

マクロ経済見通し

(特別寄稿)

内外経済の中期展望

【要約】

- 米国は2%前後、ユーロ圏は1%台半ばの成長を予想する。米国はトランプ次期大統領の拡張的財政政策が成長を押し上げるとみられる一方、欧州は Brexit の影響が懸念材料である。
- 中国は資本ストック調整から減速傾向が続くも、需要地としての存在感は高まる。中国を除くアジアについては、NIEs は人口動態の成熟から先進国並みの成長率にとどまる一方、ASEAN やインドはインフラ投資の下支えなどから先進国に比べて高めの成長率を保つだろう。
- 日本は人口減少下でも成長戦略などの改革努力により、潜在成長率の引き上げが可能である。東京オリンピック後の反動減もレガシー効果で緩和されるであろう。

【図表 1】世界経済見通し総括表

	(前年比、%)							
	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
	暦年							
世界実質GDP成長率	3.4	3.2	3.1	3.4	3.6	3.8	3.7	3.8
予測対象地域計	3.6	3.4	3.3	3.7	3.8	3.9	3.7	3.9
日米ユーロ圏	1.7	2.2	1.5	1.7	1.9	1.8	1.4	1.7
米国	2.4	2.6	1.6	2.2	2.4	2.1	1.8	2.1
ユーロ圏	1.2	2.0	1.6	1.3	1.5	1.5	1.3	1.3
日本	0.3	1.2	1.0	1.1	1.2	1.5	▲ 0.2	1.1
アジア	6.4	6.1	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0
中国	7.3	6.9	6.7	6.5	6.4	6.4	6.3	6.2
NIEs	3.5	2.0	2.0	2.2	2.2	2.1	2.0	2.0
ASEAN5	4.6	4.8	4.8	4.7	4.7	4.7	4.6	4.7
インド	7.0	7.2	7.0	7.6	7.6	7.6	7.6	7.7
オーストラリア	2.7	2.4	2.4	2.5	2.5	2.4	2.3	2.3
ブラジル	0.1	▲ 3.8	▲ 3.4	1.0	1.8	2.5	2.0	2.0
ロシア	0.7	▲ 3.7	▲ 0.7	1.0	1.0	2.0	1.5	1.5
日本(年度)	▲ 0.4	1.3	1.2	1.2	1.1	1.1	0.3	0.8
WTI原油価格(\$/bbl)	93	49	43	55	65	70	70	70
為替(円/ドル)	106	121	109	115	118	116	110	105

(出所) IMF、各国統計よりみずほ総合研究所作成

(注) 予測対象地域計は IMF による 2014 年 GDP シェア (PPP) により計算

日本は 2019 年 10 月の消費税率引き上げ (8%⇒10%) を想定

I. 海外経済

1. 米国

米国にとって重要な個人消費と雇用動向

米国経済を考える上で、最も重要なのは GDP の 7 割を占める個人消費の動向である。個人消費の基盤は労働報酬にあることを踏まえると、雇用動向は、米国の経済成長にとって他国に比してより重要な意味を持つと考えられる。

失業率はすでに自然失業率並み。今後も良好な雇用環境が見込まれ、消費を支える

米国の失業率は、金融危機時には 10% に上昇したが、すでに自然失業率並みの水準にまで低下している。自然失業率は 5% をやや下回る水準と言われている。インフレ率の加速が見られない点で、自然失業率はこうした水準よりもやや低い可能性が残るものの、米国経済は、労働市場にほぼ緩みのない状態を達成していると言って大きな間違いはないだろう。

人口の増加も個人消費を下支え

人口の増加も個人消費の下支え要因である。米国では金融危機を契機に出生率が低下し、2% を割り込むようになったが、低下傾向は一服している。高齢化による影響は避けられないが、米国の人口は今後も増加傾向を維持する見通しである。

これらの点を踏まえると、2021 年まで展望しても個人消費は米国経済のエンジンであり続けるであろう。

設備投資の動向は不確実性が高い

米国経済を展望する上で不確実性が高いのが、設備投資である。名目 GDP に占める設備投資の比率はすでに 2014 年にピークアウトしている。原油・資源安を受けた石油掘削関連や農業関連などの設備投資調整によるものである。中国・資源ブームの終焉による悪影響が当面設備投資の抑制要因となろう。また、設備投資循環からは、米企業の大幅な期待成長率の押し上げがない限り、投資拡大は長くは続かないことが示唆されている（【図表 2】）。

生産性上昇率の低さと雇用コストの上昇が設備投資を後押し

一方、今後の設備投資には、個人消費に並ぶけん引役として期待できる面もある。金融危機後の抑制的な投資活動によって労働生産性上昇率が低位となっていると共に、今後は労働需給のひっ迫により、雇用コストが高まりやすい局面に入る。米国の企業は、積極的に設備投資を進めていかなければ、利益を増やしていくことが難しい環境に直面するのである。

米国の主要企業は長らく、設備投資による収益力向上よりも、配当や自社株買いを通じた株主還元を軸足を置いてきた。配当と自社株買いを合わせた株主還元利回りは、2011 年以降の平均値が約 5% と、同時期の名目 GDP 成長率を上回っている。こうした企業行動によって資本蓄積が遅れるようになり、米国経済の潜在的な成長率に対する悲観的な見方、いわゆる長期停滞論をサポートする材料になっている。

見方を変えると、これまでの米企業は、積極的な設備投資をしなくても、中国・資源ブームに乗じていれば利益を生み出すことが可能であり、それが配当・自社株買いにつながっていたとも言える。しかし、中国・資源ブームが終焉したため、米国企業は今後新たなフロンティアの開拓を迫られることになろう。

トランプ次期大統領の拡張的財政政策は成長率を押し上げ

なお、2016年12月の大統領選では、共和党候補のトランプ氏が勝利した。次期政権下で予想される拡張的財政政策については、減税規模はレーガノミクスで知られるレーガン大統領時の減税額を上回るものであり、国防費やインフラ投資などの歳出増と合わせて実施されることで、主に2018年以降の成長率を押し上げる要因となる。為替や金利の影響なども考慮に入れたみずほ総合研究所の試算では、2018年以降の成長率を0.2%程度押し上げることになる。加えて、期待先行で資産価格が上昇すれば、さらに経済を刺激する可能性もあろう。

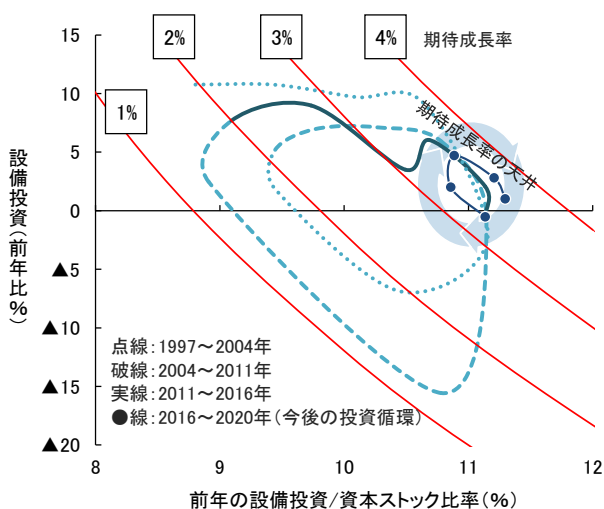
ただし、財政赤字拡大に伴う副作用が景気を下押しするリスクも

ただし、こうした財政拡張型の政策は副作用を伴うことにも留意が必要である。レーガノミクスは財政と貿易という双子の赤字を拡大させたが、トランプ政権の財政拡張政策も財政赤字拡大による金利の上昇が先行きの景気を押し下げる可能性がある（いわゆるクラウディングアウト）とともに、過度なドル高は米国経済の下押しにつながるリスクがある。トランプ氏の経済政策により生じる追加的な財政赤字の規模は、10年間で5.3兆ドル程度の見込みである（【図表3】）。また、トランプ氏が選挙戦で主張していたような保護主義や排外主義、孤立主義的な外交・安全保障政策も、先行きの不透明感を高めることで、経済に悪影響を及ぼすおそれがある。

トランプノミクスが生産性向上に寄与する可能性も

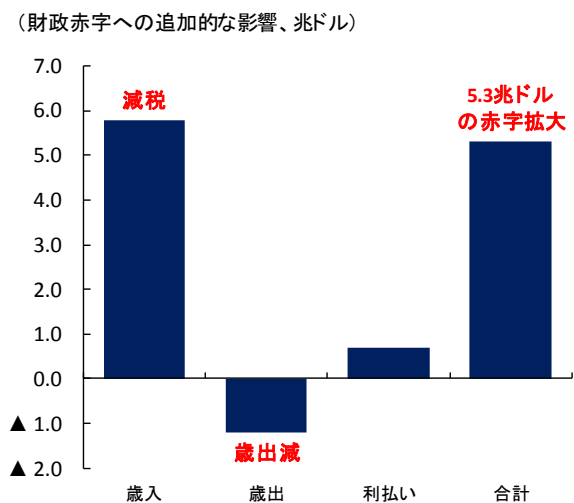
一方、レーガノミクスは企業の競争力を高めたことで1990年代以降の米国におけるイノベーションにつながり、生産性の向上に寄与したという見方もある。長期停滞論がささやかれる中、トランプ次期政権による財政拡張策や規制緩和などの経済政策（トランプノミクス）が米国の生産性の伸び率を引き上げられるかは不透明であるが、そうした可能性を秘めていることは確かである。

【図表2】米国の設備投資循環と企業の成長期待



(出所) 米国商務省資料よりみずほ総合研究所作成
 (注) 期待成長率は資本係数の伸びをゼロ、償却率を8.0%として計算。

【図表3】トランプ氏提案の経済政策にかかる財政コスト(10年間累計)



(出所) CRFB 資料よりみずほ総合研究所作成
 (注) 現行法に基づくベースラインとのかい離。10年間の累積。プラスが連邦政府債務の増加(拡張的政策)、マイナスが減少(緊縮的政策)。

2. 欧州

生産年齢人口の減少がユーロ圏の成長を抑制する要因に

中期的にユーロ圏経済を展望する上で出発点となるのは、人口の変化だろう。欧州委員会は、今後 10 年間、ユーロ圏では労働の担い手となるべき生産年齢人口（15～64 歳の人口）が毎年 0.3% のペースで減少を続けるとの見通しを立てている。少子高齢化を背景とした生産年齢人口の減少が、中期的にユーロ圏の成長を抑制する要因となろう。主要国別にみると、生産年齢人口は、イタリアでは緩やかな増加にとどまるほか、フランスでは横ばい推移となり、ドイツやスペインにおいては毎年 0.5% 程度のペースで減少していくと予想されている。

生産年齢人口の減少が企業の投資活動にも逆風

生産年齢人口の減少によって労働の担い手が減ることは、企業の固定投資にも影響を及ぼすと考えられる。資本装備率（労働者が利用可能な設備資本の量を表す）を維持するために必要な投資の規模が縮小するためである。資本装備率の引き上げは経済成長の観点からは本来望ましいが、装備率を高め過ぎると、労働者が十分に資本を活用できず、資本の効率性は低下してしまう。

債務調整圧力の残存も投資回復の重石に

また、ユーロ圏では債務調整圧力の残存も企業の投資意欲を抑制する要因となろう。2008 年の金融危機前、スペインなど一部周縁国では好景気の継続を前提に企業が借入を増やし、資金の多くを不動産投資などに振り向けた。しかし、危機の発生、また、危機後の景気停滞により、過去の投資は想定していた収益を生み出せなかった。多くの企業が予定通りに借入を返済することが困難となり、金融機関は多額の不良債権を抱えることとなった。2016 年になっても周縁国では民間債務残高が高水準にあり、企業は債務返済を優先すべく、投資を抑制している模様である。債務調整が一段落するのは 2020 年代とみられ、それまでは債務調整圧力が投資回復の重石となろう。

今後重要な視点は投資の「質」

一方、固定投資が伸び悩んだとしても、技術革新を促進させる投資が進むのであれば、持続的な経済成長には追い風となる。ユーロ圏の成長にとって重要となる視点は、固定投資の「量」ではなく「質」であり、その結果、技術革新や経営効率化などがどの程度進むかである。

経済全体でみた技術革新や経営効率化の程度は、全要素生産性（TFP）で測られる。一般的には、研究開発投資（R&D 投資）を拡大させることで、TFP 上昇率を高めることが可能と考えられている。

実際、危機前のユーロ圏を振り返ると、R&D 投資を相対的に多く実施した業種では、投資後に TFP 上昇率が高まるという傾向が確認できる（【図表 4】）。R&D 投資を多く行ったのは製造業であり、例えば、自動車セクターで進められたディーゼルエンジン技術の開発や、化学セクターにおける医薬品研究が実を結んだと考えられる。

技術革新が進む一方、人口動態面からの逆風があり、成長率は 1% 台半ばに

欧州では債務危機以降、財政再建が重要課題となっている。ただし財政健全化のためには安定した成長が必要であることから、財政緊縮一辺倒ではなく、成長親和的な財政政策の継続の重要性も意識されつつある。こうした流れのもと、政策面の追い風などから技術革新につながる R&D 投資が幅広い業種

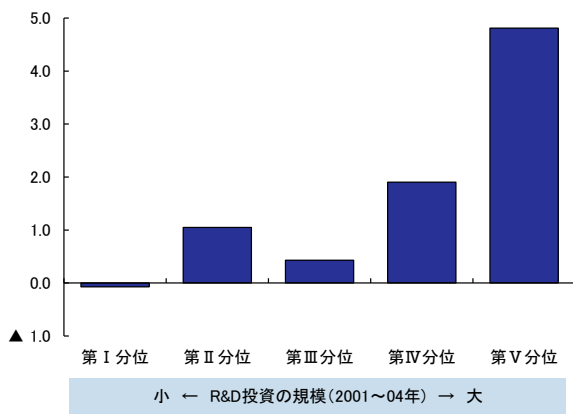
において優先的に実施され、TFP 上昇率が高まることで、ユーロ圏成長率はある程度引き上げられると考えられる。一方、前述のとおり人口動態の変化が今後のユーロ圏の成長に逆風となろう。これらを踏まえると、ユーロ圏は中期的に緩やかな景気回復を続ける見通しだが、成長率は1%台半ばにとどまると予想される。

Brexitによる不確
実性がどこまで
投資や雇用を抑
制するか

なお、2016年7月の国民投票によって方向づけられた英国のEU離脱(Brexit)の影響には留意が必要である。今のところ、EU離脱問題が英国及びユーロ圏経済に大きな悪影響を及ぼしている兆候はみられない。しかし、先行きについては予断を許さない状況で、不確実性の長期化が設備投資や雇用を抑制し、景気を押し下げる可能性がある。ドイツの企業経営者に対して行ったアンケート調査では、EU離脱に伴う規制コストやサプライチェーン見直しの必要性などについて懸念が出ている(【図表5】)。

【図表4】ユーロ圏のR&D投資とTFP上昇率

(TFP上昇率、2004~07年の平均値)



(出所) Eurostat, EU-KLEMS よりみずほ総合研究所作成

(注) ユーロ圏8カ国のR&D投資を規模別5分類し、TFP上昇率の中央値を示した

【図表5】Brexitによる影響(アンケート調査)

影響の内容	回答割合 (単位: %)
英国・EU間の規制の違いに伴う複雑さやコストの増大	47
税負担の増加	40
サプライチェーン見直しの必要性	33
関税障壁を通じた輸出機会の減少	27
英企業とのM&Aが困難に	21
非関税障壁を通じた輸出機会の減少	20
自社従業員に対する移動の制限	19
ロンドンが金融センターでなくなることによる資金調達コストの増大	14

(出所) ドイツ産業連盟、デロイト社資料よりみずほ総合研究所作成

(注) ドイツ企業215社に「英国のEU離脱が貴社の事業に及ぼす影響」を尋ねたもの

3. 中国

2桁成長の時代は終焉し、減速局面に

中国の実質GDP成長率を10年平均で見ると、1990年代は+10.4%、2000年代は+10.5%と、2桁成長が続いた。しかし、2011年以降は減速基調に転じ、2015年には+6.9%まで低下、2016年はさらに+6.7%に低下する見込みである。個人消費は底堅さをみせているものの、投資と輸出の伸びが鈍化し、景気減速につながっている。産業別にみると、金融業や卸・小売業などの第3次産業が成長を支える一方、第2次産業の減速が顕著となっている。

成長率は6%台前半に低下

2021年までの中国経済を展望すると、財政政策による下支えと改革の推進により景気の腰折れは回避される見込みであるが、自律的回復力を欠く状態が

過剰資本ストックの調整が中国経済減速の主因

続き、実質 GDP 成長率は 6% 台前半に低下していくと予測する。

中国経済減速の主因は、資本投入の伸び鈍化である。中国は、リーマン・ショック以降の大規模景気対策により生じた過剰資本ストックの調整局面にある。過剰投資の具体的表れが、過剰生産能力による稼働率の低下や住宅在庫の積み上がりである。中国国内のアンケート調査によると、製造業の設備稼働率は 2007 年には一時 8 割近い水準であったが、2015 年には 6 割台まで低下している。産業別にみると、石炭などの鉱業、鉄鋼・セメント・ガラス・電解アルミなどの素材・建材分野で生産能力の過剰感が強い。住宅在庫については、人口流入の少ない地方都市で在庫率が高止まっている。都市人口の伸び鈍化が予想される中、在庫解消には時間を要することになる。

過剰債務の伸びも露見

資本ストックの拡大とともに債務も膨張している。特に、非金融民間企業(国有企業も含む)の債務が急速に拡大しており、中国の企業債務の対 GDP 比率は日本の過去最高値(1994 年末)を上回る水準となっている。また、過剰債務の伸びが不良債権比率の上昇となって露呈しており、要注意債権まで含めた不良債権比率は 2016 年 6 月末現在で 5.8% まで上昇している。

少子高齢化の進展に伴う労働投入制約の強まりも成長率の低下要因

ストック調整に加え、労働投入制約の漸進的な強まりも成長率低下の要因として挙げられる。いわゆる「一人っ子政策」に代表される産児制限が長期にわたって実施されてきたことなどを理由として、2012 年から生産年齢人口(15~59 歳)は減少傾向に転じている。農村における余剰労働力の存在や定年退職年齢の引き上げは労働投入量の減少を緩和させる要因となるものの、生産年齢人口の減少に歯止めをかけるには至らないであろう。したがって、少子高齢化の進展による労働投入上の制約が経済成長率に一定の下押し圧力をかけていくことになる。

需要地としての重要性増す中国

減速基調が続いているとはいえ、中国の成長率は世界平均を上回っており、世界経済における中国の存在感は徐々に高まっている。世界の GDP に占める中国のシェア(市場レート換算の米ドルベース、IMF)は 2010 年の 9.2% から 15.0% に拡大しており、今後もシェアの拡大傾向は続く見込みである。ちなみに、減速基調となった 2010 年代前半でも中国の名目 GDP は年平均で約 1 兆ドル増加しており、これは、現在のインドネシア 1 国分に匹敵する規模である。需要項目別では、総固定資本形成の規模は米国を抜き、世界第 1 位であり、個人消費、政府消費、財・サービス輸入は世界第 2 位にまで上昇している(【図表 6】)。今後は、投資主導型成長から消費主導型成長への構造変化が進むと予想される中、需要地としての中国の重要性が一段と増していくであろう。

消費構造の高度化が一段と進展

こうした中で、消費構造の高度化も更に進むとみられる。高所得層や中間層の拡大に伴い、消費構造がモノからサービスへと高度化していくと共に、高額消費や自己実現消費も拡大していくだろう。実際、所得階層別に中国の都市部における家計の消費構造をみると、所得が高くなるにつれて、交通・通信関連支出(乗用車保有等による)、文化・教育・娯楽関連支出、その他支出(宝飾品・美容品・ホテル代等)の割合が拡大する傾向がある(【図表 7】)。

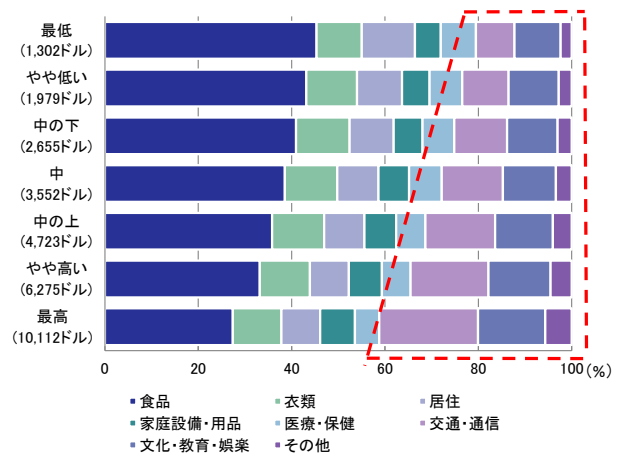
【図表 6】世界に占める中国のシェア
（需要項目別）

（単位：％）

需要項目	国	2005年	2010年	2014年
個人消費	米国	31.4	26.9	26.5
	中国	3.3	5.7	8.8
	日本	9.4	8.6	6.2
政府消費	米国	25.1	22.0	19.6
	中国	4.1	6.9	10.8
	日本	10.6	9.5	7.3
総固定資本形成	米国	27.3	17.7	16.9
	中国	8.3	17.6	24.4
	日本	9.3	7.2	5.5
財・サービス輸出	米国	10.1	9.7	9.8
	中国	6.4	9.1	10.4
	日本	5.0	4.4	3.4
財・サービス輸入	米国	15.8	12.7	12.5
	中国	5.6	8.2	9.5
	日本	4.6	4.1	4.2

（出所）United Nations, *National Accounts Main Aggregates Database* よりみずほ総合研究所作成

【図表 7】中国の所得階層別現金消費支出割合
（費目別、都市部）



（出所）中国国家統計局資料よりみずほ総合研究所作成
（注）（ ）内の数値は、それぞれの階層の1人当たり年間可処分所得。都市部住民のみで農村人口は含まず。2012年調査。それぞれの階層の人口比率は「最低」、「やや低い」、「やや高い」、「最高」は10%、それ以外は20%

4. 中国を除くアジア

曲がり角を迎えたアジアの新興国ブーム

2000年代に入ってからアジアを含む新興国ブームは曲がり角を迎えている。NIEs（韓国、香港、台湾、シンガポール）やASEAN5（タイ、マレーシア、インドネシア、フィリピン、ベトナム）、そしてインドは、中国と共にリーマン・ショック後も暫くは世界経済のリード役となっていた。しかし、世界的な貿易の停滞や、中国経済減速の影響を受けるなど、足下までに各国・地域では成長率が停滞している。2010～2015年の成長率はNIEsで年平均+3.7%、ASEAN5で同+6.3%、インドで同+8.3%だったが、2016年にはそれぞれ前年比+2.0%、同+4.8%、同+7.0%にとどまる見込みである。

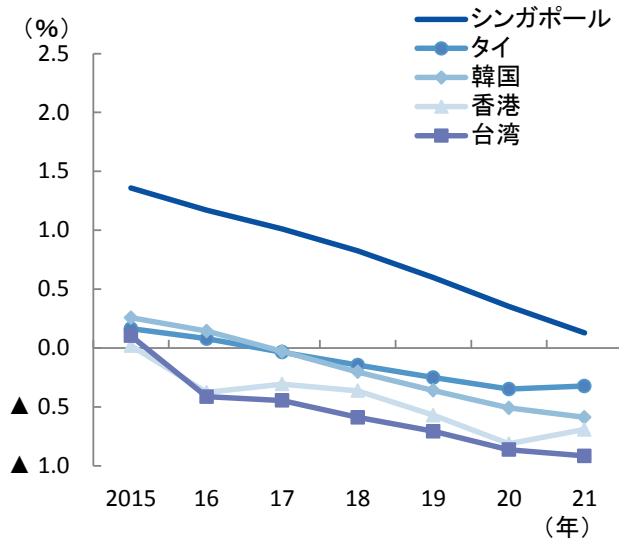
2021年に向けて、生産年齢人口が減少するNIEsとタイの経済成長に逆風

2021年までのアジア経済を供給面から展望すると、中長期的な成長要素の一つである人口動態に変化が生じる。労働の担い手となる15～64歳の生産年齢人口をみると、NIEsのうち韓国、香港、台湾では2016年以降に減少局面に突入し、シンガポールでも2021年にかけて伸び率がほぼゼロとなる見込みである。また、ASEANの中では、タイの生産年齢人口がいち早く減少を始めると予測されている（【図表 8】）。これらの国・地域では、労働投入の制約が強まり、経済成長が抑制されることになる。

インドとインドネシアでは生産年齢人口が増加するものの、そのメリットを活用するための改革に手間取る

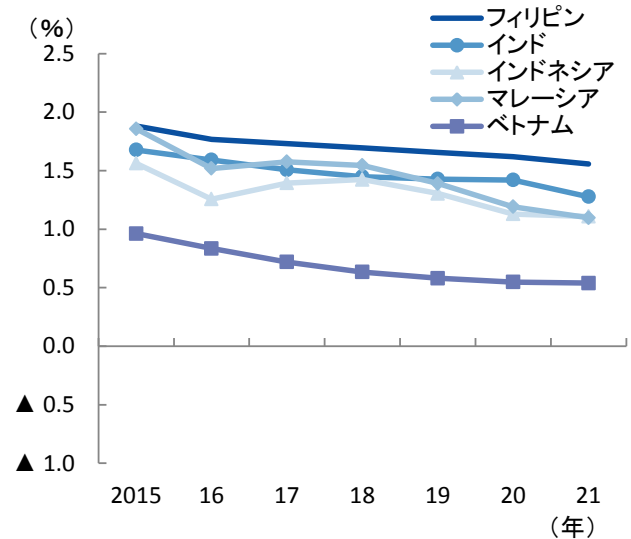
一方、タイを除く ASEAN とインドでは、生産年齢人口の増加が続く見通しだ（【図表 9】）。もっとも、生産年齢人口の増加は経済成長にとってポジティブな要素であるが、そのメリットを活用するには投資を促進して雇用機会を創出するなどの課題をクリアする必要がある。たとえば、人口大国のインドとインドネシアでは、現政権が投資環境を改善する改革を掲げているものの、インドでは 2020 年頃まで「ねじれ国会」が続くと予想され、インドネシアでは憲法の規定により、政権の指導力は強い制約を受ける。このため、両国の改革は漸進的なものとなり、人口動態のメリットをフル活用するまでには至らないだろう。

【図表 8】 生産年齢人口（前年比）



（出所）国際連合、台湾国家発展委員会資料より
みずほ総合研究所作成

【図表 9】 生産年齢人口（前年比）



（出所）国際連合資料よりみずほ総合研究所作成

グローバルサプライチェーンの拡大は一服し、輸出の拡大ペースは鈍化へ

需要面からみると、第一に輸出は、世界貿易の構造変化によって影響を受けるだろう。これまで拡大を続けてきた世界貿易は、2010 年代に入って伸びを鈍化させている。世界的な景気減速という要因だけでなく、世界市場における輸入品の浸透度低下という要因も作用している（【図表 10】）。後者については、財別にみると中間財の貿易が縮小していることから、アジアを巻き込んだ国際分業（グローバル・サプライチェーン）の拡大が一服していることがうかがわれる。リーマン・ショック後の世界各国では保護主義的措置の発動が増えていることや、賃金等のコスト上昇でアジアの生産拠点を活用するメリットが薄れてきたことなどが、グローバル・サプライチェーンの拡大にブレーキを掛けている可能性がある。今後 5 年間に世界景気は緩やかに回復するものの、米国のトランプ次期大統領による保護主義傾斜を起点に、自由貿易の後退が懸念されることなどから、世界貿易の拡大は勢いを欠く状況が続き、アジア各国・地域の輸出も緩慢な伸びにとどまると予想される。

一部の国では企業と家計の債務が、投資と消費の重石に

第二に内需については、中国と同様に一部のアジア諸国で債務が膨張しており、バランスシート調整圧力が下押しに作用するだろう。韓国とマレーシアでは、中国に次いで企業債務残高（名目 GDP 比）が大きい（【図表 11】）。両国では 2017～2019 年に企業債務の償還がピークを迎えるため、債務返済負担

の増加で設備投資の抑制が中期的に続くと思われる。また、韓国、タイ、マレーシアの家計債務残高(同)は中国を上回っており、消費の重石になると考えられる。

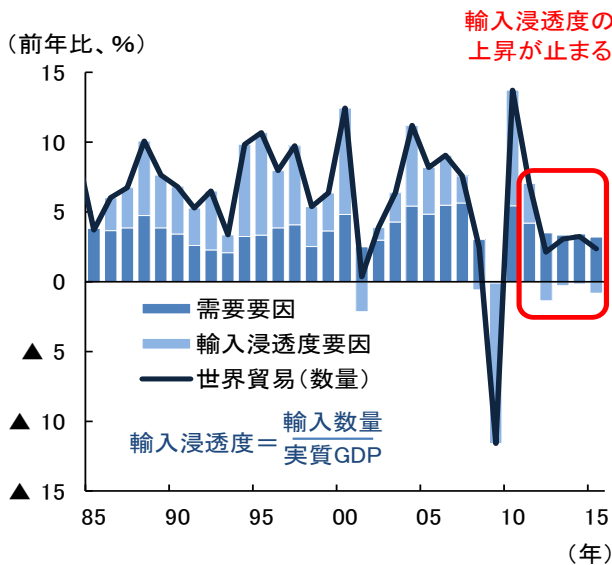
中長期的なインフラ需要は経済を下支え

一方で、アジアでは中長期的なインフラ需要が見込まれることから、インフラ投資が経済を下支えと見込まれる。2021年にかけて、アジアにおけるインフラ需要は7兆ドル、年々のGDPの約5%に相当し、その多くが東南アジアや南アジアにおけるものとみられる(みずほ総合研究所試算)。あくまで潜在的な需要であり、資金的な制約などからすべてが実現される訳ではないものの、インフラ投資が東南・南アジアを中心にアジアの成長に対して一定の寄与をす

2021年にかけて、各国・地域の成長率は現状程度で横ばい

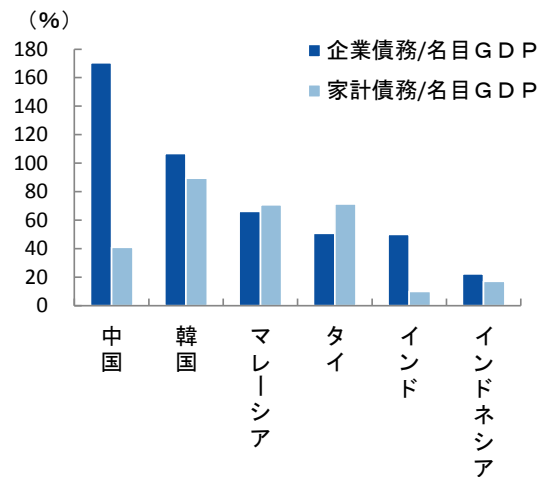
以上より、2021年にかけて、NIEsの成長率は前年比+2%程度にとどまり、ASEAN5は同+4%台後半、インドは同+7%台後半になると予想される。日米ユーロ圏(同+1%台半ば)と比較すると、人口動態の成熟化等でNIEsの成長率は先進国並みとなるのに対し、ASEAN5とインドの成長率はインフラ投資の下支えなどから先進国に比べて高めの成長率を保つだろう。

【図表 10】世界貿易の変動要因(数量ベース)



(出所) IMF よりみずほ総合研究所作成

【図表 11】債務関連指標(2016年6月末)



(出所) IIF よりみずほ総合研究所作成

II. 日本経済

1. アベノミクスは長期戦へ

安倍政権は歴代最長が視野に

自民党は総裁任期を現状の連続2期6年から連続3期9年に変更する方針を決定した。これによって、安倍首相が次期総裁選に勝利した場合、任期は最大2021年9月まで伸び、安倍政権は歴代最長が視野に入ることとなる。ちなみに、これまでの最長政権記録は、佐藤栄作元首相の約7年8カ月（1964年11月～1972年7月）である。

日本経済に停滞感、成長戦略の遅れが課題

一方、アベノミクスについては、異次元の金融政策と10兆円に上る財政政策により、スタートダッシュは良かったものの、2014年4月の消費増税後の日本経済は再び停滞感の強い状況に陥っている。耐久消費財の調整が長引いていることや新興国経済減速の影響などもあるが、日本経済の停滞感をもたらしているより根本的な問題として、少子高齢化に伴う潜在成長力の低下圧力に対し、アベノミクスの下で進められている成長戦略が、現時点で十分な効果を上げていないことがあると考えられる。金融緩和の限界が意識される中、日本経済の再興を達成できるかは、今後の成長戦略の進捗にかかっている。

安定政権下での成長戦略の着実な実行を期待

安倍政権の長期化が視野に入るなど、先進国の中でも相対的に安定感のある日本の政治情勢は構造改革を進めるには絶好の機会といえる。アベノミクスの成長戦略も長期戦を見据えながら、着実な実行が期待される。

2. 成長戦略の推進によって潜在成長率は1%程度に

日本の潜在成長率は自然体ではゼロ近傍へ

日本経済の「実力」である潜在成長率は、1990年代前半は2%程度であったとみられるが、生産性の伸びの鈍化や労働力人口の減少が下押し圧力となり、足下では0台まで低下している。今後も、人口減少に伴う労働投入量の減少が続くとともに、期待成長率の低迷により国内設備投資が抑制され、生産性(TFP)も低迷するというのが、自然体での日本経済の姿である。その場合、2020年代には潜在成長率はゼロ近傍に低下していくことになろう。

人口減少下でも改革努力によって成長力の底上げは可能

しかし、人口減少下においても、官民の総力を挙げた取り組みによって、潜在成長率を引き上げることは可能である。労働投入、資本投入、全要素生産性(TFP)という潜在成長率の3つの構成要素でいえば、労働投入については、当面の間、女性や高齢者の就業率向上によってカバー可能であるほか、資本投入や生産性(TFP)についても、成長戦略の成果次第では、改善余地が大きいだろう。以下では、これらの点を具体的に展望する。

女性・高齢者の就業拡大により、労働投入量の減少ペースは年0.1%に抑制

労働投入については、減少トレンドを大きく反転させることは難しいが、ペースを和らげることは必ずしも不可能ではない。中でも、女性や高齢者が下支え役となることが期待される。政府は出産・子育てなどで離職率が高まりやすい25～44歳の女性について、2020年時点の就業率を77%まで高める目標を掲げている。2015年の実績値は71.6%と5年前から5ポイント強上昇しており、同様のペースが続くだけでも、目標達成は可能な状況だ。こうした女性や高齢者を中心とした就業率の上昇トレンドが続くことで、当面の間、労働投入量の減少ペースは年0.1%程度に抑制される見通しである。

期待成長率の底上げにより、資本投入のプラス寄与を拡大

資本投入については、企業の期待成長率を引き上げられるかどうか、重要なポイントである。これまで安倍政権は、企業の積極的な投資行動を後押しするために、様々な改革を打ち出してきた。「成長志向の法人税改革」と銘打ち、法人実効税率のアジア諸国並みの水準への引き下げ（2016年度に29.97%、2018年度には29.74%）を決定したほか、「攻め」のコーポレートガバナンス強化として、日本企業の収益力向上に向けた仕組みも整備してきた。こうした投資環境整備の取り組みにより、期待成長率の向上と設備投資の活性化、ひいては資本投入の拡大による潜在成長率の上昇が期待される（【図表12】）。

生産性上昇には、多岐にわたる改革項目を実現することが必要

生産性に影響を与える要因は様々であり、生産性向上に必要な対応策も多岐にわたることが予想される。産業の新陳代謝の活性化やICT投資の拡大、AI・IoTをはじめとした技術フロンティアの開拓とその利用拡大、さらにはイノベーションに親和的な働き方の実現とそれを支える幅広い制度改革も必要になってくるだろう。安倍政権も同様の問題意識を持って成長戦略を推進している。これらの改革項目の全てを完全に実現することは難しいが、そのうち一定程度を達成できれば、TFP上昇率を徐々に高めていくことは可能であろう。

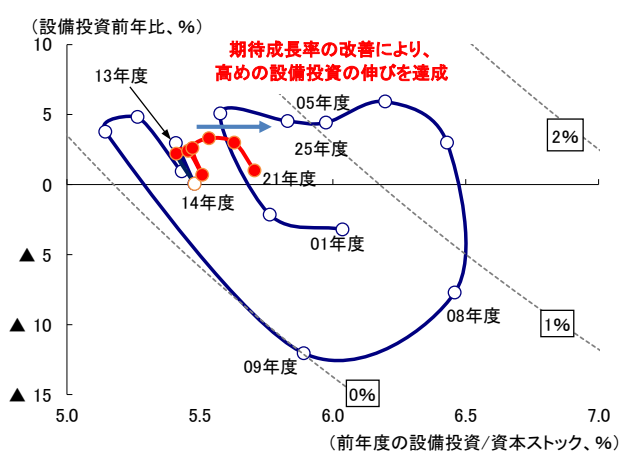
生産性を高めるには産業の新陳代謝を進めることも重要

産業の新陳代謝については、日本は欧米と比較して開業率、廃業率ともに水準が低く、進捗の遅れが目立つ（【図表13】）。産業の新陳代謝を高めるには、様々な関連する取り組みを、一体として進める必要がある。低生産性企業の保護や再チャレンジに厳しい法制・慣行の見直しに加え、雇用規制の明確化・柔軟化やセーフティネットの拡充、大学の質向上・国際化も同時に取り組むべき課題である。

潜在成長率は、2020年代に向け1%程度まで回復

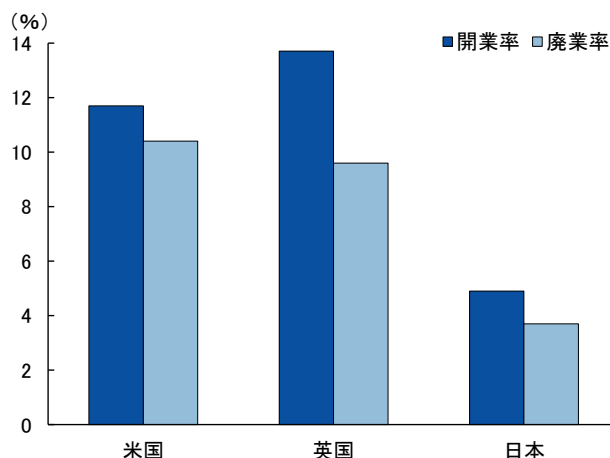
以上の労働投入、資本投入、TFPに関する議論を踏まえ、足下で0%台半ばにとどまる潜在成長率は、成長戦略が成功すれば、2020年代に向けて1%程度まで回復することが可能とみている。

【図表12】 資本ストック循環図



(出所) 内閣府資料よりみずほ総合研究所作成
 (注) 双曲線上の数字は、資本ストック/GDPのトレンド成長率と減耗率から算出された期待成長率を表す

【図表13】 日米英の開業率と廃業率



(出所) 米国 BLS, *Business Employment Dynamics*、英国 ONS, *Business Demography: 2014*、中小企業庁「中小企業白書」(原データ:厚生労働省「雇用保険事業年報」)よりみずほ総合研究所作成

3. 今後5年の日本経済見通し

2020年度までは消費増税の影響を除けば1%前後の成長に

ポスト五輪（2021年度）も、大幅な成長鈍化は回避

2017年度から2020年度にかけての日本経済は、経済対策による公的需要が下支えになるとともに、アベノミクス開始後に実施された成長戦略が徐々に効果を上げていくことで、1%程度の成長率を続けていくとみている。東京オリンピック開催も、訪日観光客の増加や関連投資の底上げによって、景気にプラスに働くだろう。なお、2020年の成長率の低下は、2019年10月の消費増税に伴う駆け込み需要の反動減を見込んでいることによる。

2021年度は、一時的にオリンピック関連投資の反動減が見込まれるものの、観光需要拡大や都市の魅力向上といったオリンピックのレガシー効果によって設備投資の落ち込みはある程度抑制されるだろう。2021年度の成長率は+0.8%と、1%程度に高まると想定している潜在成長率を大きく下回るには至らない見込みである。

【図表 14】日本経済見通し総括表

		2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
		年度								
実質GDP	前年度比、%	2.6	▲ 0.4	1.3	1.2	1.2	1.1	1.1	0.3	0.8
内需	前年度比、%	3.1	▲ 1.0	1.1	0.9	1.1	1.0	1.0	0.3	0.9
民需	前年度比、%	3.1	▲ 1.4	1.1	0.8	0.9	1.4	1.0	0.3	1.0
個人消費	前年度比、%	2.7	▲ 2.7	0.5	0.7	1.0	0.9	0.4	▲ 0.3	0.8
住宅投資	前年度比、%	8.3	▲ 9.9	2.7	6.4	▲ 5.2	▲ 2.3	▲ 2.9	▲ 10.0	▲ 3.5
設備投資	前年度比、%	7.0	2.5	0.6	1.7	1.8	2.7	3.5	2.6	1.6
公需	前年度比、%	3.1	▲ 0.1	1.2	1.1	1.8	0.0	1.1	0.5	0.6
政府消費	前年度比、%	1.7	0.4	2.0	0.9	1.3	0.8	1.0	1.1	1.1
公共投資	前年度比、%	8.6	▲ 2.1	▲ 2.0	1.9	3.7	▲ 3.3	1.7	▲ 1.8	▲ 1.1
外需	前年度比寄与度、%Pt	▲ 0.5	0.6	0.2	0.3	0.1	0.1	0.1	▲ 0.1	▲ 0.1
輸出	前年度比、%	4.4	8.7	0.8	1.5	3.1	2.6	3.1	1.8	1.1
輸入	前年度比、%	7.1	4.1	▲ 0.2	▲ 0.3	2.8	2.0	2.5	2.1	1.7
名目GDP	前年度比、%	2.6	2.1	2.8	1.2	1.4	1.4	1.9	1.2	1.5
消費者物価（除く生鮮食品）	前年度比、%	0.8	2.8	▲ 0.0	▲ 0.2	1.0	1.3	1.5	1.1	0.5
消費者物価（同上、除く消費税）	前年度比、%	0.8	0.7	▲ 0.0	▲ 0.2	1.0	1.3	1.0	0.6	0.5
消費者物価（除く食料（酒類除く）及びエネルギー、除く消費税）	前年度比、%	0.2	0.5	0.5	0.2	0.3	0.6	0.5	0.7	0.7

（出所）内閣府「国民経済計算」、総務省「消費者物価指数」、日本銀行「国際収支統計」などによりみずほ総合研究所作成

（注）網掛けは予測値

みずほ総合研究所
武内 浩二／小林 公司
koji.takeuchi@mizuho-ri.co.jp

©2016 株式会社みずほ銀行

本資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、弊行が信頼に足り且つ正確であると判断した情報に基づき作成されておりますが、弊行はその正確性・確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、貴社ご自身の判断にてなされますよう、また必要な場合は、弁護士、会計士、税理士等にご相談のうえお取扱い下さいますようお願い申し上げます。

本資料の一部または全部を、①複写、写真複写、あるいはその他如何なる手段において複製すること、②弊行の書面による許可なくして再配布することを禁じます。