

日本経済の中期見通し(2006～2015年度)

～成熟型社会での安定成長を目指す日本経済～

<要 旨>

- 最悪期を脱して新たな成長期に入った日本経済であるが、これからの10年の姿を考える上で、そこに影響する大きな流れを捉えておく必要がある。大きな流れとしては、少子高齢化と成熟型社会への移行、バブルの崩壊とそこからの復活、強いドル政策と世界経済の成長、が挙げられる。
- 少子高齢化と成熟型社会への移行という大きな流れの中で、成長を抑制する力が徐々に増していこう。バブルの崩壊とそこからの復活という流れは、企業の財務体質や収益力の向上を背景に、しばらくは成長を加速させるが、企業を取り巻く環境が厳しさを増してくるため、しだいに勢いは落ちてくる。強いドル政策と世界経済の成長という流れは、今後も日本経済の成長を支えるであろう。ただし、米国や中国の成長の勢いがしだいに落ち着いてくるため、日本にとっての輸出環境もこれまで程は恵まれたものとならないであろう。
- 2006～2010年度までの5年間の実質経済成長率は平均で+2.1%と、2001～2005年度までの平均+1.5%を上回り、潜在成長率をやや上回るペースで推移しよう。バブルの負の遺産の処理がほぼ終了し、世界経済の拡大が続くことで、企業部門を中心に景気拡大の勢いが増してくる。
- 2011～2015年度までの5年間は、実質経済成長率の平均が+1.8%と緩やかな成長を維持するが、それまでの5年間と較べるとやや勢いが鈍化しよう。世界経済の成長が緩やかになって、企業を取り巻く環境が厳しくなってくることに加え、少子高齢化の進展が徐々に国内景気の下押し要因となってくる。
- これからの10年を、前半5年、後半5年と分けると、後半の方が経済環境は厳しくなる。日本経済の長期的な課題が、緩やかながらも安定的な成長を実現し、成熟型社会にふさわしい持続可能な経済システム、財政構造、社会保障などの諸制度を構築することであるならば、経済環境が恵まれているこれからの5年間の努力が重要な意味を持つことになる。

<年平均値>	2001～2005年度 (実績)	2006～2010年度 (予測)	2011～2015年度 (予測)
実質GDP成長率	1.5%	2.1%	1.8%
名目GDP成長率	0.1%	2.6%	2.5%
GDPデフレーター	-1.4%	0.4%	0.8%



【目次】

はじめに	1
<u>Ⅰ. 日本経済の現状</u>	
1. 戦後の日本経済を概観する	1
2. 日本経済を取り巻く三つの流れ	3
(1) 少子高齢化と成熟型社会への移行	3
個人消費の成熟化	4
資本ストックの蓄積	5
需要が伸びない社会	5
政府サービスの拡大	6
(2) バブルの崩壊とそこからの復活	7
バブルの崩壊と負の遺産	7
バブル崩壊からの復活	8
バブル崩壊が企業経営に残した教訓	9
(3) 強いドル政策と世界経済の成長	10
高まる輸出依存度	10
強いドル政策	11
<u>Ⅱ. これからの10年</u>	
1. 三つの流れの行方	13
(1) 少子高齢化と成熟型社会への流れは続く	13
国内需要の高い伸びは期待できない	14
成熟型社会で伸びる分野	15
効率的な政府への期待	15
(2) バブル崩壊による負の遺産脱却後の課題	16
企業にとっての新たな課題	17
最悪期は脱したが、キャッシュフロー調整が続く家計	17
財政構造は急速に悪化した後、やや持ち直し	18
金融システム不安を背景にした超金融緩和政策	19
(3) 世界経済の環境は徐々に厳しく	19
米国の経常収支赤字の持続性	20
中国経済のスローダウンのタイミング	21
世界の価格体系の変化	22
2. 中期見通しのイメージ	24
(1) 2010年度までの5年間	24
(2) 2011～2015年度までの5年間	26
3. 国民経済計算からみた日本経済の姿	27
(1) 生産～サービス化の進展	27
(2) 支出～投資から消費へ	27
(3) 分配～労働分配率の低下が続く	28
(4) GNP～海外からの所得受取	29
4. ISバランス(貯蓄投資バランス)	29

．需要項目別に見た予測内容

1．企業部門の動向	31
（1）生産活動	31
（2）企業収益	32
増益が続くが増加幅は縮小へ	32
コストが上がる時代の企業行動	34
（3）設備投資	36
緩やかだが安定的な増加が続く	36
資本ストックの動向と企業のバランスシート	38
（4）企業倒産件数	39
2．家計部門の動向	40
（1）雇用	40
雇用環境は改善するが就業者の伸びは鈍化	40
少子高齢化でも労働力不足は深刻にならない	41
（2）所得	43
賃金は緩やかな増加が続く	43
可処分所得と貯蓄	44
（3）個人消費	45
（4）住宅投資	46
3．政府部門	47
（1）財政見通し	47
歳入・歳出	47
プライマリーバランスは2011年度に黒字化	49
（2）公共投資	50
（3）政府消費	50
4．対外部門の動向	51
（1）世界経済の見通し	51
（2）貿易依存度が高まる日本経済	52
（3）貿易摩擦を生まない経常黒字	53

．物価と金融市場

1．物価と地価	55
（1）物価	55
（2）地価	56
2．金融政策と金融市場	57
（1）金融政策	57
（2）長期金利	58
（3）株式市場	59
（4）為替	60

<u>おわりに</u>	61
-------------	----

見通し予測総括表（1）	63
見通し予測総括表（2）	64

はじめに

2002年1月をボトムにして始まった今回の景気回復は5年目に入っている。回復期間では戦後2番目であったバブル景気(1986年11月～91年2月まで51ヶ月)を抜いており、戦後最長であったいざなぎ景気(1965年10月～70年7月まで57ヶ月)も超える勢いである(図表1)。デフレが続いていることが日本経済の最大の問題と言われていたときに、戦後最長になるのかという景気回復が実現していたことになる。

デフレとは別の要因が、日本経済の息の長い回復を実現する役割を果たしたのであるのか。本見通しではまず、戦後の日本の経済成長を振り返ることによって、日本経済の置かれている環境を明らかにしていく。そして、今回の持続的な景気回復を可能にした要因を探ることによって、日本経済が今後中期的に進むであろう方向を展望していきたい。

図表1 戦後の景気回復

	谷	山	回復期間	平均成長率(注2)
1. いざなぎ景気	1965年10月	1970年7月	57ヶ月	11.6%
2. 今回の景気回復	2002年1月	?	? (注1)	(注3)2.4%
3. バブル景気	1986年11月	1991年2月	51ヶ月	5.4%
4. バブル崩壊後初の回復	1993年10月	1997年5月	43ヶ月	2.4%
5. 岩戸景気	1958年6月	1961年12月	42ヶ月	11.3%

(注1)今年9月まで景気が回復しているとすると回復期間は56ヶ月

(注2)平均成長率は各四半期の前期比成長率の平均を年率換算したもの

(注3)今回の景気回復の平均成長率は今年4～6月期までの値

日本経済の現状

1. 戦後の日本経済を概観する

いざなぎ景気を超える長期の景気回復が実現するかもしれないと聞けば、多くの人は次のような三つの印象を持つのではないだろうか。

少しは日本経済に自信を持ってもよいのか

でも、あまり調子に乗らないほうがよい

それにしても景気回復の実感がない

これら三つの印象は、過去数十年にわたって日本経済が経験してきた出来事が背景となって生まれてくるものであろう。

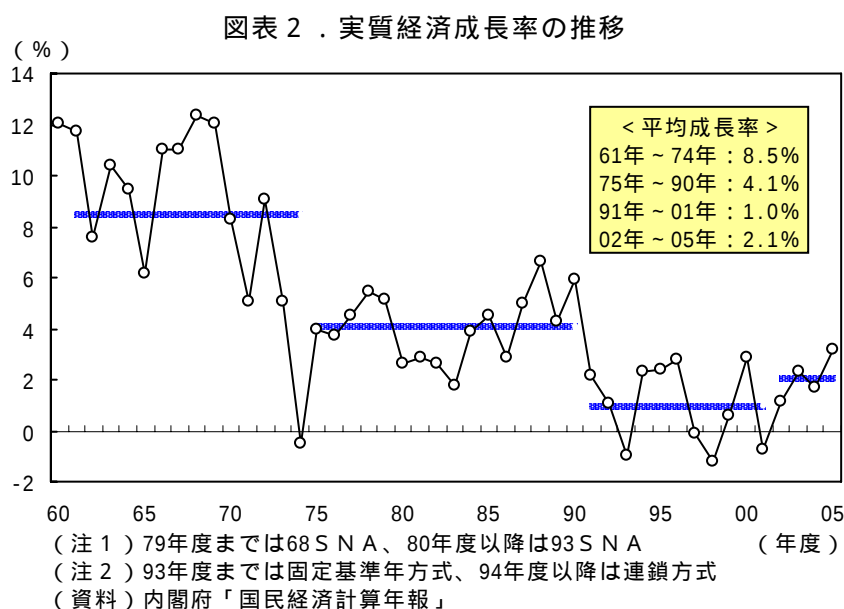
まず、「少しは自信を持ってもよいのか」という前向きな印象は、失われた10年あるいは15年とも呼ばれているバブル崩壊後の経済の低迷からようやく抜け出してきたという事実に対する素直な気持ちである。

また、「でも、あまり調子に乗らないほうがよい」という慎重な印象はバブル崩壊の教訓が影響している。バブル景気のときも、いよいよいざなぎ景気を超えると騒がれていた

が、後から振り返ってみると、その時すでに景気後退が始まっていた。今回も実は景気が後退しているというわけではないが、バブル景気のころは会社も個人も少しはしゃぎすぎたという教訓が生きている。結果として、慎重になった経済行動が景気を過熱させることもなく、息の長い景気回復を可能にしているとも言えよう。

そして3番目の「それにしても景気回復の実感がない」という印象は、いざなぎ景気に代表されるような過去の高度成長と比べてみたときの実感であろう。いざなぎ景気を経験したことのない世代もいるが、例えば、2度のオイルショックを経た後の80年代の経済成長と比べても、今の景気回復の実感は弱い。景気の回復期間がいざなぎ景気を超えたとしても、成長率の高さに示される景気回復の強さが昔ほどではなく、実感がわかないことになる。

こうした三つの印象と戦後の経済成長との関係をまとめてみよう。図表2は、1960年以降の実質経済成長率を示したものであるが、四つの中期的な成長期間に分けることができる。まず、70年代前半までの高度成長期である。戦後の荒廃から復興し、所得水準が向上する中であって有り余る需要が存在していたため、積極的な設備投資による供給力の増加が高い成長に結びついていた。73年10月に第一次石油ショックが起こり、74年には戦後初のマイナス成長を記録することになるのだが、それでも61年から74年までの実質成長率は平均8.5%と高いものであった。



高度成長期の次に来るのが、安定成長期とでも呼ぶべき期間である。70年代前半には、出生率、人口増加率などがピークを付けて低下を始め、人口動態上の大きな転換点を迎えることになった。また、世帯数増加率もこのころから大きく水準を低下させた。さらに、二度の石油ショックや為替の変動相場制移行による円高の進展など、高度成長期を支えた

安価な原油と固定相場制という前提条件が大きく変化した。75年から90年までの期間を取ると平均成長率は4%程度に低下した。

もっとも、この期間の終わりの数年間はバブル景気のころで、成長率が設備投資の大幅な拡大を背景に高度成長期の水準近くまで高まっていた。この実力以上に背伸びした高い成長が、その後のバブル崩壊につながってくる。

バブル経済の崩壊はその後の経済成長の重石となった。バブル崩壊後の10年間は失われた10年とも呼ばれ、経済成長率が大きく低下した。雇用や設備など過剰な供給能力の存在が設備投資を減少させ、リストラによる所得環境の悪化や雇用不安が個人消費を抑える要因となった。91年から2001年までの平均成長率は1.0%と低いものとなり、マイナス成長を記録する年も散見されるようになった。さらに需要の伸び悩みから需給ギャップが広がり、デフレ状態が続くことになった。

2002年からの景気回復期は、バブル崩壊後の失われた10年は脱却して新たな成長期間に入った可能性がある。もちろん、今の経済環境は高度成長期とは明らかに異なっており、そのころのような高い成長を実現できるはずもない。実現できるとしてしまったのがバブル経済の過ちであり、そこから得られた教訓は生きている。80年代前半の安定成長期並みの成長率を実現することも難しいかもしれないが、戦後経済を概観した中期的な視点から見て、日本経済は最悪期を脱して新たな成長期に入っていると言えよう。

2. 日本経済を取り巻く三つの流れ

最悪期を脱して新たな成長期間に入った日本経済であるが、これからの10年の姿を考える上で、そこに影響する大きな流れを捉えておく必要がある。大きな流れとしては、

少子高齢化と成熟型社会への移行

バブルの崩壊とそこからの復活

強いドル政策と世界経済の成長

が挙げられる。

(1) 少子高齢化と成熟型社会への移行

少子高齢化に象徴される変化とは、成長型社会から成熟型社会への移行である。前述のとおり、1970年代前半、人口増加率、出生率、世帯数増加率はいずれも低下トレンドに入った。つまり、少子高齢化は最近になって始まった話ではなく、30年以上にわたる人口動態の変化の結果として生じている現象である。そして、人口動態の変化と時を同じくして日本の高度成長期は終わりを告げ、成熟型社会への移行とともに成長率が低くなっている。

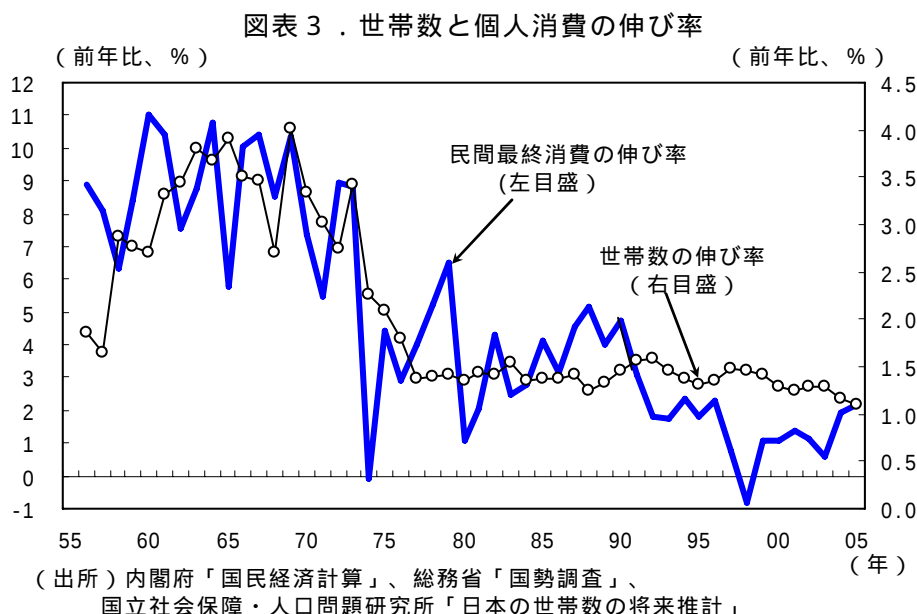
成熟型社会といっても明確な定義があるわけではないが、成長型経済のような需要の高い伸びは期待しにくい社会である。人口増加率の低下、年齢別の人口構成の高齢化、さらに耐久財の普及などを背景に、個人消費の伸びが緩やかになる。また、資本ストックの蓄

積が進むにつれて、公共投資、住宅投資、設備投資の必要性が弱まってくる。成長型社会では供給力を拡大することが経済成長につながるが、成熟型社会では需要を見つけてこないで経済成長はおぼつかない。

成熟型社会においても需要が拡大している分野がある。例えば、高齢化が進むと医療や社会保障に対するニーズは拡大する。しかし、こうしたニーズに対しては政府がサービスを提供しているケースが多い。このため、歳出の拡大によって財政構造が悪化する。財政的に維持可能な社会保障制度や年金制度を構築し、財政の破綻を防ぐことが成熟型社会の課題になってくる。

個人消費の成熟化

成熟型社会では世帯形成のペースが鈍化してくるため、個人消費の伸びが緩やかになる。個々の家計を形成する世帯は個人消費の核となる。就職や結婚に合わせて新たに世帯が形成され、所得を稼いで消費する家計の経済活動が始まる。世帯数の増加率は70年代前半をピークに大きく低下しており、しばらく1%台前半の伸びが続いている。そして、世帯数の動きに合わせて個人消費の伸びも小幅になってきた（図表3）。



また、成熟型社会においては自動車や家電などの大型耐久財がすでに各家庭に普及していることも、個人消費の伸びを抑制する要因となる。高度成長期の三種の神器（冷蔵庫、洗濯機、白黒テレビ）のように、各家庭に一気に普及する大型耐久財が見つけにくい。薄型テレビや洗乾一体型洗濯機の販売が伸びているといっても、すでに持っているブラウン管テレビや洗濯機の買換え需要が中心である。パソコン、食器洗い機、DVDレコーダーなど新しい耐久消費財も出てくるが、消費に与えるインパクトは小さくなっている。

資本ストックの蓄積

資本ストックの蓄積が進むにつれて、固定資本形成（公共投資、住宅投資、設備投資）の必要性が弱まってくる。まだ、十分とはいえない分野もあるが、道路や港湾などの社会資本が整ってきた。公共投資の削減は、財政再建の観点から推進されているが、生活に必要な社会インフラが整ってきたことが、公共投資の必要性を減じている側面もある。

また、住宅ストックは量の面では充足しており、全住宅ストックに占める空き家の割合はすでに10%を超えている。住宅の性能が向上して耐用年数が伸び、また世帯数の増加率が低下していることもあり、住宅投資の必要性は長期的には縮小する方向にある。

さらに、高度成長期のように需要に比べて生産能力が足りなかったときは設備投資が高い伸びを続けていたが、今は高すぎる設備投資の伸びは過剰設備を生み出してしまう。80年代終わりのバブル経済とその崩壊は、日本経済は高度成長期並みの設備投資の拡大を必要としていないことを証明した出来事と考えられる。

需要が伸びない社会

上述のとおり、成熟型社会では需要の伸びが鈍化する。高度成長期のような成長型社会は欲しいものが手に入らない社会であり、満たされない需要が豊富に存在している経済であったが、成熟型社会は欲しいものが手に入ってしまった、あるいは欲しいものが見つけない社会である。このため、需要を見つけ出す、開拓する、あるいは作り出す努力をしないと成長を維持するのが難しくなってくる。

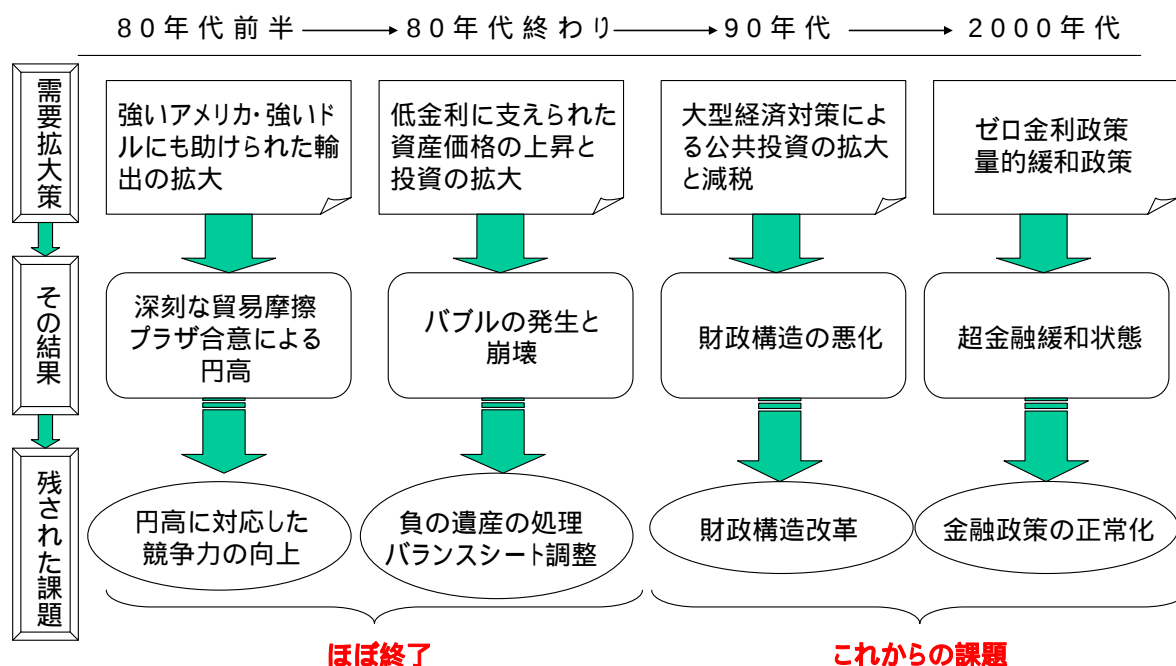
高度成長期が終わって以降、日本経済は成長率を高めるために需要を増やすさまざまな試みを実行しては失敗に終わっていた。まず、80年代前半は輸出の拡大によって成長率を高めようとしたが、輸出先での貿易摩擦を引き起こしたうえに、85年のプラザ合意による急速な円高を招くことになった。

円高の進展が日本経済に悪影響を及ぼすと考えた政府は、低金利を続けることによって、設備投資などの需要を拡大しようとした。80年代終わりになると、低金利を背景にした土地や株など資産価格の上昇が設備投資や不動産投資を拡大させた。しかし、こうした需要拡大がバブル経済を形成し、崩壊を招くことになった。

バブル崩壊後の需要の一段の減少に直面して、政府は財政出動を伴う大型の経済対策によって景気を刺激しようとした。大型減税や公共投資の拡大は一時的に需要を拡大させる効果があったが、財政構造の悪化をもたらすことになった。

デフレ脱却を名目に、90年代終わりごろから採られたゼロ金利政策や量的緩和政策もこうした一連の需要拡大策の一つと考えることもできるが、需要拡大効果はあまりなかったと言えるだろう。

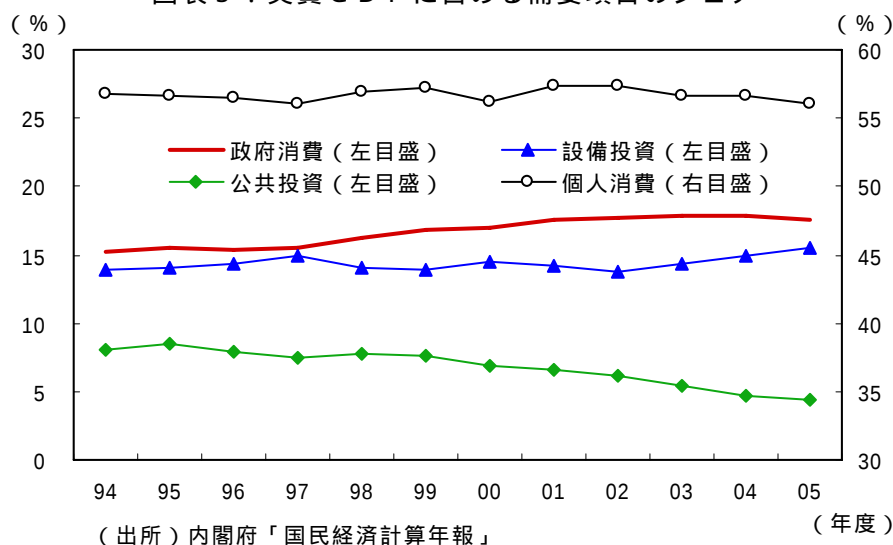
図表 4 . 需要拡大策とそれがもたらしたものの



政府サービスの拡大

成熟型社会では国内需要が伸び悩むが、唯一の例外は医療や社会保障など政府サービスへの需要である。高齢者が増えてくると、景気の動向とは関係なく、社会保障支出は拡大する。こうした政府サービス関係の支出は、GDP統計では政府最終消費支出に計上される。政府最終消費支出がGDPの占める割合は、2005年度ですでに17.5%に達しており、設備投資の15.5%を抜いて、個人消費に次ぐ2番目に大きな需要項目となっている（図表5）。

図表5. 実質GDPに占める需要項目のシェア



政府最終消費が増加することは、表面上は成長率を高める要因であるが、それによって経済の活力が高まるわけではない。個人消費や設備投資などの需要項目の増加は、他の需要や所得を拡大させ、経済活動を活発にすることによって、税収を増加させる。しかし、政府最終消費が増えてもそのような需要誘発効果はほとんど期待できないどころか、その原資は税金であるので、財政構造が悪化する。成熟型社会においては財政の健全化が課題になってくる。

（２）バブルの崩壊とそこからの復活

バブルの崩壊による設備投資の減少、そして負の遺産を処理するためのバランスシート調整は、長きにわたって日本経済の重石となっていた。しかし、バブル崩壊から 10 年余りの年月を経て、設備、雇用、債務といった三つの過剰問題も解消し、不良債権問題の処理にも目処がついてきた。財務体質と収益力の改善を背景に、企業はこれまで抑制してきた設備投資を増やしている。

また、バブル崩壊から得られた教訓は企業経営に影響を及ぼしている。バブルのころのように、株価や不動産価格の上昇を前提にした資金計画や、需要の高い伸びを前提にした楽観的な事業計画を作成することはなくなっている。企業経営が慎重であれば、成長率がバブル期のように高まることもないが、過熱することがないので景気回復の持続性が高まってくる。

バブルの崩壊と負の遺産

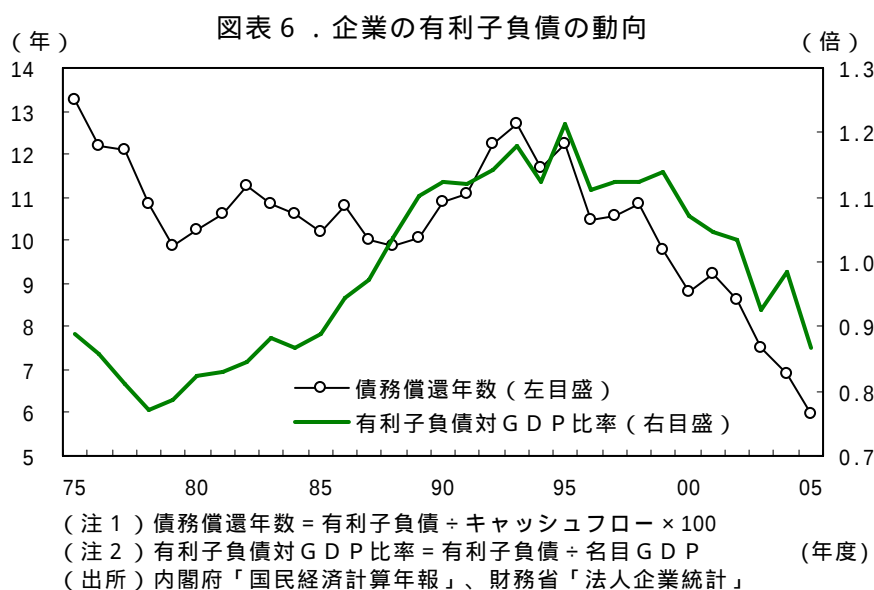
80 年代終わりに起こったバブル景気の時代には、低金利を背景に地価や株価などの資産価格が急激に上昇した。このため、不動産を担保にした借り入れや株式市場での資金調達が低コストでできるようになり、国内需要を過熱させることになった。バブル景気は、91 年 2 月をピークに後退に転じたが、株価はそれに先立って 90 年に入ってから大幅な下落を始めており、土地の価格も 91 年をピークに急速に下落した。こうした、資産価格の下落は、その上昇を前提に拡大していた実体経済に大きな影響を与えることになった。

バブル崩壊後 10 年余りの期間の日本経済は、バブル崩壊の負の遺産から脱却するためのプロセスが経済活動に大きく影響していたといえる。負の遺産として挙げられるものが、雇用、設備、債務の三つの過剰である。バブル時代の安易な投資や事業の拡大の結果、企業は稼動していない生産設備や仕事のない労働力を抱えることになった。雇用や設備を維持するために必要なお金を借り入れていたので、過剰な債務を抱えていた。債務が過剰であれば返済に支障をきたすケースが出てくる。これが不良債権問題である。

過剰な設備を抱えた企業はまず設備投資を抑制した。バブル崩壊後の景気後退では設備投資が大きく減少している。もっとも、バブルが崩壊してもしばらくは企業の資産と債務は増加を続けていた。増加スピードは低下したものの、まだドラスティブなバランスシ

ート調整を行う企業は限られていたようである。

銀行の不良債権問題が拡大し、大手の金融機関の破綻も起こって、金融システム不安が広がってくると、企業はバランスシート調整、特に有利子負債の圧縮を本格化してきた。この結果、企業の有利子負債は95年をピークに減少しており、GDPに対する有利子負債の比率は80年代半ばの水準まで低下してきている（図表6）。同時にリストラによる人件費の圧縮も本格化してくる。特に98年から2001年ころまでは人件費の圧縮が企業の利益を下支えしていたといえる。

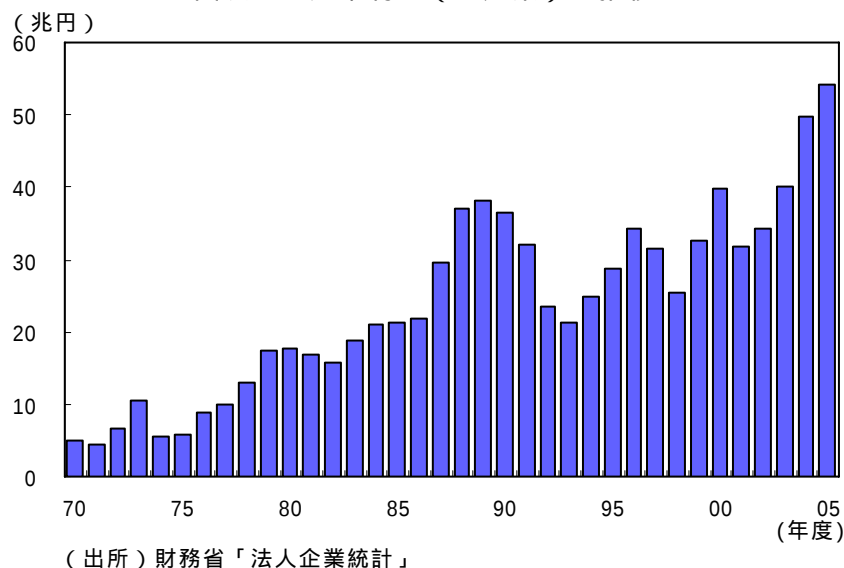


バブル崩壊からの復活

企業のバランスシート調整やリストラ努力によって、ようやくバブル崩壊による負の遺産の処理に目処がつき、企業の財務体質や収益力が改善してきた。設備の過剰が解消し、収益も改善してきたため、それまで先送りされていた更新投資を中心に設備投資が回復してきた。最近では、輸出の拡大に対応した能力増強投資や、新たな収益分野を拡大するための前向きな設備投資も増加している。

企業収益はすでにバブル崩壊前のピークを更新して、過去最高水準で推移するようになっている（図表7）。そして、企業収益の回復が徐々にではあるが、ようやく個人の雇用や所得環境にプラスに働くようになり、個人消費は緩やかに拡大している。バブルの崩壊は失われた10年と呼ばれるように、中期的に日本経済の成長を抑制する要因であったが、負の遺産の処理が終わったことによって日本経済は最悪期から脱し、企業部門を中心に今後の成長の基盤が整ってきたといえる。

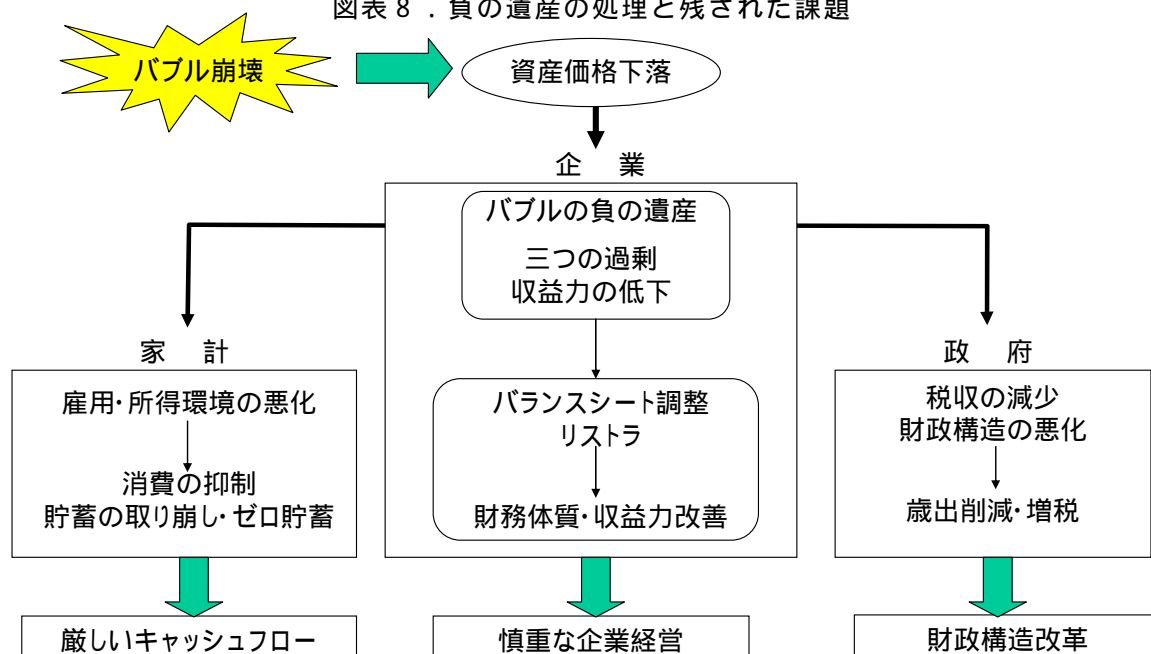
図表7．経常利益（全産業）の推移



バブル崩壊が企業経営に残した教訓

バブル崩壊からの復活は、単に企業の財務体質や収益力を改善させただけではない。バブルの形成と崩壊は、日本経済が成熟型社会に移行しているにもかかわらず、無理に需要を作り出そうとしたことによる失敗であり、企業経営にも大きな教訓を残した。バブル崩壊後は、設備投資は当然のことながら投資採算性を十分吟味した上で行うものとなり、必要な資金の借入は自らの返済能力に見合ったものにとどめられ、事業計画の策定においても、企業は人件費などの固定費の安易な増加には慎重である。つまり、設備、債務、雇用の過剰問題が発生しないように企業経営が行われるようになっている。

図表8．負の遺産の処理と残された課題



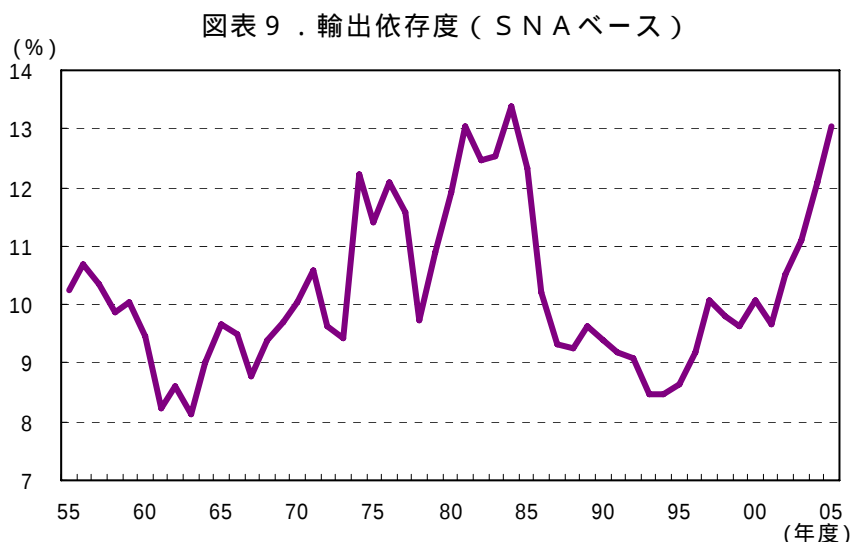
また、土地の価格が右肩上がりに上昇するといった神話はバブルとともに崩壊した。お金を借りる側も貸す側も不動産の値上がりを前提とした金銭貸借は行わなくなった。このように、バブル崩壊の教訓が、企業経営に浸透しているので、投資が急速に拡大して経済成長率が高まることもないが、景気が過熱してしまうこともない。こうして、持続的な景気回復が可能になってきた。

(3) 強いドル政策と世界経済の成長

少子高齢化やバブル崩壊に比べてこの流れはあまり注目されていないが、強いドル政策の下での米国の経常赤字の拡大は、世界経済の成長と日本からの輸出拡大にプラスに作用した。内需主導の景気回復が本来の姿であり、輸出に依存した成長はあまり好ましくないという評価もあるが、今回の息の長い景気回復を輸出拡大の貢献抜きで語ることはできない。米国の強いドル政策は単なる為替政策にとどまらず、日本経済の中期的な成長を左右する大きな流れと考えられる。

高まる輸出依存度

85年のプラザ合意を契機に急速な円高が進んだため、輸出の拡大によって成長率を高めることは難しくなった。しかし、その後も製品の高付加価値化や生産コストの削減によって、日本企業の国際競争力が向上したことに加えて、世界経済が成長を続けたことが、日本からの輸出を拡大させている。総需要（GDP＋輸入）に占める輸出の割合を示した輸出依存度を見ると、90年代前半をボトムに上昇している（図表9）。

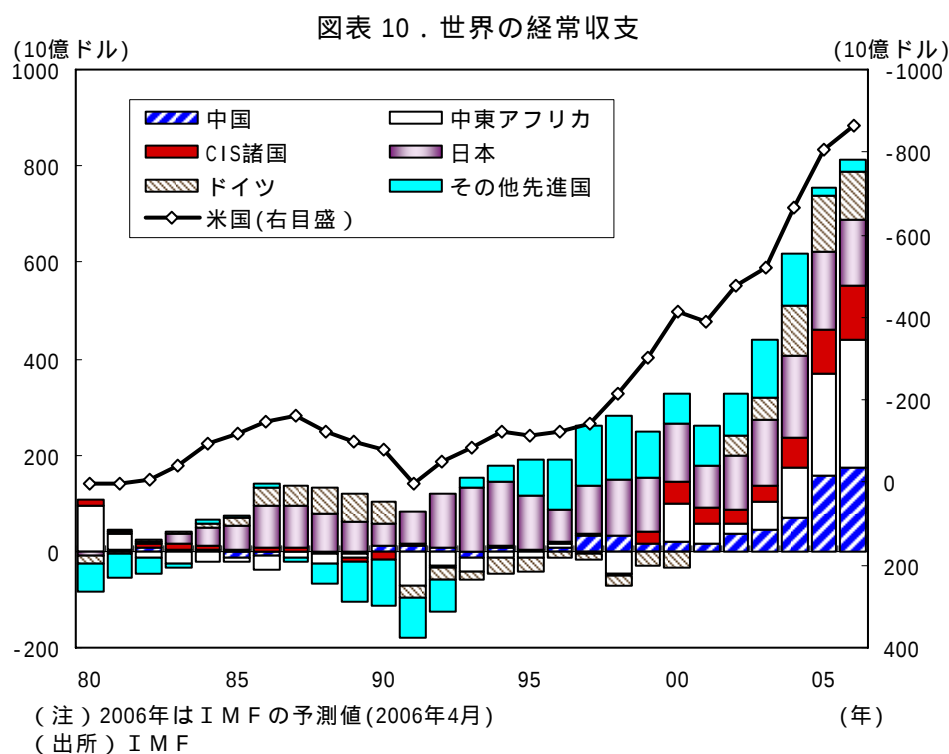


(注) 輸出依存度 = 輸出 ÷ 総需要 × 100、総需要 = GDP + 輸入
 (出所) 内閣府「国民経済計算年報」

特に、今回の景気回復が始まった 2002 年以降は輸出依存度が急上昇しており、すでにプラザ合意前夜のレベルにまで高まっている。内需主導の景気回復に移行しているとも言われているが、実際には輸出の拡大が景気回復に果たした役割はかなり大きい。もっとも、輸出とともに輸入も拡大しており、純輸出の拡大が成長を支えるというよりは、輸出の拡大が生産活動を活発にし、企業収益の改善を通して、設備投資や個人消費を拡大させるという構図である。

強いドル政策

中国など新興工業国では、豊富な労働力を背景に急速に工業化が進み、所得水準も向上している。これらの国々の成長が世界経済の成長を支える要因の一つであるが、同時に景気回復が続いている米国が世界各国に輸出需要を提供していることも重要である。米国の経常収支赤字は 90 年代後半以降急速に拡大しており、世界の経常黒字を吸収しているという構図である（図表 10）。



こうした状況が続いている背景に、強いドル政策の採用という米国の為替政策の変化がある。プラザ合意から第一期のクリントン政権のころまでは、米国の国際競争力の低下をドル安による価格競争力の強化で補って、経常赤字を縮小しようという政策が採られることもあった。しかし、生産拠点が海外に移転する一方で、国内の需要は移民の増加にも影響されて拡大ペースが速かった。このため、需要超過が輸入を拡大させる圧力が強く、経

常収支赤字をドル安だけで押さえ込むことは難しかった。ルービンが財務長官に就任すると強いドル政策が採られるようになり、経常収支赤字を減らすことよりも、経常収支赤字をファイナンスできるように資金が米国に流入することに政策の力点がおかれるようになった。

日本の輸出依存度はプラザ合意前夜並みに上昇しているが、かつてのような深刻な貿易摩擦は起きていない。たしかに、貿易摩擦の種が完全になくなったわけではなく、米中間では中国の人民元に対する切り上げ圧力がある。また、米国の自動車市場でシェアが拡大している日本車に対して、米国ビッグ3の反発がないわけではない。しかし、経常赤字の存在を容認した上での強いドル政策の下では、米国経済の拡大が世界経済の成長に寄与すると同時に、かつてのような日米間の貿易摩擦は起こりにくくなっている。

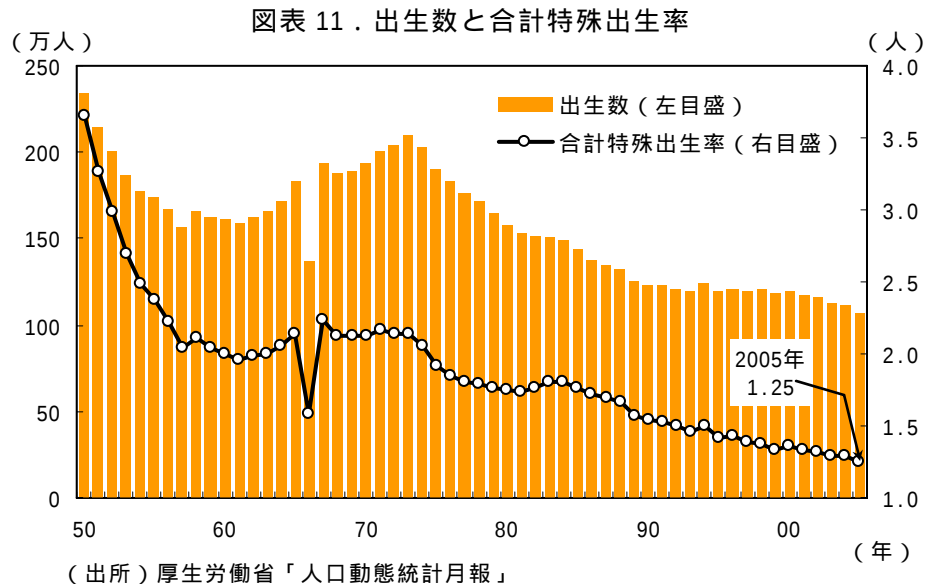
．これからの 10 年

1 ．三つの流れの行方

日本経済を取り巻く三つの流れから見ると、まず少子高齢化やそれに伴う成熟型社会への移行という一つ目の流れが続いているため、経済成長は緩やかなものとどまっている。しかし、バブルの負の遺産の処理がほぼ終了して、二つ目の流れに乗って企業の財務体質や収益力が改善する中で、世界経済の成長という三つ目の流れが日本からの輸出の拡大をもたらしている。こうして、緩やかではあるが息の長い景気回復が可能になっているわけだが、これからの 10 年において、これら三つの流れはどのようなのであろうか。

（ 1 ）少子高齢化と成熟型社会への流れは続く

出生数や合計特殊出生率（一人の女性が一生の間に産む子供の数）は 70 年代前半を境に低下傾向が続いている（図表 11）。少子高齢化は 30 年以上前から続いている大きな変化である。少子化対策は意味がないということではないが、少なくとも政策によって現状が一朝一夕に変わるというものでもない。また、仮に出生率がここで増加に転じたとしても、それが年齢別の人口構成に影響を与えるのは、数十年も先の話である。成熟型社会への移行という大きな流れはこれからも続くと考えた方がよいだろう。



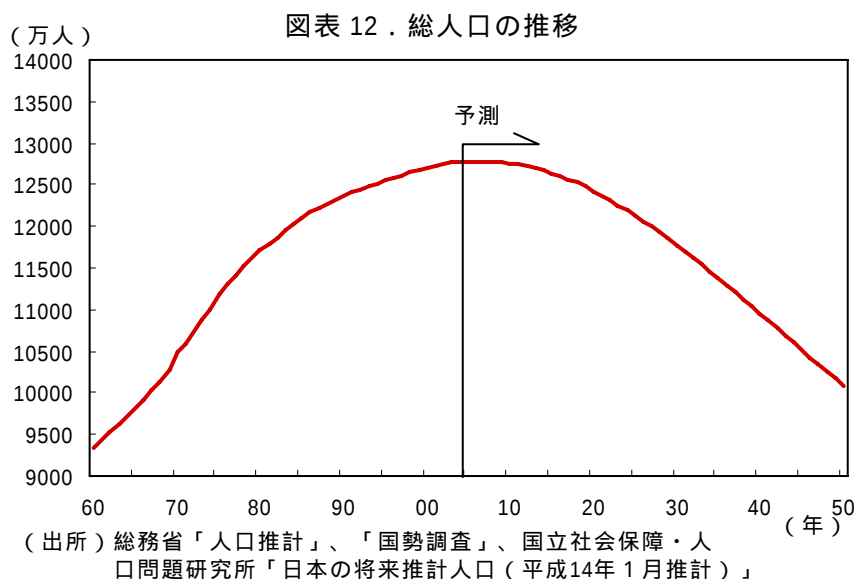
これからの 10 年において、個人消費、設備投資、住宅投資といった国内需要の高い伸びは期待できない。ただ、新たな成長分野も生まれてくる。財よりもサービスの消費、中国でも生産できる汎用品ではなく、付加価値の高い新製品生産のための設備投資、リフォームや中古住宅といった住宅ストックを活用したビジネスなどは、これからの 10 年で伸びていくだろう。

もっとも、経済全体では高い名目成長率は望めず、足元で拡大してきている税収の伸び

も中期的には限定的な中で、政府最終消費の拡大はこれからも財政構造を圧迫するだろう。財政構造改革への取り組みはこれからの10年が本番となる。

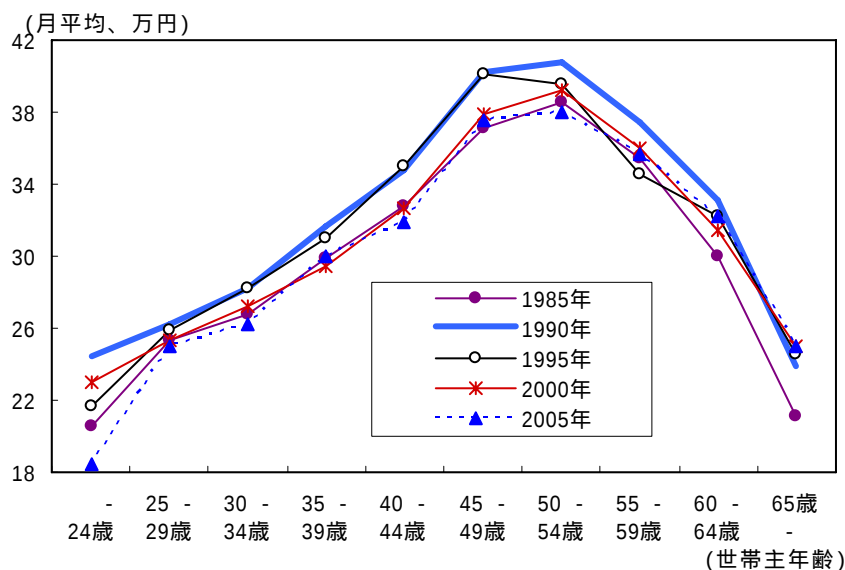
国内需要の高い伸びは期待できない

少子化が続いた結果、日本の人口は2005年から減少に転じており、経済成長に与える影響が懸念されている(図表12)。もっとも、人口の減少が与える影響もさることながら、人口の年齢構成の変化が与える影響が重要であろう。年齢構成の変化は個人消費に影響してくる。世帯主年齢別に消費金額を比べてみると、40歳代後半から50歳代前半において消費がピークを迎える。この傾向は過去と比べて変わっていない(図表13)。この年齢層においては給与所得が高いだけでなく、子供が生まれて家族の構成人数が増えて、さらに子供の教育費が拡大するなど、さまざまな支出ニーズが高まるからである。高齢化が進み、団塊世代もすでに50歳代後半になっており、この50歳前後の人口は減少に転じている。いずれ、団塊ジュニア世代がこの50歳前後の年齢層に入ってくるが、それでも団塊世代ほどの人口を擁しているわけではなく、その後は減少が続くことになる。



また、すでに述べたとおり、世帯数の増加率と個人消費の伸びは連動している。今後、世帯数の伸びはさらに鈍化して、減少に転じてくるであろう。世帯の形成は消費のサイクルの始まりである。ここが減少に転じてくるということは、個人消費の高い伸びは期待できないということになる。少子高齢化が個人消費に与える影響はこれから本格化してくると思われる。

図表 13．世帯主年齢別にみた消費金額



(注) 64歳以下は勤労者世帯、65歳以上は無職高齢世帯の平均数値。
 消費者物価指数(帰属家賃を除く総合)により2005年基準に実質化。
 (出所)総務省「家計調査報告」

成熟型社会で伸びる分野

経済全体では高い成長が難しくても、成熟型社会を迎えるにつれて伸びてくるビジネス分野もある。そうしたビジネスチャンスを活かす事によって、成長率をある程度高めていくことは可能であろう。たとえば、団塊世代が高齢者の仲間入りをすれば、シルバー市場が拡大する。経済全体の消費が増えるわけではなく、過大な期待は禁物であろうが、これまで日本の消費を引っ張ってきた団塊世代が参入してくれば、シルバー市場の新たな展開が期待できる。

財に対する消費が伸び悩んでも、サービスに対する需要は拡大してくる。経済のサービス化は、耐久財の普及が一巡した成熟型社会では一段と進むであろう。また、耐久財のストックからは、アフターサービスに対するニーズや買換え需要が恒常的に生まれてくる。

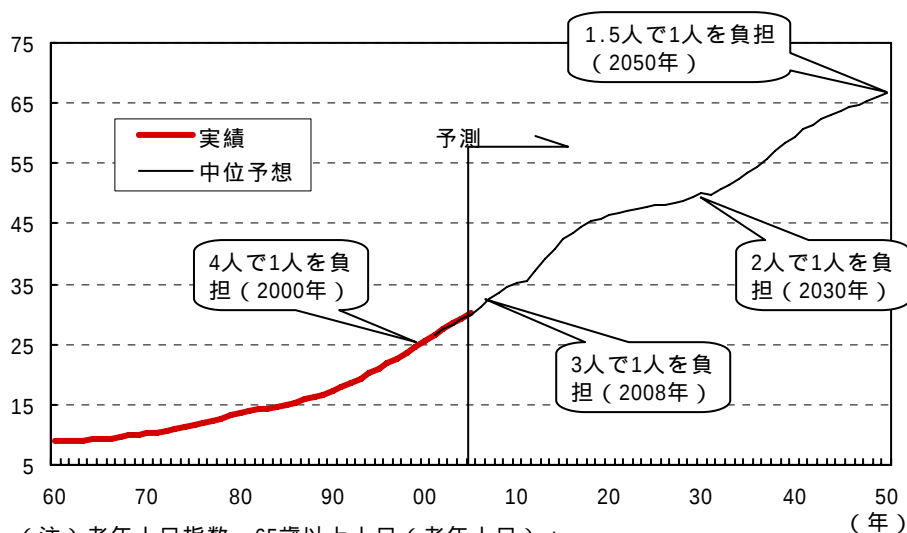
耐用年数の長い住宅ストックに関してこうした動きがさらに顕著であろう。住宅ストックは世帯数を大きく上回っており、今後世帯数が減少してくる可能性があることを考えれば、新設住宅着工はこれからの10年間で減少する可能性が高い。しかし、既存の住宅ストックの価値を高めるためのリフォーム需要、あるいはストックを売買する中古住宅取引はこれから重要性が増してくるだろう。

効率的な政府への期待

生産年齢人口(15歳～64歳人口)に対する老年人口(65歳以上人口)の割合(老年人口指数)は上昇が続いており、現在では生産年齢人口3人で老年人口1人を支える状況である(図表14)。年金や社会保障制度の原資を主として生み出す生産年齢人口の割合が減

少する一方で、主として給付を受ける老年人口の割合は増加する。同じスキームを維持しようと思えば、収支は悪化することになる。少子高齢化が続く中で、将来も維持可能な年金制度や社会保障制度を構築することが待ったなしの課題となる。

図表 14．老年人口指数の推移



(注) 老年人口指数 = $\frac{65歳以上人口 (老年人口)}{15歳 \sim 64歳人口 (生産年齢人口)} \times 100$

(出所) 総務省「人口推計」、「国勢調査」、国立社会保障・人口問題研究所「日本の将来推計人口 (平成14年1月推計)」

もっとも、政府や公的制度によって提供されるサービスや社会保障を大きく削減して小さな政府を目指すというのは現実的ではないかもしれない。政府サービスの必要性や民間への移管などを検討することによって政府最終消費の拡大を抑制して、大き過ぎず効率的な政府を目指す必要がある。同時に、税制度を成熟型社会に適したものに改革することによって税収の安定的確保を図り、中期的課題として財政構造を改善していくことが必要となる。

(2) バブル崩壊による負の遺産脱却後の課題

企業によって差はあるものの、バブル崩壊の負の遺産の処理に概ね目処がついてきた。すでに、これまで先送りしてきた更新投資、輸出など需要の拡大に対応した工場や生産ラインの新設投資、あるいは国際競争力を高めるような高付加価値化や新製品導入のための投資などが拡大してきている。これまでの10年は、負の遺産の処理が日本企業にとっての主たるテーマであったが、これからの10年では利益を生むプラス資産の拡大が重要になる。

ただ、企業がバブル崩壊のダメージから復活する過程で、家計はリストラや低金利政策の影響を受け、雇用者報酬や利子所得が減少した。所得はようやく持ち直してきたが、その回復スピードは鈍い。これまで所得が伸び悩む一方で、消費水準はあまり落とせなかったため、将来に備えた必要な貯蓄形成が行えなかったり、貯蓄を取り崩していたりした可

能性がある。成熟型社会では、投資のウェイトが低下し、相対的に個人消費の役割が高まる。安定的な経済成長を実現するためには、家計のキャッシュフローの改善がこれからの課題である。

また、バブル崩壊後の景気低迷に対処するため、財政は巨額の赤字を抱えることになり、金融は超緩和状態が続いている。日本経済が最悪期を脱して、息の長い回復が続けている中で、これからは金融政策の正常化と財政構造の改革が課題になってくる。

企業にとっての新たな課題

バブルの崩壊によって大きくダメージを受けたのは企業部門であったため、バブル崩壊の負の遺産からの脱却といえ、もっぱら企業部門のバランスシート調整をさすことが多い。しかし、負の遺産の処理が終わった企業にとっては、競争力を高めるというプラス思考の課題が待ち受けている。財務体質を向上させ自己資本比率を高めること、あるいは収益力を高めて売上高経常利益率を高めることが課題であったが、それを達成した後は、レバレッジを効かせて資産を拡大させながら、ROE（自己資本利益率）を高めるといったことが必要になる。

また、コストの増加への対応も必要になってくる。雇用や設備の過剰が解消し、一部に不足感も出ている。このため、企業が事業を拡大するためには従業員を増やしたり、設備投資を行ったりすることになる。バブルの負の遺産を解消している過程では、人件費、支払利息、減価償却費といった固定費は抑制されており、その減少が収益を押し上げることもあった。しかし、これからは事業の拡大とともに固定費が増加することになる。さらに、緩やかながらも賃金や金利が上昇に転じていることは、固定費の増加を促進する要因となる。企業は、コストが上がる時代への対応に迫られることになる。

最悪期は脱したが、キャッシュフロー調整が続く家計

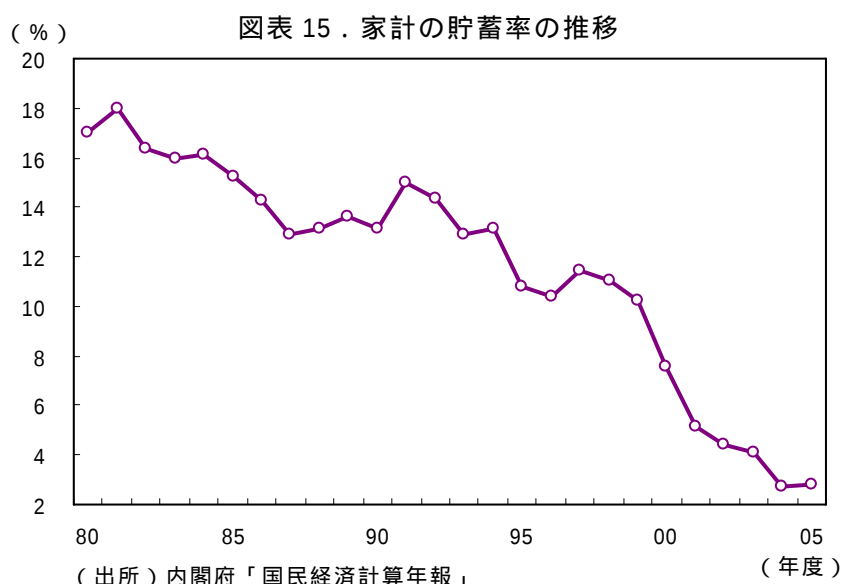
バブル崩壊は企業だけの問題ではない。影響するまでに時間がかかったが、家計部門にもその影響が及んだ。バブルのときに住宅を取得した人は、不動産価格の下落によって担保価値に比べてローン残高が過大になったケースも多かったはずだ。しかし、企業と違って家計はバランスシート調整を行う必要はない。毎月の給与がこれまでと同様に振り込まれていれば、ローンの返済が滞ることはないからである。

バブルの崩壊によって過剰雇用を抱えて、人件費負担が重たくなってきても、その対応は新規採用や賃金上昇率の圧縮が中心であり、厳しい雇用調整を行う企業は限られていた。しかし、金融システム不安の高まりの中で企業のバランスシート調整が本格化してくると、リストラも厳しさを増してくる。上述のとおり、98年以降は人件費の圧縮が企業収益を支えていたわけだが、これを家計の側から見れば、雇用・所得環境が急速に悪化したということである。所得の低迷が個人消費にマイナスに作用しただけでなく、雇用不安が広

がったことが消費者マインドを沈滞させて、消費低迷に拍車をかけた。

企業のバランスシート調整に目処がつき、企業の利益はバブル時のピークを超えて過去最高水準で推移するようになってくると、雇用・所得環境もようやく持ち直してきた。特に、雇用不安が後退してきたことは消費者のマインドに少なからず影響しているようであり、消費者マインドの指標はバブル期以来の水準となっている。

もっとも、家計の所得の増加は小幅なものである。消費者マインドの改善によって所得の回復以上に消費が拡大したとしても、それが持続するとは考えにくい。企業利益が過去最高水準で推移している割には、賃金の上昇幅は小幅である。企業は固定費である人件費を増加させることには慎重であり、家計にとっての資金繰りは必ずしも楽なものではない。さらに、これまで所得の伸び悩みが続いていたため、将来に備えた貯蓄の積み上げが十分にできていない家計も多い（図表 15）。最悪期を脱した個人消費であるが、その増加幅はあまり大きくならないであろう。



財政構造は急速に悪化した後、やや持ち直し

成熟型社会への移行は財政構造を悪化させる要素があるが、バブルの崩壊によって財政構造の悪化に拍車がかかった。まず、景気の刺激を目的に大型の経済対策が策定され、追加の公共工事によって歳出が拡大した。一方、景気の低迷とデフレの進行によって名目成長率が低水準で推移したため税収が伸び悩んだ。景気を刺激するために大型の減税が行われたことに加えて、企業の不良資産の処理が本格化してくると、特別損失の計上や繰越欠損金控除の適用によって法人税の納付が減少した。こうして、バブル崩壊後の税収は、名目成長率の低迷以上に減少することとなった。

景気回復が続き、企業収益が改善してきたことにより、ここにきて税収が持ち直してき

ている。また、99年度から続いていた定率減税が、2006年から縮減・廃止されてきたことも税収の増加に寄与している。企業の特別損失の計上はピークを過ぎており、繰越欠損金控除はまだ高水準で推移しているが、利益法人に転換して税金を納めるようになる企業も出てきている。景気回復が続くとすると、しばらくは法人税、所得税を中心に税収が増加することが期待できる。

金融システム不安を背景にした超金融緩和政策

バブルが崩壊し、資産価格の下落が始まり、景気も後退に転じたため、91年7月に公定歩合が引き下げられた（6.0%→5.5%）。この利下げ局面は、2000年8月のゼロ金利解除によって一時的に金利が上昇したことを除けば、実に15年間も続いたことになる。当初は景気刺激のための金融緩和であったが、しだいに、企業のバランスシート調整のサポート、金融システム不安の回避、デフレ脱却と本来の金融政策から離れてさまざまな役割を担われることになった。2001年3月には金利にかわって日銀当座預金残高を操作目標とする量的緩和政策が始まり、金利メカニズムは封殺された。政策金利であるはずの無担保コールレート（翌日物）は、景気回復がすでに5年目に入っても、ずっとゼロに張り付いたままとなっていた。

しかし、企業が抱えていた過剰設備や過剰雇用がようやく解消してきた。また、バランスシート調整に目処がつき、銀行の不良債権処理もかなり進んできた。こうして、バブル崩壊の負の遺産から脱却してくると、量的緩和政策やゼロ金利政策といった前例のない金融緩和が解除され、正常な金融政策に戻ろうという動きが出てきている。

（3）世界経済の環境は徐々に厳しく

強いドル政策と米国の経常収支赤字という状況はしばらく続くだろう。世界経済の成長が続き、日本からの輸出環境も良好という構図に大きな変化はないであろうが、米国をはじめとして成長スピードはこれまでに比べて鈍化してくる可能性がある。ドル暴落による世界経済の混乱というハードランディングシナリオの懸念は否定できないが、それよりも成長スピードが緩やかになるソフトランディングが想定できる。

しかし、新興工業国の高い成長が続くため、原材料価格は工業製品価格に対して相対的に高水準で推移するだろう。日本企業にとっては、川上のインフレ・川下のデフレという厳しい収益環境が続く。また、これまで利益拡大に貢献してきた固定費の減少は一巡し、上昇に転じている。日本の企業にとっては、限界利益の減少と固定費の上昇という環境の下、競争力を高めて海外需要を取り込んでいくことがますます重要になる。

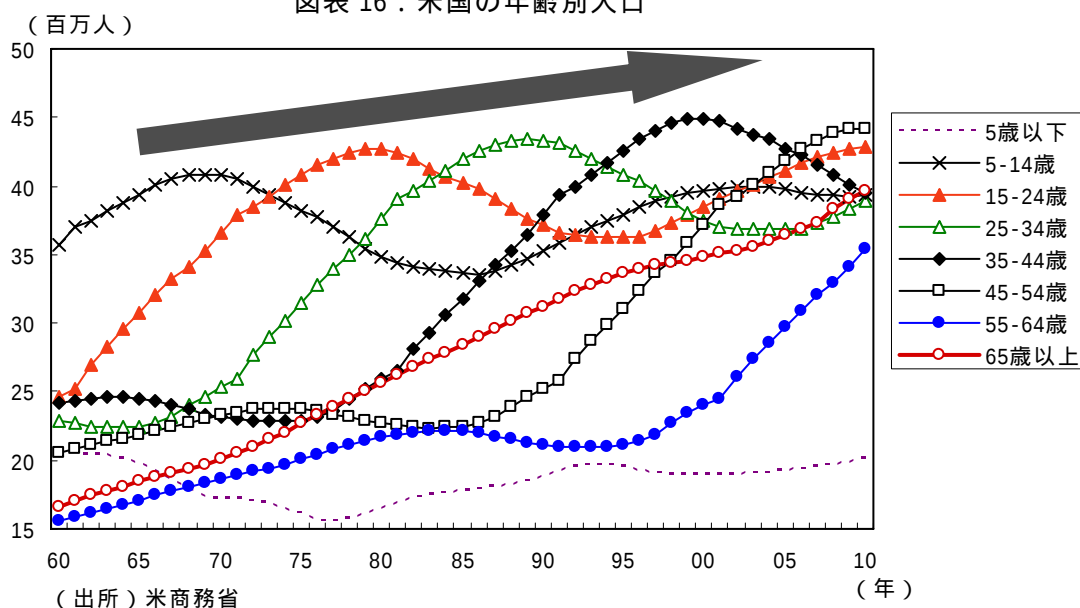
米国の経常収支赤字の持続性

90年代半ばを境に米国の為替政策が強いドル政策に変わり、米国への輸出の拡大に世界経済はサポートされるようになってきている。米国の経常収支の赤字を海外からの資金流入でファイナンスするというスキームはこれまでのところうまく機能している。しかし、巨大な経常赤字に対する不安が顕在化して、米国に対する信用が失われてドルが暴落することになれば、世界経済にとってのマイナスのインパクトは大きく、日本経済もその影響からは逃れられない。

こうしたドル暴落不安は常に存在しているが、こうした不安をメインシナリオとして考えるのは必ずしも適切でない。米国の過剰消費体質が徐々に緩和してきて、経常収支の赤字の拡大が一服してくる可能性があるからだ。これは、世界経済の成長速度を抑制する要因になるだろうが、ドル暴落シナリオに比べればソフトランディングであり、日本からの輸出環境が大きく悪化することはない。

米国の消費が高い伸びを続けていたのは、移民の増加もあって人口が先進国としては比較的高い伸びを続けていたことが影響している。特に、ベビーブーマー世代（1946～64年生まれ）が移民も加えて人口を拡大させながら、もっとも消費をする世代である45～54歳の年齢層に入ってきたことが、ここ10年の消費を一段と押し上げていた要因の一つと推測される（図表16）。これからの10年を考えると、米国への移民の流入が続き、人口増加率は比較的高い水準を維持するので、個人消費の拡大傾向に変化はないが、ベビーブーマー世代が高齢化して45～54歳の人口が減少してくるため、拡大スピードは緩やかになると予想される。ちなみに、後述のように経済活動が活発化する30～54歳人口はすでに増加が一服してきている（図表18）。

図表16．米国の年齢別人口

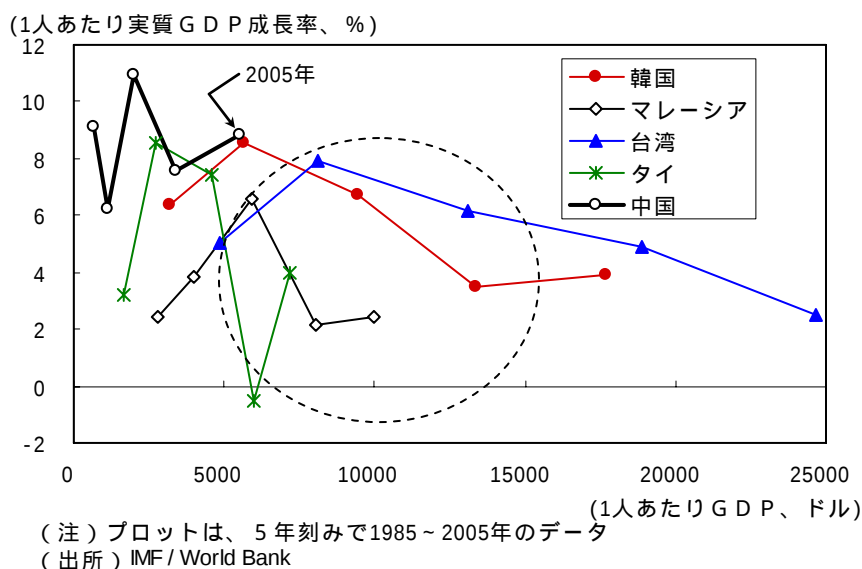


中国経済のスローダウンのタイミング

米国向け輸出の増加や固定資産投資の増加に支えられた中国経済の高度成長がいつまで続くのかも、これからの10年を考えるうえで重要なポイントである。

これまでのところ中国は高成長を続けているが、いずれインフラ投資は一巡するであろうし、物価・賃金水準が上昇すると生産拠点としての魅力が失われる可能性もある。中国よりも先に高度成長を経験したアジア各国の例をみても、1人あたりGDPの水準が向上していくにつれて、経済成長率(図表17では1人あたりGDPの成長率)が鈍化している。今後、10年という時間軸で考えると中国経済がそのような段階に達する可能性は高いように思われる。

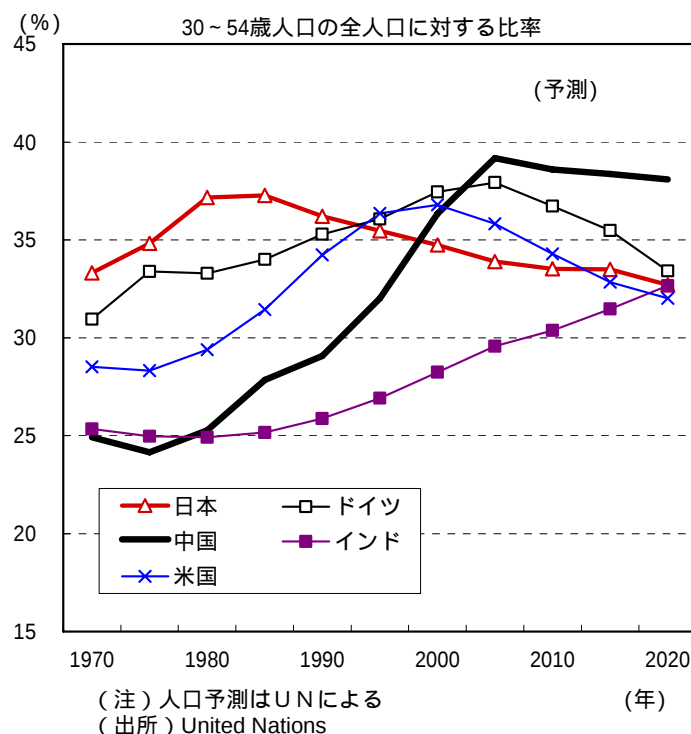
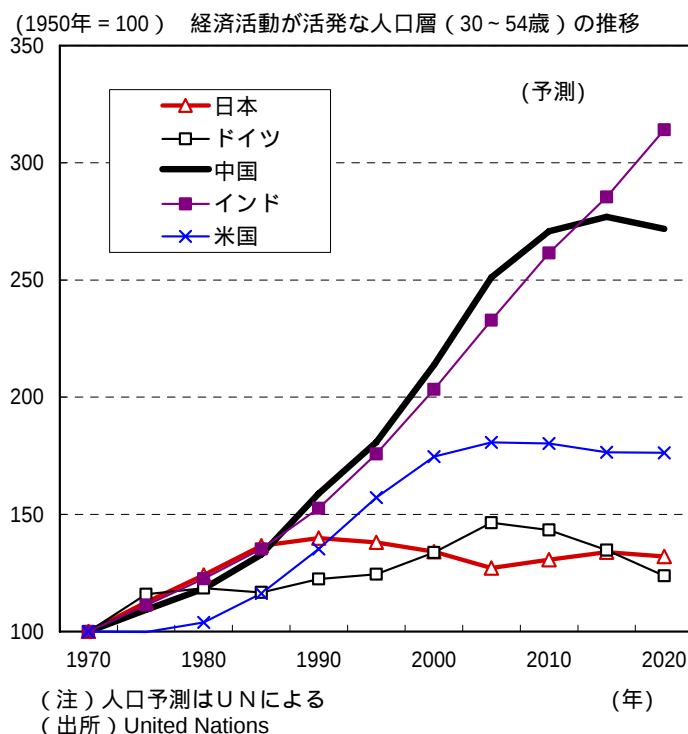
図表17．新興国の経済成長率と1人あたりGDPの水準



また、人口動態面も、中国経済の高成長が2010年頃に曲がり角を迎える可能性を示唆している。中国では、2010年頃から経済活動が活発な30～54歳人口の増加テンポが急速に鈍り、2020年までに減少に転じると予測されている(図表18)。

これらの点を踏まえると、中国経済は、北京五輪や上海万博を控える2010年頃までは、高成長軌道で推移するが、その後2015年までを展望すると、中成長軌道へのソフトランディングが徐々に進むと考えられる。それでも、2015年頃の中国の経済規模は、日本と同程度か上回る程度になっていると予想される。

図表 18．各国の人口予測



世界の価格体系の変化

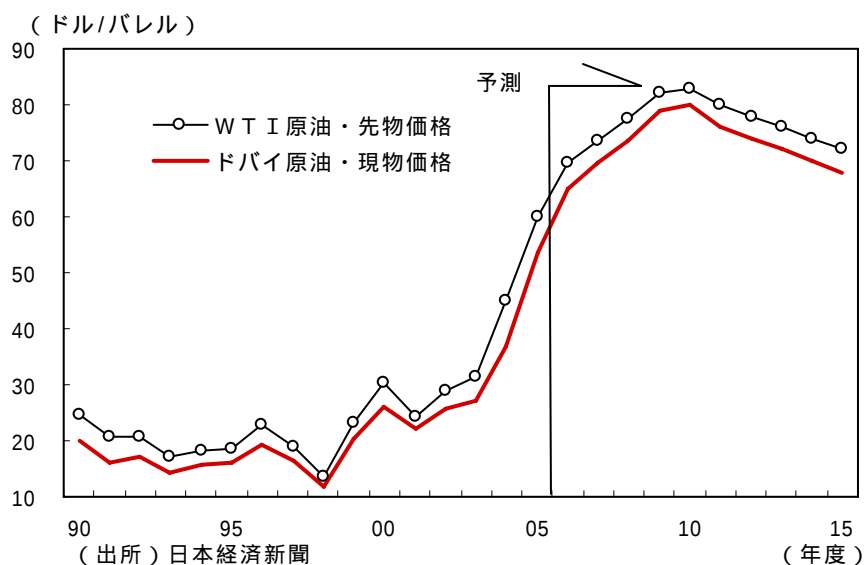
減速はするものの米国や中国での需要拡大が続き、日本からの輸出も拡大するという構図がこれからも続くので、日本経済にとって恵まれた外部環境は維持される。しかし、この構図は、原油など一次産品価格の高騰に象徴されるような世界的な価格体系の変化を副産物としてもたらす。新興工業国が成長して工業生産力が高まれば、原材料として使用する一次産品の価格が上昇する一方で、安価な労働力を使って生産される工業製品の価格は低下する。原材料を輸入し、工業製品に加工して輸出する日本企業にとっては、川上におけるインフレ圧力と川下におけるデフレ圧力に直面することになる。

投入物価が上昇して産出価格が下落して交易条件（産出物価 / 投入物価）が悪化するので、限界利益率が低下する。一次産品価格と工業製品価格の相対的な関係は、これまでも変動しており、いつまでも交易条件が悪化するというわけではない。しかし、新興工業国の成長という世界経済の構造変化が影響していると考え、川上のインフレ川下のデフレという構図はしばらく続く可能性がある。

交易条件の悪化に対応するためには、売上の増加によって収益の拡大を図る必要がある。上述のとおり世界経済の拡大が続くとすると、売上の増加はまだ続く。しかし、事業規模の拡大は人件費などの固定費の増加を伴う。これまでのようにリストラ効果によって利益を確保するという事は難しくなっている。一方、川下にデフレ圧力が残っているうちに、価格転嫁を進めれば、需要が減ってきてしまう。

ちなみに、一次産品の中で最も大きなウェイトを占める原油の価格は、2010 年ころまで上昇を続けると予想している（図表 19）。中国経済が高成長を続ける間は、その需要増加観測により、需給逼迫懸念が残ると考えられるからである。しかし、中国経済の成長率がスローダウンし始めることや、現在進められている油田開発により供給力が増すこともあって、2010 年以降に原油価格は緩やかにピークアウトしてくると予測される。もっとも、原油価格が下がるといっても、現在の価格水準に比べ高止まりする可能性がある。

図表 19．原油価格の見通し



2. 中期見通しのイメージ

2015年度までの日本経済は、一時的な減速はあるものの、基本的には緩やかな拡大が続くと予測している。もっとも、前半の5年(2006～10年度)と後半の5年(2011～15年度)を比べると、後半の5年の成長がやや減速してくるだろう。

前節で述べてきた日本経済取り巻く三つの流れの先行きをまとめてみると、まず、少子高齢化と成熟型社会への移行という一つ目の流れが引き続き成長を抑制する要因となる(図表18)。少子高齢化が今後一段と進展することを考えると、成長を抑制する力が徐々に増してくるかもしれない。

二つ目のバブルの崩壊とそこからの復活という流れは、しばらくは成長率を押し上げる方向で影響してくるだろう。財務体質や収益力の向上を背景に設備投資の拡大が見込まれる。しかし、バブル崩壊の負の遺産を処理がようやく終わったことによる企業活動の盛り上がりはしだいに落ち着いてくるだろう。一方で、一次産品価格の高止まり、固定費の上昇、そうした中での収益基盤の確保といった、新たな課題も出てきている。前半の5年に比べると、後半の5年の方が企業を取り巻く環境は厳しくなるだろう。

強いドル政策と世界経済の成長という三つ目の流れは、これからも輸出の拡大などによって日本経済の成長を支えるであろう。経常収支不均衡が維持不能となり、ドルが暴落するハードランディングの可能性は小さいと想定しているが、米国や中国の成長の勢いがしだいに落ち着いてくるため、日本にとっての輸出環境もこれまで程は恵まれたものとならないであろう。

図表20. 日本経済取り巻く三つの流れの先行き

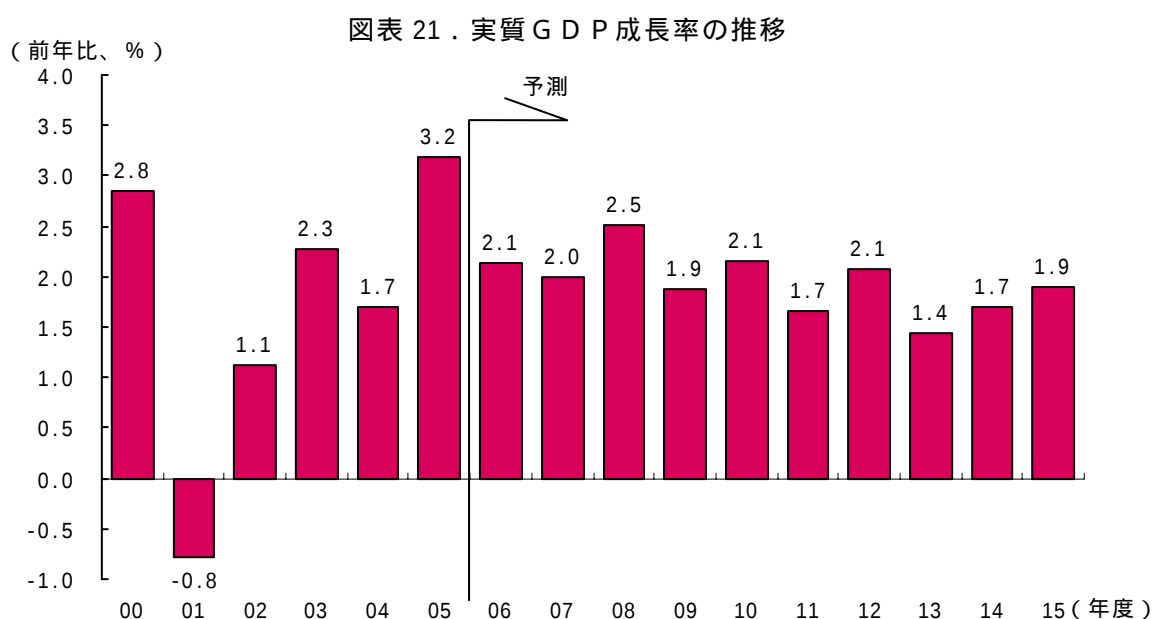
		実績	見 通 し	
		2001～05年度	2006～10年度	2011～15年度
経済成長率 (実質、年平均)		1.5%	2.1%	1.8%
三つの流れ	少子高齢化と成熟型社会への移行			
	バブルの崩壊とそこからの復活			
	強いドル政策と世界経済の成長			

(1) 2010年度までの5年間

2006～2010年度までの5年間の実質経済成長率は平均で+2.1%と、2001～2005年度までの平均+1.5%を上回ろう(図表21)。バブルの負の遺産の処理がほぼ終了し、世界経済の拡大が続くことで、企業部門を中心に景気拡大の勢いが増してくると考えられる。

2006 年度前半は順調に景気が拡大したが、後半から 2007 年度前半にかけては、デジタル関連財の生産調整や米国経済の減速によって景気がややスローダウンする見込みである。一次産品価格の上昇など企業収益を取り巻く環境が厳しくなり、設備投資の伸びが鈍化することも景気減速の一因となろう。このため実質経済成長率は、2005 年度の前年比 +3.2% から、2006 年度は同 +2.1%、2007 年度は同 +2.0% に鈍化する。

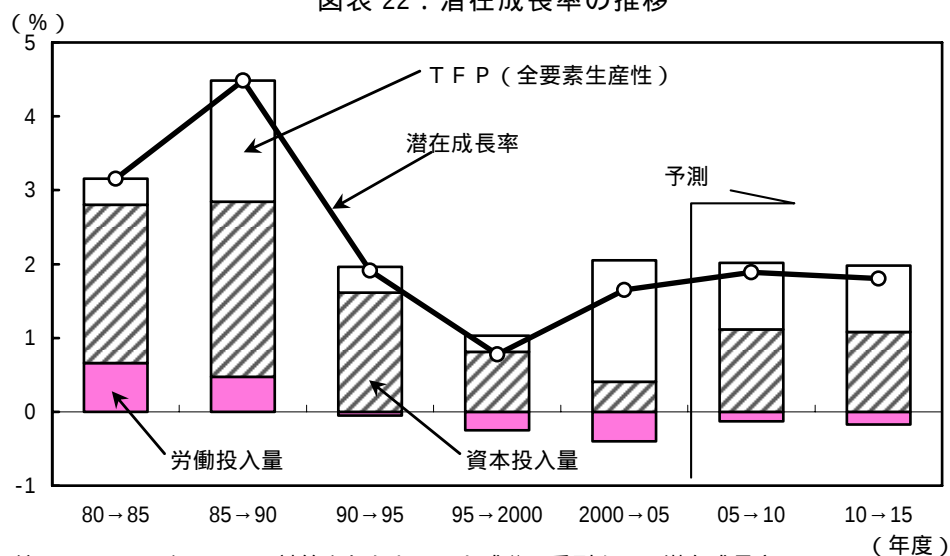
しかし、2007 年度後半になるとデジタル関連財の調整が一巡し、世界経済が再加速してくるため、景気は再び勢いを増してくる。輸出が増加し、設備投資が持ち直してくることを受けて、2008 年度の実質経済成長率は前年比 +2.5% に高まると見込まれる。



2010 年度までの 5 年間は、景気の回復力が高まることを背景に財政再建の動きが本格化していくと予想され、2009 年 4 月には消費税が 5 % から 7 % に引き上げられると想定した。このため、2008 年度には消費税率引き上げ前の駆け込み需要が発生し、2009 年度にはその反動が出ると考えられる。しかし、景気が順調に拡大している中では小幅かつ短期的な影響にとどまり、実質経済成長率は 2009 年度に前年比 +1.9% を確保し、2010 年度は同 +2.2% と再び 2 % 台の成長に戻ると想定した。

2010 年度までの 5 年間は、デフレが終わり、緩やかに物価が上昇していく時代となる。この間、世界経済も順調に拡大し一次産品価格がさらに上昇すると見込まれること、潜在成長率を若干上回るペースで景気が拡大することも物価を押し上げる要因となろう（図表 22）。このため、GDP デフレータの前年比マイナス幅は 2006 年度に前年比 -0.2% とほぼゼロまで縮小した後、2007 年度に同 +0.5% と 97 年度以来 10 年ぶりにプラスに転じる。その後も、緩やかな上昇が続き、5 年間の平均では 2001 ~ 2005 年度の -1.4% に対し +0.4% に上昇する見込みである。

図表 22．潜在成長率の推移



(注) H P フィルターにより計算されたトレンド成分の系列を元に潜在成長率を計算。労働分配率×労働投入量の伸びにより労働投入の寄与を計算し、 $(1 - \text{労働分配率}) \times \text{資本投入量の伸び}$ により資本投入の寄与を計算し、潜在成長率との残差を T F P (全要素生産性) の寄与分とした。
労働分配率は各期間の平均値を用いた。

(出所) 内閣府「国民経済計算年報」、「民間企業資本ストック」
経済産業省「経済産業統計」、厚生労働省「毎月勤労統計」、総務省「労働力調査」

(2) 2011～2015 年度までの 5 年間

2011～2015 年度までの 5 年間の実質経済成長率は、平均で +1.8% と緩やかな成長を維持するが、2010 年度までの 5 年間と較べると、勢いがやや鈍化する(図表 21)。世界経済の成長が緩やかになり、企業を取り巻く環境が厳しくなってくることに加え、少子高齢化の進展が徐々に国内景気の下押し要因となってくることが背景にある。人口が減ってくことで消費需要の伸びがスローダウンし、住宅や設備などストックの充実によって新規投資需要の伸びも緩やかになっていく。

財政再建を確実にするために、2013 年 4 月に消費税が 7 % から 10% に引き上げられると想定した。このときも 2009 年度と同様、景気に対する影響は一時的にとどまる見込みである。

景気の拡大が続くものの、物価の伸びは小幅の上昇にとどまろう。5 年間の G D P デフレータの平均値は +0.7% と予想する。雇用環境の改善によって人件費の伸びが高まってくることはサービス価格を上昇させる可能性があるが、一次産品価格が下落することなどから財の価格は安定して推移する見込みである。

3. 国民経済計算からみた日本経済の姿

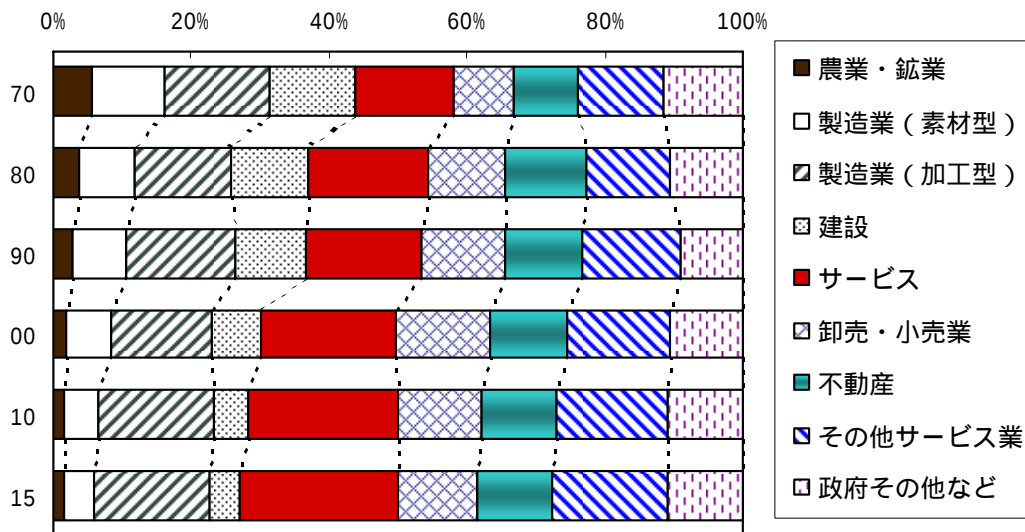
中期見通しを国民経済計算の生産面、支出面、分配面さらにはG N Pとの対比でみた場合、以下のような特徴がある。

(1) 生産～サービス化の進展

生産面では、今後 10 年間でサービス化がさらに進むことが見込まれる。これまでG D Pに対する製造業のシェアは、バブルの一時期を除けば縮小を続け、産業のサービス化傾向が続いてきた。足元の景気回復期においては、製造業の活動が活発化し経済成長のペースを上回って増加しているため、産業のサービス化傾向が一服しているが、2009 年度以降の製造業の生産活動は、均らしてみれば実質経済成長を下回る増加にとどまると見込まれる（図表 23）。

サービス化進展の背景には、製造業の生産拠点の海外移転の動きが続くことがある。また、海外での生産活動の活発化に伴って、人、物、資金、情報の流れが活発化することも産業のサービス化を促す一因である。さらに、高齢化の進展によって必要とされる需要が財からサービスにシフトしていくこともサービス化に拍車をかけよう。

図表 23. 進む産業構造のサービス化



（注）その他サービス業は運輸通信、金融保険、電気ガス水道の合計

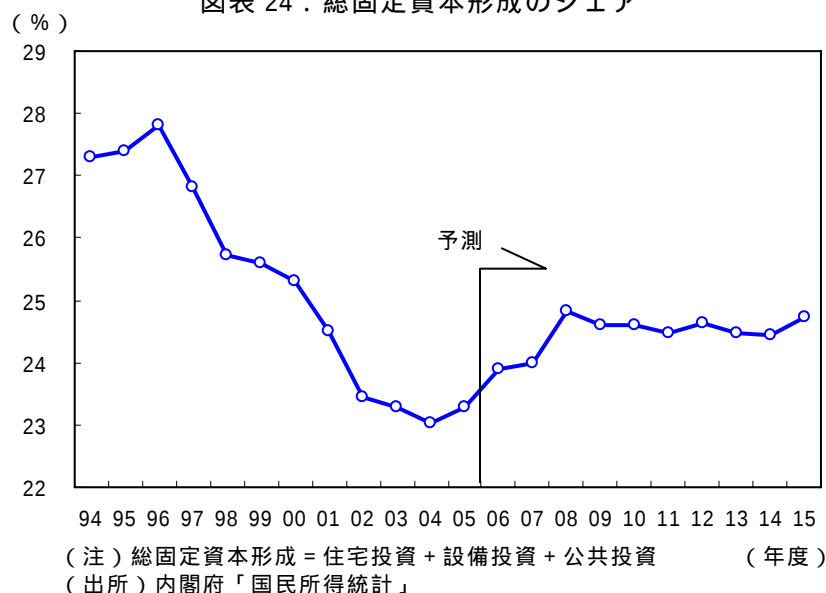
（出所）内閣府「国民経済計算年報」

(2) 支出～投資から消費へ

住宅投資、設備投資、公共投資を合計した総固定資本形成のG D Pに占める割合は、2004 年度にかけて低下が続いた後、2005 年度にはやや持ち直した（図表 24）。2008 年度にかけては、公共投資の落ち込みが小幅になっていく中で、設備投資の拡大が続くことから、シェアの上昇は続く見込みである。

しかし、それ以降はシェアの上昇は頭打ちとなり、景気拡大のけん引役は徐々に消費（個人消費＋政府消費）に移っていくと見込まれる。これは、経済の成熟化が進む中で、ストックの充実や需要の伸び悩みによって、新たな投資の必要性が薄れてくるためである。

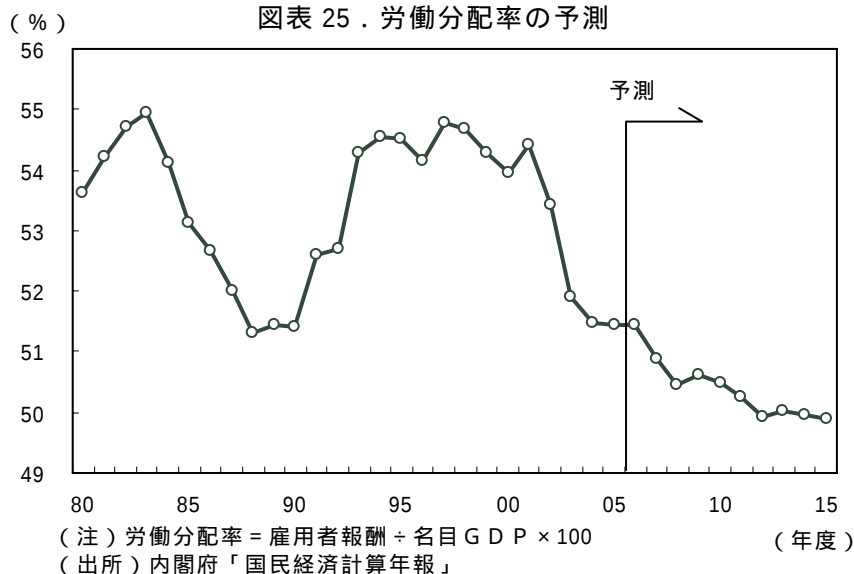
図表 24．総固定資本形成のシェア



(3) 分配～労働分配率の低下が続く

雇用環境がタイトになるため1人当たり賃金が上昇する。また、雇用者の数も増加するため、企業の人件費は拡大が続く。しかし、均してみると人件費の伸びは企業の利益の伸びを下回る水準に抑制されるだろう。結果として労働分配率は低下が続くと予想される（図表 25）。

図表 25．労働分配率の予測



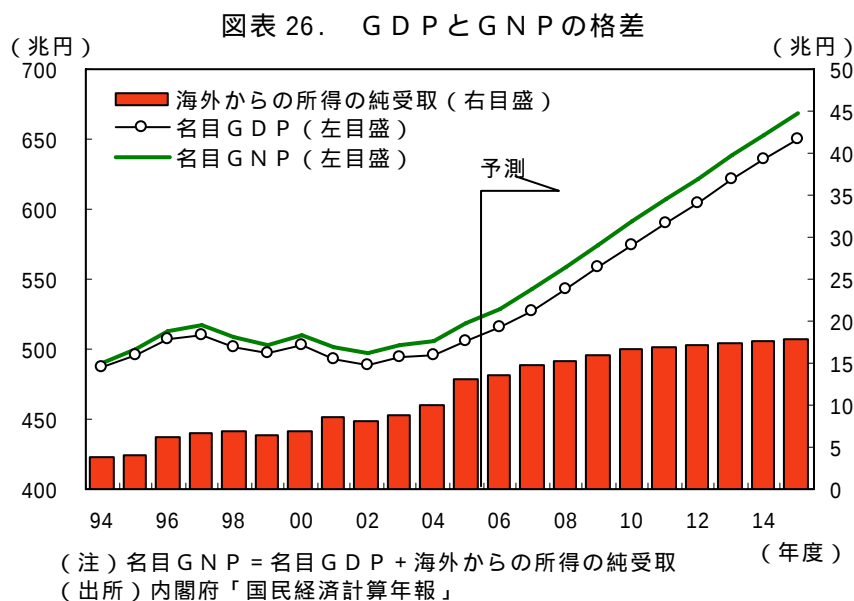
(4) GNP～海外からの所得受取

現行の国民経済計算¹(いわゆるGDP統計)になってから、GNP(国民総生産)という言葉は、公式統計の中から姿を消してしまった。その代わりにGNPと似た概念としてGNI(国民総所得)が導入されているが、統計の中心はあくまでもGDPであり、GNIはあまり注目される指標ではない。

国内景気を見る上では、国内の生産活動を表わすGDPの方がふさわしいのでGDPを中心にしていこうという考え方は、国際間の所得のやり取りが増えて、GDP(国内総生産)とGNPとの乖離が大きくなる1990年代に強まった。

しかし、考えてみれば、GNPとGDPの乖離が大きくなるということは、経済の中で所得の国際取引のウェイトが増してきたことを反映している。GNPとGDPの差である海外との所得の収支は、注目すべき指標といえる。

日本は、経常収支の黒字が続いているため、対外資産が増加している。具体的には、証券投資や海外直接投資である。そして、これらの海外資産から受け取る利子や配当も増加傾向が続いている。これまでの経常黒字の蓄積が、今の日本人の購買力を支えるという面が徐々に重要になってきており、今後もそうした傾向は緩やかに強まっていくであろう(図表26)。



4. ISバランス(貯蓄投資バランス)

ISバランスとは、キャッシュフローと投資の差額であり、統計上の誤差を除けば経済全体でゼロになる。バブル崩壊以降、日本のISバランスは大きく変わった。すなわち、恒常的な資金不足の状態にあった企業部門が貯蓄超過に転じ、大幅な財政赤字を抱える政府部門の投資超過額が拡大し、家計の貯蓄超過額の水準が低下している(図表27)。

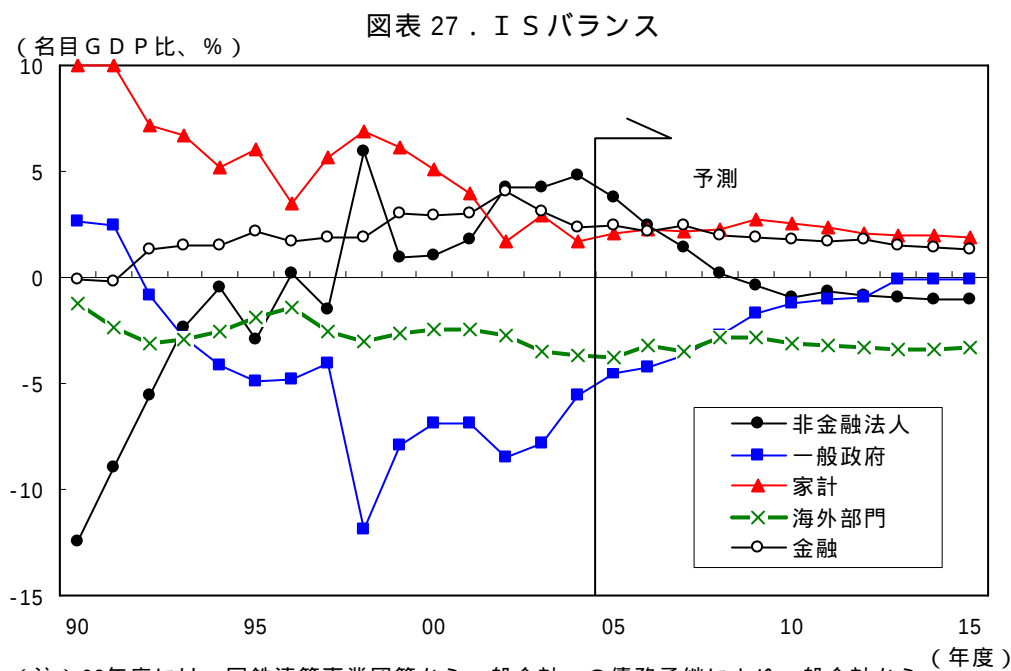
¹ 93SNA (System of National Account) という方式

企業が貯蓄超過になったのは、積極的に債務を削減し、新規の投資を抑制する、いわゆるバランスシート調整を進めたためである。企業の過剰問題はほぼ解消しており、今後は徐々に貯蓄超過額が減少し、2009年度には投資超過の状態に戻ると見込まれる。ただし、効率を重視して投資を選別する傾向が続くことや、2011年度以降は投資の増加ペースが鈍ってくることから、投資超過は小幅にとどまろう。

家計部門では、消費性向の高い（＝貯蓄率の低い）高齢者世帯や単身者世帯の増加が続くことは貯蓄率の低下要因である。しかし、景気回復を反映して雇用者報酬が増加を続けること、金利上昇などによって財産所得が増加することから、部門全体としては貯蓄率がほぼ同水準で推移していくことが予想される。

政府部門は、投資超過額の縮小が続く、2013年度にはほぼゼロになる見込みである。社会保障負担の増加が続くものの、歳出の見直しに加えて、歳入面でも景気拡大や消費税引き上げに伴う税収増加が見込まれる。一方、海外部門の投資超過（＝日本の経常黒字）の幅は、ほぼ同水準で推移すると予測している。

これまで、政府部門の資金不足が続いてきたため、国内の民間部門で資金が逼迫してきた場合には金利上昇圧力が急速に高まる可能性があった。この場合、政府部門では金利上昇によって国債費が増加して財政赤字が拡大し、民間企業部門では金利上昇によって投資が抑制されることになってしまう。しかし、財政再建の道筋が固まってくれば、そうした懸念は薄らいでくるところだろう。



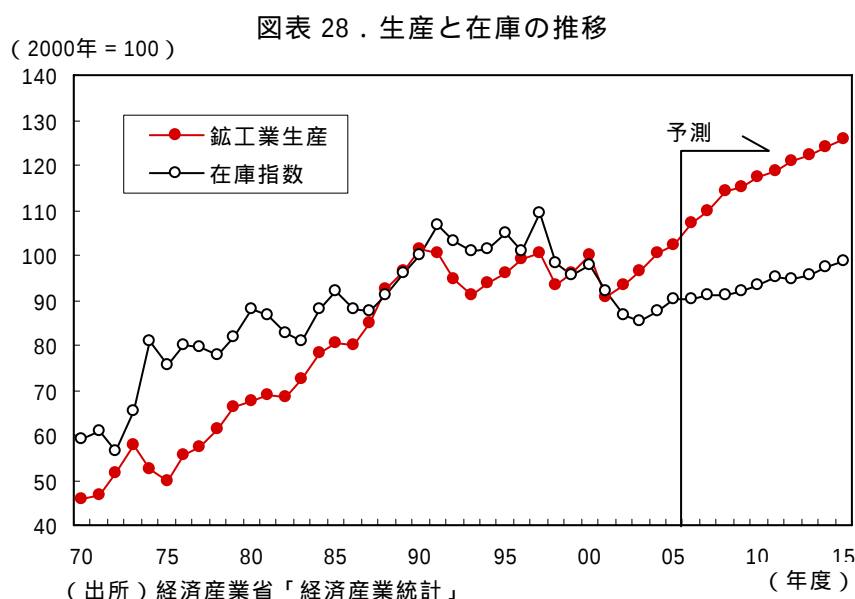
(注) 98年度には、国鉄清算事業団等から一般会計への債務承継により一般会計から非金融法人企業へ約27兆円が資本移転されており、この一時的要因により一般会計の貯蓄投資差額はGDP比で5.3%悪化している（非金融法人は逆に貯蓄増加要因）
 (出所) 内閣府「国民経済計算年報」

．需要項目別に見た予測内容

1．企業部門の動向

(1) 生産活動

生産の拡大基調が続いている。輸出や設備投資の伸びの鈍化を受けて 2006 年度後半に一時的に落ち込む局面がありそうだが、2007 年度半ばには輸出や設備投資の持ち直しにより再び生産拡大ペースが高まってこよう。2008 年度にかけても、北京オリンピックなどのイベントを控えて輸出を中心に生産拡大は維持されると見込まれる（図表 28）。



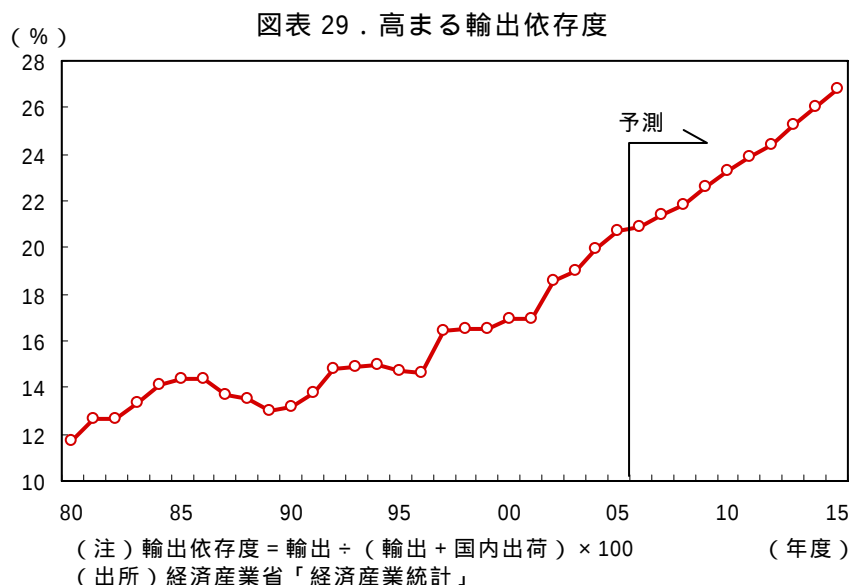
2002 年 1 月をボトムにした今回の景気回復局面において、一般機械、輸送機械、デジタル関連財などの輸出が好調で、生産の拡大を牽引してきた。国内の需要の伸びがあまり期待できない状況下では、生産が拡大基調を維持できるかは輸出動向によるところが大きい。現地生産化が進みつつある中においても、生産の輸出依存度は上昇を続けており、中期的にみても上昇は続く見込みである（図表 29）。

今回の景気回復局面において、生産は増加と足踏みを繰り返してきたが、中期的にみてもこうした動きが続く可能性がある。無駄な在庫を保有しない努力によって在庫調整の振幅が小さくなっていることが、大きな調整に至らない原因である。

企業のこうした姿勢は今後も続くと考えられ、在庫は引き続き緩やかな増加にとどまる見込みである。もっとも、需要の読み違いなど在庫の積み上がりが全くなくなるわけではない。このため、業種によっては在庫調整を強いられることもあるだろうが、全ての業種で一斉に在庫調整が行われる懸念は薄れている。このため、急激な円高や海外景気の急速な悪化といった事態がなければ、生産が大きく調整することにはならないであろう。

2009 年 4 月に消費税が 5 % から 7 % に引き上げられると想定しているが、97 年の引き上げ時と比較すると、駆け込みによる押し上げや反動減の影響は軽微かつ短期にとどまる

見込みである。外需への依存度が高まっていることや、在庫の積み上がりが小幅にとどまることが原因である。消費税は2013年4月に10%に引き上げられると想定しているが、景気への影響は動揺に小さいであろう。



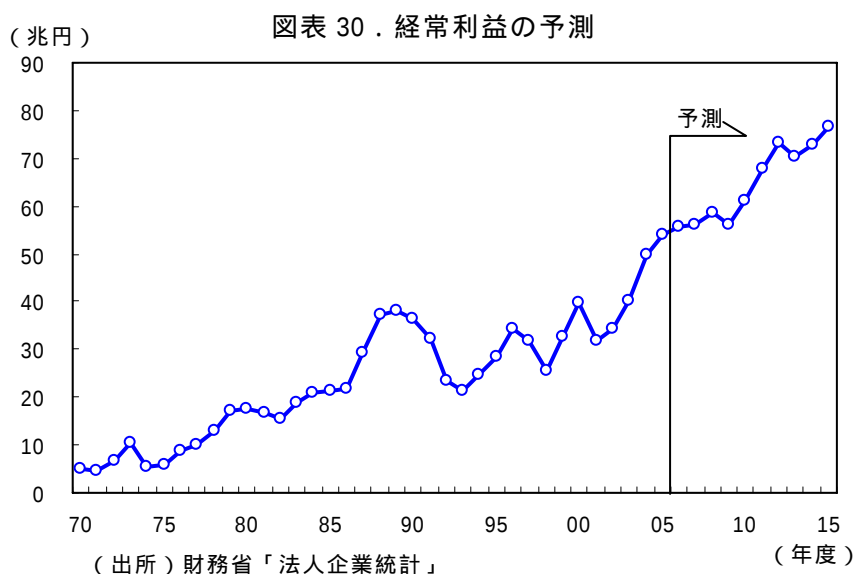
このように、海外景気の拡大が続くことを前提に考えれば、生産が大幅かつ長期間にわたって落ち込む懸念は薄らいでいる。2009年度以降も、一時的な増加と足踏み状態を繰り返しながらも、生産の拡大基調は続くと考えられる。こうした生産の動きは、経済全体の振れ幅を抑制することにつながる。

(2) 企業収益

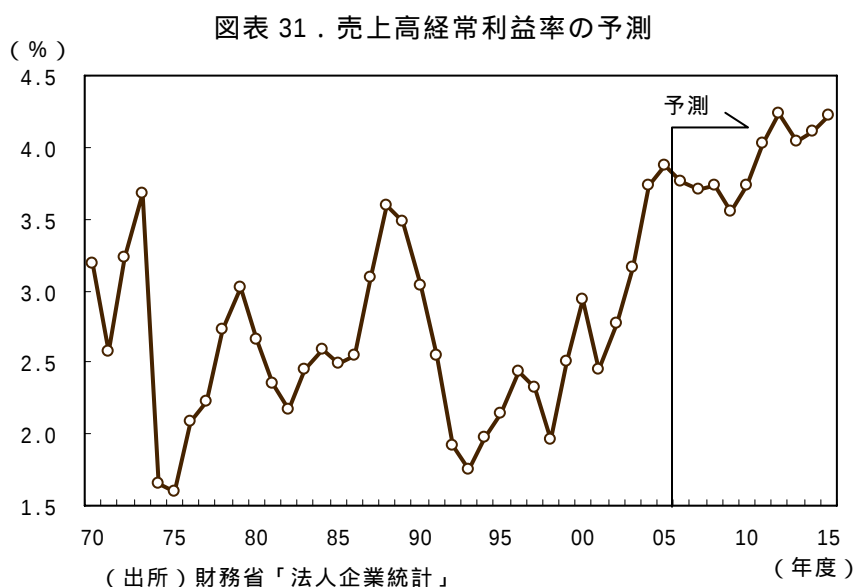
増益が続くが増加幅は縮小へ

企業の利益は足元まで堅調に増加しており、経常利益では2005年度まで4年連続で増加し、3年連続で過去最高額を更新している。原油価格をはじめとした一次産品価格の上昇が利益の押し下げ要因となる一方で、人件費を中心としたコスト削減と、輸出の拡大を背景にした販売数量の拡大によって利益の拡大が続いてきた。2006年度、2007年度ともさらに増益が予想されるが、企業収益を取り巻く環境が厳しくなっており、増益幅は大幅に縮小する見込みである(図表30)。

まず、人件費がすでに増加に転じている。さらに、有利子負債の増加と調達金利の上昇の両面から利払い費が増加に転じてこよう。設備投資の増加に伴って原価償却負担も増してくる。これら固定費の増加に加え、一次産品価格の上昇が今後も続くため変動費もさらに増加する。



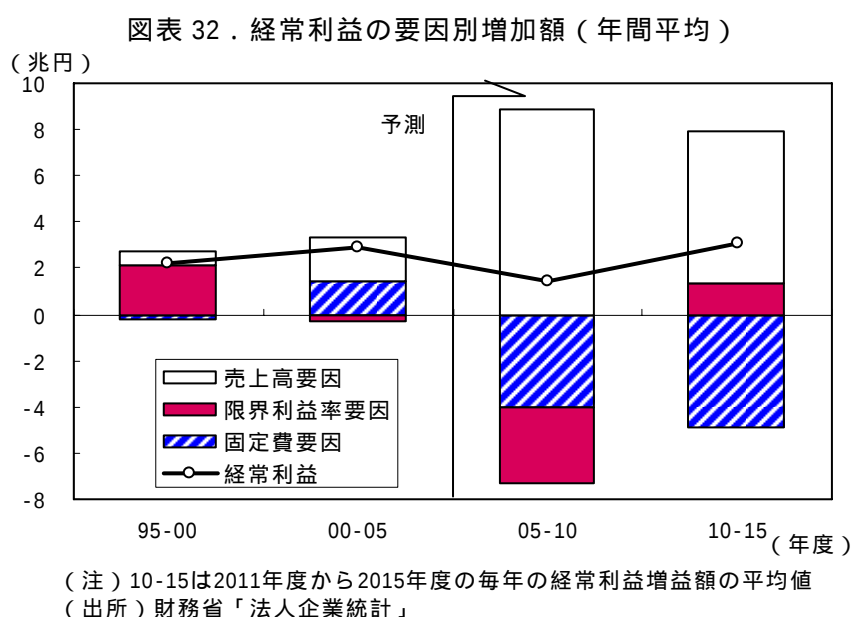
固定費、変動費の増加分は、販売価格に転嫁していくことになるため、川下の物価を押し上げる要因になってくる。もっとも、価格の上昇は需要の減少につながるリスクがあり、企業は価格転嫁には慎重にならざるを得ない。このため、コスト上昇は企業利益を圧迫する要因となろう。このため、足元ですでに頭打ちとなっている売上高経常利益率は、2006年度以降はしばらく低下する見込みである（図表 31）。



経常利益の増益額を要因分解すると、2001～2005年度までの5年間の平均では、売上高が増加するとともにコスト削減努力によって固定費が減少したことから、増益幅が拡大している。これに対し、2006～2010年度までの平均では、固定費の増加と変動費の増加に伴う限界利益率の悪化によって、増益ペースが鈍化する見込みである（図表 32）。

こうした環境の下で増益を確保するためには、後述するように販売数量を増やすことが重要となる。しかし、国内需要の伸びは期待できず、販売数量の増加は輸出に頼らざるを得ない。このため、企業収益の動向は海外需要の動向に左右される状況が今後も続き、海外景気の動向によっては減益に転じる年度も出てこよう。

2011～2015年度までの平均では、人件費を中心に固定費の増加ペースが高まり、売上高の増加ペースが鈍ってくる。しかし、原油価格などの一次産品価格がピークアウトしてくるため、限界利益率要因が利益の増加要因に転じる。このため経常利益の増加幅は再び拡大し、売上高経常利益率も上昇に転じる見込みである。



コストが上がる時代の企業行動

デフレ脱却とともに企業のコスト負担がしだいに大きくなり、収益力の改善速度が鈍っていくことが見込まれるが、こうした環境の下で、企業はどういった行動をとっていくであろうか。主な動きとして、以下のようなものが考えられよう。

() 人件費の増加を小幅に抑制する

雇用環境がタイトになるため1人当たり賃金が上昇し、また雇用者の数も増加するため、企業の人件費は拡大が続く。しかし、均してみると人件費の伸びは企業の利益の伸びを下回る水準に抑制される見込みである。

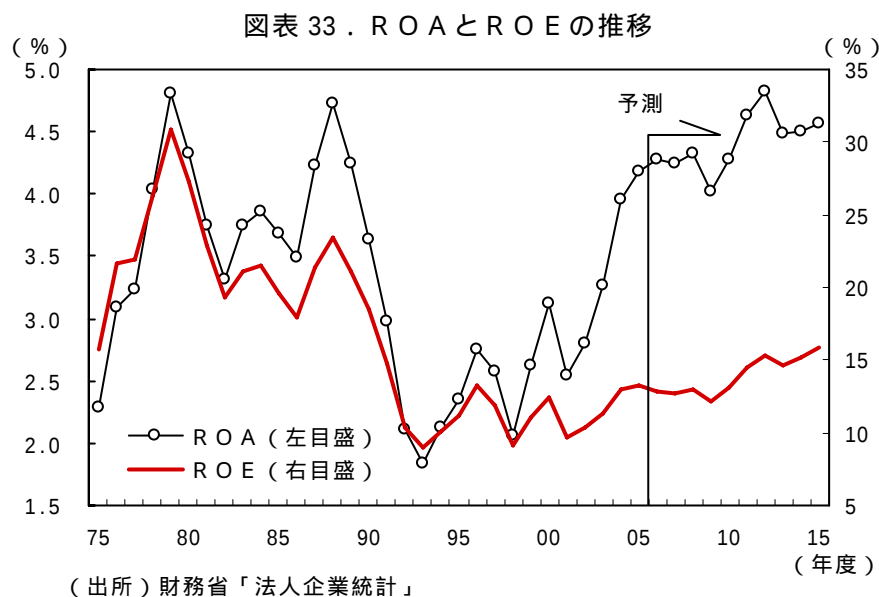
() 規模の拡大を狙った合併・買収が増加

限られた国内需要を獲得するために、企業の合併・買収の動きがさらに増加し、業界再編といった動きが活発になる可能性がある。継続的に収益を拡大させるためには、これま

での効率性の追求に加えて、今後は規模の拡大によって増収増益をはかっていく必要があるためである。また、販売シェアが拡大すると価格決定力が高まり、コスト上昇分を価格転嫁しやすくなる、合併などによってさらなるコスト削減の余地が生まれる、といったメリットもある。自己資本が厚くなり、豊富な資金量を保持していることも合併・買収を促す要因となろう。

()財務レバレッジの引き上げ

企業の効率性をみると、ROA（総資産経常利益率）は上昇しているが、ROE（自己資本経常利益率）の改善が遅れている（図表 33）。今後はROEを引き上げることも、重要な課題になってこよう。このため、他人資本（有利子負債）を利用し財務レバレッジをきかせていくことも必要となり、これまで上昇が続いていた自己資本比率は有利子負債の増加や配当性向の上昇によってピークアウトしていく。もっとも、売上高経常利益率がピークアウトしてくることや、企業が有利子負債の拡大には慎重な姿勢を続けることから、ROEの上昇ペースは緩やかにとどまろう。



()海外展開の進展

企業の海外展開が進んでいるが、この動きが今後さらに活発になろう。これまでの生産拠点としての海外展開に加え、国内の需要の伸びが望めない中で、企業が収益を拡大させていくためには海外市場の開拓を進めていく必要がある。海外展開の形態も、資本参加や企業買収といった投資案件が増えていこう。

すでに企業の営業外損益（受取利息・配当金などの営業外利益から支払利息などを引いたもの）が黒字化しているが、この状態が続く可能性がある。金利上昇によって今後は利

払いコストが増加しようが、海外子会社や投資先からの送金や配当による利益は増加が続くと見込まれるためである。企業の収益獲得割合が国内市場から海外市場に徐々に移っていく可能性があり、輸出動向を含めて企業の業績が海外の景気動向に影響されやすくなっていくと考えられる。

()研究・開発費の増加

コスト上昇分を簡単に販売価格に転嫁できない状況が続くため、企業は利益を稼ぎ続けるために、汎用品から収益性の高い製品・サービスの製造・販売にシフトしていくことが必要となっている。このため、新製品や高付加価値製品の研究や開発のための投資は、収益力の向上と潤沢な手元資金を背景に、これまで以上に増加すると見込まれる。

機械・施設といった有形固定資産への投資は設備投資として計上されるが、研究員の人件費や研究材料のための投資は費用として処理される。このため、投資性向（キャッシュフローに占める設備投資の割合）や設備投資比率（GDPに占める設備投資の割合）で示される以上に、投資が増加することになる。

以上のように、コストが上昇していく時代においては、企業は収益の源泉をコスト削減に頼ることができなくなっていく。利益を拡大させていくためには、新たな市場の開拓、シェアの拡大、高付加価値製品の開発といった課題に取り組んでいくことになる。

(3) 設備投資

緩やかだが安定的な増加が続く

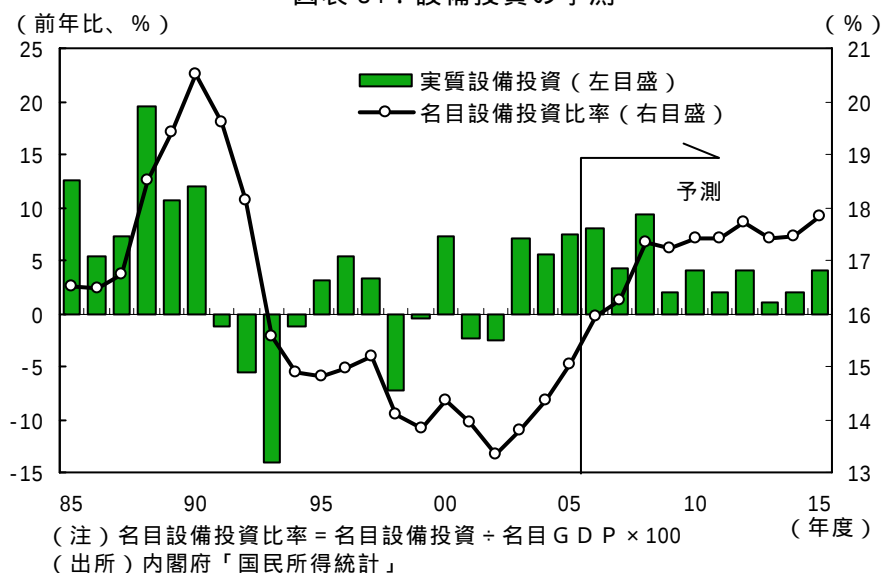
好調な企業業績を背景に設備投資の増加が続いている。設備投資の中身も、更新・維持・補修のための投資から、能力増強のための投資や新たな収益分野を拡大するための前向きな投資に変わってきている。また、投資の対象は機械類だけでなく、ソフトウェア投資や工場や店舗の新設による建設投資にも広がっている。設備投資は、企業業績の伸び悩みを受けて2007年初めから半ばにかけて一時的に伸びが鈍化する可能性があるものの、堅調な外需や企業の前向きな姿勢を反映して2008年度には再び増加ピッチが高まってくる見込みである（図表34）。

設備投資が堅調に増加している背景には、潤沢なキャッシュフローに加えて、過剰設備が解消したことがある。バブル崩壊以降、過剰設備の削減を進める中で、必要最低限の投資にとどめていた反動で最近の需要増加に十分に対応できていない業種もあり、資本ストックの積み増しが図られつつある。企業の期待成長率が上昇してきている点も資本ストックの増加を促していると考えられる。

もっとも、バブル時の苦い経験から企業は過剰設備の積み上がりには慎重であり、投資の採算性に注意しながら設備投資を選別する姿勢に変化はない。このため、一定の資本ス

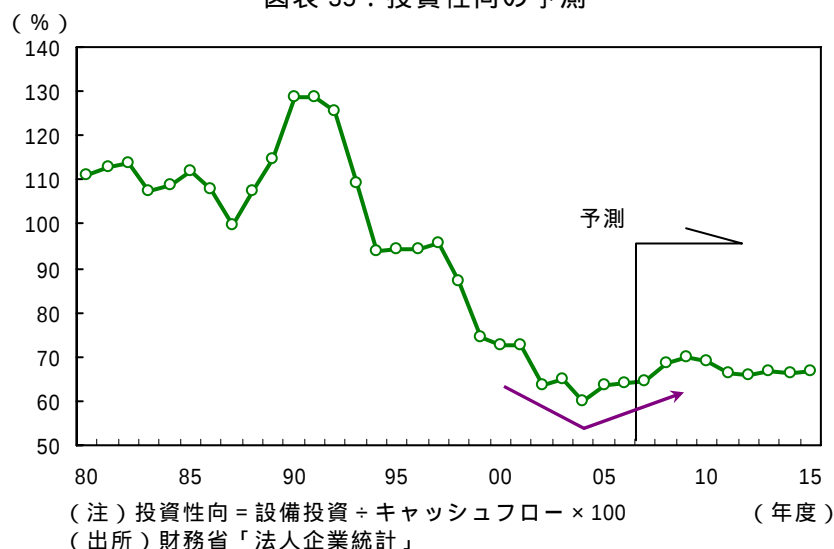
トックが積み増されれば設備投資の増加の勢いは鈍ってくると思われ、設備投資の伸びは過去のような急増して景気全体を引っ張る力は徐々に小さくなっていくであろう。GDPに占める設備投資の割合である設備投資比率は、2002年度を底に上昇に転じ、2008年度までは上昇が続くが、2009年度以降は上昇ペースが鈍ってくる見込みである（図表34）。

図表34．設備投資の予測



また、足元では上昇に転じてきた投資性向も次第に頭打ちとなり、2009年度以降は低下すると思われる（図表35）。この背景には、国内の設備投資の伸びが鈍るだけでなく、海外の子会社や出資先を通じて海外で稼ぐキャッシュフローが増加するという原因もある。

図表35．投資性向の予測

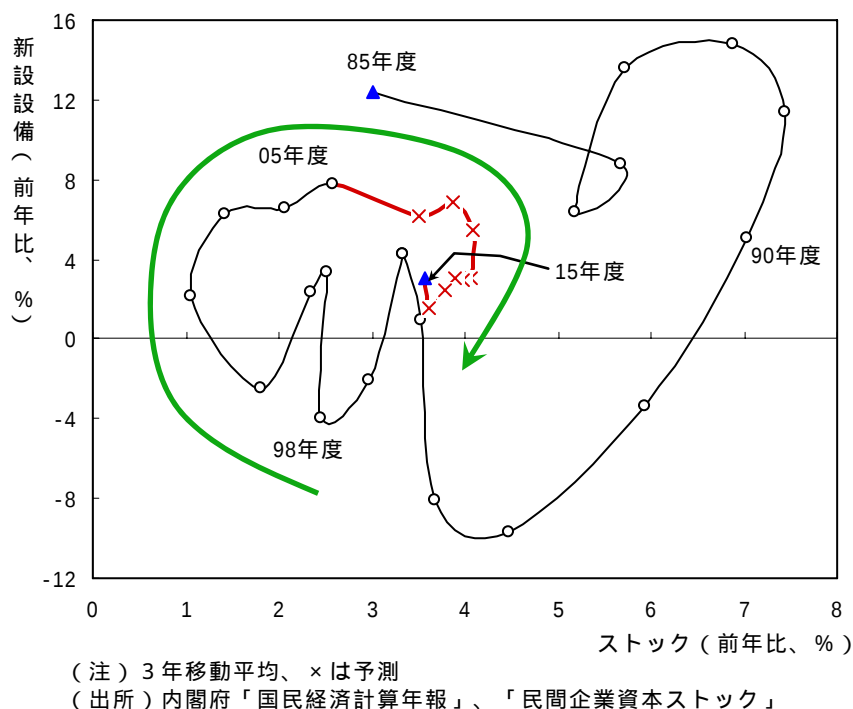


一方、設備投資は景気のけん引役としての重要性が薄らいでくる半面、景気を後退させる原因にもなりづらくなっていく。これは、競争力を維持していくために、省力化・合理化投資、情報化投資、研究開発投資といった付加価値を高め採算性を向上させる投資が必要になり、企業業績に左右されにくい設備投資が増えていくためである。また、企業の投資姿勢が慎重であるため、大きなストック調整が発生するリスクが後退していることも原因として挙げられる。このため設備投資は、予測期間を通じて緩やかだが安定的な増加が続く可能性がある。

資本ストックの動向と企業のバランスシート

バブル崩壊後、新規の設備投資が抑制され不稼動資産の除却が進んだ結果、資本ストックの伸びが急縮小していたが、設備投資の増加を受けて再び拡大している（図表 36）。設備投資が順調に増加する 2008 年度までは資本ストックの伸びも拡大が続こう。

図表 36．資本ストック循環



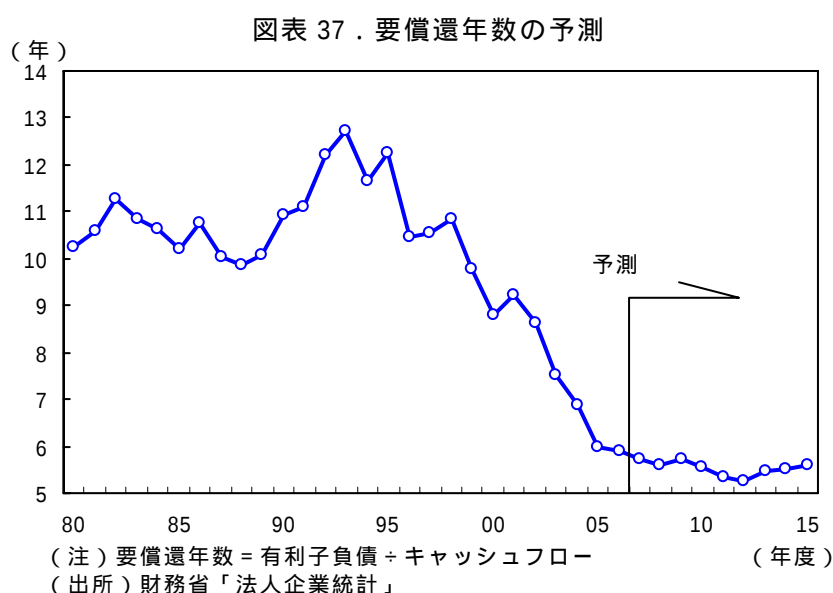
企業のバランスシートは、調整が終了し製造業を中心にすでに拡大基調に転じている。今後も総資産の拡大は続き、それに伴って減少が続いている有利子負債も増加に転じよう。しかし、バランスシートの拡大は緩やかなペースにとどまると考えられる。設備投資の伸びの鈍化にともなって 2009 年度以降は資本ストックの増加ペースが落ち着いてくることに加え、在庫投資の増加も緩やかな積み上げにとどまるためである。

有利子負債の増加ペースも上がらない見込みであり、キャッシュフローとの比較では低

水準での推移が続くと予想される（図表 37）。

今後企業が販売数量を増やしていこうとすれば、それに見合って機械や店舗など様々な設備が必要となり、バランスシートを膨らませていくことになる。もっとも、設備増加の選択肢は新設にだけにとどまらない。会社の合併・買収により生産・販売能力を一挙に引き上げる行動も増えてこよう。このため、個別企業のバランスシートが拡大してもマクロでの拡大には歯止めがかかってくる。

さらに、国内需要のパイの拡大に限られる中で、設備投資を国内で行う必要が薄らいでいこう。すでに海外への直接投資が拡大しているが、この動きがさらに強まっていくと考えられる。



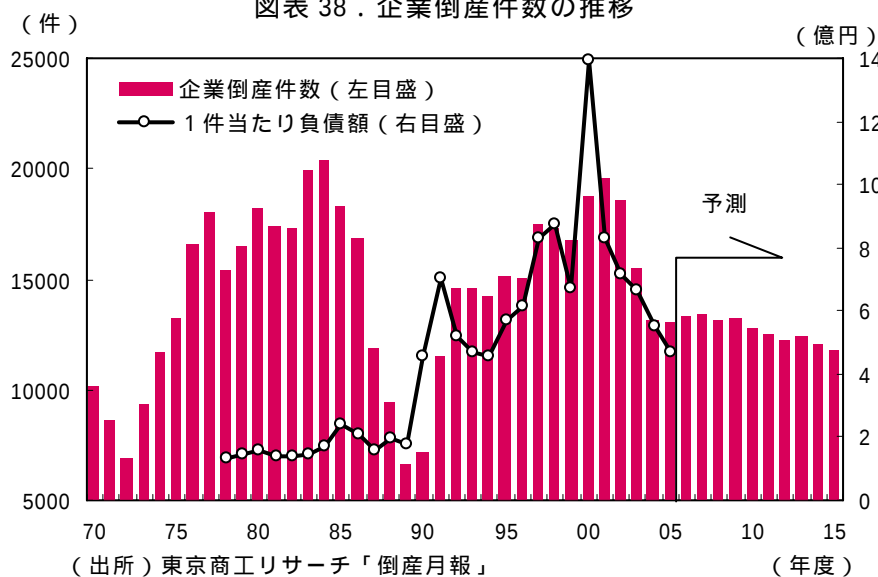
(4) 企業倒産件数

企業倒産件数は、2002 年度以降減少が続いていたが、足元では小幅ながら増加に転じている。もっとも、件数の水準が低くなり、1 件当たりの負債額も減少しており、景気や雇用環境への影響は小さい。

短期的な増減の波はあるものの、今後も予測期間を通じておおむね減少傾向が続くと考えられる（図表 38）。今後の景気が比較的順調に拡大すると見込まれること、企業の財務体質や収益力が強化されてきていること、などが理由として挙げられる。1 件当たりの負債額も企業のバランスシート調整が終了したことから判断すると、今後も減少が続くと思われる。

ただし、コスト負担が増していくと見込まれること、国内需要の大幅な拡大が見込めず企業間での競争が激化しそうなことを勘案すると、倒産件数の減少は緩やかなテンポにとどまろう。

図表 38．企業倒産件数の推移



2．家計部門の動向

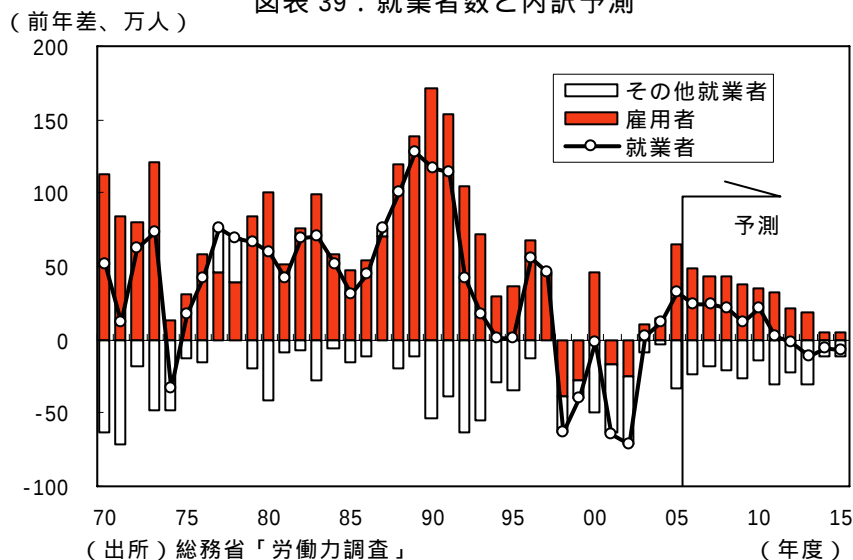
（1）雇用

雇用環境は改善するが就業者の伸びは鈍化

景気の回復や、団塊世代の大量退職にともなう将来の労働力不足への懸念などを背景に企業が採用を増やしている。2003 年度から雇用者数は前年比で増加に転じ、完全失業率も 2006 年度に入って 4 % 程度まで低下してきた。

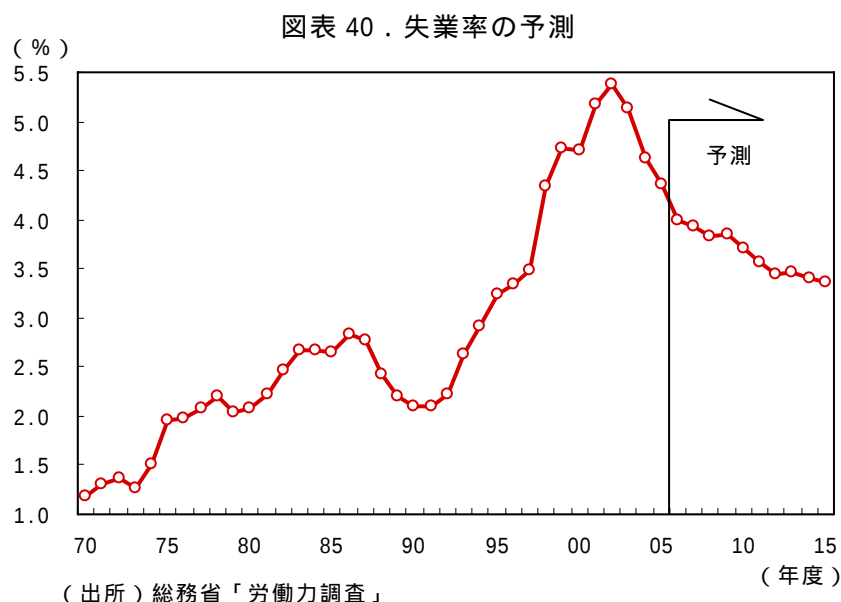
今後も、企業の人手不足感が強まりつつあることや高齢者の再雇用が進むことから雇用者の増加が続き、就業者全体を押し上げよう（図表 39）。一方、その他就業者（自営業者や家族従業員など）は、自営業者の高齢化などの影響により減少が続いているが、世代交代が進まずさらに高齢化が進んでいくため減少傾向が続くと思われる。

図表 39．就業者数と内訳予測



ただし、雇用者の増加ペースは次第に緩やかになってくる見込みである。企業の採用増加が続くため人手不足感が解消されることに加え、国内需要が伸び悩む中で企業が雇用を増やし続けることに慎重になってくるためである。このため、2012 年度以降は就業者が前年比減少に転じると予想される。

完全失業率は、雇用環境の改善が進み完全失業者の減少が継続するため緩やかに低下し、2012 年度には 3 % 台半ばまで低下すると予想される（図表 40）。その後は、就業者が減少に転じるなど雇用環境の改善度合いが弱まってくるため、失業率の低下ペースが緩やかになる。雇用の流動化が進み、職探しに時間をかける人が増えることや、企業と雇用者の間のミスマッチが増えてくることも失業率が下げ止まる一因である。

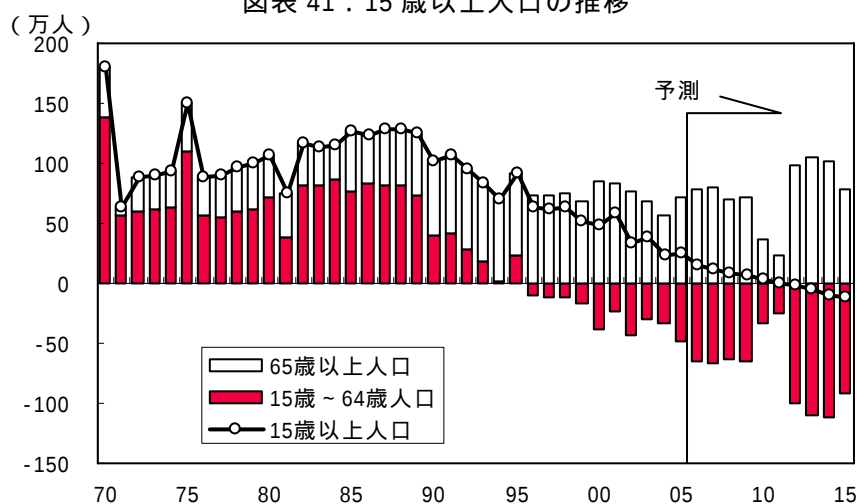


少子高齢化でも労働力不足は深刻にならない

少子高齢化が進む中では、雇用者の需要動向とともに雇用者の供給動向も、雇用環境に大きな影響を及ぼす。すでに 15 歳以上人口の伸びは大きく鈍化しており、2012 年度前後から減少に転じる見込みである（図表 41）。しかもその内訳をみると、15～64 歳人口はすでに減少しており、65 歳以上人口の増加によって全体の数字が押し上げられている。65 歳以上の人たちが労働市場から引退していくと必要な労働力が確保できず、労働力不足が生じる懸念はないだろうか。

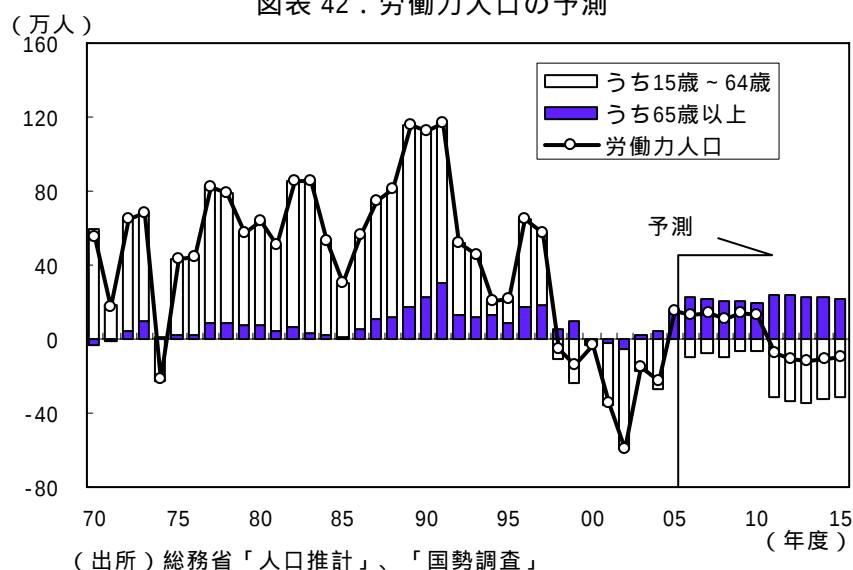
15 歳以上人口のうち労働の意思と能力を有する人の数である労働力人口（15 歳以上の就業者＋失業者）の動きをみると 2005 年度に 8 年ぶりに増加に転じている（図表 42）。今後 2010 年度前後までは増加が続き、必要な労働力は確保される見込みである。

図表 41．15 歳以上人口の推移



(注) 予測は国立社会保障・人口問題研究所「日本の将来推計人口」(年度)
 (出所) 総務省「人口推計」、「国勢調査」

図表 42．労働力人口の予測



(出所) 総務省「人口推計」、「国勢調査」

これは、65 歳以上で人口が増加すると同時に労働力率（総人口における労働力人口の割合）が上昇することで、65 歳以上の労働力の増加が続くためである。一方、15 歳～64 歳の世代では、女性の職場進出が続き、60 歳以上で定年延長の導入や再雇用者が増加するため労働力率は上昇する。しかし、15 歳～64 歳の人口の減少ペースが早いいため、労働力人口は小幅ながら減少が続く。

2011 年度以降は、15 歳～64 歳の人口の減少ペースが増してくるため、労働力人口全体が減少に転じる見込みである。もっとも、この時期には国内需要の増加の伸びが鈍化し、必要とされる労働力の伸びも徐々に小幅になっていくと考えられる。このため、医療・福祉関連といった業種を除けば、労働力不足が深刻化することにはならないと考えられる。

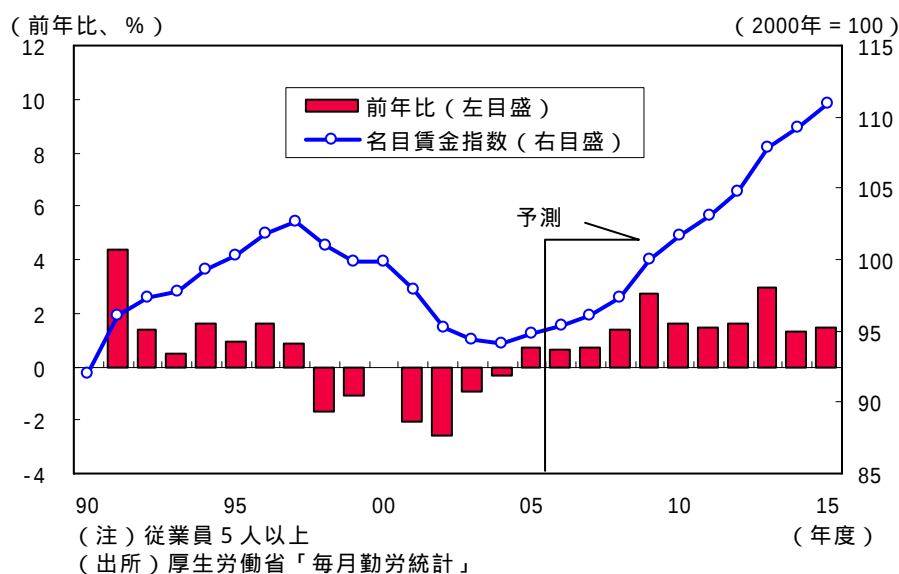
(2) 所得

賃金は緩やかな増加が続く

1人当たり賃金（現金給与総額）は、所定内給与が伸び悩んでいるものの、所定外給与やボーナスの増加を受けて2005年度に8年ぶりに増加に転じた。また、賃金水準の低い非正規雇用の拡大が一服し、正規雇用者が増加してきていることも1人当たり賃金を押し上げている。景気回復の影響がようやく企業部門から家計部門に浸透し始めた。

景気の拡大が続き、均してみれば企業利益の拡大傾向も継続することから、ボーナスの伸びを中心に賃金の増加も続く見込みである（図表43）。もっとも、企業が賃金の引き上げには慎重な姿勢を続けることから、賃金の上昇は緩やかなペースにとどまろう。

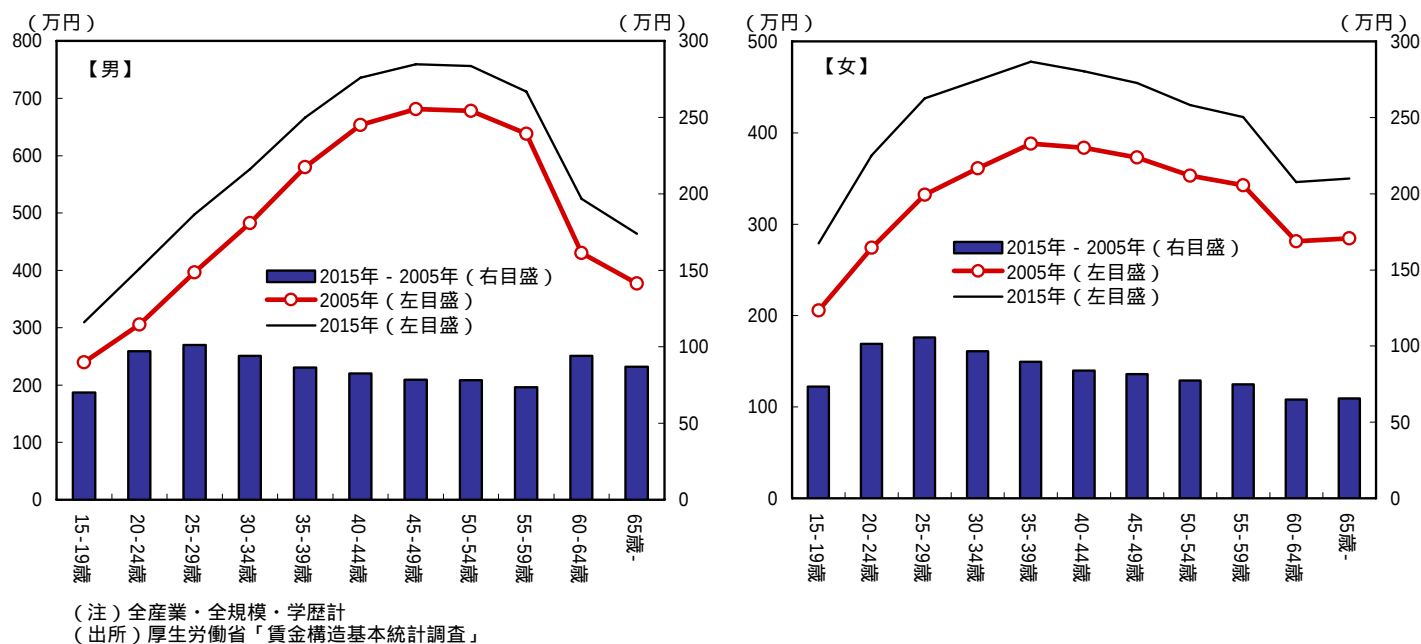
図表43．1人当たり賃金（現金給与総額）



10年後の賃金カーブについては、業績連動や成果主義に基づく賃金体系の導入、若手人材確保のための初任給の上昇などから、若年層の増加幅が平均を上回る形でフラット化が進むと予想される（図表44）。また、60歳以上の層でも、男性を中心に定年の延長や再雇用の増加によって賃金の増加幅が平均を上回ろう。

ただし、賃金カーブの形状が大きく変わるまでには至らない。このため、高齢化の進展にともなって賃金水準の比較的高い年齢層の人口が増えることで、1人当たり賃金が押し上げられることになる。

図表 44．賃金カーブの予測（男女別）



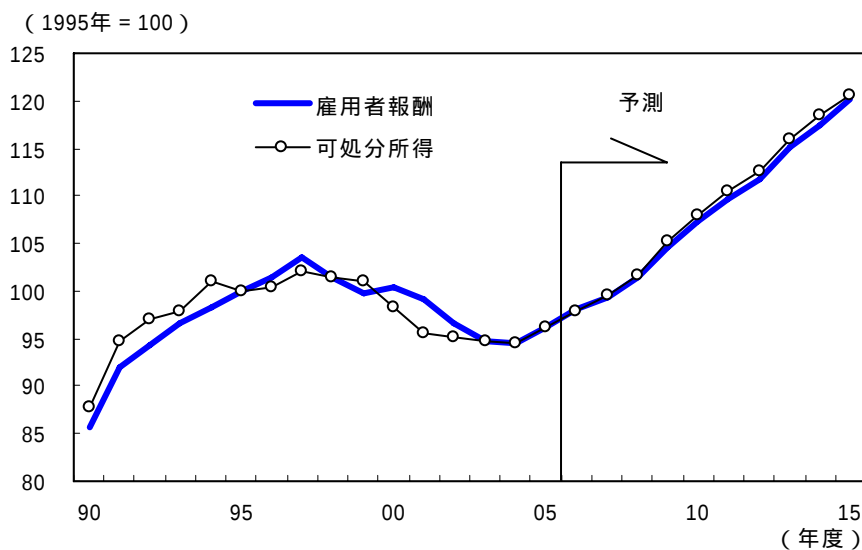
可処分所得と貯蓄

家計の可処分所得は、雇用者報酬が増加に転じてきたことを背景に、緩やかに増加している。2005 年度も、社会保障の保険料引き上げ(10 月)、所得税の定率減税縮小(2006 年 1 月)など家計負担の増加要因があったものの、雇用者報酬の増加により、増加基調が続いた見込みである(図表 45)。2006 年度は、所得税の定率減税縮小がフルに効いてくるほか、住民税の定率減税縮小(2006 年 6 月)や毎年行われる社会保険料の引き上げも下押し要因となるものの、雇用者報酬の増加が続くため、可処分所得の増加も続く見込みである。

2007 年度以降は、所得税減税等の減税策を廃止する動きも一巡してくるため、雇用者報酬並みの所得の増加が続くであろう。その後も、可処分所得を大きく押し下げるほどには社会保障給付が削減されず、金利や資産価格の上昇によって財産所得も増加してくる見込みであることから、可処分所得は増加基調を続けると考えられる。

このため、高齢者世帯や単身者世帯の増加が続くことは貯蓄率の低下要因であるが、家計全体の貯蓄率の低下には歯止めがかかる見込みである。

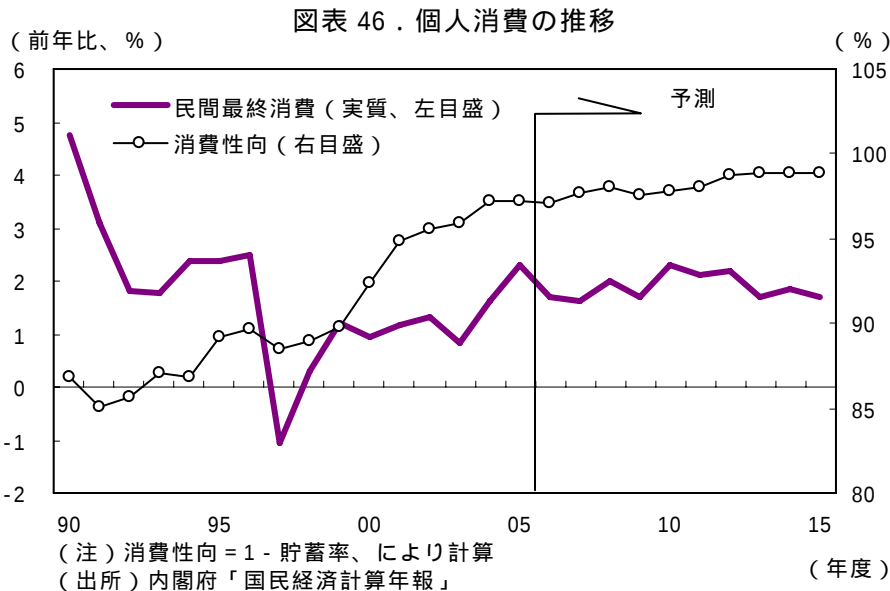
図表 45．雇用者報酬と可処分所得



(出所) 内閣府「国民経済計算年報」

(3) 個人消費

実質消費支出は、消費税率引き上げ前後にやや変動するものの、基本的には景気動向に左右されず、底堅く推移する状況が続く見込みである (図表 46)。



2006 年度は、新車販売が低迷し、昨年度に好調であった冷蔵庫やエアコンなどへの支出が一服してきたものの、薄型テレビや携帯電話使用料・インターネット接続料などへの支出は増加が続いており、全体としては底堅い推移になっている。2007 年度以降も、所得の増加を背景に、消費は底堅い推移が続くであろう。

2008 年度には、消費税率引き上げ前の駆け込み需要が消費を押し上げると予想されるが、

2009 年度には駆け込みの反動によって消費が抑制される。ただし、所得の増加が続くため、大幅な落ち込みにはならない。2010 年度以降も、基調として消費は安定した増加を続けるであろう。ただし、高齢化や人口・世帯数増加率の低下傾向により、消費の増加率は緩やかに鈍化する。

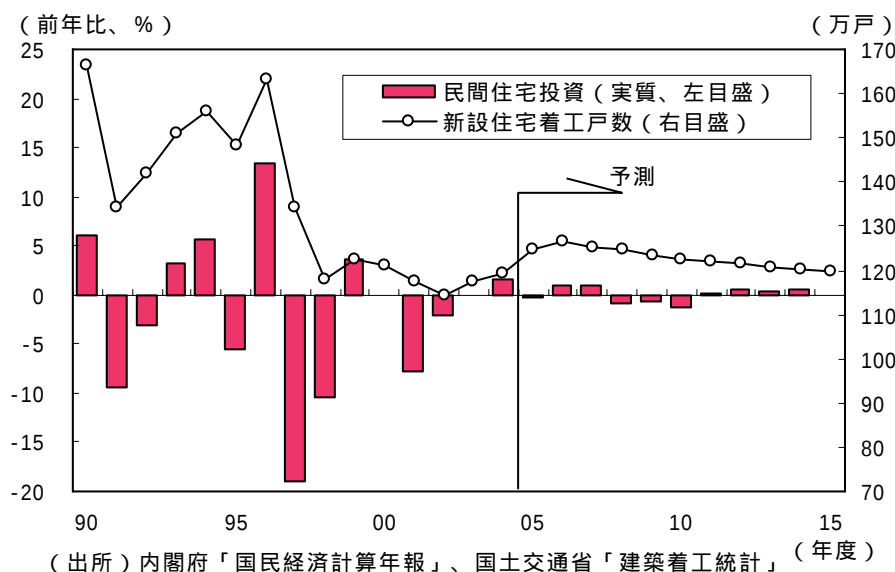
消費性向は、1990 年代から 2000 年代前半まで速いペースで上昇してきた。この背景としては、所得が低迷し税や社会保険料の負担が増加する中で、家計が消費水準を維持しようとしたこと、貯蓄を取り崩す高齢者世帯が増加したことなどが挙げられる。今後も高齢化によって消費性向の押し上げは続くと思われる。しかし、貯蓄形成に遅れがみられる比較的若い世代では貯蓄形成の遅れを取り戻す動きが出てくる可能性があり、全体として消費性向の上がり方は緩やかになるだろう。

（４）住宅投資

2005 年度の住宅着工は 124.9 万戸と、2000 年度以来の 120 万戸超えとなり、近年では比較的高い水準であった。これは、低金利下で相対的な利回りの有利さから資金を集めた R E I T など不動産ファンドの資金が流入して、貸家の着工が好調であったことや、住宅ローン金利の先高感や地価の下げ止まり感から都市部を中心に潜在需要が顕在化し、大型マンションの着工が相次いだことなどが主たる原因である。団塊ジュニア世代が 30 歳代に差し掛かり、住宅を購入し始めたことも住宅投資の好調を支えている。2006 年度もこの傾向は継続し、住宅着工は 2005 年度を上回る水準を維持する見込みである。

しかし、この傾向は長くは続かず、住宅着工は 2006 年度をピークに緩やかに減少していくと予想される（図表 47）。なお、2009 年 4 月、2013 年 4 月に消費税の引き上げを想定しているが、いずれも一時的な影響にとどまる見込みである。

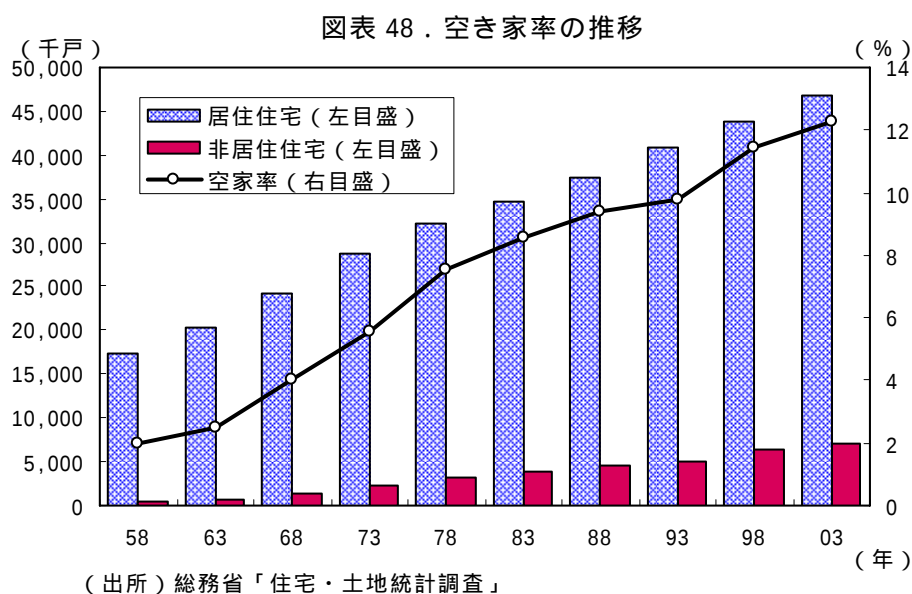
図表 47．新設住宅着工戸数と住宅投資の動向



住宅着工が減少する理由の第一は、住宅投資を取り巻く環境の変化である。足下では、住宅投資の増加という面ではかなり恵まれた環境にある。住宅ローン金利や都市部の地価は上昇に転じたとは言え、依然として底値圏と考えられる水準にとどまっている。つまり、金利や地価が低いという水準の要素と、今後両者が上昇していくであろうという方向性の要素がともに住宅取得を促進させる要因となっている。しかし、金利や地価の上昇が続けば、いずれ水準の高さが住宅取得のマイナス材料となってくるだろう。住宅購入層の多くが、地価や金利の上昇局面の始まりと考える今が、住宅着工のピークと思われる。

第二の理由は、住宅ストックが増加してきているという構造的な要因である。住宅ストックは増加傾向にあり、2003年の空き家率は12%を超えた（図表48）。住宅ストックが充実してくれば、立地面などで魅力的な物件の数も増えると考えられ、住宅ストックの有効活用が進んでいこう。そうなれば、住宅市場の中身が、住宅の新設から中古住宅の購入にシフトする可能性がある。

さらに、世帯数の増加が小幅になっていく見込みであることも、住宅着工の伸び悩みの原因となろう。



3．政府部門

(1) 財政見通し

歳入・歳出

財政再建を巡っては、歳出削減かそれとも増税か議論になっているが、本見通しでは景気回復に伴う税収の自然増が財政構造の改善に大きく寄与すると考えた。

まず、歳入面では、名目GDPが比較的堅調に推移することを受けて税収（国の一般会

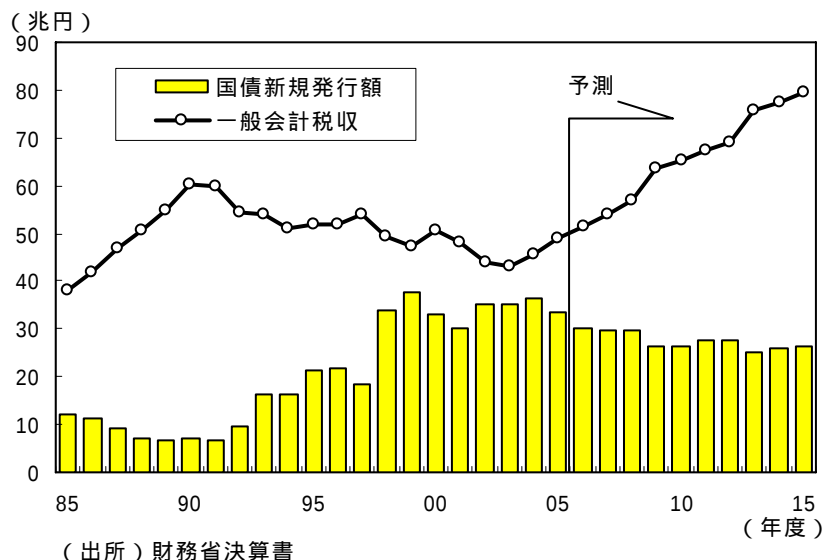
計)は堅調に増加していく見込みである(図表49)。さらに、これまで税収を減らす要因となってきた企業の特別損失の計上や、繰り越し損失の処理が一服してくることも税収を押し上げる要因となる。このため、今後数年の税収の伸びは名目GDPの伸びを上回ることになるだろう。

消費税については、基礎年金の国庫負担が3分の1から2分の1に引き上げられる2009年度のタイミングで5から7%に引き上げられ、さらに2013年度には10%に引き上げられると想定した。2回の消費税の引き上げにより、歳入面での財政再建の動きがより強化されることになる。なお、その他に大きな税制の変更は想定していない。

税収増が続くが、国債の安定消化や償還時期の平準化のために、国債の新規発行額が急減することはないと思われ、20兆円台後半での推移を見込んだ。もっとも、歳入の増加に合わせて既発債の買入れ償却を行っていくため、国債の残高は新規発行額ほど増えない見込みである。

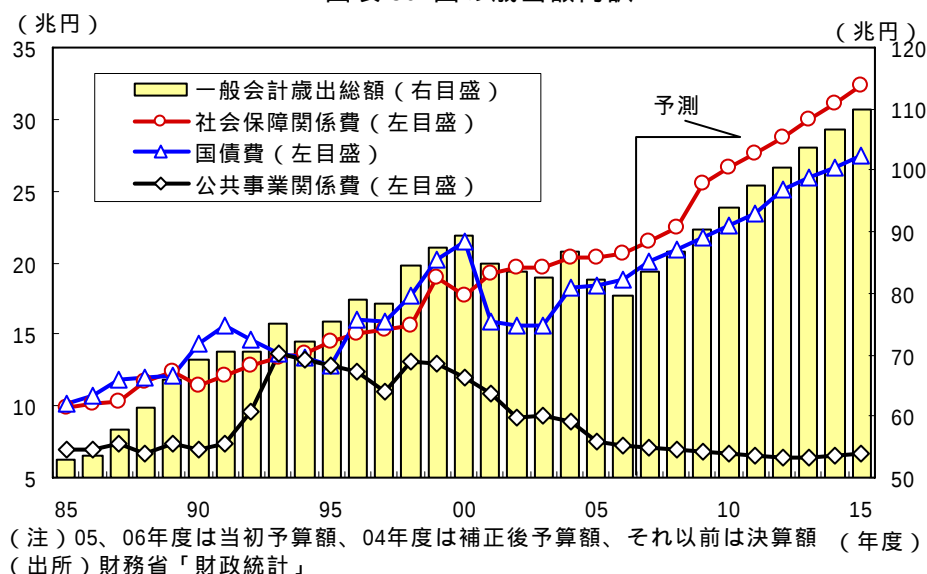
歳出面では、次節以降で述べる理由から、公共投資は減少基調で推移し、社会保障関係費など政府消費関連は増加基調で推移する見込みである(図表50)。また、国債費²については、金利の上昇に伴う利払い費の増加や、国債の残高増加に伴って国債整理基金特別会計への繰入額が増加するため増加が続く見込みである。

図表49．税収と国債新規発行額



² 国の歳出のうち、国債および借入金の元利払いに充てるための費用。将来の国債償還に備えるために、国債残高の100分の1.6が、毎年度、国債整理基金特別会計へ繰り入れられている。

図表 50. 国の歳出額内訳

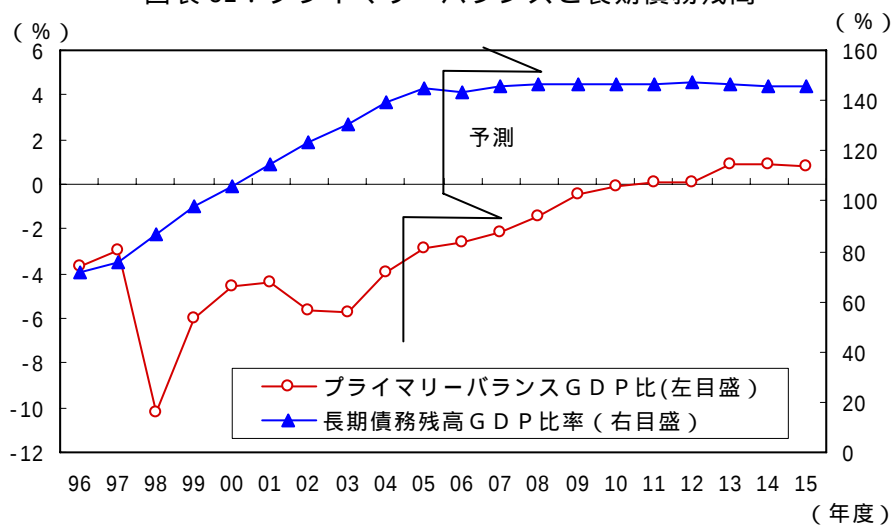


プライマリーバランスは 2011 年度に黒字化

歳出の増加額を税収の増加額が上回る状態が続く結果、国と地方のプライマリーバランスは 2011 年度に黒字化すると想定した（図表 51）。さらに、名目 GDP の拡大が続き、2013 年度には消費税が引き上げられることから、プライマリーバランスの黒字額は徐々に拡大していく見込みである。

国と地方の長期債務残高は、予測期間中増加を続けるが、残高の純増額が徐々に縮小していくため債務残高 GDP 比率はほぼ横ばいにとどまる（図表 51）。さらに、名目 GDP の伸び率が債務残高の伸び率を上回ってくる 2013 年度以降は、小幅ながら比率が低下する見込みである。

図表 51. プライマリーバランスと長期債務残高

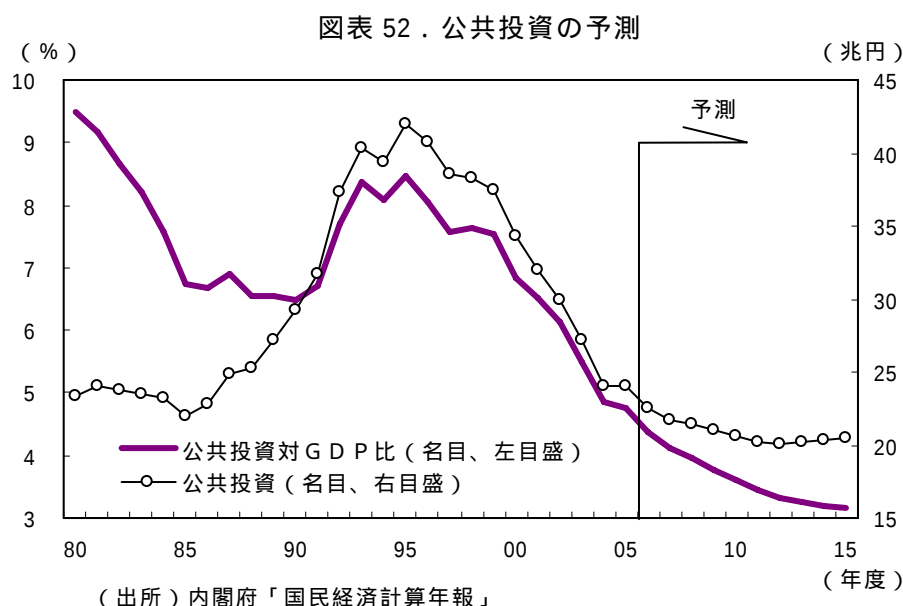


（注）長期債務残高 = 国債残高 + 地方債残高 + 交付税特会借入残高
 （出所）内閣府「国民経済計算」、財務省「決算書」

(2) 公共投資

公共投資は、ここ数年、抑制的に運営されてきた。バブル崩壊以降しばらくは、景気刺激の観点から積極的な公共投資がなされてきたが、景気刺激の効果はあまりなく、一方で財政状況の悪化の主因となってしまったため、ここ数年の公共投資は、減少を続けている。名目公的固定資本形成（公共投資）は、96年度以降、減少の一途をたどってきており、GDP全体に占める割合は4%程度まで低下してきている。財政構造改革が推進される中、公共投資は今後もしばらくは減少を続けると予想される。

無駄があるのではと指摘される公共投資ではあるが、必要な投資はやらなければいけないし、社会資本ストックが充実してくれば維持補修のための更新投資も必要となってくる。このため、ある程度まで、減少すれば下げ止まりの動きも出てくると予想される。予測期間における公共投資は、プライマリーバランス均衡化の目標年度である2011年度までは緩やかな減少基調で推移し、その後は、ほぼ横ばいながら、ゆるやかな上昇に転じると見込んでいる（図表52）。



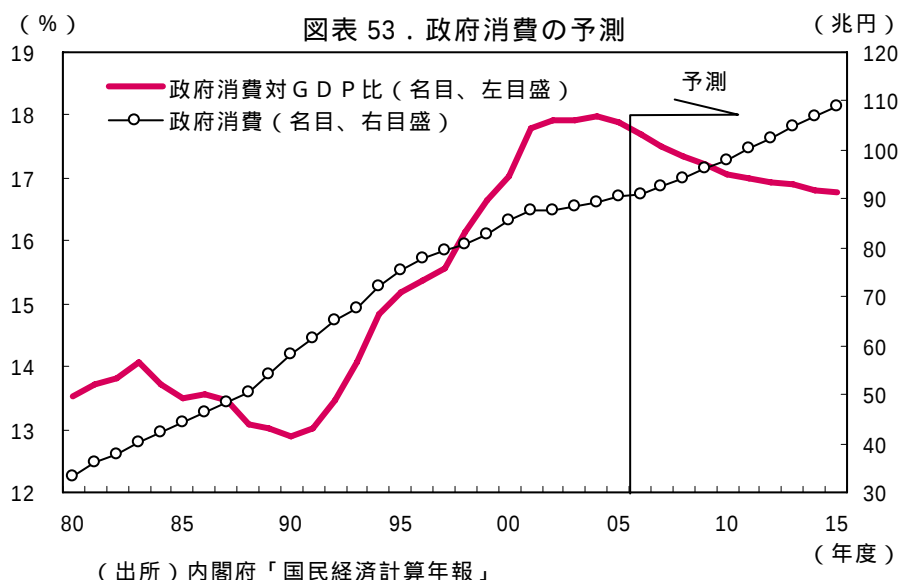
(3) 政府消費

公共投資とは反対に、政府消費は長らく増加の一途をたどってきている。政府消費の主要項目は、医療費の政府負担分を含む現物社会給付と、公務員の給与である雇用者報酬であり、この2つで概ね政府消費の7割を占める。このうち、現物社会給付は、高齢化の進展による医療費の増大から増加を続けている。今後、医療制度改革などにより抑制的な運営が図られるが、この部分の増加は避けられない。

一方、公務員の給与である雇用者報酬は減少基調にある。この流れは今後しばらく続く。今後、マクロでの雇用者報酬が緩やかながらも上向きとなる中、公務員の給与水準が減少

を続けるとは考えにくい。財政構造改革の旗印の下、公務員数の減少により、国が負担する公務員給与の総額は抑制的に運営される。

政府消費全体では、現物社会給付の増加の影響が大きいため、予測期間中は増加基調で推移すると見込まれる（図表 53）。



4．対外部門の動向

(1) 世界経済の見通し

2005 年度の世界経済は、米国景気の堅調や中国の高成長に支えられて好調に推移した。2006 年度に入っても世界経済は拡大基調を続けているものの、米国やアジアの新興国の一部では拡大テンポがスローダウンしている。世界経済は、2006 年度後半にかけてやや減速すると想定している（図表 54）。

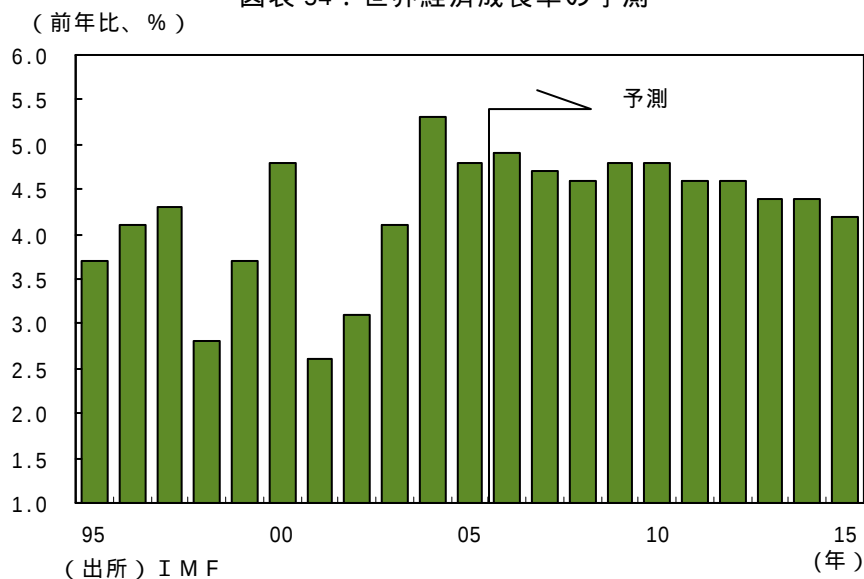
米国は、住宅価格の頭打ちにより、資産効果が剥落し個人消費も抑制されるであろう。しかし、企業部門は底堅さを維持し、雇用増加を背景に家計所得も増加するため、景気は失速せず、拡大を続けるであろう。

欧州では、輸出の鈍化が見込まれる一方で、内需が緩やかに拡大を続けるであろう。中国は景気の過熱が懸念されており、今後も新たな景気抑制策が採られるであろうが、主な対象は不動産など一部にとどまり、輸出や投資に牽引される成長が続くであろう。

2007 年度には世界経済の拡大テンポが回復する。米国経済は住宅部門の調整一巡とともに持ち直し、中国経済は北京五輪へ向けてインフラ投資や消費が拡大を続け、欧州では、輸出の持ち直しに伴い回復力が強まる。原油など資源価格の高騰、中国経済の過熱などの懸念材料は残るが、世界景気の拡大基調は続くと予想される。2010 年頃まで、先進国の景気は堅調に推移し、新興国や資源国の経済は高成長を続けるであろう。

2015 年までを展望すると、米国ではベビーブーマー世代の高齢化や総人口の伸び率低下によって成長率が鈍化し、過剰消費体質が緩和するとみられ、世界経済を牽引する力はやや弱まってくる。また、中国経済はインフラの充足や耐久財の普及などに伴って、それまでの高成長軌道から中成長軌道へと徐々に減速してくると考えられる。米国や中国の減速に伴って、世界経済の拡大テンポもやや鈍化してくる可能性がある。

図表 54．世界経済成長率の予測



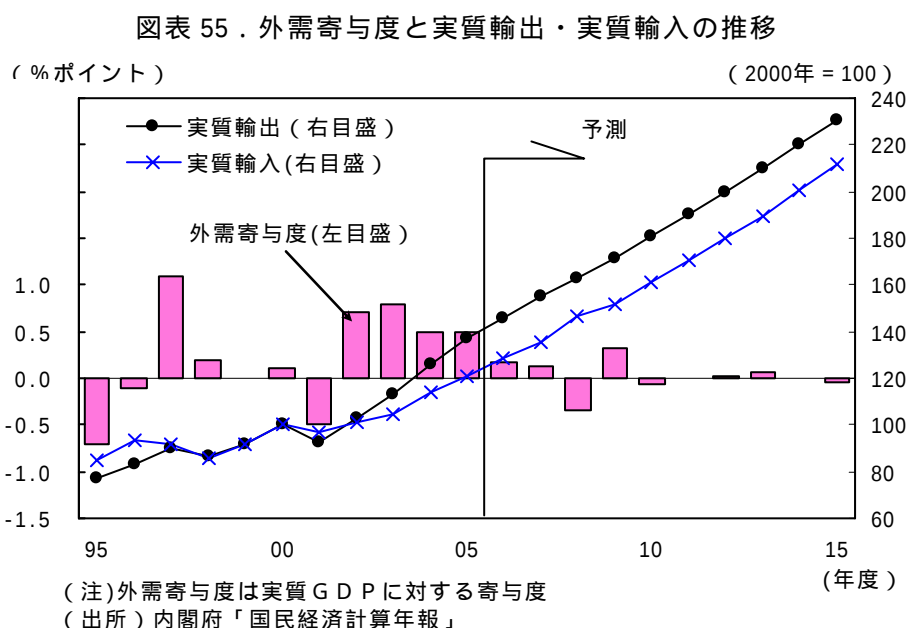
(2) 貿易依存度が高まる日本経済

日本の輸出は、海外景気の動きに連動しており、2001 年に落ち込んだものの、その後は増加基調が続いている (図表 55)。2006 年度後半～2007 年度前半にかけて、世界景気が減速する局面では、輸出の伸びも一時的に鈍化する可能性があるが、基調としては増加が続くであろう。2007 年度後半から 2008 年度前半は、北京五輪に向けた特需も期待できる。2008 年度後半以降は、五輪特需の剥落や世界景気の減速による一時的な鈍化はあっても、中国のインフラ投資が継続されることもあり、2010 年度頃まで輸出は底堅い推移が見込まれる。2015 年度にかけて、中国経済の成長率がやや鈍化してくることなどから、輸出の増加テンポはやや減速するであろうが、国内需要の伸びに比べれば、引き続き高い伸びが続くことになろう。

輸入は、生産活動に必要な部品・原材料や、アジアの生産拠点からの製品輸入を中心に増加基調にある。2006 年度後半から 2007 年度前半にかけて、国内の生産活動の減速を反映して輸入も一時的に減速するであろうが、その後は国内景気の再加速に合わせて輸入も増加するであろう。消費税の引き上げ前後には駆け込み需要とその反動減が発生し、輸入も上下するとみられるが、基本的には、国内の景気拡大やアジアの生産力向上を映して、輸入は増加基調が続くであろう。

しかし、日本の景気がおおむね巡航速度で拡大を続けるようになると、輸出から輸入を差し引いた外需の寄与度は、それほど大きくはならない。中国をはじめとしたアジアの近隣諸国の需要拡大ペースが速いことによって輸出は押し上げられよう。しかし、日本企業による生産拠点の海外シフトが進み、アジア各国の供給力が拡大していることから、日本の需要が拡大すると輸入も増加しやすいためである。

もっとも、輸出・輸入ともに日本経済の成長率よりも高い伸びとなり、貿易への依存度はますます高まるであろう。



(3) 貿易摩擦を生まない経常黒字

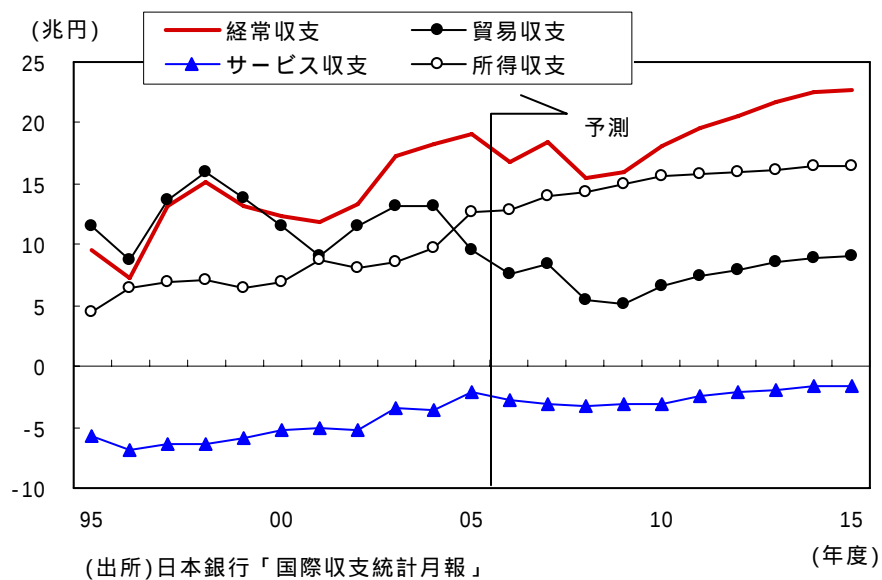
日本の経常黒字は、かなりの高水準で推移すると予測されるが、貿易摩擦の火種にはならないと考えられる。これは、経常黒字の中身が、貿易黒字ではなく所得収支黒字によるところが多くなっていくためである(図表 56)。

モノの貿易については、輸出・輸入ともに伸びるため、貿易収支黒字の水準は基調として増えない。むしろ 2010 年度頃までは、原油など一次産品価格の上昇により輸入金額が押し上げられ、貿易黒字は縮小傾向で推移する可能性がある。2015 年度にかけて原油価格の上昇に歯止めがかかると、輸入の伸びが抑制されるため貿易黒字を押し上げることになるが、それでも貿易黒字は 2005 年度の水準程度にとどまるであろう。

一方、所得収支は、海外からの利子・配当など受取が増加するため、黒字幅の拡大が続く。利子や配当の受取が増加するのは、経常収支黒字分が海外に再投資されるためである。通常、海外から投資資金が流入することは、資金の受入国において歓迎されるので、所得収支黒字は経済摩擦の原因にはならないと考えられる。

なお、サービス収支は、日本に来る外国人旅行者の増加や特許料収入の増加により受取が増えるものの、日本人の海外旅行や輸送費などビジネス関係の支払いが増加するため、引き続き赤字で推移すると見込まれる。

図表 56 . 経常収支の内訳の推移



・物価と金融市場

1．物価と地価

(1) 物価

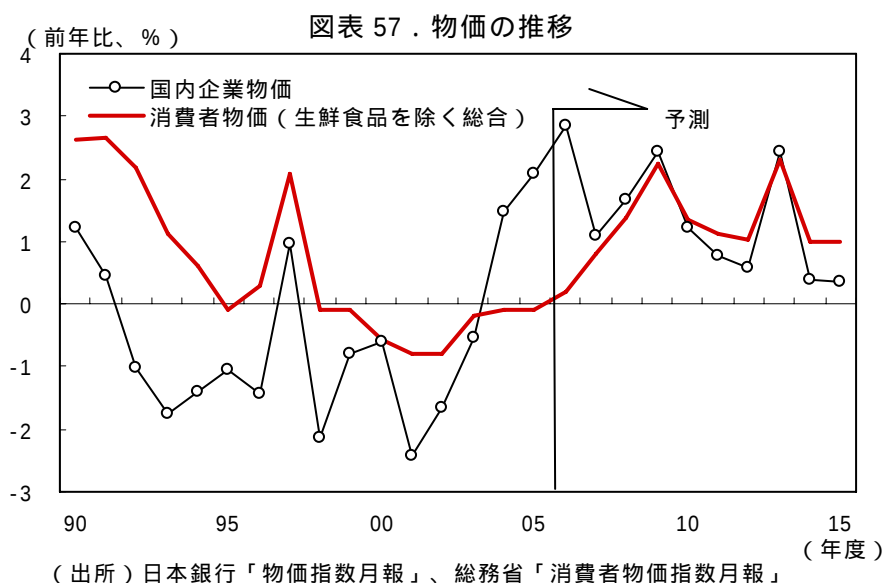
まず、足元の物価情勢をみると、国際商品市況は、世界景気の減速観測などを背景に騰勢が一服してきているが、大幅な下落に転じるということはなく高止まりしている。国内企業物価は、一次産品価格の高騰に影響されやすい石油製品や金属など素材製品を中心に上昇しており、一般機械や輸送機械も下げ止まってきている。消費者物価（生鮮食品を除く総合・全国）は、小幅プラスで推移している（図表 57）。

2007 年度にかけて、世界景気がやや減速するため、一次産品価格は横ばい圏での推移が予想される。国内企業物価は、原材料価格上昇の価格転嫁が一巡するとともに、前年比上昇率は縮小するが、その後は、国内需給の改善を受けて再び上昇率が高まる。消費者物価は、景気回復による需給の引き締まり、人件費の上昇、石油関連価格の上昇などを背景に、小幅ながら前年比上昇が続くであろう。

2010 年度頃まで、中国をはじめとする新興諸国の経済成長を背景に、国際商品市況は、緩やかな上昇基調を維持する可能性が高い。鉄鋼や化学などの素材業種は国内需要が頭打ちとなる中で、設備集約や中国・アジア向け輸出の拡大をテコに価格転嫁力を取り戻している。電気機械などの加工業種では価格転嫁は進めにくい、従来のような価格下落基調には歯止めがかかってきている。国内企業物価は、緩やかな上昇傾向が続く見込みである。

消費者物価は、原材料高や人件費コスト増を価格に転嫁しようとする動きが出てくるが、国内企業や輸入品との価格競争が続く、値上げは浸透しづらい。消費者物価上昇率はプラス基調が続くが、それほど高まらないであろう。

なお、2009 年度（5%→7%）と 2013 年度（7%→10%）に消費税率の引き上げを想定している。消費税の引き上げ期を除けば、消費者物価上昇率は 1%台前半で推移するであろう。



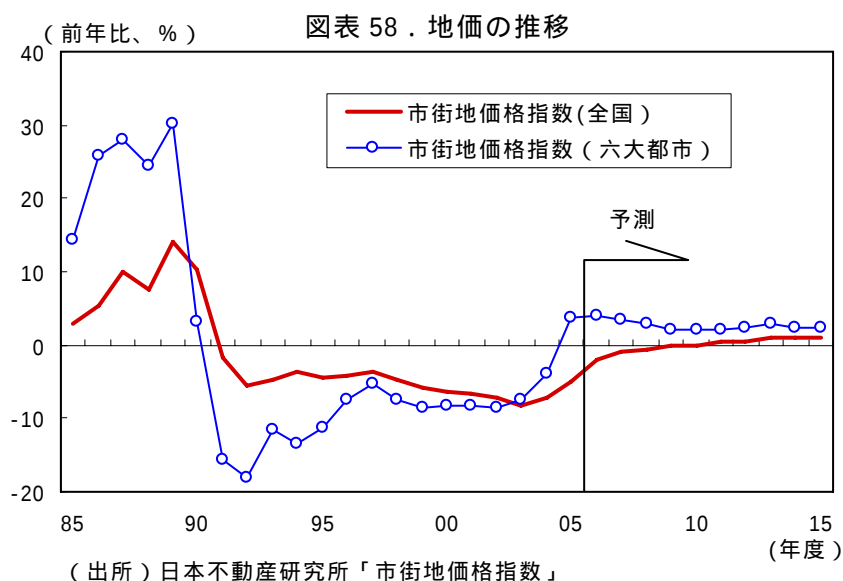
(2) 地価

地価は、東京などの都市部では上昇に転じたが、地方では相変わらず下落が続いている（図表 58）。市街地価格指数（日本不動産研究所）を見ると、2006 年 3 月末の六大都市（東京区部、横浜、名古屋、京都、大阪、神戸）の指数は、全用途平均で前年比 3.8%のプラスと 1991 年 3 月末以来のプラスに転じた。一方で、六大都市を除く地域では、同 5.1%のマイナスと引き続き低下しており、全国平均でも同 4.8%のマイナスと下落基調はまだ続いている。

都市部での地価反転の一因として、REITなどの投資ファンドを通じた不動産市場への資金の流入が指摘される。長らく続いてきた低金利と地価の低迷により、大都市の一等地にある不動産賃貸物件への投資利回りが相対的に有利となり、近年、不動産投資ファンドに資金が集まるようになってきた。景気回復によるオフィス需要の増加も、この流れを後押ししている。

不動産投資ファンドに集まった資金は、不動産に投資されて、地価の上昇を促す。地価が上昇に転じる気配を見せると、地価の上昇観測から住宅購入層の購買意欲も喚起される。人口減少社会と言っても、人口が流入してくる東京などの都市部では、潜在的な住宅需要はまだある。また、住宅ローン金利の上昇観測から駆け込みの住宅需要が高まってくることを見込んだマンション販売業者等が、用地を競って仕込むようになると、地価にかかる上昇圧力は更に高まることになろう。

都市部での地価上昇は、このようなメカニズムにより起きたものと考えられる。この傾向は、今後もしばらく続くと予想されるが、上昇ペースは、ここ数年はやや高まるものの、やがて、やや緩やかなペースに落ち着いてくると思われる。先のバブル崩壊の手痛い経験の記憶がまだ残っているため、利便性が極めて高い一部の地域は別として、極端な過熱が広範に広がるとは考えにくい。



一方、人口減少が予想され、経済活動も相対的に活力に欠けるような地域では、地価の反転につながるような資金の投入がなされない。地価上昇のきっかけがないため地価の下落予想が続き、それが不動産の購入意欲を抑制する。そもそも人口の減少が見込まれる地域では、住宅の潜在需要もあまり見込めない。したがって、地価の下落が続くことになる。

市街地価格指数の今後の推移は、六大都市は緩やかな上昇ペース続き、全国ではしばらく下落が続いた後ほぼ横ばいで推移すると予想する。

2．金融政策と金融市場

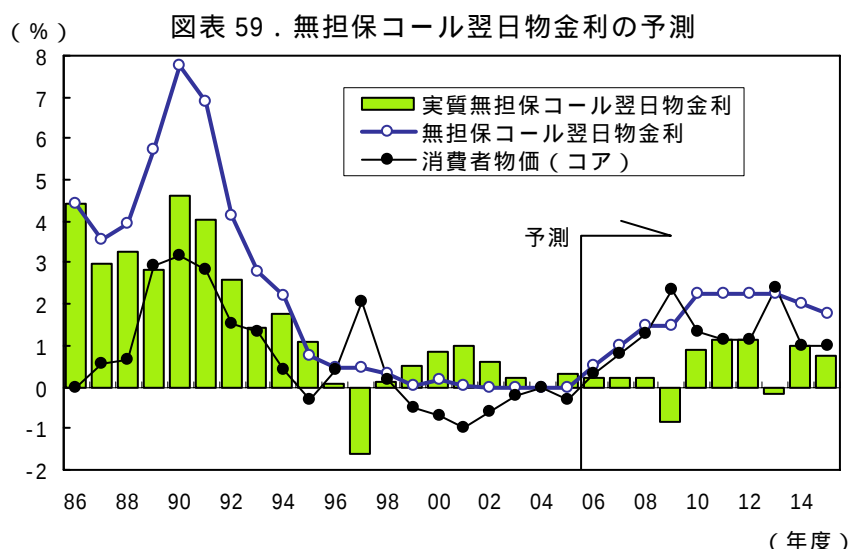
(1) 金融政策

景気回復が続き、消費者物価指数（全国、除く生鮮食品）が前年比で上昇に転じたことを受け、日本銀行は2006年3月9日におよそ5年ぶりに量的緩和政策を解除し、「無担保コール翌日物金利を概ねゼロ%で推移するように促す」ゼロ金利政策に移行した。

その後も景気回復が続き、消費者物価指数の前年比プラス幅が拡大してきたことを受け、7月14日にはゼロ金利政策を解除し、同金利の誘導目標を0.25%に引き上げた。同時に、基準貸付利率（公定歩合）も0.1%から0.4%に引き上げた。政策金利の引き上げは2000年8月のゼロ金利解除以来、約6年ぶりである。

政策金利を引き上げたとはいえ、実質の政策金利（無担保コール翌日物金利から消費者物価の前年比上昇率を引いたもの）はほぼゼロであり、依然として緩和的な金融環境にあるといえる。今後日本銀行は、消費者物価上昇率が高まるのに合わせて金利を徐々に引き上げ、さらに実質金利を引き上げることで、金融政策の正常化を図っていくことになるだろう。

具体的には、無担保コール翌日物金利の目標水準は、2006年度中に0.5%に引き上げられよう（図表59）。その後、2006年度後半から2007年度初めにかけて、景気回復の勢いが一時的に鈍化するため、政策金利の水準が据え置かれる可能性があるが、2007年度夏場以



(出所) 日本銀行「金融経済統計月報」、総務省「消費者物価指数月報」

降に景気の勢いが持ち直してくることを受けて、無担保コール翌日物金利の目標水準は徐々に引き上げられ、2008年度末に1.50%に達しよう。

2009年度の消費税引き上げの景気への影響を見極めるために、利上げはいったん休止するが、景気や物価の動向を確認しながら利上げが再開され、2010年度末の無担保コール翌日物金利の目標水準は2.25%に達すると予想する。

実質金利との関係でみると、2008年度までの利上げは、消費者物価指数（全国、除く生鮮食品）の上昇ペースに合わせたものであり、実質金利の水準に大きな変更はない。一方、2010年度の利上げについては、実質金利を引き上げるための政策となる。

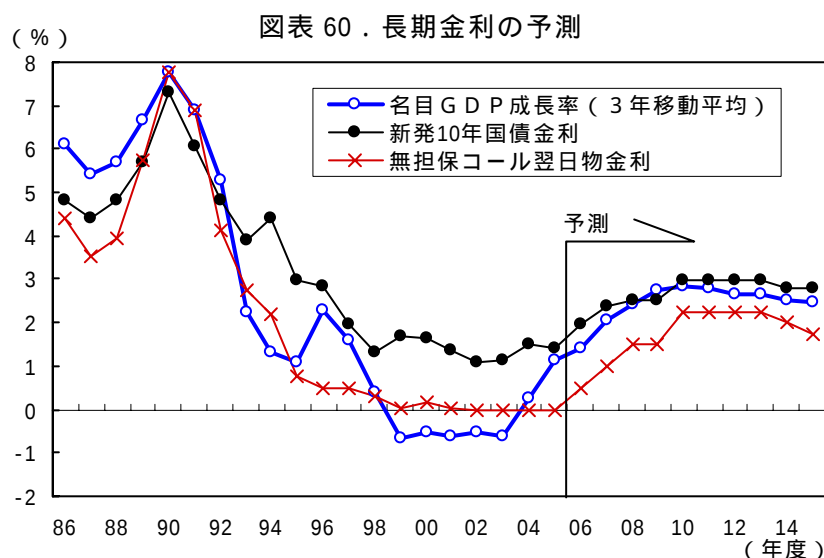
2014年度以降には金融緩和の可能性が出てくる。成長率の伸びが鈍化してくるに加え、物価が安定し、一次産品価格も下落してくるためである。

基準貸付利率（公定歩合）については、2007年度までの利上げのタイミングで無担保コール翌日物金利との格差が0.25%程度まで拡大した後、概ね同水準の格差を維持すると考えられる。

（２）長期金利

長期金利（新発10年国債利回り）は、景気の回復や日銀によるゼロ金利解除の観測の高まりによって上昇圧力が強まり、2006年5月には一時2%にまで上昇した。しかし7月にゼロ金利が解除された後は、追加利上げ観測の後退や株価の下落を受けて再び低下している。

2006年度末にかけて追加の利上げが行われる可能性があることから、長期金利は再び上昇に転じると考えられるが、年度後半から景気の拡大ペースがスローダウンするため上昇余地は限られよう。しかし、2007年後半に景気が加速し、2008年度にかけて利上げが再開されるため、長期金利は2008年度中には2%台半ばを越える水準に達する見込みである（図表60）。



（出所）日本銀行「金融経済統計月報」、内閣府「国民経済計算年報」

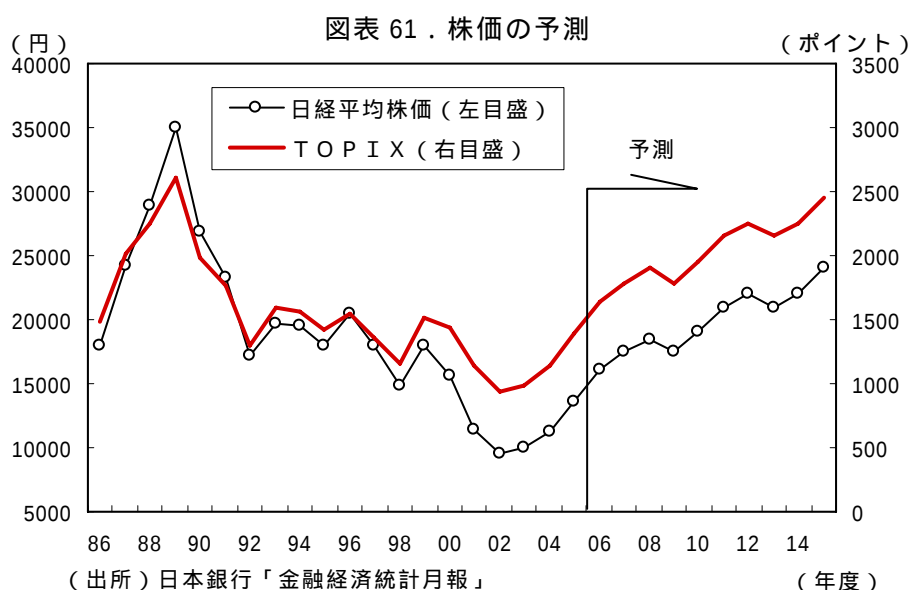
2009 年度中は金融政策に変更がなく、景気の拡大ペースも鈍化するため、長期金利もレンジ内でのみ合いが続くと考えられる。しかし、2010 年度に入ると景気が加速してくるため長期金利には再び上昇圧力がかかり始めよう。短期金利が上昇することも受けて、長期金利は 3 % を越える可能性がある。

2011 年度から 2013 年度にかけては、長期金利は 3 % 前後でのみ合いが続こう。景気の拡大が続くものの、物価が概ね安定し、無担保コール翌日物金利の水準が据え置かれるため、金利水準が大きく変わる材料に欠けるためである。2014 年度以降は、成長率が鈍化してくることや、短期金利が低下することを受けて若干低下する可能性が出てくる。

長期金利は、景気や物価の動向を睨みながら、短期金利の水準に合わせて 2010 年度にかけて上昇していくが、短期金利の上昇幅に比べ長期金利の上昇幅の方が小さく、イールドカーブはフラット化していく。長期金利の上昇が小幅となる背景には、2011 年度にプライマリーバランスが黒字化し、国債の需給に対する懸念が後退することもある。2014 年度以降は、金融緩和を受けてイールドカーブは若干スティープ化する見込みである。

(3) 株式市場

日経平均株価は、2003 年 4 月に一時 7,000 円台まで下落したが、景気の回復と企業業績の改善を受けて急反発し、2006 年 4 月には 17,500 円台まで上昇した。その後は、コスト上昇など企業を取り巻く経営環境が厳しくなってきたことや、海外景気の拡大ペースの鈍化を受けて、15,000 円台～16,000 円台前半でもみ合っている。しかし中期的には、企業の財務体質が強化され、収益力も十分に高まってきたことを反映して、株価は概ね上昇基調で推移すると思われる（図表 61）。



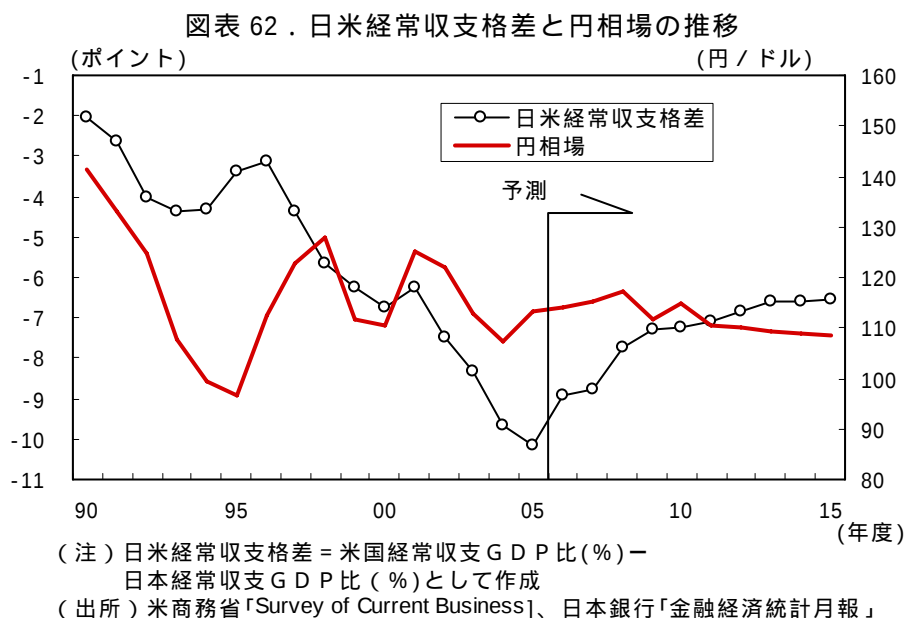
2006 年度後半～2007 年前半は、企業業績の伸び悩みを受けてもみ合いにとどまるが、2007 年後半になって景気が加速し、企業業績が改善してくると再び上昇基調に戻ろう。消費税引き上げ直後の景気の一時的な停滞の時期を除けばその後も上昇を続け、2015 年度には日経平均株価で 24,000 円台まで回復すると思われる。

2010 年度以降、国内需要が伸び悩んでくるものの、企業の利益の源泉が国内市場から海外市場に徐々にシフトしていることを受けて、企業業績は順調な拡大が続く。このため、経済成長率の鈍化にもかかわらず株価は上昇を続けることになるだろう。

(4) 為替

2005 年度の為替相場は、日米の景況格差や米国の利上げ継続を反映して、ドル高・円安傾向の推移になった。2006 年度に入ると、4 月下旬に開催された G 7 会合の結果などを受けてドル安が進み、一時 110 円割れとなったが、その後は、米国の追加利上げが行われたこと、中東など地政学リスクの高まりに伴って安全資産としてのドル買いが進んだこと、日本の利上げ観測が後退したことなどにより、円安・ドル高方向に戻している。

今後も、金利動向や景気動向に注目する相場展開が続くと予想される。米国では、8～9 月の F O M C（米連邦公開市場委員会）において利上げが見送られたものの、日米の金利差は大きい。日本では今後も追加利上げが見込まれるが、2008 年度にかけて米国の景気再加速も見込まれ、相場は大幅な変動にはならないであろう（図表 62）。



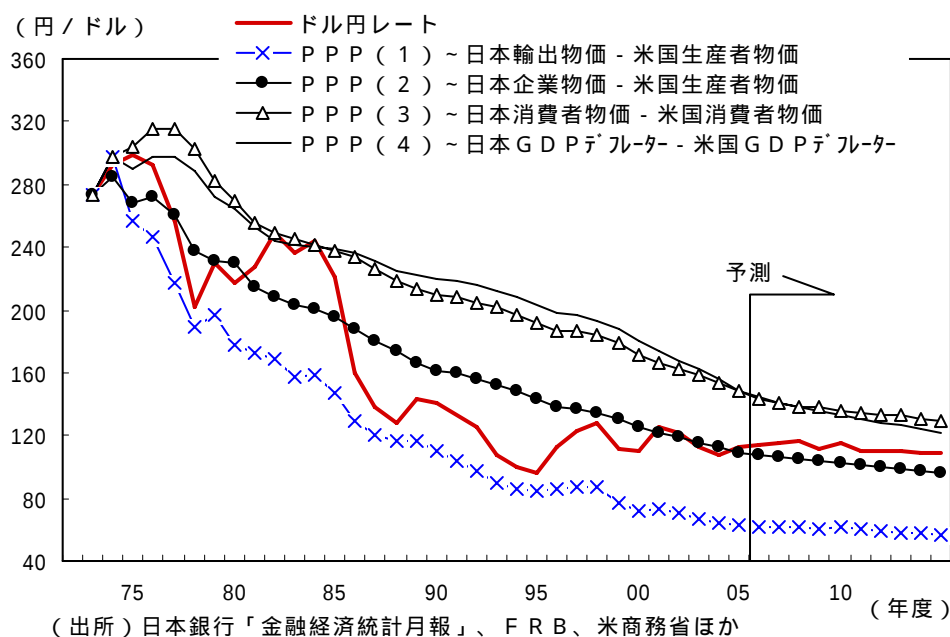
2015 年頃までを見通しても為替は大幅な変動はしないと予想される。日本の景気が拡大を続けても、日米の経済成長率を比較すると日本が低い状態が続く。日本の経常黒字は高水準を続け米国の経常赤字は縮小するため、日米の経常収支格差は小さくなるが、物価上

昇率は日本よりも米国の方が高く、購買力平価は緩やかな円高・ドル安傾向を示すだろう（図表 63）。

長期的に為替相場との関連が深い購買力平価と比較してみると、80 年代後半から 90 年代前半の時期には、日本の輸出品の米国市場における競争力を示す PPP（1）が円相場の動きに比較的あっていた。しかし、現地生産化やアジアへの生産拠点の移転が進み、この PPP（1）は経済の実情に沿わなくなってきたと考えられる。

足元では、日本の国内企業物価とそれに対応する米国の生産者物価により作成した PPP（2）に比較的近い動きとなっている。PPP（2）は貿易取引を通じて両国のモノについて一物一価が成立することを想定している。今後は、サービスの国際取引が増える可能性もあるが、サービスの多くは国際取引に適さないのが実情であり、サービス取引も含めて考えている PPP（3）や PPP（4）よりも、PPP（2）に近いところに、ドル円相場の中長期的にみた平均的なレートがあると考えられる。

図表 63．購買力平価と円相場の推移



おわりに

日本経済は、これからの10年、緩やかな成長を続けるであろう。70年代前半に高度成長期が終わりを告げてから、約30年間にわたって日本経済の成長速度は低下トレンドを続けてきた。しかし、いざなぎ景気を超えようかという今回の景気回復で、この流れが変わってきた可能性がある。少子高齢化という大きな流れはまだ続いているが、バブル崩壊後の負の遺産からの脱却、世界経済の持続的な成長という二つの流れに乗って、日本経済は新たな成長の糸口をつかんだかに見える。

たしかに、ここ数年の日本経済はかなり恵まれた状況にあったと言うこともできよう。ここから先を展望すると、少子高齢化はさらに成長率を抑制する要因となってくるだろう。また、失われた10年から脱却してきた企業は設備投資にもようやく積極的になってきているが、企業の収益環境はコストの上がる時代を迎えて徐々に厳しさを増してくるだろう。米国をはじめとする先進国、工業化が進む中国などの新興工業国、さらに資源価格高騰で潤う発展途上国と、世界経済全体の成長率が高まってきたことが、日本からの輸出を拡大し、企業収益を押し上げてきた。こうした恵まれた状況がいつまでも続くと考えるのは少し楽観的過ぎるであろう。

しかし、ことさら悲観的になる必要もない。米国の経常赤字を軸とする世界の収支不均衡が維持不能となり、信認を失ったドルが暴落する、あるいは、原油など一次産品価格がさらに高騰して世界が同時不況に陥るといったハードランディングシナリオは否定できないが、現実のものとなる可能性は大きくないだろう。ただ、これからの10年を、前半5年、後半5年と分けて考えるならば、後半の5年の方が経済環境は厳しくなると考えた方がよい。

日本経済の長期的な課題が、少子高齢化という大きな流れの中で、緩やかながらも安定的な成長を実現し、成熟型社会にふさわしい持続可能な経済システム、財政構造、社会保障などの諸制度を構築することと考えるならば、経済環境が恵まれているこれからの5年間の努力が重要な意味を持つことになるだろう。

以 上

(お問合せ先) 三菱UFJリサーチ&コンサルティング 調査部 小林 真一郎

e-mail : s.kobayashi@murc.jp

本レポートに掲載された意見・予測等は資料作成時点での判断であり、今後予告なしに変更されることが

見通し予測総括表(1)

(年度)		実 績			予 測										平 均 値		
		2003	04	05	06	07	08	09	10	11	12	13	14	15	01~05	06~10	11~15
名目GDP成長率	前年比、%	1.0	0.5	1.8	1.9	2.5	2.9	2.9	2.8	2.7	2.6	2.8	2.3	2.4	0.1	2.6	2.5
内需寄与度	個人消費	0.4	0.6	2.3	2.2	2.2	3.1	2.4	2.8	2.2	2.6	2.5	2.1	2.2	0.1	2.6	2.3
	住宅投資	0.0	1.0	1.7	1.8	2.1	2.6	3.0	3.0	2.5	2.6	3.1	2.2	1.8	0.5	2.5	2.4
	設備投資	0.0	2.3	0.7	2.3	1.5	-0.3	-0.2	0.0	1.4	1.7	1.9	1.9	0.9	-1.9	0.7	1.6
	在庫投資（寄与度）	4.4	4.6	6.8	8.0	4.3	9.7	1.9	4.3	2.4	4.4	1.0	2.3	4.3	1.0	5.6	2.9
	政府消費	0.2	-0.3	0.2	0.1	0.2	-0.3	0.1	0.1	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
公共投資		1.0	0.9	1.3	0.7	1.5	2.0	2.1	1.8	2.3	2.2	2.5	1.8	2.1	1.1	1.6	2.2
外需寄与度		-9.3	-11.4	-0.1	-6.0	-3.5	-1.2	-2.0	-2.0	-2.0	-1.0	0.5	1.0	1.0	-6.9	-2.9	-0.1
輸出	前年比、%	0.6	-0.1	-0.5	-0.3	0.2	-0.2	0.5	0.0	0.4	0.0	0.3	0.2	0.2	0.0	0.0	0.2
		6.5	11.0	11.7	9.4	7.6	8.3	4.9	8.4	4.3	5.4	5.2	5.2	5.0	6.1	7.7	5.0
輸入	前年比、%	1.4	13.5	17.7	12.5	6.7	10.3	2.2	9.3	2.1	6.0	4.0	4.5	4.4	6.7	8.1	4.2
		0.8	1.0	2.1	2.4	2.2	2.8	2.2	2.6	1.9	2.3	2.0	1.7	1.8	0.3	2.4	2.0
民需（寄与度）		-0.4	-0.4	0.2	-0.2	0.1	0.3	0.3	0.2	0.3	0.3	0.4	0.3	0.4	-0.2	0.2	0.4
公需（寄与度）																	
実質GDP成長率	前年比、%	2.3	1.7	3.2	2.1	2.0	2.5	1.9	2.1	1.7	2.1	1.4	1.7	1.9	1.5	2.1	1.8
内需寄与度	個人消費	1.5	1.2	2.7	2.0	1.9	2.9	1.6	2.3	1.7	2.1	1.4	1.8	2.0	1.1	2.0	1.7
	住宅投資	0.8	1.6	2.3	1.7	1.6	2.0	1.7	2.3	2.1	2.2	1.7	1.9	1.7	1.5	1.9	1.9
	設備投資	0.0	1.7	-0.2	0.9	0.9	-0.8	-0.6	-1.3	0.2	0.7	0.3	0.6	-0.1	-1.7	-0.2	0.3
	在庫投資（寄与度）	7.0	5.6	7.5	8.1	4.3	9.3	2.0	4.0	2.0	4.0	1.0	2.0	4.0	2.9	5.5	2.6
	政府消費	0.2	-0.3	0.2	0.0	0.2	0.0	0.1	0.1	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0
公共投資		2.5	1.8	1.5	0.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.6	1.7	1.8	2.1	1.3	1.6
外需寄与度		-9.5	-12.4	-1.4	-7.6	-4.3	-2.0	-3.1	-3.5	-3.4	-2.1	-0.7	0.3	0.3	-6.8	-4.1	-1.1
輸出	前年比、%	0.8	0.5	0.5	0.2	0.1	-0.3	0.3	-0.1	0.0	0.0	0.0	-0.1	-0.1	0.4	0.2	0.1
		9.7	11.4	9.1	6.5	6.3	5.1	5.3	5.3	5.1	5.1	4.9	4.9	4.7	6.5	5.7	4.9
輸入	前年比、%	3.2	8.7	6.5	6.0	5.8	7.7	3.7	6.2	5.7	5.7	5.2	5.7	5.7	3.9	5.9	5.6
		1.6	1.6	2.5	2.3	1.8	2.7	1.4	2.1	1.5	1.9	1.2	1.5	1.7	1.1	1.9	1.5
民需（寄与度）		-0.1	-0.3	0.2	-0.3	0.0	0.2	0.1	0.1	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.0	0.0	0.2
公需（寄与度）																	
GDPデフレーター	前年比、%	-1.3	-1.2	-1.3	-0.2	0.5	0.4	1.0	0.6	1.0	0.5	1.3	0.6	0.5	-1.4	0.4	0.8

見通し予測総括表(2)

		実 績			予 測										平 均 値		
		2003	04	05	06	07	08	09	10	11	12	13	14	15	01~05	06~10	11~15
(年度)																	
経常収支	兆円	17.3	18.2	19.1	16.7	18.4	15.4	15.7	18.0	19.2	19.9	20.9	21.4	21.3	16.0	16.8	20.5
貿易収支	兆円	13.0	13.2	9.6	7.7	8.4	5.4	5.2	6.6	7.4	7.8	8.6	8.9	9.0	11.2	6.6	8.4
経常黒字対GDP比率	%	3.5	3.7	3.8	3.2	3.5	2.8	2.8	3.1	3.3	3.3	3.4	3.4	3.3	3.2	3.1	3.3
鉱工業生産	前年比、%	3.5	4.0	1.6	4.8	2.5	4.2	0.9	1.7	1.3	1.9	1.0	1.5	1.4	0.4	2.8	1.4
消費者物価		-0.2	0.0	-0.3	0.3	0.8	1.3	2.3	1.3	1.1	1.1	2.4	1.0	1.0	-0.4	1.2	1.3
除く生鮮食品	前年比、%	-0.2	-0.1	-0.1	0.2	0.8	1.4	2.2	1.3	1.1	1.0	2.3	1.0	1.0	-0.4	1.2	1.3
国内企業物価指数		-0.5	1.5	2.1	2.8	1.1	1.7	2.3	1.2	0.7	0.6	2.5	0.4	0.4	-0.2	1.8	0.9
可処分所得	前年比、%	-0.4	-0.3	1.7	1.8	1.6	2.2	3.5	2.7	2.3	1.9	3.0	2.2	1.8	-0.4	2.3	2.2
消費性向	%	95.9	97.3	97.2	97.1	97.7	98.1	97.6	97.8	98.1	98.7	98.9	98.9	98.9	96.2	97.6	98.7
1人あたり賃金	前年比、%	-0.9	-0.4	0.7	0.6	0.7	1.9	2.7	1.9	1.7	1.6	3.3	2.1	2.2	-1.0	1.6	2.2
完全失業率	%	5.1	4.6	4.3	4.0	3.9	3.8	3.9	3.7	3.6	3.4	3.5	3.4	3.4	4.9	3.9	3.5
労働分配率(雇用人報酬/GDP)	%	51.9	51.5	51.4	51.4	50.9	50.4	50.6	50.5	50.3	49.9	50.0	50.0	49.9	52.5	50.8	50.0
新設住宅着工戸数	万戸	117.4	119.3	124.9	126.5	125.2	124.5	123.3	122.4	121.9	121.4	120.8	120.3	119.8	118.7	124.4	120.8
持家		37.3	36.7	35.3	35.6	35.3	35.7	35.5	35.7	36.0	36.4	36.7	36.3	36.7	36.7	35.5	36.4
貸家		45.9	46.7	51.8	52.4	51.6	51.0	50.5	50.0	49.5	49.0	48.5	48.8	48.3	46.8	51.1	48.8
分譲		33.4	34.9	37.0	37.6	37.4	36.9	36.4	35.8	35.4	35.1	34.7	34.3	34.0	34.3	36.8	34.7
給与		0.8	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
売上高(法人企業統計)	前年比、%	2.5	5.6	4.6	5.8	2.5	3.6	0.6	3.7	3.1	2.4	0.8	2.0	2.3	0.7	3.2	2.1
経常利益(法人企業統計)	前年比、%	16.9	24.6	8.4	2.7	1.1	4.3	-4.5	9.3	11.2	7.6	-4.0	4.0	4.9	6.4	2.5	4.6
売上高経常利益率(法人企業統計)	%	3.2	3.7	3.9	3.8	3.7	3.7	3.5	3.7	4.0	4.2	4.0	4.1	4.2	3.2	3.7	4.1
倒産件数(東京商工リサーチベース)	前年比、%	-16.8	-14.7	-1.0	2.1	0.7	-2.4	0.8	-3.0	-2.3	-2.4	1.6	-2.4	-2.5	-7.0	-0.4	-1.6
地価(市街地価格指数・全国全用途)	前年比、%	-8.2	-7.5	-5.5	-3.0	-1.0	-0.5	0.0	0.0	0.5	0.5	1.0	1.0	1.0	-7.0	-0.9	0.8
公定歩合(基準貸付利率)	期末値、%	0.10	0.10	0.10	0.70	1.25	1.75	1.75	2.50	2.50	2.50	2.50	2.25	2.00	1.75	2.50	2.00
短期金利(無担保コール翌日物)	期中平均、%	0.001	0.001	0.001	0.500	1.000	1.500	1.500	2.250	2.250	2.250	2.250	2.000	1.750	1.500	2.250	1.750
長期金利(新発10年国債)	期中平均、%	1.12	1.52	1.43	1.95	2.40	2.50	2.50	3.00	3.00	3.00	3.00	2.80	2.80	1.31	2.47	2.92
日経平均株価	期中平均、円	9,945	11,318	13,572	16,000	17,500	18,500	17,500	19,000	21,000	22,000	21,000	22,000	24,000	11,171	17,700	22,000
TOPIX	期中平均、ポイント	981	1,140	1,393	1,630	1,780	1,900	1,780	1,950	2,150	2,250	2,150	2,250	2,450	1,116	1,808	2,250
円相場	期中平均、円/ドル	113.0	107.5	113.3	114.8	116.3	117.1	111.8	114.8	110.5	110.0	109.5	109.0	108.5	116.2	114.9	109.5
原油価格(WTI期近物)	期中平均、ドル/バレル	31.4	45.1	60.0	69.7	73.5	77.5	82.0	83.0	80.0	78.0	76.0	74.0	72.0	37.9	77.1	76.0

(注) 公定歩合(基準貸付利率)、短期金利(無担保コール翌日物)の予測は年度末値