

# 中期経済見通し（2012～2022年度）

## ～険しい経済正常化への道のり



経済調査部門 経済調査室長 齋藤太郎  
tsaito@nli-research.co.jp

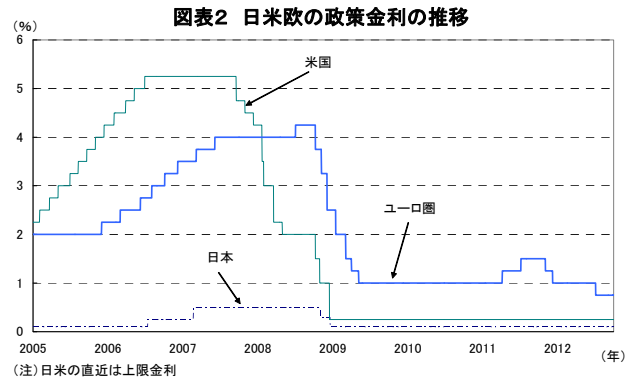
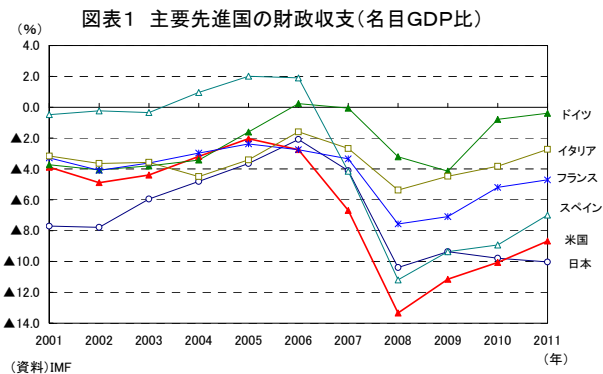
### 1——停滞色を強める世界経済

#### 1 | 先進国では財政、金融政策ともに手詰まり状態に

世界経済は、2008年秋のリーマン・ショック後に各国が財政・金融政策を総動員したことにより、回復を続けてきたが、ここに来て停滞色を強めている。ユーロ圏経済は債務問題の深刻化から2011年末頃より景気後退が続いており、欧州向け輸出の落ち込みの影響などから中国をはじめとした新興国経済も減速基調が鮮明となっている。米国経済は拡大を続けているものの、雇用、住宅の回復の遅れが目立ち、そのペースは極めて緩やかなものにとどまっている。

こうした中、東日本大震災後の急速な落ち込みから立ち直りつつあった日本経済は、円高や海外経済減速を背景とした輸出の減少を主因として、2012年春頃をピークに景気後退局面入りしている可能性が高い。

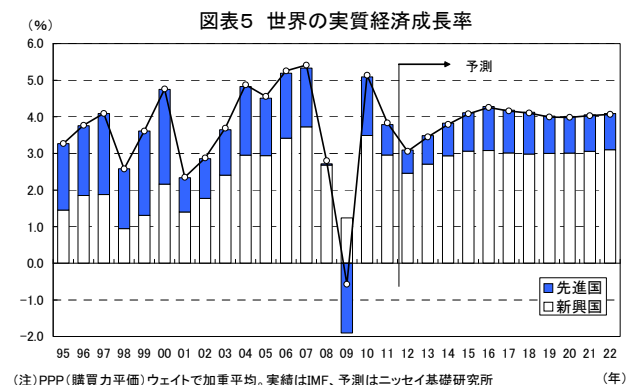
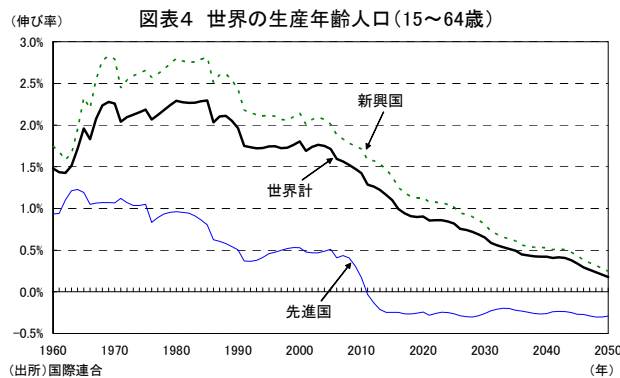
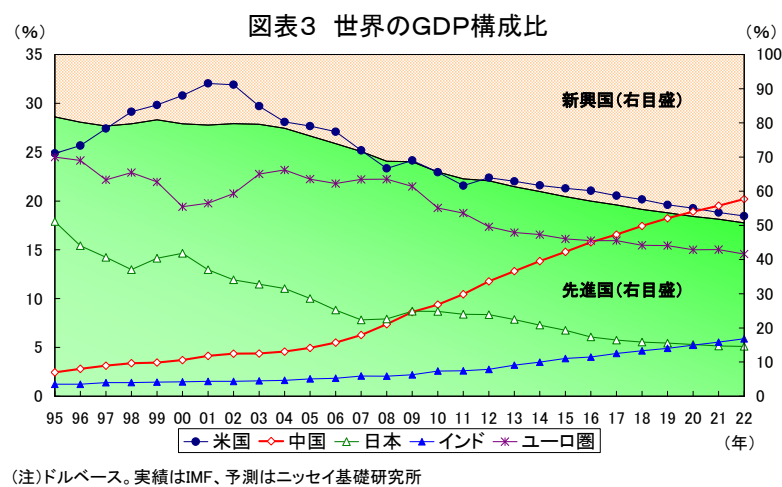
リーマン・ショック後の大規模な財政政策の結果、主要国の財政状況は大きく悪化している（図表1）。これらの国は緊縮財政に舵を切っており、財政出動によって景気を刺激する余地はほとんどないと考えられる。また、政策金利は日米欧ともに実質ゼロ金利となっており、量的緩和策の強化により景気の下支えを図ってはいるものの、金融政策によって景気を大きく浮揚させるような効果は期待できない（図表2）。先進国では、財政、金融政策ともに手詰まり状態で、閉塞感が高まっている。



## 2 | 新興国は引き続き世界経済の牽引役だが、成長率は徐々に低下

足もとの世界経済は停滞しているが、景気後退に陥っている欧州経済が危機対策の具体化などから2013年前半には底入れし、その効果が新興国にも波及することで徐々に持ち直しに向かい、2014年頃には世界経済全体として巡航速度の経済成長に戻るだろう。日本経済は海外経済の持ち直しに伴う輸出の増加を起点として、2013年度には景気後退を脱することが見込まれる。

世界経済の牽引役は引き続き中国をはじめとした新興国が担うことになり、世界経済に占める新興国の割合（ドルベース）は2011年の36.4%から今回の予測期間末である2022年には50%程度まで高まるだろう。国別には現在世界第2位の経済規模となっている中国が2020年頃に米国を抜いて世界一の経済大国となるほか、現時点では経済規模が日本の3分の1程度にすぎないインドはすでに人口が日本の約10倍となっていることに加え、先行きの人口増加率も日本を大きく上回ることから、予測期間末には日本のGDPを上回ることが予想される（図表3）。



ただし、新興国についても先進国との比較では高成長を維持するものの、伸び率は徐々に鈍化していくことが避けられないだろう。潜在成長率を大きく左右する生産年齢人口(15~64歳)は先進国がすでに減少に転じている一方で、新興国は1%台後半の伸びを維持している(図表4)。しかし、中国が「一人っ子政策」の影響から2010年代半ばに減少に転じることもあり、新興国全体の生産年齢人口も予測期間末には0%台前半まで低下することが予想されている(国連推計による)。このため、新興国の潜在成長率も先行きは徐々に低下していくことが見込まれる。世界経済はリーマン・ショック前の2006、2007年には5%台の高成長を記録したが、2010年代半ばから2020年代初めにかけては4%

程度の成長にとどまるだろう（図表5）。

## 2——海外経済の見通し

### 1 | 米国経済—予測期間前半は、金融危機からの回復過程が持続

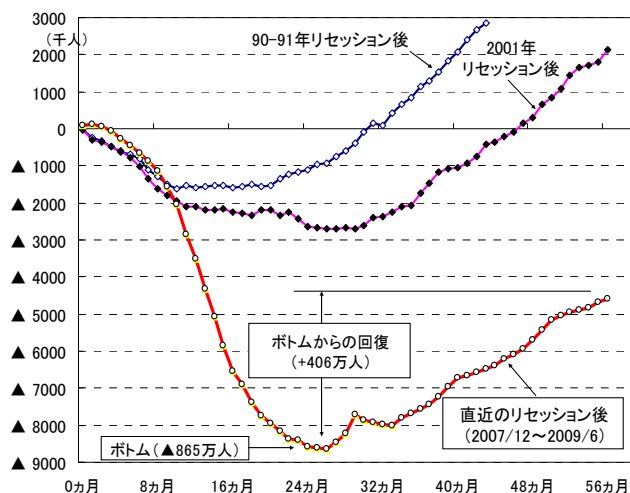
米国では、2007年にサブプライム問題が表面化、12月以降リセッションに陥り、2008年9月にはリーマン・ショックによる金融危機等で成長率が大幅なマイナスに落ち込んだ。その後、景気対策やFRBの量的緩和策等により、経済や金融面での安定化が進行、2009年6月にはリセッションから脱出した。

その後3年余経過した現在の経済状況は、GDPと家計金融資産についてはリセッション前の水準を回復したものの、雇用者数と住宅価格では、それぞれ減少・下落した分の半分の水準をも回復していない。

リセッション入り後の雇用者は一時860万人を超える減少を見せたが、その後の雇用者増は減少数の半分に満たない（図表6）。仮に今年の月平均雇用者増（14万人）が今後も続くと見ても、リセッション前の水準回復にはさらに3年弱を必要とする。

住宅価格は、最近、ようやく改善の動きを見せているものの、ピークから35%下落した後、なお、30%低い水準（ケースシラー指数）に留まる（図表7）。このため、住宅ローンを抱える多くの家計では、未だにバランスシート調整が進行中である。住宅ブーム時の水準を必ずしも回復するに及ばないが、毎年5%上昇でも回復には6年を要するなど先は長い。GDPの7割を構成する個人消費は、雇用や住宅の動向に影響されるため、中期的にも緩やかな成長率となりそうである。

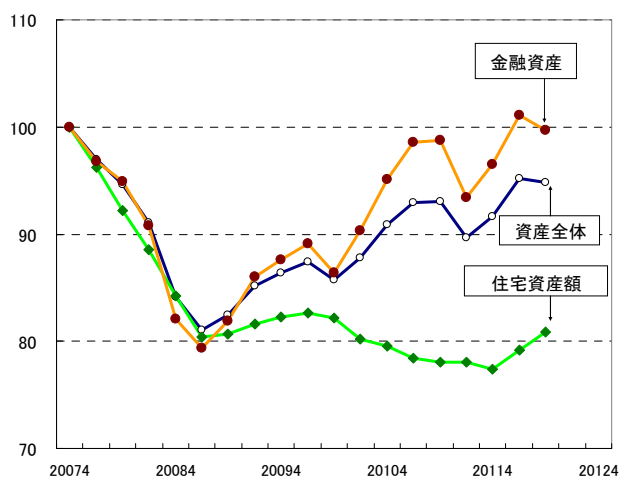
図表6 リセッション入り後の累積雇用者増減



（資料）米労働省、横軸は2007/12以降の経過月数

図表7 リセッション入り後の家計資産の変化

（2007/4Q=100）



（資料）FRB

こうした雇用と住宅の回復の遅れによる景気抑制に加えて、米経済は、欧州問題と「財政の崖」という下振れリスクを抱えている。欧州問題はスペインの財政問題へと波及を見せるなどすぐに解決する問題ではなく、中期的にも警戒要因となろう。「財政の崖」は、その多くは現状の先送りが見込まれ

るが、税制改革が絡む一方、大統領選挙後も議会とのネジレが続くと見られることから、先送り後もすぐに決着が付くことはないだろう。いずれも下振れリスク要因として米経済の回復に重石となる状況が続きそうだ。

一方、FRBは、2012年9月のFOMCでQE3を実施、ゼロ金利政策も2015年半ばまでの延長を決定するなど一段強力な緩和策に踏み切った。このように、米経済は未だに金融危機からの回復過程にあり、予測期間の前半はこうした局面下での景気回復を見せよう。その後は、こうした極めて景気刺激的な金融緩和政策の正常化への動きが、財政赤字抑制の動きとともに進行しよう。拡大したFRBのバランスシートや財政赤字等が、縮小へと向かうことに加え、構造的にはベビーブーマーのリタイア本格化といった要因も抱えているため、成長率は次第に低下していくものと思われる。

## 2 | 欧州経済—統合深化による危機の克服を目指す10年間

ユーロ圏では、信用力の格差やユーロ圏分裂の不安から、国境を超える民間資本の移動が枯渇し、欧州中央銀行（ECB）や欧州金融安定ファシリティ（EFF）など金融安全網が辛うじて支える状態が続いている。2012年には、域内におけるユーロ危機の拡大と域外経済の減速の影響で、景気は再び後退局面に入り、自力での資金調達を断念して金融安全網からの支援を受ける国は5カ国に増えた。「限られた規模の金融安全網による厳しい条件付きの支援と規制・監視体制の強化」という過去3年間の危機対策の失敗が明確になった。

このため、2012年6月末の欧州連合（EU）首脳会議では、EUの共通財源などを活用した1200億ユーロの成長戦略とともに財政、銀行、経済、政治の4つの側面から統合を深めるため、年内に向こう10年間の統合の工程表をまとめることで合意した（図表9）。こうした危機対策の軌道修正に加え、9月にはECBが新たな国債買い入れプログラム・OMTを導入、10月には常設の欧州安定メカニズム（ESM）が稼動を開始するなど金融安全網の強化も進みつつある。

2013年前半には、危機対策の具体化と域外経済の下げ止まりから、ユーロ圏経済は北部主導で底入れる見通しだが、南欧の財政・構造改革と金融機関のデレバレッジ圧力は続くため、2013年以降も、ユーロ圏全体の成長テンポは緩やかなものに留まろう。ECBの非常時モードの金融政策の出口戦略が始まるのは2015年頃だろう。

域内の資本移動が正常化し、域内全体でバランスがとれた成長が実現するには、過剰な水準に積み上がった債権・債務の適正化と金融システムの強化、競争力格差の是正、そして統合深化によるユーロ制度の強化が必要である。

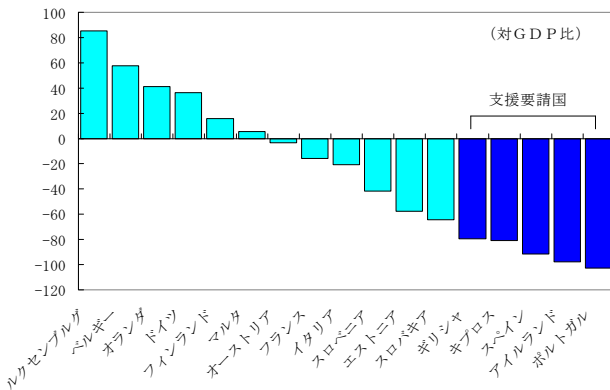
ユーロは、第二次世界大戦後の「二度と戦争を起こさない」という理念からスタートした欧州統合の中心プロジェクトであり、新興国の経済力が高まり、多極化する国際社会において、欧州が影響力を維持して行くために不可欠である。加えて、危機克服にはユーロ制度の強化が必要との大枠でもユーロ参加国はおおむね一致している。しかし、統合の深化、とりわけ財源共有化という面では、域内諸国間の利害調整、各国国民の説得、基本条約の改正などが必要なため、時間を要し、今後も紆余曲折を経るだろう。

予測期間中には、ECBによる一元的金融監督体制の始動のほか、預金保険の相互融通化、共通の金融危機管理基金の立ち上げなどによる銀行同盟化の方向は明確になりそうだ。財政同盟の面でもド

イツの5賢人委員会が提唱する「償還基金」債のように過剰債務の解消と相互監視体制の強化につながる形でのユーロ共同債が実現する可能性もある。それでもユーロ制度は完成とは程遠い。

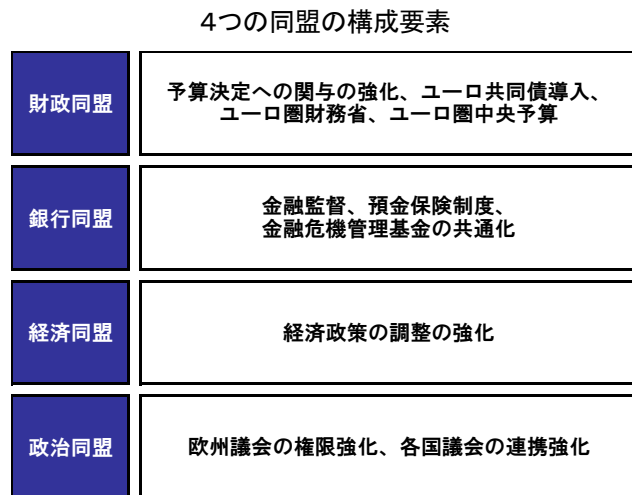
EU・ユーロ圏レベルの危機対策・成長戦略と各国の財政・構造改革がかみ合うとともに域外経済も標準シナリオ以上のペースで回復した場合にはユーロ圏の回復ペース、金融政策の出口の時期も早まる。他方、危機対策の足並みが揃わず、統合を深めることができなければ経済の停滞は長びき、ユーロ圏内の緊張は高まり、ユーロへの信認不安も解消しないだろう。

図表8 ユーロ参加国の対外純資産残高(2011年末)



(資料)欧州委員会統計局

図表9 向こう10年間でユーロ圏が実現を目指す

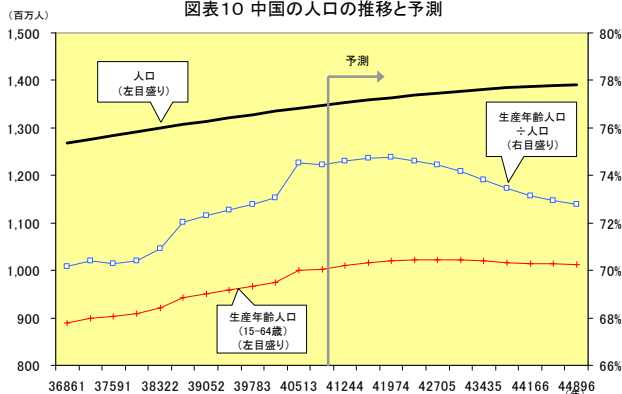


(資料)2012年6月末のファンロンパイEU大統領報告から作成

### 3 | 「成長の壁」克服に挑戦する中国

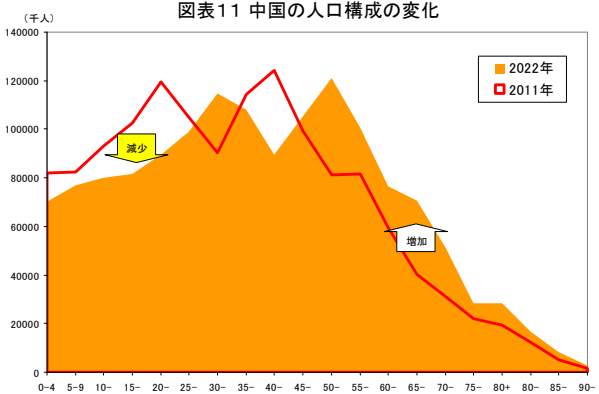
過去10年間(2003-12年)に年率0.5%のペースで増加してきた中国の人口は、今後10年は年率0.3%程度へ人口の伸びが鈍化するとみられる。また、今後も「一人っ子政策」が継続されると少子高齢化が進み、生産年齢人口(15-64歳)は2016年前後をピークに減少傾向に転じ、経済成長率にマイナスのインパクトをもたらすと考えられる(図表10、11)。従って、これまで高成長を支えてきた中国の「安価で豊富な労働力」は、今回の予測期間中に大きな曲がり角を迎えることになりそうである。

図表10 中国の人口の推移と予測



(注)2011年までは中国国家统计局、2012年以降は国連(World Population Prospects, The 2010 Revision)を元にニッセイ基礎研究所で作成

図表11 中国の人口構成の変化



(資料)国連(World Population Prospects, The 2010 Revision)を元にニッセイ基礎研究所で作成

人口問題以外にも中国には「成長の壁」がみえてきた。世界第2位の経済大国となった中国が今後も外需依存を続けるには、世界の需要は小さ過ぎて高成長は続けられない。また、中国が資源効率の低い設備を温存したままで大量生産を続ければ、原材料やエネルギーの価格が高騰して、自分で自分の首を絞めることにもなりかねない。更に、後発のアジア新興国ではインフラ整備や人材育成が進み、その「安価で豊富な労働力」が中国の労働集約型産業を脅かす存在となりつつある。従って、中国が「成長の壁」を乗り越えるには、外需依存から内需主導へ、資源多消費型から省エネ・環境保全型へ、低付加価値の労働集約型産業から高付加価値の技術知識集約型産業へと構造転換することが必要となっている。

中国政府は「成長の壁」の克服を目指し、第12次5ヵ年計画（2011-15年）で「経済発展パターンの転換加速」を打ち出した。外需依存から内需主導への転換に向けては所得分配の改善を通じた消費拡大に取り組み、資源制約の克服に向けては省エネ・環境関連投資を積極化、高付加価値産業の育成に向けては民間企業の活力を引き出す規制緩和や研究開発積極化の方向性を示している。

2012年11月に誕生する見込みの新最高指導部が、このような「経済発展パターンの転換加速」を実現できれば、10%超の高成長は難しくとも7-8%程度の安定成長は可能だろう。但し、「経済発展パターンの転換加速」を推進する上では、既得権益層の基盤を創造的に破壊することも必要になってくる。従って、既得権益層の抵抗で経済発展パターンの転換が遅れば、経済成長率が5%台へ低下するリスクも抱えている。

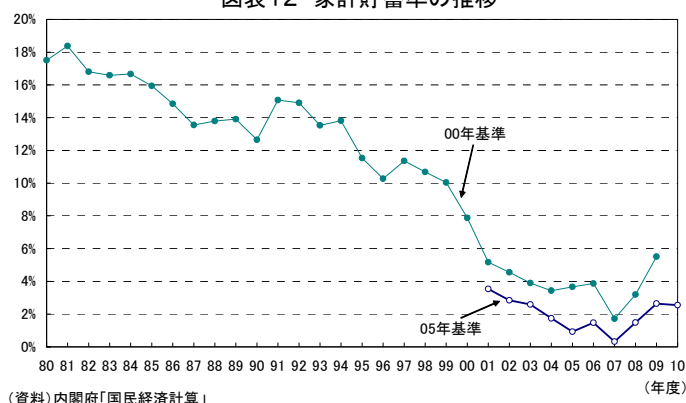
### 3—日本経済の見通し

#### 1 | 個人消費低迷の主因は所得の伸び悩み

日本経済は1990年代初頭のバブル崩壊から20年にわたって停滞を続けているが、その主因は個人消費の低迷である。1992年度から2011年度までのGDP統計における実質民間消費支出の伸びは平均で0.9%にとどまっている。

かつて、日本では家計の貯蓄率が高いことが消費低迷の一因とされていた。しかし、1980年代初め頃には20%近かった家計貯蓄率は高齢化の影響もあり、2000年度に10%を割り込んだ後、2007年度には0.3%まで低下した。その後やや持ち直したものの、2010年度の家計貯蓄率は2.5%の低水準となっている（図表12）。貯蓄率が低下しているということは、消費の伸びが可処分所得の伸びを上回っていることを意味する。個人消費低迷の主因は所得の伸び悩みにあると考えられる。

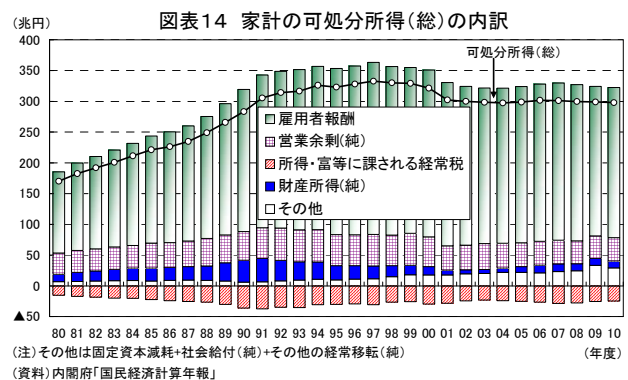
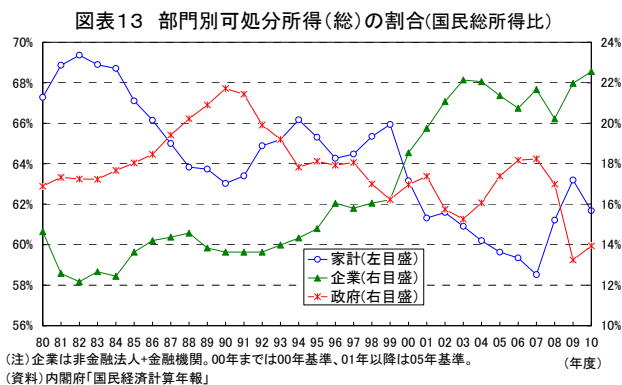
図表12 家計貯蓄率の推移





ここで、国民総所得（GNI）がどのように分配されているかを部門別の可処分所得（総）<sup>1</sup>の割合から見てみると、企業部門は1990年代前半までは10%台前半となっていたが、1990年代後半から2000年代前半にかけて急上昇し、最近では20%台で推移している。一方、家計部門は1980年代初めころには70%近い水準となっていたが、その後低下傾向が続き2000年代半ばには60%を割り込んだ。2008年度、2009年度には家計部門への分配が上昇したものの、2010年度には再び低下し61.7%となっており、1990年代までに比べると低水準にとどまっている（図表13）。つまり、家計所得の低迷は経済成長が停滞していることに加え、経済活動によって得られた所得が家計に十分に分配されていないことによって生じているのである。

さらに、家計の可処分所得の内訳を見ると、「所得・富等に課される経常税」はバブル崩壊後の度重なる減税政策の結果、ピーク時（1991年度）の37.5兆円から2010年度には24.6兆円まで減少し、可処分所得の押し上げに寄与している。一方、可処分所得の8割以上を占める雇用者報酬は景気低迷の影響から1997年度の279.7兆円から2010年度には244.3兆円へと35.4兆円の減少となっているほか、超低金利の長期化によって利子所得が激減したことから財産所得（純）はピーク時（1991年度）の38.0兆円から2010年度には11.3兆円へと26.7兆円の減少となっている。この結果、2010年度の家計の可処分所得は297.9兆円となり、1997年度の332.9兆円よりも34.9兆円低い水準となっている（図表14）。



## 2 | 貯蓄超過が続く企業部門

超低金利の継続による家計部門の利子所得の減少は、その一方で企業の利払い負担の軽減をもたらしている。非金融法人の支払利子はピーク時の55.6兆円(1991年度)から2010年度には8.0兆円(FISIM調整前)へと47.6兆円も減少している。配当の支払が増加傾向にあるため、財産所得（純）の改善幅は支払利子の減少に比べれば小さいが、それでもマイナス幅は1991年度の▲45.9兆円から2010年度には▲9.7兆円へと36.2兆円も縮小している（図表15）。

本業で上げた利益に相当する「営業余剰」は、景気循環にほぼ連動する形で増加と減少を繰り返し

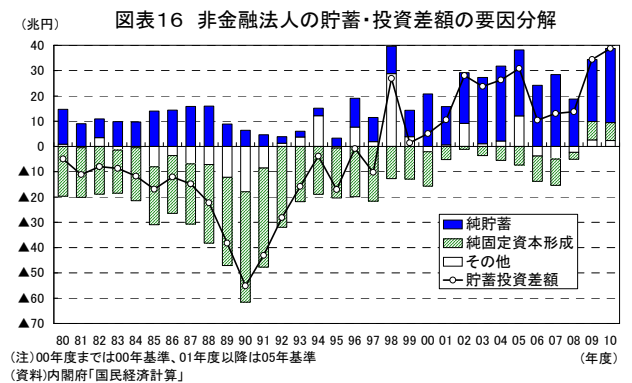
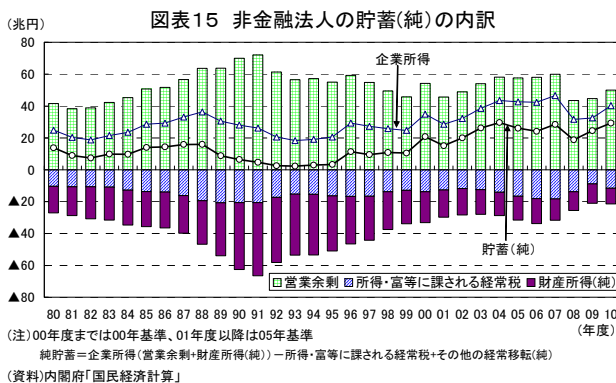
<sup>1</sup> 2011年12月に実施された基準改定（2000年基準→2005年基準）から、FISIM（間接的に計測される金融仲介サービス）が導入された。FISIMの導入はGDPの水準を押し上げるとともに、本レポートで用いている制度部門別の所得支出勘定の計数にも影響を与える。ただし、FISIM導入後の所得支出勘定の計数は2001年度以降しか公表されておらず、2000年度以前の計数との比較ができない。そのため、ここでは2000年度以前は2000年基準の旧系列の計数、2001年度以降は2005年基準の新系列の計数をFISIM調整前の計数に加工して使用した。

ているが、長期不況やデフレ継続を反映してバブル期のピーク時（1991年度の72.0兆円）を大きく下回る水準が続いており、2010年度の営業余剰（FISIM調整前）は50.0兆円とピーク時の7割程度となっている。

しかし、営業余剰の落ち込みよりも財産所得の改善幅が大きいと、営業余剰に財産所得（純）を加えた企業所得は、景気循環による振れを伴いながらも右肩上がりでも推移している。2003年度にバブル期のピーク（1988年度）を超えた後、2008年度のリーマン・ショック時にはいったん大きく落ち込んだが、その後持ち直したことにより、2010年度の水準はバブル期よりも高くなっている。

さらに、法人税が軽減されていることが企業の貯蓄増加に寄与している。国民経済計算における法人税にあたる非金融法人の「所得・富等に課される経常税」は1989年度には20.7兆円まで増加したが、バブル崩壊後は減少傾向が続いている。は8.8兆円とピーク時の4割程度となった。2010年度は11.6兆円まで持ち直したが、ピーク時に比べると6割弱の水準にとどまっている。

企業部門は貯蓄の拡大傾向が続く一方、設備投資を中心とした投資は低迷している。非金融法人の純固定資本形成（総固定資本形成－固定資本減耗）は2009年度、2010年度とマイナスとなった。固定資本減耗が総固定資本形成の水準を上回ったことは、既存の生産設備を維持できなくなったことを意味しており、国内における企業の生産能力が縮小に向かいつつあることを示唆している。この結果、2010年度の非金融法人の貯蓄投資差額は40兆円近い大幅な貯蓄超過となった（図表16）。

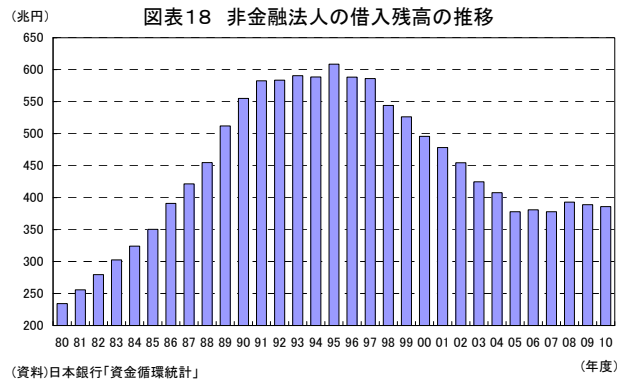
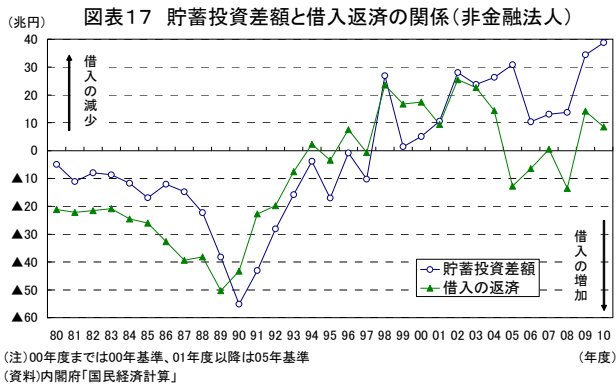


企業が潤沢なキャッシュフローを持っているにもかかわらず、それが設備投資に回らなかったのは、バブル期に積み上がった過剰債務の圧縮に向けて余剰資金の多くを借入の返済に充てたことが主因と考えられていた。確かに、国民経済計算の金融取引を見ると、企業部門が貯蓄超過（資金余剰）に転じた1990年代後半以降、貯蓄超過額とほぼ同じ額が借入の返済に充てられていたことが読み取れる。しかし、2000年代半ば以降は借入の返済額が貯蓄超過額を下回るようになっており、借入の返済は一段落したことが窺える（図表17）。実際、日本銀行の資金循環統計で非金融法人の借入残高を見ると、1995年度の約600兆円から2005年度までの10年間で200兆以上減少した後は、ほぼ横ばい圏の推移が続いている（図表18）。

貯蓄の拡大、投資の低迷が長期化しているため、企業部門は大幅な貯蓄超過を続けている。本来は資金の借り手であるはずの企業部門が大幅な貯蓄超過を続けていることは決して健全な姿とはいえない。企業に滞留する余剰資金を家計部門に還元することが個人消費回復の近道であり、このことが経



済状況の好転、デフレ脱却にもつながるのではないだろうか。

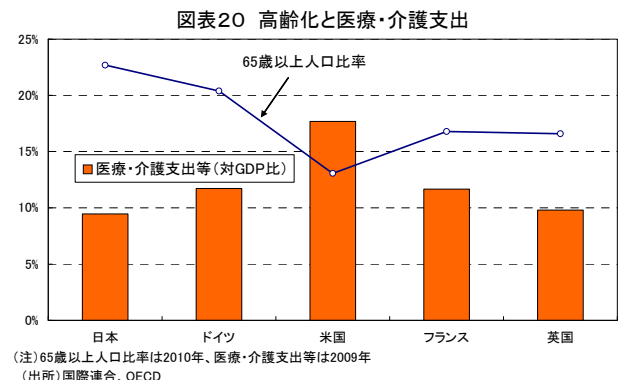
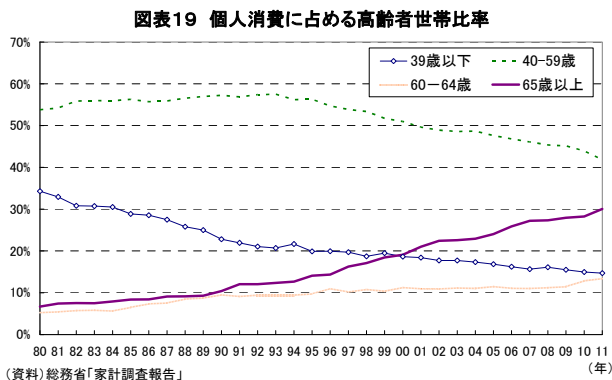


### 3 | 高齢化と個人消費

高齢化の進展に伴い個人消費に占める高齢者世帯の割合は年々高まっており、世帯主が65歳以上の世帯の消費額は2011年時点で約3割を占めるようになった(図表19)。こうした中では、消費者に提供する商品・サービスの中身も高齢化による需要構造の変化に応じてシフトしていくことが重要となる。

高齢者世帯の消費の内訳を見ると、保険医療、食料(外食を含む)、宿泊料・パック旅行などのウェイトが高いことが特徴となっており、企業側もサービス産業を中心に高齢者の需要掘り起こしに向けた取り組みを進めている。しかし、現時点では高齢者の潜在的な需要にまで十分に対応できていないとは言えないだろう。

たとえば、高齢化社会では医療介護への支出が増加することが当然と考えられるが、日本は高齢化率が世界で最も高くなっているにもかかわらず、GDPに対する医療・介護支出の割合は先進国の中で低い(図表20)。財政状況が大きく悪化している中、医療・介護に対する公費負担を高めることは現実的ではないが、現在は原則として禁止されている混合診療を認めるなどの規制緩和を通じて、個人が自己負担によって選択的な医療・介護サービスを受けることが可能となるような環境の整備を進めるべきである。



### 4 | 予測期間中の潜在成長率は1%程度へ

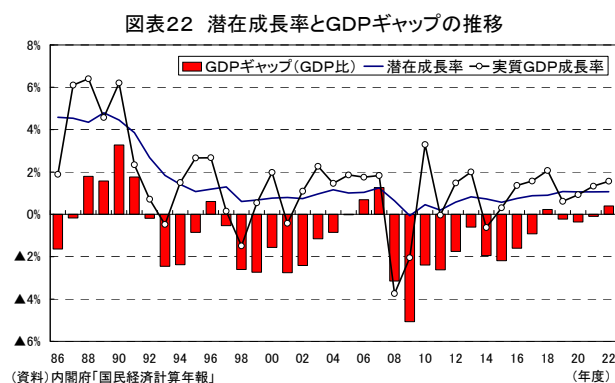
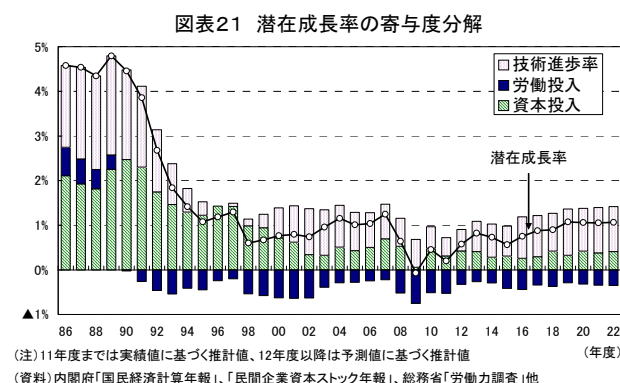
1980年代には4%台であった日本の潜在成長率は、1990年台初頭から急速に低下し、1990年代終わり頃には1%を割り込む水準にまで低下した。2002年以降の戦後最長の景気回復局面では一時1%を

上回る局面もあったが、その後のリーマン・ショック、東日本大震災の影響もあって足もとの潜在成長率は0%台半ばと推計される。潜在成長率を規定する要因のうち、労働投入による寄与は1990年代初頭から一貫してマイナスとなっているが、近年は設備投資の低迷により資本投入による押し上げ幅が縮小している（図表21）。

今回の予測では、高齢者、女性の労働力率が現在よりも一定程度上昇することを見込んでいるが、人口減少、高齢化が一段と進む中では労働力人口の減少は避けられない。技術進歩率が1%程度まで上昇することを想定しても予測期間中の潜在成長率は1%程度までの回復にとどまるだろう。

潜在成長率が低水準にとどまるため、実際の成長率がそれほど高まらなくてもGDPギャップのマイナス幅は縮小する。GDPギャップはリーマン・ショック後の2009年度にはマイナス幅が▲5%程度（GDP比）まで拡大したが、その後の景気回復や潜在成長率の低下から足もとのマイナス幅は▲2%程度まで縮小しているとみられる。先行きについては、消費税率引き上げ前後に成長率が大きく振幅する影響はあるが、均してみれば潜在成長率を若干上回る成長が続くことから、GDPギャップのマイナス幅は縮小傾向が続き、2010年代後半以降はゼロ近傍の動きとなることが想定される（図表22）。

需給面からの下押し圧力が弱まることにより、消費者物価は基調的にプラス圏での推移が続くことが予想される。予測期間中に消費税率が5%から10%まで引き上げられることを想定しているため、消費者物価上昇率（生鮮食品を除く総合）は過去10年間平均の▲0.1%から、予測期間10年間の平均で0.9%へと高まるだろう。



## 5 | 10年間の実質成長率は平均1.1%を予想

消費税率を2014年4月に5%から8%へ、2015年10月に8%から10%へ引き上げる消費増税関連法が2012年8月に成立した。

消費税率引き上げによる経済への影響は、①物価上昇による実質所得の減少が個人消費を中心とした国内需要を下押しする効果、②税率引き上げ前の駆け込み需要と税率引き上げ後の反動減、に分けて考えられる。

まず、物価上昇による影響をみると、当研究所のマクロモデルによるシミュレーションでは、消費税率を1%引き上げた場合、消費者物価は0.71%上昇する。消費者物価指数のうち、消費税の非課税品目は2割程度であるため、課税対象品目については消費税率引き上げ分のほとんどが価格転嫁されることになる。

消費者物価の上昇は家計の実質所得の低下をもたらし、これが実質民間消費、実質住宅投資の減少につながる。さらに、国内需要の減少に伴う企業収益の悪化が設備投資を下押しする。この結果、消費税率を1%引き上げた場合、実質GDPは1年目に▲0.24%低下した後、2年目に▲0.42%と低下幅がさらに拡大した後、3年目には▲0.36%とその影響がやや和らぐことになる(図表23)。

図表23 消費税率1%引き上げの影響

(単位: %)

	1年目	2年目	3年目
実質GDP	▲0.24	▲0.42	▲0.36
民間消費	▲0.37	▲0.61	▲0.64
住宅投資	▲0.40	▲0.88	▲0.99
設備投資	▲0.16	▲0.84	▲0.62
名目GDP	0.28	▲0.06	▲0.05
消費者物価	0.71	0.69	0.67

(注) 当研究所マクロモデルによるシミュレーション結果  
ベースラインからの乖離率

また、消費税率の引き上げ前後では駆け込み需要とその反動減が発生する。2014年度に消費税率を5%から8%へと引き上げた場合、当研究所の試算では個人消費、住宅投資を中心に駆け込み需要が発生することにより2013年度の実質GDPは0.7%押し上げられる。

一方、2014年度は物価上昇に伴う実質所得の低下による影響(▲0.7% = ▲0.24% × 3)と駆け込み需要の反動(▲0.7%)が重なるため、実質GDPは1.4%押し下げられる。2013年度の実質GDPは0.7%押し上げられているため、2014年度の実質GDP成長率は▲2.1%押し下げられることになる。

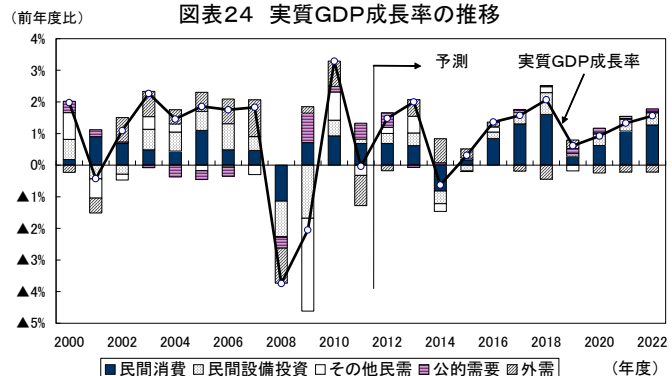
2014年度の実質GDP成長率がプラスを確保するためには実力で2%以上の成長が必要となるが、潜在成長率が1%を大きく下回る中、これはかなり高いハードルと言える。当研究所では2014年度の実質GDPは▲0.6%のマイナス成長になると予想している。景気悪化が鮮明となることで2015年10月に予定されている税率の再引き上げは先送りになる可能性が高い<sup>2</sup>。

2014年度の消費税率引き上げは経済の停滞、デフレ基調が継続する中で実施される公算が大きく、3%という大幅な引き上げは景気の急速な悪化につながる恐れがある。景気悪化に伴う所得の低迷、企業収益の悪化は直接税(個人所得税、法人税)の減少をもたらすため、消費税率の引き上げにもかかわらず、想定したほど財政収支が改善しないという事態も考えられる。今回の見通しでは、実質GDP成長率が1%台半ば、消費者物価上昇率が1%程度となったことを受けて、2019年度に消費税率が8%から10%に引き上げられると想定した。

ただし、日本の財政状況は大きく悪化しており、経済の正常化やデフレ脱却が完全に実現するまで消費税率の引き上げを先延ばしするだけの猶予はない。デフレ継続下で消費税率の引き上げを行う場合には、たとえば税率の引き上げ幅を1%ずつと小刻みなものにするなどの対応も選択肢のひとつだろう。

日本の実質GDP成長率は予測期間(2013~2022年度)の平均で1.1%になると予想する(図表24)。予測期間前半は欧州をはじめとした海外経済の低迷や消費税率引き上げ後の大幅な落ち込みが響き、平均で0.9%と1%を下回る低空飛行が続く。予測期間の後半は

図表24 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」

<sup>2</sup> 消費増税関連法では、「法律の公布後、名目及び実質の経済成長率、物価動向等、種々の経済指標を確認し、経済状況等を総合的に勘案した上で、その施行の停止を含め所要の措置を講ずる」としている。

経済の正常化が徐々に進むことから、消費税率引き上げによるマイナス要因はあるものの、平均で1.3%と潜在成長率を若干上回る伸びとなる。

## 6 | 経常収支赤字化の可能性

日本の貿易収支は、東日本大震災によるサプライチェーンの寸断やその後の円高、海外経済の減速の影響で輸出の低迷が続く一方、原子力発電所の停止、火力発電所の増強に伴い液化天然ガス（LNG）を中心に輸入の高い伸びが続いたことから、東日本大震災直後から1年半にわたって赤字基調が続いている。

2011年度の貿易収支（国際収支ベース）が31年ぶりの赤字となったことで、貿易赤字がこのまま定着するという見方が増えていることに加え、貿易収支の赤字化に伴い経常収支の黒字も縮小しており、長期にわたり高水準の黒字を維持してきた経常収支も近いうちに赤字に転落するとの見方も浮上してきた。

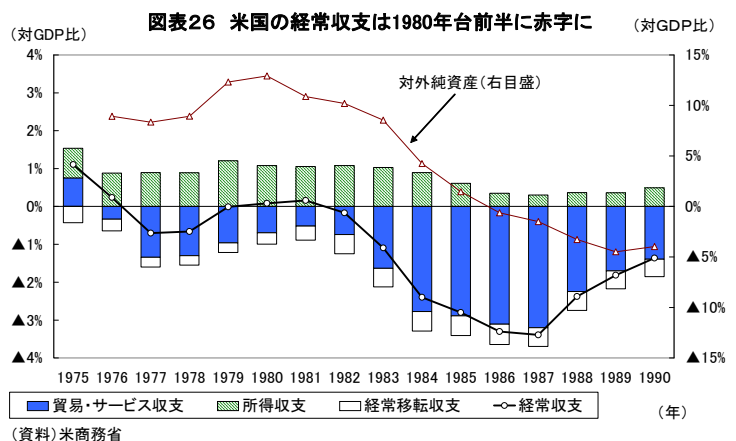
国際収支の発展段階説に基づけば、日本は1960年代後半に「成熟した債務国」から「債務返済国」に移行した後、1970年代以降は「未成熟な債権国」の状態が続いていると考えられる（図表25）。

しかし、2011年度には所得収支が高水準の黒字を維持する中、貿易・サービス収支が赤字となったことで、「成熟した債権国」に移行した可能性があり、先行きについては貿易・サービス収支の赤字が拡大し、所得収支の黒字がそれをカバーしきれなくなれば、経常収支は赤字化し「債権取り崩し国」に移行することになる。

図表25 国際収支の発展段階説

	経常収支	貿易・サービス収支	所得収支	対外純資産
I 未成熟な債務国	赤字	赤字	赤字	マイナス
II 成熟した債務国	赤字	黒字	赤字	マイナス
III 債務返済国	黒字	黒字	赤字	マイナス
IV 未成熟な債権国	黒字	黒字	黒字	プラス
V 成熟した債権国	黒字	赤字	黒字	プラス
VI 債権取り崩し国	赤字	赤字	黒字	プラス

ここで、1970年代から80年代にかけて経常収支が黒字から赤字へと転換した米国の例を見てみよう。米国は1970年代半ばに貿易・サービス収支が赤字化し、その後1980年代前半以降は経常収支の赤字が定着することとなった。当時、所得収支は黒字を維持していたが、対外純資産のGDP比が10%程度にとどまっていたこともあり、所得収支の黒字幅もGDP比で1%前後であった。このため、貿易・サービス収支の赤字化から経常収支の赤字化までの期間は比較的短かった（図表26）。

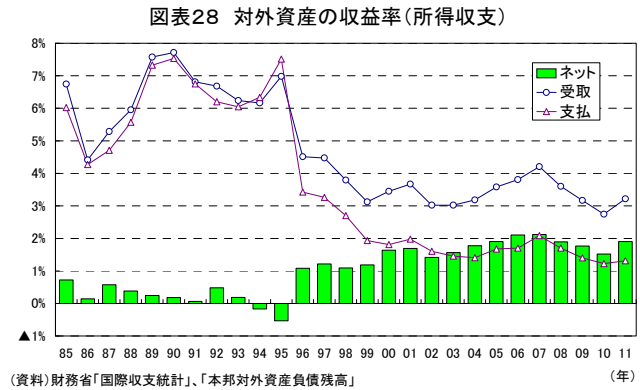
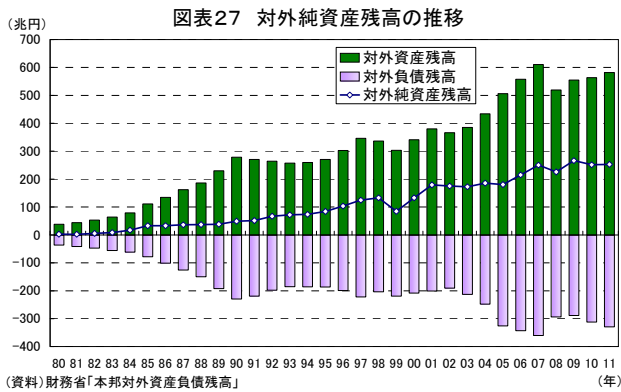


一方、2011年度の日本の所得収支は14.0兆円（GDP比で3.0%）と高水準となっている。これは経常黒字の蓄積によって対外資産が増加を続けているためである。日本の対外資産は1990年の279兆円から2011年には582兆円とこの20年間で倍以上となり、対外資産から対外負債を差し引いた対



外純資産も 2011 年には 253 兆円、GDP 比で 54%に達している（図表 27）。

また、かつては対外資産に対する利回り（所得収支の受取/対外資産）と対外負債に対する利回り（所得収支の支払/対外負債）の差があまりなかったが、1990 年代半ば以降は資産利回りが負債利回りを安定的に上回っており、足もとではネットの収益率が 2%弱（資産利回り－負債利回り）となっている（図表 28）。



貿易収支の赤字化により経常収支は縮小しているとはいえ黒字は確保しており、このことは対外純資産のさらなる蓄積につながる。経常黒字を確保した上で安定的な収益率を維持することができれば、所得収支は高水準の推移が続くことになる。今回の見通しでは、予測期間の 2020 年代初頭まで名目 GDP 比で 3%程度の所得収支黒字が続くと予想した。

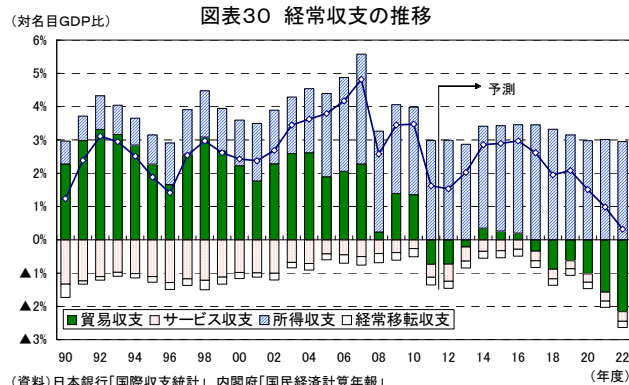
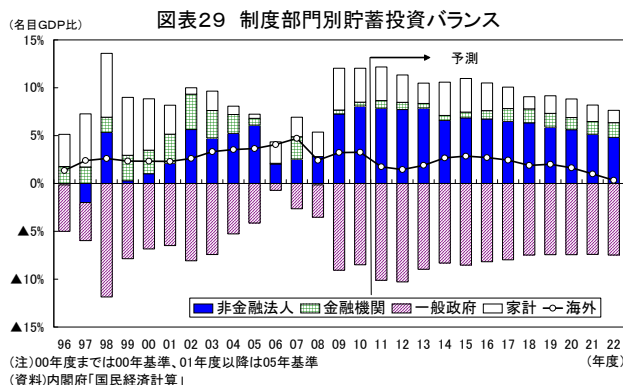
一方、貿易収支は海外経済の回復に伴う輸出の増加などから 2014 年度にはいったん黒字に転じるが、高齢化の進展に伴う国内供給力の低下から趨勢的には輸入の伸びが輸出の伸びを上回ることになるため、2017 年度に再び赤字となった後は赤字幅の拡大傾向が続くだろう。旅行、輸送などのサービス収支は一貫して赤字となっているため、2011 年度に赤字となった貿易・サービス収支は予測期間中、黒字化することはなく、2022 年度には赤字幅が名目 GDP 比で 2%台まで拡大するだろう。

中長期的には、経常収支は貯蓄投資バランスによって決定される。部門別の貯蓄投資バランスの推移を見ると、家計部門は一貫して貯蓄超過を続けているが、超過幅は近年縮小傾向にあり、一般政府はバブル期に貯蓄超過に転じた局面もあったが、バブル崩壊後は赤字を続けている。また、投資超過で推移していた企業部門（非金融法人）は 1998 年度に貯蓄超過に転じてからは 10 年以上にわたってその状態が続いている。かつては、資金不足の企業部門が家計部門の貯蓄（余剰資金）を借り入れることにより設備投資を行うという形となっていたが、1990 年代後半以降は政府の財政赤字を企業と家計の資金余剰でファイナンスする構図となっている。

先行きについては、高齢化のさらなる進展により家計の貯蓄率は 2022 年度にはほぼゼロ%となり、家計の資金余剰も縮小傾向が続くことが見込まれる。また、企業部門はこれまでに比べれば設備投資の伸びが高まることや金利上昇に伴い利払い費の増加から貯蓄超過幅は縮小に向かうことが予想される。一方、政府は財政赤字の削減が緩やかながらも進展することから投資超過幅は縮小傾向となる。今回の見通しでは、家計、企業が資金余剰、政府が資金不足という構図は現在と変わらないが、政府の赤字削減以上に家計、企業の黒字幅縮小が進む結果、経常収支は予測期間末でも黒字を維持するも



の、黒字幅は名目GDP比で0.3%まで縮小すると予想した（図表29、30）。

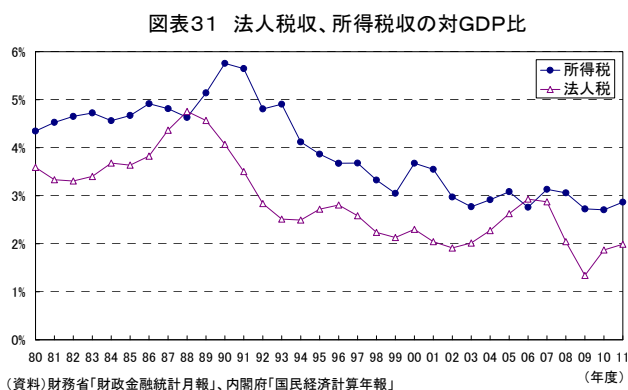


## 7 | 財政収支の見通し

日本の財政状況は大きく悪化している。近年の財政収支の悪化は、高齢化の急速な進展に伴う社会保障関係費を中心とした歳出の増加と、税収を中心とした歳入の落ち込みの両方が寄与する形となっている。ここで、税収の落ち込みの主因となっている直接税の名目GDP比の推移を見てみると、所得税、法人税ともに名目GDPに占める税収の割合が大きく低下していることが分かる（図表31）。これはバブル崩壊以降、個人所得税、法人税ともに景気対策のための減税が繰り返し実施されてきたことを反映したものである。内閣府の経済財政白書（平成24年版）によれば、1980年以降の制度減税による税収の減少幅は所得税が11.7兆円、法人税が3.5兆円となっている。

制度減税が経済成長をもたらせば中長期的には税収の増加につながるはずだが、実際には減税にもかかわらず経済成長率が高まらないため、名目GDPの低迷と制度減税の両方が税収の減少をもたらすという悪循環に陥っている。

財政健全化に向けて税収増を実現するためには、名目成長率を高めることが重要であることは言うまでもないが、それに加えて課税ベースの拡大も検討課題のひとつだろう。



2014年度に消費税率を3%引き上げることにより、財政収支は大きく改善することが期待されている。内閣府が2012年8月に公表した「経済財政の中長期試算」では、消費税率を引き上げる2014年度に国・地方の基礎的財政収支(プライマリーバランス)の赤字幅は約7兆円(対名目GDP比で1.5%)縮小すると試算されている(慎重シナリオによる)。

しかし、景気悪化により法人税を中心とした直接税が大きく落ち込むため、消費増税のかなりの部分は打ち消されてしまう。当研究所では2014年度の基礎的財政収支の改善幅は名目GDP比で0.6%にとどまると予想している。

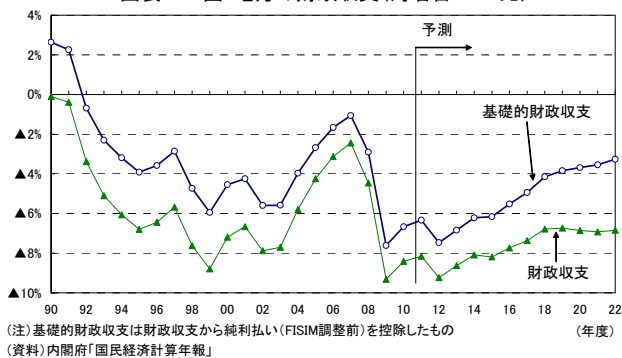
政府は財政戦略運営において、国・地方の基礎的財政収支について、2015年度までに赤字の対GDP比を2010年度の水準から半減し、2020年度までに黒字化することを目標としている。政府は2015

年10月には消費税率を10%に引き上げることを予定しているため、2015年度の国・地方の基礎的財政収支は▲3.2%（対名目GDP比）と当該目標が達成されることを見込んでいる。しかし、当研究所では消費税率引き上げが実施される2014年度の赤字を▲6.2%と内閣府の試算（慎重シナリオ：▲3.7%）よりも大きくなるとみていることに加え、2015年度は税率の引き上げが見送られると想定しているため、赤字幅は▲6.2%と政府目標を大きく下回ると予想している。

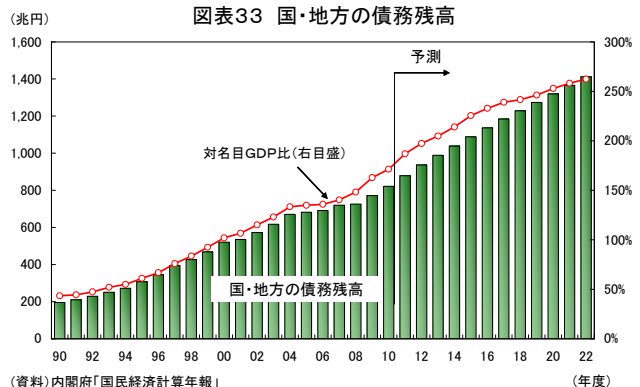
2010年代半ば以降は経済情勢が徐々に好転し、税収も次第に増加すること、2019年度には消費税率が8%から10%へと引き上げられることから、基礎的財政収支の赤字は縮小傾向が続くが、2022年度でも▲3.3%の赤字となり、内閣府の慎重シナリオにおける2023年度の▲2.7%を下回るだろう（図表32）。この結果、すでに対名目GDP比で200%近い水準となっている国・地方の債務残高は増加を続け、2022年度には約1400兆円、対名目GDP比で250%を超えることが予想される（図表33）。

なお、見通し期間中は長期金利の上昇傾向が続くため、債務残高に対する利払い費の割合が上昇する。単年度の長期金利の上昇が国債残高全体の平均金利の上昇に直結するわけではないが、長期金利の継続的な上昇は利払い費の着実な増加につながる。今回の見通しでは、今後10年間の平均的な長期金利（10年国債）の水準が名目GDP成長率を上回ることを想定している。このため、利払い費（純）を含む財政収支は基礎的財政収支に比べ改善ペースが遅くなるだろう。仮に、基礎的財政収支が黒字となっても財政収支は赤字のままで債務残高は増加を続けるといった事態が想定される。

図表32 国・地方の財政収支(対名目GDP比)



図表33 国・地方の債務残高



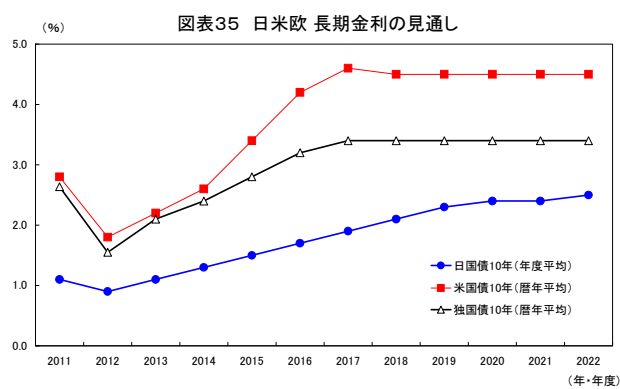
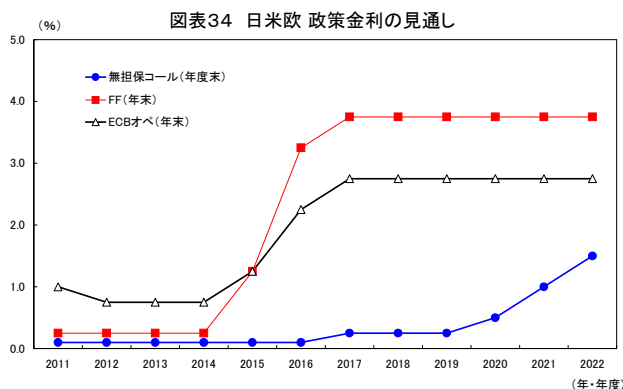
## 4—金融市場の見通し

### 1 | 主要国の長期金利

欧州債務危機と世界経済低迷に伴い日米欧の長短金利は歴史的な低位にある。今後も両問題ともしばらく続くことは避けられず、2010年代前半の日米欧金融政策は極めて緩和的な状況が続くだろう。その後政策対応が進むことで欧州危機の緊張感が収まる2015年頃には、雇用・住宅価格の回復によって米経済も本格回復期に入るため、欧米では利上げが開始。以降は段階的に政策金利が引き上げられ、2017年に米国が3.75%、ユーロ圏が2.75%に着地するだろう。日本もこれら海外情勢の追い風を受けるものの、2014年度の消費税引き上げの悪影響がしばらく残るため、利上げ開始は2017年度まで遅れる。日本の政策金利が継続的な上昇に向かうのは2回目の利上げを経た2020年度以降になると予想する（図表34）。

欧米長期金利については、2015年頃までは過度のリスク回避姿勢が緩むことで、以降は景気加速や

政策金利の利上げを受けて、緩やかな上昇トレンドをたどる。日本の長期金利も海外金利上昇に伴って上昇傾向になるが、利上げが海外に遅れるため、予測期間半ばにかけての上昇ペースは相対的に緩やかなものになる。また、水準についても、欧米との成長率・物価上昇率格差を反映する形で低い水準に留まるとみられる（図表35）。財政赤字が続くことで財政懸念も熾り続けるものの、期間中は経常収支の赤字転落が回避されることから、財政懸念顕在化に伴う金利の急騰は見込んでいない。

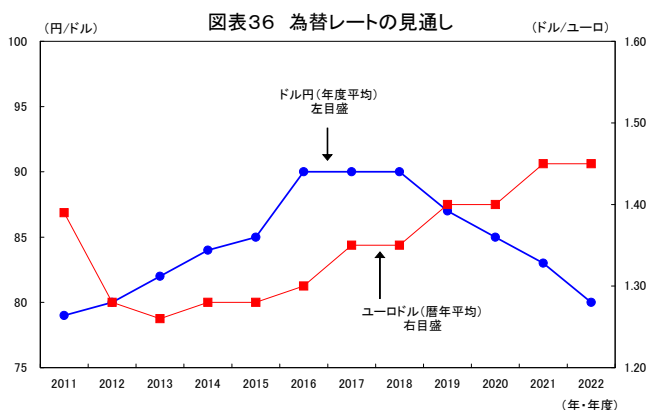


## 2 | 為替レート

欧米の金融緩和やリスク回避の動きを受けて、長らく円の高止まりが続いている。今後についても、日本の物価上昇率は米国を下回るため、“よりインフレの通貨が下落する（＝より低インフレの通貨が上昇する）”という購買力平価の観点から、日米物価上昇率格差が円高ドル安に作用する。

ただし、一方で欧州危機対応の進展によるリスク回避に伴う円買い圧力緩和や、米国の利上げ先行による日米金利差拡大という円安材料がこれを上回り、予測期間半ばまでは緩やかに円安ドル高が進行、1ドル90円にまで達するだろう。その後、予測期間終盤になると、日本の経常黒字縮小が円高圧力を緩和するものの、日本の利上げ開始に伴う日米金利差の縮小、基軸通貨ドルの地位低下などもあって、円は対ドルで上昇に転じるだろう。

債務危機緊迫化に伴って下落したユーロは、今後もしばらく低迷を余儀なくされるが、危機の収束に伴う信認の回復によって対ドルレートは緩やかな上昇トレンドをたどるだろう。予測期間の後半には、世界第2の通貨であるユーロが基軸通貨ドルの地位低下に伴う受け皿の役割を求められるようになることもユーロ上昇をサポート、予測期間末には1ユーロ1.4ドル台になると予想する（図表36）。



## 5——代替シナリオ

### 1 | 楽観シナリオ

楽観シナリオでは、欧州債務危機が早期に収束し、世界経済が順調に回復する。中国はメインシナリオに比べ成長率が高いことに加え、内需主導の経済成長へと転換していくため、グローバルな不均

衡も解消に向かう。日本経済は消費税率が引き上げられる 2014 年度には景気の低迷が避けられないがマイナス成長は回避され、2015 年 10 月の消費税率の再引き上げ（8%→10%）は予定通り実施することが可能となろう。さらに 2010 年代後半には消費者物価上昇率が安定的に 1%を上回り、名目成長率が実質成長率を下回る「名実逆転現象」も解消されるため、消費税率の引き上げを行いやすい環境が整うだろう。楽観シナリオでは、2019 年度に消費税率が 10%から 13%へと引き上げられることを想定した。

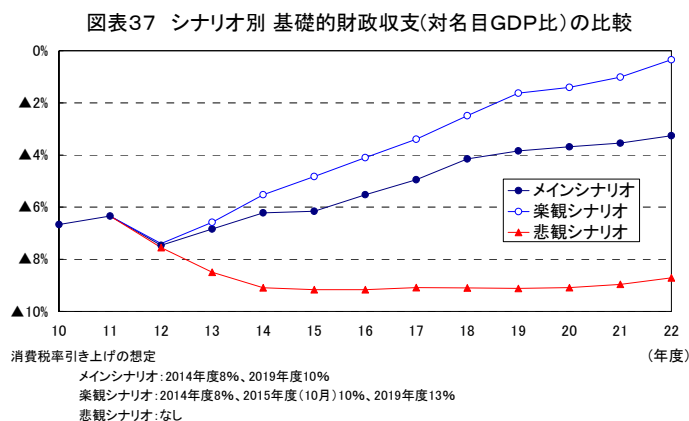
## 2 | 悲観シナリオ

悲観シナリオでは、欧州債務危機が一段と深刻化し、欧州の景気後退が長期化するとともにその影響を受けて日米ともに景気後退に陥ることで世界同時不況の様相を呈する。この場合でもリーマン・ショック時のような急激な落ち込みは想定していないが、2013 年には日米欧が揃ってマイナス成長となるだろう。すでに景気後退局面入りしている可能性が高い日本は今後景気悪化がより鮮明となり、2014 年 4 月に予定されている消費税率の引き上げは停止を余儀なくされる。その後も世界経済は低迷が続き、日本はデフレが継続することから、予測期間中に消費税率引き上げを実施することができないことを想定した。

## 3 | シナリオ別財政収支見通し

メインシナリオの財政収支見通しでは、2015 年度までの財政赤字半減、2020 年度までの黒字化ともに実現されないとしている。楽観シナリオでも政府目標は達成されないと予想しているが、国・地方の基礎的財政収支の対名目 GDP 比は 2015 年度が▲4.8%（政府目標は▲3.2%）となり、メインシナリオに比べれば、政府目標との乖離は小さくなる。さらに、楽観シナリオでは経済情勢の好転に伴い 2019 年度に消費税率を 10%から 13%へと引き上げることを想定しており、2022 年度の基礎的財政収支の対名目 GDP 比は▲0.3%まで改善する。

悲観シナリオでは名目成長率の低迷に伴う税収の伸び悩みが続くことに加え、消費税率引き上げが実施されないことから、10%近い基礎的財政収支の赤字が続く。この場合には財政破綻のリスクが高くなるだろう（図表 37）。



## 4 | シナリオ別金融市場見通し

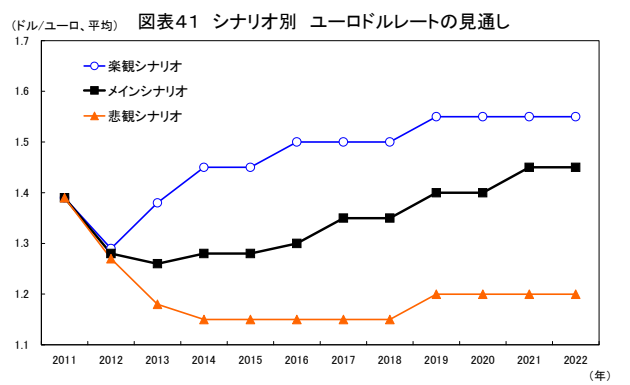
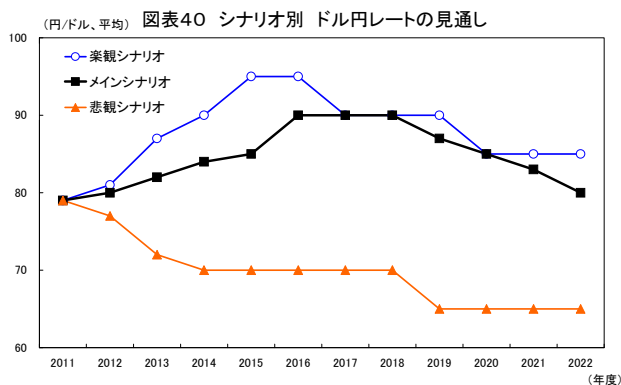
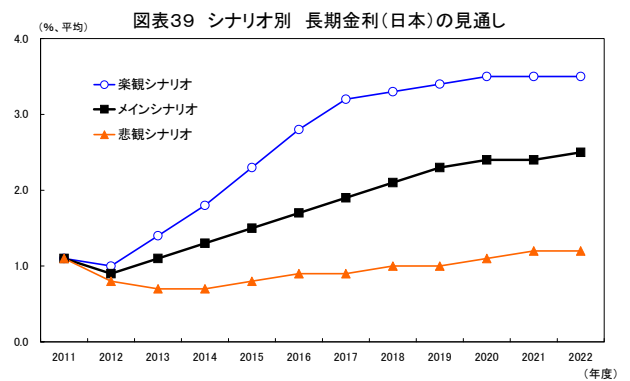
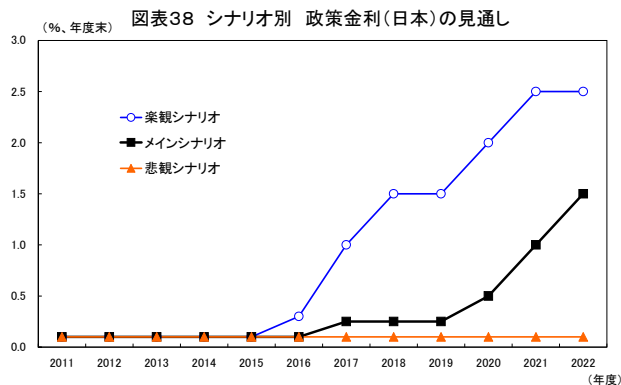
楽観シナリオでは、欧州債務危機が早期に収束し、各国景気が順調に回復、原油価格の上昇も物価押し上げに作用するため、欧米金融政策の転換、利上げ時期も早まることになるだろう。日本は 2014・2015 年度の消費税引き上げというハードルを越えるまでは低金利政策を維持するが、利上げ開始後の引き上げペースはメインシナリオを大きく上回る（図表 38）。国内長期金利についても、投資家のリスク選好と海外金利上昇による債券売りで、メインシナリオよりも早期かつ大幅に上昇していくこと

になる（図表39）。

為替ではユーロの信認が急速に回復するため、メインシナリオよりもユーロ高ドル安となり、予測期間の終わりにかけて1ユーロ1.5ドル台に乗せる。ドル円については、米国経済の早期の本格回復と急ピッチな利上げによる金利差拡大が大幅かつ早期のドル高に繋がり、2015年度頃には1ドル95円に到達する。その後はドル安に転じるが、米国の高金利に支えられ、メインシナリオよりも円安ドル高ぎみで推移するだろう。

悲観シナリオでは、欧州債務危機がさらに緊迫化し、米国経済も低迷が続くため、欧米の利上げ開始はメインシナリオよりも遠のき、かつ利上げが開始されてもすぐに打ち止めになるだろう。景気低迷で消費税引き上げを留保し続ける日本では、金融緩和圧力が緩むことが無く、予測期間を通じて実質ゼロ金利政策が継続される。原油価格の下落などで各国の物価上昇率が低位に留まることもあり、世界的に長期金利はメインシナリオに比べ大きく下回る水準に留まるだろう。

為替では、ユーロの信認が将来の不透明感からますます低下、ユーロの対ドルレートは1.1~1.2ドル程度での低空飛行となる。ドル円レートについては、米国の政策金利が殆ど上がらないことで日米金利差が拡大しないため、購買力平価やドルの信認低下をダイレクトに反映する形での円高ドル安が進行、1ドル60円台に突入すると予想される。この際、既述の通りユーロはドルに対して下落しているため、ユーロ円では大幅な円高ユーロ安となり、主要先進国通貨では円が独歩高の様相となろう（図表40、41）。





## 中期経済見通し(メインシナリオ)

### 日本経済の中期見通し

(前年度比、%。< >内は寄与度)

	2011年度 実績	2012年度 予測	2013年度 予測	2014年度 予測	2015年度 予測	2016年度 予測	2017年度 予測	2018年度 予測	2019年度 予測	2020年度 予測	2021年度 予測	2022年度 予測	[年度平均値] 03-12 13-22	
名目国内総支出(名目GDP) (兆円)	▲2.0 (470.0)	1.0 (474.5)	1.7 (482.8)	0.5 (485.0)	▲0.5 (482.4)	1.2 (488.1)	1.5 (495.4)	2.6 (508.5)	1.7 (517.3)	0.8 (521.6)	1.4 (528.9)	1.7 (538.1)	▲0.5	1.3
実質国内総支出(実質GDP)	▲0.0	1.5	2.0	▲0.6	0.3	1.4	1.6	2.1	0.6	0.9	1.3	1.6	0.8	1.1
国内需要	<1.0>	<1.7>	<1.5>	<▲1.4>	<0.0>	<1.2>	<1.8>	<2.5>	<0.3>	<1.2>	<1.5>	<1.8>	<0.5>	<1.0>
国内民間需要	<0.5>	<1.2>	<1.5>	<▲1.5>	<0.0>	<1.2>	<1.7>	<2.5>	<0.2>	<1.0>	<1.5>	<1.7>	<0.4>	<1.0>
民間最終消費支出	1.2	1.2	1.0	▲1.4	0.3	1.5	2.3	2.7	0.5	1.1	1.8	2.1	0.9	1.2
民間住宅投資	3.8	1.7	11.5	▲15.6	▲1.8	2.7	3.0	7.8	▲7.2	1.3	0.8	1.3	▲3.1	0.1
民間企業設備投資	1.1	2.5	3.1	▲3.1	▲1.4	1.6	2.9	5.4	0.6	2.8	2.8	2.8	0.9	1.7
国内公的需要	<0.5>	<0.5>	<▲0.1>	<0.1>	<▲0.0>	<0.3>	<0.0>	<0.0>	<0.2>	<0.1>	<0.1>	<0.1>	<0.1>	<0.1>
政府最終消費支出	1.9	1.3	0.3	0.3	0.2	0.5	0.5	0.6	0.9	1.0	0.8	0.8	1.3	0.6
公的固定資本形成	2.9	4.6	▲2.9	0.7	▲1.3	▲1.7	▲1.8	▲1.8	▲0.0	▲1.2	▲2.2	▲1.7	▲3.3	▲1.4
財・サービスの純輸出	<▲1.0>	<▲0.2>	<0.5>	<0.8>	<0.3>	<0.1>	<▲0.2>	<▲0.4>	<0.3>	<▲0.2>	<▲0.2>	<▲0.2>	<▲0.2>	<0.1>
財・サービスの輸出	▲1.4	2.7	5.6	3.6	3.3	3.1	2.9	2.7	2.6	2.8	2.9	2.8	4.2	3.2
財・サービスの輸入	5.6	4.5	2.7	▲1.1	2.1	2.9	4.9	6.2	1.4	4.9	4.7	4.5	2.7	3.3
鉱工業生産	▲1.0	▲1.4	4.7	▲5.6	0.2	1.5	1.7	3.6	▲1.6	0.7	1.5	1.7	▲1.0	0.8
国内企業物価	1.4	▲1.4	0.3	3.1	▲0.1	0.5	1.1	1.1	2.6	▲0.2	0.4	0.7	0.5	0.9
消費者物価	▲0.1	0.0	0.3	2.4	▲0.1	0.4	0.7	1.2	2.0	0.6	0.8	1.1	▲0.1	0.9
消費者物価(生鮮食品除く)	0.0	0.0	0.3	2.3	▲0.1	0.4	0.8	1.2	2.0	0.6	0.8	1.1	▲0.1	0.9
失業率(%)	4.5	4.3	4.1	4.3	4.6	4.5	4.2	3.8	3.9	4.0	3.9	3.7	4.5	4.1
経常収支(兆円)	7.6	7.3	9.8	13.9	14.0	14.5	13.0	9.9	10.8	7.9	5.2	1.7	16.1	10.1
(名目GDP比)	(1.6)	(1.5)	(2.0)	(2.9)	(2.9)	(3.0)	(2.6)	(2.0)	(2.1)	(1.5)	(1.0)	(0.3)	(3.3)	(2.0)
為替レート(円/ドル) 平均	79	80	82	84	85	90	90	90	87	85	83	80	100	86
コルレート(%) 年度末	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.25	0.25	0.25	0.50	1.00	1.50	—	—
10年国債利回り(%) 平均	1.1	0.9	1.1	1.3	1.5	1.7	1.9	2.1	2.3	2.4	2.4	2.5	1.4	1.9
原油価格(ドル/バレル) 平均	114	113	117	119	122	124	126	129	131	133	136	138	74	128

(資料)内閣府「国民経済計算年報」、経済産業省「鉱工業指数」、総務省「消費者物価指数」、「労働力調査」、日本銀行「企業物価指数」他

### 米国経済の中期見通し

	2011年 実績	2012年 予測	2013年 予測	2014年 予測	2015年 予測	2016年 予測	2017年 予測	2018年 予測	2019年 予測	2020年 予測	2021年 予測	2022年 予測	[平均値] 03-12 13-22	
名目GDP(前年比%)	4.0	4.0	3.7	3.9	4.4	4.8	4.6	4.5	4.2	4.2	4.2	4.2	3.6	4.3
実質GDP(前年比%)	1.8	2.2	2.0	2.4	2.8	3.2	3.0	2.8	2.6	2.5	2.5	2.5	1.7	2.6
内需(寄与度%)	1.7	2.2	2.1	2.6	3.0	3.3	3.0	2.7	2.5	2.5	2.5	2.6	1.6	2.7
個人消費(前年比%)	2.5	1.9	2.0	2.3	2.6	2.7	2.7	2.6	2.4	2.3	2.3	2.3	1.8	2.4
固定資本形成(前年比%)	6.6	8.9	6.4	7.0	8.3	7.7	6.8	6.1	5.6	5.1	4.6	4.6	▲1.7	6.2
外需(寄与度%)	0.1	▲0.0	▲0.1	▲0.2	▲0.2	▲0.1	▲0.0	0.1	0.1	0.0	▲0.0	▲0.1	0.1	▲0.1
消費者物価(前年比%)	3.1	2.0	1.7	1.8	2.0	2.2	2.1	2.0	1.9	1.9	1.9	1.9	2.5	1.9
経常収支(名目GDP比)	▲3.1	▲3.2	▲2.9	▲3.0	▲3.0	▲3.0	▲2.8	▲2.7	▲2.5	▲2.4	▲2.3	▲2.3	▲4.4	▲2.7
FF目標金利(%)、未値	0.25	0.25	0.25	0.25	1.25	3.25	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	1.83	2.75
10年国債利回り(%)、平均	2.8	1.8	2.2	2.6	3.4	4.2	4.6	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	3.7	4.0

### 欧州経済の中期見通し

	2011年 実績	2012年 予測	2013年 予測	2014年 予測	2015年 予測	2016年 予測	2017年 予測	2018年 予測	2019年 予測	2020年 予測	2021年 予測	2022年 予測	[平均値] 03-12 13-22	
名目GDP(前年比%)	2.7	1.2	2.7	2.9	3.1	3.3	3.4	3.3	3.2	3.2	3.1	3.1	2.7	3.1
実質GDP(前年比%)	1.4	▲0.4	0.4	1.0	1.3	1.6	1.7	1.7	1.6	1.6	1.5	1.5	1.0	1.4
内需(寄与度%)	0.5	▲1.7	0.0	0.9	1.2	1.5	1.6	1.6	1.5	1.5	1.4	1.4	0.8	1.3
民間最終消費支出(前年比%)	0.1	▲0.8	0.4	0.9	1.2	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.4	1.4	0.5	1.3
固定資本形成(前年比%)	1.4	▲2.7	0.3	1.1	1.5	1.9	1.9	1.9	1.8	1.8	1.7	1.7	0.1	1.5
外需(寄与度%)	1.0	1.3	0.4	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1
消費者物価(前年比%)	2.7	2.5	2.1	1.9	1.8	1.8	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	2.1	1.8
経常収支(名目GDP比)	▲0.3	0.2	0.3	0.3	0.2	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	▲0.1	0.1
対ドル為替相場	1.39	1.28	1.26	1.28	1.28	1.30	1.35	1.35	1.40	1.40	1.45	1.45	1.31	1.42
対円為替相場	1.11	1.01	1.03	1.08	1.09	1.17	1.22	1.22	1.22	1.19	1.20	1.16	1.32	1.16
ECB市場介入金利(%)、未値	1.00	0.75	0.75	0.75	1.25	2.25	2.75	2.75	2.75	2.75	2.75	2.75	2.00	2.15
独10年国債利回り(%)、平均	2.6	1.6	2.1	2.4	2.8	3.2	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	3.1

### 中国経済の中期見通し

	2011年 実績	2012年 予測	2013年 予測	2014年 予測	2015年 予測	2016年 予測	2017年 予測	2018年 予測	2019年 予測	2020年 予測	2021年 予測	2022年 予測	[平均値] 03-12 13-22	
名目GDP(前年比%)	17.8	10.1	12.1	11.6	11.3	11.1	10.6	10.2	10.0	10.0	10.0	10.0	15.8	10.7
実質GDP(前年比%)	9.3	7.9	8.5	8.3	8.1	7.8	7.4	6.9	6.8	6.8	6.8	6.7	10.5	7.4
消費者物価(前年比%)	5.4	2.9	3.6	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.0	3.3
1年貸出金利(%)、未値	6.6	6.0	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	5.9	6.3
1年定期金利(%)、未値	3.5	3.0	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	2.7	3.3
対ドル為替相場(年平均)	6.5	6.3	6.2	6.0	5.9	5.8	5.7	5.6	5.5	5.5	5.5	5.5	7.4	5.7

### 新興国経済の中期見通し

	2011年 実績	2012年 予測	2013年 予測	2014年 予測	2015年 予測	2016年 予測	2017年 予測	2018年 予測	2019年 予測	2020年 予測	2021年 予測	2022年 予測	[平均値] 03-12 13-22	
実質GDP(前年比%)	6.3	5.1	5.4	5.8	5.9	6.0	5.9	5.8	5.7	5.7	5.7	5.7	6.6	5.8
うち中国	9.3	7.9	8.5	8.3	8.1	7.8	7.4	6.9	6.8	6.8	6.8	6.7	10.5	7.4
うちインド	7.5	5.6	6.5	7.2	7.6	7.7	7.8	7.8	7.8	7.7	7.7	7.6	7.9	7.5
うちブラジル	2.7	1.2	3.9	4.2	4.3	4.3	4.3	4.2	4.2	4.1	4.1	4.0	3.6	4.2
うちロシア	4.3	3.7	3.0	3.3	3.4	3.4	3.4	3.3	3.2	3.1	3.1	3.0	4.7	3.2
うち東南アジア	4.1	3.9	4.4	5.0	5.2	5.7	5.5	5.4	5.2	5.1	5.0	5.0	4.5	5.1

(注)東南アジアは韓国・台湾・ASEAN4(マレーシア・タイ・インドネシア・フィリピン)、インドの成長率は供給側の数値

## メインシナリオと楽観・悲観シナリオの比較

### (メインシナリオ)

	2011年度 実績	2012年度 予測	2013年度 予測	2014年度 予測	2015年度 予測	2016年度 予測	2017年度 予測	2018年度 予測	2019年度 予測	2020年度 予測	2021年度 予測	2022年度 予測	[年度平均値] 03-12 13-22	
実質GDP(日本)	▲0.0	1.5	2.0	▲0.6	0.3	1.4	1.6	2.1	0.6	0.9	1.3	1.6	0.8	1.1
実質GDP(米国)	1.8	2.2	2.0	2.4	2.8	3.2	3.0	2.8	2.6	2.5	2.5	2.5	1.7	2.6
実質GDP(欧州)	1.4	▲0.4	0.4	1.0	1.3	1.6	1.7	1.7	1.6	1.6	1.5	1.5	1.0	1.4
実質GDP(中国)	9.3	7.9	8.5	8.3	8.1	7.8	7.4	6.9	6.8	6.8	6.8	6.7	10.5	7.4
コーレレート(年度末)	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.25	0.25	0.25	0.50	1.00	1.50	0.15	0.42
FF目標金利(年末)	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	3.25	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	1.83	2.75
ECB市場介入金利(年末)	1.00	0.75	0.75	0.75	1.25	2.25	2.75	2.75	2.75	2.75	2.75	2.75	2.00	2.15
日10年国債利回り(年度平均)	1.1	0.9	1.1	1.3	1.5	1.7	1.9	2.1	2.3	2.4	2.4	2.5	1.3	1.9
米10年国債利回り(年平均)	2.8	1.8	2.2	2.6	3.4	4.2	4.6	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	3.7	4.0
独10年国債利回り(年平均)	2.6	1.6	2.1	2.4	2.8	3.2	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	3.1
円/ドル(年度平均)	79	80	82	84	85	90	90	90	87	85	83	80	100	86
ドル/ユーロ(年平均)	1.39	1.28	1.26	1.28	1.28	1.30	1.35	1.35	1.40	1.40	1.45	1.45	1.31	1.35
円/ユーロ(年平均)	111	102	103	108	109	117	122	122	122	119	120	116	132	116

(注)米国、欧州、中国は暦年

### (楽観シナリオ)

	2011年度 実績	2012年度 予測	2013年度 予測	2014年度 予測	2015年度 予測	2016年度 予測	2017年度 予測	2018年度 予測	2019年度 予測	2020年度 予測	2021年度 予測	2022年度 予測	[年度平均値] 03-12 13-22	
実質GDP(日本)	▲0.0	1.7	2.3	0.3	1.0	1.3	1.8	2.3	0.5	1.5	1.7	2.0	0.8	1.5
実質GDP(米国)	1.8	2.4	3.0	3.6	3.3	3.2	3.0	2.9	2.8	2.7	2.7	2.7	1.7	3.0
実質GDP(欧州)	1.4	▲0.4	0.9	1.4	1.6	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	2.0	2.0	1.0	1.6
実質GDP(中国)	9.3	8.2	8.9	9.3	8.9	8.6	8.4	8.2	8.1	8.0	8.1	8.0	10.5	8.4
コーレレート(年度末)	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.30	1.00	1.50	1.50	2.00	2.50	2.50	0.15	1.16
FF目標金利(年末)	0.25	0.25	0.25	2.25	4.25	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	1.83	3.83
ECB市場介入金利(年末)	1.00	0.75	1.00	1.50	2.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	2.00	2.95
日10年国債利回り(年度平均)	1.1	1.0	1.4	1.8	2.3	2.8	3.2	3.3	3.4	3.5	3.5	3.5	1.3	2.9
米10年国債利回り(年平均)	2.8	1.9	3.0	4.5	5.5	5.5	5.5	5.4	5.4	5.4	5.4	5.4	3.7	5.1
独10年国債利回り(年平均)	2.6	1.7	2.6	3.0	3.4	3.8	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	3.4	3.7
円/ドル(年度平均)	79	81	87	90	95	95	90	90	90	85	85	85	100	89
ドル/ユーロ(年平均)	1.39	1.29	1.38	1.45	1.45	1.50	1.50	1.50	1.55	1.55	1.55	1.55	1.31	1.50
円/ユーロ(年平均)	111	103	118	131	138	143	135	135	140	132	132	132	132	133

(注)米国、欧州、中国は暦年

### (悲観シナリオ)

	2011年度 実績	2012年度 予測	2013年度 予測	2014年度 予測	2015年度 予測	2016年度 予測	2017年度 予測	2018年度 予測	2019年度 予測	2020年度 予測	2021年度 予測	2022年度 予測	[年度平均値] 03-12 13-22	
実質GDP(日本)	▲0.0	1.0	▲0.7	0.3	0.4	0.8	1.0	0.8	1.1	1.2	0.9	1.3	0.7	0.7
実質GDP(米国)	1.8	2.1	▲0.4	1.3	2.0	2.2	2.4	2.1	1.8	1.7	1.6	1.6	1.7	1.6
実質GDP(欧州)	1.4	▲0.6	▲0.7	0.5	1.0	1.3	1.4	1.2	1.0	1.0	0.9	0.9	1.0	0.8
実質GDP(中国)	9.3	7.5	7.4	7.4	7.3	7.0	6.7	6.2	5.8	5.6	5.5	5.5	10.4	6.4
コーレレート(年度末)	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.15	0.10
FF目標金利(年末)	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	1.83	0.55
ECB市場介入金利(年末)	1.00	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.75	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.98	0.78
日10年国債利回り(年度平均)	1.1	0.8	0.7	0.7	0.8	0.9	0.9	1.0	1.0	1.1	1.2	1.2	1.3	1.0
米10年国債利回り(年平均)	2.8	1.7	1.6	1.8	2.0	2.2	2.4	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6	3.7	2.3
独10年国債利回り(年平均)	2.6	1.5	1.5	1.8	2.2	2.4	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	3.4	2.3
円/ドル(年度平均)	79	77	72	70	70	70	70	70	65	65	65	65	100	68
ドル/ユーロ(年平均)	1.39	1.27	1.18	1.15	1.15	1.15	1.15	1.15	1.20	1.20	1.20	1.20	1.31	1.17
円/ユーロ(年平均)	111	100	86	81	81	81	81	81	78	78	78	78	132	80

(注)米国、欧州、中国は暦年

(総括・日本経済担当)	経済調査室長	齋藤 太郎 (さいとう たろう)	(03) 3512-1836	tsaito@nli-research.co.jp
(日本経済担当)	研究員	押久保 直也 (おしくぼ なおや)	(03) 3512-1838	oshikubo@nli-research.co.jp
(金融・為替担当)	シニアエコノミスト	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 すずむ)	(03) 3512-1835	doihara@nli-research.co.jp
(欧州経済担当)	上席主任研究員	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)	上席主任研究員	三尾 幸吉郎 (みお こうきちろう)	(03) 3512-1834	mio@nli-research.co.jp
	研究員	高山 武士 (たかやま たけし)	(03) 3512-1824	takayama@nli-research.co.jp