

# 内外経済の中長期展望

## 2008-2020 年度

- 金融危機からの脱却を模索する日本経済 -

2009年2月5日  
株式会社三菱総合研究所  
政策・経済研究センター

## 1. 予測の概要

株式会社 三菱総合研究所（代表取締役社長 田中将介 東京都千代田区大手町二丁目3番6号）では、2020年度まで展望した「内外経済の中長期展望」を作成した。主なポイントは、以下の通りである。

### [日本経済のトレンド]

- ・ 実質成長率の予測（年度平均）：2006-10年度：0.3%、11-15年度：2.1%、16-20年度：1.4%
  - 名目成長率：06-10年度-0.5%、11-15年度2.8%、16-20年度2.3%
  - 日本経済は、2010年度ごろまでは景気の悪化は避けられないが、2011年度以降には徐々に安定したプラス成長軌道に回帰する見込み。
- ・ 潜在成長率（注：実際の成長ではなく潜在的な成長力を表す）は、2006-10年度平均で約1.0%、2011-15年度約1.2%、2016-20年度約1.3%と予測。
  - 米国の過剰消費への世界的な依存体質からの脱却のなかで、足元の潜在成長率は低下。2010年代半ば以降は労働力人口の減少が潜在成長率への下押し圧力となる。こうした中、技術進歩や、前向きな設備投資による資本ストックの蓄積が、潜在成長率を支える鍵となる。

### [マクロ政策のシナリオ]

- ・ 金融政策は、2020年度までの長期で見れば、マクロ経済全体の需給バランスの改善とともに引き締め基調を辿る。ただし、景気低迷やデフレ圧力が長引くことから、2011年度まではマクロ経済情勢をながめ、水準として政策金利は低めに保たれると想定。2012年度以降は、長期的に安定した経済成長の実現を図るため、景気の改善に歩をあわせて、「平常モード」の利上げプロセスに入っていくと想定。
- ・ 財政政策は、2回の消費税の引き上げ（2012年度+3%、2016年度+2%）を想定。これにより、プライマリーバランスの黒字化が達成できるものの、達成時期は2015年度以降となる見込み。

### [為替・原油相場のシナリオ]

- ・ 円ドル相場：短期的には円高圧力が強まりつつも、その後は米国経済の回復にあわせ、数年の間はやや円安方向に向かう。その後は、日米金利差の縮小や物価上昇率の差などを背景に、予測期間を通じて、総じて緩やかな円高が進行、80円/ドル台後半程度を目指す。
- ・ 原油価格：新興国などの経済成長を背景に、長い眼で見た需要は拡大する可能性が高いため、原油価格は2020年度に向けて70ドル/バレル台に向かうシナリオを想定。

## 2. 中長期見通し 予測総括表

### (1) 国内生産

	年度	実績				予測			
		2007	2010	2015	2020	2001-05	2006-10	2011-15	2016-20
実質GDP	2000暦年連鎖価格10億円	562,811	546,823	605,782	648,030	***	***	***	***
	前年度比%	1.9	1.0	2.4	1.4	1.3	0.3	2.1	1.4
民間最終消費	前年度比%	0.9	0.8	2.3	1.1	1.3	0.6	1.6	1.0
民間住宅投資	前年度比%	-13.0	-0.2	4.6	0.1	-2.0	-4.2	0.5	-1.2
民間企業設備投資	前年度比%	2.3	1.4	2.3	2.2	2.7	-0.9	3.8	2.7
民間在庫品増加	前年度比寄与度%	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
政府最終消費	前年度比%	2.2	1.6	1.3	1.0	2.0	1.2	1.4	1.1
公的固定資本形成	前年度比%	-5.8	0.4	-0.7	-0.8	-7.6	-3.6	-1.5	-0.8
財・サ輸出	前年度比%	9.3	1.8	4.0	3.3	6.5	0.9	4.7	3.4
財・サ輸入	前年度比%	1.8	1.8	2.4	2.5	3.7	0.6	3.0	2.7
内需寄与度	前年度比寄与度%	0.7	1.0	2.0	1.1	0.9	0.2	1.7	1.1
民需寄与度	前年度比寄与度%	0.5	0.7	1.8	1.0	1.0	0.1	1.5	0.9
公需寄与度	前年度比寄与度%	0.2	0.3	0.2	0.2	-0.1	0.1	0.2	0.2
外需寄与度	前年度比寄与度%	1.3	0.1	0.4	0.3	0.4	0.1	0.4	0.3
名目GDP	10億円	515,858	491,829	563,444	632,815	***	***	***	***
	前年度比%	1.0	0.6	3.1	2.2	0.0	-0.5	2.8	2.3

### (2) 物価

	年度	2007	2010	2015	2020	2001-05	2006-10	2011-15	2016-20
GDPデフレーター	2000暦年連鎖価格	91.7	89.9	93.0	97.7	***	***	***	***
	前年度比%	-0.9	-0.4	0.7	0.8	-1.3	-0.7	0.7	1.0
国内企業物価指数	前年度比%	2.3	-0.2	0.3	0.4	-0.3	0.2	0.7	0.6
輸出物価	前年度比%	-0.2	0.4	0.3	0.3	-0.3	0.2	1.1	0.3
輸入物価	前年度比%	8.0	2.0	1.1	1.1	4.1	2.8	2.5	1.1
消費者物価指数(注1)	前年度比%	0.3	-0.3	1.1	1.3	-0.4	0.1	1.2	1.5

### (3) 労働・家計(注2)

	年度	2007	2010	2015	2020	2001-05	2006-10	2011-15	2016-20
労働力人口	万人	6,668	6,574	6,423	6,278	***	***	***	***
	前年度比%	0.1	-0.4	-0.5	-0.4	-0.4	-0.2	-0.5	-0.5
完全失業率	%	3.8	4.7	3.9	3.7	4.9	4.3	4.1	3.8
名目雇用量報酬	前年度比%	0.5	0.3	2.5	2.0	-0.9	0.1	1.9	2.0
家計可処分所得	前年度比%	-0.4	-0.2	3.4	1.7	-0.5	-0.5	3.0	1.8
家計貯蓄率	%	2.8	-1.3	1.1	-1.0	4.2	1.4	0.0	0.0
労働分配率	%	70.9	75.6	73.9	73.6	72.1	73.0	74.6	73.8

### (4) 財政(注3)

	年度	2007	2010	2015	2020	2001-05	2006-10	2011-15	2016-20
国・地方計 財政収支	対名目GDP比%	-2.8	-6.2	-2.6	-0.5	***	***	***	***
国・地方計 プライマリバランス	対名目GDP比%	-1.3	-4.2	-0.8	1.4	***	***	***	***
消費税率	%	5.0	5.0	8.0	10.0	***	***	***	***

### (5) 金利・為替・原油

	年度	2007	2010	2015	2020	2001-05	2006-10	2011-15	2016-20
無担コール翌日物	年度末%	0.51	0.25	2.00	2.50	***	***	***	***
10年国債利回り	年度中平均%	1.58	1.50	2.50	2.70	***	***	***	***
円/ドルレート	年度中平均	114.2	93.7	97.5	88.1	***	***	***	***
原油価格(通関WTI)	年度中平均	82.1	42.2	55.2	71.4	***	***	***	***

### (6) 海外経済

	暦年	2007	2010	2015	2020	2001-05	2006-10	2011-15	2016-20
米国GDP	前年比、%	2.2	3.3	2.3	2.3	2.3	1.7	2.2	2.3
中国GDP	前年比、%	13.0	8.4	4.8	4.2	9.6	9.9	6.5	5.0

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2007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。

労働分配率は雇用量報酬/国民所得(要素費用表示)として算出。

注3: 消費税引き上げを2012(5-8%)、2016年度(8-10%)に想定。これに対応し、それぞれ引き上げ前に駆け込み需要を織り込んでいる。

資料: 各種統計より三菱総合研究所予測。

### 3. 日本経済総論 - 2011年度以降徐々に持ち直し緩やかに安定成長へと向かう

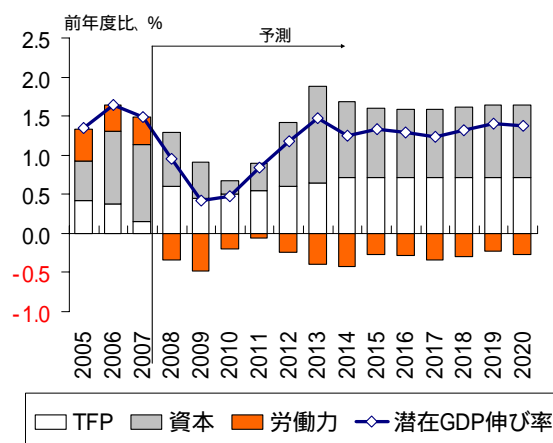
- ・ 日本経済は、2010年度ごろまでは景気の悪化は避けられないが、2011年度以降には徐々に安定したプラス成長軌道に回帰する見込み。
  - 2006-10年度の年度平均実質成長率は0.3%、11-15年度は2.1%、16-20年度は1.4%と予測(名目成長率はそれぞれ、-0.5%、2.8%、2.3%)。
- ・ 潜在成長率は、2006-10年度平均で約1.0%、2011-15年度平均で約1.2%、2016-20年度平均で約1.3%と予測。
  - 米国の過剰消費への世界的な依存体質からの脱却のなかで、足元の潜在成長率は低下。2010年代半ば以降は労働力人口の減少が潜在成長率への下押し圧力となる。こうした中、技術進歩や、前向きな設備投資による資本ストックの蓄積が、潜在成長率を支える鍵となる。

2020年度までを展望すれば、新興国経済の成長などを背景に日本経済は緩やかな足取りではあるが、正常化への道筋に向かう。ただし、足元の米国発の金融危機の影響は大きい。現段階は、米国の過剰消費体質への世界的な依存から、新たな世界的な需要構造を模索している過程にあり、そのなかで労働や資本ストック、技術面など供給構造の見直しも図られるため、潜在成長率も押し下げを余儀なくされる面がある。こうしたサプライサイドの改革が遅れば、需要不足から抜け出すにはかなりの時間を要する。経済の自律的な回復の流れに向かうテンポはかなり緩やかなものとなることが予想される。

#### (1) 潜在成長率の見通し

中長期的な成長のベースラインとなる潜在成長率は、当面は下落するが、その後は回復に向かい、2020年度にかけてはおよそ1%台前半から半ばでの推移を予想している。予測期間の前半は需要ショックへの対応としての供給構造の見直しや資本ストックの蓄積減速、後半については特に労働力人口の減少などの逆風が強まる。ただし、新興国需要への対応、構造改革などが進めば、生産性向上を通じて潜在成長率を支える方向に寄与する。

図表 潜在成長率の見通し



資料：実績は内閣府、予測は三菱総合研究所。

#### (2) 経済成長の流れ

景気の流れは、この潜在成長率をベースとして推移するだろう。2006-10年度の年度平均ベースの実質成長率は0.3%、11-15年度は2.1%、16-20年度は1.4%と予測する。08年度後半からの景気後退は10年度の底固めを経た後、緩やかに勢いを回復していくと見込む。

なお、ここでは、2012年度と2016年度の消費税引き上げを想定しており、駆け込み需要の影響などから11-15年度の平均成長率はもともとの実勢よりもやや高めにしている。

景気回復の勢いは緩やかと考えられるため、マクロベースでみた需給バランスであるGDPギャップのプラス化（需要超過）には相当の時間を要するものと考えられる。構造改革が後退していることもあり、このままでは2020年度に向けた成長率が安定的に2%を保つと見るのは難しいだろう。

### （3）マクロ政策などの前提条件

#### マクロ経済政策

景気の波を考える上でのポイントは、マクロ経済政策だ。まず消費税率の引き上げに関しては、2012年度：5.8%、2016年度：8.10%の2段階引き上げを前提としており、そのタイミングを境に駆け込み需要とその反動が生じることを織り込んでいる。なお、2011年度以降の財政支出については財政政策は財政再建が意識されることから引き締め気味に推移するものと想定した。

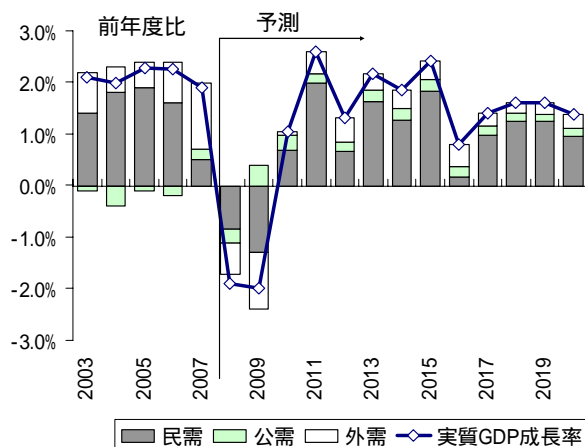
次に、金融政策は2020年度までの長期でみればマクロ全体の需給バランスの改善とともに基調として引き締め方向に進む。ただし、足元の世界経済の減速でマクロベースでみた需給バランス（GDPギャップ）は2009年度では5%程度の供給超過にまで悪化する可能性がある。そのため、緩和的な金融環境は当分の間続き、2011年度までは景気やデフレ圧力をながめ、政策金利は低めに保たれると想定した。2012年度以降は、長期的に安定した経済成長の実現を図るため、景気の改善に歩をあわせた、「平常モード」の利上げプロセスに入っていくと予想する。

#### 海外経済

海外景気の先行きのポイントは、景気悪化が深刻化している米国経済の行方と、足元で減速の目立つ中国景気だろう。本シナリオでは、米国経済はオバマ新大統領による経済対策が奏功し、2011年ごろから回復傾向を強め、その後は2%台前半と推計される潜在成長率程度の巡航速度で推移するものとみている。

中国経済も、大規模な財政政策が景気を支えることなどから、2010年半ばごろからは景気は持ち直し、大きな失速には至らないと想定している。ただし、2020年まで見通せば、労働力人口の伸びの低下もあって、足元の高成長から徐々に成長率は落ち着くシナリオとしている。2011-15年の年平均成長率は6.6%、2016-20年は5.0%台まで徐々に低下すると予想する。中長期的にみて、人民元の切り上げがおおむね順調に進められ、固定資本な

図表 実質成長率の見通し



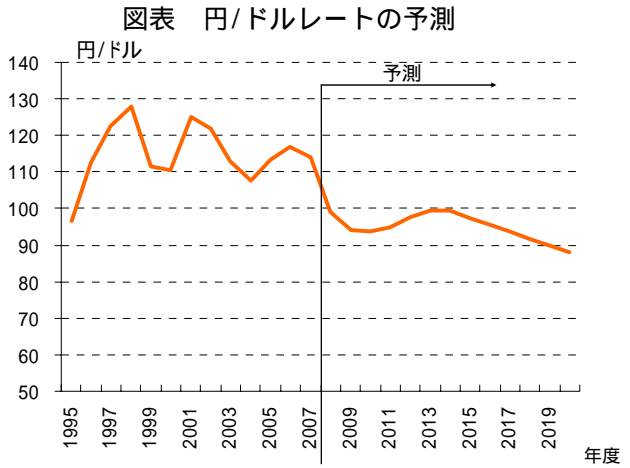
資料：実績は内閣府、予測は三菱総合研究所。

どの急激な調整は起こらないと想定した。

為替・原油市況

円ドルレートは、足元極めて悪化している米国経済が、政策効果などで先行き回復するのにあわせ、しばらく円安方向に向かった後、2015 年以降は総じて円高基調で推移すると見込んだ。米国の潜在成長率の低下や日本の政策金利引上げなどに伴い、緩やかな円高圧力が働くと予想されるためだ。

原油市況については、新興国などの経済成長によって長い眼で見た需要は拡大する可能性が高いため、原油価格は 2020 年度に向けて 70 ドル/バレル台に向かうシナリオを想定した。



図表 予測の主な前提

財政	・2016 年度までに消費税率を現行の 5% から 10% に引上げ (2012 年度に +3% ポイント、2016 年度に +2% ポイント)。
金融政策	・経済・金融の正常化をながめ、2012 年度以降から「平常モード」で引き上げ。政策金利 (無担保コールレート (オーバーナイト物)) の水準は、2015 年度末に 2.0%、2020 年度末に 2.5%。
為替	・2020 年度にかけて 80 円/ドル台後半の円高方向に向かう。 ・予測期間にかけて中国が為替制度を次第に柔軟化。
商品市況	・原油価格は長期的には再びじり高基調で推移し、2020 年度の WTI 価格は 70 ドル/バレル程度。

## 4. 日本経済各論

### (1) 財政・金融面の動き

#### [ 財政バランス ]

- ・ 景気低迷などから、消費税の引き上げ（2012年度+3%、2016年度+2%）を行ったとしても、プライマリーバランスの黒字の時期は2015年度以降となる。

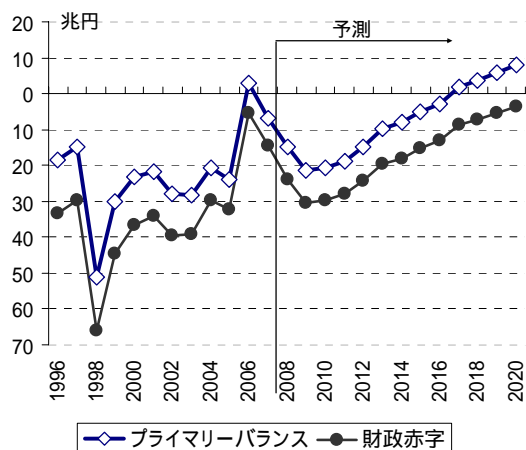
#### [ 金利・物価動向 ]

- ・ 物価の正常化とともに、低金利の水準調整を図るべく利上げが進められる。もっとも、2011年度までは景気やデフレ圧力をながめ、政策金利は水準として低めに保たれる公算。
- ・ 長期金利は2020年度に向けて名目成長率をやや上回る程度の水準（2%台半ばないし後半）に向かう。なお、緩やかなテンポながら、財政再建の進展が見込まれることからリスクプレミアムは避けられると想定。

#### 財政収支

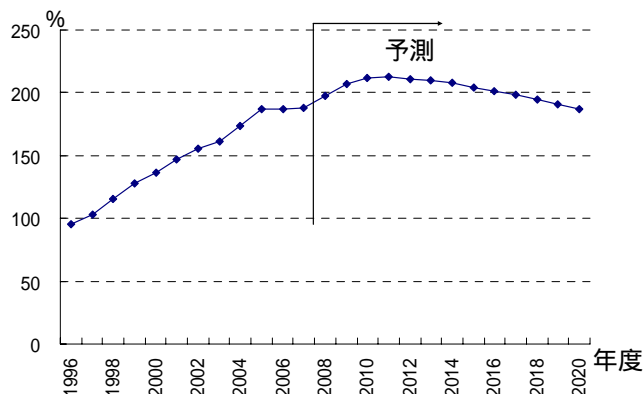
高齢者数の増加、公共支出の拡大などから財政への負荷は拡大する一方、足元の景気後退の影響で税収が落ち込むことから、消費税の引き上げ（2012年度+3%、2016年度+2%）を行ったとしてもプライマリーバランスの黒字化は遠のくだろう。黒字化達成は2017年度ごろと試算される。こう考えると、財政再建のためにも経済成長率を高める政策が重要である。2011年度の黒字化達成に過度に固執する必要はないと思われるが、黒字化を達成するためだけに、長い眼で見た経済成長のバランスを崩すような政策をとることは適切ではない。

図表 プライマリーバランスの見通し  
（国と地方合計）



資料：内閣府「国民経済計算確報」より三菱総合研究所予測。

図表 債務残高/名目 GDP 比率の見通し  
（国と地方合計）



資料：内閣府「国民経済計算確報」より三菱総合研究所予測。

#### 金利・物価動向

##### 利上げテンポは緩やか

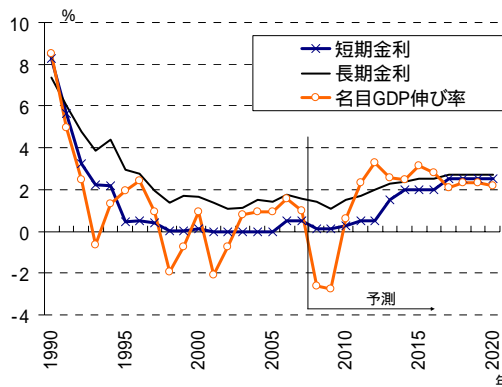
先行き、かなり時間をかけた利上げプロセスが予想される。その理由は、足元の景気や物価などのマクロ経済環境の弱さだ。2011年度ごろまではわが国の景気は勢いに欠けると

見込まれる。このため、総じて利上げに慎重なスタンスが続くと予想される。しかし、2012年度以降は、景気の勢いが強まるのにあわせて、短期金利は2015年度で2%程度、2020年度で2%半ば程度の水準まで緩やかに調整されるだろう。

### 長期金利の見通し

家計の貯蓄率は低下するものの、企業の貯蓄が高めで推移すると考えられること、また、財政再建への努力などから、リスクプレミアムの急拡大は避けられるシナリオを想定している。これを前提とすれば、長い眼で見て長期金利は概ね名目成長率に近い水準で緩やかに上昇すると予想される。そのテンポは政策金利の緩やかな引上げなどを睨みつつ、マイルドな上昇に留まろう。2015年度ごろに2.5%程度、2020年度には2%台後半と予想される。

図表 長短金利の見通し

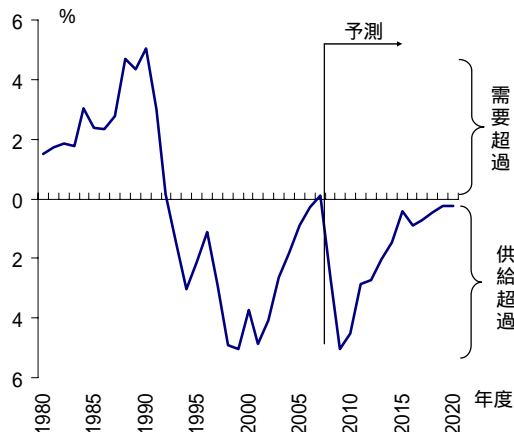


資料：実績は内閣府、日本銀行。予測は三菱総合研究所。

### 物価の展望

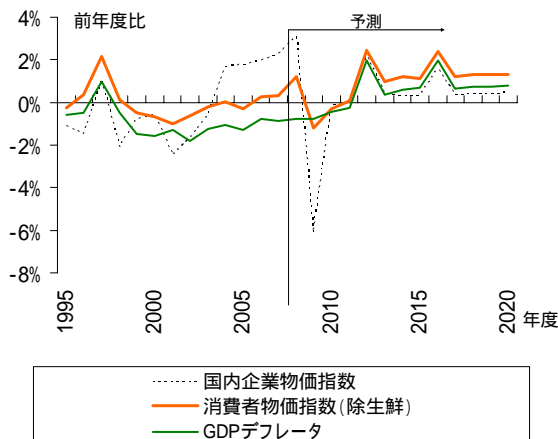
予想される物価の動向を一言でいえば、当面はデフレ圧力がかかり続ける状況となろう。マクロ的な需給バランスを示す「GDPギャップ」は、2012年度以降は徐々に需要超過の方向に向かうものと予想されるが、そのテンポは緩やかだろう。そのため、予測期間に亘ってインフレ圧力は弱めの状態が続く見通しである。

図表 GDPギャップの予測



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

図表 物価の見通し



注：2012、2016年度の消費税率引き上げを想定。  
資料：実績は総務省、内閣府、日本銀行。予測は三菱総合研究所。



## (2) 消費、設備投資の流れ

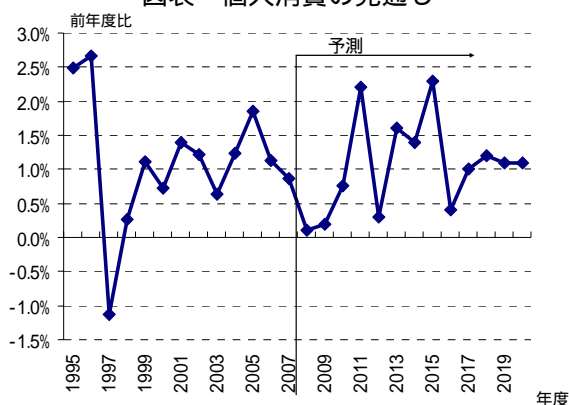
- ・ 個人消費は当面は雇用環境の悪化、所得の伸び悩みなどから悪化が見込まれるが、2012年度以降は、概ね堅調に推移すると予想する。
- ・ 設備投資は中期的には拡大基調をたどる。ただし、2010年代後半に入ると、中国経済の成長鈍化などを背景にいくぶん伸び率は低下しよう。

### 個人消費

世界的な景気悪化を受けて雇用は過剰感を増している。その影響で賃金などの所得環境や雇用環境が悪化し、当面の個人消費はしばらく低調に推移するだろう。経済が次第に順調な回復軌道に向かう2010年代以降は家計の所得環境も回復してくると見込まれる。企業も長期的には人材投資への意識は保ち続けよう。ただ、消費の伸び率は2010年代を通じて概ね1%前半程度に留まる公算が大きい。

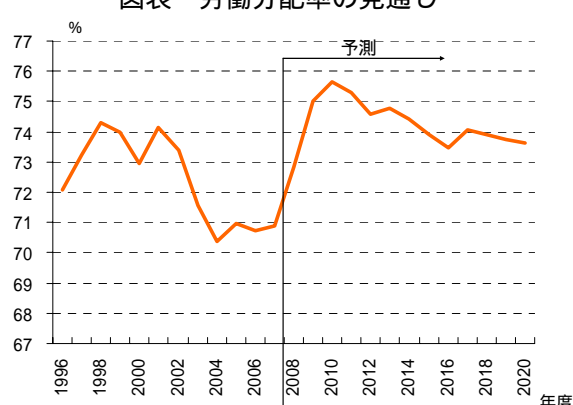
というのも、まず、中長期的に見て新興国の生産能力は更に高まると予想されることから、サプライサイドで改革が進まなければ、製造業などにおける国際競争の激化などから企業の人件費抑制スタンスは維持される。今後労働力人口の減少により労働市場の需給はタイト化する面はあるが、新興国との安い労働力と生産分野が競合する限り、その度合いは小さくなる。更に、国民負担の増加なども考えると、消費が大きく伸びを高めるとは考えにくい。

図表 個人消費の見通し



資料：実績は内閣府、予測は三菱総合研究所。

図表 労働分配率の見通し

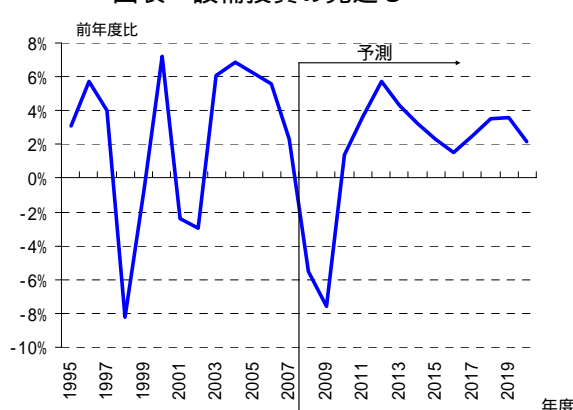


資料：実績は内閣府、予測は三菱総合研究所。

### 設備投資

足元で資本ストックの過剰感が高まっていることから、循環的に見て調整局面に入っており、この動きはしばらく続くだろう。中長期的にみれば、2015年度ごろまでは新興国は高い成長過程にあるため、こうした国での内需拡大や、環境、エネルギー分野の需要拡大などを意識した設備投資は中期的な拡大

図表 設備投資の見通し



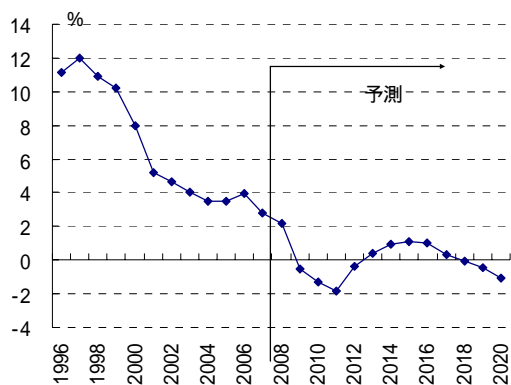
資料：実績は内閣府、予測は三菱総合研究所。

大パスにあるといえよう。もっとも、2020年ごろからは、新興国経済の成長率はいくぶん低下することが見込まれ、期待成長率はやや低下と予想、設備投資も伸びを若干弱める可能性が高い。

### (3) 貯蓄投資バランス

少子高齢化の進行で、貯蓄を取り崩す高齢者割合の増加などを背景に、家計の貯蓄率は低下し、一時的にマイナスとなることも予想される。当面は企業部門における貯蓄が日本全体の投資需要を十分賄うものとみられるが、2020年ごろになると、海外からの資金調達が重要性を増す可能性が高まってこよう。市況形成や資金フローを通じてじわじわと影響を及ぼすことになると思われる。

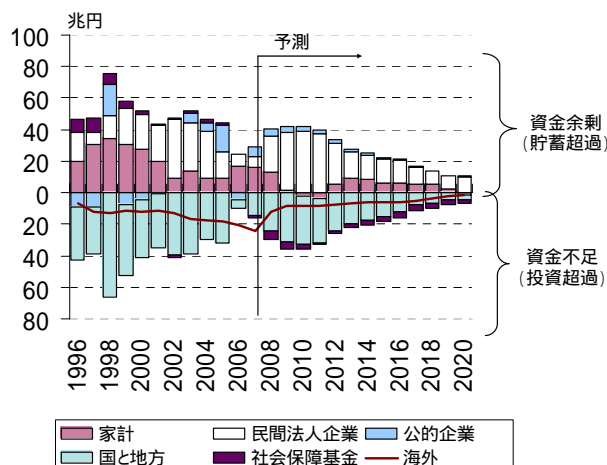
図表 家計貯蓄率の予測



注：ここでの家計とはSNAにおける家計と対家計民間非営利団体の合計。

資料：内閣府「国民経済計算年報」、予測は三菱総合研究所。

図表 各経済主体別の資金余剰/不足の予測 (貯蓄投資バランス)



資料：内閣府「国民経済計算年報」、予測は三菱総合研究所。

## 5. 欧米経済

### [ 米国 ]

- ・ オバマ新大統領による経済対策が奏功し、2010年に底固めし、2011年ごろから回復の歩を強め、その後は2%台前半と推計される潜在成長率程度の巡航速度で推移する。

### [ 欧州 ]

- ・ ユーロ圏は財政・金融政策の制約から回復はやや遅れつつも、2011年ごろから緩やかな回復軌道に戻る。その後は概ね2%程度の成長率で推移する。

### (1) 米国経済

#### 成長の姿

米国経済は厳しい景気後退局面にある。住宅バブル崩壊により、金融セクターの資金仲介機能が著しく低下した結果、ほぼすべての産業で生産活動が縮小している。過剰消費により債務を膨らませていた家計部門は、雇用削減による所得の減少が追い打ちとなり、当面は消費を手控えざるを得ない。需要の減退が新たな雇用調整に繋がる悪循環がスピードを増しており、出口の見えない状態が続いている。

07年12月に景気後退入りした米国経済の悪化は長期化し、戦後最長記録（73年の第1次石油危機、81年のS&L危機、いずれも16ヶ月）を更新するのはほぼ確実である。

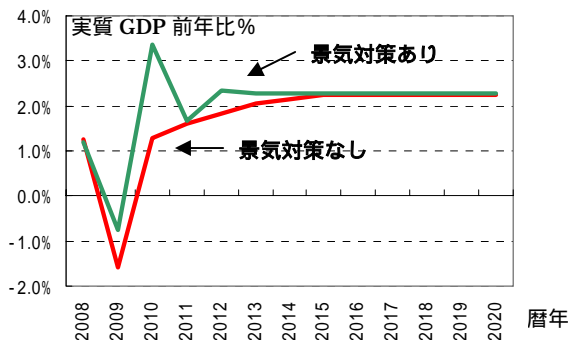
こうした中、1月20日に就任したオバマ新大統領の景気対策が注目されている。大型減税と公共投資を柱とする8,250億ドルの景気対策は過去最大規模で、早ければ2月中に成立する見通しである。政権スタッフの発表をもとに試算すると09年の実質GDP成長率を1%弱、10年では2%程度押し上げる公算である。ただし拡大ペースは緩やかで、資産効果を見込んだ過剰消費体質は影を潜め、貯蓄率を緩やかに上昇させる抑制された消費行動が続こう。その後はおおむね潜在成長率（2%前半）近辺での成長率を予想する。リスクシナリオとして考えられるのは景気対策の執行

図表 米国見通し

暦年・平均値、%	実績		予測	
	2001-05	2006-10	2011-15	2016-20
実質GDP	2.3	1.7	2.2	2.3
個人消費	2.9	1.2	2.3	2.5
設備投資	0.1	2.1	3.1	4.0
住宅投資	5.9	13.3	2.5	3.0
政府支出	2.4	4.7	1.5	1.5
輸出等	1.9	4.7	3.9	4.3
輸入等 < 控除 >	4.3	1.0	4.4	5.0
名目GDP	4.8	4.1	3.9	4.1
消費者物価(総合)	2.5	2.4	2.1	2.2
FFレート誘導水準(期末)	4.25	1.00	3.00	3.00
失業率(除く軍人)	5.4	6.1	5.4	4.8

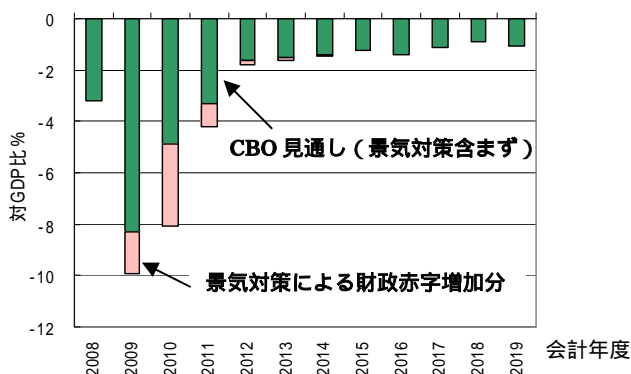
資料：米国商務省、労働省、FRB。予測は三菱総合研究所。

図表 オバマ新大統領の景気対策実施効果



資料：ローマーCEA（大統領経済諮問委員会）委員長作成資料を基に三菱総合研究所作成

図表 米国財政赤字見通し



資料：CBO（議会予算局）見通し（1月および2月発表）を基に三菱総合研究所作成

の遅れと、財政赤字削減が進まず長期金利が上昇する場合である。前者についてはCBO(議会予算局)が、歳出部分の中で2010年9月までに執行されるのは約4割にとどまるとの見通しを発表するなど依然流動的な部分が多い。また後者については、景気対策実施に伴う財政赤字が、09年度の景気対策を織り込まないベースで既に過去最悪のレベル(GDP比8.3%)となる見込みで、景気対策を加味すると10%程度まで膨らむ可能性が高い。景気後退が長引き、赤字削減の道筋が明確に示されない事態となれば長期金利が上昇し景気回復を阻害するリスクも考えられよう。

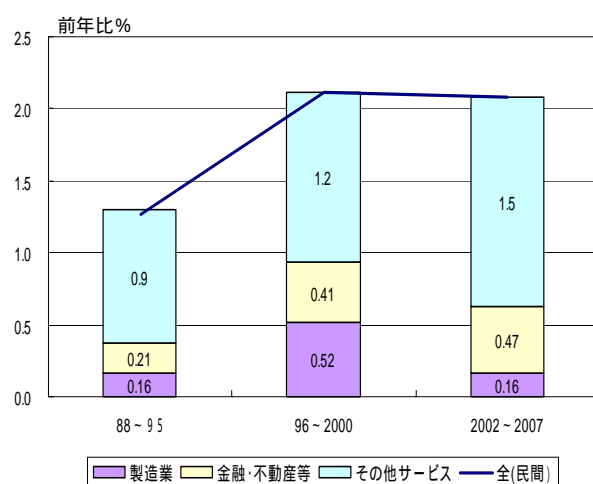
#### 生産性低下による潜在成長率押下げの可能性

米国の労働生産性の伸びをみると、IT技術の発達により2000年にかけて全産業ともに生産性の伸びがみられた。ITバブル崩壊後は製造業の伸びが低下したものの、金融・不動産、その他サービス分野で引き続き伸びが高まり、全体では高い生産性を維持している。

しかしながらこの間住宅価格の上昇により住宅ローン貸し出しが急増。金融機関は証券化により、自身のバランスシートを膨張させることなくリスクの高い融資を続け、高収益を上げた。住宅ローンなど各種資産を担保とした証券化商品は細分化され、組み替えられて高金利商品として投資家のみならず金融機関自身の格好の投資対象となった。

住宅バブルが崩壊しサブプライム問題が顕在化した後、多額の証券化商品を抱えた金融機関は資産の劣化が止まらず著しく機能が低下している。当面はこれまでのような金融業の高収益・高生産性が見込み難いことを考えると産業全体の生産性低下、ひいては潜在成長率の低下に繋がる可能性は否定できない。2010年以降、労働力人口の伸びが大幅に低下することが予想される。生産性低下の可能性を勘案すると、2020年にかけての潜在成長率は、これまでの2%台後半からやや低下し、2%台前半で推移すると予想する。

図表 労働生産性上昇率の産業別寄与度



資料：労働生産性は就業者数ベース。商務省資料より三菱総合研究所作成。

#### (2) 欧州経済

欧州経済はユーロ発足以降初めての厳しい景気後退に見舞われている。発端は米国のサブプライム問題であったが、住宅ローンなどを担保とした証券化商品が全世界に拡散し、特に欧州の金融機関の保有ウェイトが高かったことが傷を深く

図表 欧州見通し

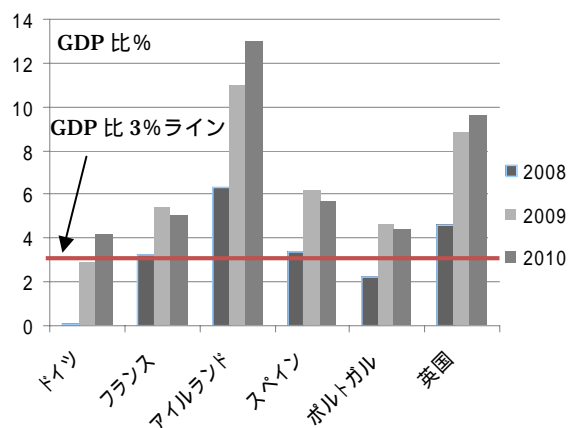
暦年・平均値、%	実績		予測	
	2001-05	2006-10	2011-15	2016-20
実質GDP	1.8	1.1	1.9	1.9
個人消費	1.9	1.1	2.0	2.2
総固定資本形成	1.1	1.2	2.0	2.2
政府消費支出	2.0	1.8	1.6	2.1
輸出等	4.2	3.0	4.1	4.0
輸入等<控除>	4.2	3.2	4.2	4.5

資料：EUROSTAT 予測は三菱総合研究所。

している。英国など住宅バブルが崩壊し、米国と同様の状況に陥っている国は更に状況が深刻である。一方住宅バブルが発生しなかったドイツなども近年輸出の依存度を急速に高めていた状況下、海外景気悪化の影響をダイレクトに受けてしまったといえる。

米国発の金融危機であるが、欧州の景気後退は米国よりも調整が深く、長引く可能性も考えられる。その理由としてはユーロという単一通貨を背景とするマクロ政策の制約に起因する。すなわち機動的な金融政策の欠如、財政規律の縛りによる景気対策の遅れ、である。ドイツブンデスバンクの路線を色濃く受け継いだ ECB (欧州中央銀行) は通貨価値(物価)の安定を最重要命題としており、利下げのスピードは非常に緩慢と言わざるを得ない。景気後退が明確になっても政策金利をこれまでの最低水準である 2% 以下に踏み込まない状態だ。

図表 EU 主要国の財政赤字見通し



資料：欧州委員会見通し(1月発表)より三菱総合研究所作

またユーロ参加国は財政赤字を GDP 比 3% 以内に維持する義務もある。欧州委員会は 09 年、10 年については協定違反を容認するスタンスであるが、すでに景気悪化と金融機関への資本注入などの救済措置で各国の財政状況は極端に悪化している。特に住宅バブル崩壊で落ち込みの激しいスペイン、アイルランドをはじめポルトガル、ギリシャ、フランスなどは 2009 年には 3% を大きく上回る見通しで、景気刺激策を発動できる余地は限られる。各国が拠出する EU 予算規模が非常に小さく、域内の景気格差を是正する所得の再分配機能が不十分な中、極端に景気の悪化した国が自力では回復しづらい構造的な問題が露呈しよう。

一方非ユーロの英国も深刻である。米国と同様に住宅バブルが崩壊し、金融機関は多額の住宅ローン担保証券をはじめとした証券化商品を抱え、企業への融資能力が著しく低下している。英国政府は昨年 10 月にいち早く公的資金注入策を、また今年 1 月には不良債権の追加損失を政府が肩代わりし、住宅ローン担保証券に政府保証を付けるなどの追加措置を発表している。もっとも、これらによる財政赤字が国家財政を圧迫しかねないとの不安から、ポンドは急落している。英国の証券化は海外マネーによって支えられており、ポンドの急落は金融機関の不良債権の増大、ひいては財政負担の増大という負のスパイラルを招きかねない。総付加価値の 4 分の 3 をサービス業が占め、製造業は 1 割強にすぎない産業構造ではポンド安による輸出主導の回復は期待できない。

以上を勘案すると、欧州は自律的な回復力の弱さから米国よりも回復のタイミングは遅れ、2011 年ないしそれ以降と考えられる。特に金融を牽引役とした経済成長のパターンが続いていた英国は、当面低めの成長を余儀なくされよう。その後景気が本格的な回復に転じる

2012 年以降は EU 全体での労働力人口(15 歳以上)が減少に転じると予想されるものの、東欧諸国の成長余地がまだ高く、資本ストックの伸びも十分期待できるとみられることから、2%程度の成長ペースを維持すると予想する。



## 6. アジア経済

### [中国]

- ・ 財政・金融政策の総動員により、当面景気は下支えされるものの、中長期的には国内の労働力人口が徐々に減少していくことから、2020年までに成長率は徐々に5%台まで低まる見込み。

### [インド]

- ・ 国際的な資金流入の収縮などから成長は鈍化し、当面6%台前半の経済成長率が見込まれる。その後、消費の堅調な伸びは期待できるものの、設備投資のペースは多少鈍化すると想定し、成長率は6%半ばから後半で推移すると予測する。

### (1) 中国・インドの人口構造変化

中国、インドでは2020年までに人口構造の面で大きな変化が生じる。国際連合の人口推計によると、中国では、急激な高齢化の進展を背景に、2015年頃から生産人口（15歳～64歳）が減少に転じる。結果的に中国では、今後成長率は低まっていくことが予想される。一方でインドでは、2020年までの間に生産人口は増加を継続し、労働投入量の増大が成長を支える要因となる。

### (2) 中国経済の展望

中国の当面の注目点は、昨年11月上旬に公表した4兆元の大規模な景気刺激策の効果である。中国政府では、今回の経済対策は、経済成長率を年率1%押し上げる効果が期待されている。その中身を見ると、鉄道・道路・空港などインフラ整備と復興再建プロジェクトで7割を占めており、一定の効果が期待できる。実際に固定資本投資は、中央政府を中心とする政府部門の増加が寄与し、足元（2008年11月）でも26.8%と高い水準を維持している。しかし、外需や機械受注の急激な減速を踏まえると、09年の8%成長は厳しいと予測され、本格的な回復は10年以降と見込まれる。

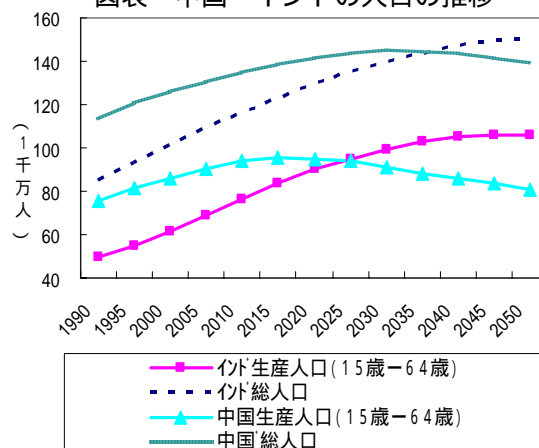
今後は西部地域、中央部地域の固定資本投資の伸びが中国経済を下支えしていくであろう。地域別の固定資本投資（寄与度）を見ると、近年の固定資本投資の伸びは北京、上海、広東などの東部地区により押し上げられてきたが、山西などの中央地区や四川などの西部地区も人口増加を背景に、少しずつ寄与を伸ばしている。昨年11月に発表された「中長期

図表 中国・インドの実質経済成長率の推移

中国	暦年・平均値、%	実績		予測		
		96-2000	2001-05	2006-10	2011-15	2016-20
	実質GDP	8.6	9.6	9.9	6.5	5.0
インド	年度・平均値、%	実績		予測		
		96-2000	2001-05	2006-10	2011-15	2016-20
	実質GDP	5.8	7.0	7.7	6.8	6.5

資料：実績はCEIC、中国国家統計局。予測は三菱総合研究所。

図表 中国・インドの人口の推移



注1：2005年までは実績、それ以降は世界銀行による推計値

資料：世界銀行、国連データより三菱総合研究所作成

鉄道網計画」によって鉄道建設など大規模な政府プロジェクトが 2020 年まで予定されており、中央・西部地区への投資は着実に伸びていく可能性が高い。

一方で、生産人口の減少を控えている中国では、労働力の質の向上と、消費を中心とする安定的な内需拡大が課題となってくる。労働力の質の向上については、教育レベルの向上に加え、所得格差の解消に取り組む必要がある。政府は景気の急減速を踏まえ、消費の下支えを目的として小型車購入税を引き下げるなど消費のてこ入れを図っている。しかし、2010 年代半ば以降の生産人口の減少は消費の伸びを鈍化させる方向に働くため、本格的な消費の下支えには年金・医療制度の整備など高齢化社会を意識したセーフティネットの構築が必要となるであろう。以上の背景要因を踏まえると、中国の経済成長率は、2011 年-15 年は 6.6%、2016-20 年は 5.0% 台まで徐々に低下すると予想する。

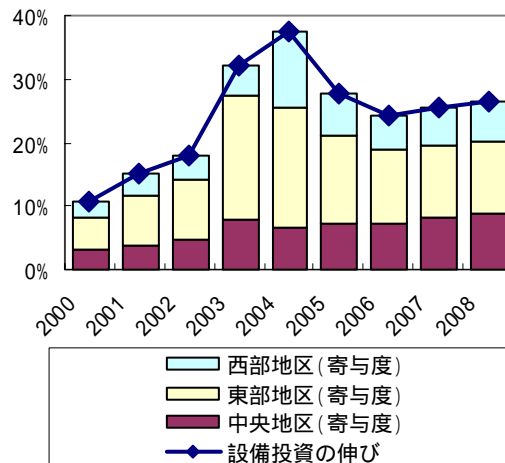
### (3) インド経済の展望

インドでも、昨年からの金融危機および世界経済の急減速の影響を受け、経済成長率は鈍化傾向が顕著となっている。インド政府は昨年末以降、2 回にわたって減税やインフラ整備への金融支援などの景気刺激策を打ち出した。しかし、近年、インドの財政赤字の規模は、対 GDP 比で 3-4% 台にのぼっており、この状況を考えると大規模な公共投資の増加は当面望めない。従って、内外の民間資金とインフラ投資の動向およびインフラ投資の動向がインド経済を左右する要素になると予想される。

まず、国内資本については、今後インドでは全人口のうち、従属人口（14 歳以下の年少人口と 65 歳以上の老年人口の合計）の比率の低下が見込まれている。従属人口の減少は、貯蓄率の上昇をもたらす、国内の投資余力を拡大する方向に作用すると見込まれる。

外国資本については、過去数年の資本投資の急拡大は、インド国内への外国資本による

図表 中国の固定資本投資の伸び

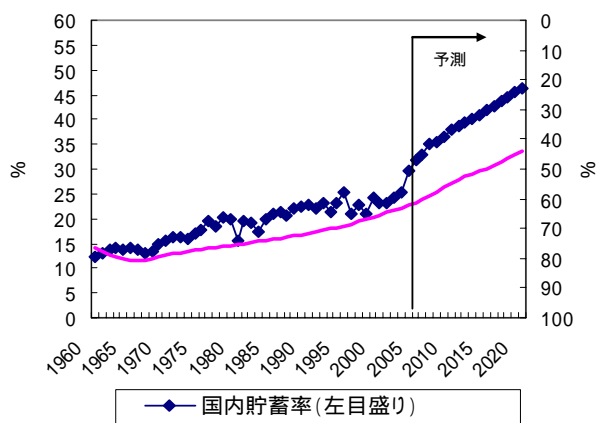


注 1：東部地区：北京、天津、上海、海南、福建、広東などを含む 10 地域、中央地区：山西、黒竜江、安徽、河南などを含む 8 地域、西部地区：重慶、四川など 12 地域

注 2：2008 年は 11 月までの累積額で計算

資料：FACTSET および中国国家统计局データより三菱総合研究所作成

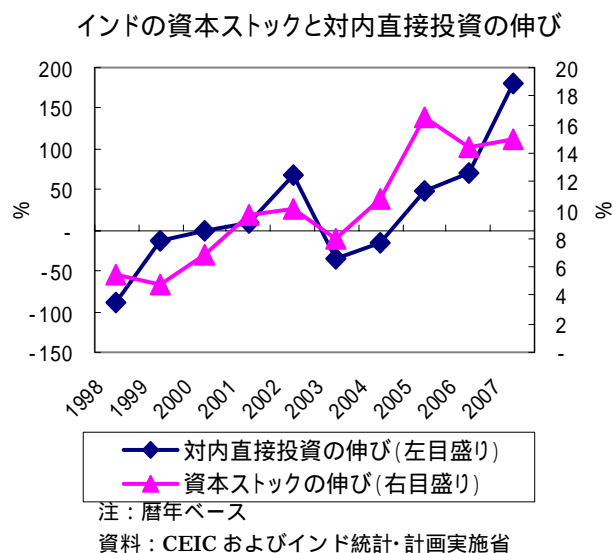
インドの人口動態と貯蓄率



資料：実績は世界銀行、従属人口指数の予測は国連、国内貯蓄率の予測は三菱総合研究所



直接投資の大幅な伸びに支えられたところが大きい。昨年 10 月以降、金融危機の影響で、足元の対内直接投資の伸びに陰りが見える。インド政府は、足元の状況を踏まえ、海外の金融機関からの借り入れ（対外商業借入）の規制緩和などを景気刺激策に盛り込んでいるが、国際金融市場の状況から考えれば、以前のような伸びは期待できない。また、昨年末に発生したテロ事件などの治安悪化も対内直接投資を下押しする方向に働く。したがって、これまで 02 年以降年度平均で対前年度比約 12% 増を続けてきた資本ストックの伸びは、8-9% 程度まで低まると予想する。こうした中、当面インドの経済成長率は 6% 前半まで下がり、その後も人口増加などを背景にした一定の消費の伸びは期待できるものの、2011 年-15 年は 6.8%、2016-20 年は 6.5% を予想する。



【本資料に関するお問い合わせ先】

株式会社 三菱総合研究所  
政策・経済研究センター

〒100-8141 東京都千代田区大手町 2-3-6  
電話：03 - 3277 - 0594 (直通)

総括：	後藤康雄 (ygoto@mri.co.jp)
日本経済：	大島一宏 (koshima@mri.co.jp)
アジア経済：	対木さおり (stuiki@mri.co.jp)
欧米経済：	重次 泰子 (yasuko@mri.co.jp)