

2020年度までの日本経済の中期展望

—10年代後半の年平均実質成長率は1.5%へ高まる見通し—

信金中央金庫 地域・中小企業研究所上席主任研究員

角田 匠

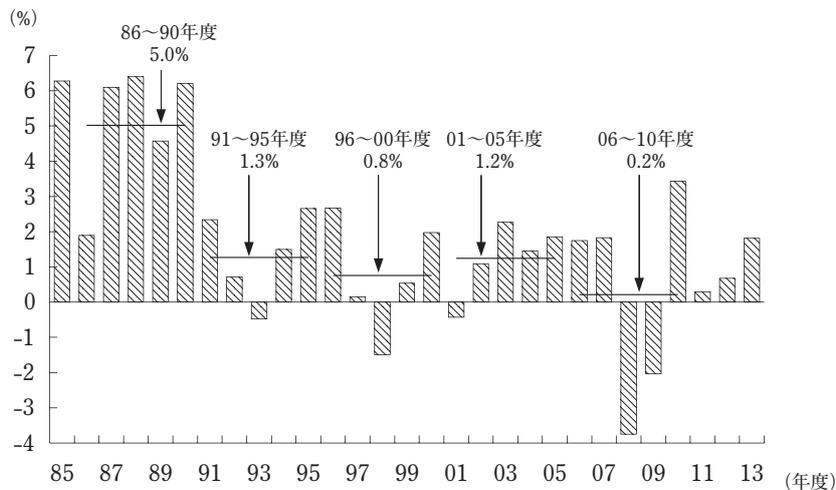
1. 人口減少局面に入った日本経済

(1) 日本経済はバブル崩壊以降成長が続く

日本経済は90年代以降成長を余儀なくされている。バブル崩壊後の構造調整に時間を要したことに続いて、08年のリーマン・ショックで外部環境が大幅に悪化したことも影響した。特に、超円高や欧州債務危機による世界経済の停滞は、輸出に依存する日本経済に

とって大きな打撃となった。また、11年に発生した東日本大震災が、停滞する日本経済に追い討ちをかける格好となった。80年代半ば以降の実質成長率を5年刻みでみると、バブル期の86～90年度は年平均5.0%と高成長を記録したが、その後は91～95年度1.3%、96～00年度0.8%、01～05年度1.2%と1%前後に減速した。さらに、リーマン・ショックに見舞われた06～10年度には0.2%まで落ち込んだ(図表1)。

図表1 85年度以降の実質成長率の推移



(備考) 1. 94年度以前の成長率は旧統計ベース
 2. 13年度は4～9月の前年比
 3. 内閣府資料より作成

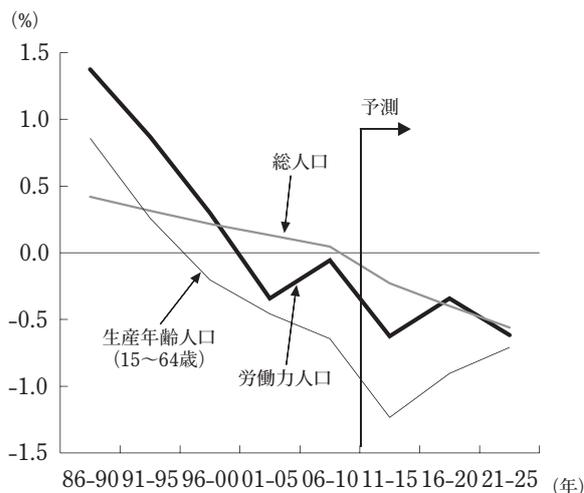
人口動態の変化も日本経済の成長力を低下させる要因になった。10年（平成22年）国勢調査の結果を踏まえて遡及改定された日本の総人口は、08年に記録した1億2,808万人まで増加が続いてきたが、経済活動の中心となる生産年齢人口（15～64歳人口）は、95年をピークに減少に転じている。バブル崩壊以降の構造調整、リーマン・ショックや超円高など相次ぐ外部環境の悪化が長期にわたる低成長の主因であるが、こうした中核人口の減少も日本経済の活力を阻害する要因になってきたと考えられる。

(2) 人口減少の影響は今後も日本経済の下押し要因に

国立社会保障・人口問題研究所の人口推計によると、日本の総人口は08年をピークに減少局面に入っており、48年には1億人を割り込むと予測されている。もっとも、5年ごとの年平均減少率をみると（図表2）、11～15年は0.23%、16～20年は0.40%、21～25年は0.56%、26～30年は0.68%と徐々に減少率が拡大するが、年平均で1%を超えるのは46～50年以降である。今後10年程度の人口減少率は緩やかにとどまる見通しである。

生産年齢人口はすでに減少に転じており、減少率も拡大している。11～15年の年平均減少率は1.23%と、06～10年（年平均0.64%減）に比べて減少ペースが加速する見通しである。これは、12年から団塊の世代^{(注)1}が老年人口（65歳以上）に移行し始めたため、14年中に

図表2 総人口等の年平均増減率



(備考) 1. 労働力人口の予測の前提は^{(注)2}を参照
2. 厚生労働省資料などより作成

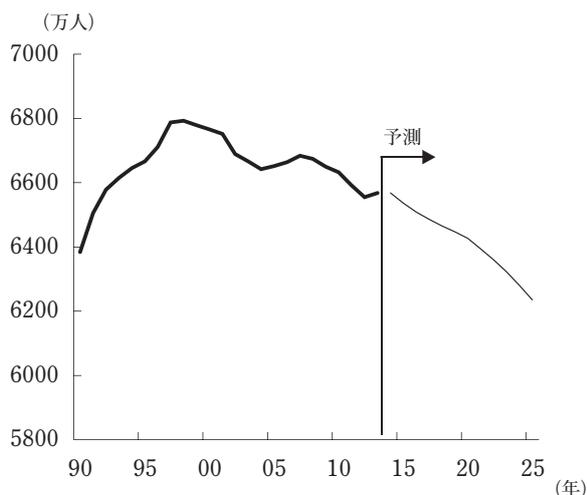
団塊の世代全員が生産年齢人口から抜けることとなる。団塊の世代の影響が一巡する16～20年の生産年齢人口の減少率は0.90%に鈍化すると予測されている。

労働力人口（就業者＋完全失業者）は生産年齢人口と同様に減少傾向が続いている。98年のピーク（6,793万人）から徐々に減少し、12年には6,555万人とピーク比で238万人減少した（図表3）。ただ、労働力人口は景気動向に左右される側面もある。景気回復局面では、不況で求職活動を休止していた離職者が労働市場に復帰することで、人口減少下でも労働力人口が増加することがある。実際、05～07年は景気回復の動きが広がったことで労働力人口は3年連続で増加した。足元でも景気回復の動きを反映して労働力人口は増加している。

もっとも、中長期的にみれば労働力人口の

(注)1. 戦後のベビーブーム期である1947年（昭和22年）～49年（昭和24年）生まれの世代が一般に「団塊の世代」と呼ばれている。

図表3 労働力人口の推移と予測

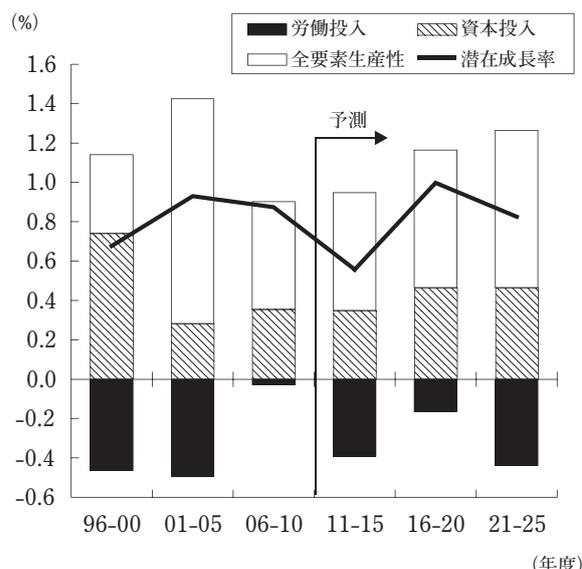


(備考) 1. 労働力人口の予測の前提は(注)2を参照
 2. 13年は1～9月の平均
 3. 総務省『労働力調査』より作成

減少トレンドには変化がないと考えられる。今回の中期経済予測では、求職活動を見送っていた離職者の一部が労働市場へ復帰すると想定^{(注)2}しているが、それを考慮しても16～20年の労働力人口の減少ペースが鈍化するに過ぎない。人口減少下で労働力人口の減少を最小限にとどめるには、女性や高齢者の有効活用が条件となるが、今回の予測では女性や高齢者の労働参加率の上昇ペースは緩やかにとどまると想定している。

人口減少は労働供給の縮小を通じて、潜在成長率^{(注)3}を押し下げる。コブ・ダグラス型生産関数を前提に潜在成長率を算出すると、90年代以降、労働投入の減少が潜在成長率を押し下げ続けている。団塊の世代が65歳に到

図表4 潜在成長率の中長期見通し



(備考) 内閣府資料などより信金中央金庫 地域・中小企業研究所が推計

達する11～15年度は、労働投入量の減少ペースが加速することによって、潜在成長率は0.4%ポイント程度押し下げられる(図表4)。しかし、その後の5年間については、求職活動を見送っていた離職者が労働市場へ復帰することや、構造的失業率の低下によって労働投入量の減少ペースが鈍化すると想定している。団塊の世代の労働市場からの退出の影響も一巡し、労働投入量の減少による押し下げ幅は縮小しよう。また、デフレ脱却と景気回復で企業の設備投資の伸びも高まり、資本ストックの寄与が高まると予想される。潜在成長率は今後徐々に高まり、16～20年度平均では1.0%程度まで回復すると予測した。

なお、将来の潜在成長率は、現在の経済情

(注)2. 男女別・年齢別の労働力率(年齢別労働力人口÷各年齢の人口)は景気変動の影響で変化するが、中長期的には比較的安定している。雇用環境が悪化した98年以降、若年層と男性の労働力率は大幅に低下したが、中長期的には労働需給のひっ迫などで、年齢別の労働力率は回復すると考えられる。今回の予測では求職活動を見送っていた離職者が予測期間の最終年である20年までに労働市場に復帰すると想定した。具体的には、20～24歳(男女)と25～64歳(男性)の労働力率が20年までに90年代前半の水準まで回復すると仮定した。また、女性の労働力率も緩やかな上昇が続くと想定した。

3. 実際のGDPから資本と労働の寄与以外の部分である全要素生産性(TFP)を求め、そのTFPに資本と労働の最大投入量を加えて潜在GDPを算出した。なお、最大労働投入量は労働力人口から構造的失業者を除いた労働力に時間数を乗じて算出した。

勢等を延長して推計した固めの予測値で、上振れする可能性がある。例えば、景気回復に伴う人手不足で、女性や高齢者の労働参加率が想定を上回って上昇することが考えられる。この場合には、労働投入量のマイナス寄与が縮小し、潜在成長率は押し上げられる。また、TFP(全要素生産性)は足元の伸びを前提に予測しているが、規制改革やTPP(環太平洋経済連携協定)など成長戦略の効果で、予測を上回る伸びとなることも十分考えられる。

2. 日本経済のけん引役として期待される設備投資

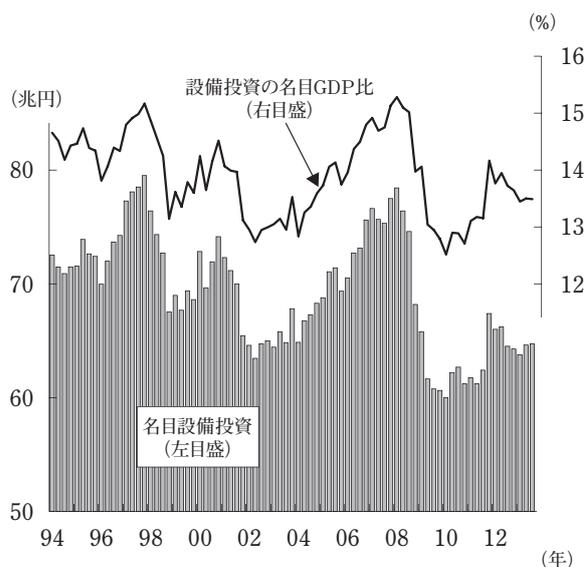
(1) 企業の投資余力は大きい

日本経済の中期的成長のけん引役として期待されるセクターが設備投資である。

設備投資はリーマン・ショック後の深刻な景気後退で大幅に落ち込んだあと、やや持ち直したものの明確な回復には至っていない。名目設備投資(GDPベース)の水準をみると、07年度の76.8兆円をピークに大きく落ち込み、09年度には60.7兆円に減少した。その後も回復力は鈍く、12年度は64.6兆円と低水準にとどまっている。設備投資の名目GDP比をみても、過去最低に近い水準に低迷している(図表5)。リーマン・ショック後の超円高が長引いたことで、設備投資の海外流出が加速したほか、欧州債務危機や東日本大震災の発生も企業の投資マインドを萎縮させる要因になった。

もっとも、企業のキャッシュフローの状況などから判断すると、足元の設備投資は抑制されすぎている。法人企業統計ベースの設備投

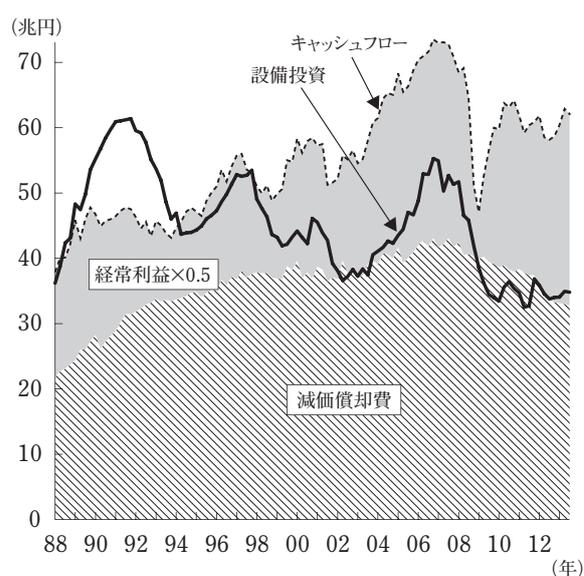
図表5 名目設備投資とGDP比



(備考) 内閣府資料より作成

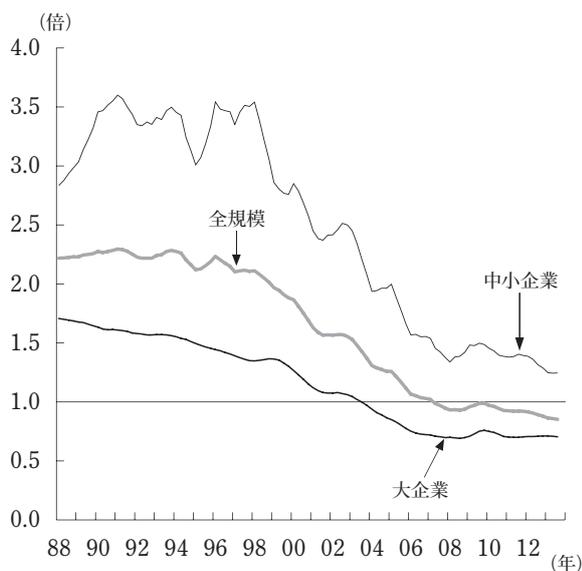
資(季節調整済み年率)は、リーマン・ショック後に大幅に落ち込み、09年1~3月から12年1~3月まで減価償却費を下回る水準で推移した(図表6)。減価償却費は設備の価値が低下する分を費用として計上するもので、減価償

図表6 設備投資とキャッシュフロー



(備考) 1. 金融・保険を除く全規模・全産業
2. 財務省『法人企業統計季報』より作成

図表7 負債比率（DEレシオ）の推移



(備考) 1. 負債比率=有利子負債÷自己資本
2. 財務省『法人企業統計季報』より作成

却費の水準は既存設備を維持するために必要な投資の目安である。企業のリストラ圧力が強まり、設備投資が大きく削減された02～03年頃でさえ、設備投資は既存設備を維持する減価償却費のレベルで下げ止まっている。足元では景気回復を受けて設備投資は上向しているが、キャッシュフローとの比較でみるとその水準はなお抑制されている。

企業は90年代後半から2000年代前半にかけて、バブル崩壊後の本格的な構造調整を余儀なくされた。当時は金融危機が深刻化したこともあって、過剰債務の削減が経営の優先課題となり、設備投資を抑制することで債務返済の原資を捻出する必要に迫られた。

しかし、2000年代半ば頃までに過剰債務の調整は一巡した。有利子負債残高を自己資本で除して求める負債比率（DEレシオ、全産業）をみると、90年代後半から2000年代前半にか

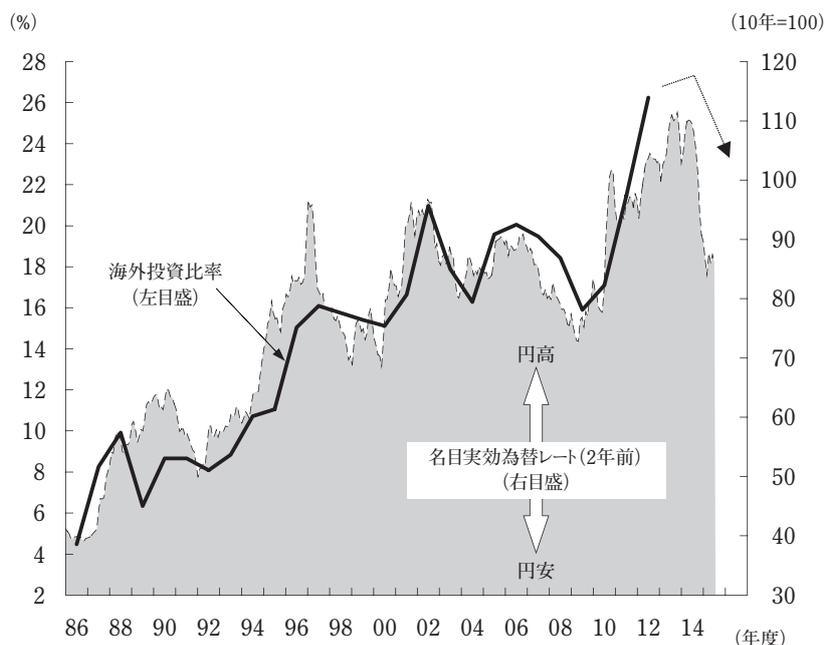
けて大幅に低下し、07年6月末以降は借入金が担保される水準である1倍を下回っている（図表7）。過剰債務の削減など構造調整が進んだ現在、企業が必要以上に設備投資を抑制する理由は見当たらない。08年のリーマン・ショックから5年が経過し、東日本大震災の影響も薄れつつあるなか、企業はキャッシュフローの有効活用として、これまで先送りしてきた設備投資を増やし始める可能性が大きい。

(2) 円高是正も設備投資回復の追い風に

12年末頃から始まった円高是正の動きも設備投資回復の追い風になる。特に、製造業にとって、為替相場の変動は国内外の投資決定において重要なファクターである。例えば、為替相場と海外設備投資比率の関係をみると、リーマン・ショック後の急激な円高局面では、2年程度遅れて海外投資比率が急上昇している（図表8）。円高に伴う競争力の低下で、設備投資の海外流出が進んだことを意味している。一方、2000年代半ば頃に円安が進んだことを受けて、2000年代後半にかけて海外設備投資比率は低下している。「国内回帰」といわれた現象で、国内での設備投資は大幅に回復した。

足元ではリーマン・ショック以降の円高が修正されており、今後は海外にシフトしていた投資の軸足が国内に傾いてくる可能性がある。実際、電機や自動車、素材産業などいくつかの業種で計画中の海外シフトを見直す動きが出始めている。当面は、これまでに計画された海外投資が継続されようが、円安傾向が維持されれば、国内投資を見直す動きは

図表8 海外設備投資比率と円レート



(備考) 1. 海外設備投資比率=現地法人設備投資÷(現地法人設備投資+国内法人設備投資)
2. 経済産業省『海外事業活動基本調査』などより作成

徐々に広がっていくと考えられる。

過去の動きと同様に2年程度のタイムラグがあると仮定すると、14年後半から15年にかけて投資の軸足が国内へシフトし、海外投資比率が低下していくことになる。円安傾向が続くことが条件ではあるが、設備投資はこれまで抑制されすぎていた反動に国内回帰の動きが加わって、中期的な回復局面に入っていくと予想される。

3. 消費税増税の影響が一巡する2010年代後半にかけて成長テンポが加速

(1) 消費税増税の影響で14～15年度の景気回復ペースは鈍化

13年度の日本経済は堅調な推移が見込まれるものの、消費税率が現行の5%から8%へ引き上げられる14年度には、景気は大き

く減速する可能性が高い。13年度下期にかけて、個人消費を中心に増税前の駆込み需要が見込まれるため、14年度入り直後はその反動減が避けられない。消費税率の引上げで家計の税負担は8兆円程度（税率1%で約2.7兆円の負担増）増えるため、駆込み需要の反動が一巡した後も増税の影響による実質購買力の低下が個人消費の下押し圧力となろう。

こうしたなか、政府は消費税増税による景気の腰折れを避けるため、13年度の補正予算で5.5兆円（国費ベース）の経済対策を打ち出すことを発表した。被災地のインフラ復旧などに1.1兆円、防災・減災対策など公共投資に1.2兆円が充てられるほか、低所得者向けの簡素な現金給付なども盛り込まれている。ただ、13年2月に成立した12年度補正予算（緊急経済対策、国費ベースで約10兆円）

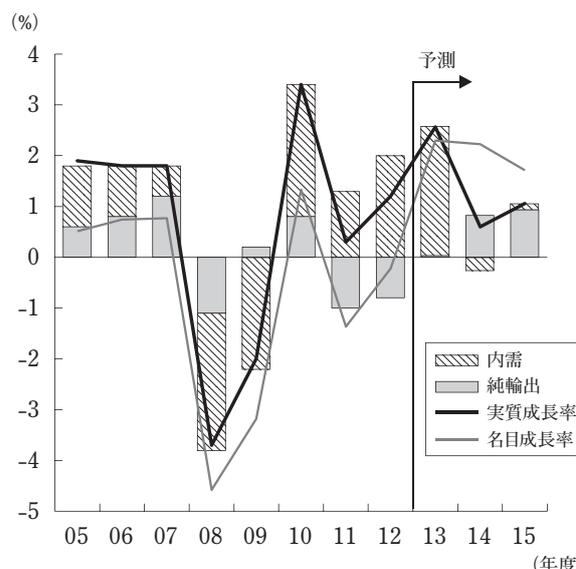
の効果で、足元の公共投資は押し上げられている。公共事業だけでも5兆円超が追加された12年度補正予算に比べて今回の経済対策の規模は小さく、景気を押し上げる効果は限られる。14年度の日本経済は消費税増税によって大きく下押しされよう（図表9）。

<13年度>

13年度は家計部門が景気回復のリード役となる。個人消費は前年比2.3%増と高めの伸びが予想される。株高を背景に消費マインドが上向いたことに続き、雇用・所得環境が改善してきたことも個人消費にとって追い風となる。14年4月に消費税率が5%から8%へ引き上げられるため、年度末に向けて増税前の駆け込み需要が本格化しよう。住宅投資も駆け込み需要の影響で6.5%増と高めの伸びが見込まれる。円高是正による輸出採算の改善などで企業の投資マインドは上向いており、設備投資は0.5%増と小幅ながら増勢を維持すると予想される。公共投資は15.5%増と予測した。緊急経済対策による押し上げ効果が寄与し、高い伸びが見込まれる。

輸出は前年比5.0%増と3年ぶりにプラスに転じよう。ただ、2年連続で減少した反動を考慮すると回復の勢いは鈍い。一方、輸入は火力発電用のLNG（液化天然ガス）や原油を中心に増加が続くとみられる。純輸出の寄与度は、前年度の△0.8%ポイントから改善するものの、0.0%ポイントにとどまると予測した。

図表9 GDP成長率の短期予測



(備考) 内閣府資料、予測は信金中央金庫 地域・中小企業研究所

<14年度>

14年度は、消費税増税の影響で景気が下押しされる。個人消費は駆け込み需要の反動減が一巡した後も、増税の影響による実質購買力の低下で伸び悩む公算が大きい。政府は低所得者向けに現金を配る簡素な給付措置を講じる方針だが、その効果は限定的とみられる。個人消費は1.4%減とリーマン・ショックに見舞われた08年度以来6年ぶりに減少すると予想される。住宅投資も消費税増税の影響で2.6%減とマイナスに転じると予測した。ただ、14年4月から住宅ローン減税の控除額が拡大されることで、反動減の影響はやや緩和される。また、年度下期頃から15年10月の消費税率の再引上げを意識した前倒しの需要が出始める可能性もある。

緊急経済対策の効果が徐々に薄れていくことで、公共投資の増勢は鈍化しよう。人手不足の影響などで一部工事の進捗が14年度にずれ込むとみられるほか、消費税増税に備え

た公共投資の積増しがプラス要因となるが、14年度の公共投資は2.8%増と前年に比べて減速すると予測した。

14年度の景気を支えると想定しているのが輸出である。世界経済の回復テンポが高まることや円高是正に伴う価格競争力の回復で輸出の伸びが加速しよう。安全が確認された原発の再稼働で燃料輸入の増加にも歯止めがかかる見通しで、純輸出の寄与度は0.8%ポイントに高まると予想される。

<15年度>

15年10月に消費税率が8%から10%に引き上げられるため、15年度も家計の税負担増が続く。駆け込み需要による影響はニュートラル（上期は駆け込み需要、下期は反動減）となるが、年度平均では1%分の消費税が家計の負担増となる。前年度の景気減速で賃金の回復にも弾みが付かないとみられ、個人消費は

横ばい圏の動きが続くと予想される。世界経済の持続的拡大に伴う輸出の好調が日本経済の回復をけん引するものの、15年度も景気回復の勢いは弱いとみられる。

(2) 2016～20年度の経済見通し

16年度以降の日本経済は、リーマン・ショックや東日本大震災、消費税率引上げなど2000年代後半から続いてきた景気の下押し要因が一巡する。デフレ脱却と民需主導による自律回復が実現し、成長テンポが高まろう。16～20年度の年平均成長率は、実質1.5%、名目2.4%と前の5年間に比べて成長ペースが高まると予測した（図表10）。

人口の減少が続くことが個人消費にとってマイナス要因となるが、一方で労働需給のひっ迫を背景に賃金引上げの動きが広がってくると予想される。消費税増税の影響が一巡することもあって、16～20年度の実質個人消

図表10 GDP成長率の予測

(単位：%)

	12年度 〈実績〉	短期予測			06～10年度 実績・年平均	中期予測	
		13年度 〈予測〉	14年度 〈予測〉	15年度 〈予測〉		11～15年度 年平均	16～20年度 年平均
実質GDP	0.7	2.6	0.7	1.1	0.2	1.0	1.5
個人消費	1.5	2.3	△1.4	△0.1	0.5	0.7	0.8
住宅投資	5.3	6.5	△2.6	△3.4	△7.3	1.7	△1.8
設備投資	0.7	0.5	2.8	2.2	△1.7	2.2	3.4
在庫投資(寄与度)	△0.1	△0.2	0.1	△0.2	△0.0	△0.1	0.1
政府最終消費	1.5	2.0	0.6	1.0	1.2	1.3	1.3
公共投資	1.3	15.5	2.8	△0.6	△3.0	3.0	△0.2
純輸出(寄与度)	△0.8	0.0	0.8	0.9	0.3	0.1	0.4
〈輸出〉	△1.2	5.0	8.8	7.9	2.4	3.7	4.9
〈輸入〉	3.8	4.2	3.3	2.6	0.2	3.8	3.4
内需(寄与度)	1.5	2.5	△0.2	0.1	△0.1	1.0	1.2
名目GDP	△0.2	2.3	2.3	1.7	△1.0	0.9	2.4
GDPデフレーター	△0.9	△0.3	1.6	0.6	△1.2	△0.1	0.9

(備考) 内閣府資料、予測は信金中央金庫 地域・中小企業研究所

費は年平均で0.8%増と緩やかなペースで拡大を続けよう。ただ、住宅投資については、人口の減少による影響が避けられないと考えられる。14～15年度の消費税率引上げで建替え需要が前倒しされるため、16年度以降はその反動も下押し要因となろう。

設備投資はこれまで抑制されすぎていた反動に、円安による国内回帰の動きも加わって、中期的な回復局面を迎えると予想される。5年ごとの年平均増減率は、06～10年度（実績）の1.7%減から11～15年度には2.2%増とプラスに転じ、16～20年度には3.4%増へ加速すると予測した。設備投資は、16年度以降の内需回復の原動力となろう。

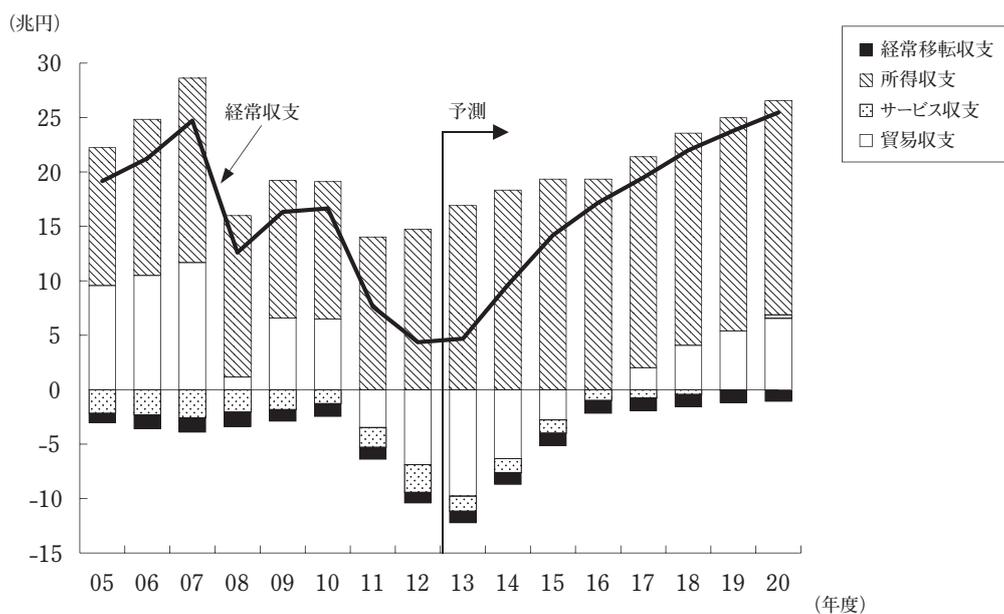
日本経済の成長をけん引するもう一つのセクターが輸出である。カギを握る世界経済は、リーマン・ショックや欧州債務危機から立ち直る局面に入ってくるとみられる。円高是正も

進み、16年度以降の為替レートは1ドル110円程度で安定すると想定した。超円高と世界経済の停滞に見舞われた2000年代後半から12年頃までと比べて、輸出環境は大きく改善すると想定した。16～20年度の輸出の年平均増加率は4.9%、輸出から輸入を差し引いた純輸出の年平均寄与度は0.4%ポイントへ高まると予測した（11～15年度は0.1%ポイントと予測）。

貿易収支は今後徐々に赤字幅が縮小しよう。2000年代半ば頃までの大幅な貿易黒字に回復する可能性は小さいが、安全が確認された原発の再稼働を前提にすれば、貿易収支は16年度にほぼ均衡し、17年度からは再び黒字に戻ると予想される。サービス収支の赤字縮小と所得収支の黒字拡大で、経常収支の黒字幅は拡大していこう（図表11）。

所得収支の黒字は、2000年代後半にかけて拡大が続き、07年度には16.9兆円に達し

図表11 経常収支の推移と予測



(備考) 日銀資料、予測は信金中央金庫 地域・中小企業研究所

た。リーマン・ショック後は世界的な金利の低下や世界経済の悪化で利子・配当の受取りが減少し、10年度の所得収支黒字は12.6兆円に縮小したが、13年度には16兆円程度まで回復しよう。

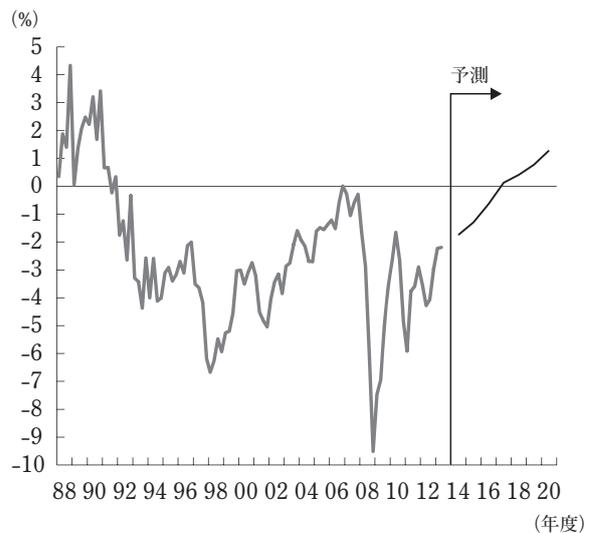
先行きについても、所得収支黒字の拡大が予想される。企業の海外進出などで日本の対外資産が増加傾向をたどっているうえ、円高是正や世界景気の回復も所得収支の受取りを増やす要因になる。18年度には所得収支黒字の拡大で経常収支の黒字は20兆円を上回る水準まで回復し、20年度の経常収支の黒字は25.4兆円と過去最高だった07年度（24.7兆円）を上回ると予測した。

(3) 16年度にはデフレ局面から脱却へ

日本経済は、バブル崩壊後の構造調整の一巡と、リーマン・ショックや東日本大震災の影響が薄れていくことで、中期的に潜在成長率を上回るペースで回復しよう。この結果、マクロベースでみた需給ギャップ^{(注)4}は16年度中にほぼ解消し、17年度以降は小幅ながらもプラス圏で推移すると予想される(図表12)。

需給ギャップの縮小とともに、デフレ圧力も弱まっていく。日銀の物価目標であるコア消費者物価の前年比は13年度にプラスに転じ、その後は上昇率を高めていくと予測した。ただ、14～15年度は消費税率の引上げの影響で個人消費の減速は避けられず、外食や家電、自動車など嗜好品は増税分を価格に

図表12 需給ギャップの推移と予測



(備考) 1. 14年度以降の予測は年度平均
2. 内閣府資料などより信金中央金庫 地域・中小企業研究所が推計

転嫁するだけで精一杯と考えられる。デフレ脱却は、需給ギャップが解消し、民需主導の自律回復局面を迎える16年度と予想される。なお、消費税増税の影響が一巡する16年度下期には、日銀が目標とするコア消費者物価の上昇率（消費税増税の影響を除く）が2%に到達しよう。

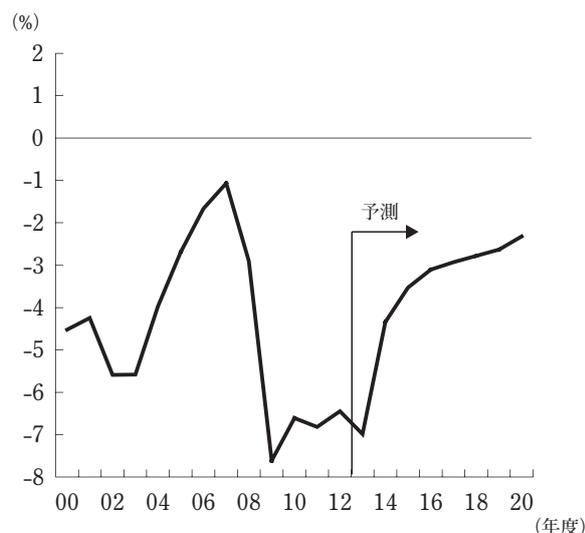
4. 今後の金融政策と長期金利の中期展望

(1) 財政赤字の拡大には歯止めがかかろうが、赤字縮小ペースは緩やか

日本経済は自律回復メカニズムを取り戻し、中期的に安定成長軌道をたどると予測しているものの、財政再建という大きな課題を克服できるかどうかは不透明である。政府は国と地方の基礎的財政収支(プライマリーバ

(注)4. GDPギャップ=(実際の実質GDP-潜在GDP)÷潜在GDP×100。潜在GDPの算出方法は(注)3を参照。なお、潜在GDPを「平均的な水準で生産要素を投入したときに実現可能なGDP」と定義する場合もある。需給ギャップのレベルについては、相当の幅をもってみる必要がある。

図表13 国・地方の基礎的財政収支のGDP比



(備考) 内閣府資料をもとに信金中央金庫 地域・中小企業研究所が試算

ランス^(注)5)のGDP比を、15年度に10年度(△6.6%)比で半減し、20年度に黒字化する目標を掲げているが、達成に向けたハードルは高い(図表13)。

今回の中期経済見通しを前提にすると、15年度中に消費税率が10%まで引き上げられることで、プライマリーバランスのGDP比は15年度に△3.5%まで縮小すると試算される。10年度比で赤字半減という目標はほぼ達成できる計算になる。16年度以降は、デフレ脱却で日本経済が本格回復局面を迎え、税収も順調に増加していこう。ただ、高齢化に伴う社会保障費の増大などで歳出も増加していく見通しで、プライマリーバランスの改善ペースは緩やかにとどまろう。20年度のプライマリーバランスのGDP比は△2.3%、金額ベースで

は約13兆円の赤字が残ると試算される。

仮に、消費税率の引上げによってプライマリーバランスの黒字化を達成するには、さらに、4~5%程度の税率引上げが必要になる。しかし、短期間での大幅な消費増税は経済への負担が大きく、景気の悪化で逆に税収が減少することにもなりかねない。経済への負担を抑えながら財政再建を進めていくためには、社会保障費の見直しを中心とする歳出の抑制を本格的に進めていくことが必要であろう。

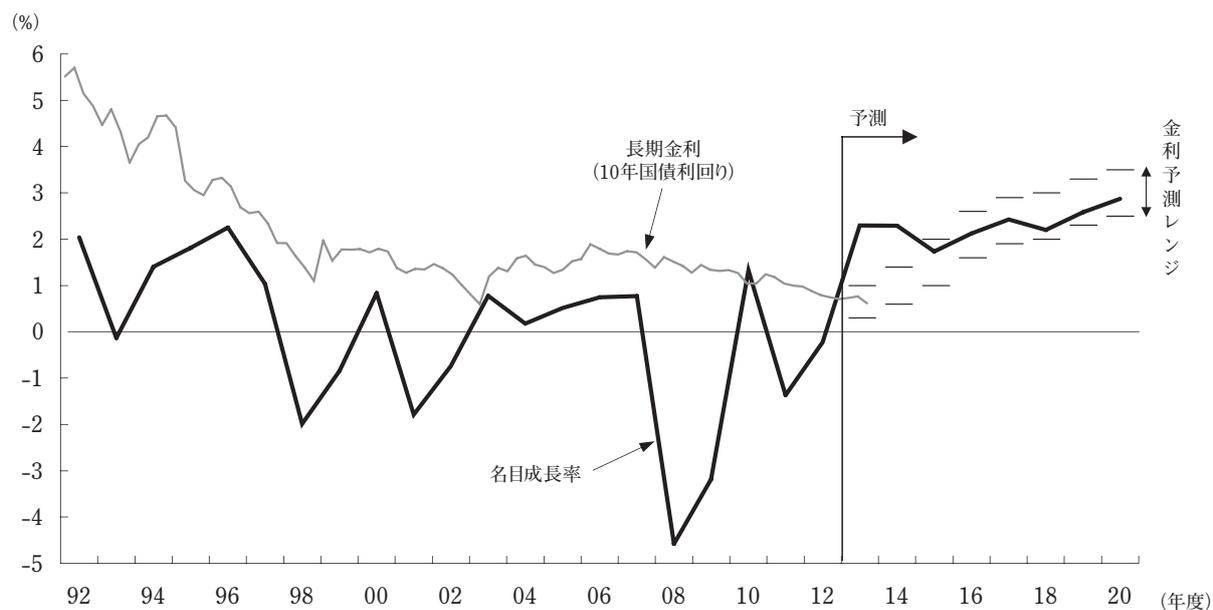
(2) 長期金利は経済情勢に見合った範囲で推移する見通し

14~15年度は、消費税率引上げの影響で景気回復ペースは緩やかにとどまり、消費者物価上昇率(消費税の影響を除くベース)は、日銀が目標とする2%に届かないと予測している。14年度に日銀は追加的な金融緩和に踏み切るとみられ、長期金利(10年国債利回り)も低水準に抑制された状態が続こう。

景気回復の動きを反映して長期金利が切り上がるのは、消費税率の引上げが一巡する16年度以降と予想される。16年度中には、消費者物価上昇率が2%に達するなどデフレ脱却が確認できるとみられ、13年4月から始まった「量的・質的金融緩和」は打ち切れよう。16年度末の無担保コールレートの誘導目標は0.25%へ引き上げられると想定した。長期金利はデフレ脱却の動きを反映する形で上

(注)5. プライマリーバランスは、過去の借金である公債の元利払い費を除いた歳出(社会保障費や公共事業費など)を、その年の税収等でどれだけ賄っているかを示す指標。プライマリーバランスが均衡している場合、債務残高のGDP比は、 $\frac{\text{当期末の債務残高}}{\text{当期のGDP}} = \frac{\{(1+\text{金利}) \times \text{前期末の債務残高}\}}{\{(1+\text{成長率}) \times \text{前期のGDP}\}}$ となるため、金利と成長率が等しければ債務残高のGDP比を安定させることができる。

図表14 名目成長率と長期金利の予測レンジ



経済成長率と金利見通し

(単位：%)

	12年度 (実績)	13年度	14年度	15年度	16年度	17年度	18年度	19年度	20年度
名目成長率	-0.2	2.3	2.3	1.7	2.1	2.4	2.2	2.6	2.9
実質成長率	0.7	2.6	0.7	1.1	1.3	1.7	1.3	1.6	1.8
デフレーター上昇率	-0.9	-0.3	1.6	0.6	0.8	0.7	0.9	1.0	1.0
10年国債利回り(レンジ) (年度平均)	0.51-1.03 0.78	0.30-1.00 0.70	0.60-1.40 1.0	1.00-2.00 1.5	1.60-2.60 2.0	1.90-2.90 2.4	2.00-3.00 2.5	2.30-3.30 2.8	2.50-3.50 3.0
無担保コール翌日物(年度末)	0-0.10	0-0.10	0-0.10	0-0.10	0.25	1.00	2.00	2.00	2.00

(備考) 内閣府、日銀資料より作成。予測は信金中央金庫 地域・中小企業研究所

昇し、16年度後半にかけて節目となる2%を上回って推移すると予想される(図表14)。

もっとも、長期金利が急騰する可能性は小さい。財政面では消費税増税と景気回復でプライマリーバランスの赤字は徐々に縮小していく見通しである。20年度のプライマリーバランスの黒字達成は難しいとみられるが、財政リスクは低下しよう。また、中期的にも企業と家計を合わせた民間部門は貯蓄超過が

続き、国全体としての資金余剰の状態は維持されると予想される。国全体の資金余剰幅と定義上一致する経常黒字は、世界経済の持ち直しと円高是正を背景に再拡大する見通しで、余剰資金が国債の消化を支える構図が崩れる可能性は低い。中長期的にみても、資金需給のタイト化に伴う過度な金利上昇リスクは小さく、長期金利はデフレ脱却後も経済情勢に見合ったレンジで推移すると予想される。