

2014年3月27日

**明治安田生命**  
**日本経済中期見通し（2014－2023年度）**  
～ 宴（オリンピック）のあとに警戒が必要 ～

明治安田生命保険相互会社（執行役社長 根岸 秋男）は、2014－2023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、企業の黒字幅も次第に縮小するとみられる。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、2%の物価目標の安定的な達成は実現できないとみる。金融政策については、数年以内に物価目標は下方修正され、日銀は国債買い入れペースを緩めるとみる。ただ、予想期間の後半までゼロ金利政策が続く可能性が高く、長期金利の上昇も限定的なものにとどまると予想する。
- ④【海外経済】米国経済は、シェール革命の効果もあり、堅調な成長が続くとみられる。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。ASEAN諸国については、金融市場混乱の一巡後は高成長が続くとみる。その他新興国では、トルコ、メキシコなどの高成長が期待される。
- 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〉

|           | 2008－2012年度<br>実績 | 2013－2023年度 |             |             |
|-----------|-------------------|-------------|-------------|-------------|
|           |                   |             | 2013－2017年度 | 2018－2023年度 |
| 実質成長率     | ▲0.3%             | 1.2%        | 1.1%        | 1.3%        |
| 成長率寄与度・内需 | 0.2%              | 0.9%        | 0.8%        | 1.0%        |
| ・外需       | ▲0.5%             | 0.3%        | 0.3%        | 0.3%        |
| 名目成長率     | ▲1.6%             | 2.1%        | 1.9%        | 2.3%        |

# 1. 世界経済の現状と見通し

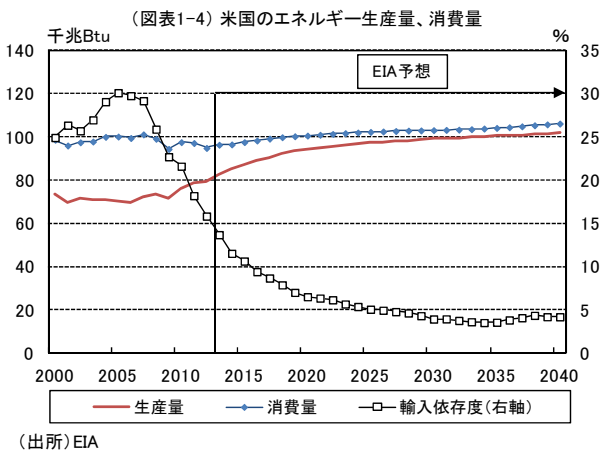
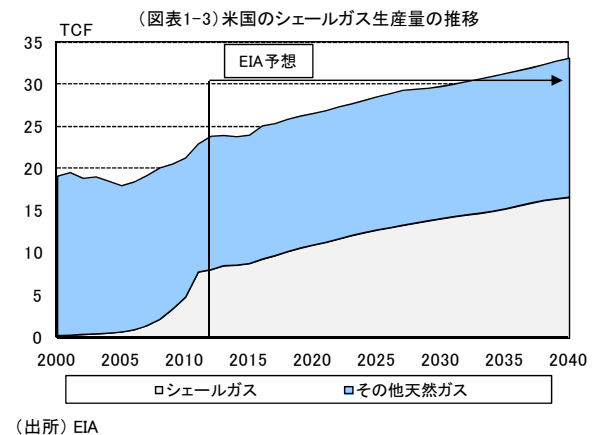
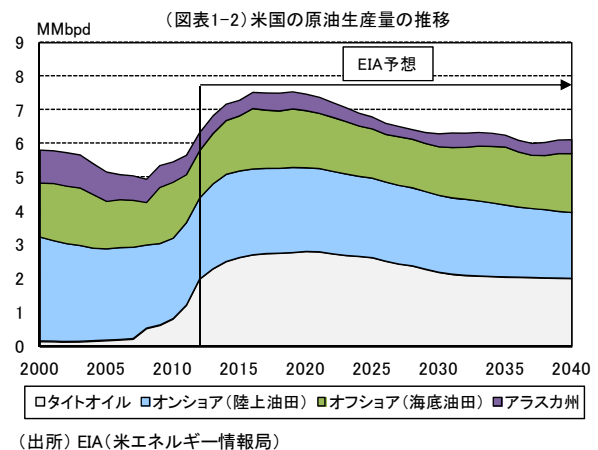
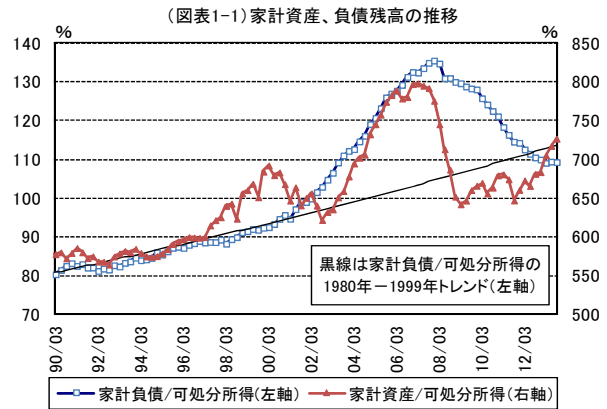
## (1) 米国景気は底堅い回復が続く

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（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、2014 年初時点では、主要先進国のなかでも回復傾向が特に顕著となっている。

米国景気の持ち直しの要因としては、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。家計負債残高の対可処分所得比率の推移を見ると、ピーク時から 20%以上圧縮が進んでおり、足元では長期トレンド<sup>1</sup>を下回る水準にまで至っている（図表 1-1）。家計のバランスシート正常化によって、貯蓄から消費へと向かう動きがさらに活発化していくことが予想され、今後の米国経済は個人消費がけん引役となる形で、安定成長が続いていくとみる。

また、今後はシェール革命による景気の押し上げ効果も期待される。水圧破砕法といった採掘技術の確立に伴い、ここ数年、米国内での天然ガス、原油の生産量が急増しており、2015 年までには世界最大の産油国になるとの予測がなされている（図表 1-2, 1-3）。

米国内での原油・ガス生産量が増加したことで、2005 年に 30%近くだった米国のエネルギー輸入依存度は、2013 年には 15%程度まで低下している（図表 1-4）。米国のエネルギー輸入依存度の低下は、米国の貿易赤字の縮小につながる（貿易赤字のうち原油が占める割合はおよそ 6割）ほか、石油の中東依存が和らぐなど、エネルギー安全保障の観点からも影響が大きい。また、国内のエネルギー価格低減による産業競争力の向上、鉱業・化学セクターなどでの雇用創出が期待されており、シェール革命は今後の米経済に大きなプラス効果をもたらすだろう。



1 1980-1999 年までの家計負債/可処分所得の年間増加率の平均が 2000 年以降も続くと仮定した場合の水準

## （２）ユーロ崩壊のテールリスクは後退

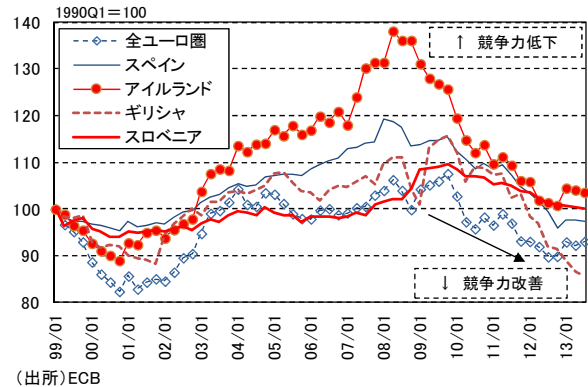
ユーロ圏は、周辺国債務問題に端を発する経済混乱期をようやく脱しつつある。労働コストベースの対外競争力に改善がみられるほか、域内不均衡の蓄積によるユーロ崩壊の可能性も低下していることから、今後の景気は回復基調で推移しよう。ただ、内需に力強い回復は見込みづらいことから、成長率は長期にわたり低いレベルにとどまると予想する。

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の改善がみられる。単位労働コストベースの競争力指数を見ると、賃金コストの低下や各国政府による労働市場改革への取り組みにより、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ことが期待できる（図表1-5）。

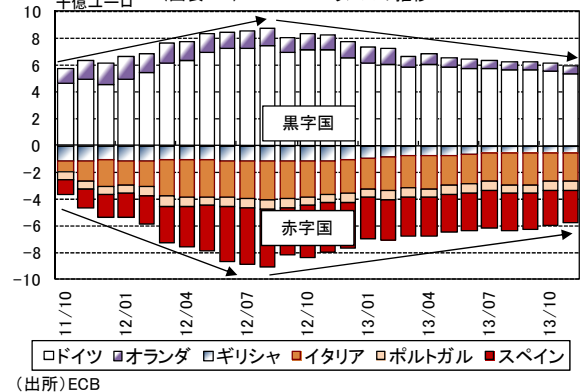
欧州債務危機が深刻化した元凶の一つである国際収支の域内不均衡の蓄積についても、緩やかながら改善がみられる。国際収支不均衡の度合いを示す指標として、ユーロ圏諸国の経常収支不均衡を資本移動でカバーできていない部分を示すTARGET2 バランスを見ると、イタリア、スペイン、ポルトガル、ギリシャなどの南欧諸国の赤字をドイツ、オランダなど北部諸国の黒字が補うという構造が続いている（図表1-6）。ただ、それぞれの黒字/赤字幅は2012年年央をピークに減少傾向にある。背景には南欧諸国の内需縮小による経常収支の改善という側面もあるが、中核国から南欧への資本流入の持ち直しもみられることから、ユーロ崩壊の可能性は低下している。

ただ、実体経済は依然として弱い。競争力の改善の代償として、周辺国の雇用・所得環境の回復は遅れている。例えばスペインでは、失業期間の長期化などから自然失業率<sup>2</sup>が約15%まで上昇しており、景気回復による労働需要の改善だけでは失業率が低下しない可能性が示唆される（図表1-7）。同国をはじめ、周辺国では、今後も長期にわたり、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のバランスシート調整の進展が緩慢であることもあり、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。

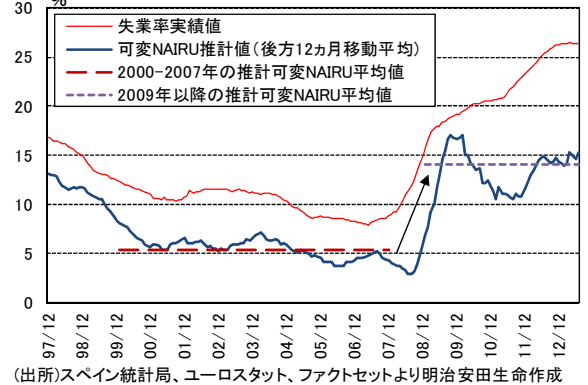
（図表1-5）ユーロ圏の単位労働コストベース対外競争力指数



（図表1-6）TARGET2 バランスの推移



（図表1-7）失業率と可変NAIRU推定値の推移



### 2 自然失業率の推計

NAIRU (Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment、インフレ非加速的失業率) を自然失業率と定義、時間の経過とともに変化する可変 NAIRU を推計。1、2 期前の前年比 CPI、当期、1 期前の前年比エネルギーPPI、失業率の NAIRU からの乖離度を説明変数とし、当期の前年比 CPI を被説明変数とする非線形のフィリップスカーブを仮定。NAIRU はランダムウォークに従うとの想定のもと、状態空間モデル上でカルマンフィルターを用いて各係数を同時に推計。詳しくは『失業率が25%を超えるスペイン（経済ウォッチ13年12月第2週号 [http://www.meijiyasuda.co.jp/enjoy/economy/pdf/economy201312\\_01.pdf](http://www.meijiyasuda.co.jp/enjoy/economy/pdf/economy201312_01.pdf)）』参照

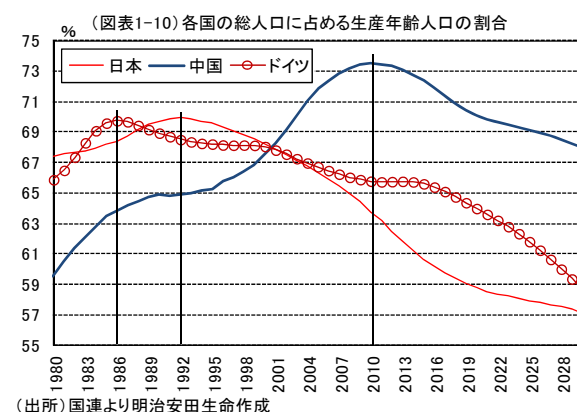
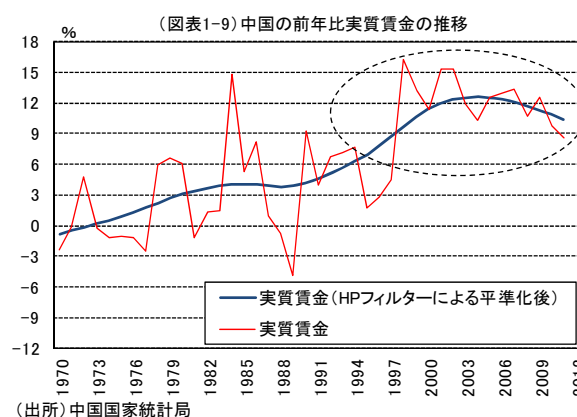
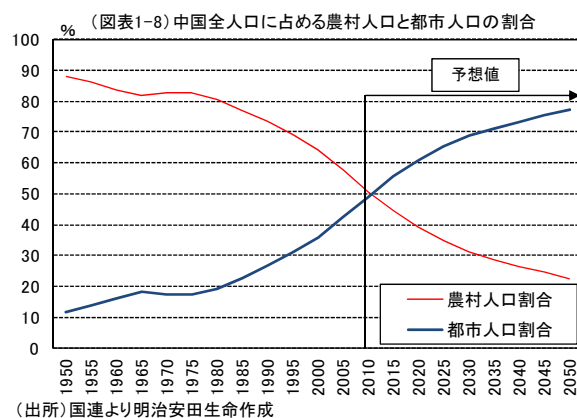
### （３）二つの転換点を迎える中国

鄧小平以来の改革開放路線を受け、1980年代より2011年まで実質GDP成長率が前年比+10.0%前後と、高成長が続いた中国経済であるが、2013年の実質GDP成長率は同+7.7%と大幅に鈍化した。鈍化の背景には、同国がルイスの転換点と人口ボーナスの終焉という二つの転換点をほぼ同時に迎えつつあることが考えられる。今後、同国が成長を持続させるためには、現在の労働集約的な産業を基軸とする生産体制から産業構造を転換することが必要である。

ルイスの転換点とは、農村から都市部への労働力の流入が止まり、都市部の工業部門の賃金が上昇しはじめる時点を示し、この転換点を超えると企業収益が圧迫されることで投資が減少し、高度成長期が終焉へ向かう。中国の全人口に占める農村人口と都市人口の割合を見ると、1950年代には全人口の20%にも満たなかった都市人口は、1980年代以降急増しており、2010年に農村人口とほぼ並び、2015年までに逆転するとみられている（図表1-8）。実質賃金の推移を見ても、1998年以降前年比+10%程度の強い伸びでの上昇が続いており、足元でまさに転換点を迎えている可能性が高い（図表1-9）。

また、これまで労働供給量の増大とそれに伴う賃金上昇圧力の抑制、投資の原資となる貯蓄の増加を通じ、経済成長を押し上げてきた人口ボーナスも終焉を迎えつつある。総人口に占める生産年齢人口の割合を見ると、一人っ子政策による出生率の低下を受け、2010年をピークとして、他の先進国の後を追うように低下が続く見込みである（図表1-10）。今後は、これまでの高成長を演出してきたメカニズムが逆方向に働くことにより、成長鈍化が避けられないほか、賃金上昇圧力はより強まると予想する。

ルイスの転換点、人口ボーナスの終焉という二つの転換点を迎えたことで、今後中国では成長が鈍化するほか、雇用コストが上昇し、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は次第に失われるとみられる。予想期間中の成長率は前年比+6.0%から同+7.0%程度の推移が続こう。ただ、安定的な成長への移行のためには、先進諸国のように産業構造の高度化を推進する必要がある。しかし、国営企業の影響力が強い中国において、産業の再編はきわめて困難である。習近平政権には、強固なイニシアチブのもと、産業再編を断行する高い政策履行能力が求められよう。



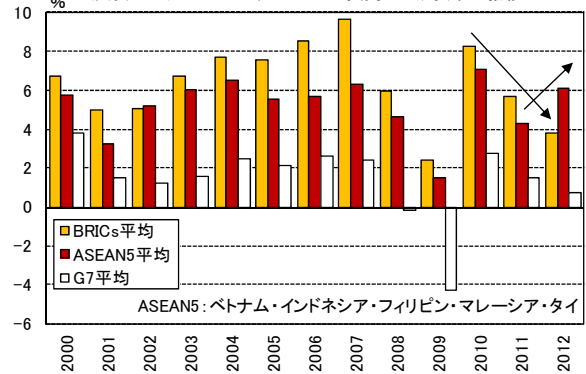
#### (4) 明暗分かれるエマージング経済

2000 年から 2010 年にかけては、リーマンショックの影響を受けながらも、天然資源や国内市場の規模に恵まれた BRICs（ブラジル、ロシア、インド、中国）が前年比平均+6.7%の高成長を遂げた（図表 1-11）。ただ、BRICs 諸国の生産年齢人口の推移を見ると、ロシアがすでに減少しているほか、中国も 2016 年に人口減少に転じるとみられ、今後中期的な成長率は低下を余儀なくされるとみる（図表 1-12）。人口増加が続くと予想されるインド、ブラジルについても、未整備なインフラや、複雑な税制（ブラジル）などから物価上昇圧力が高く、生産年齢人口の増加が購買力の増加へとつながりにくい体質となっていることから、成長率は伸び悩む可能性が高い。また、ロシアとブラジルについては、2000 年代の国際商品価格の上昇による交易条件の改善で成長が押し上げられた側面があり、資源部門への依存から脱却が進んでいないこともリスク要因である。

BRICs 諸国の成長鈍化が懸念される一方、ベトナム、インドネシア、フィリピン、マレーシア、タイなどの ASEAN 諸国（ASEAN5）では、成長の持続が期待される。2012 年には ASEAN5 平均の実質 GDP 成長率が 10 年ぶりに BRICs を超えたほか、出生率の低いタイを除けば、各国とも人口ボーナスが続くことから、高成長の持続が期待できる（図表 1-13）。また、これまで豊富な低賃金労働力の存在から「世界の工場」と称されてきた中国で賃金コストの上昇が顕著であることから、相対的に賃金の低い ASEAN5 が今後、世界の生産拠点となる可能性は高い（図表 1-14）。足元では、新興国市場の混乱や政情不安から投資を見直す動きもあるが、政情安定後は投資が再び加速しよう。

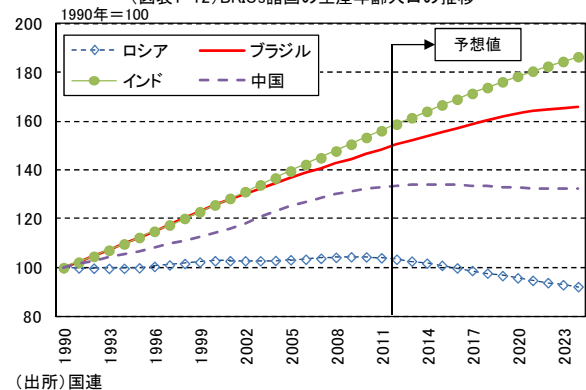
また ASEAN5 では、生産拠点としてだけでなく、最終消費地としての魅力も高まる見通しである。一国の消費市場としての規模を示す高所得・中間所得層人口の推移を見ると、2023 年にはインドネシアの高所得・中間所得層が 2 億人を超える<sup>3</sup>

(図表 1-11) G7 と BRICs、ASEAN5 の実質 GDP 成長率の推移



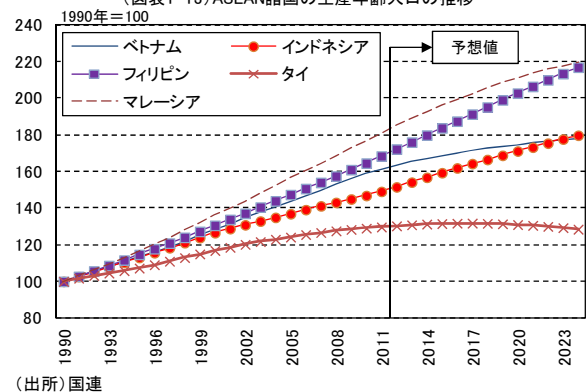
(出所) IMF より明治安田生命作成

(図表 1-12) BRICs 諸国の生産年齢人口の推移



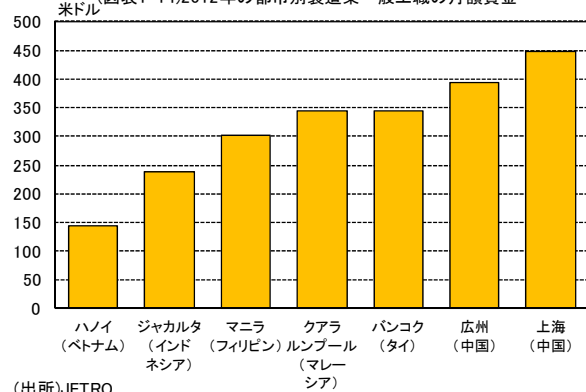
(出所) 国連

(図表 1-13) ASEAN 諸国の生産年齢人口の推移



(出所) 国連

(図表 1-14) 2012 年の都市別製造業一般工職の月額賃金



(出所) JETRO

#### 3 高所得・中間所得層人口の推計

経済産業省（2012）による高所得・中間所得世帯比率の推計式（高所得・中間所得世帯比率＝ $-160.0113 + 25.33164 \times \ln[\text{一人当たり名目 GDP}]$ ）を用い、一人当たり名目 GDP の予想値を基に高所得・中間所得世帯比率を算出。同比率を国連による総人口の予想値に乘ずることで中間層・高所得者層人口を推計



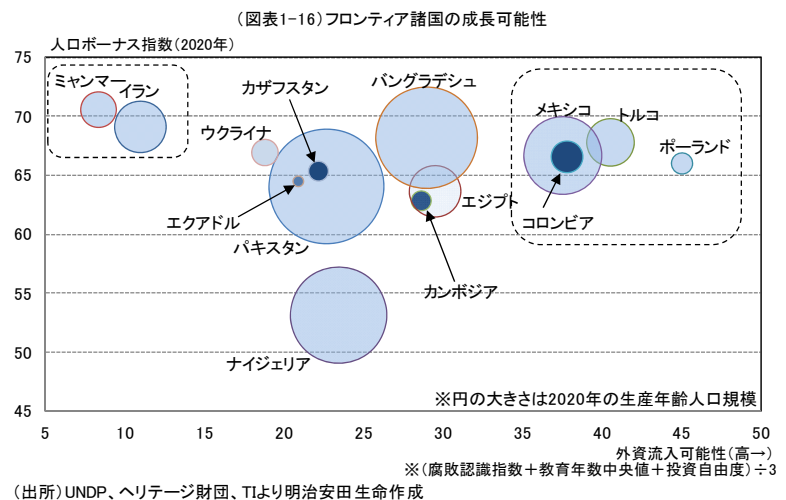
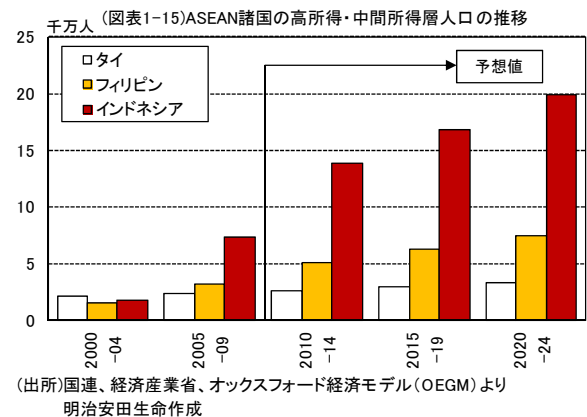
と予想されるほか、フィリピンでも同層が 8,000 万人を超える見込みである（図表 1-15）。生産拠点としての相対的な魅力の高まりと、購買力の高い高所得・中間所得層の広がりによる供給サイド・需要サイド両面の増強に支えられ、ASEAN 諸国は中長期的に高成長が続くと予想する。

#### （５）外国資本を引き寄せるフロンティア諸国

高成長が予想されるのは ASEAN5 だけではなく、フロンティア諸国<sup>4</sup>のいくつかの国にも期待が持

てる。ただ、一言にフロンティア諸国と言えど、政治経済情勢は国によりまちまちで、一概に成長が期待できるわけではない。

マクロ経済学の成長会計に即せば、一国の経済成長は資本ストックの増加、労働力人口の増加、そして技術革新により実現される。このうち、最も重要なものは技術革新であるが、技術革新とは事後的に観察されるものであり、先行きの予想を立てることは困難である。資本ストック要因については、国内貯蓄が未熟な途上国の場合、投資の原資となる外資の呼び込みに成功するか否かが鍵となる。外資流入の可能性は、政治的腐敗の少なさ、人的資本の充実度（国民の教育期間）、投資の自由度から規定されると考え、3 要素の複合指標<sup>5</sup>を横軸に取り、縦軸に労働力人口要因の充実度を示す人口ボーナス指数（生産年齢人口/総人口）を取ると、両軸とも高い位置に位置するポーランド、トルコ、メキシコ、コロンビアなどで成長が期待できる（図表 1-16）。とりわけ、人口規模の大きいトルコとメキシコは国際社会におけるプレゼンスも高まろう。一方、ミャンマー、イランについては、人口ボーナスの継続が予想されるものの、投資の自由度が低いことから外資の流入が難しく、経済の離陸までにはまだ時間を要するとみる。



4 ここでは発展途上国のうち、BRICs、ASEAN5 を除く諸国をフロンティア諸国と定義

5 腐敗認識指数（トランスパレンシー・インターナショナル社発表、高得点ほど政治家・官僚の腐敗が少ない）、教育年数中央値（UNDP 発表）、投資自由度指数（経済自由度指数の構成項目、ヘリテージ財団発表）

## 2. 日本経済の見通し

### (1) オリンピックは両刃の剣

2013年9月、国際オリンピック委員会総会で2020年に東京での夏季オリンピック・パラリンピック開催が決定された。夏季オリンピックは他

のスポーツイベントに比較して経済への影響が大きく、東京都のオリンピック招致委員会による試算では、2013年から2020年にかけての生産の誘発額が2兆9,609億円、付加価値の誘発額が1兆4,210億円（単純平均按分で年間GDP比0.078%程度）に及ぶとのことである（図表2-1）。招致委員会の試算は、施設の整備費や大会運営など直接的な影響のみを計上したものであるが、現実にはこれらに加え、高速道路網の整備や羽田空港の拡張計画といったインフラ投資の実現や、オリンピックを見越した民間企業による研究開発投資と設備投資、個人によるテレビなど耐久消費財の買い替え需要、そして訪日外国人の増加に伴う消費の拡大等が期待できる。

過去の例を見ても、夏季オリンピックのうち、1980年以降に先進国で開催された6回（84年ロサンゼルス大会、92年バルセロナ大会、96年アトランタ大会、2000年シドニー大会、04年アテネ大会、2012年ロンドン大会）について、開催国実質GDP成長率のトレンドからの乖離を試算すると、開催3年前から上振れ幅が大きくなる傾向があり、開催4年前から開催年までの平均では成長率が0.5%ポイント上方に乖離している（図表2-2）。

ただ、オリンピック終了後には警戒が必要である。公共投資や、オリンピック需要を見越した民間設備投資は、言わば終了後分を前倒しで行なう形となるため、終了後は大幅に減少する可能性が高い。また、消費についても耐久消費財の買い替えの一巡後は反動減が見込まれる。過去の事例を見ても、開催翌年には、実質GDP成長率が平均で0.8%ポイント下振れており、終了後の一時的な景気の悪化は避けられないとみる（図表2-2）。加えて、公共投資の増強による政府債務残高の増加も懸念される。ギリシャでは、アテネオリンピック開催時に実施した国際空港の改装、高速道路と地下鉄の整備などの公共投資が政府債務残高の増加に跳ね返り、その後の財政破綻の一因となった（図表2-3）。当事例に鑑み、本見通しにおいても、オリンピック開催後に財政破綻へ向かう場合をサブシナリオ3として想定した（P. 19参照）。

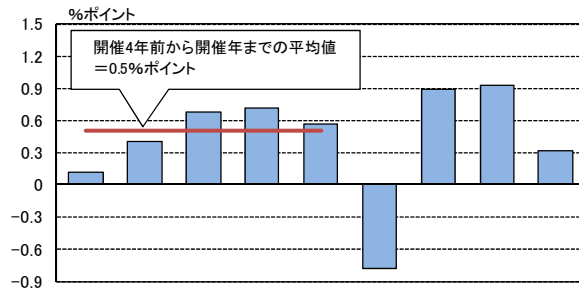
もっとも、オリンピックを増税のきっかけとした事例もある。2000年のシドニーと2012年のロンドンオリンピックがこちらに該当し、オリンピック開催年に豪州政府は10%の付加価値税を導入、英国政府は開催前年に付加価値税を17.5%から20.0%へと引き上げた。ギリシャの轍を踏むこととなるか、財政再建の契機となるかは時の政権次第ではあるが、オリンピック開催が財政破綻の引き金となる可能性については十分に警戒が必要である。

（図表2-1）招致委員会によるオリンピック開催に伴う経済波及効果の試算

|          | 東京都    | その他地域  | 全国     |
|----------|--------|--------|--------|
| 生産誘発額    | 16,753 | 12,856 | 29,609 |
| 付加価値誘発額  | 8,586  | 5,624  | 14,210 |
| 雇用者所得誘発額 | 4,687  | 2,846  | 7,533  |

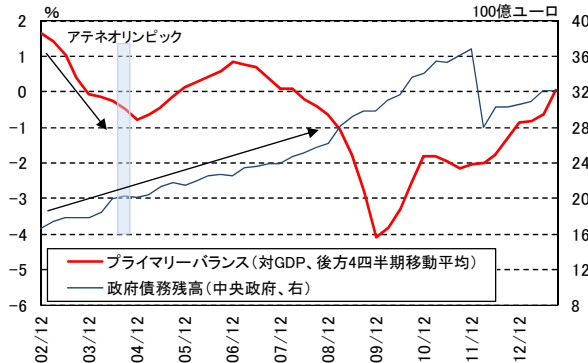
（出所）東京2020オリンピック・パラリンピック招致委員会（億円）

（図表2-2）オリンピック開催前後の成長率のトレンドからの乖離（先進国）



実質GDP成長率のトレンド（1980-2012年、HPフィルターにより試算）からの乖離、先進国（米国、スペイン、豪州、ギリシャ、英国）開催事例6回の平均値 ※平均値は、1980-82年の米国（オイルショック）、2009年の英国（リーマンショック）を除外した上で算出  
（出所）IMFより明治安田生命作成

（図表2-3）ギリシャ財政指標の推移



（出所）ギリシャ経済金融省、ギリシャ銀行

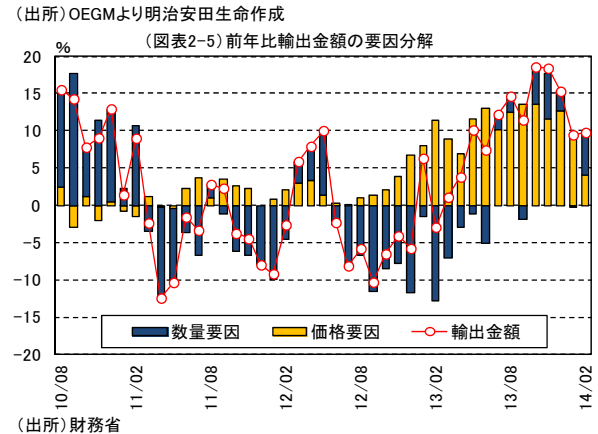
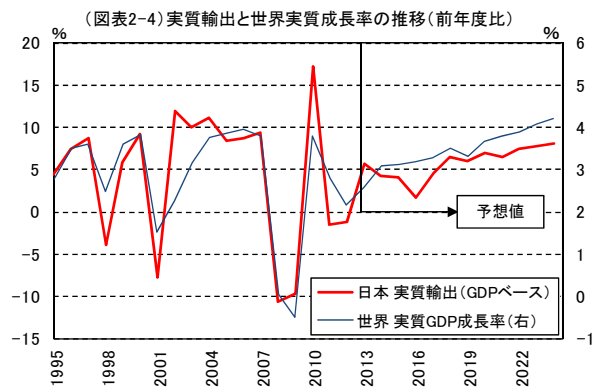
## （２）「円安→輸出増」は期待できないが、世界景気を持ち直しを受け輸出は緩やかに回復へ

2012 年度の実質輸出（GDP ベース）は、EU や中国向け輸出の低迷から、前年度比▲1.2%と、2年連続で減少した。今後については、2013 年度に増加に転じ、その後も予測期間中は均せば緩やかに増加基調で推移するとみる（図表 2-4）。

ただ、今後の輸出回復の背景は世界経済の持ち直しであり、円安ではないとみている。一般に、通貨安は国際競争力の改善を通じ、輸出を後押しすると考えられているが、足元の日本では、企業がこれまで円高分を価格転嫁してこなかった分、円安局面でも価格を引き下げられず、円安が輸出量の増加につながらない可能性が指摘されている<sup>6</sup>。実際に、貿易統計ベースの輸出金額を数量要因と価格要因に分解すると、足元の輸出の持ち直しは円安による輸出額の膨張という側面が大きく、輸出数量の伸びは限定的である（図表 2-5）。通貨安が輸出の増加につながるまでには時間差があるとはいえ、為替が円安に振れてから約1年を経ても輸出数量への影響が薄いというのは考えにくく、日本の輸出がそもそも円安による増加が期待できない構造へと転換している可能性が高い。

為替変動と輸出について、変数間で過去の説明変数が被説明変数に影響を与えているという因果性（＝Granger の意味での因果性）の有無を検定する Granger 因果性テストを実施したところ、1980 年から 2013 年を通すと為替→輸出という因果性が確認できた（図表 2-6）。ただ、2000 年代に限定してテストを行なった場合、1980 年代や 1990 年代とは異なり、統計的に有意な因果性は確認されず、やはり為替と輸出の関係性が見えにくくなっていることが示された。なお、ここでは主要貿易相手国通貨に対して貿易額などの比重でウェイト付けした名目実効為替レートと、実質輸出のデータを用いて分析を行なっている。

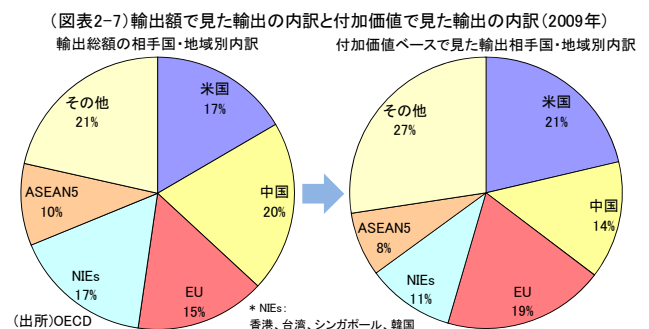
円安による輸出の押し上げが期待できない以上、日本の輸出は輸出相手先の成長に依存することとなる。輸出相手国については、最大の輸出先であり全輸出の約2割を占める中国の動向が重要と考える向きもあるが、中国向けの輸出は中間財の占率が6割強と高く、日本国内で生み出された付加価値の需要者の所在は別にある。OECD 発表の付加価値ベースでの輸出を見ると、中国のウェイトは通常の貿易統計よりも低い14%である一方、先進国・地域である米国や EU の比重が大きいこと



（図表2-6）為替と輸出に関するGranger因果性テスト結果

|             | 1980-2013年 |          |          |          |
|-------------|------------|----------|----------|----------|
|             |            | 1980-89年 | 1990-99年 | 2000-13年 |
| 為替から輸出への因果性 | ◎          | ○        | ○        | ×        |
| P値          | 0.000      | 0.052    | 0.044    | 0.189    |

\* 為替：名目実効為替レート（IMF）、輸出：実質輸出（日本銀行、季節調整）  
 \* 両系列の対数値について1次階差を選択、8期のラグを設定  
 \* ◎は1%有意、○は10%有意、×はその他（1980-13年のP値は0.00000005）  
 \* 月次データを利用、2013年は10月まで  
 （出所）日本銀行、IMFより明治安田生命作成



6 詳しくは『下がらない輸出物価が輸出低迷の要因（経済ウォッチ13年12月第2週号、[http://www.meijiyasuda.co.jp/enjoy/economy/pdf/economy201312\\_01.pdf](http://www.meijiyasuda.co.jp/enjoy/economy/pdf/economy201312_01.pdf)）』参照

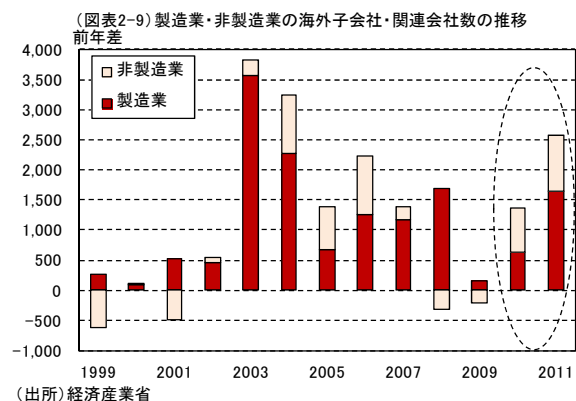
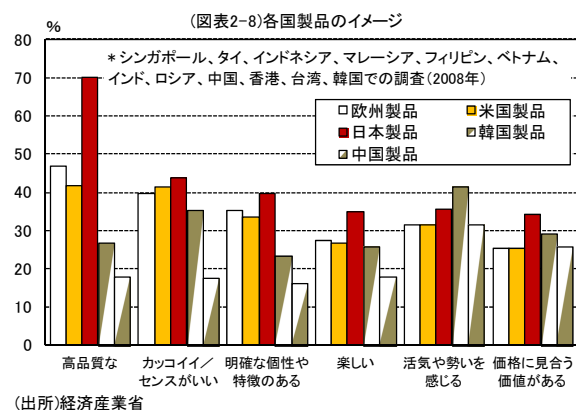


が分かる（図表 2-7）。中国向け中間財の輸出は今後伸び幅が鈍化する可能性が高いが、中間加工は ASEAN5 などに移管されることから影響は少ないとみている。むしろ、米国の堅調な成長や欧州経済の底打ちに支えられ、輸出は持ち直そう。

また、付加価値ベースでは 2009 年の輸出のうち、全体の 8%に過ぎない ASEAN5 は、前述のとおり、中間層の増加により、最終消費地としての存在感が高まることが予想される。また、中国向け輸出についても、足元で 3 割強にとどまる最終財分野は増加が期待できる。これらアジア諸国においては、他の先進・新興諸国製品と比較しても日本製品に良好なイメージが強い。通商白書 2010 によると、日本製品は高品質、センスがいい、個性や特徴があるなどのイメージが際立っている。これらが引き続き日本製品の競争力の源泉となろう（図表 2-8）。

### （3）アジア景気との連関を強める日本

また、アジア諸国の経済発展と国内市場の縮小を見すえ、日系企業の海外進出が加速している。労働集約的な製造業における海外への生産移転が進んでいることは言うまでもないが（詳しくは P.16）、足元の海外進出の特徴は、これまで比較的国内志向の強かった非製造業の海外展開にある。海外子会社・関連会社数の推移を見ても、2000 年以降非製造業の海外子会社は増加基調にある（図表 2-9）。例えば、当社も本業である生命保険分野において、近年アジア新興国や、中東欧への事業展開を進めてきた<sup>7</sup>。こうした企業の動きを受け、日本経済と ASEAN 諸国との間では、景気循環の連関が高まっている。両国・地域の景気循環の相関係数を推計<sup>8</sup>すると、1997 年以前は、相関がほとんどみられなかったものの、2007 年以降の相関係数はきわめて高い（図表 2-10）。少子高齢化により、国内市場の縮小は避けられないなか、今後も、製造業、非製造業とも ASEAN 諸国を中心に海外展開がいつそう活性化する可能性が高く、日本景気は今後さらに ASEAN 諸国との景気の連関を高めるとみている。



(図表 2-10) 日本とASEAN諸国との景気循環の相関係数

| 1984-1990年 | マレーシア        | インドネシア       | フィリピン        | タイ           | シンガポール        | 日本 |
|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|----|
| マレーシア      |              |              |              |              |               |    |
| インドネシア     |              |              |              |              |               |    |
| フィリピン      |              |              | 1            |              |               |    |
| タイ         |              |              |              |              |               |    |
| シンガポール     |              |              | 0.684        |              | 1             |    |
| 日本         |              |              | <b>0.351</b> |              | <b>0.403</b>  | 1  |
| 1991-1997年 | マレーシア        | インドネシア       | フィリピン        | タイ           | シンガポール        | 日本 |
| マレーシア      |              |              |              |              |               |    |
| インドネシア     |              |              |              |              |               |    |
| フィリピン      |              |              | 1            |              |               |    |
| タイ         |              |              |              |              |               |    |
| シンガポール     |              |              | 0.720        |              | 1             |    |
| 日本         |              |              | <b>0.286</b> |              | <b>-0.007</b> | 1  |
| 2000-2006年 | マレーシア        | インドネシア       | フィリピン        | タイ           | シンガポール        | 日本 |
| マレーシア      |              |              |              |              |               |    |
| インドネシア     |              | 1            |              |              |               |    |
| フィリピン      |              | -0.028       | 1            |              |               |    |
| タイ         |              | -0.193       | 0.512        | 1            |               |    |
| シンガポール     |              | 0.444        | 0.559        | 0.227        | 1             |    |
| 日本         |              | <b>0.185</b> | <b>0.625</b> | <b>0.489</b> | <b>0.725</b>  | 1  |
| 2007-2013年 | マレーシア        | インドネシア       | フィリピン        | タイ           | シンガポール        | 日本 |
| マレーシア      |              | 1            |              |              |               |    |
| インドネシア     | 0.765        |              | 1            |              |               |    |
| フィリピン      | 0.704        | 0.631        |              | 1            |               |    |
| タイ         | 0.680        | 0.415        | 0.568        |              | 1             |    |
| シンガポール     | 0.613        | 0.296        | 0.360        | 0.455        |               | 1  |
| 日本         | <b>0.864</b> | <b>0.663</b> | <b>0.739</b> | <b>0.564</b> | <b>0.697</b>  | 1  |

(出所) 各国統計局より明治安田生命作成、データ制約により一部空欄

7 『タイ大手生命保険会社「タイライフ社」との戦略提携について

([http://www.meijiyasuda.co.jp/profile/news/release/2013/pdf/20130726\\_01.pdf](http://www.meijiyasuda.co.jp/profile/news/release/2013/pdf/20130726_01.pdf))、

『オイロパ社（ポーランドの保険会社）の株式取得に関するお知らせ

([http://www.meijiyasuda.co.jp/profile/news/release/2012/pdf/20120604\\_1.pdf](http://www.meijiyasuda.co.jp/profile/news/release/2012/pdf/20120604_1.pdf))』等

8 ホドリック＝プレスコット・フィルターにより、各国の実質 GDP から景気循環部分を抽出し、相関係数を算出。マレーシア、インドネシア、フィリピン、タイについては、X12-ARIMA により当社季調

#### （４）経常収支は 2020 年ごろに赤字転換

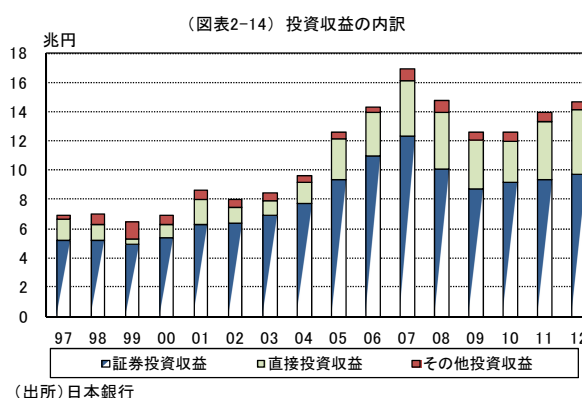
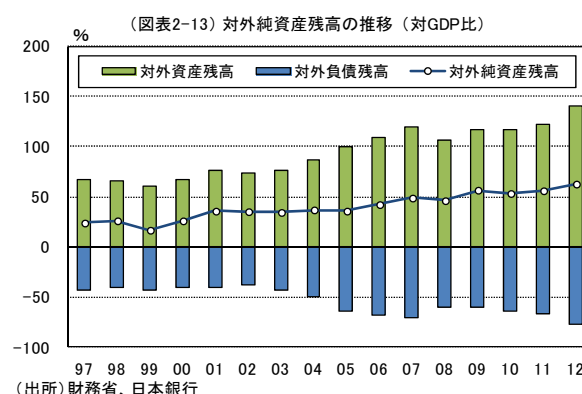
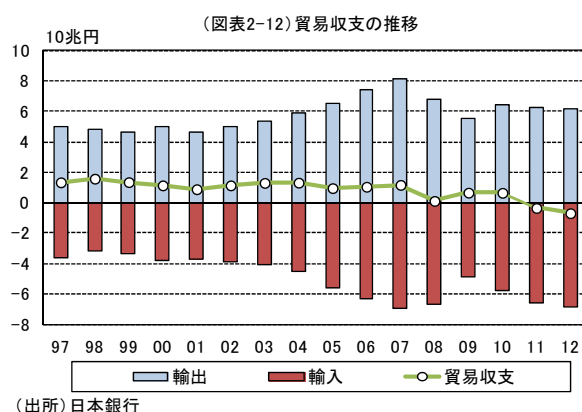
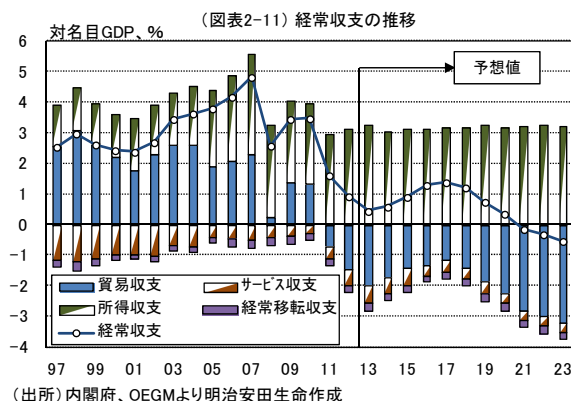
近年の経常収支は、原発停止に伴い燃料費が増加したことに加え、円安で輸入コストが増大したこともあり、黒字幅が縮小傾向で推移している（図表 2-11）。2012 年 11 月～2013 年 1 月にかけては、統計開始以来初となる 3 ヶ月連続の赤字計上<sup>9</sup>となった。

貿易収支は、東日本大震災以降の原子力発電所停止に伴い、LNG を中心に燃料輸入費が急増したほか、2012 年末以降の急速な円安進行を受け、燃料以外の輸入額も押し上げられたことで、足元では貿易赤字が恒常化している（図表 2-12）。今後は、米国を中心とする海外景気の回復などを背景に、いったんは貿易赤字の縮小が予想されるものの、企業の海外生産移転が継続的に進んでいくなか、輸出の伸び幅は以前と比較すると鈍いものにとどまり、内需の持ち直しによる輸入の増加ペースを下回るとみられることから、中長期的には赤字幅は拡大に向かうとみる。

サービス収支は、「輸送収支」の赤字拡大、「その他サービス収支」の赤字転化を受け、2 年連続で赤字幅が拡大した。今後は世界景気の回復に伴う仲介貿易等の拡大、特許等使用料の受取増加などを背景に、サービス赤字は縮小傾向が予想される。

所得収支は、対外純資産の増加<sup>10</sup>に伴う投資収益の拡大を背景に、大幅な黒字基調を維持している（図表 2-13、2-14）。今後も経常収支の黒字化維持による対外純資産の蓄積、とりわけ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ることから、所得収支は拡大傾向での推移を予想する。

中長期的な経常収支は、所得収支が黒字を維持する一方、貿易赤字の拡大が見込まれることから、経常収支は 2020 年代前半までに恒常的な赤字に転換するとみており、国際収支発展段階説<sup>11</sup>における「債権取崩国」にシフトしていくであろう。



9 現行の統計方法となった 1997 年以降

10 日本の対外純資産残高は 296 兆円（対 GDP 比 62%）と、金額ベースで世界最大（2012 年度）

11 国際収支が経済発展に伴い、段階を追って変化するという説。経済学者クローサーらによって提唱され、順に「Ⅰ. 未成熟債務国」、「Ⅱ. 成熟債務国」、「Ⅲ. 債務返済国」、「Ⅳ. 未成熟債権国」、「Ⅴ. 成熟債権国」、「Ⅵ. 債権取崩国」の 6 段階に分類される

## （５）貯蓄投資バランスは家計が投資超過へ

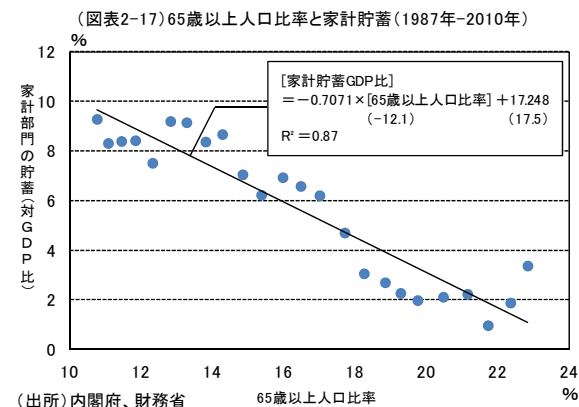
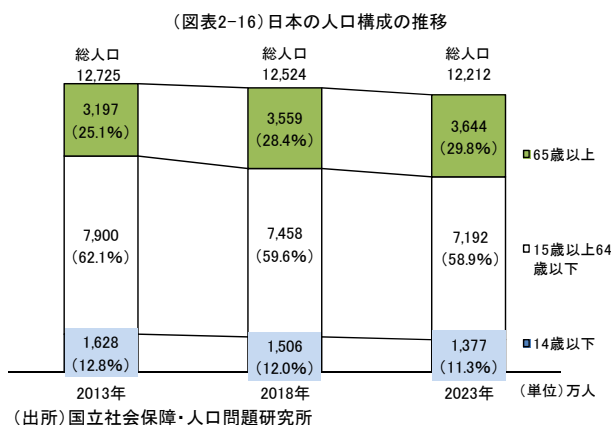
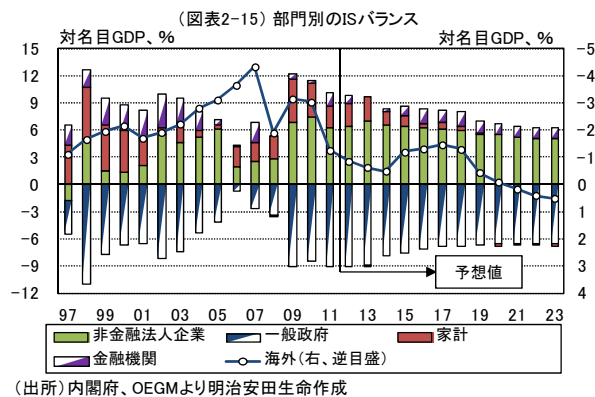
貯蓄投資バランスの観点から見ると、近年の傾向は家計、企業部門（非金融法人企業、金融機関）が貯蓄超過、一般政府、海外が投資超過といった状況にある（図表2-15）。

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、景気低迷に伴う賃金の減少や少子高齢化を背景に、近年の貯蓄率は低下傾向である。ライフサイクル仮説<sup>12</sup>に基づくと、中長期的には少子高齢化が家計貯蓄率の低下に与える影響が大きく、10年後には65歳以上の人口割合が全体の3割に達することに鑑みると、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る（図表2-16, 2-17）。ただ、少子高齢化の進展に伴い、相続・贈与により住宅を取得する機会が増大するほか、世帯数の増加率も減少していくことで、住宅投資が低調に推移するとみられることもあり、投資超過への動きは緩やかなものにとどまると予想する。

1990年代後半に貯蓄超過に転じた企業部門は、リーマンショック以降の世界的な景気後退局面のなかで投資意欲が減衰したことに伴い、ここ数年は貯蓄超過幅が拡大基調となっている。今後は、米国を中心に海外景気が上向くなかで、企業業績も持ち直しが予想され、企業の投資活動の活発化が見込まれる。また、名目金利上昇に伴い、利払い費も増大していくとみられることから、貯蓄超過幅は縮小していくとみる。

国内唯一の投資超過セクターである政府部門は、消費増税や国内景気の回復に伴う税収の拡大を受け、メインシナリオにおいては財政赤字削減を想定しており、投資超過幅は縮小傾向で推移するとみる。同シナリオでは、消費増税は2014年、15年に引き続き、2020年に12%まで引き上げられると想定している。ただ、少子高齢化による社会保障給付費の拡大、低金利環境で抑制されてきた利払い費の増加などを勘案すると、政府部門が貯蓄超過に転じるまでの改善は考えにくい。また、東京オリンピック開催に伴う公共投資の増強などをきっかけに、ギリシャと同様の財政破綻ルートに向かうことがリスクシナリオとして考えられ、投資超過幅が逆に拡大する可能性にも留意したい。

中長期的な貯蓄投資バランスの推移は、政府部門の投資超過幅も縮小が見込まれる一方、民間部門の貯蓄超過幅が縮小していくことから、予測期間内で海外部門は貯蓄超過（日本の経常赤字）方向に転ずると予想する。



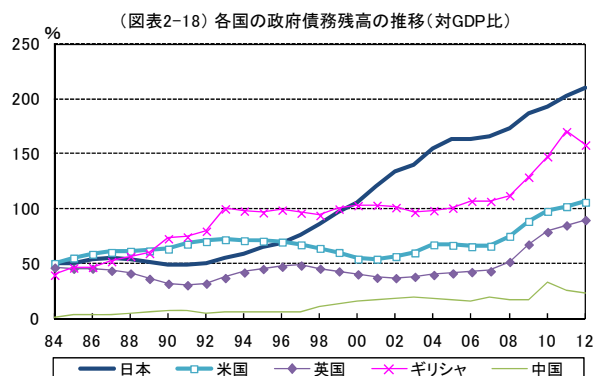
12 個人の消費行動は、その個人が一生の間に消費できる所得の総額（生涯所得）の現在価値を制約条件として、長期的な効用の現在価値を最大化するような計画を立てるとする仮説

## （６）社会保障費が歳出の重石に

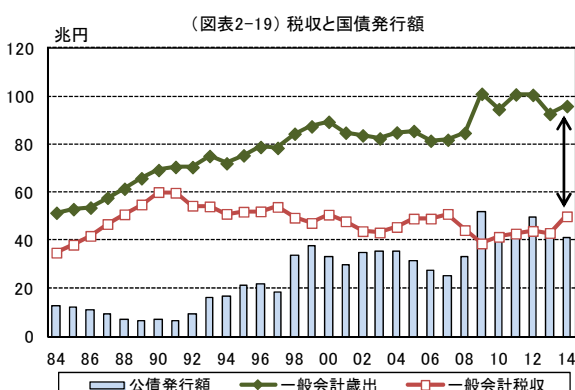
日本の政府債務残高は増加の一途をたどっており、2013 年 6 月には 1,000 兆円を突破したほか、対 GDP 比で 200%を超えるなど、多国に類を見ない水準に達している（図表 2-18）。近年の財政収支を見ると、歳出が拡大傾向にある一方、税収が縮小基調で推移する、いわゆる「鰐口型」が特徴となっている（図表 2-19）。歳出拡大の要因としては、少子高齢化に伴い、社会保障給付費が増加していく一方、社会保険料収入が伸び悩んでいることで、財源における国費の割合が高まっている事が大きい。

国立社会保障・人口問題研究所のデータによると、2011 年度の社会保障給付費は 112.0 兆円と、ここ 20 年で 2 倍程度（年平均+4.12%）にまで増加しているのに対し、社会保険料収入は 60.1 兆円と、およそ 1.5 倍（年平均+2.06%）しか拡大しておらず、その差額は 50 兆円にまで達している（図表 2-20）。社会保障給付費の内訳を見ると、7 割程度を高齢者関係給付費<sup>13</sup>が占めており、給付費の増加は少子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、国内景気の停滞に伴い、賃金上昇率が低迷していることから、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、2014 年度（予算ベース）の社会保障費は 30.5 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 2-21）。

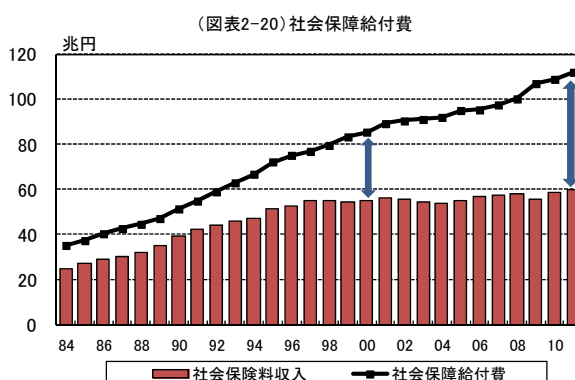
少子高齢化に伴い歳出の重石となっている社会保障制度だが、2014 年、2015 年に引き上げを予定されている消費税の増収分が、すべて社会保障費の財源として充当されることから、財政への



（出所）日本銀行、IMF

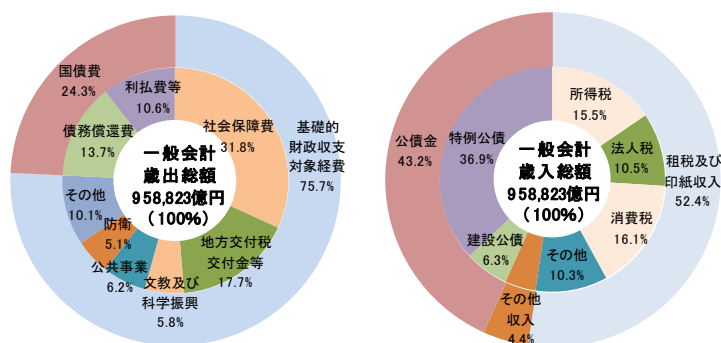


（出所）財務省資料より明治安田生命作成



（出所）社会保障・人口問題研究所

（図表2-21）2014年度の一般会計歳出・歳入（当初予算ベース）



（出所）財務省資料より明治安田生命作成

13 国立社会保障・人口問題研究所の定義において、年金保険給付費、高齢者医療給付費、老人福祉サービス給付費および高年齢雇用継続給付費の合計額



負担は目先軽減していくとみられる。

その後は、少子高齢化が益々顕著になるなかで、拡大傾向は維持される<sup>14</sup>とみるも、年金支給開始年齢の引き上げ、医療・介護の効率化推進による保険料負担の軽減、マクロ経済スライド<sup>15</sup>などによる調整が見込まれることもあり、増加ペースには歯止めがかかるとみている（図表 2-22）。

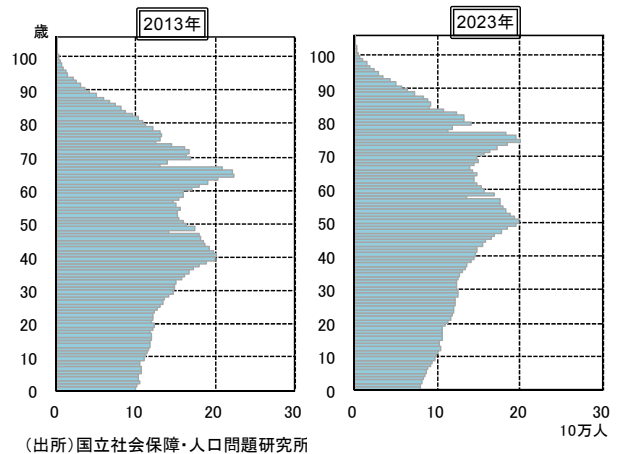
### （７）利払い費は増加傾向を予想

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となるだろう。2000 年代に入り、公債残高の積み増しが続いていたにもかかわらず、低金利政策による恩恵を受ける形で利払い費は抑制された状況が続いていたが、低金利環境が長期化するなかで、利払い費の抑制効果が徐々に薄らいでおり、ここ数年は利払い費負担が徐々に拡大してきている（図表 2-23）。

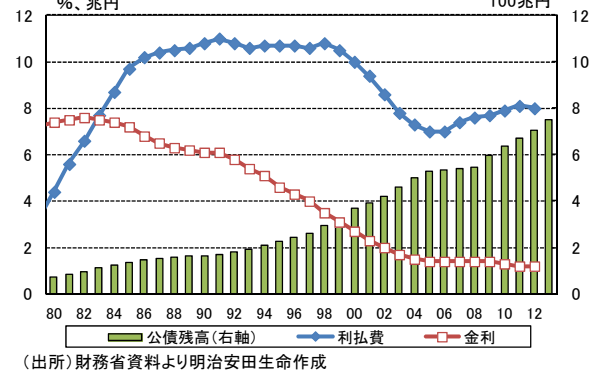
利払い費に与える金利上昇の影響について、①国債の平均利回り<sup>16</sup>が今後 10 年間横ばい、②平均利回り毎年+0.1%、の 2 パターンにおいて、当社想定プライマリーバランスを前提に、利払い費の差額がすべて新規国債発行で賄われるとのもとで試算したところ、パターン②の利払い費は 2023 年に 30 兆円近くまで増大し、パターン①と比して 10 兆円近く負担額に差が出ることが確認できた。

（図表 2-24）。本見通しにおいては、国内の潜在成長率の改善などに伴い、中長期的には名目金利が上昇していくと予想しており、今後、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とみている。

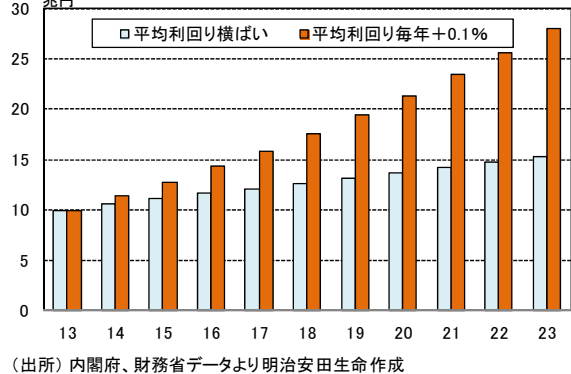
（図表 2-22）人口ピラミッドの変化



（図表 2-23）利払費と公債残高



（図表 2-24）利払費の試算



### （８）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は、2014 年度、15 年度の消費増税施行に伴い赤字幅が大幅に縮小することに加え、2010 年代後半には消費増税の影響一巡による景気回復ペースの緩やかな加速が期待できることから、赤字幅は基本的に縮小傾向で推移すると予想する。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、名目 GDP+3%（2013～2022 年平均）の成長を維持することが困難とみられるほか、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。

14 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

15 一人当たり賃金の伸びや物価の変動を基礎としながら、現役人口の減少（現役全体でみた保険料負担力の低下）や、平均余命の伸び（受給者全体でみた給付費の増大）の分だけ、年金額のスライド率を抑制する方法

16 2013 年度当初予算における、利払費を公債残高で除した値（1.32%）



また、政府債務残高も、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（図表 2-25）。

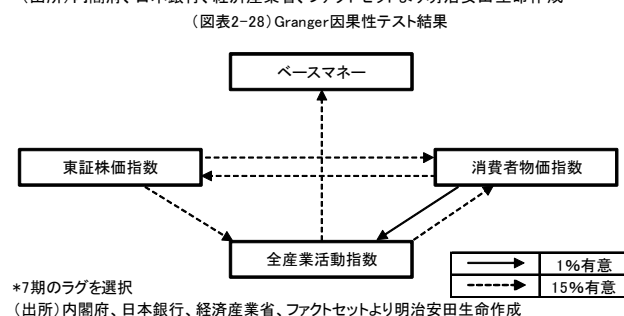
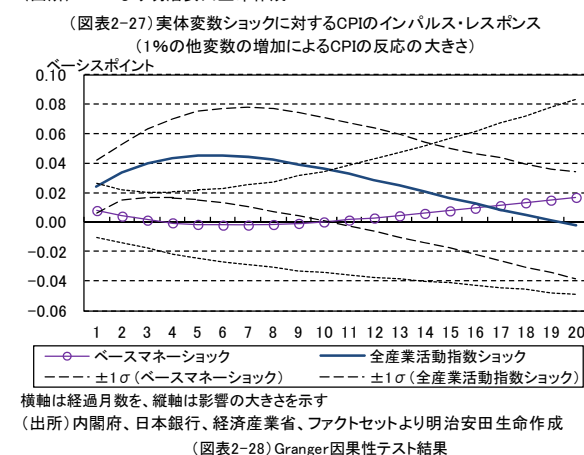
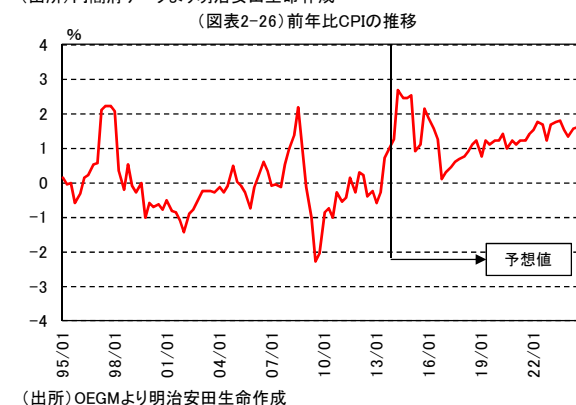
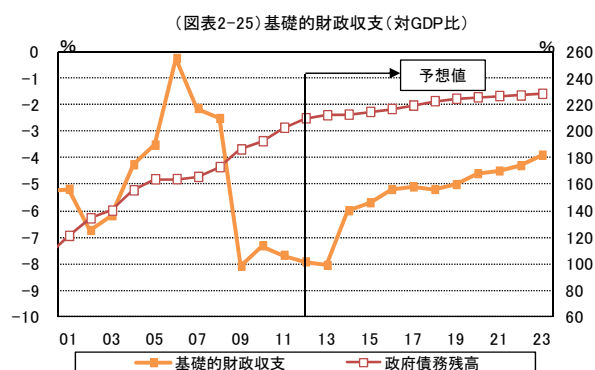
### （９）デフレ脱却とゼロ金利解除は前途遼遠

物価については、早期のデフレ脱却は難しく、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（図表 2-26）。

物価変動の要因について、ベースマネー、株価、全産業活動指数（IAI）、消費者物価指数（CPI）からなる 4 変数無制約 VAR モデル<sup>17</sup>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 CPI のインパルス・レスポンス<sup>18</sup>を導出すると、IAI のショックに対する CPI のインパルス・レスポンスが有意かつ安定的にプラスである一方、ベースマネー・ショックが CPI へ与える影響については、全期間にわたり 0 から有意に乖離しておらず、ベースマネーの増強が直接的に物価に与える影響は大きくないことが示唆される（図表 2-27）。

続いて、同 VAR モデルを用いて Granger 因果性テストを行なったが、こちらについても、ベースマネー→CPI という因果性は直接・間接ともに確認することはできない（図表 2-28）。

また、量的・質的金融緩和における波及メカニズムとして期待されている「期待の抜本的転換」についても、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<sup>19</sup>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2013年7月を底に、上昇基調で推移していたが、足元では上昇が一服



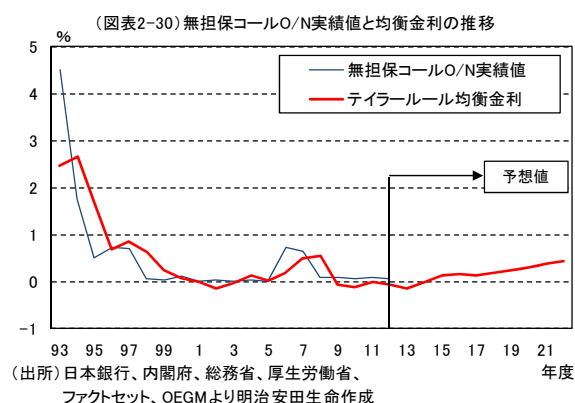
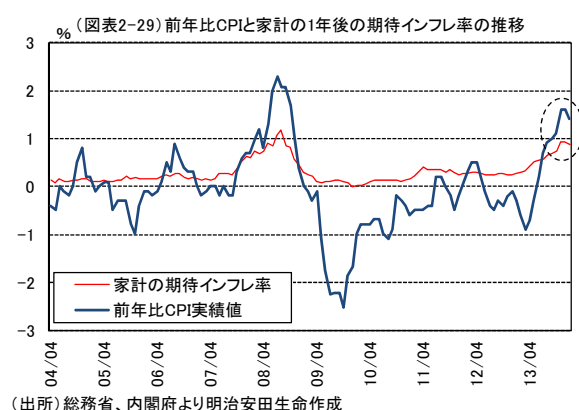
17 各変数の定義：

|        |                        |     |                              |
|--------|------------------------|-----|------------------------------|
| ベースマネー | マネタリーベース平均残高<br>（日本銀行） | IAI | 全産業活動指数、除農林水産業・公務<br>（経済産業省） |
| 株価     | 東証株価指数<br>（ファクトセット）    | CPI | 消費者物価指数、全国<br>（総務省）          |

※いずれも対数値、非季調系列については X12-ARIMA により当社季調、分析期間：2003 年 1 月－2013 年 8 月  
18 SC（シュワルツ情報量基準）により 1 期のラグを設定。インパルス・レスポンスの導出では、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、ベースマネー→株価→IAI→CPI とした

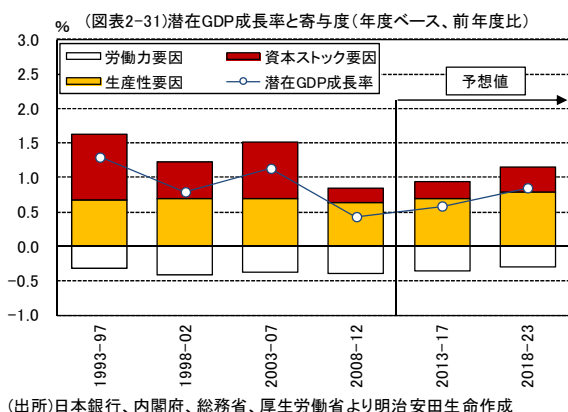
19 物価上昇/下落の認識閾値を最小二乗法により導出。詳しくは中山・大島[1999]参照

している（図表 2-29）。この物価見通しは消費増税の影響を含んでいることから、増税の影響を除けば期待インフレ率は依然としてゼロ近辺とも考えられる。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 CPI 前年比 2%の安定的な達成は実現しないと予想する。CPI の上昇ペースが緩慢なものにとどまることを受け、日銀はおそらく 15 年度末までに 2%の目標を放棄し、次第に引き締めのスタンスに転じよう。ただ、インフレ率と需給ギャップから政策金利の適性水準を導出するテイラールールに、「当期の政策金利は 1 期前の政策金利から独立ではない」という条件を加えた金利スミージング型のテイラールール<sup>20</sup> 均衡金利を推計すると、無担保コールオーバーナイトレートがゼロ圏内を脱し、金利が平常化するのには 2022 年付近との結果を得た（図表 2-30）。金融引き締め局面への移行後についても、引き締めペースはきわめて緩やかなものにとどまると予想する。



## （１０）潜在成長率はやや持ち直し

当社の推計<sup>21</sup>では、日本の潜在 GDP 成長率は 1990 年度から 2007 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 2-31）。2008 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 成長率は同+0.5%弱まで低下している。ただ、今後については、ゆっくりと持ち直すともっており、2013－2017 年の潜在 GDP 成長率は同 0.6%、2018－2023 年は同+0.9%と予想する。



潜在 GDP 成長率は、労働力要因と資本ストック要因、そして生産性要因の 3 要因から定義される。労働力要因は、1993 年以降、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により、今後も減少基調となることは避け難い。ただ、労働力人口の減少ペースは、女性と高齢者の労働参加率の改善により一定程度緩和されると予想する。女性の労働参加については、日本では結婚・育児等を理由に 30 代の女性が労働市場から退出する、いわゆる M 字カーブ現象の存在が指摘されて

20 金利スミージング型テイラールール

$$\text{政策金利}_t = -0.03 + 0.26 \times [\text{均衡実質金利}_t] + 0.74 \times [\text{O/N コール}_{t-1}] + 0.01 \times [\text{GDP ギャップ}_t] + 0.10 \times [\text{インフレギャップ}_t]**$$

\* 潜在 GDP 成長率と一致すると仮定、

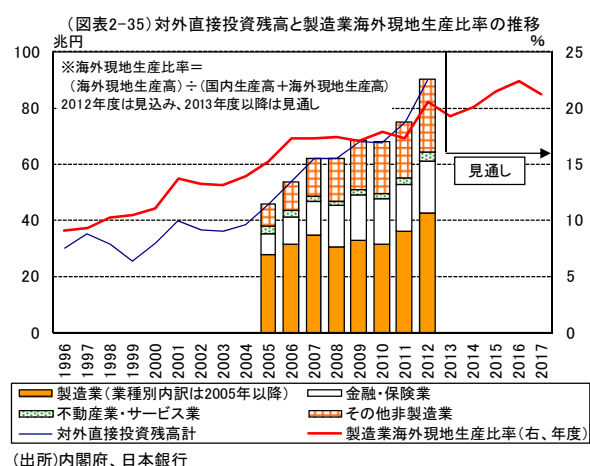
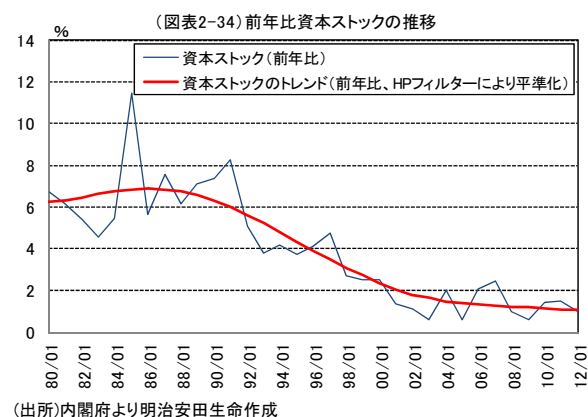
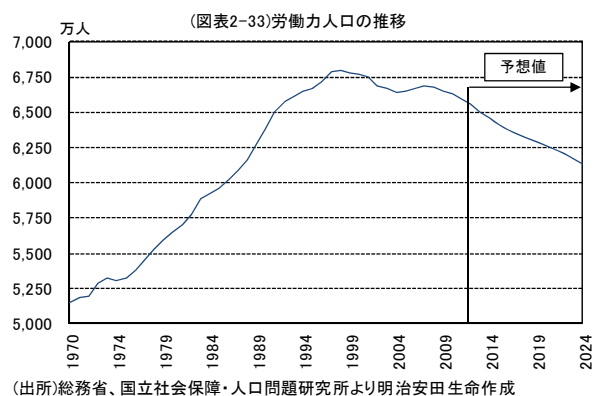
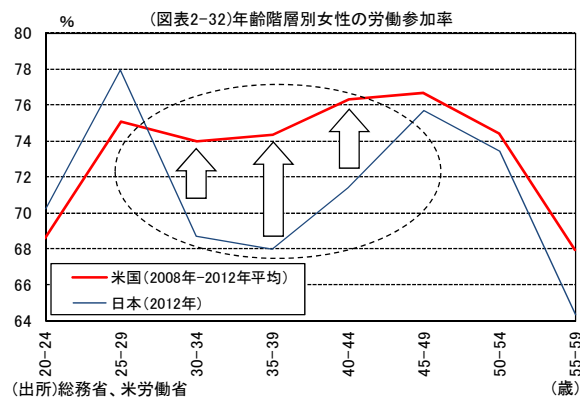
\*\* 2013 年 4 月までの目標値は前年比+1.5%、4 月以降は同+2.0%と想定

各係数については、最小二乗法により推計（推計期間：1993－2012 年度）

21 コブ・ダグラス型生産関数を仮定し、現実の生産/投入量から全要素生産性を算出し、HP フィルターにより生産性のトレンドを抽出。この生産性のトレンドと潜在的な資本/労働投入量（推計値）を用いて潜在成長率を推計

いる(図表 2-32)。今後は、政策サイドの努力や、いわゆる女性総合職の定着、産業のサービス業化に伴う多様な労働力への需要増から、2023 年にかけてM字カーブ現象が解消へ向かい、30 歳から49 歳の各年齢階層についても米国並み<sup>22</sup>の女性の労働参加率が実現すると想定した。高齢者についても、今後 65 歳定年制が定着することで、60－64 歳の高齢者の労働力化が期待される。先進国における先行事例として、英国<sup>23</sup>の 2007 年以降の 60－64 歳労働参加率から試算すると、60－64 歳の労働参加率は、今後 2014 年から 2020 年にかけて、毎年 0.4%ポイントずつ上昇するとみる。2021 年以降は、同ゾーンの労働参加率の上昇が一巡し、高齢者の労働参加率は一定となろう。これらの想定のもと、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、労働力人口は減少基調が続くが、減少ペースは緩やかなものとどまると予想される(図表 2-33)。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、前年比▲0.2%から同▲0.4%にとどまろう。

続いて、資本ストック要因は、2008 年以降、プラス寄与幅を縮小している。今後についてはやや持ち直すとみられるものの、成長率への寄与は小幅のプラスにとどまると予想する。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減少基調にあり、2000 年以降は前年比+1.0%前後にとどまっている(図表 2-34)。資本ストック増加幅が縮小の背景には、日本が国際収支の発展段階説上の「未成熟な債権国」から「成熟した債権国」へ移行を終えつつあり、内外賃金格差の存在と国内市場の縮小から、趨勢的に企業が海外立地志向を強めていることが挙げられる。製造業海外生産比率や対外直接投資を見ても、幅広い産業で企業の海外進出が進んでいることが確認できる(図表 2-35)。今後についても、企業は労働集約的な部門を中心に、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



22 北欧諸国は米国よりも女性の労働参加率が高いが、すでに莫大な社会保障費が問題視されている日本が今後 10 年以内に北欧型の高福祉社会へと移行するという想定は実現性に乏しいことから、比較対象として米国を採用

23 2006 年 10 月施行の「Employment Equality (Age) Regulations 2006」により、65 歳未満の定年退職年齢の設定を禁止し、事実上、60 歳定年制から 65 歳定年制へ移行

内資本ストックの蓄積ペースは鈍いものとどまると想定した。

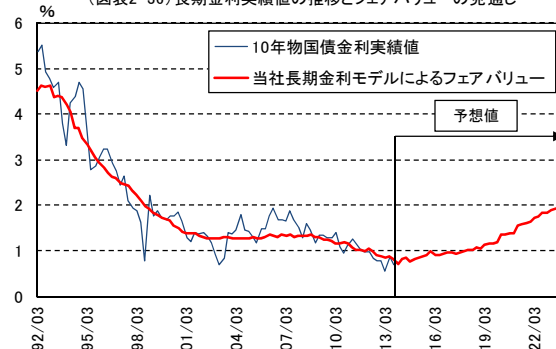
最後に、生産性要因については小幅の改善を見込んでいる。金融危機以降、対前年度比で減少が続いていた科学技術研究費は、2011年度によりやくプラスとなった。今後は、循環的要因による持ち直しのほか、規制緩和、TPP への加盟といった政策的努力が R&D 投資を刺激するとみられ、生産性要因の成長率へのプラス寄与は緩やかに拡大すると予想する。

## （１１）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%以下での推移が続いている。足元の長期金利実績値は、当社金利モデルを用いたフェアバリュー（適正水準）とほぼ一致しており、今後も当面、低水準での推移が続くと予想する。2015年以降は、潜在成長率の持ち直しを受けて長期金利が上昇へ転じるとみられるが、期待インフレの上昇が限定的であるほか、日銀による緩和的な金融政策により、マネーストックの増加が続くとみられることから、上昇ペースは緩やかなものとどまると予想する（図表 2-36）。

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ストック項を付加したものである（図表 2-37）。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年以降のマネーストックと長期金利の関係をみると、負の相関が確認でき、日本銀行による金融緩和が長期金利の低下につながっていることが示唆される<sup>24</sup>（図表 2-38）。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を推計している。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。

（図表2-36）長期金利実績値の推移とフェアバリューの見通し



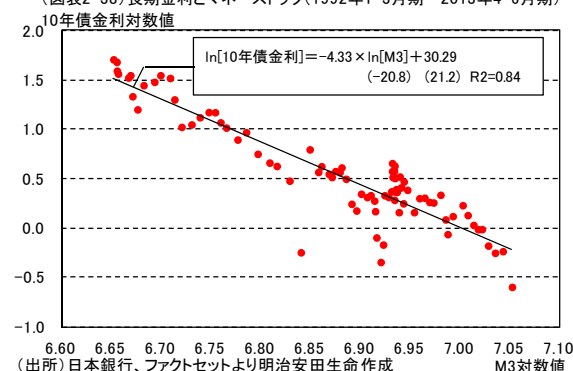
（図表）ファクトセット、日本銀行、OECDより明治安田生命作成

（図表2-37）当社長期金利フェアバリューモデルの詳細

|                                                                                                                                   |       |                    |                       |      |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------|--------------------|-----------------------|------|
| $\ln(10\text{年債金利}) = 12.50 + 3.75 \times \ln(\text{潜在GDP}) + 0.01 \times (3\text{年前比コアコアCPI上昇率年率換算}) - 5.11 \times \ln(M3^{**})$ |       |                    |                       |      |
| * 期待インフレの代理変数<br>…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<br>…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                                                                                                                                | 2.0   | 2.0                | -4.4                  | 2.1  |
| 自由度調整済決定係数                                                                                                                        | 0.84  | 推計期間               | 1992年1-3月期-2013年7-9月期 |      |

（出所）総務省、日本銀行、OECDより明治安田生命作成

（図表2-38）長期金利とマネーストック（1992年1-3月期-2013年4-6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

<sup>24</sup> マネタリーベースとマネーサプライの関係は一樣でないことから、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



主要係数表

|                    | 2012年度 | 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 |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 実質GDP(前年比)         | 0.6    | 2.1    | 0.7    | 1.1    | 0.2    | 1.2    | 1.6    | 1.6    | 1.2    | 0.7    | 1.2    | 1.3    |
| 国内需要(前年比)          | 1.4    | 2.6    | 1.1    | 0.9    | 0.2    | 1.3    | 1.2    | 1.7    | 1.2    | 1.8    | 1.4    | 1.7    |
| 輸出(前年比)            | ▲1.2   | 3.5    | 4.3    | 4.1    | 1.7    | 4.6    | 6.5    | 6.1    | 7.1    | 6.4    | 7.4    | 7.9    |
| 名目GDP(前年比)         | ▲0.2   | 1.9    | 2.6    | 1.9    | 0.8    | 2.1    | 2.1    | 2.2    | 2.0    | 2.3    | 2.6    | 2.4    |
| 鉱工業生産(前年比)         | ▲2.9   | 3.6    | 2.8    | 1.4    | 3.0    | 3.0    | 2.7    | 2.4    | 1.7    | 1.9    | 2.3    | 2.6    |
| 消費者物価(前年比)         | ▲0.3   | 0.6    | 2.5    | 1.5    | 1.7    | 0.8    | 1.2    | 1.4    | 2.3    | 1.4    | 1.7    | 1.8    |
| 失業率                | 4.3    | 3.9    | 3.8    | 3.7    | 3.8    | 4.0    | 3.8    | 3.8    | 3.7    | 3.7    | 3.7    | 3.6    |
| 経常収支(対名目GDP)       | 0.9    | 0.4    | 0.6    | 0.9    | 1.3    | 1.4    | 1.2    | 0.7    | 0.4    | ▲0.2   | ▲0.3   | ▲0.5   |
| 政府債務残高(対名目GDP)     | 209.8  | 212.1  | 213.7  | 215.4  | 217.3  | 219.4  | 221.2  | 222.9  | 225.2  | 227.7  | 229.4  | 230.6  |
| プライマリーバランス(対名目GDP) | ▲7.9   | ▲8.1   | ▲6.0   | ▲5.7   | ▲5.2   | ▲5.1   | ▲5.2   | ▲5.0   | ▲4.6   | ▲4.5   | ▲4.3   | ▲3.9   |
| 期中平均為替レート(円/ドル)    | 83     | 103    | 110    | 112    | 114    | 113    | 115    | 113    | 111    | 109    | 107    | 105    |
| 無担保コール翌日物(期末値)     | 0.08   | 0.07   | 0.07   | 0.07   | 0.07   | 0.07   | 0.07   | 0.07   | 0.10   | 0.15   | 0.20   | 0.25   |
| 10年債利回り(期末値)       | 0.99   | 0.65   | 0.80   | 0.95   | 0.97   | 1.00   | 1.11   | 1.24   | 1.43   | 1.52   | 1.73   | 1.91   |
| 消費税率(期末値)          | 5      | 5      | 8      | 10     | 10     | 10     | 10     | 10     | 12     | 12     | 12     | 12     |

(為替レートを除き%)

|      | 2012年           | 2013年 | 2014年 | 2015年 | 2016年 | 2017年 | 2018年 | 2019年 | 2020年 | 2021年 | 2022年 | 2023年 |
|------|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 米国   | 実質GDP(前年比)      | 2.8   | 1.9   | 2.7   | 2.7   | 3.0   | 2.9   | 2.8   | 3.2   | 2.5   | 2.7   | 2.6   |
|      | 政策金利(FFレート)     | 0.25  | 0.25  | 0.25  | 0.50  | 1.50  | 1.75  | 2.50  | 2.75  | 3.00  | 3.00  | 3.50  |
| ユーロ圏 | 実質GDP(前年比)      | -0.7  | -0.4  | 1.1   | 1.4   | 1.5   | 1.6   | 1.7   | 1.9   | 1.6   | 1.8   | 2.2   |
|      | 政策金利(リファイナンス金利) | 0.75  | 0.25  | 0.25  | 0.25  | 0.50  | 1.00  | 1.00  | 1.25  | 2.00  | 2.00  | 2.50  |
| 世界   | 実質GDP(前年比)      | 3.2   | 3.0   | 3.5   | 3.5   | 3.6   | 3.7   | 3.7   | 3.9   | 3.8   | 4.1   | 4.0   |

(%、各国政策金利は年末値)

## (12) 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%後半まで上昇。消費税率は2015年度、2020年度、2022年度にそれぞれ10%→12%→15%に引き上げられ、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、成長率も弱く、「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、2015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破綻の引き金に（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い取りを実施するも、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く、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 |        |
|--------------------|---------|--------|---------|--------|---------|--------|
|                    | 2018年度  | 2023年度 | 2018年度  | 2023年度 | 2018年度  | 2023年度 |
| 実質GDP(前年比)         | 1.9     | 2.0    | 0.8     | 1.0    | 1.7     | ▲0.2   |
| 国内需要(前年比)          | 1.3     | 2.1    | 1.0     | 0.9    | 1.2     | ▲0.3   |
| 輸出(前年比)            | 7.0     | 8.2    | 4.6     | 3.4    | 6.8     | 4.3    |
| 名目GDP(前年比)         | 3.4     | 3.6    | 1.0     | 1.2    | 2.5     | 2.3    |
| 鉱工業生産(前年比)         | 3.1     | 2.9    | 1.6     | 1.3    | 2.7     | ▲0.2   |
| 消費者物価(前年比)         | 2.0     | 2.1    | 0.6     | 0.3    | 1.6     | 3.7    |
| 失業率                | 3.8     | 3.0    | 4.3     | 5.1    | 3.9     | 6.2    |
| 経常収支(対名目GDP)       | 1.2     | 1.8    | 0.8     | ▲1.0   | 1.0     | 0.1    |
| 政府債務残高(対名目GDP)     | 210.5   | 205.3  | 228.9   | 240.2  | 251.8   | 260.7  |
| プライマリーバランス(対名目GDP) | ▲3.2    | 0.1    | ▲6.2    | ▲5.9   | ▲7.4    | ▲12.1  |
| 期中平均為替レート(円/ドル)    | 116     | 110    | 95      | 85     | 115     | 140    |
| 無担保コール翌日物(期末値)     | 0.50    | 1.50   | 0.07    | 0.07   | 0.07    | 3.00   |
| 10年債利回り(期末値)       | 1.60    | 2.40   | 0.80    | 1.00   | 1.20    | 4.20   |
| 消費税率(期末値)          | 10      | 15     | 10      | 10     | 10      | 10     |

(為替レート除き%)

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。