

2015年2月9日 全59頁

日本経済見通し(2015-2024年度)

デフレ脱却と財政再建、時間との戦い(日本経済中期予測第2・4章)

経済調査部 エコノミスト
小林 俊介

[要約]

- **【日本経済の見通し】** 大和総研では日本経済中期予測を半年ぶりに改訂し、今後10年間(2015~2024年度)の成長率を、年率平均で名目+1.2%、実質+1.0%と予測する。海外経済の緩やかな拡大を受けた輸出の伸びが、予測期間全般において持続的な成長を支えるだろう。特に予測期間の前半において原油価格の低下や円安・低金利などの好環境に支えられ、経済活動全般が底上げされる見込みである。
- **【金融政策の見通し】** 物価上昇率は総じて緩やかに加速する見通しだが、日銀のインフレ目標の達成は困難である。短期金利はゼロに据え置かれ、量的な金融緩和も継続されると予測する。しかし量的・質的金融緩和の技術的限界から、政策レジームの変更を余儀なくされるだろう。黒田日銀総裁と安倍政権の任期が満了する2018年頃が重要なターニングポイントになるとみている。
- **【為替レートの見通し】** 日米の金融政策の方向性の差異は当面、為替レートに円安圧力をもたらすだろう。しかし2018年頃に米国の金融引締めは一服し、他方でほぼ同時期に日本の金融緩和に技術的限界が見えてくる可能性が高い。こうした変化を受けて円安トレンドが終息することをメインシナリオとしている。
- **【デフレ脱却の可能性】** アップサイドリスクとして、円安によりデフレ脱却の達成が見えてくる可能性がある。円安を継続することで円高期待を反転させつつ、水準としての円安をさらに進展させることで国際競争力を回復させ、同時に賃金上昇の慣性を取り戻すことで、「国際競争力悪化、賃金低下、円高」の悪循環を「国際競争力改善、賃金上昇、円安」の好循環に反転させる可能性に期待したい。
- **【財政の見通し】** 名目GDP比の基礎的収支赤字を2015年度までに2010年度に比べて半減する目標は射程圏内に入っているものの、2020年度までに黒字化する目標は現行制度の下では達成できないだろう。公的債務残高は名目GDP比で一貫して上昇し続ける見通しである。財政再建とデフレ脱却は両立不可能な対立概念ではなく、同時並行で達成しなければならない最重要課題である。増税と歳出削減で基礎的収支赤字の水準を改善しつつ、歳出の構造的な増加を防ぐ努力を進めることが必要不可欠である。

目次

目次.....	2
（1）日本経済見通しの概要.....	7
（2）財政の見通し.....	16
（3）デフレの原因とその処方箋.....	20
（4）金融政策の見通し.....	26
（5）為替レートの見通し.....	30
（6）日本経済見通しの詳細.....	36
補論1：バラッサ＝サミュエルソン効果と賃金・物価.....	44
補論2：空洞化の背景とその影響.....	48
モデルの概説とシミュレーション.....	54

日本経済中期予測（2015年2月）

年度	実績		予測期間 2015-2024	予測期間	
	2005-2009	2010-2014		2015-2019	2020-2024
実質GDP(前年比、%)	0.2	1.3	1.0	1.2	0.8
民間最終消費支出	0.7	0.9	0.5	0.5	0.5
民間設備投資	-0.7	2.9	1.8	2.6	1.1
民間住宅投資	-7.6	1.8	-1.5	-1.7	-1.3
公的固定資本形成	-5.3	0.3	0.4	0.8	0.0
政府最終消費	1.1	1.4	1.2	1.0	1.5
財貨・サービス輸出	3.0	4.8	3.8	4.3	3.4
財貨・サービス輸入	0.4	6.0	2.6	2.4	2.7
名目GDP(前年比、%)	-1.1	0.7	1.2	1.3	1.1
GDPデフレーター(前年比、%)	-1.3	-0.6	0.2	0.0	0.3
国内企業物価(前年比、%)	1.1	1.0	0.6	0.4	0.7
消費者物価(前年比、%)	-0.1	0.6	1.0	0.9	1.1
コールレート(%)	0.2	0.1	0.0	0.0	0.0
10年国債利回り(%)	1.5	0.8	0.6	0.4	0.7
円ドルレート(¥/\$)	107.6	91.7	106.3	116.6	96.0
経常収支(名目GDP比、%)	3.8	1.5	1.9	2.4	1.4
名目雇用者報酬(前年比、%)	-0.8	0.6	1.2	1.0	1.5
失業率(%)	4.3	4.2	3.4	3.4	3.3
労働分配率(雇用者報酬の国民所得比、%)	69.0	69.0	66.4	65.8	67.0
中央・地方政府 財政収支(名目GDP比、%)	-4.6	-7.7	-4.0	-4.0	-4.0
基礎的財政収支(名目GDP比、%)	-3.1	-6.0	-3.1	-3.0	-3.1
中央・地方政府債務残高(名目GDP比、%)	186.9	232.9	258.5	252.6	264.1

(注) 期間平均値。2014年度は見込み。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	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
名目GDP(兆円)	473.9	480.2	473.9	474.5	483.1	490.7	498.7	501.8	506.3	515.0	522.3	529.6	535.7	540.9	545.6	551.0
(前年比%)	-3.2	1.3	-1.3	0.1	1.8	1.6	1.6	0.6	0.9	1.7	1.4	1.4	1.2	1.0	0.9	1.0
名目GNI(兆円)	487.0	493.5	488.7	489.9	501.1	510.8	521.5	527.5	532.3	540.9	547.2	554.2	559.9	564.7	569.3	574.9
(前年比%)	-3.5	1.3	-1.0	0.2	2.3	1.9	2.1	1.2	0.9	1.6	1.2	1.3	1.0	0.8	0.8	1.0
実質GDP(2005年連鎖価格 兆円)	495.5	512.4	514.4	519.6	530.6	528.1	538.0	545.6	543.8	554.0	561.0	566.2	570.2	573.8	578.0	583.0
(前年比%)	-2.0	3.4	0.4	1.0	2.1	-0.5	1.9	1.4	-0.3	1.9	1.3	0.9	0.7	0.6	0.7	0.9
内需寄与度	-2.2	2.6	1.4	1.8	2.6	-0.9	1.7	1.3	-1.0	1.5	1.0	0.6	0.9	0.7	0.7	0.8
外需寄与度	0.2	0.8	-1.0	-0.8	-0.5	0.5	0.1	0.1	0.7	0.3	0.3	0.3	-0.2	-0.1	0.1	0.1
一人当たり実質GDP(2005年連鎖価格 百万円)	3.9	4.0	4.0	4.1	4.2	4.2	4.2	4.3	4.3	4.4	4.5	4.5	4.6	4.6	4.7	4.7
(前年比%)	-1.9	3.1	0.5	1.2	2.3	-0.3	2.1	1.6	-0.1	2.2	1.6	1.3	1.1	1.0	1.2	1.4
実質GDI(2005年連鎖価格 兆円)	488.3	500.1	495.9	500.7	508.6	505.9	517.7	520.9	516.0	523.9	529.0	531.7	532.7	533.3	534.1	535.8
(前年比%)	-0.7	2.4	-0.8	1.0	1.6	-0.5	2.3	0.6	-0.9	1.5	1.0	0.5	0.2	0.1	0.2	0.3
鉱工業生産(2010=100)	91.4	99.4	98.7	95.8	98.9	96.4	98.7	100.2	97.9	100.3	101.4	101.8	101.7	101.5	101.5	101.7
(前年比%)	-9.5	8.8	-0.7	-3.0	3.2	-2.6	2.4	1.5	-2.3	2.4	1.1	0.4	-0.1	-0.2	0.0	0.3
国内企業物価(2010=100)	99.8	100.2	101.6	100.5	102.4	105.0	102.9	104.1	106.5	106.7	107.2	108.2	109.0	109.8	110.5	111.2
(前年比%)	-5.1	0.4	1.3	-1.0	1.8	2.6	-2.0	1.1	2.3	0.2	0.5	0.9	0.8	0.8	0.6	0.6
消費者物価(2010=100)	100.4	99.9	99.8	99.5	100.4	103.2	103.3	104.0	106.5	107.1	108.0	109.2	110.6	111.8	112.9	114.0
(前年比%)	-1.7	-0.4	-0.1	-0.3	0.9	2.8	0.1	0.7	2.4	0.6	0.9	1.1	1.2	1.1	1.0	0.9
コールレート(%)	0.1	0.1	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(%)	1.4	1.1	1.0	0.8	0.7	0.4	0.2	0.2	0.4	0.6	0.6	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8
為替レート(¥/US\$)	93	86	79	83	100	111	120	126	122	111	104	100	98	96	94	92
(¥/EURO)	131	113	109	107	134	140	147	150	145	131	123	120	117	116	114	112
経常収支(兆円)	16.3	16.7	7.6	4.4	0.8	6.4	12.2	11.3	12.5	13.1	12.6	12.2	9.5	7.0	5.4	4.5
(名目GDP比%)	3.4	3.5	1.6	0.9	0.2	1.3	2.4	2.3	2.5	2.6	2.4	2.3	1.8	1.3	1.0	0.8
労働力人口(万人)	6,643	6,630	6,578	6,555	6,578	6,600	6,581	6,566	6,535	6,503	6,471	6,443	6,419	6,396	6,373	6,348
(前年比%)	-0.5	-0.2	-0.8	-0.3	0.3	0.3	-0.3	-0.2	-0.5	-0.5	-0.5	-0.4	-0.4	-0.3	-0.4	-0.4
就業者数(万人)	6,301	6,301	6,280	6,275	6,322	6,342	6,328	6,324	6,290	6,262	6,241	6,217	6,193	6,167	6,141	6,115
(前年比%)	-1.5	0.0	-0.3	-0.1	0.7	0.3	-0.2	-0.1	-0.5	-0.4	-0.3	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4
雇用者数(万人)	5,488	5,508	5,501	5,511	5,564	5,597	5,599	5,610	5,594	5,583	5,577	5,569	5,560	5,551	5,540	5,530
(前年比%)	-1.0	0.4	-0.1	0.2	1.0	0.6	0.0	0.2	-0.3	-0.2	-0.1	-0.1	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2
失業者数(万人)	343	328	298	280	256	238	234	223	226	222	211	207	207	211	214	215
失業率(%)	5.2	5.0	4.5	4.3	3.9	3.6	3.6	3.4	3.5	3.4	3.3	3.2	3.2	3.3	3.4	3.4
名目雇員報酬(兆円)	243	244	246	246	248	251	253	256	259	259	263	269	274	278	281	283
(前年比%)	-4.4	0.4	0.7	0.1	1.0	1.0	1.1	1.1	1.1	0.0	1.5	2.1	1.9	1.5	1.0	0.9
名目家計可処分所得(兆円)	288	287	288	286	288	291	293	293	296	298	300	304	308	310	313	315
(前年比%)	-0.2	-0.2	0.2	-0.6	0.5	1.2	0.7	0.0	1.0	0.6	0.8	1.5	1.2	0.7	0.9	0.7
労働分配率(%)	70.6	69.2	70.3	69.9	68.6	66.9	65.6	66.0	66.5	65.2	65.7	66.2	66.7	67.2	67.4	67.3
中央・地方政府 財政収支(兆円)	-44.1	-40.0	-40.9	-37.4	-34.8	-32.8	-24.0	-21.6	-20.4	-17.8	-18.0	-18.6	-20.0	-22.1	-23.9	-24.8
(名目GDP比%)	-9.3	-8.3	-8.6	-7.9	-7.2	-6.7	-4.8	-4.3	-4.0	-3.5	-3.4	-3.5	-3.7	-4.1	-4.4	-4.5
同基礎の財政収支(名目GDP比%)	-7.6	-6.6	-6.8	-6.0	-5.5	-5.2	-3.5	-3.2	-3.1	-2.6	-2.6	-2.7	-2.9	-3.2	-3.4	-3.5
中央・地方政府 債務残高(兆円)	979	1,029	1,079	1,128	1,162	1,197	1,229	1,258	1,287	1,313	1,339	1,366	1,395	1,426	1,459	1,493
(名目GDP比%)	206.6	214.2	227.8	237.8	240.5	243.9	246.4	250.8	254.2	254.9	256.4	258.0	260.4	263.6	267.4	270.9
中央・地方政府 純債務残高(兆円)	692	728	777	797	796	814	830	848	877	913	944	972	999	1,028	1,058	1,090
(名目GDP比%)	146.0	151.6	164.0	168.0	164.7	165.8	166.3	169.0	173.3	177.4	180.7	183.5	186.5	190.0	193.9	197.8

(注) 2013年度までは実績。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	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
名目GDP	473.9	480.2	473.9	474.5	483.1	490.7	498.7	501.8	506.3	515.0	522.3	529.6	535.7	540.9	545.6	551.0
(前年比%)	-3.2	1.3	-1.3	0.1	1.8	1.6	1.6	0.6	0.9	1.7	1.4	1.4	1.2	1.0	0.9	1.0
国内需要	469.6	475.9	480.2	484.8	499.0	503.6	507.7	514.7	518.2	526.0	533.0	540.4	549.1	556.7	563.2	569.7
(前年比%)	-4.4	1.3	0.9	1.0	2.9	0.9	0.8	1.4	0.7	1.5	1.3	1.4	1.6	1.4	1.2	1.2
民間最終消費	284.2	284.5	286.4	288.7	296.5	295.5	298.9	304.0	303.3	306.7	309.8	314.2	318.6	322.8	326.2	329.2
(前年比%)	-1.4	0.1	0.7	0.8	2.7	-0.4	1.1	1.7	-0.2	1.1	1.0	1.4	1.4	1.3	1.1	0.9
民間住宅投資	12.6	12.9	13.4	14.1	15.9	14.6	14.6	15.0	14.2	14.1	13.8	13.9	14.0	13.9	13.7	13.5
(前年比%)	-23.5	2.3	3.7	5.1	12.5	-7.8	-0.4	2.8	-4.8	-1.1	-2.0	0.4	1.1	-0.6	-1.4	-1.6
民間設備投資	60.7	61.9	64.3	64.9	68.2	68.6	71.2	72.6	73.2	76.4	77.5	78.4	80.3	81.5	82.8	84.4
(前年比%)	-14.5	2.0	3.8	1.0	4.9	0.7	3.7	2.0	0.8	4.3	1.4	1.2	2.4	1.5	1.5	2.0
民間在庫増減	-5.0	-0.3	-1.4	-1.3	-3.9	0.0	0.3	-0.4	0.4	0.4	0.7	0.4	0.1	0.0	-0.1	0.0
政府最終消費	94.2	95.5	96.6	97.5	98.8	100.3	100.2	100.9	102.4	103.4	105.2	107.4	109.7	111.8	113.5	115.3
(前年比%)	1.4	1.4	1.2	0.8	1.3	1.6	-0.1	0.7	1.5	0.9	1.8	2.1	2.1	1.9	1.6	1.6
公的固定資本形成	22.8	21.3	20.8	21.0	23.6	24.4	22.5	22.7	24.6	25.1	26.0	26.1	26.4	26.8	27.1	27.3
(前年比%)	7.7	-6.5	-2.6	0.8	12.4	3.7	-7.8	0.6	8.6	1.9	3.6	0.5	1.1	1.3	1.1	0.9
公的在庫増減	0.0	-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	0.0	0.0
財貨・サービス輸出	64.5	73.8	70.9	70.4	80.0	86.5	91.3	96.5	99.5	99.7	99.4	100.7	102.5	104.5	107.1	109.7
(前年比%)	-17.9	14.4	-3.9	-0.7	13.6	8.1	5.6	5.7	3.1	0.2	-0.3	1.3	1.8	2.0	2.4	2.4
財貨・サービス輸入	60.2	69.5	77.3	80.8	95.9	99.3	100.3	109.4	111.3	110.7	110.1	111.4	115.9	120.3	124.7	128.4
(前年比%)	-25.0	15.5	11.2	4.5	18.7	3.6	1.0	9.1	1.8	-0.6	-0.6	1.2	4.0	3.8	3.6	3.0

実質国内総支出(2005年連鎖価格、兆円)

年度	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
実質GDP	495.5	512.4	514.4	519.6	530.6	528.1	538.0	545.6	543.8	554.0	561.0	566.2	570.2	573.8	578.0	583.0
(前年比%)	-2.0	3.4	0.4	1.0	2.1	-0.5	1.9	1.4	-0.3	1.9	1.3	0.9	0.7	0.6	0.7	0.9
国内需要	482.2	495.0	502.0	510.9	523.7	519.1	527.9	534.7	529.4	537.3	542.3	545.6	550.3	554.0	557.6	561.8
(前年比%)	-2.2	2.7	1.4	1.8	2.5	-0.9	1.7	1.3	-1.0	1.5	0.9	0.6	0.9	0.7	0.6	0.7
民間最終消費	295.0	299.7	304.0	309.5	317.1	308.6	313.6	318.4	311.5	314.8	316.5	318.4	320.3	322.1	323.7	325.1
(前年比%)	1.2	1.6	1.4	1.8	2.5	-2.7	1.6	1.5	-2.2	1.0	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5	0.4
民間住宅投資	12.3	12.5	12.9	13.7	14.9	13.4	13.6	13.8	12.8	12.7	12.3	12.2	12.2	12.0	11.8	11.5
(前年比%)	-21.0	2.2	3.2	5.7	9.3	-10.2	1.2	2.0	-7.5	-1.0	-2.7	-0.9	-0.1	-1.5	-2.1	-2.2
民間設備投資	62.5	64.9	68.0	68.8	71.5	72.0	75.5	77.4	77.6	80.8	81.7	82.3	83.8	84.4	85.2	86.4
(前年比%)	-12.0	3.8	4.8	1.2	4.0	0.6	5.0	2.5	0.3	4.1	1.2	0.7	1.8	0.8	0.9	1.4
民間在庫増減	-5.0	0.0	-1.3	-1.3	-3.7	0.1	0.3	-0.4	0.4	0.3	0.7	0.4	0.1	0.0	-0.1	0.0
政府最終消費	96.0	97.9	99.1	100.6	102.2	103.0	104.3	105.0	105.4	106.8	108.4	110.0	111.6	113.3	114.9	116.6
(前年比%)	2.7	2.0	1.2	1.5	1.6	0.9	1.2	0.7	0.4	1.4	1.5	1.4	1.5	1.5	1.4	1.5
公的固定資本形成	22.1	20.7	20.1	20.3	22.4	22.5	21.2	21.2	22.3	22.7	23.4	23.2	23.2	23.3	23.3	23.4
(前年比%)	11.5	-6.4	-3.2	1.0	10.3	0.6	-5.9	0.1	5.2	1.8	2.9	-0.7	-0.1	0.3	0.3	0.2
公的在庫増減	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	0.0	0.0
財貨・サービス輸出	71.3	83.6	82.3	81.3	85.1	90.1	94.4	98.7	103.6	108.6	111.5	114.9	118.6	122.1	126.4	131.5
(前年比%)	-9.7	17.2	-1.6	-1.3	4.7	6.0	4.8	4.5	5.0	4.8	2.6	3.1	3.2	3.0	3.5	4.0
財貨・サービス輸入	59.6	66.8	70.3	72.9	77.7	79.7	82.5	85.4	86.5	88.9	89.7	90.9	94.2	97.0	99.7	102.7
(前年比%)	-10.7	12.0	5.4	3.6	6.7	2.6	3.5	3.5	1.3	2.8	0.9	1.3	3.6	3.0	2.7	3.0

デフレーター(2005年連鎖価格)

年度	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
GDPデフレーター	95.6	93.7	92.1	91.3	91.1	92.9	92.7	92.0	93.1	93.0	93.1	93.5	94.0	94.3	94.4	94.5
(前年比%)	-1.2	-2.0	-1.7	-0.9	-0.3	2.0	-0.2	-0.8	1.2	-0.2	0.1	0.5	0.4	0.3	0.1	0.1
国内需要	97.4	96.1	95.7	94.9	95.3	97.0	96.2	96.3	97.9	97.9	98.3	99.0	99.8	100.5	101.0	101.4
(前年比%)	-2.2	-1.3	-0.5	-0.8	0.4	1.8	-0.9	0.1	1.7	0.0	0.4	0.8	0.8	0.7	0.5	0.4
民間最終消費	96.3	94.9	94.2	93.3	93.5	95.8	95.3	95.5	97.4	97.5	97.9	98.7	99.5	100.2	100.8	101.2
(前年比%)	-2.6	-1.5	-0.7	-1.0	0.3	2.4	-0.5	0.2	2.0	0.1	0.4	0.8	0.8	0.7	0.6	0.5
民間住宅投資	103.1	103.2	103.7	103.0	106.1	108.9	107.2	108.1	111.2	111.2	112.1	113.5	114.8	115.9	116.8	117.5
(前年比%)	-3.2	0.2	0.5	-0.6	2.9	2.7	-1.6	0.8	2.9	0.0	0.8	1.3	1.1	1.0	0.7	0.6
民間設備投資	97.1	95.5	94.6	94.4	95.3	95.4	94.3	93.8	94.3	94.5	94.8	95.2	95.8	96.6	97.2	97.7
(前年比%)	-2.8	-1.7	-0.9	-0.2	0.9	0.1	-1.2	-0.5	0.5	0.2	0.2	0.5	0.7	0.7	0.6	0.5
政府最終消費	98.2	97.6	97.6	96.9	96.7	97.4	96.1	96.1	97.2	96.8	97.0	97.7	98.2	98.6	98.8	98.9
(前年比%)	-1.2	-0.6	0.0	-0.7	-0.2	0.7	-1.3	0.0	1.1	-0.4	0.3	0.7	0.6	0.4	0.2	0.1
公的固定資本形成	103.2	103.1	103.7	103.5	105.4	108.6	106.4	106.9	110.3	110.4	111.1	112.5	113.9	115.1	116.0	116.8
(前年比%)	-3.4	-0.1	0.7	-0.2	1.9	3.0	-2.0	0.4	3.2	0.1	0.7	1.3	1.2	1.0	0.8	0.7
財貨・サービス輸出	90.4	88.3	86.2	86.7	94.0	96.0	96.7	97.8	96.0	91.8	89.2	87.6	86.4	85.6	84.7	83.4
(前年比%)	-9.1	-2.4	-2.4	0.6	8.5	2.1	0.8	1.2	-1.8	-4.4	-2.9	-1.7	-1.4	-1.0	-1.1	-1.5
財貨・サービス輸入	100.9	104.1	109.9	110.9	123.4	124.6	121.6	128.1	128.7	124.5	122.7	122.6	123.1	124.0	125.0	125.0
(前年比%)	-16.0	3.1	5.5	0.9	11.3	1.0	-2.4	5.4	0.5	-3.3	-1.5	-0.1	0.4	0.8	0.8	0.0

(注) 2013年度までは実績。
(出所) 大和総研作成

供給・資産

年度	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
潜在GDP(2005年連鎖価格 兆円)	517.6	520.3	527.9	526.0	531.1	535.7	535.3	540.7	545.6	546.3	552.2	557.1	561.5	565.8	570.2	574.8	579.7
(前年比%)	-1.1	0.5	1.4	-0.4	1.0	0.9	-0.1	1.0	0.9	0.1	1.1	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8	0.9
労働生産性(時間当たり 円)	4,295	4,340	4,464	4,487	4,551	4,629	4,683	4,781	4,854	4,887	4,992	5,070	5,138	5,198	5,257	5,322	5,393
(前年比%)	-1.3	1.1	2.9	0.5	1.4	1.7	1.2	2.1	1.5	0.7	2.2	1.6	1.3	1.2	1.1	1.2	1.3
総実労働時間(年間一人当たり 時間)	1,794	1,768	1,780	1,782	1,772	1,768	1,761	1,761	1,761	1,754	1,758	1,760	1,760	1,760	1,760	1,760	1,760
(前年比%)	-1.8	-1.5	0.7	0.1	-0.5	-0.3	-0.4	0.1	0.0	-0.4	0.2	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
労働力率(%)	60.2	59.8	59.7	59.2	59.1	59.3	59.6	59.4	59.3	59.1	58.9	58.8	58.7	58.6	58.6	58.6	58.6
企業部門・純資本ストック(2000年価格 兆円)	1,042	1,040	1,035	1,034	1,032	1,033	1,037	1,043	1,049	1,056	1,063	1,070	1,075	1,081	1,087	1,093	1,098
(前年比%)	0.2	-0.3	-0.4	-0.2	-0.1	0.1	0.4	0.6	0.6	0.6	0.7	0.6	0.5	0.6	0.5	0.5	0.5
家計金融資産(兆円)	1,469	1,493	1,511	1,521	1,589	1,642	1,664	1,669	1,665	1,666	1,669	1,672	1,674	1,676	1,675	1,673	1,672
(対名目GDP比%)	300	315	315	321	335	340	339	335	332	329	324	320	316	313	310	307	303
対外資産(兆円)	573	594	604	648	753	872	995	1,037	1,064	1,064	1,071	1,074	1,075	1,076	1,077	1,078	1,081
(対名目GDP比%)	117	125	126	137	159	180	203	208	212	210	208	206	203	201	199	198	196
対外純資産(兆円)	236	265	258	273	304	316	356	384	402	399	378	368	364	361	358	354	346
(対名目GDP比%)	48.3	55.9	53.8	57.6	64.1	65.5	72.6	77.0	80.1	78.9	73.5	70.5	68.8	67.4	66.2	64.8	62.7
東証株価指数(TOPIX)	1,057	904	885	792	811	1,188	1,320	1,401	1,446	1,450	1,486	1,511	1,536	1,551	1,560	1,564	1,573
(前年比%)	-32.0	-14.5	-2.2	-10.5	2.3	46.6	11.1	6.2	3.2	0.3	2.4	1.7	1.7	1.0	0.5	0.3	0.6
全国地価指数(全用途、2000年=100)	61.7	58.8	56.2	54.1	52.4	51.3	50.7	51.1	51.6	51.9	52.6	52.8	52.9	52.6	51.9	51.3	51.3
(前年比%)	-1.9	-4.7	-4.4	-3.7	-3.1	-2.1	0.8	0.7	1.1	0.5	1.3	0.4	0.2	-0.6	-1.4	-1.2	0.1

前提条件

年度	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
全世界成長率(購買力平価、前年比%)	2.3	1.4	5.1	3.9	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.4	3.4	3.3	3.3	3.4
原油価格(WTI、US\$/BBL)	85.9	70.7	83.4	97.3	92.1	99.0	80.0	55.0	60.0	64.0	67.0	70.0	74.0	78.0	82.0	85.0	88.0
(前年比%)	4.5	-17.7	17.9	16.7	-5.4	7.6	-19.2	-31.3	9.1	6.7	4.7	4.5	5.7	5.4	5.1	3.7	3.5
総人口(100万人)	128.1	128.0	128.1	127.8	127.5	127.3	127.1	126.8	126.6	126.2	125.9	125.5	125.0	124.5	124.0	123.5	122.9
(前年比%)	0.0	0.0	0.0	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.4	-0.4	-0.4	-0.5
15歳-64歳(100万人)	82.5	81.9	81.6	81.2	80.1	78.9	77.8	76.8	76.0	75.2	74.6	74.0	73.4	72.8	72.3	71.8	71.3
65歳以上(100万人)	28.3	29.1	29.5	29.8	30.8	32.0	33.0	33.9	34.7	35.3	35.8	36.1	36.4	36.6	36.7	36.9	37.0
65歳以上人口比率(%)	22.1	22.7	23.0	23.3	24.2	25.1	26.0	26.7	27.4	28.0	28.4	28.8	29.1	29.4	29.6	29.9	30.1
消費税率(%)	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	8.0	8.0	8.0	10.0	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	37.0	37.0	34.6	32.1	31.3	31.3	31.3	31.3	31.3	31.3	31.3	31.3	31.3
厚生年金保険料率(%)	15.4	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) 2013年度までは実績。
(出所) 大和総研作成

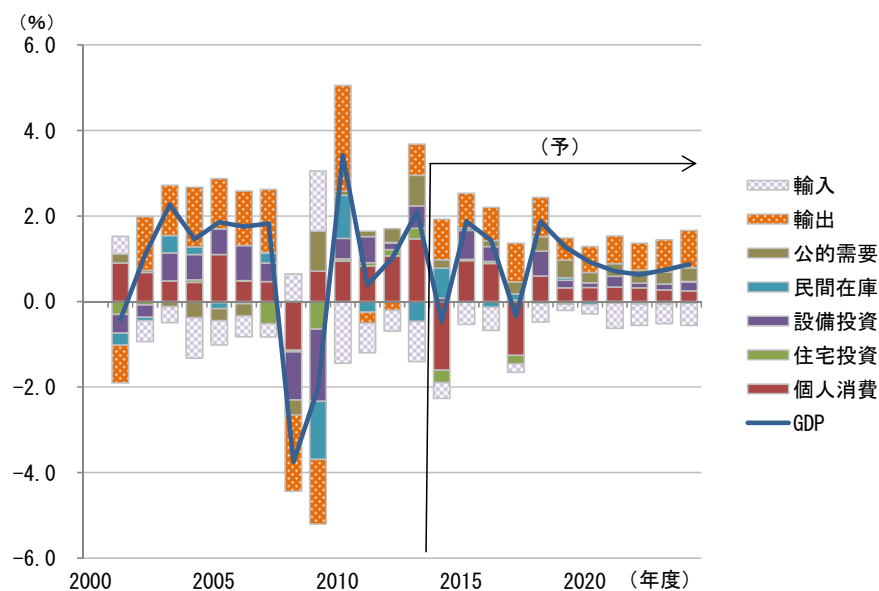
(1) 日本経済見通しの概要¹

本稿冒頭(3~6頁)に示したように、今後10年間(2015~2024年度)の経済成長率は、年率平均で名目+1.2%、実質+1.0%と予測している。海外経済の緩やかな拡大を受けた輸出の伸びが、予測期間全般において持続的な成長を支える見通しである。

ただし予測期間を前半(2015~2019年度)と後半(2020~2024年度)に分けると、前半期に相対的に高い成長率を達成する見込みである。前半の平均成長率は名目+1.3%、実質+1.2%、後半の平均成長率は名目+1.1%、実質+0.8%と予測している。これは予測期間の特に前半において原油価格の低下や円安・低金利などの好環境に支えられ、経済活動全般が底上げされるためである。予測期間後半においてはこれらの好材料は徐々に剥落し、成長が鈍化すると見込んでいる。また、予測期間の前半はリーマン・ショックや大震災からの回復期としての性格が残ることや、消費税増税の影響を受け落ち込んだ2014年度実績との比較で発射台が下がることなどを受け、数値上の成長率が嵩上げされる側面も有している。

2017年度より導入される消費税増税(8%→10%)は、家計の実質購買力を低下させることを通じて同年度の成長率を低下させる要因となると見込まれる。加えて、増税前の駆け込み需要により2016年度の成長率は嵩上げされ、その反動から2017年度の成長率は落ち込むというアップダウンが生じるだろう。この反動からの回復期に当たる2015年度および2018年度は、発射台の低さというテクニカルな要因から、比較的高めの成長率を達成することになるだろう。

図表 2-1 実質成長率の見通し



(出所) 内閣府、大和総研

¹ 詳細は第6節「日本経済見通しの詳細」参照。

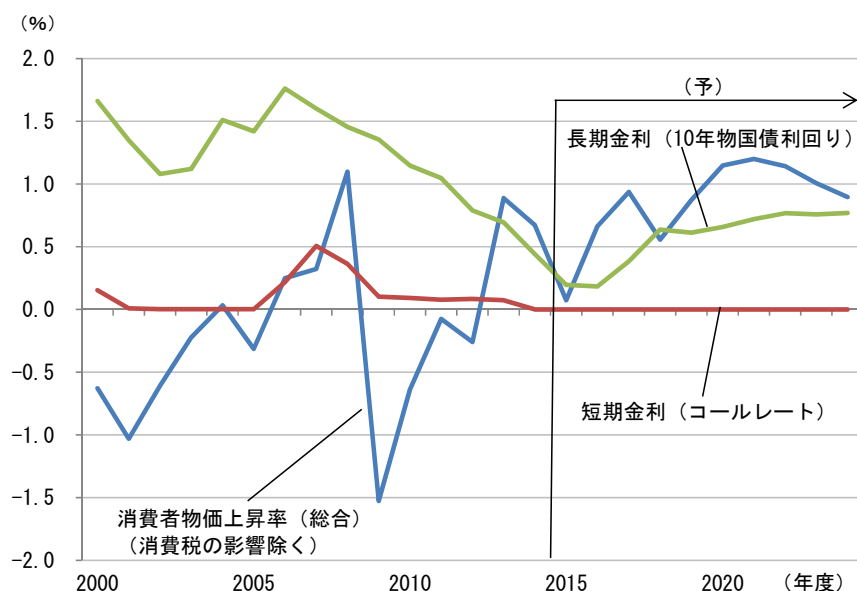
金融政策・為替レート見通しの概要²

他方、物価上昇率は予測期間後半にかけて緩やかながら加速していく見通しである。これは継続した景気拡大に伴う GDP ギャップの改善によるところが大きい。消費者物価（総合）の上昇率は予測期間前半の平均+0.9%から後半には平均+1.1%に上昇すると予測している。消費者物価の上昇には原油価格の回復も反映されているが、GDP デフレーターも予測期間前半の+0.0%から後半には+0.3%に上昇する見込みであり、物価の見通しは総じて改善に向かうとみている。

しかし日銀が目標としている安定的な 2%インフレの達成には届かず、金融政策は緩和的であり続けると見込んでいる。短期金利（コールレート）はゼロに据え置かれ、量的な金融緩和の巻き戻しも想定していない。もっとも、長期金利（10年物国債利回り）も下限に近付いており、金利低下を通じて量的・質的金融緩和が経済に与える追加的な効果は期待しがたい。しかし同政策の真の目的は円安誘導を通じたデフレからの脱却であるとみられ、この観点に立てば、インフレ目標の不到達を格好の口実として追加緩和が行われる可能性も高いだろう。

ただし量的・質的金融緩和の持続性には限界がある。毎年 80 兆円程度の国債を購入し続けられ、いずれ「買うものがない」状況に追い込まれるだろうし、追加緩和により国債購入のペースが再び上昇するのであれば、持続性の限界はさらに早期に訪れることになる。いずれ政策レジームの変更を余儀なくされ、結果として資産購入のペースを落とさざるを得なくなる可能性が高い。金融政策の限界が訪れる時期を予測するのは極めて困難であるが、黒田日銀総裁と安倍政権の任期が満了する 2018 年頃が重要なターニングポイントになるとみている。

図表 2-2 物価と金利の見通し



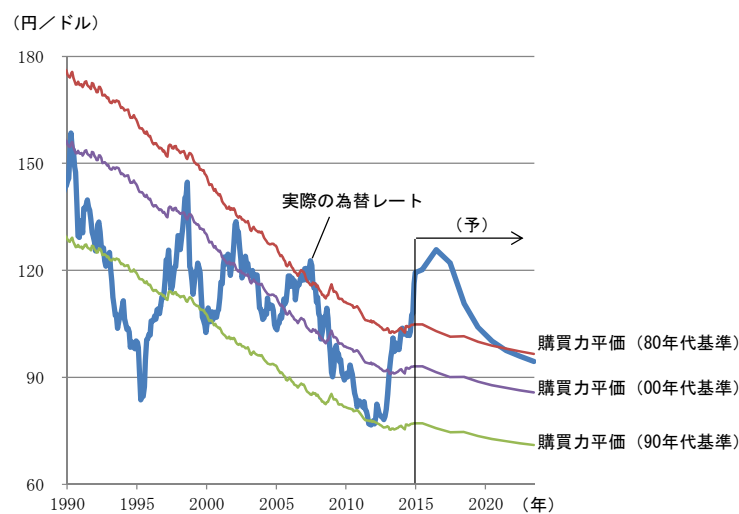
(出所) 総務省、日本銀行、大和総研

² 詳細は第4節「金融政策の見通し」および第5節「為替レートの見通し」を参照。

日本で緩和的な金融政策がとられ続ける一方で、米国では今後数年間に亘って金融引締めが行われる見込みであり、両国の金融政策の方向性の差異は、為替レートに対して円安圧力をもたらすだろう。円安誘導を目的とした追加緩和が実施されればなおさらである。また、貿易市場における構造変化³の結果として、為替レートが購買力平価水準へ収斂する力が低下すると同時に為替市場がボラティルとなり、相対的に金融要因を反映しやすくなっている可能性が示唆される。このことも今後数年単位で円安が維持される可能性を高める材料となろう。ただし、米国の金融引締めは2018年頃に一服する。また、先述のように日本の金融政策はレジームの変更を余儀なくされる可能性が高く、この変更が前もって金融市場に織り込まれる形で、17-18年度頃を目途に円安トレンドが終息するという為替レートの動きをメインシナリオとしている。

ただし一方で、現行の政策レジームがさらに強化され、国債以外の公社債や社債等を含めたより広範な資産購入へと舵を切る可能性も否定できない。また、アップサイドリスクとして、円高とデフレの悪循環が円安とインフレの好循環に転じる可能性も、中長期的にはゼロではなくなっている⁴。このように両極端なシナリオの発生可能性が存在することから、黒田日銀総裁と安倍政権の任期が満了する2018年は金利・為替市場の見通しを左右する重要な分水嶺となるだろう。

図表 2-3 為替レートの見通しと購買力平価水準(CPI ベース)



(出所) 総務省、FRB、Bureau of Labor Statistics より大和総研

日本経済を取り巻く環境の変化

なお、本予測に当たっては、日本経済を大きく左右する四つの環境変化を織り込んでいる。それらは大幅な円安の進行、原油価格の大幅な下落、法人税制の見直し、そして消費税増税の延期である。これらの変化が日本経済に与える影響について議論するとともに、リスクシナリオを検討する。

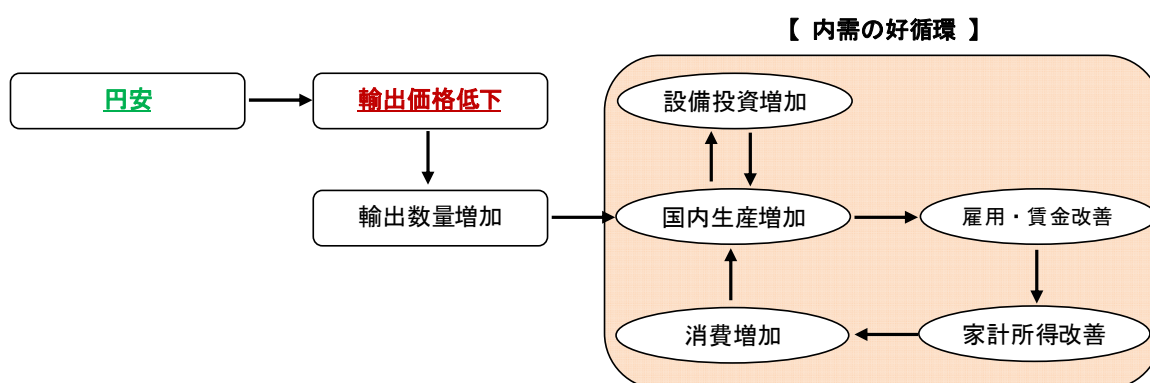
³ 輸出先国の通貨で価格設定を行う比率の上昇に伴い、為替レートの変動で貿易/経常収支が調整されにくくなっている。詳細は第6節1「輸出の見通し」参照。

⁴ 詳細は第3節「デフレの原因とその処方箋」参照。

円安が日本経済に与える影響⁵

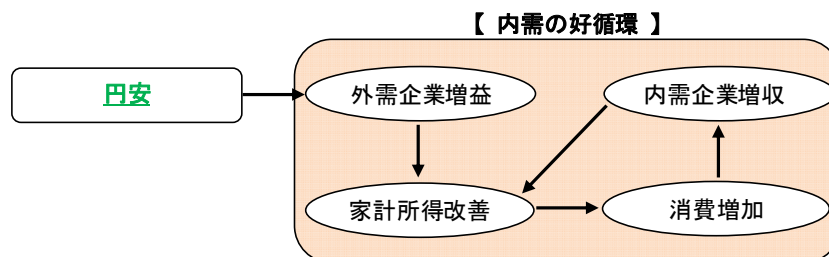
日米の金融政策の方向性の差異などを背景に、円ドルレートは政権交代前に比べて実に 50% 近く円安方向にシフトしている。この円安が日本経済を押し上げる効果に期待する向きは未だ強い。しかし円安が貿易セクターを通じて内需に影響する経路は構造的に変化している。従来は円安局面において輸出価格が低下することで輸出数量が増加し、これが図表 2-4 に示すような内需の好循環に波及する経路が確認されてきた。しかし輸出企業の現地通貨建て価格設定が進む中で、この経路は図表 2-5 のように変化している。結果として円安が日本経済に与えるプラスの影響は低下しており、円安効果に多くを期待することはできないだろう。もっとも、これは裏を返せば円高が日本経済に与えるマイナスの影響も低下しているということでもある。

図表 2-4 円安が日本経済に与える影響（過去）



(出所) 大和総研

図表 2-5 円安が日本経済に与える影響（現在）



(出所) 大和総研

国内回帰は起こるのか⁶

他方で円安が企業活動の国内回帰を促し、日本経済の成長を底上げすることを期待する声もある。しかし日本経済全体で見て国内回帰が発生するためには、現存する大幅な賃金（限界のユニットレーバークスト）の国際的格差⁷を埋めるだけの円安、賃金低下、生産性向上、もしくは海外現地の賃金上昇が求められる。各種貿易コストが存在することや、産業蓄積の結果として現地生産のメリットが高まっていることを加味すればなおさらハードルは高い。

⁵ 詳細は第 6 節 1 「輸出の見通し」参照。

⁶ 詳細は第 6 節 1 「輸出の見通し」参照。

⁷ 詳細は補論 1 「バラッサ＝サミュエルソン効果と賃金・物価」参照。

もつとも、ミクロ・セミマクロで見た国内回帰が部分的に発生する可能性は高い。産業・企業によって、海外生産対比での日本国内生産の相対的な生産性は異なりうるし、相対的に生産性が高い産業・企業は比較的早い段階で国内回帰する可能性は存在する。また、これは厳密には国内回帰と呼ぶことは妥当ではないが、海外での生産稼働率が限界に達した結果、あるいは日本国内の需要が高まった結果、日本国内の遊休設備を稼働させるケースは既に散見されている。しかしこれが本格的なトレンドに結び付くと期待することは時期尚早だろう。

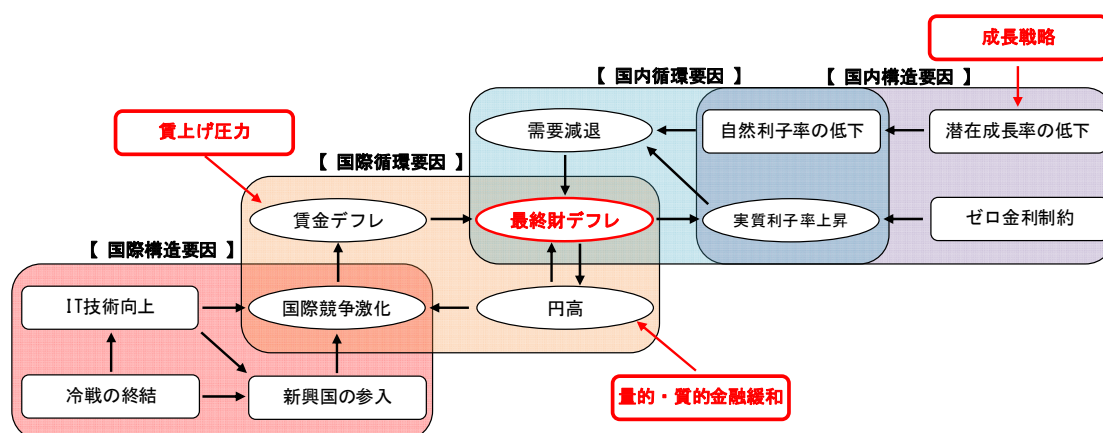
デフレ脱却のアップサイドリスク⁸

上述してきたように、円安が循環的な景気を押し上げる効果はあまり期待できない。しかし構造的側面からデフレ克服への道りを近付ける効果が期待される。デフレの貨幣的側面は日本円という通貨の価値上昇であり、デフレ期待の裏側には円高期待が存在した。この悪循環を断ち切る上で、安倍政権誕生後の円安継続は、デフレ均衡の反転可能性を高める好材料であることは間違いない。

ただし、円安を通じたデフレ脱却は途半ばである。第一に、円高期待を転換するには、円安トレンドを維持する必要がある。第二に、国際的な賃金水準を収斂させるほどの、相当程度の円安水準が必要になる。第三に、仮に国際的な賃金水準が収斂したとしても、その後「円高＋賃金デフレ」に再帰せぬように、賃金上昇の慣性を取り戻す必要がある。第四に、これらと同時に、もう一つのデフレの原因であった潜在成長率の低下に歯止めをかける必要がある。

これらのハードルは容易に越えられるものではなく、本予測でもメインシナリオとして本格的なデフレ脱却を描写していない。しかし量的・質的金融緩和による円安誘導、政治的プレッシャーと税制等改正による賃上げ圧力、成長戦略のセットはデフレ脱却に向けて着実に歩を進めている。2014年12月の衆院選を受けて改めて今後4年間の政策運営を担うことになった安倍政権が一連の政策をさらに推進し、アップサイドリスクを示現する可能性に期待したい。

図表 2-6 自己実現的デフレの連鎖



(出所) 大和総研

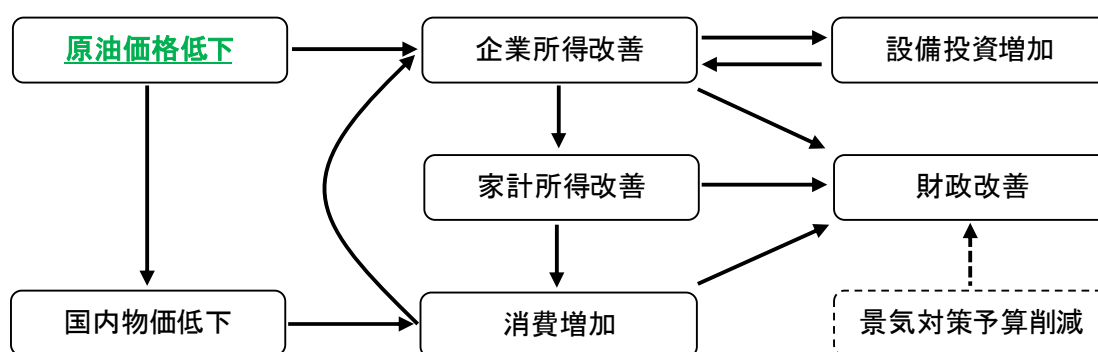
⁸ 詳細は第3節「デフレの原因とその処方箋」を参照。

原油価格の低下が日本経済に与える影響

原油価格は、需給ギャップの構造的な拡大などを背景として直近のピークである 100 ドル超から 40 ドル台へと低下している。そして原油価格の低下は、図表 2-7 に示すような経路を通じて日本経済を押し上げる効果が期待される。

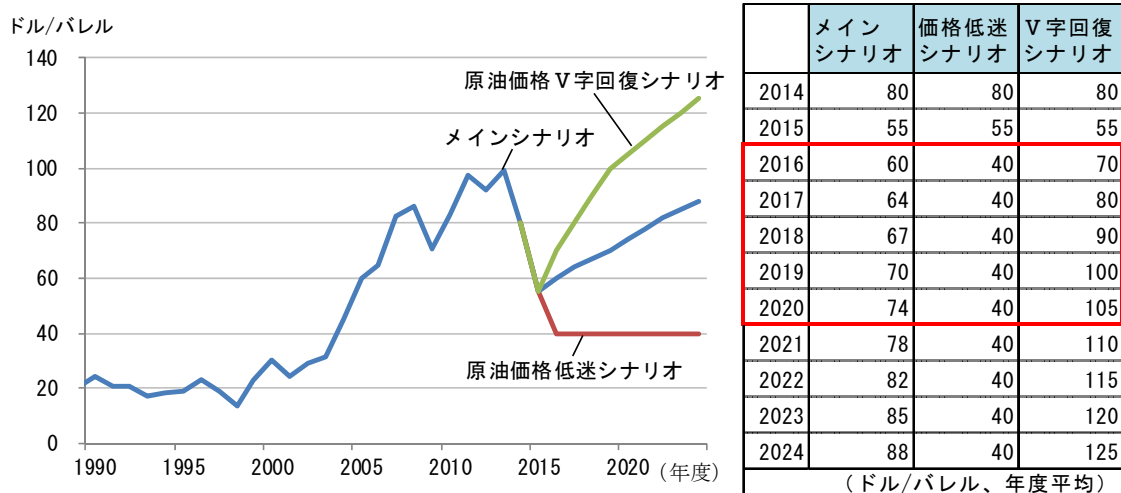
まず原油価格の低下は日本経済全体で見た企業収益率の改善を通じて企業所得を改善する。企業収益率の改善は損益分岐点を引き下げ、設備投資を誘発する。同時に、企業所得の改善は所得分配を通じて家計所得を改善し、国内物価の低下による実質所得の改善と相俟って消費を増加させる。こうした設備投資や消費の増加は量的な企業所得を改善させるという副次効果を持ち、原油価格の低下が日本経済を押し上げる効果は尾を引くことになる。また、企業所得および家計所得の改善、そして消費の増加は法人税収、所得税収、消費税収の増加を通じて財政を改善させる効果が期待される。日本経済全体の景気改善により公共事業費が削減される効果を織り込めば、財政改善の効果はさらに高まる。

図表 2-7 原油価格の低下が日本経済に与える影響



(出所) 大和総研

図表 2-8 原油価格 (WTI) のリスクシナリオ



(注1) ハイライト部分がシミュレーションの対象期間に該当する。

(出所) CME、大和総研

とは言え、原油価格の見直しには大きな不確実性が存在しており、上下双方のリスクを注視しておく必要がある。本予測ではメインシナリオに加え、図表 2-8 に示したような「原油価格V字回復シナリオ」と「原油価格低迷シナリオ」の両シナリオにおいて、今後の経済見通しがどの程度変化するかシミュレーションを行った。図表 2-9 がその結果であるが、企業所得の変化を通じて消費や設備投資に与える影響が大きく、こうした経路から日本経済全体の成長に与える影響には相応の注意が必要となるだろう。

図表 2-9 シミュレーション結果⁹

原油価格低迷シナリオ

(標準シナリオとの乖離率(幅)、%、%pt)

(年度)	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					
2016	0.11	-0.03	0.00	0.75	0.39	-0.19	0.00	0.26	1.04	0.93	0.04	0.07
2017	0.23	0.29	-1.38	1.85	-0.12	-0.35	0.05	1.03	1.54	1.31	0.09	0.13
2018	0.48	0.74	0.09	2.68	-0.50	-0.70	0.06	1.58	2.08	1.60	0.21	0.27
2019	0.88	1.25	1.85	3.97	-0.45	-1.27	0.06	2.36	2.89	1.99	0.40	0.48
2020	1.40	1.86	3.07	5.43	-0.41	-2.02	0.09	3.11	3.97	2.53	0.65	0.74

(年度)	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)
2016	-0.01	0.00	-0.17	0.00	0.00	1.13	0.49	0.48
2017	-0.04	-0.07	-0.05	0.00	0.00	1.40	0.71	0.69
2018	-0.07	-0.06	0.16	0.00	0.00	1.40	0.88	0.85
2019	-0.13	0.02	0.43	0.00	0.00	1.38	1.06	1.03
2020	-0.21	-0.18	0.81	0.32	0.18	1.42	1.23	1.20

(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

原油価格V字回復シナリオ

(標準シナリオとの乖離率(幅)、%、%pt)

(年度)	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					
2016	-0.10	0.01	0.00	-0.36	-0.15	0.18	0.00	0.18	-0.50	-0.40	-0.04	-0.07
2017	-0.20	-0.16	0.53	-1.05	0.05	0.33	-0.03	-0.19	-0.95	-0.75	-0.08	-0.12
2018	-0.37	-0.44	0.01	-1.74	0.24	0.57	-0.04	-0.57	-1.51	-1.15	-0.15	-0.21
2019	-0.64	-0.83	-0.81	-2.72	0.29	0.97	-0.05	-1.12	-2.24	-1.60	-0.28	-0.36
2020	-1.01	-1.34	-1.69	-3.81	0.40	1.55	-0.07	-1.70	-2.95	-1.96	-0.46	-0.56

(年度)	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)
2016	0.01	0.00	0.07	0.00	0.00	-0.52	-0.24	-0.23
2017	0.03	0.03	0.02	0.00	0.00	-0.82	-0.43	-0.42
2018	0.06	0.03	-0.10	0.00	0.00	-1.03	-0.63	-0.61
2019	0.10	-0.02	-0.30	0.00	0.00	-1.19	-0.84	-0.82
2020	0.16	-0.13	-0.62	0.00	0.00	-1.12	-1.00	-0.96

(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

⁹ このシミュレーションは「モデルの概説とシミュレーション」での試算結果とは異なるものである。「モデルの概説とシミュレーション」でのシミュレーションは、経済環境の変化に合わせて短期金利を含めた経済変数を柔軟に変化できる状態での試算値であるのに対して、本節でのシミュレーションはゼロ金利制約下における、現実的な予測値からの乖離幅(率)を示している。

法人税減税の効果¹⁰

2015年1月に閣議決定された平成27年度税制改正の大綱では、外形標準課税の拡大や欠損金の繰越控除の縮小、研究開発減税の縮小などにより課税ベースが拡大されると同時に、法人税率の引き下げ（34.62%→2015年度32.11%、2016年度31.33%）が決定された。これを受けて設備投資・雇用が創出されることを期待する声の一部にあるが、この効果にはあまり期待できないだろう。企業は、税引「前」純利益が出るか否かの判断に従って事業を行うのであり、その判断に法人税率の変更は影響を与えないためである。また、今回の税制改正は財政を悪化させない中立的な「タックスミックスの変更」としての性格が強く、一種の財政政策としての性格を持つ「ネット減税」の効果も期待しがたい。

成長戦略としての側面

法人税改革の本質はおそらく別のところにある。表面税率の引き下げと課税ベースの拡大によるタックスミックスの変更は、低収益企業から高収益企業へ、そして海外利益比率の高い企業から海外利益比率の低い企業への所得分配効果を持つ。前者は収益性の高い企業への生産要素の集中と、産業全体の新陳代謝を促進することで経済全体の生産性を高める効果を持ちうる。この経路を通じてアベノミックスの成長戦略が推進される効果が期待される。

賃上げしやすい環境の整備

他方、海外利益比率の高い企業から海外利益比率の低い企業への所得分配効果は、円安で潤った外需系企業から内需系企業へのトリクルダウンを促す。これは産業横断的に賃上げが容認されやすい環境を整備する上で整合的な政策として評価できるだろう。今回の税制改正では、一連の税制改正に加えて賃上げ部分に対する課税軽減措置が導入されたが、ここにも賃上げを一つの手段としてデフレ脱却を目指すアベノミックスの姿勢が現れている。

消費税再増税延期の影響

アベノミックスの成否を考える上で大きな問題となるのが財政再建である。安倍政権における経済政策の目標は財政再建とデフレ脱却の二本柱であり、これらは日本経済が抱える最も重要な課題でもある。しかしこれらは、時として互いに背反する二つの目標として捉えられ、いずれを優先するかという二元論に帰着する。実際、2014年度より実施された消費税増税（5%→8%）の影響が日本経済に与える影響が想定外に大きかったこともあり、景気回復・デフレ脱却を確実にするためとの名目で、2015年10月に予定されていた10%への再増税は、2017年4月に延期することが決定された。

¹⁰ 詳細は第6節2「設備投資の見通し」参照。

「財政再建」と「デフレ脱却」は矛盾する政策目標か？

確かに財政再建に必要となる歳入増、歳出減、あるいは双方の組み合わせは、短期的には景気に対してマイナスの影響を与える。景気の減速は物価の上昇を抑制する効果があることから、これはデフレ脱却という目標と背反するように映るのも無理はない。しかし安倍政権が目指しているのは単年度での瞬間的なインフレではなく、構造的・安定的なデフレ経済からの脱却である。また、デフレ脱却が視野に入った段階で金利上昇を通じた財政への圧力が生じる可能性も予見される。その意味で、財政再建とデフレ脱却の二つの目標は、両立不可能な対立概念として捉えるべきではない。

そもそも拡張的な財政出動は、デフレ退治という意味において本質的な効力を持つとは考えにくい¹¹。財政政策は短期的に景気を底上げすることは可能かもしれないが、永続的に拡張財政を行うことはできないためだ。いずれ歳入増、歳出減、あるいは両方の組み合わせによる財政再建が必要となる以上、そのタイミングにおいてマイナスの影響は不可避となる。本当に拡張財政でデフレ脱却が可能であるなら、裏を返せばその先にある緊縮財政によりデフレ回帰が生じることになる。これは異時点間の所得分配によって徒に世代間格差を拡大させる効果しか持たない。また、いわゆる「乗数効果」や「ワイズスペンディング」による成長力の押し上げも、この誹りを免れない。そもそもこうした「上げ潮」的な考え方は、20年以上に亘って放漫財政と景気停滞・デフレが併存し続けてきた歴史により否定されている。

従って財政再建とデフレ脱却の二つの目標は、どちらかを優先すれば良いというものではなく、いずれも最優先課題として取り組むべきである。そして課題解決のためには冷静な現状認識を持つことと、それに対応する処方箋を考案・実行することが求められる。

図表 2-10 今回の増税延期が日本経済に与えた効果の試算¹²

(標準シナリオとの乖離率(幅)、%、%pt)

(年度)	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					
2015	0.20	0.47	0.00	-0.04	0.35	-0.35	0.00	0.63	-0.41	-0.62	0.07	0.13
2016	0.51	1.03	0.41	0.04	0.60	-0.90	0.03	1.14	-0.70	-1.22	0.18	0.33
(年度)	失業率	ドル円レート	GPI	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)				
2015	-0.03	0.00	-0.73	0.00	0.00	-0.09	-0.32	-0.32				
2016	-0.08	0.00	-1.43	0.00	0.00	-0.15	-0.71	-0.70				

(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

¹¹ こうした主張の中で最もナイーブなものは「リカードの中立命題が成立すると仮定すれば、家計など経済主体は将来的な増税を予期して支出を抑制するため、経済には中立的である」という主張である。もちろんリカードの中立命題は強すぎる仮定であり、多くの理由から成立しない。だからこそ今回の消費税増税のよう政策変更が短期的な経済には影響を与えるわけでもある。

¹² このシミュレーションは「モデルの概説とシミュレーション」での試算結果とは異なるものである。「モデルの概説とシミュレーション」でのシミュレーションは、経済環境の変化に合わせて短期金利を含めた経済変数を柔軟に変化できる状態での試算値であるのに対して、本節でのシミュレーションはゼロ金利制約下における、現実的な予測値からの乖離幅(率)を示している。

(2) 財政の見通し

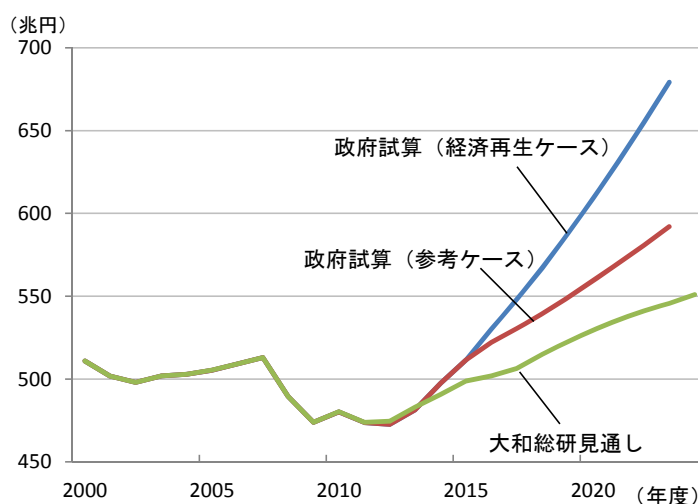
政府目標は達成可能か？

政府は「国・地方の基礎的財政収支（プライマリーバランス、PB）の赤字を2015年度までに対GDP（国内総生産）比で2010年度に比べて半減させ、2020年度までに黒字化する」との目標に従い、財政運営に取り組んでいる。この目標は達成可能だろうか。

2014年7月に発表された「中長期の経済財政に関する試算（中長期試算）」によれば、2015年度のPBはGDP比で3.2%の赤字となる見込みであり、2010年度比でのPB赤字（6.6%）の半減という政府目標は達成される見込みとなっていた。しかし同試算で前提とされていた2015年10月の消費税増税（8%→10%）の実施は2017年4月に延期され、これは2017年度のPBに対して単純計算でGDP比0.4%pt程度の赤字拡大要因となる。また、同試算では名目GDP成長率を2014年度+3.3%、2015年度+2.8%と楽観的に見込んでいたが、2014年度に行われた消費税増税（5%→8%）の「想定外」の影響により成長率見込みは足下で大きく引き下げられており、2015年1月に発表された「経済見通しと経済財政運営の基本的態度」によれば名目GDP成長率は2014年度+1.7%、2015年度+2.7%と予測されている。成長率見通しの低下は、主に法人税や所得税・消費税など歳入の減少要因となることから、こちらも財政収支を悪化させる要因となる。

他方で好材料もある。一つは、2013年度の実績値の改善である。GDP比6.2%の赤字と見込まれていたPBが、先日発表された国民経済計算確報を受けて5.5%に改訂されている。当社の予測では2015年度のPBは政府目標に対して保守的な試算を行っているが、円安・原油安が継続する中で法人税収等が上振れた場合や、当社見込みよりも歳出の削減が進展した場合、2015年度の目標達成は射程圏内に入ってきていると評価することも可能であろう。

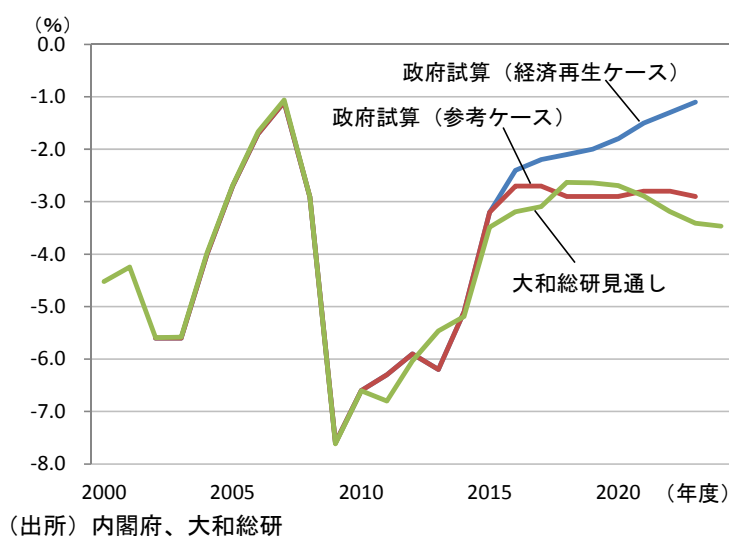
図表 2-11 名目 GDP の見通し



(出所) 内閣府、大和総研

問題は後者の目標である。中長期試算によれば、2014年度から2023年度にかけて平均+3.5%の名目成長率が継続するという非常に楽観的な「経済再生ケース」シナリオの下においても、試算の対象期間においてPBの黒字化は一度も達成できない見通しである。より現実的な「参考ケース（平均名目成長率+2.1%）」においてPBは2017年度にいったんGDP比2.7%の赤字まで改善した後、その後2.8~2.9%の赤字へと回帰する見通しである。さらに保守的な当社予測（2014-23年度の平均名目成長率+1.2%）では、2018年度にGDP比2.6%赤字まで改善した後、再び3%台の赤字へと悪化していく見通しとなっている。

図表 2-12 プライマリーバランスの見通し（対名目 GDP 比）



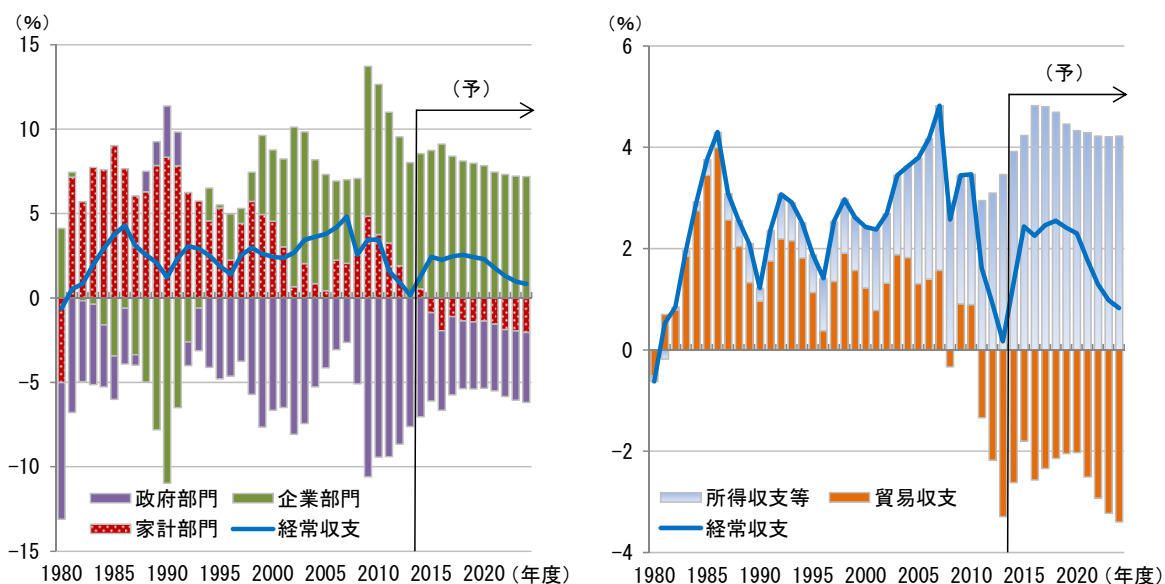
ここで大きな問題は、非常に楽観的な経済環境下においてもPB黒字化が達成困難であること、そして、より現実的な経済環境の下では、社会保障関連の歳出等が高齢化に従い増加し続けることから、PBは悪化し続けるということである。PBが黒字化しない、改善すらしないとなれば、名目成長率が名目金利を上回り、これがPBを相殺しきらない限り公的債務残高（のGDP比）は増大を続け、発散＝破綻する。名目金利は量的・質的金融緩和やホームバイアスの存在などによって低位に抑制されているものの、金利にはゼロ下限制約が存在するし、PBが悪化していく中で、名目成長率のみを頼りに公的債務残高（GDP比）を改善することのハードルは上がり続ける。中長期試算（参考ケース）においても、当社予測においても公的債務残高（GDP比）は拡大し続けることが見込まれ、財政は発散に向かう見通しである。

何が破綻の引き金を引くのか？

このように日本の財政は構造的に破綻に向かっていく可能性が高い。にもかかわらず投資家が日本国債を保有し、金利が低位で安定している背景としては、ホームバイアスの存在や、デフレ期待（あるいは円高期待）の定着が考えられる。裏を返せば、これらの要因が消失すると金利が上昇する可能性が高いということであり、金利上昇が利払費の増加を通じて財政状況をさらに悪化させ、結果としてさらに金利が上昇するという悪循環に突入する危険性を示唆している。

この点を鑑みると、日本の財政の構造的な破綻が、現実的な破綻として顕現する経路は大きく分けて三つ考えられる。一つは海外純資産の減少である。強力なホームバイアスを背景として日本国債を買い支えているのは国内貯蓄（＝海外純資産）であり、貯蓄の減少（経常収支の赤字化）は、金利の上昇要因となる可能性がある¹³。

図表 2-13 経常収支の見通し（対名目 GDP 比）



（出所）財務省、大和総研

¹³ もっとも、経常収支はフローの概念にすぎない。日本はストック面で見ても大きな対外純資産を保有する国でもある。ホームバイアスが働き続けるのであれば、日本の国債金利が上昇に向かう中で対外債権が国内に還流し、結果として金利の上昇が抑制される可能性は無視できない。この点を勘案すれば、フローとしての経常収支が赤字化した瞬間に国際的な価格裁定条件に晒されて国債金利が急上昇するというよりも、ストックとしての対外債権の取り崩しが進む中で緩やかに上昇していく、という姿の方がより現実的かもしれない。

他方、ホームバイアスの効果が今後も維持されるのかという点についても議論の余地がある。通説では、経常収支が黒字を維持する限り、金利抑制効果が一定のまま今後も維持されていくとの前提が置かれている。しかしストックとしての対外債権を減少させるフローとしての経常収支の赤字化は、将来の国債購入余力の減少を投資家に意識させることを通じ、早期の国債離れ、および金利上昇を惹起する可能性は十分考えられる。

また、そもそもの話になるが、国内投資家も、諸々の条件を考慮して合理的に投資行動を決定しているのだから、優先的に国債の保有を行うことが義務付けられているわけではない。財政再建に対する期待が後退すれば、国内投資家も合理的な判断に従って日本国債の売却を進めるだろう。そうなればもはや、経常収支黒字が維持されているかぎり日本の財政は大丈夫か、という議論とは次元が異なってくる。

従って、経常収支が財政の持続可能性に与える影響は無視できないものの、黒字だから大丈夫、赤字だから破綻、という単純な話にはならない。結局のところ、財政の持続性に対する期待感を維持すべく、財政支出の削減や増税により財政健全化を図ることが本質的な問題であり続けるだろう。

二つめはデフレ脱却（＝円安期待の定着）である。日本円の価値が他の通貨や財に比して相対的に上昇する期待が定着していたからこそ、高い金利が要求されなかったとの見解を前提とすれば、デフレ期待（＝円高期待）が反転すれば金利は上昇することになる。この意味では、財政再建はデフレ脱却に背反するどころか、デフレ脱却時の破綻を回避するために同時達成が不可欠な目標として位置づけられることになる。

そしてもう一つ、注意が必要なのは、金融市場の自己実現性である。ギリシャの危機が示唆するのは、財政の問題が市場に認識された瞬間に金利は上昇し、それが自己実現的に財政を破綻に追い込む経路が存在するということである。従って海外純資産の減少やデフレ脱却が実際に起こる前でも、それらが視野に入ってきた段階で金融市場がそれを織り込み、結果として金利が上昇し財政を圧迫する可能性は否定できない。破綻を回避する上で、財政再建は緊急性を要する課題となっている。

歳出削減が至上命題に

財政再建を行う上で歳入増加と歳出削減の両方の経路が考えられる。無論、これら両方を組み合わせて財政再建を達成していくことになるわけだが、歳入増には期待できる効果に限界が存在する。たとえば 2020 年度の PB を消費税増税のみで黒字化させるために必要な税率は機械的に計算しても 17%程度必要になるが、この増税が実施されたとしても、2021 年度以降は赤字に転じ、赤字幅は拡大傾向を辿ることになる。というのも、少子高齢化が止まらない限り社会保障関連の歳出は構造的に増加トレンドを辿るためである。そして PB が安定的に黒字化しない限りは、公的債務残高の発散（＝財政破綻）を回避することはできない。従って財政破綻を回避するためには、増税と歳出削減で PB の水準を改善しつつ、歳出の構造的な増加を防ぐ努力を進めることが必要不可欠となる。

(3) デフレの原因とその処方箋

財政再建と並ぶ日本経済の最重要課題は、デフレからの脱却である。しかし長期に亘るデフレの真因については、未だに一致した見解が得られていない。しかし大別して二つの要因にその原因を求める流れが形成されつつある。一つは自然利子率の低下、もう一つはデフレ期待の定着である。そしてそのいずれを主因とみるかによって処方箋も異なる。もちろん現実には単純にどちらということではなく、複合要因の産物であろうし、それゆえ対策手段も複合的となる。

図表 2-14 デフレの原因と処方箋

デフレの原因	処方箋	
自然利子率の低下		
マイナスの需要ショック（「流動性の罨」）	金融緩和と財政出動による有効需要創出	
金融機能の低下	流動性供給、政府資金注入、貸出支援等	
潜在成長率の構造的な低下	労働投入量の引き上げ 産業の新陳代謝推進による生産性向上	成長戦略
デフレ期待の定着		
デフレ期待	マネタイゼーション（通貨価値の毀損）	
円高期待	為替レートのコントロール	量的・質的金融緩和

（出所）大和総研

自然利子率の低下とその処方箋

まず自然利子率の低下であるが、学術的な厳密さは脇に置いて平たく言えばこれは潜在成長率（あるいは期待投資収益率）の（ゼロ近傍への）低下により発生する現象である¹⁴。現実の名目利子率はゼロより引き下げることが困難であるため、期待投資収益率がリスクプレミアム及び流動性選好の合計値を下回るような局面においては、（リスクプレミアム及び流動性選好を加味した）実質金利は常にプラス圏で推移することになる。これによって需要が抑圧され、景気停滞およびその結果としてのデフレが発生する。デフレは名目での期待投資収益率を低下させ、実質金利を上昇させるため、結果としてさらなる需要抑圧とデフレが継続する悪循環が生じる。

自然利子率の低下そのものの原因をどう捉えるかによって、その処方箋は異なる。例えば、もし一時的なマイナスの需要ショックがその原因であるなら、財政出動によって自然利子率をプラスに持っていくという処方箋も描きうる（これはケインズの「流動性の罨」に対する「有効需要創出」による処方箋と同じものである）。しかし先述したように、過去の膨大な財政出動によって日本経済が「流動性の罨」を脱出することはなかった。

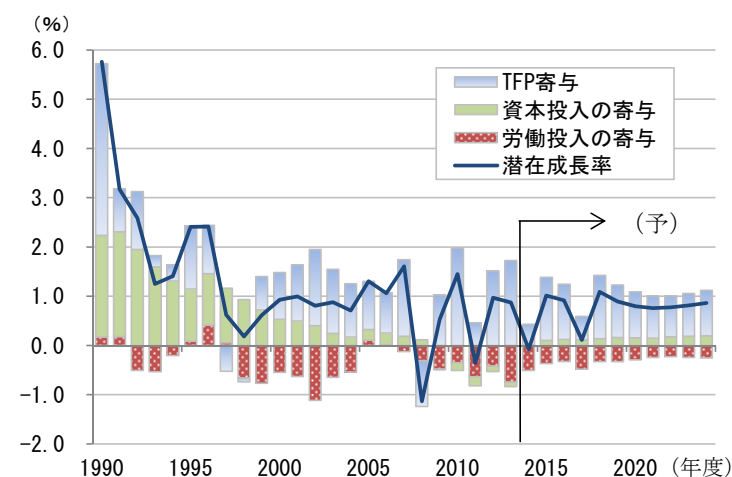
次に（一時的な）金融機能の低下にその原因を求めるとすれば、政府資金の注入や中央銀行による流動性供給などによってこれを解決することが求められる。これは90年代の金融不況時やリーマン・ショック時には有効な処方箋であったと考えられるが、2015年現在において金融機能の麻痺が日本経済を停滞させていると見る根拠は乏しい。

¹⁴ 自然利子率とは、長期的には潜在成長率に等しく、景気への影響が緩和的でも引締めのでもないという意味で、景気中立的な実質利子率をさす。自然利子率について解説した文献としては、例えば下記が挙げられる。
小田・村永（2003）「自然利子率について：理論整理と計測」
https://www.boj.or.jp/research/wps_rev/wps_2003/wp03.i05.htm/

潜在成長率の上げが必要に

結局のところ、自然利子率の低下をもたらしているのは潜在成長率の構造的な低下である可能性が高い。そして潜在成長率低下の構造要因は投入要素の減少（あるいは増加速度の低下）および全要素生産性の低下の両方に求められる。まず少子高齢化に伴い労働投入の増加速度は一貫して低下しており、足下ではマイナス、今後もマイナス幅が拡大していく見通しである。高齢者や女性を中心に労働参加率を引き上げることでこれに対応することも一定程度は可能であり、安倍政権下における成長戦略の重要なメニューとなっている¹⁵が、労働力人口そのものの減少トレンドを相殺する効果を期待することは難しい。労働力人口の減少に歯止めをかけるためには出生率の引き上げもしくは移民の受け入れが検討されることになるだろう。しかし前者は仮に成功したとしてもその効果が発揮されるまでには20年程度の時間を要する。後者は政治的にタフな議論が予想される。

図表 2-15 日本の潜在成長率と成長会計



(出所) 大和総研

資本ストックの成長率は、成熟した先進国である（つまり経済が定常状態の近傍にある）日本においては、基本的に労働投入の成長率と平行である。従って資本ストック成長率の趨勢的な低下は、労働投入の成長率低下と同根であり、処方箋も同様である。第6節で詳述するように法人税減税などの措置が投資の意思決定に対し直接的な影響を与える可能性は低く、資本ストックの増加を通じた潜在成長率の押し上げ効果は期待しがたい。一人当たり資本ストックの成長率を引き上げることの可否は、TFPの成長率上昇による定常状態の均衡水準を押し上げ効果に依存することになるだろう。

¹⁵ 詳細は例えば下記文献参照。近藤・溝端・小林・石橋・神田（2014）「日本の成長力はどうなるか—日本経済中期予測（2014年8月）2章、3章」

http://www.dir.co.jp/research/report/japan/mloutlook/20140813_008852.html

全要素生産性の低下の原因は諸説あろう。一つには、諸先進国への「キャッチアップ」の過程が終わったことが挙げられる。これ自体は成長の帰結であり、悲観する要因ではないのだが、模倣による成長が不可能になったことは、自発的な創意工夫が求められるような経済構造へと転換したことを意味する。この点において、旧来型の製造業に傾斜した日本経済の産業構造が温存されたことは、結果的に全要素生産性の低下を招いた可能性がある。世界的にサービス産業が隆盛する流れに対して後手に回ったことや、東アジアの製造業セクターにおけるキャッチアップにより同分野での国際競争が激化したことなどがその背景にある。処方箋は必ずしも一意に定まるものではないが、上述のような現状認識に基づけば、産業の新陳代謝を高めるべく、開業率と廃業率の双方の上昇を促すような規制緩和や、投入要素の効率的な配分を妨げるような既存産業に対する優遇制度の撤廃などが検討されうるだろう。

以上の議論をまとめると、「自然利子率の低下によるデフレ」説を支持するならば、その処方箋は潜在成長率の引き上げであり、アベノミクスにおいては第三の矢、成長戦略が本丸となる。中でもとりわけ労働力人口の減少に歯止めをかける政策や産業の新陳代謝を高めるような規制緩和が重要だが、いずれも現時点では本格的な実現に至っていない。2014年末の衆議院選挙で勝利し、与党の議席を確保しつつ任期が延長された第三次安倍政権における一段の成長戦略の推進、および実行実現に期待したい。ただし、これらの政策が奏功しても、その効果が発揮されるのはかなり先の話となる。

なお、投入要素の増加や全要素生産性の引き上げによって潜在成長率が上昇すると、供給サイドが強化されることによってむしろデフレ圧力がかかるのではないかとの指摘が一部で行われているが、これは「自然利子率の低下によるデフレ」論を前提とする限り正しくない。金利のゼロ制約下で潜在成長率（期待名目投資収益率）がリスクプレミアム及び流動性選好の合計値を上回る水準まで回復しない限り需要は回復せず供給を下回ることから、構造的な現象としてのデフレは解決しない。

デフレ期待の定着とその処方箋

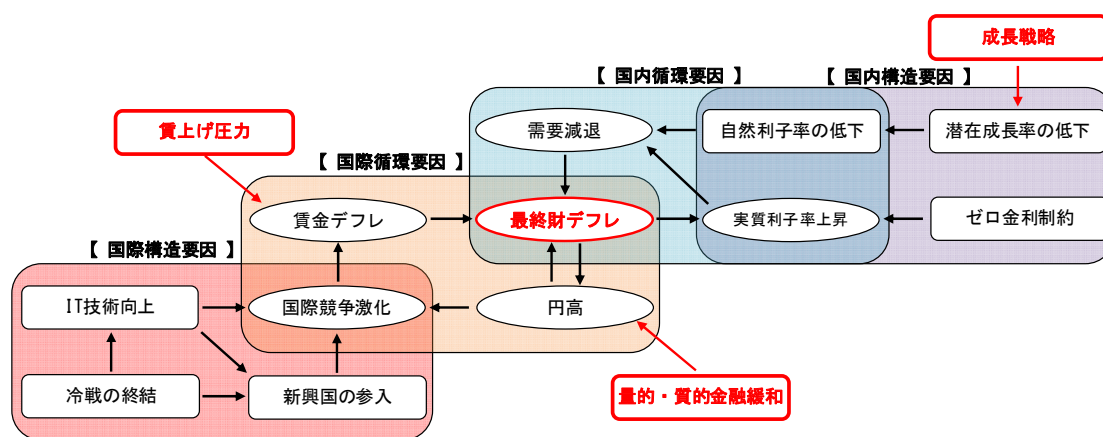
「デフレ期待の定着」論は、自己実現的な理論である。何らかの原因で一旦人々の物価見通しがデフレ的に変化すると、実質利子率が上昇し、需要が抑圧され自己実現的にデフレが発生する。それが人々のデフレ期待を定着させ、悪循環が生じるが、金利のゼロ制約の存在ゆえに金融政策には限界があり、実質利子率を低下させることによってこの問題を解決することはできない。

デフレ期待を払拭するための処方箋は、この自己実現の連鎖を断ち切ることである。しかしこれは容易ではない。前項でも指摘したように潜在成長率を押し上げるような構造改革を実現するには時間がかかる。マネタイゼーションにより通貨価値を毀損（物価を上昇）させることは思考実験としては可能だが、これは資本市場のシステムを毀損することになるため選択肢として俎上に上らない。国内要因でデフレ期待を反転させることは非常に困難である。

為替コントロールという選択肢

他方、国際要因に目を向けると、為替を円安方向にコントロールすることができるならば、これはデフレ克服に向けて大きく貢献する。デフレの貨幣的側面は日本円という通貨の価値上昇であり、デフレ期待の裏側には円高期待が存在した。これら二つの期待は相互に依存しているのみならず、円高が国際競争力の低下を通じて賃金デフレを引き起こし、これが最終財デフレに波及して円高が助長されるという自己実現的な悪循環につながってきた。この悪循環を断ち切る上で、安倍政権誕生後の円安継続は、デフレ均衡の反転可能性を高める好材料であることは間違いない。

図表 2-6 (再掲) 自己実現的デフレの連鎖



(出所) 大和総研

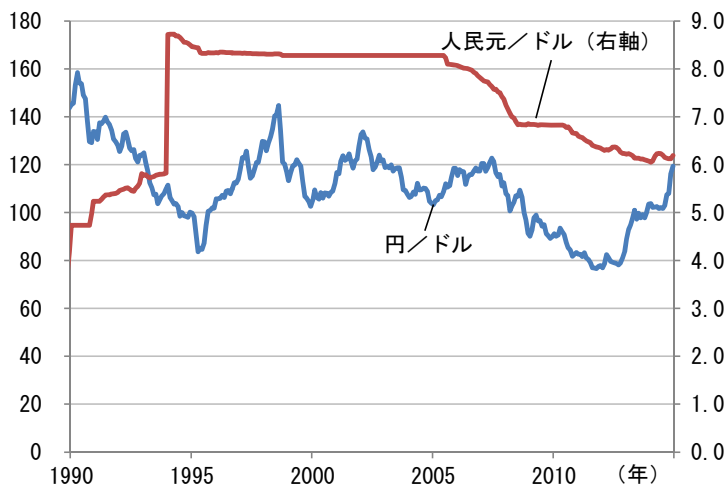
ただし、円安を通じたデフレ脱却は途半ばである。第一に、円高期待が円安期待に転換される必要があり、期待が総じて歴史依存的、適応的、あるいはバックワードルッキングであることを前提にすれば、円安トレンドを維持する必要がある。

第二に、方向感としての円安だけでなく、水準としての円安が求められる。第4節で詳述するように、量的・質的金融緩和によって円安トレンドを一定期間継続することはできても、遠からぬ先に限界は訪れる。その限界が訪れる前に達成しなければいけないのが、特に日本と中国の貿易財価格が一致するような為替レートの水準である。この意味では、事実上のドルペッグにより人民元の増価圧力が緩和され続けてきたことは、間接的に日本のデフレを助長してきた可能性が示唆される。

90年代以降のデフレには、少なからず東アジアの市場参入に伴う貿易財の価格収斂、および国際的なユニットレーバークオストの収斂が影響してきたとみられる。これは日本に限った話ではなく、冷戦終了以降、情報技術の進歩・普及と相俟って途上国および旧社会主義国の参入が相次いだことは、賃金デフレ、最終財デフレとコモディティインフレを生じさせてきた。米国においても、不動産バブルの温床となったグリーンズパン時代の低金利を支えたのが、好況下での最終財ディスインフレおよび新興国による米国債に対する旺盛な需要であったことは記憶に新しい。この流れはNIEs・ASEANの立ち上がりとともに90年代から生じていたと考えられる

が、とりわけ大きくトレンドが変化したのは中国が WTO 加盟を契機として世界貿易に本格的に参入してきた 2000 年代に入ってからであろう。そして地理的な近接性（参入障壁の低さ）や、製造業に偏重した産業構造の類似性（財の代替性の高さ）などから、他の先進国以上に日本経済に与える影響は大きかったとみられる。

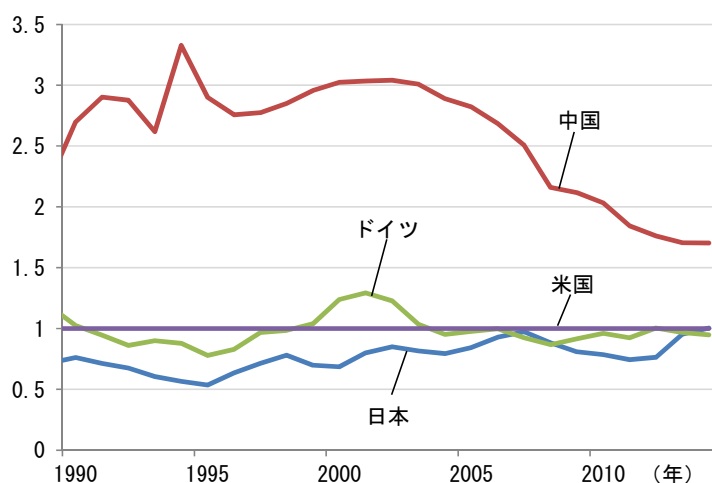
図表 2-16 日本円と中国人民元の対ドルレート



(出所) FRB

ここで重要なのは、いわゆるバラッサ=サミュエルソン条件¹⁶に基づけば、日中の貿易財価格が収斂しない限り、日本の賃金（限界的なユニットレーバークスト）は上昇に向かわないということである。この収斂条件を満たさないまま量的・質的金融緩和による円安誘導が限界に達したとき、日本の賃金および物価は上昇に向かわず、結果として二か国のインフレ格差から再び円高トレンドを形成する悪循環に回帰しかねない。

図表 2-17 名目 GDP (PPP ベース) / 名目 GDP (ドルベース)



(出所) IMF

¹⁶ 補論 1 「バラッサ=サミュエルソン効果と賃金・物価」参照。

なお、日中の貿易財の価格差は依然大きく、これを全て円安のみで達成することは非常に困難であるが、朗報であるのは中国における労働力供給が限界に達したことで、ユニットレーバークストの上昇が加速していることである。現在の賃金（限界的なユニットレーバークスト）の上昇率格差が貿易財価格に反映されることを前提とすれば数年程度で収斂条件が満たされる可能性も否定できない。他方で量的・質的金融緩和によって円安トレンドを維持できるのも数年程度と考えられ、かなり際どい時間との戦いになってくるものの、収斂条件達成により賃金デフレが解消され、最終財デフレと円高の悪循環が反転するというアップサイドリスクが見えつつあることは注視に値するだろう。

第三に、賃金上昇の慣性を取り戻す必要がある。仮に上述したような貿易財価格の収斂条件が達成されたとしても、それ以降の日本と中国の自国通貨建て賃金（限界的なユニットレーバークスト）が同等の速度で上昇に向かうとは限らない。両国の自国通貨建て賃金（限界的なユニットレーバークスト）の上昇率の差異が為替（つまり円高）によって吸収される経路も残されているためだ。そして、賃金の上昇速度は慣習的な側面を持ち、歴史依存性を有することを踏まえると、中国の賃金は上昇を続ける一方で日本の賃金は伸び悩み、その格差が円高で調整される可能性は否定できない。この事態を防ぐ上で、賃金上昇の慣性を復活させることが必要となる。

この観点に立つと、量的・質的金融緩和による円安誘導と同時に賃上げ圧力をかけることは、的を射た政策ミックスと捉えられる。また、2017年度に予定されている再度の消費税増税による負の所得効果を相殺する上でも、賃上げを誘導することは整合的だ。無論、賃上げは一義的には企業部門から家計部門への所得分配であり、企業サイドからは受け入れがたい側面を有している。また、単純に企業所得を圧迫するような賃上げは、空洞化を助長する効果を持ちかねない。従って、円安誘導によって空洞化のトレンドを緩和しつつ、外需系企業の収益拡大を支援しながら、その恩恵を内需系企業も含め幅広く浸透させていく必要がある。この観点に立つと、賃上げが容認されやすい環境を整備する上で法人税減税も整合的な政策と評価される。第6節で詳述するように、法人税減税（と外形標準課税の強化）は外需系企業の収益を内需系企業に分配する効果を持つためである。

以上を総括すると、デフレ脱却という目標を達成する上で鍵を握るのは、中期的には円安誘導と賃上げ、そして長期的には潜在成長率の引き上げとなるだろう。そしてこれらを遂行する上で、量的・質的金融緩和の効率的な運営と各種政策による賃上げの推進、および成長戦略の着実な実行が重視される。

(4) 金融政策の見通し

第3節で概観したように、金融政策に求められる至上命題はデフレ脱却であり、その主たる手段は円安誘導である。日銀の金融政策はこの至上命題を達成するため、技術的な限界まで量的・質的金融緩和というアクセルを踏み続けるだろう。この意味で、「2%インフレの安定的な達成」という、届きそうで届かない政策目標を掲げ続けることは、円安誘導を目的とした金融政策を正当化する巧手と言えるかもしれない。しかし同様の政策レジームを採用し、放棄せざるを得なかったスイスの例が暗示するように、量的・質的金融緩和にもいずれ限界が訪れる。黒田総裁の任期切れと安倍政権の任期切れが重なる2018年を目途に、政策レジームの変更を余儀なくされる可能性が高いとみておく必要があり、金融市場はこのレジーム変更を先取りして動く可能性にも注意が必要だろう。

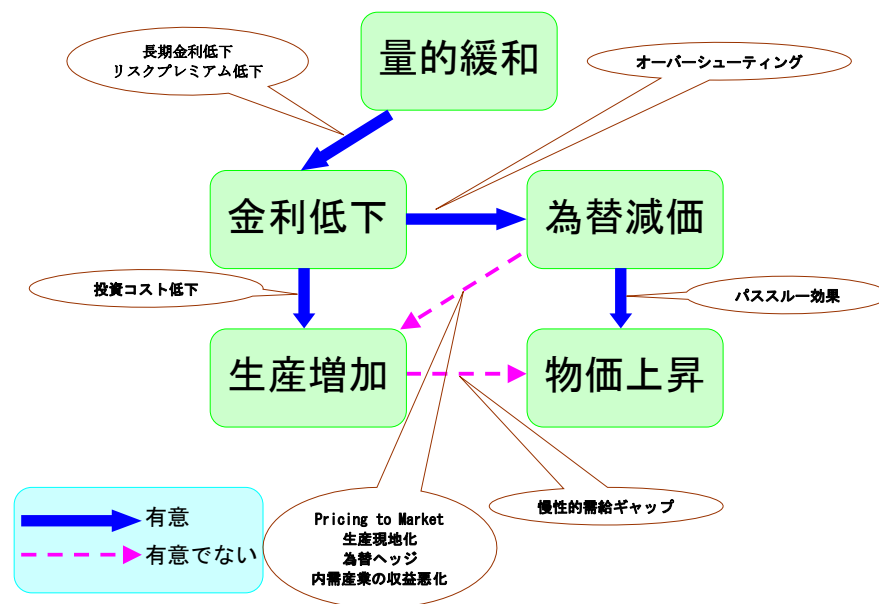
「金融政策」としての限界

図表2-18に示すように、日銀の金融政策が為替レート以外の経路を通じて物価を押し上げる効果は非常に限定的だ。金利は2015年1月時点で5年物国債までマイナス近傍に突入し、10年物国債の金利も既に0.2%付近にまで低下している。ゼロ金利制約¹⁷を踏まえれば、これ以上の金利低下効果は望みがたい。そして0.2%pt程度の金利低下では、大きなトレンドとしてのデフレ期待を反転させるほどの景気浮揚効果を期待することは到底不可能だろう。また、第6節に詳述するように、為替レートの減価でさえも、輸出数量を押し上げる効果をほとんど持たなくなっていることから、やはり需給ギャップの改善を通じた物価の押し上げ効果は、金融政策には期待しがたい。デフレ脱却に向けて効力を発揮するのは、為替レートの減価を通じたパススルー効果、および第3節で述べたような円高期待から円安期待への転換、国際的な財・賃金の収斂条件の達成にある。

量的・質的金融緩和が為替レートを減価させるメカニズムは、理論に整合的な形で捉えることは難しいが、第5節で詳細に述べるように、強力な中央銀行を演出することで市場参加者の行動に影響を与えつつ、為替市場への影響を増幅している可能性が指摘されうる。また、これも第5節で詳述するが、輸出企業の価格設定行動の変化の結果として、実需取引が為替レートに与える影響が小さくなっているとみられる中、相対的に金融要因によって為替レートが変動しやすい構造に市場が変化している可能性が考えられる。

¹⁷ テクニカルな要因によりさらに多くの債券の金利がマイナス圏に突入する可能性はあるが、これは金融機関の収益を圧迫する。このコストが借入主体に転嫁される可能性を勘案すれば、景気を浮揚する効果は期待しがたいだろう。

図表 2-18 金融政策の効果と限界



(出所) 小林 (2013) 「量的緩和・円安でデフレから脱却できるのか?—拡張ドーンブッシュモデルに基づいた構造 VAR 分析」 http://www.dir.co.jp/research/report/japan/mlothers/20130815_007564.html

(注) 推計期間は 1980 年 1 月～2012 年 12 月。因果関係を示す矢印はドーンブッシュモデルのインプリケーションに従って選択した。しかし上記で示した以外にも、「量的緩和→為替減価」のパスは有意に検出された。これはモデルでも示唆されていることであるが、貨幣供給量の増加が瞬間的に市場で織り込まれ、金利低下と同時並行で為替減価が発生するためであると考えられる。

また、「量的緩和→生産増加」のパスも有意に検出されたが、これはモデルで捕捉される現象ではない。理論的には、流動性の供給が短期金融市場の機能保全や、より高いリスクに対するプレミアムの低減を通じて生産活動を押し上げる効果を持ったと可能性がある。他方、量的緩和の時期が景況感の改善時期に重なったことで、統計的にこのような結果が検出されている可能性も指摘しうることには一定の留意が必要である。他方、「量的緩和→物価上昇」のパスは有意に検出されなかった。

インフレターゲットの意味

本国通貨の減価を目標として金融政策を運営することは、「近隣窮乏化政策」として、(特に先進国間における) 国際社会の非難の対象となる可能性がある。しかし「2%インフレの安定的な達成」という政策目標を掲げておくことは意義深い。日本において2%インフレが安定的に達成されたことは久しくないし、日本に限らず他の先進諸国においても、経済の成熟化に伴う潜在成長率の低下、および新興国の国際市場への参入の結果としての賃金・最終財デフレなどを背景として、2%インフレの達成確度は大きく低下している。そもそもインフレターゲットはいわゆる「最適政策¹⁸ (Optimal Control)」の一種に過ぎないことや、また、物価ターゲットが原油を含むコア CPI であり市況に振り回される性格が強いことなど、政策目標そのものの妥当性については議論の余地がある。しかしそうした議論はさておき、届きそうで届かない政策目標を掲げることで量的・質的金融緩和の継続を正当化し、円安誘導を可能にするという意味においてこのインフレターゲットは好手であったと見なしうる。

¹⁸ 最適政策について解説した文献としては、例えば下記がある。

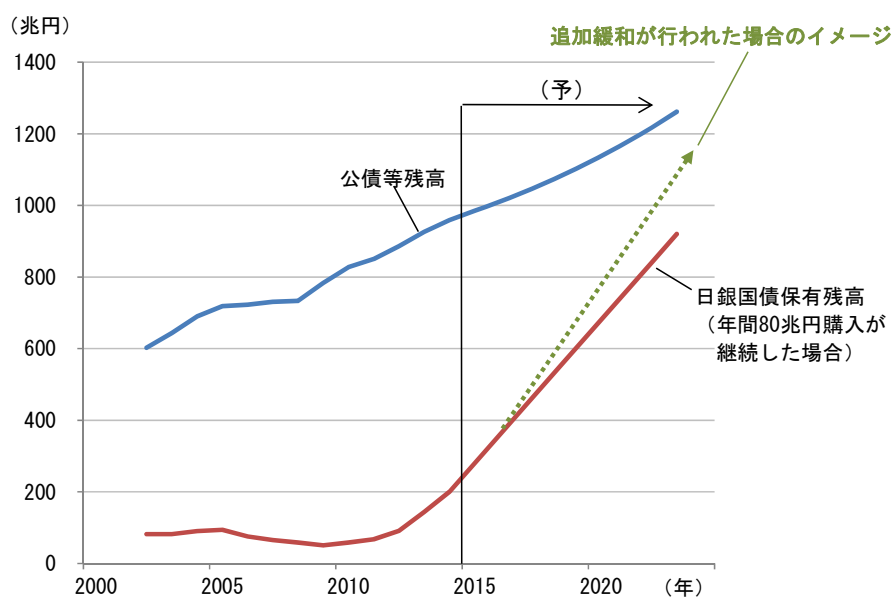
三尾 (2005) 「新しいケインズ経済学の下での最適金融政策分析：裁量とコミットメントの意義」
https://www.boj.or.jp/research/wps_rev/rev_2005/rev05j15.htm/

なお、原油価格の急落を受けて 2015 年度のインフレ率はゼロ近傍にまで低下すると見込まれるが、これを受けて「2015 年度を中心とする期間」という、インフレ目標達成の時期は延期されることになる可能性が高いし、それと同時に追加緩和が打ち出されるとの期待が市場で醸成される可能性もまた高いだろう。また、原油価格がV字回復を達成するような特殊ケースを除いて 2%インフレが達成される可能性は低く、当面の間、量的・質的金融緩和は継続され、また、場合に応じて追加緩和への期待が高まる局面が再発する可能性にも留意しておく必要がある。

量的緩和の技術的限界

ただし量的・質的金融緩和の持続性には限界がある。毎年 80 兆円程度の国債を購入し続けられ、いずれ「買うものがない」状況に追い込まれるだろう。追加緩和により国債購入のペースが再び上昇するのであれば、持続性の限界はさらに早期に訪れることになる。また、金利マイナス圏での購入が増加することで日銀のバランスシートが毀損される可能性もある。そして準備預金に対する付利をマイナスにすることでこれに対応するという手段は、マネタリーベースの積み増しを政策運営の手段としている日銀の方針と背反する。

図表 2-19 公債等残高と日銀の国債保有残高



(出所) 日本銀行、内閣府資料より大和総研作成

政治サイクルと政策レジーム

金融政策の限界が訪れる時期を予測するのは極めて困難である。しかし政策レジームの変更が行われる時期を検討する上では、政治サイクルを参照することは有意義かもしれない。2013年初に就任した黒田日銀総裁の任期切れは2018年初に訪れる。また、2014年末に再当選を果たした安倍政権の任期切れが訪れるのも2018年末である。大きな政策レジームの変更が行われるとすれば、2018年が一つのターニングポイントとなる可能性が高い。

ただしこのタイミングでどのような方向に政策の舵が切られるかを予測することも、やはり極めて困難である。一つの可能性としては、量的・質的金融緩和が運営上の限界に達し、国債購入のペースを落とすと同時に政策目標値を引き下げる、もしくは達成を中長期的な目標と置き換えるというシナリオであり、これは今回の中期予測のメインシナリオとしている。この場合、買えるものがないという技術的な要因から国債購入ペースが低下するだけであるから、金利が直ちに上昇に向かうわけではない。しかし為替市場への影響は直ちに現出する可能性が高いだろう。

他方で、現行の政策レジームがさらに強化され、国債以外の公社債や社債等を含めたより広範な資産購入へと舵を切る可能性も否定できない。このように両極端なシナリオの発生可能性が存在することから、2018年は金利・為替市場の見通しを左右する重要な分水嶺となるだろう。

図表 2-20 政治任期、日銀ボードメンバー任期

	政府	日銀
2015年	3月	宮尾審議委員任期満了
	4月	地方統一選挙
	7月	森本審議委員任期満了
	9月	自民党総裁選
2016年	3月	白井審議委員任期満了
	6月	石田審議委員任期満了
	夏	参議院選挙
2017年	7月	佐藤・木内審議委員任期満了
2018年	3月	岩田・中曾副総裁任期満了
	4月	黒田総裁任期満了
	9月	自民党総裁選
	12月	安倍政権任期満了

(出所) 各種資料より大和総研

(5) 為替レートの見通し

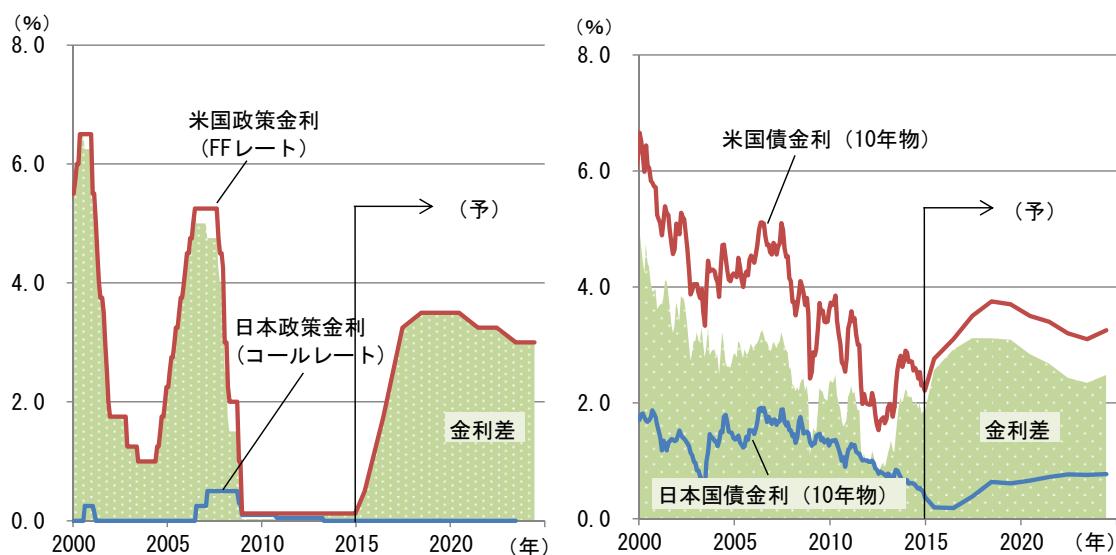
第4節で述べたような金融政策の見通しを前提として、為替レート（円ドルレート）は、当面は円安基調が継続するものの、中長期的には円高トレンドへシフトするという見通しを大きく変更しない。2017年までは円安誘導を目的とした金融緩和が継続すると見込まれ、他方でこれは米国の金融引締め時期にも相当する。こうした日米の金融政策の方向性の差異から、メインシナリオとして円安基調は維持されるだろう。しかし第4節で先述したように2018年以降は技術的な要因から政策レジームの変更を余儀なくされる可能性が高く、同時に米国の金融引締めも一服することから、円高方向への回帰が生じるシナリオをメインシナリオとしている。また、2018年以降の展開が予見可能になる2017年内から金融市場がこれを織り込み始め、実際の政策レジームの転換よりも若干先じる形で円高がスタートするシナリオを立てた。

図表 2-21 為替レートの決定要因

	2015～17年度	2018～24年度	
長期的決定要因			
購買力平価	円高要因：インフレ格差継続（米＞日）		構造変化に伴い 影響力低下
金利平価	円高要因：金利差継続（米＞日）		相対的に影響力強化
短期的決定要因			
金利差変化	円安要因：金利差拡大	円高要因：金利差縮小	2018年が分水嶺に？
リスク要因	政策レジーム変更のリスク 海外経済変動に伴うリスク選好度の変化		

（出所）大和総研作成

図表 2-22 日米金利差



（出所）日本銀行、財務省、FRB、米国財務省より大和総研作成

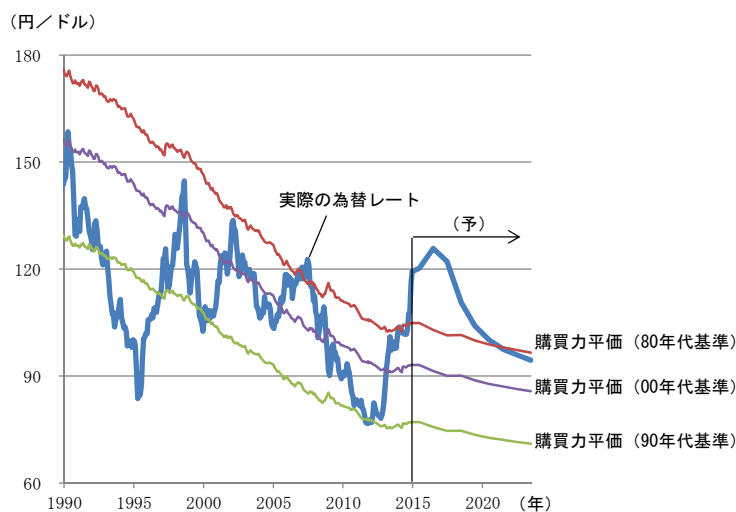
大幅な円安を演出した二つの要因

他方、為替レートの水準については、予測期間前半を中心に円安方向へ修正している。これは2014年度実績（見込み）において前回予測を大きく超える円安が進行したことを受けたものである。この背景には複数の要因が存在するが、そのうち最も大きな要因となったのが、2014年10月に行われた追加緩和と、為替レートを購買力平価水準へ収斂する力を低下させるような貿易市場の構造変化である。

まず追加緩和であるが、これは前回予測時には織り込まれていなかった。量的・質的金融緩和を「金融政策」として捉えていたためである。第4節でも詳述したように、金融政策としての量的・質的金融緩和は、国債購入とコミットメント効果により金利を低下させる作用と、効果は疑わしいもののインフレ目標の達成を約束することで経済主体のインフレ予想を引き上げる作用をもたらすことが期待されていた。このうち前者は金利のゼロ制約から限界に近付いているため、後者の効果をいかに最大化するかが「金融政策」としての量的・質的金融緩和の本懐となる。この意味において、追加緩和はインフレ目標達成に対する日銀の自信の低下を示すことから、むしろマイナスの影響を与えうる拙策と評価していた。

しかし第3節および第4節でも詳述したように、量的・質的金融緩和の真髄は円安誘導にあると考えれば辻褄が合う。そして追加緩和は大いに成果を発揮し、為替レートを大幅に円安方向に誘導すると同時に、「中央銀行と戦うな」の格言を金融市場に彷彿とさせ、日銀の志向する市場の動きに逆行するようなスタイルでの投資行動を萎縮させた。

図表 2-3（再掲） 為替レート見通しと購買力平価水準（CPI ベース）



（出所）総務省、FRB、Bureau of Labor Statistics より大和総研

次に貿易市場の構造変化であるが、第6節でも詳述するように、輸出財の現地通貨建て価格設定が進展している結果として、円安が貿易収支を改善させる「Jカーブ効果」が著しく低下している。これは実需を通じた為替相場の収斂効果が低減していることを意味している。というのも、為替レートが妥当と目される水準（例えば購買力平価水準）から大きく乖離しても、それが貿易／経常収支に与える影響が小さい以上、財市場における通貨の実需の変化を通じて為

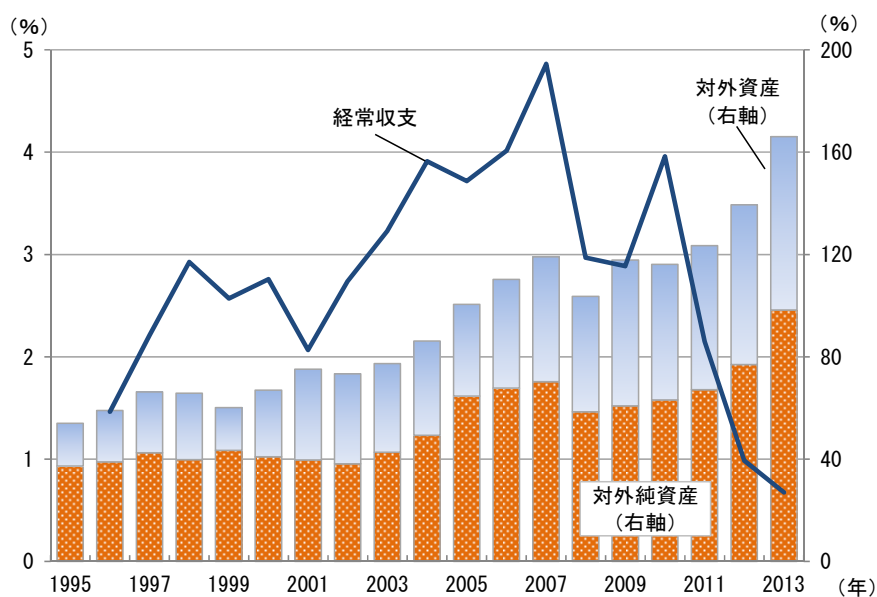
替レートが修正される効果もやはり小さくなるためである。これはつまり均衡水準から大きく乖離した水準で為替レートが推移しやすくなるということを意味している。また、逆に言えば貿易／経常収支の赤字／黒字を縮小するために必要となる為替レートの調整幅がかつてよりも大きくなっているため、為替市場はよりボラタイルに、かつ実需以外の要因（＝金融要因）の影響を受けやすくなっているということでもある。

リスクシナリオ

こうした為替市場の構造変化および金融政策の見通しを織り込み、本予測での為替レートを円安方向へと水準調整した。ただし為替市場の構造変化は、同時にリスクシナリオ発現時の為替レートの変動がより大きなものになる可能性を示唆している。リスクシナリオの一つは、第4節で指摘したような政治サイクル、およびそれに伴う政策レジームの変更である。また、日本国内の政治要因のみならず、日本の為替政策に対して米国等の政治がプレッシャーをかけるというリスクシナリオにも注意が必要だ。

この他に、短期的な為替レートを大きく変動させる要因として、リスク選好度の変化が挙げられる。若干テクニカルな話になるが、日本は巨額の対外純資産を保有する国である。このような構造下で国際的な投資のリスク選好度が低下すると、海外の資金が国内に還流し、円高圧力を生む（これは有事の円買いとも呼ばれるものである）。結果として、リーマン・ショックや欧州の財政問題、最近では2013年に公表された米国のQE3縮小に伴う新興国懸念などが台頭した場面で円高圧力が強まった。また逆に、こうした懸念が金融市場において後退した2014年には、リスク選好度が高まった（＝国外に資金が流出しやすくなった）ことにより円安が進行した側面があったことも見逃せない。

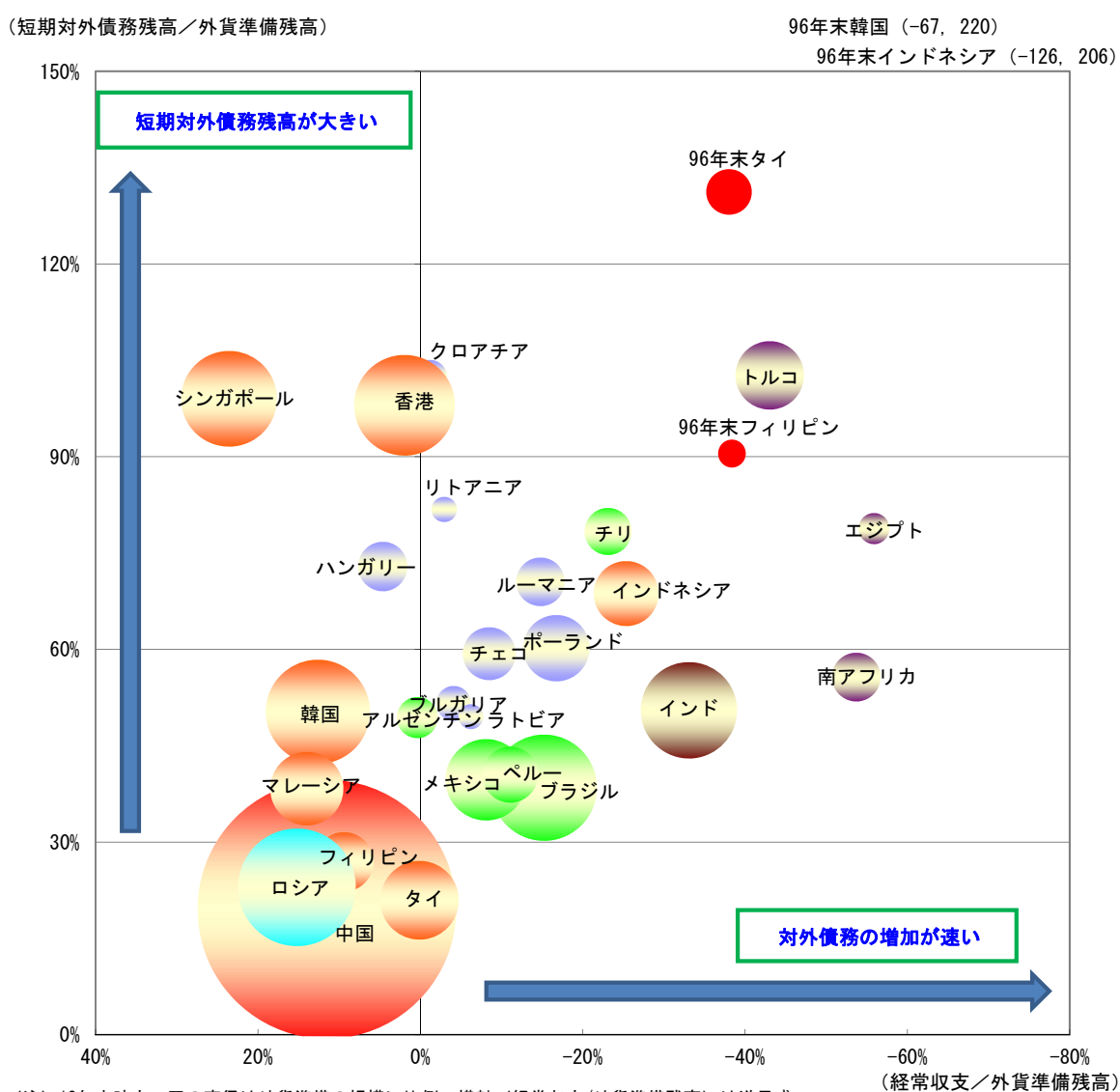
図表 2-23 経常収支と対外資産（対名目 GDP 比）



(出所) 財務省、日本銀行、内閣府統計より大和総研作成

こうした要因をモデルによる予測に織り込むことは極めて困難である。しかし予測値を大きく外れて為替レートが推移するとすればこのリスク選好度によるものとなる蓋然性が高く、代替シナリオとして注意しておく必要がある。一つめのリスクシナリオは、米国の金融政策変更に伴い危機に瀕する新興国が現れるようなケース¹⁹である。このシナリオの下では、リスク選好度の低下により日本から海外への純投資が減少する中で急激な円高が進行する可能性がある。もっとも、グローバルマネーフローの変化に対する新興国の耐久力は以前に比べ大きく改善しており、このリスクの発現可能性は現時点ではさほど高くないと考えられよう。

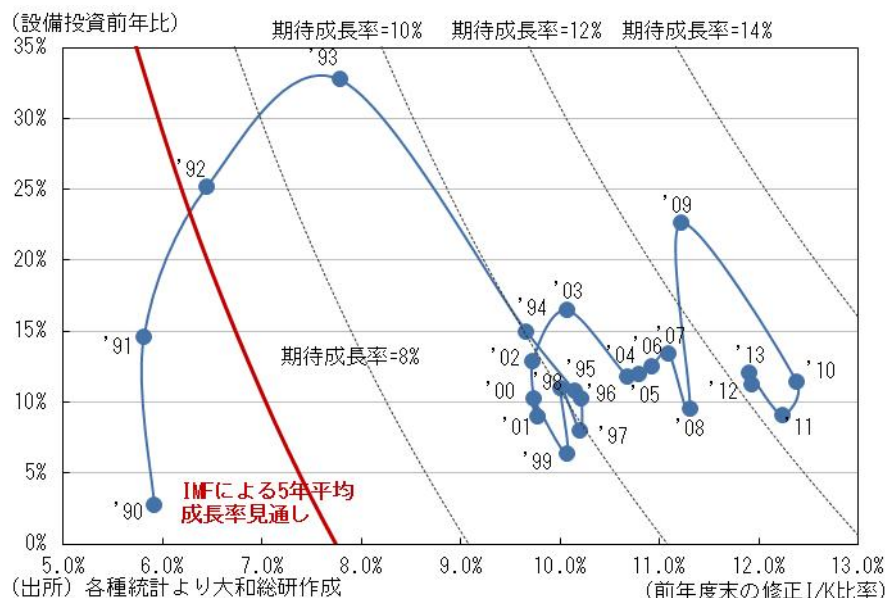
図表 2-24 短期対外債務と経常収支の対外貨準備比



¹⁹ 詳細は下記文献参照。小林（2013）「米国金融政策の変化が世界経済に与えるもの」
http://www.dir.co.jp/research/report/japan/mlothers/20131202_007929.html

二つめのリスクシナリオは、中国におけるバブル経済の崩壊である。足下での中国経済の減速は、世界経済の構造的な循環の中で捉えられるものである²⁰。しかし中国ではバブル景気が発生している可能性が高い²¹。これがいつ崩壊するか予測するのは非常に難しいが、米国金利の一層の上昇が一つのトリガーとなる可能性は無視できないだろう。中国人民元は事実上ドルペッグされている。従って低金利のドル資金を調達し、人民元建てで中国国内に投資することは、いわば確定的な収益を得ることが可能な投資であった。人民元の対ドルレートが元高方向のドリフトを有していることを踏まえれば実質金利はさらに低かったと考えられ、厚い利鞘を確保できていたとみられる。しかし今後ドル建ての金利が上昇に向かう中で、利鞘は薄まる。これにより資金流入が細れば、人民元に対する増価圧力も小さくなるから、実質的な利鞘はさらに薄くなる。同時に、（非不胎化）為替介入による流動性供給の増大効果も薄まるため、市場における投機熱も減退する可能性が高いだろう。これらを踏まえると、米国金利の上昇が中国のバブル経済を崩壊させるトリガーとなる可能性には、一定の注意を払っておく必要がある。

図表 2-25 中国の修正資本ストック循環図



(出所) 小林 (2014) 「設備投資循環から探る世界の景気循環—期待利潤回復、不確実性低下、低金利の下で拡大局面へ」 http://www.dir.co.jp/research/report/japan/mlothers/20140206_008168.html

三つめのリスクシナリオは、ユーロシステムの崩壊である。南欧の債務問題という形で顕在化したユーロの危機は、各国の財政再建への道筋が見え始めたことや、ESM など金融政策のサポートを受け金融市場が落ち着きを取り戻したことにより、一旦収束したとみられる。しかしユーロシステムの根本的な問題は、加入国間で経済の発展段階が全く異なるにもかかわらず単一の金融・通貨政策を導入し、それでいて財政統合が行われていない点にある。

²⁰ 詳細は下記文献参照。小林 (2013) 「デカップリング論の再来とその本質」

http://www.dir.co.jp/library/column/20131126_007924.html

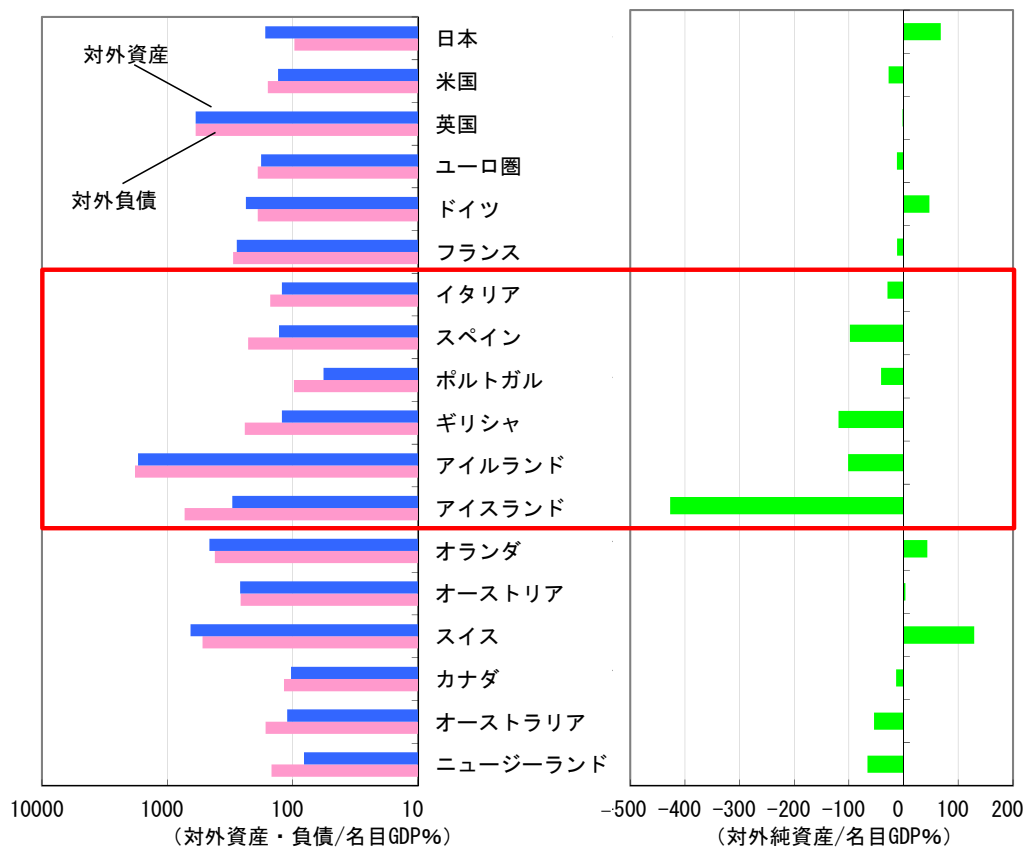
²¹ 詳細は下記文献参照。小林 (2014) 「設備投資循環から探る世界の景気循環—期待利潤回復、不確実性低下、低金利の下で拡大局面へ」

http://www.dir.co.jp/research/report/japan/mlothers/20140206_008168.html

2009年10月のギリシャ問題をきっかけに顕在化した南欧諸国の債務問題は、単一通貨ユーロの導入により、政策金利の低下、為替リスクプレミアムの消失、欧州委員会による救済に対する暗黙の期待などを通じて、これらの国々の資金借入能力が著しく向上したことを端緒としていた。この結果として諸外国から資金が流入し、同時に南欧諸国の貯蓄不足が悪化し、対外債務が膨張したのち、バブル経済の終焉とともに発生した資金流出に伴い金利が暴騰したため危機に陥ったのである。もちろん対外債務の膨張も、国内生産能力を増強するような投資に資金が回るのであれば、長期的に見れば經常収支を改善（貯蓄不足を改善）する要因となりうる。しかし危機以前に南欧諸国で住宅価格が暴騰していたことが示すように、流入した資金がこうした成長分野に回らず、投機資金に回ってしまった。

また、産業集積の遅れている国々にとって、生産立地としての投資を受けること自体が難しいという側面もある。投機により賃金を含む広義のインフレーションが進展する中においては尚更である。この問題を解決するためには周縁諸国が賃金上昇率の抑制や財政支出の抑制などといったデフレーション的な政策をとり続けることが必要だが、こうした緊縮政策と経済回復を並行させることは容易でない。それ以外の解決方法としては、（日本で言うところの地方交付税のような形で）ユーロ圏先進国が周縁諸国に対して財政補填をし続けるというものも考えられるが、これは財政統合が行われていない現状では部分的にしか達成できないだろう。また、財政統合自体がユーロ圏先進国の政治的な反対を考えれば実現可能性の低いものである。

図表 2-26 先進各国のバランスシート



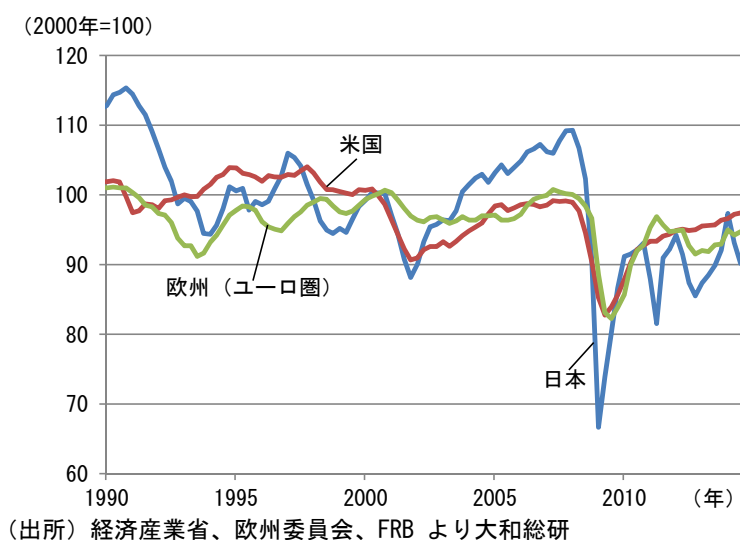
(注1) 2013年末、左図横軸（対外資産・負債/GDP%）は対数目盛
 (出所) 各国統計、Haver Analyticsより大和総研作成

(6) 日本経済見通しの詳細

6-1. 輸出の見通し²²

輸出の伸びは、海外経済の緩やかな回復・拡大に導かれながら順調に推移する見込みである。図表 2-27 に示すように、輸出先国の設備稼働率が低位にある中では、フローの経済の回復が、日本からの輸出の増加につながりにくかった（日本からの輸入に頼らずとも、国内の設備稼働率を引き上げれば済んでしまった）。しかし米国の金融危機からの回復や、欧州のユーロ危機の一股などを受け経済の Slack は徐々に縮小し、設備稼働率の水準は高まっている。この流れの中で足下の輸出数量は回復モメンタムを見せ始めており、今後も海外経済の回復・拡大が継続することは輸出増加という形で日本経済に貢献するだろう。

図表 2-27 日米欧の設備稼働率



他方、補論 2 で詳述するように、日本から海外に生産拠点を移転する産業空洞化の流れは構造的なものであり、上述のような輸出の増進トレンドを部分的に抑制する要因でもある。海外への生産移転が輸出に与える効果は、生産拠点を立ち上げる際に必要な資本財の輸出が促進される、プラスの「輸出誘発効果」と、輸出財の日本国内での生産が海外生産に置き換わることで生じる、マイナスの「輸出代替効果」、「逆輸入効果」および「輸入転換効果」が存在する²³。経済全体では今後も両者は併存することになるが、そのバランスは後者に傾いていることに留意しておく必要がある。現地生産の資本蓄積が進んだ結果として、前者の効果は薄れ、同時に後者の効果は増大しているためである。従って、空洞化が輸出の増進トレンドを抑制する流れは今後も継続するだろう。

²² 詳細は下記文献参照。

小林 (2014) 「円安・海外回復で輸出が伸びない 5 つの理由 - 過度の悲観は禁物。しかし短期と長期は慎重に。」
http://www.dir.co.jp/research/report/japan/mlothers/20140206_008167.html

²³ これらを整理した文献としては、例えば下記がある。齋藤 (2012) 「企業の海外進出と貿易収支の関係」
<http://www.dir.co.jp/library/column/120521.html>

「国内回帰」の可能性をどう考えるか

なお、次項でも述べるが、空洞化のトレンドが一服して国内回帰が進むのであれば、日本からの輸出も促進されることになる。しかし、国内回帰トレンドが生じるためにはまず第3節および補論1でも述べているように、国際的に貿易財価格（＝限界的ユニットレーバークスト）の収斂が必要となる。そして第3節で述べたように、このシナリオは、現時点ではアップサイドリスクシナリオであろう。もっとも、マクロで見た時に空洞化のトレンドが国内回帰へと反転することはメインシナリオとして予想していないが、セミマクロ・ミクロで見た国内回帰が部分的に発生する可能性は高い。というのも、産業・企業によって、海外生産対比での日本国内生産の相対的な生産性は異なりうるし、相対的に国内の生産性が高い産業・企業は比較的早い段階で国内回帰するだろう。また、これは厳密には国内回帰と呼ぶことは妥当ではないが、海外での生産稼働率が限界に達した結果、あるいは日本国内の需要が高まった結果、日本国内の遊休設備を稼働させる企業も既に現れ始めている。しかしそうした企業の多くが国内回帰は一時的なものであり、将来的には現地生産を増やしていくとしていることから、これが本格的な国内回帰トレンドに結び付くと期待することは時期尚早だろう。補論2で詳述するように、現地における産業蓄積の結果として現地生産のメリットが高まる中では尚更である。

「Jカーブ効果」の消失²⁴

こうした構造的なトレンドに対して、循環的なアップダウンをもたらすのが為替レートの動きである。予測期間の後半に比して前半の輸出が相対的に堅調なのはこのためである。円安時には輸出入単価が上昇し貿易金額が両建てで増幅し、円高時には逆の現象が発生する。また、円安が国際競争力の改善を通じて輸出数量を伸ばし輸入数量を抑制するという、古き良き「Jカーブ効果」も、ゼロではない。ただし過去2年間の円安下で振るわなかった輸出数量の伸びが示すように、この効果はそれほど大きくなりえないだろう。

Jカーブ効果消失の原因は大きく分けて二つある。一つは代替性の低下である。国際分業が進む中で、輸出財と輸入財の代替性が低下し、価格変化に伴う需要量の変化が生じにくくなっている。もう一つは、PTM（Pricing to Market、現地通貨建て価格設定）の増加である。海外市場の重要性が増す中で、為替リスクは国際企業にとって極めて重要な問題となっている。為替の変動に伴う収益リスクを最小化する上で、販売価格を現地通貨建てで設定することにより現地通貨建てコストとの差分であるマークアップ（粗利益率）を固定化することが、合理的経営判断の下で進められている。これら二つの構造変化を踏まえると、為替レートの変動に伴う輸出数量の変動は、少なくとも過去に比べればマイルドな規模にとどまるだろう。

²⁴詳細は下記文献参照。

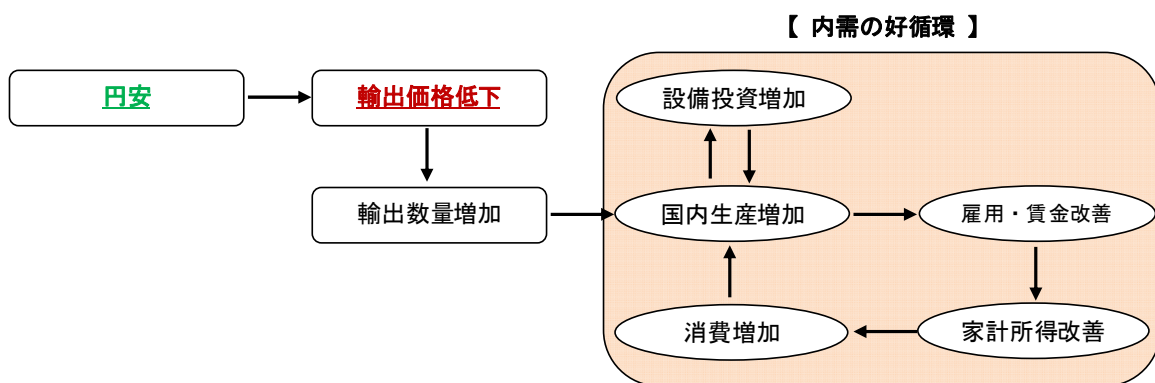
小林 (2014) 「円安・海外回復で輸出が伸びない5つの理由－過度の悲観は禁物。しかし短期と長期は慎重に。」
http://www.dir.co.jp/research/report/japan/mlothers/20140206_008167.html

小林 (2014) 「円安効果再考－善悪論の相克を超えて」
http://www.dir.co.jp/library/column/20141110_009109.html

これらの構造変化の結果として、円安が貿易セクターを通じて内需に影響する波及経路も変化している。従来は円安局面において輸出価格が低下することで輸出数量が増加し、結果として国内の生産が増加し、これによって国内の設備投資の需要も増加し、また、雇用や賃金の増加を通じて家計所得も改善することで、消費も増加するという波及経路が確認されてきた（図表 2-4）。その波及経路は変化し、円安を通じて外需企業の利益率が改善し、結果として企業業績が改善し、労働分配を通じて家計所得が改善し、消費が増加する結果として内需企業も潤うという形に移行しつつあると考えられる。

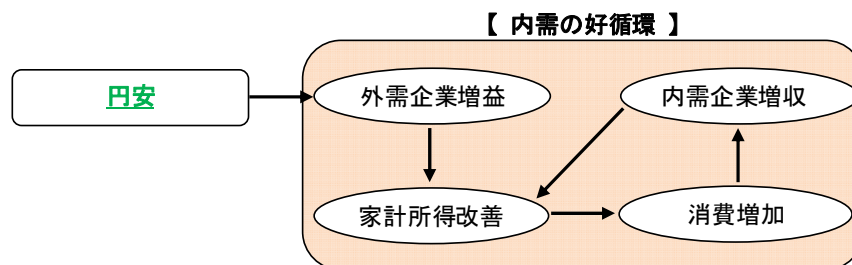
こうした変化に伴い、円安が国内景気に与えるプラスの影響は大きく低下している。一つには、補論 2 でも詳述するように、国内で発生する付加価値の増分は、一次的には企業所得の増加よりも輸出・生産活動の増加の方が大きいことが挙げられる。もう一つの要因としては、補論 1 でも議論したように、国際競争の激化に伴い賃金は構造的に上昇しにくくなっていることが挙げられる。企業業績が改善し、労働需給が逼迫しても、限界生産に対する賃金の水準に国内外の格差が残存する限り、企業は賃金を引き上げて国内の雇用を確保するよりも、海外生産を進展させるインセンティブを有している。

図表 2-4（再掲） 円安が日本経済に与える影響（過去）



（出所）大和総研

図表 2-5（再掲） 円安が日本経済に与える影響（現在）²⁵



（出所）大和総研

²⁵ 他方で円安が内需企業の収益を圧迫する効果や、他方で外需系企業からの受注増等がこれを相殺するなど円安の波及経路はより複雑であるが、日本経済全体としては一定のプラスの効果を持つと考えられる。

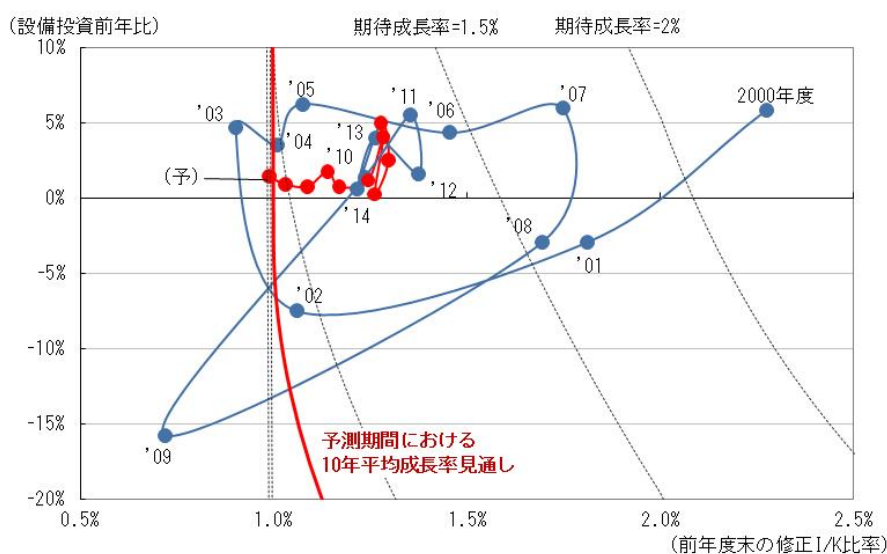
詳細は下記文献参照。小林（2014）「円安効果再考－善悪論の相克を超えて」

http://www.dir.co.jp/library/column/20141110_009109.html

6-2. 設備投資の見通し

本予測では、日本の景気サイクルは資本蓄積（投資拡大）の局面に入っていると捉えている。これまでの設備投資の抑制要因となってきた米国発の金融危機や欧州の債務問題、日本の震災などに伴う「期待利潤」の低下や「不確実性」の高まりといった要因が、政策対応等が功を奏したことにより解消されている。これに伴って設備投資の循環は資本ストックの積み増し局面に入り、期待成長率に見合う水準への設備投資の回復が見込まれる。ただし空洞化の継続を加味すると、そのペースは緩やかにとどまるとみられる²⁶。

図表 2-28 修正資本ストック循環図



(出所) 小林 (2014) 「設備投資循環から探る世界の景気循環—期待利潤回復、不確実性低下、低金利の下で拡大局面へ」 http://www.dir.co.jp/research/report/japan/mlothers/20140206_008168.html

需要との見合いで考えると、世界経済の拡大に支えられた輸出の伸びと、消費の緩やかなペースでの伸び²⁷に支えられ、設備投資は成長トレンドを維持するだろう。しかし予測期間を時系列で分解すると、その伸び率、および資本蓄積のスピードには強弱が発生する見込みである。

まず今後2年程度(2015-16年度)のスパンでは、比較的好調な設備投資の伸びが期待される。まずリーマン・ショックからの回復過程でフローとしての設備投資の水準が低い、つまり発射台が低い。加えて、消費税増税の影響が、2015年度には2014年度からの回復という形で現れ、2016年度は2017年度の消費税増税前の駆け込み需要に対応する形で現れる。また、金利の低下や円安・原油安に伴う企業キャッシュフローの改善も、本質的な効果は期待しにくいものの、部分的に設備投資の伸びをサポートするだろう。続いて2017-18年度は再び消費税増税の影響による増減が発生する。2017年度は2016年度の需要の先食いからの反動に加えて負の所得効果に伴う消費減少を受け、設備投資も弱含む。2018年度の伸びはそこからの回復である。

²⁶ 詳細は下記文献参照。小林 (2013) 「日本は投資過小、中国は投資過剰」の落とし穴—事業活動の国際化に伴う空洞化が進む中「いざなぎ越え」は困難か」

http://www.dir.co.jp/research/report/japan/mlothers/20131016_007793.html

²⁷ 詳細は第6節3「消費・賃金の見通し」参照。

予測期間後半においては、設備投資の伸びは非常に緩やかなペースにとどまるとみられる。これは一つには、予測期間の前半における設備投資の伸びを受けて設備投資の水準（I/K比率）が高まっており、以降の伸びは潜在成長率に依存する格好になるということが挙げられる。この構造要因に加えて、循環的には、物価の上昇および金融政策のレジーム変更に従い金利が緩やかながら上昇に向かうことや、為替レートの増価および原油価格の上昇を受けて伴う企業キャッシュフローが弱含むことも設備投資の伸びを抑制する要因として働くと見込まれる。

法人税減税の効果をどう捉えるべきか？

2015年1月に閣議決定された平成27年度税制改正の大綱では、外形標準課税の拡大や欠損金の繰越控除の縮小、研究開発減税の縮小などにより課税ベースが拡大されると同時に、法人税率の引き下げ（34.62%→2015年度32.11%、2016年度31.33%）が決定された。

この法人税減税、および今後いっそう法人税が引き下げられていくとの方針を受けて、「設備投資・雇用が創出され、国内産業の空洞化を緩和し、海外からの投資を誘発する」効果を期待する向きが一部にある。しかしこうした効果にはそれほど多くを期待できないだろう。企業は、税引「前」純利益が出るか否かの判断に従って事業を行うのであり、その判断に法人税率の変更は影響を与えない。これは国内外に対する直接投資についても同様である²⁸。

図表 2-29 法人税改革に伴う 2015 年度税収の変化

（億円）	
法人税（国税）	
法人税の税率引下げ	-6690
課税ベースの拡大等による財源確保	
欠損金の繰越控除制度の見直し	+1920
受取配当等の益金不算入制度の見直し	+920
租税特別措置の見直し	+1790
合計	-2060
法人事業税（地方税）	
所得割の税率引下げ	-3940
課税ベースの拡大等による財源確保	
外形標準課税の拡大	+3900
合計	-40

（出所）財務省

²⁸ もっとも、法人税は赤字には課税されないという非線形性を有するため、不確実性がある場合にはこの限りではなく、この意味で全く効果がないわけではない。ただし欠損金の繰越控除ができる場合はこの不確実性による影響は低減される。この意味では、今回の税制変更で法人税率の引き下げと同時に欠損金の繰越控除の縮小が決定されたことは一定の整合性を有していると評価することは可能かもしれない。

また、企業が借入制約に直面しているために有効な投資・雇用拡大を行えていないのであれば法人減税により企業部門へキャッシュを還元することが効果を持つ可能性もある。しかしこれは本質的に借入制約そのものを改善すれば解決する話であるし、現実問題として、日銀の量的・質的金融緩和や政府系機関の企業貸し出し支援が大々的に行われていることや、過去の企業貯蓄としての内部留保の積み上がりが膨大な規模に達していることを勘案すれば、企業の借入制約が問題視されるべき水準にはないだろう。

法人税改革の本質は別のところ、おそらく所得の再分配にある。まず、「ネット減税」の場合は、政府から企業への所得の再分配を意味する。これは歳入を減少させると同時に、企業所得を改善し、雇用者所得の上昇、株価の上昇や配当金の増加を誘発するという、一種の財政政策としての性格を持つ。しかし図表 2-29 に示すように、今回の税制変更は、「ネット減税」というよりも「タックスミックスの変更」の性質が強い。

他方、表面税率の引き下げと課税ベースの拡大による税収中立な「タックスミックスの変更」の場合、企業間の所得の再分配を意味する。このケースにおいては、二種類の再分配が発生する。一つは、低収益企業から高収益企業への再分配である。この再分配を通じ、生産性の高い企業への生産要素の集中と、産業全体の新陳代謝を促進することは経済全体の生産性を高める効果を持ちうる。結果として租税効率も改善し、結果として税収にもプラスの効果を与える可能性を有している。

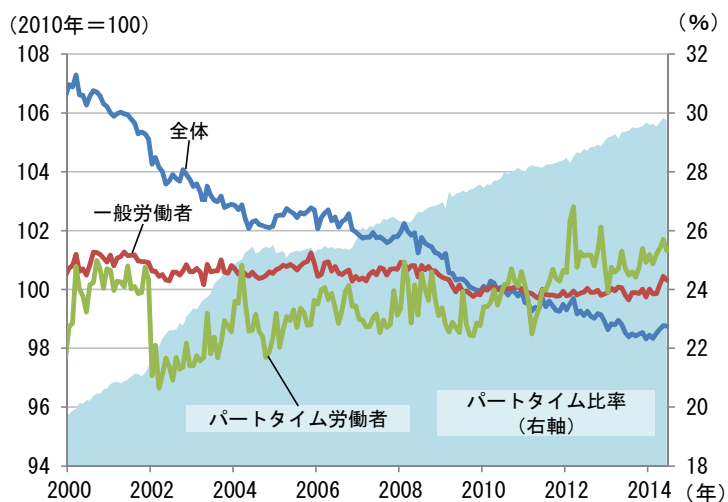
もう一つは、海外利益比率の高い企業から海外利益比率の低い企業への再分配である。海外利益比率が高い企業にとっては、日本国内における税制の変更は相対的に大きな意味を持たない。他方で海外利益比率が低い採算企業にとって、税制変更のメリットは大きい。海外利益比率の高い企業から海外利益比率の低い企業に対する所得の再分配は、第3節で述べたように、円安で潤った外需系企業から内需系企業へのトリクルダウンを促し、日本経済全体での賃上げを促進する効果を持ちうる。今回の税制改正では、一連の税制改正に加えて賃上げ部分に対する課税軽減措置が導入されたが、ここにも賃上げを一つの手段としてデフレ脱却を目指すアベノミックスの姿勢が現れている。

6-3. 消費・賃金の見通し

本予測期間における消費の伸びは、賃金の伸びの低調さ、および消費税増税に伴うマイナスの所得効果を主因として、緩やかなペースにとどまると見込んでいる。他方で、原油価格の低下は消費に対してプラスの影響をもたらす要因である。第1節で詳述したように、原油価格の低下は二つの経路を通じて消費を底上げする効果を持つ。一つは企業所得の改善を通じた雇用者報酬の拡大（および株高に伴う資産効果）であり、もう一つは消費者物価の低下に伴う実質所得の改善である。これらの効果は主に予測期間の前半に発現し、消費の伸びを底上げすると見込んでいる。

一人当たり雇用者所得の伸びは、好調な企業所得と労働需給の緩やかな逼迫を背景として、底堅く推移すると期待される。しかし補論1に詳述するように、国際競争を通じた構造要因から、その伸びが抑制されることも同時に予想される。過去の所得環境においても、企業所得の大幅な増減や労働需給環境の変化にもかかわらず一般労働者の給与の伸びは相対的に据え置かれ続けた。これは換言すれば、賃金の下方硬直性により、国際競争が激化中でも賃金が「適正な水準にまで低下しなかった」ために、賃金が上昇しなかった可能性を示唆している。そして国際競争の激化に対処する企業努力の中で、単価の低いパートタイム労働者の雇用が相対的に大きく引き上げられたのである。そしてこの流れは、日本と貿易相手国の国際競争力が収斂するまで基本的に継続することになるだろう。

図表 2-30 所定内給与の推移（5人以上、全規模）



(注1) パート比率は一般労働者とパートタイムの賃金指数から試算。
 (注2) 季節調整は大和総研による
 (出所) 厚生労働省統計より大和総研作成

このような賃金見通しに加え、2017年度に予定されている再度の消費税増税は、マイナスの所得効果を通じた消費の水準の抑制と、(異時点間の)代替効果による2016年度の駆け込み需要および2017年度の反動減を生み出すだろう。消費税増税が消費に対して直接的に与える影響は「代替効果」と「所得効果」の2つが考えられる。このうち「代替効果」は、消費税増税前に前倒しした消費の先取り、いわゆる駆け込み需要と、その反動減である。この「代替効果」

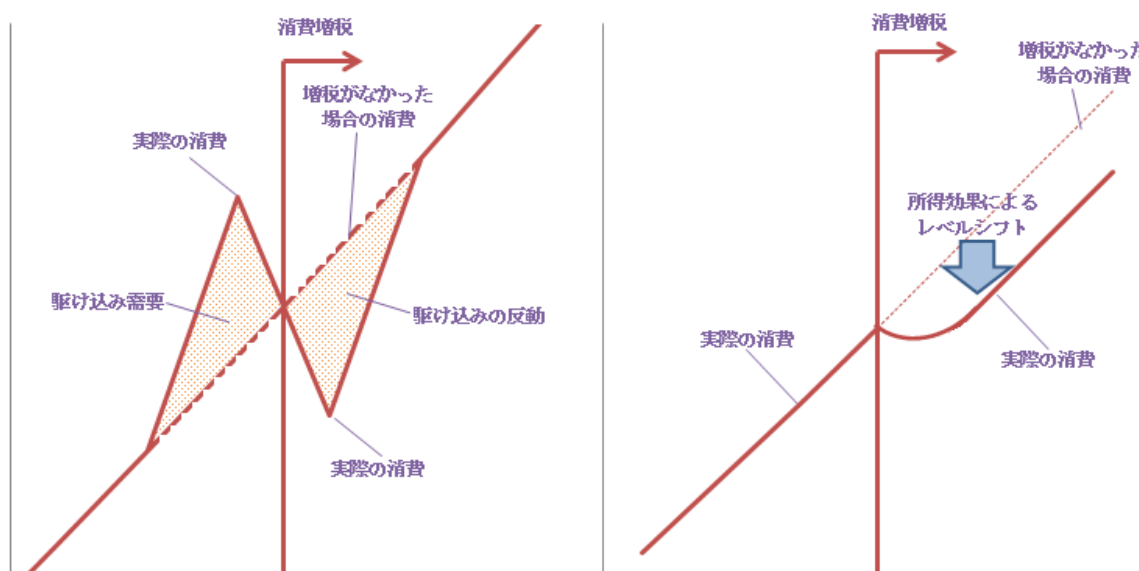
によって引き起こされる消費増加とそれに続く消費減少は概ね同等となる。

他方で本質的に重要な意味を持つのが「所得効果」である。これは消費税増税によって物価が上昇した分だけ、実質所得が低下することによって消費が抑制される効果である。そしてこの実質所得低下による「所得効果」は、「代替効果」とは異なり、半永続的に発生する。従って中長期的な消費の先行きを予測する上で、より重要になるのがこの「所得効果」となる。

消費者物価が政策的に上方へレベルシフトした場合、他の条件を一定とすれば、家計は二つの手段を用いてこれに対応することになる。一つは実質消費水準を落とすことであり、そしてもう一つは、貯蓄率を引き下げ、実質消費水準を維持することである。もちろん実際の家計はこれら二つを組み合わせることで実質所得の低下に対応する。とりわけ短期においては、実質所得の低下に見合うだけの実質消費水準の引き下げ（すなわち生活水準の引き下げ）を行うことは難しい（いわゆる消費のラatchet効果²⁹）。従ってこの点を踏まえれば、代表的な家計の反応としては、まずは貯蓄の取り崩しによって部分的に実質所得水準の変化に対応しつつ、他方で実質消費水準を徐々に低下させるという姿を想定することが妥当だろう。

しかし貯蓄率の低下は、将来的な消費余力を減殺する要因となる。また、そもそも家計は各々の合理性に基づいて消費・貯蓄のバランスを設定しているのであり、一般的なライフサイクルや効用曲線を想定する限り、長期的には、（ごく短期でしか予見されなかった）実質所得のレベルシフトが貯蓄率に与える影響は極めて小さい³⁰と考えられる。従って消費税増税によって毀損した実質所得は、長期的には同等の下方シフトを実質消費水準にもたらすことになる。

図表 2-31 消費税増税の「代替効果」(左)と「所得効果」(右)



(出所) 大和総研

²⁹ 所得水準の変化に対して短期的には消費支出がそれほど変化しない効果

³⁰ これによって将来の所得水準や税負担、社会保障および金利の見通し、あるいは効用曲線の形状が変化するならば貯蓄率にも影響を与えることになるが、こうした間接的な影響は単純化のために捨象している。

補論 1 : バラッサ＝サミュエルソン効果と賃金・物価

なぜ日本の産業空洞化が進展し、賃金は上昇に向かわないのか。それは中国等が国際市場への参入を強めた結果として貿易財価格が収斂・低下し、国際競争の進展・激化に伴って賃金に対しても低下圧力がかけられているためである。本節ではこの現象をバラッサ＝サミュエルソン条件によって理論的に整理する。バラッサ＝サミュエルソン条件は下記のようにシンプルな数式の組み合わせで表現される。

図表 2-32 バラッサ＝サミュエルソン条件

$$(1-1) \quad W_1 = P_{n,1} * MPL_{n,1} = P_{t,1} * MPL_{t,1}$$

$$(1-2) \quad W_2 = P_{n,2} * MPL_{n,2} = P_{t,2} * MPL_{t,2}$$

$$(1-3) \quad P_{t,1} = P_{t,2} \quad \therefore W_1/MPL_{t,1} = W_2/MPL_{t,2} \quad \because (1-1) (1-2)$$

(注 1) W は賃金、 P は物価、 MPL は限界労働生産性

(注 2) n は非貿易財、 t は貿易財、1と2は国番号

(出所) 大和総研

これを日本と中国のケースに当てはめて考えてみよう。(1-1) 式は日本の賃金の決定要因を描いている。すると、賃金は限界生産物の価値と等しくなり、部門間の賃金は収斂する。結果として、下記のような関係が成立する。

$$\begin{aligned} \text{日本の賃金} &= \text{日本の非貿易財価格} \times \text{日本の非貿易財セクターの限界労働生産性} \\ &= \underline{\text{日本の貿易財価格}} \times \text{日本の貿易財セクターの限界労働生産性} \end{aligned}$$

同様の前提を置くと、(1-2) 式で表現される中国の賃金についても、下記のような関係の上で決定されることになる。

$$\begin{aligned} \text{中国の賃金} &= \text{中国の非貿易財価格} \times \text{中国の非貿易財セクターの限界労働生産性} \\ &= \underline{\text{中国の貿易財価格}} \times \text{中国の貿易財セクターの限界労働生産性} \end{aligned}$$

重要なのは (1-3) 式である。これは 日本の貿易財価格 = 中国の貿易財価格 という関係を示したものであるが、これは貿易コスト（輸送コストや関税など）や生産要素の移転の困難さを踏まえれば通常成立しない。しかし中国の WTO 加盟を含めた対外開放により関税や投資規制などの障壁は近年低下しており、結果として過去に比べて (1-3) 式の妥当性が高まっている、換言すれば貿易財セクターにおける日中の価格差が縮小に向かっていると考えられよう。これにより $P_{t,1}$ （日本の貿易財価格）の伸びが抑制された結果、(1-1) 式を通じて W_1 （日本の賃金）の伸びが抑制されてきた側面は無視できない。従ってこのような効果が残存する中では、中期的に見ても労働賃金の本格的な上昇は見込みがたいと判断せざるを得まい。

図表 2-33 中国の国際市場への参入の効果

$$P_{t,1} > P_{t,2}$$

 $\rightarrow P_{t,1}$ 抑制、 $P_{t,2}$ 上昇

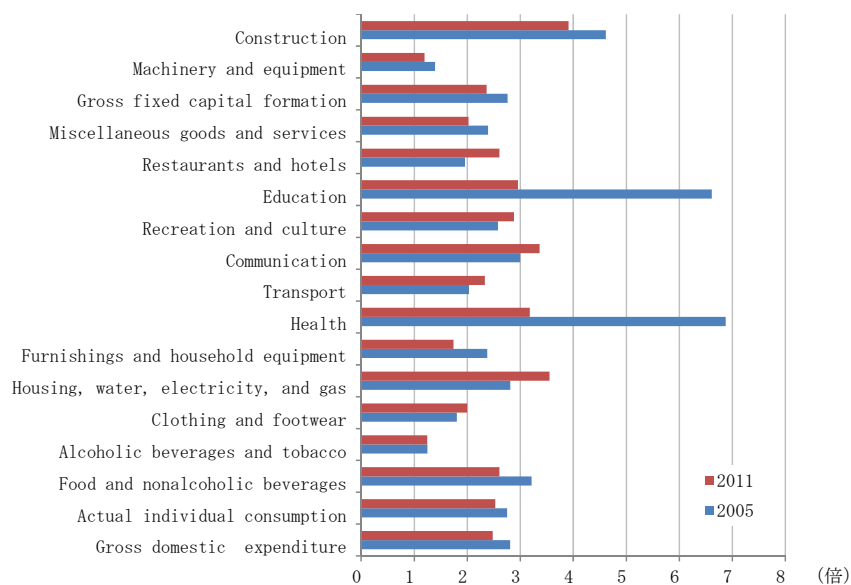
 $\rightarrow P_{t,1} = P_{t,2}$ に接近

$$W_1/MPL_{t,1} > W_2/MPL_{t,2} \rightarrow W_1/MPL_{t,1}$$
抑制、 $W_2/MPL_{t,2}$ 上昇 $\rightarrow W_1/MPL_{t,1} = W_2/MPL_{t,2}$ に接近

(出所) 大和総研

長期的に見れば、問題はこの収斂過程がどの程度継続するかということにある。この点を考える上での指針として、日中の(水準としての)価格比を確認しよう。図表 2-34 に示すように、日中の価格比は 2005 年時点と比較して 2011 年時点には、全体として縮小傾向にある。一方で価格比の水準そのものについては、国全体の支出、あるいは消費財全体としては未だ 2.5 倍程度の差異が残っている。もちろんこれは貿易財と非貿易財の両方を含んだ価格比であり、収斂の対象範囲とは異なる。貿易財のみに限定して価格を比較することは困難であるが、たとえば他の財区分に比べれば貿易財としての性格が強いと考えられる機械については、価格比は 2011 年時点で既に 1.2 倍程度にまで縮小している(2005 年時点では約 1.4 倍)。従って国際的な収斂条件に従って 20% 程度の賃金抑制圧力が残存する可能性はあるものの、2 倍以上の価格比が収斂するまで賃金抑制圧力が継続するという見方は悲観的過ぎるかもしれない。

図表 2-34 日中の価格比



(出所) 世界銀行資料より大和総研作成

そして、この水準としての収斂が終われば、図表 2-35 (2-3) 式に従って、日中の限界労働生産対比での名目賃金の上昇速度も収斂していくことになる。すなわち、貿易財価格の水準が収斂するまでは生産要素の移動の円滑性を前提として産業の空洞化は進展し続けるし、日本の限界労働生産対比での名目賃金の伸びは抑制されていくことになるものの、貿易財価格の水準が収斂した後は、日本の限界労働生産対比での名目賃金も中国並みに伸びていくことが示唆される。図表 2-36 に示すように、日本では単位労働コストが伸び悩む一方、中国では単位労働コストの上昇が著しい。この主因がこれまで議論してきた価格「水準」の収斂過程だとすれば、貿易財価格の「水準」が収斂した段階で、中国の単位労働コストの伸びが低下し、一方で日本の単位労働コストの伸びが上昇に向かう現象も発生しうるだろう。

図表 2-35 バラッサ=サミュエルソン条件 (変化率)³¹

$$(2-1) \quad \Delta \ln W_1 = \Delta \ln P_{n,1} + \Delta \ln MPL_{n,1} = \Delta \ln P_{t,1} + \Delta \ln MPL_{t,1}$$

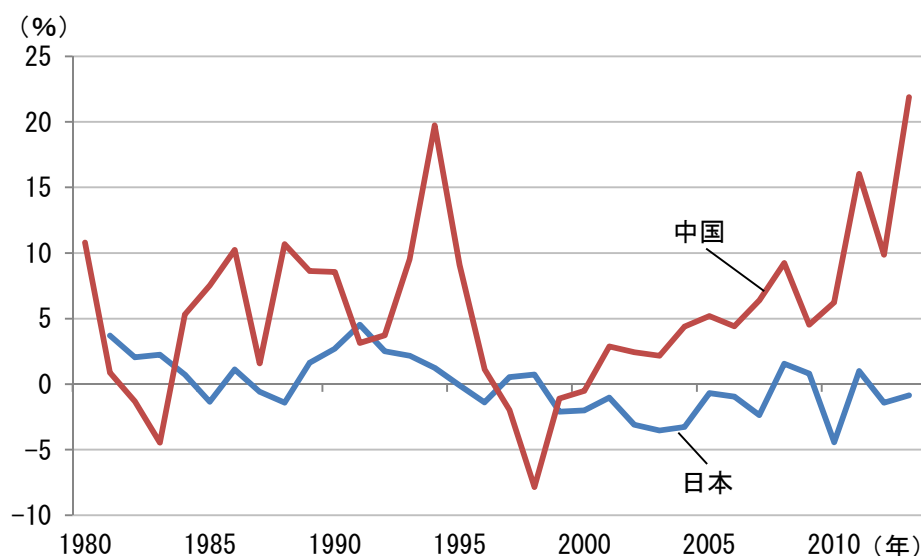
$$(2-2) \quad \Delta \ln W_2 = \Delta \ln P_{n,2} + \Delta \ln MPL_{n,2} = \Delta \ln P_{t,2} + \Delta \ln MPL_{t,2}$$

$$(2-3) \quad \Delta \ln P_{t,1} = \Delta \ln P_{t,2} \quad \therefore \Delta \ln W_1 - \Delta \ln MPL_{t,1} = \Delta \ln W_2 - \Delta \ln MPL_{t,2} \quad \because (2-1) (2-2)$$

(注 1) $\Delta \ln$ は変化率

(出所) 大和総研

図表 2-36 日中の単位労働コスト (Unit Labor Cost) の変化率



(注 1) ただしこれは $W_1/MPL_{t,1}$ の変化率 ($\Delta \ln W_1 - \Delta \ln MPL_{t,1}$) とは 2 つの意味で異なる概念である。1 つは、貿易財セクターのみではなく 1 国全体の (非貿易財セクターを含んだ) 値であること、もう一つは、限界労働生産性に対する賃金ではなく、平均労働生産性に対する賃金であることである。これらの問題を有するものの、データの制約から、参考値として単位労働コストの変化率を掲載した。

(出所) Haver Analytics より大和総研作成

³¹ これらの数式の示すところは、労働市場の競争と部門間移動の自由を仮定して、下記のようになる。
 日本の賃金上昇率 = 日本の非貿易財価格上昇率 × 日本の非貿易財セクターの限界労働生産性上昇率
 = 日本の貿易財価格上昇率 × 日本の貿易財セクターの限界労働生産性上昇率
 中国の賃金上昇率 = 中国の非貿易財価格上昇率 × 中国の非貿易財セクターの限界労働生産性上昇率
 = 中国の貿易財価格上昇率 × 中国の貿易財セクターの限界労働生産性上昇率

ただしこれは、あくまで物価の収斂 ($P_{t,1} = P_{t,2}$ 、 $\Delta \ln P_{t,1} = \Delta \ln P_{t,2}$) を通じたものである。これによって名目賃金 (W_1) やその変化率 ($\Delta \ln W_1$) は上昇に向かうが、実質賃金 (W_1/P_1) が上昇しない限り、購買力は上昇しない。何らかの要因により非貿易財の価格 ($P_{n,1}$) が相対的に伸び悩めば結果的に実質賃金が上昇する可能性もあるが、これは賃金と物価の上昇という両輪によって日本経済がデフレ脱却に向かうという理想的な姿とは合致しない。ここで(1-1)および(2-1) から実質賃金 (W_1/P_1) およびその伸び率は貿易財セクターのみならず非貿易財セクターも併せた経済全体の労働生産性、およびその伸び率に依存している。従って非貿易財の価格の伸び悩みによってではなく、デフレを克服しながら実質賃金を持続的に引き上げていく上では、労働生産性の引き上げが本質的に重要な課題となる。

労働生産性を引き上げる方法は三つある。一つは、1人当たり資本装備の向上である。二つめは、TFPの向上である。これは定量的に議論することが非常に難しいが、教育や人事制度の改善などを通じた労働の質の向上が寄与する可能性がある。三つめは、選択と集中である。これは労働生産性の低いセクターから高いセクターへの労働力移動を通じて国全体の労働生産性を向上させる。しかし労働生産性の高いセクターは、はじめから労働力をそれほど必要としないセクターであることを意味する。効率的な労働要素の配分が市場で成立している状況から人工的に選択と集中を行っても、資源配分の歪みを生じさせ一国全体の生産性を低下させる結果につながりかねない。しかし規制等により保護され、人工的に生産要素（労働力）が引き当てられているようなセクターが存在する場合、そうしたセクターを縮小することで発生した生産要素（労働力）を、より生産性の高い他のセクターに引き当てることで一国全体の生産性を引き上げることは可能であろう。

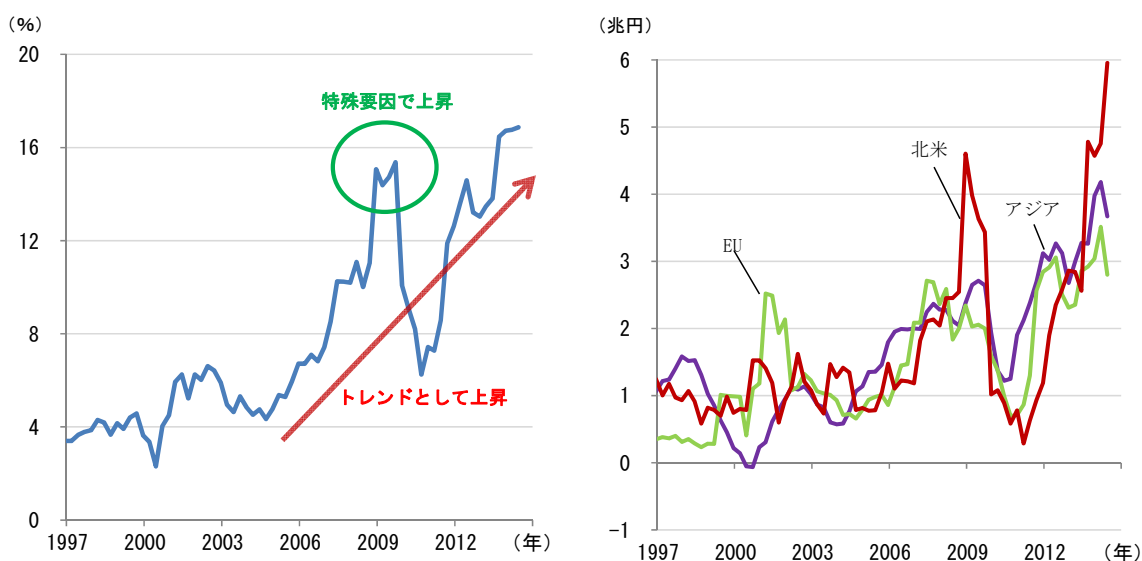
補論 2 : 空洞化の背景とその影響³²

補論 1 で見てきたように、日本の（特に貿易財セクターにおける）物価や賃金が伸び悩む背景には国際競争の激化が存在しており、これと同時並行で産業の空洞化が生じている。すなわち限界生産に対する賃金の水準に差異がある状態では、景気回復で国内の労働需給がタイト化しても賃金は上昇せず、代わりに海外で雇用が生まれることになる。本節ではより包括的に空洞化の背景を整理しつつ、今後の見通しおよびそれが日本経済に与える影響について議論する。

現状と空洞化の背景整理

日本の産業空洞化を示す 1 つの証拠が図表 2-37（左図）である。これは対外直接投資が日本企業の投資総額（対外直接投資額＋国内民間企業設備投資）に占める比率を示したものである。2008 年の邦銀による米国金融機関への巨額出資や、リーマン・ショック後の落ち込みなど特殊要因に伴う変動はあるが、全体的なトレンドとしては 2000 年代後半以降に大きく比率が上昇に向かっていることが確認できる。もちろん、足元までこの比率が上昇してきたことの一つの要因としては、急激な円高によりコスト面における海外生産の優位性が強まったことが挙げられよう。同様の現象は 2000 年代初期にも確認されており、この点を踏まえれば、円高が解消された現在、為替要因による空洞化の進展は一旦止まると考えるのが妥当だろう。

図表 2-37 対外直接投資比率（左図）と対外直接投資の地域別内訳（右図）



（注 1）対外直接投資比率＝対外直接投資額／（対外直接投資額＋国内民間企業設備投資）
（出所）財務省、日本銀行、内閣府統計より大和総研作成。4 四半期移動平均値。

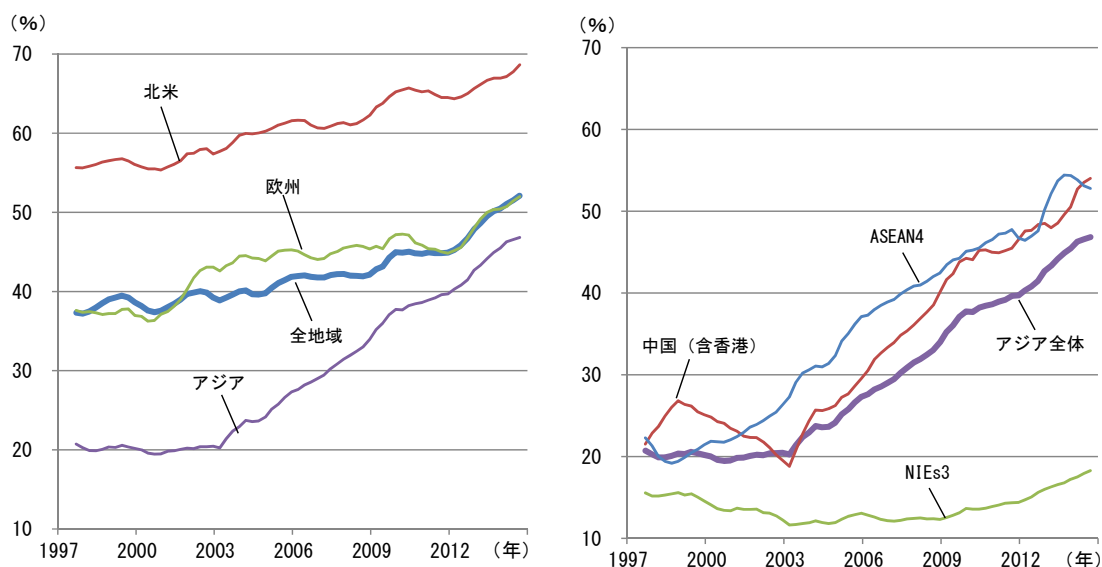
³² 本節での議論は製造業部門における空洞化を念頭に置いているが、日本から海外への直接投資は非製造業部門で進展しており、とりわけ輸出代替ではなく現地需要の取り込みを目的とした直接投資を対象にした場合は空洞化のインプリケーションは異なることに注意されたい。

しかし為替要因による短期的な変動よりも注目に値するのは、対外直接投資の日本企業の新規設備投資に対する比率そのものの水準が上昇している点である。2000年代前半の円高局面にはせいぜい約7%にすぎなかったこの比率は、足元では約17%にまで高まっている。実額を見ても、国内の民間企業設備投資は2013年で64.7兆円と2002年の64.5兆円からほぼ同等であったのに対し、対外直接投資額は同期間に4.0兆円から13.2兆円へと9.2兆円増加している。このレベルシフトの背景には、何らかのレジームチェンジが潜んでいると考えるべきだろう。

日本企業の新規設備投資に対する海外直接投資の比率の高まりの背景の一つには、相対的な海外需要の高まりが挙げられよう。1990年代以降、日本経済の成長率が低位にとどまる中、アジア新興国を中心として諸外国は比較的高い成長を遂げており、こうした海外の需要を取り込む目的で海外直接投資が拡大している点は無視できない。しかし海外需要の相対的な高まりに対して、必ずしも海外生産のみでこれに対応する必要はなく、国内生産と輸出を増やして対応することも可能である。従って海外需要の取り込みだけが目的であれば、海外現地法人の売上高と輸出の比率には大きなレベルシフトは生じないはずだ。

この論点を検証するために、製造業部門における海外現地法人の売上が、現地向け総売上（現地売上と日本からの輸出の合計）に占める割合の推移を見たものが図表2-38（左図）である。この図が示すように、海外現地法人の売上は輸出を上回る速度で拡大しており、海外における事業活動の拡大を海外需要の相対的な高まりのみで説明することはできない。北米におけるITブームや不動産バブルとその崩壊、欧州におけるユーロ導入・拡大と債務危機などの要因により一時的に海外現地法人売上比率が増減する局面は見られるものの、総じて同比率は上昇トレンドを維持しており、外部要因よりも日本企業の国際オペレーションの深化を通じて生産・販売の現地化が進んできたことが示唆されている。

図表 2-38 海外現地法人売上比率



(注1) 海外現地法人売上比率＝現地法人売上（うち現地向け）／（輸出＋現地法人売上（うち現地向け））

(注2) NIEs3は韓国、シンガポール、台湾。ASEAN4はインドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ。

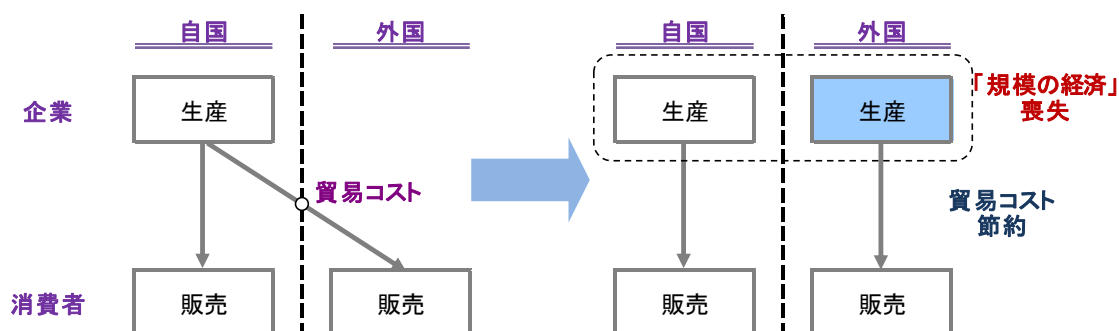
(出所) 財務省、経済産業省統計より大和総研作成

北米における日本の製造企業の事業活動を経済産業省「海外現地法人四半期調査」で確認すると、現地法人売上高の約半分を（一般的に貿易コストの高い）輸送機械が占めており、この輸送機械売上のほぼ全てが進出先の国内で計上されている。これは典型的な「水平的分業（需要に近接する地点で現地生産を行うこと）」に分類される。

図表 2-39 に示すように、水平的分業のメリットとしては貿易コスト（輸送コスト、関税や非関税障壁など）の節約が挙げられる。他方、デメリットとしては、生産活動の分散に伴う規模の経済の喪失（工場建設の固定費用など新たなコストの発生）が挙げられる。これらのメリットとデメリットを踏まえた上で、先述したようなトレンドとしての海外現地法人売上比率の上昇要因を考えてみよう。まず貿易コストについて考えると、過去 20 年程度の期間において、北米向けの関税が大きく引き上げられたり、輸出の総量規制が設けられるなどの要因により貿易コストが上昇したとは考えにくい。従って貿易コストの上昇により現地化が進んだとは考えにくいだろう。

他方、規模の経済について考えると、現地生産の進展や部品等のサプライヤーの現地進出に伴う産業の蓄積が、規模の経済喪失というコストを低下させている可能性が指摘される。この観点に立てば、輸送機械など貿易コストの高い産業を中心として水平的分業が今後も進み、輸出を代替する形で現地生産の比率が高まっていく可能性が指摘されよう。

図表 2-39 水平的分業のメリットとデメリット



(出所) 桜・岩崎 (2012) 「海外生産シフトを巡る論点と事実」

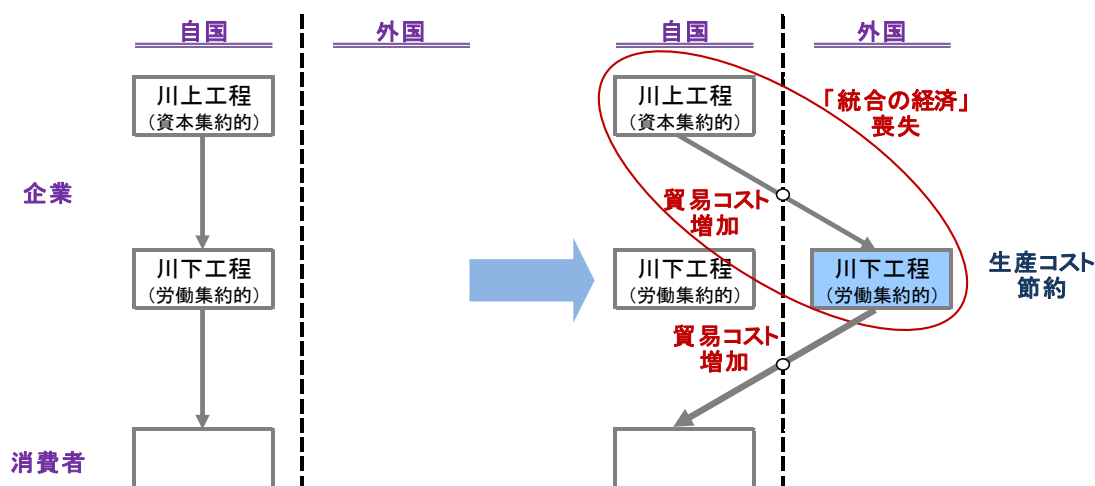
http://www.boj.or.jp/research/brp/ron_2012/data/ron120127a.pdf

他方、アジアにおける日本企業の事業活動を確認すると、進出先における売上の約半分が現地向けだが、4分の1程度は日本への逆輸入で占められている。現地法人売上高の半分以上を（一般的に貿易コストの低い）電気機械が占めており、その3分の1程度が日本に逆輸入されている。このようにアジアにおける日本企業の事業活動は、先進諸外国における事業活動と比較すると、「垂直的分業（生産コストの差異を利用して工程間分業を行うこと）」の性格が強い。

図表 2-40 に示すように、垂直的分業のメリットとしては生産コスト（労働コスト、法人税、間接税など）の節約が挙げられる。他方、デメリットとしては、生産工程を分割した結果として発生する貿易コストの発生や、生産工程間の統合の経済の喪失などが挙げられる。これらの

メリットとデメリットを踏まえた上で、図表 2-37（右図）で示したようなアジア地域における対外直接投資増加の要因を考えてみよう。まず貿易コストについて考えると、2001 年に中国が WTO に加盟したことを受け、関税等の貿易コストが低下したことが挙げられよう。次に生産コストについて考えると、労働コストの差異は圧倒的である。日本に比べ中国や ASEAN の労働コストは極めて低い。国際協力銀行が毎年行っている「わが国製造業企業の海外事業展開に関する調査報告」によれば、アジア地域の各国を投資先として有望視する理由として「安価な労働力」が、（近年は労働コストの上昇を背景として低下傾向にあるものの、水準として）つねに大部分の企業により挙げられている。また、法人税など各種税率も日本に比べれば圧倒的に低い。もちろんこれは水準としての差異であり、海外事業拡大のトレンドを直接的に説明する要因ではないが、中国の WTO 加盟を一つの契機としてアジア地域における垂直的分業が進む中でこうした生産コストの差異が再認識され、コスト管理面における合理化が国際的に進められてきたと解釈することが可能であろう。

図表 2-40 垂直的分業のメリットとデメリット



(出所) 桜・岩崎 (2012) 「海外生産シフトを巡る論点と事実」

http://www.boj.or.jp/research/brp/ron_2012/data/ron120127a.pdf

しかしアジア地域における日本企業による直接投資の増加要因は、この垂直的分業の進展に伴う生産代替だけにとどまらない。図表 2-38（左図）で確認したように海外現地法人の売上比率は各地域で上昇に向かっているが、中でもとりわけ急激な上昇を示しているのがアジア地域における現地法人売上比率である。これはすなわち、現地需要に対しても、輸出ではなく現地生産で対応する流れが強まっていることを示しており、換言すれば、垂直的分業だけでなく、水平的分業も急速に進展していることを示している。

この水平的分業の進展の背景としては、アジアにおける直接投資・生産が急速に進む中で産業蓄積が進んだ結果、貿易コストが低下する中であっても、現地需要に対して輸出で対応するよりも現地生産で対応する方がコスト面で合理的になってきている可能性が指摘される。また、最終財の加工組み立てなど労働集約的な川下工程のみならず、中間財など比較的川上の工程に

においても現地生産の競争力が高まっている可能性も指摘される。貿易特化指数からこの論点を分析した内閣府（2010、p376-377）³³は、最終財のみならず、かつては圧倒的に強かった中間財においても日本の比較優位が失われ、中国や ASEAN などの国の競争力が高まっている点を指摘している。この点を踏まえつつ、アジア地域における海外現地法人の売上比率をさらに分解した図表 2-38（右図）を見てみよう。中国や ASEAN 諸国で現地法人売上比率が急速に上昇している一方、NIEs 諸国においては現地法人売上比率が低位にとどまっており、生産コストの低い国への垂直的分業を志向した直接投資が進んだ結果、産業蓄積が進み、現地生産の比較優位が高まり、水平的分業を志向した直接投資も進展していることが示唆されている。

空洞化の影響

以上で整理したように、貿易コストや生産コスト要因によってのみならず、現地における産業蓄積の結果として現地生産のメリットが高まったことから空洞化がいつそう加速してきた。本節ではその影響を整理する。

初めにシンプルな例として、川上から川下まで日本で生産して海外に輸出していた製品の生産ラインを、全て海外現地に移転するケースを考える。このケースにおける日本経済への一次的な影響としては、輸出の減少と、直接投資による所得収支（第 1 次所得収支）の増加である。しかし図表 2-41 に示すように、この所得収支の増加は輸出の減少に伴う GDP ないし GNI の、あるいは経常収支の減少を相殺しない。なぜなら、

$$\text{輸出の付加価値} = \text{生産コスト（減価償却費＋人件費等）} + \text{企業利益}$$

であるのに対し、

$$\text{直接投資の所得収支} = \text{企業利益} \times (1 - \text{現地の法人税率}) - \text{送金コスト}$$

に過ぎないためである。そしてこれは他の形の空洞化、例えば輸出向けの生産ラインの全てではなく一部を海外移転するケースや、国内で生産・消費していた製品の生産ラインを海外に移転させて生産した製品を日本に逆輸入するケースも同様である。従って空洞化が日本経済に与える一次的な影響はマイナスである。

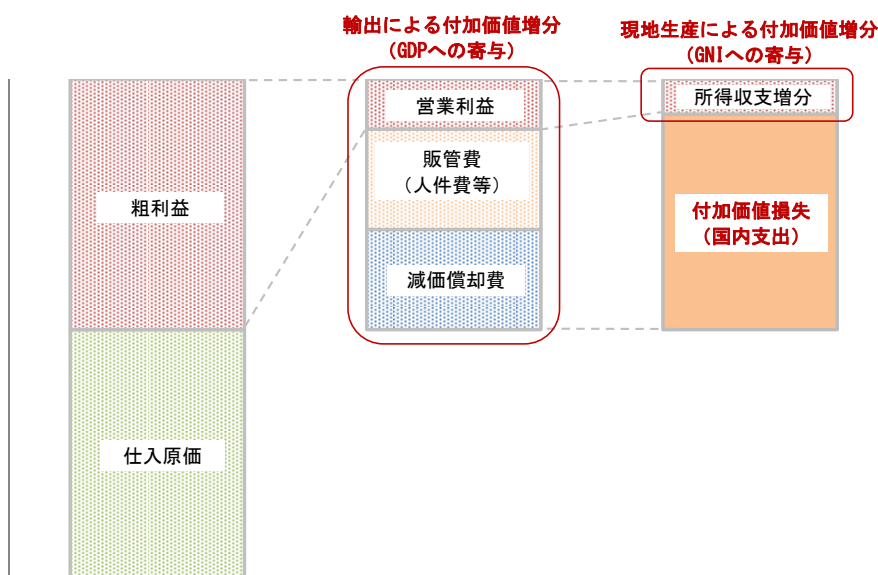
もともと、これは一次的な影響に過ぎない。空洞化によって利用されなくなった人材や設備投資原資が他のセクター、とりわけ生産性およびその成長率が高い産業移動すれば日本経済への影響はむしろプラスにもなりうる。桜・岩崎（2012）は、海外生産シフトにより発生する国内生産要素の再配分が円滑に進むことを前提として、理論的には下記のような経路を通じて国民所得が向上することを指摘している。利潤率の低い資本豊富国から利潤率の高い労働豊富国への生産シフトを考える古典的理論では、自国の雇用者報酬の減少を上回って企業収益が増加する（ただしこの前提として、海外生産シフトにより余剰となった労働力は、国内資本に結び

³³ 内閣府「平成 22 年度 年次経済財政報告」、2010 年。
http://www5.cao.go.jp/j-j/wp/wp-je10/pdf/10p03032_1.pdf

つく形で再配分される)。また、Helpman et al (2004)³⁴の理論をベースとしても、生産性の低い企業が生き残れず退出しても、そこで働いていた労働者がより生産性の高い企業に再雇用されることで、国民所得が改善する。

しかし桜・岩崎 (2012) が指摘するように、これらはあくまで部門間の労働移動が円滑に進むことが前提である。失業者の再就職に相応の時間を要することや、国内企業活動の資本集約が進む場合、労働市場においてスキルミスマッチが生じることから、雇用に悪影響が発生し、理論が示唆するような国民所得改善の恩恵を受けられない可能性がある。海外生産シフトが国内雇用に与える影響を調べた先行研究では、海外生産シフトが必ずしも空洞化をもたらすとは言えないとの実証分析結果を得られたものもあるが、他方で例えば経済産業省³⁵ (2011) の分析からは、日本企業の製造業部門における海外進出は常時従業者数を減少させるとの結果が得られている。もっとも、海外生産シフトそのものは、労働の再配分の円滑性を前提とすれば、利潤率や生産性の上昇を通じて国民所得を改善させうるものである。従って根本的な問題は労働の再配分の円滑化にあり、この点に鑑みると、労働集約的部門の外部化が進む中、海外生産の管理や経営企画、研究開発などの本社機能を担う人材の育成と、これらの部門における雇用吸収力の改善が重要な課題となる。

図表 2-41 空洞化に伴う付加価値損失の概念図



(出所) 大和総研

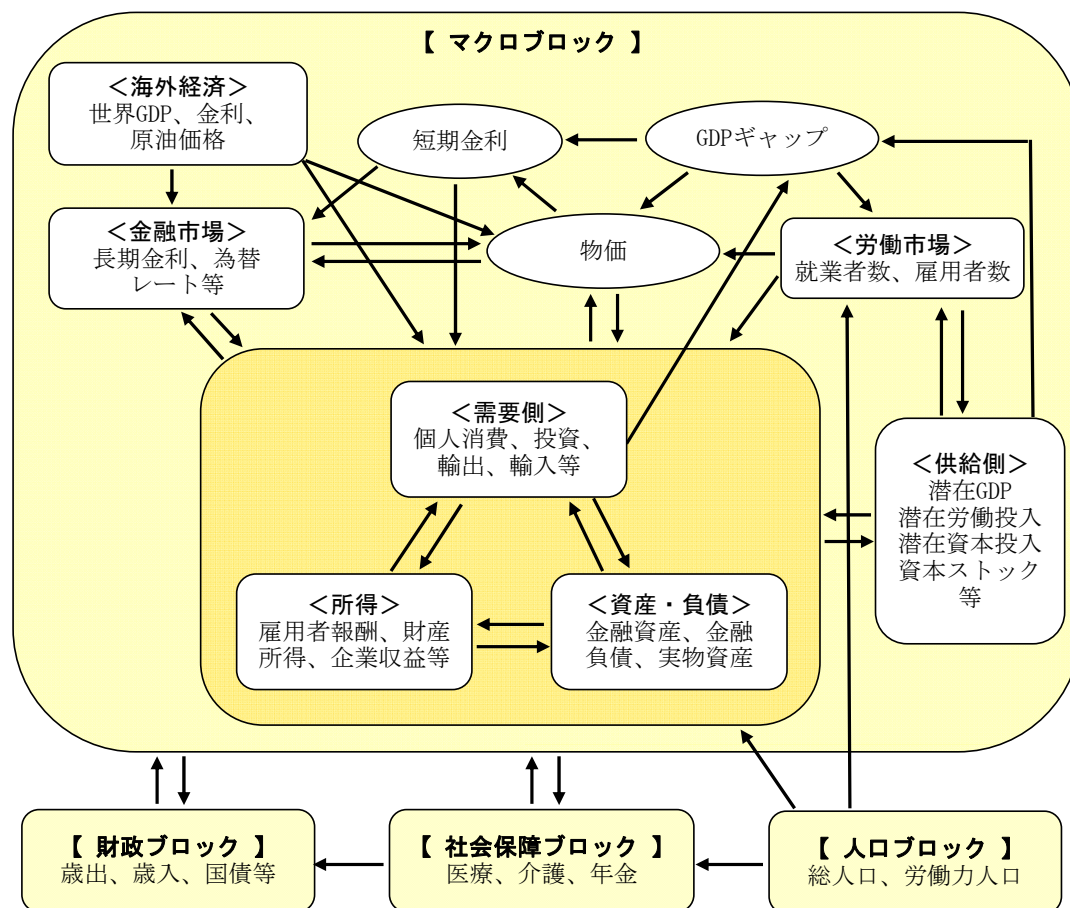
³⁴ Helpman, Elhanan, Marc J. Melitz, and Stephen R. Yeaple (2004) “Export versus FDI with heterogeneous firms,” *American Economic Review* 94(1), pp.300–316

³⁵ 経済産業省「海外進出が企業の生産、雇用等に与える影響」産業活動分析、2011年。
<http://www.meti.go.jp/statistics/toppage/report/bunseki/pdf/h23/h4a1106j4.pdf>

モデルの概説とシミュレーション

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。

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) 長期金利が 1%pt 上昇した場合、(4) 世界経済の成長率が 1%pt 低下した場合、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、各シナリオの影響は推計期間を通じて継続している。例えば、一度引き上げられた消費税率はその後同じ税率で推移し、輸入原油価格の 10%の上昇は標準シナリオの各年の見通しをそれぞれ 10%上昇させている。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▲0.20%、2 年目で▲0.28%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 0.20%下回り、2 年目では 0.08%pt 下回った（▲0.28%-▲0.20%）と解釈できる。金利や 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マイナス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、経済にマイナス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▲1.38%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（▲0.28%×5=▲1.40%）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	-0.20	-0.47	0.00	0.06	-0.35	0.34	0.00	-0.62	0.42	0.62	-0.07	-0.13
2年目	-0.28	-0.55	-0.34	0.07	-0.26	0.50	-0.01	-0.46	0.32	0.61	-0.10	-0.19
3年目	-0.36	-0.69	-0.68	-0.17	-0.04	0.64	0.00	-0.47	0.16	0.52	-0.12	-0.24
4年目	-0.44	-0.85	-0.90	-0.40	-0.01	0.77	0.05	-0.60	-0.07	0.37	-0.15	-0.29
5年目	-0.53	-1.00	-1.00	-0.50	-0.06	0.91	0.13	-0.78	-0.33	0.20	-0.19	-0.34
	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	0.02	0.08	0.73	-0.09	-0.05	0.09	0.34	0.33				
2年目	0.05	0.19	0.70	-0.15	-0.09	0.09	0.44	0.42				
3年目	0.07	0.37	0.62	-0.25	-0.14	0.12	0.44	0.40				
4年目	0.09	0.55	0.50	-0.32	-0.18	0.17	0.46	0.38				
5年目	0.11	0.70	0.36	-0.40	-0.23	0.23	0.48	0.36				

(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	0.02	0.01	0.00	-0.18	-0.09	-0.04	0.00	-0.30	-0.29	-0.31	0.01	0.01
2年目	-0.02	-0.07	0.29	-0.46	0.04	0.02	-0.01	-0.45	-0.41	-0.39	-0.01	-0.01
3年目	-0.08	-0.19	-0.07	-0.66	0.13	0.10	-0.01	-0.63	-0.52	-0.45	-0.04	-0.04
4年目	-0.15	-0.29	-0.39	-0.79	0.10	0.20	0.01	-0.71	-0.65	-0.50	-0.08	-0.08
5年目	-0.22	-0.38	-0.52	-0.92	0.06	0.29	0.05	-0.78	-0.80	-0.57	-0.12	-0.11
	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	0.00	-0.04	0.04	0.04	0.02	-0.31	-0.14	-0.13				
2年目	0.00	0.00	0.01	0.00	0.00	-0.38	-0.18	-0.18				
3年目	0.01	0.11	-0.04	-0.10	-0.05	-0.33	-0.19	-0.20				
4年目	0.02	0.23	-0.11	-0.16	-0.09	-0.28	-0.17	-0.19				
5年目	0.03	0.33	-0.19	-0.21	-0.12	-0.23	-0.16	-0.20				

(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) 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	-0.04	0.00	0.00	-0.44	-0.02	0.06	0.00	-0.16	-0.03	0.00	-0.01	-0.02
2年目	-0.29	-0.36	-1.49	-2.01	0.06	0.49	0.28	-0.99	-0.29	0.00	-0.11	-0.18
3年目	-0.57	-0.78	-2.91	-2.97	0.15	0.85	0.58	-1.46	-0.68	-0.11	-0.25	-0.32
4年目	-0.76	-1.23	-3.84	-3.30	0.18	1.03	0.89	-1.83	-1.06	-0.30	-0.38	-0.38
5年目	-0.98	-1.67	-4.52	-3.70	0.06	1.22	1.28	-2.30	-1.50	-0.53	-0.53	-0.46
	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	0.00	1.42	0.01	-0.01	1.00	-0.11	-0.35	-0.24				
2年目	0.04	2.37	0.01	-0.13	1.00	-0.23	-0.85	-0.53				
3年目	0.09	3.45	-0.04	-0.30	1.00	-0.08	-1.16	-0.58				
4年目	0.12	4.75	-0.17	-0.48	1.00	0.04	-1.35	-0.56				
5年目	0.14	5.72	-0.32	-0.61	1.00	0.15	-1.50	-0.55				

(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) 世界経済成長率1%ptの低下

(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	-0.99	-0.04	0.00	-3.37	-0.08	1.69	-6.19	-3.04	-1.01	-0.02	-0.35	-0.64
2年目	-0.59	-0.48	0.23	-1.65	0.58	0.89	-3.63	-2.85	-1.03	-0.44	-0.27	-0.33
3年目	-0.42	-0.65	-0.64	-0.56	0.10	0.51	-2.19	-1.93	-1.07	-0.66	-0.23	-0.19
4年目	-0.33	-0.59	-0.63	-0.24	-0.33	0.36	-1.37	-1.58	-1.08	-0.75	-0.20	-0.13
5年目	-0.28	-0.50	-0.28	-0.14	-0.45	0.27	-1.02	-1.40	-1.08	-0.80	-0.18	-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	0.12	0.42	0.05	-0.43	-0.24	-0.57	-0.42	-0.44				
2年目	0.15	0.71	-0.28	-0.49	-0.27	-0.12	-0.14	-0.23				
3年目	0.08	0.93	-0.50	-0.60	-0.34	-0.03	0.11	-0.07				
4年目	0.05	0.63	-0.61	-0.25	-0.14	0.15	0.25	0.03				
5年目	0.04	0.29	-0.67	-0.15	-0.08	0.10	0.22	-0.01				

(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

【経済構造分析レポート】

- 近藤智也・溝端幹雄・小林俊介・石橋未来・田中豪「日本経済中期予測（2015年2月）—デフレ脱却と財政再建、時間との戦い」2015年2月3日
- 田中豪「人手不足は本当に深刻なのか？—建設業の人手不足・男性の非正規化・雇用のミスマッチなど」2014年12月1日
- No. 29 石橋未来「大都市圏における在宅ケア普及のカギ—高齢者の孤立を防ぐため、「互助」関係を意図的に創設する」2014年9月30日
- 近藤智也「日本の労働市場の課題—成長戦略を妨げる人手・人材不足」2014年9月1日
- 溝端幹雄「希望をつないだ新成長戦略—改革メニューは示されたが雇用面で課題」2014年9月1日
- No. 28 石橋未来「産後の女性の就労継続を阻むもの—男女間の賃金格差は正と柔軟な労働環境の整備が求められる」2014年8月13日
- 近藤智也・溝端幹雄・小林俊介・石橋未来・神田慶司「日本経済中期予測（2014年8月）—日本の成長力と新たに直面する課題」2014年8月4日
- No. 27 溝端幹雄「希望をつないだ新成長戦略（下）—岩盤規制の改革は大きく進展、あとは実効性の担保」2014年6月27日
- No. 26 溝端幹雄「希望をつないだ新成長戦略（上）—改革メニューは示されたが雇用面で課題」2014年6月27日
- No. 25 石橋未来「拡充される混合診療について—それでも高額な保険外診療は患者の選択肢となりうるか」2014年6月20日
- No. 24 石橋未来「超高齢社会における介護問題—人材・サービス不足がもたらす「地域包括ケア」の落とし穴」2014年5月9日
- No. 23 溝端幹雄「成長戦略の効果を削ぎかねない隠れた要因—電子行政の徹底等による行政手続きの合理化が急務」2014年4月11日
- No. 22 石橋未来「英国の医療制度改革が示唆するもの—国民・患者が選択する医療へ」2014年3月27日
- No. 21 小林俊介「設備投資循環から探る世界の景気循環—期待利潤回復、不確実性低下、低金利の下で拡大局面へ」2014年2月6日
- No. 20 小林俊介「円安・海外好調でも輸出が伸びない5つの理由—過度の悲観は禁物。しかし短期と長期は慎重に。」2014年2月6日
- No. 19 小林俊介「今後10年間の為替レートの見通し—5年程度の円安期間を経て再び円高へ。3つの円高リスクに注意。」2014年2月6日
- 近藤智也・溝端幹雄・小林俊介・石橋未来・神田慶司「日本経済中期予測（2014年2月）—牽引役不在の世界経済で試される日本の改革への本気度」2014年2月5日
- 神田慶司「今春から本格化する社会保障制度改革—真の意味での社会保障・税一体改革の姿を示すべき」（2014年1月29日）

- 鈴木準・神田慶司「消費税増税と低所得者対策—求められる消費税の枠内にとどまらない制度設計」(2014年1月20日)
- 溝端幹雄「安倍政権の成長戦略の要点とその評価—三本目の矢は本当に効くのか？」(2014年1月20日)
- No. 18 石橋未来「診療報酬プラス改定後、効率化策に期待—持続可能な医療のためには大胆かつ積極的な効率化策が必要となろう」2014年1月15日
- No. 17 石橋未来「米国の医療保険制度について—国民皆保険制度の導入と、民間保険会社を活用した医療費抑制の試み」2013年12月16日
- 小林俊介「米国金融政策の変化が世界経済に与えるもの」2013年10月25日
- No. 16 小林俊介「日本は投資過小、中国は投資過剰」の落とし穴—事業活動の国際化に伴う空洞化が進む中「いざなぎみ越え」は困難か」2013年10月16日
- 神田慶司「これで社会保障制度改革は十分か—「木を見て森を見ず」とならないよう財政健全化と整合的な改革を」2013年10月11日
- 神田慶司「来春の消費税増税後の焦点—逆進性の問題にどう対処すべきか」2013年9月20日
- No. 15-1 小林俊介「QE3 縮小後の金利・為替・世界経済（前編）—シミュレーションに基づく定量的分析」2013年9月9日
- No. 15-2 小林俊介「QE3 縮小後の金利・為替・世界経済（後編）—グローバルマネーフローを中心とした定性的検証」2013年9月9日
- No. 14 石橋未来「超高齢社会医療の効率化を考える—IT 化を推進し予防・健診・相談を中心とした包括的な医療サービスへ」2013年8月15日
- No. 13 小林俊介「量的緩和・円安でデフレから脱却できるのか？—拡張ドーンブッシュモデルに基づいた構造 VAR 分析」2013年8月15日
- No. 12 溝端幹雄「成長戦略と骨太の方針をどう評価するか—新陳代謝と痛みを緩和する「質の高い市場制度」へ」2013年7月25日
- 鈴木準・近藤智也・溝端幹雄・神田慶司「超高齢日本の30年展望—持続可能な社会保障システムを目指し挑戦する日本—未来への責任」2013年5月14日
- No. 11 溝端幹雄「エネルギー政策と成長戦略—生産性を高める環境整備でエネルギー利用の効率化と多様化を」2013年2月6日
- No. 10 神田慶司「転換点を迎えた金融政策と円安が物価に与える影響—円安だけでインフレ目標を達成することは困難」2013年2月5日
- 近藤智也・溝端幹雄・神田慶司「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」2013年2月4日

レポートは弊社ホームページにてご覧頂けます。

URL : <http://www.dir.co.jp/>