

浜銀総研 News Release



2012年 9月19日

中期経済見通し（2012～17年度）

－消費増税の影響で2014年度はマイナス成長に転じ、15、16年度も小幅な成長に－

要 旨

- わが国経済はリーマン・ショックによる大幅な落ち込みから持ち直す過程にあるが、その後の東日本大震災や欧州債務問題の影響などにより依然としてリーマン・ショック前の活動水準を取り戻していない。需要面からみると、公的需要や個人消費がリーマン前の水準を回復する一方で、設備投資など企業部門で回復の遅れが目立つ。また、供給面からみても、リーマン後の潜在成長率は0.5%を下回る小幅な伸びにとどまっている。
- 2017年度までのわが国経済においては、人口構造の変化や製造拠点の海外移転などの構造的な要因が需要面、供給面に影響を及ぼしていくと考えられる。すなわち、需要面では相対的に消費支出の多い世代が減少することなどによって家計部門の需要に下押し圧力が加わるとともに、製造業の国内投資比率低下の影響で設備投資の伸びが抑えられることになると予想される。また、供給面では生産年齢人口の縮小が労働力人口の減少を通じて潜在成長率の低下要因になるほか、国内投資抑制の影響で資本ストックが伸び悩むために潜在成長率が抑制されることになると予測した。
- 需要面から年度ごとの成長率をみると、復興関連投資や消費税率引き上げなどの政策要因が成長率の波を大きくすると予想される。すなわち、12年度に復興投資の押し上げで高めの成長率となった後、13年度も消費増税前の駆け込み需要によりプラス成長を維持するものの、14年度には消費増税後の消費低迷によりマイナス成長に転じるだろう。その後、15年10月には再度消費増税が予定されており、その影響で15、16年度は小幅な成長にとどまろう。ただ17年度には、輸出の増加が続くなかで消費増税の影響が解消するため、輸出にけん引されるかたちで次第に景気回復の動きが強まってくると予測した。
- 供給面をみると、潜在成長率は小幅な伸びにとどまると見込んだ。生産年齢人口の減少にともない労働供給力が低下するとともに、資本ストックも小幅な伸びにとどまるためである。また予測期間中、需給ギャップはマイナス（供給＜需要）の状況が続く見込みで、デフレ状態の完全な解消には至らないと予想される。
- 財政収支は緩やかに赤字幅が縮小するとみられるが、予測期間中における政府のプライマリー・バランス改善目標の達成は困難だろう。消費増税にともなう税収増が財政収支改善に寄与するものの、社会保障費の拡大などにより財政収支の改善幅が小幅にとどまるとみられるためである。なお、貿易収支は15年度には再び黒字化すると見込んだ。経常収支については、所得収支の大幅な黒字に支えられて黒字が続くと予測した。

予測の要約表

（前年比、％）

	実績	見通し					
	2011年度	12年度	13年度	14年度	15年度	16年度	17年度
実質GDP成長率	▲ 0. 0	2. 0	1. 5	▲ 0. 3	0. 3	0. 6	1. 4
名目GDP成長率	▲ 2. 0	1. 0	1. 2	0. 6	0. 4	0. 8	1. 2
潜在成長率	0. 4	0. 4	0. 5	0. 5	0. 5	0. 6	0. 7

（株）浜銀総合研究所 調査部 小泉 TEL 045-225-2375

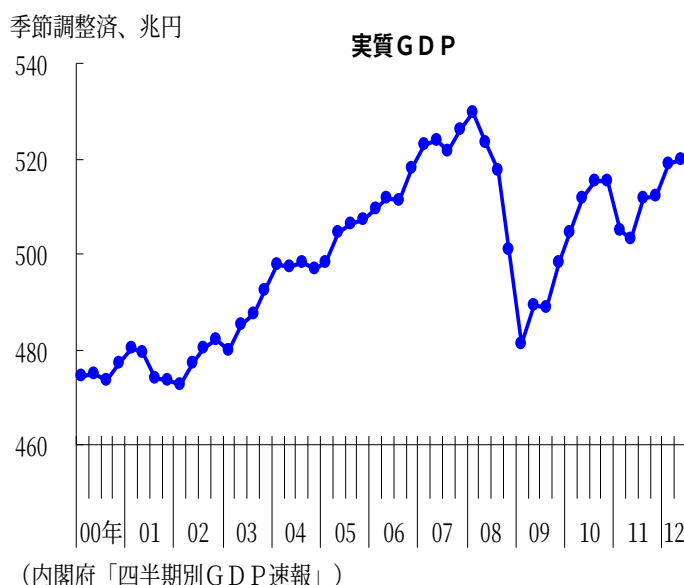
1. わが国経済の現状

(経済活動はリーマン・ショック前の水準を回復していない)

わが国の経済活動は2008年のリーマン・ショックを契機として大きく落ち込んだ後、持ち直しの動きが続いている（図表1）。もっとも、東日本大震災に伴う国内経済の落ち込みや欧州債務問題の影響などもあって、依然としてリーマン・ショック前の活動水準を取り戻していない状況にある。リーマン・ショック前の07年度と直近の11年度の実質GDP（国内総生産）を比較すると、11年度は511.5兆円で、07年度の525.5兆円を2.6%下回っている。内訳をみると、政府部門（政府消費、公共投資）や個人消費が07年度の水準を上回る一方で、設備投資や輸出は07年度の水準を取り戻しておらず、企業部門の回復の遅れが目立つ。なお、輸出の不振に加えて、原発の稼働縮小の影響で燃料輸入が拡大したことなどから11年度の貿易収支（国際収支統計ベース）は32年ぶりの赤字に転じている。

実質GDP成長率は12年に入り、復興関連の公共投資の拡大やエコカー補助金の押し上げを受けた個人消費の増加などによってプラス成長が続いている。ただ、欧州債務問題の影響などにより世界経済の減速感が強まるなかで輸出は弱含み、設備投資も伸び悩むなど、依然として企業部門の回復の動きは鈍いままである。さらにこの先は、復興関連投資の押し上げ効果が鈍り、エコカー補助金も終了するため、景気回復の動きが弱まること懸念されている。こうした状況下、8月10日には消費増税関連法案が成立し、14年4月と15年10月に消費税率が引き上げられることになった。消費増税後には家計部門を中心に国内需要が冷え込み、景気が悪化することが懸念されている。

図表1 実質GDPはリーマン・ショック前の水準を依然として下回る



(潜在成長率は低下、財政の悪化も続いている)

一方、最近のわが国経済を供給側からみると、リーマン・ショック後の潜在成長率は0.5%を下回る小幅な伸びにとどまっている^(注)。生産年齢人口の減少によって労働供給力が緩やかに低下するとともに、企業の設備投資意欲が高まらず資本ストックの伸びも低位にとどまっていることが原因である。加えて、リーマン・ショックや東日本大震災が企業の生産性を低下させたことも潜在成長率が小幅な伸びにとどまっている要因だと考えられる。

わが国全体の総需要と供給力の差を示す需給ギャップをみると、リーマン・ショック後に大幅なマイナス（供給＞需要）となり、足元でも総需要が供給力を下回る状況が続いている。供給力の伸びを示す潜在成長率が小幅なプラスにとどまっていることから、総需要を示す実質GDPの回復の遅れが需給ギャップマイナスの主因と考えられる。このように需給ギャップのマイナスが続くなかで、GDPデフレーターや消費者物価指数などの物価指標は弱めの数値を示しており、依然としてわが国はデフレ状況にあると判断される。

なお、わが国の財政状況をみると、高齢化の進展により社会保障費の増大が進ん

でいることなどから歳出が増加基調をたどる一方で、景気低迷の影響などで税収が伸び悩んでいるために、財政収支は大幅な赤字が続いている。また、これまでの財政収支赤字の累積によって国と地方の長期債務残高は名目GDPの約2倍まで拡大している。こうした財政状況の悪化を受けて、財政再建を求める声が内外に広がりつつある状況になっている。

(注) 潜在成長率は内閣府が試算する需給ギャップから求めた。

2. 中期経済見通しの概要

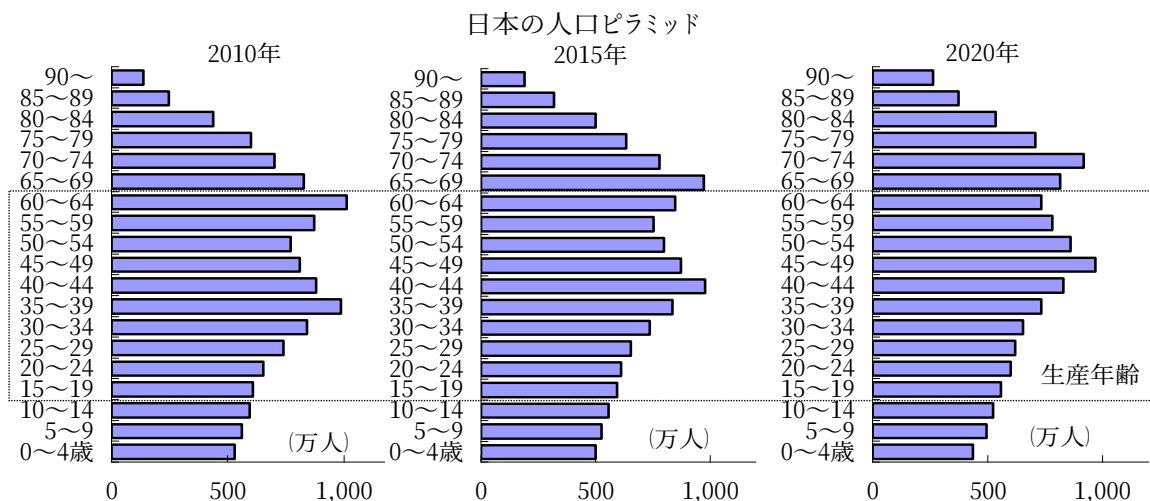
(高齢化などが需給動向に影響を与えるなかで、復興投資や消費増税が景気を左右する)

17年度までのわが国経済を見通す上でポイントとなるのは次の2点だと考えられる。すなわち、①人口構造の変化や製造業における生産拠点の海外移転などの構造的な要因が需要面、供給面に及ぼす影響、②復興関連投資や消費税率引き上げなどの政策要因が各年度の成長率に与える影響である。

まず、構造的な要因については経済成長を抑制する方向に働くと考えられる。第1の構造要因としては人口構造の変化があげられる。具体的には12年以降に団塊世代(1947～49年生まれ)が順次65歳となり本格的な退職期を迎えることなどである(図表2)。この影響により、供給面では生産年齢人口の縮小による労働力人口の減少を通じて潜在成長率を低下させるほか、需要面においては相対的に消費支出の多い世代が減少することによって家計部門の需要を押し下げることになる予想される。第2の構造要因としては生産拠点の海外移転があげられる。今回の予測期間である17年度までには、新興国企業の追い上げや電力供給の不安などによって、これまで以上に製造業の生産拠点の海外移転が進むと予想される。この影響により、供給面では資本ストックの伸び悩みが潜在成長率を抑制する一方、需要面では国内投資比率低下の影響によって、設備投資の伸びが抑えられることになるだろう。

次に、政策要因をみると、まず復興関連投資の増減が短期的な景気変動に大きな影響を与えると予想される。具体的には、公共投資の増加により12年度の成長率が大きく押し上げられる一方で、13年度以降はその反動により成長率が押し下げられることになろう。また、消費税率の引き上げも今後の景気を大きく左右すると見込まれる。消費税率の引き上げ前には個人消費などを中心に駆け込み需要が発生する一方で、その後には反動で国内需要が低迷することになろう。

図表2 団塊世代が非生産年齢世代へ



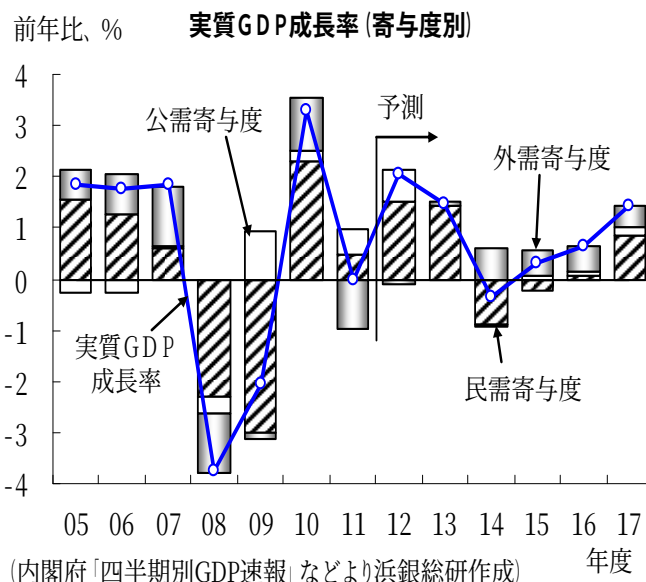
(総務省「国勢調査」、国立社会保障・人口問題研究所「日本の将来推計人口(2012年1月推計)」より浜銀総研作成)

（需要面：消費税率引き上げの2014年度はマイナス成長に）

こうした要因を踏まえて今後のわが国経済を需要面から展望すると、まず家計部門については、雇用者報酬が伸び悩むことや、高齢化の影響により消費支出の多い世代の世帯数が減少することなどにより、個人消費が基調としては鈍い動きになると考えられる。また、住宅投資も住宅の一次取得世代減少の影響で基調としては弱い動きになるだろう。もっとも、14年4月の消費増税前には住宅や耐久財など高額商品中心に駆け込み需要が拡大するため、増税前の家計部門の需要は強含むことになろう。ただし、その後は個人消費や住宅投資が基調として強まりにくいなかで、消費増税前の駆け込み需要の反動減によって、家計部門の需要は低迷すると予想される。次に企業部門をみると、企業収益については海外経済が緩やかに持ち直していくなかで、消費増税前には個人消費などの駆け込み需要が見込まれるため増益の動きが明確になるとみられる。ただ、消費増税後には家計部門など国内需要が鈍い動きになることから企業収益の回復テンポはいったん鈍化するだろう。14年度以降には輸出の増勢が次第に強まるため生産活動も徐々に活発化するとみられるものの、新興国などへの海外直接投資の比率が高まるため、製造業における設備投資の伸びは限定的となろう。非製造業でも、消費増税後の国内需要の低迷が見込まれるなかで投資意欲は高まりにくいと予想される。このため設備投資は総じて鈍い動きになると考えられる。政府部門については、復興関連投資の縮小に伴い公共投資が13年度以降減少基調をたどる一方で、政府消費は高齢化に伴う医療・介護費の拡大により増加基調になると予想される。

以上に基づいて年度ごとの実質GDP成長率をみると、12年度は復興投資の押し上げにより高めの伸びとなろう（図表3）。13年度は公共投資が減少するものの、消費増税前の個人消費や住宅投資の駆け込み需要の押し上げによりプラス成長を維持すると予測した。14年度になると、海外景気の回復を受けて輸出の伸びが次第に高まっていく一方で、個人消費などが消費増税前の駆け込み需要の反動減で減少し、公共投資の縮小も続くことからマイナス成長に転じると予想した。15年度には再び消費税率が引き上げられるものの、耐久財などの前倒し需要の押し上げが限定的になるため、成長率は小幅なプラスにとどまるとみられる。その後、16年度も消費増税の反動減の影響が残り小幅な成長にとどまろう。ただ、17年度になると、輸出の増加が続くなかで、消費増税の影響も解消されるため、輸出にけん引されるかたちで、実質GDP成長率も緩やかに高まってくると予測した。

図表3 実質GDP成長率の見通し



（供給面：潜在成長率は小幅な伸びにとどまる）

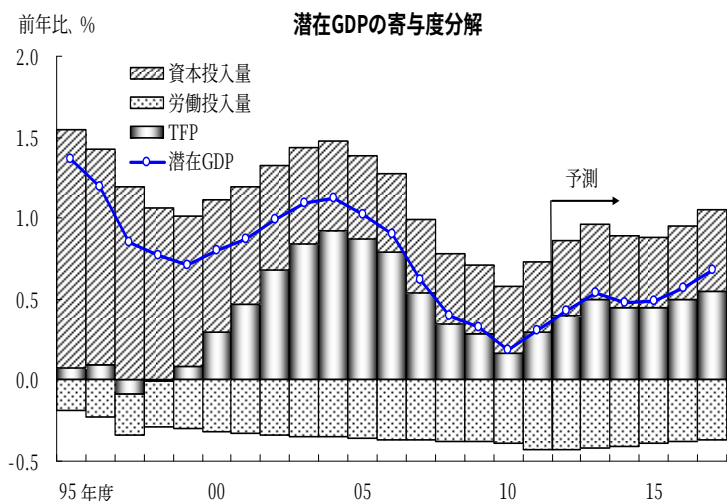
一方、わが国経済を供給面からみると、潜在成長率については各年度とも1%を下回る小幅なものになると見込んだ（図表4）。潜在成長率を労働投入と資本投入、および全要素生産性（TFP）^{（注）}の寄与に分けてみると、まず労働投入要因については、生産年齢人口の減少による労働力人口の落ち込みの影響で予測期間を通じ

てマイナスに寄与するだろう。特に団塊世代の退職期に当たる12～15年頃には押し下げ圧力が強くなるとみられる。一方、資本投入要因は予測期間を通じてプラスに寄与するものの、設備投資が緩やかな伸びにとどまることもあって潜在成長率の押し上げは小幅にとどまることになろう。一方、全要素生産性（TFP）はリーマン・ショックや東日本大震災の影響などで生産性が低下した2000年代後半以降に比べると、生産効率の向上が見込まれることから、プラス寄与が拡大すると見込んだ。

なお、こうした予測のもとに需給ギャップを求めると、予測期間を通じてマイナスになると試算される（図表5）。企業物価指数や消費者物価指数は消費税率引き上げの影響もあって、予測期間中早い段階で前年比プラスに転じるとみられるものの、わが国全体でみると、供給超過状態が続くことから、デフレ状態が完全に解消したとは言えない状況が続くことになろう。

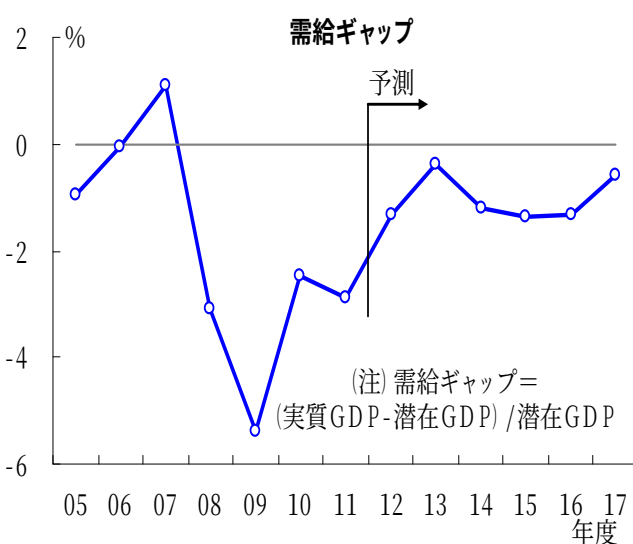
（注）全要素生産性（TFP）とは、生産の増減のなかで資本や労働など生産要素の投入で計測できない部分（残差）で、生産の効率性や技術進歩などにより変動する。

図表4 潜在成長率は小幅な伸びに



（注）潜在GDPの実績値は内閣府が試算しているGDPギャップから求めた。潜在GDPの予測値は当社の試算。寄与度分解は当社で行った。
（内閣府「四半期別GDP速報」「民間企業ストック」、経済産業省「鉱工業生産・出荷・在庫統計」「第3次産業活動指数」、厚生労働省「毎月勤労統計調査」「職業安定紹介状況」、総務省「労働力調査」、日本銀行「短観」などより浜銀総研作成）

図表5 需給ギャップの見通し



（注）需給ギャップの実績は内閣府による推計
（内閣府「四半期別GDP速報」などより浜銀総研作成）

（財政収支赤字は緩やかに縮小）

財政収支は緩やかに赤字幅が縮小すると見込んだ。消費増税に伴う税収増が財政収支改善に寄与するものの、高齢者人口の増加によって社会保障費の拡大などが見込まれており改善幅は小幅にとどまるだろう。また、国の基礎的財政収支（プライマリー・バランス）の改善目標の実現も困難になると予想される^{（注）}。なお、わが国の公債残高は17年度には11年度末に比べて3割程度増加するとみられるが、企業部門や家計部門の資金余剰が続くことから、国債に対する需要は底堅いと予想される。わが国の成長率が高まらず、デフレ状態が続くなかで緩和的な金融政策が維持されるとみられることから、長期金利は緩やかな上昇にとどまると予想した。

なお、貿易収支については15年度には再び黒字化すると予測した。14年度以降には海外経済の回復基調が次第にはっきりとしてくるため輸出の増勢が強まるほか、今後原発の再稼働が進んで燃料輸入が減少すると見込んだ。また、経常収支については、所得収支の大幅な黒字に支えられて黒字基調が続くと予想した。

（注）政府の財政運営戦略では、国の基礎的財政収支を「遅くとも2015年度までに赤字対GDP比を2010年度から半減、2020年度までに黒字化」するとしている。

3. 部門別見通し

①家計部門

(可処分所得の増加は期待できない)

家計部門では可処分所得が伸び悩むと予想される。賃金総額の動向をみると、まず雇用者数は予測期間を通じて減少が見込まれる^(注)。12年以降には団塊世代が順次65歳となり本格的な退職期を迎えるため、こうした人口構造の変化が雇用者数を構造的に押し下げていくと考えられる(図表6)。また、消費増税を控えて企業の採用意欲が当面高まりにくいことも雇用者数の減少に寄与するだろう。一方、景気回復の動きが鈍いなかで企業が人件費負担を引き続き抑制するため、一人当たりの賃金についても、伸びが高まりにくいと予想される。このため、雇用者数に一人当たり賃金を乗じて求められる賃金総額は伸び悩む可能性が高い。

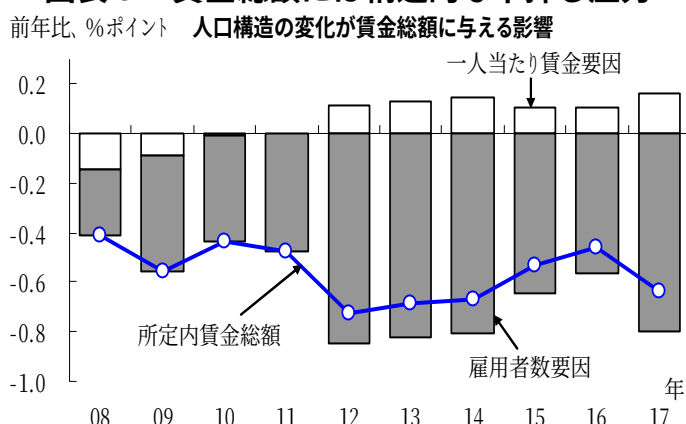
また、税制改正なども今後の可処分所得の下押し要因になろう。所得税や住民税などでは復興関連の増税が既に予定されているほか、厚生年金などの保険料率も年々引き上げられている。政府から家計への所得の分配額は年金支給対象者の拡大により増加すると見込まれるものの、全体としてみると、家計の可処分所得の増加は期待しにくいといえよう。なお、消費税率の引き上げによって家計の実質的な購買力が低下する点も個人消費の動向などを見る上では注意が必要となろう。

(注) 雇用者数は減少が見込まれるものの、失業率などの雇用情勢については消費増税による景気下押しの影響が弱まる予測期間終盤には改善基調が明確になると予測した(11頁参照)。

(人口構造の変化が消費の抑制要因になる可能性も)

人口構造の変化は需要面にもマイナスの影響を与える可能性がある。家計調査における世帯主年齢別の一世帯あたり月平均消費支出額(二人以上世帯、2009~11年平均)をみると、50~54歳までは世帯主年齢が上昇するのに伴い消費支出額が増加するものの、55~59歳以降になると年齢が上がるにつれて消費支出額が減少している。一方、国立社会保障・人口問題研究所「日本の世帯数の将来推計(2008年3月推計)」をみると、この先、消費支出の相対的に多い年齢層の世帯数減少が見込まれる一方、消費支出の比較的少ない高齢者世帯の増加が見込まれている。世帯年齢別の消費支出と年齢別の世帯数予測をもとに、家計の消費支出を機械的に計算すると、この先の消費支出の減少テンポは年々加速していく結果となる(図表7)。今

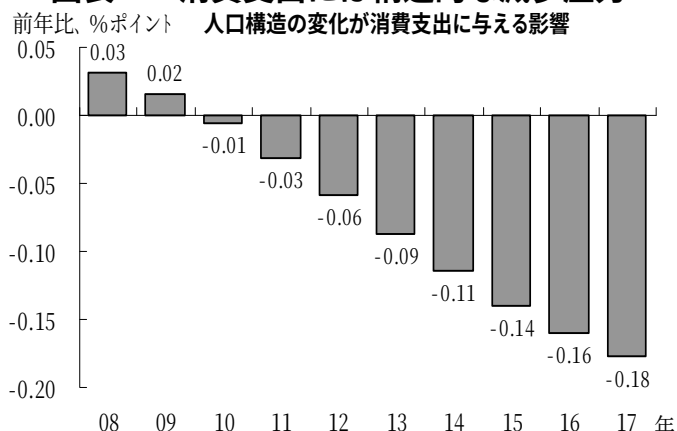
図表6 賃金総額には構造的な下押し圧力



(注) 所定内賃金総額=年齢別所定内賃金(企業規模10人以上、一般労働者、2009~11年平均)×年齢別労働力人口(10年までは実績、11年以降は当社の推計)とし、機械的に一人当たり賃金を試算した。2008から10年についても試算値。

(国立社会保障・人口問題研究所「日本の将来推計人口(2012年1月推計)」、厚生労働省「賃金構造基本統計調査報告」より浜銀総研作成)

図表7 消費支出には構造的な減少圧力



(注) 各年の個人消費=各年の世帯主年齢別推計世帯数×世帯主年齢別消費支出額実績(2009~11年平均)をベースとし、世帯主年齢の変化が個人消費に与える影響を試算した。2008から11年についても試算値。

(国立社会保障・人口問題研究所「日本の世帯数の将来推計(2008年3月推計)」、総務省「家計調査年報」より浜銀総研作成)

後、高齢者の消費ニーズにあった商品やサービスなどが開発されることで高齢者世帯の消費が活発となり、高齢化に伴う消費押し下げ圧力が試算結果に比べて小さくなる可能性はあるものの、人口構造の変化による個人消費の抑制圧力がこの先次第に強まっていく恐れがある点には注意が必要だろう。

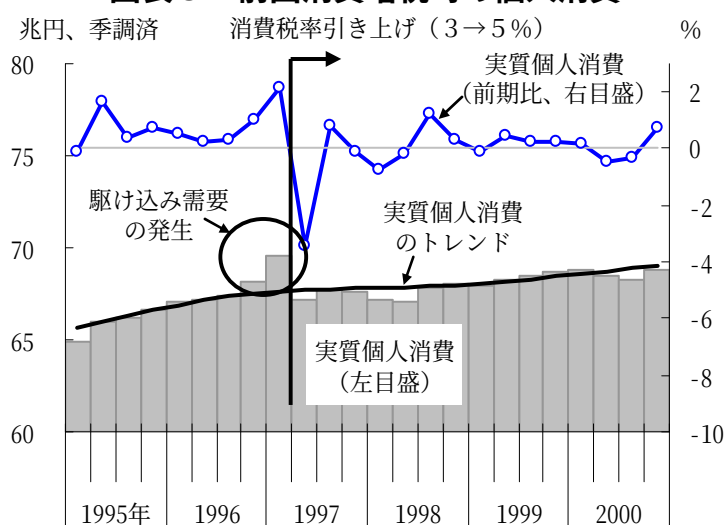
加えて、人口構造の変化は住宅投資にも影響を与えると予想される。総務省「平成20年住宅・土地統計調査」をみると、二人以上世帯の世帯主年齢別の持家比率は40歳代までは上昇幅が大きいものの、50歳代以降には伸びが大きく低下している。住宅取得ニーズが高い、40歳代までの住宅一次取得層の世帯数が今後は減少傾向をたどることから、新規の住宅取得ニーズは基調的に低下していくことが予想される。

(消費税率引き上げの影響で個人消費などの増減が大きくなる見込み)

このように家計部門の需要には構造的に下押し圧力が加わりやすいとみられるものの、14年4月と15年10月に予定されている消費税率引き上げの影響で、個人消費や住宅投資は増減の波が大きくなると予想される。

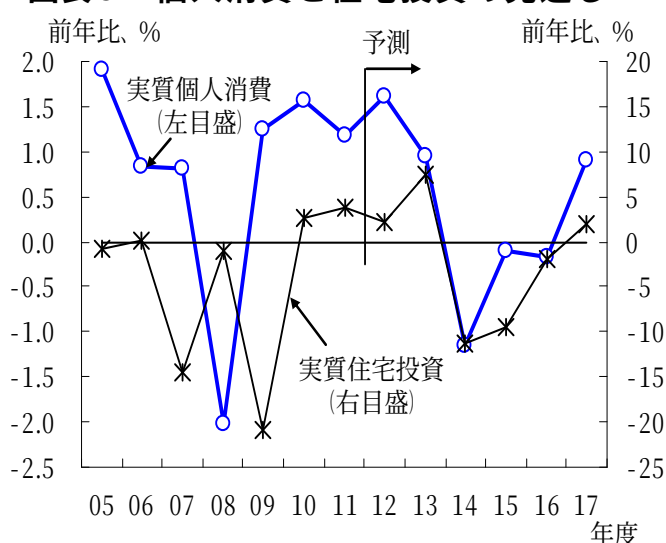
1997年4月の消費税率引き上げ時の個人消費と住宅投資の動向を確認すると、個人消費については税率引き上げの半年前、住宅投資については1年程前から駆け込み需要が発生していた様子が見える(図表8)。今回の予測においても、14年4月の消費増税前に同様の影響が出ることを想定すると、13年度には個人消費や住宅投資が高い伸びになる一方で、14年度にはその反動減により家計部門の需要が弱い動きになると予想される。また、15年10月には再び消費税率が引き上げられることから、15年度前半には再度、駆け込み需要が個人消費などを押し上げることになる。今回は消費税率の引き上げが2段階で、引き上げ幅の合計も過去の消費増税を上回るため、耐久財などにおける需要を先取りする動きは過去の消費増税時を上回るとみられる。このため、消費増税後の反動減は過去の消費増税時に比べて大きく、かつ長引く可能性がある。こうした点を踏まえると、個人消費については、駆け込み需要の反動減の影響で15年度後半から16年度にかけて再び低迷し、増勢を取り戻すのは17年度になると予想される(図表9)。一方、住宅投資については、個人消費に比べて高額な取引であるため、駆け込みと反動減の動きがより大きくなるとみられる。このため14、15年度には大幅な減少になると予測した。

図表8 前回消費増税時の個人消費



(内閣府「四半期別GDP速報」より作成)

図表9 個人消費と住宅投資の見通し



(内閣府「四半期別GDP速報」などより浜銀総研作成)

②企業部門

(輸出の増加が見込まれるが、加速感は乏しい)

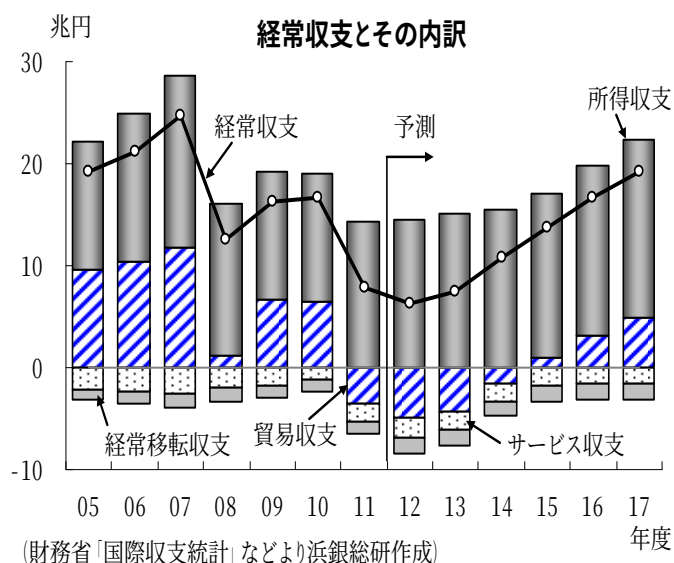
今回の予測では欧州債務問題や米国景気の一時的な減速の影響などにより13年まで海外経済の伸びは鈍いものの、その後は回復力が高まってくると想定しており、この前提に基づけば14年度以降には輸出の増勢も強まると考えられる。特にわが国からの輸出金額に占めるウェイトの高い中国などアジア圏では他地域に比べて相対的に高い成長が見込まれていることから、こうした地域の需要を取り込んでいくことが期待される。もっとも、輸出が景気を大きくけん引した2000年代半ばに比べると、わが国の輸出を取り巻く環境は悪化している。当時に比べると為替レートは大幅な円高水準で、新興国企業の技術水準も向上している。また、国内生産拠点の海外移転も進んでいることから、輸出の加速感は乏しい状況になろう。

なお、輸入は景気の回復を受けて増加基調で推移するだろう。ただ、原発の再稼働が進んで燃料輸入が次第に減少するとみられるため、予測期間を通じて小幅な伸びにとどまると予想した。この結果、足元で赤字となっている貿易収支は13年度以降次第に赤字幅が縮小し、15年度には再び黒字化すると予測した(図表10)。ただ、名目ベースの輸出額の水準は07年のピークの水準まで回復しないと見込んでいることから、貿易黒字の水準はリーマン・ショック前に比べると低い水準にとどまることになろう。また、経常収支については、貿易赤字の影響でしばらく伸び悩むものの、所得収支黒字に支えられて黒字基調が続くと予測した。

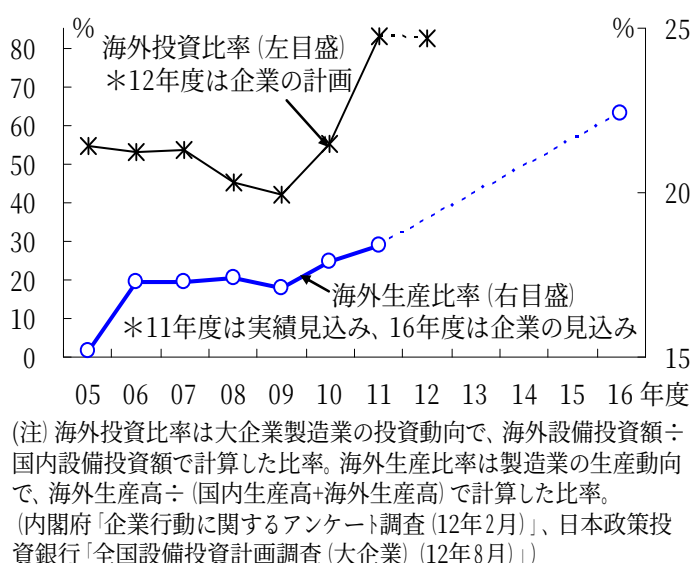
(生産や企業収益は回復基調で推移するが、回復の動きは鈍い)

輸出の増加を受けて企業の生産も回復基調をたどると予想される。もっとも、製造業においては今後も海外での生産比率を増やしていく見込みである。内閣府「企業行動に関するアンケート調査」をみると、製造業の海外生産比率は上昇傾向にあり、2016年度までにはその比率が大きく上昇する見通しとなっている(図表11)。このため現地生産の拡大の影響で輸出向け製品の大幅な増産は期待できないと考えられる。また、国内向け製品についても、消費増税後には耐久財などを中心に国内需要が落ち込むと予想される。また、海外工場からの輸入拡大が予想されることも考慮すると、生産の伸びは高まりにくい状況になると見込まれる。

図表10 15年度には貿易黒字に転化



図表11 海外生産比率が上昇する見込み



企業収益については輸出や生産の持ち直しを受けて基調としては増加していくだろう。もっとも、製造業においては今後も海外製品との価格競争が厳しく、収益は伸び悩むと考えられる。また、消費増税後には内需が落ち込むと予想されるため、非製造業や内需向け中心の製造業では収益の伸びが限定的となり、増税後にはいったん減益に転じる局面もみられるだろう。法人企業統計ベースでみた経常利益は、予測期間を通じて06年のピーク(60兆円)を上回ることはないと見込んだ(図表12)。

(海外投資比率の上昇、内需の伸び悩みで設備投資意欲は高まりにくい)

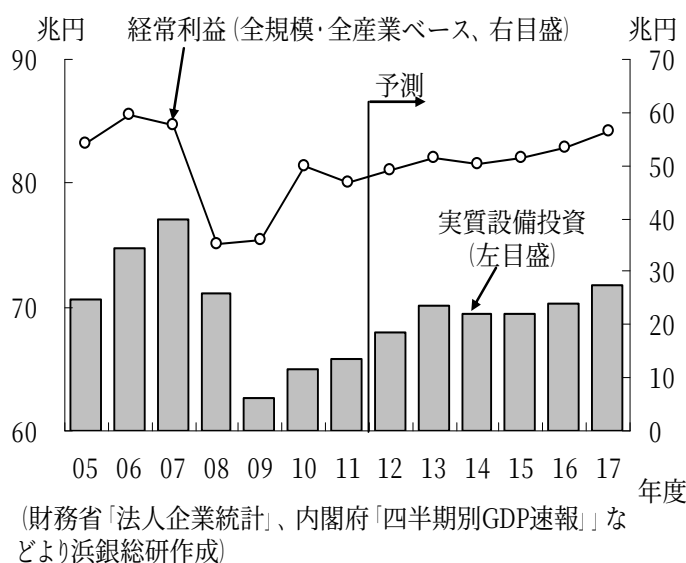
今後の企業の投資動向を展望すると、まず製造業については、輸出や生産の増加を受けて設備投資意欲も次第に高まってくると予想される。ただ、上述のとおり①生産や企業収益の回復が限定的になること、②海外投資比率が上昇すること、などの影響で設備投資の伸びは高まりにくいと予想される。

一方、非製造業に設備投資の大幅な拡大を期待するのも難しいだろう。前述したとおり、この先高齢化の影響などにより家計部門を中心に国内需要の期待成長率は高まりにくいと考えられる。また、消費増税後には家計部門を中心に国内需要が低迷すると予想される。このため、家計部門などの内需関連業種を中心に非製造業でも設備投資意欲は高まりにくいだろう。

こうした点を踏まえて今後の設備投資全体の動向を見通すと、消費税率引き上げまでは輸出の緩やかな持ち直しや復興関連投資などの押し上げにより緩やかな増加が見込まれる(図表12)。また、過去の消費税率引き上げ時の設備投資の動向をみると、中小企業などにおいては消費増税前に設備投資を前倒しする動きもみられている^(注)。このため13年度には設備投資の伸び率が幾分高まると予想される(図表13)。もっとも、消費税率引き上げ後には設備投資前倒しの反動や消費増税後の個人消費を中心とした内需の落ち込みの影響により設備投資も弱含むことになろう。その後、消費増税に伴う内需の落ち込みが解消されるとともに設備投資の増勢も少しずつ回復していくと予測した。

(注) 設備投資を行う際に支払う消費税は納税時に控除されるため、原則として企業の投資行動に影響を及ぼさない。ただし、1997年の消費増税時には簡易課税制度の適用を受ける企業などでは設備投資コストが増加するケースがみられたことなどから、駆け込みの設備投資が発生した模様である。

図表12 設備投資と経常利益の見通し



図表13 消費増税で投資前倒しが見込まれる

消費増税による設備投資の前倒し実施状況(複数回答)

	大規模投資		小規模投資	
	構成比(%)	回答数(社)	構成比(%)	回答数(社)
設備投資の前倒しを実施	26.1	2,772	33.9	3,604
設備投資を中止する	3.7	392	2.9	312
消費税率の引き上げは設備投資の実施時期に影響を与えない(前倒ししない)	14.7	1,562	21.7	2,311
設備投資の実施予定はない	33.2	3,535	17.2	1,825
分からない	22.8	2,430	24.1	2,563

(注) 「大規模投資」は事務所や工場、商用車など、「小規模投資」は事務機器(PCなど)や備品など。
(帝国データバンク「消費税率引き上げに対する企業の意識調査(12年8月)」)

③政府部門

(復興関連投資の縮小で公共投資は減少、社会保障費増で政府消費は増加基調に)

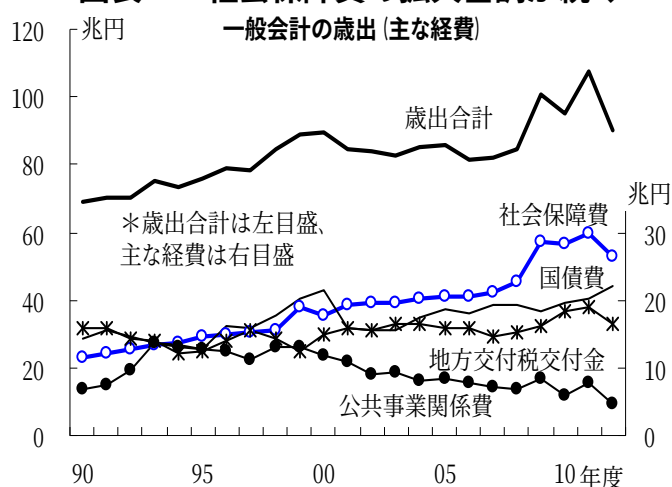
公的需要をみると、公共投資は12年度に復興関連投資の押し上げによりピークを迎えた後、減少基調をたどると予想される。11年8月に示された「東日本大震災からの復興の基本方針」によれば、当初5年間の集中復興期間の復興対策事業費が約19兆円とされているのに対して、12年度当初予算までで既に約17兆円が計上されている。計上された予算の中には東日本大震災復興交付金など今後数年にわたって執行が見込まれるものもあるが、全体としては、12年度中に執行を終えるものが多いとみられる。このため、復興関連投資は13年度以降大幅に減少するだろう。一方、復興関連以外の公共投資は抑制傾向が続くだろう。12年8月に閣議決定された「中期財政フレーム（平成25年度～平成27年度）」では、財政悪化に歯止めをかけるため、歳出の大枠を前年度当初予算の規模に抑えたとされている。足元の歳出の内訳をみると、高齢化の影響により社会保障費の拡大が続いており、今後も増加が避けられないとみられる（図表14）。「中期財政フレーム」がある程度守られることを前提とすれば、復興以外の公共投資への歳出は削減が続く公算が大きい。

一方、政府消費については、社会保障費の拡大により増加していくだろう。社会保障の充実を名目とする消費増税が実施されることもあり、給付削減を含む社会保障の改革には反対の声が強くなると予想される。このため、高齢者人口の増加に伴い社会保障費は拡大していくと予想される。また、震災の特例措置によって12、13年度に平均7.8%削減されている国家公務員給与が14年度から元の水準に復帰することも名目ベースの政府消費を押し上げることになるだろう。

(基礎的財政収支の改善目標の実現は困難になる見込み)

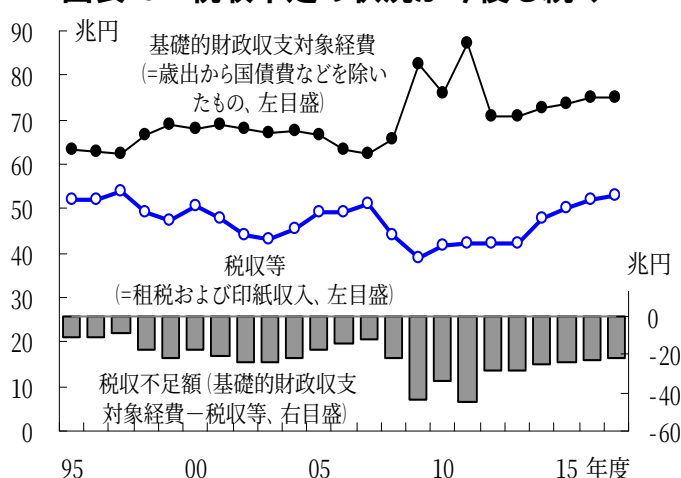
今後の財政収支は緩やかに赤字幅が縮小していくだろう。まず歳入をみると、この先消費増税による税収の増加が見込まれる（図表15）。消費税率引き上げに伴う景気減速の影響で所得税や法人税が前年水準を一時的に下回る局面がみられると予想されるものの、景気の持ち直しとともに、これらの税収も回復していくだろう。一方、歳出については、「中期財政フレーム」で15年度までの歳出の大枠が前年度当初予算を上回らないとされているものの、消費増税実施の目的が社会保障制度の

図表14 社会保障費の拡大基調が続く



(注) 2010年度までは決算、11年度は補正後、12年度は当初予算。
(財務省資料より作成)

図表15 税収不足の状況が今後も続く



(注) 2010年度までは決算、11年度は補正後、12年度は当初予算を基に作成。13年度以降は当社の予測。
(財務省資料などより浜銀総研作成)

充実とされている以上は、消費増税後には社会保障費を中心とした歳出の拡大が避けられないだろう。また、これから実施される5%の消費税率引き上げ分のうち、1.54%分（地方消費税分1.2%、地方交付税分0.34%）は地方に配分されることとされている。このため、消費増税による税収増分（1%の税率引き上げで約2.5兆円の税収増加）に比べると、国の財政収支赤字の縮小幅は小幅にとどまらざるを得ないと考えられる。政府の財政運営戦略（2010年6月閣議決定）では、国の基礎的財政収支（プライマリー・バランス）を「遅くとも2015年度までに赤字対GDP比を2010年度から半減、2020年度までに黒字化」するとしているが、実現は困難とみられる（注）（図表16）。

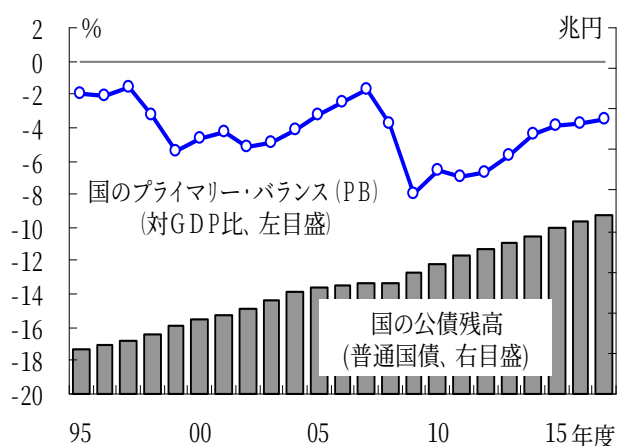
（注）2015年度における国の基礎的財政収支赤字の対GDP比を▲3.4%まで縮小することが目標とされているが、当社の試算では▲3.9%までの改善にとどまる見込みである。

（国の債務残高の増加に歯止めは掛からない）

この先も大幅な財政収支赤字が続くことから、わが国の借金も拡大していくことになる。今回の予測に基づけば、国の公債残高は11年度末の676兆円から、17年度末には約3割増の882兆円に拡大すると試算される（図表16）。

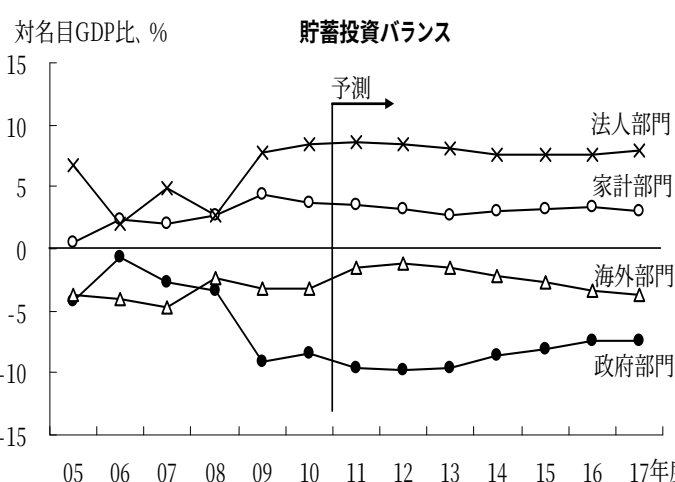
もっとも、国債の需給バランスが崩れ、長期金利が大幅に上昇するような局面を迎える可能性は低いと考えられる。SNAベースの貯蓄投資バランスの動向を部門別に展望すると、政府部門では上述のとおり消費増税による税収増の影響などにより投資超過幅が少しずつ縮小するとみられるものの、社会保障費などの歳出増加が見込まれることから投資超過での推移となろう（図表17）。また、海外部門については貿易収支の改善に伴う経常収支黒字の回復が見込まれることから投資超過幅が緩やかに拡大していくと見込まれる。その一方で、家計部門では消費意欲が高まらず、貯蓄超過傾向が続くと予想される。また、企業部門でも企業収益が回復傾向をたどるなかで、設備投資意欲が高まりにくいために、貯蓄超過幅が大きいまま推移していくことになる。こうしたことから、民間部門では資金の余剰傾向がこの先も続くと予想される。また、潜在成長率が小幅な伸びとなり、設備投資の動きも鈍いなかで、他の金融商品や投資などへのニーズも高まりにくいと考えられることから、国債に対する需要は底堅いと予想される。

図表16 財政収支と公債残高の見通し



（注）PBの2010年度までの実績は財務省「日本の財政関係資料」による。11年度は内閣府「経済財政の中長期試算」で示された試算値。12年度以降は浜銀総研の予測。国の公債残高には復興債（約12.7兆円）を含む。
（財務省「日本の財政関係資料」、内閣府「経済財政の中長期試算」などより浜銀総研作成）

図表17 貯蓄投資バランスの見通し



（注）家計部門は家計（個人企業を含む）と対家計民間非営利団体の合計、法人部門は非金融法人部門と金融機関の合計。
（内閣府「国民経済計算年報」などより浜銀総研作成）

④その他の項目

(雇用情勢は予測期間終盤には改善基調に)

雇用情勢は当面改善の動きが鈍いとみられるが、予測期間終盤には改善基調になってくるだろう(図表18)。企業の採用意欲をみると、足元では欧州債務問題による世界経済の先行き不透明感の影響などで慎重な姿勢となっている様子が見える。この先についても、消費増税後の内需低迷を見込んで積極的な採用は控えると予想される。もっとも、団塊世代退職の影響により、労働市場の需給は基調としては引き締まっていくと予想される。また、賃金が相対的に高い世代の退職により、企業の人件費負担が低下することも、企業の採用再開を後押ししよう。このため、消費増税後の景気低迷から回復する予測期間終盤には雇用情勢の改善基調が少しずつ明確になってくると見込んだ。

(消費者物価指数は消費税率引き上げの影響で14年度以降に伸びが高まる)

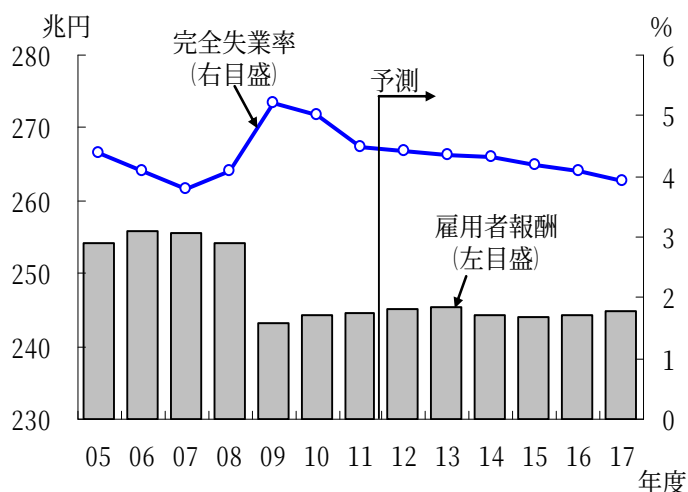
消費者物価指数(CPI)は消費税率引き上げの影響で14年度以降に伸びが高まるものの、実態としては鈍い動きになると考えられる(図表19)。まず、消費増税の影響をみると、消費増税前の駆け込み需要拡大時には耐久財などを中心に価格上昇圧力が一時的に強まると予想される。また、14~16年度にかけては消費税率引き上げの影響によってCPIの上昇幅が拡大すると見込まれる。ただ、①需給ギャップが予測期間を通じて供給超過(需要不足)の状況で推移すること、②一人当たりの労働コストが高まりにくいこと、③電化製品などの技術進歩に伴い実施される品質調整がCPIの低下要因となっていること、などを踏まえると、消費増税の影響を除いた消費者物価指数の基調は鈍いものになると予想される。

(緩和的な金融政策が続き、長期金利は緩やかな上昇にとどまる)

金融政策は緩和的な状況が続くだろう。景気回復の動きは消費増税の影響などにより総じて緩やかと予想され、消費者物価指数の伸びも消費税率引き上げの影響を除けば、日銀が中長期的な物価安定の目処とする1%を下回って推移すると見込まれる。こうしたことから、日銀は緩和的な金融政策を維持していくと予想される。

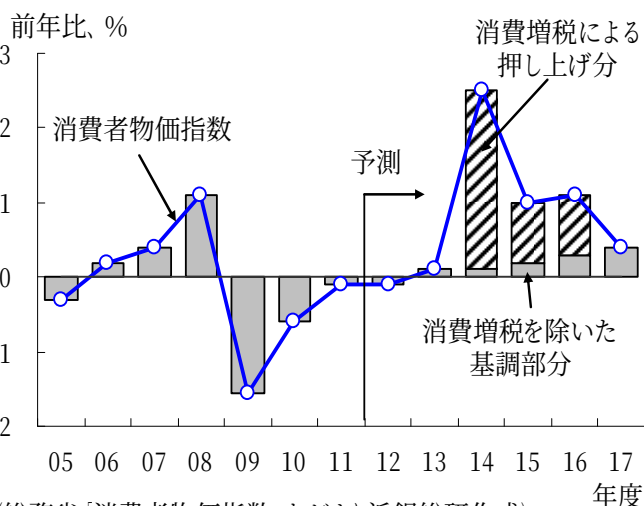
長期金利は、緩和的な金融政策が続くこと、わが国の期待成長率が高まらないこと、民間部門の貯蓄超過が続くことなどから、緩やかな上昇にとどまると見込んだ。

図表18 失業率と雇用者報酬の見通し



(総務省「労働力調査」、内閣府「四半期別GDP速報」などより浜銀総研作成)

図表19 消費者物価指数の見通し



(総務省「消費者物価指数」などより浜銀総研作成)

*前提条件

今回の中期予測にあたっては、当社が9月11日に公表した「2012年度、2013年度の景気予測（4～6月期2次QE後改訂）」を前提として、17年度までの予測を行った。その他の前提条件については以下のとおり。

①海外経済

13年までの米国、ユーロ圏、中国の実質GDP成長率については、「2012年度、2013年度の景気予測」の海外経済見通しを前提条件とした。14年以降については、米国は家計部門のバランスシート調整の進展などにより成長率が高まってくると想定し、ユーロ圏についても欧州債務問題の沈静化などに伴い緩やかに成長率が高まってくると見込んだ。中国は高成長が続くものの、政府目標である7.5%成長に向けて緩やかに成長率が鈍化すると想定した。

②為替レート

13年度までの対ドル円レートについては、「2012年度、2013年度の景気予測」を前提とした。14年度以降については横置きとし、為替レートの変化が景気に与える影響は中立的と想定した。ただし、今回の中期予測に基づけば、予測期間後半には日米の金利差が拡大し、円安・ドル高圧力が強まりやすい状況になる可能性がある。

③通関原油価格

12年度が1ドル＝110.8ドル/バレル、13年度以降が同110ドル/バレルとし（13年度までは「2012年度、2013年度の景気予測」の前提条件）、交易条件の変化が景気に与える影響はほぼ中立的になると想定した。ただし、今回の中期予測では世界経済の成長率が14年以降高まってくことを前提としていることから、原油需要の拡大により原油価格が上昇しやすい状況になる可能性がある。

④財政政策など

消費税率は14年4月に5→8%、15年10月に8→10%に引き上げられると想定した。国の歳出については12年8月に閣議決定された「中期財政フレーム（平成25年度～平成27年度）」で示されたとおり、抑制方針が堅持されると見込んだ。ただし、消費増税に伴い社会保障費や地方交付税交付金が増額され、11年度歳出総額に上乗せされていくと見込んだ。

図表20 主な前提条件

(前年比%)

		実績	見 通 し					
		2011年度	12年度	13年度	14年度	15年度	16年度	17年度
実質 G D P	米 国 (暦年)	1.8	2.2	1.7	2.4	2.6	2.8	2.6
	ユーロ圏 (暦年)	1.5	▲ 0.5	0.4	1.4	1.5	1.6	1.6
	中 国 (暦年)	9.3	8.0	7.9	7.8	7.7	7.6	7.5
対ドル円レート (円/ドル)		79.1	79.5	81.5	81.5	81.5	81.5	81.5
通関原油価格 (ドル/バレル)		114.0	110.8	110.0	110.0	110.0	110.0	110.0

図表21 2012～17年度のわが国経済の見通し

予測結果の総括表

(前年比%)

		実 績	見 通 し					
		2011年度	12年度	13年度	14年度	15年度	16年度	17年度
実 質 G D P		▲ 0.0	2.0	1.5	▲ 0.3	0.3	0.6	1.4
	個 人 消 費	1.2	1.6	1.0	▲ 1.1	▲ 0.1	▲ 0.2	0.9
	住 宅 投 資	3.8	2.2	7.4	▲ 11.4	▲ 9.5	▲ 1.9	1.9
	設 備 投 資	1.1	3.3	3.2	▲ 0.9	▲ 0.1	1.2	2.2
	政 府 消 費	1.9	1.6	0.7	0.9	1.0	1.0	1.1
	公 共 投 資	2.9	7.6	▲ 3.8	▲ 5.5	▲ 3.7	▲ 2.8	▲ 1.4
	輸 出	▲ 1.4	4.0	2.7	4.0	4.4	4.8	4.8
	輸 入	5.6	5.4	2.6	0.5	1.7	2.6	3.2
寄与度	国内需要	1.0	2.1	1.4	▲ 0.9	▲ 0.2	0.1	1.0
	民間需要	0.5	1.5	1.4	▲ 0.9	▲ 0.2	0.0	0.9
	公 的 需 要	0.5	0.6	0.0	▲ 0.1	0.1	0.1	0.2
	海外需要	▲ 1.0	▲ 0.1	0.1	0.6	0.5	0.5	0.4
名 目 G D P		▲ 2.0	1.0	1.2	0.6	0.4	0.8	1.2
新設住宅着工戸数（万戸）		84.1	88.5	90.4	79.5	71.6	70.1	71.5
鉱 工 業 生 産		▲ 1.0	0.3	3.0	0.6	1.2	2.0	2.4
国 内 企 業 物 価		1.4	▲ 1.0	0.3	3.3	1.4	1.5	0.6
消 費 者 物 価		▲ 0.1	▲ 0.1	0.1	2.5	1.0	1.1	0.4
完 全 失 業 率 （ % ）		4.5	4.4	4.3	4.3	4.2	4.1	3.9
潜 在 成 長 率 （ % ）		0.4	0.4	0.5	0.5	0.5	0.6	0.7
経 常 収 支 （名目G D P比、%）		1.6	1.3	1.5	2.2	2.8	3.3	3.8
基 礎 的 財 政 収 支 （名目G D P比、%）		▲ 7.0	▲ 6.7	▲ 5.7	▲ 4.4	▲ 3.9	▲ 3.7	▲ 3.5
長 期 金 利 （ % ）		1.1	0.9	1.0	1.1	1.2	1.4	1.6

(注) 民間需要＝個人消費＋住宅投資＋設備投資＋民間在庫投資
公的需要＝政府消費＋公共投資＋公的在庫投資
国内需要＝民間需要＋公的需要、 海外需要＝輸出－輸入
基礎的財政収支は国ベース（11年度の実績は内閣府「経済財政の中長期試算」による）
長期金利は新発10年国債流通利回り

本レポートの目的は情報の提供であり、売買の勧誘ではありません。本レポートに記載されている情報は、浜銀総合研究所・調査部の信頼できると考える情報源に基づいたものですが、その正確性、完全性を保証するものではありません。