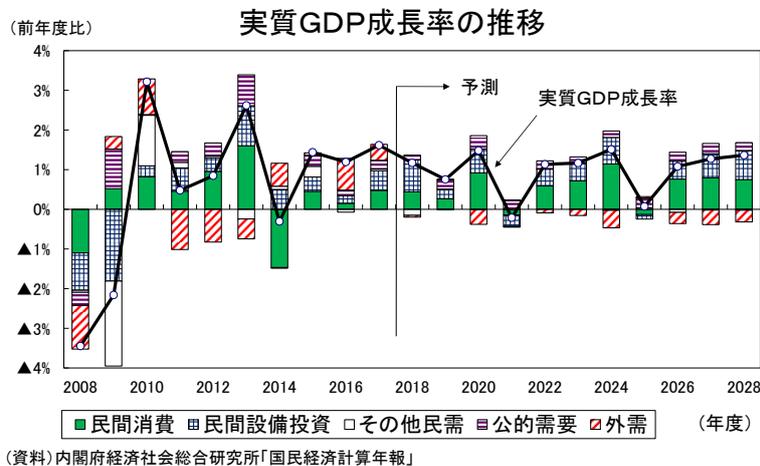


# Weekly エコノミスト・ レター

## 中期経済見通し(2018～2028年度)

経済研究部  
(03) 3512-1884

- 2008年秋のリーマン・ショックをきっかけとした世界金融危機が発生してから10年が経過した。先進国のGDPギャップは2018年には10年ぶりにプラスに転じる見込みだが、潜在成長率はリーマン前の水準を回復しておらず、世界経済が完全に復調したとはいえない。
- 今後10年間の世界経済は3%台半ばから後半の成長が続くと予想するが、米中貿易戦争が激化し、世界的に保護主義的な政策が広がった場合には、世界経済が大きく落ち込むリスクがある。
- 日本はすでに人口減少局面に入っているが、女性、高齢者の労働力率の上昇、外国人労働力の拡大から労働力人口は増加が続いている。今後10年程度は人口減少による経済成長への影響を過度に悲観する必要はない。2028年度までの実質GDP成長率は平均1.0%となり、過去10年平均と同程度の伸びになると予想する。名目GDPの伸びは平均2.0%となり、2023年度に政府目標の名目GDP600兆円が達成されるだろう。
- 消費者物価上昇率は10年間の平均で1.3%（消費税の影響を除く）と予想する。デフレに戻る可能性は低いが、日本銀行が「物価安定の目標」としている2%を安定的に続けることは難しいだろう。

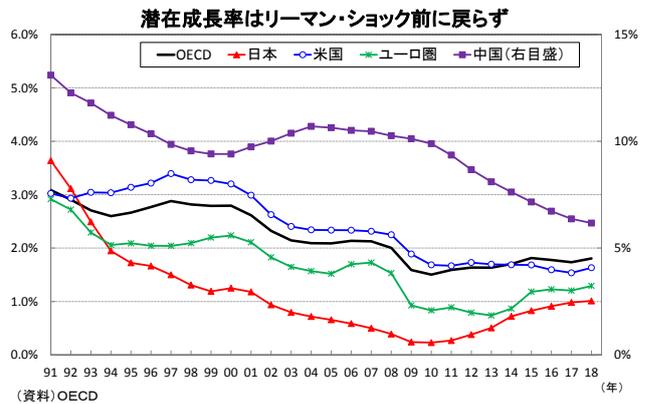
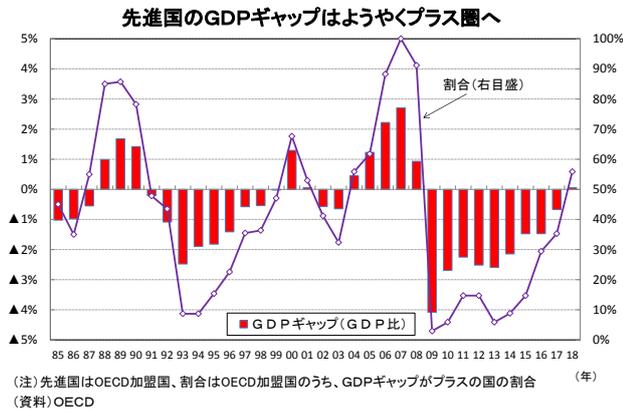


# 1. リーマン・ショックから10年が経過

(GDPギャップはほぼ解消も、潜在成長率は世界金融危機前に戻らず)

2008年秋にリーマン・ショックをきっかけとした世界金融危機が発生してから10年が経過した。世界経済はリーマン・ショック後の2009年にはマイナス成長となったが、その後各国が財政・金融政策を総動員したことにより、長期にわたって回復基調が続いている。OECDの推計によれば、2009年にGDP比で▲4%台の大幅マイナスとなった先進国(OECD加盟国)のGDPギャップは縮小傾向が続き、2018年には10年ぶりにプラス圏に浮上することが見込まれている。

ただし、世界経済の成長率が世界金融危機前の水準を回復したわけではない。需要不足が解消に向かうと同時に潜在成長率が低下しているためである。OECDの推計によれば、先進国の潜在成長率は世界金融危機前の2%台前半から1%台後半まで低下しており、世界経済の牽引役となってきた新興国の潜在成長率も軒並み大きく低下している。たとえば、中国の潜在成長率は2000年頃から約10年間、10%台の高い伸びが続いていたが、足もとでは6%台となっている。

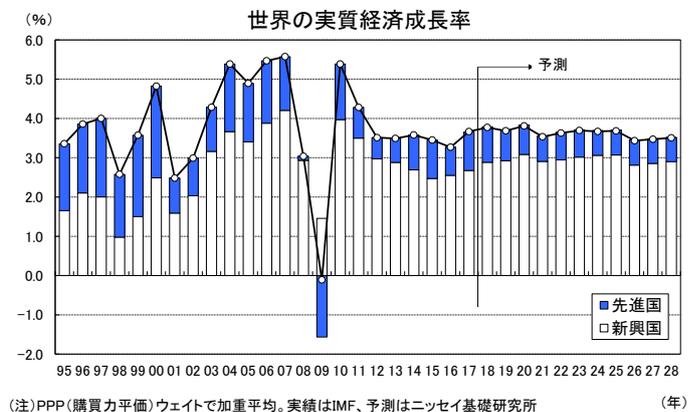


(新興国は相対的に高い成長を維持するが、伸び率は徐々に低下)

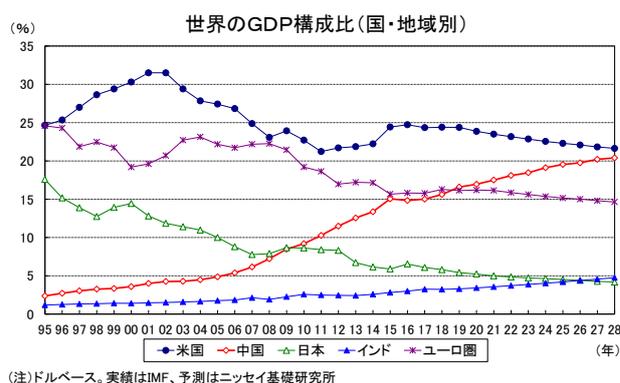
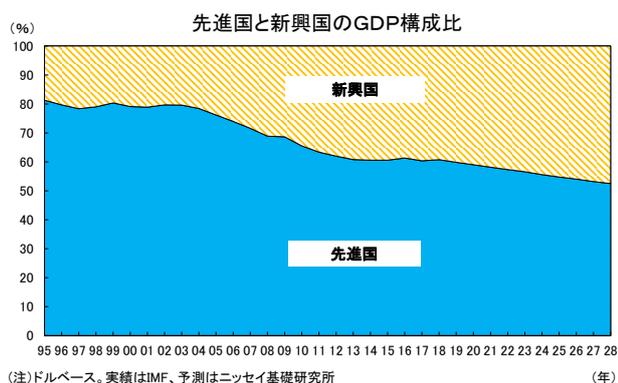
世界経済の成長率は2016年の3.3%から2017年には3.7%へと伸びを高めた後、2018年も3%台後半の成長が見込まれるが、世界金融危機前の5%台と比べると低い水準にとどまっている。

先行きの世界経済を展望すると、予測期間前半の2020年頃までは4%近い成長率を維持するが、その後はすでに生産年齢人口が減少に転じている中国の成長率低下を受けて、新興国全体の成長率も鈍化することから、予測期間末には世界の成長率も3%台半ばまで減速することが予想される。

先行きの成長率を先進国、新興国に分けてみると、新興国の成長率が先進国を上回る状態は続くものの、少子高齢化に伴う潜在成長率の低下を背景に成長率の低下幅は先進国よりも大きくなるだろう。

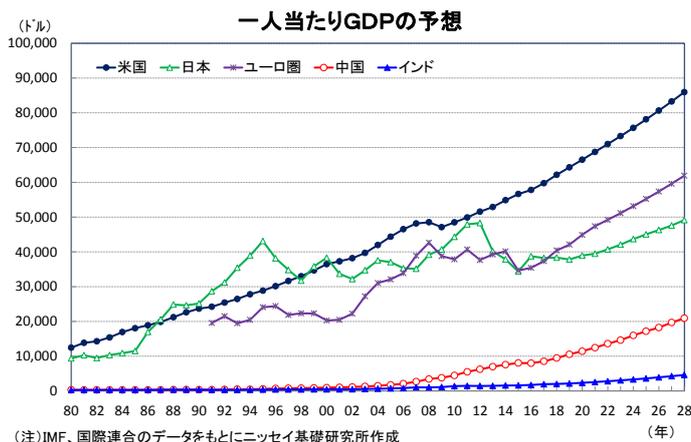


世界経済に占める新興国の割合（ドルベース）は2000年の20%程度から40%近くまで上昇している。新興国の成長率は今後緩やかに低下するものの、相対的には先進国よりも高い成長を続けるため、世界経済に占める新興国の割合は予測期間末の2028年には48%まで高まるだろう。国別には、現在世界第2位の経済規模の中国は世界経済に占める割合が足もとの15%程度から20%程度まで高まるが、今後10年間では米国に追いつくまでには至らないだろう。また、現時点では経済規模が日本の半分程度にすぎないインドはすでに人口が日本の約10倍となっていることに加え、先行きの人口増加率も日本を大きく上回ることから、予測期間末には日本のGDPを上回ることが予想される。



一人当たりGDP（ドルベース）でみると、日本は1980年代後半から1990年代まで米国を上回っていたが、2000年頃にその関係が逆転した後は一貫して米国を下回っている。2017年の日本の一人当たりGDPは米国の6割強の水準となっているが、今後10年間の成長率は米国を下回ることが予想されるため、両国の格差は若干拡大することになるだろう。

一方、日本のGDPの水準は国全体では2010年に中国に抜かれたが、一人当たりGDPで見れば2017年時点でも中国の4.5倍となっている。先行きの成長率は中国が日本を大きく上回るため、両国の差はさらに縮小するが、2028年でも日本の一人当たりGDPは中国の2倍以上の水準を維持するだろう。また、予測期間末にかけて国全体のGDPは日本を上回ることが予想されるインドだが、一人当たりGDPで見れば現時点では日本の5%程度となっており、10年後でも10%程度の水準にとどまるだろう。



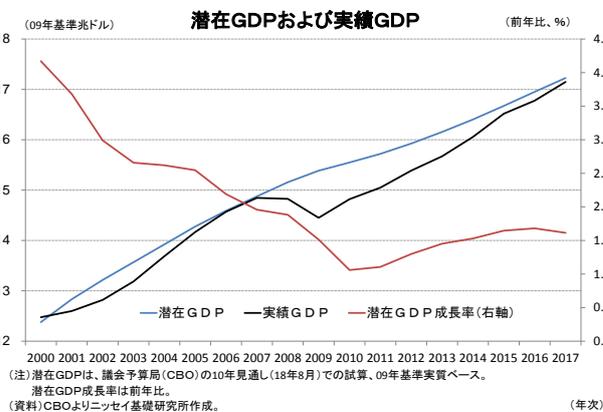
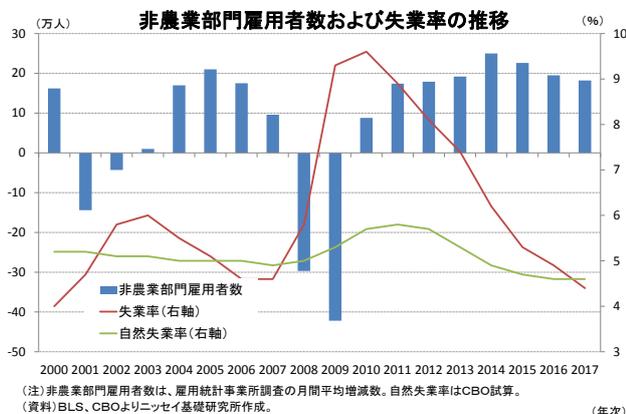
## 2. 海外経済の見通し

(米国経済—短期的に潜在成長率を上回るものの、その後は通商政策、米国内政治が重石)

米国経済は世界金融危機に伴い2009年の実質GDPが前年比▲2.5%に落ち込んだあと、2010年以降は景気拡大が持続している。今回の景気拡大は、労働市場の回復を背景にした個人消費が主導している。米雇用者数は2011年以降の月間増加ペースが、人口増加に伴う新規労働市場参加者を吸収するのに必要な10万人を大幅に上回り、10万人台後半から20万人台前半となっている。また、失業率も2017年(平均)が4.4%と議会予算局(CBO)が推計する自然失業率(4.6%)を下回っており、完全雇用に近いとの見方が強まっている。

一方、潜在成長率は、2000年代前半の3%台から、金融危機に伴う労働市場の毀損や企業の設備投資抑制などから2010年に1%近辺まで低下した後、回復基調に転じたものの、2017年でも1%台半ばまでの回復にとどまっている。この結果、2010年以降の成長率が潜在成長率を上回る状況が続いており、潜在GDPと実際の実質GDPとのギャップは2009年の6%強(潜在GDP比)から、2017年は0%台半ばまで縮小したとみられる。

なお、潜在成長率は、後述する税制改革に伴う設備投資の拡大もあって、主に生産性の改善を通じて2020年代前半に2%近辺の水準まで一段の回復を見込む。しかし、米国でも人口の高齢化進展に伴い、労働投入の伸びが趨勢的に低下するため、潜在成長率の回復は持続せず、予測期間の最終年(2028年)に1%台後半まで再び低下しよう。



一方、成長率は従前の消費主導の景気回復に加え、2017年末に決定した2027年までの10年間で総額1.5兆ドルの減税規模となる税制改革や、2019年までの時限措置で歳出を大幅に拡大した効果もあって、2018年および2019年は過去5年平均(2.3%)を大幅に上回る2%台後半の高い成長が見込まれる。このため、GDPギャップは2018年中にプラスに転換することが確実である。

もっとも、歳出拡大の時限措置が終了するほか、減税による成長押し上げが逡減してくることに加え、保護主義的な通商政策が成長を押し下げることから、当研究所はこのような高成長は短期的と予想している。

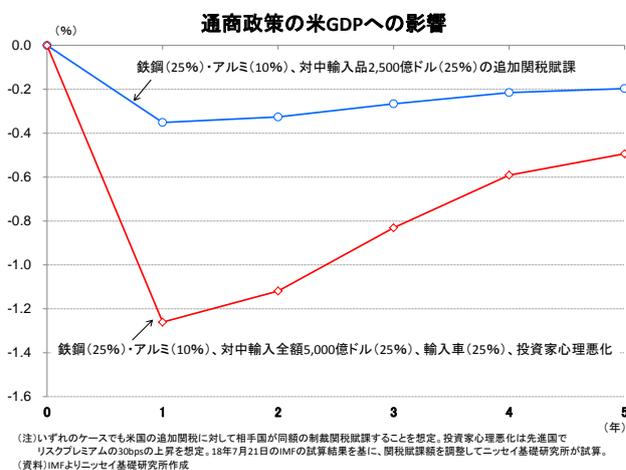
米国の通商政策では、2018年入り後に鉄鋼・アルミ製品の一部に追加関税が賦課されたほか、米国の財貿易赤字の5割弱を占める中国に対して、知的財産権の侵害などを理由に対中輸入品2,500

億ドル相当に対して追加関税が実施されるなど、関税を多用する保護主義的な傾向が強まっている。

トランプ大統領の通商政策に関する発言は非常に流動的であるため、今後の予想は難しいが、当研究所では対中政策では中国からの輸入品 2,500 億ドルに対する 25%の追加関税措置でとどまるほか、輸入車に対する追加関税措置は回避されることをメインシナリオとした。

当研究所は、これら通商政策による GDP への影響を IMF による 2018 年 7 月の試算結果<sup>1</sup>を基に関税額を調整する形で試算した。その結果、メインシナリオでは、1 年後の米 GDP が ▲0.4%弱押し下げられるほか、5 年後では ▲0.2%押し下げられることを見込む。

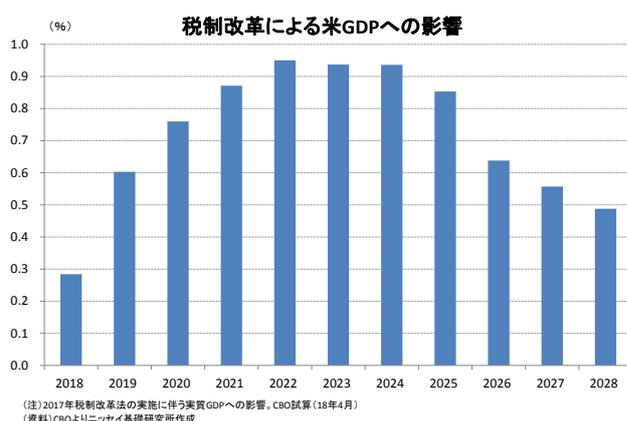
また、リスクシナリオとして米国の保護主義的な通商政策が先鋭化し、中国からの輸入品全額に関税措置を拡大するほか、輸入車に対しても 25%追加関税が賦課され、投資家信頼感の悪化に繋がる場合には、1 年後の米 GDP が ▲1.3%、5 年後では ▲0.5%にマイナス幅が拡大することが分かった。



一方、米国内政治をみると 11 月の中間選挙では野党民主党が下院で過半数を獲得し、上院と下院の多数政党が異なるねじれ議会の可能性が高まっている。当研究所では、中間選挙で民主党が下院の過半数を獲得する一方、2020 年の大統領選挙でトランプ大統領が再選されることをメインシナリオとした。このため、現在実施されている主要な経済政策については大幅な軌道修正は避けられるものの、ねじれ議会によってトランプ大統領が新しく実現したい政策の実現は困難と予想した。

トランプ大統領が実現した税制改革では、設備投資に対する税優遇措置が 2022 年末から 2026 年末にかけて段階的に解消されるほか、個人所得減税についても 2025 年末までの時限措置となっている。同大統領は、これら時限措置の恒久化や更なる法人税率の引き下げを目指しているが、実現しないだろう。

このため、税制改革による GDP の押し上げは 2022 年をピークに逡減していくことを見込んでいる。



また、トランプ大統領が目指す今後 10 年間で 1.5 兆ドルのインフラ投資についても、民主党の反対により、実現しないと考え、インフラ投資拡大による成長押し上げは予想に織り込まなかった。

当研究所ではこれらの想定を踏まえて、成長率は 2019 年の 2.8%をピークに 2020 年に 1.8%ま

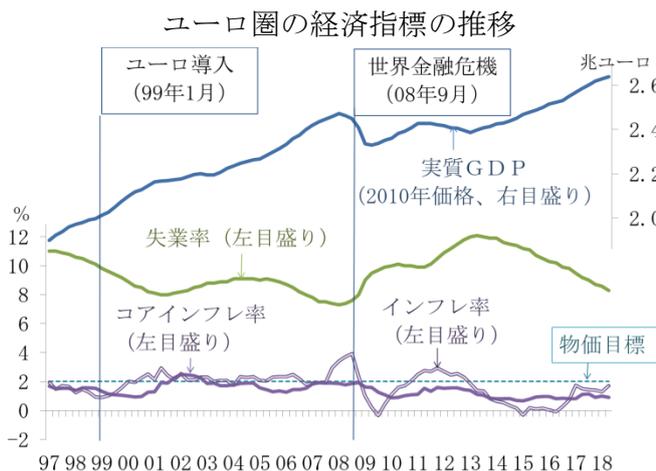
<sup>1</sup> “G20 Surveillance Note” (2018 年 7 月 21 日) <https://www.imf.org/external/np/g20/pdf/2018/071818.pdf>

で低下した後、予測期間の前半（2020～2023年）は平均成長率が1.9%と潜在成長率の2%を下回る状況が続くと予想した。また、その後予測期間の後半（2024～2028年）は平均1.8%と潜在成長率並みの成長を予想した。この結果、今後10年間の平均成長率は1.9%と世界金融危機を含む過去10年平均(1.8%)からは僅かに加速することを見込んでいる。

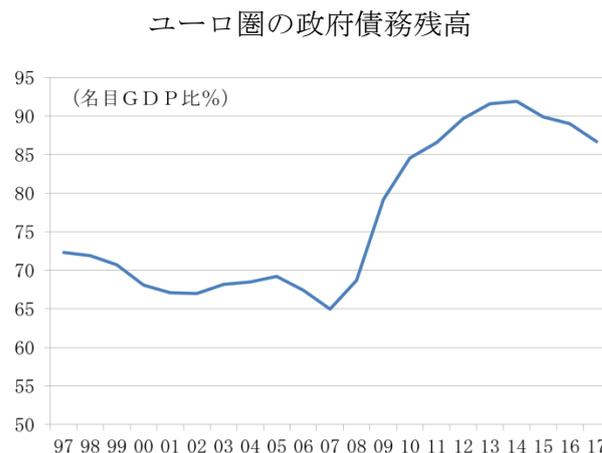
**（ユーロ圏経済—1%台半ばの潜在成長率近辺で拡大、ECBの緩和縮小は緩やかに）**

世界金融危機後のユーロ圏は、圏内の債務危機による景気後退に見舞われ、長期停滞を余儀無くされたが、2013年1-3月期を底に緩やかな景気の拡大が続いている。景気拡大のスピードは、2017年をピークに鈍化しており、ECB（欧州中央銀行）の異次元緩和の縮小が進む2020年以降は1%台半ばの潜在成長率並みのペースに落ち着くだろう。2019年から2028年までの実質GDP成長率は平均1.5%と2度の景気後退に見舞われた2009年から2018年の同0.8%を上回るだろう。

GDPギャップは、世界金融危機以降、開いた状態が続いたが、2018年にはほぼ解消し、内生的なインフレ圧力は緩やかながら徐々に強まる。インフレ率も、2019年から2028年の平均は1.7%と2度の危機が影響する2009年から2018年の平均1.2%よりも高く、ECBのインフレ目標である2%に近づく。



（資料）欧州委員会統計局（eurostat）



（資料）欧州委員会ほか

政治的には2019年を境にEU、ユーロ圏は新たな局面に入る。3月には英国がEUを離脱、5月には欧州議会選挙が行われる。秋には、EUのツー・トップである欧州委員会の委員長、EU首脳会議の議長が交替、ECBのドラギ総裁も退任し、新総裁を迎える。

2021年にはEU予算の枠組みも変わる。英国は、離脱協定の暫定案では、離脱後も2020年末まで移行期間として現状を維持することになっており、その間は、約束済みのEU予算への拠出も継続する。しかし、2021年に始まる新たな中期予算は、EU27カ国の枠組みとなり加盟国間の拠出と受け取りのバランスも変わる。予算の内訳も、EU市民の間での不法移民やテロへの懸念の高まりを背景に、移民・域外境界管理に厚めの配分となるだろう。米国のトランプ政権からの圧力もあり、通商協議と安全保障政策の優先度も高まっている。

リスクシナリオとしても英国に続くEU離脱はないと見ている。EU圏内では、EUに懐疑的な

ポピュリスト政党の支持が広がっているが、EU批判の狙いは、国内での支持拡大とEU内での「いいとこどり」にある。EU離脱を選んだ英国は、主権の委譲を伴う統合に当初から懐疑的立場をとり、ユーロ導入など統合の深化には距離を置いてきた大国であることから、最も離脱しやすい加盟国だった。その英国でも、円滑な離脱の可否が危ぶまれ、EU離脱後の「いいとこどり」は困難なことも、他の加盟国に慎重な対応を促すだろう。

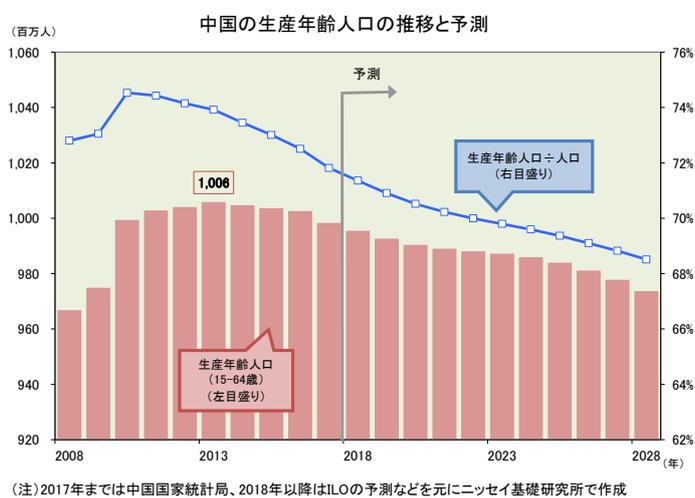
今後、ユーロ圏発の危機はなくとも、何らかの世界的なショックが起きた時、世界金融危機時と同様に、制度に脆弱性を残すユーロ圏は、打撃を受けることになりそうだ。今後のEUは、移民・域外境界管理、安全保障、通商問題へと政治的な資源を費やさざるを得ない。ユーロ圏予算や共通預金保険制度の創設などのユーロ制度強化は、ドイツのメルケル首相の求心力低下、フランスのマクロン大統領の不人気、多くのEU加盟国でのポピュリスト政党の発言力の強まりによって阻まれるだろう。

新たな危機に直面した場合、政策対応力が乏しいために、回復までに時間が掛かりそうだ。想定されるECBの緩和縮小のペースは緩やかであり、新たな危機に対応する追加の余地は乏しい状況が続く。世界金融危機後に急拡大した政府債務残高の名目GDP比率は90%超をピークに安定化しつつあるが、危機前の60%台を遥かに上回る。過剰債務を抱え危機に脆弱な国ほど、財政面での対応余地に乏しい問題も解消していない。

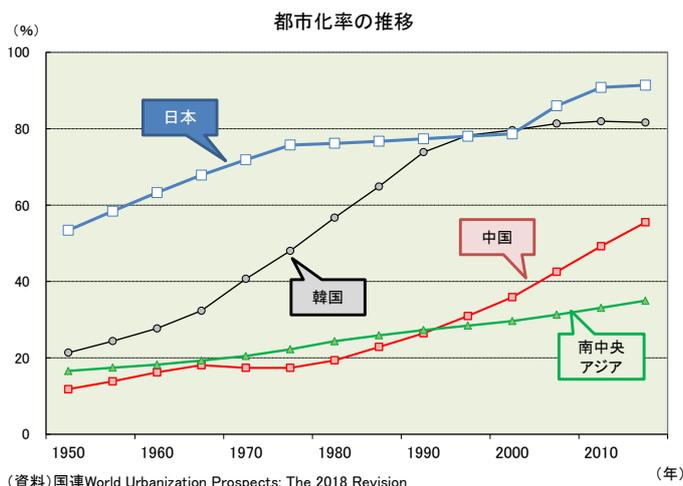
### （中国経済—中国の成長率は段階的に低下して3%台半ばへ）

中国では、長らく続いた一人っ子政策の影響で **2013年をピークに生産年齢人口(15-64歳)が減少に転じた**。人口構成を見ると、これから生産年齢人口になる14歳以下の人口が少なく、生産年齢人口から外れてくる60歳前後の人口が多い。従って、**今後も生産年齢人口は減少傾向を続けて、経済成長にマイナスのインパクトをもたらす**だろう。

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にはマイナスのインパクトをもたらす。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整備に回され、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、世界から中国へと工場が集まり「世界の工場」と呼ばれるようになった。そして高成長期を謳歌した中国だが、経済発展とともに賃金など製造コストも上昇したため、今度は中国から後発の新興国へと工場が流出し始めた。そして、「一带一路」構想の推進や米中貿易摩擦の激化は、そうした工場の海外流出を後押しする要因となるため、中国では今後も経済成長の勢いが鈍化していくだろう。



一方、中国政府は従来の成長モデルに代わる新たな成長モデルを築こうと「構造改革」を進めている。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などである。こうした構造改革の実現には時間を要するものの、経済成長にはプラス貢献すると思われる。また、中国で進められている「新型都市化」も経済成長の下支えに貢献しそうである。農村から都市へと労働者が移動すれば、より生産効率が高い分野に労働力が配分されることになり、生産性向上が期待できるからである。これまでも中国では都市化が進んできたが、巨大都市への人口集中、環境問題の深刻化、都市戸籍を持たない農民工（出稼ぎ農民）の待遇など多くの問題も同時に生じた。農民工の待遇改善、中小型都市の開発、環境問題に配慮した都市化など質を重視した「新型都市化」を推進することで、より持続性の高い都市化の進展が期待できる。また、中国の都市化率（総人口に占める都市人口の比率）は 2017 年時点で 58.5%と日本や韓国などアジアの先進国と比べてまだ低いことから、2028 年には 70%前後まで都市化率が上昇すると見ている。



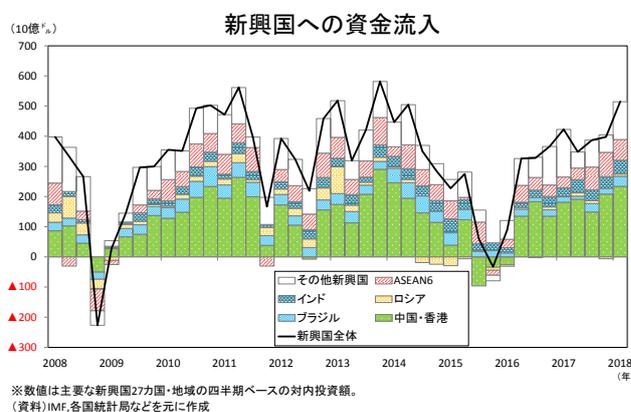
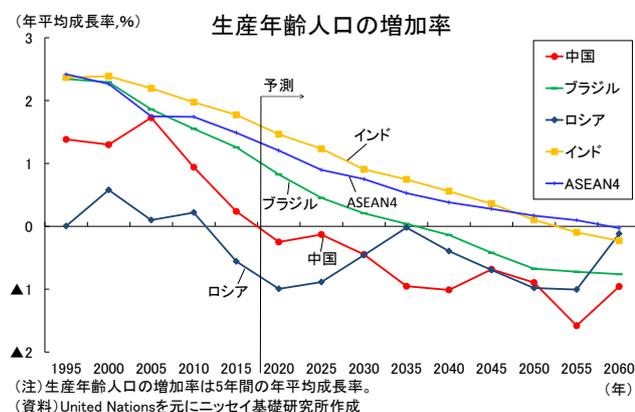
従来の成長モデルを卒業して新たな成長モデルにバトンタッチしようとする構造改革は、世界の先行事例を見ると後者のスピードが前者よりも遅いため、成長率の鈍化は避けられそうにない。こうした環境の下、中国政府は「新常态（ニューノーマル）」という旗印を掲げて、安定成長へ移行する方向に舵を切り、第 13 次 5 カ年計画（2016-20 年）では成長率目標を「6.5%以上」へと引き下げた。そして、一人当たり GDP で 1 万ドルの大台を超える第 14 次 5 カ年計画（2021-25 年）では「5%前後」へ、さらに先進国との競争が激しさを増す第 15 次 5 カ年計画（2026-30 年）では「3.5%前後」へ目標を引き下げるとみている。

**（新興国経済—新興国は 4%台後半の成長が続く）**

新興国経済は、2010 年代以降、中国で緩やかな景気減速が続くなか、2012 年以降の「スロー・トレード」現象の発生、2014 年の資源ブームの終焉、2015 年末からの米 F R B による利上げ等の要因によって低調なパフォーマンスが続いた。2016 年から 2017 年にかけては、世界経済の回復と原油価格の底打ちによって成長モメンタムが上向くなかで、海外資本が再び新興国に流入して景気は持ち直したが、2018 年 4-6 月期以降は米国の金利上昇を背景に新興国からの資本流出圧力が強まり、一部の国では自国通貨安を受けて通貨防衛策を迫られている。しかし、来年に米国が利上げ打ち止めに向かうと、新興国の資本フローは次第に安定化して成長を後押ししていくだろう。

新興国全体の今後 10 年間の平均成長率は 4%台後半となり、過去 10 年間の 5%前後から低下すると予想する。 各新興国では、少子高齢化に伴う労働投入量の減少が趨勢的に潜在成長率を押し下げる一方、旺盛なインフラ投資需要への対応や都市化を通じて工業化とサービス産業の発展が続くな

かで資本蓄積とキャッチアップ型の技術進歩が成長の支えとなるだろう。また、原油価格は需要拡大を受けて、足もとの水準からさらに上昇傾向が続く前提のもと、資源国の景気回復が新興国経済を下支えするだろう。しかし、2021年からの中国経済の一段の減速がアジア地域を中心に波及するなかで成長率は減速傾向を辿るだろう。



**ブラジル**は、人口増加と海外からの資本流入の拡大が成長の原動力となるだろう。今後10年間の平均成長率は2%強と、過去10年間の1%強から上昇すると予想する。

ブラジルの人口は2015年時点の2.06億人から2030年にかけて2.25億人へと増加、そして生産年齢人口も2015年時点の1.43億人から2030年にかけて1.54億人へと増加すると見込まれる。もっとも生産年齢人口の増加ペースは緩やかに鈍化するため、人口増加による潜在成長率の押し上げ効果は徐々に低下しよう。資本投入は、世界第5位の人口規模を誇るマーケットとその成長期待から海外資本の流入が続くだろう。特に、政府はインフラ運営権の売却や民営化による民間資本の活用を進めており、足もとでは海外企業によるインフラ向け投資が顕著に増加している。ブラジルは電力、通信、輸送網などのインフラが未成熟であるが、民間資本によってインフラ整備が促進されれば、労働生産性も向上していくだろう。

しかし、政府の財政状況の悪化が中期的な経済成長の重石となるだろう。財政赤字の主因である年金制度改革は次期政権に持ち越されたが、年金制度改革に必要な憲法改正の要件の厳しさから、今月の大統領選挙の結果に関わらず、実効的な改革は難しいと予想する。次期政権で実効的な年金制度改革が実施されない可能性が高いため、景気後退に陥った2015年・16年と同様に財政悪化懸念が高まり、インフレ率の高騰や金融引締めが景気を押し下げるだろう。

**ロシア**は、人口減少と経済制裁による資本流入の縮小によって潜在成長率が低下するものの、原油価格の上昇傾向が続くと見込まれるため、緩やかな成長が続くだろう。今後10年間の平均成長率は1%台後半と、過去10年間の1%前後から上昇すると予想する。

ロシアの人口は2015年時点の1.44億人から2030年にかけて1.41億人へと減少、特に生産年齢人口は2015年の1.00億人から2030年にかけて0.89億人とより急激なペースで減少するうえ、その割合も2015年の69.7%から2030年にかけて63.4%まで低下すると見込まれる。また、ロシアは2014年のクリミア併合を契機として、積年の課題である資源依存型の産業構造からの脱却を進

めているが、欧米による経済制裁等によって十分な資本投入を確保できず、一部の産業を除いて十分な成果を挙げられていない。特に米国による経済制裁は、米国人や米国企業だけでなく、非米国人・企業と制裁対象者との金融取引や貿易取引をも抑制する可能性があり、その影響は大きいとみられる。当面の間、ロシアと欧米との関係改善は見込めないため、経済制裁によって資本流入は縮小するだろう。生産年齢人口の減少が続くこともあり、潜在成長率は緩やかに低下しよう。

一方で、原油価格の上昇に伴い、ルーブル高の進行を通じた低インフレの継続や金融緩和などによって、実質GDPは緩やかな成長が続くだろう。また 2019 年度から予定されている年金支給開始年齢の段階的な引き上げは、短期的には消費マインドの低下を招くものの、労働投入の増加によって潜在成長率を押し上げると期待される。

**インド**は、人口ボーナスが長期に渡り経済の成長エンジンとなる。インドの人口は 2015 年時点の 13.1 億人から 2030 年にかけて 15.1 億人と増加、そして生産年齢人口の割合も 2015 年の 65.7% から 68.0% まで上昇すると見込まれる。もっとも生産年齢人口の増加率は緩やかに低下するため、潜在成長率の押し上げ効果は徐々に低下しよう。

一方、資本投入は旺盛な内需を背景とする海外資本の流入やインフラ投資需要への対応などから成長率の押し上げ余地が大きい。現在は土地収用問題や許認可の遅さなどから投資プロジェクトが進まず、盛り上がり欠けているが、今後は不良債権の解消や財政再建の進展に伴い投資が持ち直していくだろう。もっともインドは国際的な輸出拠点としての地位を築けず、構造的な経常赤字を解消することができないため、不安定なマクロ経済環境を背景に海外からの資本流入が抑制され、爆発的な投資拡大には至らないと予想する。

労働生産性は都市化に伴う工業化とサービス業の発展により向上するため、今後も潜在成長率を押し上げるだろう。インドの IT 産業は世界的な競争力を有していることもあり、物的資本ストックの蓄積が遅れるなかでも IT の利活用を通じた生産性の向上は十分に期待できる。

政治面では、予測期間前半に上院・下院の「ねじれ」が解消すると予想する。現政権はこれまでに外資規制緩和や物品・サービス税（GST）の導入、そして破産・倒産法の施行など構造改革を実施してきた。今後はねじれ議会の解消によりビジネス環境の改善に向けた改革が更に進められるものと見込まれ、資本投入と労働生産性の安定した伸びに寄与するだろう。

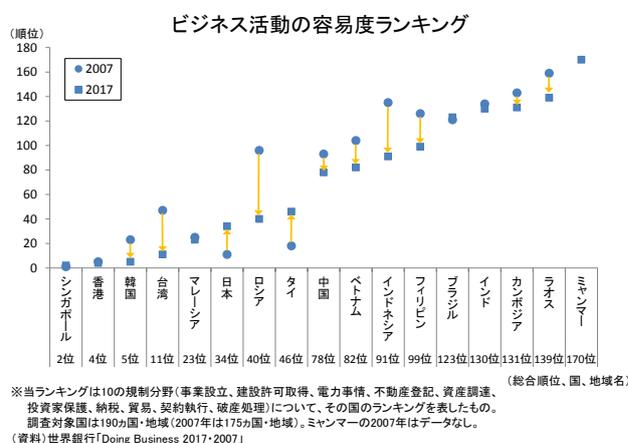
実質GDPは、足もとの高額紙幣廃止と GST 導入に伴う混乱からの回復局面が一巡した後も潜在成長率の高さを背景に力強い成長を続けるだろう。**今後 10 年間の平均成長率は 7% 台後半と、過去 10 年間の 7% 台前半から上昇すると予想する。**

**ASEAN4 (マレーシア・タイ・インドネシア・フィリピン)**は、予測期間末にかけて人口ボーナスが続くものの、生産年齢人口の増加率は徐々に低下すると見込まれる。しかしながら、資本投入と労働生産性は直接投資の拡大や都市化の進展、社会資本ストックの蓄積などを背景に今後も堅調な伸びが見込まれ、成長を支えるだろう。**今後 10 年間の平均成長率は 5.0% となり、過去 10 年の 4.9% を僅かに上回るものの、2017 年の 5.2% から低下すると予想する。**

ASEAN 域内にはインフラと資本市場が整備されたマレーシア、産業集積が形成されたタイ、内需が魅力のインドネシアとフィリピン、チャイナ・プラスワンで注目を浴びるベトナム、労働コ

ストが安い後発新興国のCLM諸国（カンボジア、ラオス、ミャンマー）など多様な特徴を有する国がある。またASEANは域内の統合深化に向けた国境インフラの整備や税関手続きの円滑化、そして域外との自由貿易協定の締結促進など、地域として貿易・投資の優位性を高める取組みを継続するものと見込まれ、世界の製造業がASEAN地域に進出する動きは今後も続くだろう。また最近の米中貿易摩擦の過熱により中国からASEAN地域への工場移転が進みやすくなることも中期的に資本投入を押し上げる要因となりそうだ。

もっともASEAN各国は、賃金上昇に伴う製造コストの増加や地域格差の拡大、社会保障制度の整備の遅れなどの共通の課題に加え、経済の成熟度によって異なる構造的課題を有する。例えば、高位中所得国のマレーシアやタイでは産業の高度化・高付加価値化、低位中所得国のインドネシアやフィリピンなどでは企業進出を阻むビジネス環境の悪さなどである。ASEAN各国が持続的な成長を維持できるかどうかは、教育の高度化やインフラ整備、規制・制度環境の改善、不正・汚職の是正などにより自国のボトルネックをどれだけ解消できるか、そしてインフレ率や経常収支といった経済のファンダメンタルズを安定的に保つことができるかに懸かっている。各国の取組みが不十分であれば、「成長の壁」にぶつかり成長速度が著しく低下する可能性もあり、楽観視はできないだろう。



### 3. 日本経済の見通し

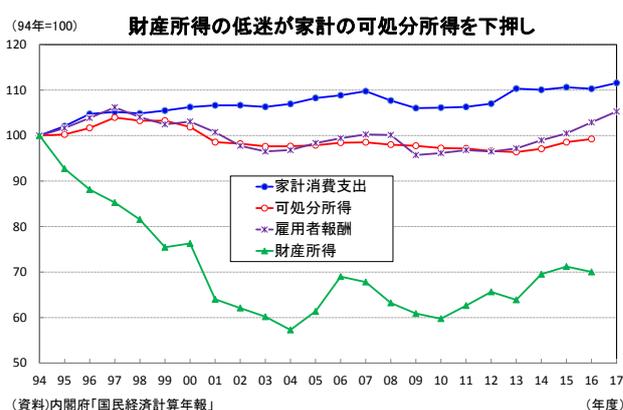
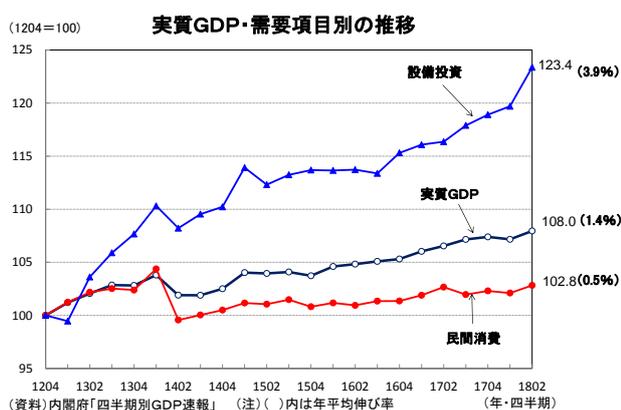
#### (消費低迷の主因は可処分所得の伸び悩み)

日本経済は2012年11月を底として景気回復が続いており、景気拡張期間は2017年9月には「いざなぎ景気（1965年11月～1970年7月）」の57ヵ月を超えた。このまま景気回復が続けば、2019年1月には「戦後最長景気（2002年2月～2008年2月）」の73ヵ月を上回ることになる。

今回の景気回復局面の特徴としては、海外経済の緩やかな回復基調、企業収益の大幅増加を背景に企業部門（輸出+設備投資）が好調である一方、家計部門（消費+住宅）が低調であることが挙げられる。2012年10-12月期の景気の谷を起点とした今回の景気回復局面において、実質設備投資は23.4%（年率3.9%）伸びているのに対し、実質民間消費の伸びは2.8%（年率0.5%）にとどまっている。実質民間消費の伸びは2014年度から4年連続で実質GDP成長率を下回っている。2014年度の消費税率引き上げ後の大幅な落ち込みからは持ち直しつつあるものの、本格的な回復にはほど遠い状況にある。

消費低迷長期化の理由として、家計の節約志向や将来不安に伴う過剰貯蓄が挙げられることも多いが、これは消費停滞の主因ではない。直近（2016年度）の家計の可処分所得は現行のGDP統計で遡ることができる1994年度よりも2.3兆円少ない<sup>2</sup>。一方、2017年度の家計消費支出の水準は1994年度よりも10%以上高く、このことは家計が貯蓄を減らして消費にまわしていることを意味する。消費低迷の主因は可処分所得の伸び悩みにあると考えられる。

可処分所得の内訳をみると、1990年代以降に大きく落ち込んだ雇用者報酬はこのところ回復基調を強めており、2016年度には1994年度の水準を上回ったが、利子・配当などの財産所得が1994年度の水準を30%も下回っている。



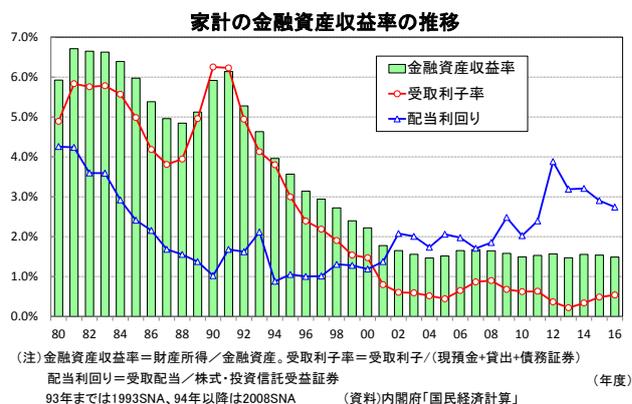
#### (金融資産は大幅に増加するが、財産所得が低迷)

家計の財産所得の基となる金融資産残高は着実な増加が続いており、2014年度末に1700兆円、2017年度末には1800兆円を超えた。近年は縮小傾向にあるとはいえ、家計の資金余剰が続いていることに加え、株価の上昇を反映し価格変動要因が金融資産の増加に寄与している。

<sup>2</sup> GDP統計(速報)は年度ベースでは2017年度まで公表されているが、支出系列、雇用者報酬以外の計数は年次推計が公表されている2016年度が最新の実績値となっている

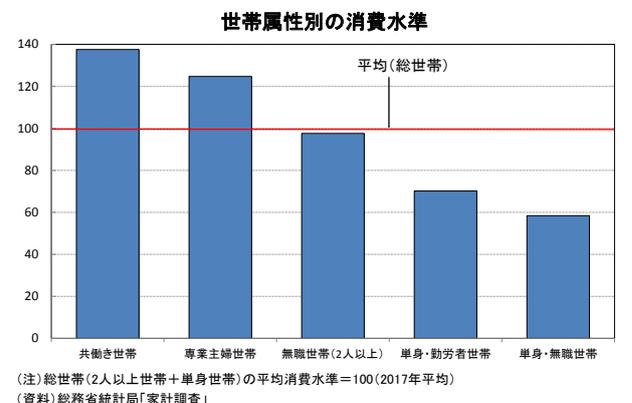
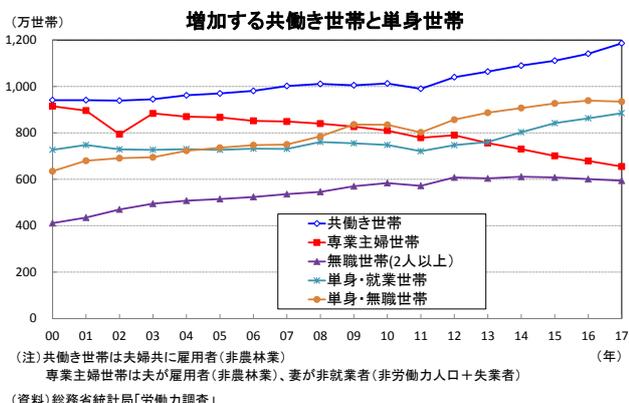
しかし、家計の財産所得は低迷が続いている。家計の金融資産収益率（財産所得/金融資産残高）は1990年代前半までは5%を超えていたが、その後大きく低下し、2000年代初頭以降は1%台で推移している。内訳をみると、金利の大幅低下に伴い、受取利率（受取利子/（現金・預金+貸出+債務証券））が1990年代初頭の6%台をピークに大きく低下し、2000年代初頭からは0%台の推移が続いている。一方、配当利回り（受取配当/株式・投資信託受益証券）は企業の株主重視姿勢の強まりもあってこのところ上昇しているものの、株式が家計の金融資産に占める割合が10%程度にとどまっているため、受取配当による財産所得の押し上げは限定的にとどまっている。

金融資産の増加は今後も続く可能性が高いが、今回の予測期間の10年間では金利の大幅上昇は見込めないため、利子所得の増加が家計の可処分所得を大きく押し上げることは期待できないだろう。



### （世帯属性からみた個人消費）

個人消費の先行きを考える上では、世帯属性の変化を見ることも重要である。最近の世帯属性の変化を見ると、まず2人以上世帯では、女性の就業率の上昇に伴い共働き世帯が増加する一方、専業主婦世帯が減少している。2000年時点では共働き世帯と専業主婦世帯はほぼ同数だったが、2017年には前者が後者の倍近い数となっている。また、未婚率の上昇や高齢化の進展を背景に単身世帯の増加が顕著となっており、総世帯に占める単身世帯の割合は2000年の28.8%から2017年には33.8%まで上昇している。



世帯属性毎の消費水準を確認すると、共働き世帯、専業主婦世帯の消費水準は総世帯（2人以上）

世帯+単身世帯) 平均よりもそれぞれ 38%、25%高く、共働き世帯の消費水準は専業主婦世帯よりも 10%程度高い (2017 年家計調査の数値)。共働き世帯は女性の雇用者所得の増加によって家計全体の可処分所得が専業主婦世帯よりも 20%程度高く、このことが消費支出の増加をもたらしている。消費の内訳をみると、共働き世帯では、冷凍食品、惣菜、外食、携帯電話通信費などの「選択的支出」が共働き世帯よりも多いという特徴がある。一方、単身世帯の消費水準は総世帯平均よりも低く、単身・就業世帯で平均の 70%、単身・無職世帯で 58%となっている。

先行きも共働き世帯の増加、単身世帯の増加が続くと考えられるが、前者は世帯当たり消費水準の上昇要因、後者は世帯当たり消費水準の低下要因となる。ただし、マクロベースの消費水準を考える上では、世帯数の増減も考慮する必要がある。単身世帯の増加は世帯当たりの消費水準を低下させる一方で、世帯数の増加を通じてマクロベースの消費水準を押し上げるためである。

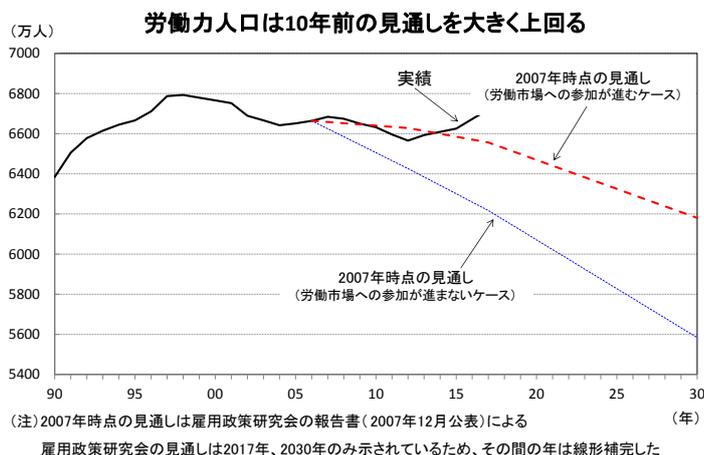
今回の予測では、単身世帯の増加による世帯当たりの消費水準の低下を、共働き世帯の増加による世帯当たりの消費水準の上昇、単身世帯を中心とした世帯数の増加が打ち消す形で、世帯構成の変化によるマクロベースの消費水準への影響はほぼニュートラルになると見込んだ。

### (上振れる労働力人口)

人口減少、少子高齢化が進む中、日本の労働力人口は減少傾向が続いてきたが、2013 年からは 5 年連続で増加し、2018 年も増加することが確実となっている。

団塊の世代 (1947~49 年生まれ) が 2007 年に 60 歳に到達することが意識され始めた 2005 年頃から、労働力人口の急減少が懸念されるようになった。約 10 年前の 2007 年 12 月に公表された厚生労働省の雇用政策研究会の報告書では、2017 年の労働力人口は「労働市場への参加が進まないケース (男女別・年齢階級別の労働力率が 2006 年から変わらないと仮定)」で 2006 年と比べ 400 万人以上の減少、「労働市場への参加が進むケース」でも 100 万人程度の減少が見込まれていた。

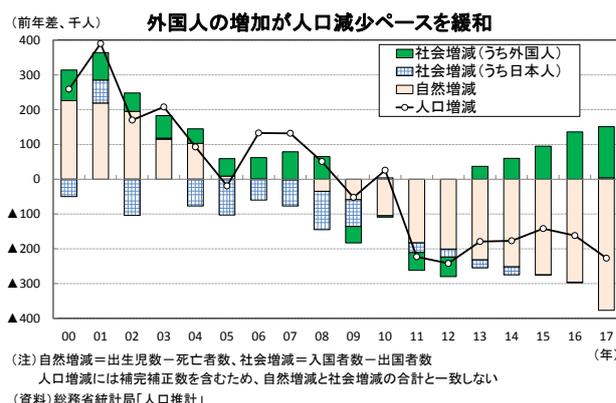
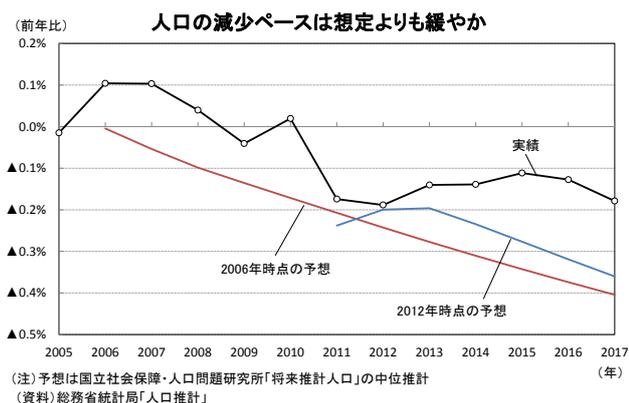
しかし、実際の労働力人口は予想を大きく上回り、2017 年には 6720 万人と 2006 年の 6664 万人から 56 万人の増加となった。「労働市場への参加が進まないケース」の見通しと比較すると 2017 年の労働力人口は約 500 万人も多い。さらに、当時はかなり楽観的とみられていた「労働市場への参加が進むケース」の見通しと比べても 150 万人程度上回っている。



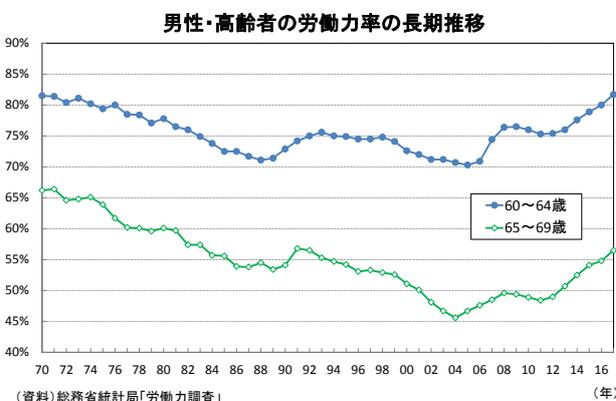
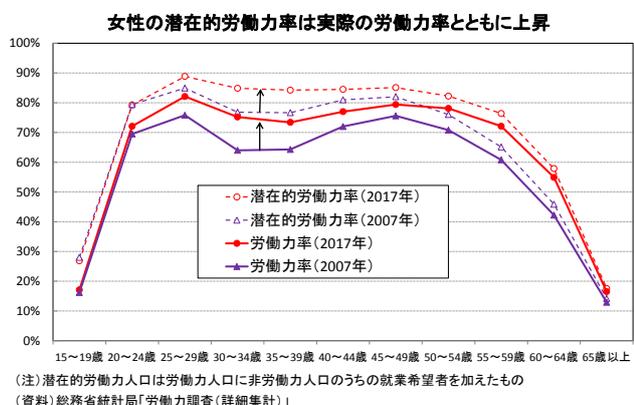
労働力人口が予想外に増加を続けている理由は 3 つある。

ひとつは人口の減少ペースが想定よりも小さいことである。日本の人口は 2008 年をピークに減少傾向が続いているが、減少ペースは今のところ年率▲0.1~▲0.2%程度にとどまっている。国立社会保障・人口問題研究所が 5 年毎に公表している「日本の将来推計人口」を振り返ってみると、約 10

年前の 2006 年時点では、2017 年の人口減少ペースは年率▲0.4%程度が見込まれていた（中位推計、以下同じ）。しかし、実際には当時の想定に比べ死亡率が低めに推移していること、外国人居住者が予想以上に増えていることなどから、従来の想定よりも上振れている。人口増減の内訳をみると、自然増減（出生児数－死亡者数）は 2008 年から一貫して減少しており、2017 年には減少幅が 40 万人近くまで拡大している。一方、2013 年以降は社会増減（入国者数－出国者数）の増加幅が拡大していることが人口の減少ペースを緩和している。そのほとんどが外国人の入国超過によるもので、外国人の入国超過数は 2016 年、2017 年と 2 年続けて 10 万人を超えている。



労働力人口の増加が続くもうひとつの理由は、女性と高齢者の労働力率が大幅に上昇していることである。女性については、出産から子育てを担う年齢層で落ち込む「M字カーブ」の底が大きく上昇していることが大きい。たとえば、2007 年時点の女性の労働力率は 30～34 歳で 64.0%、35～39 歳で 64.3%だったが、2017 年にはそれぞれ 75.2%、73.4%までそれぞれ 10 ポイント程度上昇した。男性については 60 歳以上の労働力率の上昇が著しい。たとえば、1970 年代前半までは 80%を超えていた 60～64 歳の労働力率は 2005 年には 70.3%まで低下したが、2006 年に 65 歳までの雇用確保措置を講じることが義務付けられた「改正高年齢者雇用安定法」が 2006 年に施行されたこともあり、その後大幅に上昇し、2016 年には 80%を超えた。また、65～69 歳の労働力率も 2004 年の 45.6%を底に上昇し、2017 年には 56.5%となった。



最後に、近年は外国人労働者が労働力人口を大きく押し上げている。厚生労働省の「外国人雇用状況の届出状況」によれば、2017年10月末時点の外国人労働者数は127.9万人となり、この調査が開始された2008年の48.6万人から約10年間で2.6倍に増加している。直近5年間の雇用者数増加の2割は外国人労働者の増加によるもので、深刻化する人手不足の緩和に一定の役割を果たしている。

政府は新たな在留資格の創設によって外国人材の受け入れを拡大する方針としているため、外国人労働力の増加ペースは今後さらに加速する公算が大きい。

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が、女性、高齢者の労働力率を引き上げることで、労働力人口の大幅減少を回避することは可能だ。

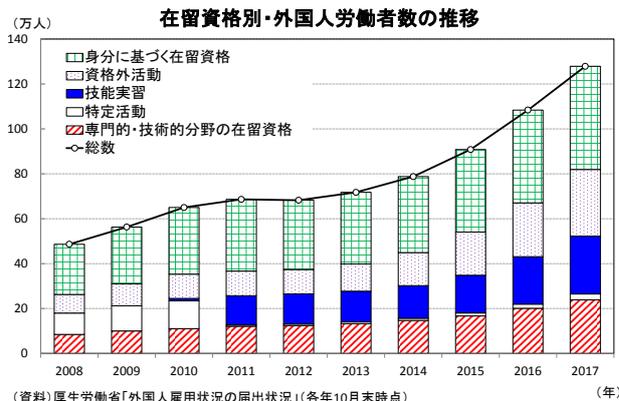
近年、女性の労働力率は大幅に上昇しているが、注目されるのは労働力率の上昇とともに就業希望の非労働力人口を加えた潜在的労働力率も上昇している点である。このことは現時点の潜在的労働力率が天井ではなく、育児と労働の両立が可能となるような環境整備を進めることにより、女性の労働力率のさらなる引き上げが可能であることを示している。また、男性については25～59歳の労働力率が現時点で90%台となっているため上昇余地は小さいが、60歳以上ではさらに引き上げることが可能だ。

今回の見通しでは、**女性は30～59歳の労働力率が70%台から80%台まで上昇、男性は60歳代の労働力率が現在よりも10ポイント強上昇**（60～64歳：81.7%（2017年）→92.9%（2028年）、65～69歳：56.5%（2017年）→70.7%（2028年））することを想定した。2017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、2028年の労働力人口は2017年よりも約500万人減少する（年平均で▲0.7%の減少）が、高齢者、女性の労働力率上昇、外国人労働者の増加を見込み、2028年の労働力人口は2017年とほぼ同水準を維持するとした。

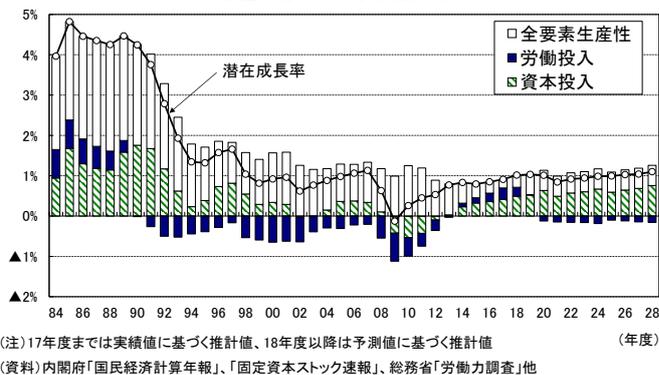
### （予測期間中の潜在成長率は1%程度で推移）

1980年代には4%台であった日本の潜在成長率は、バブル崩壊後の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、世界金融危機による急激な落ち込みからはほぼゼロ%となった後、徐々に持ち直している。

当研究所では足もと（2017年度）の潜在成長率を0.9%と推計しており、2018年度には1%程度まで回復していると見込んでいる。潜在成長率を規定する要因のうち、労働投入による寄



潜在成長率の寄与度分解



与は 1990 年代初頭から一貫してマイナスとなっていたが、女性、高齢者の労働参加が進んでいることから小幅なプラスに転じている。また、世界金融危機後に減少に転じた資本ストックが、その後の設備投資の回復を反映し 2013 年度以降増加を続けているため、足もとでは資本投入による寄与が小幅なプラスとなっている。一方、全要素生産性は長期的に低下傾向が続き、足もとでは 0% 台前半となっている。

先行きの潜在成長率は、予測期間を通じて設備投資の堅調が続くことから、資本投入のプラス寄与が緩やかに拡大する一方、予測期間中盤以降は労働力人口が緩やかに減少すること、働き方改革の推進によって労働時間の減少が続くことから、労働投入による寄与は 2020 年度頃を境にマイナスに転じるだろう。また、A I（人工知能）、I o T（Internet of Things）の活用、働き方改革の推進などから、全要素生産性上昇率は 0% 台半ばまで回復することを見込んでいる。この結果、**潜在成長率は今後 10 年間 1% 程度の推移が続くと想定**した。

### （10 年間の実質 GDP 成長率は平均 1.0% を予想）

今回の見通しでは、消費税率が 2019 年 10 月に 10%、2025 年 4 月に 12% に引き上げられることを想定した。また、次回の税率引き上げ時には食料品等に軽減税率が導入されることになっているが、12% への引き上げ時も軽減税率の対象品目は税率が 8% で据え置かれるとした。

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% 上昇し、物価上昇に伴う実質所得の低下などから実質 GDP は▲0.24% 低下する（いずれも 1 年目の数値）が、軽減税率が導入された場合にはこの影響は約 4 分の 3 となる。

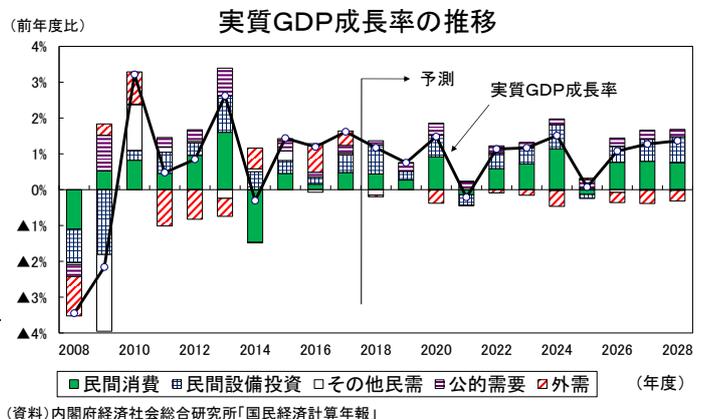
次回の消費税率引き上げは 2019 年度下期からとなるため、年度ベースでは 2019 年度、2020 年度ともに 1% 分（軽減税率導入を考慮すると 0.75%）の引き上げの影響を受けることになる。また、消費税率引き上げ前後には駆け込み需要とその反動減が発生するが、駆け込み需要と反動減の影響は 2019 年度内ではほぼ相殺される可能性が高い。さらに、2020 年度に向けて東京オリンピック・パラリンピック開催に伴う経済効果が見込まれるため、2019 年度の消費税率引き上げによる悪影響はかなり限定的にとどまることが予想される。

当研究所では、**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 2% 弱（約 10 兆円）、成長率の押し上げ幅は年平均 0.2~0.3% 程度と試算**している<sup>3</sup>。

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



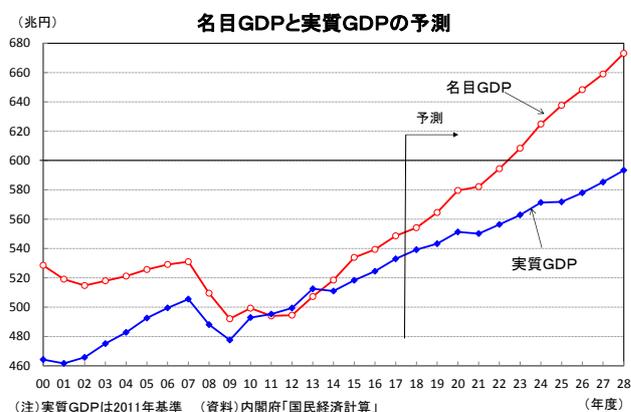
<sup>3</sup> 東京オリンピック・パラリンピック開催による経済効果の詳細は「[Weeklyエコノミスト・レター2017-10-13「中期経済見通し（2017~2017年度）」](#)をご覧ください。

実質GDP成長率は2017年度の1.6%から2018年度が1.2%、2019年度が0.8%と減速した後、東京オリンピック・パラリンピックが開催される2020年度には1.5%へと加速するだろう。ただし、オリンピック開催翌年の2021年度にはその反動で▲0.2%と小幅ながらマイナス成長となり、2025年度の消費税率引き上げ前後では再び振幅の大きな展開となるだろう。**今後、10年間の実質GDP成長率はオリンピック開催、消費税率引き上げ前後で振幅の大きな展開が続くが、予測期間(2019~2028年度)の平均では1.0%**となり、過去10年間(2009~2018年度)の平均と同じ伸びとなることが予想される。

### (名目GDP 600兆円の達成は2023年度と予想)

政府は名目GDP 600兆円を2020年頃に達成することを目標としているが、2020年度までに政府目標を達成するためには2018年度から3年間の名目成長率が平均3%を上回る必要があり、これは現実的な数値とは言えないだろう(当研究所では2018年度から3年間の名目成長率は平均1.8%と予想)。

今回の見通しでは、**今後10年間の名目GDP成長率は平均2.0%、名目GDP 600兆円の達成は2023年度までずれ込むと予想している**。ただし、過去10年平均の伸び(0.8%)は大きく上回り、名目成長率が実質成長率を下回る「名実逆転現象」は解消される可能性が高い。

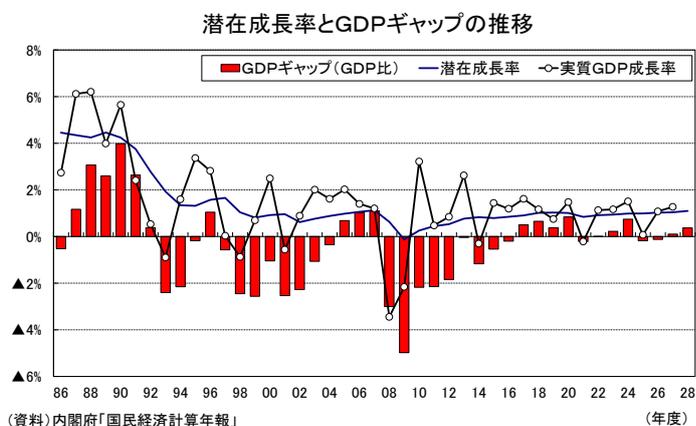


### (10年間の消費者物価上昇率は平均1.3%を予想)

消費者物価上昇率(生鮮食品を除く総合)は「量的・質的金融緩和」が開始された2013年度以降、年度ベースでは2016年度(前年比▲0.2%)を除いてゼロ%以上となっている。日本銀行が物価安定の目標とする2%は達成されていないが、少なくとも継続的な物価下落を意味するデフレからは脱却したと考えられる。

物価動向を左右する需給バランスを確認すると、当研究所が推計するGDPギャップは世界金融危機後の2009年度にはマイナス幅が▲5%台

(GDP比)まで拡大した後、2013年度には消費税率引き上げ前の駆け込み需要もあり実質GDPが2.6%の高成長となったことからゼロ近傍まで改善した。消費税率が引き上げられた2014年度には▲0.5%のマイナス成長となったことから、GDPギャップは▲1%台のマイナスとなったが、2015年度から2017年度まで3年連続で潜在成長率を上回る1%台の成長を記録したことから需給バランスは大きく



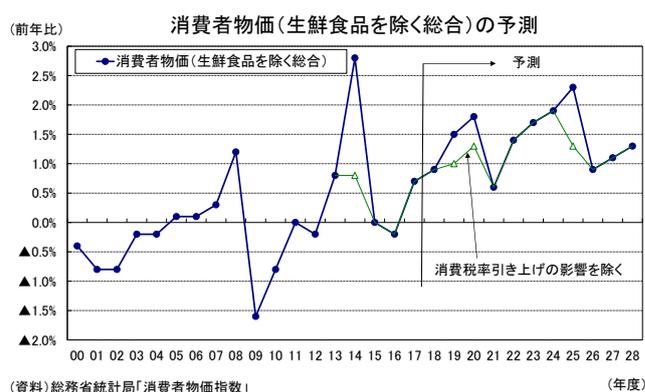
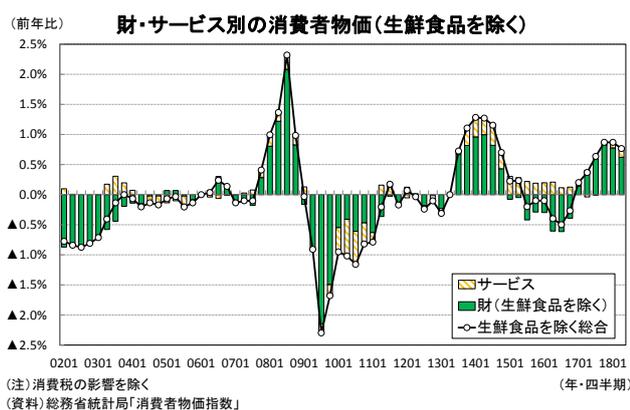
改善し、2017年度には10年ぶりにプラスに転じた。2019年度は消費税率引き上げの影響で需給バランスが若干悪化するが、東京オリンピックが開催される **2020年度にはGDPギャップのプラス幅が1%近くまで拡大する**だろう。ただし、2021年度はオリンピック開催の反動でマイナス成長となることから需給バランスが悪化し、その後はゼロ近傍の推移が続くだろう。

このように、GDPギャップのマイナスが続いた過去10年間に比べると、今後10年間は需給面からの物価下押し圧力は明らかに小さくなるが見込まれるが、それでも2%の物価安定目標を達成することは困難だろう。

日本銀行は2018年7月の展望レポートで、物価が上がらない理由として、「家計の値上げに対する許容度の低さ」、「企業の慎重な価格設定スタンス」、「生産性向上による価格上昇圧力の吸収」、「競争激化と部門ショック」、「公共料金や家賃の伸びの低さ」等を挙げた。また、2013年4月に「量的・質的金融緩和」を導入する際には、予想物価上昇率の上昇によって現実の物価上昇率を引き上げることを強調していたが、2016年9月の「総括的な検証」で示したように、日本の予想物価上昇率は中央銀行の物価安定目標による「フォワード・ルッキングな期待形成」よりも現実の物価上昇率の影響を受ける「適合的な期待形成」の影響が大きいことを改めて確認した。

消費者物価のうち、財については為替、原油価格などの変動に伴う原材料価格の上昇を一定程度価格転嫁する動きが見られる一方、サービス価格については変動幅が非常に小さくなっている。サービス価格と連動性の高い賃金の伸びが、労働需給が引き締まる中でも緩やかなものとどまっていることがその背景にある。

企業収益が過去最高を更新し、失業率もバブル期の水準まで低下するなど、賃上げを巡る環境は極めて良好だったにもかかわらず、2018年度の春闘賃上げ率は定期昇給分を除いたベースアップで0.5%程度にとどまった。企業の慎重な賃金設定スタンスが維持される中、デフレマインドが残存していることを背景に労働者側の賃上げ要求水準が上がらないことが賃上げ率の低迷につながっていると考えられるが、このような傾向は今後も続く可能性が高い。



消費者物価上昇率(生鮮食品を除く総合、消費税の影響を除く)は、2017年度の前年比0.7%から2020年度には1.3%まで上昇ペースが加速するが、2021年度にはオリンピック開催後の反動で景気が減速することから上昇率は0.6%まで鈍化するだろう。2022年度以降は再び上昇率が高まり、消費税率引き上げ前の駆け込み需要で景気が過熱気味となる2024年度には1.9%まで上昇率が高

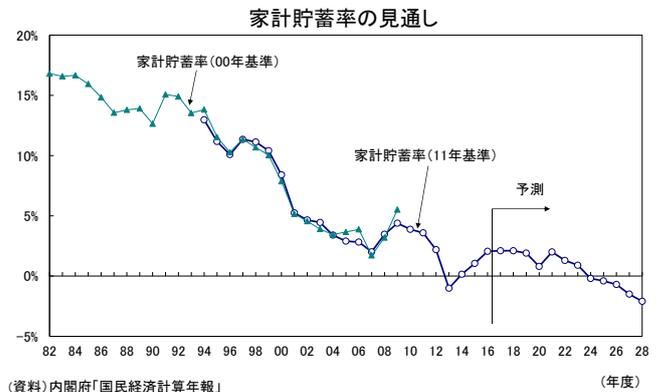
まるだろう。年度ベースで物価安定目標の2%が達成されることはないが、物価上昇の定着によって企業、家計の予想物価上昇率が安定的に推移する中、金融政策面で緩やかなスタンスが維持されるため、1%台の伸びは確保されるだろう。

消費者物価上昇率(生鮮食品を除く総合)は過去10年平均のほぼゼロ%に対し、今後10年間の平均では消費税を含むベースで1.5%、消費税を除くベースで1.3%になると予想する。

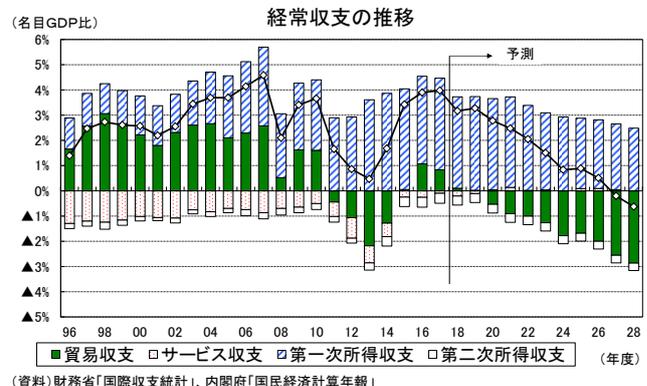
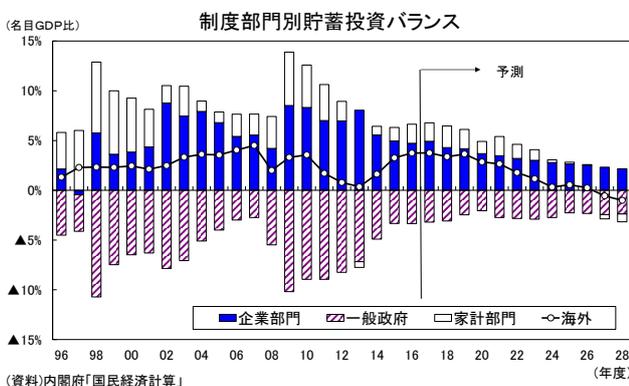
**(経常収支は2020年代後半に赤字へ)**

足もとの経常収支はGDP比で3%を超える高水準の黒字となっているが、中長期的に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、貯蓄超過が続いていた家計部門は2013年度には小幅な貯蓄不足となったが、2014年度には再び貯蓄超過に戻った。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、バブル崩壊後は投資超過を続けている。また、企業部門は1998年度から一貫して貯蓄超過が続いている。

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き、2013年度は消費税率引き上げ前の駆け込み需要で個人消費が高い伸びとなったことからマイナスに転じた。2014年度以降は消費の低迷が続いているため、貯蓄率は2%台まで上昇している。しかし、先行きは高齢化がさらに進展することから再び低下傾向となり、2024年度以降は家計貯蓄率のマイナスが恒常化することが見込まれる。これに伴い家計部門の貯蓄投資バランスも2020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、設備投資の伸びが高まることや予測期間終盤には金利上昇に伴い利払い費が増加すること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終盤に小幅ながら赤字化すると予想する。



### (第一次所得収支の黒字は高水準が続く)

経常収支の内訳をみると、貿易収支は2015年末頃から黒字を続けているが、中長期的には高齢化の進展に伴う国内供給力の伸び率低下から趨勢的には輸入の伸びが輸出の伸びを上回るようになるため、貿易赤字の拡大傾向が続く可能性が高い。貿易収支は2019年度に赤字に転じた後、予測期間末には赤字幅が名目GDP比で3%程度まで拡大することが予想される。

一方、経常黒字の蓄積による対外資産の増加を反映し、2017年度の第一次所得収支は19.9兆円(GDP比で3.6%)の高水準となっている。日本の対外資産は1990年末の279兆円から2017年末には1012兆円まで増加し、対外資産から対外負債を差し引いた対外純資産も2017年には328兆円に達している。第一次所得収支は円高の影響で2016年度には8年ぶりに黒字幅が縮小したが、その後の円安の進展に伴い2017年度は黒字幅が再び拡大した。

今回の予測では、為替レートは2019年度まで円安が続いた後、2020年度以降は緩やかな円高傾向で推移するとしている。このため、第一次所得収支の黒字幅は予測期間中盤まで20兆円台の高水準で推移した後、予測期間後半は黒字幅が徐々に縮小すると予想する。

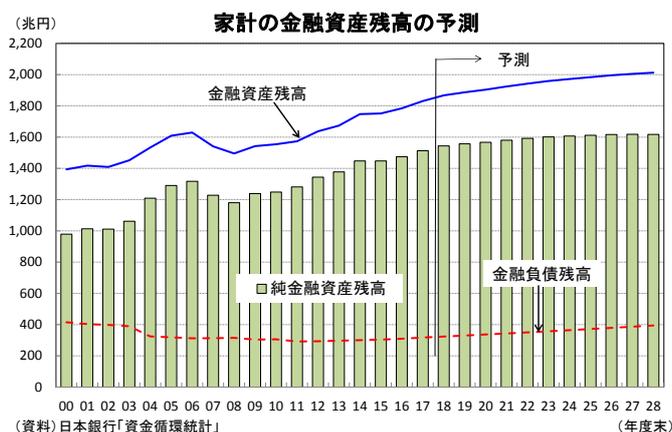
### (家計の金融資産残高は予測期間末には2000兆円へ)

家計の金融資産残高はこれまで一貫して増加してきた。先行きは高齢化の進展に伴い金融資産を取り崩す世帯が増えるものの、今後10年間は金融資産の緩やかな増加傾向が維持されるだろう。

家計の貯蓄率は2024年度以降マイナスになると予想しているが、このことは金融資産の減少には直結しない。家計の金融資産残高の変動は家計の資金過不足、負債残高の変動、金融資産の時価変動によって決まる<sup>4</sup>。このうち、資金過不足(純貸出(+)/純借入(-))は、貯蓄(純)から総固定資本形成(純)、土地の購入(純)などを差し引いたものとなる。今回の予測では2024年度に家計の貯蓄率はマイナスとなるが、資金不足に転じるのは2027年度としている。

さらに、金融資産残高は負債残高の変動、金融資産の時価変動の影響も受ける。今回の予測では、負債残高が前年比2%で伸びること、株価が名目成長率並みに上昇する(前年比2%程度)ことを想定した。

この結果、家計の金融資産残高は家計が資金不足に転じる予測期間終盤にかけて伸び率が鈍化するものの、2027年度末には2000兆円を突破すると予想する。



### (訪日外国人旅行者数は2020年には4000万人へ)

一貫して赤字が続いてきたサービス収支は、旅行収支の改善を主因として赤字幅が縮小している。旅行収支は訪日外国人旅行者の急増を主因として2015年に1.1兆円と1996年の現行統計開始以来初の黒字となった後、2017年には1.8兆円まで黒字幅が拡大している。

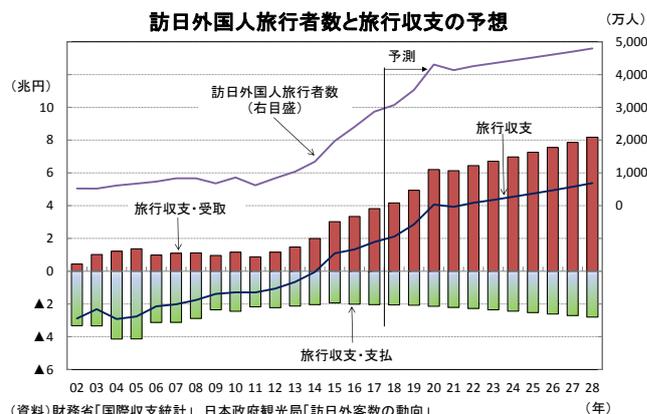
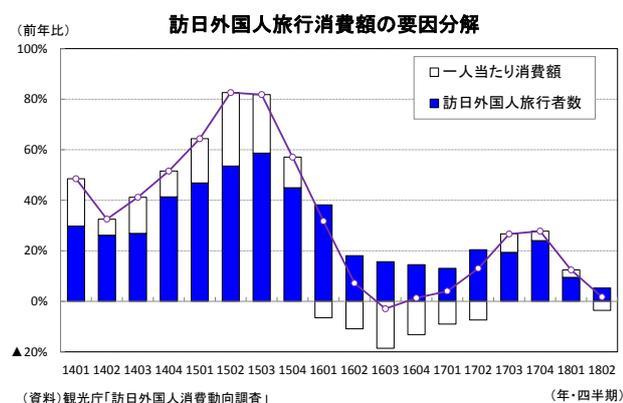
安倍政権発足後に最初に策定された「日本再興戦略(2013年6月)」では、「2013年に訪日外国

<sup>4</sup> 家計の金融資産残高 = 前期末の金融資産残高 + 当期の資金過不足 + 当期の負債残高の変動 + 金融資産の時価変動

人旅行者 1000 万人、2030 年に 3000 万人超を目指す」としていたが、「日本再興戦略」改訂 2014 では、2020 年の東京オリンピック・パラリンピック開催決定を受けて、「2020 年に向けて、訪日外国人旅行者数 2000 万人の高みを目指す」という目標を追加した。さらに、「日本再興戦略 2016」では、訪日外国人旅行者数を「2020 年に 4000 万人、2030 年に 6000 万人」へと目標を上方修正し、訪日外国人旅行消費額の目標は「2020 年に 8 兆円、2030 年に 15 兆円」とした。

2017 年の訪日外国人旅行者数は前年比 19.3%の 2869 万人となった。2018 年は夏場以降、台風、大地震などによる自然災害の影響で伸びが大きく鈍化しているが、3000 万人を超えることはほぼ確実とみられる。**訪日外国人旅行者数は東京オリンピック開催年の 2020 年には政府目標の 4000 万人を突破する**可能性が高い。一方、中国人を中心とした「爆買い」が一巡したことなどから一人当たり消費額は 2016 年頃から伸び悩みが続いている。2017 年の訪日外国人消費額は 4.4 兆円で、2020 年の訪日外国人旅行者数が 4000 万人となった場合、訪日外国人消費額が 8.0 兆円となるためには、2018 年以降の一人当たり消費額が年平均で 10%近い伸びとなる必要がある（2017 年は前年比▲1.3%）。訪日外国人旅行者数の政府目標は達成される可能性が高いが、訪日外国人消費額については目標達成のハードルはかなり高い。

**旅行収支の黒字幅は 2017 年の 1.8 兆円から 2028 年には 5.4 兆円まで拡大するだろう。旅行収支の受取額は 2017 年の 3.8 兆円、GDP 比 0.6%から 2028 年には 8.2 兆円、GDP 比 1.2%まで拡大すると予想する。**



### （財政収支の見通し）

2014 年度の消費税率引き上げによって、国・地方の基礎的財政収支（プライマリーバランス）の名目 GDP 比は 2013 年度の▲5%台から 2016 年度には▲3%程度まで改善した。

今回の予測では、2019 年度、2025 年度にそれぞれ消費税率を 2%引き上げ、予測期間末の消費税率は 12%になるが、軽減税率の導入により食料（酒類、外食を除く）の税率は 8%に据え置かれることを想定している。このため、税率 1%引き上げによる消費税収の増加は従来の約 4 分の 3にとどまる。支出面では、高齢化に伴う社会保障給付の着実な増加が続く中、東京オリンピック開催に向けて公共投資の伸びが高まることを見込まれる。

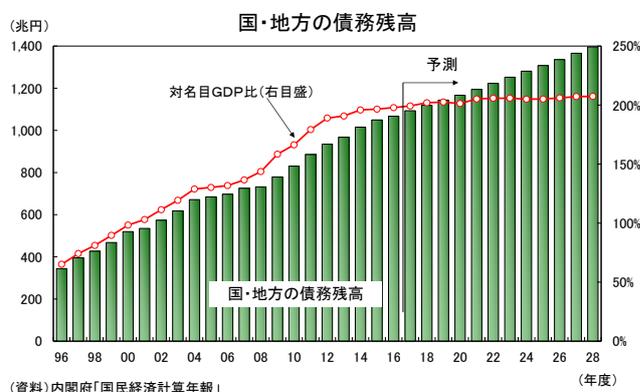
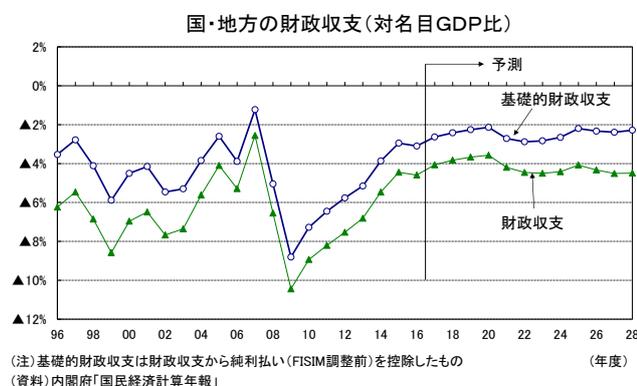
安倍政権発足後、景気の回復基調が続く中でも経済対策による補正予算が毎年のように編成されている。補正予算の編成が恒常化していることも財政再建を遅らせる一因となるだろう。また、2014

年度は消費税率引き上げによって実体経済は低迷したものの、大幅な円安や原油価格下落によって企業収益が堅調を維持したことなどから、税収への悪影響は比較的小さかったが、次回以降の増税時にも外部環境が改善する保証はない。消費税率引き上げによって消費税以外の税収がある程度低迷することは避けられないだろう。また、東京オリンピック開催後の2021年度には景気が一時的に低迷し（2021年度の実質GDP成長率は▲0.2%を予想）税収が落ち込むため、財政収支が悪化するだろう。

政府は2020年度までに基礎的財政収支を黒字化するという目標を掲げてきたが、成長率低下に伴い税収の伸びが想定よりも緩やかだったこと、消費税率10%への引き上げによる税収の使い道を見直した（半分を教育負担の軽減・子育て層支援・介護人材の確保等に充当）ことから、2020年度の黒字化目標の達成は困難になったとした。新たな財政健全化目標は、2025年度に基礎的財政収支を黒字化、債務残高の対GDP比の安定的な引き下げだが、今回の予測では、**基礎的財政収支は2028年度でもGDP比▲2.3%の赤字となり、黒字化は実現しない**と予想する。

この結果、すでに約1000兆円となっている国・地方の債務残高は2028年度には約1400兆円まで増加するだろう。一方、債務残高の名目GDP比はすでに約200%となっているが、今後10年間は名目GDPが比較的高い伸びとなるため、対GDP比の上昇には歯止めがかかるだろう。

なお、予測期間の前半は長期金利がほぼゼロ%で推移することにより、利払い費が抑制された状態が続くが、債務残高の拡大が続く中で予測期間末にかけては長期金利が緩やかに上昇するため、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。



## 4. 金融市場の見通し（メインシナリオ）

### （日本の金融政策と金利）

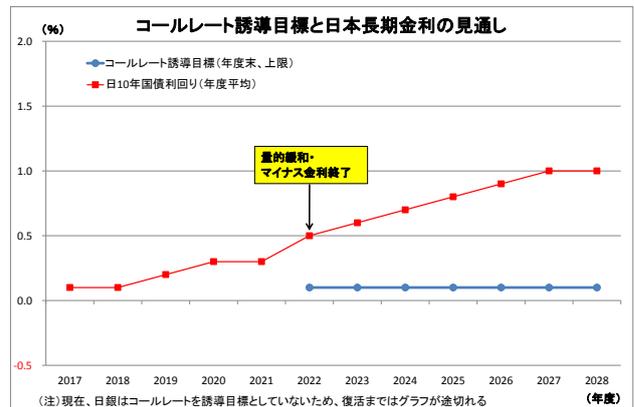
日銀は現在、2%の物価目標を安定的に持続するために必要な時点まで、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続する方針を示しているが、2%のハードルは高く、現行の金融緩和を長期にわたって続けざるを得ない。緩和長期化に伴う副作用を緩和するため、日銀が2020年度に再び長期金利の変動幅拡大（実質的には小幅な上昇の許容）を行うことで長期金利は若干上昇するが、超低金利が長期間にわたって継続する。

日銀が金融緩和の正常化、すなわち出口戦略に着手するのは 2022 年度後半になるだろう。物価上昇率 2%の安定的な達成は難しいが、この時期には 1%台後半への上昇が視野に入ってくる。また、2023 年度始に黒田総裁の 2 期目の任期切れを控えることも、「総裁任期末の 2022 年度のうちに出口戦略に道筋を付けておく」という判断の動機になると考えられる。具体的な政策変更としては、2022 年度後半にマイナス金利政策を終了、従来の政策金利である無担保コールレート誘導目標（上限 0.10%）を復活し、量的緩和の旗も降ろすと予想する。一方、長期金利の誘導目標は残し、出口局面にあたって長期金利が急上昇する事態を回避するだろう。この場合、長期金利を目標にとどめるために必要な分の国債買入れは継続することになる。

**無担保コールレート誘導目標は、2022 年度に 0.10%（上限）で復活した後、同水準で維持**されると見込んでいる。物価上昇率が 2%で推移することは難しく、2025 年度以降、再び 1%台半ばを割り込むことから、利上げの実施には至らない。

**長期金利**については、日銀が長短金利操作の中で、誘導目標を「ゼロ%程度」に据え置くことから、**予測期間中盤にかけては、0%を多少上回る水準**にとどまる。既述のとおり、2020 年度には日銀が再び変動幅を拡大（実質的には小幅な上昇の許容）するが、わずかな上昇にとどまる。

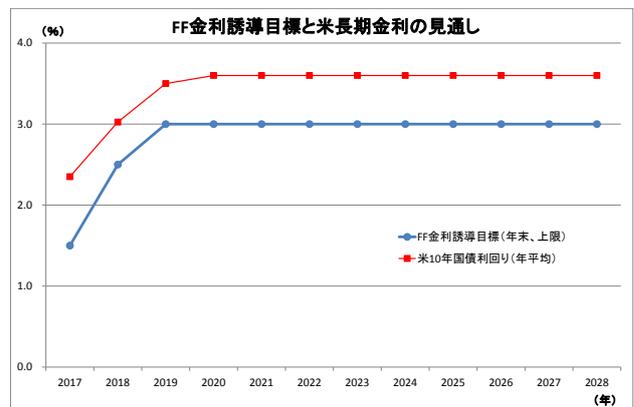
**2022 年度の出口戦略開始後は誘導目標引き上げにより上昇基調に入るが、目標引き上げは緩やかなペースにとどめられることで、急上昇は回避される**だろう。物価上昇率が 2%を下回って推移するため、日銀は実質金利（名目金利－予想物価上昇率）を 0%以下に抑制することで緩和的な金融環境を維持するとみられ、**長期金利の水準は予測期間末でも 1.0%にとどまると**予想する。



**(米国の金融政策と金利)**

今後も堅調な景気回復と物価上昇が続く**米国**は、もうしばらく段階的な利上げを続ける。現在 2.25%（上限）にある **FF 金利誘導目標（政策金利）**は **2019 年にかけて 3.00%まで引き上げられ、以降も維持**されるだろう（この間、昨年からは開始した**資産縮小も同時並行で進行**）。

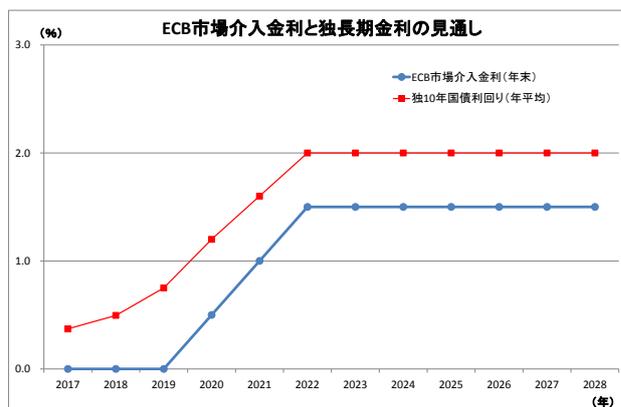
これまで上昇基調を辿ってきた**米長期金利**も、景気回復のもとでの段階的な利上げを受けてさらに上昇し、**予測期間序盤に 3.6%に到達、以降は横ばいで推移する**と見込んでいる。



## (ユーロ圏の金融政策と金利)

ユーロ圏も堅調な景気の回復と物価上昇を受けて段階的に金融政策の正常化を進める。具体的には、ECBは2018年末に量的緩和を終了し、2019年にマイナス金利の縮小を開始、2020年には現行0%に据え置かれているECB市場介入金利(政策金利)の引き上げを開始すると見込まれる。政策金利はその後も緩やかに引き上げられ、2022年に1.50%で着地、以降は据え置かれるだろう。

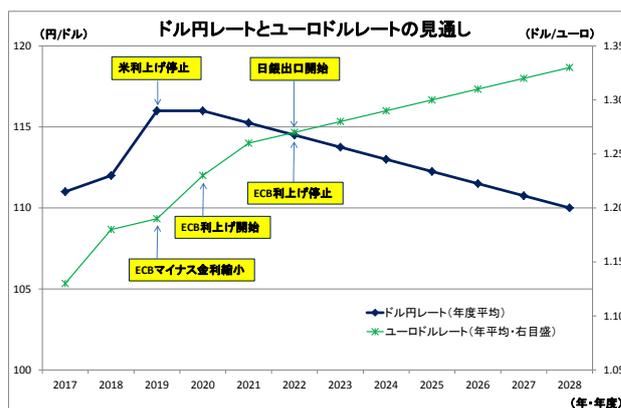
ユーロ圏の代表的な長期金利である独長期金利も金融政策の正常化を織り込んで上昇基調をたどり、利上げが打ち止めとなる2022年に2.0%に達した後は横ばいで推移すると予想している。



## (為替レート)

ドル円レートについては、日本の金融緩和が長期化する一方で米国が当面利上げを続けることに伴う日米(長短)金利差拡大を受けて、ドルの投資妙味が高まることで、2019年度にかけて1ドル116円へと円安ドル高が進む。ただし、同年度中には米国が利上げを停止し、米長期金利が頭打ちとなるため、ドル高はその推進力を失う形に。

その後は、日銀金融政策の出口戦略が段階的に進められることで日米金利差が縮小するため、予測期間末にかけて円高ドル安基調が続く見通し。



ただし、日銀の出口戦略は極めて緩やかに行われ、長期金利も低位に抑制されることに加えて、これまで円高圧力となってきた日本の経常黒字が縮小、予測期間終盤には赤字化することが、円高の進行を抑制する方向に働く。従って、水準としては、予測期間末時点で1ドル110円と、現時点の為替レートと比べて多少の円高水準にとどまると見ている。

ユーロドルレートについては、2019年に入るとECBのマイナス金利縮小とその後の利上げが意識されることでユーロ高基調に入る。同年中に米国が利上げを打ち止めにするのもユーロの上昇を正当化するだろう。その後、ECBの利上げは2022年に打ち止めとなるが、予測期間後半には、基軸通貨ドルの相対的な地位低下を受けて、ドルに次ぐ位置付けにあるユーロがその受け皿の役割を期待されることになり、ユーロ高圧力が発生する。予測期間中のユーロ圏の物価上昇率は米国を下回り続けると見込まれることも、(相対的に低インフレ通貨は上昇しやすいという)購買力平価の観点からユーロ高に働く。ユーロドルレートは、予測期間末にかけて1ユーロ1.33ドルまで上昇すると予想する。

ちなみに、ユーロ円レートは、ユーロ圏の金融政策正常化が先行することで、予測期間半ばにかけてユーロ高基調となり、2021年には1ユーロ145円に達する。その後は日本が出口戦略を開始することが円高圧力となるが、出口戦略は極めて緩やかに行われ、また、日本の経常黒字が大きく縮小し、赤字化に向うことが円高の進行を抑制することなどから、予測期間末にかけてほぼ横ばいで推移すると予想している。

## 5. 代替シナリオ

### (楽観シナリオ)

楽観シナリオでは、米中貿易摩擦の緩和を受けてメインシナリオに比べ世界経済が順調に回復する。米中貿易協定の進展によって双方は追加関税を打ち切り、米国は鉄鋼・アルミニウム製品に課した追加関税も撤廃を表明する。時限措置となっている個人所得税減税の恒久化等を含む税制改革の成立により、米国経済は高成長を維持する。加えて、インフラ投資の拡大に伴う生産性向上から潜在成長率が上昇する。2020年大統領選挙ではトランプ大統領が再選を果たし、拡張的な財政政策が続くことで今後10年間の平均成長率は2.3%とメインシナリオ(1.9%)を上回る。

中国は「中国製造2025」や「インターネット+」に関連する投資の活発化、中間所得層の増加に伴うサービス消費の拡大など内需主導の経済成長へと転換していき、景気減速を回避する。今後10年間の経済成長率は7.0%前後を維持する。日本は潜在成長率を上回る経済成長が続き、米国の順調な利上げを受けて円安が進むことも追い風となるため、消費者物価は日本銀行の見通しを上回るペースで上昇する。2020年度に2%に到達し、その後も安定的に2%程度の伸びを維持する。なお、消費税率引き上げの前提はメインシナリオと同じとしている。

### (悲観シナリオ)

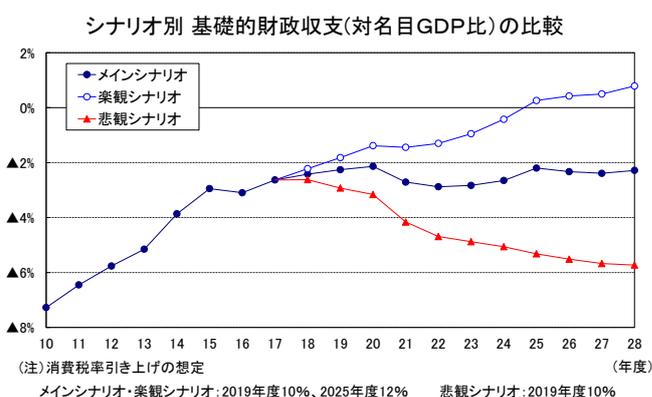
悲観シナリオは、米中貿易摩擦の激化、世界的な保護主義政策の広がりなどから世界経済が低迷を続ける。米中双方の追加関税対象は貿易額全体に及び、米国は輸入車への高関税措置を発動する。これを受けて、世界的に保護主義政策が広がる。貿易摩擦が激化していくことで米国経済の成長率は低下し、2020年大統領選挙ではトランプ大統領は落選する。民主党大統領が関税策の一部を解除するものの、財政政策では増税や個人所得減税の見直しなど緊縮的な政策を実施するため、その後も低成長が続き、今後10年間の平均成長率は1.1%とメインシナリオ(1.9%)を下回る。

中国は米中貿易摩擦の激化や工場の海外流出の加速による輸出の鈍化、国際競争力低下による都市化ペースの減速などにより、経済成長率は今後3.1%と過去10年平均(7.9%)の半分以下にまで低下する。米国の自動車関税賦課や世界経済の低迷を受けて、ユーロ圏、日本は外需が落ち込み、今後10年間の平均成長率はメインシナリオの半分程度に低下する。米国が2019年には利下げに転換することで為替レートは2019年度に1ドル100円を割り込み、2020年度に90円台まで円高ドル安が進む。日本の消費者物価上昇率は2019年度にマイナスに転じるなど低インフレが続き、今後10年間の平均で0.5%にとどまる。2019年度の消費税率引き上げは実施されるが、景気低迷、デフレ基調が継続することからその後は消費税率が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、予測期間末の2028年度までに基礎的財政収支の黒字化は達成されないとしている。楽観シナリオでは、名目GDP成長率が今後10年間の平均で2.7%とメインシナリオよりも0.7%高いため、消費税率が12%に引き上げられる2025年度には基礎的財政収支の黒字化が実現する。ただし、利払い費(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、消費税率が10%で据え置かれることから基礎的財政収支の赤字は拡大傾向が続く。この場合には財政破綻のリスクが高くなるだろう。



### (シナリオ別の金融市場見通し)

楽観シナリオでは、米国をはじめとする各国景気が順調に回復するため、メインシナリオと比べて、米国の利上げペースは加速し、利上げ停止の時期も遅れる。ユーロ圏の政策金利引き上げ開始も2019年に前倒しとなる。日本も物価上昇率が順調に高まり、2020年度には物価上昇率が2%に達するため、量的緩和の終了、マイナス金利政策の終了、無担保コールレート誘導目標の復活は同年度に前倒しされ、長期金利誘導目標もその時点で廃止となる。その後、2021年度からは段階的な利上げが実施されることになる。

日本の長期金利は、日銀の誘導目標下にある2019年度までは低位で推移するが、2020年度以降は出口戦略の進展や利上げの段階的な実施、投資家のリスク選好、海外金利の大幅な上昇を受けて、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。

ドル円レートについては、米国経済の回復加速と急ピッチの利上げに伴う日米金利差拡大が大幅なドル高に繋がり、2020年度には1ドル122円まで円安ドル高が進む。その後は米国の利上げ打ち止めと日銀の利上げ継続を受けて円高ドル安基調に転じるが、期間を通じたリ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、予測期間終盤にかけてメインシナリオよりも円安ドル高水準での推移となる。

ユーロドルについては、ユーロの金融政策正常化が急ピッチで進むうえ、ユーロの信認が高まることから、メインシナリオよりも若干ユーロ高となり、予測期間末には1ユーロ1.35ドルまで水準を切り上げる。既述の通り、ドル円ではメインシナリオよりも円安ドル高となるため、ユーロ円でも大幅な円安ユーロ高となる。

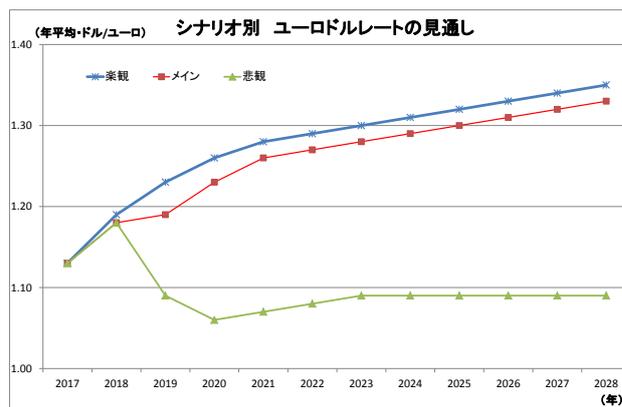
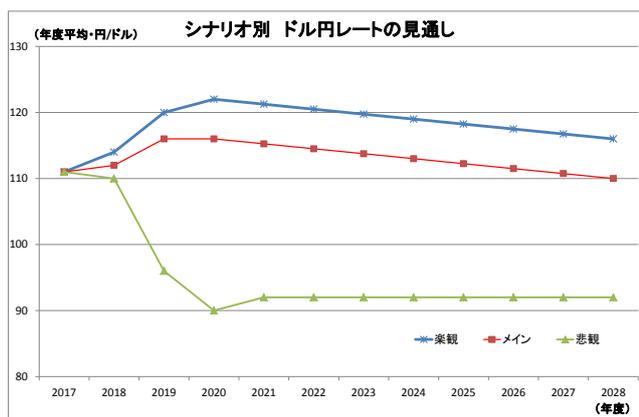
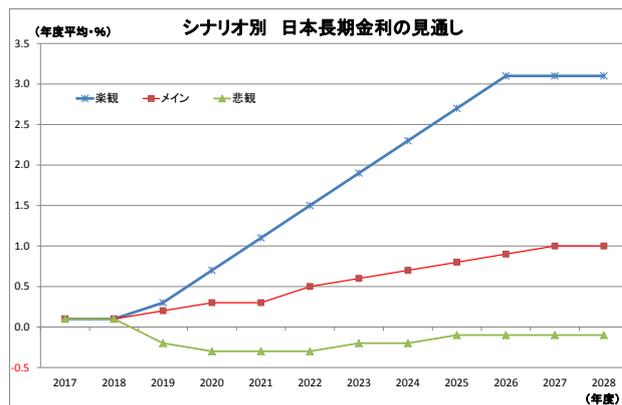
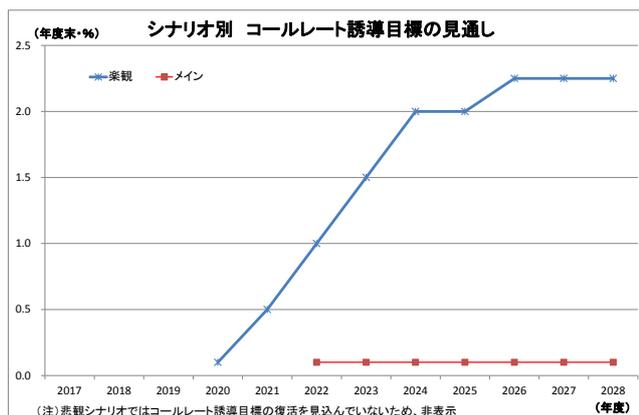
悲観シナリオでは、予測期間序盤に世界的に景気が失速するため、利下げ余地のある米国の政策金利は大きく引き下げられる。ユーロ圏も出口戦略の開始を取りやめ、政策金利は長期にわたって

現状の0%に据え置かれる。日本では物価の低迷が続くため、予測期間を通じて現行の金融緩和が継続される（正常化の動きは生じない）。

日本の長期金利は、日銀が円高進行と中立金利低下への対応として、予測期間序盤に長期金利誘導目標をやや引き下げることで低下し、中盤にかけて過去最低レベルとなる▲0.3%で推移する。予測期間終盤には、長期金利を大幅なマイナス圏に据え置くことによる副作用への配慮から、金利水準がやや引き上げられるが、小幅なマイナス圏での推移となる。

ドル円レートについては、米景気の失速によって大幅な利下げが実施されること、世界的に市場がリスク回避的になることから、予測期間序盤に急速な円高ドル安が進行、2020年度にかけて1ドル90円まで円高が進む。以降は米金利がやや持ち直すことでドルが底入れするが、予測期間末にかけて1ドル90円をやや上回る程度の円高水準が続く。

ユーロドルレートに関しては、景気失速に伴う出口戦略の開始取りやめや政治リスクの上昇からユーロ安圧力が強まり、予測期間序盤に1ユーロ1.06ドルまで低下する。その後、独長期金利の底入れに伴ってユーロがやや持ち直すが、1.10ドル弱での低迷が続く。既述の通り、ドル円ではメインシナリオよりも円高ドル安が進むため、ユーロ円では序盤に1ユーロ95円、その後も100円程度の大幅な円高ユーロ安水準に留まり、主要先進国通貨では円が独歩高の構図になる。



# 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)

	2017年度実績	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	2024年度予測	2025年度予測	2026年度予測	2027年度予測	2028年度予測	[年度平均値]	
													09-18	19-28
名目国内総支出(名目GDP) (兆円)	1.7 (548.6)	1.0 (554.2)	1.9 (564.5)	2.7 (579.6)	0.4 (582.1)	2.1 (594.4)	2.3 (608.3)	2.7 (624.9)	2.0 (637.6)	1.7 (648.3)	1.6 (659.0)	2.1 (673.1)	0.8	2.0
実質国内総支出(実質GDP)	1.6	1.2	0.8	1.5	▲0.2	1.1	1.2	1.5	0.1	1.1	1.3	1.4	1.0	1.0
国内需要	<1.2>	<1.1>	<0.7>	<1.8>	<▲0.2>	<1.2>	<1.3>	<2.0>	<0.0>	<1.4>	<1.6>	<1.7>	<1.0>	<1.2>
国内民間需要	<1.0>	<1.1>	<0.5>	<1.5>	<▲0.4>	<1.0>	<1.2>	<1.8>	<▲0.2>	<1.1>	<1.4>	<1.5>	<0.6>	<0.9>
民間最終消費支出	0.8	0.8	0.5	1.6	▲0.3	1.1	1.3	2.0	▲0.2	1.4	1.4	1.3	0.8	1.0
民間住宅投資	▲0.4	▲4.6	1.3	▲1.2	▲2.1	0.2	0.4	2.4	▲3.1	▲1.6	▲0.7	▲0.9	▲1.0	▲0.5
民間企業設備投資	3.1	5.0	1.5	3.6	▲1.7	2.5	2.6	3.9	▲0.7	2.6	3.4	4.0	1.8	2.2
国内公的需要	<0.2>	<0.1>	<0.2>	<0.3>	<0.2>	<0.2>	<0.1>	<0.2>	<0.2>	<0.2>	<0.3>	<0.2>	<0.3>	<0.2>
政府最終消費支出	0.7	0.6	0.8	1.2	1.2	1.0	0.8	0.8	1.0	1.1	1.2	0.9	1.4	1.0
公的固定資本形成	1.4	0.1	1.7	2.3	▲0.4	0.1	▲1.1	▲0.1	1.1	0.2	0.4	0.3	0.8	0.5
財・サービスの純輸出	<0.4>	<▲0.0>	<0.0>	<▲0.4>	<0.0>	<▲0.1>	<▲0.2>	<▲0.4>	<0.0>	<▲0.3>	<▲0.4>	<▲0.3>	<0.1>	<▲0.2>
財・サービスの輸出	6.3	3.0	2.8	2.6	2.4	2.4	2.3	2.3	2.3	2.4	2.5	2.5	3.0	2.5
財・サービスの輸入	4.1	3.2	2.7	4.6	2.2	2.8	3.0	4.4	2.0	3.7	4.1	3.7	2.7	3.3
鉱工業生産	4.1	1.7	0.8	2.7	▲2.0	0.2	0.5	1.5	▲0.4	0.6	0.7	0.8	0.3	0.5
国内企業物価	2.7	2.5	2.8	2.8	1.5	0.8	0.9	1.0	2.9	0.6	0.5	0.6	▲1.0	1.4
消費者物価	0.7	0.8	1.5	1.8	0.7	1.4	1.7	1.8	2.3	0.9	1.1	1.3	0.3	1.4
消費者物価(生鮮食品を除く) !消費税を除く	0.7	0.9	1.5	1.8	0.6	1.4	1.7	1.9	2.3	0.9	1.1	1.3	0.2	1.5
(0.7)	(0.9)	(1.0)	(1.3)	(0.6)	(1.4)	(1.7)	(1.9)	(1.3)	(0.9)	(1.1)	(1.3)	(0.0)	(1.3)	
失業率(%)	2.7	2.4	2.3	2.1	2.2	2.2	2.1	2.0	2.2	2.2	2.2	2.2	3.8	2.2
経常収支(兆円)	21.8	17.1	17.9	15.3	13.7	11.5	8.5	4.6	5.0	2.6	▲2.1	▲5.1	13.7	7.2
(名目GDP比)	(4.0)	(3.1)	(3.2)	(2.6)	(2.4)	(1.9)	(1.4)	(0.7)	(0.8)	(0.4)	(▲0.3)	(▲0.8)	(2.6)	(1.2)
消費税率(%)	8	8	10	10	10	10	10	10	12	12	12	12	-	-
為替レート(円/ドル)	111	112	116	116	115	115	114	113	112	112	111	110	100	113
コールドレート(誘導目標、%)	-	-	-	-	-	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	-	-
10年国債利回り(%)	0.1	0.1	0.2	0.3	0.3	0.5	0.6	0.7	0.8	0.9	1.0	1.0	0.6	0.6
原油価格(CIFドル/バレル)	57	80	85	86	87	88	89	90	91	92	93	94	81	90

(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

	2017年実績	2018年予測	2019年予測	2020年予測	2021年予測	2022年予測	2023年予測	2024年予測	2025年予測	2026年予測	2027年予測	2028年予測	年平均値	
													09-18	19-28
名目GDP(前年比%)	4.2	5.2	5.2	4.1	4.3	4.3	4.1	4.2	4.1	3.9	4.1	4.1	3.4	4.3
実質GDP(前年比%)	2.2	2.9	2.8	1.8	2.0	2.0	1.8	1.9	1.8	1.6	1.8	1.8	1.8	1.9
内需(寄与度%)	2.6	3.0	3.1	2.1	2.3	2.2	2.0	2.0	1.9	1.7	1.9	1.9	1.9	2.1
民間最終消費支出(前年比%)	2.5	2.6	2.8	2.2	2.4	2.4	2.3	2.2	2.2	1.9	2.0	2.0	2.0	2.2
固定資本形成(前年比%)	4.8	5.6	4.4	3.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.0	1.8	1.8	1.8	3.2	2.5
外需(寄与度%)	▲0.4	▲1.1	▲0.3	▲0.3	▲0.3	▲0.2	▲0.2	▲0.1	▲0.1	▲0.1	▲0.1	▲0.1	▲0.1	▲0.2
消費者物価(前年比%)	2.1	2.5	2.2	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	1.6	2.3
FFE指標金利(誘導目標上限、%)、末値	▲2.3	▲2.3	▲2.4	▲2.6	▲2.8	▲2.9	▲3.0	▲3.0	▲3.0	▲3.0	▲3.0	▲3.0	▲2.4	▲2.9
10年国債利回り(%)、平均	1.50	2.50	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	0.7	3.0
10年国債利回り(%)、平均	2.4	3.0	3.5	3.6	3.6	3.6	3.6	3.6	3.6	3.6	3.6	3.6	2.5	3.6

### ユーロ圏経済の中期見通し

	2017年実績	2018年予測	2019年予測	2020年予測	2021年予測	2022年予測	2023年予測	2024年予測	2025年予測	2026年予測	2027年予測	2028年予測	年平均値	
													09-18	19-28
名目GDP(前年比%)	3.9	3.8	3.4	3.3	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1	1.9	3.2
実質GDP(前年比%)	2.4	2.1	1.8	1.6	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	0.8	1.5
内需(寄与度%)	1.6	1.7	1.9	1.5	1.0	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	0.5	1.4
民間最終消費支出(前年比%)	1.6	1.5	1.7	1.4	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	0.6	1.3
固定資本形成(前年比%)	2.5	3.3	3.0	1.7	0.2	1.7	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	0.0	1.6
外需(寄与度%)	0.8	0.2	0.0	▲0.0	0.4	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.3
消費者物価(前年比%)	1.5	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.2	1.7
経常収支(名目GDP比)	2.8	2.0	1.6	1.0	0.8	0.6	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	1.7	0.6
対ドル為替相場	1.13	1.18	1.19	1.23	1.26	1.27	1.28	1.29	1.30	1.31	1.32	1.33	1.26	1.28
対円為替相場	127	131	137	143	145	145	146	146	146	146	146	146	124	145
ECB市場介入金利(%)、末値	0.00	0.00	0.00	0.50	1.00	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	0.41	1.20
独10年国債利回り(%)、平均	0.4	0.5	0.8	1.2	1.6	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	1.4	1.8

### 中国経済の中期見通し

	2017年実績	2018年予測	2019年予測	2020年予測	2021年予測	2022年予測	2023年予測	2024年予測	2025年予測	2026年予測	2027年予測	2028年予測	年平均値	
													09-18	19-28
名目GDP(前年比%)	11.2	8.4	8.5	8.7	7.7	7.7	7.7	7.7	7.7	6.3	6.3	6.3	10.9	7.5
実質GDP(前年比%)	6.9	6.5	6.3	6.2	5.0	5.0	4.9	5.0	4.9	3.5	3.6	3.6	7.9	4.8
消費者物価(前年比%)	1.6	1.9	2.2	2.5	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.2	2.7
1年定期金利(%)、末値	1.5	1.5	1.8	2.5	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.3	2.6
対ドル為替相場(基準値、年平均)	6.8	6.7	6.5	6.5	6.4	6.3	6.3	6.2	6.2	6.2	6.1	6.1	6.5	6.3

### 新興国の成長率見通し

	2017年実績	2018年予測	2019年予測	2020年予測	2021年予測	2022年予測	2023年予測	2024年予測	2025年予測	2026年予測	2027年予測	2028年予測	年平均値	
													09-18	19-28
実質GDP(前年比%)	4.7	4.9	5.0	5.0	4.7	4.7	4.7	4.8	4.8	4.3	4.4	4.4	5.0	4.7
うち中国	6.9	6.5	6.3	6.2	5.0	5.0	4.9	5.0	4.9	3.5	3.6	3.6	7.9	4.8
うちインド	6.7	7.6	7.4	7.7	7.9	8.0	8.0	8.0	8.0	7.9	7.9	7.8	7.4	7.8
うちブラジル	1.0	1.6	2.4	2.3	2.3	2.3	2.3	2.2	2.2	2.2	2.2	2.1	1.2	2.2
うちロシア	1.5	1.8	1.5	1.8	1.8	1.8	1.8	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	0.9	1.7
うちASEAN4	5.2	5.2	5.1	5.1	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	4.9	4.9	4.9	4.9	5.0

(注)新興国の分類はIMF基準によるもの。ASEAN4はマレーシア・タイ・インドネシア・フィリピン。

## 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)

	2017年度 実績	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	2024年度 予測	2025年度 予測	2026年度 予測	2027年度 予測	2028年度 予測	[年度平均値] 09-18 19-28	
実質GDP(日本)	1.6	1.2	0.8	1.5	▲0.2	1.1	1.2	1.5	0.1	1.1	1.3	1.4	1.0	1.0
実質GDP(米国)	2.2	2.9	2.8	1.8	2.0	2.0	1.8	1.9	1.8	1.6	1.8	1.8	1.8	1.9
実質GDP(ユーロ圏)	2.4	2.1	1.8	1.6	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	0.8	1.5
実質GDP(中国)	6.9	6.5	6.3	6.2	5.0	5.0	4.9	5.0	4.9	3.5	3.6	3.6	7.9	4.8
コーレレート(誘導目標、年度末)	-	-	-	-	-	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	-	-
FF目標金利(年末)	1.50	2.50	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	0.7	3.0
ECB市場介入金利(年末)	0.00	0.00	0.00	0.50	1.00	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	0.41	1.20
日10年国債利回り(年度平均)	0.1	0.1	0.2	0.3	0.3	0.5	0.6	0.7	0.8	0.9	1.0	1.0	0.6	0.6
米10年国債利回り(年平均)	2.4	3.0	3.5	3.6	3.6	3.6	3.6	3.6	3.6	3.6	3.6	3.6	2.5	3.6
独10年国債利回り(年平均)	0.4	0.5	0.8	1.2	1.6	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	1.4	1.8
円/ドル(年度平均)	111	112	116	116	115	115	114	113	112	112	111	110	100	113
ドル/ユーロ(年平均)	1.13	1.18	1.19	1.23	1.26	1.27	1.28	1.29	1.30	1.31	1.32	1.33	1.26	1.28
円/ユーロ(年平均)	127	131	137	143	145	145	146	146	146	146	146	146	124	145

(注) 米国、ユーロ圏、中国は暦年

### (楽観シナリオ)

	2017年度 実績	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	2024年度 予測	2025年度 予測	2026年度 予測	2027年度 予測	2028年度 予測	[年度平均値] 09-18 19-28	
実質GDP(日本)	1.6	1.4	1.2	2.0	0.3	1.5	1.6	2.1	0.4	1.3	1.5	1.6	1.0	1.4
実質GDP(米国)	2.2	2.9	3.2	2.7	2.3	2.2	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	1.8	2.3
実質GDP(ユーロ圏)	2.4	2.2	2.1	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	0.8	2.0
実質GDP(中国)	6.9	7.0	7.0	7.2	6.8	7.1	6.8	7.2	6.9	6.7	7.0	6.8	8.0	7.0
コーレレート(誘導目標、年度末)	-	-	-	0.10	0.50	1.00	1.50	2.00	2.00	2.25	2.25	2.25	-	-
FF目標金利(年末)	1.50	2.50	3.50	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00	0.7	4.0
ECB市場介入金利(年末)	0.00	0.00	0.50	1.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	0.41	2.20
日10年国債利回り(年度平均)	0.1	0.1	0.3	0.7	1.1	1.5	1.9	2.3	2.7	3.1	3.1	3.1	0.6	2.0
米10年国債利回り(年平均)	2.4	3.0	4.0	4.5	4.6	4.6	4.6	4.6	4.6	4.6	4.6	4.6	2.5	4.5
独10年国債利回り(年平均)	0.4	0.6	1.6	2.8	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	1.4	3.0
円/ドル(年度平均)	111	114	120	122	121	121	120	119	118	118	117	116	100	119
ドル/ユーロ(年平均)	1.13	1.19	1.23	1.26	1.28	1.29	1.30	1.31	1.32	1.33	1.34	1.35	1.26	1.30
円/ユーロ(年平均)	127	132	146	154	155	155	156	156	156	156	156	157	124	155

(注) 米国、ユーロ圏、中国は暦年

### (悲観シナリオ)

	2017年度 実績	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	2024年度 予測	2025年度 予測	2026年度 予測	2027年度 予測	2028年度 予測	[年度平均値] 09-18 19-28	
実質GDP(日本)	1.6	0.8	0.2	0.4	▲0.8	0.5	0.7	0.7	1.0	0.8	0.9	1.1	1.0	0.6
実質GDP(米国)	2.2	2.5	1.0	0.4	1.8	1.2	1.1	1.1	1.2	1.2	1.2	1.2	1.7	1.1
実質GDP(ユーロ圏)	2.4	1.8	1.0	0.2	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.8	0.6
実質GDP(中国)	6.9	6.0	4.3	3.7	3.9	3.5	3.2	3.0	2.8	2.5	2.3	2.1	7.9	3.1
コーレレート(誘導目標、年度末)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
FF目標金利(年末)	1.50	2.25	1.75	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	0.7	1.1
ECB市場介入金利(年末)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.41	0.00
日10年国債利回り(年度平均)	0.1	0.1	▲0.2	▲0.3	▲0.3	▲0.3	▲0.2	▲0.2	▲0.1	▲0.1	▲0.1	▲0.1	0.6	▲0.2
米10年国債利回り(年平均)	2.4	2.6	2.1	1.4	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	2.5	1.6
独10年国債利回り(年平均)	0.4	0.4	0.0	▲0.1	0.1	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	1.4	0.2
円/ドル(年度平均)	111	110	96	90	92	92	92	92	92	92	92	92	100	92
ドル/ユーロ(年平均)	1.13	1.18	1.09	1.06	1.07	1.08	1.09	1.09	1.09	1.09	1.09	1.09	1.26	1.08
円/ユーロ(年平均)	127	129	108	95	98	99	100	100	100	100	100	100	124	100

(注) 米国、ユーロ圏、中国は暦年

#### (総括・日本経済担当)

経済調査室長 斎藤 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 白波瀬 康雄 (しらはせ やすお) (03) 3512-1838 sirahase@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 窪谷 浩 (くぼたに ひろし) (03) 3512-1824 kubotani@nli-research.co.jp

#### (欧州経済担当)

主席研究員 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

准主任研究員 斎藤 誠 (さいとう まこと) (03) 3512-1780 msaitou@nli-research.co.jp

研究員 神戸 雄堂 (かんべ ゆうどう) (03) 3512-1818 ykambe@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。