

**PRESS RELEASE**

---

**内外経済の中長期展望  
2011-2025 年度**

2012 年 2 月 24 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、2008 年秋のリーマン・ショック後、先進国に代わり新興国がけん引役となるなど、大きな転換点を迎えている。こうしたパワーシフトは、世界の金融・経済・政治の不安定化につながりやすく、国際協調による解決の重要性は増している。
- ・ 世界経済の先行きを展望すると、今後も新興国主導での堅調な成長が予想される。一方、日本では、復興需要の本格化に伴い、12-13 年度は 1%台後半の実質 GDP（国内総生産）成長率を予想するが、その後は労働力人口減少が続くなかで徐々に成長率を低め、現状の延長では 20 年代の成長率は 1%台を下回ることとなろう。
- ・ わが国では、少子高齢化の進展が中長期的な活力の阻害要因として指摘され始めて久しいが、必要な改革や調整が先送りされてきた。その結果、企業・家計の成長期待を低め、需要不足からのデフレが続いていた可能性がある。しかし裏を返せば、今後の政府、企業、国民の取り組みにより、日本の成長力（一人当たり GDP）の引上げ余地はあるとも言える。具体的には次の 3 点が必要である。

### 1. 内外での潜在需要の開拓：構造変化への適応や課題の克服が鍵

新興国経済の台頭や先進国での高齢化進展など、世界経済は大きな変革期を迎えている。経済規模（PPP ベースの GDP）では、新興・発展途上国が約 5 割と先進国に並び、アジア新興国は約 3 割を占める。この巨大市場のアジアに位置するわが国のメリットは大きい。国内では、高齢化や環境・エネルギー制約など構造変化への対応や課題の克服が需要開拓の大きなチャンスとなっている。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きた。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、マクロ全体で見れば構造的なデフレ要因ともなる。産業・分野間で資本や労働のシフトを促すには、金融の役割も重要だ。潜在的な市場を掘り起こし、新しいビジネスの芽を育てていくことが求められる。

### 2. 経済・社会基盤の建て直し：若い世代のコンフィデンス回復を

成長の源泉は民間の活力にある。しかし、人口減少やグローバル化に応じた政府による経済・社会基盤の建て直しも欠かせない。第一に、現在の閉塞状況から脱却するには、世代間格差是正と財政再建が急務である。成長の源泉となるイノベーションを引き出すには、若い世代の将来へのコンフィデンスを高め、活力を取り戻す必要がある。第二に、新興国市場の需要取り込みには、民間企業努力とともに競争環境の整備も焦眉の課題である。環太平洋経済連携協定（TPP）参加に向けた交渉や経済連携協定（EPA）・自由貿易協定（FTA）を着実に進めることが重要だ。第三に、震災復興推進、成長分野へのシフト促進、高齢者社会、エネルギーと環境問題解決の両立の観点から、規制緩和、技術開発支援、コンパクトシティ化、環境・エネルギー政策の道筋と実行が必要である。

### 3. 人的資本の再構築：根幹は教育

労働力人口減少への対策は、長期的には少子化対策が何よりも効果的であるが、他方で政府・企業が今取り組めることは少なくない。再チャレンジを可能とする採用制度や賃金体系、女性の労働参加率向上への取り組みが進めば、労働力人口減少の影響は緩和される。最後に、もっとも重要な点として、中長期的な成長基盤の再構築には教育改革が欠かせない。人口減少社会で国力を維持する根幹は教育である。グローバル人材育成も含め、若い労働力の質の向上はイノベーションをもたらす生産性の向上に繋がる。

## 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、12-25年度平均+0.7%程度と想定。実質 GDP 成長率（年度平均）は、11-15年度+1.0%、16-20年度+1.0%、21-25年度+0.8%。一人当たり実質 GDP 成長率は、11-15年度+1.2%、16-20年度+1.4%、21-25年度+1.3%と予測。
- ・ 名目 GDP 成長率は、11-15年度+0.5%、16-20年度+1.3%、21-25年度+1.3%と予測。
- ・ 消費者物価指数（除く生鮮食料品）の上昇率は、12、13年度にゼロ近傍で推移した後、14年度は消費税引き上げにより2%を上回ると予想。その後は、1%台前半から後半への緩やかな上昇を見込む。

### [財政の中長期予測]

- ・ 「税と社会保障の一体改革」大綱（12年2月17日閣議決定）に盛り込まれた消費税率引き上げ「14年4月に5%→8%、15年10月に8%→10%」を前提にすると、基礎的財政収支（プライマリーバランス）は16年度までに対 GDP 比で概ね半減する。しかし、政府の財政健全化目標（プライマリーバランスの20年度黒字化）の達成は厳しい。また、債務残高（国・地方合計）は、25年度に対 GDP 比率で230%程度に達する見込み。
- ・ 20年度の黒字化達成に必要な消費税率は、20年度時点で17%と試算される。

### [海外経済の中長期予測]

- ・ 11-15年：欧米経済がバランスシート調整や緊縮財政等から13年頃まで潜在成長率以下の緩慢な成長にとどまる一方、新興国経済は堅調な成長持続を予想。実質 GDP 成長率は、米国+2.1%、EU+1.0%、中国+8.3%、インド+7.7%、ブラジル+3.4%と予測。
- ・ 16-20年：欧米経済は潜在成長率近傍の成長を見込む。新興国では中国の成長率が生産年齢人口の減少とともに鈍化し、インドの成長率が中国を上回る。実質 GDP 成長率は、米国+2.4%、欧州+1.5%、中国+6.6%、インド+7.5%、ブラジル+3.4%と予測。
- ・ 20-25年：米国+2.2%、欧州+1.4%、中国+5.6%、インド+6.7%、ブラジル+2.6%と予測。人口構造の違いにより、中国とインドの成長率格差がさらに広がる見込み。

# 総括表

## (1) 国内総生産

		実績						年度平均				
年度		2008	2009	2010	2015	2020	2025	実績		予測		
		2001-05	2006-10	2011-15	2016-20	2021-25						
実質GDP	2000暦年連鎖価格10億円	505,804	495,428	510,932	536,107	563,249	584,807	***	***	***	***	***
	前年度比%	-3.7	-2.1	3.1	1.4	0.9	0.6	1.3	0.1	1.0	1.0	0.8
民間最終消費	前年度比%	-2.0	1.2	1.5	0.8	0.3	0.1	1.3	0.5	0.4	0.3	0.2
民間住宅投資	前年度比%	-1.1	-21.0	2.3	-0.6	-1.6	-0.2	-1.8	-7.3	2.6	-1.9	-0.5
民間企業設備投資	前年度比%	-7.7	-12.0	3.5	2.4	0.7	0.4	1.7	-1.7	2.0	1.2	0.5
民間在庫品増加	前年度比寄与度%	0.0	-1.5	0.8	0.1	0.0	0.0	0.0	-0.1	-0.0	0.0	0.0
政府最終消費	前年度比%	-0.4	2.7	2.3	1.3	0.5	-0.2	1.9	1.2	1.6	1.0	0.0
公的固定資本形成	前年度比%	-6.7	11.5	-6.8	-9.6	-4.3	-4.5	-7.2	-3.1	-2.5	-4.6	-4.4
財・サ輸出	前年度比%	-10.6	-9.8	17.2	4.3	4.3	4.0	6.5	2.4	2.8	4.4	4.2
財・サ輸入	前年度比%	-4.7	-10.7	12.0	0.4	1.6	1.9	3.2	0.3	2.0	1.3	1.7
内需寄与度	前年度比寄与度%	-2.7	-2.2	2.3	0.7	0.2	-0.0	0.8	-0.2	0.8	0.3	0.1
民需寄与度	前年度比寄与度%	-2.3	-3.2	2.2	0.8	0.3	0.1	0.9	-0.3	0.5	0.3	0.2
公需寄与度	前年度比寄与度%	-0.4	1.0	0.1	-0.1	-0.0	-0.1	-0.1	0.1	0.2	0.1	-0.1
外需寄与度	前年度比寄与度%	-1.1	0.2	0.8	0.7	0.7	0.7	0.4	0.4	0.2	0.7	0.7
一人当たり実質GDP	前年度比%	-3.8	-2.0	3.1	1.7	1.4	1.3	1.1	0.1	1.2	1.4	1.3
名目GDP	10億円	489,520	473,870	479,180	492,000	524,686	558,994	***	***	***	***	***
	前年度比%	-4.6	-3.2	1.1	1.6	1.3	1.2	-0.2	-1.1	0.5	1.3	1.3
潜在GDP	前年度比%	0.9	0.1	0.3	0.7	0.6	0.5	0.8	0.7	0.6	0.7	0.6

## (2) 物価

年度		2008	2009	2010	2015	2020	2025	2001-05	2006-10	2011-15	2016-20	2021-25
GDPデフレーター	2000暦年連鎖価格	96.8	95.6	93.8	91.8	93.2	95.6	***	***	***	***	***
	前年度比%	-0.9	-1.2	-1.9	0.2	0.4	0.6	-1.5	-1.2	-0.4	0.3	0.5
国内企業物価指数	前年度比%	3.2	-5.2	0.7	1.4	1.4	1.8	-0.3	0.5	1.4	1.4	1.6
輸出物価	前年度比%	-7.4	-7.7	-3.2	-0.2	1.0	1.1	-0.3	-3.2	-0.1	0.8	1.1
輸入物価	前年度比%	0.4	-19.1	6.8	1.8	3.1	2.9	4.1	0.7	3.6	3.0	3.0
消費者物価指数(注1)	前年度比%	1.2	-1.6	-0.8	1.3	1.5	1.9	-0.4	-0.2	0.8	1.4	1.7

## (3) 労働・家計(注2)

年度		2008	2009	2010	2015	2020	2025	2001-05	2006-10	2011-15	2016-20	2021-25
人口	万人	12,805	12,803	12,803	12,644	12,396	12,052	***	***	***	***	***
	前年度比%	0.0	-0.0	-0.0	-0.3	-0.5	-0.6	0.1	0.0	-0.2	-0.4	-0.6
労働力人口	万人	6,647	6,608	6,587	6,430	6,288	6,119	***	***	***	***	***
	前年度比%	-0.3	-0.6	-0.3	-0.4	-0.5	-0.6	-0.4	-0.2	-0.5	-0.4	-0.5
完全失業率	%	4.1	5.2	5.0	3.9	3.4	3.2	4.9	4.4	4.2	3.5	3.3
名目雇用者報酬	前年度比%	-0.5	-4.4	0.5	0.0	0.6	0.5	-1.1	-0.8	-0.3	0.4	0.5
家計可処分所得	前年度比%	-0.9	-0.2	-0.0	0.5	0.8	0.8	-0.6	-0.1	0.0	0.8	0.8
家計貯蓄率	%	1.9	2.9	3.1	-0.0	-1.4	-3.8	2.8	2.2	1.6	-0.7	-2.8
労働分配率	%	71.6	70.9	69.9	69.3	67.7	66.6	69.6	69.4	70.7	68.2	67.1
新設住宅着工戸数	万戸	103.9	77.5	81.9	88.0	77.4	73.2	***	***	***	***	***
	対前年度比	0.3	-25.4	5.6	0.4	-2.1	-0.8	0.6	-8.1	1.5	-2.6	-1.1

## (4) 財政(注3)

年度		2008	2009	2010	2015	2020	2025	2001-05	2006-10	2011-15	2016-20	2021-25
国・地方計 財政収支	兆円	-13.4	-36.8	-35.5	-25.3	-29.2	-36.4	-32.4	-20.4	-35.4	-26.8	-33.7
	対名目GDP比%	-2.7	-7.8	-7.4	-5.1	-5.6	-6.5	-6.5	-4.2	-7.4	-5.2	-6.2
国・地方計 プライマリーバランス	兆円	-5.8	-28.8	-27.2	-17.6	-16.6	-17.4	-22.1	-12.7	-26.9	-16.6	-17.0
	対名目GDP比%	-1.2	-6.1	-5.7	-3.6	-3.2	-3.1	-4.4	-2.7	-5.7	-3.3	-3.1
国・地方計 債務残高	兆円	725.6	762.4	797.9	974.7	1,108.5	1,276.8	615.6	739.5	916.5	1,052.8	1,206.7
	対名目GDP比%	148.2	160.9	166.5	198.1	211.3	228.4	122.6	150.4	191.6	205.6	221.2

## (5) 金利・為替・原油(注4)

年度		2008	2009	2010	2015	2020	2025	2001-05	2006-10	2011-15	2016-20	2021-25
無担保コール翌日物	年度末%	0.1	0.1	0.1	0.1	2.1	3.1	0.0	0.2	0.0	1.4	2.7
10年国債利回り	年度中平均%	1.5	1.4	1.2	1.5	2.0	2.1	1.3	1.5	1.2	1.9	2.1
円/ドルレート	年度中平均	100	93	86	81	80	80	116	102	81	80	80
原油価格(WTI)	ドル/バレル、年度中平均	86	71	83	107	121	131	38	77	102	116	127

## (6) 経常収支

年度		2008	2009	2010	2015	2020	2025	2001-05	2006-10	2011-15	2016-20	2021-25
経常収支	兆円	12.3	15.8	16.1	6.3	12.3	18.3	16.0	18.0	4.8	10.4	16.0
	対名目GDP比%	2.5	3.3	3.4	1.3	2.3	3.3	3.2	3.6	1.0	2.0	2.9
貿易・サービス収支	兆円	-0.9	4.8	5.2	-4.5	0.7	5.8	7.4	5.3	-6.0	-0.9	3.8
	対名目GDP比%	-0.2	1.0	1.1	-0.9	0.1	1.0	1.5	1.1	-1.3	-0.2	0.7
所得収支	兆円	14.6	12.1	12.1	11.9	12.8	13.7	9.5	13.9	11.9	12.4	13.3
	対名目GDP比%	3.0	2.5	2.5	2.4	2.4	2.4	1.9	2.8	2.5	2.4	2.4

## (7) 海外経済

暦年		2008	2009	2010	2015	2020	2025	2001-05	2006-10	2011-15	2016-20	2021-25
米国GDP	前年比、%	-0.3	-3.5	3.0	2.7	2.2	2.2	2.4	0.7	2.1	2.4	2.2
中国GDP	前年比、%	9.6	9.2	10.4	7.5	5.6	5.4	9.8	11.2	8.3	6.6	5.5

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: 労働力人口、完全失業率は全国ベース。

注3: 家計可処分所得、家計貯蓄率は国民経済計算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)。

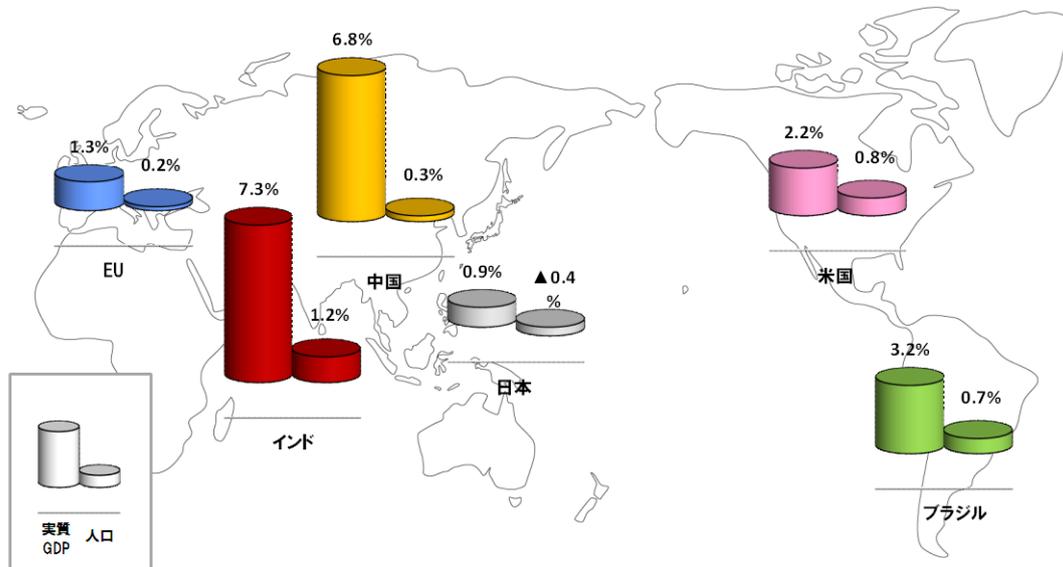
資料: 各種統計より三菱総合研究所予測。

(1) 世界経済の概観と今後の展望

世界経済は、2008年秋のリーマン・ショック後、大きな転換点を迎えている。世界経済は先進国に代わり新興国がけん引役となり、世界国内総生産（GDP）の約5割に達しつつある。こうしたパワーシフトが生じるなか、世界の金融・経済・政治は不安定化し、国際協調による解決の重要性が増している。その代表例として、まず、欧州債務問題が挙げられる。ユーロ導入により南欧諸国等が身の丈以上に債務を膨らませてきたうえ、リーマン・ショック後の政策対応が状況をさらに悪化させた。また、先進国のマクロ経済政策が、新興国市場や国際商品市場への資金流入動向を左右し、その影響が再び先進国経済にフィードバックする度合いも増している。さらに、食料や資源・エネルギー問題がある。新興国の持続的成長には政治・社会の安定が不可欠だが、経済発展の過程で所得格差が広がるなか、食料やエネルギー価格上昇は国民の不満に繋がりやすい。

先行きの世界経済を展望すると、今後も新興国経済主導での堅調な成長が予想される<sup>1</sup>。欧米では、高齢化進行が成長抑制要因となり潜在成長率は低下傾向にある。加えて、米国はバランスシート調整、欧州は緊縮財政と信用収縮が重石となり13年頃までは潜在成長率を下回る緩慢な成長が続くとみられる。その後、これらの下押し要因の剥落とともに安定成長に復しよう。新興国経済は、中間層拡大やインフラ需要などを背景に自律的なモメンタムを持続すると予想する。もっとも、中国の成長率は生産年齢人口の減少とともに減速し、16-20年にインドの成長率が中国を追い越し、21-25年にはその差がさらに広がる。

図表 2011-2025年 主要国の GDP 成長率および人口伸び率の見通し



注：2011-25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 GDP 成長率について、10年+5.1%の後、11年+4.0%、12年+4.0%、13年+4.5%、14年+4.7%、15年+4.8%、16年+4.9%と予想（IMF「World Economic Outlook, September 2011」）。

## (2) わが国経済の展望と課題

わが国経済を展望すると、現状の延長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、12-25年度平均で+0.7%程度と予想する。

低成長の基本的背景には、人口減少と少子高齢化がある。わが国の人口<sup>2</sup>は10年の1億2806万人から25年に1億2066万人へ減少、50年には1億人を下回り9708万人に減少する。65歳以上の人口割合(老年人口比率)は現在の23%から25年で30.3%へ急上昇し、50年には38.8%に達する。

生産年齢人口は90年代半ばには減少に転じており、それがわが国の中長期的な活力の阻害要因として指摘され始めて久しいが、国では抜本的な少子化対策や社会保障改革が先送りされ、また民間では硬直的な雇用制度や慣行が維持されてきた。その結果、世代間格差が一段と広がり、本来であれば労働力としても消費者としても経済の原動力となるべき若い世代の閉塞感が強まった。それが現実の潜在成長率以上に人々の成長期待を低め、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、日本の成長力は今後の政府の政策実行力や、国民、企業の取り組みにより、一人当たりのGDP成長率の引き上げ余地はあるとも言える。

活力ある日本を取り戻すには、①内外での潜在需要の開拓、②若い世代のコンフィデンス回復につながる経済・社会基盤の建て直し、③人的資本の再構築、が必要となる。具体的には以下の方策が挙げられる。

### 1：内外での潜在需要の開拓：構造変化への適応や課題の克服が鍵

新興国経済の台頭や先進国での高齢化進展など、世界経済は大きな変革期を迎えている。経済規模(PPPベースの国内総生産)は、新興・発展途上国が約5割と先進国に並び、うちアジア新興国の比率が約3割を占める。巨大市場であるアジア圏に位置するわが国の地理的メリットは計り知れない。日本企業による新興国市場への挑戦は近年加速しており、海外現地法人の売上高は趨勢的に増加している。所得水準の向上や都市化が進むアジアでは、ニーズも多様化・高度化しているため、更なる需要拡大の余地は大きいと考えられる。

国内では、高齢化や環境・エネルギー制約などの構造変化への適応や課題の克服が、既に長年求められている。しかし、現実には、潜在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きた。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、マクロでの構造的なデフレ要因にもなる。

東日本大震災発生後は、被災地の復興はもとより、エネルギー問題や安心・安全社会の再構築などわが国が直面する課題はさらに増えた。また、国民の省エネ・創エネ・蓄エネに対する関心や安心・安全に関する価値観も変化している。こうした課題の解決や価値観の

---

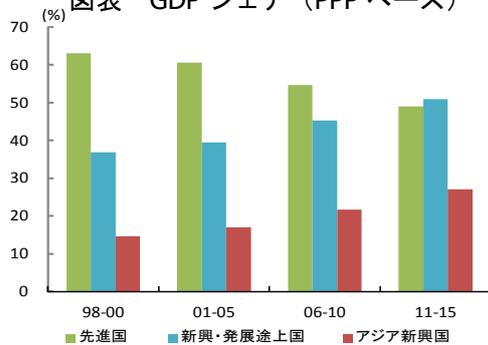
<sup>2</sup> 2012年1月30日公表の国立社会保障・人口問題研究所「日本の将来推計人口(24年1月)」による。

変化は新たな需要創出や産業の成長に繋がろう。また近い将来、アジアでも高齢化やエネルギー制約が課題となることが予想され、環境、資源・エネルギー、医療・サービス市場は、世界的にも大きく拡大する可能性が高い。日本の先行メリットは大きいであろう。

震災後、寸断したサプライチェーン（部品の調達・供給網）も強い現場力により急速に復旧を遂げた。また、昨夏の電力不足についても、同じ状況で大規模停電を回避できた国は世界にそう多くはあまい。日本人には課題に直面した際の適応力と創造力がある。

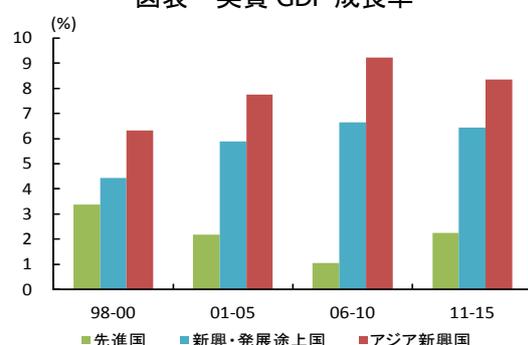
問題は、いかに成長分野に資本と労働を柔軟にシフトさせるかである。それには、後述の硬直的な雇用制度の見直しに加え、金融の役割も重要である。その役割は、既存の産業や企業からの資金需要に対して資金を供給することだけに限定されるべきではなく、潜在的な需要や市場を掘り起こし、新しいビジネスの芽を育てていくことこそが重要である。

図表 GDP シェア (PPP ベース)



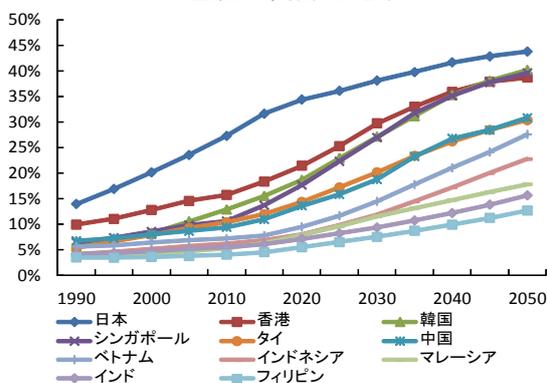
資料：IMF(WEO、2011年9月)

図表 実質 GDP 成長率



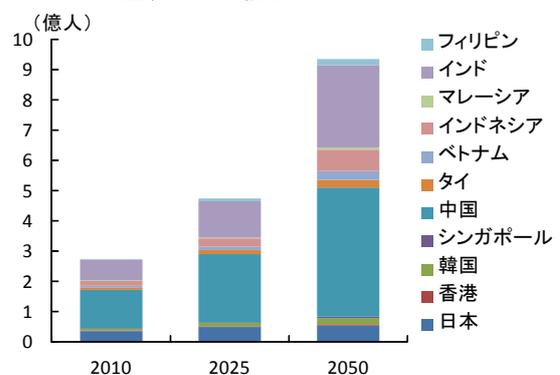
資料：IMF(WEO、2011年9月)

図表 高齢化比率



資料：United Nations

図表 65歳以上の人口



資料：United Nations

## 2：経済・社会基盤の建て直し：若い世代のコンフィデンス回復を

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経済・社会基盤の建て直しも欠かせない。

第一に、現在の閉塞状況から脱却するには、世代間格差の是正と財政の再建が急務である。成長の源泉となるイノベーションを引き出すには、若い世代の将来へのコンフィデンスを高め、活力を取り戻す必要がある。そのためには、世代間格差是正と財政再建を両立させる社会保障（年金、医療、介護・福祉）と税制の改革が求められる。現行の社会保障制度

の枠組みが構築されたのは高度成長期で人口動態も大きく異なるため、見直しは必然だ。

「社会保障と税の一体改革」では、過去の特例で本来より多く支払われている年金水準（特例水準）の適正化が盛り込まれた。これは望ましい方向である。しかし、70～74歳の医療費窓口負担の見直しが見送られるなど、社会保障の効率化への取り組みは不十分である。

第二に、新興国市場の需要の取り込みには、民間努力とともに競争環境整備も焦眉の課題である。通商政策では、環太平洋経済連携協定（TPP）参加に向けた交渉に加え、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。

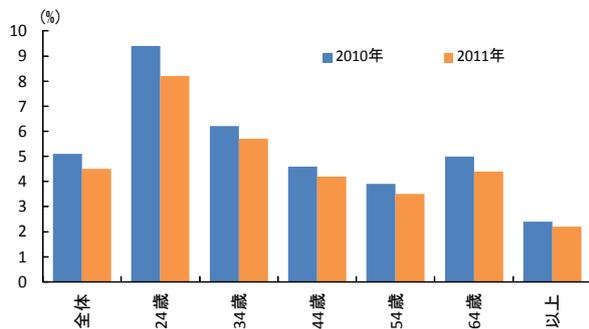
第三に、震災復興<sup>3</sup>の実現、成長分野へのシフト促進、高齢者社会対応、エネルギー問題と環境問題解決の両立の観点からも、規制緩和、初期には投資採算が見込めない分野への技術開発支援、コンパクトシティ化、環境・エネルギー政策の道筋と実行が必要だ。

### 3：人的資本の再構築：根幹は教育

労働力人口減少への対策は、長期的には人口を増やす少子化対策が何よりも効果的であるが、他方で人的資本の再構築という観点では、政府・企業が今取り組めることは少なくない。労働力人口減少が日本経済の中長期的な活力の阻害要因として指摘されて久しいが、依然、労働市場の硬直性や女性の労働参加率の歪みは残っている。また、年齢層別失業率をみると、今後の将来を担う若い世代ほど失業率は高い。つまり、再チャレンジを可能とする採用制度や賃金体系の見直しや、女性の労働参加率向上への取り組みが進めば、労働力人口減少の悪影響が緩和される余地はある。例えば、25年までに女性の労働参加率をスウェーデン並みの水準まで引き上げれば、潜在成長率は年平均+0.3%程度高まる。

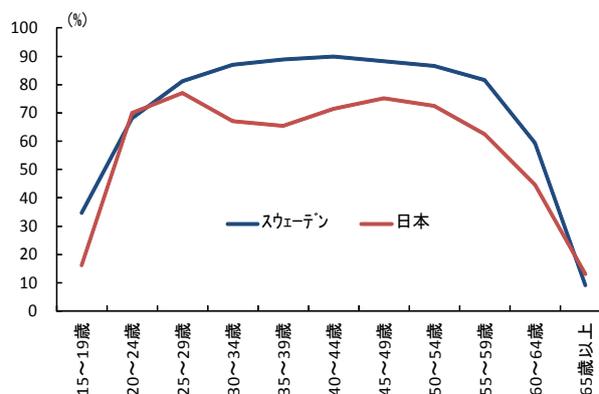
最後に、もっとも重要な点として、中長期的な成長基盤の再構築には教育改革が欠かせない。人口減少社会で国力を維持する根幹は教育である。若い労働力の質的向上はイノベーションをもたらす生産性の向上に繋がる。社会全体が「減点主義」から「チャレンジすることを尊ぶ」価値観へ転換するためにも、その根底にある教育の改革が必要である。

図表 年齢層別失業率



注：2011年の値は、岩手、宮城、福島県を除く全国  
資料：総務省

図表 女性の年齢層別労働力率比較



資料：OECD（2011年3月時点）

<sup>3</sup> 震災復興への提言の詳細は、2011年4月8日付「東日本大震災からの復興に関する提言」を参照。  
[http://www.mri.co.jp/NEWS/press/2011/\\_icsFiles/afieldfile/2011/04/08/nr20110408\\_ccd01.pdf](http://www.mri.co.jp/NEWS/press/2011/_icsFiles/afieldfile/2011/04/08/nr20110408_ccd01.pdf)

- ・ 日本の潜在成長率は、労働投入の減少や資本蓄積テンポの鈍化から緩やかに低下していくとみられ、2020年代は1%を下回る実質 GDP 成長率にとどまる見込み。
- ・ もっとも、一人当たりの実質 GDP 成長率は+1%台を維持すると予想。
  - － 実質 GDP 成長率：11-15 年度平均+1.0%、16-20 年度+1.0%、21-25 年度+0.8%
  - 一人当たり実質 GDP 成長率：   (+1.2%)                   (+1.4%)                   (+1.3%)
  - － 名目 GDP 成長率：11-15 年度平均+0.5%、16-20 年度+1.3%、21-25 年度+1.3%

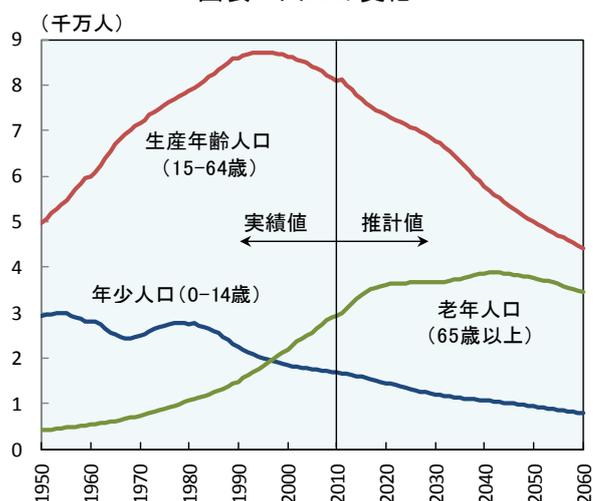
### (1) 日本経済の中長期アウトライン

#### 人口は減少局面へ

日本の人口は2007年の1億2777万人をピークに減少局面に入った。50年には1億人を切ると予想されている。また、人口構成も大きく変化する。年少人口（0-14歳）や生産年齢人口（15-64歳）が減少するなか、老年人口（65歳以上）は40年代前半まで増加を続けるとみられており、総人口に占める割合も40%近くまで上昇する。

とくに12年から15年の間に、団塊世代が65歳に達するため、50年までの変化を先取りするかたちで、労働力、消費、財政・社会保障など様々な側面から、わが国は大きな構造変化局面に突入すると考えられる。

図表 人口の変化



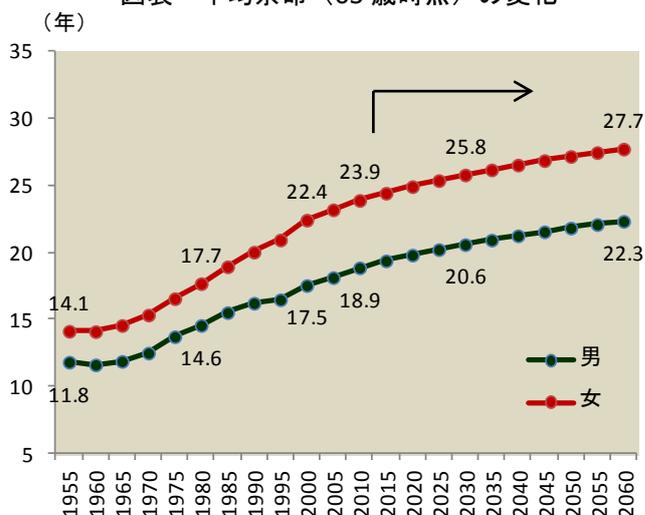
資料：国立社会保障人口問題研究所

#### シニア層の消費は140兆円へ

人々が求めるものはライフステージによって異なるため、人口構成の変化は消費市場にも大きな影響を与える。65歳以上の人口の増加とともに、長寿化により65歳時点の平均余命は、10年の男性18.9年/女性23.9年から、60年には男性22.3年/女性27.7年と伸びていくとされている。

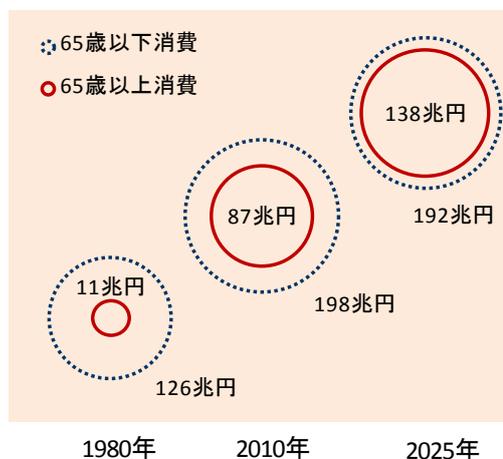
65歳以上のシニア消費市場を推計すると、80年の11兆円から10年に87兆円、25年には138兆円と伸長し、消費市場全体に対する比率は、8%→30%→42%と大幅に上昇するとみられる。もっとも、シニア層でも年齢幅は広く、多様なニーズに対する企業（供給側）の商品開発力やサービス提供力が、潜在需要（市場）の掘り起こしの鍵となる。

図表 平均余命（65歳時点）の変化



資料：厚生労働省「完全生命表」

図表 シニア消費の拡大

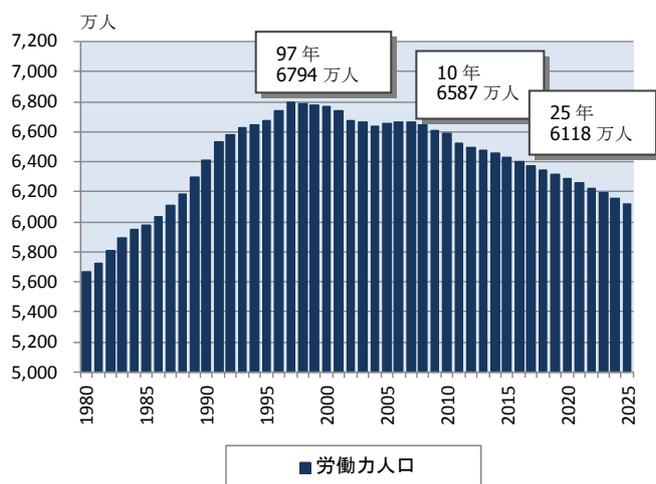


資料：三菱総合研究所推計

**労働投入は減少、ミスマッチ解消や女性の労働参加が課題**

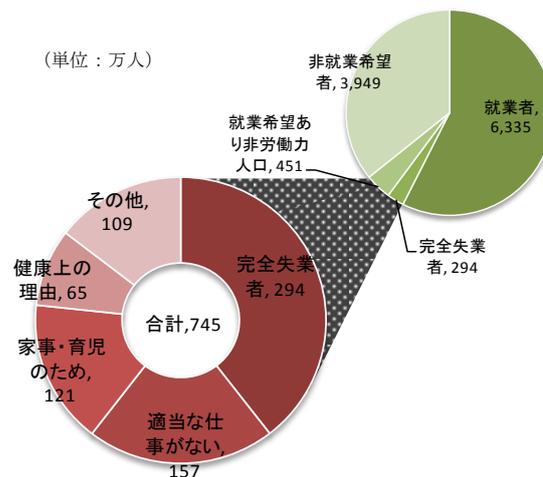
労働力人口は、97年の6794万人をピークに既に減少局面にあり、今後も年▲0.5%程度のペースで減少していく。また、パートタイム労働など短時間労働者の増加から、一人当たりの労働時間も減少するとみられ、投入労働時間ベース（就業者数×一人当たり総労働時間）では、25年にかけて年▲0.7%程度の減少が見込まれる。労働投入の減少は、12-25年平均で潜在成長率を▲0.5%ポイント程度押し下げることとなろう。

図表 労働力人口



資料：三菱総合研究所

図表 潜在的な失業者数



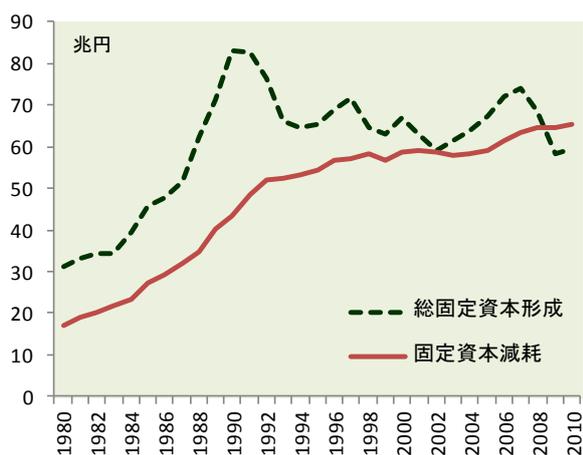
資料：厚生労働省「労働力調査（詳細集計）」

労働力人口が減少するなか、その減少テンポを和らげるには、労働需給のミスマッチ解消や女性の労働参加が課題となろう。06-10年度平均の完全失業者数は約300万人であるが、就労意欲のある非労働力人口も含めた潜在的な失業者数は約750万人にもものぼる。適当な仕事がない(157万人)、育児・家事のため(121万人)などの理由から職探しをあきらめる人が多く、若年層ほど、また男性より女性のほうが、その割合が高い。技能面に加え、勤務時間や賃金など就労条件面が妨げとなっているケースも多い。就労機会の提供という社会保障的観点のみならず、労働力人口減少による成長率低下の緩和という中長期的な成長力の観点からも、就労形態の多様化や硬直的な雇用制度見直しなどによる、ミスマッチの解消、女性の労働参加率の向上が求められよう。産業構造の変化を促進するためにも、労働市場の柔軟性の向上は急務といえる。

### 資本ストックの伸びは鈍化

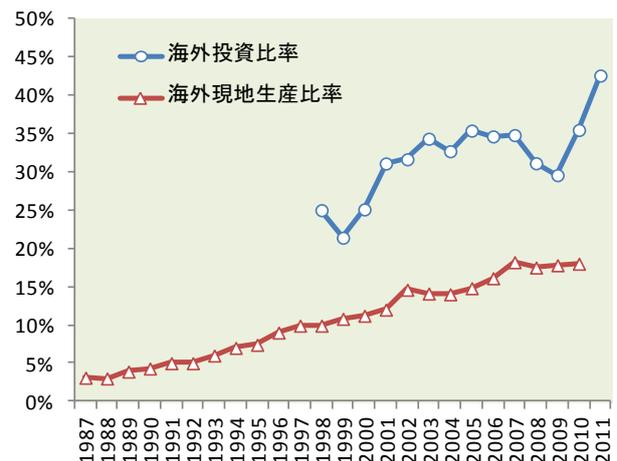
09年以降、民間企業の固定資本形成は減耗分を下回る状況が続いている。景気後退や震災による一時的な側面もあるとはいえ、企業の設備投資が固定資本減耗の範囲内に収まっていることを示す結果である。この背景には、新興国を中心とする海外市場の高い成長期待を主因に、日本企業の海外生産比率や投資比率が趨勢的に上昇していることがある。12年から14年頃までは、震災復興を背景に国内でも資本ストックの蓄積テンポがやや高まると予想される一方、海外投資比率の上昇トレンドは今後も続くともみられ、復興需要の一巡後は、25年にかけて資本ストックの蓄積テンポは鈍化するとみられる。資本の潜在成長率への寄与は、12-25年平均で+0.4%ポイント程度とみられ、94年からリーマン・ショック(08年)前までの平均値+0.9%ポイントを大きく下回る低い寄与にとどまるであろう。

図表 民間企業の固定資本形成と減耗



資料：内閣府「国民経済計算」

図表 企業の海外展開



注：海外投資比率の2011年は計画。

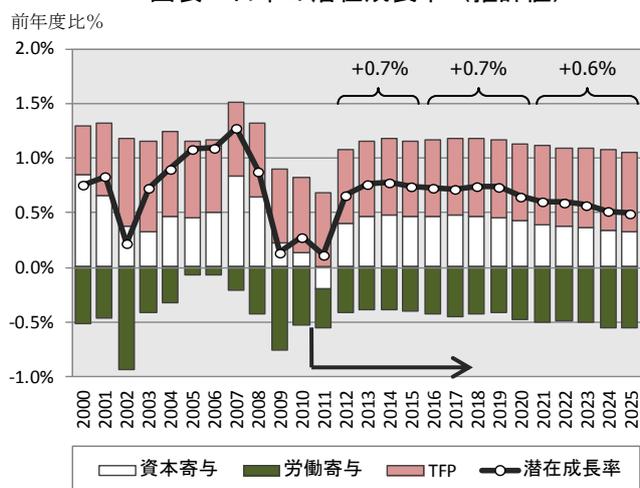
資料：日本政策投資銀行「設備投資計画調査」、内閣府「企業行動に関するアンケート調査」

## 潜在成長率は+0.7%程度へ

以上を踏まえ、中長期的な成長のベースラインとなる潜在成長率を試算すると、12-20年度平均で+0.7%程度、21-25年度平均で+0.6%程度となる。全要素生産性<sup>4</sup> (TFP) の寄与に関しては、過去の実績等を踏まえ、+0.7%ポイント程度と仮定した。

予測期間を通じて、労働投入の減少が続くことに加え、予測期間の後半では資本の寄与も低下していくとみられ、大幅な生産性の向上がみられない限り、日本の潜在成長力はじりじりと低下傾向をたどるとみられる。

図表 日本の潜在成長率（推計値）



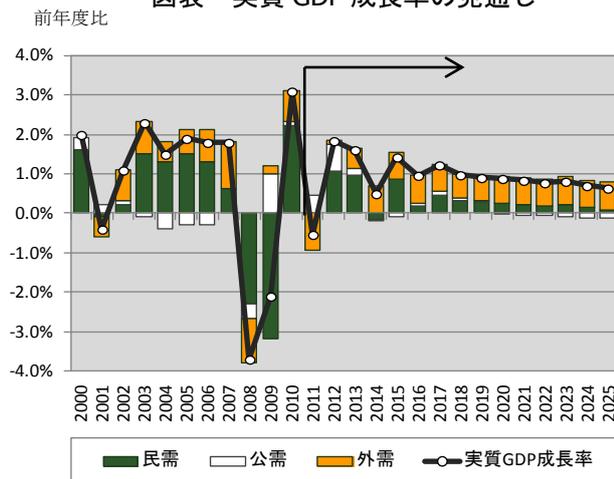
資料：三菱総合研究所

## 実質 GDP 成長率予測—2010年代は潜在成長率を上回るも、20年代は低成長

日本の実質 GDP 成長率は、11-15年度平均+1.0%、16-20年度+1.0%、21-25年度+0.8%、名目 GDP 成長率は、11-15年度+0.5%、16-20年度+1.3%、21-25年度+1.3%と予測。

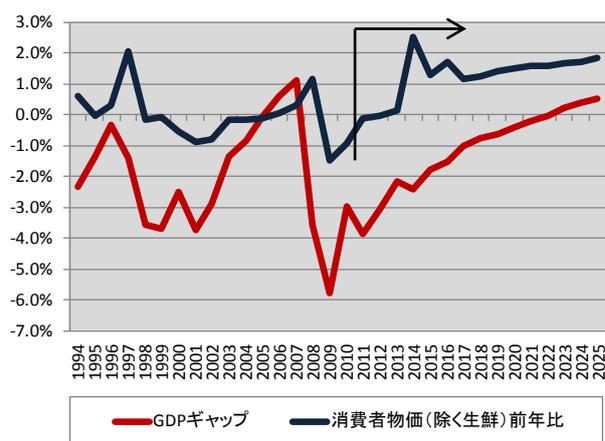
11年度は東日本大震災の影響<sup>5</sup>などからマイナス成長が予想されるものの、12-13年度は、復興需要や消費税率引き上げ前の駆け込み需要などから+1%台後半の高めの成長が見込まれる。10年代後半は、消費税率引き上げ後の反動減が一時的な下押し要因となるものの、団塊世代を中心にシニア層の消費は堅調に推移するとみられるほか、アジアを中心に輸出が

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

図表 GDPギャップと物価の見通し



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

<sup>4</sup> 労働や資本が GDP を生み出す生産効率。中長期的には技術進歩等に左右される。

<sup>5</sup> 東日本大震災の日本経済への影響の詳細は、2011年4月18日付「2010-2012年度の内外景気見通し（東日本大震災後の改定値）」を参照。 [http://www.mri.co.jp/NEWS/report/mitoushi/pr20110418\\_pec02.pdf](http://www.mri.co.jp/NEWS/report/mitoushi/pr20110418_pec02.pdf)

堅調に伸びるとみており、潜在成長率をやや上回る成長を予想する。20 年代以降は、労働投入減少による潜在成長率が低下していくほか、団塊世代の消費力も徐々に縮小していくとみられ、+1%を下回る潜在成長率見合いでの成長にとどまるであろう。

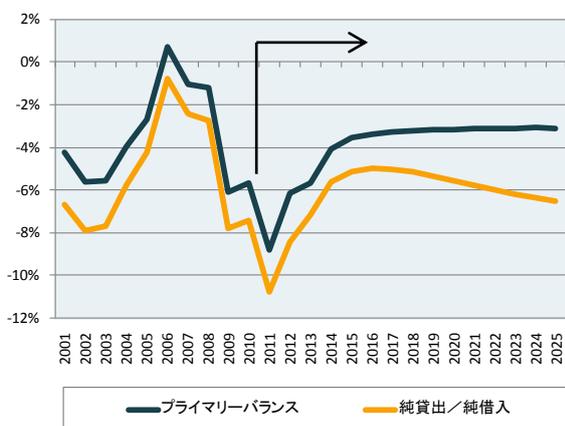
こうしたなか、潜在的な供給力と需要の差を示す GDP ギャップは、20 年度にかけて解消されていくとみられる。消費者物価（除く生鮮）上昇率は、消費税引き上げによる一時的影響を除けば、25 年度にかけて前年比+1%台後半まで緩やかに高まっていくと予想する。

## （２）財政

### 財政収支－消費税増税を踏まえても大幅な財政赤字は継続

国・地方合計の財政赤字（復旧・復興対策の経費及び財源含むベース）は、11 年度に対名目 GDP 比率で▲10.8%（▲50.4 兆円）となった模様である。「税と社会保障の一体改革」では、14 年度から 15 年度にかけて 2 段階の消費税増税が想定されている。消費税引き上げによる税収増加分は 13.5 兆円程度と見込まれるが、同改革で盛り込まれた社会保障の充実（待機児童の解消など）や消費税引き上げに伴う社会保障支出増も勘案すると、財政収支の改善効果は 8.5 兆円程度にとどまる。赤字幅は、消費税引き上げ後の 16 年度に名目 GDP 比で▲5%程度まで縮小するものの、その後、長期金利の緩やかな上昇とともに利払い費がかさむことから、財政赤字は再び拡大すると予想する。債務残高（国・地方の公債等残高<sup>6</sup>）は、一体改革の実施により、増加テンポはかなり鈍化するものの依然として増加を続け、25 年度に対名目 GDP 比率で約 230%（1280 兆円）に達する見込み。

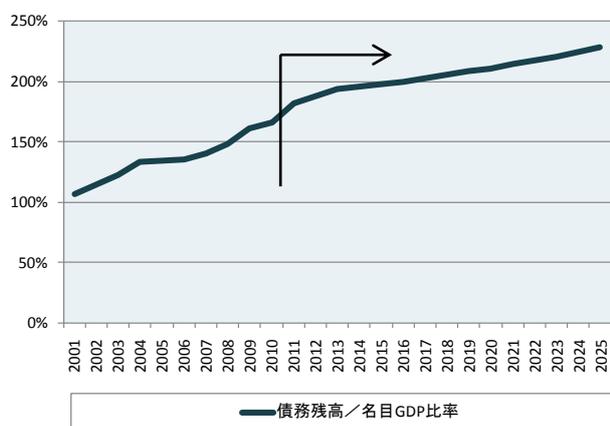
図表 財政収支の見通し（名目 GDP 比）



注：中央政府と地方政府の合計。

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。

資料：実績は内閣府、予測は三菱総合研究所

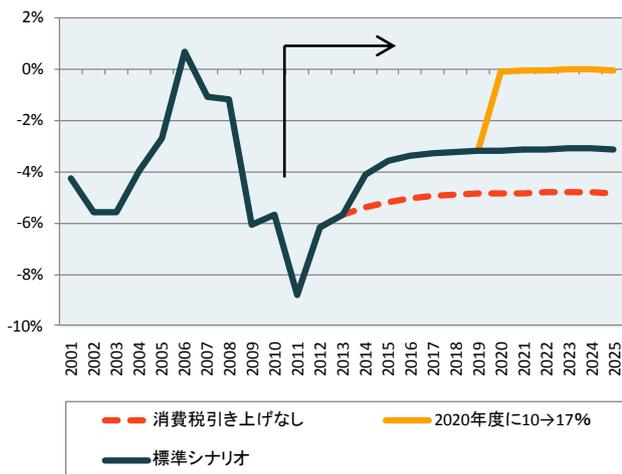
### 財政健全化の目処－消費税のみに依存すれば 17%までの引き上げが必要

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、10 年度の水準から 15 年度までに対 GDP 比

<sup>6</sup> 公債等残高は、国民経済計算における中央政府および地方政府の金融負債残高（株式以外の証券）。

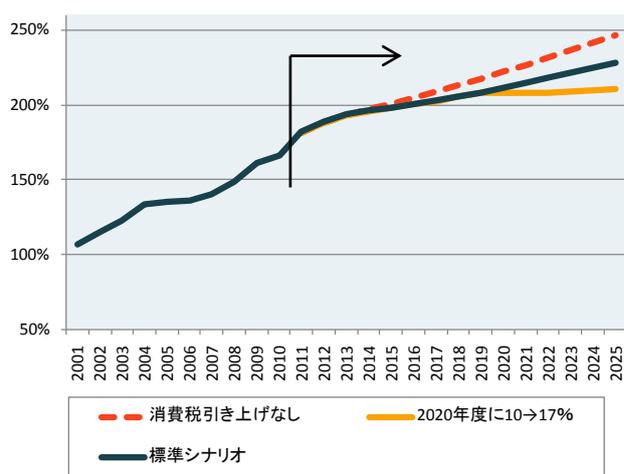
で半減させ、20年度までに黒字化する」ことを掲げた。税と社会保障の一体改革が実行されれば、消費税引き上げ後の16年度のプライマリーバランスは▲3.4%と見込まれ、半減目標は概ね達成可能となるが、20年度の黒字化は同改革だけでは達成不可能である。現行の年金制度や弊社見通しにおける成長率や物価を前提とし、20年度の黒字化を達成するために必要な消費税率を試算すると、消費税率をさらに17%にまで引き上げる必要がある（消費税引き上げによる社会保障支出等の増加も考慮）。

図表 プライマリーバランス（名目 GDP 比）



資料：実績は内閣府、予測は三菱総合研究所

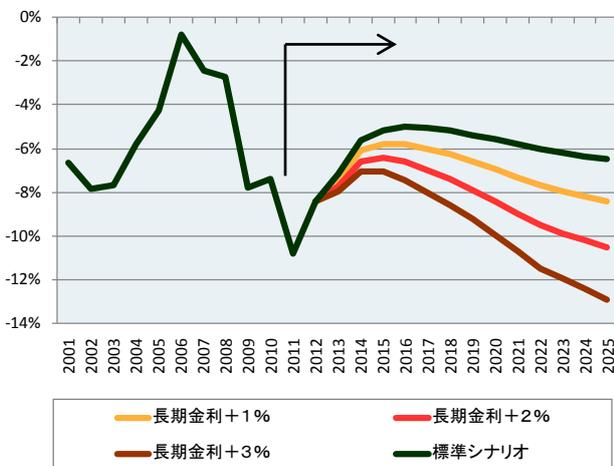
図表 債務残高（名目 GDP 比）



資料：実績は内閣府、予測は三菱総合研究所

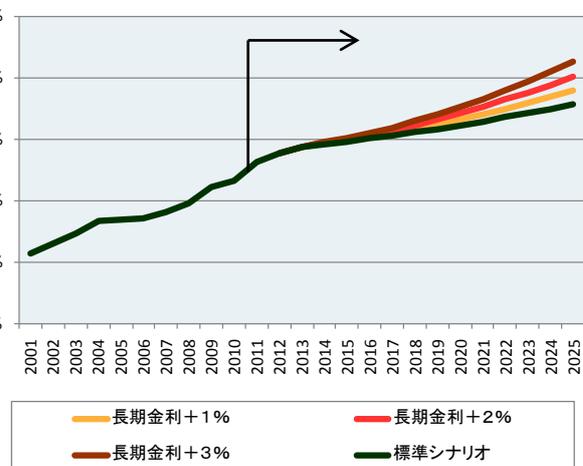
こうした財政再建シナリオも、長期金利の動向次第で達成は難しくなる。本予測では、長期金利は25年にかけて2%台前半まで緩やかに上昇することを標準シナリオとしているが、長期金利が標準シナリオ対比1%上昇するだけでも、25年時点の国債利払費は約10兆円（消費税収で約3.5%分相当）増加することになる。利払い費の増加は財政赤字の拡大要因となり、債務残高を増加させるため、さらに利払い費が増えるという悪循環を生む。

図表 財政赤字（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（名目 GDP 比）

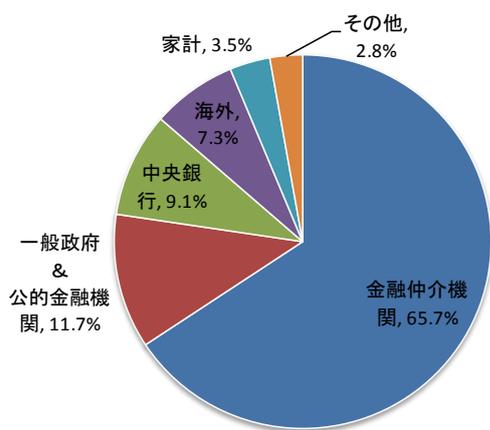


資料：実績は内閣府、予測は三菱総合研究所

長期金利の安定には、市場の信頼を維持し続けることが何よりも重要だが、需給面では保有動向も一つの鍵になる。現在の国債残高の保有比率をみると、金融機関が66%、政府・日銀21%、海外7%、家計4%、その他3%となっている。国内保有比率の高さが、日本国債安定消化の拠り所となっていたが、金融機関の原資となっているのは、家計の貯蓄である。家計の貯蓄率は趨勢的に低下し、2010年代後半には可処分所得を消費支出が上回り、貯蓄率はマイナスに転じ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。

世界的にソブリンリスクへの警戒感が高まるなか、このように日本国内の追加的国債消化余力が小さくなってきている点には注意が必要である。何かをきっかけに市場の信認が決壊すれば、一気に大幅なリスクプレミアムが要求され、長期金利が上昇し始める可能性は以前より高まっている。一度そうした状況に陥れば、財政、金融、経済の負のスパイラルが始まることは、欧州債務危機の帰趨をみれば明らかである。市場の信頼を維持し続けるためにも、税と社会保障の一体改革の頓挫だけは回避しなければならない。

図表 国債の保有比率



注：2010年10-12月～2011年7-9月の平均。  
資料：日本銀行「資金循環統計」

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

### (3) 政策や金融市場などの前提

#### マクロ経済政策－消費税率は 10%へ

財政政策：「社会保障と税の一体改革」大綱の閣議決定を踏まえ、消費税率は 14 年 4 月に 5→8%へ、15 年 10 月に 8→10%へ引き上げられるとしている。また、13 年 1 月からは復興増税（所得税）の引き上げを織り込んでいる。財政支出は、復興関連の投資や経費を除いては、財政再建が一段と強く意識されることから、社会保障関係費も含め、抑制気味に推移するものと想定した。

金融政策：マクロ経済の需給バランスを示す GDP ギャップの緩やかな縮小とともに、消費者物価上昇率（除く生鮮食料品）のマイナス幅は縮小傾向ある。ただし、日本銀行は、「中長期的な物価安定の目途」（当面は前年比+1%）に基づき、物価安定が展望できる情勢になったと判断するまで、実質的なゼロ金利政策と金融資産の買入れ等の措置により、強力に金融緩和を推進していくとしているため、少なくとも 15 年度までは同政策が継続されると見込む。16 年度以降は、総じて緩和的な状況を保ちつつも、徐々に正常化に向けたプロセスに入ると想定する。

電力供給：原子力発電所については、12 年までは稼働率が低位で推移するものの、13-15 年にかけて徐々に震災前の稼働率に回復し、耐用年数 40 年で順次運転を停止するものと仮定した。原子力発電が停止している間は、火力発電比率の上昇により発電単価の上昇を見込むが、昨夏のような強制的な電力供給制約はシナリオとして想定していない。

#### 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。標準シナリオでは、日本の財政に対する市場の信頼が維持されることを前提に、25 年にかけて 2.0%台前半まで緩やかに上昇すると想定した。

円ドル相場は、米国よりも日本の物価上昇率が低い状態が続くことから、基調として円高水準（80 円近傍）が続くと想定。ただし、市場では 14 年頃より米国金融政策の正常化が意識され始めるとみられ、日米金利差の拡大とともに一旦は 80 円台半ばまで円安方向に振れると予想する。その後は日本の金融政策の正常化とともに再び緩やかに円が上昇し、80 円前後での推移を見込む。

原油価格（WTI）は、新興国の経済成長を背景に、世界需要は拡大傾向にあるため、上昇傾向を辿るであろう。IEA の長期見通し等をもとに、25 年にかけて 130 ドル/バレル台へ向かうシナリオを想定した。

[米国]

- 米国経済は、景気回復基調を辿っているものの、金融危機後の負の遺産が足枷となり、自律性に乏しい緩やかな回復ペースに止まっている。その圧力が軽減する 14-17 年にかけて成長ペースは幾分強まるが、その後は+2%台前半の潜在成長率近傍での推移を予測。

[欧州]

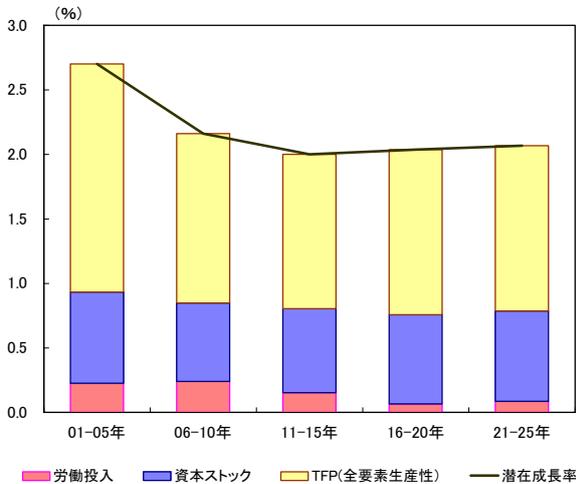
- EU 経済は、2013 年までは、信用収縮や財政再建の本格化から低めの成長率での推移が続くと見込む。14 年以降は+1%台半ば程度の潜在成長率見合いでの緩やかな回復傾向を予測。

(1) 米国経済の展望

潜在成長率は+2%近傍

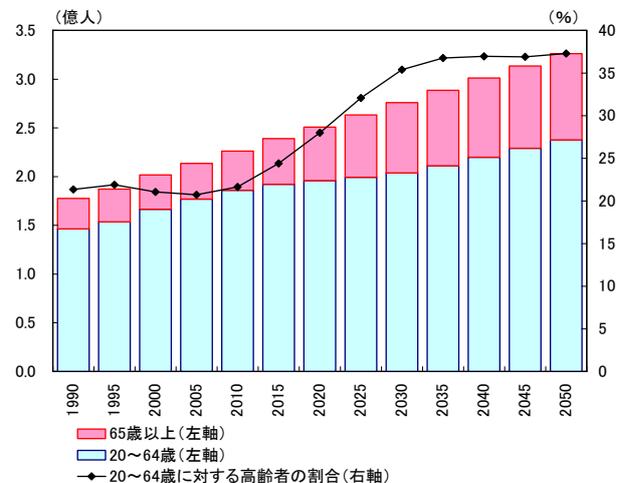
米国の潜在成長率は、住宅バブル崩壊とその後の金融危機を契機に、2000 年代前半の+2%台後半から+2%台前半へ低下しているとみられる。先行き 11-25 年にかけては、2%~2%台前半での推移を予想する。構成要素別にみると、労働投入は、移民の継続的な流入により生産年齢人口が増加し、先行きもプラス寄与を維持すると見込む。ただし、11-15 年の期間は労働需給のミスマッチが労働投入の抑制要因となることが予想される。また、15 年以降は、ベビーブーマー世代（1946~64 年生まれ）の退職の本格化に伴い、これまで 20%程度で推移してきた高齢層比率（20~64 歳人口に対する 65 歳以上人口の比率）が 25 年には 30%を超える見通しである。これにより労働参加率が低下し、潜在成長率に対する労働投入の押し上げ効果は弱まるだろう。資本蓄積ペースは、06-10 年よりは高まるものの、中長期的な期待成長率の低下や財政圧力により、大幅な伸びは期待できない。TFP 成長率は、金融危機後に低下したと推計されるが、米国のイノベーション力は今後も持続することが期待されることから、少なくとも 06-10 年並みの生産性上昇は続くとは予想した。以上を踏まえ、予測期間における米国の潜在成長率は+2%近傍と推計した。

図表 米国の潜在成長率（推計値）



資料：ILO 人口統計、米国商務省、労働省統計を基に三菱総合研究所作成

図表 米国人口の推移



資料：米国商務省統計を基に三菱総合研究所作成

## 自律的な回復力の欠如

米国経済は、金融危機後の一連の金融・財政政策が奏功し、09年後半から回復を続けていたが、11年入り後はその回復テンポが鈍化した。景気回復が過去の回復局面と比較して緩やかなものに止まっている要因としては、①経済の構造変化に伴う労働需給のミスマッチ、②家計のバランスシート調整の長期化、③危機後の財政出動により、一段と膨張した財政赤字など、バブル崩壊による負の遺産が自律的回復の足枷となっていることが挙げられる。

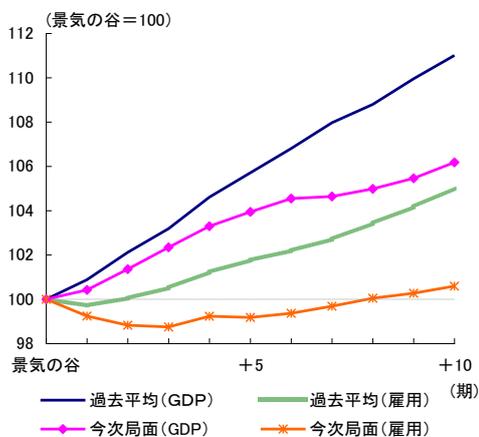
失業率はピーク時（09年10月）の10.0%から低下したとはいえ、11年末で8.5%と、金融危機前の5%台（2000年代前半の平均）と比べて約1.5倍の水準である。失業率が高止まりしている背景には、景気循環的な要因に加え、①長期失業者が増えていること、②求人に対する失業の割合が過去と比べ相対的に高止まっていることなどから、需給のミスマッチという構造的要因が影響している可能性が高い。このようなミスマッチが生じている理由として、金融危機前後で、産業間において雇用創出力が変化したことが考えられる。住宅バブルの恩恵を受けていた建設業や金融業では、バブル崩壊とその後の金融危機の影響により雇用者数が大幅に減少した一方、教育・医療サービス業では景気循環に左右されることなく雇用者数の増加が続いている。しかし、職業技能のミスマッチなどにより産業を超えた労働の移動は容易ではないとみられる。加えて、住宅市場の低迷により地域間の労働移動が抑制されている可能性もある。12年以降、11年（平均月間15.2万人増）を上回るペース（月間15～20万増程度）で雇用者数が増加すると仮定しても、失業率がFRBが長期的な目安とする5.2～6%程度水準に戻るには約3～5年の時間を要する。

図表 米国の経済見通し

(暦年・平均値、%)	実績	予測		
	2006-10	2011-15	2016-20	2021-25
実質GDP	0.7	2.1	2.4	2.2
個人消費	0.9	2.2	2.3	2.4
設備投資	▲0.4	5.0	1.9	2.0
住宅投資	▲15.7	2.9	4.4	3.0
政府支出	1.5	▲0.6	0.7	1.0
輸出等	5.0	6.2	5.5	4.5
輸入等<控除>	0.6	4.4	3.6	4.0
名目GDP	2.8	4.0	4.3	4.1
消費者物価(総合)	2.2	2.3	1.9	1.7
FFレート誘導水準(期末)	0-0.25	2.00	4.00	4.00
失業率(除く軍人)	6.8	7.8	5.7	5.6

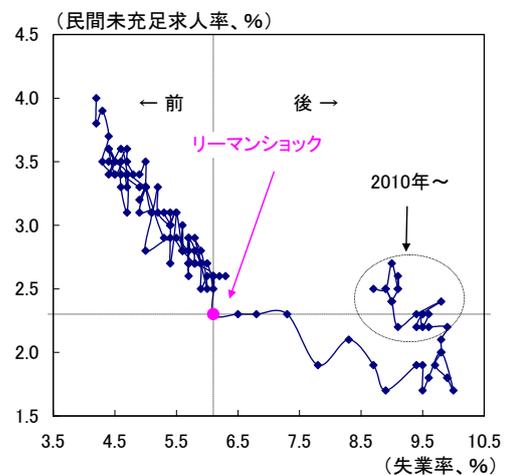
資料：米国商務省、労働省、FRB。予測は三菱総合研究所

図表 実質 GDP と雇用者数の推移



注：過去平均とは、75年1Q、82年4Q、91年1Q、01年4Qを谷とする景気回復局面における各指数の平均値  
資料：米国商務省、労働省より三菱総合研究所作成

図表 UV 曲線



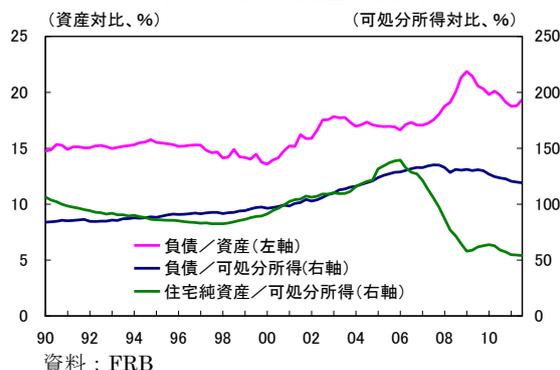
資料：米国労働省

家計のバランスシート調整について、債務返済比率（可処分所得に対する債務返済額）をみると90年代半ばの水準まで低下しており、フローでみた債務返済負担は軽減している。しかし、依然として債務残高は高水準であることに加え、所得が伸び悩む中、住宅価格の低迷が資産を目減りさせ、バランスシートの毀損は続いている。

図表 債務返済比率

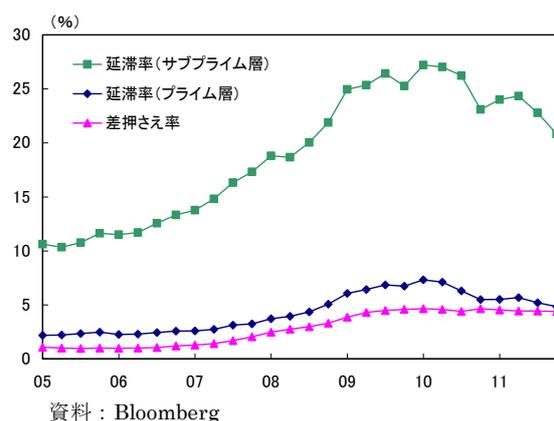


図表 家計の資産・負債

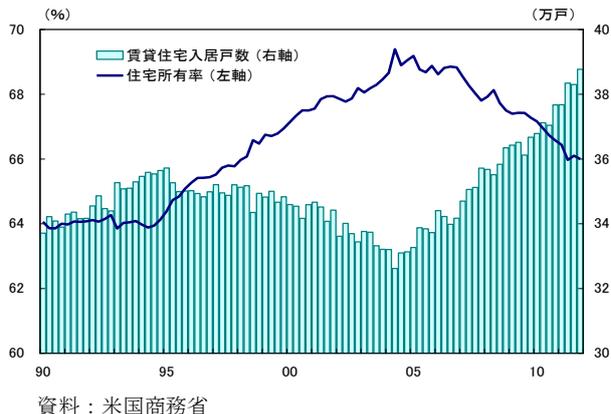


また、住宅市場の低迷も長期化が見込まれる。足元では、住宅ローン金利低下を受けて販売がようやく増加に転じつつあるが、サブプライム層だけでなくプライム層における住宅ローンの延滞率も依然高く、差押さえ物件が在庫として放出され、住宅価格の下落圧力となる状況は当面続くだろう。このように、住宅資産価値の上昇が見込めないことや住宅ローン融資基準の厳格化などを背景に、住宅所有率が1998年以来の低水準となる一方、賃貸住宅入居戸数は増加傾向にあるなど、持ち家を断念し賃貸物件へ入居する世帯が増えているとみられる。長引く住宅市況の低迷により、国民の住宅購入意欲そのものが低下している可能性も考えられよう。

図表 住宅ローン延滞率・差押さえ率



図表 賃貸住宅入居戸数・住宅所有率



先行きの実質GDP成長率は、上記要因が成長の足枷となる12-13年は、潜在成長率を若干下回る+1%台後半の低成長にとどまると予想する。14-17年は、これら圧力が徐々に軽減し、厳しい雇用情勢やバランスシート調整により抑制されていた個人消費の伸びの高まりが期待されることから、景気回復ペースは幾分強まり、潜在成長率を上回る+2%台後半での成長を見込む。しかし、18年以降は、中長期的な財政削減圧力が重石となり、概ね+2%台前半の潜在成長率近傍に沿った成長パスを辿ると想定する。

## 財政再建を巡る政治的混乱が続く懸念

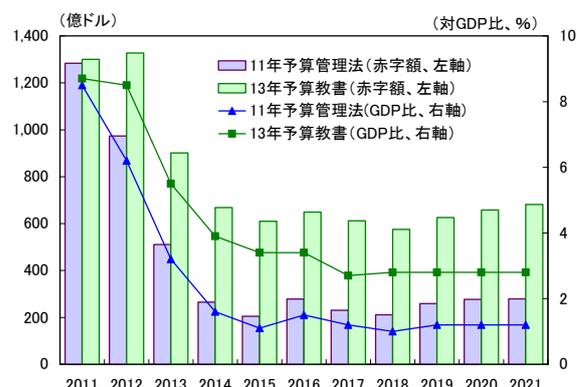
金融危機以後、米国の 09 会計年度の財政赤字は、GDP 対比 10.1%（行政予算管理局、12 年 2 月）と戦後最大の水準まで拡大し、11 会計年度も同 8.7%と高水準で推移している。こうした状況下、12 年 2 月、オバマ大統領は 13 会計年度予算教書において、財政再建目標として掲げていた「13 会計年度までに財政赤字額半減」は達成できず、13 会計年度財政赤字は GDP 比 5.5%程度水準にとどまる見通しを示した。なお、同案では短期的には給与税減税の再延長など景気を下支えする政策を盛り込む一方、富裕層向け増税により財政再建を目指す方針が示された。しかし、民主・共和両党は税制に対する理念の乖離が大きく、実現の可能性は低いとみられる。現行では、11 年 8 月成立の「11 年予算管理法」に基づき、13 年以降、10 年間で総額 2.1 兆ドルの歳出削減が予定されており、実行されれば一定の成長下押し要因となるだろう。もっとも、大統領選挙やその後の政治情勢次第では、執行が頓挫する懸念もあり、その際には米国債格下げの可能性が高まる。財政再建の遅れが不安視され市場の混乱を招けば、むしろ米国経済の回復を大きく妨げることとなるだろう。

加えて、政府支援機関 2 社（ファニーメイ、フレディマック）は 7 兆ドルを超える隠れ負債を抱えているとみられるが、改革は進展していない。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、潜在的风险として挙げられる。

## 金融緩和措置は当面継続される見込み

米連邦準備制度理事会（FRB）は、12 年 1 月 24-25 日開催の連邦公開市場委員会（FOMC）において、フェデラル・ファンド・レートの誘導目標水準（政策金利）を 0.00～0.25%に据え置き、この低金利を維持する期間について「少なくとも 14 年終盤」までと、これまでの「13 年半ば」から時間軸の延長を発表した。また、11 年 9 月に導入した①オペレーション・ツイスト（保有証券の平均残存期間の長期化）や、②エージェンシー債・エージェンシー保証 MBS の償還資金の再投資も継続する。なお、今回初めて、長期的に達成すべきインフレ率について、個人消費支出デフレータの前年比+2%が FRB の責務と最も合致していると明示した。さらに、政策金利の見通しも初めて公表し、金融緩和効果を高めるためにコミュニケーションの強化も図られた。自律的な景気回復が遅れるなか、金融緩和を拡充し、長期間継続する姿勢を明確にすることで市場に安心感を与え、景気回復の下支えを目指すと思われる。

図表 米国の財政収支見通し



資料：議会予算局（CBO）、行政予算管理局（OMB）より三菱総合研究所作成

## (2) 欧州経済の展望

### 潜在成長率は+1.4%近傍へ

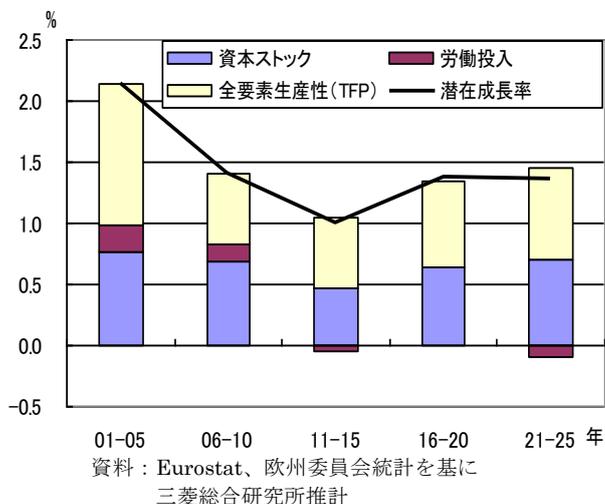
EU27 カ国の潜在成長率は、06-10年の+1%台半ばから11-15年に+1.0%近傍へ低下した後、16-20、21-25年は+1.4%近傍で推移すると予想する。資本ストックは、欧州債務危機による信用収縮の動きから11-15年は蓄積テンポの低下を見込む一方、16年以降は、危機収束による金利低下から緩やかに回復すると予想する。リーマン・ショックを契機に低下した全要素生産性(TFP)の伸び率も、労働市場改革など構造改革の進捗とともに、16年以降、小幅上昇するとみる。一方、労働投入は、12年以降、生産年齢人口が減少に転じることから潜在成長率への寄与は概ねゼロ～小幅マイナスと予想する。

### 中長期的な成長パスは財政持続性が鍵

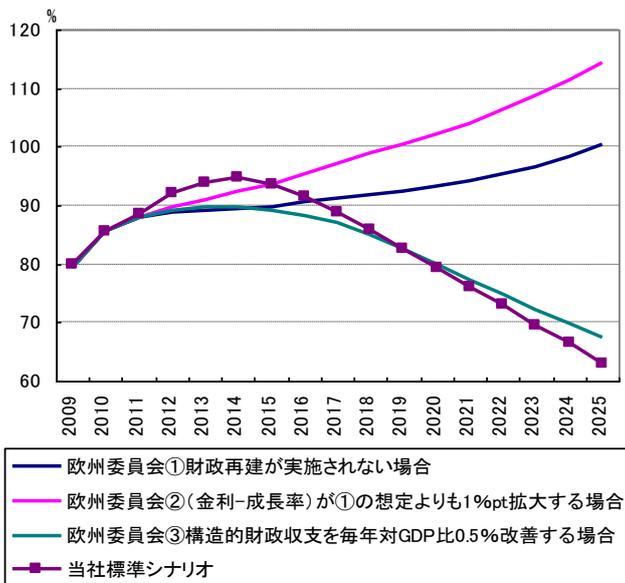
欧州の中長期的な成長パスを考える上で重要となるのが財政の持続性である。欧州委員会は、財政再建が進まない場合、ユーロ圏の政府債務残高の対GDP比率は上昇を続け、25年に100%に達すると試算している(右図①)。さらに長期金利と成長率の差が①の想定よりも1%pt拡大する状況が続くと同比率は急上昇を続け、25年に115%近傍となる(右図②)。一方、財政赤字(循環要因以外の構造的赤字)が毎年GDP比0.5%減少すれば、14年以降、同比率は現在の水準(約90%)をピークに低下傾向を辿るとして(右図③)。

現状を踏まえると、果たしてどのようなパスが現実的であろうか。市場の不信感を断ち切るには、短期的には、防火壁となる欧州金融安定基金(EFSF)や欧州安定メカニズム(ESM)などの支援基盤拡大が必要だが、中長期的には、財政の移転機能とガバナンスの強化を図るとともに、財政悪化国が構造改革により競争力を強化し、成長力を高めることが望まれる。しかし、これまでの経緯を踏まえると各国の足並みは揃っておらず、解決への道のりは長い。したがって、当社の標準シナリオでは「財政再建への取り組みは漸進するが、市場の信認を取り戻すには時間がかかるため、13年までは市場の緊張が続き、財政悪化国の国債利回りが明確に低下し始めるのは14

図表 EU27カ国の潜在成長率(推計値)



図表 ユーロ圏政府債務残高の見通し



注: 欧州委員会の試算(②③は詳細が発表されていないため一部推計)を参考に、標準シナリオを三菱総合研究所推計  
資料: 欧州委員会「Quarterly Report on the euro area」  
2011年10月、Eurostat

年以降」との前提を置いた。その結果、政府債務残高の対 GDP 比率は、14 年頃に 95% 近傍でピークアウトするとの試算結果が得られた。

### 実質 GDP 成長率は 14 年以降回復へ

欧州経済は、リーマン・ショック以降、ドイツの好調な輸出が牽引する格好で緩やかな回復傾向を辿ったが、11 年半ばから債務危機の深刻化などにより再び悪化傾向にある。

先行きの実質 GDP 成長率を上記の前提に基づき予測すると、12、13 年は潜在成長率を下回り、平均+0.5%程度にとどまるとみられる。南欧諸国等向けの債権を多額に保有する欧州金融機関は、狭義の中核的自己資本比率を 12 年 6 月までに 9%へ高める必要があり<sup>7</sup>、資産圧縮による信用収縮の動きが実体経済の下押し圧力となるであろう。その後、信用不安の緩和とともに 14 年に潜在成長率並みの成長へ戻り、15-20 年は金利低下とコンフィデンス改善から潜在成長率を上回る+1.5%程度と予想する。21-25 年は潜在成長率近傍の+1.4%程度を見込む。

もっとも、支援体制強化や財政再建の遅れなどから、南欧諸国等の国債金利の上昇が続けば、上記の試算のとおり、債務残高は増加の一途を辿る。そうなれば、景気回復のタイミングは遅れ、潜在成長率を下回る低成長の期間が長引くこととなる。また、最悪シナリオとして、欧州債務危機が世界的な金融危機に波及した場合には、12~13 年に深刻な景気後退に陥る可能性が高い。一方、楽観シナリオは、海外経済の底堅さとユーロ安を背景にドイツの輸出増が域内景気を下支えするパスである。この場合は域内の景気格差の拡大が一段と顕著となる。

### 危機克服への道筋

危機克服のための即効薬はなく、まずは各国の財政再建への持続的な取り組みが不可欠である。EU が 11 年 12 月の首脳会議において、より厳格な財政規律を定める新条約<sup>8</sup>で合

<sup>7</sup> EU は、11 年 10 月、①ギリシャ民間負担の見直し、②銀行の資本増強、③EFSF 規模拡大の 3 つを柱とする「包括戦略」で合意。銀行の資本増強は、狭義の中核的自己資本比率を 5%から 9%に引き上げ、12 年 6 月までに不足分を増強するとした。もっとも、株価下落により増資が困難な中、公的資金注入による政府の関与を回避したい銀行は資産圧縮の動きを強めている。

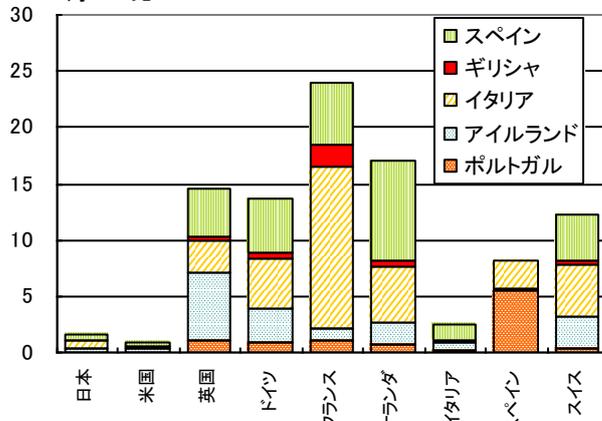
<sup>8</sup> 具体的には、①構造的財政赤字を対 GDP 比 0.5%以内に収めることとし、超えた場合には自動的に是正措置を発動、②これら規定を憲法など国内法に定める、③3%を超えた国に自動制裁および欧州委員会による

図表 EU27 カ国の経済見通し

暦年・平均値、%	実績	予測		
	2006-10	2011-15	2016-20	2021-25
実質GDP	0.9	1.0	1.5	1.4
名目GDP	2.0	2.8	3.4	3.2
消費者物価	2.3	2.2	2.1	2.1

資料：Eurostat、予測は三菱総合研究所

図表 主要国の南欧諸国等向け債権（11 年 9 月末）対 GDP 比%



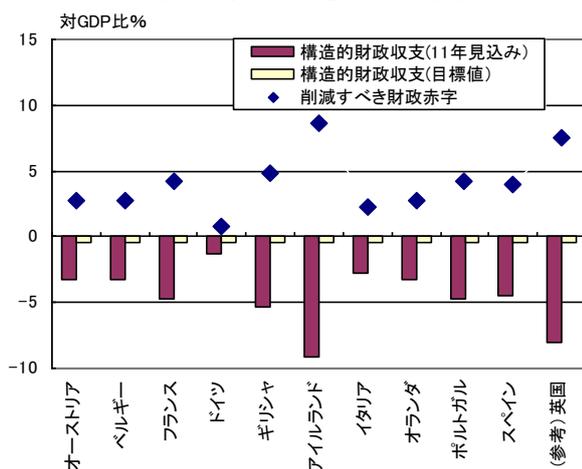
注：ギリシャ、ポルトガル、イタリア、アイルランド、スペイン向け、最終リスクベース  
資料：BIS

意したことは大きな前進といえる。しかし、目標達成には、アイルランドは対 GDP 比 9% 程度、ギリシャ、フランス、ポルトガル、スペインは同 4% 程度の大幅な赤字削減を要する（下図左）。市場の信任を得るには、公的部門縮小、年金改革による社会保障費削減、徴税強化などの改革により、目標達成への道筋を示すことが求められる。

また、債務返済能力を高めるには、中長期的な成長力引き上げを図る取り組みも求められる。ユーロ導入後の競争力指数の変化と実質 GDP 成長率の関係をみると、ユニット・レバー・コスト（ULC、生産一単位当たりの人件費）の低下により競争力が増した国ほど GDP 成長率が高い傾向がある。ドイツがユーロ導入により為替面で大きなメリットを享受した事実は否定できない。しかし、2000 年代前半に労働市場改革<sup>9</sup>を実行し、競争力を改善してきた成果ともいえる。一方、ギリシャ、ポルトガル、イタリアなど南欧諸国は、政府部門の肥大化、硬直的な労働市場、物価連動型の賃金決定メカニズムの存在などから、生産性が低いうえ賃金上昇率が高く、競争力を喪失してきた。競争力改善には、解雇規制撤廃を始めとする労働市場改革、参入規制撤廃等の競争促進策など構造改革が急務である。

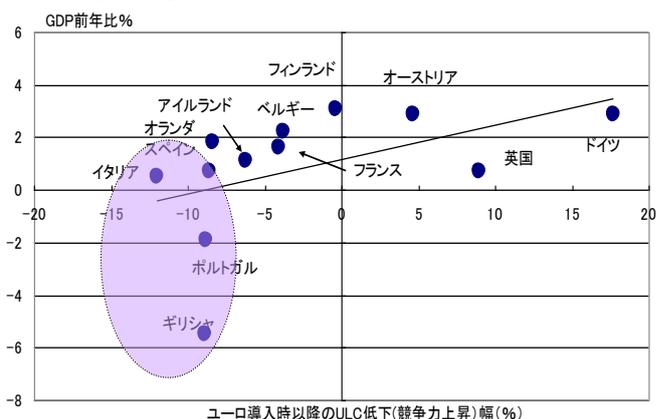
もともと、上記の財政再建や構造改革の効果が現れるには長い時間を要する。したがって、まずは既に実行されている欧州中央銀行（ECB）による流動性供給や金融緩和に加え、防火壁としての資金基盤の拡充が急がれる。しかし、これらの対策は対症療法にすぎない。ユーロ各国は、時間を稼ぐ対策の実行と並行し、ユーロが抱える「単一通貨・金融政策にもかかわらず、財政政策はばらばら」という構造的欠陥の修正について議論を進めるべきである。独立の主権国家が財政を完全に統合するのは難しいが、財政協定の下でガバナンスを強化した上で、ESM の銀行免許付与など役割強化や欧州共同債発行など、ユーロ圏内で財政を移転する仕組みを具体的に検討すべき段階にきている。

図表 削減すべき財政赤字額



資料：欧州委員会秋季見通し

図表 競争力（ULC ベース）と実質 GDP 成長率



注：実質 GDP 成長率は 2011 年見込み  
資料：欧州委員会、Eurostat を基に作成

る予算審査実施等が盛り込まれた。1 月 30 日現在 25 カ国で合意。

<sup>9</sup> 失業給付減額、期間短縮などの失業給付制度改革や、就労支援体制の強化により、失業者の就労が促されたほか、低賃金および短期間就業や解雇に対する規制緩和により、雇用形態が多様化され就労機会の拡大につながった。

[中国]

- ・ 足元では外需減速から成長率が低下するが、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、10年代後半は+6%半ば、20年代前半は+5%後半と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12年以降も+6~8%台で推移すると予想。16-25年の年平均成長率は中国を上回る見込み。

[ブラジル]

- ・ 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、11-15年、16-20年は+3%台半ば、21-25年は+2%台後半へと緩やかに低下すると予想。

(1) 概況

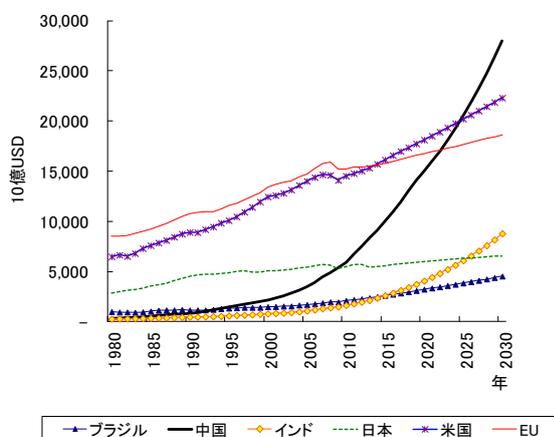
新興国経済の成長は継続、さらなる市場規模の拡大が予想される

新興国経済は、25年にかけて堅調な成長を持続するが、10年代後半には中国とインドの成長率が逆転するとみられる。実質 GDP 成長率は、05-10年は中国が圧倒的に高かったが、11-15年は後半には中国にインドが追い付き、16-20年にはインド(+7.5%)が中国(+6.6%)を上回ると予想する。ブラジルは潜在成長率見合いでの緩やかな成長鈍化を見込む。

この予測を基に、各国の経済規模を名目 GDP (ドル換算) で比較した場合、中国経済は20年頃に EU 経済を上回り、25年頃には米国経済を上回ると予想される。15年以降も高成長を続けるインドは、15年前後にブラジルを上回った後、25年前後には日本を上回る可能性もある。

ただし、一人当たり名目 GDP では、中国は25年時点でほぼブラジルの水準まで増加するものの、米国の4分の1、日本の3分の1にとどまる。また、インドは高経済成長を継続したとしても、25年時点で4177ドルと推計され、豊かさの一つの目安となる1万ドルを大幅に下回る。

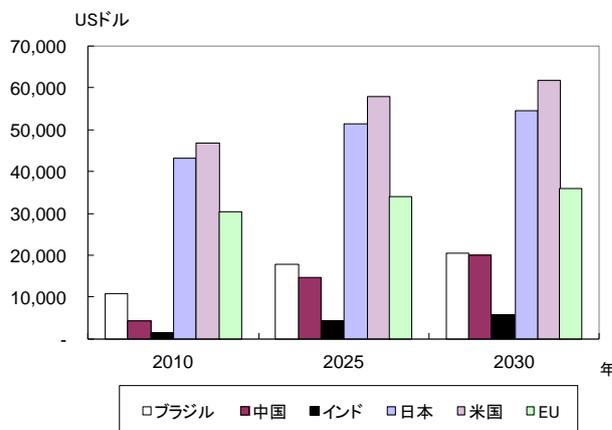
図表 各国名目 GDP 規模(ドル換算)の推移



資料：実績は IMF、予測は三菱総合研究所推計

注：2025 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、5.3、6.0、2.5、0.6、2.0、1.4%と機械的に設定。

図表 各国一人当たり名目 GDP



資料：三菱総合研究所推計

市場規模の観点からは、GDP のみならず、各国の都市人口も注目値する。とくにアジアでは、都市化の進展から都市人口が増大し、需要面からは消費の拡大に寄与すると予想される。25 年時点の都市人口は、中国で 8.5 億人、インドで 5.2 億人に達し、アジア全体では 23 億人にもものぼる。

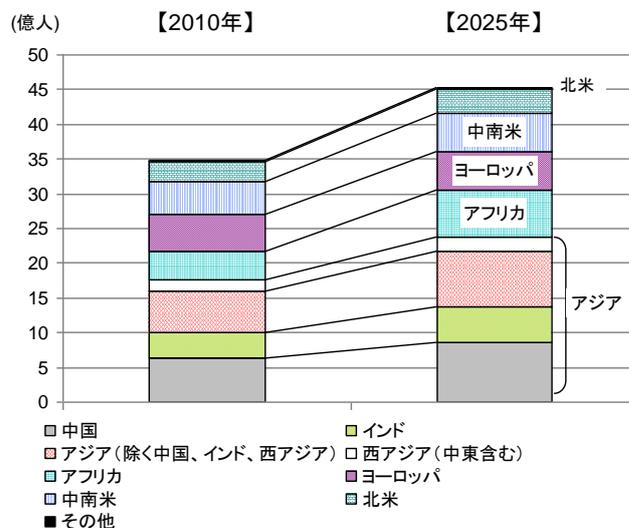
### 労働力人口や資本ストック蓄積ペースに差も

経済・市場規模でなお拡大が期待される新興国ではあるが、25 年までを展望した場合、潜在成長率を左右する労働力人口の伸びや年齢構成の若さ、発展段階に応じた資本ストックの蓄積ペースに 3 カ国間でも差が出てくる。

まず、労働力人口については、中国では 15 年以降少子高齢化が急激に進み、生産年齢人口（15～64 歳）が減少を始めるのに対し、ブラジル、インドでは伸びを低めつつも増加を続ける。とくにインドでは、生産年齢人口比率が 40 年まで上昇を続ける見込みである。

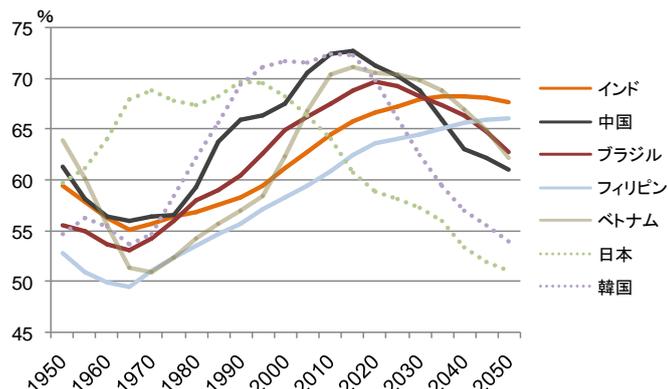
資本ストックについては、一般的に所得水準が低い国では資本蓄積が早いペースで進むのに対し、所得水準が高まると資本蓄積のペースは鈍化する傾向がみられる。過去の動向をみると、一人当たり GDP が 1 万ドル程度に近づくと、明らかに固定資本形成比率は低下してくる状況が観察される。現在、急速なペースでインフラ投資が進んでいる新興国であっても、一人当たり GDP 水準が 1 万ドルに近づいてくると、こうした動きが弱まる可能性がある。既に 1 万ドル近傍のブラジルや、近い将来達することが予想される中国などでは、先行き資本蓄積ペースが徐々に鈍化するであろう。

図表 都市人口の推移



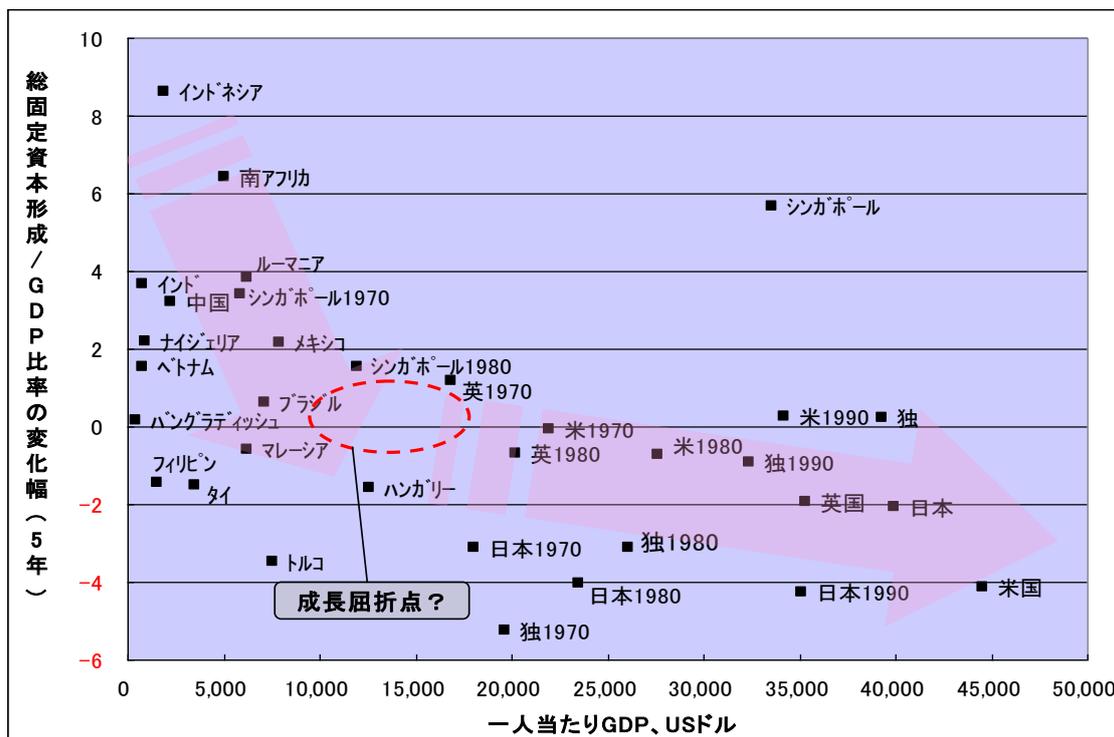
資料:United Nations、都市人口推計（2009 年版）

図表 生産年齢人口比率の推移



資料：United Nations、人口推計（2010 年版）、中位推計

図表 各国の総固定資本形成比率の変化と一人当たり GDP の関係



資料：国連データなどから三菱総合研究所作成。

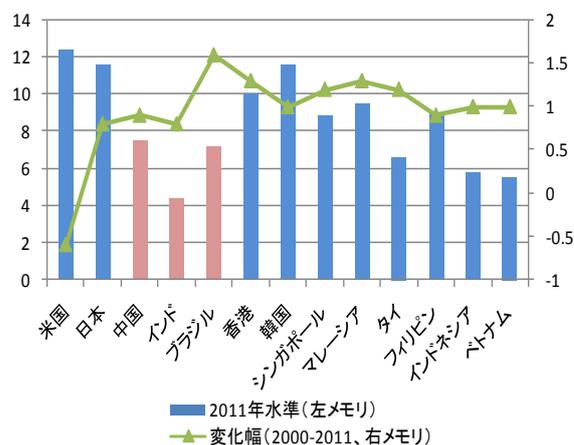
注：総固定資本形成比率は、当該年から先行き5年間の変化。年の記載がないものは全て2004-09年の変化。

さらに、潜在成長率との関係では、生産性の向上をいかに図るかという問題がある。労働力人口の伸びが鈍化（中国はマイナス転化）する下では、技術革新に加え、教育水準の引き上げによる労働の質向上が、重要な論点となる。

一般的な教育水準を示す指標と考えられる平均就学年数（25歳以上の成人）をみると、中国の平均就学年数は、アジアのなかでは中レベルであるが、経済が高成長を達成した割には00年から11年までの変化幅がやや小さい。このため、今後の労働力人口減少局面において、労働の質向上によるTFPの押し上げ効果は限定的なものとなる可能性がある。また、インドでは、所得格差や所得水準の低さの問題もあり、

平均的な教育水準が低く、労働の質向上によるTFPの一段の伸びは限られるであろう。一方、ブラジルは現在の教育水準は中レベルであるが、近年の改善ペースが速く、将来一定の労働の質向上が期待でき、TFPの押し上げにプラス効果が見込まれる。

図表 新興国各国の平均就学年数と変化幅 (00-11年)



資料：UNDP「Human develop indicators」より三菱総合研究所作成

## (2) 中国経済の展望

### 政権交代とマクロ経済運営の基本方針

12 年は中国で新政権が発足する年となる。12 年秋に、中国の事実上の最高意思決定機関である中共中央政治局常務委員会のメンバー 9 人のうち、習近平国家副主席と李克強第一副首相を除く 7 人が入れ替わり、その後、13 年春の全国人民代表大会において、習氏が国家主席に、李氏が首相に就任する予定とされている。ただし、マクロ経済政策の基本的な運営は、すでに昨年 3 月に決定された 11-15 年の新しい経済政策方針である「第十二次五カ年計画(規画)」が開始、「経済発展方式の転換加速」に向けた各種政策がすすめられており、中長期的な方針に大幅な変更はないであろう。

中長期的な成長パスとしては、急激な少子高齢化に伴う労働力の減少や、投資依存型から消費依存型への成長パターンの変化による資本蓄積の鈍化を背景に、経済発展は続くが成長の速度は低下傾向を辿るとみられる。潜在成長率は、11-15 年は+8%台前半から+7%台後半、16-20 年は+6%台前半、20-25 年は+5%台後半から半ばまで低下すると予測する。

### 投資・貯蓄は鈍化も、都市化で消費拡大の余地

15 年以降、急速に高齢化が進む中国が目指すべき方向性は明確である。第一に、外需・投資牽引型から消費牽引型の経済構造への転換、第二に、所得格差問題への対応加速、第三に、科学技術力の向上である。

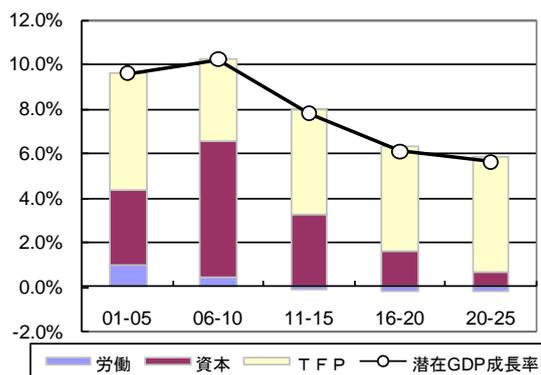
第一の点に関しては、資本蓄積のペースは緩やかに鈍化すると考えられ、投資の牽引力は徐々に低下するとみられる。過去の総投資と総貯蓄の対 GDP 比は相関が高い。近年はやや投資率が貯蓄率を上回って推移しているが、今後、少子高齢化の進展に伴い貯蓄率の低下が見込まれることから、投資の伸びも低下傾向をたどると予想する。

図表 中国の経済見通し

暦年・平均値、%	実績		予測	
	2006-10	2011-15	2016-20	2021-25
実質GDP成長率	11.2	8.3	6.6	5.6

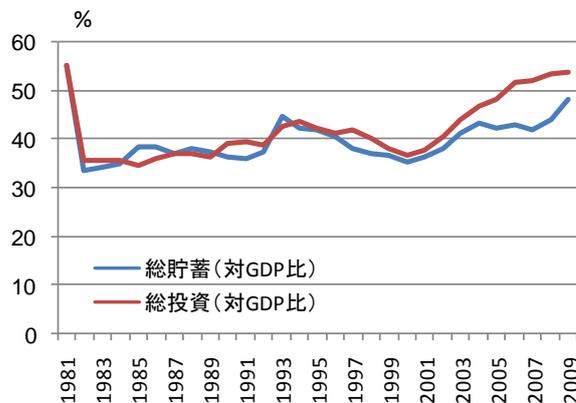
資料：実績は IMF、中国国家統計局。予測は三菱総合研究所。

図表 中国の潜在成長率(推計値)



資料：中国国家統計局資料、国連資料などから三菱総研究所推計

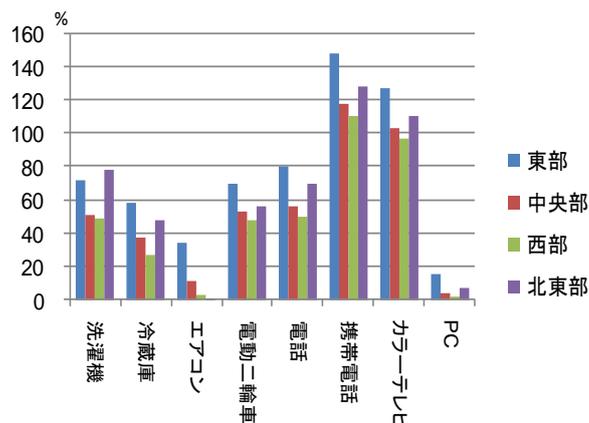
図表 中国の貯蓄率と投資率



資料：IMF

一方、今後の経済成長の牽引役として期待されるのが消費である。少なくとも15年頃までは、堅調な伸びの持続が期待できよう。中国の耐久消費財の普及率は、特に西部、中央部で低い。後述するように、中国の消費の先行きについては、社会保障制度の整備の遅れなどの懸念材料もあるが、都市化の進展に伴って、耐久消費財の普及率上昇に支えられた消費拡大の潜在力は高いと考えられる。

図表 耐久消費財の普及率（2009年）



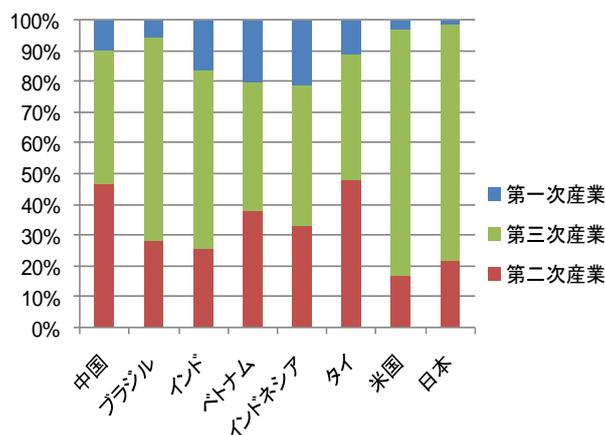
資料：中国統計年鑑

### 技術革新と社会保障の拡充が成長率を左右

今回新たに予測した25年までを展望すると、労働人口減少の継続により、中国の実質GDP成長率は5%台まで徐々に低下すると予想される。こうしたなか、①科学技術力の向上や経済構造改革の一層の進展により生産性向上を実現できるか、②社会保障制度の拡充により、内需の持続的な成長を維持できるか、という点がより重要度を増していくと考えられる。

まず、生産性の向上については、製造業の高付加価値化と戦略的振興産業の7産業を中心とする技術革新の進展が期待されている。また、第二次産業に依存する経済構造を第三次産業へシフトさせる方針も打ち出されている。しかし、10年時点の各国の産業構造を比較すると、中国

図表 各国の産業構造（2010年）



資料：各国統計より三菱総合研究所作成  
注：中国、ブラジル、米国は名目ベース

の第二次産業比率は付加価値ベースで46.8%となっており、タイを除けば、日米、インド、ブラジル、その他アジア各国と比較して高く、産業構造の転換は順調には進んでいない。金融市場の整備や規制緩和、国有企業の一段の改革など多くの課題を抱えており、これら課題への対処なくしては産業構造改革の進展による生産性の向上は限定的なものとなろう。

また、急速な少子高齢化を迎える中国で、社会保障制度の拡大・充実が急務である。消費主導型への経済構造のシフトを目指すなか、社会保障制度の不備が低所得者を中心に予備的な貯蓄を増加させ消費を大幅に押し下げるリスクは無視できない。中国の医療保険制度では、人口の約半分を占める農村住民は任意加入であるのに対し、都市部の企業職員や自営者は、企業による強制加入であり、農村と都市間の制度格差が大きい。政府は20年までに農村の社会保障制度を拡大していく方針であるが、整備の進捗は遅れている。また、社会保障の水準自体も低い。徐々に改善されてはいるものの、09年時点で中国の医療支出

に占める私的支出の割合が約 50%と個人負担が非常に大きく、低所得者を中心に保障の充実が必要となる。

### マクロ経済政策の動向

中長期的な政策の基本方針は維持される可能性が高いとはいえ、12年は外需減速の可能性が高く、短期的なマクロ経済政策の運営は難易度が高い。

11年は日本の震災や、欧州債務危機の深刻化、タイの洪水の影響など、新興国をめぐる情勢も悪化し、中国経済も11年後半から減速感を強めた結果、11年の実質 GDP 成長率は前年比+9.2%と10年の

同+10.4%から減速した。中国の輸出構造(10年)をみると、EU27カ国向けは19.7%と、米国を上回るシェアを有している。欧州各国の成長率低下により、当面輸出の低迷は避けられず、12年から13年にかけて、外需減速から成長率はさらに鈍化すると予想する。こうしたなか、金融政策面では、中小企業を中心とする輸出製造業の業績悪化や、国際商品市況の落ち着きによる輸入インフレ圧力の低下などを背景に、中国人民銀行は11年11月に預金準備率の引き下げに踏み切った。政府は依然として「穏健(中立)」スタンスを維持するとしているが、景気の急減速への対応として、短期的には金融緩和スタンスに転じる可能性もある。しかし、食料品価格は12年1月時点で前年比+10.5%と高い水準を維持しており、大幅な金融緩和には踏み込みにくいであろう。また、財政政策については、11年はリーマン・ショック後に採用した積極的な財政スタンスを縮小する方向にあったが、欧州債務危機に端を発する外需減速懸念と新政権への期待への対応の観点から、12年は積極的な財政政策を維持するとみられ、中立スタンスにシフトするのは13年以降と予想する。

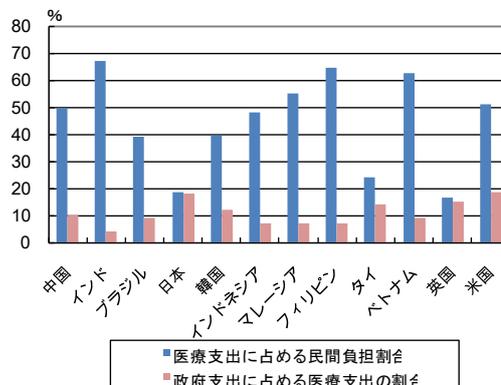
為替政策は、10年6月下旬の元高容認再開後、11年末までに6.83元/ドルから6.29元/ドルレートまで上昇、累積で約7.8%程度の元高となった(11年初からは約4.7%元高)。

外需が減速するなか、短期的には切り上げペースがやや鈍化する可能性もあるが、人民元の適正化は長期にわたって漸進的に行われるであろう。25年までに4.3元/ドル(37%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。

### 2025年にかけて成長率は鈍化傾向を維持

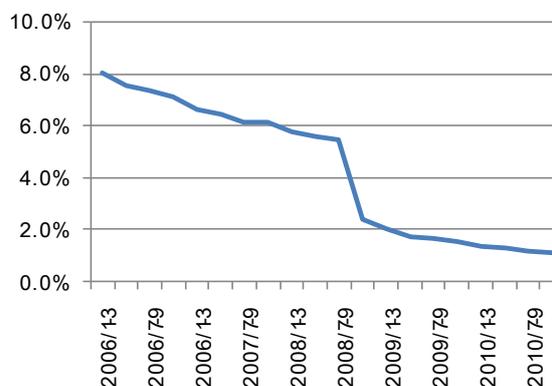
実質 GDP 成長率は、短期的には外需減速から鈍化、15年以降は少子高齢化進展による消費鈍化や設備投資の増勢テンポの鈍化を

図表 医療支出の民間負担割合と政府支出に占める割合



資料: WHO

図表 銀行の不良債権比率



資料: 中国銀行業監督委員会

背景に、成長率の低下継続を見込む。11-15年は+8.3%、16-20年は+6.6%、20-25年は+5.6%と予測する。

なお、上記の標準シナリオでは、マクロ経済政策の運営方針の大幅な変更はないと想定しているが、政権交代のなかでマクロ経済政策運営が適切に実行されない場合には、中国経済が大きく変動するリスクが高まる点には留意が必要であろう。また、中期的なリスクとして不良債権問題が挙げられる。銀行業監督委員会の発表によれば、銀行セクターの不良債権比率は06年から10年の間、8%台から1%台まで低下している。しかし、不動産価格の下落が続くなか、地方融資プラットフォーム会社関連融資<sup>10</sup>の焦げ付きなども報告されている。昨年来、当局は銀行セクターに対し地方融資プラットフォーム向け債権の処理を進めるよう指導しているとはされているが、想定以上のペースで不動産価格が下落し、不良債権額が拡大する場合には、投資の急減速などのリスクが高まる可能性もある。もう一つの中長期的なリスクは、高齢化が進むもとでの政治・社会の安定性となろう。近年、急速な経済発展を遂げたとはいえ、生産年齢人口のピークを迎えた1995年の日本に比べ、一人当たりGDPが10分の1の段階で急速な高齢化を迎える。前述のとおり、社会保障制度の整備・拡充などの備えが間に合うかが一つのポイントとなろう。

図表 生産年齢人口減少局面における中国と日本

項目	中国	日本
生産年齢人口減少時点	2011	1995
名目GDP(10億米国ドル)	6,419	5,264
一人あたりGDP(米国ドル)	5,019	41,969
投資比率	48.2%	28.2%
都市化率	51.3%	64.6%
政府債務残高(対GDP比)	33.8%	92.4%

資料：IMF、国連データなどから三菱総合研究所作成

注1：中国の名目GDP、一人あたりGDPについては実績見込み。

注2：投資比率、政府債務残高(対GDP比)は09年時点。都市化率は10年時点。

<sup>10</sup> 地方融資プラットフォーム会社とは、公共投資プロジェクトの資金調達機能を担う目的で、地方政府およびその関連機関が出資し、設立した法人。

### (3) インド経済の展望

#### 潜在成長率を左右する要素

インド経済は、生産年齢人口の伸びとインフラ拡充の必要性による資本蓄積の持続を背景に、中長期的に高成長を維持すると予想する。

図表 インドの経済見通し

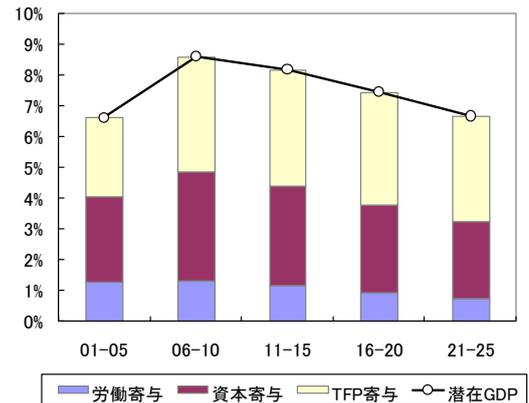
暦年・平均値、%	実績	予測		
	2006-10	2011-15	2016-20	2021-25
実質GDP成長率	8.5	7.7	7.5	6.7

資料：実績はIMF、予測は三菱総合研究所

#### 資本蓄積が成長を支える公算

成長のプラス要因として、第一に人口構成の優位性が挙げられる。労働力人口の増加率は足元で1.9%であり、20年時点でも1.5%を維持する。また、人口構成の若さも利点と言える。中国の65歳以上の人口比率は足元の8%から20年には12%程度に達する見込みであるのに対し、インドはそれぞれ5%、6%程度にとどまり、高齢化がほとんど進行しない。人口構成の若さは、技術革新などの面で有利という見方もある。さらにITや語学面などでの人的資本の強みが世界からの需要とマッチしている点も強みといえよう。

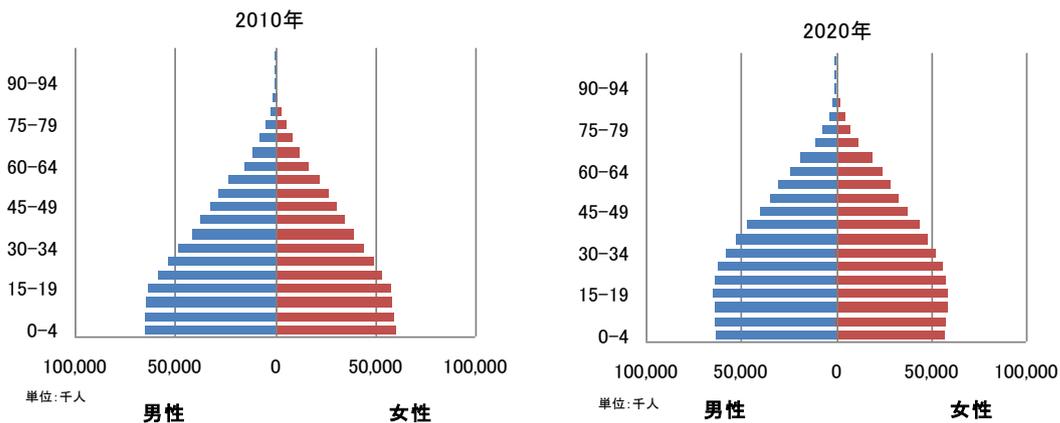
図表 インドの潜在成長率(推計値)



資料：IMF、CEIC より三菱総合研究所推計

第二に、追加的な資本蓄積が経済全体の生産性を向上させるポテンシャルが高いことがある。インドでは現時点で資本蓄積があまり進んでいないため、逆に、この先インフラ投資などを通じて高成長を維持できる期間が中国などと比べても長いと考えられる。

図表 インドの年齢別人口



資料：国連

成長を制約する要因としては、まず、汚職にともなう非効率な政府支出や民間投資による成長への影響が挙げられよう。また、高水準の政府債務は、潜在的な増税や支出削減の可能性を示唆する。さらに、経済成長の安定にとって重要な物価安定の面では、これまでのところ政策運営に課題があり、高インフレが民間投資などへの悪影響を与えていると

みられる。海外からの資本流入はプラスとマイナスの両面がある。海外からの対内直接投資に関する規制は今のところ厳格であるが、国内の反対世論をにらみながら徐々に開放されていく方向とみられる。こうした海外からの投資増加やノウハウの移転は、TFPの伸びを高めインドの成長に資するであろう。一方、経常赤字国であるインドでは、国内投資資金の海外依存度が高く、外的なショックに脆弱な構造であるほか、国内資金による投資を抑制している面もある。

以上、圧倒的な人口構成の優位性、資本蓄積の追加が経済の生産性を向上させるポテンシャルなどに鑑み、25年まで見据えれば中国よりも高成長が持続する公算が大きい。ただし、持続する高インフレ、汚職に伴う非効率な財政支出と膨張する債務残高、対外ファイナンス面での脆弱性に対し、政策面で不安定性が露呈する可能性には注意が必要となろう。実質GDP成長率は、11-15年+7.7%、16-20年+7.5%、21-25年+6.7%と予想する。

#### (4) ブラジル経済の展望

##### 2020年以降は成長率鈍化も

ブラジル経済の足元の潜在成長率は+4%程度とみられる。今後、20年頃にかけて、+3%台程度にまで低下する見込みである。20年を過ぎると、潜在成長率はさらに低下していくであろう。

その背景には、労働力人口の増加ペースの鈍化による影響が大きい。労働力人口の伸び率は足元で年間1%台半ばであるが、20年には0.7%程度になり、25時点では0.2%程度へ低下するとみられる。高齢化の進展度合い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おおむね維持するとみられるが、生産年齢人口比率がピークアウトする20年以降は、徐々に鈍化する可能性がある。

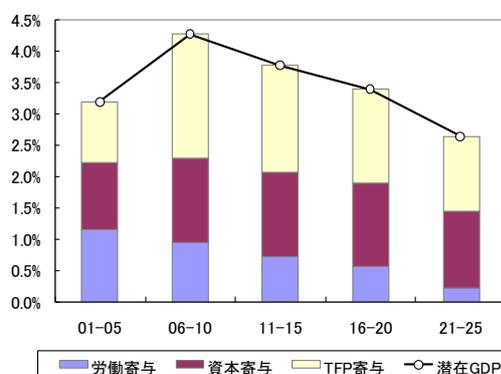
11年以降、新政権のもとで進められている大規模な公共投資は、資本蓄積の加速とともに、インフラ不足による非効率性の改善を通じて、生産性の向上にある程度寄与するであろう。ただし、中国など他の新興国と比べれば、相対的に資本蓄積が進んでいるともみられ、こうした追加的なインフラ投資が先行き著しく成長率を押し上げるとは考えにくい。14年のサッカーワールドカップ、16年のオリンピックに伴うインフラ関連の公共投資拡大についても、基本的には同様と考えられる。

図表 ブラジル経済見通し

暦年・平均値、%	実績			
	2006-10	2011-15	2016-20	2021-25
実質GDP成長率	4.4	3.4	3.4	2.6

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）



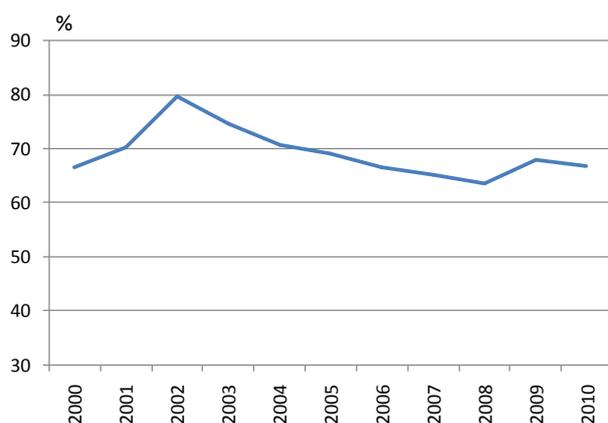
資料：IPEA、ILO、国連データなどより三菱総合研究所推計

## 安定成長の基盤は持続

インフレ率は依然として高いが、近年は中央銀行によりおおむね適切に管理され、足元では上昇率が鈍化しつつあるため、当面は、インフレ圧力の後退が民間投資活動に資する状況が続くだろう。政府債務の対 GDP 比率は、この 10 年抑制されており、将来的な増税リスクにより成長が下押しされる可能性は今のところ小さい。天然資源や農産物の市況なども、世界的な需要拡大から、引き続きブラジルにとって有利な状況が続くものと考えられ、交易条件改善が経済を支える状況が続こう。

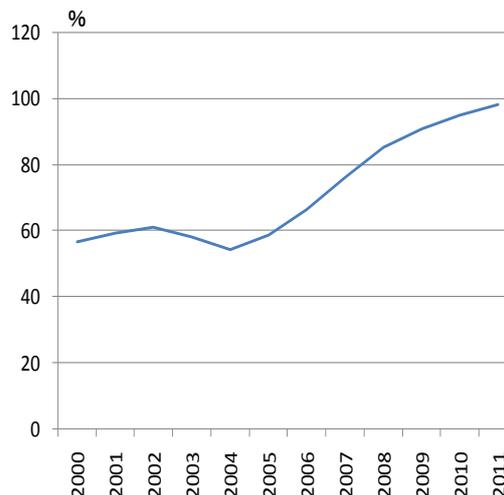
ただし、経常収支面では、内需拡大などから赤字を抱えており、外的なショックに対する脆弱性を抱える。とくに、海外のブラジル向け与信残高に占める欧州系銀行比率は 7 割を超えており、欧州債務危機の行方によっては、ブラジルの資本蓄積ペースなどにも影響が及ぶ可能性がある。また、対 GDP 比でみた銀行資産は上昇トレンドを辿っており、行き過ぎた信用拡大には、一定の注意が必要である。

図表 ブラジルの政府債務残高/GDP 比率



資料：IMF

図表 ブラジルの銀行資産/GDP 比



資料：CEIC

《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・武居 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、日銀記者クラブに資料配布致します。