

# 内外経済の中長期展望

## 2010-2020 年度

— 活力ある日本経済の再構築に向けて —

2011 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

- ・ 世界経済は、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しつつある。2010年代の海外経済の牽引役は先進国に代わり、新興国経済となろう。
- ・ 日本経済については、足元は政策効果の剥落などから足踏みの状況にあるが、11年度後半以降は、安定した成長軌道に復し、12-13年度に+2%程度の成長を示す見込みである。その後、20年度にかけては、潜在成長率見合いで+1%程度の伸び率を予想する。
- ・ わが国では、少子高齢化の進展が中長期的な活力阻害の要因として指摘され始めて長い時間が経過しているにもかかわらず、様々な取組みや改革が先送りされてきた。その結果、実際の人口減少による潜在成長率の低下以上に企業・家計の成長期待を低め、需要不足からのデフレを招いてきた可能性がある。しかし裏を返せば、日本の成長率は今後の政府による政策実行力や民間企業の取組みにより十分引上げの余地があるとも言えよう。活力ある日本経済を再構築するには、以下の3つが必要である。

### 1. 「民」の力で新陳代謝を促す－潜在需要の開拓と新分野への資本・労働力のシフト

新興市場の台頭や高齢化の進行という変革期を迎える中、わが国企業による需要構造の変化への適応は急務である。しかし、現実には潜在的な需要が見込まれる新規産業・分野への資本や労働力のシフトが進まぬ一方、需要が減退している産業・分野で資本や労働力の余剰が残存している。未発達なサービス・財セクターへの需要増大による潜在的な価格上昇圧力は、現実の価格として顕現化しない一方、供給過剰な分野では価格の下落が続くため、マクロ経済全体で見れば構造的なデフレの要因ともなる。産業・分野間における資本や労働力のシフトを促すには、金融の役割も重要である。潜在的な需要や市場を掘り起こし、新しいビジネスの芽を育てていくことが求められよう。

### 2. 「官」は「民」を支える仕組みを－①成長分野の規制緩和と技術開発、②競争環境促進、③教育の充実化、④財政再建と世代間格差是正の両立

成長の源泉は民間の活力にある。しかし、同時に政府の環境整備や時代の変化に応じた制度設計の見直しも不可欠である。第一に、潜在需要が埋もれている分野での規制緩和や、民間一社では投資採算を見込むことが困難な技術開発投資の支援が最優先課題と言えよう。第二に、グローバル市場での競争環境の整備が焦眉の課題である。法人税税率の5%引き下げ決定が大きな一歩となったが、競争相手国との差はなお大きい。通商政策では、TPPへの正式な参加表明に加え、EPA・FTAを着実に進めることが重要となる。第三に、人口減少社会で国力を維持する根幹は教育である。若い労働力の質の向上がイノベーションをもたらし、生産性の向上に繋がる。また、政府が競争環境を整え、企業に高い技術があっても、グローバルに通用する経営者がいなければ企業の競争力は高まらない。第四に、現在の閉塞状況から脱却するには、財政再建と世代間格差是正の両

立に向けて明確な道筋を示すことが急がれよう。イノベーションを引き出すには、若い世代の活力と将来へのコンフィデンスを高める必要がある。消費税のみで財政を再建しようとするれば18%程度まで引上げる必要があり、家計に相当な負担がかかる。世代間格差の是正（年金・医療の歳出削減）と財政再建を両立させる制度設計が求められる。

### 3. 官民あげての人口対策

少子化対策、労働参加率の引き上げの面で、政府・企業が取り組めることはなお多い。保育への民間企業の参入促進や縦割行政の見直しのほか、若者の再チャレンジを可能とする採用制度、女性の労働参加率引き上げへの取組みなど企業による硬直的な雇用制度の改善が必要である。

### 予測の概要

#### [日本経済の中長期予測]

- ・ 中長期的に持続可能な成長力を示す潜在成長率は、11-20年度平均で+0.9%程度と想定。実質GDP成長率（年度平均）は、11-15年度+1.5%、16-20年度+1.1%、一人当たりの実質GDP成長率は、11-15年度+1.8%、16-20年度+1.6%と予測。
- ・ 名目GDP成長率は、11-15年度+0.8%、16-20年度+1.1%と予測。
- ・ 物価については、CPI（除く生鮮食料品）上昇率は、12年度にゼロ近傍へ達した後、20年度にかけて+1%程度と低い伸び率が続く予想。

#### [財政の中長期予測]

- ・ 現状の税制・政策の下では、20年度にかけて基礎的財政収支（プライマリーバランス）の赤字幅縮小は見込めず、債務残高（国・地方合計）は、20年度に対GDP比率で238%（1,250兆円）に達する見込み。
- ・ 政府の財政健全化目標（プライマリーバランスを15年度までに対GDP比で半減、20年度までに黒字化）達成に必要な消費税率を試算すると、14年度に5→10%、18年度に10→18%と計13%の消費税率の引き上げが必要。
- ・ しかし、財政再建を消費税増税のみに依存すれば、実質GDPを大きく押し下げる可能性。  
①世代間格差是正の観点からも、社会保障費抑制など歳出削減と併せて財政再建を進める必要があるほか、②成長戦略の着実な実行、③消費税率引き上げ方法等も重要となる。

#### [海外経済の中長期予測]

- ・ 11-15年は、新興国経済の高成長が続くほか、米国も本格的な回復期を迎える一方、財政再建を進める欧州では低成長が予想される。実質GDP成長率は、米国+2.9%、欧州+1.5%、中国+8.1%、インド+7.8%、ブラジル+3.9%と予測。
- ・ 16-20年は、生産年齢人口比率のピークアウトとともに中国の成長率が鈍化し、インドの成長率が追い越す可能性。先進国では高齢化進行が成長抑制要因となり、米国の成長率は鈍化するが、欧州の成長率は11-15年に比べやや高まる見込み。実質GDP成長率は、米国+2.3%、欧州+1.6%、中国+6.5%、インド+7.3%、ブラジル+3.4%と予測。

# 総括表

## (1) 国内総生産

		実績				予測				年度平均							
		2009		2010		2015		2020		2001-05		2006-10		2011-15		2016-20	
年度		2009		2010		2015		2020		2001-05		2006-10		2011-15		2016-20	
実質GDP	2000暦年連鎖価格10億円	526,735	543,619	587,012	620,903	***	***	***	***	***	***	***	***	***	***	***	***
	前年度比%	-2.4	3.2	1.3	1.3	1.3	0.1	1.5	1.1								
民間最終消費	前年度比%	0.0	1.8	0.6	0.3	1.2	0.5	0.8	0.2								
民間住宅投資	前年度比%	-18.2	-2.0	0.8	-0.1	-2.0	-7.8	2.2	-0.4								
民間企業設備投資	前年度比%	-13.6	5.0	3.0	3.1	2.7	-2.3	3.7	2.8								
民間在庫品増加	前年度比寄与度%	-1.1	0.3	0.0	0.0	0.0	-0.2	0.0	0.0								
政府最終消費	前年度比%	3.4	1.7	0.7	0.7	2.0	1.6	0.7	0.7								
公的固定資本形成	前年度比%	14.2	-6.2	-3.1	-1.1	-7.6	-3.1	-3.3	-2.1								
財・サ輸出	前年度比%	-9.6	19.4	5.0	4.2	6.5	2.7	5.9	4.3								
財・サ輸入	前年度比%	-11.0	11.8	3.6	3.3	3.7	0.0	4.3	3.3								
内需寄与度	前年度比寄与度%	-2.5	2.0	0.8	0.8	0.9	-0.3	1.0	0.6								
民間寄与度	前年度比寄与度%	-3.8	1.9	0.7	0.6	1.0	-0.5	1.0	0.6								
公需寄与度	前年度比寄与度%	1.3	0.1	0.0	0.1	-0.1	0.2	0.0	0.1								
外需寄与度	前年度比寄与度%	0.3	1.5	0.5	0.5	0.4	0.5	0.5	0.5								
一人当たり実質GDP	前年度比%	-2.4	3.3	1.6	1.8	1.2	0.2	1.8	1.6								
名目GDP	10億円	474,040	479,023	498,327	525,540	***	***	***	***								
	前年度比%	-3.7	1.1	0.8	1.4	0.0	-1.0	0.8	1.1								

## (2) 物価

年度		2009		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	90.0	88.1	84.9	84.6	***	***	***	***	***	***	***	***	***	***	***	***
	前年度比%	-1.3	-2.1	-0.5	0.1	-1.3	-1.1	-0.7	-0.1								
国内企業物価指数	前年度比%	-5.2	0.5	0.5	0.2	-0.3	0.5	0.6	0.3								
輸出物価	前年度比%	-7.7	-4.9	0.0	-0.2	-0.3	-3.5	0.9	-0.2								
輸入物価	前年度比%	-19.1	3.1	1.4	-0.1	4.1	0.0	2.9	0.3								
消費者物価指数(注1)	前年度比%	-1.6	-0.8	0.4	1.0	-0.4	-0.2	0.1	0.8								

## (3) 労働・家計(注2)

年度		2009		2010		2015		2020		2001-05		2006-10		2011-15		2016-20	
人口	万人	12,751	12,735	12,561	12,292	***	***	***	***	***	***	***	***	***	***	***	***
	前年度比%	-0.1	-0.1	-0.3	-0.5	0.1	-0.1	-0.3	-0.4								
労働力人口	万人	6,608	6,583	6,429	6,240	***	***	***	***	***	***	***	***	***	***	***	***
	前年度比%	-0.6	-0.4	-0.5	-0.6	-0.4	-0.2	-0.5	-0.6								
完全失業率	%	5.2	5.1	4.3	3.9	4.9	4.5	4.7	3.9								
名目雇用者報酬	前年度比%	-3.6	1.1	-0.6	-0.2	-0.9	-0.4	-0.6	-0.3								
家計可処分所得	前年度比%	0.1	0.5	-0.7	-0.2	-0.5	0.1	-0.4	-0.4								
家計貯蓄率	%	5.5	5.9	2.4	-2.1	4.1	4.0	4.3	-0.3								
労働分配率	%	74.1	72.8	71.2	69.7	72.1	72.2	71.9	70.3								

## (4) 財政(注3)

年度		2009		2010		2015		2020		2001-05		2006-10		2011-15		2016-20	
国・地方計 財政収支	兆円	-44.7	-36.9	-39.4	-52.1	-34.1	-23.5	-35.9	-47.4								
	対名目GDP比%	-9.4	-7.7	-7.9	-9.9	-6.9	-4.8	-7.3	-9.2								
国・地方計 プライマリーバランス	兆円	-39.5	-31.4	-29.0	-32.8	-28.2	-19.1	-28.0	-31.5								
	対名目GDP比%	-8.3	-6.6	-5.8	-6.2	-5.7	-3.9	-5.7	-6.1								
国・地方計 債務残高	兆円	795.9	832.8	1,012.5	1,249.5	620.6	768.0	937.3	1,149.7								
	対名目GDP比%	167.9	173.9	203.2	237.7	125.1	155.8	191.4	223.9								

## (5) 金利・為替・原油(注4)

年度		2009		2010		2015		2020		2001-05		2006-10		2011-15		2016-20	
無担保コール翌日物	年度末%	0.10	0.10	0.10	0.50	0.00	0.24	0.10	0.27								
10年国債利回り	年度中平均%	1.37	1.13	1.54	2.47	1.32	1.47	1.32	2.21								
円/ドルレート	年度中平均	92.9	86.0	89.7	84.7	116.1	102.1	88.9	86.7								
原油価格(WTI)	ドル/バレル、年度中平均	70.7	81.3	111.9	122.6	37.9	77.0	101.3	119.9								

## (6) 海外経済

暦年		2009		2010		2015		2020		2001-05		2006-10		2011-15		2016-20	
米国GDP	前年比、%	-2.6	2.7	2.7	2.2	2.4	0.9	2.9	2.3								
中国GDP	前年比、%	9.2	10.1	7.5	6.2	9.8	11.1	8.1	6.5								

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。消費税引き上げは織り込んでいない。

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

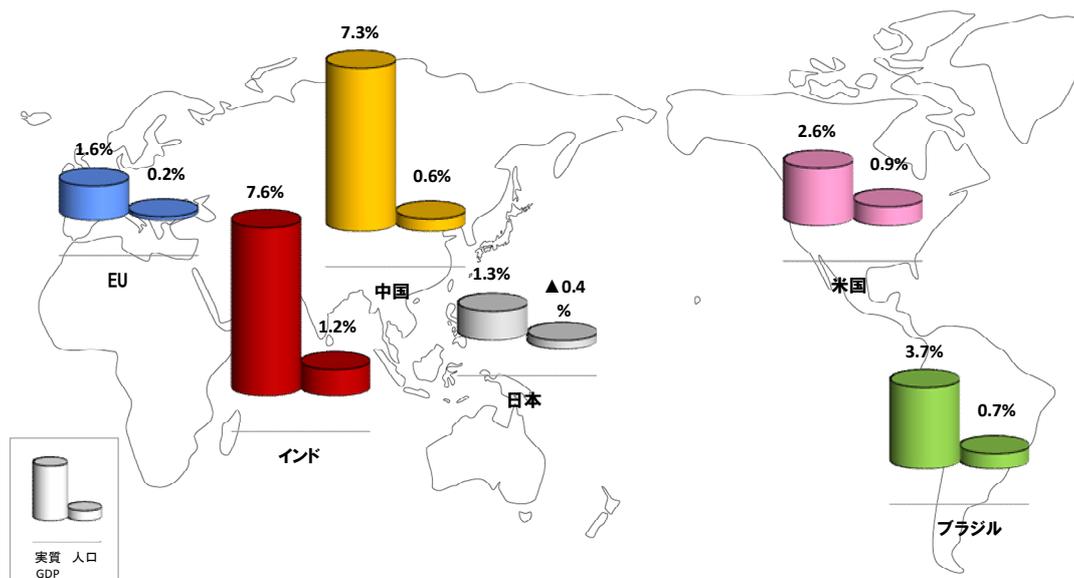
資料: 各種統計より三菱総合研究所予測。

### (1) 中長期経済の概観

世界経済は、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しつつある<sup>1</sup>。11-15年にかけては、新興国経済の高成長が続くほか、米国も本格的な回復期を迎える一方、財政再建を進める欧州では低成長が予想される。16-20年にかけては、生産年齢人口比率のピークアウトとともに中国の成長率がやや鈍化し、インドの成長率が中国を追い越す可能性が高まる。先進国では、高齢化進行が成長抑制要因となり、米国の成長率はやや鈍化するとみるが、欧州の成長率は、財政再建や構造改革の進捗とともに11-15年に比べやや高まると予想する。

こうした中、日本経済については、足元は政策効果の剥落などから足踏みの状況にあるが、11年度後半以降は、安定した成長軌道に復し、12-13年度に+2%程度の成長を示す見込みである。その後、20年度にかけては、潜在成長率見合いで均してみれば+1%程度の伸び率を予想する。

図表 2011-2020年 主要国の GDP 成長率および人口伸び率の見通し



注：2011-2020年の実質 GDP 成長率、人口伸び率の平均値。日本のみ年度。

資料：人口については、国立社会保障・人口問題研究所「日本の将来推計人口」、UN「World Population Prospects」、GDP は三菱総合研究所推計。

<sup>1</sup>IMFは、世界実質経済成長率について、07年+5.3%、08年+2.8%、09年▲0.6%、10年+5.0%の後、11年+4.4%、12年+4.5%と予想（IMF「World Economic Outlook Update, January 2011」）。

## **(2) わが国の成長率底上げに向けた方策**

今後 10 年間、現状の前提の下では日本経済の力強い成長は期待し難い。中長期的に持続可能な成長力を示す潜在成長率は、11-20 年度平均で+1% (+0.9%) 程度と見込まれる。通常、潜在成長率は、技術進歩などの全要素生産性 (TFP) に加え、労働投入量と資本投入量によって決定されると考えられるが、このうち労働投入量については、今後も減少を続けることは確実である。一方、資本投入量については、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から、企業が投資の軸足を国内から海外へと移していく中で、国内の資本ストックの蓄積テンポは緩やかなものに止まることが見込まれる。

わが国では、少子高齢化の進展が中長期的な活力阻害の要因として指摘され始めて長い時間が経過しているにもかかわらず、様々な取組みや改革が先送りされてきた。その結果、実際の人口減少による潜在成長率の低下以上に企業・家計の成長期待を低め、需要不足からのデフレを招いてきた可能性がある。しかし裏を返せば、日本の成長率は今後の政府による政策実行力や民間企業の取組みにより十分引上げの余地があるとも言えよう。

活力ある日本経済を再構築するには、①民間部門では新陳代謝を高めること、②政府部門では環境整備や時代の変化に応じた制度設計の見直しを行うこと、③少子化・労働人口減少の影響を少しでも和らげるべく官民あわせて取り組むこと、が必要となる。具体的には、以下の方策が挙げられる。

### **1 : 「民」の力で新陳代謝を促す**

#### **一潜在需要の開拓と新分野への資本・労働力のシフト**

新興国経済の台頭や先進国での高齢化の進展など、世界経済は大きな変革期を迎えている。こうした変革期の中で、わが国企業も、アジアを中心とする新興国市場への挑戦や、高齢社会や環境制約のもとでの需要構造の変化への適応が求められている。しかし、現実には、潜在的な需要が見込まれる新規産業・分野への資本や労働力のシフトが (規制による制約も含め) 進まぬ一方、需要が減退している産業・分野で資本や労働力の余剰が残存している。未発達なサービス・財セクターへの需要増大による潜在的な価格上昇圧力は、現実の価格として顕現化しない一方、供給過剰な分野では価格の下落が続くため、マクロ経済全体で見れば、構造的なデフレの要因ともなる。

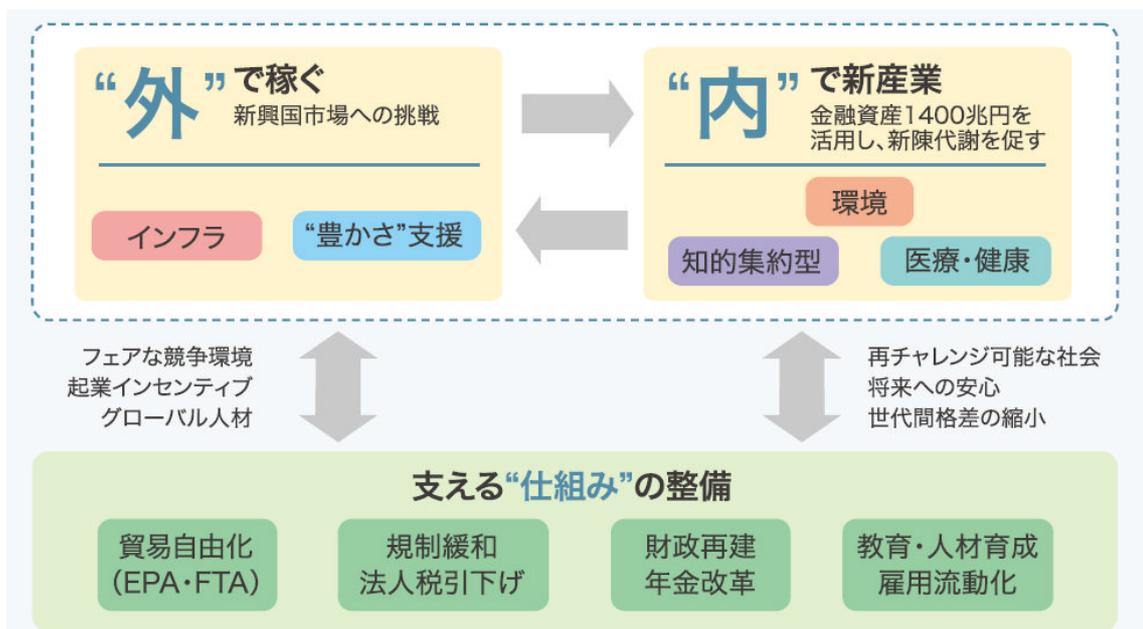
産業・分野間における資本や労働力のシフトを促すには、金融の役割も重要である。金融業が果たす役割は、既存の産業や企業からの資金需要に対して資金を供給することだけに限定されるべきではない。むしろ、潜在的な需要や市場を掘り起こし、新しいビジネスの芽を育てていくことこそが重要な役割である。直接金融によって成長産業への資金の流れを拡大することも、こうした動きを促そう。

## 2 : 「官」は「民」を支える仕組みを

### －①成長分野の規制緩和と技術開発、②競争環境促進、③教育の充実化、④財政再建と世代間格差の是正の両立－

成長の源泉は民間の活力以外にありえない。しかし、同時にそれを支える政府の環境整備や時代の変化に応じた制度設計の見直しも不可欠である。第一に、潜在需要が埋もれている分野での規制緩和や、将来性は高いが初期コストがかかり、民間一社では投資採算を見込むことが困難な技術開発投資の支援が最優先課題と言えよう。例えば、介護や保育といったセクターは、需要は高いにもかかわらず、規制によって供給が制約されている分野の代表例である。第二に、グローバル市場での競争環境の整備が焦眉の課題である。この点では、法人税税率の5%引き下げ決定が大きき一歩となったが、競争相手国との差はなお大きい。通商政策では、環太平洋経済連携協定（TPP）への正式な参加表明に加え、経済連携協定（EPA）・自由貿易協定（FTA）を着実に進めることが重要となる。第三に、人口減少社会で国力を維持する根幹は教育である。若い労働力の質の向上がイノベーションをもたらし、生産性の向上に繋がる。また、政府が競争環境を整え、企業に高い技術があっても、グローバルに通用する経営者がいなければ企業の競争力は高まらない。経済の新陳代謝を高める意味でも、新しい分野を開拓出来る人材育成こそが「真の雇用対策」となろう。第四に、現在の閉塞状況から脱却するには、財政再建と世代間格差の是正の両立に向けて明確な道筋を示すことが急がれよう。イノベーションを引き出すには、若い世代の活力と将来へのコンフィデンスを高める必要がある。財政再建を消費税のみで達成しようとするれば18%程度まで引上げる必要があり、家計に相当な負担がかかる。世代間格差の是正（年金・医療の給付見直し）と財政再建を両立させる制度設計が求められる。

図表 成長力の底上げに向けた方策



### 3 : 「官」「民」あがての人口減少対策

労働人口の減少に対しては、少子化対策と労働参加率引き上げの両方で、政府・企業ともに取り組めることがなお多い。少子高齢化の進展が日本経済の中長期的な活力阻害の要因として指摘され始めてから既に長い時間が経過しているにもかかわらず、待機児童は増え続け、日本企業の硬直的な雇用制度や女性の年齢別にみた労働参加率の歪みは改善されていない。保育への民間企業の参入促進や縦割行政の見直しのほか、若者の再チャレンジを可能とする採用制度、女性の労働参加率引き上げへの取組みなどが求められる。後述のとおり、国内で労働参加率引き上げに向けた取組みを強化しただけで、労働人口の減少ペースは和らぎ、潜在成長率は+1%を上回る可能性が高い。

- ・ 日本経済は、11年度後半に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、11-20年度平均で+0.9%程度を見込む。
  - － 実質成長率：11-15年度平均で+1.5%、16-20年度+1.1%
  - － 名目成長率：11-15年度平均で+0.8%、16-20年度+1.1%
- ・ GDPギャップの解消には、20年度近くまでかかることが予想される。消費者物価の上昇率は、20年度にかけて+1%程度の低い伸び率が続く見通し。

(1) 潜在成長率は+0.9%程度へ

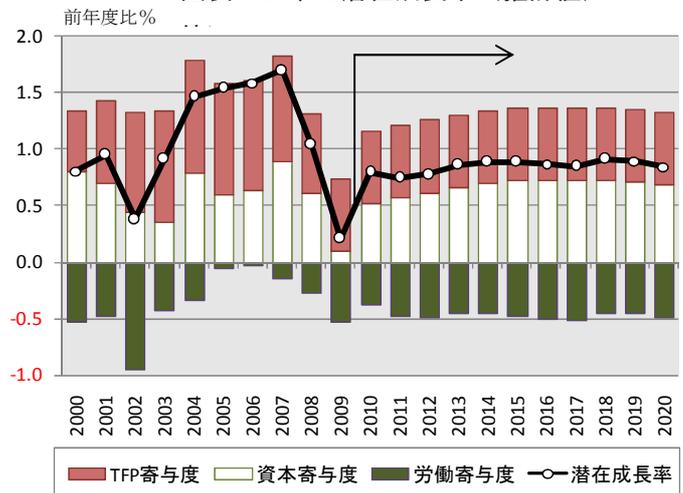
中長期的に持続可能な成長力を示す潜在成長率は、11-20年度平均で+0.9%程度の伸び率が予想され、現状の前提の下では、日本経済の力強い成長は期待し難い。

労働力については、生産年齢人口(15-64歳)が既に減少局面に入っており、予測期間を通じて持続的な下押し圧力となるが、そのマイナス効果は、各種雇用政策を講ずることによる若者、女性等の労働参加率の向上により、小さくすることは可能である。

資本については、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から、企業が投資の軸足を国内から海外へと移していく中で、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。

人口減少が続く中、日本の潜在成長率を支える鍵は「生産性(TFP)の向上」である。総論で述べたとおり、教育改革を通じた労働の質の向上、新成長分野でのイノベーション、規制緩和などを通じた労働・資本の成長分野へのシフトを進めることができれば、生産性の向上が潜在成長率の上昇に大きく寄与しよう。

図表 日本の潜在成長率(推計値)



資料：三菱総合研究所

図表 労働参加率上昇による潜在成長率の変化

	2011-20
①現状維持ケース	0.85%
②労働参加が進むケース	1.02%
差分(②-①)	+0.17%

注：①は、性・年齢別の労働力率が現在と同じ水準で推移すると仮定したケース。②は、各種雇用施策により、若者、女性、高齢者等の労働市場への参加が進むケース。

資料：労働政策研究・研修機構「労働力需給の推計(2007年版)」より三菱総合研究所試算。

## (2) 経済政策などのシナリオ

### マクロ経済政策

**財政政策**：標準シナリオでは、消費税は現状（5%）据え置きと仮定。財政健全化目標を消費税のみで達成する場合、18%程度までの引き上げが必要となる（詳細は後述）。

**金融政策**：CPI伸び率（除く生鮮食品）は、GDPギャップの縮小とともに、12年度にゼロ近傍となることを見込まれる。このため、日本銀行は12年度以降、金融経済情勢を見極めつつ包括緩和政策による買入れ資産の規模等を縮小していくとみられる。しかし、実質的なゼロ金利政策については、「中長期的な物価安定の理解」に基づき物価の安定が展望できる情勢になったと判断するまで継続する方針を明確にしているため、少なくとも正常化に向けた利上げプロセスに入るのは、CPI伸び率（同）が+1%前後に達すると見込む17年度以降と想定する。

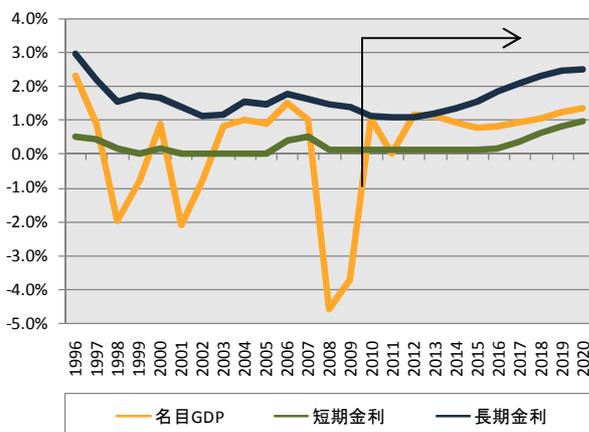
### 金融市場

**10年物国債流通利回り**は、低成長・低インフレ期待のもとで総じてみれば落ち着いた推移を見込む。ただし、予測期間の後半にかけては、国内の家計金融資産の取り崩しとともに、国際金融市場で日本の債務残高に対するリスク認識が強まる可能性が高く、長期金利は名目GDP成長率を明確に上回って推移すると予想（20年度には2%台半ばまで上昇）。

**円ドル相場**は、米国金融政策の正常化による日米金利差の拡大を背景に、12年度にかけて一旦円安に振れる局面もみられるが、その後は、インバランス是正によるドル安（人民元高）の流れを受けて、対ドルでは緩やかな円高が進行すると想定する。ただし、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、新興国・資源国通貨に対しては円安が進行するため、横ばい圏内で推移する見通し。人民元は20年までに4.5元/ドルレート（35%程度の上昇）程度まで、緩やかに上昇すると想定。

**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、20年にかけて上昇傾向を辿り、120ドル/バレル台へ向かうシナリオを想定する。

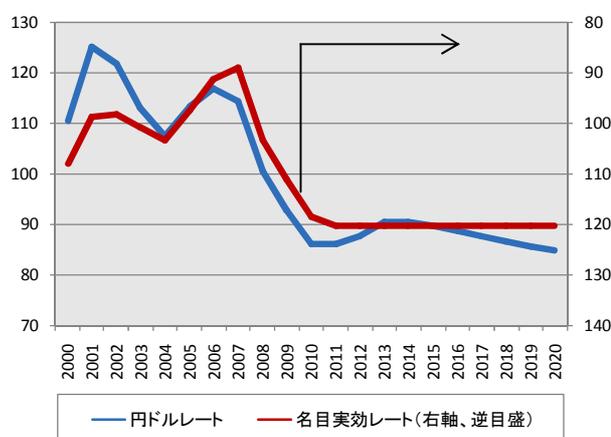
図表 長短金利の見通し



注：短期金利は無担保コール翌日物、長期金利は国債10年物利回り

資料：実績は内閣府、Bloomberg、予測は三菱総合研究所

図表 為替レートの見通し



注：名目実効レートは2005年=100、円ドルレートは円/ドル

資料：実績は日本銀行、Bloomberg、予測は三菱総合研究所

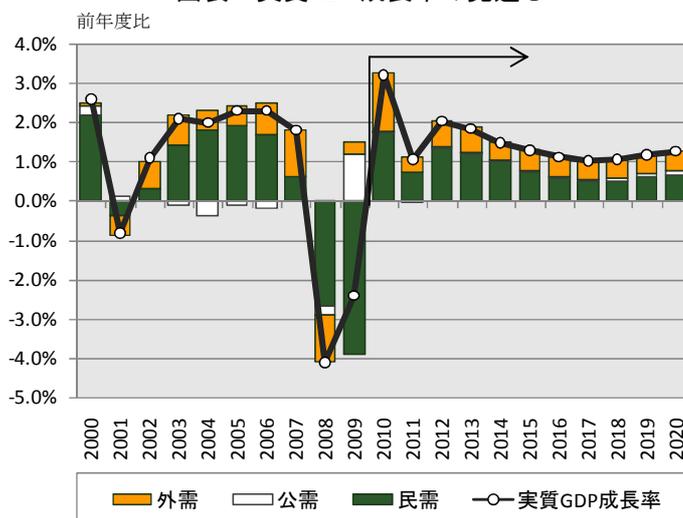
### (3) 日本経済の流れ

#### 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推移

日本経済は、足元は政策効果の剥落などから足踏みの状況にあるが、アジアを中心とする新興国経済の好調を背景に、11年度後半には安定した成長軌道に復し、12-13年度に+2%程度の成長を示す見込みである。予測期間の後半は、概ね潜在成長率に沿った成長を続けるとみられ、実質 GDP 成長率は、11-15年度平均+1.5%、16-20年度+1.1%と予想する。ただし、人口減少を加味した一人当たりの実質 GDP 成長率は、11-15年度平均+1.8%、16-20年度+1.6%と+2%弱の成長となる。

名目 GDP 成長率については、デフレ脱却にはなお時間がかかるとみられ、予測期間の前半は実質成長率を下回ることが見込まれる。11-15年度平均+0.8%、16-20年度+1.1%と予測する。以上を踏まえると、GDP 規模が経済危機前の 07 年度の水準へ戻るのは、実質ベースで 12 年度、名目ベースで 18 年度となる。

図表 実質 GDP 成長率の見通し

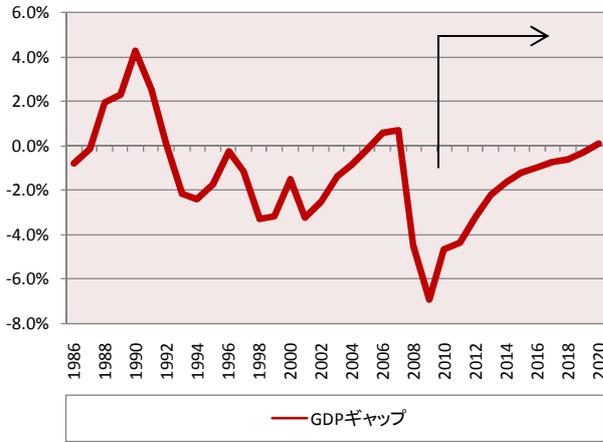


資料：実績は内閣府、予測は三菱総合研究所

#### 物価の展望—デフレ圧力は持続

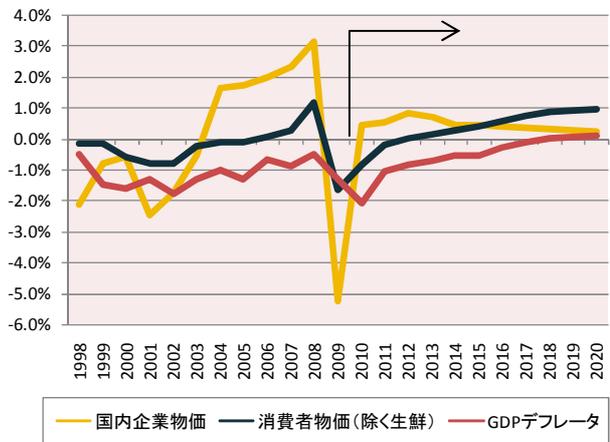
物価については、デフレ圧力がかかり続けるとみられる。経済全体の需給バランスを示す GDP ギャップは、リーマンショック時から大幅に縮小したものの、なお供給超過の状態にある。景気回復とともに今後も縮小傾向を辿ることが予想されるが、経済成長のテンポは極めて緩やかなものに止まるとみられるため、マクロベースでみた需給バランスである GDP ギャップの解消は、20 年度近くになるとみられる。こうした中、消費者物価の上昇率は、12 年度にゼロ近傍へ達した後も、20 年度にかけて+1%程度と低い伸び率が続くと思われる。

図表 GDPギャップの見通し



注：GDPギャップ = 実質 GDP / 潜在 GDP - 1  
資料：三菱総合研究所

図表 物価の見通し (前年比)

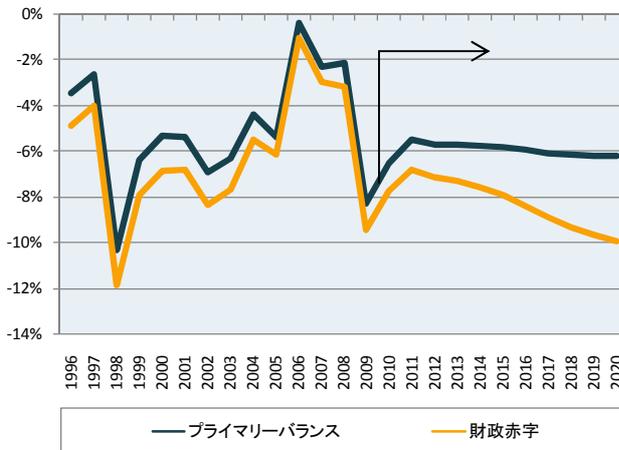


資料：実績は日本銀行、総務省、内閣府。予測は三菱総合研究所。

### 財政収支—税制改革なくしてプライマリーバランスの黒字化は困難に

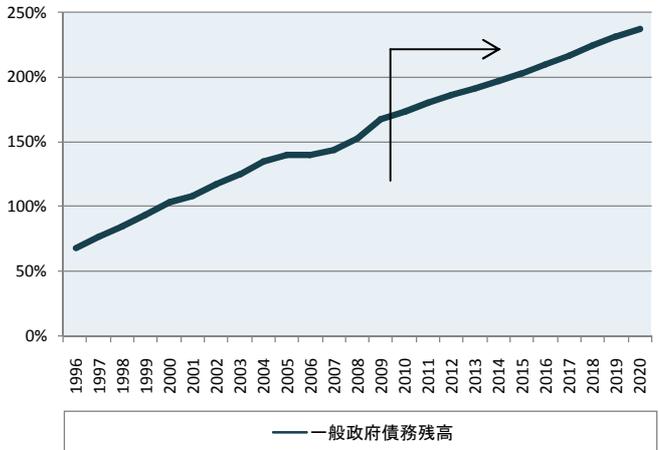
国・地方合計の財政赤字は、景気悪化による税収の大幅な落ち込みや景気対策に伴う支出拡大を背景に、09年度に対名目 GDP 比率で▲9.4% (▲44.7兆円) まで悪化し、10年度も対名目 GDP 比率で▲7%台後半となる見込みである。11年度以降についても、税収の大幅な改善は期待できない中、子供手当などの所得移転政策や社会保障関連支出の一段の拡大などにより、対 GDP 比でみた赤字額の拡大が続くとみられる。プライマリーバランスでも、黒字化はおろか、赤字幅の縮小さえ見込めない。結果として、債務残高(国・地方合計)は、20年度に対 GDP 比率で 238% (1,250兆円) に達する見込み。

図表 財政収支の見通し (名目 GDP 比)



注：中央政府と地方政府の合計。名目 GDP 比。  
資料：実績は内閣府、予測は三菱総合研究所

図表 債務残高の見通し (名目 GDP 比)



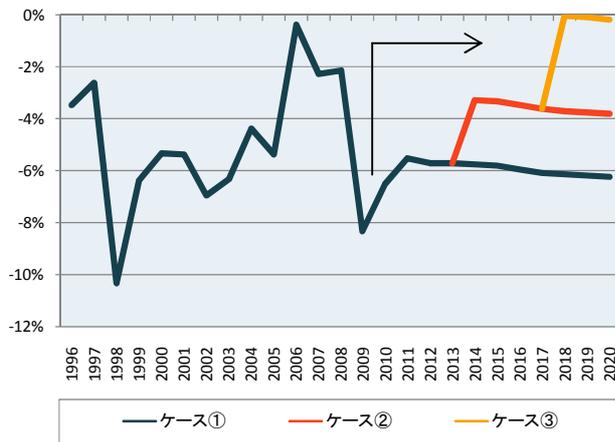
注：中央政府と地方政府の合計。名目 GDP 比。  
資料：実績は内閣府、予測は三菱総合研究所

## 財政健全化の目処－消費税のみに依存すれば 18%までの引き上げが必要

政府は、10年6月に閣議決定した財政運営戦略で、財政健全化目標として、「国・地方の基礎的財政収支（プライマリーバランス）を、15年度までに対GDP比で半減させ、20年度までに黒字化する」ことを掲げた。弊社見通しにおける成長率や金利を前提として、財政健全化目標を達成するために必要な消費税率を試算すると、14年度に5→10%に引き上げ、18年度にさらに10→18%と、EU主要国並みにまで引き上げる必要がある。その結果、債務残高/名目GDP比率も210%程度で安定的に推移する。

世界的にソブリンリスクへの懸念が高まる中、政府は財政再建に向けて現実味のある道筋を示す必要がある。ただし、消費税増税のみに依存すれば、消費や住宅投資の減少を通じてGDPを大きく押し下げる可能性がある。したがって財政再建には、①世代間格差是正の観点からも、社会保障費抑制など歳出削減との組み合わせが不可欠であるほか、②成長戦略の着実な実行、③消費税率引き上げ方法やタイミングの見極めが重要となろう。

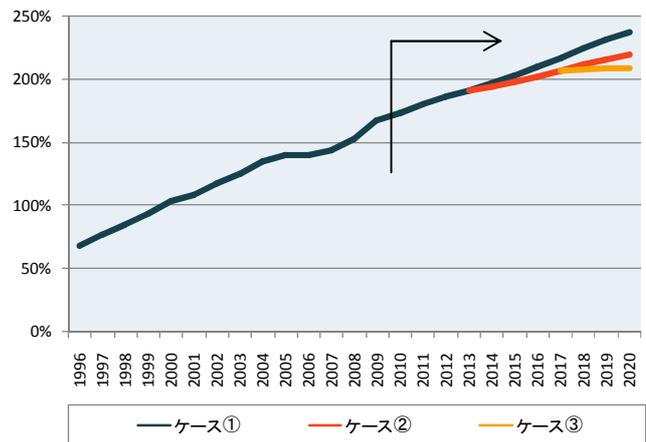
図表 プライマリーバランス（名目GDP比）



注：ケース①は消費税率5%のまま、ケース②は2014年度に5→10%、ケース③は14年度に5→10%、18年度に10→18%。

資料：実績は内閣府、予測は三菱総合研究所

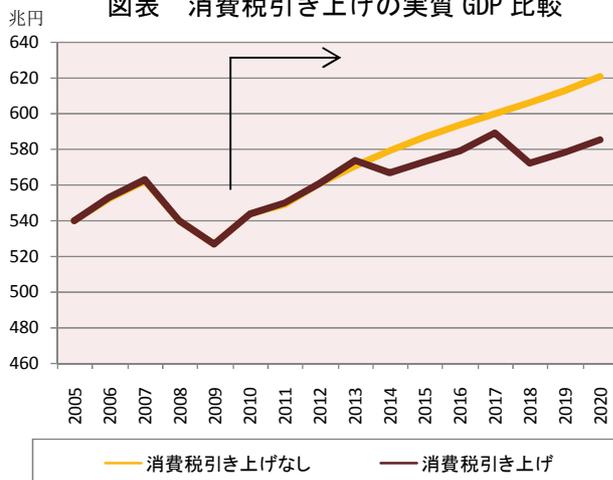
図表 債務残高（名目GDP比）



注：ケース①は消費税率5%のまま、ケース②は2014年度に5→10%、ケース③は14年度に5→10%、18年度に10→18%。

資料：実績は内閣府、予測は三菱総合研究所

図表 消費税引き上げの実質GDP比較



注：消費税引き上げは、14年度5→10%、18年度10→18%。

資料：実績は内閣府、予測は三菱総合研究所

図表 過去の消費税引き上げ時の影響

	89年(0→3%)		97年(3→5%)	
	前	後	前	後
個人消費	2.0%	▲2.2%	1.3%	▲3.8%
住宅投資	*	*	*	▲7.3%

注：弊社マクロモデルにおける消費関数、住宅投資関数に、消費税引き上げ前後のダミー変数を入れて推計。\*印は統計的に有意に検出されず。

資料：実績は内閣府、予測は三菱総合研究所

## 貯蓄投資バランス—家計貯蓄率は趨勢的に低下、家計純金融資産と政府債務残高の逆転も

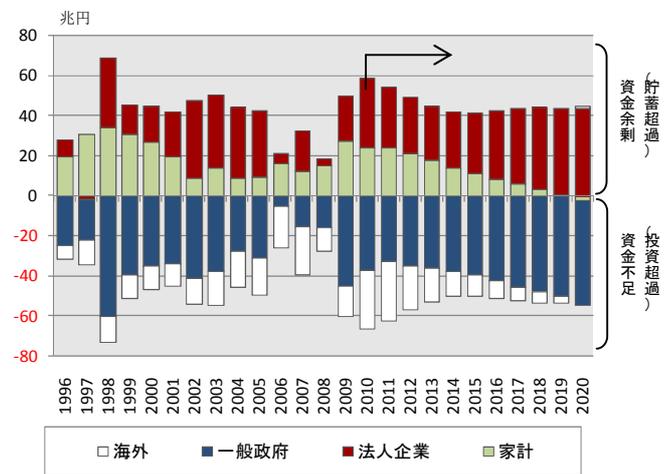
家計の貯蓄率は趨勢的に低下し、予測期間の後半にはマイナスになることが予想される。勤労者世帯は、社会保障に対する不安などから高めの貯蓄率を維持するとみられるが、高齢化の進行によって貯蓄を取り崩す高齢者割合が増加し、全体では家計貯蓄の減少が進むためである。貯蓄投資バランスを確認すると、90年代後半の財政赤字拡大期と異なり、10年代は家計部門の貯蓄超過幅は縮小し、企業部門における貯蓄が公的部門の資金不足を賄う構造が想定される。ストックベースでも、消費税引き上げ等による財政再建が行われない場合、これまで政府債務残高を大きく上回って推移してきた家計純資産残高が、20年度頃に債務残高を下回ることが予想される。中長期的なマクロバランスの観点からも、中長期的な財政ファイナンスへの懸念によるソブリンリスクの高まりを回避する点からも、政府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



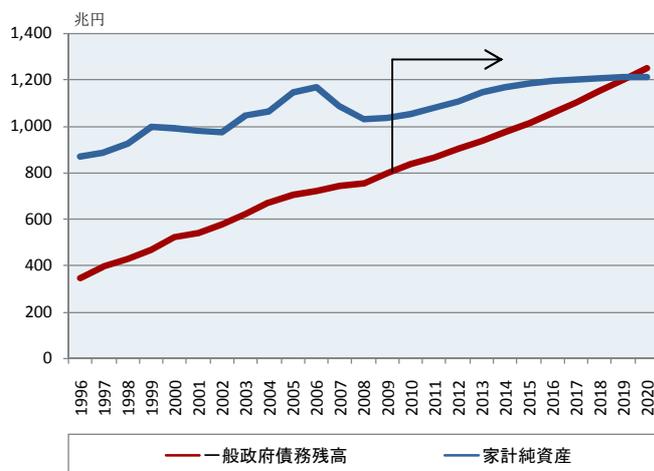
注：家計と対家計民間非営利団体の合計。  
資料：実績は内閣府、予測は三菱総合研究所

図表 貯蓄投資バランスの見通し



資料：実績は内閣府、予測は三菱総合研究所

図表 家計純資産と政府債務残高の見通し



資料：実績は内閣府、予測は三菱総合研究所

[米国]

- ・ 米国経済は、景気回復基調を辿っているものの、自律的な回復ペースは緩やかに止まっている。12 年以降は本格的に回復し、15 年にかけて+3%を上回る成長を見込む。その後、20 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]

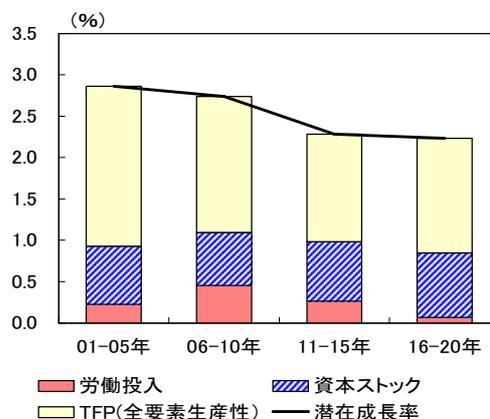
- ・ EU 経済は、予測期間前半は、財政再建の本格化を受けて低めの成長率での推移が続くと見込む。その後は、+1%台半ば程度の潜在成長率見合いでの緩やかな回復傾向を予測。

(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、労働投入量の伸び率鈍化により、全体の伸びが抑制され、2000 年代の+3%程度から、10 年代は+2%台半ばへ低下すると予想する。移民の流入は、引き続き労働力人口の増加要因となるが、10 年代後半にかけては、ベビーブーマー世代（1946～64 年生まれ）の退職の影響により、労働力人口の伸び率は鈍化する。また、労働力人口の中でも高齢層の割合が高まることから、労働参加率も低下し、潜在成長率を押し下げることになる。

図表 米国の潜在成長率（推計値）



資料：ILO 人口統計、商務省、労働省統計を基に三菱総合研究所作成

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、09 年後半から回復を続けている。しかし、政府支援の下支え効果が大きく、自律的な回復力は、過去の景気回復局面と比較しても緩やかなものに止まっている。家計部門においては、雇用回復の遅れ、バランスシート調整の長期化が、従来は米国経済成長の牽引役であった消費の抑制要因となっている。とくに雇用環境は、景気循環的な要因に加え、労働需給のミスマッチ拡大という構造的な問題を抱えているとみら

図表 米国の経済見通し

(暦年・平均値、%)	実績	予測		
	2001-05	2006-10	2011-15	2016-20
実質GDP	2.4	0.9	2.9	2.3
個人消費	3.0	1.1	2.9	2.5
設備投資	0.4	0.3	4.9	2.9
住宅投資	6.0	▲15.6	2.6	4.1
政府支出	2.5	1.7	1.9	1.5
輸出等	1.9	5.0	6.3	4.5
輸入等<控除>	4.3	0.8	5.3	5.0
名目GDP	4.9	3.0	4.6	4.2
消費者物価(総合)	2.5	2.2	1.9	2.4
FFレート誘導水準(期末)	4.25	0-0.25	3.00	4.00
失業率(除く軍人)	5.4	6.8	7.8	5.7

資料：米国商務省、労働省、FRB。予測は三菱総合研究所

れ<sup>2</sup>、失業率が 6% 程度の水準に戻るためには約 4～5 年の時間を要すると予想する。一方、家計の債務圧縮は道半ばであるものの、緩やかに進んでいる。債務返済比率は 90 年代の水準まで低下しており、先行き消費への下押し圧力は徐々に弱まるとみられる。ただ

<sup>2</sup>詳しくは、「2010・2011 年度の内外景気見通し（10 年 11 月 16 日公表）」P.7 を参照。

し、債務調整は金利低下の恩恵も受けており、後述の財政赤字懸念が大幅な金利上昇を招けば調整を一段と長引かせるリスクとなりえよう。

リーマンショック以降、米国経済は、旺盛な新興国需要やリストラによる収益改善を主導に景気回復を辿っており、企業（非金融業部門）は歴史的な高水準な流動資産を保有している。足元の自律的な回復力の弱さから、同資金が新規の雇用や設備投資へと向けられるタイミングには不透明感があるが、11年は新たな減税実施により、そして12年以降は中長期的な成長期待の回復とともに、新規雇用や投資も拡大していくとみられる。その結果、15年にかけては需給ギャップを埋める形で潜在成長率を上回る+3%近傍の成長率を見込む。16年以降は、概ね+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。

図表 就業者、失業率の想定

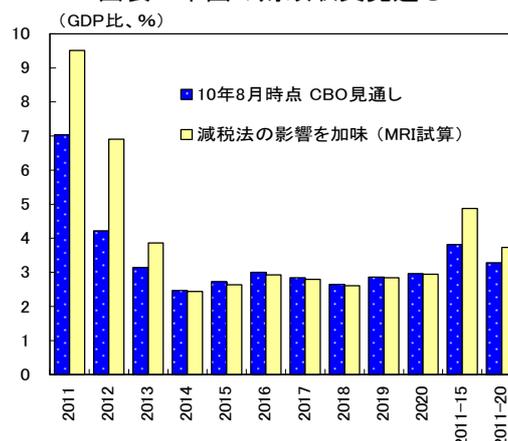
(平均)	2011-12	2013-14	2015
就業者数増加幅 (万人/年間)	180	240	180
失業率 (%)	8.8	7.1	6.0

資料：米国労働省より三菱総合研究所試算

### 財政再建と景気回復の双方へ注力

オバマ政権は、13年会計年度までに財政赤字額半減を目標としているが、景気回復が緩慢なことなどから、赤字削減ペースは遅れている。議会予算局（CBO）の試算（10年8月）によると、GDP対比▲9.9%と戦後最大の水準まで拡大した09年会計年度の財政赤字は、12年度には同▲4.2%まで改善することが見込まれていたが、10年12月に成立した減税法<sup>3</sup>の影響を踏まえると、11年度は同▲10%弱、12年度は同▲7%弱まで財政赤字が上振れする見込みとなる。10年秋の中間選挙圧勝により影響力を強めた共和党は

図表 米国の財政収支見通し



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

「小さな政府」を指針に、初年度から歳出を危機前の水準まで圧縮することを主張しており、12年度の予算プロセスが注目される。更なる懸念材料として、GSE2社（ファニーメイ、フレディマック）の7兆ドルを超えるといわれる隠れ負債の存在もある。国有化、民営化いずれの場合でも中長期的な財政負担は必至とみられる。財政再建への信認が低下すれば金利の大幅上昇から景気失速を招くリスクが高まる一方、景気が本格回復する前の急

<sup>3</sup>オバマ米大統領は、10年12月、家計支援を中心とする景気対策として減税延長法案（Tax Relief, Unemployment Insurance Reauthorization, and Job Creation Act of 2010）に署名。議会予算局（CBO）試算では、総額約8,578億ドル規模（11-20年累計赤字額）。ブッシュ減税の2年間延長に加え、失業保険給付の13ヶ月延長、給与税の2%減税、企業設備投資の初年度一括償却などが盛り込まれた。「ブッシュ減税」とは01年、03年にブッシュ前政権が実施した所得税や配当税などが対象の減税策で、10年末で期限を迎える予定だった。当初、オバマ政権と民主党は、低中所得層のみ延長し、高所得層向けは打ち切る方針だったが、中間選挙大敗を受け共和党の求める全所得層に対する2年間の延長を認めることとなった。

激な歳出削減は減税効果を打ち消す恐れもあり、着実な景気回復と中長期的な財政再建の両立という難しい政策運営が求められる。

### 金融政策の正常化は遅れる見込み

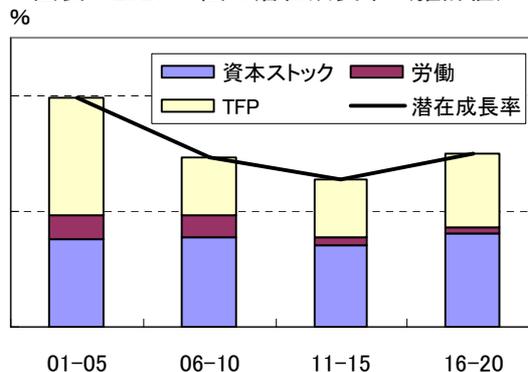
FRBは、自律的な景気回復が遅れる中で、昨年11月、国債購入を柱とする量的緩和政策の拡大に踏み切った。しかし、労働需給の回復にはなお時間を要することが予想される中、インフレ圧力は当面抑制されるものと考えられる。したがって、金融政策の正常化への動きは12年入り後と予想する。その後、需給ギャップの緩やかな解消に伴い、FFレートは15年末までに3%近傍、20年にかけて4%近傍まで引き上げられると想定する。

## (2) 欧州経済

### 潜在成長率は+1%台半ばへ

EU27カ国の潜在成長率は、12年頃から始まる生産年齢人口の減少を主因に緩やかに低下し、20年ごろには+1%台半ばに低下すると予想する。11-15年は、緊縮財政による資本蓄積ペースの鈍化もあって+1.3%程度へ低下、16-20年は+1.6%程度とやや戻すものの、リーマンショック前の潜在成長率(+2.0%程度)を下回ることが見込まれる。生産年齢人口の減少は、年金改革(受給開始年齢引上げ等)による労働参加率の上昇である程度カバーされるとみるが、労働市場の改革の遅れにより構造的失業率が上昇する場合には予測期間中にマイナス寄与へ転じる可能性も否定できない。また、ソブリンリスクが金融システムを不安定化させる状況が続けば、民間企業の研究開発投資が抑制され、TFPの伸びが低下するリスクも存在する。

図表 EU27カ国の潜在成長率(推計値)



資料: Eurostat, Ameco を基に三菱総合研究所作成

図表 EU27カ国の経済見通し

暦年・平均値、%	実績	予測		
	2001-05	2006-10	2011-15	2016-20
実質GDP	1.8	0.8	1.5	1.6
名目GDP	3.8	1.8	3.3	3.4
消費者物価	2.5	2.3	2.1	1.8

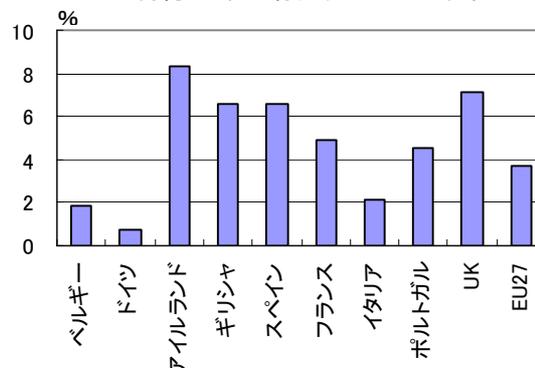
資料: Eurostat、予測は三菱総合研究所

### 中長期的な成長パスは財政再建や構造改革の成否が鍵

欧州ソブリンリスクの高まりは、多額の域内国債を保有する金融機関の経営不安と相俟って、欧州金融システムの安定性に対する懸念に繋がっている。11年から域内27カ国中24カ国で財政再建が本格化し、予測期間前半の成長の重石となり続けよう。金融政策面では政策金利が既に低水準にあり、追加緩和余地も少ないことから、ゼロ制約がない場合の

財政再建に比べ、緊縮財政によるマイナスのインパクトは大きいと見られる<sup>4</sup>。各国の財政削減計画を基に、名目 GDP への影響を試算すると、財政再建国では最大で 5 年間で累計▲6%～▲8%程度の押し下げが見込まれる。EU 全体では、ドイツを中心に外需主導での景気回復は持続するとみられるが、予測期間の前半は財政再建国での下押し圧力から低めの成長率が続くと予想する。予測期間の後半は、前半の財政再建の成否および中身が鍵となろう。メインシナリオとしては、財政再建に一定の目処が立ち、潜在成長率見合いの緩やかな回復軌道を辿ると予測する。しかし、「景気低迷により財政再建難航→ソブリンリスク・プレミアムの高止まりから利払い負担増→債務残高の一段の増加」という悪循環に陥り、後半の成長率が更に低下するリスクは残る。一方、財政再建の軸を社会保障改革とすることで、構造的歳出削減と同時に労働税（雇用主、雇用者双方の社会保障負担）の引下げを実現できれば、労働コスト低下による競争力向上、雇用促進につながり、後半の成長率が高まるシナリオも展望できよう<sup>5</sup>。

図表 財政再建による名目 GDP 下押し効果  
(ゼロ制約がある場合、11-15 年累計)



資料：欧州委員会秋季予測の試算結果、欧州委員会、英財務省資料をもとに三菱総合研究所推計

<sup>4</sup> 欧州委員会（2010年秋季予測）は EU の財政再建実施（財政赤字の対 GDP 比 1%削減）について、ゼロ制約がない場合の 1 年目の GDP 押し下げ効果を▲0.3%、ゼロ制約がある場合を▲0.5%と試算している。

<sup>5</sup> 欧州委員会（2010年秋季予測）は、EU の財政再建（財政赤字の GDP 比 1%削減）が、政府の歳出（主として社会保障関連支出）削減、消費税、固定資産税引上げと、労働税、法人税引下げの組み合わせによって実施された場合、名目 GDP への下押し効果は小さくかつ早期に終了し、6～7 年後には押し上げに転じると試算。

[中国]

- ・ 内需堅調を背景に、11年も引続き+9%前後の高い成長率が見込まれ、14年までは+8%近傍の成長を予想する。その後は、資本の伸びの鈍化、労働の減少による潜在成長率の低下を背景に、20年までに+6%半ばまで緩やかに鈍化すると予測。

[インド]

- ・ 資本の伸び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、10年以降も+7%台を維持し、16-20年の年平均成長率は中国を上回る成長を予想。

[ブラジル]

- ・ 中間所得層が消費の成長を牽引するものの、潜在成長率の緩やかな低下を背景に、経済成長率は足元の+4%台から、11年以降は+3%台後半、15年以降は+3%台半ばへと緩やかに低下すると予想。

(1) 概況

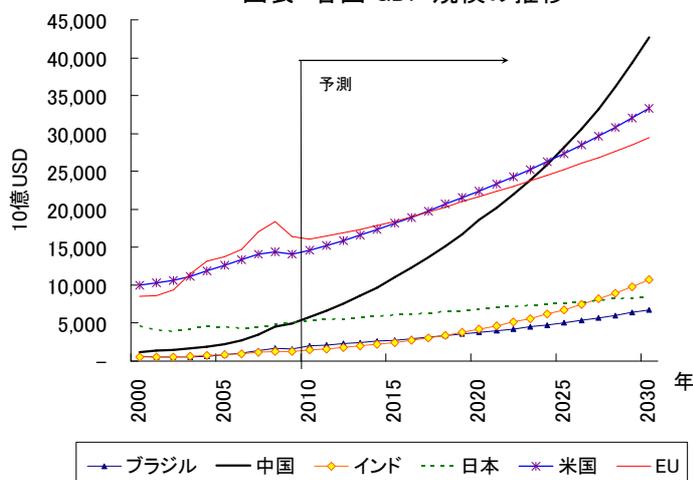
新興国の市場規模は急拡大するも、一人当たり購買力は先進国が圧倒的高さ

中国、インド、ブラジルの新興国各国の実質 GDP 成長率を比較すると、16-20年にはインド(+7.3%)が中国(+6.5%)を上回る一方で、ブラジルは予測期間を通じて潜在成長率(+3-4%台)近傍の安定的な成長を予想する。この予測を基に各国の市場規模を推計すると以下のようなになる。

まず、GDP 規模で比較した場合、中国経済が米国経済を上回る時期は 25 年頃と予想される。15 年以降も高成長を続けるインドは 20 年前後にブラジルを上回った後、30 年までには日本を上回る可能性もある。

次に、一人当たり GDP で比較した場合、中国は、20 年時点でブラジルの水準に近づくものの、日本、米国、EU と比べれば低水準に止まる。また、インドは高めの経済成長を継続したとしても、一人当たり GDP は 20 年時点において新興国内ですら低い水準であることに変化はない。

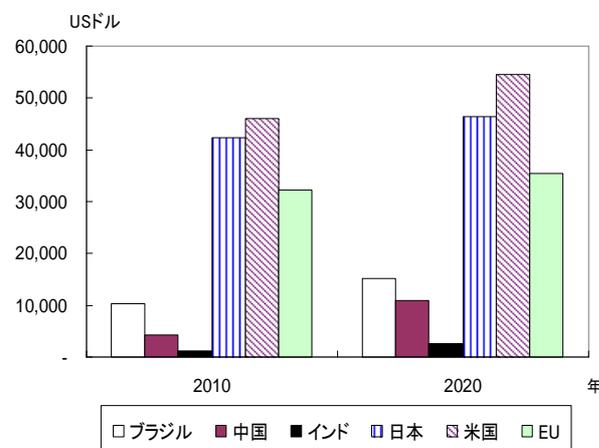
図表 各国 GDP 規模の推移



資料：実績は IMF、予測は三菱総合研究所推計

注：2021 年以降については、中国、インド、ブラジル、日本、米国、EU の成長率をそれぞれ、5.5、6.0、3.0、1.0、2.2、1.4%と機械的に設定。

図表 各国一人当たり GDP



資料：三菱総合研究所推計

## (2) 中国経済の展望

### 経済構造の転換を目指す中国政府

11 年は中国の経済発展方式が転換にむけて舵を切る初年度となる。3 月には 11-15 年の新しい経済政策方針となる

「第十二次五カ年計画（規画）（以下新五カ年計画）」を採択し、「経済発展方式の転換加速」に向けた各種政策方針を具体化させていくことになる。中国政府はこれまで高成長を牽引してきた経済発展方式を見直す時期に来ているとの認識が強く、11 年以降、政策転換に向けた取組みは加速していくであろう。

図表 中国の経済見通し

中国	暦年・平均値、%	実績			
		2001-05	2006-10	2011-15	2016-20
	実質GDP	9.4	10.3	8.1	6.5

資料：実績は IMF、中国国家统计局。予測は三菱総合研究所。

### 成長パスを左右する 3つの政策方針

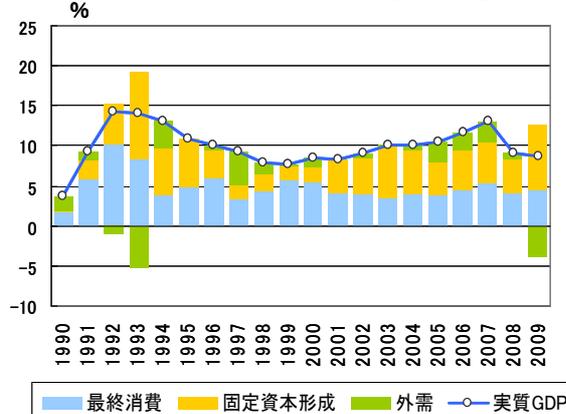
新五カ年計画のうち中長期的な中国経済の潜在成長率を見通す上では、①外需・投資牽引型から消費牽引型の経済構造転換、②所得格差問題への政策対応の加速（格差是正）、③科学技術力向上の 3 点が重要である。①の外需・投資依存型→消費依存型への経済構造のシフトにより、これまで高い伸びを示してきた資本ストックの蓄積ペースはやや鈍化することが予想される一方、近年の投資ブームに伴う非効率な投資が抑制されれば、効率的な資源配分に繋がり、中国の中長期的な生産性上昇に繋がる可能性もある。

また、対外的には中国の内需拡大によりグローバルインバランス是正を促し、世界経済ひいては中国の持続的な成長にプラス効果をもたらす。

②の所得格差是正に向けた政策対応は、急激な高齢化に伴う生産年齢人口の減少圧力を緩和させることが期待される。中国の生産年齢人口比率は、15 年以降低下局面に入り、生産年齢人口自体も 20 年頃には減少し始めると予想されている。労働力の減少は、中長期的な潜在成長率に下押し圧力となるが、格差是正に向けた取組みとして都市化の推進が続けば、人口の 6 割近くが居住する農村部からの労働参加を促進し、労働力の減少スピードを若干緩和する効果があると見込まれる。

③の科学技術力の向上は、生産性の観点から注目される。新五カ年計画では、戦略的振興産業の育成プランの中に 7つの産業<sup>6</sup>がリストアップされている。15 年以降は資本ストックの蓄積が鈍化し、生産年齢人口比率が低下するため、これら産業における技術革新が生産性の向上に繋がるかどうか、中長期的な成長率を左右する重要な要素となろう。

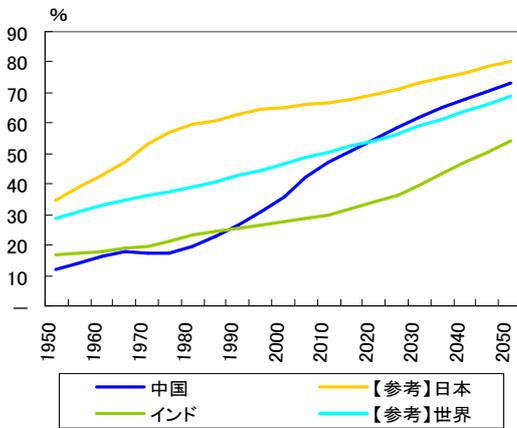
図表 中国実質 GDP の寄与度別推移



資料：中国国家统计局

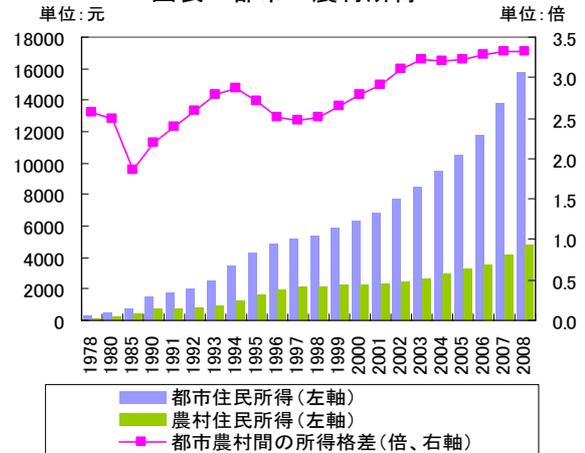
<sup>6</sup> 具体的には、次世代情報技術、省エネ・環境保護、新エネルギー、バイオ、ハイエンド設備製造、新素材、エコカー等の 7 産業。

図表 各国の都市化率



資料：国連

図表 都市・農村所得



資料：中国国家統計局

### 国内需要（消費）の先行き

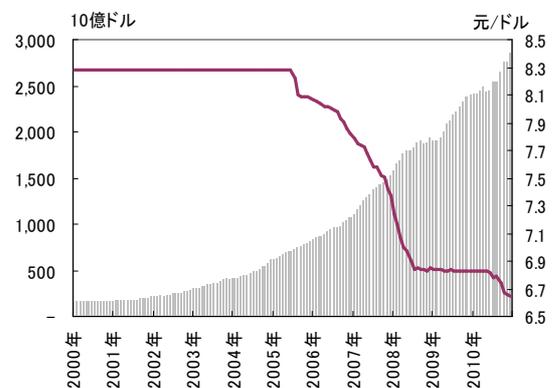
新五ヵ年計画の進捗により、牽引役を期待される消費の先行きも変化する。当面は消費牽引型の経済構造へのシフトにより、政府による消費促進策の継続が見込まれることから、消費は堅調な伸びが予想される。しかし、15年以降、本格化するといわれる高齢化の進展と人口の伸び率鈍化とともに消費の伸びは鈍化していくであろう。

こうした中、15年以降の消費の下支え役として期待される要素として、社会保障制度の拡大・充実や、都市化進展による消費の高度化が挙げられる。中国では、近年、都市と農村との所得格差が拡大しており、政府は、所得格差解消と産業高度化を目的とする農業の近代化に加え、今後数年で農村部から2億人程度を都市部に移動させるなど、都市化政策の強化を計画している。中国の都市化率は、10年時点で50%前後と日本や世界平均と比べて低く、上昇の余地は大きい。都市化進展に伴う耐久消費財の普及などによる消費拡大は、高齢化による消費の伸び率鈍化を緩和する効果が期待できる。

### 政策面の動向—元高方向への調整は緩やかなペースを維持

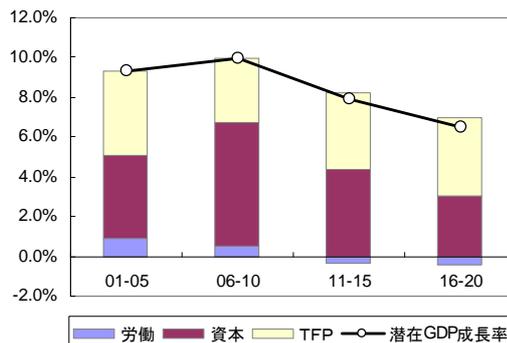
政策面では、足元インフレの加速が懸念材料となる中、急速な金融引締めに伴う消費や投資への下押し圧力など、景気失速リスクにも注意を払う必要がある。10年10月に中国人民銀行は利上げに転じ、12月には政府が08年後半から2年間続けてきた「適度な緩和」から、「穏健（中立）」スタンスへの転換を明確にした。食料品価格の高騰抑制を含めたインフレ抑制は目下の最重要課題であり、11年から12

図表 中国の外貨準備と為替レート



資料：Bloomberg

図表 中国の潜在成長率（推計値）



資料：中国国家统计局資料、国連資料などから三菱総研究所推計

年に向け、利上げを含めた金融引締めスタンスを維持すると予想する。一方、財政政策については、現時点でも積極的な財政スタンスが継続されている。11年は徐々に縮小に向かいつつも拡張的政策が維持され、中立的な財政政策にシフトするのは12年と予想する。

為替政策については、10年6月下旬に人民元改革として元高容認を再開後、年末までに6.83元/ドルから6.60元/ドルレートまで上昇

し、半年で約3%程度の元高となった。中国政府は、大規模介入がインフレの温床となる面を意識しつつも、人民元の国際取引の拡大や金融資本市場の自由化を進める中で、あくまでも緩やかな為替調整を続けるというスタンスを堅持している。人民元の適正化は長期に亘って漸進的に行われることが予想されるため、20年までに4.5元/ドルレート（35%程度の上昇）程度まで、緩やかに調整を続けることをメインシナリオとする。

政治面では、急激な経済成長に伴い拡大した格差が社会を不安定化させるリスクが燃っており、今後増大する可能性もある。12年以降、現在の胡温体制から、新しい国家元首、首相への交替が予定される中で、交替後の政策方針変更が中国経済の先行きに影響を与える可能性についても注意が必要である。

### 2020年にかけて成長率は鈍化傾向を強める

以上を踏まえ、中国の潜在成長率は、6-10年の+9-10%、11-15年は+8%前半から7%台後半、16-20年は+6%台後半から半ばまで緩やかに低下すると予測する。

GDP成長率については、インフレ加速や金融引き締めによる影響などが短期的なリスクとして懸念されるものの、足元の内需（特に消費）の堅調さや拡張的な財政政策等を踏まえ、15年までは小幅に上方修正する。15年以降は外需の伸びの鈍化に加え、設備投資の増勢テンポの鈍化、人口の伸び率低下に伴う消費の緩やかな鈍化を背景に、小幅下方修正を行った。6-10年の+10.2%の高成長の後、11-15年は+8.1%、16-20年は+6.5%の実質GDP成長率を予測する。

### (3) インド経済の展望

#### 潜在成長率を左右する要素

中長期的にみて、インド経済の成長持続の行方は、生産年齢人口の伸びと、不足するインフラ投資を拡充する資本蓄積のペースが重要なポイントとなる。生産年齢人口については、20年までの予測期間中、増加が見込まれ、引続きインドの潜在成長率にプラスに寄与する。

図表 インドの経済見通し

インド	暦年・平均値、%	予測			
		2001-05	2006-10	2011-15	2016-20
実質GDP		6.5	8.3	7.8	7.3

資料：実績はIMF、インド政府。予測は三菱総合研究所

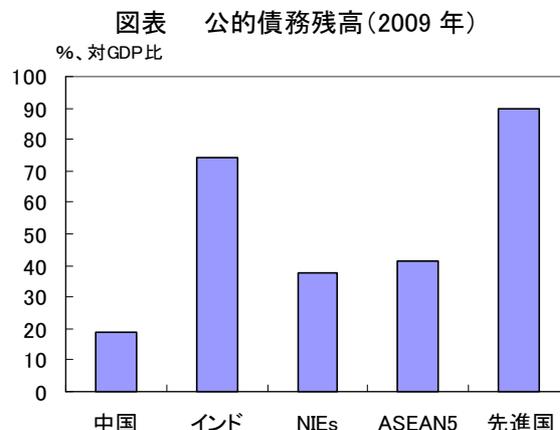
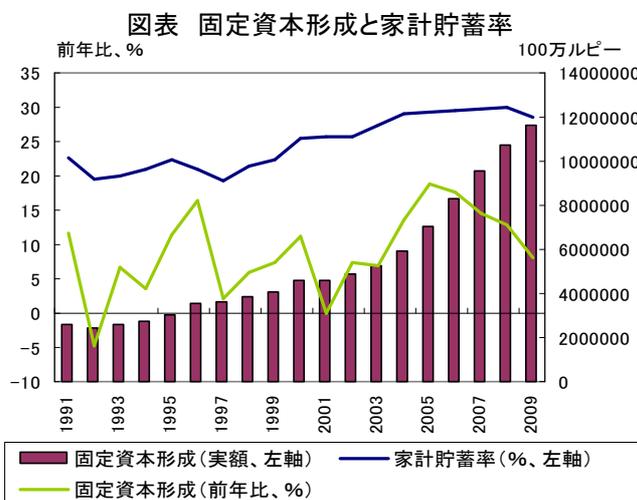
#### 資本蓄積は鈍化しながらも継続

資本蓄積のペースについては、①対内投資動向、②政府の公共投資と財政赤字のバランス、③国内民間貯蓄の3つがポイントとして挙げられる。まず①の対内投資（フロー）については、10年は全体で3割超も増加しているが、直接投資は前年比▲0.2%程度と小幅マイナスとなる一方、証券投資が同+133.7%と大幅に増加し、短期的な証券投資に支えられた資金流入が続いている。経常赤字国であるインドの対外ファイナンスは、国際資金フローの動向に大きく左右されやすくなっているといえ、脆弱性が高まっている。

②の財政状況については、財政赤字（フロー）でみると、政府は金融危機後に実施した拡張的な政策を既に転換し、赤字削減に向けた取組みを開始していることから、10年度の財政赤字は対GDP比▲5.5%と、09年度の▲6.7%に比べて低下が見込まれる。ただし、債務残高（ストック）でみた場合、インドの公的債務残高の水準は、日本を除く他のアジア諸国と比較しても高く、財政面からのインフラ投資加速には限界があろう。

③の国内民間貯蓄については、生産年齢人口の増加に伴い、高い家計貯蓄率が続くことが見込まれる。増加する国内貯蓄が投資資金の供給源となることが期待される。

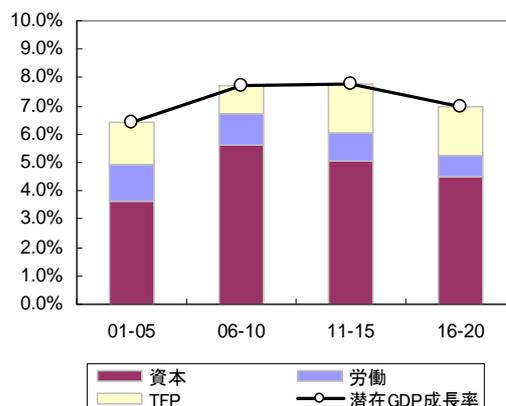
これらの3要素を総合的に勘案すれば、国際金融市場の動向が対内投資フローの急激な変動を引き起こすリスクは存在するものの、財政赤字削減を前提に、高い民間部門の貯蓄率が国内投資資金の拡大を支えていく構図が続くと見込まれ、インフラ投資の拡充に伴う資本ストックの蓄積は今後も緩やかに継続すると予想する。



上記の状況を踏まえ、インドの潜在成長率を推計すると、前回とほぼ変わらず、足元の+8-9%台から、11-15年で+7%台半ば、16-20年で+7%前半と高い成長率が続く結果となった。ただし、生産性の伸びを示す TFP については、教育格差の大きさや、複雑な税制や行政面での非効率性が今後 10 年程度で大きく改善する可能性は低く、大幅な上昇はないと想定している点に変更はない。

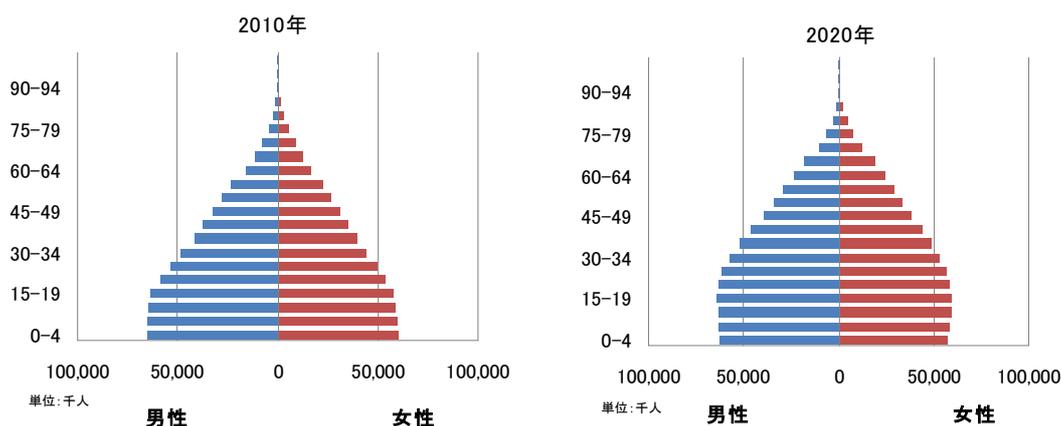
実質 GDP 成長率については、11-15 年は+7.8%、16-20 年は+7.3%と予想する。需要面では中間層の拡大と生産年齢層に牽引される消費の持続的拡大が、今後の成長を支えていくと予想する。

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

図表 インドの年齢別人口



リスク要素としては、対外的なショックに脆弱な経済構造である点には注意が必要である。経常収支赤字国であるインドでは、対外的な資金への依存が続いている。短期資金が何らかのきっかけで逆流し始めれば、ルピー安を招き対外債務の負担が増加するリスクが大きい。加えて、財政赤字、インフレがリスク要素として挙げられる。旺盛な民間需要の伸びは、潜在的なインフレ圧力となっている。何らかのきっかけで、インフレ率が急速に上昇する場合には、消費と投資を急激に冷やし、経済成長率が潜在成長率を下回るリスクが増大することになる。また、財政赤字については、金利上昇により投資が阻害され、資本蓄積ペースが鈍化する可能性がある。インド経済の持続的な成長の実現のためには、金融政策の適切な運営と、財政赤字の削減が重要な鍵を握ると考えられる。今後、エネルギーなどへの補助金の見直しを含めた歳出削減や、消費税などの税制改革が不可欠となろう。

## (4) ブラジル経済

### 安定成長を予想

ブラジル経済の足元の潜在成長率は、+4-4.5%程度とみられる。今後、20年頃にかけて、+3%台半ば程度にまで低下する見込みである。

労働力人口は、20年時点でも+1%程度の伸びを確保するとみられ、人口高齢化とも関連するといわれるTFPは、予測期間中、現在の上昇トレンドを維持するとみられる。新政権で予定されている大規模公共投資も資本蓄積の加速とともに、インフラ不足による非効率性の改善を通じて生産性の向上をもたらすであろう。

かつてブラジルの成長制約となっていた高インフレ率は、近年は中央銀行により適切に管理され、中央銀行が目標とするレンジに収まる伸び率で推移している。対外債務の対GDP比率はこの10年

でおおむね低下が進み、財政規律も維持されている。安定成長に向けた基盤は整ってきたと評価できよう。ただし、足元では内需拡大などから経常収支が赤字となっており、財政規律の堅持が安定成長の条件となる。また、ファイナンス・コストの低下も重要な課題である。国際金融市場は、かつてのハイパー・インフレの歴史などを踏まえてインフレ・リスクに対する高いプレミアムを要求していると考えられる。高金利は幅広い分野での資本深化の阻害や、海外からの投資資金流入の過熱等のデメリットが考えられる。

### 中間所得層・若い世代が需要の牽引役へ

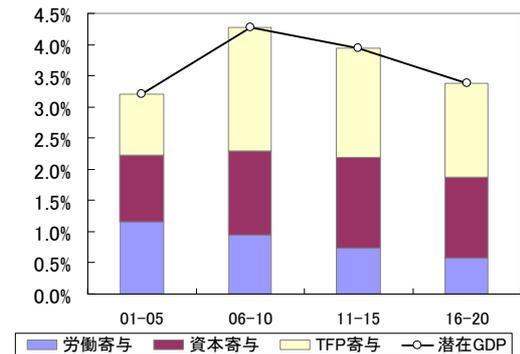
需要面では、20年にかけて中間所得層が今後の消費を牽引することが見込まれる。とくにアッパーミドル層が拡大する公算が大きい。また、年齢別人口動態では、20~30代後半と若い世代がボリュームゾーンとなるため、耐久消費財や住宅への旺盛な需要が経済を押し上げることが期待される。

図表 ブラジル経済見通し

ブラジル	暦年平均、% 実質GDP	実績		予測	
		2001-5	2006-10	2011-15	2016-20
		2.8	4.4	3.9	3.4

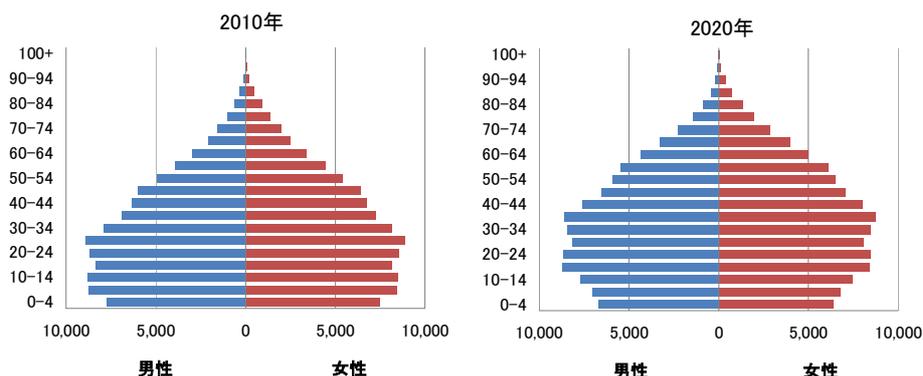
資料：実績はIPEA。予測は三菱総合研究所。

図表 ブラジルの潜在成長率（推計値）



資料：IPEA、ILO、国連データなどより三菱総合研究所推計

図表 ブラジルの年齢別人口



資料：国連

《本件に関するお問合せ先》

株式会社三菱総合研究所  
〒100-8141 東京都千代田区永田町二丁目 10 番 3 号

政策・経済研究センター 武田洋子 電話:03-6705-6087 Email: ytakeda@mri.co.jp

広報・IR部 笠田・鈴木 電話: 03-6705-6000 Email: media@mri.co.jp

《担当》

【内外経済総括】武田洋子 【日本】森重彰浩 【米国】平田暁子 【欧州】重次泰子【新興国】対木さおり、大島一宏

尚、本資料は内閣府記者クラブに資料配布致します。