

2015年2月3日 全119頁

# 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—

経済調査部

近藤 智也<sup>1</sup> 溝端 幹雄<sup>2</sup>小林 俊介<sup>3</sup> 石橋 未来<sup>4</sup>田中 豪<sup>5</sup>

### [要約]

- 大和総研では日本経済中期予測を半年ぶりに改訂し、今後10年間（2015～2024年度）の成長率を、年率平均で名目+1.2%、実質+1.0%と予測する。物価上昇率は総じて緩やかに加速する見通しだが、日銀のインフレ目標の達成は困難である。短期金利はゼロに据え置かれ、量的な金融緩和も継続されると予測する。
- 世界経済の平均成長率は3.3%と予測する。先進国間の方向感が異なる中、Fedの金融政策変更がもたらす影響は増幅される可能性がある。原油価格の急落が及ぼす影響は国・地域によって異なるが、世界経済全体としては押し上げ材料となろう。
- 日米の金融政策の方向性の差異は当面、為替レートに円安圧力をもたらすだろう。しかし2018年頃に米国の金融引締めは一服し、他方でほぼ同時期に日本の金融緩和に技術的限界が見えてくる。結果として円安トレンドが終息すると想定している。
- アップサイドリスクとして、円安が継続することで円高期待が反転し国際競争力が回復し、同時に賃金上昇の慣性が復活する中、デフレの悪循環が好循環に反転する可能性がある。ただし金融政策の技術的制約から時間との戦いを強いられるだろう。
- 名目GDP比の基礎的財政収支赤字を2015年度までに半減する目標は射程圏内に入っているが、2020年度までに黒字化する目標は現行制度の下では達成不可能だろう。財政再建とデフレ脱却は対立概念ではなく、同時並行で達成しなければならない目標である。
- 財政再建には歳出削減は不可欠であり、特に社会保障の膨張の抑制が必要である。受益と負担がリンクするような財政制度や、世代間の利害対立を緩和できる政治制度へと改革することは、国に頼らず地域の自立を促していく地方創生対策でもある。

<sup>1</sup> シニアエコノミスト（第1章担当）

<sup>2</sup> 主任研究員（第3章担当）

<sup>3</sup> エコノミスト（第2章、第4章担当）

<sup>4</sup> 研究員（第3章担当）

<sup>5</sup> エコノミスト

## 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) 世界経済の見通しとリスク .....	8
(2) 原油価格の下落が世界経済に及ぼす影響 .....	33
2. 今後 10 年の日本経済 .....	41
(1) 日本経済見通しの概要 .....	42
(2) 財政の見通し .....	51
(3) デフレの原因とその処方箋 .....	55
(4) 金融政策の見通し .....	61
(5) 為替レートの見通し .....	65
(6) 日本経済見通しの詳細 .....	71
補論 1 : バラッサ＝サミュエルソン効果と賃金・物価 .....	79
補論 2 : 空洞化の背景とその影響 .....	83
3. 財政再建に必要な地方創生・歳出抑制策とは .....	89
(1) 国・地方の財政状況（主に歳出面） .....	90
(2) 応能原則と利用者の多様な選択による社会保障給付の重点化・効率化を .....	91
(3) 財政再建に逆行する従来型の地方への財政支援では地方創生にもつながらない .....	101
(4) 財政再建には歳出増をもたらす財政・政治制度の改革も必要 .....	112
4. モデルの概説とシミュレーション .....	114

## 日本経済中期予測（2015年2月）

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

(注) 期間平均値。2014年度は見込み。財政収支は特殊要因を除く。

(出所) 大和総研作成

## 主要経済指標

年度	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
名目GDP(兆円)	473.9	480.2	473.9	474.5	483.1	490.7	498.7	501.8	506.3	515.0	522.3	529.6	535.7	540.9	545.6	551.0
(前年比%)	-3.2	1.3	-1.3	0.1	1.8	1.6	1.6	0.6	0.9	1.7	1.4	1.4	1.2	1.0	0.9	1.0
名目GNI(兆円)	487.0	493.5	488.7	489.9	501.1	510.8	521.5	527.5	532.3	540.9	547.2	554.2	559.9	564.7	569.3	574.9
(前年比%)	-3.5	1.3	-1.0	0.2	2.3	1.9	2.1	1.2	0.9	1.6	1.2	1.3	1.0	0.8	0.8	1.0
実質GDP(2005年連鎖価格 兆円)	495.5	512.4	514.4	519.6	530.6	528.1	538.0	545.6	543.8	554.0	561.0	566.2	570.2	573.8	578.0	583.0
(前年比%)	-2.0	3.4	0.4	1.0	2.1	-0.5	1.9	1.4	-0.3	1.9	1.3	0.9	0.7	0.6	0.7	0.9
内需寄与度	-2.2	2.6	1.4	1.8	2.6	-0.9	1.7	1.3	-1.0	1.5	1.0	0.6	0.9	0.7	0.7	0.8
外需寄与度	0.2	0.8	-1.0	-0.8	-0.5	0.5	0.1	0.1	0.7	0.3	0.3	0.3	-0.2	-0.1	0.1	0.1
一人当たり実質GDP(2005年連鎖価格 百万円)	3.9	4.0	4.0	4.1	4.2	4.2	4.2	4.3	4.3	4.4	4.5	4.5	4.6	4.6	4.7	4.7
(前年比%)	-1.9	3.1	0.5	1.2	2.3	-0.3	2.1	1.6	-0.1	2.2	1.6	1.3	1.1	1.0	1.2	1.4
実質GDI(2005年連鎖価格 兆円)	488.3	500.1	495.9	500.7	508.6	505.9	517.7	520.9	516.0	523.9	529.0	531.7	532.7	533.3	534.1	535.8
(前年比%)	-0.7	2.4	-0.8	1.0	1.6	-0.5	2.3	0.6	-0.9	1.5	1.0	0.5	0.2	0.1	0.2	0.3
鉱工業生産(2010=100)	91.4	99.4	98.7	95.8	98.9	96.4	98.7	100.2	97.9	100.3	101.4	101.8	101.7	101.5	101.5	101.7
(前年比%)	-9.5	8.8	-0.7	-3.0	3.2	-2.6	2.4	1.5	-2.3	2.4	1.1	0.4	-0.1	-0.2	0.0	0.3
国内企業物価(2010=100)	99.8	100.2	101.6	100.5	102.4	105.0	102.9	104.1	106.5	106.7	107.2	108.2	109.0	109.8	110.5	111.2
(前年比%)	-5.1	0.4	1.3	-1.0	1.8	2.6	-2.0	1.1	2.3	0.2	0.5	0.9	0.8	0.8	0.6	0.6
消費者物価(2010=100)	100.4	99.9	99.8	99.5	100.4	103.2	103.3	104.0	106.5	107.1	108.0	109.2	110.6	111.8	112.9	114.0
(前年比%)	-1.7	-0.4	-0.1	-0.3	0.9	2.8	0.1	0.7	2.4	0.6	0.9	1.1	1.2	1.1	1.0	0.9
コールレート(%)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
10年物国債利回り(%)	1.4	1.1	1.0	0.8	0.7	0.4	0.2	0.2	0.4	0.6	0.6	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8
為替レート(¥/US\$)	93	86	79	83	100	111	120	126	122	111	104	100	98	96	94	92
(¥/EURO)	131	113	109	107	134	140	147	150	145	131	123	120	117	116	114	112
経常収支(兆円)	16.3	16.7	7.6	4.4	0.8	6.4	12.2	11.3	12.5	13.1	12.6	12.2	9.5	7.0	5.4	4.5
(名目GDP比%)	3.4	3.5	1.6	0.9	0.2	1.3	2.4	2.3	2.5	2.6	2.4	2.3	1.8	1.3	1.0	0.8
労働力人口(万人)	6,643	6,630	6,578	6,555	6,578	6,600	6,581	6,566	6,535	6,503	6,471	6,443	6,419	6,396	6,373	6,348
(前年比%)	-0.5	-0.2	-0.8	-0.3	0.3	0.3	-0.3	-0.2	-0.5	-0.5	-0.5	-0.4	-0.4	-0.3	-0.4	-0.4
就業者数(万人)	6,301	6,301	6,280	6,275	6,322	6,342	6,328	6,324	6,290	6,262	6,241	6,217	6,193	6,167	6,141	6,115
(前年比%)	-1.5	0.0	-0.3	-0.1	0.7	0.3	-0.2	-0.1	-0.5	-0.4	-0.3	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4
雇用者数(万人)	5,488	5,508	5,501	5,511	5,564	5,597	5,599	5,610	5,594	5,583	5,577	5,569	5,560	5,551	5,540	5,530
(前年比%)	-1.0	0.4	-0.1	0.2	1.0	0.6	0.0	0.2	-0.3	-0.2	-0.1	-0.1	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2
失業者数(万人)	343	328	298	280	256	238	234	223	226	222	211	207	207	211	214	215
失業率(%)	5.2	5.0	4.5	4.3	3.9	3.6	3.6	3.4	3.5	3.4	3.3	3.2	3.2	3.3	3.4	3.4
名目雇用者報酬(兆円)	243	244	246	246	248	251	253	256	259	259	263	269	274	278	281	283
(前年比%)	-4.4	0.4	0.7	0.1	1.0	1.0	1.1	1.1	1.1	0.0	1.5	2.1	1.9	1.5	1.0	0.9
名目家計可処分所得(兆円)	288	287	288	286	288	291	293	293	296	298	300	304	308	310	313	315
(前年比%)	-0.2	-0.2	0.2	-0.6	0.5	1.2	0.7	0.0	1.0	0.6	0.8	1.5	1.2	0.7	0.9	0.7
労働分配率(%)	70.6	69.2	70.3	69.9	68.6	66.9	65.6	66.0	66.5	65.2	65.7	66.2	66.7	67.2	67.4	67.3
中央・地方政府 財政収支(兆円)	-44.1	-40.0	-40.9	-37.4	-34.8	-32.8	-24.0	-21.6	-20.4	-17.8	-18.0	-18.6	-20.0	-22.1	-23.9	-24.8
(名目GDP比%)	-9.3	-8.3	-8.6	-7.9	-7.2	-6.7	-4.8	-4.3	-4.0	-3.5	-3.4	-3.5	-3.7	-4.1	-4.4	-4.5
同基礎の財政収支(名目GDP比%)	-7.6	-6.6	-6.8	-6.0	-5.5	-5.2	-3.5	-3.2	-3.1	-2.6	-2.6	-2.7	-2.9	-3.2	-3.4	-3.5
中央・地方政府 債務残高(兆円)	979	1,029	1,079	1,128	1,162	1,197	1,229	1,258	1,287	1,313	1,339	1,366	1,395	1,426	1,459	1,493
(名目GDP比%)	206.6	214.2	227.8	237.8	240.5	243.9	246.4	250.8	254.2	254.9	256.4	258.0	260.4	263.6	267.4	270.9
中央・地方政府 純債務残高(兆円)	692	728	777	797	796	814	830	848	877	913	944	972	999	1,028	1,058	1,090
(名目GDP比%)	146.0	151.6	164.0	168.0	164.7	165.8	166.3	169.0	173.3	177.4	180.7	183.5	186.5	190.0	193.9	197.8

(注) 2013年度までは実績。財政収支は特殊要因を除く。

(出所) 大和総研作成

## 名目国内総支出(兆円)

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

## 実質国内総支出(2005年連鎖価格、兆円)

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

## デフレーター(2005年連鎖価格)

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

(注) 2013年度までは実績。  
(出所) 大和総研作成

## 供給・資産

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

## 前提条件

年度	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
全世界成長率(購買力平価、前年比%)	2.3	1.4	5.1	3.9	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.4	3.4	3.3	3.3	3.4
原油価格(WTI、US\$/BBL)	85.9	70.7	83.4	97.3	92.1	99.0	80.0	55.0	60.0	64.0	67.0	70.0	74.0	78.0	82.0	85.0	88.0
(前年比%)	4.5	-17.7	17.9	16.7	-5.4	7.6	-19.2	-31.3	9.1	6.7	4.7	4.5	5.7	5.4	5.1	3.7	3.5
総人口(100万人)	128.1	128.0	128.1	127.8	127.5	127.3	127.1	126.8	126.6	126.2	125.9	125.5	125.0	124.5	124.0	123.5	122.9
(前年比%)	0.0	0.0	0.0	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.4	-0.4	-0.4	-0.5
15歳-64歳(100万人)	82.5	81.9	81.6	81.2	80.1	78.9	77.8	76.8	76.0	75.2	74.6	74.0	73.4	72.8	72.3	71.8	71.3
65歳以上(100万人)	28.3	29.1	29.5	29.8	30.8	32.0	33.0	33.9	34.7	35.3	35.8	36.1	36.4	36.6	36.7	36.9	37.0
65歳以上人口比率(%)	22.1	22.7	23.0	23.3	24.2	25.1	26.0	26.7	27.4	28.0	28.4	28.8	29.1	29.4	29.6	29.9	30.1
消費税率(%)	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	8.0	8.0	8.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
法人実効税率(%)	39.5	39.5	39.5	39.5	37.0	37.0	34.6	32.1	31.3	31.3	31.3	31.3	31.3	31.3	31.3	31.3	31.3
厚生年金保険料率(%)	15.4	15.7	16.1	16.4	16.8	17.1	17.5	17.8	18.2	18.3	18.3	18.3	18.3	18.3	18.3	18.3	18.3

(注) 2013年度までは実績。

(出所) 大和総研作成

## 予測のポイント

### ① 今後 10 年の世界経済

- ・ 今後 10 年間（2015～24 年）の世界経済の平均成長率は 3.3%と予測する。
- ・ 米国経済は今後 10 年間で平均 2.4%と見込む一方、欧州経済は 1.3%にとどまる。
- ・ Fed は 2015 年 Q4 から利上げを開始し、引き締めペースは従来よりも緩やかになる。ただ、日欧の金融緩和が継続している状況下、Fed の政策変更がもたらす影響は増幅される可能性がある。
- ・ デフレ懸念に直面する欧州ではユーロ安と原油安が景気を下支えすると期待される。
- ・ 原油価格は緩やかな上昇を見込むが、予測最終期間でも 90 ドルに届かない想定である。
- ・ 原油価格の急落が世界経済に及ぼす影響は、国・地域によって大きく異なる。米国や欧州経済には、家計の購買力向上などを通じてプラスに作用する。
- ・ 原油安の負の影響が相対的に大きいのが産油国など資源輸出に依存する新興国・その他経済であろう。

### ② 日本経済の見通し

- ・ 今後 10 年間（2015～2024 年度）の成長率を、年率平均で名目+1.2%、実質+1.0%と予測する。海外経済の緩やかな拡大を受けた輸出の伸びが、持続的な成長を支えるだろう。
- ・ 特に予測期間前半で原油価格の低下や円安・低金利などが経済成長を底上げするだろう。

### 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。短期金利はゼロに据え置かれ、量的な金融緩和も継続されると予測する。
- ・ しかし量的・質的金融緩和の技術的限界から、政策レジームの変更を余儀なくされるだろう。黒田日銀総裁と安倍政権の任期が満了する 2018 年頃が重要な分水嶺となる。

### ④ 為替レートの見通し

- ・ 日米の金融政策の方向性の差異は当面、為替レートに円安圧力をもたらすだろう。
- ・ しかし 2018 年頃に米国の金融引締めは一服し、他方でほぼ同時期に日本の金融緩和に技術的限界が見えてくる。結果として円安トレンドが終息すると想定している。

### ⑤ デフレ脱却の可能性

- ・ アップサイドリスクとして、円安によりデフレ脱却の達成が見えてくる可能性がある。
- ・ 円安を継続することで円高期待を反転させつつ国際競争力を回復させ、同時に賃金上昇の慣性を取り戻すことで、デフレの悪循環を好循環に反転させる可能性に期待したい。

### ⑥ 財政の見通し

- ・ 名目 GDP 比の基礎的財政収支赤字を 2015 年度までに半減する目標は射程圏内に入っているものの、2020 年度までに黒字化する目標は現行制度の下では達成できないだろう。
- ・ 財政再建とデフレ脱却は両立不可能な対立概念ではなく、同時並行で達成しなければならない最重要課題である。

### ⑦ 財政再建に必要な地方創生・歳出抑制策とは

- ・ 財政再建には歳出削減は不可欠であり、特に社会保障の膨張の抑制が必要である。
- ・ 医療・介護では、まずは自己負担のあり方や保険給付の適用範囲の見直しなどを進めるべきだろう。子育て支援の充実化を行うには、利用者の選択肢を拡大させるような競争環境の整備が考えられよう。
- ・ インフラ関連費用は公共インフラの民営化とガバナンスの強化で抑制し、地方交付税は算出方法の見直し等も行いつつ、地方創生特区の推進と共に段階的に削減すべきである。
- ・ 受益と負担がリンクするような財政制度や、世代間の利害対立を緩和できる政治制度へと改革することは、国に頼らず地域の自立を促していく地方創生対策でもある。

## 1. 今後 10 年の世界経済

### (1) 世界経済の見通しとリスク

#### <要約>

#### ポイント：世界経済の想定は、慎重な見方を維持する

- ・ 今後 10 年間（2015～24 年）の世界経済の平均成長率は 3.3%と予測する。
- ・ 世界経済における勝ち組である米国経済は今後 10 年間で平均 2.4%と見込む一方、欧州経済の平均成長率は 1.3%にとどまる。
- ・ 米国の場合、原油安に伴うエネルギー関連部門の調整は避けられないが、家計をはじめ国全体で見れば購買力の向上となり、ネガティブ要因を上回るだろう。
- ・ Fed は 2015 年 Q4 から利上げを開始するが、引き締めペースは従来よりも緩やかになり、最終的な到達水準は前回の利上げ局面（2004～06 年）よりも低くなると想定する。
- ・ デフレ懸念に直面している欧州では、漸く ECB が量的緩和策に踏み切る。ユーロ安と原油安が景気を下支えすると期待される。
- ・ 予測前半に予想される米国の金融政策変更の影響を受けやすいのは、新興国であろう。
- ・ 原油価格の急落が世界経済に及ぼす影響は、国・地域によって大きく異なる。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 90 ドルに届かない想定。

#### ① 世界経済の想定

##### 引き続き慎重な見方を維持する

今回の中期予測で想定する世界経済の今後 10 年間（2015～24 年）の平均成長率は 3.3%であり、予測期間の前半（2015～19 年）の平均 3.3%から後半（2020～24 年）は平均 3.4%へと若干上昇する。後述するように、予測期間前半には、Fed が 2008 年末以来の事実上のゼロ金利政策を解除し、過去にない緩やかなペースながら、約 11 年ぶりの利上げ局面を想定している。このような米国の金融政策の変更は米国のみならず、世界全体に影響を及ぼすと考えられる一方、利上げが一段落する後半にかけては、やや成長が加速するとみている。但し、2014 年 8 月時点の前回予測（平均 3.4%）に比べると世界経済成長率を 0.1%pt 下方修正した。

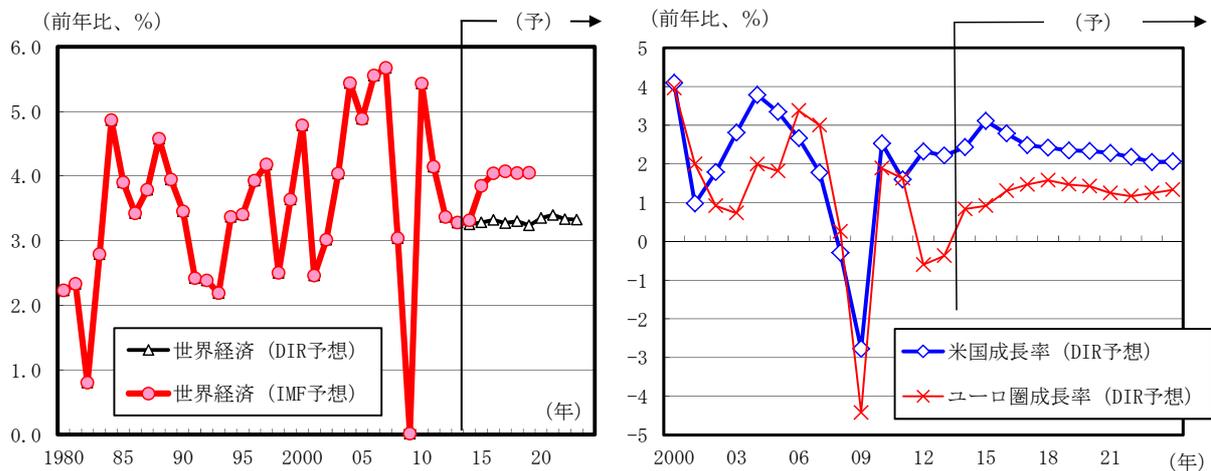
米国に関しては、目先政治的なリスクはあるものの、雇用環境の改善を背景にした個人消費の底堅さ、さらには原油安が家計の購買力アップに寄与するだろう。原油安の影響は、エネルギー部門の設備投資や輸出計画の見直しにもつながるとみられるが、総じてプラスと捉えている。一方、欧州や中国をはじめとした新興国に対する見方を、特に前半部分において慎重なものに見直した。デフレ懸念に直面している欧州は、地政学的リスクに加えて ECB が量的緩和策に踏み切るなど政策的に追い込まれている感はあるが、ここでも原油安が景気の下支え効果を発揮すると期待される。逆に、原油安の負の影響が相対的に大きいのが産油国など資源輸出に依存する新興国・その他経済であろう。中国にとって原油安はポジティブであるが、標準シナリオである成長低下トレンドを修正するほどではないだろう。むしろ、予測前半に予想される米国の金融政策の影響を最も受けるのが新興国であるとみられる。

IMF が 2014 年 10 月に発表した世界経済見通しでは、2014 年の世界全体の成長率が同年 7 月時点の 3.4%から 3.3%に引き下げられ、2015 年も 3.8%に加速するとはいえ、当初の 4.0%か

ら下方修正された。米国の上方修正とユーロ圏や日本の下方修正が相殺されて、先進国の予想はほぼ変わらなかったが、IMFが“回復の原動力の大半になる”と期待していた先進国の力強さは想定を下回っている。ただ、2016～19年にかけて世界経済は平均4.1%成長に高まると、IMFは引き続き見込んでおり、これに対して、当社の想定はIMFを0.8%ptほど下回る慎重なものである。具体的には、米国の2016～19年の平均成長率がIMFの想定に比べ0.3%pt、ユーロ圏が0.2%pt、新興国を中心としたその他地域が0.9%ptといずれも下回っている<sup>6</sup>。

このように世界経済の下方修正が常態化している中で、米国の見通しだけが上方修正されており、米国経済の一人勝ちの様相が一段と強まっている。それだけ米国経済が強さを持続する蓋然性が注目されており、もし米国経済も変調をきたせば世界全体の見通しはさらに見直せざるを得なくなる。

図表 1-1-1 世界経済の見通し（左）と欧米の姿（右）



(注) 購買力平価ベース。

(出所) IMF 資料 (World Economic Outlook, 2014 Oct.)、BEA、Eurostat 資料より大和総研作成

## 今後、予想される世界を動かすリスク要因

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、実際には様々な材料がプラス・マイナスに作用して成長率はアップダウンしている。IMFの世界経済見通しでも言及された、エボラ出血熱の問題はアフリカ経済に大打撃を与えるし、ウクライナ危機やイスラム国などの地政学的リスクは、長期間にわたって周辺地域に悪影響を及ぼす。また、日銀が金融政策決定会合後に公表する声明文や金融経済月報で言及する

<sup>6</sup> なお、2015年1月にIMFは向こう2年間の世界経済見通しを改訂し、2015年の世界経済の予想成長率を3.5%、16年を3.8%と3ヶ月前の時点からそれぞれ0.3%ptずつ引き下げた。地域的には、日欧の先進各国に加えて、中国やロシア、ブラジルといったBRICsにラテンアメリカ、中東、アフリカなど広範囲の新興市場及び途上国が下方修正された。背景には、2014年Q4以降の原油などの価格下落の影響があり、これは原油輸入国・消費国の購買力改善につながるが、原油を含めた一次産品輸出国にとってはネガティブに作用するとIMFはみている。

日本経済にとってのリスク要因は、“新興国・資源国経済の動向、欧州における債務問題の展開や低インフレ長期化のリスク、米国経済の回復ペースなど”であり<sup>7</sup>、ほぼ世界全体にわたっている。

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<sup>8</sup>、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「地域に重要な結果をもたらす国家紛争」であり、その他に「国家統治の失敗」や「国家の崩壊または危機」など地政学的リスクが上位を占めている<sup>9</sup>。これまで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が（昨年までは「所得格差」が過去3年連続でトップ）、一転して、地政学的リスクが表面化している。

それだけ経済リスクは相対的に小さくなっていると言えるかもしれないが、過去3~4ヶ月間に起きている事象をみれば、決して潜在的な経済リスクは低下していない。2014年10月から加速した原油価格の急落は、恩恵を享受する国と著しい悪影響を受ける国を生み出し、世界経済の短期的な見通しを複雑にしてしまった。また、予測期間前半に予想される先進国の金融政策の差異も、市場にボラタイルな変動をもたらすだろう。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影響を与える可能性がある。

一方、中国自身が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。世界第2位の規模を持つ中国経済の成長鈍化が標準シナリオになっているだけに、周辺のアジア新興国は影響を避けられず、むしろ米国の政策変更の影響とダブルで効いてくるリスクがあろう。

日本に続いてユーロ圏も景気低迷とデフレ懸念の高まりに直面しており、ECBは日米に遅れる形で量的緩和を決定した。欧州は、統合深化が進まずに再び危機を迎えた場合にどう対応するかというリスクを抱えており<sup>10</sup>、欧州内の調整・行動の緩慢さは問題解決を長期化させる恐れがある。

一人勝ちの様相もある米国にしても、リーマン・ショックの後遺症から完全に脱したわけではなく、むしろリーマン・ショックに起因する構造変化に対応しなければならない。また、日銀の追加緩和策や欧州を巡る様々な問題の発生は、2011年半ばからの米ドル高トレンドに拍車をかけているが、今のところ米国政府は強いドルを許容する姿勢を変えていない。国内景気が好調であるが故の余裕といえる。だが、グローバルな企業ほど相手先の景気減速も影響し、米ドル建ての売上・収益が圧迫されている。今後、米国経済自身に変調が見られたとき、果たし

<sup>7</sup> 例えば、2015年1月20-21日の会合 [http://www.boj.or.jp/announcements/release\\_2015/k150121a.pdf](http://www.boj.or.jp/announcements/release_2015/k150121a.pdf)

<sup>8</sup> <http://www.weforum.org/issues/global-risks> 直近は2015年1月に公表された「Global Risks 2015 report」。

<sup>9</sup> 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、水危機や感染性疾患の蔓延、大量破壊兵器、国家紛争、気候変動への適応失敗などが列挙されている。

<sup>10</sup> 2010~12年の欧州債務危機の発端になったギリシャは、EUやIMFからの金融支援を受けながら財政再建に取り組んできたが、2015年1月に実施された総選挙で、危機後初となる反緊縮路線の政権が誕生した。これまでの枠組みを変えることを公約にしての勝利だけに、EUやIMFとの交渉の行方次第では、再び金融市場混乱の原因になるリスクがある。

てどこまで忍耐強くいられるか疑問が残る。特に、TPP などの貿易交渉や選挙を控えているタイミングでは、米国内からの反発が大きくなる恐れがある。

また、リーマン・ショックの反省から金融機関に対する規制強化の流れがあった一方、欧米ではグローバル企業に対する課税強化の動きも強まっている。金融危機に対処した結果、政府債務が膨張し、欧州を中心に債務を減らす(=歳入を増やす)一手段として取り組まれている。具体的には、税制の差異を利用する多国籍企業、一部の国における税優遇措置などが批判的になっている。逆に、自国内に(内外を問わず)企業・雇用を呼び込むために、法人税率引き下げを模索する動きは依然としてみられ、飴と鞭の政策は企業行動を制約する可能性がある。

## ② 米国経済の見通し

### (i) 2014 年の米国経済

勝ち組である米国経済の 2014 年を振り返ってみると、悪天候の影響で Q1 の実質 GDP 成長率は前期比年率 2.1%減と 3 年ぶりのマイナス成長に落ち込んでしまったが、Q2 の反動増に続いて Q3 も 5.0%増と 11 年ぶりの高成長を達成した。2014 年全体でも、年央の 1%台半ばの悲観的見方からリーマン・ショック後の平均的な回復ペース(2.2%)を上回る 2.4%成長となった。

個人消費主導の景気回復を辿った背景には、長期に及ぶ賃金上昇の伸び悩みや格差拡大といった構造変化は解消されていないものの、雇用者数の増加ペースが徐々に加速し、2014 年央にはリーマン・ショック前のピークの水準を上回るなど労働市場が量的に改善していることが挙げられよう。また、中間選挙を控えて、2013 年のような財政を巡る大きな混乱<sup>11</sup>が回避されたことも、民間主導の成長に寄与したとみられる。

他方、金融政策は、2012 年 9 月から始まった量的緩和策(いわゆる QE3)の資産買入れ規模が 2014 年初から段階的に縮小し(Tapering)、10 月末に終了した。2013 年春、バーナンキ前 FRB 議長が QE3 の縮小開始と終了のスケジュールを示唆しただけで、金融当局がまだ遠い先の話と強調していた本格的な出口戦略をも市場は織り込み始め、長期金利は急騰した。実に、4 ヶ月間で米国の 10 年国債利回りは 1.6%台から 3%近くまで上昇したのである。この経緯を踏まえると、毎回の FOMC で粛々と縮小し続けることで市場の不透明感を払拭し、長期金利の上昇を防いだ点は、2004~06 年の利上げ局面を彷彿とさせた。

ただ、後述するように、海外の経済金融環境がサポートした面もあろう。海外景気の行方に対する不確実性が増したために安全資産である米国債が選好され、また、ECB の追加金融政策への思惑から欧州の国債利回りが大きく低下し、一段と米国債の買いに拍車がかかった側面もあっただろう。そして、ドル高(加えて、年末には原油安)が米国のインフレ圧力を抑制し Fed

<sup>11</sup> 2013 年は、“財政の崖”回避の結果としての強制歳出削減から始まり、2014 年度予算及び債務上限問題を巡る政治の混乱が再び生じ、市場・経済の機能不全の恐れを招いた。実際、同年 10 月には政府機関の一部閉鎖に追い込まれ、債務上限の引き上げの可否は財務省の主張する期限前ギリギリに妥協案が成立した。その結果、2014・15 年度予算の大枠で合意し 2014 年 9 月末までの暫定予算が成立、強制歳出削減の追加措置も回避された。

の正常化プロセスが長期化するという期待が働いているとみられる。

### 政治的リスクは残るが、2015～16年にかけて成長率予想は上方修正

2010年の中間選挙によって生じたねじれ議会が政治停滞を招いてきたが、2014年11月に実施された中間選挙の結果、下院だけでなく、上院も野党・共和党が過半数を占め、ねじれ状態は解消された。1995年時のクリントン政権と同じ構図だが、クリントン政権が再選を目指す立場だったのに対して、オバマ政権の任期は2年を残すのみである。

目先の課題としては、2月末で切れる国土安全保障省関連の暫定予算の延長であり、続いて、3月15日には連邦政府の債務上限が一時撤廃されている期限を迎える。当面は財務省によるテクニカルなやり繰りで乗り切れるものの、いずれ対策も尽きよう（問題になるのは2015年半ばとみられる）。

レガシー作りにこだわるオバマ大統領は、不法移民の取り扱いを含めた移民制度改革を当初から訴えてきたが、ねじれ議会のもとでは実現できなかった。それを、中間選挙後に大統領令という形で強行し、共和党の強い反発を受けている。また、2014年12月には、キューバとの国交正常化交渉の開始を表明し、共和党の保守派が反発している。いずれも、オバマ大統領（民主党）の支持層、ヒスパニック系に大きなメリットがある政策であり、共和党もヒスパニック系の反発は回避したい。

一方、議会多数派となった共和党は、オバマ大統領が環境に配慮して判断を先送りしたカナダとメキシコ湾岸を結ぶ石油パイプライン建設を推進しようとしており、利便性の高まりや雇用増に結び付くとして、民主党からも賛成者が出ている。依然としてオバマ政権は慎重な姿勢を変えておらず、焦点の一つになっている。さらに、共和党は、2010年3月に成立したオバマケアの実質的な骨抜きを目指しているが、オバマケアがオバマ大統領のレガシーの根幹であることから、共和党の動きには拒否権発動を示唆している<sup>12</sup>。

強硬な姿勢を崩さないオバマ大統領・民主党と共和党の対立が、2013年のような政治的混乱を繰り返す可能性はゼロではないだろうが、果たしてレームダック化が進むオバマ政権を一段と追いつめるメリットが共和党にあるか。国民のワシントンに対する不信感の高まりをみると、2013年の混乱がもたらしたダメージは、共和党にとっても大きかったとみられる。当然ながら、共和党にとって最大の政治イベントは、2016年11月の大統領選挙で勝利することである。ただ、オバマ大統領の3選がない民主党サイドからは、ヒラリー元国務長官が中間選挙の時から精力的に全国を遊説し資金集めにも注力しているのに対して、共和党側の候補者は皆どんぐりの背比べ状態である。また、2016年に入ると両党の予備選挙が本格化するために、去りゆくオバマ大統領が実績作りのために推進したい法案が議会を通過する可能性は小さくなるだろう。

このような政治的リスクが民間の経済活動の足を引っ張ることがなければ、2015～16年の米

<sup>12</sup> TPP 推進については、議会共和党とオバマ大統領のスタンスが一致している政策であり、むしろオバマ大統領の身内である民主党議員の方が、支持団体の労組への配慮から TPP に慎重な姿勢をみせていた。

国経済は堅調さを持続する蓋然性が高く、特に、2015年は10年ぶりとなる3%超の成長が期待される。短期的見通しのパターンとして、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る。2014年年央からの高成長は一時的な特殊要因によるものではなく、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辿っている。

2015年1月末のFOMC声明文でも、“経済活動は堅調なペースで拡大している”“力強い雇用の増加”と現状認識が上方修正されている。さらに、足元のエネルギー価格の下落は、エネルギー関連セクターにとっては逆風だが、同時に家計の購買力を押し上げるとみられる。この結果、市場コンセンサスのみならず、世界全体の予想成長率を下方修正したIMFや世界銀行も、米国については例外的に上方修正し、2015~16年ともに3%超の成長を見込んでいる<sup>13</sup>。

### 米国の賃金上昇は本格化するか？

米国の失業率は、2009年Q4に9.9%とピークを付けてから順調に低下し、2014年Q4には5.7%とCBOが推計するNAIRU（Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment、自然失業率、構造的失業率）の5.4%に接近している<sup>14</sup>。その乖離幅は2008年以降では最小であり、このまま低下が続けば、約7年ぶりにNAIRUを下回る可能性も出てくる。これまでの経験則として、失業率がNAIRUを下回ると、賃金上昇率が加速するという関係がみられる。

2000年代前半には、ベネフィットコストが高い伸びを示したために、相対的に賃金上昇率は抑制された（雇用コストは賃金とベネフィットの合計）。それでも賃金上昇率は前年比2%を上回っていたが、今回の景気回復局面では2%を下回り続けた。低下してきたとはいえ、失業率の水準が高く、それだけ労働需給が緩んでいたことを示す。それが足元では、失業率はNAIRUと交差する水準近くまで下がっており、2015年は賃金上昇率が漸く加速すると期待されている。

だが、伝統的な物差しである“失業率”が労働市場の実態を正確に反映しているのかという疑問がある。失業者が雇用者にシフトすることで失業率が低下するのが本来の姿だとすれば、今回は、非労働力化（労働参加率の低下）によって、統計上の失業率が押し下げられているといえよう。2006~07年時の労働参加率が約66%であったのに対して、足元では63%を下回り、依然として明確に下げ止まっていない。また、より広義の失業率<sup>15</sup>（U6）をみると、過去に失業率がNAIRUを下回った1997年や2005年には9%弱だったのに対して、2014年末は下がってきたとはいえ、11%を上回っている。このように、U6の依然として高い水準は、統計上の失業率

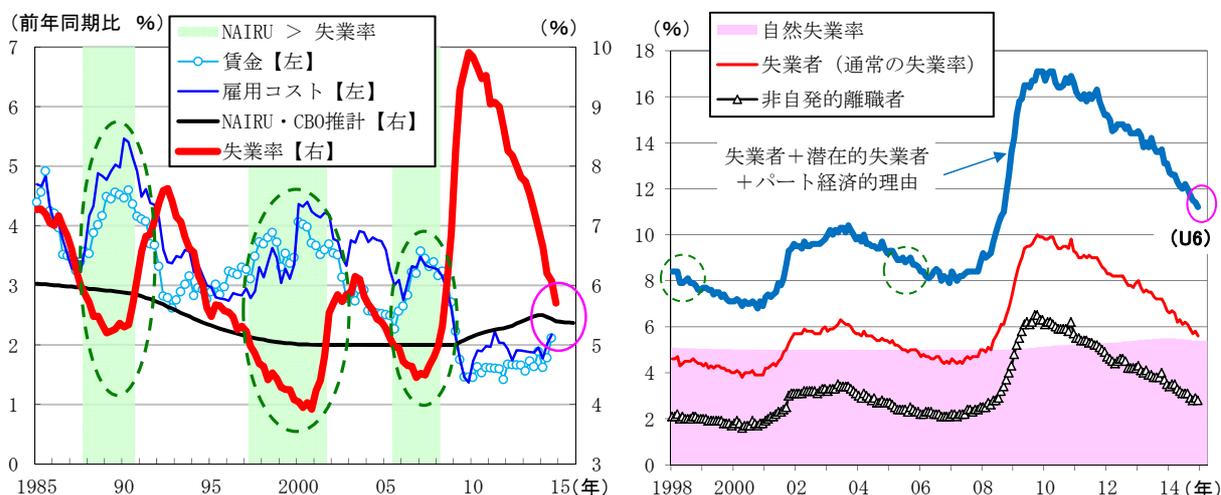
<sup>13</sup> 2015年1月に発表されたIMFの見通しでは2015年3.6%、2016年3.3%、世界銀行は2015年3.2%、2016年3.0%を予想している。

<sup>14</sup> なお、CBOは、これまでNAIRUが2014年の5.5%をピークに緩やかに低下していく（2019年5.4%、2024年5.2%）と試算していた。2015年1月に発表された見通しでは、2015年以降NAIRUが低下していく姿に変更はないものの、全体的に0.1%pt程度引き下げられ、2019年で5.3%、2023年からは5.2%を若干下回る。リーマン・ショック前後の構造変化によって、NAIRUが従来よりも上方にシフトしているのではないかという見方が強まっているが、その上昇幅については議論が残っている。

<sup>15</sup> U6：統計上の失業者に、働く意思はあっても働けるが、過去4週間は求職活動をしていない潜在的な失業者とフルタイムの仕事を希望しているが、経済的理由でやむを得ずパートの仕事に就いている者を合わせたもの。

で計るよりも大きな労働市場の緩み（スラック）が存在することを示す。従って、賃金上昇率が加速し始めるには従来よりも時間がかかるとみられ、上昇幅も限定的になる可能性がある。

図表 1-1-2 失業率と賃金上昇率（左）、様々な定義の失業率（右）



(注) 雇用コストや賃金は非軍人ベース。

(出所) BLS、CBO、FRB of SF、Haver Analytics 資料より大和総研作成

## (ii) 米国の金融政策の行方

イエレンFRB議長は、バーナンキ前議長の路線を継承してFOMCごとにQE3に伴う資産買い入れ規模を減額し続け、10月のFOMCで買い入れ額をゼロにした。ただ、QE3の段階的縮小は金融緩和のアクセルを徐々に弱めてきたにすぎず、QE3終了＝ブレーキを踏む（金融引き締め）わけではない。市場の関心事は次の一手、つまり、いつ利上げを開始するのか、そしてバランスシート（資産残高）をどう調整していくかという出口戦略に移っている。

利上げに関しては、インフレに配慮しながらQE3終了後も相当な期間、事実上のゼロ金利政策を継続できるとしてきた、従来の表現と意味合いは同じとしながらも、2014年12月のFOMC声明文のなかで、金融政策の正常化を開始するまで「忍耐強く」（“patient”）なれると言及した。これは、2004年6月末の利上げ開始5ヶ月前から使用し始めた表現と同じであり、約11年ぶりに復活させて近い将来の利上げ開始を示唆した格好である。

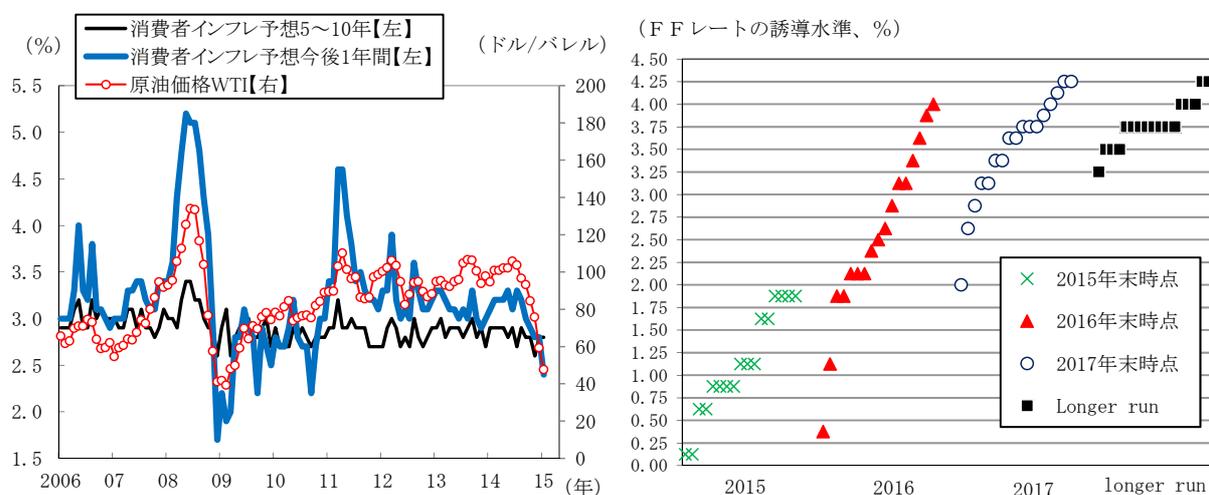
同時に公表されたFedメンバーが想定する利上げ時期の見通しを見ると、9割近いメンバーが2015年中のゼロ金利解除を見込んでいるが、具体的な開始時期やその後の引き締めペースについては、依然として相当なばらつきがあるようだ。例えば、2015年中の利上げを想定するメンバーでも2015年末時点の水準感は0.625～1.875%に万遍なく分布している（同傾向は、2016年末や2017年末にもみられる）。一方、メンバーの予想中央値を取ると、2015年末1.125%、2016年末2.500%、2017年末3.625%となっており、各一年間の上昇幅は限定的である。また、FFレートの誘導目標の長期水準、いわゆるニュートラルな金利水準は3.75%（メンバー予想の中央値）であり、2018年にかけて利上げの最終局面を迎えるイメージになるろう。

今回の中期予測では、2015年Q4からの利上げ開始という見方に変更はないものの、利上げペースは従来にも増して緩やかなものになるだろうと修正した。今回の場合、当初は3ヶ月間で25bpずつというペースで利上げし、2016年末から2017年にかけてややペースが加速し、2018年初めにFFレートの誘導目標を3.50%に引き上げて、一連の引き締めを終了すると予想している（2014年8月の予測では2017年末3.75%で終了と想定）。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”）の状態が生じて、その後の住宅バブルが起きる一因になったとされる。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3.50%で終了すると予想する。この水準は過去と比べて決して高くないが、背景には、リーマン・ショックを経て潜在成長率が下方屈折した可能性があり、それに伴い、政策金利のニュートラルな水準も下がっているとみられる。

そして、予測期間後半にかけては、金融当局が实体经济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、引下げ幅は限定的であると予想する。

過去に例がないほどの緩やかな利上げを可能にする要因には、インフレ率やインフレ期待が低位安定していることが挙げられる。足元では、米ドル高に加えて、エネルギー価格の急落がインフレ抑制に寄与しているため、Fedには考える時間的な余裕があり、つまりは急がずにフレンドリーな政策を実施してくれると市場は期待している。ただ、市場の見方（FF先物市場）とFedメンバーの想定には乖離があり、前述のメンバーの予想中央値やイエレン議長の記者会見における発言を踏まえると、最初の利上げのタイミングは2004年同様に年央であろうと思われる。認識のギャップは潜在的な混乱の源であり、市場の無用な混乱を招かないためにも、Fed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 1-1-3 消費者のインフレ期待（左）、FedメンバーのFF金利予想 2014年12月時点（右）



(出所) ミシガン大/ロイター、EIA、FRB、Haver Analytics 資料より大和総研作成

## 困難が予想されるバランスシートの縮小

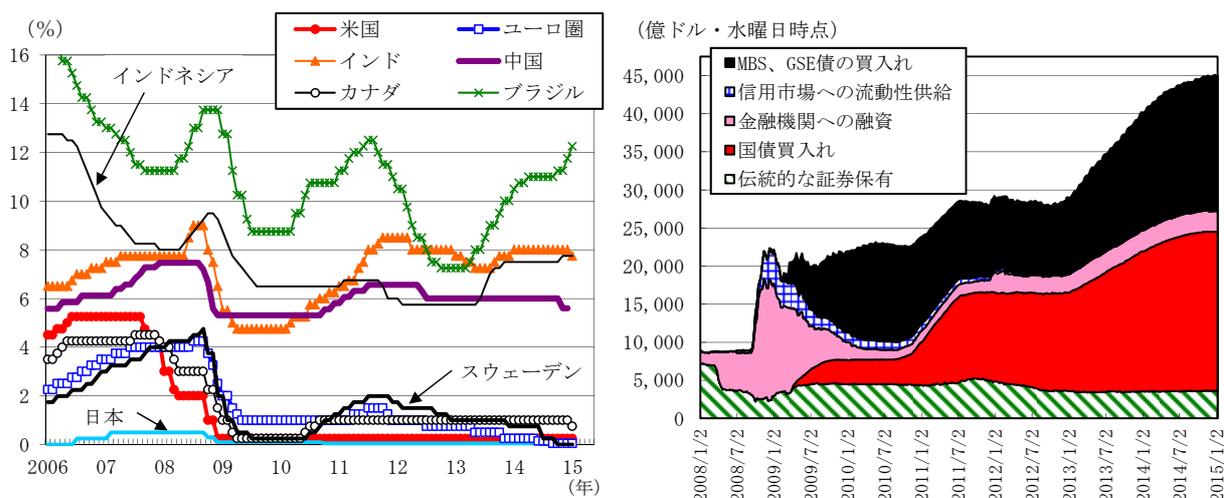
一方、バランスシート縮小に関しては、QE3 終了を前にして、Fed は 2014 年 9 月に出口戦略の基本的な方針“金融政策正常化の方針と計画”を見直した。具体的には、①利上げは経済の現状・見通しに基づいて実施し、政策金利である FF レートの誘導目標はレンジで示す、②利上げの際には、超過準備への付利やリバースレポで資金吸収を行って金利を調整する、③利上げ開始後に、残高維持のための再投資を段階的に縮小・停止する。現時点では MBS の売却を計画していないが、将来の限定的な売却の可能性を残す、等である。2011 年 6 月に決定された従来の方針では、まず、再投資の一部停止・終了してから政策金利の指針を修正し、そして実際に政策金利を引き上げた後、しばらくして GSE 債や MBS の売却を開始し 3~5 年かけて完了するというものだった。つまり、再投資の終了(=バランスシートの縮小)と利上げの順番を入れ替えた点、そして積極的な縮小を意味する資産売却のスケジュールを明示しなかった点が大きな変更であり、より長期金利の動向に配慮した対応といえよう。

今回の中期予測では、QE3 終了後も継続されている再投資の規模縮小・停止を見込む一方、国債や MBS 債の売却を伴う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想定される。このように、4.5 兆ドルまで膨張してしまったバランスシートを、リーマン・ショック前の 9,000 億ドル弱の規模まで戻すには相当なエネルギーが必要であり、市場へのインパクトも QE3 終了とは比べものにならないほど大きいだろう<sup>16</sup>。Fed の新たな出口戦略では従来よりも資産売却に消極的な姿勢をみせており、それだけ影響が大きい可能性を示唆する。

仮に売却を始めたとしても、2011 年当時の 1.5 倍以上に残高が膨らんでいることから、正常化に要する時間は相当長くなるだろうし、意図した政策効果がみられるか、出口政策が副作用を伴わないか、慎重に見極める必要があろう。中期予測では、潜在成長率を大きく上回るような高成長を見込んでおらず、それ故、Fed が金融引き締めのパースを加速させなければならない可能性は低いとみている。

<sup>16</sup> IMF は、2014 年 10 月に発表した国際金融安定性報告書のなかで、“市場の急激な調整が起こり、債券市場のタームプレミアムが過去の平均的な水準に戻り(100 ベーシス上昇)、信用リスクプレミアムの水準も正常化(信用リスクのプライシングは 100 ベーシス上昇)した場合、世界全体で債券ポートフォリオの評価額は 8%以上、3.8 兆ドル強減少する。この規模の損失が短期間で発生した場合にはポートフォリオの調整や債券市場の混乱を引き起こし、世界規模で金融市場が混乱する恐れがある”と懸念していた。

図表 1-1-4 各国の政策金利（左）、FRBのバランスシート（右）



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

### 米国の金融政策変更がもたらす影響が増幅される可能性

イエレン議長のもと、多少インフレ率が上昇しても、一定の雇用環境の改善を確実にしたいという考え方が強い。伝統的な物差しである失業率だけでなく、様々な労働指標を総合的にみて判断するという姿勢であり、賃金上昇率の伸び悩みや経済的理由のパート比率の高さなどに言及し、労働市場の質的な回復は不十分であるとしてきた。

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、多国籍企業の海外進出の活発化や、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ことなどの構造要因を背景に、従来よりも下方修正されている。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。

一方、ゼロ金利の状態が長期間に及ぶ分だけ（2003年の1%時代が1年だったのに対して、今回のゼロ金利は2015年末までで7年に）、将来的に必要な利上げ幅もむしろ大きくなってしまふ恐れがあるというタカ派の懸念が完全に払拭されていない。現状、ドル高や原油安などの外部要因がインフレに対する警戒感を大きく後退させ、Fedの低金利政策をサポートするという好環境をもたらしているが、原油価格が一転して大幅に上昇するリスクもあるだろうし、今後インフレ期待の抑制に成功し続けられるという保証はないだろう。

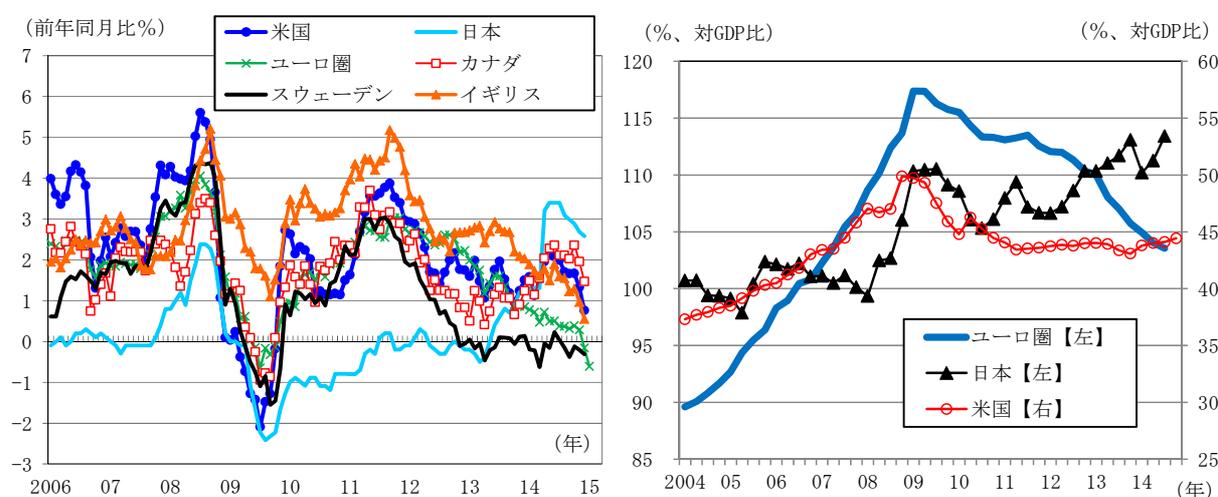
先進国を中心に世界各国が金融緩和策を実施している状況ではあるものの、それぞれの置かれたポジションや方向性は異なっている。厄介なことに、米国が利上げなど出口戦略を本格化させるであろう2015～17年には、日欧など他の先進国の金融政策は緩和継続という、米国とは逆のベクトルを向いており、しかもその違いが一段と鮮明になっている可能性が高い。

2015年1月、ECBは3月から少なくとも2016年9月まで毎月国債を買い入れる量的緩和を決定し、デフレ阻止の姿勢を鮮明にしたといえよう。だが、日米に比べると決断に時間がかかったこともあり、政策効果は不透明、あるいは期待できずという評価が根強い。予想される低成

長・低インフレ状況下では、中期的なインフレ見通しが2.0%に達するとは想定しにくく、2016年後半以降も量的緩和策を継続せざるを得ないだろう。

このように金融政策の方向性が異なる状況下では、Fedの政策変更がもたらす影響は増幅され、米国内にとどまらず、為替レートの変動等を通じて世界中に及ぶ可能性がある。但し、これまでのFedは、金融政策は国内情勢・見通しに基づいて判断されるという立場であり、国際情勢から受ける影響には多少留意しても、自分たちの政策判断が海外に及ぼす点については、表面的にはあまり重視していないとみられる。

図表 1-1-5 先進国のインフレ率（左）、日米欧の民間向け銀行貸出残高（右）



(注) インフレ率は消費者物価、但し、日本は生鮮食品を除く総合。  
(出所) ECB、BOJ、FRB、Haver Analytics 資料より大和総研作成

### (iii) 米国の立ち位置～勝ち組である米国にリスクはあるか

5～10年とより長めの見通しでは、米国の成長率は2%台前半にペースダウンしていくとの見方でまとまっており、背景には、米国の潜在成長率はその程度であろうというコンセンサスがある。つまり、目先(2015～17年)は潜在成長率を上回る伸びを実現したとしても、結局は潜在成長率に収斂すると見込まれる。例えば、CBO(議会予算局)が2015年1月に発表した10年間の長期見通しによると<sup>17</sup>、2015～25年の平均予想成長率は2.3%だが、2021～25年に限ると平均2.1%に鈍化する。Fedメンバー(大勢)が予想する実質GDP成長率の長期水準も、2.0～2.3%と2%台前半に収斂している。また、CBOが推計する米国の潜在成長率は2015～25年の平均で2.1%であり<sup>18</sup>、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る。

今回の10年予測でも、2015～24年の平均予想成長率2.4%に対して、2021～24年は平均2.1%

<sup>17</sup> 詳細は、CBO(2015)「The Budget and Economic Outlook: 2015 to 2025」を参照。  
<http://www.cbo.gov/publication/49892>

<sup>18</sup> 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。

に鈍化すると見込んでおり、潜在成長率に収斂していくというCBOの見方と大きな相違はない。以下では、中長期的に米国経済を見通した場合のダウンサイド要因とアップサイド要因に言及したい。

### 中長期的なダウンサイド要因 ～ 潜在成長率が押し下げられる可能性

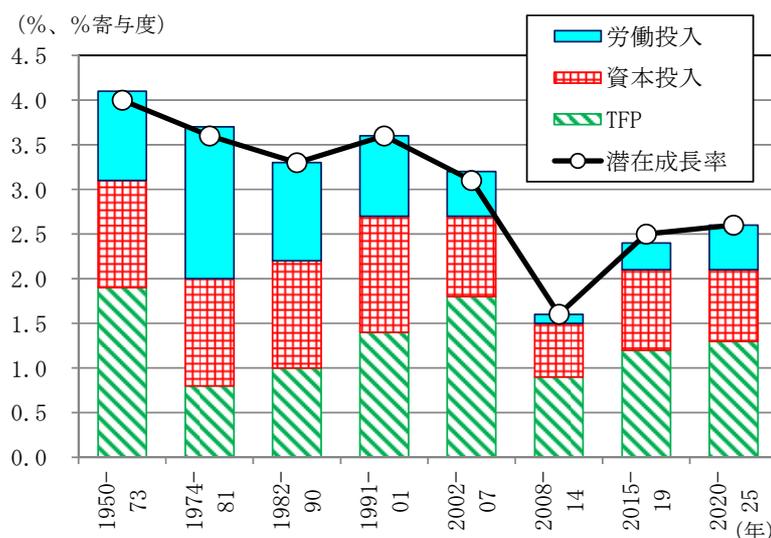
前述したように、米国の潜在成長率は緩やかに低下しているが、その要因として、まず労働投入量の寄与度の変化が挙げられる。米国は、先進国のなかで例外的に人口が増え続けている国ではあるが、労働力人口の増加率が従来よりも緩やかになる中、2000年以降低下が著しい労働参加率（＝労働力人口／16歳以上人口）は一段と落ち込んでいくとみられる。ベビーブーマー世代の高齢化が進み、彼らが労働市場から退出していくためである。

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、懸念すべきは若年層（16～24歳）の参加率が大幅に低下したままである点であろう。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しになる懸念がある。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、与野党の対立のために、移民制度改革はIT業界などの企業が望むようには進んでいない。

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ている。個人消費に比べると、企業の設備投資の動きが過去の回復局面を大幅に下回っているわけではないが、企業経営者の景況感の割には、実際の設備投資に対して慎重なままである。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いるが、短期的には、原油価格急落によるマイナスの影響が出てくると予想し、前回から下方修正した。2011～14年の構築物投資のなかでは、製造業や商業・ヘルスケア部門よりも、鉱業・エネルギー関連が好調だった分だけ、急落を受けたエネルギー関連企業の投資抑制が全体の下押し要因になる可能性がある。

図表 1-1-6 米国の潜在成長率の要因分解



(注) 対象は非金融ビジネスセクター。期間は年平均。

(出所) CBO 資料から大和総研作成

#### 中長期的なアップサイド要因 ～ エネルギー要因

クリーンエネルギーや再生エネルギーをより活用する経済構造転換が必ずしも順調とはいえない中、技術革新によって開発・利用可能になったシェールガス・オイルの増産は、中長期的に米国の成長力を押し上げる、文字通りの“エネルギー源”と期待されている。実際、シェールガスの採掘量増加によって米国内の天然ガス全体の採掘量が増えており、EIA の 2014 年見通しによると、シェールガス採掘量が全体に占めるシェアは 2012 年時点の 40%から 2040 年には 53%まで高まると予想されている。現在は LNG の純輸入国である米国が、輸出の増加、輸入の減少を受けて 2016 年までに純輸出国になる可能性が指摘されている。同様に、原油採掘量も増加すると予想される（但し、シェールオイルの生産見通しは従来よりも大幅に上方修正されたが、2020 年代にピークをつけるという、シェールガスとは異なるパターンが予想されている）。

確かに、原油価格の急落と低迷によって、開発計画の採算性が悪化し頓挫するケースも出てくると予想されることから、EIA の見通しは修正されるかもしれない。また、エネルギーの生産増・輸出増の本格化に伴って期待された、インフラ関連の設備投資や雇用の増加シナリオも見直さざるを得ないだろう。今回の中期予測では、足元の価格下落を受けて、シェール関連の設備投資の発現を後ずれさせる一方、ドル高要因に加えてシェール関連輸出への影響も加味して予測期間前半の輸出の伸びを下方修正した。但し、後述するように、足元の価格変化が急激だっただけに、先行きの価格見通しには様々な見方があり、市場の不確実性は高いままである。特に米国の場合、エネルギーの生産国というだけでなく、消費国という側面を持ち合わせているために、経済全体に与える価格変動の影響は複雑といえよう。

より根本的には、価格のアップダウンに関係なく、米国内に有望なエネルギー資源が存在するという事実は変わらないということだ。価格が安いままなら、世界中からエネルギーを輸入してそのメリットを享受すればよい。いずれにせよ、米国内の電気料金を含めたエネルギー価

格の安定が確実なものになれば、国内の生産コストは下がり、産業競争力向上につながる。さらに、安価なエネルギーコストや安定した経済環境などが整ってくれば、海外から国内への生産拠点移転の可能性も広がる。より広範な国内の雇用増加、そして個人消費の増加に結びつくというプラスの循環までも視野に入ってくる。

従って、米国自身がかつてのような高成長を辿れないのではないかという懸念は払拭されていないものの、長期的な世界経済を展望したときに、米国経済は相対的に強いポジションを維持していくとみられる。その根拠となる供給面からみたアップサイド要因がエネルギーであり、相対的に若さを維持する人口構造である。

### ③ 欧州経済の見通し

#### ユーロ圏経済の現状と短期的な見通し

ユーロ圏に対する中長期的な見通しについては、目先 2015～16 年の予想を引き下げたものの（2014 年実績見込みも 0.8%に下方修正）、10 年間で均してみると、2015～24 年平均で 1.3%成長と概ねこれまでの見方を維持する。欧州委員会が“ユーロ圏の潜在成長率は今後 10 年間で 1%をやや上回る程度”という指摘にほぼ見合う程度である。後述するように、ECB の新たな金融緩和措置に加えて、原油価格の大幅な下落が欧州経済の下支え要因になると期待されている。しかしながら、リーマン・ショック以前の 2%を上回っていた成長ペースに比べると、大幅に下方シフトしてしまった印象は拭えないだろう。

ユーロ圏経済は、2008～09 年の世界同時不況に続いて、ギリシャに端を発した債務危機、そして同問題を克服するために実施された緊縮財政政策の影響によって、経済成長率はマイナスに落ち込んだ。2013 年 Q2 に景気後退局面から脱した後は、2014 年 Q3 まで 6 四半期連続でプラス成長を辿っているが、この間の成長率は前期比年率で平均 0.9%増にとどまっており、リーマン・ショック前（2008 年 Q1）の実質 GDP 水準を依然として下回っている。ユーロ圏の景気回復が遅い背景には、域内の固定資本形成の伸びが弱いことがあり（特に足元は 2 四半期連続のマイナス）、財政健全化の余波が表れていると言えよう。また、輸出先である中国など新興国の景気鈍化に加えて、2012 年半ばから 2014 年 Q1 にかけてユーロ高が進んだことも（名目実効為替レートで 1 割以上の通貨高に）、期待された輸出の伸びを抑制したとみられる。

ユーロ圏内の企業活動の停滞は雇用環境の改善の遅さにも反映されている。スペインの失業率はピークよりも下がっているとはいえ、依然として 23%台であり、フランスも 10%超で高止まったまま、イタリアに至ってはむしろ上昇傾向にある。逆に、ドイツの失業率は低下し続けており、足元では 5%割れと過去最低水準を更新するなど、一人勝ちの状況が強まっている（ユーロ圏全体では、失業率が 2013 年のピークから 1%ほど低下している）。また、銀行による民間向け貸出残高の減少に歯止めがかかっておらず、ユーロ圏の低成長が続けば金融機関の不良債権比率が高まり、貸し渋りによって民間部門の活動を制約する恐れもあり、景気回復が早期に加速するというシナリオが描きにくい。

失業率などにみられる債務危機の後遺症に加えて、ウクライナ問題を巡るロシアとの対立、域内での大規模なテロ事件の発生など地政学的リスクが存在するなか、なかなか成長率が加速する姿が描けない。2014年に続いて、2015年も1%未満の低成長を想定する。雇用環境の緩やかな動きが個人消費の抑制につながるリスクがある一方、2014年10月以降の原油価格の急落は、エネルギー輸入国である欧州にとっては、家計の購買力向上など景気を押し上げる効果が期待される。また、後述するECBの追加金融緩和の実施によって、2014年春以降、ユーロ安が進行している。個人消費と並んで、ユーロ安の追い風を受けた輸出が伸びることで、2016年には成長率がやや加速するだろう。なお、IMFが2015年1月に改訂した見通しでは、ユーロ圏加盟国で経済規模の大きい4ヶ国のうちスペインを除く、ドイツやフランス、イタリアの2015~16年の予想成長率が下方修正された。

### 量的緩和に踏み切った ECB

このような経済状況のなかで、他の先進国同様に景気を支える役割を担ってきたのが中央銀行であり、ECB（欧州中央銀行）は政策金利の大幅引き下げ、銀行部門への大量の資金供給などの緩和政策を実施してきた。2013年11月に主要政策金利であるオペ金利を0.25%に引き下げたあと、2014年6月にはオペ金利を0.15%<sup>19</sup>、そして9月にはオペ金利を0.05%、そして中央銀行預金金利を-0.2%に引き下げた。一連のECBの追加緩和策の目的には、ECBによる金融緩和を民間部門に伝達する銀行の金融仲介機能の立て直しがあっただろう。特に、ECBが銀行に資金注入しても、その資金が貸出や投資に回らずにECBへの預金として還流していたために、そのような誘引を減じることを目的に預金金利をマイナスとした。

さらに、ECBは2015年1月22日の金融政策会合で、3月から毎月600億ユーロの国債などを買い入れるという量的緩和策を発表した。期限は2016年9月までとされたが、ECBの政策目標である「中期的に前年比+2%をやや下回る消費者物価上昇率」の達成が困難であれば、資産買い入れ期間を延長する方針も示された。ECBはドラギ総裁のもと2014年から様々な追加措置を発表してきたが、FRBやBOJが実施している非伝統的な金融政策の本丸ともいえる政策に、漸く踏み切ったといえよう。毎月の購入規模が市場予想をやや上回った点や実質的な終了期限が設けられていない点などはサプライズだったかもしれないが、今回の対応自体は、市場で既に織り込まれていた事柄である。むしろ、ドイツ連銀やオーストリア中銀など、今回の決定に反対したメンバーが相当数いることになれば、ECB内の対立に懸念が集まるかもしれない。

このように、ECBが追加緩和策の実施を迫られた背景には、景気低迷に加えて、ユーロ圏の低インフレ状態からの脱却の道筋がなかなか見えず、デフレ懸念が高まったことが挙げられる。実際、ユーロ圏のCPI上昇率は2014年12月に前年同月比-0.2%となり、リーマン・ショック後の2009年以来のマイナスに落ち込んだ。2015年1月には、エネルギー価格の大幅下落が響いてCPI上昇率のマイナス幅は同-0.6%と拡大しており、2015年全体でもマイナスになると予想

<sup>19</sup> 2014年6月には、限界貸出金利（上限金利）を0.75%から0.40%に、中央銀行預金金利（下限金利）を0.00%から-0.10%にそれぞれ引き下げた。

する（2016年はプラスに転じるものの、1%未満にとどまると予想）。量的緩和に踏み切ったばかりの ECB が、Fed のように出口戦略を模索し政策金利を引き上げるのは 2018 年以降にずれ込むとみられ、利上げ幅も従来の想定を下回るだろう。

いくら国債利回りが低下しても、ECB が意図する銀行の企業向け融資が増えるためには、企業の資金需要が回復しなければならない。企業経営者のマインドの改善、そしてその動きを促すポイントとして世界経済の持続的な回復が重要になるだろう。

## 欧州が抱える構造問題

世界的な資金余剰の流れのなかで ECB が量的緩和に踏み切ったことから、ユーロ圏各国の長期国債利回りは大幅に低下しており、安全性の高いドイツの 10 年国債利回りは 0.3% 台と過去最低を更新している。また、2011-12 年の債務危機時には一時的に 7% を上回ったイタリアやスペインでさえ、2% を大きく下回るという歴史的な低水準である。唯一の例外が債務危機の発端になったギリシャであり、10 年国債利回りが 2014 年央には一旦 5% 台まで低下したものの、2015 年 1 月末には再び 10% 台まで大幅に上昇している。

これまでギリシャは EU や IMF からの金融支援を受けながら財政再建に取り組んできたが、次期大統領を選出する議会内の投票が失敗に終わったために、憲法の規定により議会は解散され、2016 年 6 月の任期満了を待たずに総選挙が 2015 年 1 月下旬に実施された。この結果、急進左派連合が勝利し、債務危機後初となる反緊縮路線の政権が誕生した。構造改革の見直しや EU への債務減免要求など、これまでの財政再建の枠組みを変えることを公約にしての勝利だけに、EU や IMF との交渉の行方次第では、再び金融市場混乱の原因になるリスクがある。

先行きへの不透明感は既に長期金利の上昇という形で現れているが、“EU から金融支援を受ける条件である財政再建・構造改革は見直す、一部の債務免除を求める、でもユーロ圏には残留したい”という矛盾を抱えた新政権の主張に対して、EU がどのように応えていくか。既存のプログラムの大幅な見直しは金融支援額の増加にもつながるために、EU が簡単に応じるとは考えにくい。メインシナリオとしては、“最終的にはギリシャはユーロ圏にとどまり、EU などの支援の下で景気回復と財政再建に取り組む”と予想しているが、EU とギリシャの交渉が長期化・難航するだけ、不透明感は増してユーロ圏が抱えるリスクは解消しないとみられる。

ギリシャを含めて債務危機に直面した欧州各国は緊縮政策に取り組んできた結果、財政状況は危機時に比べると改善傾向にある。確かに、すべての加盟国が財政赤字を GDP 比 3% 以下に抑えるという財政ルールへの復帰を果たしているわけではなく、例えば、フランスは 3% 以下に復帰するのを 2017 年に先送りし、イタリアは民間の格付け機関から格下げを受けた。フランスとイタリアでは財政健全化と雇用コスト削減などの構造改革の推進が道半ばであり、景気の足を引っ張る要因になっていると予想される。

総じて景気の回復力は弱いながらも、強者と弱者の立場の違いも鮮明になっている。強者の代表のドイツが好調である一方、弱者のなかには改革疲れもみられ、選挙で世論の不満が噴出

しやすい状態になっている。国民の痛みを伴う政策であるために各国の現政権に対する反発は強く、ギリシャのように、国民の意思が表明された結果に EU が振り回されてしまえば、EU の求心力低下が懸念される場面が出てくるかもしれない。特に 2015 年には、ギリシャに続いてポルトガルやスペイン、イギリスでも総選挙が予定されており、ユーロや EU 統合の動きに逆行する勢力が実際にどの程度支持を集めて、政治的な影響力を増すかが注目される。

イギリスの場合、2015 年 5 月には下院議会選挙が予定されており、キャメロン首相は総選挙で勝利し政権維持することを前提に、2017 年末までに EU からの離脱を問う国民投票を実施する方針を打ち出している。2014 年 9 月に実施されたスコットランドの独立を巡る住民投票では、事前の世論調査において賛成と反対が拮抗していたためにその結果が注目された。独立反対票が過半数を占めたことから独立は否決されて大きな波乱にはならなかったが、仮に独立推進派が勝利していれば、同じような地域対立問題を国内に抱える他の欧州各国（例えば、スペインやベルギーなど）に与える影響は大きかったとみられる。

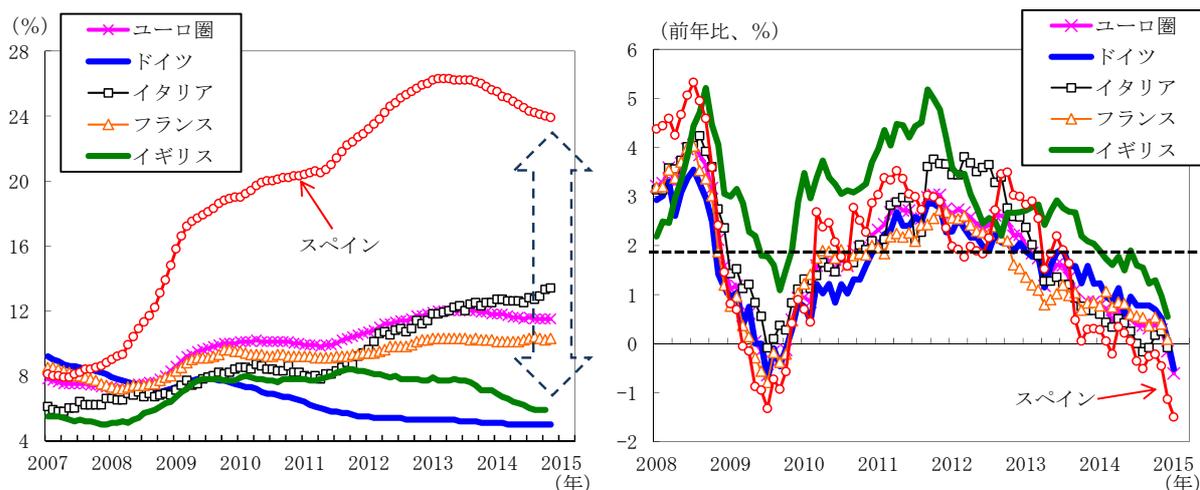
今度の下院総選挙はイギリス自身と EU との関係を占うものであり、なかでも移民反対、EU 脱退を主張するイギリス独立党がどこまで議席を獲得できるかが注目されている。2014 年 5 月に実施された欧州議会選挙では、2 大政党である保守党や労働党を上回る票を集めて、イギリスに割り当てられた議席の約 3 分の 1 を獲得した。もしイギリス独立党がキャスティングボートを握る立場になれば、経済活力の源である移民や EU という、これまでイギリスにプラスをもたらしてきた条件が変更される可能性が生じ、経済成長の下振れリスクになるかもしれない。

イギリス経済の現状はユーロ圏に比べると対照的に堅調であり、失業率も低下傾向にある。ただ、2014 年 6 月に BOE は年内の利上げ開始の可能性をしていたが、その後、賃金上昇率の伸び悩みやポンド高、さらには原油価格の急落によって、懸念されたインフレ圧力は大幅に低下している。足元では BOE のインフレ・ターゲットの下限（前年比 1.0%）をも下回っている。Fed 同様に BOE も様子見の時間的余裕ができたことになるが、原油安が一過性のものであれば、一年後には原油安によるインフレ率の押し下げ効果は剥落することになるだろう。BOE による利上げ開始時期は 2015 年末になると予想されるが、利上げのペースはこれまでの想定よりも緩慢で、2015～19 年と時間をかけたものになり、しかもピークの金利水準は従来よりも低くなるだろう。

EU 市場は大幅に拡大しており、特に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。しかし、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、各国の失業率の水準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たものの、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構造問題をそもそも抱えたままである。

反 EU や反ユーロを主張する勢力の（対立を煽る）言動・行動によって、EU の抱える構造問題（賛否の対立が表れる問題）が衆目を集め、対立が激化するという最悪のシナリオが起きる可能性もゼロではないだろう。但し、メインシナリオとしては、引き続き、財政統合を一段と深化させる形で欧州統合が推進されるとみている。

図表 1-1-7 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

#### ④ 新興国経済

##### 減速する新興国

世界的な金融緩和状況から緩和終了に転換する際には国際金融市場が不安定化するリスクがある。出口戦略の最大のリスクは金利、特に長期金利が予想に反して急激に上昇することに伴うリスクであり、中央銀行など金融機関が保有する固定金利資産にキャピタルロスが発生することだろう。また、市場が Fed の意図よりも先走ることになれば、企業や家計の資金調達コストは増加し、負担感が増すだけに設備投資計画や住宅、自動車などの耐久財購入に影響を及ぼすだろう。景気回復に伴う金利上昇ならば借り手の返済能力も同時に高まっているだろうが、インフレ懸念による場合には負担感のみ増す可能性がある。

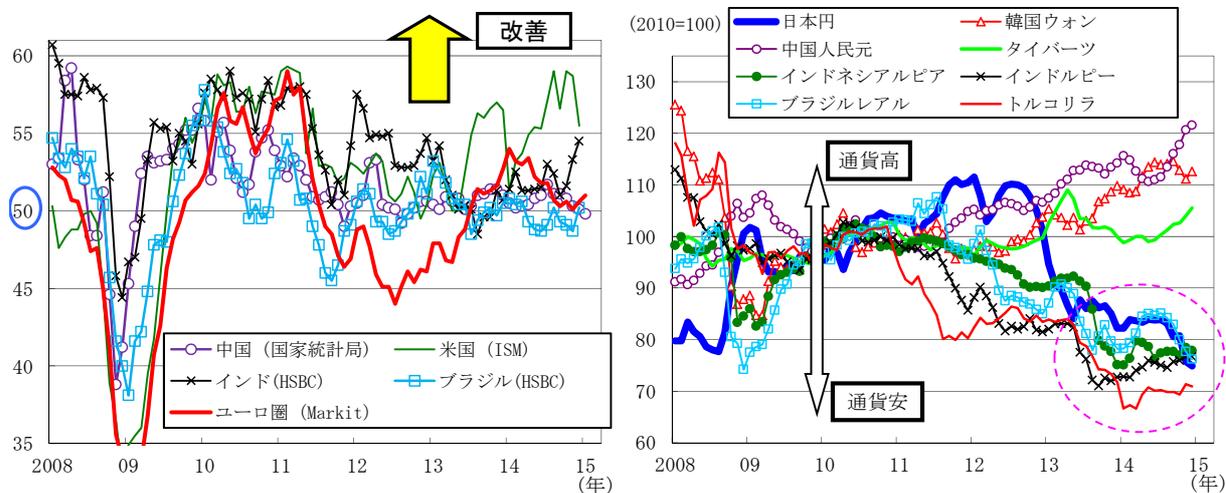
2013年に発生したQE3縮小騒ぎを契機に利上げを余儀なくされた一部の新興国では、利上げや通貨安による輸入インフレによって企業投資や消費が鈍り、経済成長率の下方修正が既に現実のものになった。また、2014年Q4以降、多くの先進国が一段の金融緩和を実施する一方、新興国では、直面するインフレ状況に応じて利下げに踏み切る国（インド）があれば、ブラジルやインドネシアのようにインフレ抑制を重視して利上げを実施する国など対応が分かれている。

予測期間の前半に想定される米国の政策金利引き上げ、そして粛々とした出口戦略の実行によって、新興国経済は影響を受けることになろう。BISが2014年12月に公表した報告書のなかでも、“米ドルの上昇が続けば世界経済、特に新興国経済に大きな影響を与える可能性がある”と指摘している<sup>20</sup>。Fedの低金利政策を背景に新興国の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、Fedの政策変更で金利上昇と米ドル高が生じれば、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てしまう、いわゆる通貨のミスマッチ問題が生じる。さらに、原油をはじめとする一次産品などのコモディティ価格が大幅に下がっているために、そ

<sup>20</sup> [https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt1412.pdf](https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1412.pdf)

これらの輸出に依存していた国ほど米ドルの獲得額が目減りし債務返済にも窮することになるだろう。

図表 1-1-8 各国の製造業景況感（左）、新興国の名目実効為替レート（右）



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

### 中国の先行きに対する見方

2014年の中国の実質GDP成長率は前年比7.4%となり、3年連続で8%割れとなった。また、2013年(7.7%)は政府目標の7.5%をとりあえず上回ったのに対して、2014年は目標(7.5%前後)に達することができず、1998年以來の事態となった。だが、四半期ごとのGDP成長率の経過(Q1:7.4%、Q2:7.5%、Q3:7.3%)や目標クリアを必ずしも絶対視しない中国政府の姿勢もあって、未達自体は市場のサプライズではなかった。

中長期的には、これまでの高成長からどの程度のスピード(巡航速度)に落ち着くか、安定成長にうまくシフトできるかが問題である。中国政府は2020年までに実質GDPを2010年比で2倍にするという目標を掲げたが、達成するためには計算上、残りの期間2015~2020年にかけて年平均6.6%成長が必要になる。同時に、都市部・農村部住民の1人当たりの所得も2倍にするという目標を掲げたが、人口が増加していく点を踏まえると、1人当たりで目標を達成するには7.0%成長が必要である。

過去の実績1985~94年の平均成長率10.4%、1995~2004年の平均成長率9.1%、2005~14年の平均成長率10.0%と比べると7%前後の成長は難しくないようにも見える。だが、設備過剰感の強いセクターや企業の固定資産投資の減速や、深刻化する大気汚染や交通渋滞など環境・社会問題に配慮した規制強化に伴う個人消費の抑制の動きを踏まえると、短期的な成長率予想は2015年7.0%、2016年6.8%と鈍化しよう<sup>21</sup>。また、中長期的にみても、中国の産業構造のサービス化が進展していくとみられることから、これまでの先進国の経験に基づくと、経済

<sup>21</sup> IMFの2015年1月の見直し改訂では、中国の成長率予想は2015年が6.8%、2016年が6.3%と、一段と厳しい見方を示している。

の成熟化によって経済成長率は低下トレンドを辿ろう。従って、投資や輸出に過度に依存した従来の成長パターンから、輸出の高付加価値化と個人消費主導の成長へとシフトしつつ、かつ経済全体（量）と1人当たり（質）の所得の拡大を同時に求めることは容易ではない。

中国は様々な不均衡を抱えているが、その課題の一つが貧富の格差解消であり、都市と農村の格差縮小と置き換えることができよう。国家統計局が発表する数字によると、都市と農村の格差は2007～09年の約3.3倍から、都市最低賃金の大幅な引き上げで2014年には3倍を下回る水準まで縮小している。また、所得分配の不平等度を示すジニ係数も2008年をピークに極僅かとはいえ、6年連続で低下しているという。但し、国際的にみれば高い水準であり、改善しているというには程遠い変化といえる。

中国の生産年齢人口（16～59歳）は2014年末で前年から約370万人減と3年連続で減少しており、後述する若年層の比率の低さから減少トレンドが続くとみられる。1979年から導入されている一人っ子政策が漸く緩和されつつあるが、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。つまり、緩和によって出生数がある程度増えるとしても、労働年齢人口にカウントされるのは15年先であり、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。

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。

当然ながら、中国企業だけでなく、中国に既に進出している海外企業も、中国の賃金コスト上昇や成長鈍化に直面しており、変化が必要になろう。ただ、新規の投資案件については慎重なスタンスになっている面もあり、実際、海外から中国への直接投資額は2013年の前年比5.2%増から2014年は1.6%増に鈍化した。さらに、大気汚染や地下水汚染など深刻化する環境破壊への対応も国民生活向上（質の改善）にとって重要な問題になりつつあるが、環境規制強化は経済成長を犠牲にする側面も持っている。従って、省エネとともに環境保護に取り組むための技術革新が必要になるだろう。

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<sup>22</sup>。中国に対する慎重な見通しがい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。

<sup>22</sup> 世界銀行・中国国務院開発研究センター「China 2030: Building a Modern, Harmonious, and Creative High-Income Society」(2012年) 参照。

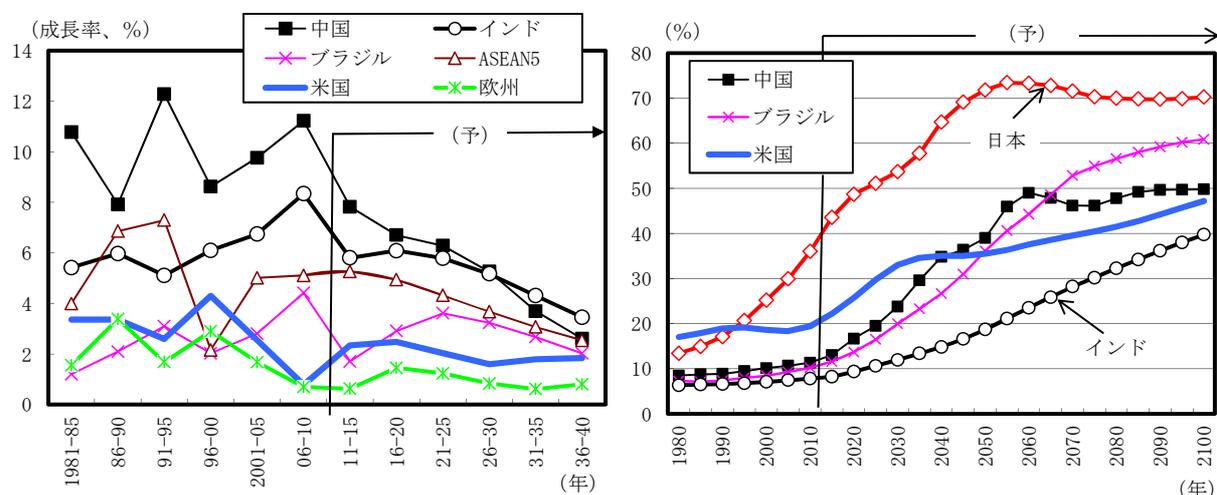
## ⑤ 世界経済の長期的な停滞の可能性

### 世界の人口動態

より世界全体を長期的に俯瞰した場合、成長のカギを握るポイントは人口動態であり、若年層がどのような形で経済にコミットしていくかが重要であろう。単に若年層の人口が増えても、十分な教育を受ける機会がなかったり、働く場が整っていなければ、経済成長に寄与することは難しく、逆に社会不安を助長する恐れが出てこよう。

国連人口基金がまとめた世界人口白書によると<sup>23</sup>、現在、世界の10～24歳の若年層は18億人弱と全人口72.4億人の25%を占めており、しかも若年層の約9割が開発途上国に住んでいる。なかでもインドは、人口自体は中国よりも少ないが、若年層の数は3億5,530万人と最も多く、インド全体の約3割を占めている。続いて、中国が2億7,860万人（比率20%）、インドネシア6,610万人（26%）、米国6,540万人（20%）、パキスタン5,860万人（32%）、ナイジェリア5,550万人（31%）、ブラジル5,090万人（25%）となっている。このように途上国が並ぶなか、人口が増え続ける先進国米国が例外的にランクインしている点や、中国の若年層の人口比率が20%と相対的に低い点などが特徴としていえる。ちなみに、日本の若年層は1,790万人と一定の規模があるものの、少子高齢化が進んでいるために比率は14%にすぎず、スペインやスロベニアと並んで世界で最も低い。

図表 1-1-9 世界経済の長期的な姿 ～ 成長率（左）、高齢者人口／生産年齢人口（右）



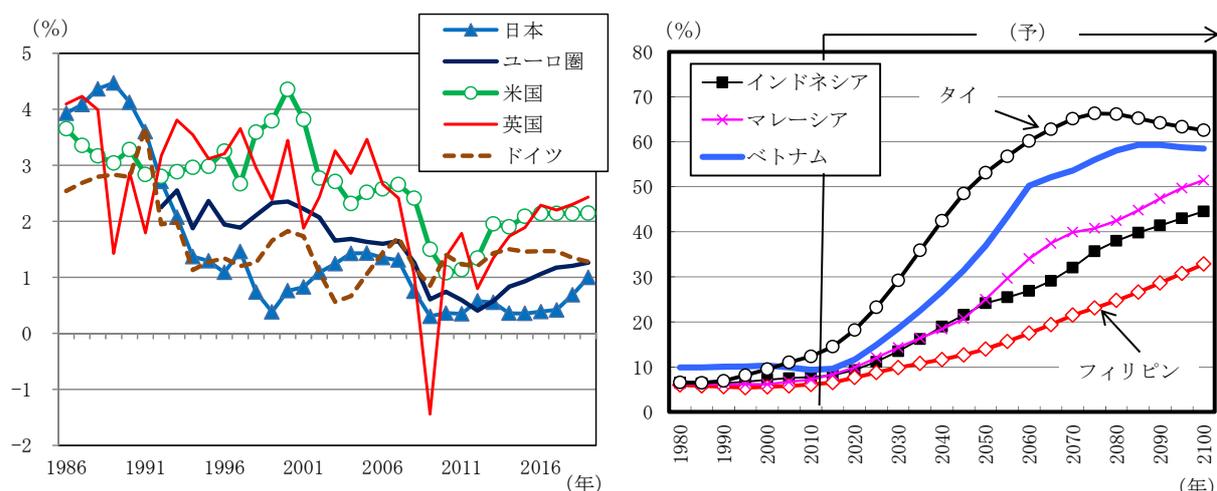
(注) 左図は大和総研「超高齢日本の30年展望」(2013年5月)を改訂。いずれも期間平均値。ASEAN5はASEAN原加盟国、欧州はイギリスを含む。推計人口は中位推計。高齢者人口:65歳以上、生産年齢人口:15～64歳。  
(出所) 国連資料などより大和総研作成

<sup>23</sup> <http://www.unfpa.org/swop> 最新版は、2014年11月に公表された「State of World Population 2014」である。

## 潜在成長率の下方修正

IMF は、先進各国に続いて 2015 年 1 月のアップデートでは新興国・途上国の潜在成長率の下方修正にも言及している。特に、原油など一次産品の輸出比率が高い国々は、2014 年後半からの原油をはじめとする商品価格の下落によって成長パターンが崩れ、中期的に成長が押し下げられてしまう懸念を示した。これらの国々に比べると、国内の工業化が進んでいる ASEAN 各国が受ける打撃は小さいと考えられる。一方で、長期的には ASEAN 各国は高齢化の影響が成長の重しになる可能性がある。高齢者人口を生産年齢人口で割った比率をみると、フィリピンやインドネシアなどは、インド並みあるいはインド以上の若い人口構造を想定され、人口増加要因が経済成長に大きく寄与すると期待される。逆に、タイやベトナムは、中国並みあるいは中国以上のペースで高齢化が進んで、社会保障を含めた負担増が成長を抑制する恐れがある。同じ ASEAN 域内でも、今後予想される人口構造はかなり異なるといえるだろう。

図表 1-1-10 先進国の潜在成長率（左）、ASEAN：高齢者人口／生産年齢人口（右）



(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) IMF 「World Economic Outlook, 2014 Oct.」、国連資料より大和総研作成

## 停滞を醸成する背景

本来、潜在成長率（潜在 GDP）が下方修正されればその分だけ GDP ギャップは縮小しやすくなり、インフレ圧力が高まる可能性があるだろう。しかしながら、実際には先進国における低インフレは共通の事象になりつつある。一つの説明としては、潜在成長率も下がったが、実際の経済成長が脆弱なままであるためにギャップが明確には縮小していないことがあろう<sup>24</sup>。

2014 年 12 月に ILO が公表した世界賃金報告でも、賃金上昇率は世界的に停滞し、金融危機前の伸び率を下回っていると指摘されている。特に先進国では、労働生産性の伸びが賃金上昇率を上回る傾向が続いており、労働分配率の低下がみられるという。

<sup>24</sup> 但し、これは短期的な現象を説明しているにすぎず、長期的には、むしろ潜在成長率の構造的な低下によってデフレが発生すると理論的に説明される。詳細は、「2 章 (3) デフレの原因とその処方箋」を参照。

賃金の伸び悩みを示す事象として、格差の拡大、あるいは格差の縮小が進んでいないことが考えられるのではないだろうか。格差を富の偏在と捉えれば、ストックの資産を持っている少数の人々は、過度な金融緩和によって生じた資産価格上昇の恩恵を享受して豊かになれる。だが、より多くの持たざる者は資産価格の上昇とは無縁であり、ストックの資産に比べてフローの所得増加が伸び悩み（賃金が伸び悩み）と、より多くの方は豊かさを実感できないままであろう。むしろ、資産価格が上昇してしまったために資産を買うことができず、両者の格差は拡大する可能性がある。また、高齢化が進んでいる先進国では若年層は仕事がないと同時に、高齢者を支える役割を担わなければならないが、その解決の道程は難しい。

### 日本の 1990 年バブルと欧米の 2000 年代バブルの比較

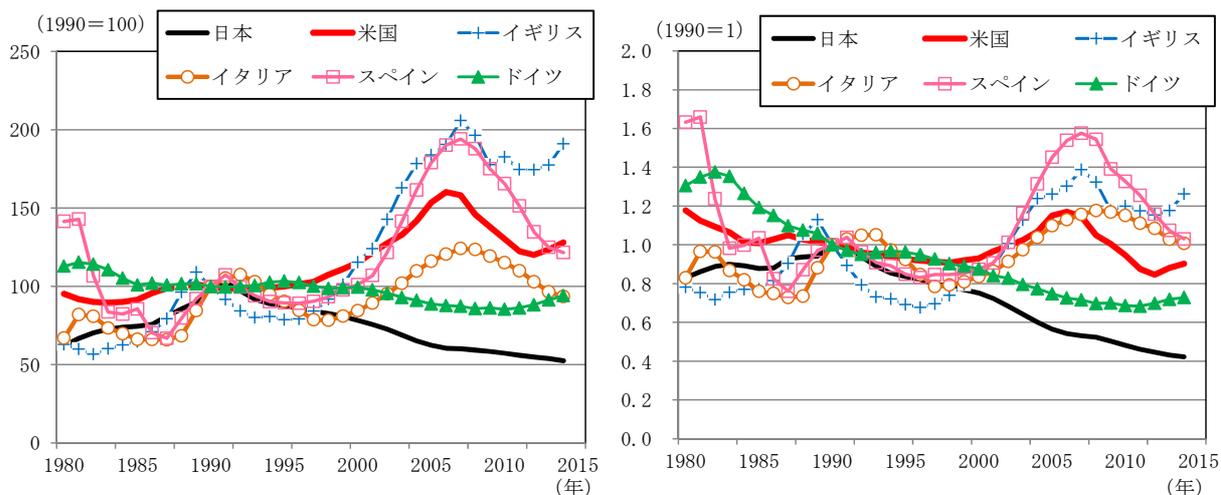
日本の住宅価格はバブル崩壊から 20 年以上経過したにもかかわらず、明確な反転の兆しはみられず、直近の価格は 1991 年のピーク時の約半値になっている。一方、米国の住宅価格は、2006 年末から 2007 年初めにピークを付けてから 5 年以上にわたって下落し続けたが、2012 年半ばに底を打ってから上昇に転じて、ボトム比で約 1 割値上がりしている。米国の場合、約 5 年間で 2~3 割も下落するというハイスピードな調整だったのに対して、日本の場合は米国と同程度値下がりするのに 9~10 年と米国の約 2 倍の期間を要したことになる。つまり、米国では、短期間に大幅に値下がりすることで住宅市場が調整されたのに対して、日本では、当初の調整の痛みは小さかったものの、下落が長期間継続し累積された結果、日米では大きく異なる姿になったといえよう。

確かに、日本と米国では人口増加ペースが異なるために単純に価格の推移を比較することはできないだろう。ただ、Fed がリーマン・ショック後の金融政策として、バブル崩壊後の日銀の政策対応を分析し教訓とした点は広く知られていることであり、その結果として米国では住宅価格の調整が短期間で済んだならば興味深いといえよう。

では、欧州各国の住宅価格の推移をみると、多くの国が米国同様に 1990 年代後半から 2000 年代に前半にかけて価格が上昇し、米国からやや遅れるタイミングでピークを迎えて調整局面に入っている。なかでも、スペインの変動幅は大きく、10 年間で名目は 3 倍以上、実質で 2 倍に上昇した後、約 6 年間で 3 割以上も下がっている。米国以上のバブル形成とその崩壊を経験したことになり、実体経済に大きなマイナスを及ぼしている可能性が高い。

対照的に、現在ユーロ圏のなかの勝ち組であるドイツでは、住宅価格はほとんど変わらず、むしろ 2010 年代に入ってから上昇し始めている。また、イギリスはスペイン並みに価格が上昇したものの、その後の調整は軽微で直近では再び上昇している。相対的に堅調な景気に加えて、移民の流入などの人口増加、そして BOE の低金利政策と政府による住宅取得奨励策など様々な要因が、イギリスの住宅市場を下支えた可能性がある。しかし、対可処分所得比でみるとやや高く、住宅市況に過熱感がみられるのも事実である。

図表 1-1-11 先進国の実質住宅価格（左）、住宅価格／可処分所得（右）



(注) 2014 年は Q1-Q3 の値で計算。

(出所) 米ダラス連銀資料より大和総研作成

### バブル崩壊を経験して成長パターンに変化はあるか？

過去の景気回復局面に比べると、リーマン・ショック以降の米国の個人消費の勢いは過去の半分程度にすぎず、5年が経過していても、過去との乖離幅はあまり縮小していない。人口が増えている点を考慮すると、一人当たりでは一段と緩やかな伸びにとどまる計算になろう。

実質世帯所得（中央値）が増えていないなかでは、バブル期にみられた、なんでもどんどん買うという消費パターンに戻ることは困難であり、しかも、全員が恩恵を享受したバブル期に比べると、株高や地域限定の不動産価格上昇といった偏った資産保有者、そして業績好調な企業・業界で働いているフルタイム労働者などを除くと、消費者全体の支出行動は慎重になっているといえよう。ただ、所得階層別の消費者マインドには乖離が生じており、所得の多い層ほどマインドが明るくなっている。

アメリカ人が何でも支出を抑制しているわけではない。例えば、個人消費の代表例である新車販売台数は 2014 年に 1640 万台と、いち早くリーマン・ショック以前の水準まで回復し、むしろ飽和状態に入りつつある。これに対して、バブルの元凶であった住宅市場の回復力は、低金利という追い風が吹いているにもかかわらず緩慢であり、V字回復には至っていない。

自動車と住宅に差が出ている背景には、当然ながら消費者のニーズの違いもあるだろう。自動車の場合、ローン金額が小さく借入期間が短いことから、貸す側の自動車ローンに対する融資態度は、住宅向けに比べると早くから緩和的であったとみられる。ただ、消費者の自動車に対する支出比率はリーマン・ショック前の水準を下回っており、価格上昇によって相応のガソリン代を払わなければなかった点を鑑みると、自動車の価格が抑制されていたことが、販売台数の押し上げに寄与したと考えられる<sup>25</sup>。

<sup>25</sup> 足元では、原油価格の急落に伴ってガソリン小売価格も大幅に下がっており、2015年1月には2ドル/ガロン台と2009年5月以来の安値になっている。販売台数をサポートすると期待される一方、より燃費が悪く単

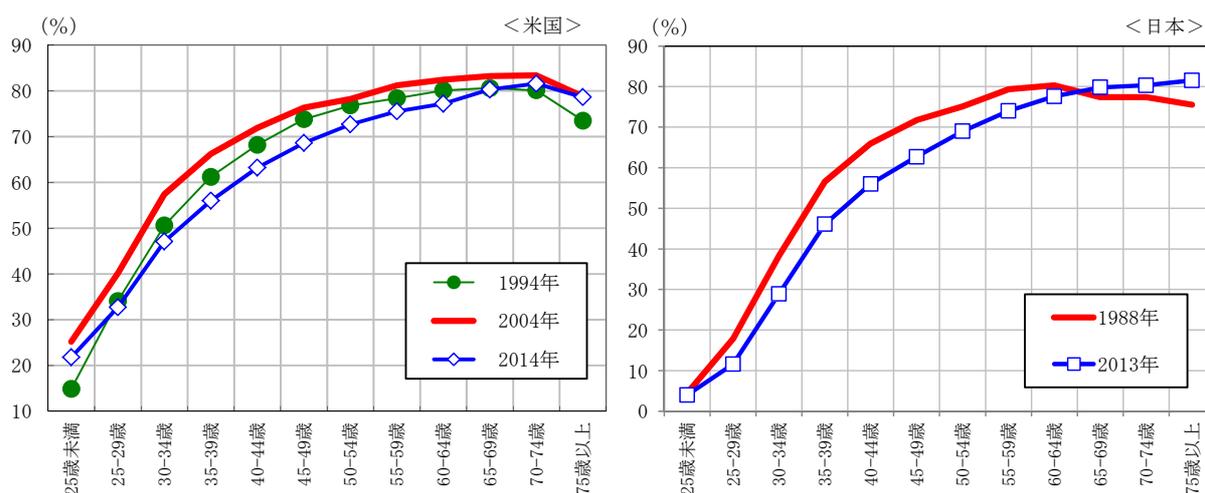
住宅市場では、まず新築よりも割安な中古住宅販売で動きがみられ、持家保有比率の低下傾向から、一戸建てよりも賃貸向けのニーズがある集合住宅の着工が堅調である。また、新築住宅市場では、高額物件で成約がみられる一方、中低所得者層の動きの鈍さが全体の伸び悩みにつながっている。実需というよりも海外資金を含めた投機目的の購入、あるいは株価上昇の恩恵を享受した富裕層による購入を反映している可能性がある。だが、このような形の価格上昇は実需の拡大には障害になってしまう<sup>26</sup>。

### 日米でみられる持家離れ

前述したように、日米の住宅バブル崩壊後の住宅価格の推移をみると、日米で大きな違いがみられた。だが、バブル崩壊以降、多くの年齢層で持家保有比率が低下しているのは日米共通の現象である。

日米の人口構造の違いを考えると、表面的な共通要因はないように思われる。しかし、少子化が進んでいる日本の場合、将来、親の家を相続する、あるいは二世帯住宅という選択肢はあろうから、持家取得のニーズが低下する余地はあるだろう。一方、米国は人口・世帯数が増えている世界ではあるが、若年層の相対的に高い失業率にみられるように、若年層ほど景気悪化のダメージを受けやすかったとみられる。学生ローンの延滞率が高止まりしている点も将来設計を狂わせている可能性があり、スタートでの躓きはその後の格差解消を妨げる要因になる恐れがある。

図表 1-1-12 日米の持家保有比率の変化



(出所) Census、総務省、Haver Analytics 資料より大和総研作成

価の高い大型車に消費者の需要がシフトする可能性がある。

<sup>26</sup> 住宅ローン金利の水準自体は歴史的に低いものの、同じ年限の国債利回りほどは下がっておらず、国債利回りとのスプレッドは2013年12月以降拡大している。2015年に入ってから、住宅ローン金利の低下幅がやや拡大すると、低迷していた住宅ローンの借り換え申請件数が大きく増えた(過去と比較すると、決して高い水準ではないが)。漸く金利低下が購入者の行動を促しているともいえるが、過去にも一時的な反応で終わったケースもあり、慎重に見極める必要があるだろう。

## (2) 原油価格の下落が世界経済に及ぼす影響

### ① これまでの原油価格の変化と 2014 年度後半からの急落の背景

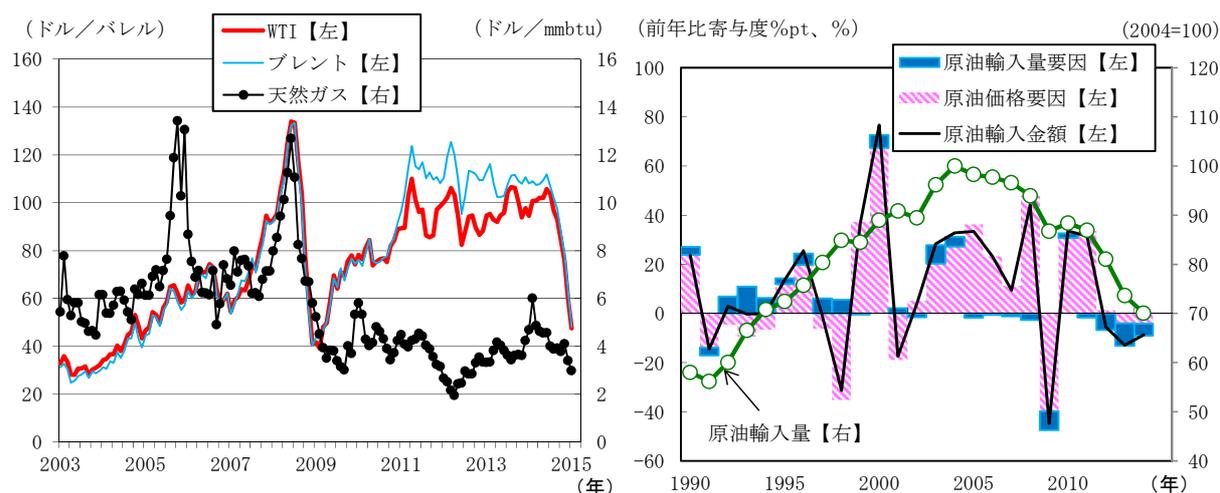
#### 米国のエネルギー輸入の減少

世界全体のなかで相対的に経済が好調な米国（かつ最大の輸入国だった米国）がエネルギーの輸入量を減らしてきたことは、世界の原油需給のアンバランスにつながろう。米国のエネルギー効率が改善してきた側面はあるが、米国の消費量が劇的に減っているわけではない。これまでのエネルギーの輸入から国内調達にシフトした分だけ、世界の原油貿易市場における輸入需要が減少し、価格押し下げ圧力が高まることになる。

米国の原油輸入量は 2004 年をピークにして減少し続けており、2013 年はピークの約 7 割にまで減っている。2014 年は 11 月までの実績から前年比で 5% 減になると見込まれ、もしそうなれば約 20 年ぶりの低水準になろう。特に、2012 年から 3 年連続で輸入金額が減少しているが、要因分解すると輸入金額の減少分の約 8 割は輸入量の減少で説明できる。

このように、最大の輸入国であった米国が過去 10 年間にわたって輸入量を減らしているなかで、国際的な原油価格（WTI、ドル/バレル）は上昇し続けてきた。特に、リーマン・ショック直前の 2008 年には、前年のほぼ倍増というペースで急騰した。その後リーマン・ショックによる世界同時不況に陥った 2009 年には、一気に 30 ドル台まで急落したものの、2010 年に入る頃には 80 ドル台まで回復し、その後は、2014 年 10 月まで概ね 80～100 ドル台という、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わけである。

図表 1-2-1 エネルギー価格の推移（左）、米国の原油輸入（右）



(注) 2014 年分は 11 月まで累計を年率換算。

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

## 中国など新興国の旺盛な需要

では、米国が輸入を減らしていくなかで、高値を維持してきたのはなぜか。単純には、地政学的なリスク、(突発的な自然災害に伴う)日本の大幅輸入増、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になったと考えられる。確かに、新興国経済はリーマン・ショックの打撃が小さかった分、回復力は先進国よりも早く、相対的に高い成長率を維持した。

なかでも、中国の旺盛なエネルギー需要が原油価格を趨勢的に押し上げてきた要因の一つと考えられるが、前述したように、中国の経済成長率が徐々に鈍化していくとみられるなか、エネルギー需要の伸びもペースダウンしていくと予想される。

ただ、中国の成長率だけで捉えると既に 2011 年から鈍化しており、原油価格 (WTI) が高止まりしていた点とは必ずしも整合的ではない。カナダ中央銀行が指摘する、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石油需要は高まってきた点も考慮すべきだろう<sup>27</sup>。例えば、中国の都市化率 (都市人口比率) は 2000 年の 30% 台半ばから 2014 年の 55% に高まってきたが、アメリカやカナダ、日本や韓国の 80% 以上に比べると、中国の都市化が一段と進む余地があろう。中国やインドの中間層の拡大も相俟って、この先も新興国が世界の原油需要を押し上げると予想する。

## 2014 年 10 月からの急落の背景

エネルギーの需要先として期待された新興国の経済鈍化の話は、いまに始まったことではない。また、2014 年 10 月に発表された IMF の世界経済見通しの下方修正は世界の金融市場にショックを与え、株価調整の要因となり、また原油価格が 90 ドルを割り込んだ一因ともいえるだろう。ただ、NY の株価が 10 月末には最高値を更新するなど、再び上昇トレンドに戻ったのに対して、原油価格は 11 月に 70 ドル台、12 月には 50 ドル台、年明けには 50 ドル割れと下落傾向になかなか歯止めがかからず、約 3 ヶ月間で半値になってしまった。

このような原油価格の大幅な下落、しかも短期間で下落した背景には、様々な要因が複合的に作用したとみられるが、原油安の最も基本的な点として、需給のアンバランスがあるだろう。ただ、2008 年のリーマン・ショックのような突発的な事象をきっかけに需給ギャップが急に広がった (そして価格が急落した) というよりも、需要・供給それぞれの要因が蓄積してギャップが拡大してきたとみられる。

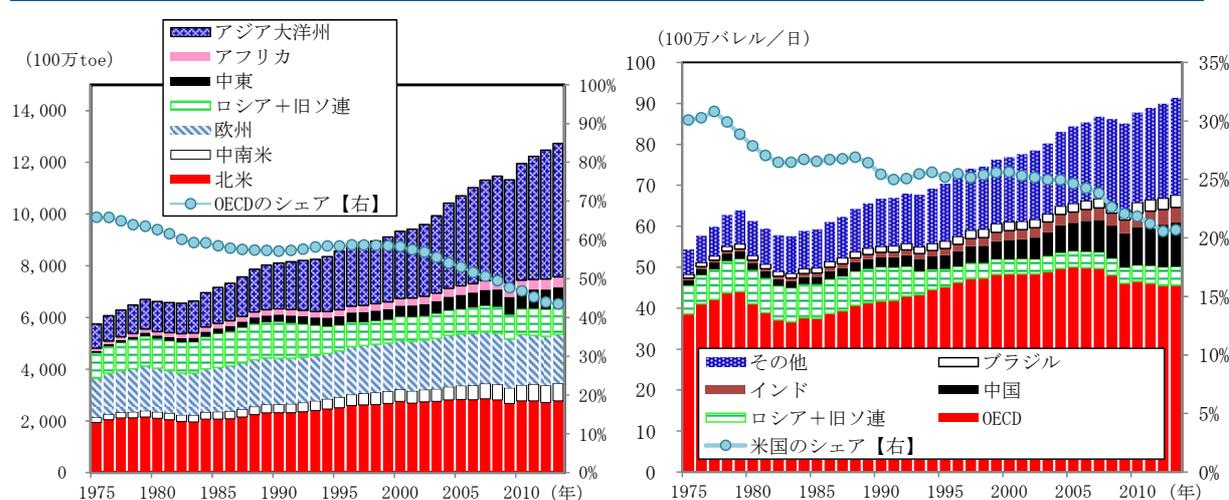
まず、需要サイドをみると、ユーロ圏経済の停滞や中国をはじめとする新興国経済の減速などが挙げられる。一方、供給サイドでは、地政学的リスクの低下からリビアやイラクの原油生産に対する懸念が遠のき、米国のシェールオイルの増産が継続していることから、供給過剰感が強まっていた。原油価格がレンジの下限まで弱含んでいたところに、11 月の OPEC 総会で減産

<sup>27</sup> Bank of Canada, “Drilling Down-Understanding Oil Prices and Their Economic Impact”, 2015 January

ではなく、生産枠の現状維持が決まった。市場では、供給過剰感を解消する対応が期待されていた面があったために、価格の下落に拍車をかけることになった。また、先進国間の金融政策の方向感の違いなどを材料に、2014年央から米ドル高が加速していたことも、原油安をサポートしたとみられる。

このように、供給サイドの要因が価格下落により大きく作用したといえる。IMFの分析でも<sup>28</sup>、原油安のうち需要減少による部分は全体の20～35%であり、供給サイドの要因が65～80%を占めるといえる。

図表 1-2-2 世界の一次エネルギー消費量（左）、世界の石油消費（右）



(出所) BP「Statistical Review of World Energy June 2014」資料より大和総研作成

## ② 原油価格下落の恩恵を受ける国と受けない国

原油をはじめとする資源価格の下落の影響は、資源の分布が偏在しているために、国・地域によって大きく異なるとみられる。IMFは、世界全体でみた場合、原油安が2015年のGDPを押し上げる効果は0.3～0.7%、2016年は0.4～0.8%になると試算している。ここでは、原油の消費国（輸入国）、生産国（輸出国）に分けて、それぞれが受けるであろう影響をみていきたい。

### 消費国（輸入国）

原油をはじめとするエネルギー資源を海外からの輸入に依存している国（エネルギー消費国）にとって、足元の原油価格の急落は経済全体にプラスの効果をもたらすと考えられる。つまり、これまで原油高で潤っていた輸出国から、高コストを負担していた輸入国に所得が移転する格好になる。

特に日本の場合、東日本大震災発生以降、原発再稼働の目途が立たないなかで、原油や天然

<sup>28</sup> IMF, “Seven Questions About The Recent Oil Price Slump”, 2014 December

ガス、石炭などエネルギー資源の輸入量は増え、輸入金額の大幅な増加は貿易赤字の拡大要因になっている。国内でエネルギーを消費する企業や家計にとっては大きな負担だったわけであり、原油価格の下落はポジティブに捉えられよう。つまり、原油安が原材料などのコストを低下させて、企業収益の改善につながる。その果実が社員の給与アップや株主への配当増加に結び付けば、消費拡大につながる可能性がある。また、企業によっては、エネルギーコストの低下を受けて生産活動を活発にするかもしれない。

だが、個々の企業や業種によって原油安の効果は異なるとみられる。例えば、海外での資源開発に積極的だった企業は原油安で採算性が悪化し、損失計上を余儀なくされるケースも出てこよう。また、再生エネルギー関連のように、原油高を前提にしていたビジネスの場合、積極的に推進するインセンティブが減退し方針転換を迫られるかもしれない。

### 資源国・生産国（輸出国）

具体的には、OPEC（Organization of the Petroleum Exporting Countries）、文字通り石油輸出国機構や、非 OPEC の産油国としてロシアやカナダ、メキシコ、ノルウェー、ブラジル、またその他の資源国としてオーストラリアなどが該当しよう。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。雇用環境の悪化は地域経済にも影を落とすことになる。

また、後述する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る。原油価格の下落によって歳入が大幅に減少し、緊縮予算を組まなければならないだろう。主要な産油国ではないものの、オーストラリアは輸出品である鉄鉱石や石炭、小麦などの資源価格の低迷や輸出相手先の景気減速を受けて税収が落ち込んだために、財政赤字が膨らみ、歳出の伸びを抑制した予算を組むことになった。

ロシアのルーブルやノルウェークローネのように大幅な通貨安に見舞われると、インフレ圧力が高まる。ロシア中央銀行は、通貨防衛のために大幅に政策金利を引き上げなければならなかった。しかし、同じように原油安が景気に悪影響を及ぼすと懸念されたカナダの場合、中央銀行は景気テコ入れやインフレ鈍化のリスクに対応するために、逆に利下げを実施した。

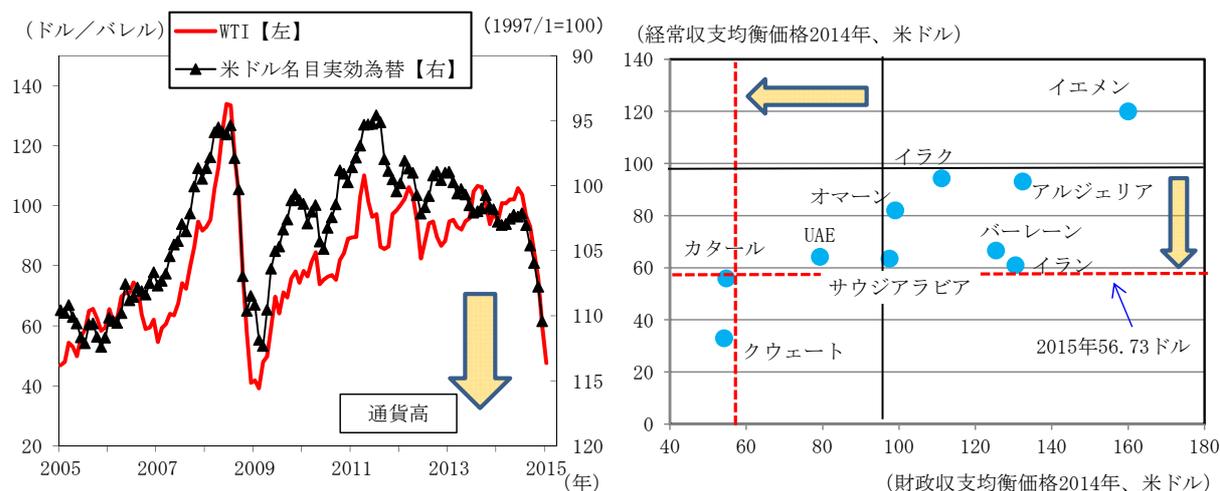
### 中東産油国は双子の赤字へ

中東の産油国は歳入の多くを原油に依存していることから、原油価格の下落は直接的に財政収支の悪化を招くことになる。IMF によると、財政収支（2014 年時点見込み）が均衡するために必要な価格はイランやバーレーン、アルジェリアが約 125～130 ドル、イラクが約 110 ドル、サウジアラビアやオマーンが 100 ドル弱、UAE が 80 ドル弱と現在の市場価格を大きく上回っており、財政赤字の状態に陥っているとみられる。クウェートやカタールが相対的に低いものの、

それでも 55 ドル弱と、黒字を確保することは難しいだろう。多くの国は過去の黒字分のバッファがあるだろうから、一部の先進国のように、歳出カットなどの赤字削減策に直ちに取り組む必要はないだろう。だが、現在の安値のままでは、ほとんどの国が経常収支も赤字という双子の赤字状態となる。主な産業が原油関連であるために、低価格が長期化すれば経済的に厳しい状況になろう。従って、一段と原油価格が値下がりすれば、OPEC の協調減産の可能性もやや高まるとみられる<sup>29</sup>。

産油国の累積黒字を元にしたファンドが、資金の出し手として多くの投資案件に関わってきたことから、仮に資金が産油国内に引き揚げられる事態になれば、世界金融市場にとって混乱の原因になりかねない。また、引き揚げというほど極端でなくても、新規投資にお金が集まりにくくなるとみられ、株式や不動産などリスク資産への資金流入が控えられた場合、世界経済や金融市場に及ぼす影響はネガティブなものになるだろう。

図表 1-2-3 原油価格と米ドル（左）、中東産油国の均衡原油価格（右）



(注) 実効為替レートは Broad. プレント、ドバイ、WTI の単純平均価格は 1 バレル当たり 2014 年 96.26 米ドル。IMF (World Economic Outlook UPDATE, 2015 Jan) は、2015 年 56.73 ドル、2016 年 63.88 ドルと仮定している。

(出所) FRB、EIA、IMF 資料より大和総研作成

### 消費国・生産国両方の側面を持つ米国

エネルギー消費国と生産国という性格を持つ米国の場合、影響は複雑である。一つには原油の純輸入国、つまり消費者という立場があり、米国にとってポジティブである。具体的には、消費者はエネルギー・ガスに支出する額が減り、所得の自由裁量性が高まることになる。つまり、イエレン議長が記者会見で指摘したように、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”である。

<sup>29</sup> 但し、OPEC が発表した 2015 年 1 月の石油市場月報によると、昨年 11 月の総会で決めた日量 3,000 万バレルの供給を維持する方針を崩していない。強気の背景には、2015 年 Q1 に需要がさらに落ち込んで原油の供給過剰感が高まるものの、年後半には OPEC 産原油に対する需要が回復して供給過剰が解消すると予測していることがあるのだろう。

一方、米国の企業活動という点では、エネルギー業界全体の収益環境は売上が伸び悩むことからマイナスになると考えられる。ただ、シェール関連の個別企業でみると、それぞれの事情があろう。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こよう。採掘活動が鈍り、国内の新規開発計画が減額・中止になれば、設備投資の減少にもつながる。また、資源開発抑制の傾向が米国だけにとどまらず新興国にも広がると、建機メーカーや掘削用資材を生産している企業に打撃となる。逆に、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は増益要因になる。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。

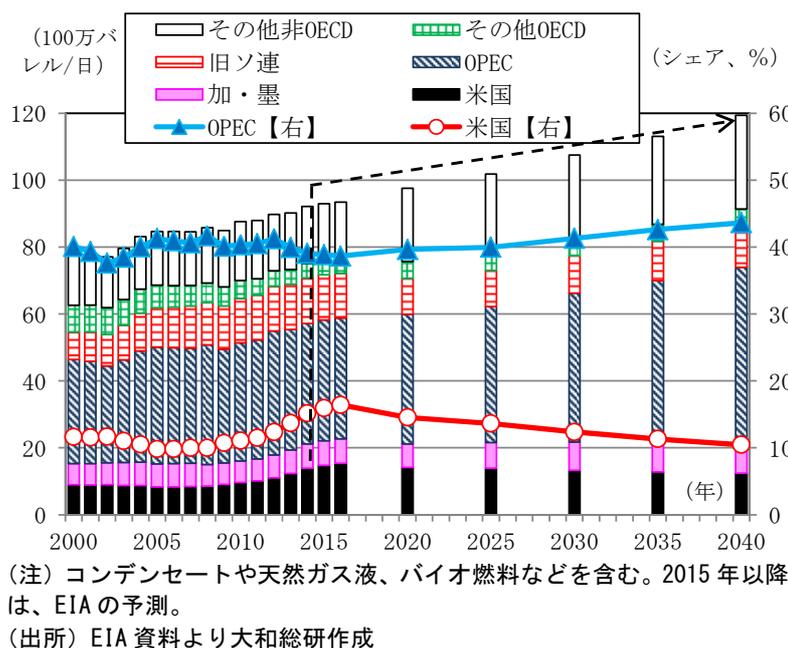
### ③ 今後の原油価格の見通し

#### 一定の価格支配力を持つ OPEC

今後の世界の原油生産の行方を考えると、確かに、短期的には米国の原油生産量が大きく増えるとみられるが（EIA の 1 月の短期見通し）、中長期的には米国内の原油生産は頭打ちになると予想される。これは、EIA の長期見通しだけでなく、IEA が 2014 年 11 月に発表した World Energy Outlook でも、米国の増産余地が縮減していく姿を予想している。さらに、2040 年までの長期間を見通すと、増産余地のある地域はブラジルと中東であり、7 割近くを占める後者がメインといえよう。足元では、OPEC のシェアは 4 割を若干下回っている程度とピーク時から 10%pt も低くなっているが、2020 年以降は再び存在感が増して、2040 年にはシェアが 44%まで高まると EIA は予想している。

需要サイドをみると、OECD はほぼ横ばい、成長率が鈍化していく中国の需要増加ペースも徐々に頭打ちになる一方（エネルギー効率の高まりも寄与するだろう）、それ以外の地域、具体的にはインドや東南アジア、中東、アフリカや南米において、エネルギー需要が高まっていくと IEA は予想している。

図表 1-2-4 原油生産予測 (EIA)



### 米国の原油輸出の可能性

原油の生産・輸出国といえば OPEC であり、OPEC に加盟していない資源国としては、ロシアやカナダ、メキシコ、ノルウェー、ブラジルなどが挙げられる。この中に加わるかどうか議論されているのが米国であり、天然ガスに続いて、安全保障の観点から輸出が禁止されている原油に対する規制を見直そうとする動きがみられる。海外への輸出が本格化した場合、国内の需給がタイトになって価格上昇圧力につながる恐れもあり、反対する声も根強い。

もともと米国は、世界的にみれば主要な原油生産国の一つではあるが、国内消費量がそれを大幅に上回るために不足分を海外から輸入する構造になってきた。2000年代前半には約3分の2を海外に依存し、価格が高騰した2008年には輸入全体の2割、貿易赤字の半分をエネルギー関連が占めた。それがエネルギー効率の改善による消費量の伸び抑制（経済が拡大しているために消費量自体は増えているが、実質 GDP 成長率を下回る伸びにとどまっている）に加えて、シェール革命による国内のエネルギー調達の増加と多角化のために、輸入量は2004年をピークに減少している。

一方、エネルギー製品の輸出はほぼ横ばいの状態であったが、2000年代後半に入ると価格上昇に合わせて輸出金額は増加し、2011年には1,100億ドル超と、10年前の約10倍に膨らんだ（この間に原油価格は約5倍にアップしたので、輸出量は2倍になった）。その後、価格が概ね横ばいで推移するなか、輸出金額は一段と増えて2014年には1,500億ドルに達する見込みである（つまり輸出量は2011年から3割増となる）。

シェールガスについては、日本など FTA 非締結国向けの LNG 輸出計画が次々と承認されており、設備が整う2017～19年にかけて輸出が本格化するとみられる。一方、原油の輸出は安全保障の観点から長年規制されてきたが、国内の供給過剰（設備制約による面も）を背景に、シェ

ールオイルの輸出解禁を要望する声が出ている。商務省が輸出可能な石油製品の定義を見直したこともあり、期待が高まっている面もある<sup>30</sup>。ただ、国際的な原油価格の上昇に合わせて、原油の輸出解禁の議論が活発になってきたことから（国内で余剰になった原油を、高価格で国際市場において販売できれば高い収益が期待できる）、価格が急落している現状では、輸出の意欲・インセンティブがどれほどあるかは不透明といえよう。しかし、新たな需要先が見つからず、米国内市場が供給過剰で価格が低迷したままであれば、企業の投資意欲が減退し、生産が鈍化する可能性も出てこよう。また、前述した石油パイプライン建設計画に対して反対運動を展開する環境保護派は、当然ながら輸出解禁には反対の立場である。

### 輸出が解禁されると、価格は下がるのか上がるのか

コロンビア大学世界エネルギー政策センターの報告書によると<sup>31</sup>、輸出規制が緩和されれば米国企業は海外という新たな市場で競争することができ、企業活動が活発になるとみられる。そして生産量が増加し、ガソリン価格に低下余地が出てくるという。

これは、安価なガソリンの恩恵を享受できる消費者や、エネルギー消費量が多い企業にとってはポジティブな話である。また、長年のエネルギー輸入国から輸出国に転換することは（原油の性質の違いもあるので必ずしも輸入がゼロになることを意味しないが）、一段と貿易収支を改善させるだろう。しかし、米国内で安価な原油を利用してきた企業にとっては、もし輸出解禁で価格が上振れることになれば、マイナスに作用しよう。

<sup>30</sup> 但し、ホワイトハウスは2015年1月13日に原油輸出規制に変更なしという声明を発表した。

<sup>31</sup> <http://energypolicy.columbia.edu/on-the-record/navigating-us-oil-export-debate>

## 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（2015～2024 年度）の成長率を、年率平均で名目+1.2%、実質+1.0%と予測する。海外経済の緩やかな拡大を受けた輸出の伸びが、予測期間全般において持続的な成長を支えるだろう。
- ・ 特に予測期間の前半において原油価格の低下や円安・低金利などの好環境に支えられ、経済活動全般が底上げされる見込みである。

#### 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。短期金利はゼロに据え置かれ、量的な金融緩和も継続されると予測する。
- ・ しかし量的・質的金融緩和の技術的限界から、政策レジームの変更を余儀なくされるだろう。黒田日銀総裁と安倍政権の任期が満了する 2018 年頃が重要なターニングポイントになるとみている。

#### ③ 為替レートの見通し

- ・ 日米の金融政策の方向性の差異は当面、為替レートに円安圧力をもたらすだろう。
- ・ しかし 2018 年頃に米国の金融引締めは一服し、他方ではほぼ同時期に日本の金融緩和に技術的限界が見えてくる可能性が高い。こうした変化を受けて円安トレンドが終息することをメインシナリオとしている。

#### ④ デフレ脱却の可能性

- ・ アップサイドリスクとして、円安によりデフレ脱却の達成が見えてくる可能性がある。
- ・ 円安を継続することで円高期待を反転させつつ、水準としての円安をさらに進展させることで国際競争力を回復させ、同時に賃金上昇の慣性を取り戻すことで、「国際競争力悪化、賃金低下、円高」の悪循環を「国際競争力改善、賃金上昇、円安」の好循環に反転させる可能性に期待したい。

#### ⑤ 財政の見通し

- ・ 名目 GDP 比の基礎的収支赤字を 2015 年度までに 2010 年度に比べて半減する目標は射程圏内に入っているものの、2020 年度までに黒字化する目標は現行制度の下では達成できないだろう。公的債務残高は名目 GDP 比で一貫して上昇し続ける見通しである。
- ・ 財政再建とデフレ脱却は両立不可能な対立概念ではなく、同時並行で達成しなければならない最重要課題である。増税と歳出削減で基礎的収支赤字の水準を改善しつつ、歳出の構造的な増加を防ぐ努力を進めることが必要不可欠である。

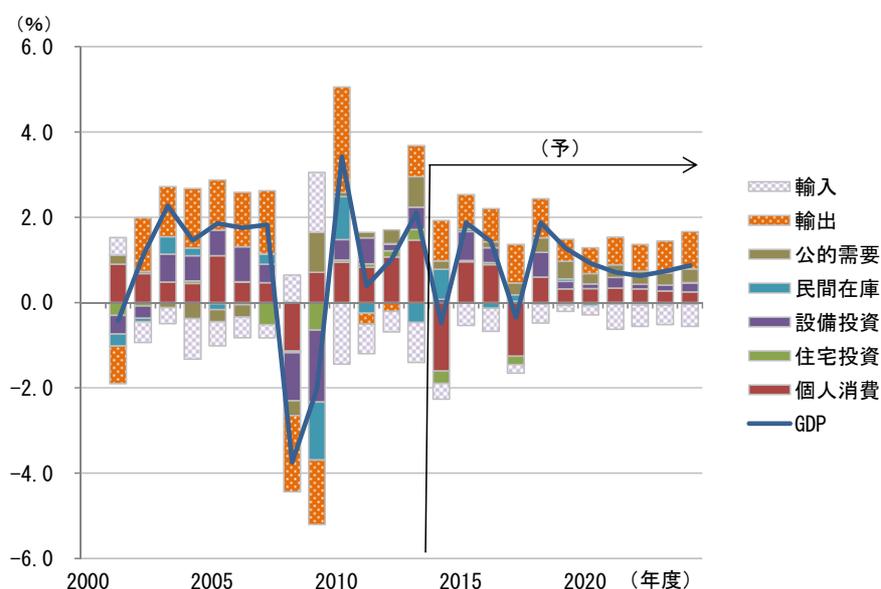
## (1) 日本経済見通しの概要<sup>32</sup>

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

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

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

図表 2-1 実質成長率の見通し



(出所) 内閣府、大和総研

<sup>32</sup> 詳細は第6節「日本経済見通しの詳細」参照。

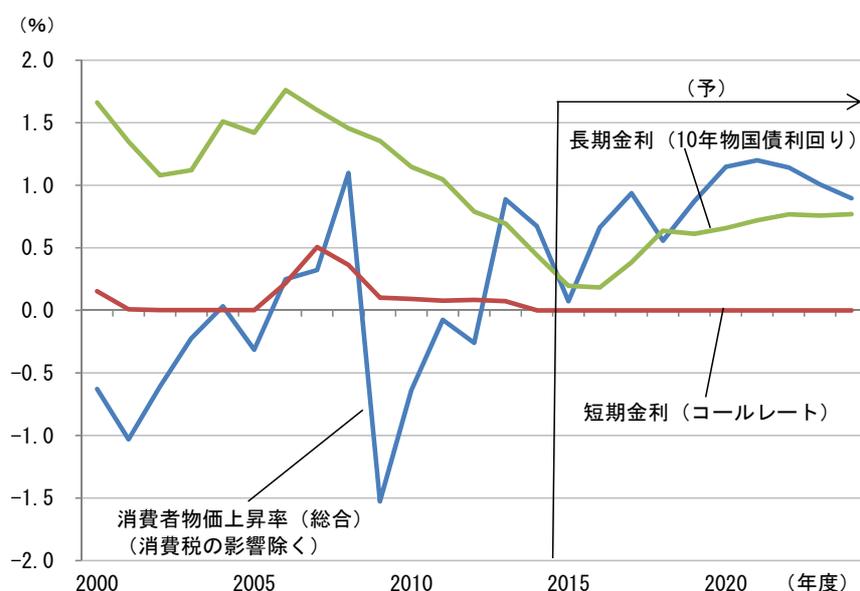
### 金融政策・為替レート見通しの概要<sup>33</sup>

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

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

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

図表 2-2 物価と金利の見通し



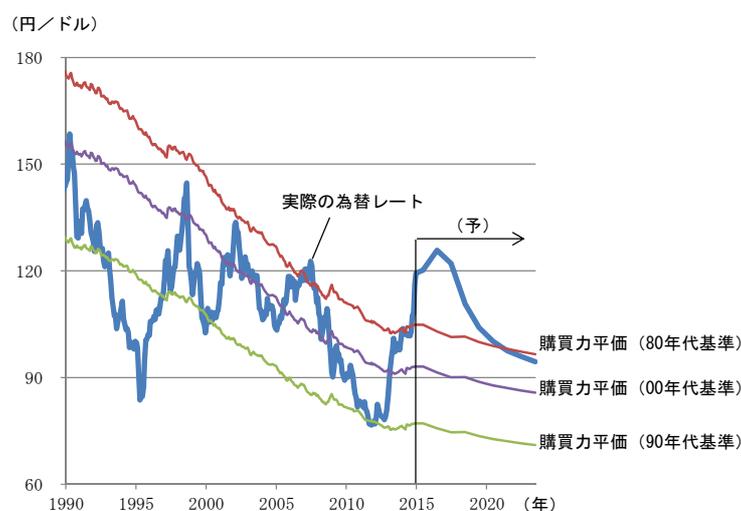
(出所) 総務省、日本銀行、大和総研

<sup>33</sup> 詳細は第4節「金融政策の見通し」および第5節「為替レートの見通し」を参照。

日本で緩和的な金融政策がとられ続ける一方で、米国では今後数年間に亘って金融引締めが行われる見込みであり、両国の金融政策の方向性の差異は、為替レートに対して円安圧力をもたらすだろう。円安誘導を目的とした追加緩和が実施されればなおさらである。また、貿易市場における構造変化<sup>34</sup>の結果として、為替レートが購買力平価水準へ収斂する力が低下すると同時に為替市場がボラティルとなり、相対的に金融要因を反映しやすくなっている可能性が示唆される。このことも今後数年単位で円安が維持される可能性を高める材料となろう。ただし、米国の金融引締めは2018年頃に一服する。また、先述のように日本の金融政策はレジームの変更を余儀なくされる可能性が高く、この変更が前もって金融市場に織り込まれる形で、17-18年度頃を目途に円安トレンドが終息するという為替レートの動きをメインシナリオとしている。

ただし一方で、現行の政策レジームがさらに強化され、国債以外の公社債や社債等を含めたより広範な資産購入へと舵を切る可能性も否定できない。また、アップサイドリスクとして、円高とデフレの悪循環が円安とインフレの好循環に転じる可能性も、中長期的にはゼロではなくなっている<sup>35</sup>。このように両極端なシナリオの発生可能性が存在することから、黒田日銀総裁と安倍政権の任期が満了する2018年は金利・為替市場の見通しを左右する重要な分水嶺となるだろう。

図表 2-3 為替レートの見通しと購買力平価水準(CPI ベース)



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

### 日本経済を取り巻く環境の変化

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

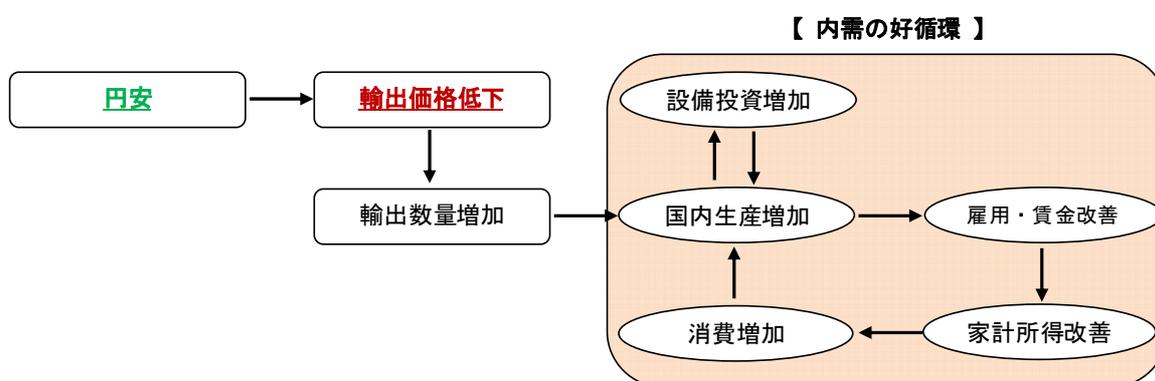
<sup>34</sup> 輸出先国の通貨で価格設定を行う比率の上昇に伴い、為替レートの変動で貿易/経常収支が調整されにくくなっている。詳細は第6節1「輸出の見通し」参照。

<sup>35</sup> 詳細は第3節「デフレの原因とその処方箋」参照。

## 円安が日本経済に与える影響<sup>36</sup>

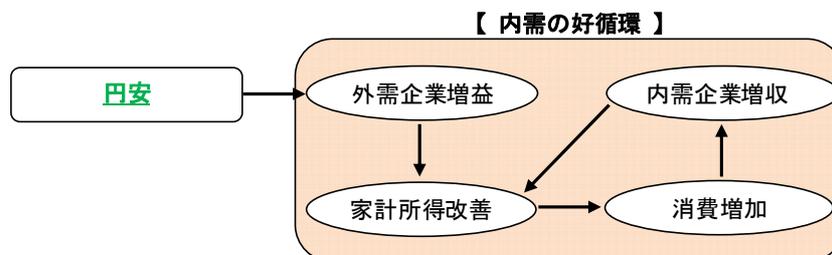
日米の金融政策の方向性の差異などを背景に、円ドルレートは政権交代前に比べて実に 50% 近く円安方向にシフトしている。この円安が日本経済を押し上げる効果に期待する向きは未だ強い。しかし円安が貿易セクターを通じて内需に影響する経路は構造的に変化している。従来は円安局面において輸出価格が低下することで輸出数量が増加し、これが図表 2-4 に示すような内需の好循環に波及する経路が確認されてきた。しかし輸出企業の現地通貨建て価格設定が進む中で、この経路は図表 2-5 のように変化している。結果として円安が日本経済に与えるプラスの影響は低下しており、円安効果に多くを期待することはできないだろう。もっとも、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

図表 2-4 円安が日本経済に与える影響（過去）



（出所）大和総研

図表 2-5 円安が日本経済に与える影響（現在）



（出所）大和総研

## 国内回帰は起こるのか<sup>37</sup>

他方で円安が企業活動の国内回帰を促し、日本経済の成長を底上げすることを期待する声もある。しかし日本経済全体で見て国内回帰が発生するためには、現存する大幅な賃金（限界のユニットレーバークスト）の国際的格差<sup>38</sup>を埋めるだけの円安、賃金低下、生産性向上、もしくは海外現地の賃金上昇が求められる。各種貿易コストが存在することや、産業蓄積の結果として現地生産のメリットが高まっていることを加味すればなおさらハードルは高い。

<sup>36</sup> 詳細は第 6 節 1 「輸出の見通し」参照。

<sup>37</sup> 詳細は第 6 節 1 「輸出の見通し」参照。

<sup>38</sup> 詳細は補論 1 「バラッサ＝サミュエルソン効果と賃金・物価」参照。

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

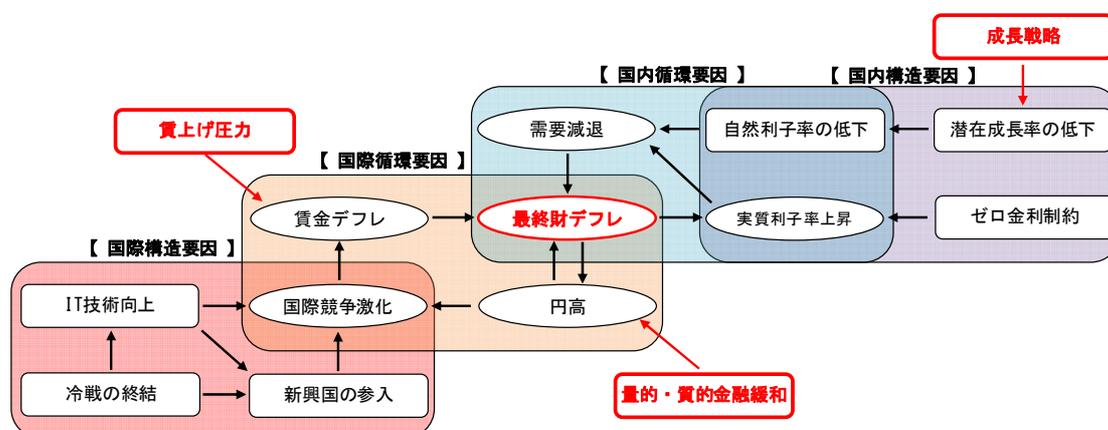
### デフレ脱却のアップサイドリスク<sup>39</sup>

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

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

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

図表 2-6 自己実現的デフレの連鎖



(出所) 大和総研

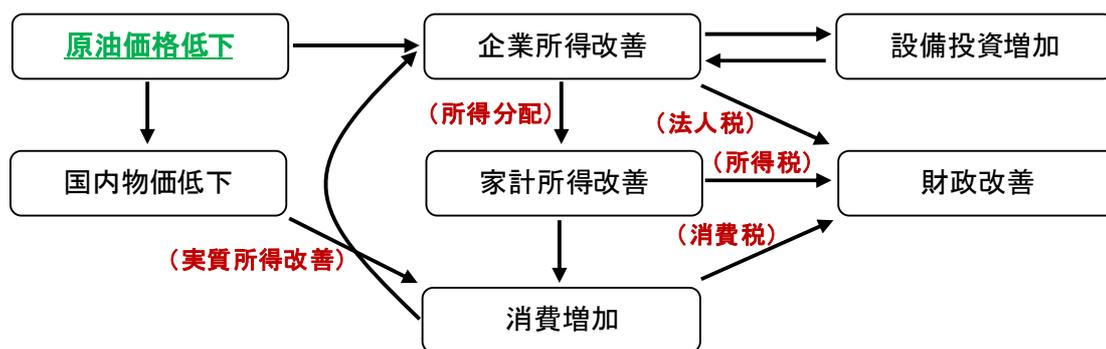
<sup>39</sup> 詳細は第3節「デフレの原因とその処方箋」を参照。

## 原油価格の低下が日本経済に与える影響

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

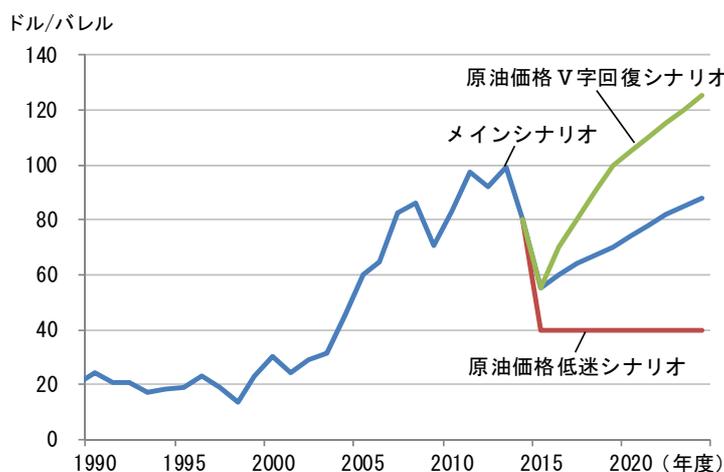
まず原油価格の低下は日本経済全体で見た企業収益率の改善を通じて企業所得を改善する。企業収益率の改善は損益分岐点を引き下げ、設備投資を誘発する。同時に、企業所得の改善は所得分配を通じて家計所得を改善し、国内物価の低下による実質所得の改善と相俟って消費を増加させる。こうした設備投資や消費の増加は量的な企業所得を改善させるという副次効果を持ち、原油価格の低下が日本経済を押し上げる効果は尾を引くことになる。また、企業所得および家計所得の改善、そして消費の増加は法人税収、所得税収、消費税収の増加を通じて財政を改善させる効果が期待される。日本経済全体の景気改善により公共事業費が削減される効果を織り込めば、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

図表 2-7 原油価格の低下が日本経済に与える影響



(出所) 大和総研

図表 2-8 原油価格 (WTI) のリスクシナリオ



	メインシナリオ	価格低迷シナリオ	V字回復シナリオ
2014	80	80	80
2015	55	55	55
2016	60	40	70
2017	64	40	80
2018	67	40	90
2019	70	40	100
2020	74	40	105
2021	78	40	110
2022	82	40	115
2023	85	40	120
2024	88	40	125

(ドル/バレル、年度平均)

(注1) ハイライト部分がシミュレーションの対象期間に該当する。

(出所) CME、大和総研

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

図表 2-9 シミュレーション結果<sup>40</sup>

原油価格低迷シナリオ

(標準シナリオとの乖離率(幅)、%、%pt)

(年度)	実質GDP								名目GDP	GDPデフレーター	潜在GDP	GDPギャップ
	民間最終消費支出	民間住宅投資	民間設備投資	政府最終消費支出	公的固定資本形成	輸出	輸入					
2016	0.11	-0.03	0.00	0.75	0.39	-0.19	0.00	0.26	1.04	0.93	0.04	0.07
2017	0.23	0.29	-1.38	1.85	-0.12	-0.35	0.05	1.03	1.54	1.31	0.09	0.13
2018	0.48	0.74	0.09	2.68	-0.50	-0.70	0.06	1.58	2.08	1.60	0.21	0.27
2019	0.88	1.25	1.85	3.97	-0.45	-1.27	0.06	2.36	2.89	1.99	0.40	0.48
2020	1.40	1.86	3.07	5.43	-0.41	-2.02	0.09	3.11	3.97	2.53	0.65	0.74

(年度)	失業率	ドル円レート	CPI	短期金利	長期金利	経常収支	財政収支(国・地方)	プライマリーバランス(国・地方)
2016	-0.01	0.00	-0.17	0.00	0.00	1.13	0.49	0.48
2017	-0.04	-0.07	-0.05	0.00	0.00	1.40	0.71	0.69
2018	-0.07	-0.06	0.16	0.00	0.00	1.40	0.88	0.85
2019	-0.13	0.02	0.43	0.00	0.00	1.38	1.06	1.03
2020	-0.21	-0.18	0.81	0.32	0.18	1.42	1.23	1.20

(注) 経常収支、財政収支、プライマリーバランスは名目GDP比率。

(出所) 大和中期マクロモデルより作成

原油価格V字回復シナリオ

(標準シナリオとの乖離率(幅)、%、%pt)

(年度)	実質GDP								名目GDP	GDPデフレーター	潜在GDP	GDPギャップ
	民間最終消費支出	民間住宅投資	民間設備投資	政府最終消費支出	公的固定資本形成	輸出	輸入					
2016	-0.10	0.01	0.00	-0.36	-0.15	0.18	0.00	0.18	-0.50	-0.40	-0.04	-0.07
2017	-0.20	-0.16	0.53	-1.05	0.05	0.33	-0.03	-0.19	-0.95	-0.75	-0.08	-0.12
2018	-0.37	-0.44	0.01	-1.74	0.24	0.57	-0.04	-0.57	-1.51	-1.15	-0.15	-0.21
2019	-0.64	-0.83	-0.81	-2.72	0.29	0.97	-0.05	-1.12	-2.24	-1.60	-0.28	-0.36
2020	-1.01	-1.34	-1.69	-3.81	0.40	1.55	-0.07	-1.70	-2.95	-1.96	-0.46	-0.56

(年度)	失業率	ドル円レート	CPI	短期金利	長期金利	経常収支	財政収支(国・地方)	プライマリーバランス(国・地方)
2016	0.01	0.00	0.07	0.00	0.00	-0.52	-0.24	-0.23
2017	0.03	0.03	0.02	0.00	0.00	-0.82	-0.43	-0.42
2018	0.06	0.03	-0.10	0.00	0.00	-1.03	-0.63	-0.61
2019	0.10	-0.02	-0.30	0.00	0.00	-1.19	-0.84	-0.82
2020	0.16	-0.13	-0.62	0.00	0.00	-1.12	-1.00	-0.96

(注) 経常収支、財政収支、プライマリーバランスは名目GDP比率。

(出所) 大和中期マクロモデルより作成

<sup>40</sup> このシミュレーションは第4章「モデルの概説とシミュレーション」での試算結果とは異なるものである。第4章のシミュレーションは、経済環境の変化に合わせて短期金利を含めた経済変数を柔軟に変化できる状態での試算値であるのに対して、本節でのシミュレーションはゼロ金利制約下における、現実的な予測値からの乖離幅(率)を示している。

## 法人税減税の効果<sup>41</sup>

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

## 成長戦略としての側面

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

## 賃上げしやすい環境の整備

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

## 消費税再増税延期の影響

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

<sup>41</sup> 詳細は第6節2「設備投資の見通し」参照。

## 「財政再建」と「デフレ脱却」は矛盾する政策目標か？

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

そもそも拡張的な財政出動は、デフレ退治という意味において本質的な効力を持つとは考えにくい<sup>42</sup>。財政政策は短期的に景気を底上げすることは可能かもしれないが、永続的に拡張財政を行うことはできないためだ。いずれ歳入増、歳出減、あるいは両方の組み合わせによる財政再建が必要となる以上、そのタイミングにおいてマイナスの影響は不可避となる。本当に拡張財政でデフレ脱却が可能であるなら、裏を返せばその先にある緊縮財政によりデフレ回帰が生じることになる。これは異時点間の所得分配によって徒に世代間格差を拡大させる効果しか持たない。また、いわゆる「乗数効果」や「ワイズスペンディング」による成長力の押し上げも、この誹りを免れない。そもそもこうした「上げ潮」的な考え方は、20年以上に亘って放漫財政と景気停滞・デフレが併存し続けてきた歴史により否定されている。

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

図表 2-10 今回の増税延期が日本経済に与えた効果の試算<sup>43</sup>

(標準シナリオとの乖離率(幅)、%、%pt)

(年度)	実質GDP								名目GDP	GDPデフレーター	潜在GDP	GDPギャップ
	民間最終消費支出	民間住宅投資	民間設備投資	政府最終消費支出	公的固定資本形成	輸出	輸入					
2015	0.20	0.47	0.00	-0.04	0.35	-0.35	0.00	0.63	-0.41	-0.62	0.07	0.13
2016	0.51	1.03	0.41	0.04	0.60	-0.90	0.03	1.14	-0.70	-1.22	0.18	0.33
(年度)	失業率	ドル円レート	GPI	短期金利	長期金利	経常収支	財政収支(国・地方)	プライマリーバランス(国・地方)				
2015	-0.03	0.00	-0.73	0.00	0.00	-0.09	-0.32	-0.32				
2016	-0.08	0.00	-1.43	0.00	0.00	-0.15	-0.71	-0.70				

(注) 経常収支、財政収支、プライマリーバランスは名目GDP比率。

(出所) 大和中期マクロモデルより作成

<sup>42</sup> こうした主張の中で最もナイーブなものは「リカードの中立命題が成立すると仮定すれば、家計など経済主体は将来的な増税を予期して支出を抑制するため、経済には中立的である」という主張である。もちろんリカードの中立命題は強すぎる仮定であり、多くの理由から成立しない。だからこそ今回の消費税増税のよう政策変更が短期的な経済には影響を与えるわけでもある。

<sup>43</sup> このシミュレーションは第4章「モデルの概説とシミュレーション」での試算結果とは異なるものである。第4章のシミュレーションは、経済環境の変化に合わせて短期金利を含めた経済変数を柔軟に変化できる状態での試算値であるのに対して、本節でのシミュレーションはゼロ金利制約下における、現実的な予測値からの乖離幅(率)を示している。

## (2) 財政の見通し

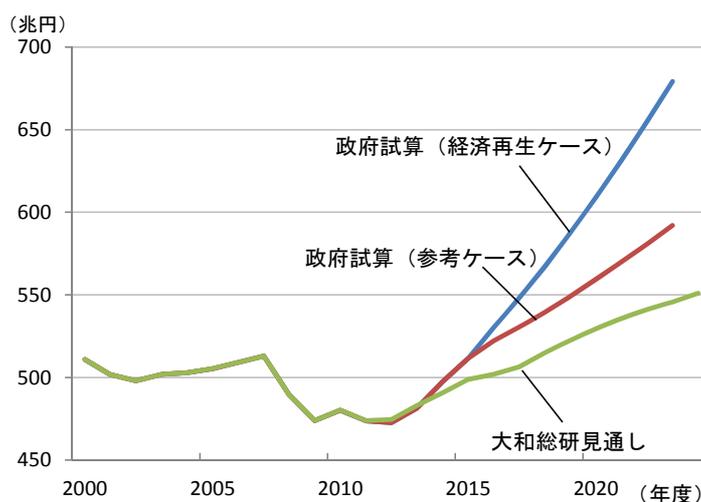
### 政府目標は達成可能か？

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

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

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

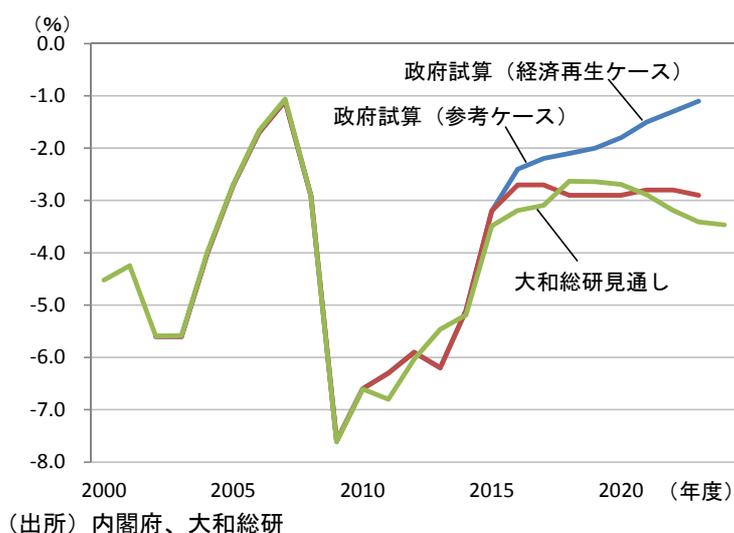
図表 2-11 名目 GDP の見通し



(出所) 内閣府、大和総研

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

図表 2-12 プライマリーバランスの見通し（対名目 GDP 比）



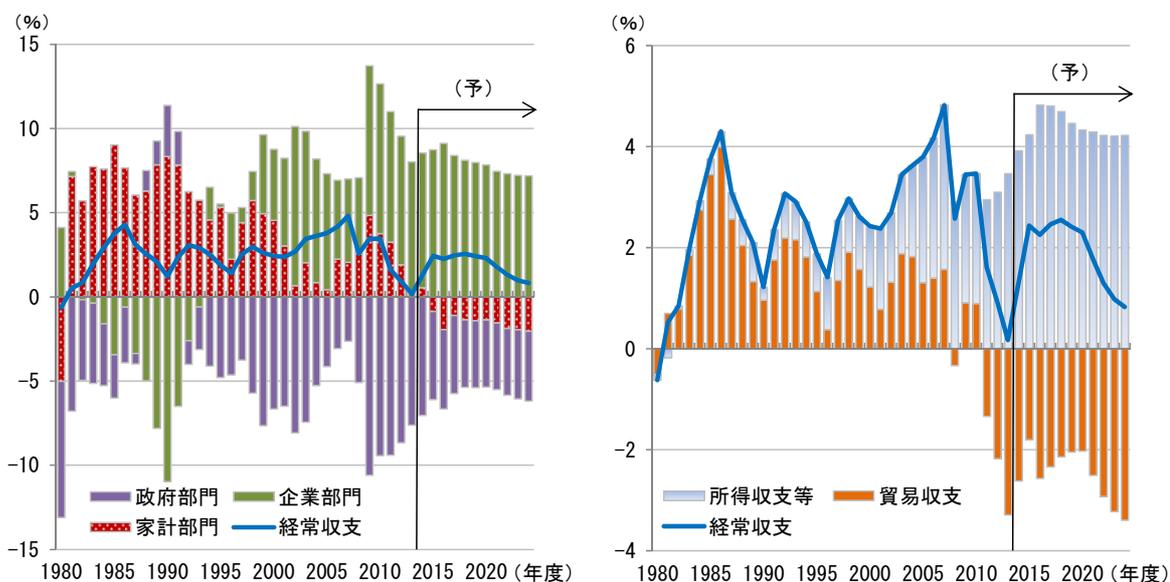
ここで大きな問題は、非常に楽観的な経済環境下においてもPB黒字化が達成困難であること、そして、より現実的な経済環境の下では、社会保障関連の歳出等が高齢化に従い増加し続けることから、PBは悪化し続けるということである。PBが黒字化しない、改善すらしないとなれば、名目成長率が名目金利を上回り、これがPBを相殺しきらない限り公的債務残高（のGDP比）は増大を続け、発散＝破綻する。名目金利は量的・質的金融緩和やホームバイアスの存在などによって低位に抑制されているものの、金利にはゼロ下限制約が存在するし、PBが悪化していく中で、名目成長率のみを頼りに公的債務残高（GDP比）を改善することのハードルは上が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

## 何が破綻の引き金を引くのか？

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

この点を鑑みると、日本の財政の構造的な破綻が、現実的な破綻として顕現する経路は大きく分けて三つ考えられる。一つは海外純資産の減少である。強力なホームバイアスを背景として日本国債を買い支えているのは国内貯蓄（＝海外純資産）であり、貯蓄の減少（経常収支の赤字化）は、金利の上昇要因となる可能性がある<sup>44</sup>。

図表 2-13 経常収支の見通し（対名目 GDP 比）



（出所）財務省、大和総研

<sup>44</sup> もっとも、経常収支はフローの概念にすぎない。日本はストック面で見ても大きな対外純資産を保有する国でもある。ホームバイアスが働き続けるのであれば、日本の国債金利が上昇に向かう中で対外債権が国内に還流し、結果として金利の上昇が抑制される可能性は無視できない。この点を勘案すれば、フローとしての経常収支が赤字化した瞬間に国際的な価格裁定条件に晒されて国債金利が急上昇するというよりも、ストックとしての対外債権の取り崩しが進む中で緩やかに上昇していく、という姿の方がより現実的かもしれない。

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

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

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

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

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

### 歳出削減が至上命題に

財政再建を行う上で歳入増加と歳出削減の両方の経路が考えられる。無論、これら両方を組み合わせて財政再建を達成していくことになるわけだが、歳入増には期待できる効果に限界が存在する。たとえば 2020 年度の PB を消費税増税のみで黒字化させるために必要な税率は機械的に計算しても 17%程度必要になるが、この増税が実施されたとしても、2021 年度以降は赤字に転じ、赤字幅は拡大傾向を辿ることになる。というのも、少子高齢化が止まらない限り社会保障関連の歳出は構造的に増加トレンドを辿るためである。そして PB が安定的に黒字化しない限りは、公的債務残高の発散（＝財政破綻）を回避することはできない。従って、財政破綻を回避するためには、第 3 章で詳細に触れるように、増税と歳出削減で PB の水準を改善しつつ、歳出の構造的な増加を防ぐ努力を進めることが必要不可欠となる。

### (3) デフレの原因とその処方箋

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

図表 2-14 デフレの原因と処方箋

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

（出所）大和総研

#### 自然利子率の低下とその処方箋

まず自然利子率の低下であるが、学術的な厳密さは脇に置いて平たく言えばこれは潜在成長率（あるいは期待投資収益率）の（ゼロ近傍への）低下により発生する現象である<sup>45</sup>。現実の名目利子率はゼロより引き下げることが困難であるため、期待投資収益率がリスクプレミアム及び流動性選好の合計値を下回るような局面においては、（リスクプレミアム及び流動性選好を加味した）実質金利は常にプラス圏で推移することになる。これによって需要が抑圧され、景気停滞およびその結果としてのデフレが発生する。デフレは名目での期待投資収益率を低下させ、実質金利を上昇させるため、結果としてさらなる需要抑圧とデフレが継続する悪循環が生じる。

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

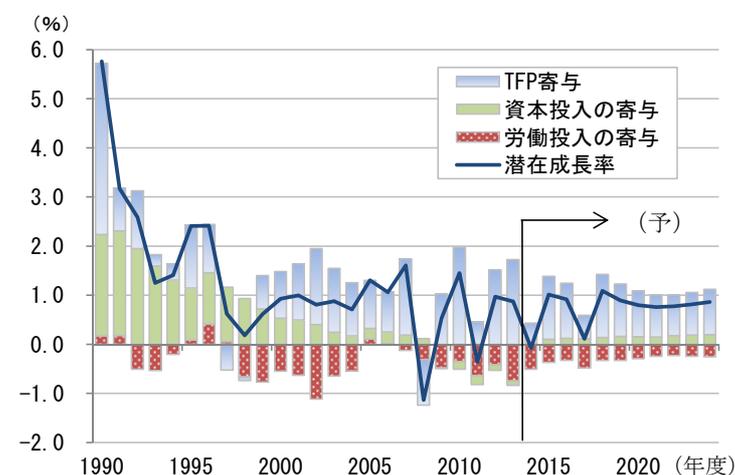
次に（一時的な）金融機能の低下にその原因を求めるとすれば、政府資金の注入や中央銀行による流動性供給などによってこれを解決することが求められる。これは90年代の金融不況時やリーマン・ショック時には有効な処方箋であったと考えられるが、2015年現在において金融機能の麻痺が日本経済を停滞させていると見る根拠は乏しい。

<sup>45</sup> 自然利子率とは、長期的には潜在成長率に等しく、景気への影響が緩和的でも引締めのでもないという意味で、景気中立的な実質利子率をさす。自然利子率について解説した文献としては、例えば下記が挙げられる。  
小田・村永（2003）「自然利子率について：理論整理と計測」  
[https://www.boj.or.jp/research/wps\\_rev/wps\\_2003/wp03.i05.htm/](https://www.boj.or.jp/research/wps_rev/wps_2003/wp03.i05.htm/)

## 潜在成長率の上げが必要に

結局のところ、自然利子率の低下をもたらしているのは潜在成長率の構造的な低下である可能性が高い。そして潜在成長率低下の構造要因は投入要素の減少（あるいは増加速度の低下）および全要素生産性の低下の両方に求められる。まず少子高齢化に伴い労働投入の増加速度は一貫して低下しており、足下ではマイナス、今後もマイナス幅が拡大していく見通しである。高齢者や女性を中心に労働参加率を引き上げることでこれに対応することも一定程度は可能であり、安倍政権下における成長戦略の重要なメニューとなっている<sup>46</sup>が、労働力人口そのものの減少トレンドを相殺する効果を期待することは難しい。労働力人口の減少に歯止めをかけるためには出生率の引き上げもしくは移民の受け入れが検討されることになるだろう。しかし前者は仮に成功したとしてもその効果が発揮されるまでには20年程度の時間を要する。後者は政治的にタフな議論が予想される。

図表 2-15 日本の潜在成長率と成長会計



(出所) 大和総研

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

<sup>46</sup> 詳細は例えば下記文献参照。近藤・溝端・小林・石橋・神田（2014）「日本の成長力はどうなるか—日本経済中期予測（2014年8月）2章、3章」

[http://www.dir.co.jp/research/report/japan/mloutlook/20140813\\_008852.html](http://www.dir.co.jp/research/report/japan/mloutlook/20140813_008852.html)

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

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

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

### デフレ期待の定着とその処方箋

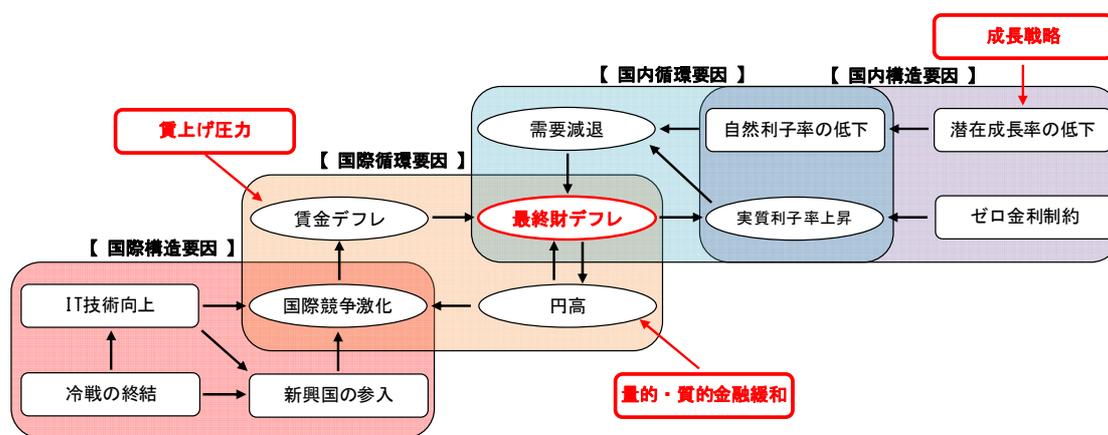
「デフレ期待の定着」論は、自己実現的な理論である。何らかの原因で一旦人々の物価見通しがデフレ的に変化すると、実質利子率が上昇し、需要が抑圧され自己実現的にデフレが発生する。それが人々のデフレ期待を定着させ、悪循環が生じるが、金利のゼロ制約の存在ゆえに金融政策には限界があり、実質利子率を低下させることによってこの問題を解決することはできない。

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

## 為替コントロールという選択肢

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

図表 2-6 (再掲) 自己実現的デフレの連鎖



(出所) 大和総研

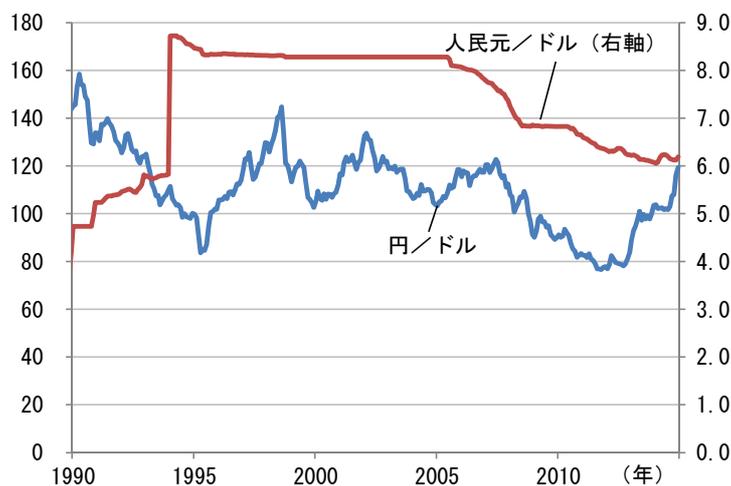
ただし、円安を通じたデフレ脱却は途半ばである。第一に、円高期待が円安期待に転換される必要があり、期待が総じて歴史依存的、適応的、あるいはバックワードルッキングであることを前提にすれば、円安トレンドを維持する必要がある。

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

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

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

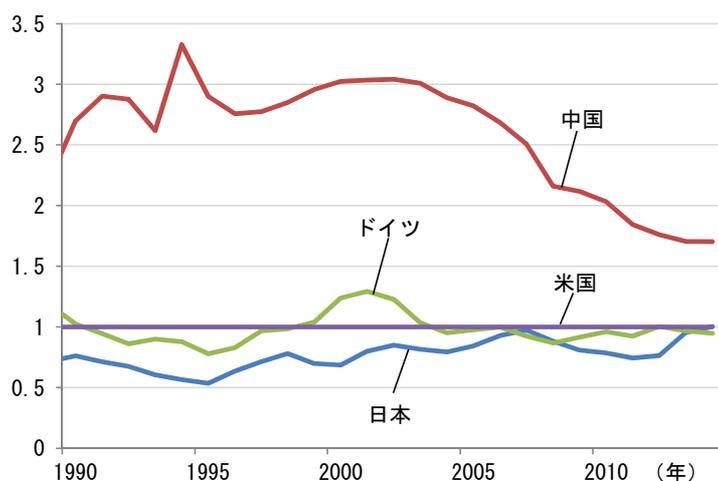
図表 2-16 日本円と中国人民元の対ドルレート



(出所) FRB

ここで重要なのは、いわゆるバラッサ=サミュエルソン条件<sup>47</sup>に基づけば、日中の貿易財価格が収斂しない限り、日本の賃金（限界的なユニットレーバークスト）は上昇に向かわないということである。この収斂条件を満たさないまま量的・質的金融緩和による円安誘導が限界に達したとき、日本の賃金および物価は上昇に向かわず、結果として二か国のインフレ格差から再び円高トレンドを形成する悪循環に回帰しかねない。

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



(出所) IMF

<sup>47</sup> 補論 1 「バラッサ=サミュエルソン効果と賃金・物価」参照。

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

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

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

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

#### (4) 金融政策の見通し

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

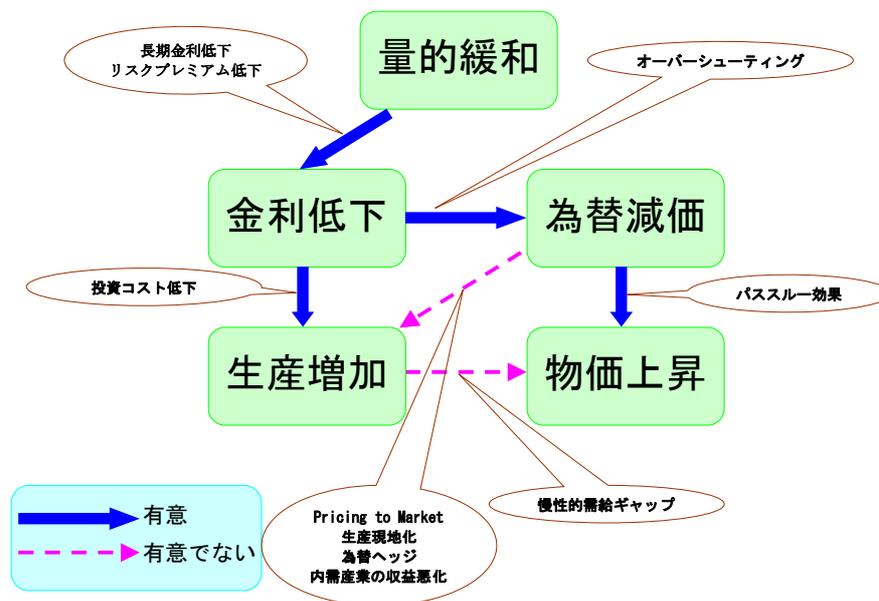
#### 「金融政策」としての限界

図表2-18に示すように、日銀の金融政策が為替レート以外の経路を通じて物価を押し上げる効果は非常に限定的だ。金利は2015年1月時点で5年物国債までマイナス近傍に突入し、10年物国債の金利も既に0.2%付近にまで低下している。ゼロ金利制約<sup>48</sup>を踏まえれば、これ以上の金利低下効果は望みがたい。そして0.2%pt程度の金利低下では、大きなトレンドとしてのデフレ期待を反転させるほどの景気浮揚効果を期待することは到底不可能だろう。また、第6節に詳述するように、為替レートの減価でさえも、輸出数量を押し上げる効果をほとんど持たなくなっていることから、やはり需給ギャップの改善を通じた物価の押し上げ効果は、金融政策には期待しがたい。デフレ脱却に向けて効力を発揮するのは、為替レートの減価を通じたパススルー効果、および第3節で述べたような円高期待から円安期待への転換、国際的な財・賃金の収斂条件の達成にある。

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

<sup>48</sup> テクニカルな要因によりさらに多くの債券の金利がマイナス圏に突入する可能性はあるが、これは金融機関の収益を圧迫する。このコストが借入主体に転嫁される可能性を勘案すれば、景気を浮揚する効果は期待しがたいだろう。

図表 2-18 金融政策の効果と限界



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

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

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

### インフレターゲットの意味

自国通貨の減価を目標として金融政策を運営することは、「近隣窮乏化政策」として、(特に先進国間における) 国際社会の非難の対象となる可能性がある。しかし「2%インフレの安定的な達成」という政策目標を掲げておくことは意義深い。日本において 2%インフレが安定的に達成されたことは久しくないし、日本に限らず他の先進諸国においても、経済の成熟化に伴う潜在成長率の低下、および新興国の国際市場への参入の結果としての賃金・最終財デフレなどを背景として、2%インフレの達成確度は大きく低下している。そもそもインフレターゲットはいわゆる「最適政策<sup>49</sup> (Optimal Control)」の一種に過ぎないことや、また、物価ターゲットが原油を含むコア CPI であり市況に振り回される性格が強いことなど、政策目標そのものの妥当性については議論の余地がある。しかしそうした議論はさておき、届きそうで届かない政策目標を掲げることで量的・質的金融緩和の継続を正当化し、円安誘導を可能にするという意味においてこのインフレターゲットは好手であったと見なしうる。

<sup>49</sup> 最適政策について解説した文献としては、例えば下記がある。

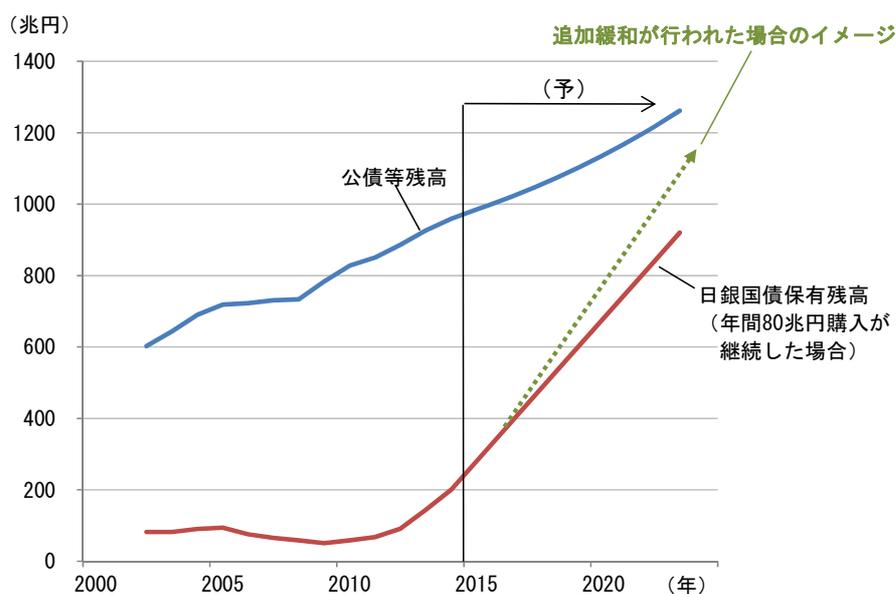
三尾 (2005) 「新しいケインズ経済学の下での最適金融政策分析：裁量とコミットメントの意義」  
[https://www.boj.or.jp/research/wps\\_rev/rev\\_2005/rev05j15.htm/](https://www.boj.or.jp/research/wps_rev/rev_2005/rev05j15.htm/)

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

### 量的緩和の技術的限界

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

図表 2-19 公債等残高と日銀の国債保有残高



(出所) 日本銀行、内閣府資料より大和総研作成

## 政治サイクルと政策レジーム

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

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

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

図表 2-20 政治任期、日銀ボードメンバー任期

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

(出所) 各種資料より大和総研

## (5) 為替レートの見通し

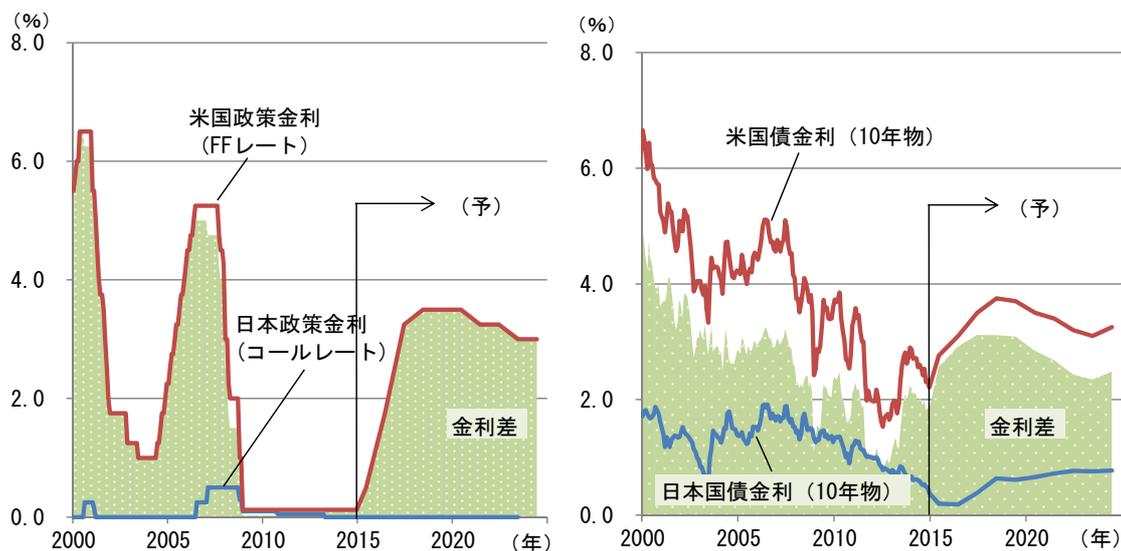
第4節で述べたような金融政策の見通しを前提として、為替レート（円ドルレート）は、当面は円安基調が継続するものの、中長期的には円高トレンドへシフトするという見通しを大きく変更しない。2017年までは円安誘導を目的とした金融緩和が継続すると見込まれ、他方でこれは米国の金融引締め時期にも相当する。こうした日米の金融政策の方向性の差異から、メインシナリオとして円安基調は維持されるだろう。しかし第4節で先述したように2018年以降は技術的な要因から政策レジームの変更を余儀なくされる可能性が高く、同時に米国の金融引締めも一服することから、円高方向への回帰が生じるシナリオをメインシナリオとしている。また、2018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

図表 2-21 為替レートの決定要因

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

（出所）大和総研作成

図表 2-22 日米金利差



（出所）日本銀行、財務省、FRB、米国財務省より大和総研作成

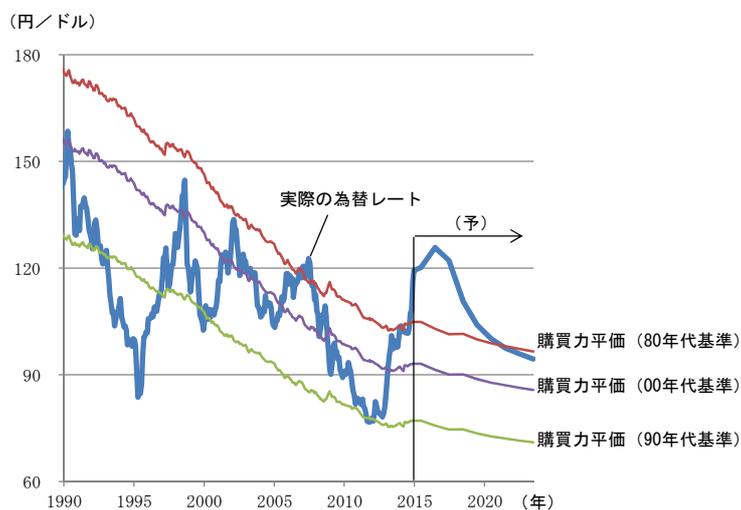
## 大幅な円安を演出した二つの要因

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

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

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

図表 2-3（再掲） 為替レート見通しと購買力平価水準（CPI ベース）



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

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

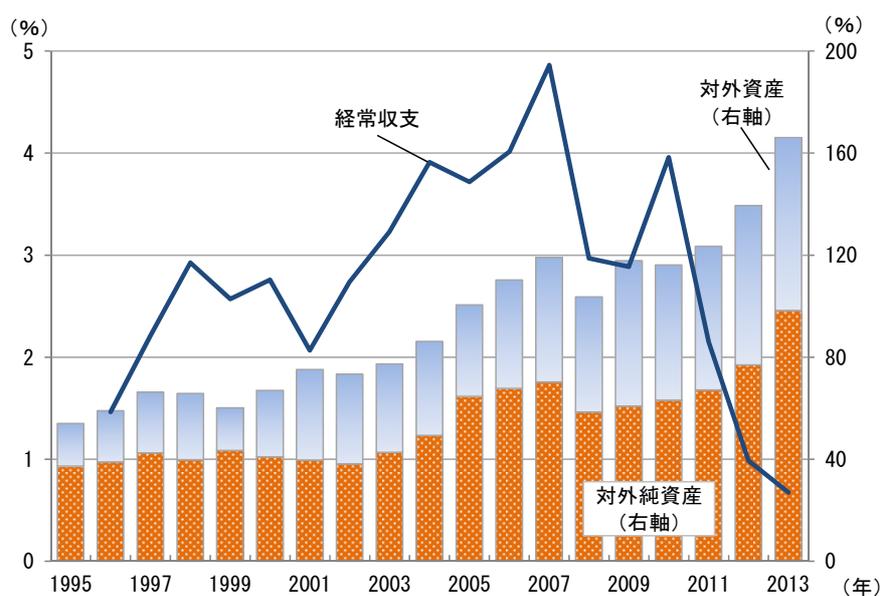
替レートが修正される効果もやはり小さくなるためである。これはつまり均衡水準から大きく乖離した水準で為替レートが推移しやすくなるということを意味している。また、逆に言えば貿易／経常収支の赤字／黒字を縮小するために必要となる為替レートの調整幅がかつてよりも大きくなっているため、為替市場はよりボラタイルに、かつ実需以外の要因（＝金融要因）の影響を受けやすくなっているということでもある。

## リスクシナリオ

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

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

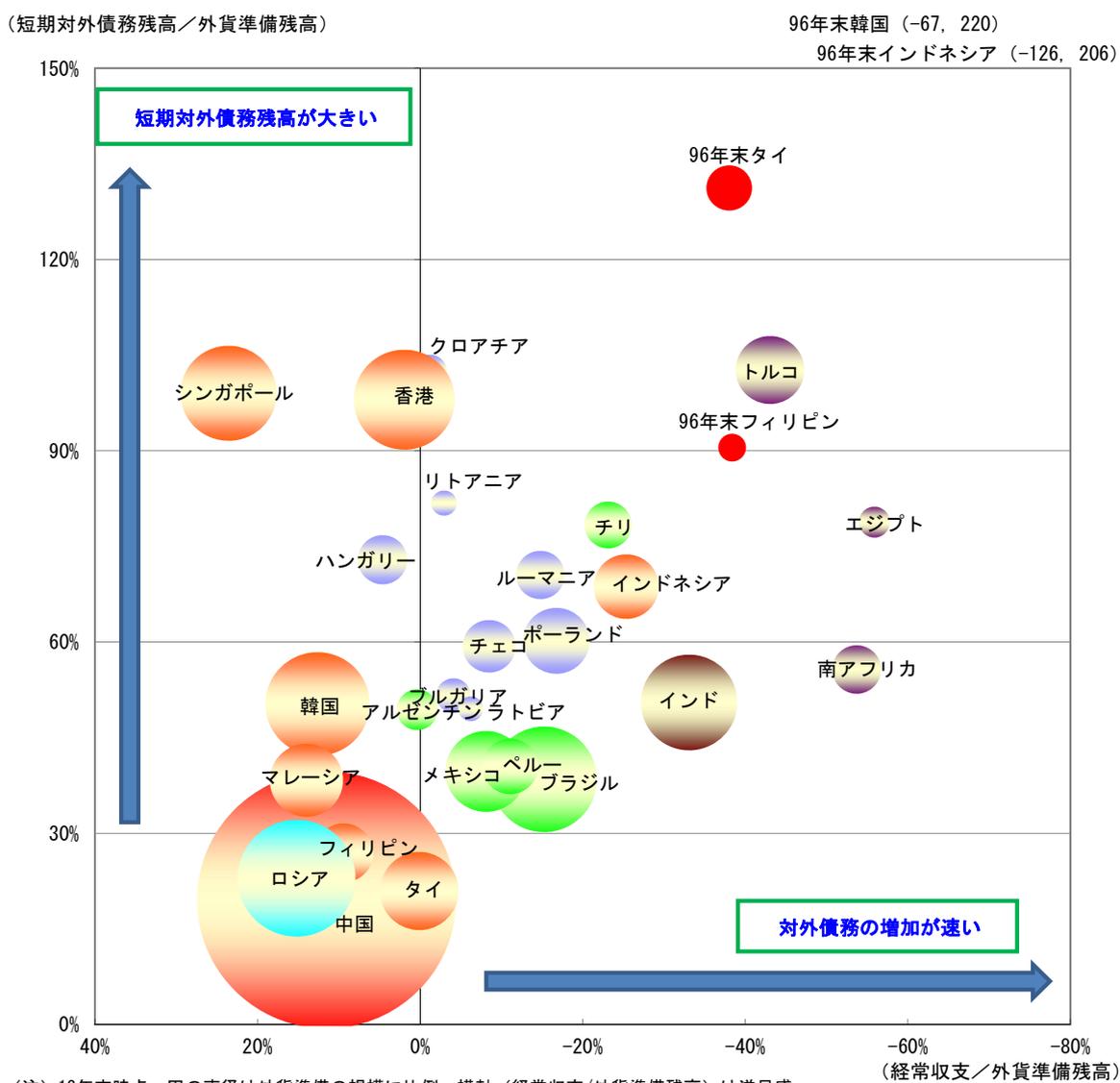
図表 2-23 経常収支と対外資産（対名目 GDP 比）



（出所）財務省、日本銀行、内閣府統計より大和総研作成

こうした要因をモデルによる予測に織り込むことは極めて困難である。しかし予測値を大きく外れて為替レートが推移するとすればこのリスク選好度によるものとなる蓋然性が高く、代替シナリオとして注意しておく必要がある。一つめのリスクシナリオは、米国の金融政策変更に伴い危機に瀕する新興国が現れるようなケース<sup>50</sup>である。このシナリオの下では、リスク選好度の低下により日本から海外への純投資が減少する中で急激な円高が進行する可能性がある。もっとも、グローバルマネーフローの変化に対する新興国の耐久力は以前に比べ大きく改善しており、このリスクの発現可能性は現時点ではさほど高くないと考えられよう。

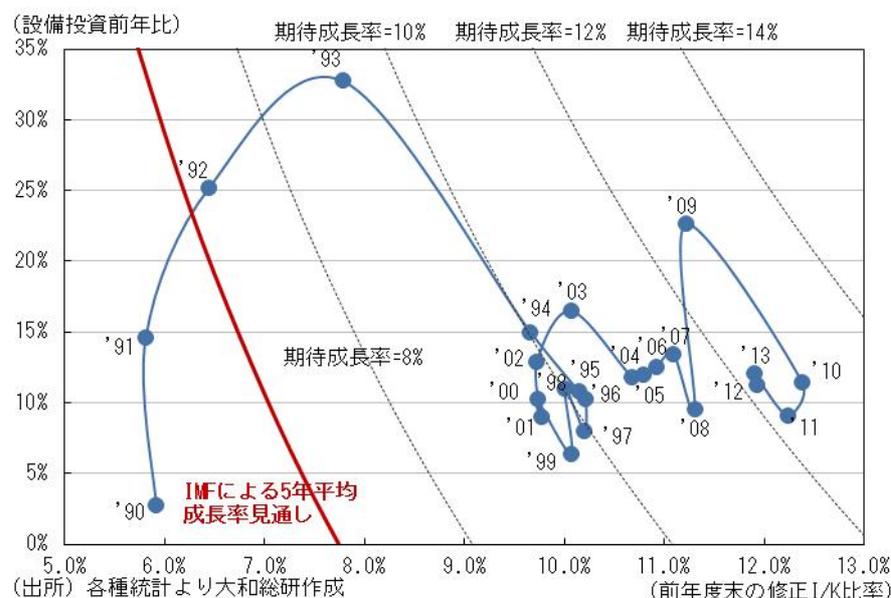
図表 2-24 短期対外債務と経常収支の対外貨準備比



<sup>50</sup> 詳細は下記文献参照。小林（2013）「米国金融政策の変化が世界経済に与えるもの」  
[http://www.dir.co.jp/research/report/japan/mlothers/20131202\\_007929.html](http://www.dir.co.jp/research/report/japan/mlothers/20131202_007929.html)

二つめのリスクシナリオは、中国におけるバブル経済の崩壊である。足下での中国経済の減速は、世界経済の構造的な循環の中で捉えられるものである<sup>51</sup>。しかし中国ではバブル景気が発生している可能性が高い<sup>52</sup>。これがいつ崩壊するか予測するのは非常に難しいが、米国金利の一層の上昇が一つのトリガーとなる可能性は無視できないだろう。中国人民元は事実上ドルペッグされている。従って低金利のドル資金を調達し、人民元建てで中国国内に投資することは、いわば確定的な収益を得ることが可能な投資であった。人民元の対ドルレートが元高方向のドリフトを有していることを踏まえれば実質金利はさらに低かったと考えられ、厚い利鞘を確保できていたとみられる。しかし今後ドル建ての金利が上昇に向かう中で、利鞘は薄まる。これにより資金流入が細れば、人民元に対する増価圧力も小さくなるから、実質的な利鞘はさらに薄くなる。同時に、（非不胎化）為替介入による流動性供給の増大効果も薄まるため、市場における投機熱も減退する可能性が高いだろう。これらを踏まえると、米国金利の上昇が中国のバブル経済を崩壊させるトリガーとなる可能性には、一定の注意を払っておく必要がある。

図表 2-25 中国の修正資本ストック循環図



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

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

<sup>51</sup> 詳細は下記文献参照。小林 (2013) 「デカップリング論の再来とその本質」

[http://www.dir.co.jp/library/column/20131126\\_007924.html](http://www.dir.co.jp/library/column/20131126_007924.html)

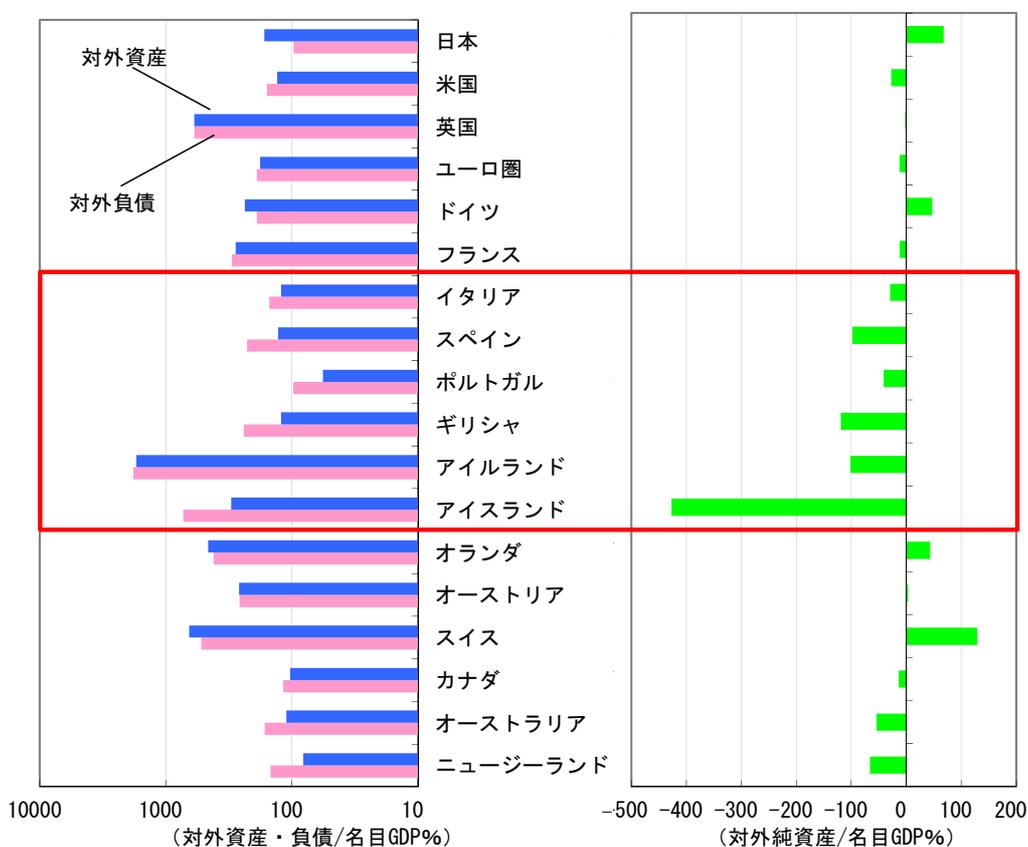
<sup>52</sup> 詳細は下記文献参照。小林 (2014) 「設備投資循環から探る世界の景気循環—期待利潤回復、不確実性低下、低金利の下で拡大局面へ」

[http://www.dir.co.jp/research/report/japan/mlothers/20140206\\_008168.html](http://www.dir.co.jp/research/report/japan/mlothers/20140206_008168.html)

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

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

図表 2-26 先進各国のバランスシート



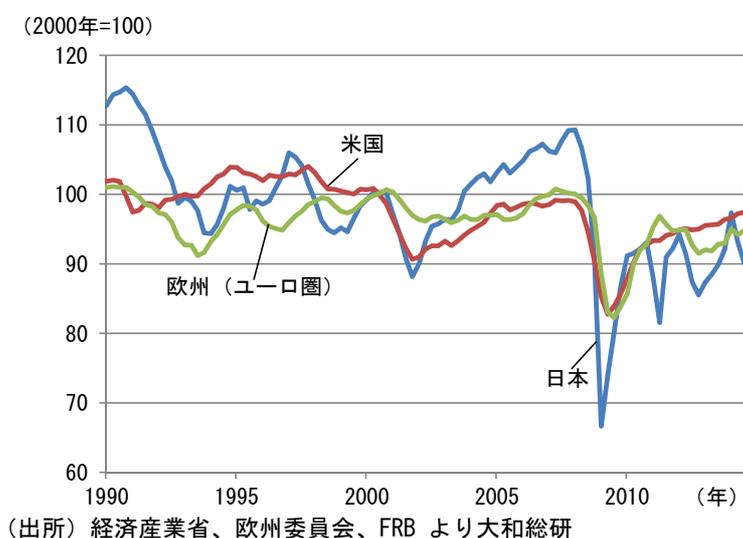
(注1) 2013年末、左図横軸（対外資産・負債/GDP%）は対数目盛  
 (出所) 各国統計、Haver Analyticsより大和総研作成

## (6) 日本経済見通しの詳細

### 6-1. 輸出の見通し<sup>53</sup>

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

図表 2-27 日米欧の設備稼働率



他方、補論 2 で詳述するように、日本から海外に生産拠点を移転する産業空洞化の流れは構造的なものであり、上述のような輸出の増進トレンドを部分的に抑制する要因でもある。海外への生産移転が輸出に与える効果は、生産拠点を立ち上げる際に必要な資本財の輸出が促進される、プラスの「輸出誘発効果」と、輸出財の日本国内での生産が海外生産に置き換わることで生じる、マイナスの「輸出代替効果」、「逆輸入効果」および「輸入転換効果」が存在する<sup>54</sup>。経済全体では今後も両者は併存することになるが、そのバランスは後者に傾いていることに留意しておく必要がある。現地生産の資本蓄積が進んだ結果として、前者の効果は薄れ、同時に後者の効果は増大しているためである。従って、空洞化が輸出の増進トレンドを抑制する流れは今後も継続するだろう。

<sup>53</sup> 詳細は下記文献参照。

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

<sup>54</sup> これらを整理した文献としては、例えば下記がある。齋藤 (2012) 「企業の海外進出と貿易収支の関係」  
<http://www.dir.co.jp/library/column/120521.html>

## 「国内回帰」の可能性をどう考えるか

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

## 「Jカーブ効果」の消失<sup>55</sup>

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

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

<sup>55</sup>詳細は下記文献参照。

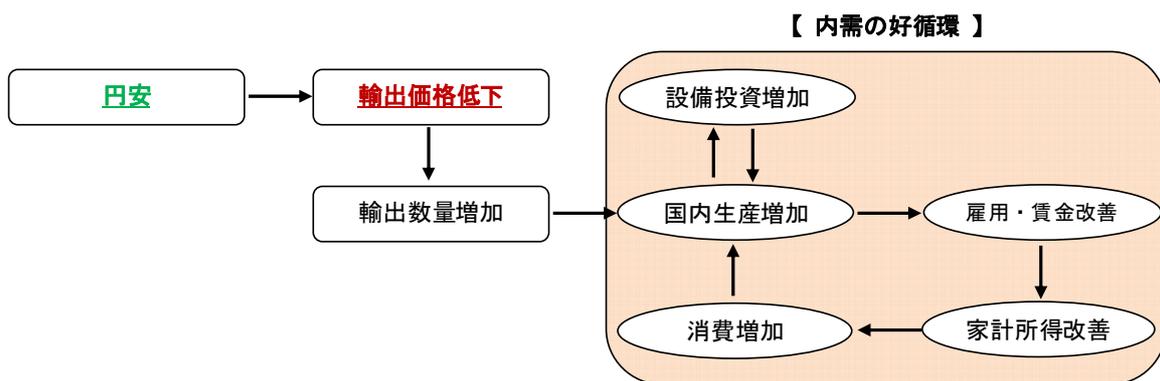
小林 (2014) 「円安・海外回復で輸出が伸びない5つの理由－過度の悲観は禁物。しかし短期と長期は慎重に。」  
[http://www.dir.co.jp/research/report/japan/mlothers/20140206\\_008167.html](http://www.dir.co.jp/research/report/japan/mlothers/20140206_008167.html)

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

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

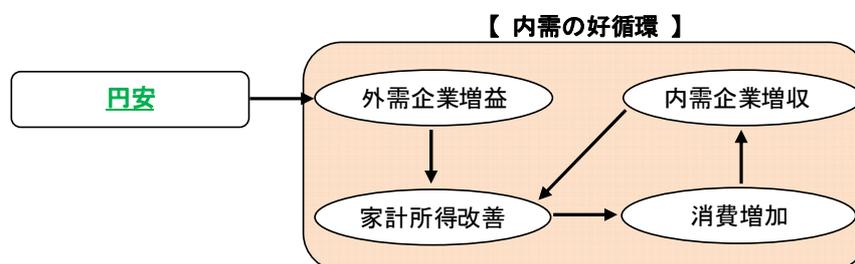
こうした変化に伴い、円安が国内景気に与えるプラスの影響は大きく低下している。一つには、補論 2 でも詳述するように、国内で発生する付加価値の増分は、一次的には企業所得の増加よりも輸出・生産活動の増加の方が大きいことが挙げられる。もう一つの要因としては、補論 1 でも議論したように、国際競争の激化に伴い賃金は構造的に上昇しにくくなっていることが挙げられる。企業業績が改善し、労働需給が逼迫しても、限界生産に対する賃金の水準に国内外の格差が残存する限り、企業は賃金を引き上げて国内の雇用を確保するよりも、海外生産を進展させるインセンティブを有している。

図表 2-4（再掲） 円安が日本経済に与える影響（過去）



（出所）大和総研

図表 2-5（再掲） 円安が日本経済に与える影響（現在）<sup>56</sup>



（出所）大和総研

<sup>56</sup> 他方で円安が内需企業の収益を圧迫する効果や、他方で外需系企業からの受注増等がこれを相殺するなど円安の波及経路はより複雑であるが、日本経済全体としては一定のプラスの効果を持つと考えられる。

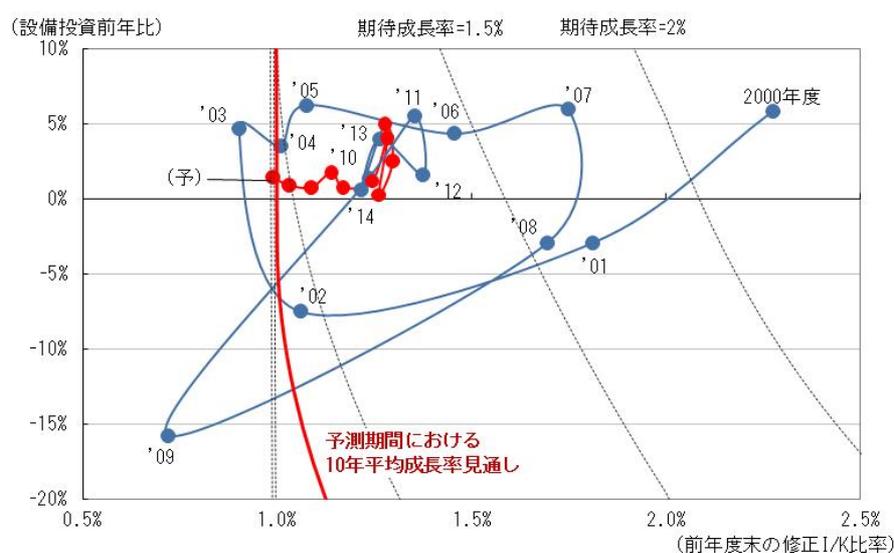
詳細は下記文献参照。小林（2014）「円安効果再考－善悪論の相克を超えて」

[http://www.dir.co.jp/library/column/20141110\\_009109.html](http://www.dir.co.jp/library/column/20141110_009109.html)

## 6-2. 設備投資の見通し

本予測では、日本の景気サイクルは資本蓄積（投資拡大）の局面に入っていると捉えている。これまでの設備投資の抑制要因となってきた米国発の金融危機や欧州の債務問題、日本の震災などに伴う「期待利潤」の低下や「不確実性」の高まりといった要因が、政策対応等が功を奏したことにより解消されている。これに伴って設備投資の循環は資本ストックの積み増し局面に入り、期待成長率に見合う水準への設備投資の回復が見込まれる。ただし空洞化の継続を加味すると、そのペースは緩やかにとどまるとみられる<sup>57</sup>。

図表 2-28 修正資本ストック循環図



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

需要との見合いで考えると、世界経済の拡大に支えられた輸出の伸びと、消費の緩やかなペースでの伸び<sup>58</sup>に支えられ、設備投資は成長トレンドを維持するだろう。しかし予測期間を時系列で分解すると、その伸び率、および資本蓄積のスピードには強弱が発生する見込みである。

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

<sup>57</sup> 詳細は下記文献参照。小林 (2013) 「日本は投資過小、中国は投資過剰」の落とし穴—事業活動の国際化に伴う空洞化が進む中「いざなぎ越え」は困難か」

[http://www.dir.co.jp/research/report/japan/mlothers/20131016\\_007793.html](http://www.dir.co.jp/research/report/japan/mlothers/20131016_007793.html)

<sup>58</sup> 詳細は第6節3「消費・賃金の見通し」参照。

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

### 法人税減税の効果をどう捉えるべきか？

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

この法人税減税、および今後いっそう法人税が引き下げられていくとの方針を受けて、「設備投資・雇用が創出され、国内産業の空洞化を緩和し、海外からの投資を誘発する」効果を期待する向きが一部にある。しかしこうした効果にはそれほど多くを期待できないだろう。企業は、税引「前」純利益が出るか否かの判断に従って事業を行うのであり、その判断に法人税率の変更は影響を与えない。これは国内外に対する直接投資についても同様である<sup>59</sup>。

図表 2-29 法人税改革に伴う 2015 年度税収の変化

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

（出所）財務省

<sup>59</sup> もっとも、法人税は赤字には課税されないという非線形性を有するため、不確実性がある場合にはこの限りではなく、この意味で全く効果がないわけではない。ただし欠損金の繰越控除ができる場合はこの不確実性による影響は低減される。この意味では、今回の税制変更で法人税率の引き下げと同時に欠損金の繰越控除の縮小が決定されたことは一定の整合性を有していると評価することは可能かもしれない。

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

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

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

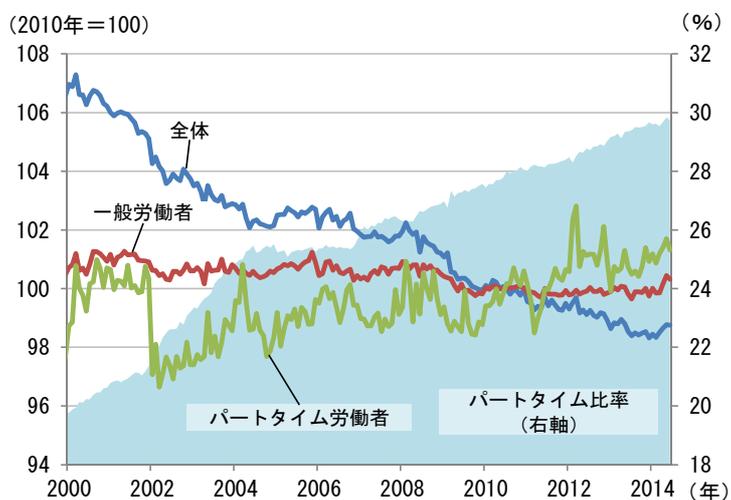
もう一つは、海外利益比率の高い企業から海外利益比率の低い企業への再分配である。海外利益比率が高い企業にとっては、日本国内における税制の変更は相対的に大きな意味を持たない。他方で海外利益比率が低い採算企業にとって、税制変更のメリットは大きい。海外利益比率の高い企業から海外利益比率の低い企業に対する所得の再分配は、第3節で述べたように、円安で潤った外需系企業から内需系企業へのトリクルダウンを促し、日本経済全体での賃上げを促進する効果を持ちうる。今回の税制改正では、一連の税制改正に加えて賃上げ部分に対する課税軽減措置が導入されたが、ここにも賃上げを一つの手段としてデフレ脱却を目指すアベノミックスの姿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

### 6-3. 消費・賃金の見通し

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

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

図表 2-30 所定内給与の推移（5人以上、全規模）



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

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

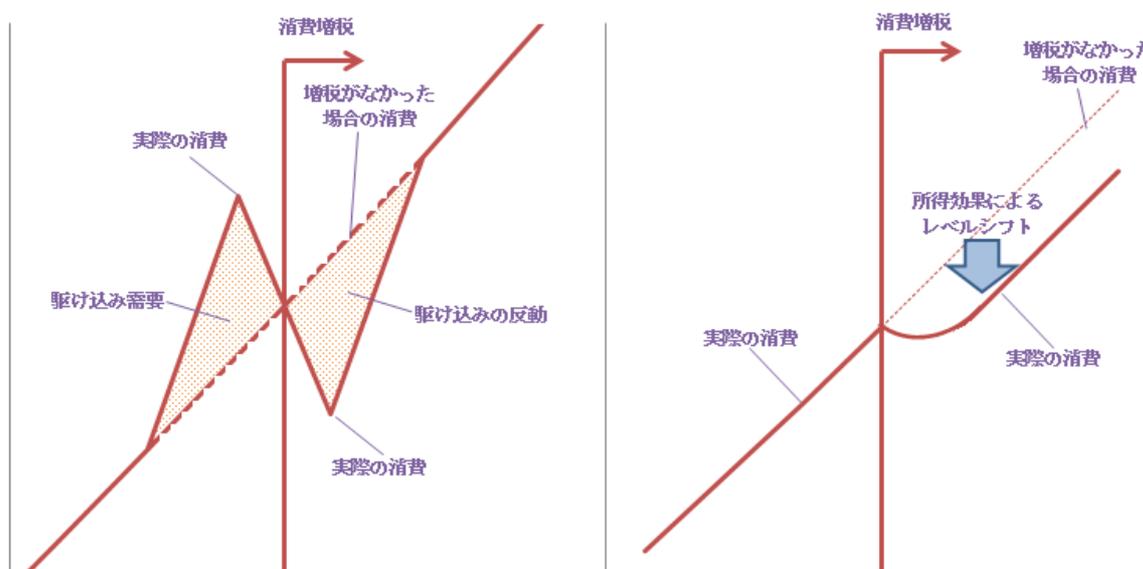
によって引き起こされる消費増加とそれに続く消費減少は概ね同等となる。

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

消費者物価が政策的に上方へレベルシフトした場合、他の条件を一定とすれば、家計は二つの手段を用いてこれに対応することになる。一つは実質消費水準を落とすことであり、そしてもう一つは、貯蓄率を引き下げ、実質消費水準を維持することである。もちろん実際の家計はこれら二つを組み合わせることで実質所得の低下に対応する。とりわけ短期においては、実質所得の低下に見合うだけの実質消費水準の引き下げ（すなわち生活水準の引き下げ）を行うことは難しい（いわゆる消費のラatchet効果<sup>60</sup>）。従ってこの点を踏まえれば、代表的な家計の反応としては、まずは貯蓄の取り崩しによって部分的に実質所得水準の変化に対応しつつ、他方で実質消費水準を徐々に低下させるという姿を想定することが妥当だろう。

しかし貯蓄率の低下は、将来的な消費余力を減殺する要因となる。また、そもそも家計は各々の合理性に基づいて消費・貯蓄のバランスを設定しているのであり、一般的なライフサイクルや効用曲線を想定する限り、長期的には、（ごく短期でしか予見されなかった）実質所得のレベルシフトが貯蓄率に与える影響は極めて小さい<sup>61</sup>と考えられる。従って消費税増税によって毀損した実質所得は、長期的には同等の下方シフトを実質消費水準にもたらすことになる。

図表 2-31 消費税増税の「代替効果」(左)と「所得効果」(右)



(出所) 大和総研

<sup>60</sup> 所得水準の変化に対して短期的には消費支出がそれほど変化しない効果

<sup>61</sup> これによって将来の所得水準や税負担、社会保障および金利の見通し、あるいは効用曲線の形状が変化するならば貯蓄率にも影響を与えることになるが、こうした間接的な影響は単純化のために捨象している。

## 補論 1 : バラッサ＝サミュエルソン効果と賃金・物価

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

図表 2-32 バラッサ＝サミュエルソン条件

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

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

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

(注 1)  $W$ は賃金、 $P$ は物価、 $MPL$ は限界労働生産性

(注 2)  $n$ は非貿易財、 $t$ は貿易財、1と2は国番号

(出所) 大和総研

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

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

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

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

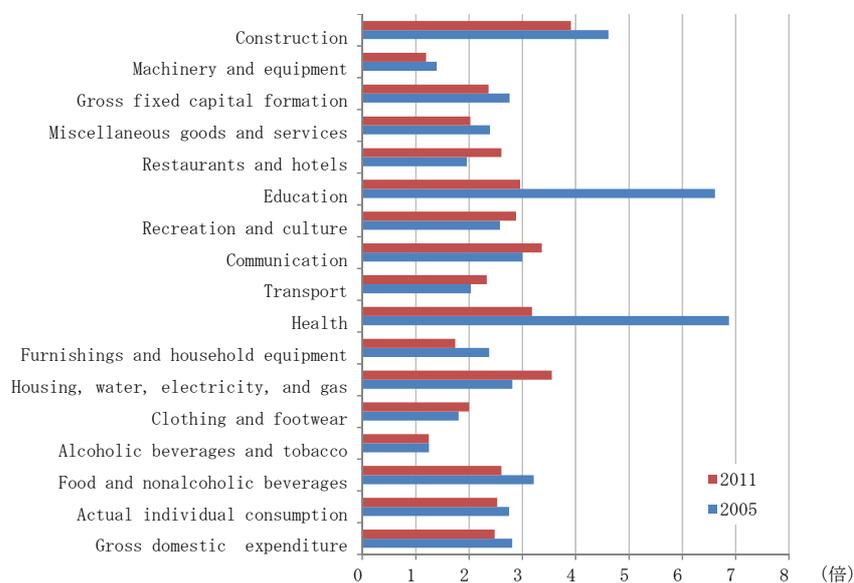
重要なのは (1-3) 式である。これは 日本の貿易財価格 = 中国の貿易財価格 という関係を示したものであるが、これは貿易コスト（輸送コストや関税など）や生産要素の移転の困難さを踏まえれば通常成立しない。しかし中国の WTO 加盟を含めた対外開放により関税や投資規制などの障壁は近年低下しており、結果として過去に比べて (1-3) 式の妥当性が高まっている、換言すれば貿易財セクターにおける日中の価格差が縮小に向かっていると考えられよう。これにより  $P_{t,1}$ （日本の貿易財価格）の伸びが抑制された結果、(1-1) 式を通じて  $W_1$ （日本の賃金）の伸びが抑制されてきた側面は無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

図表 2-33 中国の国際市場への参入の効果

$P_{t,1} > P_{t,2}$                        $\rightarrow P_{t,1}$ 抑制、 $P_{t,2}$ 上昇                       $\rightarrow P_{t,1} = P_{t,2}$ に接近  
 $W_1/MPL_{t,1} > W_2/MPL_{t,2}$   $\rightarrow W_1/MPL_{t,1}$ 抑制、 $W_2/MPL_{t,2}$ 上昇  $\rightarrow W_1/MPL_{t,1} = W_2/MPL_{t,2}$ に接近  
 (出所) 大和総研

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

図表 2-34 日中の価格比



(出所) 世界銀行資料より大和総研作成

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

図表 2-35 バラッサ=サミュエルソン条件 (変化率)<sup>62</sup>

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

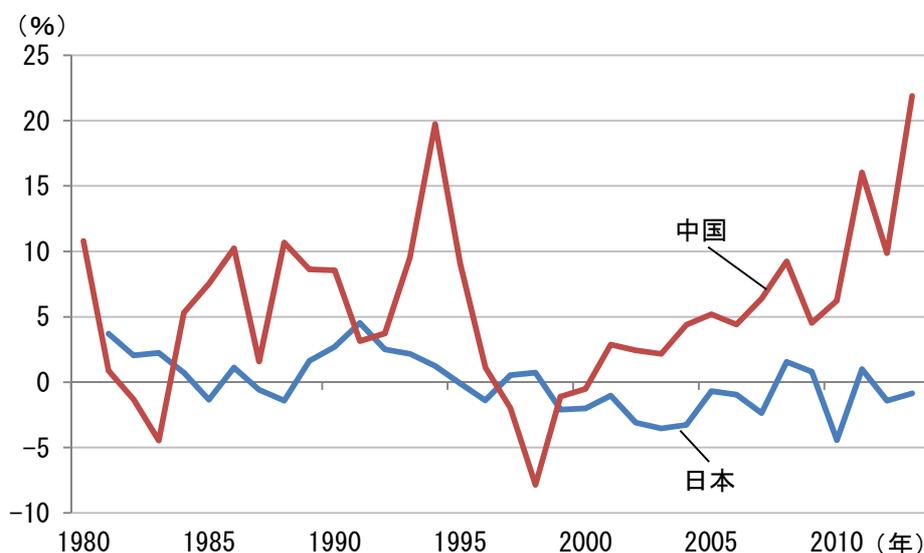
$$(2-2) \quad \Delta \ln W_2 = \Delta \ln P_{n,2} + \Delta \ln MPL_{n,2} = \Delta \ln P_{t,2} + \Delta \ln MPL_{t,2}$$

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

(注 1)  $\Delta \ln$  は変化率

(出所) 大和総研

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



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

(出所) Haver Analytics より大和総研作成

<sup>62</sup> これらの数式の示すところは、労働市場の競争と部門間移動の自由を仮定して、下記のようになる。  
 日本の賃金上昇率 = 日本の非貿易財価格上昇率 × 日本の非貿易財セクターの限界労働生産性上昇率  
 = 日本の貿易財価格上昇率 × 日本の貿易財セクターの限界労働生産性上昇率  
 中国の賃金上昇率 = 中国の非貿易財価格上昇率 × 中国の非貿易財セクターの限界労働生産性上昇率  
 = 中国の貿易財価格上昇率 × 中国の貿易財セクターの限界労働生産性上昇率

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

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

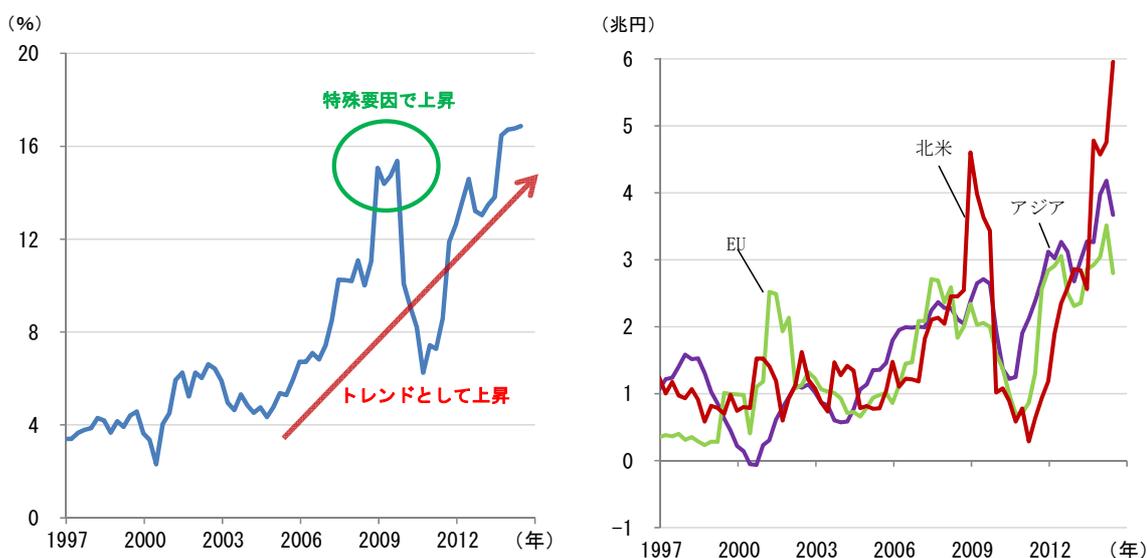
## 補論 2 : 空洞化の背景とその影響<sup>63</sup>

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

### 現状と空洞化の背景整理

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

図表 2-37 対外直接投資比率（左図）と対外直接投資の地域別内訳（右図）



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

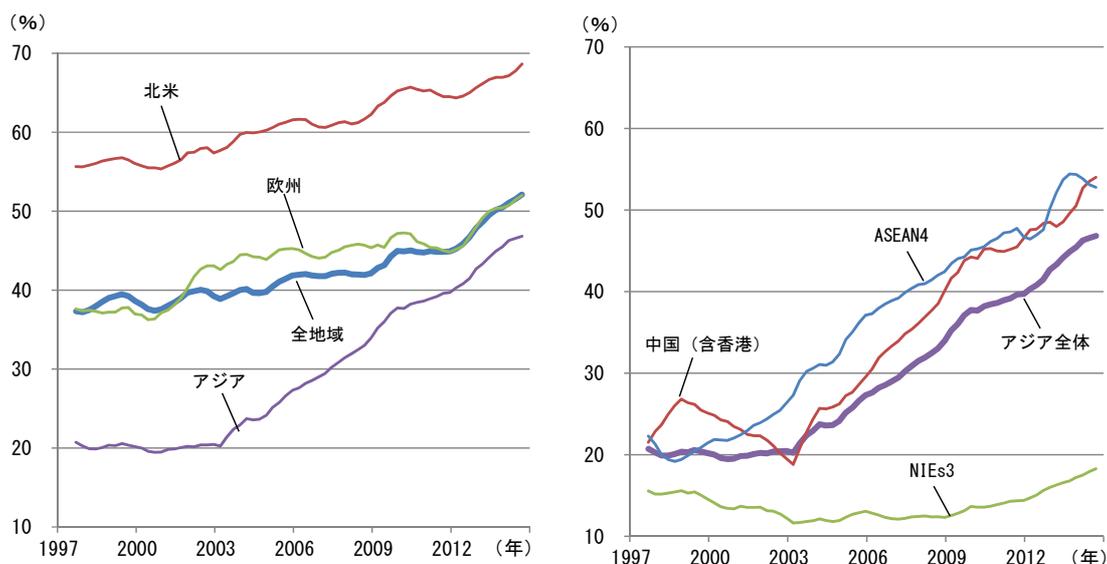
<sup>63</sup> 本節での議論は製造業部門における空洞化を念頭に置いているが、日本から海外への直接投資は非製造業部門で進展しており、とりわけ輸出代替ではなく現地需要の取り込みを目的とした直接投資を対象にした場合は空洞化のインプリケーションは異なることに注意されたい。

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

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

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

図表 2-38 海外現地法人売上比率



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

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

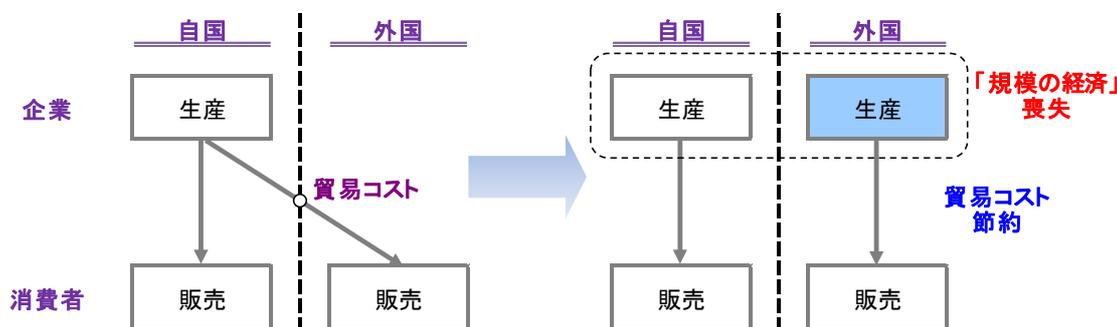
(出所) 財務省、経済産業省統計より大和総研作成

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

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

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

図表 2-39 水平的分業のメリットとデメリット



(出所) 桜・岩崎 (2012) 「海外生産シフトを巡る論点と事実」

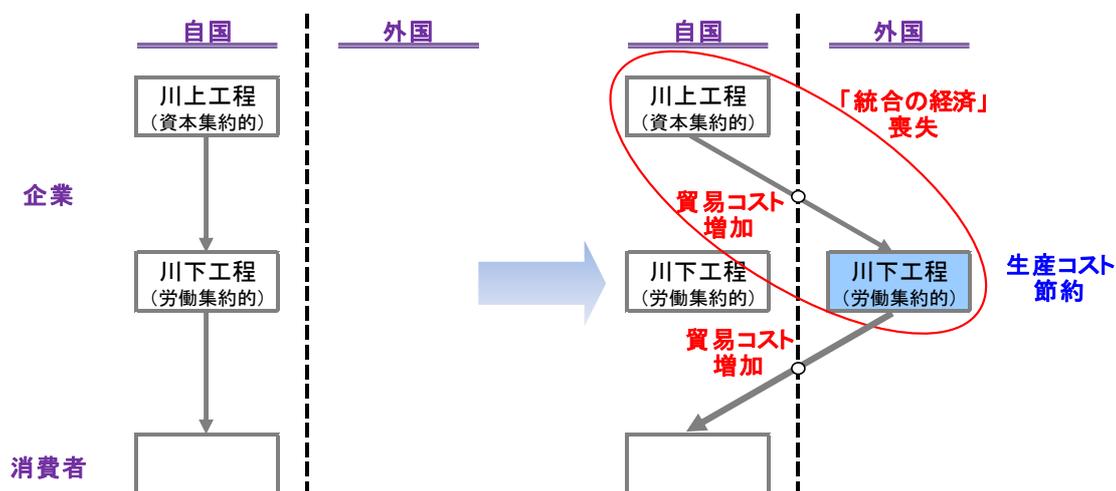
[http://www.boj.or.jp/research/brp/ron\\_2012/data/ron120127a.pdf](http://www.boj.or.jp/research/brp/ron_2012/data/ron120127a.pdf)

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

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

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

図表 2-40 垂直的分業のメリットとデメリット



(出所) 桜・岩崎 (2012) 「海外生産シフトを巡る論点と事実」

[http://www.boj.or.jp/research/brp/ron\\_2012/data/ron120127a.pdf](http://www.boj.or.jp/research/brp/ron_2012/data/ron120127a.pdf)

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

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

においても現地生産の競争力が高まっている可能性も指摘される。貿易特化指数からこの論点を分析した内閣府（2010、p376-377）<sup>64</sup>は、最終財のみならず、かつては圧倒的に強かった中間財においても日本の比較優位が失われ、中国や ASEAN などの国の競争力が高まっている点を指摘している。この点を踏まえつつ、アジア地域における海外現地法人の売上比率をさらに分解した図表 2-38（右図）を見てみよう。中国や ASEAN 諸国で現地法人売上比率が急速に上昇している一方、NIEs 諸国においては現地法人売上比率が低位にとどまっており、生産コストの低い国への垂直的分業を志向した直接投資が進んだ結果、産業蓄積が進み、現地生産の比較優位が高まり、水平的分業を志向した直接投資も進展していることが示唆されている。

### 空洞化の影響

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

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

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

であるのに対し、

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

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

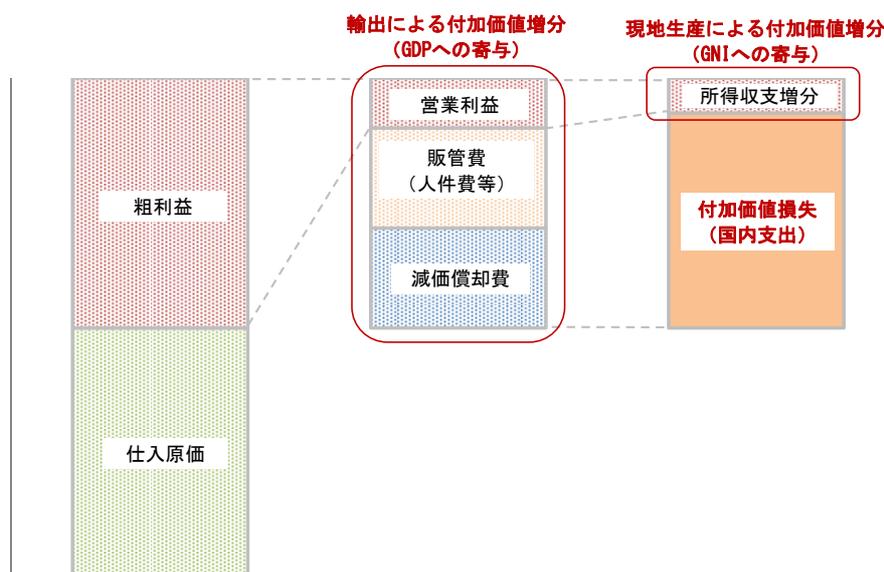
もともと、これは一次的な影響に過ぎない。空洞化によって利用されなくなった人材や設備投資原資が他のセクター、とりわけ生産性およびその成長率が高い産業移動すれば日本経済への影響はむしろプラスにもなりうる。桜・岩崎（2012）は、海外生産シフトにより発生する国内生産要素の再配分が円滑に進むことを前提として、理論的には下記のような経路を通じて国民所得が向上することを指摘している。利潤率の低い資本豊富国から利潤率の高い労働豊富国への生産シフトを考える古典的理論では、自国の雇用者報酬の減少を上回って企業収益が増加する（ただしこの前提として、海外生産シフトにより余剰となった労働力は、国内資本に結び

<sup>64</sup> 内閣府「平成 22 年度 年次経済財政報告」、2010 年。  
[http://www5.cao.go.jp/j-j/wp/wp-je10/pdf/10p03032\\_1.pdf](http://www5.cao.go.jp/j-j/wp/wp-je10/pdf/10p03032_1.pdf)

つく形で再配分される)。また、Helpman et al (2004)<sup>65</sup>の理論をベースとしても、生産性の低い企業が生き残れず退出しても、そこで働いていた労働者がより生産性の高い企業に再雇用されることで、国民所得が改善する。

しかし桜・岩崎(2012)が指摘するように、これらはあくまで部門間の労働移動が円滑に進むことが前提である。失業者の再就職に相応の時間を要することや、国内企業活動の資本集約が進む場合、労働市場においてスキルミスマッチが生じることから、雇用に悪影響が発生し、理論が示唆するような国民所得改善の恩恵を受けられない可能性がある。海外生産シフトが国内雇用に与える影響を調べた先行研究では、海外生産シフトが必ずしも空洞化をもたらすとは言えないとの実証分析結果を得られたものもあるが、他方で例えば経済産業省<sup>66</sup>(2011)の分析からは、日本企業の製造業部門における海外進出は常時従業者数を減少させるとの結果が得られている。もっとも、海外生産シフトそのものは、労働の再配分の円滑性を前提とすれば、利潤率や生産性の上昇を通じて国民所得を改善させうるものである。従って根本的な問題は労働の再配分の円滑化にあり、この点に鑑みると、労働集約的部門の外部化が進む中、海外生産の管理や経営企画、研究開発などの本社機能を担う人材の育成と、これらの部門における雇用吸収力の改善が重要な課題となる。

図表 2-41 空洞化に伴う付加価値損失の概念図



(出所) 大和総研

<sup>65</sup> Helpman, Elhanan, Marc J. Melitz, and Stephen R. Yeaple (2004) “Export versus FDI with heterogeneous firms,” *American Economic Review* 94(1), pp.300–316

<sup>66</sup> 経済産業省「海外進出が企業の生産、雇用等に与える影響」産業活動分析、2011年。  
<http://www.meti.go.jp/statistics/toppage/report/bunseki/pdf/h23/h4a1106j4.pdf>

### 3. 財政再建に必要な地方創生・歳出抑制策とは

#### <要約>

#### ポイント：受益に応じた負担を感じる財政制度の構築を

- ・ 財政再建には歳出削減は不可欠であり、特に社会保障の膨張の抑制が必要である。
- ・ 医療・介護では、地域包括ケアシステムの整備が不透明な中、まずは自己負担のあり方や保険給付の適用範囲の見直しなどを進めるべきだろう。
- ・ 限られた財源でこれまで配慮されてこなかった子育て支援の充実化を行うには、利用者の選択肢を拡大させるような競争環境の整備が考えられよう。
- ・ 現在の財政・政治制度では地方創生の名もとの歳出拡大の圧力も排除できない。公共事業の拡大や補助金のバラマキが行われても、マクロ経済に与える影響は限定的かつ持続的ではない。
- ・ インフラ関連費用は公共インフラの民営化とガバナンスの強化で抑制し、地方交付税は算出方法の見直し等も行いつつ、地方創生特区の推進と共に段階的に削減すべき。
- ・ 受益と負担がリンクするような財政制度や、世代間の利害対立を緩和できる政治制度へと改革することは、財政再建のためだけでなく、国に頼らず地域の自立を促していく地方創生対策でもある。

2012年12月に政権の座に就いた安倍首相は、これまで三本の矢と称して、金融政策、財政政策、そして成長戦略を矢継ぎ早に繰り出してきた。2014年には消費税率の引き上げ実施と成長戦略の改訂版が公表されたが、3年目となる2015年の政策運営は4月の統一地方選の存在もあり、地方創生をキーワードとした政策が注目を浴びそうだ。

その一方で、政府は消費税率の10%への引き上げを2017年4月に延期した結果、政府の財政再建に対する取り組みにも期待が集まる。当社の予測でも、その一つの節目である2015年度には国・地方を合わせた基礎的財政収支の対GDP比が2010年度と比べてほぼ半減される見込みであり、ひとまず財政再建の目標へ近づきつつある。さらには今夏にも新たな中期財政計画が発表される予定であり、次回の消費税率引き上げや成長戦略・地方創生で税収を確保し、歳出の重点化・効率化を通じて、政府は2020年度の基礎的財政収支の黒字化を目指すものと思われる。

しかし、第2章でも指摘されているように、消費税率の引き上げ延期による影響や年々増加する社会保障費の抜本的な改革が見送られていることもあり、現実には2020年度における基礎的財政収支の黒字化は相当に厳しい目標であると言わざるを得ない。しかも、地方創生と称して地方への歳出が拡大する可能性もあるため、財政がさらに悪化しかねないリスクもある。

第3章では、2014年12月に政府が発表した地方創生に関する施策にも触れつつ、財政再建へ向けた歳出の重点化・効率化への政府の取り組みについて2015年度予算案を中心に紹介する。さらに、財政再建にはこうした歳出改革だけでなく、消費税等の歳入改革や成長戦略・地方創生の実行、さらには中長期的な課題として歳出増をもたらす現行の財政・政治制度の改革にまで踏み込む必要があることを述べる。

## (1) 国・地方の財政状況（主に歳出面）

まず、国と地方の財政状況について歳出面を中心に簡単に見ておこう（図表 3-1-1）。2015 年度の国の一般会計予算案（当初予算ベース）は 96.3 兆円（前年度+0.5 兆円）となっており、歳出のうち政策に充てられる基礎的財政収支対象経費は 72.9 兆円（同+0.3 兆円）、それ以外の国債費は 23.5 兆円（同+0.2 兆円）である。基礎的財政収支対象経費の内訳を見ると、社会保障関係費の総額が 31.5 兆円（同+1.0 兆円）と最も大きく、次に大きい地方交付税交付金等（以下、地方交付税）が 15.5 兆円（同▲0.6 億円）、そして公共事業関係費（以下、公共事業費）の 6.0 兆円（同+0.0 兆円）と続く。一方、国の歳入は税収が 54.5 兆円（同+4.5 兆円）と大幅に増えて、その他収入も 5.0 兆円（同+0.3 兆円）、公債金が 36.9 兆円（同▲4.4 兆円）となりそうだ。その結果、公債依存度は 38.3%と低下し、一般会計ベースで見た基礎的財政収支は 13.4 兆円の赤字（同▲4.6 兆円）と前年度よりも大幅に減る見込みである<sup>67</sup>。このように 2015 年度の国の基礎的財政収支は、税収の大幅増加と歳出増の抑制により改善するものと考えられるが、それでも国の社会保障関係費は増え続けている。

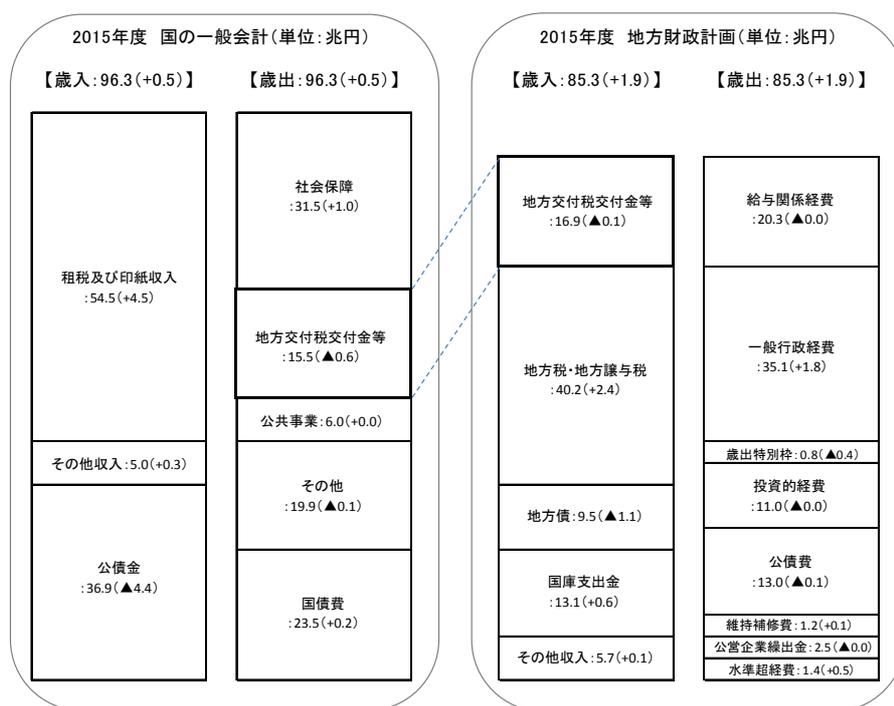
一方、地方の財政はどうなっているのか。2015 年度の地方の歳出（地方財政計画ベース、通常収支分）総額は 85.3 兆円（前年比+1.9 兆円）と前年度より増えており、そのうち社会保障関連の支出を含む一般行政経費が 35.1 兆円（同+1.8 兆円）で最も大きく、以下、給与関係経費が 20.3 兆円（同▲0.0 兆円）、公債費 13.0 兆円（同▲0.1 兆円）、投資的経費 11.0 兆円（同▲0.0 兆円）と続いている。さらに地方の歳入についてみると、最大項目である地方税・地方譲与税が 40.2 兆円（同+2.4 兆円）と大幅に改善し、次いで地方交付税交付金（以下、地方交付税）が 16.8 兆円（同▲0.1 兆円）<sup>68</sup>、国庫支出金が 13.1 兆円（同+0.6 兆円）、地方債が 9.5 兆円（同▲1.1 兆円）となっている。これを基に地方の基礎的財政収支を簡便に計算すると<sup>69</sup>、2015 年度は 3.5 兆円の黒字（同+1.0 兆円）になり、こちらも主に地方税収や国からの補助金の増加が収支の改善に貢献している。しかしながら、そもそも地方は国から地方交付税を受け入れており、それを除けば地方財政も構造的には赤字である。地方の慢性的な税収不足はもちろんのこと、地方交付税への依存体質や将来の公的インフラの維持・管理費用の急拡大、そして地方創生によって、今後も地方の歳出が増えやすい構造にあることには注意しなければならない。

<sup>67</sup> 国・地方の基礎的財政収支をより正確に見るためには SNA ベースのデータが必要である。直近のデータでは、2013 年度の国・地方の基礎的財政収支は 26.4 兆円の赤字（対 GDP 比で▲5.5%）で、国が 28.5 兆円の赤字（対 GDP 比で▲5.9%）に対し、地方は 2.1 兆円の黒字（対 GDP 比で+0.4%）となっている。

<sup>68</sup> 地方の歳入となる地方交付税と国の歳出に含まれる地方交付税の額が異なるのは、地方交付税が交付税及び譲与税配布金特別会計を通して、財源調整が行われるためである。例えば 2015 年度の場合、地方法人税が交付税特会を通じて手当される等の要因のため、こうした金額のずれが生じる。

<sup>69</sup> 地方財政計画（通常収支分）ベースの地方の基礎的財政収支 = （歳入計 - 地方債） - （歳出計 - 公債費）。

図表 3-1-1 2015 年度における国の一般会計と地方財政計画（通常収支分）の関係



(注)カッコ内は前年度当初予算との差額。

(出所)財務省主計局「地方財政について」、財務省「平成27年度予算政府案」、総務省「平成27年度地方財政政策の概要」より大和総研作成

## (2) 応能原則と利用者の多様な選択による社会保障給付の重点化・効率化を

2015年10月から予定されていた消費税増税が2017年4月まで延期された。それにより税率10%となる増税を見込んで計画してきた医療、介護、年金、子育てなどの社会保障の充実策についても、見直しが行われた。予定通り増税した場合、2015年度には増税分のうち1.80兆円が社会保障の充実に充てられるはずであったが、先送りにより1.36兆円程度に予算が縮小する(図表3-2-1)。政府は、この1.36兆円を社会保障のどの分野に配分するかについてすでに予算の配分を決めており、財源不足のため予定していた充実策を先送りするケースも一部あるようだ。低年金者への給付の充実策や、年金受給に必要な加入期間を25年から10年に短縮する年金改革については、1年半後に延期する方向が決まった一方、待機児童解消を中心とした子ども・子育て支援などについては予定通り実施するとしている。

こうした充実策を含む2015年度の社会保障給付費全体の予算額は過去最高の115兆円に達し、社会保障の膨張が止まらない。2020年度までの基礎的財政収支(プライマリーバランス)黒字化目標の達成を掲げ、歳出削減が不可避な中、曖昧な政治判断による充実策を実行すれば、将来世代に先送りされていた負担の軽減がさらに遅れるだけでなく、財政再建を掲げる政府の信認が失われ、経済危機に陥る懸念もあるだろう。長期的な視野に立てば、これまで十分に配慮されてきたとはいえない子育て支援への給付については重点的に行うなどのバランスを計りつつも、従来以上に踏み込んだ効率化策を断行していくことが求められよう。

本節では、医療・介護と子育てを中心に、検討されている社会保障の充実策の内容と給付抑制策について整理を行いたい。

図表 3-2-1 検討されている社会保障の充実化と重点化・効率化

消費税増収分による社会保障の充実策の検討内容（満年度：消費税5%引き上げ時）		充実化	効率化	2015年度予算	
医療・介護	医療・介護サービスの提供体制改革	病床の機能分化・連携、在宅医療の推進等 地域包括ケアシステムの構築 （在宅ケア推進に係る地域支援事業の充実等） 平均在院日数の減少等 外来受診の適正化 介護予防・重度化予防・介護施設の重点化（在宅への移行）	1.5兆円		1,296億円 2,011億円
	医療・介護保険制度の改革	国民健康保険と後期高齢者医療の低所得者保険料軽減措置の拡充 国民健康保険への財政支援の充実 被用者保険の拠出金に対する支援 高額療養費制度の見直し 介護保険の1号保険料の低所得者軽減強化 介護納付金の総報酬割導入 軽度者に対する機能訓練等重度化予防に効果のある給付への重点化 短時間労働者に対する被用者保険の適用拡大	1兆円	▲0.7兆円 ▲0.5兆円	612億円 1,864億円 109億円 248億円 221億円
	難病・小児慢性特定疾患への対応	難病・小児慢性特定疾患に係る公平かつ安定的な制度の確立等			2,048億円
子ども・子育て	待機児童解消の推進と地域の子ども・子育て支援の充実 （「待機児童解消加速化プラン」の推進、保育緊急確保事業の実施） 幼児期の学校教育・保育の総合的な提供 社会的養護の充実 育児休業中の経済的支援の強化	0.7兆円		4,844億円 283億円 62億円	
年金	遺族基礎年金の父子家庭への対象拡大 低所得高齢者・障害者等への福祉的給付 受給資格期間の短縮 物価スライド特例分の解消 高所得者の年金給付の見直しの検討 マクロ経済スライドの検討 支給開始年齢引上げの検討	100億円 5,600億円 300億円		20億円	
合計		3.8兆円程度	▲1.2兆円程度	1.36兆円	

（出所）厚生労働省 第51回社会保障審議会介護保険部会資料「社会保障・税一体改革による社会保障の充実・安定化について（案）」（平成26年10月30日）、厚生労働省「平成27年度社会保障関係予算のポイント」（平成27年1月）等より大和総研作成

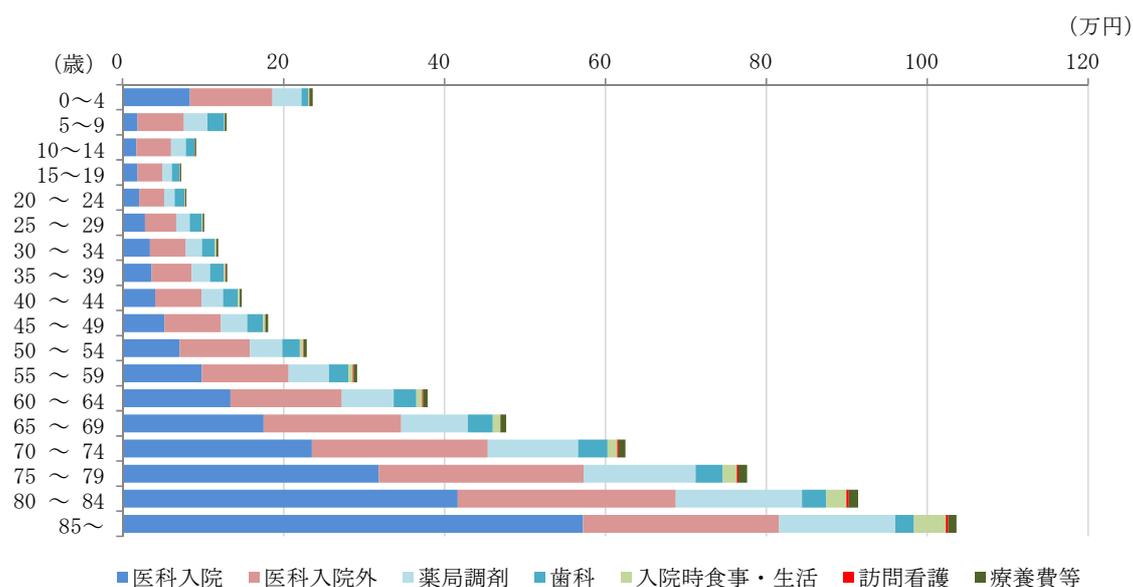
## ① 医療・介護

社会保障の中でも、医療費と介護費の占める割合は、年々増加しており、医療費は39.2兆円、介護費は8.8兆円（ともに2012年度）に達している。医療も介護も給付の大部分が高齢者にあてがわれる一方で、財源の負担は現役世代の税や保険料が中心になっている。そのため、超高齢社会にある日本では、現役世代が負担する税や保険料の際限のない増加が予想されており、経済へのマイナスの影響が懸念されている。高齢世代の医療・介護財源の大部分を現役世代が負担していかななくてはならないことはある程度必然だが、制度の持続性を確保するためにも、世代間で差が拡大する負担と給付の公平なバランスが求められている。

### （i）医療費の自己負担割合の見直し

医療費の5割以上が65歳以上高齢者に充てられている。背景にはもちろん、高齢者の一人当たり医療費が高額なことがある（図表3-2-2）。これには、医学の発展や、終末期に多くの医療処置が必要となる傾向があるほか、加齢に伴う疾病率の上昇などの影響もあるだろうが、高齢者の医療費に対する自己負担が抑えられていることが大きい。

図表 3-2-2 年齢階級別 1 人当たり医療費



(出所) 厚生労働省「平成 24 年度国民医療費」より大和総研作成

現在、患者が病院や診療所の窓口で支払う費用（自己負担）は、69 歳までは総額の 3 割だが、75 歳以上の高齢者は 1 割<sup>70</sup>である。70~74 歳については 2014 年度から段階的に本則通りの 2 割負担とされることになったが、最近まで特例措置により 1 割に抑制されていた。自己負担が軽減されていることは、早期受診や早期治療のインセンティブともなり得るが、その反面、モラルハザード（不要な需要の誘発）も起きやすい。加えて、フリーアクセスの便利さもあるため、健康であると自覚している、または健康ではないが病気でもないと感じている高齢者が、月に 1 回以上通院しているケースが少なくない<sup>71</sup>。

この自己負担割合は、処方薬に対しても同様に適用されるため、負担割合が低い高齢者ほど、処方薬の自己負担が軽減される。そのため、医師の処方を通してビタミン剤や湿布薬などを求めれば、市販薬を購入するよりも自己負担が軽く済むというインセンティブが働きやすい。

諸外国では自己負担割合について、所得や疾患による差異は設けても、年齢で一律に低く設定するようなことは一般的ではない。医療機関の受診だけでなく、処方薬に対しても、年齢で差を設けるようなことはなく、一定額までは全額自己負担（保険免責制）とするほか、薬の種類によって自己負担割合に差異を設けているケースが多い。患者には、かかりつけ医や薬剤師のアドバイスを受けながら安い市販薬を購入したり、代替医療（メディカルハーブやサプリメントなど）で対応したりするという選択肢もあるようだ。

国内では、紹介状を持たずに大病院を受診した患者に対する新たな負担金についての議論が

<sup>70</sup> 75 歳以上でも一定以上の収入がある場合は現役同様 3 割負担。

<sup>71</sup> 石橋未来[2013]「超高齢社会医療の効率化を考える IT 化を推進し予防・健診・相談を中心とした包括的な医療サービスへ」大和総研 経済構造分析レポート No.14 2013 年 8 月 15 日  
[http://www.dir.co.jp/research/report/japan/mlothers/20130815\\_007565.html](http://www.dir.co.jp/research/report/japan/mlothers/20130815_007565.html)

ようやく始まったばかりだが、誰もが医療サービスを受けることに対して、コスト意識を持つことが重要である。もちろん自己負担割合の引き上げに耐えられない高齢者への対策は必要だが、逼迫する医療財政に鑑みれば、年齢を理由に低率に設定されている高齢者の自己負担割合のあり方については是正していくことが求められよう。処方薬についても、年齢ではなく、薬の種類によって自己負担割合を引き上げることや、保険の適用範囲を限定すること（例えば、類似の市販薬がある場合は保険の対象としないなど）などが検討されてもよいだろう。

## （ii）保健事業の強化

また、高齢者であるほど「自分や配偶者の健康や病気のこと」に対する不安を抱え（内閣府「平成 21 年度高齢者の日常生活に関する意識調査」、自覚症状はないが「病気ではないかと不安に思った」ことから医療機関を受診する割合が増加する（厚生労働省「平成 23 年受療行動調査」）。こうした高齢者の抱える日常的な不安を緩和・解消するには、各保険者の「保健事業」の強化が求められよう。保健事業とは、加入者の疾病予防や早期発見、健康づくりを支援する教育・相談、保健知識を広める PR 活動など、幅広い分野にわたるものである。健診・特定健診・特定保健指導の実施率の向上を図りつつ、健診データをはじめ、レセプトデータ、介護保険データ、その他統計資料等に基づいて健康課題を分析することで、個々人や各地域・職場において、解決すべき課題や取組が明確となる<sup>72</sup>。

予防医療や健康増進活動による医療費抑制効果の程度については不透明な部分もあるが、保険者による保険事業を戦略的に展開させることで、健康相談や的確な保健指導が行われれば、高齢者の必要以上の不安を解消でき、不要不急の受診を抑制することも可能だろう。

## （iii）病床の機能再編、在宅医療の推進

全体の 65%以上を 65 歳以上の高齢者が占めている入院医療費（2012 年度には 14.8 兆円）は医療費全体に占める割合が最も大きい。入院医療費は在院日数が長引くほど高額化するほか、人口に対する病床数が多い地域ほど高額化することが指摘されており、政府は、病床の機能分化を進めることで急性期病床を減らし、急性期を過ぎた患者については、療養病床や介護施設、もしくは自宅への移行を促してきた。患者の入院期間が短いほど医療機関が有利になるような診療報酬の加点を行うなど、在宅シフトを促して入院医療費の抑制を試みてきたが、訪問診療を提供している医療機関の数が少ないこと（図表 3-2-3）や、主治医との連携が十分に取れていないことなどが妨げとなっている。

<sup>72</sup> 厚生労働省 健康局「標準的な健診・保健指導プログラム【改訂版】」（平成 25 年 4 月）

図表 3-2-3 訪問診療を実施している施設数と医療機関全体に占める割合 (2011年)

	施設数	割合
病院	2,407	28%
診療所	19,950	20%
訪問看護ステーション	7,153	

(注) 訪問看護ステーションの施設数は2012年時点。

(出所) 厚生労働省「平成23年(2011)医療施設(静態・動態)調査」、「平成25年介護サービス施設・事業所調査」より大和総研作成

そこで、医療介護総合確保法<sup>73</sup>により消費税増収分を活用した新たな基金<sup>74</sup>が創設され、都道府県ごとに作成される医療・介護の事業計画に基づいて交付されることが昨年決定した。交付される基金については、都道府県が主体的に、機能分化・連携を進める医療機関への補助財源や、在宅ケアに携わる医師や看護師、介護士といった人材育成や確保に向けた財源として活用できていることになっている。

しかし、従来診療報酬や介護報酬の工夫で行ってきた医療・介護提供体制の整備を、消費税増収分を活用した基金で行うのであれば、運営の透明性を確保し、基金を活用したことによって得られる効果については分析・検証を行い、結果の開示を徹底させるなど、明確にする必要がある。都道府県が主体的に地域ごとの実情に合わせて効率化を進めることは重要だが、計画や取組については都道府県ごとの温度差もあり得るため、事業内容については国が精査し、一定の評価指標を設定するなどして後押しすることも必要だろう。医療・介護の提供体制の充実という美名の下に、曖昧な基金が設置され続けるようなことは避けなければならない。

#### (iv) 地域包括ケアシステム構築の課題

在宅医療の推進に伴い、認知症患者を中心とした介護についても在宅を中心に展開される方向である<sup>75</sup>。こうした在宅ケアを支える仕組みとして、政府は地域包括ケアシステムの構築を掲げており、この整備にも先述した基金が活用される。増加が見込まれる認知症高齢者の数は2025年には700万人<sup>76</sup>に達するとされるが、その2025年以降の高齢化の問題は、主に大都市圏で深刻化すると考えられる<sup>77</sup>。大都市圏では核家族化と地域コミュニティの希薄化が進行しており、家族や地域といった受け皿のない高齢の認知症患者が在宅を選択した場合、医療・介護サービ

<sup>73</sup> 2014年6月18日成立。消費税を財源とした基金による医療と介護の連携強化や、効率的かつ効果的な医療体制の構築、地域包括ケアシステム構築など、国と都道府県・市町村が一体となった具体的な取り組みなどが盛り込まれている。

<sup>74</sup> 「地域医療介護総合確保基金」2014年度分は消費税増収活用分544億円に加え、公費360億円の上乗せ措置により904億円の基金を交付、2015年度は医療分で904億円、介護分で724億円の予算が計上されている。

<sup>75</sup> 実際は、現状でもすでに要支援・要介護認定者でありながら在宅を選択している高齢者の方が、施設利用者より5倍以上も多く、認定者全体の8割以上を占めている。(厚生労働省「介護保険事業状況報告」)

<sup>76</sup> 厚生労働省「認知症施策推進総合戦略(新オレンジプラン)(平成27年1月)

<sup>77</sup> 国土交通省「国土のグランドデザイン2050～対流促進型国土の形成～(平成26年7月)では、「地方圏の高齢者人口は2025年にピークアウトするのに対して、東京圏では2040年に高齢者人口が1,000万人を突破し、さらに2050年に向けて増加を続けるなど、大都市やその郊外において高齢者が急増する」としている。

スはもちろん、日常的な生活支援を含むほぼすべてのサービスを、外部に求めなければ生活が立ちゆかなくなってしまうケースも考えられるためである<sup>78</sup>。

政府が掲げている地域包括ケアシステムでは、こうした生活支援について、家族や近隣住民、ボランティアや NPO を中心としたインフォーマルサポートが「互助」として多分に盛り込まれているが、家族・近隣住民の関係が希薄化する大都市圏や、ボランティアや NPO の活動数が少ない地域においては、家族形態や地域社会の変化を顧みずに計画されている不安定なシステムと言えよう。

入院から在宅への移行により医療費の膨張を抑制していくことは必要と言えるが、それには地域包括ケアシステムの整備が不可欠であり、容易とは言えないだろう。

#### (v) 介護保険制度改革

介護保険制度については、介護職員の待遇改善など一部引き上げ（1.65%の増額）はあったものの、全体としては2015年度からの報酬引き下げ（2.27%の減額）が確定するなど、給付の抑制に向けた見直しが進められている。2015年8月から介護サービス利用者の自己負担を1割から2割に引き上げる<sup>79</sup>ほか、2015年度以降の特別養護老人ホームへの新規入所者を原則、要介護度3以上の高齢者に限定すること、また施設利用者の食費・居住費（家賃・光熱費）の補足給付を行う低所得者の判断を、前年度の収入だけでなく、預貯金<sup>80</sup>も含めて行われる仕組みへと変更するなど、サービス利用者の支払い能力に応じた負担を求める方向にあるようだ。

しかし、その内容については一段と踏み込む余地を残している。介護サービスの自己負担割合が1割から2割に引き上げられる高齢者は、収入上位20%のみが対象であり、全体的な自己負担割合は医療と比較しても抑制されている。介護サービスについても、受益者がコスト意識を持てるような仕組みへと変えていくことが求められよう。特に、介護保険から全額給付されている居宅介護支援費（ケアプラン作成）など、過度な給付となっているものについては、自己負担を導入するなど、早急な見直しが必要だろう。

さらに、施設利用の低所得者向け補足給付については、本来の介護サービスとは言えず、保険給付とすべきなのかという疑問もある。在宅介護を行っている高齢者にはこうした費用に対する給付は行われていない。医療も介護も在宅へのシフトが促される一方で、こうした施設入所者に偏重する給付を行うことは、政策の方向性を混乱させるだろう。

<sup>78</sup> 石橋未来[2014]「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」大和総研経済構造分析レポート No. 29 2014年9月30日  
[http://www.dir.co.jp/research/report/japan/mlothers/20140930\\_008986.html](http://www.dir.co.jp/research/report/japan/mlothers/20140930_008986.html)

<sup>79</sup> 年金収入が単身で280万円以上、夫婦で359万円以上の高齢者が対象。

<sup>80</sup> 預貯金が単身で1,000万円、夫婦で2,000万円以上の高齢者が対象。

## ② 子育て支援

急速な少子化の進行（平成 25 年合計特殊出生率 1.43）や深刻な待機児童問題など、課題が山積していた子育て支援を安倍政権では重要課題と位置づけ、2015 年度から「子ども・子育て支援新制度」を実施する。特に、①質の高い幼児期の学校教育・保育の総合的な提供、②多様な保育ニーズに対する質と量の向上、③地域の子ども・子育て支援の充実等を掲げている。具体的には、①就学前の教育・保育を一体的に提供する「認定こども園」の普及、②未就学児を中心とした待機児童問題の解消、③放課後児童クラブと放課後子供教室の一体化、などが計画されている。

### （i）認定こども園

少子化により定員割れしている幼稚園の既存施設と人材を活用し、保育の受け皿を増やすという考えの下、就学前の教育・保育を一体的に提供する認定こども園の普及が促進されている。幼保一体的な運営により、働き方や生活の仕方が多様化するさまざまな家庭のニーズに応えられると期待されている。

しかし、認定こども園への移行を予定している幼稚園は多くないようだ。都市部を中心とした待機児童問題の解消を目指す政府は、2017 年度に 90%の幼稚園（私立幼稚園を中心に）が認定こども園へ移行すると仮置きし、「量的拡充」と「質の改善」の追加所要額の推計を行っていた<sup>81</sup>が、「私立幼稚園（認定こども園を含む）の子ども・子育て支援新制度への移行に関する意向調査の結果（平成 26 年 9 月 29 日）」（内閣府・厚生労働省・文部科学省）によると、2015 年度に新制度へ移行する（検討中を含む）と回答した幼稚園は 6,833 園中 1,515 園と、全体の 2 割であった。

これには、2つの理由が考えられる。1つ目は、公費による補助が少ない私立幼稚園では、独自の教育理念を掲げ、特色ある教育を行うなどして利用者を確保してきた背景がある。特に都市部では、定員割れの幼稚園はすでに淘汰されてしまっていることが多く、残っている私立幼稚園では入園のための選抜を行うほど受け入れ状況が逼迫しているところもあり、認定こども園へ移行するインセンティブはあまりない（図表 3-2-4）。

2つ目は、新制度への移行により運営費が減額となるケースが多いことが挙げられる。私立幼稚園の運営費は、私学助成と各園が定める保育料<sup>82</sup>から成るが、新制度に移行した場合、運営費は国が定める施設型給付となり、保育料についても、市町村が設定する世帯収入に応じて定める保育料へと変わる<sup>83</sup>。0～2 歳児の保育機能というハードルが加わるにもかかわらず、運営費が減る場合、移行に踏み切るメリットはないだろう。これら 2 点から、特に深刻化する都市部の待機児童問題を認定こども園の普及（私立幼稚園からの移行）で乗り切ろうとするには、課題

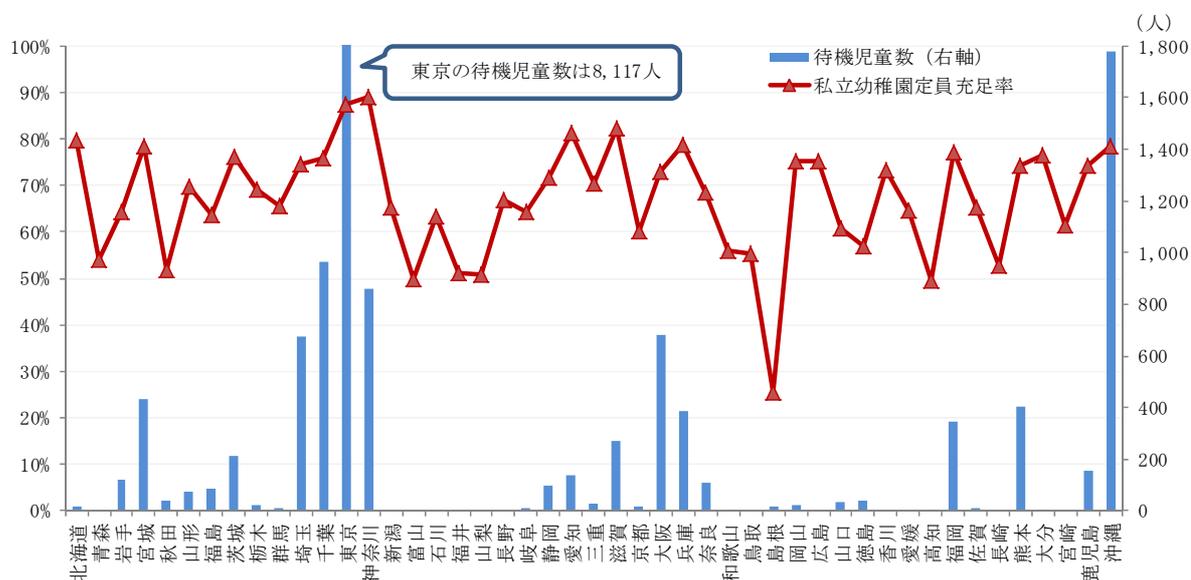
<sup>81</sup> 内閣府子ども・子育て会議（第 14 回）、子ども・子育て会議基準検討部会（第 18 回）合同会議資料「子ども・子育て支援新制度における『量的拡充』と『質の改善』について」（平成 26 年 3 月 28 日）

<sup>82</sup> 個人に対して、所得に応じて支給される入園料及び保育料の補助である就園奨励費補助が支給されている。

<sup>83</sup> 特別支援教育や特色ある幼児教育の取組等に対する補助が上乘せされる場合もある。

が多く残されていると言えるだろう。

図表 3-2-4 私立幼稚園の定員充足率と待機児童数



(出所) 文部科学省「平成 26 年度学校基本調査」、厚生労働省「保育所関連状況取りまとめ (平成 26 年 4 月 1 日)」より大和総研作成

## (ii) 認可保育園の待機児童問題

待機児童数<sup>84</sup>は 2014 年 4 月 1 日時点で 21,371 人 (厚生労働省調べ) に上るが、潜在的<sup>85</sup>なものも含めると 60~85 万人<sup>86</sup>とも推計されている。そこで、新制度では、これまで国の財政支援の対象となっていなかった認可外施設 (認可を目指すものが対象) や小規模保育 (利用定員 6 人以上 19 人以下)、家庭的保育 (利用定員 5 人以下)、居宅訪問型保育、事業所内保育を新たに地域型保育事業として認可の対象とするなど、認可対象施設の「量」の拡充が計画されている。

しかし、認可保育園にばかり入所希望が集中してしまう理由には、国が定めた設置基準 (施設の広さ、保育士等の職員数、給食設備、防災管理、衛生管理等) をクリアしている点や、経営母体が自治体や社会福祉法人であることなどが利用者の安心感につながっている点もあるだろうが、それ以上に、利用料が低く設定されている点が多い。国・都道府県・市区町村からの助成金が多く投入されている認可保育所では、利用者負担がかなり軽減されているのである。そのため、いくら「量」を拡充させても、認可保育園の利用者負担が軽減されている以上、待機児童問題は延々と解消されず、また利用者の選択肢も限定されてしまうだろう。

<sup>84</sup> 認可保育所への入所を希望しながら入所できていない児童数。21,371 人 (2014 年 4 月 1 日時点、厚生労働省調べ)

<sup>85</sup> 認可外保育所などに入所しながら認可保育所への入所を希望していること。

<sup>86</sup> 内閣府 第 6 回規制改革会議 学習院大学経済学部教授 前・規制改革会議専門委員 (保育分野) 鈴木亘氏 資料「待機児童対策と規制緩和」より (平成 25 年 4 月 1 日)

### (iii) 放課後児童クラブ

2014年5月1日時点で放課後児童クラブを利用できなかった児童数は9,945人とされているが、潜在的には低学年だけでも40万人<sup>87</sup>とも言われており、学童期の待機児童問題も深刻である。就学後の待機児童については、2019年度末までの5年間で放課後児童クラブの受け皿を新たに約30万人分整備するとしている。

この就学後の待機児童対策として注目されているのが、放課後児童クラブと放課後子供教室の一体化である。主に就労家庭の小学1～3年生を対象としている厚生労働省による放課後児童クラブと、全ての子どもを対象としている文部科学省による放課後子供教室の一体化を図ることで、放課後児童クラブガイドラインで定められている施設・設備の規模や職員体制、運営などについての厳しい基準を必ずしも遵守する必要がなくなる。そうなれば受け入れ児童の人数制限もなくなり、待機児童問題の解消が進むと考えられているのである。政府はこの一体型の運営施設を1万か所以上にすることを目指すとしている。

しかし、児童の交流活動の活性化が目的の放課後子供教室と、家庭に代わる生活の場を提供することが目的の放課後児童クラブでは求められる機能が異なることから、一体化ではなく「連携」を求める声も多い。一体型の運営とすることが、放課後児童クラブの基準の緩和という、「質」の低下にならないよう配慮していくことが求められるだろう。

### (iv) 競争環境の整備が求められる保育分野

就労家庭が増え、待機児童問題は年齢を問わず深刻化している。預け先である施設の「量」の拡充はもちろん必要だが、同時に「質」についても確保されなければ、育児中の保護者が安心して子どもを預けて就労することは困難である。限られた財源の中で「質」を維持しながら「量」を拡充させるには、一部の施設に偏重する補助のあり方を是正し、競争環境を整え、新規の参入を促すことが必要だろう。柔軟な開園時間や病児保育などの個別対応、独自の食育を実施する認可外保育園や、野外活動や学習指導、送迎や夕食サービスなど多様なサービスを展開する民間企業による学童保育事業<sup>88</sup>も多いが、助成金が多く投入されている認可保育園や公設の放課後児童クラブとの価格差は大きく、利用者にとって十分な選択肢となっていない。

財政支援が限定されてきた私立幼稚園の間で一定の市場メカニズムが働き、経営努力を行う魅力的な幼稚園に入園希望が集中する一方、定員割れしている幼稚園については淘汰されてきたように、競争環境を整備することで、保育分野全体の活性化や効率化は図られる。施設型給付を中心とした現物サービス給付の拡大に過ぎない子育て支援であれば、恩恵が受けられる子どもとそうでない子どもとを二分してしまう仕組みに留まる。利用者にさまざまな選択肢を提

<sup>87</sup> 全国学童保育連絡協議会「学童保育実施状況調査」（2014年7月28日）

<sup>88</sup> 民間企業が「学童保育」と称して営業している場合は、児童福祉法に規定された学童保育とはいえないこともあるとされ、多くは集計には入っていない。厚生労働省の「学童クラブ事業（放課後児童健全育成事業）実施要綱」には、「本事業は、その目的を異にするスポーツクラブや塾等、その他公共性に欠けるものについては対象としない。」ことが示されている。

示したうえで、給付付き税額控除<sup>89</sup>やバウチャー制度<sup>90</sup>の導入などの支援を検討することも可能であろう。

### ③ 歳出削減が求められる中、選択肢の拡大という充実化へ

わが国では高齢者を一律に「支援が必要」と捉える見方が定着しており、必要以上の社会保障給付を行う傾向が強かった。一方、子育てについては、子どもを持つ家庭の問題と認識されることが多く、支援の偏りが大きかった。しかし、現状の出生率の水準が続けば、日本の総人口は50年後には約8,700万人と、現在の3分の2の規模まで減少することが見込まれ、「この『人口急減』は、労働力人口の減少、経済成長の鈍化、地域経済の縮小、社会保障や国・地方の財政の持続性の危機など、私たちの未来に大きな影響を及ぼしていく」との現実を前に、改めて「人口を1億人程度で安定化させることが重要」<sup>91</sup>と政府による明確な目標が打ち出され、わが国の支援のあり方を子育て支援へシフトさせる方向性が示された。

高齢者に多く配慮されてきた配分を見直し、出産・子育て・教育関連の施策を重点化するというのであれば、過度な給付を受けている受給者の意識改革を行い、年齢ではなく所得や資産などの能力に応じた負担を求めていくことが不可欠である。一定の自己負担を課すことは、社会保障サービスを楽しむことに対するコスト意識を強めるだけでなく、不要不急の需要を抑制する効果もあるだろう。

その一方、自己負担により受けられるサービスの選択肢が拡大するといったインセンティブについても示すことが求められよう。わが国の社会保障は、特別養護老人ホームの待機老人や待機児童に代表されるように、誰でもサービスが得られるような「機会の平等」を用意するのではなく、機会が得られた者の中で同等のサービスが保障されるという「結果の平等」が重視される、サービスの現物給付を中心に整備されてきた。それでは制度の公平性が保たれないばかりか、事業者間の活性化やイノベーションが起きにくい。障壁となっている規制を改革し、多様な事業者が医療周辺、介護、保育分野に参入していけるよう競争環境を整備することが必要だろう。

給付の抑制が不可欠であり、「公助」から「自助」へと舵が切られつつある今、利用者が主体的にサービスを選択できる環境の整備こそ、社会保障の充実と言えないだろうか。

<sup>89</sup> 子どもの数に応じて税額控除額が決定され、所得が一定額を超えると逓減される制度であり、課税所得がない低所得者も恩恵を受けられる。

<sup>90</sup> バウチャーを交付して費用を補助することで、利用者が自由に選択できるようにする制度。利用者側の選択権が確保できることに加え、サービス提供者側も競争により質が向上するといった考え方に基づく。

<sup>91</sup> 経済財政諮問会議 専門調査会「選択する未来」委員会「未来への選択ー人口急減・超高齢社会を超えて、日本発 成長・発展モデルを構築ー」（平成26年11月）

### (3) 財政再建に逆行する従来型の地方への財政支援では地方創生にもつながらない<sup>92</sup>

2014年12月に政府の「まち・ひと・しごと創生本部」（以下、創生本部）は、先行して成立した2つの法律<sup>93</sup>を基にして、人口の現状と将来の姿を示して今後向かうべき方向性を明示した「まち・ひと・しごと創生長期ビジョン」（以下、長期ビジョン）と、それを踏まえた地域活性化の5カ年計画を明示した「まち・ひと・しごと創生総合戦略」（以下、総合戦略）の2つを閣議決定した。また、当該「長期ビジョン」「総合戦略」の方向性に沿った形で、都道府県や市町村のレベルでも2つの戦略（「地方人口ビジョン」と「地方版総合戦略」）を作成することが決まった。

こうした国の地方創生策は、地方による地域活性化の取り組みを後方から支援することを基本にしているが、交付金等の財政面からの支援や国土強靱化、公的インフラの老朽化等への対策もあり、先の社会保障関係費と共に、地方創生関連予算も拡大して財政規律が緩む可能性が残されている。そこで本節では、昨年末に政府が発表した地方創生の具体的な施策を概観したあと、こうした取り組みが財政健全化を阻害することにならないのかについて考えたい。

#### ① 地方創生の具体策と評価軸

##### (i) 人口減少対策としての「長期ビジョン」

各地域で作成される戦略の指針となる政府の「長期ビジョン」で述べられているのは、地方創生の柱となる人口問題への対策であり、そのための人口問題への共通認識の醸成と解決のための基本的視点が提示されている（図表3-3-1）<sup>94</sup>。

人口減少に対する基本的視点には2つある。第一に「人口減少に歯止めをかけるとともに、社会システムを再構築する」ことである。具体的には、当面の目標とする出生率として1.8程度の実現を図り出生数の引き上げを目指す「積極戦略」と、人口減少を前提にした効率的・効果的な社会システムを構築する「調整戦略」の2つから成り立っている。

第二の人口減少対策としては、「国民の希望の実現に全力を注ぐ」ことであり、人々が希望する結婚や出産・子育て、地方への移住を実現しやすくすることである。20～30歳代の人々の年収の低下が結婚や出産を思いとどまらせている現実や、保育所不足による子育てコストの増加が出生数の減少につながっているとの認識がある。さらに地方への移住を希望する都市圏の居住者が多い中、地方での雇用の少なさ等が大きな障害となっている現実もある。まずはそうし

<sup>92</sup> 地方創生に関する議論の詳細は、鈴木準・溝端幹雄・神田慶司[2015]「自由な発想で自律と自立を目指す地方創生：地域の多様性を活かす国づくり」『大和総研調査季報』2015年 新春号 Vol.17、を参照されたい。

<sup>93</sup> 地方創生の基本方針を定めた「まち・ひと・しごと創生法」および地域活性化関連施策を統合的に運用しワンパッケージで実現する「地域再生法の一部を改正する法律」（いずれも2014年11月に成立）。

<sup>94</sup> 政府の「長期ビジョン」で述べられている内容は、民間組織である日本創成会議が2014年5月に「ストップ少子化・地方元気戦略」で提言したものと問題意識がほぼ共通している。そこでは、2025年の希望出生率を1.8程度とし、2035年には出生率を人口置換水準である2.1程度まで上昇させることで、2090年には9,500万人弱で人口が安定、高齢化率もピークアウトした後に26.7%まで低下することで、人口構造が若返ることが示されている。

た希望を妨げている障壁を撤廃し、地域の人口減少を食い止めようというものである。

これらの対策の実施により、50年後の2060年には1億人程度の人口が維持されて、高齢化率もある時点から低下に転じて人口構造も若返り、活力ある日本社会が維持されるとしている。さらに、地域の人口構成が若返ることで、豊かな地域資源を活用したイノベーションが地域から起こり、同時に東京圏は一層安全・安心が高まった国際都市として発展することで、各地域が強みを活かす、多様な日本社会が実現されることを目指している。

## (ii) 当面5年間の課題を列挙した「総合戦略」

一方、政府が示すもう一つの指針である「総合戦略」は、地方創生を確実に実行していくための政策5原則（自立性・将来性・地域性・直接性・結果重視）に基づき、長期ビジョンを実現すべく政府が取り組むべき当面5年間の課題が数値目標などと共に列挙されたものである（図表 3-3-1）。「総合戦略」は地方創生の中間目標として位置づけられており、個別政策はすぐに取り組むべき緊急的課題とその他の中長期的課題に分けられ、さらに、総合戦略は毎年必要に応じて内容が改定されることになっている。

政策パッケージには4つあり、まず「①地方にしごとをつくり、安心して働けるようにする」ための経済・雇用政策がある。例えば、地域特性や課題を抽出する「地域経済分析システム」を政府が開発し、各都道府県に産官学金労が連携した統合戦略本部を設置することによって、地域経済の雇用戦略の企画・実施体制を整備すること、そして地域中小企業等への人材還流を支援する「地域しごと支援センター（仮称）」の整備や中堅・中小企業の事業経営に参画するプロフェッショナルな人材の派遣支援を行う「プロフェッショナル人材センター（仮称）」の設置等を通じて、大都市から地方への「人材還流システム」を構築すること等である。特に、サービス産業<sup>95</sup>、農林水産業<sup>96</sup>、観光の振興・地域資源の活用<sup>97</sup>により地域を支える個別産業分野を戦略的に推進し、また個人事業主等による創業を通じた新たなビジネスが地域で創造されることによって、地域経済の国際競争力の強化を狙うものである。

次に「②地方への新しいひとの流れをつくる」ことによる、人口の社会減を軽減する政策である。内閣府のアンケートでも地方移住を希望する人々が多いことから、それを実現する地方移住の推進<sup>98</sup>、企業の地方拠点機能の強化や地方での採用・就労の拡大<sup>99</sup>、地方大学等の活性化<sup>100</sup>が列挙されている。

さらに「③若い世代の結婚・出産・子育ての希望をかなえる」ことによる、人口の自然増を促す政策である。結婚・出産・子育てには一定の費用が掛かるが、現在、若い世代の賃金は平

<sup>95</sup> 地域の大学等におけるサービス経営人材の育成等。

<sup>96</sup> 生産現場の強化、バリューチェーンの構築、需要フロンティアの拡大。

<sup>97</sup> 観光地域づくりの推進、消費税免税店の拡大等。

<sup>98</sup> 移住関連情報をワンストップで提供する「全国移住促進センター（仮称）」の設置、二地域居住の本格支援等。

<sup>99</sup> 政府関係機関の地方移転、本社機能一部移転、遠隔勤務。

<sup>100</sup> 地域産業の振興を担う人材育成、高専・専門学校・職業系高校等の人材育成機能の強化等。

均的には低く抑えられている。そうした若い世代の経済的安定を目指し、さらに妊娠・出産・子育てまでの切れ目のない支援<sup>101</sup>や子ども・子育て支援の充実<sup>102</sup>、そして子育てに必要な時間を確保するためのワークライフバランスの実現<sup>103</sup>が列挙されている。

また「④時代に合った地域をつくり、安心なくらしを守るとともに、地域と地域を連携する」ことで、まちづくりの観点から地域活性化を行うものである。例えば、中山間地域等に多世代が交流することができ、かつ、経済活動や生活を行う上で必要な様々な機能を集約した「小さな拠点」を形成することや、コンパクトシティの実現や周辺都市との連携による地方都市における経済・生活圏の形成<sup>104</sup>、人口減少等を踏まえた道路や橋などの既存ストックのマネジメントの強化<sup>105</sup>が挙げられている。一方、都市圏等では高齢化・単身化による医療・介護サービスへのニーズが拡大しており、それを地域全体で受け止める「地域包括ケアシステム」の推進や、公的賃貸住宅団地の再生・福祉拠点化等によって、都市圏での安心な暮らしの確保を目指すとしている。

図表 3-3-1 「長期ビジョン」と「総合戦略」の概要

<p><b>「長期ビジョン」</b></p> <p>人口問題への対策</p> <p>&lt;人口減少に対する2つの基本的視点&gt;</p> <p>①「人口減少に歯止めをかけるとともに、社会システムを再構築する」</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・「積極戦略」</li> <li>当面の目標とする出生率として1.8程度の実現を図り出生数の引き上げを目指す</li> <li>・「調整戦略」</li> <li>人口減少を前提にした効率的・効果的な社会システムを構築する</li> </ul> <p>②「国民の希望の実現に全力を注ぐ」</p> <p>人々が希望する結婚や出産・子育て、地方への移住を実現しやすくする</p> <p>&lt;目標&gt;</p> <p>50年後の2060年に1億人程度の人口維持、高齢化率の低下による人口構造の若返り 地域の人口構成の若返りで、豊かな地域資源を活用したイノベーションが地域から起こる 東京圏は一層安全・安心が高まった国際都市として発展、各地域の強みを活かした多様な日本社会の実現</p> <p><b>「総合戦略」</b></p> <p>地方創生の中間目標として政府が取り組むべき当面5年間の課題</p> <p>&lt;4つの政策パッケージ&gt;</p> <p>①「地方にしごとをつくり、安心して働けるようにする」・・・経済・雇用政策 地域特性や課題を抽出する「地域経済分析システム」の開発、大都市から地方への「人材還流システム」の構築、等</p> <p>②「地方への新しいひとの流れをつくる」・・・人口の社会減を軽減する政策 地方移住の推進、企業の地方拠点機能の強化や地方での採用・就労の拡大、地方大学等の活性化</p> <p>③「若い世代の結婚・出産・子育ての希望をかなえる」・・・人口の自然増を促す政策 妊娠・出産・子育てまでの切れ目のない支援、子ども・子育て支援の充実、ワークライフバランスの実現</p> <p>④「時代に合った地域をつくり、安心なくらしを守るとともに、地域と地域を連携する」・・・まちづくりの観点から地域活性化 中山間地域等で「小さな拠点」の形成、地方都市における経済・生活圏の形成、道路や橋などの既存ストックのマネジメントの強化、等</p> <p>&lt;その他&gt;</p> <p>地域創生に資する国家戦略特区・社会保障制度・税制・地方財政・地方分権・規制改革等についての理念や基本的考え方を検討 政策の進捗状況を把握するKPI(数値目標)の設定によりPDCAサイクルの「見える化」を実現 国のワンストップ型の支援体制の構築 各地域が必要な施策を選択できるような支援施策のメニュー化、等</p>
---

(出所)首相官邸「まち・ひと・しごと創生長期ビジョン」・「まち・ひと・しごと創生総合戦略」(いずれも平成26年12月27日)より大和総研作成

<sup>101</sup> それらの支援と子ども・子育て支援新制度と一体的に行う「子育て世代包括支援センター(日本版ネウボラ)」の整備、地域の助産師等の活用。

<sup>102</sup> 幼児教育の無償化に向けた取り組み、三世帯同居・近居の支援等。

<sup>103</sup> 育児休業の拡充、地域レベルでの年次有給休暇の取得促進、地域や職務を限定した多様な正社員の普及等。

<sup>104</sup> 圏域概念の統一による新たな都市圏の形成、定住自立圏の形成。

<sup>105</sup> 公共施設・公的不動産の利活用における民間活力の活用、空き家対策の推進、中古住宅市場の整備等。

これら4つの政策パッケージに加えて、長期ビジョンにおける「調整戦略」（人口減少下であっても効果的・効率的に機能する経済・社会システムの構築）を実現するために、地域創生に資する国家戦略特区・社会保障制度・税制・地方財政・地方分権・規制改革等についての理念や基本的考え方を検討する旨が述べられている。例えば、地方の自主性・主体性を最大限に発揮させるような地方財政措置、地域間の税源偏在の是正、「ふるさと納税」の拡充等の税制見直し、創意工夫により魅力あふれる地域を造る地方分権改革の推進（農地転用許可に関する要望への対応）、等が挙げられている。

これらの政策体系を確実に実行に移して成果につなげるためには、運用体制の強化が必要である。例えば、政策の進捗状況を把握するKPI（数値目標）の設定によりPDCAサイクルの「見える化」を実現することや、国のワンストップ型の支援体制の構築、そして各地域が必要な施策を選択できるような支援施策のメニュー化がある。

さらに、総合戦略の企画と取り組みの実施を担う人材の育成と確保も求められる。例えば、小規模の市町村に国家公務員や大学研究者、民間シンクタンク職員を派遣する「地方創生人材支援制度」や、各府省庁の相談窓口に、市町村等の要望に応じて当該地域に愛着を持つ職員を選任する「地方創生コンシェルジュ制度」による人的支援が取り上げられている。こうした支援も含めて、地域内外の有用な人材の積極的な確保・育成を早急に検討してその実現を図ることが、地方自治体・民間事業者・個人等の自立を促すためには重要であると総合戦略で指摘されている。

## ② 地方創生と財政再建は両立可能か？

今回、国の予算で規模の大きい地方交付税の総額（2015年度）は前年度より減少することになったが、これは地方税収の増加や地方交付税における別枠加算の縮小によるものである。リーマンショック後には地方経済に配慮して臨時的な財政措置（歳出特別枠や地方交付税の別枠加算）が設けられたが、地方財政の歳出抑制策の一つとしてその縮小もしくは廃止が挙げられていた。今回、歳出特別枠である「地域経済基盤強化・雇用等対策費」の一部（1,500億円）削減と一般行政経費に含まれる「地域の元気創造事業費」（3,500億円）の廃止、そして地方交付税の別枠加算の一部（3,800億円）削減が決まった。

一方、上で見た地方創生策を踏まえた今年度の地方の予算案では、昨年度より削減された「地域経済基盤強化・雇用等対策費」の一部と「地域の元気創造事業費」を合わせた5,000億円を、地方創生に向けた取り組みとして新たに設ける「まち・ひと・しごと創生事業費（仮称）」へ振り向けることになった。さらに5,000億円の新規財源を加えた「まち・ひと・しごと創生事業費（仮称）」の総額は1兆円となり、結果的に地方創生への予算重点化によって2015年度の地方の歳出は拡大することになった。また2015年度の国の一般会計予算でも「優先課題推進枠」の活用等で地方への財源0.7兆円が措置されており、国も含めた総額で1.4兆円もの地方創生関連事業が計上されている（図表3-3-2）。

図表 3-3-2 平成 27 年度予算政府案におけるまち・ひと・しごと創生関連事業

平成27年度予算政府案におけるまち・ひと・しごと創生関連事業(単位:億円)(注1)	<b>13,991</b>
●まち・ひと・しごと創生総合戦略における政策パッケージ	<b>7,225</b>
①「地方にしごとをつくり、安心して働けるようにする」…経済・雇用政策	<b>1,745</b>
地域人材育成の強化	103
新規就農・経営継承総合支援事業	195
革新的ものづくり産業創出連携促進事業	129
公共施設への再生可能エネルギー・先進的設備等導入推進事業	190
②「地方への新しいひとの流れをつくる」…人口の社会減を軽減する政策	<b>644</b>
沖縄科学技術大学院大学(沖縄振興策)	167
人口減少の克服に向けた私立大学等の教育研究基盤強化	258
③「若い世代の結婚・出産・子育ての希望をかなえる」…人口の自然増を促す政策	<b>1,096</b>
幼稚園、保育所等の利用者負担の軽減(幼児教育無償化に向けた段階的取組)	323
総合的かつ体系的な若者雇用対策の充実	222
非正規雇用労働者の雇用の安定と処遇の改善	312
待機児童解消加速化プランの更なる推進	124
④「時代に合った地域をつくり、安心なくらしを守るとともに、地域と地域を連携する」…まちづくり政策	<b>3,741</b>
地域再生基盤強化交付金	431
沖縄振興一括交付金(沖縄振興策)	1,618
沖縄教育振興事業等(沖縄振興策)	180
地域公共交通確保維持改善事業	290
スマートウェルネス住宅等推進事業	320
循環型社会形成推進交付金(浄化槽分を除く)	355
●その他財政的支援(国家戦略特区・社会保障制度・税制・地方財政等)	
社会保障の充実(子ども・子育て支援新制度等)(注2)	<b>6,766</b>

(注1) 関連事業のうち予算額が100億円以上計上されている事業のみ掲載。

(注2) 公費ベースでは1.36兆円。

(出所) 内閣官房 まち・ひと・しごと創生本部事務局「平成27年度予算政府案におけるまち・ひと・しごと創生関連事業」  
(平成27年1月14日)より大和総研作成

地方創生の2つのビジョンを一見すると、政府は単に財源のバラマキによって地方創生を行うのではないかのように思われるが、平成27年度の予算案を見ると、特定地域への配慮をにじませる予算が多く計上されていることや、以下で述べるように、公的インフラでは更新投資の必要性が高まっていること、さらには現行の地方交付税制度に地方の歳出効率化を促すインセンティブが小さいこと等によって、地方創生の名のもとでの歳出拡大の圧力を制度的に排除できない。しかし、公共事業の拡大や特定地域への補助金のバラマキが行われても、これまで多くの学術研究(現状では乗数効果がほぼ1)が指摘するように、マクロ経済に与える影響は非常に限定的で、あってもその効果は持続的ではない。図表3-3-3のシミュレーション結果でも、公共事業の拡大は財政収支のさらなる悪化につながり、将来世代を犠牲にした成長であると言える<sup>106</sup>。したがって従来型の方法では地方創生にもつながらないし、財政再建にも逆行する。

地方創生で重要なのは、地域の特徴をうまく差別化することで付加価値を高めて、地域の生産性を向上させることにある。それには従来の発想の延長線上にある公共事業の拡大や補助金政策では決してなく、後述するように、地域が自力で創意工夫を行って魅力を高めていくため

<sup>106</sup> 公共投資が標準シナリオより毎年10%(現状だと約0.6兆円、5年で約3兆円)増加すると、実質GDPの水準は5年後には1.3%pt(約6.5兆円)だけ増加する。しかし、基礎的財政収支は毎年0.5~0.6pt(毎年2.5~3.0兆円、5年累積で15兆円弱)悪化しており、中長期的には財政悪化によるマイナスの影響が大きい。

の規制改革が必要である。自助努力を促す制度が整備されれば、地域間競争が促されて地域のコンパクトシティ化も進み、地域全体が筋肉質な経済構造へ移行していくことで、経済全体の生産性を高めることができる。特に地方財政もそうした方向に沿った改革が必要である。

図表 3-3-3 公共事業を 10%増やした場合のマクロ経済への影響

(標準シナリオとの乖離率(幅)、%、%pt)

	実質GDP								財政収支 (国・地 方)	プライマリーバ ランス(国・ 地方)
	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	0.25	0.29	0.03	1.21	-1.88	10.00	0.02	0.74	-0.47	-0.48
2年目	0.41	0.62	0.56	1.15	-1.70	10.00	0.04	1.04	-0.55	-0.56
3年目	0.71	0.97	1.11	1.35	-1.12	10.00	0.05	1.62	-0.59	-0.60
4年目	0.96	1.31	1.52	1.79	-0.93	10.00	0.07	1.91	-0.58	-0.59
5年目	1.28	1.71	1.98	2.66	-0.84	10.00	0.09	2.44	-0.50	-0.50

(注) 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

#### (i) 公共インフラの民営化とガバナンスの強化でインフラ関連費用の抑制を

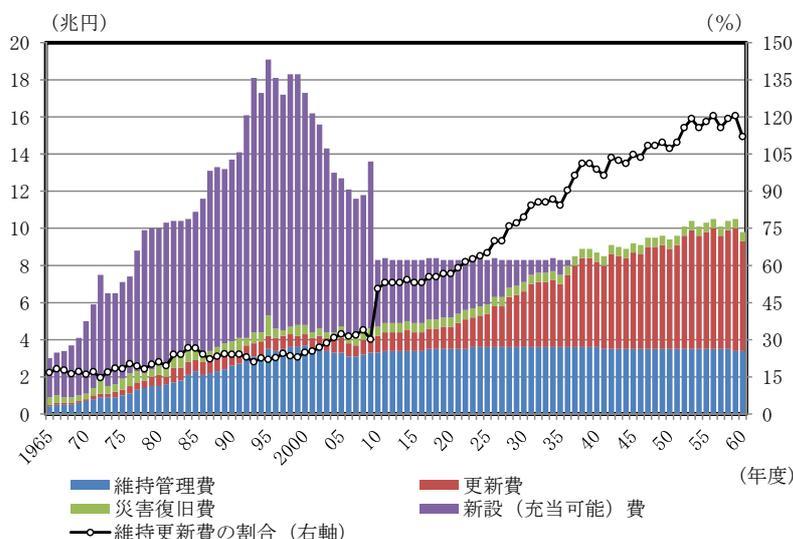
高度経済成長期に建設された大量の公的インフラの維持管理・更新費用は、今後、大幅に膨らむことが予想される。公的インフラ等の資産額の上位3つを挙げると、下水道が36兆円、水道(上水道+簡易水道)が26兆円(いずれも2012年度)、公営住宅が23兆円(2009年度)となっている(総務省「平成24年度地方公営企業決算の概況」、内閣府「社会資本ストック推計データ」より)。国土交通省の社会資本整備審議会・交通政策審議会の資料(「今後の社会資本の維持管理・更新のあり方について：答申」、平成25年12月)によると、2013年度のインフラの維持管理・更新費用は約3.6兆円(推計値)であったが、現状の公的インフラをそのまま維持していくという前提で推計を行うと、2023年度は4.3~5.1兆円、約20年後の2033年度には4.6~5.5兆円となり、その後も図に示すように、国・地方を合わせて維持管理・更新費用はさらに拡大していくことが予想される<sup>107</sup>(図表3-3-4)。

こうした公的インフラの維持管理・更新を国と地方が戦略的に行うことを促すため、政府は2013年に『インフラ長寿命化基本計画』を策定するとともに、地方自治体においても『インフラ長寿命化計画(公共施設等総合管理計画)』を策定することになった。さらに、政府は2015年夏頃に、中期的な社会資本整備のあり方を示した新計画(第4次社会資本整備重点計画)を閣議決定する予定であり、同年度中の実施をめざしている。そこでは、(1)戦略的なインフラ管理、(2)技能労働者など担い手の確保・育成、(3)安定的で持続的な公共投資の必要性、がポイントになるものと思われる。特に、(2)のインフラの維持管理を担う土木・建設関係の

<sup>107</sup> 社会資本整備審議会・交通政策審議会による社会資本の推計では、国土交通省が所管する10分野の社会資本を対象としており、国土交通白書の推計よりもカバレッジは広い。しかし、既存の社会資本の利用価値の毀損等を考慮しているため、国土交通白書の推計値よりも毀損分だけ若干数字が小さくなっている。

労働者の不足や高齢化が顕著であり、中長期を見据えた人材育成計画の策定も急務である。

図表 3-3-4 社会資本の維持管理・更新費用等の見通し



(注) 推計方法について:

国土交通省所管の8分野(道路、港湾、空港、公共賃貸住宅、下水道、都市公園、治水、海岸)の直轄・補助・地単事業を対象に、2011年度以降につき次のような設定を行い推計。

・更新費は、耐用年数を経過した後、同一機能で更新すると仮定し、当初新設費を基準に更新費の実態を踏まえて設定。耐用年数は、税法上の耐用年数を示す財務省令を基に、それぞれの施設の更新の実態を踏まえて設定。

・維持管理費は、社会資本のストック額との相関に基づき推計。(なお、更新費・維持管理費は、近年のコスト縮減の取組み実績を反映)

・災害復旧費は、過去の年平均値を設定。

・用地費・補償費を含まない。各高速道路会社等の独法等を含まない。

・社会資本の投資総額は、2010年度(8.3兆円)以降の伸び率を0%とした。

なお、今後の予算の推移、技術的知見の蓄積等の要因により推計結果は変動しうる。

(出所) 国土交通省「国土交通白書2012」より大和総研作成

公的インフラを財政面から捉えるには、地方財政の歳出に注目する必要がある。関連する歳出項目には、投資的経費と公益企業繰出金・維持補修費がある。投資的経費は新規整備分や更新分等の公共事業費に対する一般財源からの歳出であり、公営企業繰出金や維持補修費は既存の公的インフラに対する財源補てんや維持管理費への一般財源からの歳出である。これらを将来の官民による負担分担の可能性を考えるため、一般財源から賄われるものと利用者からの料金徴収により賄われるものの2つに、公的インフラを分けてみたい。

まず、地方自治体が持つ上下水道、公営住宅、病院、道路等の公的インフラは基本的に利用者より徴収される料金によって賄われるが、その公共的性質を反映して、収入の一部に地方の一般歳出を通じた税金が投入されている。これら独立採算の公的インフラに拠出される経費が、地方財政計画上では「公営企業繰出金」と呼ばれている。現在、地方財政計画に計上される公営企業繰出金は2.5兆円(2015年度、通常収支分)である。公営企業繰出金の大半を占めるのは下水道と病院であり、そのうち1.6兆円は企業債の元利償還に係るものである。

安倍政権が掲げる地方創生には、民間企業を活性化させる必要があり、その一つとして地方自治体が所管する公的インフラの管理・運営への民間企業の参入が挙げられている。これら資産の運営権を民間事業者売却するコンセッション方式を活用すれば、公営企業繰出金を圧縮し、かつ、公的インフラ事業への地域企業の参入による活性化にもつながるため、地方創生の

一端を担うことになるだろう。

こうした運営権の売却等で留意すべきなのが、政府がその事業内容を監視し、事後的に評価、必要があれば罰則も課す、モニタリング機能（ガバナンス）の強化である。こうした仕組みは、市場機能を活用する上では欠くことのできないものであり、それがないと提供される公共サービスの質が低下する恐れがある。民間事業者を地方自治体がモニタリングすることで新たな費用が発生する可能性もあるが、民間参入による効率化で経費が大幅に減るのであれば、こうした公的インフラの運営権を民間に委ねることは効果的である。

その一方で、独立採算で運営されていない公的インフラの維持・管理費用は、今後、大きな課題になるものと思われる。地方財政計画に計上されている「維持補修費」は、道路橋りょう・河川・公園等の維持管理費に充てられており、現在は1.2兆円（2015年度、通常収支分）である。さらに、更新費用に関しては「投資的経費」の一部に含まれる。これらは料金徴収が困難なため民営化が難しく、全額、税収入で賄う必要がある。そのため、今後これらの公的インフラの維持管理・更新費用が増え続けると、将来の地方の歳出拡大につながる恐れがある。それを防ぐには、必要なインフラだけに集約してその維持管理・更新費用を賄うことが望まれる。

2015年度の地方財政計画では、公共施設の老朽化・集約化対策のための財源を充実する目的で、公共施設等総合管理計画に基づき実施する公共施設の集約化・複合化、転用、除却のために必要な経費として地方財政計画の投資的経費に「公共施設等最適化事業費（仮称）」を0.1兆円計上し、さらに公共施設等の維持補修費を0.1兆円増額（1.2兆円）することになった。

さらに、これまで公的インフラの維持管理・更新費用（除却費用）は、地方債による充当が地方財政法第5条により禁止されていたが、2014年度以降は地方財政法の附則が改正されて、先に述べた公共施設等総合管理計画の策定を条件に、公的インフラの除却費用に地方債を充てることが特例として認められることになった。さらに2015年度には、公共施設の集約化・複合化事業に対して公共施設最適化事業債の発行が認められ、公共施設の転用事業に対しては地域活性化事業債の拡充が行われる見込みである。また、2014年度において第三セクターも含む公営企業の施設処分に関しても、期間限定ではあるが公営企業債の充当が全事業区分において可能になった。こうした施策は、地方創生に貢献する地域のコンパクトシティ化を促すための措置としても望ましいと言える。

こうした公的インフラの老朽化・集約化対策のための費用は、これまで公的インフラの整備に国が関与してきた経緯もあるので、政府が国庫支出金や地方債の償還財源を地方交付税によって措置することで財源を保障すべきとの議論も一理ある。しかし、今後の地方創生や国土強靱化、そして公的インフラの更新投資による費用の拡大圧力が高まれば、以下で述べるように、公的インフラ関連の歳出増加によって地方への財源移転が増えていく可能性も否定できない。

公的インフラ関連の歳出を抑制するには、まず地方財政の透明性・予見可能性を高める財政のマネジメント強化が必要だ。例えば、公的インフラについては、先述した公共施設等総合管理計画の策定促進、公共事業等の施行状況の公表がある。また、公営企業の経営効率化に関しても、中長期的な視点に立った経営戦略の策定要請や公営企業会計の適用拡大の推進等（現在、

公営企業の大宗を占める下水道事業には必ずしも適用されていない) が経済財政諮問会議から提案されており、さらには、地方自治体が管理する公的インフラやその費用計上を適切に把握する地方公会計の整備促進も重要と思われる。

## (ii) 受益と負担が一致しない地方交付税の存在が地方の経済自立や財政再建を妨げる

次に、公的インフラ関連をはじめとする地方の歳出拡大を促してきた、国から地方への財源移転についても再検討することが必要だ。特に、地方交付税にはその算定方式並びに受益と負担が分離することによる交付額の肥大化といった大きな問題を抱えており、税収不足が著しく高齢化が進む地方に優先的に配分してしまう問題点が指摘されている。

図表 3-3-5 地方交付税交付金と基準財政需要額・基準財政収入額の関係

歳出	災害など特別な財政需要額	基準財政需要額				それ以外の歳出			
		財源不足額	基準財政収入額						
歳入	特別交付税	普通交付税	地方譲与税	75%	留保分	超過課税	法定外普通税・目的税	国庫支出金 地方債 使用料 手数料 その他	
	標準税率の収入								
	法定普通税・目的税の一部			地方税					
	地方交付税								

(出所) 赤井伸郎[2010]「政府間の財政制度：国と地方の補助金契約とインセンティブ問題」(中林真幸・石黒真吾編『比較制度分析・入門』第13章 有斐閣)より大和総研作成

そもそも、地方交付税は地方財政の標準的な財政需要額（基準財政需要額）と標準的な財政収入額（基準財政収入額）の差を埋めるように決定される（図表 3-3-5）<sup>108</sup>が、地方交付税の課題として地方交付税額の算定に用いられる基準財政需要額が過大に推計されやすいことが挙げられる。基準財政需要額は地方の（標準的な）各行政経費（教育費や民生費など）を合計したもので、行政経費の算出式には地域の財政・経済状況に配慮した補正係数というものが含まれる。この補正係数は財政・経済状況が悪い地域ほど大きくなりやすいため、疲弊した地域ほど

<sup>108</sup> 地方交付税は国税5税（所得税、法人税、消費税、酒税、たばこ税）からの法定分に加えて、2014年度からは地方法人税（法人住民税法人税割の一部を国税化し、交付税及び譲与税配布金特別会計に全額繰り入れるもの）をすべて地方交付税として財源に活用できることになった。ただし、現状ではこれらの法定分の地方交付税だけでは地方の財政収支の恒常的な赤字は賄えないため、そうした不足分の財源の確保については総務省と財務省が交渉し、追加の交付税措置（特例加算）と臨時財政対策債（以下、臨財債）の発行によって、残りの地方財政収支の赤字分が賄われることになる。

基準財政需要額が膨らむ結果、基準財政収入額との差で生じる地方交付税の拡大につながる構造になっている。これは見方を変えれば、地域の経済・財政状況に応じて国が事後的に救済できる（地方自治体の予算がソフト化している）ため、地方自治体が事前に歳出を効率化するインセンティブを失わせ、地域経済の生産性を高める努力も阻害してきたと考えられる。これまで地方に公共事業を多く配分して地域経済を支えてきた結果、民間企業の生産性が高まらず、逆に地域経済は疲弊してしまった。それが地域の人口の流出や高齢化を加速して地方財政を悪化させてきた面があり、それを織り込んだ補正係数を通じて地方交付税が増えるとますます公共事業に頼るようになり、地域経済を一層悪化させるという悪循環を促した可能性がある。

さらに、基準財政収入額の算定にも問題がある。つまり、地方税収を増やせば基本的に基準財政収入額も増える構造になっているので、努力して地方自治体が地方税収を増やしても、それに対応するほとんどその分の地方交付税は減らされることになってしまい、最初から地方税収を増やす努力をしなくなるというモラルハザードが発生する。

このように現行の地方交付税制度ではソフトな予算制約とモラルハザードの存在があるために、地方自治体が地方創生により地方税収を増やして規制改革で地域を活性化するインセンティブが非常に弱く、さらに地方財政の悪化も招く制度になっている<sup>109</sup>。したがって、今後の地域経済・地方財政の改善、そして国と地方を合わせた財政健全化には、歳出の肥大化を防ぐようなインセンティブを持つ、受益と負担が一致する財政制度へ見直すことも必要だろう。例えば、地方自治体の自助努力を促すために地域の政策は基本的に地方税によって賄われることにし、地方交付税額は段階的に縮小することや、もしくは裁量性を排除したルールへの再構築を検討すべきだ。さらに、そうした取り組みやルールの執行状況をモニターし、実効性を担保する強制力のある第三者機関の創設も検討すべきだ。同時に、地方が自助努力で税収を増やすべく、次に述べる地方創生特区のような規制改革や地方への権限移譲等もセットで進めていくことが、中長期的には必要となるだろう。

### (iii) 地方創生（国家戦略）特区等の成長戦略は地方財政改革とセットで

特定地域に限定することで、改革が進まない岩盤規制の突破口を開くことに重点を置いた国家戦略特区にはこれまで6つの特区が指定されているが<sup>110</sup>、さらに、2014年10月には国家戦略特別区域法等に新たに追加されるべき規制改革事項等が政府によってまとめられており、現在、法律制定に向けての準備が進められている（図表3-3-6）。また、新たな特区の指定を受けようと、宮城県仙台市などが国家戦略特区の第2弾の指定地域として名乗りを上げており、これらは新たに「地方創生特区」として、2015年春頃には追加の特区が決定されることになりそ

<sup>109</sup> 最近では、地域経済の好循環を地方交付税の算定方法に取り込む動きはみられているが、今後はそうしたインセンティブをより明確に組み入れることが重要だ。

<sup>110</sup> これまで6つの特区のうち、兵庫県養父市、福岡県福岡市、関西圏（大阪府、兵庫県、京都府）の3つの特区の提案が認定されており、既に実行段階に移りつつある。一方、他の3つの特区については、新潟県新潟市や東京圏（都心9区、神奈川県、千葉県成田市）も2014年12月末に区域計画が政府により認定された。沖縄県の区域計画については、2015年2月現在、まだ認定されていない。

うだ。

一般的に都市圏と地方圏を比べた場合、同じ規制や制度が運用されているのであれば、集積の経済の恩恵に浴することのできる都市圏で経済活動を行う方が合理的なのは確かである。そうした中でもし特区に意義を見出すのであれば、そもそもアドバンテージのある都市圏に対抗するために、各地域の比較優位を活かした産業集積を進める手段として、地方圏で先行的に規制改革を行うことは地方創生の趣旨にかなうだろう。もちろん、あまりに特区に依存しすぎると本来行うべき政策の全国的な推進力が弱まる可能性は否定できないが、「今後は地方のほうがおもしろいことができる」と人々に思わせる政策の展開が地方に仕事や人を呼び込む大きなポイントになると思われる。その意味で、新たに提案されている「地方創生特区」において、都市圏もしくは海外でもできないような大胆な規制改革を打ち出すことができれば、最も効果的な地方創生につながるのではないだろうか。

**図表 3-3-6 国家戦略特別区域法改正案等に掲載されている規制改革事項等**

- |  |
|--|
| <p>①外国人を含む開業促進など</p> <p><b>外国人の活躍環境の整備</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・創業人材等の多様な外国人の受入れ促進など</li> <li>・外国人家事支援人材の活用</li> </ul> <p><b>法人設立手続の簡素化・迅速化</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・外国人を含めた起業・開業促進のための各種申請ワンストップセンターの設置</li> <li>・公証人の公証役場外における定款認証</li> </ul> <p>②規制改革による地方創生</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・医療法人の理事長要件の見直し</li> <li>・農業等に従事する高齢者の就業時間の柔軟化</li> <li>・「地域限定保育士」(仮称)の創設</li> <li>・NPO法人の設立手続きの迅速化</li> <li>・国有林野の民間貸付・使用の拡大</li> <li>・外国語による観光案内人材の育成*</li> </ul> <p>③民間ノウハウの活用など</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・公立学校運営の民間開放(民間委託方式による学校の公設民営)</li> <li>・官民の垣根を越えた人材移動の柔軟化</li> <li>・公社管理有料道路運営の民間開放*</li> </ul> |
|--|

(注)\*は構造改革特別区域法の一部改正。

(出所)内閣府地域活性化推進室・内閣官房地域活性化統合事務局「国家戦略特別区域法及び構造改革特別区域法の一部を改正する法律案の概要」(平成26年10月31日)より大和総研作成

ただし、課題となるのは乱立気味の特区の整理・統合である。これまでも「構造改革特区」や「総合特区」がある中で、似通った理念を持つ既存の特区を時代に対応させて整理・統合していくことが検討されてもよいのではないか。それぞれの特区制度のコンセプトは異なるとしても、政治的理由で目新しい制度を次々に創設していくのは建設的でない。

そして、地方創生特区による大胆な規制改革で地域を活性化し、地方交付税を抑制していくことが重要である。政府の総合戦略でも国家戦略特区や地方財政等を地方創生の観点から検討

する旨が記されており、地方創生特区や地方交付税の制度設計はセットで考えるべきだろう。

#### (4) 財政再建には歳出増をもたらす財政・政治制度の改革も必要

以上見てきたような政府の歳出の重点化・合理化は、財政再建を進める上で早急に取り組むべき課題であると言える。同時に言えることは、第2章でも指摘したように、歳出の重点化・合理化といった単独の方法では財政再建は不可能であるということである。現在、国の一般会計レベルで基礎的財政収支は13兆円強の赤字、地方でも地方交付税を除けば構造的な赤字である。我々の予測でも、何もしなければ2020年度の基礎的財政収支の黒字化の達成が困難なのもとより、2019年度以降、基礎的財政収支の対GDP比赤字は再び拡大していくことが示されている。しかも、基礎的財政収支の黒字化は公債残高がGDP比で増えない条件にすぎず、公債の元利払いも含めた全体の財政収支が黒字化しない限り、公債の債務残高はさらに増え続ける。

財政再建を抜本的に行うためには、規制改革等によって経済成長で歳入を増やしていくことも大切ではあるが、より重要なのは、歳出を膨らます構造的な要因を取り除くための財政・政治制度の改革であると考えられる。

具体的な方向性としては、公共サービスからの受益が増えると同時にその負担も増えていくように、受益と負担が密接にリンクした財政制度を再構築する必要がある。現在の社会保障制度や地方交付税ではこの受益と負担のリンクがうまく働いておらず、歳出を肥大化させる圧力が存在している。また、年金のマクロ経済スライドのような歳出肥大化を防ぐためのルールの順守や、その実効性を担保するために政治から独立した第三者機関による財政政策のモニタリングも、歳出削減を徹底するための機能として設けるべきだ。

さらに、社会保障制度において顕著に表れるように、超少子高齢社会の民主的な制度の下では、政策決定において人口の多数を占める高齢世代の意見を優先してしまうというバイアスがかかりやすい。そこで、将来の経済社会の維持可能性を高めるべく、現役世代や将来世代の意見を反映し、世代間の利害対立を克服するような選挙制度の改革も今後は真剣に検討すべきだろう（デメーニ投票や年代別選挙区、等）。これらの受益と負担がリンクされた制度の存在や裁量的判断を回避するルール化、そして中立的な判断を行う独立機関の設置は、民主的な制度の下で政府による中長期的な政策へのコミットメントを高めて、恣意的な運用を排除していく体制を構築するものである。今後の日本経済・社会の安定的な制度運営を確保していくためにこうした改革は必要なものと考えられる。

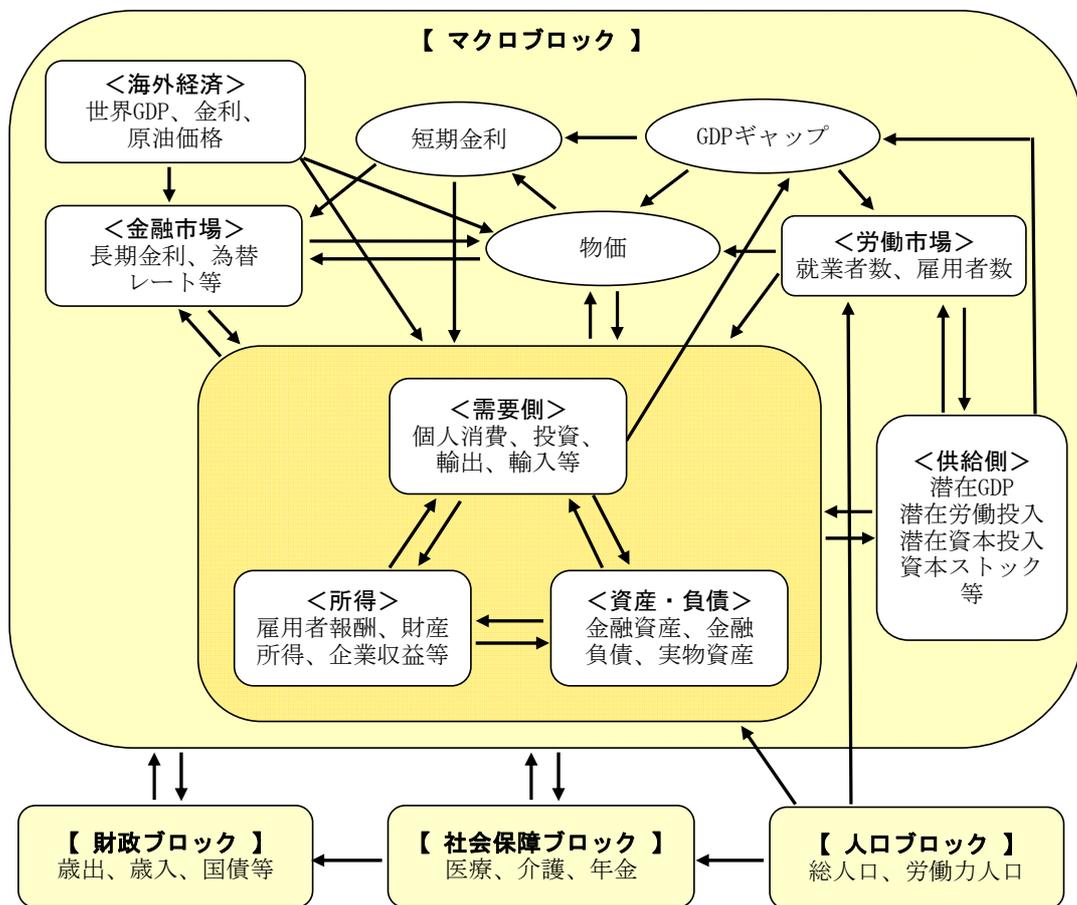
いずれにしても、消費税率の引き上げ延期により財政再建のハードルは大きく引き上げられてしまった。これを契機に今後はなかなか改革の進まなかった歳出削減への機運が高まることを期待したい。諸外国の財政再建の例を見ても、増税よりも歳出削減による財政再建の方がマクロ経済へのパフォーマンスが良いことが知られている。もちろん、日本の財政再建には消費税率の引き上げや効果的な成長戦略を進めていくことは不可避だろうが、財政収支のアンバランスをもたらす仕組み自体を変えることの方が一層重要だと考える。そして、受益と負担がリ

ンクするような財政制度を再構築し、世代間の利害対立を緩和できる政治制度へと改革することは、財政再建のためだけでなく、国に頼らず地域の自立を促していく地方創生対策でもあるのだ。

## 4. モデルの概説とシミュレーション

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

図表 4-1 大和中期マクロモデルの概念図



(出所) 大和総研作成

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

まず、各シナリオの影響は推計期間を通じて継続している。例えば、一度引き上げられた消費税率はその後同じ税率で推移し、輸入原油価格の 10%の上昇は標準シナリオの各年の見通しをそれぞれ 10%上昇させている。なお、図表に掲載されている数値は各項目への影響度を表しており、標準シナリオ（各シナリオが発現しなかった場合）との乖離率としている。例えば、図表の中で消費税率 1%pt の引き上げによって実質 GDP の影響が 1 年目で▲0.20%、2 年目で▲0.28%とあるが、これは消費税率を引き上げた年の実質 GDP が引き上げなかった場合に比べて 0.20%下回り、2 年目では 0.08%pt 下回った（▲0.28%-▲0.20%）と解釈できる。金利や GDP 比の項目については乖離率ではなく乖離幅を掲載している。

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

最後に、各シミュレーションの結果を定数倍して任意に条件を変更しても結果に大きな違いは生じない。例えば、消費税率の引き上げ幅を 1%pt ではなく 5%pt として実際にシミュレーションすると、2 年目の実質 GDP の乖離率は▲1.38%となる。これは、図表 2-43 の (1) の 2 年目の乖離率を 5 倍した値（▲0.28%×5=▲1.40%）に近い結果である。従って、シミュレーション結果を知りたい条件に合わせて定数倍することで、実体経済への影響をある程度把握することができる。

図表 4-2 シミュレーション結果

## (1) 消費税率を1%pt引き上げた場合

(標準シナリオとの乖離率(幅)、%、%pt)

	実質GDP								名目GDP	GDPデフレーター	潜在GDP	GDPギャップ
	民間最終消費支出	民間住宅投資	民間設備投資	政府最終消費支出	公的固定資本形成	輸出	輸入					
1年目	-0.20	-0.47	0.00	0.06	-0.35	0.34	0.00	-0.62	0.42	0.62	-0.07	-0.13
2年目	-0.28	-0.55	-0.34	0.07	-0.26	0.50	-0.01	-0.46	0.32	0.61	-0.10	-0.19
3年目	-0.36	-0.69	-0.68	-0.17	-0.04	0.64	0.00	-0.47	0.16	0.52	-0.12	-0.24
4年目	-0.44	-0.85	-0.90	-0.40	-0.01	0.77	0.05	-0.60	-0.07	0.37	-0.15	-0.29
5年目	-0.53	-1.00	-1.00	-0.50	-0.06	0.91	0.13	-0.78	-0.33	0.20	-0.19	-0.34
	失業率	ドル円レート	CPI	短期金利	長期金利	経常収支	財政収支(国・地方)	プライマリーバランス(国・地方)				
1年目	0.02	0.08	0.73	-0.09	-0.05	0.09	0.34	0.33				
2年目	0.05	0.19	0.70	-0.15	-0.09	0.09	0.44	0.42				
3年目	0.07	0.37	0.62	-0.25	-0.14	0.12	0.44	0.40				
4年目	0.09	0.55	0.50	-0.32	-0.18	0.17	0.46	0.38				
5年目	0.11	0.70	0.36	-0.40	-0.23	0.23	0.48	0.36				

(注) 経常収支、財政収支、プライマリーバランスは名目GDP比率。

(出所) 大和中期マクロモデルより作成

## (2) 輸入原油価格が10%上昇した場合

(標準シナリオとの乖離率(幅)、%、%pt)

	実質GDP								名目GDP	GDPデフレーター	潜在GDP	GDPギャップ
	民間最終消費支出	民間住宅投資	民間設備投資	政府最終消費支出	公的固定資本形成	輸出	輸入					
1年目	0.02	0.01	0.00	-0.18	-0.09	-0.04	0.00	-0.30	-0.29	-0.31	0.01	0.01
2年目	-0.02	-0.07	0.29	-0.46	0.04	0.02	-0.01	-0.45	-0.41	-0.39	-0.01	-0.01
3年目	-0.08	-0.19	-0.07	-0.66	0.13	0.10	-0.01	-0.63	-0.52	-0.45	-0.04	-0.04
4年目	-0.15	-0.29	-0.39	-0.79	0.10	0.20	0.01	-0.71	-0.65	-0.50	-0.08	-0.08
5年目	-0.22	-0.38	-0.52	-0.92	0.06	0.29	0.05	-0.78	-0.80	-0.57	-0.12	-0.11
	失業率	ドル円レート	CPI	短期金利	長期金利	経常収支	財政収支(国・地方)	プライマリーバランス(国・地方)				
1年目	0.00	-0.04	0.04	0.04	0.02	-0.31	-0.14	-0.13				
2年目	0.00	0.00	0.01	0.00	0.00	-0.38	-0.18	-0.18				
3年目	0.01	0.11	-0.04	-0.10	-0.05	-0.33	-0.19	-0.20				
4年目	0.02	0.23	-0.11	-0.16	-0.09	-0.28	-0.17	-0.19				
5年目	0.03	0.33	-0.19	-0.21	-0.12	-0.23	-0.16	-0.20				

(注) 経常収支、財政収支、プライマリーバランスは名目GDP比率。

(出所) 大和中期マクロモデルより作成

## (3) 長期金利が1%pt上昇した場合

(標準シナリオとの乖離率(幅)、%、%pt)

	実質GDP								名目GDP	GDPデフレーター	潜在GDP	GDPギャップ
	民間最終消費支出	民間住宅投資	民間設備投資	政府最終消費支出	公的固定資本形成	輸出	輸入					
1年目	-0.04	0.00	0.00	-0.44	-0.02	0.06	0.00	-0.16	-0.03	0.00	-0.01	-0.02
2年目	-0.29	-0.36	-1.49	-2.01	0.06	0.49	0.28	-0.99	-0.29	0.00	-0.11	-0.18
3年目	-0.57	-0.78	-2.91	-2.97	0.15	0.85	0.58	-1.46	-0.68	-0.11	-0.25	-0.32
4年目	-0.76	-1.23	-3.84	-3.30	0.18	1.03	0.89	-1.83	-1.06	-0.30	-0.38	-0.38
5年目	-0.98	-1.67	-4.52	-3.70	0.06	1.22	1.28	-2.30	-1.50	-0.53	-0.53	-0.46
	失業率	ドル円レート	CPI	短期金利	長期金利	経常収支	財政収支(国・地方)	プライマリーバランス(国・地方)				
1年目	0.00	1.42	0.01	-0.01	1.00	-0.11	-0.35	-0.24				
2年目	0.04	2.37	0.01	-0.13	1.00	-0.23	-0.85	-0.53				
3年目	0.09	3.45	-0.04	-0.30	1.00	-0.08	-1.16	-0.58				
4年目	0.12	4.75	-0.17	-0.48	1.00	0.04	-1.35	-0.56				
5年目	0.14	5.72	-0.32	-0.61	1.00	0.15	-1.50	-0.55				

(注) 経常収支、財政収支、プライマリーバランスは名目GDP比率。

(出所) 大和中期マクロモデルより作成

## (4) 世界経済成長率1%ptの低下

(標準シナリオとの乖離率(幅)、%、%pt)

	実質GDP								名目GDP	GDPデフレーター	潜在GDP	GDPギャップ
	民間最終消費支出	民間住宅投資	民間設備投資	政府最終消費支出	公的固定資本形成	輸出	輸入					
1年目	-0.99	-0.04	0.00	-3.37	-0.08	1.69	-6.19	-3.04	-1.01	-0.02	-0.35	-0.64
2年目	-0.59	-0.48	0.23	-1.65	0.58	0.89	-3.63	-2.85	-1.03	-0.44	-0.27	-0.33
3年目	-0.42	-0.65	-0.64	-0.56	0.10	0.51	-2.19	-1.93	-1.07	-0.66	-0.23	-0.19
4年目	-0.33	-0.59	-0.63	-0.24	-0.33	0.36	-1.37	-1.58	-1.08	-0.75	-0.20	-0.13
5年目	-0.28	-0.50	-0.28	-0.14	-0.45	0.27	-1.02	-1.40	-1.08	-0.80	-0.18	-0.10
	失業率	ドル円レート	CPI	短期金利	長期金利	経常収支	財政収支(国・地方)	プライマリーバランス(国・地方)				
1年目	0.12	0.42	0.05	-0.43	-0.24	-0.57	-0.42	-0.44				
2年目	0.15	0.71	-0.28	-0.49	-0.27	-0.12	-0.14	-0.23				
3年目	0.08	0.93	-0.50	-0.60	-0.34	-0.03	0.11	-0.07				
4年目	0.05	0.63	-0.61	-0.25	-0.14	0.15	0.25	0.03				
5年目	0.04	0.29	-0.67	-0.15	-0.08	0.10	0.22	-0.01				

(注) 経常収支、財政収支、プライマリーバランスは名目GDP比率。

(出所) 大和中期マクロモデルより作成

## 【経済構造分析レポート】

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

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

レポートは弊社ホームページにてご覧頂けます。

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