

# REPORT I

## 中期経済見通し（2007～2017年度）

### - サブプライムローン問題に揺れる世界経済 -

経済調査部門 櫛 浩一  
haji@nli-research.co.jp

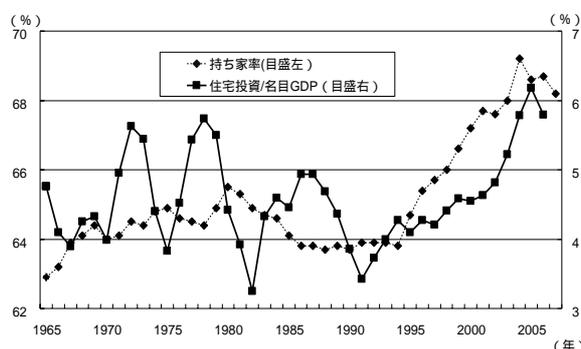
#### 1. グローバル金融市場の動揺

##### (1) サブプライムローン問題

米国のサブプライムローン（信用力の低い個人向け住宅融資）の延滞率上昇という問題は、8月になって欧州の金融市場に飛び火し、ECB（欧州中央銀行）やFRB（連邦準備制度理事会）が大量の資金供給を迫られるという事態に発展した。サブプライムローン問題をきっかけとしたリスク再評価のために、LBOローンやその他の証券化商品でも損失が発生しており、サブプライムローン問題に関連した損失の全体像は依然はっきりしない。また根源にある米国の住宅市場の調整による実体経済への影響がごく短期間で終了するとは考え難いので、この問題はしばらくくすぶり続ける可能性が大きい。

米国では、ITバブル崩壊による2001年のリセッション後、大型減税と低金利政策による景気浮揚策がとられた。その後景気が回復し原油価格高騰によるインフレ懸念が生じたこと等により、2004年6月以降は連続して利上げが実施され、FF目標金利は1%から2006年には5.25%にまで引き上げられた。このため、低金利を背景に好況を呈していた住宅市場は冷え込

図表 - 1 過熱した米住宅投資



(資料) 米国商務省

んでいる。

米国の住宅投資の名目GDPに占める割合は、1990年代半ばからほぼ一貫して上昇を続けた。この間、持ち家率も大きく上昇している。サブプライムローン市場の拡大は、それまで住宅の購入が容易でなかった低所得層でも住宅が購入できるという恩恵を与えた。25歳以下の年齢層の持ち家率は、1993年の14.8%を底に上昇し2005年には25.7%に達している。住宅価格が上昇を続けたことで、個人の返済能力の問題は覆い隠されてきた。しかし住宅市場が冷え込み、価格上昇の勢いが鈍化した2005年半ばを底に住宅ローンの延滞率は上昇している。特にサブプライムローンの延滞率の上昇は顕著で、2007年4-6月期には14.8%にも達した。

住宅市場の冷え込みの影響は住宅投資のみに

とどまらず、米国経済の拡大を支えてきた個人消費にも大きな影響を与える恐れがある。米国の家計は、住宅価格の上昇を利用して、ホームエクイティローンなど住宅を担保とした借り入れによって消費を拡大してきた。このため米国の家計貯蓄率は2006年には0.4%という低水準となっており、2006年7-9月期にはゼロにまで低下していた。家計の抱える債務が可処分所得に対する比率は、2006年には138.1%に達している。

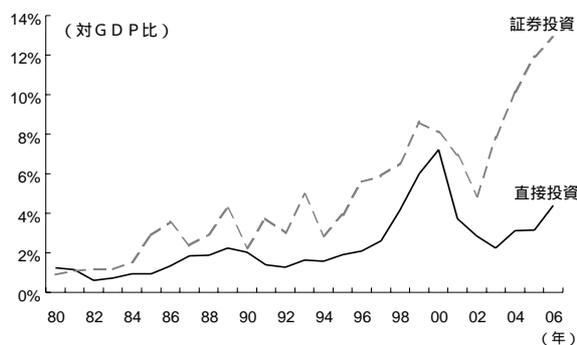
これまでは、住宅価格が上昇してきたために、借り入れの増加にも関わらず家計の資産から債務を差し引いた純資産は増加を続け、純資産の可処分所得に対する比率は上昇してきた。しかし、住宅価格が下落すれば純資産の可処分所得比は低下し、家計はバランスシートの調整を迫られることになって貯蓄率を引き上げ、消費を抑制せざるを得なくなる恐れがある。

## (2) 国際的不均衡拡大を支えた過剰流動性

米国の住宅市場で発生した問題が、欧州の金融市場で発火し、世界経済の下ぶれリスクとなった背景には、金融・経済のグローバル化が進んでいることがある。

1980年代を通じて世界貿易のGDPに対する比率は30%程度であったが、1990年代半ばから上昇が加速し、2006年には50%程度に達している。国際資本移動の規模を見ると、直接投資の規模はITバブルの崩壊によって米国への直接投資が縮小したため、2000年頃のピークに比べれば依然として落ち込んではいるものの、傾向的に拡大が続いている。特に証券投資の規模は2000年頃のピークを超える水準に達しており、G7の投資額は1980年の名目GDP比0.9%から2006年には12.9%にまで拡大している。近年の国際資本移動は証券投資を中心とした金融取引によるものである。

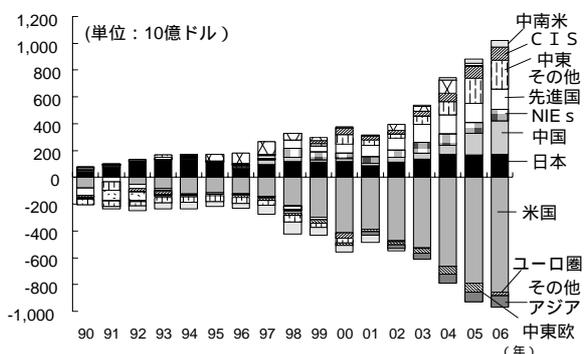
図表 - 2 先進国の国際資本移動



(注) G7諸国の直接投資と証券投資の合計値の名目GDP比  
(資料) IMF

こうした活発な国際資本移動は、巨大化した米国の経常収支赤字を支えてきた。世界の経常収支は、米国が巨大な経常収支赤字を出し、その他の国々が黒字化するという構図となっており、著しく不均衡な形をしている。国際的な不均衡の規模は、かつて国際的な不均衡が問題となり主要国がドルの大幅な下落で問題を解決しようとした1980年代半ばのプラザ合意のころをはるかに上回る。米国経済の規模との比較で見ても、米国の経常収支赤字幅は名目GDPの6%程度に達しており、1980年代半ばの3%程度と比べてはるかに巨大になっている。このように巨大な不均衡にも関わらず、世界経済が順調に拡大してきたのは、世界各国から米国への資金還流が順調に進んできたからだ。

図表 - 3 世界の経常収支



(資料) IMF

米国への資金流入を支えてきたのは、国際的な過剰流動性である。マネーサプライと名目GDPの比であるマーシャルのkをG7で見る

と、1990年代後半から上昇の動きが顕著で、経済規模に対して過剰な流動性が供給されてきたことを示唆している。1990年代後半から2000年代前半にかけては日本の金融緩和によってマースシャルのkは上昇し、近年はユーロ圏のマネーサプライの伸びによって再び上昇が見られる。

日本は、バブル崩壊後に発生したデフレから脱却するために、ゼロ金利政策や量的緩和政策といった、超金融緩和政策を行ってきた。これによって、超低金利の円を借り入れて外貨で運用する円キャリートレードが活発となり、個人投資家も大量に外貨建て投資信託を購入するなど、海外への資金流出が起きている。中国の経常収支黒字は年々拡大しているが、中国元の為替レートをコントロールしているために、為替市場では大量の外貨の購入が続いており、中国の外貨準備は急速に拡大して1兆ドルを超えた。中国は米国の貿易赤字相手として最大の国になっているが、一方では米国の対中貿易赤字が中国の為替市場でのドル買い支えによってファイナンスされる形となっている。原油価格の高騰も大量の原油を輸入している米国の経常収支赤字拡大の大きな要因であるが、オイルマネーは英国金融市場を経由して米国に還流し、赤字を賄ってきた。

世界的な過剰流動性は、米国の住宅バブルの遠因となっているだけでなく、投機による原油価格の高騰など一次産品価格の上昇にも繋がっている。サブプライムローン問題で国際金融市場が動揺している状況では、この国際的過剰流動性問題の解決に手をつけることは難しい。しかし、あまり長期にこの状態を放置すれば、また新たなバブルの拡大とその崩壊による経済の混乱を招くので、いずれ各国中央銀行が協調して過剰流動性の吸収に向かうことになるだろう。

う。世界的な過剰流動性が解消していく中で、大幅な米国の経常収支赤字をまかなってきた資金の流れに変化が生じ、グローバルな不均衡はいずれ縮小に向かう可能性が高い。

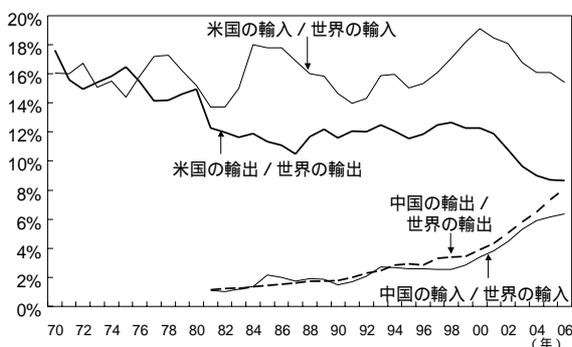
## 2. 海外経済の中期見通し

### (1) 米減速の影響を受ける世界経済

予測期間前半5年程度の世界経済を見ると、その動向を大きく左右するのは、サブプライムローン問題の今後の展開である。標準シナリオでは、米国経済はこの影響で減速はするものの思い切った金融緩和により景気後退にまでは至らないと予想している。住宅市場の調整には時間を要するものの、2008年後半には米国経済は持ち直すだろう。中国・インドは近年高成長を継続してきており、今後も中期的な高成長の持続が期待できる。ただし、サブプライムローン問題で米国経済が減速することの影響は免れない。中国の貿易収支黒字は2003年の254.7億ドルから、2006年には1,774.8億ドルに拡大しており、輸出の高い伸びが民間の固定資本投資の高い伸びをもたらしたと考えられる。中国経済が輸出という呼び水によって高成長を実現してきたことは明らかである。消費の伸びは高いとはいえ、沿岸部と内陸部での所得格差など所得分配の偏りから、輸出の伸びが鈍化した場合に、現時点でただちに国内消費主導による経済成長に転換することは困難と見られる。

米国経済の減速によって、世界経済全体が若干の減速を余儀なくされ、日本経済にもその影響が及ぶだろう。高成長を続ける中国の輸出は、米国と肩を並べる規模に拡大しているものの、輸入の規模は米国と中国では大きな差があり、米国の減速が世界経済の需要鈍化に繋がる可能

図表 - 4 世界貿易に占める米・中の地位



(資料) IMF

性が高い。

より長期的に見れば、米国経済が持ち直し、中国やインドなどの新しい経済が急速な発展を遂げることによって世界経済は拡大し、日本経済もその影響を受けることになる。原油価格は2006年夏にピークを打ったのち下落していたが、2007年に入って再び上昇している。今後も中国やインドの経済発展による需要増加が見込まれ、需給の逼迫を背景に一次産品の価格は緩やかな上昇を続けると考えられる。

## (2) 米経済は2008年後半まで減速

長期間にわたる住宅投資ブームの反動は大きく、住宅市場の調整にある程度の時間がかかることは避けられない。標準シナリオでは住宅価格の下落幅は、2008年末までで1割程度と見込んでいる。住宅価格下落による逆資産効果により、消費支出は当面減速気味の推移を続けるだろう。住宅投資の冷え込みや消費鈍化から設備投資の伸びも限定的となるため、景気減速がしばらく持続すると予想される。米国の経済成長率は、2006年の実質2.9%から2007年には1.9%に減速し、2008年も2.1%にとどまるだろう。

毎年100万人を越える移民を受け入れている米国の人口は、2006年中に3億人を越えた後も増加しており、当面1%弱の人口増を維持して

いくと見られる。ただし、2012年以降はベビーブーマーのリタイアによる高齢化の傾向が強まる。このため、米国の就労人口とされる16歳以上65歳未満の人口増加率は、現在の1%前後から2010年代半ばには0.3%程度にまで低下しよう。こうした就労人口の伸び率鈍化は潜在成長率を押し下げる一方、人口構成の高齢化の進展により、社会保障面等での改革を促すこととなるだろう。(CBOの試算によると、1991年以降2006年までの潜在成長率の平均は3.0%であったが、今後の5年(2007-2012)は2.7%、その後の5年(2013-2017)は2.6%に低下するとしている。)米国経済は、短期的には住宅価額下落等の影響による消費抑制により、また、中期的には前記の就労人口増加率の低下により、これまでよりは低めの成長率が持続する可能性が強い。

## (3) 欧州経済の後半は構造改革の進捗が左右

2007年のユーロ圏経済は、6年ぶりの高成長となった2006年に続き、企業部門主導の景気拡大が続いてきた。8月以降、米国のサブプライムローン問題が飛び火し、先行きの不透明感が一気に強まったが、景気の拡大は足もとも続いている。雇用の改善を受けた個人消費の拡大も期待されることから、2007年も年間の成長率は、2.6%と潜在成長率(2.25%)を上回る見通しである。

2008年以降、予測期間前半の見通しは、サブプライムローン問題の影響をどう見るかに大きく左右される。標準シナリオでは、ユーロ圏の金融機関のサブプライムローン問題関連の損失は、収益と資本によってカバーされる範囲に留まると見ている。過去2年間に比べれば企業の資金調達環境は厳しくなることもあり設備投資は2006年に比べれば鈍化するものの、資本財など余剰生産能力の縮小が見られる分野を中心と

する拡大は持続しよう。個人消費も、雇用・所得環境の改善に支えられた底固さが見込まれるため、景気の大規模な落ち込みは回避、潜在成長率並みの成長を維持することになる。

予測期間後半には、ユーロ圏の生産年齢人口が減少に転じるため、成長率は構造改革の進捗度に左右されることになる。ユーロ圏の構造改革の課題としては、雇用改革を推進し、就業率の改善、労働生産性向上に継続的に取り組むことと、域内のヒト、モノ、カネの流れを妨げている制度上の障壁を除去し、相互補完を通じた、効率性改善を促進することが重要である。

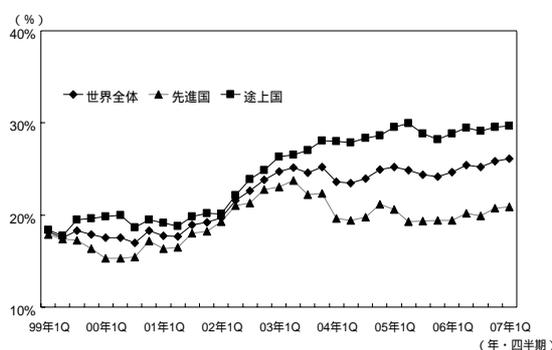
後に述べるように、対ドルでユーロ高が進むことを予想しているが、その影響はユーロのプレゼンスの高まりにより、対欧州通貨の相場の安定性が高まる一方、円や人民元などアジア通貨の対ドル高進行が見込まれることによって抑制されよう。

### (3) ユーロの台頭

第二次世界大戦直後にできたブレトン・ウッズ体制が崩壊して、主要通貨が変動相場制に移行した後も、米ドルは唯一の基軸通貨としての役割を果たしてきた。金の量には限りがあるため、各国政府が保有する外貨準備のほとんどは米ドルであった。IMFのSDRも、現状では実際に国際的な決済に使われる「通貨」となる見込みはほとんどない。こうした状況に変化を与えたのは、1999年に発足したユーロである。ユーロは登場直後には過剰な期待の反動から大きく下落したが、その後、ユーロへの参加国が増加を続けていることもあって信認が高まり、対ドルでは1ユーロ1.4ドルを超える水準にまで増価している。

大幅な経常収支赤字を背景に、ドルの大幅な下落の恐れがあることもあって、外貨準備に占めるユーロのウエイトは上昇しており、この動きは特に途上国で顕著である。中国やインドの世界経済における地位向上によって、中国元やインド・ルピーの国際的な地位も高まっていくであろう。米ドルが唯一の基軸通貨であるという状況は、今後10年間の間には徐々に変わっていく可能性が高い。今後10年の間では、米国が世界一の経済であるという状況が変わることはないが、米ドルの相対的な地位の低下は、ドルの実質実効レートの下落をもたらす可能性が高く、米国経済の地位の低下を加速するだろう。

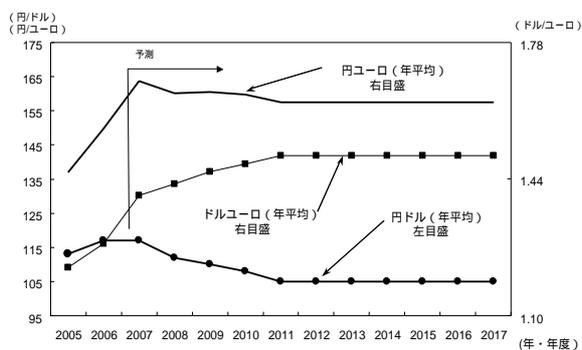
図表 - 5 外貨準備に占めるユーロの比率



(資料) IMF Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER)

2007年末にかけて米欧間の金利差縮小が見込まれること、2008年も米欧間の成長格差は縮小が見込まれることから、ユーロは対ドルで増値し易くなっている。2010年代前半にかけて、ユーロ圏の金融市場の制度面での統合前進とともに、中東欧諸国のユーロ導入によって経済的な裏づけも拡大する見込みである。米ドルとユーロとの間の国際通貨としての格差が縮小していくことが、趨勢的なユーロの対ドル相場の上昇基調を支える要因となる。

図表 - 6 為替の中期見通し



(資料) 日本銀行、ECB

円と米ドルの関係では、日本の金利上昇によってこれまでの円キャリートレードの規模が縮小することから、緩やかな円高・ドル安が進行すると予想する。2008年の米大統領選挙をきっかけに、米国が中国に対して強硬な通商・為替政策に転換し、割安に置かれている円にも影響が及ぶ可能性もある。予測期間の後半には経常収支の黒字幅が縮小するなど、日本経済に高齢化の影響がはっきり現われてくるために、円高の勢いは止まることになるだろう。

### 3. 日本経済の見通し

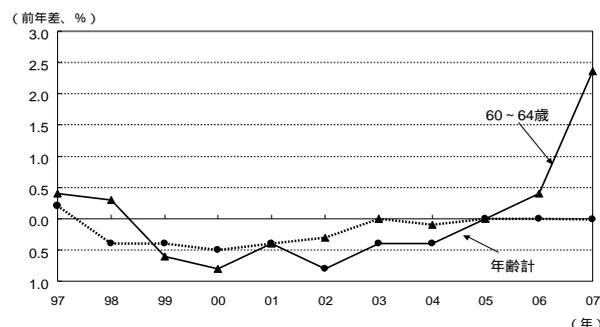
#### (1) 進む人口高齢化

2005年に1億2,768万人となり、前年の1億2,787万人から減少した日本の総人口は、団塊世代の子供にあたる団塊ジュニア世代を中心に、婚姻・出生数が増加したことから2006年には1億2,770万人となって、わずかながら増加した。しかし出生率の低下は著しく、今後は長期にわたって人口が減少する局面が続くことは確実である。

15～64歳までの生産年齢人口は、既に1995年をピークに減少をはじめている。これまでは、バブル崩壊後の景気低迷で失業率が大きく上昇していたことから、労働力不足の問題が意識されることは少なかった。しかし、景気の回復に

よって労働需給が改善したことに加えて、2007年から第二次世界大戦後に生まれた団塊の世代が60歳に達しはじめ、労働力人口の減少が懸念された。

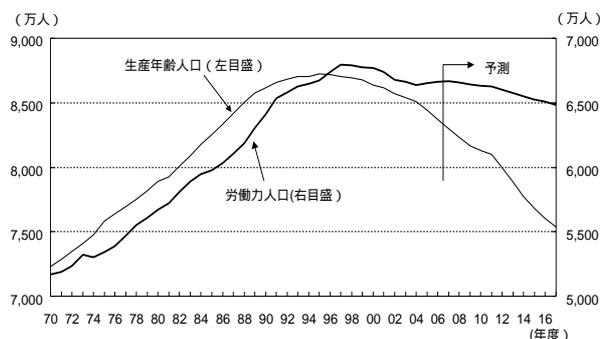
図表 - 7 60～64歳の労働力率



(注) 07年は07年1～8月の平均  
(資料) 総務省統計局「労働力調査」

実際には、足元では60～64歳の労働力率は前年比で顕著に上昇しており、高年齢者の労働供給の増加によって労働力不足問題は緩和されている。しかし、新卒者の採用が売り手市場となっているように、若年労働力の減少は著しい。また、高年齢労働者は次第に引退し、2012年には団塊世代が65歳に到達して年金生活に入ると予想されるので、この頃までには労働力人口の減少が顕著になるだろう。

図表 - 8 生産年齢人口と労働力人口

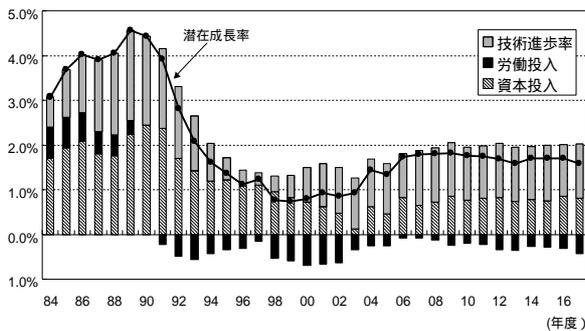


(注) 生産年齢人口の予測は国立社会保障・人口問題研究所の中位推計、労働力人口の予測はニッセイ基礎研究所  
(資料) 総務省統計局「労働力調査」、国立社会保障・人口問題研究所「日本の将来推計人口(H18.12)」他

予測期間の後期には、日本経済には人口高齢化の影響がはっきりと表れるようになると予測

している。労働力人口は、1997年度の6,794万人をピークに減少傾向をたどっており、一時的な増加はあるもの2017年度には6,483万人となってピークから300万人以上減少すると見られる。日本経済が人口高齢化の影響を受けて、大きく変貌していくという見方は、これまでの当研究所の中期経済見通しと同じである。

図表 - 9 潜在成長率の寄与度分解



(注) 06年度までは実績値に基づく推計値、07年度以降は予測値に基づく推計値  
 (資料) 内閣府「国民経済計算年報」、民間企業資本ストック年報、総務省「労働力調査」他

日本経済の潜在成長率は、1980年代後半には実質3%を超える水準だったが、人口高齢化による労働力人口の減少などの影響で今後低下することは避けられない。消費税率引き上げによる景気の波はあるものの、予測期間中の設備投資は堅調に推移するため資本ストックの伸びが続くと予想され、設備投資の落ち込みの大きかった1990年代後半から2000年代前半よりは潜在成長力は高まるだろう。労働力人口の減少のために労働投入量のマイナス寄与が続くものの、今後も構造改革などの努力が継続され、技術進歩率の伸びに大きな変化がないことを前提にすれば、日本経済の潜在成長力は1%台後半で推移することになる。労働力人口の減少速度が高まることから潜在成長率は予測期間前半よりも後半の方が若干低下することが見込まれる。

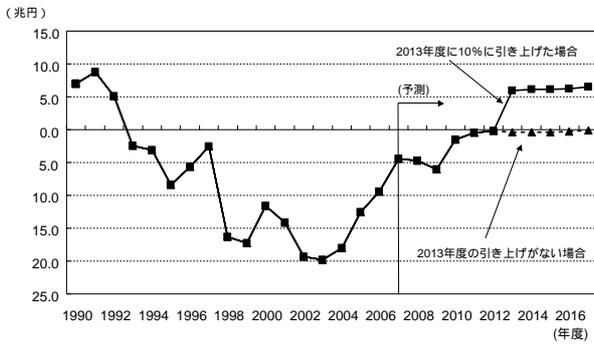
## (2) 財政再建と消費税率の引き上げ

2009年度には基礎年金の国庫負担は現在の三分の一から二分の一に引き上げられることになっているが、参議院で与野党の議席が逆転している状況ではこれに間に合うように財源として消費税率を引き上げることは困難であろう。年金制度は2009年度に財政再計算が実施される予定である。この際に基礎年金を税方式に移行することなども検討され、何らかの形で消費税率を引き上げることに与野党の合意ができる可能性が高いと考え、2010年度に消費税率が5%から7%に引き上げられることを想定した。本見通しでは、政府債務残高抑制のために、消費税率は2013年度にはさらに10%に引き上げられることを想定している。

バブルが崩壊した1990年代から財政収支の大幅な赤字が続いていることから、我が国の政府債務残高の名目GDP比は、2006年度末で149.3%に達しており、引き下げが必要である。名目経済成長率と名目利子率が同じであれば、基礎的財政収支(プライマリーバランス)を均衡させれば、債務残高の名目GDP比は一定となる。基礎的財政収支の黒字化が達成されれば、長期的には政府債務残高の名目GDP比は低下していくことになる。この意味で、2006年度で8.9兆円、名目GDP比で1.7%(いずれも内閣府による推計値)に上る基礎的財政収支の赤字を解消することは財政再建の第一歩であり、政府は2010年代初頭の国と地方の基礎的財政収支の黒字化を目指してきた。

しかし、本予測が考えるように平均的に名目金利が名目経済成長率よりも高いということになれば、政府債務残高の名目GDPを引き下げていくためには、基礎的財政収支の黒字化だけでは不十分で、さらにある程度の黒字幅を確保

図表 - 10 一般会計の基礎的財政収支



(注)2006年度までは決算、2007年度は当初予算ベース  
 (資料)財務省資料を基にニッセイ研究所予測

することが必要になる。

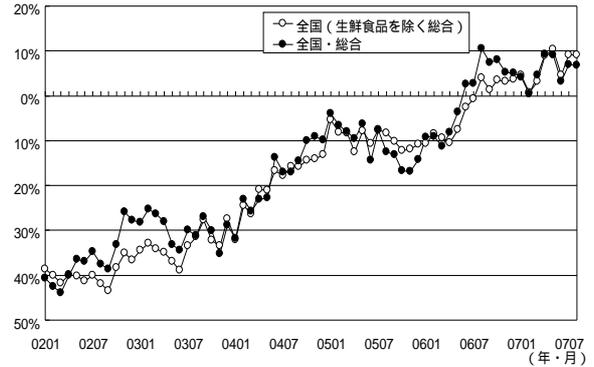
一般会計の普通国債残高は1991年度の171.6兆円から2006年度には536.9兆円に増加したにも関わらず、金利の低下のために一般会計の利払い費は11兆円から8.6兆円に減少した。しかし、今後は債務残高が増加することに加えて長期金利が上昇するために、利払い費は2017年度には25.5兆円に達すると予測している。2010年度に消費税率を7%に引き上げることによって基礎的財政収支はほぼゼロとなるものの、それだけでは金利上昇によって利払い費が増加するため、国債残高の名目GDP比は上昇し続けてしまう。本予測では2013年度に消費税率を10%に引き上げることを想定しており、これによって国債残高の名目GDP比はようやく低下するようになる。

(3) デフレからの脱却

日本経済は長期にわたる景気拡大の中で、バブル崩壊によって生じた、過剰債務、過剰設備、過剰雇用といった問題が解消されてきた。こうした中で、日本経済を悩ませてきたデフレ問題も大きく改善している。消費者物価は、総合では1999年度から前年比で下落が続いてきたが(生鮮食品を除く総合では1998年度から2004年度まで下落)、2006年度には上昇に転じた。原

油価格が2006年夏をピークに一旦下落したことを反映して、消費者物価は2007年に入って前年比で小幅ながら下落を続けている。

図表 - 11 価格上昇品目数 - 下落品目数の割合



(資料)総務省統計局「消費者物価指数」

しかし、消費者物価指数の採用品目の価格を個別に見ると、価格が下落している品目は減少し、価格が上昇している品目数が下落品目数を上回るようになってきている。水面下では価格上昇の動きが広まっているとともに、消費者の意識でも物価上昇感が強まっている。消費者意識の変化を背景に、今後はデフレ下で価格の引き上げに慎重であった企業も原材料価格の上昇を製品・商品に転嫁するようになり、徐々に値上げの動きが広まっていくと予想される。

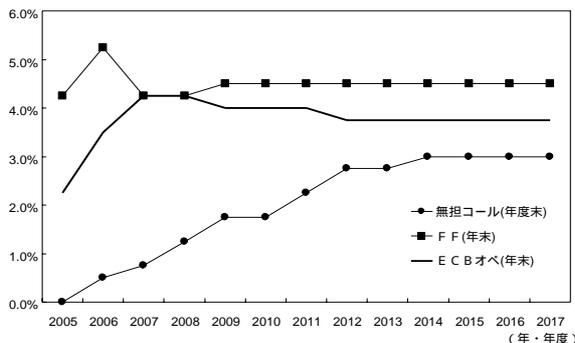
2007年に入って消費者物価が再び下落している要因のひとつは、原油価格の動きである。原油価格は昨年夏頃をピークに下落が続いたため、石油製品による消費者物価押し上げ寄与は一時消滅し、むしろ物価を押し下げる要因となっていた。しかし、原油価格は2月頃から再び上昇に転じ、最高値を更新している。これに伴いガソリン価格も上昇し、石油製品は再び消費者物価を押し上げる要因となっている。原油価格は、今後も中国やインドの経済発展による需要増加を背景に、緩やかな上昇を続けると考えられる。労働力人口の減少による労働市場の需給逼迫によって賃金上昇率は次第に高まり、サ

サービス価格の上昇をもたらすようになるだろう。消費者物価上昇率は、消費税率引き上げの2010年度と2013年度には大きく高まり、その後は落ち着くという変動を伴うものの、傾向的に上昇率が高まって2017年度には1.8%となると予想している。

#### (4) 金融市場の見通し

サブプライムローン問題が落ち着くまでは日銀の利上げは困難で、次回の利上げは2008年に入ってからだろう。日本はデフレを脱し消費者物価は上昇しはじめるものの、予測期間前半では、短期金利の引き上げ速度はテーラールールなどから導き出されるスピードよりも緩やかなものにとどまるだろう。消費税の引き上げが行われる2010年度、2013年度についても景気への配慮から利上げは休止せざるをえない。しかし予測期間後半には、サービス価格の上昇などが顕著となり、消費者物価上昇率の高まりに合わせる形で政策金利は引き上げられ、3%程度となるだろう。

図表 - 12 各国政策金利の見通し

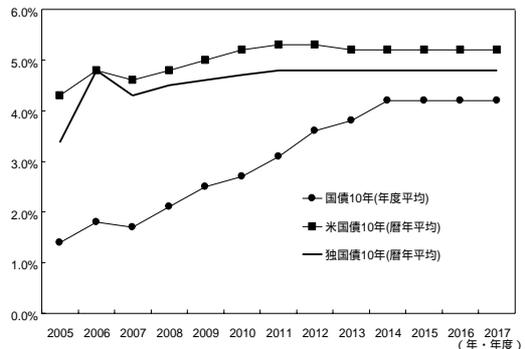


(資料) 日本銀行、FRB、ECB

日本の長期金利は、日本経済がデフレを脱却して短期金利が緩やかながら上昇することを反映して徐々に上昇する。日本と米欧の政策金利の差は現在よりもかなり縮小することを反映して、これまで大きく拡大していた日本と米欧との長期金利の差は縮小すると考えられる。内外

の国際的な金融取引や貿易を考えない閉鎖経済の議論からは、日本経済が高齢化し労働力人口が減少していけば、名目経済成長率の低下と歩調をあわせて名目金利も低下していくことが予想される。しかし、金融市場のグローバル化によって国内外の金融市場の関連はより強くなり、日本の国内金利はこれまで以上に海外からの影響を強く受けるようになると予想される。高齢化の進展による家計貯蓄率の低下によって、日本の経常収支黒字は2017年度には名目GDP比で1.7%と現在の4.1%から大きく低下する。経常収支の黒字幅縮小は、日本国内から海外へ流出する資金の減少を意味しており、これによっても内外の金利差は縮小に向かうことになるだろう。

図表 - 13 各国長期金利の見通し



米国の物価は、景気減速によって安定的な推移を見込むが、中期的にエネルギー価格の上昇圧力が続くため、大きな低下とはならないだろう。CPIの上昇率は2%強の推移を見込んでいる。FF金利は、金融市場の安定と景気テコ入れを目指して4.25%まで引き下げられると予想されるが、その目的達成後はインフレを睨んだ強含みの動きが見込まれよう。長期金利は、長期的な課題として年金・医療問題等を抱えているものの財政赤字の縮小基調が持続する間は、5%強で推移するものと予想される。

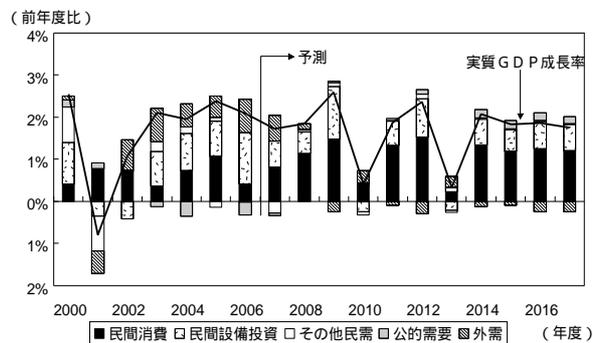
ユーロ圏のインフレ率は、物価の安定を重視する欧州中央銀行（ECB）の金融政策の下でのインフレ期待の安定、「安定成長協定」に基づく財政運営の規律の確保、域内外での価格競争の激化、雇用改革による賃金インフレ圧力の緩和、ユーロ高の物価抑制効果などが働くため、2017年までの10年間の平均は2.0%となる。

ユーロ圏では景気に中立的な政策金利の水準は、現時点では4～4.25%と推定される。潜在成長率の低下に連れて、予測期間後半には中立金利の水準も低下し、政策金利も3.75%程度となるだろう。ユーロ圏の長期金利は、2005～2006年に大きく縮小していたリスク・プレミアムの適正化が上振れ要因となるが、ユーロ圏の財政政策、並びにユーロへの信認の高まりや、期待インフレ率の安定、長期資産の運用ニーズの高さを踏まえると、過去の水準に比べて小幅に抑制されよう。

#### （5）内需主導の成長に転換する日本経済

公務員数の削減や合理化などによって国・地方を問わず政府支出の抑制姿勢は維持されるだろう。しかし、人口高齢化による医療費や介護費用の増加があるため政府消費支出は伸び続け、予測期間中も平均実質1.2%の増加となると予想される。財政赤字縮小の必要性から公共事業は抑制的な政策が続き、公的固定資本形成は実質3%程度の減少が続くものと想定した。住宅投資は住宅設備の充実や面積の拡大によって増加を続けるものの、人口の減少で世帯数の増加も鈍化するため、伸びは10年平均で実質0.9%にとどまるだろう。労働力人口減少を補う必要性もあって、設備投資は堅調を続け平均で実質3.0%の伸びとなると予想される。

図表 - 14 実質GDP成長率の見通し



(資料) 内閣府経済社会総合研究所「国民経済計算年報」

人口高齢化によって家計貯蓄率が低下することと、これまで過剰債務問題の解消のために大幅となっていた企業部門の貯蓄超過が縮小するという国内の貯蓄投資バランスの変化を反映して、2017年度の経常収支黒字幅は名目GDP比で1.7%と、2006年度の4.1%から大きく縮小するだろう。経常収支の黒字の中身も、海外資産からの利子や配当など所得収支の黒字に支えられるものとなり、予測期間の末期には貿易・サービス収支は赤字化すると予想される。経済成長に対する外需の寄与度は、2008年度から2017年度までの10年間の平均で0.1%と、輸入の伸びが輸出の伸びを上回る。

経済成長を支えるものは国内需要の伸びであり、民間最終消費支出の伸びは予測期間の平均で実質2.0%と実質経済成長率の平均1.7%を上回るだろう。労働力人口の減少を背景として賃金上昇率が高まることに加え、金利の上昇や企業の配当の増加などから財産所得が増加して、家計所得の増加を支えるだろう。人口構造の高齢化によって家計貯蓄率が低下して消費性向が高まることも消費の伸びを高める要因である。日本経済は、外需依存の経済から民間消費支出を中心とした国内需要で成長する経済へと変貌を遂げると考えられる。

## 4. 代替シナリオ

### (1) 楽観シナリオ

予測期間前半に予想される米国経済の減速があっても、中国やインド経済が高成長を続ければ世界経済の拡大が続く可能性もある。中国では地域的な経済格差縮小のために地方のインフラ整備に力が注がれており、公的な投資を中心に高い固定資本投資の伸びが続き、所得格差縮小の取り組みが進展して消費の寄与が徐々に高まる可能性もあるだろう。ユーロ圏経済も、近年貿易相手国としては、産油国や、中東欧・中国などの高成長地域のウエイトが高まっていることから、新興国が成長を維持すれば、輸出の牽引力が損なわれず、目立った減速には至らない可能性が十分にある。米国経済も堅調な海外経済により、外需伸長のメリットを享受する。このため、楽観シナリオでは成長率が標準シナリオに比べてやや上昇するのに加えて、経常赤字の改善が顕著となり、物価、金利とも標準シナリオより低位・安定的となるだろう。

日本経済は、中国やインドを初めとしたアジア向け輸出の伸びに支えられて、標準シナリオよりも高い成長を維持することになる。米国の経常収支赤字の改善が顕著であることから、ドルが対円、対ユーロともに堅調となると予想されることも日本経済にとっては追い風となるだろう。経済の状況が良くとも、消費税率引き上げを2009年度に行うことは現在の政治状況からは困難で、標準シナリオと同様に2010年度と2013年度に引き上げが実施されると考えられる。日銀による短期金利の引き上げ速度は標準シナリオと変わらないが、海外の長期金利が標準シナリオよりも低い影響を受けて、日本の長期金利も標準シナリオよりも低めで推移することになる。

### (2) 悲観シナリオ

悲観シナリオでは、当面の景気面で最も警戒されるサブプライム問題が米国の住宅市場の冷え込みに拍車をかけ、住宅価格下落幅を拡大させてリセッションを招くケースを想定した。住宅価格の下落幅はメインシナリオよりさらに10%下落、2008年末までに20%に達すると考えられる。米国の経済成長率は、2008年に三四半期連続でマイナス成長となると予想され、2008年の成長率は0.5%となり、2001年のリセッション時の成長率(前年比0.8%)を下回るだろう。米国は輸出入ともに伸びが鈍化するが、特に輸入の伸びの低下が大きい。経常赤字は縮小に向うが、税収減で財政赤字は拡大するだろう。FF金利の引き下げは2008年上半期も持続するが、その後はインフレ懸念から景気回復の動きとともに引き上げられよう。長期金利は一時低下するが、その後はインフレ懸念と財政赤字拡大により、標準シナリオ以上に上昇しよう。

悲観シナリオでは、欧州でも米国の景気後退など外部環境の悪化が、貿易や企業収益に影響を及ぼしたり、サブプライムに加え、LBOローンや、域内の住宅ローン債権も不良債権化することで欧州の金融機関の損失が拡大し、貸し渋りが本格化したりすることが想定されよう。

日本経済は輸出が大きく落ち込み景気後退に陥るだろう。円高が進行することも日本の輸出にとってマイナスの要因である。2008年度の成長率は実質0.5%となり、日銀の利上げも見送られることになるだろう。悲観シナリオでも米国の経済成長率は2010年には2.4%に回復し、日本の景気も回復するので2010年度末までには日銀は短期金利を1.0%に引き上げるだろう。消費税率の引き上げは標準シナリオよりも1年遅れとなる2011年度と2014年度になると考えられる。

# 日本経済の中期見通し

(前年度比、%。ただし< >内は実質GDP成長率への寄与度)

|                | 2006年度<br>実績   | 2007年度<br>予測   | 2008年度<br>予測   | 2009年度<br>予測   | 2010年度<br>予測   | 2011年度<br>予測   | 2012年度<br>予測   | 2013年度<br>予測   | 2014年度<br>予測   | 2015年度<br>予測   | 2016年度<br>予測   | 2017年度<br>予測   | [年度平均値]<br>98-07 08-17 |       |
|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|------------------------|-------|
| 名目国内総支出(名目GDP) | 1.4<br>(510.4) | 1.4<br>(517.4) | 2.0<br>(527.5) | 3.0<br>(543.1) | 2.0<br>(554.0) | 2.3<br>(566.8) | 3.2<br>(584.8) | 2.7<br>(600.5) | 2.7<br>(616.7) | 2.4<br>(631.5) | 2.6<br>(647.9) | 2.9<br>(666.8) | 2.9                    | 2.6   |
| 実質国内総支出(実質GDP) | 2.1            | 1.7            | 1.9            | 2.6            | 0.4            | 1.9            | 2.4            | 0.3            | 2.1            | 1.8            | 1.9            | 1.8            | 1.2                    | 1.7   |
| 国内需要           | 1.3            | 1.1            | 1.8            | 3.0            | 0.1            | 2.1            | 2.8            | 0.1            | 2.3            | 2.0            | 2.2            | 2.1            | 0.9                    | 1.8   |
| 国内民間需要         | 2.2            | 1.5            | 2.3            | 3.8            | 0.1            | 2.5            | 3.3            | 0.0            | 2.6            | 2.2            | 2.5            | 2.4            | 1.0                    | 2.2   |
| 民間最終消費支出       | 0.7            | 1.5            | 2.1            | 2.7            | 0.7            | 2.4            | 2.7            | 0.4            | 2.4            | 2.1            | 2.2            | 2.1            | 1.1                    | 2.0   |
| 民間住宅投資         | 0.4            | 4.5            | 1.6            | 4.0            | 2.4            | 0.8            | 3.0            | 1.2            | 1.2            | 0.5            | 0.9            | 0.6            | 2.2                    | 0.9   |
| 民間企業設備投資       | 8.0            | 3.9            | 3.1            | 7.5            | 1.4            | 3.4            | 5.3            | 1.2            | 3.4            | 2.9            | 3.5            | 3.5            | 2.2                    | 3.0   |
| 国内公的需要         | 1.4            | 0.2            | 0.0            | 0.1            | 0.4            | 0.2            | 0.6            | 0.6            | 1.0            | 1.1            | 0.9            | 0.9            | 0.3                    | 0.6   |
| 政府最終消費支出       | 0.9            | 0.8            | 0.9            | 0.8            | 1.2            | 0.8            | 1.2            | 1.3            | 1.6            | 1.6            | 1.5            | 1.4            | 2.3                    | 1.2   |
| 公的固定資本形成       | 9.6            | 5.0            | 4.0            | 3.0            | 3.6            | 2.8            | 3.0            | 3.9            | 2.4            | 2.5            | 2.8            | 3.1            | 5.6                    | 3.1   |
| 財・サービスの純輸出     | <0.8>          | <0.6>          | <0.1>          | <0.3>          | <0.3>          | <0.1>          | <0.3>          | <0.3>          | <0.1>          | <0.1>          | <0.2>          | <0.3>          | <0.4>                  | <0.1> |
| 財・サービスの輸出      | 8.2            | 6.0            | 4.5            | 2.4            | 3.0            | 2.7            | 2.8            | 2.9            | 2.5            | 2.6            | 2.6            | 2.5            | 5.8                    | 2.9   |
| 財・サービスの輸入      | 3.3            | 2.5            | 5.0            | 5.5            | 1.6            | 4.5            | 6.2            | 1.7            | 4.2            | 4.0            | 5.1            | 5.0            | 3.3                    | 4.3   |
| 鉱工業生産          | 4.8            | 2.6            | 2.9            | 4.0            | 1.4            | 2.2            | 3.7            | 0.8            | 2.5            | 2.5            | 2.4            | 2.3            | 0.9                    | 2.0   |
| 国内企業物価         | 2.8            | 1.9            | 0.2            | 0.2            | 2.5            | 0.1            | 0.6            | 3.4            | 0.5            | 0.2            | 0.4            | 0.7            | 0.0                    | 0.8   |
| 消費者物価          | 0.2            | 0.1            | 0.3            | 0.8            | 2.3            | 1.0            | 1.3            | 3.4            | 1.2            | 1.4            | 1.6            | 1.8            | 0.3                    | 1.5   |
| 消費者物価(生鮮食品除く)  | 0.1            | 0.1            | 0.3            | 0.8            | 2.2            | 1.0            | 1.3            | 3.3            | 1.2            | 1.3            | 1.6            | 1.8            | 0.3                    | 1.5   |
| 失業率(%)         | 4.1            | 3.8            | 3.5            | 3.3            | 3.5            | 3.5            | 3.4            | 3.6            | 3.5            | 3.4            | 3.3            | 3.3            | 4.6                    | 3.4   |
| 経常収支(兆円)       | 21.2           | 25.5           | 23.3           | 21.1           | 23.0           | 21.3           | 17.8           | 19.0           | 18.2           | 16.9           | 13.8           | 11.6           | 16.7                   | 18.6  |
| (名目GDP比)       | (4.1)          | (4.9)          | (4.4)          | (3.9)          | (4.2)          | (3.8)          | (3.0)          | (3.2)          | (2.9)          | (2.7)          | (2.1)          | (1.7)          | (3.3)                  | (3.2) |
| 為替レート(円/ドル) 平均 | 117            | 117            | 112            | 110            | 108            | 105            | 105            | 105            | 105            | 105            | 105            | 105            | 116                    | 107   |
| コルレート(%) 年度末   | 0.50           | 0.75           | 1.25           | 1.75           | 1.75           | 2.25           | 2.75           | 2.75           | 3.00           | 3.00           | 3.00           | 3.00           | -                      | -     |
| 10年国債利回り(%) 平均 | 1.8            | 1.7            | 2.1            | 2.5            | 2.7            | 3.1            | 3.6            | 3.8            | 4.2            | 4.2            | 4.2            | 4.2            | 1.5                    | 3.5   |
| 原油価格(ドル/バレル)平均 | 64             | 75             | 79             | 79             | 81             | 81             | 81             | 83             | 83             | 83             | 85             | 85             | 38                     | 82    |

(資料) 内閣府 経済社会総合研究所「国民経済計算年報」、総務省統計局「消費者物価指数月報」、「労働力調査」、日本銀行「金融経済統計月報」他

# 米国経済の中期見通し

|              | 2006年<br>実績 | 2007年<br>予測 | 2008年<br>予測 | 2009年<br>予測 | 2010年<br>予測 | 2011年<br>予測 | 2012年<br>予測 | 2013年<br>予測 | 2014年<br>予測 | 2015年<br>予測 | 2016年<br>予測 | 2017年<br>予測 | [年平均値]<br>98-07 08-17 |     |
|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-----------------------|-----|
| 実質GDP        | 2.9         | 1.9         | 2.1         | 2.7         | 2.9         | 3.0         | 2.8         | 2.7         | 2.6         | 2.6         | 2.6         | 2.6         | 2.9                   | 2.7 |
| 内需(*)        | 2.9         | 1.5         | 1.7         | 2.5         | 3.0         | 3.3         | 2.9         | 2.7         | 2.5         | 2.5         | 2.5         | 2.4         | 3.4                   | 2.6 |
| 個人消費         | 3.1         | 2.8         | 1.9         | 2.5         | 2.8         | 3.1         | 2.9         | 2.6         | 2.6         | 2.5         | 2.4         | 2.4         | 3.6                   | 2.6 |
| 固定資本投資       | 2.7         | 1.8         | 0.7         | 3.6         | 3.9         | 4.4         | 4.1         | 3.7         | 3.4         | 3.3         | 3.0         | 2.8         | 3.5                   | 3.3 |
| 外需(*)        | 0.1         | 0.4         | 0.4         | 0.2         | 0.1         | 0.3         | 0.1         | 0.0         | 0.1         | 0.1         | 0.1         | 0.2         | 0.5                   | 0.1 |
| 消費者物価上昇率     | 3.2         | 2.8         | 2.4         | 2.4         | 2.3         | 2.3         | 2.3         | 2.2         | 2.2         | 2.2         | 2.2         | 2.2         | 2.6                   | 2.3 |
| 経常収支(名目GDP比) | 6.5         | 5.5         | 5.1         | 4.7         | 4.5         | 4.4         | 4.3         | 4.0         | 3.7         | 3.4         | 3.1         | 2.8         | 4.6                   | 4.0 |
| FF目標金利(年末)   | 5.25        | 4.25        | 4.25        | 4.50        | 4.50        | 4.50        | 4.50        | 4.50        | 4.50        | 4.50        | 4.50        | 4.50        | 3.8                   | 4.5 |
| 10年国債利回り(平均) | 4.8         | 4.6         | 4.8         | 5.0         | 5.2         | 5.3         | 5.3         | 5.2         | 5.2         | 5.2         | 5.2         | 5.2         | 4.9                   | 5.2 |

\* 内需、外需は寄与度。

# ユーロ圏経済の中期見通し

|                 | 2006年<br>実績 | 2007年<br>予測 | 2008年<br>予測 | 2009年<br>予測 | 2010年<br>予測 | 2011年<br>予測 | 2012年<br>予測 | 2013年<br>予測 | 2014年<br>予測 | 2015<br>予測 | 2016<br>予測 | 2017<br>予測 | 年平均値<br>98-07* 08-17 |      |
|-----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|------------|------------|----------------------|------|
| 実質GDP(前年比%)     | 2.8         | 2.6         | 2.3         | 2.2         | 2.0         | 1.9         | 1.9         | 1.8         | 1.8         | 1.8        | 1.8        | 1.8        | 2.2                  | 1.9  |
| 内需(寄与度%)        | 2.5         | 2.2         | 2.2         | 2.1         | 2.0         | 1.9         | 1.9         | 1.8         | 1.8         | 1.7        | 1.7        | 1.7        | 2.6                  | 1.9  |
| 民間最終消費支出(前年比%)  | 1.9         | 1.5         | 2.2         | 2.1         | 1.9         | 1.9         | 1.9         | 1.7         | 1.8         | 1.7        | 1.7        | 1.7        | 2.0                  | 1.9  |
| 固定資本形成(前年比%)    | 5.0         | 4.2         | 2.4         | 2.5         | 2.3         | 2.2         | 2.2         | 2.1         | 2.1         | 2.0        | 2.0        | 2.0        | 3.1                  | 2.2  |
| 外需(寄与度%)        | 0.3         | 0.5         | 0.1         | 0.0         | 0.0         | 0.0         | 0.0         | 0.0         | 0.0         | 0.0        | 0.0        | 0.0        | 0.0                  | 0.0  |
| 消費者物価(前年比%)     | 2.2         | 1.9         | 1.9         | 2.0         | 2.0         | 2.0         | 2.0         | 2.0         | 2.0         | 2.0        | 2.0        | 2.0        | 2.0                  | 2.0  |
| 経常収支(名目GDP比)    | 0.2         | 0.1         | 0.0         | 0.2         | 0.4         | 0.5         | 0.6         | 0.7         | 0.6         | 0.6        | 0.6        | 0.6        | 0.1                  | 0.4  |
| 対ドル為替相場         | 1.26        | 1.40        | 1.43        | 1.46        | 1.48        | 1.50        | 1.50        | 1.50        | 1.50        | 1.50       | 1.50       | 1.50       | 1.12                 | 1.49 |
| 対円為替相場          | 146         | 164         | 160         | 161         | 160         | 158         | 158         | 158         | 158         | 158        | 158        | 158        | 129                  | 159  |
| ECB市場介入金利(%) 末値 | 3.50        | 4.25        | 4.25        | 4.00        | 4.00        | 4.00        | 3.75        | 3.75        | 3.75        | 3.75       | 3.75       | 3.75       | 3.17                 | 3.88 |
| 独10年国債利回り(%) 平均 | 4.8         | 4.3         | 4.5         | 4.6         | 4.7         | 4.8         | 4.8         | 4.8         | 4.8         | 4.8        | 4.8        | 4.8        | 4.8                  | 4.7  |

(注) ユーロ圏13カ国ベース (\* ) ECB市場介入金利と対ドル為替相場は99-07年の平均値

|           |        |            |                |                            |
|-----------|--------|------------|----------------|----------------------------|
| (日本経済担当)  |        |            |                |                            |
| シニアエコノミスト | 齋藤 太郎  | (さいとう たろう) | (03) 3512-1836 | tsaito@nli-research.co.jp  |
| 研究員       | 篠原 哲   | (しのはら さとし) | (03) 3512-1838 | shino@nli-research.co.jp   |
| (金融・為替担当) |        |            |                |                            |
| シニアエコノミスト | 矢嶋 康次  | (やじま やすひで) | (03) 3512-1837 | yyajima@nli-research.co.jp |
| (米国経済担当)  |        |            |                |                            |
| 主任研究員     | 土肥原 晋  | (どいはら すずむ) | (03) 3512-1835 | doihara@nli-research.co.jp |
| (欧州経済担当)  |        |            |                |                            |
| 主任研究員     | 伊藤 さゆり | (いとう さゆり)  | (03) 3512-1832 | ito@nli-research.co.jp     |