

日本経済中期見通し 2016

－供給不足下の成長メカニズムが始動－

目 次

- | | |
|------------------------------|-------------------------------------|
| I. はじめに | 1. 量的な限界が近づきつつある QQE |
| II. 動き始めた供給不足下の成長メカニズム | 2. QQE による効果の源泉を探る―「均衡イールドカーブ」算出の試み |
| 1. 企業の価格設定能力が回復 | 3. 「事実上のイールドカーブ・ターゲット」政策 |
| 2. 個人消費が弱い理由 | 4. 短期・長期金利見通し |
| III. 労働市場改革と企業・家計の変化 | 5. 日銀による国庫納付金見通し―短期的には財政に寄与 |
| 1. 「GDP600 兆円」の意味合い | VI. 財政リスク再考 |
| 2. 日本型雇用慣行の特徴 | 1. 財政再建の 2 つの「可能性」 |
| 3. 企業の収益性、家計金融資産とのつながり | 2. 医療費について |
| 4. 労働市場改革と家計の所得構造の変化 | 3. 年金について |
| 5. 労働市場改革が進むか | 4. プライマリーバランスに対する影響 |
| IV. 中期経済見通し | 5. 財政再建は選択されるか |
| 1. 海外経済についての前提 | VII. おわりに |
| 2. 原油価格についての前提 | |
| 3. 為替レートの前提 | |
| 4. 日本経済見通し | |
| V. 金融政策は「事実上のイールドカーブ・ターゲット」へ | |

野村証券経済調査部

木下 智夫, 桑原 真樹, 高橋 泰洋, 水門 善之, 須田 吉貴, 棚橋 研悟, 大越 龍文

要約と結論

- 供給力不足に直面する日本では、イノベーションを体化させた企業の設備投資が成長を下支えする。不安定な海外環境にも関わらず企業の設備投資意欲が根強いのは、このような「供給不足下の成長メカニズム」が作動し始めた可能性を示唆している。雇用所得環境の改善にも関わらず実質個人消費が停滞しているのは、価格設定能力を回復させた企業の値上げが先行したためだが、今後は企業の生産能力拡張とともに家計の実質所得も徐々に増加、個人消費も巡航速度の伸びを取り戻すだろう。
- 「新・三本の矢」の的の一つとして掲げられた GDP600 兆円には、政府の成長重視姿勢を象徴する意味合いがあろう。本当に持続的成長を目指すのであれば、資本だけでなく労働をフル活用することが必要である。日本の労働市場改革が実現し、流動性が高まれば、女性や高齢者の活用が進むだけでなく、企業再編が容易になることを通じて企業の利益率が高まり、またポータビリティのある年金を実際に「持ち運ぶ」機会が増えることを通じて家計の資産選択も変わる可能性がある。リスク資産が増え、かつ投資先の利益率が高まれば、家計の財産所得の増加につながる。労働市場改革を起点とするこれら一連の変化は、確かにハードルは高いものの、労働力不足が高まる日本においてはいずれ起こると考えておくべきであろう。

3. 2%のインフレ目標到達は2020年代と見込まれるが、国債の供給制約により日本銀行は現行の資産買入れを早晚減額せざるを得ない。「量」を目標とした金融調節が困難となる中で、中期的には、大規模化した総資産の活用を視野に入れた、「事実上のイールドカーブ・ターゲット」政策が導入されると予想する。
4. 財政再建の「可能性」には、常識的に許容できる範囲で実行できるかという意味での「可能性」と、そうした施策が民主主義国家で選択されるかという意味での「可能性」がある。我々の試算では、ベッド数の調整や年金の支給開始年齢引き上げだけでも相当程度の社会保障支出が削減できる。前者の意味での「可能性」は、工夫次第で十分現実的ではないだろうか。後者の意味での「可能性」を現実的なものとするためには、高齢者まで含めた国民的合意形成の努力が必要だが、それも全く不可能ではないと思われる。

I. はじめに

15年の日本経済には、景気の追い風が多く揃っていたはずだった。14年10月に日本銀行による追加金融緩和が実施されたのに加え、14年度補正予算による景気対策、15年度税制改正による法人税率引き下げ、15年10月に予定されていた消費税率引き上げの先送り、原油価格の大幅下落などである。それにもかかわらず、15年4-6月期のGDP成長率が前期比マイナスとなるなど、15年の日本経済のパフォーマンスは、野村を含め多くのエコノミストの当初の見通しを下回った。

15年の日本の景気が想定を下回った理由の一つは、海外需要の弱含みであろう。悪天候や港湾ストなどの影響により、1-3月期の米国成長率は大きく減速した。夏場には中国の株価下落を発端に、米国での政策金利引き上げ観測とも相まって世界的な景気減速懸念が強まった。これらを受け、日本の実質輸出も4-6月期に前期比減少、7-9月期の増加も小幅なものにとどまっている。

もう一つの理由は、日本経済が供給不足下にあることの意味合いを、我々が十分にとらえきれていなかったことにあるかもしれない。企業の景況感が改善し、設備投資需要が伸びれば、乗数効果を通じて個人消費も伸びる。全体として需給ギャップが改善すれば、

やがてインフレ率も上昇してくる。これが典型的な景気循環のパターンであったはずだが、15年は、企業部門の景況感や設備投資計画が強気を維持し、雇用環境も改善を続ける一方、なぜか個人消費が伸びないという事実をどう解釈するかに悩まされ続けた。

失われた20年と呼ばれた期間の需要不足状態と、今日本が置かれている供給不足状態とは、そのメカニズムが異なるのではないだろうか。本年の日本経済中期見通しでは、まずは供給不足状態の日本経済がどのようなメカニズムで動いているのかを論じたいと思う。実は、供給不足そのものが企業のイノベーションを生み出し潜在成長率を下支えするという、昨年の中期経済見通しで示したメカニズムが作動し始めている可能性がある。

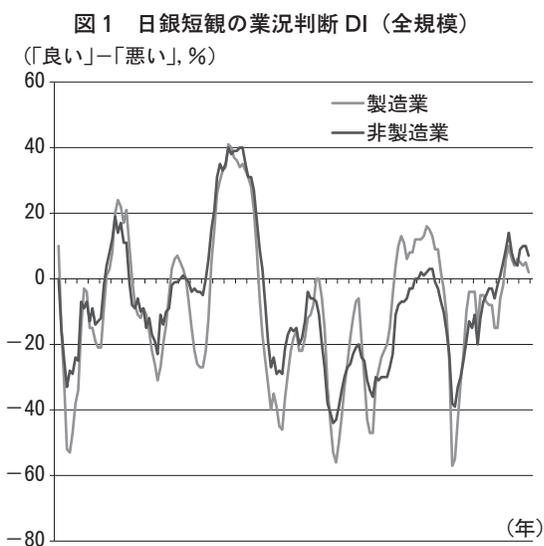
そのうえで、政府がGDP600兆円という野心的な目標を掲げる中、さらに日本の潜在力を活用するには何が必要か、我々の考えを述べた。現状と比較すれば不可能と思える変化も、供給不足の危機感の中では、さほど非現実的とは言えないのではないか。金融政策や財政再建についても、思い切った推論を行った。本年は、日本経済の「次の展開」を大胆に探ってみよう。

II. 動き始めた供給不足下の成長メカニズム

1. 企業の価格設定能力が回復

(1) 「輸出主導経済」に生じた異変

「日本の景気は基本的には輸出主導である」。日本の景気分析担当者には、ある程度共有された感覚ではないだろうか。GDPのアップダウンは、まず輸出から始まり、製造業から非製造業へと伝わり、設備投資に影響を与え、個人消費に到達する。本年の日本経済でも、輸出の動きがさえない中でGDP成長率が想定を下回ったことを考えると、このメカニズムは依然としてある程度有効であるのかもしれない。

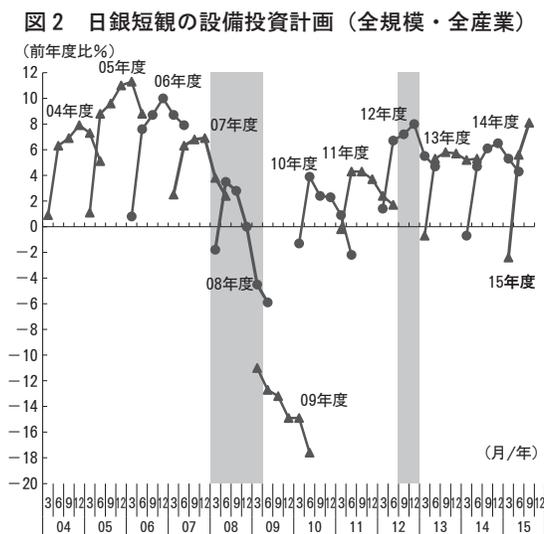


(注) 日銀短観による。最後のデータは2015年9月調査での「先行き」。

(出所) 日本銀行資料より野村作成

しかし、そうした経験則では理解できない現象も、現在の日本経済では多くみられる。生産面では、企業の景況感が比較的堅調である（図1）。世界的な景気減速懸念が強まる中、日銀短観9月調査では、全規模・製造業の業況判断DIは6月調査比で1ポイント上昇した。全規模・非製造業の業況判断DIは横ばいであったが、DI自体はバブル期以来の高水準にある。

需要面では、個人消費がさえない一方、企業が設備投資に強気である。日銀短観によれば、15年度の設備投資計画は、グローバルな景気減速懸念が強まった9月時点においてさえ前年度比+8.1%と、9月調査としては06年度以来の伸びとなっている（図2）。



(注) ソフトウェアを含み、土地を除くベース。それぞれの年度のデータについて、左から順に3月時点、6月時点、9月時点、12月時点計画、実績見込み、実績の値。網掛け部分は内閣府景気基準日付に基づく景気後退期を示す。

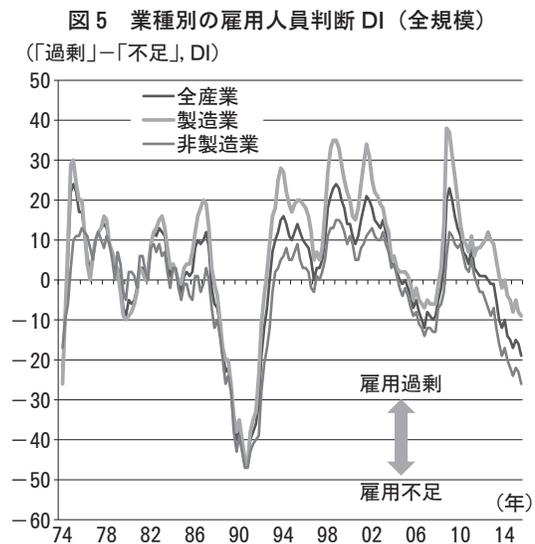
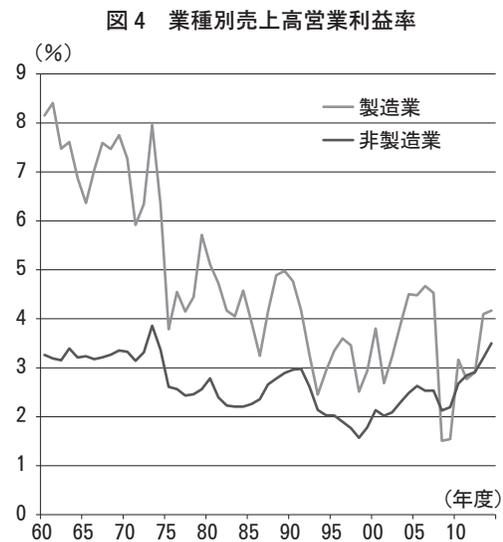
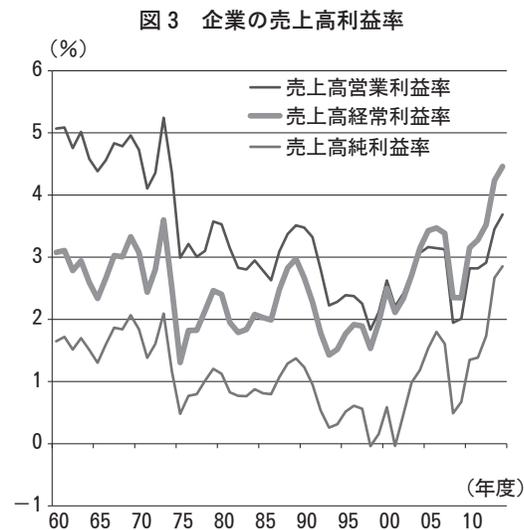
(出所) 日本銀行、内閣府資料より野村作成

製造業の計画が同+13.9%と強いのに加え、非製造業についても同+5.0%と、過去3年間にわたり増加を続けてきたことを考えると驚くほどの堅調さである。

分配面では、企業利益が好調である。法人企業統計（単体ベース）によれば、日本企業の売上高純利益率は14年度に2.9%と、統計がとれる60年度以降で最高水準に達している（図3）。金利低下の影響もあろうが、本業の利益率である売上高営業利益率も3.7%と、1970年代後半以降最高水準にある。円安の恩恵を受ける製造業の売上高営業利益率も改善しているが、1970年代以降の高い水準を実現しているのは、むしろ非製造業の方だ（図4）。雇用面でも、日銀短観の雇用人員判断DIが雇用不足方向への動きを続けているように、企業の労働需要は強い（図

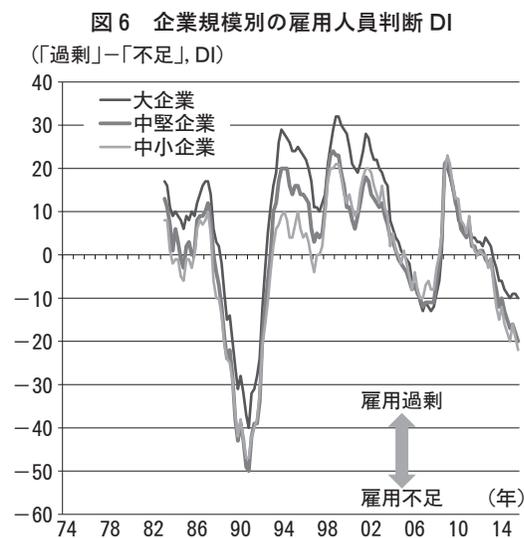
5）。

(2) 供給力不足を背景に価格設定能力が回復
まとめると、外需が不安定で、GDP成長



率がそれほど高くないにも関わらず、企業は利益を出し、設備投資を行い、雇用を求め、景況感も良い。輸出主導の景気循環メカニズムには収まりきらない現象が、多数起きていることになる。一体何が起きているのか。これらを説明できる恐らく唯一の仮説は、日本経済が需要不足経済から供給不足経済へと大きく転換しており、その結果企業が価格設定能力を回復させている、というものである。

まず、企業の売上高営業利益率を振り返ると、アベノミクス開始後の13年度から顕著に改善しているわけではなく、それ以前から徐々に上昇してきたように見える（図3、図4）。問題は、この時期なぜ企業の利益率が高まったかであるが、2010年度から2014年度

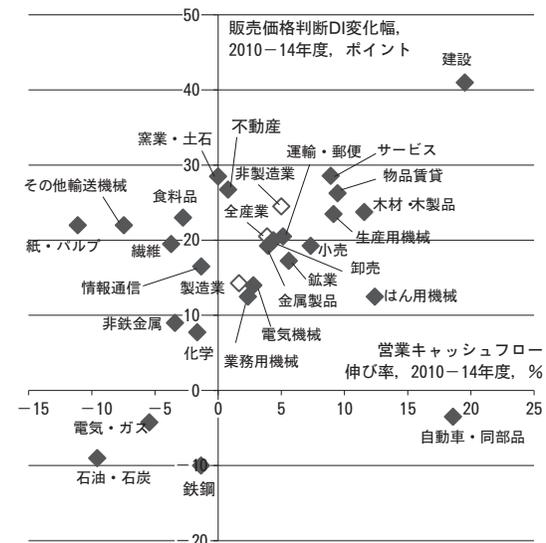


(注) 最後のデータは2015年9月時点での「先行き」。
 (出所) 日本銀行資料より野村作成

にかけての「営業キャッシュフロー」(営業利益+減価償却費)の伸び率と、同時期の販売価格判断DIの改善幅を業種別に比較すると、後者の改善幅が大きい業種ほど前者の伸びも高い傾向があったことが分かる(図7)。素直に解釈すれば、販売価格引き上げが、利益率改善の理由ということになる。

加えて、営業キャッシュフローの伸び率が高い業種ほど同期間の設備投資の伸びも高く(図8)、また業況判断DIの改善幅も大きい(図9)。結局、価格引き上げが企業の利益率を改善させ、景況感を改善させたばかりか設備投資の増加に結びついている、ことになりそうだ。

図7 販売価格判断DIと営業キャッシュフロー

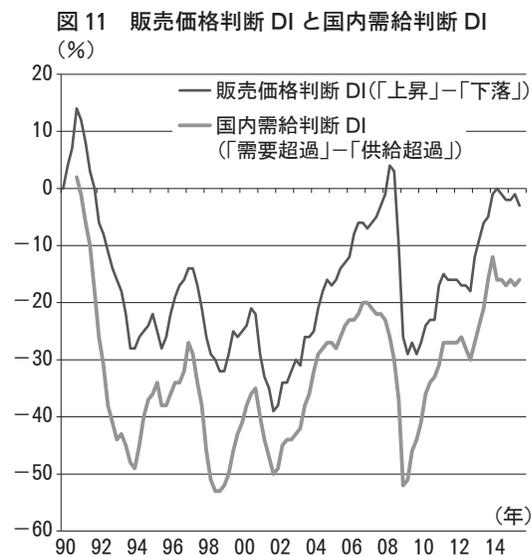


(注) 2010年度から2014年度にかけての改善幅、および年平均伸び率。「営業キャッシュフロー」は営業利益+減価償却費。石油・石炭製品の営業キャッシュフロー伸び率は13年度までの年平均伸び率。

(出所) 財務省、日本銀行資料より野村作成

企業の価格設定能力回復→利益率改善→設備投資増加・労働需要増加，というメカニズムが働いていると考えざるを得ない。事の発端が国内での供給力不足であるため，外部要因が多少変動しても大きく影響されないであろう。

今年の我々による日本経済中期見通しでは，人手不足からくる供給制約そのものがイノベーションを生み出し，それを体化するための設備投資を通じて潜在成長率を下支えする経路を示した。「必要は発明の母」との言葉通りであるが，現在の日本では，まさにこの「供給不足下の成長メカニズム」が働きだしているように見える。



(注) 全規模・全産業のデータ。
(出所) 日本銀行資料より野村作成

2. 個人消費が弱い理由

(1) 個人消費は増えないのか

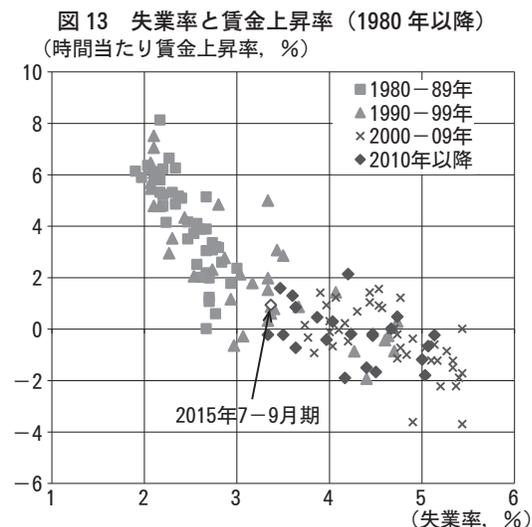
一方で，動きがさえないのが実質個人消費である (図 12)。失業率や有効求人倍率の改善を考えると，個人消費の停滞はやや不可解にも見える。人口減少や財政不安などを理由に日本の家計が支出を増やすのをやめたという見方も一部には存在する。仮にその推論が正しいとすれば，人口減少や財政不安が解消されない限りは，つまり常識的な経済予測期間の範囲内では，個人消費が伸びを高める展開は望めないことになる。

しかし問題は，そのような国において，企業が上述のように設備投資や雇用を積極化させていることとの整合性である。価格設定能力が回復し，利益率が上昇しているとはい



え、最終需要者である家計の消費活動が今後ほとんど伸びないと想定がある場合、企業は設備投資や雇用を積極的に増やすだろうか。

個人消費が弱いのは賃金上昇率が低いから、との指摘もあるものの、この点の判断は慎重を要する。毎月勤労統計によれば、15年7-9月期の時間当たり賃金の伸び率は前年比+0.9%である。日本では、失業率と賃金上昇率の間に安定的な関係があるが、同期の失業率である3.4%に対して前年比+0.9%の賃金上昇率は、過去の両者の関係から逸脱するものでは全くない(図13)。日本の賃金は、労働需給を素直に反映して上昇に転じたのであり、特段低くも高くもない。



(出所) 総務省、厚生労働省資料より野村作成

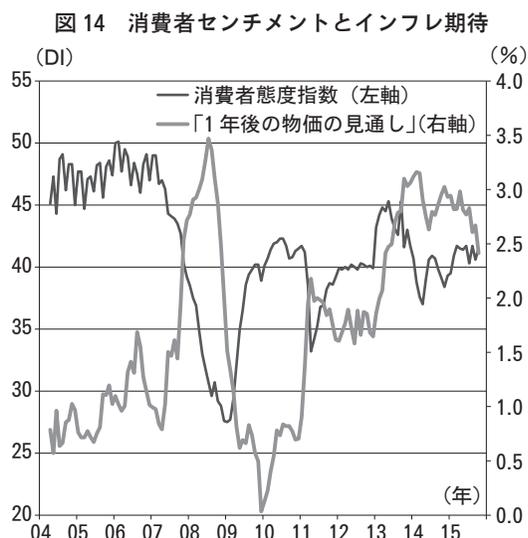
(2) 個人消費が底堅いと判断が企業の価格引き上げの背景

より説明力が高いのは、企業が販売価格を引き上げているため、購買者である家計がその分の悪影響を受けている、という解釈だろう。前述したように、常識的に考えれば家計を取り巻く環境は良好である。労働需給が逼迫しており、その結果賃金も上昇している。世界的な基準から見れば賃金上昇率は低いものの、その減少が続いていたデフレ時代と比較すれば様変わりしている。しかし、それと同時に消費者物価上昇率が高まっており、実質的には所得が伸びにくい。

裏を返せば、企業は家計を取り巻く環境が改善していることを認識しており、個人消費も基本的には堅調と判断しているからこそ、値上げに踏み切ることができるのではないか。確かに消費数量の伸びは鈍いものの、企業にとって重要なのは数量ではなく名目売上高、つまり「価格×数量」である。価格を引き上げたとき、それを相殺するほどの数量減少が起こらないのであれば、企業としては価格を引き上げた方がよいということになる。企業が価格を引き上げ始めたということは、数量がそれほど減らない程度に個人消費が堅調との判断があったからであり、利益率が上昇しているということは、結果的にその判断が正しかったことを意味することになる。

消費者態度指数の動きでも、同様の構図を確認できる。同指数は、家計が先行きに対し

てどの程度楽観的かを、つまり消費者センチメントを測る指標であるが、最近の水準はアベノミクス前とあまり変わらず、家計にはアベノミクスの恩恵が及んでいないようにも見える(図14)。ただし、家計のインフレ期待の上昇が消費者センチメントを悪化させる傾向がある点を忘れてはならない。家計のインフレ期待は現在、コモディティブームで原油価格などが大きく上昇した08年と同様の水準にあり、この点で、インフレ期待が低かった2004-07年よりも現在の消費者センチメントが低いのはむしろ自然だ。アベノミクス直前の2011・12年と比べれば、現在はインフレ率が高いにも関わらず消費者センチメントも全体として改善していることになる(図



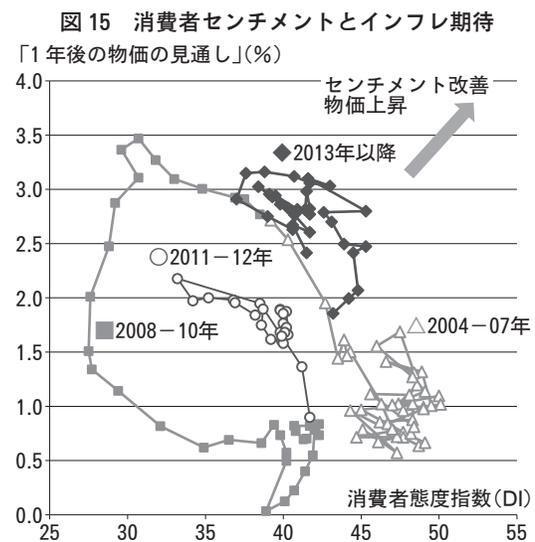
(注)「物価の見通し」は、予想物価変化率が「5%以上低下」を-5%、「2-5%低下」を-3.5%、「2%未満低下」を-1%、「2%未満上昇」を1%、「2-5%上昇」を3.5%、「5%以上上昇」を5%とし、回答割合で加重平均した。
(出所)内閣府資料より野村作成

15)。

こうしてみると、雇用環境の改善や賃金の上昇が、消費者センチメントを改善させる方向に作用しているのは確かであるようだ。一見そのように見えないのは、個人消費は堅調と判断した企業が商品の値上げに踏み切っているからである。つまり、「個人消費が弱いのは、個人消費が強いから」ということになる。

(3) 個人消費は徐々に伸びを高めると予想

財・サービス市場での供給力不足を理由に、企業は商品の価格設定能力を回復させており、利益率の向上が設備投資の拡大に結び付いている。一方で労働市場でも供給制約が賃金の上昇に結びついており、家計を取り巻



(注)「物価の見通し」は、予想物価変化率が「5%以上低下」を-5%、「2-5%低下」を-3.5%、「2%未満低下」を-1%、「2%未満上昇」を1%、「2-5%上昇」を3.5%、「5%以上上昇」を5%とし、回答割合で加重平均した。
(出所)内閣府資料より野村作成

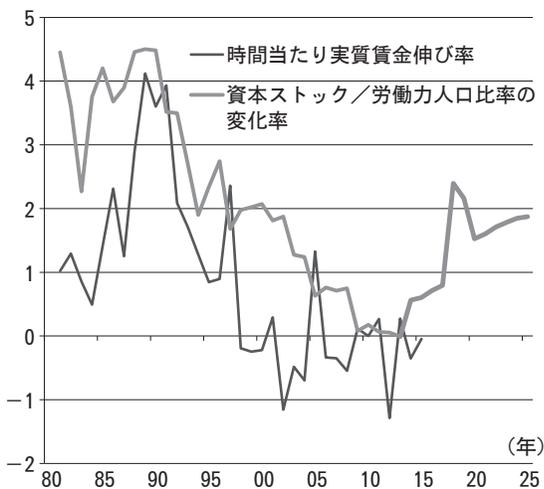
く環境は決して悪くない。ただし、労働力よりも資本ストックの方がより不足している結果、労働市場と比較して財・サービス市場での価格上昇が速く、その分個人消費の伸びが抑制されている。これが、今日本で起こっていることだと考えられる。

しかし、設備投資のみが伸びて個人消費が伸びない状況が持続するわけではないだろう。設備投資の拡大は、当然のことながら将来の資本ストック拡大を意味する。企業の供給能力が拡大すれば、価格設定能力の改善が一服し、入れ替わりに家計の実質所得が伸びやすくなるはずだ。一方で、労働供給の増加には限界がある。企業の資本ストック拡張が

進むのに合わせ、相対的な労働力不足が強まる結果、実質賃金が改善し、個人消費もいずれ巡航速度の伸びを取り戻すと考えるべきではないか（図16）。

人口が減少していく日本経済が直面する大きなリスクの一つは、労働力不足で賃金が上昇する中でも労働生産性の向上に失敗し、低成長・経常収支赤字・高インフレ・高金利という、経済運営がうまくいっていない一部の新興国のような状態に陥ってしまう展開だ。それを避けるには生産性を向上させる技術を具体化させた設備投資が必要である。物価上昇により個人消費が一時的に圧迫されているとはいえ、日本経済はそちらの方向に動き出したように見える。

図16 実質賃金と資本ストック／労働力人口比率
(前年比%)



(注) 時間当たり実質賃金は、時間当たり名目賃金から生鮮食品除く消費者物価伸び率を引いたもの。資本ストック／労働力人口比率の先行きは、野村日本経済中期見通しのメイン・シナリオに基づく。

(出所) 厚生労働省、総務省、内閣府資料より野村作成

Ⅲ. 労働市場改革と企業・家計の変化

1. 「GDP600兆円」の意味合い

15年9月24日、安倍首相は「強い経済」「子育て支援」「社会保障」からなる「新・三本の矢」を提示した。その中で、「強い経済」に対応した具体的目標として、2020年頃のGDP600兆円達成が掲げられた。14年度実績で約491兆円のGDPを2割以上増加させる目標は、2020年の達成にこだわるのであれば困難と言わざるを得ない。

ただ、「供給不足下の成長メカニズム」が作動する我々のメイン・シナリオでは（表2：経済指標一覧（メイン・シナリオ）参照）、名目GDPは2024年に600兆円に到達する。今後の統計改定でR&D（研究開発投資）がGDPに含まれるようになれば、その達成時期は早まるかもしれない。この意味で、GDP600兆円が達成可能か否かという論点は、あまり本質的でないように思える。我々としては、GDP600兆円は安倍政権の成長重視姿勢を象徴するものとして理解し、持続的な成長を確実なものとするためにさらに何ができるかを考えるべきであろう。

一般的に、企業の生産活動には資本（K）と労働（L）が必要である。人口規模が縮小していく中で成長を維持するためには、小手先の改革ではなく、これら資本と労働を最大

限度フル活用させる王道を行く必要がある。前章においては、供給力不足に対応する形で企業の設備投資意欲が高まっていることを見た。すなわち資本については、環境変化に応じて、ある意味で自然に、生産力を高めようという動きが出ている。

であるとすれば、今後より注力していかなければならないのは、労働力の活用ではないか。労働力は、純粋な市場取引の対象となる商品ではなく、個々人の生活や人間関係が含まれた生身の人間である。この点において、労働市場を改革するのは一般的に困難だ。しかしだからこそ、いったん労働市場が変われば、日本経済に多くの変化が生じ得る。ここでは、日本での労働市場改革が何を変えうるか、またそもそも、困難とされる労働市場改革は日本で進みうるのかを論じる。

2. 日本型雇用慣行の特徴

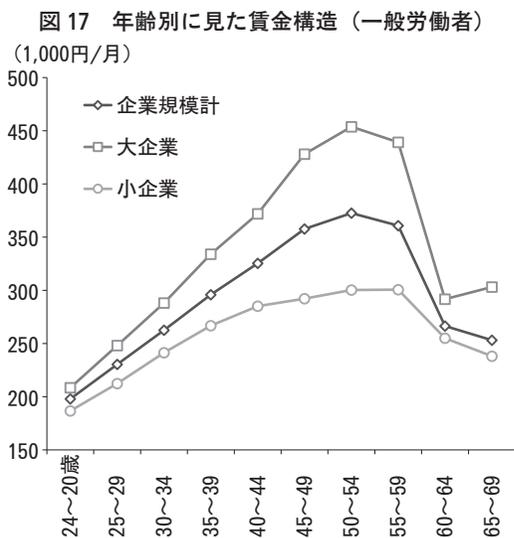
日本の労働市場の特徴とされるのは、長期（終身）雇用、新卒一括採用、定年退職、年功序列の賃金体系、職務が無限定であること、などである。長期雇用の慣行の下では、その定義上、一度雇われるとそこで働き続けるため、新卒一括採用と定年退職で入り口と出口を決めておく必要がある。同じ企業に長期間勤める間、企業も産業構造の転換にある程度対処する必要があり、その場合には配置転換が不可欠となるため、職務内容の規定は曖昧でなければならない。同じ企業で働き続

けるインセンティブを継続するため、賃金体系は長く働くほど収入が増える年功賃金である（図17）。日本型雇用慣行のこれらの特徴は、相互に関連しあっており、その一つだけを変えることは難しい。

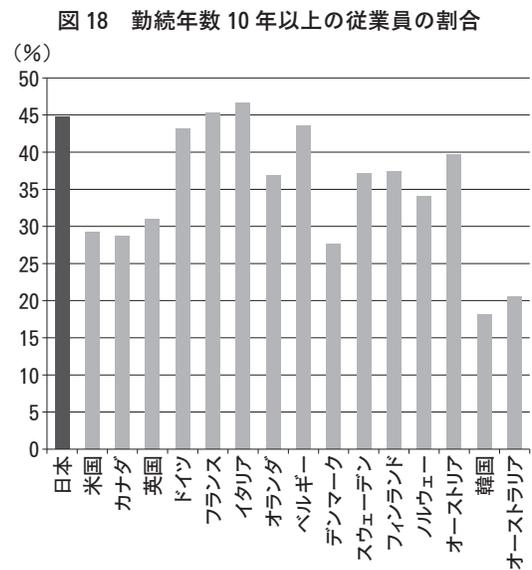
本稿の問題意識にとって重要なのは、こうした日本の雇用慣行が、雇用の流動性を低下させているという点である。労働者にとっては、職務が限定されない中でゼネラリストとして育てられる結果、他企業へ転職したときに必要なスキルを身に着けることができないため、転職の誘因は弱くなる。企業にとっても、人材確保が重要であった高成長期には、ゼネラリストの育成により優秀な人材を事実上囲い込むメリットがあった。高成長時代に形成された慣行により、労働者を解雇すると

きのハードルは高くなったが、低成長時代に移り、雇用の流動化が提言される時代になっても、雇用の流動性は低いままである。勤続年数が長い従業員の割合を流動性の代理変数とみなすと、確かに日本では、勤続年数が10年以上の従業員割合が約45%と、他の先進国と比較して高い（図18）。

これらの日本型雇用慣行は、アベノミクスが目指している女性や高齢者の活躍推進も難しくしている可能性がある。長期間の勤続が前提の場合、結婚・出産によって離職する可能性が事実上高い女性を積極的に評価する傾向は弱くなると考えられる。また、定年退職制度の下では、意欲と能力のある高齢者も自動的に離職させられてしまう。逆に言えば、仮に日本型の雇用慣行が解体され、職務内容



（注）2014年調査。
（出所）厚生労働省資料より野村作成



（注）日本は2011年、その他の国は2012年時点。
（出所）労働政策研究・研修機構より野村作成

が明確で流動性の高い労働市場に移行できれば、つまり労働市場改革が進めば、本当の意味で女性や高齢者の活用が進むと考えられる。

3. 企業の収益性、家計金融資産とのつながり

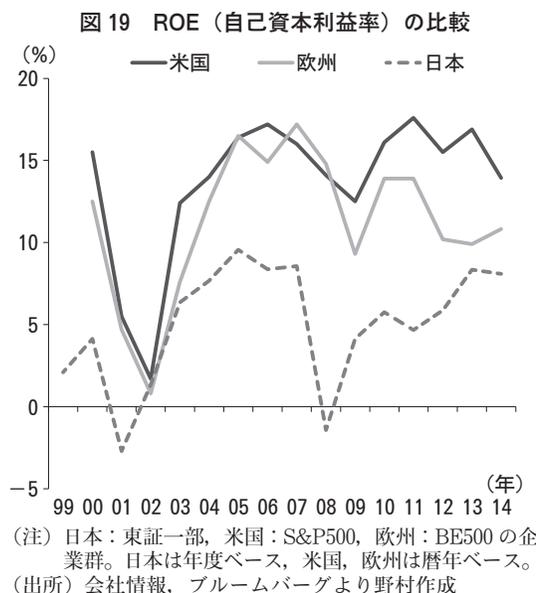
労働市場改革が進んだ時に変わるのは、働き手だけではない。すでに述べたように、労働者は市場取引の対象となる純粋な商品ではなく生身の人間であるから、労働市場の改革は、様々なものに影響を与えざるを得ないだろう。具体的には、労働市場の改革は、労働者を雇う立場の企業と、労働者が生活の基盤とする家計の、双方の姿を大きく変える可能性がある。

(1) 過当競争と企業の統廃合

日本企業の売上高利益率（単体ベース）が相当程度改善していることをすでにみたが、主要市場上場企業のROE（連結ベース）を国際比較すると、2014年度実績で日本は8.1%であり、13.9%の米国や、10.8%のヨーロッパと比較してもまだまだ出遅れている（図19）。日本企業の収益性が低い原因としてしばしば指摘されるのが、過当競争だ。日本では、1つの業種に多くの企業が犇めき合っており、プライシングなどで過酷な競争を強いられる上、規模の経済も活かせないという推論である。

日本での過当競争が解消されない理由の一

つは、M&A（合併・買収）などによる企業の統廃合が遅れている点に求められる。たとえば、M&A金額を見ると、世界のM&A市場における日本企業によるM&Aの割合は、年によって変動があるものの平均して5%程度であり、先進国経済における日本の経済規模の観点から見るとかなり小さい（図20）。また、2000年と比較したときの2014年時点の上場企業1社当たり時価総額の伸びを見ると、米国の58%、ドイツの37%に対して、日本は16%に留まっている。一方、同期間の上場企業数の増加率は、米国の0%、ドイツの13%に対し、日本では20%である（図21）。収益性の低い日本において、1社当たり時価総額の伸びが低い一方で企業数の伸びが大きいことは、過当競争を回避し収益性を高めるための統廃合が進んでいないことを示



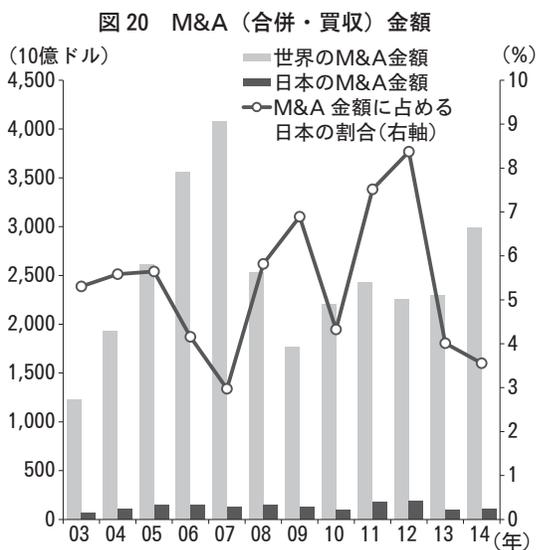
唆しよう。

日本で企業の統廃合が進まないのには、低収益に対する株主の抵抗が弱いことなど様々な要因が混在しているようだが、日本型雇用慣行の下で、解雇のハードルが高いことも決して無視できない要因と考えられる。例えば、2つの企業が統合し、巨大企業に生まれ変わろうとすると、機能が重なる部門では人員が過剰になるケースは多い。その時、解雇による人員整理が容易であれば問題はないものの、それがやりにくい場合には、ある部門で効率化のために人員を削減したくても、彼らを別の部門へ異動させる可能性を十分に探らなければならない。こうした状況下では、企業の統合意欲は高まりにくいのではないだろうか。

逆に言えば、日本で労働市場改革が実現し、雇用の流動性が向上すれば、企業にとっては統廃合を進めやすくなる。日本企業の収益性が低い原因が過当競争にあるのだとするならば、企業の統廃合の進展は企業のROEを引き上げることにつながるだろう。

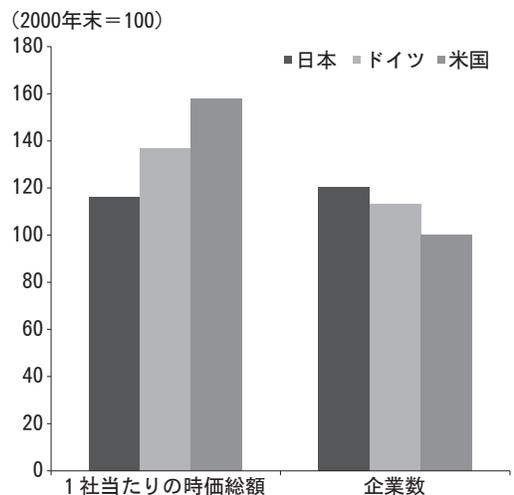
(2) 年金制度の変革と家計の投資行動

よく知られた日本の家計の顕著な特徴は、資産運用が保守的である点だ。14年度末で1,700兆円に上る家計金融資産のうち、現預金が実に51.9%を占める。15%程度の米国とは大きな違いである。その理由には様々なものが考えられるが、長期雇用を前提とした日本の雇用慣行が影響している可能性がある



(出所) ブルームバーグより野村作成

図 21 上場企業の 1 社当たりの時価総額と企業数の比較



(注) 2000 年末を 100 とした場合の、2014 年時点の値。日本は東証 1 部・2 部。米国はニューヨーク証券取引所。ドイツはフランクフルト証券取引所。いずれも所在地が自国のみ取り上げた。

(出所) ブルームバーグより野村作成

かもしれない。すなわち、一度（大）企業に就職してしまえば、よほどのことがない限りは将来の収入やリタイア後の年金がほぼ保障されるため、リスクをとった積極的な資産形成には無関心でいられるということだ。

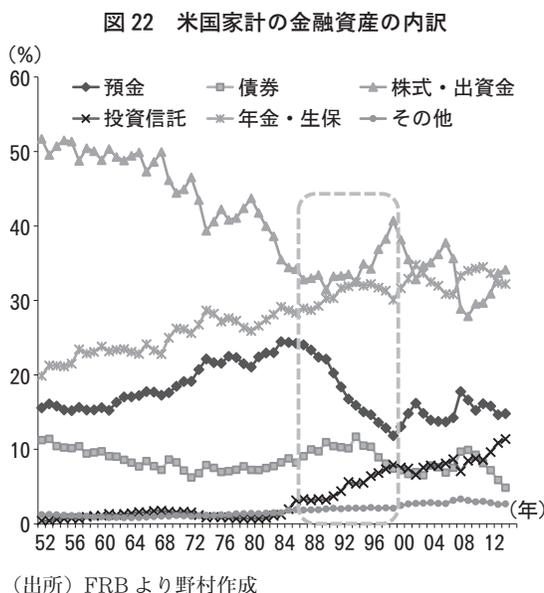
逆に、日本で労働市場改革が進み、一つの企業で働き続けることが当たり前でなくなる場合には、その限りではない。この点で参考になるのは、米国の経験だ。同国では、70年代頃までは、日本と同様、終身雇用が広く浸透しており、現在のように労働市場の流動性が高いとは言えなかった。しかし、80年代の景気低迷期に、雇用リストラが進み、労働者が転職を繰り返すスタイルが定着した。このとき労働市場の流動性の高まりと軌を一にする形で広まったのが、ポータビリティに適した確定拠出年金制度（401k）であった。

年金の在り方が変化していた時期における米国家計の金融資産の内訳の推移を見ると、80年代後半から90年代後半にかけて、預金のシェアが10%ポイント程度も低下していたことがわかる（図22）。代わりにシェアを高めたのが、投資信託、株式・出資金、年金・生保であった。米国の家計の金融資産が、預金からよりリスクの高い資産にシフトしたことを窺い知ることができる。

もちろん、こうした動きの背景には、株価の上昇トレンド（ただし、トレンドが大きく強まったのは95年以降）、投信の販売チャネルの拡充などもあったと見られる。しかし、

確定拠出年金制度の下、米国の家計が資産運用に触れる機会が飛躍的に増大し、それに対する理解が進んだことが、金融資産ポートフォリオ再編に貢献した部分は決して小さくなかったのではないだろうか。

日本においても、既に確定拠出年金は導入されており、その普及は進んでいる（図23）。しかしそれでも、米国のようにリスク資産へのシフトが顕著に進んだわけではない。確定拠出年金は確かにポータブル（持ち運び可能）であるが、実際に持ち運ぶ機会が少ないことが一つの理由ではないだろうか。逆に、労働市場改革が進んで転職の機会が多くなり、自分の年金を実際に持ち運ぶ機会が多くなれば、資産運用について考える機会が増え、それがより身近になって、リスク資産



へのシフトが促される可能性がある。

(3) 日本でリスク資産へのシフトが進んだら

やや大胆ではあるが、日本においても、米国のように金融資産に占める現預金の比率が10%ポイント低下した場合、家計の金融資産の内訳がどう変化するか試算してみよう。

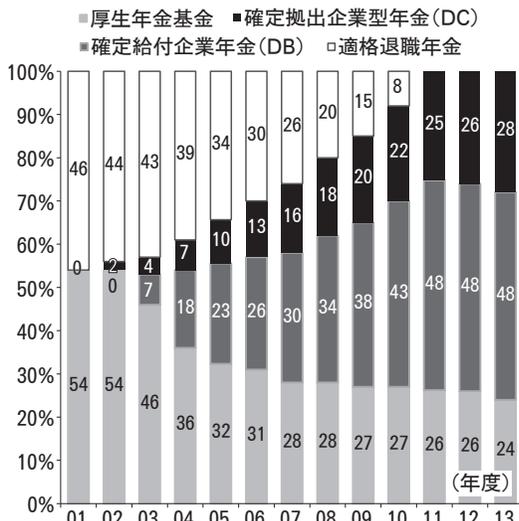
まず、家計のISバランスなどを踏まえ、25年度末時点の家計金融資産残高を推計すると、14年度末比で174兆円増加し、1,874兆円となる（経済前提は表3：経済指標一覧表（アップサイド・シナリオ）参照）。このうち、現預金が占める割合は、14年度末の51.9%から、25年度にかけて10%ポイント低下し、41.9%になると仮定しよう。一方、残りの58.1%については、14年度時点の他の金融資産の割合に応じて案分した。その

結果、現預金の額は、14年度の883兆円から25年度については785兆円へと97兆円減少する一方、リスク資産（株式・出資金、保険・年金準備金、対外証券投資の合計）は209兆円増加する計算となった（図24）。これは、日本の公的年金の金融資産全体を凌駕する規模である。内訳をみると、株式以外の証券が41兆円、株式・出資金が59兆円、保険・年金準備金が147兆円、対外証券投資が3兆円の増加となる（表1）。

4. 労働市場改革と家計の所得構造の変化

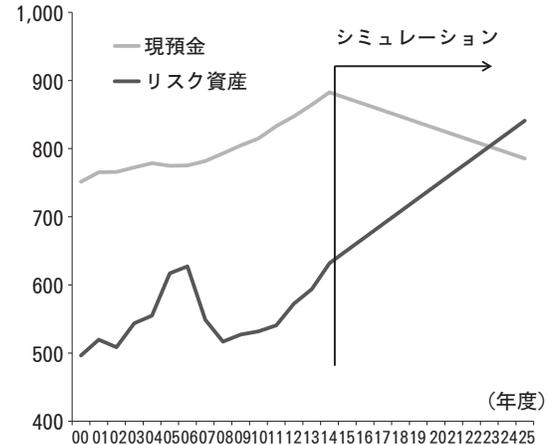
日本で労働市場改革が進めば、一方では企業の収益性が向上し、他方では家計金融資産のリスク資産へのシフトが引き起こされる可能性を見た。これら2つの変化が同時に起き

図23 日本における企業年金加入者数の割合



(出所) 厚生労働省より野村作成

図24 家計の現預金とリスク資産のシミュレーション (兆円)



(注) リスク資産＝株式・出資金＋保険・年金準備金＋対外証券投資

(出所) 日本銀行資料より野村作成

表1 家計の金融資産のシミュレーション

		現預金	株式以外の証券	株式・出資金	保険・年金準備金	対外証券投資	その他	合計
金額 (兆円)	14年度	883	123	178	445	9	63	1,700
	25年度	785	163	237	592	12	84	1,874
	変化	-97	41	59	147	3	21	174
シェア (%)	14年度	51.9	7.2	10.5	26.2	0.5	3.7	100.0
	25年度	41.9	8.7	12.6	31.6	0.7	4.5	100.0
	変化	-10.0	1.5	2.2	5.4	0.1	0.8	0.0

(出所) 日本銀行資料より野村作成

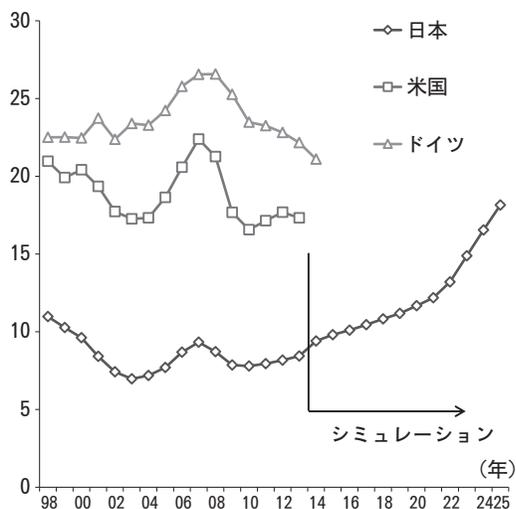
た場合には、家計の所得構造も変わるであろうことは想像に難くない。

まず、家計の可処分所得の構成を米国やドイツと比較して目立つのは、利子や配当など

の財産所得の割合が低い点だ(図25)。欧米では、可処分所得に占める財産所得の割合は20%前後あるのに対し、日本は10%以下で、半分以下の水準にとどまっている。金融資産のうちリスク資産に振り向ける割合が低いこと、投資先である企業の利益率が低いことなどが背景にあらう。加えて、企業の投資家に対する還元性向が低いことも影響している。日本企業の総還元性向は40%と、8割前後に達する欧米企業の半分程度だ(図26)。

ここで、家計がリスク資産へ多くの資金を振り向け、企業の利益率が上昇し、かつ企業の総還元性向が欧米並みに高まるという仮定を置いてみよう。具体的には、表1で示したように25年までに家計の株式・出資金の保有残高が14年比で約1.3倍に拡大、配当性向の代理変数として、金融・非金融法人の配当/営業余剰が13年比で約2倍となり、営業余剰の伸びも後述するアップサイド・シナリオの経済想定の下、高めに設定した。すると、家計の可処分所得に占める財産所得の割

図25 家計の財産所得の国際比較
(可処分所得比, %)



(注) 日本の家計の財産所得シミュレーションでは、配当性向の上昇、家計の株式保有残高の拡大、企業利益の増加を反映させるために、以下の想定を置いた。25年までに金融・非金融法人の配当/営業余剰が、13年比で約2倍まで高まるとした。表1で示したように、25年までに家計の株式・出資金の保有残高が14年比で約1.3倍に拡大するとした。営業余剰は、表3のアップサイド・シナリオ下の名目GDP成長率等で推計した。

(出所) 経済開発協力機構(OECD)内閣府資料より野村作成

合は、25年に欧米並みに達するとの結果が得られる(図25)。

財産所得の割合は、一度定着してしまえば個人消費の成長率には中立であろう。しかしそれが増加している過程においては、個人消費の伸びを高めると考えられる。

5. 労働市場改革は進むか

(1) 労働市場改革と外国人労働者

労働市場改革が実現し、雇用の流動性が高まれば、女性や高齢者の活用が進むだけでなく、企業の収益性や家計の資産運用にまで影響し、家計の財産所得増加につながりうることをみた。では実際のところ、日本において労働市場改革は進むのだろうか。すでに述べたように、生身の人間がかかわる労働市場の

改革は一般的に難しい。しかし、日本における労働市場改革は、議論の価値がないほど非現実的ではない、と我々は考えている。このことを、外国人労働者、あるいは移民受け入れの議論を通じてみてみよう。

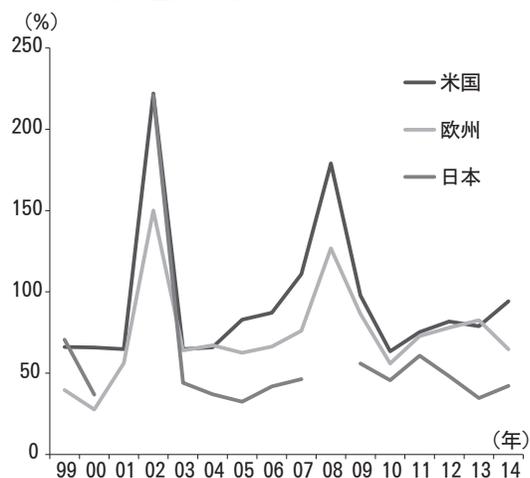
日本型の雇用慣行が解体され、職務規定が明確で流動性のある労働市場改革が進めば、日本の労働市場は外国人にとっても働きやすい場所になるだろう。つまり、労働市場改革は、外国人労働者に関する政策と密接に絡んでいることになる。ただし、外国人労働受け入れに対する抵抗感は他国と同様日本においても強く、安倍政権も積極的な移民政策には取り組まない方針を明確にしている。

逆に、日本が今後、最も困難に見える外国人労働受け入れに取り組むことができるのであれば、国内労働市場改革も十分実現可能性があるのではないだろうか。問題は、日本が今後、外国人労働受け入れに舵を切ることができるのか否かである。

(2) 韓国の事例

実は、韓国では2004年に、『雇用許可制』という外国人労働者受け入れ政策が導入された。この政策は、従業員300人未満の事業所が、求人を出しても韓国人を雇用できない場合、所定の手続きを経ることで外国人労働者と雇用契約をすることを認める制度である。この制度では、政府が移民の受け入れ人数、業種、移民の送り出し元となる国を定める。これには、外国人労働者の過度な流入と、当時韓

図26 株主総還元性向 ((配当+自社株買い) ÷ 税引き利益) の比較



(注) 日本：東証一部、米国：S&P500、欧州：BE500の企業群。日本は年度ベース、米国、欧州は暦年ベース。(出所) 会社情報、ブルームバーグより野村作成

国で問題になっていた、民間ブローカーによる不法就労者の発生を防ぐメリットがある。

『雇用許可制』が導入された背景には、韓国の合計特殊出生率の低下と、製造業を始めとした肉体労働を要する業種が、若者の進学率の高まりに伴い不人気化していた事が挙げられよう。

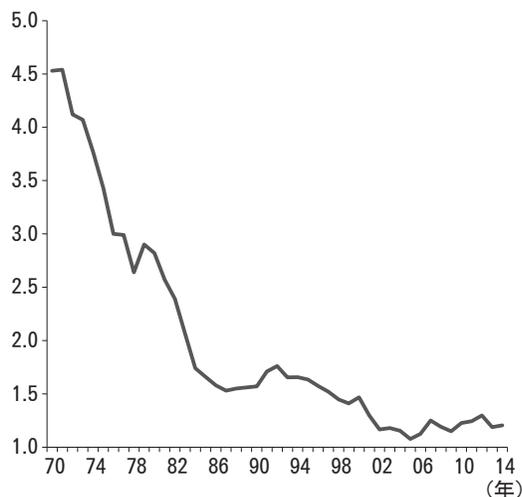
まず、韓国では急速に少子高齢化が進んでおり、合計特殊出生率は14年には1.21まで回復しているものの、05年には最低の1.08まで落ち込んだ(図27)。このことから、長期的な労働力人口の減少に伴い、先行きの人手不足の危機感が高まっていたと見られる。

また、韓国では大学進学率が上昇している。80年には11.4%であったが、10年には70.1%にまで上昇した。同年のOECD加盟

国平均が62%であったことから、国際的にみても韓国の大学進学率は高い水準にあった。若者の高学歴化に伴い、大企業に比べ賃金水準、労働環境が劣る中小企業は、就職先として避けられるようになっていた。この傾向は特に製造業などの肉体労働を必要とする業種で顕著で、慢性的な人手不足の原因となっていた。

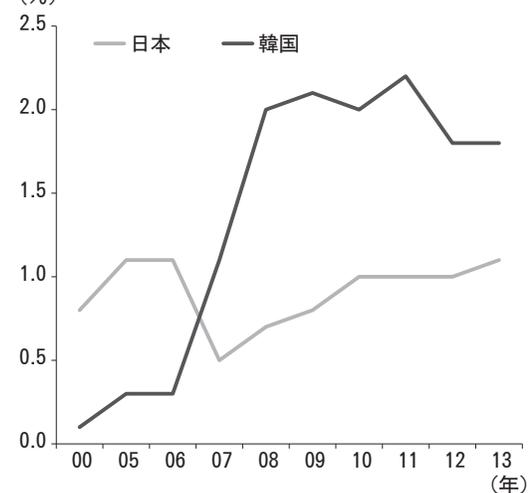
こうした人手不足感を背景に『雇用許可制』が導入された後、外国人労働者数は急増し、07年には導入当初の倍近くの人数となった。労働力人口総数に占める外国人労働力人口の割合も、05年の0.3%から11年には2.2%まで上昇し、労働力としての移民の受け入れは進んだと言えよう(図28)。

図27 韓国の合計特殊出生率



(出所) Korean Statistical Information Service より野村作成

図28 韓国と日本の労働力人口に占める外国人割合(%)

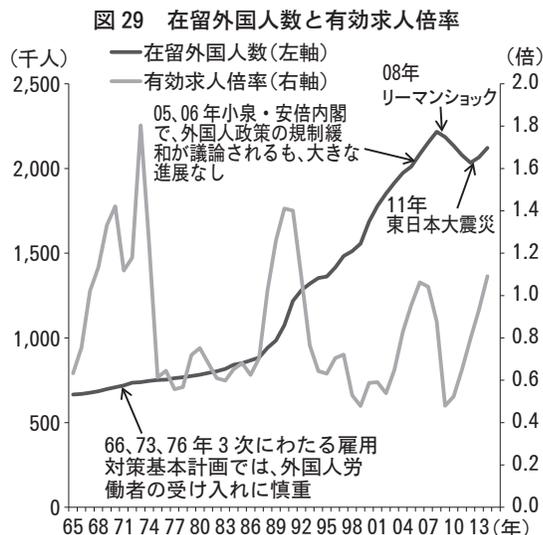


(出所) 独立行政法人労働政策研究・研修機構より野村作成

(3) 日本での外国人労働者受け入れを巡る議論

実は日本においても、過去に外国人労働者を受け入れるべきではないかという議論が行われた時期があった。戦後の日本で、最初に外国人労働者の受け入れを求める声が高まったのは、60年代後半だ。その背景にあったのは、人手不足である。有効求人倍率は67年に1を上回り、70年には1.42倍に達した(図29)。ただし、当時の合計特殊出生率は2を上回っており、日本人雇用確保の観点から外国人労働者を受け入れない方針が明確にされている。

次に外国人労働者受け入れの議論が高まったのは、80年代後半のバブル期である。70年半ば以降1を下回っていた有効求人倍率は、88年に再度1を上回り、外国人の不法就労問題も深刻化していた。この際には、88



(出所) 厚生労働省、法務省資料より野村作成

年の第六次雇用対策基本計画において、専門的・技術的労働者に限定する形で外国人労働者を積極的に受け入れる方針が打ち出され、90年の入国管理法改正において在留施策の整理・簡素化が行われた。このあたりから、日本における在留外国人の増加ペースが速まっていることが分かる。

出生率が低下基調をたどる中、バブル崩壊後も外国人労働者受け入れに関する議論は続けられたものの、目立った進展は見られなかった。将来の人手不足に対する危機意識はあったものの、有効求人倍率が基本的には低水準で推移するなど、現実の労働市場では労働余剰の方が問題だったからであろう。

(4) 改革に対する抵抗も危機感とのバランス

このように振り返ってみると、日本においても、現実的に危機感が強まれば改革を進めようという機運が強まってくると考えた方が良いのではないかと考える。有効求人倍率が92年以来の最高水準に達するなど労働市場が逼迫している一方、出生率は14年時点で1.42にとどまっておき、将来さらに人手不足が深刻化することがほぼ確実な情勢だ。難しいと思われる改革が進むか否かも、それを行わない場合に何が起こるかを考えた場合の危機感とのバランスの問題だとすれば、日本ではいつ労働市場改革の機運が高まってもおかしくない。そして労働市場の改革は、企業統治や家計資産運用の変化とともにやってくることになるだろう。

IV. 中期経済見通し

以上の議論を踏まえ、ここでは日本経済の中期的な姿を数字で表現していこう。まずは、そのための前提となる海外経済、原油価格、為替レートについて論じ、その語日本経済について、メイン・シナリオ、アップサイド・シナリオ、ダウンサイド・シナリオを論じる。

1. 海外経済についての前提

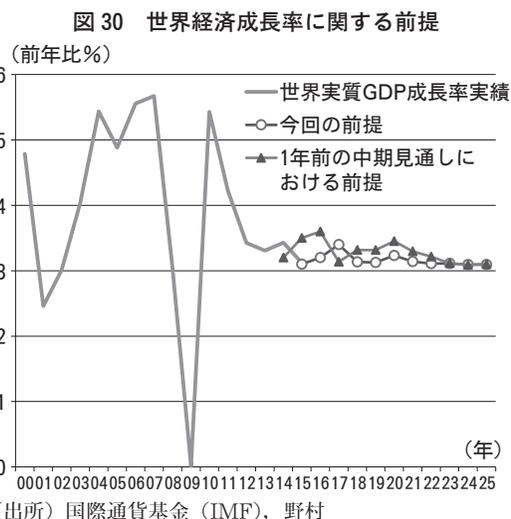
2015年の世界経済における最大の出来事の一つは、予想以上の中国景気減速であろう。金融市場では、夏場に株式相場的大幅下落となって現れたが、その背景では固定資産投資が急減速していた。投資主導から消費主導経済への構造転換が目指される中、中国の成長率が低下傾向をたどること自体に驚きはないものの、減速ペースが従来想定を上回りそうだと判断から、野村でも16年の中国成長率見通しを1%ポイント近く引き下げ、5.8%としている。

今回のケースの場合、16年の景気が大きく減速したとしても、その後のリバウンドを想定するのは難しい。成長率の減速が、政策的に許容されている面があるためだ。11月の5中全会では、習近平国家主席が6.5%成長の必要性に言及しており、野村の成長率見通しにはややアップサイドリスクがあるかも

しれない。しかし一方で、成長率を無理に引き上げようとすれば財政赤字が膨らむことになる。中国の成長率減速傾向は変わらないと考えるべきであろう。中国の成長率が弱まれば、他の新興国や資源国の成長にも重しとなる。

相対的に底堅いのは、先進国の景気である。特に米国景気は堅調で、15年12月に利上げが実施された。ただし、利上げとともに米国の成長率は2%程度の潜在成長率並みの成長に落ち着いていくとの想定である。加えて、世界の他の地域の景気が相対的に弱い中では、単独での利上げ開始は素直にドル高を招き、景気回復の足取りを鈍くするだろう。

全体的に見れば、昨年と比較して世界の成長率は低めに見積もらなければならぬ。16-20年の世界実質GDP成長率について、今回は平均+3.4%とみていたところ、



今回は3.2%と置いた。21-25年については、前回の+3.2%から、今回は3.1%とした(図30)。

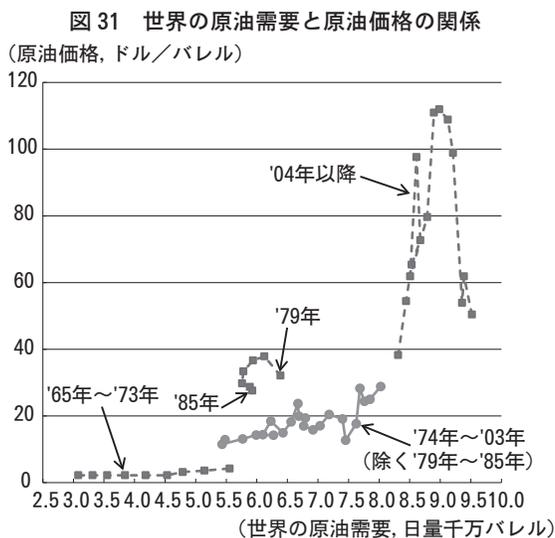
2. 原油価格についての前提

2014年11月27日のOPEC(石油輸出国機構)総会で、原油の生産目標の据え置きが決定された。高値の原油価格を指向して、減産を望んだ加盟国もあったが、サウジアラビアが主導して、生産目標は据え置かれた。これによって、加盟国の総意ではないが、サウジアラビアを中心に、OPECは原油価格を高値に維持する戦略を事実上放棄し、原油の販売シェアを確保する方向性となった。

原油の高値によって開発が可能になった米国のシェール・オイルの増産によって、シェアが脅かされかねないとの危機感が、サウジアラビアの方針転換の背景の一つにあったとも見られる。こうした方針転換によって、現在は世界の原油市場で供給過剰状態が強まり、原油価格は大きく下落している。過去を振り返ると、こうした価格の大きな変動が、繰り返し起きている。原油の世界需要と原油価格の関係を見ると、そうした変動が顕著にうかがえる(図31)。

まず、1973年の第一次石油危機以前は、原油需要が増加しながらも、巨大石油資本(会社)の戦略によって、原油価格が低位に抑えられていた。1979年から1985年は、第二次石油危機によって、需要動向とは関係な

く、原油価格が押し上げられた。ただし最終的には高値によって需要が抑えられ、原油価格は下落した。経済合理性に欠ける高値だったと言える。2004年以降は、中国の経済発展に根差して始まった原油価格上昇から、価格急落へ向かう期間である。この間、世界の原油需要は確かに増加したが、図に基づくと、需要の増加に比して、価格の上昇が大きい。投機的な価格押し上げ、OPECの原油価格高値維持戦略、そして、中東・北アフリカ等の産油地域における地政学的混乱、等が影響したと言える。そして、サウジアラビアの方針転換によって、価格は急落へ転じた。このように過去を振り返ると、第二次石油危



(注) 表示期間は1965年から2015年7-9月期。2014年までは年間値で、2015年は四半期統計。原油価格は北海ブレント現物fob価格で、期中平均値。世界の原油需要は2014年までの年間値はBP統計により、2015年の四半期統計は、IEA(国際エネルギー機関)による。

(出所) BP統計, IEA, IMF(国際通貨基金), トムソン・ロイター・データストリームより野村作成

機の時期を除いた、1974年から2003年の間は、原油需要と原油価格の関係が比較的安定していて、需要の増加に伴って、緩やかに原油価格が上昇していた時期と考えられる。2014年からの原油価格の下落は、需要と価格の関係が、安定した状態へ復帰する過渡期と見ることが可能であろう。

1973年から2014年までの期間で、原油需要を説明変数とする他、価格が変動した期間を調整するためのダミー変数という説明変数を加えて北海ブレント価格を推計した。導出された価格関数に、2015年1-9月期の平均的な世界の原油需要量を当てはめると、1バレル当たり約56ドルの北海ブレント価格が試算された。2015年年初からの北海ブレント価格の推移に沿った試算結果となった。したがって、2016年以降、エネルギー構造に大きな変化がなく、安定した世界の原油需要と原油価格の関係が続き、需要が徐々に増加すると、価格関数からは、原油価格が緩やかに上昇して行くことが想定される。OPECが戦略を変更したことで、合理的な経済原理が原油価格に働くようになり、需要の変化によって原油の限界生産コストが変動し、それに伴って原油価格が推移する環境になったと見られる。足下で原油価格の急落によって石油開発が抑えられたため、供給能力が抑制され、今後、一時的に原油価格が上振れする可能性はある。ただし、中期的な経済成長との整合性を考慮すると、北海ブレント価格は、

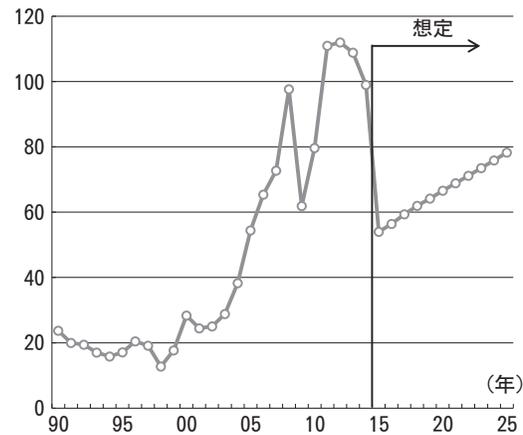
2025年の1バレル当たり80ドル程度へ向かって、緩やかに上昇して行くのが、基調的な方向性になると想定する(図32)。

足下では、イラン増産の可能性など、過度な供給過剰を受けて、同価格は30ドル台で推移している。しかし、30ドル台にある同価格は、長期的な安定性には欠けると考えられる。

3. 為替レートの前提

ドル円レートは、16年末に1ドル＝130円にまで上昇すると想定した(野村の為替リサーチの予測)。その後については、メイン・シナリオでは、17年末に1ドル＝120円にまで低下し、以後横ばいとした(図33)。

図32 今後の中期的な原油価格の想定
(ドル/バレル)



(注) 対象は北海ブレント fob 出荷価格。
(出所) トムソン・ロイター・データストリームより野村作成、想定は野村

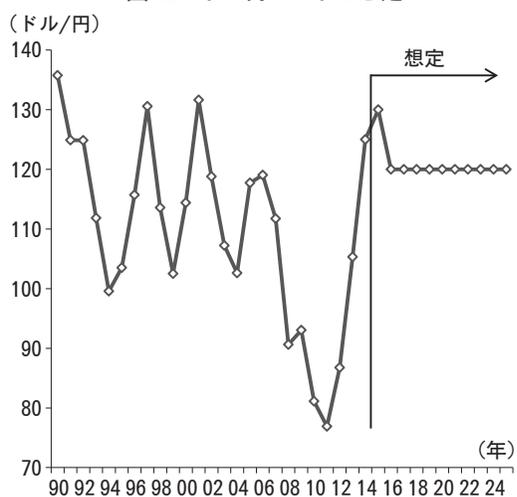
16年末にかけては、米日金利差拡大と公的年金の外国証券投資という2つのドライバーが円安・ドル高を牽引すると見込む。米国では景気回復を背景に、需給ギャップのタイト化が着実に進んでおり、Fed（米国連邦準備制度）は15年12月に利上げ局面に入っている。これに対して、日本では、インフレ率が物価安定の目標である2%にはまだ届かず、日銀は金融緩和姿勢を維持する可能性が高い。米日金利差は明確に拡大する公算が大きく、円売り・ドル買いを促そう。加えて、公的年金の資産シフトに伴う外国証券買いも継続する見込みである。確かに、GPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）の資産シフトは終盤に近付きつつあるようだ。しかし、遅れて動き出した3共済は資産シフト余地を

まだ残しており、円安・ドル高の支援材料になると考えられる。

17年は、上記2つの円安・ドル高のドライバーが後退すると見ている。野村の米国エコノミストは、政策金利は2%程度までしか引き上げられないと予想している。金融市場では、利上げの打ち止めが意識される展開となり、米国金利上昇に歯止めがかかる可能性がある。米日金利差の拡大は見込み難くなる。さらに、3共済の資産シフトも概ね完了し、公的年金による外国証券買いという円安材料も存在感を失うだろう。

18年以降は、長期的な為替レートのトレンドの目安となる購買力平価を参考にした。日本のインフレ率は緩やかに高まり、2%に向かうと見込んでいる。日米インフレ格差が、構造的な円高・ドル安要因となる時代は終焉に向かうとの見方に基づき、ドル円レートは横ばいと想定した。

図 33 ドル円レートの想定



(注) 年末値。

(出所) ブルームバーグより野村作成

4. 日本経済見通し

ここからは、日本経済のシナリオ分析を行う。シナリオは、メインの他、経済成長率上振れのアップサイド、下振れのダウンサイドの3つである。それぞれのシナリオにおける、潜在成長率、需要項目、インフレ、金利、経常収支などの主要なマクロ経済指標に触れ、最後に各シナリオの財政を比較する。

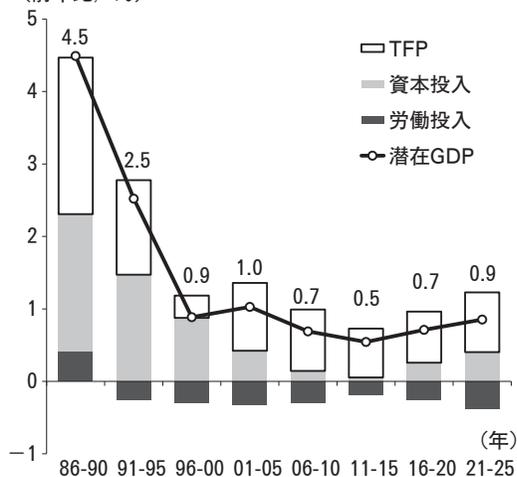
(1) メイン・シナリオ

メイン・シナリオでは、昨年の中期見通しと同様、人手不足からくる供給制約の壁を打破するべく、イノベーションが生まれる中、企業が資本ストックを積極的に積み増す。その結果、TFP（全要素生産性）は緩やかに向上し、資本投入も大きく増加することで、潜在成長率を押し上げる。一方労働市場では、人々の労働参加が進み、人口減少や高齢化にもかかわらず、労働投入の減少ペースが大きく加速することはない。11-15年に年平均+0.5%であった潜在成長率は、16-20年に同+0.7%、21-25年に同+0.9%へ高まる（図34）。

需要面では、企業が資本蓄積を目指すた

め、設備投資が堅調に増加し、経済成長の牽引役になる（表2）。個人消費については、14年の消費増税後、盛り上がりを欠いているものの、それは長期間続かない。イノベーションや資本蓄積を通じて、企業の生産能力が拡大すれば、財・サービス市場の需給の方が労働市場の需給よりも逼迫している状況が変わり、実質賃金が上がりやすくなるからだ。消費増税率については、17年に2%ポイント、20年、22年、24年にそれぞれ1%ポイントの引き上げを前提としているものの、個人消費は総じて緩やかな増加基調を辿る。見通し期間の終盤では、金利上昇により利子所得が家計収入を押し上げる効果も注目される（図35）。輸出については、外需のマ

図34 潜在成長率の分解（メイン・シナリオ）
（前年比、%）



(注) 1. 各期間の平均伸び率。2. 潜在成長率の推計にあたり、以下のコブ=ダグラス型生産関数を利用した。 $Y=AK^{1-\alpha}L^{\alpha}$ 。
Y: 生産量 (GDP), K: 資本ストック, L: 労働力, A: 全要素生産性 (TFP), α : 労働分配率 (0.65 で一定とした)。
(出所) 内閣府, 厚生労働省, 総務省, 国立社会保障・人口問題研究所資料より野村作成

メイン・シナリオにおける将来の潜在成長率の前提

- 全要素生産性 (TFP) の寄与度は、11-15年+0.7%、16-20年は同+0.7%、21-25年は同+0.8%。14年の+0.6%から緩やかに高まる。
- 15歳以上の人口は、社会保障・人口問題研究所の出生（中位）死亡（中位）推計を利用。14年の同人口は1億1080万人であったが、25年には1億740万人まで減少する。労働力率については、男女別、年齢（5歳）階級別に分け、実質GDP成長率と相関が高いものに限り、同成長率見通しで回帰した。これまで景気循環と関係なく上昇してきた女性（25歳から64歳）の労働力率については、足元の上昇トレンドを継続させた。また、『高齢者雇用安定法』の改正により、2025年には希望者全員65歳までの雇用が義務化されることを受けて、男女計（60歳から64歳）の労働力率は、2014年の63%から、2025年には66%まで上昇すると想定した。以上を勘案すると、14年に59.5%であった人口全体の労働力率は、25年に57.5%まで下落する。

イルドな回復の持続を反映し増加が続く。

実質 GDP 成長率は、16-20 年に年平均+1.0%，21-25 年に同+1.1%であり、11-15 年の同+0.7%から加速する形である。ただし、潜在成長率も高まっているため、需給の逼迫度合いの急速に強まるわけではなく、インフレ率の上昇ペースは緩やかになる。コア CPI（消費増税の影響を除く）が前年比で 2%に達するタイミングが到来するのは

23 年である。このケースでは、名目 GDP は 2024 年に 600 兆円に到達する。

詳細は金融政策のパートに譲るが、日本銀行は 2%のインフレ率が視野に入中、22 年に利上げを開始する。利上げのペースは、半年ごとに 25 ベーシスポイントとした。長期金利については、日銀がイールドカーブに焦点を当てた金融政策を運営することで急速な上昇は回避すると想定した。10 年債利回

表 2 経済指標一覧表（メイン・シナリオ）

	13年	14年	15年	16年	17年	18年	19年	20年	21年	22年	23年	24年	25年	16-20年	21-25年
			(予)	(予)											
実質 GDP	1.6	-0.1	0.6	1.2	0.5	1.2	1.1	1.1	1.2	1.1	1.1	1.0	1.1	1.0	1.1
〈主要需要項目〉															
民間最終消費支出	2.1	-1.3	-0.6	1.3	0.1	1.0	1.0	0.8	1.1	0.8	1.1	0.8	1.2	0.8	1.0
民間住宅投資	8.8	-5.1	-2.6	2.1	-3.4	-8.6	-5.4	-7.2	-5.0	-4.8	-3.7	-3.9	-3.6	-4.6	-4.2
民間企業設備投資	0.4	4.0	0.0	1.9	2.3	4.0	3.7	4.0	3.6	3.1	2.6	2.3	2.3	3.2	2.8
民間在庫品増加	-0.4	0.1	0.3	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
政府最終消費支出	1.9	0.2	1.4	1.1	0.7	1.0	1.0	1.1	1.1	1.1	1.2	1.2	1.2	1.0	1.1
公的固定資本形成	8.0	3.8	0.3	-1.4	-2.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-2.5	-3.0
公的在庫品増加	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
純輸出	-0.3	0.0	0.4	0.0	0.1	0.0	0.0	0.1	0.0	0.1	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
輸出	1.2	8.4	3.3	2.8	3.0	3.8	4.2	4.3	4.0	4.1	3.9	3.9	3.9	3.6	3.9
輸入	3.1	7.4	0.9	3.5	2.9	4.2	4.5	4.5	4.5	4.2	4.3	4.0	4.5	3.9	4.3
名目 GDP (兆円)	480.1	487.6	501.8	513.3	522.1	530.3	537.2	548.4	559.9	574.7	588.8	605.2	621.0		
	1.0	1.6	2.9	2.3	1.7	1.6	1.3	2.1	2.1	2.6	2.5	2.8	2.6	1.8	2.5
経常収支	0.8	0.5	3.4	4.1	3.9	4.1	4.4	4.1	3.9	3.8	3.9	4.1	4.2		
基礎的財政収支	-5.7	-4.4	-3.1	-2.6	-2.4	-2.0	-2.0	-1.6	-1.4	-1.2	-1.1	-0.9	-0.7		
財政収支	-8.0	-5.9	-5.1	-4.7	-4.2	-3.7	-3.6	-3.2	-3.0	-2.9	-3.0	-3.1	-3.3		
政府債務残高	241.1	244.6	244.2	244.2	245.6	246.1	247.0	246.0	244.7	242.3	240.5	238.1	236.3		
消費者物価指数(除く生鮮食品)	0.4	2.6	0.5	0.7	2.1	1.1	1.0	1.8	1.8	2.4	2.2	2.6	2.3		
同上(消費増税の影響を除く)	0.4	1.1	0.0	0.7	1.0	0.8	1.0	1.3	1.6	1.9	2.0	2.1	2.1		
GDP デフレーター	-0.6	1.7	2.3	1.1	1.2	0.4	0.2	1.0	0.9	1.6	1.3	1.8	1.5		
無担保コール翌日物レート	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07	0.25	0.75	1.25	1.75		
10年債利回り	0.74	0.33	0.35	0.80	0.70	0.81	0.92	1.06	1.12	1.37	1.75	2.09	2.23		
ドル円レート(円/ドル)	105	120	125	130	120	120	120	120	120	120	120	120	120		
北海プレント(ドル/バレル)	110.8	57.3	50.2	55.9	60.3	61.9	64.2	66.6	68.9	71.2	73.5	75.9	78.2		

(注) 1. 単位は図表中に表示がない項目は%。実質 GDP 及び主要需要項目（在庫品増加、純輸出を除く）、名目 GDP、消費者物価指数、GDP デフレーターは前年比。実質 GDP の主要需要項目のうち、民間在庫品増加、公的在庫品増加、純輸出は前年比寄与度。経常収支、基礎的財政収支、財政収支、政府債務残高は名目 GDP 比。無担保コール翌日物レート、10 年債利回り、ドル円レート、北海プレントは末値。2. 経常収支、基礎的財政収支、財政収支、政府債務残高は年度ベース。その他は暦年。3. 政府債務残高は IMF ベース。4. 消費税率引き上げ幅は 17 年 4 月に 2%、20 年 4 月に 1%、22 年 4 月に 1%、24 年 4 月に 1%とした。5. 16-20 年、21-25 年は期中の平均伸び率。15 年 11 月 16 日の同年 7-9 月期 1 次速報時点の公表値に基づく実績及び見直し。

(出所) 内閣府、日本銀行、財務省、総務省等資料より野村作成

り（本稿における10年債利回りは新発10年物国債利回りを指す）は利上げの影響を受けつつも、25年末で2.23%に留まる。

経常収支の先行きを占うために、部門別ISバランスを推計すると、企業はイノベーションやエネルギー価格の下方シフト等を背景に収益を向上させる。設備投資は堅調に増加するものの、企業の貯蓄超過は保たれる（図36）。家計については、高齢化が貯蓄率の押し下げに効くものの、ISバランスはプラスを維持する。後述するように、政府の財政赤字は急速には改善しないものの、国全体では貯蓄超過が続き、経常黒字が維持される。

(2) アップサイド・シナリオ

アップサイド・シナリオでも、メイン・シ

ナリオと同様に供給制約からイノベーションが生まれ、資本蓄積が進む。これに加え、労働市場改革が大きく進展する世界を描いた。日本の雇用慣行が解体され、労働市場の流動化や高齢者・女性等の労働参加が進む。労働市場の流動性の高まりは、労働生産性の向上に繋がるのみならず、企業の統廃合を通じた収益性の改善、家計金融資産の貯蓄から投資へ動きを促進する。さらに、移民受け入れも進み、人口減少の痛みを和らげる。

供給面では、資本投入とTFPが潜在成長率を押し上げる効果は、メイン・シナリオよりもやや大きい。日本人の労働参加意欲の向上と移民労働者の増加で、労働投入による潜在成長率の押し下げはほぼゼロになる。これらを勘案し、潜在成長率は16-20年に年平均

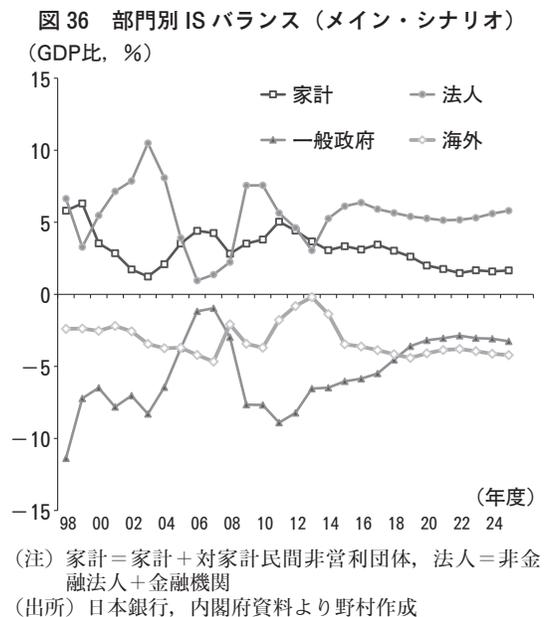
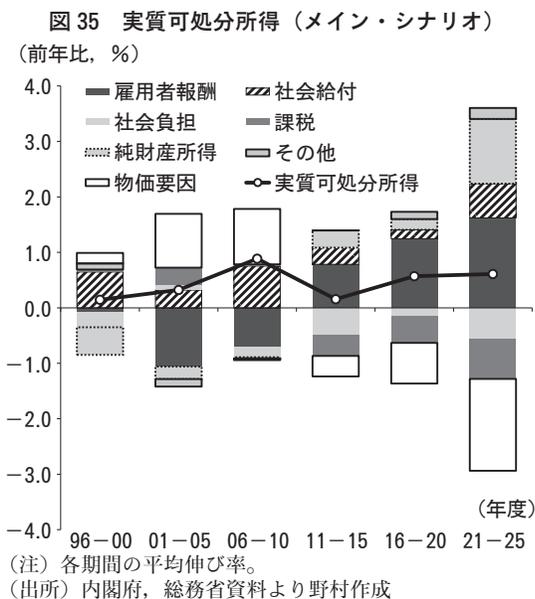
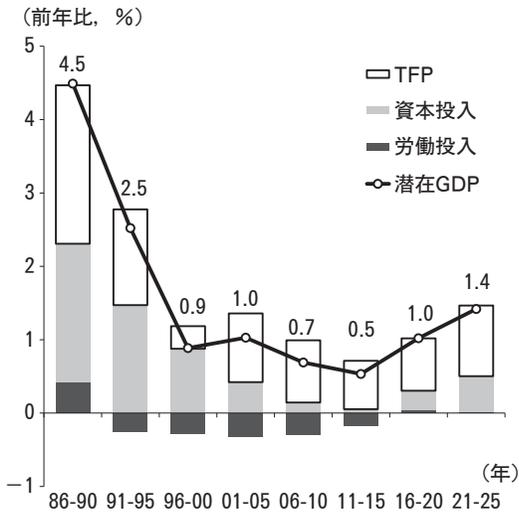
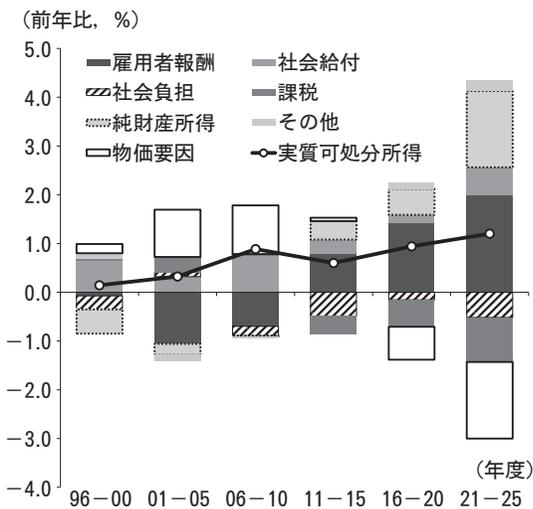


図 37 潜在成長率の分解 (アップサイド・シナリオ)



(注) 1. 各期間の平均伸び率。2. 潜在成長率の推計にあたり、以下のコブ=ダグラス型生産関数を利用した。 $Y=AK^{1-\alpha}L^{\alpha}$ 。
 Y: 生産量 (GDP), K: 資本ストック, L: 労働力, A: 全要素生産性 (TFP), α : 労働分配率 (0.65 で一定とした)。
 (出所) 内閣府, 厚生労働省, 総務省, 国立社会保障・人口問題研究所資料より 野村作成

図 38 実質可処分所得 (アップサイド・シナリオ)

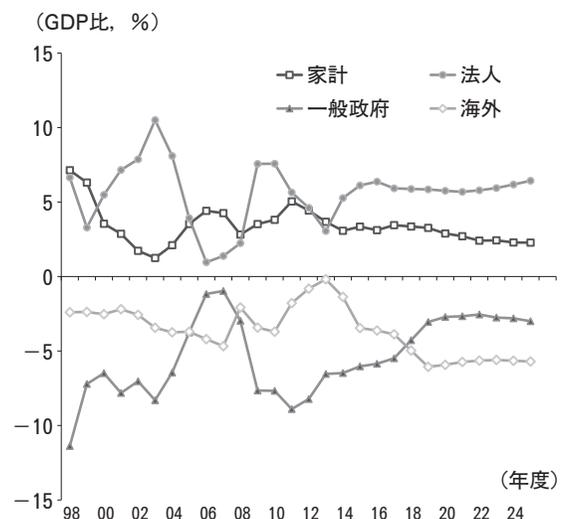


(注) 各期間の平均伸び率。
 (出所) 内閣府, 総務省資料より 野村作成

アップサイド・シナリオにおける将来の潜在成長率の前提

- 全要素生産性 (TFP) の寄与度は、11-15年+0.7%、16-20年は同+0.7%、21-25年は同+1.0%。14年の+0.6%から高まる。
- 15歳以上の人口は、社会保障・人口問題研究所の出生 (中位) 死亡 (中位) 推計を利用。14年の同人口は1億1080万人であったが、25年には1億740万人まで減少する。労働力率については、成長戦略の方向性が提示されている『日本再興戦略』において、女性・若者・高齢者等の活躍推進を目指す上で就業率目標が設定されている。この目標が掲げられている男女年齢層について、20年までの就業率目標を、14年の失業率を用いて労働力率目標に換算し、20年までに労働力率はこの目標まで上昇し、それ以降は上昇トレンドが継続すると想定した。『日本再興戦略』において就業率目標が定められていない、その他の男女年齢層の労働力率は、過去のトレンドを用いて求めた。『日本再興戦略』における就業率目標は以下の通り。女性 (25歳から44歳): 20年に73% (14年度は70%), 男女計 (20歳から34歳): 20年に78% (14年度は76%), 男女計 (60歳から64歳): 20年に65% (14年度は61%)。以上を勘案すると、14年に59.5%であった人口全体の労働力率は、25年に59.4%とほぼ横ばいで推移する。
- 上記の労働力人口とは別枠で、18年以降、毎年移民労働者が15万人増加する。

図 39 部門別 IS バランス (アップサイド・シナリオ)



(注) 家計=家計+対家計民間非営利団体, 法人=非金融法人+金融機関
 (出所) 日本銀行, 内閣府資料より 野村作成

均+1.0%，21-25年に同+1.4%にまで高まる（図37）。

需要面では、設備投資が経済成長のカギを握る図式はメイン・シナリオと変わりはない（表3）。ただし、見通し期間の後半に、可処分所得増加を受けて、個人消費のモメンタムがより高まる点が異なる（図38）。21-25年の個人消費の増加率は年平均+1.4%と、メイン・シナリオの同+1.0%より高い。アッ

プサイド・シナリオでは、雇用者報酬の伸びが高まるのみならず、家計のリスク資産への投資が進むことなどを踏まえると、財産所得の増加も、個人消費の支援材料になる。

実質GDP成長率は、16-20年に年平均+1.2%，21-25年に同+1.5%となる。需要と供給がともに拡大しているため、物価上昇圧力は急激には強まらない。コアCPI（消費増税の影響を除く）が前年比で2%に達する

表3 経済指標一覧表（アップサイド・シナリオ）

	13年	14年	15年	16年	17年	18年	19年	20年	21年	22年	23年	24年	25年	16-20年	21-25年
			(予)	(予)											
実質GDP	1.6	-0.1	0.6	1.2	0.5	1.4	1.4	1.4	1.5	1.4	1.5	1.4	1.5	1.2	1.5
〈主要需要項目〉															
民間最終消費支出	2.1	-1.3	-0.6	1.3	0.1	1.2	1.2	1.1	1.3	1.1	1.5	1.2	1.5	1.0	1.4
民間住宅投資	8.8	-5.1	-2.6	2.1	-3.4	-6.6	-2.9	-4.7	-2.5	-2.3	-1.2	-1.4	-1.1	-3.1	-1.7
民間企業設備投資	0.4	4.0	0.0	1.9	2.3	5.0	4.7	5.0	4.6	4.1	3.6	3.5	3.3	3.8	3.8
民間在庫品増加	-0.4	0.1	0.3	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
政府最終消費支出	1.9	0.2	1.4	1.1	0.7	1.0	1.0	1.1	1.1	1.1	1.2	1.2	1.2	1.0	1.1
公的固定資本形成	8.0	3.8	0.3	-1.4	-2.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-2.5	-3.0
公的在庫品増加	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
純輸出	-0.3	0.0	0.4	0.0	0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.1	0.0	0.0
輸出	1.2	8.4	3.3	2.8	3.0	4.3	4.7	4.8	4.5	4.6	4.6	4.6	4.6	3.9	4.6
輸入	3.1	7.4	0.9	3.5	2.9	5.3	5.4	5.4	5.1	5.0	5.3	5.1	5.4	4.5	5.2
名目GDP（兆円）	480.1	487.6	501.8	513.3	522.1	531.3	539.1	551.2	563.9	579.7	596.3	615.5	633.5		
	1.0	1.6	2.9	2.3	1.7	1.8	1.5	2.3	2.3	2.8	2.9	3.2	2.9	1.9	2.8
経常収支	0.8	0.5	3.4	4.1	3.9	5.0	6.1	5.9	5.7	5.6	5.6	5.7	5.7		
基礎的財政収支	-5.7	-4.4	-3.1	-2.6	-2.4	-1.6	-1.3	-0.9	-0.8	-0.5	-0.5	-0.2	0.0		
財政収支	-8.0	-5.9	-5.1	-4.7	-4.2	-3.3	-3.1	-2.7	-2.7	-2.5	-2.8	-2.8	-3.0		
政府債務残高	241.1	244.6	244.2	244.2	244.6	244.4	244.5	242.7	240.8	237.8	235.0	231.7	229.2		
消費者物価指数（除く生鮮食品）	0.4	2.6	0.5	0.7	2.1	1.1	0.9	1.7	1.6	2.2	2.2	2.7	2.2		
同上（消費増税の影響を除く）	0.4	1.1	0.0	0.7	1.0	0.8	0.9	1.2	1.4	1.7	2.0	2.1	2.1		
GDPデフレーター	-0.6	1.7	2.3	1.1	1.2	0.3	0.1	0.9	0.8	1.4	1.3	1.8	1.4		
無担保コール翌日物レート	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07	0.25	0.75	1.25	1.75		
10年債利回り	0.74	0.33	0.35	0.80	0.70	1.09	1.28	1.45	1.52	1.78	2.20	2.55	2.52		
ドル円レート（円/ドル）	105	120	125	130	120	120	120	120	120	120	120	120	120		
北海 Brent（ドル/バレル）	110.8	57.3	50.2	55.9	60.3	61.9	64.2	66.6	68.9	71.2	73.5	75.9	78.2		

（注）1. 単位は図表中に表示がない項目は%。実質GDP及び主要需要項目（在庫品増加、純輸出を除く）、名目GDP、消費者物価指数、GDPデフレーターは前年比。実質GDPの主要需要項目のうち、民間在庫品増加、公的在庫品増加、純輸出は前年比寄与度。経常収支、基礎的財政収支、財政収支、政府債務残高は名目GDP比。無担保コール翌日物レート、10年債利回り、ドル円レート、北海 Brentは末値。2. 経常収支、基礎的財政収支、財政収支、政府債務残高は年度ベース。その他は暦年。3. 政府債務残高はIMFベース。4. 消費税率引き上げ幅は17年4月に2%、20年4月に1%、22年4月に1%、24年4月に1%とした。5. 16-20年、21-25年は期中の平均伸び率。15年11月16日の同年7-9月期1次速報時点の公表値に基づく実績及び見直し。

（出所）内閣府、日本銀行、財務省、総務省等資料より野村作成

のは23年である。名目GDPの水準はメイン・シナリオより高くなるが、600兆円に達するタイミングは2024年で、メイン・シナリオと変わらない。

日銀は2%が視野に入中、22年に利上げを開始する。利上げのペースは、半年ごとに25ベースポイントとした。こうした利上げの動きは、メイン・シナリオと同じである。これ対し、10年債利回りは、25年末で2.52%である。メイン・シナリオより高くなるのは、アップサイド・シナリオでは潜在成長率がより高まっていることなどを反映している。

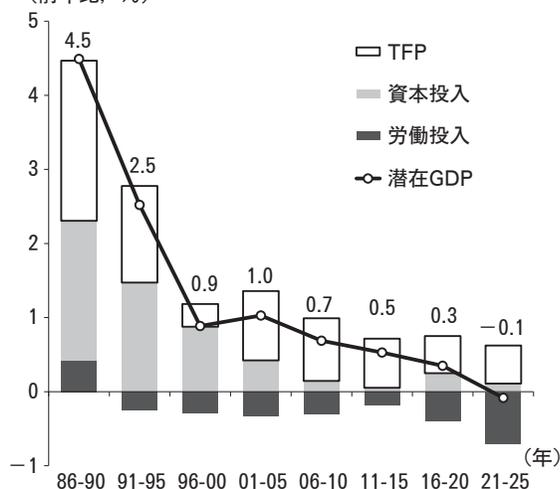
経常黒字は維持される。個人消費の増勢が

高まるものの、可処分所得も増加しており、家計が貯蓄不足に転じる公算は小さい(図39)。企業と一般政府の構図もメイン・シナリオと大きく変わらず、国全体の貯蓄超過は保たれる。

(3) ダウンサイド・シナリオ

ダウンサイド・シナリオでは、供給力の引き上げに失敗する。人手不足がイノベーションに結び付かず、資本蓄積の積み増しも少なくなる。TFPの改善ペースは減速し、資本投入の増勢も高まらない。加えて、人口減少と高齢化を背景に、労働投入の減少ペースも大きく加速し、供給拡大の足を引っ張る。潜在成長率は16-20年に同+0.3%に減速し、

図40 潜在成長率の分解 (ダウンサイド・シナリオ)
(前年比、%)



ダウンサイド・シナリオにおける将来の潜在成長率の前提

- 全要素生産性 (TFP) の寄与度は、11-15年+0.7%、16-20年は同+0.5%、21-25年は同+0.5%。14年の+0.6%から緩やかに低下する。
- 15歳以上の人口は、社会保障・人口問題研究所の出生(中位)死亡(中位)推計を利用。この推計では、13年の同人口は1億1080万人であったが、25年には1億740万人まで減少する。労働力率は、男女年齢(5歳)階級別の値が、14年実績から横ばいとした。労働力率の低い高齢者の割合が高まるため、14年に59.5%であった人口全体の労働力率は、25年に56.5%まで下落する。

(注) 1. 各期間の平均伸び率。2. 潜在成長率の推計にあたり、以下のコブ=ダグラス型生産関数を利用した。 $Y=AK^{1-\alpha}L^{\alpha}$ 。
Y: 生産量 (GDP), K: 資本ストック, L: 労働力, A: 全要素生産性 (TFP), α : 労働分配率 (0.65 で一定とした)。
(出所) 内閣府, 厚生労働省, 総務省, 国立社会保障・人口問題研究所資料より 野村作成

21-25年に同-0.1%と小幅ながらもマイナスに転じる(図40)。

見通し期間の前半においては、設備投資の増勢は低いものの、個人消費や輸出は健闘し、16-20年の実質GDP成長率は年平均+0.7%と、メイン・シナリオの同+1.0%と比べて大きく下振れるわけではない(表4)。しかし、供給面の成長がついてこないため、需給が逼迫し、インフレ率の加速が目立つよ

うになる。コアCPI(消費増税を除く)が前年比2%に到達するのは19年と早い。

インフレ率の顕著な加速を受ける中、日銀は景気の過熱を抑えるために、18年に利上げを開始し、四半期ごとに25ベースポイントのハイペースで金利を引き上げる。その結果、21-25年の実質GDP成長率は年平均-0.1%に落ち込む。供給制約が厳しい中で、安定的なインフレを維持するために、需

表4 経済指標一覧表(ダウサイド・シナリオ)

	13年	14年	15年	16年	17年	18年	19年	20年	21年	22年	23年	24年	25年	16-20年	21-25年
			(予)	(予)											
実質GDP	1.6	-0.1	0.6	1.2	0.5	0.9	0.7	0.5	0.1	-0.3	0.0	-0.1	0.0	0.7	-0.1
〈主要需要項目〉															
民間最終消費支出	2.1	-1.3	-0.6	1.3	0.1	1.0	0.8	0.6	0.4	0.2	0.4	0.2	0.5	0.8	0.4
民間住宅投資	8.8	-5.1	-2.6	2.1	-3.4	-9.6	-6.4	-8.2	-7.5	-7.3	-6.2	-6.4	-6.1	-5.2	-6.7
民間企業設備投資	0.4	4.0	0.0	1.9	2.3	2.5	2.2	1.0	-2.9	-2.4	0.1	0.3	0.5	2.0	-0.9
民間在庫品増加	-0.4	0.1	0.3	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
政府最終消費支出	1.9	0.2	1.4	1.1	0.7	1.0	1.0	1.1	1.1	1.1	1.2	1.2	1.2	1.0	1.1
公的固定資本形成	8.0	3.8	0.3	-1.4	-2.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-2.5	-3.0
公的在庫品増加	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
純輸出	-0.3	0.0	0.4	0.0	0.1	-0.1	0.0	0.1	0.3	0.0	-0.3	-0.3	-0.4	0.0	-0.2
輸出	1.2	8.4	3.3	2.8	3.0	3.6	4.0	4.1	3.8	3.1	2.7	2.7	2.7	3.5	3.0
輸入	3.1	7.4	0.9	3.5	2.9	4.6	4.7	4.0	2.6	3.6	4.5	4.5	5.1	3.9	4.1
名目GDP(兆円)	480.1	487.6	501.8	513.3	522.1	529.6	539.7	552.4	560.9	569.0	576.7	586.0	594.1		
	1.0	1.6	2.9	2.3	1.7	1.4	1.9	2.4	1.5	1.5	1.3	1.6	1.4	1.9	1.5
経常収支	0.8	0.5	3.4	4.1	3.9	2.7	1.6	1.0	0.8	-0.4	-1.0	-1.4	-1.4		
基礎的財政収支	-5.7	-4.4	-3.1	-2.6	-2.4	-2.3	-2.4	-2.2	-2.2	-2.1	-2.1	-1.9	-1.9		
財政収支	-8.0	-5.9	-5.1	-4.7	-4.2	-4.1	-4.3	-4.2	-4.3	-4.3	-4.4	-4.5	-4.7		
政府債務残高	241.1	244.6	244.2	244.2	245.6	246.7	247.1	246.5	247.6	248.9	250.6	251.7	253.5		
消費者物価指数(除く生鮮食品)	0.4	2.6	0.5	0.7	2.1	1.4	2.0	2.7	2.3	2.6	2.2	2.6	2.2		
同上(消費増税の影響を除く)	0.4	1.1	0.0	0.7	1.0	1.0	2.0	2.1	2.1	2.0	2.0	2.0	2.0		
GDPデフレーター	-0.6	1.7	2.3	1.1	1.2	0.6	1.2	1.8	1.4	1.7	1.3	1.7	1.4		
無担保コール翌日物レート	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07	0.75	1.50	1.50	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25		
10年債利回り	0.74	0.33	0.35	0.80	0.70	1.28	1.78	1.64	1.51	1.31	1.27	1.30	1.29		
ドル円レート(円/ドル)	105	120	125	130	120	123	125	128	130	133	135	138	140		
北海 Brent(ドル/バレル)	110.8	57.3	50.2	55.9	60.3	61.9	64.2	66.6	68.9	71.2	73.5	75.9	78.2		

(注) 1. 単位は図表中に表示がない項目は%。実質GDP及び主要需要項目(在庫品増加、純輸出を除く)、名目GDP、消費者物価指数、GDPデフレーターは前年比。実質GDPの主要需要項目のうち、民間在庫品増加、公的在庫品増加、純輸出は前年比寄与度。経常収支、基礎的財政収支、財政収支、政府債務残高は名目GDP比。無担保コール翌日物レート、10年債利回り、ドル円レート、北海 Brentは末値。2. 経常収支、基礎的財政収支、財政収支、政府債務残高は年度ベース。その他は暦年。3. 政府債務残高はIMFベース。4. 消費税率引き上げ幅は17年4月に2%、20年4月に1%、22年4月に1%、24年4月に1%とした。5. 16-20年、21-25年は期中の平均伸び率。15年11月16日の同年7-9月期1次速報時点の公表値に基づく実績及び見直し。

(出所) 内閣府、日本銀行、財務省、総務省等資料より野村作成

要の抑制を余儀なくされる格好である。名目 GDP は、2025 年まで 600 兆円にとどかない。

10 年債利回りは、利上げとともに 19 年に 1.78 % まで上昇する。しかし、その後は緩やかに低下する。これは、潜在成長率の減速する中で、それに見合った金利水準も低下するためである。

経常収支は赤字に転じる（図 41）。企業収益や家計所得の改善に限られるにもかかわらず、設備投資や個人消費が増加するため、メイン・シナリオと比較して、企業と家計の貯蓄超過幅が小さくなる。その上、財政再建が進まないため、政府の投資超過幅が大きくなる。その結果、国全体では貯蓄不足に陥ることになる。

経常赤字は、外国為替市場において円需給

を緩和させ、円安方向に作用する。ダウンサイド・シナリオでは、メイン・シナリオよりも円安・ドル高になると想定した。

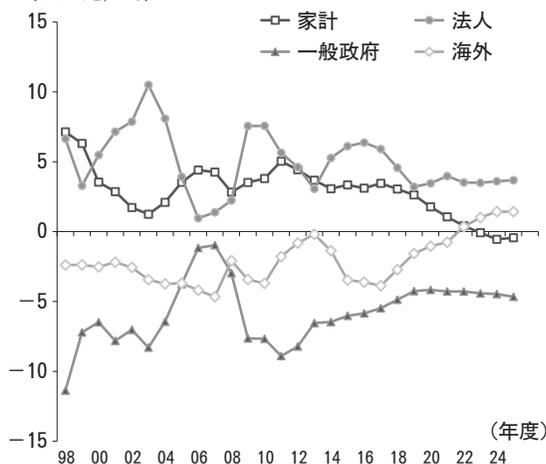
(4) 財政の見通し

6 月 30 日に閣議決定された「経済財政運営と改革の基本方針 2015」（「骨太方針 2015」）では、20 年度の財政健全化目標を堅持することが確認された。その目標は、20 年度には基礎的財政収支（プライマリー・バランス、以下 PB）を黒字化させることである。さらに、この実現のために、16～18 年度を財政再建の集中改革期間とし、その努力の目安として、18 年度の PB 対 GDP 比を -1 % 程度にすることも決まった。

7 月 22 日に内閣府から公表された「中長期の経済財政に関する試算」では、PB 対 GDP 比の先行きが示されている。「経済再生ケース」を見ると、18 年度 -1.7 %、20 年度 -1.0 % であり、目安と目標にはあと一歩のところとなっている。ただし、この試算の前提となる経済前提は楽観的との批判が多い。例えば、16～20 年度の名目 GDP 成長率は年平均 +3.3 % であり、野村のメイン・シナリオの同 +1.8 % よりずいぶん高い。

しかし、野村のメイン・シナリオでは、PB 対 GDP 比はこの政府試算を上回ることはないものの、大きく下振れる可能性も低い。PB 対 GDP 比は、18 年度 -2.0 %、20 年度 -1.6 % である。25 年度では -0.7 % とゼロに近づく。（図 42）。アップサイド・シナリ

図 41 部門別 IS バランス（ダウンサイド・シナリオ）
（GDP 比、%）



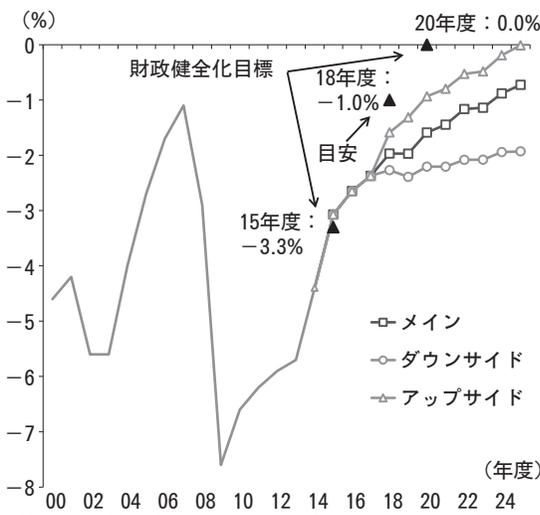
（注）家計＝家計＋対家計民間非営利団体、法人＝非金融法人＋金融機関

（出所）日本銀行、内閣府資料より野村作成

オでは、18年度-1.6%、20年度-0.9%と若干だが政府試算を上回る。25年では0.0%と均衡する形だ。

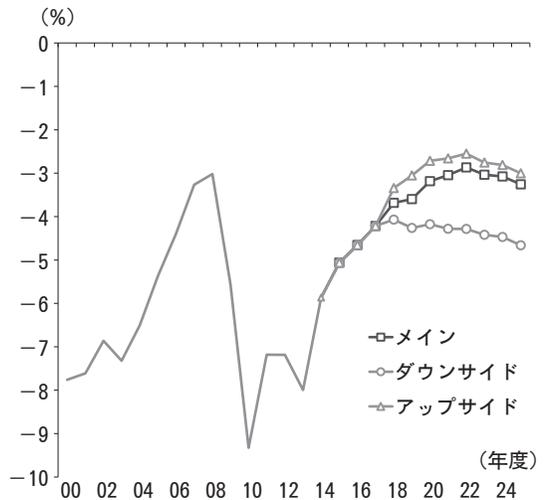
野村では、政府試算と比べて、名目GDP成長率を控えめに見ている。それにもかかわらず、PB対GDP比が改善するのは、日本銀行からの納付金の増加と、10%を超える消費税率を想定しているためである。金融政策のところで後述するが、日銀は国債保有残高を増やした後、その残高を維持する見込みである。いずれ利上げ局面に入り、当座預金の支払い利息が増大するものの、総じて国債から得られるクーポンがそれを上回ると試算される。こうした中、メイン・シナリオでは、国庫納付金は22年度に向けて増加

図42 シナリオ別のGDP比で見た一般政府基礎的財政収支



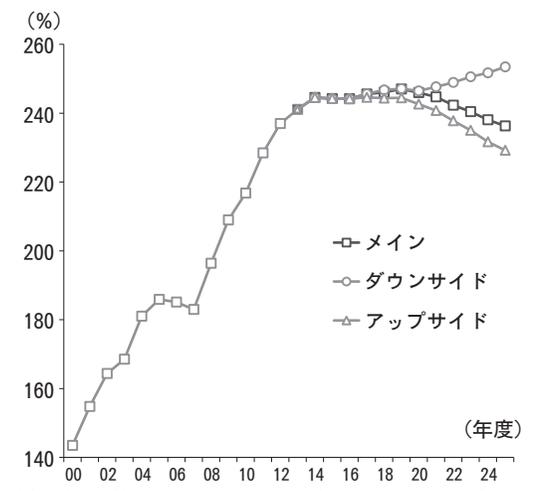
(注) 消費税率を、17年度に10%、20年度に11%、22年度に12%、24年度に13%へ引き上げると想定。財政収支は国・地方の合計。
(出所) 財務省、内閣府資料より野村作成

図43 シナリオ別のGDP比で見た一般政府財政収支



(注) 消費税率を、17年度に10%、20年度に11%、22年度に12%、24年度に13%へ引き上げると想定。財政収支は国・地方の合計。
(出所) 財務省、内閣府資料より野村作成

図44 シナリオ別のGDP比で見た一般政府の債務残高



(注) 消費税率を、17年度に10%、20年度に11%、22年度に12%、24年度に13%へ引き上げると想定。一般政府の債務残高はIMFベース。
(出所) 財務省、内閣府、IMF資料より野村作成

し、同年度は1.9兆円にまで膨らむと考えられる。消費税率については、17年度に10%に引き上げられた後、20年度11%、22年度12%、24年度13%になることを前提としている。

PBに利払い費を加えた財政収支はどうだろうか。試算結果は、図43の通りである。PBと比較して特徴的なのは、見通し期間の終盤において、メイン・シナリオやアップサイド・シナリオでも、財政収支対GDP比の赤字縮小にブレーキがかかる点である。これは、日銀の金融引き締めで金利が上昇し、利払い費が増加することを反映している。

財政赤字は債務残高の増加に繋がる。しかし、債務残高対GDP比は際立って悪化するわけではない(図44)。むしろ、ダウンサイド・シナリオ以外では、見通し期間終盤に、債務残高対GDP比は緩やかに低下する。こ

れは、分子である債務残高の規模が極めて大きく、その増加率が分母である名目GDP成長率と比べて小さいからである。25年度までに、債務残高対GDP比が発散する形で、財政が破綻する可能性は低い。

しかしながら、金利が急上昇し、それが国債の利払い費に反映される、日銀の国債保有が大きく減額される、などの事態が起これば、財政赤字が膨らみ、債務残高の面からも財政懸念が強まるリスクには注意が必要である。

V. 金融政策は「事実上のイールドカーブ・ターゲット」へ

1. 量的な限界が近づきつつあるQQE

13年4月の量的質的金融緩和(QQE)の導入以降、日本銀行は金融政策の新しい領域に足を踏み入れた。我々の見通しでは、インフレ期待を強化するために導入された枠組みの実行により、15年末における日本銀行の総資産規模は380.2兆円と12年末の158.4兆円から大きく増加する見込みである。金融緩和メカニズムも、QQEの下、主として、長期国債の大量購入によってイールドカーブをその全域にわたって押し下げるといいうメカニズムへと大きく変貌した。この結果生じた中長期の金利低下は、円安につながるとともに実体経済のみならず資産市場に大きなプラスの効果をもたらし、日本経済のデフレ脱却に大きく貢献したと考えている。

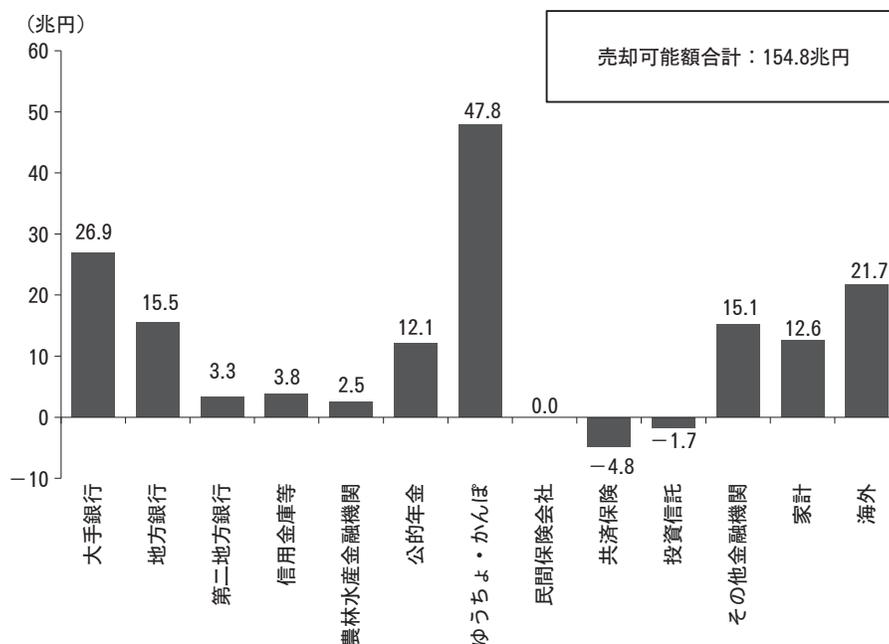
しかし、大量の資産を日銀が買入れるというQQEは短期的には大きな効果をもたらしたものの、2%のインフレ目標達成が未だ視界に入らないなかで、長期国債の供給制約という限界が見えてきた。我々の試算によれば、長期国債を年間80兆円買い入れるという日本銀行が現在進めているプログラムは、17年度までしか継続することができない。現行の政策を継続すると、日本銀行は、15～17年度の3年間において、ネットベース

で 240 兆円の長期国債を買入れる必要がある（年間 80 兆円×3 年分 = 240 兆円）。一方で、我々が業態ごとに長期国債保有残高の変化を考察すると、17 年度までに日本銀行がこれらの機関から購入可能な長期国債は、155 兆円程度となる（図 45）。これに日本政府が新たに発行する長期国債は、ネットベースで 84 兆円（28 兆円×3 年分 = 84 兆円）程度とすれば、合わせて 239 兆円程度と、日本銀行が購入する予定の長期国債とほぼ同額となる。つまり、現行のペースで長期国債の購入を続けると、17 年度終わりごろには意図し

た額の買入れが難しくなる。

もちろん、実際には、ここでの分析は幅を持ってみる必要がある。購入対象となる長期国債の満期などによっては、17 年度末よりも早いタイミングで買入れが困難となる可能性は十分にあると考える必要があろう。我々は、現時点では、1) 日銀は国債の買入れ額の減額を余裕をもって開始したいと考えるはず、2) 17 年 4 月に予定される消費増税と同時期に減額を開始することは避けたいと考えるはず、という見方に基づき、減額開始のタイミングを 16 年 10 月と見込んでいる。

図 45 15～17 年度の 3 年間ににおける長期国債の売却可能額の推計



(注) 1. 15 年 4 月以降の推計値。2. プラスは売却、マイナスは購入を示す。3. 銀行については担保需要を想定して買却可能額を試算、公約年金については GPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）の基本ポートフォリオの割合を想定、ゆうちょ・かんぽはそれぞれ都銀、大手生保の保有有価証券の割合を参照、などの方法で試算した。

(出所) 各種資料より野村作成

ただし、これについては、2つの条件、すなわち、1) 政府がゆうちょ銀行やかんぽ生命保険に対して大量の国債売却を求め、かつ、2) 金融機関がデリバティブ等の取引の担保として日銀の当座預金を活用できるようにするという制度改革を実行する、という条件が満たされれば、17年度末まである程度の余裕をもって年率80兆円の長期国債の買入れを継続することができるだろう。しかし、政府によるこうした対応を前提にしても、18年度中には意図したペースでの長期国債の買入れが不可能になる時期が来る可能性が高い。

いずれにせよ、国債買入れ額の減額（テーパリング）をするという決定を延ばせば延ばすほど、突然長期国債の買入れができなくなり、決められた金融政策が突然遂行できなくなってしまいうリスクが高まることになる。日銀は、こうした、信頼性を損なうようなリスクを冒さない方法を選択する可能性が高い。より現実的に考えると、国債買入れ額の減額は、それを減額しない場合に、イールドカーブが過度に低下してしまい、かえって副作用をもたらしてしまう懸念から実施されるとみている。イールドカーブが大きく低下し、例えば10年物長期金利がマイナス金利化する状況が続く場合、地域金融機関の収益へのマイナスの影響や生命保険会社の経営への悪影響が出やすい。これは、これらの機関による、貸出減少などのリスク回避的な行動を通

じて、日本経済にマイナスの影響をもたらしやすい。日銀がこうしたリスクを冒してまで長期間にわたって長めの長期金利をマイナスのまま維持したいとは思えない。

もっともここで問題になるのが、ただ単に国債買入れ額を減額したのでは、市場において、「日銀の金融緩和に対するコミットメントが低下したのでは」という懸念を呼びやすい点である。現在の政策が消費者や企業の期待に訴える面を重視する政策である以上、コミットメントに対する懸念の高まりは、金融政策の効果の低下につながりかねない。日銀は、QQEの開始当初は、資産の買入れ金額の大きさを強調していたように見える。国債ではなく、日銀が株式等のリスク資産については買入れ額を増額することはまだ可能であり、かつ、16年4月にも実際に増額していくと我々は予想しているものの、最も金額の大きい買入れ資産である国債の買入れ額を減額することは、それが現実的な問題に直面することによる、他に取りようがない策であったとしても、コミットメントの低下と受け取られてしまう可能性がある。

2. QQEによる効果の源泉を探る—「均衡イールドカーブ」算出の試み

長期国債買入れ額の減額が避けられないとすると、日銀としては、「(国債買入れ額を)いくら減額したら、イールドカーブをどの程度の水準に誘導できるか」を考えながら

政策を遂行する必要に迫られる。これは、日銀がイールドカーブを事実上のターゲットに据えて政策を遂行する必要があることを意味する。

その場合、日銀はどのような考え方でイールドカーブの目標を設定しようとするのであろうか。この問題を考えるうえで鍵になるのが、「金融政策の効果は実質イールドカーブの低下によって主としてもたらされてきた」という考え方である。日銀企画局が発表したペーパー（「量的・質的金融緩和」：2年間の効果の検証」（日銀レビュー・シリーズ，15年5月発行））ではQQE政策による経済効果が主として実質長期金利の低下を通じてもたらされるとの考え方が示された。今後の、日銀の政策はこの考え方を基礎にしたものになる可能性が高いと考えている。より具体的には、「均衡イールドカーブの概念と計測」（日本銀行ワーキングペーパー・シリーズ，今久保圭，小島治樹，中島上智著，15年6月発行）で示された考え方が参考になると考えている。この論文の執筆者は、日本銀行企画局に所属するが、このペーパーで示された問題意識は、主要な中央銀行が、イールドカーブ全体に働きかける政策へと軸足をうつすなか、「金融環境の緩和度合いを正しく評価するためには、単一の年限ではなく、イールドカーブ全体の動きに注目することが必要になってくる」というものである。このペーパーでは、従来の実質均衡金利の概念をイー

ルドカーブに拡張し、「均衡イールドカーブ」の計測が試みられた。IS曲線というケインジアン的な枠組みでの分析に基づき、景気中立的なイールドカーブである「均衡イールドカーブ」が計測され、現行のQQE下でのイールドカーブがこの「均衡イールドカーブ」を大きく下回っている点が明らかにされた。「均衡イールドカーブ」の研究はまだ緒についたばかりであり、今後、モデルの精緻化が求められるところであるものの、イールドカーブ全体を考慮したうえで金融緩和の度合いを判断するという考え方には我々も同意している。買入れ額に焦点を当てたこれまでの枠組みから、今後は、緩和政策を実行する際には、景気に中立的な「均衡イールドカーブ」からどの程度下方に離れた「イールドカーブ」を目指すかという点が金融政策の核心になっていくと考えている。

3. 「事実上のイールドカーブ・ターゲット」政策

こうしたイールドカーブを事実上のターゲットにする政策は、一般論として、量的緩和政策の次のステップに位置づけることができると考えている。米国のように、3次にわたる量的緩和政策が功を奏して出口に至る場合には問題は生じないが、日本のように、2%というインフレ目標が高めである場合には、その目標達成に比較的長い時間がかかり、そのプロセスで大量の資産を買入れる

ことに伴う政策は、買入れ対象資産の市場における入手可能性（availability）が低下するのに伴って、限界に近づいてしまう。しかし、資産買入れ額を減額せざるをえないとしても、イールドカーブ自体が「均衡イールドカーブ」よりも低い水準にあれば、緩和効果自体は持続している。本来の金融緩和効果の源泉となっているイールドカーブの水準による金融緩和効果に焦点を当てるのは自然なことであると言えよう。

またイールドカーブをターゲットにする政策は量的緩和政策の実施によって中央銀行のバランスシートが拡大したことで可能になる面もある。今後、インフレや海外金利等の環境変化によってはイールドカーブを低下させることだけでなく、上昇させるような政策を求められる局面が到来する可能性がある。バランスシートの規模が膨らめば、中央銀行が国債を売却することでイールドカーブを上昇させることも可能となる。

今後、どこかの時点で、日銀は、どの程度の金融緩和効果があるのかを念頭に置いた上で、2%インフレの達成のために求められるイールドカーブを想定し、それに向けて資産の買入れ額を調整する政策を採用する可能性が高いと考えている。我々の予想するマクロ経済状況を踏まえると2%インフレの達成は2023年ごろになる可能性が高いことから、今後とも「均衡イールドカーブ」よりも低い水準にイールドカーブを誘導する政策が採用

されると見込む。この際、短期金利のオーバーナイト物金利については2%のインフレが達成されるまではゼロ金利が維持されることになろう。また株式ETF等のリスク資産についてもインフレ期待を生み出す効果を考えながら継続されていくと考えられる。

問題は日銀が目指すべきイールドカーブを想定する時に、それをどのような形でアナウンスしていくかである。イールドカーブ全域にわたって目標となる金利水準を発表することは事実上困難であることから、例えば、残存期間10年の国債に絞って国債利回りを公表すると言ふような手段がとられる公算が大きい。日銀にとって選択可能なオプションは目標とする長期金利に対するコミットメントの度合いに応じて以下の5つになると考える。これらについて、コミットメントが強い順番に考察していきたい。なお、ここでは簡便のために、10年物の長期金利をターゲットにする政策を念頭に入れて考察する。

(1) オプションⅠ：長期金利ターゲット（名目での特定水準を公表）

まず最もわかりやすいのが名目の長期金利そのものをターゲットとする政策である。このオプション（オプションⅠと名付ける）には理解しやすいという明確な利点がある一方で、様々な政策的、実務的なコストがかかる。第1に、最も大きなコストとなるのは、資本流出入を招きやすい点である。オプションⅠは、名目金利を短期から長期にわたっ

て完全に固定してしまう，言い方を換えれば，市場による金利の調節機能を一切働かせ

ない政策である。この場合，海外の主要金利が変化するとき不都合が生じやすい。米国

表5 「事実上のイールドカーブ・ターゲット」政策の枠組みについてのオプション

目標とする長期金利へのコミットメント度合い	金利目標の明示方法	国債買入れ(売却)額についての扱い	メリット	デメリット	
	オプションⅠ	長期金利ターゲット(名目での特定水準を公表)	国債買入れペースは公表不能(特定の金利水準を維持するための買入れ額(売却額)を事前に特定できないため)	わかりやすい。中央銀行の緩和姿勢を強くコミットすることができる。	(1)金利による調整機能が働きにくくなるため、大規模な資本流出入を招きやすい、(2)目標とされる金利水準への投機的アタックを招きやすい、(3)機動的な政策運営が難しい、(4)政策運営にあたって財務省との合意が必要となる
	オプションⅡ	長期金利レンジターゲット(名目での特定レンジを公表)	同上	わかりやすい。中央銀行の緩和姿勢を強くコミットすることができる。	オプションⅠで示した要素が該当
	オプションⅢ	長期金利キャップ(名目での特定水準を公表)	国債買入れペースを目安として公表することは可能	わかりやすい。中央銀行の緩和姿勢を強くコミットすることができる。	オプションⅠで示した要素が該当
	オプションⅣ	特定水準を明示しない形での名目長期金利レンジターゲット(政策当局は特定水準のレンジを想定するものの、公表はせず、レンジの幅と中心値の方向性のみについて決定会合毎に明示)	国債買入れペースを目安として公表することは可能	特定水準を明示しないことから、投機的な圧力にさらされる可能性は、オプションⅠ～Ⅲに比べると低い。	必ずしもわかりやすい政策ではない
	オプションⅤ	イールドカーブ全体として緩和ないしは引締め方向を公表	国債買入れペースを目安として公表してコミットメントを示す必要があると思われる	買入れ額を大きく増加させることによって市場へのサプライズ効果を発揮させやすい	(1)QQEと比較すると、中央銀行による金融緩和のコミットメントを示しにくい、(2)国債の供給不足という将来の見通しをふまえれば大幅な買入れ額の増額は困難である

<参考>

金利目標を決めない

量的金融緩和(QE)政策(日銀の場合は量的質的金融緩和(QQE))

国債買入れペースを公表

わかりやすい。買入れ額を大きく増加させることによって市場へのサプライズ効果を発揮させやすい。長期金利水準に対して中央銀行がコミットしていないので、長期金利市場での投機的なアタックが起きない

短期的には大きな効果が期待できるが、国債の購入などの面で制約が出てくる場合はコミットメントの効果が薄れるリスクが高まる。長期金利を動かす効果を想定して実行されているものの、買取り規模変更による長期金利の変化幅については予想しにくい

(注) 短期金利の目安は常に公表されると想定。

(出所) 野村

の長期金利が大きく低下する場合を例にとって考えると、通常は、相対的に高い利回りを求めて日本の国債を購入するための資金が米国から流入し、結果として日本の長期金利も低下することになる。この場合、円の対ドルレートは若干上昇する可能性が高いが、日本の長期金利がある程度低下したところで資金流入も落ち着き、為替も安定に向かうはずである。長期金利が柔軟に変化することで、その調節機能が働くことになる。しかし、仮に日本の長期金利が金利ターゲット政策によって名目で固定されるとすると、米国と日本の長期金利格差は開いたままであり、米国から日本への大規模な、あるいは過度な資金流入が発生する可能性が生じる。日本への資本流入が続くことで、円の対ドルレートも大きく円高方向に振れやすい。もちろん、こうした状況は日銀によってモニターされているものの、日銀の金融政策決定会合は、年間8回に過ぎず、日銀が次回の金融政策決定会合で長期金利のターゲットを引き下げるまでの間に、過度の資本流入が生じる可能性がある。日銀が毎日のように目標とする金利水準を変更するのであれば話は別であるが、それは実行可能な政策ではないであろう。

第2は、目標とされる金利水準への投機的な攻撃を招きやすい点である。目標金利水準を固定することで、固定されたレートよりも高い（あるいは低い）レートを目指して投機的な活動をすることで利益を得ようとする

投機的な動き（投機的な攻撃）が生まれる可能性が出てくる。こういった投機的な動きは、現物だけではなく、先物やデリバティブ市場で可能であることから、日銀がこの政策を採用する場合は、海外市場も含めて現物やデリバティブ市場を常時モニターし、こうした市場において常時介入できる態勢を整備する必要が出てこよう。

第3は、機動的な政策運営が難しい点である。これは第1のポイントとも関連するが、日銀はインフレ動向や海外との金利差などの変化を受けて、機動的にターゲットを変更する必要が生じるものの、日銀は基本的には金融政策決定会合においてそのターゲットの変更を行わねばならないことから、政策はどうしても機動力に欠かたちになろう。

第4は、政策運営にあたって財務省との合意が必要となる点である。名目金利ターゲット政策では、事実上、全ての国債の金利水準を固定することになるので、国債発行を主管する財務省との間で予めその水準について合意しておくことが必要とみられる。しかし、このプロセスは中央銀行の独立性との関連で問題になる可能性があるろう。

第5は、QQE（量的・質的金融緩和）と比べ、量の面で市場にサプライズをもたらすことが難しい点である。目標とされた金利水準を維持するために必要な国債買入れ額は、その時々需給関係などに左右されることから、金額を事前に決めることはできない。こ

のため、オプションⅠは、ベースマネーなどの量的な目標とは相容れない。その意味で、QQE第1弾（13年4月）やQQE第2弾ほど市場にサプライズ効果をもたらすことは難しいと思われる。

なお、金融緩和効果を考えると、理論的には実質での長期金利をターゲットにする方が適切であると言えるが、長期のインフレ指標として信頼性の高いベンチマークが存在しないことから、実質ベースで明示的な目標を設定することは困難である。

(2) オプションⅡ：長期金利レンジターゲット（名目での特定レンジを公表）

名目での特定レンジを公表して長期金利レンジをターゲットにするのも、オプションⅠと同様にわかりやすい政策であり、かつ、金利による調節機能がある程度発揮させることができるというメリットも有する。名目金利の上限と下限を設ける仕組みであることから、オプションⅠで指摘したデメリットはそのまま残るものの、金利のある程度の動きを許容することで、政策運営上のコストはオプションⅠに比べると小さいと考えられる。この政策では、レンジの幅は政策運営上の重要な要素である。レンジを比較的広く設定する場合は、政策の実行が比較的容易であるものの、金利に対するコミットメントは弱くなりやすい。逆に、レンジを比較的狭く設定する場合は、コミットメントを強く保持できるものの、政策の遂行に伴うコストも大きくなり

やすい。

(3) オプションⅢ：長期金利キャップ（金利の上限として、名目での特定水準を公表）

名目での金利上限を設定する方法は、オプションⅡのレンジの下限を外したものである。現在のように金融緩和政策が遂行される場合は、金利キャップ（上限）を定めるものであるが、金融引き締め時には、金利のフロア（下限）を定める政策が必要となる。この政策も、金融緩和時に日銀の緩和に対する強いコミットメントを示すものとなる。ただし、オプションⅠで指摘した様々なデメリットはこの政策にも該当する。一方、金利キャップを比較的高水準に設定すると、政策の実行が比較的容易となるものの、緩和に対するコミットメントは弱くなりやすい。逆に、キャップを比較的低水準に設定する場合はコミットメントを強化できるものの、政策の実行に伴うコストが大きくなりやすい。なお、オプションⅡ、Ⅲの場合には、日銀による国債の買入れペースの目安を公表することも可能であろう。逆に買入れペースを公表することで市場参加者に対して日銀の購入額の目安を示すことでスムーズな運営が可能になるかもしれない。もちろん、キャップが設定される以上、日銀は長期金利がその水準を超えないように、必要に応じて国債を大規模に買入れする必要がある。したがって、国債の買入れ額を公表したとしてもそれはあくまで目安であり、政策において二次的な重要性を有す

るに過ぎないことには注意が必要である。

(4) オプションⅣ：特定水準を明示しない形での名目長期金利レンジターゲット（政策当局は特定水準のレンジを想定するものの、公表はせず、レンジの幅と中心値の方向性のみについて公表）

オプションⅣは、日銀が名目での長期金利のレンジを維持することを市場に伝えたいうえで、その具体的水準については公表せず、レンジの中心値と幅についての方向性をだけを市場に伝えて長期金利の誘導を図る政策である。政策委員は毎回の金融政策決定会合でレンジを議論し、直前の会合で決定したレンジから変更があれば、変更した方向性のみについて公表する。例えば、基調的なインフレ率が予想以上に上昇してくるような場合には、名目でみた長期金利レンジを引き上げる必要があるので、「長期金利のレンジの幅を維持したまま、中央値を引き上げる」というような形で公表することになる。海外の金融市場の動揺などによって金利のボラティリティが増加しそうな場合には、「長期金利の中心値は維持したまま、レンジの幅を広げる」といった公表の仕方があるであろう。オプションⅣのメリットは、目標とする金利の特定水準を明示しないことで、市場参加者に、日銀が設定するレンジをブレイクしようとするインセンティブを減少させることができる点である。オプションⅣの遂行時には、オプションⅠ～Ⅲと比べると、投機的な動きが抑制さ

れやすいと考えられる。

オプションⅠ～Ⅲと比べると、オプションⅣでは金利目標がやや曖昧になるため、国債買入れ規模を目安として公表することで緩和政策を補完する必要性が高いと思われる。もちろん、レンジを想定している以上、日銀が購入額を目安を超えて国債を買入れする可能性があることについては、オプションⅢで議論した通りである。

この政策の考え方は、シンガポールが採用している為替政策と似通っている部分がある。シンガポールでは中央銀行にあたるMAS（通貨管理局）が名目実効為替レート（NEER）を一定のレンジに入れるように政策を遂行しているが、その際レンジの中心値や幅そのものについては公表せず、原則として毎年2回行われる政策見通しの変更の際に、中心値の水準や幅、方向性について公表する枠組みとなっている。これにより、介入する境界を曖昧にすることで過度の投機的な動きを抑制することが目指されている。

(5) オプションⅤ：イールドカーブ全体として緩和ないしは引締め方向を公表

オプションⅤは、日銀が、長期金利の具体的なレンジや中心値について想定している点を市場には伝えず、現在のイールドカーブに対して緩和方向、中立方向、引き締め方向のいずれで政策を運営していくかを公表するものである。オプションⅤでは、具体的な金利水準が明示されないことから、緩和に対する

コミットメントを市場に対して示すには、これを補完するために、国債の買入れ規模（あるいは引き締めの場合は売却規模）を目安として示す必要がある。このオプションの利点は、具体的な金利水準を示さないことで、投機的な動きを抑制できるところにある。また、買入れ規模を目安として示すことで、金融緩和効果についてのサプライズ効果を発揮しやすい面もある。しかし、その一方で、QQEと比較すると、日銀による国債買入れ額についてQQEほど強くコミットしないことから、金融緩和に対するコミットメントの効果が劣る面がある。

以上で検討した5つのオプションを比較すると、オプションⅠ、Ⅱ、Ⅲは、日銀のコミットメントを明快に示すことのできるわかりやすい政策ではあるものの、過度の資本移動が生じる可能性が存在するなど、導入に伴うコストが比較的大きい。その一方で、オプションⅤは、現行のQQEと比べて緩和に対するコミットメントが弱いとみられやすい。こうした文脈でQQEを考えると、QQEは、買入れ額の増加を通じて市場へのサプライズ効果を短期的には出しやすい面がある一方、国債の買入れ額などの面で制約が出てくる場合は、コミットメント効果が薄れやすい傾向があると言えよう。こうした諸点を勘案すると、これらの政策のなかでは、QQEの次のステップとなる政策としては、オプ

ションⅣが妥当性の高い政策であると考えられる。「事実上のイールドカーブ・ターゲット」政策は現時点では広範な議論が尽くされているとは言えず、実際にその政策的枠組みに対する信認は高いとは言えない。このため、日銀がこの政策を明示的に採用するのは、この政策的枠組みに関する議論が当局・民間のそれぞれのレベルで進むのを待ってからになると考えている。実際に採用されるまでには、1～3年程度かかるのではとみている。

ところで、QQEから以上に挙げたような「事実上のイールドカーブ・ターゲット」政策に移行することの、日銀の総資産規模へのインプリケーションについても触れておきたい。日銀が2%インフレの達成を目指してイールドカーブの低位安定を目指す場合は、総資産規模が拡大した状況からすぐに縮小に転じるとは考えにくい。むしろ、拡大したバランスシートを利用して、イールドカーブを押し上げたり、押し下げたりするといった政策を臨機応変に実行できるようにするための環境が整備されていくと考える。

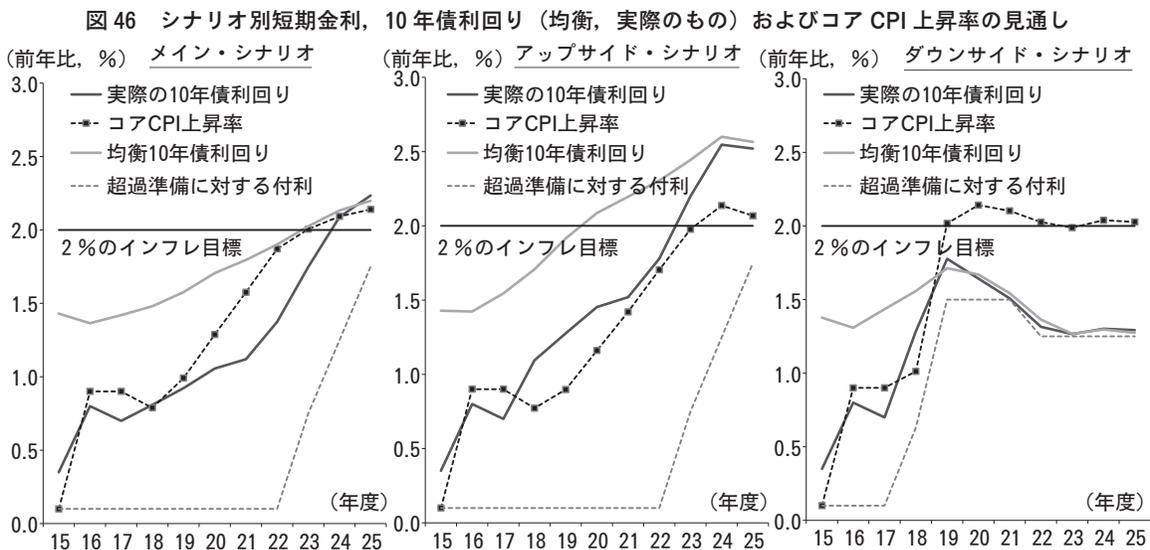
4. 短期・長期金利見通し

日銀が、「事実上のイールドカーブ・ターゲット」政策をいつ明示的に採用するかはともかく、前章で触れた、我々の描くインフレ率や景気のメイン・シナリオ見通しを踏まえると、先述の日本銀行ワーキングペーパーを

参考に、我々の潜在成長率とインフレ期待の想定値から推定した均衡10年債利回りは、コアCPI上昇率の緩やかな上昇に合わせて、15年度平均値である1.4%から、少しずつ上昇するとみている。実際のコアCPI上昇率は、23年に2%に達するとみているが、それが視野に入る22年には短期の政策金利(=超過準備に対する付利)が現行の0.1%から初めて引き上げられよう。同時に、日銀は2%インフレ達成のために広めに誘導してきた「均衡10年債利回り-実際の10年債利回り」スプレッドを縮小させ、金融緩和度を縮小させるとみている。2%インフレが達成できる翌年にあたる24年には、実際の10年債利回りは、均衡10年債利回りとはほぼ水準にあたる2%程度にまで上昇すると見込む

(図46)。こうした金利水準に誘導するために、日銀は、19~21年度まで年率20兆円のネットベースで長期国債を買入れするものの、22年には15兆円に、24年度には10兆円に、それぞれ減額すると見込む。ただし、グロスベースでの長期国債買入れ額は、22年度でも62兆円、その後は、QQE開始時に購入した10年債が満期を迎えることに伴って、再び増加し、25年度には87兆円に達する。

次に、リスク・シナリオについて考えてみると、まずアップサイド・シナリオの場合では、コアCPI上昇率の経路、金融引き締め新时期はメイン・シナリオと同様ではあるものの、潜在成長率がより上向くことから、均衡10年債利回りの上昇ペースはメイン・シ



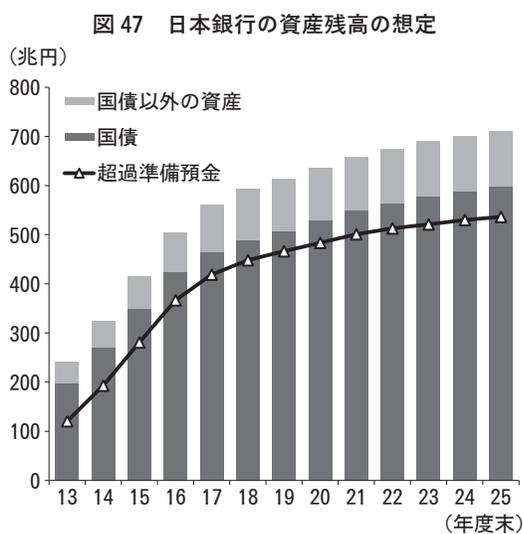
注: コアCPI上昇率は消費税率引き上げの影響を除くベース。
(出所) 野村

ナリオよりも速い。その結果、実際の10年債利回りも、24年には2.5%に達する。この場合の国債買い入れ額は、メイン・シナリオと同様であるとの前提を置いた。他方、ダウンスайд・シナリオの場合は、供給制約からコアCPI上昇率が加速するため、18年から利上げが開始される。潜在成長率が低水準であることもあり、均衡10年債利回りはそれほど上昇しないものの、均衡10年債利回りに対して、実際の10年債利回りが下回る度合い（金融緩和度）が縮小するように、日銀は長期金利上昇を誘導し、10年債利回りは20年には1.6%まで上昇する。その後はコアCPI上昇率が2%強で落ち着くのに合わせて、10年債利回りは25年まで1.3～1.5%程度に誘導されると考える。なお、こ

のシナリオの下での日銀の国債買い入れ額はメイン・シナリオに比べて早く減額される。年間買い入れ額は、18年度には20兆円、19年度に15兆円、20年度に10兆円へと減額され、その後も買い入れ額は25年度まで、国債の年間での政府によるネット発行額の約半分程度の10兆円という低水準が維持されるとの前提を置いた。

5. 日銀による国庫納付金見通し—短期的には財政に寄与

QQE政策の下、日本銀行の総資産規模は、我々のメイン・シナリオにおいて、25年度末には、711兆円と、14年度末の規模（324兆円）から2倍以上に膨らむ（図47）。日銀は、資産面では長期国債が中心的な資産である一方、負債面では、金融機関からの超過準備のウェイトが大きい。このため、今後、短期金利（＝超過準備に対する付利）を引き上げる引き締め局面に入ると長短金利格差が縮小するような場合に、日銀が損失を出すのではという懸念が市場の一部では聞かれる。そこで我々の想定通りに長短金利が動き、日銀のバランスシートが拡大する場合の日銀の損益をシミュレーションによって試算してみた。なお、この際、将来の日本銀行が金利上昇局面である程度のバッファーをもって対応できる状況を整備するため、14年度においては税引き後の利益（当期剰余金）に対して25%とされていた法定準備積立金への積立



(注) 14年度末までは実績、15年度末以降は野村想定。
(出所) 日本銀行, 野村

て率（法律では5%だが政府の承認により引き上げることが可能である）が15年度以降に継続的に50%に引き上げられるとの想定を置いた。メイン・シナリオでは、インフレ率、長期金利が共にゆっくりと上昇する状況下で、22年度までは短期金利（超過準備に対する付利、以下同様）が0.1%のまま推移することから、利鞘と運用資産額がともに増加することを通じて、当期剰余金は、22年度まで継続的に増加するという結果となった。22年度の当期剰余金は3.8兆円まで膨らみ、積立て率を50%としても政府への国庫納付金は残りの50%に担当する1.9兆円に膨らむ。その後短期金利が引き上げられることで剰余金は減少するものの、25年度でも国庫納付金として3,000億円強を確保できる。

これに対して、アップサイド・シナリオでは、国庫納付金がさらに膨らみ、22年度には2.2兆円に達する。その後、減少するものの、25年度でも国庫納付金額は7,000億円を上回る。他方、ダウンサイド・シナリオでは、短期金利が18年度という比較的早いタイミングで引き上げられることで、資金調達コストが上昇する結果、19年度、20年度にはそれぞれ、8,000億円強、3,000億円強の損失が発生する。もっとも、18年度までには広義の自己資本（純資産に債券取引損失引当金、外国為替等取引損失引当金を合わせた額）が11.7兆円まで増加するとみられることから、19～20年度に生じる損失には対応可能である。その後は保有国債に占める比較的高い利回りの国債の割合が増加すること

表6 日本銀行による長期国債買入れ額の想定
(グロスおよびネット額)

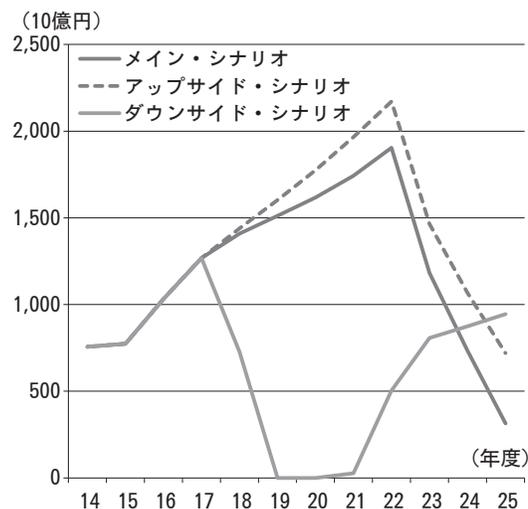
(単位:兆円)

年度	メイン・シナリオおよび アップサイド・シナリオ		ダウンサイドシナリオ	
	ネット 買入れ額	グロス 買入れ額	ネット 買入れ額	グロス 買入れ額
15	80.0	113.5	80.0	113.5
16	74.8	117.6	74.8	117.6
17	37.3	86.0	37.3	86.0
18	25.0	78.6	20.0	73.4
19	20.0	76.8	15.0	71.4
20	20.0	75.1	10.0	63.7
21	20.0	70.8	10.0	58.4
22	15.0	62.4	10.0	53.3
23	15.0	72.0	10.0	63.3
24	10.0	82.8	10.0	78.4
25	10.0	86.9	10.0	82.5

(注) 長期国債の買入れにあたっての残存期間ごとのシェアは、全期間にわたって、現在と同様であると仮定した。

(出所) 野村證券

図48 日本銀行による国庫納付金見通し



(注) 15年度以降は野村による見通し。

(出所) 日本銀行, 野村

もあり、再び当期剰余金はプラスに転じる見込みである。

なお、日銀の保有する国債は、償却原価法で評価される。我々のシナリオでは、日本銀行は保有国債を償還前に売却しないという前提で考えており、その限りは、長期金利の上昇によって時価が低下することになっても、収益にはマイナスの影響が及ばない。市場でも、満期まで保有することを前提に日銀のバランスシートを判断するとみられることから、ここでは時価評価による評価は行わなかった。

以上のシミュレーションは、我々の想定するメイン・シナリオ、アップサイド・シナリオの下では、日銀がかなりの利益を計上して国庫に貢献する見通しであることが明らかとなった。これは、政府のプライマリーバランス（財政の基礎的収支）の改善に寄与することになる。もっとも、このような貢献は一時的なものであることには注意が必要である。予想に反して短期金利を早期に引き上げるべき局面が来れば、日銀の損失は大きなものになりかねない。こうした点をふまえれば、日銀の利益の増加によるプライマリーバランスの改善効果を、財政赤字削減努力の成果として捉えるのは誤りであろう。日銀からの一時的な税収の増加を頼みとせず、財政赤字削減に向けて着実な努力を重ねていくべきであろう。

VI. 財政リスク再考

1. 財政再建の2つの「可能性」

(1) 日本経済のリスクを考える

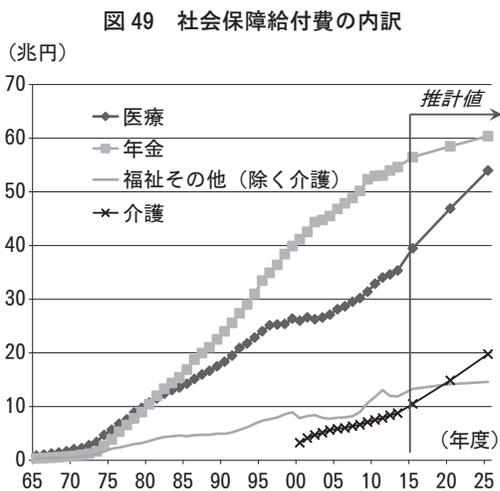
人口が減少していく日本経済にとって、労働生産性が十分上昇しないことがリスクの一つであるが、もう一つの大きなリスクは、やはり財政リスクであろう。そこで最後に、日本における財政再建の「可能性」についても一度考えてみたい。

2013年度の日本の政府債務残高は1,165兆円（GDP比で243%）まで増加した。1993年度以降、財政収支は一貫して赤字が続いており、この20年間で政府債務残高はGDP比で約3倍まで膨れ上がった。国債金利は相変わらず低水準であるが、将来金利が上昇し、利払い費が膨張して財政が加速度的に悪化してしまうのではないかという不安感を拭い去ることはできない。日本の財政再建は不可能と考えるなら、いつ長期金利が上昇してもおかしくないことになる。

そもそも、財政赤字が常態化した背景は、バブル崩壊後の公共事業を中心とした景気対策もあるが、特に近年は社会保障費の増加によるところが大きい。社会保障費の増加は、少子高齢化による社会保障費の負担 / 給付における世代間のアンバランスから生じている。歪な人口動態の下で増加する高齢者への

給付に、現役世代が負担しきれない分を、政府が肩代わりしているようなイメージである。

2013年度の社会保障給付費は110.7兆円に上ったが、このうち約半分は年金（54.6兆円，49.4％）が占めており、医療（35.4兆円，32.0％）、福祉その他（11.9兆円，10.8％）、介護（8.8兆円，7.9％）が続いている（図49）。日本の社会保障制度における年金制度の存在感の大きさが分かるだろう。ただ、今後の変化を展望すると、年金が占める割合は低下する一方、医療費の負担が加速度的に膨張していく姿が予想される。厚生労働省の試算では、2025年度に年金のシェアが全体の40.6％まで低下する中で、医療は36.3％までシェアを拡大する見込みである。これらを踏まえると、将来の財政負担を軽減する為には、年金に加えて、医療分野における財政改善策が重要になると言えよう。



(注) 2015年度以降は厚生労働省試算値。
(出所) 厚生労働省資料より 野村作成

(2) 財政再建の「可能性」

では、社会保障費を抑制し、財政を再建することは、そもそも可能なのだろうか。ここでは、財政再建の「可能性」を二つに分けて考えてみよう。

まず、日本が本気で財政再建に取り組んだ結果、国民生活が人道的に問題となるくらい疲弊してしまうとすれば、そもそも財政再建は実行すべきではないという結論になるかもしれない。財政再建の「可能性」の一つ目は、常識的に許容可能な範囲で財政再建ができるか、という意味での「可能性」である。

次に、仮に一つ目の意味で財政再建が「可能」だったとして、それが実際に実行されるためには、多数決を原則とする民主主義国家の日本において、過半数の賛成を得なければならない。財政再建の「可能性」の二つ目は、財政再建の方針が政治的に選択され得るか、という意味での可能性である。

どちらの「可能性」も、厳密な検証は困難である。それでも、どちらも全く不可能と結論付けることはできないように思われる。

2. 医療費について

(1) 高齢化の進行と医療費

まずは、医療費について考えてみよう。先に見たような医療費膨張の背景は、高齢化の進行だ。2013年度の医療費を年齢階層別に確認すると、60歳以上が実に全体の67％を占めている（図50）。言うまでもなく、高齢

化が医療費の増加につながるのは、一人当たりの医療費が若年層と比べて高いからだ。単純平均でみると、65歳以上の一人当たり医療費は、64歳までの一人当たり医療費の5倍近くに上っている。

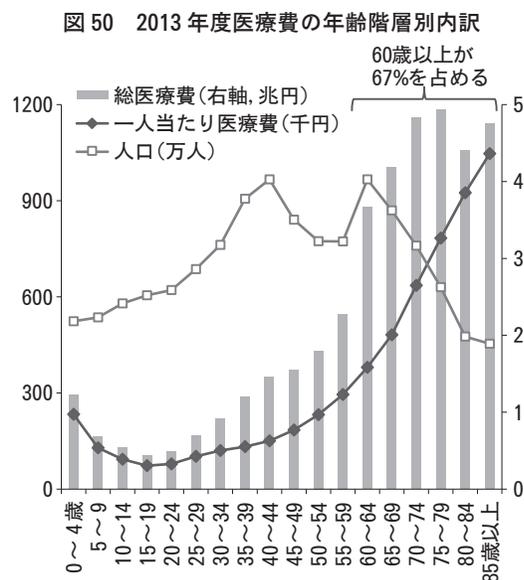
高齢化は今後も進行し続ける。象徴的には、第一次ベビーブーム（1947～1949年）に誕生した『団塊の世代』や、第二次ベビーブーム（1971～1974年）に誕生した『団塊ジュニア世代』の高齢化であろう。2030年時点においては団塊の世代が80歳を超え、その25年後には団塊ジュニア世代が80歳を超えることになる（図51）。

加えて、一人当たり医療費自体も増加している。2008年度以降の一人当たり医療費の変化を見ると、いずれの年齢層でも医療費の

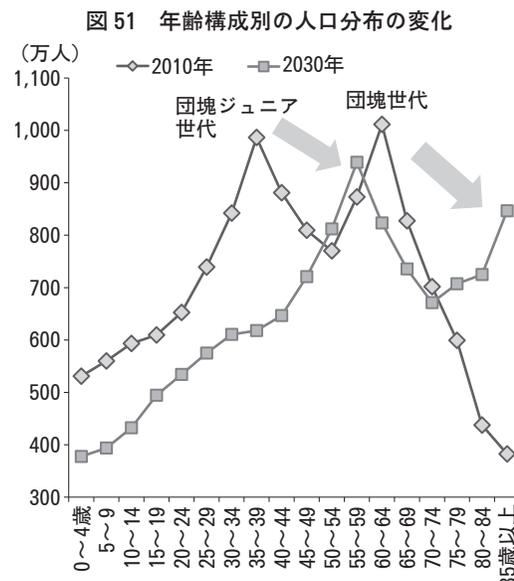
増加がみられ、特に後期高齢者の医療費の増加が目立っている（図52）。総医療費の伸び率の要因分解を見ると、高齢化の進行が毎年2%を超える断続的な医療費の増加の主因となっているほか、医療の高度化など「その他」の項目も医療費増加に大きく貢献している（図53）。

(2) 医療費と病床数

医療費削減の観点からよく注目されるのが、医療費と病床数（ベッド数）の関係である。都道府県別に、10万人当たりの病床数と医療費の関係を見ると、病床数の多い都道府県ほど医療費が高くなるという明確な関係が見られる（図54）。同様に、病床数が多い都道府県ほど、平均在院日数も長くなる傾向



(出所) 厚生労働省資料より野村作成



(注) 2030年の値は国立社会保障・人口問題研究所の出生中位死亡中位ケースの推計値に基づく。

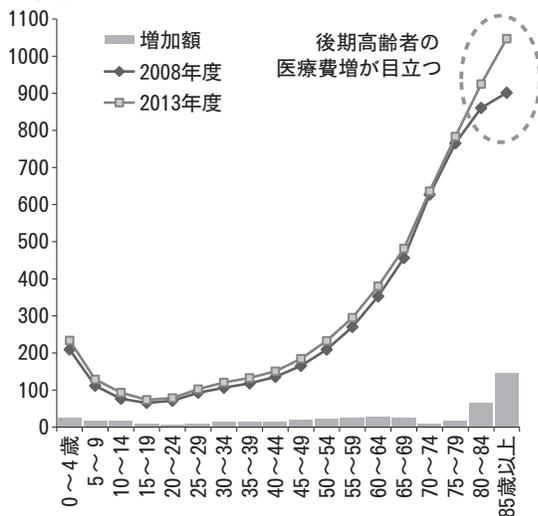
(出所) 国立社会保障・人口問題研究所資料より野村作成

がある。一方で、医療費と平均寿命の関係を見ると、両者の間に特段の相関は見られない(図55)。

もし、むやみに病床数を増やしても住民の

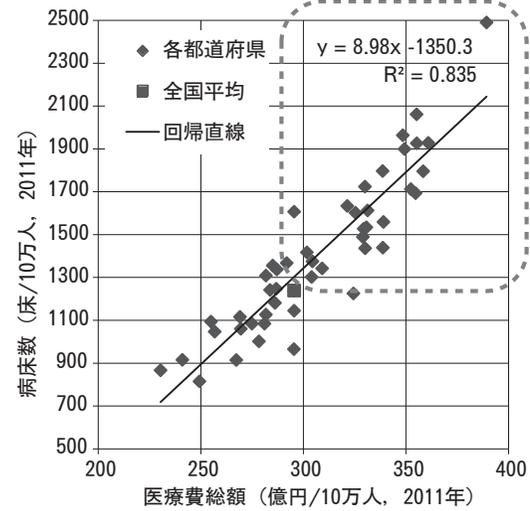
健康が増進されず、むしろ不必要な入院を増やして医療費の膨張を招いているのだとすれば、病床数の政策的な削減は国民生活の質をあまり落とさずに医療費を削減する一つの手

図52 高齢者を中心に増加する一人当たり医療費(千円)



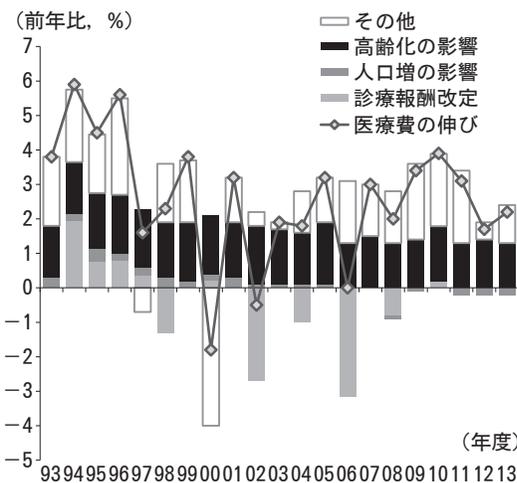
(出所) 厚生労働省資料より野村作成

図54 医療費は病床数と相関が高い



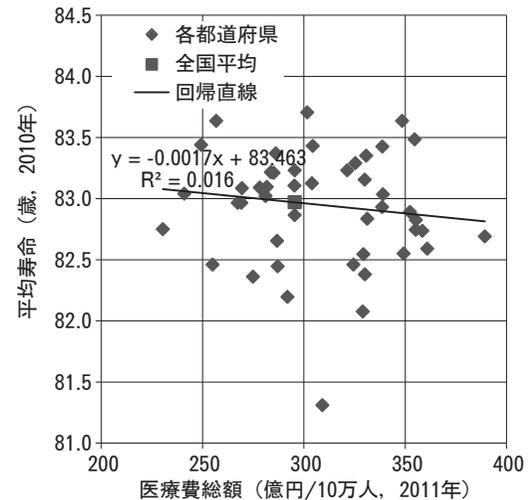
(出所) 厚生労働省資料より野村作成

図53 総医療費の伸び率の要因分解



(出所) 厚生労働省資料より野村作成

図55 医療費と相関の低い平均寿命

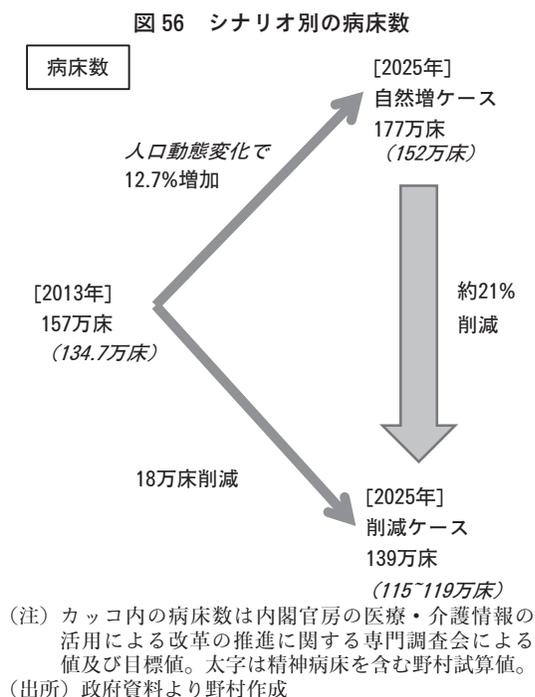


(出所) 厚生労働省資料より野村作成

段となりうる。一人あたりの病床数が全国平均を上回る都道府県において、一人当たり病床数を全国平均水準まで削減した場合、全都道府県合計で約18万床の病床数の削減が可能となる計算だ。

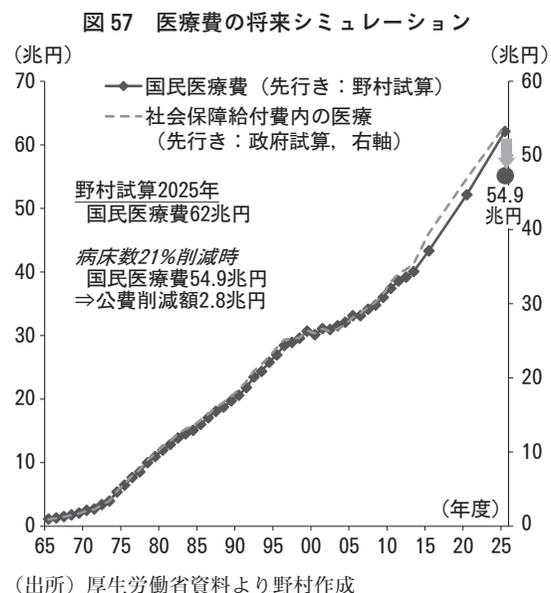
今後の人口動態の変化に基づいて病床数が自然に増加していくとした場合、病床数は現状の157万床から12.7%増加し、2025年に177万床となる。逆に、現状から18万床減らすことができるのであれば、自然増の場合に比べて約21%の病床数削減となる(図56)。

野村の試算によれば、仮に年齢階層別の一人当たり医療費の伸び率(2008年度以降の平均的な伸び率)が持続した場合、将来の人口動態の変化を考慮すると、国民医療費は



2013年度の40.6兆円から、2025年度には62兆円にまで増加する。一方、病床数が約21%削減される場合、病床数と医療費の関係に基づくと、2025年度時点の医療費総額は54.9兆円と試算される。つまり、2025年において7.1兆円の医療費削減だ。そのうち公費負担を4割とすると、約2.8兆円の財政支出削減となる(図57)。

もちろん、ここでの指摘には多くの留意が必要だ。平均寿命と病床数の間に相関はないかもしれないが、人間が健康でいられる期間を表す「健康寿命」と病床数の間には関係があるかもしれない。つまり、病床数の多い都道府県が無駄な医療支出をしているとは必ずしも言えない。そもそも、どんなに軽い風邪であっても、医療サービスを受けた方が体が楽になるはずであり、だとすれば定義上、患



者にとって「無駄」な医療費は存在しない。

別の言い方をすれば、医療費の削減は必ず誰かの痛みを伴う。したがって、その実行には、痛みを受け入れようという国民的合意が必要だ。仮にその国民的合意が形成されるのであれば、病床数の削減は、その手段の一つとして有効なものとなるだろう。

3. 年金について

(1) 財政再建で鍵を握るのは国民年金

次は年金の動向に目を向けよう。表7が示すように、公的年金は「2階建て」の制度設計となっており、1階部分として国民年金、2階部分として厚生年金が機能している。基本的に20歳以上60歳未満の国民は全て国民年金の被保険者となり、現行の制度では原則65歳から基礎年金の給付を受けることになる。また、民間企業の会社員や公務員は、これに加え厚生年金に加入し、後に基礎年金の

上乘せとして報酬比例部分の年金給付を受ける。これらのうち、財政再建を考える上で重要となるのは、公費負担が半分を占める国民年金だ。

日本の公的年金制度は、基本的には賦課方式、つまり現役世代が高齢世代を支える仕組みとなっている。そこで、15～64歳の人口に占める65歳以上の人口の割合である老年従属人口比率を見ると、2010年の36.0%から、ピークとなる2055年には72.6%まで上昇する。国際比較では、足元で日本は他国に比べ同比率が高いことに加え、今後他国を上回るペースで上昇していく見通しだ(図58)。

勿論、こうした事態を鑑みて近年では既に年金制度改革が行われている。特に公費負担に関係する国民年金の制度改革では、支え手の人口動態を考慮して支給額を削減する「マクロ経済スライド」の導入が大きい。14年の厚生労働省『財政検証』を見ると、スライ

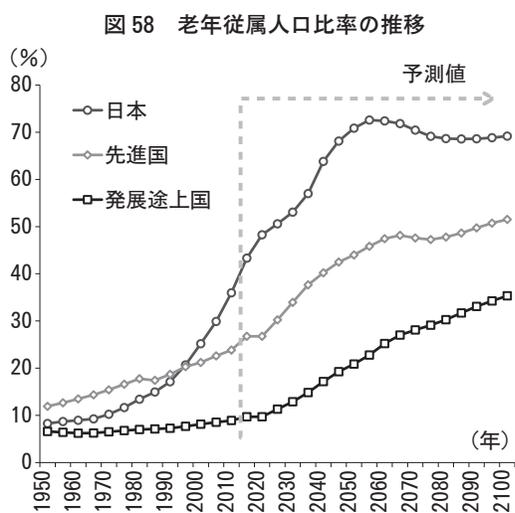
表7 日本の年金制度の概要

		厚生年金：報酬比例部分 (給付額:32.2兆円, うち公費負担はゼロ)
国民年金：基礎年金 (給付額:20.7兆円, うち公費負担が半分)		
第3号被保険者	第1号被保険者	第2号被保険者等
第2号被保険者の被扶養配偶者	自営業者等	民間・会社員, 公務員等
945万人	1805万人	3966万人

(注) 全て2013年度の計数。なお被用者年金制度の一元化に伴い、2015年10月から共済年金は厚生年金へ一元化された。
(出所) 厚生労働省資料より野村作成

ド調整率は今後1%強で推移を続ける見込みである。物価と名目賃金とともにスライド調整率と同程度以上伸び続けるならば、マクロ経済スライドにより毎年1%強、年金給付額が押し下げられる計算になる。そこで2014年の給付額を基準とし、今後寿命を85歳で一定と仮定すると、今の現役世代である1976年以降の生まれの人は累積で400万円以上の減額となる見込みだ(図59)。

その結果、マクロ経済スライドが終了する見込みの2043年度には、基礎年金の所得代替率(現役世代の可処分所得に対する年金給付額の比率)は26.0%まで低下すると見られる。OECDによると、加入が義務付けられている公的年金の所得代替率は40.6%(OECD平均値, 2012年)であり、日本の



(注) 2015年以降は国際連合による予測値。15～64歳の人口に対する65歳以上の人口の割合を老年従属人口比率とした。

(出所) 国際連合資料より野村作成

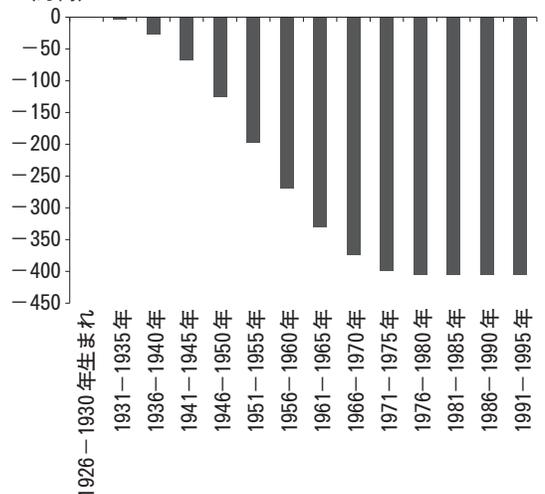
26.0%という水準は国際的に相当な低水準と言えよう。

(2) さらなる改革の余地は支給開始年齢の引き上げに

これほどの基礎年金の減額を受け入れてもなお、厚生労働省『財政検証』によると、基礎年金の公費負担は右肩上がり増加を続ける見通しだ(図49)。これ以上の公費負担を抑制するためには、1) 一人当たりの給付額を減らすか、2) 保険料を増やすか、3) 年金給付の対象者を減らすしかない。

一人当たり給付額の削減は、既にマクロ経

図59 マクロ経済スライドによる基礎年金の減額(累積)
(万円)



(注) スライド調整率は平成26年財政検証(出生中位・死亡中位、経済前提ケースE)に基づく。マクロ経済スライドが初めて発動された前年である2014年の給付額を基準とし、そこからどの程度マクロ経済スライドで支給額が減少するかを求めた。なお寿命は85歳で一定と仮定した。基礎年金のみを対象としており、厚生年金は含まれていない。財政検証によると基礎年金のマクロ経済スライドは2043年度に終了する見込みである。

(出所) 厚生労働省資料より野村作成

済スライドで取り組んでいる。保険料の増額は、若年世代の負担をさらに増やすばかりか、根本的な解決とは言えない。すると残された指針は年金給付対象者を減らすことであり、具体的には、基礎年金の支給開始年齢の引き上げが、さらなる年金改革の余地ということになる。

現在ほぼ65歳となっている基礎年金の支給開始年齢は、何歳まで引き上げるべきだろうか。その答えは、その国の雇用慣行によって異なると考えることができる。たとえば、支給開始年齢を70歳まで引き上げたとしても、70歳まで働くことが当たり前の国であれば、リタイア後に収入がなくなるリスクを気にする必要はない。逆に、支給開始年齢が65歳でも、60歳までしか働けない制度の国であれば、リタイア後の5年間は収入がない状態で暮らす必要がある。

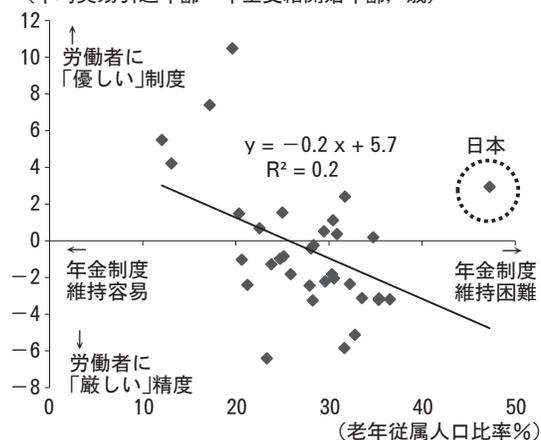
したがって、年金制度がどの程度労働者に「優しい」かは、「平均実効引退年齢－年金支給開始年齢」で計測できることになる。この「引退－支給ギャップ」値を年金支給ギャップと呼ぶことにすると、年金支給ギャップが大きいほど、リタイア後の生活を気にしなくて良いので、労働者に優しいと解釈できる。

一方で、現役世代に対する高齢者の割合である老年従属人口比率が高いほど、年金制度の維持は難しいはずだ。OECDの統計により、各国の老年人口比率と「引退－支給ギャップ」を比較すると、老年人口比率が高

い国ほど労働者に「優しい」年金制度をとることができず、「引退－支給ギャップ」が小さい傾向があることが分かる（図60）。

日本について言えば、老年人口比率は47.2%と、最も年金制度の維持が難しい人口構成を持っているにも関わらず、「引退－支給ギャップ」は+2.9歳とかなり高く、労働者に「優しい」制度を維持している。各国の「引退－支給ギャップ」と老年従属人口比率との間の線形関係に日本を当てはめると、日本の「引退－支給ギャップ」はあと5歳分低下してよい、つまり年金支給開始年齢は65歳から70歳へ引き上げてよい、ということになる。

図60 老年従属人口比率と引退年齢・年金支給開始年齢
(平均実効引退年齢－年金支給開始年齢, 歳)



(注) 年金支給ギャップは、平均実効引退年齢から年金支給開始年齢を引いた値。平均実効引退年齢は、40歳以上の労働者が実際に労働市場から退出する平均年齢である。老年従属人口比率は、15～64歳の人口に対する65歳以上の人口の割合である。

(出所) OECD "Pension at a Glance 2013" より野村作成

(3) 人は何歳まで働けるか

年金支給開始年齢を70歳まで引き上げた場合、過去の蓄えや誰かの援助がなければ、70歳になるまでは働かなければならない。問題は、そのような高齢になるまで気力・体力的に働き続けることができるか、であろう。

一つの尺度として、WHOが算出する健康寿命（日常生活が制限されることなく生活できる期間）を見ると、OECDの中では日本は75歳と最も高い（図61）。また、定年制が存在しないため、本人の就業意欲や能力に応じて就業期間が決まる自営業者、なかでも就業に際し一定の体力を要すると見られる専業農家の年齢を見ると、70代になっても働き続ける割合が一定割合存在している（図62）。

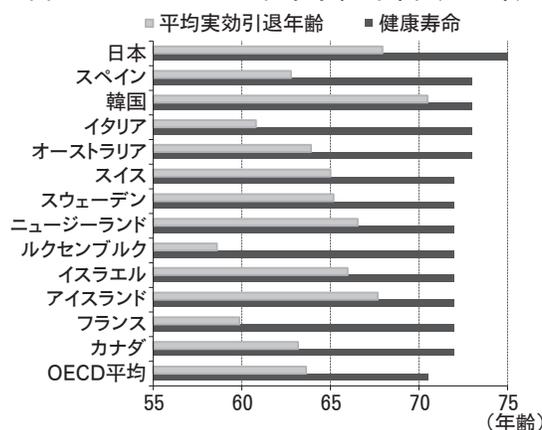
加えて、全国の60歳以上の男女に調査した、2013年度の内閣府『高齢者の地域社会への参加に関する意識調査』によると、高齢者の就業意欲は非常に高い。少なくとも65歳くらいまで働きたいと回答した人は87.3%，70歳くらいまで働きたいと回答した人は65.9%であった（図63）。これらから判断する限り、体力的に70歳まで働くこともあながち無理とは言えず、また実際に働くことを希望している高齢者も相当数いる、ということになる。

(4) 年金支給開始年齢引き上げの効果

ここでは、基礎年金の支給開始年齢を引き上げた場合の、公費負担の削減効果を考えてみよう。支給開始年齢が65歳で維持される

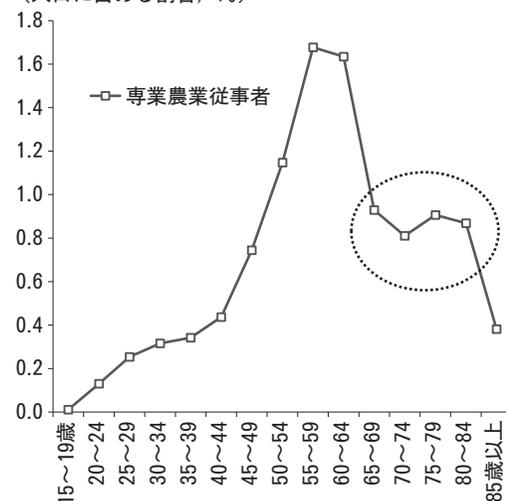
ベースケースを厚生労働省「財政検証」とし、2016年度から支給開始年齢を2年に1度のペースで引き上げていくと仮定した場合

図61 OECDにおける健康寿命上位国（2013年）



(注) 健康寿命は日常生活が制限されることなく生活できる期間。平均実効引退年齢は、40歳以上の労働者が実際に労働市場から退出する平均年齢。
(出所) 世界保健機関 (WHO), 経済協力開発機構 (OECD) 資料より野村作成

図62 年齢階層別での専業農業従事者の割合 (人口に占める割合, %)



(注) 2010年の計数。
(出所) 農林水産省, 総務省資料より野村

に、ベースケースと比較してどの程度支給額が減るかを試算した。10年かけて70歳まで引き上げるとすると、2025年度において年金の公費負担は4兆円減少する計算である(図64)。

もちろん、年金についてもいくつかの留意が必要となる。まず、年金支給開始年齢を70歳まで引き上げた場合に、すべての人が70歳まで働けるわけではないだろう。職を見つけれない高齢者に対しては、何らかの所得補償が必要になると考えられ、それだけ財政支出は拡大することを意味する。65-69歳人口のうち3割が職に就けず、そのうち半数が5年間にわたって自力で生活を行う財力がない、などの仮定に基づくと、必要な所得補償額は総計2兆円程度と計算される。もっとも、仮に70歳までの支給開始年齢引き上げによ

り4兆円支出が削減されるのであれば、所得補償費用が2兆円増えたとしても、ネットで財政支出削減効果が生まれることになる。

とはいえ、個人の立場に立ってみれば、年金は早いタイミングでもらえた方がありがたいはずだ。この意味で、支給開始年齢の引き上げもやはり国民的な合意が必要な改革である。

4. プライマリーバランスに対する影響

仮にベッド数の削減が行われ、また基礎年金支給開始年齢の70歳への引き上げが実現したとすると、財政赤字は2025年時点で医

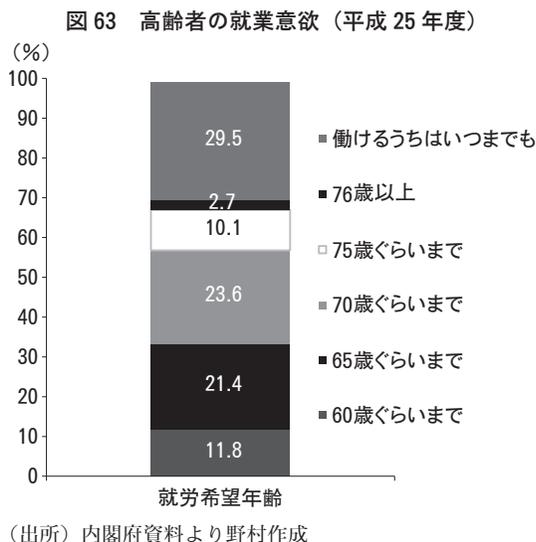
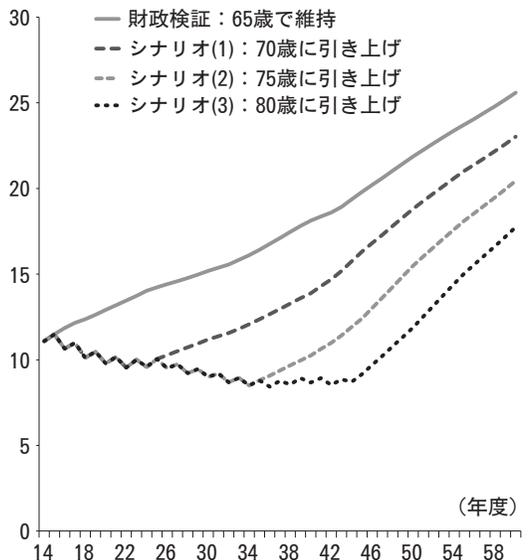


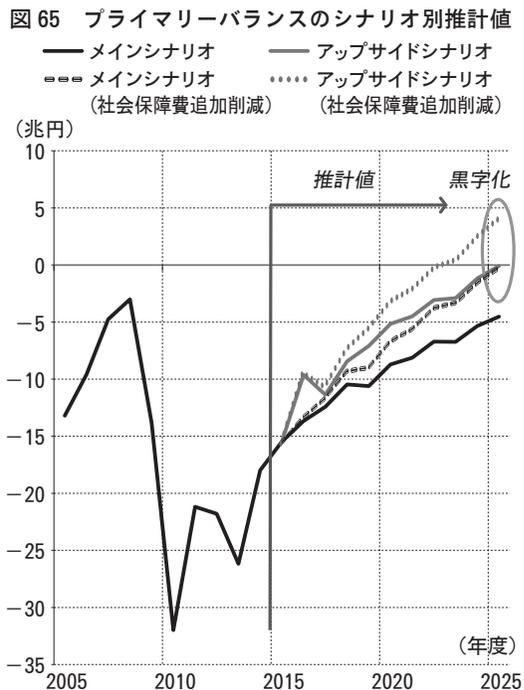
図64 基礎年金の公的負担シミュレーション(兆円/年)



(注) 平成26年の財政検証(出生中位・死亡中位、経済前提ケースE)を用いた。各シナリオにおける年金支給開始年齢の引き上げは、2016年から2年に1歳ずつ引き上げる想定を置いた。公的負担は国及び地方負担を示す。
(出所) 厚生労働省、国立社会保障・人口問題研究所資料より野村作成

療費の削減により 2.8 兆円、年金給付削減により 4 兆円、計 6.8 兆円削減できることになる。既にみた野村によるプライマリーバランス推計値は、メイン・シナリオで 2025 年時点に -4.5 兆円だ。つまり、医療と年金の改革だけで、2025 年時点でプライマリーバランスは黒字が達成されることになる。年金支給開始年齢の引き上げに伴う所得補償支出が 2 兆円増えた場合でも、プライマリーバランスはほぼ均衡するという数字だ（図 65）。

もちろん、これらの改革は、いざ実行しよ



(注) 消費税率を 17 年度に 10%、20 年度に 11%、22 年度に 12%、24 年度に 13%へ引き上げると想定。プライマリーバランスは国・地方の合計値。「社会保障費追加削減」は、2025 年度時点で 4.8 兆円の社会保障費削減策が実行されるケース。

(出所) 財務省、内閣府資料より野村作成

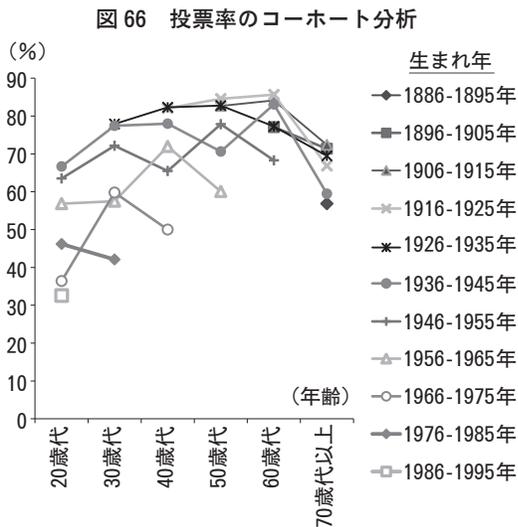
うと思えばさまざまな困難に直面することになるだろう。一方、これらのほかにも、工夫次第では国民生活を破壊しない範囲で財政赤字を削減する手段があるかもしれない。日本の財政再建は、やってできないことはないと言えるのではないか。

5. 財政再建は選択されるか

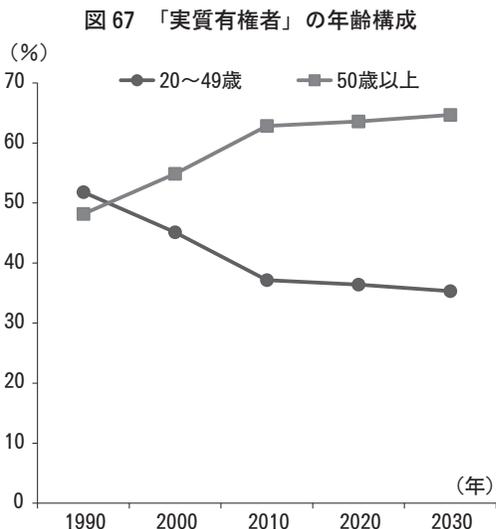
国民的合意さえ得られれば、常識的に問題のない範囲での財政再建にはまだ工夫の余地があることを見た。では、そもそも国民的合意は得られるのだろうか。ここまで見た社会保障費の削減策は、現役世代というより高齢者に今以上の負担を強いる内容である。勿論、財政状況を鑑みると思い切った歳出削減が求められているものの、高齢化が進行する日本において現実性がある話なのだろうか。具体的には国政選挙で社会保障の削減を訴える政党（または公約）が過半数の有権者に支持されるのか、という点である。

そこで年齢コーホート毎の投票率の動きを見てみよう（図 66）。すると以下 2 点興味深いことが見えてくる。1) 年々若年層の投票率は低下している。1966 年生まれ以降の世代の投票率が、それまでの世代に比べ大きく低下しており、さらに現在の有権者において最も若い 1986～1995 年生まれの世代は、過去最低の投票率である。2) これまでの傾向では、加齢による投票率の押し上げ効果はあまり見られない。

これらの特徴が今後も継続する、つまり現役世代の投票率は高齢者に比べ低いまま推移



(注) 1967年以降の衆院選の投票率を用いた。
(出所) 総務省資料より野村作成



(注) 「実質有権者」とは、実際に投票権を行使する有権者を意味する。年齢コーホート毎の投票率は、直近の衆院選での計数から変化しないとした。将来の人口予測は、国立社会保障・人口問題研究所の出生中位・死亡中位ケースに基づく。
(出所) 総務省、国立社会保障・人口問題研究所資料より野村作成

すると仮定すると、高齢化の進行に後押しされる形で、実際に投票権を行使する「実質有権者」において、高齢者（高齢者予備軍という意味で50歳以上とした）の割合が緩やかに高まり続ける結果となった（図67）。現在6割程度である高齢者の投票率が今後も低下しないとすると、このさき「実質有権者」において現役世代が過半数を占めるには、現役世代はほぼ全員投票する必要が生じてくる。

(1) 世論は過去消費税の引き上げに賛成した結局、社会保障費の削減を実施するためには、現役世代の投票率を高めるだけでなく、やはり負担を強いられる高齢者からの理解を得る必要があろう。注意したいのは、何も有権者は自身の損得のみを考えるわけではないという点である。過去の世論調査(日経リサーチ)を見ると、民主党の野田内閣が消費税の引き上げを決定したとき、世論には反対よりも賛成の意見が多かった。消費増税は社会保障制度の維持のため、という説明に世論が納得した形であったと見られるが、今回も社会保障費削減は財政破綻を回避するため、という説明を行えば、消費税引き上げと同様、世論の納得を得る可能性がないとは言えない。

なお、2016年の参院選以降、18歳から選挙権が付与される。高校教育の延長のような形で、一種の義務感を持って若いうちから選挙に参加する習慣が広まれば、将来的に現役世代の投票率の底上げが期待できよう。

VII. おわりに

日本経済が直面する大きなリスクが、人口減少であることに変わりはない。労働力不足からくる低成長、経常収支赤字、高インフレ、高金利のパターンにはまりこまないためには、月並みではあるがイノベーションが具体化された設備投資による生産性向上が必要である。表面上、成長率は停滞気味であるものの、具に見れば、日本経済はそちらの好ましい方向に動き出している。

そのうえで、さらに成長率を高めるにはどうすればよいか。生産活動には、資本と労働が必要である。資本は設備投資増加の形ですでに動き出しているとすれば、残されたのは労働の活用だ。実は、日本で労働市場改革が進めば、それは再編を通じた企業部門の利益率向上、家計金融資産のリスク資産へのシフトを通じて家計の財産所得を増加させ、さらには個人消費の活性化にもつながりうる。本年の日本経済中期見通しでは、こうしたストーリーをアップサイド・シナリオとして描いた。

今はハードルが高いと見えるこれらの変化も、結局は危機感とのバランスである。日本経済は、いずれこれらの変化を受け入れざるを得なくなるという可能性も考えておくべきではないだろうか。

同様に、今後の日本の金融政策がどのよう

な姿をとるのか、あるいは日本の財政再建は可能なのか。現時点では想像することすら困難なテーマについても、今回はあえて足を踏み入れた。ここでも、一般的な常識にとらわれず、論理思考にしたがったつもりである。良い悪いにかかわらず、想像もしなかった日本の将来に備えたい。

ディスクレイマー

本資料は表紙に記載されている野村グループの関連会社により作成されたもので、表紙などに従業員やその協力者が記載されている1社あるいは複数の野村グループの関連会社によって単独あるいは共同で作成された資料が含まれます。ここで使用する「野村グループ」は、野村ホールディングス、およびその関連会社と子会社を指し、また、日本の野村證券(「NSC」)、英国のノムラ・インターナショナル plc(「Nlplc」)、米国のノムラ・セキュリティーズ・インターナショナル・インク(「NSI」)、インスティテット LLC(「ILLC」)、香港の野村国際(香港)(「NIHK」)、韓国のノムラ・フィナンシャル・インベストメント(韓国)(「NFIK」)(韓国金融投資協会(「KOFIA」)に登録しているアナリストの情報は KOFIA のイントラネット <http://dis.kofia.or.kr> でご覧いただけます)、シンガポールのノムラ・シンガポール・リミテッド(「NSL」)(登録番号 197201440E、シンガポール金融監督局に監督下にあります)、オーストラリアのノムラ・オーストラリア・リミテッド(「NAL」)(ABN 48 003 032 513)(オーストラリアのライセンス番号 246412、オーストラリア証券投資委員会(「ASIC」)の監督下にあります)、インドネシアの P.T.ノムラ・セキュリティタス・インドネシア(「PTNSI」)、マレーシアのノムラ・セキュリティーズ・マレーシア Sdn. Bhd.(「NSM」)、台湾の NIHK 台北支店(「NITB」)、インドのノムラ・フィナンシャル・アドバイザリー・アンド・セキュリティーズ(インド)プライベート・リミテッド(「NFASL」)、(登録住所: Ceejay House, Level 11, Plot F, Shivsagar Estate, Dr. Annie Besant Road, Worli, Mumbai- 400 018, India; 電話: +91 22 4037 4037、ファックス: +91 22 4037 4111; CIN 番号: U74140MH2007PTC169116、SEBI 登録番号(株式ブローカレッジ): BSE INB011299030、NSE INB231299034、INF231299034、INE 231299034、MCX: INE261299034、SEBI 登録番号(マーチャントバンキング): INM000011419、SEBI 登録番号(リサーチ): INH000001014)、スペインの Nlplc マドリッド支店(「Nlplc, Madrid」)が含まれます。リサーチ・レポートの表紙のアナリスト名の横に記載された「CNS タイランド」の記載は、タイのキャピタル・ノムラ・セキュリティーズ・パブリック・カンパニー・リミテッド(「CNS」)に雇用された当該アナリストが、CNS 及び NSL 間のアグリーメントに基づき、NSL にリサーチ・アシスタントのサービスを行っていることを示しています。リサーチ・レポートの表紙の従業員氏名の横に記載された「NSFSPL」は、ノムラ・ストラクチャード・ファイナンス・サービスズ・プライベート・リミテッドに雇用された当該従業員が、インターカンパニー・アグリーメントに基づき、特定の野村の関連会社のサポートを行っていることを示しています。リサーチ・レポートの表紙のアナリスト名の横に記載された「BDO-NS」(「BDO ノムラ・セキュリティーズ・インク」を表します)の記載は、BDO ユニバンク・インク(「BDO ユニバンク」)に雇用され BDO-NS に配属された当該アナリストが、BDO ユニバンク、NSL 及び BDO-NS 間のアグリーメントに基づき、NSL にリサーチ・アシスタントのサービスを行っていることを示しています。BDO-NS は BDO ユニバンクと野村グループのジョイント・ベンチャーで、フィリピンの証券ディーラーです。

本資料は、(i)お客様自身のための情報であり、投資勧誘を目的としたものではなく、(ii)証券の売却の申込みあるいは証券購入の勧誘が認められていない地域における当該行為を意図しておらず、かつ(iii)野村グループに関するディスクロージャー以外は、信頼できると判断されるが野村グループによる独自の確認は行っていない情報源に基づいております。

野村グループに関するディスクロージャー以外は、野村グループは、本資料の正確性、完全性、信頼性、適切性、特定の目的に対する適性、譲渡可能性を表明あるいは保証いたしません。また、本資料および関連データの利用の結果として行われた行為(あるいは行われないという判断)に対する責任を負いません。これにより、野村グループによる全ての保証とその他の言質は許容可能な最大の範囲まで免除されます。野村グループは本情報の利用、誤用あるいは配布に対して一切の責任を負いません。

本資料中の意見または推定値は本資料に記載されている発行日におけるものであり、本資料中の意見および推定値を含め、情報は予告なく変わることがあります。野村グループは本資料を更新する義務を負いません。本資料中の論評または見解は執筆者のものであり、野村グループ内の他の関係者の見解と一致しない場合があります。お客様は本資料中の助言または推奨が各自の個別の状況に適しているかどうかを検討する必要があります。また、必要に応じて、税務を含め、専門家の助言を仰ぐことをお勧めいたします。野村グループは税務に関する助言を提供していません。

野村グループ、その執行役、取締役、従業員は、関連法令、規則で認められている範囲内で、本資料中で言及している発行体の証券、商品、金融商品、またはそれらから派生したオプションやその他のデリバティブ商品、および証券について、自己勘定、委託、その他の形態による取引、買持ち、売持ち、あるいは売買を行う場合があります。また、野村グループ会社は発行体の金融商品の(英国の適用される規則の意味する範囲での)マーケットメーカーあるいはリクイディティ・プロバイダーを務める場合があります。マーケットメーカー活動が米国あるいはその他の地域における諸法令および諸規則に明記された定義に従って行われる場合、発行体の開示資料においてその旨が別途開示されます。

本資料はスタンダード・アンド・プアーズなどの格付け機関による信用格付けを含め、第三者から得た情報を含む場合があります。当該第三者の書面による事前の許可がない限り、第三者が関わる内容の複製および配布は形態の如何に関わらず禁止されております。第三者である情報提供者は格付けを含め、いずれの情報の正確性、完全性、適時性あるいは利用可能性を保証しておらず、原因が何であれ、(不注意あるいは他の理由による)誤りあるいは削除、または当該内容の利用に起因する結果に対する一切の責任を負いません。第三者である情報提供者は、譲渡可能性あるいは特定の目的または利用への適性の保証を含め(ただしこれに限定されない)、明示的あるいは暗黙の保証を行っていません。第三者である情報提供者は格付けを含め、提供した情報の利用に関連する直接的、間接的、偶発的、懲罰的、補償的、罰則的、特別あるいは派生的な損害、費用、経費、弁護士料、損失コスト、費用(損失収入または利益、機会コストを含む)に対する責任を負いません。信用格付けは意見の表明であり、事実または証券の購入、保有、売却の推奨を表明するものではありません。格付けは証券の適合性あるいは投資目的に対する証券の適合性を扱うものではなく、投資に関する助言として利用することはお控えください。

本資料中に含まれる MSCI から得た情報は MSCI Inc.(「MSCI」)の独占的財産です。MSCI による事前の書面での許可がない限り、当該情報および他の MSCI の知的財産の複製、再配布あるいは指数などのいかなる金融商品の作成における利用は認められません。当該情報は現状の形で提供されております。利用者は当該情報の利用に関わるすべてのリスクを負います。これにより、MSCI、その関連会社または当該情報の計算あるいは編集に関与あるいは関係する第三者は当該情報のすべての部分について、独創性、正確性、完全性、譲渡可能性、特定の目的に対する適性に関する保証を明確に放棄いたします。前述の内容に限定することなく、MSCI、その関連会社、または当該情報の計算あるいは編集に関与あるいは関係する第三者はいかなる種類の損失に対する責任をいかなる場合にも一切負いません。MSCI および MSCI 指数は MSCI およびその関連会社のサービス商標です。

Russell/Nomura 日本株インデックスの知的財産権およびその他一切の権利は野村証券株式会社および Frank Russell Company に帰属します。なお、野村証券株式会社および Frank Russell Company は、当インデックスの正確性、完全性、信頼性、有用性、市場性、商品性および適合性を保証するものではなく、インデックスの利用者およびその関連会社が当インデックスを用いて行う事業活動・サービスに関し一切責任を負いません。

本資料は投資家のお客様にとって投資判断を下す際の諸要素のうちの一つにすぎないとお考え下さい。また、本資料は、直接・間接を問わず、投資判断に伴う全てのリスクについて検証あるいは提示しているのではないことをご了解ください。野村グループは、ファンダメンタル分析、定量分析等、異なるタイ

本の数々のリサーチ商品を提供しております。また、時間軸の捉え方や分析方法の違い等の理由により、リサーチのタイプによって推奨が異なる場合があります。野村グループは野村グループのポータル・サイト上へのリサーチ商品の掲載および/あるいはお客様への直接的な配布を含め、様々な方法によってリサーチ商品を発表しております。調査部門が個々のお客様の要望に応じて提供する商品およびサービスはお客様の属性によって異なる場合があります。

当レポートに記載されている数値は過去のパフォーマンスあるいは過去のパフォーマンスに基づくシミュレーションに言及したものである場合があります。将来のパフォーマンスを示唆するものとして信頼できるものではありません。情報に将来のパフォーマンスに関する示唆が含まれている場合、係る予想は将来のパフォーマンスを示唆するものとして必ずしも信頼できるものではありません。また、シミュレーションはモデルと想定した簡略化に基づいて行われており、想定が過度に簡略化され、将来のリターン分布を反映していない場合があります。本資料で説明のために作成・発行された数値、投資戦略、インデックスは、EU 金融ベンチマーク規制が定義するベンチマークとしての使用を意図したものではありません。

特定の証券は、その価値または価格、あるいはそこから得られる収益に悪影響を及ぼし得る為替相場変動の影響を受ける場合があります。金融市場関連のリサーチについて：アナリストによるトレード推奨については、以下の2通りに分類されます；戦術的(tactical)トレード推奨は、向こう3ヶ月程度の見通しに基づいています；戦略的(strategic)トレード推奨は、向こう6ヶ月から12ヶ月の見通しに基づいています。これら推奨トレードについては、経済・市場環境の変化に応じて、適宜見直しの対象となります。また、ストップ・ロスが明記されたトレードについては、その水準を超えた時点で推奨の対象から自動的に外れます。トレード推奨に明記される金利水準や証券のプライスについては、リサーチ・レポートの発行に際してアナリストから提出された時点の、ブルームバーク、ロイター、野村のいずれかによる気配値であり、その時点で、実際に取引が可能な水準であるとは限りません。本資料に記載された証券は米国の1933年証券法に基づく登録が行われていない場合があります。係る場合、1933年証券法に基づく登録が行われる、あるいは当該登録義務が免除されていない限り、米国内で、または米国人を対象とする購入申込みあるいは売却はできません。準拠法が他の方法を認めていない限り、いかなる取引もお客様の地域にある野村の関連会社を通じて行う必要があります。

本資料は、Nipicにより英国および欧州経済領域内において投資リサーチとして配布することを認められたものです。Nipicは、英国のブルーデンス規制機構によって認可され、英国の金融行為監督機構とブルーデンス規制機構の規制を受けています。Nipicはロンドン証券取引所会員です。本資料は、英国の適用される規則の意味する範囲での個人的な推奨を成すものではなく、あるいは個々の投資家の特定の投資目的、財務状況、ニーズを勘案したものではありません。本資料は、英国の適用される規則の目的のために「適格カウンターパーティー」あるいは「専門的顧客」である投資家のみを対象にしたもので、したがって、当該目的のために「個人顧客」である者への再配布は認められておりません。本資料は、香港証券先物委員会の監督下にあるNIHKによって、香港での配布が認められたものです。本資料は、オーストラリアでASICの監督下にあるNALによってオーストラリアでの配布が認められたものです。また、本資料はNSMによってマレーシアでの配布が認められています。シンガポールにおいては、本資料はNSLにより配布されました。NSLは、証券先物法(第289条)で定義されるところの認定投資家、専門的投資家もしくは機関投資家ではない者に配布する場合、海外関連会社によって発行された証券、先物および為替に関わる本資料の内容について、法律上の責任を負います。シンガポールにて本資料の配布を受けたお客様は本資料から発生した、もしくは関連する事柄につきましてはNSLにお問い合わせください。本資料は米国においては1933年証券法のレギュレーションSの条項で禁止されていない限り、米国登録ブローカー・ディーラーであるNSIにより配布されます。NSIは1934年証券取引所法規則15a-6に従い、その内容に対する責任を負っております。本資料を作成した会社は、野村グループ内の関連会社が、顧客が入手可能な複製を作成することを許可しています。

野村サウジアラビア、Nipic、あるいは他の野村グループ関連会社はサウジアラビア王国(「サウジアラビア」)での(資本市場庁が定めるところの、)「オーソライズド・パーソンズ」、「エグゼンプト・パーソンズ」、または「インスティテューションズ」以外の者への本資料の配布、アラブ首長国連邦(「UAE」)においては、(ドバイ金融サービス機構が定めるところの、)「専門的顧客」以外の者への配布、また、カタール国の(カタール金融センター規制機構が定めるところの、)「マーケット・カウンターパーティー」、または「ビジネス・カスタマーズ」以外の者への配布を認めておりません。サウジアラビアにおいては、「オーソライズド・パーソンズ」、「エグゼンプト・パーソンズ」、または「インスティテューションズ」以外の者、UAEの「専門的顧客」以外の者、あるいはカタールの「マーケット・カウンターパーティー」、または「ビジネス・カスタマーズ」以外の者を対象に本資料ならびにそのいかなる複製の作成、配信、配布を行うことは直接・間接を問わず、係る権限を持つ者以外が行うことはできません。本資料を受け取ることは、サウジアラビアに居住しないか、または「オーソライズド・パーソンズ」、「エグゼンプト・パーソンズ」、または「インスティテューションズ」であることを意味し、UAEにおいては「専門的顧客」、カタールにおいては「マーケット・カウンターパーティー」、または「ビジネス・カスタマーズ」であることの表明であり、この規定の順守に同意することを意味いたします。この規定に従わないと、サウジアラビア、UAE、あるいはカタールの法律に違反する行為となる場合があります。

カナダ投資家へのお知らせ：本資料は個人的な推奨ではありません。また投資目的、財務状況、あるいは特定の個人または口座の特定のニーズを考慮したものではありません。本資料はオンタリオ証券委員会のNI 31-103のセクション8.25に基づいてお客様へ提供されています。

台湾上場企業に関するレポートおよび台湾所属アナリスト作成のレポートについて：本資料は参考情報の提供だけを目的としています。お客様ご自身で投資リスクを独自に評価し、投資判断に単独で責任を負っていただく必要があります。本資料のいかなる部分についても、野村グループから事前に書面で承認を得ることなく、報道機関あるいはその他の誰であっても複製あるいは引用することを禁じます。「Operational Regulations Governing Securities Firms Recommending Trades in Securities to Customer」及びまたはその他の台湾の法令・規則に基づき、お客様が本資料を関係者、関係会社およびその他の第三者を含む他者へ提供すること、あるいは本資料を用いて利益相反があるかもしれない活動に従事することを禁じます。NIHK台湾支店が執行できない証券または商品に関する情報は、情報の提供だけを目的としたものであり、投資の推奨または勧誘を意図したものではありません。

本資料のいかなる部分についても、野村グループ会社から事前に書面で同意を得ることなく、(i)その形態あるいは方法の如何にかかわらず複製する、あるいは(ii)配布することを禁じます。本資料が、電子メール等によって電子的に配布された場合には、情報の傍受、変造、紛失、破壊、あるいは遅延もしくは不完全な状態での受信、またはウィルスへの感染の可能性があることから、安全あるいは誤りがない旨の保証は致しかねます。従いまして、送信者は電子的に送信したために発生する可能性のある本資料の内容の誤りあるいは欠落に対する責任を負いません。確認を必要とされる場合には、印刷された文書をご請求下さい。

日本で求められるディスクレイマー

レポート本文中の格付記号の前に※印のある格付けは、金融商品取引法に基づく信用格付業者以外の格付業者が付与した格付け(無登録格付け)です。無登録格付けについては「無登録格付に関する説明書」<https://www.nomura.co.jp/retail/bond/noregistered.html> をご参照ください。

当社で取り扱う商品等へのご投資には、各商品等に所定の手数料等(国内株式取引の場合は約定代金に対して最大 1.404%(税込み)(20万円以下の場合)、2,808円(税込み))の売買手数料、投資信託の場合は銘柄ごとに設定された購入時手数料(換金時手数料)および運用管理費用(信託報酬)等の諸経費、等)をご負担いただく場合があります。また、各商品等には価格の変動等による損失が生じるおそれがあります。商品ごとに手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面、上場有価証券等書面、目論見書、等をよくお読みください。

国内株式(国内 REIT、国内 ETF、国内 ETN を含む)の売買取引には、約定代金に対し最大 1.404%(税込み)(20万円以下の場合)は 2,808円(税込み)の売買手数料をいただきます。国内株式を相対取引(募集等を含む)によりご購入いただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。ただし、相対取引による売買においても、お客様との合意に基づき、別途手数料をいただくことがあります。国内株式は株価の変動により損失が生じるおそれがあります。国内 REIT は運用する不動産の価格や収益力の変動により損失が生じるおそれがあります。国内 ETF は連動する指数等の変動により損失が生じるおそれがあります。

外国株式の売買取引には、売買金額(現地約定金額に現地手数料と税金等を買の場合には加え、売の場合には差し引いた額)に対し最大 1.026%(税込み)(売買代金が 75万円以下の場合)は最大 7,668円(税込み)の国内売買手数料をいただきます。外国の金融商品市場での現地手数料や税金等は国や地域により異なります。外国株式を相対取引(募集等を含む)によりご購入いただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。ただし、相対取引による売買においても、お客様との合意に基づき、別途手数料をいただくことがあります。外国株式は株価の変動および為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

信用取引には、売買手数料(約定代金に対し最大 1.404%(税込み)(20万円以下の場合)は 2,808円(税込み))、管理費および権利処理手数料をいただきます。加えて、買付の場合、買付代金に対する金利を、売付の場合、売付け株券等に対する貸株料および品賃料をいただきます。委託保証金は、売買代金の 30%以上(オンライン信用取引の場合、売買代金の 33%以上)で、かつ 30万円以上の額が必要です。信用取引では、委託保証金の約 3.3倍まで(オンライン信用取引の場合、委託保証金の約 3倍まで)のお取引を行うことができるため、株価の変動により委託保証金の額を上回る損失が生じるおそれがあります。詳しくは、上場有価証券等書面、契約締結前交付書面、等をよくお読みください。

CBの売買取引には、約定代金に対し最大 1.08%(税込み)(4,320円に満たない場合は 4,320円(税込み))の売買手数料をいただきます。CBを相対取引(募集等を含む)によりご購入いただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。ただし、相対取引による売買においても、お客様との合意に基づき、別途手数料をいただくことがあります。CBは転換もしくは新株予約権の行使対象株式の価格下落や金利変動等によるCB価格の下落により損失が生じるおそれがあります。加えて、外貨建てCBは、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

債券を募集・売出し等その他、当社との相対取引によってご購入いただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。債券の価格は市場の金利水準の変化に対応して変動しますので、損失が生じるおそれがあります。また、発行者の経営・財務状況の変化及びそれに関する外部評価の変化等により、投資元本を割り込むことがあります。加えて、外貨建て債券は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

個人向け国債を募集によりご購入いただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。個人向け国債は発行から 1年間、原則として中途換金はできません。個人向け国債を中途換金する際、原則として次の算式によって算出される中途換金調整額が、売却される額面金額に経過利子を加えた金額より差し引かれます。(変動 10年:直前 2回分の各利子(税引前)相当額×0.79685、固定 5年、固定 3年: 2回分の各利子(税引前)相当額×0.79685) 物価連動国債を募集・売出し等その他、当社との相対取引によって購入する場合は、購入対価のみをいただきます。当該商品の価格は市場の金利水準及び全国消費者物価指数の変化に対応して変動しますので、損失が生じるおそれがあります。想定元金額は、全国消費者物価指数の発行時からの変化率に応じて増減します。利金額は、各利払時の想定元金額に表面利率を乗じて算出します。償還額は、償還時点での想定元金額となりますが、平成 35年度以降に償還するもの(第 17回償還以降)については、額面金額を下回りません。

投資信託のお申込み(一部の投資信託はご換金)にあたっては、お申込み金額に対して最大 5.4%(税込み)の購入時手数料(換金時手数料)をいただきます。また、換金時に直接ご負担いただく費用として、換金時の基準価額に対して最大 2.0%の信託財産留保額をご負担いただく場合があります。投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用として、国内投資信託の場合には、信託財産の純資産総額に対する運用管理費用(信託報酬)(最大 5.4%(税込み・年率))のほか、運用成績に応じた成功報酬をご負担いただく場合があります。また、その他の費用を間接的にご負担いただく場合があります。外国投資信託の場合も同様に、運用会社報酬等の名目で、保有期間中に間接的にご負担いただく費用があります。

投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象とするため、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により基準価額が変動します。従って損失が生じるおそれがあります。投資信託は、個別の投資信託ごとに、ご負担いただく手数料等の費用やリスクの内容や性質が異なります。また、上記記載の手数料等の費用の最大値は今後変更される場合がありますので、ご投資にあたっては目論見書や契約締結前交付書面をよくお読みください。

金利スワップ取引、及びドル円ベース・スワップ取引(以下、金利スワップ取引等)にあたっては、所定の支払日における所定の「支払金額」のみお支払いいただきます。金利スワップ取引等には担保を差入れている場合があり、取引額は担保の額を超える場合があります。担保の額は、個別取引により異なりますので、担保の額及び取引の額の担保に対する比率を事前に示すことはできません。金利スワップ取引等は金利、通貨等の金融市場における相場その他の指標にかかる変動により、損失が生じるおそれがあります。また、上記の金融市場における相場変動により生じる損失が差入れている担保の額を上回る場合があります。また追加で担保を差入れている必要が生じる場合があります。お客様と当社で締結する金利スワップ取引等と「支払金利」(又は「受取金利」)以外の条件を同一とする反対取引を行った場合、当該金利スワップ取引等の「支払金利」(又は「受取金利」)と、当該反対取引の「受取金利」(又は「支払金利」)とは差があります。商品毎にリスクは異なりますので、契約締結前交付書面やお客様向け資料をよくお読みください。

クレジット・デフォルト・スワップ(CDS)取引を当社と相対でお取引いただく場合は手数料をいただきません。CDS取引を行なうにあたっては、弊社との間で合意した保証金等を担保として差入れ又は預託していただく場合があり、取引額は保証金等の額を超える場合があります。保証金等の額は信用度に応じて相対で決定されるため、当該保証金等の額、及び、取引額の当該保証金等の額に対する比率をあらかじめ表示することはできません。CDS取引は参照組織の一部又は全部の信用状況の変化や、あるいは市場金利の変化によって市場価値が変動し、当該保証金等の額を超えて損失が生じるおそれがあります。信用事由が発生した場合にスワップの買い手が受取る金額は、信用事由が発生するまでに支払う金額の総額を下回る場合があります。

また、スワップの売り手が信用事由が発生した際に支払う金額は、信用事由が発生するまでに受取った金額の総額を上回る可能性があります。他の条件が同じ場合に、スワップの売りの場合に受取る金額と買いの場合に支払う金額には差があります。CDS取引は、原則として、金融商品取引業者や、あるいは適格機関投資家等の専門的な知識を有するお客様に限定してお取り扱いしています。

有価証券や金銭のお預かりについては料金をいたしません。証券保管振替機構を通じて他の証券会社へ株式等を移管する場合には、数量に応じて、移管する銘柄ごとに10,800円(税込み)を上限額として移管手数料をいただきます。

野村證券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商) 第142号

加入協会/日本証券業協会、一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 金融先物取引業協会、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会

Copyright © 2018 Nomura Securities Co., Ltd. All rights reserved.