

## 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 2%超の成長を続けるが、財政政策が緊縮モードとなる 2020 年ごろに転換点を迎えると予想する。ユーロ圏は 1%台前半の潜在成長率に向け収斂していく公算が大きい。
- 中国は長期的に構造調整圧力に晒されつつも、高付加価値産業などへのシフトが生産性上昇率を支え、緩やかな減速が続こう。その他アジアでは、インドは高成長、ASEAN5 はインドネシアとフィリピンを中心に安定成長、NIEs は他の先進国並みに減速することになるだろう。
- 日本は消費増税や東京オリンピック・パラリンピック後に一時的な成長率低下はあるも、消費・投資の深刻な調整は回避、緩やかな成長が続く見通しである。ただし、持続的成長には未活用労働力の取込に加え、教育投資の拡充や IT 利活用による生産性改善が必要であろう。

【図表 1】世界経済見通し総括表

|            | (前年比、%)    |      |      |      |      |      |      |      |
|------------|------------|------|------|------|------|------|------|------|
|            | 2016<br>暦年 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
| 世界実質GDP成長率 | 3.2        | 3.8  | 3.8  | 3.7  | 3.5  | 3.6  | 3.7  | 3.7  |
| 予測対象地域計    | 3.4        | 3.9  | 4.1  | 3.8  | 3.6  | 3.6  | 3.7  | 3.7  |
| 日米ユーロ圏     | 1.5        | 2.2  | 2.2  | 2.0  | 1.3  | 1.4  | 1.5  | 1.6  |
| 米国         | 1.5        | 2.2  | 2.9  | 2.7  | 1.5  | 1.5  | 1.8  | 1.8  |
| ユーロ圏       | 1.8        | 2.4  | 1.9  | 1.5  | 1.5  | 1.4  | 1.4  | 1.4  |
| 日本         | 1.0        | 1.7  | 0.9  | 1.2  | 0.2  | 0.6  | 1.0  | 1.1  |
| アジア        | 6.2        | 6.1  | 6.2  | 5.9  | 5.8  | 5.8  | 5.8  | 5.6  |
| 中国         | 6.7        | 6.9  | 6.6  | 6.2  | 6.1  | 5.8  | 5.5  | 5.2  |
| NIEs       | 2.3        | 3.2  | 2.8  | 2.4  | 2.1  | 2.2  | 2.2  | 2.2  |
| ASEAN5     | 4.9        | 5.3  | 5.3  | 4.9  | 4.9  | 5.0  | 5.3  | 5.3  |
| インド        | 7.9        | 6.2  | 7.6  | 7.3  | 7.4  | 7.7  | 8.0  | 8.0  |
| オーストラリア    | 2.6        | 2.2  | 3.2  | 2.6  | 2.3  | 2.3  | 2.3  | 2.3  |
| ブラジル       | ▲ 3.5      | 1.0  | 1.4  | 2.4  | 2.3  | 2.2  | 2.2  | 2.2  |
| メキシコ       | 2.9        | 2.0  | 2.2  | 2.2  | 2.5  | 2.7  | 2.7  | 2.7  |
| ロシア        | ▲ 0.2      | 1.5  | 1.6  | 1.3  | 1.5  | 1.5  | 1.5  | 1.5  |
| 日本(年度)     | 1.2        | 1.6  | 1.0  | 0.8  | 0.3  | 0.7  | 1.0  | 1.2  |
| 為替(円/ドル)   | 108        | 111  | 112  | 115  | 110  | 107  | 104  | 101  |
| 為替(ドル/ユーロ) | 1.10       | 1.17 | 1.15 | 1.13 | 1.15 | 1.17 | 1.19 | 1.25 |

(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 2016 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 10 年を展望する上で、米国経済の「体調」は万全

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が続いている。失業率は今や 1969 年末以来の低さとなり、求人数が求職者（失業者）数を 100 万人以上も上回る人手不足の状態にある。国際金融危機の震源地となった住宅市場さえも明るさを増している。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は、2016 年に反転し、緩やかな上昇基調をたどっている。個人貯蓄率は、国際金融危機を契機として上方シフトしたままだが、それは個人消費が所得の伸びに沿って拡大が続いていることの裏返しでもあり、債務依存・非持続的な消費の動きはみられない。

拡張的財政政策が追い風

米企業の業況は堅調さを増している。トランプ政権が推し進める規制緩和や 2017 年末に成立した大規模な減税策、2018 年入り後に決まった財政支出が追い風となっている。トランプ政権は、2018 年に入り、米国第一主義という考え方に基づく、一方的で保護主義的な通商政策を振りかざしているが、実体経済を脅かすには至っていない。国際通貨基金（IMF）の世界経済見通し（2018 年 10 月）によれば、米国による鉄鋼・アルミ関税と対中制裁関税（計 2,500 億ドル）、それに対する貿易相手国の報復措置は、2019～2020 年の実質 GDP 成長率をそれぞれ 0.2%Pt ずつ押し下げる。潜在成長率を大きく上回るスピードで拡大している米国経済にとってみれば、限定的といえる大きさである。

当面は高成長。財政政策が緊縮的となる 2020 年ごろが転換点

「米国が対中輸入全てに高い追加関税を課し、中国が同規模の報復措置を実施し、国際金融市場に大きな不安が広がる」といった最悪のケースが起きなければ（【図表 2】）、米国経済は拡張的財政政策の追い風を受けて暫く 2%超の成長を続けるだろう。財政政策が緊縮モードに転換するのを契機として（【図表 3】）、見通し終盤には潜在成長率並みの 1%台後半へと減速するとみられる。財政見通しに基づけば、この転換点は 2020 年ごろになるとみられる。

短期上振れ・中期下振れのリスク、カギは企業の投資活動

ただ、この転換点が見通し以上に厳しい調整を伴う恐れもある。米国経済が投資ブームで盛り上がるほど、その反動が大きいとみられるためである。そうした「短期上振れ・中期下振れ」のリスクシナリオの実現可能性にも注意が必要だろう。

企業の投資活動が短期的に予想以上の強さを見せる可能性があると考える理由は 3 つある。1 つは、長期にわたる景気拡大がもたらす企業経営上の課題である「人材のボトルネック」と「需要の頭打ち」に対応した省力化投資の拡大である。2 つめは、テクノロジーの目覚ましい発展である。3 つめは、世界経済全体でみれば緩やかな金融環境が続くことである。

景気拡大が長期化するほど、企業はボトルネックと需要の飽和に直面

米国の景気拡大は、記録が残る 19 世紀半ば以降で最長（10 年超）となる公算が大きい。これは「良いニュース」ではあるが、個々の企業経営者にとっては、需要があるにも関わらず要求水準に見合うスキルを持った労働者の採用が困難になったり、需要そのものが飽和状態に陥ってしまい、新たな収益機

会を見出す必要に迫られたりするという意味で、「チャレンジングなニュース」でもある。

最新テクノロジー  
が持つ応用可能  
性と「破壊力」に  
魅せられる企業

一方、AI や IoT、フィンテックなどの最新テクノロジーは、広範な応用可能性を有し、ボトルネックへの対応や新たな収益機会の提供をもたらし得る。また、最新テクノロジーには既存のビジネスモデルを破壊しうる力があるため、企業の間には、最新テクノロジーの利用を競い合う状況が生まれやすい。

投資が加速すれば、生産性の伸びが改善、インフレも抑制

加えて、世界的に緩和的な金融環境が、こうした最新テクノロジーの発展を資金面から支え続けるとみられる。米企業による最新テクノロジーへの投資が加速すれば、生産性の伸びが高まり、インフレ圧力が緩和される。情報通信革命に沸いた 1990 年代後半の再現であり、パウエル議長率いる米連邦公開市場委員会 (FOMC) も、当面は利上げを急ぐ必要がなくなるだろう。もっとも、これまでの経験則に従えば、投資ブームはいずれバブルにつながり、持続的ではなくなる。以上が「短期上振れ・中期下振れ」のリスクシナリオである。

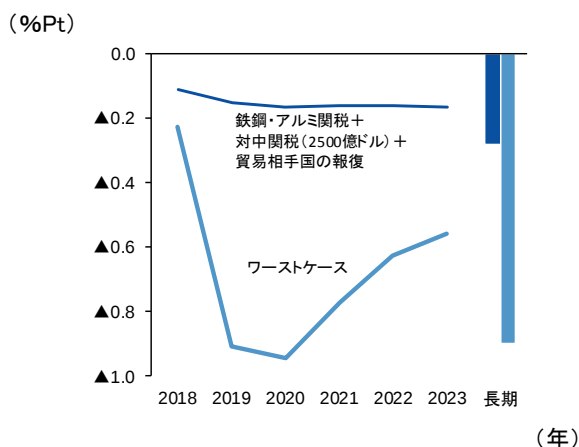
最先端技術保護  
に力を入れる米  
国。企業の成長  
戦略にとって大  
きな制約になるリ  
スク

一方、トランプ大統領の通商政策には、前述した「関税引き上げ競争」を通じた最悪ケースをもたらす要素のほか、企業の投資活動を直接抑制する要素もある。最先端技術の保護を目的とした、対米投資と輸出の規制強化である。主に中国を暗黙のターゲットとした措置だが、米国企業にとっては戦略的な M&A や提携の相手が限られてしまうことになりかねない。報復措置として、中国が米企業の M&A や提携に「待った」をかけるケースもある。

ポピュリズムとリ  
ベラリズムが融  
合した保護主義  
に注意必要

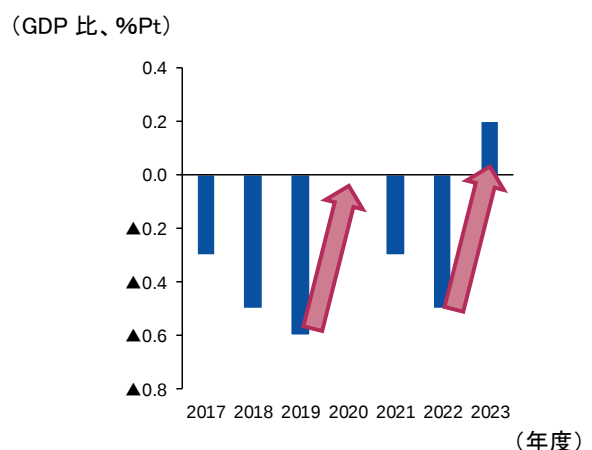
保護主義的な姿勢はトランプ政権に限ったものではない。民主党サイドでも、強硬なリベラル派が力を持ち始めており、保護主義という点ではトランプ政権を支えるポピュリストと連携しかねない。2020 年の大統領・議会選挙の行方とともに、こうした趨勢的な政治・社会情勢の動向にも注意を払う必要がある。

【図表 2】米通商政策の実質 GDP 成長率への影響



(出所) IMF (2018/10) よりみずほ総合研究所作成

【図表 3】財政スタンス(収支の前年差)の変化



(出所) CBO (2018/4) よりみずほ総合研究所作成

(注) 矢印は大幅な緊縮を表す

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

5 年を超えたユーロ圏の景気拡大期

2013 年 4～6 月期に始まったユーロ圏の景気拡大局面は 5 年を超えた。10 年ぶりの高成長となった 2017 年に続き、2018 年も 2% 近傍の成長が見込まれる。緩和的な金融環境の下で内需が持続的に回復したことに加え、2016 年以降に加速した米中を含む域外経済の回復が高成長をもたらした。

中期的には 1% 台前半の潜在成長率に向け収斂

成長の巡航速度と言われる潜在 GDP 成長率は、ユーロ圏では 1% 台前半～半ば程度と見られている。従って、近年の 2% を超える成長率はやや高め、中期的に維持できる水準では無いだろう。今後 5 年間で展望した場合、GDP 成長率は潜在成長率近傍に収斂していく公算が大きい。

生産年齢人口は減少へ

将来を見通す上で比較的予想し易いのは、労働者数の推移であろう。日本同様に高齢化が進む欧州では、生産年齢人口の減少が起ころつつある。欧州統計局によれば、15～64 歳人口は 2018 年にピークを迎え、2030 年にはピーク比約 4% 減少する見込みである。もっとも、生産年齢人口が減少に転じたとしても、労働力率や就業率の上昇により影響は緩和され、みずほ総合研究所としては 2020 年代を通じて就業者は小幅ながら増加すると予想している。

難しい移民や難民の社会参入

労働者の減少に対して、域外からの移民や難民を充てればよい、という考えも有る。実際、戦後の高度経済成長期には、欧州はアフリカ諸国やトルコなどからの移民により労働力を補って発展を遂げた。2014～2016 年にかけてはシリアなどから難民が欧州にやってきており、域外からの移民や難民は労働力となり得る。しかし、移民や難民を社会と一体化させ、労働力として長期的な経済成長に繋げるのは簡単ではない。言語教育にかかる人材や費用に加えて、昨今の保護主義的な政治環境も逆風となろう。

欧州委員会は域内の更なる投資拡大に向け目標を上乗せ

労働投入と並び、資本投入も経済の中期展望を考える上では重要である。2014 年 11 月に欧州委員会は欧州債務危機後の成長率低下や投資不足を解消するべく欧州投資計画 (Investment Plan for Europe) を発表した。同計画はジャン＝クロード・ユンカー欧州委員長の主要政策の一つとして進められ、EU 保証を呼び水とした民間資金の活用により総額 3,150 億ユーロの新規投資実現を目指すものであった。欧州戦略的投資基金 (EFSD) を通じて投資は行われ、当初期間 3 年とされた同計画は、2018 年 7 月には承認額が 3,350 億ユーロに達した。EU は、目標金額を 5,000 億ユーロに上乗せの上、2020 年まで延長することを発表している。

投資循環では、2020 年代の投資の伸びは鈍化

もっとも、欧州委員会の目標に沿う形で、固定投資が更に増加する保証はない。2013 年以降の固定投資の増加は、債務危機後の景気回復に伴う循環的な側面が強かったとみられるからである。ユーロ圏の資本ストック循環図を見ると【図表 4】の通りとなり、2018 年には期待成長率に見合った固定投資の増加率に達する見込みである。期待成長率の大幅な上昇は見込みにくいことを考えると、2020 年代の固定投資の伸びは徐々に鈍化する公算が大きい。

生産性の上昇が必要

生産性の上昇によっても潜在 GDP は増加する。欧州に限らず、中期的に生産性をいかに高めていくかは重要である。その為の施策として、例えば EU には「ホライゾン 2020」と呼ばれる研究助成プログラムがある。予算規模 800 億

ユーロ、2020 年までの期間 7 年の同プログラムは、欧州の世界市場での競争力を維持するための基幹プログラムと位置付けられている。各国別でもドイツのインダストリー 4.0 に代表される製造業の高付加価値化を追求する流れは変わらず、2020 年代には ICT 技術の進歩と共に加速していく公算が大きい。

#### 金融面では経済 通貨同盟の深化 が進む予定

金融面に目を向けると、これから 5 年間は経済金融同盟 (EMU) の深化に向けたプロセスが進む予定である。柱となるのは EU における資本市場統合を目指した資本市場同盟 (CMU) と、その為の規制環境、破たん処理法制、預金保険などの統一化を目指した銀行同盟であり、2019 年までの完成が目指されている。CMU の完成により、スタートアップや中小企業の資金調達を円滑にし、中期的には欧州への投資を促すことにもなると期待されている。

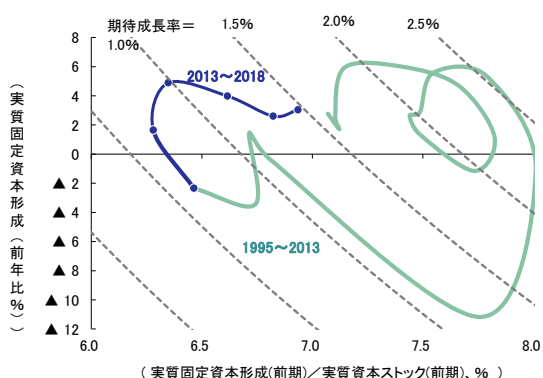
#### CMU 完成へのハ ードルは高い

しかし、各国の様々な法制度の違いや、商習慣の違いなどが依然として残る中で、CMU が 2019 年までに完成し、期待される効果を発揮出来るかは分からない。銀行同盟にしても、残された課題である単一預金保険制度の設立は容易ではない。債務の共通化に強く反対するドイツなどの意向に加えて、イタリアでは、欧州レベルでの単一預金保険制度設立の前提となる各国の不良債権処理の促進が、国民の損失負担に繋がる政治的な争点だからである。

#### EU 懐疑政党の支 持率は戦後最高

政治面では、欧州における次の選挙が、2021～2022 年に集中している。イタリアで EU 懐疑的な政党による連立政権が誕生したことに象徴されるように、EU 懐疑政党への支持率は戦後で最高となっている（【図表 5】）。今後 5 年間で展望しても、状況が大きく変化するとは考えにくい。EU や既存政党は、移民や難民、テロ、失業といった欧州が直面する問題に対し明確な答えをこれからの 5 年間で示していかなければならない。

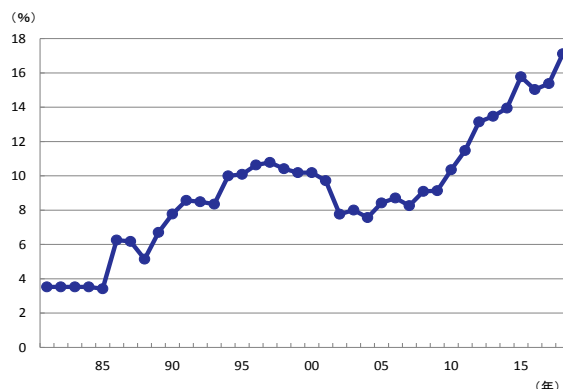
【図表 4】ユーロ圏の資本ストック循環



(出所) Eurostat よりみずほ総合研究所作成

(注) 図中の双曲線はそれぞれの期待成長率に見合った投資水準を示す。除去率・資本係数は 1992 年～2008 年の平均

【図表 5】EU 懐疑政党への支持率



(出所) INTER-PARLIAMENTARY UNION PARLINE

Database, European Election Database, Wikipedia 等  
よりみずほ総合研究所作成

(注) 各国下院選挙での EU 懐疑政党得票率の単純平均値

みずほ総合研究所

欧米調査部 吉田 健一郎

kenichiro.yoshida@mizuho-ri.co.jp

### 3. 中国

中国経済は減速局面入り

2016 年後半から緩やかな持ち直し傾向が続いていた中国経済は、2018 年に入り減速色を強めている。2018 年 7～9 月期の実質 GDP 成長率は前年比 +6.5%と 2 四半期連続で低下した。2017 年の成長率拡大を支えた外需寄与度は、2018 年に入り輸出を上回る輸入の高い伸びによって成長率を押し下げる方向に転化したほか、シャドーバンキング対策や地方債務の規範化等を背景にインフラ投資が低迷したことなどが、成長率の減速につながった。

貿易摩擦の悪影響を緩和するため、政府は景気下支えを強める方針

景気への下押し圧力が高まる中、米中貿易摩擦の影響によって今後の輸出等への悪影響が避けられないことから、中国政府は金融・財政政策による下支えを強める方向に転換している。財政政策に関しては、8、9 月にインフラ整備などに充当される地方专项債券の発行が急増したほか、手数料削減・減税による家計・企業の負担軽減が図られている。金融政策においては、2018 年 4 月、7 月、10 月の全面的な預金準備率引き下げと共に、資金繰り難に直面する中小企業等への貸出奨励が行われた。ただし、足下での金融・財政政策による景気下支えは、リーマンショック後の 4 兆元対策のような成長率を引き上げる政策とは異なり、景気の急激な悪化を防ぐためのものである。

構造調整への対応は継続

他方、4 兆元対策の結果積み上がった過剰資本ストックや過剰債務といった問題の解決には相当の時間を要する。景気への配慮を強めざるを得ない中で、テンポはより漸進的になるとみられるが、金融リスク防止も含めて構造改革を今後も続けていく方針に変わりはない。こうした構造調整に伴う資本投入の下押しが、すでに始まっている労働投入の緩やかな減少と合わせ、中国経済の中期を見通す上でのポイントとなる。

資本ストックが適正水準に回帰するのは 2020 年代後半

実際、資本ストックはいまだ適正水準を大きく上回っているとみられる。1 単位の成長を生み出すのに必要な資本ストック量を示す資本係数（実質資本ストック／実質 GDP）は、4 兆元対策を契機に過去のトレンドを大きく上回るようになった（【図表 6】）。その後鉱工業の過剰生産能力調整などを進める中で、過剰資本ストック（資本係数の過去トレンドからの上振れ率）の拡大テンポに歯止めがかかりつつあるものの、2017 年時点でも GDP 比で約 3 割の過剰資本ストックが存在する。中国政府は足下でインフラ投資などによる景気下支えを強めつつあるが、こうした過剰資本ストックの調整を勘案すると、固定資産投資はマイナスに陥らないものの、1 ケタ台前半の低い伸びが続く可能性が高い。その場合、2018 年以降の資本係数は横ばい程度で推移し、過去のトレンド線（適正水準）に回帰するのは 2020 年代後半となる見込みである。

過剰債務の調整も長期戦

企業債務の対 GDP 比は 2017 年に入って緩やかに低下していたが、2018 年 3 月末は 164.1%（2017 年 12 月末：160.3%）と 5 四半期ぶりに上昇した。成長率が鈍化する中で債務の伸びが高まったためである。家計・政府合わせた非金融部門債務の対 GDP 比も 261.2%（2017 年 12 月末：255.7%）と 4 四半期ぶりに上昇した。政府は地方債務の規範化、PPP 見直しのほか、企業債務の半分以上を占める国有企業の負債削減加速を決定するなど債務の質の見直しを含めて対策を講じているものの、景気減速局面下でデレバレッジが進みにくい状況となっている。今後も景気減速が見込まれる中、急速なデレバレッ

ジは景気に一層の悪影響を及ぼす恐れがあるため、債務の株式化など漸進的な措置を中心に長期戦で調整が進められるとみられる。

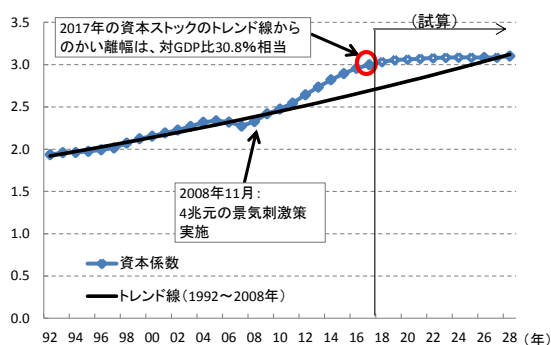
### 高付加価値産業 が生産性上昇を 支え

過剰資本ストック・過剰債務の調整が長期化する一方で、産業構造改革は着実に進展している。2015年に発表された「中国製造 2025」のもと、高付加価値産業への雇用シフトが進んでおり、同業種は労働生産性上昇率を支える主役ともなっている。2017年の工業の雇用者構成をみると、5年前と比べて鉱業・鉄鋼など重工業の比率が低下し、医薬品、機械、通信・電子など高付加価値産業の比率が上昇していることが確認できる。また、2017年の工業の労働生産性上昇率は重工業の伸びが低下する一方で、高付加価値産業の伸びが顕著となり、全体の労働生産性の伸びは高めの水準に保たれている（【図表 7】）。特に機械では雇用者数増加が下押しとなりつつも、付加価値生産の伸びがそれを上回って高い生産性を実現している。

### 実質 GDP 成長率 は緩やかな低下 が続き、2020 年 以降は +6% を下 回って低下

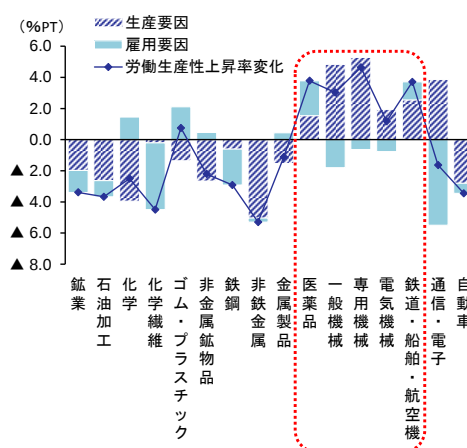
以上のように、中国経済は長期的に構造調整圧力に晒されつつも、高付加価値産業など次の成長エンジンへのシフトが生産性上昇率を支え、成長率は緩やかな低下を続けると見込まれる。実質 GDP 成長率は 2020 年まで +6% 台を維持して 2010 年比 GDP 倍増目標を達成し、その後 2021 年以降は +6% を下回って低下傾向が続く見通しである。なお、「中国製造 2025」への警戒心を露わにする米国がハイテク産業をターゲットとする制裁措置を一層強化した場合、投資抑制に伴い産業構造改革のペースが鈍化する可能性もあり、米中貿易摩擦が中期的な下振れにつながるリスクに留意が必要である。

【図表 6】資本ストックの過剰感



(出所) 中国国家統計局資料よりみずほ総合研究所作成  
(注) 資本係数＝実質資本ストック／実質 GDP。資本ストックは基準値を 1952 年、除却率を一律 5% とし、ベンチマーク・イヤー法により推計。先行きは実質固定資産投資が年平均 2% で推移するとして試算

【図表 7】工業の労働生産性変化(2016→2017 年)



(出所) 中国国家統計局資料よりみずほ総合研究所作成  
(注) 労働生産性上昇率＝付加価値生産上昇率－雇用増加率

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

発展段階の低い  
インド、フィリピン、  
インドネシア、ベ  
トナムで成長の  
余地大

アジア新興国と一口に言っても、各国の発展段階には違いがあり、それに応じて成長の余地や中期的な成長ドライバーは異なる（【図表 8】）。一人当たり国民総所得（GNI）に基づく世界銀行の分類によると、インドと、ASEAN5 のフィリピン、インドネシア、ベトナムは下位中所得国の段階で、さらなる成長の余地は大きい。この段階では、縫製や加工組立などの労働集約型産業が経済の中心であり、労働投入が成長ドライバーとなる。また、ASEAN5 のマレーシアとタイは上位中所得国で、自動車やエレクトロニクスなど資本集約型産業が発展しており、資本投入が成長ドライバーである。そして、NIEs（韓国、台湾、香港、シンガポール）は既に高所得国で、研究開発や金融サービスといった知識集約型産業が発展している。一般に、労働や資本といった要素投入の限界生産力は逓減するため、要素投入型の成長パターンに依存を続けると、経済発展は上位中所得国の段階で頭打ちとなる。こうした「中所得国の罟」を抜け、高所得国入りを果たした段階では、成長ドライバーは生産性へと構造転換している。

インド、フィリピン、  
インドネシアには、  
人口ボーナスの  
成長ポテンシャ  
ル

中期的な成長要素の第一に、人口動態に注目する（【図表 9】）。15～64 歳の生産年齢人口が増加する期間には、労働投入が増えやすい。特に、生産年齢人口が増加して総人口に占める比率が上昇する期間には、現役世代の比率が上昇するため貯蓄率も高まり、それが投資（＝資本投入）に回りやすいというポテンシャルも期待される。このため、生産年齢人口の対総人口比率が上昇する期間は、人口ボーナスと呼ばれる。国際連合の予測によれば、下位中所得国のインド、フィリピン、インドネシア、ベトナムでは、生産年齢人口の増加が中長期的に続き、目下の成長ドライバーである労働投入が増えやすい。その上、これら 4 カ国のうちベトナム以外では、生産年齢人口の対総人口比率も上昇を続けるため、上位中所得国入りに向けた資本投入の増加にも追い風が吹く。

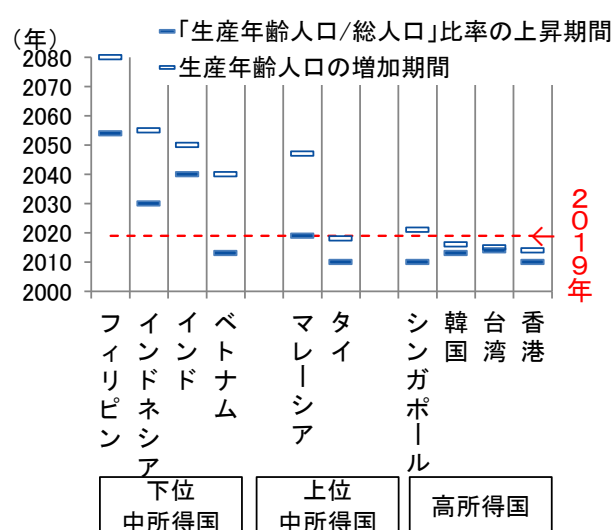
【図表 8】 経済の発展段階（2017 年）

|                                | 発展<br>段階   | 中心<br>産業    | 成長<br>ドライバー |
|--------------------------------|------------|-------------|-------------|
| シンガポール<br>香港<br>韓国<br>台湾       | 高所得国       | 知識集約<br>型産業 | 生産性         |
| 「中所得国の罟」                       |            |             |             |
| マレーシア<br>タイ                    | 上位<br>中所得国 | 資本集約<br>型産業 | 資本          |
| フィリピン<br>インドネシア<br>ベトナム<br>インド | 下位<br>中所得国 | 労働集約<br>型産業 | 労働          |

（出所）世界銀行資料よりみずほ総合研究所作成

（注）下位中所得国の一人当たり GNI は 996～3,895 ドル、上位中所得国は 3,896～12,055 ドル、高所得国は 12,055 ドル

【図表 9】 人口動態の予測



（出所）国際連合資料よりみずほ総合研究所作成

タイとマレーシア、NIEs では人口ボーナスは見込めず、生産性の上昇が成長課題

人口ボーナスのポテンシャル活用や、生産性の上昇を促す制度環境について、NIEs を除きアジア諸国は競合国より良好

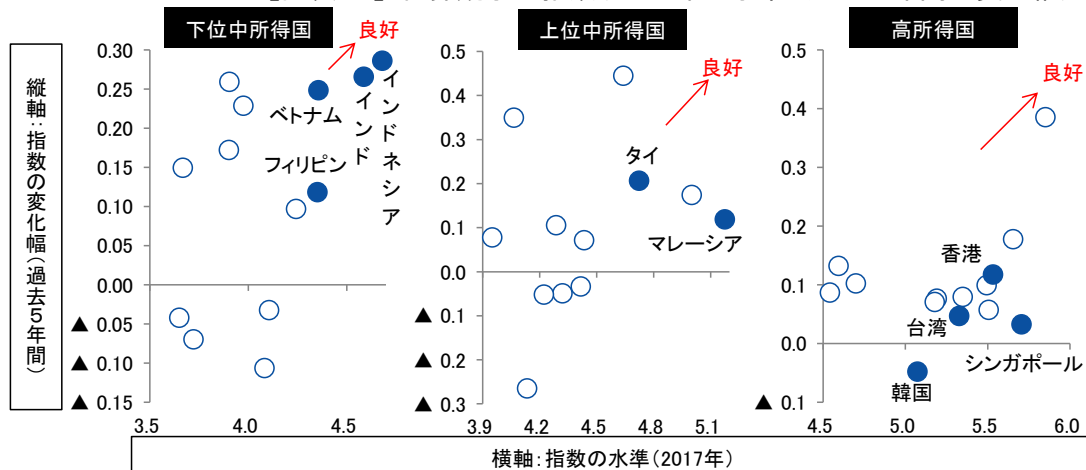
インドは高成長、ASEAN5 はインドネシアとフィリピンを中心に安定成長、NIEs は他の先進国並みに減速へ

上位中所得国のタイとマレーシアでは、目下の成長ドライバーである資本投入への人口ボーナスの追い風は吹かない。したがって、両国とも NIEs に続いて生産性重視の成長パターンへの転換を通じて、高所得国への移行を果たすことが求められる。

中期的な成長要素の第二に、制度環境に注目する。人口動態による労働・貯蓄・投資のポテンシャルを活かすには、労働市場や金融制度、投資環境の整備が重要だからである。また、生産性を向上するためにも、規制緩和や R&D 支援などの改革が重要である。そこで、制度環境の代理変数として、世界競争力指数を分析する。同指数は 100 以上の関連指標を加重平均したもので、発展段階の低い国ほど要素投入関連の指標に重点を置き、発展段階の高い国ほど生産性関連の指標を重視する。以下では、同指数の直近の水準と、変化のモメンタムとして近年の変化幅をみる（【図表 10】）。下位中所得国では、インドネシア、インド、ベトナム、フィリピンが高水準で、かつ近年に向上している。同じ発展段階の国に比べて、改革が奏功し、人口動態が活かされやすい環境が整っているようである。上位中所得国でも、タイとマレーシアは高水準かつ近年に向上し、高所得国入りに向けて生産性が高まりやすい環境にあることが窺われる。一方、高所得国の中では、NIEs の状況は目立って良い訳ではない。

以上より、成長の余地が大きいインドでは、人口ボーナスが活かされて成長率は徐々に高まり、2024 年には+8%台になると予測される。また、ASEAN5 では、現状と同じ平均+5%程度の成長が続くと見込まれる。インドネシアとフィリピンで人口ボーナスが活かされ、その他の国でも制度環境の優位性を背景に成長率は下支えされ则认为られるからである。一方、NIEs は+2%程度に減速し、他の先進国並みにとどまると予想される。

【図表 10】世界競争力指数(2017 年の水準と過去 5 年間の変化幅)



(出所) World Economic Forum よりみずほ総合研究所作成

(注) アジア諸国と、人口が 2,000 万人を超える主な国を比較

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. 日本経済の見通し

2020年代は生産年齢人口の減少テンポが緩やかに

主要な働き手となる生産年齢人口（15～64歳人口）が減少する日本だが、2020年代はそのテンポが一旦緩まる時期にあたる。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あたるためである。さらに高齢者の労働参加が徐々に進み、供給サイドの視点でみると、日本の成長率は当面1%程度で推移する見通しである（【図表11】）。

消費・投資の深刻な調整は回避され、成長継続

一方、需要サイドの視点でみると、日本の実質GDPは消費増税や東京オリンピック・パラリンピック（以下、東京五輪）後に一時的に低下する局面はあるが、消費・投資の深刻な調整は回避され、緩やかな成長が続く見通しとしている。

個人消費は消費増税後に一旦落ち込むが、緩慢ながらも雇用者所得が増加していくことからその後は持ち直し、緩やかに増加していくとみている。ただし、今後高齢単身世帯の増加や二人以上世帯の減少といった世帯構造の変化が消費の下押し圧力として働き、徐々に消費の伸びを抑えるだろう。設備投資は、東京五輪後に一時的な調整が発生するとみるが、生産性向上にむけたAI・IoTなどの投資需要や人手不足を補うための投資が見込まれる。

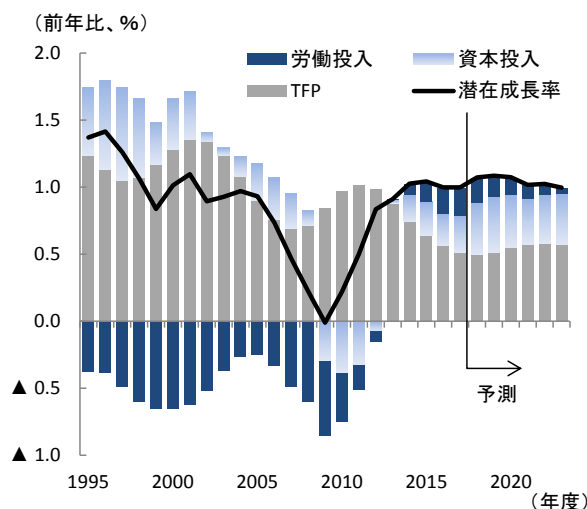
物価の2%目標達成へのハードルは高い

消費者物価（CPI）は消費増税後の需給ギャップのプラス幅縮小や原油価格の低下などを受け、2020年初に一旦低下するものの、その後持ち直す見通しである。ただし賃金上昇が緩やかに留まるなかで、物価の更なる上昇は限られ、日銀の政策目標である2%達成へのハードルは高いとみている。

プライマリーバランスの改善幅は限定的

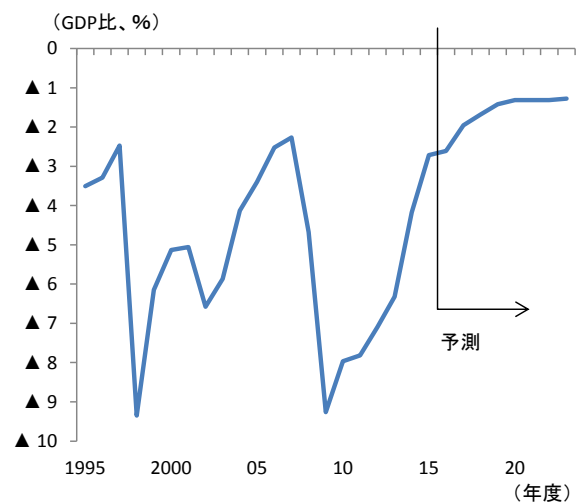
消費増税などにより、2020年度頃までプライマリーバランス（基礎的財政収支）は改善していく見通しである。しかしその後は高齢化に伴う医療・介護支出の増加を受けて、対GDP比の赤字幅縮減は限定的になるだろう（【図表12】）。

【図表11】潜在成長率の見通し



（出所）内閣府資料等よりみずほ総合研究所作成

【図表12】基礎的財政収支の見通し



（出所）内閣府資料等よりみずほ総合研究所作成  
（注）社会保障基金も含んだSNAの一般政府ベース

## 2. 持続的成長に向けた3つの論点

持続的成長に向けた3つの視点

日本経済の持続的成長を考えるにあたって、需要面では、反動減が懸念される東京五輪後の評価、供給面では、人手不足の解消をどう図っていくかという観点が欠かせない。そこで本項では、①東京五輪後の経済、②働き手の確保、③生産性の改善に焦点をあて、見通しや政策方向性を考察したい。

①東京五輪後の反動減は限定的、課題は供給面

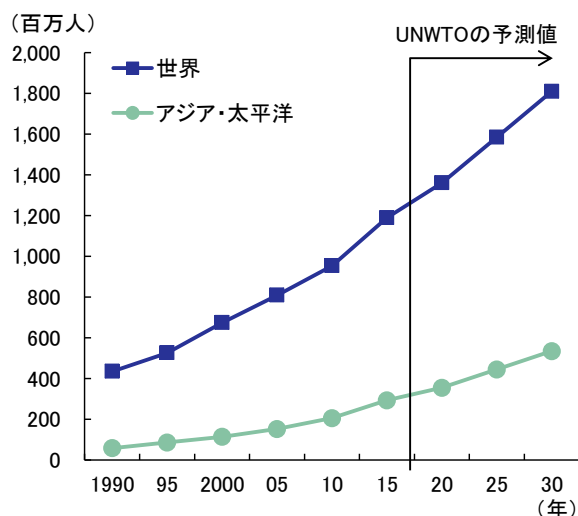
①東京五輪後の経済について、反動減が懸念されるのはインバウンド需要や建設投資だが、その影響は限定的、または一時的とみている。まずインバウンド需要についてだが、過去のオリンピック・パラリンピック開催国の外国人来客数の推移をみると、開催後も増加傾向にあり、懸念されるような落ち込みはみられない。UNWTO の試算では世界の旅行者数はアジア中心に今後も増加する見通しで、インバウンド需要は今後も拡大が期待できよう（【図表 13】）。

建設投資については、東京五輪後に首都圏の投資が一巡し、一時的な調整局面を迎える可能性がある。ただし、首都圏以外の建設投資は先送りされており、東京五輪後にこうした投資が顕在化し、深刻な調整局面入りは避けられるだろう。一方、建設業や宿泊業の従業員数は今後も減少していく可能性があり、潜在的な需要実現に向けては、人手不足という供給面の課題を解決する必要がある。むしろ働き手の確保や、生産性改善が喫緊の課題だろう。

②働き手の確保には、未活用労働力の労働参加に向けた追加的措置が必要

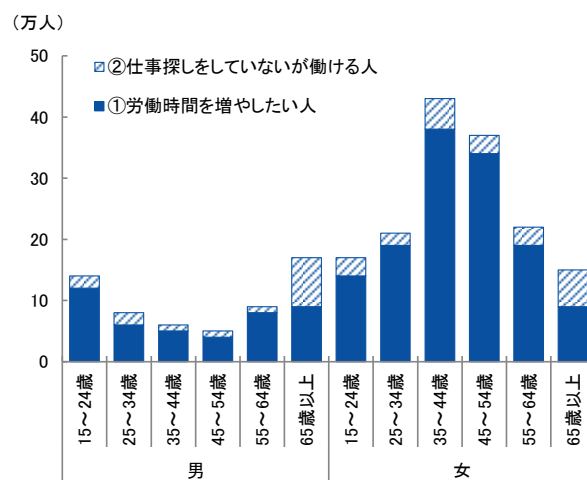
②働き手の確保に向けては、未活用労働力の取込が必要だろう。なお未活用労働者とは、就業者のなかでもっと働きたい人や、求職活動していないが働きたい人を指す。総務省によれば未活用労働力は 200 万人強存在し、女性や高齢者に偏在している（【図表 14】）。こうした未活用労働力の取込には、保育所整備、男性育児休業推進などの子育て支援に加え、場所・時間の多様性を確保していくための勤務形態の柔軟化、さらにはテレワークの普及促進などが必要になるだろう。また職業能力評価制度の整備や、転職・再就職市場の拡大促進など、労働市場の柔軟性を高める措置も求められよう。

【図表 13】世界の旅行者数の見通し



(出所) UNWTO よりみずほ総合研究所作成

【図表 14】未活用労働指標（性・年齢別）



(出所) 総務省資料よりみずほ総合研究所作成

③生産性改善に向け、教育投資の拡充と、IT 利活用に向けた補完的投資が必要

最後に③生産性の改善についてだが、先行研究では労働者の質と労働生産性に正の相関があることが知られており、質の改善に向けた教育投資が重要である。ただし企業の従業員教育については、正規、非正規で差異が確認されるなどの教育格差が存在する。日本全体で労働の質を改善していくためには、正規のみならず非正規労働者に対しても教育投資を促進する必要がある。一方で、企業内対応には限界があるのも事実で、それを補う意味でも、職業能力開発制度の拡充などの措置が求められよう。日本の職業訓練などへの公的支出(GDP 比)は国際比較で低く、改善余地は充分にあると考えられる。

また AI・IoT の利活用促進も生産性を高める上で有効である。2000 年以降の労働生産性の推移をみると情報通信機器や情報通信業などの ICT を生産する業種 (ICT 生産業種) が生産性改善の牽引役となっていた。しかし日本全体の生産性を改善していくためには、それ以外のいわゆる ICT 利用業種の生産性を高める必要がある。AI・IoT への投資に加え、ICT 利活用促進に向けた組織改編や人材育成などの補完的投資を行うことが重要だろう。

【図表 15】日本経済見通し総括表

|                           |             | 2015  | 2016  | 2017  | 2018  | 2019         | 2020         | 2021  | 2022  | 2023  |
|---------------------------|-------------|-------|-------|-------|-------|--------------|--------------|-------|-------|-------|
| 実質GDP                     | 前年度比、%      | 1.4   | 1.2   | 1.6   | 1.0   | 0.8          | 0.3          | 0.7   | 1.0   | 1.2   |
| 内需                        | 前年度比、%      | 1.3   | 0.4   | 1.2   | 1.0   | 0.9          | 0.3          | 0.7   | 0.9   | 1.1   |
| 民需                        | 前年度比、%      | 1.4   | 0.4   | 1.3   | 1.3   | 0.8          | 0.3          | 0.6   | 0.9   | 1.1   |
| 個人消費                      | 前年度比、%      | 0.8   | 0.3   | 0.8   | 0.6   | 0.7          | 0.1          | 0.8   | 0.8   | 0.8   |
| 住宅投資                      | 前年度比、%      | 3.7   | 6.2   | ▲ 0.3 | ▲ 4.0 | ▲ 0.4        | ▲ 7.6        | ▲ 1.5 | ▲ 2.2 | ▲ 3.9 |
| 設備投資                      | 前年度比、%      | 2.3   | 1.2   | 3.1   | 4.5   | 1.9          | 1.0          | ▲ 0.0 | 1.8   | 2.6   |
| 公需                        | 前年度比、%      | 1.1   | 0.6   | 0.9   | 0.1   | 1.2          | 0.5          | 0.9   | 1.0   | 1.2   |
| 政府消費                      | 前年度比、%      | 1.9   | 0.5   | 0.7   | 0.6   | 0.8          | 0.7          | 1.0   | 1.3   | 1.3   |
| 公共投資                      | 前年度比、%      | ▲ 1.6 | 0.9   | 1.5   | ▲ 1.5 | 2.7          | ▲ 0.1        | 0.7   | ▲ 0.1 | 0.7   |
| 外需                        | 前年度比寄与度、%Pt | 0.1   | 0.8   | 0.4   | 0.0   | ▲ 0.0        | ▲ 0.0        | 0.0   | 0.1   | 0.1   |
| 輸出                        | 前年度比、%      | 0.8   | 3.6   | 6.3   | 1.9   | 1.8          | 1.6          | 1.8   | 2.0   | 2.0   |
| 輸入                        | 前年度比、%      | 0.4   | ▲ 0.8 | 4.1   | 2.0   | 2.1          | 1.6          | 1.8   | 1.6   | 1.5   |
| 名目GDP                     | 前年度比、%      | 3.0   | 1.0   | 1.7   | 0.9   | 1.2          | 1.5          | 1.4   | 1.8   | 1.7   |
| GDPデフレーター                 | 前年度比、%      | 1.5   | ▲ 0.2 | 0.1   | ▲ 0.1 | 0.4          | 1.1          | 0.9   | 0.7   | 0.5   |
| 内需デフレーター                  | 前年度比、%      | 0.0   | ▲ 0.5 | 0.6   | 0.6   | 0.9          | 0.7          | 0.3   | 0.1   | 0.2   |
| CPI(除く生鮮食品)<br>(下段:消費税除く) | 前年度比、%      | 0.0   | ▲ 0.2 | 0.7   | 0.9   | 1.1<br>(0.6) | 0.9<br>(0.4) | 0.4   | 0.2   | 0.3   |
| CPI(除く生鮮食品及びエネルギー、除く消費税)  | 前年度比、%      | 1.0   | 0.3   | 0.2   | 0.4   | 0.3          | 0.3          | 0.6   | 0.5   | 0.4   |

(出所) 内閣府、総務省資料等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 有田 賢太郎  
kentaro.arita@mizuho-ri.co.jp

©2018 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り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。