

# REPORT I

## 中期経済見通し（2005～2015年度）

### - 人口減少時代の日本経済 -

経済調査部門 櫛 浩一  
haji@nli-research.co.jp

#### 1. 世界経済の構造変化

##### (1) 台頭する中国・インド経済

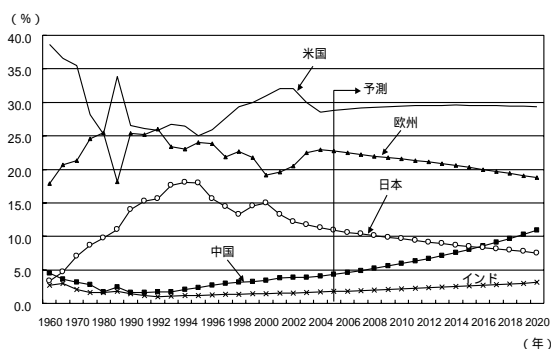
欧米先進工業国を中心とした世界経済の構造は、大きく変化しようとしている。例えば、これまで世界経済の問題は、欧米先進工業国に日本を加えたG7によって処理されてきたが、このところ毎回のようにG7には中国が招かれているように、もはや中国抜きで議論をしても意味がなくなりつつある。中期的な日本経済の行方考える上で、世界経済の中で急速な発展を続ける中国やインド経済などがその地位を高めていくことは、大きな要素となる。

1960年には、米国が世界のGDPの38.6%を占め圧倒的な経済力を誇っていたが、2000年には30.9%に低下した。過去10年間のトレンドが

続くと仮定すると、中国やインドの世界経済に占めるシェアは上昇していく。日本が人口減少と高齢化のために大きな経済成長が見込めないことを考えると、2015年頃には日本と中国の経済規模はほぼ同じとなる。2050年には中国の経済規模は米国と肩を並べるほどに拡大して、インドも日本よりも経済規模が大きくなるだろう。ユーロを採用する国が中・東欧に拡大していくことでユーロ圏は拡大していくが、現在ユーロを採用している国だけでみれば、人口増加速度の鈍化によって世界経済に占める割合は相対的には低下していくと見込まれる。

こうした変化は、為替レートの動きによって加速される可能性が高い。2005年7月に中国元は米ドルに対して約2%切上げられたが、元やインド・ルピーの増価傾向が長期に続く可能性が高いだろう。米国経済は、1990年代に入ってから高い成長を続け、世界経済に占める割合がやや上昇していたが、大幅な経常収支の赤字と財政収支の赤字という双子の赤字問題など様々な不均衡を抱えており、1985年のプラザ合意のようにドルの下落によって問題の解決が図られる可能性がある。

図表 - 1 世界のGDPに占める割合



(資料) 実績は世界銀行「World Development Indicators」による。

## (2) 世界的な需給の変化と物価

このように中国やインドが経済発展を遂げて生産を拡大していくことが、世界に安価な製品を大量に供給することとなり、世界的に需給が緩和して物価上昇率が低下するという見方がある。しかし、これは中国などの経済発展の一面を見ているに過ぎない。確かに中国の設備投資の伸びは高く、国内需要の伸びにも関わらず供給能力が過剰となるリスクを抱えている。高度成長期の日本経済でも設備投資ブームが一時的には生産設備の過剰をもたらすこともあったが、所得増加による需要の拡大がそれを吸収していった。

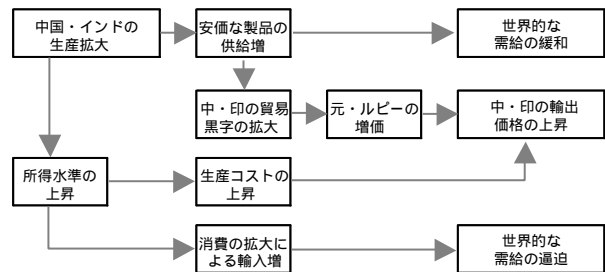
2004年の中国の経常収支の黒字は320億ドルの黒字であったが、世界に対して製品やサービスの供給を増加させていけば経常収支の黒字幅はさらに拡大し、今年7月に元の切り上げを行ったように通貨の増価を避けられなくなる可能性が高い。日本など先進工業国から見れば、通貨の切り上げによって中国やインドからの輸入品の価格が上昇していくことになる。また中国・インドの所得水準の上昇によって賃金が上昇し、生産コストが増加することも輸出品の価格上昇をもたらす原因となるだろう。

さらに日本から中国への輸出が急速に増加しているように、経済発展によって中国やインドの国民の所得水準が上昇すれば消費も拡大し輸入も増加するので、世界的な需給の逼迫要因ともなる。近年の原油高騰の背景には、中国やインドなどの急速な経済発展による需要の増加があるように、とりわけ急速な生産拡大の困難な一次産品の価格は上昇する可能性が高い。

GDP 1 単位を増加させるために必要な石油消費量が多いという意味で、中国やインドのエネルギー効率は悪い。しかし、人口一人当たり

のエネルギー消費量を見れば中国やインドは先進工業国に比べてはるかに低い水準にあり、エネルギー効率の改善があっても所得水準の上昇によって人口一人当たりのエネルギー使用量が増加し、石油消費量が増加していくことは避けられないだろう。最近の原油価格高騰は行き過ぎの要素が多く、米国がさらに政策金利を引き上げていくことによって鎮静化すると考えるが、その後は再び緩やかな価格上昇が長期的に続くと予想する。

図表 - 2 中国・インドの経済発展が世界経済に与える影響



このように、中国やインドが今後急速な経済発展を続けて供給力を拡大していくことは、必ずしも21世紀の世界経済がデフレの世紀を迎えることになることを意味しない。さらに長期的に見れば、日本以外のアジア各国でも人口構造の高齢化が進み、中国も2015年頃には生産年齢人口が減少を始めることなどから生産力の伸びが鈍化していく可能性が高く、アジア経済が世界の物価を安定させるという状況はいつまでも続かないだろう。

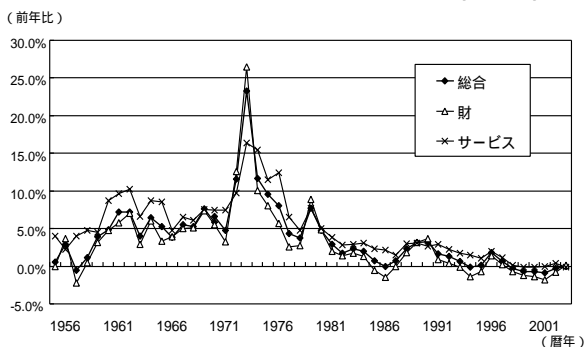
## (3) 高齢化と日本の物価

日本の人口高齢化も、国内の物価を上昇し易くすることが予想される。

第一に、労働力人口が減少することによって雇用市場は逼迫し、賃金は上昇しやすくなるためコストの上昇から物価の上昇につながりやす

くなるだろう。1990年代に入ってからの日本経済では、失業率が5%台半ばにまで上昇するなど労働力の過剰が続いたため賃金は安定しており、1990年代後半からは賃金の下落も見られた。しかし、2007年からの団塊の世代の大量定年退職を控えて、企業の採用意欲が高まっていることなどから、2005年度に入って賃金は上昇し始めている。今後若年労働力の減少が進めば失業率は3%台に低下し、賃金の上昇速度はさらに加速する可能性が高い。賃金の上昇は、人件費の割合が高くかつ貿易によって輸入することが困難な、サービス価格の上昇を招く可能性が高いだろう。

図表 - 3 消費者物価指数の推移（日本）



(注) 1970年以前の総合及びサービスは、帰属家賃除きの指数。  
(資料) 総務省

過去を振り返って見ても、石油危機や消費税率の引上げ時など特殊な時期を除けば、消費者物価の中で財の価格はサービスに比べて上昇率が低かった。こうした関係は、サービス化が日本より進んでいる米国においても同じである。IT関連の技術進歩などによって財の価格が下落気味となったとしても、サービス価格は賃金の上昇から上昇を続ける可能性が高い。消費者物価指数の中で、財とサービスのウエイトを見ると、米国ではサービスのウエイトが約6割に達しており、日本でも約5割である。財の価格が非常に安定していたとしても、サービス価格の上昇によって、消費者物価の上昇率は高まる

と考えられる。

第二に、これまで日本で財価格の上昇率が低かったことは、長期にわたる円高傾向によって輸入品の物価が下落したことが大きな要因である。後に述べるように、今後日本の経常収支の黒字が縮小していけば円高の速度は低下し、いずれ止まると予想される。円高によって輸入品の価格が下落し消費者物価を安定させる、という効果もなくなり、日本の物価はこれまでよりも上昇しやすくなると考えられる。

(4) 「円安・イコール・ドル高」でなくなる  
為替

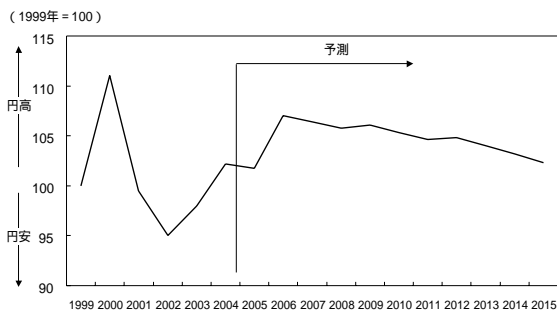
為替レートといえばこれまでは円ドルで考えればよかったが、今後円高の速度が低下しやがて円安になることは、必ずしもドル高になることを意味しない。日本の貿易相手国は、かつては米国との貿易量が圧倒的に多かったが、近年では中国との貿易量が急速に増加している。日本の輸出金額の地域別構成比を見れば、1963年には米国向けの輸出が27.6%、欧州向け（現在のユーロ圏）が6.1%、中国向けが1.1%であったが、2004年には米国向けが22.4%、欧州向けが15.5%、中国向けが13.1%となっている。

これまで為替レートは円とドルの交換レートだけで議論されることが多かったが、このように日本の輸出相手国の構造が変化していくために、円ドルで見た為替レートの動きと、日本経済が経験する実効為替レートの動きとの間の乖離が無視できなくなるだろう。すなわち、円ドル、円ユーロでは予測期間末の2015年度まで緩やかながら円高傾向が続くと考えられるが、中国元や韓国ウォンなどアジア通貨に対して円が下落することが見込まれる。

米ドル、ユーロ、中国元の3通貨を用いて、

それぞれの地域への毎年の輸出入金額で加重平均した連鎖方式で、円の実効為替レートを計算することができる。日本からの輸出の伸びを輸出先の経済成長率で説明する簡単な試算を行えば、日本から米国、ユーロ圏、中国それぞれの地域への輸出の比率は、2005年の米国42.8%、ユーロ圏30.2%、中国27.1%という割合から、2015年には米国29.6%、ユーロ圏26.6%、中国43.8%になると見込まれる。これによれば、中国元が毎年2%という極めて緩やかなペースで米ドルに対して切上げられていくという仮定の下でも、円の実効為替レートは緩やかな円安傾向となることが予想される。

図表 - 4 実効為替レートの推移



(注)実効為替レートは、中国・米国・ユーロの3国への輸出ウエートにより計算。元は2005年以降、ドルに2%切り上げを前提にしている。日本から中国・米国・ユーロへの輸出は当研究所見通しによる。

#### (5) 世界的低金利の行方

米国では、FRBが政策金利であるFFレートの誘導水準を徐々に引き上げているにも関わらず、長期金利はほとんど上昇していない。欧州でも、ドイツの長期国債金利は3%台半ばという低金利となっているなど、世界的な長期金利の安定が続いており、米国FRBのグリーンズパン議長はこの理由について「謎である」と発言した。

グリーンズパン議長は、景気低迷が見込まれている、高齢化によって年金ファンドが長期債への需要を大きくしている、外国金融当局が米国債の購入を増やしている、将来のイ

ンフレリスクが低下している、という4つの仮説を提示し、そのいずれもが十分な説明力を持たない、と述べている。

中国、インドの生産拡大により世界のインフレ率が低めとなる可能性があることや、高齢化は既にかかなり前から起こっていた事象であり、最近の長期金利の低下を説明することは難しい。事実上元のドルペッグを続けている中国が大規模な為替介入を続けているなど、米国の経常収支赤字の裏側で各国の外貨準備が増加している。そうした資金が米国債の購入に回って長期金利の低下に寄与していることは確かだが、これほど大きな効果があるのかは疑わしい。現時点では、なぜ世界の長期金利がこれほど低下しているのか、完全に解明できていないことは認めざるを得ない。

しかし、米国の双子の赤字が解消されていく過程で、各国の中央銀行による為替市場への介入規模は縮小し、米国債の購入量も減少するはずである。デフレ終息とともに日本の量的金融緩和政策も終焉を迎え、欧州でも政策金利が引き上げられていくと予想されるなど、世界的な金余り状態は変化していく。行き過ぎと見られる原油価格の高騰が収まって、中国やインドなどの経済発展によって原油価格は高止まりすると見込まれるなど、これまで長期金利の世界的な安定をもたらしたと考えられる幾つかの要因は無くなる可能性が高い。さらに日本の場合には、デフレ解消によって短期金利がゼロという状況から脱し、高齢化により家計貯蓄が減少していくことに加えて、政府債務残高の膨張が続くために財政プレミアムが拡大し、長期金利を急上昇させる危険性が高まるだろう。

こうした変化から、世界的な長期金利の低下という状況は徐々に解消されていき、日米欧ともに長期金利は緩やかながら上昇するだろう。

## 2. 米国の双子の赤字と欧州統合の拡大・深化

### (1) 米国経済

#### ベビーブーマーのリタイア

移民政策を取っている米国では、日本ほど顕著ではないものの、2010年以降はベビーブーマーのリタイアによる高齢化の傾向が強まろう。米国の16歳以上の人口増加率は2004年の1.1%増から2013年の0.8%増へ緩やかな低下に留まるが、この間の65歳以上の人口増加率は2004年の1.1%から加速し2012年には3%に達する。このため、就労人口とされる16歳以上65歳未満の人口増加率は、2004年の1.1%から2010年代前半には0.3%程度に低下することとなる。こうした就労人口の伸び率鈍化は潜在成長率を押し下げるとともに、人口構成の高齢化（65歳以上の人口構成比は、現在の12%台から2030年までに20%程度に増加する見込み）をもたらす、社会保障面等での改革を促すこととなる。

#### 政策面からは低めの成長率持続を示唆

米国では、現在も2001年のリセッション後の回復期にあり、概ね堅調な経済が続いているが、この景気回復は、大型減税と低金利政策によって支えられた面が強い。このため、財政赤字は拡大し、低金利を背景とした住宅価格の上昇等と昨今の原油価格の高騰がインフレリスクの高まりをもたらしていることから、当面の米国経済は、財政赤字抑制と低金利是正という景気抑制気味の政策運営が取られ、低めの成長率が持続する可能性が高い。

#### 懸念される「双子の赤字」の顕在化

財政赤字については、短期的には、イラク情勢による国防支出やハリケーンの復興支出等が財政負担増となる一方、来年には中間選挙を迎

え、減税恒久化の動きが強まるとみられ、急速な赤字の減少は望めない。当面、景気回復による歳入増に頼った財政運営が持続しよう。中期的に節目となるのは2008年の大統領選挙であるが、仮に民主党政権が誕生しても、国防支出が抑制される半面、社会保障には厚い政策が取られるため、大幅な歳出抑制は困難と思われる。結局、財政赤字が解消する前に、ベビーブーマーのリタイアを迎える可能性も高く、その場合、財政赤字が再び増加に転じることが懸念される。

経常赤字についても、近年の先進国経済が、米国経済と連動性を強める動きを見せる中では、貿易相手国の成長を高めることによって米国の輸出増を図るという対応策では、貿易赤字はなかなか改善されない。加えて、米国への一方的な輸出超過国である産油国の存在は、原油価格の高騰によって存在感を増しており、石油多消費型経済の是正が求められている。このため、短期的に経常赤字を急減させることは難しく、景気停滞時に消費鈍化によって輸入の伸びが減少し、それによって経常赤字が抑制される程度と見る方が現実的であろう。しかし、巨額の経常赤字の持続は、既に純債務国となって久しい米国の対外債務ポジションをさらに拡大させるため、いずれ、債務ポジションが過大と評価される時点においては、大幅な為替調整に進むリスクがある。また、この間、米国経済への信認が揺らぐ何らかの事態が生ずれば、ドルへの信認も急速に変化する可能性があるだろう。

90年代後半の高成長は、世界経済における米国経済の存在感を増し、ドルへの信認を高めたが、それに甘んじて経常赤字は拡大歩調を続けている。一方、財政赤字については、2010年以降にベビーブーマーのリタイアが始まると、社会保障関係の財政負担は年々大きくなると見込

まれる。双子の赤字については、問題が顕在化する前に、目途をつけておきたいところであるが、現状ではその方向性は見えていない。

## (2) 欧州経済

### 域内の景気格差は残存

ユーロ圏では、輸出主導の緩やかな回復が2006年にかけて持続する見込みである。ユーロ圏経済の停滞の原因となってきたドイツ経済も、良好な金融環境とリストラの一巡で企業業績は好転、設備投資も回復しており底堅さを増している。ドイツの輸出堅調は、域内外での最適立地化を通じた競争力の維持・強化に支えられている。統合の深化・拡大とグローバルな競争激化の圧力を受けて、ドイツ国内での設備投資は資本・技術集約化が進み、雇用と賃金への下方調整圧力は持続すると見られるため、輸出・生産に比べて個人消費が伸び悩む状況は続くことになろう。その一方、生産コストが低く、投資の受け手となる国々では、雇用所得環境の改善に支えられた旺盛な消費の伸びが続き、域内の景気格差は中期的にも持続するであろう。

欧州委員会の長期人口予測のベースライン・シナリオによれば、ユーロ圏の生産年齢人口は、2011年までは移民の流入が自然減を上回ること、増加が続くと予想されている。拡大EUレベルでの市場の一体化で競争圧力が高まり、構造改革が後押しされることで生産性の上昇も見込まれるため、2005～2015年の成長率は1995～2005年と概ね同水準を確保する見込みである。

政策金利は2006年入り後、見直しの局面へ

欧州中央銀行(以下、ECB)の政策金利は、2003年6月から2%で据え置かれている。ECBは原油高による物価の上振れに加え、スペインやアイルランドなどで見られる住宅市場の過

熱と過剰流動性に対して、中期的な物価安定を脅かすリスク要因として警戒感を強めている。政策金利の見直しには2006年入り後、景気回復基調の持続を確認した上で着手すると思われる。2006年末までに2.5%、2007年末までに3%にまで引き上げられ、予測期間後半は平均3.75%で推移すると予測する。

### 続く欧州統合の深化と拡大

2005年5月～6月のフランス、オランダの国民投票におけるEU憲法条約の否決で、EU統合のモメンタムは幾分鈍っているが、統合の深化と拡大の流れは続き、ユーロ圏経済の構造変化も続くことになろう。

2004年5月にEUに新規加盟した中東欧などの10カ国は、物価、財政、為替相場、長期金利に関する経済収斂条件を満たした国々から、順次ユーロを導入する見込みである。新規加盟10カ国の経済規模は合計でもユーロ圏の6.3%に過ぎないことに加え、ポーランド、ハンガリー、チェコなどの主要国は財政赤字の削減に苦慮しているため、2007年など早い段階での参加はバルト3国などの小国に限られるであろう。当面のユーロ相場に及ぼすインパクトは限られたものに留まるが、EU拡大時に移行措置として導入された新旧加盟国間の労働者の自由移動の制限も2011年4月末が最終期限となっているなど、ユーロ圏と新規加盟国間に現存する障壁が段階的に除去されることで、統合の地域的拡大の効果はより明確化しよう。

2007年1月にブルガリア、ルーマニアのEU加盟が予定されており、2005年10月にはトルコ、クロアチアとのEU加盟交渉が始まった。うち、トルコについてはキリスト教の価値観を共有する現EU加盟国と国民の9割以上がイスラム教徒という文化的な異質性の存在に加え、人口は

7,222万人とフランス、イタリア、イギリスを上回るが、一人当たりGDPは2,711ドルと新規加盟10カ国（平均5,171ドル）をさらに下回ることから、受け入れ側の財政負担や労働力流入の増大への不安は根強い。トルコはEU加盟条件の達成とIMFによる管理を両輪に構造改革に意欲的に取り組んでいるが、目標の2015年の加盟実現の可能性は高くはないと思われる。

### 3. 日本経済正常化の課題

#### (1) 異常な資金循環の是正

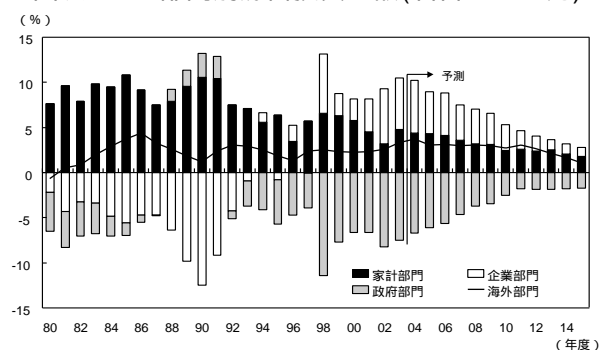
日本経済はバブル崩壊の後遺症から立ち直りつつあり、デフレからの脱却も出口が見えてきたが、経済が異常な状況にあったことは資金循環からも見て取れる。1990年代後半からは家計部門が資金余剰を続ける中で、過剰債務の削減や不良債権処理のために企業部門も大幅な資金余剰となった。国内の各部門の資金過不足の合計が日本の経常収支に一致するという関係からは、経常収支の黒字幅が拡大しないようにするためには、政府部門が大幅な資金不足となる以外に道が無かったと言える。

しかし今後は、金融機関は貯蓄を不良債権処理に使う必要がなくなり、非金融法人部門は余剰資金によって債務の削減を行う必要がなくなるので、企業部門の貯蓄投資バランスの大幅な黒字は縮小する。もっとも、潜在的な経済成長率は1%台半ばと見られることから、経済成長に必要な設備の伸びはそれほど高くないので、企業部門がかつてのような大幅な資金不足となることはないだろう。

日本経済が正常化し、企業部門の大幅な資金余剰は解消していくことによって、政府部門の資金不足（財政赤字）の縮小が自動的に起こる

わけではないことには注意が必要である。高齢化の進展によって家計部門の貯蓄超過幅が縮小を続けていく中で、財政赤字の縮小が順調に進まなければ、国内の貯蓄が不足し長期金利の大幅な上昇が起こる恐れがある。

図表 - 5 部門別貯蓄投資差額(名目GDP比)



(資料) 内閣府経済社会総合研究所「国民経済計算年報」

日本の財政赤字は、2005年度には国と地方を合わせて名目GDPの6.1%にも拡大し、累積した債務残高も名目GDPの151.2%にまで増大している。かつては先進工業国の中でイタリアが最悪の財政状況と言われていたが、現在の日本の財政状況は当時のイタリアよりもはるかに悪い状況にある。財政赤字の縮小のためには、高齢化の進展にともなう社会保障費の膨張の抑制をはじめとした歳出の削減が不可欠であることは言うまでもない。しかし、景気浮揚のために大幅な減税が続けられてきたために、国民負担率は2003年度には35.1%とバブル崩壊直前の1990年度の38.1%よりも低下しており、日本経済がデフレ脱却を実現した後は、歳出削減の努力とともに税や社会保険料などの負担増加による歳入増加を図ることも避けられないであろう。

#### (2) 財政赤字の縮小

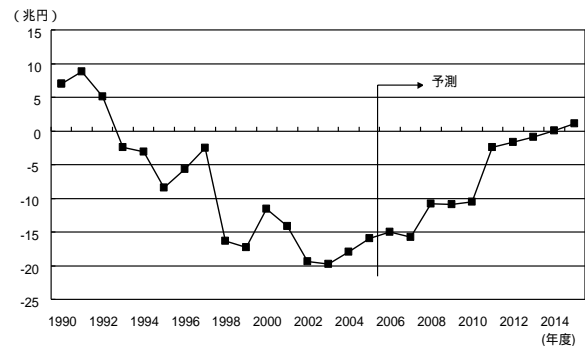
政府は、2010年代初頭に国と地方のプライマリー・バランス（基礎的財政収支）黒字を達成

することを目標に掲げている。プライマリー・バランスの均衡が達成できれば、必要とされる公債金収入は過去の債務の利払いに充てる分だけとなる。名目GDP成長率と名目金利が等しい場合には、政府債務残高と名目GDPが同率で増加することになるため、債務残高の名目GDP比がそれ以上上昇しなくなるという意味で、財政再建の第一歩であると言える。

この見通しでは、公務員数の削減や自己負担増などによる医療費の抑制によって、政府消費支出の伸びが低位に抑えられ、公的固定資本形成も緩やかに圧縮されることを前提にした。このため、今後10年間の平均の増加率は、政府消費支出が実質0.9%増にとどまり、公的固定資本形成は3.7%の減少となる。しかし、年金などの社会保障給付のための支出が増加するため、国の一般会計のプライマリー・バランスの黒字化は、消費税率を10%にまで引き上げなくては実現できない。見通しでは、負担の急増を避けるために2008年度に2%、2011年度に3%と二度に分けて消費税率を引き上げることを想定し、ようやく2014年度に一般会計のプライマリー・バランスは均衡すると見込まれる。

こうした歳出の抑制と歳入の増加によっても2015年度の公債（普通国債）残高の名目GDP比は124.2%に達し、2005年度末の105.5%からさらに上昇することになる。プライマリー・バランスの黒字化は財政再建の第一歩に過ぎず、高齢化が進む21世紀半ばに向けて政府部門のさらなる縮小の努力を続ける必要があるだろう。

図表 - 6 プライマリー・バランスの推移  
(一般会計)



(注)2004年度までは決算、2005年度は当初予算ベース  
(資料)財務省資料を基にニッセイ研究所予測

### (3) 量的緩和政策解除と金融政策の正常化

金融政策も量的緩和政策という異常な政策を解除し、正常な姿へと復帰させることが大きな課題となる。海外経済に波乱が無ければ2006年度の消費者物価上昇率（生鮮食品を除く総合）が0.3%となってデフレからの脱却が実現し、年度の後半には量的緩和政策は解除されると見込んだ。財政赤字削減のための増税や社会保険料の引き上げなど、財政政策が景気抑制的とならざるを得ないため、量的緩和政策を解除して金利を目標とする金融政策に復帰しても、その後の金利引き上げの速度は緩やかなものに留まるだろう。

二度にわたる消費税率の引き上げによって経済成長率が低下する間は政策金利の引き上げは停止されるが、サービス価格の上昇などによる消費者物価上昇率の高まりに合わせる形で政策金利は徐々に引き上げられていくだろう。2010年代初頭には消費者物価上昇率は、インフレでもデフレでもなく経済にとって望ましいと考えられる2%程度になり、政策金利であるコールレートは消費者物価上昇率を若干上回る3%程度という、景気に対して中立的な水準に、長期金利は4%台になるだろう。量的緩和解除後、



長期金利は金融政策の変更を先取りする形で上昇するため、短期金利よりも早いタイミングで上昇傾向を続けるだろう。このため長短金利差が一度は拡大するが、政策金利が徐々に引き上げられることによって次第に縮小していくと予想される。

#### 4. 求められる効率化

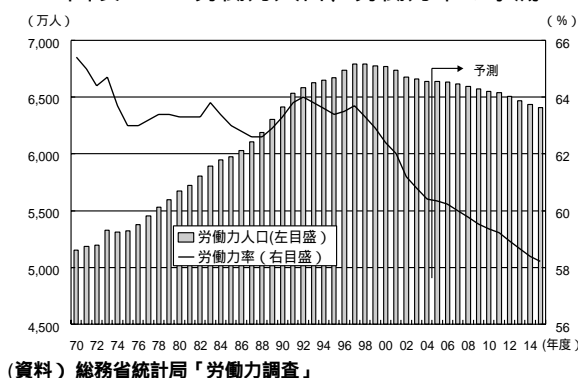
(1) 本格的な高齢社会の入り口に至った日本

日本経済は人口減少過程に入り、総人口は今後減少を続けていくと見込まれる。2007年には、第二次世界大戦後のベビーブームで生まれた団塊の世代が定年退職の時期を迎えるなど、日本は本格的な高齢社会の入り口に至った。

わが国の生産年齢（15～64歳）人口は、1995年の8,717万人をピークにすでに減少局面入りしており、労働力人口は1999年以降6年連続で減少している。人口増加が頭打ちとなる中、高齢化の進展で相対的に労働力率の低い高齢者の割合が高まっていることが全体の労働力率を大きく押し下げているため、労働力人口は趨勢的にすでに減少局面入りしていると考えられる。

性別や年齢による労働力率の構造が今後も一定だとすれば、2015年度の労働力率は56.9%となり、2004年度の60.4%から3.5%ポイントの低下、労働力人口は6,294万人となり、2004年度の6,639万人から約350万人も減少してしまう。ただし、高齢者、女性の就業機会がこれまで以上に拡大する可能性が高いため、実際には労働力率（労働力人口）の低下（減少）ペースは緩やかにとどまろう。本予測では2015年度の労働力率は58.2%、労働力人口は2004年度よりも230万人少ない16,409万人になると見込んだ。

図表 - 7 労働力人口、労働力率の予測

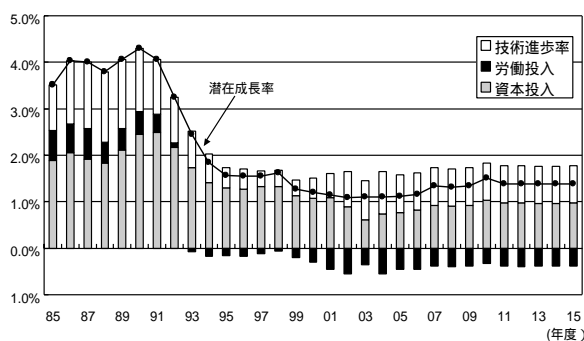


(2) 縮小する需給ギャップ

80年代前半には3%程度だった日本の潜在成長率は、80年代後半から90年初頭にかけては4%程度にまで高まった。しかし、バブル崩壊後は、設備投資の低迷に伴う資本ストックの伸び鈍化、人口増加率の低下、労働時間短縮、技術進歩率の低下から、潜在成長率は急速に低下し、足もとでは1%台前半にまで低下したと見られる。

潜在GDPに対する労働の寄与は90年代半ば以降一貫してマイナスとなっている。予測期間中も、高齢化が一層進展することに加えて、総人口も減少に転じることから、労働力人口は減少し続ける。ただし、労働時間の短縮は一段落すると考えられるため労働投入量のマイナス幅の拡大は避けられるだろう。資本ストックの伸びは足もと2%前後まで低下しているが、設備投資は2003、2004年度と2年連続で増加となり、2005年度も増加することが確実である。予測期間中は総じて高めの伸びが続くことから、資本ストックの伸びは2%台後半まで高まるだろう。今後の潜在成長率は、労働投入量のマイナスは続くが、資本の寄与が若干高まることから、足もとの技術進歩率（1%弱）に大きな変化がないことを前提とすれば、1%台半ばとなるだろう。

図表 - 8 潜在成長率の寄与度分解

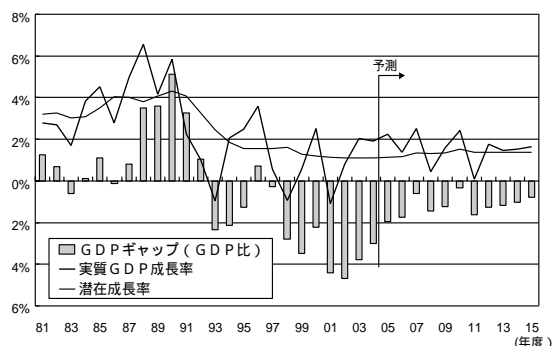


(注)04年度までは実績値に基づく推計値、05年度以降は予測値に基づく推計値

(資料)内閣府「国民経済計算年報」、民間企業資本ストック年報、総務省「労働力調査」他

GDPギャップは2002年度には5%近くまで拡大したが、2003年度以降3年連続で2%前後の成長となることから、足もとでは2%程度にまで縮小していると見られる。2006年度は成長率が低下するものの2007年度には再び2%台の成長が見込まれることから、GDPギャップは1%程度にまで縮小するだろう。

図表 - 9 潜在成長率とGDPギャップの推移



(資料)内閣府経済社会総合研究所「国民経済計算年報」

### (3) 賃金上昇が消費を支える

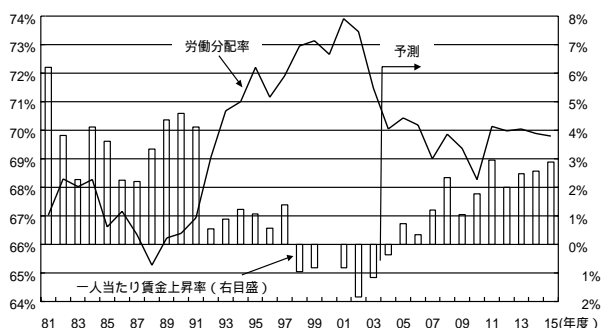
労働分配率はバブル崩壊後も上昇を続け日本企業の収益を圧迫してきたが、1990年代後半に入って企業が人件費の削減に本格的に取り組むようになって上昇は止まり、2000年代に入って低下に転じている。人口高齢化によって労働力人口が減少するため労働市場の需給は改善し、失業率も2015年度には3.3%にまで低下することから、一人当たりの賃金が上昇することが予想される。しかし雇用者数の減少がこれを相殺し

て、労働分配率はほぼ一定となるだろう。

量的金融緩和が解除され、その後金融政策が正常化に向かうことに伴って、金利の上昇による利子所得の増加が起こることなどから、バブル崩壊後に異常な低水準に留まっていた家計の財産所得も回復すると予想される。

このようにして生じる家計所得の増加は、貯蓄率の低下(=消費性向の上昇)とあいまって、中期的な消費の伸びを支えることになるだろう。

図表 - 10 労働分配率と賃金上昇率の推移



(注)労働分配率=雇用者報酬/国民所得、一人当たり賃金=雇用者報酬/雇用者数

(資料)内閣府経済社会総合研究所「国民経済計算年報」

### (4) 消費税率引上げとその影響

2008年度には消費税率が現在の5%から7%に引き上げられ、2011年度にはさらに10%へと引き上げられると想定したが、2007年度と2010年度には消費税率引き上げ前の駆け込み需要で成長率が一時的に高まり、税率の引き上げを行う2008、2011年度には負担増と駆け込みの反動によって成長率が大きく落ち込むという成長率の波が発生するだろう。

当研究所マクロモデルによれば、消費税率を1%引き上げた場合、消費者物価指数は0.73%上昇する。これにより家計の実質可処分所得、実質金融資産が減少する結果、民間消費を中心に国内需要が抑制され、実質GDPは0.38%押し下げられる。また、個人消費、住宅投資を中心に、税率引き上げ前の駆け込み需要が前年

度に発生し、消費税率引上げ後にはその反動減が起こる。内閣府の推計によれば、1997年度に消費税率を3%から5%に引き上げた際には、個人消費で約2兆円（GDP比で約0.4%）の駆け込み需要とその反動減が発生した。

#### （5）経済成長率と経済の姿

こうした経済政策による成長率の波を平均して見れば、2005年度から2015年度までの10年間の実質成長率は平均で1.5%となり、日本経済の潜在成長率を若干上回る成長が期待できるだろう。これによって日本経済の供給能力と実際の需要との差であるGDPギャップは緩やかに縮小していき、消費者物価上昇率が次第に高まることになると予想される。消費税率の引き上げで消費者物価が押し上げられることもあって、名目GDPの増加率は10年間の平均で2.3%となり、1995年度から2005年度までの平均0.2%を大きく上回ることになるだろう。

高齢化によって家計貯蓄率が低下していくことによって、国内の貯蓄投資バランスの黒字が縮小し、経常収支黒字の名目GDP比は2005年度の3.0%から2015年度には1.1%に低下するだろう。経常収支の中身は、貿易・サービス収支が黒字から2010年代初頭には赤字に転じ、経常収支の黒字はもっぱら所得収支の黒字によるものとなる。日本経済の成長に対して財・サービスの純輸出（外需）は長い間プラスの寄与を続けてきたが、2010年代には外需の寄与度はマイナス基調になるだろう。

#### （6）求められる構造改革の努力

一般に、日本経済が最大でどれだけの生産が行えるかは、労働投入量、資本、技術によって決まる。労働者一人当たりの資本の量をこれまで以上の速度で増やしていけば労働力人口が減

少する中でも経済成長率が維持できるはずだが、これには二つの問題点がある。第一は、高齢化によって家計貯蓄率が低下し資本の蓄積が難しくなることである。第二は、労働者一人当たりの資本量を増やしていくことによって、資本の収益率が低下してしまい日本国内に大量の投資をし続けることは難しくなっていくと考えられることである。

こうした中で日本経済が成長を続けていくために、技術進歩の重要性がますます高まるだろう。ここで忘れてはならないのは、経済成長のための技術進歩とは、科学技術だけでなく行政・司法・立法や労使関係、金融市場ルールなどを含めた極めて幅広いものだということである。高齢者や女性の活用などによって減少していく労働力を効率的に利用することや、家計貯蓄率の低下で減少していく国内貯蓄を最も収益率の高い分野に投資するなど投資を効率化していくことも、こうした広い意味での技術進歩と言えるだろう。

激しい国際競争の中で日本の企業が勝ち残って行くためには、新しい技術や製品の開発が欠かせないが、それらの生産が日本国内で行われるためには、日本が企業活動を行う上で他の国々に勝る条件を備えていなくてはならない。高齢社会においても日本経済が豊かであり続けるためには、科学技術の振興とともに、非効率な政府部門を縮小するなど社会を運営するための効率の改善も欠かせない。

日本経済がバブル崩壊後の低迷から抜け出すために構造改革の重要性が叫ばれてきたが、デフレ脱却後も高齢化が進む21世紀の日本にとって、構造改革によって日本経済を効率化することの重要性はますます高まっていくはずである。

# 日本経済の中期見通し

(前年度比、%。ただし< >内は実質GDP成長率への寄与度)

|                        | 2004年度<br>実績   | 2005年度<br>予測   | 2006年度<br>予測   | 2007年度<br>予測   | 2008年度<br>予測   | 2009年度<br>予測   | 2010年度<br>予測   | 2011年度<br>予測   | 2012年度<br>予測   | 2013年度<br>予測   | 2014年度<br>予測   | 2015年度<br>予測   | [年度平均値]<br>05/95 15/05 |            |            |
|------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|------------------------|------------|------------|
| 名目国内総支出(名目GDP)<br>(兆円) | 0.8<br>(505.5) | 1.0<br>(510.4) | 1.2<br>(516.6) | 1.4<br>(532.1) | 1.7<br>(544.1) | 2.2<br>(553.3) | 3.0<br>(570.1) | 3.0<br>(582.6) | 3.0<br>(596.0) | 2.3<br>(610.3) | 2.4<br>(625.7) | 2.5<br>(642.9) | 2.8<br>(642.9)         | 0.2<br>1.2 | 2.3<br>1.5 |
| 実質国内総支出(実質GDP)         | 1.9            | 2.2            | 1.4            | 2.5            | 0.5            | 1.6            | 2.4            | 0.1            | 1.8            | 1.5            | 1.5            | 1.6            | 1.2                    | 0.9        | 1.7        |
| 国内需要                   | 1.5            | 2.2            | 1.2            | 2.9            | 0.4            | 1.8            | 2.8            | 0.0            | 2.1            | 1.7            | 1.8            | 1.9            | 0.9                    | 1.1        | 2.1        |
| 国内民間需要                 | 2.3            | 2.7            | 1.5            | 3.7            | 0.5            | 2.3            | 3.5            | 0.0            | 2.6            | 2.0            | 2.2            | 2.3            | 1.1                    | 2.1        |            |
| 民間最終消費支出               | 1.2            | 1.5            | 0.7            | 2.1            | 0.5            | 1.8            | 2.4            | 0.0            | 2.2            | 1.8            | 2.0            | 2.1            | 0.8                    | 1.6        |            |
| 民間住宅投資                 | 2.1            | 1.0            | 1.2            | 5.3            | 6.4            | 2.9            | 3.3            | 4.3            | 3.1            | 0.7            | 1.3            | 1.4            | 2.6                    | 0.1        |            |
| 民間企業設備投資               | 5.2            | 8.4            | 4.5            | 8.9            | 1.7            | 3.7            | 6.9            | 0.6            | 3.5            | 3.1            | 3.3            | 3.6            | 3.3                    | 3.9        |            |
| 国内公的需要                 | 1.4            | 0.4            | 0.0            | 0.0            | 0.2            | 0.0            | 0.2            | 0.1            | 0.2            | 0.2            | 0.3            | 0.2            | 0.4                    | 0.1        |            |
| 政府最終消費支出               | 2.7            | 1.6            | 1.1            | 0.8            | 0.8            | 0.7            | 0.9            | 0.7            | 0.9            | 0.9            | 0.9            | 0.9            | 2.7                    | 0.9        |            |
| 公的固定資本形成               | 15.1           | 3.8            | 4.2            | 3.4            | 4.5            | 3.3            | 3.5            | 4.2            | 3.2            | 3.6            | 3.7            | 3.9            | 5.5                    | 3.7        |            |
| 財・サ・ビスの純輸出             | <0.5>          | <0.1>          | <0.2>          | < 0.3>         | <0.1>          | < 0.2>         | < 0.3>         | <0.1>          | < 0.3>         | < 0.2>         | < 0.3>         | < 0.3>         | <0.3>                  | < 0.1>     |            |
| 財・サ・ビスの輸出              | 11.9           | 4.9            | 4.8            | 2.8            | 3.0            | 2.6            | 2.5            | 2.6            | 2.5            | 2.6            | 2.5            | 2.5            | 5.7                    | 2.8        |            |
| 財・サ・ビスの輸入              | 9.3            | 5.4            | 4.0            | 5.9            | 2.7            | 4.7            | 5.9            | 2.1            | 5.6            | 4.2            | 4.9            | 4.7            | 3.4                    | 4.5        |            |
| 鉱工業生産                  | 4.1            | 1.6            | 3.0            | 4.1            | 0.3            | 1.5            | 3.5            | 0.1            | 1.6            | 1.9            | 2.2            | 2.1            | 0.6                    | 2.0        |            |
| 国内企業物価                 | 1.5            | 1.7            | 0.1            | 0.6            | 2.4            | 0.4            | 0.8            | 3.4            | 0.5            | 0.7            | 0.9            | 1.0            | 0.6                    | 1.1        |            |
| 消費者物価                  | 0.1            | 0.1            | 0.3            | 0.7            | 2.5            | 0.8            | 1.3            | 3.4            | 1.5            | 1.8            | 2.0            | 2.0            | 0.0                    | 1.6        |            |
| 消費者物価(生鮮食品除く)          | 0.2            | 0.0            | 0.3            | 0.7            | 2.4            | 0.8            | 1.3            | 3.3            | 1.5            | 1.8            | 2.0            | 2.0            | 0.0                    | 1.6        |            |
| 失業率(%)                 | 4.6            | 4.3            | 4.1            | 3.7            | 3.6            | 3.6            | 3.5            | 3.6            | 3.5            | 3.4            | 3.3            | 3.3            | 4.5                    | 3.5        |            |
| 経常収支(兆円)               | 18.2           | 15.3           | 16.0           | 16.3           | 18.3           | 17.3           | 15.6           | 16.2           | 12.7           | 11.4           | 9.2            | 7.3            | 13.7                   | 14.0       |            |
| (名目GDP比)               | (3.6)          | (3.0)          | (3.1)          | (3.1)          | (3.4)          | (3.1)          | (2.7)          | (2.8)          | (2.1)          | (1.9)          | (1.5)          | (1.1)          | (2.7)                  | (2.5)      |            |
| 為替レート(円/ドル)平均          | 107            | 108            | 102            | 102            | 102            | 101            | 101            | 101            | 100            | 100            | 100            | 100            | 116                    | 101        |            |
| コールレート(%) 年度末          | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.25           | 0.25           | 1.25           | 2.00           | 2.00           | 2.75           | 3.00           | 3.00           | 3.00           | -                      | -          |            |
| 10年国債利回り(%) 平均         | 1.5            | 1.5            | 1.8            | 2.3            | 2.6            | 3.2            | 3.7            | 3.9            | 4.2            | 4.5            | 4.5            | 4.5            | 1.6                    | 3.5        |            |
| 原油価格(ドル/バレル)平均         | 39             | 57             | 53             | 50             | 46             | 47             | 48             | 49             | 50             | 51             | 52             | 53             | 28                     | 50         |            |

(資料) 内閣府 経済社会総合研究所「国民経済計算年報」、総務省統計局「消費者物価指数月報」、「労働力調査」、日本銀行「金融経済統計月報」他

# 米国経済の中期見通し

| (前年比伸率、%)    | 2004年<br>(実) | 2005年<br>(予) | 2006年<br>(予) | 2007年<br>(予) | 2008年<br>(予) | 2009年<br>(予) | 2010年<br>(予) | 2011年<br>(予) | 2012年<br>(予) | 2013年<br>(予) | 2014年<br>(予) | 2015年<br>(予) | [年平均値]<br>05/95 15/05 |     |
|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------------|-----|
| 実質GDP        | 4.2          | 3.5          | 3.3          | 3.2          | 3.1          | 3.1          | 3.0          | 2.9          | 2.8          | 2.7          | 2.7          | 2.7          | 3.3                   | 2.9 |
| 内需(*)        | 5.1          | 3.9          | 3.9          | 3.5          | 3.4          | 3.4          | 3.2          | 3.1          | 2.9          | 2.7          | 2.7          | 2.7          | 3.9                   | 3.1 |
| 個人消費         | 3.9          | 3.5          | 3.1          | 3.1          | 3.0          | 3.0          | 2.9          | 2.8          | 2.7          | 2.6          | 2.6          | 2.6          | 3.8                   | 2.8 |
| 固定資本投資       | 9.7          | 8.4          | 5.8          | 5.5          | 5.5          | 5.2          | 5.0          | 4.8          | 4.5          | 4.6          | 4.8          | 4.9          | 5.7                   | 5.1 |
| 外需(*)        | 0.8          | 0.4          | 0.6          | 0.3          | 0.3          | 0.3          | 0.2          | 0.2          | 0.1          | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.6                   | 0.2 |
| 消費者物価上昇率     | 2.7          | 3.4          | 2.3          | 2.4          | 2.5          | 2.6          | 2.6          | 2.6          | 2.7          | 2.7          | 2.7          | 2.7          | 2.53                  | 2.6 |
| 経常収支(名目GDP比) | 5.7          | 6.3          | 6.4          | 6.1          | 5.9          | 5.8          | 5.6          | 5.4          | 5.1          | 4.8          | 4.6          | 4.4          | 3.8                   | 5.4 |
| F F 目標金利(年末) | 2.25         | 4.00         | 4.50         | 4.50         | 4.50         | 4.50         | 4.50         | 4.50         | 4.50         | 4.50         | 4.50         | 4.50         | 3.15                  | 4.5 |
| 10年国債利回り(平均) | 4.3          | 4.3          | 4.6          | 4.9          | 5.1          | 5.3          | 5.5          | 5.8          | 5.8          | 5.8          | 5.8          | 5.8          | 5.2                   | 5.4 |

\* 内需、外需は寄与度。

# ユーロ圏経済の中期見通し

|                 | 2004年<br>実績 | 2005年<br>予測 | 2006年<br>予測 | 2007年<br>予測 | 2008年<br>予測 | 2009年<br>予測 | 2010年<br>予測 | 2011年<br>予測 | 2012年<br>予測 | 2013年<br>予測 | 2014年<br>予測 | 2015<br>予測 | 年平均値<br>05/95* 15/05 |      |
|-----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|----------------------|------|
| 実質GDP(前年比%)     | 1.8         | 1.3         | 1.8         | 1.9         | 2.1         | 2.1         | 2.0         | 1.9         | 1.9         | 1.8         | 1.8         | 1.8        | 2.0                  | 1.9  |
| 内需(寄与度%)        | 1.7         | 1.4         | 1.6         | 1.7         | 1.9         | 1.9         | 1.8         | 1.7         | 1.7         | 1.6         | 1.7         | 1.6        | 1.9                  | 1.7  |
| 民間最終消費支出(前年比%)  | 1.4         | 1.1         | 1.6         | 1.8         | 2.0         | 2.0         | 1.9         | 1.8         | 1.8         | 1.7         | 1.8         | 1.7        | 1.9                  | 1.8  |
| 固定資本形成(前年比%)    | 1.3         | 0.9         | 1.9         | 2.0         | 2.3         | 2.2         | 2.2         | 2.1         | 2.1         | 1.9         | 2.0         | 1.9        | 2.2                  | 1.9  |
| 外需(寄与度%)        | 0.1         | 0.1         | 0.2         | 0.2         | 0.2         | 0.2         | 0.2         | 0.2         | 0.2         | 0.2         | 0.2         | 0.2        | 0.1                  | 0.2  |
| 消費者物価(前年比%)     | 2.1         | 2.2         | 2.1         | 2.0         | 2.0         | 1.9         | 1.9         | 1.9         | 1.9         | 1.9         | 1.8         | 1.7        | 2.0                  | 1.9  |
| 経常収支(名目GDP比)    | 0.6         | 0.1         | 0.2         | 0.3         | 0.3         | 0.3         | 0.3         | 0.4         | 0.4         | 0.4         | 0.4         | 0.4        | 0.2                  | 0.3  |
| 対ドル為替相場         | 1.24        | 1.26        | 1.26        | 1.26        | 1.26        | 1.26        | 1.26        | 1.27        | 1.27        | 1.27        | 1.27        | 1.27       | 1.07                 | 1.26 |
| ECB市場介入金利(%) 末値 | 2.00        | 2.00        | 2.50        | 3.00        | 3.25        | 3.50        | 3.75        | 3.75        | 3.75        | 3.75        | 3.75        | 3.75       | 2.89                 | 3.34 |
| 独10年国債利回り(%) 平均 | 4.06        | 3.30        | 4.00        | 4.40        | 4.60        | 4.80        | 5.00        | 5.30        | 5.30        | 5.30        | 5.30        | 5.30       | 4.56                 | 4.78 |

(注) ユーロ圏12カ国ベース、経常収支は97-05年、ECB市場介入金利と対ドル為替相場は99-05年の平均値

## (総括)

|           |        |            |                |                            |
|-----------|--------|------------|----------------|----------------------------|
| チーフエコノミスト | 植 浩一   | (はじ こういち)  | (03) 3512-1830 | haji@nli-research.co.jp    |
| (日本経済担当)  |        |            |                |                            |
| シニアエコノミスト | 斎藤 太郎  | (さいとう たろう) | (03) 3512-1836 | tsaito@nli-research.co.jp  |
| 研究員       | 篠原 哲   | (しのはら さとし) | (03) 3512-1838 | shino@nli-research.co.jp   |
| (金融・為替担当) |        |            |                |                            |
| シニアエコノミスト | 矢嶋 康次  | (やじま やすひで) | (03) 3512-1837 | yyajima@nli-research.co.jp |
| (米国経済担当)  |        |            |                |                            |
| 主任研究員     | 土肥原 晋  | (どいはら すずむ) | (03) 3512-1835 | doihara@nli-research.co.jp |
| (欧州経済担当)  |        |            |                |                            |
| 主任研究員     | 伊藤 さゆり | (いとう さゆり)  | (03) 3512-1832 | ito@nli-research.co.jp     |