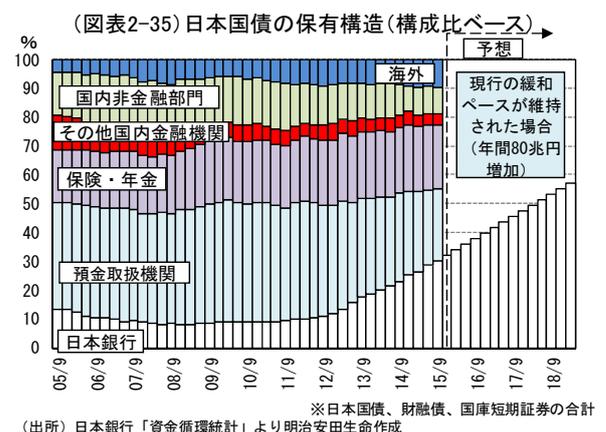
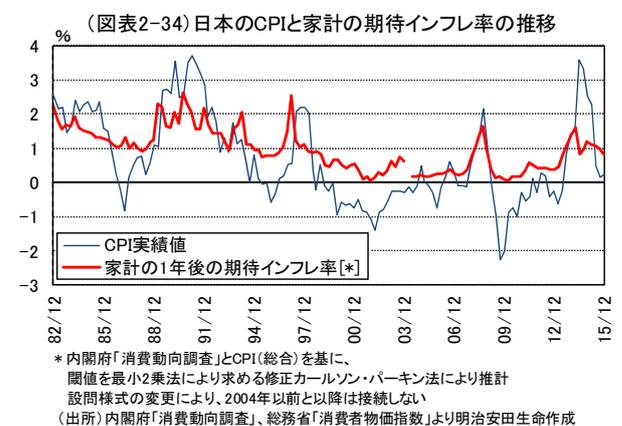
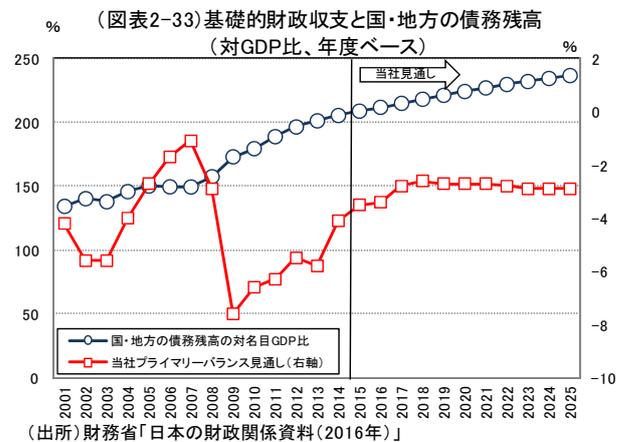
政府債務残高（対GDP比）は、プライマリーバランスの赤字傾向が続くことに加え、いずれは名目金利の上昇に伴う利払い費の拡大が見込まれることを踏まえると、今後も上昇傾向で推移すると予想する。

（8）金融緩和手段は限界を迎えつつある

日銀は、2013年4月の量的・質的金融緩和の導入で、長期国債を年間50兆円増加するペースで買入れることを決定し、2014年10月の追加緩和では、買入れペースを年間80兆円にまで拡大した。こうした金融市場調節により、日銀による国債保有残高は、全体の約3割程度にまで膨らんだ。異次元の金融緩和を受け、金融市場では、大幅な円安株高が進み、資産効果をもたらした。ただ、消費者物価指数（CPI）（消費増税の影響を除くベース）は、昨年5月以降前年比±0%付近での推移が続いており、2%という物価安定の目標は、達成の見通しが立たない状況となっている。CPIの伸び鈍化は、原油価格の調整に伴うエネルギー価格の下落の影響が大きいですが、日銀が物価の基調をみるうえで重視している生鮮・エネルギーを除くCPIを見ても、同+1%付近での推移が続いており、2%を大きく下回っている。

こうした物価上昇についても、需要面からの押し上げよりも、円安に伴う輸入物価の上昇の影響が大きく、円高が進めば、逆に物価押し下げ圧力となる可能性がある。インフレ期待についても、上昇は限定的なものにとどまっている（図表2-34）。

日銀の国債保有残高は、全体の約3割まで拡大したことに加え、2016年中のグロスベースでの買入れ額は約120兆円となる見込みで、国債発行総額の7割以上を買入れることとなるため、市場で



は量的緩和策の限界が意識されはじめている（図表 2-35）。こうしたなか、日銀は 2016 年 1 月に、マイナス金利付き量的・質的金融緩和の導入を発表した。マイナス金利については、これまで当座預金のうち超過準備の部分に一律+0.1%の付利を設定していたが、今後は当座預金を、基礎残高、マクロ加算残高、政策金利残高の 3 階層に区分し、政策金利残高のみに適用するとしている。当初のマイナス金利は▲0.1%であり、現金保有コストとの比較で、▲1~2%までマイナス幅の拡大が可能とする見方があるが、一方で、マイナス金利のデメリットとして、銀行など金融機関の収益悪化のほか、北欧諸国では資産バブルも懸念されている。マネタリーベースの拡大をめざす量的緩和と、実質的に当座預金残高へ手数料を課すこととなるマイナス金利は相反する政策でもあり、いずれ日銀の長期国債買入れオペが札割れとなる可能性もあることから、マイナス幅の拡大はより慎重に進めていくことになろう。

結局、物価の上昇のためには、中長期的な成長戦略を地道に実行していくことが必要不可欠である。物価安定目標も、2%の達成が見通せないなか、いずれはインフレ目標の水準の引き下げや、目標達成期限も定めないなどの政策変更を迫られると予想する。また、長期国債の買入れも、現行ペースでは限界を迎える可能性が高く、いずれ買入れ額の縮小を余儀なくされるとみている。

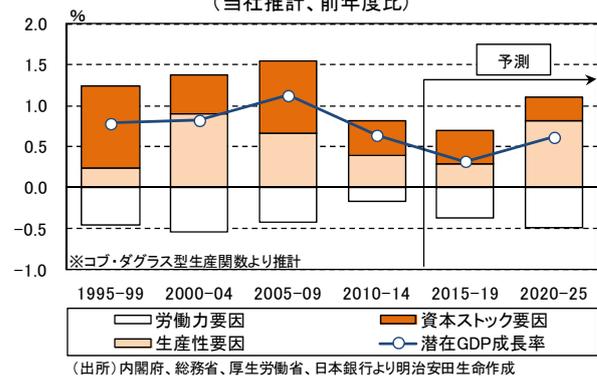
（9）潜在成長率は 2020 年ごろから持ち直しへ

当社の推計によると、日本の潜在 GDP 成長率は 2000 年代後半ごろまで上昇傾向で推移したものの、2010 年代に入ってから、金融危機の余波や、東日本大震災によるサプライチェーンの寸断などを背景に、低下傾向が続いている（図表 2-36）。2015 - 2019 年度の潜在 GDP 成長率も前年度比+0.3%と、引き続き抑制されたものになるとみるものの、R&D（研究開発）投資などの効果によって生産性が改善することで、2020 - 2025 年度は同+0.6%と、やや持ち直すともっている。

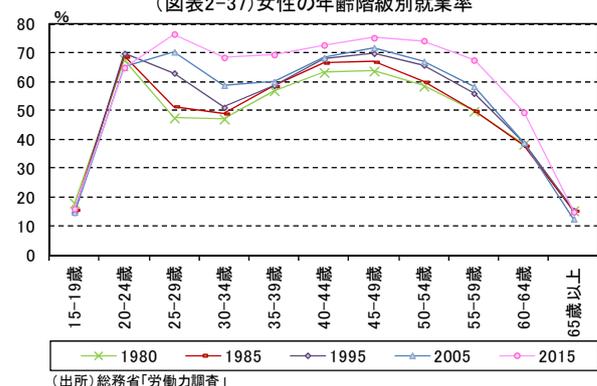
潜在 GDP 成長率は、労働力要因と資本ストック要因、生産性要因の 3 要因から定義される。まず、労働力要因によるマイナス寄与は、女性や高齢者の労働参加が進んでいることなどを背景に、緩やかながらも緩和傾向で推移している。1990 年ごろから、日本は人口オーナス期に入ったとされ、今後労働力人口は減少傾向で推移するとみられる。ただ、安倍政権は「日本再興戦略」のなかで女性の活躍推進や高齢者の労働参加を進めていることなどから、労働力人口の減少ペースは、一定程度緩和されるとみられる。

女性労働については、産休・育休制度の改善などを背景に、30代の就業率が上昇しており、M 字カーブ現象の改善が続いている（図表 2-37）。ただ、女性の就業形態における正規雇用の比率を見ると、結婚前は 7 割強であるのに対し、結婚後は 4 割、出産後は 2 割と、大きく低下している（図表 2-38）。保育施設の不足による待機児童が依然として高水準であることや、企業の支援制度も不十分なことなどが影響しているとみられることなどから、官民をあげて、仕事と家事・育児が両立できる環境

（図表 2-36）潜在 GDP 成長率と寄与度
（当社推計、前年度比）



（図表 2-37）女性の年齢階級別就業率



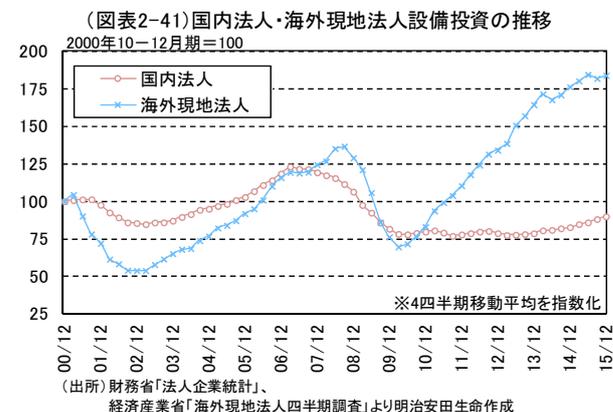
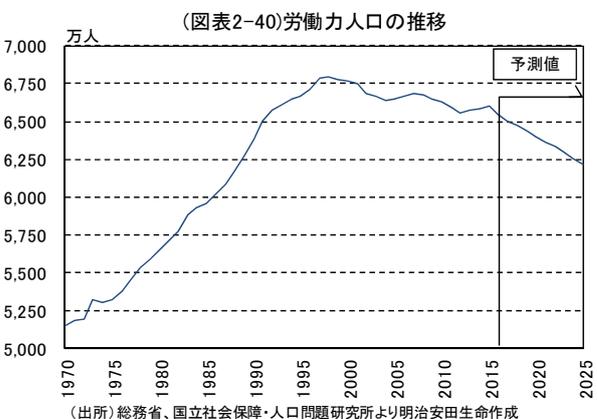
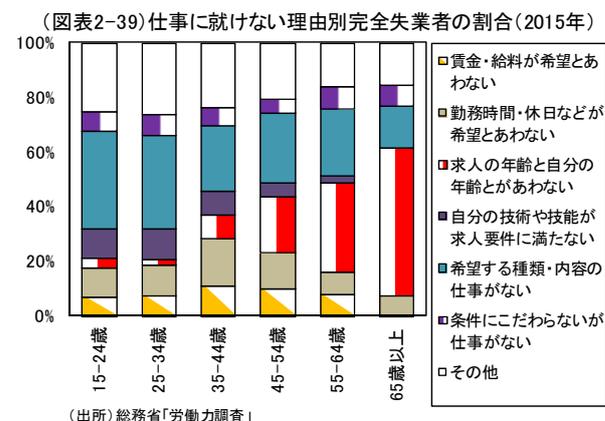
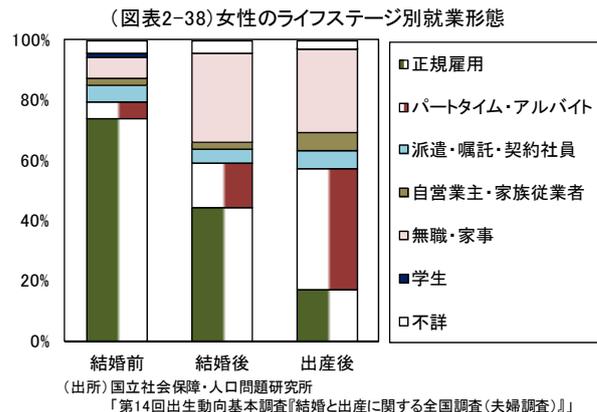
整備のいっそうの取組みが必要となる。

高齢者の労働参加率も改善傾向にある。一方、総務省が実施した「求職者が仕事に就けない主な理由」を問うた調査では、「求人者の年齢と自分の年齢とがあわない」と回答した男性の割合が、50代以降から徐々に増加し、65歳以上に至っては全体の半分を占めている（図表2-39）。超高齢化社会が進み、平均寿命が延びるなか、就労に対する意欲と能力に応じた労働を可能とする労働環境の確立が求められる。

こうした取組みが進むことで、引き続き女性や高齢者の労働参加率の改善が、労働力人口を押し上げる方向に寄与するとみられるが、2020年前後から、徐々にその効果もはく落すると予想する。国立社会保障・人口問題研究所の将来人口推計を用いた労働力人口の試算に基づく、労働力人口は減少傾向が続くとみられ（図表2-40）、労働力要因による潜在GDP成長率への寄与度は2015-2019年度が前年度比▲0.4%、2020-2025年度が同▲0.5%との結果が得られた。

続いて、資本ストック要因は、プラス幅の縮小傾向が続いている。背景には、国内市場の縮小で国内向けの設備投資が更新・維持にとどまっているほか、国内企業が国際競争力の改善に向けて生産拠点を海外にシフトしていることなどがある。経済産業省の「海外現地法人四半期調査」で2000年以降の設備投資額の推移を見ると、海外現地法人は2010年に入ってから大きく増加している（図表2-41）。今後についても、企業は海外向け設備投資を優先すると見込まれることなどから、資本ストックの蓄積ペースは緩慢とみている。見通し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、2015-2019年度が前年度比+0.4%、2020-2025年度が同+0.3%とみられる。

生産性要因については、プラス寄与幅の縮小が続いている。背景には、日本経済の産業構造がサービス中心へと構造転換してきたことや、資本の有効活用が進まず、R&D投資が生産性の向上につながっていなかったことがある。ただ、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4年ぶりのプラスとなるなど、



2014年度には前年度比+4.6%と、過去最大となった。企業の持続的なR&D投資などを勘案し、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みている。見通し期間中の生産性要因の潜在GDP成長率へのプラス寄与幅は、2015-2019年度が同+0.3%、2020-2025年度が同+0.8%とみる。

(10) 長期金利は当面低迷が続くと示唆される

長期金利（10年物日本国債）は、2006年以降、低下トレンドが続いている。日銀が量的・質的金融緩和を発表した2013年4月以降は、国債市場の需給が引っさ引き締まり、金利低下圧力が強まった（図表2-42）。2016年1月は、マイナス金利政策を導入したことで、長期金利はマイナス圏にまで沈んだ。

当社長期金利モデルは、フィッシャー方程式にマネーストック項を付加したものである（図表2-43）。通常のフィッシャー方程式では、長期金利は潜在成長率（実質金利の代替変数）に期待インフレを加えることで算出される。ただ、1992年以降のマネーストック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相場の流動性を高め、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2-44）。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ストック（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。

2016年度以降も、日銀による金融緩和政策を背景に、マネーストックは増加傾向での推移が予想される。ただ、マイナス金利は量的緩和と相反する政策であるほか、量的緩和についても、日銀の国債買入れ可能額には限りがある。日銀が現行ペースでの買入れを続けた場合、2017年内には日銀のバランスシートの規模が名目GDPを上回り、日銀の国債保有比率も50%程度になるとみられる。ここまできると、長期国債買入れオペの札割れが発生し、量的緩和のペースを維持するのが困難になるとみられ、2018年ごろには買入れ額の縮小を余儀なくされるとみる（図表2-45）。マネーストックの増加ペースも鈍化することが予想されるが、緩和的な金融環境自体は続くことで、当面長期金利は低迷が続く、上昇トレンドに向かうのは2020年前後からとみている。

(図表2-42) 長期金利実績値の推移と予測値の見通し



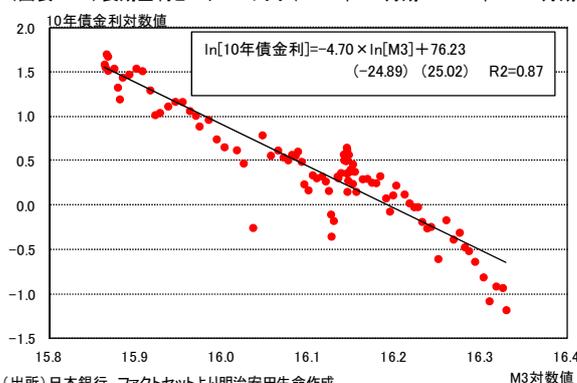
(出所) ファクトセット、日本銀行、OECDより明治安田生命作成

(図表2-43) 当社長期金利モデルの詳細

$\ln(10\text{年債金利}) = 49.11 + 1.77 \times \ln(\text{潜在GDP}) + 0.15 \times (3\text{年前比コアコアCPI上昇率年率換算}^*) - 3.70 \times \ln(\text{M3}^{**})$				
* 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国内の流動性を高めることを考慮				
	潜在GDP	3年前比コアコアCPI上昇率年率換算	M3	(切片)
t値	3.5	2.5	-6.8	6.1
自由度調整決定係数	0.87	推計期間	1992年1-3月期-2013年10-12月期	

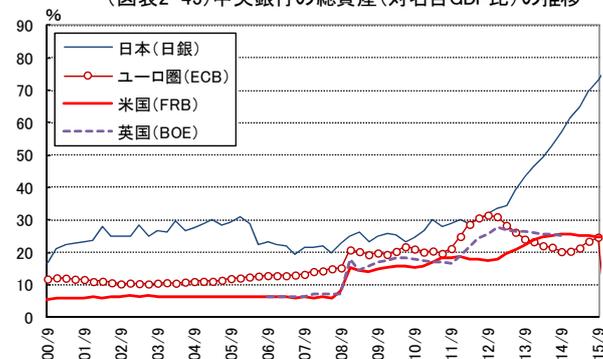
(出所) 総務省、日本銀行、OECDより明治安田生命作成

(図表2-44) 長期金利とマネーストック(1992年1-3月期-2015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

(図表2-45) 中央銀行の総資産(対名目GDP比)の推移



(出所) 各国中央銀行、統計局より筆者作成

主要計数表

	2014年度	→ 予測										
		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	2025年度
実質GDP(前年比)	▲1.0	0.8	1.0	0.1	1.0	1.3	1.1	0.6	1.2	1.1	0.5	0.8
名目GDP(前年比)	1.5	2.0	1.2	0.7	1.3	1.9	1.7	1.1	1.8	1.7	1.2	1.5
鉱工業生産(前年比)	▲0.5	▲0.4	2.7	▲0.9	2.1	2.8	2.3	2.0	2.3	2.5	0.2	1.8
消費者物価(前年比)	2.9	0.2	0.4	1.6	0.5	0.8	1.1	1.1	1.2	1.3	2.3	1.1
失業率	3.6	3.3	3.3	3.3	3.6	3.6	3.3	3.5	3.5	3.5	3.4	3.3
経常収支(対名目GDP)	1.6	3.1	3.0	3.1	2.4	1.8	1.5	1.0	0.7	0.4	▲0.2	▲0.5
政府債務残高(対名目GDP)	205.4	208.8	211.8	214.9	218.1	221.2	224.2	227.0	229.7	232.0	234.4	236.7
プライマリーバランス(対名目GDP)	▲4.4	▲3.5	▲3.4	▲2.8	▲2.6	▲2.7	▲2.7	▲2.7	▲2.8	▲2.9	▲2.9	▲2.9
期中平均為替レート(円/ドル)	112	120	115	116	117	118	117	116	115	114	113	112
無担保コール翌日物(期末値)	0.02	▲0.01	▲0.01	▲0.01	▲0.01	▲0.01	0.01	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02
10年債利回り(期末値)	0.40	0.05	0.05	0.05	0.05	0.15	0.30	0.30	0.45	0.60	0.80	1.00
消費税率(期末値)	8	8	8	10	10	10	10	10	10	10	12	12

(為替レートを除き%)

		→ 予測											
		2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年
米国	実質GDP(前年比)	2.4	2.4	1.9	2.4	2.4	2.2	2.0	2.2	2.1	2.1	2.0	2.0
	政策金利(FFRレート)	0.25	0.50	0.75	1.25	1.75	2.00	2.50	2.75	3.00	3.00	3.25	3.50
ユーロ圏	実質GDP(前年比)	0.9	1.6	1.3	1.5	1.3	1.4	1.6	1.3	1.3	1.3	1.4	1.4
	政策金利(リファイナンス金利)	0.05	0.05	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.05	0.05	0.05	0.10	0.10
世界	実質GDP(前年比)	2.7	2.5	2.4	3.0	3.0	3.1	3.2	3.2	3.1	3.1	3.0	3.0

(%、各国政策金利は年末値)

(11) サブシナリオ分析

当社では、メインシナリオに加え、三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>よみがえる日本経済(示現確率:15%)

米国を中心とする世界経済の急回復を受け、国内企業業績は最高益を更新。企業の生産性の改善は目覚ましく、所得は景気回復の実感を伴う水準に上昇。CPIは2%に到達、為替は米国利上げによる内外金利差の拡大から円安へ。政権の長期安定運営が続くなか、オリンピック開催を目前に控えて成長戦略は順調に進み、潜在成長率が1%台後半まで上昇。消費税率は15%まで引き上げられ、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%)

米国は景気後退局面に突入。中国は消費主導型経済への転換が遅れ、欧州も構造改革が進まず、低成長が長期化。日本はデフレ脱却が遅れ、成長率は平均で0%台にとどまるなど、「失われた30年」的状況が続く。日銀によるマイナス金利政策の深化を受け、長期金利は低位で推移するも、内外インフレ格差から為替は円高へ向かう。低成長の持続で、消費税率も10%からの引き上げは先送りとなる。政府債務残高は増加基調で推移、プライマリーバランスの改善が進まず。経常収支は、財政赤字幅が拡大することで、2020年度を前に赤字に転じる。

<サブシナリオ3>財政の信認低下による大不況(示現確率:10%)

景気の低迷が長期化することで、景気下支えを優先し、財政出動が拡大。財政再建に対する政府への不信感が蓄積するなか、日銀の金融緩和が財政支援とみなされることで、日本国債は売りが売りを呼ぶ展開へ。金利は急騰、円は暴落し、日本経済は景気の減速と物価上昇が同時に発生するスタグフレーション的状況に陥る。経常収支は、輸入減を受けて黒字圏内にとどまる。

サブシナリオ計数表

	サブシナリオ①		サブシナリオ②		サブシナリオ③	
	2020年度	2025年度	2020年度	2025年度	2020年度	2025年度
実質GDP(前年比)	2.2	2.5	0.2	0.1	0.2	▲ 0.3
名目GDP(前年比)	3.5	3.8	0.5	0.4	1.7	2.3
鉱工業生産(前年比)	3.3	3.1	0.7	0.2	0.6	▲ 0.3
消費者物価(前年比)	2.0	2.0	0.4	0.3	1.7	3.3
失業率	3.0	2.9	3.6	3.9	3.7	6.5
経常収支(対名目GDP)	1.3	1.8	▲ 0.4	▲ 1.1	0.8	0.1
政府債務残高(対名目GDP)	195.0	186.0	229.9	235.0	251.2	265.3
プライマリーバランス(対名目GDP)	0.0	1.3	▲ 3.4	▲ 4.0	▲ 6.4	▲ 10.0
期中平均為替レート(円/ドル)	123	125	103	96	125	147
無担保コール翌日物(期末値)	0.15	0.20	▲ 0.01	▲ 0.01	0.07	1.60
10年債利回り(期末値)	1.40	2.20	0.00	0.00	0.30	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。