

マクロ経済見通し

（特別寄稿）

内外経済の中期展望

【要約】

- 米国は当面堅調だが、中期的には潜在成長率に収斂する減速過程に入ると予想される。ユーロ圏は生産年齢人口の減少を投資拡大や TFP 向上が緩和し、1%台半ば程度の成長が続くと予想する。欧米ともに金融緩和からの出口戦略の影響や政治動向には留意が必要である。
- 中国は構造調整や生産年齢人口の減少から減速傾向が続くものの、経済的にも政治的にも世界の中での存在感は高まる。その他アジアでは、NIEs が生産年齢人口の減少から 2%程度の成長にとどまる一方、ASEAN やインドは人口ボーナスの活用から堅調な成長を予想する。
- 日本は年齢別の人口動態が比較的緩やかな 2020 年代の間に、第 4 次産業革命の推進と五輪後の内需拡大に向けた取組み、持続可能な社会保障制度の設計を推進することが必要である。これらの課題に対応することができれば、中期的に 1%程度の成長を継続できるだろう。

【図表 1】世界経済見通し総括表

（前年比、%）

	2015 暦年	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
世界実質GDP成長率	3.4	3.1	3.5	3.7	3.7	3.6	3.6	3.7
予測対象地域計	3.5	3.4	3.8	3.9	3.8	3.7	3.7	3.7
日米ユーロ圏	2.3	1.5	2.1	2.0	1.7	1.4	1.5	1.5
米国	2.9	1.5	2.2	2.2	1.9	1.5	1.6	1.7
ユーロ圏	2.1	1.8	2.3	1.9	1.6	1.5	1.5	1.4
日本	1.1	1.0	1.5	1.4	1.2	0.3	1.2	1.0
アジア	6.2	6.2	6.1	6.0	6.0	6.0	5.8	5.8
中国	6.9	6.7	6.8	6.4	6.4	6.3	5.8	5.5
NIEs	2.0	2.3	3.0	2.5	2.1	2.0	2.1	2.1
ASEAN5	4.8	4.9	5.2	5.2	5.0	5.0	5.2	5.3
インド	7.5	7.9	6.6	7.3	7.4	7.4	7.7	8.0
オーストラリア	2.4	2.5	2.3	2.8	2.4	2.3	2.3	2.3
ブラジル	▲ 3.8	▲ 3.6	0.7	2.0	2.5	2.0	2.0	2.0
メキシコ	3.3	2.9	2.0	2.0	2.5	2.6	2.7	2.7
ロシア	▲ 2.8	▲ 0.2	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
日本(年度)	1.3	1.3	1.5	1.2	1.0	0.6	1.1	0.9
為替(円/ドル)	121	109	112	115	112	107	103	99

（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 2015 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

今後 5 年を展望する上で、米国経済の「体調」はほぼ万全

マラソン・ランナーに例えるなら、現下の米国経済は、「体調」も周囲に吹く「風」も、ほぼ申し分ない状態にある。失業率は今や、国際金融危機前に続いた景気拡大期（2001 年終盤～2007 年）には見られなかったほど低い水準となり、完全雇用が続いている。危機の震源地となった住宅市場さえ「夜明け」を迎えているようだ。住宅ローンの貸出厳格化等によって、長い間低下し続けてきた持ち家率が、反転上昇の動きを見せ始めたのである。

グローバル経済の幅広い加速という「追い風」も

米企業の業況は堅調さを増している。中小企業では、減税と規制緩和を掲げるトランプ政権誕生を受けて、景気の先行き楽観論が急速に高まっている。こうした順調な景気拡大を後押しする要因として、グローバル経済の加速という追い風も重要である。IMF の世界経済見通し（2017 年 10 月）によれば、世界の半数を超える国が 2017 年、2018 年と 2 年続けて経済成長率が加速し、2022 年に向けてさらにそうした動きが広がっていくと予想されている。

潜在成長率に収斂する減速過程へ。設備投資や新たなフロンティアの拡大が持続的成長に不可欠

米国経済は 2017 年、2018 年と 2% 超の成長を続けるが、その後、2022 年にかけては潜在成長率並みの 1% 台後半へと減速するとみられる。減速度合いを左右するのは、労働生産性上昇率の高さである。議会予算局（CBO）の推計でも、労働生産性上昇率の緩やかな高まりによって、米国の潜在成長率は 2% に手が届く水準に回復するとされている。設備投資の持続的拡大、新たな収益機会の発掘、新たなビジネスモデルの創出等による生産性向上という「栄養補給」なくしては、スタミナがもたず、米国経済の減速度合いはより大きなものになってしまいかねない。

長期拡大の下、需要の頭打ちに直面する市場も

景気循環の記録が残る 19 世紀半ば以降ですでに 3 番目という長さの景気拡大が続いているため、マクロ的にはともかく、個々の市場に目を向けた場合に、需要の頭打ちという課題に直面する市場が増えていくとみられる。すでに米国の自動車市場は、そうした調整圧力に曝されているし、ニューヨークとサンフランシスコの集合住宅市場もピーク越えしたという専門家の指摘がある。

規制緩和や税制改革が期待されるが、サプライサイド強化に結びつくか、不透明

設備投資の持続的拡大、新たな収益機会の発掘、新たなビジネスモデルの創出といった課題への取組みが米企業に求められる中、トランプ政権が掲げる規制緩和や税制改革への期待は高い。トランプ政権・議会共和党指導部が進めようとしている税制改革は、9 月下旬の素案では 10 年間で 2.4 兆ドルの減税となり、その中心は法人税減税である（【図表 2】、その後予算決議により 1.5 兆ドルに縮小されている）。しかし、トランプ政権の経済政策が、全体として米国に追加的な雇用と投資をもたらし、経済のサプライサイドを強化するものになると保証はできない。例えば環境分野の規制緩和策として、トランプ大統領は気候変動対策の推進を目指した国際枠組み「パリ協定」からの離脱を表明しているが（離脱可能になるのは 2020 年 11 月以降）、グローバル経済の「持続可能性」に目を向け始めた投資家からの厳しい評価に曝されている米企業が、トランプ政権の方針に追随するのは難しいだろう。

保護主義的な通商政策、不透明な外交・安全保障政策も障害

NAFTA や米韓 FTA の再交渉が始まっているが、トランプ政権の保護主義的姿勢は、米国籍かどうかを問わず、同協定を利用しようとする企業にとっての大きな障害であり、ひいては米国経済にとってもマイナスである。外交・安全保障政策におけるトランプ大統領の言動も、先行き不透明さを増大するという大きな副作用を伴っている。

資産縮小に踏み出した FOMC

金融政策に目を転じると、米連邦公開市場委員会 (FOMC) は 2015 年 12 月に開始した利上げに続き、資産縮小を 2017 年 10 月から開始した。これまでのところ、FOMC と市場との対話が奏功しており、米国債利回りの急上昇や、住宅ローン担保証券 (MBS) と米国債の利回り格差の急拡大は起きていない。

低インフレの謎

金融政策の論点には、上記資産縮小に関連して「適正なバランスシートの大きさはどれ位か」と、「FOMC の思惑通りに利上げを進められるのか」という 2 つの論点がある。重要性が高いのは後者である。FOMC は 2012 年 1 月に 2% というインフレ目標を決定・公表したが、コア・インフレ率 (食品・エネルギーを除く個人消費支出デフレーター前年比上昇率) が 2% を上回ったのは、皮肉にも、インフレ目標を公表した前後数カ月に過ぎない (【図表 3】)。FOMC 内からは、「低インフレのメカニズムは謎」という声すら聞かれるようになっていく。低インフレが続けば、金利政策を見直していく必要があり、低金利環境が続くことになる。

FOMC はどう対処するのか

低金利を続ければ、FOMC はいずれ金融システムの安定を脅かす不均衡の蓄積との二者択一を迫られることになる。一方、FOMC が金融政策の枠組み自体を見直す可能性もある。インフレ目標の実質的引き下げである。FOMC が低インフレにどう対処していくのか、その動向は日欧金融政策や為替相場に大きな影響を与えよう。

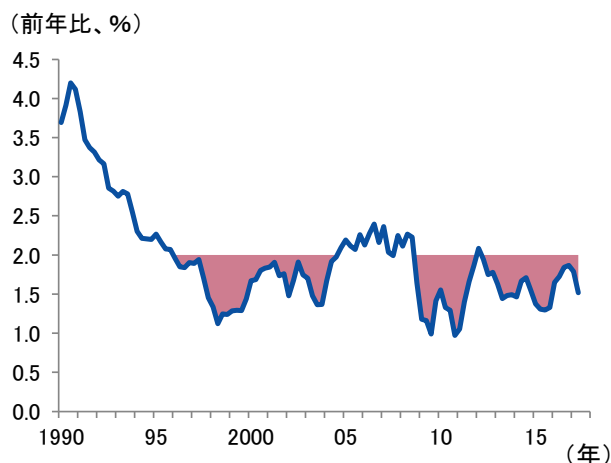
【図表 2】トランプ政権・議会共和党の税制改革案

(10 年間の減税額、兆ドル)	
個人所得税	▲0.2
税率引き下げ	1.6
基礎控除拡大・子育て減税	1.1
簡素化	▲3.1
法人税	2.6
税率引き下げ	2.0
パススルー事業体向け減税	0.8
簡素化・国際課税見直し	▲0.3

(出所) タックス・ポリシー・センター資料よりみずほ総合研究所作成

(注) マイナス (▲) は増税

【図表 3】物価目標とコア・インフレ率



(出所) 米国商務省資料よりみずほ総合研究所作成

(注) 網掛けはコア・インフレ率が 2% 以下を示す

みずほ総合研究所

欧米調査部 小野 亮

makoto.ono@mizuho-ri.co.jp

みずほ銀行 産業調査部

2. ユーロ圏

足下の高成長は持続性に乏しいとみられる

ユーロ圏では、欧州政治に絡んだ不確実性の低下や海外景気の持ち直しなどを背景に、2018 年にかけて年率 2% 程度の高成長が続く見通しである。しかし、高成長は持続的ではなく、2019 年以降、ユーロ圏の GDP 成長率は 1% 台半ばに低下していくとみられる。

人口減少の中、就業率上昇や投資拡大が見通し上の論点

中期見通しの出発点は人口動態である。欧州委員会によると、今後 10 年間、ユーロ圏の生産年齢人口（15～64 歳人口）は少子高齢化により、平均的に年 0.3% のペースで減少を続ける（足下までの 10 年間では、平均的に年 0.1% のペースで増加）。人口減が予想される中、見通し上の論点は大きく分けて 2 つある。第 1 に就業率を高めて就業者数を増やせるか、第 2 に投資拡大などによって人口減の悪影響を和らげられるかである。

移民・難民の就労促進は進みにくく、就業者数は減速の見込み

1 点目については、就業者数の増加ペースの減速は避けられないだろう。女性や高齢者の活躍が進み、就業率はある程度高まると思われるが、移民・難民の就労が一段と難しくなっているためである。語学など従来の課題が残っていることに加え、ユーロ圏の多くの国で反移民・難民を主張するポピュリズム政党が支持を集める中、政策当局としては移民・難民の就労促進に動きにくい。

投資拡大や生産性向上が経済成長の追い風に

2 点目に関しては、投資拡大やそれに起因した生産性向上が、人口面の悪影響を緩和するとみられる。ユーロ圏の多くの国で銀行の不良債権問題や企業の過剰債務問題が峠を越していることは、投資にとって追い風となるだろう。Brexit（英国の EU 離脱）については、今後の交渉の行方次第だが、英国からユーロ圏への投資シフト（拠点の移設など）が起きる可能性がある。加えて、研究開発や情報通信技術への投資などが拡大すれば、技術革新や経営効率化が進み、経済全体での生産性（TFP（全要素生産性））が高まるとも考えられる。研究開発投資などを進める上では政府の関与も重要となるが、この点、ユーロ圏では成長親和的な財政政策が志向されており、TFP 向上に繋がる構造改革を実施するなら、一時的な財政悪化が認められている。

ユーロ圏の成長率は 1% 台半ばで推移する見通し

以上を総合すると、生産年齢人口の減少はユーロ圏の経済成長を抑制するものの、抑制の度合いは投資拡大や TFP 向上によって緩和されると考えられる。中期的には、ユーロ圏の潜在成長率は 1% 台半ばで推移し、GDP 成長率はその水準に収斂していく見通しである。

ユーロ圏インフレ率は低位。今後のインフレ率上昇ペースは緩慢

足下で堅調な景気とは対照的に、ユーロ圏のインフレ率は低水準にある（【図表 4】）。景気回復に伴って値上げに対する企業の慎重姿勢が和らいでいるほか、過去における原油価格の下落による物価下押し圧力も払拭されつつある。しかし、労働需給が緩い中、賃金上昇率の伸び悩みが低インフレに繋がっているようである。

今後については、景気回復に伴って労働需給が徐々に逼迫し、インフレ率は上昇すると予想される。ただし、2011 年以降のフィリップス曲線の平坦化が示す通り、労働需給の逼迫は賃金上昇に繋がりにくくなっている（【図表 5】）。この結果、インフレ率の上昇ペースも緩慢となりそうである。

フィリップス曲線の平坦化には2つの理由がある。第1に、南欧諸国を中心に、企業側の事情が賃金交渉に反映されやすくなっている点である。世界金融危機後に実施された労働市場改革の一環で、これらの国では、企業業績などが悪化した場合に賃下げ（或いは賃上げ抑制）を実施し易くなっている。低インフレの継続により実質賃金の低下が抑制されていることから、企業側の賃下げ要求の受け入れに対する労働者のハードルを下げている可能性もある。

第2に、労働者の優先事項が変化している点である。ユーロ圏の一部の国では、雇用維持のために賃上げを見送ることで労使合意が成立しやすくなっているとの見方がある。また、賃上げよりも働き方の柔軟性などが賃金交渉で重視されるようになってきているとの指摘もある。

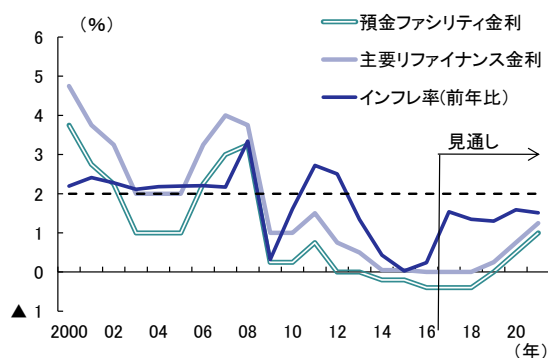
ユーロ圏インフレ率は2%に届かず。ECBの利上げペースも緩慢

賃金上昇率が高まりにくい状況は今後も続き、ユーロ圏のインフレ率は、中期的にも、ECBが物価安定の目安とする2%に届かないだろう。景気回復を背景に、ECBは2018年以降に資産購入プログラムの月次購入額の縮小に踏み切り、2019年以降には利上げに着手するだろう。しかし、利上げは、年0.5%pt程度と緩やかなペースとなるだろう。

欧州統合の深化に向けた取組みも重要に

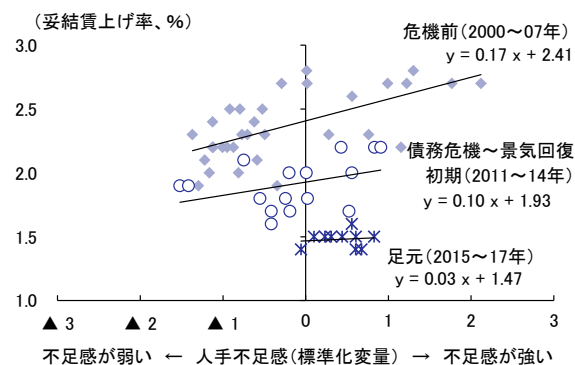
中期的には、欧州統合の深化に向けた取組みも重要である。欧州委員会は、ユーロ圏統合のロードマップを発表し（2017年5月）、特定の国で景気が悪化した場合の新たな財政支援枠組み（ロードマップでは「経済安定機能」と表現）などを提案した。個別国の景気悪化にはECBの金融政策が必ずしも有効でないこと、個別国の財政拡大には限界があることなどを踏まえると、提案の方向性は正しいと評価される。加えて、各国の構造改革の取組みを促進する施策も検討される予定である。これらの政策が進めば、ユーロ圏において、景気の頑健性と将来起こり得る危機への耐久性が増すことが期待出来る。

【図表4】ユーロ圏インフレ率とECB政策金利



(出所) Eurostat, ECB よりみずほ総合研究所作成
(注) 2017年以降はみずほ総合研究所の予測値。
政策金利は年末値

【図表5】ユーロ圏のフィリップス曲線



(出所) Eurostat, ECB よりみずほ総合研究所作成
(注) 人手不足感は4期先行

みずほ総合研究所

欧米調査部 松本 惇

atsushi.matsumoto@mizuho-ri.co.jp

3. 中国

2016 年後半以降
景気は安定的に
推移

中国経済は、2011 年 4～6 月期（実質 GDP 成長率前年比+10.0%）を最後に 2 桁成長に終わりを告げ、長らく減速基調をたどってきたが、2016 年後半以降は成長率が下げ止まり、2017 年にかけて+6%台後半で安定的に推移している。インフラ投資など財政による下支えのほか、世界的な IT サイクルの持ち直しや生産在庫バランスの改善などが景気押し上げにつながった。

構造調整の進展
が目指される一
方で、GDP 倍増
目標の実現も必
須

しかし、中国経済が過剰生産能力や中小都市の過剰住宅在庫、過剰債務といった構造調整圧力にさらされている状況に変わりはない。財政による下支えが行われているのは、これらの構造問題に起因する成長力の弱さを補うためである。中期的に成長力を高めるためには、構造調整を着実に進展させる必要がある。他方、2010～2020 年で GDP 倍増という政府目標達成のためには、2017～2020 年に年平均+6.4%の成長を維持しなければならない。中国政府は、構造調整と成長の二兎を追う難しい政策運営を迫られている。

生産年齢人口の
減少が中期的な
成長率下押しに

2000 年代後半までの中国経済は主に資本投入の伸び拡大と、海外からの技術取り込み等を通じた TFP 上昇率の拡大が成長率の高まりに寄与していた。しかし、リーマンショック後の総額 4 兆元に上る大規模な景気対策を契機に、中国経済は過剰生産能力や過剰債務による金融リスクといった火種を抱えることとなり、2010 年代には資本投入の伸び鈍化と投資効率の低下等に伴う TFP 上昇率の縮小が成長率を押し下げた。今後は、資本の伸び鈍化に加えて、少子高齢化の進行に伴う生産年齢人口の減少が成長率の低下に作用するとみられる。政府は退職年齢の引き上げを計画しており、実現すれば生産年齢人口の減少に一時的に歯止めがかかるとみられるが、漸進的な改革が企図されているため、労働投入が大きく増えることは期待しにくい。

過剰生産能力調
整に伴う下押し
は 2020 年まで続
く可能性

大規模な経済対策の爪痕は大きい。2008 年末頃スタートした 4 兆元対策を機に資本ストックの過剰感が急速に高まり、資本効率（限界資本係数：1 単位 GDP を増加させるのに必要な資本ストックの増分）は 2008 年以降に大きく悪化した（【図表 6】）。2014 年から投資が減速する中でも資本効率の悪化が続き、改善の兆しが見られたのは 2017 年になってからである。2016 年以降、政府は本腰を入れて過剰生産能力対策を講じている。過剰生産能力の代表業種である鉄鋼の設備稼働率は 2012 年から 2015 年まで 70%台前半で推移していたが、政府の対策の結果、2016 年には 76%まで回復した。稼働率が安定的に 80%程度となれば生産能力が適正水準にあると考え、政府計画通りに進んだ場合、80%となるのは 2020 年である。石炭においても、過剰生産能力調整による投資下押し圧力は、2020 年頃まで続く見込みだ。

過剰債務 GDP 比
の低下が本格化
するのは早く
2020 年以降

4 兆元対策を契機に急拡大した企業債務も投資の下押し要因となっている。中国経済の債務残高（対 GDP 比）は 2008 年まで 150%程度で安定的に推移していたが、2009 年以降に企業部門を中心に跳ね上がり、2017 年 3 月末に 257.8%まで拡大した。2016 年以降に政策対応が強化されたが、2020 年の GDP 倍増目標達成が目指される中、投資に必要な資金調達を過度に抑制することも避けたい。そのため中国政府は「企業のレバレッジ比率の積極的かつ

安定的な引き下げに関する意見」(2016年10月)で、企業の合併再編の促進や、エクイティファイナンス、デットエクイティスワップなどを通じた漸進的なデレバレッジ手法を活用する方針を示した。こうした漸進策を前提とすると、企業債務のGDP比低下が本格化するのは早くも2020年以降となろう。

インフラ投資の伸びは緩やかとなるも引き続き成長率を下支え

当面過剰生産能力・過剰債務の調整圧力が続く一方で、成長率を下支えするとみられるのはインフラ投資である。アジア開発銀行は2016年から2030年までの中国のインフラ投資について、低成長(年平均+4.6%)を前提としても年間9,400億ドル(GDP比5.9%)の需要が見込まれると指摘している。また、国土条件が似通う米国とインフラ整備状況を比較すると、航空・道路、電力、ブロードバンドなどで整備が進んでおらず、今後拡大余地が大きいことが示唆される(【図表7】)。ただし、鉄道など一部には飽和感が生じている。また今後インフラ整備の中心は経済規模の小さい地方圏へシフトするとみられることから、中国全体で見たインフラ投資の伸びは従来に比べれば緩やかとなろう。

2020年所得倍増目標を達成後、成長率は5%台まで低下

以上を踏まえると、中国経済の成長率は2017年に前年比+6.8%(2016年同+6.7%)と7年ぶりに上昇した後再び減速に転じるものの、インフラ投資が一定程度の伸びを続け、2020年まで6%台の成長が維持されるだろう。2020年のGDP倍増目標は、達成できる可能性が高いとみている。2021年以降の成長率は、構造調整圧力が和らぐ一方で、潜在成長率の低下に伴い6%を下回り、2022年には5.5%まで減速すると見込んでいる。もっとも、2030年頃には米国を抜き中国の経済規模が世界1位となると予想され、経済のみならず政治的にも世界における中国の存在感が高まることになろう。

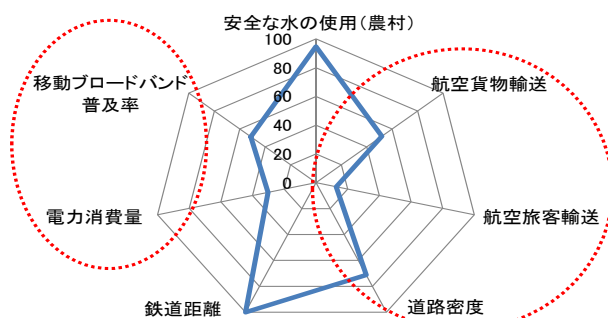
【図表6】資本効率(限界資本係数)



(出所) 中国国家统计局よりみずほ総合研究所作成

(注) 限界資本係数 = $\Delta K / \Delta Y$ 、 ΔK は総資本形成(固定資産価格指数により実質化)、 ΔY は実質GDP(2015年名目値と実質成長率により作成)の前年差を用いた。2017年は1～6月前年同期比を2016年値に乘じて算出

【図表7】中国のインフラ整備状況



(出所) World Bank, World Development Indicators 2017, Broadband commission, 中国国家统计局、米国運輸省よりみずほ総合研究所作成

(注) 米国を100として指数化(100以上は100とする)

みずほ総合研究所

アジア調査部中国室 大和 香織
kaori.yamato@mizuho-ri.co.jp

4. 中国を除くアジア

安定成長を続ける
アジア新興国

2011 年以降、緩やかな減速基調をたどる中国経済とは対照的に、中国を除くアジア新興国では成長率が安定的に推移している。2011～2017 年の成長率は、NIEs で年平均+2.7%、ASEAN5（インドネシア、タイ、マレーシア、フィリピン、ベトナム）で同+5.1%、インドで同+6.8%であった。2018 年には、それぞれ前年比+2.5%、同+5.2%、同+7.3%となる見込みである。

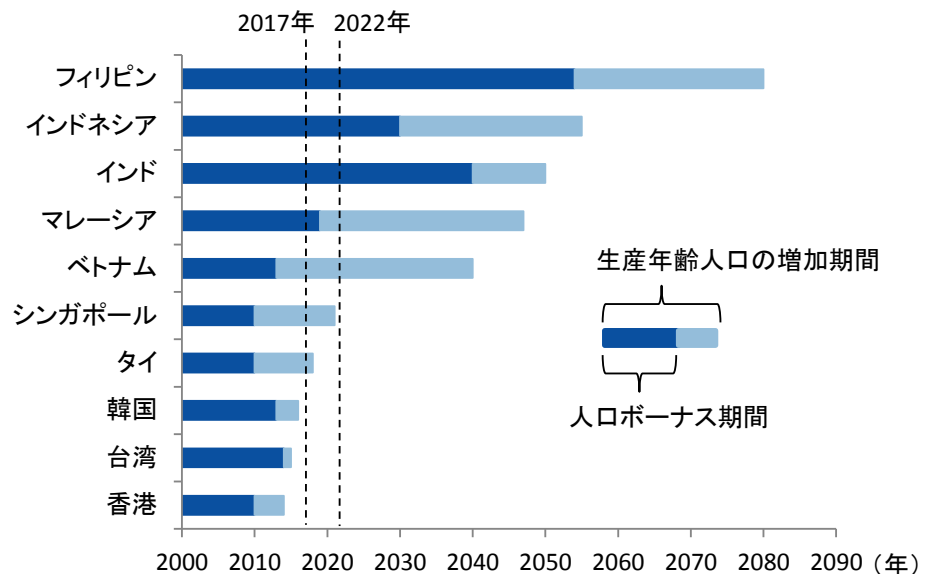
2022 年に向けて、
生産年齢人口が
減少する NIEs と
タイの経済成長
に逆風

2022 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関して、各国でばらつきが目立つ（【図表 8】）。労働の担い手となる 15～64 歳の実年齢人口をみると、NIEs のうち韓国、香港、台湾では 2017 年までに減少局面に突入しており、今後は減少率が加速していく。シンガポールでも 2021 年に同人口の拡大期間は終わる見込みである。また、ASEAN5 の中ではタイの同人口がいち早く 2018 年に拡大を止め、その後は減少に転じると予測されている。これらの国・地域では、高齢化の進展によって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。

フィリピンとインド
ネシア、インドに
は人口ボーナス
の追い風

一方、タイを除く ASEAN5 とインドでは、生産年齢人口の増加が続く見通しである。その上に、フィリピン、インドネシア、インドでは、人口ボーナス（生産年齢人口／総人口の比率上昇）が 2022 年以降も続く予想される。人口ボーナスの期間には、労働の担い手として所得を稼ぎ出す 15～64 歳の人口割合が増える一方、扶養される 65 歳以上の高齢者と 14 歳以下の子供の割合が減ることから、国全体として貯蓄率が高まる傾向にある。その結果、貯蓄を活用して投資が増えやすくなり、労働投入に加えて資本投入の面からも経済成長に追い風が吹くことになる。

【図表 8】人口動態予測



(出所) 国際連合よりみずほ総合研究所作成

(注) 生産年齢人口は、15～64 歳人口。人口ボーナスは、生産年齢人口／総人口の比率が上昇する期間と定義

フィリピンとインドネシア、インドの下位中所得国には人口ボーナスを活かした発展のポテンシャル

改革が進展して発展のポテンシャルが実現される可能性

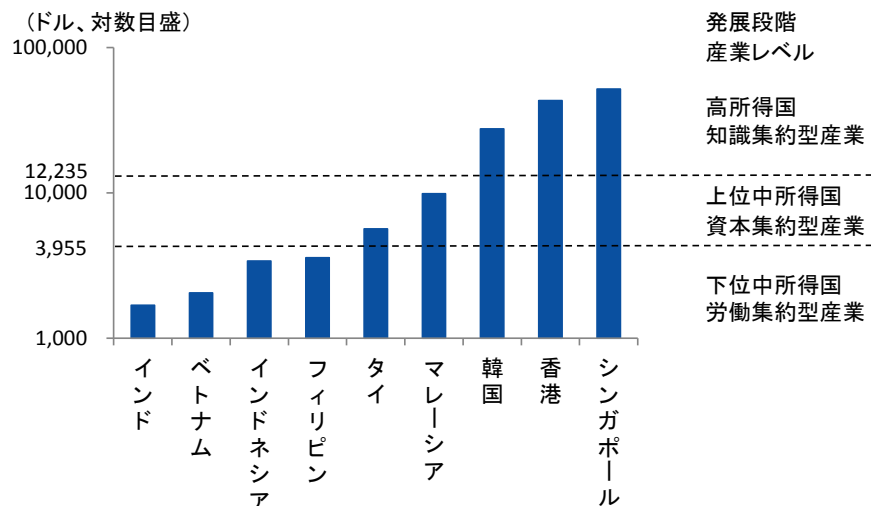
フィリピン、インドネシア、インドが成長センターに

また、フィリピンとインドネシア、インドは下位中所得国の発展段階にあり、さらなる発展の伸びしろは大きい（【図表 9】）。産業面では繊維や加工組立などの労働集約型に比較優位がある段階で、上位中所得国入りを目指すには、自動車や電子・電機などの資本集約型産業の振興が求められる。このような局面で、各国とも人口ボーナスが続いて資本蓄積は進みやすいことから、発展の伸びしろを満たすポテンシャルが高いといえる。

これらの国がポテンシャルを発揮するためには、ビジネス環境を改革して貯蓄を投資に向かわせることが重要となる。実際に、フィリピンではドゥテルテ政権（2016 年～）がアキノ前政権の改革路線を継承し、行政の透明性を高める汚職取り締まりや、積極的なインフラ整備に取り組んでいる。インドネシアのジョコ政権（2014 年～）は、16 弾の改革パッケージを打ち出し、投資認可や輸出入の手続き簡素化を推進している。そしてインドのモディ政権（2014 年～）は、モディノミクスと呼ばれる改革を標榜し、直接投資規制の緩和や間接税の簡素化を実行している。ドゥテルテ政権の任期は 2022 年まで続き、支持率の高いジョコとモディ政権はそれぞれ 2019 年の総選挙で再選される可能性があるため、各国の改革は続くと期待される。

以上より、2022 年にかけて、NIEs の成長率は前年比+2%程度にとどまる一方、ASEAN5 は同+5%程度、インドは同+8%程度になると予測される。経済の成熟化で NIEs の成長率は先進国並みとなるだろう。ASEAN5 では、タイの生産年齢人口は減少局面に向かうものの、マレーシアとベトナムでは増え続け、とりわけフィリピンとインドネシアでは人口ボーナスの活用も見込まれることから、総じて堅調な成長を続けると見込まれる。また、インドも人口ボーナスの追い風を受けることで、成長率は高めに推移すると考えられる。

【図表 9】一人当たり国民総所得と発展段階分類（2016 年）



(出所) 世界銀行よりみずほ総合研究所作成

みずほ総合研究所

アジア調査部 小林 公司

koji.kobayashi@mizuho-ri.co.jp

みずほ銀行 産業調査部

II. 日本経済

1. 2020年代は経済・社会改革の最後のチャンス

2020年代は年齢別人口が比較的安定

日本の人口は、2008年をピークに人口減少局面に転じた。今後、人口減少ペースの加速が見込まれる中で、今回の予測期間である2020年代は、痛みを伴う改革を進める最後のチャンスになるだろう。2020年代は、団塊世代が定年を迎えた2010年代と、団塊ジュニア世代が定年を迎える2030年代の狭間の時期に当たり、現役世代にかかる負担の増加ペースが一服するためだ。日本には、団塊ジュニア世代が老年人口入りし、少子高齢化が再び加速する2030年代後半までに、①労働生産性の向上、②潜在需要の顕在化、③持続可能な社会保障制度の設計という3つの課題に取り組むことが求められる。

2. 本格的な人口減少時代に備えた3つの課題

AIの経済効果は今後10年間で累計45～75兆円

1つ目の課題である労働生産性の向上については、AIやIoTなどの技術を利用した生産の高付加価値化・効率化という第4次産業革命への取り組みが鍵を握っている。生産性向上が期待できるAIについて、モバイル通信やブロードバンドなどの汎用技術と同様の普及ペースや経済効果を仮定して試算すると、今後10年間の経済効果は累計45～75兆円規模となり、成長率を0.15～0.21%Pt押し上げる結果となる。第4次産業革命が経済成長に及ぼす潜在力は極めて大きいといえるだろう。

「技術の民主化」を活かすため、教育・働き方改革が重要

ただし、こうした技術革新の恩恵を受けるためには、労働者側にも対応が求められる。例えば、すでに雇用の供給過剰感のある事務職などの分野では、AIなどによる労働代替が、さらに過剰感を高める可能性がある。このように、単純労働業務がAIに代替されていく中では、労働者の役割は「アイデア出し」や「判断」に集中するとみられる。さらには、労働者の役割の変化に合わせた働き方や教育システムの改革も必要だ。例えば、安価な小型コンピュータや無償の機会学習ソフトウェアを利用している個人事業主や農家のように、専門的技術のオープン・クラウド化による「技術の民主化」（開発・導入コストの低減）を活かすことが重要となる。その際、今後も増加が見込まれる高齢労働者も包摂した取り組みが求められよう。

建設設備の潜在的更新需要は大きいですが、労働供給に制約

2つ目の課題は、中長期的な内需を下支えする潜在需要を顕在化させることだ。人口減少下でも、内需の下支えとして期待されるのは、①建設投資と②インバウンド需要であるとみている。建設ストックのビンテージ（設備年齢）は、1990年代以降に上昇が続いており、老朽化した設備などの潜在的な更新投資需要は大きい（【図表10】）。特に公共インフラの老朽化は顕著に進んでおり、維持費などのコスト増大や事故発生につながる事が懸念されている。しかし、人手不足が深刻な建設業には、根強い労働供給制約がある。2030年までの建設業の就業者数を見通すと、微減もしくは減少する可能性が高い。このため、潜在的な更新需要を実現するには、働き手確保に加え、過去最高水準を大きく超える労働生産性の上昇が必要である。現実的には、潜在需要を完全に変現することは困難であり、建設投資は労働供給制約によって、微増にとどまるだろう。ただし、その裏返しとして、建設投資に対する潜在需要は長期間継続するため、一部で懸念されているような東京五輪後の建設投資の大幅

減少などは回避できるとみられる。

五輪後も、訪日客が国内消費市場を下支え

訪日外国人客数は、ビザ発給要件の緩和や格安航空路線（LCC）などの新規就航・増便、クルーズ船の寄港数の増加などにより、堅調に推移している。また、世界観光機関は世界の海外旅行者数が 2030 年に 18 億人に達するとの見通しを発表しており、世界の海外旅行者に占める日本への旅行者のシェアをトルコ並みの 3.3%（現状 1.7%）に高めることができれば、2030 年の政府目標（6,000 万人）も達成可能だ。そのためには、東京五輪などを通じた日本の魅力発信の機会を利用して、日本の観光資源や文化を活かした「コト」消費を着実に取り込むことが求められる。

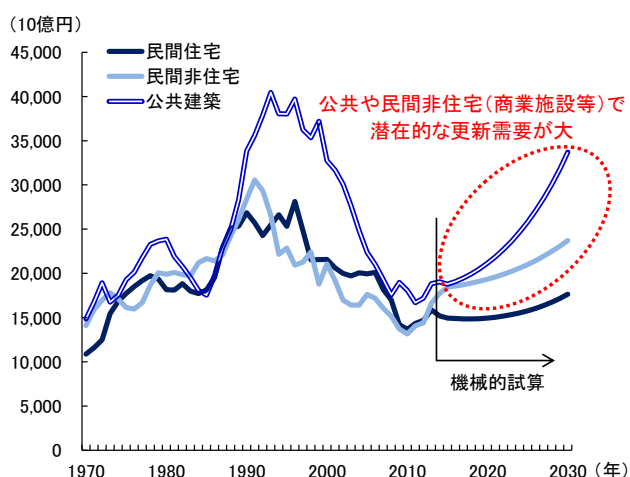
2027 年度までに PB の黒字化は困難

3 つ目の課題である財政健全化についてみると、1 度の消費増税（2019 年 10 月）と従来ペースの歳出抑制だけでは、2027 年度でも基礎的財政収支（PB）の黒字化は困難と試算される（【図表 11】）。長期的にみても、社会保障支出の自然増が続くため、PB の黒字化は厳しいだろう。特に、医療費については、高齢化（65 歳以上人口比率の上昇）に加え、医療技術の高度化に伴う高額な検査・治療法の増加が押し上げ要因になる見込みだ。国民医療費を機械的に試算すると、2050 年に 80 兆円超と倍増し、そのうち保険料と公費負担は 25 兆円弱ずつ増加すると見込まれる。

今後は、前期高齢者も社会保障を「支える」側となる必要がある

歳出抑制だけでは増大する社会保障支出を賄いきれないため、医療や年金などについても一段と踏み込んだ改革が必要となる。例えば、社会保障の恩恵を現役世代に依存している従属人口（年少人口と老年人口の合計）の比率を引き下げることができれば、社会保障制度の持続可能性を高めることができる。具体的には、現役で働く期間を 74 歳まで延長すれば、従属人口の比率を約 4 割低下させることができる。定年年齢を 74 歳に延長するなどの制度改革を行い、前期高齢者も医療・年金制度を「支える」側となることが求められよう。

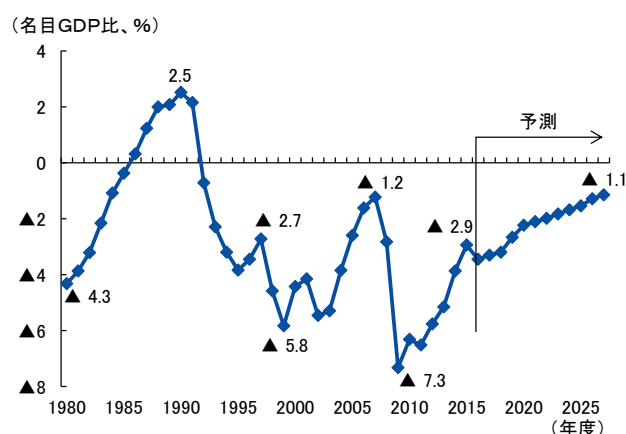
【図表 10】建設投資需要の見通し（機械的試算）



（出所）内閣府「国富調査」「国民経済計算」、RIETI「JIP データベース」よりみずほ総合研究所作成

（注）1970 年の設備年齢は、みずほ総合研究所による試算値

【図表 11】基礎的財政収支の見通し



（出所）内閣府「国民経済計算」等よりみずほ総合研究所作成
（注）1998 年度の日本国有鉄道清算事業団から一般会計への債務継承の影響、2008 年度の日本高速道路保有・債務返済機構から一般会計への債務継承の影響、2011 年度の日本高速道路保有・返済機構から一般会計への国庫納付の影響は特殊要因として控除

3. 今後5年の日本経済見通し

3つの課題に対応できれば、1%程度の経済成長

2021年度以降は、五輪特需がはく落するも、建設設備の更新需要やインバウンドが下支え

以上みてきたように、年齢別の人口動態が比較的緩やかな2020年代の間に、第4次産業革命の推進と五輪後の内需拡大に向けた取組み、持続可能な社会保障制度の設計を推進することが必要だろう。これらの課題に対応することができれば、日本経済は中期的に1%程度の成長を継続できるとみている。

時期別にみると、2017、2018年度は、海外経済の回復傾向が続くとともに、個人消費の持ち直しや生産性向上に関わる設備投資の増加などから、1.4%程度で推移するとみている。2019、2020年度は、2019年10月の消費税増税の前後に成長率のアップダウンが生じるものの、五輪関連の需要などが下支えし、プラス成長を維持する見込みだ。2021、2022年度にかけては、一時的にオリンピック関連投資の反動減が見込まれるが、建設設備の更新投資需要や底堅いインバウンド需要が下支えし、1%程度の成長率を維持するだろう。

【図表12】日本経済見通し総括表

		年度									
		2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	
実質GDP	前年度比、%	▲ 0.5	1.3	1.3	1.5	1.2	1.0	0.6	1.1	0.9	
内需	前年度比、%	▲ 1.0	1.2	0.5	1.2	1.2	1.0	0.4	0.9	0.7	
民需	前年度比、%	▲ 1.4	1.2	0.8	1.2	1.3	0.9	0.2	0.7	0.6	
個人消費	前年度比、%	▲ 2.6	0.6	0.7	0.9	0.8	0.7	▲ 0.2	0.5	0.4	
住宅投資	前年度比、%	▲ 9.9	2.8	6.6	1.8	▲ 0.9	▲ 2.0	▲ 7.5	▲ 1.2	▲ 2.7	
設備投資	前年度比、%	2.4	0.6	2.5	2.9	2.8	2.4	1.3	1.3	1.9	
公需	前年度比、%	▲ 0.1	1.2	▲ 0.4	1.1	1.0	1.2	1.1	1.3	1.2	
政府消費	前年度比、%	0.4	2.0	0.4	0.7	1.1	1.2	1.3	1.3	1.3	
公共投資	前年度比、%	▲ 2.1	▲ 1.9	▲ 3.2	2.5	0.7	1.4	0.3	1.1	0.7	
外需	前年度比寄与度、%Pt	0.6	0.1	0.8	0.4	0.0	0.0	0.2	0.2	0.2	
輸出	前年度比、%	8.8	0.7	3.2	4.8	2.0	2.3	2.7	3.0	2.6	
輸入	前年度比、%	4.3	0.2	▲ 1.3	2.5	2.1	2.1	1.8	1.7	1.7	
名目GDP	前年度比、%	2.0	2.7	1.1	1.5	1.1	1.5	1.0	1.5	1.2	
名目GNI	前年度比、%	2.3	2.9	0.5	2.0	1.8	1.7	1.0	1.5	1.2	
GDPデフレーター	前年度比、%	2.5	1.5	▲ 0.2	▲ 0.1	▲ 0.1	0.5	0.4	0.4	0.3	
内需デフレーター	前年度比、%	2.1	0.0	▲ 0.4	0.5	0.4	0.6	0.6	0.3	0.3	
一人当たり実質GDP	前年度比、%	▲ 0.3	1.4	1.4	1.8	1.5	1.3	0.9	1.5	1.3	
潜在成長率	前年度比、%	1.0	1.0	1.0	1.0	1.1	1.0	1.0	0.9	0.9	
需給ギャップ	潜在GDP比、%	▲ 0.4	▲ 0.1	0.1	0.5	0.8	0.8	0.4	0.6	0.6	

(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」等により
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

経済調査部 上里 啓
hiromu.uezato@mizuho-ri.co.jp

みずほ銀行 産業調査部

©2017 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。