

Weekly エコノミスト・ レター

中期経済見通し(2013～2023年度) ～日本経済再生への道筋

経済研究部
(03) 3512-1884

1. リーマン・ショックから5年が経過した。この間、先進国の景気回復ペースが緩やかにとどまる一方、新興国が相対的に高い成長を維持したため、この5年間で世界経済に占める新興国の割合は10%近く上昇した。
2. 今後10年間の世界経済は引き続き新興国が牽引役となり、2023年には新興国の経済規模は先進国にほぼ等しくなる。ただし、新興国でも高齢化の影響から成長率の鈍化は避けられず、世界経済の成長率は2020年代前半には4%を割り込むだろう。
3. 2023年度までの10年間の日本の実質GDP成長率は平均1.1%と予想する。過去10年間の平均成長率(0.9%)とそれほど変わらないが、消費税率を5%から14%に引き上げることを想定しており、見かけ上の数字よりも実態は強い。
4. 消費者物価上昇率は10年間の平均で1.3%(消費税率引き上げの影響を除く)と予想する。日本銀行が目標としている2%を安定的に続けることは難しいが、1%台の伸びは確保し、約15年続いたデフレからの脱却は実現する可能性が高い。
5. 消費税率引き上げによって税収は増加するが、経済対策や社会インフラの再構築に伴う財政支出の拡大がその効果を減殺するため、2020年度までに国・地方の基礎的財政収支を黒字化するという政府目標を達成することは難しいだろう。



(資料)内閣府経済社会総合研究所「国民経済計算年報」

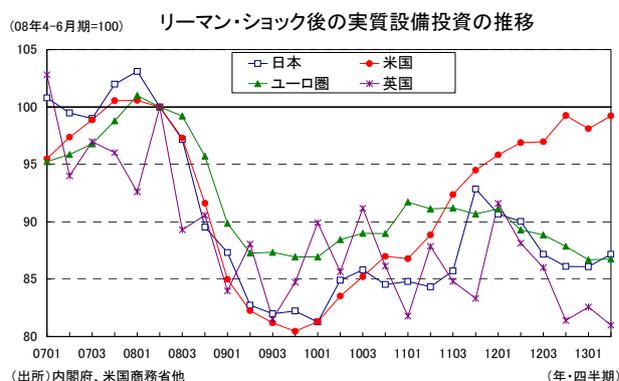
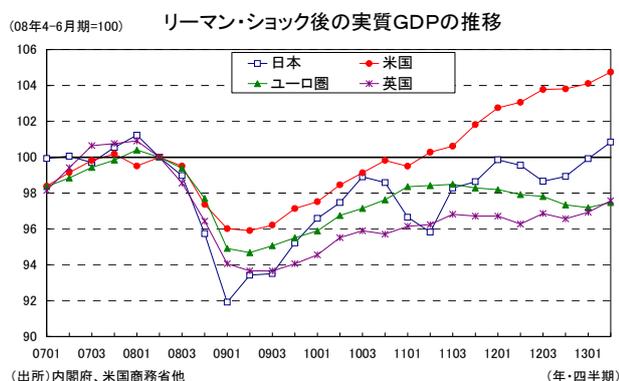
1. リーマン・ショック後の世界経済

(リーマン・ショックから5年が経過)

2008年秋にリーマン・ショックが発生してから5年が経過した。リーマン・ショック後に急速に落ち込んだ世界経済は各国が財政・金融政策を総動員したことにより、比較的早い段階で持ち直しに転じたが、その後の回復ペースは総じて緩慢なものにとどまっている。

直近(2013年4-6月期)の実質GDPの水準をリーマン・ショック前(2008年4-6月期)と比較すると、米国は比較的順調な景気回復が続いたことにより、2011年4-6月期にはリーマン・ショック前の水準を回復したが、日本は東日本大震災や2012年の景気後退の影響から回復が遅れ、2013年4-6月期にようやくリーマン・ショック前の水準を上回った。一方、ユーロ圏は債務問題の深刻化によって2011年10-12月期から6四半期連続でマイナス成長を続けたことから、直近の実質GDPの水準はリーマン・ショック前を2%以上下回っており、英国は住宅バブル崩壊の影響もあって低迷が続いている。欧州に比べると堅調な米国、日本についても、米国は雇用、日本は輸出が依然としてリーマン・ショック前を大きく下回るなど、それぞれ弱点を抱えている。

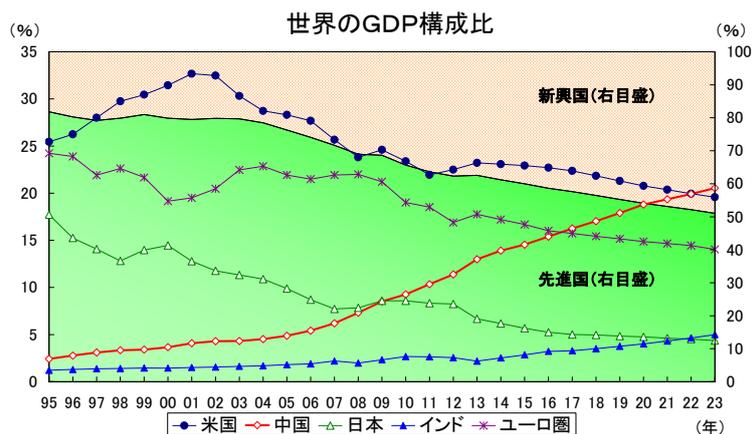
また、主要先進国・地域に共通しているのは設備投資の弱さである。これは、リーマン・ショック後、企業部門がリスクに対する慎重姿勢を強めていることを反映したものと考えられ、通常は投資超過主体である企業部門が、日米欧のいずれについても貯蓄超過となっている。



(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)

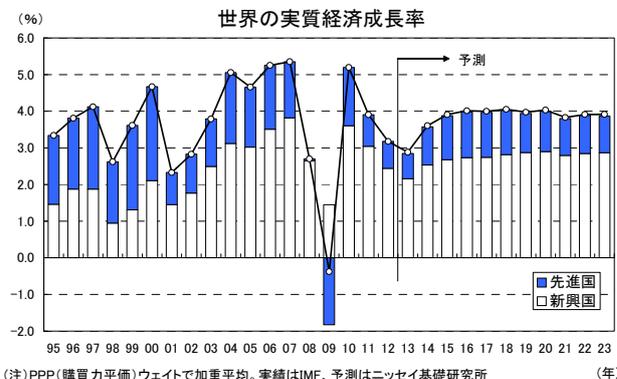
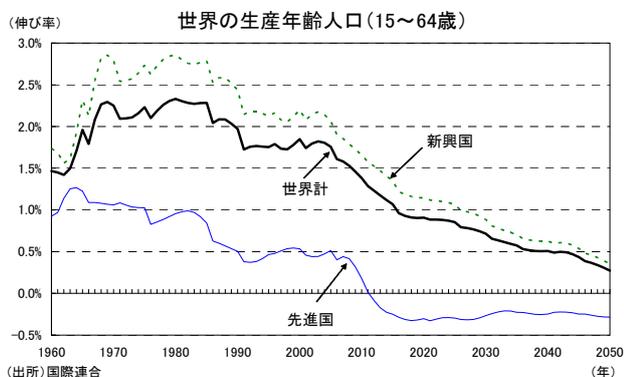
リーマン・ショック後に先進国が総じて低成長を続ける一方、新興国は相対的に高い成長を維持したため、世界経済に占める新興国の割合は2007年の28.3%から2012年には37.7%となり、この5年間で10%近くも上昇した。

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)は今回の予測期間末である2023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米国を抜いて世界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。



(注)ドルベース。実績はIMF、予測はニッセイ基礎研究所

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。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、今後10年間の平均では4%程度、2020年代前半には4%を割り込む水準まで成長率が低下するだろう。



2. 海外経済の見通し

（米国経済—金融危機からの回復後は安定成長に）

米国経済は2007年12月にリセッションに落ち入り、2008年9月にはリーマン・ショックによる金融危機が生じ、2009年の成長率は2.8%減と大幅に下落した。その後、2009年6月にリセッションから脱出、既に4年が経過しており、株価やGDPはリセッション前の状況を回復、2012年の実質GDPが2.8%に持ち直すなど、一見、回復したかに見える米国経済であるが、雇用や住宅市場の状況を見ると、依然、リセッションからの回復途上に留まっていると言えよう。

この回復を下支えしているのがF R Bの金融政策である。政策金利は 2008 年以降ゼロ金利(0-0.25%)に張り付き、今後も失業率が6.5%を下回るまでは据え置かれる。“異例の低金利”によって支えられている状況では、健全な状態に回復したとは言いがたい。ゼロ金利政策は2015年半ばまでの据え置きが見込まれ、その後2017年に掛けて3.75%までの上昇を見込んだ。

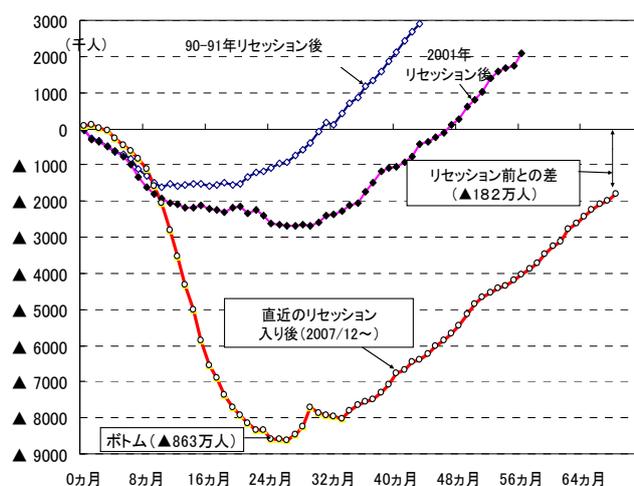
予測期間前半は、こうした異例の金融緩和策の持続により、金利動向の影響を受け易い住宅市場の回復を中心に、株価の持ち直しもあって個人消費の回復が期待でき、米経済は回復を持続しよう。特に、住宅市場では、長期にわたる不況期に蓄積されたペントアップデマンドの存在もあって回復が続くと思われる。

実質成長率が3%を回復する状況では失業率の低下が進展するため、2015年には政策金利の引き上げが開始され、2017年にかけて長短金利が緩やかに上昇、“異例の低金利”を脱し金利の正常化が進むだろう。予測期間の後半にかけては、こうした金利の上昇が成長率を抑制しよう。

また、金利要因以外の要因としては、ベビーブーマーの引退による労働人口の伸び悩みや、「財政の崖」合意による強制的な歳出削減等で緊縮財政が持続することも成長率には抑制的に作用する。こうした要因もあり、予測期前半の高成長回復後は、成長率は徐々に低下、2%台半ばの安定的な成長率へと着地しよう。

その他、中・長期的に好ましい要因としてはシェール革命の進展による天然ガス・石油の産出増がもたらすエネルギー価格の安定と、エネルギー輸入の圧縮による貿易赤字の改善が挙げられる。ただし、エネルギー庁の生産見通しでは、エネルギー価格の安定的推移を想定しており、こうした見通しの下では、採算コストに見合った採掘に限定されるため、生産量が急増するわけではないが、価格変動の激しいエネルギー価格の安定化による米経済への寄与は大きいと思われる。なお、別途、国際エネルギー機関の見通しでは、今回の予測期間を超える2030年にはカナダを含めた北米地域が石油輸出国に転じる可能性を指摘している。

リセッション入り後の累積雇用者増減



(資料)米労働省、横軸は各リセッション入り月以降の経過月数

住宅価格の推移 (2000/1=100)

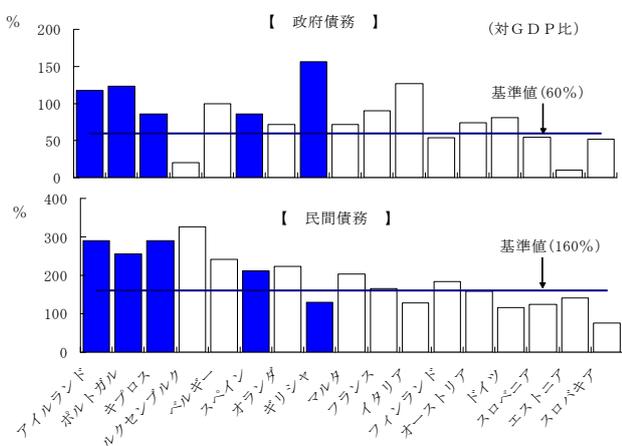


(資料)S&P社、ケースシラー20都市指数

(欧州経済—単一通貨を維持しながら問題解決を図るには一層の政策努力が不可欠)

ユーロ圏の実質GDPの水準は2013年4-6月期の時点でも世界金融危機後のピークを未だに大きく下回っており、先進国の中でも立ち遅れが目立つ。世界金融危機・同時不況後の回復過程で債務危機が拡大、6四半期にわたるマイナス成長を余儀なくされた。ようやく2013年4-6月期にはプラス成長に転じたものの、この先の回復ペースも緩やかなものに留まるため、実質GDPが金融危機前のピークを上回るのは2015年後半～2016年初になろう。2015年～2016年までは南欧の債務危機国や、フランス、オランダなどコア国の一部で財政赤字削減の取り組みは続き、民間部門のレバレッジ削減圧力も残存する。

ユーロ参加国の民間債務と政府債務の対GDP比(2012年末)

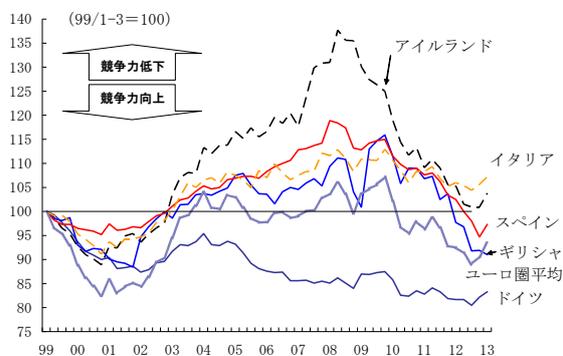


(注)基準値はマクロ経済不均衡是正手続きの規定によるもの

青は支援要請国を示す

(資料)欧州委員会統計局

ユーロ圏の競争力指数(単位労働コスト・ベース)



(注)競争力指数は、ECBが実質実効為替相場と同じ方法でユーロ参加各国について算出している指数。インフレ指標の差異と貿易相手国の構成比の違いが反映される

(資料)ECB

債務危機の表面化からの3年余りで、ユーロ圏の制度設計には様々な修正が加えられた。現在のユーロ圏は、欧州安定メカニズム (ESM) という恒久的な金融安全網を備えており、過剰な財政赤字是正手続きに関する「安定・成長協定」の強化と「マクロ経済不均衡是正手続き」の導入で、債務危機を未然に防止するための政策監視の領域も広げられた。

危機国では、債務危機の原因となった財政と経常収支の双子の赤字が改善、価格競争力の回復も進展したが、ピーク比で1割～2割もの雇用の喪失という多大な犠牲を払っている。危機国が雇用の拡大を伴う成長軌道に回帰することがユーロ圏経済の安定とユーロの信認回復に不可欠である。政府債務問題が最も深刻なギリシャに対しては2014年末までの第二次支援を越える期間の支援が必要である。債務危機に見舞われた国々の高失業、失業の長期化、若年層のNEETの拡大には、各国レベルの労働市場や財・サービス市場の規制改革とともに、EU・ユーロ圏レベルで支援する取り組みを継続・強化することも望まれる。

ユーロ参加各国が単一通貨圏のベネフィットを享受するには、域内の効率的な資源配分と金融政

策の波及を妨げる銀行市場の分断の解消が必要である。2014年に第一歩を踏み出す圏内の銀行行政の一元化（銀行同盟）にあたって行う域内銀行の資産査定とストレス・テストをユーロ圏の銀行システムの透明化・健全化につなげることが必要である。

欧州中央銀行（ECB）は、景気回復の足取りが重く、余剰生産能力の解消に時間が掛かること、銀行健全化の過渡期にあることに配慮し、2015年半ばまで主要オペ金利を0.5%の超低金利水準で据え置く見通しである。固定金利・金額無制限の資金供給も必要に応じて拡大する構えを継続するであろう。2010年代半ばからの出口戦略のプロセスも慎重に進めることになると思われる。

ユーロ圏の生産年齢人口は2010年の時点ですでに減少局面に入っている。日米に比べて低い高齢者の就業率の引き上げ、秩序ある移民の受け入れと社会的統合も持続可能な経済成長のための課題と位置づけられる。

（構造改革で成長モデルの転換を進める中国）

中国の人口は、過去10年間（2004-13年）に年率0.5%のペースで増加してきたが、今後10年は年率0.2%程度へ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2015年前後をピークに減少に転じ、経済成長率にマイナスのインパクトをもたらす。

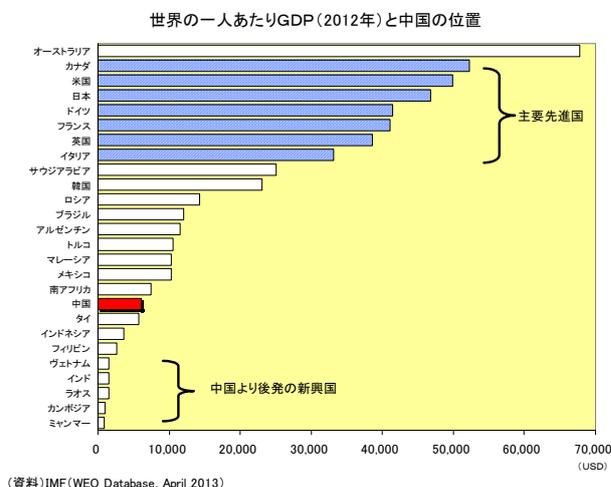
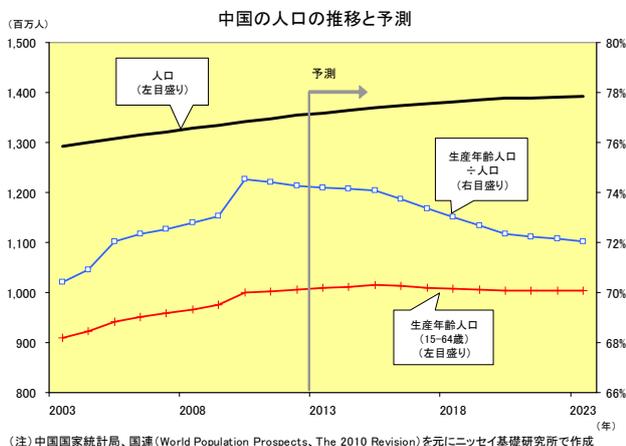
また、従来の成長モデルに限界が見えてきたことも経済成長率の低下要因となる。文化大革命を終えて改革開放に乗り出した中国は、外国資本の導入を積極化して工業生産を伸ばし、その製品輸出で外貨を稼いだ。稼いだ外貨は主に生産効率改善に資するインフラ投資に回され、中国は世界でも有数の生産環境を整えた。この優れた生産環境と安価な労働力を求めて、世界に分散していた工場は徐々に中国に集まり、中国は「世界の工場」と呼ばれるようになった。

こうして高成長を遂げた中国だが、高成長とともに賃金も上昇、もはや中国の労働力は安価でなくなりつつある。また、貿易黒字が世界一となり中国の通貨（人民元）が上昇したこともあり、賃金上昇と人民元高のダブルパンチで中国の製造コストは急上昇した。そして、経済発展が遅れた後発新興国が中国を追い上げるようになり、その安価な労働力を武器に工場誘致を積極化、中国に集中していた工場は後発新興国へと分散し始めている。

このように従来の成長モデルに限界が見えてきたことから、中国政府はそれに代わる新たな成長モデルを築こうと動き出した。具体的には、外需依存から内需主導への体質転換、労働集約型から高付加価値型への製造業の高度化、製造業中心からサービス産業の育成へ、国有企業中心からの脱却と民間企業の育成などの構造改革を進めている。中国の一人あたりGDPはまだ約6000ドルと主要先進国のレベルには程遠く、今後の発展余地は大きい。また、中国では都市化が急激に進展し、雨後の筍のように高層ビルが立ち並んだものの、汚水・ゴミ処理などの都市の環境インフラ整備は遅れており、新たに投資が必要な分野はまだ多い。

従って、従来の成長モデルが限界に達したことで過去10年のような高成長を維持することは難しくなったものの、構造改革や都市の質的改善を進めることで7%程度の成長率を維持することは可能と思われる。但し、この構造改革というスクラップ&ビルドの過程では、ビルドには賛成が多いが痛みを伴うスクラップには反対が多い。特に、民間企業の育成にあたっては、国有企業の既得権益を侵犯することが多くなることから反対が強い。しかし、痛みや反対を恐れてスクラップ化を

進めなければ、民間企業育成など中国の将来を担う牽引役を育てることができず、新たな成長モデルの構築も遠退いてしまう。従って、既得権益層の抵抗で構造改革が遅れば、経済成長率が5%程度へ鈍化してしまうリスクも抱えている。



(新興国経済－BRICsからASEANへ)

新興国全体を見ると、すでに述べた中国を含めBRICsの成長率は低下していくと考えられる。2000年代前半は、市場規模の大きさと成長性への期待からこれらの国への資本流入が急増、直接投資を中心とした海外資本をテコに、背伸びした成長が可能だった。しかし、リーマン・ショック以降は資本流入が伸び悩んでいる。今後、先進国経済が回復し、金融政策がこれまでの緩和的状況から徐々に正常な状況へと向かえば、緩和マネーの流入も減ることが想定される。資金流入や成長率が急減速するわけではないが、各国ともに背伸びの成長はできなくなるだろう。

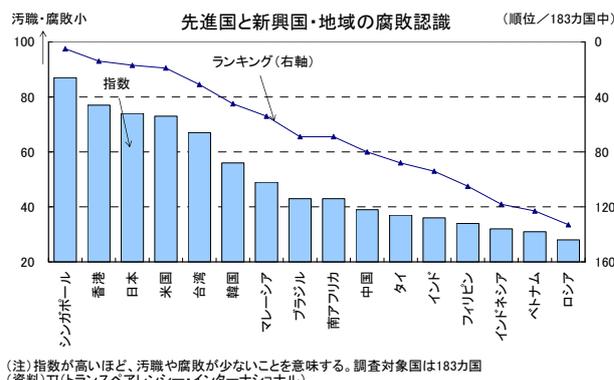
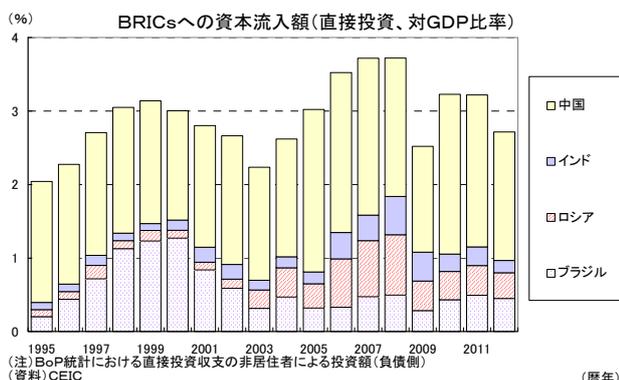
少子高齢化については、すでに見た中国のほか、1990年代をピークに人口減少に転じているロシアで深刻であり、潜在成長率の低下は避けられない。インドやブラジルでは、規制緩和や財政改革が進まず、資本流入圧力の低下により、財政赤字と経常赤字という双子の赤字のファイナンスが困難になることが予想される。過去10年は8%ほどの成長率を謳歌したBRICsであるが、今後は6%前半ほどまで低下するだろう。

一方、ASEANを中心とするアジア新興諸国は、資本流入の面ではやや優位になると見ている。「世界の工場」である中国に集中していた資本の受け皿となることが期待できるからだ。安価な労働コストが利点となるヴェトナムなど後発新興国のほか、比較的労働コストは高くてもインフラが整備されているマレーシア、産業集積と市場開放度が高いタイ、人口の多いインドネシアなど、それぞれが多様な特徴を有していて、幅広い受け皿となる。これらASEAN諸国の人口は6億人ほどで、今後も増加が続く見込みである。規模ではBRICsには及ばないが、消費市場としても有望であり、域内需要が活発になることでさらに成長率が加速する期待もある。

ただし、ASEAN諸国もBRICsと同様、汚職や腐敗をはじめとした問題を抱えている。規制緩和のほか汚職や腐敗からの脱却を進めることができれば、さらなる成長加速が見込める一方で、

課題を放置すれば、資本流入が滞り成長が鈍化するリスクもある。

高所得を達成した韓国や台湾などは、内需が小さく輸出主導経済であるため、海外経済の影響を大きく受ける。BRICsなど巨大新興国は成長減速が見込まれるが、主要市場である先進国は日米欧いずれも改善していく。そのため、韓国・台湾では先進国向け輸出を軸にした改善傾向が続くと予想される。



3. 日本経済の見通し

(東京五輪開催は日本経済の追い風になるか)

9月8日のIOC総会において、2020年の夏季オリンピック・パラリンピックが東京で開催されることが決定した。

東京都は東京五輪による経済波及効果を約3兆円(需要増加額は1.2兆円、雇用誘発数は約15万人)と試算しているが、コンパクトな五輪開催をアピールしていたこともあり、民間調査機関の試算に比べるとやや控えめなものとなっている。

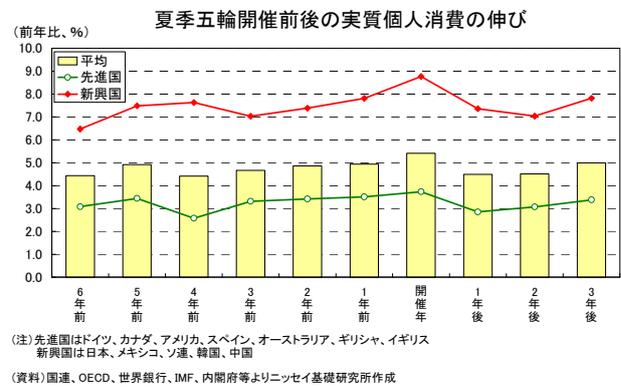
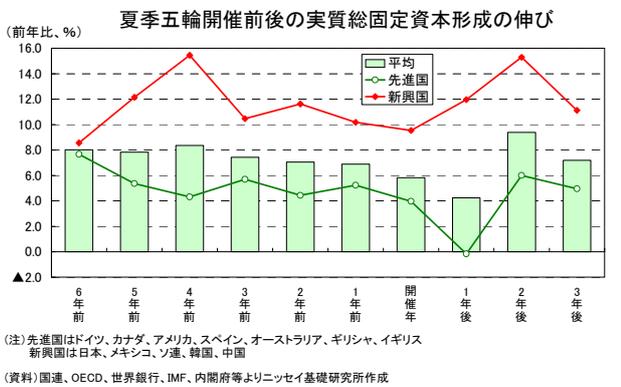
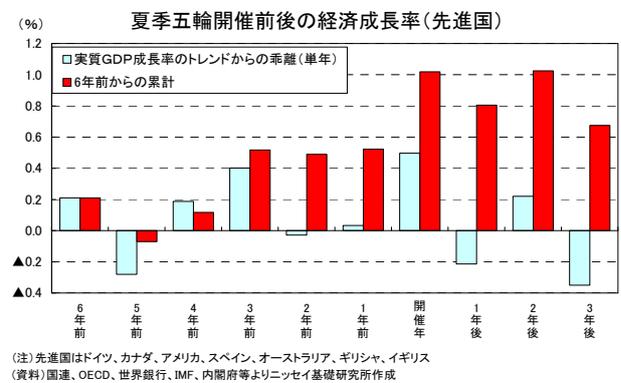
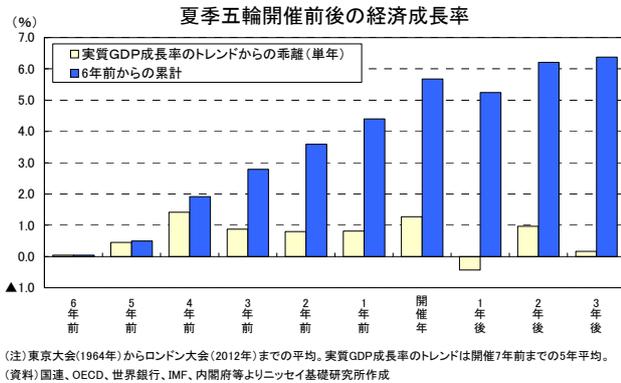
ここで、過去の夏季オリンピック開催国において、開催年前後の実質GDP成長率がそれ以前のトレンドからどれだけ乖離しているのかを確認してみよう。対象は1964年の東京(日本)から2012年のロンドン(イギリス)までの13回、実質GDP成長率のトレンドをオリンピック開催7年前までの5年平均とし、開催6年前¹から3年後までの成長率をそれと比較した。

平均すると、6年前から開催年まではいずれもそれ以前のトレンドを上回っており、開催年の乖離幅は1.3%と大きい。ただ、上振れ幅が最大となるのは4年前の1.4%で、これは大規模なインフラ整備などが前倒しで行われることを反映したものといえるだろう。実際、オリンピック開催前後の需要項目別の動きを確認すると、公的固定資本形成の伸びが開催4年前にピークとなり、その後は伸びが鈍化する傾向が見られる。一方、個人消費の伸びは開催が近づくにつれて徐々に高まり、開催年が最も高くなっている。

開催6年前から開催年までの7年間の成長率の上振れ幅は平均で0.8%、7年間の累計では5.6%

¹ 今回のオリンピックは開催7年前に決定したが、過去13回のうち開催決定時期は7年前が5回、6年前が6回、5年前が2回となっている。

とかなり大きなものとなる。一方、開催1年後の成長率はそれまでの反動でトレンドを▲0.4%下回る。開催年と比較すると2%近く成長率が低下することを意味する。



今回の試算は、あくまでも過去の経済成長率の単純な比較であり、その時々で開催国の経済状況は大きく異なっているため、トレンドからの乖離の全てがオリンピックの影響でないことは言うまでもないが、オリンピック開催が起爆剤となって経済成長率が高まる傾向があることは確かだろう。

ただし、経済の発展段階によってオリンピックによる効果が大きく異なることは念頭に置いておく必要がある。すなわち、自国経済が発展途上の段階でオリンピックが開催される場合には、それを梃子としてインフラ整備、テレビ、カメラなどの耐久消費財の普及が急速に進むという効果が大きくなるが、成熟国家ではオリンピック開催による効果は小さくなる。

実際、上記の試算を先進国と新興国に分けてみると²、先進国では7年間の平均で0.15%、累計で1.0%と全体の平均値に比べ上振れ幅は大きく低下する。

日本は前回の東京オリンピック開催時には発展途上の段階にあったため、成長率の上振れ幅は大きかったが、今回は先進国としての開催となる。前回のオリンピックから約50年が経過し、当時整備された社会インフラの老朽化が進んでいるため、オリンピック開催を契機として更新投資を含めた社会インフラの再構築が加速する可能性がある。その一方で、日本の財政状況は大きく悪化し

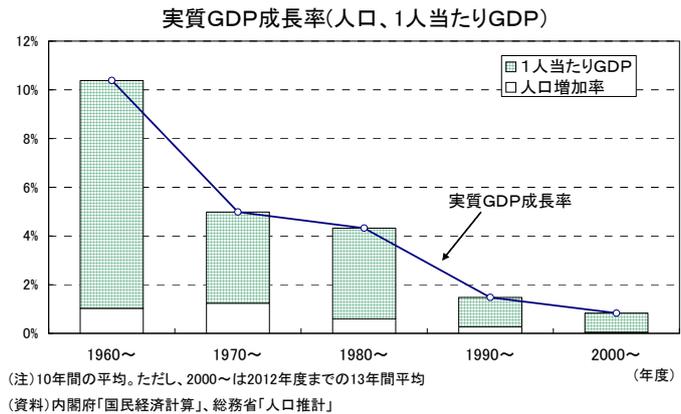
² 先進国はドイツ（ミュンヘン）、カナダ（モントリオール）、アメリカ（ロサンゼルス、アトランタ）、スペイン（バルセロナ）、オーストラリア（シドニー）、ギリシャ（アテネ）、イギリス（ロンドン）、新興国は日本（東京）、メキシコ（メキシコシティ）ソ連（モスクワ）、韓国（ソウル）中国（北京）とした。

ており、国債の追加発行による公共投資の拡大余地は限られるだろう。

今回の予測では、東京オリンピック開催による実質GDPの押し上げ幅は、2014年度から2020年度までの7年間の累計で過去の先進国の平均である1%程度と想定した。

(経済低迷、デフレの原因)

日本経済の低迷、デフレ長期化の要因として人口減少、少子高齢化の影響が挙げられることがあるが、このような見方は必ずしも正しいとは言えない。日本の実質経済成長率は長期にわたり低下傾向を続けてきたが、これを人口増加率と1人当たりGDPの伸び率に分けてみると、圧倒的に1人当たりGDPの伸び率低下による影響が大きいことが分かる。日本の人口増加率は1980年代の0.6%から1990年代が0.3%、2000年以降が0.1%と徐々に低下し、2011年には減少に転じた。これに対し1人当たりGDPの伸び率は1980年代の3.7%から1990年代が1.2%、2000年以降が0.8%と大きく低下している。



また、少子高齢化による生産年齢人口の減少³が経済の低迷やデフレの原因とする説も

あるが、高齢化は労働力人口の減少を通じて需要よりも供給力の低下を招くため、むしろインフレ要因とも考えられる。

日本のデフレは、バブル期に過剰投資などによって積み上げられた供給力に対して需要が大幅に不足したことによって始まった。さらに、需要不足の長期化に伴い企業の設備投資抑制姿勢が強まったことが供給力、すなわち潜在成長率の低下につながるという形で、需要不足と供給過剰が同時に進行するという悪循環が繰り返されてきたのである。

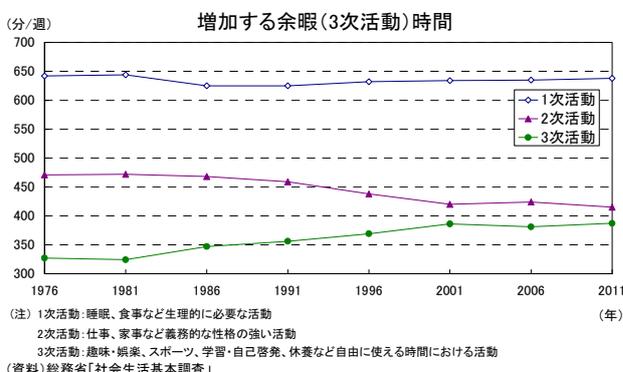
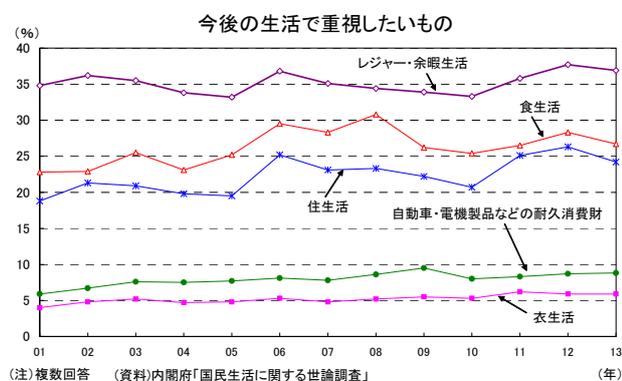
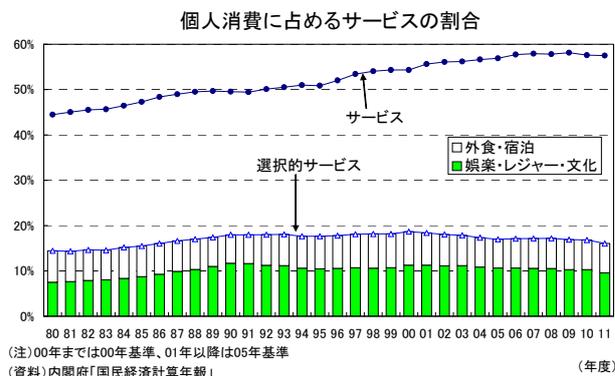
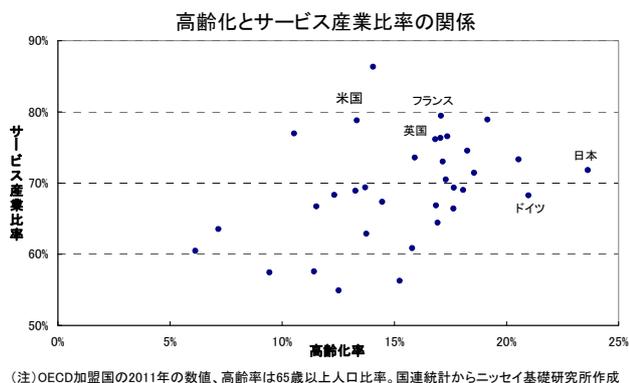
需要と供給のミスマッチも日本経済の停滞が長期化してきたことの一因と考えられる。たとえば、マクロ的には需要不足の状態が続いている一方で、医療、介護、保育などの分野では満たされない需要が多く存在する。需要の大きい分野に十分なサービスが提供されていないため、本来あるはずの需要が顕在化せず、不必要な分野に過剰な供給力が残っている。このため、マクロ的な需給バランスは需要不足・供給過剰の状態が続いているのだ。

日本は高齢化の進展によってサービスへの需要が高まっていると考えられるが、高齢化が急速に進んでいることを考えれば、サービス産業の割合はそれほど高いとは言えない。

ここで、OECD加盟国(先進国)について、高齢化率(65歳以上人口比率)とサービス産業比率(GDPに占めるサービス産業の割合)の関係を見ると、高齢化率が高いほどサービス産業比率も高いという傾向がある。日本のサービス産業比率は先進国の平均よりは高いものの、高齢化が先進国で最も進んでいる一方で、サービス産業比率は米国、英国、フランスなどよりも低い。このことは、高齢化の進展に伴い需要はモノよりもサービスにシフトしているにもかかわらず供給側がそ

³ 生産年齢人口は1995年をピークに減少を続けている。

れに対応しきれていない可能性を示唆する。



また、個人消費に占めるサービス支出の割合は上昇傾向が続いているが、そのうち娯楽・レジャー・文化、外食・宿泊といった選択的サービス支出の割合は近年むしろ低下している。

内閣府の「国民生活に関する意識調査」によれば、今後の生活で重視したいものとして「レジャー・余暇生活」を挙げる人の割合が最も高い。また、総務省の「社会生活基本調査」によれば、高齢化の進展や家電製品の普及に伴う家事時間の減少などから、趣味・娯楽、スポーツ、学習・自己啓発などに割くことができる余暇(3次活動)時間が増える傾向にある。余暇時間の増加によって、娯楽、レジャー、旅行などの選択的なサービス支出に対する潜在的な需要は大きく増えている。需要の拡大が期待される分野に供給力をシフトしていくことにより、潜在的な需要が喚起されるとともに、潜在成長率の上昇にもつながることになる。

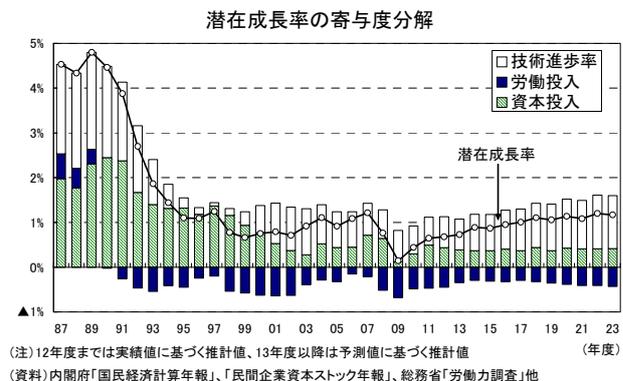
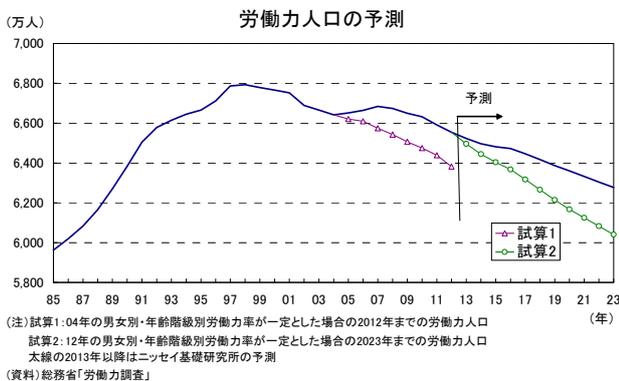
(予測期間中の潜在成長率は1%強へ)

1980年代には4%台であった日本の潜在成長率は、1990年代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再び低下している。当研究所では足もとの潜在成長率を0.7%と推計している。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。

先行きについては、人口減少ペースの加速、さらなる高齢化の進展が見込まれるため、労働投入のマイナス寄与が続くことは避けられないが、高齢者、女性の労働力率を引き上げることで、労働力人口の減少ペースを緩和することは可能である。

実際、団塊世代が60歳を迎える2007年以降、労働力人口は大幅に減少することが予想されていたが、2004年12月に改正高齢者雇用安定法が施行されたことを受けて、2005年以降高齢者の労働力率は大幅に上昇している。たとえば、2004年時点の男女別・年齢階級別の労働力率がその後変わらなかったと仮定すると、2005年から2012年までの8年間で労働力人口は260万人の大幅減少となるはずであった。しかし、高齢者の労働力率が大幅に上昇したことに加え、女性の労働参加も進んだため、この間の労働力人口の減少幅は87万人にとどまった。2012年時点の男女別・年齢階級別の労働力率が今後変わらないと仮定すると、2023年の労働力人口は2012年よりも514万人減少する（年平均で▲0.8%の減少）が、今回の予測では、高齢者、女性の労働力率がさらに上昇することを見込み、2023年までの減少幅は278万人（年平均で▲0.4%の減少）とした。

労働投入によるマイナス寄与は足もとの▲0.3%から▲0.4%まで若干拡大するが、設備投資の伸びが高まることにより資本投入によるプラス幅が拡大すること、技術進歩率が現在の0%台後半から1%強まで高まることにより、潜在成長率は足もとの0.7%から予測期間末にかけて1.2%まで高まると想定した。



(10年間の実質GDP成長率は平均1.1%を予想)

安倍首相は10月1日、2014年4月に消費税率を5%から8%へ引き上げることを最終決断した。

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、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。

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。当研究所では、個人消費、住宅投資の駆け込み需要により2013年度の実質GDPは0.5%押し上げられると見込んでいる。

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（▲0.5%）が重なるため、実質GDPは1.2%押し下げられる。2013年度の実質GDPは0.5%押し上げられているため、2014年度の実質GDP成長率は▲1.7%押し下げられることになる。

安倍首相は消費税率の引き上げを決断すると同時に5兆円規模の経済対策を策定することを表明した。しかし、2013年度は2013年初めに策定された10兆円規模の緊急経済対策により押し上げられているため、経済対策によるGDPの押し上げ幅は2013年度よりも2014年度のほうが小さくなる。2013年度の実質GDP成長率は2.8%と潜在成長率を大きく上回る高成長となるが、2014年度は0.2%とほぼゼロ成長になると予想する。

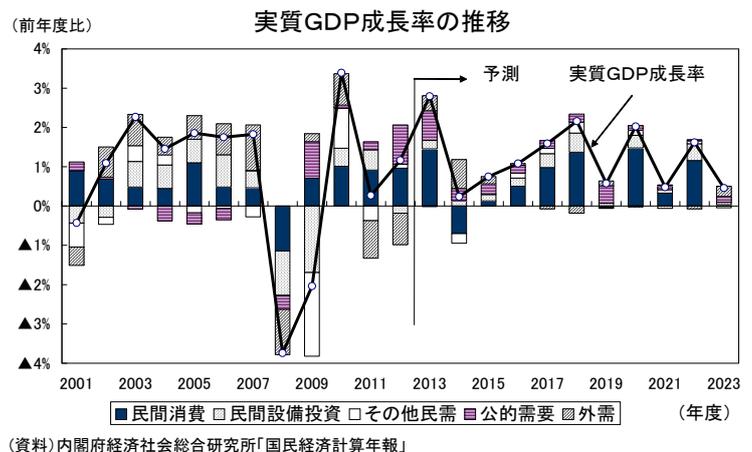
今回の予測では、法律で定められているとおり、消費税率は2015年10月に10%まで引き上げられた後、2019年度に12%、2023年度に14%へと引き上げられることを想定している。消費税率引き上げ前には駆け込み需要によって成長率が押し上げられる一方、消費税率引き上げ時には反動減に物価上昇に伴う実質所得低下の影響が加わることから成長率は低下する。また、東京オリンピックが開催される2020年度までは成長率が押し上げられる一方、開催翌年の2021年度にはその反動で成長率が落ち込むことが見込まれる。今後、10年間の成長率は振幅の大きな展開が続くことになるだろう。

日本の実質GDP成長率は予測期間（2014～2023年度）の平均で1.1%になると予想する。2013年度までの10年間の平均成長率0.9%と大きな違いはないが、この間消費税率を9%引き上げること想定しているため、実勢としてはこれまでよりもかなり強い。なお、当研究所にマクロモデルにより消費税率引き上げによる成長率の落ち込みを除いた成長率を試算すると、2023年度までの10年間で平均1.4%となる。

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



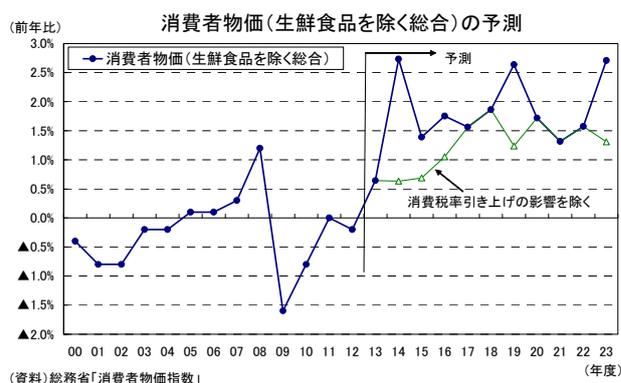
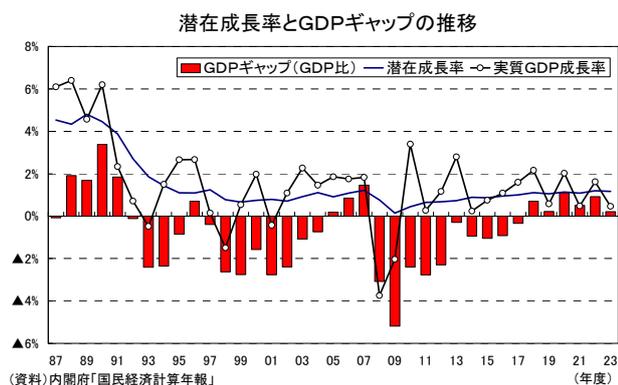
GDPギャップはリーマン・ショック後の2009年度にはマイナス幅が▲5%台（GDP比）まで拡大したが、2013年度には3%近い高成長となることでマイナス幅はゼロ%台前半まで縮小すると

みられる。2014年度は消費税率引き上げの影響でマイナス幅はいったん拡大するが、2020年のオリンピック開催に向けて景気が堅調に推移することから、2018年度にはGDPギャップがプラスに転じ、その後は振れを伴いながらも予測期間末までプラス圏での推移が続くだろう。

通常は、中長期的に見れば需要と供給は一致し、GDPギャップは均してみればゼロ近傍となるはずである。しかし、日本銀行が消費者物価上昇率2%の「物価安定の目標」を掲げ、これが達成されるまでは金融緩和姿勢を維持することが見込まれるため、需給がやや逼迫した状態が続くことが予想される。

消費者物価上昇率（生鮮食品を除く総合）は、2013年度末にかけて1%程度まで高まるが、2014年度に入ると消費税率引き上げに伴う景気減速の影響から、伸びは頭打ちとなることが予想される（消費税率引き上げの影響を除くベース）。消費税率が10%に引き上げられる2015年度も上昇率は1%以下にとどまるが、2016年度以降はオリンピック開催に向けて好況が続くため、消費税率の引き上げ前の駆け込み需要が発生する2018年度には1.9%と日銀の物価目標をほぼ達成する水準まで上昇率が高まるだろう。消費者物価上昇率が安定的に2%を維持することは難しいが、2%を超えるまでは金融緩和姿勢を維持することが見込まれるため、1%台の伸びは確保されるだろう。

消費者物価上昇率（生鮮食品を除く総合）は過去10年平均の▲0.1%から、消費税を含むベースでは1.9%、消費税を除くベースでは1.3%になると予想する。



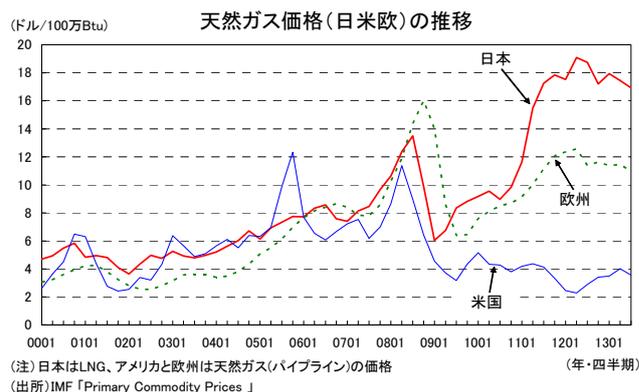
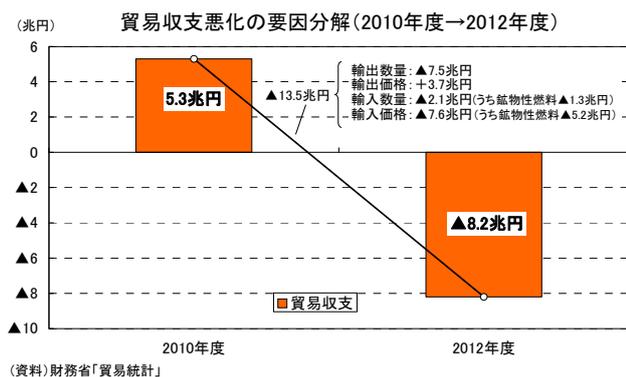
(貿易赤字定着と経常収支赤字化の可能性)

貿易収支（通関ベース）は、東日本大震災直後から2年半にわたって赤字を続けている。貿易収支は2010年度の5.3兆円の黒字から2012年度には▲8.2兆円の赤字となり、この2年間で▲13.5兆円の悪化となった。

2010年度から2012年度にかけての貿易収支の悪化要因を輸出（数量、価格）と輸入（数量、価格）に分けてみると、輸出数量の減少による部分が▲7.5兆円、輸入価格の上昇による部分が▲7.6兆円となっており、この2つの要因で2年間の貿易収支悪化のほとんどが説明できる。なお、原子力発電所の停止に伴い火力発電を増強したことによって、原油、液化天然ガス（LNG）などの燃料輸入が急増したことが貿易赤字の大きな要因として挙げられることが多いが、このような見方は必ずしも正確ではない。火力発電増強に伴う輸入増は数量の増加となって表れるはずだが、鉱物性燃料の輸入数量増加による貿易収支悪化はこの2年間で▲1.3兆円で、全体の1割程度にすぎない。

このことは原子力発電所が再稼動したとしても、貿易収支が大きく改善することは難しいことを意味している。

貿易収支悪化の主因のうち、輸出数量は円安の効果もあって持ち直しているが、リーマン・ショック前のような海外経済の高い成長は期待できないこと、既往の円高の影響や高成長国の需要を取り込む目的で進められた海外生産シフトが輸出の抑制要因となること、かつては得意分野であった電気機器関連を中心に競争力が大きく低下していること、などから輸出の伸びは先行きも緩やかなものにとどまることが予想される。



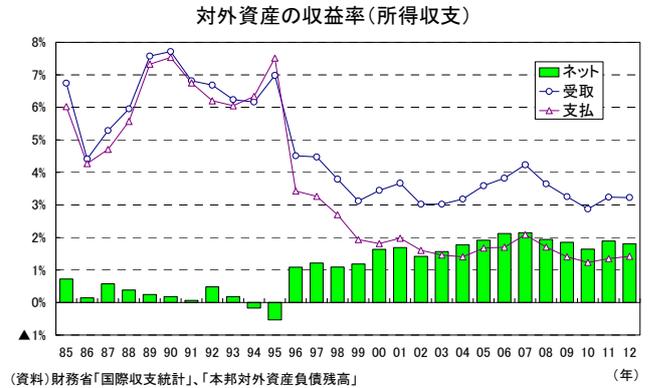
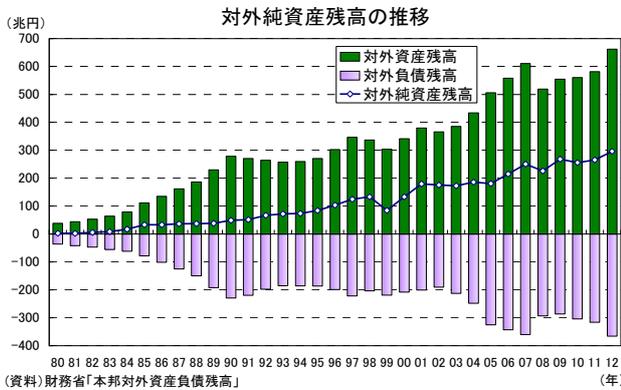
一方、輸入については当面は、燃料調達コストの高止まりが貿易収支改善の妨げとなりそうだ。この2年間の輸入価格上昇による貿易収支悪化▲7.6兆円のうち鉱物性燃料の価格上昇による部分は▲5.2兆円だが、日本の天然ガスの調達価格が原油価格連動型の長期契約となっているため、海外よりも高い価格で調達していることも影響している。米国はシェールガスの増産で価格が低下している液化天然ガス(LNG)の対日輸出を2017年から開始する計画としている。これにより日本のLNGの調達価格は大きく低下することが期待されるが、鉱物性燃料全体の調達価格を抑制するためには、海外の資源権益確保、エネルギー調達先の多角化などによる価格交渉力の強化などをさらに進めていく必要があるだろう。

貿易収支は、短期的には海外の景気動向や為替レートの変動などによって黒字に転じる可能性もあるが、中長期的には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、基調的には赤字が継続することが予想される。貿易収支の赤字幅は2012年度には名目GDP比で1.5%となったが、2010年代後半には2%台まで拡大し、貿易赤字が完全に定着することになるだろう。

一方、経常黒字の蓄積による対外資産の増加を反映し、2012年度の所得収支は14.7兆円(GDP比で3.1%)と高水準となっている。日本の対外資産は1990年の279兆円から2011年には662兆円とこの20年あまりで倍以上となり、対外資産から対外負債を差し引いた対外純資産も2012年には296兆円、GDP比で62%に達している。

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

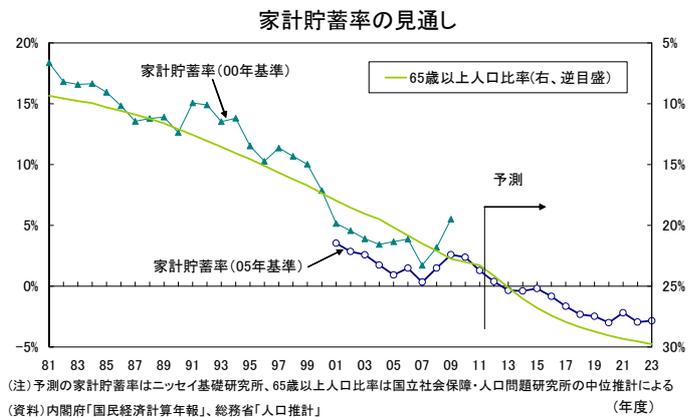
回りを安定的に上回っており、足もとではネットの収益率が2%弱（資産利回り－負債利回り）となっている。



さらに、2013年度は円安の進展に伴い円換算の受取額が膨らんだことで、所得収支は18兆円（GDP比で3.7%）まで拡大することが見込まれる。今回の予測では、為替レートは2017年度まで円安が続いた後、2018年度以降は円高傾向で推移するとしている。このため、所得収支の黒字幅は2010年代後半にかけて20兆円程度（GDP比で4%程度）まで拡大した後、徐々に黒字幅が縮小すると予想する。

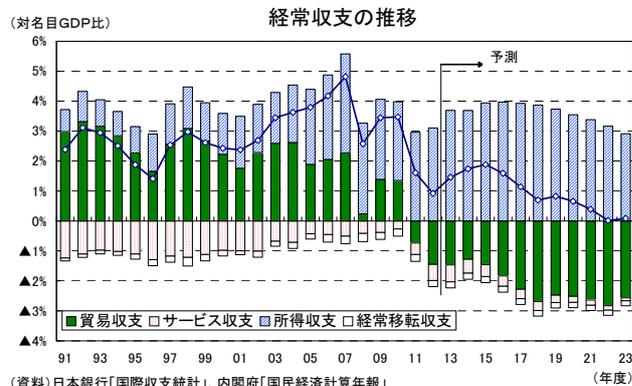
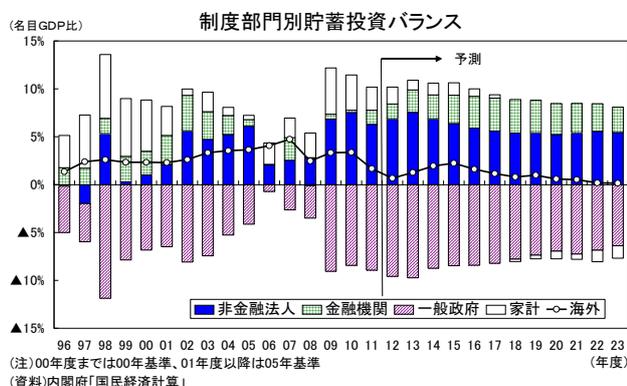
中長期的には、経常収支は貯蓄投資バランスによって決定される。部門別の貯蓄投資バランスの推移を見ると、家計部門は一貫して貯蓄超過を続けているが、超過幅は近年縮小傾向にあり、一般政府はバブル期に貯蓄超過に転じた局面もあったが、バブル崩壊後は赤字を続けている。また、投資超過で推移していた企業部門（非金融法人）は1998年度に貯蓄超過に転じてからは10年以上にわたってその状態が続いている。かつては、資金不足の企業部門が家計部門の貯蓄（余剰資金）を借り入れることにより設備投資を行うという形となっていたが、1990年代後半以降は政府の財政赤字を企業と家計の資金余剰でファイナンスする構図となっている。

家計貯蓄率は高齢化の影響などから長期的に低下傾向が続いてきたが、このところ個人消費が堅調に推移する一方、所得が伸び悩んでいることから、足もとの貯蓄率はマイナスに転じている可能性が高い。先行きについても高齢化のさらなる進展が見込まれることから、家計の貯蓄率は一段と低下し、予測期間中一貫してマイナス圏での推移が続き、貯蓄超過が続いてきた貯蓄投資バランスも2010年代後半には投資超過となることが予想される。



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う利払い費の増加から貯蓄超過幅は縮小に向かう。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だろう。今回の見通しでは、政府の投資超過幅は縮小するものの、家計が貯蓄超過から投資超過に転じ、企業の貯蓄超過幅が縮小する結果、経常収支は予測期間末でもかろうじて黒字を維持するものの、黒字幅は名目GDP比で0.1%まで縮小すると予想した。



(財政収支の見通し)

消費税率が2014年4月に5%から8%へ引き上げられることが決定し、法律では2015年10月には10%へ引き上げられることが定められている。

消費税率の引き上げ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2013年8月に公表した「中長期の経済財政に関する試算」では、国・地方の基礎的財政収支（プライマリーバランス）の対GDP比は2010年度の水準から半減し▲3.3%（経済再生ケースによる）となり当該目標が達成されると試算されている。

しかし、当研究所では2015年度の基礎的財政収支の赤字幅は▲5.6%となり、赤字半減の目標は達成されないと予想している。これは、内閣府の試算に比得当研究所の成長率の見通しが低く⁴、消費税率引き上げに伴う景気減速の影響で消費税以外の税収が低迷することを見込んでいること、消費税率引き上げによる財政収支の改善効果は、同時に実施する経済対策に伴う財政支出の増加で減殺されてしまうとみているためである。

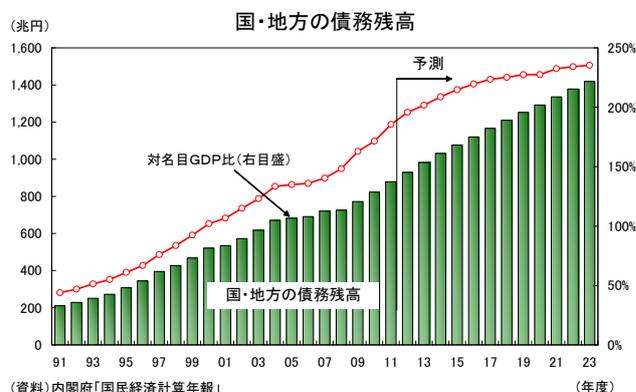
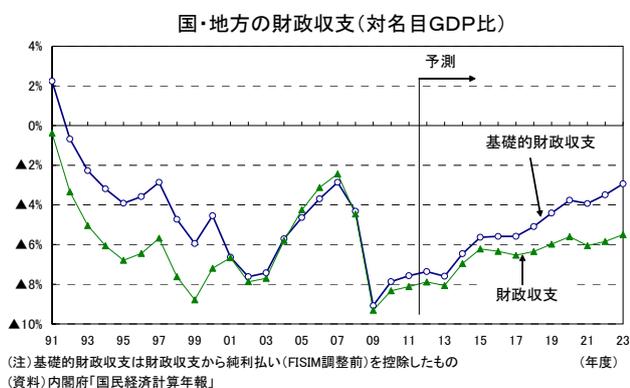
今回の予測では、財政再建を進めるために2019年度、2023年度にそれぞれ消費税率を2%引き上げ、2023年度の消費税率は14%になることを想定している。しかし、「機動的な財政政策」を掲げていることもあり、今後も景気が悪化した場合には大規模な財政出動が見込まれること、国土強靱化、社会インフラの再構築を推進していることから公共投資の増加傾向が続くことが予想される。このため、基礎的財政収支の赤字は縮小傾向が続くが、2023年度でも▲2.9%の赤字となり、2020年度までに基礎的財政収支を黒字化するという政府目標は達成されない可能性が高い。

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、2023年度には約1400兆円、対名目GDP比で230%程度まで上昇することが予想される。

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

⁴内閣府試算の経済再生ケースでは名目GDP成長率が2013年度2.6%、2014年度3.1%、2015年度3.7%となっているのに対し、当研究所の予測はそれぞれ2.5%、1.5%、1.5%である。

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。このため、利払い費（ネット）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。



(アベノミクスで日本経済はどう変わるのか)

当研究所では、年1回中期見通しを作成しているが、前回の作成は安倍政権発足前の2012年10月で、いわゆるアベノミクスの効果は織り込んでいなかった。そこで、ここでは安倍政権発足前後で日本経済の主要変数につき当研究所の見通しがどれだけ変わったのかを安倍内閣の目標とともに示すこととする。

まず、今後10年間の実質GDP成長率の平均は1.1%と前回(2012年10月時点)と変わっていない。ただし、前回は予測期間末の消費税率を10%としていたのに対し、今回は14%までの引き上げを想定した。消費税率の引き上げは実質GDP成長率の下押し要因となるため、この影響を除いた予測値を比較すると、前回の1.3%に対し今回は1.4%となり、実勢としては前回よりも成長率の見通しを若干引き上げたことになる。

安倍政権発足前後のニッセイ基礎研究所・中期経済見通しの比較

	前回 2012年10月	今回 2013年10月	政府目標
実質GDP成長率 (10年平均) <消費税の影響除き> (10年平均)	1.1%	1.1%	2%
名目GDP成長率 (10年平均)	1.3%	2.2%	3%
消費者物価上昇率 (10年平均) <消費税の影響除き> (10年平均)	0.9%	1.9%	2%
1人当たり国民総所得 2022年度	449万円	493万円	534万円以上
基礎的財政収支(GDP比) 2020年度	▲3.7%	▲3.8%	黒字化

(注)10年平均は前회가2013~2022年度、今回が2014~2023年度

また、消費者物価上昇率(生鮮食品を除く)の見通しは、消費税率引き上げの影響を除くベースで前回の0.6%(10年平均)から今回は1.3%(10年平均)へと大幅に上方修正した。これは日銀の物価目標が1%から2%へと引き上げられるとともに、「異次元金融緩和」を導入したことにより、物価上昇率がプラスとなっても金融緩和姿勢を続ける公算が大きくなったことを反映したものである。消費者物価上昇率の見通しを引き上げたことに伴い、名目GDP成長率、1人当たり国民総

所得の見通しも上方修正した。

このように、安倍政権の発足を受けて今回の見通しでは日本経済の主要変数について、上方修正をした。ただし、いずれも政府が掲げている目標には届かない。目標達成のハードルは引き続き高いと考えている。

また、成長率や物価上昇率の見通しを上方修正する一方で、財政収支については消費税率の引き上げ幅を前回よりも大きくしたにもかかわらず、財政収支はそれほど大きく改善しない見通しとしている。これは消費税率の引き上げ幅を大きくしたことにより税収が上振れする一方、景気対策や社会インフラの再構築により、財政支出が前回見通しよりも拡大することを見込んだためである。財政健全化のためには、消費税率の引き上げとともに社会保障費の削減を含む財政支出の抑制に取り組むことが不可欠と言えるだろう。

4. 金融市場の見通し

(日米欧の政策金利)

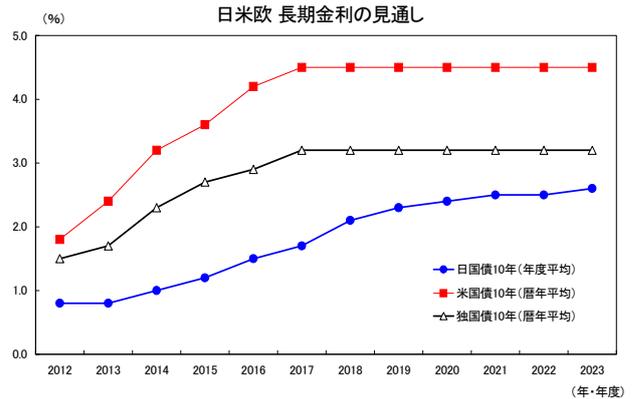
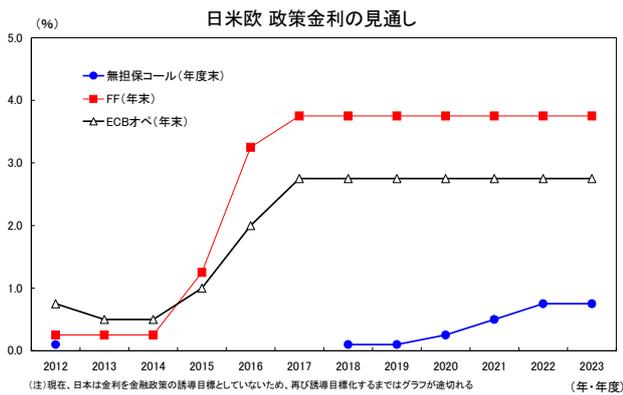
現在、世界経済はリーマン・ショックとその後の欧州債務危機に伴う低迷からの回復途上にあり、欧米の政策金利は未だ歴史的な低位にある（日本は異次元緩和に伴い、マネタリーベースを誘導目標としたため、厳密には政策金利がない）。

ただし、景気回復基調が続く米国では、金融緩和からの出口が模索されており、今後 QE3（量的緩和第3弾）の縮小・停止を経て、2015年半ばから利上げを開始する見通し。欧州債務危機の傷跡が残るユーロ圏もしばらく低金利政策を維持した後、景気回復と債務危機への対応進展を受けて、2015年半ばから利上げを開始するだろう。以降はともに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。

日銀金融政策については、消費増税下での2%の物価上昇目標はハードルが高く、異次元緩和を長期にわたって継続することになる。ようやく物価が一旦概ね2%に達する2018年度になって異次元緩和が解除され、政策金利（誘導目標金利）が復活する。その後、物価上昇率は再びやや低下するが、1%台は維持されることで、量的緩和には戻らずに緩やかな出口戦略を実行に移す。政策金利は予測期間末で0.75%になると予想する。

(日米欧の長期金利)

米長期金利については、今後景気回復を背景とした出口戦略の進展により、他国に先駆けて上昇トレンドをたどる。独長期金利もユーロ圏の景気回復や米金利上昇を受けて、米長期金利を追随する動きを見せるだろう。日本の長期金利も海外金利上昇という上昇圧力を受けるが、異次元緩和が続くため、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留まる。また、期間を通じた金利水準についても、欧米との（期待）成長率格差や政策金利差を反映する形で低い水準に留まるとみられる。財政赤字が続くことで財政懸念は燻り続けるものの、期間中は経常収支の赤字転落が回避されるうえ、追加の消費税率引き上げなど財政健全化姿勢が示されることから、財政懸念顕在化に伴う金利の急騰は見込んでいない。

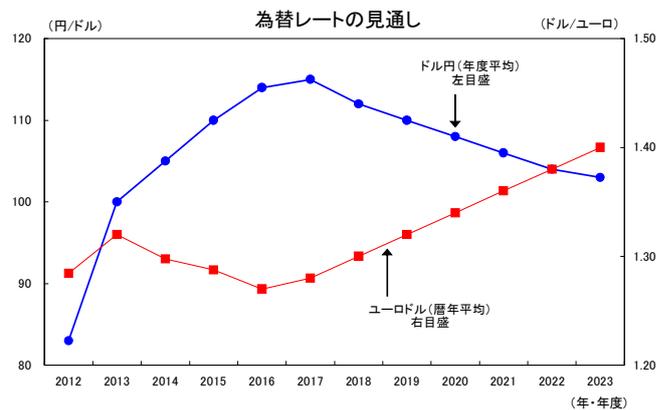


(為替レート)

海外景気が回復基調を強める中、アベノミクスが奏功する形で昨年終盤から今年の半ばにかけて急激な円安が起こった。今後についても、日本の金融緩和が長期化する一方で米国が金融政策の出口戦略を進めることで、予測期間半ばにかけて日米金利差が拡大、ドルの投資妙味が高まることで1ドル115円まで円安ドル高が進む。

その後、予測期間後半になると、米長短金利が頭打ちとなる一方で日本では出口戦略が開始され、長期金利が上昇、利上げも開始されるため、日米金利差縮小に伴って円は対ドルで上昇に転じる。金利差要因以外では、後半にかけて日本の経常黒字縮小が円高圧力を緩和するものの、基軸通貨ドルの地位低下というドル安圧力の影響が追加の円高圧力となる。これらの結果、予測期間末には1ドル103円になると予想する。

債務危機の沈静化に伴って持ち直したユーロの対ドルレートだが、今後は米出口戦略が先行することによってやや弱含むと予想。その後はECBの利上げによって米独政策金利差が縮小するうえ、債務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。また、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ドルになると予想する。



5. 代替シナリオ

(楽観シナリオ)

楽観シナリオでは、メインシナリオに比べ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。日本は2014年度、2015年度に消費税率が引き上げられるが、消費増税によって財

政や社会保障制度の持続可能性に関する家計の将来不安が和らぐことなどから、個人消費の落ち込みは回避され、実質GDPは潜在成長率を上回る伸びを確保する。さらに、日銀の異次元金融緩和の効果から予想インフレ率が上昇することも加わり、消費者物価上昇率は日銀の目標どおり、2015年度の初め頃には2%程度となり、その後も安定的に2%程度の伸びを維持する。

(悲観シナリオ)

悲観シナリオは、米国のQE3縮小に伴う資金流出を防ぐために新興国が金融引き締めを余儀なくされ、このことが新興国の景気悪化をもたらすケースである。新興国経済の悪化は回復力が脆弱な欧州経済をはじめとした世界経済全体の減速につながり、日本は消費税率引き上げによる国内需要の低迷に、海外経済悪化に伴う輸出の減少が加わるため、2014、2015年度とマイナス成長に陥る。この結果、2015年10月に予定されている消費税率の引き上げ(8%→10%)は見送られ、その後も景気低迷、デフレ基調が継続することから、予測期間中は消費税率が8%で据え置かれることを想定した。

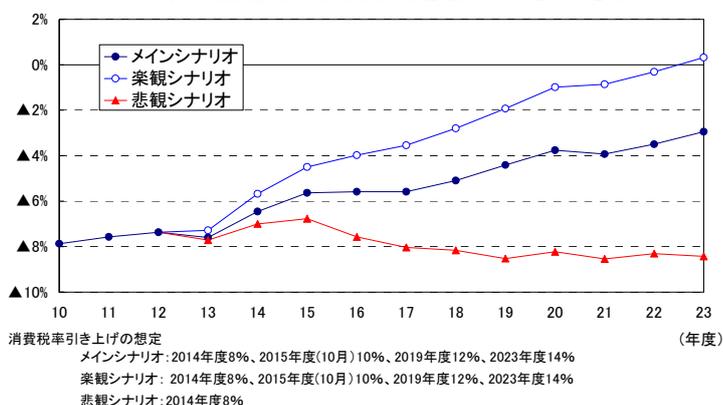
(シナリオ別の財政収支見通し)

メインシナリオの財政収支見通しでは、2015年度までの基礎的財政収支の赤字半減、2020年度までの黒字化と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、名目GDP成長率が政府目標どおり、今後10年間の平均で3%程度となるため、税収の増加を主因として国・地方の基礎的財政収支は予測期間末の2023年度には黒字化が実現される。ただし、利払い(ネット)を含む財政収支は予測期間末でも赤字で、メインシナリオに比べて金利の上昇スピードが速いため、基礎的財政収支と財政収支の差はメインシナリオよりも大きくなる。

国・地方の債務残高のGDP比を低下させるためには、基礎的財政収支の黒字幅をさらに拡大させることが必要となる。

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、2015年度以降の消費税率引き上げが見送られることから、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。

シナリオ別 基礎的財政収支(対名目GDP比)の比較



(シナリオ別の金融市場見通し)

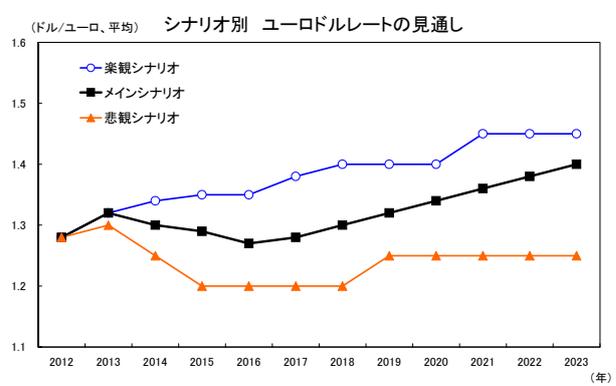
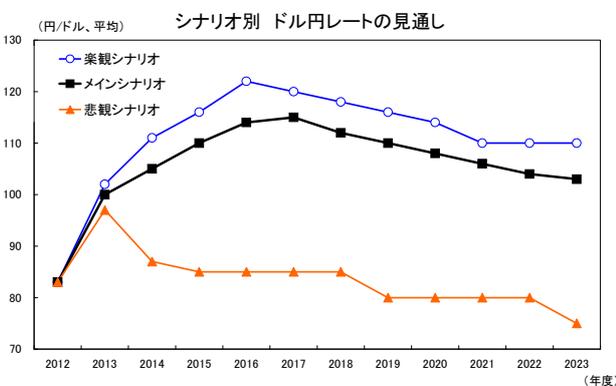
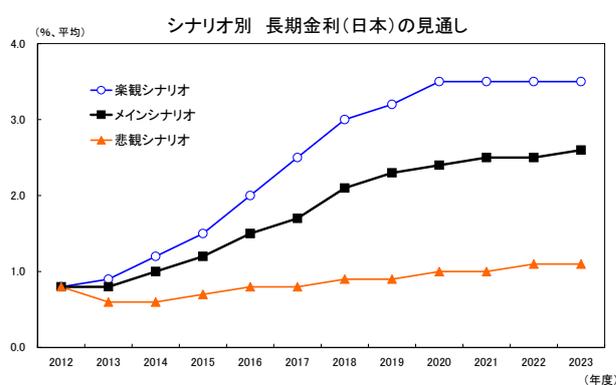
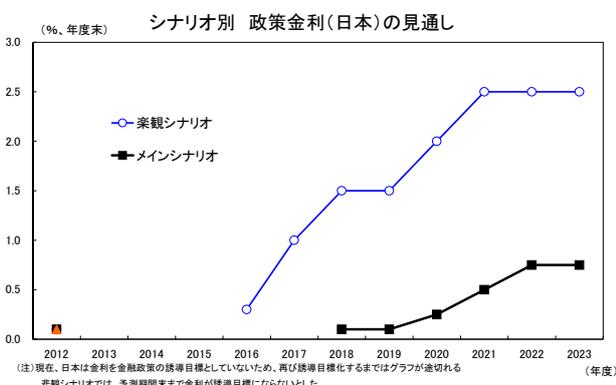
楽観シナリオでは、各国景気が順調に回復、原油価格の上昇ペース加速も物価押し上げに作用するため、欧米金融政策の転換、利上げ時期も2014年に早まることになる。日本の出口戦略が遅れる点は変わらないものの、2%物価上昇目標達成がメインシナリオよりも早まるため、利上げ開始は2016年度となり、その後の引き上げペースもメインシナリオを上回る。国内長期金利についても、投資家のリスク選好と海外金利上昇、日銀の出口戦略早期化の影響で、メインシナリオよりも早期かつ大幅に上昇していくことになる。

為替ではユーロの信認が急速に回復することによって、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1.45ドルまで水準を切り上げる。ドル円については、米国経済の早期本格回復と急ピッチの出口戦略による金利差拡大が大幅かつ早期のドル高に繋がりを、2016年度には1ドル120円を突破する。その後はメインシナリオ同様ドル安基調に転じるが、期間を通じたりスク選好地合いや日本の期待インフレ率が高水準に保たれることなどから、メインシナリオよりも円安ドル高ぎみで推移する。

(悲観シナリオ)

悲観シナリオでは、世界的に景気が失速、低迷を続けるため、欧米の利上げ開始はメインシナリオよりも遠のき、かつすぐに打ち止めになる。日本は物価の低迷が続くため、予測期間を通じて異次元緩和（もしくはそれに準ずる措置）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。

為替では、ユーロの信認が将来の分裂観測の台頭などから低下、ユーロの対ドルレートは1.2ドル台での低空飛行となる。ドル円レートについては、米景気低迷によって日米金利差がほとんど拡大しない中で、アベノミクスへの期待剥落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、予測期間末には再び1ドル70円台時代となる。この際、既述の通りユーロドルは下落しているため、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を呈する。



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)

	2012年度 実績	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	2023年度 予測	[年度平均値] 04-13	14-23
名目国内総支出(名目GDP) (兆円)	0.3 (474.6)	2.5 (486.5)	1.5 (493.9)	1.5 (501.1)	1.8 (510.1)	2.2 (521.2)	3.0 (537.1)	2.5 (550.4)	3.2 (568.3)	1.1 (574.6)	2.4 (588.6)	2.4 (602.9)	▲0.3	2.2
実質国内総支出(実質GDP)	1.2	2.8	0.2	0.8	1.1	1.6	2.2	0.6	2.0	0.5	1.6	0.5	0.9	1.1
国内需要	<2.0>	<2.4>	<▲0.5>	<0.6>	<1.0>	<1.7>	<2.3>	<0.5>	<2.0>	<0.5>	<1.7>	<0.2>	<0.7>	<1.0>
国内民間需要	<0.9>	<1.7>	<▲0.8>	<0.3>	<0.8>	<1.5>	<2.1>	<0.0>	<1.9>	<0.4>	<1.7>	<0.1>	<0.5>	<0.8>
民間最終消費支出	1.6	2.4	▲1.2	0.2	0.9	1.7	2.4	▲0.1	2.6	0.6	2.0	0.1	1.1	0.9
民間住宅投資	5.3	6.9	▲13.3	1.3	1.7	1.8	4.0	▲4.6	1.9	▲0.1	2.8	▲1.9	▲2.2	▲0.8
民間企業設備投資	▲1.4	1.7	1.1	1.3	1.6	2.8	3.7	0.5	2.4	▲0.5	3.2	0.5	0.4	1.7
国内公的需要	<1.1>	<0.8>	<0.3>	<0.3>	<0.2>	<0.2>	<0.2>	<0.4>	<0.1>	<0.1>	<0.0>	<0.1>	<0.2>	<0.2>
政府最終消費支出	2.1	1.7	0.8	0.9	0.5	0.4	0.5	1.2	0.9	1.0	0.6	0.7	1.3	0.8
公的固定資本形成	15.0	9.1	3.4	1.7	1.9	2.3	2.1	4.4	▲0.9	▲1.7	▲1.6	0.4	▲1.3	1.2
財・サービスの純輸出	<▲0.8>	<0.4>	<0.7>	<0.2>	<0.0>	<▲0.1>	<▲0.2>	<0.1>	<▲0.0>	<0.0>	<▲0.1>	<0.3>	<0.1>	<0.1>
財・サービスの輸出	▲1.2	6.5	6.5	4.0	3.5	3.3	3.0	2.8	3.6	2.8	2.8	2.9	3.5	3.5
財・サービスの輸入	3.8	4.6	2.2	3.5	3.8	4.3	4.6	2.4	4.3	3.0	3.6	1.8	2.7	3.4
鉱工業生産	▲2.9	3.8	0.2	1.0	1.3	1.1	3.0	0.4	1.9	▲0.6	1.1	▲0.3	▲0.2	0.9
国内企業物産	▲1.1	2.1	3.9	2.1	1.9	1.0	1.1	2.6	1.2	0.6	0.7	2.6	0.8	1.8
消費者物産	▲0.3	0.6	2.8	1.4	1.8	1.5	1.8	2.7	1.7	1.3	1.6	2.8	▲0.1	1.9
消費者物産(生鮮食品を除く)	▲0.2	0.6	2.7	1.4	1.8	1.6	1.9	2.6	1.7	1.3	1.6	2.7	▲0.1	1.9
消費税を除く	(▲0.2)	(0.6)	(0.6)	(0.7)	(1.1)	(1.6)	(1.9)	(1.2)	(1.7)	(1.3)	(1.6)	(1.3)	(▲0.1)	(1.3)
失業率(%)	4.3	3.8	4.0	4.0	4.0	3.8	3.6	3.7	3.5	3.7	3.6	3.8	4.4	3.8
経常収支(兆円)	4.4	7.1	8.6	9.4	8.1	5.9	3.7	4.5	3.7	2.3	0.1	0.5	14.8	4.7
(名目GDP比)	(0.9)	(1.5)	(1.7)	(1.9)	(1.6)	(1.1)	(0.7)	(0.8)	(0.7)	(0.4)	(0.0)	(0.1)	(3.0)	(0.9)
消費税率(%)	5	5	8	10	10	10	10	12	12	12	12	14	-	-
為替レート(円/ドル)	83	100	105	110	114	115	112	110	108	106	104	103	99	109
ユーロレート(誘導目標、%)	0.10	-	-	-	-	-	0.10	0.10	0.25	0.50	0.75	0.75	-	-
10年国債利回り(%)	0.8	0.8	1.0	1.2	1.5	1.7	2.1	2.3	2.4	2.5	2.5	2.6	1.3	2.0
平均	114	110	113	117	119	121	123	125	126	128	130	132	82	123

米国経済の中期見通し

	2012年 実績	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	2023年 予測	年平均値	
													04-13	14-23
名目GDP(前年比%)	4.6	3.2	4.3	4.7	4.9	4.6	4.4	4.2	4.1	4.1	4.1	4.1	3.9	4.3
実質GDP(前年比%)	2.8	1.6	2.5	3.1	3.2	3.0	2.8	2.6	2.5	2.5	2.5	2.5	1.7	2.7
内需(寄与度%)	2.7	1.5	2.6	3.2	3.2	3.1	2.8	2.6	2.4	2.4	2.4	2.4	1.6	2.7
民間最終消費支出(前年比%)	2.2	1.9	2.1	2.5	2.7	2.7	2.6	2.5	2.4	2.4	2.3	2.3	1.9	2.5
固定資本形成(前年比%)	8.3	4.7	7.4	7.7	7.5	6.7	6.1	5.6	5.1	4.6	4.5	4.6	1.1	6.0
外需(寄与度%)	0.1	0.0	▲0.1	▲0.1	0.0	▲0.1	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.0
消費者物産(前年比%)	2.1	1.4	1.7	2.0	2.2	2.1	2.0	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	2.4	2.0
経常収支(名目GDP比)	▲2.7	▲2.4	▲2.4	▲2.5	▲2.3	▲2.2	▲2.1	▲1.9	▲1.8	▲1.7	▲1.6	▲1.5	▲4.0	▲2.0
FF目標金利(%)、末値	0.25	0.25	0.25	1.25	3.25	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	1.80	3.10
10年国債利回り(%)、平均	1.8	2.4	3.2	3.6	4.2	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	3.5	4.3

欧州経済の中期見通し

	2012年 実績	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	2023年 予測	年平均値	
													04-13	14-23
名目GDP(前年比%)	1.2	2.7	2.4	3.0	3.3	3.4	3.4	3.3	3.3	3.2	3.2	3.2	2.7	3.2
実質GDP(前年比%)	▲0.6	▲0.3	0.9	1.4	1.6	1.7	1.7	1.6	1.6	1.5	1.5	1.5	0.9	1.5
内需(寄与度%)	▲2.2	▲0.8	0.8	1.3	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.4	1.4	1.4	0.5	1.4
民間最終消費支出(前年比%)	▲1.5	▲0.5	0.8	1.3	1.5	1.5	1.5	1.5	1.4	1.4	1.4	1.4	0.3	1.4
固定資本形成(前年比%)	▲3.9	▲3.4	0.9	1.5	1.8	1.8	1.8	1.7	1.7	1.6	1.6	1.6	▲0.1	1.6
外需(寄与度%)	1.5	0.5	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.4	0.1
消費者物産(前年比%)	2.5	1.6	1.6	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	2.1	1.7
経常収支(名目GDP比)	1.3	1.6	1.4	1.2	1.0	0.8	0.6	0.4	0.2	0.1	0.1	0.1	0.2	0.6
対ドル為替相場	1.28	1.32	1.30	1.29	1.27	1.28	1.30	1.32	1.34	1.36	1.38	1.40	1.34	1.32
対円為替相場	103	128	135	139	145	147	146	145	145	144	144	144	145	143
ECB市場介入金利(%)、末値	0.75	0.50	0.50	1.00	2.00	2.75	2.75	2.75	2.75	2.75	2.75	2.75	1.85	2.28
独10年国債利回り(%)、平均	1.5	1.7	2.2	2.6	2.9	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.1	3.0

中国経済の中期見通し

	2012年 実績	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	2023年 予測	[平均値]	
													04-13	14-23
名目GDP(前年比%)	9.7	10.2	10.6	10.1	10.3	10.1	10.2	10.2	10.2	9.4	9.4	9.4	15.5	10.0
実質GDP(前年比%)	7.7	7.5	7.6	7.2	7.3	7.1	7.2	7.2	7.2	6.4	6.4	6.4	10.2	7.0
消費者物産(前年比%)	2.6	2.7	3.0	2.9	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.1	3.0
1年貸出金利(%)、末値	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0
1年定期金利(%)、末値	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	2.8	3.0
対ドル為替相場(年平均)	6.3	6.1	6.0	6.0	5.9	5.8	5.7	5.6	5.5	5.5	5.5	5.5	7.1	5.7

新興国経済の中期見通し

	2012年 実績	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	2023年 予測	[平均値]	
													04-13	14-23
実質GDP(前年比%)	5.0	4.7	5.2	5.4	5.5	5.5	5.6	5.6	5.7	5.4	5.4	5.4	6.4	5.5
うちインド	5.1	4.7	5.6	6.2	6.6	6.7	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	7.6	6.6
うちブラジル	0.9	2.2	2.5	3.2	3.4	3.6	3.6	3.6	3.6	3.6	3.6	3.6	3.7	3.4
うちロシア	3.4	2.5	3.5	3.7	3.5	3.3	3.2	3.1	3.1	3.0	3.0	2.9	4.2	3.2
うちその他アジア	4.1	4.0	4.4	4.6	4.7	4.8	4.8	4.9	4.9	4.8	4.8	4.8	4.5	4.8

(注)その他アジアは韓国・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)

	2012年度 実績	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	2023年度 予測	[年度平均値] 04-13	14-23
実質GDP(日本)	1.2	2.8	0.2	0.8	1.1	1.6	2.2	0.6	2.0	0.5	1.6	0.5	0.9	1.1
実質GDP(米国)	2.8	1.6	2.5	3.1	3.2	3.0	2.8	2.6	2.5	2.5	2.5	2.5	1.7	2.7
実質GDP(欧州)	▲0.6	▲0.3	0.9	1.4	1.6	1.7	1.7	1.6	1.6	1.5	1.5	1.5	0.9	1.5
実質GDP(中国)	7.7	7.5	7.6	7.2	7.3	7.1	7.2	7.2	7.2	6.4	6.4	6.4	10.2	7.0
コーレレート(誘導目標、年度末)	0.10	—	—	—	—	—	0.10	0.10	0.25	0.50	0.75	0.75	—	—
FF目標金利(年末)	0.25	0.25	0.25	1.25	3.25	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	1.80	3.10
ECB市場介入金利(年末)	0.75	0.50	0.50	1.00	2.00	2.75	2.75	2.75	2.75	2.75	2.75	2.75	1.85	2.28
日10年国債利回り(年度平均)	0.8	0.8	1.0	1.2	1.5	1.7	2.1	2.3	2.4	2.5	2.5	2.6	1.3	2.0
米10年国債利回り(年平均)	1.8	2.4	3.2	3.6	4.2	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	3.5	4.3
独10年国債利回り(年平均)	1.5	1.7	2.2	2.6	2.9	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.1	3.0
円/ドル(年度平均)	83	100	105	110	114	115	112	110	108	106	104	103	99	109
ドル/ユーロ(年平均)	1.28	1.32	1.30	1.29	1.27	1.28	1.30	1.32	1.34	1.36	1.38	1.40	1.33	1.32
円/ユーロ(年平均)	103	128	135	139	145	147	146	145	145	144	144	144	132	143

(注)米国、欧州、中国は暦年

(楽観シナリオ)

	2012年度 実績	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	2023年度 予測	[年度平均値] 04-13	14-23
実質GDP(日本)	1.2	3.1	1.3	1.6	1.7	2.0	2.6	1.0	2.3	0.9	2.0	0.9	0.9	1.6
実質GDP(米国)	2.8	1.7	3.0	3.4	3.2	3.0	2.9	2.8	2.7	2.7	2.7	2.7	1.7	2.9
実質GDP(欧州)	▲0.6	▲0.1	1.4	1.7	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	2.0	2.0	2.0	0.9	2.0
実質GDP(中国)	7.7	8.0	8.5	9.0	8.7	8.6	8.6	8.6	8.6	7.8	7.8	7.9	10.2	8.4
コーレレート(誘導目標、年度末)	0.10	—	—	—	0.30	1.00	1.50	1.50	2.00	2.50	2.50	2.50	—	—
FF目標金利(年末)	0.25	0.25	1.25	3.25	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	1.75	4.05
ECB市場介入金利(年末)	0.75	0.50	1.00	2.00	3.00	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	1.85	3.05
日10年国債利回り(年度平均)	0.8	0.9	1.2	1.5	2.0	2.5	3.0	3.2	3.5	3.5	3.5	3.5	1.3	2.7
米10年国債利回り(年平均)	1.8	2.4	3.6	4.5	5.5	5.5	5.4	5.4	5.4	5.4	5.4	5.4	3.5	5.2
独10年国債利回り(年平均)	1.5	1.9	2.8	3.3	3.8	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	3.1	3.9
円/ドル(年度平均)	83	102	111	116	122	120	118	116	114	110	110	110	99	115
ドル/ユーロ(年平均)	1.28	1.32	1.34	1.35	1.35	1.38	1.40	1.40	1.40	1.45	1.45	1.45	1.33	1.40
円/ユーロ(年平均)	103	130	146	154	165	166	165	162	160	160	160	160	132	160

(注)米国、欧州、中国は暦年

(悲観シナリオ)

	2012年度 実績	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	2023年度 予測	[年度平均値] 04-13	14-23
実質GDP(日本)	1.2	2.4	▲1.1	▲0.2	0.4	0.7	1.4	1.7	1.9	0.4	0.9	1.3	0.8	0.7
実質GDP(米国)	2.8	1.4	0.2	1.3	2.0	2.3	2.1	1.8	1.7	1.6	1.6	1.6	1.7	1.6
実質GDP(欧州)	▲0.6	▲0.6	▲0.2	0.8	1.4	1.4	1.2	1.0	1.0	0.9	0.9	0.9	0.8	0.9
実質GDP(中国)	7.7	7.2	5.8	5.9	6.1	6.3	6.2	6.1	6.1	5.2	5.2	5.2	10.2	5.8
コーレレート(誘導目標、年度末)	0.10	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
FF目標金利(年末)	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25	1.75	0.95
ECB市場介入金利(年末)	0.75	0.50	0.25	0.25	0.25	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.85	0.78
日10年国債利回り(年度平均)	0.8	0.6	0.6	0.7	0.8	0.8	0.9	0.9	1.0	1.0	1.1	1.1	1.3	0.9
米10年国債利回り(年平均)	1.8	2.2	1.8	2.0	2.2	2.4	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6	3.5	2.4
独10年国債利回り(年平均)	1.5	1.5	1.6	1.9	2.0	2.1	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	3.1	2.1
円/ドル(年度平均)	83	97	87	85	85	85	85	80	80	80	80	75	99	82
ドル/ユーロ(年平均)	1.28	1.30	1.25	1.20	1.20	1.20	1.20	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25	1.33	1.23
円/ユーロ(年平均)	103	126	110	102	102	102	102	100	100	100	100	94	132	101

(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

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものでもありません。