

マクロ経済見通し

（特別寄稿）

内外経済の中期展望

【要約】

- 米欧とも米中貿易摩擦の影響から減速基調にあるが、下押し圧力は徐々に減退し、2021 年ごろから潜在成長率に向け収れんしていこう。保護主義の動きには引き続き警戒が必要な一方、テクノロジーの進化や ESG への官民の対応は成長の押し上げに寄与することが期待される。
- 中国は構造改革で減速が続いており、改革の進展が生産性を高め、長期的な安定成長を実現できるか正念場でもある。その他アジアでは、フィリピン、ベトナム、インドは高成長が期待できる。
- 日本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）後の反動減はあるも、深刻な景気後退は回避されよう。潜在成長率は 1%弱とみるも、労働投入が制約となり徐々に伸びが鈍化するだろう。成長維持には生産性改善が不可欠で、そのためには無形資産投資効果を高める人材投資が必要である。

【図表 1】世界経済見通し総括表

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
	暦年								
世界実質GDP成長率	3.4	3.8	3.6	2.9	3.1	3.3	3.4	3.4	3.4
予測対象地域計	3.5	4.0	4.0	3.3	3.3	3.5	3.5	3.5	3.4
日米欧	1.6	2.3	2.2	1.7	1.3	1.5	1.4	1.4	1.4
米国	1.6	2.4	2.9	2.3	1.8	1.8	1.7	1.6	1.6
ユーロ圏	1.9	2.5	1.9	1.2	1.1	1.3	1.4	1.4	1.4
英国	1.8	1.8	1.4	1.3	1.1	1.2	1.5	1.5	1.5
日本	0.6	1.9	0.8	0.8	0.3	0.7	0.7	0.8	0.8
アジア	6.4	6.2	6.2	5.4	5.5	5.6	5.5	5.4	5.3
中国	6.7	6.8	6.6	6.1	5.9	5.7	5.5	5.2	5.0
NIEs	2.4	3.2	2.8	1.5	1.4	2.1	2.1	2.1	2.1
ASEAN5	5.0	5.3	5.2	4.9	4.9	4.9	4.9	4.9	4.9
インド	8.7	6.9	7.4	5.6	6.6	7.1	7.3	7.3	7.3
その他アジア(中国を除く)	6.1	5.6	5.7	4.5	5.1	5.4	5.6	5.6	5.6
オーストラリア	2.8	2.5	2.7	2.0	1.9	2.0	2.3	2.3	2.3
ブラジル	▲ 3.3	1.1	1.1	0.8	1.8	2.0	2.2	2.2	2.2
メキシコ	2.9	2.1	2.0	0.1	1.0	2.0	2.3	2.3	2.3
ロシア	0.3	1.6	2.3	1.0	1.8	1.5	1.5	1.5	1.5
日本(年度)	0.9	1.9	0.7	0.6	0.5	0.6	0.8	0.8	0.7
為替(円/ドル)	108	111	111	108	107	106	105	104	103

(注) 予測対象地域計は IMF による GDP シェア (PPP) により計算
 (出所) IMF、各国統計より、みずほ総合研究所作成

I. 海外経済

1. 米国

米政権の保護主義により、米経済に悪影響が顕現

現在の米国経済は、米政権の保護主義的な対外政策スタンスによって下押しされる状況にある。2018 年央から発動された中国に対する高関税や、輸出管理及び外資規制の強化など、一連の政策が、米中間の貿易活動は言うまでもなく、経済活動を担う米企業経営者のセンチメントを大きく悪化させており、設備投資を中心として、2018 年の中期展望時の想定を超える悪影響を实体经济に及ぼしている。

追加関税がなければ、2021 年には影響消失

こうした米中間の高関税政策による米国経済への影響は、成長率ベースで見れば限定的である。IMF によれば、米国の実質 GDP 成長率は 2020 年時点で 0.25%pt 押し下げられるにとどまる（【図表 2】）¹。

現在は発表されていない対中制裁関税の追加的発動などが無い限り、2021 年には、米中間の高関税やセンチメントの悪化等による成長率の下押し圧力はほぼ解消される見込みであり、米国経済は、本来の潜在的なトレンドに収れんしていくとみられる。利下げに転じた米金融政策も、緩和的な金融コンディションを通じて、米国経済の回復を支える役割が期待できる。

政策の不確実性が資本ストックの蓄積を阻害。輸出管理規制・対内投資規制も、M&A や企業提携を抑制

しかし、新たな関税措置などが打ち出されなくても、グローバリゼーションに否定的で、先の見通しにくい政策を米政権がとり続ければ、企業経営者は慎重な経営を続けざるを得ない。米国内の設備投資の弱さが続くこととなり、資本ストックの蓄積が遅れ、米国経済全体の効率性（全要素生産性）に悪影響が及ぶ。中国を暗黙のターゲットとした輸出管理規制や対内投資規制によって、米国企業にとって 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りうる。企業にとって、新たなサプライチェーンの構築が完了するには時間がかかり、完了から安定生産に入るまで効率性も上がらないだろう。

大統領選後も保護主義的な風潮が続く公算大

2020 年に行われる大統領・議会選挙後に、米国がグローバリゼーション重視に回帰することはほとんど期待できない。再選後の大統領が保護主義者からグローバリゼーション支持者に転換した例としてクリントン政権が挙げられるが、当時の政策転換には、ルービン財務長官の果たした役割が無視できないと言われる（1995～1999 年。政権発足当初は経済政策担当大統領補佐官と国家経済会議（NEC）委員長を兼務）。トランプ政権や同政権を支えるシンクタンクに、ルービン氏のようなグローバリストは見当たらない。

民主党候補者が大統領選に勝利した場合でも、高関税が見直される可能性はあるものの、主要な大統領選候補者らの発言等を見聞きする限り、トランプ政権時とは形を変えた保護主義的スタンスが続きそうである。

¹ IMF 世界経済見通し（2019 年 10 月）。米国の実質 GDP の「水準」は、米中摩擦がなかった場合（ベースライン）に比べて 2019 年に 0.33%pt、2020 年に 0.58%pt 押し下げられる。2020 年の実質 GDP 成長率への影響は、両者の差として求められる。

米企業は人材不足への対応不可避

米国企業が、こうした政策的不確実性を乗り越えて、新たなフロンティアに対する投資に踏み切る動きは、果たしてどれほど強まるのか。すでに人材不足が深刻化し、先行きも労働力人口の伸びが鈍化すると予想される中（【図表3】）、一部の米企業は、従来であれば採用しなかった低スキル労働者を採用したり、既存労働者を含めた教育・訓練に着手し始めたりしている。

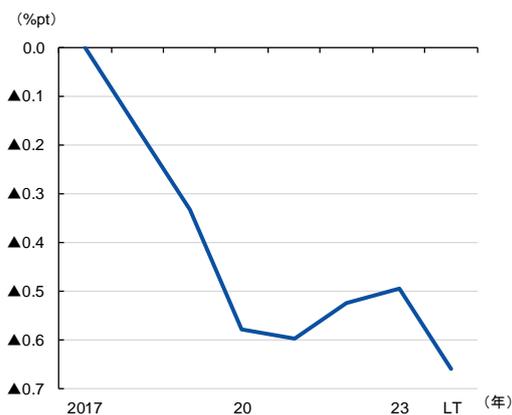
最新テクノロジーが持つ応用可能性と「破壊力」に魅せられる企業

こうした雇用戦略の変化のみならず、米企業には新たな分野への設備投資も期待できる。2018年に指摘したように、AIやIoT、フィンテックなどの最新テクノロジーが急速に普及し始めている。広範な応用可能性があり、ボトルネックへの対応や新たな収益機会の提供、ビジネスモデルの革新をもたらし得る最新テクノロジーに対して、企業間でその利用を競い合う状況が始まっているようだ。

従業員、サプライヤー、地域など広範なステークホルダーへの配慮重視を打ち出す米企業

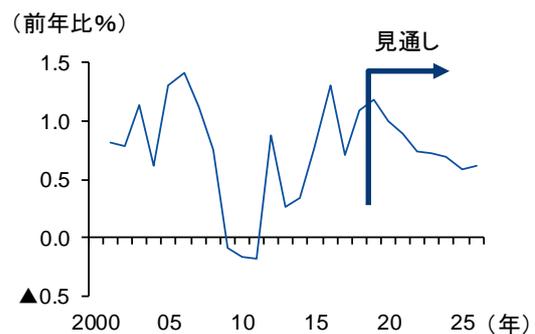
米企業には、競争力・収益力の追求のみならず、「新たな目的」に向けた取り組みも強く求められるようになってきている。2019年8月、米大手企業の経営者団体であるビジネスラウンドテーブル(BRT)は、株主のみならず、「全てのステークホルダー」を尊重する経営へのコミットメントを宣言した。上述したような従業員への投資のほか、サプライヤーへの公正かつ倫理的な対応や、コミュニティの支援、環境保護などが新たな目的としてうたわれている。米国内で極端なリベラル派が力を持ち始め、また、環境・社会・ガバナンス(企業統治)を重視するESG投資がグローバルに拡大していることが、BRTによる宣言の背景にある。こうした取り組みが、米国経済の持続的成長と、分断著しいとされる米国社会の再生に寄与していくことが期待される。

【図表2】米中摩擦による実質GDPへの影響



(注1) 想定されている影響の合計(ベースライン比)
 (注2) LT=Long term の略
 (注3) 2022~2023年の影響緩和は、マインドと金融市場への影響が一巡することを反映しているとみられる
 (出所) IMF(2019/10)より、みずほ総合研究所作成

【図表3】労働力人口の推移



(出所) 米国労働省より、みずほ総合研究所作成

みずほ総合研究所

欧米調査部 小野 亮

makoto.ono@mizuho-ri.co.jp

2. ユーロ圏

減速局面にある ユーロ圏経済

ユーロ圏経済は、2018年以降減速局面にある。英国の合意なきEU離脱懸念や米中通商摩擦の激化などを受けて、ユーロ圏の経済成長をけん引してきた輸出が伸び悩んでいることが主因である（【図表4】）。短期的にはユーロ圏の輸出が伸び悩む状況に大きな変化はないと予想され、2020年のユーロ圏の実質GDP成長率は前年比+1.1%にとどまる公算が大きい。

中期的には潜在 GDP成長率まで 回復

2024年までの中期を展望した場合、外部環境が落ち着きを見せ、ユーロ圏の実質GDP成長率は、同+1%台前半～半ば程度の潜在GDP成長率近傍に収れんとすると予測している。潜在GDP成長率の構成要素のうち労働投入の前年比伸び率は減速していく一方で、資本投入や生産性の上昇が、労働投入の減速を補う構図となると考える（【図表5】）。以下では、①労働投入の減速と、②資本投入及び生産性向上に資する域内投資の先行きについて考察する。

①労働投入は、 就業率上昇が下 支える見通し

ユーロ圏の就業率は堅調に上昇しており、中期的に労働投入を下支えすると考えられる。2014～2018年までユーロ圏の就業率は、毎年0.7%程度上昇し、ドイツは既に76%に達しているが、フランスやスペインは6割台にあり、イタリアは59%にとどまる。年金受給年齢の引き上げや、労働市場改革の実施、教育水準の上昇などが寄与し、中期的にユーロ圏の平均就業率の上昇は、堅調さを維持すると見通している。

人口減少の制約 を受ける労働投 入

しかし、労働投入の伸び率は、高齢化に伴う生産年齢人口の減少による下押し圧力を受けている。欧州委員会は、2019～2024年の間に、生産年齢人口の減少率が前年比▲0.1%から同▲0.3%へと加速していく見通しを立てている。生産年齢人口の減少が、中期的に労働投入の伸びを鈍化させると考える。

移民が想定ほど 増えなければ労 働投入がさらに 減速するリスク

さらにユーロ圏の生産年齢人口には想定以上に減少していくリスクがある。上記の欧州委員会による生産年齢人口の見通しには、移民の増加が毎年前年比+0.3%pt程度寄与することが想定されている。仮に、移民の流入が全くない場合、潜在GDP成長率は毎年ベースシナリオから0.1%pt低下すると予測される。

②ユーロ圏経済 を方向づけるの は域内投資

かかる状況下、ユーロ圏経済は域内投資が進展することで、中期的に底堅く成長すると予測している。ユーロ圏で、中期的な投資ニーズが高まっていると同時に、その投資を促進するための公的支援が準備されているからである。

構造転換のため の投資ニーズ

2020年代は、人手不足への対応など、社会的な構造転換のための投資が、本格的に求められる時期である。環境問題に関しても、EUは2030年の温室効果ガス削減目標を1990年対比▲40%に定めているが、2020年11月の国際会議（COP26）に向けて、フランスやオランダなどから、目標を同▲55%へ強化するよう求める動きがある。2017年時点の削減実績は同▲22%にとどまっており、いずれの目標であっても今後環境関連投資を加速させることが必要であり、中期的な投資促進に寄与すると予想される。

公的支援が域内投資を下支え

域内投資を支えるのが、公的支援である。民間企業だけで上記のような投資を進める場合、そのリスクに見合うだけのリターンが見込まれないことなどが課題となる。中期的な投資では、政策変更リスクなど、投資回収の不確実性が高い。こうした課題に対して、例えば公的ファンドからの企業に対する投融資による支援は、企業の資金調達コストを引き下げることに加え、政府などが投資の当事者に加わるため、政策変更リスクを低減する手立てとなる。

欧州委員会の中期的な投資を促す枠組み「InvestEU」

実際、欧州委員会は、官民合わせて 6,500 億ユーロの投資実現を 2021～2027 年の間に目指す「InvestEU」プログラムを準備している。2019 年 4 月に欧州議会の承認を得た同プログラムにより、欧州委員会は、デジタル化や研究開発、環境性の高いインフラの構築、中小企業支援などの分野で、域内投資を促進していく方針である。年平均投資額は、EU の名目 GDP(2018 年)比 0.6%に及ぶ規模で、相応の大きさである。

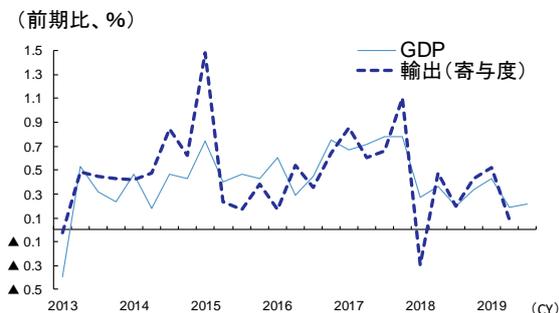
投資促進の実行性が比較的高いと考えられるプログラム

「InvestEU」プログラムの実行性は、同プログラムが高い投資実績を有する「欧州投資計画」の更新プログラムであることから、比較的高いと考えられる。「欧州投資計画」は、2015～2020 年に 5,000 億ユーロの投資実現を目指す計画である。欧州委員会は、同計画を運営する欧州戦略投資基金が、目標投資額の 8 割超の投資案件を既に承認しており、2020 年には計画通り目標を達成するとしている。

個別国でも中期的に投資を促進する計画

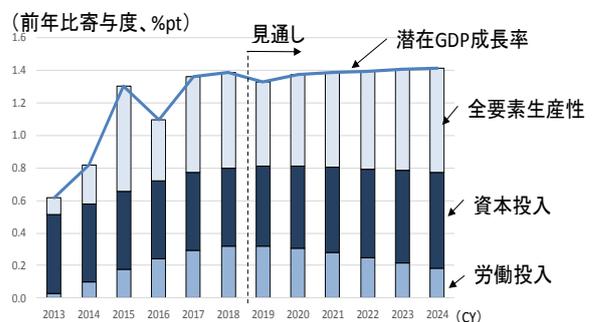
上記のプログラム以外にも中期的な投資を促進する枠組みとして、例えば 2019 年 9 月にドイツ政府は、2030 年に向けた気候変動対策パッケージを提示している。政府が、ドイツ鉄道と共同で 2030 年までに 860 億ユーロ投資し鉄道網の更新・高度化することや、民間企業による EV 充電スタンド設置・EV バッテリー生産を補助していくことなどが盛り込まれている。企業は、こうした国内外の公的支援を組み合わせつつ、投資を進めていくと考えられる。

【図表 4】 ユーロ圏実質 GDP 成長率と輸出寄与度



(出所) Eurostat より、みずほ総合研究所作成

【図表 5】 ユーロ圏潜在 GDP 成長率の内訳推移



(注) 潜在 GDP 成長率は前年比
(出所) Eurostat より、みずほ総合研究所作成

みずほ総合研究所

欧米調査部 山本 武人

takehito.yamamoto@mizuho-ri.co.jp

3. 中国

中国経済は 2018 年初から 2019 年にかけて減速

中国の実質 GDP 成長率は 2018 年 1～3 月期の前年同期比+6.8%をピークに緩やかな低下傾向が続いている。景気減速を受け中国政府は 2018 年夏場以降、緩和的な金融政策や財政政策の積極化(減税、インフラ向け地方債発行の前倒し等)といった景気下支え策を相次いで打ち出し、急速な景気冷え込みは免れてはいるものの、成長率低下に歯止めをかけるには至っていない。2019 年 7～9 月期の成長率は同+6.0% (4～6 月期:同+6.2%)と、2019 年の成長率目標(前年比+6.0～6.5%)の下限まで低下した。

金融規制の強化が 2018 年の景気下押しの一因に

2018 年以降の景気減速をもたらした要因の一つとして、金融規制の強化が挙げられる。2018 年 3 月の全国人民代表大会では、成長率の減速を容認し、サプライサイド構造改革に注力するほか、2018 年から 3 年間の重点課題として金融リスクをはじめとする重大リスクの防止を掲げ、シャドーバンキング規制の強化や地方政府の隠れ債務問題への対応を進めた。その過程で、貸出金利の上昇や民営・小規模零細企業の資金調達困難化に加えて、地方政府のインフラ事業向け資金の不足が生じ、固定資産投資が低迷した。さらに、米中摩擦の激化による輸出下振れ懸念も強まったことが、中国政府に景気下支え姿勢への転換を促した。

米中摩擦の悪影響は、2020 年まで続く想定

米中貿易摩擦による中国経済への影響については、短期的には米国による対中制裁関税第 1～4 弾による輸出下押し、及び投資の様子見姿勢が 2020 年まで続く見込まれる。IMF の世界経済見通し(2019 年 10 月)でも、米中貿易摩擦による中国実質 GDP への下押しは 2020 年にかけて拡大(成長率が低下)し、2021 年以降は縮小すると推計されている。

短期的には景気安定を優先するも、2020 年以降は構造改革の進展が成長率を下押し

短期的には景気安定のため金融・財政による下支えを強めざるを得ない状況にあるものの、中期的には、成長率の減速を容認しつつ、構造改革を緩やかに進める方針が続くとみられる。中国経済にとって過剰資本ストックや過剰債務問題が深刻であることに変わりはない。一定の前提の下に試算した、2018 年の資本ストックの過剰感(2008 年以前の資本係数のトレンドからの乖離)は GDP 比 33%と、2017 年から 1%pt 上昇した(【図表 6】)。また、2019 年 3 月末の総債務残高の GDP 比は 259.4%と、1 年ぶりに上昇に転じている。両者ともリーマンショック後の 4 兆元景気対策以降の急激な上昇には歯止めがかかったものの、成長率が鈍化する中で調整が進みにくくなっている。2020 年代に入っても構造調整圧力は残存し、成長率の下押しが続く可能性が高い。

グローバルサプライチェーンの再編が進めば、中期的に中国経済の下押しとなるおそれも

さらにリスク要因として、米中貿易摩擦が長期化して中国を中核の一つに据えるグローバルサプライチェーンの再編が生じ、中国の輸出や投資に中期的に悪影響を及ぼすおそれが挙げられる。実際、米国による対中制裁対象品目について、中国の対米輸出動向を詳細にみると、輸出代替とみられる動きが急拡大しており、かつ中国以外で生産拠点の新設を伴う対米輸出増が生じている可能性がうかがわれる。例えば、輸出代替の動きを近似する指標として、米国による対中制裁第 1～3 弾対象品目について、一定期間に「中国からの対米輸出が減少し、同時に中国以外の国の対米輸出が拡大した」品目の、対米

輸出全体に占める比率（中国輸出金額ベース）をとろう。この輸出代替率は【図表7】に示す通り、2014～2018年までは概ね10%代前半であったが、2019年1～6月には48%と急上昇した。こうした輸出代替とみられる動きの中には既存生産設備の稼働率引き上げにとどまらず、設備新設を伴う生産移管とみられるケースも含まれている可能性がうかがわれた。一旦設備新設を伴う生産移管が行われれば、投資コスト回収等の観点から一定期間は移転先で稼働を続けるとみられ、影響が長期化すると考えられる。

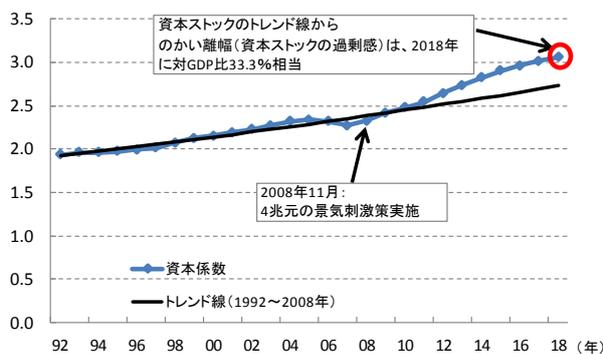
構造改革を進め
生産性上昇を実現
できれば長期的な
成長力を底上げ

一方で、米中貿易摩擦が、中国の構造改革や効率的な資源配分を促す方向で作用することも考えられる。中国の生産年齢人口はすでに減少局面に入っており、生産拠点の海外移転は合理的な動きでもある。世界銀行と国務院発展研究センターの共同研究によれば（「Innovative CHINA」、2020年9月）、中国が全面的な構造改革を進めて国際競争力を高め、生産性向上を図ることが出来れば、構造調整が進まなかった場合に比べて、2021～30年の平均成長率を+1%PT強、2031～40年は+2%強、引き上げられると試算している。

成長率は2020年
に+6%を下回り、
その後緩やかに
低下

以上を踏まえると、中国経済の成長率は2020年に前年比+5.9%と6%を下回り、2021年から2024年にかけて5%台で緩やかな減速が続くと見込まれる。ただし、米中貿易摩擦が長期化しサプライチェーンの再編が進んだ場合には、投資への悪影響を通して成長率を押し下げるリスクがある。米中貿易摩擦をむしろ利用して国内の構造改革を加速させ、こうした悪影響を緩和するとともに長期的な安定成長につなげることが出来るか、2020年代は中国にとって正念場となるだろう。

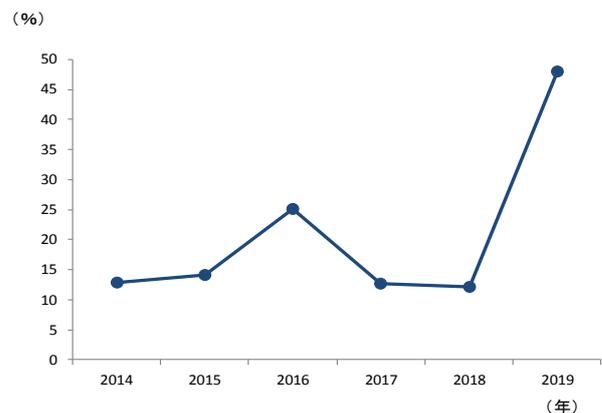
【図表6】 資本ストックの過剰感（資本係数）



(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

(出所) 中国国家统计局より、みずほ総合研究所作成

【図表7】 対米輸出における第三国への輸出代替率試算



(注) 米国による対中制裁第1～3弾対象品目を対象とした場合の試算

(出所) 米国商務省より、みずほ総合研究所作成

みずほ総合研究所

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

4. 中国を除くアジア

NIEs の成長率は緩やかに低下

韓国、シンガポールの2カ国、および台湾、香港の2地域から構成されるNIEsは、IMFの分類によればすべてが先進経済であり、とりわけシンガポールは世界でも最先進国の1つである（【図表8】）。成長余力は、それほど大きくないとみらるべきだろう。人口動態上も逆風が吹いており、韓国、台湾、香港については今後、日本以上に生産年齢人口の減少圧力に直面する（【図表9】）。積極的に外国人労働者を受け入れてきたシンガポールも、賃金抑制や不動産価格上昇などの弊害が大きいとして有権者が反発したことから、今は受け入れを抑制している。以上のような状況下、経済は既に低成長の時代に移行した。

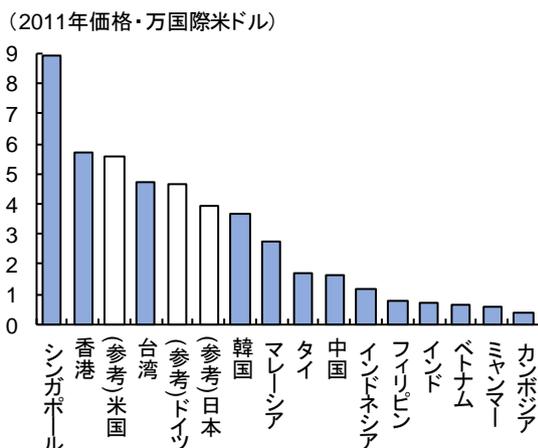
NIEs の当面の成長率は2%程度を維持

もともと、当面のNIEsの成長率は、低下しつつも2%程度は維持できるとみている。NIEsの政府は、研究開発投資拡大、教育水準の向上、規制緩和、高度なインフラ整備など、生産性引き上げのための取り組みを強力に推し進めている。また、財貨・サービスの輸出基盤は強固であり、今後も周辺国の成長を取り込んでいける可能性は高い。

香港の政治不安は成長率を下押しする可能性

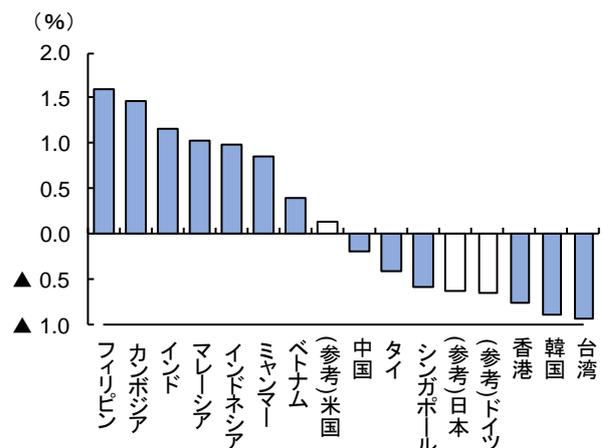
なお、香港では政治不安から先行き不透明感が高まっている。2019年4月に政府が議会に提出した逃亡犯条例改正案に反発する大規模なデモが発生し、国内経済が混乱しているためである。その後政府は同案を撤回したものの、デモ隊側は普通選挙の実施などを要求し、膠着状態が続いている。デモがいったん終息したとしても、今後もこうした混乱が起こる可能性は否定できず、企業の設備投資意欲は高まりにくいとみられる。このため今回の政治不安は、成長率を中長期にわたっていくらか下押しすることになる可能性がある。

【図表8】アジア諸国の1人当たりGDP
（購買力平価ベース、2018年）



(出所)IMFより、みずほ総合研究所作成

【図表9】アジア諸国の生産年齢人口増加率
（2019～2028年平均）



(出所)国際連合より、みずほ総合研究所作成

ASEAN5 全体では、成長率は横ばい

ASEAN5(インドネシア、タイ、マレーシア、フィリピン、ベトナム)をみると、購買力平価ベースでみた1人当たりGDPは、頭一つ抜け出しているマレーシアを除いて先進国の水準にはまだまだ遠く、経済成長の余地は依然大きいようにみえる。ASEAN5カ国を合計すると、5%程度の成長が続くと予測する。ただし、高い経済成長を持続できるかどうかは、個別国の状況により異なるだろう。

インドネシアの成長率は横ばい

インドネシアでは、現在のジョコ政権発足当初にインフラ整備や規制緩和などを重視する方針が打ち出されたことから、これによって成長が底上げされるとの期待が高まった。しかし、財源不足や既得権者の反対などから、これらを推進しようという政府の姿勢はややトーンダウンしている。この結果、輸出産業の誘致・育成と、それをばねにした貿易自由化の面で、周辺国に立ち遅れている。成長率は、現在の5%程度という水準が、しばらく続くことになりそうである。

タイの成長率はゆっくりと低下

タイでは、2019年に生産年齢人口の減少が始まったことに加え、人的資本の育成で後れを取っており(【図表10】)、高度人材不足に直面している。このため、経済成長について楽観できる状況にない。2019年の成長率は3%程度とみているが、今後ゆっくりと低下していくだろう。

マレーシアの成長率は4%程度

マレーシアも、やはり高度人材の不足に直面している。ただし、生産年齢人口が依然増えていることや、国内に天然資源が豊富なことなどが、タイとの比較で強みになっている。成長率は4%程度をキープできるとみている。

フィリピンには人口動態の追い風

フィリピンでは、人口動態上の強力な追い風が吹いている。治安改善、規制緩和、間接税増税を背景とするインフラ整備・法人減税といった現政権の政策も、成長持続に資するだろう。発展段階が依然低いことから、高度人材不足は相対的に小さな問題にとどまっている。当面、6%以上の成長を続けることは十分可能とみている。

ベトナムの成長率は徐々に低下

ベトナムは、貿易自由化によって労働集約製品の輸出拡大に成功し、経済は堅調に拡大している。生産年齢人口の伸びが鈍化するため、成長率は徐々に低下するだろうが、それでも6%以上の水準をキープできるであろう。

インド経済は持ち直し、平均7%台の成長を維持

インドの2014年以降の成長率を振り返ると、最も低かった2017年においても6.9%とかなり高水準であり、当面高成長が続くと予測が多かった。ところがインド経済は、2019年に急減速して通年の成長率は5%台まで低下したとみられる。経済失速の主因は、①5月の総選挙で経済改革に前向きな与党連合が過半数割れに陥るとの懸念が生じたことに伴う投資手控え、②干ばつ、③大手ノンバンク数社の経営破綻に伴う信用収縮、という3点であった。

インド経済については先行き不透明感があることは間違いないが、過度な心配は必要ないと考えている。そう考える理由は以下のとおりである。

第1に、景気を下押ししてきた要因は、ノンバンク問題を除けば一時的現象である。結果的に与党連合は総選挙で大勝し、干ばつはすでに収束し、影響は薄れている。

第2に、現在のモディ政権は、経済成長を実現するための改革を強力に推進してきた。例えば、就任直後の2014年には、製造業の振興を図る産業政策で

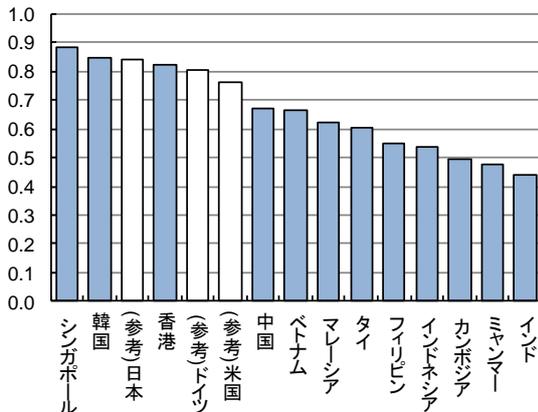
ある“Make in India”を発表し、25 の優先分野を指定した（【図表 11】）。また、2017 年には地域によりばらばらであった間接税の一本化を実現。世界銀行の「ビジネスのしやすさ指数」は、2015 年版では世界 189 カ国中 142 位であったが、2019 年版では 190 カ国中 77 位に上昇した。総選挙で与党連合が大勝したこともあり、さらなる改革の推進も期待できる。

第 3 に、生産年齢人口の増加率は当面高い。人口動態の面からは、強い追い風が吹いていると言っていいだろう。

以上の状況から、インド経済については楽観的にみている。中長期的にみて、7%超の平均成長率を実現していくことは十分可能だろう。

もともと、ノンバンク問題の行方には注意が必要である。経営不振は、大手ノンバンク数社の問題ではなく、業界全体に広がっているとの見方もあり、破綻が相次げば金融システムに深刻な悪影響が及ぶおそれがある。この問題については、当面注視しなければなるまい。

【図表 10】アジア諸国の人的資本指数
(2018 年)



(注) 数字が大きいほど衛生状態が良好かつ基礎教育が充実していることを示す。台湾は調査対象外
(出所) 世界銀行より、みずほ総合研究所作成

【図表 11】 Make in India の 25 重点分野

自動車	鉱業
自動車部品	石油・ガス
航空	製薬
バイオテクノロジー	港湾・水運
化学	鉄道
建設	再生可能エネルギー
防衛製造	道路・高速道路
電機	宇宙
電子システム	繊維・衣類
食品加工	地熱
IT・BPM	観光
皮革	ヘルスケア
メディア・娯楽	

(出所) makeinindia.com 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 稲垣 博史
hiroshi.inagaki@mizuho-ri.co.jp

II. 日本経済

1. 消費増税・東京五輪後の反動減はあるが深刻な景気後退には至らず

消費増税、東京五輪後の反動はあるが、低迷の長期化は避けられる見通し

世界経済の減速、米中貿易摩擦に伴う輸出の低迷と、生産活動への波及を受け、日本経済は減速傾向にある。先行きについても、国内の雇用環境は底堅いものの、2019年10月に消費税が10%に引き上げられたことにより、消費の低迷の長期化が懸念されている。さらに、2020年の東京五輪開催にむけて進められた建設投資が一服することで、その後投資が長期に低迷するのではないかという声もある。ただ下記の理由から、消費増税、東京五輪後の反動減はあるものの、低迷の長期化は避けられる見通しである（【図表12】）。

軽減税率等の対策が所得の押し下げや、節約志向上昇を抑制

まず消費増税については、前回（2014年）と異なり、大規模な所得支援策が打ち出されている。食品等への軽減税率の適用、幼児・高等教育の無償化、ポイント還元、住宅・自動車取得支援などの対策により、増税による実質可処分所得の押し下げ幅は0.2%pt程度にとどまったとみている（前回の増税時は約3%pt押し下げ）。

【図表12】日本経済見通し総括表

		2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
		年度								
実質GDP	前年比、%	0.9	1.9	0.7	0.6	0.5	0.6	0.8	0.8	0.7
内需	前年比、%	0.1	1.5	0.8	0.9	0.2	0.6	0.8	0.8	0.7
民需	前年比、%	▲0.1	1.8	1.1	0.5	▲0.0	0.5	0.7	0.7	0.6
個人消費	前年比、%	0.0	1.0	0.4	0.1	0.0	0.8	0.6	0.5	0.4
住宅投資	前年比、%	6.3	▲0.7	▲4.3	1.4	▲4.9	▲1.4	▲2.0	▲3.4	▲3.4
設備投資	前年比、%	▲0.5	4.6	3.5	1.9	1.2	0.0	1.3	1.8	2.0
公需	前年比、%	0.7	0.6	▲0.1	2.2	1.1	0.8	1.1	1.0	1.0
政府消費	前年比、%	0.7	0.4	0.9	1.9	0.7	1.2	1.4	1.2	1.1
公共投資	前年比、%	0.6	0.5	▲4.0	3.6	2.6	▲0.9	0.1	0.3	0.3
外需	前年比寄与度、%Pt	(0.8)	(0.5)	(▲0.1)	(▲0.3)	(0.3)	(0.0)	(▲0.0)	(0.0)	(▲0.0)
輸出	前年比、%	3.6	6.5	1.6	▲0.9	2.9	1.1	1.2	1.4	1.4
輸入	前年比、%	▲0.9	4.0	2.2	0.5	1.2	0.9	1.4	1.2	1.5
名目GDP	前年比、%	0.7	2.0	0.5	1.2	1.1	0.9	1.0	1.1	1.0
GDPデフレーター	前年比、%	0.7	2.0	▲0.1	0.5	0.6	0.3	0.2	0.3	0.3
内需デフレーター	前年比、%	▲0.2	0.1	0.5	0.4	0.5	0.3	0.2	0.2	0.1
生鮮食品を除く消費者物価	前年比、%	▲0.2	0.7	0.8	0.7	0.6	0.6	0.4	0.4	0.5
"（除く消費税・教育無償化）	前年比、%	-	-	-	0.5	0.5	-	-	-	-
生鮮食品・エネルギーを除く消費者物価	前年比、%	0.3	0.2	0.3	0.6	0.5	0.4	0.4	0.5	0.5
"（除く消費税・教育無償化）	前年比、%	-	-	-	0.5	0.4	-	-	-	-

（注）網掛けは予測値

（出所）内閣府資料等より、みずほ総合研究所作成

軽減税率やポイント還元は家計の節約志向の高まりを抑える効果も期待される。消費者庁の調査に基づくと、消費者が物価動向を肌で感じる（体感物価）のは特に食品価格である。軽減税率やポイント還元は食品価格の上昇を実質的に抑える効果があり、節約志向の高まりによる消費低迷リスクは軽減されるとみている。

また、今回の増税前の自動車の駆け込みは前回増税時に比べれば限定的であった。家電や非耐久財では相応の駆け込みが確認されたため反動減は短期的には生じるものの、上記の所得支援策や節約志向上昇の抑制もあり、消費が長期に低迷する可能性は低いとみている。

東京五輪後の反動減の影響はあるが、大幅な調整は避けられるとの見方

次に東京五輪に関してだが、東京五輪に向けた東京都の再開発が進んでいるものの、人手不足の関係で他の地域の建設投資は先送りされている。先送りされた投資が東京五輪後に実施されていくこと、また首都圏においても2021年以降の再開発案件が一定程度あることから、反動減の影響はあるものの、大幅な調整は避けられると考えている。

また、東京五輪に関しては、東京五輪開催後にインバウンド需要が減退するという声もあるが、そうした懸念も小さいとみている。過去の開催国をみても東京五輪後にインバウンド需要が低下する明確な動きはなく、外国人観光客の東京五輪後の減少に対する過度な警戒は不要とみている。

以上のように消費増税、東京五輪後の反動減はあるものの、短期的であり深刻な景気後退には陥らないとみており、2021年度以降の日本経済は回復に向かっていくと考えられる。

2. 徐々に労働投入が経済成長の制約要因に

労働時間低下から、労働投入の伸びは徐々に鈍化

一方で、高齢化率が世界第一位である日本は1995年をピークに生産年齢人口（15～64歳人口）の低下が続いており、人手不足が経済成長の制約要因になるとの懸念が根強くある。しかし、今のところ女性や高齢者の労働参加が進み、2015年頃から労働投入の伸びはむしろプラス圏で推移している。

2025年度に年金支給開始年齢が65歳になることなどに鑑みると、高齢年齢層（55～64歳人口）での労働参加率の上昇が今後も期待されよう。また残業規制や人手不足への対応、IT技術の進展などから、柔軟な働き方ができる環境整備が企業サイドで徐々に進んできており、これまで労働参加できなかった女性の労働参加余地もありそうだ。そのため予測期間中の労働力人口は緩やかではあるが、増加していくと考えられる。

ただし、今後の労働参加者は、子育てや介護等をしながらか労働参加を行う層、あるいは体力的にフルタイムでの労働参加が難しい層が増えていくことが想定され、労働時間の制約を受ける可能性が高いとみている。以上を踏まえると、労働投入（労働人口×労働時間）の伸びは徐々に鈍化し、2020年代半ばに

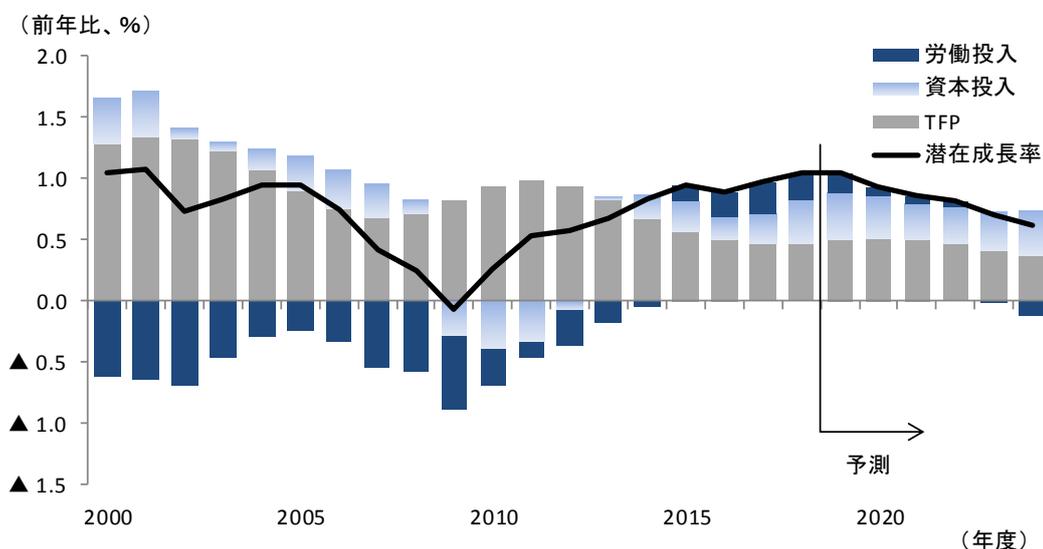
期待成長率が高
まりに欠くなか、
資本投入の伸び
の改善幅は限定
的に

かけて、徐々に成長の制約要因になってくると考えられる（【図表 13】）。

また労働投入とともに経済成長の重要な要素である資本投入（機械設備等のストック）に関しては 2021 年度にかけて伸びが減速していくものの、大幅な調整は避けられ、2022 年度以降は持ち直していくとみている。ただし、日本の期待成長率が高まりに欠く中では、設備投資の急激な伸びは想定しがたく、資本投入の伸びの改善幅は限定的になるだろう。

以上から成長の巡航速度といわれる潜在成長率は概ね 1%弱になるとみており、予測期間後半にはその伸びも徐々に鈍化していくとみている。GDP 成長率も潜在成長率近傍に収れんしていくだろう。

【図表 13】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

3. 生産性改善には無形資産投資効果を高めるための、人材への投資が必要

無形資産投資の
投資効果をどう
高めるかがカギ

上述が日本経済の中期見通しだが、労働投入の低下がいずれ避けられない事象であるとすれば、日本の成長率を中長期的に維持拡大していくためには、やはり生産性改善が不可欠だろう。

生産性改善の手段としてよく取り上げられるのは、IT 投資による省力化や付加価値拡大、R&D 投資などによるイノベーション向上といった、いわゆる無形資産投資であり、内外の実証研究でも効果の有効性が指摘されている。

IT 投資に関しては、人手不足による省力化ニーズの拡大やディープラーニングなどの実装技術の普及も相まって、マクロ全体で見れば増加傾向にある。

ただし、企業単位で見ると、積極的に投資する企業と消極的な企業に 2 極化しており、その傾向は製造業では中堅以下企業で、非製造業では大企業・中小企業ともに顕著になっている。

R&D 投資に関しては、日本は米中に次ぐ世界第 3 位の規模にあり、GDP 比で見れば日本は米中を上回っている。ただし、日本の R&D 投資の対 GDP 比は 2000 年代後半から徐々に低下しており、米中との差は縮まってきている状況だ。また R&D 投資効果が日本は相対的に低いという指摘もある。

背景にあるのは開発人材に加え、投資判断・活用できる人材の不足

こうした投資動向や投資効果の背景の一つには人材面に課題があるようだ。IT・AI の開発人材の不足もさることながら、IT・AI や R&D の特性・意義を理解し適切な投資判断を行い、また創出された技術・製品を適切に活用できる人材層（主に管理・経営層）が不足していることが、投資しない企業の存在（判断できないので投資しない）と、生産性の改善幅の弱さ（適切に活用できないので付加価値が創出されない）に繋がっているようである。上記のような人材層の能力強化が、本質的に生産性改善を図るうえでは重要になるだろう。

生産性改善に向けては、無形資産投資拡大とともに、人的投資の拡大を促進する政策が必要

人的資源の投資は企業の生産性向上や競争力強化の観点から、民間企業主体で本来進められるべきものである。ただし、実証研究では企業内人材が高齢化すると、投資回収期間が短くなるため、企業が人材への投資に慎重になることが指摘されており、こうした課題がすでに顕在化している可能性がある。人的資源投資については、企業の自助努力に任せるだけではなく、政策的な支援を行っていくことが必要だろう。

なお、国際比較で見ると、企業の教育訓練費割合（対労働費用比）、公的職業訓練などの公的支出割合（対 GDP 比）はともに、日本は相対的に低い水準にある。見方を変えれば、企業・政府ともに他国と同水準まで引き上げるだけの、増加余地はありそうだ。

生産性改善に向けては、無形資産投資を促す政策とともに、民間企業の人的投資、あるいは個人の能力強化を促す政策をあわせて行っていくことが重要だろう。

みずほ総合研究所

経済調査部 有田 賢太郎
kentaro.arita@mizuho-ri.co.jp

©2019 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。