

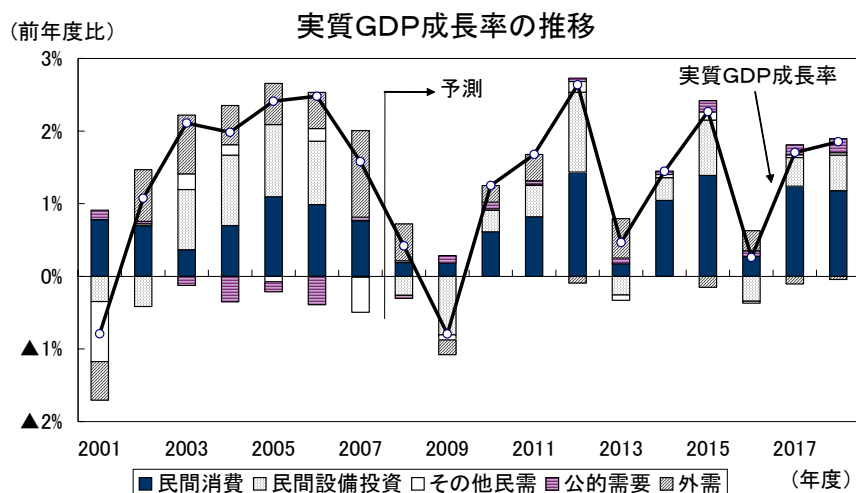
# Weekly エコノミスト・ レター

## 中期経済見通し ～バブル崩壊と家計のバランスシート調整

経済調査部門  
(03)3512-1884

### <潜在成長力を下回る成長続く：10年間の平均成長率は1.3%>

1. 2007年夏に欧州の金融市場に飛び火して拡大したサブプライム問題は、世界経済をゆるがす状況となった。
2. 世界的な人口構造の高齢化が進むなどの外部条件は変わっておらず、中期見通しの予測期間末期である2018年頃の世界や日本の経済状況の予測は、これまでの見方とほとんど変わらない。しかし、サブプライム問題の影響が金融市場のみならず実体経済に大きな影響を与えるようになったことから、予測の前半5年間の世界経済の状況は大きく悪化している。
3. 予測期間10年間の平均実質成長率は米国が2.0%、欧州は1.6%と、過去10年間の平均（米国2.6%、欧州2.1%）よりも低いものとなるだろう。予測期間前半の世界経済は、バブル崩壊で起こる家計のバランスシート調整から金融危機解消後も低迷するだろう。
4. 2018年度までの10年間の日本の平均成長率は実質1.3%となろう。前半は世界経済の混乱から平均1.0%の成長と潜在成長率を大きく下回り、後半は経済は持ち直すものの消費税率引き上げの影響で低成長となる年があるため、平均1.5%程度となるだろう。

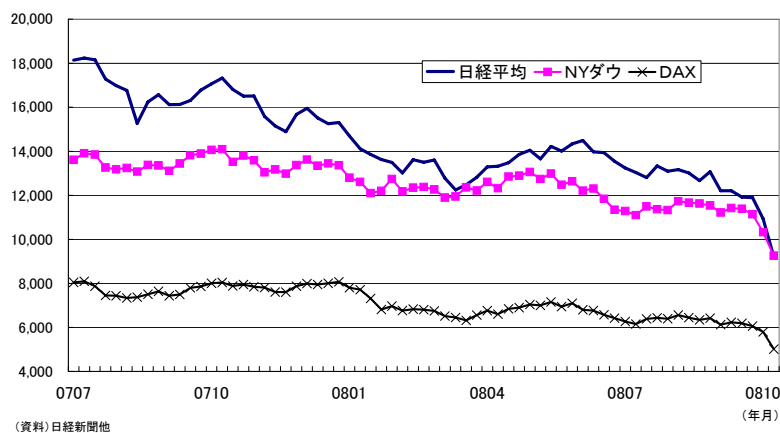


# 1. 拡大する金融市場の混乱

(動揺する金融市場)

2007年夏に欧州の金融市場に飛び火したサブプライム問題は、世界経済をゆるがす状況となった。金融機関の損失が拡大し、米国では大手金融機関の救済や経営破たんが相次ぎ、欧州でも金融機関の経営の行き詰まりが起り、救済策が相次いで打ち出されている。短期金融市場は信用不安から資金の出し手がおらず、ほとんど麻痺状態にある。FRBやECBなど各中央銀行は、大量の資金を供給して流動性の維持を図るなど協調して市場の安定を図っているが、金融市場の不安を払拭できず、状況は改善の兆しが見えない状態となっている。

株価の推移



昨年10月に公表した中期経済見通しから中期的な経済の変化の方向性を見方は変わっておらず、予測期間10年間の末期の状況は前回発表したものとほぼ同じである。日本をはじめとする先進国では人口高齢化が進み、労働力人口の伸びの鈍化や減少から潜在成長力の低下がおこる。中国やインドなどの新興国経済の発展によって世界経済の構造は変化するが、一人っ子政策を続けてきた中国では2015年頃をピークに労働力人口が減少し始めるなど、世界経済全体が高齢化の影響を受け始めるようになる。前回の中期見通しでも予測期間の前半はサブプライムローン問題の動向に大きく左右されると見ていたが、この問題の状況は厳しくなっている。

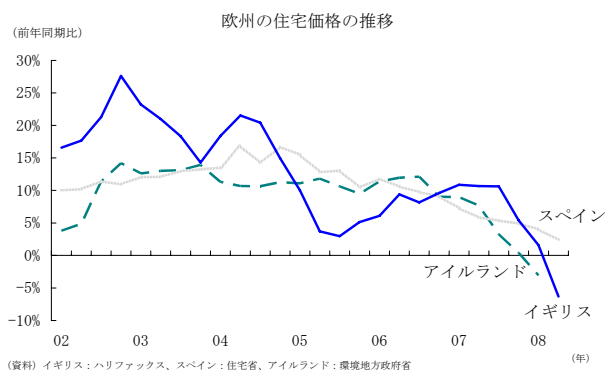
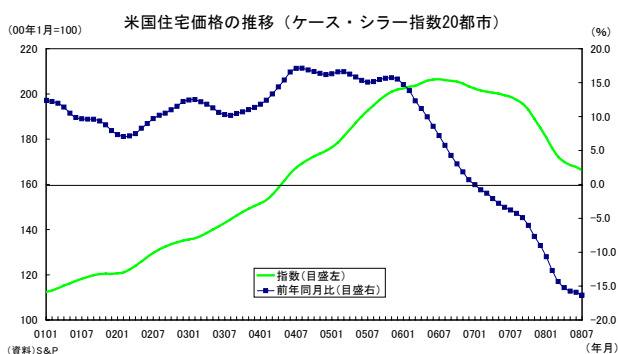
サブプライムローンの証券化商品の価格下落などによる金融機関の損失の拡大から当初は金融株が株式市場の下落を主導してきた。しかし、金融市場の混乱が実体経済にも大きな影響を与えていることが次第に明らかになるにつれて、景気低迷により先行き企業収益が悪化するのではないかという懸念が強まり、株式市場全体に影響が及んでいる。NYダウは10月に入って1万ドルを割り込む状態となっており、日本では日経平均が1万円を大きく割り込んでしまった。欧州や新興国の株式市場も株価は大きく下落している。10月8日、米・欧の中央銀行は0.5%の協調利下げを行ったが、市場の不安感を払拭できてはおらず株式市場は不安定である。金融市場の混乱を食い止めるためには、公的資金を注入するなどによって金融機関の資本の毀損を補うことが必要である。11月の投票によって選出される米国の新大統領は、早急にこうした措置を含む経済・金融市場の安定化策を実施に移すことが課題となる。

また、欧州各国も足並みを揃えて、金融市場の安定化に取り組むことが求められるであろう。ユーロ圏にとって、大規模な金融システム不安の広がり、ユーロ導入以来初めての経験であり、「金融・為替政策の統一、金融監督、財政の分散」というユーロ圏の危機対応の手腕を試すものだ。中期的な観点からは、今回の危機が、かねて課題とされてきたユーロ圏内の金融再編、各国に分散する金融監督体制の連携をうながす圧力となって、金融システムの基盤強化につながることも期待できるだろう。

### (米・欧の住宅バブル崩壊)

米国の住宅市場は 1990 年代後半から活況が続いてきたが、IT バブル崩壊後の金融緩和でさらに住宅投資は活発化した。この間の持ち家率の上昇は顕著で、1990 年代後半まで 65%程度で推移してきた持ち家率は、2005 年には 70%近くまで上昇した。住宅投資が名目 GDP に占める割合は長期にわたって上昇を続けてきたが、FRB が 2004 年から利上げに転じたことから 2005 年をピークに低下している。

住宅価格は 2003 年に入ると上昇が加速したが、利上げによって住宅投資が落ち着きを見せると次第に上昇速度が鈍化し、2007 年に入ってから下落するようになった。2007 年 10 月に公表した中期経済見通しでも米国住宅価格の下落を見込んでいたが、その後の下落幅は予想を上回って拡大している。住宅価格の指標のひとつであるケース・シラー指数 (20 都市) は、既にピークからの下落幅が約 20%に達している。

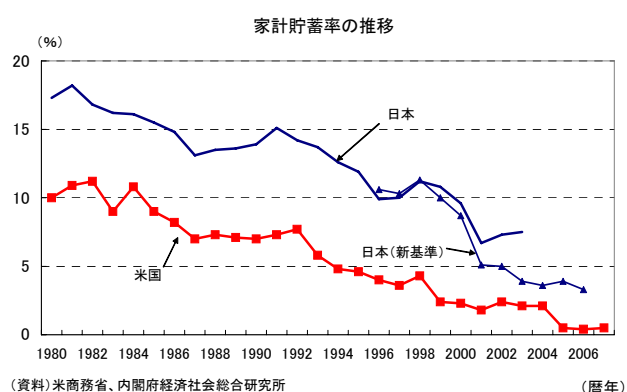
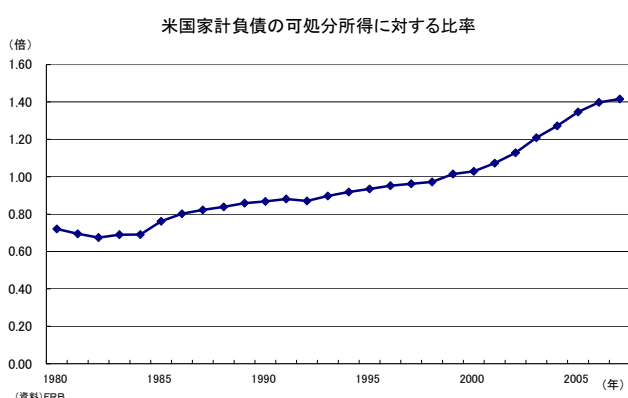


米国の住宅バブル崩壊で起こった問題は、サブプライムローンの証券化商品を欧州の金融機関が大量に購入したことによって欧州に飛び火した。だが住宅ブームは、米国だけでなく欧州でも発生して崩壊している。スペインやアイルランドなどでは、ユーロ圏への統合によって経済の好調が続いたこともあって住宅価格が上昇を続けたが、ECB の金融引き締めによって住宅価格の上昇が鈍化するとともに経済成長率も低下している。英国では、サブプライム問題をきっかけとした金融市場の混乱によって、信用収縮がおこったことで住宅ローンの借入れが困難となり住宅市場の調整が深まっており、住宅価格の下落幅が拡大している。米国の住宅バブル崩壊の損失が欧州に飛び火したという問題に加えて、欧州自体の住宅バブルの崩壊による損失も発生していることによって、欧州金融市場の混乱はさらに大きなものとなっている。

### (家計のバランスシート問題の発生)

日本のバブル崩壊で起こったことは企業部門のバランスシート問題だったが、米国と欧州で起こった住宅バブルの崩壊で起こることは、家計のバランスシート問題である。

米国の家計負債の可処分所得に対する比率は 2000 年を超えたころから大きく上昇しており、近年米国では家計の債務が急速に増加していたことが分かる。米国の家計は借入れを拡大していたが、これは住宅の取得だけを目的に行われたわけではない。サブプライムローンが住宅購入の際に利用されただけでなく、借り換えを行う際に住宅価格の上昇を利用して借入れを増やして手元に残った資金を消費に充てるといった目的でも行われていた。また、ホームエクイティローンによって保有する住宅を担保に借入れを行い、消費支出に充てるといったことも広く行われるようになっていた。



この結果、米国ではベビーブーマーがこれから引退の時期を迎えるという状況にもかかわらず、既に団塊世代の引退がはじまった日本よりも早く貯蓄率が低下し、近年では家計貯蓄率がほぼゼロという水準になっていた。フローの所得に対する負債の比率が上昇してはいたものの、これまでは資産価値が高まっていたことから、バランスシートは健全と考えられていた。しかし、住宅価格の下落や株価など資産価格の下落によって、家計部門のバランスシートは悪化している。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。

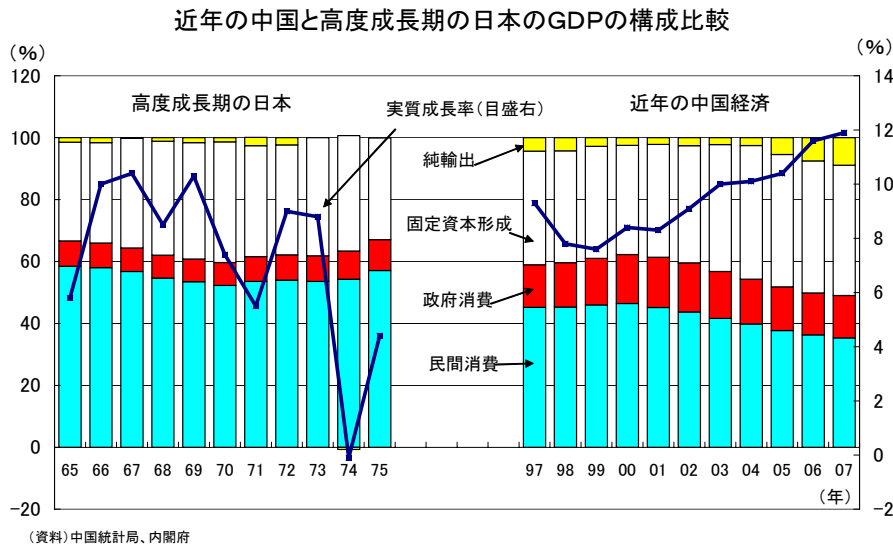
住宅価格が下落することの影響は、単に住宅投資が落ち込むだけではなく、家計が住宅価格の上昇を利用した資金調達ができなくなることで、消費の落込みにつながるだろう。またバランスシートの健全化のためにはフローの貯蓄を増加させることが必要で、健全化を達成するまでにはある程度の期間、消費を抑制せざるを得ないであろう。

### (新興国経済は世界経済を牽引できない)

欧米経済が減速しても BRICs をはじめとした新興国経済が高成長を続け、世界経済が新興国経済主導で拡大を続けることができるという、「デカップリング」が一時期主張されたこともある。

高度成長期の日本経済を見ると、国内需要が強く、輸入の拡大によって経常収支が赤字化し外貨準備が減少、当時 1 ドル 360 円の固定為替レートが維持できなくなって、金融引締めなどによって経済成長を減速させる必要性に迫られた。しかし最近の中国経済を見ると、1997 年から 2007 年の間に名目 GDP に占める消費支出の比率は約 10%ポイントも低下している。中国の国内需要は急速

に拡大しているが、GDP 全体の拡大速度とのバランスからすれば、相対的には消費の拡大は弱いと言わざるを得ない。



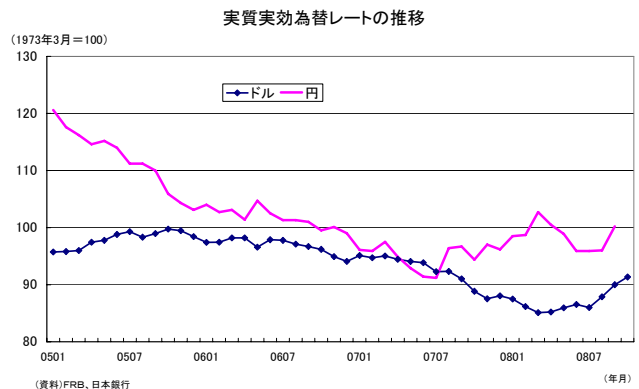
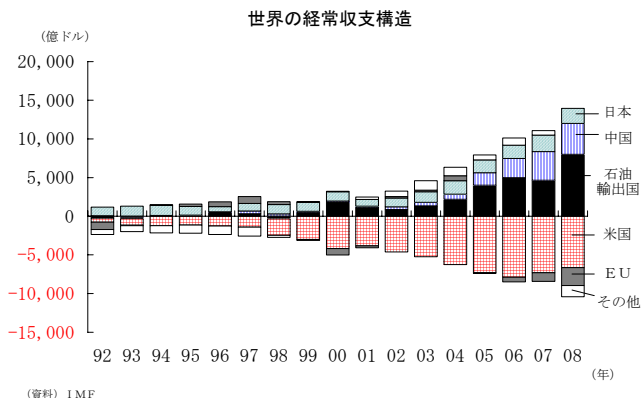
中国の輸出・輸入ともに高い伸びを続けているものの、貿易収支黒字幅が拡大を続けていることからすれば、近年の高成長は外需依存型というべきだろう。国内需要である設備投資の急速な拡大も、海外への輸出の伸びに支えられたものであり、輸出の伸びが止まったときに国内需要主導でこれまでのような成長を続けられるとは考え難い。

## 2. 拡大した国際収支の不均衡

(信認低下でも高まるドル需要)

金融危機の発生や経済成長率が低下するなど、経済のファンダメンタルズに問題が発生すると、その国の通貨は売られて下落するのが普通である。米国の経常収支は、近年では名目 GDP の 5% 程度にも達する赤字となっており、長年大規模な赤字が続いてきたことから米国は既にかなり前から純債務国となっている。近年世界経済は高い成長を続けてきたが、その裏側では米国が輸入を拡大して経常収支の赤字を増加させる一方で、石油輸出国や中国などが経常収支の黒字を拡大するという構図が続いてきた。世界経済は国際収支の不均衡を拡大させることによって、好調を維持してきたのである。

さらに今回のサブプライム問題によって、米国の金融システムや経済自体への信認も揺らいでいるので、ファンダメンタルズの悪化を懸念してドルは大幅に下落しやすい状況にあった。また、FRB が FF レートを 5.25% から 1.5% にまで急速に引き下げていることも、ドルを下落させる方向に働いているはずである。しかし、ドルの実質実効レートは、ベアースターンズの経営危機が露呈した本年 3 月を底に最近ではむしろ上昇しており、ドル高基調となっている。



ドル不安があるにも関わらず、むしろ世界の金融市場ではドル不足が発生しているのは、ドルが基軸通貨で国際的な取引の決済に必要なからだ。金融機関の損失問題が深刻になり、信用収縮が起こっている欧州の金融市場だけでなく、日本市場でもドル資金の調達が困難になった。ドル資金の出し手であった米国の金融機関が、信用収縮から手元にドル資金を潤沢に保有しなくてはならなくなり、国際金融市場にドルを供給できなくなってしまったことが原因だ。信用不安の拡大によって国際金融市場ではドルの調達が困難となっており、自国通貨売り・ドル買いによってドル資金を調達する動きが、ドルを下支えする結果となっている。円の実質実効為替レートは日本経済の低迷と超低金利から下落していた。このところ1ドル100円を割る水準にまで円が上昇しているが、バブル崩壊後、日本ではデフレが続いた一方で米国では物価が上昇を続けていたことを勘案すれば、1ドル=90円台後半程度への円高の進行は、これまで割安に放置されてきた円の水準が修正された程度と言うべきだ。

国際金融市場におけるドル資金の不足を改善するため各国中央銀行は、米国とのスワップ協定によってドルを調達し、自国の金融市場でドル資金を供給するという、異例の措置を次々に導入している。

#### (ドル基軸体制の矛盾)

ドルの資金調達ができなくなると、各国と米国間の取引だけでなく、国際取引全体に影響が及ぶ。たとえば、円や中国元、タイバーツなどアジアの通貨間の取引は、直接円と元、円とタイバーツなどとの間で行われることが稀で、ドルを仲介に行われることが多い。B I Sが中心となって3年に一度実施されている「外国為替およびデリバティブに関する中央銀行サーベイ」(最新は2007年調査)によれば、各国市場における為替取引の大半が自国通貨とドルとの取引である。例えば、円を売ってバーツと交換するという取引は、実際には円をドルに交換し、そしてドルをさらにバーツに交換することになる。二度取引を行うことになるが、円とバーツ間の取引量に比べて、円とドル、バーツとドルの取引量が圧倒的に多いので、取引費用が安く、交換レートも安定している。ドルの調達ができなくなると、ドルとは直接関係のないはずの円とバーツなどの他の通貨間の取引も滞ってしまう。

世界一の経済大国であるとは言え、特定の国の通貨である米ドルが国際取引に使われる基軸通貨

となっていることによる問題は昔から指摘されてきた。そもそも国際取引が拡大していく際に世界各国が保有している外貨準備のドルを増加させるためには、米国は経常収支の赤字を続けてドルを世界に供給しなくてはならない。しかしこれは米国の対外債務を増大させることになるので、長期的にはドルの信認を低下させることになるという矛盾がある。また米国が金融引締めを行うと、国際的な取引全てが金融引締めの影響を受けてしまうなど、今回の金融危機のように米国の金融情勢が世界経済全体に影響を与えてしまうという問題もある。

こうした問題の解決のために、金本位制への復帰や世界通貨の創設が提案されたこともあり、1960年代末には国際流動性の供給のためにSDRが創設された。1997年のアジア通貨危機の際などには、IMFによるSDRの供給は一定の効果をもたらしたと考えられるが、実際の国際金融や貿易の取引ではドルが一般的に使われていて取引コストも安く、かつ利便性が高いという状況から、ドルによる決済が続いてきた。また、基軸通貨の地位を失うことは米国の金融機関の優位性を低下させることでもあり、米国経済も国際流動性を供給することによって利益を得るという特権を失うことも、米国がこうした改革には後ろ向きであった理由だろう。

(長期的にはドルの地位は低下へ)

米ドルへの信認が揺らぎ、仲介を行う米国の金融機関に対する不安も高まってはいるものの、ドルを用いた金融取引の仕組みは世界経済に深く組み込まれており、ドルから離れられない状況にある。この見通しが対象としている10年程度の期間では、米ドルを中心とした国際経済体制は大きく揺らぐとは考え難い。サブプライム問題を契機に、基軸通貨としての米ドルの地位が一気に低下するという可能性は低い。各国は米ドル建ての資産を大量に保有しており、今すぐにドルが基軸通貨としての地位を失ってドルの価値が下落すれば、各国ともに大きな損失を被ることになる。ドル離れをしたいと思っても、容易には実行できない状況に置かれている。

今回の危機が拡大を続け、万一、米国が単独では金融システム不安の問題を解決できないという場合でも、結局のところIMFなど国際機関を通じてなど間接的な形であろうが、日本を含めて世界各国が資金的な協力に応じてドルを守らざるを得ないということになるだけだろう。しかし、歴史的にはかつては英国の経済力を背景としてポンドが基軸通貨であったわけであり、長期的に見ればドルの基軸通貨としての地位は永久に不変というわけではない。ユーロ圏は、15カ国の人口が2008年初時点で3億1950万人で3億500万人余りの米国を上回る単一通貨経済圏だ。とは言うものの、国際的な取引におけるドルとユーロの地位の差は歴然としており、今すぐにドルに代わって国際取引の中心に使われるようになるとは考え難い。またユーロ圏の人口は移民の流入がなければ2014年に減少に転じてしまい、一定の移民の流入を前提としても2017年には米国には追い越されると予想されている。だが2009年1月のスロバキアの後も中東欧の8カ国がユーロを導入し、ユーロ圏が拡大を続けていけば人口は約4億3千万人と米国を3割上回ることになる。ユーロ圏が順調に地域的拡大を実現し、米国を凌ぐ経済力を構築して行くには、域内の景気格差が固定化してしまい政治的な意志の統一が損なわれるということがないように、市場統合後も残存している生産要素の移動を阻む障壁を除去することが重要な課題であろう。

より長期的にみれば、人口規模が米国やユーロ圏の3、4倍もある中国やインドが経済発展をし

ていけば、どこかの時点で米国経済を凌駕するまでになり、中国元やインド・ルピーがドルにとって代わることもありうるだろう。また、SDR などの一国の通貨ではない通貨が国際的な取引に使われるようになる可能性もあると考えられ、ドルの基軸通貨としての地位は低下してくのではないかと考えられる。

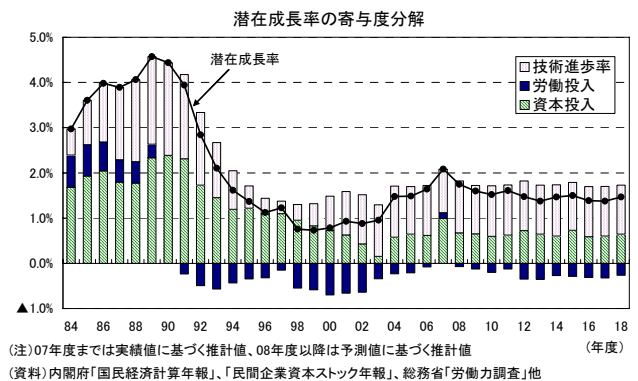
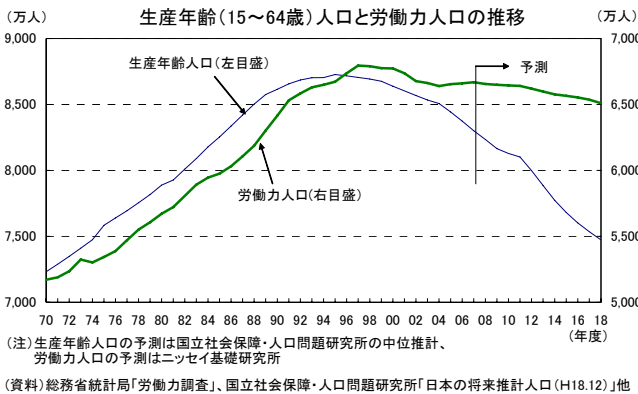
### 3. 高齢化進展による日本経済の構造変化

(高齢化と潜在成長力の低下)

2007年には団塊世代が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が、こうした事態は起こっていない。2006年からの高年齢者雇用安定法の本格的な施行により、60～65歳人口の非労働力化を遅らせることに成功したことが大きな要因である。

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、バブル崩壊後の経済の低迷の中では労働力不足問題は顕在化しなかった。2007年末をピークに景気が後退しているため労働需要が減退しているという需要側の短期的な要因に加えて、厚生年金の支給開始年齢が徐々に引き上げられるため、高齢者の就業意欲が高まっているという供給側の要因もあいまって、高齢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、高齢者の就業が進むことを勘案しても、1997年に6794万人だった労働力人口は、2018年には6509万人に減少すると予想される。

企業の積極的な設備投資によって日本の設備ストックは増加を続けてきたが、ストックが厚みを増したことから更新のために必要な投資が増加し、設備ストックの積み増しに寄与する純投資の割合は低下してきた。さらに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、2006年度には3.2%にまで低下している。高い家計貯蓄率は国内貯蓄によって日本企業の旺盛な投資意欲を満たすことを可能にしてきたが、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。



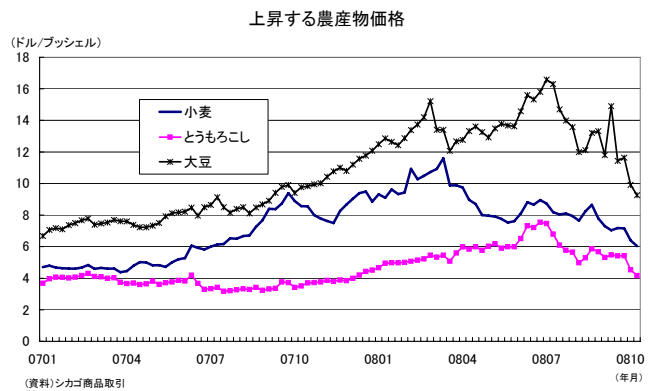
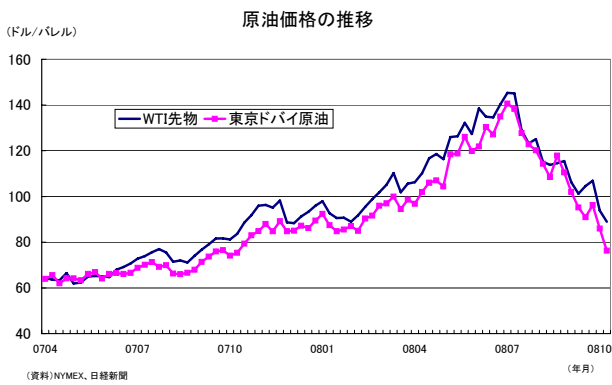
日本の潜在成長率は、1980年代頃には3%～4%台であった。人口構造の高齢化や設備ストック



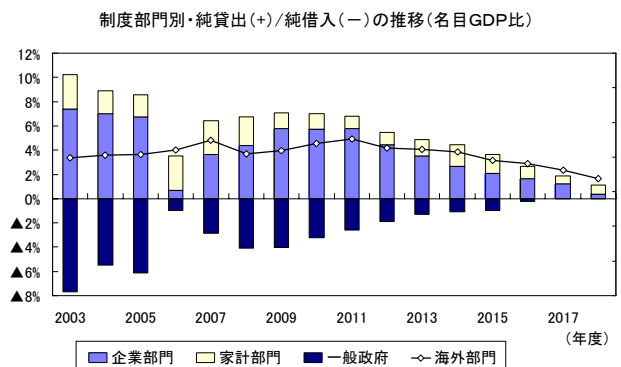
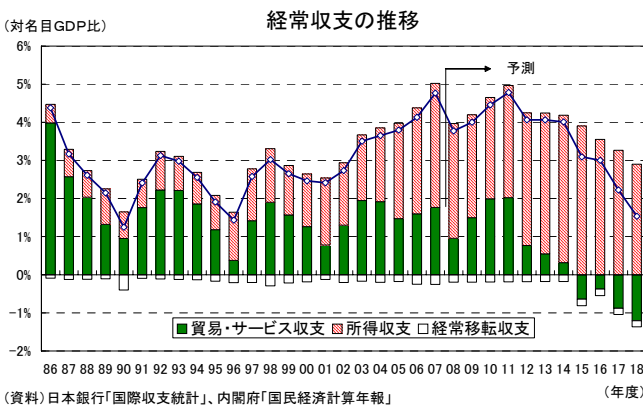
の伸びの鈍化が、技術進歩率を低下させることはない想定しているが、それでも労働力人口減少の影響が大きく、日本の潜在成長率は現在の 1% 台後半の水準から、予測期間の後半には 1.5% 程度に低下するだろう。

(国際収支と為替レートへの影響)

国連の人口予測で先進工業国に分類されてきた、北米、欧州諸国、日本、豪などの人口は 2005 年で約 12 億人であった。これに 2005 年時点で人口が約 13 億の中国と、約 11 億のインドが先進工業国の仲間入りをするだけで、これまでの 3 倍の人口の人々が食料やエネルギー資源など、大量の一次産品を消費するようになる。中国やインドなど人口の多い巨大な新興国が経済発展を遂げることによって、一次産品への需要拡大が続き、価格の上昇が続くだろう。



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、一次産品価格の急上昇によって、これまで我々が予測したよりも早く黒字の縮小が進んだ。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することから、貿易・サービス収支が赤字化するまでには、もう少し時間があるだろう。



日本の人口高齢化から 2015 年度には貿易・サービス収支は赤字化し、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。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 2018 年度には 1%台の水準にまで縮小することになると予想される。

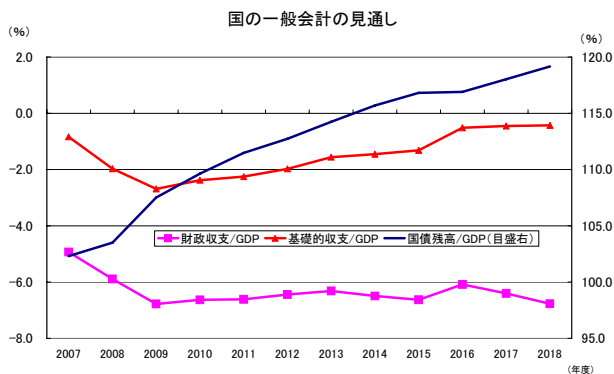
経常収支の大幅黒字は、円の増価が長期的に続いてきた最大の原因だった。貿易・サービス収支の赤字が拡大し、経常収支黒字が縮小していくようになることで、長期に続いてきた円高傾向は終わり、いずれ円は下落に向かうようになるだろう。国際金融市場におけるドルの枯渇という混乱が収束すると、当面はより問題が軽微であるという消極的な理由から円が買われる展開となり、円高・ドル安が進む恐れが大きい。しかし、予測期間の後期では円は中国元などの新興国通貨に対して下落し、円の実質実効レートは下落するだろう。

これまで輸出と輸入とでは金額に大きな差があった。円高による交易利得よりも、輸出数量の減少や輸出の採算性の悪化の影響が大きかった。為替レートが円高となって輸出が減少すると、景気が悪化してしまった。このため、企業や政府では円高よりも円安を好む傾向があった。しかし、原油価格の上昇によって産油国への所得流出が拡大していることが現在の内需不振に拍車をかけていることに見られるように、円安は必ずしも日本経済にプラスではなくなっている。

#### (財政収支と政府債務)

政府は 2010 年代初頭に基礎的財政収支を黒字化させることを目標としてきた。しかし、景気が後退し税収が増加しない中で、2009 年度に予定されている基礎年金支給額の三分の一から二分の一へ国庫負担を引き上げるための 2.5 兆円にのぼる財源を、自然増収や、歳出削減の努力だけで捻出することは容易ではない。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、公共事業の削減を続けても財政支出の伸びを抑制することは難しい。本見通しでは消費税率を 10%に引き上げることを前提としているため、予測の最終年度である 2018 年度には国の一般会計の基礎的財政収支は政府が目標としてきた黒字化には至らないまでも、名目 GDP 比で▲0.4%と均衡に近い状態にまで改善する。しかし、金利が徐々に上昇するため利払い費の増加が著しく、財政赤字は名目 GDP 比で 6%を超える水準で推移することとなり、国債残高の名目 GDP 比も徐々に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、もう少し低い水準に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さらなる引き上げが必要であるが、予測期間内にそれを行うことは経済の状態から難しいだろう。

さらに消費税率引き上げが経済に与えるショックは大きいという問題がある。当研究所の中期マクロモデルを用いた推計では、家計の実質所得の減少などによって、消費税率 1%の引き上げで実質 GDP は 0.51%押し下げられる。増税の前年度には消費税率引き上げを見込んだ駆け込み需要が発生して GDP が押し上げられる一方、増税が行われた年には増税による実質 GDP の押し下げ効果が加わるので、経済成長率は大きく落ち込んでしまう。消費税率引き上げにより大幅な景気変動が起こるといって問題を回避するには、消費税率を 1%ずつ徐々に引き上げることが考えられるだろう。消費税率の引き上げに際しては、販売段階で企業には税率の変更に伴う価格の改訂の負担が大きい他に、消費税の還付手続きの際に旧税率と新税率が混在することによる事務的なコストが大きいという問題もある。このため、小幅で頻繁な消費税率の引き上げは回避すべきというのが一般的な考え方である。



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 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

しかし、後に詳述するように本見通しでは、予測期間の前半では世界経済の混迷から増税ができない経済状況が続き、後半では日本の潜在成長率が1%台半ばに低下するため、消費税率を単年度で2~3%引き上げると成長率はゼロ近くに落ちこんでしまう。景気が予想よりも悪化してしまえば、大幅な消費税率の引き上げは困難という経済情勢が続き、その間に政府債務が累積してしまう恐れも大きい。こうした状況下では、小幅な増税であっても可能なタイミングで実施して、少しでも財政赤字を縮小することを考えるべきであろう。

## 4. 中期的な経済の見通し

(メインシナリオの主な前提とリスク)

高齢化による社会保障費の増大に対応するため、消費税率は2013年度に2%、2016年度に3%引き上げられて、最終的には現在の5%から10%に上昇すると想定した。消費税率引き上げの決断は、経済が安定した状況でなければ困難である。2008、09年度の経済成長率が潜在成長率を大きく下回る状況では政治的な合意を得られず、準備期間も考えれば早くとも2013年度頃になるだろう。高齢化による社会保障費の増大をまかなうためには、消費税率を更に引き上げざるを得ず、最初の税率引き上げによるショックが収まる2016年度にさらに3%の引き上げが実施さ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、これ以外の大幅な増税や社会保障負担の増加は想定していない。

世界経済を揺るがしているサブプライム問題がどのような進展を見せるのかは、今後米国を中心とした主要国の政策対応に左右されるところが大きく不確定要素が多い。米国の金融安定化法案が一度は下院で否決されてしまったように、金融危機に対応するための大規模な国民負担について合意を得ることは容易ではない。日本の場合と同じように、誰の目からみても状況は極めて深刻だと分かるまで、思い切った対応ができないという恐れもある。

(家計のバランスシート調整に直面する米経済)

米国では、2009年末までの住宅価格の下落幅は、現状よりさらに10%程度上積みされると見込んでいる。住宅価格の下落から家計のバランスシート調整が起こることにより消費支出は停滞気味

の推移を続け、住宅投資の冷え込みや消費鈍化から設備投資も見送られるため、2009年の実質成長率は▲1.0%となると予想される。これほどのマイナス成長は1982年のリセッション時に、前年比▲1.9%というマイナス成長に陥って以来27年ぶりである。

米国経済は、住宅価格下落の影響を受けて消費の落ち込みが厳しく、消費支出の2009年の伸び率は▲1.2%に低下、その後も抑制された伸びとなるだろう。米国のリセッションの影響が海外にも及ぶため、輸出入とも伸びが鈍化する。特に、海外減速による輸出の鈍化は長引き、経常収支赤字は拡大する可能性が高い。また、景気悪化による税収減と金融安定法で多額の資金が必要となることから、財政赤字も急拡大する。オバマ政権が誕生すれば、減税のやり戻しが想定され、また歳出面では、国防支出が抑制される半面、社会保障に厚い政策が取られよう。

景気の悪化によって物価上昇率は当面低下するが、中期的にはエネルギー価格が回復することにより、物価の安定は一時的なものに留まるだろう。

また、2010年代に入るとベビーブーマーのリタイアによる高齢化の傾向が強まる。これにより米国の就労人口とされる16歳以上65歳未満の人口の伸び率が鈍化し、潜在成長率を押し下げることになるだろう。財政赤字を抑制しながら如何に社会保障を充実させるのか、政策的には難しい運営を迫られることとなりそうである。

以上のように、米国経済は、予測期間の前半では住宅価額下落等の影響による消費抑制による景気の低迷が見込まれ、後半では就労人口増加率の低下が顕著になるので、予測期間全体を通じて低めの成長率が持続すると予想される。

#### (金融システム不安の影響が長引く欧州経済)

米国の金融危機が拡大し、リセッションの影響を受けるために、ユーロ圏の金融システムも不安定な状態が続くだろう。ユーロ圏における信用収縮は、これまでは住宅問題を抱えるスペインやアイルランドなどの住宅部門に限られてきたが、9月以降の金融危機の深化で、今後は、地域的にもセクターの面でも、より広範に影響が広がる見通しとなった。ドイツなどの景気は、新興国を中心とする輸出に下支えられてきたが、米国の景気後退と金融危機の広がり、2009年以降、輸出も伸び悩み、景気は失速を免れないだろう。

従来、インフレ警戒のスタンスを採ってきた欧州中央銀行(ECB)は、金融危機の広がりによる景気下振れリスクの増大に対処するため、10月に米英などと協調で50bpの利下げに踏み切ったが、2009年~2010年を通じて、金融システムの安定を重視した政策運営を継続することになるだろう。

ユーロ圏が、今回の危機を乗り越えるには、金融の再編は避けられず、制度や政策面での協調も不可欠である。これらは単一通貨圏としての生産性の向上につながる。2010年代に予定されている中東欧8カ国のユーロ導入も円滑に進めば、ユーロ圏の存在感は高まることになるだろう。

#### (二桁成長の終焉を迎える中国経済)

中国経済でも、外部環境悪化の影響は成長のエンジンである輸出に表れており、2008年の成長率は6年振りに二桁を割り込む見通しとなっている。米欧の景気後退が予想される2009年には、足もとで進む対アジア通貨での人民元高の影響も加わることで、輸出への逆風はさらに強まる見通

しであり、成長率は一段と減速することになるだろう。

金融政策は、世界的な金融危機の進行を受けて引き締めから緩和に転換したが、金融政策の自由度を制限してきた外貨流入とインフレ圧力の後退で景気刺激に動き易くなっている。2009年は、財政と金融両面から下支えで、景気の底割れ回避に努めることになるだろう。

2010年代前半は「一人っ子政策」採用前の人口の多い世代のジュニアが生産年齢人口に達する局面に差し掛かるため、生産年齢人口は高めの伸びが続くため、「人口ボーナス」の働きで8～9%台の成長が続くだろう。しかし、2015年頃から、「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、以後、高齢化のテンポが加速する。「安価で豊富な労働力」、「高い国内貯蓄率」という改革開放政策の採用以来30年間にわたった高度成長を支えた要因は剥落することになる。

#### (二極化する新興国経済)

新興国では、2007年夏場にかけて進んだエネルギー・食品価格高騰は、資源国と非資源国にとって非対称的な影響を及ぼし、揃って高成長を享受してきた新興国間で二極化が見られるようになった。非資源国では、輸入インフレと国際収支の悪化が進み、金融引き締めにより、景気の減速が目立つようになってきた。資源国でも、国際収支面での不安は少ないものの、インフレは高進しており、金融引き締めによる対応が必要となった。

2009年～2010年も、先進国の低成長で、新興国の輸出の伸びは抑えられる一方、米欧の金融システムの安定化が遅れば、資金の採り手となっている国々の景気は下押しされやすくなる。アジアや中南米などでは過去の危機の経験から金融システムや国際収支の健全化が図られており、新興国全体では危機への抵抗力は高まっており、大規模な混乱に陥るリスクは高くはない。それでも、新興国の株価や対米国債スプレッドは、サブプライム危機後、大幅な調整と反発を繰り返してきたが、ここにきて反発力が明らかに鈍っていることに環境が厳しさを増していることがうかがわれる。当面は、各国の国際的な競争力、政策対応力、ファンダメンタルズに、より厳しい選別の目が向けられる局面となり、新興国間の二極化は一段と鮮明になるだろう。

新興国では中国が最大の比重を占めており、予測期間前半は中国経済の動向が大きく影響するが、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。

#### (日本経済の見通し)

サブプライム問題の拡大による世界経済の低迷が当面続くため、予測の前半は日本の経済成長率も低いものに留まらざるを得ない。2009年度から2013年度までの5年間の平均成長率は実質1.0%で、日本の潜在成長率とされる1%台後半を大きく下回るものになるだろう。

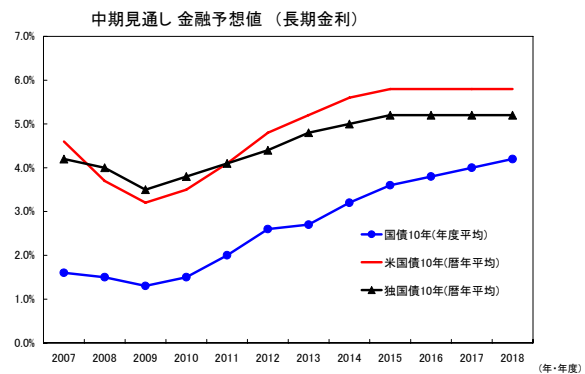
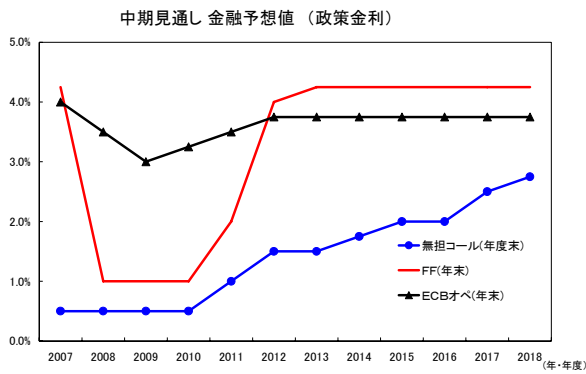
予測の後半は、海外経済は正常化するものの、日本は消費税率の引き上げによる影響がある年に成長率が大きく低下してしまうため、2014年度から18年度までの平均成長率は実質1.5%と潜在成長率をやや下回る程度となるだろう。

世界的な景気減速によって高騰を続けていた原油価格が当面落ち着きを見せるため、前年比2%台半ばに達している消費者物価の上昇率は鈍化するだろう。中期的に原材料価格や食料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▲0.1%の下落から、平均 1.5%の上昇となるだろう。

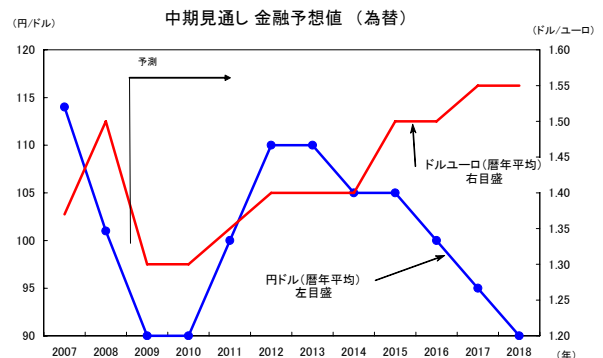
(金融市場の見通し)

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、当初はリセッションにより低水準を持続するが、その後は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ると予想される。米国の長期金利は、リセッションにより一時低下するが、財政赤字拡大により上昇するだろう。ECB は、デフレ・リスクへの対応として 09 年内に 3%まで政策金利を引き下げるが、金融機関間の疑心暗鬼に端を発する信用収縮への効果は限られている。



ドルの信用収縮による国際流動性の不足という問題が改善すると、ドルのファンダメンタルズの悪化を材料に為替レートは円高・ドル安方向に動くだろう。その後、米国経済が回復して米国の政策金利が上昇すると日米の金利差が拡大するので円安ドル高方向に振れることになると予想される。

予測期間の後半は、世界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るが、消費税率を引き上げる 2013 年度や 2016 年度には利上げは休止となるだろう。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。



## 米国経済の中期見通し

(前年比伸率;%)	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	[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	99-08	09-18
実質GDP	2.0	1.6	▲ 1.0	1.8	2.2	2.6	2.7	2.6	2.4	2.4	2.4	2.4	2.6	2.0
内需(*)	1.4	0.5	▲ 1.8	2.0	2.9	3.1	3.1	2.8	2.4	2.4	2.4	2.4	2.8	2.2
個人消費	2.8	1.0	▲ 1.2	1.4	2.0	2.4	2.6	2.6	2.5	2.4	2.4	2.4	3.1	2.0
固定資本投資	▲ 3.1	▲ 4.8	▲ 8.3	0.5	3.0	3.6	4.5	4.0	3.9	3.7	3.5	3.5	1.8	2.2
外需(*)	0.6	1.1	0.8	▲ 0.2	▲ 0.7	▲ 0.5	▲ 0.4	▲ 0.2	▲ 0.0	▲ 0.0	0.0	0.0	▲ 0.2	▲ 0.1
消費者物価上昇率	2.9	4.5	1.2	1.2	2.0	2.2	2.3	2.3	2.2	2.2	2.2	2.2	2.9	2.0
経常収支(名目GDP比)	▲ 5.3	▲ 5.3	▲ 4.2	▲ 4.0	▲ 4.2	▲ 4.5	▲ 4.6	▲ 4.6	▲ 4.4	▲ 4.2	▲ 4.1	▲ 4.0	▲ 4.8	▲ 4.3
FF目標金利(年末)	4.25	1.00	1.00	1.00	2.00	4.00	4.25	4.25	4.25	4.25	4.25	4.25	3.3	3.4
10年国債利回り(平均)	4.6	3.7	3.2	3.5	4.1	4.8	5.2	5.6	5.8	5.8	5.8	5.8	4.7	5.0

\* 内需、外需は寄与度。

## 欧州経済の中期見通し結果

	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015	2016	2017	2018	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	99-08	09-18
実質GDP(前年比%)	2.6	1.1	0.2	1.3	1.6	1.9	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	2.1	1.6
内需(寄与度%)	2.3	0.7	0.1	1.1	1.6	1.9	1.7	1.8	1.6	1.7	1.7	1.7	2.0	1.5
民間最終消費支出(前年比%)	1.6	0.2	0.2	1.2	1.6	1.8	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.8	1.5
固定資本形成(前年比%)	4.2	1.6	▲ 0.2	1.6	2.1	2.5	2.3	2.3	2.2	2.2	2.2	2.2	2.9	1.9
外需(寄与度%)	0.3	0.4	0.1	0.2	0.0	0.0	0.1	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1
消費者物価(前年比%)	2.1	3.5	1.9	1.7	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	2.2	1.8
経常収支(名目GDP比)	3.0	▲ 1.0	▲ 0.6	0.3	0.1	▲ 0.2	0.2	▲ 0.1	0.3	0.1	▲ 0.1	▲ 0.2	0.1	▲ 0.0
対ドル為替相場	1.37	1.50	1.30	1.30	1.35	1.40	1.40	1.40	1.50	1.50	1.55	1.55	1.16	1.43
対円為替相場	156	152	117	117	135	154	154	147	158	150	147	140	128	142
ECB市場介入金利(%、末値)	4.00	3.50	3.00	3.25	3.50	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	3.14	3.60
独10年国債利回り(%、平均)	4.2	4.0	3.5	3.8	4.1	4.4	4.8	5.0	5.2	5.2	5.2	5.2	4.3	4.6

(注) ユーロ圏15カ国ベース

## 中国経済の中期見通し結果

	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015	2016	2017	2018	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	99-08	09-18
実質GDP(前年比%)	11.9	9.8	8.4	8.6	8.8	8.4	8.2	8.0	7.6	7.4	7.2	7.2	9.7	8.0
消費者物価(前年比%)	4.8	6.2	3.5	3.2	3.0	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	1.8	2.9
対ドル為替相場	7.60	7.00	6.80	6.60	6.40	6.20	6.00	5.80	5.70	5.65	5.60	5.60	8.04	6.04

## 新興国経済の中期見通し結果

	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015	2016	2017	2018	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	99-08	09-18
実質GDP(前年比%)	8.0	6.5	5.8	6.0	6.4	6.2	6.0	6.0	5.8	5.8	5.8	5.8	6.2	6.0

(注) 新興国はBRICsなど(IMFの定義による)

## 日本経済の中期見通し

(前年度比、%。ただし<>内は  
実質GDP成長率への寄与度)

	2007年度 実績	2008年度 予測	2009年度 予測	2010年度 予測	2011年度 予測	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	[年度平均値] 99-08	09-18
名目国内総支出(名目GDP) (兆円)	0.6 (515.1)	▲0.0 (515.0)	0.1 (515.6)	1.6 (524.0)	1.9 (533.8)	2.3 (545.9)	1.8 (556.0)	2.0 (567.2)	2.4 (580.6)	2.8 (596.8)	2.1 (609.3)	2.4 (623.8)	0.2	1.9
実質国内総支出(実質GDP)	1.6	0.4	▲0.8	1.2	1.7	2.6	0.5	1.4	2.3	0.3	1.7	1.9	1.5	1.3
国内需要	0.3	▲0.1	▲0.6	1.1	1.4	2.9	▲0.1	1.5	2.6	▲0.0	1.9	2.0	1.0	1.3
国内民間需要	0.4	▲0.1	▲0.9	1.3	1.7	3.6	▲0.2	1.9	3.0	▲0.1	2.2	2.3	1.3	1.5
民間最終消費支出	1.4	0.3	0.3	1.1	1.5	2.6	0.3	1.9	2.5	0.5	2.2	2.1	1.2	1.5
民間住宅投資	▲13.3	0.9	▲1.2	1.9	1.9	5.2	▲2.5	1.6	4.0	▲0.8	1.3	1.2	▲1.9	1.2
民間企業設備投資	▲0.1	▲1.7	▲5.2	2.0	2.9	7.3	▲1.6	2.0	4.9	▲2.2	2.6	3.1	2.4	1.5
国内公的需要	0.2	▲0.2	0.5	0.5	0.2	0.2	0.4	0.2	0.8	0.4	0.7	1.0	▲0.0	0.5
政府最終消費支出	0.7	0.6	1.0	1.1	0.8	0.8	1.1	0.8	1.4	1.1	1.2	1.6	2.0	1.1
公的固定資本形成	▲1.8	▲3.9	▲2.0	▲2.5	▲2.7	▲3.1	▲3.6	▲3.3	▲2.7	▲3.9	▲2.7	▲2.9	▲6.2	▲2.9
財・サービスの総輸出	<1.3>	<0.5>	<▲0.2>	<0.2>	<0.4>	<▲0.1>	<0.5>	<▲0.0>	<▲0.2>	<0.3>	<▲0.1>	<▲0.0>	<0.5>	<0.1>
財・サービスの輸出	9.5	2.6	▲2.0	3.3	4.0	4.2	3.9	2.9	2.4	2.3	2.1	2.1	6.8	2.5
財・サービスの輸入	2.0	▲0.8	▲1.2	2.8	2.7	7.2	1.0	4.5	4.8	1.0	4.0	3.4	3.9	3.0
鉱工業生産	2.6	▲1.8	▲3.4	1.9	2.2	4.2	▲1.0	2.0	3.4	▲0.7	2.5	1.7	1.4	1.3
国内企業物価	2.3	6.4	▲1.0	▲1.2	0.0	1.6	3.4	0.4	1.1	4.0	0.3	0.7	0.8	0.9
消費者物価	0.4	1.6	0.8	0.6	1.0	1.2	2.8	1.2	1.4	3.5	1.2	1.4	▲0.1	1.5
消費者物価(生鮮食品除く)	0.3	1.7	0.8	0.6	1.0	1.2	2.7	1.2	1.2	3.4	1.2	1.3	▲0.1	1.5
失業率(%)	3.8	4.2	4.3	4.1	4.0	3.8	3.9	3.9	3.8	3.9	3.8	3.7	4.6	3.9
経常収支(兆円)	24.5	19.4	20.6	23.4	25.5	22.2	22.6	22.7	17.9	17.9	13.6	9.6	17.1	19.6
(名目GDP比)	(4.8)	(3.8)	(4.0)	(4.5)	(4.8)	(4.1)	(4.1)	(4.0)	(3.1)	(3.0)	(2.2)	(1.5)	(3.4)	(3.5)
為替レート(円/ドル) 平均	114	101	90	90	100	110	110	105	105	100	95	90	114	100
コアレート(%) 年度末	0.50	0.50	0.50	0.50	1.00	1.50	1.50	1.75	2.00	2.00	2.25	2.75	-	-
10年国債利回り(%) 平均	1.6	1.5	1.3	1.5	2.0	2.6	2.7	3.2	3.6	3.8	4.0	4.2	1.5	2.9
原油価格(ドル/バレル)平均	78	99	69	70	80	90	100	100	120	120	130	130	46	101

(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

(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
(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
(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	doihsara@nli-research.co.jp
(欧州・中国・新興国経済担当) 主任研究員	伊藤 さゆり (いとう さゆり)	(03) 3512-1832	ito@nli-research.co.jp

(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。