

## テーマ：2025年までの日本経済長期見通し

2013年11月26日(火)

～アベノミクスで新たな成長構造を見出す日本経済～

第一生命経済研究所 経済調査部

主席エコノミスト 永濱 利廣 (03-5221-4531)

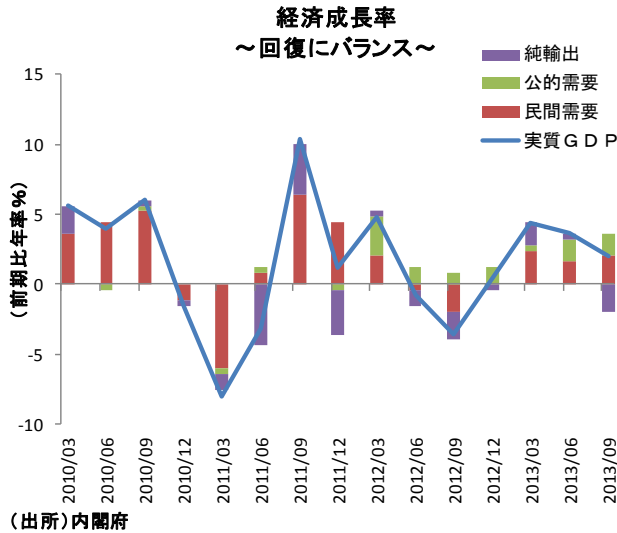
副主任エコノミスト 鈴木 将之 (03-5221-4547)

### (要旨)

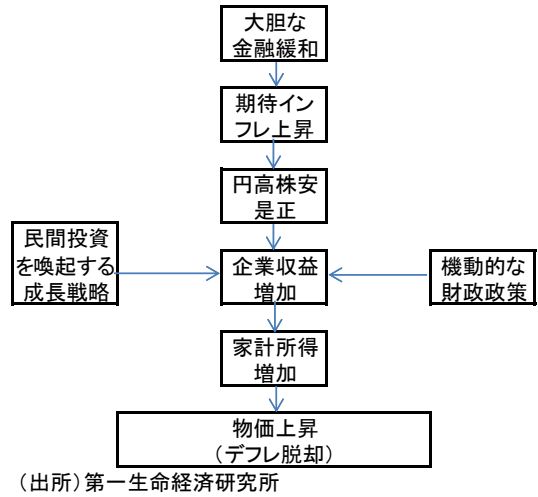
- 2012年12月から始まった景気拡大には、初期局面下で「民間需要」と「公的需要」がけん引するという近年稀に見る特徴がある。我が国は、昨年末の政権交代から、安倍首相の強力なリーダーシップのもと、政府と日銀が一体となってアベノミクスを推進してきた。第一の矢である金融政策、第二の矢である財政政策、第三の矢である成長戦略を矢継ぎ早に打ち出し、株価の水準が示す通り市場からも一定の評価を受けた。
- アベノミクスの源泉は金融政策の変化にある。安倍政権発足を契機とした日銀による2%のインフレ目標導入と、日銀執行部交代に伴う「異次元金融緩和」の実施は、市場に期待インフレ率上昇を強く意識させ、これにより「過度な円高の是正」が為替市場にビルトインされた。過度な円高の是正は日本企業の期待収益率上昇を通じて株価を適正な水準に戻す一方、家計の消費マインド好転を促した。こうした期待の変化が、国内需要が生じやすく金利が上昇しにくい上に、物価が上昇しやすいというデフレ脱却の基盤を作り出している。
- 人口減少時代に足を踏み入れた日本経済の将来は、アベノミクスの下でビジネス環境をいかに整え、労働力率がどの程度上昇するかが鍵を握る。シミュレーションの前提として、法人税率の35%までの引き下げと消費税率の15%までの引き上げ、過去と同ペースの労働力率の上昇を置くと、向こう5年間の実質GDP成長率は平均名目+2.2%、実質+1.4%と予想。この場合、日銀の大胆な金融緩和が持続し、低金利と物価の安定も持続するため、長期金利も2010年代後半は平均1.5%にとどまる。ただ、2020年以降を視野に入れると、人口減少とともに実質GDP成長率は名目+2.1%、実質+0.9%に低下する一方で、日銀の金融緩和が出口に向かうことで長期金利は平均2%台前半に到達する（メインシナリオ）。
- 一方、政府が社会保障の効率化を進めず、消費税率の引き上げが10%にとどまった場合には、このメインシナリオが崩れる。この場合、2020年以降に実質GDP成長率は名目+1.0%、実質+0.4%にとどまる一方で、長期金利が少なくとも3%台にまで上昇すると見込まれる（悲観シナリオ）。
- メインシナリオでは、国際水準並みの法人税率引き下げと労働規制の緩和は十分踏み込めないとの前提となっている。そこで、国際水準並みの法人税率引き下げと労働規制の緩和への踏み込み等も考慮し、今後労働力率上昇が潜在労働力率並みに進んだケースを想定すると、今後5年間の平均成長率は名目3.1%、実質+1.8%、2020年度から2025年度では同3.1%、+1.4%と予想される。最大の特徴は物価情勢にある。労働力率の上昇で人口減少下でも潜在成長率の伸びが維持される。よって、1%半ばの成長率が持続しても需給ギャップはタイトになりにくく、平均インフレ率は1%代半ばから後半で安定する（楽観シナリオ）。

# 1. アベノミクス下の日本経済

- ・2012年12月から始まった景気拡大には、初期局面下で「民間需要」と「公的需要」がけん引するという近年稀に見る特徴がある。
- ・我が国は、昨年末の政権交代から、安倍首相の強力なリーダーシップのもと、政府と日銀が一体となってアベノミクスを推進してきた。第一の矢である金融政策、第二の矢である財政政策、第三の矢である成長戦略を矢継ぎ早に打ち出し、株価の水準が示す通り市場からも一定の評価を受けた。

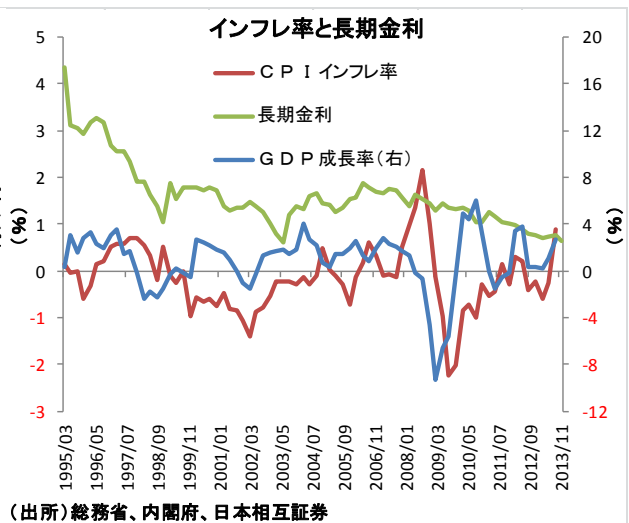
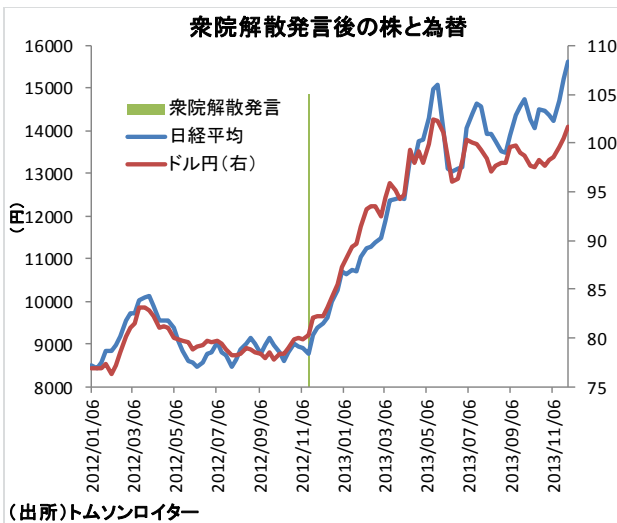


アベノミクスの効果と波及ルート



# 2. 変化した日銀の金融政策

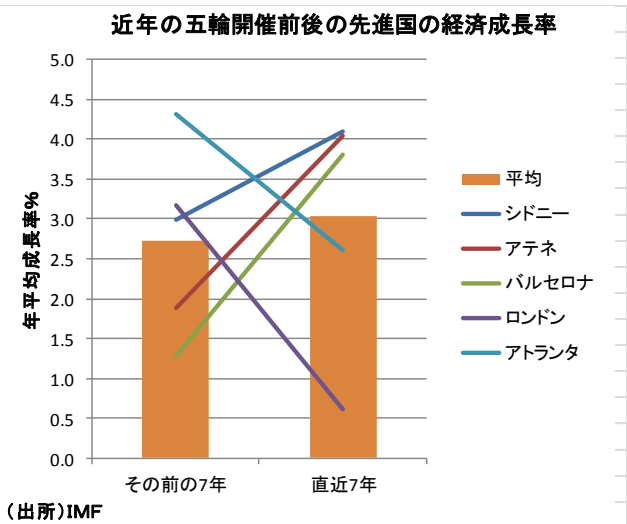
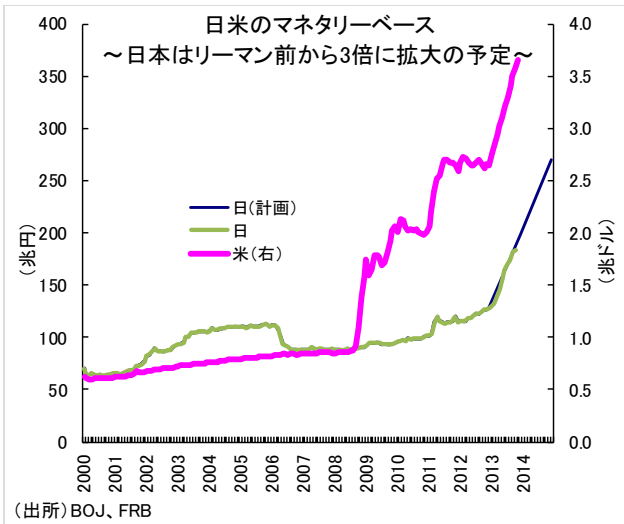
- ・アベノミクスの源泉は金融政策の変化にある。安倍政権発足を契機とした日銀による2%のインフレ目標導入と、日銀執行部交代に伴う「異次元金融緩和」の実施は、市場に期待インフレ率上昇を強く意識させ、これにより「過度な円高の是正」が為替市場にビルトインされた。
- ・過度な円高の是正は日本企業の期待収益率上昇を通じて株価を適正な水準に戻す一方、家計の消費マインド好転を促した。こうした期待の変化が、国内需要が生じやすく金利が上昇しにくい上に、物価が上昇しやすいというデフレ脱却の基盤を作り出している。



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

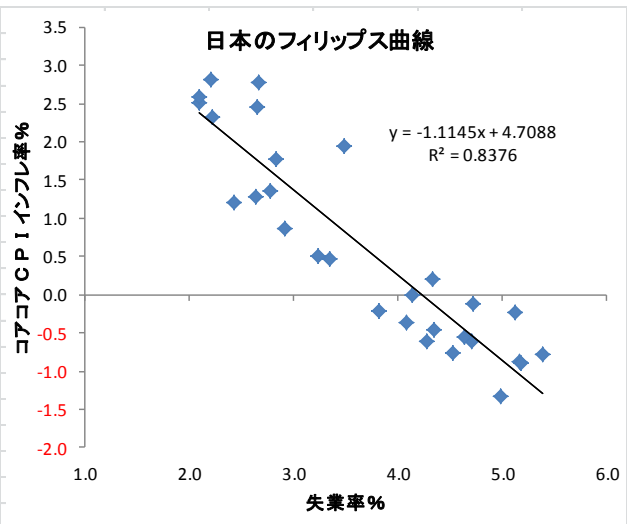
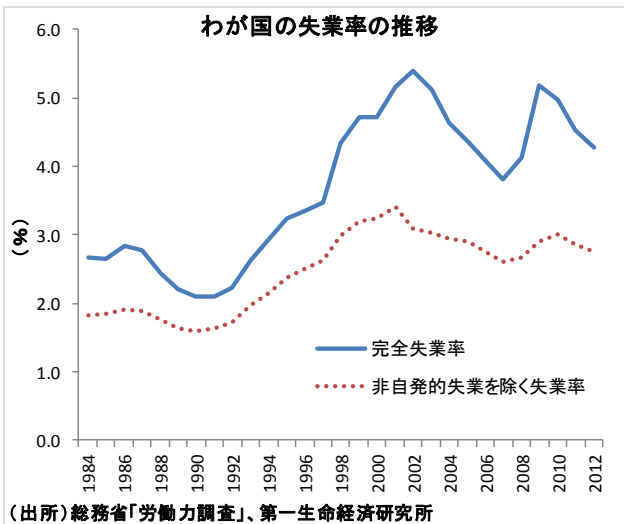
<金融緩和の持続は2017年頃迄を想定>

- ・ 既に金融政策で先行している米国の事例を見ても、マネタリーベースの拡大を5年以上続けることや、来年4月の消費増税で景気下支えを余儀なくされることからすれば、完全雇用に近い2017年頃までは追加の金融緩和が必要となつてこよう。
- ・ 2020年に東京でオリンピックが開催された場合、オリンピック開催直前7年間の経済成長率がこれまでの先進国の平均である+0.3%ポイント押し上げられると仮定すれば、その間のGDPは日本国内の建設投資や消費支出の増加などにより7年間で約+10.5兆円押し上げられることになる。



<インフレ目標2%は達成困難>

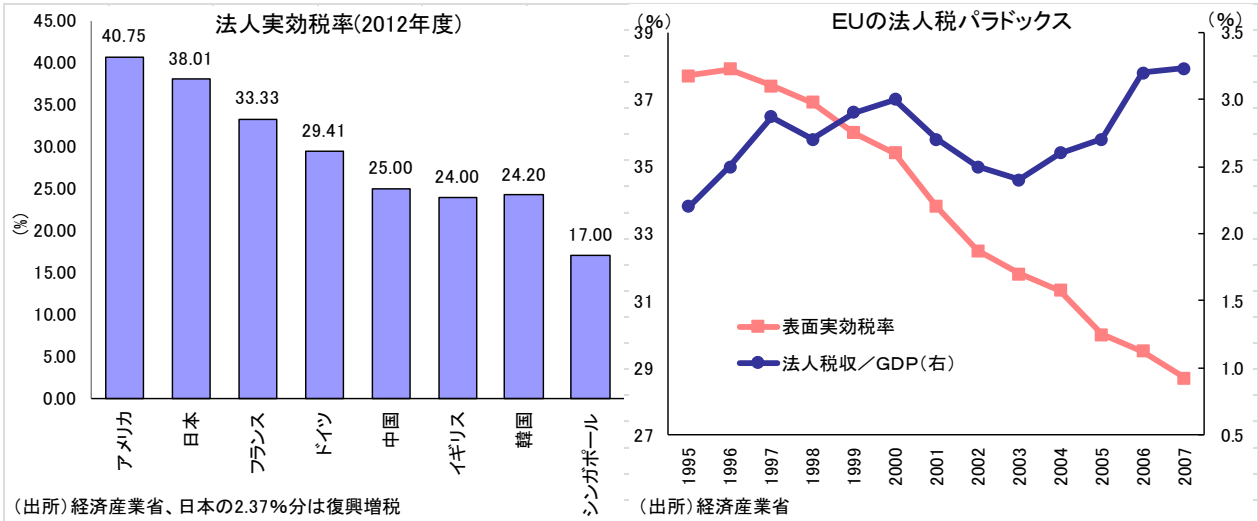
- ・ 完全雇用がマクロ経済の長期均衡状態とされており、非自発的失業者が存在しない失業率の水準で実現するインフレ率が適正インフレ率とされる。そこで、総務省「労働力調査」を用いて非自発的失業が存在しない場合の失業率を求めると、2012年度時点で2.7%となる。
- ・ マクロ経済学においてインフレ率と失業率の関係を示した理論「フィリップス曲線」の関係から完全雇用状態の失業率が実現した場合のインフレ率を計測するとCPIとCPIコアで+1.4%となり、これが現在の経済構造を前提とした理論的な適正インフレ率ということになる。



### 3. アベノミクスで影響が大きい政策は

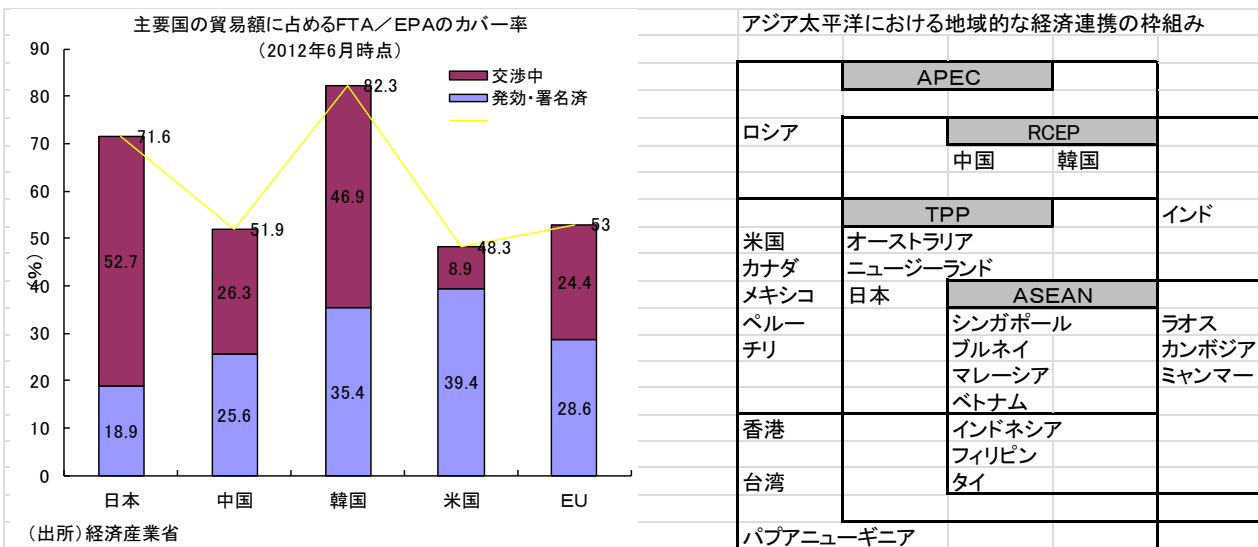
<法人実効税率は最終的に 20%台が目標>

- ・ 第三の矢である成長戦略は今のところ明らかに踏み込み不足。
- ・ 成長戦略は、世界で最もビジネスのしやすい国にするという目的があることからすれば、産業の6重苦の円高以外の条件をどこまで解消できるかで今後の日本経済は大きく左右される。
- ・ 一つ目の条件は、高い法人税率である。
- ・ 自民党は、政権公約の中で法人税率を国際水準まで下げることが掲げてきた。しかし、現状の進捗度合いとしては復興増税分を1年前倒しで廃止することにとどまっている。一刻も早く20%台まで法人税率を引き下げることが求められよう。



<経済連携協定は順調に推進>

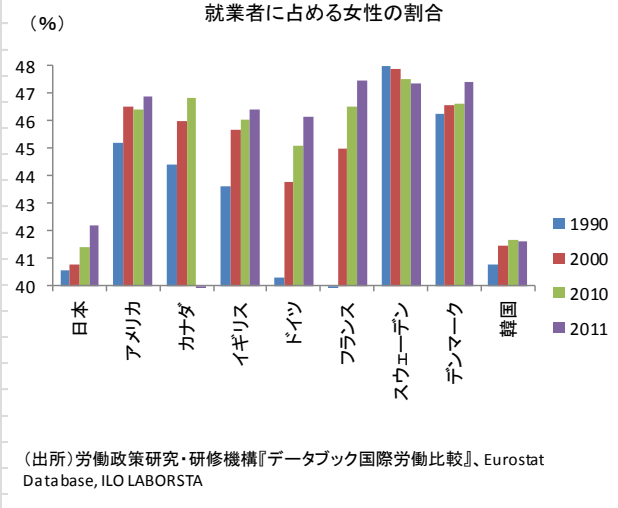
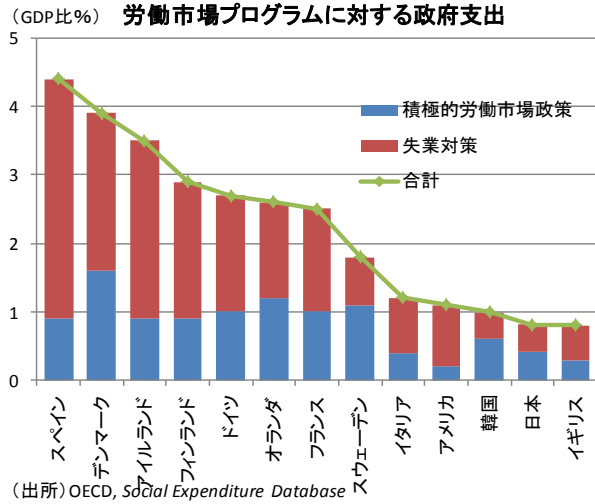
- ・ 二つ目の条件である経済連携協定への対応については比較的順調に進んでいる。
- ・ 参院選を前にして反発の強かったTPP交渉参加に踏み切った。
- ・ 同時並行で交渉が進む日中韓 FTA や RCEP、EU との EPA 等の経済連携協定も含めて更なる進捗が期待される。経済連携協定はエネルギー安全保障の観点からも非常に重要。



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

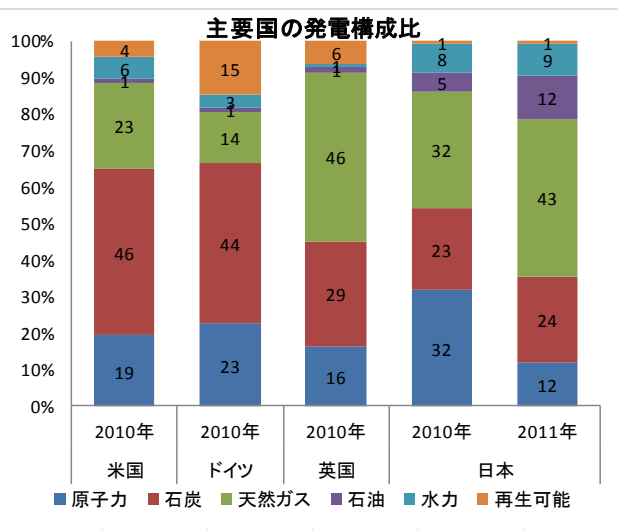
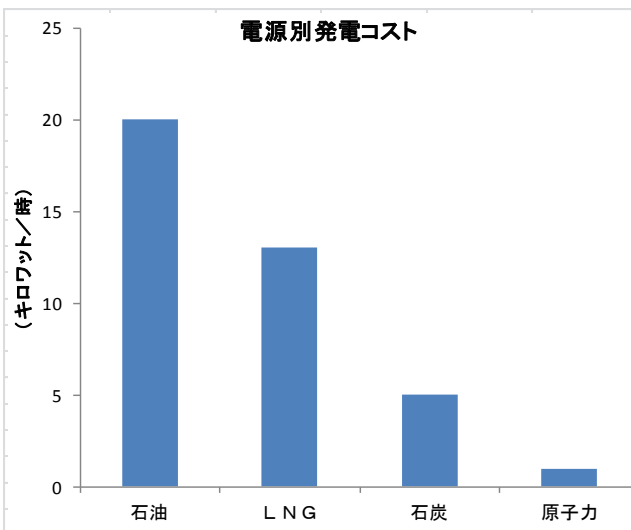
<雇用制度改革は現行の雇用ルール改正に踏み込むかが焦点>

- ・ 3つ目の厳しい労働規制については明らかに踏み込み不足と言わざるをえない。
- ・ 秋の臨時国会で提出された戦略特区の中でも、解雇規制等の岩盤規制の緩和は先送りとなった。
- ・ 特に解雇規制の緩和については外国人投資家から構造改革の象徴と見られているため、一刻も早い条件の緩和が求められる。積極的雇用政策とセットとなった労働市場の流動化と女性を中心とした労働力率の上昇が今後の日本経済の鍵を握る。



<エネルギー政策は実現可能性が鍵>

- ・ 4つ目の厳しい環境規制の緩和と5つ目の高いエネルギーコストについては、成長戦略の中で既に打ち出されており、徐々に対応が進みつつある。
- ・ LNGのジャパンプレミアム解消については2017年に米国から2019年にカナダからそれぞれシェールガスを輸入する計画が進んでおり、ロシア等も含めて調達先の多様化が進みつつある。
- ・ 低コストで注目される石炭火力発電についても、環境規制を緩和することで2019年にも稼働予定の石炭火力発電所の新設計画が進んでいる。
- ・ 今後は、成長戦略第一弾で既に打ち出された発送電分離、電力自由化等も含めていかに電気料金を下げることができるかがカギを握る。



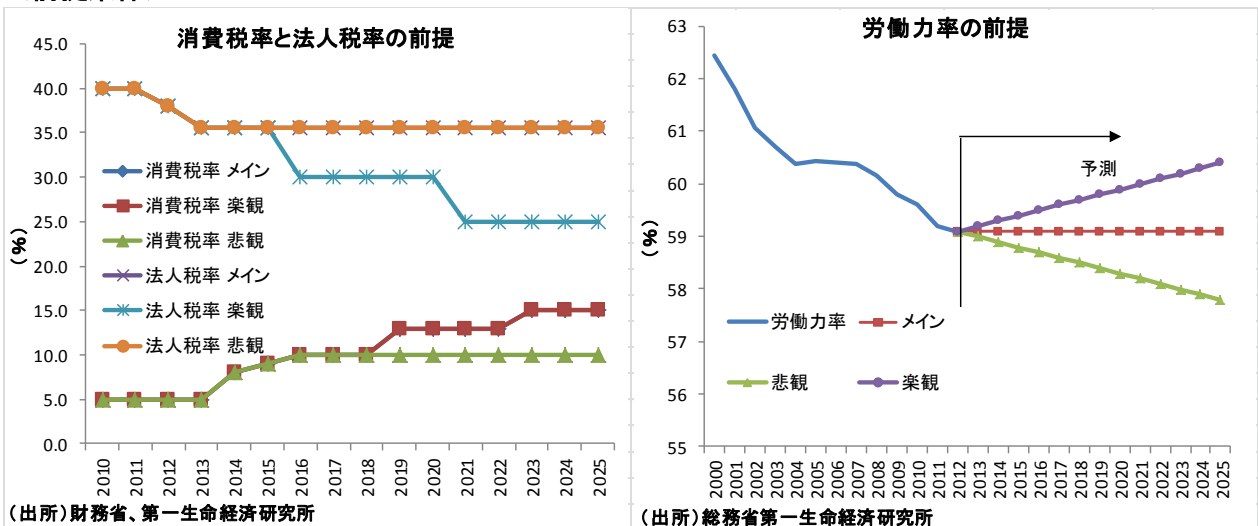
(出所) 経済産業省

(出所) 経済産業省

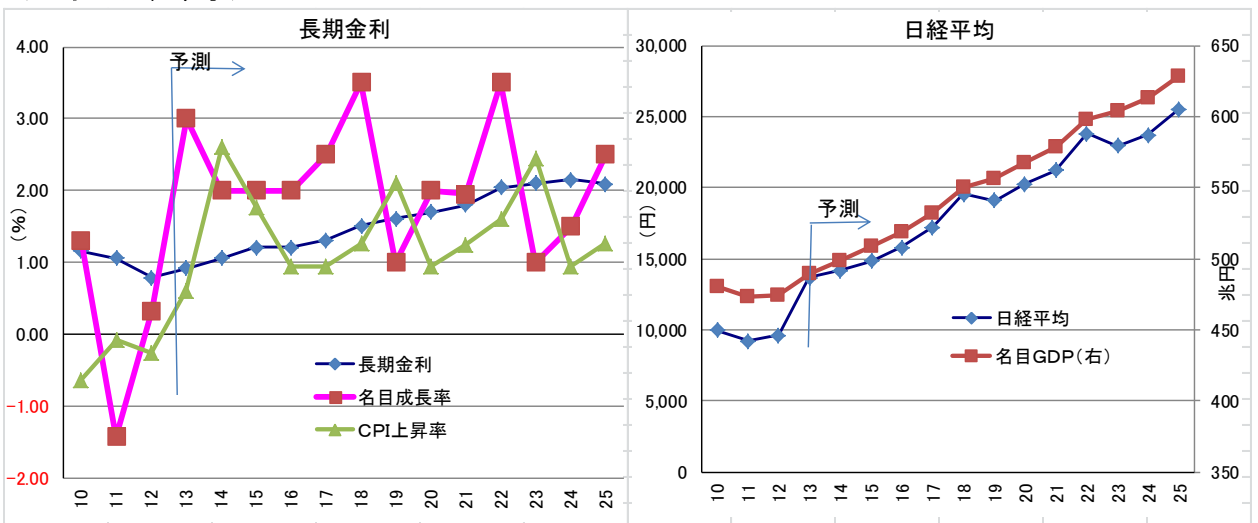
## 4. 市場・経済見通し

- ・人口減少時代に足を踏み入れた日本経済の将来は、アベノミクスの下でビジネス環境をいかに整え、労働力率がどの程度上昇するかが鍵を握る。
- ・シミュレーションの前提として、法人税率の35%までの引き下げと消費税率の15%までの引き上げ、過去と同ペースの労働力率の上昇を置くと、向こう5年間の実質GDP成長率は平均名目+2.2%、実質+1.4%と予想。
- ・この場合、日銀の大胆な金融緩和が持続し、低金利と物価の安定も持続するため、長期金利も2010年代後半は平均1.5%にとどまる。ただ、2020年以降を視野に入れると、人口減少とともに実質GDP成長率は名目+2.1%、実質+0.9%に低下する一方で、日銀の金融緩和が出口に向かうことで長期金利は平均2%台前半に到達する（メインシナリオ）。
- ・一方、政府が社会保障の効率化を進めず、消費税率の引き上げが10%にとどまった場合には、このメインシナリオが崩れる。この場合、2020年以降に実質GDP成長率は名目+1.0%、実質+0.4%にとどまる一方で、長期金利が少なくとも3%台にまで上昇すると見込まれる（悲観シナリオ）。

### <前提条件>

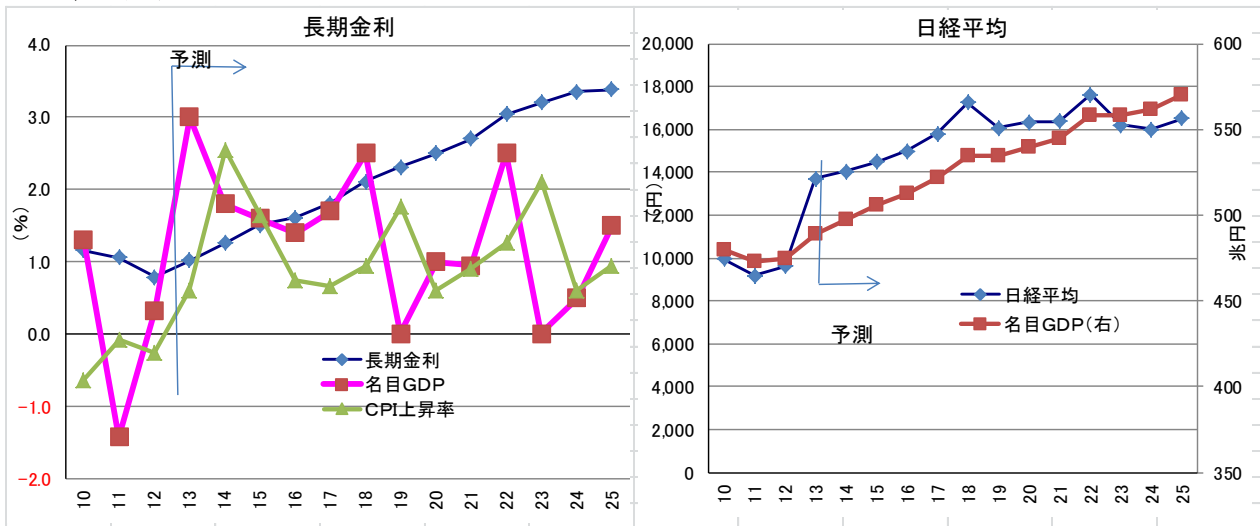


### <メインシナリオ>





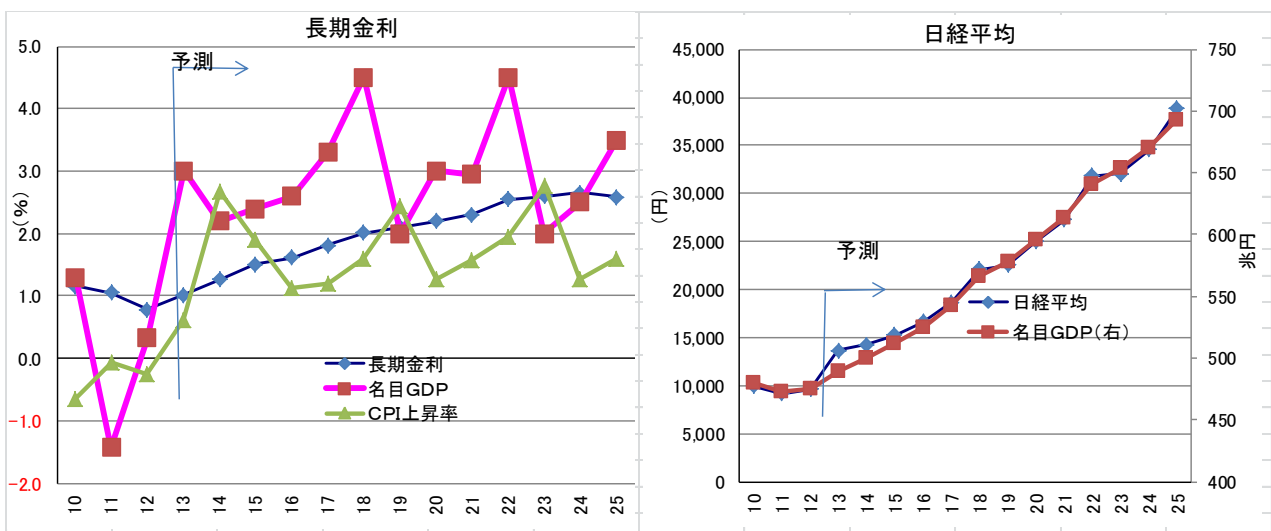
## <悲観シナリオ>



(出所) トムソンロイター、第一生命経済研究所予測

## <楽観シナリオ>

- ・メインシナリオでは、国際水準並みの法人税率引き下げと労働規制の緩和は十分踏み込めないとの前提となっている。
- ・そこで、国際水準並みの法人税率引き下げと労働規制の緩和への踏み込み等も考慮し、今後労働力率上昇が潜在労働力率並みに進んだケースを想定すると、今後5年間の平均成長率は名目3.1%、実質+1.8%、2020年度から2025年度では同3.1%、+1.4%と予想される。
- ・最大の特徴は物価情勢にある。労働力率の上昇で人口減少下でも潜在成長率の伸びが維持される。
- ・よって、1%半ばの成長率が持続しても需給ギャップはタイトになりにくく、平均インフレ率は1%代半ばから後半で安定する（楽観シナリオ）。
- ・長期金利の推移を見ると今後5年間で平均2%前後、2020年からの5年間では平均2%代半ばと予想される。こうした物価の安定に伴う金利の安定が財政の持続可能性を維持し、財政健全化をサポートする。更なる法人税率の引き下げは日本企業の国際競争力を増し、輸出を増加させる方向にも働く。加えて、労働力率の上昇による家計所得の増加が家計の消費意欲を喚起する可能性も期待される。



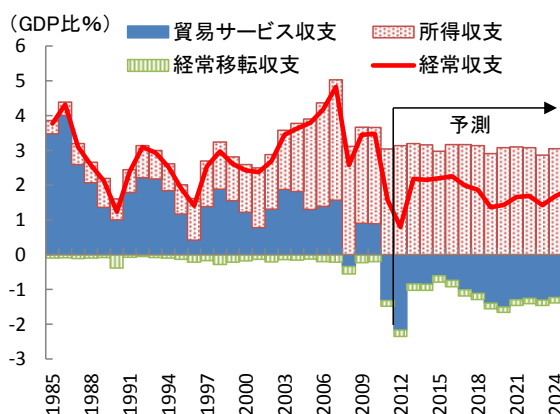
(出所) トムソンロイター、第一生命経済研究所予測

## 5. メインシナリオにおける各種見通し

### <IS バランスと経常収支見通し>

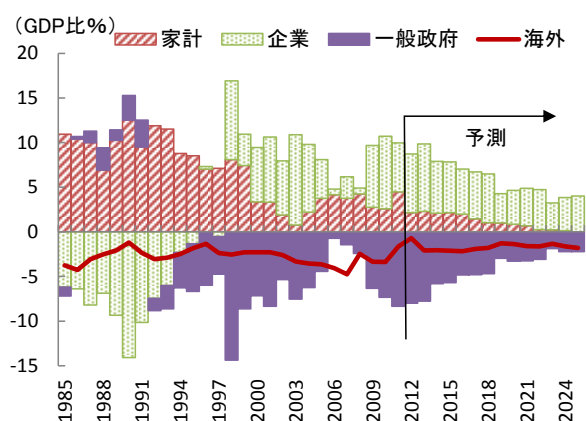
- ・ 経常収支では黒字が続く見込みだ。ただし、国内の産業空洞化が進むこと、資源エネルギー価格の高止まりや発電用 LNG 輸入などによって、円安による輸出増があっても貿易収支の黒字転換は難しい見通し。一方、証券投資収益に加えて、企業の海外進出を背景とした直接投資収益も見込まれるため、所得収支の黒字が維持される。
- ・ IS バランス上では、黒字主体の企業が、赤字主体の政府に資金を供給する構図は変わらないと見込まれる。これまで IS バランス上黒字であった家計の黒字幅が大幅に縮まる背景には、高齢化の影響がある。ただし、増税などによって政府の赤字幅が徐々に縮まり、企業の資金余剰にも支えられることで、海外に資金を供給する余力は残り、IS バランスは黒字を維持する見通しである。

経常収支の予測



(出所) 財務省、内閣府、日本銀行資料などから推計

貯蓄投資バランスの予測

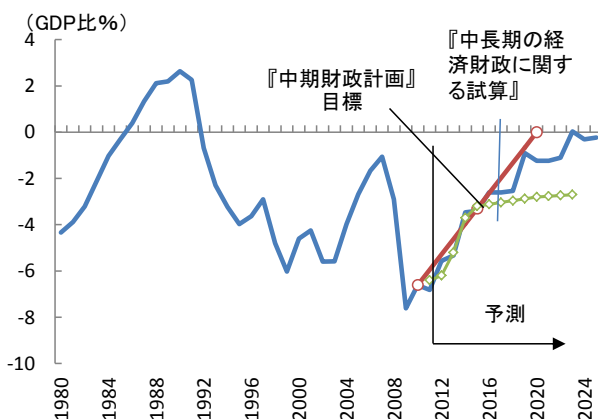


(出所) 財務省、内閣府、日本銀行資料などから推計

### <財政の見通し>

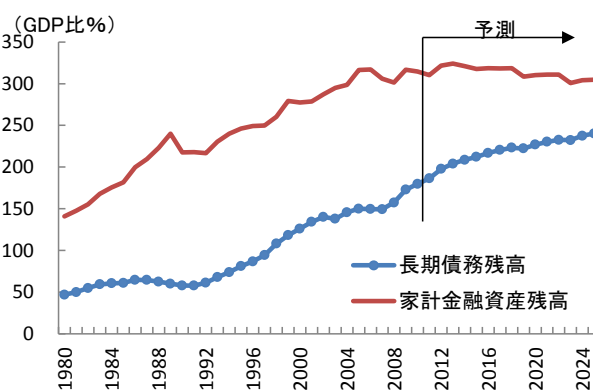
- ・ メインシナリオの前提条件（2019 年度に 13%、2023 年度に 15%まで消費税率を引き上げる）を踏まえても、予測期間中の財政健全化のメドはたたない。ただし、異次元金融緩和もあって短期的には名目成長率が名目金利を上回るため、長期債務残高は縮小する動きをみせる可能性がある。
- ・ 一方、家計貯蓄率は経済成長に伴う所得増加によって次第に持ち直すものの、高齢化から家計金融資産残高（GDP比）は緩やかに低下する。しかし、それと同時に長期債務残高（GDP比）の伸びも一時よりも鈍化することで、家計金融資産残高の範囲内に債務がおさまる状況が続き、財政危機的な状況には陥らないと想定している。

基礎的財政収支の見通し



(出所) 内閣府資料から推計

長期債務残高と家計金融資産残高



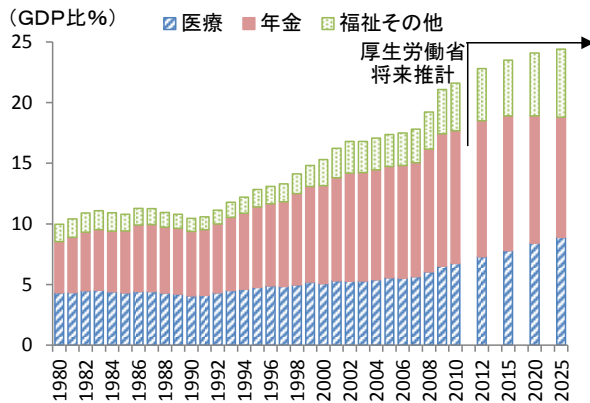
(出所) 財務省・内閣府資料から推計



## <社会保障改革>

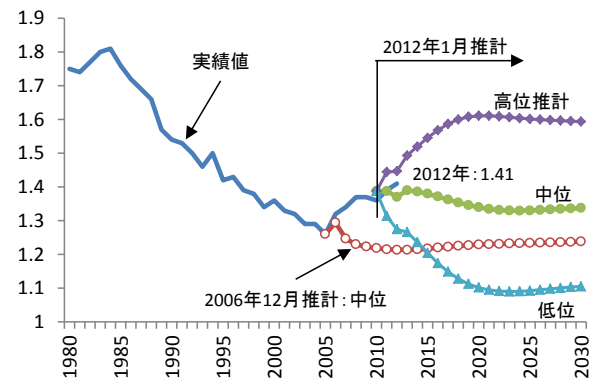
- ・社会保障改革によって、65歳以上人口の上昇に対して社会保障給付費（GDP比）は抑制される見通しだ。厚生労働省の見通しによると、社会保障給付費（GDP比）は2012年の22.8%から2025年度の24.4%まで1.6%pt増に抑えられる。社会保障・税一体改革の工程表で示されたように、医療・介護では給付の効率化とともに、医療・介護保険料や窓口負担などが増える見込みとなっている。
- ・一方、少子化対策では、10%への消費税率引き上げによる約0.7兆円の拡充もあり、GDP比で約1%の財が確保される予定だ。合計特殊出生率をみると、予測値を足もとの実績値が上回っているものの、人口置換率（2.07）を下回る状況に変わりなく、人口減少が続くと想定される。

社会保障給付費の見通し



（出所）厚生労働省・国立題研社会保障・人口研究所資料

合計特殊出生率の推移

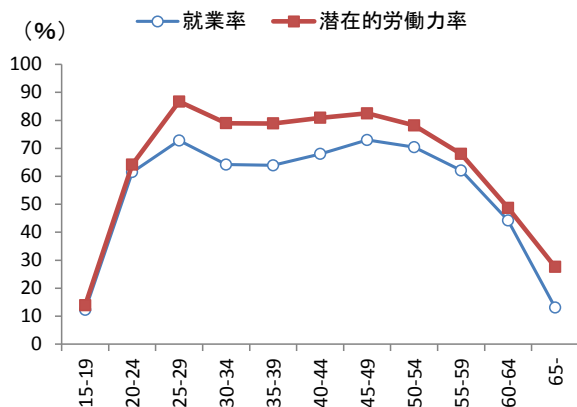


（出所）厚生労働省・国立社会保障・人口問題研究所資料

## <潜在労働者数>

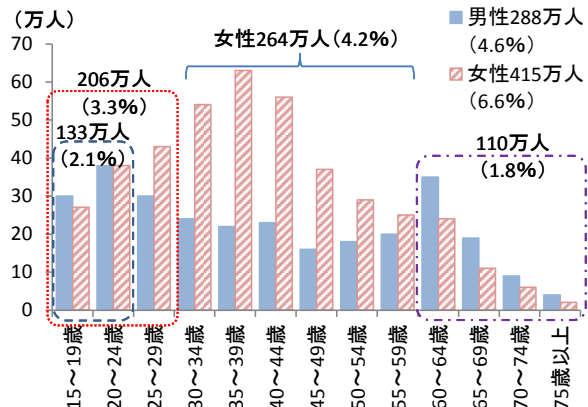
- ・人口減少の中で、労働力確保が重要となる。とくに女性、若年世代、高齢者の3つが鍵を握る。
- ・子育て期の女性が仕事から離れることで発生するM字カーブの解消に労働力の可能性がある。そのためには、成長戦略で示したような保育の受け皿40万人分確保などをすすめることだ。子育てに加えて介護も労働参加を阻む要因であるため、今後の検討が必要だ。
- ・また、若年世代や高齢者の労働力を活かすためには、まず、職業紹介・訓練事業の強化が前提だ。とくに、公的部門と民間企業の連携強化が焦点の1つとなる。また、高齢者や女性の労働力確保という点から、長時間労働など、働き方の見直しが進むことになるだろう。

女性の就業率と潜在労働力率



（出所）総務省『労働力調査』

男女・年齢別潜在労働者数



（出所）財務省・内閣府資料から推計

## シナリオ要約表

項目	単位	06-10	メインシナリオ			悲観シナリオ			楽観シナリオ		
			11-15	16-20	21-25	11-15	16-20	21-25	11-15	16-20	21-25
名目GDP	前年比%	-0.99	1.18	2.20	2.09	1.06	1.32	1.09	1.30	3.08	3.09
実質GDP	前年比%	0.24	1.19	1.40	0.90	1.13	0.96	0.40	1.25	1.84	1.40
失業率	%	4.44	3.96	3.03	2.73	3.97	3.26	3.34	3.95	2.80	2.13
可処分所得	前年比%	-0.16	0.91	1.26	1.25	0.90	1.16	1.13	0.93	1.37	1.37
政策金利	%	0.25	0.10	0.19	0.50	0.10	0.19	0.25	0.10	0.19	0.70
長期金利	%	1.47	1.01	1.48	2.05	1.13	2.08	3.15	1.13	1.96	2.55
日経平均	円	12,635	12,302	18,381	23,443	12,201	16,088	16,546	12,404	20,982	32,904
家計金融資産残高	兆円	1,535	1,551	1,696	1,847	1,549	1,652	1,723	1,554	1,742	1,979
名目住宅投資	兆円	15.4	14.1	14.5	14.5	14.1	13.8	12.7	14.1	15.2	16.5
名目家計最終消費	前年比%	-0.53	1.00	1.03	0.99	0.96	0.69	0.61	1.05	1.36	1.36
雇用者報酬	前年比%	-0.79	1.04	1.91	1.86	0.99	1.54	1.45	1.09	2.27	2.27
CPI	前年比%	-0.10	0.93	1.24	1.50	0.89	0.94	1.16	0.97	1.53	1.83
名目賃金	前年比%	-0.91	0.72	1.81	1.77	0.67	1.49	1.40	0.76	2.14	2.14
実質賃金	前年比%	-0.82	-0.21	0.57	0.27	-0.22	0.54	0.24	-0.21	0.61	0.31
家計貯蓄率	%	1.66	1.60	2.64	3.88	1.64	3.39	5.83	1.56	1.88	1.89
鉱工業生産	前年比%	-0.97	1.08	2.94	1.39	0.89	1.57	-0.17	1.26	4.31	2.94
ドル円レート	円/ドル	102.03	92.21	104.24	109.48	92.02	100.66	99.86	92.39	107.95	119.94

(出所) 第一生命経済研究所