

# 中期経済見通し

## ～存在感増す新興国経済



経済調査部門 樋 浩一

haji@nli-research.co.jp

### 1——世界同時不況の現状

#### 1 | 景気刺激策で持ち直す世界経済

2007年夏のパリバショックに始まった世界的な金融市場の混乱は、2008年秋のリーマンショック以降、世界経済を急速に落ち込ませ、世界は同時的な不況となった。米国の輸入急減を起点として世界貿易は急速に収縮し、欧米の金融危機とは直接関係のなかった国々の経済も大きく落込んだ。

米欧をはじめとした各国中央銀行の金融緩和に加えて、財政政策による景気刺激を行ったことから、世界経済は底を打って回復しつつある。日本の景気は、2009年春頃を底に回復している。各国経済、とりわけ中国経済が景気刺激策実施により持ち直し、日本からの輸出が増加に転じたことと、定額給付金やエコポイント、エコカー減税などによる国内消費の刺激が、鉱工業生産の回復に繋がっている。

世界経済は小康状態を取り戻しているが、金融システム不安は解消されたわけではなく依然として不安定要素を抱えている。経済危機の背景にあった国際収支のグローバルな不均衡の解消の動きが、中期的に世界経済の回復の足を引

っ張るだろう。

今回の世界同時不況は、中国をはじめとした新興国経済の存在感増大という長期的な流れを加速させている。一方、日本のみならず世界全体で高齢化が進むという人口構造の変化が経済に様々な変化をもたらすという変化には変わりが無い。世界経済は金融危機により大きく落込んだ後、予測期間10年間の末期には金融危機以前の見通しとほぼ同じ成長率となっているが、世界経済の水準は危機以前に行った予測をかなり下回っており、世界同時不況の影響は長く残るものとなるだろう。

### 2 | グローバル不均衡

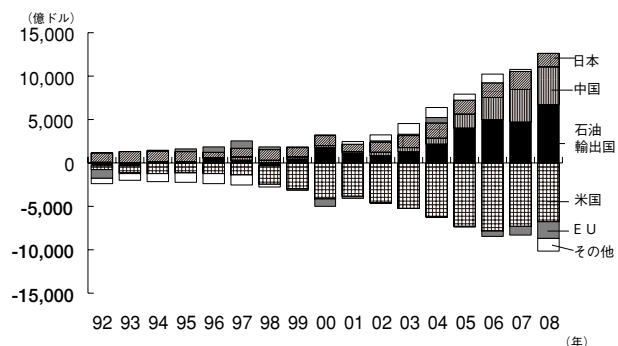
世界的な経済危機の直接的な原因は、サブプライムローンの証券化商品への投資にみられるような、欧米金融機関のリスク管理の失敗や、高いレバレッジによる投機的な経営が失敗したことにある。リーマンブラザーズの経営破たん以降、米・欧の大手金融機関でも経営危機に陥るものが続出し、世界の金融市場は混乱に陥った。その後、米・欧の中央銀行による前例のない金融緩和や、財政資金の投入による金融機関の救済などによって、金融システムの混乱は終息しつつある。

世界的な経済混乱の原因は、金融システムの混乱によって信用収縮が起こったということだけではない。実物面では、世界経済の好調を支えていたグローバルな不均衡の拡大が、逆回転して解消に向かったことも大きな原因である。日本のバブル崩壊では、金融システム不安が沈静化した後も経済の低迷が続いたことに見られるように、世界経済への影響は長期間に及ぶだろう。

1990年代半ばから世界経済はこれまでに無いほど順調な拡大を続けた。世界的なディスインフレーションと低金利の下で、高い経済成長が

続いたが、その背後では米国が一国で大きな経常収支の赤字を抱え、中国、日本などが大幅な黒字を享受するという不均衡が拡大していた。

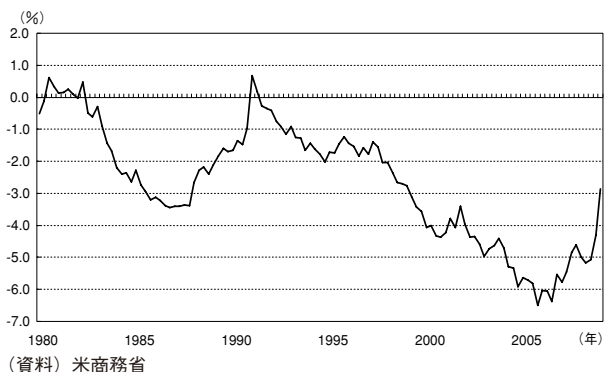
[図表-1] 世界の経常収支構造



(資料) IMF

この背景には、米国の大幅な貯蓄不足と、アジア各国の貯蓄余剰という不均衡の存在がある。アジア各国は金融的には貯蓄超過、実物的には供給超過で需要不足の状態にあったが、米国は大幅な貯蓄不足で、国内の供給を大きく上回る需要超過状況だった。アジア各国の高成長は、米国が経常収支赤字を拡大し国際収支の不均衡を拡大することで実現されていた。1997年のアジア通貨危機から立ち直ったアジア諸国は、貿易収支の黒字によって外貨準備を積み増した。中国は高成長を続けたが、著しく輸出と投資に依存する形での成長であったために、貿易収支の黒字が拡大して外貨準備高は2兆ドルを超えて世界一となった。日本経済も輸出の拡大によって、バブル崩壊後の低迷から立ち直ったが、この間に外貨準備は1兆ドルを超える水準となっている。アジア各国の輸出を吸収していたのが米国の輸入で、一方米国の経常収支赤字は、アジア各国が外貨準備として米ドルを大量に購入することなど米国への資本流入でまかなわれるという、相互依存関係にあった。

[図表-2] 米国の経常収支 (対名目GDP比)



(資料) 米商務省

しかし、このような国際収支の不均衡は永久に維持できるものではなく、どこかで修正が起こることは必然だった。世界同時不況のきっかけは、米国の住宅バブルの崩壊だったが、それがなくともどこかで別の要因によってグローバル不均衡の調整は起こっただろう。世界的な金融危機による景気悪化で米国の輸入は急速に減少し、経常収支赤字は名目GDP比6%程度から3%程度へと、大きく減少した。しかしながら現在の名目GDP比3%程度という経常収支赤字も歴史的にはまだ高水準である。

欧米金融システムの混乱が終息した後の世界経済は、危機以前とは違ったものになるだろう。米国の大幅経常赤字とNIESSをはじめとするアジア各国の経常収支黒字というグローバル不均衡は、長期的には維持不能である。世界各国が、米国への輸出によって経常収支の黒字と高成長を同時に享受できたという、2000年代初めのような経済状況には戻らないだろう。

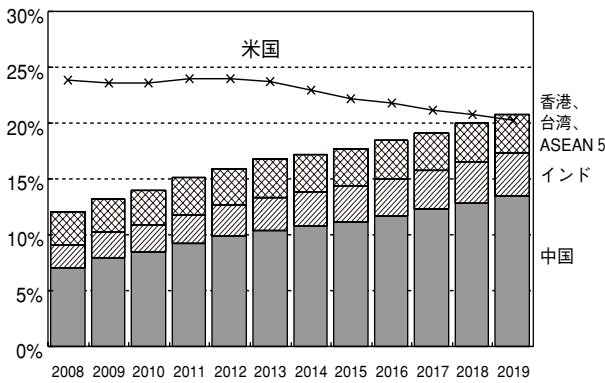
## 2—同時不況の世界経済への影響

### 1 | 新興国へのシフト加速

欧米や日本の経済がマイナス成長に陥った一方で、新興国経済は相対的に高い成長を続けていることから、今回の金融危機は新興国経済の存在感の増大を加速させている。中国は2010年

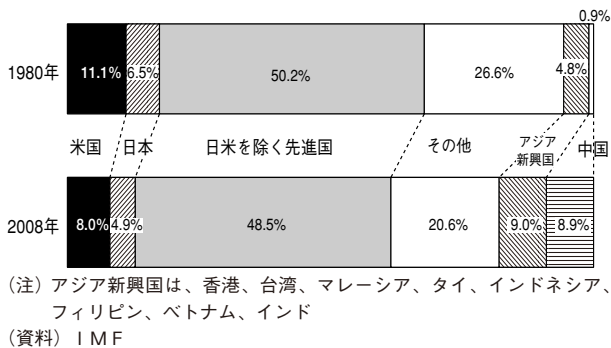
には日本を抜いて世界第二の経済大国となり、予測期間末にはインド経済も日本に迫る規模になると見られる。現在は中国・香港、インド、台湾にASEANを加えたアジア各国のGDPを併せても米国のGDPの半分程度であるが、2019年には米国のGDPを上回る規模に達し、世界経済の中でアジア経済の占める存在感は現在よりもはるかに大きくなるだろう。

[図表-3] 名目GDP構成比の見通し



世界貿易においても新興国の存在感が高まっている。1980年の世界貿易を各国の輸出金額で見ると、米国が全体の1割を占め圧倒的な地位を占めていた。しかし、1980年にはわずか0.9%を占めていたにすぎない中国が2008年には8.9%を占めて米国の8.0%を抜いた。アジア新興国の輸出も同時期に4.8%から9.0%へと構成比を高めており、世界貿易の中で影響力が高まっている。

[図表-4] 世界の輸出シェア変化

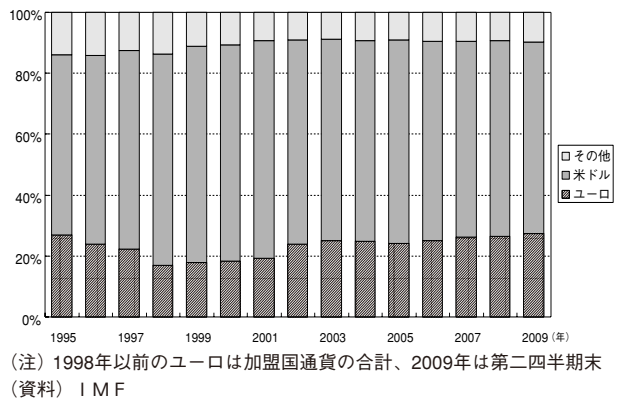


世界経済は、従来は先進工業国であるG7が中心となって運営してきたが、今回の世界的な金融危機への対応では新興国の協力が不可欠となり、G20の枠組みによって対応が議論されてきている。IMFなどの国際機関の運営も先進国主導で行われてきたが、BRIC'sの4カ国は今年6月ロシアで初めて首脳会議を開き、国際金融制度の改革を求める声明を出した。IMFでは新興国や途上国の出資比率を引き上げる方向で検討が進んでいるが、これは新興国や途上国の投票権の増加につながり、発言力が高まっていくことになるだろう。

## 2 | ドル基軸体制への挑戦

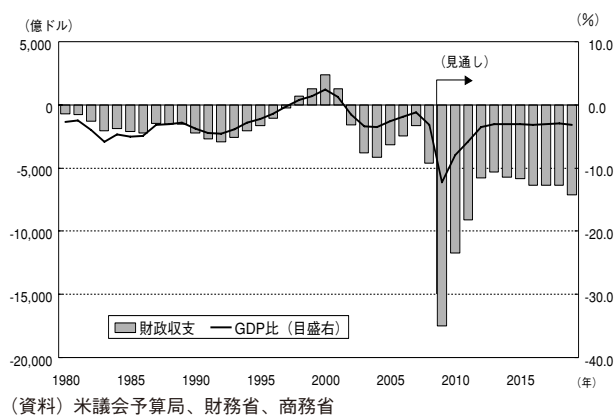
世界経済に占める米国の地位は10年後も依然として大きなものであるが、相対的にはかなりの低下を見る。米ドルの基軸通貨としての地位も、ユーロや新興国からの挑戦を受けるだろう。世界の外貨準備の通貨別構成では、米ドルは依然として6割以上を占める。2009年6月末ではユーロの割合が27.5%に上昇し、ユーロが誕生した1999年から10%ポイントの上昇となった。ドルの長期的な下落を懸念して、新興国では外貨準備を米ドルからユーロなどに移す動きがある。

[図表-5] 外貨準備の通貨別構成



米ドルへの信認に大きな影響を与える問題として、米国経済が世界経済に占める地位の低下だけでなく、米国の財政赤字と経常収支の赤字がある。米国の財政赤字は、10月に発表されたCBOの速報値でも2009会計年度には1兆4,090億ドル、名目GDP比は9.9%に達すると見られている。財政赤字額が史上最大となっているだけでなく、名目GDP比でも第二次世界大戦中を除けば最高で、過去に財政赤字が深刻であったベトナム戦争時や1980年代前半のレーガノミクスの時代をも上回る。

【図表-6】米国中央政府の財政収支



今後景気回復によって財政赤字の縮小が見込まれているものの、2019会計年度でもGDP比で3%を超える赤字が見込まれている。医療保険問題やヘルスケアへの対策などの行方によっては、中長期的な財政収支に大きな影響が及ぶ。米国の財政赤字は海外からの米国債購入によって資金調達されているので、米国財政収支に対する不安が高まれば米国債の金利が上昇し、さらに収支の悪化が加速する恐れが大きい。

ユーロの地位が徐々に高まっているとは言っても国際金融市場での地位は大きく異なっており、貿易額が急増している中国の人民元も取引に対する様々な制限があり、現時点で直ぐに米ドルに取って代わる通貨は存在しない。しかし、米ドルへの信認が揺らぎ、新興国経済の規模拡大や国際貿易における重要性の高まりによって

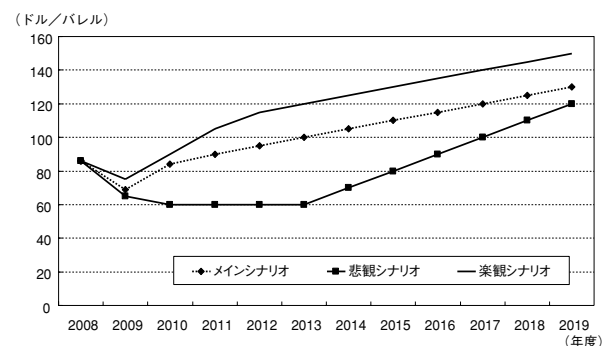
新興国通貨が貿易決済などでの地位を高めることによって、米ドルの地位は徐々に相対的に低下していくことになるだろう。

### 3 | 資源価格への影響

これまで、欧米、日本などを中心とする一部の国民が大量の資源を消費してきたが、今後は人口規模の大きなBRICsなど新興国経済がさらに経済発展をすることで、天然資源や食料などへの需要が増加を続けるだろう。原油価格は、2008年7月に指標となっているWTI先物価格が1バレル150ドル近くにまで上昇した後、世界的な景気の悪化を受けて一時は30ドル台にまで下落をしていたが、このところ1バレル70ドル付近での推移となっている。

原油価格が再び上昇している背景には、経済・金融危機に対応して各国が超金融緩和を行っているという要因もある。世界経済が回復することで超緩和状態にある金融政策も正常化に向かい、徐々に引き締め方向となることは、資源価格の抑制要因だ。しかし、人口規模の大きい新興国が急速に発展し長期的な需給の逼迫が予想される中で、世界経済が回復傾向を辿ることによって資源価格は上昇傾向を続けることになるだろう。ドルが下落すれば、産油国はドル建てでの資源価格を引き上げて、実質的な収入を確保しようとするので、資源価格の上昇を加速することになるだろう。

【図表-7】原油価格の見通し





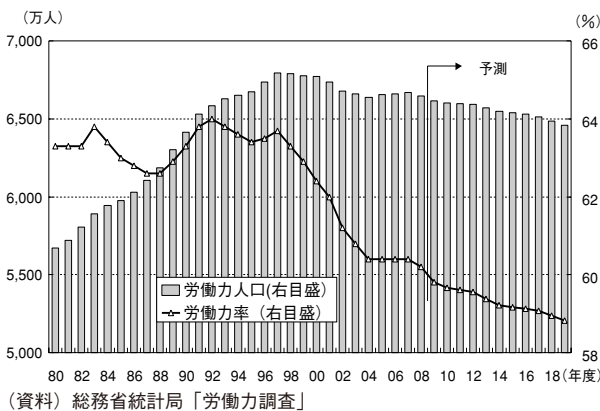
### 3—高齡化の進展による日本経済の構造変化

#### 1 | 高齡化と潜在成長力の低下

第二次世界大戦直後に生まれた団塊の世代は、2007年には60歳に到達し多くの企業で定年を迎えることになった。団塊世代の人々が一気に労働市場から退出してしまえば、急激な人手不足が発生する恐れがあった。しかし、高年齢者雇用安定法が2006年から本格施行されたことで、60～64歳人口の非労働力化を遅らせることに成功した。一方、経済が低迷したことで労働需給は緩和しており、失業率は5%台半ばに上昇している。

15～64歳までの生産年齢人口は1995年をピークにすでに減少しているが、経済の低迷の中で失業率は7月には5.7%にまで上昇しており、現時点では、労働力人口が経済成長の制約条件になるという状況にはない。高齡化による労働力不足の問題は、当面は顕在化しないだろう。しかし、2012年には団塊世代は65歳を迎えることになり、その頃には労働市場からの退出が顕著に進むと予想される。女性の社会進出が今後も続くことや、65歳までの高年齢者の就業が進むことを勘案しても、1997年度に6,794万人だった労働力人口は、2019年度には6,458万人へと300万人以上も減少すると予想され、労働力人口減少の影響が次第に顕在化するだろう。

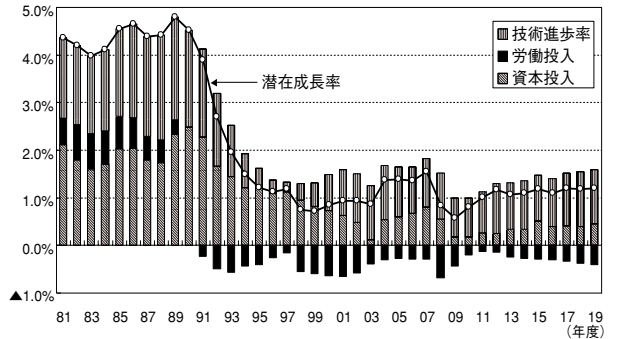
[図表-8] 労働力人口と労働力率の推移



かつて先進国の中でも高い水準を保っていた日本の家計貯蓄率は、2007年度には2.2%にまで低下している。貯蓄率の低下のために国内の資金によって設備投資を行うことは次第に難しくなっていく。このため、設備ストックの増加速度は低下していき、潜在成長率の伸びを抑制するだろう。

日本の潜在成長率は、1980年代頃には4%台であった。人口構造の高齡化や設備ストックの伸びの鈍化が、技術進歩率を低下させることはない想定しているが、それでも労働力人口減少の影響が大きく、日本の潜在成長率は予測期間の後半で1%台前半となるだろう。

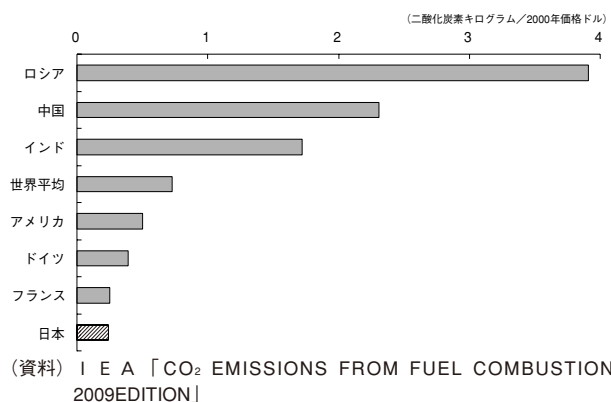
[図表-9] 潜在成長率の寄与度分解



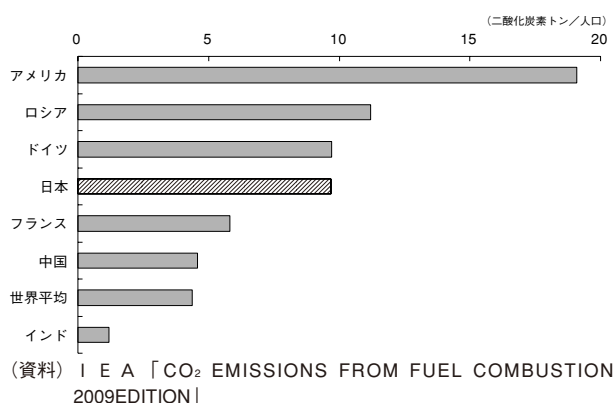
#### 2 | 環境問題への対応

鳩山総理は、9月に開催された国連気候変動サミットにおいて、日本が温室効果ガスの排出量を2020年までに1990年比で25%削減するという中期目標を宣言した。温室効果ガスの排出削減によって産業活動が制約されてしまい、経済成長率の低下に繋がるという慎重論も見られる。しかし、温室効果ガスによる地球環境の悪化が事実であるなら、将来の経済損失は膨大なものになる。世界銀行が発表した試算によれば、環境変化による発展途上国の費用は年間750億ドルから1,000億ドルという水準となるとしている。

[図表-10] GDP当たりCO<sub>2</sub>排出量 (2007年)



[図表-11] 一人当たりCO<sub>2</sub>排出量 (2007年)



日本の省エネルギー技術の水準が高く、GDP一ドル当たりの温暖化ガス排出量といった指標で見ると日本経済がエネルギー効率の良い経済であることは確かだ。しかし、一人当たりの温暖化ガスの排出量で見れば、世界平均はもちろん中国などに比べてはるかに多い。新興国が経済発展によってより豊かな生活をおくるために、先進国の温暖化ガス排出削減の負担が大きくなるのは致し方ないだろう。

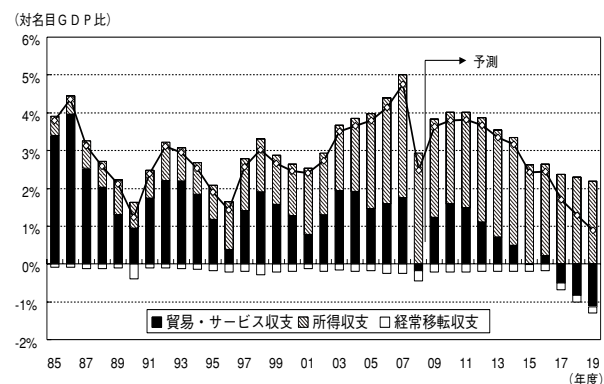
温室効果ガスの排出量削減という制約は、日本の経済発展にマイナスとなるだけではない。歴史を見れば、自動車の排気ガス規制の強化が、エンジンの改良を促進して燃費を改善させて日本の自動車産業の繁栄をもたらした。環境規制の強化が新しい技術の発展を促し制約を小さくしたり、ハイブリッドカーなどの新たな需要を創出したりする効果もある。

温室効果ガスの排出量削減は消費者のライフスタイル自体の変更を必要とし、日本の産業構造の変化を加速する可能性がある。本予測では、温室効果ガスの排出量抑制により経済成長率は多少影響を受けるが、大幅に低下する可能性は低いと考えた。

### 3 | 国際収支と為替レートへの影響

原油や食料品など一次産品価格の高騰によって、日本の貿易収支の黒字幅は縮小している。人口高齢化によって、日本の貿易収支は赤字化すると予想してきたが、2008年度の日本の貿易サービス収支は、8,878億円の赤字となった。

[図表-12] 経常収支の推移

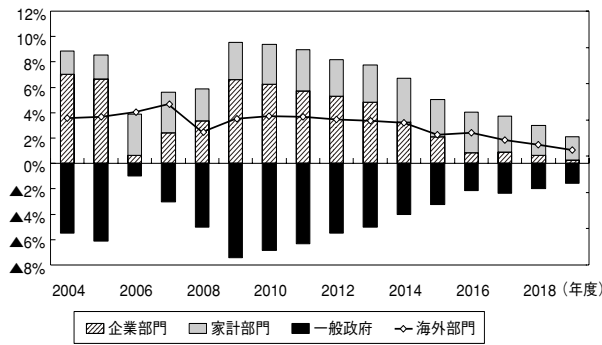


原油価格が夏ごろには1バレル150ドル近くまで上昇したことをはじめとした一次産品価格の急上昇による輸入金額の急増と、世界経済の急速な悪化による輸出の急減によって収支が急速に悪化したものだ。しかし世界経済の減速によって原油価格は落ち着き輸入価格が低下していることから、2009年度は再び貿易・サービス収支は黒字基調となった。高齢化によって黒字幅は縮小傾向となるが、消費税率の引き上げを想定している2016年度も成長率の鈍化から輸入が大きく減少して、わずかながら黒字化する可能性がある。高齢化の影響で、貿易・サービス収支の赤字が完全に定着するのは、2017年度以

降だと予想する。

予測期間の後半には経常収支の黒字は所得収支の黒字だけで賄われるようになると予想される。

[図表-13] 制度部門別・純貸出(+)/純借入(-)の推移(名目GDP比)



国内の貯蓄投資バランスの変化から、貿易・サービス収支の赤字はその後にも拡大傾向を辿り、経常収支の黒字幅は2007年度の名目GDP比4.8%から2019年度には1%を切る水準にまで縮小することになる。こうした国際収支構造の変化によって長年続いてきた円高傾向は終わりを告げ、円安傾向に転じるだろう。

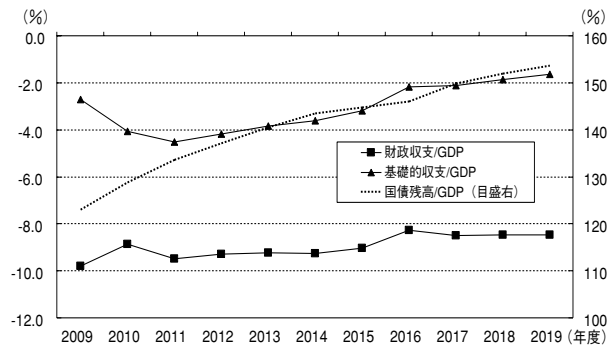
#### 4 | 財政収支と政府債務

本見通しでは、消費税率については鳩山総理が引き上げを今後4年間には行わないとしているため、2016年度に3%の引き上げが行われるという想定を置いている。公的年金の保険料負担引き上げなど、既に決まっている社会保障負担の増加は織り込んでいるが、これ以外の大幅な負担の増加は想定していない。日本経済の状況を考えると当面消費税率の引き上げは困難だろう。

高齢化の進展により社会保障費が名目経済成長率を上回る伸びを続けるために、財政支出の伸びを抑制することは難しい。財政バランスの回復のためには、まず基礎的財政収支の均衡が最初の目標となるが、予測期間末の2019年度で

も国の一般会計の基礎的収支はGDP比2%近いマイナスと予想され、この目標の達成は難しいだろう。

[図表-14] 国の一般会計の見通し



さらに、これまで累積した国債の償還のために国債費が膨らむことや、経済の回復に伴って金利が緩やかながら上昇傾向を辿るため利払い費の増加が著しい。このため一般会計の財政赤字は名目GDP比で8%を超える水準で推移することとなり、国債残高の名目GDP比も上昇していってしまう。財政破綻を回避するためには、国債残高の名目GDP比が上昇することを食い止め、引き下げる必要がある。このためには消費税率のさらなる引き上げなど国民負担の増加が必要であるが、予測期間内に実現することは経済の状態から難しいだろう。

[図表-15] 消費税率1%引き上げの影響(初年度)

(単位: %)

| 実質GDP | 名目GDP |       |       | 消費者物価<br>上昇率 |
|-------|-------|-------|-------|--------------|
|       | 民間消費  | 住宅投資  | 設備投資  |              |
| ▲0.51 | ▲0.40 | ▲0.67 | ▲1.71 | 0.04         |

(注) 数値は標準ケースに対する乖離率

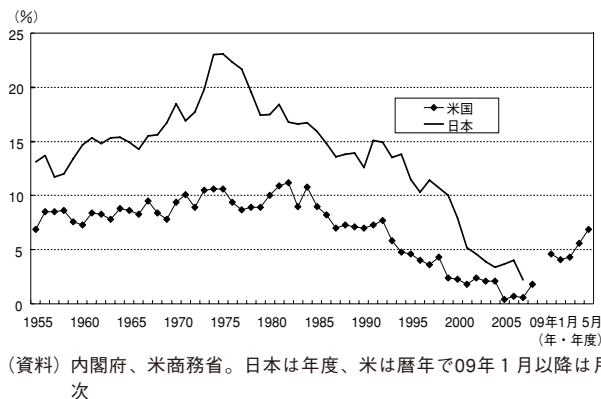
#### 4——中期的な経済の見通し

##### 1 | ベビーブーマー引退を迎える米国

米国の家計は、住宅価格の上昇を使って借入れを拡大し消費にあてていたため、家計貯蓄率は大きく低下していた。しかし、金融危機による景気悪化が明確になると、米国の家計貯蓄率

は大きく上昇している。家計が負債を増加させて可処分所得に対する家計債務の比率は上昇していたが、住宅や株などの資産価格が上昇していたため資産と負債の関係は安定しており、家計のバランスシートは一見健全に見えた。しかし、資産価格が下落したことによって、資産に対する負債の比率は大きく上昇している。米国の家計は債務の圧縮や貯蓄による資産の積み増しによって、バランスシートを健全化することが必要となっている。このためには、所得の中からより多くを貯蓄にまわさざるを得ず、消費を抑制せざるを得ない。

【図表-16】 逆転する日米の家計貯蓄率



こうしたバランスシート調整の動きによって、大きく低下してきた米国の家計貯蓄率は最近では5%を上回る水準に上昇している。雇用者数の大幅な減少が続く中で家計所得の伸びが低いことも加わって消費は弱く、本格的な景気回復にはなお時間を要するだろう。住宅価格下落の影響を受けた消費支出の低迷も続くと思われる。このため予測期間の前半は大きく落ち込んだ景気が持ち直す局面であるにも関わらず、経済成長率は低めにとどまるだろう。

米国では2010年以降は、第二次世界大戦後に生まれたベビーブーマー世代が引退年齢とされる65歳に達するため、労働人口の伸びが大きく低下する。米労働省の見通しでは、毎年の移民

の受け入れが132万人から145万人に増加する前提でも、労働人口の伸びは2009年の前年比0.96%から、2019年には0.49%へと半減する。米国経済の潜在成長率はベビーブーマーのリタイアで、2008年の2%台半ばから緩やかに低下し、2019年には現在よりも0.2~0.3%程度低下すると見られる。

米国の実質GDPは、金融危機の影響で2009年はマイナス2.6%の落ち込みとなると見込まれる。金融緩和と景気刺激策の効果から2010年には2.1%のプラス成長に復帰した後、緩やかな成長路線を歩み、2013年には実質経済成長率は3.0%となる。しかしこれをピークに、高齢化による潜在成長率の低下によって10年後には2%台半ばの成長率に落ち着くだろう。経済成長が穏やかなものにとどまるため、物価は安定的に推移すると見込まれるが、中期的にエネルギー価格の上昇圧力が続くため、上昇率は大きく低下することはないだろう。

## 2 | 欧州は出口戦略と構造改革が課題

2009年の欧州（ユーロ圏）経済は、マイナス4.1%と大きく落ち込むことになろう。政策効果の浸透のおかげで、需要が急低下する局面は脱したが、需給ギャップが大きく開いた状態であり、2010年以降も投資と雇用の調整は続く見通しだ。金融危機と深刻な景気後退の影響が、資金調達の量やコストへの制約の長期化、構造的な失業の増大につながれば、中期的にも成長軌道を下押しする要因となる。欧州は、金融システムの傷みが大きく、構造的に長期失業が生じやすい。成長軌道への復帰のためには金融健全化への取り組みと労働市場改革が不可欠だ。

労働市場改革は、危機の影響の長期化、域内の景気格差の固定化ばかりでなく、少子高齢化対応という点でも不可欠である。一部の国に残る規制が厳しい正規雇用と失業の増大が目立つ



非正規雇用の二重構造、物価連動など賃金決定方式の硬直性、手厚すぎる社会保障給付などは、新規雇用の創出、雇用のミスマッチの解消を阻害する要因である。不適切な政策対応により低就業率、低成長、財政悪化のスパイラルに陥った70～80年代の経験を教訓に、雇用の再配分が円滑に進むような対応を講じ、構造的な失業の定着を回避することが望まれよう。

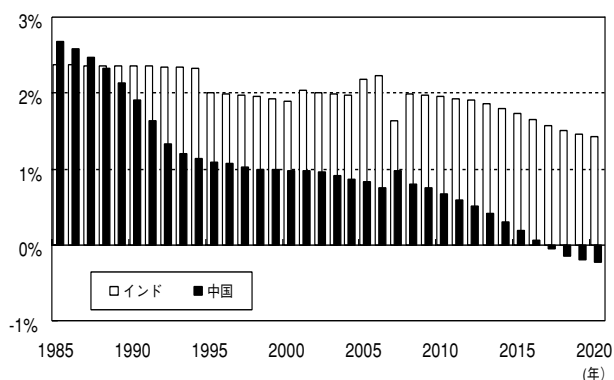
予測期間の平均成長率は2000～09年の平均をやや上回る1.5%と予想される。金融と労働市場を中心とする構造改革が一定の成果を挙げる一方、金融・財政政策の非常時モードから平時モードへの転換という出口戦略が、財政悪化の目立つ国の緊縮策の採用、ECBの流動性供給の部分的な見直しなどの形で2010年中に始まり、2011年以降、段階的に利上げや主要国の財政健全化措置などの本格的な動きに進むと想定している。

### 3 | 安定成長へ移行する中国経済

今回の世界同時不況は、アジアの新興工業国では欧米への製品輸出が急減、ロシア等の資源国では原油価格等の下落で貿易収支が悪化、中東欧の新興国などでは急激な資金フロー反転で開発が滞るなど、これまで高い経済成長を続けてきた新興国の経済成長を、様々なルートで停滞させた。今回の世界同時不況に対する危機対応では、中国の存在感が際立つ結果となった。リーマンショック直後に鉄道や道路等のインフラ整備を中心とした4兆元の景気対策を発表すると共に、自動車や家電を対象とした消費刺激策も打ち出し、世界の需要急減速の緩和に貢献した。輸出主導で高度成長を続けてきた中国にとって、輸出が2割以上減少するなど今回の世界需要急減速の影響は深刻であったが、輸出減少のマイナスインパクトを景気対策でカバーし、景気の底割れを回避した状況にある。

「一人っ子政策」採用前の人口の多い世代のジュニアが徐々に生産年齢に達する局面であることから、「人口ボーナス」の働きがあり、2010年代前半は8～9%程度の成長が可能と見られる。2010年代後半になると、一人っ子政策の影響が本格化、生産年齢人口は減少に転じ、「安価で豊富な労働力」という改革開放以来の高度成長を支えた要因が徐々に剥落する。経済規模の急拡大により国際的影響力が増す中で、割安レベルを維持してきた人民元レートの調整圧力が国際的に高まることも成長の鈍化に働くだらう。また、中国政府は、国内消費の持続的な拡大に向けて社会保険制度の再構築を進めているが、消費需要の拡大ペースは緩やかなものに留まると見られ、2010年代後半の経済成長率は7～8%程度へ鈍化すると予想している。

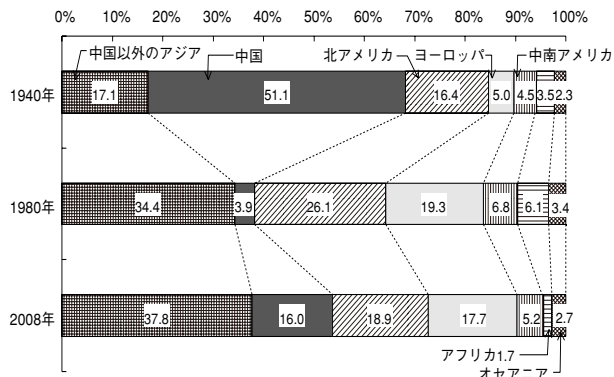
[図表-17] 生産年齢人口の伸び率



(資料) I L O、LABORSTA Labour Statistics Database

2009年～2010年にかけての新興国経済は徐々に落ち着きを取り戻し、中国、インド、ベトナム、インドネシア等のアジア諸国を中心に主要先進国よりも高めの経済成長を維持すると見られる。その後、2010年代前半は新興国の中で最大の比重を占める中国の経済成長がアジア中心に新興国の経済成長を下支えするが、後半には中国経済の成長の勢いが徐々に鈍り、キャッチアップの過程に入ったインドの存在感が高まってくるだろう。

[図表-18] 日本の輸出先の地域別割合



(資料) 日本関税協会「日本貿易月表」、国勢社「数字でみる日本の100年」  
※ヨーロッパには旧ソ連・東欧諸国を含む

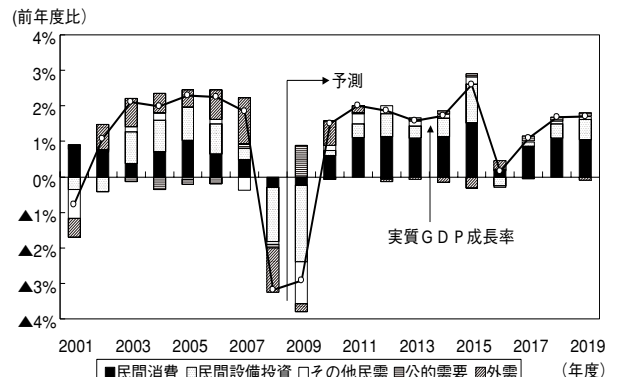
日本からの輸出は、第二次世界大戦前は中国などアジア各国向けが大宗を占めていた。中国が社会主義制度の下で経済発展が停滞したこともあって、日本の輸出先としては北米や欧州が大きな地位を占めるようになったが、近年は中国の急速な発展を受けて、日本から中国向けの輸出の割合が高まっている。こうした傾向は予測期間中を通じて続き、地理的な距離が近いこともあって、日本からの輸出は対中国向けが米国向けを大きく上回るようになるだろう。

#### 4 | 日本経済の見通し

2010年度から2019年度までの10年間の平均成長率は実質1.6%で、日本の潜在成長率をやや上回る。しかし2008年度、2009年度と3%程度のマイナス成長が続いた後であることを考慮すれば、大きく乖離した需給ギャップがなかなか縮小しないため、低い成長に留まるという評価になる。

消費税率を3%引き上げることを想定しているため、2016年度に経済成長率が0.2%に低下することや、金融危機で日本と同じように大幅なマイナス成長となった米国や欧州経済も、マイナス成長の反動から高い成長になるほどの回復を見せないことが原因となっている。新興国経済の発展を受けて、中期的に原材料価格や食料

[図表-19] 実質GDP成長率の推移



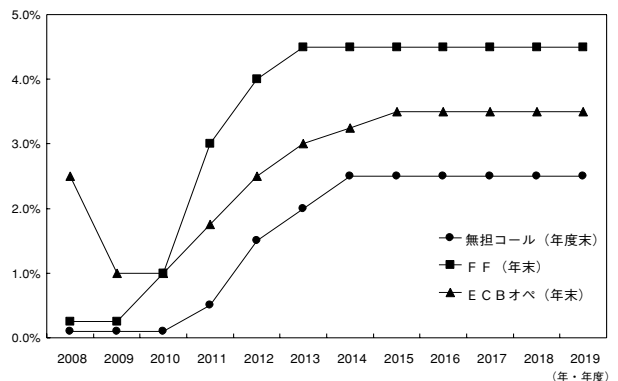
(資料) 内閣府経済社会総合研究所「国民経済計算年報」

品などの輸入物価の上昇が続くことや消費税率引き上げによる物価上昇もあるため、消費者物価の上昇率は過去10年間の平均▲0.2%の下落から、平均で0.9%の上昇となるだろう。

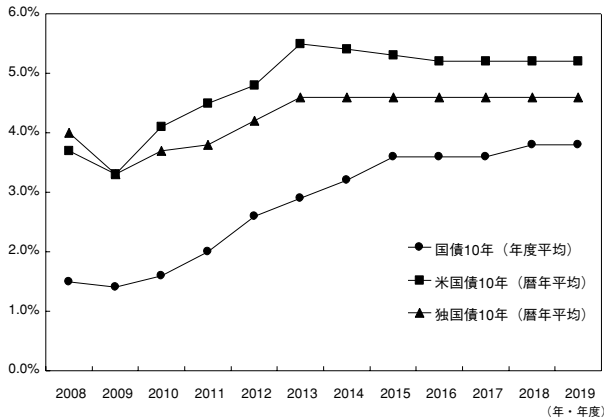
#### 5 | 金融市場の見通し

世界的な経済の混乱が続くため、予測期間前半の平均金利は世界的に低水準となるだろう。日本では政策金利である無担保コールレートの引き上げは2011年度に入ってからで、長期金利(10年国債)も上昇基調とはなるが緩やかなものに留まるだろう。米国のFF金利は当面は低水準を持続するが、その後は経済が回復するに従って財政赤字と経常収支赤字の双子の赤字拡大によるインフレ懸念からかなり急速に引き上げられ、4%半ばにまで上昇すると予想される。

[図表-20] 政策金利の見通し



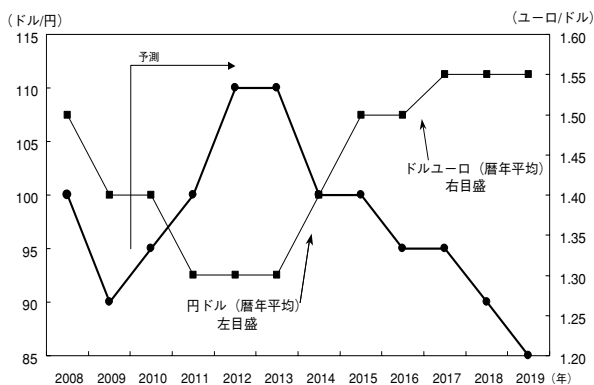
[図表-21] 長期金利の見通し



米国の長期金利は低水準にあるが、大規模な財政赤字の縮小がなかなか進まないことや、これを懸念して海外からの米国債購入の意欲が弱まることから、10年債の金利は徐々に上昇するだろう。

金融危機の深刻化によって米国の政策金利が急速に低下したため、これまでかなりの差があった日米の政策金利の差はほぼゼロになっており、当面円高・ドル安圧力として働く。しかし米国経済の回復によって米国の政策金利が急速に上昇する一方で、日本の政策金利の上昇は遅れると見られる。日米の政策金利差は再び拡大するので、この過程で再び為替レートは円安ドル高方向に振れるだろう。

[図表-22] 為替レートの見通し



予測期間の後半は、経済の回復に伴って日本の政策金利も徐々に引き上げられ、日本と米・欧の政策金利との差は、縮小傾向となり、円高・ドル安、円高・ユーロ安が徐々に進むだろう。

新興国の通貨が円に対して上昇し、円安・人民元高や円安・ウォン高など、新興国通貨に対して円は下落する。これまで円の実効レートを大きく左右してきたのは米ドルとの関係であったが、アジアの新興国との貿易の比重が大きくなることで新興国通貨の影響が拡大し、円の実効レートの下落が起こると考えられる。基軸通貨としての地位が緩やかに低下していく米ドルは、円のみならず多くの通貨に対して下落傾向を辿ると考えられ、円の為替水準をこれまでのように対米ドルの為替レートで代表させて考えることができなくなるだろう。

## 5—代替的な見通し

### 1 | 悲観シナリオ

各国の景気刺激策の効果によって世界経済は底を打った形となっているが、米国経済が景気対策の息切れなどによって再び大きく悪化する恐れは依然として残っている。米国の景気浮上に効果的だった自動車買い替え支援策などの要因がなくなり、政策効果が薄れることで、2010年に米国景気が再失速し、米景気はW字型の回復を辿る可能性がある。足元で上向きに転じた住宅価格、株価は再下落を見せ、家計には逆資産効果が重荷となり、さらに雇用悪化による所得減で消費が落ち込むことになるだろう。商業用不動産市場の悪化、消費者信用・クレジットカードの延滞等が一層進み、地方銀行の経営破たんなどから金融緩和策が延長され、FF金利の利上げ開始は2013年に先送りされよう。税収減と新たな景気対策実施で財政赤字は一層拡大

するものの、全般的にデフレ的な状況の強まりも窺われる状況となり、長期金利は低水準の推移が続こう。欧州経済では、ドルの下落によるユーロ高の進行が、特に対外競争力の回復に苦慮しているユーロ圏周辺国に厳しい調整を迫ることになり、ユーロ圏の成長率は平均1%と低い水準に抑えられることになろう。

日本経済は、海外経済の不振に加えて円高・ドル安がさらに進むことにより輸出が低迷し、2010年度もマイナス成長が続くことになるだろう。予測期間平均の経済成長率は1.1%にとどまり、物価上昇率も低いものになる。金融政策は緩和を解除するものの、コールレートの誘導水準も2019年度末でも2%程度と低めであり、長期金利の水準も2.4%と低いものとどまると予想される。

## 2 | 楽観シナリオ

新興国が内需主導型の経済成長に転換していけば、グローバルな不均衡は、高成長を続ける中国やインドの需要拡大によって米国の輸出が増加するという望ましい形で解消していく。中国の成長率は2010年以降再び二桁に復帰し、インドも金融危機前の成長トレンドに回帰すると考えられる。

米国経済は、本格的な景気回復によって住宅価格、株価が上昇し、逆資産効果の悪影響を緩和、消費も上向き、雇用回復を促進するという好循環が生まれる。税収が伸びることから財政収支の改善も顕著で、悪い形での長期金利の上昇は起こらないが、物価上昇率は高めでこれを反映した金利の上昇が起こるだろう。信用危機は克服され、貸出しが増加するため、金融緩和策からの転換も早まり利上げ幅が大きくなる。欧州でも新興国の需要の伸びが輸出の拡大をもたらし、生産・雇用の回復がより早いペースで進み、平均成長率は金融危機が響いた2000～

2009年よりも高い2.0%となると予想される。

新興国は内需主導型の成長をするために経常収支黒字は縮小することや、外需に牽引される形で米国経済が好調となることから、米ドルの為替相場は標準シナリオに比べて堅調であると予想される。このため日本経済は、輸出主導でV字に近い回復を示すだろう。経済好調に加えて資源価格の上昇速度も速いため、物価上昇率は高めと予想される。利上げの時期が早まるだけでなく、2019年度末時点でコールレートの誘導水準が3.0%と、標準シナリオよりも高いものとなるだろう。経済の好調により税収も増加して財政赤字も縮小するが、物価上昇率が高めで経済も好調であることから、長期金利は4%程度にまで上昇すると予測する。



# 中期経済見通し（標準シナリオ）

（前年度比、%。ただしく）内は  
実質GDP成長率への寄与度）

## 日本経済の中期見通し

|                        | 2008年度          | 2009年度          | 2010年度          | 2011年度         | 2012年度         | 2013年度         | 2014年度         | 2015年度         | 2016年度         | 2017年度         | 2018年度         | 2019年度         | [平均値] |       |
|------------------------|-----------------|-----------------|-----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-------|-------|
|                        | 実績              | 予測              | 予測              | 予測             | 予測             | 予測             | 予測             | 予測             | 予測             | 予測             | 予測             | 予測             | 00-09 | 10-19 |
| 名目国内総支出（名目GDP）<br>（兆円） | ▲3.5<br>(497.7) | ▲3.3<br>(481.3) | ▲0.1<br>(481.0) | 1.2<br>(486.7) | 2.0<br>(496.3) | 1.8<br>(505.3) | 2.0<br>(515.6) | 3.1<br>(531.8) | 2.4<br>(544.5) | 0.8<br>(548.6) | 1.8<br>(558.4) | 2.1<br>(570.3) | ▲0.4  | 1.7   |
| 実質国内総支出（実質GDP）         | ▲3.2            | ▲2.9            | 1.5             | 2.0            | 1.9            | 1.6            | 1.7            | 2.6            | 0.2            | 1.1            | 1.7            | 1.7            | 0.7   | 1.6   |
| 国内需要                   | ▲2.1            | ▲2.8            | 0.8             | 1.9            | 2.0            | 1.7            | 2.0            | 3.0            | ▲0.1           | 1.2            | 1.7            | 1.9            | 0.4   | 1.6   |
| 国内民間需要                 | ▲2.5            | ▲4.8            | 1.2             | 2.4            | 2.7            | 2.1            | 2.4            | 3.8            | ▲0.2           | 1.3            | 2.1            | 2.2            | 0.5   | 2.0   |
| 民間最終消費支出               | ▲0.5            | ▲0.4            | 1.0             | 1.9            | 2.0            | 1.9            | 1.9            | 2.6            | 0.3            | 1.5            | 1.9            | 1.8            | 0.8   | 1.7   |
| 民間住宅投資                 | ▲3.1            | ▲15.3           | 1.3             | 2.8            | 4.9            | 1.5            | 4.2            | 7.8            | ▲1.7           | 0.6            | 2.8            | 2.9            | ▲4.4  | 2.7   |
| 民間企業設備投資               | ▲9.6            | ▲14.6           | 1.0             | 3.0            | 5.0            | 2.6            | 3.8            | 7.8            | ▲1.7           | 1.0            | 2.9            | 3.9            | 0.2   | 2.9   |
| 国内公的需要                 | ▲0.5            | 4.1             | ▲0.3            | 0.1            | ▲0.3           | 0.4            | 0.5            | 0.5            | 0.3            | 0.6            | 0.5            | 0.5            | 0.2   | 0.3   |
| 政府最終消費支出               | 0.3             | 1.5             | 1.5             | 0.5            | 0.3            | 1.0            | 1.1            | 1.1            | 0.8            | 1.1            | 1.0            | 1.0            | 1.9   | 0.9   |
| 公的固定資本形成               | ▲4.4            | 17.7            | ▲8.6            | ▲2.0           | ▲3.2           | ▲3.0           | ▲2.7           | ▲3.1           | ▲3.0           | ▲2.0           | ▲2.6           | ▲2.8           | ▲5.0  | ▲3.3  |
| 財・サービスの純輸出             | <▲0.2>          | <▲0.2>          | <0.7>           | <0.2>          | <▲0.1>         | <▲0.1>         | <▲0.2>         | <▲0.3>         | <0.2>          | <▲0.0>         | <0.0>          | <▲0.1>         | <0.3> | <0.0> |
| 財・サービスの輸出              | ▲10.2           | ▲12.9           | 7.9             | 3.6            | 3.4            | 2.9            | 2.1            | 2.2            | 2.0            | 2.4            | 2.3            | 2.4            | 3.3   | 3.1   |
| 財・サービスの輸入              | ▲3.7            | ▲15.5           | 3.7             | 3.1            | 5.8            | 4.9            | 4.5            | 5.9            | 0.6            | 3.7            | 2.9            | 4.0            | 1.2   | 3.9   |
| 鉱工業生産                  | ▲12.7           | ▲10.2           | 7.7             | 9.2            | 5.3            | 2.0            | 3.1            | 5.4            | ▲1.6           | 1.6            | 2.0            | 2.0            | ▲1.1  | 3.6   |
| 国内企業物価                 | 3.2             | ▲4.9            | 0.3             | 0.6            | 1.2            | 1.5            | 0.9            | 1.3            | 4.1            | ▲0.2           | 0.5            | 0.8            | 0.0   | 1.1   |
| 消費者物価                  | 1.1             | ▲1.4            | ▲0.6            | 0.0            | 0.7            | 0.9            | 0.9            | 1.0            | 3.4            | 0.9            | 1.0            | 1.1            | ▲0.2  | 0.9   |
| 消費者物価(生鮮食品除く)          | 1.2             | ▲1.5            | ▲0.6            | 0.0            | 0.7            | 0.9            | 1.0            | 1.0            | 3.4            | 0.9            | 1.0            | 1.1            | ▲0.2  | 0.9   |
| 失業率(%)                 | 4.1             | 5.7             | 5.7             | 5.3            | 4.8            | 4.5            | 4.2            | 3.9            | 4.1            | 4.0            | 3.9            | 3.9            | 4.7   | 4.4   |
| 経常収支(兆円)               | 12.3            | 17.5            | 18.3            | 18.6           | 18.2           | 16.9           | 16.3           | 12.9           | 13.3           | 9.3            | 7.2            | 5.1            | 16.8  | 13.6  |
| (名目GDP比)               | (2.5)           | (3.6)           | (3.8)           | (3.8)          | (3.7)          | (3.3)          | (3.2)          | (2.4)          | (2.5)          | (1.7)          | (1.3)          | (0.9)          | (3.4) | (2.7) |
| 為替レート(円/ドル)平均          | 100             | 90              | 95              | 100            | 110            | 110            | 100            | 100            | 95             | 95             | 90             | 85             | 111   | 98    |
| コールレート(%) 年度末          | 0.10            | 0.10            | 0.10            | 0.50           | 1.50           | 2.00           | 2.50           | 2.50           | 2.50           | 2.50           | 2.50           | 2.50           | -     | -     |
| 10年国債利回り(%) 平均         | 1.5             | 1.4             | 1.6             | 2.0            | 2.6            | 2.9            | 3.2            | 3.6            | 3.6            | 3.6            | 3.8            | 3.8            | 1.4   | 3.1   |
| 原油価格(ドル/バレル)平均         | 86              | 69              | 84              | 90             | 95             | 100            | 105            | 110            | 115            | 120            | 125            | 130            | 50    | 107   |

(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

|                  | 2008年 | 2009年 | 2010年 | 2011年 | 2012年 | 2013年 | 2014年 | 2015年 | 2016年 | 2017年 | 2018年 | 2019年 | [平均値] |       |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|                  | 実績    | 予測    | 予測    | 予測    | 予測    | 予測    | 予測    | 予測    | 予測    | 予測    | 予測    | 予測    | 00-09 | 10-19 |
| 実質GDP (前年比%)     | 0.4   | ▲2.6  | 2.1   | 2.4   | 2.8   | 3.0   | 2.7   | 2.5   | 2.4   | 2.4   | 2.4   | 2.4   | 1.9   | 2.5   |
| 内需(*)            | ▲0.8  | ▲3.6  | 2.3   | 2.6   | 3.0   | 3.2   | 2.8   | 2.6   | 2.5   | 2.5   | 2.5   | 2.5   | 1.9   | 2.6   |
| 個人消費             | ▲0.2  | ▲0.7  | 1.5   | 2.0   | 2.4   | 2.6   | 2.5   | 2.4   | 2.3   | 2.2   | 2.2   | 2.2   | 2.5   | 2.2   |
| 固定資本形成           | ▲5.1  | ▲18.8 | 1.9   | 4.5   | 6.0   | 7.1   | 6.0   | 4.8   | 4.2   | 3.6   | 3.6   | 3.6   | ▲0.5  | 4.5   |
| 外需(*)            | 1.2   | 1.0   | ▲0.2  | ▲0.2  | ▲0.2  | ▲0.2  | ▲0.1  | ▲0.1  | ▲0.1  | ▲0.1  | ▲0.1  | ▲0.1  | ▲0.1  | ▲0.1  |
| 消費者物価上昇率         | 3.8   | ▲0.5  | 1.9   | 2.0   | 2.2   | 2.3   | 2.2   | 2.1   | 2.0   | 2.0   | 2.0   | 2.0   | 2.5   | 2.1   |
| 経常収支(名目GDP比)     | ▲4.9  | ▲3.3  | ▲3.6  | ▲3.9  | ▲3.9  | ▲3.9  | ▲3.7  | ▲3.6  | ▲3.5  | ▲3.4  | ▲3.3  | ▲3.2  | ▲4.8  | ▲3.6  |
| F F 目標金利(年末上限金利) | 0.25  | 0.25  | 1.00  | 3.00  | 4.00  | 4.50  | 4.50  | 4.50  | 4.50  | 4.50  | 4.50  | 4.50  | 2.70  | 3.95  |
| 10年国債利回り(平均)     | 3.7   | 3.3   | 4.0   | 4.5   | 4.8   | 5.5   | 5.4   | 5.3   | 5.2   | 5.2   | 5.2   | 5.2   | 4.5   | 5.0   |

\*内需、外需は寄与度。

## 欧州経済の中期見通し

|                 | 2008年 | 2009年 | 2010年 | 2011年 | 2012年 | 2013年 | 2014年 | 2015年 | 2016年 | 2017年 | 2018年 | 2019年 | [平均値] |       |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|                 | 実績    | 予測    | 予測    | 予測    | 予測    | 予測    | 予測    | 予測    | 予測    | 予測    | 予測    | 予測    | 00-09 | 10-19 |
| 実質GDP(前年比%)     | 0.7   | ▲4.1  | 0.5   | 1.2   | 1.6   | 1.7   | 1.7   | 1.7   | 1.7   | 1.7   | 1.6   | 1.6   | 1.4   | 1.5   |
| 内需(寄与度%)        | 0.7   | ▲3.0  | 0.3   | 0.9   | 1.5   | 1.6   | 1.7   | 1.7   | 1.6   | 1.6   | 1.6   | 1.5   | 1.3   | 1.4   |
| 民間最終消費支出(前年比%)  | 0.4   | ▲0.8  | 0.5   | 1.1   | 1.5   | 1.5   | 1.5   | 1.5   | 1.5   | 1.5   | 1.5   | 1.4   | 1.4   | 1.4   |
| 固定資本形成(前年比%)    | ▲0.4  | ▲9.9  | ▲0.2  | 1.5   | 2.0   | 2.1   | 2.1   | 2.0   | 2.0   | 2.0   | 2.0   | 1.9   | 1.1   | 1.7   |
| 外需(寄与度%)        | 0.0   | ▲1.1  | 0.2   | 0.3   | 0.2   | 0.0   | ▲0.1  | ▲0.0  | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.1   |
| 消費者物価(前年比%)     | 3.3   | 0.3   | 1.2   | 1.6   | 1.7   | 1.7   | 1.7   | 1.7   | 1.7   | 1.7   | 1.7   | 1.7   | 2.1   | 1.6   |
| 経常収支(名目GDP比)    | ▲1.1  | ▲0.5  | ▲0.2  | 0.1   | 0.0   | ▲0.1  | 0.0   | 0.1   | 0.1   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | ▲0.2  | 0.0   |
| 対ドル為替相場         | 1.47  | 1.40  | 1.40  | 1.30  | 1.30  | 1.30  | 1.40  | 1.50  | 1.50  | 1.55  | 1.55  | 1.55  | 1.19  | 1.44  |
| 対円為替相場          | 152   | 126   | 133   | 130   | 143   | 143   | 140   | 150   | 143   | 147   | 140   | 132   | 131   | 140   |
| ECB市場介入金利(%)、未値 | 2.50  | 1.00  | 1.00  | 1.75  | 2.50  | 3.00  | 3.25  | 3.50  | 3.50  | 3.50  | 3.50  | 3.50  | 2.88  | 2.90  |
| 独10年国債利回り(%)、平均 | 4.0   | 3.3   | 3.7   | 3.8   | 4.2   | 4.6   | 4.6   | 4.6   | 4.6   | 4.6   | 4.6   | 4.6   | 4.2   | 4.4   |

## 中国経済の中期見通し

|               | 2008年 | 2009年 | 2010年 | 2011年 | 2012年 | 2013年 | 2014年 | 2015年 | 2016年 | 2017年 | 2018年 | 2019年 | [平均値] |       |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|               | 実績    | 予測    | 予測    | 予測    | 予測    | 予測    | 予測    | 予測    | 予測    | 予測    | 予測    | 予測    | 00-09 | 10-19 |
| 実質GDP(前年比%)   | 9.0   | 7.5   | 8.2   | 8.2   | 8.4   | 8.4   | 8.1   | 7.9   | 7.7   | 7.6   | 7.5   | 7.4   | 9.7   | 8.0   |
| 消費者物価(前年比%)   | 5.9   | ▲0.5  | 1.2   | 2.0   | 2.2   | 2.5   | 2.5   | 2.5   | 2.5   | 2.5   | 2.5   | 2.5   | 1.9   | 2.3   |
| 1年貸出金利(%)、未値  | 5.3   | 5.3   | 5.3   | 5.6   | 5.6   | 5.9   | 5.9   | 5.9   | 5.9   | 5.9   | 5.9   | 5.9   | 5.8   | 5.7   |
| 10年国債金利(%)、未値 | 2.8   | 3.7   | 4.5   | 5.0   | 5.5   | 6.0   | 6.0   | 5.8   | 5.5   | 5.5   | 5.5   | 5.5   | 3.7   | 5.5   |
| 対ドル為替相場       | 6.9   | 6.8   | 6.7   | 6.6   | 6.5   | 6.4   | 6.3   | 6.2   | 6.1   | 6.0   | 5.9   | 5.8   | 7.9   | 6.3   |

(注) 10年国債金利の過去平均値は2002年8月以降

## 新興国経済の中期見通し

|             | 2008年 | 2009年 | 2010年 | 2011年 | 2012年 | 2013年 | 2014年 | 2015年 | 2016年 | 2017年 | 2018年 | 2019年 | [平均値] |       |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|             | 実績    | 予測    | 予測    | 予測    | 予測    | 予測    | 予測    | 予測    | 予測    | 予測    | 予測    | 予測    | 00-09 | 10-19 |
| 実質GDP(前年比%) | 6.0   | 1.5   | 4.7   | 5.0   | 5.0   | 5.0   | 5.3   | 5.3   | 5.6   | 5.6   | 5.6   | 5.5   | 5.9   | 5.2   |
| うち中国        | 9.0   | 7.5   | 8.2   | 8.2   | 8.4   | 8.4   | 8.1   | 7.9   | 7.7   | 7.6   | 7.5   | 7.4   | 9.7   | 8.0   |
| うちインド       | 7.3   | 5.4   | 6.8   | 7.2   | 7.3   | 7.4   | 7.8   | 7.7   | 8.2   | 8.2   | 8.2   | 8.2   | 7.0   | 7.7   |

# 標準シナリオと悲観・楽観シナリオの比較

## (標準シナリオ)

|                 | 2008年度<br>実績 | 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 | 2018年度<br>予測 | 2019年度<br>予測 | [年度平均値] |       |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------|-------|
|                 |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              | 00-09   | 10-19 |
| 実質GDP(日本)       | ▲3.2         | ▲2.9         | 1.5          | 2.0          | 1.9          | 1.6          | 1.7          | 2.6          | 0.2          | 1.1          | 1.7          | 1.7          | 0.7     | 1.6   |
| 実質GDP(米国)       | 0.4          | ▲2.6         | 2.1          | 2.4          | 2.8          | 3.0          | 2.7          | 2.5          | 2.4          | 2.4          | 2.4          | 2.4          | 1.9     | 2.5   |
| 実質GDP(欧州)       | 0.7          | ▲4.1         | 0.5          | 1.2          | 1.6          | 1.7          | 1.7          | 1.7          | 1.7          | 1.7          | 1.6          | 1.6          | 1.4     | 1.5   |
| 実質GDP(中国)       | 9.0          | 7.5          | 8.2          | 8.2          | 8.4          | 8.4          | 8.1          | 7.9          | 7.7          | 7.6          | 7.5          | 7.4          | 9.7     | 8.0   |
| コーレレート(年度末)     | 0.10         | 0.10         | 0.10         | 0.50         | 1.50         | 2.00         | 2.50         | 2.50         | 2.50         | 2.50         | 2.50         | 2.50         | —       | —     |
| FF目標金利(年末)      | 0.25         | 0.25         | 1.00         | 3.00         | 4.00         | 4.50         | 4.50         | 4.50         | 4.50         | 4.50         | 4.50         | 4.50         | 2.70    | 3.95  |
| ECB市場介入金利(年末)   | 2.50         | 1.00         | 1.00         | 1.75         | 2.50         | 3.00         | 3.25         | 3.50         | 3.50         | 3.50         | 3.50         | 3.50         | 2.88    | 2.90  |
| 日10年国債利回り(年度平均) | 1.5          | 1.4          | 1.6          | 2.0          | 2.6          | 2.9          | 3.2          | 3.6          | 3.6          | 3.6          | 3.8          | 3.8          | 1.4     | 3.1   |
| 米10年国債利回り(年平均)  | 3.7          | 3.3          | 4.0          | 4.5          | 4.8          | 5.5          | 5.4          | 5.3          | 5.2          | 5.2          | 5.2          | 5.2          | 4.5     | 5.0   |
| 独10年国債利回り(年平均)  | 4.0          | 3.3          | 3.7          | 3.8          | 4.2          | 4.6          | 4.6          | 4.6          | 4.6          | 4.6          | 4.6          | 4.6          | 4.2     | 4.4   |
| 円/ドル(年度平均)      | 100          | 90           | 95           | 100          | 110          | 110          | 100          | 100          | 95           | 95           | 90           | 85           | 111     | 98    |
| ドル/ユーロ(年平均)     | 1.47         | 1.40         | 1.40         | 1.30         | 1.30         | 1.30         | 1.40         | 1.50         | 1.50         | 1.55         | 1.55         | 1.55         | 1.19    | 1.44  |
| 円/ユーロ(年平均)      | 152          | 126          | 133          | 130          | 143          | 143          | 140          | 150          | 143          | 147          | 140          | 132          | 131     | 140   |

(注) 米国、欧州、中国は暦年

## (悲観シナリオ)

|                 | 2008年度<br>実績 | 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 | 2018年度<br>予測 | 2019年度<br>予測 | [年度平均値] |       |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------|-------|
|                 |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              | 00-09   | 10-19 |
| 実質GDP(日本)       | ▲3.2         | ▲3.4         | ▲0.6         | 0.3          | 1.1          | 1.5          | 1.5          | 1.3          | 1.5          | 1.7          | 2.5          | 0.2          | 0.7     | 1.1   |
| 実質GDP(米国)       | 0.4          | ▲2.8         | ▲0.2         | 0.5          | 1.0          | 1.8          | 2.3          | 2.3          | 2.2          | 2.0          | 1.8          | 1.8          | 1.9     | 1.6   |
| 実質GDP(欧州)       | 0.7          | ▲4.1         | ▲0.3         | 0.4          | 0.8          | 1.2          | 1.4          | 1.4          | 1.4          | 1.4          | 1.2          | 1.2          | 1.4     | 1.0   |
| 実質GDP(中国)       | 9.0          | 7.4          | 7.0          | 7.3          | 7.4          | 7.7          | 7.9          | 7.8          | 7.6          | 7.4          | 7.2          | 7.1          | 9.7     | 7.5   |
| コーレレート(年度末)     | 0.10         | 0.10         | 0.10         | 0.10         | 0.50         | 1.00         | 1.50         | 1.50         | 2.00         | 2.00         | 2.00         | 2.00         | —       | —     |
| FF目標金利(年末)      | 0.25         | 0.25         | 0.25         | 0.25         | 0.25         | 1.00         | 2.00         | 3.00         | 3.00         | 3.00         | 3.00         | 3.00         | 2.70    | 1.88  |
| ECB市場介入金利(年末)   | 2.50         | 1.00         | 1.00         | 1.00         | 1.50         | 2.25         | 3.00         | 3.00         | 3.00         | 3.00         | 3.00         | 3.00         | 2.88    | 2.38  |
| 日10年国債利回り(年度平均) | 1.5          | 1.4          | 1.6          | 1.7          | 1.8          | 2.0          | 2.2          | 2.2          | 2.4          | 2.4          | 2.4          | 2.4          | 1.4     | 2.1   |
| 米10年国債利回り(年平均)  | 3.7          | 3.2          | 3.3          | 3.4          | 3.4          | 3.6          | 3.7          | 3.8          | 3.8          | 3.6          | 3.6          | 3.6          | 4.5     | 3.6   |
| 独10年国債利回り(年平均)  | 4.0          | 3.3          | 3.4          | 3.5          | 3.6          | 3.8          | 4.0          | 3.8          | 3.8          | 3.8          | 3.8          | 3.8          | 4.2     | 3.7   |
| 円/ドル(年度平均)      | 100          | 90           | 80           | 70           | 70           | 80           | 90           | 100          | 100          | 100          | 100          | 100          | 111     | 89    |
| ドル/ユーロ(年平均)     | 1.47         | 1.50         | 1.60         | 1.70         | 1.70         | 1.65         | 1.65         | 1.60         | 1.60         | 1.60         | 1.60         | 1.60         | 1.19    | 1.63  |
| 円/ユーロ(年平均)      | 152          | 135          | 128          | 119          | 119          | 132          | 149          | 160          | 160          | 160          | 160          | 160          | 131     | 145   |

(注) 米国、欧州、中国は暦年

## (楽観シナリオ)

|                 | 2008年度<br>実績 | 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 | 2018年度<br>予測 | 2019年度<br>予測 | [年度平均値] |       |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------|-------|
|                 |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              | 00-09   | 10-19 |
| 実質GDP(日本)       | ▲3.2         | ▲2.6         | 2.2          | 2.6          | 2.5          | 2.4          | 1.9          | 3.0          | 0.5          | 1.6          | 1.9          | 1.8          | 0.7     | 2.0   |
| 実質GDP(米国)       | 0.4          | ▲2.3         | 2.8          | 3.2          | 3.5          | 4.0          | 3.5          | 3.0          | 2.8          | 2.7          | 2.6          | 2.6          | 1.9     | 3.1   |
| 実質GDP(欧州)       | 0.7          | ▲4.1         | 1.0          | 2.0          | 2.3          | 2.4          | 2.2          | 2.2          | 2.0          | 2.0          | 2.0          | 1.8          | 1.4     | 2.0   |
| 実質GDP(中国)       | 9.0          | 8.5          | 10.0         | 10.2         | 10.3         | 10.6         | 10.3         | 10.1         | 10.0         | 9.9          | 9.9          | 9.9          | 9.7     | 10.1  |
| コーレレート(年度末)     | 0.10         | 0.10         | 0.10         | 1.00         | 2.00         | 2.50         | 3.00         | 3.00         | 3.00         | 3.00         | 3.00         | 3.00         | —       | —     |
| FF目標金利(年末)      | 0.25         | 0.25         | 1.50         | 3.50         | 4.50         | 5.00         | 5.00         | 5.00         | 5.00         | 5.00         | 4.75         | 4.75         | 2.70    | 4.40  |
| ECB市場介入金利(年末)   | 2.50         | 1.00         | 1.25         | 2.00         | 2.75         | 3.50         | 3.75         | 4.00         | 4.00         | 4.00         | 4.00         | 4.00         | 2.88    | 3.33  |
| 日10年国債利回り(年度平均) | 1.5          | 1.4          | 1.6          | 2.0          | 2.6          | 3.0          | 3.3          | 3.7          | 3.7          | 3.7          | 4.0          | 4.0          | 1.4     | 3.2   |
| 米10年国債利回り(年平均)  | 3.7          | 3.4          | 4.5          | 5.0          | 5.6          | 6.0          | 6.0          | 5.8          | 5.8          | 5.6          | 5.4          | 5.4          | 4.5     | 5.5   |
| 独10年国債利回り(年平均)  | 4.0          | 3.3          | 4.0          | 4.2          | 4.6          | 4.8          | 5.0          | 5.0          | 5.0          | 5.0          | 5.0          | 5.0          | 4.2     | 4.8   |
| 円/ドル(年度平均)      | 100          | 90           | 90           | 90           | 95           | 100          | 110          | 115          | 115          | 110          | 110          | 110          | 111     | 105   |
| ドル/ユーロ(年平均)     | 1.47         | 1.40         | 1.50         | 1.50         | 1.40         | 1.40         | 1.40         | 1.30         | 1.30         | 1.30         | 1.30         | 1.30         | 1.19    | 1.37  |
| 円/ユーロ(年平均)      | 152          | 126          | 135          | 135          | 133          | 140          | 154          | 150          | 150          | 143          | 143          | 143          | 131     | 143   |

(注) 米国、欧州、中国は暦年

|            |       |             |                |                             |
|------------|-------|-------------|----------------|-----------------------------|
| (総括)       |       |             |                |                             |
| 経済調査部長     | 樋 浩一  | (はじ こういち)   | (03) 3512-1830 | haji@nli-research.co.jp     |
| (日本経済担当)   |       |             |                |                             |
| 主任研究員      | 斎藤 太郎 | (さいとう たろう)  | (03) 3512-1836 | tsaito@nli-research.co.jp   |
| 研究員        | 桑島 滋  | (くわはた しげる)  | (03) 3512-1838 | kuwahata@nli-research.co.jp |
| (金融・為替担当)  |       |             |                |                             |
| 主任研究員      | 矢嶋 康次 | (やじま やすひで)  | (03) 3512-1837 | yyajima@nli-research.co.jp  |
| 副主任研究員     | 上野 剛志 | (うえの つよし)   | (03) 3512-1870 | tueno@nli-research.co.jp    |
| (米国経済担当)   |       |             |                |                             |
| 主任研究員      | 土肥原 晋 | (どいはら すすむ)  | (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      |
| (中国・新興国担当) |       |             |                |                             |
| 主任研究員      | 三尾幸吉郎 | (みお こうきちろう) | (03) 3512-1834 | mio@nli-research.co.jp      |