

内外経済の中長期展望

2009-2020 年度

—低成長が展望される日本経済、官民あげて成長力の底上げを—

2010年1月27日

株式会社三菱総合研究所

政策・経済研究センター

要 旨

- ・ わが国の実質 GDP 成長率は、2011-20 年度平均+1.4%程度、名目 GDP 成長率は平均+1.3%程度と予測する。ともに前回予測値（2009 年 2 月時点：実質+1.7%程度、名目+2.6%程度）から下方修正を行った。成長のパスとしては、2011 年度以降、安定成長軌道へ復し、その後は潜在成長率に概ね沿うかたちでプラス成長を続ける見込み。
- ・ 中長期的な成長のベースラインとなる潜在成長率は、2011-20 年度にかけて平均+0.8%程度と、前回予測（+1.3%程度）から下方修正を行った。労働力人口の減少が下押し圧力となることに加え、企業による成長期待の慎重化や新興国への投資増加を背景に、国内の資本ストックの蓄積テンポも緩やかなものに止まることが見込まれる。
- ・ 今後、わが国の成長率引き上げには、需要サイドでは、①アジアを中心とする新興国経済の活力の取り込みや、②高齢化・環境社会に適応したモノ・サービス需要の創出が鍵を握ろう。供給サイドでは、①教育水準の引き上げなどを通じた労働力の質の向上や絶え間ない技術革新による「生産性の上昇」が要となる。加えて、②規制緩和や税制改革による新産業創出・投資インセンティブ作り、③少子化対策や女性の労働力率の引き上げを通じた労働人口減少の食い止め、④雇用慣行の見直しなども含めた労働市場のミスマッチの解消、⑤外国資本の呼び込みなど、官民あげて潜在成長力を底上げする取り組みが求められる。
- ・ 財政面では、足元の税収の落ち込みや景気対策による赤字幅拡大、消費税率引き上げ実施時期の後ろ倒し、社会保障関連支出の増大などを背景に、大幅な制度改革なしには 2020 年度までにプライマリーバランスの黒字化は達成出来ず、債務残高も対 GDP 比で約 250%に達する見込み。税制改革や年金制度改革に対する取り組みも含め、財政健全化に向けた道筋を早急に示すことが必要である。

予測の概要

[日本経済の中長期予測]

- ・ 実質 GDP 成長率（年度平均）は、2006-10 年度▲0.3%、11-15 年度+1.4%、16-20 年度+1.3%と予測。前回予測（2006-10 年度+0.3%、11-15 年度+2.1%、16-20 年度+1.4%）から、全期間にわたり下方修正を行った。実質 GDP が経済危機前の 2007 年度の水準へ戻るのは、2014 年度の見通し。
- ・ 名目 GDP 成長率（同）は、2006-10 年度▲1.3%、11-15 年度+1.2%、16-20 年度+1.3%と予測。名目 GDP が経済危機前の 2007 年度の水準へ戻るのは、2018 年度の見通し。
- ・ 潜在成長率（同）は、2006-10 年度+0.8%程度、11-15 年度+0.8%程度、16-20 年度+0.9%程度と予測。前回予測（2006-10 年度+1.0%程度、11-15 年度+1.2%程度、16-20 年度+1.3%程度）から、全期間にわたり下方修正を行った。

- ・ 物価については、デフレ圧力がかかり続けるとみられる。経済全体の需給バランスを示す GDP ギャップは、足元、大幅な供給超過の状態にあり、GDP ギャップの解消には 2020 年度前後までかかることが予想される。こうした中、消費者物価の上昇率は、消費税率引き上げ時期を除き、2020 年度にかけて+1%以下の伸び率が続く見通し。

[マクロ政策のシナリオ]

- ・ 財政政策は、前回予測と同様、2020 年度までに 2 回の消費税率の引き上げを見込む。ただし、新政権の方針を踏まえ、引き上げのタイミングは前回予測から 2 年度後ずれし、2014 年度に 3%ポイント、2018 年度に 2%ポイント引き上げ（税率は 10%へ）と想定する。
- ・ 金融政策は、現在のマクロ経済の需給バランス（GDP ギャップ）が▲7%程度と大幅な需要不足にあることから、2011 年度までは超金融緩和政策が継続される見通し。2012 年度以降は、総じて緩和的な状況を保ちつつも、GDP ギャップの縮小とともに正常化に向けた利上げプロセスに入ると想定する。

[金融市場のシナリオ]

- ・ 10 年物国債流通利回りは、国債発行の増加が意識されるものの、低成長率・低インフレ率が続くため、2020 年度にかけて 1.5%~2.0%台前半と落ち着いた推移を見込む。
- ・ 円ドル相場は、米国金融政策の正常化を受けた日米金利差の拡大を背景に、2011 年度にかけて一旦円安に振れた後、2012 年度以降は日本の金融政策の正常化や構造的なドル安・アジア通貨高の流れを受けて、緩やかな円高が進行すると想定。
- ・ 原油価格 (WTI) は、新興国の経済成長を背景に、需要は拡大する傾向にあるため、2020 年度に 120 ドル/バレル台へ向かうシナリオを予想する。

[海外経済の中長期予測]

- ・ 2010 年代の海外経済のポイントは、先進国に代わり、新興国経済が牽引役となる点であろう。先進国では、少子高齢化の進展とともに潜在成長率は低下傾向にある。欧米経済は、2010 年にはプラス成長へ復し、その後はやや回復テンポを強めるが、予測期間の後半にかけては、潜在成長率見合い（米国は+2%台半ば程度、欧州は+1%台半ば程度）での緩やかな成長を想定する。
- ・ 新興国経済は、アジアを中心に持続的成長を見込む。とくに中国経済は、2014 年までは+8%近傍の成長が期待できる。その後は、資本の伸び率鈍化や労働力の減少を背景とする潜在成長率の低下を受けて、2020 年までに+6%台後半まで鈍化すると予測する。インド経済は、資本の伸び率は多少鈍化するものの、労働力の増加が続くことから、経済成長率は、2010 年以降も+7%台を維持するであろう。2016-20 年平均では、インドの経済成長率が中国を超えると予想する。

中長期予測の総括表

(1) 国内総生産

	年度	年度平均							
		実績 2008	予測 2010 2015 2020			実績 2001-05	予測 2006-10 2011-15 2016-20		
実質GDP	2000暦年連鎖価格10億円	541,494	531,985	571,525	610,733	***	***	***	***
	前年度比%	-3.7	1.0	1.3	1.4	1.3	-0.3	1.4	1.3
民間最終消費	前年度比%	-1.8	0.9	0.6	0.8	1.3	0.5	0.8	0.9
民間住宅投資	前年度比%	-3.7	-0.1	-0.4	0.5	-2.0	-7.5	0.5	0.1
民間企業設備投資	前年度比%	-6.8	0.2	2.2	2.5	2.7	-3.8	2.7	2.5
民間在庫品増加	前年度比寄与度%	-0.1	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0
政府最終消費	前年度比%	-0.1	1.4	1.3	0.8	2.0	1.2	1.2	0.9
公的固定資本形成	前年度比%	-6.6	-12.8	-2.5	-0.8	-7.6	-5.5	-4.0	-1.0
財・サ輸出	前年度比%	-10.4	10.4	4.5	4.5	6.5	0.3	5.0	4.1
財・サ輸入	前年度比%	-4.4	6.3	3.4	3.3	3.7	-1.2	3.3	3.2
内需寄与度	前年度比寄与度%	-2.6	0.4	0.9	0.9	0.9	-0.5	1.0	1.0
民需寄与度	前年度比寄与度%	-2.3	0.6	0.7	0.8	1.0	-0.5	0.9	0.8
公需寄与度	前年度比寄与度%	-0.3	-0.2	0.2	0.1	-0.1	0.0	0.1	0.2
外需寄与度	前年度比寄与度%	-1.1	0.8	0.4	0.5	0.4	0.2	0.4	0.4
名目GDP	10億円	494,199	471,441	501,588	534,374	***	***	***	***
	前年度比%	-4.2	-0.2	0.8	1.1	0.0	-1.3	1.2	1.3

(2) 物価

	年度	2008	2010	2015	2020	2001-05	2006-10	2011-15	2016-20
GDPデフレーター	2000暦年連鎖価格	91.3	88.7	87.8	87.5	***	***	***	***
	前年度比%	-0.5	-1.1	-0.4	-0.3	-1.3	-1.0	-0.2	-0.1
国内企業物価指数	前年度比%	3.2	-2.4	-0.1	0.3	-0.3	-0.1	0.1	0.4
輸出物価	前年度比%	-7.4	-1.7	0.3	0.4	-0.3	-3.5	0.5	0.2
輸入物価	前年度比%	1.1	-0.3	1.3	1.3	4.1	-0.9	1.8	1.1
消費者物価指数(注1)	前年度比%	1.2	-1.1	0.2	0.3	-0.4	-0.1	0.4	0.5

(3) 労働・家計(注2)

	年度	2008	2010	2015	2020	2001-05	2006-10	2011-15	2016-20
労働力人口	万人	6,648	6,575	6,487	6,341	***	***	***	***
	前年度比%	-0.3	-0.4	-0.5	-0.4	-0.4	-0.2	-0.3	-0.5
完全失業率	%	4.1	5.5	4.0	3.8	4.9	4.6	4.4	3.8
名目雇用者報酬	前年度比%	-0.3	-0.8	-2.1	-0.3	-0.9	-0.8	-0.1	0.0
家計可処分所得	前年度比%	-0.2	-0.2	-1.1	0.3	-0.5	-0.7	0.8	0.4
家計貯蓄率	%	3.3	-0.5	-0.7	-3.7	4.1	1.5	0.0	-2.5
労働分配率	%	74.6	71.0	72.8	71.4	72.1	71.1	72.4	71.8

(4) 財政(注3)

	年度	2008	2010	2015	2020	2001-05	2006-10	2011-15	2016-20
国・地方計 財政収支	対名目GDP比%	-2.6	-7.5	-5.3	-4.2	-7.0	-4.4	-6.3	-4.9
国・地方計 プライマリーバランス	対名目GDP比%	-1.0	-5.9	-3.7	-2.5	-5.0	-2.8	-4.7	-3.2
消費税率	%	5.0	5.0	8.0	10.0	5.0	5.0	6.2	9.2

(5) 金利・為替・原油(注4)

	年度	2008	2010	2015	2020	2001-05	2006-10	2011-15	2016-20
無担コール翌日物	年度末%	0.10	0.10	1.00	1.50	0.00	0.26	0.52	1.30
10年国債利回り	年度中平均%	1.47	1.53	2.00	2.20	1.31	1.54	1.88	2.06
円/ドルレート	年度中平均	100.5	94.0	95.1	88.6	116.2	103.8	97.2	91.0
原油価格(通関WTI)	年度中平均	86.1	76.8	94.3	118.7	37.9	76.0	85.7	108.8

(6) 海外経済

	暦年	2008	2010	2015	2020	2001-05	2006-10	2011-15	2016-20
米国GDP	前年比、%	0.4	2.1	2.9	2.4	2.4	0.9	3.2	2.4
中国GDP	前年比、%	9.6	8.5	7.5	6.5	9.4	9.6	7.9	6.8

注1: 消費者物価指数は全国(生鮮食品除く総合)ベース。

注2: 家計可処分所得、家計貯蓄率は2008年度国民経済計算年報における家計と対家計民間非営利団体の合計。

労働分配率は雇用者報酬/国民所得(要素費用表示)として算出。

注3: 年度平均は各年度の単純平均。消費税引き上げを2014年度(5→8%)、2018年度(8→10%)に想定。これに対応し、それぞれ引き上げ前に駆け込み需要を織り込んでいる。

注4: 年度平均は各年度の単純平均(無担コール翌日物は各年度末の単純平均)。

資料: 各種統計より三菱総合研究所予測。

1. 日本経済

- ・ 日本経済は、2011 年度にかけて安定成長軌道へ復した後、中長期的な成長のベースラインとなる潜在成長率に概ね沿うかたちでプラス成長を続ける見通し。潜在成長率は、2011-20 年度平均で+0.8%程度と前回予測（+1.3%程度）から下方修正。
 - － 実質成長率：2006-10 年度平均で▲0.3%、11-15 年度+1.4%、16-20 年度+1.3%
 - － 名目成長率：2006-10 年度平均で▲1.3%、11-15 年度+1.2%、16-20 年度+1.3%
- ・ 足元、大幅な供給超過の状態にある GDP ギャップの解消には、2020 年度前後までかかることが予想される。消費者物価の上昇率は、消費税率引き上げ時期を除けば、2020 年度にかけて+1%以下と低い伸び率が続く見通し。

2010 年度以降の世界経済¹は、先進国が緩やかな回復を続ける一方、アジアを中心とする新興国経済の堅調を背景に、金融危機前の成長パスへ徐々に復することが予想される。こうした中、日本経済も、緩やかな足取りながらも徐々に安定した成長軌道に復するであろう。ただし、中長期的な日本の実質 GDP 成長率は、2011-20 年度平均で+1.4%程度と、前回予測（2009 年 2 月時点：+1.7%程度）から下方修正を行った。

日本経済の成長力を供給サイドからみると、現在の日本経済は、米国の過剰消費へ依存していた体質から脱却し、国内外で新たな市場開拓を模索している過程にある。こうした移行過程では、労働や資本ストックなど供給構造の見直しも必要とされるため、潜在成長率は足元にかけて大幅な低下を余儀なくされている。今後も、労働力人口の減少が下押し圧力となることに加え、企業による中長期的な国内成長期待の慎重化と新興国への成長期待の高まりが、国内設備投資を抑制する一方で対外直接投資を加速させる可能性があることから、国内の資本ストックの蓄積テンポも緩やかなものに止まることが見込まれる。この結果、わが国の潜在成長率²は、2011-20 年度平均で+0.8%程度と、前回予測（+1.3%程度）から下方修正を行った。

今後、わが国の成長率引き上げには、需要サイドでは、①アジアを中心とする新興国経済の活力の取り込みや、②高齢化・環境社会に適応したモノ・サービス需要の創出が鍵を握ろう。供給サイドでは、①教育水準の引き上げなどを通じた労働力の質の向上や絶え間ない技術革新による「生産性の上昇」が要となる。加えて、②規制緩和や税制改革による新産業創出・投資インセンティブ作り、③少子化対策や女性の労働参加率の引き上げを通じた労働人口の引き上げ、④雇用慣行の見直しなども含めた労働市場のミスマッチの解消、⑤外国資本の呼び込みなど、官民あげて潜在成長力を底上げする取り組みが求められる。

¹ 経済危機前の世界の実質経済成長率は、2005 年+4.5%、2006 年+5.1%、2007 年+5.1% (IMF 「World Economic Outlook」)。

² 実際の成長率ではなく、潜在的な成長力を表す。

(1) 潜在成長率は+0.8%程度へ低下

中長期的な成長のベースラインとなる潜在成長率は、2011-20年度平均で+0.8%程度と、前回予測(+1.3%程度)から下方修正を行った。

足元にかけては、世界経済の大規模な動揺を受けて、潜在成長率は+1%を大きく下回る低下を余儀なくされている。2011年度以降は、アジア市場や環境分野での需要拡大など、新市場・新分野に適応した資源の再配分が進展し、徐々に+1%近傍へ復するものと予想する。

しかし、中長期的にみて潜在成長率の大幅な回復は見込み難い。労働力については、女性や高齢者の労働参加率の上昇から減少ペースがある程度緩和される可能性はあるものの、予測期間を通じて下押し圧力となる。さらに現時点で少子化に歯止めがかからなければ、2020年度以降の成長率を一段と押し下げる可能性がある。わが国の中長期的な成長期待という点でも深刻な問題となる。

資本の面でも、企業による中長期的な国内成長期待の慎重化と新興国需要への期待の高まりが、国内設備投資を抑制する一方で対外直接投資を加速させる可能性がある。この結果、国内の資本ストックの蓄積テンポも緩やかなものに止まることが予想される。

こうした中、日本の潜在成長率を支える鍵は「生産性の向上」である。教育水準引き上げなどによる労働の質の向上、最先端分野での技術革新、規制緩和などを通じた構造改革などを進めることができれば、生産性の向上が潜在成長率の底上げに大きく寄与しよう。

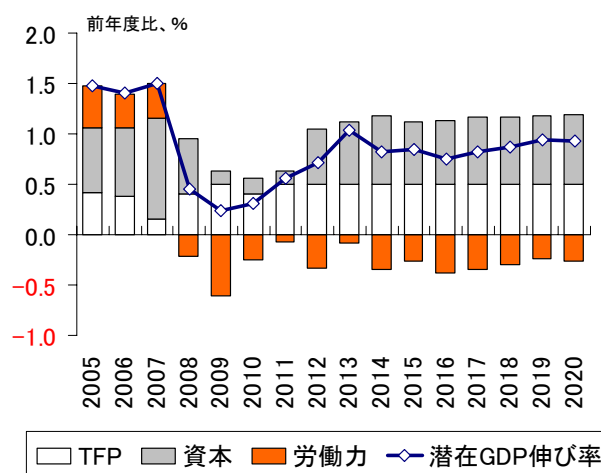
(2) 経済政策などのシナリオ

マクロ経済政策-消費税率は10%へ

財政政策については、前回予測と同様、2020年度までに2回の消費税率の引き上げを想定している。ただし、新政権の方針を踏まえ、引き上げのタイミングは前回予測から2年度後ずれし、2014年度に+3%ポイント、2018年度に+2%ポイントの引き上げ(税率は10%へ)を見込む。なお、2011年度以降の財政支出については、財政再建が一段と強く意識されることから、抑制気味に推移するものと予想する。

金融政策は、現在のマクロ経済の需給バランス(GDPギャップ)が▲7%程度と大幅な需要不足にあることから、2011年度までは超金融緩和政策(無担保コールレート(オーバーナイト物)+0.1%前後)が継続されると見込む。2012年度以降は、総じて緩和的な状況を保ちつつも、GDPギャップの縮小とともに正常化に向けた利上げプロセスに入ると想定する。

図表 日本の潜在成長率(推計値)



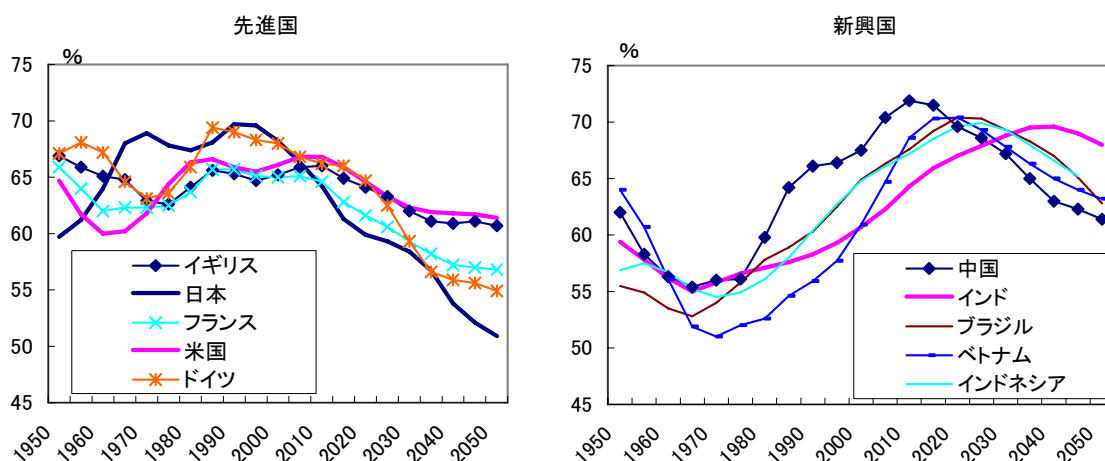
資料：実績は内閣府、予測は三菱総合研究所

海外経済—新興国が世界経済の牽引役へ

2010年代の海外経済のポイントは、先進国に代わり、新興国経済が牽引役となる点であろう。先進国経済は、高齢化の進展に伴う生産年齢人口比率の低下とともに、中長期的な成長のベースとなる潜在成長率は低下傾向にある。欧米経済は、2010年にはプラス成長へ復し、その後はやや回復テンポを強めるが、予測期間の後半にかけては、潜在成長率見合い（米国は+2%台半ば程度、欧州は+1%台半ば程度）での緩やかな成長を想定する。

新興国経済は、アジアを中心に持続的成長を見込む。とくに中国経済は、2014年までは、+8%近傍の成長が期待できる。その後は、資本の伸び率鈍化や生産年齢人口の減少を背景とする潜在成長率の低下を受けて、経済成長率は、2020年までに+6%台後半まで緩やかに鈍化すると予測する。インド経済は、資本の伸び率は多少鈍化するものの、2020年度にかけて生産年齢人口の増加は続くことから、経済成長率は+7%台を維持するであろう。2016-20年平均では、インドの経済成長率が中国を超えると予想する。

図表 先進国・新興国における生産年齢人口割合（国連予測）



資料：国際連合「世界人口予測 2008年改訂版」。

金融市場

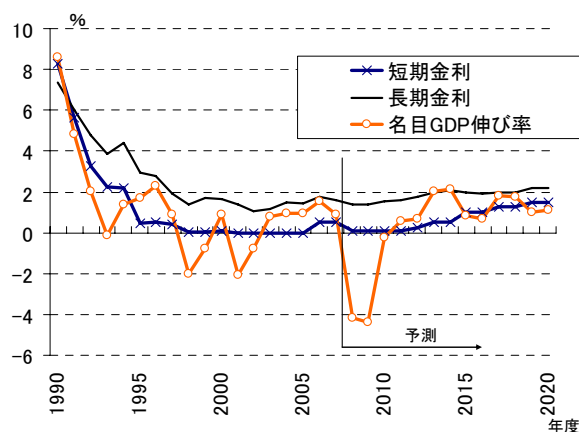
10年物国債流通利回りは、国債発行の増加が意識されるものの、低成長率・低インフレ率が続くため、2020年度にかけて1.5%～2.0%台前半と落ち着いた推移を見込む。

円ドル相場は、米国金融政策の正常化を受けた日米金利差の拡大を背景に、2011年度にかけて一旦円安に振れた後、2012年度以降は日本の金融政策の正常化や構造的なドル安・アジア通貨高の流れを受けて緩やかな円高が進行すると想定する。2020年度には80円台後半を見込む。総合的な円の価値を示す実効為替レートは、対ドルで円高が進行する一方、対アジア通貨では円安が進行するため、横ばい圏内で推移する見通し。

なお、中国は、2010年から2011年の間に、再び緩やかな人民元の上昇を容認し始めるとともに、予測期間にかけて為替レートの変動率を徐々に拡大していくとみられる。

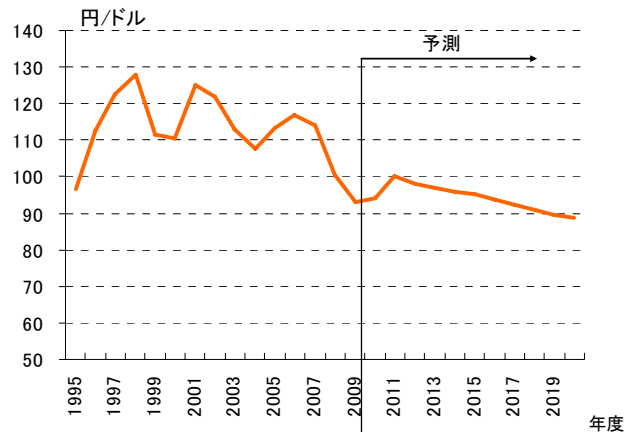
原油価格 (WTI) は、新興国の経済成長を背景に、需要は拡大する傾向にあるため、上昇傾向を辿るであろう。2020 年度にかけて 120 ドル/バレル台へ向かうシナリオを想定する。

図表 長短金利の見通し



資料：実績は内閣府、日本銀行。予測は三菱総合研究所。

図表 円/ドルレートの見通し



資料：実績は日本銀行、予測は三菱総合研究所。

図表 マクロ経済政策・金融市場のシナリオ

財政政策	・2020 年度までに消費税率を現行の 5%から 10%に引き上げ (2014 年度に +3%ポイント、2018 年度に +2%ポイント)。
金融政策	・2012 年度以降、正常化に向けた利上げプロセスへ。政策金利 (無担保コールレート (オーバーナイト物)) の水準は、2015 年度末に 1.0%、2020 年度末に 1.5%と予想。
長期金利	・10 年物国債流通利回りは、国債発行の増加が意識されるものの、低成長率・低インフレ率が続くため、2020 年度にかけて 1.5%~2.0%台前半での落ち着いた推移を見込む。
為替	・円ドル相場は、2011 年度にかけて 100 円/ドル前後まで円安が進行。その後、緩やかに円高が進行し、2020 年度にかけて 80 円/ドル台後半を予想。 ・中国は、2010 年から 2011 年の間に、再び緩やかな人民元の上昇を容認し始めるとともに、予測期間にかけて為替レートの変動率を次第に拡大。
原油価格	・新興国の経済成長を背景に、需要は拡大する傾向にある。2020 年度の WTI 価格は 120 ドル/バレル台へ向かうと予想。

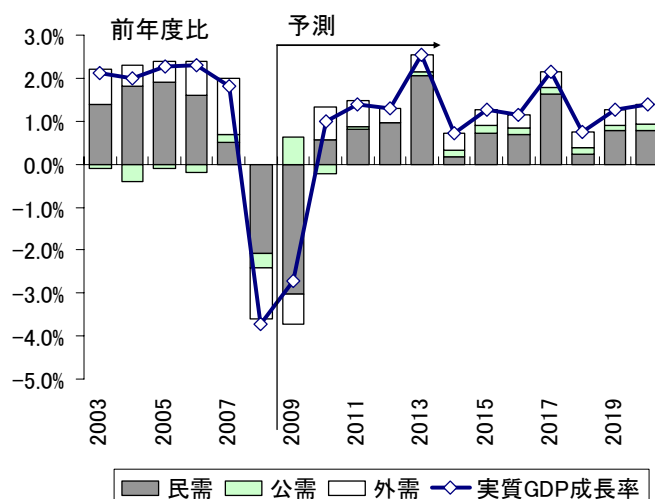
(3) 日本経済の流れ

実質 GDP 成長率予測—安定成長軌道へ復した後は、潜在成長率見合いで低成長

日本経済は、アジアを中心とする新興国経済の好調を背景に、2010年度にかけて緩やかな足取りながらも回復傾向を辿り、2011年度には安定した成長軌道に復するであろう。ただし、予測期間を通してみると、概ね潜在成長率に沿った低成長を続けるとみられ、実質 GDP 成長率は、2006-10年度平均▲0.3%、11-15年度+1.4%、16-20年度+1.3%、名目 GDP 成長率は、2006-10年度平均▲1.3%、11-15年度+1.2%、16-20年度+1.3%と予測する。なお、2014年度と2018年度に消費税率の引き上げを想定していることから、実施の前年度には駆け込み需要の影響を織り込む一方、実施年度は需要の反動減を見込んでい

る。経済成長のテンポは極めて緩やかなものに止まるとみられるため、マクロベースでみた需給バランスである GDP ギャップのプラス化（需要超過）には、相当の時間を要するであろう。また、GDP 規模が経済危機前の2007年度の水準へ戻るのは、実質ベースで2014年度、名目ベースで2018年度と予想する。

図表 実質 GDP 成長率の見通し

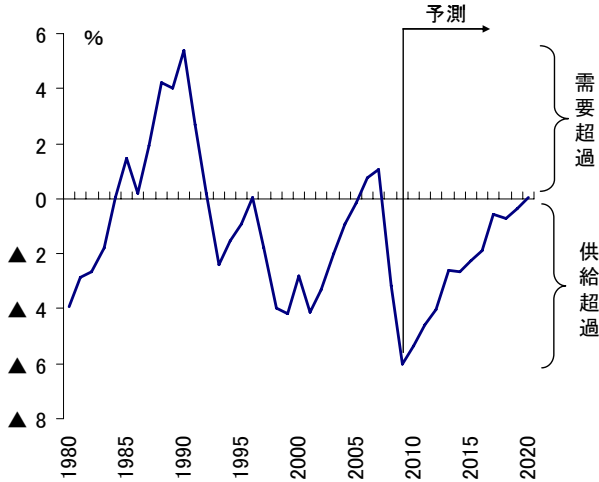


資料：実績は内閣府、予測は三菱総合研究所。

物価の展望—デフレ圧力が持続

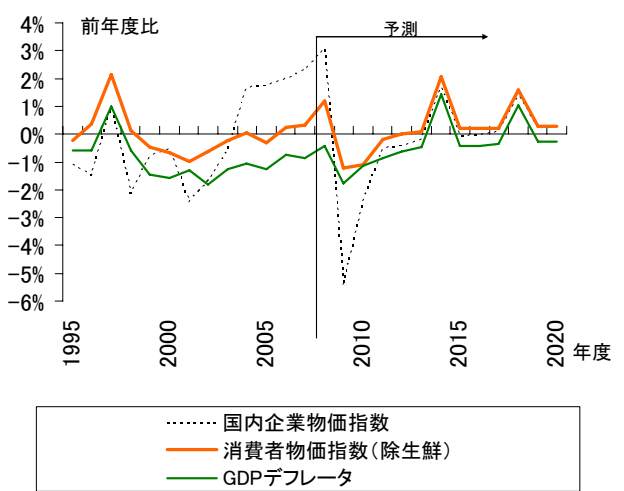
物価については、デフレ圧力がかかり続けるとみられる。経済全体の需給バランスを示す GDP ギャップは、足元▲7%近傍と大幅な供給超過の状態にある。景気回復とともに徐々に縮小するとみられるものの、実質経済成長率は平均+1%台前半と低位での推移が見込まれることもあり、マイナスの GDP ギャップの解消には、2020年度前後までかかるとみられる。こうした中、消費者物価の上昇率は、2012-13年度頃にゼロ近傍で推移した後も、消費税率引き上げ時期を除けば、2020年度にかけて+1%以下と低い伸び率が続くと思われる。

図表 GDPギャップの見通し



注：GDPギャップ=(実質GDP-潜在GDP)/潜在GDP。
資料：三菱総合研究所推計、予測。

図表 物価の見通し

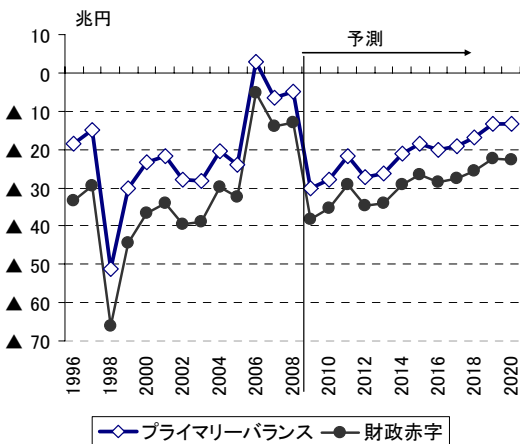


注：2014、2018年度の消費税率引き上げを想定。
資料：実績は総務省、内閣府、日本銀行。予測は三菱総合研究所。

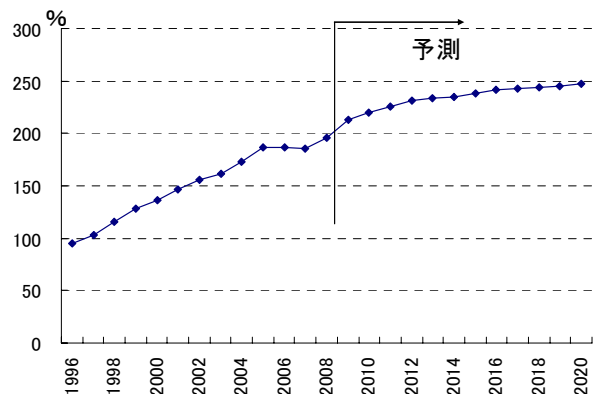
財政収支—プライマリーバランスの黒字化は一段と困難に

足元の税収の大幅な落ち込みや景気対策に伴う支出拡大を背景に、国・地方合計の財政赤字は2010年度に対GDP比率で▲8%前後まで悪化すると予測する。その後、2013年度までは、子供手当などの所得移転政策の実施や社会保障関連支出の拡大などにより、対GDP比でみた赤字額の高止まりが続くであろう。2014年度以降は、2度の消費税率の引き上げ（2014年度+3%ポイント、2018年度+2%ポイント）を受けて、赤字幅は徐々に縮小するものの、一段の高齢化進展や+1%台の名目成長率が想定される下で、急速な収支改善は期待出来ず、プライマリーバランスですら予測期間中の黒字化は困難であろう。債務残高（国と地方合計）も、2020年度に対GDP比率で約250%に達する見込み。

図表 プライマリーバランスの見通し
(国と地方合計)



図表 債務残高/名目GDP比率の見通し
(国と地方合計)



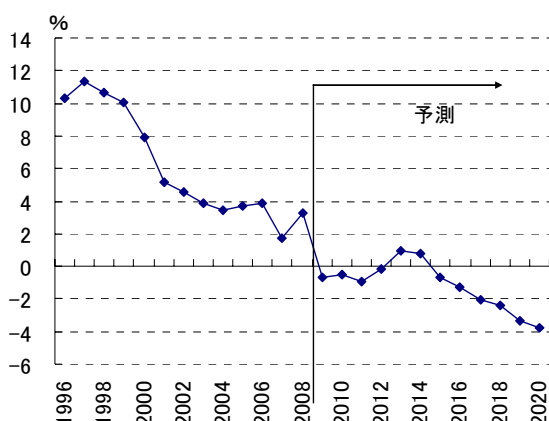
資料：内閣府「国民経済計算確報」より三菱総合研究所予測。

貯蓄投資バランス—家計の貯蓄率は趨勢的に低下

足元の家計貯蓄率（SNA ベース）は、景気後退による所得減少の影響を大きく受け、低下を続けている。先行きを展望すると、雇用・所得環境の改善とともに、2012年度にはゼロ%近傍へ回復するとみられる。しかし、中長期的にみれば、家計の貯蓄率は趨勢的に低下し、予測期間の後半にはマイナス幅を広げることが予想される。勤労者世帯は、社会保障に対する不安などから高めの貯蓄率を維持するとみられるが、高齢化の進行によって貯蓄を取り崩す高齢者割合が増加し、全体では家計貯蓄の減少が進むためである。

貯蓄投資バランスを確認すると、1990年代後半の財政赤字拡大期と異なり、2010年代は家計部門の貯蓄超過幅は縮小し、企業部門における貯蓄が公的部門の資金不足を賄う構造が想定される。2017年度前後には家計の貯蓄投資バランスがマイナスに転じるとみられ、中長期的なマクロバランスの観点からも、公的部門の貯蓄投資バランスの改善の重要性が一段と増している。

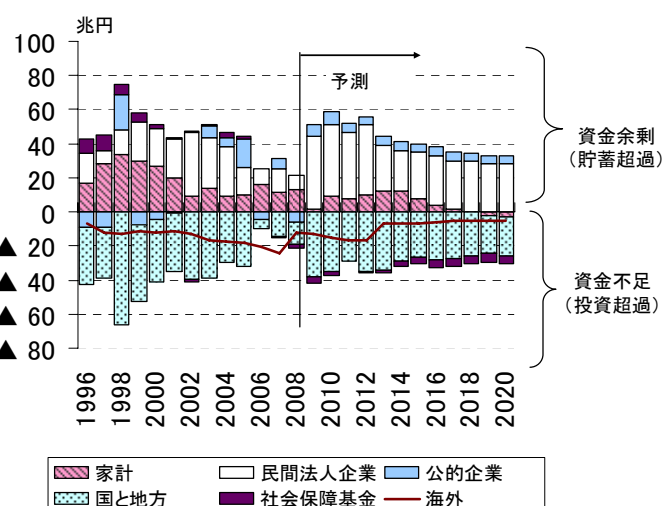
図表 家計貯蓄率の見通し



注：ここでの家計とは SNA における家計と対家計民間非営利団体の合計。

資料：内閣府「国民経済計算年報」、予測は三菱総合研究所。

図表 各経済主体別の資金余剰/不足の見通し (貯蓄投資バランス)



資料：内閣府「国民経済計算年報」、予測は三菱総合研究所。

2. 欧米経済

[米国]

- ・ 米国経済は、2010年に年間でプラス成長へ戻した後、2011年には回復の歩を強め、2012年から2015年にかけて+3%を上回る成長を見込む。その後、2020年にかけては、+2%台半ば程度の潜在成長率近傍での推移を予測。

[欧州]

- ・ EU経済の回復はやや遅れ、安定した成長軌道に戻るのには2011年以降となろう。その後もユーロ圏を中心に緊縮的な財政政策を余儀なくされるとみられ、+1%台半ば程度の潜在成長率近傍での推移を見込む。

(1) 米国経済

潜在成長率は2%台半ばへ

米国の潜在成長率は、生産年齢人口の伸び率の鈍化を主因に、2000年代の+3%程度から、2010年代は+2%台半ばへ低下すると予想する。とくに、2009年から2011年にかけては、景気後退による資本ストックの蓄積ペースの鈍化や、ベビーブーマー世代(1946~64年生まれ)の退職期入りを受けた労働投入量の伸び率の鈍化から、+2%近傍まで低下しよう。その後は、資本の伸び率の上昇とともにやや戻し、2020年にかけては概ね+2%台半ばで推移すると予測する。

図表 米国見通し

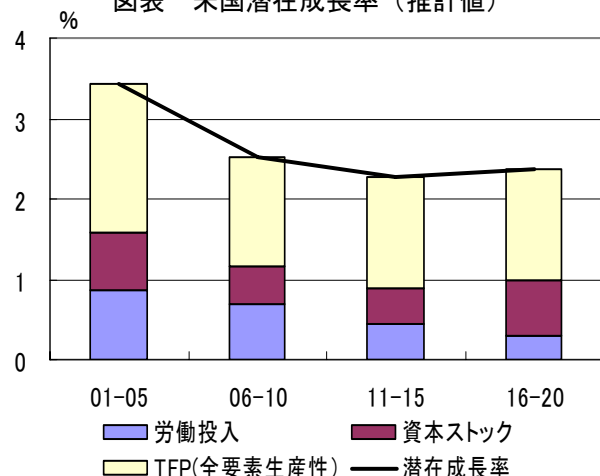
暦年・平均値、%	実績	予測		
	2001-05	2006-10	2011-15	2016-20
実質GDP	2.4	0.9	3.2	2.4
個人消費	3.0	1.1	2.7	2.7
設備投資	0.4	▲1.2	7.5	3.4
住宅投資	6.0	▲14.0	7.2	3.8
政府支出	2.5	2.7	2.4	1.5
輸出等	1.9	3.4	4.8	4.3
輸入等<控除>	4.3	▲0.9	5.4	5.0
名目GDP	4.9	3.0	4.9	4.3
消費者物価(総合)	2.5	2.2	2.1	2.4
FFレート誘導水準(期末)	4.25	0-0.25	4.00	4.00
失業率(除く軍人)	5.4	6.9	7.4	5.1

資料：米国商務省、労働省、FRB。予測は三菱総合研究所。

過去に比べて緩やかな景気回復

米国経済は、一連の金融・財政政策が奏功し、2009年後半に景気最悪期を脱したとみられる。ただし、依然として景気対策によるところが大きく、個人消費や民間設備投資など国内需要の自律的な回復力は乏しい。金融部門でも、商業用不動産価格の続落を背景に、関連資産の劣化が続いている。こうした金融機関による資金仲介機能の回復の遅れや既存の債務圧縮の動きから、米国経済の回復テンポは、過去の景気回復局面と比較しても緩やかなものに止まると予想する。とくに、家計部門は、貯蓄ゼロに等しか

図表 米国潜在成長率(推計値)



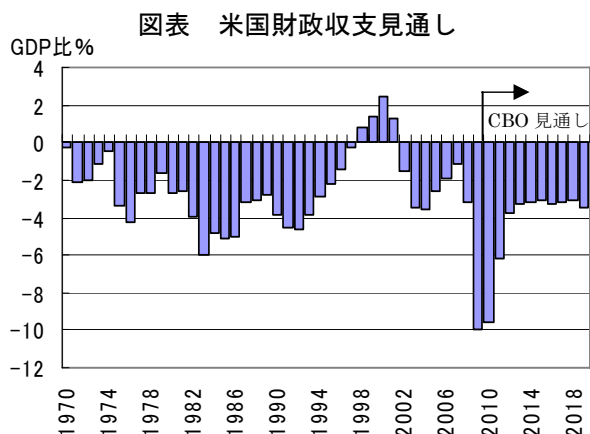
資料：ILO人口推計、商務省統計を基に三菱総合研究所作成。

った過剰な消費体質には戻らず、貯蓄率は現在の水準（5～6%台）から緩やかに低下した後も3～4%台は維持するであろう。こうした中、2012年には本格的な成長軌道に戻り、2015年にかけて+3%台の成長率を見込む。2016年以降は、おおむね+2%台半ばの潜在成長率に沿った成長パスを辿ると想定する。

財政赤字削減の道筋はなお不透明

2009年会計年度の財政赤字は、大型の景気対策の実施や税収の落ち込みによりGDP対比▲10%と戦後最大の水準まで拡大した。CBO（議会予算局）の試算（2009年8月）では、2010年度以降は景気回復による税収増や財政再建への取り組みにより赤字額は減少に転じ、2012年度には、同▲3.7%まで改善することが見込まれている。

しかし、財政赤字削減の道筋については不透明感が強い。先行き雇用市場の改善が思うように進まない場合、更なる対策が講じられる可能性も否定できない³。また、オバマ政権が力を入れる医療制度改革も財政圧迫要因となろう⁴。財政再建が難航するとの見方が強まる場合、長期金利の上昇やドルに対する信任の低下を招きかねない点には、注意が必要であろう。



資料：CBO（議会予算局）経済財政見通し(8月)より三菱総合研究所作成。

金融政策の正常化に向けた動き

FRBは、景気回復の足取りが確かなものとなり、雇用市場で改善の動きが明確となったタイミングで、ゼロ金利政策を解除すると予想する。ただし、バランスシート調整や不良債権問題の解決には時間を要することから、ゼロ金利解除後も暫くは緩和的なスタンス（実質ベースでマイナス金利）を維持するであろう。以上を勘案し、2011年に正常化に向けた利上げプロセスに入るが、暫くは総じて緩和的なスタンスを維持し、その後、GDPギャップ解消の目処とみる2015年にかけて、4%近傍まで引き上げていくと予想する。

³ 2010年の中間選挙を控え、政府は雇用対策を柱とした追加の景気対策を発表した。現段階では、財源は金融安定化のための公的資金の余剰分2,000億ドルを活用するとみられる。

⁴ 費用のかかる公的保険創設を見送った上院案でも、総額8,710億ドルの財源が必要とみられている。

(2) 欧州経済

経済成長率は1%台半ばへ

EU27 カ国の潜在成長率は、生産年齢人口の伸び率鈍化・減少を主因に、中長期的に緩やかに低下するとみる。潜在成長率は、2000 年頃の+2%台半ば程度から 2020 年頃には+1%台半ば程度まで低下するであろう。とくに、予測期間の前半では、金融仲介機能の回復の遅れから設備投資の低迷が長期化し、資本ストックの蓄積が鈍化するとみられる。さらに設備の陳腐化から生産性が低下すれば、潜在成長率を一段と押し下げる可能性もある。

EU27 カ国の実質 GDP 成長率は、全体では 2010 年に小幅ながらプラスに転じると見込むが、全ての国でプラス成長となるのは 2011 年以降となろう。景気回復後も、膨らんだ財政赤字削減への取り組みから、緊縮的な財政政策がとられると想定され、2015 年にかけては+1%台半ばの成長率に止まろう。2016 年以降は、潜在成長率近傍での成長を予想する。

図表 欧州 (EU27 カ国) 見通し

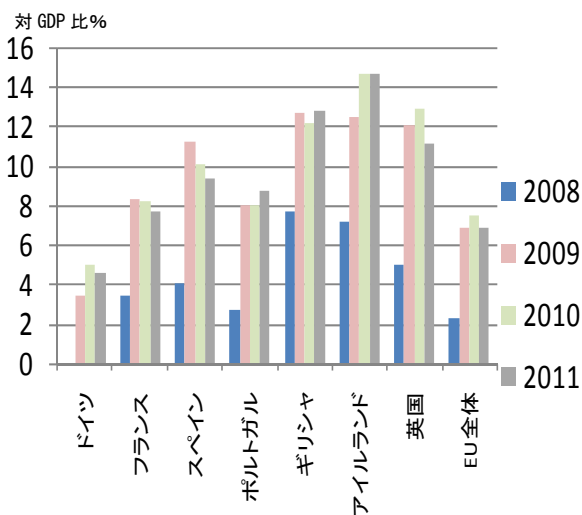
暦年・平均値、%	実績	予測		
	2001-05	2006-10	2011-15	2016-20
実質GDP	1.8	0.7	1.5	1.6
名目GDP	3.8	2.3	3.1	3.4
消費者物価	2.5	2.1	1.6	1.9

資料：EUROSTAT 予測は三菱総合研究所。

統一通貨ユーロの試金石

先行き注目されるのは、ユーロ圏各国の経済・財政状況に差が広がる中で、ECB や各国政府がどのようにマクロ政策運営を舵取りしていくかである。とくに厳しいバランスシート調整圧力によって景気回復が遅れるスペイン、アイルランド、ギリシャなどは、財政収支の悪化が深刻な問題となっている。通貨切り下げという選択肢がない中、低成長下での緊縮的な財政政策は、これらの国の景気回復を一段と遅れさせる。しかし、一段の財政赤字の拡大は、ユーロそのものに対する信認を揺るがすことになりかねない。ユーロ圏のマクロ政策運営は、単一の金融政策と財政規律の維持という制約の下で、非常に微妙なかじ取りを強いられよう。

図表 欧州委員会財政収支見通し



資料：欧州委員会秋季見通しより三菱総合研究所作成。

3. アジア経済

[中国]

- 中国の経済成長率は、2014年まで+8%近傍の成長が期待できる。その後は、資本の伸び率鈍化や労働力の減少を背景とする潜在成長率の低下を受けて、2020年までに+6%台後半まで鈍化すると予測。

[インド]

- 資本の伸び率は多少鈍化するものの、労働力の増加が続くことから、経済成長率は、2010年以降も+7%台を維持すると予想。

(1) 中国経済

内需主導の成長を目指す政策が継続

中国経済は、景気対策効果の持続を背景に、内需を中心に回復基調を強めている。

2011年以降は、固定資本投資の伸び率が徐々に低下していく中で、こうした効果は

逡減していくとみられる。ただし、内需主導の成長継続を目指す政策に支えられ、成長鈍化のペースは緩やかなものに止まることが想定される。

2009年12月に開催された「中央経済工作会議」では、積極的な財政政策と適度に緩和的な金融政策を2010年も継続する方針が決定された。同会議では、あわせて内需主導の成長継続を確認した模様であり、同方針は2011～16年を対象期間とする「第十二次五カ年計画」にも引き継がれる公算が高い。金融政策の面では、バブル懸念が高まる中で「適度に緩和的なスタンス」を維持するという微妙な舵取りが必要な局面を迎えているものの、財政政策の方向性は内需主導を目指すという意味で明確だ。

社会保障など制度面の整備も、消費拡大などを通じて経済成長を支えていくことになる。具体的には、戸籍制限の段階的な緩和による出稼ぎ農民の都市定住促進や、農村部を中心とする社会保障制度の整備・拡充が、消費へプラス効果を与えることが見込まれる。社会保障制度の未整備は、老後への備えとして貯蓄するインセンティブを強め、これまで消費の抑制要因となっていた可能性がある。したがって、社会保障制度の整備・拡充が進めば、人口の6割弱を占める農村部での消費拡大が期待できよう。

為替は緩やかに元高方向へ

中国のマクロ政策については、財政・金融政策に加え、為替政策も注目される。2008年後半以降、輸出の大幅な落ち込みを受けて、中国政府は2005年7月以降の緩やかな元高容忍スタンスを停止した。こうした中、元/ドルレートは6.83元/ドル近傍での推移が続いているが、外貨準備の積み上がりの状況からみて、同水準を維持するために巨額の為替介入が実施されているものと推測される。巨額の為替介入の継続は、国内のインフレ圧力の高まりなどの副作用も招くため、先行きのマクロ政策運営の足かせとなる点には注意が必要で

図表 中国見通し

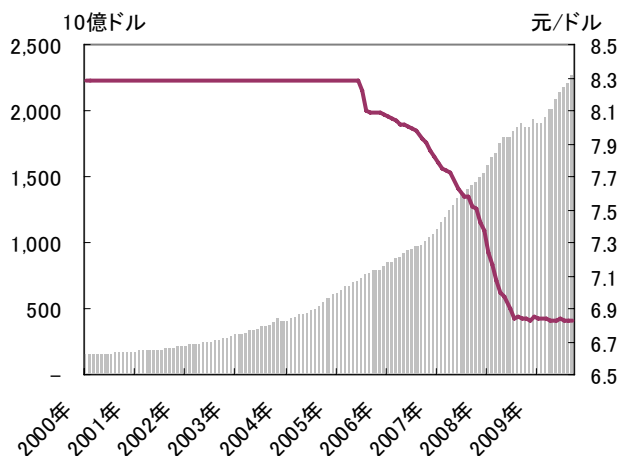
中国	暦年・平均値、%	実績		予測		
		96-2000	2001-05	2006-10	2011-15	2016-20
	実質GDP	8.6	9.4	9.6	7.9	6.8

資料：実績はIMF、中国国家統計局。予測は三菱総合研究所。

ある。

中国政府が元高容認スタンスを再開する時期については、国内景気の回復持続に加え、欧米景気の回復とともに輸出の着実な改善が確認できることが前提条件とみられる。具体的には、2010年から2011年の間に元高の容認が再開された後、元/ドルレートは緩やかな上昇傾向を辿り、2020年には5.0元/ドル程度に達すると想定する（約30%の上昇）。また、中国政府は、為替レートの変動率も徐々に拡大していくとみられる。ただし、金融市場の未整備などを考慮すると、予測期間中に完全な変動相場制へ移行することは難しいであろう。

図表 中国の外貨準備と為替レート



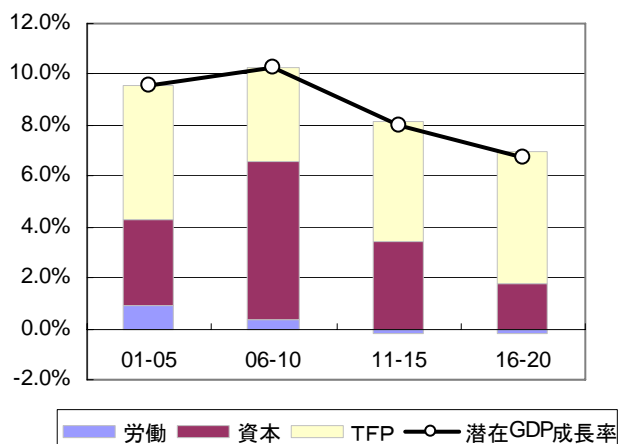
資料：ブルームバーグ、IMF。

2020年にかけて成長率は緩やかに鈍化

中国の潜在成長率を試算すると、近年の高成長の背景には、固定資本投資の伸びが大きく寄与してきたことが分かる。

しかし、前述のとおり、2011年以降、固定資本形成の伸び率は前年比+30%超の水準から徐々に鈍化し、2020年には同+10%台まで低下すると想定する。また、労働力についても、2015年以降は急速に少子高齢化が進み、労働力人口は減少に転じることが見込まれている。こうした資本の蓄積テンポの鈍化と労働力人口の減少に伴い、潜在成長率は徐々に低下していくであろう。結果として、中国の潜在成長率は、2006-10年平均の+10%前後から、11-15年は+8%前後、16-20年は+6%台後半まで低下すると予測する。

図表 中国の潜在成長率（推計値）



資料：中国国家統計局資料、国連資料などより三菱総合研究所推計。

中長期的な経済成長率については、この潜在成長率をベースに推移するであろう。外需の緩やかな伸びは続くと思われる一方、設備投資の増勢テンポの鈍化を背景に、2006-10年平均の+9.5%から、11-15年は+8.1%、16-20年は+6.8%程度の実質GDP成長率を予測する。

(2) インド経済

活発な対内投資が経済成長を支える

インド経済の成長持続は、不足するインフラ投資を着実に進めることができるのか、つまり資本蓄積のペースが重要な焦点となろう。

具体的には、①政府による公共投資、②海外からの資本流入（対内投資）の二つに注目する必要がある。前者については、2009年に対GDP比▲6.8%まで悪化する見込みの財政赤字を踏まえると、公共投資の伸びは先行きやや鈍化すると予想する。一方、海外からの資本流入は、堅調な伸びが持続するであろう。前回の予測では、2008年後半以降、リーマン・ショックの影響により、海外からの資本流入が大幅に減少し、国内のインフラ投資の伸びも鈍化すると予想していた。しかし、対内投資の減少は予想以下に止まり、2009年春以降は再び堅調に推移している。こうした状況を踏まえ、資本ストックの蓄積テンポは、公共投資の伸び率鈍化から徐々に低まるものの、前回のシナリオに比べて高めの伸び率（年率+10%前後）を維持すると予想する。

2020年には中国の成長率を上回る可能性も

インドの潜在成長率を推計すると、足元の+8-9%台から、11-15年で+7%台半ば、16-20年で+7%台前半と、2020年時点でも+7%台を維持する結果となった。上述のとおり、資本の伸び率については、緩やかに鈍化するとみる一方、労働力については、前述の中国と異なり、予測期間中はプラスの伸びを維持すると見込む。生産性の伸びを示すTFPについては、貧困層の多さや全産業に占める農業比率の高さなどから、大幅な上昇はないと想定した。

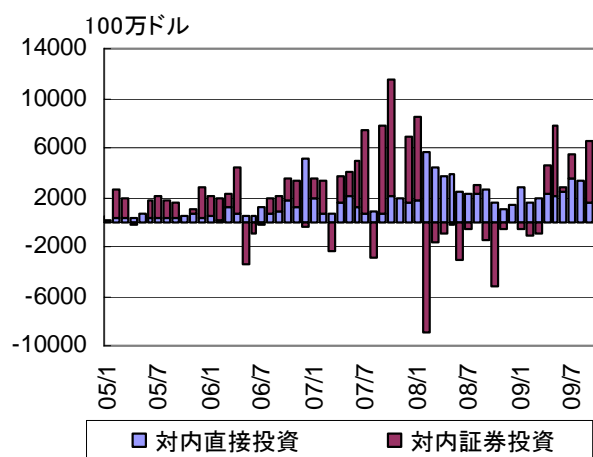
このような潜在成長率の推移を踏まえ、実質GDP成長率は、2011-15年平均で+7.8%、16-20年は+7.1%と予想する。海外からの資本流入と人口成長に支えられた消費の持続的拡大が、今後の成長を支えていくであろう。リスク要因としては、財政赤字とインフレが挙げられる。一段の財政赤字拡大により、インフレ率が急速に上昇する場合には、経済成長率が下振れる可能性もある。

図表 インド見通し

インド	暦年・平均値、% 実質GDP	実績		予測		
		96-2000	2001-05	2006-10	2011-15	2016-20
		6.2	6.5	8.3	7.8	7.2

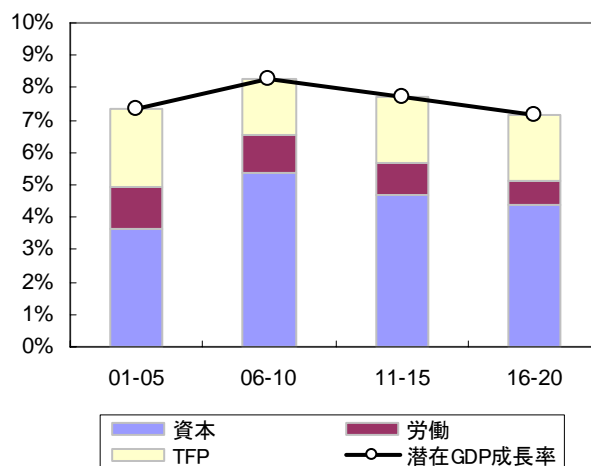
資料：実績はIMF、インド政府。予測は三菱総合研究所。

図表 インドの対内投資の推移



資料：インド準備銀行。

図表 インドの潜在成長率(推計値)



資料：IMF、インド政府資料より三菱総合研究所推計

《本件に関するお問合せ先》

株式会社三菱総合研究所
政策・経済研究センター

〒100-8141 東京都千代田区大手町二丁目3番6号
電話:03-3277-0594 FAX:03-3277-0545

武田洋子 (ytakeda@mri.co.jp)
対木さおり (stsuiki@mri.co.jp)

尚、本資料は内閣府記者クラブに資料配布致します。