

---

## Ⅲ. 海外經濟

# 1. 米国：イノベーションが下支えも社会の分断が重石に

米国経済では、イノベーションが経済成長を下支えする一方で、構造的問題に伴う労働市場の分断や経済格差の深刻化による国内社会の分断などが重石となり、成長率は2020年の2%近傍から2030年にかけて1%台後半へ低下する見通し。リスクは、中国やインドの台頭に伴う米国の地位の相対的低下、拡張的財政政策などに伴う政府債務の拡大が挙げられる。

## イノベーションによる生産性向上は維持する見込み

米国経済は良好さを維持している。金融危機後に10%前後にまで上昇した失業率は、現在では長期的均衡水準（約4.5%）を大きく下回り、極めて低い水準で推移している（18年5月は3.8%）。2009年7月から始まった米国の現在の景気拡大期は、1991年4月から2001年3月まで続いた戦後最長の10年間に次いで2番目の長さには達している。

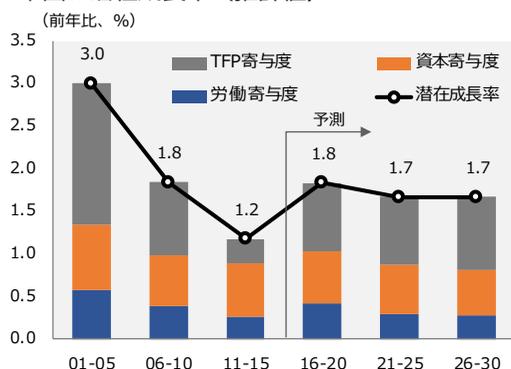
米国の潜在成長率を、①全要素生産性（TFP）寄与度、②資本寄与度、③労働寄与度の3つに分解すると、**TFP寄与度の伸びが減速している**。ただし今後は、その伸びが徐々に回復していくと見込まれ、その理由として、以下で述べる①研究開発投資（以下、R&D投資）の効率性、②起業家に対する豊富な資金供給、③政策による後押しが挙げられる（図表Ⅲ-1）。

第1に、R&D投資の効率性である。米国は**研究開発投資対比でみた全要素生産性の伸びが高い（効率がよい）**。その要因として、①低収益（低生産性）企業の退出など産業の新陳代謝が活発であり、高収益が見込まれる産業や分野にR&D投資が集中的に行われていることや、②投資によって生み出された技術を企業収益につなげる力が強いことなどが考えられる。R&D投資による知的財産の蓄積は、国内の生産性向上に寄与するほか、他国からの特許使用料、技術指導料など技術貿易収入の増加にも貢献している。米国における官民合計のR&D投資は高水準にあり、R&D投資によるイノベーション促進には今後も期待できる。

図表Ⅲ-1

### 潜在成長率は+1%台後半で推移する見込み

米国の潜在成長率（推計値）

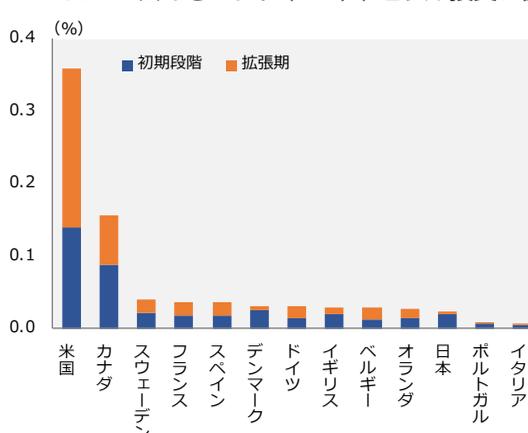


出所：米国商務省、労働省統計を基に三菱総合研究所作成

図表Ⅲ-2

### 米国のVC投資は群を抜いて高い

GDPに占めるベンチャーキャピタル投資の割合



注：データは2016年のもの。

資料：OECD「Entrepreneurship at a Glance 2017」

第2に、起業家に対する資金供給である。資金調達についてみると、**2016年のGDPに占めるベンチャーキャピタル投資（以下、VC投資）の割合は、他のOECD加盟国と比べて群を抜いて高い**（図表Ⅲ-2）。ビジネスの初期段階と拡張期において起業家が資金を得やすい環境が、数多のベンチャー企業を生み出し、イノベーションに寄与してきたと思われる。そうした環境は、起業家とベンチャーキャピタルの間にある資金の好循環によって実現されている。米国のシリコ

ンバレーなどでは、ベンチャー企業を立ち上げ、成功を取めた起業家が、その後、ベンチャーキャピタリストとして、新たなベンチャー企業に投資し、成功へと導くケースが多くみられる。

第3に、政策による後押しである。1980年代以降、米国はさまざまなプロパテント（特許重視）政策のもと、知的財産権の保護強化のための法整備を行ってきた。研究努力や企業努力によって生まれた新たな知見の保護をより強化することで、イノベーションを促進し、ひいては米国の産業競争力を復活させたと言われている。オバマ政権が2009年9月に発表（2015年10月に改訂）した「イノベーション戦略」も国によるイノベーションの後押しであったと言える。

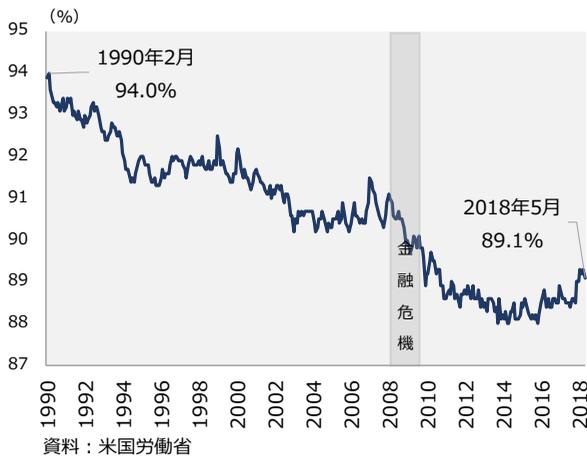
しかし、イノベーションによる生産性向上が期待される一方で、経済成長を抑制しうる懸念材料もある。それは3つの分断、すなわち①**構造的問題に伴う労働市場の分断**と②**経済格差の深刻化による国内社会の分断**、③**トランプ政権が残す国際社会との分断**である。

### 構造的問題による労働市場の分断は人的資本の量・質を抑制

現在、米国では失業率が記録的な低水準で推移している一方で、**労働参加率が伸び悩んでいる**（図表Ⅲ-3）。その背景には、労働市場の構造的問題があると考えられている。労働市場の構造的問題とは、労働需給のスラックなど需給要因で発生する一時的な問題ではなく、能力のミスマッチや転職率の低下など社会や経済の構造的な変化に起因する問題を指す。そうした問題によって、労働市場の内部と外部で分断が進んでいる。労働市場内部では、高いスキルを持ち合わせている労働者とそうではない者の間に大きな賃金格差が発生しており、また外部では、失業の長期化などに伴う人的資本蓄積の遅れによって、働きたくても働けない人が増加している。

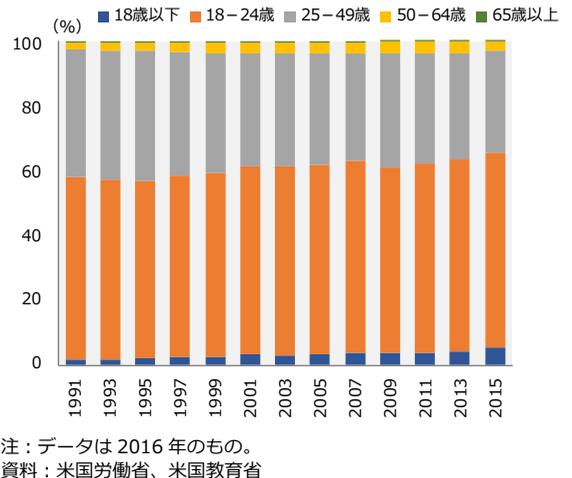
図表Ⅲ-3

**伸び悩む米労働参加率**  
25-54歳男性の労働参加率



図表Ⅲ-4

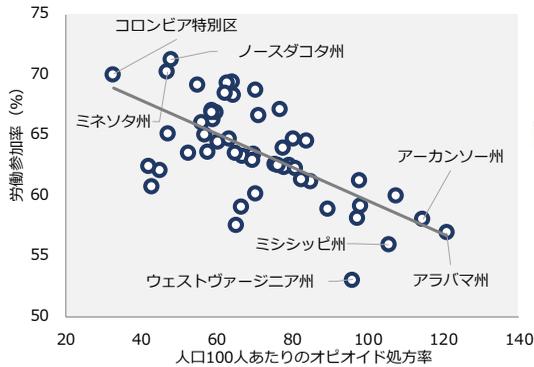
**進まない労働者の学び直し**  
大学在学者の年齢別割合



**労働市場の構造的問題を深刻化させている要因として、まず、労働者の学び直し支援の不備が挙げられる。**労働者の学び直しは、産業界の新たなスキル需要を満たすだけでなく、転職や再就職のきっかけとなり、衰退産業から成長産業への労働移動を円滑にする。転職や再就職は、労働者にとっても自らの賃金を上げる機会となりうる。米国は、これまで幾度となく、労働者の再教育に関する法律や制度を制定し、彼らの学び直しや転職・再就職を支援してきた。なかでも、オバマ前政権は、職業訓練プログラムを提供するコミュニティカレッジ（地域大学）を積極的に支援するなど、労働者の学び直しにより力を入れていたと言える。しかし、コミュニティカレッジを含めた大学の在学者を年齢別にみると、25歳以上の学生が占める割合が、過去約30年にわたって低下傾向にあり、現状ではそうした施策が成果を挙げていないことがわかる（図表Ⅲ-4）。

図表Ⅲ-5

**オピオイドと労働参加率の間には負の相関**  
州別オピオイド処方率と労働参加率



注：データは 2016 年のもの。  
資料：米国労働省、全米疾病対策センター

図表Ⅲ-6

**オピオイドの処方率はアパラチア山脈やラストベルト周辺で高い**  
州別のオピオイド処方率



注：アパラチア山脈は赤、ラストベルトは青で囲まれた場所。  
出所：全米疾病対策センターより三菱総合研究所作成

また、**労働参加率の伸び悩みに拍車をかけているのが、オピオイド依存症患者の増加だ。**オピオイドは鎮痛剤の一種であり、緩慢な医薬品規制のもと、安易に処方されたことで全米に広まった。オピオイドのまん延には、労働市場の構造的変化も関係している。1970年代以降に米国における製造業の空洞化が急速に進んだ。それは、製造業だけではなく、製造業に鉱物資源を供給する鉱業の衰退も招いた。製造業や鉱業の従事者は、サービス業など成長産業に新しい職を求めたが、当時はITの急発展に伴い、さまざまな職場で生産性向上が求められた時期であったため、円滑な労働移動が進まなかった。また、労働者の学び直しの支援がうまく機能しなかったことなど複合的な要因が重なり、失業者が全米にあふれる結果を招いた。そうした労働市場から取り残された人々によるオピオイドの乱用が社会問題化しているのが現状であり、労働参加率を幾分か低下させていると考えられる(図表Ⅲ-5)。それを示すかのように、オピオイドの処方率は、かつて製造業や鉱業で栄えたラストベルトやアパラチア山脈周辺の地域において高い(図表Ⅲ-6)。

労働参加率の長期的な伸び悩みは、人的資本を量と質の両側面で下押しする。**労働者が長期の失業や労働市場からの退社を経験した場合、職務で培った専門的な知識やスキルを失う可能性が高く、経済成長を押し下げかねない。**

**経済格差による国内社会の分断は、イノベーション力を低下させうる**

近年、深刻化しつつある経済格差も、次の3つの事実から、生産性の押し下げ要因になりかねない。第1に、**米国における経済格差は、拡大傾向にある。**過去約100年間について、米国におけるトップ1%の富裕層の資産と所得が、それぞれ全国民の総資産と総所得に占める割合をみると、世界恐慌以降、その割合は低下傾向にあったものの、1980年以降は急速に上昇していることがわかる(図表Ⅲ-7)。特に、所得の偏りは、世界恐慌直前の水準に近づいている。

第2に、**米国における経済格差は、世代を超えて固定的である**ことも指摘されている。Chetty et al. (2017)<sup>16</sup>によると、米国における所得階層の移動可能性は2000年から2012年にかけて変化していない。Davis et al. (2017)<sup>17</sup>によれば、世代間における所得階層の移動可能性は、1900年代後半にかけて低下しており、近年は悪化も改善もしていない。両親の所得階層がその

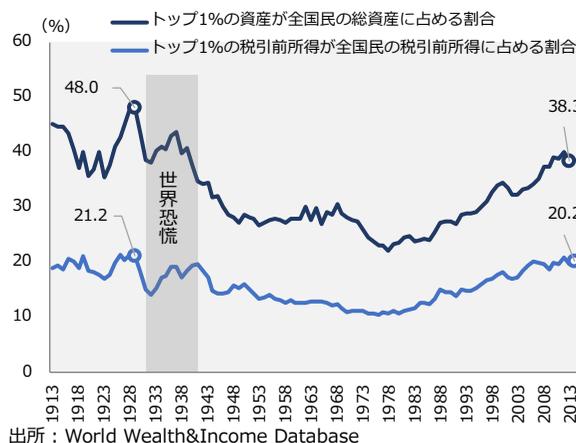
<sup>16</sup> Chetty, Raj; Hendren, Nathaniel; Kline, Patrick; Saez, Emmanuel; Turner, Nicholas. "Is The United States Still a Land of Opportunity: Recent Trends in Intergenerational Mobility." American Economic Review: Papers & Proceedings, 104(5): 141-147.

<sup>17</sup> Davis, Jonathan; Mazumder, Bhashkar. "The Decline in Intergenerational Mobility After 1980." Federal Reserve Bank of Chicago Working Paper, 2017-05

子供の所得階層に与える影響は強く、経済格差は世代を超えて引き継がれている。

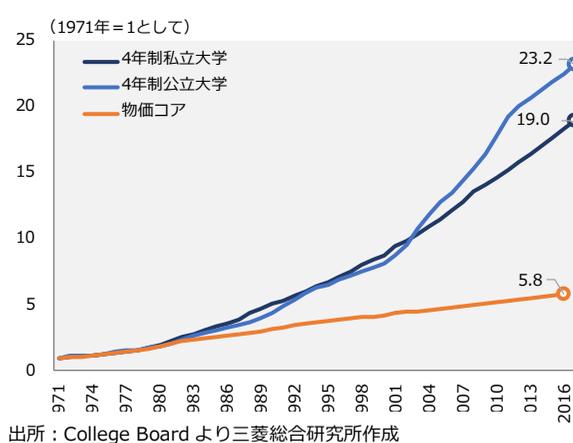
図表Ⅲ-7

**米国の経済格差は拡大傾向にある**  
米国における資産と所得の偏り



図表Ⅲ-8

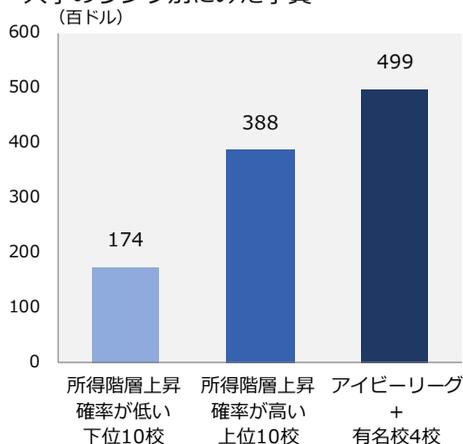
**米大学の学費は急速に高騰中**  
4年制大学の学費と物価の伸び



第3に、**経済格差の深刻化の背景には、大学の学費の高騰という問題が存在する**。米国の労働者が得られる所得は、学歴によって異なっており、平均所得を上回るためには、学士号を取得できるかが重要となっている。しかし、米国では4年制大学の学費が急速に（物価の約4倍）高騰しており、低所得家庭出身者が大学教育にアクセスしづらい状況が生じている（図表Ⅲ-8）。

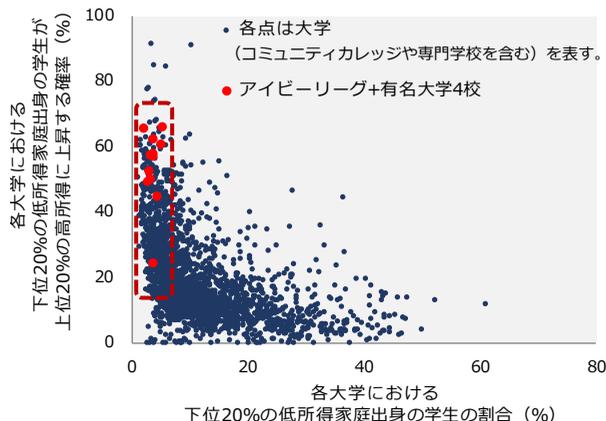
図表Ⅲ-9

**米大学間の学費の格差は大きい**  
大学のランク別にみた学費



図表Ⅲ-10

**大学間には所得階層上昇確率の格差が存在**  
低所得家庭出身学生の割合と所得階層上昇確率



また、大学間においては学費の格差と、それに伴う教育の質の格差が存在する。所得階層上昇確率<sup>18</sup>が高い上位10校の学費の平均は、同確率が低い下位10校のその約2.2倍に相当する。また、エリート校<sup>19</sup>にいたっては、約2.9倍にも相当する（図表Ⅲ-9）。そのため、低所得家庭

<sup>18</sup> ここでは、所得階層下位20%の家庭出身の学生が卒業後、所得階層上位20%に入る確率を用いた。

<sup>19</sup> アイビーリーグ8校と有名大学4校（デューク大学、シカゴ大学、スタンフォード大学、MIT）。

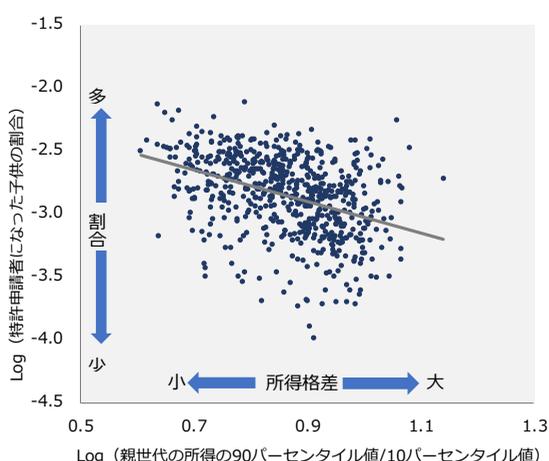
出身の学生は大学に通えたとしても、学費が安く、所得階層上昇確率が低い大学を進学先として選択する傾向がある（図表Ⅲ-10）。

行き過ぎた経済格差の拡大が続けば、低所得層が十分な教育を受けることができず、また、固定的な経済格差のもとでは、彼らが上の所得階層を目指し、起業や投資などを行うモチベーションを失い、国全体としてのイノベーション力が低下する。親世代の経済格差が大きい地域<sup>20</sup>や、所得階層上昇確率が低い地域では、子供世代のイノベーション力<sup>21</sup>が低い傾向がある（図表Ⅲ-11、Ⅲ-12）。**米国における経済格差が今後さらに深刻化すれば、イノベーションの低下を通じて、生産性向上を阻む要因になりかねない。**

図表Ⅲ-11

### 経済格差と特許出願者になった子供の割合には負の相関

地域別にみた経済格差の度合いと特許出願者になった子供の割合

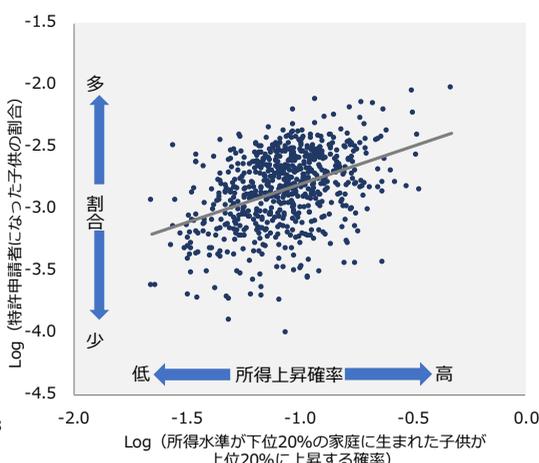


注：縦軸は1980-1984年生まれのコホートのデータを、横軸は1996-2000年の平均を通勤圏レベルに集計。  
出所：The Equality of Opportunity Project より三菱総合研究所作成

図表Ⅲ-12

### 所得階層上昇確率と特許出願者になった子供の割合には正の相関

地域別にみた所得階層上昇確率と特許出願者になった子供の割合



注：横軸は1980-1985年生まれのコホート、縦軸は1980-1984年生まれのコホートのデータを通勤圏レベルに集計。  
出所：The Equality of Opportunity Project より三菱総合研究所作成

## トランプ政権が残す国際社会との分断は中長期的な経済成長の弊害に

トランプ政権による政策運営の弊害にも要注意だ。トランプ大統領は、国内では、大規模な税制改革など選挙時に掲げていた政策をいくつか実現した。一方で、**国内外で軋轢を生んでいる政策運営は、中長期的に米国経済へ悪影響を及ぼしかねない。**

例えば、NAFTA 離脱を巡る一連の交渉である。2017年8月から始まったこの交渉では、米国が、自国の自動車産業保護を目的に、一方的な要求を提示、受諾しなければ NAFTA から離脱すると主張。このような**米国による一方的かつ理不尽な要求は、関係諸外国との軋轢を生み、今後、米国を新たな貿易協定に加盟しづらくする**だろう。自由貿易の枠組みから締め出された場合、米国は国際社会で孤立し、経済のみならず、国際政治の面においても、プレゼンスを失いかねない。

また、国内に目を向けると、オバマケアの廃止も中長期的に負の影響を経済に与えかねない。トランプ大統領は、2017年12月に、医療保険に未加入の米国民への課税を撤廃、オバマケアを

<sup>20</sup> ここでは、地域を通勤圏 (Commuting zone) レベルで定義した。通勤圏とは、米国の地域を通勤パターンによって分割した基準であり、さまざまな統計で用いられている。

<sup>21</sup> ここでは、その後特許出願者になった子供の割合を代理変数として用いた。

事実上廃止した。その際、代替保険制度の導入を明言していたが、現時点では達成されていない。今後も、代替案が導入されない場合、国民の健康悪化を引き起こし、人的資本の量の低下を通じて成長を鈍化させうる。

## 潜在成長率は2030年にかけて+1%台後半での推移を見込む

以上を考慮して、**米国の潜在成長率は、中長期的には+1%台後半での推移**を予測する（図表Ⅲ-1参照）。

構成要素別にみると、労働投入は、高齢化の進展やトランプ政権による不法移民の取り締まり強化などにより鈍化すると見込む。資本ストックは、企業の期待成長率の低下などから、過去に比べ伸びはやや低下するとみられる。TFPは、金融危機後に伸びが低下したと推計されるが、イノベーションを生む土壌を背景に、1%弱程度の伸びは続くであろう。ただし、労働市場の構造的な問題や、深刻化する経済格差など、さまざまな要因が、人的資本の量と質の両側面の低下などを通じて潜在成長率を押し下げる可能性もあり、その動向には注意が必要である。

米国の経済成長率は、**2020年にかけて潜在成長率を上回る+2.0%近傍で推移**すると予想する（図表Ⅲ-13）。背景として、第1に、**良好な雇用・所得環境による消費の拡大**が挙げられる。今後も、トランプ政権の経済政策が、雇用者数と所得の安定的増加を下支えするだろう。第2に、**トランプ政権の財政刺激策**がある。大規模なインフラ投資などが、2018年から2019年にかけての経済成長率を幾分か押し上げると予想。

図表Ⅲ-13

### 2030年にかけて伸びが鈍化する見込み 米国の経済見通し

暦年ベース (前年比平均、%)	実績	予測		
	2011-15	2016-20	2021-25	2026-30
実質GDP	2.2	2.1	1.8	1.7
名目GDP	3.9	3.9	3.8	3.7
FFレート誘導水準（平均）	0.13	2.15	3.75	3.75
失業率（平均）	7.2	4.4	4.7	4.7

出所：米国商務省、労働省、FRB。予測は三菱総合研究所

2020年以降は、①**効率的な研究開発投資**や②**起業家に対する豊富な資金供給**、③**政策による後押し**といった土壌のもと、イノベーションによる生産性向上が経済成長を下支えするだろう。ただし、先に述べた①**構造的な問題に伴う労働市場の分断**や②**経済格差の深刻化による国内社会の分断**、③**トランプ政権が残す国際社会との分断**が重石になり、2020年代後半の経済成長率は、1%台後半での推移が見込まれる。

## イノベーション力の相対的低下がリスクに

リスクは、第1に、**イノベーション力の相対的低下**である。上記の懸念以外にも、中国やインドなどの台頭に伴い、米国のイノベーション力が相対的に低下すれば、これまで米国の技術革新を支えていた人材や資金が米国外へ流出し、経済成長は鈍化しかねない。第2に、**拡張的財政政策による財政赤字の拡大**である。大規模減税や大型インフラ投資が財政赤字を拡大させ、長期金利が急激に上昇する場合には、国内のマインドや消費、投資が悪化し、経済が下押しされうる。第3に、地政学リスクである。中東や中国などとの関係が悪化すれば、金融市場の不安定化やインドの悪化を通じて、経済成長は押し下げられかねない。

## 2. 欧州：高齢化で成長鈍化、リスクはEU統合後退

欧州経済は、企業の期待成長率の低下・若年層を中心とする労働者の質の低下が下押し要因となる一方、北欧諸国などイノベーション力の高い国の知見のスピルオーバーによる生産性上昇が下支えとなり、2020年までは1%台後半の成長を見込む。2020年以降は生産年齢人口の一段の減少により、成長率は0%台後半まで低下するだろう。

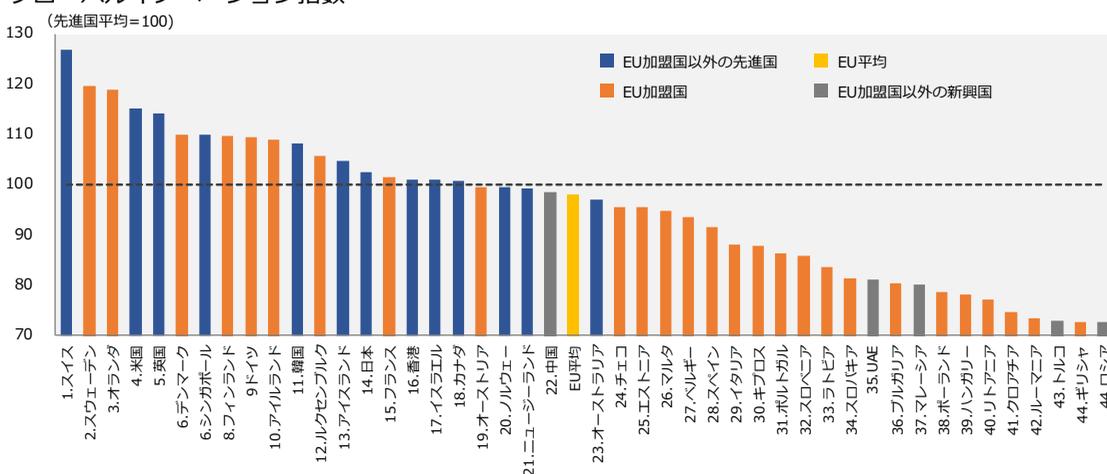
### EU域内でイノベーションのスピルオーバーが進めば、EUの生産性は改善

欧州経済にとって、長期的な成長持続に向けた共通の課題は生産性上昇である。潜在成長率の構成要素である労働力人口、資本、全要素生産性（TFP、Total Factor Productivity）のうち、労働力人口の伸びは高齢化が進む中で低下が見込まれる。また、すでに多くの国が先進国であり（IMFによる定義）、新興国のように資本蓄積を通じて成長率を高める余地は少ない。そのため、今後の潜在成長率は、TFPを高められるかどうかにか左右される。

生産性上昇の主要なドライバーであるイノベーション力に関し、世界での立ち位置を見ると、欧州連合（EU）全体で見れば先進国の平均程度である（図表Ⅲ-14）。

図表Ⅲ-14

#### EU全体のイノベーション力は先進国の平均程度だが、EU域内の一部の国は高い グローバルイノベーション指数



注：2017年。EU離脱を決めた英国は非EUとして計算。EUは各国のGDPで加重平均した値。先進国・新興国の定義はIMFによる。

出所：コーネル大学、INSEAD、WIPO

今後、EU全体のイノベーション力は改善する可能性があり、その潜在力は高い。背景には、EU域内に、イノベーション力の高い国が多く含まれていることがある（図表Ⅲ-14）。イノベーション力の上位10か国のうち、スウェーデン（2位）やオランダ（3位）、デンマーク（6位）をはじめ、6か国はEU加盟国である。また、イノベーション力に関する項目を見ても、フィンランドは制度、人的資源、スウェーデンはインフラ、オランダはビジネスの成熟度、ルクセンブルクは創造的アウトプットにおいて、世界のトップの国とほぼ同水準である（図表Ⅲ-15）。

EU域内にイノベーション力が高い国が存在することは、EU域内の他国にとって有利である。まず、①知識や技術などイノベーションの成果がEU域内でスピルオーバーすれば、EU全体の生産性が押し上げられる。②また、EU各国がイノベーション力の高い国の政策や制度を取り入れ、自国のイノベーション力を高めることができれば、EU全体のイノベーション力の底上げにつながるだろう。さらに、③各国が得意分野（比較優位）を生かして協働し、EU全体として、

高いイノベーション力が実現することもある。

特に、EU 域内はイノベーション力のスピルオーバーが進みやすい環境が整っている。EU 域内では、国境を越えたサプライチェーンを背景に、①貿易や労働者の移動が盛んであるほか（図表Ⅲ-16）、②地理的にも距離が近いいため、他国の知識や技術を学ぶ機会が多い。また、③EU 加盟国間で製品の規格や規制の共通化が進んでおり、他国の事例を自国に適用しやすい可能性が高い。

### 企業の期待成長率の低下・労働者の質の低下は生産性上昇の抑制要因に

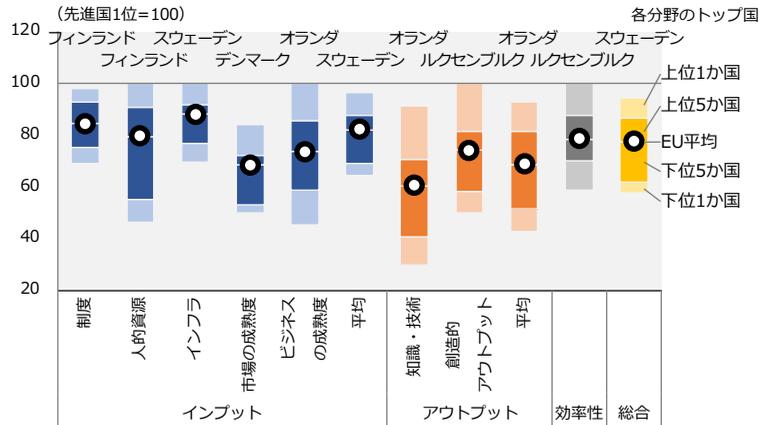
EU 加盟国には、イノベーションに関する潜在力はあるものの、その潜在力を活かして生産性上昇につなげるにあたり、企業部門や労働市場に懸念材料がある。金融危機・欧州債務危機以降、不況の長期化により企業部門や労働市場の環境は大きく変化している。

まず、企業部門では、EU 圏内の多くの国で、企業の期待成長率が低下している（図表Ⅲ-17）。企業の投資行動から試算した企業の期待成長率は、2000 年代後半以降の不況期にゼロ前後にまで大幅に低下しており、経済成長率のトレンドと比べても過度に悲観的になっている。2013 年以降は改善傾向にあるものの、その改善ペースは緩やかにとどまっている。今後も、企業の期待成長率が低い状態が続けば、新規事業への参入抑制や新技術導入に向けた投資の減少などを通じて、イノベーション力や生産性の改善鈍化につながる可能性がある。

労働市場では、若年層を中心に人的資本の蓄積が遅れている。金融危機・欧州債務危機以降、解雇規制が強い国を中心に、雇用の調節弁として若年層の採用が抑えられ、20 歳代の失業率が大幅に高まった。その結果、2000 年代後半に 20 歳代となった世代は十分な就労機会を得られず、人的資本の蓄積が必要な 20 歳代での平均雇用率が低下している（図表Ⅲ-18）。仮に 2020 年代前半にかけて各年代で平均雇用率が回復したとしても、2030 年にかけて労働者全体の平均的な人的資本は悪化する可能性が高い。人的資本の悪化は、イノベーション力およびイノベーションによって生まれた成果を吸収する力の低下のほか、新たな成長産業への労働移動の抑制などにつながりうる。

図表Ⅲ-15

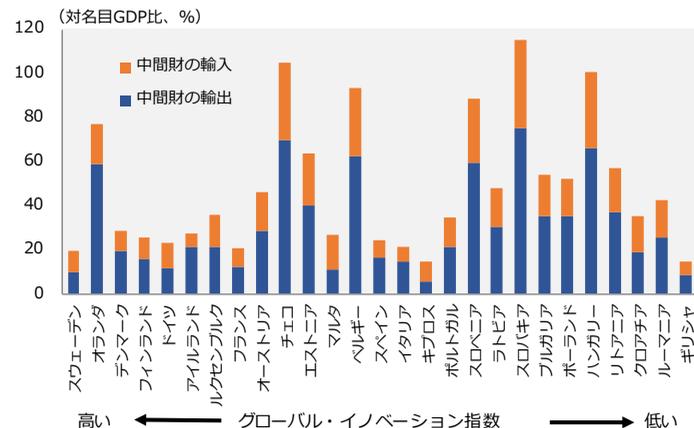
### EU 域内にはイノベーションに関する各項目で高水準の国が存在 グローバルイノベーション指数の各項目



注：2017 年。EU 離脱を決めた英国は非 EU として計算。EU は GDP でウェイト付けた加重平均。国名は EU 域内で最も高い水準を示した国。効率性はアウトプット平均/インプット平均。  
出所：コーネル大学、INSEAD、WIPO

図表Ⅲ-16

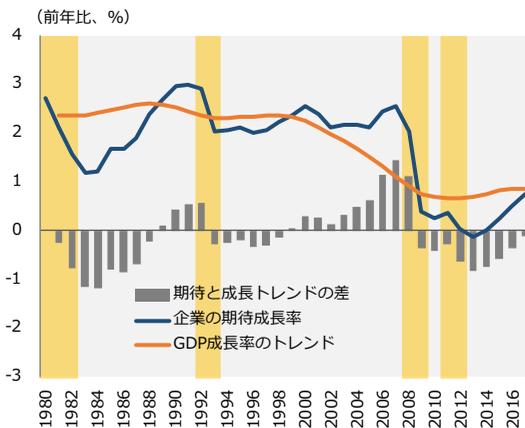
### EU 域内の活発な貿易は、イノベーションのスピルオーバーに有利 中間財の EU 域内向け輸出入



注：2017 年。EU 離脱を決めた英国は非 EU として計算。  
出所：Eurostat

図表Ⅲ-17

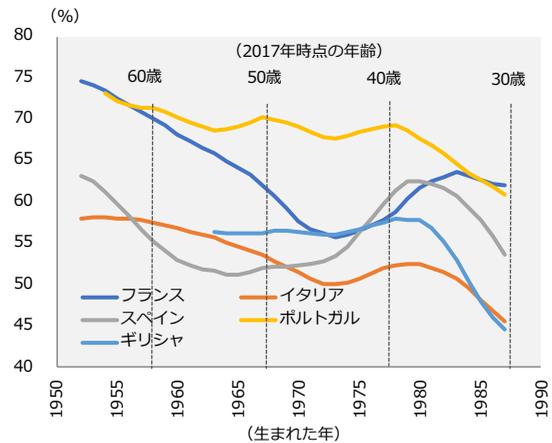
**企業の期待成長率は過去に比べて低い**  
企業の期待成長率



注：EU加盟国のうち主要14か国における企業の期待成長率を資本ストック循環図より算出し、各国のGDPで加重平均した値。14か国は脚注22を参照。GDP成長率のトレンドは、1980～2017年の実質GDPにHPフィルタをかけて前年比をとり、加重平均した値。網掛けはCEPRによるユーロ圏の不況期。  
出所：欧州委員会、IMF、Center for Economic Policy Research (CEPR)

図表Ⅲ-18

**20歳代での人的資本の蓄積は若年層ほど小さい**  
生まれた年別の20歳代での平均雇用率



注：平均雇用率＝雇用者数/人口数。大学進学率の上昇による人的資本の蓄積増加の効果は考慮していない。  
出所：OECD

**EU に対して懐疑的な見方が増加、主要国が統合深化の妨げになる可能性も**

**イノベーションのスピルオーバーを促進できるかどうかは、EU 統合深化の行方にも左右される。**

現在、EU 域内では、人・物・資本・サービスの移動が自由となっているほか（EU 単一市場、1993 年～）、大半の国では共通通貨ユーロが導入されている（通貨同盟、1999 年～）。①EU 域内でのサプライチェーンの組みやすさ、②EU 域内での事業展開の容易さ、③巨大市場として域外の国からの投資の呼び込みやすさ、④域外の国との通商協定に関する交渉力の強さ、などは EU 加盟国経済の活性化につながってきたとみられる。

今後の EU 統合深化の方向性は、預金保険制度や資本市場のルール（金融同盟）や、ユーロ圏域内の財政によるマクロ安定機能の強化（財政同盟）となる。金融同盟は、企業が株式市場を通じて他の EU 加盟国から資本を調達しやすくすることなどで、イノベーションを金融面から促進する。財政同盟により、マクロ経済環境が安定し、金融危機・欧州債務危機後のような企業の期待成長率の大幅な後退が回避されれば、企業の前向きな投資活動も期待される。

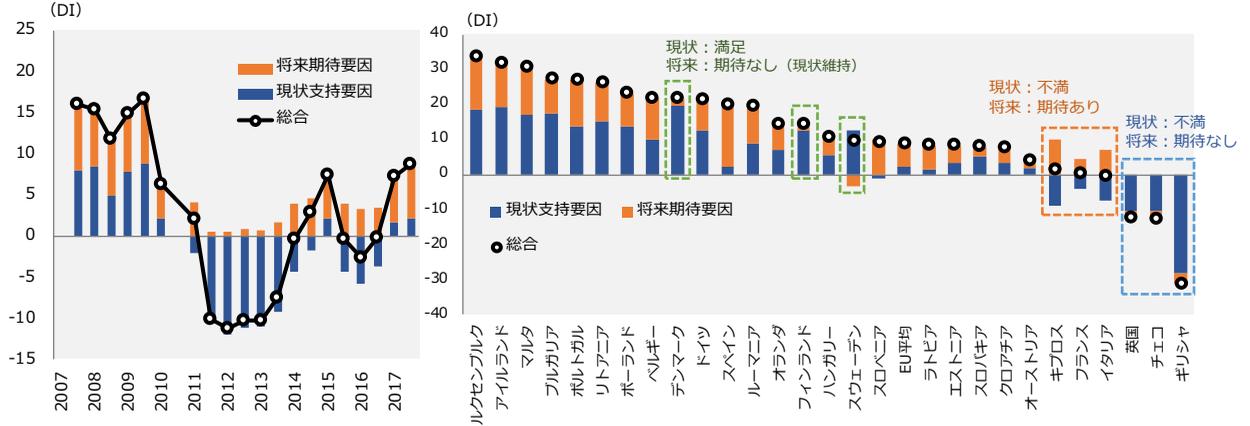
しかし、**金融危機・欧州債務危機以降は、EU 統合深化に懐疑的な見方が増加している**。南欧諸国では、緊縮財政を強いられたことに対し、東欧諸国では、難民の受入れ割当てが義務付けられたことに対し、不満が強い。これらの国では、反 EU を掲げる政党が議席を伸ばす傾向がある。北部諸国では、他国の財政赤字を補填しなければならない可能性がある財政同盟に慎重である。英国は、移民流入の管理や規制に関する主権回復を求めて、2016 年に EU 離脱を決定した。各国の EU に関する 6 つの質問の回答から作成した EU 支持指数を見ると、2016 年以降は回復傾向にあるものの、金融危機・欧州債務危機の前に比べると、低い水準にとどまる（図表Ⅲ-19 左）。

22 試算には、データが揃うベルギー、デンマーク、ドイツ、アイルランド、ギリシャ、スペイン、フランス、イタリア、ルクセンブルク、オランダ、オーストリア、ポルトガル、フィンランド、スウェーデンの 14 か国を用いた。

図表Ⅲ-19

**EU に対する支持は回復傾向だが、一部の国は域内統合深化の妨げに**

EU 支持指数：EU 平均の時系列（左図）と EU 域内各国（右図）



注：①EU は信頼できるか、②EU のイメージはポジティブか、③EU の民主主義に満足しているか、④EU へ声が届くか、⑤EU の権限を拡大すべきか、⑥EU の将来に楽観的か、の 6 つの質問に肯定的に回答した割合と否定的に回答した割合の差をとり、平均値を算出。現状支持要因は①～④の寄与度、将来支持要因は⑤、⑥の寄与度。左図では、①～⑥に欠損値がある場合は、線形補間した。⑤EU の権限を拡大すべきか、の回答は入手可能な 2014 年以降のみ計算に含めた。右図は 2017 年 11 月の回答データから作成。  
出所：欧州委員会「ユーロバロメーター」より三菱総合研究所作成

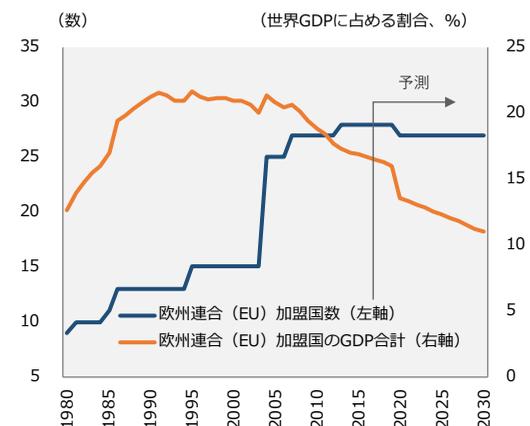
今後を展望すると、EU 加盟国全体での一律な EU 統合深化は困難である可能性が高い。貿易が経済に占める割合が大きい小国や、経済が好調な北部諸国では、EU の現状や将来に関して肯定的であるものの、EU の現状に不満を持つ国や、さらなる EU 統合深化に反対する国も多い（図表Ⅲ-19 右）。

まず、厳しい緊縮財政を強いられたギリシャや、難民の受け入れ割当てに反対するチェコは、EU の現状に不満を持ち、EU 支持指数は EU 離脱を決めた英国よりも低い。また、EU 域内の大国であるフランスやイタリアは、EU の将来に対しては前向きであるものの、EU の現状には不満を持つ。EU 統合深化を推進する一方、EU の将来へ期待が小さくなれば反 EU 勢力となりうる不安定な状態にある。さらに、スウェーデンなど北欧諸国は、EU の現状に満足しているが、EU の権限拡大や EU の将来に対しては否定的である。

**世界における EU のプレゼンス低下も、EU 加盟国の間で、EU 離脱に向けた動きを強める可能性がある。** 2030 年にかけて世界経済に占める EU の割合は低下が予想され、EU 域内市場の大きさを背景とする、①EU 域外からの投資の呼び込みや、②域外の国との通商協定に関する交渉力の強さなど、EU 加盟国であるメリットは小さくなる見込みだ（図表Ⅲ-20）。EU 離脱に向けた動きの強まりが、人・物・資本・サービスの自由な移動の制限につながれば、EU のイノベーションカのスピルオーバーが停滞するほか、サプライチェーンの組み直しや、先行きの EU の枠組みに関する不確実性の高まりなどにより、EU 加盟国の生産性の伸びや資本蓄積に悪影響が及びかねない。

図表Ⅲ-20

**EU の相対的な経済力は低下が続く見込み**  
EU の加盟国数・GDP シェア



注：PPP ドルベースの GDP。2018～2023 年は IMF の予測。2024 年以降は、IMF の 2020～23 年の予測値を用いて 2023 年の GDP を延長した値。英国は 2019 年に EU を離脱すると仮定。  
出所：IMF、各種資料

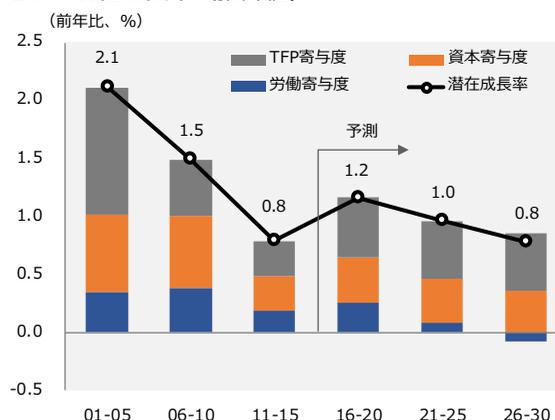
## 潜在成長率は 2030 年にかけて+0%台後半まで緩やかに低下

以上を考慮して、EU の潜在成長率は、2030 年にかけて+0%台後半まで緩やかに低下すると予測する（図表Ⅲ-21）。

構成要素別にみると、労働投入は、移民による生産年齢人口の増加もあり、2020 年台前半にかけては先行きもプラス寄与を見込むが、2020 年代後半以降は高齢化が本格化するため、マイナス寄与を予想する。資本ストックは、金融危機後の企業の期待成長率の低下やバランスシート調整圧力、銀行の不良債権の積み上がりなどから、過去に比べて伸びはやや低下するとみられる。全要素生産性（TFP）は、イノベーションの EU 域内のスピルオーバーや、ドイツでの Industry4.0 の動きなどにより、上昇率の高まりを見込む。ただし、南欧諸国を中心とする金融危機後の企業活動の慎重化や、若年失業率の高止まりによる労働の質の低下が押し下げ要因となり、EU 全体で見れば、金融危機前の伸びには回復しないと予想する。

図表Ⅲ-21

### 潜在成長率は+0%台後半まで緩やかに低下 EU の潜在成長率（推計値）



出所：Eurostat、欧州委員会を基に三菱総合研究所作成

## 2030 年にかけて、経済成長率は緩やかに低下する見込み

EU の経済成長率は、2020 年にかけて潜在成長率を上回る+1%台後半で推移すると予想する

（図表Ⅲ-22）。背景には、雇用・所得環境の改善が内需を下支えすることが挙げられる。2020 年以降は、新興国を中心に海外経済の減速が予想されるほか、高齢化の進行が労働力人口の伸びの鈍化や財政面を通じた経済の抑制要因となるとみられ、潜在成長率近傍（+0.8~+1.0%前後）での緩やかな成長パスとなるだろう。

リスクシナリオは、第 1 に、反 EU 勢力の台頭が考えられる。経済面で好調な経済を維持する北部諸国と高失業が続く南欧諸国の間で格差が広がっていることや、政治面で難民の受入れ割当てなど EU の政策運営に対して不満が高まっていることを背景に、反 EU 勢力の存在感は高まっている。EU 域内の大国の一つであるイタリアでは、反 EU 政権が誕生した。EU 離脱の機運が高まれば、EU 統合深化の遅れや後退につながりかねない。また、各国内で親 EU 勢力と反 EU 勢力の対立が強まれば、政治・政策の不確実性が高まり、経済活動を抑制する可能性がある。第 2 に、英国の EU 離脱の悪影響が考えられる。交渉の過程で保護主義化が進めば、貿易量が抑制され、中長期的な成長が阻害される可能性がある。第 3 に、難民の社会参加がうまく進まない可能性が挙げられる。難民の労働参加が増加しなければ、財政負担が拡大するおそれがある。

図表Ⅲ-22

### 2030 年にかけて経済成長率は緩やかに低下 EU・ユーロ圏の経済見通し

暦年ベース (前年比平均、%)	実績	予測		
	2011-15	2016-20	2021-25	2026-30
実質GDP (EU)	1.1	1.8	1.0	0.8
名目GDP (EU)	2.9	2.3	2.5	2.7
実質GDP (ユーロ圏)	0.8	2.0	0.9	0.6
名目GDP (ユーロ圏)	2.0	3.1	2.3	2.4

注：EU は 2019 年以降も英国を含む。  
出所：Eurostat、予測は三菱総合研究所

### 3. 中国：新産業は躍進も構造問題への対処の遅れに警戒

生産年齢人口の減少や旧来産業の成長鈍化などを背景に、2020年代後半には4%台まで緩やかに成長が減速すると予想。政府主導による産業競争力の強化やエコシステムの創造が続き、世界の中でのイノベーション力は相対的に高まっていくだろう。

#### 中国経済は2030年頃に3%台へ

2017年の中国の実質GDP成長率は前年比+6.9%と16年の+6.7%から成長を再び加速させた。中国の経済規模は世界の15%、新興国の39%を占めており、貿易や資金フローを通じて中国経済が世界経済に与えるインパクトは大きい。

経済規模を規定する人口の動向をみると、長年続いた一人っ子政策により少子高齢化が進み、生産年齢人口はすでに低下局面に入っている。国連の予測では人口は2017年の14.1億人から2030年にかけて14.4億人へと拡大するが、その後2050年には13.6億人と人口減少が予想されている。人口減少とともに進む高齢化はさらに深刻であり、65歳以上の人口比率は2015年の9.7%から2030年に17%、2050年には26%にまで上昇する。

生産年齢人口が減少する中、成長を持続させるためには生産性の上昇が不可欠である。後述のように、**イノベーション力の強化に伴う生産性の上昇**が続くが、鉄鋼をはじめとする旧来産業の成長鈍化などを背景に、生産性の上昇ペースは鈍化していく見込み。2030年頃には中国経済の成長は、TFPや資本成長率の伸び幅が鈍化しつつ、生産年齢人口の減少が全体の成長率をさらに下押しするため、3%台まで鈍化するだろう。

リスクは①**過剰設備問題**、②**不良債権問題の顕現化に伴う民間債務の急激な収縮**、③**社会保障制度改革の遅れ**の3点だ。第1の過剰設備問題は、足元で改善を見せているものの、中国の鉄鋼メーカーは海外の生産拠点を買収し鉄鋼生産を加速させており、再び世界的に過剰設備が問題になる可能性が高い。第2の不良債権問題では、中国の不良債権の対GDP比は日本のバブル期に近づいており、不良債権処理を進める中で急速な経済の下押し圧力へとつながりかねない。第3の社会保障制度改革の遅れでは、年金をはじめとする社会保障制度の持続可能性と、制度変更による社会不安の拡大が懸念だ。社会保障制度の持続可能性のためには年金支給開始年齢の引き上げが必要だが、これに伴って社会不安が高まる可能性も高い。

#### 中国のイノベーション力はすでに米国に迫りつつある

高齢化する経済の中で成長を続けるためにはイノベーション力の強化が重要だ。グローバルイノベーション指数を用いて中国のイノベーション力を国際比較すると、総合指数で中国は日本に迫りつつも、米国の水準と比べればまだ開きがある(図表Ⅲ-23左)。グローバルイノベーション指数はインプット指標とアウトプット指標からなり、インプットは「制度」、「人的資本および研究」、「インフラ」、「市場の洗練度」、「ビジネスの洗練度」の5つの中分類項目に関連する指標、アウトプットは「知識と技術の生産」、「創造的な生産」の2つの中分類項目に関する指標から作成されている。このうち特にアウトプットに注目すると、**中国はすでに日本の水準を上回り、韓国やドイツ、さらには米国の水準に肉薄している**。(図表Ⅲ-23中央)。

中国のイノベーション力の向上を支えるのが、政府による全面的な支援体制と豊富な投資資金だ。政府は「中国製造2025」<sup>23</sup>の実現のためさまざまな施策を講じており、地方政府が果たす

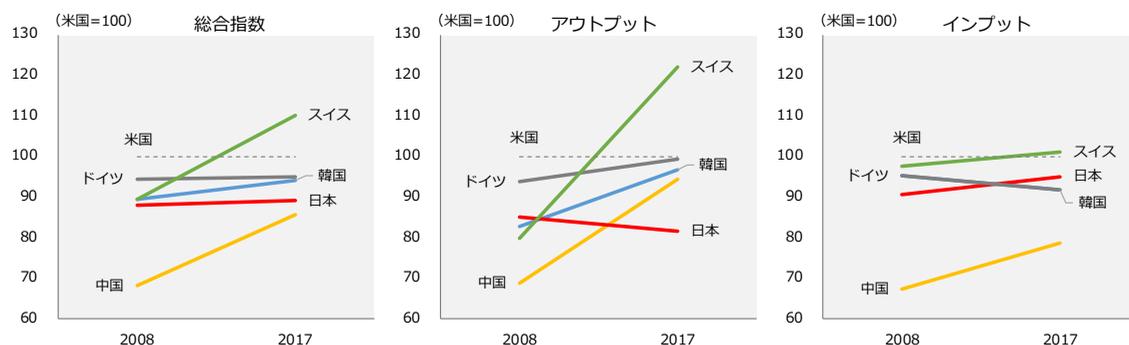
<sup>23</sup> 2015年5月に発表された産業高度化に向けた長期戦略。

役割も大きい。地方政府による支援体制として著名な事例の一つは深セン市であろう。深セン市は近年大幅に知名度を上げた。深センは歴史的には外資系企業の工場の集積地で、ファーウェイ（通信機器）、テンセント（情報通信）、BYD（電子機器、自動車）などの中国を代表する企業が生まれた地でもある。深センの強みの一つは、資金提供を始めとした行政の手厚い支援であろう。深セン市は人材誘致、資金提供、市場創出といったさまざまな面でスタートアップの成長を支えるとともに、深セン式のイノベーション・エコシステムを構築している。もともと工場の集積地として発展したため、基盤として部材調達網を有している。設計図さえ渡せば必要な部品を集め、試作品を素早く作れる企業が多く、市全体としてイノベーション・エコシステムを構築している。

図表Ⅲ-23

**グローバルイノベーション指数（アウトプット）では中国はすでに日本を上回る**

グローバルイノベーション指数（総合：左、アウトプット：中央、インプット：右）。



出所：Cornell INSEAD WIPO「Global Innovation Index」より三菱総合研究所作成

また、豊富な投資資金の出し手として、近年規模を拡大するベンチャーキャピタル（VC）やプライベート・エクイティ・ファンド（PE）の存在を挙げることができよう。中国におけるベンチャー投資市場は日本と比べるまでもなく莫大であり、**ベンチャー企業への投資がGDPに占める比率も1.5%まで拡大**（図表Ⅲ-24）。投資のほぼすべてが元建てであることも特徴だろう。リーマンショック前にはドル建ての資金調達が多かったが、特に投資規模が顕著に拡大した2013年以降は元建てでの資金調達が目立っている。

このように、強力な政府からの支援や豊富な資金を背景に、中国のイノベー

ション力は着実に強化されている。ベンチャー企業の時価総額世界上位10社のうち4社、上位20位のうち7社（香港を含む）を中国企業が占めていることも、中国のイノベーション力の強さを示している。もともと中国全体としての起業支援は、鉄鋼や石炭などの生産能力削減を進める中で、雇用の受け皿としても進められてきた。滴滴出行（ディディチュウシン、情報通信）や小米科技（シャオミ、電気機器）などのような中国を代表するベンチャー企業が育ったことで、雇用創出という目的は達成できたといえよう。一方で、現状のベンチャー企業への投資は顕著に沿海部に偏っている。北京市、上海市、そして深セン市がある広東省へのベンチャー投資を合算すると中国全土の過半数となる。今後、ベンチャー投資が中国経済全体を押し上げるためには、この動きが中国の内陸部へと波及していく必要がある。今後、内陸部でも深センのようなクラスターが生まれるかが中国経済の中長期的な成長を左右する。

図表Ⅲ-24

**VC/PEの投資額は対GDP比で1.5%まで拡大**

VC/PEの投資規模（ストック）の推移とベンチャー投資（フロー）がGDPに占める割合



出所：清科研究中心「China VC/PE Market Review 2017」より三菱総合研究所作成

## 一帯一路は中国経済成長のためのツールとしての運用が加速

### 緩やかに進展を見せる一帯一路構想

一帯一路構想は、その規模の大きさゆえに多くの注目を集めてきたが、もともとの目的をたどると①国内の西部開発の促進、②国内の過剰設備問題の解消、③元決済経済圏の拡大、④資源確保・安全保障への貢献の4点に集約されよう。まず①の西部開発については、自由貿易試験区で発展が進む東部沿海地域と比べ、開発が遅れている西部内陸地域の産業振興を図る目的を掲げていた。重慶は西部内陸の成功モデルとしてよく取り上げられる。鉄道の規格が異なることによる積み荷の積み替えの問題や、中国発の貨物が多く欧州発の貨物が少ないとされる片荷の問題などが指摘されるものの、産業集積の進展という点では成功しつつあるといえよう。

次に②の過剰設備問題の解消という面では、現状では道半ばといえる。一帯一路沿線国でのインフラの整備や、それに伴う中華系企業の進出・産業集積は中央アジアを中心とした一部の国で徐々に進展を見せつつある。しかし、この進出自体は一帯一路以前から行われているもので、中国政府による具体的な支援策や優遇措置はなく、大規模な産業集積にまでは至っていない。また③の元決済圏の拡大では、アリババの決済システムであるアリペイが一帯一路沿線国に広がっていることなどは指摘されているが、現地の決済習慣を一変させるまでには至っていない。

最後の④資源確保・安全保障への貢献では徐々に進展がみえつつある。安全保障の関連では、ミャンマーのチャオピュー港とのつながりを深めることで、米国の安全保障政策に影響されやすい南シナ海を経由しない航路の確保が進みつつある。また、資源でも中央アジアをはじめとした各地との天然ガスパイプラインの敷設が進むなど、進展がみられる。

習近平が示した「社会主義現代化強国」の完成は2049年が目標年限であるため、それまでに上述の①～④が達成されていることが必要となる。現状では目的ごとに進捗が異なるが、長期的なビジョンは明確であるため、今後、その実現に向けた動きが加速することは明らかであろう。

### AIIBの運用は今後加速も一帯一路構想の中心的機関にはならず

一帯一路を支える金融機関の一つであるアジアインフラ投資銀行(AIIB)は、発表こそ華々しかったものの、その後は期待されたほどのスピードで成果を出せておらず、他の国際開発金融機関との協調融資が多いのが現状だ。AIIBの運用が迅速に進まない要因としては、人手不足などが挙げられている。今後はAIIBの人員拡充に従って、AIIBの業務スピードや業務範囲は徐々に改善を見せるだろう。ただし、資金規模からすれば国家開発銀行や中国輸出入銀行には遠く及ばないため、一帯一路構想において多国間の枠組みであるAIIBが中心となることはない予想される。

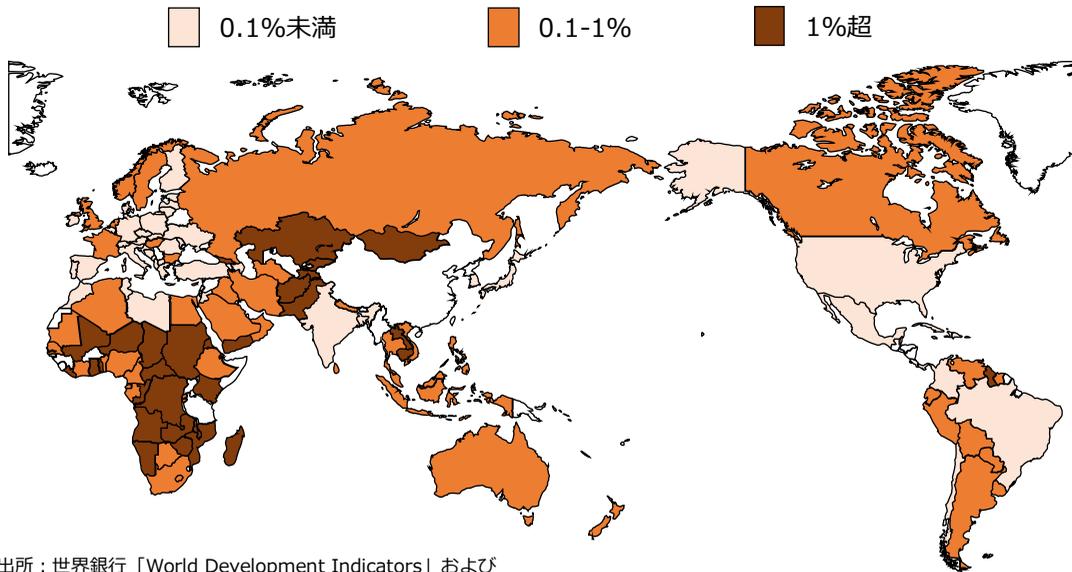
### 資源外交と国際開発金融の融合が進む

一帯一路の目的の一つに挙げられる資源確保について、中国政府の意向を推し量る重要な指標の一つがFDI(対外直接投資)であろう。中国の対外投資フローではいくつか注目されるべき論点があるが、最も特徴的な結果の一つはその地理的分布である。図表Ⅲ-25より明らかのように、各国の資本ストックとの比率で計算すると、中国政府による対外投資はアフリカに大きく偏っている。アフリカでは、中国からの対外直接投資で作られた資本がその国の資本ストックの1%を超える国(アンゴラ、ニジェールなど)も多く、中国の影響力の強さが見て取れる。

図表Ⅲ-25

**中国からの FDI はアフリカおよび一帯一路圏を中心に分布**

各国の資本ストックに占める中国からの FDI の比率



出所：世界銀行「World Development Indicators」および CEIC より三菱総合研究所作成

それでは中国政府はなぜここまでアフリカに傾倒するのか。考えられる理由の一つは資源であろう。アフリカにおける資源埋蔵量と中国による直接投資を比較すると、特に鉱物資源が豊富な地域を中心に直接投資が進んでいることがわかる（図表Ⅲ-26）。今後世界経済が発展していく中で、資源を握ることは何よりも重要な戦略の一つとなろう。一帯一路は中国から欧州までをつなぐ経済圏を構築する戦略として説明されるが、これが完成すればアフリカへ至る道も同時に完成する。実際、中国にとって、今後世界での GDP シェアが低下していく欧州までのルートを作るよりも、資源や豊富な人口を有するアフリカまでのルートを作る方がメリットは大きいと考えられる。一帯一路による元決済経済圏が完成し、さらにアフリカでも中国の支配力が高まることとなれば、世界の資源の多くが中国元によって支配される日も遠くないかもしれない。

図表Ⅲ-26

**局在するアフリカの埋蔵資源**

アフリカの天然資源分布



注：色が塗られている国は、各資源の構成要素のうち、1種類以上が世界埋蔵量の1%を上回っている国。各資源の構成要素は、以下のとおり。エネルギー資源：石油、石炭、天然ガス。鉱物資源：鉄、銅、ボーキサイト、スズ、マンガン、クロム、コバルト、チタン。貴金属資源：ダイヤモンド、金、白金。

出所：EIA Beta および USGS「Mineral Commodity Summaries 2018」より三菱総合研究所作成

## 不良債権処理は緩やかに進むも、長期的に経済を下押し

不良債権やデレバレッジは長年中国の金融システムの懸案事項となってきた。一方で、直近の人民銀行の発表によれば、デレバレッジよりも経済の安定により配慮する運営に転換されたことが示唆されている。この背景には、これまで行われてきたサプライサイド構造改革や、世界同時好況を背景とした経済成長に伴って、2017年に企業債務の対GDP比が低下に転じたことなどが挙げられよう。これまでは危機的な水準に近い債務水準を背景に、急速に債務水準を押し下げることによって成長スピードが鈍化していくことが懸念されていたが、現時点ではそのリスクが幾分和らいでいる。

中国の不良債権のリスクはどの程度か。そのリスクを把握するために、簡易的に日本のバブル後の水準と比較を試みた（図表Ⅲ-27）。日本のバブル崩壊後の不良債権額は、年ごとにその定義が変わるため一概には言えないが、おおむね対GDP比で4%～8%の水準となっていた。一方で現状の中国の不良債権対GDP比を推計<sup>24</sup>してみると、4.2%<sup>25</sup>となる。この水準は、**バブル崩壊後である1995年前後の日本の水準と近く**、また中国政府が公表する不良債権比率（総与信に占める比率で1.74%）よりも大幅に大きい。

なお、上記の試算は2014年時点の中国の負債をもとに算出しているが、企業債務の対GDP比は2016年まで継続的に上がり

続けてきた。そのため、現状の不良債権の対GDP比はこれよりもさらに上昇している可能性が高い。そのため、仮に今中国の不良債権問題が顕現化し、速やかに不良債権処理を進めることが必要となれば、日本のバブル崩壊時と同程度の経済の下押し効果になると考えられる。

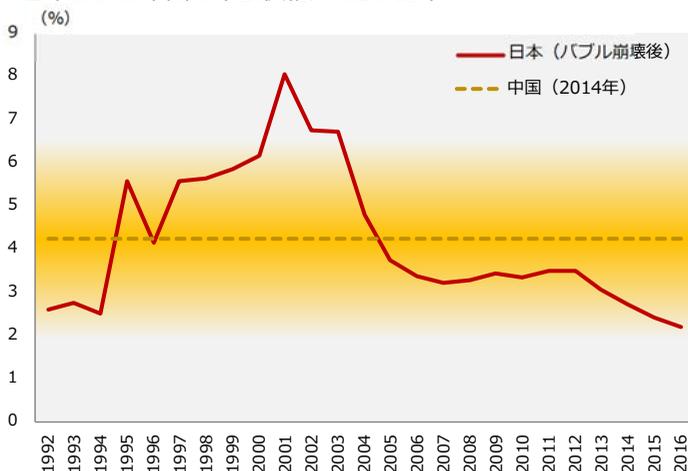
## 成長を押し下げていた過剰設備問題は改善も、懸念は続く

過剰生産設備の問題は、足元で緩やかに改善している。中国工業情報省は地条鋼（成分や品質が安定しない粗悪な鉄鋼・鋼材）を違法に生産する鉄鋼業者の取り締まりなどを強化することによって、2017年の鉄鋼生産能力の削減幅が目標の5,000万トンを上回ったと発表。結果、鉄鋼の生産能力は世界的にも伸びが緩やかになった（図表Ⅲ-28）。

図表Ⅲ-27

### 中国の不良債権対GDP比は日本のバブル後に近づく

日本および中国の不良債権対GDP比率



注：日本の不良債権の定義は以下のとおり。1992～1994年：破綻先債権、延滞債権の合計額。1995～1996年：全国銀行統一開示基準に基づき金融機関が報告している額。1997～2002年：リスク管理債権の全国銀行合計額。2003～2016年：金融再生法開示債権の預金取扱期間合計額。黄色の網は中国の不良債権対GDP比率の推計値の標準偏差範囲を示す。出所：日本は金融庁「金融再生法開示債権の状況等について」、内閣府「国民経済計算」、中国はIMF「Global Financial Stability Report」をもとに三菱総合研究所推計

<sup>24</sup> インタレストカバレッジレシオが1未満の中国企業の負債割合は、IMFより全体の約14%と公表されている。一方、他の国のデータを見ると、平均してインタレストカバレッジレシオが1未満の負債のうち15%（±標準偏差8%）が不良債権額となっている。この関係と中国全土での総与信額の統計を用いて、中国における不良債権額を推計した。

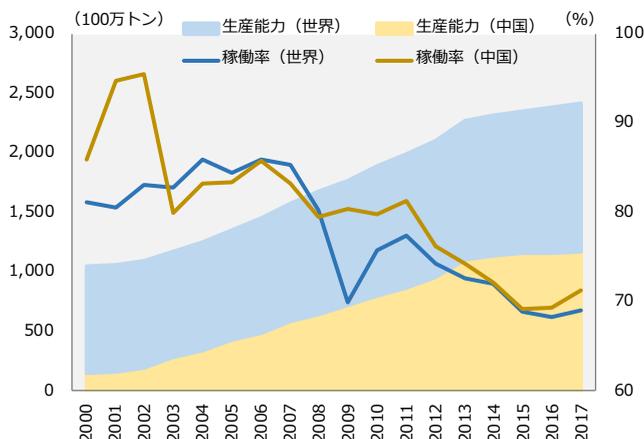
<sup>25</sup> 標準偏差を加味すると4.2%±2.3%の範囲となる。

むしろ 2018 年にかけては、世界同時好況を背景に世界的な鉄鋼不足に直面している。そのため稼働率は若干ではあるが改善を見せている。過剰生産設備として大きく問題が取り上げられた 2010 年以降の状況と比べれば、状況は改善されたといえよう。

しかし、過剰設備の問題には引き続き注意が必要だ。現在、中国からの鉄鋼輸出は反ダンピング関税の対象となっているため、高額な関税が課せられるケースが多い。そのため国有企業をはじめとした中国の鉄鋼メーカー企業は、国外で生産拠点を保有することでグローバル市場へのアクセスを高めている。中国投資有限責任会社などのファンドから資金を調達し、海外で工場を建設・購入して国外での鉄鋼生産を加速させており、特に一帯一路の国での鉄鋼生産を増やしている。これにより、中国本土の稼働率は上昇しているが、中国域外で中国資本による生産設備の拡充がなされたことなども背景に、世界全体での稼働率は改善していない。**今後は中国資本による過剰設備問題への注目が集まる。**

図表Ⅲ-28

**生産能力の拡大は一服し、稼働率は徐々に改善**  
世界及び中国の鉄鋼生産能力と稼働率



出所：OECD「Steelmaking Capacity」および World Steel「Monthly Production」より三菱総合研究所作成

**高齢化の進展が本格的に成長を下押し**

中国経済は冒頭に指摘したとおり、2030 年、さらには 2050 年にかけて高齢化が進展してゆく。現時点での高齢者人口比率はまだ小さいため高齢化による影響は限定的だが、今後 2030 年を見通すうえでは徐々に高齢化による経済の下押し圧力が拡大してゆくだろう。

高齢化による下押し要因の中でも年金や医療保険などの社会保障支出は影響が大きい。中国では現状定年は男性が 60 歳、女性が 50 歳（管理職では 55 歳）とされており、定年後は年金給付対象となる。年金加入者は 2016 年時点でおよそ 8.9 億人とされ、非正規雇用者、一部の零細企業などで未加入者が多いとされる。

中国の年金制度は、①都市の就労者が加入する都市就労者基本養老保険、②それ以外の者が加入する都市・農村住民年金保険で構成される。このうち都市就労者基本養老保険は、原則、企業が賃金総額の 20%、個人が 8%を拠出することとされている。政府は 2020 年までに農村住民などを中心に保険加入を促進し、現状 60%台である年金保険の加入率を 90%（医療保険の加入率は 95%）に高めることを努力目標に掲げている。

中国の年金財政は長期的に持続可能であるか。仮に、都市就労者基本養老保険について、現行の制度の骨格を維持したままで制度を運用すると仮定すれば、2030 年の年金給付額は 12 兆元を超える一方で、保険料収入はその半分の 6 兆元にしか満たず、年金財政は大幅な赤字になると推計される（図表Ⅲ-29）。

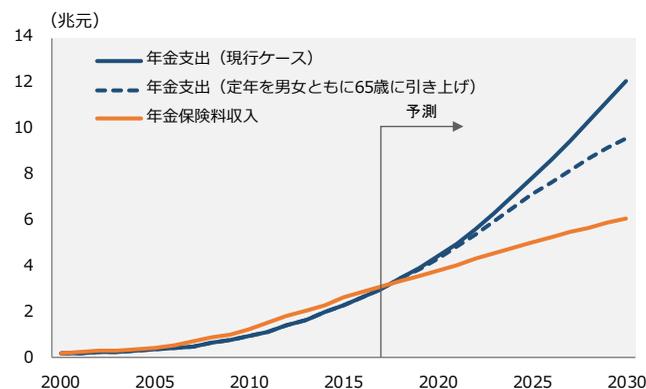
そのため、今後の中国経済の持続可能性を占ううえでは、中国で定年延長が制度化されるかどうかにかかっているとみえよう。過去、中国社会科学院人口与労働経済研究所は 2017 年には女性の定年退職年齢はすべて 55 歳とし、2018 年から女性の定年退職年齢は 3 年ごとに 1 歳繰り上げ、男性の定年退職年齢は 6 年ごとに 1 歳繰り上げ、2045 年には男女とも 65 歳定年にする

べきである旨の提言を行った。しかしながら、2045年まで順次定年を引き上げることとしても、2030年にかけて年金財政が赤字になることは変わらない。年金財政を均衡させるためには、今後5年間など早期に定年年齢を引き上げる必要がある。

現状では、2045年までの定年引き上げの提言さえ、議論されているものの施行には至っていない。その背景としては、「晩年を楽しむ」ことが理想的な生活スタイルとして認識されていることが大きい。仮に政府が定年延長を法制化した場合、国民からの反対が抑えきれなくなる可能性もある。

図表Ⅲ-29

**年金財政の収支は大幅に悪化**  
年金支給額と保険料収入の推移と予測



出所：実績はCEIC、予測は三菱総合研究所

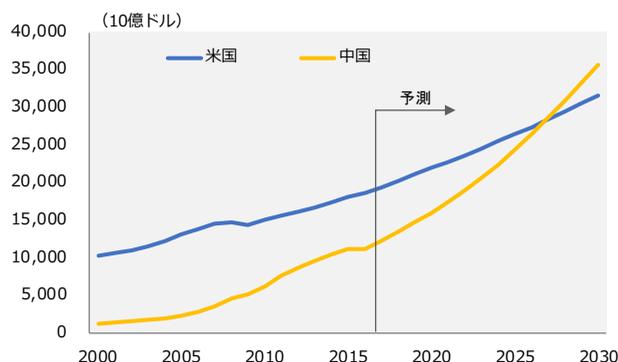
**2030年にかけて中国の成長率は緩やかに低下**

中長期の人口予測や生産性の伸び等を踏まえ、2030年までの成長率を予測すると、生産年齢人口の減少や旧来産業の成長鈍化などを背景に、**2020年代後半には4%台まで緩やかに成長が減速**すると予想する。

成長率は緩やかに鈍化していく一方、GDP規模では米国を上回り世界の経済大国となるであろう(図表Ⅲ-30)。背景として、イノベーション力の強化が挙げられる。今後も、政府主導による産業競争力の強化やイノベーション・エコシステムの創造が続き、世界の中でのイノベーション力は相対的に高まっていくだろう。①過剰設備問題、②不良債権問題の顕現化に伴う民間債務の急激な収縮、③社会保障制度改革の遅れといったリスクを回避できれば、成長率は低下するものの安定的な成長を遂げるだろう。

図表Ⅲ-30

**2030年前に米国を追い越す**  
中国と米国の名目GDP  
GDP成長率



暦年ベース (前年比平均、%)	実績		予測	
	2011-15	2016-20	2021-25	2026-30
実質GDP	7.9	6.5	5.6	4.1
名目GDP	12.6	7.6	8.8	8.0

出所：実績は中国統計局、予測は三菱総合研究所。

## 4. ASEAN：構造問題を抱えつつ、地域全体で成長持続

### 労働力人口の増加・生産性の上昇・輸出の拡大により、成長は続く

ASEAN は、全体では緩やかな成長が続くと予測する。その背景として、①**拡大する人口**、②**直接投資などを通じた技術力の向上と域内の製造ネットワーク**、③**成長を続ける中国向け輸出の拡大**の3点を挙げる。

第1の人口動態について、2017年に6.5億人であったASEANの人口は2030年に7.3億人にまで増加する。また生産年齢人口比率も2030年で67%と高い水準を維持している。所得とともに拡大する人口は域内の消費を拡大させ、2030年にかけて徐々に輸出や投資主導から消費主導の経済に移行してゆくだろう。

第2の技術力や製造ネットワークについて、ASEANへの直接投資（ストック）は2016年で1.8兆ドル<sup>26</sup>であり、平均8%で成長している。豊富な対内直接投資で整備された製造拠点はグローバルサプライチェーンに組み入れられており、世界経済が拡大する中、今後も成長が期待される。

第3の中国との関係について、中国の輸入に占めるASEANの割合は緩やかに上昇しており、2017年には11%となった。ASEANからの輸入は鉱物の他にも機械類・部品やプラスチック・ゴム製品などの工業製品も多い。今後中国の人件費がさらに上昇し、一帯一路経済圏からの輸入を拡大することとなれば、ASEANの中国向け輸出はさらに高まると期待される。

一方で、ASEAN経済のリスクは多い。ASEANの中でも国によって構造問題の所在が異なるということも、一つの特徴となろう。その中でも、①**地域間の経済格差**、②**豊かになる前の高齢化**、③**債務および経常収支の3点には注意が必要だ**。仮に構造問題の解決が滞った場合、ASEAN諸国の中から中進国の震に陥る国が出てくる可能性も高い。

### 都市部と地方部の格差は長期的に縮小へ

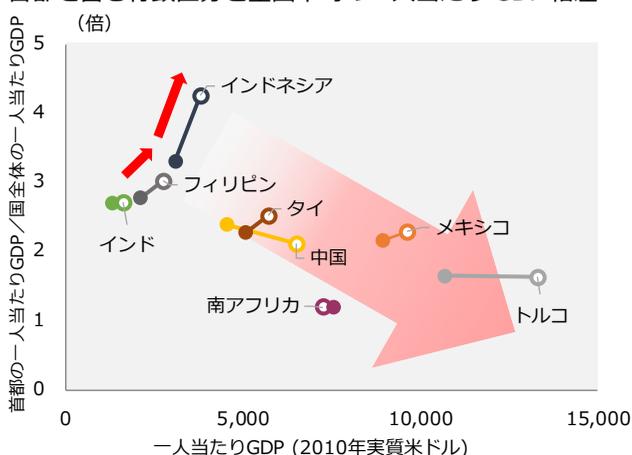
ASEAN経済を考える上で、総論のトレンド3 (P.7) で記載した国内格差は重要な論点となろう。ASEAN各国の国内格差の状況は国によって大きく異なるが、特にインドネシアなどでは根深い問題となっている。ASEAN国内の経済格差を測るために、各国の首都を含む行政区分の一人当たりGDPと、国の一人当たりGDPの格差を計算した。まず、2015年の各国の状況を比較すると（図表Ⅲ-31の白丸）、国の所得水準が高い国ほど、都市部への富の集中が緩和し、全国平均との乖離が小さくなる傾向がみられた。経済発展とともに都市部から地方部への投資や、地方への所得再分配なども強化されていくとみられる。

一方、国別の時系列の動きに注目する

図表Ⅲ-31

#### 都市部への富の偏在は拡大傾向

首都を含む行政区分と全国平均の一人当たりGDP格差



注：塗りつぶしが2010年、白丸が2015年のデータ。南アフリカは白丸のデータ取得年が2013年、トルコ・インドは2014年。  
出所：各種資料より三菱総合研究所作成

<sup>26</sup> IMF「Balance of Payment Statistics」に統計のないブルネイ、ラオス、ベトナムを除く。

と、こうしたトレンドとは異なる動きが散見される。インドネシア、フィリピンなどでは、一人当たり GDP が成長するなかでも、都市部と地方部の格差が拡大している。これらの国では所得の絶対水準が低いことで、都市部でも十分な成長余地が大きい一方、地方部ではその成長余地を生かした投資が行われていないことに起因すると考えられる。

しかしながら、インドネシアやフィリピンの首都への一極集中による弊害は多く、慢性的な渋滞による巨額の経済損失など、経済成長を押し下げる懸念が広がっている。インドネシアでは2017年に大統領が首都機能移転の調査指示を出すなど、一極集中の是正に向けた動きが見えつつある。2030年にかけては**一極集中による弊害の是正に向けた動きが本格化し、長期的に都市部と郊外の格差は緩やかに是正される**と予想する。

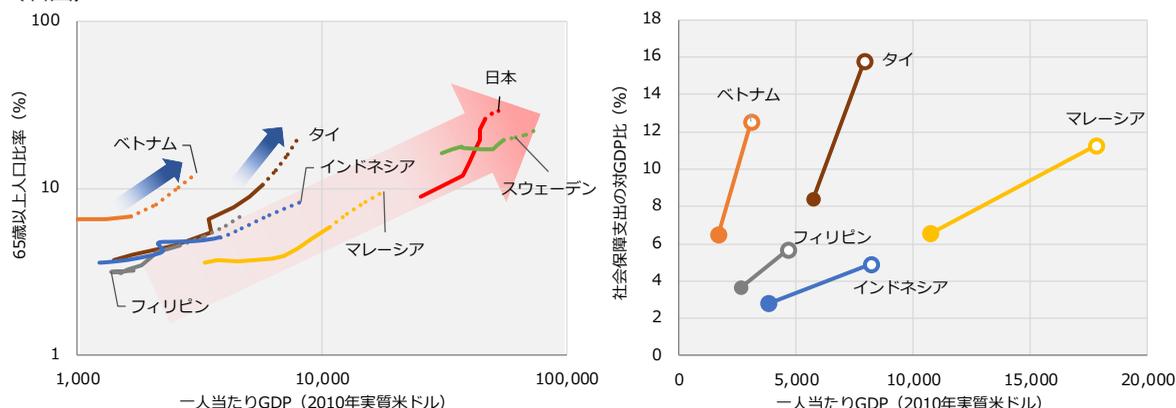
## タイ・ベトナムで「豊かになる前の高齢化」が加速

ASEAN では、「豊かになる前の高齢化」が中長期的な成長下押し要因として懸念される。これまで高齢化に悩まされてきた国の多くが先進国であった一方、タイなどの国では先進国になる前に高齢化社会に入ることが懸念されている。それでは「豊かになる前の高齢化」とはどの程度経済を押し下げるのか。所得水準と高齢者一人当たりの社会保障支出の関係などをもとに、ASEAN の社会保障費（公的負担分）の対 GDP 比が平均的にどの程度まで拡大するか推計すると、タイ、ベトナムは社会保障支出の GDP 比率がそれぞれ 16%、13%を占めることとなる（図表Ⅲ-32 右）。16%や 13%という水準は、それぞれ日本の 2000 年、1994 年時点の水準と同等である。成長のために明日へ向けた投資が必要である中で、社会保障費が財政を圧迫することとなれば、財政的な要因による投資の減退を招き、成長を阻害しかねない。また、社会保障制度が未整備なまま高齢化社会を迎えることとなれば、高齢者の貧困の拡大や、家族で親の老後を支えることによる現役世代の負担増加などによって、単なる成長の阻害にとどまらず社会の不安定化を引き起こしかねない。

図表Ⅲ-32

### 社会保障支出は特にタイおよびベトナムで大幅に拡大

65歳以上人口比率と一人当たり実質 GDP（左図）と社会保障支出の対 GDP 比と一人当たり実質 GDP（右図）



注：左図は横軸、縦軸ともに対数表記。左図の実践は 1985 年から 2015 年、点線は 2015 年から 2030 年の予測。右図の塗りつぶしは 2016 年、白抜きは 2030 年の予測値。

出所：いずれも OECD「OECD Data」および World Bank「World Development Indicators」より三菱総合研究所作成

## 国によって異なる構造問題への対処が今後の安定成長に向けた鍵

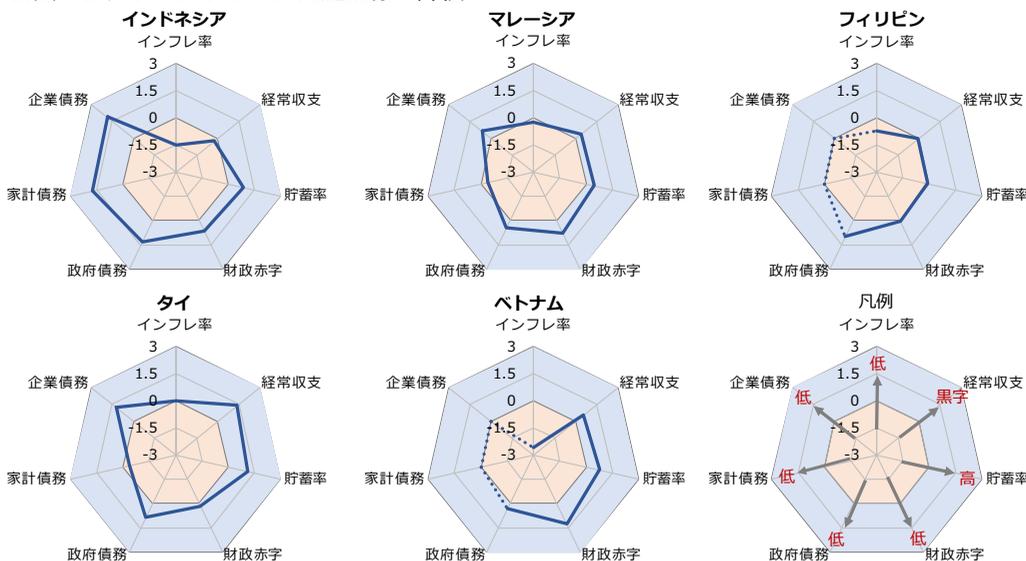
ASEAN 経済は格差や高齢化などといった問題を抱えつつも緩やかに成長していくことが期待される。しかし格差や高齢化でも見られたように国ごとに課題は全く異なるのが現状であろう。これら以外にもファンダメンタルズに関連する指標を評価してみると、さらに各国の違いが明らかとなる（図表Ⅲ-33、いずれの軸も評点が高いほど望ましいことを示す）。

まずインドネシアは経常収支の赤字や比較的高いインフレ率が弱点であり、経常収支が赤字となる状況が構造的に変わらなければ、弱い通貨やそれに関連する高い金利が経済を下押しする状況が続くだろう。マレーシアは標準的な評点が多いが、家計債務については目安を下回る。経済の成長スピードを超えて拡大する家計債務は長期的な不良債権拡大につながるため、警戒が必要だ。また、同様にタイも経常収支、貯蓄率、政府債務、企業債務で目安を上回るが、前述した高齢化に加えて拡大を続ける家計債務が経済を下押しする可能性が高い。

図表Ⅲ-33

**マレーシア・タイは債務水準、インドネシアは弱い通貨にそれぞれ警戒**

各国のファンダメンタルズ関連指標の評価



注：各国のファンダメンタルズに関連する指標を抽出し、先進国平均と比較して評価。インフレ率は低くなるほど評点が高くなるよう設定。経常収支は対 GDP 比の黒字幅が大きいほど評点が高くなるよう設定。貯蓄率は対 GDP 比の国民総貯蓄が高くなるほど評点が高くなるよう設定。財政赤字は財政赤字の対 GDP 比が低くなるほど評点が高くなるよう設定。政府・家計・企業債務はいずれも対 GDP 比が低くなるほど評点が高くなるよう設定。

フィリピンおよびベトナムは BIS にデータが無いため家計および企業債務の評点をゼロとして記載した。

出所：IMF「World Economic Outlook」および BIS「BIS long series on total credit」より三菱総合研究所作成

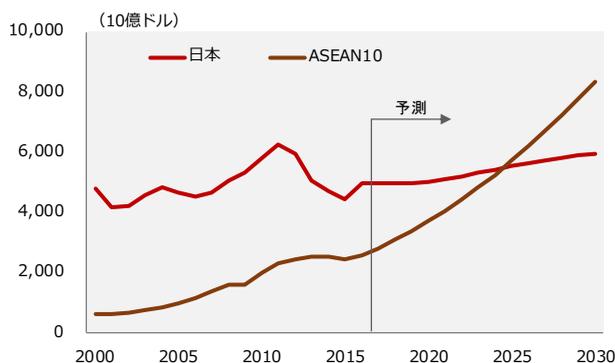
**ASEAN10 の経済規模は 2020 年代半ばには日本を追い越す**

労働力人口の伸びは緩やかに低下する一方、生産性の上昇が続くことで潜在成長率は 2030 年時点でも 4%程度を維持すると予測する。ASEAN5 の実質 GDP 成長率は、**2016-20 年+4.9%、2021-25 年+4.6%、2026-30 年+4.2%**と予測し、緩やかに減速しつつも成長を続けていこう。上記の経済成長率を前提とすれば、**2020 年代半ばに ASEAN10 の名目 GDP の規模は、日本を追い越すことになる**（図表Ⅲ-34）。

ただし、国によって状況は大きく異なり、タイをはじめとして、中進国の段階ですでに高齢化が本格的に進展している国や、インドネシアのように経常収支の改善がなかなか進展せず、金融面の不安定化が経済に悪影響を及ぼしかねない国もある。**これらの国の成長減速が本格化し、中進国の罅に陥るリスクには警戒が必要**となる。

図表Ⅲ-34

**2020 年代半ばに日本を追い越す ASEAN10 と日本の名目 GDP**



**ASEAN5 の実質・名目 GDP 成長率**

暦年ベース (前年比平均、%)	実績		予測	
	2011-15	2016-20	2021-25	2026-30
実質GDP	5.1	4.9	4.6	4.2
名目GDP	4.2	9.0	9.3	8.2

出所：実績は IMF、予測は三菱総合研究所

## 5. インド：内需拡大で成長維持も、高度成長は実現せず

### 豊富な労働力により今後成長は加速

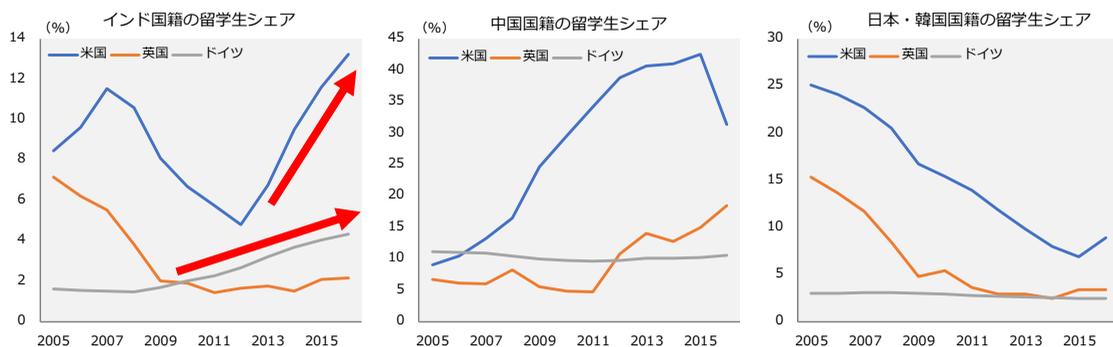
インドはその膨大な人口や理想的な人口構成から世界経済のけん引役としての期待が高まっている。インドの人口は2015年時点で世界の人口の17.7%となる13億人を占め、2030年には15億人にまで増加する。また15～65歳の生産年齢人口比率は2015年の65.7%から2030年には68.0%へとむしろ高まる見込み。高齢化が懸念となるタイやベトナムなどのASEAN諸国などとは異なり、経済成長の原動力となる若い労働力は豊富だ。

さらにインドではグローバル人材が多いことも強みとなろう。インドには少なくとも30の異なる言語と2000前後の方言があるとされるが、公的共通語はヒンディー語と英語であり、英語を話することができる人材が多いことは大きな強みである。欧米の留学生に占めるインド人のシェアをみると、近年は増加傾向にある(図表Ⅲ-35)。唯一英国のみがビザ制度の改正によってインドからの留学生が大きく落ち込んだが、その他の国では日韓の留学生割合が減少し、インド(および中国)の留学生割合が増加するというトレンドが見て取れる。

図表Ⅲ-35

#### インドからの留学生は増加傾向の国が多い

留学生に占めるインド・中国・日本韓国国籍者比率



注：イギリスでは移民の増加を背景にビザ制度が2012年に改訂されたため、留学生数が急激に減少。  
出所：米国内務省統計、イギリス移民統計、ドイツ移民統計より三菱総合研究所作成

一方で課題もある。第1の課題は**慢性的な経常赤字とそれに伴う通貨安やインフレ**だ。直近では旺盛な対内直接投資需要を背景として金融収支が改善し、金融政策の政策余地が改善しているが、経常収支が赤字である状況は脱していない。第2の課題は**経済格差と教育格差**だ。まず経済格差では、インドの上位1%の所得が全体の所得に占める割合は、1980年から2014年にかけて7%から22%にまで拡大した<sup>27</sup>。また教育格差でも、海外に留学に行けるようなトップ層が増加している一方で、インド全体での高等教育の就学率は23%にとどまる<sup>28</sup>。さらに教育水準の男女格差が大きいことも課題だ。第3の課題は**投資環境整備**だ。モディ政権になって投資環境は改善したが、硬直的な労働法や、民間インフラプロジェクトを中断させる主因の一つである土地収用問題の問題などの基本的な課題への着手はなかなか進んでいない。

モディ政権はこれら一連の課題に対し、さまざまな施策を講じている。第1の経常赤字に対しては、当初より掲げていた「Make in India」が、第2の教育格差へは「Skill India」が、また第3の投資環境改善のためのインフラ投資として、沿岸岸壁整備計画であるSagarmalaプログラムなどが実行されている。また、モディ政権は物品・サービス税(GST)導入や高額紙幣廃止など、

<sup>27</sup> World Inequality Lab「World Inequality Report 2018」

<sup>28</sup> インド人材開発省「Educational Statistics at a Glance 2016」

短期的には経済を押し下げるものの中長期的に必要な改革を実行してきている。

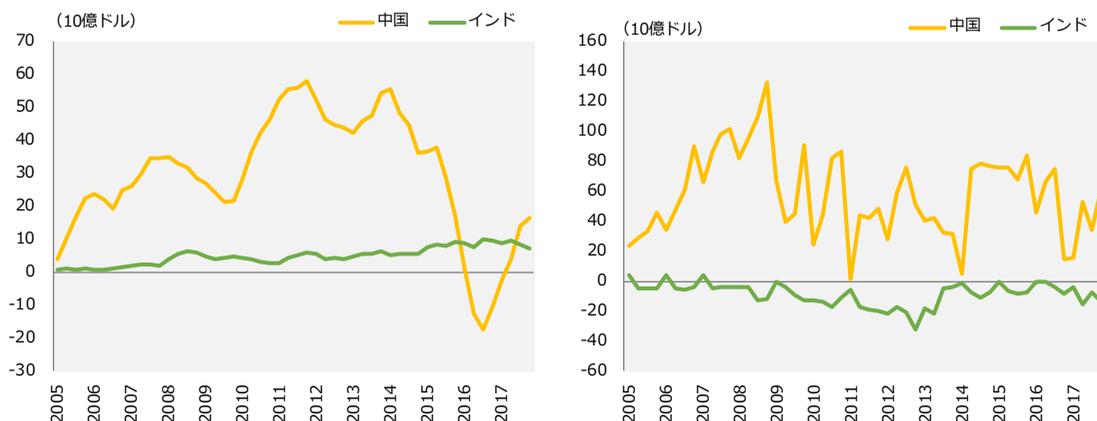
しかしながら、農村票の離反を招きかねない土地収用法の改正は見送るなど、改革の進捗が選挙に左右されることも多い。2019年の選挙後、どこまで議席数を伸ばし全国的な支持を取り付けたうえで根本的な改革を進めることができるかが、今後のインドの成長を左右する分水嶺となる。

### 中国ほどの高成長には至らない見込み

インドはよく中国を追う国として評価されることが多い。例えば一人当たり GDP では中国の15年前程度の水準に、また世界 GDP でのシェアは20年前程度の水準になっている。一方で、今後のインドが中国と同スピードで成長するのは難しいだろう。その一番の原因は、対内直接投資受入れによる効果の差にある。

図表Ⅲ-36

**中国の対内直接投資拡大→経常黒字拡大という成長パターンはインドでは実現しない可能性が高い**  
中国・インドへの対内直接投資額（左図）と経常収支（右図）の推移



出所：IMF「Balance of Payment Statistics」より三菱総合研究所作成

中国は鄧小平による経済開放以降、積極的に対内直接投資の受入れを行うとともに、世界の工場として第三国への輸出を拡大した。これによって中国の対内直接投資受入れは加速し、500億ドル前後の水準にまで上昇した。

中国への直接投資の拡大は、工場での雇用創出、国内需要の喚起、先進国の技術導入による生産性の向上に加えて、第三国輸出の拡大を通じた経常収支の改善をもたらした。これは直接投資の種類で言えば、輸出基地型の直接投資として区分されよう。経常収支の推移からみても、直接投資が拡大しつつ経常収支の改善が進んでいったことがわかる（図表Ⅲ-36）。

一方、インドへの直接投資の拡大は、中国と同様工場での雇用創出、国内需要の喚起、先進国の技術導入による生産性の向上といった効果は見られたものの、経常収支の黒字化は一向に進んでいない。これは、インドへの対内直接投資の多くが水平的直接投資といわれる内需向けの投資であったためだ。国際協力銀行が日系企業向けに行ったアンケートでも、インドへの生産拠点進出理由として第三国輸出を挙げる企業は過去の中国と比べて少ない（図表Ⅲ-37）。

水平的直接投資がインドで多いことは、インド経済にどのような影響を及ぼすか。最も大きいものは**経常収支に与える影響**であろう。インドは過去の中国とは異なり、経常収支の黒字化が一向

に進んでいない。インドの経常赤字やそれに伴うルピア安・インフレはこうした構造的な問題に起因しており、一朝一夕には解決できない。

現状は直接投資が安定的に流入し始めたことで、通貨安やインフレの懸念は払拭されつつある。しかし、今後の景気減速などによって直接投資の流入が滞ることなどがあれば、通貨安やインフレの懸念が再燃する。

また、インドの内需をターゲットにした外資企業の参入がさらに加速すると、インド国内の世論への影響も懸念される。マレーシアでは成長段階で中国系資本の流入が加速した結果、豊かな中国系と先住民のマレー人との間の民族対立が生じ、結果としてマレー人の地位向上を図るための保護主義的なブミプトラ政策へと発展していった。インドへの投資が民族対立にまで至るかどうかは不透明ではあるが、外資とのつながりの強い都市圏とつながりの弱い地方圏間での対立や、外資系企業に富を奪われているといった感情が生まれる可能性も高い。

モディ政権はこれを回避し中国と似た発展経路をたどるために「Make in India」を推進している。しかし、この施策はインドへの対内直接投資の拡大には効果を示しているものの、最終的な経常収支の改善にまでは至っていないのが現状だ。現地生産化が世界的に進む世界の中で、インドがどのようにして経常収支を改善させるかは、かつての中国よりも困難な課題となっている。そのためインド経済は今後も成長を遂げるものの、中国の高度成長ほどの成長率には至らないと予想する。

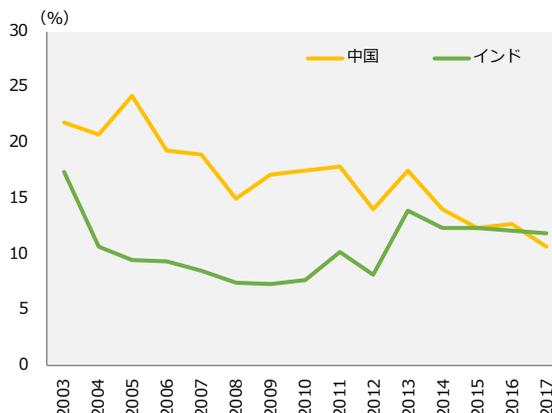
## 2020年代半ばには日本を追い越す

インド経済は 2030 年にかけて理想的な人口構成や直接投資を通じた生産性向上などを通じ、堅調な経済の拡大が続くと予想する。インドの実質 GDP 成長率は、**2016-20 年+7.4%、2021-25 年+ 6.6 %、2026-30 年+5.9 %**と、着実な成長を続けていくだろう。上記の経済成長率を前提とすれば、**2020 年代半ばに名目 GDP の規模は日本を追い越す**ことになる（図表Ⅲ-38）。

前述した課題は 2030 年にかけてインド国内で顕現化し、対処が後手に回ればそれ以降のインドの潜在成長率を下げることにつながるだろう。仮に課題への対処が奏功し、経常収支の恒常的な改善がみられるようになれば、**2030 年以降本格的にポスト中国時代の新たな一極に向けて世界におけるプレゼンスを拡大**していくとみる。

図表Ⅲ-37

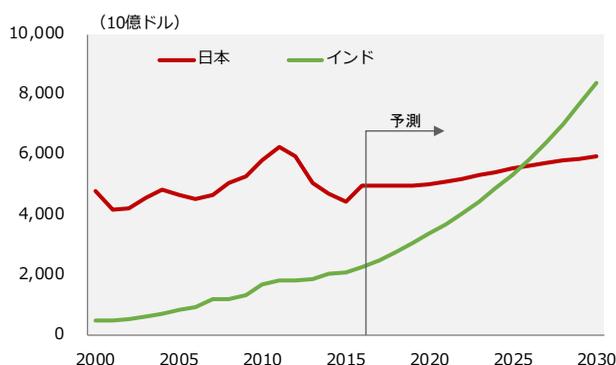
インドへの進出理由に第三国輸出拠点を挙げる企業は少ない  
中印への進出理由として第三国輸出拠点を挙げる企業割合



出所：政策投資銀行「海外事業展開調査」より三菱総合研究所作成

図表Ⅲ-38

2020 年代半ばに日本を追い越す  
インドと日本の名目 GDP



インドの実質・名目 GDP 成長率

年度ベース (前年比平均、%)	実績		予測	
	2011-15	2016-20	2021-25	2026-30
実質GDP	6.9	7.4	6.6	5.9
名目GDP	4.8	9.9	9.7	9.4

出所：実績は IMF、予測は三菱総合研究所