

日本経済と世界経済の今後の動向

武 藤 敏 郎

はじめに

一、日本経済の動向

御紹介にあずかりました武藤でございます。

本日は、日本経済と世界経済の状況について、なかなか難しいタイミングでお話を申し上げることにありますので、株価の先行きとか為替の先行きという問題ではなく、ファンダメンタルな話をさせていただきますと思います。

(1) 日本経済の現状

早速でございますが、お手元に資料をお配りしてございます（文末添付資料を参照）。去年、政権が変わりまして、安倍総理が、アベノミクスということで経済政策を出された結果、日本経済はいろいろな意味で改善の兆しを見せ始めました。ただ、それが持続性があるかどうかというところがポイントであるわけです。期待や不安が交錯し

ていますが、私はできる限りデータに基づいた話をすべきだと思っています。

(消費支出内訳・現金給与総額)

まず、日本の現状について、お手元の六ページからデータをお示ししておきましたので、その話から始めたいと思います。

よく消費が上向いたと言われております。左側の「消費支出の内訳」を見ていただきますと、今年の三月前後に予想以上の消費の増加がありました。しかし、五月の時点ではまた少しマイナスに戻っております。右の「現金給与総額」のところで見えていただきますと、あまり給与は増えておりません。特に二月、三月というのはむしろ減少した状態でありました。所得が減っているのに、なぜ消費が上向いたのかというのは、経済理論的にはなかなか説明困難でございますが、消費者セン

チメントが改善したといった見方が一般的かと思えます。

給与総額のところで見ていただきますと、減っているのが所定内給与です。資料は四月のデータになっておりますが、最近五月のデータが出まして、横ばい、四月と同じようにゼロということでした。しかし、五月になると、ボーナスは増えたようで、前年比四・五%といった発表がございました。しかし、所定内給与はマイナス〇・二%ということ、依然としてマイナスです。

所定内給与がマイナスなのに消費が増えるというのは、なかなか分析が難しいのですが、五月に消費がゼロないしはマイナスになってきたのは、むしろ正常な姿に戻ってきたのではないかと思えます。

高額商品がデパートで売れているという話を聞きます。データを見ると、百貨店の売上が意外と

伸びている。高額商品が売れたというのは、買っていたのは中国人だという話もありまして、分析はいろいろ難しいかと思います。

所定内給与がなぜ減っているのかというのは、明らかにパート比率が上昇しているのです。雇用者数は増えて、失業率は多少減少しております。現在四・一％。このところ〇・一ポイントぐらいずつ低下してきていますが、増えた部分は非正規です。御承知のとおり、正規と非正規労働者の給与格差は非常に大きいものがありますので、雇用形態が正規から非正規に置きかわるということは、マクロで給与水準を見ると減少することになってしまうわけです。

(鉱工業生産・機械受注・設備投資)

七ページ、右側の「鉱工業生産指数」は少しずつ上向いてまいりました。五月では前月比二％増

ということ、四カ月連続増加している。生産が増加いたしますと、機械受注に反映されてまいりまして、左の機械受注も、一時は高原状態からやや減少ぎみだったのが、ここへ来てピックアップを始めたということです。四月のデータは前月比マイナス八・八％となっておりますが、機械受注の統計は非常に振れの激しいもので、むしろこれは三月からの反動減という要素が強く、ならしてみれば良好な状態だと思われれます。機械受注が増え始めますと、大体二四半期ぐらいずれて設備投資がピックアップを始めるというのが過去の例です。設備投資も今はあまり増えていないのですけれども、増加していく可能性が十分にあるのではないかと思います。

(輸出)

こういうことの背景には何があるのかという

と、輸出の増加でございます。八ページの右のグラフをござんいただきたいと思ひます。輸出金額で見ると、現在、対世界は、五月で前年比一〇・一%増ということになりました。対米輸出も順調に増え、アジアも増えております。ヨーロッパ向は改善が少し足踏み状態でございます。

輸出数量はどうかといひますと、五月の段階で前年比マイナス四・八%。依然としてマイナスです。ただ、二、三カ月前は一〇%を超えるようなマイナスでしたので、マイナス幅が縮小してきたということ、改善に向かつているということかと思ひます。金額がなぜ増えたのかというと、輸出単価が上昇いたしました。これは円換算すると、為替レートの円安によつて輸出金額が上昇しているといふことでございます。鉱工業生産に影響を及ぼすのは輸出金額ではなくて、どちらかといふと輸出数量です。輸出数量がまだ依然として

マイナスといふことは、生産活動がまだ本格的に上昇はしてないと思われまふ。

問題は、日本の場合には輸出の状況です。八ページの右の表でござんになつていくとおわかりいただけますように、対世界の輸出が底を打ったのは昨年の一〇月ごろで、そこから改善してまいりました。なぜなら、アベノミクスが具体的になつてきたのは今年一月に入つてからでございますので、この輸出の改善はアメリカの景気が上向き始めたことと、ヨーロッパの状況が小康状態に陥つたことによるものであらうと思ひます。第二回目の安倍内閣は運があると言ひますけれども、輸出が反転し始めた直後に、アベノミクスによつてますます改善の度合いを強めたといふ意味だらうと思ひます。

日本の輸出は約五割がドル建て、四割が円建て、残りが他の通貨建てです。ドル建ての輸出は

円安になると、数量が全く増えなくても円安の分だけ売上が伸びます。企業収益が直ちに良くなったのはそんなです。先ほど申し上げたとおり、別に輸出数量は増えていないのに、なぜ企業収益が上がったかというと、円安です。もちろん、円安で企業が儲かるようになれば、ドル建ての価格を引き下げて競争力を回復しようとするだろうと思われませんが、それはすぐには起こらない。現にこの一―三月までは、ドル建て価格は変わっていないと報告されております。最近になってやっと、ドル建ての価格を引き下げ始めているということになりますと、その効果があらわれるのは六カ月とか一年先ですので、恐らく円安の本当の効果は、今後あらわれてくるということだろうと思います。

ただ、円建ての四割は、円安になりますと、ドル換算するとそこでもう価格競争力がついてまい

りますので、こっちは少し早目に競争力がつく。そうであつても、それが本当に輸出数量に効果をあらわすにはやはりタイムラグがあると思います。いずれにいたしましても、半年以上のタイムラグをもって輸出は本格的に増え始めるのではないかというのが一般的な見方です。

日本経済は何といつても輸出でございまして、輸出が増えないことにはあまり景気が良くならないというのは、過去繰り返していることです。逆に言うと、輸出が停滞すると景気が悪くなる。リーマン・ショックのときもそうでした。先進国の中で一番景気が悪化したのは日本でありました。一方、金融商品によって金融機関が傷ついたという部分は、日本はほとんどなかった。ヨーロッパが非常に大きな被害を受けました。しかし、なぜリーマン・ショック後、一番日本が落ち込んだかというと、輸出減少の影響でした。八

ページのグラフの〇九年のところを見ていただくと、これがいかに大きなインパクトであったか。前年対比半減するといったことが起こったわけです。

私の申し上げたいのは、今、足元が明らかに改善の兆しがある。しかし、全てがアベノミクスの効果かどうかというと、その部分と海外の好転の部分とがあつて、アベノミクスによる効果は、これから期待できるのではないかということです。

(2) 大和総研の経済見通し

(国内総生産)

それを前提に、大和総研の今後の経済見通しを四ページに掲げておきました。二〇一三年度、二〇一四年度の需要項目別の成長率の状況をあらわにいただきたいと思います。

まず、「国内総生産（実質、前年同期比）」は、年度のところを見ていただきますと、二〇一三年度三・一％。その三・一％を達成する理由の第一番目として、公共投資の欄を見ていただきますと、四一・六、七一九が、一七％、二九・五％と大幅に伸びる予測をしております。これは前回の補正予算編成によつて、復興需要を中心とする公共投資が大幅に伸びるであろうということで、二〇一三年度の公共投資は全体で一・二％。これによつて牽引されているわけです。

第二番目は、消費税の二〇一四年四月の税率引き上げが二〇一三年度に駆け込みの需要を起し、二〇一四年度に反動減をもたらすということがあるわけです。民間消費支出の二〇一四年の一―三月、年度では二〇一三年度に属する第4四半期は、七・六％と消費が大幅に伸びることになっております。住宅を見ていただきますと、少し前

の一〇——一二月期に一一・五%伸びる。ところが、二〇一四年の四—六月期を見ていただきますと、消費はマイナス一二・二%、民間住宅投資はマイナス二二・六%ということで、これが反動減でございます。

その結果、二〇一四年度を見ると、全体の成長率は〇・七%増にとどまるであろうというのが我々の見方でございます。二〇一三年度は三%を少し上回るだろうけれども、二〇一四年度に一%はなかなか難しいのではないか。ただ、ここで誤解のないようにお話をしなければいけないのは、今言った消費税の引上げが影響しているものですから、暦年で見ると全く事情は変わってまいります。二〇一三暦年の成長率は二・二%、二〇一四暦年の成長率は一・八%ということで、もう少しなだらかになる。しかし、一四年のほうが一三年より下になってしまうのは、この期間には財政出動

が前回の補正以外はないということが前提になっているからです。

(物価)

次に物価でございます。二〇一三年度のコアCPI（生鮮食品を除いた消費者物価指数）は前年同期比〇・三%、二〇一四年度が二・九%ということです。二・九%という一四年度の数字のうち、二%は消費税の引き上げによるものと考えられます。大体これはどの機関の想定も一致しています。（非課税品目もあるため、引き上げた消費税率そのままではなくて）税率の七掛けがコアCPIに反映されるということです。一四年四月は三%引き上げになるので、約二%ということで、消費税増税の部分を差し引いた実力のコアCPI上昇率は、二〇一四年度〇・九%です。二年で二%の物価上昇というのが日銀の方針ですが、

二〇一五年のいずれかの時点で二%になるのかどうか。このあたりは、一%を超えることは十分あり得ると思いますが、正味二%までは簡単ではないと思われます。

なお、五月のコアCPIはつい最近発表されましたが、前年比〇・〇%ということで横ばい。四月月はマイナス〇・四%でございました。四月まではずっとマイナスでしたけれども、五月は〇・〇%となりまして、多分六月は〇・三〇・五%程度の上昇に転ずるであろうと見ております。その大きな理由は、五月を見ると、電気代の引き上げが影響しています。六月も恐らくエネルギー関連、円安で上昇する食品の素材、そういったものが押し上げ要因となつて、プラス〇・四%前後と思っているわけでございます。

このような形でコアCPIが上昇することが望ましいことなのかどうかと考えれば、望ましいと

は言い切れないと思います。コストプッシュの物価上昇ということで、それが望ましいとはなかなか思えません。もちろん、雇用者所得もそれに伴って増加していけばいいのですが、ここはなかなか難しい問題であろうかと思ひます。

(3) 日本銀行の経済・物価情勢の展望（「展望レポート」）

五ページに、日本銀行がこの四月に出しました「展望レポート」、これは二〇一五年度まで三年間を見通しております、我々より一年先まで見通しているわけでございます。二〇一三年度、二〇一四年度と、実質GDPの中央値の数字は二・九%、一・四%。この数字は、一三年度は、我々は三・一%ですからほとんど変わらないですけれども、一四年度はやや高目だと思ひます。

それから、消費者物価につきましては、先ほど

我々は二〇一四年度二・九%と申し上げました。

したがって、これも少し高目でございます。二〇一五年度には、消費税除きでコアCPIがプラス一・九%になる、ほぼ二%は達成できるという姿になっているわけですが、このあたりがやや楽観的に過ぎるのではないかといった批判があるわけです。もちろん、まだ先のことなのであまり断定的に物を言うべきではないかとは思いますが、そういう問題点があるということだと思います。

(4) 日銀の金融政策

九ページ、一〇ページは、日本銀行の大胆な金融緩和というものを整理しておきました。これは皆さん御存じだと思いますので、ここでは繰り返しません。要するに、一四年末までにマネタリーベースを二〇一二年末の倍にするということを約束しているわけでございます。

(5) 金融資本市場の動向

(為替)

その結果、一一ページを見ていただきますと、まず、為替レートでございます。グラフで明らかのように、急激な円安となりました。実質実効為替レート、実数値で見ても、昔の円安と同じようなレベルにあります。現在の円安がまだまだ続くのか、こんな程度なのか、それとも今度は円高に向かっていくのかというのは、最初に申し上げますたとおり、予測はいたしませんけれども、少なくとも現時点が円安に過ぎるということはないのではないかと思っております。

(株式・債券)

次が株でございます。一二ページの左の表で、日経平均は最近また大分戻しておりますが、五月のころを過ぎたとき急落いたしました。外国人

買いの状態を見ると、昨秋来、アベノミクスということが言われてから、外国人は買い越しをずっと続けてまいりました。恐らく株価の急落で、外国人投資家はかなり損失をこうむったと推定されます。現時点では外国人の買い越しはほんのわずかであって、ほとんどネットでは買い越しになっておりません。今後また回帰してくる可能性はあると思いますが、そういう状況でございます。

それから、右の表は長期金利の指標である一〇年物国債金利の推移です。日本は、五月に入りまして一段切り上がりました。それまでは〇・五％という程度で、一時は〇・三％に近い状態でしたが、〇・八％、場合によっては〇・九％ぐらいまで上がって横ばった状態でございます。

この金利の上昇が何を意味するかということですが、今のところほとんど金利上昇になっていくといったことは見られません。これは一〇年物の

金利ですが、実は三年物とか五年物の金利も上がっている。このあたりがちよっと悩ましいところでありまして、もともと大胆な金融緩和というのは金利を下げることを目標としているわけで、これが上がってしまったというメカニズムはなかなか難しいものがあると思います。もちろん、インフレが二％を目指すということで、インフレ期待が上昇し、企業収益の増加期待が上昇するということであれば、金利は上がるほうが整合的な姿です。そういう良い意味での金利上昇なのか、それとも、そうでない意図せざる金利上昇ということであるのか、このあたりは非常に難しいところでありまして、財政の先行きと絡んで最大の心配事の一つと思っております。

(6) 評価と課題

今まで御説明いたしましたとおり、この政権の

経済政策は、金融市場にある程度サプライズを与えることに成功したわけでございます。そういう意味では、今までデフレ的な均衡、眠ったような市場が、目が覚めたようになったという意味で成功していることだと思いますが、サプライズを与える政策は、マーケットが過剰反応する問題もおこっている可能性があります。

今までのいろいろな政策は、財政政策は少し違うのですが、金融政策においてはマーケットとの対話ということを非常に重要視するので、マーケットを驚かすというのは、少なくともかつてのFRB（米国連邦準備制度理事会）のグリーンズパン議長時代は、やってはいけないことの一つとされてまいりました。しかし、それはともかくとして、今回は好影響を与えたのですけれども、その副産物として市場が過剰反応した可能性、すなわちボラティリティ（価格変動率）が上がったと

いう可能性が一つあるのかと思います。

第二番目は、消費者センチメント、マインドが好転したと申し上げましたけれども、企業の経営者のマインドも好転いたしました。最近の日銀短観を見ると、先行き明るい見通しを持っておりますので、これは明らかに心理的には好影響を与えたと思います。

もう一つは、円安が何といっても輸出に好影響を与えている。しかも、先ほど御説明しましたとおり、その効果が本格的にあらわれるのはこれからといっても過言ではないということでございます。改善に向かって大きな一歩を踏み出したという意味で、これは日本にとってチャンスであつて、万が一、今回も失敗ということになると大変ですので、成功させなくてはいけないということだろうと思いますが、成功に導くためには課題もあるだろうと思います。

(課題その一―財政規律の維持に関する発信)

その課題が幾つかありますけれども、第一は、財政規律の維持ということに関して、必ずしも十分に発信されてないのではないかとということでございます。最近、成長戦略の中に菅政権時代につくった財政運営戦略、すなわち、二〇一五年度までに一〇年度のプライマリーバランス(税収・税外収入と、国債費を除く歳出との収支を表す基礎的財政収支)赤字、これは対GDP比で六・数パーセントだったのですが、これを半減させる。ということは、三%ちよつとのプライマリーバランス赤字に縮小するということです。さらに、二〇二〇年度までにはこれを均衡させて黒字化するということを決めました。これは民主党政権下で決めたことです。その方針を堅持するということが言われているわけです。どうしたら堅持できるのかというのは、参議院選挙後につくることに

なっている。

したがって、参議院選挙後につくられるであろう新しい自民党政権下の財政運営戦略を分析してみないと、財政規律の維持がきちつとしているのか、それとも見かけにすぎないのかといった判断はできません。したがって、話はここまでということであります。二〇一〇年のときは、二〇一五年というのは少々先の話でしたけれども、二〇一三年度で一五年というと呼びかけの間という感じになっておりますので、時間的ゆとりは少なくなっています。

この財政運営戦略の姿は、一五ページを見ていただきたいと思います。

今、私が申し上げたことのグラフがあるのですけれども、一〇年度マイナス六・六%のプライマリーバランスを一五年度に半減という四角いポイントが示されております。これがマイナス三・二

%。さらに二〇年度までにゼロに持つていくというのがもととの計画でした。一二年、一三年と、このままいくとむしろ悪化していくという推計になっておりますが、これは政府みずから、ことしの二月に経済財政諮問会議に試算として提出したものです。

なぜこうなってしまったのかというと、補正予算の編成が非常に大きな理由だと思います。財政を再建するには歳出を削減する、収入を上げるという方法がありますが、補正によって歳出を増加させてしまっているのです、状況は悪化している。これを踏まえて、一五年度に当初目標のマイナス三・二%を達成するというのは並大抵のことではないと思いますので、これを説得力あるものとして提示しないと、ただ単にそうすると言うだけでは、「ではどのようにしてやるのですか」ということになります。そこが一つのポイントであろう

と思います。

その状況によって、格付会社が我が国の国債の格付を引き下げるということは頭に置いておくなくてはいけないと思います。現在我が国の国債は、S & Pの格付で申しますとダブルAマイナスです。私が現役のときにはトリプルAという最上級でありましたので、それから随分下がつてきた。このダブルAマイナスというのは中国の国債と同じ格付でございます。万々が一、これがシングルAに下がるということになりますと、中国より評価が低いことになりますので、これが何がしかのトリガーを引くかもしれないといったことは頭に置いておかねばならないだろうと思います。

(課題その二―成長戦略の可及的速やかな実行)

課題の第二点は、成長戦略の中身が不十分なの

ではないかといったことが、メディアあるいは一部のエコノミストの間でも指摘されております。

確かに、これをやれば日本経済は相当改革できるといったものはなかなか見当たりません。しかし、このところ、歴代内閣は全部成長戦略をつくってまいりました。民主党政権時には三人の首相がそれぞれ三つの成長戦略をつくりましたが、実行されていません。実行する暇なく内閣がかわったということです。

問題は、計画をつくることよりは実行することではないかというのが私の見方でございまして、立派なものをつくってほしいということもありますけれども、今の計画をできるだけ早く、できるだけ多く実行することのほうが大事なのではないか。もっといい計画をつくれという指摘はもちろん可能だとは思いますが、それよりは、計画を実行することが重要だと私は思っております。

ただし、実行に時間がかかるというのは間違いないところで、場合によると、効果があらわれるのは四～五年先ということも十分あり得るわけですから、第一の矢（大胆な金融政策）、第二の矢（機動的な財政政策）はカンフル剤で比較的即効性があるのですが、第一、第二の矢と第三の矢の間にタイムラグが相当出てくる可能性が高い。第一、第二、第三の矢は放たれたというとき、きびすを接したように順調にいつていくように思いがちだけれども、実は第三の矢（民間投資を喚起する成長戦略）は、つくって始めようというときに（まと）は相当遠くにあるわけで、時間の問題を無視できないのではないというのが私の言いたいところでございます。

ということになると、その時間をもたせるために、例えばまた補正予算をやったかどうかといったことは、過去の経験では一番起こりやすいこと

です。補正予算を一回組んで、そのまま終わったということはほとんどないのではないのでしょうか。要するに、一年経つと一年前の補正予算の効果が切れたことによって、反動減が生じてしまう。それが景気の足を引っ張る。これは先ほどの二〇一四年度、我々は〇・七%になるという試算の一つの原因でもあるわけです。そこで、これをせめて一・数パーセントにするためには、また補正予算を打ったかどうかということになりかねない。是非そうすべきだと私は申し上げているのではなくて、そういうリスクもある。そうなるとうすます財政運営戦略というのは簡単なものではない。構造改革をいち早く効果あらしめるといことがポイントかと思っています。

（課題その三―雇用者所得の増加を伴った物価上昇）

第三番目の課題は、雇用者所得の増加を伴った物価上昇となり得るかということでありま

す。
給与をできるだけ上げろといったことを政府も経済界に要請しているわけですが、これは要請するということだけでは限界がある。経済的に給与が上げられるような環境が実現するかどうかというところでございまして、万が一、いわゆるスタグフレーションということになると困ったことになる。仮にインフレ率が高まってくると、年金生活者は相対的に生活レベルが下がるという問題も出てくる可能性があります。

（課題その四―政策の出口戦略）

あえて第四番目の課題を申し上げますと、直近

の話ではないのであまり強調すべきではないと思いますが、金融緩和と政策の出口がどうなるのかというのが重要なことなのではないかと思っています。

せっかく思い切った金融緩和をやっている最中に、出口戦略はどうなんだということを言うのはあまりフェアな立場ではないと思っておりますので、私も声高に言うつもりはありません。しかし、政策担当者は考えておかなければいけないこととであります。

F R Bのバーナンキ議長が六月のF O M C（連邦公開市場委員会）の会見で、今年中にQ E 3と言われる量的緩和第三弾の縮小、八五〇億ドルの国債及びA B S（資産担保証券）等の買い入れを縮小するということを示唆いたしました。これはもちろんデータ次第、アメリカの景気が今後どのように展開するかということがポイントであるということは何度も何度も言っているわけでございます。

ますが、マーケットは、そういうことを言うからには、アメリカの景気がよくなると、F R Bはある程度自信を持って見ているのだろう、自信がないのにそんなことを言うはずがない、とすると、今年の九月ぐらいにはQ E 3が縮小される可能性があるということ、株価は下がる、長期金利は上がるということが起こっているわけです。

マーケットの過剰な反応に、F R Bはややいら立っている状況になるのではないかと思います。といいますのは、バーナンキ議長以外に、各地区の連銀総裁などF R Bのメンバーの人たちが何かにつけ、マーケットは誤解している、我々はそんなことは言っていない、景気次第だと繰り返し言っているわけです。

しかし、実はこれにはまた前触れがありまして、五月のF O M C後、バーナンキ議長は会見で、F R Bは出口戦略を検討するかもしれないと

いう趣旨のことを言いました。そこで、これまた早ければ九月にはQE3を縮小するというふう理解されて、市場は反応をしたわけでございます。ほとんどのFRBウォッチャーは、これはバーナンキ議長が発言が不用意だったか、あるいは、もう少し中立的に言ったものをマーケットが誇大に解釈したんだ、バーナンキ議長の本心はそこにはなかったという解説が随分なされました。

しかし、六月にもう少し抑制的なことを言うのかと思ったら、逆に、それをさらに推進するようなことを発言した。これは明らかにバーナンキ議長は意図的だったと思います。意図的でなかった、誤解だと言っている人はたくさんいましたが、私は、バーナンキ議長はそんなにいいかげんな思い込みではやらないだろう、これは考えに考え抜いた戦略だろうと思います。

来年一月に、バーナンキさんはFRB議長をほ

ぼ間違いないで退任されますけれども、ここまでやった量的緩和政策に、何がしかの先行きのシナリオを書いて退任するということを模索した可能性があるのではないか。これは私の勝手な推測でございます。秋になってからそういう話をしたのでは、もう間に合いません。春から言わないと、秋に現実に出口政策を行うことはできません。ということ、私は相当意図的なものがあるのではないかと思うのです。

ただ、誤解の一つは、量的緩和の度合いを縮小するにしても、まだ緩和だということです。新しい資産買い入れをストップするという状態になったときは、金融政策の立場としては中立です。資金吸収オペをするわけではない。何もしないということですから、中立なのです。中立に向かって徐々に緩和度合いを縮小していくのは当然のことです。かつ、FRBが公開している議事録

によれば、将来の利上げのタイミングについて、委員会参加者のほとんどの人は二〇一五年だと見ている。それより前の時期だと考えているのは、一人から三人。それより後だと思う人も一人いるのですが、大半の人は一五年に利上げすると言っている。まだまだ大分先ですから、マーケットは明らかに過剰反応だと私は思います。

しかし、事ほどさように出口戦略というのは難しいものです。積極的な政策をとっているときはまだいいのですが、収束を図ろうとすると非常に難しい。今は極端な緩和をしている状況ですから、その出口戦略はかなり難しい。その点はよくよく考えておかねばいけないのではないかということです。米国FRBの話をあえて申し上げましたのは、あのFRBでさえも、出口戦略は今、成功していない。むしろ混乱を起こしているということでございます。

以上が金融政策です。

二、日本の財政の持続可能性

(1) 各国の高齢者人口比率

財政問題のほうに移りたいと思います。財政問題は、ポイントだけ申し上げます。一七ページをお開きください。

この棒グラフは各国の六五歳以上である高齢者人口比率の現在と二〇六〇年の姿です。日本は現在二三%。現在といっても統計が二〇一〇年でございますので、一三年度の現在では二四%になっていると思います。それが二〇六〇年には四〇%になる。あとの国々についても、世界は全部高齢化に向かっているということです。これが地球上の姿です。

米国は現在一三%ですが、二〇六〇年に二二%

と推計されておりまして、現在の日本よりも高齢化割合が低い。これは移民政策で、ヒスパニック系とかアフリカ系アメリカ人の出生率が高いということです。アメリカでは高齢化問題という話題を聞いたことはありませんが、こういう事情にあります。

ところが、そのほかの国では大体、高齢化問題というのが言われておりまして、特に中国と韓国です。中国は、現在の高齢化比率が八%ですが、これが二九%に、二一%ポイント増えるということで、高齢化のスピードが非常に速い。韓国も一%から三四%で、二三%ポイント増えるということです。実は日本よりも今後の高齢化のスピードが速い。高齢化の到達点が高いということ、スピードが速いということ、この二つが問題です。韓国、中国は、高齢化のスピードが速いという問題を今後経験することになるわけです。

国連の統計上の定義によりますと、六五歳以上の人口比率が七%を超えると「高齢化社会」、倍の一四%を超えると「高齢社会」、さらに七%足して二一%を超えると「超高齢社会」と言われております。日本は現在、この表の中では唯一の超高齢社会でございます。ドイツやイタリアも、日本にかなり近いことでもあります。超高齢社会の日本が、これから今のまま何もしないで社会保障を続け、国民負担もそれほど上げないということになると、社会保障制度も財政もほとんど破綻することは間違いありません。そこがポイントの一つでございます。

(2) 各国の租税・社会保障負担率

一八ページ、各国の租税・社会保障負担の合計、いわゆる国民負担率は、日本は三九%、四割弱でございます。米国は三二%ぐらい。福祉国家

といわれるスウェーデンは、昔は七割ぐらいで国民負担率は高かったのですが、現在は六割を切って五九%まで下がってまいりました。イタリアが六二%。財政破綻懸念のある国の一つですが、イタリアは驚くくらい国民負担率は高い。したがって、過去の借金の残高は非常に高いですが、財政収支赤字のレベルはあまり高くありません。

ポイントは、日本は四割弱の国民負担率で、現状、世界で唯一の超高齢社会。これは借金をしない限り維持できない。財政赤字の根本原因はそこにあります。すなわち財政赤字を減らすというのは、社会保障制度をどうするかということを解決しない限りできない相談です。私は財政のほうからこの問題に取り組むのは間違いだ、社会保障制度のほうから取り組むべきだと思っています。

その社会保障制度をきちつとサステイナブル（持続可能）なものにすれば、結果として財政もサス

ティナブルなものになる。そういう性格のものでございます。

我々は、仮に国民負担を今の社会保障制度を前提に、二三〜二四%の高齢化割合が四〇%になるというサービス水準を、プライマリーバランスを均衡させるという前提で国民負担を計算するとどうなるかという試算をしました。ここには書いてありませんけれども、国民負担率が大体七〇%です。現在の三九%が七〇%になる、これは二〇四〇年から二〇五〇年ごろの話です。大分先とはいえ、そういう計算になります。七割の国民負担というのは、今はスウェーデンでも六割を切っているということですから、日本の国の姿としては受け入れがたいものだろうと思います。したがって、このまま放置はできない。どうしたらいいかということでございます。

三、超高齢社会・日本の国家像

(1) 超高齢社会日本の三〇年展望（D・I・R三〇年プロジェクト）―前提

一九ページでございます。我々は「超高齢日本の三〇年展望」というプロジェクトに二年がかりで取り組み、分析結果による提言を去る五月に発表いたしました。いろんなところで少しずつこの問題が取り上げられつつあります。

このプロジェクトでは、三〇年先を展望するということ、かつ、試算のためにモデルを動かしてシミュレーションを行うという大作業をやったものですから、試算の前提となる、世界経済の成長率はどう見通すのか、日本以外の人口動態はどうなんだ、原油価格はどうなんだ、日本のエネルギー政策、原子力発電所は動かすのか動かさない

のか。こういうことが全部このプロジェクトに関係してまいりました。例えば原子力発電所は、規制委員会が安全と判断したものは動かす、しかし、四〇年廃炉というルールは変えない、新しい原発は建設しないと、今から四〇年経つと原発はゼロになるということです。実は四〇年ではなくて、三八―三九年にゼロになるのですが、そういうことを前提に計算したわけでございます。

(2) 日本経済の長期予測

二〇ページでございます。では、そのときの実質GDP成長率はどうなるか、「ベースシナリオ」というのは何もしないとき、「改革シナリオ」というのは、これから申し上げる幾つかの改革を社会保障について行う場合、「超改革シナリオ」というのは、さらなる大改革をするということで計

算しました。実質成長率はベースシナリオでは大体一・五％ぐらいであるものが、一・三％程度ぐらいいまで落ちてしまう。

超改革シナリオというのは、公的社会保障制度に加えて民間の社会保障を充実するというアイデアを持っているものですから、その分民間活力が活性化して、成長率が意外に上がったたりするといふことがみそです。改革シナリオについては、〇・二％ぐらい下振れる。そのときの物価は大体一・五％程度です。我が国の消費者物価は長期的に見ると、一・五％程度というのが、我々の見通しでございます。

名目賃金は、そのときには三％近く上昇しているべきであり、長期金利も物価を上回って、三％ぐらいの金利水準になるであろう。円／ドルレートは、今後はどちらかというと円高の方向に向かっていくであろう。経常収支は、原燃料の輸入

をしなければいけませんので、貿易収支は、このところ赤字傾向ですけれども、経常収支も次第に細っていつて、結局、三〇年代にはマイナスになつてしまう可能性が高いといったシミュレーションをした上で、二一ページの改革シナリオ、超改革シナリオを計算いたしました。

(3) 社会保障と財政

(制度改革の具体的内容)

二一ページをごらんください。この中を一つ一つ説明すると時間がありませんが、例えば年金の支給開始年齢を、改革シナリオでは六九歳まで引き上げる。今、六五歳に向かって引き上げておりますけれども、それを六九歳まで引き上げるといったかなり大胆な改革をする。超改革シナリオは、それにさらに輪をかけたことをやるということでございます。

(シミュレーション結果)

それでいきますと、結論は、二二ページの「高齢者一人当たり社会保障給付の所得代替率」という水準にあります。何もしないレベルから、改革シナリオによると、全体に一〇%程度切り下がっていく。さらに、超改革シナリオではそこから一〇%近く、率でいくと二〇%近く下がっていく。そういう社会保障の水準をカットするという絵です。ベースシナリオでは増税は一切しないことになっていくものですから、国民負担率は横ばった状態ですが、超改革シナリオでは赤字を出さないということが前提になっているので、国民負担率は五〇%を超え、六〇%近くまで上がっていく。しかし、先ほど申し上げた七〇%までは上がっていかないということです。

それを前提に二三ページの財政のほうを見てみると、ベースシナリオでは大赤字になっていくわ

けですが、改革シナリオでも収支均衡を図ることはなかなか難しいというのが我々の結論です。ですから、ただ単に社会保障水準を減らして、負担率を上げるという従来型の延長線上で社会保障制度を維持しようと思うと、実は並大抵のことではないということが言いたいわけでございます。

超改革シナリオの考え方は、国が社会保障制度をできるだけ整備するという考え方をやめたらどうかということです。民間に委託する。民間の活動にする。介護などは民間保険でできる限りやる。医療についてもしかり、年金についても、最低限の年金は支給するけれども、それより上は各人の意思によって民間の保険で対応したらどうかということを言いたいわけです。

そういう形に転換すると、財政は大分改善いたします、我々が二〇四〇年～二〇五〇年ごろ、現在の二〇〇%を超える債務のGDP比率が、

ほととくと三〇〇%近くになるのですが、これを引き下げる計画が可能ということです。

最後に申し上げたいことは、少子高齢化の進展を背景にここまで膨らんだ借金を減らすところまで本当にいけるかどうか微妙ですけれども、赤字を垂れ流さない制度にするためには相当思い切ったことをやらなければいけないので、発想の転換をしない限り、うまくいかないのではないかと思います。

大分時間も過ぎてしまいましたので、あとは御質問があればお答えするという事にさせていただきます。以上で私の御説明を終わらせていただきます。

御清聴ありがとうございました。(拍手)

高坂常務理事 武藤様、ありがとうございます。アベノミクスを成功に導くための課題あるい

は財政問題等につきまして、大変示唆に富むお話を伺うことができました。

それでは、お時間をいただいておりますので、ここで皆様方から御質問あるいは御意見をいただきましたと思います。お手を挙げていただきましたらマイクをお回しいたしますので、よろしく願いいたします。

質問者A 大変具体的で、どうしたらいいかという今後の方向を考えさせるいろいろなお話をいただきました。ありがとうございます。

私は、今七七歳ですけれども、私の友人を見ますと、二割あるいは三割ぐらいの人が物すごく元気です。ただ、働く場所がないのです。私はその仲間たちと話しています、例えば新日鉄でも、定年退職を迎えたら、その人たちだけの会社をつくる。ただ、途中で体の調子が悪くなるなどで脱落する人はやむを得ない。結構元気な人がいるの

ですが、どこへ就職していいかわからないという状況です。

私は、ある国会議員の先生にそういうことを申し上げた。それは面白いアイデアだと言っていたので、その先生に対して、是非経団連に言ってくれるようお願いしたのですが、この、高齢者の働く場について、どうしたらいいのでしょうか。

武藤 資料二四ページをお開きいただきたいと思えます。御説明しませんでしたけれども、成長戦略は、いろんなことが書いてあって、それぞれの役所がそれぞれの政策を持ち寄ってつくったものというのは、見ても、どこにポイントがあるのか、我々でさえもわからないのです。かつて政策にたずさわった者でさえもわからないのですから、そうでなかった人はほとんどわからないと思います。

私は、それぞれに何が該当しているかを整理してもらいたいという気持ちもあって、この四つに整理したわけです。二番目の人口減少というのは、もちろん就業者数が減っていきますので、これに何とか歯どめをかけるということが必要であって、そのためには少子化対策、女性の雇用促進、外国人労働力の活用といった方策は必要ですが、今、御指摘のように、元気な高齢者の就業機会確保もポイントだと思えます。

それでは一体どうしたらいいのかということですが、これは私も、こういう会社をつくつたらいとか、そういう意味でのアイデアがあるわけではないのですけれども、一つのヒントとして時々お話しするんです。

私は、伝統文化の団体の関係のお話に一枚かんでおります。昔のお祭り。おみこし担ぎとか、幼児は山車の上でちょっこり座っている、女の人は

その上で踊っている、若者は引つ張ったり担いだりしている、老人は本部に陣取って、かつての習慣はこうだったとか、こういうことに気をつけろとか、管理監督している。要するに、日本の伝統的な社会活動というのは、男女あるいはそれぞれの年代が全て参加型です。これが必要なのではないかということです。ただ単に利益を追求するだけ、少しでも率が前年より上回るという競争をするにはふさわしくない体制かもしれませんけれども、みんなが参加して、みんなが生きがいを感じるものがあってもいいのではないのかという意味で、そういう話をしたことがあるんです。

特に今、肉体年齢が一〇歳ぐらい若い。加えて、年金受給年齢を六九歳まで上げるという案では、その間働いていないとどうしようもありません。七〇代の人が働くということもあるかもしれませんが、少なくとも六五から七〇歳の人

は働く社会にしないと、全体は回っていかないはずでございます。こんな事業をやったかどうか、そういうアイデアは、むしろ民間の人のほうがはるかにいろいろおありなのではないかと思えます。御参考になるかどうか、そういうふうに考えております。

質問者 A 私もその友人に申し上げたのですが、定年退職者だけの会社をつくった場合、そこに若い人は要りません。若い人がいると変な競争になりますから。高齢者は結構知恵を持っています。それから、時間は自分で調整できます。私は、基本的には生産性を上げられると思うのです。そういう意味で、途中で消えていく人はしょうがないですけれど、毎年そのような形で特定の人数が補給されるわけです。そこでまた一つの競争も生まれるということなので、試験的にもそういう会社があつていいのではないかと思っておりますが、

その動きが全然見えないんです。

これも一つアイデアとして極めて現実的ではないかと思しますので、その点、もし先生のほうでそれも一つのアイデアだなということがあつたら、そういうお話をどこかで言っていたら、具体的に会社をつくることからスタートしていけば、道が開けるのではないかと思っております。どうぞよろしくお願いいたします。

武藤 全く同感でございます。

質問者B 本日はお忙しい中、貴重なお時間ありがとうございました。

二〇ページの大和総研の長期予測について一つ御質問ですが、本日の理事長のお話の中で、公的債務の発散をいかに止めるかというのが一つのポイントだという趣旨だったかと思うんです。ただ、社会保障制度や国民負担を現状のままとする「ベースシナリオ」での成長率見通しを拝見する

と、二〇三〇年代でも一・〇%、「改革シナリオ」とか「超改革シナリオ」と比べても、成長率の差というのは、コンマ一ですけれども、むしろ高い。であるならば、年金の削減であつたり、国民負担の上昇といった負担を強いて、公的債務を削減するという動きより、現状制度維持で、「公的、これからも頑張ってくれよ」というほうが自然な流れであつて、かつ、成長率もそれほど改革と変わりがないのであれば、むしろそのほうがよろしいというのが一般的な見方なのではないか。

ただ、その場合、恐らく公的債務のリスクが高まるということだとは思いますが、そのあたりの成長率と公的債務とのリスクのバランスに対して、理事長はどういうふうにお考えになつていらっしゃるか、御意見をいただければと思います。

武藤 ベースシナリオの意味合いが大事なところ

です。実はベースシナリオというのは、現行の国民負担率を維持するという事になっている。ですから、上回った場合は借金で運営するということが前提になっておりまして、その借金を続けることが出来る、すなわち、破綻して国家がデフォルトということではないことが前提になっているわけです。しかし、仮に財政赤字が拡大していったときに、デフォルトはしないのかどうかということが一つ問題になると思います。

二三ページの左のほうのベースシナリオの折れ線グラフで見ていただくと、基礎的財政収支がどんどん悪化していくという姿になっていくわけです。我々はそこでデータ分析をストップしていますけれども、これは破綻シナリオで財政を維持できないだろうと考えているわけです。何かが起こる。誰も貸してくれない、IMFが日本を管理するようなことが起こらないとも限らないといった

ことです。それはあまり具体的にはここで論じていないのですけども、そういう意味でございす。

借金で全部行って、今のようなのが何も問題なく三〇年過ぎせると、こんな程度の成長になるということなので、それが実現可能なシナリオだとは我々は見えていないということでございます。

質問者B わかりました。どうもありがとうございます。

武藤 一つ、時間がある分だけお話しさせていただきますけれども、最近の中国の動向が非常に不安定になってきている。これは非常に心配な状況になってきたと思います。一―三月の中国の成長率が七・七%、七・五%の年度間の当初の計画を達成できない可能性もあり得るといぐらいの状況だと思えます。

雇用に非常に大きな問題が起こっていて、大学

卒業生が一〇年ぐらい前は一〇〇万人だったので、今は七〇〇万人ぐらいに増えている。ことしの春の大学卒の就職の内定率が三五%程度にとどまっているという話があります。要するに、大量の失業。特に農村部の学生はもつとひどい状態で、それが都市部に流れ込んで、非常に不穏な状況になりかねないということを今の政権は心配している。

非常に心配しているのですが、それでは金融緩和とか財政出動をするかというと、今の体制には全くその雰囲気はありません。なぜないのかというと、今の中国の国有企業の状況は大変非効率で、過剰な債務を抱えて、過剰な設備を抱えているとよく言われているわけです。有名なのは鉄鋼産業ですけれども、今はいろいろ増設中なので、二〇一五年には一〇億トンの生産キャパシティーを持つけれども、需要は恐らく八億トンもないだ

ろう。二割も過剰設備を抱える。過剰設備を抱えた企業が何で生き残っているのかというと、国営企業で経理がどうも不透明なんです。

それから、銀行が本当は貸せないようなところにも金を貸しているのではないか。それは余った金があるからなので、むしろ金利を上げて金融機関が逆ざやになってしまうような状況をつくらないと、銀行が国有企業とか地方公共団体のプロジェクトに安易に貸すことがなかなかやまない。国有企業と金融機関の癒着もあるようです。そういうのも一つ一つとも対応できないので、この際、マーケットの状況を使ってみる出すことを考えているのではないかと今予想されているのです。

ことしの秋、中央政府は、金融問題と高齢化に伴う社会保障問題、それから税制——今までのように成長率が高いと税収が伸びる。それから、資

産バブルが起こっているので資産価格が上昇する。土地の公有制のもとで、使用権を地方レベルで売却することによって収入を得て事業を行う。

これは税ではないけれども、資金調達の一つの手段です。それがバブルが崩壊するとできなくなるので、税制改革も恐らく大問題になるだろうといった見方があるわけです。

ここまですなななななな、中国がかつてのようにどんどん成長して、このままだららアメリカを抜いて世界一位のGDPになるというのはちよつと困難なのではないか、そのぐらゐ深刻な状況なのではないかと私は思っています。

万が一それが事実になると、一番影響を受けるのは日本ではないか。ですから、今後の日本の経済回復の一つのポイントは、中国が万が一にも革命的な混乱に陥るといったことは中国の当局者は何とか避けてほしい。尖閣とか何とかいって両

国関係が悪化しているということで、お互いに本当にこんな状態でもいいのだろうかと思えます。

今度、八月二日―三日、北京で「東京・北京フォーラム」というのがあるのですが、経済問題では、そういうことを強く中国側に言ってみようかと思っているわけです。最後に中国は目が離せない状況に今なりつつあるということを申し上げておきたいと思います。

高坂常務理事 それでは、お時間も参りましたので、以上を持ちまして、本日の「資本市場を考える会」を開きとさせていただきます。

改めまして、武藤理事長、どうもありがとうございます。
（拍手）

（おとう としろう・大和総研理事長）

（本稿は、平成二五年七月三日に行われた講演会の記録で、文責は当研究所にある。）

武 藤 敏 郎 氏

略 歴

1943年	埼玉県生まれ
1966年 3 月	東京大学法学部 卒業
1966年 4 月	大蔵省入省
1999年 7 月	主計局長
2000年 6 月	大蔵事務次官
2001年 1 月	財務事務次官
2003年 1 月	財務省 顧問
2003年 3 月	日本銀行副総裁（2008年 3 月退任）
2008年 6 月	東京大学 先端科学技術研究センター 客員教授（2011年 5 月退任）
2008年 7 月	株式会社 大和総研 理事長
2009年 4 月	私立開成学園理事長・学園長
現在に至る	

PASSION
FOR THE
BEST

大和総研
Daiwa Institute of Research

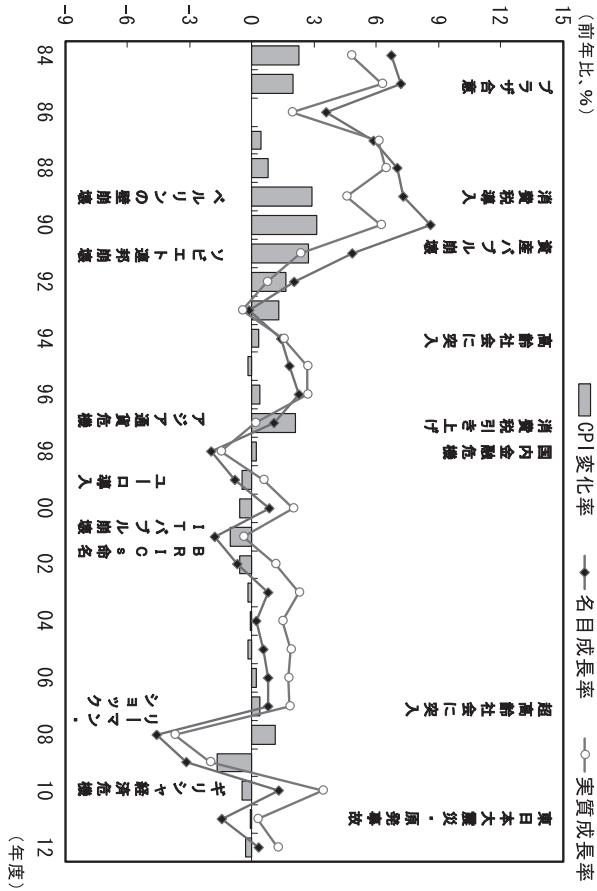
日本経済と世界経済の 今後の動向

株式会社 大和総研
理事長 武藤敏郎
2013年7月3日
～ 資本市場を考える会 ～

目次

- I. 日本経済の動向
 - 1. 経済成長の推移(失われた20年)
 - 2. 世界の潮流変化とその対応
 - 3. 大和総研の経済見通し
 - 4. 日本銀行の経済・物価情勢の展望(展望レポート)(2013年4月26日)
 - 5. 日本経済の現状
 - 6. 日銀の金融政策
 - 7. 金融資本市場の動向
- II. 日本の財政の持続可能性
 - 1. 一般会計における歳出・歳入・公債発行の状況
 - 2. 消費税率の国際比較
 - 3. プライマリーバランスに関する財政健全化目標(「骨太の方針」6月14日閣議決定)
- III. 超高齢社会・日本の国家像
 - 1. 日本の人口動態
 - 2. 各国の高齢者人口比率
 - 3. 各国の租税・社会保障負担率
 - 4. 超高齢日本の30年展望
- IV. 経済成長実現のための施策
 - 1. 日本の成長戦略
 - 2. 労働生産性の向上
- V. 世界経済の動向
 - 1. 世界経済の見通し
 - 2. ユーロ圏(17か国)
 - 3. 米国
 - 4. 中国

1. 日本経済の動向 1. 経済成長の推移(失われた20年)



(注) 国連の定義によれば65歳以上人口の割合が14%超で「高齢社会」、21%超で「超高齢社会」とされている。
(出所) 内閣府「国民経済計算」、総務省「消費者物価指数」より大和総研作成

2. 世界の潮流変化とその対応

I 潮流の変化

- 1 バブル崩壊 (1990 年日本資産バブル、2008 年米国住宅バブル、2010 年欧州国債バブル)
 - ・ 経済の停滞と財政赤字の拡大 → 財政再建と経済成長の両立
金融緩和とその副作用
- 2 冷戦構造の崩壊 (1989 年ベルリンの壁崩壊、1991 年ソ連崩壊)
 - ・ 東側経済の市場経済化 → グローバル化の進展 (新興国の台頭、G7 から G20 へ)
 - ・ IT 革命 → 情報化の進展
- 3 人口の高齢化
 - ・ 社会保障の持続可能性の確立 → 受益と負担のあり方
少子化対策・労働人口の確保

II 政策対応の視点

- 1 自由市場経済と社会的公正の実現 (時代の変化に対応した新しい規制・制度)
- 2 民主主義の試練とポピュリズム (受益の削減、負担の増加に対する国民の理解)
- 3 機能する統治機構の確立 (選挙制度、2 院制、議院内閣制、行政組織、地方制度、憲法改正)

3. 大和総研の経済見通し

	2012			2013			2014		
	4-6	7-9	10-12	1-3	年度	4-6	7-9	10-12	1-3
	年度	年度	年度	年度	年度	年度	年度	年度	年度
国内総生産 (実質, 前期比年率, %)	-0.6	-3.6	1.2	4.1	3.0	4.1	4.4	5.9	4.2
<実質, 前年同期比, %>	3.9	0.2	0.4	0.4	1.2	3.1	3.9	4.2	3.1
民間消費支出	0.8	-1.6	1.8	3.6	1.8	1.0	3.4	7.6	2.3
民間住宅投資	9.4	6.3	14.9	7.6	6.3	6.8	11.5	2.8	7.5
企業設備投資	-0.9	-12.4	-5.7	-1.2	-1.4	7.8	8.2	9.5	2.1
政府支出	0.8	1.4	2.6	1.7	2.2	1.2	1.6	1.2	1.6
公共投資	27.6	13.6	11.1	1.6	15.0	17.2	4.7	-14.6	11.2
輸出	-0.2	-16.5	11.3	16.1	-1.3	7.8	8.7	9.5	5.4
輸入	7.2	-1.2	-8.5	4.0	3.8	4.9	5.9	6.3	3.1
国内総生産 (名目, 前期比年率, %)	-1.0	-4.2	0.6	2.2	0.3	4.1	4.0	6.2	3.0
インフラクター (前年同期比, %)	-0.8	-0.7	-1.1	-0.9	-0.4	-0.3	-0.1	0.4	-0.1
鉱工業生産 (前期比, %)	-2.0	-4.2	-1.9	2.2	-3.1	1.4	1.9	2.2	4.3
コアCPI (前年同期比, %)	-0.0	-0.2	-0.1	-0.3	-0.2	-0.1	0.3	0.5	0.6
失業率 (%)	4.4	4.3	4.2	4.2	4.3	4.1	4.1	4.0	4.0
貿易収支 (兆円, 年率)	-4.4	-6.6	-6.4	-10.1	-7.2	-7.3	-7.1	-7.1	-7.2
経常収支 (兆円, 年率)	6.1	3.9	4.3	2.9	4.3	4.6	5.4	6.0	6.9
コーンレポート (期末, %)	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10
前期									
米国の経済成長率 (前年比年率, %)	1.3	3.1	0.4	2.4	2.0	1.7	1.9	2.2	1.9
原油価格 (WTI, ドル/バレル)	93.4	92.2	88.2	94.4	92.0	95.0	95.0	95.0	95.0
為替レート (円/ドル)	80.1	78.6	81.2	82.3	83.1	100.0	100.0	100.0	100.0
2013年6月20日改定値									

(注1) GDPは2013年1-3月期まで実績値、それ以降は大和総研予想。

(注2) 四捨五入の影響で政府の公費値と異なる場合がある。

(出所) 大和総研「日本経済見通し」(2013年6月20日改定値)

I. 日本経済の動向

4. 日本銀行の経済・物価情勢の展望(展望レポート)(2013年4月26日)

(対前年度比、%)

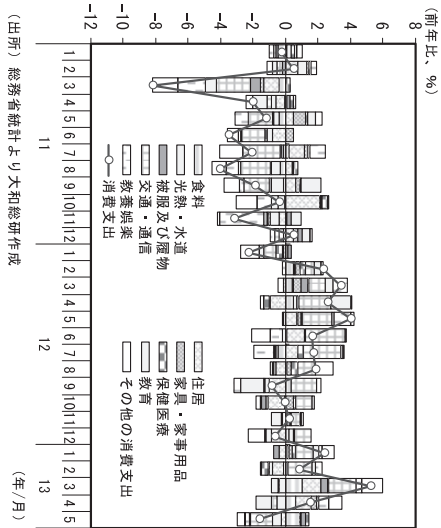
	2012年度	2013年度	2014年度	2015年度
実質GDP	+1.0～+1.0 <+1.0>	+2.4～+3.0 <+2.9>	+1.0～+1.5 <+1.4>	+1.4～+1.9 <+1.6>
消費者物価指数 (除く生鮮食品)	-0.2	+0.4～+0.8 <+0.7>	+2.7～+3.6 <+3.4>	+1.6～+2.9 <+2.6>
消費税引き上げの 影響を除くケース			+0.7～+1.6 <+1.4>	+0.9～+2.2 <+1.9>

(注) 上記見通しは消費税率が2014年4月に8%、2015年10月に10%に引き上げられることを織り込んでいるが、消費者物価の見通しについては消費税引き上げの直接的な影響を除いたベースの計数を作成している。直接的な影響を含む2014年度および2015年度の見通しは、税率引き上げが銀行の課税品目すべてにフル転嫁されることを前提に、物価の押し上げ寄与を機械的に計算したうえで、2014年度は+2.0%ポイント、2015年度は+0.7%ポイントを政策委員の見通しに機械的に足し上げたものである。

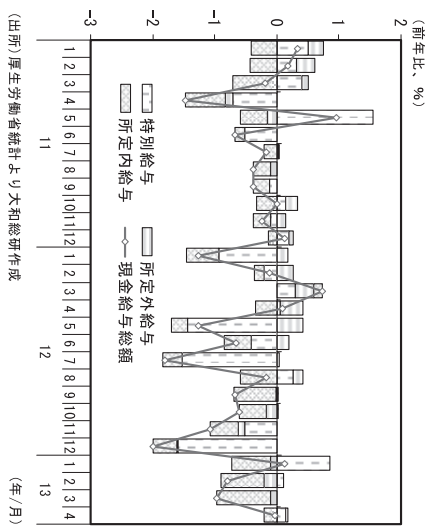
(出所) 日本銀行より大和総研作成

5. 日本経済の現状 ①

消費支出内訳(全世帯・実質)

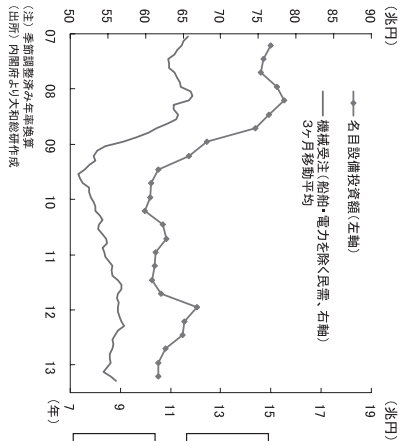


現金給与総額(要因分解)

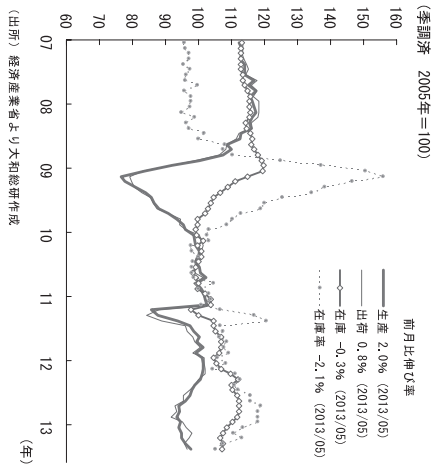


5. 日本経済の現状 ②

機械受注と名目設備投資

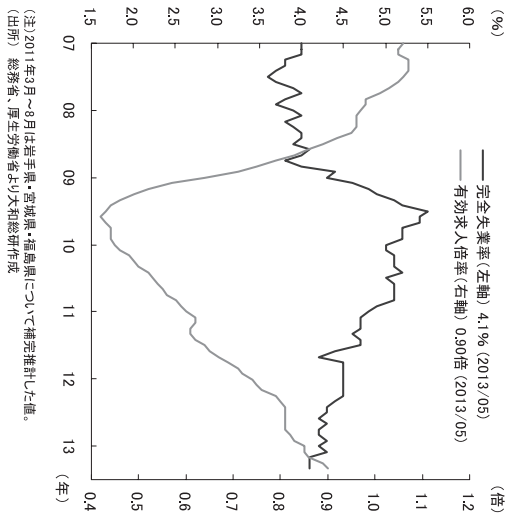


鉱工業生産

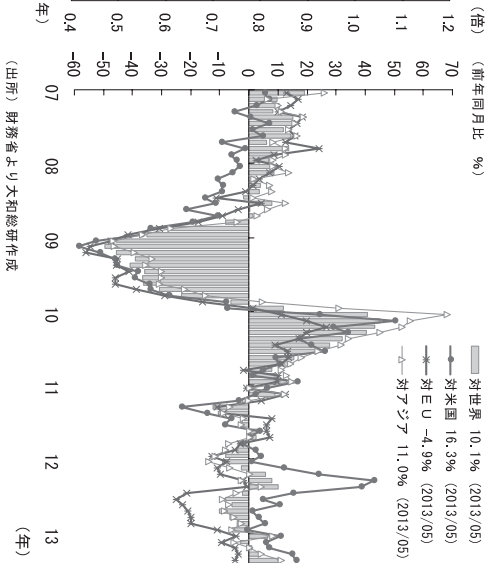


5. 日本経済の現状 ③

失業率と有効求人倍率



地域別輸出(金額)



6. 日銀の金融政策 (1) 2013年4月4日金融政策決定会合

◆ 「量的・質的金融緩和」の導入 ～量・質ともに次元の違う金融緩和～

消費者物価の前年比上昇率2%の「物価安定の目標」を、2年程度の期間を念頭に置いて、できるだけ早期に実現する。マネタリーベースおよび長期国債・ETFの保有額を2年間で2倍に拡大し、長期国債買入れの平均残存期間を2倍以上に延長する。

①マネタリーベース・コントロールの採用(量的な金融緩和を推進)	金融市場調節の操作目標を、無担保コールレート(オーバーナイト物)からマネタリーベースに変更、マネタリーベースが、年間約60～70兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う。
②長期国債買入れの拡大と年限長期化(イールドカーブ全体の金利低下を促す)	長期国債の保有残高が年間約50兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。また、長期国債の買入れ対象を40年債を含む全ソープの国債としたうえで、買入れの平均残存期間を、現状の3年弱から国債発行残高の平均並みの7年程度に延長。
③ETF、J-REITの買入れの拡大(資産価格のプレミアムに働きかける)	ETFおよびJ-REITの保有残高が、それぞれ年間約1兆円、年間約300億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。
④「量的・質的金融緩和」の継続	2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで継続する。その際、経済・物価情勢について上下双方方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行う。
⑤その他	資産買入等の基金の廃止・銀行券ルールの一時的適用停止・市場参加者との対話の強化

(出所) 日本銀行「量的・質的緩和」の導入について』(2013年4月)より大和総研作成

(2) マネタリーベースの目標とバランスシートの見通し

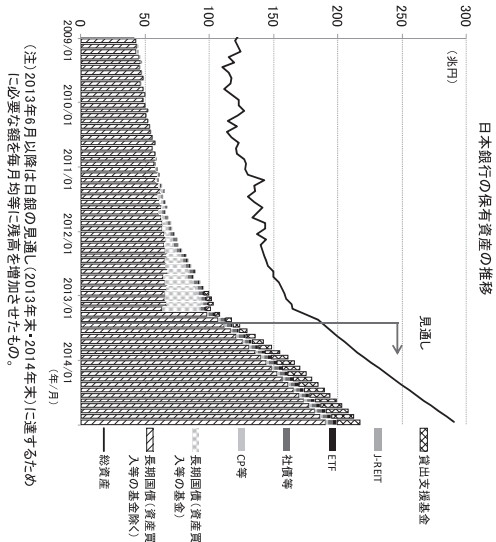
＜マネタリーベース等の目標＞

(単位:兆円)

	12年末 (実績)	13年末 (見通し)	14年末 (見通し)
マネタリーベース	138	200	270

バランスシート項目の内訳

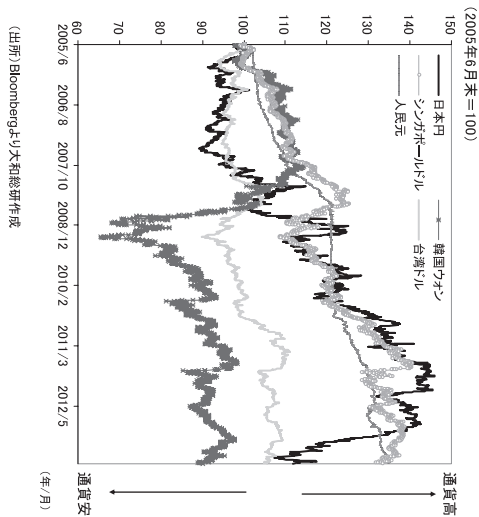
長期国債	89	140	190
CP等	2.1	2.2	2.2
社債等	2.9	3.2	3.2
ETF	1.5	2.5	3.5
J-REIT	0.11	0.14	0.17
貸出支援基金	3.3	13	18
その他とも資産計	158	220	290
銀行券	87	88	90
当座預金	47	107	175
その他とも負債・純資産計	158	220	290



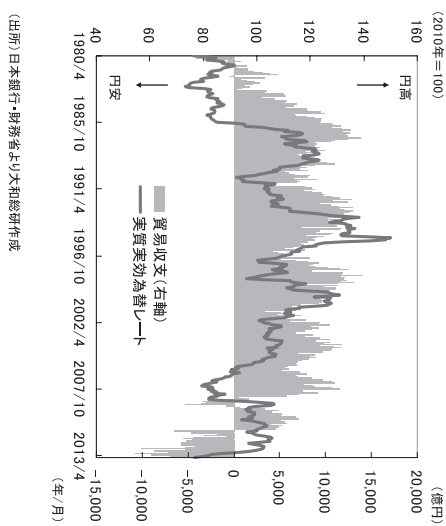
(出所) 日本銀行『量的・質的緩和』の導入について』(2013年4月)より大和総研作成

7. 金融資本市場の動向（1）為替

円ヒアアジア通貨（対ドル相対）

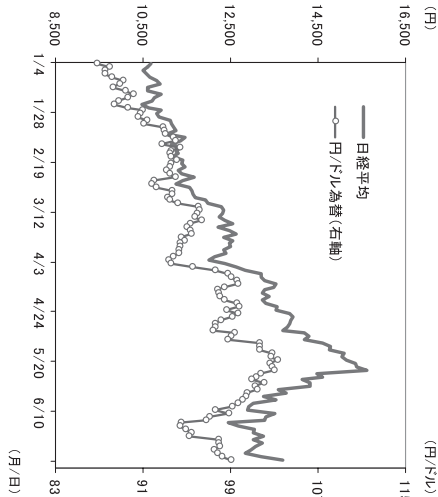


実質実効為替レートと貿易収支



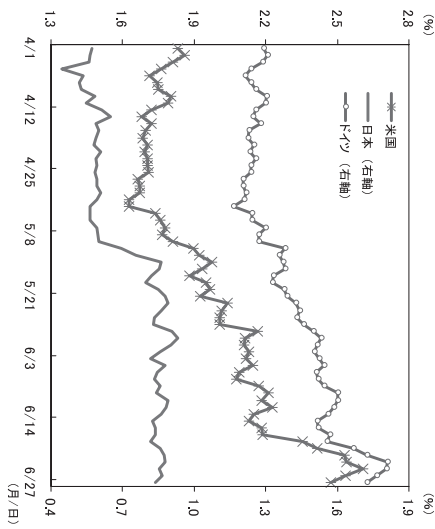
7. 金融資本市場の動向 (2) 株式・債券

日経平均と為替(円/ドル)の推移



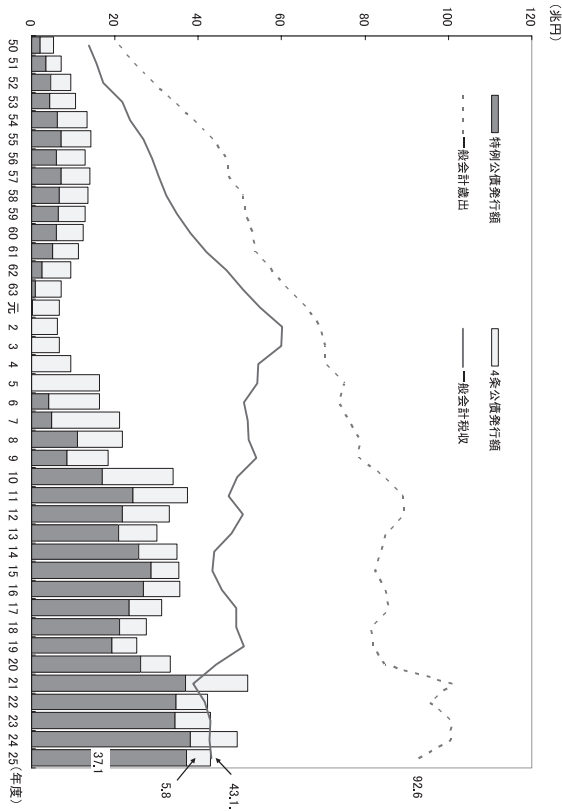
(出所) 日本経済新聞社・Bloombergより大和総研作成

日・米・独の10年国債金利の推移



(出所) Bloombergより大和総研作成

II. 日本の財政の持続可能性 1. 一般会計における歳入・歳入・公債発行の状況

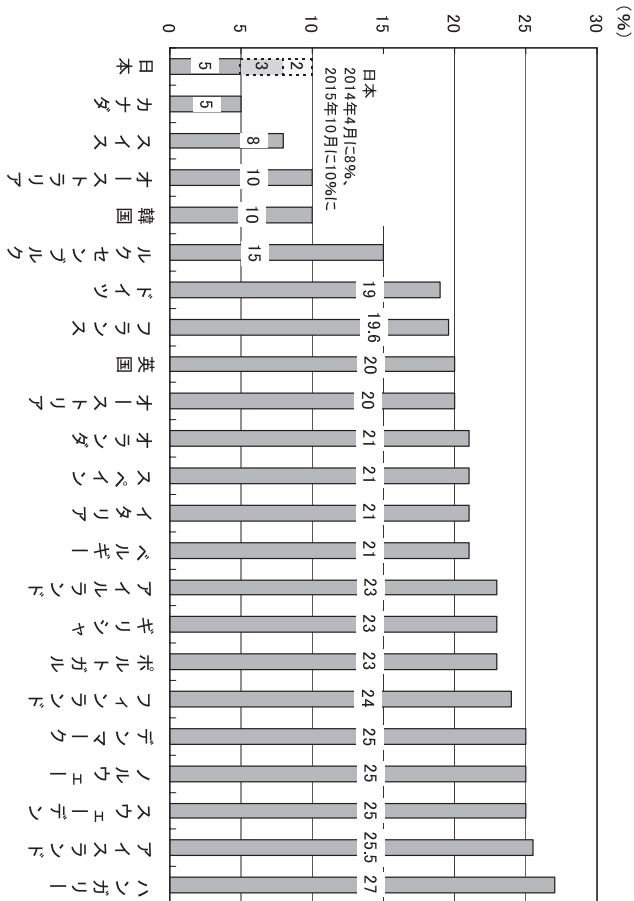


(注1) 平成23年度までは決算、24年度は補正後予算、25年度は当初予算による。

(注2) 公債発行額は、平成2年度の道州地域の平均回復活動のための臨時特別公債、平成6～8年度の道県税3%から5%への引き上げ・先行して行なわれた特別公債、平成23年度の東日本大震災からの復興のための復興債、平成24～25年度の基礎年金国庫負担分の1)を実現する財源を調達するための年金特別公債を除く。

(出所) 財務省より大和総研作成

2. 消費税率の国際比較

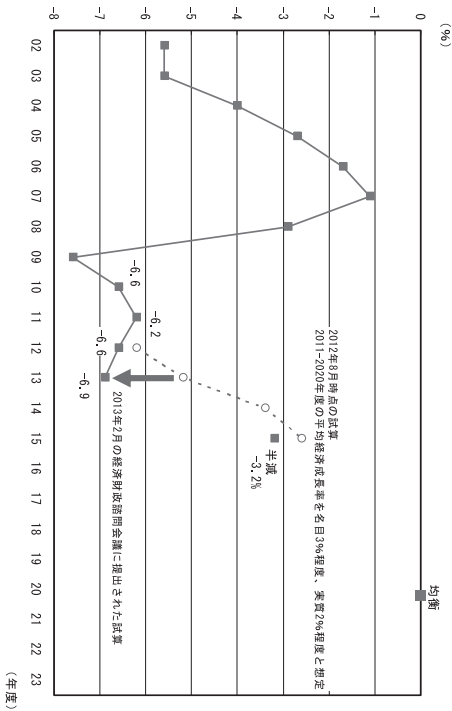


(出所) 財務省等より大和総研作成

3. プライマリーバランスに関する財政健全化目標（「骨太の方針」6月14日閣議決定）

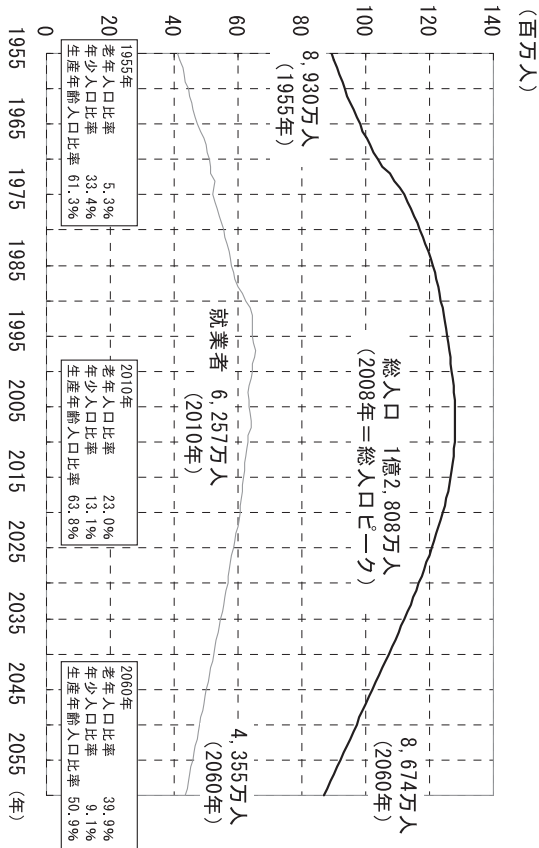
- ① 国・地方の基礎的財政収支赤字GDP比を、2015年度までに2010年度から半減（-3.2%が半減目標）。
- ② 国・地方の基礎的財政収支赤字GDP比を、2020年度までに黒字化。

国・地方の基礎的財政収支（対GDP比）



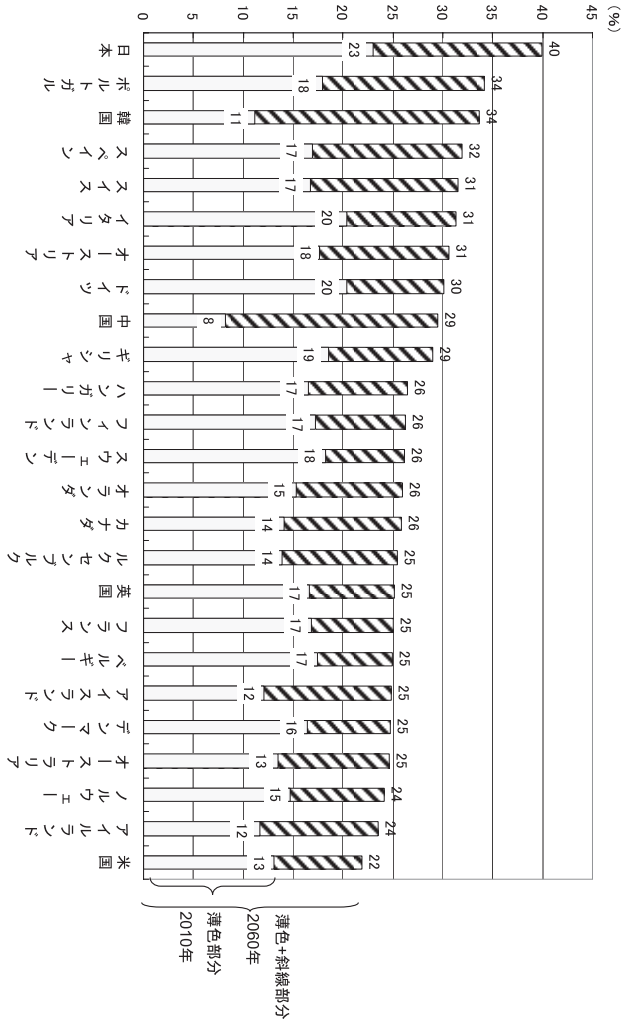
（注）10年度実績は▲6.8%だが、財政健全化目標策定時は▲6.4%と推計されていたため、半減目標は▲3.2%となる。
 復旧・復興対策の経費及び財源の金額を除いた執行ペース。2012年度補正予算の多くは2013年度に執行されると思込んでいる。
 （出所）内閣府より大和総研作成

Ⅲ. 超高齢社会・日本の国家像 1. 日本の人口動態



(注) 総人口は国立社会保障・人口問題研究所の推計値、就業者推計は労働政策研究・研修機構の推計値を基に大和総研作成。就業者推計では、年々実業196程度の経済成長と若者、女性、高齢者等の労働市場への参入が一足程度進むと仮定。2031年以降の就業者数は2020年から30年までの減少ペースがそのまま続くとして算出。(出所)総務省「国勢調査」「我が国の推計人口」「労働力調査」、国立社会保障・人口問題研究所「日本の将来推計人口(2012年10月中位推計)」、労働政策研究・研修機構「平成24年 労働力需給の推計」より大和総研作成

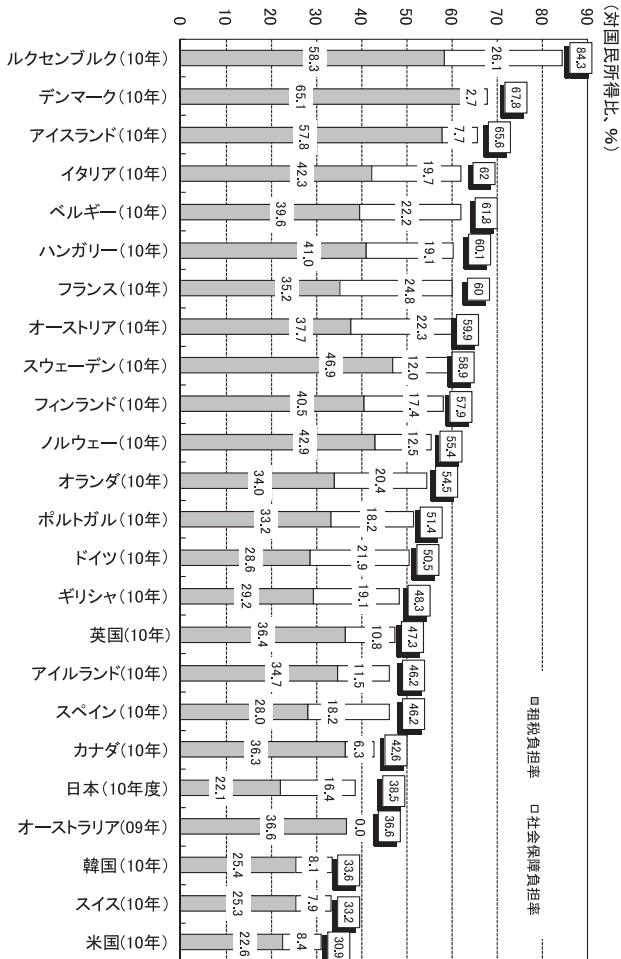
2. 各国の高齢者人口比率



(注) ここでいう高齢者とは65歳以上を指す。出生率中位(死に率中位)推計の数値。

(出所) 日本のみ国立社会保障・人口問題研究所、その他は国連より大和総研作成

3. 各国の租税・社会保障負担率



(出所) 財務省より大和総研作成

Daiva Institute of Research Ltd. Copyright © 2013 Daiva Institute of Research Ltd. All Rights Reserved.

Ⅲ. 超富裕社会・日本の国家像

4. 超高齢日本の30年展望 (1)「DIR30年プロジェクト」(2013年5月発表) 前提

- 世界経済(実質成長率の年率平均)……2010年代3.8%、2020年代3.6%、2030年代2.6%と想定。
- 人口動態……日本以外は国連の中位推計に基づく。国連の推計によると、世界人口の増加率はスローダウンしていく。アジアに最も多くの人々が住む状況に変化はみられないものの、アジアの人口シェアは徐々に低下していく。日本については国立社会保障・人口問題研究所の推計を修正して作成。合計特殊出生率が徐々に上昇すると仮定(2040年時点で1.55)。
- 原油価格……2012年94ドル/バレルだった原油価格(WTI)は、2020年度120ドル/バレル、2030年度135ドル/バレル、2040年度145ドル/バレルと想定。
- エネルギー(電力)政策……今後3年程度かけて原子力規制委員会が安全と判断した原子力発電所から順次再稼働し、以後は40年廃炉ルールに従って順次廃炉されると想定。建設中のものを除き、新規建設は行わないものと仮定。再生可能エネルギーによる発電シェアを2030年度で25%まで拡大させていく。電力需要は経済成長(生産活動の拡大)とともに増加するが、2030年度時点でみて自然体から1割の合理的節電が進むものとする。

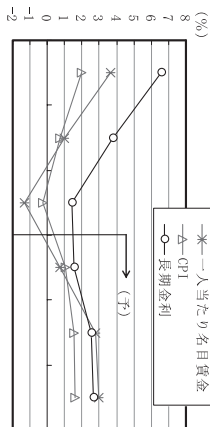
(2) 日本経済の長期予測

実質GDP成長率

	(期間平均、%)		
	レ・スリチ	改革リチ	超改革リチ
2010年代	1.5	1.3	1.2
2020年代	1.5	1.3	1.4
2030年代	1.0	0.9	0.9

(出所) 大和総研作成

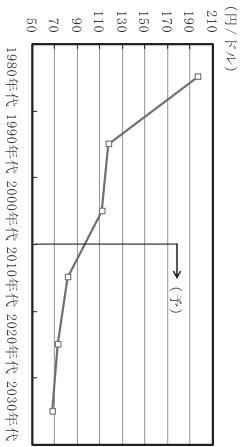
物価・賃金・長期金利



1980年代 1990年代 2000年代 2010年代 2020年代 2030年代

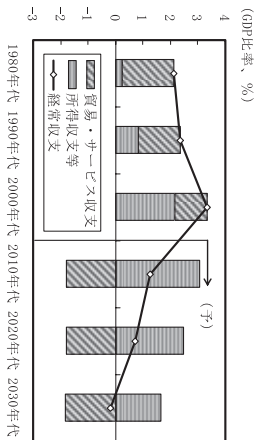
(注) 一人当たり名目賃金は賃金・俸給を雇用者数で割ったもの。
(出所) 各種統計より大和総研作成

円/ドルレート



(出所) 日本銀行統計より大和総研作成

経常収支



(注) 所得収支等は所得収支とその他の経常移転(純)の合計。
(出所) 内閣府統計より大和総研作成

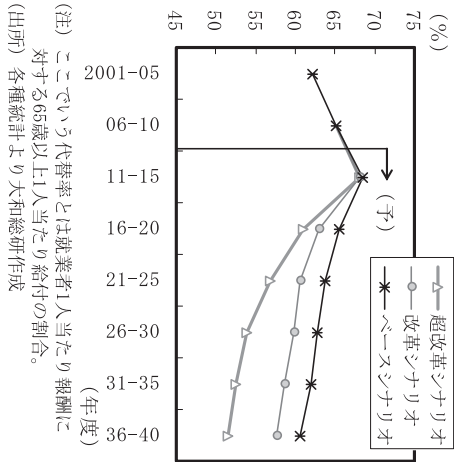
(3) 社会保障と財政 ①制度改革の具体的内容

	ベース シナリオ	改革シナリオ	超改革シナリオ (改革シナリオを實施した上でのさらなる改革)
社会保障制度の変更	現行制度のまま	①年金支給開始年齢65歳を2020年度に前倒しで完成、かつ2025年度から2年に1歳ずつ引き上げて69歳へ。 ②デフレし、低インフレ下であってもスクロ経済スライトを實施(2015年度以降)。 ③70歳以上の医療費に関する自己負担割合を2割に引上げ(2017年度以降)。 ④後発医薬品の数量シェアを2030年度までに50%まで引上げ。 ⑤消費税増税の際には、人為的な物価上昇分については年金給付のスライド率に反映させない。 ⑥法人税の実効税率(2015年度で35、64%)を2020年度、2025年度に5%ptずつ引き下げて、25%程度へ。 ⑦投資減税や行き過ぎた円高回退等による輸出産業の国際競争力向上。 ⑧F T A 政策の進展や⑥～⑦を通じ、全要素生産性で示される経済全体の生産性上昇率が時間をかけて上昇。 ⑨F T A 政策の進展や⑥～⑦を通じ、全要素生産性で示される経済全体の生産性上昇率が時間をかけて上昇。	①公的年金の所得代替率をモラル年金・ベースで40%となるまでスクロ経済スライトを實施。 ②年齢を問わず、公的医療保険における自己負担割合を3割とする。 ③介護保険における自己負担割合を2割に引上げ。
実体経済面での政策(成長戦略)	—	④後発医薬品の数量シェアを2030年度までに50%まで引上げ。 ⑤消費税増税の際には、人為的な物価上昇分については年金給付のスライド率に反映させない。 ⑥法人税の実効税率(2015年度で35、64%)を2020年度、2025年度に5%ptずつ引き下げて、25%程度へ。 ⑦投資減税や行き過ぎた円高回退等による輸出産業の国際競争力向上。 ⑧F T A 政策の進展や⑥～⑦を通じ、全要素生産性で示される経済全体の生産性上昇率が時間をかけて上昇。 ⑨F T A 政策の進展や⑥～⑦を通じ、全要素生産性で示される経済全体の生産性上昇率が時間をかけて上昇。	④後発医薬品の数量シェアを2030年度までに50%まで引上げ。 ⑤消費税増税の際には、人為的な物価上昇分については年金給付のスライド率に反映させない。 ⑥法人税の実効税率(2015年度で35、64%)を2020年度、2025年度に5%ptずつ引き下げて、25%程度へ。 ⑦投資減税や行き過ぎた円高回退等による輸出産業の国際競争力向上。 ⑧F T A 政策の進展や⑥～⑦を通じ、全要素生産性で示される経済全体の生産性上昇率が時間をかけて上昇。 ⑨F T A 政策の進展や⑥～⑦を通じ、全要素生産性で示される経済全体の生産性上昇率が時間をかけて上昇。
国民負担増	予定されている負担増のみ	⑨2020年代を通じて消費税率を10%pt程度引上げ(2030年代初頭の消費税率は20%)。 ⑩社会保障費の拡大・ベースが速まる2030年代にはさらなる消費税率引上げ。2035年度以降は、わが国としては上乗せと考えられる25%で固定。 ⑪社会保険料を含むN I B・ベースの国民負担率(現在40%弱、潜在的には50%程度)は、30年後に60%弱まで引上げ。	改革シナリオと同じ

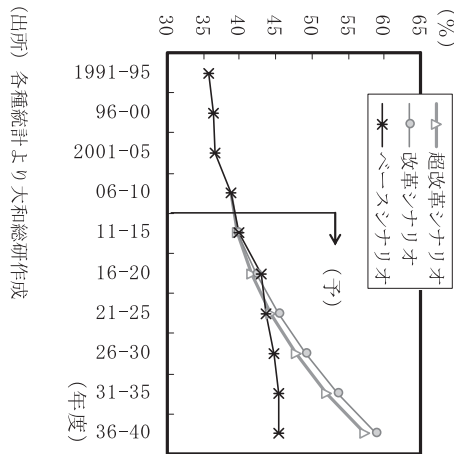
(出所) 大和総研「超高齢日本の30年展望」(2013年6月)

②シミュレーション結果（社会保障制度と国民負担）

高齢者1人当たり社会保障給付の所得代替率



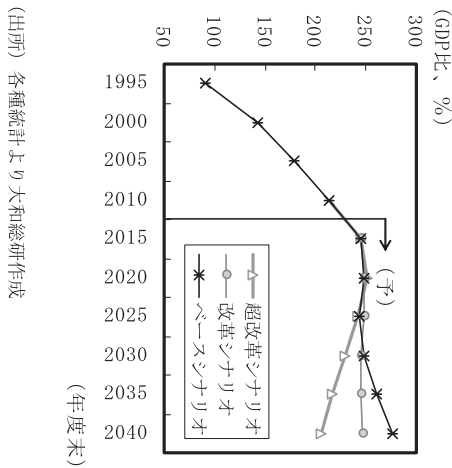
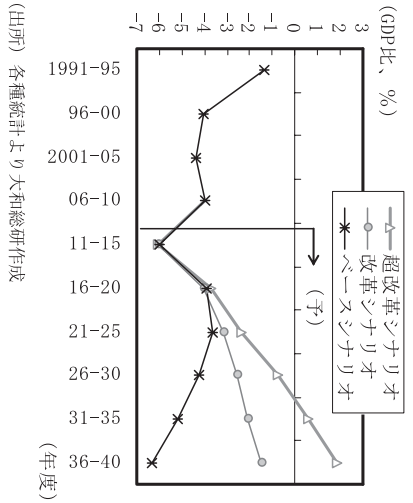
国民負担率(NIB)



②シミュレーション結果（財政収支と政府債務残高）

中央政府・地方政府の基礎的財政収支

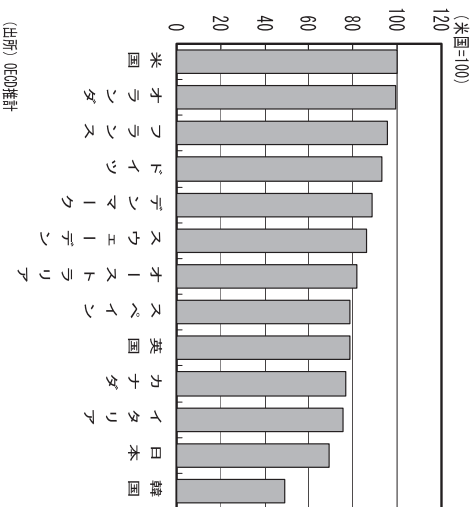
中央政府・地方政府の総債務残高



IV. 経済成長実現のための施策 1. 日本の成長戦略

- (1) 労働生産性の向上
(イノベーション、IT化など効率化投資、規制緩和)
- (2) 就業人口の確保
(少子化対策、女性の雇用促進、外国人労働力の活用、元気な高齢者の就業機会確保)
- (3) 高齢化に対応した社会システム
(社会保障の持続性の確立、医療・介護産業の発展、高齢者対応の住宅・街づくり)
- (4) グローバル化への対応
(TPP・FTAへの参加、内なる国際化、グローバル人材の養成)

1人1時間当たりの生産性の水準（2011年）



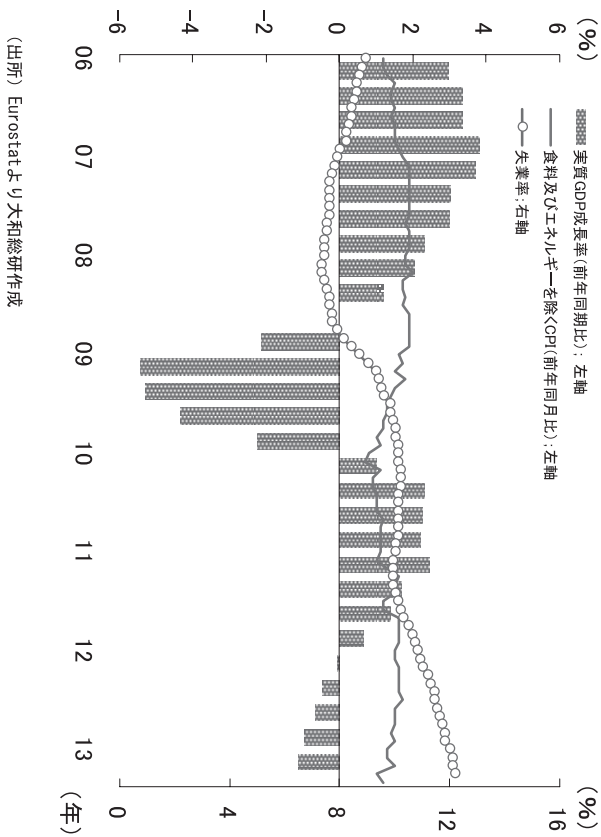
V. 世界経済の動向 1. 世界経済の見通し

	2011	2012	2013年4月予測 (実質GDP成長率、対前年比、%)	
			2013	2014
世界	4.0	3.2	3.3	4.0
先進国	1.6	1.2	1.2	2.2
米国	1.8	2.2	1.9	3.0
ユーロ圏	1.4	-0.6	-0.3	1.1
日本	-0.6	2.0	1.6	1.4
新興国・途上国	6.4	5.1	5.3	5.7
中国	9.3	7.8	8.0	8.2
インド	7.7	4.0	5.7	6.2
ロシア	4.3	3.4	3.4	3.8
ブラジル	2.7	0.9	3.0	4.0
ASEAN-5	4.5	6.1	5.9	5.5

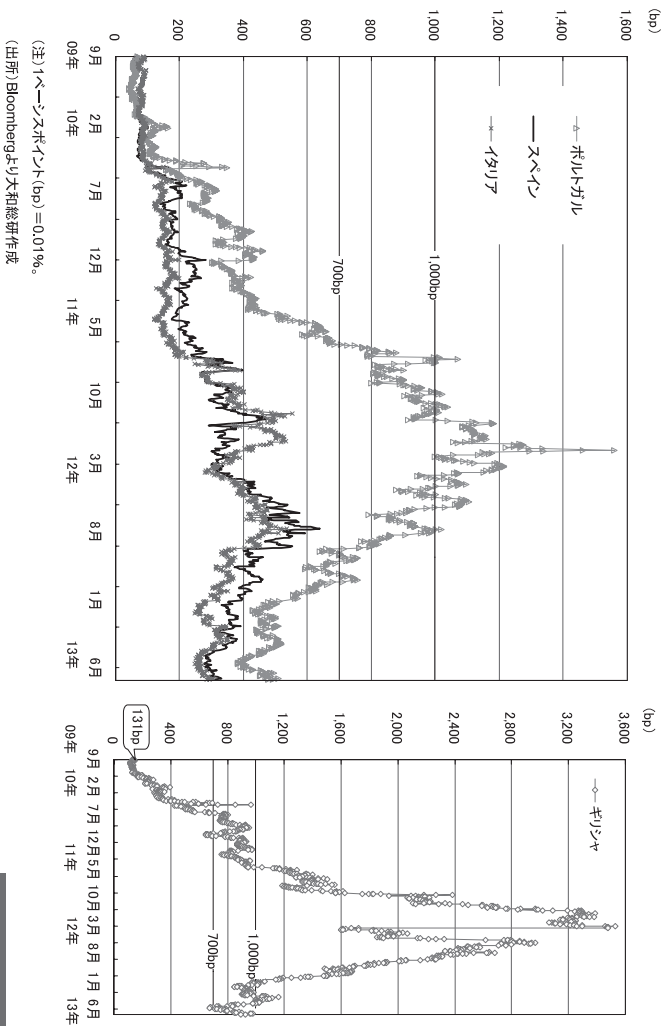
(注) 中国の2013年の予測に関しては2013年5月に6.0%から7.8%に下方修正されている。また米国の2014年の予測に関しては2013年6月に3.0%から2.7%に下方修正されている。ASEAN-5とはインドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ、ベトナム。

(出所) IMF『世界経済見通し』2013年4月より大和総研作成

2. ユーロ圏(17か国) (1) 経済状況



2(2) 10年国債の対独スプレッド



2(3) 各国の財政収支と政府債務残高

対GDP比 %	財政収支				備考	債務残高 2012年末 推定
	2011年	2012年 予測	2013年 予測	2014年 予測		
日本	-9.9	-10.2	-9.8	-7.0		237.9
米国	-10.0	-8.5	-6.5	-5.4		106.5
英国	-7.8	-6.3	-6.8	-6.3		90.0
ドイツ	-0.8	0.2	-0.2	0.0		81.9
フランス	-5.3	-4.8	-3.9	-4.2	2013年にGDP比3%まで財政赤字の削減を目指していたが、延長を要請。2013年5月、欧州委員会から2年延長の勧告を受け、 13年に構造的財政収支の、14年に財政収支の均衡を目指す。 2013年5月、欧州委員会は通算赤字手続き(EDP)からの除外を勧告。 2014年にGDP比3%まで財政赤字の削減を目指していたが、延長を要請。2013年5月、欧州委員会から2年延長の勧告を受け、 ユーロゾーンと基礎的財政黒字(GDP比4.5%)達成期限を14年から16年に2年延長することを含意(12年11月)。	90.2
イタリア	-3.8	-3.0	-2.9	-2.5		127.0
スペイン	-9.0	-7.0	-6.5	-7.0		84.2
ギリシャ	-9.5	-10.0	-3.8	-2.6		156.9
ポルトガル	-4.4	-6.4	-5.5	-4.0	13年の財政赤字目標をGDP比3.0%から-4.5%に厳格することで、12年12月20日、財政赤字を削減し、13年に5.5%、14年に4%、15年に2.5%にする予定。 ユーロゾーンと基礎的財政黒字(GDP比4.5%)達成期限を14年から16年に2年延長することを含意(12年11月)。	123.6
アイルランド	-13.4	-7.6	-7.5	-4.3		117.6

(注) 上記数字は全て、一般政府財政収支のGDP比。財政収支とは税収・税外収入と元本返済を除く歳出との収支。財政収支から景気循環要因(歳出・歳入のドル・インデックスの差分)により3部分を除いたもの。構造的財政収支：財政収支から金利の支払いと政府の貸付を除いたもの。基礎的財政収支：GDPによるイタリアの構造的財政収支の予測は年々0.1%、14年0.5%、15年0.9%、16年1.3%、17年1.7%、18年2.1%、19年2.5%、20年2.9%、21年3.3%、22年3.7%、23年4.1%、24年4.5%、25年4.9%、26年5.3%、27年5.7%、28年6.1%、29年6.5%、30年6.9%、31年7.3%、32年7.7%、33年8.1%、34年8.5%、35年8.9%、36年9.3%、37年9.7%、38年10.1%、39年10.5%、40年10.9%、41年11.3%、42年11.7%、43年12.1%、44年12.5%、45年12.9%、46年13.3%、47年13.7%、48年14.1%、49年14.5%、50年14.9%、51年15.3%、52年15.7%、53年16.1%、54年16.5%、55年16.9%、56年17.3%、57年17.7%、58年18.1%、59年18.5%、60年18.9%、61年19.3%、62年19.7%、63年20.1%、64年20.5%、65年20.9%、66年21.3%、67年21.7%、68年22.1%、69年22.5%、70年22.9%、71年23.3%、72年23.7%、73年24.1%、74年24.5%、75年24.9%、76年25.3%、77年25.7%、78年26.1%、79年26.5%、80年26.9%、81年27.3%、82年27.7%、83年28.1%、84年28.5%、85年28.9%、86年29.3%、87年29.7%、88年30.1%、89年30.5%、90年30.9%、91年31.3%、92年31.7%、93年32.1%、94年32.5%、95年32.9%、96年33.3%、97年33.7%、98年34.1%、99年34.5%、00年34.9%、01年35.3%、02年35.7%、03年36.1%、04年36.5%、05年36.9%、06年37.3%、07年37.7%、08年38.1%、09年38.5%、10年38.9%、11年39.3%、12年39.7%、13年40.1%、14年40.5%、15年40.9%、16年41.3%、17年41.7%、18年42.1%、19年42.5%、20年42.9%、21年43.3%、22年43.7%、23年44.1%、24年44.5%、25年44.9%、26年45.3%、27年45.7%、28年46.1%、29年46.5%、30年46.9%、31年47.3%、32年47.7%、33年48.1%、34年48.5%、35年48.9%、36年49.3%、37年49.7%、38年50.1%、39年50.5%、40年50.9%、41年51.3%、42年51.7%、43年52.1%、44年52.5%、45年52.9%、46年53.3%、47年53.7%、48年54.1%、49年54.5%、50年54.9%、51年55.3%、52年55.7%、53年56.1%、54年56.5%、55年56.9%、56年57.3%、57年57.7%、58年58.1%、59年58.5%、60年58.9%、61年59.3%、62年59.7%、63年60.1%、64年60.5%、65年60.9%、66年61.3%、67年61.7%、68年62.1%、69年62.5%、70年62.9%、71年63.3%、72年63.7%、73年64.1%、74年64.5%、75年64.9%、76年65.3%、77年65.7%、78年66.1%、79年66.5%、80年66.9%、81年67.3%、82年67.7%、83年68.1%、84年68.5%、85年68.9%、86年69.3%、87年69.7%、88年70.1%、89年70.5%、90年70.9%、91年71.3%、92年71.7%、93年72.1%、94年72.5%、95年72.9%、96年73.3%、97年73.7%、98年74.1%、99年74.5%、00年74.9%、01年75.3%、02年75.7%、03年76.1%、04年76.5%、05年76.9%、06年77.3%、07年77.7%、08年78.1%、09年78.5%、10年78.9%、11年79.3%、12年79.7%、13年80.1%、14年80.5%、15年80.9%、16年81.3%、17年81.7%、18年82.1%、19年82.5%、20年82.9%、21年83.3%、22年83.7%、23年84.1%、24年84.5%、25年84.9%、26年85.3%、27年85.7%、28年86.1%、29年86.5%、30年86.9%、31年87.3%、32年87.7%、33年88.1%、34年88.5%、35年88.9%、36年89.3%、37年89.7%、38年90.1%、39年90.5%、40年90.9%、41年91.3%、42年91.7%、43年92.1%、44年92.5%、45年92.9%、46年93.3%、47年93.7%、48年94.1%、49年94.5%、50年94.9%、51年95.3%、52年95.7%、53年96.1%、54年96.5%、55年96.9%、56年97.3%、57年97.7%、58年98.1%、59年98.5%、60年98.9%、61年99.3%、62年99.7%、63年100.1%、64年100.5%、65年100.9%、66年101.3%、67年101.7%、68年102.1%、69年102.5%、70年102.9%、71年103.3%、72年103.7%、73年104.1%、74年104.5%、75年104.9%、76年105.3%、77年105.7%、78年106.1%、79年106.5%、80年106.9%、81年107.3%、82年107.7%、83年108.1%、84年108.5%、85年108.9%、86年109.3%、87年109.7%、88年110.1%、89年110.5%、90年110.9%、91年111.3%、92年111.7%、93年112.1%、94年112.5%、95年112.9%、96年113.3%、97年113.7%、98年114.1%、99年114.5%、00年114.9%、01年115.3%、02年115.7%、03年116.1%、04年116.5%、05年116.9%、06年117.3%、07年117.7%、08年118.1%、09年118.5%、10年118.9%、11年119.3%、12年119.7%、13年120.1%、14年120.5%、15年120.9%、16年121.3%、17年121.7%、18年122.1%、19年122.5%、20年122.9%、21年123.3%、22年123.7%、23年124.1%、24年124.5%、25年124.9%、26年125.3%、27年125.7%、28年126.1%、29年126.5%、30年126.9%、31年127.3%、32年127.7%、33年128.1%、34年128.5%、35年128.9%、36年129.3%、37年129.7%、38年130.1%、39年130.5%、40年130.9%、41年131.3%、42年131.7%、43年132.1%、44年132.5%、45年132.9%、46年133.3%、47年133.7%、48年134.1%、49年134.5%、50年134.9%、51年135.3%、52年135.7%、53年136.1%、54年136.5%、55年136.9%、56年137.3%、57年137.7%、58年138.1%、59年138.5%、60年138.9%、61年139.3%、62年139.7%、63年140.1%、64年140.5%、65年140.9%、66年141.3%、67年141.7%、68年142.1%、69年142.5%、70年142.9%、71年143.3%、72年143.7%、73年144.1%、74年144.5%、75年144.9%、76年145.3%、77年145.7%、78年146.1%、79年146.5%、80年146.9%、81年147.3%、82年147.7%、83年148.1%、84年148.5%、85年148.9%、86年149.3%、87年149.7%、88年150.1%、89年150.5%、90年150.9%、91年151.3%、92年151.7%、93年152.1%、94年152.5%、95年152.9%、96年153.3%、97年153.7%、98年154.1%、99年154.5%、00年154.9%、01年155.3%、02年155.7%、03年156.1%、04年156.5%、05年156.9%、06年157.3%、07年157.7%、08年158.1%、09年158.5%、10年158.9%、11年159.3%、12年159.7%、13年160.1%、14年160.5%、15年160.9%、16年161.3%、17年161.7%、18年162.1%、19年162.5%、20年162.9%、21年163.3%、22年163.7%、23年164.1%、24年164.5%、25年164.9%、26年165.3%、27年165.7%、28年166.1%、29年166.5%、30年166.9%、31年167.3%、32年167.7%、33年168.1%、34年168.5%、35年168.9%、36年169.3%、37年169.7%、38年170.1%、39年170.5%、40年170.9%、41年171.3%、42年171.7%、43年172.1%、44年172.5%、45年172.9%、46年173.3%、47年173.7%、48年174.1%、49年174.5%、50年174.9%、51年175.3%、52年175.7%、53年176.1%、54年176.5%、55年176.9%、56年177.3%、57年177.7%、58年178.1%、59年178.5%、60年178.9%、61年179.3%、62年179.7%、63年180.1%、64年180.5%、65年180.9%、66年181.3%、67年181.7%、68年182.1%、69年182.5%、70年182.9%、71年183.3%、72年183.7%、73年184.1%、74年184.5%、75年184.9%、76年185.3%、77年185.7%、78年186.1%、79年186.5%、80年186.9%、81年187.3%、82年187.7%、83年188.1%、84年188.5%、85年188.9%、86年189.3%、87年189.7%、88年190.1%、89年190.5%、90年190.9%、91年191.3%、92年191.7%、93年192.1%、94年192.5%、95年192.9%、96年193.3%、97年193.7%、98年194.1%、99年194.5%、00年194.9%、01年195.3%、02年195.7%、03年196.1%、04年196.5%、05年196.9%、06年197.3%、07年197.7%、08年198.1%、09年198.5%、10年198.9%、11年199.3%、12年199.7%、13年200.1%、14年200.5%、15年200.9%、16年201.3%、17年201.7%、18年202.1%、19年202.5%、20年202.9%、21年203.3%、22年203.7%、23年204.1%、24年204.5%、25年204.9%、26年205.3%、27年205.7%、28年206.1%、29年206.5%、30年206.9%、31年207.3%、32年207.7%、33年208.1%、34年208.5%、35年208.9%、36年209.3%、37年209.7%、38年210.1%、39年210.5%、40年210.9%、41年211.3%、42年211.7%、43年212.1%、44年212.5%、45年212.9%、46年213.3%、47年213.7%、48年214.1%、49年214.5%、50年214.9%、51年215.3%、52年215.7%、53年216.1%、54年216.5%、55年216.9%、56年217.3%、57年217.7%、58年218.1%、59年218.5%、60年218.9%、61年219.3%、62年219.7%、63年220.1%、64年220.5%、65年220.9%、66年221.3%、67年221.7%、68年222.1%、69年222.5%、70年222.9%、71年223.3%、72年223.7%、73年224.1%、74年224.5%、75年224.9%、76年225.3%、77年225.7%、78年226.1%、79年226.5%、80年226.9%、81年227.3%、82年227.7%、83年228.1%、84年228.5%、85年228.9%、86年229.3%、87年229.7%、88年230.1%、89年230.5%、90年230.9%、91年231.3%、92年231.7%、93年232.1%、94年232.5%、95年232.9%、96年233.3%、97年233.7%、98年234.1%、99年234.5%、00年234.9%、01年235.3%、02年235.7%、03年236.1%、04年236.5%、05年236.9%、06年237.3%、07年237.7%、08年238.1%、09年238.5%、10年238.9%、11年239.3%、12年239.7%、13年240.1%、14年240.5%、15年240.9%、16年241.3%、17年241.7%、18年242.1%、19年242.5%、20年242.9%、21年243.3%、22年243.7%、23年244.1%、24年244.5%、25年244.9%、26年245.3%、27年245.7%、28年246.1%、29年246.5%、30年246.9%、31年247.3%、32年247.7%、33年248.1%、34年248.5%、35年248.9%、36年249.3%、37年249.7%、38年250.1%、39年250.5%、40年250.9%、41年251.3%、42年251.7%、43年252.1%、44年252.5%、45年252.9%、46年253.3%、47年253.7%、48年254.1%、49年254.5%、50年254.9%、51年255.3%、52年255.7%、53年256.1%、54年256.5%、55年256.9%、56年257.3%、57年257.7%、58年258.1%、59年258.5%、60年258.9%、61年259.3%、62年259.7%、63年260.1%、64年260.5%、65年260.9%、66年261.3%、67年261.7%、68年262.1%、69年262.5%、70年262.9%、71年263.3%、72年263.7%、73年264.1%、74年264.5%、75年264.9%、76年265.3%、77年265.7%、78年266.1%、79年266.5%、80年266.9%、81年267.3%、82年267.7%、83年268.1%、84年268.5%、85年268.9%、86年269.3%、87年269.7%、88年270.1%、89年270.5%、90年270.9%、91年271.3%、92年271.7%、93年272.1%、94年272.5%、95年272.9%、96年273.3%、97年273.7%、98年274.1%、99年274.5%、00年274.9%、01年275.3%、02年275.7%、03年276.1%、04年276.5%、05年276.9%、06年277.3%、07年277.7%、08年278.1%、09年278.5%、10年278.9%、11年279.3%、12年279.7%、13年280.1%、14年280.5%、15年280.9%、16年281.3%、17年281.7%、18年282.1%、19年282.5%、20年282.9%、21年283.3%、22年283.7%、23年284.1%、24年284.5%、25年284.9%、26年285.3%、27年285.7%、28年286.1%、29年286.5%、30年286.9%、31年287.3%、32年287.7%、33年288.1%、34年288.5%、35年288.9%、36年289.3%、37年289.7%、38年290.1%、39年290.5%、40年290.9%、41年291.3%、42年291.7%、43年292.1%、44年292.5%、45年292.9%、46年293.3%、47年293.7%、48年294.1%、49年294.5%、50年294.9%、51年295.3%、52年295.7%、53年296.1%、54年296.5%、55年296.9%、56年297.3%、57年297.7%、58年298.1%、59年298.5%、60年298.9%、61年299.3%、62年299.7%、63年300.1%、64年300.5%、65年300.9%、66年301.3%、67年301.7%、68年302.1%、69年302.5%、70年302.9%、71年303.3%、72年303.7%、73年304.1%、74年304.5%、75年304.9%、76年305.3%、77年305.7%、78年306.1%、79年306.5%、80年306.9%、81年307.3%、82年307.7%、83年308.1%、84年308.5%、85年308.9%、86年309.3%、87年309.7%、88年310.1%、89年310.5%、90年310.9%、91年311.3%、92年311.7%、93年312.1%、94年312.5%、95年312.9%、96年313.3%、97年313.7%、98年314.1%、99年314.5%、00年314.9%、01年315.3%、02年315.7%、03年316.1%、04年316.5%、05年316.9%、06年317.3%、07年317.7%、08年318.1%、09年318.5%、10年318.9%、11年319.3%、12年319.7%、13年320.1%、14年320.5%、15年320.9%、16年321.3%、17年321.7%、18年322.1%、19年322.5%、20年322.9%、21年323.3%、22年323.7%、23年324.1%、24年324.5%、25年324.9%、26年325.3%、27年325.7%、28年326.1%、29年326.5%、30年326.9%、31年327.3%、32年327.7%、33年328.1%、34年328.5%、35年328.9%、36年329.3%、37年329.7%、38年330.1%、39年330.5%、40年330.9%、41年331.3%、42年331.7%、43年332.1%、44年332.5%、45年332.9%、46年333.3%、47年333.7%、48年334.1%、49年334.5%、50年334.9%、51年335.3%、52年335.7%、53年336.1%、54年336.5%、55年336.9%、56年337.3%、57年337.7%、58年338.1%、59年338.5%、60年338.9%、61年339.3%、62年339.7%、63年340.1%、64年340.5%、65年340.9%、66年341.3%、67年341.7%、68年342.1%、69年342.5%、70年342.9%、71年343.3%、72年343.7%、73年344.1%、74年344.5%、75年344.9%、76年345.3%、77年345.7%、78年346.1%、79年346.5%、80年346.9%、81年347.3%、82年347.7%、83年348.1%、84年348.5%、85年348.9%、86年349.3%、87年349.7%、88年350.1%、89年350.5%、90年350.9%、91年351.3%、92年351.7%、93年352.1%、94年352.5%、95年352.9%、96年353.3%、97年353.7%、98年354.1%、99年354.5%、00年354.9%、01年355.3%、02年355.7%、03年356.1%、04年356.5%、05年356.9%、06年357.3%、07年357.7%、08年358.1%、09年358.5%、10年358.9%、11年359.3%、12年359.7%、13年360.1%、14年360.5%、15年360.9%、16年361.3%、17年361.7%、18年362.1%、19年362.5%、20年362.9%、21年363.3%、22年363.7%、23年364.1%、24年364.5%、25年364.9%、26年365.3%、27年365.7%、28年366.1%、29年366.5%、30年366.9%、31年367.3%、32年367.7%、33年368.1%、34年368.5%、35年368.9%、36年369.3%、37年369.7%、38年370.1%、39年370.5%、40年370.9%、41年371.3%、42年371.7%、43年372.1%、44年372.5%、45年372.9%、46年373.3%、47年373.7%、48年374.1%、49年374.5%、50年374.9%、51年375.3%、52年375.7%、53年376.1%、54年376.5%、55年376.9%、56年377.3%、57年377.7%、58年378.1%、59年378.5%、60年378.9%、61年379.3%、62年379.7%、63年380.1%、64年380.5%、65年380.9%、66年381.3%、67年381.7%、68年382.1%、69年382.5%、70年382.9%、71年383.3%、72年383.7%、73年384.1%、74年384.5%、75年384.9%、76年385.3%、77年385.7%、78年386.1%、79年386.5%、80年386.9%、81年387.3%、82年387.7%、83年388.1%、84年388.5%、85年388.9%、86年389.3%、87年389.7%、88年390.1%、89年390.5%、90年390.9%、91年391.3%、92年391.7%、93年392.1%、94年392.5%、95年392.9%、96年393.3%、97年393.7%、98年394.1%、99年394.5%、00年394.9%、01年395.3%、02年395.7%、03年396.1%、04年396.5%、05年396.9%、06年397.3%、07年397.7%、08年398.1%、09年398.5%、10年398.9%、11年399.3%、12年399.7%、13年400.1%、14年400.5%、15年400.9%、16年401.3%、17年401.7%、18年402.1%、19年402.5%、20年402.9%、21年403.3%、22年403.7%、23年404.1%、24年404.5%、25年404.9%、26年405.3%、27年405.7%、28年406.1%、29年406.5%、30年406.9%、31年407.3%、32年407.7%、33年408.1%、34年408.5%、35年408.9%、36年409.3%、37年409.7%、38年410.1%、39年410.5%、40年410.9%、41年411.3%、42年411.7%、43年412.1%、44年412.5%、45年412.9%、46年413.3%、47年413.7%、48年414.1%、49年414.5%、50年414.9%、51年415.3%、52年415.7%、53年416.1%、54年416.5%、55年416.9%、56年417.3%、57年417.7%、58年418.1%、59年418.5%、60年418.9%、61年419.3%、62年419.7%、63年420.1%、64年420.5%、65年420.9%、66年421.3%、67年421.7%、68年422.1%、69年422.5%、70年422.9%、71年423.3%、72年423.7%、73年424.1%、74年424.5%、75年424.9%、76年425.3%、77年425.7%、78年426.1%、79年426.5%、80年426.9%、81年427.3%、82年427.7%、83年428.1%、84年428.5%、85年428.9%、86年429.3%、87年429.7%、88年430.1%、89年430.5%、90年430.9%、91年431.3%、92年431.7%、93年432.1%、94年432.5%、95年432.9%、96年433.3%、97年433.7%、98年434.1%、99年434.5%、00年434.9%、01年435.3%、02年435.7%、03年436.1%、04年436.5%、05年436.9%、06年437.3%、07年437.7%、08年438.1%、09年438.5%、10年438.9%、11年439.3%、12年439.7%、13年440.1%、14年440.5%、15年440.9%、16年441.3%、17年441.7%、18年442.1%、19年442.5%、20年442.9%、21年443.3%、22年443.7%、23年444.1%、24年444.5%、25年444.9%、26年445.3%、27年445.7%、28年446.1%、29年446.5%、30年446.9%、31年447.3%、32年447.7%、33年448.1%、34年448.5%、35年448.9%、36年449.3%、37年449.7%、38年450.1%、39年450.5%、40年450.9%、41年451.3%、42年451.7%、43年452.1%、44年452.5%、45年452.9%、46年453.3%、47年453.7%、4

2(4) ユーロ・ゾーリン・クライシスへの対応

① ギリシヤ財政問題への対応

○ユーロ圏はギリシヤの財政目標達成時期の2年延長を承認。ギリシヤは2016年までに基礎的財政黒字をGDP比4.5%にする。

○トロイカ(EU、IMF、ECB)は、ギリシヤが債務残高GDP比を2020年までに124%、2022年までに110%以下に引き下げることと条件として、ギリシヤ向け融資を再開。

② ECBの金融政策

○国債市場安定化のため、国債の無制限買取り(Outright Monetary Transactions)を決定(2012年9月)。

○2013年5月のECB理事会で政策金利を0.25bp引き下げ(0.75%→0.50%)。

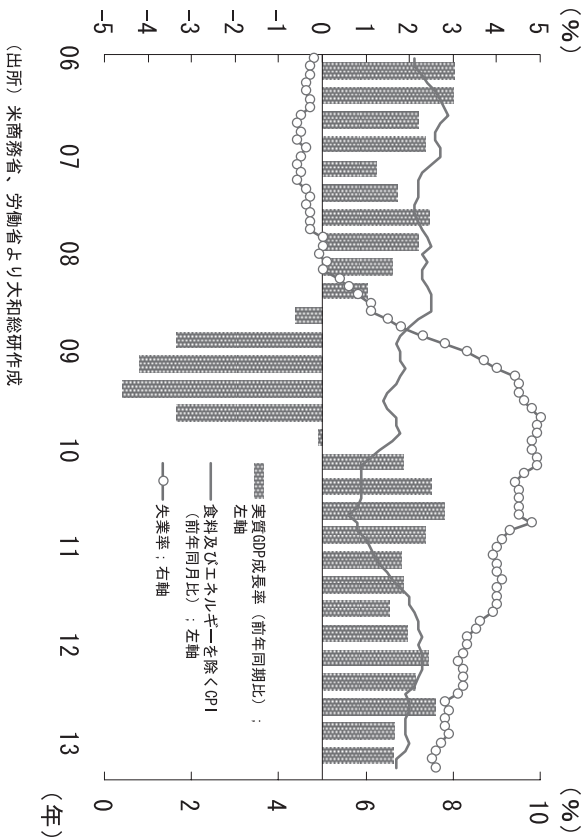
(参考) ユーロ・ゾーリン・クライシス解決の方向

○銀行同盟の実現: EUは単一の銀行監督メカニズム(SSM)や破綻処理枠組みの導入と作業工程について合意(2012/12)

○財政統合への取り組み(ユーロ共通債の発行構想もあり)

(出所) 大和総研作成

3. 米国（1）経済状況



3(2) 米国の金融緩和

	期間	具体的政策
QE1 量的緩和第1弾	2009年3月～ 2010年3月	米国債、不動産担保証券、政府系金融機関債を総額約1.75兆ドル購入。
QE2 量的緩和第2弾	2010年11月～ 2011年6月	米国債を総額6,000億ドル購入。
QE3 量的緩和第3弾	2012年9月～	① 政府系金融機関発行の住宅ローン担保証券を月額400億ドルのペースで購入。 ② 保有証券の平均残存期間を長期化するいわゆるツイストオペ(2011年9月に開始)を2012年末まで継続。 ③ 政府機関債、住宅ローン担保証券の償還元本を住宅ローン担保証券に再投資する方針を維持。 ④ フエデラル・フアンズ(FF)金利誘導目標は0%～0.25%のレンジで据置き。
2012年12月 FOMC決定		上記①、③は継続。 ○ 2013年1月より米国長期債を毎月450億ドル購入。 ○ FF金利誘導目標は0%～0.25%のレンジで据置き。失業率が6.5%を上回る水準にとどまるとともに、向こう1～2年のインフレ見通しがFOMCの長期目標である2%を0.5%超え上回らず、長期インフレ期待が十分に抑制されている限り、FF金利を異例な低水準とすることが適切。
2012年6月 FOMC決定		事実上のゼロ金利政策とQE3の現状維持を決定。 ○ 「経済成長と労働市場の改善が続き、インフレ率がFRBの長期目標である2%に近付きつつある」という条件付きで、2013年の後半に資産買い入れ規模の縮小を開始、2014年の中ごろには買い入れを終了する可能性に言及。

(出所) 大和総研作成

Daiwa Institute of Research Ltd.

Copyright © 2013 Daiwa Institute of Research Ltd. All Rights Reserved.

V・世界経済の動向

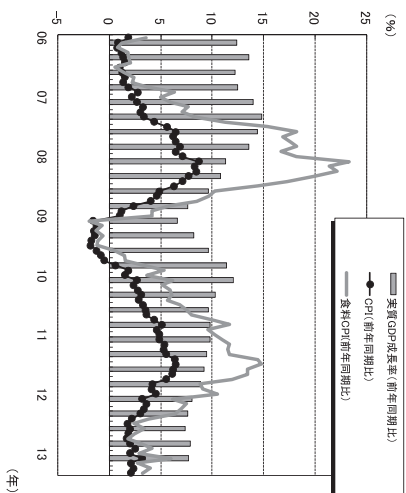
3(3) 米国の財政動向

- ① 財政の崖回避(2013年1月2日法案成立)
 - 年収45万ドル超の世帯の減税を打ち切り(その他所得層の減税は恒久化)
 - 給与税(社会保障税の被用者負担分)の減税措置打ち切り(4.2%→6.2%に引き上げ)
 - 歳出の強制削減措置を2カ月先送り(2013年3月1日開始)
⇒ 2021年度までに米連邦予算を総額1.2兆ドル(約110兆円)削減
- ② 2013会計年度予算
 - 本予算が成立しないため、継続予算決議による暫定予算で対応(前年度の歳出規模を継続)。年度末(2013年9月末)まで継続する法案が2013年3月21日に可決。
- ③ 債務上限の引き上げ(2013年2月4日法案成立)
 - 2013年5月19日まで暫定的に債務上限を引き上げ、一時的に上限を撤廃。
 - 緊急対応により、少なくとも2013年9月2日までは連邦債務が法定上限に達しない見通しとなったため、問題の決着は事実上9月以降に先送り。
- ④ 2014会計年度予算
 - 上院・下院でそれぞれ予算決議案が可決(上院:2013年3月23日、下院:2013年3月21日)。
 - オバマ大統領が議会に予算教書を提出(2013年4月10日)。10年で1兆8,000億ドルの財政赤字削減案を盛り込んだ。財源には富裕層への新たな増税を充てる一方で、野党共和党が求めている社会保障費の削減にも一部応じる内容。

(出所)大和総研作成

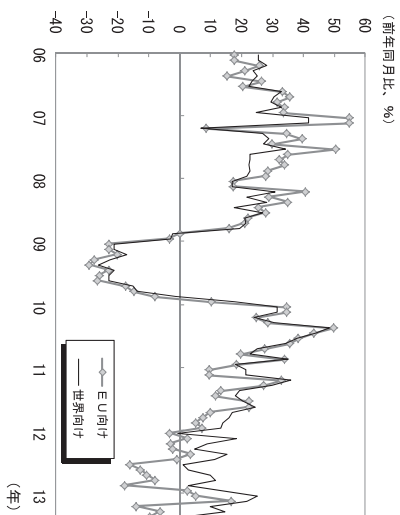
4. 中国（1）経済状況

経済成長率と消費者物価指数



(出所) 中国国家统计局より大和総研作成

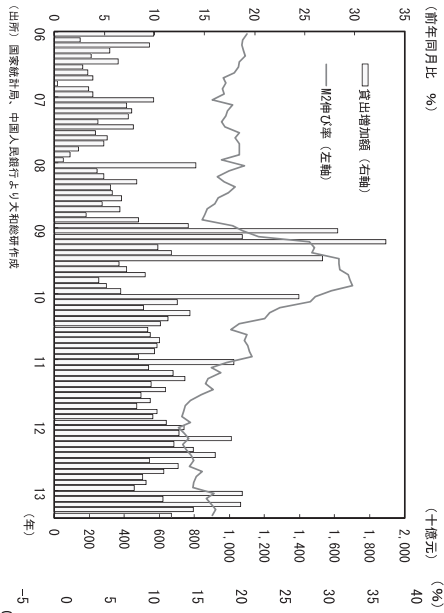
中国の輸出金額



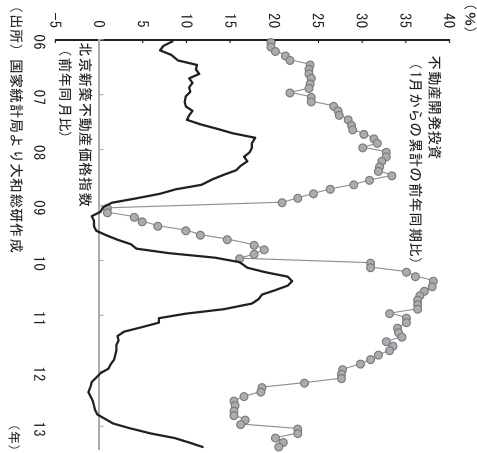
(出所) 中国統計局より大和総研作成

4(2)金融統計

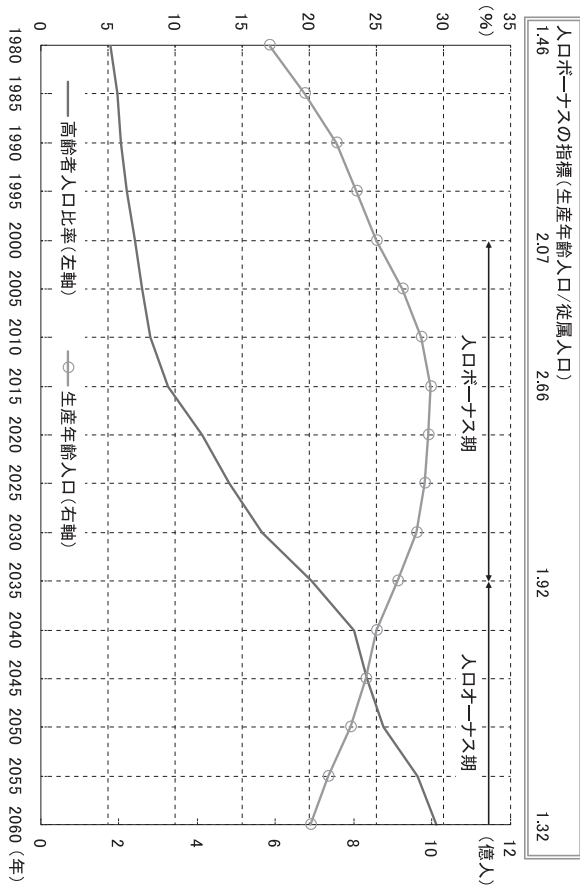
貸出増加額とM2伸び率



不動産関連指標



4(3) 中国の人口動態



(注) 15～64歳を生産年齢人口、0～14歳及び65歳以上を従属人口とし、従属人口指数(従属人口/生産年齢人口)の逆数が

2以上の期間を人口ボーナス期、2を割り込む期間を人口オーナス期と呼ぶこととする。

(出所) 国連人口推計2010年改訂版より大和総研作成

本資料は投資勧誘を意図して提供するものではありません。

本資料記載の情報は信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。また、記載された意見や予測等は作成時点のものであり今後予告なく変更されることがあります。

(株)大和総研の親会社である(株)大和総研ホールディングスと大和証券(株)は、(株)大和証券グループ本社を親会社とする大和証券グループの会社です。内容に関する一切の権利は(株)大和総研にあります。無断での複製・転載・転送等にご遠慮ください。