

2013年2月4日 全70頁

# 日本経済中期予測（2013年2月）

## 成長力の底上げに向けて実行力が問われる日本経済

経済調査部 経済社会研究班

近藤 智也<sup>1</sup>溝端 幹雄<sup>2</sup>神田 慶司<sup>3</sup>

### [要約]

- 2012年7月の日本経済中期予測を改訂した。この半年間における最大の変化は政権交代であり、安倍新政権は大胆な金融緩和や機動的な財政出動、成長戦略など、いわゆるアベノミクスを推し進めている。ただ、これらが効果を発揮するかは、今後の世界経済の動向に左右される面も大きいだろう。今回の予測では、世界経済の見通しを一段と保守的に見直した。この結果、今後10年間の日本の経済成長率は平均で実質1.5%、名目2.1%と予想する。
- 日銀は「物価安定の目標」を導入したが、金融政策の枠組み自体が変わったわけではない。物価目標の設定はゴールではなく、政府と日銀がその実現のためにどう行動するかが問題である。デフレの構造的な要因を単位労働コストの背景から整理すると、デフレ脱却には金融緩和のもとで企業の収益基盤を強化しつつ、企業の再生や再雇用が円滑に行われるセーフティネットを構築することが重要である。円安ドル高が物価を押し上げる効果は短期的には小さく、円安が長期間続いたとしても物価が上昇するまでにはかなりの時間を要する。円安を活かして規制・制度改革を進めるべきであり、短期的な「成長率」よりも中長期的な「成長力」を重視すべきである。
- 電力料金のようなエネルギー価格の上昇は、そのままだと日本の経済成長にとって大きな足枷となりかねない。しかし、政府が価格メカニズム等を活用する適切な制度設計を行えば、企業努力を引き出して、エネルギーの効率化と多様化という課題を経済成長に繋げていくことができるものとする。

<sup>1</sup> シニアエコノミスト（経済調査部 次長）

<sup>2</sup> 主任研究員（経済調査部 次長）

<sup>3</sup> エコノミスト（経済調査部 課長代理）

## 目次

計数表 .....	3
はじめに.....	7
1. 今後 10 年の世界経済と日本経済 .....	8
(1) 今後 10 年間の世界経済 .....	8
(2) 世界経済が上振れする可能性 ～ 米国経済を中心に .....	21
(3) 今後 10 年間の日本経済 .....	29
(4) 本予測の諸前提 .....	35
2. 転換点を迎えた金融政策と円安が物価に与える影響 .....	38
(1) インフレ・ターゲットの概要と構造面から見たデフレ要因 .....	38
(2) 円安は景気・物価にどのような影響を与えるのか .....	48
3. エネルギー政策と成長戦略.....	57
(1) 第2次安倍内閣のエネルギー政策の方向性 .....	57
(2) 電力供給不足問題に見る日本のエネルギーの脆弱性 .....	57
(3) 経済成長を決めるものは何か .....	63
(4) 政府は価格インセンティブがイノベーションを促す環境を整備すべき .....	64
4. モデルの概説とシミュレーション.....	67

## 日本経済中期予測（2013年2月）

年度	実績		予測期間 2013-2022	予測期間	
	2003-2007	2008-2012		2013-2017	2018-2022
実質GDP(前年比、%)	1.4	-0.3	1.5	1.5	1.4
民間最終消費支出	0.9	0.7	0.8	0.8	0.7
民間設備投資	3.6	-2.4	3.7	4.2	3.2
民間住宅投資	-2.9	-2.5	-1.8	-2.3	-1.2
公的固定資本形成	-6.0	1.1	0.0	-1.8	1.8
政府最終消費	0.6	1.9	1.7	1.7	1.7
財貨・サービス輸出	7.5	-1.7	4.9	4.9	4.9
財貨・サービス輸入	3.7	1.6	3.6	3.3	3.8
名目GDP(前年比、%)	0.3	-1.4	2.1	2.0	2.2
GDPデフレーター(前年比、%)	-1.4	-1.4	0.7	0.6	0.8
国内企業物価(前年比、%)	0.6	0.4	1.2	1.1	1.3
消費者物価(前年比、%)	-0.2	-0.2	1.3	1.2	1.3
コールレート(%)	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
10年国債利回り(%)	1.5	1.2	1.9	1.6	2.1
円ドルレート(¥/\$)	113.0	88.0	80.2	80.7	79.6
経常収支(名目GDP比、%)	4.0	2.2	1.3	1.2	1.4
名目雇業者報酬(前年比、%)	-0.8	-0.8	1.1	0.5	1.7
失業率(%)	4.4	4.6	3.3	3.7	3.0
労働分配率(雇業者報酬の国民所得比、%)	67.9	70.1	65.4	66.2	64.7
中央・地方政府 財政収支(名目GDP比、%)	-4.6	-7.8	-5.8	-6.5	-5.2
基礎的財政収支(名目GDP比、%)	-3.0	-6.0	-4.1	-4.8	-3.5
中央・地方政府債務残高(名目GDP比、%)	177.1	213.5	240.3	239.0	241.4

(注) 期間平均値。2012年度と2011年度の一部は予想。財政収支は特殊要因を除く。

(出所) 大和総研作成

## 主要経済指標

年度	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
名目GDP(兆円)	513.0	489.5	473.9	480.1	473.3	476.1	483.7	497.1	510.2	523.5	533.4	544.5	556.0	569.1	583.1	599.0
(前年比%)	0.8	-4.6	-3.2	1.3	-1.4	0.6	1.6	2.8	2.6	2.6	1.9	2.1	2.1	2.3	2.5	2.7
名目GNI(兆円)	530.8	504.8	487.0	493.4	488.1	490.2	498.6	513.2	527.0	540.7	550.9	562.1	574.3	587.4	601.4	617.3
(前年比%)	1.2	-4.9	-3.5	1.3	-1.1	0.4	1.7	2.9	2.7	2.6	1.9	2.0	2.2	2.3	2.4	2.6
実質GDP(2005年連鎖価格 兆円)	525.5	505.8	495.6	512.3	513.7	518.7	529.5	535.1	544.9	553.0	560.2	568.0	575.6	583.9	592.1	601.4
(前年比%)	1.8	-3.7	-2.0	3.4	0.3	1.0	2.1	1.1	1.8	1.5	1.3	1.4	1.3	1.4	1.4	1.6
内需寄与度	0.6	-2.7	-2.2	2.6	1.3	2.4	2.3	-0.1	1.8	1.5	1.4	1.5	1.2	1.2	1.2	1.4
外需寄与度	1.2	-1.1	0.2	0.8	-1.0	-1.5	-0.2	1.1	0.1	-0.1	-0.1	-0.1	0.1	0.2	0.2	0.1
一人当たり実質GDP(2005年連鎖価格 百万円)	4.1	4.0	3.9	4.0	4.0	4.1	4.2	4.2	4.3	4.4	4.4	4.5	4.6	4.7	4.8	4.9
(前年比%)	1.8	-3.7	-1.9	2.9	0.5	1.2	2.2	1.2	2.0	1.7	1.6	1.7	1.7	1.8	1.8	2.0
実質GDI(2005年連鎖価格 兆円)	514.4	491.8	488.4	500.0	495.2	501.4	511.7	516.0	524.0	530.7	536.2	542.5	548.7	555.7	562.6	570.6
(前年比%)	0.8	-4.4	-0.7	2.4	-1.0	1.3	2.0	0.8	1.6	1.3	1.0	1.2	1.2	1.3	1.3	1.4
鉱工業生産(2005=100)	108.1	94.4	86.1	94.1	93.2	93.9	96.8	97.8	100.3	102.2	103.6	105.4	107.0	108.9	110.7	113.0
(前年比%)	2.7	-12.6	-8.8	9.4	-1.0	0.8	3.1	0.9	2.6	1.9	1.4	1.7	1.5	1.8	1.7	2.1
国内企業物価(2010=100)	102.0	105.2	99.8	100.2	101.6	100.9	101.4	104.3	105.5	107.4	108.6	109.9	111.4	112.9	114.5	116.2
(前年比%)	2.3	3.2	-5.1	0.4	1.3	-0.6	0.5	2.8	1.2	1.8	1.1	1.3	1.3	1.4	1.5	1.4
消費者物価(2010=100)	101.0	102.1	100.4	99.9	99.8	99.7	99.9	102.6	104.3	106.2	107.5	108.8	110.2	111.7	113.3	115.0
(前年比%)	0.4	1.1	-1.7	-0.4	-0.1	-0.2	0.1	2.8	1.6	1.8	1.2	1.2	1.3	1.4	1.4	1.5
コーレレート(%)	0.5	0.4	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
10年物国債利回り(%)	1.6	1.5	1.4	1.1	1.0	0.8	1.0	1.2	1.8	2.0	2.0	2.0	2.1	2.2	2.2	2.2
為替レート(¥/US\$)	114	100	93	86	79	82	85	81	78	79	80	80	80	80	80	78
(¥/EURO)	162	143	131	113	109	113	117	110	105	105	106	105	105	104	103	101
経常収支(兆円)	24.5	12.3	15.8	16.1	7.1	1.8	1.7	7.4	7.8	7.3	6.7	6.1	6.9	7.8	8.9	9.8
(名目GDP比%)	4.8	2.5	3.3	3.4	1.5	0.4	0.3	1.5	1.5	1.4	1.2	1.1	1.2	1.4	1.5	1.6
労働力人口(万人)	6,686	6,674	6,643	6,630	6,578	6,547	6,517	6,487	6,467	6,452	6,422	6,391	6,360	6,333	6,310	6,288
(前年比%)	0.2	-0.2	-0.5	-0.2	-0.8	-0.5	-0.5	-0.5	-0.3	-0.2	-0.5	-0.5	-0.5	-0.4	-0.4	-0.3
就業者数(万人)	6,431	6,399	6,301	6,301	6,280	6,262	6,252	6,237	6,231	6,227	6,207	6,186	6,164	6,145	6,129	6,114
(前年比%)	0.5	-0.5	-1.5	0.0	-0.3	-0.3	-0.2	-0.2	-0.1	-0.1	-0.3	-0.3	-0.4	-0.3	-0.3	-0.2
雇用者数(万人)	5,539	5,544	5,488	5,508	5,501	5,509	5,516	5,519	5,529	5,542	5,539	5,535	5,530	5,528	5,528	5,529
(前年比%)	0.8	0.1	-1.0	0.4	-0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.0	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0
失業者数(万人)	255	275	343	328	298	285	265	250	236	225	215	205	196	188	181	174
失業率(%)	3.8	4.1	5.2	5.0	4.5	4.3	4.1	3.9	3.7	3.5	3.3	3.2	3.1	3.0	2.9	2.8
名目雇用者報酬(兆円)	256	254	243	244	245	241	240	243	247	252	256	260	264	269	274	281
(前年比%)	0.0	-0.5	-4.4	0.4	0.6	-1.9	-0.2	1.0	1.9	1.9	1.6	1.4	1.6	1.9	2.1	2.4
名目家計可処分所得(兆円)	291	288	288	287	286	282	280	285	291	297	303	307	311	317	323	329
(前年比%)	-0.4	-0.9	-0.2	-0.2	-0.3	-1.4	-0.7	1.5	2.3	2.1	1.9	1.4	1.4	1.9	1.8	1.7
労働分配率(%)	67.1	71.6	70.6	69.2	70.7	68.5	66.8	66.4	66.0	66.0	65.7	65.2	64.8	64.6	64.5	64.3
家計貯蓄率(%)	0.3	1.5	2.6	2.4	1.3	-0.6	-2.0	-2.9	-3.0	-3.3	-3.2	-3.4	-3.5	-3.3	-3.4	-3.7
中央・地方政府財政収支(兆円)	-12.5	-21.8	-44.1	-40.0	-38.4	-41.3	-41.6	-33.7	-32.0	-29.0	-28.7	-29.0	-29.1	-29.5	-29.5	-29.9
(名目GDP比%)	-2.4	-4.5	-9.3	-8.3	-8.1	-8.7	-8.6	-6.8	-6.3	-5.5	-5.4	-5.3	-5.2	-5.2	-5.1	-5.0
同基礎的財政収支(名目GDP比%)	-1.1	-2.9	-7.6	-6.6	-6.3	-6.9	-6.9	-5.1	-4.7	-3.9	-3.8	-3.7	-3.6	-3.5	-3.3	-3.2
中央・地方政府債務残高(兆円)	929	933	979	1,025	1,065	1,108	1,151	1,186	1,220	1,251	1,282	1,313	1,345	1,377	1,409	1,441
(名目GDP比%)	181.2	190.7	206.6	213.5	224.9	232.6	237.9	238.6	239.1	239.0	240.3	241.2	241.8	241.9	241.6	240.6

(注) 2011年度までは実績(ただし2011年度は一部予想)。財政収支は特殊要因を除く。  
(出所) 大和総研作成

## 名目国内総支出(兆円)

年度	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
名目GDP	513.0	489.5	473.9	480.1	473.3	476.1	483.7	497.1	510.2	523.5	533.4	544.5	556.0	569.1	583.1	599.0
(前年比%)	0.8	-4.6	-3.2	1.3	-1.4	0.6	1.6	2.8	2.6	2.6	1.9	2.1	2.1	2.3	2.5	2.7
国内需要	505.0	491.1	469.6	475.8	479.6	487.7	496.3	504.7	518.2	532.4	543.3	555.0	566.4	578.6	591.4	606.4
(前年比%)	0.6	-2.7	-4.4	1.3	0.8	1.7	1.8	1.7	2.7	2.7	2.0	2.2	2.0	2.2	2.2	2.5
民間最終消費	294.7	288.1	284.2	284.7	287.3	288.6	290.7	297.5	304.8	312.3	317.6	322.7	327.8	333.5	339.6	346.5
(前年比%)	0.5	-2.2	-1.4	0.2	0.9	0.5	0.7	2.3	2.5	2.4	1.7	1.6	1.6	1.7	1.8	2.0
民間住宅投資	16.4	16.5	12.6	12.9	13.5	14.2	14.6	14.5	14.1	13.8	13.6	13.6	13.5	13.6	13.6	13.6
(前年比%)	-12.9	1.1	-23.5	2.3	4.2	5.3	2.7	-0.6	-2.7	-2.0	-1.4	-0.5	-0.1	0.4	0.1	0.0
民間設備投資	76.8	71.0	60.7	61.9	63.8	63.6	65.9	68.7	71.4	74.8	78.0	81.6	84.7	87.8	91.1	94.9
(前年比%)	2.9	-7.6	-14.5	1.9	3.1	-0.4	3.7	4.2	4.0	4.8	4.3	4.6	3.8	3.6	3.8	4.2
民間在庫増減	1.7	1.3	-5.0	-0.5	-2.8	-1.1	-0.8	0.1	-0.2	1.3	1.0	0.9	1.2	1.2	1.6	1.8
政府最終消費	93.3	92.9	94.2	95.6	96.8	99.2	100.3	102.4	105.9	107.9	110.0	112.7	114.7	117.3	119.4	122.6
(前年比%)	1.4	-0.4	1.4	1.4	1.3	2.5	1.1	2.2	3.4	1.8	2.0	2.4	1.8	2.3	1.7	2.7
公的固定資本形成	22.1	21.2	22.8	21.3	21.0	23.1	25.6	21.5	22.0	22.2	22.9	23.5	24.3	25.1	26.0	27.0
(前年比%)	-3.0	-4.0	7.7	-6.5	-1.6	10.1	10.6	-16.0	2.3	1.1	2.8	2.8	3.2	3.4	3.7	3.6
公的在庫増減	0.1	0.1	0.0	-0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
財貨・サービス輸出	92.4	78.6	64.5	73.8	70.9	70.3	73.5	76.5	79.2	82.6	87.5	92.2	96.5	101.0	106.1	111.6
(前年比%)	10.0	-15.0	-17.9	14.4	-3.9	-0.8	4.4	4.1	3.5	4.3	6.0	5.4	4.6	4.7	5.1	5.2
財貨・サービス輸入	84.4	80.2	60.2	69.5	77.3	81.9	86.1	84.1	87.2	91.4	97.3	102.8	106.8	110.6	114.4	119.0
(前年比%)	9.7	-4.9	-25.0	15.5	11.2	6.0	5.0	-2.2	3.6	4.8	6.4	5.6	4.0	3.5	3.5	4.0

## 実質国内総支出(2005年連鎖価格、兆円)

年度	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
実質GDP	525.5	505.8	495.6	512.3	513.7	518.7	529.5	535.1	544.9	553.0	560.2	568.0	575.6	583.9	592.1	601.4
(前年比%)	1.8	-3.7	-2.0	3.4	0.3	1.0	2.1	1.1	1.8	1.5	1.3	1.4	1.3	1.4	1.4	1.6
国内需要	506.9	493.1	482.2	494.9	501.4	513.2	524.7	524.2	533.3	541.4	548.7	556.6	563.3	570.2	576.7	584.8
(前年比%)	0.6	-2.7	-2.2	2.6	1.3	2.4	2.2	-0.1	1.7	1.5	1.3	1.4	1.2	1.2	1.1	1.4
民間最終消費	297.4	291.4	295.1	300.0	304.7	307.3	310.3	310.5	314.8	317.8	320.5	322.7	324.7	326.9	329.0	331.8
(前年比%)	0.8	-2.0	1.2	1.7	1.6	0.9	1.0	0.1	1.4	1.0	0.9	0.7	0.6	0.7	0.7	0.9
民間住宅投資	15.7	15.5	12.3	12.5	13.0	13.8	14.2	13.7	13.1	12.6	12.3	12.1	11.9	11.8	11.7	11.5
(前年比%)	-14.5	-1.1	-21.0	2.2	3.7	6.2	2.8	-3.8	-4.3	-3.9	-2.4	-1.5	-1.2	-0.8	-1.3	-1.4
民間設備投資	77.0	71.1	62.5	64.8	67.4	68.2	71.5	74.4	77.2	80.5	83.6	87.0	89.9	92.4	94.9	97.7
(前年比%)	3.0	-7.7	-12.0	3.6	4.1	1.1	4.9	4.1	3.7	4.3	3.9	4.1	3.2	2.8	2.7	2.9
民間在庫増減	1.8	1.8	-5.0	-0.3	-2.7	-1.0	-0.8	0.2	-0.1	1.2	1.0	0.9	1.1	1.2	1.5	1.6
政府最終消費	93.8	93.4	96.0	97.9	99.3	102.9	104.8	106.0	109.0	110.2	112.1	114.5	116.1	118.1	119.4	121.8
(前年比%)	1.2	-0.4	2.7	2.0	1.5	3.6	1.8	1.1	2.8	1.1	1.7	2.2	1.4	1.7	1.1	2.0
公的固定資本形成	21.3	19.8	22.1	20.7	20.2	22.4	24.8	20.2	20.3	20.1	20.5	20.8	21.1	21.5	22.0	22.4
(前年比%)	-4.9	-6.7	11.5	-6.4	-2.3	10.7	10.8	-18.8	0.7	-0.9	1.6	1.5	1.8	1.8	2.0	1.9
公的在庫増減	0.0	0.0	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
財貨・サービス輸出	88.4	79.0	71.3	83.7	82.3	81.3	84.0	89.6	94.3	98.1	103.2	108.6	113.3	118.5	124.3	130.8
(前年比%)	9.4	-10.6	-9.7	17.3	-1.7	-1.3	3.4	6.6	5.3	4.0	5.2	5.2	4.3	4.6	4.9	5.3
財貨・サービス輸入	70.1	66.8	59.6	66.8	70.3	75.9	79.1	78.5	81.9	85.1	89.5	94.0	97.1	100.1	103.4	107.7
(前年比%)	2.4	-4.7	-10.7	12.1	5.2	8.0	4.1	-0.8	4.3	4.0	5.2	5.0	3.3	3.1	3.3	4.2

## デフレーター(2005年連鎖価格)

年度	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
GDPデフレーター	97.6	96.8	95.6	93.7	92.1	91.8	91.3	92.9	93.6	94.7	95.2	95.9	96.6	97.5	98.5	99.6
(前年比%)	-1.0	-0.9	-1.2	-2.0	-1.7	-0.3	-0.5	1.7	0.8	1.1	0.6	0.7	0.8	0.9	1.1	1.1
国内需要	99.6	99.6	97.4	96.1	95.7	95.0	94.6	96.3	97.2	98.3	99.0	99.7	100.5	101.5	102.6	103.7
(前年比%)	-0.1	0.0	-2.2	-1.3	-0.5	-0.7	-0.5	1.8	0.9	1.2	0.7	0.7	0.8	0.9	1.1	1.1
民間最終消費	99.1	98.9	96.3	94.9	94.3	93.9	93.7	95.8	96.8	98.3	99.1	100.0	101.0	102.0	103.2	104.4
(前年比%)	-0.4	-0.2	-2.6	-1.5	-0.6	-0.4	-0.3	2.3	1.1	1.5	0.8	0.9	1.0	1.1	1.2	1.2
民間住宅投資	104.2	106.5	103.1	103.2	103.7	102.7	102.6	106.0	107.8	110.0	111.1	112.2	113.5	114.9	116.5	118.2
(前年比%)	1.8	2.2	-3.2	0.2	0.5	-1.0	-0.1	3.3	1.7	2.0	1.0	1.0	1.1	1.3	1.4	1.4
民間設備投資	99.8	99.9	97.1	95.5	94.6	93.2	92.2	92.2	92.5	93.0	93.3	93.7	94.3	95.0	96.0	97.2
(前年比%)	-0.1	0.2	-2.8	-1.7	-0.9	-1.4	-1.2	0.1	0.3	0.5	0.4	0.4	0.6	0.8	1.0	1.2
政府最終消費	99.4	99.4	98.2	97.6	97.4	96.3	95.6	96.6	97.2	97.9	98.2	98.5	98.9	99.4	100.0	100.6
(前年比%)	0.2	0.0	-1.2	-0.6	-0.2	-1.1	-0.7	1.0	0.6	0.7	0.3	0.3	0.4	0.5	0.6	0.7
公的固定資本形成	103.9	106.8	103.2	103.1	103.8	103.2	103.0	106.6	108.2	110.4	111.7	113.2	114.8	116.5	118.5	120.5
(前年比%)	2.0	2.9	-3.4	-0.1	0.7	-0.5	-0.2	3.4	1.6	2.0	1.2	1.3	1.4	1.5	1.7	1.7
財貨・サービス輸出	104.6	99.5	90.4	88.2	86.2	86.6	87.4	85.4	84.0	84.2	84.7	84.9	85.1	85.3	85.4	85.3
(前年比%)	0.5	-4.9	-9.1	-2.5	-2.3	0.4	1.0	-2.3	-1.7	0.2	0.7	0.2	0.3	0.1	0.1	-0.1
財貨・サービス輸入	120.4	120.2	101.0	104.0	109.9	107.9	108.8	107.2	106.5	107.4	108.7	109.3	110.0	110.4	110.6	110.4
(前年比%)	7.1	-0.2	-16.0	3.0	5.7	-1.9	0.9	-1.5	-0.7	0.8	1.2	0.6	0.6	0.4	0.2	-0.2

(注) 2011年度までは実績。

(出所) 大和総研作成

## 供給・資産

年度	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
潜在GDP(2005年連鎖価格 兆円)	522.3	516.5	520.3	527.4	526.5	528.2	533.0	536.1	541.8	547.3	551.9	557.0	562.2	568.2	574.5	581.5
労働生産性(時間当たり 円)	4,409	4,359	4,407	4,521	4,531	4,575	4,668	4,729	4,813	4,885	4,956	5,030	5,104	5,180	5,254	5,335
(前年比%)	2.0	-1.1	1.1	2.6	0.2	1.0	2.0	1.3	1.8	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.4	1.5
総実労働時間(年間一人当たり 時間)	1,803	1,768	1,741	1,757	1,762	1,761	1,764	1,763	1,765	1,766	1,768	1,771	1,774	1,778	1,781	1,785
(前年比%)	-0.5	-2.0	-1.5	0.9	0.3	-0.1	0.2	-0.1	0.1	0.0	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
労働力率(%)	60.4	60.2	59.9	59.7	59.2	59.0	58.7	58.5	58.3	58.3	58.1	57.9	57.8	57.7	57.6	57.6
企業部門・純資本ストック(2000年価格 兆円)	1,042	1,045	1,040	1,036	1,032	1,029	1,028	1,030	1,035	1,041	1,049	1,059	1,070	1,083	1,096	1,110
(前年比%)	0.8	0.4	-0.5	-0.3	-0.3	-0.4	-0.1	0.2	0.4	0.6	0.8	1.0	1.1	1.1	1.2	1.3
家計金融資産(兆円)	1,520	1,469	1,493	1,501	1,494	1,494	1,493	1,494	1,496	1,501	1,506	1,512	1,519	1,529	1,541	1,553
(対名目GDP比%)	296	300	315	313	316	314	309	300	293	287	282	278	273	269	264	259
対外資産(兆円)	623	573	595	606	625	634	641	643	643	651	660	663	668	673	679	682
(対名目GDP比%)	121	117	125	126	132	133	132	129	126	124	124	122	120	118	116	114
対外純資産(兆円)	244	236	263	252	253	260	264	258	256	262	268	270	274	277	281	283
(対名目GDP比%)	47.6	48.1	55.4	52.5	53.5	54.6	54.7	52.0	50.2	50.0	50.2	49.6	49.2	48.7	48.2	47.3
東証株価指数(TOPIX)	1,556	1,057	904	885	792	797	838	872	947	1,027	1,090	1,164	1,244	1,339	1,446	1,574
(前年比%)	-5.4	-32.0	-14.5	-2.2	-10.5	0.7	5.2	4.0	8.5	8.5	6.1	6.7	6.9	7.6	8.0	8.8
全国地価指数(全用途、2000年=100)	64.2	62.9	59.9	57.3	55.1	54.9	57.3	57.3	58.5	58.5	58.1	59.3	60.9	62.5	63.9	65.3
(前年比%)	-0.9	-2.0	-4.8	-4.3	-3.8	-0.4	4.4	0.0	2.1	-0.1	-0.6	2.1	2.6	2.7	2.3	2.0

## 前提条件

年度	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
全世界成長率(購買力平価、前年比%)	4.7	1.9	0.8	4.8	3.7	3.3	3.5	3.7	3.7	3.7	3.8	3.7	3.6	3.6	3.7	3.8
原油価格(WTI、US\$/BBL)	82.2	85.9	70.7	83.4	97.3	91.0	96.0	102.9	106.3	108.7	111.0	113.4	115.7	118.1	119.9	121.8
(前年比%)	26.7	4.5	-17.7	17.9	16.7	-6.5	5.5	7.2	3.3	2.2	2.2	2.1	2.1	2.0	1.6	1.5
総人口(100万人)	127.8	127.7	127.5	128.1	127.8	127.5	127.3	127.1	126.9	126.6	126.2	125.8	125.3	124.9	124.3	123.8
(前年比%)	0.0	-0.1	-0.1	0.4	-0.2	-0.2	-0.1	-0.2	-0.2	-0.2	-0.3	-0.3	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4
15歳-64歳(100万人)	83.1	82.5	81.9	81.6	81.2	80.3	79.1	77.9	76.9	76.0	75.3	74.6	74.0	73.4	72.8	72.4
65歳以上(100万人)	27.5	28.3	29.1	29.5	29.8	30.7	31.9	33.1	34.0	34.7	35.3	35.8	36.1	36.4	36.6	36.7
65歳以上人口比率(%)	21.5	22.2	22.8	23.0	23.3	24.1	25.0	26.0	26.8	27.4	28.0	28.4	28.8	29.2	29.4	29.7
消費税率(%)	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	8.0	9.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
法人実効税率(%)	39.5	39.5	39.5	39.5	39.5	39.5	39.5	39.5	34.5	34.5	34.5	34.5	34.5	34.5	34.5	34.5
厚生年金保険料率(%)	15.7	16.1	16.4	16.8	17.1	17.5	17.8	18.2	18.3	18.3	18.3	18.3	18.3	18.3	18.3	18.3

(注) 2011年度までは実績(ただし2011年度は一部予想)。

(出所) 大和総研作成

## はじめに

2012年7月27日に発表した当社の日本経済中期予測を改訂した。4回目となる今回の予測では、足元半年間で変化した国内外の情勢を予測に反映させているが、今回の最大のイベントは、2012年12月の衆議院選挙の結果、約3年3ヵ月ぶりに政権が交代したことであろう。安倍新政権が推し進める大胆な金融緩和や機動的な財政出動、成長戦略など、いわゆるアベノミクスへの関心が高まっており、転換点を迎えた金融政策や円安動向にも焦点を当てている。

2012年の日本の貿易赤字は6.9兆円と、第2次石油ショックで原油価格が高騰した1980年を上回り、過去最大に膨らんだ。1981年から30年間輸出立国として成長してきたが、当面は赤字傾向が続くとみられる。天然資源の乏しい日本では、国内で賄えないエネルギー源を海外に依存する他ないが、東日本大震災に伴う原発問題を受けてエネルギー問題はより切迫した課題になっている。今回の予測では、依然として解決に程遠い電力・エネルギー問題を取り上げて、アベノミクスを構成する「三本の矢」の一つ、成長戦略の視点からエネルギー政策を分析する。

前回発表から足元までを振り返ってみると、世界経済に関しては、ソブリン問題に揺れる欧州や景気減速感が強まっていた新興国では、当局の対応によって変化がみられる。欧州では、スペインがソブリン危機の渦中に置かれたが、ECBが9月に新たな国債買取プログラムを公表したのを機に金融市場は沈静化にむかっている。だが、欧州経済そのものは緊縮財政の長期化によって緩やかな景気後退局面が続いており、米中など海外の景気回復頼みの面が強い。2012年の中国経済は13年ぶりの低成長となったが、金融緩和などの政策対応が徐々に効果を発揮し、足元では景気の底入れ・安定化の兆しがみられる。2013年は前年を上回る成長が期待されるが、中国の新指導部は、貧富の格差解消などバランスの取れた政策運営を進める必要があり、これまでのような投資に過度に依存した高成長を持続させることは難しいだろう。ただ、新興国の中では中国は相対的に明るく、より低成長に陥ったインドは底入れが見通せない。中長期的には新興国が「成長の壁」を無難に打破できるか慎重にみておく必要があるだろう。緩やかな景気回復を辿ってきた米国は、懸案だった財政の崖からの転落をぎりぎり回避し、不透明要因が解消されたかのように見える。だが、財政問題は先送りされた面もあり、再選を果たしたオバマ大統領はねじれ議会と協議しながら、本格的な改革に取り組まなければならない。今回の世界経済の想定は前回から下方修正し、より保守的な見通しになっている。一方、夏場まで復興需要を背景に緩やかに回復していた日本経済は、世界景気の減速に加えて、エコカー補助金の終了に伴う反動や日中関係の悪化による輸出の落ち込みで、弱い動きが続いていた。足元で一部下げ止まりの兆しがみられるが、海外の状況改善に期待する点は欧州と同じである。

本予測の構成は次の通りである。まず、1.では世界経済の枠組みを示した上で、今後10年間の日本経済の見通しを述べる。2.では転換点を迎えた金融政策と円安が物価に与える影響について、シミュレーション結果を提示しながら分析している。3.では政府によるエネルギー政策が適切に行われれば、エネルギーの効率化・多様化が成長戦略につながる可能性を指摘している。4.では大和中期マクロモデルを用いて消費増税や円高など4つのシナリオのもとで日本経済がどの程度影響を受けるのかをシミュレーションする。

## 1. 今後 10 年の世界経済と日本経済

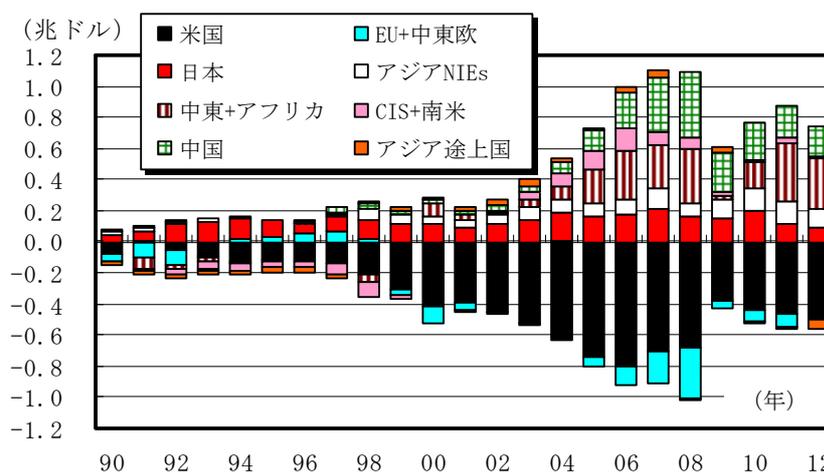
### (1) 今後 10 年間の世界経済

#### ① グローバル・インバランスのもとで拡大した世界経済

2008 年 9 月のリーマン・ショックから 4 年以上が経過した。しかし、残念ながら世界経済は未だに低成長から脱することができず、安定成長軌道に乗ることもできていない。IMF によると、世界経済の実質 GDP 成長率は 2000～07 年平均で 4.2%であったが、2008～12 年は同 2.8%と伸び率が 3 分の 2 にとどまっている。

2000 年代に入り、とりわけ顕著になった経済構造がグローバル・インバランスである。すなわち、世界貿易が米国の需要に依存する形で拡大すると同時に、経常収支黒字国の余剰資金の多くが米国債券市場へ向かうという財と資金の循環構造である。米国の経常赤字は 1980 年代に平均 780 億ドル、1990 年代に同 1,230 億ドルであったが、2000～07 年には同 5,840 億ドルまで拡大した（図表 1-1）。米国の旺盛な消費需要の恩恵を受けた地域は主にアジア新興国と産油国であり、その多くがドルに対して固定的な為替レートを採用している。貿易と通貨の関係から考えると、膨大な黒字（赤字）を計上した国の通貨には増価（減価）圧力がかかり、黒字国（赤字国）の国際競争力が低下（上昇）することで収支は均衡しようとする。しかし、黒字国の中央銀行は対ドルレートを維持するために市場介入し、自国通貨の増価圧力を相殺するようにドル買いを進めたため、その資金でもって米国の借金が安定的にファイナンスされた。

図表 1-1 地域別にみた経常収支の推移



(注) アジア途上国：中国を除く、CIS+南米：ロシア、ブラジルを含む。

(出所) IMF資料より大和総研作成

#### インバランスに影響を及ぼした需要面と供給面

グローバル・インバランスは需要面と供給（生産）面の双方から影響を受けて拡大した。需要面では、米国の過剰消費が挙げられる。住宅価格と株価の上昇によって家計の購買力が高ま

った。米国では所得階級で上位 2 割の階層が所得全体の約 5 割を稼ぎ、消費全体の約 4 割を占める構造であるため、GDP の約 7 割を占める個人消費支出は資産効果の影響を受けやすい。またアジアや産油国などから入ってくる資金が長期金利の上昇を抑えたため、旺盛な消費や投資に拍車をかけた。

供給面では、IT 技術の高度化や、労働市場としての新興国の存在感の高まりが挙げられる。IT 技術は通信時間や生産コストを削減しただけでなく、工作機械と IT が融合することで以前は高度な技術力を必要とした製造が容易になった。それは先進国に比べて技術の蓄積が少ない新興国でも、品質を保ちつつ大量生産することを可能にした。さらに、中国の WTO 加盟（2001 年 12 月）に象徴されるように、世界のモノづくりに安価な賃金で参加する労働者が劇的に増加した。その結果、企業はモノ、ヒト、カネといった生産に必要な要素を調達する際の効率性が格段に向上し、最適な配置ができるようになった。

このような貿易構造は、米国経済が堅調である限りは好循環を生み出し続けることができた。安定的な需要の増加は世界経済の振幅を縮小させ、新興国などの設備投資を促し、国際的なモノやカネの流れを拡大させる。つまり、米国をエンジンとして世界経済が一体化したのが 2000 年代と言える。これまで経済の局面によっては、いわゆるデカップリング論がアドホックに登場してきたが、中長期のトレンドはむしろ世界経済のカップリングである。

実際、1990 年代から 2000 年代にかけての実質経済成長率の相関を各国（地域）間で確認すると、1990 年代には成長率の相関がマイナスの関係もみられ、また、プラスにしるマイナスにしる、高い相関係数はあまり観察されない<sup>4</sup>。ところが 2000 年代になると、マイナスの相関をもつ関係はみられなくなり、相関の度合いがかなり高まっている。1990 年代から 2000 年代にかけての変化でカップリングの程度が強まった事例を挙げると、日本は米国や中東欧との、米国は日本、アジア NIEs、中東・北アフリカとの、中国は EU、ロシア、中東・北アフリカとの関係強化がみられる。

## ② 2012 年の世界経済状況

### 同じパターンを繰り返す米国の回復力

住宅バブル・金融危機の震源地だった米国経済は 2009 年後半から景気回復局面に入り、足元で 3 年半にわたって拡大している。ただ、この間の成長は必ずしも順調とはいえず、四半期ごとの GDP 成長率は前期比年率 -0.1% から +4.1% までと非常にボラティルに変動してきた。一年間の株式市場の動きをみても、似たようなパターンを繰り返している。つまり、年末から春にかけては楽観的な見方が強まるものの、様々な外的ショックによって 4~5 月頃から調整入りし夏から秋にかけて大きく下落、景気の現状認識や先行きに対する見方が悲観的になる。そして、政策対応を求める声が市場で強まり、冬になると、過度な悲観論が後退するというパターンを 3 度も繰り返してきた。ねじれ議会のもとでは有効な財政政策は難しく、金融政策に過度

<sup>4</sup> 世界経済のシンクロ化については、日本経済中期予測（2012.1）1.（1）世界経済の変調 を参照。

の期待・負担がかけられたのである。

このようなパターンを演出した直接的な要因は、米国内というよりは海外、とりわけ欧州のソブリン問題そしてそれに伴う金融市場の混乱といえるだろう。従って、米国からすれば海外要因に振り回されていい迷惑だったかもしれないが、欧州の危機（財政悪化）の一因は、米国発の住宅バブル崩壊に伴う金融危機に対処した結果であり、米国自身が全く無関係とはいえないだろう。また、海外要因に攪乱されるほど国内の回復力が脆弱だったという体質も大きなポイントである。通常の景気回復の半分程度のペースにとどまっている背景には個人消費の弱さが挙げられ、住宅バブル崩壊の後遺症に苦しんできたといえよう。ただ、過去 3 年間の各調整期間を比較すると、株式市場が元値に戻るのに要する時間は短くなっており、学習効果のためか、米国市場の外的ショックに対する耐性はそれなりに高まってきたとみられる。

### 景気後退が続く欧州

一方、この間、欧州のソブリン問題は徐々に質的な変化もみせている。相変わらずギリシャが根本的に解決していない現状だが、財政再建の道を急ぐ欧州各国は財政緊縮策を取っており、その副作用に苦しんでいる。つまり、景気の下押し要因となって成長率が低迷、2011 年 Q4 以降、4 四半期連続でマイナス成長に陥っている。債務問題への対処の過程で打撃を受けた金融機関の貸し渋りなど信用収縮の影響が実体経済にも及んでおり、経営が悪化した金融機関への救済措置が国の財政状態を一段と悪化させるという、スパイラル的な悪循環をみせてきた。

だが、2012 年に入って、9 月に ECB が最後の砦となる形で対策（新たな国債買取プログラム、OMT）を打ち出した。OMT は、財政懸念で国債利回りが高騰した国に対する救済措置で、財政再建計画の遂行を条件に当該国の残存 1~3 年の国債を無制限に買い支えるプログラムである。また、発行市場で国債購入に当たる欧州安定メカニズム（ESM）も当初よりは遅れたが、10 月に発足した（ECB の国債購入は流通市場に限定される）。実際の効果は不透明だが、市場の不安心理を沈静化させるには十分だったようで、高水準にあったスペインやイタリアの国債利回りは顕著に低下し、年末にはスペインは 5%、イタリアは 4%まで下がった（いずれも 10 年国債利回りの水準）。

欧州経済の悪化が世界経済全体に負の影響を強めたのが 2012 年の特徴であろう。すなわち、米国から欧州向けの輸出が落ち込んだだけでなく、同じく欧州向けの悪化に直面した中国など新興国景気が減速したために、米国から新興国向けの輸出が伸び悩み、オバマ大統領が掲げた輸出倍増計画（5 年間で輸出額を 2 倍にする）の実現はおぼつかない状況である。また、グローバルに展開している米国企業ほど売上の伸び悩みや業績不振につながっているとみられる。このような世界全体の減速感、先行きに対する不透明感が、2012 年夏場から秋にかけて市場の重しになったのである。

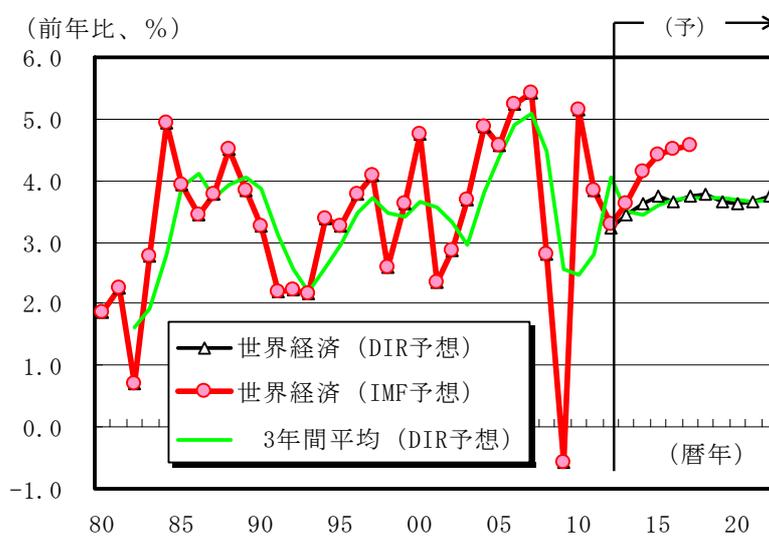
新興国地域では、欧州との結びつきの濃淡によって影響に差異があり、政策の余裕がある国では景気対策が実施され、例えば中国などは足元底打ちの兆しをみせている。IMF は改訂した世界経済見通し（2012 年 10 月及び 2013 年 1 月）において、ほとんどの国・地域の 2013 年の予想成長率を以前から引き下げたが、それでも 2012 年よりも 2013 年の方が高くなっている国・地

域が多い。ただ、Fed が大手金融機関に課する 2013 年のストレステストでは、最悪の景気悪化シナリオとして、米国自身の深刻な景気後退に加えて、中国経済の大幅な減速に起因する世界経済の悪化をダウンサイドリスクに想定している。一年前の同テストでは、欧州経済の悪化・金融市場の混乱がリスク要因だったが、今回はやや様変わりし、それだけ中国の存在が無視できなくなっている証左といえよう。

### ③ 世界経済の想定 ～ 前回予測から大幅に下方修正

今回の中期予測で想定する世界経済の今後 10 年間（2013～22 年）の平均成長率は 3.7%であり（図表 1-2）、上期平均で 3.6%、下期平均で 3.7%と予測期間後半にかけて成長率が僅かに高まる想定である。金融危機前（2003～07 年）の平均 4.8%には遠く及ばないが、堅調に推移するだろう。ただ、2012 年 7 月時点の前回予測（平均 4.2%）に比べると 0.5%pt 下方修正している。予想の蓋然性が高いであろう 2013～14 年に限ると前回の 3.9%から 3.5%に引き下げているが、残りの期間でも年平均 4.2%から 3.7%へ下方修正しており、足元だけではなく、予想期間全般にわたって世界経済の成長率を大きく下方修正した点が今予測のポイントである。

図表 1-2 世界経済の見通し



(注) 購買力平価ベース。

(出所) IMF資料 (World Economic Outlook, 2012 Oct.) より大和総研作成

### IMF 見通しとのかい離

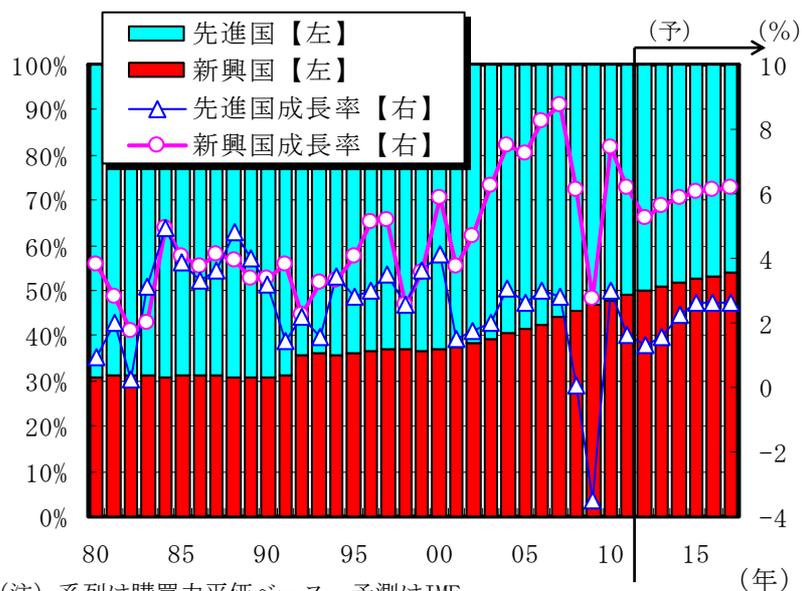
2012 年 10 月に改訂された IMF の世界経済見通しでは 2013～17 年の世界経済を平均 4.25%成長と見込んでおり、当社の想定よりも 0.6%pt ほど高い<sup>5</sup>。特に、IMF は緩やかに成長が加速す

<sup>5</sup> 但し、IMF は 2017 年までしか予想数字を発表していないことから、IMF との比較は基本的に 2013～17 年をベースにしている。また、2013 年 1 月に、IMF は直近の情報を踏まえて 2013～14 年の世界経済成長率の予想を見直し、2012 年 10 月時点から小幅に下方修正している。具体的には、2012 年を 10 月時点の 3.6%から 0.1%pt 引き下げて 3.5%に、2013 年も 4.1%から 0.1%pt 引き下げて 4.1%と予想（四捨五入の関係で一致せず）。

るとみていることから、予想期間後半ほどかい離幅が拡大している。当社の慎重な見方との差異がどこで生じているかをみると、まず、ユーロ圏やイギリスなど欧州経済については、IMFの想定の方がやや高いものの、ウェイト付けすると全体のかい離幅の1割未満しか説明しない。それよりも米国経済に関しては、IMFが3.0%予想であるのに対して当社は2.4%予想とかなり低く、全体のかい離幅の約2割は米国経済の見方の相違で生じている計算だ。結局、先進国・地域（Advanced Economies）合計ではかい離幅の約1/3を占め、残りの約2/3は新興市場および途上国・地域（Emerging Market and Developing Economies、以下、新興国）で発生していることになる。世界経済における購買力平価（PPP）ベースでのシェアが前者は47.5%、後者は52.5%で構成されている点を考慮すると、当社が、新興市場および途上国・地域の成長率をより慎重に見積もっているといえよう。米国に匹敵するシェアを持つ中国で約0.2%pt、ラテンアメリカやASEAN・インドを含んだアジア途上国（中国を除く）などが残りを説明する計算である。

IMFによると、世界全体に占める新興国経済のシェア（PPPベース）は90年代を通じてほぼ横ばいだったが、2000年代に入ると徐々に高まり始め、2012年時点では半分弱を占めている（図表1-3）。過去10年余りにわたって、新興国が先進国よりもパフォーマンスが高い（成長率が高い）という関係性が続いてきた結果といえよう。特に、金融危機の際にはパフォーマンスの差が拡大し、中国をはじめとする新興国の重要さが一段と増した。IMFの想定では今後も新興国の上昇トレンドは継続し2017年にはシェアが4%pt以上高まる。果たして新興国経済がこれまで同様の勢いを保つことができるかが、大きなポイントになる。

図表1-3 新興国は高成長を維持できるか



### 新興国に立ちはだかる「成長の壁」

従来よりも想定を引き下げたとはいえ、世界経済の構図が崩れるようなリスクは顕在化しな

いことを前提にしている。投資主導の成長を遂げてきた新興国への資本流入にしても、度合いは鈍かろうが、続くことが前提である。確かに、リスク許容度が低下し短期資金のみならず直接投資の引き揚げが起きれば、新興国は世界の成長エンジンとして期待できなくなる。ただ、アジア通貨危機のときとは異なり、新興国はこの10年間で膨大な外貨準備を積み上げることに成功し、ショックへの対応力を身につけている。また、IMFによると、新興国への直接投資は2012年に前年比で3年ぶりに減少したが、2013年は下げ止まり高水準を維持すると見込まれている。

欧米日など主要な先進各国は、財政規律を維持して債務残高の削減に取り組む姿勢を中長期にわたって示していく必要がある一方、一部の新興国では、経済発展に伴って着実に賃金上昇率が高まっており、従来の、労働集約型の製造業などに依存した経済成長では限界が来よう。つまり、生活水準（1人当たりGDP）が一定のレベルになると、生産技術はキャッチアップしているにもかかわらず賃金インフレなどによって成長が難しくなる「成長の壁」が新興国にはみられる。また、国内の格差問題にうまく対処しないとさらなる成長が難しくなることも考えられよう。従って、「成長の壁」を打破するための産業構造の転換と創造性の向上が不可欠になっていくと見込まれる。新興国の成長全般をやや低めに想定している背景には、このような転換が必ずしもスムーズにはいかないのではないかという懸念があり、世界経済全体も前回より保守的な見通しになっている。

#### ④ 短期的な見方 ～ 欧州を中心に

##### 愚直に続ける緊縮財政

米国の住宅バブル崩壊を端とする金融危機（リーマン・ショックが一つのピーク）、そして、それに続く、1920年代の大恐慌以来といわれた深刻な世界同時不況を乗り越えるために、世界各国は協調しながら様々な金融・財政政策を実施してきた。この結果、世界経済は2009年の0.6%のマイナス成長から2010年はプラス5.1%へ立ち直ることができたが、その後の展開をみると、必ずしも各国が順調に成長してきたとはいえないだろう。

特に、ソブリン問題に揺れる欧州経済（ユーロ圏）では2011年Q4以降、4四半期連続でマイナス成長と緩やかな景気後退局面が続いている。個人消費、続いて設備投資の回復にブレーキがかかった。依然として生産が弱く、輸出は足踏み状態である。そもそも欧州の危機は、ギリシャで2009年10月に実施された総選挙の結果を受けた政権交代によって、過去の財政赤字の数字が虚偽であると判明したことが端緒であった。そもそもユーロに参加するには「財政赤字額GDP比3%以内」や「債務残高GDP比60%以内」という財政規律をクリアする必要があり、順守する義務があった。だが、世界同時不況に対応するために、ドイツでさえ3%超になってしまったことから一時的に条件を緩和したうえで、各国が緊縮政策で財政赤字を減らそうと努力している最中に、上記のギリシャ問題が表面化した。これにより、ギリシャという国の信用力が著しく低下し、価値を失ったギリシャ国債を保有していた欧州を中心とした金融機関は大きな損失を抱えたことから、資産内容が悪化し金融システムの不安定化を招いた。資金調達難に

陥った金融機関を救済するために、各国の財政赤字が一段と膨らむ羽目になった。各国とも財政赤字・債務残高は膨らんでおり、欧州の債務懸念が急速に広がる素地があった。2010年はポルトガルやアイルランドの格下げ、2011年にはイタリア、スペインなどにも波及し、2012年は特にスペインに焦点があたった。

危機に対して、欧州各国は財政赤字をGDP比3%以内に抑制するために、歳入増と歳出削減を図っている（米国で概ね回避された「財政の崖」を粛々と実施していると思えばよいだろう）。具体的な歳入増としてはVAT（付加価値税）の引き上げの他に、所得やガソリン、資産売却益、不動産に対する増税が挙げられ、主な歳出削減措置は公務員の給与凍結や賞与カット、年金支給の削減などである。このように、緊縮財政政策に取り組んで信用力の回復に努めてきたが、危機の連鎖に伴って欧州全般における緊縮政策は長期化している。特に、スペインやイタリアなど一層の緊縮を余儀なくされた国ほど経済成長を犠牲にしてきた面が強い。つまり、可処分所得の減少を強いられた公務員を含めた家計は消費支出を抑制するだろうし、個人消費の低迷を受けて企業マインドは冷え込み、設備投資にも慎重になろう。

また、低迷する域内の貿易比率が高いうえに、新興国の景気減速によって頼みの綱の外需の回復が遅々としていることもマイナス要因である。但し、新興国からすると欧州向けの輸出が落ち込んでいる点が響いており、両者の間で負のスパイラルが生じている格好だ。当然ながら、企業は採用活動も控えるだろうから、ユーロ圏全体の失業率上昇は止まらず、過去最高水準を更新している。なかでもスペインは約4人に1人が失業者という深刻な状態である。対照的に、堅調なドイツの失業率は5%台と過去最低水準で推移するなど、同じユーロ圏内に両極端の状況が存在するわけで、1つの金融政策で舵取りするのは容易ではない。もっとも、ドイツの輸出の4割がユーロ圏向けであるため、加盟国の多くで景気が低迷していることはドイツからの輸出減少につながっており、景気減速を完全に免れているわけではない。

## 国民の不満が暴発するリスク

一連の痛みを伴う政策や景気低迷に対する国民の不満は強まっており、選挙などを通じて顕在化し政治の混乱がリスク要因になろう。2012年のギリシャの混乱も5月に実施された総選挙の結果、これまでの取り組み・既定路線を覆そうとする動きに対して、市場が大きな懸念を示したことに他ならない。ギリシャのユーロ圏からの離脱、さらにはユーロそのものの崩壊の可能性まで議論されたのである。また、フランスでも大統領選挙の結果、オランド大統領の率いる社会党政権が5月に誕生したが、緊縮財政の一環として、富裕層に対する課税強化の方針を打ち出したところ、重税感に反発する動き（一部の著名人による国籍変更の試み）がみられ、違憲判決が出たりと同政権は方針の修正を余儀なくされている。

政府サイドの対応を受けて、ECBが前述のセーフティネットを構築した結果、財政問題国の国債利回りは大幅に低下し、金融システムの不安から国際金融市場が動揺し世界経済が大きく下振れするという、テール・リスク（発生確率は小さいが、発生すると大きな損失をもたらす）に対する懸念は後退しているというのが市場の受け止め方である。但し、問題国が財政再建で

実効を上げるまでの時間稼ぎの側面は拭えない。また、銀行監督の一元化は一步前進だが、ユーロ共同債の具体化はこれからで、最終的な解決策の財政統合は相当先の話である。対策の具体化作業が遅れば、市場はネガティブに受け止め、リスク再燃の可能性が残ろう。

また、2013年2月下旬にはイタリアで、そして9月にはドイツで総選挙が予定されており、2012年のギリシャのような不安定要因にならないとは言い切れない。特に、再建途上のイタリアについては、モンティ政権が実施してきた緊縮財政路線が変更されるかどうかにかき市場の大きな注目が集まっている。だが、欧州において経済環境が絶対的によいはずのドイツでも、メルケル首相に対する支持率は高いものの、前哨戦となる州議会選挙（1月実施）において政権与党が敗北を喫するといった波乱もあり、リスク材料として無視することはできない。

従って、欧州問題が世界にとって下振れリスクとして警戒される状況は当面続こう<sup>6</sup>。また、財政・金融政策の余地が限られた中で、成長率を高め債務を圧縮するには生産性を高める必要があるが、それは一朝一夕にできることではない。ソブリン危機が再燃するリスクを抱えながらも、ECBの金融支援と不断の財政再建・競争力向上の努力を続けることで、非常に緩慢ながら成長率が徐々に高まっていくしかないだろう。

## イギリスのEU脱退の可能性

一方、イギリスでは、キャメロン首相が2015年の次期総選挙で勝利し政権を維持することを前提に、17年末までにEUからの離脱を問う国民投票を実施する方針を発表した。イギリスはEUに加盟している27カ国の一つだが、ユーロ圏には入っておらず、独自の通貨（ポンド）と中央銀行（イングランド銀行）を保持している（同様の主な国としては、デンマークやスウェーデン等が挙げられる）。国民投票自体はまだ先の話であり、実際に行われるかは不確実だ。イギリスが欧州大陸国との、権限の問題やEUの厳しい規制適用などを巡る交渉ごとで優位に立とうとする駆け引きの一つにすぎないという見方もあろう。ただ、イギリスが依然としてユーロ圏に加わっていないように、国内にEUに対する根強い反発や懐疑論があるのも事実。今回のソブリン問題をきっかけにユーロ圏では経済的、財政的な（政治的な）統合を模索する動きを強めており、イギリスの現在の立場とはかい離が大きくなる可能性がある。しかしながら、イギリスにとって、EUは重要な貿易相手で魅力のある市場であることから、EUに加盟しているメリットを簡単に放棄するとは考えにくい。昨年フォーカスされたギリシャのユーロ離脱云々とは趣が異なる問題だが、EUのなかでドイツ、フランスに次ぐ経済規模のイギリスが約束通りに国民投票を実施するとなれば、結果はどうであれ、不透明な要因になることは間違いない。

## ⑤ 短期的な見方 ～ 中国を中心に

### 底入れ・安定化の兆し

<sup>6</sup> 但し、Fedは2013年1月のFOMC後に発表した声明文で、「国際金融市場の緊張がやや緩和された」という認識を示し、欧州のソブリン問題を従来の「著しい下振れリスク」から「下振れリスク」に変更した。足元の市場環境の変化を反映させたともいえよう。

欧州経済の悪化は、頼みの綱の外需が新興国の景気減速を受けて遅々としていることも一つの要因だが、新興国の立場からすると、欧州向けの輸出が落ち込んでいる点が国内景気に響いて、在庫調整を余儀なくされ鉱工業生産の伸びが鈍化するということに、両者の間で負のスパイラルが生じている格好である。

2012年の中国の実質GDP成長率は7.8%と13年ぶりに8%割れとなり、輸出の鈍化と内需の勢いに陰りがみられた。政府の想定以上に減速した背景には、2008年11月の4兆元の大規模な景気対策の後始末や金融政策が後手に回ったこと、輸出の伸びが減速したことが挙げられる。ただ、四半期ベースでは2012年Q4が前年同期比7.9%増と8四半期ぶりに成長率が漸く上向いた。2012年に入ってから明確な金融緩和に加えて、省エネ製品への補助金支給などの消費促進策、鉄道建設や道路整備といった大型公共プロジェクトの認可加速など財政面の手当てもあって、景気の底入れ・安定化の兆しがみられる。不動産価格が再び上昇し始めるなどバブル再燃に警戒しながらの対応になっているが、中所得者向けの保障性住宅向け投資は2012～13年にかけて増加すると見込まれ、不動産開発投資を下支えるだろう。インフレ抑制による実質所得増加の効果もプラス材料として期待されている。2013年の実質GDP成長率は8%強と、2012年に比べて高めの成長を見込んでいる。

中国では、習近平・李克強体制がスタートしたばかりであり、今後10年間、最高指導者は代わらないとみられる。但し、5年後の党大会では、年齢制限のために習近平・李克強両氏を除く指導部の顔ぶれは変わる予定である。過去の指導者の影響が残る現在の体制よりも、5年後にどのような顔ぶれになりそうかが、今後の中国経済を占ううえでカギとなるだろう。ただ、当面は足元の経済環境への対応が重視され、住宅価格の高騰やインフレを回避しながら、雇用維持や経済の安定化をはかる必要がある。政府目標から大きく下振れすれば雇用不安に、上振れすれば投資過熱を招く恐れもあろう。

### 中国が解決しなければならない課題

一方、中長期的には、これまでの高成長からどの程度のスピード（巡航速度）に落ち着くか、安定成長にうまくシフトできるかがカギになる。「③ 世界経済の想定」で指摘したように、中国は「成長の壁」を打破できるか注目されている代表例である。実際、中国政府は2020年までに実質GDPを2010年比で2倍にするという目標を掲げており、計算上、2013～2020年にかけて年平均6.8%成長が必要になる。同時に、都市部・農村部住民の1人当たりの所得も2倍にするという目標も掲げているが、人口が増加する点を踏まえると、1人当たりで目標を達成するには若干高い伸び7.0%が必要になる。過去の実績、1982～1991年の平均成長率9.7%、1992～2001年の平均成長率10.4%、2002～2011年の平均成長率10.6%を踏まえると、7%前後の成長は難しくないように思われる。

しかし、全体（量）と1人当たり（質）を同時に求めることは、様々な不均衡を解消しなければならないために容易ではないだろう。中国が抱えている課題としては貧富の格差解消や過剰設備の解消などが挙げられ、投資や輸出に過度に依存した従来の成長パターンから、輸出の

高付加価値を図りつつ、個人消費主導の成長を目指すには、格差解消は必須の条件になろう。また、2012年、海外から中国への直接投資は3年ぶりに減少し、中国政府の目標に届かなかった。世界的な景気減速によって体力の落ちた海外企業が、中国の賃金コスト上昇や成長鈍化を受けて慎重になったとみられる。高齢化の進展や生産年齢人口の減少など今後予想される人口動態を踏まえると、長期的にみた中国の成長率は徐々に鈍化していくだろう。2020年以降で5～6%程度と想定されるなかでは<sup>7</sup>、中国にとって、今後10年の成長過程は非常に重要である。

## ⑥ 短期的な見方 ～ 米国は引き続き財政問題がネックに

### 住宅バブル崩壊の後遺症

冒頭で世界経済のカップリングが強まった点を指摘したが、見方を変えれば、米国経済が悪化すると急速に世界経済が不安定化するということでもある。住宅バブル期において、世界経済のエンジンである米国を動かしてきたガソリンは資産効果であり、持続可能な燃料ではなかった。住宅価格自体は2006年にピークアウトしていたが、サブプライム関連商品の損失が顕在化し始めたのは2007年になってからである。だが、2013年に入って公開された2007年当時のFOMC議事録によると、金融当局は年央まで住宅バブルやサブプライムローン問題を過小評価しており、対応の遅れがその後の金融危機を拡大させてしまった可能性がある。

サブプライム問題のマイナスの影響はプライムを含めた住宅セクターに、そして融資していた金融セクター全体に波及し、リーマン・ショック（2008年9月）を受けて株式市場は暴落した。企業だけでなく、住宅や金融資産などストックが毀損した家計も深刻なバランスシート調整に直面した。借金返済を優先した結果、設備投資や個人消費が手控えられ、自動車などメインストリートと呼ばれた実体経済に及んでしまい、さらには他の国々にまで伝播してしまった。

それから4年以上が過ぎ、漸く家計のバランスシート調整は終盤を迎えつつある。足元の家計の負債対可処分所得比はトレンド線（1976～2000年）まで低下し、負債残高の圧縮から、住宅ローン返済負担は約11年ぶりの水準に低下している。純資産対可処分所得比はピーク（2006年1-3月）に比べれば依然として2割程度低いものの、緩やかに上昇している。

この3年間で創出された民間部門の雇用者数は、金融危機の約2年間で喪失された雇用者数の約6割にとどまっており、依然として労働需給がタイトとはいえない。企業側優位の関係が続いており、賃金上昇率も過去最低水準で伸び悩んだままだ。ストック面の負の遺産が解消されつつある点はポジティブだが（株価上昇は消費意欲を刺激しよう）、米国経済の牽引役である個人消費が回復傾向を強めていくためには、雇用環境の改善は不可欠である。

住宅バブル崩壊に伴って住宅建設に従事していた雇用は喪失し、現状は2006年のピーク比で約140万人も少ない。つまり、まだ満たされない雇用のうち4割弱は住宅建設の分野で生じている。住宅建設は、海外との競合が少なく（アウトソーシングが難しい）、大幅な生産性上昇

<sup>7</sup> 参照 世界銀行・中国国務院開発研究センター、「China 2030: Building a Modern, Harmonious, and Creative High-Income Society」

もみられない（労働集約的）ことから雇用創出効果が高いセクターと期待される。過去の関係から類推すると、住宅建設が10万戸増えれば、直接的に建設業が約15万人、製造業や小売、金融の中から住宅関連の間接的な雇用も含めると約25万人増加する計算になり、ミスマッチ解消には建設業で吸収するのが一番手っ取り早いのである。

## 2 期目のオバマ大統領の関心

一方、現状及び目先の経済状態が欧州や中国よりも好調な米国では、2012年11月の大統領選挙で現職のオバマ大統領が再選を果たし、新たに4年間舵取りを任されることになった。米国の大統領の任期は最大2期8年であるために、オバマ大統領はイギリスのキャメロン首相のように次の選挙で勝ったら…などと気にする必要はなく、2期目を務める大統領は専ら歴史に名を残そうと心掛けるだろう。レーガン大統領はソ連との冷戦構造を自国勝利の形で締め括り、またITバブルが崩壊する直前に退任したクリントン元大統領はかなりハッピーだっただろうが、対照的に、ブッシュ前大統領は就任1年目に発生した9.11の同時テロ事件後のアフガニスタン・イラク紛争の泥沼に結局最後まではまってしまう、国内では住宅バブル崩壊、そしてリーマン・ショックといった金融危機の真っ只中で退任していった。任期の最初と最後がリセッションという稀有な例であり、国民の評判は今なお芳しくない。金融危機という負の遺産を受け継いだオバマ大統領も経済状況には苦しめられたが、9.11の首謀者とされるテロリストとの決着をつけ、イラクに続いてアフガニスタンからの米軍撤退も規定路線となっている。

では、2期目のオバマ大統領は何に取り組もうとしているのか。オバマ大統領は2期目の就任演説のなかで「米国の繁栄は中間層の双肩にかかっている」と4年前から一貫して中間層にフォーカスしたうえで、機会の平等、誰にでもアメリカンドリームのあると平等な社会の実現を訴えた。そして、具体的な言及は景気回復や税制改革、財政赤字、医療費のほかに、気候変動や銃規制、移民制度改革など真新しくない項目が並び、専ら国内問題に集中している。

しかし、オバマ大統領がこれらの諸課題を解決して歴史に名前を残そうとするならば、議会（特に下院共和党）と仲良くしなければならぬ。なぜならば、大統領選挙と同時に実施された議会選挙の結果、上院は民主党が、下院は共和党が過半数を握ることになり、2011年から始まったねじれ議会の状態は解消されずあと2年間も続くからだ。振り返ってみれば、2010年の中間選挙で民主党が敗北しねじれ議会が生じ、日本の先例にもみられるように何も決められない状況に陥りがちになった。最たる例が2011年夏のデフォルト問題であり、2012年末から年始にかけてもめた、いわゆる財政の崖問題であろう。

いずれの財政問題も期限が明確だったが、オバマ大統領・民主党と共和党がお互いの主張を譲らず時間切れのぎりぎりまで妥協しなかった案件である（財政の崖も、実質的な期限は年明けの市場の取引開始まで）。最終的には妥協が成立し、経済に大打撃をもたらす最悪の事態は回避されたが、先行き不透明な状態が長期化したために企業や家計は慎重な行動を取らざるを得ず、景気の停滞感を招き政治への不信感だけが残ったといえよう。

とりあえず財政の崖からの完全な転落を回避し、急な「崖」（名目GDP比3~4%）から緩や

かな「坂」（同約1%）に変わって妥協した。しかし、これで財政問題が景気や市場の重しにならなくなったわけではなく、むしろ先送りされた面が強い。というのも、今回の富裕層に対する増税などに歳入増分は10年間で6,000億ドル程度にすぎず、増税に後ろ向きだった共和党が提案した規模よりも少ない。今後の予定としては、2ヵ月間先送りした強制的な歳出削減は3月1日から始まる予定である。また、連邦政府の債務残高の上限引き上げ問題も一時的に先送りする可能性はあるが、今春には2011年夏に発生したデフォルト危機が再燃する可能性がある。さらに、3月には現在執行中の暫定予算の期限がくる。これらの問題と密接に絡みながら、議会は、包括的な財政赤字削減を目指して税制改革や社会保障改革を議論していこう。当然ながら、その過程でオバマ大統領・民主党は増税措置を主張していくとみられ、共和党の対立は避けられないだろう。少なくとも年央までは、財政問題を市場のテーマとして意識せざるを得ない。

## ⑦ 中長期的な視点 ～ 欧州を中心に

### ユーロが目指す統合深化

ユーロ圏は通貨と金融政策は統一されたが、財政政策は国ごとにバラバラという構造問題を当初から抱えてきた。欧州各国の財政健全化への取り組みは財政問題国を中心に長期化の様相であり、例えば、ポルトガル、スペインの目標達成年次は2013年から2014年へ、ギリシャは2016年へと徐々に先送りされている。これからさらに2年あるいは4年も国民が我慢し続けるかは不透明だが、今回のメインシナリオでは、中長期的にユーロ圏は通貨同盟の解体を選択するのではなく、財政統合を一段と進めることで危機克服を図ると想定している。統合深化の道を歩むというこのシナリオは前回同様である。

また、財政再建に目途がつくであろう2015年以降のユーロ圏は、過去20年実績の平均1.5%には届かないものの、1.3%程度の成長率が巡航速度になると予想する（2015～22年の予想平均成長率は1.3%）。より長期的な視点では人口動態がポイントだが、Eurostatが2008年に発表した将来人口推計によると、EU全体では2015年に死亡者数が出生数を上回り、人口自然減の局面に入るとみられ、移民も含めた人口は2035年をピークに減少に転じると予想した。また、世界同時不況下の2008～09年にEUへの純流入数は減少し、ソブリン問題で揺れた2010年や2011年も低水準にとどまった。純流入者数は最大だった2003年の204万人から、2008年は141万人、2009年以降は90万人前後にとどまっている。

一方、EUやユーロ圏はこれまで加盟国を増やすことで経済・市場規模を拡大させて、経済成長の原動力としてきた。だが、実際のところEU拡大余地はもはやあまりなく、現在EUと加盟交渉を行っている国はマケドニアやアイスランド、モンテネグロ、セルビア、トルコだが、トルコを除けばいずれも小国である。また、トルコにしても政治的、宗教的隔たりが壁となって交渉が長期化しEU加盟の目途は立っていないようだ。

このように、市場の拡大余地が限定的になり人口減少も近い将来予想されるなか、EUが新たな成長戦略として力をいれているのが各国・地域とのFTA締結であろう。2011年には韓国とのFTAが発効し、現在はカナダ、シンガポール、ベトナム、メルコスール（南米南部共同市場）等

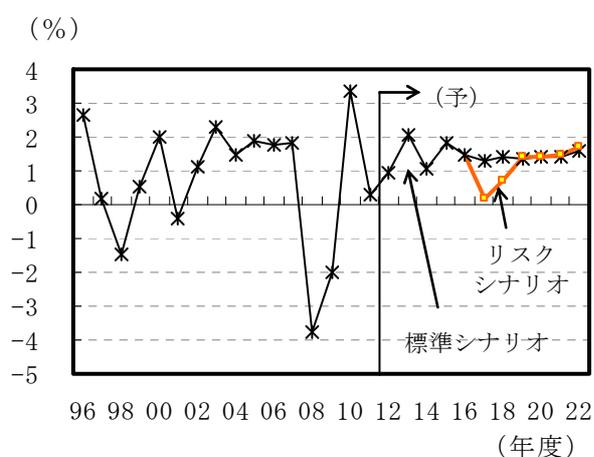
と FTA 交渉を継続している。最近では、日本や米国との FTA 交渉入りの方針も決定している。今後の成長の源泉を求めていくかという問題に対して、EU は域内の統合深化を図ると同時に、外にも視野を広げている格好であり、国内市場の飽和や人口減少など似たような課題を抱える日本も参考にできるのではないだろうか。

### ⑧ 世界経済が大きく減速したときに日本に及ぼす影響

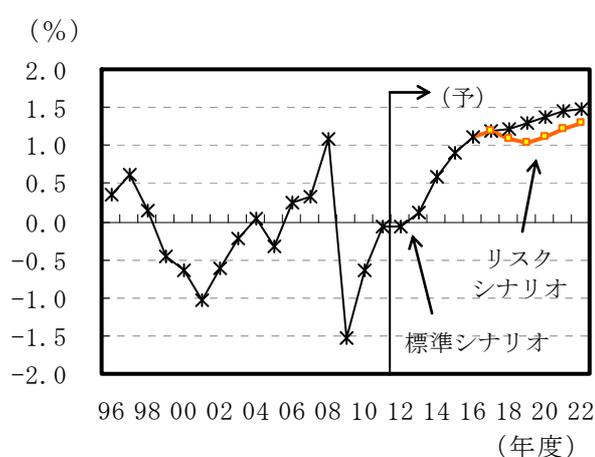
世界経済に対する想定（平均成長率）は、IMF などの国際機関の見方に比べると保守的に見積もっている。ただ、過去を振り返ってみると、世界経済が 3.5% 超の成長を実現した時期は 80 年代後半や 90 年代後半、2000 年代に散見されるが、最長で 6 年連続であり、今回の想定のように 10 年近くにわたってコンスタントに維持するというのは非現実的かもしれない。

そこで、仮に世界経済が急減速した場合、日本経済がどの程度悪化するかを大和中期マクロモデルで試算してみた。景気悪化の震源地によろうが、リーマン・ショックや欧州のソブリン問題の際にみられたように、リスク回避の動きから円高が進行することも予想されよう。具体的なリスクシナリオの想定は、仮に 2017 年度の世界経済成長率が前年の 3.7% から 2.5%（標準シナリオは 3.8%）に減速し、その後 2 年をかけて標準シナリオに回帰する。また、為替レートは景気減速を受けて標準ケースから 10 円（対ドル）の円高が起これ、同程度の期間をかけて標準シナリオの水準にむけて円安が進むというものである。シミュレーションの結果では、2017 年度の日本の成長率は輸出の大幅減を通じて設備投資や個人消費にも波及し、標準シナリオから 1%pt 以上低いゼロ近傍に落ち込み、2018 年度も 1% に届かない低成長にとどまるとみられる。CPI の上昇率も標準シナリオから 0.3%pt ほど下がることになる。従って、日本は容易にゼロ成長、あるいはマイナス成長に陥ってしまうリスクがある点に注意が必要であろう。

図表 1-4 日本の実質 GDP 成長率



図表 1-5 日本の CPI 上昇率



(注) リスクシナリオは、2017年度の世界経済成長率が3.8%から2.5%へ減速し、10円/ドルの円高が起これるケース。CPIは消費税増税の影響を除く総合。

(出所) 各種統計より大和総研作成

## (2) 世界経済が上振れする可能性 ～ 米国経済を中心に

世界経済の成長が上振れするとしたらどんな要因が考えられるだろうか。(1)で指摘したように、やや楽観的なIMFと当社のかい離は米国に対する見方で生じている。また、OECDとWTOが公表した付加価値ベースの貿易統計によると、日本の最大の輸出相手先は、中国ではなく米国であるという。そこで、世界的な最終消費地といえる米国を取り巻く材料を考えてみたい。

### ① 国内要因 ～ 期待される住宅市場の変化

2013年に向けて景気を押し上げる要素として注目されるのが、住宅市場のポジティブな変化である。2006年をピークに住宅バブルが崩壊し、住宅市場の低迷が景気回復の低調さの主因とFedは指摘しているが、ネガティブエクイティ状態の世帯もまだ多数存在している。FRB調査によると、2010年の家計の世帯ごとの純資産(中央値)は2007年比で約4割減少、特に第一次住宅取得層に相当する35～44歳代は半減してしまった。

Fedの度重なる金融緩和による長期国債利回りの低下に伴って、住宅ローン金利は過去最低水準まで低下(30年固定は3%台前半に定着)。Fedが2012年9月からMBS買入れを開始したこともさらなる金利低下を促している。また、住宅価格はピークから約3割安く、負の遺産を持たない者にとっては絶好の購入時期といえよう。2011年終わり頃から始まった住宅市場の回復は引き続き賃貸となる集合住宅が牽引する形であり、持家比率の低下にも歯止めがかかっていない。ただ、賃貸住宅の空室率も低下し賃貸料は上昇しているために、ローンを組んで持家を購入した方が割安な状態になっており、持家取得のインセンティブにつながろう。加えて、ローンの返済延滞率は緩やかだが、着実に低下しており、中古住宅販売市場では、差し押さえや投売り物件が占める割合は低下傾向にある。15～20%ほど割り引かれて売られる同物件が減っている点も価格安定に寄与している。このように、需要の増加や在庫調整の進展を受けて住宅価格は下げ止まりから安定、地域によっては上昇に転じている。これまで買い控えられていた分だけ、ペントアップディマンドも見込める。

しかし、ネックになるのが資金調達であり、金融機関の融資基準は厳格なままである。オバマ大統領は住宅金融市場対策を発表してきたが、財源が必要になることからねじれ議会のもとでは実現には至らず、小手先の改革にとどまっている。2013年からの新議会では、住宅市場を一段と活性化させる施策が期待されるが、議会構成は大きく変わらず、実現は容易ではないだろう。

### ② 海外経済との関係 ～ 変化の兆しはみられるか

米国の輸出の伸びは、海外景気の減速を受けて、オバマ大統領が掲げた5年間で輸出額を倍増させるために必要な年15%増のラインを約1年間にわたって下回り続けている一方で、名目GDPに占める輸出比率は13.9%(2012年)と過去最高水準まで高まっている。

ITバブル崩壊後に加速した海外展開

オバマ大統領が輸出主導の成長戦略を描いた背景には、米国内で生産したモノの輸出が増えれば国内の雇用増につながるという単純な目論みがあっただろう。2001年にITバブルが崩壊した後、米国のグローバル企業は海外へのシフトを加速してきた(図表 1-6)。例えば、2002～03年に国内の設備投資を大幅に減らしたが、海外における投資はほぼ横ばいを維持している。その後も2008～09年の金融危機で世界同時不況に陥った時を含めて、海外での設備投資の伸びは国内を概ね上回ってきた。雇用面でも、国内よりも海外での採用活動を活発にさせてきた結果、海外子会社が占める比率は上昇し続け、現在では約1/3に達しようとしている。そして、売上高の海外子会社シェアは90年代28%前後で安定していたが、2000年代に入って順調に高まり始め、ピークだった2008年には約38%になった。コスト削減の動き(アウトソーシング)に加えて、中国など新興国経済の発展によって海外市場の拡大が見込めたことが企業行動を促したとみられる。

さらに、S&Pの分析によると、S&P500社ベースで2011年の海外で支払った法人所得税は企業が支払った法人所得税全体の54.7%を占め、国内で支払われた法人所得税を上回った(図表1-7)。海外で支払う法人所得税は2004～08年にかけて増加トレンドをたどり、金融危機(世界同時不況)の発生により2009年は前年割れしたが、2010～11年と2年連続で増え、しかも国内の支払いを上回る増加ペースであった。海外にプールされている企業所得、言い換えれば国内の経済発展に寄与していない資金が膨張している現状について、国内に依拠する中小企業に比べて、グローバルに事業を展開する大企業が徴税の点で公平性を欠いているという指摘がある。

## 企業との接し方 ～ 北風と太陽

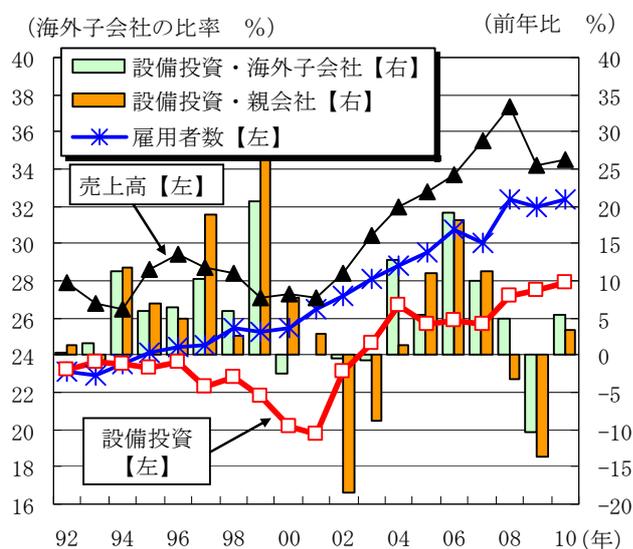
それ故、国内の雇用創出が思うように進まず、財政赤字削減のために歳入増を図ろうとするオバマ大統領にとって、グローバル企業は頭の痛い存在である。そこで、グローバル企業に対して、海外にプールしている利益への課税強化や企業向けの優遇措置の廃止など税収増加措置を提案している。国内で雇用を生み出している企業に対しては法人税率の引き下げなどでサポートする一方で、雇用創出に寄与していない部分にはペナルティを課す、いわば「北風と太陽」の政策である。

逆に、米国は世界最大の直接投資受入れ国であり、世界からの直接投資が雇用やR&D、輸出を通じて米国経済にとって重要な役割を果たし続けている。WTOが2012年12月に発表した米国の貿易政策に関する報告書によると、米国の輸入品に対する関税率は、履物やレザー、繊維、衣料品、農産物など一部の品物を除いて相対的に低い。一方で、アンチダンピング調査は2010年の3件から2011年には15件に増加するなど保護主義的な側面がみられたという。背景の一つには、WTOが指摘するように、内外のリバランスをはかる、つまり従来の個人消費や不動産から離れて、輸出や投資の成長を促すような政策に移行していることが挙げられる。

オバマ政権の対応は、政府が民間企業の活動を歪めて誘導しようとしているもので最適な政策か不透明だが、足元では、政府の動きとは別に企業を取り巻く環境に変化が見られ始めている。まず、進出した現地の人件費アップ、そして原油価格高騰による輸送費の増加など生産コ

ストが上昇してしまい、海外シフトにかつてほどのメリットがなくなっていることが挙げられる。また、新興国経済の成長鈍化も計画見直しにつながった可能性もあろう。また、生産性の向上による国内生産コストの低下、あるいは最終消費地が米国内の場合、需要の変化を反映させやすいといった時間短縮を含めたオペレーションの効率化など、国内生産の利点が再認識されている。実際、このような環境変化を受けて、製造業の個別ケースで国内回帰の動きが散見される。ただ、新規投資する際の選択肢として、国内の優位性が高まった状況を反映したものにすぎず、過去に海外にシフトした分が国内に戻ってくるという大きなトレンドの変化にはまだ時間がかかろう。企業の判断は最終的に儲かるか否かであり、総合的にみてベターと思われる行動を選択する。次に指摘するエネルギーの変化は企業の自発的な行動を誘発する1要因であり、中長期にみても米国の成長力を高める可能性を感じさせる。

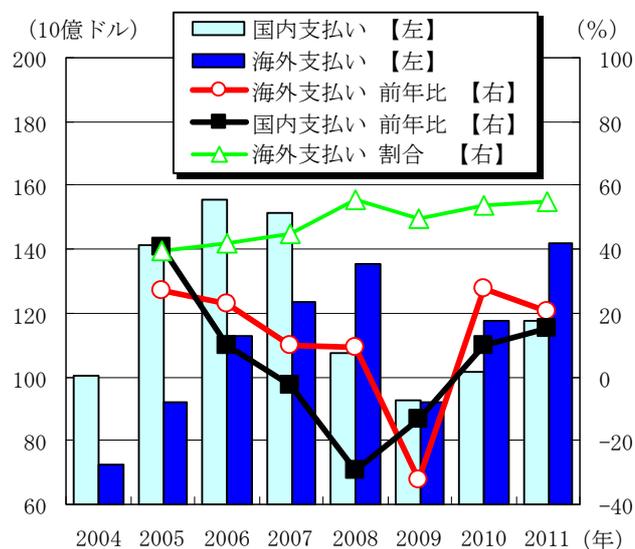
図表 1-6 多国籍企業の海外展開



(注) 企業は、2008年までは非金融セクターが対象、  
2009年以降は金融を含む。

(出所) BEA資料より大和総研作成

図表 1-7 内外で支払われる法人所得税



(出所) S&P資料より大和総研作成

### ③ 米国の中長期的な成長力を押し上げる可能性を持つエネルギー問題

#### シェールガスのインパクト

2008年前半に続いて、2011年には中東・北アフリカにおける政治的混乱が供給サイドの地政学的リスクとして意識された結果、世界的に原油価格が高騰し付随する形でガソリン価格も急上昇した。当然ながらそれを利用する企業や家計はネガティブな影響を受けたが、一方で米国内の天然ガスの価格は低位で安定し、その割安さが際立つことになった。

技術革新によって開発・利用可能になったシェールガス・シェールオイルの増産で、米国は2020年頃までには世界最大の原油生産国になるとIEAは見込んでおり、ガス需要は2030年頃には石油を抜いてエネルギーのなかで最大のシェアになるという。世界的にみても、ガス需要は

大幅に増加すると予想される。また、米国がエネルギー輸入国から輸出国に転換する可能性も示唆されている。オバマ大統領が2011年3月に打ち出したエネルギー安全保障では、2025年までに海外からの石油輸入量を1/3削減し、海外依存度を低減することを目標に掲げたが、現実味が出てきた格好である。目標達成の手段としては、半分は消費の削減で、半分は国内の供給拡大で対応することが考えられていたが、シェールは後者に属しよう。具体的には①国内の石油生産の拡大、天然ガスの使用促進、エタノールの生産増大、②エネルギー効率性の向上、③原子力の利用(全体の20%)はクリーンエネルギーとして位置付けることなどが打ち出された。

シェール関連の短期的な経済効果には、局所的な雇用改善が期待される。既に、シェールガスやオイルの生産が盛んな地域では、エネルギー関連を中心に著しく雇用環境が改善しており、一部では賃金も伸びているという。また、相対的に安価なエネルギーを利用することが可能になり、天然ガスや電気料金下落による生産コストの引き下げは、国内の産業競争力向上につながるだろうが、まずはエネルギーセクターの業績改善だろう。家計部門でも、必需品的要素が強いエネルギー支出を抑制し、自由裁量の支出に回す余裕ができることが想定される。また、エネルギー関連の輸出は増えており、2012年は2011年実績を上回り、名目でも実質でも過去最高になる見通しである。

### 期待が一段と膨らむ長期展望

より広範な利用が広がる中期的な視点では、シェール関連の設備投資の増加が期待され、LNGの日本などへの輸出が認められればその勢いは加速しよう。広範囲のセクターがコスト面のメリットを享受へ。元々米国は、日本のような地下資源に乏しい国とは異なり、豊富な資源を保有しているにもかかわらず、国内の供給量を上回る世界最大のエネルギー消費国であるために、大量の原油を輸入しているのが現状である。実質ベースのエネルギー収支では、2007年以降赤字額は縮小傾向にあり、足元のレベルはピークだった2005～06年比の約6割程度まで縮小している。一方、名目ベースでは過去最高を記録した2008年に比べると約2割縮小しているが、2000～02年の約3倍という高水準のままである。輸出増加と輸入減少によってエネルギー収支改善の道筋がみえてくるだろう。

さらに、自動車の燃費規制強化に伴って消費量が抑制される可能性がある。この結果、米国の原油輸入量は着実に減少していくとみられ、IEAは、2030年頃には純輸出国に転じると予想している。米国は国内エネルギー需要全体の約20%を輸入に依存しているが、将来的にはネットでみれば自給自足が可能になり(国内で供給できないエネルギー製品は輸入に頼ることから、エネルギー輸入そのものがゼロになるわけではない)、エネルギー安全保障上の懸念が解消される。また、エネルギー関連の輸入額は輸入全体の約2割を占めており、収支では約4割を占めている。従って、エネルギー収支が改善すれば米国の貿易赤字・経常赤字は大幅に縮小、そしてドル安圧力の軽減はエネルギー価格の安定とともに、エネルギー消費国である米国の物価安定に寄与し金融政策の運営にも余裕が生まれよう。さらに、安価なエネルギーコストや安定した経済環境など整備されてくれば、過去のアウトソーシング分の回帰を含めた海外からの国

内への設備移転が進むだろう。究極的には、国内の雇用増や消費増に結びつくというプラスの循環までも視野に入ってくる。

このようなエネルギーを取り巻く環境の変化は、既存の構図を変えて、米国の中長期的な成長力を押し上げる要因になると期待されている。但し、非在来型に分類されるシェールガスの生産に伴う環境への悪影響が懸念されている。従って、まだ事業が本格化した初期段階であり、長期的な不確実性にも留意が必要だろう。

#### ④ 米国経済の長期的な強みにも綻びか ～ 出生率の低下が潜在成長率の鈍化に

シェール関連が明るい材料としてフォーカスされる一方で、米国が持つ長期的な強みにやや綻びが見え始めている。世界経済を長期的に展望したとき、各国の栄枯盛衰がみられるなか、米国経済が相対的に強いポジションを維持していくという見方は共通している。その際の根拠が、現状でも欧米先進国のなかで例外的に増えている米国の人口が今後も増え続けるという見通しの確実性である。しかしながら、金融危機などの景気悪化を背景に、足元の米国の出生率は低下傾向にある。商務省センサス局が2012年12月に発表した2060年までの長期人口推計では、従来の推計よりも人口増加率が鈍化する形に修正されてしまった。例えば、2020～50年まで平均増加率は従来の0.85%から0.61%に引き下げられ、人口が4億人に達するタイミングも2039年から2051年に後ずれすると見込まれる。

ITバブル崩壊後の資本ストックの伸び悩みに加えて、人口の伸びも鈍化していくと、米国の潜在成長率の下方修正は避けられないだろう。また、日本ほどではないにしても、米国でもこれまでの想定よりも高齢化が早まり、それに伴う医療や年金などの社会保障コストの増加が予想されよう。それでも中国やブラジル、インドといった新興国などと比べても高齢化の進展は緩やかという見通しそのものが変更されるわけではなく、米国経済に対する相対的な楽観的見方は堅持されよう。米国が若さを保つチャネルが移民であり、センサス局によると、現在36秒ごとに1人、ネットで海外からの移民が増えている。オバマ大統領は2期目の就任演説の中で移民制度改革に言及しており、1000万人を超えるとされる不法移民の取り扱いに加えて、高い技術を持つ者の受け入れに一段と積極的になれば、潜在成長力を押し上げることにつながろう。

#### ⑤ 世界中で金融緩和競争をしているなか、Fedは最も早く出口に辿りつく？

##### 緩和競争の先頭に立つFed

政治の膠着状態を背景に財政政策がほとんど機能しなかったために、Fedが担う金融政策に対する期待は根強く、2012年もその流れが続いた。2011年9月のFOMCで決定されたプログラム（オペレーション・ツイスト）は、長期金利の低下を促し実体経済への波及効果を意図し、当初2012年6月末までだったが、それを年末まで延長。さらに、9月には、毎月400億ドルのMBSを買入れることを決めた（QE3）。しかも、従来の対策が規模と期限を定めていたのに対して、QE3は事実上の無期限・無制限である。そして、12月のFOMCでは、オペレーション・ツイスト

の代替策として年明けから毎月 450 億ドルの長期国債を買入れることとした。2011 年 6 月からバランスシートの規模を維持していたスタンスから、9 月の QE3、そして 12 月の QE3 の拡充版と立て続けにバランスシート拡大に舵を切ったことになる。

事実上のゼロ金利を導入してから 5 年目に突入するが、Fed はゼロ金利政策を維持する期間として、2012 年 1 月にそれまでの「少なくとも 2013 年半ばまで」から「少なくとも 2014 年遅くまで」、そして 9 月に「少なくとも 2015 年半ばまで」と時期を後ずれさせてきた。だが、12 月の会合で、従来の具体的なタイミングを例示する方式から「少なくとも、失業率が依然として 6.5%を上回り、今後 1~2 年のインフレ予想が Fed の長期目標である 2%を 0.5%ポイント超上回らず、そして長期インフレ期待が十分に抑制されている限り」ゼロ金利を維持することが適切に変更した。つまり、政策変更の判断目安として具体的な数値を掲げたわけであり、世界的にみてもユニークな対応といえよう。

Fed メンバーのインフレ見通しをみると、PCE 価格指数の上昇率予想は 2015 年 Q4 において前年同期比 1.7~2.0%、極端なタカ派・ハト派を含めたレンジでも 1.5~2.2%となっており、上限は 2.5%以下にとどまると予想されている。Fed メンバーは、インフレ水準がゼロ金利維持、言い換えれば 2015 年までゼロ金利解除の条件を満たすとは見込んでいない。一方、失業率については、2014 年 Q4 で 6.8~7.3%、2015 年 Q4 で 6.0~6.6%と Fed メンバーの大勢は予想。従って、2014 年時点では 6.5%超であるためにゼロ金利が維持され、2015 年に入ると 6.5%以下に下がりゼロ金利解除の環境が揃うとみている。実際、メンバーの約 7 割が 2015 年中の利上げ開始を見込んでおり、条件とした失業率予想と合致し従前の「2015 年半ば」から大きな変更はない。インフレに一定の配慮をしつつも、失業率の動向が今後の金融緩和措置を判断する材料となろう。当面の焦点は、MBS や長期国債などの資産買入れ停止のタイミングはいつになるかだろうが、具体的な水準は明示されていない。理屈上、資産買入れ停止はゼロ金利解除よりも先に訪れるだろうから、失業率の判断基準は 6.5%よりも高い水準、7%前後であろうか。

### 予想以上に失業率が低下する可能性

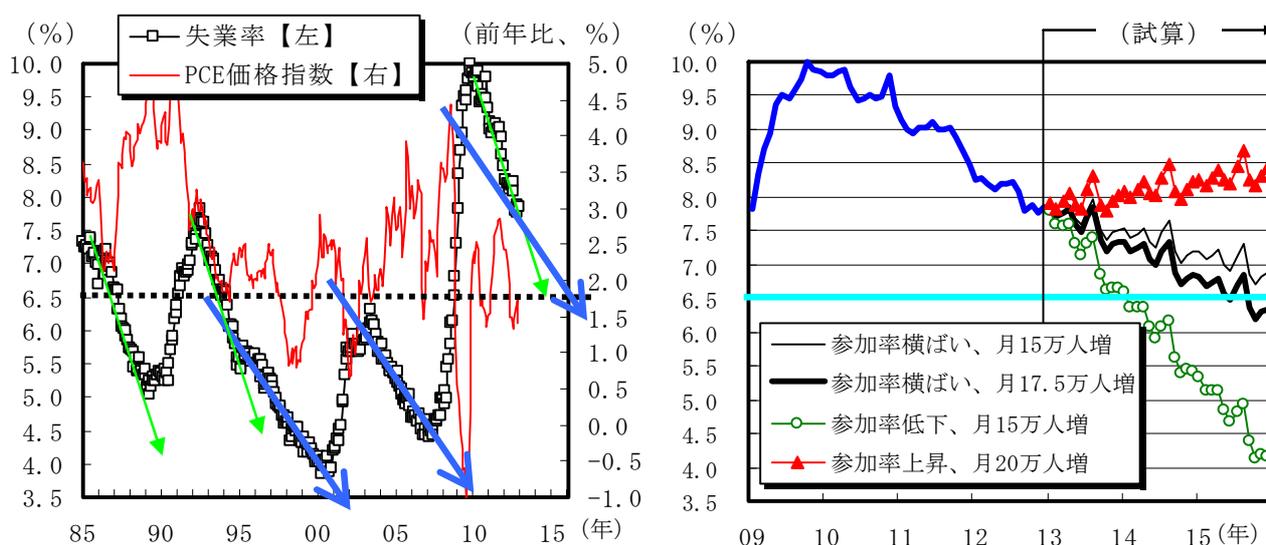
米国の失業率は、2010 年 9 月に 10.0%とピークをつけてからアップダウンはありながらも、2012 年 12 月には 7.8%まで低下してきた。この間の低下ペースは月平均 0.06%ポイントだが、仮にこのペースが今後も継続すれば、2014 年末に失業率は 6.5%を下回る計算になる。だが、Fed メンバーは過去 2 年間よりも低下ペースが緩やかになると見込んでおり、仮に約 2/3 程度にスピードダウンすると、2015 年半ばから年末にかけて失業率が 6.5%を下回ろう。過去 30 年間の失業率の変化を振り返ってみると、単純化すると、実はこの 2 つの低下パターンと同じものしかみられなかった(図表 1-8 左)。ややハイペースの低下は 1986~89 年にかけて、そして 1992~95 年にかけてみられたが、ややスローペースの低下は 1995~2000 年にかけて、2004~07 年にかけて観察された。つまり、Fed が今後見込む低下ペースは最近のパターンに該当する。

だが、リーマン・ショック以降の労働参加率は循環的な変化を示しておらず、これまでの平均的なペースで雇用者が増えても、今後の参加率次第で失業率が大きく下がるケースもあれば、

ほとんど下がらないケースも想定される（図表 1-8 右）。それ故、失業率が 6.5%まで低下する時期、すなわちゼロ金利解除のタイミングが従来の 2015 年半ばよりも前倒しになる可能性は否定できない。バーナンキ議長は労働市場の実質的な改善を注視する姿勢もみせるが、解釈に難がある失業率を前面に出してしまったことから、市場とのコミュニケーションを高めるはずだった措置が、市場の混乱（勝手な解釈や思惑）を誘発するという逆効果になる恐れもある。

また、バーナンキ議長によると、2011 年 6 月に決定した出口戦略の基本方針、具体的には、①残高維持のための再投資の一部停止・終了、②同時、あるいはしばらくして政策金利の指針の修正、③政策金利の引き上げ、利上げ後しばらくして④GSE 債や MBS の売却を開始し 3~5 年をかけて完了へという方針は変わっていない。ただ、当時に比べると残高が膨らんでいるので（しかも現在進行形で最終的な規模も未定）、正常化に要する時間は相当長くなるだろうし、意図した政策効果がみられるか、より困難な舵取りを迫られよう。

図表 1-8 失業率の推移 ～ 様々な労働参加率と非農業雇用者の増加幅による今後の見通し



(注) 参加率横ばい：2012年12月の値から横ばい、参加率低下：年0.6%pt（2008-12年の平均）のペースで低下、参加率上昇：年0.6%ptのペースで上昇、非農業雇用者の増加幅を就業者に換算。

(出所) BLS、BEA、HaverAnalytics資料より大和総研作成

## ⑥ 米国は永遠にデフレと無縁だろうか

### 示唆されるインフレ基調の安定

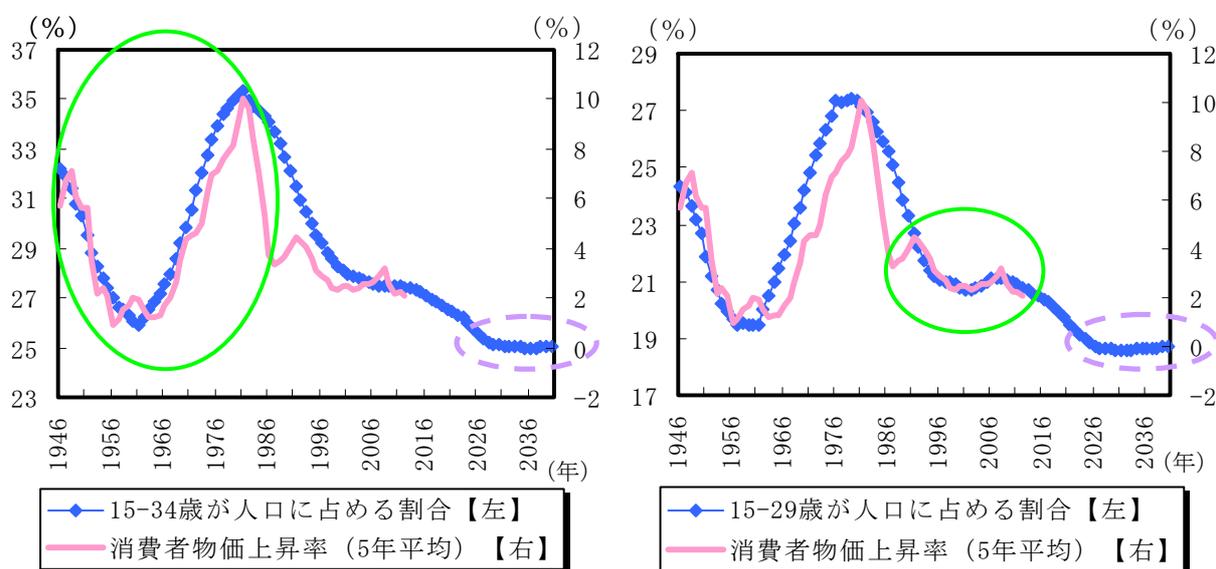
長年の懸案であるデフレ脱却を目指す日本では、日本銀行が 2013 年に入ってインフレ・ターゲットを採用するに至ったが、米国でも、IT バブル崩壊後の低成長下にあった 2003 年 5 月に Fed がディスインフレ・リスクを警戒する旨を FOMC 声明文で初めて言及した。また、住宅バブル崩壊そしてリーマン・ショックに見舞われた 2008 年末から 2009 年初にかけては、Fed は政策金利を事実上のゼロ金利まで引き下げた直後に、長期国債を買い入れる用意があると述べると同時にデフレ懸念も表明した。デフレリスクへの言及は約半年で削除されたものの、今なお、

超低金利政策を維持しながら、長期国債やMBSの買い入れの終了と再開を繰り返している。

また、2012年1月には、個人消費支出（PCE）価格指数の年間上昇率2%が長期的な目標に合致するとして、インフレ目標（inflation goal）の導入を発表した（9月からはFOMC声明文で目標 objective 2%を明記している）。インフレ抑制や長期インフレ期待の安定が確認されるなか、超緩和策が当面続くとみられるが、将来の出口戦略では、タカ派を中心にデフレよりもインフレに対する警戒が強い。では、米国は永遠にデフレと無縁だろうか。

図表 1-9 は、人口動態のなかの若年層が全体に占める割合を示したもので、消費者物価上昇率（5年平均）と並べている。両者を比べてみると、1946年から80年頃までは15～34歳の比率に、90年代以降は15～29歳の比率に概ね沿った形で消費者物価は推移しているといえよう。相対的に若年層が多い時期には様々な品目への需要が強く価格が上がりやすいのに対して、経済社会が成熟化する過程でインフレが安定していくことを示唆する。しかし、先進国のなかで例外的に人口が増加し若さを維持するとみられる米国においても<sup>8</sup>、高齢化の大きな流れは止まらず、2020年代後半以降は消費者物価の伸びがゼロ近傍で推移する可能性がある。人口動態のみがインフレを決定する要因ではないが、日本では、ハイペースの少子高齢化を経験し今後も続くと予想される。従って、日本のデフレ経験は容易には解消されない事象であり、デフレ脱却には経済社会の構造変化が不可欠だろう。

図表 1-9 若年人口とインフレの推移



(注) 2013年以降の人口予測は商務省センサス局の推計に基づく。

(出所) BLS、商務省資料より大和総研作成

<sup>8</sup> 世界的な高齢化の進展については、日本経済中期予測（2012.7）1.（1）今後10年間の世界経済を参照。

### (3) 今後 10 年間の日本経済

#### ① 日本経済の見通し

世界経済見通しを踏まえた日本経済の予測結果は、本稿冒頭（3～6 頁）に掲載したテーブルの通りである。今後 10 年間の経済成長率（年率平均でみたトレンド）を、名目 2.1%、実質 1.5%と見込んでいる（図表 1-10）。また、人口 1 人当たり実質 GDP の成長率は 1.8%と予想する。人口減少社会ではマクロの成長率と同時に人口 1 人当たり GDP も重要であり、平均的な生活水準を示していると考えられる。予測期間を前半（2013～17 年度）と後半（2018～22 年度）に分けると、各期間を平均した実質 GDP 成長率は前半 1.5%から後半 1.4%へやや鈍化している（年率平均、以下原則として同じ）。需要項目別にみると、その内容はやや異なっており、必ずしも予測期間後半にかけて景気が減速していくわけではない。

#### 予測期間前半は、ボラティルな変動に

前半は、安倍新政権下でまとめられた「日本経済再生に向けた緊急経済対策」に基づく 2012 年度補正予算や 13 年度予算に盛り込まれた公共事業（復興含む）や再生可能エネルギー投資が拡大する。足元の円安進行と世界経済成長率の加速が相まって、輸出も拡大へ。また、火力発電の燃料費増加分が電力料金へ転嫁されて物価が上昇したり、2014 年度から 16 年度にかけて消費税が引き上げられるなど<sup>9</sup>、様々な経済ショックによって景気の振幅が高まるために、景気の基調が読みにくい時期である。

なお、実際に増税を実施する前には、政府が税制抜本改革法に記載された「景気条項」を満たしているか判断する必要がある。具体的には、「名目及び実質の経済成長率、物価動向等、種々の経済指標を確認し、（中略）経済状況等を総合的に勘案」して実施の可否を判断する。もっとも、増税の実施と棚上げの選択はフリーハンドの状況にあるわけではなく、予定通りの増税実施が基本である（よほどの状況でなければ消費税率の先送りはできない）。万が一、消費税率引き上げを延期するとすれば、新規の立法措置が必要とみられるが、景気条項の内容は曖昧であり、判断する人や組織の忖意が入り込む余地が大きい。具体的にどのような経済指標を重視し、どのような手続きを経ることになるのか、多くの国民や市場関係者が納得できるルールについての議論を深めていく必要がある。

当社では、2013 年度の実質 GDP 成長率を 2.1%（名目で 1.6%）と予想しており、2014 年度は増税による景気下押し圧力を外需の押し上げが緩和することによってプラス成長を維持できるとみている。一方で、2013 年度の CPI の予想値は前年比 0.1%であり、電力料金上昇による押し上げ分を除けば横ばい、あるいはデフレが継続するとみている。政府・自民党にはデフレ下での消費税増税にやや消極的な姿勢が見られ、明確なインフレ基調が見えない中で消費税増税を先送りする可能性がないとはいえない。

<sup>9</sup> 消費税率（地方消費税率を含む）は 2014 年 4 月に 5%から 8%へ、2015 年 10 月に 8%から 10%へ引き上げられると想定しているが、本予測は年度ベースであるため、モデル計算上は 2014 年度に 3%pt、15、16 年度に 1%pt ずつ増税されるとしている。

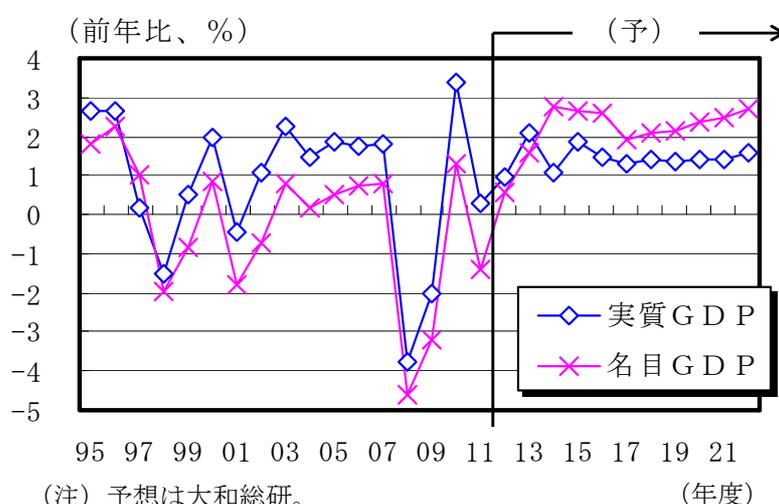
しかしながら、政府が2012年8月31日に発表した「経済財政の中長期試算」によると、消費税増税を織り込んだ2020年度のプライマリーバランスは、楽観的な「成長戦略シナリオ」でも対GDP比で▲1.4%（当社予想は同▲3.5%）である。政府目標である2020年度までのプライマリーバランス黒字化が達成できない中で消費税増税を先送りすれば、さらに財政健全化の道筋は険しくなる。欧州のソブリンリスクを意識する状況が続くことを考えれば、政府は社会保障給付の抑制に一層前向きに取り組んでいくとともに、消費税増税を着実に実施していくシナリオの確率が高いとみている。

一方、後半に入ると、世界経済成長率が安定的に推移し為替レートも横ばいであることから、輸出はアクセルもブレーキも踏まない状態になり、伸び率は前半と変わらない。また、公共投資が前半のマイナスからプラスに転じているが、後半に何らかの追加対策を想定しておらず、一定規模（実質額で年20~22兆円、増加率2%弱）の公共投資は必要であるという前提で考えている。むしろ前半は、復興関連や緊急対策で大きく押し上げられた2012-13年度の反動減が2014年度に大きく顕在化することや、予測期間の区切り方の違い（前回：2012-16年度、今回：2013-17年度）といったテクニカルな要因が影響するとみられる。

## ゼロ金利の長期化

今回の予測のポイントは、政権交代で誕生した安倍新政権が志向する諸政策をある程度反映させている点である。インフレ・ターゲット導入を含めた日本銀行による積極的な金融緩和の継続もその一つであり、前回に比べてより緩和的な見通しへ修正している。日本銀行総裁と二人の副総裁の任期が満了する2013年春以降も、政権の意向に沿った後任になると予想されることから、緩和的な姿勢は長期間にわたって維持されるだろう。また、物価が正常化へ向かうなど景気は緩やかながらも安定的に拡大すると見込んでいる。

図表 1-10 GDP 成長率の見通し



(注) 予想は大和総研。

(年度)

(出所) 内閣府統計より大和総研作成

名目 GDP 成長率は前半 2.0%から後半 2.2%に加速し、予測最終年度の 2022 年度は 2.7%と、消費税率引き上げの影響を除くと 1995 年以降で最も高い伸びになる。但し、インフレ・ターゲット 2%が視野に入ってくるほど CPI が上昇しないこと（2022 年度で 1.5%程度）から、予測期間内に政策金利の正常化の動きはみられないと想定する。前回は、予測期間の終盤である 2017～18 年度にかけて短期金利が上昇し始めるとしていた。ゼロ金利政策の長期化に伴い、長期金利の上昇ペースは前回に比べて緩やかな予想となり、2021 年度で 2.2%と前回予測の 2.9%よりも 0.7%pt ほど低い。

前回予測に比べると、実質 GDP 成長率は 10 年平均で 0.1%pt の上方修正とほぼ変わらなかったが、両方で共通する 2013～21 年度で比べると、前回の平均 1.2%から 1.5%に上方修正された。前回は 2 回目の消費税率引き上げ後の 2016～17 年度が 1.0%未満にとどまると予想したのに対して、今回は、個人消費や設備投資などが底堅いために、全体の減速度合いが限定的である。逆に、公共投資の伸びは前回比で大きく抑制されるが、これは景気の安定化装置の役割を持つ公共投資が必要なほどの状況ではないと見込んでいるからである。

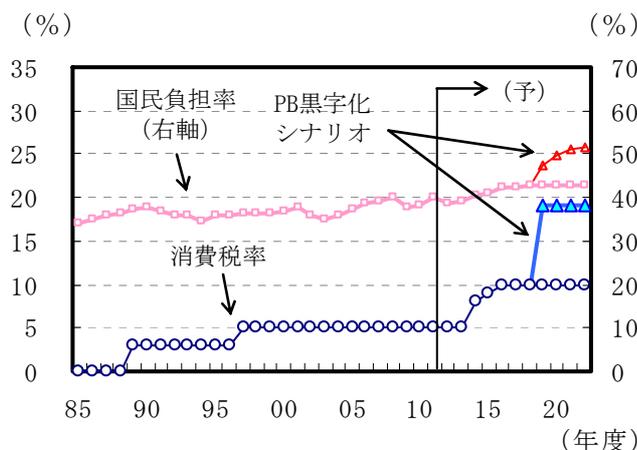
海外経済の見通しを前回から下方修正した点は、輸出の伸びを抑制する方向に働く一方、為替レート（円／ドル）は、足元の円安動向を含めて 10 年平均で前回の 76.8 円から 80.2 円に見直した点は輸出をサポートする要因になる（円／ユーロは前回の 101 円から 106 円に修正）。この結果、プラスマイナスが相殺する形になり、輸出の伸びは概ね前回並みになっている。

## ② 厳しい財政の黒字化 ～ 消費税率引き上げの必要性

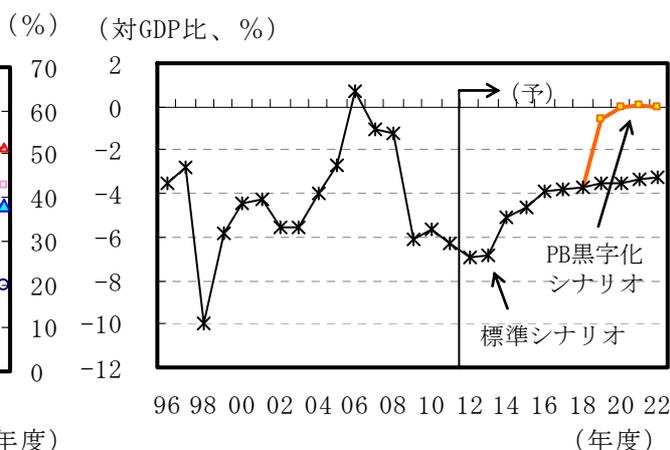
今回は前回とほぼ同じ GDP 成長率を想定しており、政権交代に伴う目先の積極財政や日本銀行による積極的な緩和姿勢、そして足元の円安傾向などは前回と異なる点だが、基本的な日本経済の姿は修正していない。つまり、人口減少の中で生産性の向上に努め、震災復興や少子高齢化、財政健全化などに取り組みながらも 1%台半ばの成長を達成すると見込んでいる。ただし、2020 年度の基礎的財政収支は GDP 比で▲3.5%と、政府目標（遅くとも 20 年度に黒字化）を達成できない見込みである（図表 1-11）。仮に、政府目標を達成するために前年の 19 年度にどれほど消費税率を引き上げなければいけないかを試算すると、消費税率を 10%から 19%に一気に引き上げれば黒字化が実現しよう（図表 1-12）。だが、5%から 10%に引き上げる現行予定でも軽減税率の適用を求める要望がみられる。当然ながら、10%から引き上げる際に軽減税率を導入すれば減収になる分だけ、全体の引き上げ幅はより大きくならざるを得ない。

このように、財政健全化を進めていく上では、一段の増税や歳出削減は避けられないだろう。政府支出の増加や減税によって景気を拡大させて税収を増やす方法も重要かもしれないが、1990 年代の拡張的財政政策の結果や南欧諸国の現状を考えれば、漸進的でも歳出抑制と国民負担増によって着実に財政再建を進めていくことが求められる。

図表 1-11 消費税率と国民負担率の見通し



図表 1-12 基礎的財政収支の見通し



(注) 「PB黒字化シナリオ」は2019年度に消費税率を19%へ引き上げ。基礎的財政収支は特殊要因調整済み。  
 (出所) 各種統計より大和総研作成

### 電力問題が及ぼす影響

予測期間前半は、当初、復興関連や再生可能エネルギー関連の支出が増加するが、2014年度頃からは世界経済の回復を背景に輸出の増勢が強まる形で景気が拡大すると予想している。なお、復興需要のピークは2012年度と想定しているため、予測期間中の押し上げ幅は小さい。

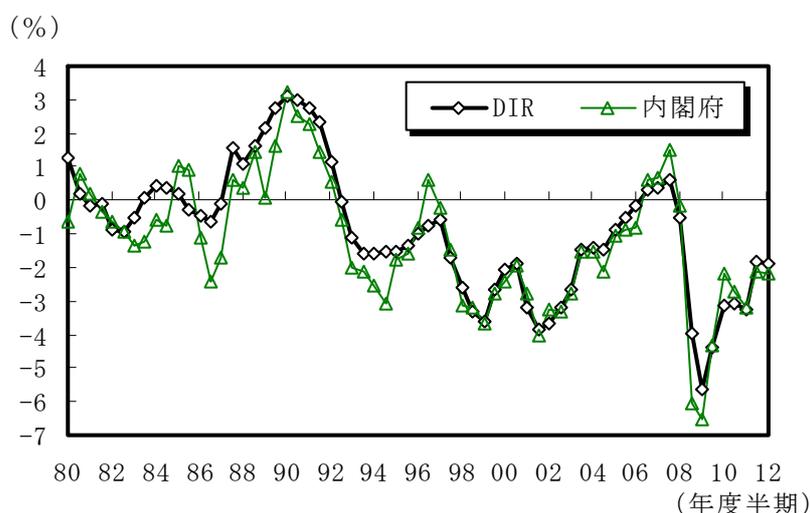
火力発電の燃料費増加は、その度合いによっては電力料金の上昇を通じて家計や企業の健全な経済活動を妨げる可能性がある。本予測では、原発は運転開始から40年経過したものから順次廃炉し、安全基準を満たした原発は徐々に再稼働されていくと想定している。また原発停止による電力不足分は、主に火力発電の稼働率を上昇させることで対応する。その結果、原発や再生可能エネルギー発電が生み出す電力量の少ない13年度は、火力発電の燃料費が増加して電力料金が上昇すると見込んでいる。

2010年基準の消費者物価指数(CPI)の中で、電気代の占める割合(消費額ウェイト)は3.17%である。単純計算すれば、家庭向け電力料金が10%上昇すると、CPIは0.3%pt強(=10%×0.0317)押し上げられる。緩やかなデフレ状況にある日本にとって、波及効果を見逃したとしても、その押し上げ幅はかなり大きい。東京電力管内では、2012年9月1日から家庭向け電力料金が8.46%値上げされたが、すでに関西電力は2013年4月から11.88%、九州電力は8.51%の値上げを国に申請済みである。また報道によれば、東北電力や四国電力は2013年度からの早期の値上げ実施を目指しており、北海道電力は検討中である。多くの電力会社が値上げすれば、物価の押し上げ幅は決して小さくないだろう。このような所得の増加を伴わないコスト・プッシュ型の物価上昇は家計の購買力を奪うため、実質所得の減少を通じて個人消費に減少圧力がかかる。今後、原油価格が高止まりする中で火力発電への依存がさらに強まると、それに伴って実体経済への悪影響も大きくなることには注意を払う必要がある。

## GDP ギャップは着実に縮小へ

マクロの需給は景気の拡大とともに引き締まり、GDP ギャップからのデフレ圧力は徐々に弱まっていくと思われる。過去 20 年間の GDP ギャップ（実質 GDP と潜在 GDP のかい離率）の推移を振り返ると（図表 1-13）、1990 年代は拡張的な財政政策や金融緩和によってバブル崩壊後の日本経済の底上げを図ったが、円高やアジア通貨危機などにより、供給力を上回るほど需要を拡大させることはできなかった。そのため需要不足によるデフレ圧力がかかる状況が続いた。その後、2002 年初めから 2007 年末まで続いた戦後最長の景気拡大によって GDP ギャップは急速に縮小し、一時は需要が供給力を上回るまで改善した。しかし 2008 年 9 月のリーマン・ショックによって需要が大幅に減少すると、GDP ギャップは▲5.6%まで悪化した。2012 年度では▲2.0%弱まで改善している。

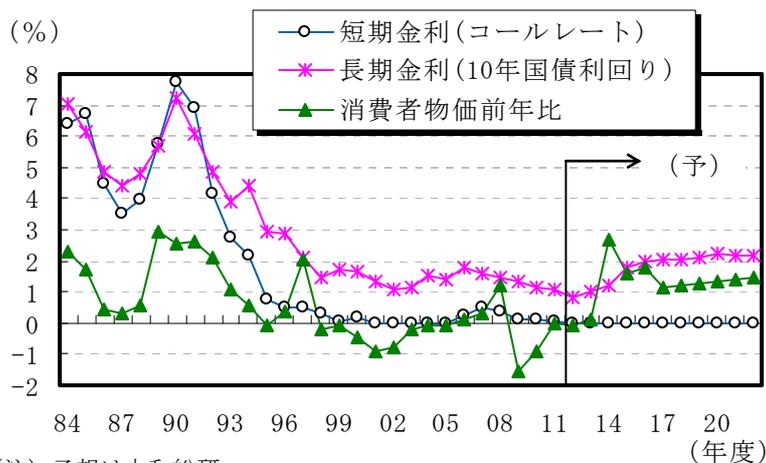
図表 1-13 GDP ギャップの推移



（出所）内閣府、日本銀行、総務省、厚生労働省統計より  
大和総研作成

本予測では、GDP ギャップは特に予測期間前半に改善すると見込んでいる。これは主に、需要側からみた成長率が潜在成長率（均すと 0.5%程度）を上回るためである。また供給面からは、団塊の世代（1947～49 年生まれ）が高齢化で労働市場から退出し、潜在的な労働投入量が減少して潜在成長率を抑える影響もある。一般的に、マクロの需給バランスが改善し実体面からインフレ圧力がかかると、中央銀行は将来のインフレを抑えるために金融引き締めを行うと考えられる。しかしながら、日本は長期にわたってデフレからの脱却を実現できておらず、2014 年度からは消費税増税による景気悪化が懸念されている。そのため日本銀行は当面ゼロ金利を維持し、金融面から景気を下支えすると考える（図表 1-14）。

図表 1-14 物価と金利の見通し



(注) 予想は大和総研。

(出所) 各種統計より大和総研作成

### 消費者物価上昇率は2%に届かず

予測期間後半は消費税増税による経済への影響が落ち着き、世界経済の拡大や金利差拡大による円安もあって、内外需ともに安定的な景気拡大を見込んでいる。消費者物価上昇率は期間平均で1.3%を予想しており、前半(同1.2%)に比べてやや上昇する。だが、前半は消費税増税の影響も含んだ数値である点も考えれば、後半のインフレ率は前半よりもかなり正常化した姿(順調にデフレから脱却した姿)と言えよう。前半で見られる非正規雇用者比率の上昇や賃上げ抑制を通じた労働分配率の低下が、後半では緩和的な金融政策のもとで適正なパート比率が実現されることなどによって落ち着くと見込んでいる。とはいえ、2022年度時点でも消費者物価上昇率は1.5%にとどまっており、日本銀行の「物価安定の目標」が示す2%には届かない。外部環境が悪化した場合、再びインフレ率が鈍化するリスクがあることに留意すべきである。

可処分所得と民間消費から算出される家計貯蓄率は、予測期間を通じてマイナス圏で推移し、予測期間前半は徐々にマイナス幅が拡大するが、後半は横ばいで推移する。これはライフサイクル仮説に基づく貯蓄率の見通しと異なるが、日本の家計貯蓄率が高齢化から超長期に低下トレンドをもつことは、本予測においても長期的な均衡式に織り込んでいる。1990年代半ば以降の急速な貯蓄率低下は、超低金利に伴う家計の財産所得受取りの激減、デフレによる実質資産残高の増加、賃金低迷によるラチェット効果、大きく捉えれば家計部門と企業部門との間の分配構造の歪みが複合された結果だと思われる。家計貯蓄率が超長期には低下していくとしても、今後10年程度の中期ではむしろ、低下しすぎた家計貯蓄率が修正されることになると見込んでいる。

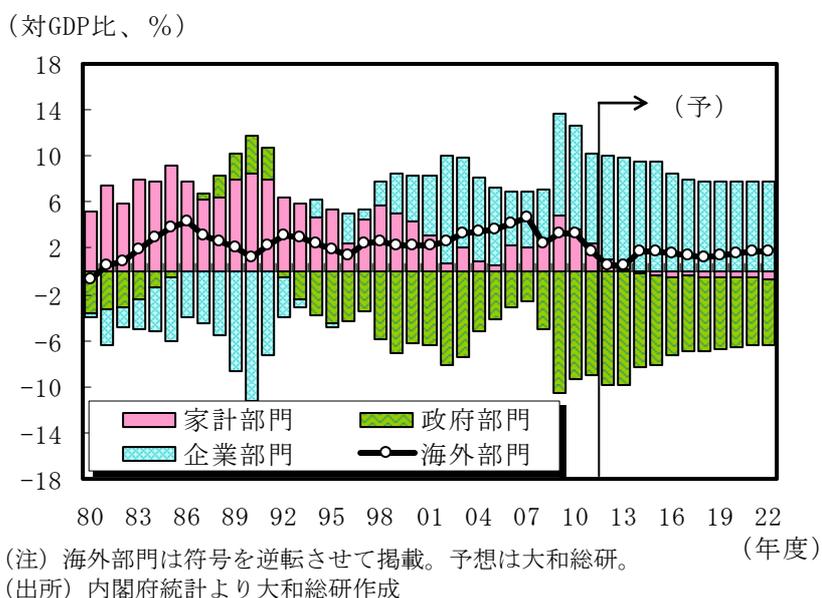
これを貯蓄投資バランスの観点からみると、家計部門は僅かながら投資超過に転じると予想している。少子高齢化を背景に住宅投資が減少することから投資率が低下するためである。さらに、企業部門の貯蓄超過幅も本予測程度の設備投資を前提にすれば簡単には縮小しない。民間部門の貯蓄超過の裏側として財政赤字が継続することになるが、2014~16年度には消費税率

が引き上げられることによって多少改善し、財政赤字 GDP 比は 6%前後の推移が見込まれる。マクロバランスとしてはそれらの差分が経常黒字ということになり、本予測期間中、経常黒字の GDP 比は 0~2%で推移すると見込まれる（図表 1-15）。

### 成長戦略の効果を引き出す自由貿易

なお、本予測では環太平洋経済連携協定（TPP）や日中韓 FTA などによる自由貿易の拡大は織り込んでいない。世界的にみれば TPP や FTA の議論は漸進しており、自由貿易の推進によって貿易量の増加やそれによる民間設備投資や雇用の拡大、国内産業の活性化といったメリットが期待できるとすれば、日本が議論の枠組みに加わらない、あるいは自由貿易そのものに参加しないことのデメリットは、時間の経過とともに大きくなるだろう。ただ、国内には根強い反対意見が存在しており、また 2013 年 7 月に参議院選挙を控えている点を踏まえると、早期に国内の議論が収斂するとは想定しにくい。だが、安倍政権の掲げる成長戦略が効果的に進展するためには、避けて通れないポイントであろう。織り込んでいない本予測はそれだけ保守的な見通し（上振れリスクがある）と捉えられる。

図表 1-15 貯蓄投資バランスの見通し（特殊要因調整済み）



## (4) 本予測の諸前提

### ① エネルギー政策

エネルギー政策は、前政権で発表された「エネルギーミックスの選択肢の原案について」（2012年6月19日発表、以下、政府原案）を参考にしつつ、それ以後の動きを織り込んだ。

具体的には、2013年7月に公表予定の原子力規制委員会の新安全基準に基づき、およそ半年

から1年程度の慎重な審査を経た後、新たに必要となる施設の建設期間も含めて、再稼働には相当程度の時間が掛かるものと想定した。一方で、長期的には当初の稼働開始から40年が経過した原子炉は廃炉されることや、さらに福島第一、福島第二などの原発は中期的にも稼働されないとの前提を置いている(図表1-16)。ただし、建設を中断していた2つの原発については、新たに稼働することを見込んでいる。

また、再生可能エネルギーによる発電量は、2012年7月1日から始まった固定価格買取制度(FIT)が関連投資を後押しする形で増加すると見込んだが、政府原案よりも太陽光や風力の導入量を抑えている。これは、発電量の不安定な再生可能エネルギーを大量に導入すると、送電網の問題や蓄電池やバックアップ電源(再生可能エネルギーが発電できないときに、その発電量を埋め合わせるのに必要な新たな火力発電などの電源)の導入に伴うコストもかなり大きくなるためである。従って、我々の前提では2030年度時点の再生可能エネルギーのシェアが政府原案の下限25%に止まるものとし、予測期間の最終年度である2022年度時点で再生可能エネルギーによる発電量が全体の20%、設備容量は2010年度比で1.9倍に拡大するという、政府原案より抑制的な想定を置いた。

図表1-16 エネルギー政策に関する前提

	前提
原子力	<ul style="list-style-type: none"> <li>●福島第一や第二などの原発は廃炉。</li> <li>●建設後40年経過した原発は廃炉へ。</li> <li>●新規の原子力発電設備は島根3号機(中国)、大間1号機(電源開発)のみ建設される。</li> <li>●以前、ストレステストを実施していた原発のうち、比較的安全性が高いとされている原子炉から優先的に、順次再稼働していくと仮定。</li> <li>●新試算より、原発の発電コストは損害額20兆円を想定した10.2円/kWhと仮定。</li> </ul>
火力	<ul style="list-style-type: none"> <li>●電力需要に応じて稼働率を大幅引き上げ。</li> <li>●政府の発電コストに関する新試算(「コスト等検証委員会報告書」(2011年12月19日))より、原油・LNG・石炭の発電コストは各稼働率に応じて変動。</li> </ul>
コジェネレーション	<ul style="list-style-type: none"> <li>●政府原案と同等程度(2030年度に発電割合15%)になるよう、毎年定率で上昇すると仮定。</li> </ul>
再生可能エネルギー	<ul style="list-style-type: none"> <li>●再生可能エネルギーは2022年度に全発電量の20%(2030年度に同25%)と政府案より抑制的に推移すると想定。</li> <li>●太陽光発電は技術革新と規模拡大が進み、2022年度の電力買取価格(導入コスト)は現在の7割程度に。</li> </ul>
電力需要量	<ul style="list-style-type: none"> <li>●中期モデルの成長率に連動。但し、節電効果で電力需要量の伸びは徐々に抑えられ、2022年度には節電効果がない場合と比べて6%程度抑制。</li> </ul>

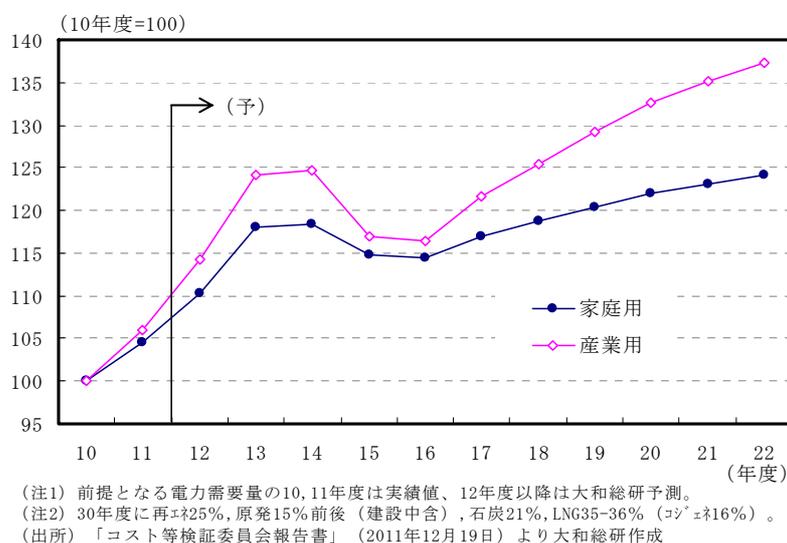
(出所) 大和総研作成

さらに政府原案では、2010年度比で将来の大幅な電力需要量の減少を見込んでいるが、我々の電力需要量の予測は経済成長と電力需要との強い相関から、大和中期マクロモデルで予測する経済成長率にリンクして今後も伸びていく。ただ、日本全体で節電に関する様々な取組みが行われることが予想されるため、節電効果がない場合と比べて2022年度には電力需要量が6%程度抑制されると想定している。

以上より、我々の予測では今後の原発再稼働や再生可能エネルギーの導入量も比較的緩やかなペースであり、かつ、電力需要量も伸びていくものと見込んでいるので、その分、当面は火力発電による発電量が大幅に増えて燃料費が増加していく。その結果、予測期間前半では電力料金の引き上げ圧力が高まるだろう（図表 1-17）。一方で予測期間後半に入ると、今度は FIT の電力料金上乘せ効果が大きく出てくることもあり、原発の再稼働で一旦下がった電力料金が再び押し上げられていくものと見込まれる。

ただし、こうした想定は政治情勢や電力会社の事業運営によって大きく変化する可能性がある点には留意が必要である。

図表 1-17 電力料金に関するシミュレーション



## ② 復興関連、社会保障、税

東日本大震災に対応する復興需要は、公的部門で約 22 兆円、民間部門で約 5 兆円を想定している。復興事業は 2011 年度後半からの当面 5 年間で行われ、予測期間の前半を中心に需要が発現すると見込んでいる。なお、公的部門の復興事業の多くは 2012 年度までに行われると想定しているが、緊急経済対策に基づく 2012 年度補正予算や 2013 年度予算に約 10 兆円の公共事業が盛り込まれるため、2014 年度の政府支出は急激に減少する。

復興増税については前回予測と同様の総額 10.5 兆円を想定している。具体的には法人税の実効税率の 5%引き下げを 2012 年度から 3 年先送りし、所得税を 2013 年 1 月から 25 年にわたって 2.1%分上乘せし、住民税を 2014 年 6 月から 10 年間にわたって年 1,000 円上乘せする。社会保障関連では、政府が 2012 年 2 月 17 日に閣議決定した「社会保障・税の一体改革大綱」とその後の三党合意を織り込んでいる。

## 2. 転換点を迎えた金融政策と円安が物価に与える影響

2012年12月に行われた衆院選で自民党が大勝し、4年振りに政権交代が起こった。株式市場や外国為替市場では、11月中旬から政権交代への期待で円安・株高が起こり、円ドルレートは90円/ドル台まで円安が進んでいる。経済のファンダメンタルズからみれば、欧州危機が小康状態となり、日本の貿易収支が赤字化したこともあって傾向としての円安が生じやすい局面であった。安倍政権はそうした流れに乗る格好で「大胆な金融緩和」を掲げて実際の円安を加速させたといえよう。

本章ではまず、日銀が2013年1月に導入したインフレ・ターゲットについて各国比較を交えながら概観する。次に、デフレの構造的な要因を長期的に物価の趨勢を決める単位労働コストの背景から整理し、デフレ脱却には金融緩和のもとで企業の収益基盤を強化しつつ、企業の再生や再雇用が円滑に行われるセーフティネットを構築することが重要であることを述べる。最後に、円安ドル高が進んだ場合に、物価や景気にどのような影響を与えるのかをマクロモデルを用いてシミュレーションする。

### (1) インフレ・ターゲットの概要と構造面から見たデフレ要因

#### ① インフレ・ターゲットの特徴

2013年1月21、22日に行われた金融政策決定会合において、日本銀行はCPI上昇率2%を目標とし、2014年初めから期限を定めない資産買入れ方式の導入を決めた（2013年中については同年末の基金の規模を示した資産買入れが行われる）。また、政府と共同声明を同時に発表し、デフレ脱却と持続的な経済成長の実現を目指す方針を明らかにした。2012年10月にも共同文書は発表されたが、そのときは日銀総裁、経済財政担当相、財務相の連名にすぎなかったのに対し、今回は組織としての政策連携の色彩を強めた明確な共同声明となっている。

もともと、後述するように日銀は今回の決定後においても従来の金融政策運営の枠組み自体は何ら変更していないとみられる。デフレ脱却と物価上昇率の高まりについても、日本経済の競争力と成長力の強化に向けた取り組みの進展を条件としており、金融政策主体でデフレ脱却を目指すというスタンスに変化したとは必ずしもいえない。日銀は1月23日に示された「物価の安定」についての考え方に関する付属資料<sup>10</sup>において、現時点で「きわめて緩和した金融環境が実現している」という認識を示している。

さて、日銀のインフレ・ターゲット導入の是非については、以前から国内外で議論が重ねられてきた。インフレ・ターゲットは1988年にニュージーランドが初めて導入し、その後、先進国から新興国まで幅広く導入された（2012年初めの時点で27カ国がインフレ・ターゲットを採用）。インフレ・ターゲットには統一した明確な定義があるわけではないが、Hammond[2012]<sup>10</sup>によると、インフレ・ターゲットは金融政策に関する硬直的なルールというよりも枠組みであ

<sup>10</sup> Hammond(2012) “State of the art of inflation targeting – 2012”, CCBS Handbook No. 29 – February 2012 version, Bank of England

る。具体的には、(i) 物価の安定を金融政策の第一義的な目的として明確に認識している、(ii) インフレに関する数値目標を公表している、(iii) インフレの見通しを含む幅広い情報に基づいて金融政策を行っている、(iv) 金融政策に透明性がある、(v) 説明責任を果たす、という特徴が挙げられる。ただし、こうした特徴はインフレ・ターゲットが導入された当初から備わっていたわけではない。上田[2008]<sup>11</sup>は、1990年前後にインフレ・ターゲットを導入したニュージーランド、カナダ、英国、スウェーデンの金融政策に関する事例を整理している。それによると、導入当初はインフレ・ターゲットの枠組みに対する信認が高くない中で、足元の物価安定を目指した厳格な政策運営を試み、金融政策の透明性を向上させた。さらに1990年代後半になると、インフレ・ターゲットへの信認が次第に確立され、中央銀行の政策運営はフォワード・ルッキングかつ柔軟なものに変わっていった。その背景として、資産価格や商品市況の影響や足元の景気動向に配慮した柔軟かつ市場とうまく対話しながらの政策運営が、中長期的にはむしろ物価の安定に繋がるという考え方に变化したことが挙げられる。

こうした考え方に立つ政策の枠組みは、インフレ・ターゲットの採用の有無にかかわらず、日本や米国を含む多くの国の金融政策運営に取り入れられている。例えば、望ましいインフレ率の水準を具体的に掲げたり、フォワード・ルッキングかつ柔軟な政策運営を行ったり、物価や経済の見通しを定期的に発表したりしている。

図表 2-1 は主要国における金融政策の枠組みを外観したものである。以下では、各国の枠組みの共通点や相違点について具体的にみていく。

図表 2-1 主要国の金融政策の枠組み

	カナダ	英国	米国	ユーロ圏	スイス	日本	
						従来	今回
物価指数	CPI総合 (コアCPIを操作上の指針)	CPI総合	PCEデフレーター	HICP	CPI総合	CPI総合	
目標値・幅	中心値を2% (1-3%のレンジ)	2%	2%	2%未満かつ 2%近く	2%未満	2%以下の プラスの領域 で当面は1%	2%
目標の決定主体	財務大臣・ 中央銀行	財務大臣	中央銀行	中央銀行	中央銀行	中央銀行	中央銀行 (・政府?)
目的	生産活動、物 価、貿易、雇 用の変動を緩 和し、カナダ の経済や金融 の繁栄に資す る	物価の安定を 維持し、それ を妨げない限 りにおいて、 経済成長や雇 用に関する目 標を含む政府 の経済政策を 支援	雇用の最大 化・物価の安 定・緩やかな 長期金利	ユーロ圏の物 価の安定	物価の安定を 図り、経済発 展にも配慮	物価の安定を図ることを通 じて国民経済の健全な発展 に資する	
達成期間	18~24ヵ月	常に	長期	中期	中長期	明記せず	できるだけ 早期
インフレ・ ターゲットの 採用の有無	○	○	×	×	×	×	○

(出所) 各国中央銀行資料より大和総研作成

<sup>11</sup> 上田晃三「インフレーション・ターゲティングの変貌：ニュージーランド、カナダ、英国、スウェーデンの経験」、日本銀行ワーキングペーパーシリーズ（2008年10月）

目標とする物価はいずれの国も CPI 総合（米国は民間最終消費デフレーター）である。消費者物価や消費デフレーターは発表頻度や速報性が高く、国民の日常生活に密接した物価であるからだ。ただし、生鮮食品やエネルギー価格は天候や市況によって大きく変動するため、それらを除いた物価指数も併せて注目している場合が多い。日銀は「生鮮食品を除く CPI (コア CPI)」や「10%刈込平均値」<sup>12</sup>を参考指標としている。

また、インフレ目標値はどの国も概ね 2% である。表に掲載していないインフレ・ターゲットの採用国においても、先進国では 2±1% の範囲で設定している。日銀はこれまで中長期的な物価安定の目途として「2%以下のプラスの領域で、当面は 1%」としていたが、それを 2% に設定したことで、目標値は他の先進国と同等となったとみることが一応は可能である<sup>13</sup>。なお、すべての国がインフレ・ターゲット導入時から現在まで目標値を変えずに政策運営してきたわけではない。例えば、カナダは 1992 年末まで 3 (±1) %、1994 年央まで 2.5 (±1) %、1995 年末以降は 2 (±1) % へ修正している。

金融政策の目標の決定主体は「中央銀行」の場合と、「政府・中央銀行」の場合が多い。図表 2-1 では中央銀行のみで決めているケースが散見されるものの、図表に掲載されていないインフレ・ターゲット採用 25 カ国を含めれば、「政府・中央銀行」が 14 カ国、「中央銀行」が 14 カ国、「政府」が 3 カ国である。英国のように政府（財務大臣）が主体的に目標を設定するケースは、相対的にみるとかなり少ない。2012 年 12 月の衆院選後から 2013 年 1 月の金融政策決定会合までを振り返ると、決定会合前に首相や関係閣僚が日銀総裁と協議したうえで、共同声明とともに政権公約である「CPI 上昇率 2% のインフレ・ターゲット導入」が決定された。金融政策決定会合後に公表された説明資料には、日銀が独自の判断で「物価安定の目標」を導入したと述べているが、実質的には「政府・日銀」の協議のもとで決められたと多くの人が捉えているだろう。

金融政策の目的については、「物価の安定」のみを規定している国が一部にあるものの、多くの国ではそれだけでなく、経済成長や雇用などについて言及している。日本では、「物価の安定を図ることを通じて国民経済の健全な発展に資する」という理念を掲げており、スイスのそれに近い<sup>14</sup>。一方で、物価と同等の重要性をもって他の経済変数を目標としている国もある。例えば、米国は「物価の安定」と同程度に「雇用の最大化」も重視している。そのため、物価の安定を第一義的な目的としているインフレ・ターゲットは採用していないという立場を採っ

<sup>12</sup> 個別品目の前年比を値の大きさの順で並び替え、値の大きい品目と小さい品目をウェイトベースでそれぞれ 10% 控除して、残った品目の前年比を加重平均して算出したもの。

<sup>13</sup> ただし、日本銀行の白川総裁は 2013 年 1 月 23 日の記者会見において、2% というピンポイントの物価目標導入に関して、「予想物価上昇率の上限を画するという効果もある」「2% 以下のプラスであるという考え方は、今回の決定会合の議論でも、変わっていません」「物価上昇率が、現実には上がって、例えば、1% を超えてくる見通しになってきたその時に、どのような予想物価上昇率の変化が起きてくるのか。（中略）これを、今の段階で正確に見通すことができれば、もちろんそういうコミットメントあるいはガイダンスもできるでしょうが、そういう見通しをすることが現時点では難しい」などと述べている。これは従来通り 1% という水準を強く意識しつつ、2% 超の物価上昇は決して許容しない政策運営を行うという考え方に見える。ちなみに、2012 年 12 月の総選挙の際、自民党は名目 3% 以上の経済成長を政権公約としたが、実質成長率（潜在成長率）の引き上げは長期的課題であって簡単には引き上げられないと考えると、物価上昇率に厳格な上限を設ける発想にはたっていないと考えられる。

<sup>14</sup> “ensure price stability and, in so doing, to take due account of economic developments”

ている。ECB（欧州中央銀行）の目的は「物価の安定」のみだが、実際上の運営は広範囲な金融経済指標及び通貨供給量を分析したうえで政策判断を行っており、他国と同様に柔軟な運営を行っている。

達成時期に注目すると、図表の中では、ユーロ圏、米国、スイスがそれぞれ中期、長期、中長期という表現を使っている。他のインフレ・ターゲット採用国においてもこうした表現が使われることが多い。ただ、カナダのように具体的な期間を挙げる国もあり、その場合は概ね2年前後を目指している。一方で、英国や日本は達成時期を明記していない。英国は「常に (at all times)」と表現しており、目標値からかい離れた場合は、「生産活動が不安定にならないような妥当な期間内 (within a reasonable time period but without creating undue instability in output)」で目標へ収束させると規定している<sup>15</sup>。つまり英国は、「経済活動に悪影響を与えない範囲でできる限り早く目標を達成すべきである」という主旨の規定を行っている。日銀は柔軟な政策運営のもとで物価の安定を「できるだけ早期に」実現することを目指すものの、金融政策の効果が物価に波及するまでに「長期かつ可変のラグ」があることも付言しており、数ヵ月といった短期間の実現を想定しているわけではない。

#### 今後は政府・日銀が目標実現のためにどう行動するかが問題

以上のように、日銀は2%を掲げて「物価安定の目標」を導入したものの、それ以前から「柔軟なインフレ目標政策」を行っていたという意味で、金融政策の枠組み自体が変わったわけではない。とはいえ、政府との共同声明が発表され、「当面は1%」という目途が明示されなくなったという点で一つの転換点であることも事実である。日銀総裁も議員である経済財政諮問会議では、これまで以上に金融政策の動向と物価の状況が議論されることになるだろう。

デフレからの脱却のために今後は、政策効果のタイムラグ、インフレ期待の醸成、賃金と物価の関係などの点で、「物価安定の目標」をどう理解すればいいかといった議論の深化や、課題を抱えながらもデフレ脱却へ向けた金融政策が少しずつ前進しているという理解が人々の間に広がることが望まれる。同時に、政府と日銀それぞれの役割と責任がより明確にされる必要もある。デフレ脱却とインフレ目標達成のためには、日銀が資産買入れを場合によっては強化しながら行っていくことが重要だが、金融政策だけでそれが達成できるとも思えない。共同声明にあるように、政府には「革新的研究開発への集中投入、イノベーション基盤の強化、大胆な規制・制度改革、税制の活用など思い切った政策を総動員」することが求められる。実物経済と金融が表裏一体であることを考えれば、政府にも同等の責任があり、政府がデフレ問題の責任を金融政策に押し付けるようなことになれば、人々の物価見通しが安定して上昇することは期待できない。物価目標の設定はゴールではなく、政府と日銀がその実現のためにどう行動するかが問題である。

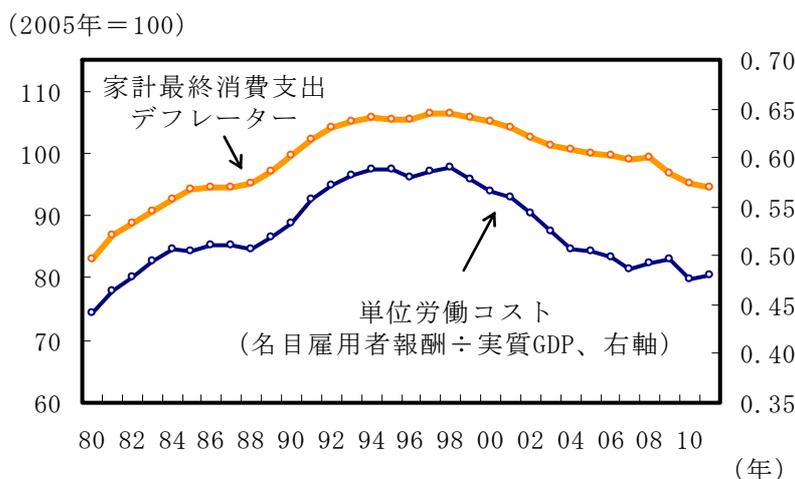
<sup>15</sup> BOE（英国中央銀行）が定期的に発表しているインフレーションレポートでは、物価見通しの図表の2年後に点線が付されており、妥当な期間が2年程度であることを暗示している。

## ② 単位労働コストからみた長期デフレの背景

デフレの要因をどのように捉え、どのように対処していくべきだろうか。仮にデフレが短期的な物価下落であれば、景気の悪化によるマクロの需給バランスの緩みや、資産価格の下落といった金融ショックなどによってもたらされたものであるため、通常の財政・金融政策で対処できるだろう。しかしながら、日本のデフレはすでに15年近く経過しており、その間、日本経済は戦後最長の景気拡大を経験し、歴代の政権や日銀は「デフレ脱却」を掲げて様々な政策を実施してきた。こうした事実から考えれば、長期化したデフレは何か1つの政策で解決する問題ではなく、複合的な構造問題と捉えて包括的に対処すべきである。

デフレを構造問題として捉える場合、長期的な物価の趨勢を決める単位労働コスト（以下ULC）の背景を探ることが有用だと思われる。ULCは生産1単位当たりの人件費を表しており、名目雇用者報酬を実質GDPで割ったものである<sup>16</sup>。実際にGDPベースのCPIにあたる「家計最終消費支出デフレーター」とULCの推移を見たものが図表2-2である。短期的には連動していない時期もあるが、両者の趨勢は一致していることがわかる。

図表 2-2 単位労働コストと家計最終消費支出デフレーター



ULCは「名目賃金」と「労働生産性」で定義される。すなわち、名目賃金の上昇はULCを押し上げ、労働生産性の上昇はULCを押し下げるという関係がある。先ほどの物価とULCの関係を含めて整理すれば、名目賃金の上昇は物価を押し上げ、労働生産性の上昇は物価を押し下げるということになる。従って物価の基調を捉える上では、名目賃金と労働生産性の動きに注目することが重要である。

<sup>16</sup> 「古典派の第一公準」（労働の限界生産物は実質賃金に等しい）にコブ・ダグラス型生産関数を仮定すると、労働の限界生産物は労働生産性に比例するため、

$$(w - p) = (y - l) \Leftrightarrow (w + l) - y = p \quad (\text{すべて対数表示、労働分配率は省略})$$

( $w$  : 時間当たり名目賃金、 $p$  : 物価、 $y$  : 実質GDP、 $l$  : 総労働時間)

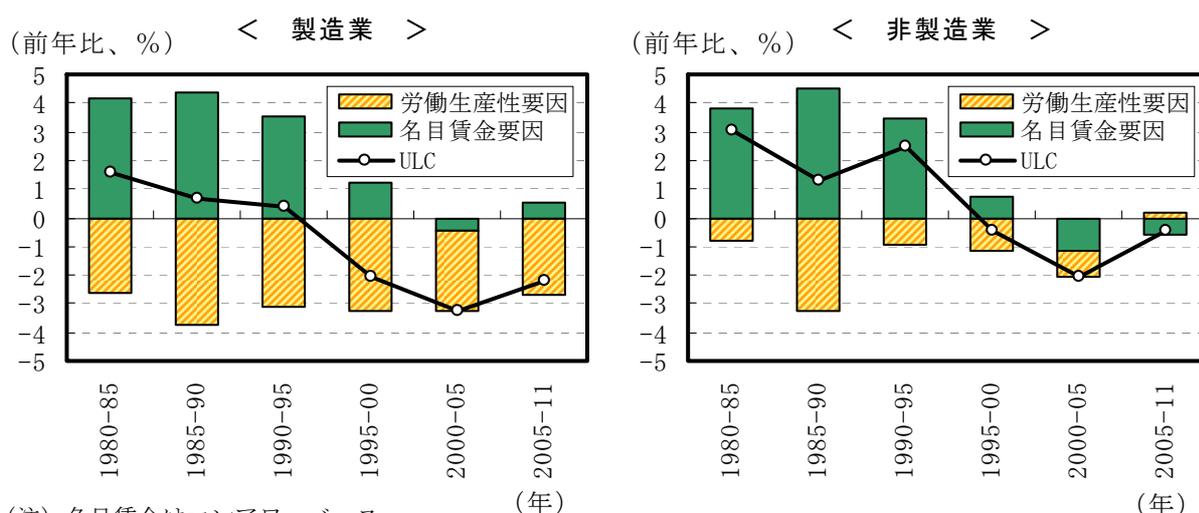
と書き換えることができ、ULCと物価の伸びは長期的には等しくなる。

## 単位労働コストの要因分解

図表 2-2 の ULC を製造業と非製造業に分け、1980 年から 2011 年までの変化を 5 年ごとに比較したものが図表 2-3 である。一般的に製造業は資本集約的な業種が多く、非製造業は労働集約的な業種が多いため、製造業の労働生産性は非製造業よりも高い。実際、製造業の労働生産性上昇率は過去 30 年間の平均で 3% であるのに対して、非製造業はバブル期を除けば同 0.7% と 4 倍以上の開きがある。製造業に比べると、非製造業は生産性上昇率が低い分だけ、名目賃金の上昇が ULC の上昇に繋がりやすい。また国内の労働市場は統合されているため、名目賃金の水準は製造業と非製造業で異なるものの、互いに影響を受けながら同じ方向へ変化する。例えば製造業の賃金が増加したときには、人材を確保するために非製造業も賃金を引き上げる。すると、非製造業は人件費の増加分を生産性の上昇分で吸収できずに販売価格へ転嫁する結果、CPI が上昇することになる。CPI の中でサービスの占める割合は 50.7% (2010 年基準) と高く、非製造業の ULC が変化したときの影響は製造業よりも大きい。

生産性上昇率に注目すると、過去 30 年間を通じて安定しており、名目賃金の動きが ULC や物価の基調を決めやすい傾向にある。デフレに陥る前 (1980~1995 年) は、製造業・非製造業の名目賃金上昇率はともに期間平均で 4% 程度であり、生産性上昇率を上回っていたことから ULC や物価は上昇していた。しかしデフレ期 (1995 年~) に入ると、名目賃金の伸びは急速に低下し、その後も以前の水準へ回復することなく低位で推移したため、ULC は下落基調が続いている<sup>17</sup>。このように、名目賃金はデフレの構造問題を考える上で重要なカギとなっていると言える。そこで以下では、名目賃金の伸びがデフレ以前よりも低い理由について考察する。

図表 2-3 製造業と非製造業の単位労働コスト (ULC) の要因分解



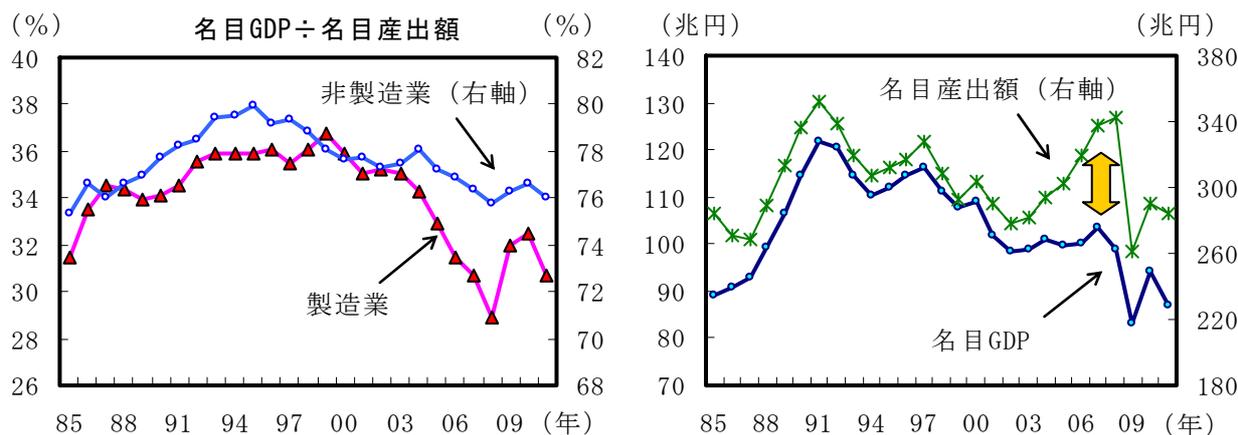
<sup>17</sup> 日本全体で見ると、時間当たり名目賃金の伸びは 1995-00 年が平均 0.9%、2000-05 年が同▲1.0%、2005-11 年が同▲0.4%と、2000 年代に入って下落傾向にある。

## 名目賃金下落の背景

製造業の ULC はコスト面から見た国際競争力の指標と解釈することができ、ULC が低下するほど輸出競争力は高くなる<sup>18</sup>。1990 年代に入ると、グローバル化の進展とともに新興国の存在感が高まり、2000 年代にその流れが加速した。日本の輸出産業は資源高や傾向的な円高という環境下で、日本製品の競争力を維持するために価格転嫁しないことで対処してきた。それを一言で表すと、交易条件（輸出物価÷輸入物価）の悪化のもとで輸出数量を確保してきたということである。原材料費の増加分や円高分を転嫁しないというのは実質的な値下げであり、値下げするための原資は労働コストに求められた。もちろん、生産性が上昇すればコストを吸収することができるが、製造業の生産性の上昇ペースは一定であったことから、名目賃金の伸び率を抑制することで ULC を引き下げた。2002 年から始まった戦後最長の景気拡大期に日本の輸出数量は一定程度の伸びをみせたが、円安下にあっても賃上げに抑制的であったため、輸出産業の賃金は 1990 年代前半のように上昇しなかった<sup>19</sup>。

図表 2-4a マクロからみた粗利益率

図表 2-4b 製造業の名目産出額と名目 GDP



(出所) 内閣府統計より大和総研作成

こうした製造業の行動は、収益性の低下という形で明確に表れている。図表 2-4a は名目 GDP を名目産出額<sup>20</sup>で割ったものであり、マクロから見た粗利益率と解釈できる。製造業の粗利益率は原油価格に上昇傾向が見られるようになった 2004 年から急速に低下している。2000 年代で最も低かった時期は 2008 年の 28.9% であり、1980 年以降のピーク（1999 年、36.7%）から 8% pt ほど低い。2008 年の製造業の名目産出額は 342 兆円と、バブル期の 1991 年に達成したピーク（352 兆円）に次ぐ水準まで増加したにもかかわらず、2008 年の名目 GDP は 1991 年より 23 兆円（約 20%）少ない（図表 2-4b）。日本経済は 2002 年から 2008 年にかけて戦後最長の景気

<sup>18</sup> 素原材料や中間財は、貿易によって国際間の移動が比較的可能であるため、各国の製造コストの差は労働コストの差で概ね説明できる。

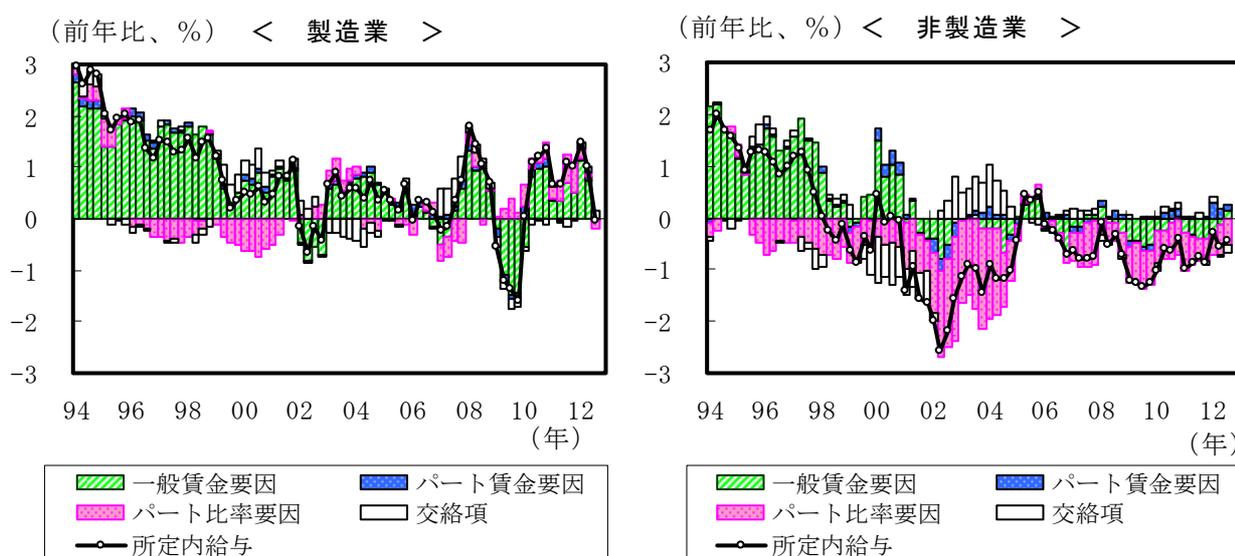
<sup>19</sup> 詳細は、神田慶司・鈴木準 [2011] 「ドル基軸通貨体制の中で円高を解消していくには」、大和総研レポート、2011 年 12 月 13 日。

<sup>20</sup> 産出額から中間投入額（企業の原材料に相当）を除いたものが GDP である。

拡大期を経験したが、その間の製造業の名目 GDP はほぼ横ばいであった。一方で、収益性の低下は非製造業にも当てはまる。図表 2-4a に見るように、非製造業の粗利益率は 1995 年をピークに趨勢的な低下傾向にある。名目賃金が増加するには企業の収益環境が改善することが求められるが、1990 年後半以降、製造業・非製造業の収益性はともに悪化しており、それが名目賃金を抑制する要因の 1 つであったと考えられる。

前掲図表 2-3 で見たように、製造業と非製造業の名目賃金は同じ方向性をもって変化しているが、非製造業の名目賃金は 2000 年代に入ると下落傾向が続いている。非製造業の名目賃金の下落は、非正規雇用者比率が拡大した要因が大きい。図表 2-5 は一人当たりの名目所定内給与を要因分解したものである。非製造業は、一般労働者に比べて 3 割ほどの給与水準であるパートタイマー労働者の割合を引き上げることで、平均的な給与水準を調整してきた様子が明確に見える。ただし、一般労働者の所定内給与においても 2000 年代前半から減少傾向にある。低水準ながらも概ね給与の増加を維持してきた製造業に比べると賃金調整が厳しい。こうした背景の一つとして、内外価格差の是正圧力があつたと考えられる。1990 年代初頭には日本の物価が高く、生産や生活のコストが高いということが議論されていた。同じモノ・サービスなのに諸外国より日本のほうがコスト高であるので、内外価格差を是正すべきと言われてきたのである。高いサービス価格と高い賃金という組み合わせで実現していた消費者負担の産業構造が、グローバル化や規制緩和をきっかけとして、価格が機能する産業構造へと変化してきているとみられる。

図表 2-5 製造業と非製造業の所定内給与の要因分解

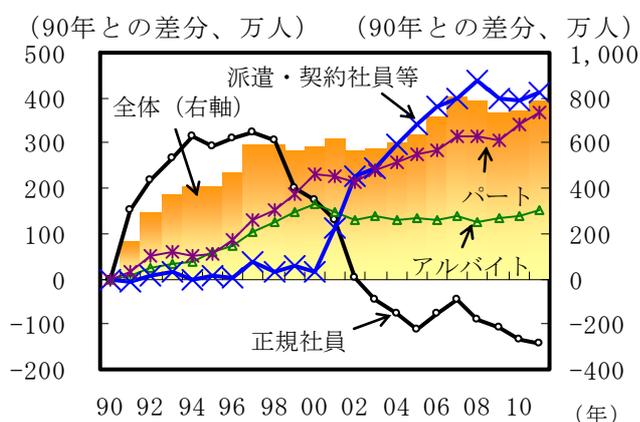


(出所) 厚生労働省統計より大和総研作成

なお、1995～2000 年に見られる名目賃金上昇率の急速な低下は、1998 年頃から行われた賃金

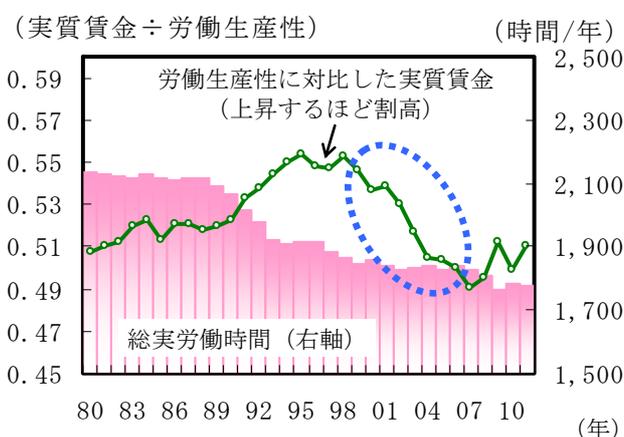
調整が影響している。図表 2-6 に見るように、日本の企業はバブル崩壊によって景気が急速に悪化したにもかかわらず、1990 年代に入っても企業は正規社員を中心に雇用を増やし続けた。同時期には週休二日制の導入もあって一人当たりの総実労働時間は減少したものの、業績不振や過剰雇用、名目賃金の下方硬直性などにより、本来は一定水準で推移するはずの労働生産性に対比した実質賃金は 1990 年代半ばにかけて上昇の一途を辿った（図表 2-7）。実質賃金の高止まりは 1998 年頃まで続いたが、1997 年夏のアジア通貨危機と 1998 年秋にかけての金融システム不安による業績低迷を受け、1998 年から 2004 年にかけて、正規社員の雇用調整とともに大幅な賃金調整が行われた。それにより、労働生産性に対比した実質賃金は 1980 年代前半の水準まで低下した。一方で雇用に関しては、前掲図表 2-5 で見たように、サービス業や卸小売業などの非製造業で非正規雇用者比率が上昇し、平均賃金の低下につながった<sup>21</sup>。

図表 2-6 雇用者数の推移（1990 年との差）



(注) 全体は役員除く。  
(出所) 総務省統計より大和総研作成

図表 2-7 実質賃金と総実労働時間



(注) マンアワーベース。  
(出所) 内閣府統計より大和総研作成

### ③ デフレ脱却には新政権の「実行力」が求められる

以上のような産業構造や硬直的な労働市場の問題を背景に、時間当たり名目賃金は 1990 年代末から下落傾向にあり、デフレをもたらしている。また前述したように、短期的に需要を刺激しても名目賃金や物価を持続的に上昇させることは極めて難しい。名目賃金の安定的な上昇を実現するためには、金融緩和のもとで企業の収益基盤を強化しつつ、企業の再生や再雇用が円滑に行われるセーフティネットを構築することが重要である。

企業の収益性の改善には、企業の「供給力」を強化するという視点が必要である。これは消費者のニーズに合致していないモノやサービスの供給量を増やすことではない。不断の新陳代謝によって付加価値が以前よりも高く、人々の生活水準を向上させるような新しいモノやサービスが生み出される状況を作ることである。この意味において、民間部門が起業家精神

<sup>21</sup> 詳細は、神田慶司 [2012] 「失業リスクが偏在する脆弱な雇用構造」、大和総研レポート、2012 年 8 月 10 日。

を發揮してリスクをとっていく必要があり、安倍政権が民間企業の投資を引き出すような成長戦略を政策の柱としていることは正しいと言える。

安倍政権は規制改革にも取り組む意気込みをみせているが、需要が超過している分野においてそれは重要である。需要が供給を超過しているかどうかは待ち行列の有無を見ればわかるが、例えば保育所や病院、介護施設が挙げられる。保育所入所待ちの待機児童問題は、現在の保育所の供給体制がニーズにうまく合っていないという問題である。消費者が、場合によっては今よりも高い値段を払ってでも購入したいと考えている医療・介護・保育などの分野は官製市場になっている。官製市場の規制改革は経済の供給力を強化することであり、潜在需要を顕在化させることになるはずである。

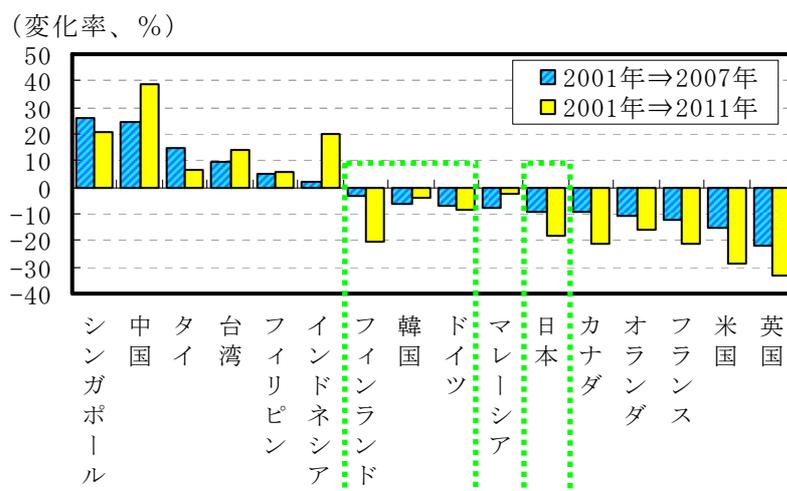
交易条件が悪化する中で何とか収益を確保してきた輸出産業が再び輝きを取り戻すためには、政府は法人実効税率の国際競争相手国並みへの引き下げなどとともに、FTA（自由貿易協定）やEPA（経済連携協定）によって海外との交易をもっと拡大させることも必要だろう。世界経済の拡大が進んでいく中で、日本の製品・サービスに対するニーズをグローバルに取り込んでいく視点が不可欠である。より広くは、競争力のある外国企業の対内投資を受け入れ、雇用を創出しながら国内市場を活性化していくことも求められる。

規制緩和と貿易自由化を進めていく中で、国内の産業構造はそれに対応してスムーズに変化していく必要がある。すなわち、縮小していく産業の企業や就業者が成長産業へ円滑に移動し、マクロ単位でもミクロ単位でも収益性や所得水準が高まることが望ましい。

貿易自由化に否定的な見方もあるが、日本はグローバル化の中で諸外国と経済活動を営んでいる以上、国内の産業構造はすでにグローバル化の影響を受けて変化している。例えば、グローバルに展開する企業は製品の組み立てといった労働集約的で低付加価値の仕事を新興国へ移すようになったため、それに関連する労働需要は減少している。また、製造業の雇用者数が趨勢的に減少する現象は多くの先進国で観察されており、決して日本だけの現象ではない。実際、世界経済が好調であった2002～07年でさえ、製造業雇用は日本や米国だけでなく、ドイツ、韓国、フィンランドなどの先進工業国でも減少した（図表2-8）。

規制緩和や貿易自由化は、これまで以上に速いペースで産業構造の変化を促すことになる。そのため現実的には、縮小していく産業の企業や就業者がすべて円滑に成長産業へ移動できるわけではないだろう。短期的には経済構造の変化に対応できず、倒産や摩擦的失業といった形で厳しい環境に直面する場面があるとみられる。こうした状況を速やかに解消するためにも、セーフティネットとしての政府の役割は一層高まる。ただし、それは構造的に衰退する産業での廃業や失業を防ぐものではない。成長産業での開業や雇用創出を促進するものである。企業も個人も前向きに再チャレンジできる環境が整えば、リスクを取る企業が増加して新たな付加価値や雇用を生み出す可能性が高まるだろう。

図表 2-8 製造業就業者の期間変化率



(注) 米国は雇用者数。

(出所) Haver Analytics、CEIC、内閣府統計より大和総研

そのうえでも、流動性の高い労働市場に向けた制度改革がとりわけ重要となる。前述のように、現在の労働市場は正規雇用が硬直的で失業リスクが非正規雇用者に偏在しており、若年層の不本意な非正規雇用や失業の長期化が問題となっている。労働市場の問題を解決せずに規制緩和や貿易自由化を進めれば、再就職が円滑に進まずに失業率が構造的に上昇する恐れがある。

そのためにも、「正規」と「非正規」の垣根を低くする制度作りが重要である。失業リスクを一部の人に負わせるのではなく、社会全体でシェアするような仕組みである。正規社員の解雇規制の柔軟化と非正規社員の待遇向上のバランスをどうするのかは国民的な議論が必要だが、例えば、企業が整理解雇する際の条件である「非正規雇用の整理」をなくし、非正規雇用者の失業リスクを軽減することが考えられる。また、現在企業が負担している従業員の社会保険料の負担率を引き下げる代わりに租税負担を引き上げ、社会全体で労働者の社会保障を支えることも一案として挙げられる。これは企業の雇用コストを引き下げ、正規社員を採用する意欲を高める効果が見込まれる。

安倍政権は成長戦略を「三本の矢」の1つに掲げており、これまで述べたことの多くは新政権の成長戦略に反映されている。問題はそれを実行できるかである。規制緩和や貿易自由化は常に賛否の分かれる問題であり、政治的な決断が難しい。15年近く続く長いデフレから脱却し、穏やかなインフレのもとで活気ある日本経済を取り戻すためにも、新政権は「アメ」の分配だけでなく「ガマン」の分配を着実に進めていく必要がある。

## (2) 円安は景気・物価にどのような影響を与えるのか

### ① 円安ドル高は短期的には「×」、だが時間が経てば「○」

インフレ・ターゲット導入など一連の金融政策の変化は今のところ従来の枠組みを大きく変

えるものではないが、円安株高が示すように、内外の投資家のマインドを変えたことは事実である。円ドルレートは11月中旬の80円/ドル程度から下落し、足元では90円/ドルを超えた。もちろん、その理由は国内要因だけでなく、米中経済の復調や欧州政府債務問題の進展など、外部環境の好転からリスク回避通貨としての円買いが一服したこともある。そうした環境下で11月16日の衆院解散によって政権交代が現実味を帯び、特に海外投資家のデフレ脱却期待が高まった。

そこで気になるのが円安による経済への影響である。これまでは円高のデメリットを意識することが多かったが、当然、円安にもデメリットがある。その典型的な例が輸入価格の上昇によるコスト増である。日本の輸出金額の約5割、輸入金額の約7割がドル建てであるため、単純に計算すれば、円安ドル高は貿易収支を悪化させる。だが、これは国内外のすべての経済主体が円安になっても行動を変えないと想定した結果である。従って、前述のように「円安が景気にマイナスの影響を与える」と言えるのは、経済主体の行動があまり変わらない「短期間」に限られる。

現実的には、円安によって輸出産業の国際競争力が高まり、時間の経過とともに輸出数量が増加する。それは生産活動の拡大や労働時間の増加をもたらす、設備投資を誘発する。企業収益や家計の雇用・所得環境の改善にも繋がるだろう。こうした様々な影響をすべて織り込んだものが実際の円安の効果である。

一定の目安として、マクロモデルを用いて円安効果を計測したものが図表2-9である。具体的には、10%の円安ドル高が1年間続いた場合に日本経済へ与える影響を試算したものである。図表の値は、円安が起きなかった場合（標準シナリオ）との乖離率（幅）を示している。10%の円安ドル高は2年目以降実質GDPを0.2~0.4%pt程度改善させることになり、標準シナリオから最も乖離した4年目で0.41%となっている。需要項目に注目すると、円安はラグを伴って実質輸出を増加させ、その影響は設備投資を中心に波及効果をみせる。また輸入物価を押し上げて輸入需要を減退させることから、実質輸入が標準シナリオよりも減少する。实体经济の改善で長期金利は上昇するものの、財政収支は景気拡大による税収増などの効果から改善する。

図表 2-9 10%円安ドル高が1年間続いた場合の日本経済への影響

(円安が起きなかった場合とのかい離率(幅)、%、%pt)

	実質GDP							
		民間最終消費支出	民間住宅投資	民間設備投資	政府最終消費支出	公的固定資本形成	輸出	輸入
1年目	-0.06	0.00	0.00	-0.06	-0.10	0.10	0.00	0.17
2年目	0.28	0.03	0.32	1.13	0.03	-0.49	2.29	1.16
3年目	0.24	0.00	-0.34	0.19	0.03	-0.36	0.97	-0.13
4年目	0.41	0.06	-0.22	0.00	-0.01	-0.66	0.43	-1.95
5年目	0.18	0.09	-0.06	0.06	-0.10	-0.28	0.23	-0.48
	円ドルレート	GDPギャップ	失業率	CPI	短期金利	長期金利	経常収支	財政収支
1年目	10.00	-0.04	0.01	0.04	0.01	0.00	-0.10	-0.03
2年目	0.00	0.18	-0.03	-0.02	0.11	0.06	0.04	0.06
3年目	0.00	0.13	-0.05	0.02	0.08	0.05	0.08	0.05
4年目	0.00	0.24	-0.06	0.05	0.23	0.13	0.33	0.11
5年目	0.00	0.10	-0.05	0.13	0.13	0.07	0.04	0.04

(注) 経常収支、財政収支は名目GDP比率。財政収支は国・地方政府。

(出所) 大和中期マクロモデルより作成

#### 円安がCPIに与える影響は小さい

この表で注目したいのがCPIに対する円安の影響である。景気の拡大はマクロの需給を引き締めてインフレ圧力をもたらすと考えるのが自然だが、日本経済の構造を反映させたマクロモデルによるシミュレーションによれば物価へ与える影響は極めて小さい。CPIは588品目の価格指数を基準年の消費額ウェイトで加重平均した物価指数であるが、そのうちガソリンといった為替の影響を受けやすいエネルギー関連品目のウェイトだけでも8%近く占めている。機械的な試算をすると、仮に10%の円安ドル高によってエネルギー価格が半分の5%上昇し、その他の品目の価格がすべて一定であれば、CPIは0.4%pt上昇することになる。実際には小麦や繊維製品など様々な輸入品があるため、円安ドル高の効果はモデルから得られる結果よりはるかにCPIを押し上げる可能性がある。

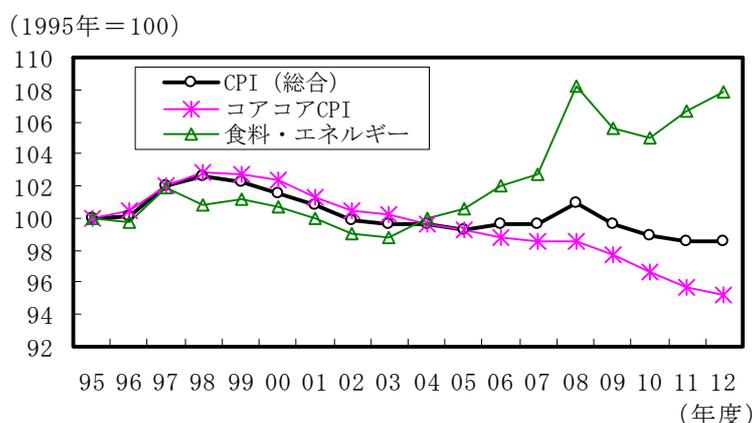
しかし、実際に過去の物価の動きをみると、こうした品目の伸び率とウェイトで単純に計算した結果の通りにCPIが上昇しているわけではない。すなわち、必需品など一部の品目の価格が上昇すると、その他の品目の需要が低下して価格が下落するため、CPI全体としてはほとんど上昇することがなかったのがこの間の経験である。

図表2-10はCPI(総合)と「食料(酒類を除く)及びエネルギーを除くCPI(以下、コアコアCPI)」、「食料(酒類を除く)及びエネルギー(以下、食料・エネルギー)」の3つの指数の推移をみたものである。食料・エネルギーに含まれている品目の多くは為替と商品市況の影響を大きく受けるため、3つの指数の動きを比較することで円安時の物価の動きを推察することができる。消費額ウェイトの約3割を占める食料・エネルギーは、2004年頃から商品市況の上昇と円安の影響を受けて上昇基調となり、一時は原油価格が調整局面に入ったり円高が加速し

たりしたことで指数の上昇が止まったが、2011年以降は再び上昇基調にある。他方、2005～07年の期間においても、消費額ウエイトの約7割を占めるコアコアCPIは趨勢的に下落した。それらを加重平均したCPI（総合）は緩やかな下落基調にある。こうした過去の物価動向がモデルに反映された結果、円安による物価上昇効果が極めて小さく推計されていると思われる。

仮に2013年1月から2013年度末まで90円/ドルで推移したとすると、2012年度比では9%程度の円安ドル高となり、図表2-9で示したシミュレーションの想定に近い。従って、為替レートが足元の水準で1年以上横ばいであったとしても、過去の経済行動を前提とすれば、CPIへの押し上げ効果はかなり小さい。とはいえ、円安が1年ではなく長期にわたって維持されれば話が変わる。景気拡大によるインフレ圧力が累積するため、物価は徐々に上昇していくだろう。

図表 2-10 CPI の推移



(注) 食料・エネルギーは酒類を除く。2010年ウエイトを用いて算出。

「コアコアCPI」は食料（酒類を除く）・エネルギー総合。

(出所) 総務省統計より大和総研作成

## ② 為替レートについての2つの論点整理

ここで、為替レートにおける以下の2つの論点について整理する。すなわち、(i) 為替水準の高低と経済への影響、(ii) 望ましい為替水準、である。変動相場制移行後、ときに著しく変動する為替レートのもとで貿易立国として経済成長してきた日本は、おそらく世界で最も為替レートに関心の高い国の1つだと思われる。市場関係者や外貨を使った取引のある人など、多くの人が為替に対する独自の考え方や見方を持っている。そのため、ここでは為替に対する本稿の考え方を示し、それぞれが持つ考え方との相違を明確にしたい。

### (i) 為替水準の高低と経済への影響

円安や円高による経済への影響を、為替レートの具体的な「水準」を挙げて議論することは少なくない。しかし、為替レートの水準だけで経済への影響を考えるのは正しくない。なぜな

ら、2 国間の市場為替レートが互いの経済の基礎的条件（ファンダメンタルズ）を反映した水準（＝均衡為替レート）にあるとき、為替レートの影響はどちらの国にとっても中立だからだ。市場為替レートが均衡為替レートと一致していれば、仮に 50 円/ドルや 200 円/ドルであっても、それは「円高水準」とも「円安水準」とも言えない。均衡為替レートは両国のファンダメンタルズによって決まるものであるため、その水準は硬直的ではなく、日々緩やかに変動している。

為替レートが経済へ影響を与えるのは均衡水準からかい離れたときであり、その影響の大きさは「かい離幅」と「変化のスピード」の 2 つによって決まる。一般的に、企業はできるだけ多くの付加価値を生み出すために、ファンダメンタルズに照らしてヒトやモノの最適な投入量を考えながら生産活動を営んでいる。あるとき、均衡為替レートから市場為替レートがかい離すると、企業はヒトやモノの再配置や契約の変更といった対応を迫られ、収益が圧迫される。また、企業が適切に対応するには一定の時間が必要であるため、為替レートがそれ以上の速さで変化すると、さらなるコストの増加など非効率が発生し、企業収益や家計所得の減少などを招き景気が悪化する。

これは円高だけでなく円安の場合にも当てはまる。もちろん、前述のように円安は景気を押し上げる効果がある。しかし長期的には、過度に円安となった市場為替レートはいずれ均衡水準へ収束するため、為替レートは何らかのタイミングで（しばしば均衡水準を超えるほど）円高方向へシフトする。すると、企業がこれまで適正水準と判断していた設備ストックや人員は一転して過剰になり、大幅な調整と収益の悪化をもたらす。これはまさにリーマン・ショック後の輸出産業の経験と重なる。為替レートは安ければ安いほど望ましいというわけではなく、ファンダメンタルズに即して経済主体が対応できるほど緩やかな速度で変動することが望ましい。

## （ii）望ましい為替水準

次に問題になるのが、「はたして均衡為替レートはいくらなのか」という点である。その算出にはいくつかのアプローチがあるが、中でも実用性が高く、実証的にも支持されているのが購買力平価（PPP）である。

PPP とは、一物一価に基づき、長期的にはどの国においても購買力が等しくなるように為替レートが決まるという考えである。具体的には、PPP の変化率は国家間の「貿易財」のインフレ率格差に等しい（物価の「水準」ではなく「伸び率」を使うので厳密には相対的 PPP）と考えられている。ただし問題点としては、(1) PPP の考えに則した貿易財価格指数が存在しないこと、(2) 代理変数として用いる物価指数や推計期間などによって均衡水準が異なること、の 2 つが挙げられる。日本に存在する物価指数の中では、国内企業物価が PPP の考えに最も近いと思われる。

なお、望ましい為替水準を表すものとして、OECD が公表している PPP を挙げる場面を目にすることがある<sup>22</sup>。2012 年の OECD の PPP は 103.9 円/ドルであり、足元の市場レートに比べると

<sup>22</sup> IMF も PPP を公表しているが、これは OECD の作成したものを利用しているため基本的には同じである

10 円以上安い。OECD の PPP は国家間の経済規模（GDP）や平均消費水準などを測定するために作成されたもので、GDP を構成する幅広い財・サービスについて多くの国との相対価格を考慮に入れたものである<sup>23</sup>。貿易財の相対的な価格動向を表したものではないため、OECD の PPP を市場為替レートとの過小評価や過大評価の指標として用いるのは不適當である。

そこで本稿では、貿易財価格の代理変数として、日本は国内企業物価指数を、米国は生産者物価指数を用いて PPP を作成した<sup>24</sup>。こうして得られた PPP と市場為替レートが図表 2-11 である。前述したように、PPP の試算結果は幅をもって見る必要があるため、ここで示した PPP の水準が具体的にいくらなのかはあまり重要でない。注目すべきは、PPP が市場為替レートの趨勢を捉えており、長い目で見れば理論的な考え方が実際に適用できるという点である。ただし両者が一致することは稀であり、例えば 1980 年代から 90 年代にかけて PPP から大きく、かつ長期間かけ離れている。このかい離した部分が、物価という基礎的な要因で説明できない、経済へ影響を与える円高や円安である。

図表 2-11 円ドルレートと購買力平価



(注) 購買力平価は、1980年1-3月期～2012年10-12月期で推計式は下記の通り。  
 $\ln(\text{円ドルレート}) = 5.07 + 0.99 * \ln(\text{日本・国内企業物価} / \text{米国・生産者物価})$   
 (出所) 日本銀行、米国BLS統計より大和総研作成

両者の変動率に注目すると、市場為替レートに比べて PPP は極めて安定的である。貿易財のインフレ率格差に影響を与える要因としては、貿易財セクターの賃金上昇率や生産構造（労働、原材料、資本などの投入比率）、技術進歩率が挙げられる。これらはマクロ全体で見れば緩やかに動くため、相対価格の動きは緩やかである。しかしながら市場為替レートは、その時々

(<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/faq.htm#q4f>)。

<sup>23</sup> 詳しくは総務省ウェブサイト (<http://www.stat.go.jp/info/meetings/icp/pdf/05main1.pdf>) を参照。

<sup>24</sup> 一般的に、円ドルレートの購買力平価は、①日米の物価指数を選ぶ、②購買力平価が成り立っていた時点（基準点）を決める、③基準点以降は日米のインフレ率格差で伸ばしていく、という流れで作成する。しかし①で選んだ物価と真の貿易財価格の変動率は異なる可能性があり、②は恣意性が入り込む余地がある。そこで本稿では、回帰式を用いることで①と②の問題に対処した。なお、この方法ではCPIを用いてもほぼ同様の結果が得られる。

為替相場を動かすニュースや市場の名目金利差、先行きの相対インフレ率の予想などの不確実要因によって変化するため、時として大幅に変動する。

本来、PPP は相対インフレ率に従って為替レートが決まるという物価と為替の因果関係を示す考え方である。しかしこれまでの経験を踏まえれば、PPP からかい離れた過度な為替レートの変動は逆に PPP を変化させるという点で「双方向」の関係にある。1985 年のプラザ合意や 1995 年の円高のように、かい離幅が大きく急激であればあるほど資源配分や所得分配が歪められ、PPP がシフトする。図表 2-11 では、このところ市場為替レートがほぼ PPP に近いことを示しているが、市場為替レートが円高となってもデフレの継続の結果 PPP が円高となることで、結果的にかい離が解消しているように見えている点が重要なポイントである。逆に、PPP を上回る円安が続けば、景気拡大の影響を受けて PPP が円安方向へシフトするだろう。

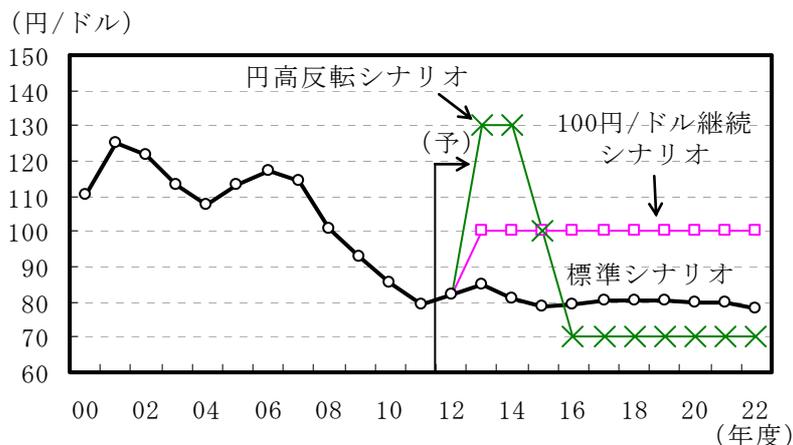
### ③ 円安が長期化すると景気・物価はどうか

以上の認識のもとで、円安が長期化した場合に景気や物価がどのような影響を受けるのかをマクロモデルを用いてシミュレーションしよう。

まずは円ドルレートの想定である。本予測の標準シナリオはマクロモデルの中で内生的に導かれる予想値であり、日米のインフレ率格差や金利格差の予測値に基づいて推計されている（図表 2-12）。つまり、日米のファンダメンタルズから導かれる景気中立的な水準と解釈できる。これに対して、(i) 2013 年度から標準シナリオより 20 円/ドルほど円安の水準で推移する「100 円/ドル継続シナリオ」、(ii) 2013~14 年度は 130 円/ドルで推移するが、その後 70 円/ドルまで急速に円高が進み、2016 年度以降は横ばいで推移する「円高反転シナリオ」、の 2 つを想定した。なお、これらはいずれも予測期間中の短期金利をゼロ%としており、景気が過熱しても利上げを行わないため、それだけ物価は上昇しやすい環境にある。

「100 円/ドル継続シナリオ」は景気中立的な水準である標準シナリオに比べて 2~3 割ほど円安である。これは 2005 年末からリーマン・ショック前まで経験した円安に近い。ただし、円ドルレートが 100 円/ドルで安定していても、ファンダメンタルズから想定される水準を上回る円安水準にあるため、景気が常に刺激されて物価に継続的な上昇圧力がかかっている。一方で「円高反転シナリオ」はかなり極端な想定であるが、これは急激な円安が起きた場合の物価への影響と、その後の円高反転による景気への影響を知るためのものである。

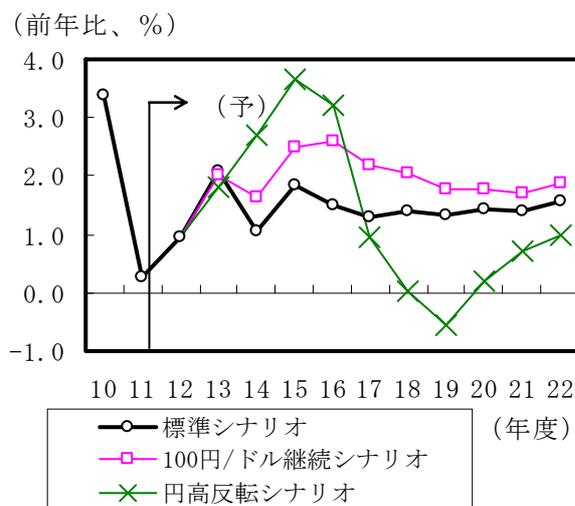
図表 2-12 円ドルレートの3つのシナリオ



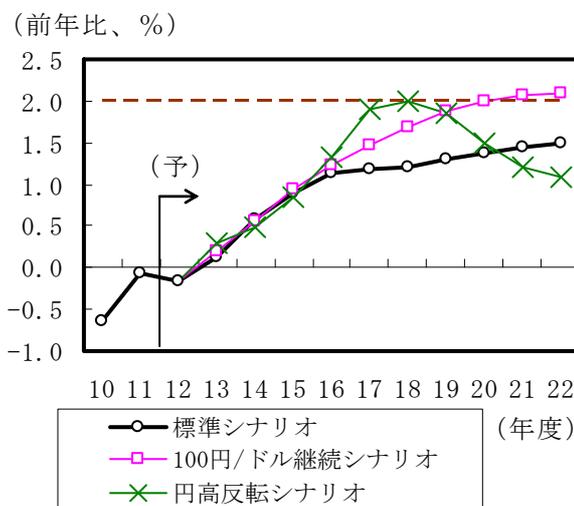
(出所) 日本銀行統計より大和総研作成

シミュレーションの結果が図表 2-13a、13b である。「100 円/ドル継続シナリオ」は安定的な円安のもとで実質 GDP 成長率が高まり、標準シナリオに比べて平均で 0.5%pt ほど高い。景気拡大はマクロの需給を引き締めて物価に上昇圧力がかかるため、インフレ率は次第に高まっていく。インフレ率は 2020 年度に 2%に達し、その後も 2%超の水準を維持している。それに対して「円高反転シナリオ」では、円安による景気刺激効果が 2016 年度頃に剥落し、その後は円高による景気下押し圧力を受ける。2018 年度以降は標準シナリオを下回る成長が続き、2022 年度の実質 GDP の金額は標準シナリオに満たない。一方でインフレ率は、当初の円安による景気刺激効果が遅行的に物価へ波及するため、しばらくは標準シナリオよりも高めの水準を維持する。しかしその差は徐々に縮小し、2021 年度以降は標準シナリオを下回る伸びとなっている。

図表 2-13a 実質 GDP 成長率の見通し



図表 2-13b インフレ率の見通し



(注) 円安の影響を明確にするため、右図のCPIは2014年度からの消費税増税を織り込んでいない。

(出所) 大和中期マクロモデルより大和総研作成

こうした結果から以下の4点を指摘できる。第一に、物価の上昇ペースの緩慢さである。2つのシナリオは2013年度からの急速な円安を想定しており、特に「円高反転シナリオ」は130円/ドルというかなりの円安を想定した。しかしながらCPIの上昇ペースは2016年度まで標準シナリオとそれほど変わりがなく、CPI上昇率が2%程度に達成するのは早くとも2017年度である。政府・日銀は「できるだけ早期に」インフレ目標の達成を目指しているが、円安効果だけでは難しいと思われる。

第二に、「100円/ドル継続シナリオ」の実現性の問題である。このシナリオは2020年度にはほぼ2%のインフレ率を実現しているが、1日約5,700億ドルという莫大な規模の円ドル取引<sup>25</sup>が行われている国際金融市場において、これほど長期に円安を維持できるだろうか。2000年代に日本が経験した戦後最長の景気拡大は、量的金融緩和の中で世界経済の拡大や円キャリートレードが後押しした円安の結果であった。その時の円安の度合いは本シミュレーションに近い。つまり、「100円/ドル継続シナリオ」は世界経済が腰折れせず緩やかに拡大する中で、2000年代半ばに経験した以上の円安が今後10年近く続くと見込んで初めて実現する。このようなシナリオの蓋然性は低いだろう。

第三に、円安が維持できなくなった場合の物価への影響である。「円高反転シナリオ」のように大きく円高方向へ反転すると、景気の振幅が高まってインフレ目標の達成時期がむしろ遠ざかる可能性がある。既述のように、円安によって輸出が拡大し、それに対応して企業が設備ストックや人員などを増やすと利益が拡大するが、ひとたび円高方向へ反転すると、今度は設備や人員などの調整に迫られる。急激な円高ほど調整コストは高く、マクロからみた調整期間も長引くことになるだろう。こうした悪影響はマクロモデルで十分に描くことができないため、実際はシミュレーション結果よりも経済を悪化させるとみられる。持続的な物価の上昇に必要なことは持続可能な経済成長であり、先行きが不安定な円安ではない。

第四に、だからこそ円安を活かして規制・制度改革を進め、経済構造を強化すべきである。規制・制度改革は、短期的には経済構造の急激な変化によって倒産や摩擦的失業を生む可能性が高い。そのとき経済環境がよければ、資金繰りや再雇用はそうでない場合より容易である。景気が拡大すると不人気な改革は先送りされがちであるが、市場の期待が高まっている間に改革を着実に実行していくべきであろう。重視すべきは短期的な「成長率」ではなく中長期的な「成長力」である。

<sup>25</sup> 2010年4月における1日平均取引額。詳しくはBIS(2010)“Triennial Central Bank Survey – Report on global foreign exchange market activity in 2010”を参照。

### 3. エネルギー政策と成長戦略

#### (1) 第2次安倍内閣のエネルギー政策の方向性

第2次安倍内閣が本格的に始動した。安倍内閣が進めるいわゆる「三本の矢」のうち、大胆な金融緩和と機動的な財政出動に加えて、今後は成長戦略への取り組みが加速していくものと思われる。

今回の安倍内閣におけるエネルギー政策では、遅くとも10年以内には将来にわたって持続可能な「電源構成のベストミックス」を確立することや、当面の最優先課題として、3年間、再生可能エネルギーの最大限の導入、省エネの最大限の推進を図ることとされている。しかし、現時点ではその具体的な道筋はまだ見えてこない。このように東日本大震災に伴う原発事故を契機に生じている長期的なエネルギー戦略を曖昧にしたままでは、今後の成長戦略にも大きな影響を与えかねないと考える。

今後のエネルギー政策は、成長戦略を担う日本経済再生本部の「産業競争力会議」が掲げる基本方針（「縮小均衡の分配政策」から「成長による富の創出」への転換）と矛盾しないような形で進められていくものと思われる。すなわち、①競争力強化に向けた新ターゲットポリシーの導入、②ニッポン産業再興プラン（世界で勝ち抜く製造業の復活と付加価値の高いサービス産業の創出）、③日本の国際展開戦略、といった項目に沿ったものになるだろう。具体的には、クリーンかつ経済的なエネルギー需給等を実現する戦略産業の育成・コア技術への集中投資・制度改革といった項目の他に、立地競争力復活のための電力・エネルギー制約の克服、電力・エネルギーに関する最先端のインフラ・システムの輸出、そしてメタンハイドレート等の海洋資源開発への集中投資などが、今後のエネルギー政策として期待される。つまり、日本経済の成長力を強化、もしくは少なくとも阻害しないものへとエネルギー政策は修正されていくのではないかと。

以下では、こうした予想されるエネルギー政策の方向性に対する評価を、足元のエネルギー環境や今後の経済成長を促す要因を踏まえながら行ってみよう。

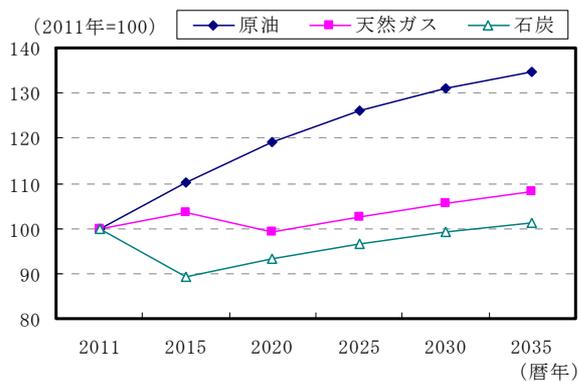
#### (2) 電力供給不足問題に見る日本のエネルギーの脆弱性

##### ①長期的なエネルギー価格の上昇とそのマイナス面を回避する条件

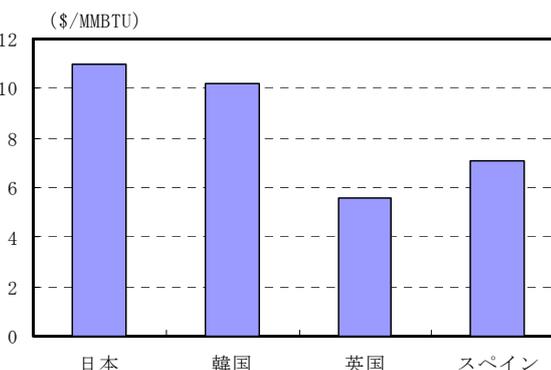
図表3-1で見ると、中長期的には原油を中心としてエネルギー価格の上昇が懸念される。天然ガス（LNG）の価格上昇は比較的緩やかになるものと予想されているが、そもそも日本の場合、天然ガス価格は国際的には高い水準にある。これは図表3-3で見ると、日本はエネルギー自給率が非常に低いこともあり、化石燃料の輸入交渉において弱い立場にあることや、欧米諸国がパイプラインを通じて直接天然ガスを利用できるのとは異なり、LNGでは液化してタンカーで輸入したあと貯蔵施設で保管するといったコストが大きいからである。そのため、国際比較した日本のLNG輸入価格（ドルベース）は、エネルギー自給率が低くLNGに頼る韓国と同

様、構造的に高くなりやすい（図表 3-2）。シェールガスの増産によって調達価格が低下する可能性はあるものの、他方で中国など新興国での需要増加が見込まれるため、実際に安価に調達できるかは不透明である。

図表 3-1 エネルギー価格の IEA 予想（ドルベース） 図表 3-2 LNG 輸入平均価格（2010 年平均）

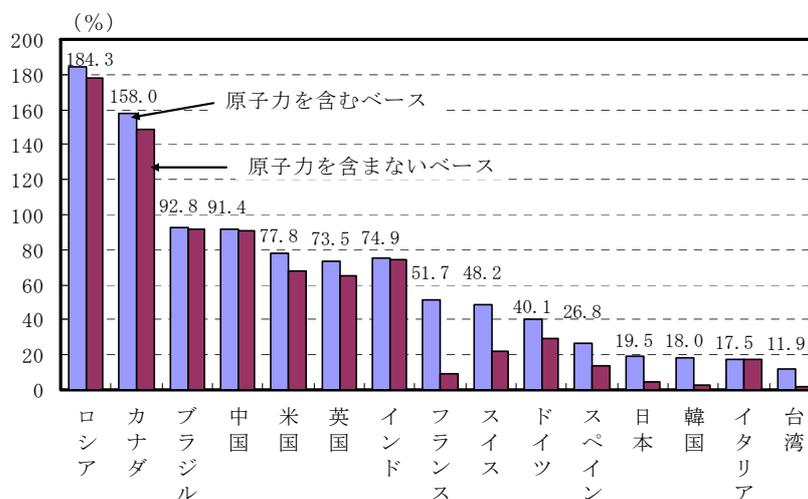


（注）現行政策シナリオ予測値。天然ガスは日本のLNG輸入価格。  
（出所）IEA, "World Energy Outlook 2012"より大和総研作成



（出所）IEA資料より大和総研作成

図表 3-3 世界のエネルギー自給率（2010 年）



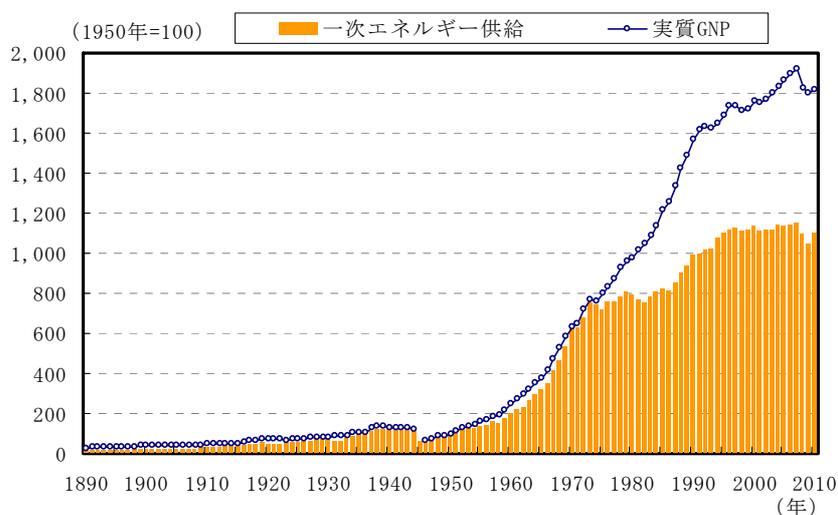
（注）数字は原子力を含むベースでみたエネルギー自給率。  
（出所）IEA, "Energy Balances of OECD/Non-OECD Countries"より大和総研作成

エネルギーは企業活動や人々の暮らしを支えるための基盤であり、こうしたエネルギー価格の上昇は企業収益や我々の生活水準を引き下げる方向に作用する。従って、まずは、利用するエネルギーの種類や発電方法、そして化石燃料の調達先を多様化していくことが、エネルギーを安定的かつ経済的に利用（エネルギー安全保障を確保）するために必要となってくる。

一方で、エネルギー価格の上昇が必ずしも経済の制約となるものではない。例えば、エネルギー価格が上昇すると省エネ技術や代替エネルギーの開発・促進にも繋がるので、こうしたイ

ノベーションがエネルギーコストの上昇を吸収できる可能性があるからである。実際、図表 3-4 で示すように、過去 120 年にわたる日本の実質 GNP と一次エネルギー供給（電力や都市ガスなどの二次エネルギーに加工される前の原料としてのエネルギー）のグラフを描くと、1970 年代前半まで両者は平行に動いていたが、2 回の石油危機を境に、日本の実質 GNP は一次エネルギー供給の制約（エネルギーコストの上昇）をあまり受けずに引き続き拡大していることが分かる。この背景には省エネに対する取り組みが急速に進み、イノベーションでエネルギー制約を乗り越えてきたことが挙げられる。

図表 3-4 超長期の日本の一次エネルギー供給と実質 GNP



(注) 1950年までは暦年、1951年以降は年度。実質GNPは2000年価格。  
 (出所) 資源エネルギー庁、日本エネルギー経済研究所より大和総研作成

しかし、イノベーションが十分に普及しない短期ではエネルギーコストの上昇を吸収できず、マイナスの影響が大きくなるものと思われる。さらに、中長期で考えた場合でも、イノベーションを加速させるような経済環境が十分に整備されていないと、民間企業の潜在的な競争力が十分には発揮されず、エネルギーコストの影響を受けてしまう可能性も否定できない。そうなれば、安倍内閣が取り組む「国際先端テスト（国内の制度的障害を国際比較した上で撤廃する基準）」の導入による規制緩和が行われたとしても、電力料金の高さがネックとなり「世界で一番企業が活動しやすい国」にはならないかもしれない。また、「成長による富の創出」を目指しても、化石燃料の輸入増でこれまで以上に所得が海外流出すれば、成長の好循環は生まれえないかもしれない。

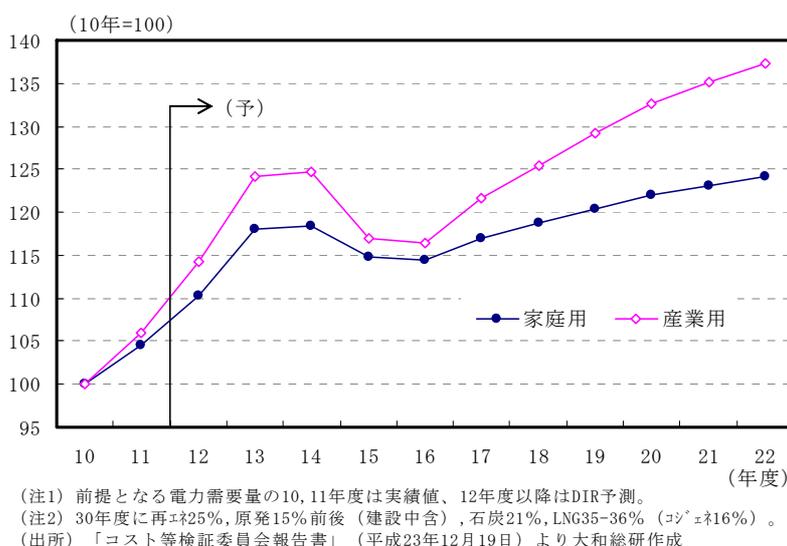
従って、電力料金のようなエネルギー価格の上昇は、政府がうまく経済運営を行わない限り、日本の経済成長にとって大きな足枷となりかねない。逆に、企業の創造性を引き出すような市場環境を政府がうまく整備すれば、エネルギー価格の上昇がイノベーションを促して経済成長につながるであろう。

## ②今後のエネルギー政策を考える上でのポイント

### 短期的な課題

そこでまず、エネルギー価格（ここでは特に電力料金）の上昇による短期的な影響を避けるにはどうすればよいのかを考えたい。現在、大飯原発3・4号機を除く全ての原子力発電所の稼働停止に伴って、東京電力管内で電力料金が引き上げられており、2013年4月からは関西電力や九州電力など全国規模で引き上げが予定されている。また、2013年7月に施行予定とされる原子力規制委員会の新たな安全基準では、原発の安全性について順次、慎重な判断が下される見込みであることから、原発の再稼働はさらに延期される可能性が高いものと思われる。図表3-5で示した電力料金に関するシミュレーションでは、原発の再稼働が2014年度から3年かけて順次行われるとの想定を置いているが、今後しばらくは、全国規模で電力料金の値上げがさらに加速していくだろう<sup>26</sup>。

【再掲】図表3-5 電力料金に関するシミュレーション



もちろん、安全性を考えて原子力発電の再稼働には慎重であるべきだが、新安全基準をクリアした原発については早期に再稼働を行うべきであると考えられる。そして再稼働後の運用については、①イノベーションを促す大胆な規制緩和を早期に実行に移すことと、②イノベーションで電力供給不足が解消できる見込みが得られた時点で原発を現状より縮小していくというコミットメントを政府が行うこと、の2つが重要である。ただし、原発を縮小してもゼロとするのはエネルギー安全保障の面から得策ではない。日本のようなエネルギー自給率が非常に低い国では、できるだけ多様なエネルギー源を持たないとエネルギーコストが上昇しかねないからである。

それではどのような点でイノベーションを行うことが、今後の日本のエネルギー政策として効果的なのだろうか。以下では中長期的な視点からそれについて考えてみたい。

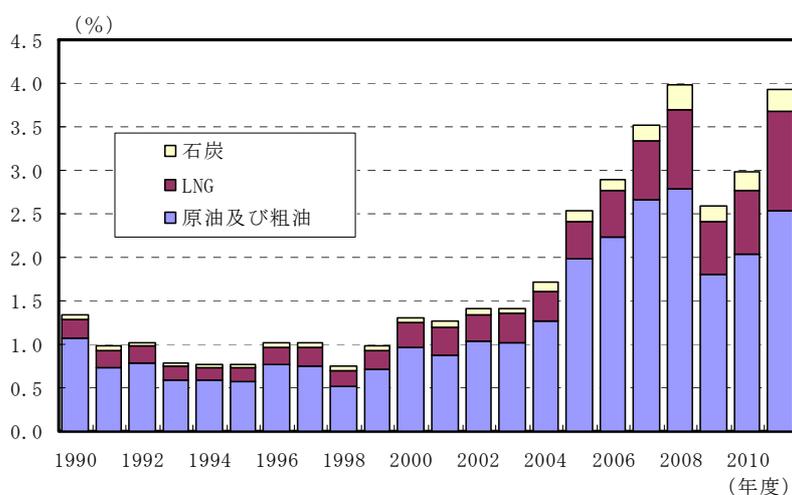
<sup>26</sup> シミュレーションの前提条件は、1. (3)①にあるエネルギー政策を参照のこと。

## 中長期的な課題

エネルギー自給率が極端に低い日本では、東日本大震災後の原子力発電所の稼働停止に伴う化石燃料への過度な依存とその輸入額の増加（図表 3-6）によって、電力料金の上昇やCO<sub>2</sub>排出量の増加がみられ、結果的に電力安定供給への懸念が広がっている。東日本大震災で明らかとなった電力供給体制の脆弱性の背景には、電力需給バランスが市場を通じて調整される仕組みがなかったことや、電力供給体制の地域間連携の弱さが挙げられよう。逆に言うと、ここにイノベーションの余地があると考えられる。

これまで電力の需給調整は、火力発電の稼働率調整など供給側で行われてきた。需要を調整せずに、所与のものであるとして電力供給システムは発想されてきたのである。そうした下では、①1日あるいは1年の中の最大需要を充たすために多くの発電設備を所有する必要がある、②季節や時間帯によって稼働率の上げ下げが激しくなり設備の利用効率が下がる、といった問題が発生する。過剰な発電設備ストックを抱え、それを非効率な利用しかできなければ、結果として発電コストが高くなる。

図表 3-6 名目 GDP に占める化石燃料輸入額の割合



(注) 石炭は事業用発電に使用される一般炭を使用。  
(出所) 内閣府、財務省より大和総研作成

こうした問題を回避するには、需要ピーク時には電力料金を上昇させて需要を抑制し、またオフピーク時には電力料金を低下させて需要を喚起することが有効である。こうした需要の平準化と発電設備効率の引上げに繋がる価格メカニズムの活用は、余分な発電設備の建設を抑えるだけでなく、既存設備の利用効率を引き上げるため、結果的に電力料金を抑制できる。電力料金の抑制は産業や生活のコストを引き下げ、生産性や生活水準の向上にプラスの効果をもたらす。

ただし、価格メカニズムによる電力需給の調整が機能するためには、価格や電力需要の情報をタイムリーかつ容易に入手できるスマートメーターなどの ICT（情報通信技術）を使った社会インフラが必要である。さらに、スマートメーターを通じて得られた電力料金により自動的に

電化製品の使用をコントロールできる、HEMS（家庭・エネルギー管理システム）やBEMS（ビル・エネルギー管理システム）といったアプリケーションがあれば、より効果的に電力需要をコントロールできる。こうしたICT（情報通信技術）と価格メカニズムを電力システムに活用していくことは、電力需要の効率化による低コスト化に繋がるだけでなく、化石燃料の削減による低炭素化やエネルギーの安全保障面にも貢献する。さらに、こうした電力需給システム構築のための研究開発投資自体が技術進歩を促すことにもなる。

また、送電網の地域連携を強化することは、電力供給体制を安定化させる意味で重要である。

例えば、北海道・東北・九州といった地域では再生可能エネルギーが豊富だが、現在は電力市場が地域で限定されているので、当該地域の電力需要を上回り需給調整が難しくなってしまう懸念がある。もし域内の電力需給のバランスが崩れた場合、まずは稼働率の制御が可能なLNG・石油火力のような電源によって需給バランスを回復するか、それでも無理な場合は多少の電力融通を他地域から行うか、最終的には計画停電等の非効率な措置を取らなければならなくなる。価格メカニズムが機能すれば、理論的には電力需給バランスは回復するが、あまりにも高い電力料金となってしまうと、需要側に大きな負担を掛けかねない。

そこで、送電網の地域間での連携を強化することで他地域から電力を融通しやすくすれば、発電設備が全体的に最適化されるので、地域的に偏在している再生可能エネルギーが大量に導入されても、電力の安定供給と全国規模で見た発電設備の有効活用につながる。その結果、全体的に見た発電コストは低下するものと考えられる。これは貿易自由化が食糧の安定調達やコスト低下を可能にするのと同じ発想である。価格メカニズム・ICT化に加えて送電網の連携強化を行うことは、市場機構を通じた電力の安定供給に大きく貢献することになる。

### ③今後のエネルギー政策では「効率化」と「多様化」が重要

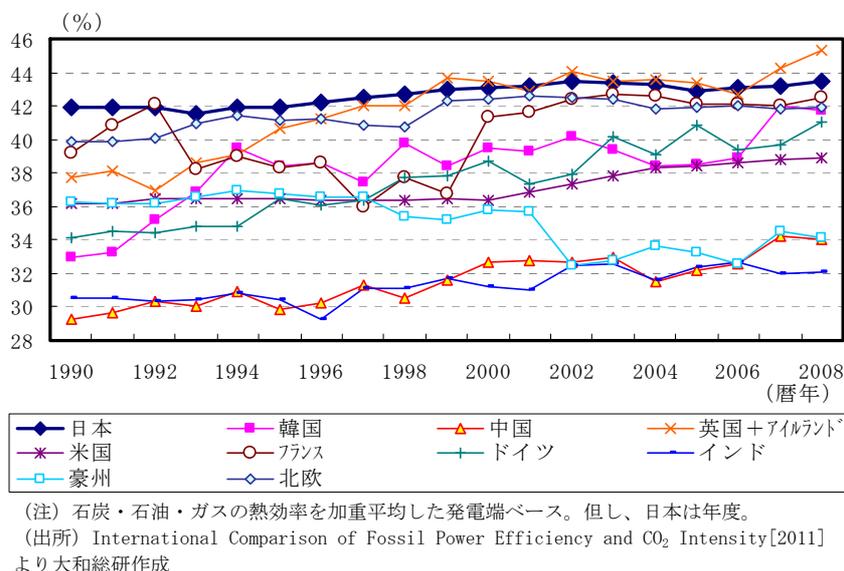
その他、電力の需要と供給を効率化する方法としては、節電機能を向上させた電化製品の普及や高効率火力発電の利用拡大も重要だ。日本では省エネ法に基づくトップランナー制度によって、ある製品群の中で最も省エネ性能の高い製品の水準まで他の製品も省エネ性能を高めることが求められている。また、同量の化石燃料でもより多くの発電が可能となる高効率な火力発電の技術は、日本が世界のトップレベルにあるとされる（図表 3-7）。化石燃料の有効活用と環境負荷の軽減は世界的な課題でもある。日本はこうした分野でイノベーションをさらに促すことで、生産性の向上や海外市場での競争力強化にも大きなメリットがある。

もちろん、再生可能エネルギーによる発電の拡大も、電源の多様化や低炭素化を実現する意味において重要である。日本の自然環境は欧米諸国とは大きく異なることから、日本に適した地熱や中小水力、風力発電といった再生可能エネルギー技術を独自に開発することが、今後の技術進歩を促す上でのポイントとなる。

こうした「効率化」と「多様化」は、エネルギー全体のコストの低下や安全保障、そして低炭素化にも結びつくために、今後のエネルギー政策を考える上でポイントになるものと思われる。

る。すなわち、ここに経済成長を促すイノベーションの源泉があるのだ。

図表 3-7 各国の火力発電の熱効率



### (3) 経済成長を決めるものは何か

以上のようなエネルギー政策のポイントを成長戦略の観点から評価するため、次に経済成長の決定要因について簡単に整理したい。なお、ここでいう経済成長とは、今後10年間やそれ以上の長いスパンでみた、持続可能な経済の基礎体力の底上げを意味しており、景気対策による短期的な経済成長率の引き上げではない。

経済成長を高めるには、資本の蓄積と労働力人口の増加、そして全要素生産性 (TFP: Total Factor Productivity) の向上が必要であるが、持続的な経済成長には特に TFP の向上が重要である。なぜなら、資本蓄積が進んでいけば (先進国であればあるほど)、追加的な設備投資 (公共投資も含む) によるリターンは徐々に低下してくるし、労働力人口の増加は、得られた所得の分配先も増やすことになるので、労働力人口1人当たり所得の上昇には必ずしも結びつかないからである。また、各国の1人当たり所得の水準や変化率の違いの半分以上は TFP の差で説明できるとする研究結果が多い<sup>27</sup>。そこで、以下では TFP に注目したい。

TFP には大きく分けて、技術進歩と効率性の2つがある。

技術進歩とは、工学的な意味での技術革新にとどまらず、経営手法の刷新など広い意味での生産技術の進歩をさす。経済が成熟していると言われる日本の場合、海外から模倣できる技術が少ない分野では、R&D 投資を通じたイノベーションを引き起こしたり、内外から多様なアイデ

<sup>27</sup> 例えば、Helpman, E. [2004], *The Mystery of Economic Growth*, Harvard University Press. (エルハナン・ヘルプマン (大住圭介・池下研一郎・野田英雄・伊ヶ崎大理想訳) [2009] 『経済成長のミステリー』、九州大学出版会) を参照のこと。

イアを持ち寄りたりする環境が必要である。特に、女性や若者、そして高度な技術・能力を持つ外国人といった、様々なバックグラウンドをもつ人材の積極的な活用が欠かせない。

また、効率性に関しても、実際には様々な理由で資源配分が非効率となっている点を改めることが求められる。例えば、規制による既得権益の存在や企業間・産業間における労働・資本配分の歪み、遊休資源の存在などは、労働や資本の配分が十分に効率的ではないことを示している。労働市場、資本市場の柔軟性を高めるような規制改革が成長には必要となる。

技術進歩や効率性を継続的に高めるには、海外との相互依存の強化や市場がうまく機能するための制度設計が有効と思われる。

例えば、海外に門戸を広げると得意な分野に生産を特化できることによる利益を獲得でき、また、貿易や直接投資、人材交流は国内に様々なアイデアや競争をもたらすことでイノベーションを引き起こす。さらに、経済を開放して市場規模が世界に拡大すると収益機会が増大するため、企業がイノベーションへ取り組むインセンティブを高める効果もある。

他方、市場がうまく機能するための条件には、①イノベーションやその実現に必要な投資を促すための財産権の適度な保護、②効率性を高めるための情報を容易に入手できる社会システム（情報開示や社会基盤としての IT 設備など）、③企業の新陳代謝を促す競争の促進、④取引の信頼性を高めるルールやコミットメントの維持、等がある。これらは経済活動のインフラと言ってよく、政府によって制度的に支えられる必要がある。市場の持つ能力を最大限に引き出すような市場制度を政府が設計することは、企業努力を引き出し、TFP の改善によって経済成長を高めるための必要条件である。

#### （４）政府は価格インセンティブがイノベーションを促す環境を整備すべき

冒頭で見たように、第 2 次安倍内閣の掲げる成長戦略では、ターゲティングポリシーや規制緩和が打ち出されており、エネルギー政策でもそうした視点が反映される可能性が高い。

しかし、どのような新規事業がエネルギー分野で有望なのかは、誰にも分からない。望ましい政策は、政府がターゲティングポリシーと称して、特定分野を決めて補助金などで直接的に企業を支援することではない。むしろ、価格インセンティブがうまくイノベーションを促していくような制度設計を政府が行い、民間がリスクを取って新規の市場や産業を立ち上げるのを補助金ではなく制度設計で支援していくことだ。

例えば、電力網の地域間連携を強化するための取り組みや、トップランナー制度の適用範囲（2012 年 4 月現在では 23 機器が対象）拡大、電力の固定価格買取制度（FIT）の適切な運用など、省エネ技術や代替エネルギーの研究開発といったイノベーションを促進する規制緩和や制度設計が挙げられる。

安倍政権に求められることは、電力政策についての議論を鋭意に進めるというコミットメントであろう。民主党政権下においては、政府・電力システム改革専門委員会「電力システム改

革の基本方針」（2012年7月、以下、基本方針）が、発電・小売部門の新規参入を促したり、地域間の連携供給を強化したりするという考え方を示している。ただしその際には、電力を流通させるためのインフラである送電網の中立性と公平性を確保することや、また、健全な競争を促すための独立的な監視（モニター）機関を電力市場に設けること等が、基本方針では指摘されている。このように単純に規制を緩和すればよいというわけでは決してなく、安定供給を図りながら市場や価格が適切に機能するような慎重な制度設計が重要になってくる。

また、FITの運用においても買取価格を漸次低下させていくことで、再生可能エネルギーの発電設備でイノベーションを促して、発電コストを低下させるような工夫が必要である。

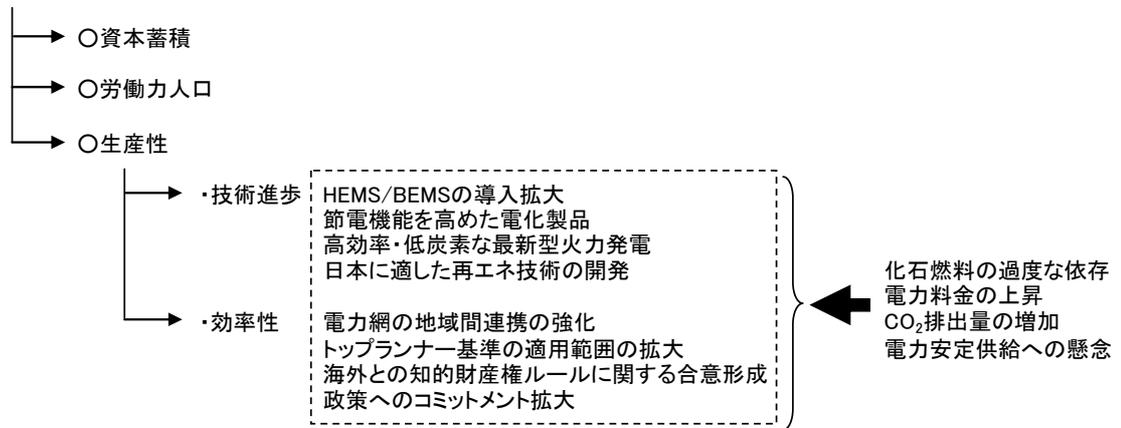
さらに、電力に関する様々なイノベーションを海外に売り込むためには、関税等の貿易障壁の除去だけでなく、イノベーションを促す知的所有権の保護に関する基準を各国間でルール化しておくことが重要である。特にTPP（環太平洋戦略的経済連携協定）のような貿易交渉では、関税の撤廃だけでなく、各国で異なるルールをできるだけ共通化して市場取引を円滑化しようという狙いがある。ルール次第では日本が有利にも不利にもなる面があり、これはまさに政府が担うべき仕事である。電力・エネルギー関連事業の海外市場への拡大に向けた経済取引ルールの確立（TPPを通じたルール・メイキングへの積極的参加）が、政府には求められる。

電力需給問題を含めて、政権と政策への信頼性が高まれば、企業は研究開発をしやすくなる。政府には将来に対する明確なビジョンを示すことで、将来への不確実性を減らす努力が求められる。

電力問題をはじめとする日本のエネルギーが抱える課題は成長の源泉でもある。しかし、それが経済成長に繋がるには、価格シグナルや取引が円滑に機能しなければならない。適切な市場運営が行われることではじめて、価格インセンティブが民間企業にイノベーションを行う動機付けを与えることになり、諸課題を効率的に解決していく好循環が生まれることになるからである。単なる野放しの市場メカニズムには弊害が多いが、政府がうまく制度設計すれば、企業努力を引き出して、エネルギーの効率化と多様化という課題を経済成長に繋げていくことができるものとする。

図表 3-8 経済成長の要因と電力・エネルギー問題の解決

## ●経済成長



(出所)大和総研作成

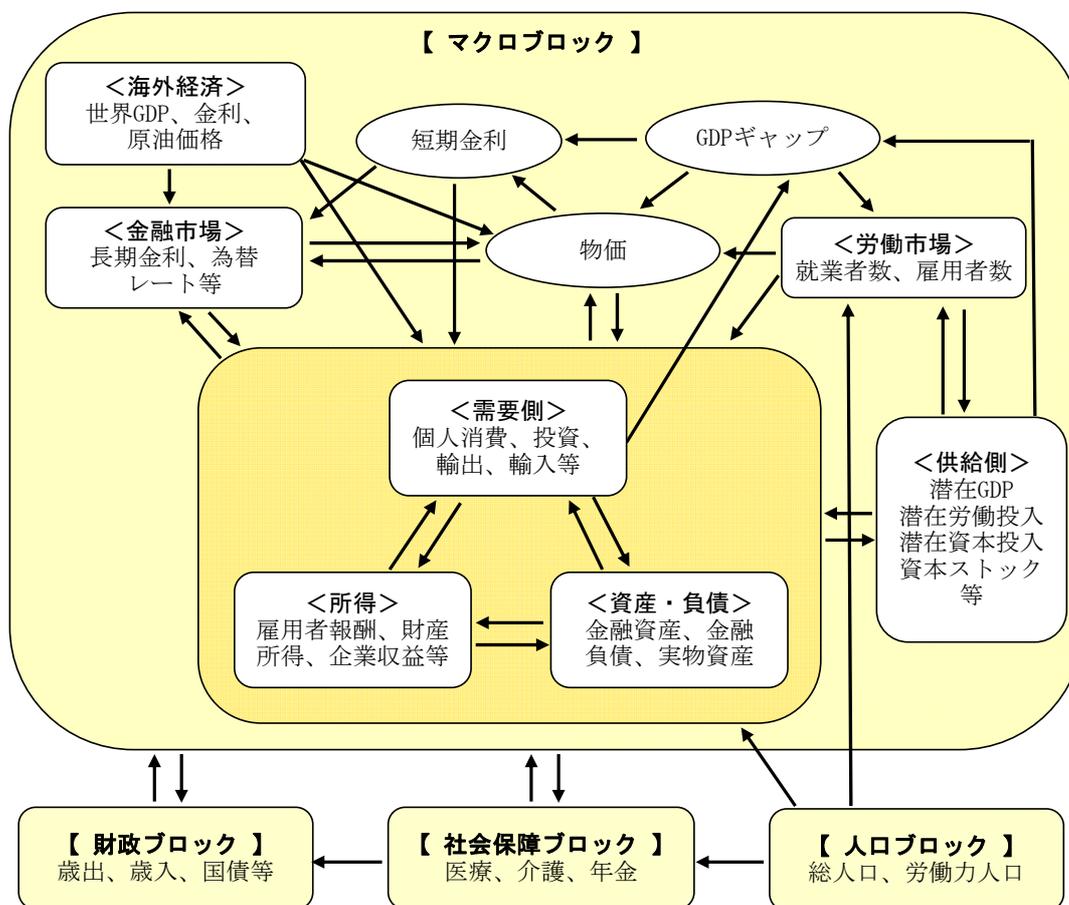
## 4. モデルの概説とシミュレーション

この章では、本予測で使用した大和中期マクロモデルの概要と、消費税引き上げなど4つのシナリオが顕在化したときに日本経済へ与える影響について説明する。

大和中期マクロモデルは約1,700本の方程式（うち推計式が約70本）と約2,200個の変数（うち外生変数が約500個）から構成されている。モデルの概念図は図表4-1の通りである。例えば、実質GDPが変化すると潜在GDPから導き出されるGDPギャップが変化し、それが物価や短期金利に影響を与える。さらにその影響が金融市場などへ副次的に波及するといった形で各変数の予想値が作成される。海外経済や人口動態は外生的に作成しており、一例を挙げると世界GDPの将来値にはIMFや大和総研の予想を反映させている。また、主に需要項目には、短期的な変化に対して説明力の高い変数（個人消費であれば雇用者報酬など）だけでなく、経済理論に基づいた長期的均衡へ収束しようとする力を推計式に取り入れている。

なお、今回は2005年基準となった2011年度国民経済計算確報（フロー編）を反映したことに加え、社会保障・税一体改革による制度変更をより精緻に予測する観点から、社会保障ブロックの方程式体系の見直しや推計式の変更などを行っている。

図表4-1 大和中期マクロモデルの概念図



(出所) 大和総研作成

以下では大和中期マクロモデルを用いて、(1) 消費税率を 1%pt 引き上げた場合、(2) 輸入原油価格が 10%上昇した場合、(3) 円ドルレートが 10%増価した場合、(4) 長期金利が 1%pt 上昇した場合、の 4 つシナリオが顕在化した場合に、日本経済へどのような影響をもたらすのかをシミュレーションした。図表 4-2 はその結果をまとめたものである。結果を解釈するにあたって、いくつか留意点がある。

まず、消費税の引き上げは推計期間を通じて継続しているのに対して、そのほかのシナリオは単年度のみ変化している。つまり、引き上げられた消費税率はその後同じ税率で推移するが、そのほかのシナリオでは初年度のみ変化し、翌年度以降はモデルの解として内生的に決まっている。なお、図表に掲載されている数値は各項目への影響度を表しており、標準シナリオ(各シナリオが発現しなかった場合)との乖離率としている。例えば、図表の中で消費税率 1%pt の引き上げによって実質 GDP の影響が 1 年目で▲0.23%、2 年目で▲0.08%とあるが、これは消費税率を引き上げた年の実質 GDP が引き上げなかった場合に比べて 0.23%下回り、2 年目では 0.15%pt 上回った(▲0.08%-▲0.23%)と解釈できる。金利や対名目 GDP 比の項目については乖離率ではなく乖離幅を掲載している。

次に、上記の 4 つのシナリオが顕在化する時期は、短期金利が十分にプラスのときに設定している。現在の短期金利はゼロであり、仮にその状況下で経済に負のインパクトがかかれば、短期金利が低下しない分だけ悪影響が大きくなる。本シミュレーションでは短期金利に低下余地がある状況で試算しているため、経済に負のインパクトがかかると、同時に短期金利の引き下げによって長期金利が低下し、円安や投資の増加といった景気浮揚効果が生じている。

最後に、各シミュレーションの結果を定数倍して任意に条件を変更しても結果に大きな違いは生じない。例えば、消費税率の引き上げ幅を 1%pt ではなく 5%pt として実際にシミュレーションすると、2 年目の実質 GDP の乖離率は▲0.36%となる。これは、図表 4-2 の (1) の 2 年目の乖離率を 5 倍した値(▲0.08%×5=▲0.42%)に近い結果である。従って、シミュレーション結果を知りたい条件に合わせて定数倍することで、実体経済への影響をある程度把握することができる。

図表 4-2 シミュレーション結果

## (1) 消費税率を1%pt引き上げた場合

(標準シナリオとの乖離率(幅)、%、%pt)

	実質GDP							名目GDP	GDPデフレーター	潜在GDP	GDPギャップ	
	民間最終消費支出	民間住宅投資	民間設備投資	政府最終消費支出	公的固定資本形成	輸出	輸入					
1年目	-0.23	-0.46	0.00	0.05	-0.39	0.39	0.00	-0.63	0.40	0.63	-0.08	-0.15
2年目	-0.08	0.00	-0.36	-0.01	-0.03	0.15	0.01	0.18	-0.07	0.02	-0.03	-0.06
3年目	-0.02	-0.05	-0.19	-0.20	0.16	0.04	0.05	0.15	-0.07	-0.05	-0.01	-0.01
4年目	-0.01	-0.07	-0.16	-0.11	0.03	0.02	0.09	-0.06	-0.10	-0.09	-0.01	-0.01
5年目	0.00	-0.05	-0.07	0.04	0.00	-0.02	0.09	-0.04	-0.09	-0.09	0.00	0.01
	失業率	ドル円レート	CPI	短期金利	長期金利	経常収支	財政収支(国・地方)	プライマリーバランス(国・地方)				
1年目	0.03	0.22	0.72	-0.09	-0.05	0.09	0.33	0.32				
2年目	0.03	0.25	-0.01	-0.04	-0.02	-0.02	0.11	0.11				
3年目	0.01	0.27	-0.04	-0.05	-0.03	-0.02	0.02	0.01				
4年目	0.00	0.22	-0.07	-0.02	-0.01	0.02	0.00	-0.01				
5年目	0.00	0.15	-0.07	-0.01	-0.01	0.02	0.01	0.00				

(注) 経常収支、財政収支、プライマリーバランスは名目GDP比率。

(出所) 大和中期マクロモデルより作成

## (2) 輸入原油価格が10%上昇した場合

(標準シナリオとの乖離率(幅)、%、%pt)

	実質GDP							名目GDP	GDPデフレーター	潜在GDP	GDPギャップ	
	民間最終消費支出	民間住宅投資	民間設備投資	政府最終消費支出	公的固定資本形成	輸出	輸入					
1年目	-0.06	0.00	0.00	-0.15	-0.09	0.10	0.00	0.13	-0.29	-0.23	-0.02	-0.04
2年目	-0.07	-0.08	0.30	-0.23	0.08	0.11	-0.02	-0.06	-0.11	-0.05	-0.03	-0.04
3年目	-0.07	-0.09	-0.37	-0.13	0.07	0.11	0.02	-0.02	-0.12	-0.04	-0.03	-0.04
4年目	-0.06	-0.05	-0.25	-0.08	0.03	0.08	0.08	0.06	-0.11	-0.05	-0.03	-0.03
5年目	-0.03	-0.02	-0.06	-0.06	0.03	0.02	0.10	0.07	-0.08	-0.05	-0.02	-0.01
	失業率	ドル円レート	CPI	短期金利	長期金利	経常収支	財政収支(国・地方)	プライマリーバランス(国・地方)				
1年目	0.01	-0.01	0.04	0.00	0.00	-0.33	-0.09	-0.09				
2年目	0.01	0.13	-0.03	-0.05	-0.03	-0.04	-0.04	-0.04				
3年目	0.01	0.32	-0.06	-0.10	-0.06	0.02	-0.01	-0.01				
4年目	0.01	0.30	-0.07	-0.04	-0.02	0.02	0.00	-0.01				
5年目	0.01	0.20	-0.07	-0.01	-0.01	0.01	0.00	0.00				

(注) 経常収支、財政収支、プライマリーバランスは名目GDP比率。

(出所) 大和中期マクロモデルより作成

## (3) 円ドルレートが10%増価した場合

(標準シナリオとの乖離率(幅)、%、%pt)

	実質GDP								名目GDP	GDPデフレーター	潜在GDP	GDPギャップ
	民間最終消費支出	民間住宅投資	民間設備投資	政府最終消費支出	公的固定資本形成	輸出	輸入					
1年目	0.06	0.00	0.00	0.06	0.10	-0.10	0.00	-0.17	0.02	-0.04	0.02	0.04
2年目	-0.28	-0.03	-0.32	-1.13	-0.03	0.49	-2.29	-1.16	-0.25	0.03	-0.10	-0.18
3年目	-0.24	0.00	0.34	-0.19	-0.03	0.36	-0.97	0.13	-0.28	-0.04	-0.11	-0.13
4年目	-0.41	-0.06	0.22	0.00	0.01	0.66	-0.43	1.95	-0.49	-0.08	-0.17	-0.24
5年目	-0.18	-0.09	0.06	-0.06	0.10	0.28	-0.23	0.48	-0.35	-0.17	-0.08	-0.10
	失業率	ドル円レート	CPI	短期金利	長期金利	経常収支	財政収支(国・地方)	プライマリーバランス(国・地方)				
1年目	-0.01	-10.00	-0.04	-0.01	0.00	0.10	0.03	0.03				
2年目	0.03	0.00	0.017	-0.11	-0.06	-0.04	-0.06	-0.06				
3年目	0.05	0.00	-0.02	-0.08	-0.05	-0.08	-0.05	-0.05				
4年目	0.06	0.00	-0.05	-0.23	-0.13	-0.33	-0.11	-0.11				
5年目	0.05	0.00	-0.13	-0.13	-0.07	-0.04	-0.04	-0.05				

(注) 経常収支、財政収支、プライマリーバランスは名目GDP比率。

(出所) 大和中期マクロモデルより作成

## (4) 長期金利が1%pt上昇した場合

(標準シナリオとの乖離率(幅)、%、%pt)

	実質GDP								名目GDP	GDPデフレーター	潜在GDP	GDPギャップ
	民間最終消費支出	民間住宅投資	民間設備投資	政府最終消費支出	公的固定資本形成	輸出	輸入					
1年目	-0.05	0.00	0.00	-0.62	0.00	0.09	0.00	-0.19	-0.05	0.00	-0.02	-0.03
2年目	-0.37	-0.37	-1.70	-2.17	0.04	0.62	-0.10	-1.13	-0.37	0.00	-0.15	-0.23
3年目	-0.38	-0.31	-1.14	-1.33	0.03	0.51	-0.08	-0.46	-0.46	-0.08	-0.19	-0.19
4年目	-0.28	-0.30	-0.54	-0.57	0.02	0.28	0.02	0.06	-0.44	-0.16	-0.18	-0.10
5年目	-0.18	-0.27	-0.30	-0.33	0.00	0.09	0.15	0.03	-0.40	-0.22	-0.15	-0.03
	失業率	ドル円レート	CPI	短期金利	長期金利	経常収支	財政収支(国・地方)	プライマリーバランス(国・地方)				
1年目	0.01	-0.43	0.00	-0.02	0.99	-0.07	-0.15	-0.14				
2年目	0.05	0.08	0.01	-0.15	-0.09	-0.06	-0.25	-0.22				
3年目	0.07	0.53	-0.06	-0.20	-0.11	0.09	-0.20	-0.14				
4年目	0.04	0.83	-0.13	-0.21	-0.12	0.01	-0.16	-0.08				
5年目	0.02	0.76	-0.18	-0.11	-0.06	0.04	-0.10	-0.04				

(注) 経常収支、財政収支、プライマリーバランスは名目GDP比率。

(出所) 大和中期マクロモデルより作成