

2016年2月3日 全120頁

日本経済中期予測（2016年2月）

— 世界の不透明感が増す中、成長と分配の好循環を探る —

経済調査部

近藤 智也¹ 溝端 幹雄²石橋 未来³ 濱田 真也⁴山口 茜⁵

[要約]

- 大和総研では日本経済中期予測を1年ぶりに改訂し、今後10年間（2016～2025年度）の成長率を、年率平均で名目+1.3%、実質+0.8%と予測する。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。引き続き、日銀による積極的な金融緩和が継続されると予測する。
- 世界経済の平均成長率は+3.2%を見込む。Fedは非常に緩やかなペースで引き締めを続けるとみられるが、特に予測期間前半には下振れリスクが多く、不確実性が高い。世界経済の動向次第ではFedの利上げ方針は調整を余儀なくされるだろう。また、原油安も波乱要因の一つである。
- 日本の設備投資は、付加価値の高い機械産業やサービス業においては、今後の設備投資が期待できそうだが、足元の製造業における高い不確実性は設備投資を抑制するだろう。研究開発投資による収益性の向上とイノベーションや政策等に伴う不確実要因を取り除く経済・社会制度の構築が、今後、日本で設備投資を増やすためには必要となる。
- 今後の超少子高齢化やマクロ経済環境の変化を踏まえると、消費は耐久財や家事関連、保健医療などで拡大するが、生鮮食品、被服履物、書籍では市場の縮小は避けられない。今後暫くは財産所得が消費を下支えするが、消費の底上げには、労働所得を高める成長戦略や雇用制度改革、世代間のバランスのとれた財政・社会保障改革などが急務。
- 足元の労働需給のひっ迫は非正規雇用で起きている。女性や高齢者には多様な就業形態を認める雇用制度、就業率の低い25～44歳の男性には技能訓練の再教育などの支援が必要。特に女性の高技能労働者の数は急速に増加。ただ時間当たり実質賃金は男性より低く、労働力不足の中でこれら女性を中心に賃金が上昇する可能性は十分にある。

¹ シニアエコノミスト

² 主任研究員

³ 研究員

⁴ 研究員

⁵ 研究員

目次

目次.....	2
予測のポイント.....	7
1. 今後 10 年の世界経済.....	8
(1) 世界経済見通し.....	8
(2) 世界貿易の成長は足元で減速.....	29
(3) 原油価格の想定.....	39
2. 今後 10 年の日本経済.....	43
(4) 日本経済見通しの概要.....	44
(5) 設備投資の今後の見通しと望ましい設備投資のあり方.....	51
(6) 貿易・サービス収支と経常収支.....	65
(7) 消費：超高齢社会で消費の増加は可能か？.....	70
(8) 世帯数がピークアウトするなかでの住宅市場の行方.....	79
(9) 所得・雇用：労働所得および財産所得の今後の見通し.....	83
(10) 人材不足が課題の「介護離職ゼロ」.....	101
(11) リスクシナリオを考える.....	110
(12) モデルの概説とシミュレーション.....	116

日本経済中期予測（2016年2月）

年度	実績		予測期間 2016-2025	予測期間	
	2006-2010	2011-2015		2016-2020	2021-2025
実質GDP(前年比、%)	0.2	0.7	0.8	0.9	0.8
民間最終消費支出	0.5	0.5	0.4	0.6	0.2
民間設備投資	-1.7	1.8	1.9	2.5	1.2
民間住宅投資	-7.3	1.7	-0.9	-0.7	-1.1
公的固定資本形成	-3.0	0.7	0.4	-0.1	0.8
政府最終消費	1.2	1.0	1.5	1.1	1.8
財貨・サービス輸出	2.5	2.5	3.2	3.4	3.0
財貨・サービス輸入	0.2	4.0	2.4	2.6	2.2
名目GDP(前年比、%)	-1.0	0.9	1.3	1.3	1.2
GDPデフレーター(前年比、%)	-1.2	0.2	0.4	0.5	0.3
国内企業物価(前年比、%)	0.5	0.5	0.9	0.8	1.0
消費者物価(前年比、%)	-0.1	0.8	1.1	1.1	1.0
コールレート(%)	0.3	0.1	0.0	0.0	0.0
10年国債利回り(%)	1.5	0.7	0.7	0.5	0.9
円ドルレート(¥/\$)	102.0	98.6	115.3	118.6	112.0
経常収支(名目GDP比、%)	3.7	1.6	2.9	3.1	2.7
名目雇用者報酬(前年比、%)	-0.8	0.9	1.0	1.1	0.9
失業率(%)	4.4	3.9	3.3	3.4	3.1
労働分配率(雇用者報酬の国民所得比、%)	69.2	69.5	69.2	69.9	68.5
中央・地方政府 財政収支(名目GDP比、%)	-5.4	-6.9	-3.6	-3.9	-3.4
基礎的財政収支(名目GDP比、%)	-3.9	-5.2	-2.7	-2.9	-2.5
中央・地方政府債務残高(名目GDP比、%)	193.8	239.1	252.1	249.8	254.2

(注) 期間平均値。2015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	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
名目GDP(兆円)	480.5	474.2	474.4	482.4	489.6	501.6	507.8	513.7	520.0	527.8	536.2	544.5	551.7	557.2	562.4	568.1
(前年比%)	1.4	-1.3	0.0	1.7	1.5	2.4	1.2	1.2	1.2	1.5	1.6	1.5	1.3	1.0	0.9	1.0
名目GNI(兆円)	493.8	488.9	489.8	500.4	510.7	525.9	532.0	535.9	543.0	551.0	559.7	568.2	575.4	580.5	585.8	591.4
(前年比%)	1.4	-1.0	0.2	2.2	2.1	3.0	1.2	0.7	1.3	1.5	1.6	1.5	1.3	0.9	0.9	1.0
実質GDP(2005年連鎖価格 兆円)	512.7	514.7	519.5	529.8	524.7	530.2	533.9	535.1	540.3	546.5	553.2	559.7	565.1	568.5	572.2	576.2
(前年比%)	3.5	0.4	0.9	2.0	-1.0	1.1	0.7	0.2	1.0	1.2	1.2	1.2	1.0	0.6	0.7	0.7
内需寄与度	2.6	1.4	1.7	2.5	-1.6	1.0	0.7	-0.1	1.0	1.0	1.1	1.1	0.8	0.5	0.5	0.5
外需寄与度	0.9	-1.0	-0.8	-0.5	0.6	0.4	0.0	0.3	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2
一人当たり実質GDP(2005年連鎖価格 百万円)	4.0	4.0	4.1	4.2	4.1	4.2	4.2	4.2	4.3	4.4	4.4	4.5	4.6	4.6	4.7	4.7
(前年比%)	3.1	0.5	1.2	2.1	-0.8	1.2	0.9	0.5	1.3	1.5	1.6	1.6	1.4	1.0	1.1	1.2
実質GDI(2005年連鎖価格 兆円)	500.4	496.2	500.6	507.8	503.0	514.2	518.0	517.8	521.4	526.0	530.6	535.4	539.2	541.4	543.3	545.7
(前年比%)	2.5	-0.8	0.9	1.4	-1.0	2.2	0.7	0.0	0.7	0.9	0.9	0.9	0.7	0.4	0.4	0.4
鉱工業生産(2010=100)	99.4	98.7	95.8	98.9	98.5	98.3	98.4	97.5	98.2	99.2	100.4	101.5	102.2	102.1	102.1	102.2
(前年比%)	8.8	-0.7	-3.0	3.3	-0.5	-0.2	0.1	-0.9	0.7	1.0	1.2	1.1	0.7	-0.1	0.0	0.1
国内企業物価(2010=100)	100.2	101.6	100.5	102.4	105.3	102.7	101.5	103.9	104.7	105.8	106.9	107.9	109.0	110.1	111.3	112.5
(前年比%)	0.4	1.3	-1.0	1.8	2.8	-2.5	-1.1	2.4	0.7	1.0	1.1	0.9	1.0	1.0	1.1	1.1
消費者物価(2010=100)	99.9	99.8	99.5	100.4	103.4	104.1	105.0	106.9	107.9	109.0	110.1	111.3	112.4	113.5	114.5	115.6
(前年比%)	-0.4	-0.1	-0.3	0.9	3.0	0.7	0.8	1.9	0.9	1.0	1.1	1.0	1.0	1.0	0.9	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(%)	1.1	1.0	0.8	0.7	0.5	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6	0.7	0.8	0.9	0.9	1.0
為替レート(¥/US\$)	86	79	83	100	110	121	119	120	120	118	116	114	113	112	111	110
(¥/EURO)	113	109	107	134	139	134	128	127	127	126	126	125	125	124	123	122
経常収支(兆円)	16.9	7.9	4.5	0.8	7.9	17.3	17.7	16.4	16.2	16.0	15.5	15.4	15.2	14.6	14.3	14.6
(名目GDP比%)	3.5	1.7	1.0	0.2	1.6	3.4	3.5	3.2	3.1	3.0	2.9	2.8	2.7	2.6	2.5	2.6
労働力人口(万人)	6,630	6,578	6,555	6,578	6,593	6,587	6,582	6,575	6,568	6,559	6,550	6,540	6,531	6,521	6,511	6,502
(前年比%)	-0.2	-0.8	-0.3	0.3	0.2	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
就業者数(万人)	6,301	6,280	6,275	6,322	6,360	6,399	6,401	6,384	6,380	6,373	6,372	6,370	6,363	6,353	6,342	6,332
(前年比%)	0.0	-0.3	-0.1	0.7	0.6	0.6	0.0	-0.3	-0.1	-0.1	0.0	0.0	-0.1	-0.2	-0.2	-0.2
雇用者数(万人)	5,508	5,501	5,511	5,564	5,608	5,642	5,656	5,652	5,659	5,663	5,674	5,683	5,689	5,691	5,692	5,694
(前年比%)	0.4	-0.1	0.2	1.0	0.8	0.6	0.2	-0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.1	0.0	0.0	0.0
失業者数(万人)	328	298	280	256	233	225	217	227	224	222	214	207	203	204	206	206
失業率(%)	5.0	4.5	4.3	3.9	3.5	3.4	3.3	3.5	3.4	3.4	3.3	3.2	3.1	3.1	3.2	3.2
名目雇用者報酬(兆円)	244	246	246	248	252	255	258	261	264	267	270	273	275	277	280	282
(前年比%)	0.4	0.7	0.1	0.8	1.9	1.2	1.2	0.9	1.1	1.2	1.4	0.9	0.8	0.9	0.9	0.8
名目家計可処分所得(兆円)	287	288	286	287	289	292	292	295	298	300	303	305	306	309	312	314
(前年比%)	-0.2	0.2	-0.6	0.3	0.7	1.0	0.2	0.8	1.1	0.6	1.1	0.7	0.4	1.0	0.8	0.6
労働分配率(%)	69.2	70.3	70.0	69.0	69.3	69.0	70.2	70.8	69.9	69.5	69.2	68.6	68.4	68.5	68.6	68.6
家計貯蓄率(%)	2.5	2.2	1.0	-1.3	0.1	0.7	-1.0	-1.0	-0.9	-1.4	-1.6	-1.9	-2.3	-1.9	-1.7	-1.6
中央・地方政府 財政収支(兆円)	-40.0	-40.9	-37.4	-34.9	-28.2	-24.8	-24.1	-22.5	-19.7	-17.8	-17.1	-16.7	-17.3	-19.0	-20.6	-21.6
(名目GDP比%)	-8.3	-8.6	-7.9	-7.2	-5.8	-4.9	-4.7	-4.4	-3.8	-3.4	-3.2	-3.1	-3.1	-3.4	-3.7	-3.8
同基礎的財政収支(名目GDP比%)	-6.6	-6.8	-6.0	-5.5	-4.1	-3.6	-3.5	-3.3	-2.8	-2.5	-2.3	-2.2	-2.3	-2.5	-2.7	-2.7
中央・地方政府 債務残高(兆円)	1,029	1,079	1,128	1,162	1,196	1,225	1,253	1,280	1,304	1,326	1,347	1,368	1,390	1,414	1,439	1,465
(名目GDP比%)	214.1	227.7	237.9	240.9	244.4	244.3	246.8	249.1	250.7	251.2	251.2	251.3	252.0	253.7	255.8	257.9
中央・地方政府 純債務残高(兆円)	728	777	797	796	838	852	878	899	919	939	958	977	995	1,015	1,037	1,060
(名目GDP比%)	151.5	163.9	168.1	165.0	171.2	169.8	173.0	175.0	176.7	177.9	178.7	179.4	180.4	182.2	184.4	186.6

(注) 2014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	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
名目GDP	480.5	474.2	474.4	482.4	489.6	501.6	507.8	513.7	520.0	527.8	536.2	544.5	551.7	557.2	562.4	568.1
(前年比%)	1.4	-1.3	0.0	1.7	1.5	2.4	1.2	1.2	1.2	1.5	1.6	1.5	1.3	1.0	0.9	1.0
国内需要	475.9	480.2	484.6	498.4	501.0	506.3	512.0	517.4	524.6	532.9	542.1	550.8	558.2	564.0	569.6	574.9
(前年比%)	1.3	0.9	0.9	2.8	0.5	1.1	1.1	1.1	1.4	1.6	1.7	1.6	1.3	1.0	1.0	0.9
民間最終消費	284.5	286.4	288.4	295.7	293.2	294.1	299.8	302.4	305.3	308.8	312.7	315.8	318.2	320.3	322.3	324.0
(前年比%)	0.1	0.7	0.7	2.5	-0.8	0.3	1.9	0.9	0.9	1.1	1.3	1.0	0.7	0.7	0.6	0.5
民間住宅投資	12.9	13.4	14.1	15.8	14.4	15.0	15.9	14.9	15.0	15.2	15.3	15.3	15.2	15.1	15.1	15.1
(前年比%)	2.3	3.7	5.1	12.0	-8.5	3.9	6.1	-6.2	0.5	1.4	0.8	0.0	-0.8	-0.5	-0.2	-0.4
民間設備投資	61.9	64.3	64.8	67.4	68.4	68.5	71.0	71.0	73.0	76.1	78.9	81.6	83.8	84.8	86.0	87.3
(前年比%)	2.0	3.8	0.7	3.9	1.6	0.2	3.6	0.0	2.8	4.2	3.6	3.5	2.6	1.2	1.4	1.6
民間在庫増減	-0.3	-1.4	-1.1	-2.8	0.2	4.0	-1.2	-0.1	0.7	0.1	0.3	0.3	0.3	0.2	-0.1	-0.1
政府最終消費	95.5	96.6	97.5	98.8	101.0	101.3	102.6	104.8	106.3	108.4	110.4	112.7	115.2	117.6	119.8	121.7
(前年比%)	1.4	1.2	0.8	1.4	2.2	0.3	1.3	2.1	1.5	2.0	1.8	2.1	2.3	2.1	1.9	1.6
公的固定資本形成	21.3	20.8	21.0	23.6	23.7	23.3	23.7	24.2	24.2	24.1	24.5	24.9	25.3	25.9	26.4	26.9
(前年比%)	-6.5	-2.6	0.8	12.4	0.4	-1.6	1.6	2.4	0.0	-0.3	1.6	1.7	1.6	2.2	2.0	1.6
公的在庫増減	-0.1	0.1	0.0	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
財貨・サービス輸出	74.1	71.2	70.6	80.0	88.4	89.9	90.9	93.9	97.5	101.2	105.8	110.2	113.9	116.1	119.3	123.0
(前年比%)	14.8	-3.9	-0.9	13.3	10.5	1.8	1.1	3.3	3.9	3.7	4.6	4.1	3.4	1.9	2.7	3.1
財貨・サービス輸入	69.5	77.3	80.8	95.9	99.7	94.6	95.1	97.5	102.1	106.2	111.8	116.6	120.4	122.9	126.4	129.8
(前年比%)	15.5	11.2	4.5	18.8	3.9	-5.1	0.5	2.6	4.7	4.0	5.2	4.3	3.3	2.1	2.8	2.6

実質国内総支出(2005年連鎖価格、兆円)

年度	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
実質GDP	512.7	514.7	519.5	529.8	524.7	530.2	533.9	535.1	540.3	546.5	553.2	559.7	565.1	568.5	572.2	576.2
(前年比%)	3.5	0.4	0.9	2.0	-1.0	1.1	0.7	0.2	1.0	1.2	1.2	1.2	1.0	0.6	0.7	0.7
国内需要	495.0	502.0	510.6	523.0	515.0	520.1	523.6	523.0	527.9	533.4	539.3	545.1	549.6	552.2	554.8	557.3
(前年比%)	2.7	1.4	1.7	2.4	-1.5	1.0	0.7	-0.1	0.9	1.0	1.1	1.1	0.8	0.5	0.5	0.5
民間最終消費	299.7	304.0	309.2	316.2	307.1	307.5	312.3	310.7	312.2	314.1	316.1	317.4	318.0	318.4	318.8	319.2
(前年比%)	1.6	1.4	1.7	2.3	-2.9	0.1	1.6	-0.5	0.5	0.6	0.6	0.4	0.2	0.1	0.1	0.1
民間住宅投資	12.5	12.9	13.7	14.9	13.1	13.7	14.4	13.2	13.1	13.2	13.2	13.1	12.9	12.7	12.6	12.5
(前年比%)	2.2	3.2	5.7	8.8	-11.7	3.9	5.2	-8.4	-0.3	0.5	-0.1	-0.7	-1.4	-1.2	-1.0	-1.2
民間設備投資	64.9	68.0	68.6	70.7	70.7	70.8	73.4	73.4	75.1	77.8	80.1	82.3	83.9	84.2	84.6	85.2
(前年比%)	3.8	4.8	0.9	3.0	0.1	0.1	3.6	0.0	2.4	3.6	2.9	2.8	1.8	0.4	0.5	0.7
民間在庫増減	0.0	-1.3	-1.0	-2.6	0.2	3.9	-1.1	0.0	0.7	0.1	0.3	0.4	0.3	0.2	-0.1	-0.1
政府最終消費	97.9	99.1	100.6	102.2	102.3	102.8	103.1	104.3	105.5	107.3	108.8	110.9	113.3	115.4	117.3	118.9
(前年比%)	2.0	1.2	1.5	1.6	0.1	0.5	0.3	1.2	1.2	1.7	1.4	1.9	2.2	1.8	1.6	1.4
公的固定資本形成	20.7	20.1	20.3	22.4	21.8	21.5	21.8	21.8	21.6	21.3	21.4	21.5	21.7	21.9	22.2	22.3
(前年比%)	-6.4	-3.2	1.0	10.3	-2.6	-1.4	1.7	0.0	-1.0	-1.3	0.4	0.7	0.7	1.1	1.0	0.5
公的在庫増減	-0.1	0.0	0.0	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
財貨・サービス輸出	83.9	82.6	81.4	85.0	91.7	94.8	96.6	99.3	103.0	107.0	112.1	116.8	120.7	122.9	126.2	130.1
(前年比%)	17.5	-1.6	-1.4	4.4	7.8	3.4	1.8	2.8	3.7	3.9	4.8	4.2	3.3	1.9	2.7	3.1
財貨・サービス輸入	66.8	70.3	72.9	77.7	80.3	81.2	82.5	83.3	86.2	89.0	92.5	95.8	98.2	99.4	101.1	103.0
(前年比%)	12.0	5.4	3.6	6.7	3.3	1.0	1.6	0.9	3.5	3.2	4.0	3.5	2.5	1.3	1.7	1.9

デフレーター(2005年連鎖価格)

年度	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
GDPデフレーター	93.7	92.1	91.3	91.1	93.3	94.6	95.1	96.0	96.3	96.6	96.9	97.3	97.6	98.0	98.3	98.6
(前年比%)	-2.0	-1.7	-0.9	-0.3	2.5	1.4	0.5	1.0	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3
国内需要	96.1	95.7	94.9	95.3	97.3	97.3	97.8	98.9	99.4	99.9	100.5	101.0	101.6	102.1	102.7	103.2
(前年比%)	-1.3	-0.5	-0.8	0.4	2.1	0.0	0.5	1.2	0.5	0.5	0.6	0.5	0.5	0.6	0.5	0.5
民間最終消費	94.9	94.2	93.3	93.5	95.5	95.7	96.0	97.4	97.8	98.3	98.9	99.5	100.1	100.6	101.1	101.5
(前年比%)	-1.5	-0.7	-1.0	0.3	2.1	0.2	0.4	1.4	0.4	0.5	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5	0.4
民間住宅投資	103.2	103.7	103.1	106.0	109.9	109.8	110.8	113.5	114.4	115.3	116.4	117.2	117.9	118.9	119.8	120.7
(前年比%)	0.2	0.5	-0.6	2.9	3.6	-0.1	0.9	2.5	0.7	0.9	0.9	0.7	0.6	0.8	0.8	0.8
民間設備投資	95.5	94.6	94.4	95.3	96.7	96.8	96.8	96.8	97.2	97.8	98.4	99.1	99.9	100.7	101.6	102.5
(前年比%)	-1.7	-0.9	-0.2	1.0	1.5	0.1	0.0	0.0	0.4	0.6	0.6	0.7	0.8	0.8	0.9	0.9
政府最終消費	97.6	97.6	96.9	96.7	98.7	98.5	99.5	100.4	100.7	101.0	101.4	101.6	101.7	101.9	102.1	102.3
(前年比%)	-0.6	0.0	-0.7	-0.2	2.0	-0.2	1.1	0.9	0.3	0.3	0.4	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
公的固定資本形成	103.1	103.7	103.5	105.4	108.7	108.5	108.4	111.0	112.2	113.3	114.7	115.7	116.8	118.0	119.3	120.5
(前年比%)	-0.1	0.7	-0.2	1.9	3.1	-0.1	-0.1	2.4	1.0	1.0	1.2	0.9	0.9	1.0	1.1	1.1
財貨・サービス輸出	88.3	86.2	86.7	94.1	96.4	96.9	96.2	96.6	96.8	96.6	96.5	96.5	96.5	96.6	96.6	96.6
(前年比%)	-2.4	-2.4	0.6	8.5	2.4	0.5	-0.8	0.5	0.2	-0.2	-0.1	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0
財貨・サービス輸入	104.1	109.9	110.9	123.4	124.1	116.5	115.2	117.1	118.5	119.4	120.8	121.7	122.7	123.6	125.0	126.0
(前年比%)	3.1	5.5	0.9	11.3	0.6	-6.1	-1.1	1.6	1.2	0.8	1.2	0.8	0.8	0.8	1.1	0.8

(注) 2014年度までは実績。

(出所) 大和総研作成

供給・資産

年度	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
潜在GDP(2005年連鎖価格 兆円)	528.2	526.3	531.0	534.8	525.9	528.8	531.2	532.3	535.4	539.0	543.3	547.9	552.4	556.2	560.0	563.5
(前年比%)	1.5	-0.4	0.9	0.7	-1.7	0.6	0.5	0.2	0.6	0.7	0.8	0.9	0.8	0.7	0.7	0.6
労働生産性(時間当たり 円)	4,467	4,489	4,551	4,619	4,557	4,594	4,632	4,667	4,712	4,767	4,821	4,875	4,924	4,962	5,005	5,047
(前年比%)	2.9	0.5	1.4	1.5	-1.3	0.8	0.8	0.8	1.0	1.2	1.1	1.1	1.0	0.8	0.8	0.9
総実労働時間(年間一人当たり 時間)	1,780	1,782	1,772	1,769	1,765	1,762	1,759	1,755	1,756	1,757	1,759	1,761	1,762	1,762	1,762	1,762
(前年比%)	0.7	0.1	-0.5	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.3	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
労働力率(%)	59.7	59.2	59.1	59.3	59.5	59.5	59.5	59.5	59.5	59.6	59.7	59.8	59.9	60.0	60.1	60.3
企業部門・純資本ストック(2000年価格 兆円)	1,036	1,034	1,033	1,032	1,031	1,030	1,031	1,031	1,032	1,035	1,040	1,045	1,051	1,056	1,061	1,065
(前年比%)	-0.4	-0.2	-0.2	0.0	-0.1	-0.1	0.1	0.0	0.1	0.3	0.4	0.5	0.6	0.5	0.4	0.4
家計金融資産(兆円)	1,511	1,521	1,589	1,642	1,665	1,701	1,707	1,718	1,729	1,741	1,753	1,766	1,777	1,788	1,799	1,813
(対名目GDP比%)	314	321	335	340	340	339	336	334	333	330	327	324	322	321	320	319
対外資産(兆円)	604	649	760	910	765	811	820	839	851	858	862	869	876	882	888	893
(対名目GDP比%)	126	137	160	189	156	162	162	163	164	162	161	160	159	158	158	157
対外純資産(兆円)	258	273	303	335	275	306	313	325	334	339	342	346	351	356	359	363
(対名目GDP比%)	53.8	57.6	64.0	69.5	56.1	61.1	61.6	63.3	64.3	64.2	63.8	63.6	63.7	63.9	63.9	63.9
東証株価指数(TOPIX)	885	792	811	1,188	1,326	1,541	1,515	1,546	1,571	1,611	1,659	1,707	1,744	1,764	1,780	1,801
(前年比%)	-2.2	-10.5	2.3	46.6	11.6	16.2	-1.7	2.0	1.6	2.6	3.0	2.9	2.2	1.1	0.9	1.2
全国地価指数(全用途、2000年=100)	56.2	54.1	52.4	51.3	50.7	50.3	50.7	49.9	49.8	49.9	49.8	50.3	50.6	50.9	51.2	51.4
(前年比%)	-4.4	-3.7	-3.1	-2.1	-1.2	-0.8	0.7	-1.4	-0.2	0.2	-0.3	1.0	0.7	0.5	0.6	0.4

前提条件

年度	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
全世界成長率(購買力平価、前年比%)	5.1	4.0	3.4	3.3	3.3	3.0	3.1	3.3	3.3	3.3	3.4	3.4	3.3	3.2	3.2	3.2
原油価格(WTI、US\$/BBL)	83.4	97.3	92.1	99.0	80.5	45.3	38.0	42.0	45.0	50.0	55.0	58.0	61.0	65.0	70.0	75.0
(前年比%)	17.9	16.7	-5.4	7.6	-18.7	-43.7	-16.1	10.5	7.1	11.1	10.0	5.5	5.2	6.6	7.7	7.1
総人口(100万人)	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	122.3
(前年比%)	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	-0.5
15歳-64歳(100万人)	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	70.7
65歳以上(100万人)	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	37.1
65歳以上人口比率(%)	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	30.3
消費税率(%)	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	10.0
法人実効税率(%)	39.5	39.5	37.0	37.0	34.6	32.1	30.0	30.0	29.7	29.7	29.7	29.7	29.7	29.7	29.7	29.7
厚生年金保険料率(%)	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	18.3

(注) 2014年度までは実績。

(出所) 大和総研作成

予測のポイント

① 今後 10 年の世界経済

- ・ 今後 10 年間（2016～25 年）の世界経済の平均成長率は 3.2%と予測する。ただし、予測期間前半には下振れリスクが多いとみられる。
- ・ 米国経済は今後 10 年間で平均 2.2%、欧州経済を平均 1.4%と見込む一方、中国経済は平均 6.2%と緩やかに減速していくと想定するが、様々なリスクを内包している。
- ・ 2015 年末に利上げを開始した Fed は、非常に緩やかなペースで引き締めを続けるだろう。ただ、世界経済の動向次第では Fed の利上げ方針は調整を余儀なくされる可能性がある。
- ・ 予測期間中の原油価格は緩やかな上昇を見込むが、予測最終期間でも 75 ドル程度にとどまる。原油安は産油国の経済を圧迫するなど、当面は世界経済を翻弄する要因である。

② 日本経済の見通し

- ・ 今後 10 年間（2016～2025 年度）の成長率を、年率平均で名目+1.3%、実質+0.8%と予測する。予測期間前半において原油安や低金利・円安などの要因が下支えするほか、2020 年に開催される東京オリンピック・パラリンピックに向けて底堅い成長が見込まれる。ただ、予測期間後半には前半の好材料が剥落し、民需の成長は鈍化しよう。

③ 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。引き続き、日銀による積極的な金融緩和が継続されると予測する。

④ 為替レートの見通し

- ・ 日米の金融政策の方向性の違いは、当面、為替レートに円安圧力をもたらすだろう。
- ・ 予測期間後半にかけて円高方向に振れると想定するが、上昇幅は限定的と見込む。

⑤ 設備投資の見通し

- ・ 更新投資の増加や収益性の低迷等により全体の資本ストックは伸び悩むが、業種毎で見ると収益環境にはばらつきがあり、付加価値の高い機械産業やサービス業においては、今後の設備投資が期待できそうだ。ただし、足元の製造業の不確実性は高いままである。
- ・ 日本のような先進国で設備投資を増やすには、研究開発投資による収益性の向上とイノベーションや政策等に伴う不確実要因を取り除く経済・社会制度が必要となる。

⑥ 消費の見通し

- ・ 労働所得が伸び悩む中、家計は消費を増やしている。今後の超少子高齢化やマクロ経済環境の変化を踏まえると、消費は耐久財や調理食品、家事関連、保健医療などで拡大するが、生鮮食品や外食、被服履物の一部、書籍では市場の縮小は避けられないだろう。
- ・ 今後暫くは財産所得が消費を下支えするが、消費の底上げには、労働所得を高める成長戦略や雇用制度改革、世代間のバランスのとれた財政・社会保障改革などが急務だろう。

⑦ 雇用・所得の見通し

- ・ 労働需給のひっ迫は非正規雇用で起きている。女性や高齢者には多様な就業形態を認める雇用制度、就業率の低い 25 ～ 44 歳の男性には技能訓練の再教育などの支援が必要。
- ・ 高技能労働者、特に女性の大学・大学院卒の労働者数は急速に増加。時間当たり実質賃金も伸びるが男性の水準より低く、これら女性を中心に賃金上昇の可能性は十分ある。

⑧ 人材不足が課題の「介護離職ゼロ」

- ・ 介護人材不足の問題が解消されなくては施設増強も困難。外国人労働者の受け入れ拡大のほか、例えばスウェーデンのアンダーナースのような既存人材の有効な活用など社会サービスの強化により、超高齢社会における「介護離職ゼロ」の実現が求められるべきであろう。

1. 今後 10 年の世界経済

<要約>

ポイント：前提となる世界経済の行方には、不確実性が高い

- ・ 今後 10 年間（2016～25 年）の世界経済の平均成長率は 3.2%と予測する。但し、予測期間前半には下振れリスクが多いとみられる。
- ・ 米国経済は今後 10 年間で平均 2.2%、欧州経済を平均 1.4%と見込む一方、中国経済は平均 6.2%と緩やかに減速していくと想定するが、様々なリスクを内包している。
- ・ 米国の場合、雇用環境の改善を背景に個人消費は底堅く推移するだろう。だが、企業活動は、ドル高や原油安、世界経済の変調などを受けて、慎重な対応が続くとみられる。
- ・ 2015 年末に利上げを開始した Fed は、非常に緩やかなペースで引き締めを続けるだろう。ただ、世界経済の動向次第では、Fed の利上げ方針は調整を余儀なくされる可能性がある。
- ・ 欧州では、ECB による追加緩和が景気を下支えするだろう。大量の難民問題は短期的には成長を押し上げるが、中長期的には、社会的コストが膨らむことからマイナスにもなるリスク要因である。
- ・ 予測期間中の原油価格は緩やかな上昇を見込むが、予測最終期間でも 75 ドル程度にとどまる。原油安は産油国の経済を圧迫するなど、当面は世界経済を翻弄する要因である。

(1) 世界経済見通し

①不透明感が高まる世界経済

2015 年を振り返る

リーマン・ショック後の世界の震源地となったギリシャを巡る情勢は 2013～14 年と落ち着いたが、2015 年 1 月末のギリシャ総選挙で反緊縮を掲げたチプラス政権が誕生したことから、再び混乱の火種になった。新政権はそれまでの EU や IMF との支援の枠組みを見直すように求めたが、EU 側との交渉は難航し、ギリシャのデフォルト・ユーロ圏からの離脱の可能性が高まった。紆余曲折の末に 3 度目の金融支援がまとまり、約半年にわたった混迷劇は幕を閉じた。

日銀や Fed から周回遅れで量的緩和 (QE) に踏み切った ECB は、一部ではあるが、他の中央銀行が採用しなかったマイナス金利の導入という思い切った手を打っている。通貨高を阻止し、資金を滞留させずに融資に結びつくよう景気浮揚効果が期待されており、実際、欧州では家計・企業向けの民間貸出は増加傾向にある。一方、中東や北アフリカから押し寄せる大量の難民の流入は、欧州各国の単純な負担増だけでなく、社会不安や域内の対立を引き起こし、一つの欧州という理念に亀裂を生じさせる恐れがある。また、欧州で最も好調なドイツを代表する企業の不祥事発覚はブランドイメージを傷つけた。

ギリシャ問題が一定の解決に向かっているなか、年央からは中国経済の動向に注目が集まった。中国の株式市場は、他の市場が 2015 年春頃から頭打ち状態になる局面でも高騰し続けたが、6 月に入ると一転して大幅な下落に転じた。中国当局の繰り出す形振り構わぬ対策によって下げ止まったものの、8 月の中国人民銀行の実質的な元切り下げ発表を受けて、再び大幅に下落した。

これは、行きすぎたバブルの調整にとどまらず、中国経済そのものに対する懸念が強まったことに他ならない。習近平指導部は2015年の経済成長目標を7%程度と掲げ、年前半は7.0%と目標をクリアしたが、Q3は6.9%、Q4は6.8%と緩やかに鈍化し、2015年全体では6.9%と25年ぶりの低成長となった。ただ、市場は様々な経済指標から景気の実態はもっと悪いのではないかと疑念を抱き、中国経済の減速が世界全体に及ぼす悪影響が警戒されている。その影響は、これまで中国の旺盛な需要に依存してきた原材料や資本財、消費財などを生産する世界の広範囲な企業に広がっている。例えば、2014年秋以降急落した原油等の商品価格は低迷したままであり、一次産品の輸出に依存する資源国の景気の重石になっている。

中国政府が公表した数字をみると、2015年の製造業を含む第二次産業の名目GDP成長率は実質の伸びを大きく下回っている（直近Q4は実質で前年比6.1%増に対して名目は0.2%増にすぎない）。これはデフレ状態であり、過剰な設備を抱える中国の製造業が価格を大幅に引き下げて出荷していることを示唆する。中国企業が国内だけでなく、海外への輸出でも活路を見出そうとすれば、世界各国の企業は一段と激しい競争に晒されることになる。

一方で、中国の旺盛な消費力は国内にとどまらず、海外に及んでいる。いわゆる中国人観光客による“爆買い”であり、消費増税後、個人消費が伸び悩む日本にとって、インバウンド消費（最大の担い手は中国人）は数少ない明るい材料である。中国人観光客に期待する事情は欧米も同じであり、ビザ要件の緩和や環境整備など観光客誘致に躍起になっている。

そして、2015年最後のイベントは、相対的に堅調さを維持してきた米国の金融政策変更であり、Fedは2015年12月に7年ぶりに事実上のゼロ金利を解除して、リーマン・ショック以来の超金融緩和状態からの出口戦略へ舵を切った。Fedとしては、2012年9月の時点からメンバーの多数意見として2015年中の利上げ開始を一貫して表明し続け、仮に利上げに踏み切っても過去よりも緩やかなペースで引き上げていく方針を再三にわたって示してきた。

だが、米国のゼロ金利解除前後から、新興国市場からの資金流出懸念、そして中国経済の減速及び先行きに対する過度に悲観的な見方、それが供給過剰と相俟って一段の原油安を誘発し、エネルギーセクターや資源国経済の下押し圧力になっている。企業の業績悪化懸念に加えて、資本流出や歳入減に直面する資源国等が通貨防衛のために外貨準備を取り崩す、政府系ファンドはリスク資産を売却せざるを得ないという連想から、世界的な株価下落につながった。このように、2015年終盤から2016年年初にかけて世界的な負の連鎖を増幅させた形になり、まさしく蟻の一穴の状態である。Fedメンバーと市場の見方には依然として乖離がみられ、世界的な混乱の根源になっている。そもそも市場は経済指標や金融当局の発言によって左右されるが、海外情勢だけでなく、米国自身の先行きに対する不確実性が高まっている。

世界経済の見通し ～ 特に予測期間前半に下振れリスク

今回の中期予測で想定する世界経済の今後10年間（2016～25年）の平均成長率は3.2%であり⁶、予測期間の前半（2016～20年）の平均3.3%から後半（2021～25年）は平均3.2%へと若干減速すると見込んでいる。予測期間前半には、米国の金融政策の変更が米国のみならず、世界全体に影響を及ぼし、商品価格の下落は資源国など新興国の成長率を押し下げると考えられる。一方、米国の利上げが一段落し、原油価格が緩やかに上昇する2020年頃にかけて世界の成長率はやや加速するが、世界第2位の中国の成長率が鈍化していくと想定されることから、予測期間を通じて、世界全体の成長率は3%台前半にとどまるだろう⁷。

今回の中期予測が前提とする世界経済は非常に緩やかな動きになっているが、過去を振り返ってみると、様々な要因が作用して実際の成長率は大きく上下してきた。前述した通り、昨年終盤から年初にかけて起きている事象をみれば、潜在的なリスクは低下しておらず、むしろ不透明感が増しているといえよう。2014年10月から急落した原油価格は、底打ちするという見通しに反して2015年に入っても低迷し続けて、年末には一段と下落した。原油安は恩恵を享受する国と著しく悪影響を受ける国の双方を生み出すが、世界全体では前者のプラスの方が大きいという見方が強かった。だが、実際には、プラス面はなかなか表れず、もっぱらマイナスの影響が他の材料と反応して増幅しているのが現状である。

米国に関しては、目先政治的なリスクはあるものの、雇用環境の改善を背景に個人消費は底堅く、原油安が家計の購買力アップに寄与するだろう。原油安の影響は、エネルギー部門の設備投資の見直しにつながるとみられるが、全体ではプラスと捉えている。また、デフレ懸念に直面した欧州では、ECBの積極的な対応（マイナス金利幅の拡大など）を受けたユーロ安や原油安が景気を下支え、底堅い成長が予想される。ただ、中東・北アフリカからの大量の難民への対応に欧州各国は苦慮しており、EU内の対立を招き、EUの強みが低下する懸念があるだろう。短期的には、難民対策のための政府支出の増大が成長率を押し上げるものの、労働力不足という構造問題に直面している欧州にとっては、大量の難民や移民が貴重な労働力へ転換できれば、中長期的にみて潜在成長力を押し上げることにつながろう。しかし、現実には受け入れを制限する国が増えており、職業訓練にも時間と費用がかかることから、中長期的には大きな社会的コストを負担するリスクといえよう。

一方、中国をはじめとした新興国に対する見方を、特に前半部分において慎重なものに見直した。予測期間前半に予想される先進国の金融政策の差異は市場にボラタイルな変動をもたら

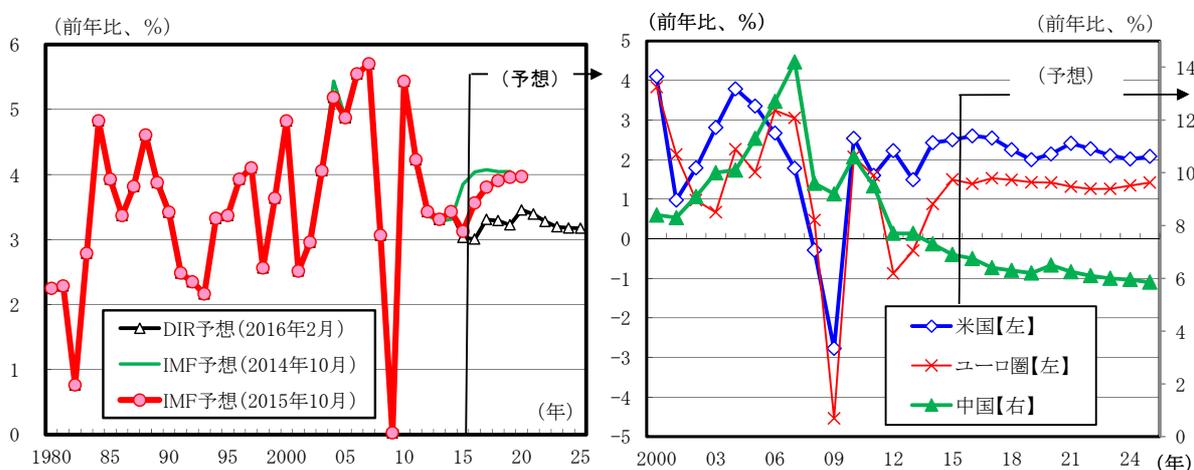
⁶ 前回予想（2015年2月時点）に比べると、今後10年間の世界経済成長率を平均で0.1%pt下方修正した。

⁷ なお、2016年1月にIMFは向こう2年間の世界経済見通しを改訂し、2016年の世界経済の予想成長率を3.4%、17年を3.6%と3ヶ月前の時点からそれぞれ0.2%ptずつ引き下げた。地域的には、米国の楽観的な見方が修正されたものの、先進各国よりも、新興市場及び途上国の下方修正が影響している。昨年来の中国経済の減速は世界の混乱要因の一つであるが、投資から消費への構造転換を図っている中国自体はIMFの想定通りに推移している。むしろ、周辺国や原油など一次産品価格の下落に伴う資源国経済が想定以上に悪化すると見込まれている。例えば、ブラジルは2015年の▲3.8%に続いて、2016年も▲3.5%と大幅なマイナス成長予想である。2017年にかけては、マイナスに落ち込んだ一部の国が改善することから新興国経済が持ち直し、世界全体でも加速すると予想される。しかし、この見通しは様々な調整がうまく運ぶことを前提にしており、IMFは世界経済のリスクは下振れ方向にあると警戒している。

し、特に米国の政策変更は、グローバルマネーフローの変化を通じて新興国経済により大きなインパクトを与える可能性がある。また、原油安の負の影響が大きい産油国など資源輸出に依存する新興国経済にとってはダブルで効いてくると思われる。現在、中国は不動産や過剰設備など国内の不安定要因を抱えており、ソフトランディングに向けた難しい舵取りを迫られている。中国にとって原油安はポジティブであろうが、標準シナリオである成長鈍化トレンドを修正するほどではないだろう。むしろ米国の金融政策変更が影響して、中国自身が人民元安の動向に注意を払わなければならない。人民元安は、中国企業の輸出を後押しするとみられるが、同時に、中国人観光客の海外での購買力や政府・企業が積極的に進めてきた対外投資など、中国の様々な“爆買い”にとっては逆風になるだろう。

各国の通貨安は米ドル高と表裏一体なわけだが、米国の強いドルを許容する余裕は徐々に低下していくとみられる。これまで好調な国内景気を背景にドル高のプラス面を享受してきたが、グローバルな企業を中心に相手先の景気減速も相俟って、米ドル建ての売上・収益が圧迫されている。過度なドル高に対しては、企業・業界団体から反発が強まる恐れがある。今後、大統領選挙・議会選挙や TPP 協定の議会承認手続きを控えるタイミングでもあり、特に国内の雇用に影響が及んだ場合には注意が必要である。ECB に続く日銀のマイナス金利導入に対しても、さらに日銀が金利を引き下げることになれば、円安・ドル高と絡めて米議会から強い異論が上がる可能性は否定できない。

図表 1-1 世界経済の見通し（左）と米欧中の姿（右）



(注) 購買力平価ベース。右図の予想は大和総研。

(出所) IMF (World Economic Outlook, 2015 Oct.)、BEA、Eurostat、中国国家統計局資料より大和総研作成

②米国経済の見通し

米国経済は、今後 10 年間で均せば 2% 台前半の成長を辿ると予想する。年初は 10 年ぶりとなる 3% 成長が期待された 2015 年も 2.4% にとどまり、依然として、リーマン・ショックから完全に立ち直って誰もが実感できる力強い成長を実現している状態にはなっていない。利上げの累積効果から 2019~20 年にかけて成長率が 2.0% 程度に鈍化する一方、2020 年に Fed が利下げ

に転じることから、2021～22 年にかけて成長率がやや加速すると想定している。また、原油価格の上昇を受けて、先送りされていたエネルギー関連投資が増加する点も景気を後押しするだろう。

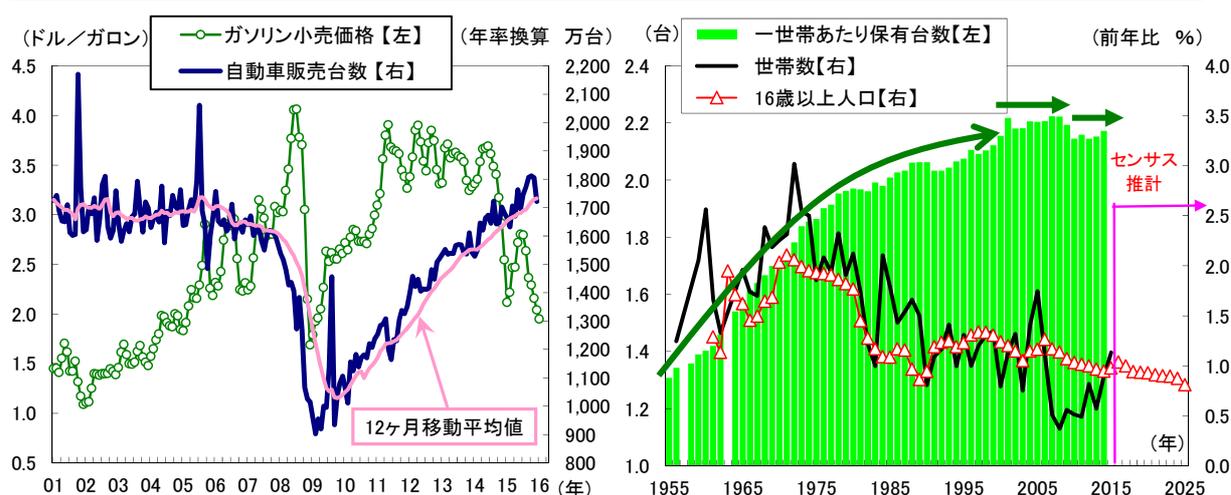
標準シナリオでは、労働市場の改善→堅調な個人消費というオーソドックスだが、持続性のある成長過程を描いているが、そのような好循環を辿っていくには、いくつかのハードルをクリアする必要があるだろう。ただ、中長期的にみれば、米国経済は世界全体のなかで相対的に勝ち組というポジションを堅持するとみられる。

(i) 米国経済の現状

個人消費や企業の設備投資など国内の最終需要の伸びは過去に比べると緩やかであり、海外の混乱を跳ね返すほどの強さがないのも事実である。特に、企業活動は、2014 年秋以降の急速なドル高や原油安を受けて、製造業を中心に景況感が悪化し積極性を失っている。

原油安は、エネルギーを大量に消費する米国の企業や家計の購買力を改善させることから、本来、原油の純輸入国である米国全体でみれば、ネットでプラスの効果をもたらすとみられる。具体的には、消費者はエネルギー・ガスに支出する費用が減り、所得の自由裁量性が高まることになる。つまり、エネルギー価格の下落は家計の購買力を高める減税のようなものであり、アメリカ自動車協会（AAA）は、ガソリン価格の低下で米国民は 2015 年で 1,150 億ドル以上、運転免許保有者 1 人につき 550 ドル以上のガソリン代が浮いた計算になると推計している。

図表 1-2 米国の自動車販売を取り巻く環境



(出所) BEA、EIA、センサス、運輸省、Haver Analytics 資料より大和総研作成

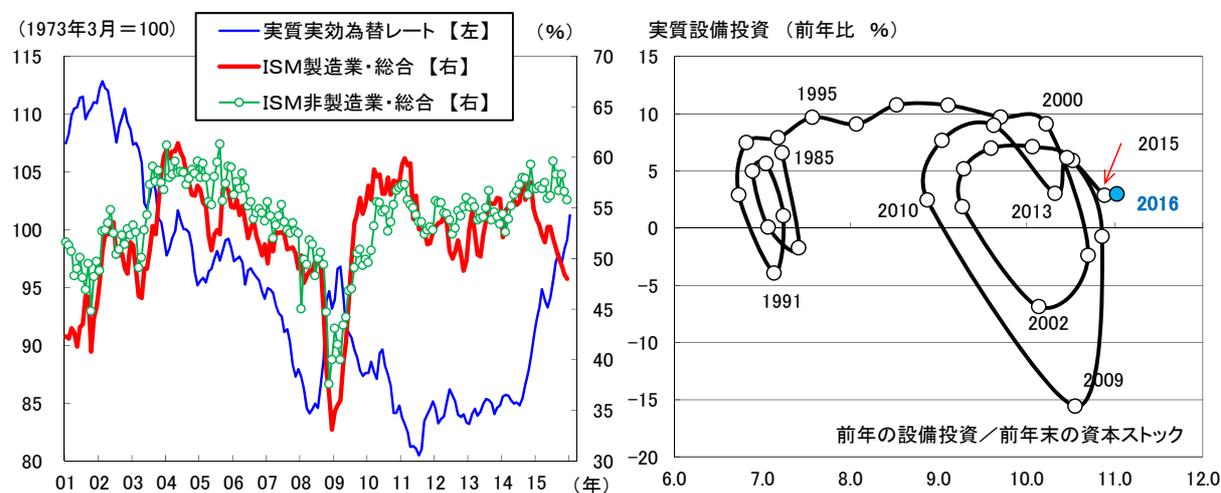
実際、2015 年の新車販売台数は前年比 5.8%増の約 1,740 万台となり、これまで最多だった 2000 年 (1,735 万台) を上回り、過去最高を記録した。傾向としては、SUV やピックアップトラックなど小型トラックの増加率が大きく、ガソリン安が燃費の悪い小型トラックの販売を後押ししたといえる。一方、1,700 万超という台数は一定の規模に達したことを示しており、この飽

和状態から一段と増加するには何らかの構造変化が起きることが前提になるだろう。例えば、人口・世帯数や一世帯当たりの保有台数の増加などが考えられる。若年層の親元からの独立の動きから、リーマン・ショックで大きく鈍化した世帯数の伸びは緩やかに加速する一方、一世帯当たりの保有台数はまだショック前の水準に戻っていない。

原油安の構図はエネルギー消費セクターの企業、例えば、電力・ガスなど公益企業にとっても増益要因になる。また、家計の購買力が高まれば、消費財関連企業にも恩恵が及ぼう。だが、家計の行動をみると、好調な自動車販売を除くと、消費者がガソリン安で浮いたお金を他の支出に積極的に回している様子はみられず、貯蓄率は高止まったままである。消費者の態度は慎重なままといえよう。雇用環境の改善に伴ってフローの雇用者所得は着実に増えており、住宅価格等の上昇が個人の資産（ストック）を押し上げている。従って、底堅い個人消費を下支えする環境は保たれているなかで、原油安のプラス効果が期待されたほど明確に顕在化しない要因については、慎重に確認する必要があるだろう。

企業サイドをみても、シェール関連などエネルギーセクターの採算性が悪化し、国内の開発計画の変更・中止や設備投資の減少、人員整理など原油安のマイナス面だけが強調されている。さらに、原油安によって増幅された世界経済の混乱が、グローバルに活動する米国企業のマインドを萎縮させているとみられる。

図表 1-3 米国企業の景況感（左）、設備投資の推移（右）



(注) 実質実効為替レートは Broad ベース。右図の 2016 年は大和総研予想。

(出所) ISM、FRB、BEA 資料より大和総研作成

個別では、新規投資を抑制するなどコスト削減を進めて収益性を維持するシェール関連企業もあれば、設備の生産効率を高めて増産を図る企業、あるいは資金繰りが悪化して破綻する企業も出ているとみられる。その結果、米国で稼働しているリグ（掘削装置）の数がピークの約 3 割に激減しているものの、原油の生産量はピークから 4%程度しか減っていない。また、2015 年 12 月には、米国のエネルギー業界が要望していた原油の輸出が 40 年ぶりに解禁された。国

内においては供給過剰を緩和する材料であろうが、世界的にみれば、市場への供給が増えることで価格を抑制する要因になろう。そもそも輸出解禁の要望は原油価格が高騰している最中に強まったものであり、価格が急落している現状において、果たしてどれほどの輸出の意欲・インセンティブがあるかは不透明といえる。

米国の貿易構造

リーマン・ショック以降、世界全体の貿易が停滞してきたなかで、米国の貿易データを見ると相対的に米国の輸出が増えてきたといえよう。リーマン・ショック前後で比較すると、日本から世界への輸出は10%近い伸びからほぼフラットに、また、中国から世界への輸出は23.8%増から7.5%増と約三分の一に大きく減速している。

一方、2011年以降緩やかにドル高が進んできたが、2014年秋以降はそのスピードが大幅に加速し、2016年1月の水準は約13年ぶりのドル高である。ドルの名目実効為替レート（Broadベース）でみると、2011年央からの約3年間では1ヶ月あたり0.2%の上昇であったのに対して、2014年8月から2016年1月まで1ヶ月あたり1.1%の上昇と約5倍に加速した計算になる。このため、米国企業からドル高の悪影響を指摘する声が多く挙がるのも無理はないだろう。実際、2015年に入ると、輸出は頭打ち状態になっている。

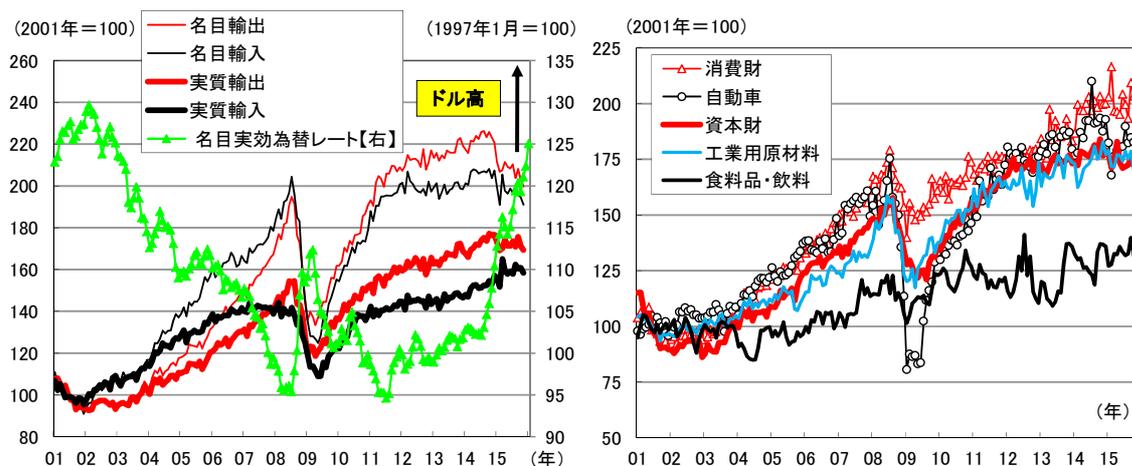
図表 1-4 国・地域別の実質輸出伸び率（年率換算、%）

2002⇒07年		輸出先									
		日本	中国	NIEs	ASEAN	インド	米国	ブラジル	EU	中東	世界への輸出
輸出 元	日本	—	20.2	9.1	7.7	24.8	2.1	15.1	8.7	15.6	9.5
	中国	10.4	—	21.0	25.3	47.5	20.9	43.2	29.3	29.9	23.8
	NIEs	6.5	18.4	12.9	15.1	26.7	1.9	19.0	11.3	15.4	12.5
	ASEAN	7.2	21.7	7.3	14.9	25.0	3.7	21.9	8.1	15.2	9.7
	インド	6.2	31.6	18.5	13.1	—	5.5	29.3	13.7	22.8	15.2
	米国	0.7	20.3	6.1	2.4	29.6	—	11.1	7.5	17.7	7.4
	ブラジル	4.4	20.8	9.2	11.3	-2.5	-0.4	—	9.3	11.4	9.4
	EU	-0.8	14.1	3.6	3.8	14.5	0.0	5.1	6.2	7.5	6.0
中東	6.3	19.9	7.4	8.0	53.7	5.3	0.9	7.6	10.5	9.9	
2010⇒14年		輸出先									
		日本	中国	NIEs	ASEAN	インド	米国	ブラジル	EU	中東	世界への輸出
輸出 元	日本	—	-1.4	-1.2	1.3	0.1	5.0	-3.8	-2.0	6.1	0.1
	中国	2.9	—	9.6	16.7	4.5	6.0	6.5	1.7	13.8	7.5
	NIEs	0.6	3.9	2.8	5.8	-0.2	3.3	2.4	-2.1	7.2	3.2
	ASEAN	4.9	5.5	3.9	6.7	8.3	6.6	7.1	5.1	7.1	5.7
	インド	5.2	-6.1	6.5	11.6	—	16.6	18.2	6.1	10.0	10.0
	米国	0.6	5.7	3.2	1.8	1.1	—	2.8	1.7	8.0	4.2
	ブラジル	-3.2	5.4	9.6	9.0	6.4	6.8	—	-2.4	-1.5	1.0
	EU	3.1	7.5	5.8	5.8	-1.0	4.5	2.7	2.2	3.9	2.8
中東	2.4	12.3	6.2	4.7	3.4	3.9	11.7	-6.8	5.2	3.8	

（注）日本銀行「経済・物価情勢の展望 2008年4月」を参照。

NIEsは韓国、香港、シンガポール。ASEANはタイ、マレーシア、フィリピン、インドネシア、ベトナム。
（出所）IMF、World Bank、UN、HaverAnalytics 資料より大和総研作成

図表 1-5 米国の貿易の推移（左）、実質輸出の内訳（右）



(注) 左図はいずれも財ベース。

(出所) FRB、センサス、Haver Analytics 資料より大和総研作成

ただ、日本のここ数年の大幅な円安にもかかわらず、輸出数量がほとんど増えないと指摘されているのとは逆に、米国の場合、ドル高局面でも実質輸出が大幅に減っているわけではなく、概ね横ばい状態にある。IT バブル以降、米国企業のグローバル展開に伴って企業内取引貿易が増えており、為替の変動を受けにくい構造変化が起きている可能性がある。

(ii) 大統領選挙に絡んだ政治的なリスクは、予測期間最初の関門

米国の緩慢な回復の背景の一つとして、オバマ政権下の政治混乱が挙げられよう。2010 年の中間選挙以降、米国議会は上院と下院における多数派の政党が異なるというねじれ状態になり、与党・民主党と野党・共和党の予算や債務上限の引き上げを巡って激しく対立した（2011 年のデフォルト騒ぎや 2012 年末の財政の崖、2013 年の政府機関閉鎖やデフォルト騒ぎの再燃など）。これらの混乱は政治不信を招くだけでなく、実体経済や金融市場に大きな悪影響を及ぼした。つまり、決められない政治によって先行きの不透明感が高まったために、企業や家計はリスクを取るようなアクションを手控えてしまった。

そして、2014 年の中間選挙で上下両院ともに共和党が過半数を占め、議会内のねじれ状態は解消されたものの、オバマ大統領と議会の対立という構図は解消されなかった。これは 1995 年時のクリントン政権と同じ構図だったが、再選を目指す立場のクリントン政権が議会との妥協を模索して好景気という実を取ったのに対して、任期残り 2 年のオバマ政権はレガシーを残すことに拘った。その一つが 2015 年 10 月に交渉国間で大筋合意に至った TPP 協定だったといえよう。オバマ大統領は早期の議会承認を求めているが、大統領選挙まで 9 ヶ月余りとなり党内の指名争いが本格化するなかでは、TPP に積極的とはいえ、議会共和党が、レームダック化が進むオバマ大統領の花道を飾るような行動を積極的に行うとは想像しにくい。それに、身内である民主党の方が TPP に消極的であり、民主党の有力な大統領候補であるクリントン元国務長官は現状では反対という立場である。

また、今回の共和党や民主党の指名争いでは、過激で極端な意見を述べる候補者が党内の支持を集めており、特に共和党にその傾向が強くみられる。ワシントンに対する国民の強い不満が政治経験のない人物に高い注目を向けさせている可能性がある。ただ、果たして本選挙になったときに、偏りのある候補者が米国全体の過半数の支持を得られるか疑問である。世論調査（ギャラップ社調査）をみても、約3割の有権者が、現在選挙戦に名乗りをあげている候補者の中に大統領にふさわしい人がいないと答えており、今回と同じように現職が参加しなかった2000年（16%）や2008年（11%）よりも多い。同時に実施される議会選挙の結果にもよるが、2017年以降も何らかのねじれ状態が続く可能性が高く、政治的な対立は、引き続き米国経済にとってリスク要因として認識されよう。

（iii）米国の金融政策の行方

このように、政治が民間の経済活動の足を引っ張るなかで、脆弱な景気を下支えする役割を期待され、一身にそれを担ってきた（実際には押し付けられてきた）のが金融当局の Fed である。ただ、これまでの Fed の金融政策の変遷を振り返ってみると、米国経済のもたつきを象徴しているともいえよう。

Fed は2014年10月にQE3を終了させて、再投資継続によってバランスシートを維持してきたが、一方で、早くから2015年内のゼロ金利解除を宣言してきた。2015年9月のFOMC前には、過半数の米国のエコノミストが利上げを予想していたが、IMFや世銀など国際機関からは、中国経済の減速が他の新興国や世界全体に影響が及んでいる状況では、世界の資金の流れを左右する米国の利上げ判断は慎重であるべきと異例の注文がつけられた。結局、Fedは国内経済の現状認識を引き上げたにもかかわらず、中国など世界経済の減速懸念や国際金融市場の混乱を目にして、政策変更を見送った。この時の議事録要旨によると、Fedメンバーは、中国などの世界経済の減速が米国の輸出力を圧迫するだけでなく、ドル高が米企業やインフレの下押し等に与える影響をより懸念していた。

本来、Fedは自国の経済状況だけをみて政策判断し実行してきた。QE3導入あるいはQE3終了には新興国をはじめとする世界各国から慎重な対応を求められたが、関係ないとして他人の事情に配慮する姿勢をみせなかった。だが、今回、Fedは外部から強いプレッシャーを受けるなかで、従来の姿勢を貫かなかった。大人の対応ともいえるかもしれないが、実際には“貫けなかった”、つまり、それだけ米国経済が世界情勢に左右されやすくなっている証左になるろう。“データ次第”と主張する Fed だが、世界の混乱が米国に及ぼす影響を吟味するには時間がかかるし、今後もFOMC前に金融市場が神経質になるのは容易に想像がつく。

このような経緯を踏まえて、Fedは2015年12月に7年ぶりに事実上のゼロ金利を解除して、リーマン・ショック以来の超金融緩和状態からの出口戦略に舵を切ったのである。Fedとしては、2012年9月の時点からメンバーの多数意見として2015年中の利上げ開始を一貫して表明し続けており、イエレン議長をはじめとする首脳部は、利上げに踏み切っても過去よりも緩やかなペースでしか引き上げていかない方針を再三にわたって示してきた。しかも、各メンバーが3年

程度先（長期目標を含む）まで、どのように政策金利の見通しをイメージしているかを示すドットチャートまで公表してきた。そして、2015年10月のFOMC声明文では、「次回の会合で誘導目標のレンジを引き上げることが適切か決めるに当たって」という直接的な表現で、市場に向けて利上げの可能性を明確に打ち出したのである。2013年のバーナンキ前議長時代に起きた長期金利高騰のような市場の無用な混乱を回避するために、Fedが市場とのコミュニケーションに神経を使ってきたのである。

一方で、現在のFedメンバーは、グリーンズパン・バーナンキ時代（2004～06年）のような予定調和的な利上げ（FOMCごとに25bpずつ引上げ）を踏襲することに否定的である。入手される経済データの内容を確認しながら、その都度判断していくというスタンスであることを強調する。それ故、用意周到な準備をしているにもかかわらず、FOMC直前までのデータや市場環境に振り回されてしまい、市場のボラティリティはむしろ大きくなっている可能性がある。さらに、“緩やかなペース”と一言でいっても、ドットチャートを見る限り、Fedメンバーがイメージする引き締めペースには依然として相当なばらつきがあり、不確実性を高めている恐れがある。金融当局の政策変更の影響が直ちに実体経済に及ぶわけでもなく、タイムラグがある点は当局自身が認めてきたはずなのだが、市場に配慮しようと気を使いすぎた結果、過剰な反応を引き起こすという皮肉な結果になっているといえよう。

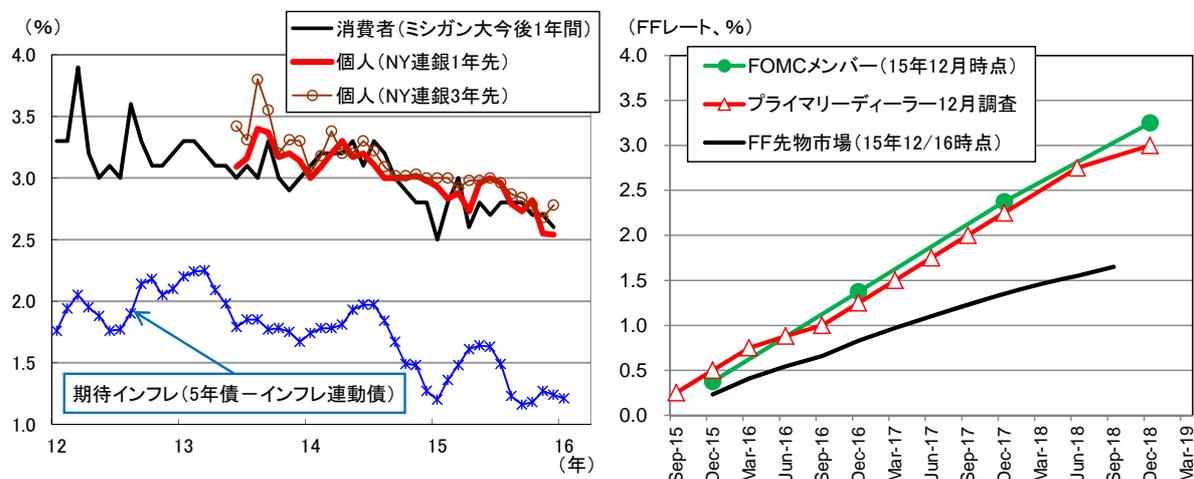
ゼロ金利解除前後から、新興国市場からの資金流出懸念、そして中国経済の減速及び先行きに対する過度な悲観的な見方、それが供給過剰と相俟って一段の原油安を誘発し、エネルギーセクターや資源国経済の下押し圧力となる。企業の業績悪化懸念に加えて、資本流出や歳入減に直面する資源国等が通貨防衛のために外貨準備を取り崩す、政府系ファンドはリスク資産を売却せざるを得ないという連想から、世界的な株価下落につながってきた。このように、世界的な負の連鎖を増幅させた形になっており、まさしく蟻の一穴の状態である。

今回の見通しでは、3ヶ月間で25bpずつというペースで利上げし、2018年中にFFレートの誘導レンジを3.00%まで引き上げて、一連の引き締めを終了するという見方を標準シナリオとしている。これは、2015年12月時点の金融当局のコンセンサスである長期目標3.50%に至る前に利上げを終了することを意味する。グリーンズパン議長時代の2004～06年の引き締め局面では、毎回25bpずつ、計17回で425bp引き上げるという当時としては異例のパターンを辿りながら、長期金利が上昇しない、いわゆる「謎」（“conundrum”）の状態が生じた。今回は、前回以上に緩やかなペースで、しかも前回（2006年6月末に5.25%）を大幅に下回る水準で終了すると予想する。また、標準シナリオでは、予測期間後半にかけて、金融当局が実体経済に合わせて政策金利を小幅調整すると想定しているが、米国の潜在成長率に沿った経済成長に落ち着くとみられることから、インフレ目標をやや下回る程度で物価も安定し、引下げ幅は限定的になるだろう。

しかしながら、わずか1回（25bp）の利上げ、そして最大でも年4回（計100bp）というペースにすぎない利上げ見通しでも、それがもたらした国際的な混乱は大きい。市場の見方とFedメンバーの想定には乖離がみられ、市場のさらなる無用な混乱を招かないためにも、金融当局

は一層、市場とのコミュニケーションに神経を使うことになるだろう。

図表 1-6 消費者の期待インフレ率 (左)、Fed の FF 金利予想 2015 年 12 月時点 (右)



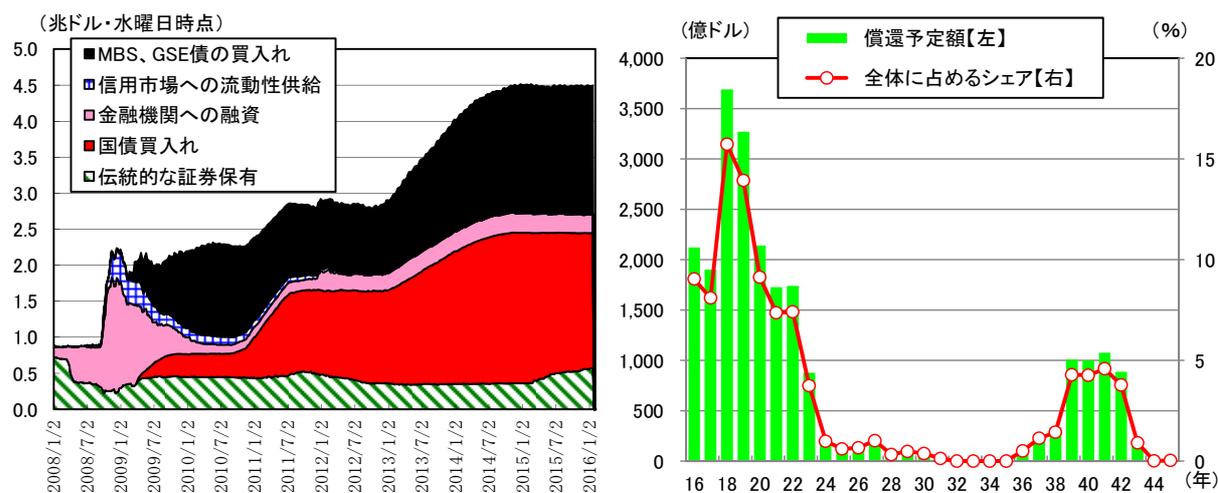
(注) 個人の期待インフレ率は中央値、プライマリーディーラーはレンジ上限の中央値、FOMCメンバーは中央値。
(出所) ミシガン大/ロイター、NY 連銀、FRB、Haver Analytics 資料より大和総研作成

Fed が注視しなければならないのは第一に米国内の雇用拡大と物価安定であり、それから海外など他のルートを通じて米国に跳ね返ってくる間接的な影響である。増幅された原油安やドル高がインフレ圧力を抑制し、インフレ期待の一段の低下を招くことになれば、Fed は自らの政策金利見直しを見直す大義名分ができよう。また、米国の潜在成長率の下方屈折を反映すれば、政策金利のニュートラルな水準、すなわち利上げ終了時の金利水準は引き下げられることになる。だが、そんな判断のタイミングよりも市場の過剰反応に Fed が怖気づく可能性は十分にあり、金融政策の見直しには下振れ（先送り）リスクが高いとみられる。

そして、一定水準の利上げが実現したあとには、バランスシート（資産残高）をどう調整していくかという大きな課題が残っている。今回の中期予測でも、QE3 終了後も継続されている残高を維持するための再投資の段階的な規模縮小・停止を見込む一方、資産売却という形でのバランスシートの縮小には慎重に対応するのではないかと想定している。特に 2016～22 年にかけては、Fed が保有する米国債のうち満期償還を迎える規模が毎年 2,000 億ドル前後以上になる予定であり、再投資の規模縮小でも市場への影響が予想される。従って、バランスシートの規模をリーマン・ショック前の規模まで戻すには相当なエネルギーが必要であり、国内外の市場へのインパクトも大きいだろう。

当然ながら金融市場の混乱は米国にとどまらず、世界全体に拡散する。今回も IMF や世銀は、世界的な金融緩和の終了を契機に市場流動性が低下し長期金利が急上昇するリスクがあるとして、先進国は緩和的な政策スタンスを維持すべきと指摘した。また、新興国企業の多くが米ドル建て債券を発行して資金調達してきたために、金利上昇とドル高が生じると、自国通貨建て換算の債務は膨張し企業の返済負担が増える。それ故、IMF 等は新興市場国に対しては、米国の金融政策の正常化、それに伴う金融市場の混乱に備える必要があると警告していた。

図表 1-7 FRB のバランスシート（左）、国債の償還予定額（右）



(出所) クリーブランド連銀、NY 連銀、Haver Analytics 資料より大和総研作成

(iv) 米国経済は永続的に拡大し続けるのか

これまで、市場の短期的な経済見通しのパターンとして、仮に足元が低成長であっても、1～2年後には年率3%成長に回帰していくというのが一般的であった。だが、金融引き締め局面にシフトしたためか、あるいは世界経済の不透明さが増しているためか、直近の市場コンセンサスをみても2017年後半にかけて3%成長に高まっていくという見方には収斂していない。実際、IMFが1月に改訂した世界経済見通しでは、2016、17年ともに成長率は2.6%と予想されており、3%が視野に入っていない。一方で、底堅い成長が持続することが大きな共通の前提になっており、もし米国経済も変調をきたせば世界全体の見通しは当然ながら見直せざるを得なくなる。

2009年6月から始まった現在の景気拡大は既に6年半に及ぶ。戦後の景気拡大期間の平均は60ヶ月弱であり、つまり現状は平均を既に上回っていることになる。仮に今後10年間も景気拡大が続くとすると計16年半となり、これまでの過去最長の景気拡大を記録した1990年代(1991年Q1～2001年Q1)を上回る計算になる。一方、回復スピードに注目すると、過去の半分程度にとどまっている。この間、欧州など世界経済の混乱や国内政治の停滞、寒波等の悪天候、そして原油安によるシェール革命への逆風(国内回帰期待の頓挫)など様々な要因が発生し、米企業の設備投資に対する慎重な姿勢は変わらず、本格的な楽観論は挫かれてきた。

足元の景気拡大(2009年Q3～2015年Q4)は実質GDP成長が年率2.1%増にとどまり、1950年代以降の10回の拡大局面では最も低く、残り9回の平均4.1%の半分程度である。なお、拡大期間が1年間にすぎなかった80年代初は、在庫増減要因が最大のプラス寄与項目とやや例外的な様相をみせている。これを除けば、個人消費が最大の牽引役となっており、足元はその伸び悩みが全体の低迷につながっている。但し、消費の内訳をみると、好調な自動車販売に代表されるように耐久財消費は他の期間に比べて弱いわけではなく、サービス支出の低さを反映しているといえよう。住宅・ユーティリティや金融サービスの伸びが他の局面よりも低く、住宅バブル崩壊の後遺症が残っている可能性があるだろう。一方、設備投資の伸びは平均年率4.8%増と

IT バブル崩壊後（2001～07 年の 4.3%増）よりは高いものの、突出して高いわけではない。構築物投資が若干のマイナス、知的財産の伸びも 3.9%増と 80～90 年代の半分以下にすぎない。機械投資は比較的高いが、自動車等の輸送関連が突出しており、コンピュータ等の IT 投資は IT バブルまでの 2 桁成長や IT バブル崩壊後の 9.4%を大きく下回っている。

このように、ここまでの成長自体は脆弱なものである。米国の場合、過去を振り返ると景気後退に陥る前には概ねバブルの膨張があり、そしてその崩壊とともに景気が悪化するというパターンを繰り返してきたのである。確かに、バブルの有無については事後的にしか検証できないが、現時点では過熱感がみられる分野は少ない（候補だったシェールバブルはこの 1 年余りで崩壊済み）。単純な長さだけでみれば難しいかもしれないが、今回は過去最長の拡大になる可能性がゼロであると決めつけることはできないだろう。

（v）米国の潜在成長力の行方

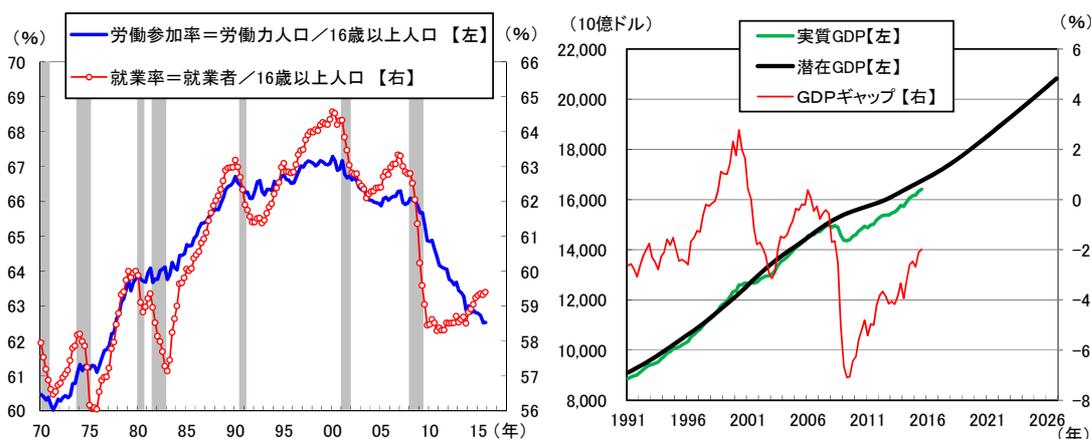
中長期的にみると、米国の成長率が潜在成長率である 2%程度に収斂していくという見方は概ねコンセンサスであろう。例えば、CBO が 2016 年 1 月に発表した長期見通しによると、2016～26 年の平均予想成長率は 2.1%だが、2022～26 年に限ると平均 2.0%に鈍化する。CBO が推計する米国の潜在成長率は 2016～26 年の平均で 1.9%（後半は 2.1%）であり⁸、米国経済は 2020 年以降、潜在成長率並みの成長で推移すると見込まれている。同様に、Fed メンバー（大勢、2015 年 12 月時点）が予想する実質 GDP 成長率の長期水準も 1.8～2.2%と 2%前後に収斂している。

米国の潜在成長率は、若年層の労働参加率低下等にみられる労働の質の悪化や、IT バブル崩壊以降、多国籍企業の海外シフト、企業の国内設備投資に対する消極的な姿勢が続いているなどの構造要因を背景に、従来よりも下方修正されてきた⁹。ただ、今回の CBO の見直しは TFP（全要素生産性）の引き下げが影響している。米国の労働力人口の増加率が従来よりも緩やかになる中、2000 年以降低下が著しい労働参加率（＝労働力人口／16 歳以上人口）は一段と落ち込んでいくとみられる。このような人口動態の推移はある程度想定されることだが、懸念すべきは、労働市場が拡大しているなかでも、若年層（16～24 歳）の参加率が低水準にとどまっている点であろう。若年層の就業機会の喪失は、元々スキルの面で劣る彼らが向上していくチャンスを狭めており、長期的にみると、労働生産性の伸びを抑制し経済成長の重石になる懸念がある。米国の場合、高度人材の移民の流入によってある程度カバーできると期待されるが、オバマ大統領が推進する移民制度改革に対しては、共和党の各大統領候補者は強く反対しており、改革は IT 業界などの企業が望むようには進んでいない。積極さ（ダイナミズム）を失うことが米国経済にとって最大のリスクであろう。

⁸ なお、米国の潜在成長率は 1990 年代から 2000 年代初めまでの 3%台、リーマン・ショック前の 2000 年代半ばの 2.5%前後と緩やかに低下してきたが、景気後退を経て一段と下方修正されてきた。

⁹ この結果、リーマン・ショック後の 2010～14 年に続いて、2015～18 年にかけても潜在成長率を上回る経済成長が続くとみられ、GDP ギャップは順調に縮小しインフレ圧力が高まる方向に働くだろう。

図表 1-8 米国の労働参加率（左）、米国の潜在成長力（右）



(注) 左図の影は景気後退局面、右図の潜在 GDP は CBO による。

(出所) BLS、NBER、CBO、BEA 資料より大和総研作成

また、資本投入の潜在成長率に対する寄与度は、IT バブルが崩壊した 2000 年代以降小さくなったままである。2000 年代に入ってグローバル企業が海外展開を進め、国内よりも収益性の高い海外における設備投資を優先させてきたことも、資本ストックの伸びを抑制しているとみられる。今回の予測では、米国は資本ストックの積み増し局面に入っていると判断し、一定程度の設備投資の伸びを想定しており、新興国などの景気の減速によって積極的に海外展開する誘因も低下しよう。但し、短期的には原油安によるマイナスの影響が著しく¹⁰、エネルギー関連の投資が再び増勢を取り戻すのは、原油価格が一定水準まで上昇する 2020 年以降になるだろう。

②欧州経済の見通し

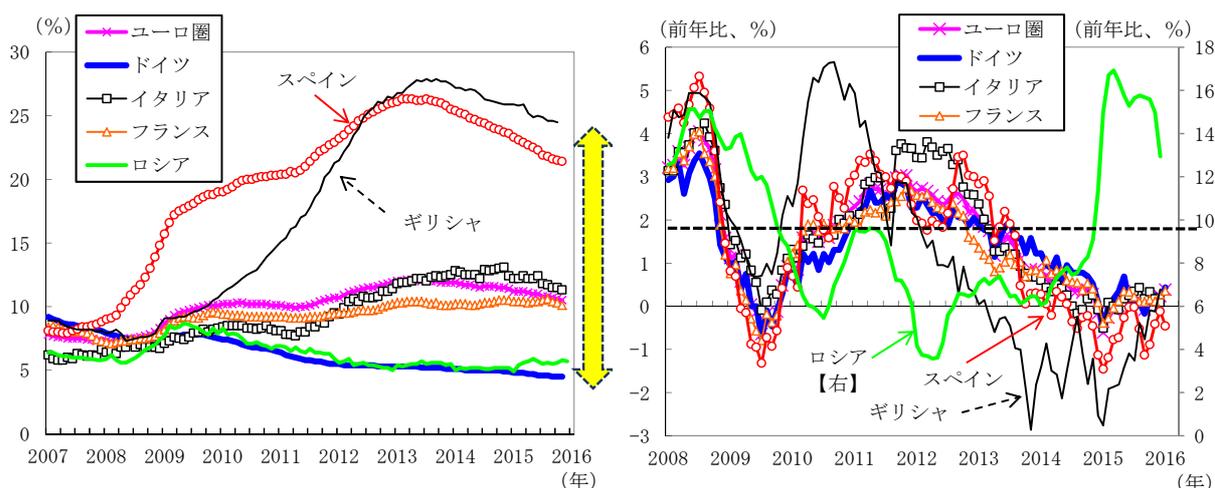
ユーロ圏に対する中長期的な見通しについては、2016～25 年の 10 年間で均して 1.4%成長と緩やかに拡大していくという見方を維持する。予測期間前半は、ECB による積極的な金融緩和にサポートされながら、原油安で購買力の増した個人消費やユーロ安を背景にした輸出が牽引役になる。加えて、後述するように大量の難民を受け入れた欧州各国はその対策のために財政支出を増やしており、政府消費支出も成長率を押し上げる要素になる。債務危機に対処するために緊縮財政を余儀なくされていた状況とはやや様変わりしたといえよう。また、商品価格の下落によって世界的にデフレーション状態になっているが、ユーロ圏においてもインフレ率は抑制されたものになる。但し、一頃懸念されたデフレに陥ることは回避される見通しである。2014 年 9 月のマイナス金利導入、2015 年 3 月から国債買入れという量的緩和に踏み切った ECB は、引き続き積極的な緩和措置を実施していくとみられる。予測期間内では、Fed から 3 年遅れで利上げに転じると見込んでいるが、Fed 同様に引き上げペースは非常に限定的になるだろう。

¹⁰ 設備投資の約 2 割を占める構築物投資のうち、商業・ヘルスケア（2015 年 12.8%増）や製造業関連（同 49%増）と好調だったが、鉱業・エネルギー関連は前年比 35%減となり、エネルギー関連企業の投資抑制が鮮明になった。

(i) ユーロ圏経済の現状と見通し

欧州では、財政健全化が重要であるという政治スタンスが強く、歳出削減や増税の実行は財政悪化に歯止めをかけたが、景気を低迷させる副作用もみられた。その後の世界的なデフレーション傾向が強まるなかで、2015年にはECBが日銀やFedに遅れて量的緩和に踏み切る一方、債務危機の発端であるギリシャでは反緊縮が高まり政権交代が起きた。世論を背景にした新政権が、従前の協調路線からEUとの対立を強め、ギリシャのデフォルト・ユーロからの離脱危機が世界のマーケットに緊張を強いた。一悶着はあったものの、結局は、ギリシャがユーロ圏にとどまり財政再建という大枠に変更はみられなかった。今回のギリシャの混乱が2011～12年のように周辺国に波及しなかった背景には、この間の緊縮財政の継続によって財政健全化が進展したことに他ならない。例えば、ユーロ圏の財政赤字（対GDP比）は2011年の4.2%から2014年には2.6%に縮小し、EU委員会によると2015～17年も2.0～1.5%と順調に改善していく見通しである。

図表 1-9 欧州各国の失業率（左）とインフレ率（右）



(出所) Eurostat、Haver Analytics 資料より大和総研作成

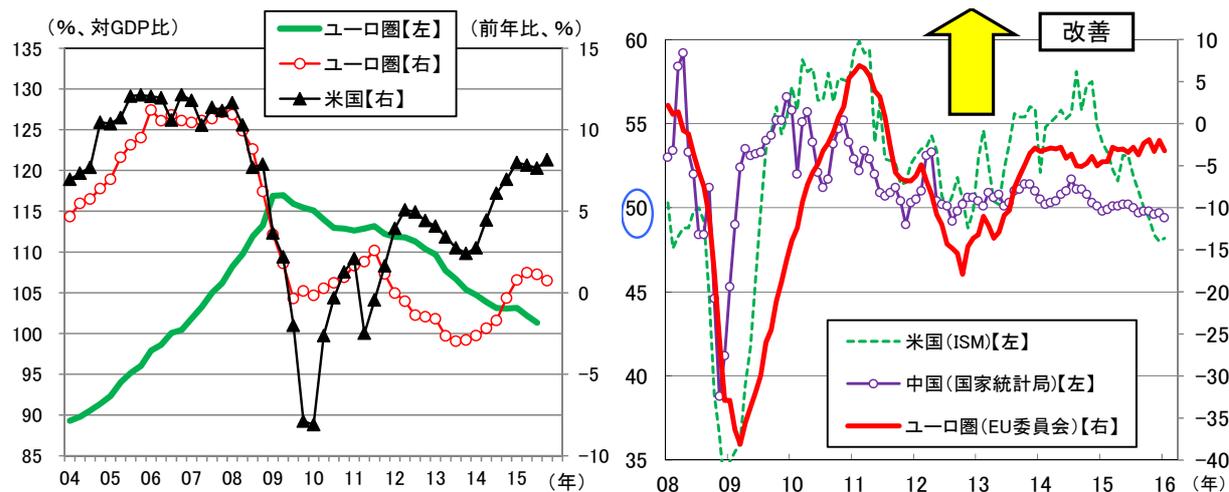
ユーロ圏全体の経済成長率は2013年からプラスに転じ緩やかに加速し、2015年は1.5%成長に達する見込みである。国によって依然として高水準のままとばらつきがみられるものの¹¹、ユーロ圏全体の失業率は10.5%と約4年ぶりの低水準まで下がるなど、景気回復の主役は総じて個人消費である。緊縮財政による縛りが取れたことに加えて、原油安や量的緩和による金利低下などが家計の購買力改善の追い風になったとみられる。また、企業サイドからのリストラ圧力が一巡し、雇用者数が増加に転じている。だが、金利低下にもかかわらず、建設投資や企業の設備投資の回復は遅れている。企業の景況感をみると、ユーロ圏の製造業は他の国の同セク

¹¹ スペインの失業率はピークから5%ptも下がっているとはいえ、依然として21%台であり、フランスも10%を、イタリアは11%をなかなか下回らない。対照的に、ドイツの失業率は直近4.5%と過去最低水準にあり、イギリスもリーマン・ショック前の水準まで低下してきた。

ターに比べると堅調さを維持しているといえよう。民間向けの銀行貸出残高は2015年に入って約3年ぶりに前年比で増加に転じたものの、米国に比べると伸び率は限定的であり、ECBの意図する政策効果が十分に発揮されているかは不透明である。また、ユーロ圏の景気を牽引してきた外需をみると、堅調な国内消費を受けて輸入の伸びが高いが、中国をはじめとする新興国の景気鈍化が重石となって輸出は伸び悩んでいる。

一方、今後10年間の見通しは平均で1.4%という緩やかな成長を想定しており、リーマン・ショック前の2%を上回る成長への回帰は見込んでいないが、概ねユーロ圏の潜在成長率程度の成長は実現するだろう。予測期間前半は、前述したような原油安や低金利という外部環境のもとで雇用・所得の改善に裏付けられた消費拡大などが続くと思われる。また、短期的には、中東・アフリカからの100万人を超える大量の難民を受け入れることで、各国政府がそれに対処するために様々な支出をしなければならず、関連する雇用創出と共に景気を押し上げるように作用しよう。財政状況の改善によってある程度の余裕はあるのかもしれない。しかしながら、一連の支出は自国民の福祉拡大に使われるわけではないために、緊縮財政に耐えてきた国民の立場からすると、人道的観点の許容度を超えるほどに負担コストが膨張していけば、不満が高まるのは避けられないだろう。例えば、難民対応の費用を賄うために増税しなければならないとなれば、政府に対する批判が強まり、社会不安も醸成されよう。標準シナリオでは、難民問題はコストをかけながらも、より長期的な視点で欧州経済にプラスに寄与する形で消化されるという、ソフトランディングの想定を置いている。ただ、後述するように、この前提は甘いかもしれない。大量の難民問題が政治的・社会的・文化的な混乱や対立を引き起こし、景気の下振れ要因になるリスクに留意すべきだろう。

図表 1-10 民間向け銀行貸出（左）、各国の製造業景況感（右）



(出所) EU、ECB、FRB、中国国家統計局、ISM、Haver Analytics 資料より大和総研作成

また、予測期間内に想定される ECB の金融政策としては、まず、ECB が掲げる“2%を小幅下回る”というインフレ目標は、ECB のドラギ総裁は目標を達成することが ECB への信頼性につながると述べているが、容易には実現できないだろう。欧州各国に追随して日銀もマイナス金利を導入したように、米国を除く多くの先進各国の中央銀行は緩和姿勢を維持し、マーケットからも期待が高まっている。ECB もその一つであり、2015 年 12 月の追加緩和策の延長線上にある中央銀行預金金利（現在▲0.3%）の一段の引き下げや資産買入れ期間（同 2017 年 3 月まで）のさらなる延長、そして 12 月には実施せずに市場の失望を誘った、毎月の資産買入れ額（同 600 億ユーロ）の増額を含めた、より踏み込んだ緩和策を実施することになるだろう。その後、ユーロ圏経済が緩やかに回復し続けインフレ率も徐々に上昇していけば、ECB は出口戦略を模索しながら、Fed から 3 年遅れとなる 2018 年末に利上げに転じると見込んでいる。但し、Fed 同様に引き上げペースは非常に限定的になるだろう。

（ii）欧州が抱える構造問題 ～ 日本が学ぶべき経験

EU は、1952 年に 6 か国でスタートした欧州石炭鉄鋼共同体に起源を持ち、何度かの拡大期を経て、現在 28 か国が加盟する統合体であり、域内の人口は 5 億人を超え、経済規模（GDP）は日本の 4 倍、米国とほぼ同じである。なかでも、同一通貨が流通するユーロ圏内は為替変動リスクがなく、金利やインフレ率は総じて低めに推移してきた。本来は域内の資本・労働の自由な移動を通じて域内の経済不均衡を是正していくメカニズムが期待されたが、各国の失業率が大きく異なるように、必ずしも理論通りに調整が進んでいない。また、金融政策は一本化されているが、財政赤字や債務残高の規模を一定範囲内にとどめるという制約つきとはいえ、個々に独自の財政政策を実施するという余地を残している。そして、財政統合を一段と深化させる形での欧州統合を推進する動きは、遅々として進んでいない。

2015 年は、EU（ユーロ）はギリシャに振り回され何とか収束することに成功したが、域内にはスペインのカタルーニャ州の分離独立の動きのように、地域対立問題を国内に抱える例がある。そして、当面の最大の課題はイギリスの EU 離脱の是非であろう。2015 年 5 月の総選挙で勝利したキャメロン首相は、公約通り、2017 年末までに EU からの離脱を問う国民投票を実施する予定にしている。一部のイギリス企業には EU 離脱の動きを忌避し、本社機能をイギリス外に移そうという動きも出ており、イギリス経済にとっては EU 離脱のマイナス面の方が大きいとみられる。キャメロン首相は国内の EU 離脱論を抑えるために、EU に改革要求を出すなど条件闘争を始めており、今後の EU を見通すうえで不確実な要因になっている。

一方、欧州委員会が 2015 年秋の経済見通しで示した、大量の難民受け入れが欧州経済に与える影響によると、短期的には、難民対策などの各国政府の財政出動を伴う分だけ成長率を押し上げる効果が期待される。さらに中長期的には大量の難民が貴重な労働者に順調に転換することで（同時に需要者にもなる）、欧州の潜在成長率が高まるというプラス効果が指摘される。

他方で、玄関口になっているギリシャやイタリアなど南欧・東欧に難民が押し寄せたが、財政危機のギリシャには取り締まる余裕はなく、他の国も難民管理に重いコストを負担すること

になっている。難民への対応を巡って EU 内の対立が顕在化し、受け入れに積極的な国、例えばドイツはこれまでうまく移民を活用してきた方だろうが、国内には不満も垣間見られる。実際、ドイツ同様に寛容だったスウェーデン（人口の約 3 割は外国からの移民、及びその子孫である）では、入国者に対する本人確認の検査をこれまで以上に厳しくする措置が始まった。本来、シェンゲン協定に締結した国同士では出入国管理が撤廃され、人の移動は自由であるが、難民問題に加えて 15 年 11 月のテロ事件発生以降、国境管理を厳しくする動きが広がっている。ヒトやモノの流れが滞れば（余計な時間がかかれば）、生産性は低下し経済的にはロスが増えることになる。

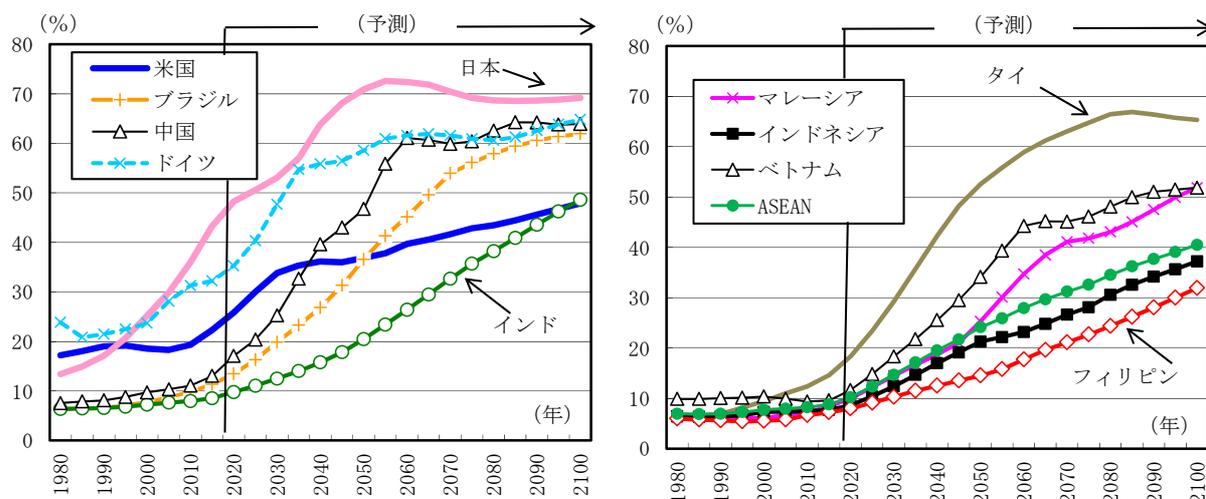
また、フランスで発生したテロ事件が引き起こした緊張は、難民だけでなく、既に社会の一部になって経済を支える移民に対する反発を強め、移民排斥を主張する極右政党の躍進として不安が顕在化している。宗教問題が絡んでいることも根本的な解決を一層難しくしており、欧州は根気よく取り組まなければならない新たな問題を抱えてしまったといえよう。従って、短期的、そして中長期的なプラス効果・期待を打ち消してしまうリスクには留意する必要があるだろう。この動きは、海を越えて米国にも飛び火し、2016 年の大統領選挙を一段と混迷させている要因になっている。特に、共和党の大統領候補の指名争いをしている支持率上位者はいずれも保守派であり、総じて不法移民には厳しい姿勢をみせている。オバマ大統領が 2014 年 11 月に大統領権限で移民制度改革を推進するとしたことには、共和党は行政権限を逸脱していると猛反発し、共和党系の知事らは提訴し一部では違憲判決も出ている。

欧州では、人口の伸びは頭打ちだが、日本よりも早い段階で高齢化を迎えていたものの、高齢化の進展は抑制されており、一定の水準を維持している。少子高齢化の加速によって、高齢化と人口減少に直面している日本とは立場が逆転しているといえよう。変化が緩やかであれば対処する方法もあるということになるだろうが、欧州の場合、それに貢献した要因の一つが移民だったと考えられる¹²。そもそも欧州などからの入植者らによって誕生した米国の場合は、移民の存在なしに歴史を語ることはできず、移民の流入によって、現在そして将来にわたっても、先進国のなかで相対的に若い人口構造を維持していくとみられる。ヒトの柔軟な動きが経済、そして社会の活力であることを示している。

日本の場合、成長戦略では、日本の成長（生産性アップ）に寄与してくれるような有能な高度外国人材に対しては積極的な受け入れ政策を掲げているが、彼らの永住まで前提にしているかは不透明である。人手不足感が深刻な建設業や造船業などの単純労働に関しては、既存の外国人技能実習制度の拡充で対応しており、さらには介護などの分野にも広げて検討しようという動きがみられる。本格的な労働確保・人口維持の観点から移民受け入れの議論はスタートしたばかりだが、世論を含めて慎重な見方が根強い。あくまでも日本の成長にプラスになるかという視点であり、人道的な観点とはいえ、いま欧州が直面しているような大量の難民への対応、あるいは経済的な難民受け入れは想定外だろう。

¹² 例えば、ドイツはトルコからの移民、フランスは北アフリカなどの旧植民地、イギリスはインドや香港、アフリカなど旧植民地からの移民などである。

図表 1-11 世界の高齢者人口／生産年齢人口



(注) 推計人口は中位推計。高齢者人口：65歳以上、生産年齢人口：15～64歳。

(出所) 国連資料などより大和総研作成

③新興国経済

中国経済の行方が世界全体を左右する可能性

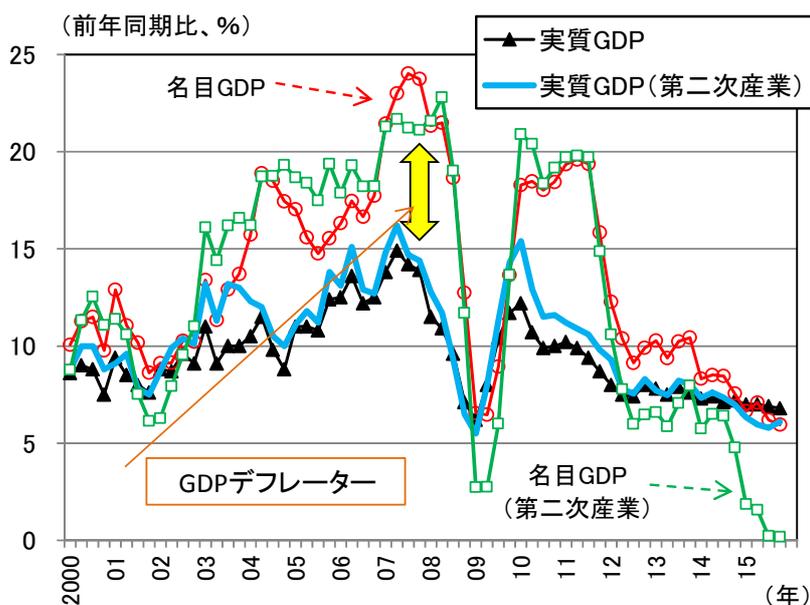
中国経済は2桁成長の時代から2015年は7%程度まで鈍化している。2016～20年の第13次5カ年計画案では、最大の目標を「中高速成長の維持」として、習近平体制発足時に掲げられた目標2020年までに2010年比でGDPと所得水準を倍増するという目標実現を重視し、今後5年で必要な「年平均6.5%以上の成長が最低ライン」としている。これに対して、IMFの世界経済見通しによると、中国経済は2015年実績の6.9%から2016～20年は6.0～6.3%で推移すると予想しており、中国政府が目指す所得倍増計画の実現も覚束なくなろう。

中国が、欧米や日本など先進国と同じ市場が機能する経済構造を持っているならば、中国の抱える過剰設備や過剰債務を調整しようとする強い圧力が高まるかもしれない。だが、中国の場合は政府のコントロールが強い経済構造であり、海外との資本取引には一定の制限がある。外から見れば真の姿が窺いしれず、不安感を払拭できないが、中国国内では漸進的な調整・改革が可能ということになる。短期的には、中国政府の景気対策によって需要が下支えされ、不振に陥った企業・金融機関への支援の実施によって危機拡散（信用不安）を回避するなどのバッファー措置が期待される。実際、中国経済のハードランディングという見方は悲観的すぎ、ウェイトの高まっているサービス産業が製造業の落ち込みを補うとIMFはみている。今回の中期予測では、短期的な急減速のリスクは小さいが、中長期的な緩やかな景気鈍化は避けられないという見方を標準シナリオとしている。一方で、中長期な視点の構造改革（過剰な資本ストックの圧縮など）に耐えうるほどの景気状態なのかという懸念もあり、痛みを伴う構造改革の決断が先送りされる可能性が高い。

中長期的には消費主導の経済への移行を進める一方、中国当局は「中国製造2025」という製造業の高度化を目指す振興策を進めようとしている。具体的には、ITやロボット、バイオなど

10 分野を重点産業に指定し、研究開発や税制優遇などを通じて集中的に支援する計画である。製造業の一段の競争力強化を図り、効率性を向上させることで成長への一定の貢献を期待しているとみられる。重視する分野には積極的な投資を行う一方、過剰感があるセクターでは国家主導で企業統合を進めて、競争力強化と同時にリストラを実施している格好である。ここでも量から質への転換を目指しているといえよう。

図表 1-12 中国の実質成長率の推移



(出所) 中国国家统计局、Haver Analytics 資料より大和総研作成

確かに製造業セクターの過剰設備・債務の問題も大きいですが、最大のカギを握るのは雇用ではないだろうか。仮に製造業セクターで働いていた従業員が過剰となって、スムーズに他のセクター、例えば、個人消費関連のサービスセクターにシフトすることができればいいが、移動が滞って失業者が増えれば、社会不安を引き起こす可能性が高まろう。中国の支配構造において、指導部にとって、国民の不満が高まることは憂慮すべき事象であろう。雇用所得環境が悪化すれば個人消費も期待できなくなり、政府主導の構造改革は頓挫してしまう。実際、習近平体制は雇用を最も重視しており、成長のスピード（量）ではなく、環境改善、生活水準の向上といった成長の中身（質）を問う構造改革を実施している。

2015 年に発表された大きな政策の変更は人口政策である。2015 年 10 月末、一人っ子政策廃止の方針が発表された（正確には二人まで認めるというものであり、人口を制限する意味は残り、いわば二人っ子政策と呼ぶべきもの）。背景には、高齢化に伴う人口構成の歪みや労働力人口の減少などがもたらすマイナスの影響を緩和するという目的があるとみられる。中国当局は、今回の政策変更によって、2050 年までに労働力人口が 3,000 万人以上増えて、高齢化のスピードが緩むと予測している。

出生率の変化を通じてその効果が現れるには時間がかかる。緩和によって出生数がある程度増えるとしても、生産年齢人口にカウントされるのは15年後であり、供給面からマクロ経済を支えるのはまだ先の話である。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、労働力の供給制約が潜在成長率を押し下げるだろう。

また、一人っ子政策の過程で、特に都市部では一人っ子を前提にしたライフスタイルが確立されてしまい、今さら子ども二人に対応できない側面もあろう。例えば、両親が共働きであった場合、保育施設が充実していなければ、母親が育児に専念しなければならず、労働力としてはダウンになる。それに、一人っ子ゆえにお金をかけられたのであり、二人目にかかる余裕がないかもしれない。従って、当局が期待するように人口が増えるかは未知数の部分が多いといえよう。

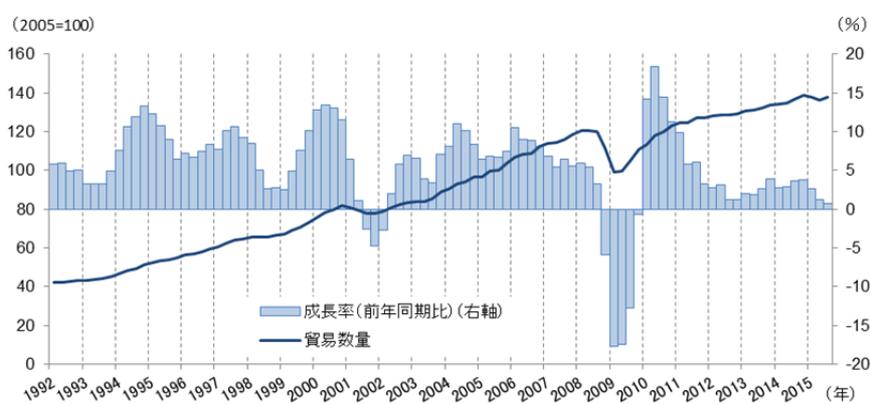
労働力不足の状態になれば、教科書通りに賃金上昇圧力は高まり、また社会の発展成熟化や生活水準の向上に伴って人々の意識が変化し、賃金上昇に拍車をかけることになろう。これに対応するためには、産業の中心はこれまでの労働集約的なものから資本集約的なものにシフトし、一段の生産性向上が求められよう。

このように、長期的にみた中国の成長率は徐々に鈍化していくと考えるのが自然であり、2020年以降の成長率は5~6%程度と想定される。中国に対する慎重な見通しが良い意味で裏切られるとしたら、投資主導から消費主導の経済構造へスムーズにシフトできた場合であろう。賃金上昇や環境悪化などを受けて生産国としての魅力を失いつつあるが、10億人を超える人口を抱える中国市場が消費主導の成長にシフトできれば、グローバル企業にとっての魅力も持ち直すだろう。

(2) 世界貿易の成長は足元で減速

世界の財貿易は 2008 年の世界金融危機から回復して以降、成長が減速している（図表 2-1）。世界貿易の成長は 2001 年に一時止まったものの、それ以前は年率 7.0% のペースで成長していた。その後、世界金融危機前までの 2002～07 年では 6.6% と、2001 年までと同水準の成長ペースを維持した。しかし、世界金融危機によって大きく崩れた。その後、主要国において大規模な財政・金融政策が行われたことで V 字回復したものの、2011～14 年では 3.6%、2015 年に入ってから 1.5% と成長が減速している。

図表 2-1 世界の貿易数量の推移

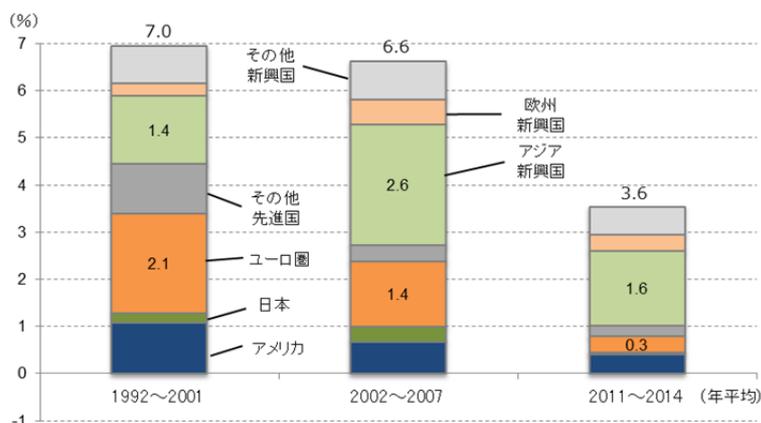


(出所) オランダ経済政策分析局より、大和総研作成

先進国と新興国の両方で成長が減速

足元での世界貿易の成長減速は、先進国、新興国それぞれの低迷によるものである。世界金融危機前後を除いた 1992～2001 年、2002～07 年、2011～14 年の 3 期間について、世界貿易の成長率を主要国・地域で分解した（図表 2-2）。

図表 2-2 世界の貿易数量の成長率の主要国・地域による分解



(出所) オランダ経済政策分析局、IMF、Haver Analytics より、大和総研作成

2001年までの成長の牽引役は、ユーロ圏やアメリカなど先進国が中心であった。その後2007年までは先進国の成長が減速する中、アジア新興国を中心とした新興国の台頭により、世界全体での成長が維持された。世界金融危機をはさんだ2011年からは、ユーロ圏の成長が特に大きく減速。先進国に代わって新たな成長の牽引役となったアジア新興国の成長も一転して減速に向かったため、世界全体での成長も減速した。

循環的要因か構造的要因か

世界貿易の成長減速の原因は何か、という問いに対する議論は活発に行われている。そこでは、世界経済の低迷など需要側からの循環的要因と、貿易とGDPの関係を変化させる構造的要因に分けて論じられることが多い。前者としては、ここ数年の動きとして、世界金融危機による先進国経済へのダメージ、欧州債務危機による欧州経済の不振、中国経済の成長減速などが挙げられる。一方、後者としては、例えば Constantinescu et al. (2015)¹³が、①グローバル・バリュー・チェーン(GVC : Global Value Chain)の拡大ペースの変化、②先進国と新興国間でのGDPの収束ペースの変化、③GDPの構成変化、④貿易の構成変化、⑤保護貿易政策の変化、を挙げている。中でも、1990年代から発展したとみられるGVCの動きが議論の中心になっている。

循環的要因と構造的要因のどちらが足元の世界貿易の成長減速をうまく説明するかに関しては、これまで一致した見解が得られていないようである。しかし、今後の世界貿易の見通しを考える際には、この点が重要になろう。仮に構造的要因が主であるならば、世界経済が現在の低成長を抜け出したとしても貿易がこれまでのペースで成長することは期待できない、ということになるためである。

(2)では、構造的要因が足元の世界貿易の成長減速をどれほど説明しうるか、また、それを踏まえた今後の世界貿易の見通しについて議論する。さらに、主な構造的要因として議論されているGVCの拡大ペースの変化についても触れる。

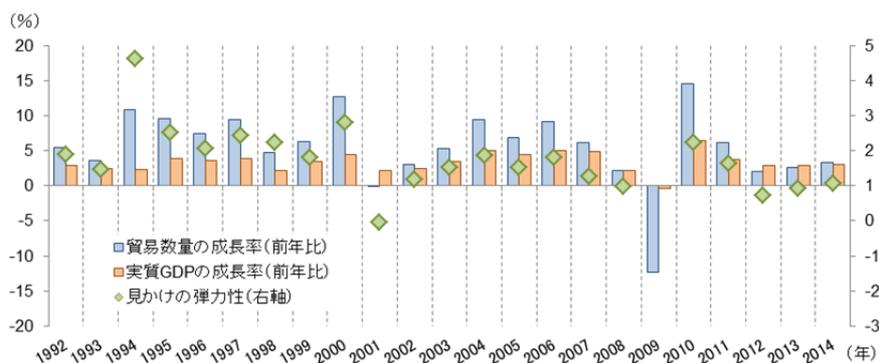
① 世界貿易の成長減速に構造的要因が与える影響

足元での世界貿易の成長減速に対して、構造的要因がどれほど影響しているのだろうか。このことを考えるにあたって、まずは世界での貿易とGDPの関係を確認したい(図表2-3)。貿易は基本的にGDPの成長率を上回って(=見かけの弾力性¹⁴が1を上回って)推移しているが、ここ数年はわずかながらGDPの成長率を下回っている。また、特に2001、09年はITバブル崩壊や世界金融危機の影響で景気が悪化していたが、その年にあわせて見かけの弾力性も大きく変動していることから、貿易とGDPの表面的な関係は景気循環に左右されている可能性が高い。

¹³ Constantinescu, C., Matoo, A. and Ruta, M. (2015), "The global trade slowdown", The Global Trade Slowdown: A New Normal?, A VoxEU.org eBook

¹⁴ 見かけの弾力性は、貿易数量の成長率の実質GDPの成長率に対する比率。

図表 2-3 世界の貿易数量と実質 GDP の成長率



(注) 見かけの弾力性について、大きく外れた値は表示していない。

(出所) オランダ経済政策分析局、IMF、Haver Analytics より、大和総研作成

構造的要因が影響を与えるのは、この関係のうちでも景気循環に左右されない部分、つまり両者の間に長期的に成り立つ関係であると考えられる。直観的に、見かけの弾力性の平均的な傾向を景気循環に左右されない部分として考えれば、2000年代に入ってから世界金融危機前と危機後で段階的に低下しているようだ。

貿易と GDP の長期的関係が変化

このことを定量的に考えるため、以下のように貿易数量を定式化する。前提として、貿易と GDP の間に長期的な均衡関係（共和分）が存在することを仮定する。この仮定の下で、両者は長期的関係からの乖離を修正する動きを含んだ(1)式のような誤差修正モデルによって表現される¹⁵。 m_t は貿易数量、 y_t は実質 GDP を表し、 ε_t はモデルの誤差項である。

$$\Delta \ln m_t = \alpha + \beta \Delta \ln y_t + \gamma \ln m_{t-1} + \delta \ln y_{t-1} + \varepsilon_t \quad (1)$$

両者の長期的関係を式中に明示するため、(1)式を以下のように書き直す。

$$\Delta \ln m_t = \alpha_1 + \beta \Delta \ln y_t + \gamma [\ln m_{t-1} + (\alpha_2/\gamma) + (\delta/\gamma) \ln y_{t-1}] + \varepsilon_t \quad (2)$$

$$\alpha = \alpha_1 + \alpha_2$$

(2)式に対する両者の長期的関係は、(3)式のように表される。ここで、 e_t は長期的関係からの乖離項である。すると、(2)式の大かっちは1期前での乖離 e_{t-1} となる。

$$\ln m_t = -(\alpha_2/\gamma) - (\delta/\gamma) \ln y_t + e_t \quad (3)$$

よって、貿易数量を(2)式で表せば、それが GDP の変化に対応する短期的な動き（右辺第2項）に加え、長期的関係からの乖離を修正する動き（右辺第3項）に従って変化することがわかる。そして、(3)式に表れる係数 $-(\delta/\gamma)$ が長期弾力性と呼ばれるものである。これは、「長期的にみて GDP が1%変化した場合に、貿易が何%変化するか」という指標になる。また、以降の議論

¹⁵ $\ln m_t$ と $\ln y_t$ が共和分を持ち、1階差を取ると定常になると仮定している。

では触れないが、(2)式における β を短期弾力性、 $-\gamma$ を乖離修正速度と呼ぶ。

各期間において両者の間に共和分が存在し、有意に異なる長期弾力性が得られるとすれば¹⁶、両者の長期的関係が変化したと考えられる。図表 2-4 に、(2)式のパラメータを各期間で推定したものを示した。世界では、2002～07 年から既に長期弾力性が 1.6 へと低下しており、2011 年以降でさらに 0.9 に低下した。この結果は、図表 2-3 で確認した見かけの弾力性の段階的な低下とも整合しているだろう。

図表 2-4 主要地域での貿易数量モデルの推定結果

地域	長期弾力性 $(-\delta/\gamma)$			短期弾力性 (β)			乖離修正速度 $(-\gamma)$		
	1992～ 2001	2002～ 2007	2011～ 2014	1992～ 2001	2002～ 2007	2011～ 2014	1992～ 2001	2002～ 2007	2011～ 2014
世界	2.33 ***	1.64 ***	0.88 ***	1.59 ***	1.59 **	1.84 **	-0.02	0.62 ***	0.54
先進国	2.5 ***	1.93 ***	0.8 ***	3.16 ***	1.42	2.31 ***	0.13	0.74 ***	0.21
ユーロ圏	2.75 ***	2.47 ***	1.52 ***	2.89 ***	2.6 ***	1.42 **	0.22	0.33 *	0.46
新興国	2.1 ***	1.59 ***	0.93 ***	0.4	1.52 **	0.9 *	-0.03	0.35 **	1.28 ***
アジア新興国	1.29 ***	1.42 ***	0.67 ***	0.23	0.6	0.66	0.17	0.27 **	0.92 ***

(注) ***は 1%、**は 5%、*は 10%有意水準で「係数がゼロに等しい」という帰無仮説が棄却されたことを示す。

(出所) オランダ経済政策分析局、IMF、Haver Analytics より、大和総研作成

長期弾力性の低下が世界貿易の成長減速の過半を説明

足元での世界貿易の成長減速に対して長期弾力性の低下がどれほど影響しているかを、図表 2-4 の推定結果を用いて考える。貿易と GDP の長期的な関係式 ((3)式) の 1 階差をとれば、以下の式が得られる。

$$\Delta \ln m_t = -(\delta/\gamma) \Delta \ln y_t + \Delta e_t \quad (4)$$

さらに、(4)式の両辺について平均を取れば、以下のように書ける。 $\mu_{\Delta \ln m}$ は貿易成長率、 $\mu_{\Delta \ln y}$ は GDP 成長率のそれぞれ平均を表す¹⁷。

$$\mu_{\Delta \ln m} = -(\delta/\gamma) \mu_{\Delta \ln y} \quad (5)$$

(5)式の関係から、貿易成長率の平均の期間差は、(6)式のように長期弾力性の期間差 (右辺第 1 項) と GDP 成長率の平均の期間差 (右辺第 2 項) による部分に分けられる。なお、右肩の添え字は 2 期間を A、B として表したものである。

$$\mu_{\Delta \ln m}^B - \mu_{\Delta \ln m}^A \approx \left(-(\delta/\gamma)^B - (-(\delta/\gamma)^A) \right) \mu_{\Delta \ln y}^A + (-(\delta/\gamma)^A) (\mu_{\Delta \ln y}^B - \mu_{\Delta \ln y}^A) \quad (6)$$

(6)式の右辺にある両項の大きさを比較することで、世界貿易の成長減速に対する長期弾力性の低下の影響の大きさを評価した (図表 2-5)¹⁸。2002～07 年では、世界貿易の成長率の期間平均差が 0.4%pt と成長ペースが維持されたが、これは長期弾力性の低下を、特に新興国の GDP

¹⁶ これらの仮定に対しては統計的な検定を行う必要があるが、以降では仮定が成り立つとして議論を進める。

¹⁷ $\Delta \ln m_t$ 、 $\Delta \ln y_t$ 、 e_t は定常であり、 t に依存しない一定の平均が定義される (e_t の平均はゼロと仮定)。

¹⁸ 長期弾力性は図表 2-4 の推定値を利用し、各成長率の平均は時間平均によって推定した。

成長率の上昇がカバーした結果といえる。中でも、同時期において世界貿易成長への寄与が大きかったアジア新興国では長期弾力性、GDP 成長率ともに上昇している。

一方で、2011～14 年では世界貿易の成長率の期間平均差が-4.2%pt と大きく低下した。これに対する影響は、長期弾力性の低下 (-3.2%pt) が GDP 成長率の低下 (-2.2%pt) よりもやや大きかったと評価できる。そこには、アジア新興国での長期弾力性の低下とユーロ圏での GDP 成長率の低下が大きく影響していた。

図表 2-5 主要地域での貿易成長率の期間平均差の分解

地域	A : 1992~2001 B : 2002~2007				A : 2002~2007 B : 2011~2014			
	貿易成長率	長期弾力性	GDP 成長率	誤差など	貿易成長率	長期弾力性	GDP 成長率	誤差など
世界	0.4%	-2.1%	2.8%	-0.3%	-4.2%	-3.2%	-2.2%	1.3%
先進国	-1.2%	-1.5%	-0.2%	0.5%	-3.5%	-2.9%	-2.5%	1.8%
ユーロ圏	-1.7%	-0.7%	-1.5%	0.5%	-4.3%	-1.9%	-4.6%	2.1%
新興国	3.2%	-2.0%	6.0%	-0.8%	-6.4%	-4.5%	-3.1%	1.3%
アジア新興国	4.0%	0.9%	2.5%	0.6%	-8.1%	-6.6%	-3.0%	1.6%

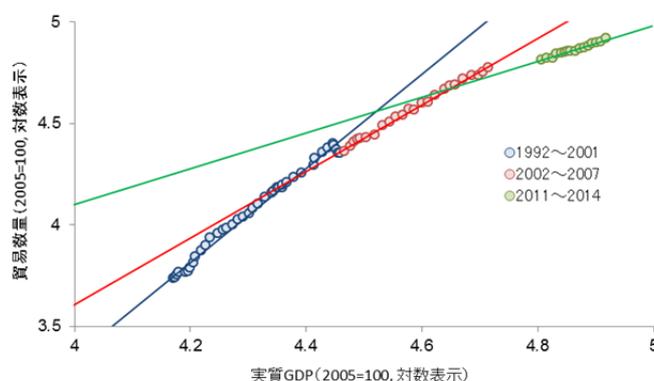
(注) 四半期データを利用しているため、成長率は前期比年率として表示。

(出所) オランダ経済政策分析局、IMF、Haver Analytics より、大和総研作成

今後の世界貿易成長の見通し

本節の最後に、長期弾力性の低下を踏まえた今後の世界貿易成長の見通しを考えたい。図表 2-6 の直線は各期間で貿易を GDP に回帰したものであり、その傾きは図表 2-4 で推定した長期弾力性となっている。このため、今後も 2011～14 年の関係が続けば、貿易は GDP の成長に従い、緑色の線に沿って成長することが予想される。つまり、GDP が 1% 増加すれば貿易が約 0.9% 増加することになり、これは 2002～07 年（赤色の線）の半分ほどの成長ペースである。

図表 2-6 世界の実質 GDP と貿易数量との関係



(出所) オランダ経済政策分析局、IMF、Haver Analytics より大和総研作成

② GVC の拡大ペースの変化が構造的要因か

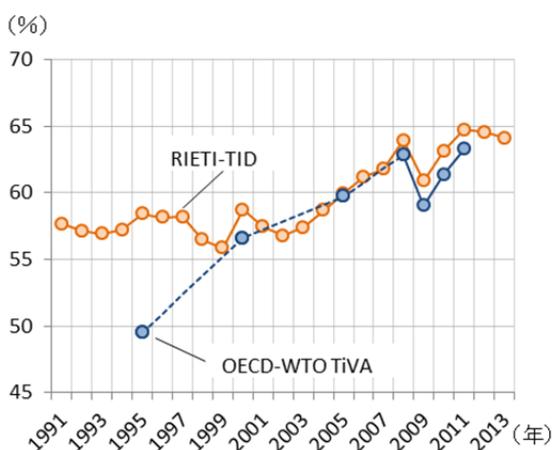
前節において、長期弾力性の低下が足元での世界貿易の成長減速の過半を説明することが示された。この長期弾力性の低下に対する構造的要因として、グローバル・バリュー・チェーン (GVC) の拡大ペースの変化が多く論じられている。例えば、同じように長期弾力性を推定することで貿易と GDP の関係を論じた Constantinescu et al. (2015) は、1986～2000 年での長期弾力性の上昇は同時期の GVC の拡大によるもので、2000 年代での長期弾力性の低下はその拡大ペースの減速によるものとしている。

GVC は世界金融危機前まで一貫して拡大

1980 年代に入ってから貿易自由化、1990 年代以降の通信や輸送技術の急速な発展が、世界貿易の成長を強力に後押しした。製造業を中心とする多国籍企業は、製品開発、製造、販売、サービスなど付加価値を生む工程を分断し、コスト優位性に従ってそれぞれの拠点を国内外で再配置するようになった。このようなプロセスを経て、各拠点を繋ぐネットワークである GVC が構築されたといわれる。

GVC の拡大は貿易構造を複雑にした。(2) でこれまで見てきた貿易は、各国の間での総取引額 (グロス貿易) である。しかし、GVC が拡大し、生産の国際分業が進むと、従来のグロス貿易では付加価値の源泉を捉えることができなくなった。そこで、複雑化した貿易構造をより正確にとらえるため、各国の間で取引された付加価値額 (付加価値貿易) が注目され、その統計が整備された。

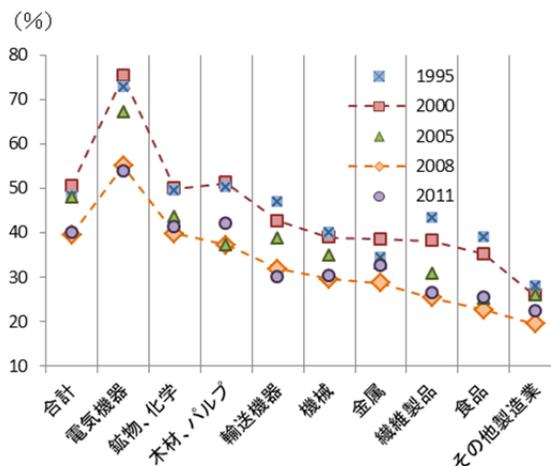
図表 2-7 世界での GVC 貿易シェアの推移 (製造業)



(注) RIETI-TID は GVC 貿易シェアの代替として、グロス貿易に対する中間財貿易シェアを計算。OECD-WTO TiVA データを補足する目的で表示した。

(出所) OECD-WTO TiVA、RIETI-TID データより、大和総研作成

図表 2-8 中国の輸出に占める海外付加価値のシェアの推移 (製造業、業種別)



(出所) OECD-WTO TiVA データより、大和総研作成

GVC の拡大状況も付加価値貿易の統計を用いて把握できる。Gangnes et al. (2015)¹⁹によれば、付加価値貿易における輸出は次の三つの部分——①自国が輸出する財・サービスに対して、海外から輸入した付加価値、②海外が輸出する財・サービスに対して、自国が輸出した付加価値、③海外の最終消費に対して、自国が輸出した付加価値——に分解できる。このうち、GVC に関連する部分 (GVC 貿易) は①と②であり、このシェアは GVC の拡大状況に対する一つの指標となる。例えば、GVC 貿易が存在せず、最終財だけが貿易されるという状況では、このシェアはゼロになる。

付加価値貿易における GVC 貿易シェアを OECD-WTO TiVA データを用いて計算した (図表 2-7)。このシェアの推移から、GVC が 1990 年代から世界金融危機が起こった 2008 年まで一貫して拡大したことが示唆される。

また、多く指摘されているように、GVC の拡大ペースが 2000 年代に入って減速したことも読み取れる。例えば、中国は中間財を輸入して最終財を輸出する GVC 貿易の一大拠点であるが、2000 年代に入ってその輸出に占める海外付加価値のシェアが全ての業種で低下している (図表 2-8)。このことは、GVC の拡大ペースの減速を示す一つの証左となろう。そして、補足として図表 2-7 に示した RIETI-TID データからは、2011 年以降に GVC が縮小傾向に入っていることが示唆される²⁰。

GVC の拡大ペースの減速が長期弾力性の低下につながるか

GVC は 2000 年代にペースが減速するも、世界金融危機まで一貫して拡大を続けた。その後、V 字回復を経て、2011 年以降から縮小傾向に入っている可能性がある。GVC の拡大が長期弾力性を上昇させたのであれば、2011 年以降の GVC の縮小は長期弾力性の低下に対する要因となりうる。それでも、2000 年代からの GVC の拡大ペースの「減速」が同時期の長期弾力性の低下を説明できるかについては、議論の余地が残される。

i GVC の拡大ペースの減速が弾力性を低下させるか

そもそも、GVC の拡大が (長期) 弾力性を上昇させるメカニズムはどのようなものであろうか。Gangnes et al. (2015) では、次の三つのメカニズム——①GVC の導入に伴って企業が生産の国家間分業を進めることで、同じ付加価値に対する貿易量が増加し、弾力性が上昇する (導入効果)、②GVC 貿易が所得弾力性の高い耐久財に集中することによって弾力性が上昇する (構成効果)、③GVC の川下での予期せぬ需要の変化に対して、GVC 内での在庫調整がドライバーとなって弾力

¹⁹ Gangnes, B., Ma, A. C. and Assche, A. V. (2015), “Global value chains and the trade-income relationship: Implications for the recent trade slowdown”, The Global Trade Slowdown: A New Normal?, A VoxEU.org eBook

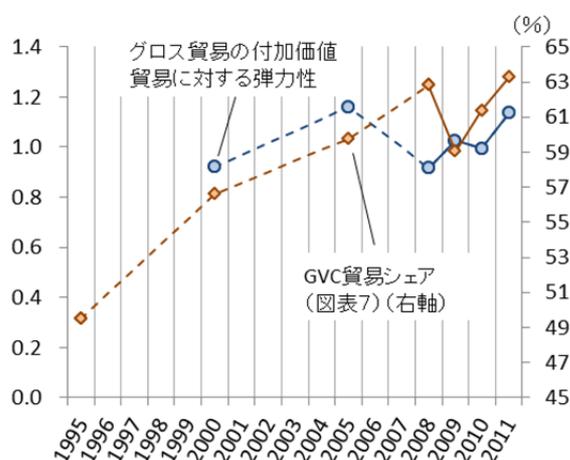
²⁰ しかし、1990 年代では両者の推移が大きく異なる。これは、RIETI-TID では GVC 貿易シェアを中間財貿易のグロス貿易に対するシェアで代替したことによる差異と考えられるが、この時期にのみ差異が表れていることに対しては他の要因の存在を調べる必要がある。

性が上昇する（サプライ・チェーン効果）——に整理されている。この中でも、導入効果が最も目に見えやすいメカニズムだろう。

導入効果は、グロス貿易と付加価値貿易との関係に表れる。GVC の拡大に伴って中間財が何度も国境を越えるようになると、その度にグロス貿易には取引額が計上される。取引額はそれまでの付加価値の蓄積と考えられるため、そこに付加価値額が多重計上されることになる。よって、GVC が拡大すれば、1%の付加価値額の増加に対する総取引額の増加、つまり、グロス貿易の付加価値貿易に対する弾力性が上昇する（＝導入効果が働く）と考えられる。このとき、付加価値貿易の GDP に対する弾力性が少なくとも低下しなければ、これまで見てきたグロス貿易の GDP に対する弾力性が上昇するといえる。

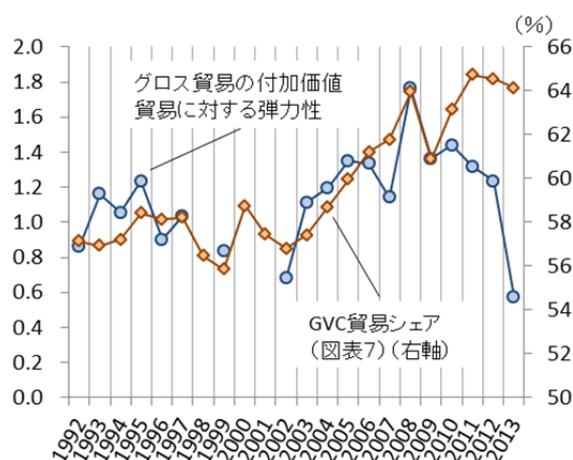
2000 年代において GVC の拡大による導入効果が働いたのかを確認するため、グロス貿易の付加価値貿易に対する弾力性を OECD-WTO TiVA データを用いて計算した（図表 2-9）。この弾力性は 2005 年で上昇したものの、2008 年で低下したため、2000 年代での明らかな導入効果は確認できない。しかし、RIETI-TID のデータを用いて同様に計算した弾力性は 2000 年代に上昇しており、これは図表 2-9 の結果を補強する材料となろう（図表 2-10）²¹。

図表 2-9 世界でのグロス貿易の付加価値貿易に対する見かけの弾力性（製造業）（1）



（出所）OECD-WTO TiVA データ、Haver Analytics より、大和総研作成

図表 2-10 世界でのグロス貿易の付加価値貿易に対する見かけの弾力性（製造業）（2）



（注）最終財貿易を付加価値貿易とし、グロス貿易に対する弾力性を計算。外れ値は表示していない。
（出所）RIETI-TID データより、大和総研作成

図表 2-9、2-10 の結果は、2000 年代での GVC の拡大が少なくとも導入効果によって（長期）弾力性を上昇させる方向に働いた可能性を示唆する。よって、前述した他のメカニズムについては確認していないものの、GVC の拡大自体が続いている中で、そのペースが減速したことを長期弾力性の低下の要因とすることは難しいだろう。

²¹ 1990 年代の弾力性が安定して高いが、図表 2-7 で見たように、RIETI-TID データでは 1990 年代に GVC 貿易シェアが高く計算されることと整合した結果であろう。

ii GVC 以外の要因による弾力性低下の説明

このため、2000年代からの（長期）弾力性の低下については、前述した Constantinescu et al. (2015)で挙げられている他の構造的要因（②～⑤）の存在を疑う必要があるだろう。ここでは、これらの要因を深掘りしないが、以下で簡単に触れておきたい。

先進国と新興国間での GDP の収束ペースの変化（②）については、重力方程式による貿易モデルでアプローチされる。重力方程式では、2国間の貿易量が両国の経済規模に比例し、両国間の貿易摩擦に反比例する。そして、両国の経済規模が同一になる時に貿易量が最大化される。Escaith and Miroudot (2015)²²では、新興国と先進国間での GDP の収束が過去 40 年間における貿易成長の主力になったとしている。この収束ペースが世界金融危機後に減速していることは足元の長期弾力性の低下を説明しうるが、2000年代での低下については十分に説明できないかもしれない。

GDP の構成変化（③）は、貿易への依存度が高い投資の GDP シェアの変化に注目するものである。世界での投資シェアは 2000 年代に入って上昇、世界金融危機をはさんで V 字回復した後、安定している。しかし、この傾向から、投資シェアの推移が 2000 年代の長期弾力性の低下を説明することは困難であろう。

一方、貿易の構成変化（④）は、所得弾力性の高い耐久財の貿易シェアの変化に注目するものである。この耐久財貿易のシェアの変化は、前述した GVC の構成効果を通じて GVC の拡大と関連している可能性がある。耐久財貿易のシェアは 2000 年代に入って低下し続けているため、これを GVC の拡大のみと関連付けるのには無理があるが、同時期の長期弾力性の低下に対する説明候補になりうる。

保護貿易政策の変化（⑤）は数値による明確な把握が難しいものの、例えば、Boz et al. (2015)²³では複数の関連統計から、保護貿易政策の緩やかな蓄積、貿易自由化の停滞が近年での貿易の成長減速の原因である可能性を示唆している。また、保護貿易政策よりも広範な貿易摩擦の変化を考えたものもある。Escaith and Miroudot (2015)は、貿易摩擦が 1995～2000 年に減少した後、2000 年代に入ってそのトレンドが途切れていることを示した。このことは、2000 年代に入ってから長期弾力性の低下への有力な説明候補となるだろう。

③ 貿易成長の不振の打開に向けて

ここまでで触れなかった循環的要因についても、経済成長の減速が世界で共通の問題として認識されており、そこからの脱却は一筋縄ではいかないだろう。

²² Escaith, H. and Miroudot, S. (2015), “World trade and income remain exposed to gravity”, The Global Trade Slowdown: A New Normal?, A VoxEU.org eBook

²³ Boz, E., Bussière, M. and Marsilli, C. (2015), “Recent slowdown in global trade: Cyclical or Structural?”, The Global Trade Slowdown: A New Normal?, A VoxEU.org eBook

先進国では 2000 年代に入ってから低インフレ・低成長状態が続いている。そのような中、2008 年の世界金融危機で先進国経済は大きなダメージを受けた。そこから脱却するために強力な財政・金融政策が実施されたことで、景気回復に向かっているものの、力強いものではない。また、ユーロ圏では 2010 年あたりから欧州債務危機が発生し、震源地である周縁国を中心に域内の景気回復の足を引っ張ってきた。新興国でも、これまで成長著しく投資資金の受け皿であった中国経済の成長が最近になって想定よりも早い段階で減速している。

これらの状況は、単なる景気循環として整理できない可能性がある。例えば、先進国で長引く低インフレ・低成長は、経済成長のための新たな投資機会が不足しているという構造的な問題が背景にあることが考えられる。中国に関しても、経済成長の減速を受け、投資主導から消費主導への転換の必要性に迫られている。これまでの過剰投資による過剰生産能力を削減するために、国有企業の統廃合、不採算部門からの撤退などの構造調整を行うことで、景気の下圧力が暫く続くだろう。

このように、貿易成長の両輪である循環的要因、構造的要因それぞれが成長の足を引っ張っている状況を考えれば、貿易が今後大きく成長していく状況を想像することは難しい。さらに、循環的要因と構造的要因は絡み合っている。例えば、足元での GVC の縮小は、中国がこれまでの中間財輸入を自国での調達に切り替えたとする向きもあるが、企業が世界的な景気の悪化を受けて GVC 関連コスト見直しを行ったためとも考えられる。このことが、構造的にも貿易成長の原動力を失わせるという二重苦を引き起こした可能性はある。

今後の経済成長が不透明な中、貿易成長の不振に対する突破口を開けるか。各国では積極的な金融政策による景気回復が試みられているが、政策当局による貿易摩擦を減少させる施策の実施など、循環的、構造的要因の両輪に対するアプローチがそのカギを握るだろう。

(3) 原油価格の想定

①供給過剰の状況に変化はみられない

原油の最大の輸入国だった米国が過去 10 年間にわたって輸入量を減らしている点は大きな構造変化である。それは、シェール革命によって米国が原油の輸入国から生産国に変わり、さらには輸出解禁によって輸出国にもなろうとしているのである。

2014 年 10 月までの原油市場は、米国の輸入量が明確に減少しているにもかかわらず、国際的な原油価格 (WTI、ドル/バレル) は上昇し、2007 年以前には観察できなかった高水準で推移し続けてきた。その背景には、地政学的なリスク、(突発的な自然災害に伴う) 日本的大幅輸入増、高成長を遂げてきた新興国のエネルギー需要がさらに高まるという見通しなどが、需給を引き締める要因があったと考えられる。

従って、これらの需要サイドの要因が剥落すれば、価格は下がる方向に働くのは自然の流れといえよう。なかでも、中国の旺盛な需要は原油だけでなく、資源全般の価格を大きく押し上げてきたことから、中国経済の減速はエネルギー需要のペースダウンにつながろう。但し、単純に中国の成長率だけをみると 2011 年から鈍化傾向にあり、2014 年までの原油価格 (WTI) の高止まりを説明するには不十分とみられる。この他に、新興国の都市化の進展や中間層の増加などの社会変化によって原油需要が高まってきた点も考慮すべきだろう。従って、供給サイドの調整が一巡した後は、中国やインド、ASEAN などの中間層の拡大と相俟って、この先も世界の原油需要は一定のペースで増えていくと予想する。特に、原油安による採算悪化を受けて、各地で開発計画の先送り・中止が相次いでおり、将来の供給力を懸念する指摘も出ている。このリスクが顕在化した場合には、2008~14 年の水準ほどではないにしても、原油価格の上昇スピードは上振れする可能性が出てこよう。

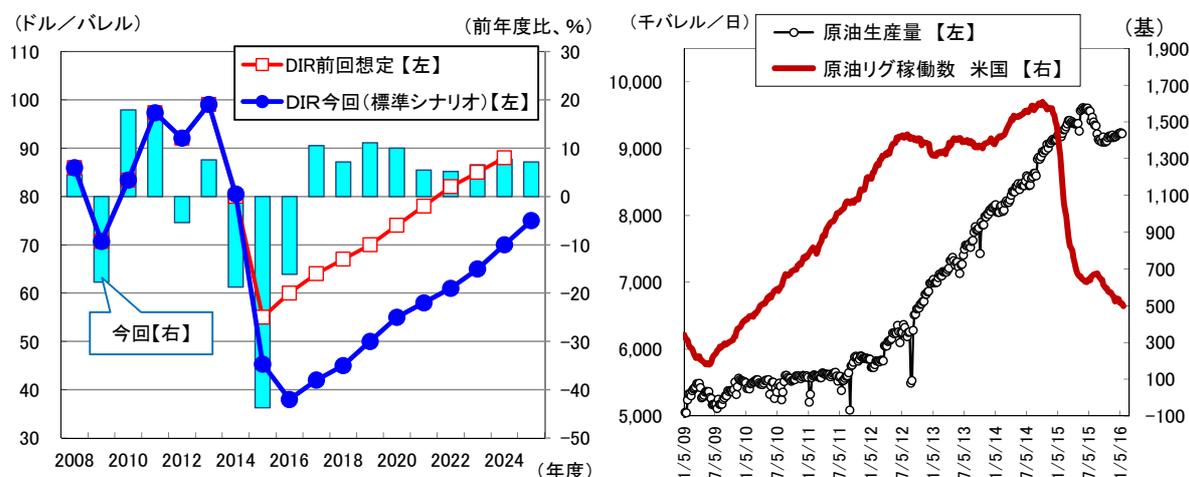
一方、2014 年 10 月以降の価格急落は、需要減少よりも供給サイドの要因が大きく、地政学的リスクの低下からリビアやイラクの原油生産に対する懸念が遠のき、米国のシェールオイルの増産が継続していることから、供給過剰感が強まっていた。そして、シェアが低下し影響度が小さくなっているとはいえ、中東など生産国の集まりである OPEC がその調整能力を発揮しなかった点は価格下落に拍車をかけることになった。この基本的な構図は足元でも変わっておらず、短期的にも供給過剰度が高まる材料が多く、原油価格の低迷は続くと思われる。

一つには、イランの核開発問題を巡ってイランと欧米など 6 か国は最終合意が履行されたことを確認し、欧米は、イランに科してきた原油貿易や金融取引の制限などの経済制裁を解除すると表明した (2016 年 1 月)。これによって、イランは国際原油市場に復帰することが可能になり、イラン政府自身も生産量を増やすなど積極的な姿勢を見せており、供給力の増加から原油価格の押し下げ要因になるとみられる。BP 統計によると、イランの石油確認可採埋蔵量は 1578 億バレル (2014 年時点) で世界全体の 9.3% を占め、サウジアラビア、ベネズエラ、カナダに続く世界第 4 位である。一方、EIA によると、現在のイランの原油生産量は 324 万バレル/日にすぎないが (世界の 7 番手程度)、制裁解除によって原油貿易の取引相手が広がり (イランの抱える在庫は 3000 万バレル)、さらに老朽化した設備を更新することで生産性向上が図られれば、

イランの生産能力は拡大するとみられる。

また、中東の主要な産油国であり、OPEC 加盟国でもあるサウジアラビアとイランの関係悪化（外交関係の断絶）は原油安に作用するとみられる。これも 2016 年初に生じた話だが、問題の背景にスンニ派とシーア派の対立という宗教問題があることから、早期に解決する見込みは立っていない。通常、地政学的リスクの高まりは原油価格を押し上げる要素に働くが、今回の場合、両国の対立が OPEC の協調減産の可能性を妨げる要因として捉えられ、原油価格を押し下げる材料になっている。

図表 3-1 標準シナリオの原油価格の想定（左）、米国の原油生産状況（右）



(出所) EIA, Baker Hughes, Haver Analytics 資料より大和総研作成

②米国の原油輸出が解禁 ～ 供給過剰をサポートする材料になろうが

原油価格が 30 ドル台まで下落しているなかでも、供給過剰を醸成した主因である米国の原油生産量は高水準を維持している。2015 年 10 月以降、米国の原油リグ（掘削装置）の稼働数は一段と減少し、2014 年 10 月のピークの約 3 割の水準まで減っている。しかし、原油生産量は 5% 未満の減少にとどまる。単純に計算すると、リグ 1 基当たりの生産量は日量 1.8 万バレルとなり、ボトムだった 2012 年半ばの 4 倍以上の規模になっている。それだけ生産性が増していると解釈できるが、2000 年代前半には 4 万バレルを超えていたことを踏まえると、生産性はまだ改善する余地があるとも解釈できる。裏を返せば、シェール革命のブームによって生産性の相当低いリグが設置されたことを意味しよう。

一方、2015 年 12 月、オバマ米大統領が 1975 年に設定された未精製原油の輸出規制を撤廃することを盛り込んだ 2016 年度包括的歳出法案に署名し、40 年ぶりに原油輸出が解禁された。ここ数年、解禁問題が大きく盛り上がっていた背景には、シェール革命によって原油の生産量が大幅に増えたことがあり、油種の違いや製油所の精製能力とのミスマッチから国内で消費しきれず、余剰分を輸出したいというエネルギー業界の要望があった。世界的な価格高騰を追い風に高い収益が期待されたのである。

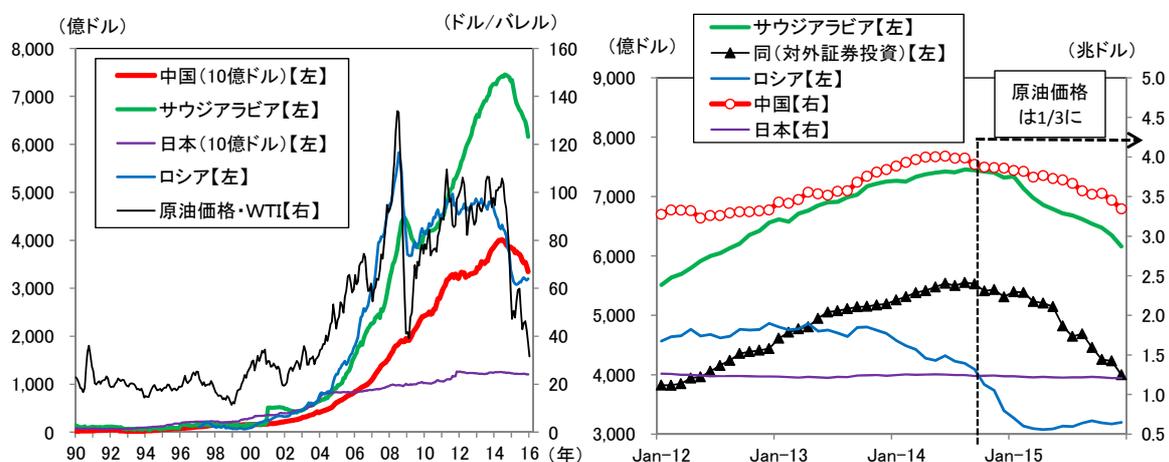
しかし、すんなりと輸出規制が撤廃されたわけではない。海外輸出の影響で国内需給がタイトになって国内価格が上昇し、低価格の恩恵を享受できなくなるのではないかと懸念が、企業や家計などユーザーサイド（加えて、開発加速がもたらす環境破壊を警戒する環境保護派も反対）からあがっていたほか、民主党・オバマ政権の消極的な姿勢も手伝って、早期解禁には至らなかった。一方、EIAは2015年9月に「米原油輸出規制の撤廃に関する影響」と題する報告書を公表し、原油輸出解禁によって、米国内のガソリン価格は下がるという見通しを示している。具体的には、輸出解禁で国際原油市場への供給が増えるため、北海ブレント価格が下落し、それに伴って米国内のガソリン価格も下がるとの見方であり、輸出解禁に対する懸念を払拭する一定の働きがあったといえよう。

漸く業界の悲願が達成することになり、早速、年明けから輸出する事例が出ている。ただ、輸出解禁の要望が高まった当時（2013～14年）は原油価格が90～100ドルだった時代であり、供給過剰を背景に40ドルを割り込み30ドル台で推移する現状と環境が大きく様変わりしている。従って、仮に輸出が本格化した場合、国際的には一段と価格下落圧力が高まる要因になるう。

③苦境に陥る中東産油国

原油価格の下落は、産業全体に占めるエネルギーセクターの比重や、輸出に占める原油の割合などの違いによって、個々の産油国が受ける打撃には濃淡があろうが、基本的には経済成長に対してマイナスに響く。例えばエネルギー関連企業は、価格下落で採算が悪化した計画の中止や投資削減、人員削減などの対応を迫られる。雇用環境の悪化は産油国経済にも影を落とすことになる。特に、中東諸国のようにエネルギー部門への依存度が高い国々では、財政収支や対外収支の悪化が顕著になっている。原油価格の下落によって歳入が大幅に減少したために、歳出抑制、補助金のカットや増税といった緊縮予算を組まなければならなくなっている。

図表 3-2 新興国・産油国の外貨準備の推移



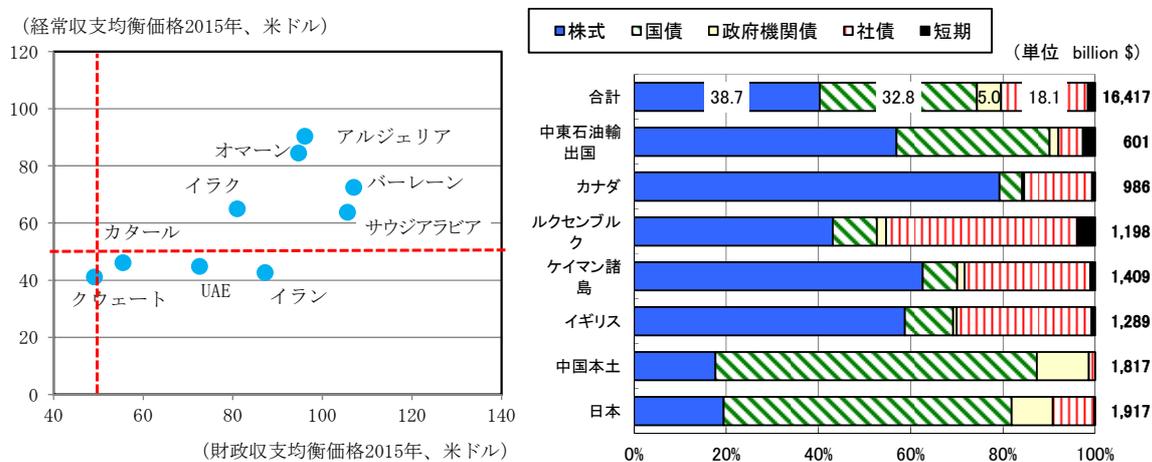
(注) サウジアラビアの対外証券投資（リヤル建て）を、月末の為替レートでドル換算した。

(出所) EIA、IMF、中国人民銀行、Haver Analytics 資料より大和総研作成

合わせて、ノルウェーを含めた政府系ファンドに資産取り崩しの動きがみられる。政府系ファンドの資金はリスク資産に回っていたとみられることから、資金が引き揚げられればリスク資産の価格下落圧力につながるだろう。例えば、サウジアラビアの外貨準備高（除く金）は原油価格が下落する前（2014年10月）までは7400億ドル超だったが、2015年12月末には約6,160億ドルと約1,300億ドル減少している。遡及できる1964年からサウジアラビアの外貨準備高は右肩上がり増加し続けており（リーマン・ショック時の一時期を除いて）、今回のように大幅に減少したことはない。中身を見ると、海外の証券に投資している残高（Investment in Foreign Securities）がピークから約1,500億ドル減少しており、海外資産を売却している姿が鮮明になっている。しかし、国債の発行や外貨準備の取り崩しなどで短期的には対応できようが、それにも限界がある。

2015年10月に公表されたIMFの分析（Regional Economic Outlook）によると、サウジアラビアの財政収支が均衡するための原油価格（2015年価格）は105.6ドルで、現実の価格はその約3分の1まで下落している。サウジアラビアの水準は、他の湾岸国UAE（72.6ドル）やカタール（55.5ドル）、クウェート（49.1ドル）を大きく上回っており、軍事費などの歳出増によってサウジアラビアの財政状況が悪化していることを反映している。また、IMFは、原油価格が50ドルで推移した場合、サウジアラビアの財政的なバッファ（資産の取り崩しによる耐久年数）は5年程度と試算しているが、実際の原油価格は15年8月から50ドルを下回り、2016年2月時点は30ドル台前半で推移している。従って、このままではIMFの試算よりも早く資金が枯渇することになり、均衡価格を下げるべく、サウジアラビア政府は補助金のカットなどの財政再建に取り組んでいる。前述の3か国は均衡価格が低く資産が多いため、財政的なバッファは25～30年と長いものの、バーレーンやオマーンはサウジアラビアと同程度であり、サウジアラビアと対立しているイランは10年弱にすぎない。産油国にとって、現在の苦境を脱する最も手っ取り早い方法は原油価格を引き上げることであり、そのためには協調減産が不可欠だろうが、年明けの外交関係の断絶などによって、その目途は立っていない。

図表 3-3 中東産油国の均衡原油価格（左）、外国が保有する米国の金融資産内訳（右）



2. 今後 10 年の日本経済

<要約>

① 日本経済の見通し

- ・ 今後 10 年間（2016～2025 年度）の成長率を、年率平均で名目+1.3%、実質+0.8%と予測する。予測期間前半において原油安や低金利・円安などの要因が下支えするほか、2020 年に開催される東京オリンピック・パラリンピックに向けて底堅い成長が見込まれる。ただ、予測期間後半には前半の好材料が剥落し、民需の成長は鈍化しよう。
- ・ 一方、足元では世界経済に対する不透明感が高まっており、仮に変調をきたせば日本も大きな打撃を被ることは避けられない。中国経済の行方には注視する必要がある。

② 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。日銀は従来の量的・質的金融緩和に加えてマイナス金利を導入し、強い姿勢でコミットしていくことを示した。引き続き、積極的な金融緩和が継続されると予測する。

③ 為替レートの見通し

- ・ 日米の金融政策の方向性の違いは、当面、為替レートに円安圧力をもたらすだろう。
- ・ 予測期間後半にかけて円高方向に振れると想定するが、上昇幅は限定的と見込む。

④ 設備投資の見通し

- ・ 更新投資の増加や収益性の低迷等により全体の資本ストックは伸び悩むが、業種毎で見ると収益環境にはばらつきがあり、付加価値の高い機械産業やサービス業においては、今後の設備投資が期待できそう。ただし、足元の製造業の不確実性は高いままである。
- ・ 日本のような先進国で設備投資を増やすには、研究開発投資による収益性の向上とイノベーションや政策等に伴う不確実要因を取り除く経済・社会制度が必要となる。

⑤ 消費の見通し

- ・ 労働所得が伸び悩む中、家計は消費を増やしている。今後の超少子高齢化やマクロ経済環境の変化を踏まえると、消費は耐久財や調理食品、家事関連、保健医療などで拡大するが、生鮮食品や外食、被服履物の一部、書籍では市場の縮小は避けられないだろう。
- ・ 今後暫くは財産所得が消費を下支えするが、消費の底上げには、労働所得を高める成長戦略や雇用制度改革、世代間のバランスのとれた財政・社会保障改革などが急務だろう。

⑥ 雇用・所得の見通し

- ・ 労働需給のひっ迫は非正規雇用で起きている。女性や高齢者には多様な就業形態を認める雇用制度、就業率の低い 25 ～ 44 歳の男性には技能訓練の再教育などの支援が必要。
- ・ 高技能労働者、特に女性の大学・大学院卒の労働者数は急速に増加。時間当たり実質賃金も伸びるが男性の水準より低く、これら女性を中心に賃金上昇の可能性は十分ある。

⑦ 人材不足が課題の「介護離職ゼロ」

- ・ 介護人材不足の問題が解消されなくては施設増強も困難。外国人労働者の受け入れ拡大のほか、例えばスウェーデンのアンダーナースのような既存人材の有効な活用など社会サービスの強化により、超高齢社会における「介護離職ゼロ」の実現が求められるべき。

(4) 日本経済見通しの概要

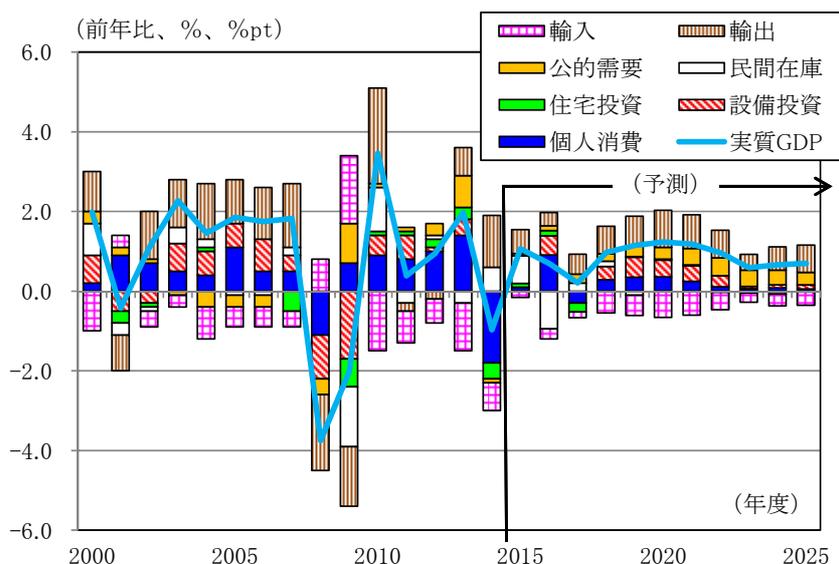
総括

今後10年間（2016～2025年度）の経済成長率は、年率平均で名目+1.3%、実質+0.8%と予測している。予測期間を前半（2016～2020年度）と後半（2021～2025年度）に分けると、若干前半の方が高い成長率を達成する見込みであり、前半の平均成長率は名目+1.3%、実質+0.9%、後半の平均成長率は名目+1.2%、実質+0.8%と見込んでいる。

予測期間の前半において原油価格の低下や円安・低金利などの要因に下支えされるほか、2020年に開催予定の東京オリンピック・パラリンピックは景気が盛り上がる大きなイベントになるだろう。但し、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。なお、税制改革の大綱に盛り込まれた、増税のタイミングでの消費税の軽減税率制度の導入については、減収分（約1兆円）を想定している。

東京オリンピック・パラリンピック後に相当する予測期間後半にかけては、前半の好材料が徐々に剥落し、個人消費や設備投資を中心に民間需要の成長率は鈍化するとみられる。他方で、高齢化の進展に伴う政府最終消費支出の増加に加えて、公共インフラ関連の更新投資が、民間の建設投資のスローダウンをカバーし景気を下支えする役割を持つだろう。

図表 4-1 実質 GDP 成長率の見通し



(注) 棒グラフは寄与度。2015年度以降は、大和総研予想。

(出所) 内閣府資料より大和総研作成

①設備投資の見方 ～ 予測前半は幾分高めだが、予測後半は鈍化

当社は標準シナリオとして次のように考えている。成長戦略で企業のガバナンス改革が進みつつあることや、訪日外国人観光客の急増、TPPの大筋合意を受けた国内競争力の強化、そして2020年に行われる東京オリンピック・パラリンピックへ向けた期待感等もあり、予測期間前半はある程度の不確実性の低下と収益環境の改善が見込めるため、設備投資の伸び率は比較的高めに推移する可能性がある。

しかし、2021年度以降の経済・社会への展望が描きにくいことや、団塊世代が後期高齢者となっていく2020年代前半以降には再び財政赤字への圧力が増すことが予想される。そのため、予測期間後半には不確実性が高まりやすく、これが設備投資への下押し圧力として働くものと考えている。さらに予測前半の途中から徐々に日本銀行による量的・質的金融緩和の効果が低下する可能性が高まることもあって、これも設備投資への下押し圧力として働くだろう。

今後の設備投資においてアップサイドリスクがあるとするれば、それは政府がプロビジネス的な経済環境を迅速に整備できる場合であると考ええる。国内のビジネス環境を他国に先駆けて大胆に改善し、その他の規制改革も強力に推し進めることができれば、たとえ国内の金融環境が緩やかな引締め方向へ向かうことがあっても、イノベーションへの期待が高まることで、企業収益の持続的な改善期待から設備投資が上向き可能性が出てくる。

一方でダウンサイドリスクについては、国内の超少子高齢社会等の構造変化に対する制度改革の遅れや、中国をはじめとする新興国経済の混乱による不透明性の高まりが、企業の将来環境における不確実性を一段と高めて設備投資を抑制するだろう。特に国内の政策で目先の政治的圧力に打ち克ち、長期的な日本経済の維持可能性を高める政策を本当に実現できるかどうか、できたとしてもスピード感を持って取り組めるかどうか、という点が非常に重要と思われる。日本では毎年のように選挙が行われ、その度ごとに様々な配慮を盛り込んだ拡張的な選挙対策用と思われる政策や予算が組まれやすく、政局によって財政健全化を妨げられるケースも多いように見受けられる。実際、政府の税収割合を法人税から消費税へシフトさせることは、長期的な企業の競争力を高めつつ財政も安定させるという意味で国民の経済厚生を改善させるものと考えられるが、日本では政治的なハードルが非常に高いものとなっている。

これまでのように、政局を踏まえた政策のつぎはぎを行うような時間的・財政的余裕はない。超少子高齢社会、グローバル化、ICT化、人工知能(AI)の進展等の大きな構造変化の中で、経済・社会構造は予想を超える変化に直面するだろう。日本が国際競争力を今後も維持していくためには、より先を見据えてそれを実行に移す体制づくりが重要である。政治から独立した専門機関で整合性のとれた政策提言を行ってそれを実行に移せるような、新しい仕組みを考えることも必要なのではないか。

②個人消費の見方 ～ 予測期間を通じて消費は大きく伸びない

標準シナリオを考えると、予測期間前半において企業の収益環境は引き続き改善するが、労働への分配が進まないため所得はあまり増えず、消費は思うように伸びないだろう。一方、予測期間後半は雇用制度やコーポレートガバナンスの改善効果も次第に現れ、企業の生産性が改善されて所得は上向きようになるが、今度は財政的な制約により消費税増税や資産課税が強化される可能性が高いため、可処分所得が抑制されて消費増加に結びつかない可能性がある。従って、予測期間を通じて消費は大きく伸びないものとする。

アップサイドリスクとしては、成長戦略の効果が早期に現れて、所得・雇用環境が予想以上に改善する場合だ。また、人口動態の影響は避けられないが、女性や高齢者の就業率が一層高まることで現役世代の割合が増えて、所得改善とそれによる財政負担の改善が実現すれば、消費は改善していく可能性がある。

一方でダウンサイドリスクは、成長戦略の効果が現れず、雇用制度改革が先送りされるため雇用の流動化が進まないことや、財政構造改革の先送りによる一層の財政破綻リスクに対する人々の懸念が高まることである。この場合、(可処分)所得を低下させるだけでなく、予備的な貯蓄を増やして消費を抑えるので、設備投資も高まらずに持続的な成長が阻害されるかもしれない。もちろん、雇用の流動化は家計の直面する不確実性を一時的に高めるため、当初は消費を抑えるかもしれないが、経済構造に見合った雇用制度への移行は中長期的な所得・雇用環境を整えることで、最終的には消費を押し上げるものとする。

消費の問題を考える場合には、将来の所得の原資となる企業の生産性改善が何よりも重要である。加えてその原資を現役世代にも配慮してバランスよく家計へ分配していく構造へ転換することも大事だろう。さらに、分配された所得が家計消費として出ていくためには、不確実性を抑えるような安定的な政策が実現される環境を整備することも必要だ。可処分所得が安定的に成長していくためには、税や社会保険料の上昇を抑える歳出面での財政構造改革は急務だろう。

③外需の見方 ～ 第一次所得収支の黒字等の拡大で経常収支は安定

貯蓄・投資バランスから考えると、今後は国内貯蓄の減少および国内投資の若干の改善が見込まれるため、経常収支の黒字幅は緩やかに縮小していくと考えられるが、実際にはそれほど落ちないと予想する。なぜならば、貿易収支赤字は縮小傾向にあるものの、第一次所得収支の黒字の大幅な増加とサービス収支の赤字の改善あるいは黒字化が期待できるからである。その結果、今回の2016～25年度の予測期間中は経常収支が赤字になる可能性は低いと考える。

サービス収支は、徐々に改善に向かうものと予想する。現在のところサービス収支はまだ赤字であるが、その幅は徐々に縮小している。特に近年は、訪日外国人観光客（特に中国人観光客）の増加によって、国内での宿泊サービスや電化製品・菓子類などの日用品の購入が増えており、財・サービスの両方で輸出を押し上げている。もちろん、為替レートや海外経済の動向

によりこうした流れは変わる可能性もあるが、2020年には東京オリンピック・パラリンピックの開催もあって、少なくとも予測期間前半は、サービス収支の赤字は改善に向かうものと予想する。

一方で、貿易収支赤字の大幅な改善は期待できない。TPP等の後押しによって輸出・輸入自体は拡大していくものと考えられる。しかし、日本から海外への主な輸出に掛かる関税は既に低く、その一方で輸入は農作物を中心に大幅に関税が引き下げられる。また、震災後の天然ガスや原油などエネルギー資源の輸入が大幅な貿易赤字の要因となっているが、エネルギー基本計画において原発の本格的な再稼働が見込まれているものの、計画の進捗具合については慎重に想定すべきであろう。従って、エネルギー資源の輸入による貿易赤字という基本的な構図は、予測期間を通じて変わらないだろう。2014年秋以降の原油価格の急落が円安による輸入額の膨張を緩和しているが、これらプラスマイナスの要因もいずれは剥落していくとみられる。

④物価・金利（金融政策）の見通し

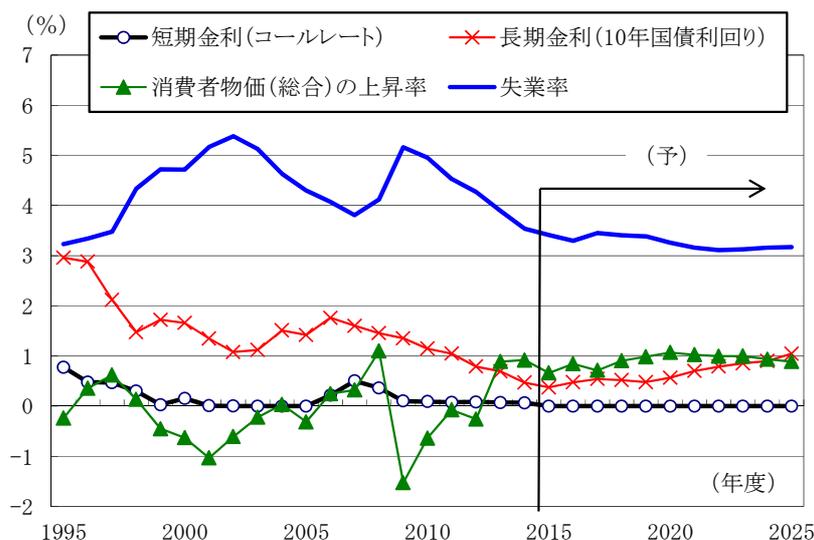
継続した景気拡大に伴う需給ギャップの改善を背景に、物価上昇率は総じて緩やかに推移する見通しである。消費者物価（総合）の上昇率は予測期間前半の平均+1.1%、後半平均+1.0%と予測している。前半では、消費税率の引き上げによる一時的な物価押し上げが想定されるが、原油安に伴うエネルギー価格の下押し圧力がある程度相殺しよう。

しかしながら、日銀が掲げているインフレ目標2%を安定的に上回ることは困難であろう。従って、日銀の積極的な緩和姿勢は継続され、予測期間中、短期金利（コールレート）はゼロに据え置かれると予測する。また、目標とする時期までに達成する可能性が限りなくゼロになってくれば、日銀が公約を守るために追加の緩和策を選択する蓋然性は高まるだろう。だが、現行の、国債買入れを中心とした量的・質的金融緩和のペースを維持する、あるいは大幅に拡充することは技術的に困難になってこよう。

2016年1月末、日銀は従来の量的・質的な緩和に、既に欧州で採用されているマイナス金利を導入して、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」に踏み切った。当面は、資産の買入れの平均残存期間を長期化する、ETFなど国債以外の資産の買入れ規模を拡大することに加えて、当座預金金利のマイナス幅を拡大させるといった政策手段を取ることが予想される。但し、中期的には、国債購入のペースを落とす、現在は対象にしていない公社債や社債など、より広範な資産購入、インフレ目標を引き下げるなどが選択肢にあがってくるとみられる。とはいえ、長期金利（10年物国債利回り）も下限に近づいており、金利低下を通じて「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」が实体经济に与える政策効果はあまり大きくない可能性がある。さらに期待に働きかけようとマーケットを驚かせる追加緩和は2014年10月末、2016年1月末に実施済みであり、免疫が付いた分だけ、市場を動かすインパクトは限定的になるとみられる。

コールレートは引き続きゼロ近傍にとどまり、日本銀行の緩和姿勢がアンカーになって金利上昇を抑制すると想定しているが、予測期間を通じてみれば、デフレ脱却の定着を受けて、後半にかけて長期金利は、わずかではあるが、上昇すると予想する。

図表 4-2 物価と金利の見通し



(注) 2015 年度以降は、大和総研予想。CPI は消費税の影響を除く。
 (出所) 総務省、日本銀行資料より大和総研作成

⑤為替見通し

「日本経済中期予測」における為替レートの予想数値は、マクロ経済モデルの中で内在的に導かれる数値であり、国内外のインフレ率格差や長短金利格差の予測値に基づいて推計される。

日本で緩和的な金融政策が継続される一方で、米国では、7年ぶりに事実上のゼロ金利を解除して世界に先駆けて出口戦略に踏み切り、今後数年間にわたって金融引締めが行われる見込みである。このような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。しかしながら、米国自身の体力を反映して、Fed は過去に例のないほど極めて緩やかな利上げペースにとどめることを利上げ開始前から再三強調しており、足元の国際金融市場の混乱を受けて、マーケットの見方は金融当局よりも一段と慎重になっている。他方で日本の追加緩和の余地に限界があるという見方が強まっており、2014年10月末のようなインパクトのあるサプライズは期待しにくくなっている。従って、予測期間前半において、一方向に円安が加速するとは想定していない。

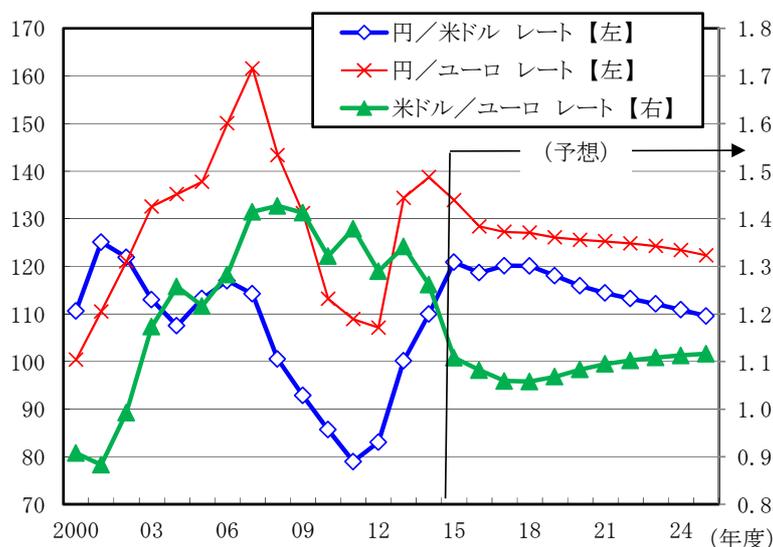
さらに、短期的には、国際金融市場の混乱や世界経済に対する不透明感から、リスクオフを嗜好する海外の資金が日本国内に還流し、その流れが円高圧力として働く可能性が高い。現時点では、不透明感が払拭されるには時間がかかるという見方がコンセンサスになっているが、逆に、混乱の震源地の一つである中国経済が、政策対応を背景に予想外に落ち着きを取り戻せば、リスク選好度が高まって円安を後押しするかもしれない。

予測期間半ばにかけては、米国の金融引締めが一服することもあるとあって、円安トレンドが終息し円高方向への回帰が生じるという動きをメインシナリオとしている。為替レートと貿易のリンクが弱まるという構造変化によって、為替レートが購買力平価水準へ収斂する圧力は以前に比べて低下しているものの、今後10年間を通じてみれば、日米のインフレ格差の関係は、米国

の CPI 上昇率が日本のそれを上回るという状況が概ね継続するだろう。従って、中長期的なトレンドとしては、日米のインフレ格差からドル円レートは円高方向に振れると想定する。但し、構造変化がその圧力を限定的にとどめるだろう。そして、長期的にみた場合、日本経済はデフレ状態から脱却しCPI上昇率が継続的に1%前後で推移するような経済にシフトしていくとみられる。従って、2012年までのような80円を割り込む過度な円高に振れるシナリオの蓋然性は低下している。

ともに金融緩和を模索する日銀と ECB の綱引きにおいては、後発の ECB の方に分があるだけに、日欧の金利差要因はユーロ円レートを円高方向に作用すると考えられる。実際、ユーロ圏においては短期債を中心にマイナス金利が常態化している。但し、2016年1月末の日銀のマイナス金利導入を受けて、日本の短期債利回りのマイナス幅が拡大し、より長い年限の債券利回りもマイナスになる可能性が出てこよう。加えて、10年といった長い年限の国債利回りでは依然として日本の方が低い。また、ユーロドルレートに関しては、ECB が 2016 年中に一段と踏み込んだ緩和策を実施するとみられることから、ユーロ安・ドル高方向に進む。そして、Fed の利上げ局面が終盤に差し掛かるタイミングと、ECB が 2018 年末に利上げへと政策転換を図る時期が重なることから、2019 年からユーロ高へシフトするとみている。しかし、Fed 同様に、ECB による利上げのペースは非常に緩慢であり、引き上げ幅は Fed 以上に限定的になるだろう。それ故、米欧の金利差は縮小するものの、ユーロ高のスピードやその程度は小幅にとどまると予想する。

図表 4-3 為替レートの見通し



(出所) FRB、Haver Analytics 資料より大和総研作成

⑥財政の見通し

2015年9月、自民党総裁として再選を果たした安倍首相は、記者会見で“新”三本の矢として、第一の矢「希望を生み出す強い経済 ～ GDP600兆円を目指す」、第二の矢「夢をつむぐ子

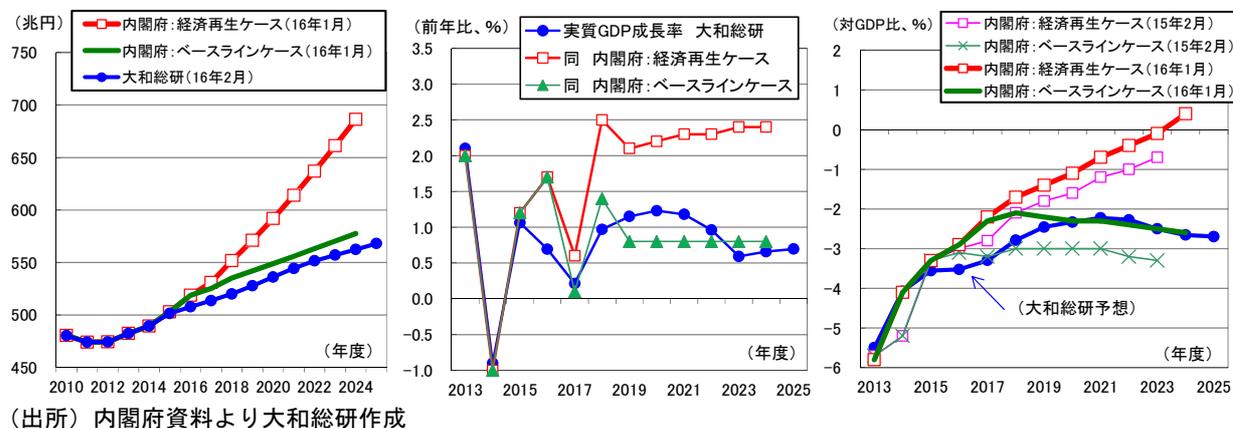
育て支援 ～ 希望出生率 1.8 の実現を」、第三の矢「安心につながる社会保障 ～ 介護離職ゼロを目指す」を提唱した。これまでの“旧”三本の矢（大胆な金融政策、機動的な財政政策、民間投資を喚起する成長戦略）と比べると、分配面を強調した内容になっており、“旧”三本の矢は一本目の「名目 GDP600 兆円」に集約された格好である。

アベノミクスが目指す名目 3%成長（実質 2%成長）が今後実現した場合、2020～21 年度にかけて 600 兆円に達する計算になる。また、2016 年 1 月に政府が公表した「中長期の経済財政に関する試算」で示された経済再生ケースでも、ほぼ同じ時期に 600 兆円を超える見通しである。経済再生ケースはかなり楽観的な想定という指摘が強いが、より慎重な・現実的なベースラインケース（名目平均 1.6%成長）の場合、2024 年度で 577.6 兆円である（当社の予測では 2025 年度で 568.1 兆円）。仮に 2025 年度以降も名目 1.3%成長で拡大し続ければ 2028 年度には 600 兆円に達することから、絶対不可能という水準ではないのかもしれない。だが、2020 年頃までにというタイミングにこだわるならば、かなり蓋然性の低い数値目標とみられる。

一方、内閣府の経済再生ケースでは名目 GDP が 600 兆円に達しても、2020 年度までにプライマリーバランスを黒字化するという財政健全化目標は実現できない姿になっている。つまり、2016 年度から 2024 年度にかけて名目で平均 3.5%の経済成長が続くという楽観的な経済再生ケースでも、2020 年度のプライマリーバランスは GDP 比 1.1%の赤字である。従って、従来の財政健全化目標をクリアするには名目 600 兆円では足りず、もっと高い成長が求められることになる。このように、「2020 年度」や「600 兆円」という数字にあまり合理性はなく、固執するのであれば丁寧な説明が求められるだろう。

なお、今回から内閣府が新たに提示した 2024 年度に、漸くプライマリーバランスは 0.4%の黒字に転換する結果になっているが、前提となっている 2024 年度の名目成長率は 3.8%と、バブル期の 1991 年度以来となる高成長である。保守的な当社予測（2016～24 年度の名目平均 1.3%成長）では、2021 年度に GDP 比 2.2%の赤字まで一旦縮小した後、2025 年度にかけて 2%台後半の赤字へ拡大していく見通しになっている。

図表 4-4 名目 GDP（左）、実質 GDP 成長率（中）、プライマリーバランスの見通し（右）



(5) 設備投資の今後の見通しと望ましい設備投資のあり方

実質 GDP 成長率の先行きを見るためには、需要項目でウェイトが大きく、振れ幅も大きい民間設備投資の動向を見ていくことが大事だ。民間企業設備投資は、需要要因として短中期的な経済成長率を引き上げるだけでなく、資本ストックを蓄積して長期的な経済成長率（＝潜在成長率）も決めるため、二重の意味でマクロ経済の動向を占う重要な変数である。しかし足元では、中国経済への不安等もあり、設備投資は力強さに欠けている。

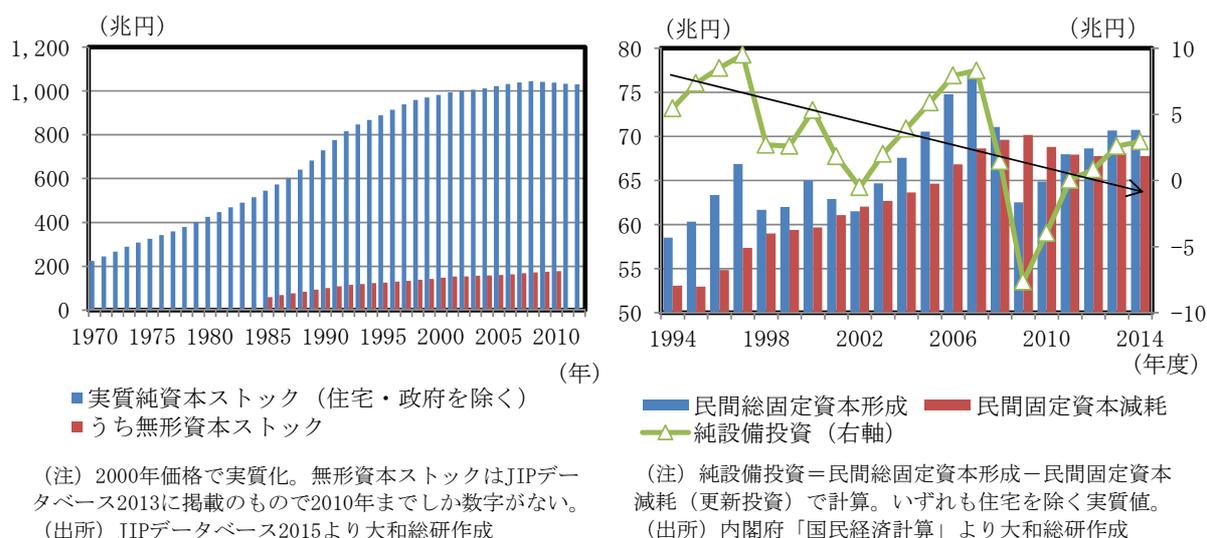
政府は 2020 年度頃に名目 GDP600 兆円を目指す一環で、企業側にも設備投資を拡大するように要請しており、実際、経団連は法人実効税率の 20%台の低下等を条件として、2018 年度には現在よりも 10 兆円の追加の設備投資が可能であると述べた。しかし、もしそれが企業の将来収益を無視した資本蓄積につながれば、中長期的な成長力を逆に阻害するものにもなりかねない。

(5) では中長期的な経済成長も見据えて、現状の設備投資を簡単に振り返った後、今後の設備投資の見通しとその望ましい姿について議論したい。

①足元では経済成長に必要な資本ストックが伸び悩む

RIETI が公表している JIP データベースにある実質純資本ストック（住宅・政府を除く）の残高をみると、全産業で 2008 年をピークに資本ストックは伸び悩んでいる（図表 5-1 左）。無形資本ストックは増加傾向にあるが、全体の資本ストックに占める割合は 15%程度とまだ小さい。

図表 5-1 実質純資本ストック（左）と実質民間設備投資（右）の動向



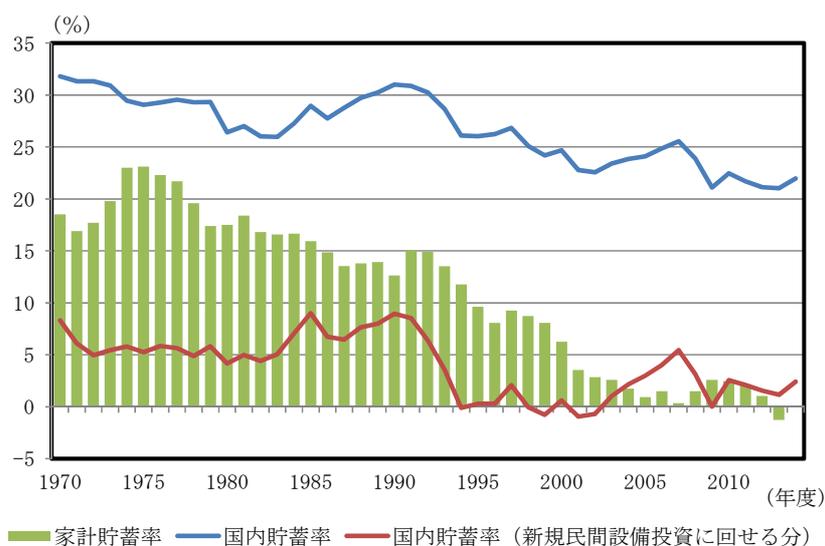
全体の資本ストックが伸び悩んでいる背景として、図表 5-1 右で見るように新規の資本蓄積を促す、減価償却を除いた部分の設備投資（純設備投資）が循環的に変動しつつも趨勢的には減少していることが挙げられる。足元ではグロスでみた設備投資は増えているが、減価償却に

当たる固定資本減耗の割合も増えており、更新投資にとどまっているのが現状である。これでは短期的に設備投資の増加で実質 GDP は増えることはあっても、資本が蓄積されないので持続的に実質 GDP が成長することにはならないだろう。

②当面、国内で資金制約があるわけではない

資本蓄積を促す設備投資の原資には国内の貯蓄だけでなく、もちろん海外での社債発行や増資の一部を海外投資家が引き受けるなどの海外の貯蓄もあるが、より安定的に資金調達するには、通常の場合、国内貯蓄が重要となる。設備投資の原資としては企業の内部留保がよく取り上げられるが、法人企業統計の利益剰余金（内部留保に該当）は2014年度に約354兆円も積み上がっている²⁴。しかしこの内部留保には運転資金なども含まれており、単なる剰余金ではないことに留意しなければならない²⁵。

図表 5-2 国内貯蓄率の推移



(注1) 国内貯蓄率 = (国内総生産 - 民間最終消費支出 - 政府最終消費支出) / 国内総生産。
 (注2) 国内貯蓄率(新規民間設備投資に回せる分) = (国内総生産 - 民間最終消費支出 - 政府最終消費支出 - 公的総固定資本形成 - 民間総住宅投資 - 民間企業設備固定資本減耗) / 国内総生産。
 (注3) 家計貯蓄率 = 家計貯蓄 / (家計可処分所得(純) + 年金基金年金準備金の変動(受取))。
 ただし、1970年～79年までは家計貯蓄率 = 貯蓄 ÷ 可処分所得で計算。
 (出所) 内閣府「国民経済計算」より大和総研作成

そこでここでは別の視点として、設備投資の原資である国内貯蓄率(図表 5-2)を見ることで、設備投資の資金制約について考えたい。マクロで見た場合の国内貯蓄率とは、国内総生産に占める家計や政府等の消費に回されない(つまり、国内外の投資に回せる)割合と定義できる。

²⁴ 全産業(除く金融保険業)かつ全規模(資本金1000万円以上)の2014年度末の数字。

²⁵ 例えば、太田珠美[2013]「混乱しやすい内部留保に関する議論」大和総研コラム(2013年10月29日、https://www.dir.co.jp/library/column/20131029_007829.html)を参照されたい。

国内貯蓄率のうち日本の家計貯蓄率は一時的にマイナスにまで低下し²⁶、最新の 2014 年度では 0.1%と低水準である。近年、家計貯蓄率が低下している理由には、超高齢社会の到来によって、貯蓄を行う現役世帯よりも貯蓄を取り崩す高齢世帯の影響が増しており、マクロで見ると貯蓄の取り崩しが行われているからと考えられる。一方、経済全体の貯蓄率（国内貯蓄率）はそれほど大きく落ち込んでいない。

では国内貯蓄率から見た純投資が増える余地はどのくらいあるのだろうか。そこで、民間設備への更新投資である固定資本減耗分と総固定資本形成のうち民間住宅および公的部門を除いた国内貯蓄率を見ると、公共事業が大幅に増加した 90 年代前半にはマイナスに落ち込むこともあったが、ここ数年は 2%前後（約 10 兆円）で推移しており、現時点では新規の民間設備投資を国内貯蓄で賄う余裕はまだあるものと考えられる。

もちろん、企業が行う設備投資には、国内だけでなく海外へ振り向ける投資も含まれており、投資に回る分の国内貯蓄の全てが国内の資本蓄積に回るわけではない。国内貯蓄をどちらに振り向けるべきなのかは、企業が持つ国内外における収益性への見方に依存する。しかしながら、国内雇用の確保という政策の側面から考えると、ある程度は国内で新規の設備投資が行われる必要があり、そのためには国内で資本収益率を高めることが求められる。

以上より、当面は資金制約（流動性制約）の問題は少ないかもしれないが、中長期的には超高齢社会の加速により国内貯蓄が不足して、国内で設備投資を行う際にも海外からの資本流入に頼るケースも出てくるものと思われる。安定的な国内資金を活用できる余地が狭まれば、資金制約から設備投資が伸びない場合も起こりうるだろう。

③設備投資が増えない原因

(i) なかなか改善しない収益性

それでは今後、どのように設備投資を促せばよいのだろうか？それは、将来も見越した生産性改善につながる環境を創りだしていくことだと考える。

本来、設備投資が行われるための条件は、企業がそれを投じたことで得られる将来収益がその費用を上回ることだ²⁷。従って、将来の収益環境が改善するか、または設備投資に投じる費用が低下（もしくはその両方が実現）すれば、基本的には設備投資は増えていく。

また図表 5-3 左は、過去 40 年以上にわたる民間企業（金融を除く）の税引き後資本収益率の推移を表したものである。日本企業が持つ資本ストックから得られる収益率は、1970・80 年代と比べて、90 年代は採算の取れない過剰な資本により収益率は低下してきたと考えられるが、問題は現在でもそれほど資本収益率が改善していないことだ。こうした背景として考えられる

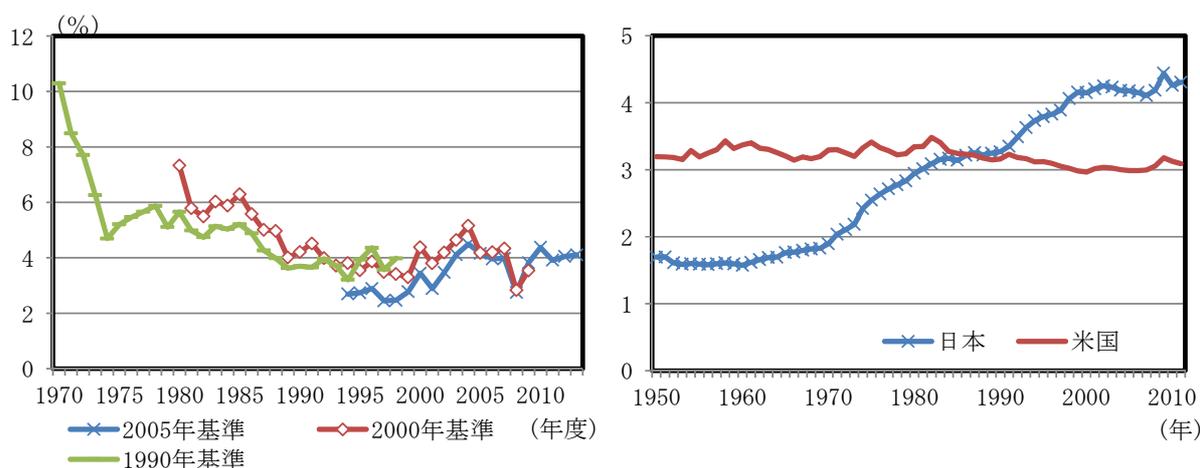
²⁶ 2013 年度の家計貯蓄率が▲1.3%となったのは、2014 年度に消費税が 5%から 8%へ引き上げられて、一時的に消費の駆け込み需要が発生したからである。

²⁷ この条件は後程触れる、経済学でトービンの q と呼ばれるものである。トービンの q は、企業の利潤最大化条件から導き出されるものであり、例えば、企業による投資意欲の高まりは将来の期待収益の改善などに反映されるため、企業の投資決定に関する基本的な情報は全てトービンの q に反映されていると考えられる。

のは、資本ストックが収益性に見合う分野へ最適に配分されておらず、収益率の低い分野で資本が過剰に積み上がっている可能性である。今後、設備投資が持続的に増加するには、まずは経済全体の資本ストックの配分が最適化されることで、その収益性が高まる必要があるだろう。

さらにより長期的な視点から捉えると、先進国ではそもそも設備投資が減少しやすいということも重要だ。経済学的には外部性やイノベーション等の要因がなければ、長期的には1人当たりの資本ストック水準（同様に1人当たり実質GDP）が一定の値に収束するため、例えば、新興国では資本ストックが絶対的に不足していることから資本収益率が高くなり、その結果、設備投資額は必然的に大きくなって、資本ストックが増加しながら新興国は他国にキャッチアップしていく。一方、キャッチアップ段階が終了した日本のような先進国では、資本ストックの絶対的な不足が解消される結果、資本収益率は下がる。よって、日本のような先進国では以前のように力強く設備投資が出てくる場面はどうしても少なくなるのだ。

図表 5-3 民間非金融法人企業の税引き後資本収益率の推移（左）、日米の資本係数（右）



(注1) 産業構造の変化が基準年に反映されているため、各基準年の数値は一致しない。

(注2) 税引き後資本収益率=[営業余剰(純)-所得・富等に課される経常税(支払)-その他の経常移転(純支払)]/非金融資産残高、により算出した。

(出所)内閣府「国民経済計算」より大和総研作成

(注) 資本係数とは実質資本ストックを実質GDPで割ったもの。両国とも最新の数値は2011年。

(出所) Penn World Tableより大和総研作成

ただし、もし技術が常に進歩していけば、経済全体で必要となる資本ストック水準は一定値に収束せずに上昇することになるので、設備投資は低下しない。つまり、先進国で設備投資を増やすには、企業の持つ生産能力を常に引き上げていく研究開発（イノベーション）や効率性を高める工夫が必要で、それにより1人当たり実質GDPを持続的に高めることが可能になる²⁸。

図表 5-3 右は、日米の過去 60 年余年間の資本係数の推移を表している。有名なカルドアの定

²⁸ もちろん、貯蓄率を高めれば設備投資を促すという効果はある。しかし、高齢化が進む日本で貯蓄率を高めることは難しいし、貯蓄率には上限があるので持続的な設備投資を引き起こす効果は弱い。しかも、高い貯蓄率により採算性の低い資本が過剰に蓄積されることになれば、マクロ的な意味で効率的ではなくなってしまう。

型化された事実²⁹で示されるように、世界の長期的データから言えることは、生産量に対する資本の比率である資本係数は長期的には安定的（一定）であり、経済は均衡経路上にあって資本・生産量ともに同じ伸び率で成長していく。米国はそうした均衡経路上にあってほぼ一定の資本係数となっている。一方、日本では1970年頃までの資本係数は一定であったが、それ以降、資本収益率が低下しているにもかかわらず資本係数は上昇を続け、1990年代以降、米国の資本係数を上回ってなお高い水準にあることがわかる。つまり、冒頭で述べたように足元で設備投資が伸び悩んでいる背景には、長期間、生産量よりも高い伸び率で資本ストックが増え続けてきたことがあり、均衡経路上の望ましい資本ストックよりも過剰に資本ストックが蓄積されている可能性がある。こうした見方は Hayashi [2006]³⁰や齋藤[2008]³¹でも指摘されている。

これまでの日本の経済政策を振り返ると、設備投資の生産性とそれに投じる費用のうち、後者の費用をいかに下げるのか、という点ばかりが強調されてきたように思われる。例えば、超低金利政策や補助金・税制面からの支援等が継続され、設備投資はそれなりに出てきているが、図表 5-3 左の低い収益率でも見られるように、それが中長期の経済成長を下支えしてきたのかと云えば別問題だ。経済成長率の要因分解を行う際によく用いられる成長会計と呼ばれる手法を使えば、確かに資本ストックの伸び率を高めれば経済成長率は高くなる。しかしそれは、数字上そう言えるということに過ぎず、補助金や超低金利政策により設備投資を無理に増やしても、収益性の低い資本ストックが増えるのであれば、中長期的には決して経済成長には寄与しないだろう。

業種別の収益性から見た設備投資の環境

マクロ的には過剰蓄積による資本収益性の低迷が疑われるが、ミクロで見るとどうなのだろうか。ここでは業種別の設備投資環境を収益性の観点から調べるため、トービンの q と呼ばれる指標を用いた分析を行った。

トービンの q とは設備投資の最も重要な決定要因として知られる指標であり、 q が 1 より大きい場合は、設備投資による収益改善が期待できるために設備投資が実施される可能性が高くなる。一方、 q が 1 より小さい場合は資本ストックが過剰であり設備投資による収益改善が期待できないために、負の設備投資（すなわち資本ストックの除却・取崩）が行われやすい³²。こ

²⁹ ①1人当たり実質 GDP 成長率は持続的に安定、②労働者1人当たり資本ストックの伸び率も持続的に安定、③資本係数は一定、④資本収益率が一定、⑤資本と労働の分配率が一定、⑥各国の成長率にはばらつきがある、の6つが長期データから観測され、経済理論の構築にはこれら定型化された事実を踏まえるべきとしたもの。

³⁰ Hayashi, F. [2006], "The Over-Investment Hypothesis," Lawrence R. Klein, (ed.), *Long-Run Growth and Short-Run Stabilization: Essay in Memory of Albert Ando*, Edward Elgar.

³¹ 齋藤誠[2008]「家計消費と設備投資の代替性について：最近の日本経済の資本蓄積を踏まえて」、浅子和美・池田新介・市村英彦・伊藤秀史編『現代経済学の潮流 2008』東洋経済新報社。

³² ここでは小川[2003]に基づきトービンの q を作成した。具体的には、利潤率（営業利益/期首資本ストック）を π_t 、投資財価格を PI_t 、割引率（支払利息/（期首短期借入金+期首長期借入金+期首社債残高））を r_t 、資本減耗率（減価償却費/期首資本ストック）を δ_t とすると、トービンの（限界） q_t は次のように算出される。

$$q_t = \left(\frac{\pi_t}{PI_t} \right) \cdot \left(\frac{1 + r_t}{r_t + \delta_t} \right)$$

ここで示されるトービンの q の業種毎の相対的な水準や方向感によって、収益性の観点から今後どれだけ設備投資が行われるのかを大まかに把握することは有益と考える³³。

まず図表 5-4 は、製造業 17 業種のトービンの q を示したものである。足元で収益性の面から設備投資が出やすいのは、食料品、その他の製造業（プラスチック製品、ゴム製品等）、化学工業、生産用（建設・産業・加工機械等）・業務用（精密機械等）・輸送用機械器具である。一方、パルプ・紙・紙加工品をはじめ、繊維、木材・木製品、印刷・同関連、鉄鋼、石油・石炭製品などは q が 1 を大きく下回って設備投資が出づらいつ況となっており、これらの業種では資本の過剰蓄積が疑われ、今後も資本ストックを除却していく圧力が強いと言える。

また、図表 5-5 の非製造業 9 業種（サービス業はさらに 7 業種に分割）を見ると、ガス・熱供給・水道、建設、不動産等、卸売・小売、サービスでは設備投資しやすい環境にあるが、農林水産業の設備投資環境は芳しくない。

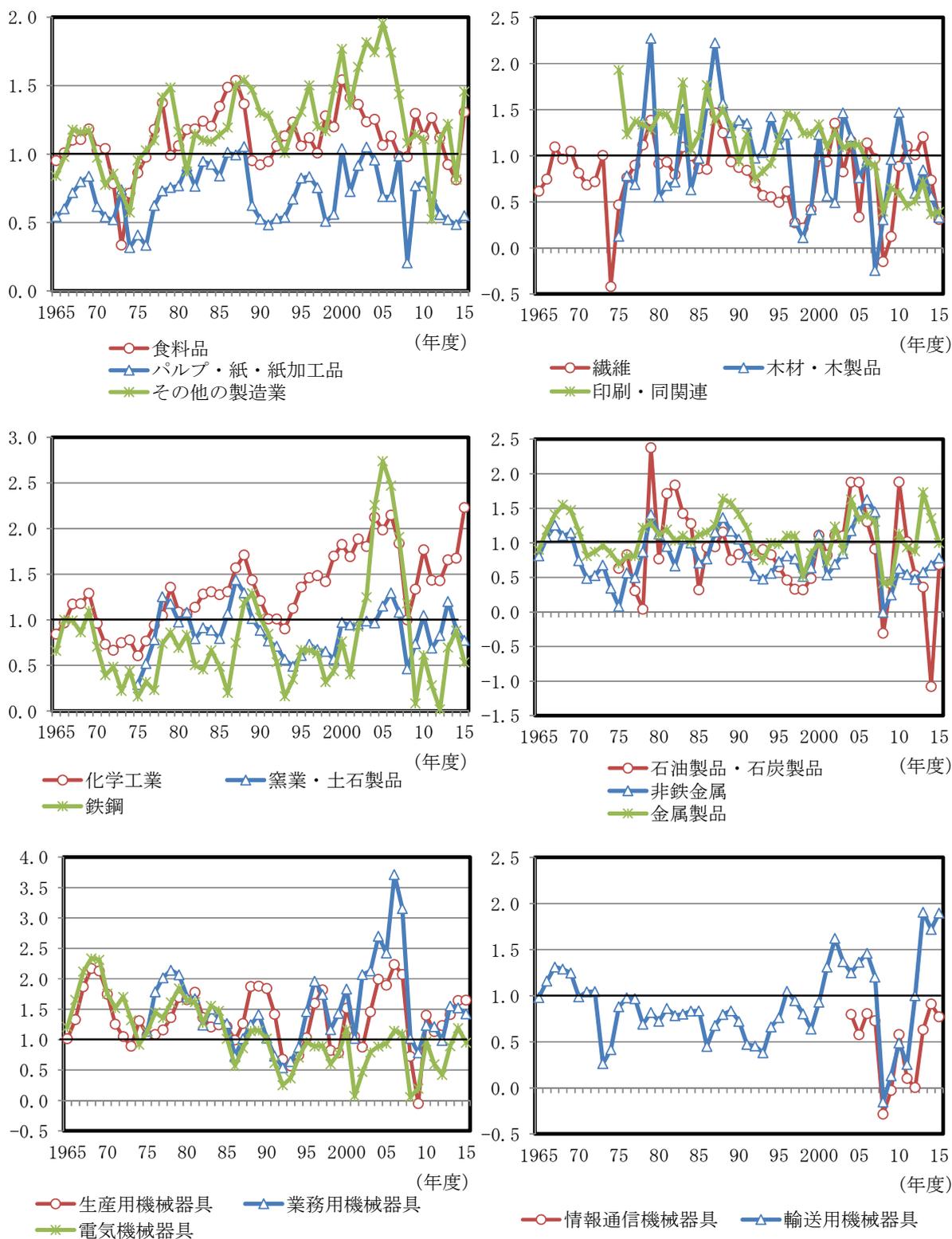
一方で気になるのは、建設のトービンの q である。もちろん、トービンの q は計測方法によってその水準が変わりうるので、水準よりもむしろその方向性や他業種との相対的な水準の差を見るのが重要と考える。公共事業は 1990 年代半ば以降に減少しているため、トービンの q も低下しているが、それでも他の業種と比べると、建設のトービンの q は過去 50 年もの間、高い水準を維持しているように見える。これは、この分野で資本ストックが不足してきたというよりも、むしろ公共事業などの政策によって高い収益性が維持されており、逆に過剰な資本ストックが積み上がってきた可能性を示唆している。つまり、1970 年代以降から 90 年代半ばにかけて全国で公共事業が行われてきた結果、資源配分に大きな歪みが生じて、現在の資本収益性の低迷や資本係数の高止まりにつながっている可能性がある。

総じて、製造業よりも非製造業、特に製造業では軽工業や装置産業よりもさらに付加価値の高い機械産業で、非製造業ではサービス業において、今後の設備投資による収益改善の効果が期待できそうだ。

データは内閣府「国民経済計算」と財務省「法人企業統計（資本金 1000 万円以上の全企業規模）」を用いた。（詳しくは、小川一夫[2003]『大不況の経済分析』日本経済新聞社、を参照のこと）。

³³ もちろん、多くの実証研究が示すように、設備投資には一旦投じると後戻りできない不可逆性という性質や、経済環境の不確実性、キャッシュフローや負債などの流動性制約なども設備投資に影響を与えるため、トービンの q だけで設備投資の動きを説明することは難しい。さらに、トービンの q をデータから作成する方法は複数あって、どれを採用するかで数値が異なる場合があるので、厳密に q が 1 よりも大きいかどうかだけで判断すべきでないことには留意されたい。

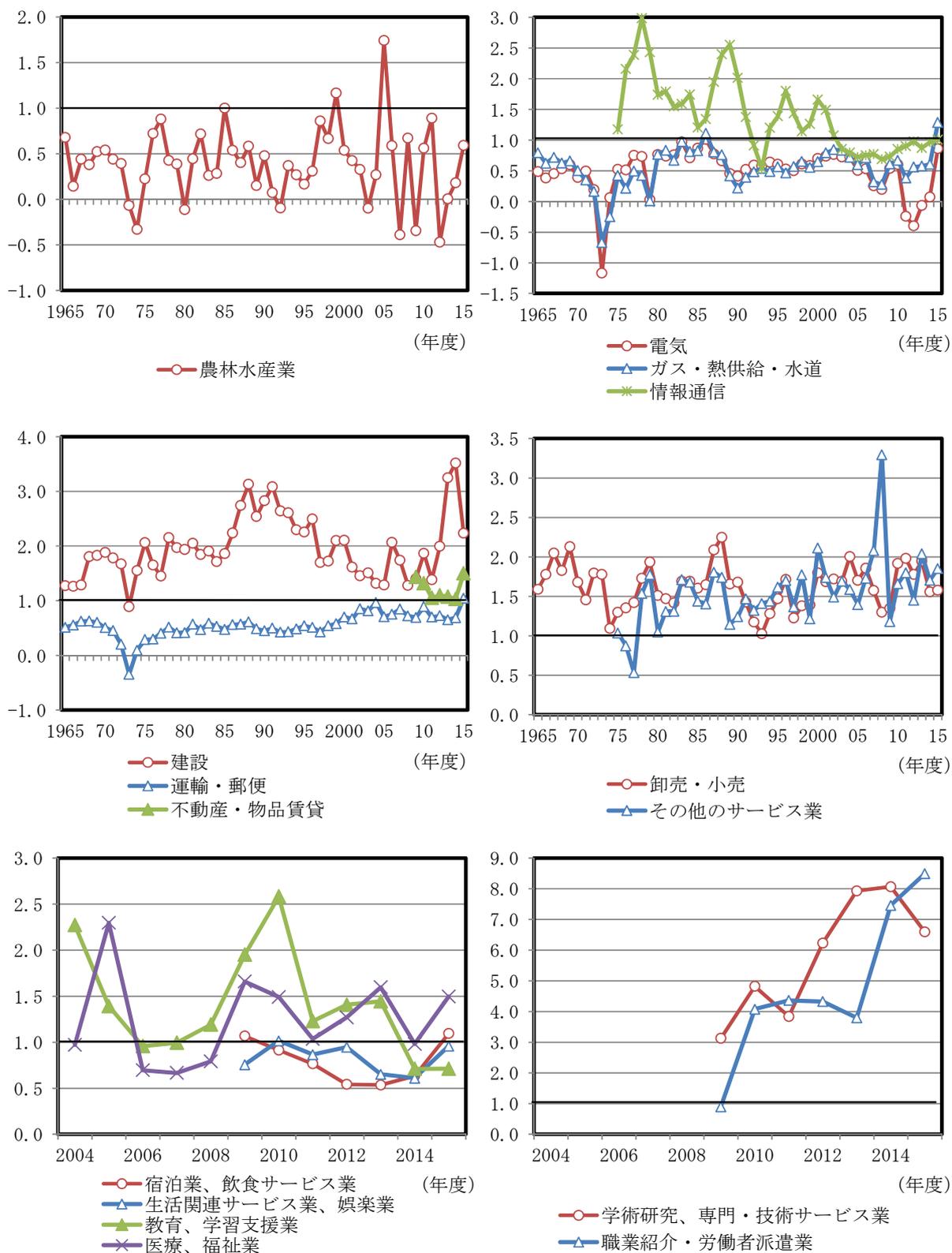
図表 5-4 業種別によるトービンのq（製造業）



(注)2015年度の数字は、4-6月期と7-9月期の平均値。

(出所)財務省「法人企業統計」、内閣府「国民経済計算」より大和総研作成

図表 5-5 業種別によるトービンのq（非製造業）



(注1) 2015年度の数字は、4-6月期と7-9月期の平均値。

(注2) 法人企業統計のサービス業は、業種の組み換えや会計基準の変更による影響でデータの連続性が保たれていないため、ここではそうした影響を受けない時期・系列のものを掲載した。例えば、「専門・技術サービス業」には経営コンサル業、法律事務所、デザイン業などが、「その他のサービス業」には廃棄物処理業、自動車整備業、機械等修理業などが含まれる。

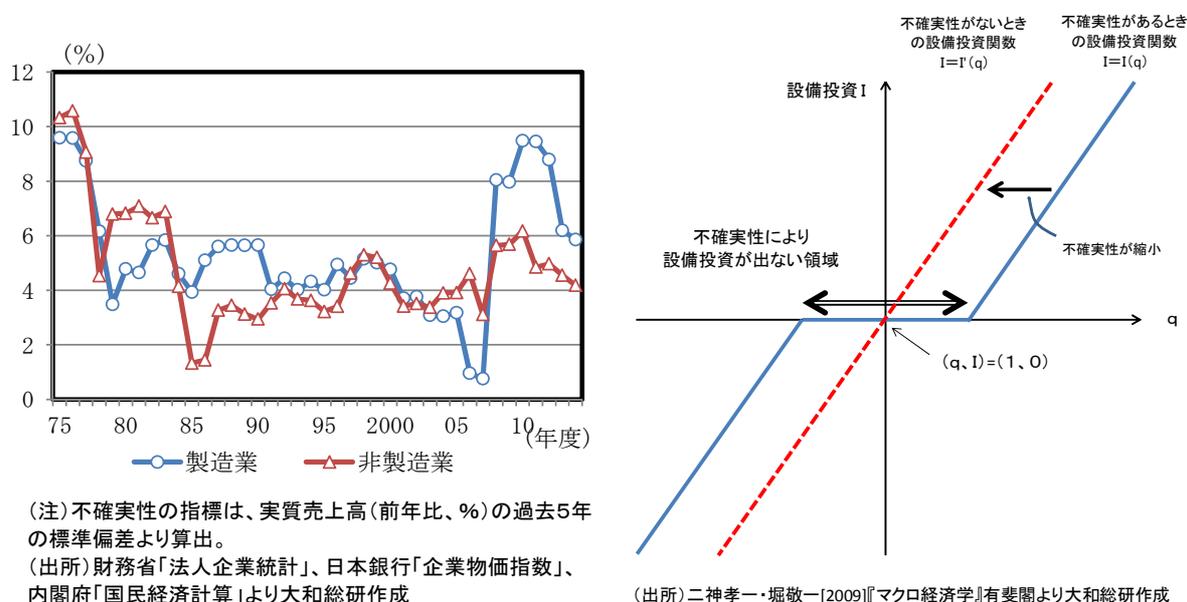
(出所) 財務省「法人企業統計」、内閣府「国民経済計算」より大和総研作成

(ii) 不確実性の高さ

しかしながら、以上で見たトービンの q が 1 を上回っていても、実際に設備投資が出てくるとは限らない (q が 1 を下回る場合も同様)。なぜならば、設備投資の拡大には将来の収益見通しだけでなく、不確実性も重要な要因となるからだ。多くの実証研究が示すように、設備投資は一旦投じると後戻りが難しいという性質（投資の不可逆性）があるため、経済環境が不確実な場合には企業は先行きに慎重になり、設備投資は抑制もしくは先送りされる。

図表 5-6 右は、トービンの q が 1 の近傍にあるときには不確実性の影響で設備投資が出ない様子を描いたものであり、その領域は不確実性が高いほど横に拡大する。一方で、不確実性が全くない時には、赤の点線で示すように設備投資関数はトービンの q に関して線形となる。

図表 5-6 設備投資と不確実性（左：不確実性の指標、右：設備投資とトービンの q の概念図）



図表 5-6 左は、製造業および非製造業の実質売上高（前年比）の過去 5 年間の標準偏差を不確実性の指標として、1975 年度以降の推移をプロットしたものである。非製造業の不確実性の水準はまだ高めではあるものの、ここ数年は低下していることがわかる。一方、製造業の不確実性も低下してきてはいるが、非製造業と比べるとその水準はリーマン・ショック以前より相当高いままだ。金融環境やキャッシュフローが改善して資金制約がなく、ある程度収益が改善していても、特に足元のような中国経済等への懸念を示す企業が増えている状況では、製造業を中心に設備投資が大きく増えることは難しいものと思われる。

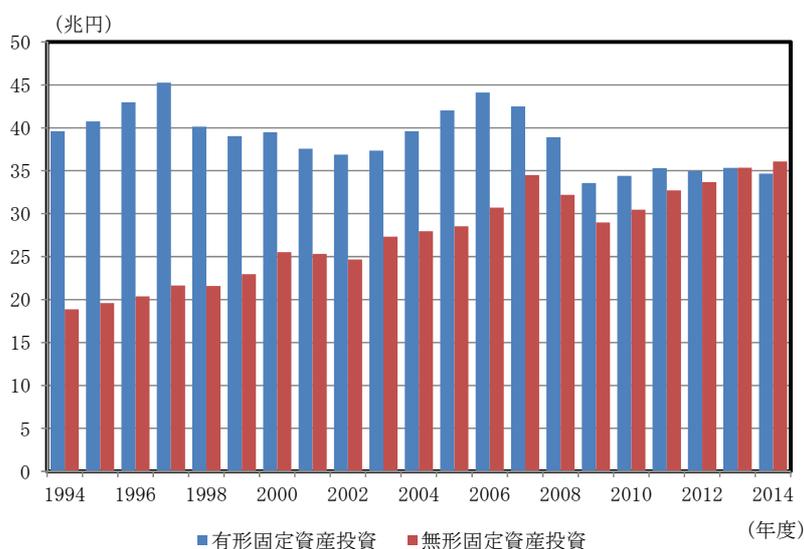
④収益性を高めるのは研究開発への投資

(i) 物的資本から人的資本の投資へ

先述したように、既に技術面でフロンティアにいる日本のような先進国が設備投資を増やすには、収益性の向上と不確実性の抑制が必要となる。収益性の低下を避けるには、規制改革だけでなく、イノベーションを加速させる研究開発投資を増やして、設備投資をより付加価値を高める方向へシフトさせていくことが重要である。

近年、企業の付加価値において研究開発や特許、ブランド等の無形固定資産の果たす役割が高まっており、図表 5-7 で示されるように、企業の設備投資の中でも無形固定資産投資は増えている。足元では工場や機械などの従来型の有形固定資産に対する投資を上回った可能性がある。

図表 5-7 有形固定資産投資と無形固定資産投資の推移



(注1) 両者とも減価償却を含む総固定資本形成(実質)の数値。

(注2) JIPデータベースにおける実質投資フローと実質無形資産投資から有形・無形固定資産投資の各割合を求め、それによりSNAの実質民間総固定資本形成を按分した。2011年度以降の比率は過去の比率を外挿して求めた。

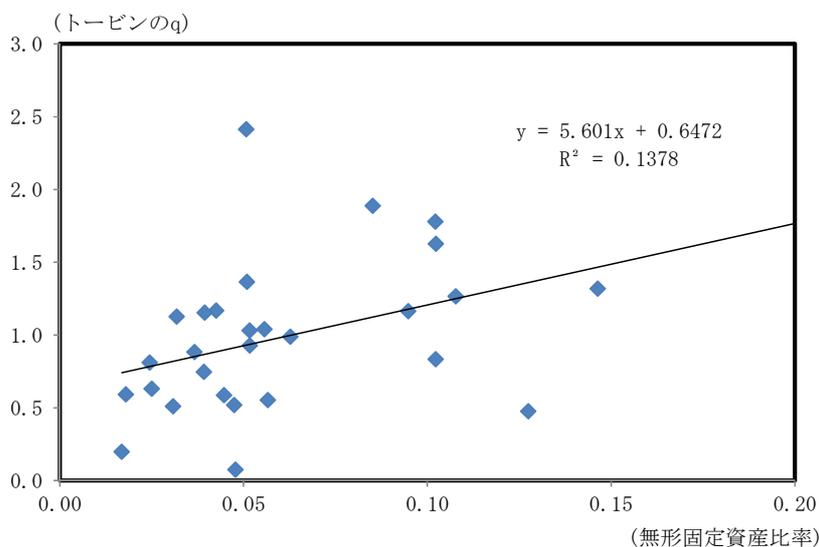
(出所) JIPデータベース2013・2015、内閣府「国民経済計算」より大和総研作成

無形固定資産の増加は世界的な流れではあるが、日本でも 2016 年 12 月公表の SNA 基準改訂以降、研究開発投資が新たに設備投資として計上されることになり³⁴、足元の設備投資はおよそ 2 割 (GDP では 3 % 程度) 上方修正される可能性が高い。ただし、フローとしての無形資産投資は伸びているが、図表 5-1 左でも示されたように純資本ストックでも研究開発投資が蓄積された結果である無形固定資本ストックはまだ低水準にあることから、今後は付加価値を高める研

³⁴ これまで SNA の設備投資には研究開発投資が含まれておらず、中間消費として処理されていた。詳細は、内閣府経済社会総合研究所国民経済計算部「国民経済計算の次回基準改定と 2008SNA について」(平成 26 年 10 月 1 日) http://www5.cao.go.jp/statistics/sna/sna_13/siryoku_2.pdf を参照されたい。

究開発投資を含む無形固定資産への投資がさらに必要となろう。実際、図表 5-8 で見るように、固定資本全体（土地を除く）に占める無形固定資本ストックの割合が多い業種ほど、収益性の指標であるトービンの q は大きいという関係が見られる。

図表 5-8 無形固定資本ストックの割合と収益性



(注1) 無形固定資産比率は2010年期首値、トービンの q は2010年Q1から15年Q3までの平均値。
(注2) 無形固定資産比率は固定資産全体(土地を除く)に占める割合を指す。ただし、ここでは全体の傾向を見るため、外れ値である情報通信業を除外している。
(出所) 財務省「法人企業統計」、内閣府「国民経済計算」より大和総研作成

ただし、研究開発投資を増やすにはこれまでと違って、物的な資本以上に人的な資本（人材）の存在が重要になってくる。優秀かつ多様な人材が集まれば、様々なアイデアを組み合わせられる可能性が高まり、イノベーションを起こしやすくなる。そうすると課題となるのは、多様かつ優秀な人材をうまくマネジメントできるような人事システムの改革であろう。つまり、研究開発投資を増やすには、雇用制度を含む周辺分野の制度改革も伴うことになり、そうした補完関係を無視して研究開発投資を増やしても、収益性は高まらないと考えられる。

(ii) 研究開発投資には企業のリスク分散を促す仕組みが不可欠

その一方で、研究開発投資を増やせばそれに伴い企業の抱えるリスクは増える。研究開発投資はそれが成功するかどうかはわからず、不確実性が非常に高いからだ。よって、そのリスクをどのように分散させていくのかを考えないといけない。

例えば、株式市場を通じて投資家にリスクを分散させる仕組みは重要だろう。しかし、研究開発投資が本質的に人的資本に大きく依存していることを踏まえると、雇用制度を通じたリスク分散の仕組みを創り上げていくといった改革が急務と言える。現在の職能型の日本型雇用システムでは、企業規模が大きくなると雇用調整の際に社内での配置転換を超える調整が難しく

なるために、容易に解雇することが難しく、企業が直面するリスクを雇用調整によって分散することがなかなかできない。さらに多様な背景を持った人材を雇用するようになれば、これまで以上に複雑な労務管理が必要となる。

現在、政府は不当解雇時の金銭解決に関するルールを議論しているが結論はいまだに出していない。もし雇用調整時のルールを明確にすることができれば、企業が抱えるリスクを雇用というルートも通じて分散させることが可能になる。また人材が多様になれば、仕事の範囲（職務）が明確でない職能型よりも、むしろ仕事の範囲が決まっている職務型や成果に応じた評価・賃金の方が労務管理しやすくなる。このように研究開発投資を増加させるには、今まで以上に直面することになる企業のリスクを受け入れやすくするため、特に雇用面において雇用流動化を促していく制度改革がどうしても必要になってくる。

ただし、雇用を通じたリスク分散によって個人にだけ負担を負わせるのは望ましくない。先の見えない時代においては、これまで企業内で受け入れてきたリスクを、今後は社会全体で受け入れていくような包括的な制度改革が同時に必要であると考え。具体的には、雇用の流動化を促すルール作りや安定的な雇用保険制度を運用していくことなどが大事だ。さらに重要となるのは、人材開発・職業訓練機能の強化やイノベーションの拠点としての大学の存在である。そして、以下で述べるように、大学等で生まれたイノベーションをビジネスとして起業に結びつけやすくすることで、新たな分野で雇用を吸収していく体制づくりが求められる。そうすれば、企業が内部留保という形で過度にリスクへの緩衝材を設けることなく、その余剰分を原資にして、最終的には賃金を増やすことも可能になるものと思われる。

⑤設備投資の増加には収益性向上と不確実性抑制を促す制度改革を

設備投資を促す収益性の向上については、よく言われる法人実効税率の更なる引き下げだけでなく、プロビジネス的な経済環境の整備、つまり企業がイノベーションしやすい経済・社会制度が必要だ。また不確実性を抑制するには、海外経済をコントロールすることは難しいので、例えば国内において政策の透明性や安定化を図り、不確実性要因を取り除くことが政府には求められる。

2015年12月の政府の税制改正大綱では、法人実効税率が2015年度現在の32.11%から、2016年度より29.97%、2018年には29.74%へ低下することが決まった。一方、マクロで見た法人税収が中立的になるように、外形標準課税の強化で赤字法人への課税は強化される。一見するとマクロで見た法人への負担が変わらないので効果がないように見えるが、市場における法人企業の異質性、つまり収益性の高い企業とそうでない企業が存在することを考えると、資源配分の歪みを矯正するという意味ではプラスと評価できる。つまり、収益性の高い企業へは課税軽減、そうでない企業へは課税強化となるので、資本ストックなどの生産要素の有効活用につながり、経済全体の生産性を高める効果があるだろう。

ただし、他の点では課題も多い。世界銀行が毎年公表している「世界ビジネス環境ランキング」によると（図表5-9）、OECD34か国のうち2015年の日本のビジネス環境ランキングは24位

と以前よりさらに順位を下げています（2012年は15位）。政府は成長戦略の中でこのランキングを2020年までにOECD34か国中で3位まで引き上げる計画だが、他国も同時並行で優れた外資系企業を誘致すべくビジネス環境を加速的に改善させており、日本は相対的に出遅れつつあるのが現状だ。

図表 5-9 世界銀行のビジネス環境ランキング（OECD34か国のみで再集計、2015年）

国名	ビジネス環境 (総合)	事業設立	建設許可 取得	電力事情	不動産 登記	資金調達	投資家 保護	納税	貿易	契約執行	破綻処理
ニュージーランド	1	1	1	16	1	1	1	9	28	8	25
デンマーク	2	14	3	6	4	9	10	3	1	18	8
韓国	3	10	12	1	19	14	5	11	18	1	4
英国	4	7	8	8	22	6	2	5	22	15	12
米国	5	18	13	23	15	2	15	18	20	11	5
スウェーデン	6	6	7	4	5	22	8	16	15	13	17
ノルウェー	7	11	10	11	6	22	8	4	25	4	6
フィンランド	8	16	11	9	9	14	26	6	19	14	1
オーストラリア	9	3	2	20	23	3	26	17	34	2	13
カナダ	10	2	20	33	21	5	3	2	24	22	15
ドイツ	11	34	4	2	28	9	21	24	21	6	3
エストニア	12	5	6	17	2	9	30	12	16	5	28
アイルランド	13	12	16	15	18	9	5	1	26	31	18
アイスランド	14	17	17	5	7	18	10	15	33	16	14
オーストリア	15	33	18	10	11	18	16	26	1	3	16
ポルトガル	16	4	14	13	12	30	26	22	1	10	7
ポーランド	17	30	19	26	20	6	21	19	1	25	26
スイス	18	26	22	3	8	18	33	7	23	21	29
フランス	19	15	15	12	29	24	13	27	1	7	21
オランダ	20	13	28	22	14	24	26	10	1	30	10
スロベニア	21	8	26	18	16	33	4	14	1	33	11
スロバキア	22	25	27	25	3	14	32	25	1	27	27
スペイン	23	29	33	31	25	18	13	20	1	19	22
日本	24	28	25	7	24	24	16	32	27	23	2
チェコ	25	31	34	21	17	9	23	33	1	28	19
メキシコ	26	24	24	30	31	3	23	29	30	20	23
ハンガリー	27	21	30	34	13	6	30	30	1	12	32
ベルギー	28	9	21	28	33	30	23	28	1	24	9
イタリア	29	19	29	29	10	30	16	34	1	32	20
チリ	30	23	9	27	27	24	16	13	32	26	31
イスラエル	31	22	31	32	32	14	5	31	29	29	24
トルコ	32	32	32	19	26	24	10	21	31	17	34
ギリシャ	33	20	23	24	34	24	20	23	17	34	30
ルクセンブルク	34	27	5	14	30	34	34	8	1	9	33

(注1) 各項目の数字は、調査対象国189か国のうち、OECD34か国で集計し直した際の順位。

(注2) 各項目に含まれる内容は以下の通りである。

事業設立 : プロセス数、日数、費用(一人当たり所得に占める割合)、最低資本金(一人当たり所得に占める割合)

建設許可取得: プロセス数、日数、費用(一人当たり所得に占める割合)

電力事情 : プロセス数、日数、費用(一人当たり所得に占める割合)

不動産登記 : プロセス数、日数、費用(資産価値に占める割合)

資金調達 : 法権力の強度指数、信用情報の深度指数、公的信用情報機関のカバレッジ(成人に占める割合)、民間信用情報機関のカバレッジ(成人に占める割合)

投資家保護 : 開示度指数、取締役の責任度指数、株主訴訟の容易度指数、投資家保護強度指数

納税 : 支払い回数(回数/年)、時間(時/年)、総合的税率(利益に占める割合)

貿易 : 輸出にかかる書類数、輸出にかかる日数、輸出にかかる費用(US\$, 1コンテナ当たり)、輸入にかかる書類数、輸入にかかる日数、輸入にかかる費用(US\$, 1コンテナ当たり)

契約執行 : プロセス数、日数、費用(申し立て金額に占める割合)

破綻処理 : 時間(年)、費用(破産財団に占める割合)、回収率(US\$1あたりのセント)

(出所) World Bank[2015], DOING BUSINESS 2016: Measuring Regulatory Quality and Efficiencyより大和総研作成

特にこのビジネス環境ランキングで指摘されている点は、日本の税および社会保険料の高さや支払い手続きの煩雑さが最も問題が大きいということだ(納税の順位は32位)。ところが、2017年4月から導入されることが決まった軽減税率によって、一部の企業で租税に関する事務

コストが煩雑になることが予想され、これを機に日本のビジネス環境はさらに悪化する可能性が高い。

もちろん、軽減税率導入の意図は低所得者への配慮のためであり、それ自体は評価すべきものである。しかしそれならば軽減税率ではなく、社会保障の枠内で低所得者への給付を検討するといった、より本質的な制度設計を行うべきだろう。成長戦略とその他の政策間で整合性を保つことは、政策の透明性や安定性の確保にもつながり、設備投資を促すための不確実性の軽減にも役立つものと考ええる。

⑥まとめ

設備投資を促して中長期の成長力を引き上げていくには、法人実効税率のさらなる引き下げだけでなく、経済構造の変化で生じるリスクを企業だけでなく社会全体で分散していく仕組み、つまり企業がイノベーションしやすい経済・社会制度の構築が必要だ。特に、正規雇用の流動化をある程度促すべく、不当解雇時の金銭解決のルール化を含めた雇用制度改革が求められよう。起業による雇用促進といった仕組みも整えるべきだ。

こうした取り組み以外にも、例えば、人材開発やイノベーションの拠点として大学の存在がますます重要となろう。企業がリスクテイクしやすい環境を整備することが、伸び悩む設備投資を後押しし、イノベーションを生み出していくことで、中長期的な経済成長を引き上げていくものと考ええる。

(6) 貿易・サービス収支と経常収支

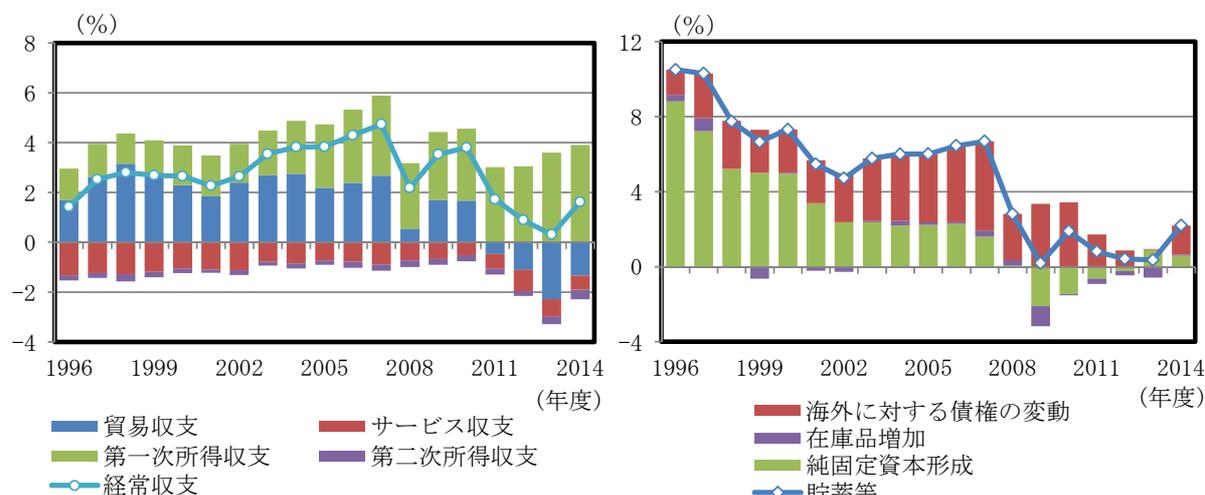
① 経常収支は海外を通じた将来の投資機会

設備投資や消費と並んで重要な GDP の構成項目として、輸出・輸入がある。輸出入（貿易・サービス収支）に第一次所得収支（かつての所得収支）等³⁵が加わったものが経常収支であるが（図表 6-1 左）、この経常収支は対外資産の変動を規定する。

図表 6-1 右で見るように、2000 年代以降は国内貯蓄が、国内投資（純固定資本形成）から海外投資（海外に対する債権の変動＝経常収支）へ向かっているのがわかる。経常収支の黒字は国内で消費や投資に回されない所得が海外に投資されたものなので、将来の所得を増やす貴重なルートとなりうる。

逆に言うと、もし国内の投資機会の方が魅力的であれば経常収支は減る可能性もあるので、たとえ経常収支が赤字になっても、それ自体が必ずしも悪いとは言えない。対日直接投資の増加のような資金流入があれば、それは中長期的な国内の生産性改善が海外から期待された結果であって、国内産業の競争圧力も高まればさらに成長にはプラスとなるだろう。さらに米国を見ると、大幅な貿易収支の赤字により経常収支も赤字となっているが、所得収支は黒字である。国内の高度人材を活用した対外債権の高い投資収益率の実現は、今後の日本でも重要となるだろう。

図表 6-1 経常収支（左）と国内貯蓄の内外投資先（右）（いずれも対名目 GDP 比）



(注)2014年3月公表分より、国際収支統計の表記方法等が変更された。第一次所得収支は以前の所得収支、第二次所得収支は以前の経常移転収支を表している。

(出所)財務省「国際収支統計」、内閣府「国民経済計算」より大和総研作成

(注1)海外に対する債権の変動には、海外からの資本移転(純)も含まれるがその規模は小さい。よって、海外に対する債権の変動は経常収支にほぼ等しくなる。

(注2)貯蓄等には海外からの資本移転等(純)と統計上の不突合も含まれる。

(出所)内閣府「国民経済計算」より大和総研作成

³⁵ その他、経常収支には第二次所得収支（贈与金等の対価を伴わない一方的な財・サービス・現金取引、かつての経常移転収支）が含まれる。ただしその大きさは、貿易・サービス収支や第一次所得収支と比べて非常に小さい。

②貿易収支の赤字は継続するが、第一次所得収支の黒字等の拡大で経常収支は安定

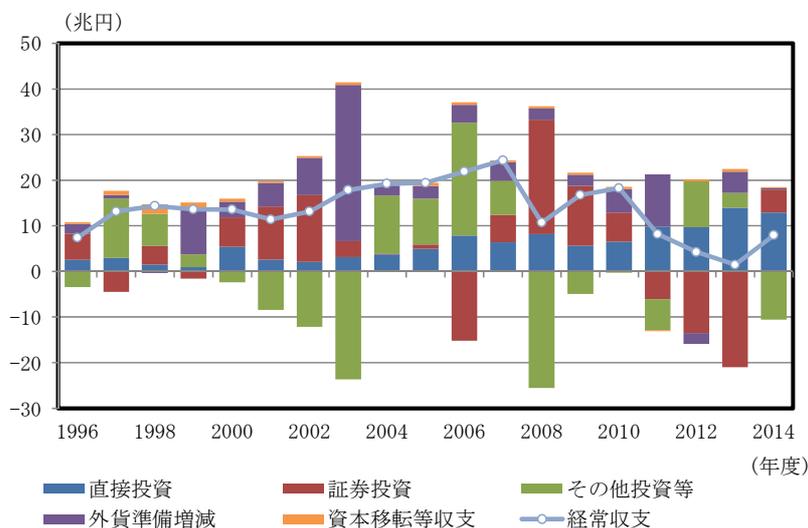
貯蓄・投資バランスから考えると、今後は国内貯蓄の減少および国内投資の若干の改善が見込まれるため、経常収支の黒字幅は緩やかに縮小していくと考えられるが、実際にはそれほど落ちないと予想する。なぜならば、貿易収支は縮小傾向にあるものの、第一次所得収支の黒字の大幅な増加とサービス収支の赤字の改善あるいは黒字化が期待できるからである。その結果、今回の2016～2025年度の予測期間中は経常収支がマイナスになる可能性は低いと考える。

(i) 第一次所得収支の拡大

先述の通り、経常収支は国内貯蓄のうち海外へ投資される部分を意味するので、究極的には将来の国内消費を増やすために収益率の高い資産へ投資されていることが望ましい。

図表 6-2 は、経常収支の黒字と表裏の関係にある対外債権の純増がどのような形で海外において運用（もしくは海外から調達）されているのかを示したものである。証券投資、外貨準備増減、そしてその他投資等（ここでは便宜的に金融派生商品、その他投資、誤差脱漏をまとめたもの）の振れ幅が大きい。近年では日本企業による海外での工場建設に加えて海外企業の買収や出資も増えていることから、ネットで見ると対外直接投資による運用額が趨勢的に拡大していることがわかる。

図表 6-2 経常収支（運用先による分類）



(注) 2014年3月公表分より。国際収支統計の表記方法等が変更された。金融収支は以前の投資収支(直接投資+証券投資+その他投資等[金融派生商品+その他投資+誤差脱漏])と外貨準備増減の合計、資本移転等収支は以前のその他資本収支を表している。
(出所) 財務省「国際収支統計」より大和総研作成

証券投資とは異なり、直接投資が増えれば相手企業の経営に直接かかわる度合いも次第に増えていくことになるため、他の資産と比べて配当等により投資収益率が高くなる（結果、図表 6-1 左の第一次所得収支の黒字が増える）という特徴がある。第一次所得収支の黒字が増えるのは、別の見方をすれば、国内の高度人材を海外の経営に参画させることでその人的資本としての収益性を高めていることを意味する。超少子高齢社会にあって、こうした収益性を高める国内企業の海外進出は今後も加速するものと予想される。

一方で、海外から日本へ投資する対日直接投資は、政府の成長戦略でもその拡大が目標に据えられているが、(5) の投資のところでも説明したように国内のビジネス環境は大幅な改善が見込めないと予想されるため、対日直接投資はあまり増えない可能性がある。

以上から、国内資金を海外の投資機会においてうまく活用していくことで、今後もネットで見た対外直接投資は拡大し、第一次所得収支の黒字（海外所得）はさらに増えていく可能性がある。これが経済成長を支えることになるだろう。

(ii) 改善に向かうサービス収支

さらにサービス収支は、徐々に改善に向かうだろう。現在のところサービス収支はまだ赤字であるが、図表 6-1 左で見ると、その幅は徐々に縮小している。査証発給要件の緩和・対象国拡大や 2013 年以降の大幅な円安等も手伝って、2015 年の訪日外国人観光客（特に中国人観光客）は 2000 万人弱と過去最高となった。宿泊客の増加で国内旅行関連のサービス輸出が伸び、さらには消費税免税対象の拡大もあって電化製品・菓子類などの日用品の購入が増えており、財・サービスの両方で輸出を押し上げている。

もちろん、為替レートや海外経済の動向によりこうした流れは変わる可能性もあるが、2020 年には東京五輪・パラリンピックの開催もあって、少なくとも予測期間前半は、サービス収支の赤字は改善に向かうものと予想する。

(iii) 大幅な改善が期待できない貿易収支

第一次所得収支やサービス収支が改善する一方で、貿易収支の大幅な改善は期待できない。

2015 年 10 月に大筋で合意された TPP は、おそらく 2017 年中には発効に至りそうであり、その他にも日欧 EPA などの自由貿易協定が控えている。しかしこれらが発効しても、日本から海外への主な輸出に掛かる税は既に低く、その一方で輸入は農作物を中心に大幅に関税が引き下げられる。しかも、原子力発電所が徐々に再稼働し始めているが、それでも全体の 2 割も再稼働していない。その結果、火力発電に頼る構図は変わらず、特に天然ガスや原油への依存度は高いままであり、エネルギー資源の輸入額はあまり減っていない。もちろん、原油価格の上昇が緩やかであれば貿易収支にはプラスに働くだろうが、結論としては、輸出と輸入の差引である純輸出が改善する見込みは小さいものとする。

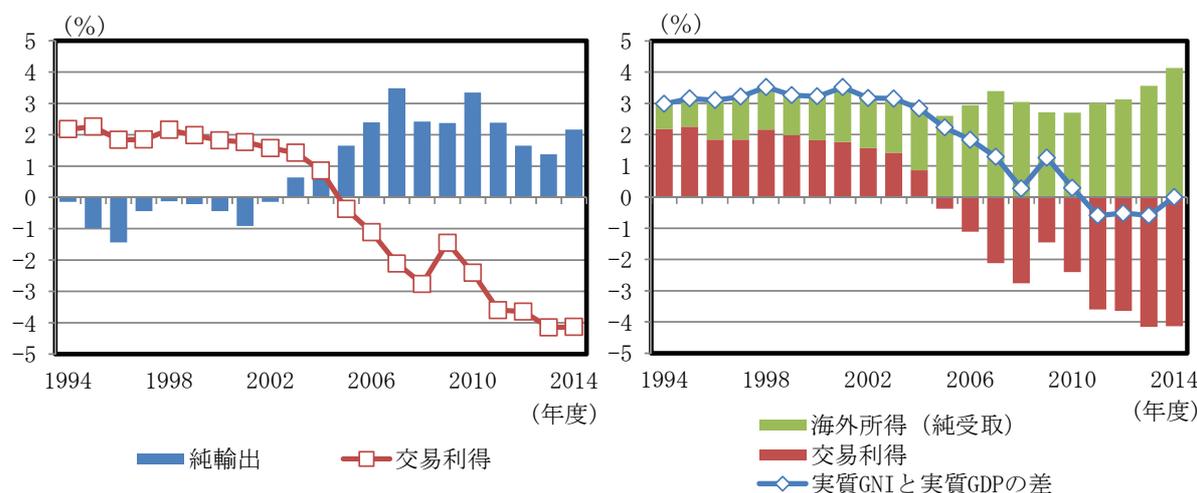
第1章(2)でも指摘しているように、世界的に見ても1990年代入り後、貿易成長を加速させてきたグローバル・バリュー・チェーン(GVC)の存在にもかかわらず、構造的要因によって貿易のGDPに対する長期的な感応度は弱まっており(長期弾力性の低下)、それを主因として世界貿易は停滞している。所得の源泉という視点から考えて重要なのは、むしろ海外資産から生み出される所得(第一次所得収支)も含んだ経常収支の動向だろう。

もちろんそれでも、財・サービスの輸出・輸入が円滑に行われる体制づくりは重要だ。現在は70億人を超え、2100年までには100億人を超えると予想される世界の人口増加を背景に、そうした世界市場の拡大を国内経済の活性化につなげることは重要である。TPPや政府の農産物輸出拡大等の後押しによって、輸出・輸入自体が拡大すれば、特に地域経済にとってメリットは大きいと考えられる。

③ 課題は国内の購買力を奪う所得流出の抑制

図表6-1左の名目GDP比で見た純輸出(貿易収支)はマイナス(赤字)だが、次の図表6-3左の実質で見た純輸出は足元で幾分改善しつつある。これは一体、何を意味するのだろうか。実は、実質輸出から実質輸入を引いた純輸出は交易条件の変化を反映していないという問題があり、こうして求められた実質の純輸出の大きさを見ても、国内の実質的な所得(購買力)の是非を判断できないのだ。

図表6-3 国内外で得た所得を流出させる交易損失の拡大(対実質GDP比)



(出所)内閣府「国民経済計算」より大和総研作成

所得は内外の相対的な購買力を表す実質為替レートの影響を受ける。もし実質為替レートが減価すれば、それは交易条件(輸出価格/輸入価格)の悪化を意味するので、日本の財1単位の輸出で購入できる輸入財の数が減ることになり、日本の購買力が低下する。その結果、国内の購買力(所得)が海外に流出して(交易利得がマイナスとなって)しまうのである。

実際、日本は2005年度以降こうした状態が続いており、足元では交易損失（交易利得のマイナス）は拡大したままである（図表6-3左・右）。実質で見た純輸出は2014年度に11.3兆円と改善しつつあるのとは裏腹に、購買力（交易利得）は21.7兆円の減少（2014年度）と悪化しているのだ。その結果、図表6-3右で見るように、GDPとそれに海外所得の純受取を加えたGNI（かつてのGNPに等しい）の差が足元でほとんどなくなっており、折角、海外で稼いだ分のネットの所得（海外所得）をそのまま海外に流出させてしまっている。

交易損失が発生している原因には、日本でほとんど生産されないエネルギー資源の輸入額が急増しているが、輸出財の価格は上昇していないことがある。安い値段を武器に海外へ輸出数量を増やすことで稼ぐ一方、（足元は下がっているが）高止まりしたエネルギー価格で実質的な輸入数量が減少しているため、数量面で純輸出が増加しているだけなのである。日本がいくら稼いでも暮らしが楽にならない背景の一端はここにある。

国内消費が増えるためには購買力の上昇が必要である。そのためには、国際的に高い価格で取引されるものについて国内生産を拡大させて輸出していく一方で、エネルギーのように国内生産が困難なものについては、その使用を節約する技術を開発するといった、交易条件を改善させていく戦略が重要となるだろう。

(7) 消費：超高齢社会で消費の増加は可能か？

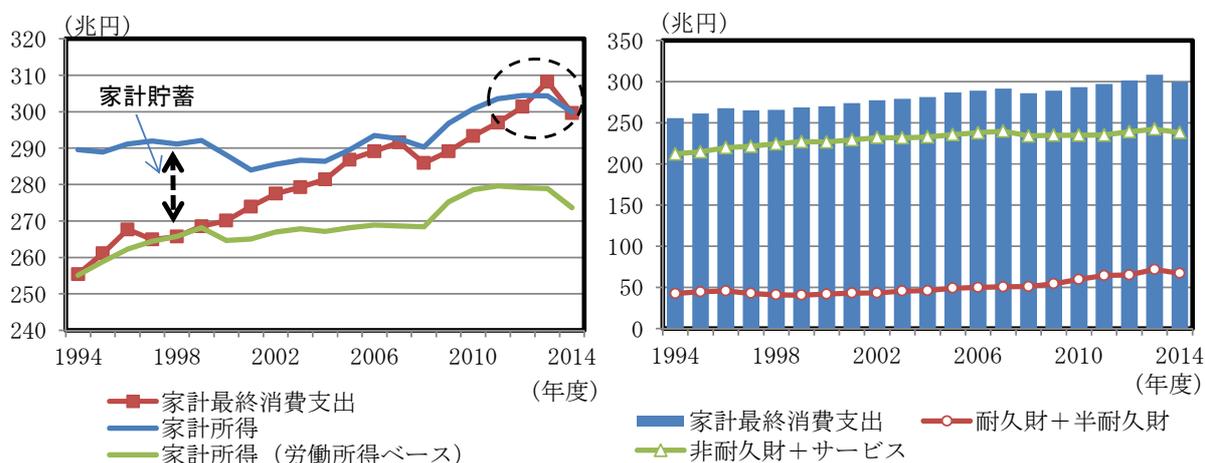
2017年4月には消費税率10%の引き上げ時に、食料品に対して軽減税率が適用されることが決まった。さらに、2015年度の補正予算で措置されたように、低所得の高齢者向けに年間3万円の定額給付が配られることになった。デフレ脱却を掲げる安倍政権はあらゆる手段を動員し、消費水準を何とか引き上げようとしている。

しかし、中長期的に消費水準を高めるには結局のところ、将来の所得水準を引き上げるしか方法はない。それには貯蓄が内外の生産性の高い分野に投じられることで最適な資本蓄積が行われ、最も効率良く所得を増やすマクロ経済構造へ移行することが基本である。その上で、所得を資本と労働の間でどのように分けていくのかという分配の問題が検討されるべきだろう。(7)では足元の消費や貯蓄の動きを確認した上で、超高齢社会での消費や貯蓄を考えたい。

① 増え続ける家計消費、低下していく家計貯蓄率

図表7-1左で示されるように、財産所得を含む家計所得が伸び悩む中、消費はその勢いが強いように見える。この家計所得からネットで受け取った財産所得を除いた家計所得（労働所得ベース）で見ると、既にマクロでは労働所得で消費を賄っておらず、近年は財産所得もフル活用しながら家計の消費を何とか支えている様子がわかる。

図表7-1 家計の消費と貯蓄（左）、家計消費の内訳（右）

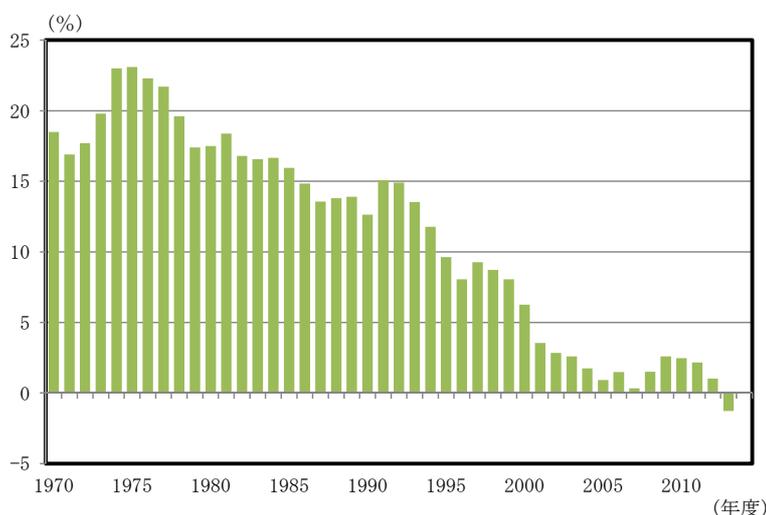


(注1) 家計所得＝家計可処分所得(純)＋年金基金年金準備金の変動(受取)
 (注2) 家計所得(労働所得ベース)＝家計所得－(財産所得(受取)－財産所得(支払))
 (注3) 全ての系列は実質化している(2005年暦年基準)。
 (出所) 内閣府「国民経済計算」より大和総研作成

消費の内訳を見ると(図表7-1右)、消費の大半を占めている非耐久財やサービス(以下、サービス)の消費は横ばいとなっているが、近年は耐久財や半耐久財(以下、耐久財)で消費が増えているのがわかる。

消費の勢いが引き続き強い状態が続いている結果、家計貯蓄率は2013年度に一旦マイナスとなった³⁶後、14年度には0.1%とプラスに戻ったが、依然として低い水準にある（図表7-2）。今後は家計貯蓄率が恒常的にマイナスとなる可能性も否定できない。

図表7-2 家計貯蓄率の推移



(注1) 家計貯蓄率 = 家計貯蓄 / (家計可処分所得(純) + 年金基金年金準備金の変動(受取))
 (注2) 1970年～79年までは家計貯蓄率 = 貯蓄 ÷ 可処分所得で計算。
 (出所) 内閣府「国民経済計算」より大和総研作成

② 超高齢社会でのマクロ的な消費構造の変化

それではどのような消費項目が伸びているのだろうか。耐久財とサービスに含まれる各消費項目を詳しく見たものが図表7-3である。図表7-3左のグラフは、耐久財消費に該当すると考えられる項目をまとめたものだが、近年、家庭内で使う娯楽用耐久財（いわゆる黒物家電）や家庭用耐久財（いわゆる白物家電）、そして医療用器具の消費が増えている。ただし、耐久財でも自動車（交通）や衣料品（被服・履物）に対する消費は増えていない。

一方、図表7-3右で示されるサービスでは、住居（家賃など）・電気・ガス・水道や娯楽・レジャー・文化といった分野が大きく伸びているのが特徴だ。緩やかながら保健・医療や通信も上昇傾向にある。ただし、食料や外食・宿泊は落ち込んでおり、交際費などを含む「その他」と呼ばれる消費も横ばいだ。

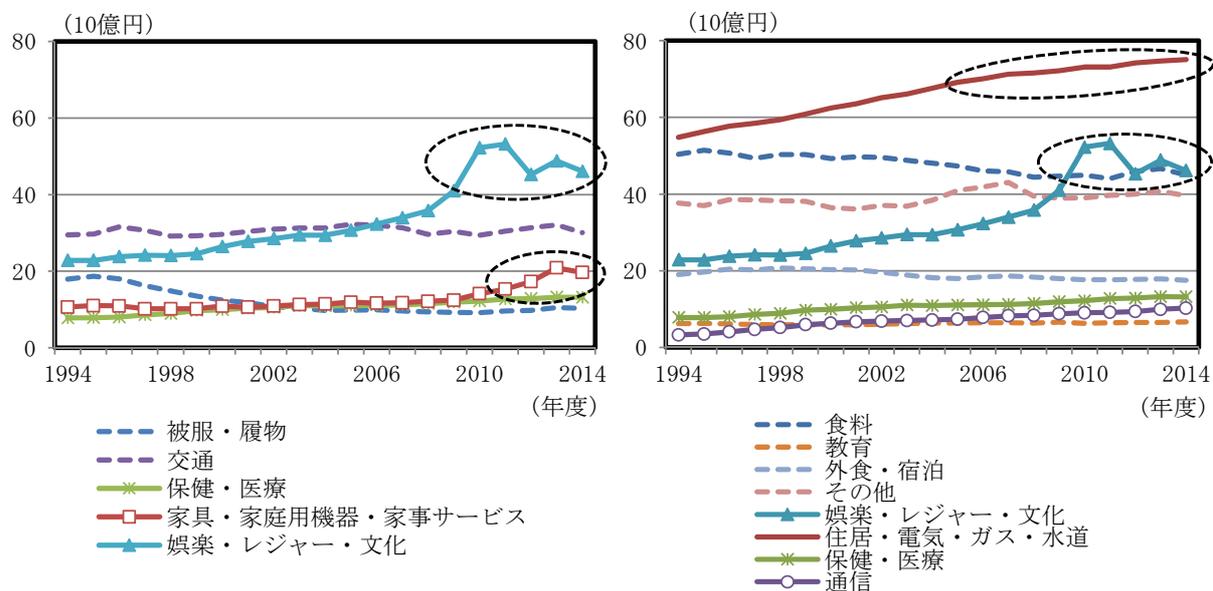
溝端[2012]³⁷が指摘しているように、これらの消費構造は超高齢社会による影響を反映している可能性が高い。つまり、マクロ的な余暇の増大で在宅時間が長くなり、自分の体の健康や持家などの資産ストックを維持するための消費が増えており、そうした消費を年金給付や財産所

³⁶ 2013年度に家計貯蓄率が落ち込んだ背景には、2014年度の消費税率引き上げ前の駆け込み需要の影響が大きかったものと考えられる。

³⁷ 溝端幹雄 [2012] 「超高齢社会で変容していく消費—キーワードは「在宅・余暇」「メンテナンス」「安心・安全」」『大和総研 経済社会研究班レポート No. 9』（2012年8月10日）。

得が支えているものと考えられる。

図表 7-3 耐久財とサービスの内訳 (左：耐久財+半耐久財、右：非耐久財+サービス)



(注1)いずれも実質値。実線のグラフは上昇傾向にある項目、点線は横ばいもしくは減少傾向にある項目を示している。

(注2)食料は、食料・非アルコール飲料とアルコール飲料・たばこの合計。

(注3)耐久財等・サービス等におけるそれぞれの内訳は、あくまで便宜的に分けたもので厳密な分類ではない。また、娯楽・レジャー・文化で娯楽用耐久財が含まれるように、両方の要素があると思われるものは双方に掲載している。

(出所)内閣府「国民経済計算」より大和総研作成

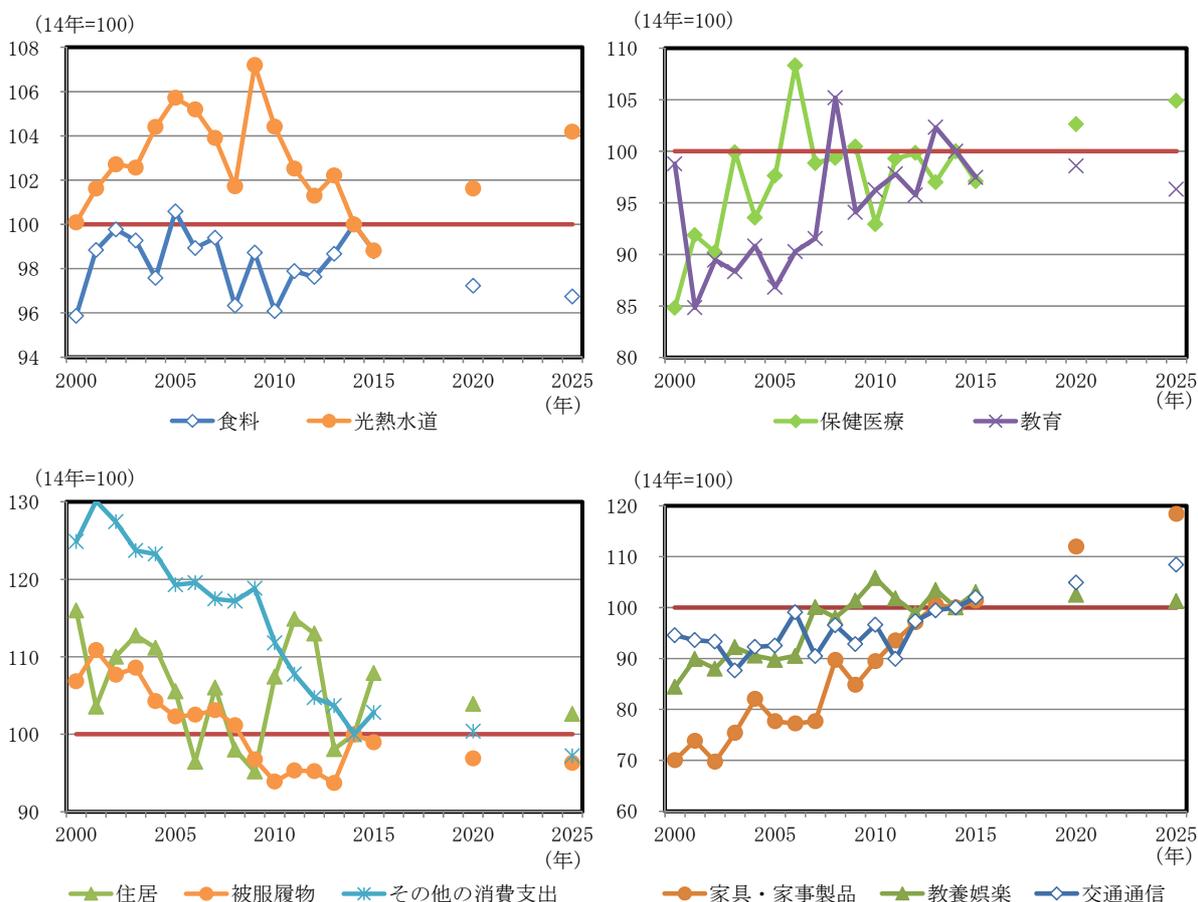
(i) コーホート=データと将来推計人口を用いた消費の予測

より詳しく見るために、ここでは人口動態を踏まえたミクロの消費構造を分析する。具体的には、総務省「家計調査」から得られたコーホート=データと国立社会保障・人口問題研究所の「将来推計人口」、さらには今回の日本経済中期予測で示される所得や消費の予測値を用いて、今後10年間の消費市場の展望を描いた。なおここでは、年齢間や世代間で異なる消費パターンがありそれらが安定的であること(年齢効果・世代効果)を考慮して、そうした効果が今後も維持されるという前提の元で試算したものである。

まずは所得変化を無視して、人口動態の影響のみを考える。図表7-4は、消費の10大費目と呼ばれる各項目の消費総額に占める割合の変化を、2000年から予測期間を含む2025年まで見たものだ。消費総額に占める食料の割合は基本的に減少傾向にあり、洋服や履物をはじめとする被服履物も緩やかに低下していく。消費総額に占める教育の割合はこれまで伸びてきたが、大学入学者数が減少する、いわゆる2018年問題にあたる時期よりその割合が減少していく可能性がある。教育に関しては、世代効果よりもむしろ年齢効果の影響が非常に強いという特徴がある。最も教育費が高まるのは大学生の子どもを抱える世帯であるため、大学入学者の減少が強く出ているものと推測される。その他の消費支出(こづかいや交際費等)も減少しそうだ。

一方で、家庭用耐久財（いわゆる白物家電）などの家具・家事製品は、趨勢的な増加が予想される。光熱水道³⁸や保健医療、交通通信もその割合は高まりそうだ。

図表 7-4 10 大費目別に見た消費の将来推計（消費総額における各費目の割合）



(出所)総務省「家計調査」「消費者物価指数」、国立社会保障・人口問題研究所「将来推計人口」より大和総研作成

(ii) 消費総額に占める割合が高まる費目

より詳細に見ていくと、今後 10 年間で消費総額に占める割合が高まるのは、調理食品、油脂・調味料、飲料（以上、食料）、設備修繕・維持（住居）、電気代（光熱水道）、家庭用耐久財、家事用消耗品、家事サービス（以上、家具・家事製品）、健康保持用摂取品、保健医療用品・器具（以上、保健医療）、通信（交通通信）などである（図表 7-5）。

先述のように食料の割合は基本的に減少傾向にあるが、家庭での調理手間の省略や嗜好の多様さを反映して、調理食品、油脂・調味料、飲料の割合は高まると予想される。

³⁸ 将来の光熱水道の消費ウェイトが増加しているのは、年齢が高くなるほど光熱水道の消費割合が高くなり、さらに若い世代ほどその消費水準が高くなるという、人口動態による消費構造の変化を強く反映したものである。もちろん、過去の原油価格の上昇は消費パターンに織り込まれているが、ここでは将来の原油価格の上昇を明示的に考慮したものではない。

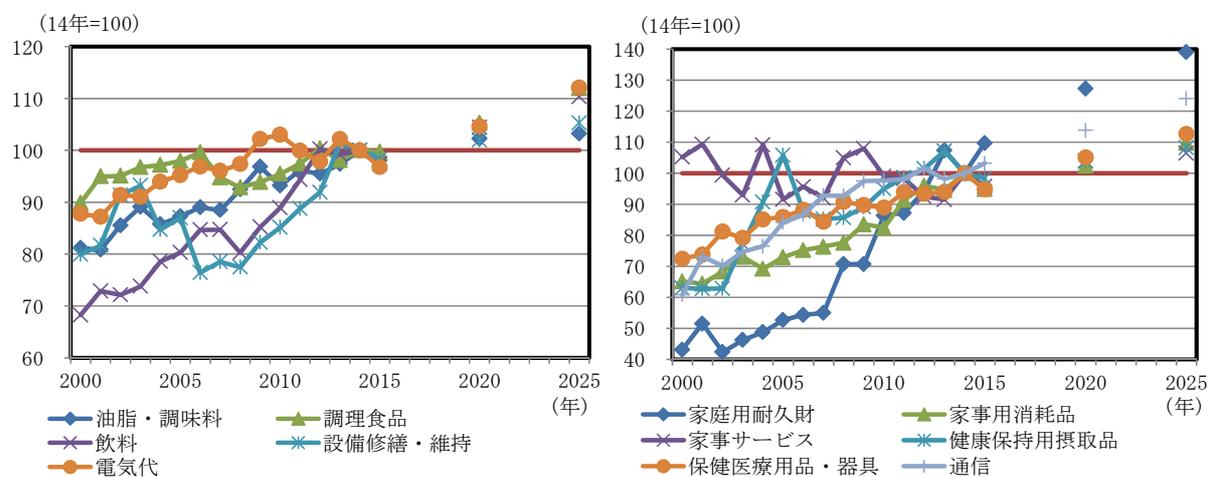
住居のうち持家の修繕費は、高齢者の比率が高まるにつれて今後は割合が上昇するだろう。電気代は、2016年度以降の小売り自由化や省エネ意識の高まりによる電気代の低下も予想されるが、自宅で過ごす高齢者の増加やガス、灯油から電気へのエネルギー利用のシフト、家庭での電化製品への依存度の高まりなどを反映し、全体的には上昇していく可能性がある。

家庭用耐久財（いわゆる白物家電）や家事用消耗品、家事サービスといった家事製品は、趨勢的な増加が予想される。家庭で過ごす時間の長い高齢者の増加が影響している可能性がある。家庭用耐久財については、以前と比べて価格が大幅に下がっていることや多様な製品の登場などもあって、家庭での実質的な購入量が増えることになろう。

一般に高齢化によるプラスの影響を最も受けやすいと考えられる保健医療であるが、それが顕著に表れるのは健康保持用摂取品や保健医療用品・器具においてであると予想される。医薬品や保健医療サービスについては診療報酬の引き下げなども予想されるため、今後は保健分野での消費が増えそうである。

通信はこれまでの携帯電話（スマートフォンを含む）の普及や通信料の値上がりが反映されている。先日、安倍首相が通信料の値下げに向けた議論を始めたものの、データ通信量は非常に増える傾向にあることから、今後も通信の消費割合は高まることが予想される。

図表 7-5 費目別消費の将来推計（消費総額における各費目の割合；上昇するもの）

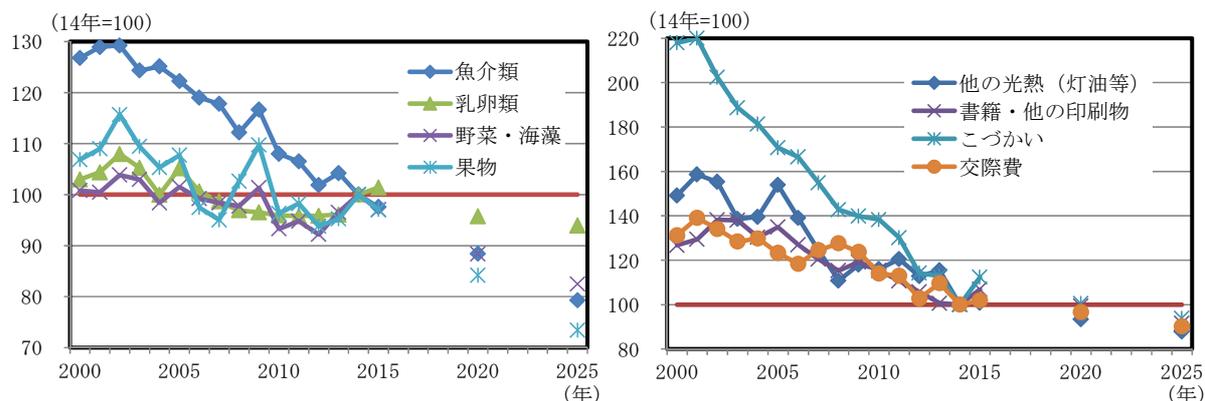


(出所)総務省「家計調査」「消費者物価指数」、国立社会保障・人口問題研究所「将来推計人口」より大和総研作成

(iii) 消費総額に占める割合が低下する費目

一方、消費総額に占める割合が低下するのは、魚介類、乳卵類、野菜・海藻、果物（以上、食料）、灯油等（光熱水道）、書籍・他の印刷物（教養娯楽）、こづかい、交際費（以上、その他の消費支出）などである（図表 7-6）。

図表 7-6 費目別消費の将来推計（消費総額における各費目の割合；低下するもの）



(出所)総務省「家計調査」消費者物価指数、国立社会保障・人口問題研究所「将来推計人口」より大和総研作成

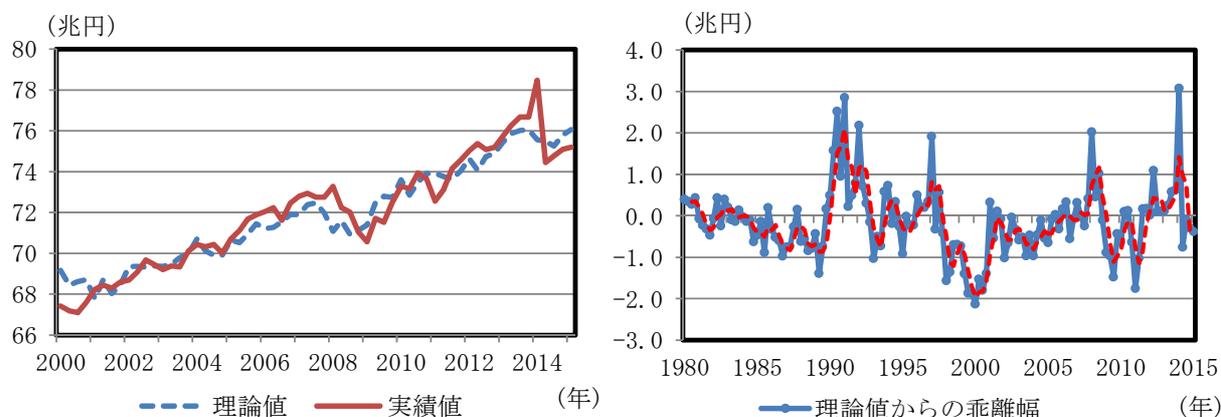
食料の消費割合が趨勢的に低下している主な要因は、生鮮食品の消費割合の低下によるものだ。特に、魚介類、野菜、果物の減少が著しい。年齢階級別でデータを取ると、一見、高齢世帯では生鮮食品の消費割合は大きいように見えるが、コーホート＝データで分析すると、新しい世代になるほど年齢が高まっても生鮮食品の消費割合は高まる気配がない。これは嗜好の変化もあるかもしれないが、共働き世帯の増加によって家庭で調理する時間は減少しており、自宅で調理作業が必要な生鮮食品に対する需要が伸びないためではないかと考えられる。

図表 7-4 から教養娯楽は概ね横ばいと予想されるが、書籍などの印刷物の消費はインターネットが浸透した影響もあって、今後も減る可能性が高い。近年の節約志向が定着したせいもあってか、こづかいや交際費は今後も減少していくだろう。

次に、人口動態だけでなく、我々が今回予測したマクロの所得も考慮した場合に、それぞれの消費市場が 2025 年時点で足元（2014 年対比）よりどれだけ拡大（もしくは縮小）するのかわ示したものが図表 7-7 である。所得上昇を踏まえると、耐久財や調理食品、家事関連、保健医療といった分野以外にも、消費市場の拡大が予想される。ただ一方で、生鮮食品や外食、被服履物の一部、書籍などの分野では、たとえ所得が拡大しても市場の縮小は避けられない見込みだ。

よりも上方に乖離する。しかし、消費と他の変数との関係は長期的には安定的であるので、乖離幅はいずれ0に近づいていくことになる。

図表 7-8 家計消費の実績値・理論値（左）と両者の乖離幅（右）



(注1) プラス(マイナス)の乖離は、家計消費が理論値よりも過剰(過小)であることを示す。

(注2) データは四半期かつ季節調整済みの実質系列。赤の点線は3期後方移動平均値。

(出所) 内閣府「国民経済計算」、日本銀行「資金循環統計」等より大和総研作成

図表 7-8 右を見ると、1990 年前後のバブル期などは実績値が理論値よりもプラスに乖離しており、将来所得の上昇期待により消費は上振れていたと言える。90 年代終わりやリーマン・ショック、東日本大震災の時期には将来所得の見通しが悪化したこともあって、消費は一時的に理論値よりも減少している。足元で消費の実績値と理論値が大きく乖離している原因は、2014 年 4 月に消費税率を 8% へ引き上げた前後における駆け込み需要とその反動減による影響である。

この推計結果を見ると、理論値よりも実際の消費額が特段大きいというわけではないことがわかる。高齢化で金融資産が取り崩されると一般には考えられているが、実際の金融資産額は増え続けている。所得がなかなか増えない中で、消費は金融資産から得られる財産所得によって支えられている。

④今後の消費動向

超少子高齢社会の下での消費は個別項目に分ければ強弱があり、金融資産の影響を強く受けているが、今後、消費が増えていく余地はあるのだろうか。

(5) の投資や (9) の所得・雇用の項目でも述べているが、日本ではマクロで見ると資本蓄積が最適な状態よりも過剰となっている可能性があり、さらに女性を中心とした高度人材が活躍できる場もまだ少ないため、これら物的・人的資本から得られる収益率や賃金が低位な状態からなかなか抜け出せないことが示唆される。つまり、これまで生み出された付加価値 (GDP) が有効に投資されておらず、本来高められるはずであった消費水準が実現できていない可能性がある。そう考えると、消費はむしろ過小であったことが疑われ、その原因として GDP が非効

率な投資へ回される分、所得が増えなかった非効率な経済構造にこそ問題があったと言えるかもしれない。

最近エネルギー価格が大幅に低下しているものの、日本は輸出価格の低下という形で交易条件が悪化しているため、日本人が稼いだ所得が海外へ大幅に流出していることも国内消費を所得が支え切れていない原因の一つだろう。

消費を底上げするには、所得を効率良く生み出すためのイノベーションや競争を促進する成長戦略や雇用制度改革、国内で生み出された所得がバランス良く分配される財政・社会保障改革などが急務だろう。さらには労働所得を増やすために、高齢者や専業主婦の就業を促す公的年金等控除の縮小や社会保険料の配偶者控除等の廃止なども議論を進めるべきだと考える。

(8) 世帯数がピークアウトするなかでの住宅市場の行方

①住宅市場の現状

長期的にみると少子高齢化で人口が減少していくことから、新規の住宅需要は減っていくとみられ、予測期間を通じて、住宅投資はマイナス成長を辿るという見方に変更はない。

一般的に、住宅投資の短期的な動向を左右する要因としては、所得（増えればプラス要因）、住宅価格（上昇すればマイナス要因）、金利動向（上昇すればマイナス要因）などが挙げられる。ただ、長期的なトレンドを考えるうえでは人口見通しが重要であり、一世帯に一住居を前提にすると世帯数の見通しがよりポイントになるだろう。

現状を確認すると、2013年時点の住宅ストック数（約6,063万戸）は、総世帯数（5,245万世帯）に対して約15.6%多く、量的には充足している（2013年時点での空き家率は13.5%と調査のたびに上昇傾向にある）。一般財団法人ベターリビングのサステナブル居住研究センターの推計によると、2030年には住宅戸数合計は6,200万戸を超え、総世帯数に対して住宅ストック数が22%多い状態になる見込みである。一方、住宅の新設着工戸数は、バブル期の1990年には170.7万戸を数えたが、バブル崩壊とともに減少に転じ、1997年4月の消費税増税（3%→5%）前の駆け込み需要で1996年には164.3万戸と一度は回復したものの、それ以降は緩やかな減少傾向を辿ってきた。リーマン・ショックの影響で2009年には78.8万戸と1964年以来の低水準に落ち込んだ。2010年からは4年連続で増加し、2014年4月の消費税増税による駆け込み需要も手伝って2013年は98万戸まで回復したが、駆け込み需要が剥落した2014年は89.2万戸に減少し、2015年には90.9万戸に増えた。

政府は、駆け込みによる反動減を緩和させる対応（減税などの優遇措置）を実施しているが、これらは駆け込みが発生しないように抑え込むものではなく、大幅な反動減を回避するための激変緩和の働きが期待されている。パイが拡大していく市場（または一連の対策が潜在需要を喚起するの）であれば別だが、住宅市場は長期的に下方トレンドを辿っていくとみられ、一連の対応はむしろ需要の先食いを助長している可能性がある。いずれも時限措置であることから、期限を過ぎれば減少に転じるとみられる。

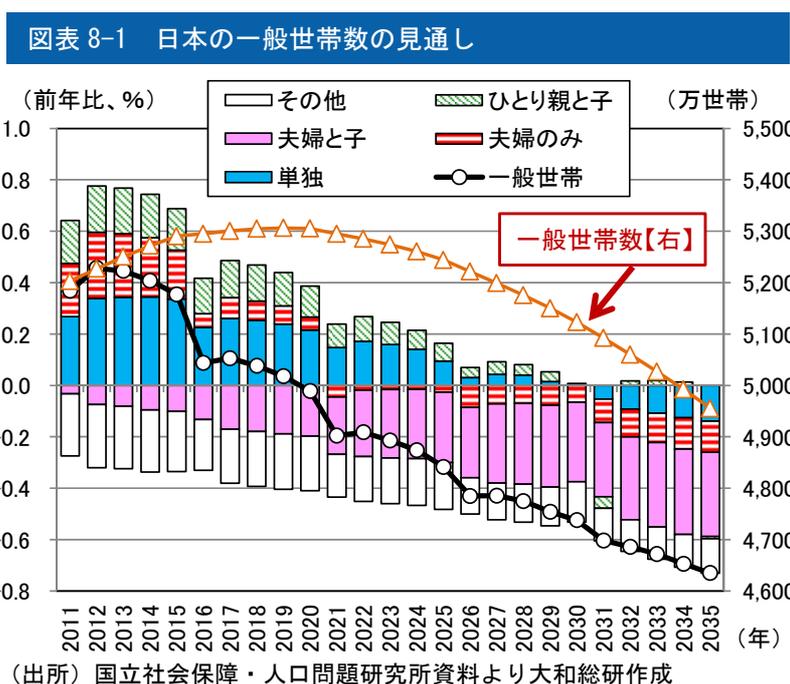
過去の住宅着工戸数と世帯数の変化にはある程度相関関係がみられ、後述するように、総世帯数は2020年から前年水準を下回り、減少幅は拡大していくと推計される。住宅の更新需要などを考慮すればフローの着工戸数がゼロになるわけではないが、長期的には現状の90万戸から減少傾向を辿っていくであろう。

②世帯数は2019年をピークに減少へ

日本の人口は2008年の1億2,808万人をピークに減少に転じ、この7年間で1%以上減っている。人口が減るなかでも世帯数は増え続けているが、国立社会保障・人口問題研究所の推計（2013年5月推計）によると、2019年（5,307万世帯）をピークにして世帯数も減少に転じるという。そして、2035年には4,956万世帯とピーク比で6.6%減ると見込まれる。この結果、平

均世帯人員は2010年の2.42人から2035年には2.20人へ減っていくとみられるが、これ以上のペースで世帯人員が減少しない限り、世帯数の減り方が緩やかにはならない。

また、2019年までの世帯数が増えていく過程でも、「夫婦と子」や三世帯世帯などの「その他」は減り続ける一方、「単独」世帯や「夫婦のみ」、「ひとり親と子」が増加していく。特に、高齢化の進展によって、高齢者単身の世帯が大幅に増えていくとみられ、世帯主の年齢も上昇する。65歳以上世帯主が占める割合は2010年の31.2%から2019年には37.6%、2035年には40.8%に増加することになる。



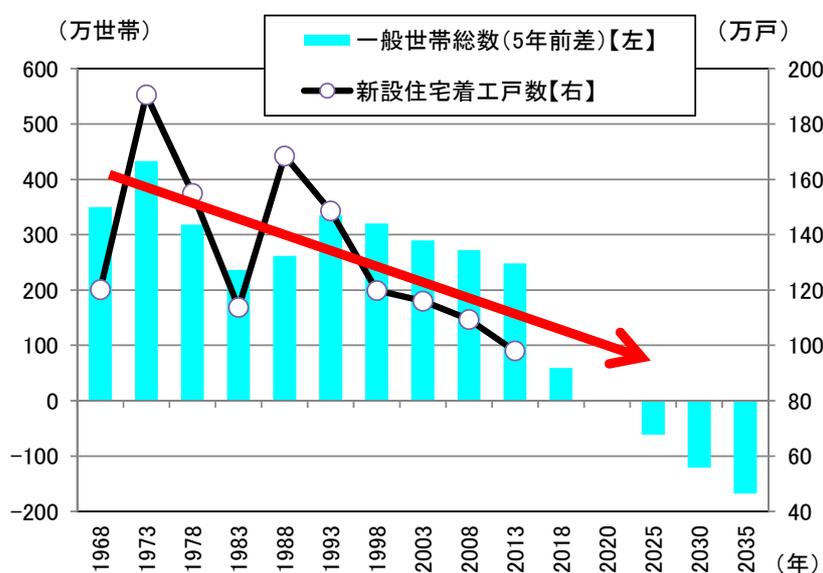
このように、今後数年間にわたっては世帯数が増えていくとみられるために、住宅数（ストックベース）が人口減少に合わせて減っていくことにならないだろう。だが、一世帯当たりの人員が減ること（世帯規模の縮小）から、人々が居住する住宅規模は小さくなっていく。さらに、世帯数の変化に高齢化の進展が寄与するために、住宅の新規需要（フローベース）が減少する一方で、世帯規模の縮小や高齢者向けに合わせた既存住宅のリフォーム需要や老朽化に伴う更新需要は高まっていくだろう。なお、国土交通省が公表する「建設投資見通し」によると、2015年度の新設の住宅投資が15.4兆円に対して、住宅関連のリフォーム・リニューアル市場の規模は4.7兆円にのぼるとみられ、重複計上を除いた構成比は新設が76%、リフォーム・リニューアルが24%になる見通しである。2012～2014年度は新設が8割以上を占めていたが、リフォーム等の市場規模が徐々に拡大しているといえる。

政策面からは、祖父母・親世代から子どもへのサポート（所得移転）は若年層の住宅取得促進に貢献している可能性がある。具体的には、住宅市場活性化と消費税率再引き上げに伴う対策として、直系尊属からの資金援助に対する贈与税の非課税措置が2019年6月末まで延長され、

かつ上限が 1,000 万円から最大 3,000 万円に引き上げられた。住宅取得等資金の非課税制度の適用を受けた金額は、2010～2013 年にかけて毎年 6,000～7,000 億円で 7 万人以上が利用しており、制度の拡大によって一段の利用者の増加が期待される。

また、安倍首相は、新三本の矢の一つ「夢をつむぐ子育て支援」として“三世代の同居や近居を促し、大家族で支え合うことも応援したい”と述べている。高齢者がいる三世代世帯の数は 2014 年時点で 312 万世帯だが、過去 20 年間で 100 万世帯以上減少し、単独世帯や核家族世帯に細分化されたと考えられる。従って、政策面から三世代世帯が増えるようなことになれば、それに対応した住宅も新たに必要となるかもしれない。

図表 8-2 世帯数と新設住宅着工の推移



(注) 世帯数の予測は 2020 年のみ 2 年前差。

(出所) 国土交通省、国立社会保障・人口問題研究所資料より大和総研作成

③求められる空き家の有効活用

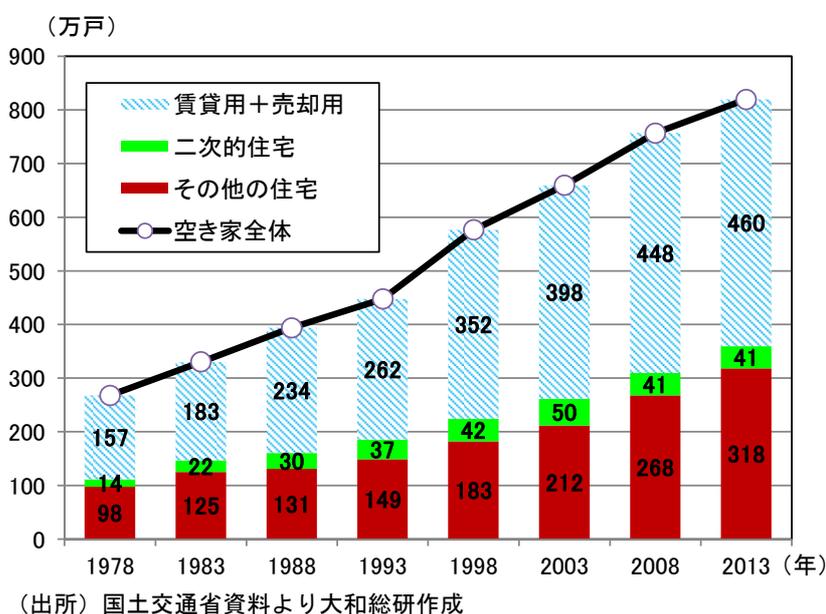
一方、地方の過疎地域だけでなく、都市部でも空き家問題が顕在化している。総務省の住宅・土地統計調査によると、居住世帯のない住宅のうち空き家は 2013 年時点で 820 万戸（1958 年の 36 万戸から増加の一途）、空き家率（総住宅数に占める空き家の割合）は 13.5%にのぼっている。空き家の内訳をみると、「賃貸用の住宅」が 429 万戸、「売却用の住宅」が 31 万戸、別荘などの「二次的住宅」が 41 万戸で、空き家全体の 52.4%、3.8%、5.0%を占めている。また、「その他の住宅」が約 320 万戸と全体の約 4 割にのぼっている⁴¹。国土交通省（社会資本整備審議会

⁴¹ 「賃貸用の住宅」のなかにも、長期間賃貸されずに、いわゆる空き家状態のものも相当数含まれている可能性がある。総務省の定義では、「その他の住宅」は、“人が住んでいない住宅で、例えば、転勤・入院などのため居住世帯が長期にわたって不在の住宅や建て替えなどのために取り壊すことになっている住宅など”となっている。

住宅宅地分科会)の分析によると、「その他の住宅」がストックに占める割合は中国・四国、九州地方などで高いものの、全国に万遍なく分布しており、高齢化の進展とともに増えているという。賃貸・売却用ではないことから、「その他の住宅」は長期間放置されて劣化しているものが多く、居住用に適しているものは限られよう。国土交通省によると、旧耐震基準だった昭和55年以前の建築物で耐震性があるものは約74万戸、昭和55年以降のものは約110万戸だという。このうち、腐朽や破損がなく活用可能な「その他の住宅」は昭和55年以前で約36万戸、以降で約67万戸と推計。つまり、全国で約100万戸が利用可能という計算になるが、すべてが利便性の高いところにあるとは限らず、“最寄りの鉄道駅から1km以内で、簡易な手入れにより活用可能な”「その他の住宅」に限ると全国で約48万戸になるという。

このような有効利用が簡単な「その他の住宅」は、今後の人口減少下で機能的な街づくりが求められる際にはポイントになるだろうが、駅近と限定するために、限られた大都市圏に集中しているようだ。東京都で11.17万戸、神奈川県で6.99万戸、埼玉県で4.24万戸、大阪府で14.16万戸と1都1府2県だけで計36.56万戸となり、実に全国の76%、4分の3以上を占めている。そのため、政府の「生涯活躍のまち」(日本版CCRC)構想で想定していた、元気な高齢者の受け入れ先としての地方の空き家利用は、量的に十分とはいえない可能性がある。

図表 8-3 増加する空き家



(9) 所得・雇用：労働所得および財産所得の今後の見通し

今後も消費や住宅投資が伸びていくかどうかは、将来の所得が安定的に上昇するかどうかにか大いに依存している。ここでは、マクロの消費等に影響を与える労働所得と財産所得に焦点を当て、それらが安定的に増えていく条件を探っていきたい。また、労働供給には企業の研究開発投資などイノベーションを主導する人的資本としての役割も期待されている。そこで、人的資本への投資である教育にも焦点を当て、中長期的な望ましい労働環境のあり方にも触れる。

①労働所得

マクロの労働所得を構成する基本的要素は、実際の労働に投入される量である就業者数と労働時間（所定内労働時間と所定外労働時間の合計）、そして単位当たり所得である賃金である。さらにそこから、税金や社会保険料の控除や各種給付の受け取りがあり、最終的に消費に影響を与える可処分所得が形成される。ただし、(7)の消費のところでも述べたように、可処分所得は現在の消費だけでなく将来の消費の原資でもあるので、将来的に消費を増やしたい（増やさなければならない）事情があれば貯蓄を増やすので、同じ可処分所得であっても現在の消費は減ることに注意すべきだ。

(i) いかにかに就業者数を増やすか

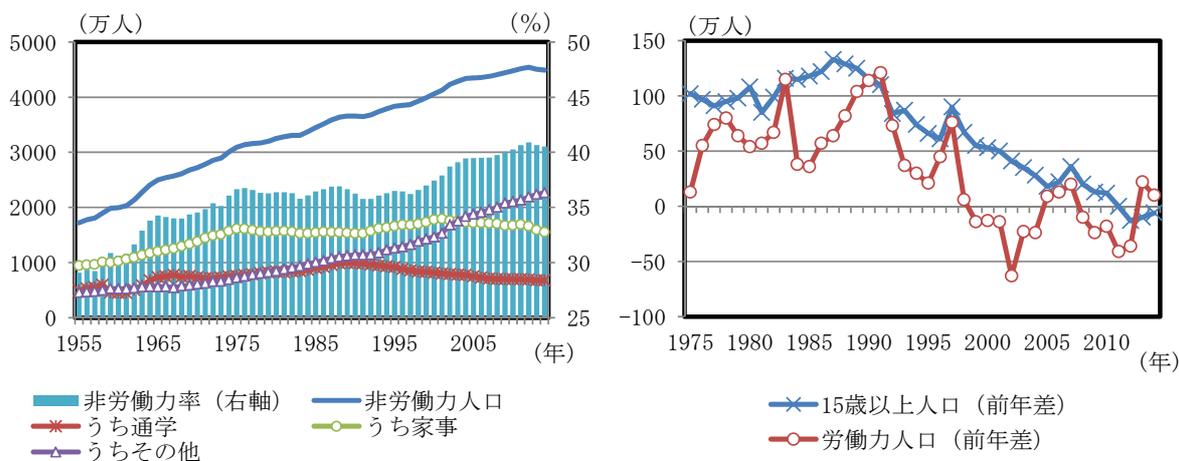
15歳以上人口は低下しているが、そのうち労働市場に参加していない非労働力人口が労働力化すれば労働投入量は増える。さらに労働力人口のうち失業者になるものが少ないほど就業者数は増える。一方、労働投入量のもう一つの要素である労働時間については、ワークライフバランスの動きなどもあり、今後も増加するのは難しいと考える。

従って、マクロの消費を増やすためには、まずは就業者数の増加によって労働投入量を増やすことが目指されるべきだ。中期的な視点からは、いかに非労働力人口から労働力人口へ移していくか、そして企業による労働需要を増やすのと共に、求職と求人のミスマッチをいかに減らすのか（就業者数を増やすのか）という点がポイントとなる。

非労働力人口が労働市場に流入するインセンティブが高まっている

データを見ると（図表9-1左）、非労働力人口の割合（非労働力率）はこれまで上昇を続けてきたが、近年は低下している。これが構造的な変化なのかどうかを現時点で判断するのは難しいが、「その他」の大半を占める引退した高齢者の数は一貫して増え続ける一方で、1990年以降は学生などを意味する「通学」が減るだけでなく、2002年以降は専業主婦など「家事」も減少に転じており、特に足元の変化は専業主婦などの減少が大きいと考えられる。その結果、図表9-1右で見るように、15歳以上人口は減少しているのにもかかわらず、足元で労働力人口は増加に転じている。

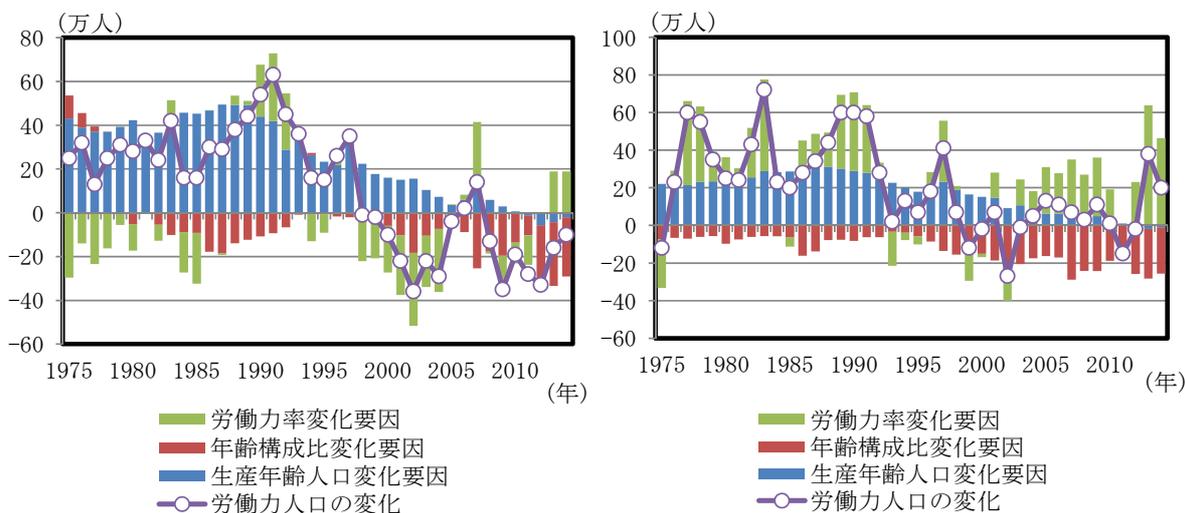
図表 9-1 各人口の推移（左：非労働力人口とその内訳、右：15歳以上人口と労働力人口）



(注) 非労働力率は15歳以上人口に占める非労働力人口の割合を示す。
 (出所) 総務省「労働力調査」より大和総研作成

その背景を探るため、男女それぞれの労働力人口の変化について要因分解⁴²してみると（図表 9-2）、近年は両者とも生産年齢人口の伸びの鈍化や減少、超高齢化の進展によって労働力人口を押し下げる方向に働いていたが、2013 年以降は女性を中心とした労働力率の大幅な改善があって、労働力人口がプラスに転じていることがわかる。

図表 9-2 労働力人口の変化要因【前年差】（左：男性、右：女性）



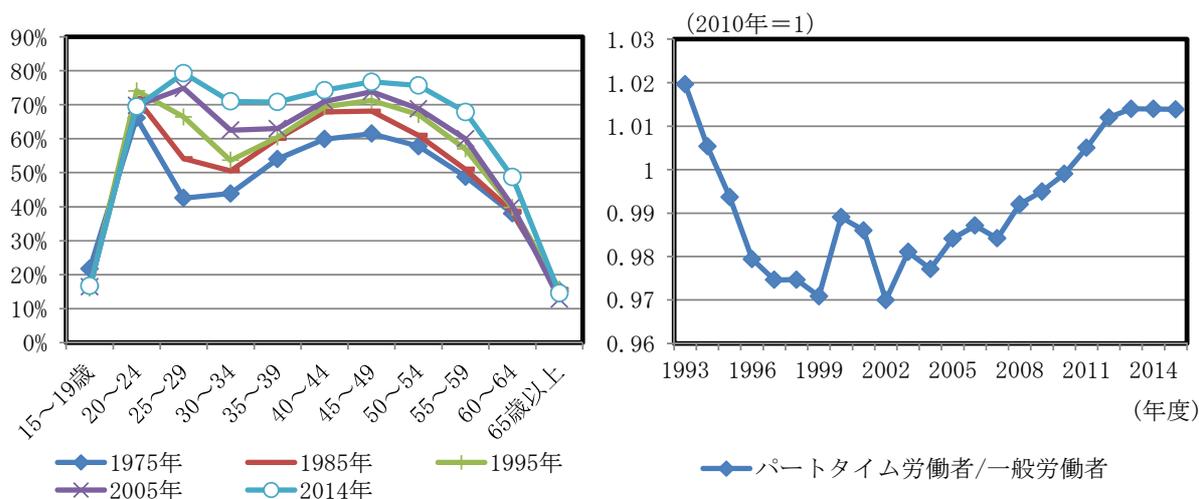
(注) 櫻井[2009]の計算方法に従って要因分解した。グラフの数字はいずれも前年差である。
 (出所) 総務省「労働力調査」より大和総研作成

⁴² 労働力人口をL、15歳以上人口をP、労働力率を $v (= \frac{L}{P})$ 、年齢階級をi、全ての年齢階級の合計を * とすると、 $\Delta L = \Delta P^* \cdot v^* + \sum_i \Delta P_i \cdot (v_i - v^*) + \sum_i \Delta v_i \cdot P_i$ と表せる。ここで右辺第1項は生産年齢人口変化要因、第2項は年齢構成比変化要因、そして第3項は労働力率変化要因を表している（櫻井宏二郎[2009]「労働供給、労働需要、技術進歩と経済成長」深尾京司編[2009]『マクロ経済と産業構造』第7章、慶應義塾大学出版会）。

特に女性については、図表 9-3 の左で見るように、過去 40 年にわたって労働力率は徐々に改善してきており、ここ 10 年間の各年齢階級における改善幅は非常に大きなものとなっている。女性が結婚・出産時に労働市場から退出するために労働力率のカーブが真ん中でへこむ、いわゆるM字カーブはなくなりつつあり、しかも 50～64 歳の女性の労働力率も改善幅も大きくなっている。しかし、65 歳以上の女性高齢者の労働力率はこの 40 年間変化がない。今後さらに非労働力人口から労働力人口へシフトさせていくには、働く意欲のある専業主婦だけでなく、元気な高齢者の就労を促すことが重要となるだろう。

後述するが、専業主婦や高齢者が労働市場に入ると、パートタイム労働者として雇用される可能性が高いため、もしパートタイム労働者の賃金が一般労働者の賃金や年金給付額と比べて上昇すると、専業主婦や高齢者が労働市場に流入する可能性が高まると考えられる。実際、他の雇用形態の賃金が伸び悩む中でパートタイム労働者の賃金は上昇していることから、図表 9-3 右で見るようにパートタイム労働者の相対賃金も高い水準にあり、専業主婦等が労働市場に参入する経済的な誘因は強いものと考えられる。

図表 9-3 女性の労働力率の変化（左）、パートタイム労働者の相対賃金の推移（右）



(注)各年齢階級における労働力率とは、各年齢階級での15歳以上人口に占める労働力人口の割合を示す。

(出所)総務省「労働力調査」より大和総研作成

(注1)賃金は「決まって支給する給与(=定期給与+残業代)」を使用。従業員5人以上の年度平均値。

(注2)2015年度の数字は4月～10月の季節調整済み系列の平均値。季節調整は大和総研。

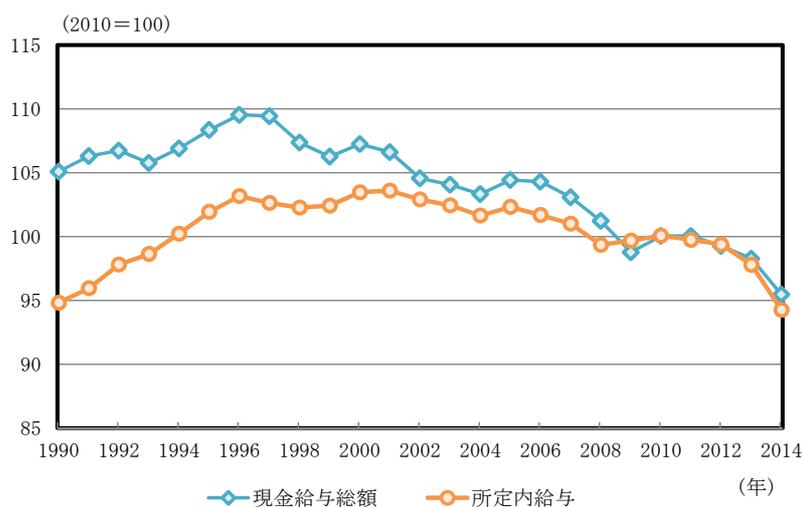
(出所)厚生労働省「毎月勤労統計調査」より大和総研作成

(ii) 賃金が上昇しない理由

全体の消費を増加させるには様々な要因が影響するが、中でも最も重要な要因の一つに、賃金の上昇が挙げられる。齋藤[2014]⁴³によると、賃金上昇の中でも、特に、所定内給与⁴⁴の増加が消費の増加に結びつくという。これは、特別給与のような一時的な所得が増加する場合は、消費を平準化しようとする家計は増えた所得の大半を貯蓄に回すことになるが、所定内給与のような恒常的な所得が増加する場合には、家計は将来にわたって所得が増加すると判断し、増加分を消費に回すことができるからである。

近年の賃金の動きを確認するため、図表 9-4 で現金給与総額⁴⁵と所定内給与の実質賃金指数の推移を見てみると、ここ数年は下降傾向にある。もちろんこの数字は賃金の低いパートタイム労働者を含むので、パートタイム労働者の比率が上昇すれば現金給与総額や所定内給与は押し下げられるだろう。ただ、日本の賃金が上昇しないのはその他にも理由があるものと思われる。

図表 9-4 現金給与総額と所定内給与の推移（実質賃金指数）



(注)一般労働者、パートタイム総計、調査産業計、従業員5人以上の暦年平均値。
(出所)厚生労働省「毎月勤労統計調査」より大和総研作成

賃金が上昇しない背景には、労働需給や構造変化などの要因が考えられる⁴⁶。つまり、労働需給が引き締まっていない可能性、そして高い付加価値を生み出すための労働市場が不活発である可能性、を以下で考える。

⁴³ 齋藤勉[2014]「経済の好循環実現に向けた賃金の見方」『大和総研調査季報』2014年1月新春号 Vol.13 大和総研

⁴⁴ いわゆる基本給のこと。

⁴⁵ 現金給与総額とは、きまって支給する給与（所定内給与+残業や休日出勤に対して所定内給与とは別に支払われる所定外給与）と特別給与（賞与など）をあわせたもの。

⁴⁶ もちろん、付加価値が何らかの理由で雇用者へ回らないという分配面なども重要だが、今回は扱わない。

(ii-a) 労働需給要因：2つの失業で見る労働需給の現状

賃金が上昇していない理由として考えられるものの一つに、依然として労働市場に残る余剰労働力の問題が挙げられる。こうした現状を把握するには、まず失業の状況を知る必要がある。

失業はその発生原因により、本質的には「需要不足失業」⁴⁷、「摩擦的失業」、「構造的失業」の3つに分けることができる。

「需要不足失業」は、景気後退期に労働需要が減少することによって生じる失業である。景気が悪化すると、モノやサービスが売れなくなり、企業は生産を減らす。すると、生産を減らした分だけ労働力は不要になるので、企業は雇用を減らす。その結果、失業者が増えることになる。このように、「需要不足失業」は景気の変動によって生じるものであるから、その失業の削減策としては、景気対策（財政・金融政策等）などが挙げられる。

次に、「摩擦的失業」は、企業と求職者が互いの情報を十分に得ることができないため、両者が相手を探すのに時間がかかることにより生じる失業のことを指す。求職者は自分の希望に合う仕事の求人を見つけるまでに時間がかかる。また、企業側も、求職者が採用にふさわしい人物か見極めるために書類選考や面接など、時間をかけて審査する。求職者は求人のあるすべての企業について細かく把握することはできないし、また、企業側も求職者がどのような能力・性格を持った人物であるかを知ることができないという「情報の非対称性」が存在するため、マッチングの間にどうしても一定期間の失業が発生してしまう。こうした「摩擦的失業」の対応策としては、職業紹介機能の強化などが挙げられる。

そして3つ目の「構造的失業」は、企業が求める人材と求職者の持っている特性（職業能力、年齢、勤務地等）などが異なることによって生じる失業のことである。例えば、看護師の求職者がいたとして、企業が求めているのはシステムエンジニアの資質を持った人だとすると、ミスマッチが生じ、就職はうまくいかない。また、求職者の住んでいる場所と、企業のある場所が大きく離れている場合もミスマッチが生じる。こうした「構造的失業」への対応策としては、職業能力の開発のための教育などが挙げられる。

ただし、失業のこれら3つの分類は、実際には、はっきりとは区別できないこともある。例えば、景気が低迷して需要不足失業が発生したことで失業者となった人が、その後長期間職を見つけられず、その間に技能が低下してしまったとする。すると、失業者と求人との間にミスマッチが生じるようになり、その失業は構造的失業となる。このように構造的失業は循環的失業の要素も含むことに留意されたい。

「摩擦的失業」と「構造的失業」は、マッチングがうまくいかないために生じるという点で共通している。また、データ上、この2つを明確に区分することは難しい。

そのため、ここでは、「摩擦的失業」と「構造的失業」の2つを併せて「(広義の) 構造的失業」⁴⁸と呼ぶことにし、失業を「需要不足失業」と「(広義の) 構造的失業」の2つに分類して

⁴⁷ 「循環的失業」と呼ぶこともある。

⁴⁸ 「摩擦的・構造的失業」、「ミスマッチ失業」などと呼ぶこともある。

議論を進める（図表 9-5）。

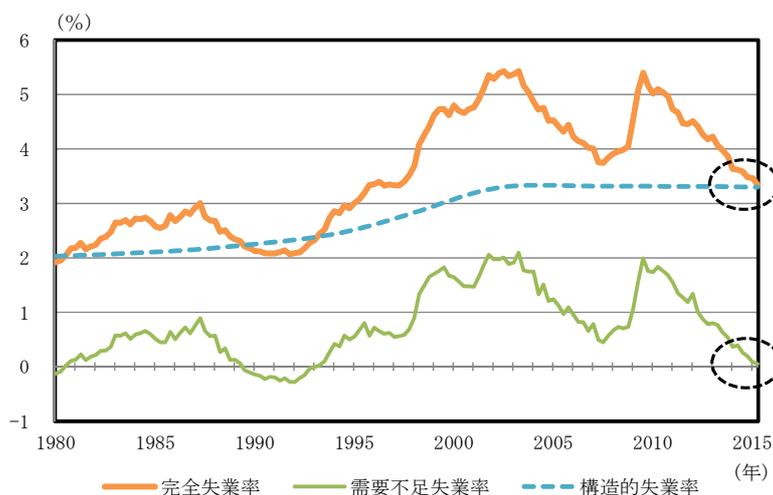
図表 9-5 要因からみた失業の分類

名称	内容	対応策の例
需要不足失業	景気後退期に労働需要が減少することによって生じる失業	景気対策(財政・金融政策)など
構造的失業	◆摩擦的失業 企業と求職者が互いの情報を十分に得ることができないため、両者が相手を探すのに時間がかかることにより生じる失業	職業紹介機能の強化など
	◆構造的失業(狭義) 企業が求める人材と求職者の持っている特性(職業能力、年齢、勤務地等)などが異なることによって生じる失業	職業能力の開発のための教育など

(出所) 各種資料より大和総研作成

図表 9-6 は、日本の完全失業率、需要不足失業率、構造的失業率の推移を示している⁴⁹。これを見てみると、現在は需要不足失業率が 0% に近くなっており、構造的失業率と完全失業率がほぼ一致していることがわかる。

図表 9-6 需要不足失業率と構造的失業率の推移



(注1) 内閣府「平成27年度年次経済財政報告」の手法に従って、大和総研推計。

(注2) データは四半期データ。

(出所) 総務省「労働力調査」、厚生労働省「一般職業紹介状況」、「毎月勤労統計調査」より大和総研作成

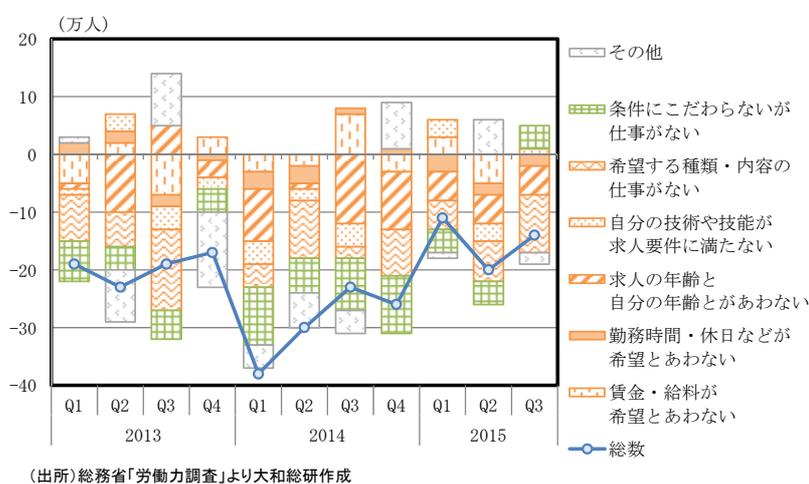
⁴⁹ 各失業率は、労働力人口に占める各失業者数の割合を示している。

一般に、需要不足失業率が0%に近づくと、労働需給がひっ迫し、賃金は上昇すると考えられる。しかし、先の図表9-4で見たように賃金は上昇していない。

原因の一つとして考えられるのは、先に述べたように、構造的失業率のなかにも需要不足要因が含まれていることから、実際の構造的失業率はもっと低く、完全雇用には至っていないという見方である。日本の労働市場はまだ構造的失業率に至るまで余地があり、その水準に至るまでは賃金上昇にはなかなか結びつかないという可能性である。

そこで需要不足による技能劣化した失業者の割合を調べるため、ここでは仕事につけない理由別完全失業者数を図表9-7で示した。これを見てみると、時期によって多少の増減はあるものの、どの理由を選んでいる失業者も減少傾向にあることがわかる。

図表9-7 仕事につけない理由別完全失業者数（前年同期差）



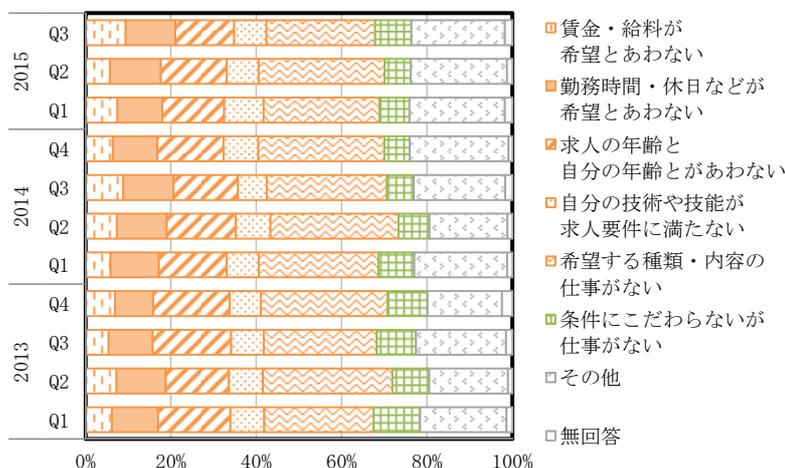
次に、図表9-8は完全失業者が仕事に就けない理由別割合を示している。6つの理由の中で、「条件にこだわらないが仕事がない」は需要不足の側面が強い理由と考えられる。一方、「賃金・給料が希望とあわない」、「勤務時間・休日などが希望とあわない」、「求人年齢と自分の年齢とがあわない」、「自分の技術や技能が求人要件に満たない」に加えて、足元で需要不足失業率がほぼ0%なので「希望する種類・内容の仕事がない」も構造的側面が強い理由と考えられる。

これらの中で、最も多いのは「希望する種類・内容の仕事がない」であり、その他の理由も合わせると、足元では構造的側面が完全失業率となっている理由の大半を占める。ただしそのうち、「賃金・給料が希望とあわない」、「勤務時間・休日などが希望とあわない」、「求人年齢と自分の年齢とがあわない」といった理由の割合は大きく、その対応策としては、多様な就業形態を認める雇用制度の充実などが考えられる。一方、職業能力の開発のための教育などが対応策として考えられる「自分の技術や技能が求人要件に満たない」という理由の割合は小さい。

このことから、需要不足要因による技能の劣化で生じる構造的失業率の大きさはそれほど大きくはないと考えられる。またここで示唆されるのは、現在の完全失業者への対応策として必

要とされているのは、職業能力の開発のための教育以上に、多様な就業形態を認める雇用制度面での対応ではないかと考えられる。

図表 9-8 完全失業者の仕事につけない理由別割合

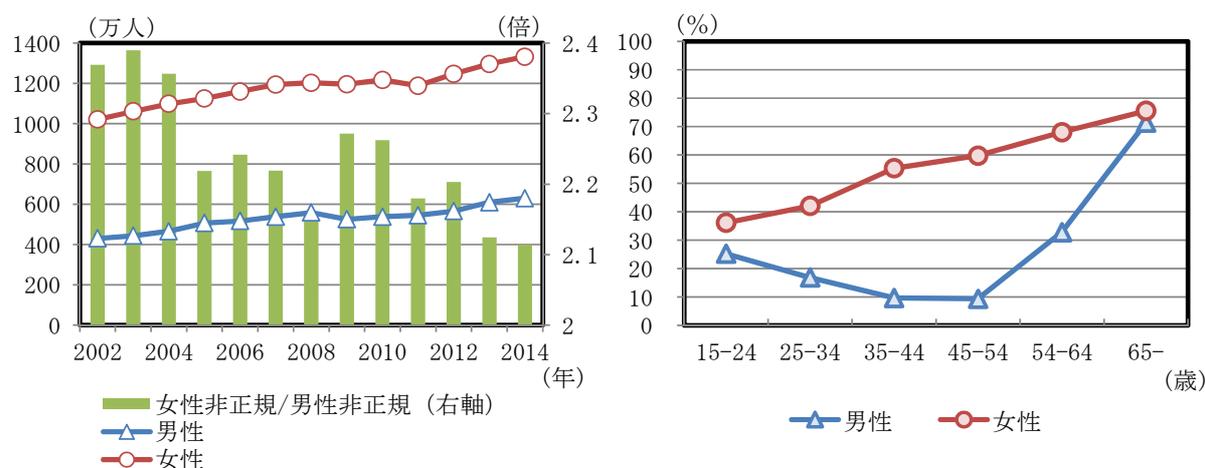


(出所)総務省「労働力調査」より大和総研作成

雇用形態の変化：非正規雇用における労働需要と労働供給の増加

賃金が上昇しない他の原因としては、雇用形態の変化が挙げられる。近年、特に変化が著しいのは非正規雇用の増加である。厚生労働省の「就業形態の多様化に関する総合実態調査」の事業所調査によると、2003年に34.6%であった非正規雇用割合は、2014年には40%に達した。

図表 9-9 非正規雇用者数の推移 (左)、年齢別非正規雇用者の割合 (2014年：右)



(出所)総務省「労働力調査」より大和総研作成

(注)数字は各年齢階級の雇用者に占める非正規雇用者の割合を示す。ただし、15-24歳は在学中を除く。

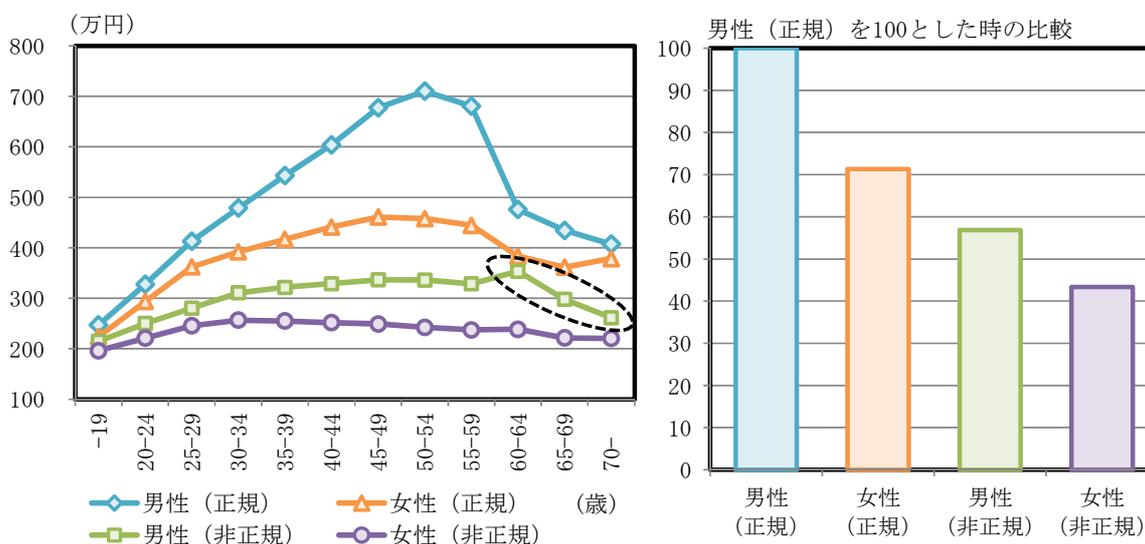
(出所)総務省「労働力調査」より大和総研作成

雇用者数の内訳を見ると、正規雇用は男女ともに減少もしくは横ばいだが、図表 9-9 左で示すように、非正規雇用では男女ともに増えている。非正規労働者の約 3 分の 2 を占める女性はパート・アルバイトで増えているが、最近は男性の非正規労働者が増えており、結果、非正規全体に占める女性の割合は低下しつつある。特に男性の非正規雇用では契約・派遣・嘱託等が増えており、特に退職後に再雇用される高齢者を指す嘱託が多い。実際、図表 9-9 右は、年齢別の非正規雇用割合を示しているが、これを見てみると、女性全体と高齢者の非正規雇用割合が高いことがわかる。ただし、高齢の非正規雇用者が増えている背景には、図表 9-1 の「その他」で示したように高齢者数が増えていることがあり、高齢者の労働力率自体は上昇していないことに注意すべきである（図表 9-3 左）。

非正規雇用割合の増加は、賃金にどのような影響を与えるのか。図表 9-10 は、一般労働者⁵⁰の総支給額（いわゆる年収）を示している。これを見てみると、正規と非正規の間、そして男女間でも大きな賃金格差があることがわかる。

非正規でも女性より男性の方が賃金は高いが、男性で増えているのは嘱託など高齢の非正規労働者であって、図表 9-10 で見るように、彼らの賃金は非正規の他の年齢階級のそれより大きく落ち込んでいる。従って、非正規労働者の中身は少しずつ変化してきているものの、引き続き、賃金の低い非正規雇用の割合の増加は全体の賃金水準の押し下げ要因になると言えるだろう。

図表 9-10 一般労働者の総支給額（2014 年）



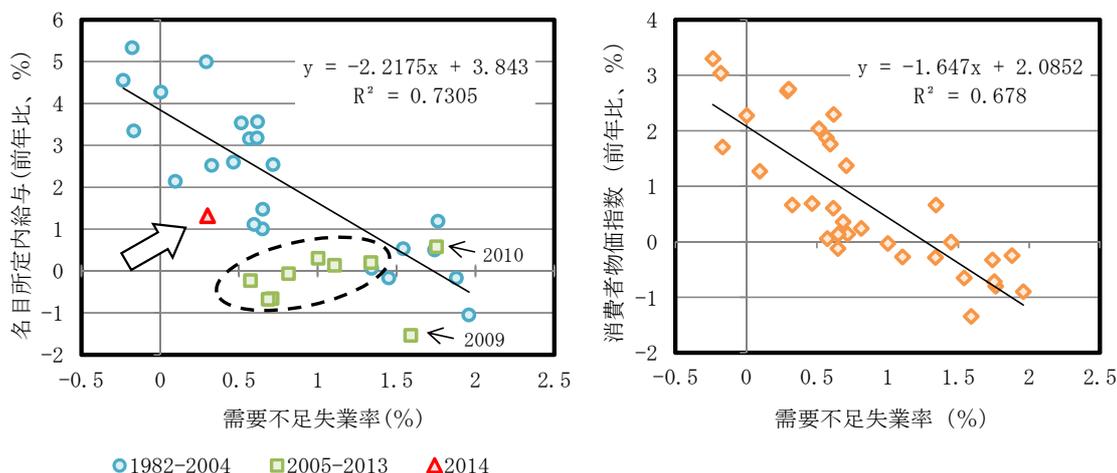
(注) 正規は正社員・正職員、非正規は正社員・正職員以外を指す。
(出所) 厚生労働省「賃金構造基本統計調査」より大和総研作成

⁵⁰ 常用労働者のうち、短時間労働者以外の者を指す。

次に、一般労働者の所定内給与に関して。図表 9-11 左にあるように、需要不足失業率と名目所定内給与の増加率にはこれまで一定の負の相関が確認されてきたものの、2005 年以降、需要不足失業率が低下しても名目所定内給与が上昇しない状況が続いてきた。図表 9-11 右にあるように、需要不足失業率と消費者物価の増加率はこれまで一貫して負の相関をもっているにもかかわらず、名目所定内給与は同様の動きをしていないということは、それだけ実質所定内給与が低下していたということが言えるだろう。

しかしながら、2014 年は名目所定内給与上昇の停滞から一歩抜け出したように見える。これは、多くの企業でベースアップが行われたことなどが影響しているだろう。しかし、これはあくまで政府による賃金引き上げ要請を受け引き上げられたという側面が大きいいため、このまま名目所定内給与の上昇のペースが持続していくかについては疑問が残る。

図表 9-11 需要不足失業率と名目所定内給与・消費者物価の関係（1982 年～2014 年）



- (注1) 需要不足失業率は図表 9-6 と同様にして推計。
 (注2) 名目所定内給与は一般労働者。
 (注3) 消費者物価指数は2010年基準、全国、基本分類指数。
 (出所) 厚生労働省「賃金構造基本統計調査」、総務省「消費者物価指数」より大和総研作成

一般労働者に占める非正規雇用の割合が増加すると、賃金は上がらないだろう。実際、正規の雇用者数と賃金は男女で増えない一方で、非正規の雇用者数と賃金は増えている。従って、正規雇用では労働需給は引き締まっていないが、非正規雇用では女性や高齢者の労働力化による労働供給増以上に労働需要が改善しており、雇用と賃金の両方が増えている。ただし、非正規雇用の賃金水準は低いため、それが賃金全体に与えるインパクトは弱いのである。

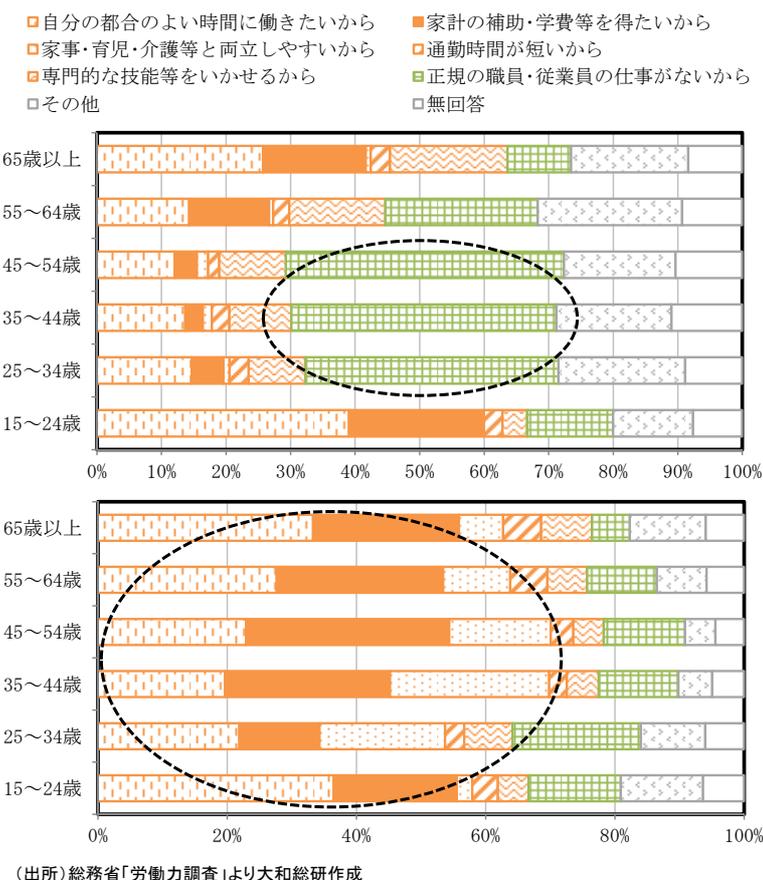
さらに、図表 9-12 は、男女別、年齢別の非正規雇用の理由を示したものであるが、これを見ても、女性や高齢者は前向きな理由で、自ら非正規雇用を選択している割合が大きいとわかる。このことから、今後、女性や高齢者の労働参加が増えていく中で、非正規雇用割合はさらに増加していくだろう。そうした中で、正規、非正規両者の賃金水準が上昇しても、賃金が相対的に低い非正規雇用者割合が増加すると、全体としては賃金水準が低下してしまうこと

が考えられる。

女性や高齢者のように、自ら希望して非正規雇用を選択するという事は、雇用の多様性という観点からも好ましいことであるが、一方で、25～54歳男性では、「正規の職員・従業員の仕事がないから」という理由で非正規雇用を選択せざるを得ない人が多く存在している。人手不足の企業が正社員として求める人材と、これらの正社員になりたい人の間には、何らかのズレが生じており、マッチングがうまくいっていないのであろう。

近藤[2014]⁵¹では、25～44歳の男性の就業率の低下が指摘されているが、この世代の就業していない男性の活用や、正規雇用を目指す非正規雇用者の支援を行うことが、賃金を引き上げるための手段の一つとして今後必要になるだろう。若年男性の未就業や、不本意な非正規雇用は、景気が良くなることや、情報不足を解消するだけで解決できる問題ではない。近年、女性や高齢者の労働拡大や活躍に向けた動きが目立っているが、それとは別に、これらの若年男性への対応策として、技能訓練の再教育などを行う必要があるだろう。

図表 9-12 非正規雇用の理由（上：男性、下：女性）



⁵¹ 近藤智也[2004]「日本の労働市場の課題」『大和総研調査季報』2014年7月夏季号 Vol.15 大和総研

(ii-b) 構造変化要因：労働の質と配分が改善していない

賃金が上昇しない背景の2番目には構造変化要因がある。例えば、大和総研[2015]⁵²でも指摘しているように、中国等の新興国が国際市場へ参入した結果、世界的に物価水準を収斂させる圧力が働き、相対的に物価水準の高い日本では賃金に低下圧力がかかること（いわゆるバラッサ＝サミュエルソン効果）は、その要因の一つと考えられる。ただ最近では中国の賃金も上昇しており、こうした効果は徐々に薄れつつあるものと思われる。

さらにもう一つ考えられるのは、特に女性の有能な人材が活躍する場がまだ少ない可能性がある。言い換えれば、企業は足元の経済環境の変化に対して、収益を上げるために賃金の安い非正規雇用を使った数量面で対応しようとしている可能性である。女性や高齢者等が労働市場に参入すること自体は望ましいが、賃金の安い非正規雇用を優先することで労働の質が高まらなかつたり、高まっても有能な人材が活躍できる場が少なくなつたりすれば、持続的に賃金が上昇することは難しくなる。

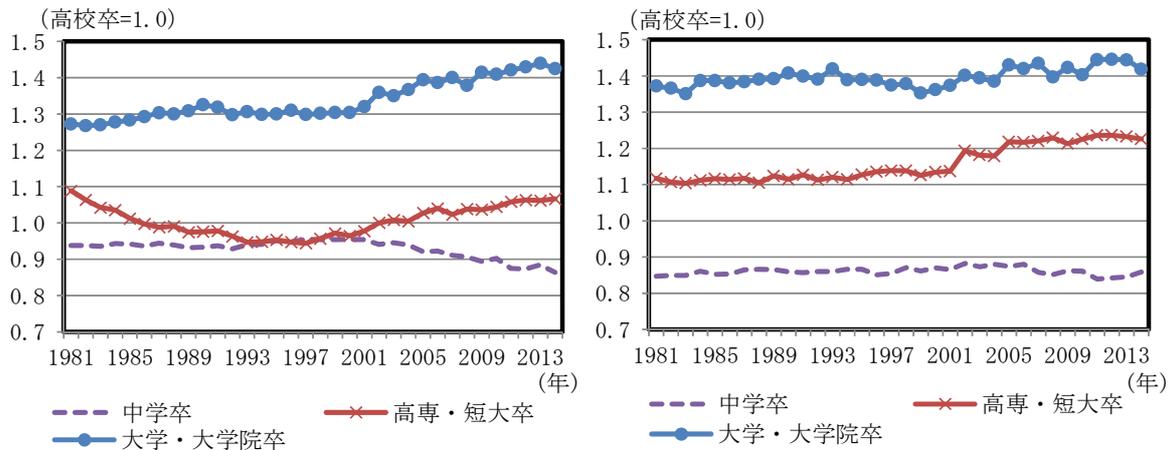
経済活動に不可欠な生産要素である資本と労働は、必ずしも代替的な関係とは言えない。近年、両者には強い補完関係があり、高度化された最新の資本を活用するには、同時に高度な能力を持つ人材が必要である、という考え方が有力になりつつある。Acemoglu[2002]⁵³らが提唱する「技能（スキル）偏向的な技術進歩（Directed Technical Change）」という考え方の背景には、米国の大卒以上の高度人材の供給が増えたにもかかわらず相対賃金が上昇し続けている背景をうまく説明している。高度人材の供給が相対的に増えると一旦は割安となって賃金は低下するが、その後、割安となった高度人材への需要が増えることで賃金が上昇し、高度人材の技能をうまく活用するように技術が進歩していくという。つまり、新しい資本と高度人材の関係が補完的となって、たとえ高技能労働者が低技能労働者より相対的に増えても賃金は下がらない。こうした仮説をAcemogluらは理論・実証的に示したのである。

図表9-13は、一般労働者の学歴別に見た時間当たり相対賃金を対高校卒のそれとの比較で表したものである。男性の場合、大学・大学院卒の相対賃金が上昇を続けており、90年代半ばまで低下していた高専・短大卒の相対賃金も上昇に転じている。一方、2000年代入り後は中学卒の相対賃金が低下しており、男性労働者の中でより高技能の労働者へ需要がシフトしている可能性がある。また、女性の場合も、2000年代以降に高専・短大卒の相対賃金が上昇しており、大学・大学院卒の相対賃金もわずかながら増えている。一方で、女性の中学卒労働者の相対賃金にはあまり変化がなく、男性に比べるとそれほど明確には、高技能労働者へ需要がシフトしているわけではない。

⁵² 大和総研[2015]『日本経済中期予測（2015.2）－デフレ脱却と財政再建、時間との闘い－』、大和総研。

⁵³ Acemoglu, D. [2002], “Directed Technical Change,” *Review of Economic Studies*, 69, 781–809.

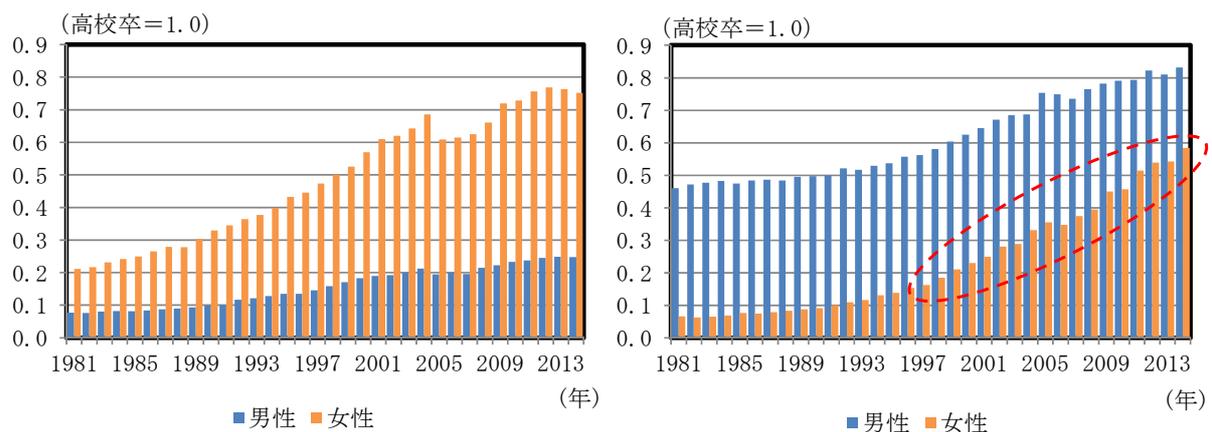
図表 9-13 学歴別に見た相対賃金の推移（左：男性、右：女性）



(注)データは一般労働者。時間当たり賃金(=所定内給与/所定内実労働時間)は対高校卒比。
 (出所)厚生労働省「賃金構造基本統計調査」より大和総研作成

男性を中心に相対賃金が上昇しつつある高技能労働者は、図表 9-14 で見るように、労働供給の面でも相対的に増えており、特に女性の大学・大学院卒の労働者の相対的な供給量は急速に伸びている。そのため、男性と比べて女性の大学・大学院卒の相対賃金の増え方は弱くなっているのではないかと推察される。つまり、まだ女性の高度人材が十分に活躍できる場が少ないため、女性労働力の急速な供給増が賃金上昇を抑えている可能性がある。逆に言えば、今後は割安となった女性の高度人材が活躍できる場が増えるにつれて、それに応じた技術進歩を伴って、大学・大学院卒の女性の相対賃金は次第に上昇していくものと思われる。

図表 9-14 学歴別に見た相対労働供給の推移（左：高専・短大卒、右：大学・大学院卒）

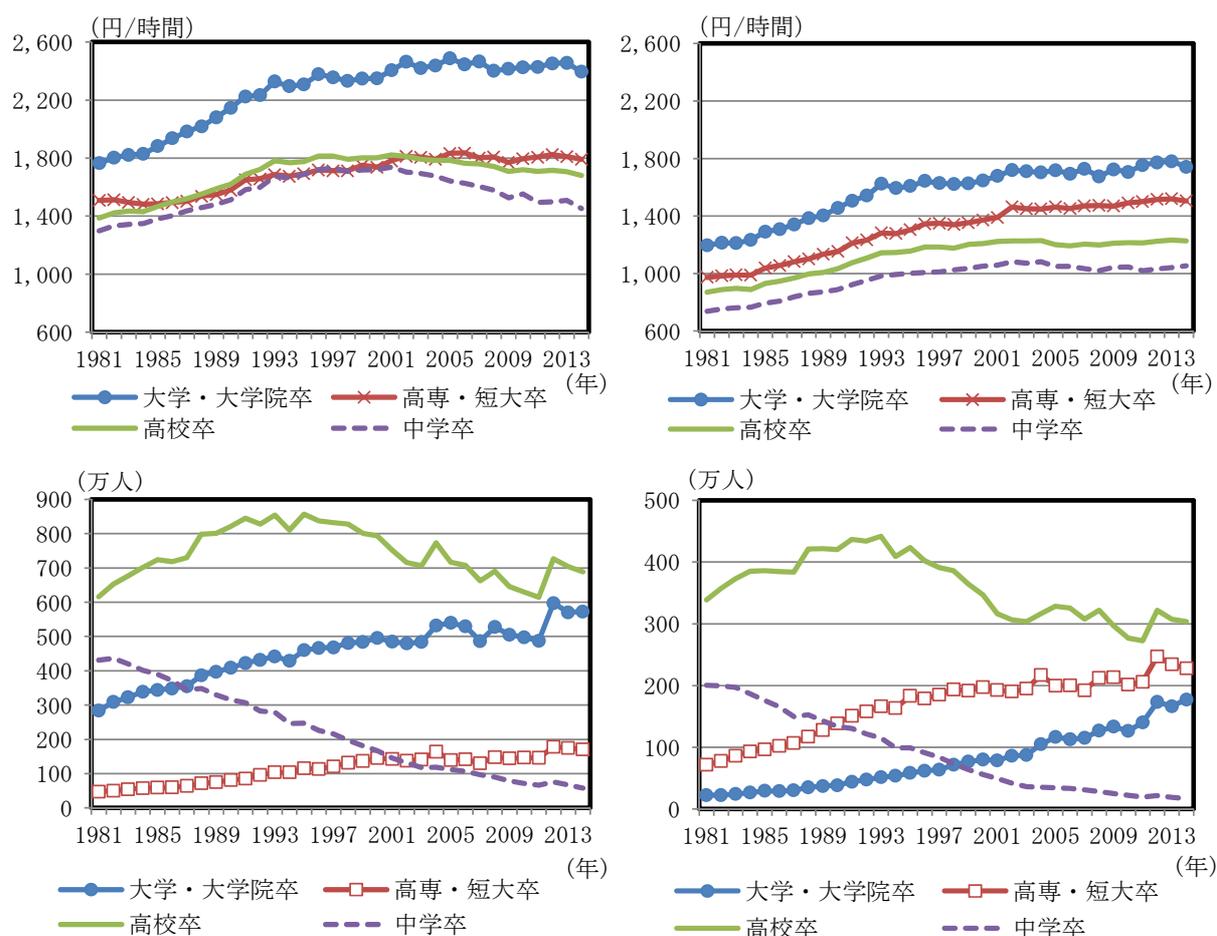


(注)労働供給は対高校卒比で見ている。よって、高校卒の労働供給は1.0。
 (出所)厚生労働省「賃金構造基本統計調査」より大和総研作成

ただ足元で、男性を中心に相対賃金が伸びている労働者の供給量が相対的に増えているのであれば、全体の賃金は上がってよいはずであるが、図表 9-4 でも見たように、実際には 2000 年以降で賃金は伸びておらず、矛盾するよう見える。その背景にあるのは、図表 9-15 下で見るように、これら高技能労働者の全体に占めるウェイトがまだ小さく、全体の賃金に与える影響が弱いためである。現在までのところ、男女いずれでも最大の労働供給量を誇るのは高校卒の労働者であるが、近年、その供給量が著しく減っており、それが全体の賃金の上昇を抑える働きをしている。

ただし、高校卒の労働者の減少が下げ止まる様子を見せる中、高技能労働者、特に女性の大学・大学院卒の労働者数は急速に増えている。しかも、図表 9-15 上で見るように、時間当たり実質賃金の伸びは、男性全体および女性の中学卒・高校卒で伸び悩む一方で、女性の高度人材では伸びる傾向にある。問題は、こうした高度人材の女性の時間当たり実質賃金の水準が男性よりも非常に低いことだ。現在、女性の大学・大学院卒労働者の時間当たり実質賃金は、男性の高校卒や高専・短大卒のそれと変わらない水準にとどまっている。

図表 9-15 学歴別・時間当たり実質賃金（上）と労働者数（下）の推移（左：男性、右：女性）



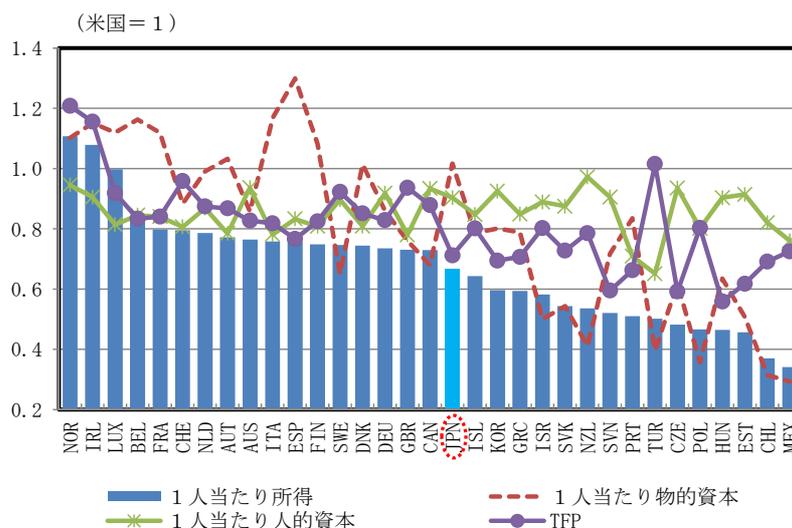
(注) データは一般労働者。時間当たり賃金は消費者物価指数(2010年=100)で実質化した。
(出所) 厚生労働省「賃金構造基本統計調査」、総務省「消費者物価指数」より大和総研作成

日本には労働市場に出てきていない女性を中心とした高技能労働者が眠っている。ICT や人工知能のような新しい技術は高技能労働者と補完的であると思われるので、高学歴の女性を中心とした活躍の場が一層増えるにつれて、次第に賃金は上昇する可能性は十分あるものと考えられる。

ただこうした新しい技術が導入されにくい背景には、新しい技術との補完性が弱い人々がそれによって失業してしまうことへの懸念がある。失業がなぜ懸念されるかと言えば、日本ではこうした人々を吸収できる新規の産業が創出されにくいからだ。つまり、人間がどうしても介在しないといけない分野において積極的に起業を促し、そこで雇用を創出（吸収）していくことが、結果的には新技術導入による賃金上昇のカギとなる。もし新しい資本の導入を拒み、安い賃金の非正規労働者に頼ることを続けていけば、いつまで経っても賃金は上昇しないために消費は増えない。その結果、マクロで見た人的資本も劣化していき、中長期的な成長力は抑えられることになるだろう。日本で低いとされる開業率を高めるためには、新たな雇用を生み出すビジネス環境の構築が急務だ。同時に、新しい時代に合わせた雇用環境の構築も必要だろう。

このように適材適所に生産要素が配分されることは、賃金を高めるための必須条件である。図表 9-16 は、OECD34 か国の 1 人当たり所得格差がどのような要因によって生じるのかを調べるために、発展会計（development accounting）と呼ばれる経済学的手法を用いて 3 つの要因に分解したものである。米国における 1 人当たり所得、1 人当たり物的資本、1 人当たり人的資本、そして TFP（全要素生産性）を全て 1 と基準化し、各国それぞれの相対的な水準を示している。

図表 9-16 OECD34 か国の 1 人当たり所得格差の要因分解



(注) 数字は2011年現在のもの。
 (出所) Penn World Tableより大和総研作成

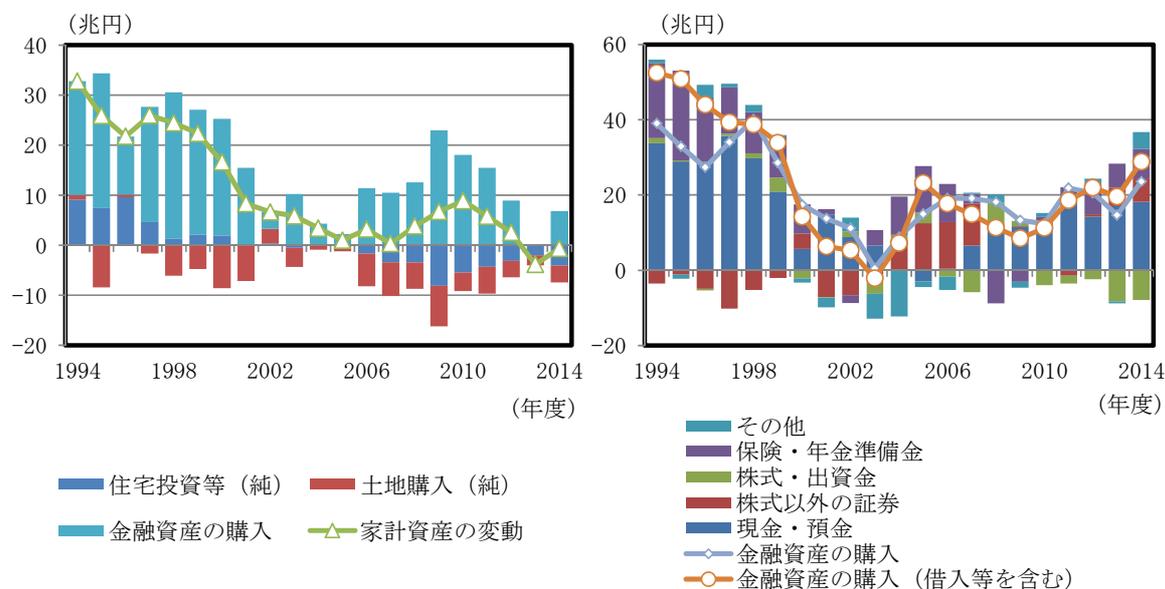
すると、日本の1人当たり資本ストック（物的資本）水準は米国を超えており、世界的に見ても物的資本はマクロ的には十分に供給されていると言える。一方、教育水準を表す1人当たり人的資本ストックも高い水準にあるが、まだそれを上げる余地がある。さらに問題なのがTFPの水準だ。日本の1人当たり所得が米国のそれより7割も満たない大きな原因は、日本のTFPが低いからである。TFPは、資源配分の効率性の高さや技術水準の高さ（イノベーションの活発さ）を表していることから、日本のTFPが低いのは、高い教育水準を受けた日本の労働者をあまり有効に活用できていない可能性や、これまで様々な税制優遇や補助金、規制などの保護政策の存在によって、物的な資本ストックの業種間や企業規模間での配分に歪みが生じている可能性が示唆される。

本来は高い生産性を示す女性の高度人材に対して適切な活躍の場を与えなければ、マクロ経済全体で非効率性が発生することでTFPを押し下げることになり、たとえ労働と資本の量が十分に供給されていても、1人当たり所得を上げる余地は限られてしまう。生産要素の持つポテンシャルを最大限に引き出していく制度改革は、今後の日本では一層重要となるだろう。

②財産所得

家計消費は労働所得だけでなく、財産所得からも影響を受ける。そこで次に、家計の財産所得は増えるのかを簡単に見ておく。

図表 9-17 家計の実物・金融資産への投資（左：実物資産の内訳と金融資産、右：金融資産の内訳）



(注1) 家計資産の変動は、貯蓄(純)と資本移転(純受取)の合計、住宅投資等(純)は家計(個人企業を含む)の純固定資本形成と在庫品増加の合計。

(注2) 金融資産におけるその他は、金融派生商品とその他の金融資産の合計。

(注3) 左右の金融資産の購入(純貸出/純借入)の数字は本来一致すべきだが、推計上の誤差等により一致しない。

(出所) 内閣府「国民経済計算」より大和総研作成

まず、家計の可処分所得から消費に回されなかった貯蓄が、各種実物資産と金融資産へどのように投資されてきたのかを示したものが図表 9-17 である。図表 9-17 左を見ると、家計の貯蓄（≡家計資産の変動）は 1990 年代まで住宅購入と金融資産への投資の両方に充てられてきたものの、2000 年代以降、家計貯蓄はもっぱら金融資産の投資に向けられていることがわかる（土地は売却、住宅資産は除却を行っている）。

そこでどのような金融資産の投資に振り向けられていたのかを見ると（図表 9-17 右）、その大半が現金・預金の保有に回されており、収益性の高い資産への投資が少ない。足元では投資信託や債券などの株式以外の証券が増えつつあるが、さらに家計の財産所得を増やすには、株式などの収益率の高い資産へも家計貯蓄を振り向ける必要があるだろう。

③まとめ

15 歳以上人口は減少していくものの、足元で増えつつある就労意欲の高い女性や高齢者等の動きは今後も続くと思われるので、労働力人口は横ばいが続くだろう。さらに足元の労働需要の強い状態は続き、失業率は低位で安定し、就業者数も横ばいで推移するだろう。

一方、賃金は中国等の新興国との貿易財での競争によって、引き続き抑制される圧力も存在するが、特に近年は女性の高度人材の相対的供給が増しており、そうした人材と補完性の高い最新の技術が導入されれば、予測期間後半にかけて賃金は上昇していく可能性がある。

そのためには、労働や資本が有効に活用されることで最適な資源配分が実現される必要があると考える。労働や資本の総量を増やすだけでなく、むしろそれらの質を高めることで、その持つ潜在能力を最大限に発揮できるようにしなければならない。例えば、雇用の流動化とそれを支える教育訓練などの社会的な仕組みが必要だろう。

さらに、今回は触れなかったが、実際に消費に回すことの可能な可処分所得を考えるには、世代間で異なる税・社会保険料や給付の影響も考えないといけない。政府を通じた再分配政策は所得格差を解消するための有効な手段であり、特に高齢者の生活を支えるには不可欠だ。

単に足元の消費を高めるのであれば、消費性向の高い高齢者向けの給付を増やすのは（政治的には）合理的なのかもしれない。しかし、現在の年金制度が賦課方式となっている状態では、社会保障制度の充実が現役世代の可処分所得を必要以上に抑制する可能性が高い。その場合、現役世代の消費を抑制するだけでなく、子育てや教育・健康といった未来の人的資本への投資が阻害されてしまう。近藤・溝端・石橋[2015]⁵⁴でも指摘したように、高齢者を弱者と決めつけず、元気な高齢者は労働市場に参加してもらうことによって、社会保障は真の弱者へ給付を限定する仕組みが重要であろう。

⁵⁴ 近藤智也・溝端幹雄・石橋未来[2015]「変貌する高齢者家計と次世代への課題—世代間連鎖する格差は政策によって克服できるか—」『大和総研 経済構造分析レポート No. 31』（2015 年 8 月 7 日）。

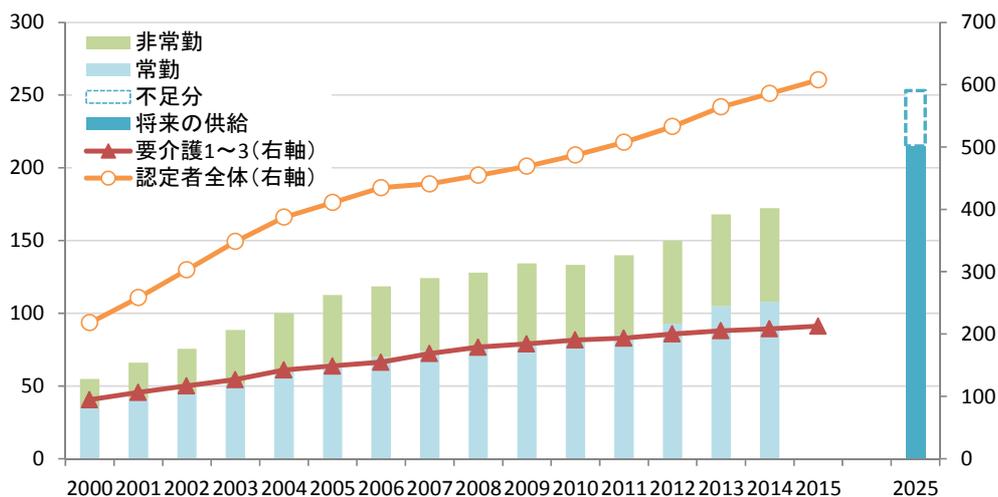
中長期的な消費水準を高めるには、分配のバランスを正常化させることが必要だ。資本蓄積を阻害する過度な財政移転は抑制する一方で、貯蓄を増やして、人的資本やその他の生産性の高い分野への資本蓄積を加速させていく必要がある。従って、目先の消費の動向ばかりに目を奪われず、それが生産性の上昇による消費の拡大なのか、もしくは世代間の分配の歪みで引き上げられたものなのかは、今後も注意して見ていく必要があるだろう。

(10) 人材不足が課題の「介護離職ゼロ」

① 人材不足が顕在化する介護問題

2025年には、いわゆる団塊の世代（1947～49年出生）が後期高齢者（75歳以上）に到達し、65歳以上の高齢者人口は約3,600万人に達すると推計される。高齢化率は2014年時点の26%から30%に上昇するなど、生産年齢人口が減少する一方、高齢者の急増に伴い介護需要が拡大する。図表10-1で見ると、2025年の介護需要が253万人に達するのに対し、供給は215万人分、つまり介護職員が約38万人分不足すると見込まれている⁵⁵。昨年、安倍政権は「介護離職ゼロ」（年間約10万人が介護を理由に離職している）の実現に向け、都市部を中心に特別養護老人ホーム（特養）などを増設・整備する方針を打ち出したが、人材不足の問題が解消されなくては介護施設を開設することも難しい。限られた時間の中で対策を見出さなければ、介護離職の急増、さらにそれに伴う経済成長の減速も懸念される。今後10年間の介護政策は、最重要課題とも位置づけられよう。

図表10-1 介護認定者と介護職員の推移（万人）



（出所）厚生労働省「介護サービス施設・事業所調査」、「2025年に向けた介護人材にかかる需給推計（確定値）について」（2015年6月24日）より大和総研作成

② 人材不足の理由

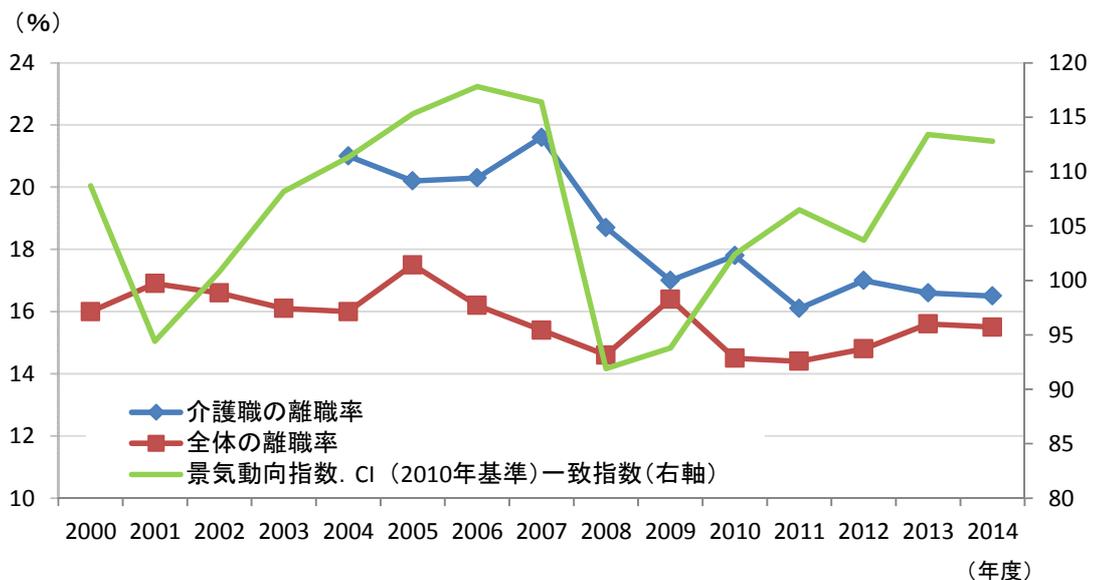
厚生労働省の推計によると、2025年度には2014年度の1.5倍もの介護職員が必要との見通しが示されているが（図表10-1）、介護労働安定センターのアンケート調査⁵⁶の中で、59.3%（前年度56.5%）の介護サービスの事業所が従業員の状況について不足（「大いに不足」＋「不足」＋「やや不足」）と回答するなど、不足感は年々増している。

⁵⁵ 厚生労働省「2025年に向けた介護人材にかかる需給推計（確定値）について」2015年6月24日

⁵⁶ 公益財団法人介護労働安定センター「平成26年度 介護労働実態調査結果について」（平成26年10月1日～10月31日に実施、17,295の事業所が対象、うち有効回答数8,317）。

人材不足が問題となっている介護職の特徴の一つに、高い離職率があると言われる。特に景気が回復基調にある時にその傾向が強まるなど景気の影響を受けやすく、安定的に人材を確保するのが難しい職種と言える（図表 10-2）。その理由については、先の介護労働安定センターのアンケート調査が参考になるだろう。介護労働者の労働条件等についての悩み、不安、不満等の質問（複数回答）に対し、「人手が足りない（48.3%）」や「仕事内容のわりに賃金が低い（42.3%）」、「有給休暇が取りにくい（34.9%）」などが多く挙げられている。

図表 10-2 介護職の離職率



(注) 全体の離職率は暦年ベース。

(出所) 介護労働安定センター「介護労働実態調査」、厚生労働省「雇用動向調査」、内閣府「景気動向指数」より大和総研作成

経験年数、平均年齢等の要素の違いがあるため、単純な比較はできないが、産業全体と比較して介護職の労働時間はやや長く、賃金水準は10万円/月ほど低い（図表 10-3 上）。所定内実労働時間と超過労働時間の合計は、同じ医療福祉分野における医師とほぼ同じ長さであるが、ホームヘルパーや福祉施設介護員の賃金水準は、かなり低く抑制されている。また、介護職の4割は非常勤、つまり短時間労働者だが、1時間あたり所定内給与額は介護支援専門員で1,440円、ホームヘルパーで1,339円である。単純に月当たりの実労働日数と労働時間数から計算すると、ホームヘルパーの短時間労働者の月給は8万円程度ということになる。さらに、他の業種と比較して年功序列賃金の傾向があまり見られず、年齢が上がっても賃金の上昇が限定的である（図表 10-3 下）。そのため、景気が改善して求人が増えれば、雇用条件のより良い分野へ人材が流出してしまうことになる。

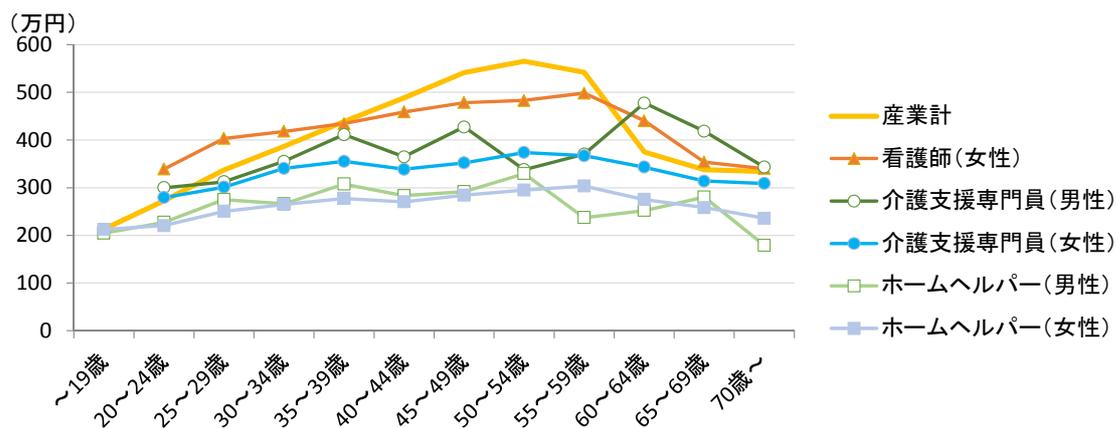
そこで不足している介護分野の人材を、外国人労働者⁵⁷で補うとの意見もあるが、受け入れに関する議論は難航している。外国人労働者を受け入れる場合の問題について、日本語能力に関

⁵⁷ 現在は、経済連携協定に基づきインドネシア、フィリピン、ベトナムから、外国人看護師・介護福祉士候補者の受け入れを実施している。

する不安や介護サービスの質の低下、介護職の賃金水準の低下をさらに招く可能性などについての懸念が指摘されているほか、社会保障についてどういった枠組みで対処するのかなどの議論が尽くされていないためである。現在受け入れている介護分野における外国人労働者が在留資格を得るには、3年以上日本の施設で研修生として働いた後、介護福祉士の国家試験に合格する必要がある（平成23年度入国者までの合格率は51.0%⁵⁸）など厳しい条件となっているものの、経済連携協定（EPA）に基づく受入れであるため、労働力不足への対応ではないとしている。

図表 10-3 介護分野の賃金水準（上）と年齢階級別年収（下）

産 業 別	産 業	年 齢	勤 続 年 数	所定内 実労働 時間数	超 過 実労働 時間数	きまって 支給する 現金給与額		賞与 その他 特別給与額
						所定内 給与額	千円/年	
産業別	産業計	42	12	163	14	330	300	842
	医療、福祉	41	8	162	6	295	274	652
	医療業	40	9	159	7	340	311	742
	保健衛生	43	13	170	21	388	346	1,127
	社会保険・社会福祉・介護事業	41	7	165	4	240	230	538
	卸売業、小売業	41	13	167	10	324	305	876
職種別	医師	41	5	161	13	893	795	828
	看護師	39	8	157	7	329	296	782
	准看護師	47	11	160	5	286	260	653
	介護支援専門員(ケアマネージャー)	47	8	166	4	263	254	568
	ホームヘルパー	45	6	166	7	221	207	286
短時間				実労働日数				
		歳	年	時間/日	日/月	円/時間		千円/年
	医師	46	6	5	6	10,568		54
	看護師	47	6	6	15	1,621		99
	准看護師	51	7	6	16	1,453		98
	介護支援専門員(ケアマネージャー)	52	6	6	17	1,440		175
	ホームヘルパー	54	6	4	16	1,339		31



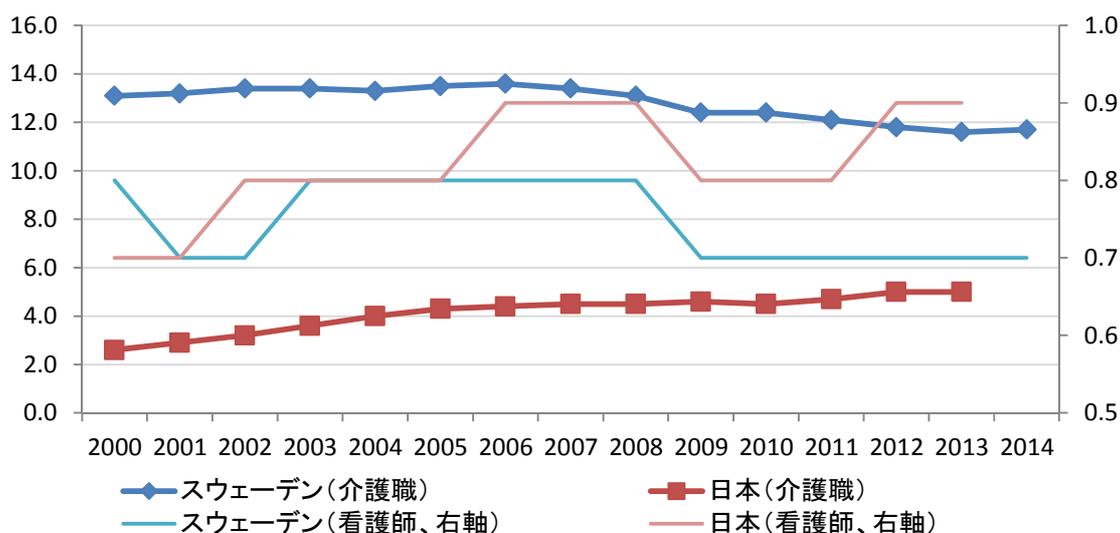
（出所）厚生労働省「平成26年賃金構造基本統計調査」より大和総研作成

⁵⁸ 看護分野の合格率はさらに低く、23.1%（平成23年度入国者まで）。

③ スウェーデンのアンダーナース

高福祉国として知られるスウェーデンでは、図表 10-4 が示すように、65 歳以上高齢者に対する看護師数（介護分野）が日本よりも若干少ないものの、それ以外の介護職員数がかかなり多く、全体を充実させている。この看護師以外の介護職の中心は、アンダーナース（undersköterska）と呼ばれる職種であり、スウェーデンの介護施設では看護師と共に中心的な役割を担っている。

図表 10-4 65 歳以上人口に対する介護職の割合（％）



(出所) OECD Health Statistics 2015 より大和総研作成。

1990 年代初頭にいわゆるバブル経済の崩壊を経験したスウェーデンでは、経済・財政の再建を図って様々な改革を断行しており、その一つに、エーデル改革と呼ばれる 1992 年の高齢者福祉制度の改革がある。それまで問題となっていたのは、医学的に退院が可能な高齢者のケアを、ランスティング（日本の都道府県に当たる自治体で医療の供給責任がある）の病院からコミュニティ（市町村に当たる自治体で社会福祉の供給責任がある）の高齢者施設へ移すインセンティブが乏しく、不必要とも言える高齢者の社会的入院が多いことであった。改革後、こうした高齢者ケアの供給責任を全面的にコミュニティへ移管することで社会的入院が削減されたほか、コミュニティの高齢者ケア計画が効率的に立てられるようになった。

高齢者ケアの責任がコミュニティに移るのに伴い、高齢者向けの一部の医療についての権限が、ランスティングに属する医師からコミュニティに属する看護師⁵⁹に委譲されている⁶⁰。さらに現場

⁵⁹ 1992 年の改革後、高齢者ケアに従事する看護師の身分はランスティングからコミュニティへ移された。医師や高度医療に従事する看護師はランスティングに残っている。各コミュニティには医療責任看護師（Medicinskt Ansvar Sjuksköterska:MAS）を置くことが義務づけられ、提供されている医療の質の管理・監督を専門的に行っている。

⁶⁰ 高齢者住宅における医療は、ランスティングに属する医師や看護師が週に 1 回程度定期的に往診することで提供されている。

では、看護師からアンダーナースに指導が行われ⁶¹、アンダーナースが直接高齢者ケアに当たるケースが多い。アンダーナースには採血やインスリン注射のほか、一部の薬の処方などの医療行為が認められていることが多く、中にはアンダーナースを中心とした終末期の緩和ケアを実践しているコミュニンもあるという⁶²。

また、高齢者ケアの責任を負うことになったコミュニンでは、高齢化に伴い、アンダーナースの育成にも力を入れている。スウェーデンでは看護師になるには、大学で3年間の教育を受け資格を取得する必要があるが、アンダーナースになるための資格制度はない。高校教育の職業専門コースや成人学校（Komvux）における看護・介護のコースを修了すればアンダーナースとして仕事に就ける。各コミュニンは、「欲しい人材を自らの手で生み出すのである」⁶³というように、移民に対しても広く門戸を開いて外国人スタッフも多く採用するなど、必要に応じて人材を確保してきた。

コミュニンの計画により安定的に人材が確保されるアンダーナースの8割以上はコミュニンに属する公務員である。賃金水準は公的セクター全体の平均よりも若干高く設定されている⁶⁴（図表10-5）。こうした点も、安定的に人が集まる理由の一つと考えられよう。現地の高齢者施設でのヒヤリングによると、勤続年数は長く、離職率も低いとのことだった。

図表 10-5 職種別月給（クローナ）

	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年
公的セクターの平均	25,200	26,200	26,800	27,300	28,000	28,900
医師	52,700	54,200	55,000	56,100	56,900	57,500
主任看護師	30,300	32,700	34,000	34,800	35,400	39,700
地区看護師	27,400	28,300	29,100	29,800	30,600	31,600
その他の看護職	33,200	34,500	35,400	36,300	37,400	38,400
医療看護師	26,300	27,100	29,200	29,900	30,700	31,600
アンダーナースなど	25,900	26,700	27,100	27,700	28,200	29,000
看護アシスタント、病棟アシスタント	22,100	23,100	23,600	24,100	24,400	24,900

（注）1クローナ=13.99円（2015年末）

（出所）Statistics Sweden ウェブサイトより大和総研作成。

さらにスウェーデンでは、勤務する企業や団体が異なっても、同じ職務・職能ならば同じ賃金が支払われるという「同一労働・同一賃金」の原則⁶⁵が徹底されているため、アンダーナース

⁶¹ 看護師はコミュニンの福祉局に所属し、そこから高齢者施設や訪問看護、リハビリ施設に派遣されるケースが増えている。

⁶² 藤原瑠美[2009]「ニルスの国の高齢者ケア ―エーデル改革から15年後のスウェーデン」ドメス出版（2009年4月）

⁶³ 藤原[2009]。日本では、近年緩和ケア認定看護師などが中心に行っている。緩和ケア認定看護師には看護師免許取得後、実務研修が通算5年以上、さらにそのうち3年以上は緩和ケアについての実務経験が必要。

⁶⁴ ただし、スウェーデンの公的セクターは民間セクターと同じ条件で競争を行っており、公務員の賃金は民間と比較しても高くない点に注意する必要がある。

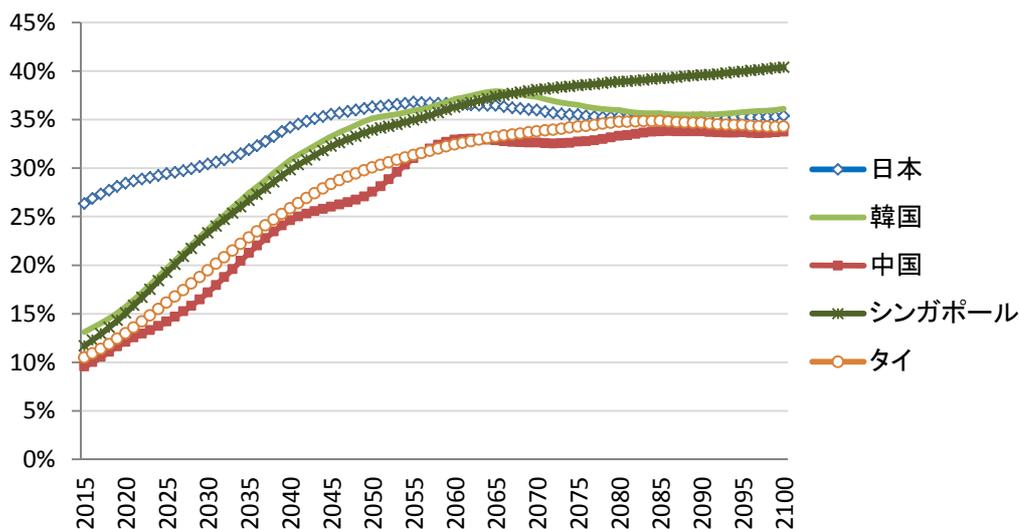
⁶⁵ 連帯主義的賃金政策、積極的労働市場政策、抑制的経済政策はスウェーデンの特徴的な社会・経済政策であり、連帯主義的賃金政策は、産業横断的な「同一労働・同一賃金」の原則として知られている。

に限らず、パートタイムの雇用者が多い。特にアンダーナースはパートタイムであるケースが多い⁶⁶が、日本の短時間労働者とは異なり、同業種・同職能であれば原則として賃金の均一化が図られているほか、企業が支払う社会保険料のコストについても、フルタイムの雇用者と基本的には変わらない仕組みが普及している。このような雇用環境も、アンダーナースなど介護の中心を担う職員の就労意欲を維持させる要因になっていると言えよう。

④ アジアの高齢化

目を転じれば、日本だけではなく、各地で高齢化が進行している（図表 10-6）。発展途上にあり若年層の海外流出が多い南米やアジアでは、日本よりも急ピッチで高齢化するところも少なくない。特に、南米諸国と比較しても人口規模が大きい中国、韓国、タイに加え、女性の就業率が高いシンガポールなどでは、今後日本と同様に介護人材不足が深刻化する懸念があるだろう（図表 10-7）。

図表 10-6 アジアの高齢化率



（出所）UN, World Population Prospects: The 2015 Revision より大和総研作成

今日に至るまで家族が責任を持って老親を扶養するという伝統が根強いこれらのアジア諸国では、現状、公的な社会福祉サービスが十分に普及しているとは言えないが、経済発展に伴う家族形態の変化や少子化の影響を受け、介護の社会化やサービスの市場化へと転向しつつある。

中国では、あくまで私的介護優先の考えではあるものの、民間資本を活用した地域ケアネットワークづくりによる家族介護のサポートなどが近年の政策として挙げられている⁶⁷。また、国民

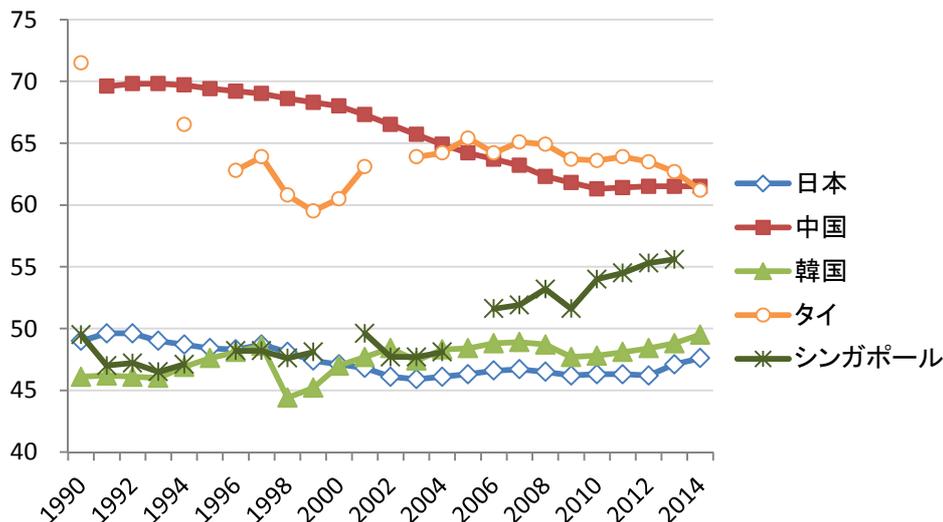
⁶⁶ 労働時間の調整が比較的容易なパートタイムは企業活動に柔軟に対応させることが可能なため、サービス業などを中心にパートタイムでの雇用がメインである職種も多い。

⁶⁷ 沈潔[2014]「社会保障と介護福祉」国立社会保障・人口問題研究所『海外社会保障研究 No. 189』

皆年金の施行が遅れた韓国では、老親の介護が依然として子どもによって担われているものの、民間企業による施設サービスと在宅サービスのインフラが整いつつある⁶⁸。さらに日本を凌ぐ勢いで高齢化するタイでも、都市部を中心に家族介護力が低下しており、公的な介護サービスの整備が求められている⁶⁹。

一方、日本以上に長時間労働が男女共に一般化していると言われるシンガポールだが、老親扶養法 (the Maintenance of Parents Act)⁷⁰に代表されるように、国際的にみても特異なほど一貫して家族による介護が第一とされている。ただし、今後の高齢化の進展によって家族による介護は限界を迎えるだろうと見られている⁷¹。そうしたとき、家事労働の分野などで外国人労働者によるサービスの利用が定着している同国において、介護サービスを市場に求めるハードルは低いだろうと思われる。

図表 10-7 女性就業率の推移 (%)



(注) 中国やタイの女性就業率は全体では低下しているが、農業など家業に従事する女性が減少したためと考えられる。タイでは、家業に従事する女性が1990年の56%から2013年には30%に減少している(女性労働者のうち農業従事者の割合は同65%から同39%)一方、賃金労働者の割合が同26%から同41%に増加している。

(出所) World Development Indicators より大和総研作成

アジア諸国で伝統的な家族介護が終焉を迎え、介護の社会化やサービスの市場化が本格化したとき、日本が経験している介護人材不足がアジア各国で発生し、人材獲得競争が激化する懸

⁶⁸ 金貞任[2013]「韓国の高齢者の介護の社会化と家族介護支援の現状」国立社会保障・人口問題研究所『海外社会保障研究 No. 184』

⁶⁹ 独立行政法人国際協力機構ウェブサイト「要援護高齢者等のための介護サービス開発プロジェクト」(2016年1月14日閲覧)

⁷⁰ 高齢の親たちがその子どもたちに対して面倒をみるように裁判を通じて請求できる。

⁷¹ 浜島清史[2012]「シンガポールにおける高齢者福祉と施設介護」東京大学 社会科学研究所『社会科学研究』第63巻第5・6合併号(2012年3月)

念がある。大和総研[2014]⁷²では、既に先進国間で展開されている外国人高度人材の獲得競争において日本が劣後している状況を理由に、「労働力不足が明らかである業種、職種について、それがどれほどのスキルや経験を必要とするかはさて置いて、段階的、計画的に受け入れを拡大することが現実的」だと言及している。その際、重要となるのは、「送り出し国の人材育成を自らの課題として受け止め、教育支援を拡充させること」（大和総研[2014]）だと指摘している。

⑤ サービスの強化による「介護離職ゼロ」を

今後10年間で国内の75歳以上の後期高齢者は533万人増加⁷³し、介護需要が一層高まる。そこで「経済最優先」の安倍政権では「一億総活躍社会」の実現に向けた基本方針となる「新三本の矢」の3本目に「介護離職ゼロ」の目標を盛り込んでいる。特に、単独世帯や夫婦のみ世帯を中心とした高齢者が急増する都市部において、企業の管理職に当たる年代が大量に介護離職すれば、経済成長の減速に結びつく懸念されている。「介護離職ゼロ」に向けた具体策としては、都市部を中心とした特別養護老人ホームやサービス付き高齢者向け住宅⁷⁴などの介護施設を増設する方針が示されているが、不足する職員をどう確保するかという対策については、現在のところ再就職準備金の新設⁷⁵や修学資金の貸付人数の増加⁷⁶という程度にとどまっている。人材不足の根本的な理由である介護職の処遇改善等は「都道府県の取組を支援」というほか、ほとんど踏み込まれていないようだ。

一方で、平成28年度税制改正の大綱において、子ども・子育て支援強化策の一つとして、三世同居に係る税制上の軽減措置の創設が盛り込まれている。同時に、同居による祖父母世代の家庭内介護を副次的な効果として期待しているようだ。ここでは副次的な効果と表現しているが、施設の整備や在宅ケアを担う人材の確保が十分に行われないうまま同居家族による無償の介護を期待すれば、介護費用の抑制には結びつくものの、「介護離職ゼロ」の方針とは矛盾するように見える。

「平成18年版国民生活白書」（内閣府）では、子ども世代との同居を希望する割合が、60歳以上の世代（平成18年時点）において当時既に「激減」していた理由について、「60歳以上の世代はお互いの価値観や生活習慣を尊重した関係を保つため、子ども世代から独立した生活を望

⁷² 大和総研経済調査部「移民問題グローバルレポート ～受け入れ国、送り出し国、そして日本～」2014年11月25日 http://www.dir.co.jp/research/report/overseas/world/20141125_009186.html

⁷³ 東京圏（一都三県）に住む75歳以上の後期高齢者は2040年には約206万人増加する。国立社会保障・人口問題研究所「日本の地域別将来推計人口（平成25年3月推計）」

⁷⁴ 民間事業者などによって運営される賃貸住宅であり、原則、自立あるいは軽度の要介護状態の高齢者が入居対象だが、実際は要介護者等の受け皿となっていることが指摘されている。中でも「定期巡回・随時対応訪問介護看護（24時間訪問）」と「小規模多機能型居宅介護」、「在宅療養支援診療所」と「訪問介護ステーション」の4サービスを併設させた「拠点型サ高住」の整備が期待されている。

⁷⁵ 1年以上の経験がある離職した介護人材に再就職準備金20万円を貸し付ける制度。再就職で介護職に2年間従事すれば返還が免除される。

⁷⁶ 介護福祉士などの養成施設の学生に学費（月5万円まで）や入学、就職時の準備金（各20万円まで）を無利子で貸与。卒業後、福祉・介護の仕事で5年間働けば返還を免除する。14年は養成施設の入学者約1万人に対し、約3,000が新規貸し付けを受けた。

んでいる」としている。さらに同白書では、こうした独立志向をもつ高齢者について、「少子化に伴いそもそも同居する子どもの数が減っており、同居したくてもできない高齢者が増えている点」には留意が必要だとしつつも、「全般的な生活水準の向上や年金など社会保障制度の整備が、子どもに依存せずに暮らせる高齢者を増加」させたのだと結論付けている。

つまり、三世代同居という伝統的な家族形態の衰退は福祉国家の結果ともいえ、三世代同居が政策として提言されること自体が、社会保障制度の綻びを意味していると言えよう。脆弱な社会保障制度を補完するものとして伝統的な家族形態を称賛するのではなく、社会サービスの強化によって超高齢社会における「介護離職ゼロ」の実現が求められるべきであろう。

そのためには、スウェーデンのアンダーナースにみられるような介護人材の有効な活用⁷⁷や、介護職の処遇改善、雇用環境の見直し、また、人材の育成も含む外国人労働者の受け入れについて、議論を躊躇している時間はあまりないだろう。アジア全体の高齢化は目前である。

⁷⁷ 国内では、2015年10月に、特定行為区分ごとに特定行為研修を修了した看護師が、その特定行為区分に含まれる特定行為を手順書により実施することができる「特定行為に係る看護師の研修制度」が施行されているが、国家資格を持つ看護師がさらに研修を終了しても、認可される医療範囲がかなり限定されているようだ。

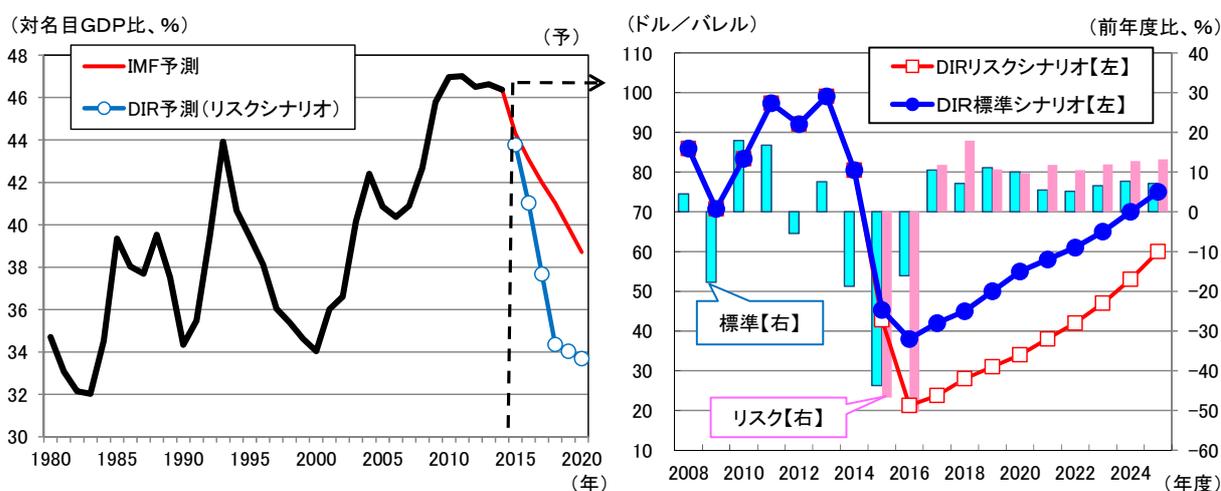
(11) リスクシナリオを考える

これまで紹介してきた標準シナリオは、第 1 章で示した世界経済などの外部環境が前提となっているが、IMF などの国際機関の見通しが度々下方修正されるように、世界経済全体に対する不透明感が高まっている。特に、原油価格が 12 年ぶりの安値を更新した、中国経済が製造業の不振から 25 年ぶりの低成長になった、人民元が対ドルで 5 年ぶりの安値など、2016 年に入ってから〇年ぶりという表現が散見される（東京株式市場は戦後最長となる年初から 6 日連続で下落）。“100 年に 1 度”と言われたリーマン・ショックほどではないにしても、急激な変化が起きている点は間違いないだろう。そこで、世界経済や原油価格などの外生変数を変更した場合（海外の金利・インフレの想定も景気悪化に合わせて調整）、日本経済にどれだけの影響が及ぶかを確認する。

①想定される世界経済の下振れシナリオ

リスクシナリオとして想定する世界観は、予測期間の前半に世界全体が低成長になるものであり、具体的には中国経済の想定を上回る減速が世界に波及することをイメージする。現在、中国では投資主導の成長パターンから消費主導の成長へと構造変化を試みているが、うまくソフトランディングできないリスクがある。短期的には景気刺激策が下支え効果を発揮するとみられるが、政府の成長目標を実現するには難しいかもしれない。過剰設備等のストック調整が本格化し、総投資比率が 1980 年代前半や 2000 年前後と同等の低水準まで大きく落ち込むと見込んだ。合わせて、個人消費の減速も避けられないだろう。この結果、中国の 2016～2019 年の平均成長率は 3.6%（標準シナリオでは 6.5%）に減速するというリスクシナリオを想定した。中国当局としては、一段の金融緩和を実施し、人民元相場下落を容認することになるだろう。

図表 11-1 中国の総投資比率の行方（左）、原油価格の想定（右）



(注) 2015 年以降の IMF 予測は、「World Economic Outlook 2015. 10」による。

(出所) EIA、IMF、中国国家統計局、Haver Analytics 資料より大和総研作成

原油市場は、中国経済の減速によって需要サイドから持ち直す見通しが立たず、原油相場低迷が長期化する。原油価格の前提は、2016～18年度は20ドル台にとどまるとした。予測期間後半にかけては緩やかに持ち直し、上昇率は標準シナリオを上回ることになるが、背景には、標準シナリオよりもエネルギー開発投資が大きく落ち込むことがあり、その分だけ供給不足になる余地が出てこよう。また、原油価格が下落すれば、代替エネルギー・再生エネルギーに対するニーズが弱まり、技術開発が遅れるとみられる。そして、資源価格安の長期化と中国経済の減速は、それらへの依存の強い新興国経済にも大きな打撃を与えることになる。ブラジルなど新興国の一部ではドル建て債務の返済に窮するリスクが高まり、中東産油国やロシアでは原油安の長期化が財政を一段と圧迫し、経済は不安定になろう。

一方、国内景気の緩やかな拡大を背景に政策金利の引き上げに踏み切った米国だが、海外経済の大幅な変動は、金融面だけでなく、実体経済の点でも米国自身に跳ね返ってくるだろう。中国の減速からややラグを置く形で、2017年度から2%を下回る低成長が3～4年続くと想定した。また、Fedは中立的な金利水準まで政策金利を引き上げることなく、2017年から利下げに転じ再びゼロ金利に戻り、量的緩和QE4の実施も余儀なくされるだろう。

標準シナリオ同様に、大規模なテロ発生や戦争などの地政学的なリスクは想定していない。世界経済フォーラム（World Economic Forum, WEF）がまとめた「グローバルリスク報告書」によると⁷⁸、今後10年間で発生する可能性が高いグローバルリスクとしてトップに挙げられているのが難民や移民らによる「大規模な非自発的移住」のリスクである。2015年は「地域に重要な結果をもたらす国家紛争」という地政学的リスクが1位で、2014年以前は、財政危機や資産価格の急落、所得格差の拡大、構造的失業など経済リスクが世界にとって脅威であると認識されてきた。2016年は、この他に、「極端な気象」「気候変動への適応失敗」「重大な自然災害」といった環境問題への懸念が上位に並んだ⁷⁹。また、異常気象やそれに起因する水不足が、紛争や非自発的な移住を引き起こすといったように、リスクが相互に連鎖して危機が増幅する危険性にも言及している。

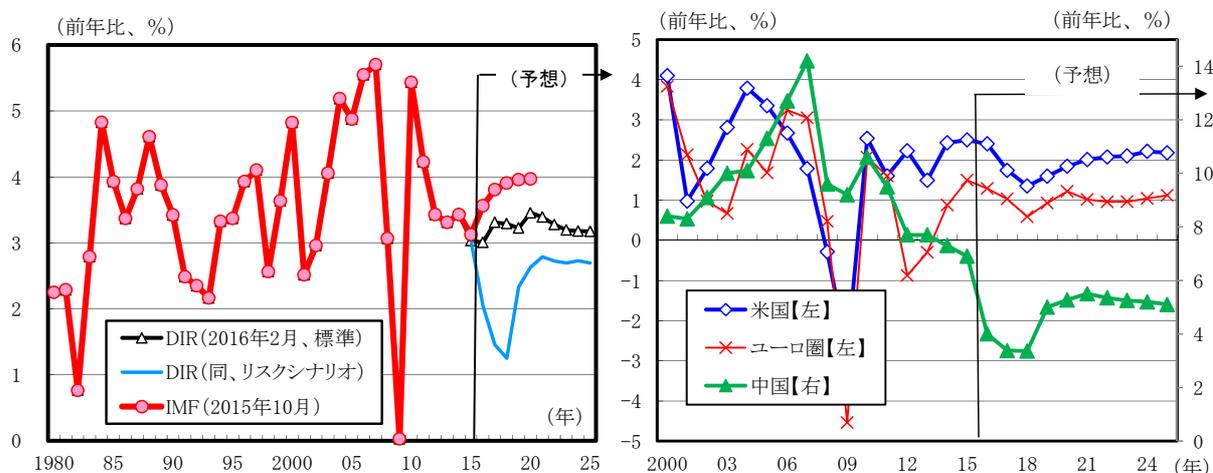
標準シナリオでは、EU委員会ほど楽観的な想定はしていないものの、コストを掛けながらも（政府の支出を増やすという点では成長にはプラス）、難民・移民が人的な部分から（労働力として）欧州経済の中長期的な成長を支える可能性がある点を考慮している。これに対して、リスクシナリオでは、最大の受入れ国であるドイツにおいて、難民の就業が円滑に進まない可能性が高まる点に留意する。それは各国国内の分裂・対立を引き起こし、欧州域内の問題に発展するリスクにもなりうるだろう。リスクシナリオでは、潜在成長率の押し上げを阻害するという、期待とは逆に働いてしまう可能性も視野に入れて予測期間後半のユーロ圏の成長率の水準を引き下げている。

⁷⁸ <http://reports.weforum.org/global-risks-2016/>

⁷⁹ 起こった場合の影響が大きいグローバルリスクとしては、気候変動への適応失敗が1位となり、大量破壊兵器、水危機、大規模な非自発的移住、極端なエネルギー価格の変動が続く。

このような前提をもとに、リスクシナリオにおいては予測期間前半（2016～2020年）の世界経済の平均成長率は1.9%（標準シナリオ 3.3%）に落ち込むだろう。主要地域別では、米国が1.8%（同 2.3%）、ユーロ圏が1.0%（同 1.4%）、中国が4.2%（同 6.4%）となる。なお、予測期間後半（2021～25年）については、中国経済は調整がやや緩和されるということで平均5.3%成長と見込んでいる（但し、標準シナリオの6.0%に比べると低成長に）。同様に、米欧の成長率も持ち直すことになり、世界全体では2.7%程度まで回復するとリスクシナリオでは想定した。

図表 11-2 リスクシナリオで想定する世界（左）・米欧中（右）の姿



(注) 左図は購買力平価ベース。

(出所) IMF、BEA、Eurostat、中国国家統計局資料より大和総研作成

②日本経済へのインパクト

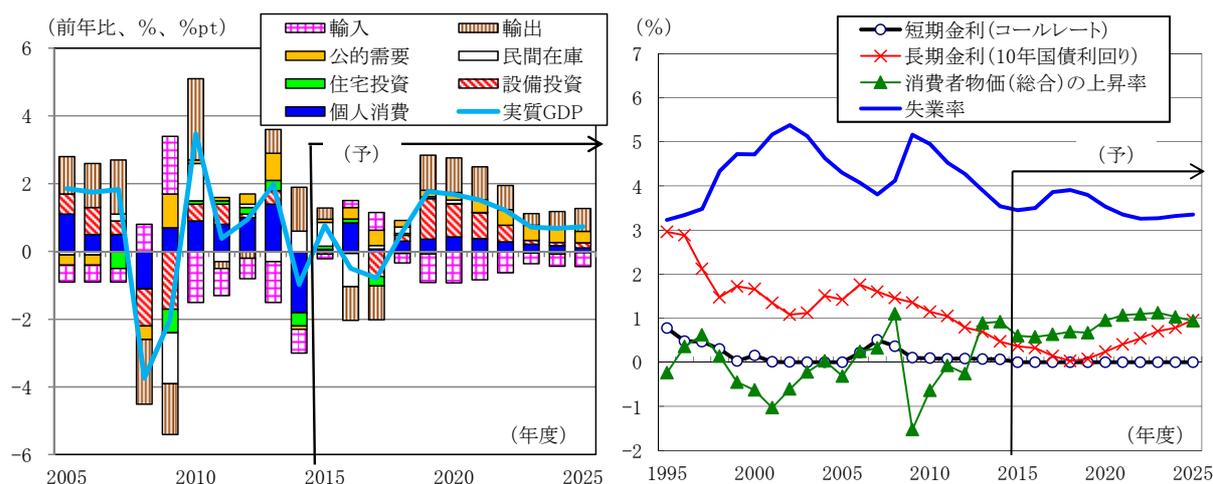
世界経済が2%を下回るほどに鈍化するために、日本は輸出を中心に景気の足を引っ張られる形になり、2016年度は▲0.5%、2017年度は▲0.8%と2年連続のマイナス成長に落ち込むとみられる。2008～09年度のリーマン・ショックほど悪化しないものの、国内要因ではなく（後述するように、消費税増税は見送ると仮定）、外部環境の変化によって日本経済は景気後退局面に陥ってしまい、2013年からのアベノミクスは頓挫する形になろう。

世界経済の大幅な減速を受けて各国の中央銀行は一段の金融緩和を実施すると想定されることから、世界的なデイスインフレ・低金利の傾向が強まり、日本の金利水準も影響を受けることになる。2年連続のマイナス成長に落ち込む日本も例外ではなく、1月末に「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」に踏み切った日本銀行は、現行▲0.1%に設定したマイナス金利の幅をさらに拡大させる、あるいは長期国債の買入れの平均残存期間（現行7～12年程度）をさらに長期化させるなど、金利全般を押し下げる政策を強めるだろう。この結果、2017～20年度にかけて、長期金利は0.0～0.2%という水準まで低下すると予想される。

また、世界経済が混乱すると、資金のリスク回避の動きから円高傾向に振れるケースが散見されるが、リスクシナリオ下の為替レートは、標準シナリオに比べて2円程度、円高方向に振れているだけである。モデル制約という技術的な限界もあることから、リスクシナリオ以上に円高が過度に進行した状況の影響をみるには、(12)で示すシミュレーションの結果（ドル円レートが変化する場合）も加味して考慮する必要があるだろう。

なお、2016年度にマイナス成長に落ち込むことを踏まえて、2017年4月に想定されている消費税率の10%への引き上げは見送られるという前提を置いた。従って、標準シナリオで想定される、増税に伴う2017年度の個人消費等の落込みは回避されることになるが、輸出減少による景気悪化を補うには不十分といえよう。一方で、消費税増税の回避に加えて、景気悪化に伴う税収減、そして景気悪化を緩和するための景気対策の実施などに伴って、日本の財政状況の悪化は避けられないだろう。プライマリーバランスの赤字（対名目GDP比）は標準シナリオよりも平均で1.2%pt分拡大し、債務残高も一段と膨らんでいくとみられる。

図表 11-3 リスクシナリオにおける日本経済の姿 GDP 成長率（左）、物価・金利見通し（右）



(注) 2015年度以降は、大和総研予想。棒グラフは寄与度。CPIは消費税の影響を除く。
(出所) 内閣府、総務省、日本銀行資料より大和総研作成

③インバウンド消費が消えるとき

足元の日本経済の明るい材料をみた場合、日本を訪れる外国人観光客が大幅に増加し彼らの旺盛な消費意欲が日本の各分野にプラスの影響をもたらしていることが挙げられよう。外国人観光客の増加は、TPPなどのような痛み（メリットを受ける者とデメリットを被る者との利害関係の対立）は伴わずに、多くの日本国内の関係者が経済的なwin-winの状態を享受できる数少ないものといえよう。

2015年の訪日外客数は、前年比47.1%増の約1,974万人に達し過去最高を記録した。東日本大震災の影響もあって大幅に落ち込んだ2011年を底に4年連続で増加し、しかも年平均3割増というハイペースである。政府が成長戦略のなかで設定した2020年に2000万人という目標を

大きく前倒しでクリアするとみられる。そして、1,974万人の訪日外国人が消費したとみられる旅行消費額（インバウンド消費）は前年比71.5%増の3兆4,771億円と過去最高を記録した（観光庁、訪日外国人消費動向調査による）。なお、政府が掲げるGDP600兆円計画では、訪日外国人消費を5~8兆円と想定している。

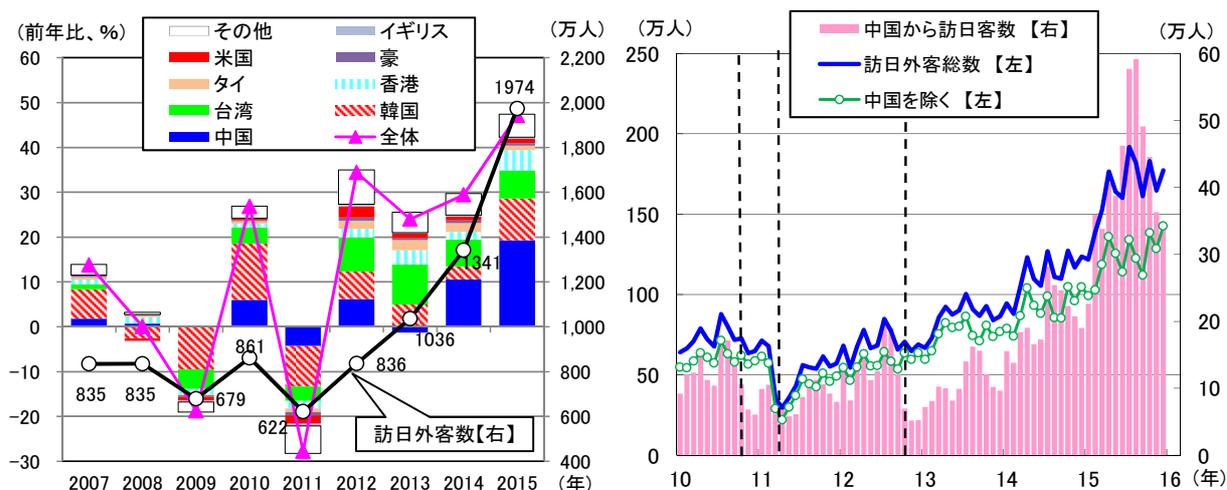
このように、想定を上回るペースで観光客が増えている背景には、中国からの観光客の急増が挙げられ、特に2015年の前年からの純増分600万人のうち4割は中国が占めている。中国の人口規模・経済規模が他の国を圧倒しており、潜在的な旅行需要を考えれば増える余地はあると期待されよう。また、中国人観光客の特徴として、1人当たりの旅行支出額が他の国の観光客よりも突出している。全体では1人当たり支出額が17.6万円であるのに対して、中国人の支出額は平均28.4万円と全体を10万円近くも上回っている。従って、訪日外客数でみれば中国のシェアは全体の25%だが、旅行消費額では4割を占めていることになる。しかも、旅行支出の中身をみると、買い物代が支出全体の約6割を占めており、欧米からの観光客が宿泊費や飲食費に多くを使うのとは大きく異なるパターンであり、韓国や台湾、香港、タイといった他のアジア諸国からの観光客（買い物代は3~4割）と比較しても中国人の買い物代の比率が高い。これが“爆買い”といわれる所以であろうか。

一般的に、特定のものに過度に依存していると、仮にその前提が崩れれば、これまでの状況は一変しよう。観光産業の場合、特定の国に偏っていると、政治的な二国間関係や相手の経済状況（為替レートの変動も）に大きく左右されることになろう。日本の場合、訪日外客数の約8割は距離的に近いアジアからであり、とりわけ中国の存在が大きい。

中国観光客の“爆買い”つまり中国の購買力を見通すうえでは、それを左右する所得環境の動向、中国経済の動向に注目する必要がある。リスクシナリオで想定したような中国経済の減速は彼らの購買力低下を示唆する不安材料となろう。ただ、日本の例をみてもわかるように、バブル崩壊後も日本からの出国者（観光客）は増え続けてきたように⁸⁰、単純に中国の観光客が減るわけではないだろう。所得水準向上に伴う海外旅行の習慣化、ビザ要件の緩和などの構造変化が挙げられる。一方、近年日本からの出国者数は頭打ち、ないし減少傾向にある。人口減少を持ち出すにはまだ早く、やはり為替レートが減価したこと、つまり日本人観光客の立場からすると海外旅行が割高になった点も大きい。同様に、中国からみれば、人民元高が日本における旺盛な購買力の源になっている。足元の中国では、景気減速と人民元高からの巻き戻しが起きているが、対円でみれば依然として人民元は高水準にあり、急激な変化をもたらすとは標準シナリオでは想定していない。ただ、月次で見ると、2015年後半から中国からの旅行客数の伸び率は鈍化傾向にあり、倍増した2015年のような勢いは続かないだろう。

⁸⁰ 日本の場合、景気低迷と円高進行がセットだったために出国者数への影響が緩和されたとみられる。

図表 11-4 訪日外客数の推移（左）、中国からの訪日客数（右）



(出所) 日本政府観光局 (JNTO) 資料より大和総研作成

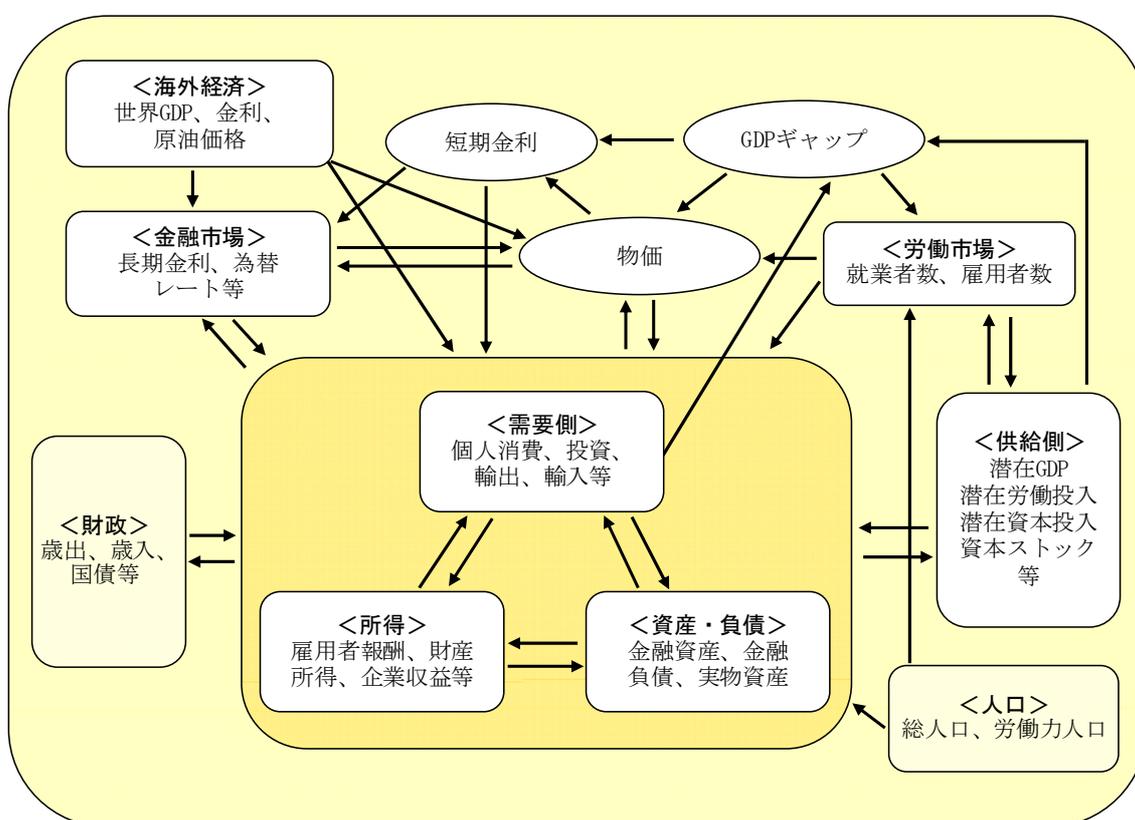
また、二国間関係の行方も無視できない。2013年を振り返ってみると、全体では観光客が24%増えたものの、中国からは1.3%減と前年割れとなった（中国を除く観光客は30.5%増加）。尖閣諸島問題に端を発した日中関係の悪化が影響したとみられ、予期せぬ政治的な要因によって左右される可能性には今後も留意する必要がある。

観光関連産業においては、中国一辺倒のリスクに留意しつつ、多角化、他のアジアあるいは欧米などからの観光客増加を図る対応が求められよう。また、宿泊施設や交通インフラなどCapacityが追い付かないような状況を回避する対策が求められる。

(12) 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 360 本の方程式（うち推計式が約 70 本）と約 500 個の変数（うち外生変数が約 140 個）から構成されている。モデルの概念図は図表 12-1 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 12-1 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)長期金利が1%pt 上昇した場合、(3)ドル円レートが10%減価した場合、(4)世界経済成長率が1%pt 低下した場合、(5)公共投資がGDP1%分増加した場合、の5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12-2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、長期金利の1%pt の上昇は標準シナリオの各年の見通しをそれぞれ1%pt 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▲0.22%、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0.22%下回り、2年目では0.06%pt 下回った（▲0.28%－▲0.22%）と解釈できる。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5つのシナリオが顕在化する時期は、現状に合わせ、短期金利がゼロの時を想定している。仮に、短期金利が十分にプラスのとき、経済にマイナスのインパクトがかかれば、それ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るため、悪影響は小さくなる。しかし、本シミュレーションでは短期金利がゼロの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、短期金利が十分にプラスの時と比べて、悪影響が大きくなる。

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▲1.37%となる。これは、図表12-2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、实体经济への影響をある程度把握することができる。

図表 12-2 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
	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	-0.22	-0.48	0.00	0.00	-0.40	0.39	0.00	-0.65	0.42
2年目	-0.28	-0.56	-0.42	-0.07	-0.42	0.51	-0.03	-0.88	0.37
3年目	-0.32	-0.64	-0.82	-0.51	-0.30	0.60	-0.05	-1.04	0.29
4年目	-0.37	-0.73	-0.99	-0.94	-0.24	0.69	-0.06	-1.25	0.17
5年目	-0.39	-0.80	-1.05	-0.94	-0.21	0.70	-0.07	-1.37	0.08
	GDPデフレーター	潜在GDP	GDPギャップ	失業率	ドル円レート	CPI	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	0.60	-0.08	-0.13	0.03	0.00	0.73	0.10	0.37	0.36
2年目	0.61	-0.10	-0.17	0.05	0.00	0.71	0.13	0.43	0.42
3年目	0.59	-0.12	-0.20	0.06	0.00	0.68	0.16	0.40	0.39
4年目	0.53	-0.15	-0.23	0.07	-0.01	0.63	0.20	0.36	0.35
5年目	0.46	-0.17	-0.22	0.07	-0.04	0.57	0.22	0.35	0.34

(2) 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
	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	-0.78	-0.02	0.11	0.00	-0.23	-0.07
2年目	-0.37	-0.35	-1.50	-3.04	0.05	0.62	0.18	-1.29	-0.38
3年目	-0.57	-0.67	-2.90	-4.08	0.08	0.85	0.35	-2.03	-0.66
4年目	-0.62	-0.98	-3.53	-3.62	0.08	0.74	0.46	-2.26	-0.82
5年目	-0.65	-1.23	-3.84	-3.11	0.04	0.63	0.54	-2.45	-0.97
	GDPデフレーター	潜在GDP	GDPギャップ	失業率	ドル円レート	CPI	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	-0.02	-0.04	0.01	1.30	0.01	-0.10	-0.36	-0.25
2年目	-0.01	-0.15	-0.22	0.05	2.16	0.02	-0.18	-0.91	-0.56
3年目	-0.08	-0.29	-0.29	0.09	2.61	-0.04	-0.02	-1.25	-0.56
4年目	-0.20	-0.38	-0.25	0.09	2.90	-0.13	0.04	-1.46	-0.47
5年目	-0.31	-0.45	-0.20	0.07	3.07	-0.22	0.09	-1.61	-0.37

(3) ドル円レートが10%減価した場合

(標準シナリオとの乖離率(幅)、%、%pt)

	実質GDP								名目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	-0.01	0.01	0.00	0.00	-0.12	0.01	0.00	-0.05	-0.06
2年目	0.21	0.01	0.32	0.88	-0.08	-0.37	1.39	0.77	0.17
3年目	0.36	0.02	0.06	1.33	-0.08	-0.61	2.13	1.24	0.31
4年目	0.40	0.06	-0.01	1.23	-0.10	-0.64	2.50	1.36	0.39
5年目	0.43	0.11	0.08	1.07	-0.09	-0.66	2.69	1.45	0.44
	GDPデフレーター	潜在GDP	GDPギャップ	失業率	ドル円レート	CPI	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	-0.05	0.00	0.00	0.00	10.00	0.05	-0.06	-0.02	-0.02
2年目	-0.04	0.08	0.13	-0.02	10.00	0.03	0.09	0.11	0.11
3年目	-0.04	0.15	0.21	-0.06	10.00	0.04	0.12	0.15	0.15
4年目	-0.02	0.19	0.22	-0.07	10.00	0.08	0.15	0.15	0.15
5年目	0.01	0.21	0.22	-0.07	10.00	0.12	0.16	0.14	0.14

(4) 世界経済成長率が1%pt低下した場合

(標準シナリオとの乖離率(幅)、%、%pt)

	実質GDP								名目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	-0.60	-0.03	0.00	-2.50	-0.06	1.10	-4.24	-2.39	-0.61
2年目	-0.37	-0.12	-0.10	-1.56	0.14	0.59	-2.05	-1.50	-0.50
3年目	-0.16	-0.18	-0.48	-0.60	0.10	0.15	-0.93	-0.71	-0.37
4年目	-0.07	-0.19	-0.51	-0.03	0.04	-0.03	-0.35	-0.37	-0.29
5年目	0.00	-0.15	-0.21	0.44	0.00	-0.16	-0.06	-0.11	-0.20
	GDPデフレーター	潜在GDP	GDPギャップ	失業率	ドル円レート	CPI	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	-0.23	-0.37	0.07	0.00	0.03	-0.33	-0.31	-0.30
2年目	-0.13	-0.18	-0.20	0.09	0.01	-0.08	-0.15	-0.22	-0.21
3年目	-0.20	-0.12	-0.04	0.03	-0.02	-0.15	-0.12	-0.11	-0.10
4年目	-0.21	-0.09	0.02	0.00	-0.06	-0.16	-0.01	-0.02	-0.01
5年目	-0.20	-0.06	0.06	-0.02	-0.09	-0.15	-0.01	0.02	0.03

(5) 公共投資がGDP 1%分増加した場合

(標準シナリオとの乖離率(幅)、%、%pt)

	実質GDP								名目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	0.74	0.03	0.00	0.61	0.07	24.71	0.00	2.67	0.74
2年目	0.90	0.16	0.12	1.21	0.14	24.30	0.10	3.33	1.04
3年目	0.95	0.33	0.69	1.07	0.42	24.30	0.20	3.56	1.21
4年目	1.01	0.48	1.02	1.03	0.73	24.56	0.29	3.86	1.31
5年目	1.06	0.58	0.99	0.93	1.02	24.88	0.39	4.16	1.37
	GDPデフレーター	潜在GDP	GDPギャップ	失業率	ドル円レート	CPI	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	0.28	0.46	-0.09	0.00	-0.04	-0.47	-0.74	-0.74
2年目	0.13	0.48	0.42	-0.14	-0.01	0.07	-0.57	-0.74	-0.75
3年目	0.25	0.64	0.31	-0.12	0.02	0.15	-0.61	-0.85	-0.85
4年目	0.29	0.80	0.21	-0.08	0.06	0.17	-0.68	-0.95	-0.94
5年目	0.29	0.94	0.12	-0.05	0.09	0.14	-0.74	-1.05	-1.03

(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】

- No. 38 石橋未来「人材不足が課題の「介護離職ゼロ」－スウェーデンの取り組みを参考に」
2016年1月28日
- No. 37 濱田真也「長期化の様相を呈する世界貿易の停滞－構造的要因の分析と将来の見通し」
2016年1月28日
- No. 36 溝端幹雄「設備投資が伸び悩む原因（2）－高まる研究開発リスクを社会全体で分散
する仕組みを」2016年1月27日
- No. 35 溝端幹雄「設備投資が伸び悩む原因（1）－業種間の資本蓄積の歪みと製造業が直面
する不確実性」2016年1月27日
- No. 34 溝端幹雄「今後10年間の消費市場の展望－コーホート＝データと人口推計を用いた消
費の予測」2015年11月20日
- No. 33 溝端幹雄「「人材力」を活かした生産性向上を目指せ－高度人材の育成、雇用流動化、
地域人口の集約化による成長戦略」2015年8月21日
- No. 32 石橋未来「高齢者の移住で地方は創生するか－米国のCCRCとの比較でみる日本版CCRC
の課題」2015年8月14日
- No. 31 近藤智也・溝端幹雄・石橋未来「変貌する高齢者の家計と次世代への課題－世代間連
鎖する格差は政策によって克服できるか」2015年8月7日
- No. 30 溝端幹雄「地方創生を加速する地方歳入の再設計－地方法人二税と地方交付税の改革
を」2015年5月25日
- 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

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/>