

特集 内外経済の中期展望

I. エグゼクティブサマリー

1. グローバル経済の中期見通し概要

(1) 主要地域別のシナリオ

金融危機後の治癒過程にあるグローバル経済は、現下の欧州債務危機の深刻化にみられるように、いまだ正常化・安定化に至ることなく、むしろ一段と不透明さを増しつつある。こうした不透明、不安定な状況は、なお当面の間持続すると見込まれる。本中期見通しの対象期間である2011年から2016年のうち、とりわけその前半にあたる2013年頃までの期間においては、大きな経済金融市場の混乱を招くリスクを秘めた状況が続くことになると予想される。

本中期見通しにおけるグローバル経済の基本シナリオを表すメッセージ・キーワードのひとつは、「アメリカに頼れない時代」である。今次金融危機を引き起こす遠因ともなった、2000年代のグローバルな信用バブルの裏側には、米国における借金依存の多消費型経済と経常赤字の累増、他方で米国から稼いだ黒字によって米国にファイナンスし続けた世界、そしてその結果としてのグローバルな経常収支不均衡の持続不能な拡大という構図があった。2007年以降、その歪みの巻き戻しが進む中で金融危機が発生し、危機の震源地である米国は今、バブル崩壊後のバランスシート調整過程にある。

米国では、住宅市場のストック調整にいまだめどがつかず、調整終了までになおかなりの期間を要する公算である。住宅価格の緩やかな下落が続き、家計のバランスシート調整圧力による消費の弱さが、本見通し期間を通じて米国経

済を下押しし続けることになるであろう。加えて金融危機後に「カンフル剤」として景気下支えに寄与した財政政策も、今後、特に見通し期間の前半においては緊縮措置によって経済にとって厳しい逆風へと転じることになる。「住宅市場の調整」、「家計のバランスシート調整」、そして「財政バランス（赤字）の調整」という三つの調整圧力によって、米国の成長率は2014年頃まで1%台の低空飛行が続き、2%台の成長を取り戻すのは2015年以降になると予想する。このため金融政策が出口（緩和解除）に踏み込めるのは早くとも見通し期間後半になろう。

一方、債務問題が風雲急を告げつつあるユーロ圏について、本見通しにおいては、高債務国への支援が漸進的に継続され、リーマン・ショックに匹敵するような金融市場の大混乱が発生することは回避されると想定している。2016年までの本見通し期間を通じて、ユーロ圏は債務問題の調整過程が続くことになるとのシナリオである。もっとも、前述の通り、これから1~2年の間に深刻な金融システム危機が再発するリスクは決して無視できず、回避のための政策協調の成否が中期的なグローバル経済の方向性を大きく左右しかねない重要なファクターとなるであろう。

ユーロ圏の実体経済については、短期的に2012年の前半にかけて景気後退（リセッション）が避けられず、その後の回復もまた極めて脆弱なものとなるだろう。財政上の問題が小さく輸出競争力もあるドイツなど北部諸国の緩やかな成長が域内成長率を下支えする一方で、緊縮措

置を強いられる南欧等の高債務国の低成長が足を引っ張ることになる。域内経済の二極化構造が続くなかで、ユーロ圏全体としては0%台の成長が2012年、2013年と続いた後、成長率は徐々に高まるものの2016年においてもせいぜい1%台半ば程度にとどまると予想する。

アジア諸国の成長率は相対的にみれば高めの推移が続き、世界経済全体にとって相応の下支え役となることが期待される。もっとも本見通し期間の前半においては、欧米の成長率が大きく鈍化することから、輸出環境の悪化によってアジアの成長率も落ち込みを余儀なくされよう。また、インドやインドネシアなど一部の国を徐き、多くの国でいわゆる人口ボーナス期が終焉（＝従属人口比率が上昇に転じる）を迎えることから、成長の勢いは次第に緩やかなものになっていくだろう。高成長が続く中国についても、成長率は緩やかに低下に向かうと予想する。2013年頃までは投資の持続が成長を支えるが、2014年以降は次第に投資の息切れが明らかになってくるだろう。本見通し期間は投資主導

型経済から消費主導型経済への転換の過渡期と位置付けられる（図表1）。

(2) 経常収支バランスは縮小均衡型の改善へ

以上のようなシナリオの下、特に欧米の低成長化の影響によって世界全体の成長率も相応のシフトダウンを余儀なくされよう。本見通し期間における世界経済成長率は、金融危機前の5%代には遠く及ばず、せいぜい3%台での推移が続く。2012～13年にかけては、かろうじて3%成長を維持できる程度の低成長となり、その後2016年までの見通し期間後半においても3%台半ば程度の成長にとどまろう。

この結果、世界の経常収支不均衡は徐々に縮小に向かうが、これは欧米低成長化による世界の成長鈍化の下での「縮小均衡型」のバランス改善でもある。このため、成長のけん引役の押し付け合いなど、政治的な摩擦が生じるリスクが高まることになるだろう。

図表1：グローバル経済の地域別シナリオ

●米国経済	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 三つの調整圧力の下で低成長が持続 ⇒ 世界はアメリカに頼れない時代に <ul style="list-style-type: none"> ◆ 住宅市場のストック調整 ◆ 家計のバランスシート調整 ◆ 財政バランス調整 ➢ 金融政策の出口（緩和解除）は早くとも見通し期間後半にずれ込み
●欧州経済	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 域内経済の二極化構造が続く <ul style="list-style-type: none"> ◆ 緊縮財政下で高債務国（被支援国）の低成長持続 ➢ 債務問題は漸進的な支援持続 <ul style="list-style-type: none"> ◆ 支援規模や機能は徐々に拡大、ただし政策決定は遅れがちに
●アジア・中国経済	<ul style="list-style-type: none"> ➢ NIES・中国など中進国と、後発国の二極化が進む <ul style="list-style-type: none"> ◆ 中国は投資主導から消費主導への過渡期に ◆ 中国・NIESともに人口ボーナス期が終焉 ◆ ASEAN 後発国とインドは高成長維持

(資料) みずほ総合研究所

2. 日本経済の中期見通し概要

(1) 全体感

本中期見通しの対象である2011年度から2016年度の期間中、過去10年と比べると世界経済全体が低めの成長にとどまり、外需による成長率の押し上げはあまり期待できない。

加えて、国内では人口が緩やかに減少して高齢化が進行する影響が出始めるため、個人消費をはじめとする国内需要の伸びも高まりにくくなる。好況時でも2%を超える成長は難しくなり、見通し期間中の平均的な成長ペースは、消費税率引き上げがなかった場合で1%台前半と予測している。

消費税率の引き上げによって見通し期間後半の成長率には下押し圧力がかかる。本中期見通しでは、消費税率について2014年度に2%、2016年度に3%引き上げられることを前提とした。消費税率引き上げの前年（2013・15年度）には駆け込み需要が発生して成長率を押し上げる一方、税率引き上げがあった年（2014・16年

度）については駆け込み需要の反動と物価上昇による実質可処分所得の目減りによって成長率が押し下げられる。消費税率引き上げに伴う変動を均した、見通し期間中の実質 GDP 成長率は年平均1%程度にとどまる見通しである。

国内の貯蓄投資バランスは現状、政府部門が大幅な投資超過（赤字）となる一方、家計・企業が黒字となっている。消費税率引き上げなどによって見通し期間の後半にかけて政府部門の赤字が大きく縮小する一方、家計・企業部門は黒字幅が小さくなる見通しである。それでも、政府部門が赤字、家計・企業部門が黒字という基本的な構造は変わらないであろう。

GDP ギャップは2016年度時点でも2%程度のマイナス（供給超過）となる。消費者物価はゼロ近傍にとどまり、明確なデフレ脱却には至らないであろう（図表2）。

(2) 部門別見通しの概要

見通し期間中の海外経済には、リーマン・ショック前のような高成長は望めず、日本の輸

図表2：日本経済のシナリオ

成長率	生産年齢人口の減少に伴って労働投入量が減少する中、見通し期間中の平均的な成長ペース（消費税率据え置きの場合）は1%台前半。消費税率の引き上げにより、やや低下
外 需	欧米向け輸出が伸び悩む中、輸出は新興国向けを中心に緩やかに拡大。交易条件の悪化もあり貿易黒字は伸び悩むが、所得収支黒字の増加により、10兆円超の経常収支黒字が継続
家計部門	労働力人口の減少・高齢化により名目賃金は徐々に上昇。個人消費は緩やかな拡大を見込むが、消費税率引き上げにより2014・16年度は減少。世帯数が緩やかに減少する中、住宅投資は横ばい圏で推移（消費税率引き上げに伴う駆け込み需要で増減）
企業部門	設備投資は中期的に拡大局面。ただし、少子高齢化を背景に国内需要に対する期待成長率が大きくは高まらないため、引き続きキャッシュフローの範囲内での投資にとどまる見通し
政府部門	復興需要は2012年度でピークアウト。消費税率引き上げ（2014年度+2%、2016年度+3%）により、プライマリーバランス赤字の2010年度比半減は2016年度に達成
物 価	デフレギャップは2016年度時点でも解消せず。米国基準コア CPI、コア CPI（いずれも消費税率引き上げの影響を除く）はゼロ近傍で推移

（資料）みずほ総合研究所

出拡大ペースは過去10年に比べて緩やかなものとなる。内需の緩やかな拡大、円高を背景とした輸入浸透度の上昇を受けて輸入も輸出と同程度のペースで増加し、2012年度から2016年度の外需寄与度は0.0～+0.3%ポイント（2011年度の外需寄与度はマイナス）の範囲にとどまる。この間の貿易収支は伸び悩むが、所得収支黒字は拡大傾向が続き、経常収支は10兆円超の黒字を維持する見通しである。

交易条件が徐々に悪化していくことに加え、労働分配率も下げ止まりから上昇に転じるとみられ、企業の収益環境は厳しい。明確なデフレ脱却に至らない中でコスト上昇を価格転嫁しにくい状況が続き、収益改善の源泉はほぼ売上数量の増加分に限られる。企業収益の拡大ペースはきわめて緩やかなものにとどまる見通しである。一方、設備投資は堅調に拡大すると予測している。これまでの投資抑制やコスト削減努力によって、企業のキャッシュフローは潤沢である。設備投資の直近ピークは2007年度であり、設備投資循環の面からも中期的に拡大局面が続く可能性が高い。設備投資行動にもっとも影響を与える期待成長率はリーマン・ショック後に急低下したが、今後は徐々に回復していくとみられ、見通し期間中は設備投資の緩やかな拡大が維持される。ただし、国内需要に対する成長期待が大きく高まることはなく、設備投資は引き続きキャッシュフローの範囲内にとどまるであろう。

労働力人口の減少が鮮明になる中、就業者数は徐々に減少していく。就業者の年齢構成においても高齢者の割合が高まり、若年層を中心に人手不足感が生じてくることが想定される。雇

用者数はほぼ横ばいとなるが、失業率は下がりやすくなり、名目賃金は上昇に転じる。名目賃金の持ち直しを主因に、見通し期間中の雇業者報酬は年平均+0.8%程度のペースで拡大する見通しである。しかし、復興増税などの影響で名目可処分所得の拡大ペースは年平均+0.4%程度にとどまる。さらに、消費税率引き上げの影響を加味すると、実質可処分所得の伸びは年平均▲0.1%まで低下する。見通し期間中の個人消費は、名目所得の緩やかな拡大に伴う漸増が見込まれるが、消費税率が引き上げられる2014・16年度の実質個人消費は前年を下回る見通しである。

公的需要は、2011・12年度に東日本大震災からの復旧・復興需要によって高い伸びとなった後、2013年度以降はきわめて緩やかな伸びにとどまる。震災の復興需要は2012年度がピークとなる可能性が高い。復興関連以外の公共事業費は毎年削減が続くため、公共投資は復興需要の押し上げによって2012年度まで増加するものの、2013年度以降は減少に転じる見込みである。一方、政府消費は震災で生じたがれき処理費用が2013年度ごろまで押し上げ要因となる。その後も、高齢化に伴う社会保障費（現物社会給付）の増加により、緩やかな拡大が続くであろう。2013年度以降は公共投資が減少、政府消費が増加という組み合わせが続き、公的需要全体では毎年わずかながら拡大していくと予測している。政府目標であるプライマリー・バランス赤字の2010年度比半減は、2度にわたる消費税率引き上げによって、2016年度に達成される見通しである。