

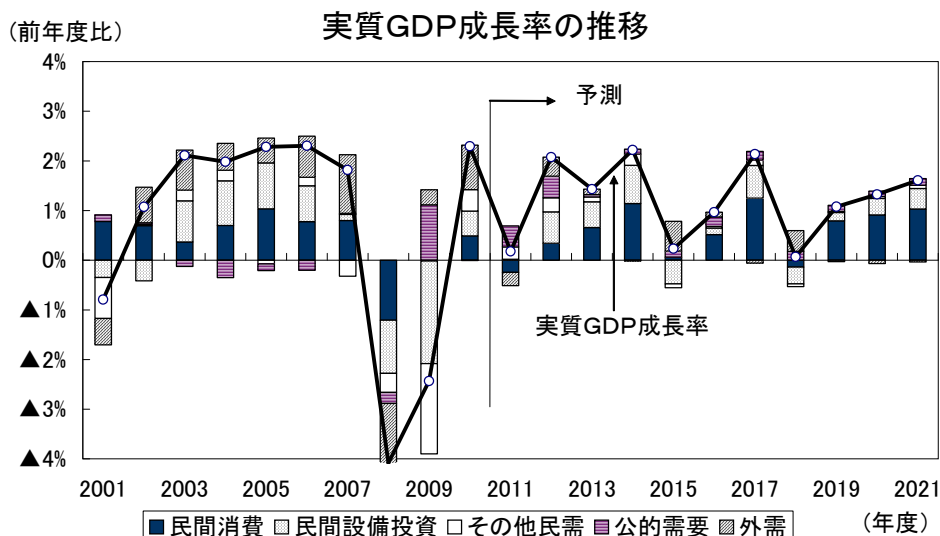
Weekly エコノミスト・ レター

中期経済見通し～世界経済の動揺に求められる国際的政策協調

経済調査部門
(03) 3512-1884

<日本の10年間の平均成長率は1.3%>

1. 世界経済はリーマン・ショックによる落ち込みから予想以上の速度で改善を見せたが、欧州の財政危機などから再び動揺を見せている。世界経済が再び大きく落ち込まないためには、大幅な経常収支黒字国が外需依存の経済成長から内需主導の経済成長へと転換するなどの国際的な政策協調が必要である。
2. 財政危機による欧州経済の低迷や米国のバランスシート調整などによって、予測期間前半の世界経済は停滞感が避けられない。予測期間後半には中国が生産年齢人口の減少の影響が出始めるなど、世界全体の高齢化の影響が現れ始めるだろう。
3. 2021年度までの10年間の日本の平均成長率は実質1.3%と予想される。消費税率を2015年度と2018年度に引き上げ10%にしても金利上昇による利払い費の増加から財政赤字の大幅な縮小は難しく、高齢化による家計貯蓄率の低下で財政赤字を国内資金でまかなうことも困難になっていくため、日本も財政危機に陥る危険性を抱えている。



1. 再び動揺する世界経済

2008 年秋のリーマン・ショック後、世界経済は激しい落ち込みを見せたが、2009 年初めになると急速に回復し始めた。これは、各国が思い切った財政・金融政策を動員した結果である。しかし、大規模な財政政策の結果として主要国の財政状況は悪化し、前例のない金融緩和の結果として資源価格や新興国の資産価格にバブル的な状況が発生するなど、副作用が目立っている。リーマン・ショックの影響を脱するかに見えた世界経済は、再び動揺している。

(世界経済の変調)

欧州では、2009 年末のギリシャの政権交代でこれまで財政赤字が過小に公表されてきたことが明らかとなったことをきっかけに財政不安が広がっている。財政危機に対する懸念はポルトガル、スペインなどに伝播すると共に、欧州の金融システムに対する不安が高まっている。一方、米国では大きく落ち込んでいた雇用者数は増加には転じたものの期待されたようには改善せず、失業率は 9%程度で高止まりして消費の足かせとなっている。一方、新興国はリーマン・ショック後世界経済の成長を牽引してきたが、インフレの加速や資産価格の上昇が問題となり、金融引締めが行われた結果、減速の動きが顕著となっている。

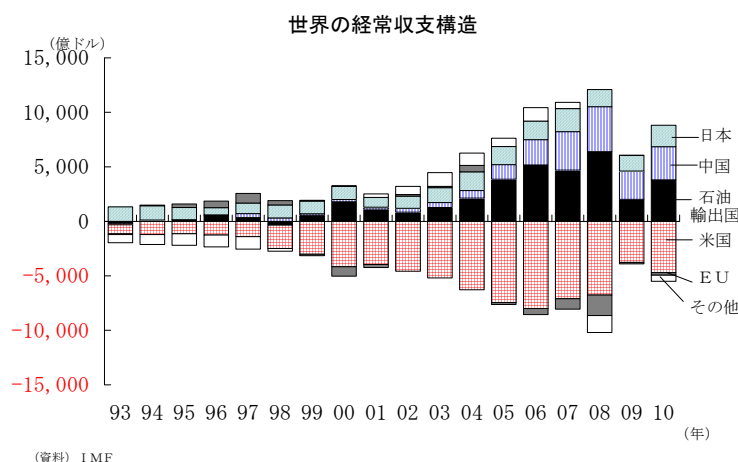
先進工業国では危機を未然に防止したり、危機の発生後に迅速な対応をとったりすることが政治的に困難となっていることも、先行きが懸念される要因である。米国では上院と下院で多数派が異なるというねじれ現象のために、政策の決定がスムーズに進まず、2012 年に大統領選挙と議会選挙を控えて党派対立が激しくなっている。欧州では、支援国内では財政危機に陥った国の支援のための負担に対する国民の不満が高まり、支援強化に対する議会での賛同を得ることがますます難しくなっている。日本の国会もねじれ状態が続いており、主要先進国では適切な政策が打ち出せるか不安が強まっている。

日米欧の先進工業国は、リーマン・ショック後の景気刺激策のために、財政状況が悪化している。OECD の Economic Outlook によると、米国の政府債務残高は、2007 年には名目 GDP の 62%だったが、2010 年には 93.6%に上昇している。欧州では、ドイツやフランスは比較的健全であるものの、ユーロ圏では 2007 年の 71.6%から 92.7%に上昇した。日本は 167%から 199.7%へと上昇しており、リーマン・ショック時に比べて日米欧の対応余力が低下していることは明らかだ。欧州の金融危機、新興国市場のバブルの崩壊、米国経済の落ち込みなどの事態が起こった場合に十分な対応ができず、世界経済が深刻な景気後退に陥る恐れは否定できない。

(求められる国際的政策協調)

世界経済が再び大きく落ち込むことを回避するためには、国際的な政策協調が必要だ。1990 年台以降の世界経済は好調を続けてきた裏側で、中国や石油輸出国が経常収支黒字を拡大する一方米国が経常収支赤字を拡大させるというグローバル・インバランスが拡大してきた。リーマン・ショックによって米国の経常収支赤字は大きく縮小したものの、依然として赤字幅は大きく、米国経済の持ち直しで再び拡大の動きを見せている。不均衡が再び拡大すれば、どこかで米国の経常収支赤字

縮小による経済的なショックが発生することになる。



世界経済が危機を回避するためには、大幅な経常収支黒字国が外需依存の経済成長から内需主導の経済成長に転換することが必要だ。これによって、経常収支赤字国が輸出増加で赤字を縮小しつつ経済成長を実現することが可能になる。大幅な経常収支赤字に陥っている米国は財政赤字と経常収支赤字を縮小することができるし、欧州も財政再建と経済の立て直しの両立が可能となるだろう。中国に抜かれたとは言えるものの世界第3位の経済大国であり、経常収支黒字国である日本も、海外の需要に依存するのではなく、内需を拡大することによる成長の実現が望まれる。米国は、財政赤字の縮小と景気刺激のための財政支出拡大の両方を実現する必要がある。国内の所得格差の拡大を考えれば、高所得層への増税によって赤字の縮小を図る一方で雇用の拡大のための支出を増加させることは一つの選択肢だ。欧州は、ギリシャなど財政危機に陥っている国が財政赤字縮小の努力を続けるとともに、ドイツなど比較的財政や経済の状況が良い国が、支援のためにより多くの負担を行う必要がある。欧州がユーロ防衛で足並みを揃え、大胆な政治的決断により早いタイミングで厳格な資産査定に基づく銀行の資本増強を実施し、欧州金融安定ファシリティ（EFSF）の機能と規模の拡大などによる強固なファイア・ウォールを構築すれば、財政危機の伝播や金融システムへの影響を抑えながらギリシャの支払い能力回復が実現する。中国は人民元の為替レート上昇速度を加速させるとともに投資主導の経済成長から国内消費を拡大する政策へと転換を図ることが必要だ。こうした国際的な政策協調が実現すれば世界経済全体について楽観的な見通しを描くことができるだろう。

標準的シナリオでは、楽観的シナリオほどではないものの、日米欧・新興国が、それぞれ危機回避のためにある程度の協調的な政策運営を行うことを想定している。

（悲観的なシナリオ）

各地域が他国の負担の下に自国だけ経済の悪化を回避しようとすれば、悲観的なシナリオが実現する恐れが大きい。

新興国が経常収支黒字を拡大させながら経済成長を続けるという外需依存型の成長を続け、欧州・米国の政策的な停滞が起これば、世界経済は落ち込みを免れない。欧州で、銀行の資本増強や

E F S Fの十分な強化を欠く状態でギリシャの無秩序なデフォルトが起これば、金融システムの麻痺と深刻な景気後退を招く。危機対応を巡る見解の対立でユーロ圏内の求心力が低下、ギリシャ等のユーロ圏からの離脱やユーロ圏の南北分裂といった観測が残り、潜在的な不安を抱える国に対する資本流入や金融システムへの信認回復を阻害するため、持続的な成長軌道への復帰は遅れ、統合の効果も表れ難くなる。中国政府が人民元の上昇速度を緩やかなままとすれば、欧州では輸出の低迷と輸入の増加による経済の低迷が財政再建をより困難なものにし、支援への選挙民の合意を得ることがますます難しくなる。結局ギリシャの債務不履行の影響が世界経済全体に及ぶことになるだろう。米国は対新興国通貨でのドル安が進まないため、新興国からの輸出圧力が低下しない一方で新興国向けの輸出も期待されているほどは伸びず、経常収支赤字は高水準を続け、雇用の改善が進まないだろう。日本経済は海外経済が低迷する影響を受けて経済が低迷することが内需主導型への産業構造の転換を一層難しいものにするだろう。国際的な政策協調がうまくいかなければ悲観的なシナリオにならざるを得ない。

2. 海外経済の見通し

(米国は当面バランス・シート調整が続く)

米国経済は、2009年半ばにはリセッションから脱出したものの、2010年半ば以降は欧州のソブリン・リスクへの懸念が広がり、2011年も半ば以降には再び株価の急落を招くなど、リスク回避の動きの強まりが、実体経済への影響を強めている。

オバマ政権は9月に追加景気対策を発表したが、インフラ投資等の可決は難しいと見られ景気の下支え要因程度に留まろう。2012年には大統領・議会選挙を迎え、景気対策や税制改革が争点となるが、いずれの政党が勝利するにせよ財政赤字削減の方向性は変わらないとみられ、政府支出自体のGDPへの寄与は限定されよう。金融緩和による景気加速への効果は限定的と見られるが、長期金利の低下、住宅ローンのリファイナンス等が進めば、一定の成果を期待できよう。

標準シナリオでは、雇用市場の回復に時間を要し、住宅市場の冷え込みもしばらく続くと見込んでいる。これらの影響を受けた消費支出は抑制されるため、低成長が持続しよう。米経済は、しばらく低成長路線を歩み、その後、2015年ぐらいに成長率のピークをつけた後、高齢化の影響が現れて2020年には2%台半ばの成長率に着地すると予想する。

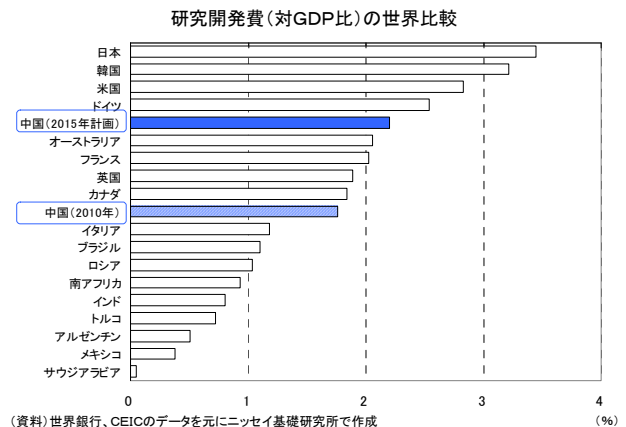
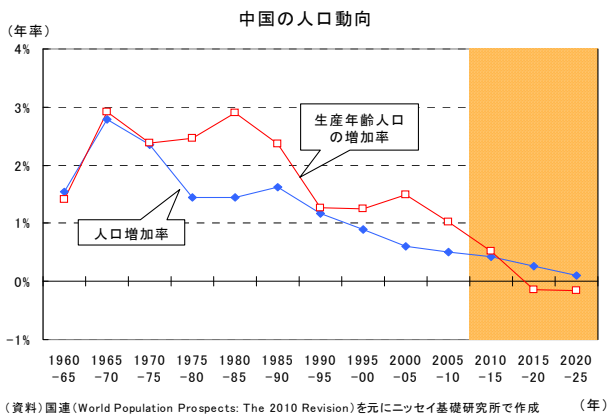
(欧州は財政危機の克服が課題)

2010年代半ばまでのユーロ圏は、危機の根本にあるギリシャ政府の債務問題を他国への伝播や金融システムの深刻な混乱を招かずに解決できるかに左右されよう。標準シナリオでは、ギリシャ政府の支払い能力回復のための債務再編がソブリン・リスクへの警戒と銀行の損失拡大を通じて経済活動を圧迫するものの、各国政府と強化されたE F S F、欧州中央銀行(E C B)、国際通貨基金(I M F)の連携で、ユーロ圏の深刻な景気後退や世界経済・金融市場の混乱は回避されると想定した。2014年頃までの成長は、ユーロ圏の半分は厳しい財政健全化措置に取り組むこと、ソブリン問題と自己資本比率規制などの強化に対応した金融機関のバランス・シート調整によって抑制される。予測期間後半には、今回の危機を教訓とする域内の政策監視の強化も奏功し、健全な財政、経

济構造の柔軟化、統合深化が生産性を押し上げることになるだろう。

（「成長の壁」の克服を目指す中国）

中国の人口は増加を続けているが、伸びは徐々に鈍化してきている。今のままの「一人っ子政策」が継続されると、2021年に向けて伸びは更に鈍化、経済成長にはマイナスのインパクトをもたらす。また、人口増加率よりも高い伸びを示してきた生産年齢人口も、今後は人口構成の変化を映して伸びが鈍化傾向を強める見込みで、2010年代後半にはマイナスに転じる可能性が高い。従って、1978年の改革開放以来、中国の高成長を支えてきた「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だ。



人口問題以外にも中国には成長の壁がある。世界第2位の経済大国、世界最大の経常黒字国となった中国が、今後も外需主導の高成長を続けるには世界経済は小さ過ぎて持続不能となってきた。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継続すると、原材料やエネルギーの価格が高騰する可能性が高く、自分で自分の首を絞めることにもなりかねない。更に、中国を追い上げるアジア新興国のインフラ整備や人材育成が進む中で、労働集約型産業を頼りにしていたのでは、いつまで経っても中国は一段上の発展レベルには到達できない。従って、中国が、このような成長の壁を乗り越えるには、外需主導から内需主導へ、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の産業への構造転換が必要になっている。

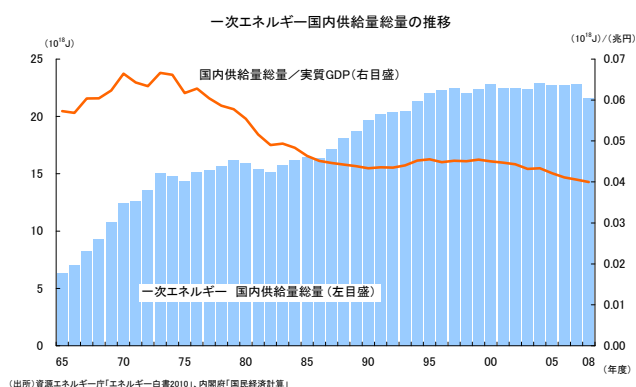
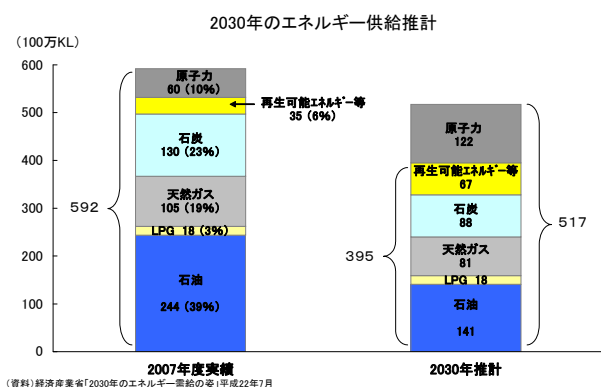
中国は今年3月に決定した第12次5ヵ年計画(2011-15年)のなかで、この成長の壁の克服に先手を打つ決意を示すかのように、経済発展パターンの転換加速を打ち出した。外需主導から内需主導への転換に向けては内需の柱を育てるべく労働者への所得分配改善を通じた消費拡大に取り組み、資源制約の克服に向けては省エネ・環境関連投資を積極化、高付加価値産業の育成に向けては民間企業の活力を引き出す規制緩和や研究開発を積極化する方向性を示している。来年秋には中国に新しい指導体制が誕生する見込みだが、この新指導体制下でも第12次5ヵ年計画で打ち出した経済発展パターンの転換加速を進めることができれば、10%を超える高成長は難しくとも、持続可能な安定成長を実現することは可能とみている。

3. 日本経済の見通し

(エネルギー制約の発生)

東日本大震災で原子力発電所が被災するなどしたため電力供給の不足が懸念されていたが、夏の電力需要のピークは、休止していた火力発電所の再稼働や自家発電の増強などの供給力対策や企業の平日休業・休日稼働や消灯などの節電、家庭の節電などの需要対策で大きな混乱なく回避できた。

大震災による事故を受けて、少なくとも原子力発電所の増設は2010年のエネルギー基本計画から大きく遅れることは避けられず、既存の発電所の再稼働が困難な状況が続く可能性も高い。中長期的に電力供給の制約が続く可能性がある。LNGなどの火力発電を増強することによってもかなりの程度電力の供給を確保することが可能だが、資源高騰によるコスト高と地球温暖化対策の問題がある。政府が2010年に作成したエネルギー基本計画では、地球温暖化ガスの排出削減のために2030年にはエネルギー利用自体を約15%削減するという予定であった。ここでは、温暖化ガス排出量を大幅に削減する中で全体のエネルギー使用量の削減を小幅なものにとどめるために温暖化ガスの排出が無い原子力発電を2007年の約2倍に増やす計画となっており、もしも原子力の利用をゼロに縮小するとすれば約4割という大幅なエネルギー使用の削減を行わなくてはならない。



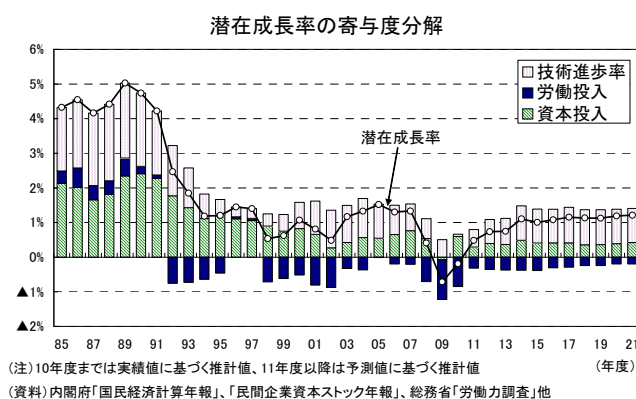
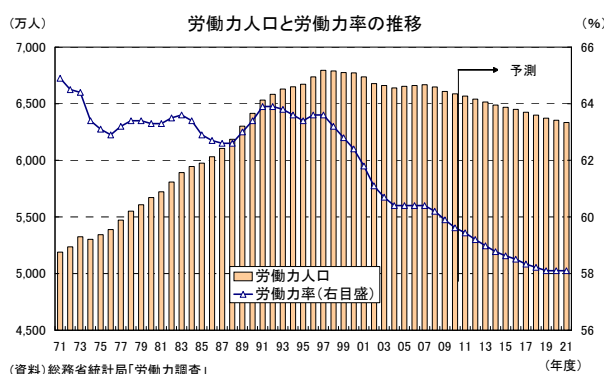
二度にわたる石油ショックによって原油価格は1バレル1～2ドル程度の水準から、40ドルを超える水準に上昇した。日本経済は石油危機以前の高成長から安定成長に移行するが、欧米先進国へのキャッチアップの終了や人口構造の変化などによるものであり、エネルギー使用量の伸びの鈍化が主因ではない。エネルギー供給の増加が無ければ経済発展できないという訳ではなく、実質GDP1単位当たりのエネルギー使用量は1970年代初めから80年代半ばにかけて大きく低下し、石油危機によって省エネルギー化が進んだことが分かる。1980年代半ば以降2000年代初めまで、原油を初めとして一次産品価格は低水準が続いたことから、実質GDP1単位当たりのエネルギー使用量はほぼ横ばいに留まっており省エネルギー化はあまり進まなかったため、省エネルギー化の余地が大きいと考えることができるだろう。

電力やエネルギー使用量の制約は経済成長にとって絶対的な制約ではないものの、日本国内の産業構造の転換を求められるなど数年単位で経済的には大幅な調整を余儀なくされる。脱原発や縮原

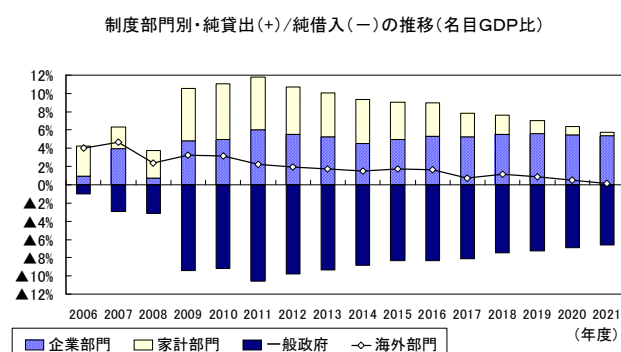
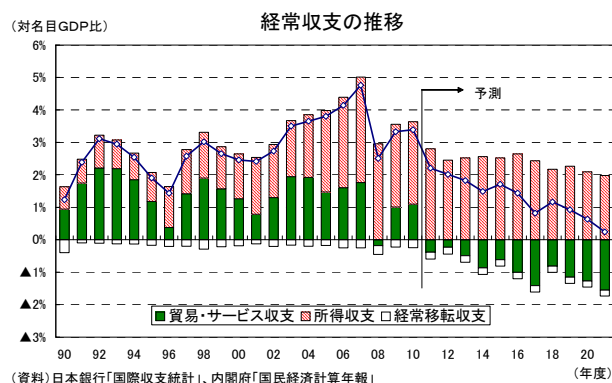
発という方向に進むとしても、徐々にある程度の時間をかけて行われるのであれば、経済への影響は、既に決まっている地球温暖化対策のためのエネルギー削減の影響がやや大きくなる程度だろう。しかし、原子力発電の縮小が急速に進められる場合には、自然エネルギーの利用などの対応策が大規模に講じられたとしても、当面の経済成長率を低下させることになる可能性が高い。

(高齢化の経済への影響)

第二次世界大戦直後に生まれた団塊の世代は2012年には65歳を迎えることになり、日本の高齢化は加速する。公的年金の支給開始年齢を現在の計画以上に引き上げることと歩調をあわせた高齢者の就業促進や女性の社会進出の一層の進展などを勘案しても、1997年度に6794万人だった労働力人口は、2021年度には6334万人へと460万人も減少すると予想される。また、家計貯蓄率の低下のために国内の設備投資の伸びも抑制されると考えられる。



日本の潜在成長率は1980年代には4%台であったが、労働力人口の伸びが低下したことなどからすでに低下してきている。今後も一定水準の技術進歩率が期待できると想定しているが、それでも労働力人口減少や資本ストックの伸びの鈍化の影響が大きく、日本の潜在成長率は予測期間中1%程度で推移するだろう。



日本経済は、人口高齢化によって家計貯蓄率が低下して家計部門の資金余剰(純貸出)が縮小するため、経常収支の黒字幅は縮小していくと考えられる。原油価格など資源価格が上昇することが輸入金額を膨らませるため貿易・サービス収支が赤字化することになるが、これまでの対外純資産

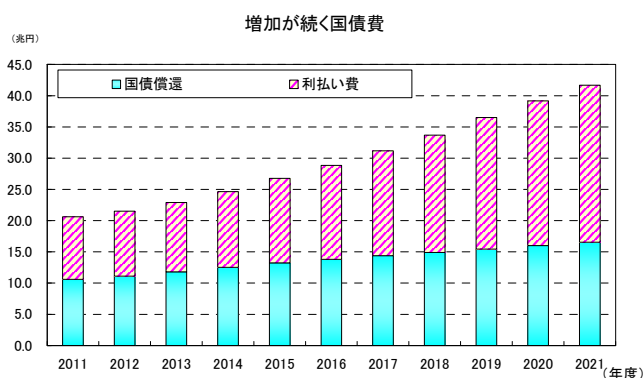
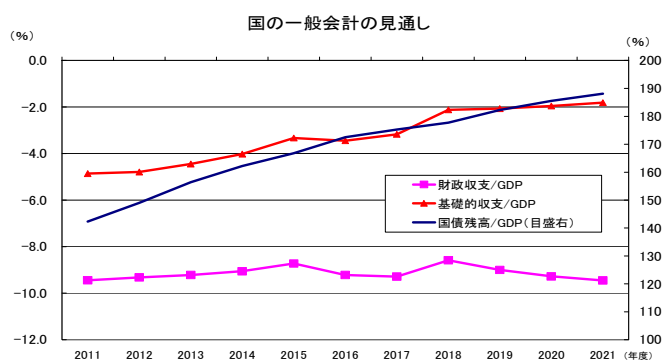
の蓄積があるため所得収支の大幅な黒字が続く。貿易・サービス収支の赤字幅は拡大傾向が続くと見られるため、財政赤字の縮小速度が本予測のように緩やかであれば、2021年度には経常収支の黒字幅は名目GDP比で0.2%に縮小するだろう。

(財政収支の見通し)

政府・与党社会保障改革検討本部で決定された社会保障・税一体改革成案では、「2010年代半ばまでに段階的に消費税率(国・地方)を10%まで引き上げる」ことが示されている。しかし、海外経済の減速を背景に国内経済の成長率が伸び悩むことが予想されることから、先送りされる可能性が高い。本見通しでは、消費税率は2015年度に2%、2018年度に3%の引き上げが実施されると想定した。また、法人税率は2012年度以降5%引下げられるが、復興増税のために凍結されると想定している。東日本大震災からの復旧・復興に係る歳出の増加と臨時増税や税外収入による歳入の増加は長期的な動きを見難くするため、財政収支には含めているものの基礎的財政収支(プライマリーバランス)の予測からは除外している。

見通し期間中は、消費税率の引き上げや景気回復に伴い税収が次第に増加することなどから、基礎的財政収支の赤字幅は縮小傾向で推移すると予想される。しかし、高齢化に伴う社会保障関係費の増加が歳出の押し上げ要因として働くことなどから、政府が財政健全化目標として掲げる2015年度時点のプライマリーバランス赤字のGDP比を2010年度から半減することは達成できないと予想される。

債務残高の増加に加えて、長期金利の上昇に伴い新規国債や借換え債の発行金利が上昇することから、利払い費が急速に増加することとなる。このため基礎的財政収支の改善にも関わらず、一般会計の財政収支は改善せず、新規国債発行額は増加していくものと考えられる。



一般会計の国債発行額が増加を続けるもう一つの原因は、国債管理会計への繰入金の増加である。国債発行額のうち国債管理会計への繰り入れに相当する分は、国債の償還に使われるので国債残高の増加をもたらさない。この意味では、一般会計の財政赤字は、実際よりも大きく見えていることになる。

日本の政府債務残高のGDPは財政危機に陥っているギリシャよりもはるかに高いが、経常収支が赤字で財政赤字のファイナンスを海外からの資金に頼っているギリシャよりは、経常収支が黒字で

国内の資金で財政赤字がファイナンスできる日本の方が財政危機になりにくいのは確かだ。しかし、増税や歳出削減、あるいは債務の削減といった政策は国内の利害対立を伴うから実施できないこともあり得るので、政府債務が国内に対する負債であれば財政危機に陥らないということではない。また、人口高齢化によって家計貯蓄率が低下して、財政赤字が国内資金でまかなえるという構造自体が変化していくので、日本でも財政危機に陥る恐れはある。

長期金利が上昇しても国債残高 667 兆円の全体の平均金利がすぐに上昇するわけではない。しかし、2011 年度の借換え債の発行額は 100 兆円を超え、これに新規国債の発行 44 兆円を加えると毎年度約 150 兆円の国債が発行されていることになり、金利が 1% 上昇した状態が継続すれば、毎年度約 1.5 兆円ずつ利払い費が増加していくことになる。市場が財政問題を懸念し始めると国債の調達金利が上昇し、利払いのための財政赤字が膨らむという悪循環に陥る。ギリシャとドイツの国債の金利差は、2009 年頃までは非常に小さかったが、ギリシャの財政赤字が問題とされるようになってから急拡大し、2011 年 9 月には 20% 程度にもなっている。日本の場合も、何らかのきっかけで金利が上昇をし始めて悪循環の引き金を引くという危険性は大きい。財政赤字が国内の貯蓄でまかなわれているから財政危機に陥らないという神話が突然崩壊する危険性を常に抱えているといわねばならないだろう。

予測の最終期間では消費税率の引き上げなどの特別な要因が無い状況で消費者物価は前年度比で 1% 程度は上昇しており、これを反映して緩やかに長期金利は上昇するものの、消費税率を合計 5% 引き上げることで日本の財政に対する信認が維持され財政赤字を懸念した急速な金利上昇は起こらないと見込んでいる。財政再建が進むかどうかは、名目経済成長率が高まって税収が増加することだけではなく、財政に対する信認を維持し長期金利の上昇を抑制できるかどうか大きく依存している。

(中期的な日本経済の推移)

予測期間の前半は、2011 年度は東日本大震災の経済の影響があり、欧州の財政危機や米国のバランス・シート問題があり、後半には 2015 年度と 2018 年度に消費税率をそれぞれ 2%、3% 引き上げることによる景気の落ち込みがある。このため、予測期間の平均成長率は 1.3% と低いものになるだろう。

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			
▲0.24	▲0.37	▲0.34	▲0.16	0.28	0.71

(注) 数値は標準ケースに対する乖離率

財政再建は急務ではあるものの、潜在成長率が 1% 程度に低下している日本経済では、一気に消費税率の引き上げを行うとマイナス成長に転落する危険性が高い。当研究所のマクロ経済

モデルのシミュレーションでは、消費税率 1% の引き上げを行った年の実質 GDP は 0.24% 低下してしまう。さらに、消費税率引き上げの前年には駆け込み需要が発生するため経済成長率は高まり、引き上げが行われると、その直接的な影響に駆け込みの反動による需要の減少が加わるため、経済

成長率は大きく落ち込む。このため増税や社会保障負担の引き上げは、小刻みにしか実現できないと考える。

原油価格など資源価格の上昇や消費税率の引き上げによる物価上昇圧力はあるものの、経済の低迷が続く中では物価上昇率は大きく高まることはないだろう。労働力人口の大幅な減少にも関わらず、2021年度でも失業率は3.8%と高水準で、賃金の上昇による物価の上昇には結びつき難い。消費税率引き上げの影響で、2015年度と2018年度には消費者物価上昇率が2%から3%台になるものの、その影響が無くなる2021年度の消費者物価上昇率は1%程度に留まるだろう。

4. 金融市場の見通し

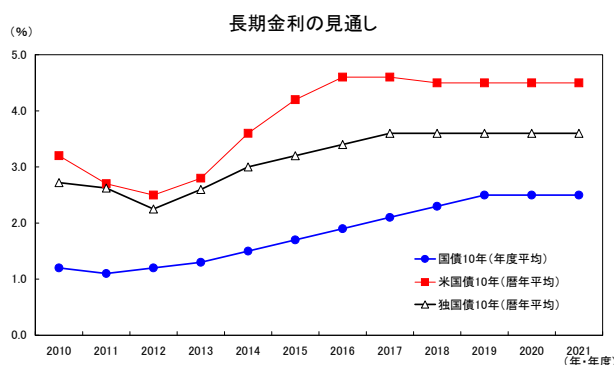
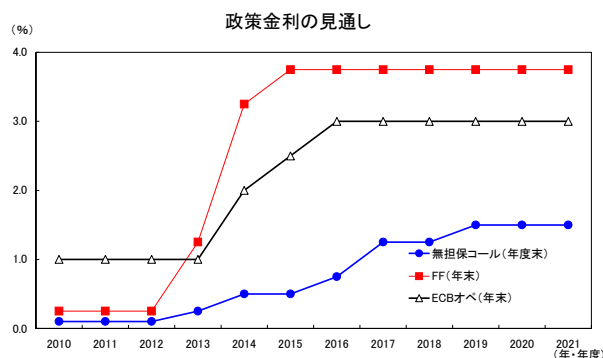
(主要国の長短金利)

経済が低迷を続けるため、これまでの10年間に比べて先進諸国の金融政策は緩和的なものとなるだろう。米国では、FRBが8月に向こう2年間の実質ゼロ金利政策の維持、9月にはツイストオペレーションの実施により4000億ドルの長期国債買入を表明するなど、連月の追加緩和策を決定しており、しばらく金融緩和策が維持されよう。日本も財政状況が悪化した中では金融政策による景気刺激が求められることに加えて、円高を抑制するためにも、金融政策は緩和を続けざるを得ない。

欧州の金融危機による混乱が収まるまでは、主要国の金融政策は現在のような強い緩和状態が続くとみられる。金融政策が引き締め方向に動けるのは、米国では2013年頃、日本は2013年度頃となり、財政危機による影響が大きい欧州は少し遅れて2014年頃となるだろう。

予測期間末の2021年頃の政策金利は、米国のFFレートが3.75%、ECBの市場介入金利が3.0%、日本のコールレートが1.5%と予想しているが、これはそれぞれの地域の消費者物価上昇率と実質成長率の差を反映したものである。

財政赤字問題が深刻なギリシャなどの国債の金利は上昇したが、欧州でもドイツ国債には逃避資金が流入して長期金利は低下している。米国や日本では金融緩和もあって、長期金利は低水準となっている。欧州の財政危機が沈静化し投資家の危険回避行動が弱まれば、金融政策の超緩和状態が解除されていくことと合わせて、日米欧ともに長期金利が上昇傾向を辿ることになるだろう。

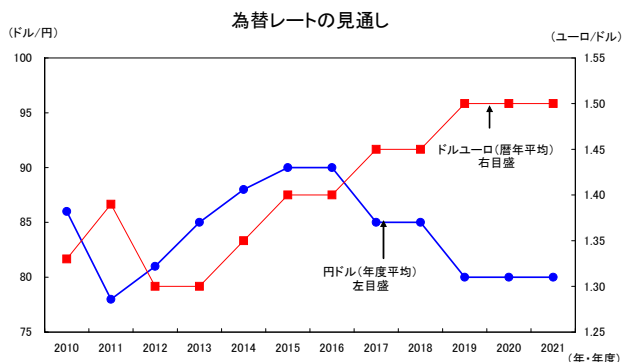


(為替レートの見通し)

財政危機による金融不安からユーロは弱い状況がしばらく続くだろうが、財政危機による混乱が解消される予測期間の後半には、ユーロの下落のまき戻しとドルの基軸通貨としての地位の低下

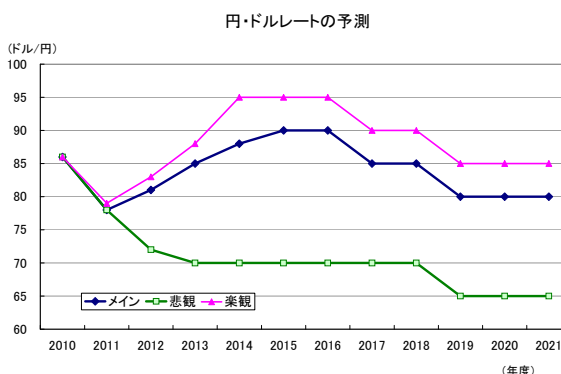
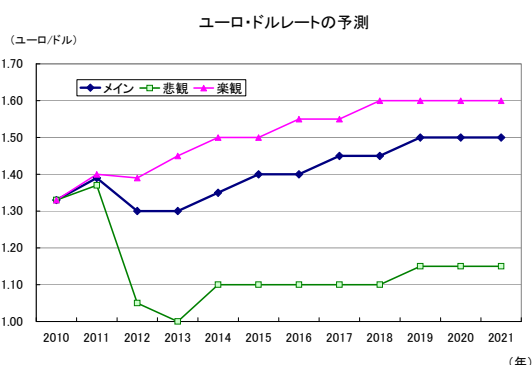
からドル安傾向となり、2021年には1ユーロ1.5ドルになると予想する。新興国通貨は上昇を続け、人民元は2021年には2010年の1ドル6.6元から、5元に上昇するだろう。

欧州の財政危機の克服や米国経済の回復によって、2010年代半ばには現在よりは円安になるものの、長期的に見れば、国際的な基軸通貨としての地位を低下させる過程で、米ドルは下落傾向を辿ると考えられる。



日本経済も高齢化が進んで経常収支の黒字幅が縮小していくため、円も下落に向かうので、予測期間の後半になると円は新興国通貨に対しては下落して行くが、対米ドルでは上昇するという局面が現れると予想され、2021年の円ドルレートはほぼ現在と同じくらい水準となるだろう。円の為替レートは、対ドルだけで代表させることができなくなり、対新興国通貨の為替レートが大きな意味を持つようになるだろう。

シナリオ別の為替レートの差を見ると、楽観シナリオでは欧州の財政危機が早期に沈静化することに伴いユーロの信認が高まるため、メインシナリオよりもユーロ高・ドル安となり、2021年には1ユーロ1.6ドルにまでユーロ高・ドル安が進む一方、悲観シナリオでは、欧州危機のさらなる緊迫化に伴いユーロが著しく下落し、1ユーロ=1ドル程度にまで下落するだろう。円・ドルレートは、楽観シナリオでは、世界の不均衡是正に伴い米国の双子の赤字が縮小することから、標準シナリオに比べて円安・ドル高の推移となる一方で、悲観シナリオでは欧米経済の悪化から円への資金逃避が加速し、円高ドル安がさらに進み、1ドル60円台に突入すると予想される。円・ユーロでは、楽観シナリオでは円安・ドル高に、ユーロ高・ドル安が加わることから大幅な円安・ユーロ高となり、逆に悲観シナリオでは、円高・ドル安に加えて、ドル高・ユーロ安となるので、大幅な円高・ユーロ安となるだろう。



標準シナリオと楽観・悲観シナリオの比較

(標準シナリオ)

	2010年度 実績	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	2019年度 予測	2020年度 予測	2021年度 予測	[年度平均値] 02-11 12-21	
実質GDP(日本)	2.3	0.2	2.1	1.4	2.2	0.2	1.0	2.1	0.1	1.1	1.3	1.6	0.7	1.3
実質GDP(米国)	3.0	1.6	1.9	2.3	2.6	3.0	2.9	2.8	2.6	2.5	2.4	2.4	1.8	2.5
実質GDP(欧州)	1.8	1.4	0.5	1.1	1.2	1.6	1.7	1.7	1.7	1.6	1.6	1.6	1.1	1.4
実質GDP(中国)	10.4	9.1	9.0	9.2	9.4	9.3	8.3	7.9	7.6	7.3	7.2	6.9	10.6	8.2
コーレレート(年度末)	0.10	0.10	0.10	0.25	0.50	0.50	0.75	1.25	1.25	1.50	1.50	1.50	—	—
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	1.93	3.10
ECB市場介入金利(年末)	1.00	1.00	1.00	1.00	2.00	2.50	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	2.20	2.45
日10年国債利回り(年度平均)	1.2	1.1	1.2	1.3	1.5	1.7	1.9	2.1	2.3	2.5	2.5	2.5	1.4	2.0
米10年国債利回り(年平均)	3.2	2.7	2.5	2.8	3.6	4.2	4.6	4.6	4.5	4.5	4.5	4.5	3.9	4.0
独10年国債利回り(年平均)	2.7	2.6	2.3	2.6	3.0	3.2	3.4	3.6	3.6	3.6	3.6	3.6	3.7	3.2
円/ドル(年度平均)	86	78	81	85	88	90	90	85	85	80	80	80	104	84
ドル/ユーロ(年平均)	1.33	1.39	1.30	1.30	1.35	1.40	1.40	1.45	1.45	1.50	1.50	1.50	1.23	1.42
円/ユーロ(年平均)	116	111	103	111	119	126	126	123	123	120	120	120	134	119

(注)米国、欧州、中国は暦年

(楽観シナリオ)

	2010年度 実績	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	2019年度 予測	2020年度 予測	2021年度 予測	[年度平均値] 02-11 12-21	
実質GDP(日本)	2.3	0.6	2.6	1.7	2.6	0.5	1.2	2.7	0.4	1.5	1.7	2.1	0.8	1.7
実質GDP(米国)	3.0	1.7	2.6	3.2	3.5	3.3	3.0	2.8	2.8	2.7	2.6	2.6	1.8	2.9
実質GDP(欧州)	1.8	1.6	0.7	1.7	2.0	2.0	2.0	2.0	1.9	1.9	1.9	1.9	1.1	1.9
実質GDP(中国)	10.4	9.5	9.5	9.8	10.0	9.8	8.7	8.2	8.1	7.8	7.6	7.3	10.6	8.7
コーレレート(年度末)	0.10	0.10	0.25	1.00	1.50	1.50	2.00	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	—	—
FF目標金利(年末)	0.25	0.25	0.50	2.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	1.93	3.90
ECB市場介入金利(年末)	1.00	1.50	2.00	3.00	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	2.25	3.50
日10年国債利回り(年度平均)	1.2	1.2	1.6	2.0	2.5	3.0	3.4	3.4	3.4	3.5	3.5	3.5	1.4	3.0
米10年国債利回り(年平均)	3.2	2.8	3.2	4.5	5.0	5.5	5.5	5.5	5.4	5.4	5.4	5.4	4.0	5.1
独10年国債利回り(年平均)	2.7	2.6	3.0	3.3	3.8	4.0	4.2	4.2	4.2	4.2	4.2	4.2	3.7	3.9
円/ドル(年度平均)	86	79	83	88	95	95	95	90	90	85	85	85	104	89
ドル/ユーロ(年平均)	1.33	1.40	1.39	1.45	1.50	1.50	1.55	1.55	1.60	1.60	1.60	1.60	1.23	1.53
円/ユーロ(年平均)	116	111	113	128	143	143	147	140	144	136	136	136	134	132

(注)米国、欧州、中国は暦年

(悲観シナリオ)

	2010年度 実績	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	2019年度 予測	2020年度 予測	2021年度 予測	[年度平均値] 02-11 12-21	
実質GDP(日本)	2.3	▲0.2	0.7	0.4	0.8	0.9	1.1	0.9	0.9	1.1	1.2	1.4	0.7	0.9
実質GDP(米国)	3.0	1.4	▲0.2	1.0	1.6	2.0	2.4	2.2	2.0	1.8	1.6	1.6	1.8	1.6
実質GDP(欧州)	1.8	1.4	▲1.0	0.1	0.8	1.0	1.3	1.3	1.2	1.2	1.2	1.2	1.1	0.8
実質GDP(中国)	10.4	8.8	8.1	8.6	8.9	8.8	7.9	7.5	7.3	6.9	6.7	6.5	10.5	7.7
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	0.25	0.50	0.50	—	—
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	1.93	0.55
ECB市場介入金利(年末)	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25	2.20	1.18
日10年国債利回り(年度平均)	1.2	1.0	0.8	0.8	0.9	1.0	1.0	1.1	1.1	1.2	1.3	1.3	1.4	1.1
米10年国債利回り(年平均)	3.2	2.6	1.8	2.0	2.2	2.4	2.7	2.7	2.6	2.6	2.6	2.6	3.9	2.4
独10年国債利回り(年平均)	2.7	2.5	1.9	1.9	2.3	2.5	2.7	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	3.7	2.5
円/ドル(年度平均)	86	78	72	70	70	70	70	70	70	65	65	65	104	69
ドル/ユーロ(年平均)	1.33	1.37	1.05	1.00	1.10	1.10	1.10	1.10	1.10	1.15	1.15	1.15	1.23	1.10
円/ユーロ(年平均)	116	109	77	70	77	77	77	77	77	75	75	75	134	83

(注)米国、欧州、中国は暦年

(総括)

研究理事・チーフエコノミスト 榎 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 齋藤 太郎 (さいとう たろう) (03) 3512-1836 tsaito@nli-research.co.jp

研究員 桑島 滋 (くわはた しげる) (03) 3512-1838 kuwahata@nli-research.co.jp

(金融・為替担当)

主任研究員 矢嶋 康次 (やじま やすひで) (03) 3512-1837 yyajima@nli-research.co.jp

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)

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

(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。