

REPORT I

中期経済見通し（2004～2014年度）

- デフレ脱却後の日本経済 -

経済調査部門 櫛 浩一
haji@nli-research.co.jp

1. デフレからの脱却

(1) バブル後遺症の改善

外需の伸びに支えられて、日本経済は2003年度実質3.2%、2004年度3.3%と2年連続して3%を越える成長が見込まれている。日銀短観は、9月調査では大企業・製造業の業況判断DIがバブル崩壊後の最高水準を更新し、全規模・全産業でも業況判断DIがプラスに転じるなど、景気回復の裾野が広がっている。

バブル崩壊後に日本経済を悩ませてきた債務・雇用・設備の3過剰などの諸問題は、徐々に改善してきた。非金融法人部門の借入金の名目GDP比はバブル崩壊直後には100%を越えていたが、最近では大きく低下している。失業

率も91年度の2.1%から2002年度の5.4%まで年度ベースでは一貫して上昇を続けてきたが、2003年度には5.1%と前年度比でバブル崩壊後初めて低下した。日銀短観では雇用人員判断や生産・営業設備判断で、過剰感が弱まっているなど、過剰雇用問題や過剰設備の解消も進んだ。

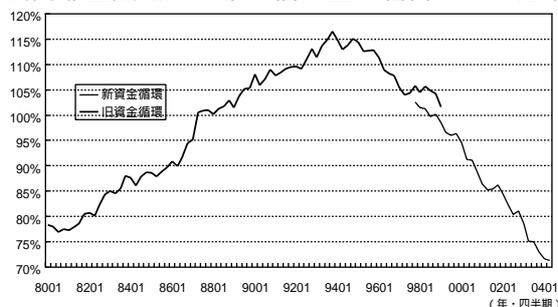
今後は米国経済や中国経済の減速による外需の鈍化が見込まれる中であって、社会保険料など家計の負担増加が消費の抑制要因となる。このため、国内需要は外需の鈍化を補いきれず、2005年度には景気は後退に至る恐れが大きい。消費者物価の前年比上昇率はゼロ近辺にあるが、景気が後退に向かう中では、2005年度中には明確なプラスとなってデフレから脱却できたと判断できる状況にはならないと見られる。しかし、1990年代以降日本経済の足かせとなってきた問題が改善していることから、2006年度からの次の景気回復局面ではデフレからの脱却が実現し、量的金融緩和政策の解除などデフレからの出口政策が課題となるだろう。

(2) 出口政策の課題

バブル崩壊後の長期間にわたり、日本経済はいかにしてデフレから脱却するかが課題であり、経済政策はデフレ脱却のために通常では副作用

図表 - 1 縮小が進む過剰債務

(民間非金融法人企業の借入金の名目GDP比率)



(注)新資金循環：新資金循環「民間非金融法人企業」の借入金/名目GDP(季調値)

旧資金循環：旧資金循環「法人企業」の借入金/名目GDP(季調値)

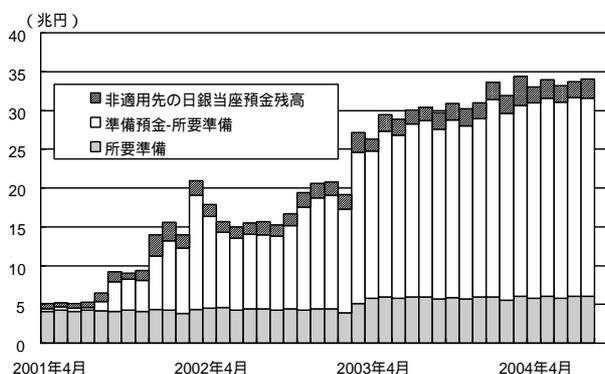
(資料)日本銀行「資金循環勘定」、内閣府「国民経済計算」

が大きいとして用いられない手段まで採用してきた。デフレの出口ではこうした状況を正常化する必要があるが、様々な困難が予想される。

金融政策では、政策金利が実質的にゼロにまで低下し、その後量的緩和政策が採用されている。量的緩和解除の手順は、最も単純にはこれまでの緩和政策の経路を反対にたどることが考えられる。しかし、現状では一部の銀行が大規模な過剰準備を抱えているなど資金が偏在していると見られ、日銀当座預金残高を引き下げていった場合に、全体として見れば過剰準備がかなり大量に残っている段階でも、短期金利が大きく上昇してしまう恐れもある。量的緩和解除に伴う金融調節は、実際にはかなり複雑なものとなるだろう。

また、マネタリーベースを増加させてもマネーサプライがあまり増加しなかったため、所要準備額が6兆円程度であるのに対して日銀当座預金残高は30兆円を超えている。デフレが解消されてマネタリーベースとマネーサプライの関係が正常化し、急速にマネーサプライが増加したりインフレが行き過ぎたりする恐れもある。こうした場合には過剰準備を吸収する必要があり、短期間に大量の資金を吸収するために準備率の引き上げなども検討する必要が出てくるだろう。

図表 - 2 日銀当座預金残高の推移



(資料) 日本銀行

財政面においても、2003年度の財政赤字(社会保障基金を含む一般政府)は名目GDP比で7.5%と見られ、国と地方政府を合わせた債務残高は年度末には700兆円にも達している。しかし、大規模な増税などの負担増は景気を悪化させてデフレを深刻化させる恐れがあるため、この経路による財政赤字の削減は進んでいない。金利が上昇すれば、超低金利のために拡大を免れている利払い費が急速に増加して、財政収支の悪化に拍車をかける恐れも大きい。

量的緩和を解除して政策金利を引き上げていくことも、増税や歳出削減を進めて財政赤字を進めていくことも、共に経済成長を鈍化させる効果がある。デフレからの脱却当初は、必ずしも景気回復力が強いとは言えず再びデフレへと逆戻りしてしまうリスクも残るので、金融政策と財政政策の正常化をどのようなテンポで進めていくかは、極めて大きな問題となるだろう。

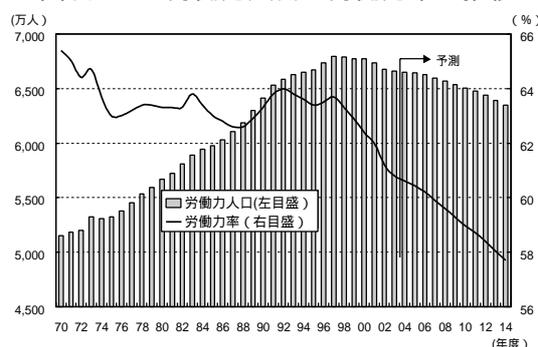
2004年度予算では配偶者特別控除の廃止や厚生年金保険料率の引き上げが決められたが、こうした小規模な負担の増加は、デフレ脱却前でも継続的に実施されることになるだろう。補正予算による歳出の追加や年度途中の減税などの例はあるものの、当初予算では編成から国会審議を経て決定するまでには長期間を要する。税制の改正にも時間がかかり、消費税率の引き上げでは、レジの設定変更など企業の対応のためにある程度の時間的な余裕が必要であるなど、景気動向を見ながら機動的に変更することは難しい。このため、財政・金融政策は、消費税率の引き上げなどのスケジュールが先に決まり、金融政策で景気の微調整を行っていくことになるだろう。

2. 10年後の日本経済

(1) 人口高齢化の影響

今後10年間に日本経済に起こる最も大きな変化は、人口構造の急速な高齢化である。生産年齢（15～64歳）人口は、既に1995年をピークに減少を始めているが、これから10年間でこの動きは加速する。2007年頃からは、1947年～49年のベビーブームで生まれた団塊の世代が60歳の定年を迎え始め、2012年には65歳に達し生産年齢人口からもいなくなる。公的年金支給開始年齢引き上げによって定年後も働こうとする人が増加したり、保育サービスの拡充などによって女性の労働力率が上昇したりすることも期待できる。しかしこうした要因を考慮しても、今後10年間の労働力人口の減少はかなりの速度になる。

図表 - 3 労働力人口と労働力率の推移



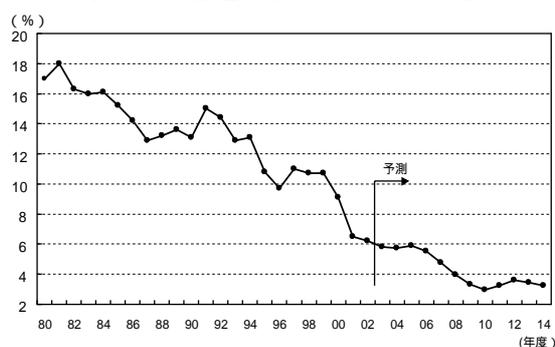
(資料) 総務省統計局「労働力調査」

国立社会保障・人口問題研究所の中位推計によれば、総人口は2006年をピークに減少するとされているが、労働投入量の減少速度ははるかに速い。団塊の世代が定年を迎え始める2007年度以降には労働力人口の減少ペースは加速することが予想される。2014年度の労働力人口は2003年度の6,662万人よりも約300万人少ない6,349万人となる。今後10年間で人口は約100万人減少すると予測されているが、労働力人口の減少ペースはこれを大きく上回ることとなる。

(2) 貯蓄率の低下とその影響

日本の家計貯蓄率は、かつては世界的に見ても高い水準であったが、2002年度には6.2%にまで低下している。高齢化の進展によって貯蓄の取り崩しを行う高齢者層の人口割合が上昇していることが長期的な貯蓄率低下の最も大きな要因である。しかし、2000年度以降の貯蓄率の急速な低下には、超低金利による利子所得の減少、企業年金の解散や代行返上が統計上は家計貯蓄を減少させることになるなどの要因が作用していると考えられる。金利が正常化して利子所得が増加し、企業が過剰債務の削減を終えて利益を配当で家計に還元するようになれば、財産所得が家計の可処分所得を押し上げて貯蓄率を上昇させる要因になると考えられる。このため家計貯蓄率は近年のような速度で低下することはないが、高齢化の影響で2014年度には3.2%にまで低下するだろう。家計の貯蓄投資バランスは2014年度で、名目GDP比2.2%の黒字を維持すると見られる。

図表 - 4 急速に低下する家計貯蓄率



(資料) 内閣府経済社会総合研究所「国民経済計算年報」

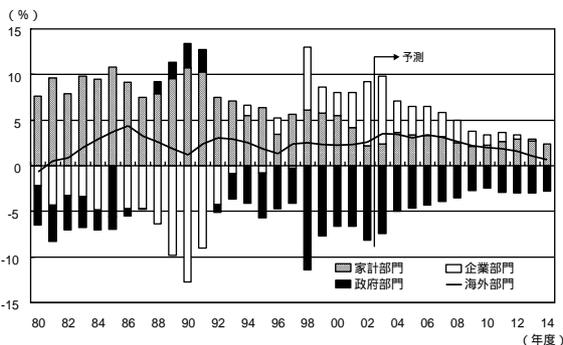
2002年度の部門別の貯蓄投資バランスを見ると、最も大きな黒字部門となっているのはかつてのように家計部門ではなく、通常は赤字と考えられている企業部門である。これは、金融法人部門が不良債権処理のために名目GDP比で3.6%の大幅な貯蓄超過となっていることに加えて、非金融法人部門も過剰債務の圧縮のために

3.5%の黒字となっているためである。こうした状況はデフレからの脱却で日本経済が正常化すれば解消されて、企業部門の貯蓄投資バランスは2014年度にはほぼゼロの0.1%となるだろう。

(3) 経常収支構造の変化

家計貯蓄率の低下によって国内の貯蓄投資バランスの黒字は徐々に縮小し、高齢化が進んだ21世紀半ばには赤字化することも予想される。予測期間はこの途中段階にあって、家計の貯蓄投資バランスは黒字を維持しているだろう。また労働力人口が減少していく中では企業は右肩あがりの規模の拡大を想定して借入を拡大して設備投資を行うことは考え難い。企業部門の貯蓄投資バランスは赤字化するとしても、高度成長期やバブル期のような大幅なものになることは考えられない。消費税率の引き上げなどによって財政赤字が縮小していけば、国内の貯蓄投資バランスは依然黒字を維持していると考えられ、経常収支は2014年度でも名目GDP比で0.8%の黒字を維持しているだろう。

図表 - 5 制度部門別貯蓄投資差額 (名目GDP比)

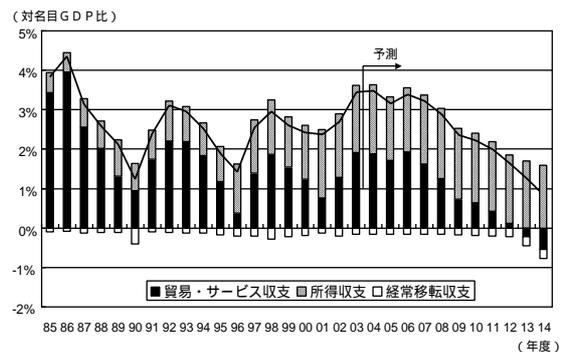


(資料) 内閣府経済社会総合研究所「国民経済計算年報」

しかし、経常収支黒字の構造は大きく変化する。経常収支黒字は日本が海外に保有している対外純資産を増加させるので、金利や為替レートの変動による影響はあるものの長期的には対

外資産からの投資収益を増加させる。1980年代から経常収支黒字が続いてきたため、2003年度には所得収支の黒字の割合がほぼ二分の一を占めるまでになっている。今後も経常収支の黒字が続く結果、所得収支の黒字が経常収支の黒字に占める割合がさらに上昇し、2014年度の時点では、貿易・サービス収支は赤字化するが、所得収支の黒字によって経常収支は黒字を維持するという形になるだろう。これは、家計貯蓄率の低下が消費の伸びを高め、輸入を増加させる効果を持つ一方、経常収支の黒字があるために円高傾向が続き、日本の輸出に不利に働くと考えられるからである。

図表 - 6 経常収支の推移



(資料) 日本銀行「国際収支統計」

輸出の伸びに比べて輸入の伸びは高く、輸入品によって国産品が代替されていく分野も増加していくことになる。貿易・サービス収支の黒字が縮小していくことは、これまで外需主導による経済成長を遂げてきた日本経済が、内需主導の経済に転換していくことを意味している。経済成長に対する外需の寄与度は2007年度以降マイナスを続けると予想される。

(4) デフレ脱却の時期

消費者物価の下落幅は縮小しているが、2005年度には景気が後退に向かうことから0.2%の下落が続くだろう。デフレ脱却は次の景気回復期となる2007年度以降となるだろう。

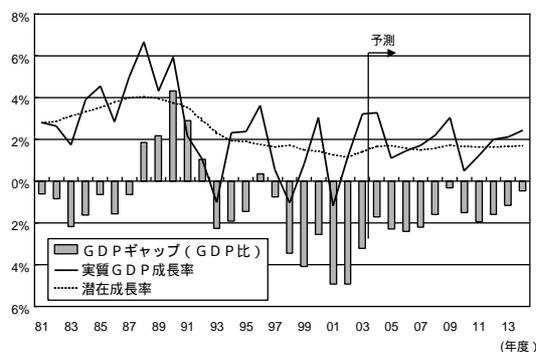
80年代前半には3%程度だった日本の潜在成長率は、80年代後半から90年初頭にかけては4%程度まで高まったと見られる。バブル崩壊後は、設備投資の停滞に伴う資本ストックの伸びの鈍化、人口の伸びの低下、労働時間短縮の影響による労働投入量の伸びの鈍化、技術進歩率の低下等から、潜在成長率は急速に低下し、90年代後半には1%台半ばまで低下したと見られる。

予測期間中は、高齢化が一層進展することに加えて、2007年以降は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。労働時間の短縮がさらに進むため、「労働力人口×総労働時間」で表される労働投入量の伸び率は年間1%近いマイナスとなる。

資本ストックの伸びは足もと2%台前半まで低下しているが、2003年度の設備投資は実質では二桁の伸びとなり、2004年度も高い伸びが見込まれている。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3%台まで高まるだろう。

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%程度)に大きな変化がないことを前提とすれば、1%台半ばから後半となろう。

図表 - 7 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」

GDPギャップは2001年度には約5%にまで拡大したが、2003、2004年度と2年連続で3%台の成長が見込まれることから、足もとでは1%台にまで縮小していると見られる。2005年度には景気は後退局面入りする可能性が高いが、調整は軽微にとどまると見られるため、GDPギャップの拡大は小幅にとどまるだろう。2006年度以降の景気回復局面でGDPギャップはほぼ解消される可能性が高く、物価の下落圧力が大きく低下しよう。予測では2007年度には消費者物価の上昇率はほぼゼロとなるが、金融政策の変更は前年比の上昇率が安定的にプラスとなる2008年度後半となるだろう。

デフレの解消に時間がかかっているのは、経済が長期に低迷しているだけでなく、この間に企業や消費者にデフレが続くという期待ができなかったことも原因である。逆に、現実に物価の下落幅が縮小していくことは企業や消費者の物価下落期待を徐々に解消して、物価を上昇し易くするという効果がある。このため2010年度に消費税率を引き上げることによってGDPギャップが拡大しても、これが消費者物価の下落に結びつくことはないだろう。

3. 国際経済情勢

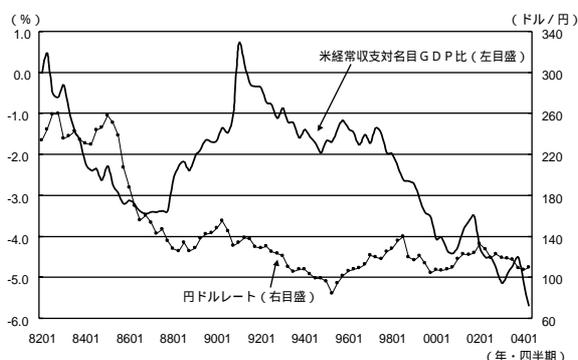
(1) 米国経済

米国では、景気は回復歩調にあるが、これまで消費を促進してきた要因が剥落しつつあり、消費支出の持続性についての懸念は払拭できない状況である。

ブッシュ政権の下で、財政赤字と経常赤字の双子の赤字が拡大した。ブッシュ、ケリーのどちらの候補が政権を取っても主要な経済課題は双子の赤字対策となるだろう。中期的には、歳出の抑制、増税が進められる一方、金利上昇圧力が根強く続くと見られる。2010年以降にはベ

ピーブーマーの引退が始まり、労働人口の伸びが鈍化する。このため今後の実質経済成長率は、1990年代後半から2000年代初めに見られたような高い伸びは見込まれず、徐々に低下して2014年には2.7%となると見込まれる。経常収支の赤字は名目GDP比で徐々に低下し、2014年には3.6%にまで低下するだろう。見通しでは緩やかな円高が続くと想定したが、この間に米国経済への信認が揺らぐことがあれば、累積債務の問題が浮上して急速なドルの下落が起こるリスクは小さくない。

図表 - 8 米国経常収支と円ドルレート



(資料) 米商務省経済分析局、IMF

(2) 欧州経済

ユーロ圏では2003年半ばからの外需主導の回復基調が続いている。企業収益は輸出拡大や低金利政策の効果で改善しているが、設備投資も低迷から脱しきれていない。個人消費は、国ごとにばらつきが見られるが、ドイツを中心に雇用の低迷が続いているため、低い伸びに留まっている。7～9月期以降、米国の引締めや原油高の影響などから外部環境の不透明感が強まったことで、外需主導の傾向が強いドイツやイタリアでは企業の先行き見通しは慎重化、設備投資、雇用への慎重姿勢は当面継続するものと見られる。内需好調のフランスでも、減税効果の剥落や雇用・所得環境の改善期待が下方修正されることで内需回復テンポは加速せず、2004年

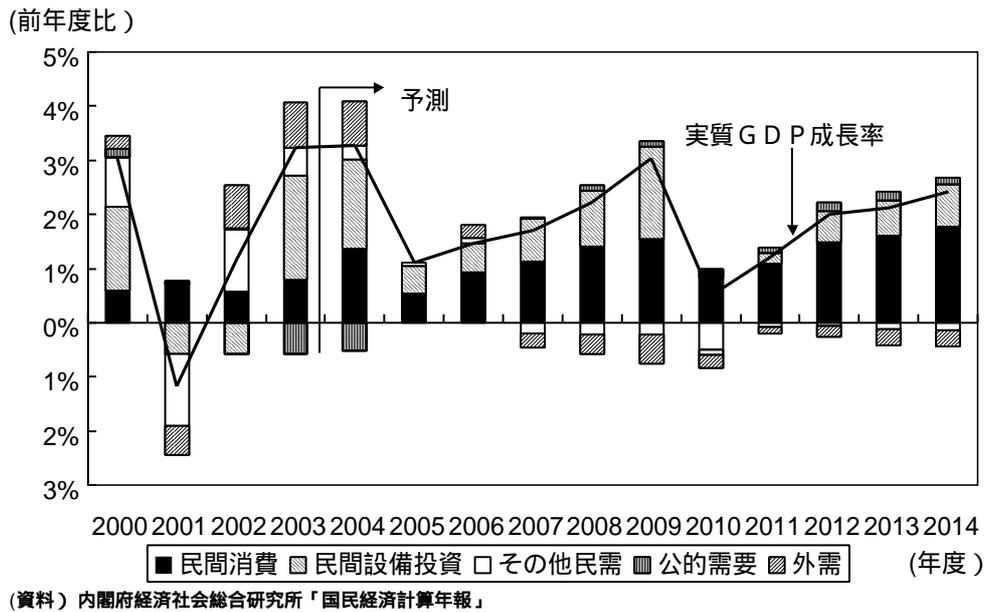
のユーロ圏全体の成長率は1.9%程度に抑えられる見込みである。2005年入り後、設備投資、雇用の改善が見込まれるが、通年の成長率は2.0%と緩やかなペースに留まる見込みである。

向こう10年を展望すると、ユーロ圏でも、生産年齢人口が減少し、高齢者比率が上昇する。しかし一方で、グローバル競争の激化や、EU拡大と新規加盟国のユーロ導入という単一市場・通貨圏の広がりによる域内の競争圧力の高まりに加えて、政策的な選択の幅が狭まることで労働市場や財政・社会保障制度の改革が前進を余儀なくされることにより、潜在成長率への影響はある程度緩和されよう。2004年～14年の平均で2.0%の成長を確保、物価は平均1.8%とECBの目標圏内で推移すると見られる。

4. 投資経済から消費経済へ

2002年初めに始まった景気回復の動きは続いており、2003年度の3.2%に続き2004年度も3.3%の成長となる。しかし、2005年度には、海外経済の減速による外需の鈍化を国内需要では支えきれず、景気は後退局面入りし、成長率は1.1%に低下するだろう。その後2006年度には、資本ストックの調整が終わり循環的な設備投資の回復が期待できることなどから、景気は持ち直す。デフレからの脱却によって2008年度には2.2%、2009年度には3.0%の成長となって、増税が可能な経済状況となり、2010年度には消費税率が現在の5%から7%へと引き上げられると想定した。このため2010年度の実質経済成長率は0.5%に低下するものの、その後消費税率引き上げの影響が弱まるにつれ、2014年度には2.4%にまで高まるだろう。2004年度から2014年度までの10年間の実質経済成長率は平均で1.8%と見込まれ、1994年度から2004年度までの1.6%から大きくは上昇しない。しかし、名目成長率では過去

図表 - 9 実質GDP成長率の推移



10年間の平均が0.3%であるのに対して、予測期間中の平均では1.6%となり、デフレ脱却が実現する後半の5年間では平均2.1%となるだろう。

企業の設備投資は、実質では10年間平均で3.5%の増加と平均の実質経済成長率1.8%を大きく上回るが、IT関連など価格低下の著しいものが多いため、名目では2.7%と伸びは緩やかなものとなる。公共投資の減少が続くことから、公的固定資本形成の名目GDP比は、2000年度の6.7%から、2014年度には2.7%にまで低下し、人口の減少によって新規の住宅建設の必要性が低下するため、住宅投資の構成比も4.0%から3.1%へと低下するだろう。名目GDPに占める総投資の割合は低下し、2000年度の26.4%から、2014年度には23.7%に低下する。

民間最終消費支出の割合が55.7%から58.3%へと増加し、高齢化の進展による医療や介護の増加によって政府消費が拡大し、2000年度の16.5%から2014年度には18.1%に高まるため、民間と政府の消費合計の割合が72.3%から76.3%へと上昇することになり、日本経済は消費中心

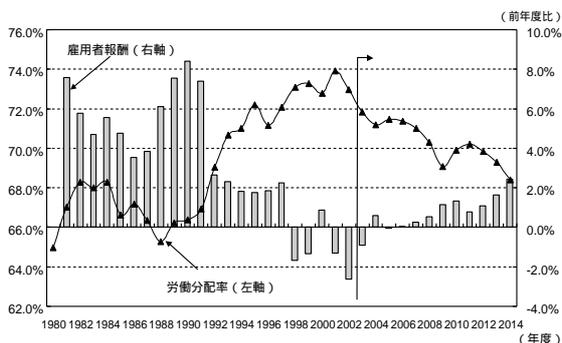
型に転換していこう。

これまで日本経済は豊富な家計貯蓄を背景に、それを企業や政府が投資に利用し、家計自身も住宅投資に利用してきた。経済は投資の増加によって拡大してきたが、貯蓄が豊富で金利が低いために、ともすれば投資効率が低いという問題も生じた。しかし、10年後の日本経済は、家計貯蓄が減少して金利も上昇し、企業も政府も投資の効率化を求められるようになる。

特に、公共事業は2014年度頃になると、維持・更新のために必要な投資額と実際の投資額がほとんど同水準となる。これは、既存の道路や橋などの社会資本を修理して利用可能な状態に保つだけで手一杯となることを意味している。新しい社会資本を整備するには、既存の社会資本の廃棄が必要となってくる。こうしたことを考えれば、将来人口減少によって利用が減ることが予想される施設の建設を回避するなどによって、将来維持可能な社会資本に絞り込んだ整備が今から求められることとなるだろう。

家計の所得環境は、労働分配率が高止まりするなかで、引き続き企業の人件費抑制傾向は継続することが予想され、前半の5年間は雇用者報酬の伸びは0.4%と低迷するだろう。しかし、予測期間の後半には、バランスシートの悪化を補うために圧縮されていた企業の配当が正常な水準に戻ることや、金利の上昇による利子所得の増加で、バブル崩壊後に異常な低水準に留まっていた財産所得が回復するだろう。また労働力人口の減少によって失業率も3.8%にまで低下するなど労働市場の需給も改善するため、一人当たりの賃金が上昇するようになる。雇用者数が伸びない中でも雇用者報酬は名目でも増加基調に転じることも加わって、家計の所得は増加が期待でき、消費の伸びを支えるだろう。

図表 - 10 労働分配率と雇用者報酬

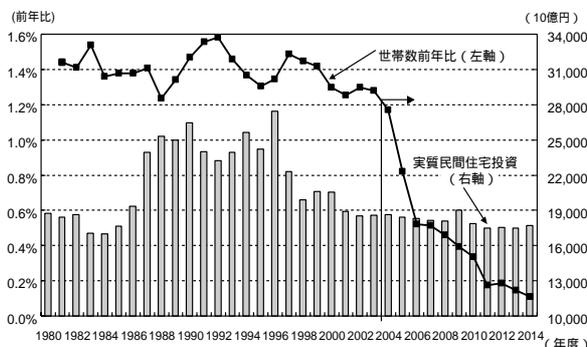


(資料) 内閣府「国民経済計算年報」

住宅投資については、潜在的な需要を示す世帯数の増加率は中長期的に鈍化していくことが見込まれている(国立社会保障・人口問題研究所「日本の世帯数の将来推計2003年10月推計」)。1999年に制度拡充された住宅ローン減税も、2005年より縮小されることが決定しており、今後は制度面からの下支え効果も縮小していく。新設住宅着工戸数は、予測期間中を通じてほぼ横ばいで推移するものと予測する。住宅投資についても、住宅ストックの増加による維持補修需要の拡大や、地価の下落による住宅取得能力の改善などによって、住宅面積が広がるなどの

質の改善というプラスはあるものの、新設住宅着工戸数の減少から実質民間住宅投資の増加率は、10年間の平均では0.5%の減少となる見込みである。

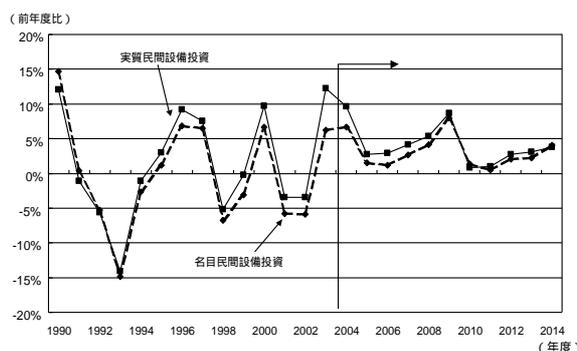
図表 - 11 世帯数と住宅投資



(注) 世帯数は2005年以降については、国立社会保障・人口問題研究所「日本の世帯数の将来推計(2003年10月推計)」を使用
(資料) 内閣府、総務省、国立社会保障・人口問題研究所

2005年度に外需の悪化から景気が後退すると、企業の設備投資の伸びは2.8%へと鈍化するだろう。2006年度以降には、ストック調整の終了から設備投資の伸びが再び高まってくると予想される。予測期間の10年間の実質増加率の平均は3.5%となるだろう。

図表 - 12 民間設備投資増減率



(資料) 内閣府「国民経済計算年報」

財政赤字縮小の動きのため、政府支出の伸びは抑制される。2003年度は公的固定資本形成は名目で13.3%の削減が行われたが、2004年度は名目で14.0%の減少と見込まれる。2006年度以降は削減幅が縮小し、毎年3%の削減が行われると想定した。政府消費も公務員数の削

減や医療費などの自己負担の引き上げによって抑制されるが、高齢化に伴う医療・介護支出の増加によって、10年間の年平均増加率は実質1.2%となるだろう。

米国経済に主導される形で世界経済の拡大が続くため、輸出は緩やかな伸びを続けるだろう。しかし、緩やかながら円高傾向が続くことや、日本経済が内需主導型の経済成長へと転換していくことによって、輸入の伸びが輸出を上回り、予測期間平均では外需の実質成長率への寄与は0.2%のマイナスとなるだろう。

5. 財政赤字の縮小

(1) 困難なプライマリーバランスの回復

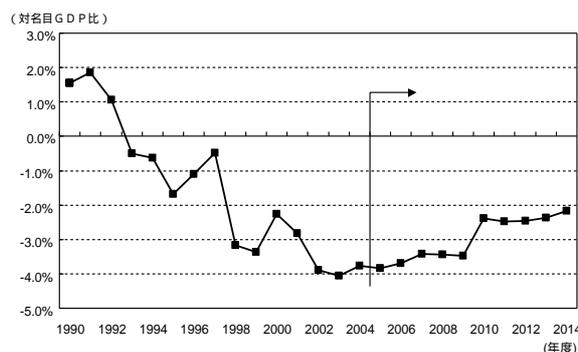
2002年度の国と地方を合わせたプライマリーバランス（基礎的財政収支）は名目GDP比で5.6%の赤字となっているが、「構造改革と経済財政の中期展望-2003年度改定」でも政府はプライマリーバランスを2010年代初頭に黒字化することを目指している。財政赤字の縮小が、いわゆる「非ケインズ効果」によって景気を押し上げるという効果は否定できないが、97年度の消費税率引き上げ・特別減税廃止など大規模な増税や歳出削減の経験では、少なくとも一時的には景気の下押し効果がこれを上回る。2008年度にようやくデフレからの脱却が見えてくるという見通しの下では、2010年度になって初めて消費税の引き上げが可能となる程度と考えられ、予測期間中にプライマリーバランスの赤字を解消することは困難だ。

デフレ下では、消費税率を毎年度引き上げて政策的にインフレ期待を作り出すという政策も提言された。しかし、デフレ脱却後にはインフレ期待が高まりすぎる恐れもあるので、毎年度消費税率を1%ずつ引き上げるとい

用することは難しいだろう。単発的な税率引き上げであればこうした問題は起こらないが、景気の下押し効果が懸念されるため、一気にプライマリーバランスを回復するような大幅な消費税率の引き上げも無理だろう。

2004年度の年金制度改革では、厚生年金保険料の引き上げ、給付水準の引き下げが決まった。これまで基礎年金の給付に対し3分の1の国庫負担が行われていたが、2分の1への引き上げが決まった。これによって年金財政の赤字を縮小することができるが、逆に国の一般会計の赤字が拡大することになる。当予測では、デフレ脱却後できるだけ早い機会に消費税率を引き上げることと考えて、2010年度に2%消費税率を引き上げると想定した。この想定の下では、国の一般会計のプライマリーバランスは2014年度に名目GDP比で2.2%にまで赤字が縮小するが、政府が目標としている黒字化は実現できない。

図表 - 13 プライマリーバランスの推移
(一般会計)



(資料) 内閣府「国民経済計算年報」

2014年度には実質経済成長率が2.4%に達することを考えれば、海外経済の影響など外生的な要因によって景気が悪化したりしなければ、この時点でさらに2%の消費税率を引き上げることができる可能性もあるだろう。

(2) 財政赤字の長期金利への影響

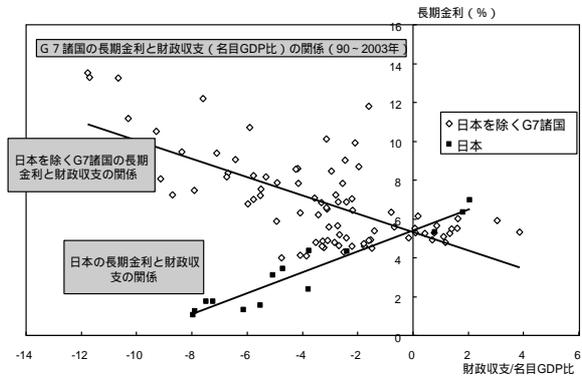
バブル崩壊後の92年度以降赤字が続いている一般政府の貯蓄投資差額は、2002年度実績では名目GDP比で8.2%となっている。公共投資の削減継続、景気回復に伴う税収増が赤字削減に寄与するが、高齢化の進展による医療、介護、年金などの社会保障費の増加が赤字を拡大させる方向に働く。デフレからの脱却によって税収が回復することや、消費税率の引き上げによって2014年度の財政赤字は2002年度よりも縮小し2.7%と予測する。

長期金利(10年物国債金利)は、1997年頃からそれまでの政策金利や経済状況との関係から大きく下方にずれるようになっている。日本経済がデフレから脱却し金融政策が正常化した状況下では、再びゼロ金利政策や量的緩和政策以前の関係に戻ると考えられるので、短期金利がゼロでも長期金利の水準は2%台半ばから3%程度と見られる。長期金利は量的金融緩和が視野に入り始める2007年度頃には、その時期を巡る思惑から大きく変動するようになり、2008年度に実際に政策の変更が行われれば3%を超える水準に上昇し、消費者物価上昇率が2%程度に達する2014年度には4.5%程度と予測される。

一般に主要先進国では、財政赤字が大きいほど長期金利が高くなるという関係が見られるが、これまでの日本では他の先進工業国とは違って、長期金利について財政プレミアムは観察されず、財政赤字は長期金利の上昇要因とはならなかった。これは豊富な家計貯蓄によって財政赤字が国内の資金だけで十二分に吸収できたからである。しかし、家計貯蓄率の低下によって、財政赤字のファイナンスは次第に困難になっていき、他の先進工業国と同様に財政赤字の

規模が長期金利に影響を及ぼすようになってくるだろう。

図表 - 14 長期金利と財政収支の関係



(資料) OECD

国内の貯蓄投資バランスが黒字という状況では、財政赤字が長期金利に影響を与えるとしても小幅と考えられる。財政赤字の削減がある程度は進むことも加わって、本予測では2014年度の長期金利の水準は4.5%とみている。しかし、高齢化により家計貯蓄率が大きく低下し財政赤字が他の先進工業国並みに長期金利に影響するようになれば、名目GDP比で1%の財政赤字増大が長期金利を0.2%程度押し上げることになる。こうした状況で現在のような大幅な財政赤字が続けば、財政プレミアムによって長期金利は2%程度押し上げられて、水準は6~7%に達することもあるだろう。財政破綻を懸念した長期金利の上昇は、企業収益の改善以上に金利を上昇させることになり、株価や地価が圧迫される恐れが大きいと考えられる。

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)

	2003年度 実績	2004年度 予測	2005年度 予測	2006年度 予測	2007年度 予測	2008年度 予測	2009年度 予測	2010年度 予測	2011年度 予測	2012年度 予測	2013年度 予測	2014年度 予測	[年度平均値] 04/04 14/04	
名目国内総支出(名目GDP) (兆円)	0.8 (501.5)	0.7 (504.8)	0.1 (505.1)	0.3 (506.7)	0.8 (510.6)	1.5 (518.4)	2.7 (532.5)	1.8 (542.2)	0.8 (546.8)	1.9 (557.2)	2.5 (571.1)	3.6 (591.5)	0.3	1.6
実質国内総支出(実質GDP)	3.2	3.3	1.1	1.5	1.7	2.2	3.0	0.5	1.2	2.0	2.1	2.4	1.6	1.8
国内需要	2.5	2.6	1.2	1.3	2.1	2.7	3.7	0.7	1.4	2.3	2.5	2.8	1.3	2.0
国内民間需要	4.0	4.0	1.5	1.5	2.6	3.2	4.5	1.0	1.6	2.6	2.8	3.2	1.6	2.4
民間最終消費支出	1.4	2.5	1.0	1.7	2.1	2.6	2.8	1.5	2.0	2.7	2.9	3.1	1.3	2.2
民間住宅投資	0.3	0.5	1.1	0.6	1.0	0.3	5.1	6.2	2.0	0.2	0.3	1.4	3.1	0.5
民間企業設備投資	12.2	9.6	2.8	2.9	4.2	5.4	8.6	0.8	1.0	2.8	3.1	3.8	3.7	3.5
国内公的需要	2.5	2.4	0.0	0.5	0.2	0.6	0.5	0.4	0.5	0.8	0.9	0.6	0.6	0.4
政府最終消費支出	1.0	1.1	1.1	1.2	0.8	1.4	1.4	0.4	1.3	1.7	1.7	1.5	2.6	1.2
公的固定資本形成	12.1	13.5	4.2	2.1	2.6	2.8	3.3	4.1	3.1	3.3	3.6	4.4	4.5	3.4
財・サ・ビスの純輸出	<0.8>	<0.8>	<0.0>	<0.2>	<0.3>	<0.4>	<0.5>	<0.2>	<0.1>	<0.2>	<0.3>	<0.3>	<0.3>	<0.2>
財・サ・ビスの輸出	11.0	13.5	3.1	3.5	2.6	2.5	2.4	2.0	2.2	2.4	2.5	2.3	6.0	2.5
財・サ・ビスの輸入	4.9	9.7	4.4	2.6	6.2	6.8	7.9	4.5	3.7	4.7	5.1	4.9	4.7	5.1
鉱工業生産	3.5	5.9	0.5	1.5	2.7	3.5	3.1	0.3	1.7	2.3	2.3	2.5	0.9	2.0
国内企業物価	0.5	1.8	0.9	0.6	0.0	0.3	0.8	1.6	0.1	0.2	0.7	1.0	0.8	0.5
消費者物価	0.2	0.2	0.2	0.0	0.2	0.3	0.7	2.1	0.5	0.9	1.3	1.9	0.1	0.8
消費者物価(生鮮食品除く)	0.2	0.2	0.2	0.0	0.2	0.3	0.7	2.1	0.5	0.9	1.3	1.9	0.0	0.8
失業率(%)	5.1	4.6	4.6	4.6	4.5	4.4	4.1	4.2	4.1	4.0	3.9	3.8	4.4	4.2
経常収支(兆円) (名目GDP比)	17.3 (3.4)	17.5 (3.5)	16.0 (3.2)	17.2 (3.4)	16.4 (3.2)	14.9 (2.9)	12.6 (2.4)	12.0 (2.2)	10.9 (2.0)	9.2 (1.6)	7.1 (1.2)	4.9 (0.8)	13.1 (2.6)	12.1 (2.3)
為替レート(円/ドル平均)	113	109	106	105	105	104	104	103	103	103	103	103	115	104
コールレート(%) 平均	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.10	0.50	1.25	2.00	2.75	3.00	3.00	0.22	1.26
10年国債利回り(%) 平均	1.1	1.6	1.7	1.7	2.0	2.6	3.2	3.6	3.9	4.2	4.5	4.5	1.8	3.2

(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

名目国内総支出の構成

単位：兆円、()内は名目GDPの構成比

	1980年度	1985年度	1990年度	1995年度	2000年度	2005年度	2010年度	2014年度
名目国内総支出	246.3 (100.0)	327.4 (100.0)	450.0 (100.0)	500.0 (100.0)	513.2 (100.0)	505.1 (100.0)	542.2 (100.0)	591.5 (100.0)
国内需要	247.4 (100.5)	315.8 (96.5)	445.4 (99.0)	494.1 (98.8)	507.0 (98.8)	496.5 (98.3)	538.2 (99.3)	593.3 (100.3)
国内民間需要	190.9 (77.5)	249.3 (76.1)	358.1 (79.6)	378.3 (75.7)	387.6 (75.5)	386.9 (76.6)	424.2 (78.2)	470.2 (79.5)
民間最終消費支出	134.2 (54.5)	178.7 (54.6)	237.9 (52.9)	278.8 (55.8)	286.0 (55.7)	285.3 (56.5)	308.1 (56.8)	344.7 (58.3)
民間住宅投資	15.1 (6.2)	14.7 (4.5)	25.1 (5.6)	24.2 (4.8)	20.3 (4.0)	18.0 (3.6)	17.8 (3.3)	18.5 (3.1)
民間企業設備投資	39.7 (16.1)	54.1 (16.5)	92.3 (20.5)	73.5 (14.7)	80.6 (15.7)	82.2 (16.3)	97.3 (17.9)	106.1 (17.9)
国内公的需要	56.5 (22.9)	66.5 (20.3)	87.3 (19.4)	115.8 (23.2)	119.4 (23.3)	109.6 (21.7)	114.0 (21.0)	123.0 (20.8)
政府最終消費支出	33.3 (13.5)	44.2 (13.5)	58.0 (12.9)	73.3 (14.7)	84.9 (16.5)	88.3 (17.5)	95.7 (17.6)	106.8 (18.1)
公的固定資本形成	23.4 (9.5)	22.0 (6.7)	29.2 (6.5)	42.2 (8.4)	34.4 (6.7)	21.3 (4.2)	18.3 (3.4)	16.2 (2.7)
財・サ・ビスの純輸出	1.1 (0.5)	11.6 (3.5)	4.6 (1.0)	5.9 (1.2)	6.2 (1.2)	8.6 (1.7)	4.0 (0.7)	1.8 (0.3)
財・サ・ビスの輸出	33.5 (13.6)	44.4 (13.6)	46.1 (10.3)	46.2 (9.2)	55.6 (10.8)	68.6 (13.6)	80.3 (14.8)	91.5 (15.5)
財・サ・ビスの輸入	34.6 (14.1)	32.8 (10.0)	41.6 (9.2)	40.3 (8.1)	49.4 (9.6)	60.1 (11.9)	76.3 (14.1)	93.3 (15.8)

(注) 国内民間需要には民間在庫品増加を、国内公的需要には公的在庫品増加を含む。

(資料) 実績値は、内閣府 経済社会総合研究所「国民経済計算年報」

欧米経済の中期見通し

米国経済の見通し

(前年比伸率；%)	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	[年平均値]	
	(実)	(予)	04/94	14/04										
実質GDP	3.0	4.3	3.2	3.2	3.1	3.0	3.0	3.0	2.9	2.8	2.7	2.7	3.4	3.1
内需(*)	3.5	4.9	3.4	3.4	3.2	3.1	3.1	3.1	2.9	2.8	2.7	2.7	3.9	3.2
個人消費	3.3	3.3	2.5	2.9	2.9	2.8	2.8	2.8	2.7	2.6	2.6	2.6	3.7	2.8
固定資本投資	4.9	10.2	5.6	4.7	4.3	4.3	4.0	4.3	4.6	4.9	5.0	4.9	6.0	5.2
外需(*)	0.4	0.6	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.5	0.1
消費者物価上昇率	2.3	2.6	2.1	2.3	2.4	2.4	2.5	2.6	2.6	2.7	2.7	2.8	2.5	2.5
経常収支(名目GDP比)	4.8	5.5	5.5	4.9	4.8	4.7	4.5	4.4	4.2	4.0	3.8	3.6	3.1	4.5

* 内需、外需は寄与度。

米国金融の見通し

	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	[年平均値]	
	実績	予測	04/94	14/04										
米国債10年(暦年平均)	4.0	4.3	4.5	4.6	4.9	5.1	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3	5.4	5.0
FF(年末)	1.00	2.25	2.50	2.75	3.50	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	3.93	3.50

ユーロ圏経済の見通し

	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	年平均値	
	実績	予測	04/94*	14/04										
実質GDP(前年比%)	0.5	1.9	2.0	2.2	2.0	2.1	2.1	2.0	1.9	1.9	1.8	1.8	2.0	2.0
内需(寄与度%)	1.2	1.3	1.7	2.0	1.8	1.9	1.9	1.8	1.7	1.7	1.6	1.7	1.9	1.8
民間最終消費支出(前年比%)	1.0	1.3	1.8	2.1	1.9	2.0	2.0	1.9	1.8	1.8	1.7	1.8	1.9	1.8
固定資本形成(前年比%)	0.6	0.8	2.0	2.3	2.1	2.2	2.2	2.1	2.0	2.0	1.9	1.9	2.0	2.0
外需(寄与度%)	0.7	0.5	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
消費者物価(前年比%)	2.1	2.1	2.0	2.0	1.7	1.8	1.8	1.7	1.8	1.8	1.7	1.8	2.1	1.8
経常収支(名目GDP比)	0.3	0.6	0.5	0.5	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.1	0.5
対ドル為替相場	1.13	1.22	1.23	1.24	1.24	1.25	1.26	1.26	1.27	1.27	1.27	1.27	1.03	1.25
ECB市場介入金利(%、末値)	2.00	2.00	2.25	2.50	3.25	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	2.96	3.14
独10年国債利回り(%、平均)	4.1	4.2	4.3	4.5	4.7	4.9	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.3	4.8

(注)ユーロ圏12カ国ベース (*) 経常収支は97-04年、ECB市場介入金利と対ドル為替相場は99-04年の平均値

(総括)

チーフエコノミスト	樋 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
(金利・為替、金融問題担当)			
主任研究員	熊谷 潤一(くまがい じゅんいち)	(03) 3512-1833	kumagai@nli-research.co.jp
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