

---

# 内外経済の中期見通し—2020年代、日本最後の改革機会 ～人口減少下でも1%成長を維持する4課題～

2017.7.5

みずほ総合研究所

---

## 2020年代の日本は衰退か？

---

- 人口動態面で最後のチャンス
- 海外環境も良い
- 第4次産業革命の波
- 五輪後も良い建設投資、インバウンド
- 1人あたり1.5%の高成長も
- 財政・金融政策の正常化はこの時期を逃すと出来ない
- ただし、世界はカネ余り・低温経済の新常態

## 見通しのポイント

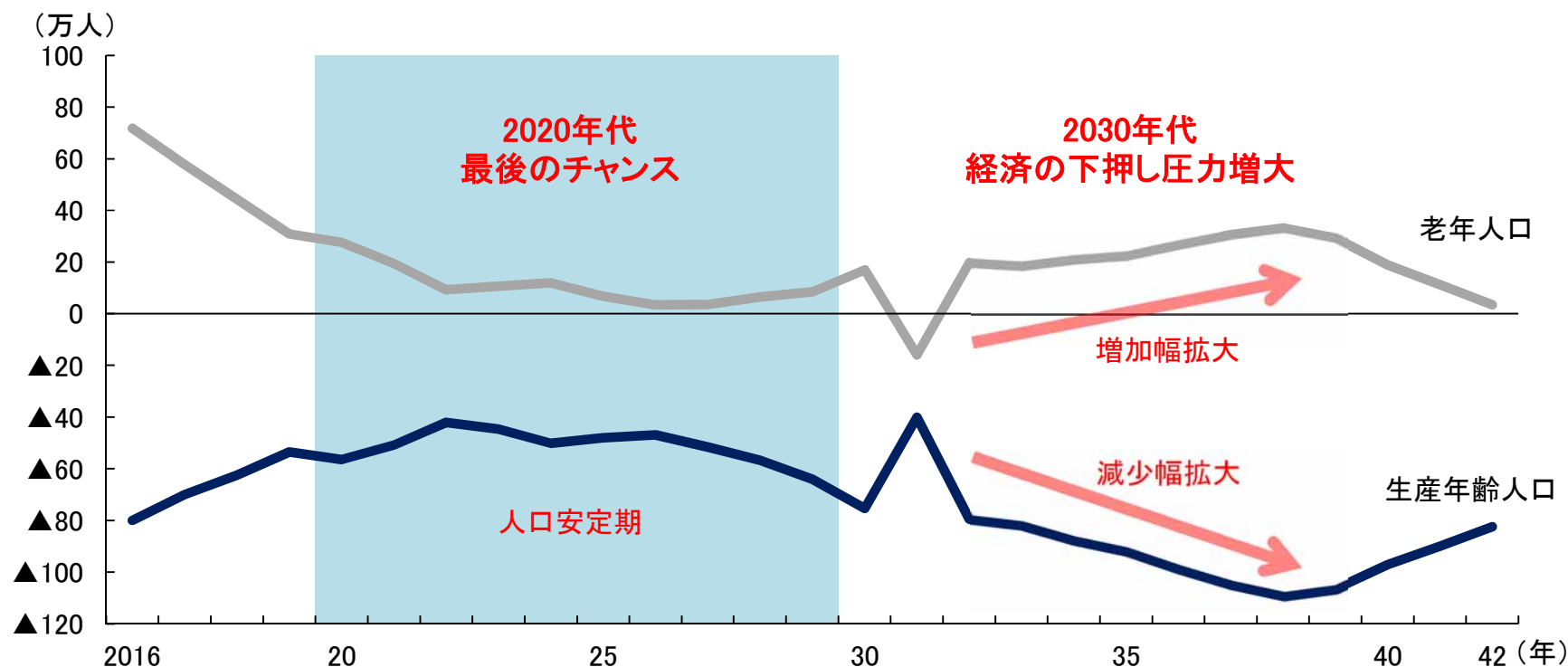
---

- 米国の景気回復期間は2019年に史上最長期間越え、世界経済は3%台後半の緩やかな拡大基調を維持するが、2000年代の水準には戻らない新常态
- アジアを中心としたインフラ投資や第4次産業革命にかかわる経済効果が底支え。各国金融政策が出口に向かう中、当面は米中の財政拡張が世界経済の下支え要因
- 成長地域は引き続き新興国で、アジアではインド、インドネシア、フィリピンにポテンシャル。長期的には人口ボーナスが続くアフリカに期待。中国の存在感が高まる中、米中の覇権争い本格化。日本の立ち位置もこれまでの米国偏重からバランス重視のスタンスへ
- 日本にとって2020年代は外部環境や人口動態を勘案して最後の改革チャンス。2030年代には本格的な人口減少社会に
- 日本が人口減少下でも実質1%成長を維持するカギは、①アジアを中心とした海外成長の活用、②第4次産業革命の生産性向上、③五輪のレガシー効果、④財政と金融の正常化

## 2020年代は年齢別人口が比較的安定、日本にとって最後のチャンス

- 日本の年齢別人口の変化は、2010年代後半に比べ2020年代が比較的緩慢
  - ・ 生産年齢(15~64歳)人口の減少幅も老年(65歳以上)人口の増加幅も共に縮小
  - ・ 2030年代は再び人口面からの経済の下押し圧力が増大するため、2020年代が日本にとって最後の改革チャンス

【年齢3区分別人口増加数の推移(対前年比)】



(注) 老年人口数のピークである2042年までの、出生率中位・死亡率中位の推計値。

(資料) 国立社会保障・人口問題研究所「日本の将来推計人口(平成29年4月推計)」より、みずほ総合研究所作成

## 日本経済は、最後の改革チャンスを活かせるか？

### 課題

< グローバル環境 >  
アジアを中心とした良好な海外成長の活用

### 課題

< 改革の本丸 >  
第4次産業革命による生産性向上

### 課題

< 改革の推進力 >  
東京五輪レガシー効果(建設、インバウンド)を最大限創出

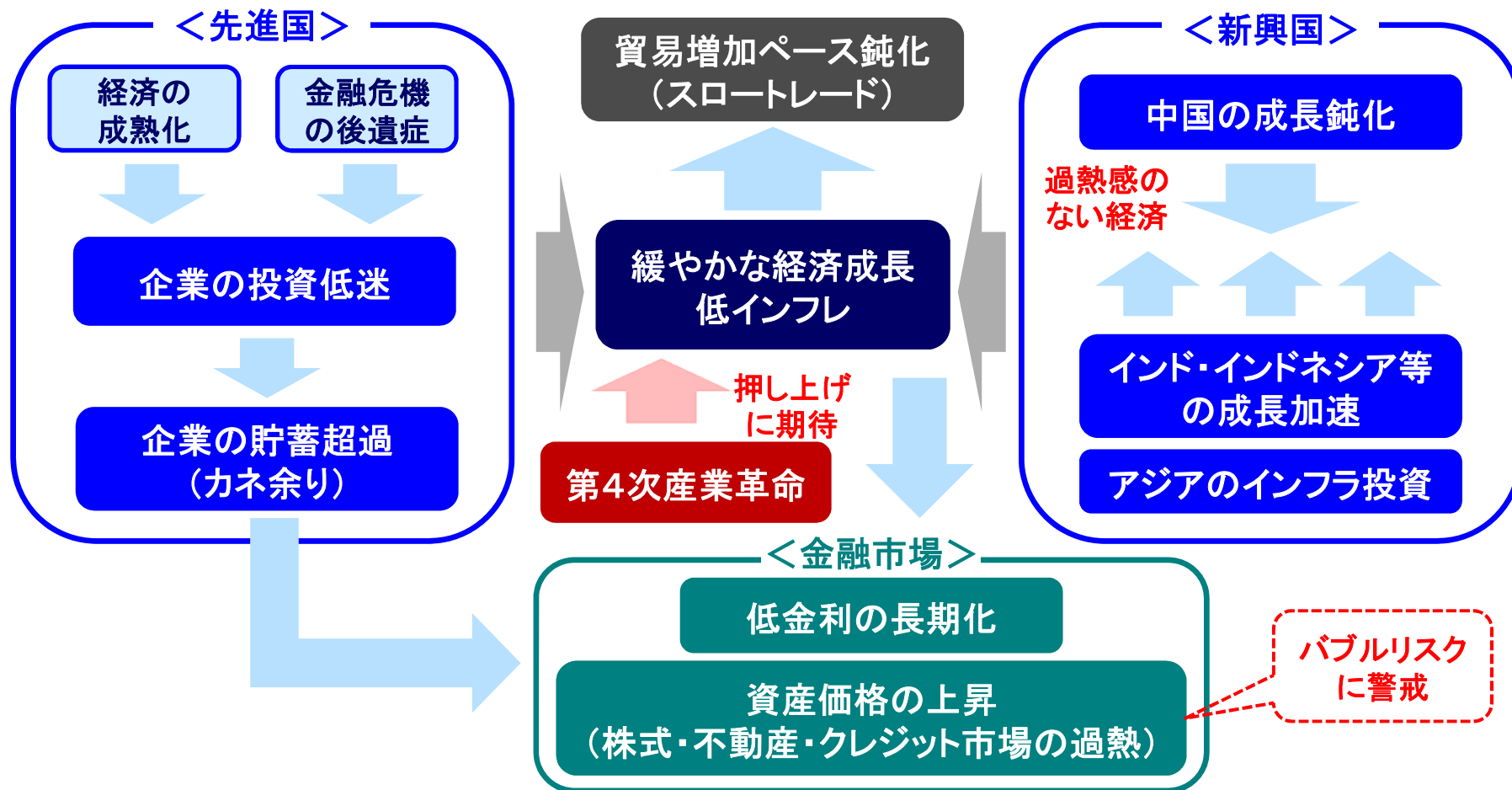
### 課題

< 改革の基盤 >  
金融・財政政策の出口を実現できる最後のチャンス

# グローバルにカネ余りで実感なき発展の新常態

- 先進国の投資低迷と過熱感のない新興国経済が生み出す、世界の緩やかな成長・スロートレード・カネ余りの金融市場

## 【新常態のグローバル環境】



(資料)みずほ総合研究所作成

# 今後10年の内外経済を取り巻く環境：政治環境の重要性

【 2027年までの経済・社会・政治日程表 】

アベノミクス延長へ

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023~2027
国内	政治	8・9月 内閣改造 (見込み)	9月 安倍自民党総裁任期 12月 衆議院議員任期満了 12月 天皇退位 (19年3月案あり)	1月 改元 (4月案あり)	憲法改正の可能性	9月 自民党総裁任期	
	経済・社会		4月 黒田日銀総裁任期	10月 消費増税	7~9月 東京五輪		2025年 大阪万博開催の可能性 2027年 リニア開通予定
	人口	← 団塊世代が70歳に(2017~2019年) →				団塊ジュニアが50歳に (2021~2024年)	団塊世代が後期高齢者に (2022~2024年)
海外	米国	1月 大統領就任	2月 FRB議長任期満了 11月 中間選挙		11月 大統領選挙		2024年 大統領選挙
	中国	9月 共産党大会				共産党大会	2027年 共産党大会
	英国	6月 総選挙		3月 Brexit予定		総選挙	2027年 総選挙
	ドイツ	9月 議会選挙				議会選挙	2025年 議会選挙
	フランス	5月 大統領選挙				大統領選挙	2027年 大統領選挙
	ロシア		3月 大統領選挙				2024年 大統領選挙
	インド			5月迄 下院選挙			2024年 下院選挙

安倍・トランプ・習近平・プーチン・メルケル・マクロンがこの間の世界秩序を構築

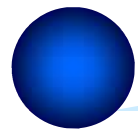
(資料) みずほ総合研究所作成

## 《 構 成 》

---

・ 世界経済の潮流	P 8
・ 全体概要	P 13
・ 日本経済	P 28
・ 海外経済	P 55
(1) 米国経済	P 56
(2) ユーロ圏経済	P 62
(3) 中国・アジア経済	P 68
・ 金融市場	P 78





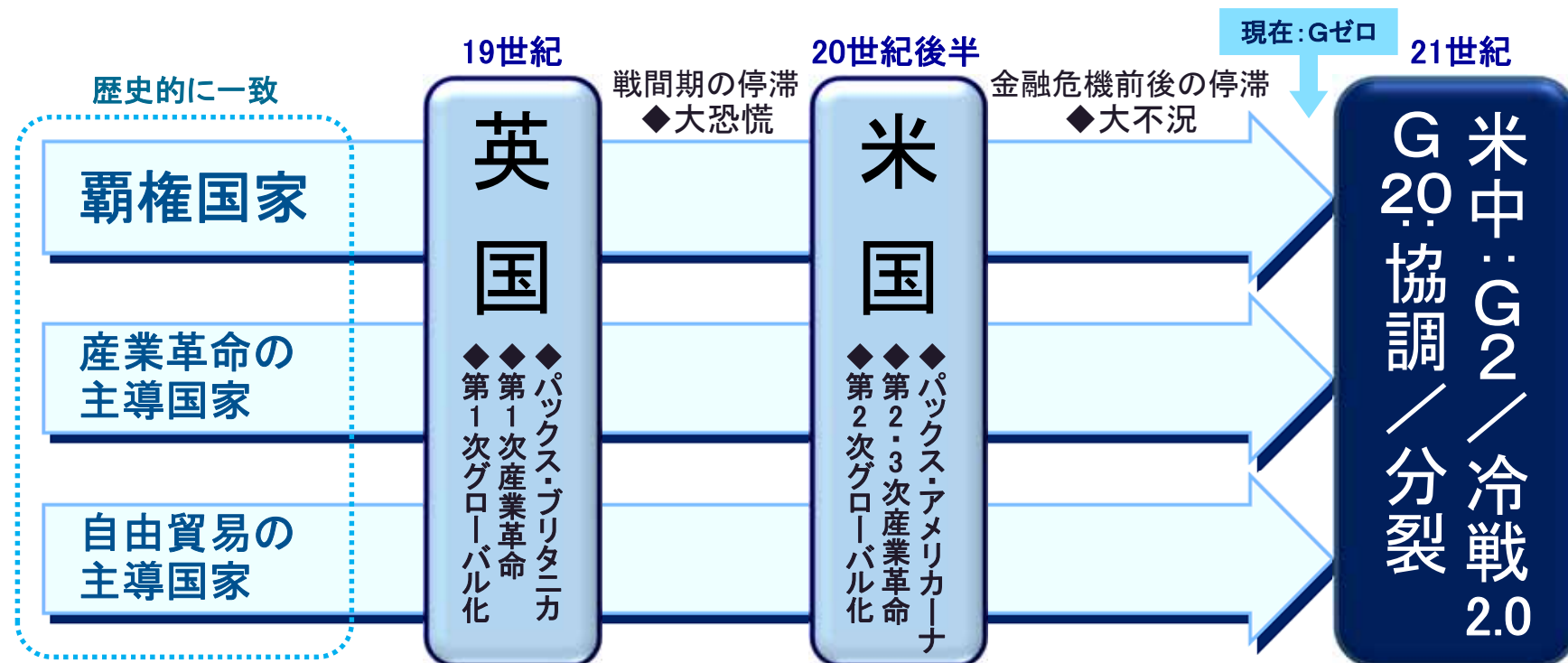
# I . 世界経済の潮流

～米中の覇権国争いで新たなレジーム～

# 覇権国と産業革命・自由貿易の主導国は歴史的に一致

- 歴史的に、産業革命の進んだ国が経済力を背景に自由貿易を主導（自由貿易が国益）。世界的海軍力構築で、安全保障面でも覇権国家に
  - ・ 今後、第4次産業革命の効果をより多くの国が取り込む可能性。多くの国が第4次産業革命の恩恵を受ければ、自由貿易の推進で協調が可能に。一方、米国の保護主義化は、覇権衰退の兆候に

【 覇権国家と産業革命、自由貿易の主導国家の推移 】



(資料)各種資料より、みずほ総合研究所作成

# 覇権国家の歴史：200年の眠りから覚める中国。「トゥキディデスの罠」は回避可能か

- 大局的にみると、中国経済の台頭は、東洋の復活過程の一現象
- 歴史は、台頭する新興国と覇権国との間での望まない紛争の繰り返し（「トゥキディデスの罠」：アテネvsスパルタなど）。米中衝突を回避できるか（さらに、米国からすれば、中国を既存秩序に組み込めるか）が、今世紀最大の地政学的課題に

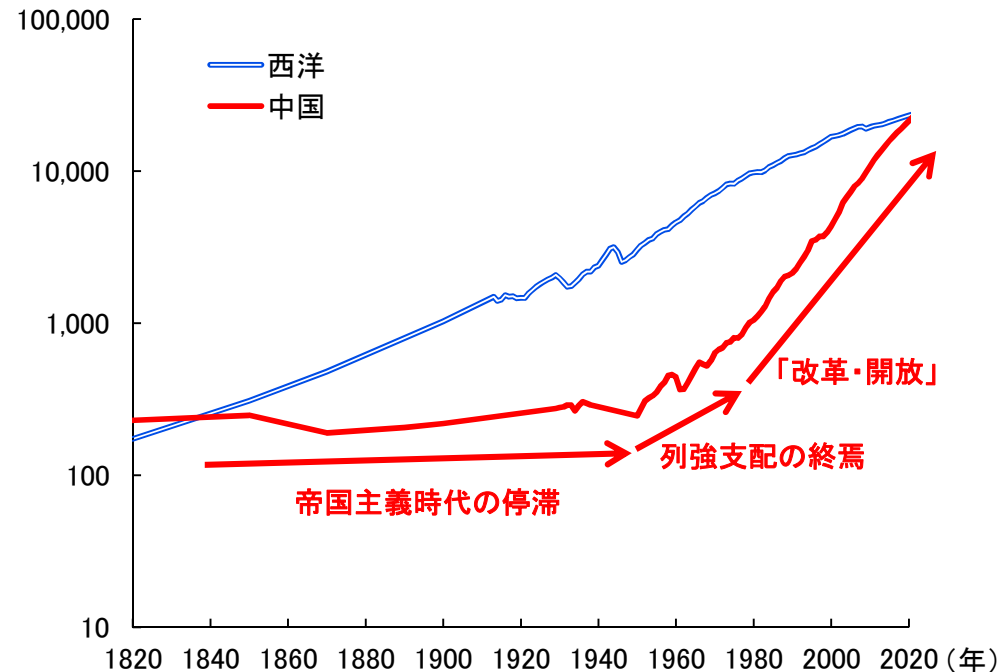
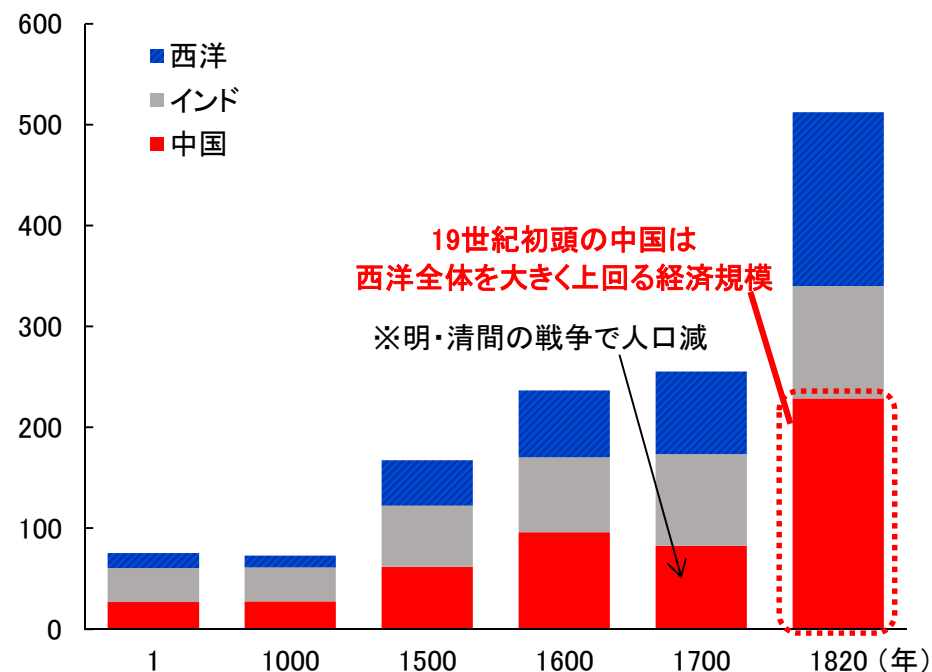
## 【西洋・中国（・インド）の実質GDP長期推移】

紀元1年～1820年

1820年以降(対数目盛)

(10億ドル、1990年購買力平価基準)

(対数目盛、10億ドル、1990年購買力平価基準)



(注)1. Angus Maddison(2010) "Historical Statistics of the World Economy: 1-2008 AD"をベースに、2009年以降はIMFデータにより延長(2017年以降はIMF予測値)。

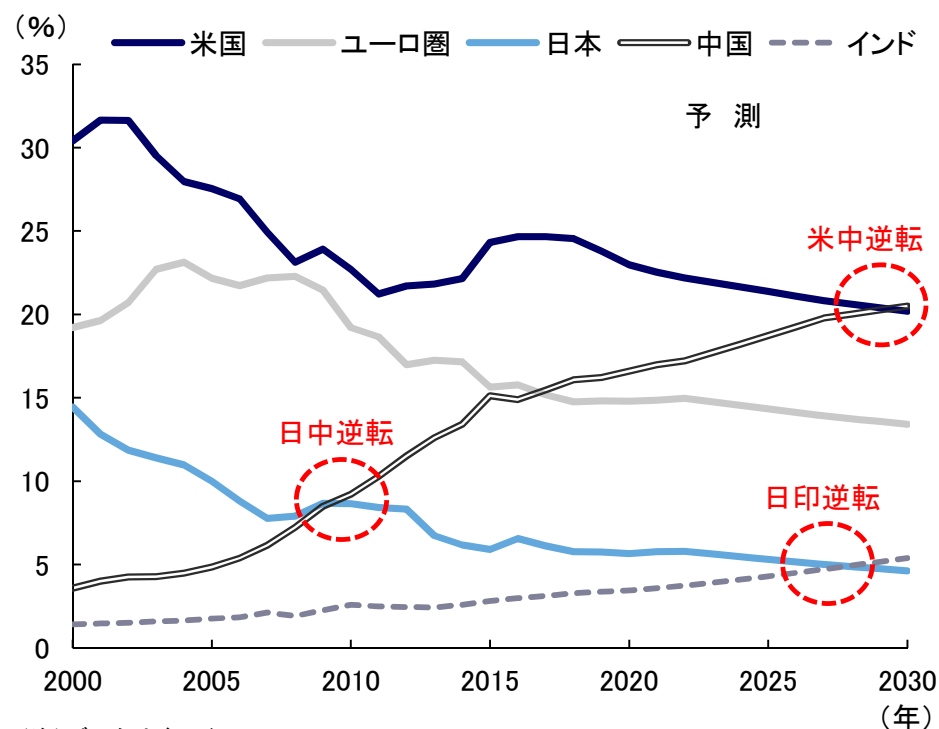
2. 西洋は、西ヨーロッパ30カ国とオーストラリア、ニュージーランド、カナダ、米国の合計。

(資料) Angus Maddison(2010)、IMFより、みずほ総合研究所作成

# 政治、経済とも高まる中国の存在感。日本の立ち位置も米国偏重からバランス重視へ

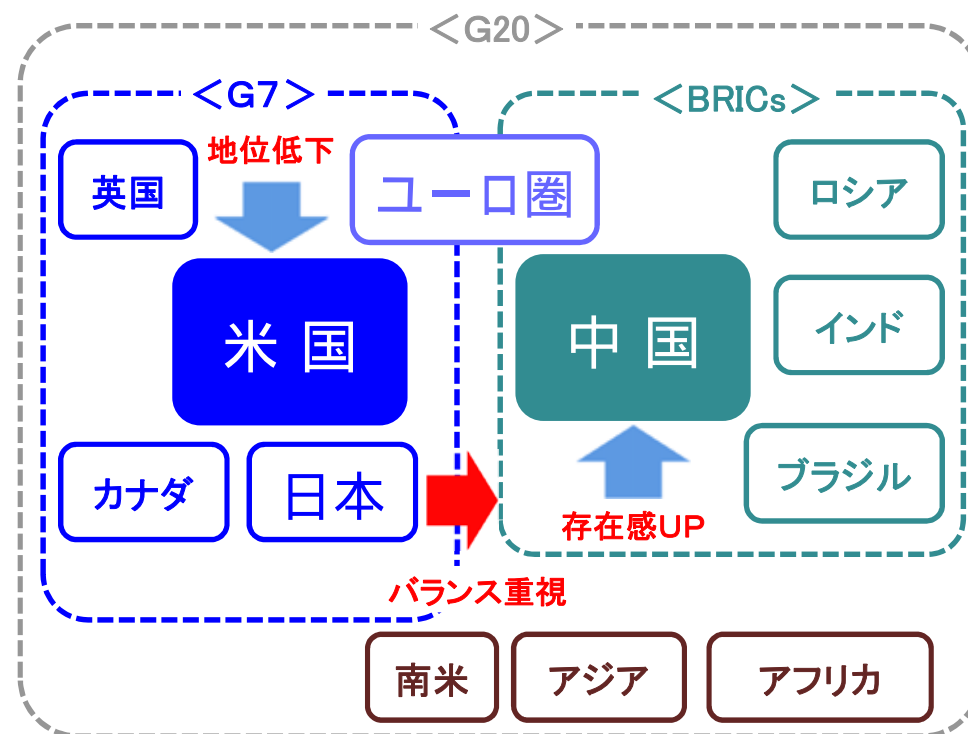
- 世界の勢力図は米国一国集中から米中二大大国を中心としたものに
  - ・ 2030年ごろには中国の経済規模が世界第1位となり、政治的な存在感の高まりも含め、米中二大大国の時代に
  - ・ ユーロ圏は徐々にパワーバランスの変化への対応をみせており、日本も米国偏重からバランス重視へ

【 主要国・地域の名目GDPシェア予測 】



(注) データはドルベース。  
 (資料) IMF、国際連合、各国・地域統計より、みずほ総合研究所作成

【 2030年の勢力図(イメージ) 】

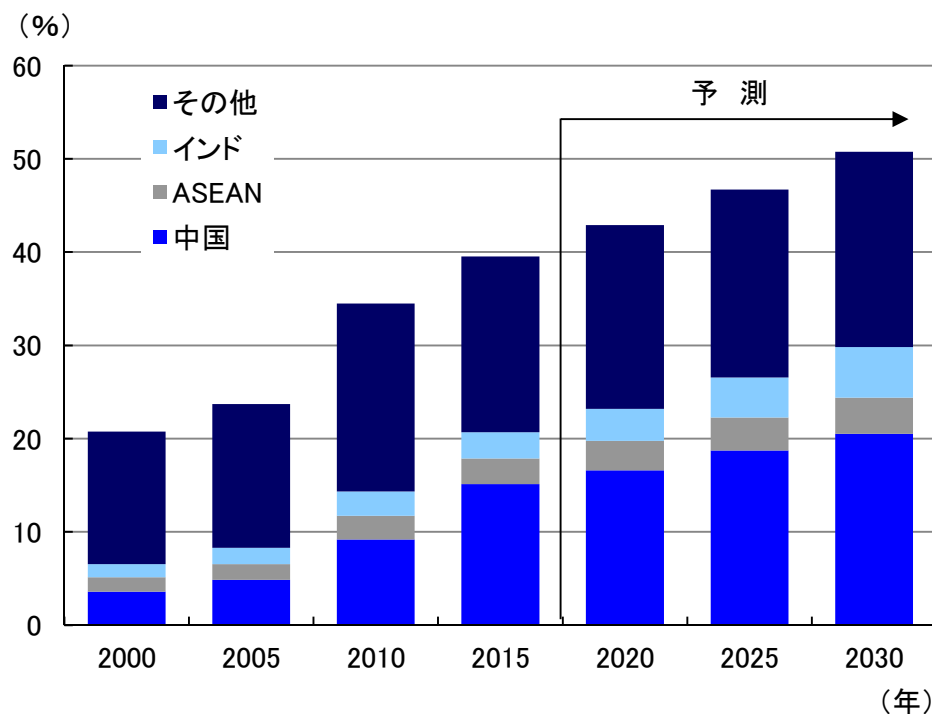


(資料) みずほ総合研究所作成

# アジアを中心に新興国のプレゼンス続く。インドは世界最大の人口大国に

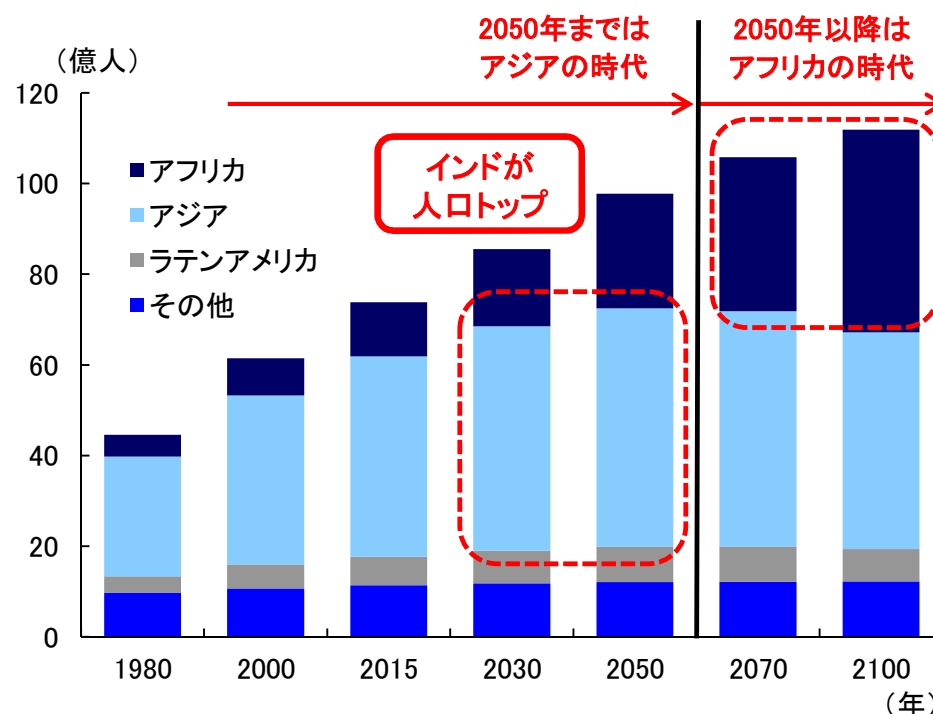
- 2030年には新興国の経済規模が先進国を上回り、そのうち6割以上はアジアに
  - ・ 中国は減速が見込まれる中でも内需の規模拡大が世界経済に需要をもたらし、インドやASEANは更なる成長に期待
  - ・ 人口面では、2050年ごろまではアジアの増加傾向が続き、アフリカについてはさらに長期的視点で注目
    - インドは2020年代半ばには中国を抜き世界最大の人口大国に
    - アジアは総人口に加え、中間所得層の増加が需要創出の源泉に

【世界に占める新興国・途上国の名目GDPシェア】

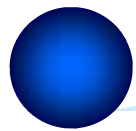


(注) 新興国・途上国の区分は2017年4月時点のIMF基準。データはドルベース。  
 (資料) IMF、国際連合、各国・地域統計より、みずほ総合研究所作成

【世界の地域別人口予測】



(注) 総人口。予測は国際連合。  
 (資料) 国際連合より、みずほ総合研究所作成



## Ⅱ. 全体概要

～2020年代に向け新常态の世界経済、  
緩やかな成長、新興国の拡大に期待～

## 全体感 ～2020年代に向け新常态の世界経済

---

- 1980年代から30年以上続く3L(低成長・低インフレ・低金利)トレンドは、2010年代後半から2020年代に向け、一旦、終息。2020年代に向けた緩やかな回復に
- ただし、2020年代の成長率は2000年代前半までは戻らない新常态(ニューノーマル)
- 長期停滞からの4つの回復要因、①米国の過去最高(120カ月)を上回る期間の成長、②アジアを中心とした新興国経済の底支え、③世界的な財政の拡大、④第4次産業革命
- 新常态として企業の投資は従来ほど高まらず、キャッシュリッチな企業の評価が株高に
- 欧州、なかでもドイツを中心とした貯蓄過剰が世界経済の制約要因に
- 世界の貿易の停滞(スロートレード)は続く

# 世界経済は新常态の緩やかな成長

○ 2020年にかけては米国を中心に一時的に成長鈍化を見込むが、2020年代も新常态の緩やかな成長持続

【世界経済見通し総括表】

	(前年比、%)									
	2014 暦年	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023~2027年 期間平均
世界実質GDP成長率	3.5	3.4	3.1	3.5	3.7	3.7	3.6	3.6	3.7	3.6
予測対象地域計	3.6	3.4	3.4	3.7	3.8	3.8	3.7	3.7	3.7	3.6
日米ユーロ圏	1.7	2.2	1.6	2.0	1.9	1.7	1.4	1.5	1.5	1.5
米国	2.4	2.6	1.6	2.2	2.2	1.9	1.5	1.6	1.7	1.7
ユーロ圏	1.2	2.0	1.8	1.8	1.7	1.6	1.5	1.5	1.4	1.3
日本	0.3	1.1	1.0	1.3	1.4	1.4	0.3	1.2	1.0	1.0
アジア	6.3	6.2	6.2	6.1	6.1	6.0	6.0	5.8	5.8	5.4
中国	7.3	6.9	6.7	6.6	6.4	6.4	6.3	5.8	5.5	4.7
NIEs	3.5	2.0	2.3	2.5	2.5	2.1	2.0	2.1	2.1	2.0
ASEAN5	4.6	4.8	4.9	5.0	5.1	5.0	5.0	5.2	5.3	5.3
インド	6.9	7.5	7.9	7.1	7.5	7.4	7.4	7.7	8.0	8.0
オーストラリア	2.8	2.4	2.4	2.2	2.8	2.4	2.3	2.3	2.3	2.2
ブラジル	0.5	▲ 3.8	▲ 3.6	0.6	2.0	2.5	2.0	2.0	2.0	2.0
メキシコ	2.3	2.6	2.3	1.9	2.1	2.5	2.6	2.7	2.7	2.7
ロシア	0.7	▲ 2.8	▲ 0.2	1.0	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
日本(年度)	▲ 0.5	1.2	1.2	1.4	1.3	1.1	0.5	1.1	0.9	1.0
WTI原油価格(\$/bbl)	93	49	43	52	53	52	55	55	52	50

(注)網掛けは予測値。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。

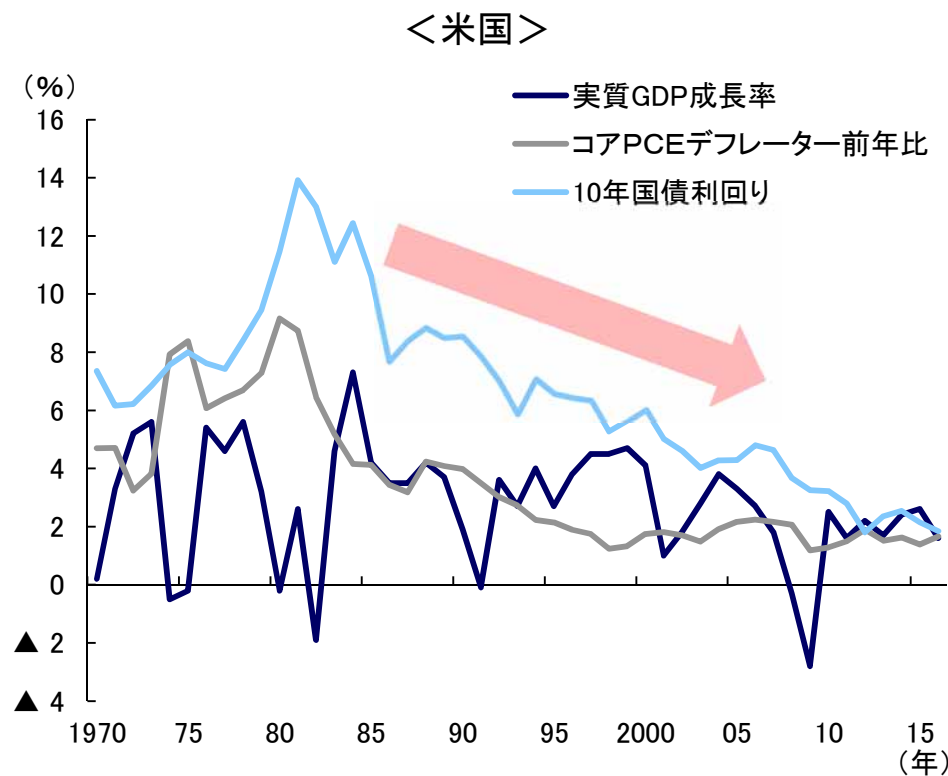
(資料)IMF、各国・地域統計より、みずほ総合研究所作成



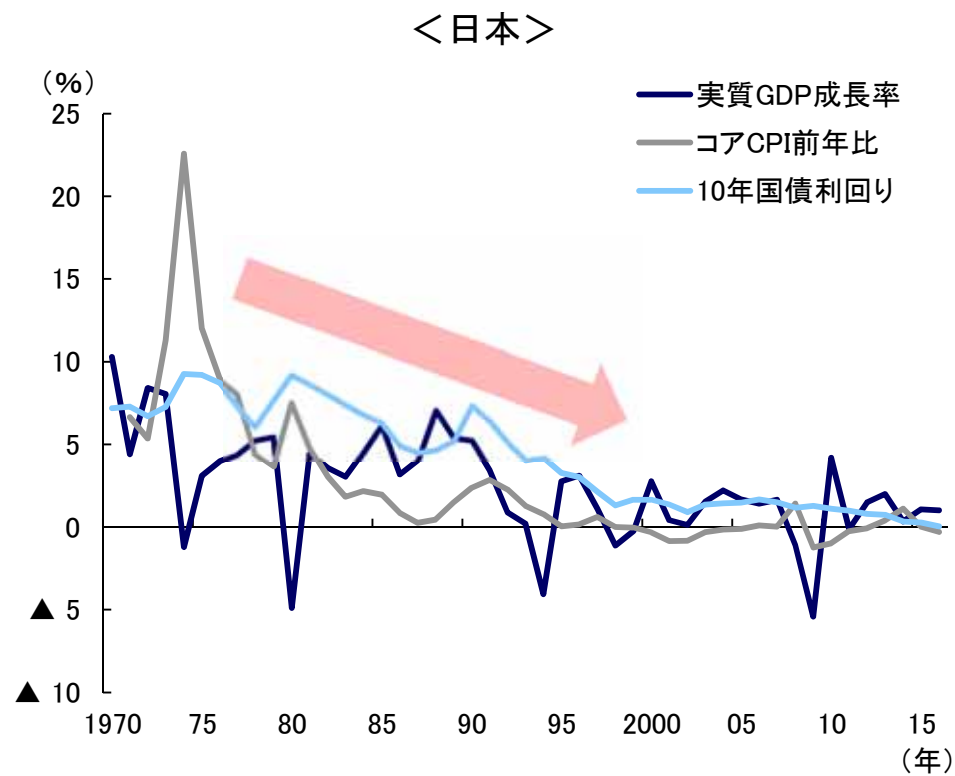
# 1980年代以降の「3L」傾向に歯止め掛るも新常态の緩やかな成長

- 日米の長期金利は1970年代半ばから1980年台初旬をピークに低下トレンドに
  - ・ 背景には潜在成長率や期待インフレ率の低下傾向があり、2016年には史上最低金利を更新
  - ・ 今後10年を見据えたメインシナリオでは、低下に歯止めは掛るも新常态の緩やかな成長

【 成長率、インフレ率、長期金利の推移 】



(注) コアPCEデフレーターはエネルギー、食品を除く個人消費支出デフレーター。  
 (資料) 米国商務省、FRBより、みずほ総合研究所作成

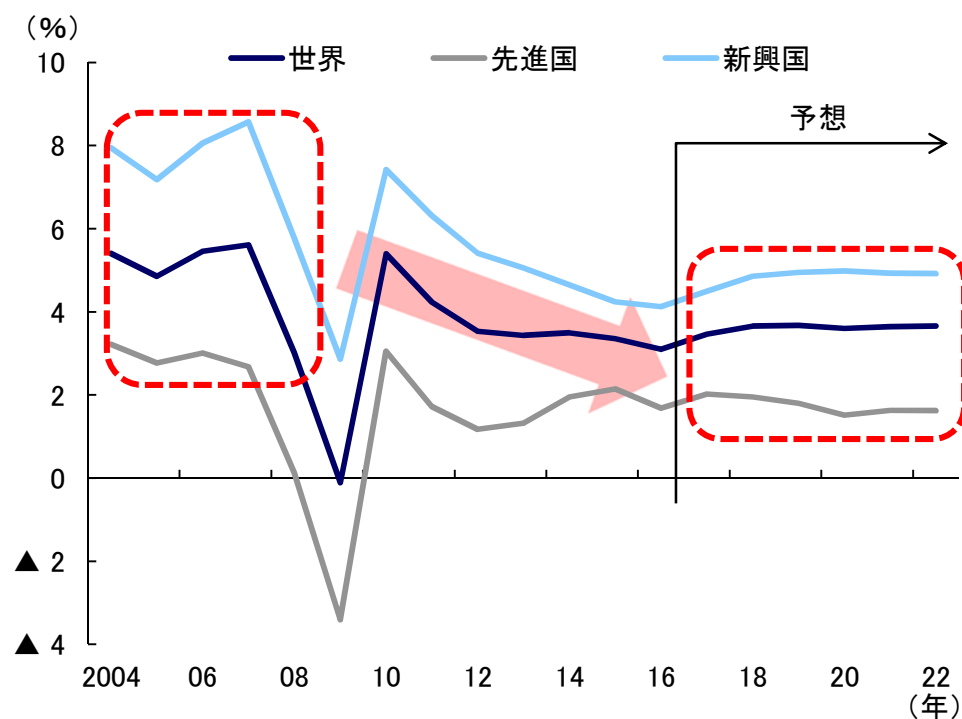


(注) コアCPIは消費税の影響を除いた消費者物価指数(生鮮食品を除く総合)。  
 (資料) 内閣府、総務省統計局、日本相互証券より、みずほ総合研究所作成

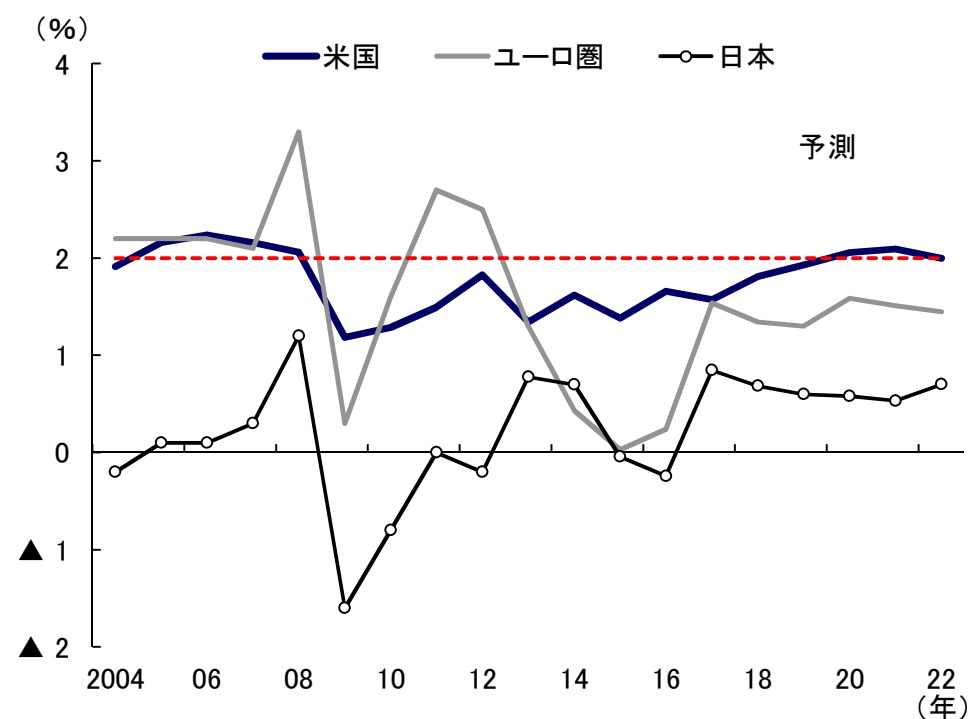
# 世界経済の成長率は新常态の成長水準に、先進国のインフレ率はやや上昇

- 3L(低成長、低インフレ、低金利)の状況は一定の改善を見込むが、成長率に関しては緩やかな回復に
  - ・ インフレ率は、米国は中銀目標の2%まで上昇するものの低水準継続、ユーロ圏や日本は上昇するも2%には達せず

【グローバル実質成長率】



【日米欧のインフレ率】



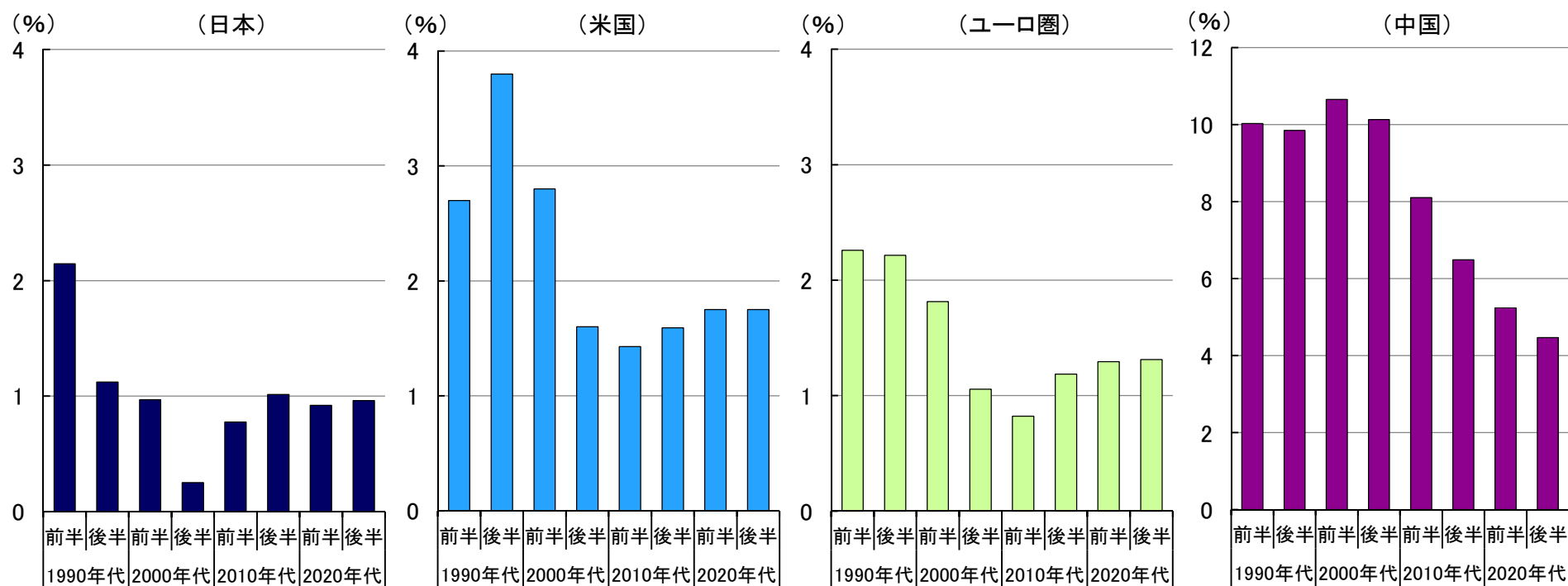
(注) IMFによる2015年GDPシェア(PPP)により算出。  
 (資料)IMF、各国・地域統計より、みずほ総合研究所作成

(注) 各国中央銀行が注目する物価指標。日本：CPI前年比(生鮮食品を除く総合、消費税の影響除く)。米国：PCEデフレーター前年比(エネルギー・食品を除く総合)。ユーロ圏：HICP前年比(総合)。  
 (資料) 総務省、米国商務省、Eurostatより、みずほ総合研究所

## 新常态、米欧の潜在成長率は金融危機前水準に至らず。中国は徐々に低下

- 欧米の潜在成長率は2010年代後半以降、持ち直すも、金融危機前の水準を回復するには至らず
  - ・ 日本は、人口減少圧力は続くも、AI等を活用した生産性向上や東京五輪効果、インバウンドの取り込みなどによって潜在成長率の低下を防ぎ、1%近傍を維持
  - ・ 「新常态」を標榜する中国の潜在成長率は低下傾向が続き、2020年代後半には4%台に低下

【 主要国・地域の潜在成長率 】

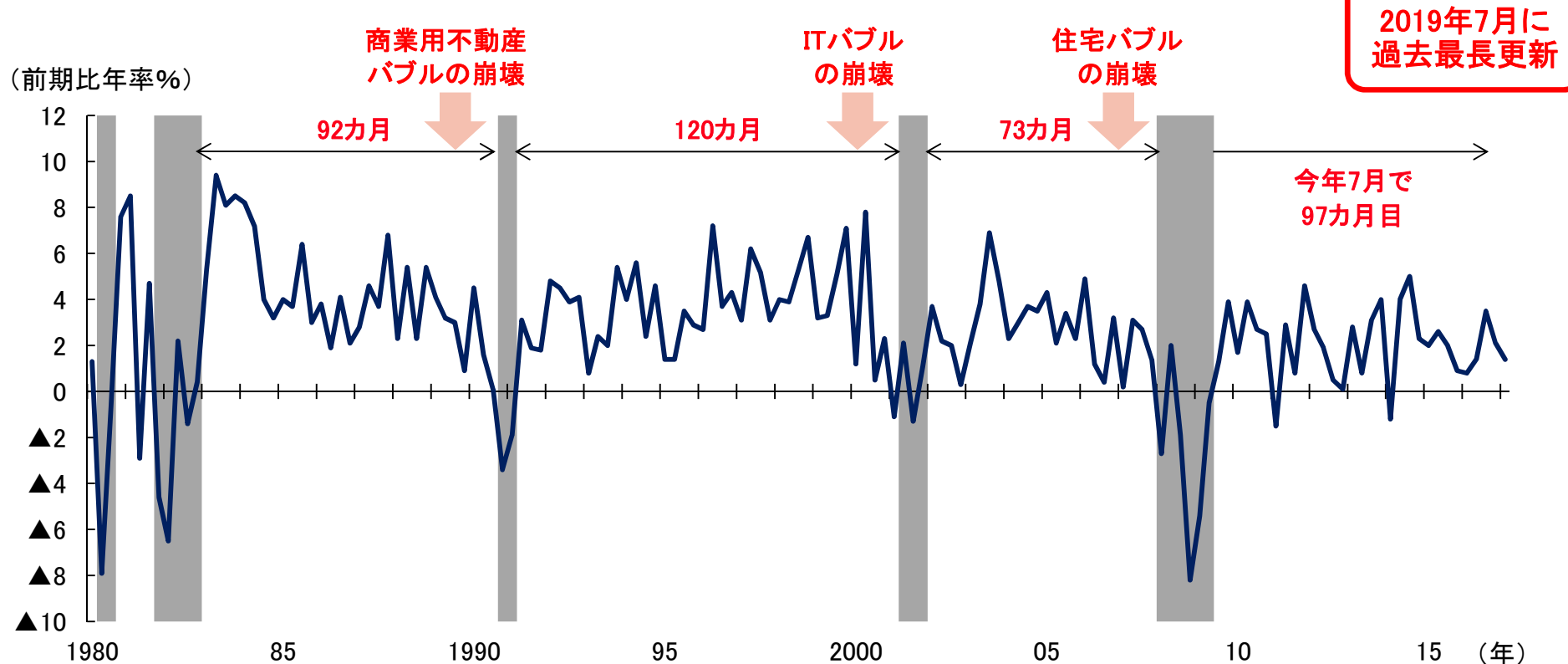


(注) 潜在成長率はみずほ総合研究所による推計。  
 (資料) 各国統計より、みずほ総合研究所作成

## 回復要因①: 米国の景気拡大局面は2019年7月に過去最長更新

- 現在の景気拡大局面の特徴は、深刻なりセッション後の回復と、緩やかな成長の組み合わせ
    - ・ 寿命論に基づく景気後退の可能性は低い(※)。過去3回の景気拡大局面は、いずれもバブルを伴って終了
- (※)在庫管理の高度化や積極的景気安定化(金融・財政政策)を背景に、第二次世界大戦後の景気後退確率と景気拡大局面の長さは統計的に無関係と言える。  
 詳細は「みずほ米国経済情報」(2016年2月号)を参照されたい。

【 1980年以降の米国の景気循環 】



(注)シャドウは景気後退期。(資料)米国商務省、NBER(全米経済研究所)より、みずほ総合研究所作成

## 回復要因②: 期待されるアジアのインフラ需要

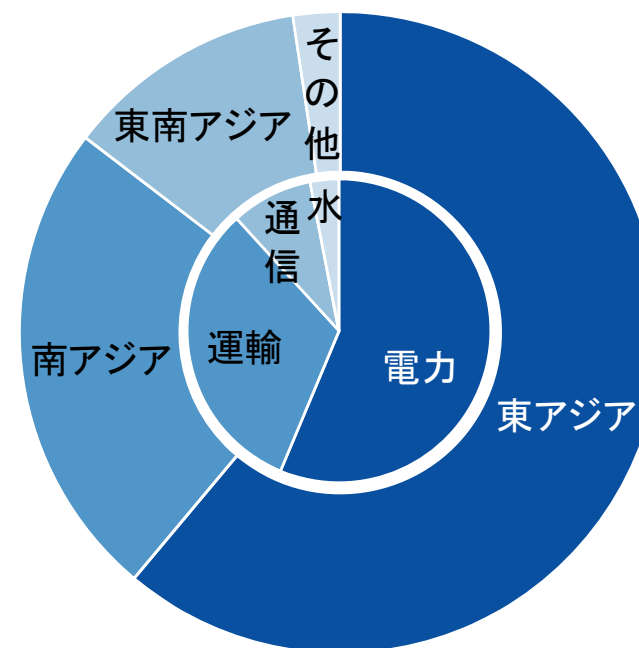
- アジアのインフラ需要は、2016～2030年に26兆ドル(年間あたり1.7兆ドル)で、年々の名目GDPの6%に相当
- 資金制約などからすべてが実現されるわけではないものの、アジアの成長に対して一定の寄与
  - ・ 資金制約を克服するため、政府の財政改革(歳入拡大、歳出配分の見直しなど)、民間参入の促進(投資環境改善、金融制度・資本市場改革など)、国際機関の活用(ADB、AIIBなど)が課題

【 インフラ需要の予測と2015年実績 】

期間	年間あたり (10億ドル)	期間合計 (10億ドル)
実績: 2015年	881	
予測: 2016～2030年	1,744	26,166
2016～2020年	1,340	6,700
2021～2030年	1,947	19,466

(注) 四捨五入。2016～2030年は2015年価格。  
 (資料) ADB(2017) *Meeting Asia's Infrastructure Needs*より、みずほ総合研究所作成

【 インフラ需要予測(2016～2030年、構成比:%) 】

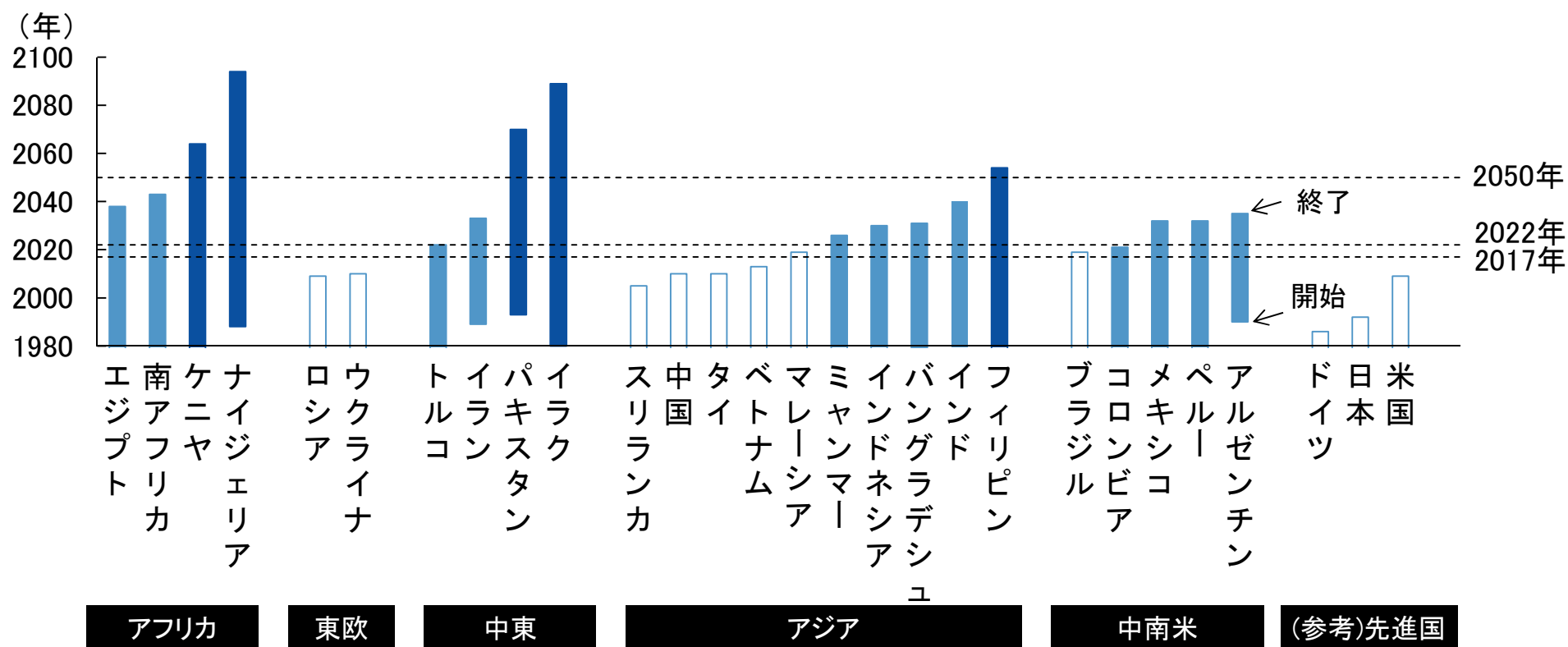


(注) 2015年価格。  
 (資料) ADB(2017) *Meeting Asia's Infrastructure Needs*より、みずほ総合研究所作成

# 人口ボーナスの継続が見込まれる新興国にポテンシャル

- 人口ボーナス(15~64歳人口/総人口の比率上昇)期間には、貯蓄率が高まり、投資が増えやすい
  - ・ 今後5年で、ロシアや中国、ブラジルなど一部の新興国を除き、人口ボーナスが継続
  - ・ さらに2050年以降の長期を展望すると、アフリカや中東を中心に人口ボーナスの追い風が続く

【 主な上位・下位中所得国の人口ボーナス期間 】

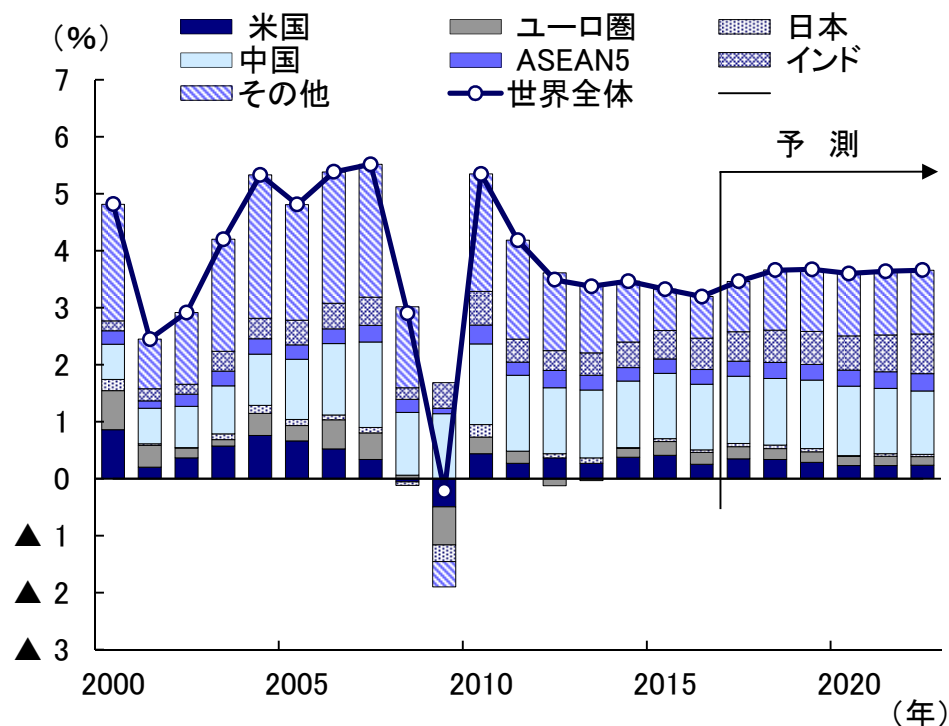


(注) 下位中所得国は1,026~4,035ドル、上位中所得国は4,036~12,475ドル。人口ボーナス期間は、15~64歳人口/総人口の比率が上昇する期間と定義。  
 (資料) 国際連合より、みずほ総合研究所作成

# 成長寄与ではアジア、経常黒字ではユーロ圏に存在感

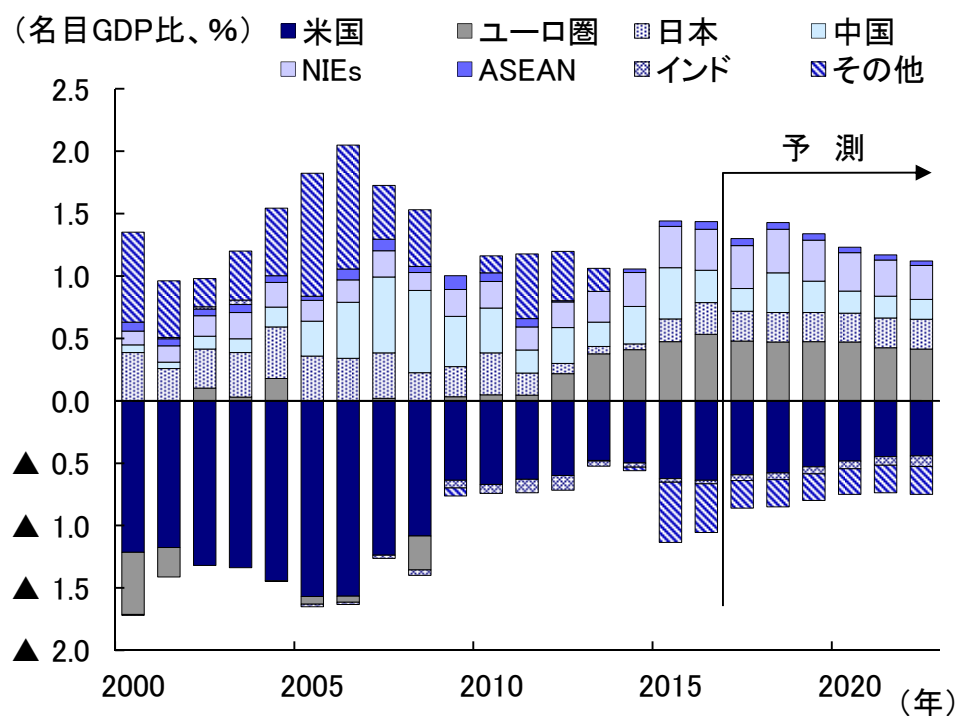
- 中国の成長鈍化は続くが、世界経済の成長率に対する寄与率は中国やインドを中心にアジアは6割前後で推移
  - ・ 特に高成長が続くインドは2022年にかけて徐々に成長寄与度が拡大
  - ・ 個人消費等の内需拡大から中国の経常黒字が縮小していく一方、ユーロ圏はドイツを中心に最大規模の黒字が持続

【世界経済成長率の寄与度分解】



(注) 世界全体の成長率は、IMFによる2015年GDPシェア(PPP)により算出。  
 (資料) IMF、各国・地域統計より、みずほ総合研究所作成

【グローバル経常収支バランス】

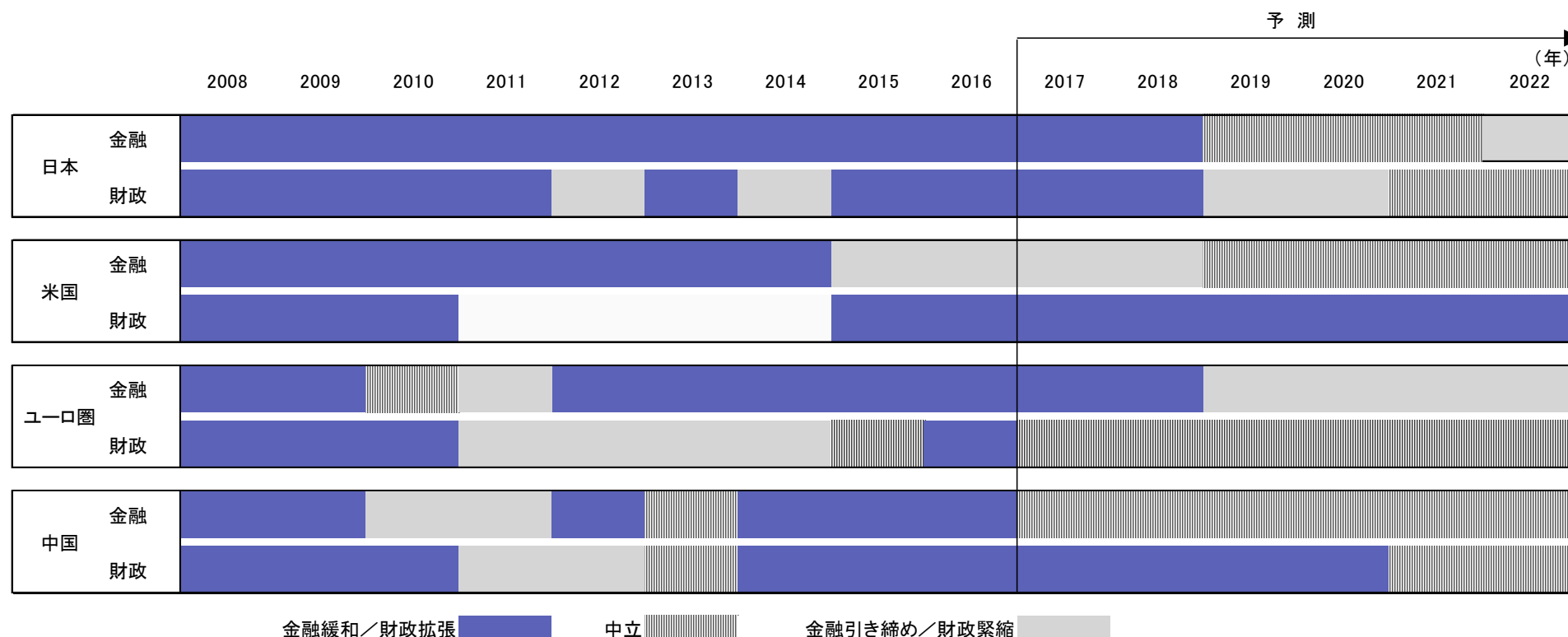


(資料) IMF、各国・地域統計より、みずほ総合研究所作成

## 回復要因③: 米中の財政拡張も経済の下支え要因

- 金融政策は米国を皮切りに各国が徐々に出口戦略へ向かう一方、景気下支え要因として財政政策には一定の期待
  - ・ トランプ政権の減税、インフラ投資により米国は当面財政拡張が続き、中国も過度な景気減速を避けるため財政を活用

【各国金融・財政政策の変遷(年ベース)】



(注) 金融政策については、方向性を示すものとした。つまり、水準的には緩和的と判断される状況でも、利上げを実施している場合は引き締めと表示している。

財政政策については、IMFの構造的財政収支の前年比を基準として、定性判断を加えたもの。

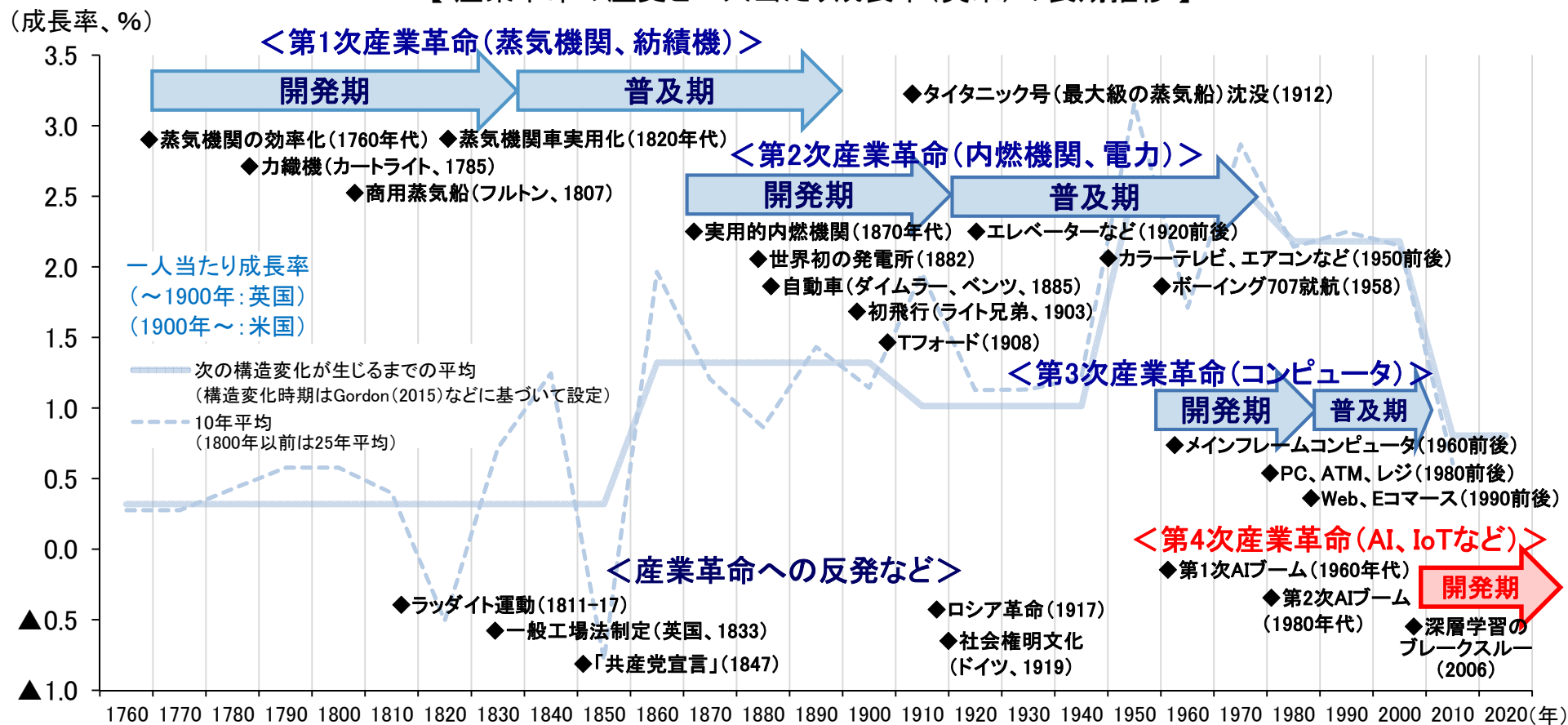
(資料) 各国中銀、IMFなどより、みずほ総合研究所作成



# 回復要因④：第4次産業革命：AI、IoTを軸にグローバルな成長率向上

- AI、IoT活用を軸とした第4次産業革命が、成長率向上の鍵。第4次産業革命に必要とされるインフラ整備（データ基盤、規制緩和等の法整備）の推進やセーフティネット（ベーシック・インカムなど）の検討が不可欠

【産業革命の歴史と一人当たり成長率（英米）の長期推移】

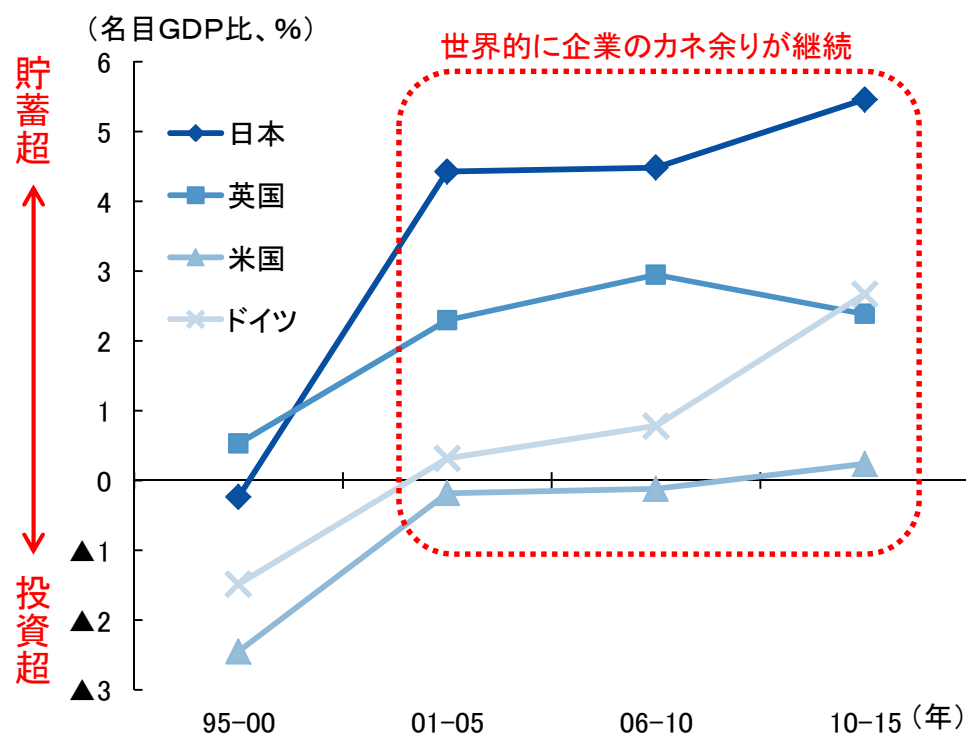


(注) 成長率は一人当りGDP成長率(1900年まで英国、その後は米国。出所はMaddison Project)。開発期や普及期はGordon(2015)などを参考に作成。  
 (資料) Gordon(2015) "Secular Stagnation on the Supply Side", Maddison Project、みずほ銀行産業調査部資料などより、みずほ総合研究所作成

# 企業の新常態、投資低迷と世界的な企業のカネ余り

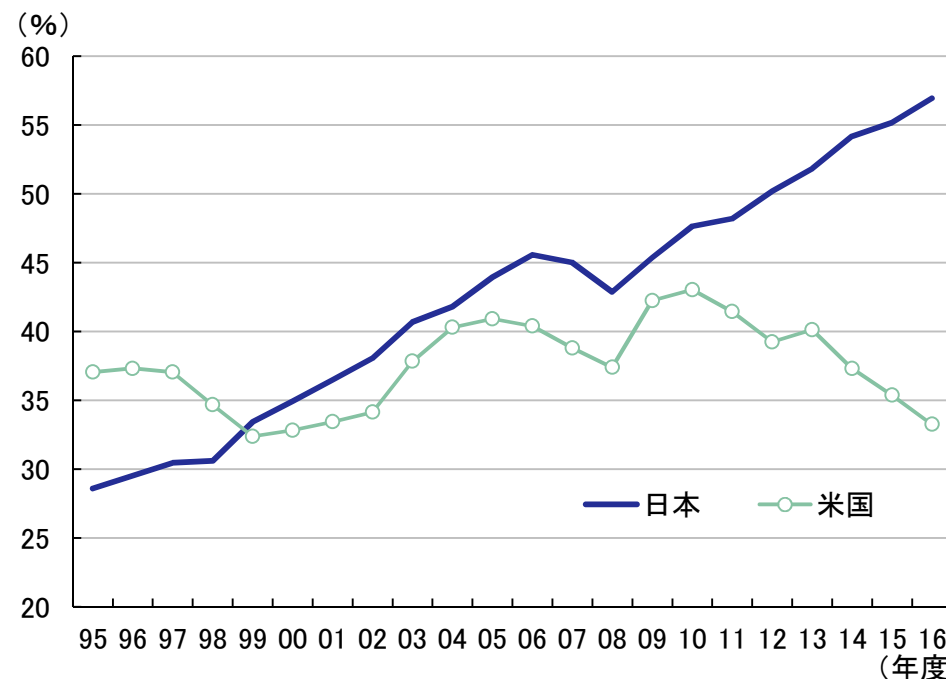
- 先進国中心に企業のカネ余り傾向、余剰資金は金融市場の活性化につながる一方、設備投資は低迷
  - ・ 自社株買いや金融機関を通じ金融市場への資金流入、経済の規模に対し金融市場が拡大
- 日本の上場企業は半分近くが実質無借金と米国を上回る水準、日本企業はバランスシートでNo1
- 世界の企業の「日本化」は、企業の投資抑制、期待成長率の低下とキャッシュ保有

【日米英独の企業部門IS(貯蓄・投資)バランス推移】



(資料)OECDより、みずほ総合研究所作成

【日米の実質無借金企業比率推移】



(注)実質無借金企業とは、手元資金(現預金及び短期保有の有価証券)が有利子負債残高以上である企業を指す。集計対象は金融を除く上場企業。日本:1,408社、米国:1,136社。

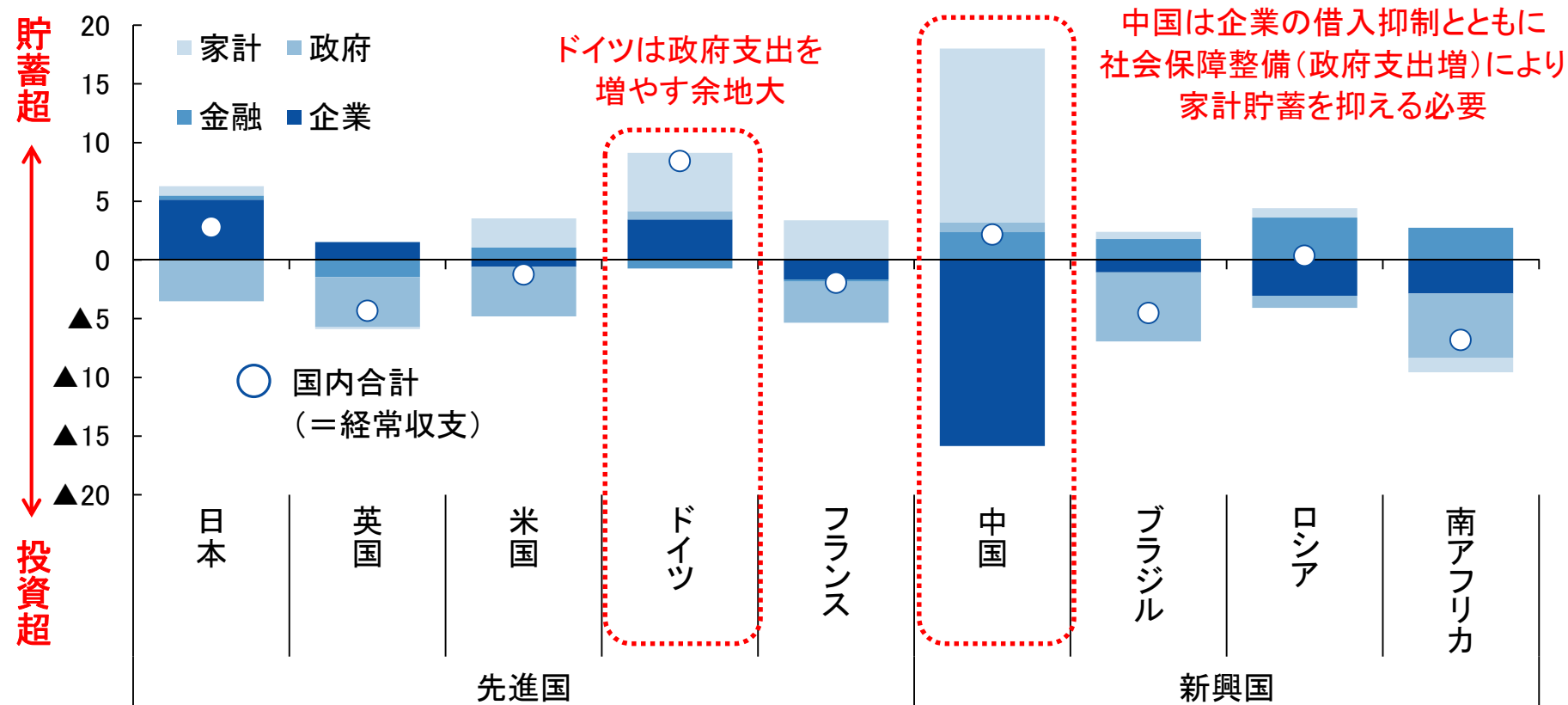
(資料)NEEDS-FQ、OSIRISより、みずほ総合研究所作成

# ドイツのカネ余りが世界の低成長の一因に

- 部門別ISバランス上、ドイツの貯蓄余剰が世界経済の抑制要因、中国は企業の借入抑制とともに家計貯蓄も抑える必要
- 欧州の余剰が欧米の摩擦の一因に

【 主要先進国・新興国の部門別ISバランス 】

(名目GDP比、%)

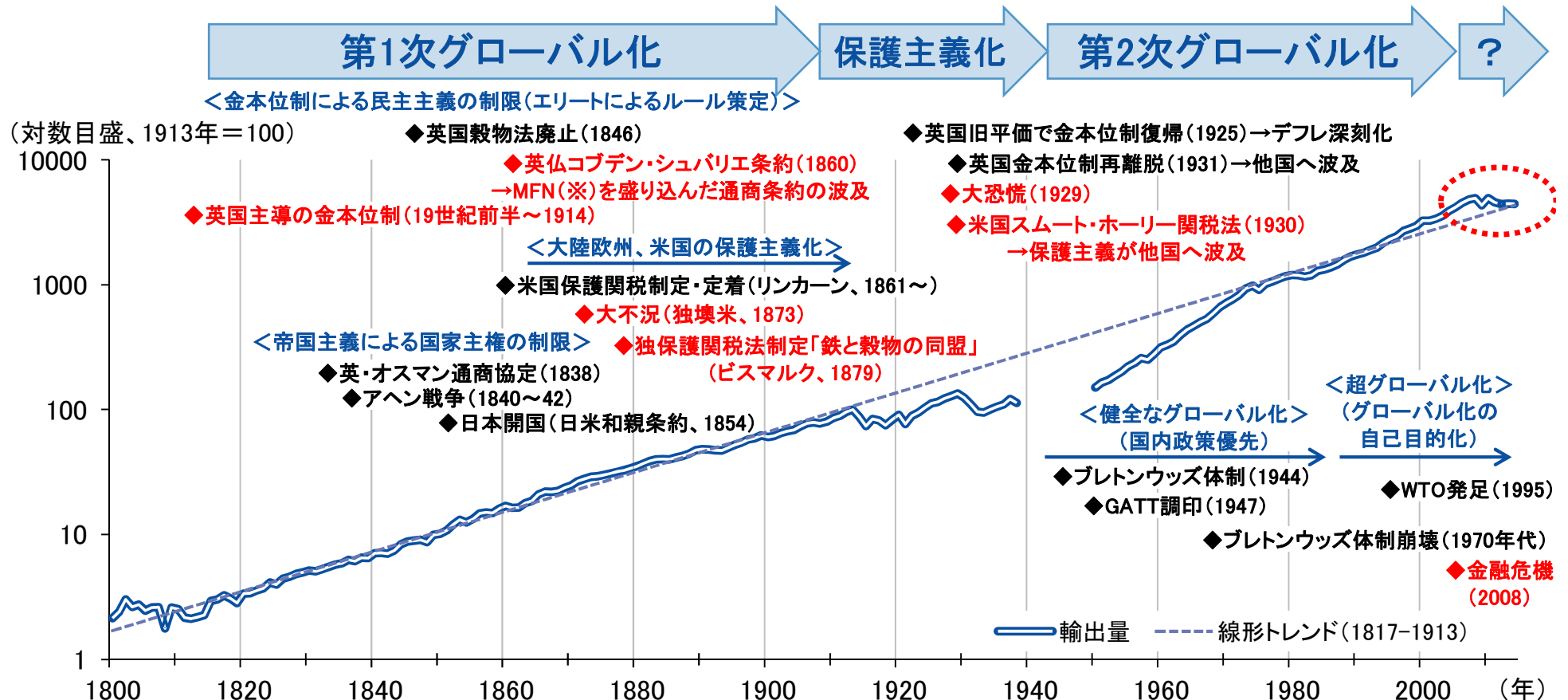


(注)各国の直近値(先進国は2015年、新興国は2014年)。  
(資料)OECDより、みずほ総合研究所作成

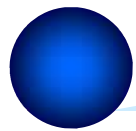
# スロートレードの新常態: 2000年代のような貿易増加ペースは見込めず

- 2009年の金融危機後に世界貿易の伸び停滞。戦間期のような保護主義の再来は避けられることで貿易の停滞局面からは脱するが、中国のグローバル経済への参入を背景とした2000年代のような貿易の増加は見込めず

## 【世界貿易量の長期推移と歴史的背景】



(注) 世界貿易の数値はFederico and Tena-Junguito(2016)の公表データ。歴史的背景や評価はダニ・ロドリック(2014)などを参考に作成。図中のMFNとは最恵国待遇のこと。  
 (資料)ダニ・ロドリック(2014)「グローバリゼーション・パラドクス」、Federico and Tena-Junguito(2016)「A tale of two globalizations」などより、みずほ総合研究所作成



## Ⅲ. 日本経済

～最後の改革チャンスを活かし、  
1人当たりでは1%台半ばの高成長に～

## 見通し概要 ～2020年代は経済・社会改革の最後のチャンス

- 2020年代は、団塊世代が高齢者となった2010年代に比べ、生産年齢人口減少ペースが一旦緩和。定年や年金支給開始年齢引き上げ、働き方改革等の経済・社会・財政改革の最後のチャンスに
- 2027年度にかけ、人口・世帯数減少が進む中、労働力率上昇ペースの鈍化が潜在成長率を下押し。自動化・効率化関連の設備投資や第4次産業革命(AI活用など)に伴う生産性(TFP)向上で、1%程度の成長力を維持。1人当りGDPは1%台半ばの高い伸び
- 2017年度から18年度の景気は回復。海外経済の回復傾向が続くとともに、個人消費持ち直しや生産性向上に関わる設備投資の増加から、内需も堅調
- 2020年代以降、東京五輪の経済効果もはく落するが、建設設備の老朽化から更新需要が根強く、大幅な落ち込みにはならず。インバウンド需要増加が下支え、景気後退は回避
- 2020年代の課題として、①海外成長の活用、②第4次産業革命による生産性向上、③改革の推進力としての東京五輪のレガシーとインバウンド、④財政金融の出口の円滑化、が重要に

## 第4次産業革命の効果などから、1人当たりで1%台半ばの高成長

### 【 主要指標の長期推移(5年平均) 】

		期間平均									
		81~85	86~90	91~95	96~00	01~05	06~10	11~15	16~20	21~25	26~27
実質GDP	前年度比、%	4.3	5.0	1.5	1.0	1.2	0.0	0.9	1.1	0.9	0.9
一人当たり実質GDP	前年度比、%	3.6	4.6	1.2	0.8	1.1	▲ 0.0	1.1	1.4	1.4	1.5
潜在成長率	前年度比、%	4.0	4.6	2.1	1.1	1.0	0.3	0.8	1.0	0.9	1.0
需給ギャップ	潜在GDP比、%	▲ 0.5	0.9	▲ 0.7	▲ 1.0	▲ 1.3	▲ 1.0	▲ 0.2	0.5	0.6	0.5
CPI(除く生鮮食品) (下段:消費税除く)	前年度比、%	2.5	1.4 (1.2)	1.3	0.3 (0.1)	▲ 0.4	▲ 0.2	0.7 (0.2)	0.6 (0.5)	0.6	0.9
CPI(除く食料(酒類 除く)、消費税除く)	前年度比、%	2.9	1.7	1.5	0.1	▲ 0.6	▲ 0.6	▲ 0.0	0.3	0.6	0.8
経常収支	名目GDP比、%	2.0	2.6	2.5	2.4	3.1	3.6	1.6	3.8	3.1	2.8
基礎的財政収支	名目GDP比、%	▲ 2.1	1.6	▲ 1.6	▲ 4.2	▲ 4.3	▲ 3.9	▲ 4.8	▲ 3.0	▲ 1.8	▲ 1.2
公債等残高	名目GDP比、%	51.3	52.3	54.3	83.7	123.9	148.6	183.5	187.9	185.0	181.7

(注)1. 網掛けは予測値。

2. 基礎的財政収支は国+地方ベース。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承継の影響(約24.2兆円)、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承継の影響(約2.9兆円)、2011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国庫納付の影響(約0.3兆円)は特殊要因として控除。

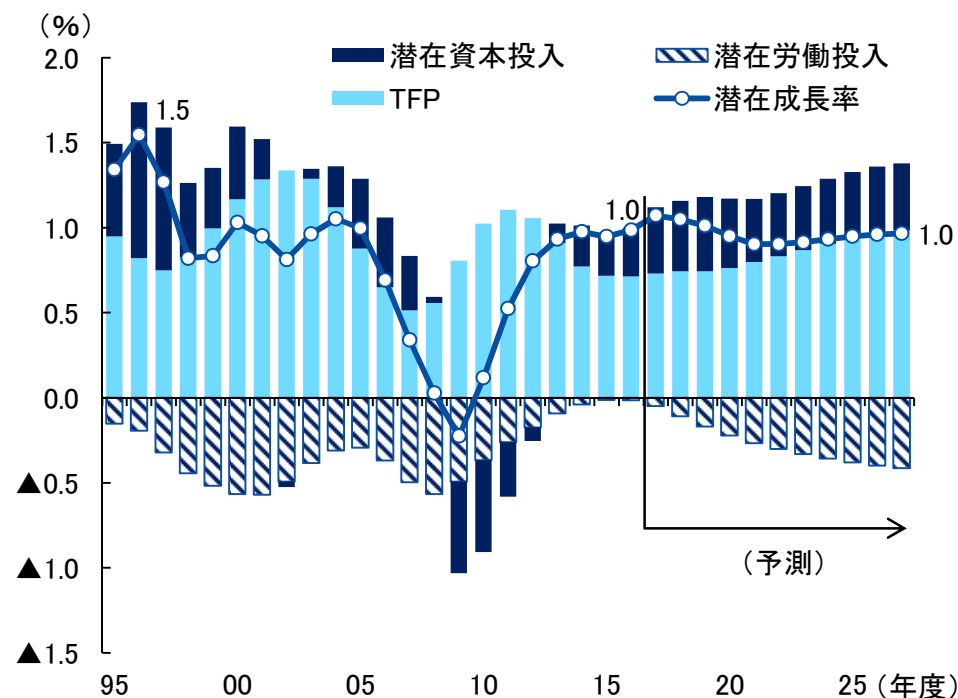
3. 公債等残高は普通国債、年金特例公債、地方債、交付税特会借入金の合計。2007年度に一般会計に承継された交付税特会借入金(国負担分)に関しては、指標の連続性を維持するために引き続き公債等残高に計上。

(資料)内閣府「国民経済計算」、総務省「消費者物価指数」、財務省・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

# 労働力減少も1%台成長を維持、一人当たり成長は1%台半ば

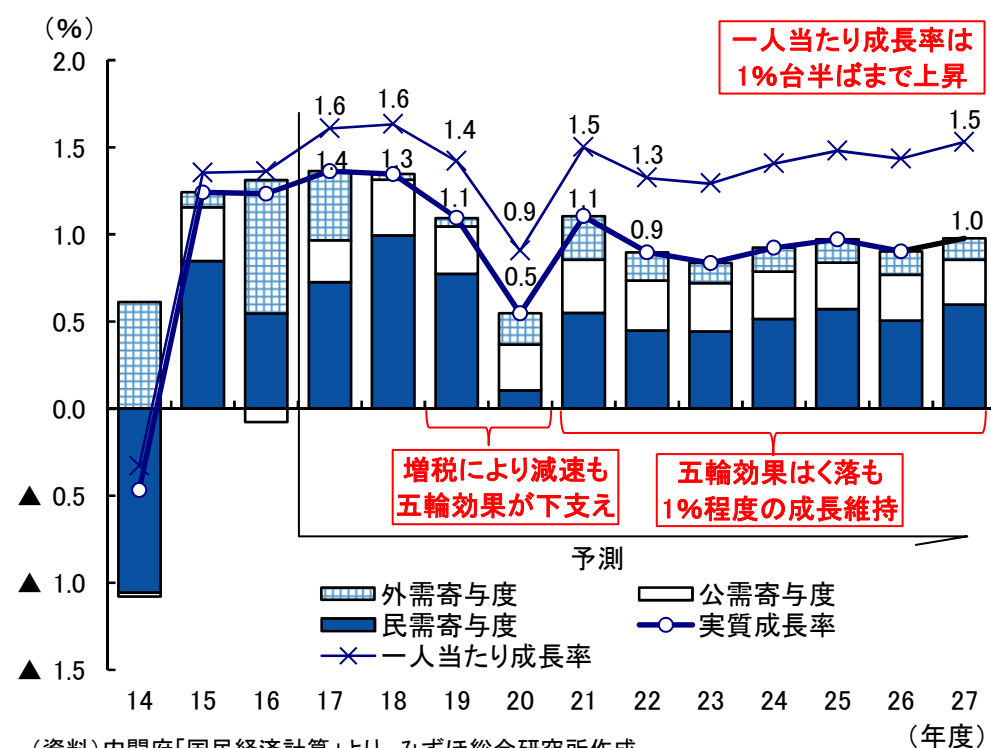
- 人口減少が進む中、生産性向上で潜在成長率を引き上げ
  - ・ 生産年齢人口の減少ペースは一旦緩和。ただし、労働参加率の上昇ペースが鈍化するため、労働投入量は減少
  - ・ 資本投入増加(設備投資の活性化) + 生産性(TFP)上昇で潜在成長率を押し上げ
- 2019年10月の消費増税前後に成長率のアップダウンが生じるものの、五輪関連の需要などが下支え。東京五輪後も、建設需要やインバウンド需要が根強いいため、大幅な落ち込みにならず

【 潜在成長率 】



(資料)内閣府「国民経済計算」より、みずほ総合研究所作成

【 実質GDP成長率と一人当たり成長率 】



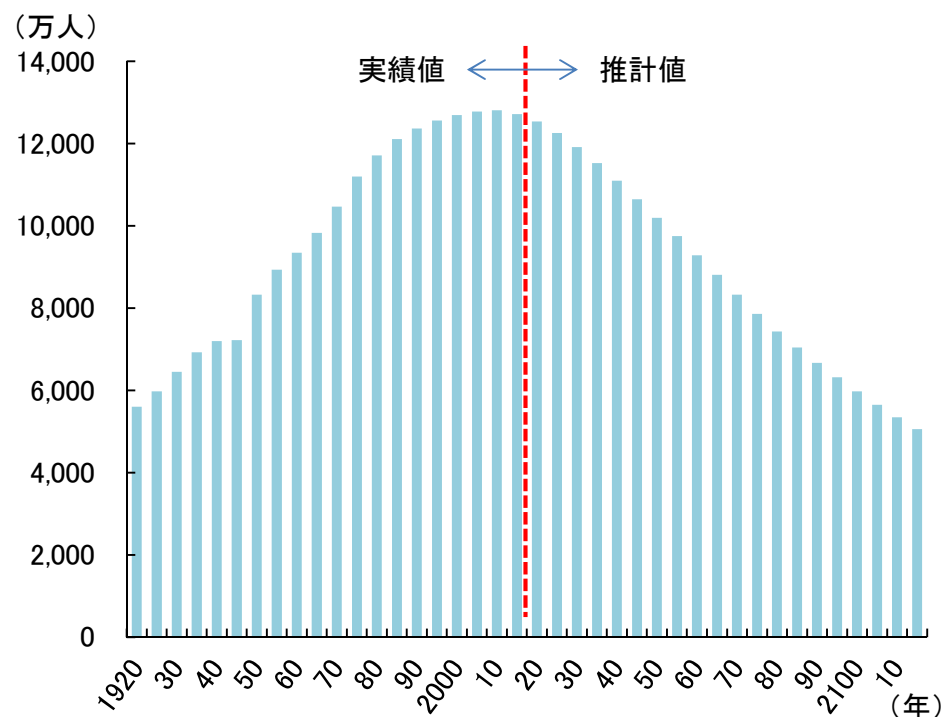
(資料)内閣府「国民経済計算」より、みずほ総合研究所作成



# 日本は人口減少局面入り、少子高齢化が大きく進展

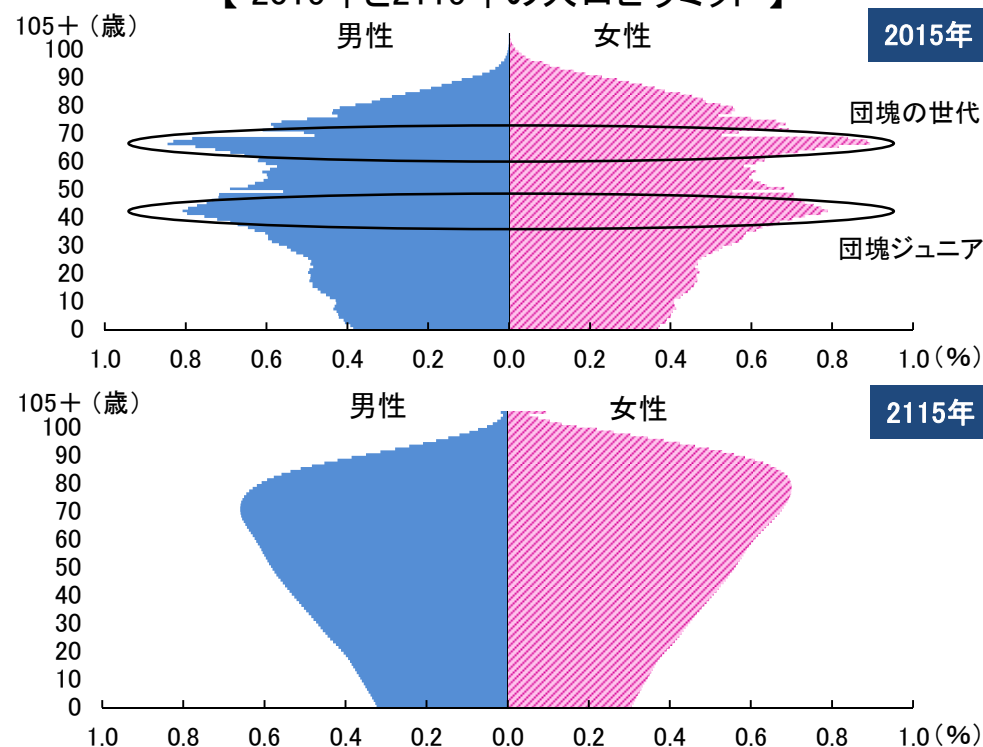
- 2008年をピークに人口減少社会に突入。その後は人口減少に加速
  - ・ 現在、日本は世界で11番目に大きな人口。しかし、2100年には約5000万人と急激な人口減少  
アジアやアフリカの発展途上国の多くに人口規模で抜かれるだけでなく、英国のような先進国にも抜かれる  
—— 少子化対策に加えて、移民受け入れ拡大が長期的な人口対策の鍵

【超長期のわが国の人口の推移】



(注)2016年以降は出生率中位・死亡率中位の推計。  
(資料)総務省統計局「国勢調査報告」各年版、国立社会保障・人口問題研究所「日本の将来推計人口(平成29年4月推計)」より、みずほ総合研究所作成

【2015年と2115年の人口ピラミッド】

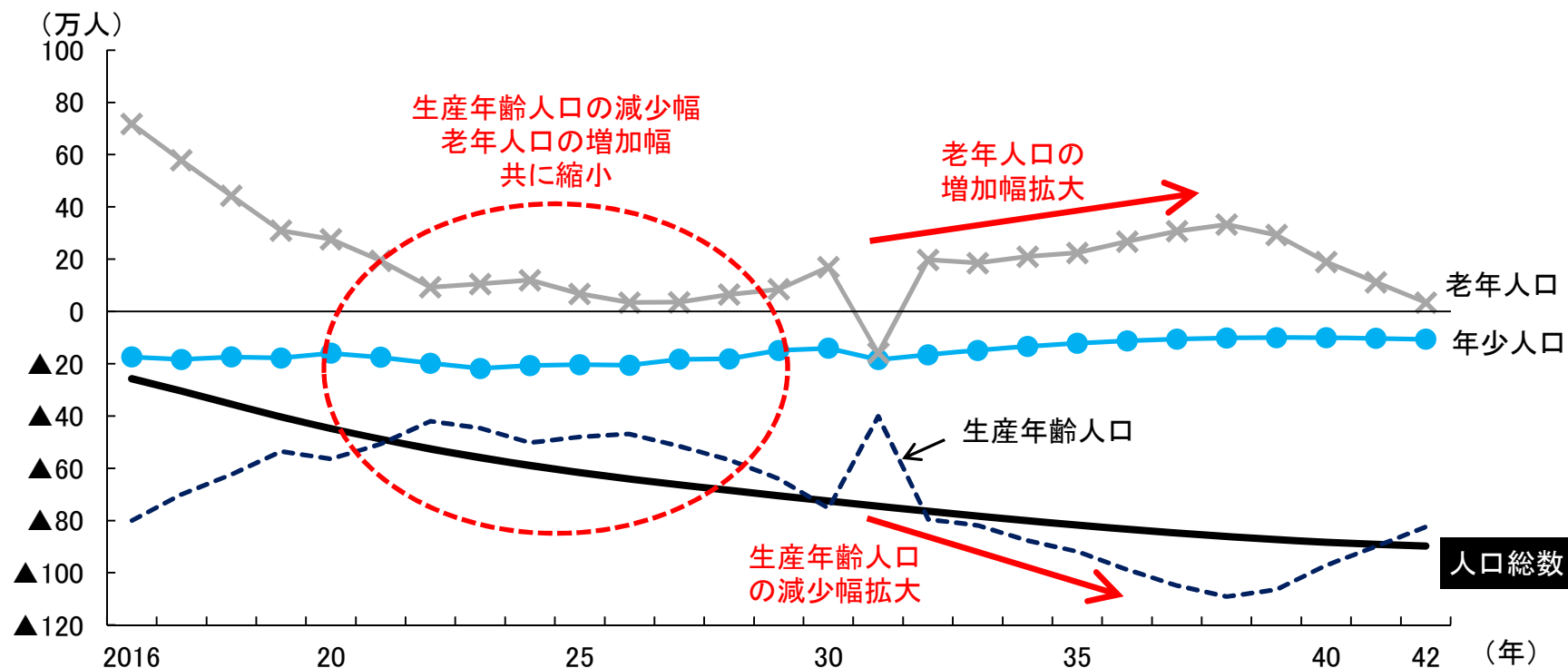


(注)2115年は出生率中位・死亡率中位の推計。  
(資料)総務省統計局「国勢調査報告」2015年版、国立社会保障・人口問題研究所「日本の将来推計人口(平成29年4月推計)」より、みずほ総合研究所作成

## 2020年代は年齢別人口が比較的安定、最後のチャンス

- 年齢別人口の変化は、2010年代後半に比べ2020年代が比較的緩慢
  - ・ 生産年齢(15～64歳)人口の減少幅も老年(65歳以上)人口の増加幅も共に縮小
  - 団塊ジュニア世代(1971～74年生まれ)が老年人口入りする2030年代後半までが鍵。この間、社会保障制度改革や高齢者(特に74歳まで)活用など、今後の人口減少、少子高齢化進展に備える必要

【年齢3区分別人口増加数の推移(対前年比)】



(注) 老年人口数のピークである2042年までの、出生率中位・死亡率中位の推計値。

(資料) 国立社会保障・人口問題研究所「日本の将来推計人口(平成29年4月推計)」より、みずほ総合研究所作成

## 2020年代に日本が最後のチャンスを活かす4課題

### 論点：日本経済は、最後の改革チャンスを活かせるか？

#### <背景>

2020年代は2010年代に比べ、生産年齢人口減少ペースが一旦緩和。  
その後の本格的な人口減少時代に備えた改革の最期のチャンス

#### 課題 < グローバル環境 > アジアを中心とした海外成長の活用

- ・2020年代の**グローバル経済は、「新常態」の緩やかな成長**に。日本の経済改革遂行にとって、悪くない環境  
—— 米欧の潜在成長率持ち直し、アジアでは、**中間所得層の拡大、インフラ需要の潜在力も大**

#### 課題 < 改革の本丸 > 第4次産業革命による生産性向上

- ・第4次産業革命の**経済効果は、保守的に見積もっても、今後10年で累計45～75兆円**（成長率を+0.15～0.21%Pt押し上げ）
- ・**高齢者も包摂した取り組みが課題**。オープン化やクラウド化による**「技術の民主化」**（**開発・導入コストの低減**）を活かすことが鍵に  
—— **個人事業主や農家もAIを作成・活用できる時代に**

#### 課題 < 改革の推進力 > 東京五輪のレガシー効果を最大限に創出

- ・五輪後の建設投資の反動減が懸念されるものの、建設設備の老朽化から**更新投資が根強い**ため、**大きな落ち込みにはならず**
- ・また、**インバウンド需要の拡大は、五輪後も続く**見込み。世界旅行市場に占める日本のシェアは低く、改善の余地はまだ大きい

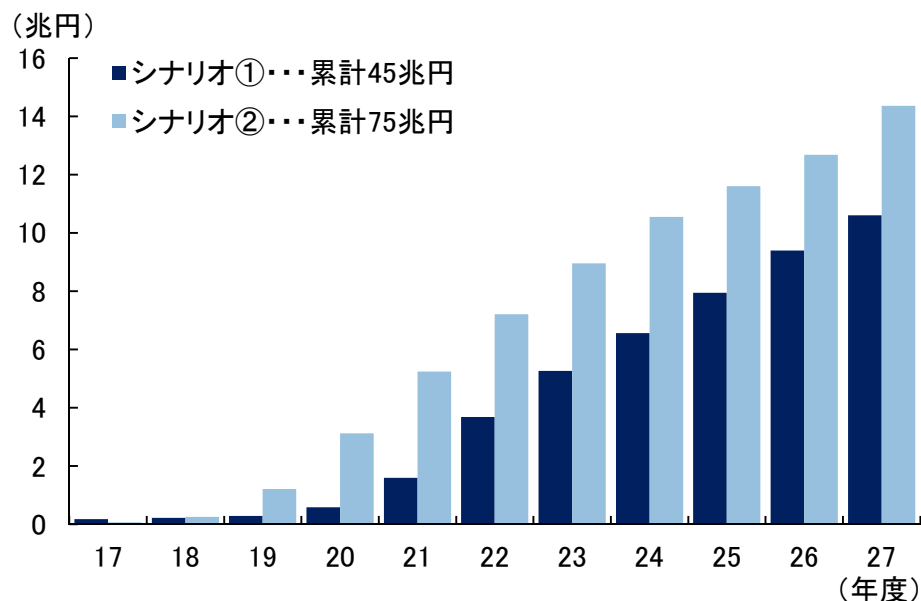
#### 課題 < 改革の基盤 > 金融・財政政策の出口について、コンセンサスを醸成

- ・低金利が続くことで**公債等残高のGDP比は抑制**されるが、歳出改革等、財政再建に向けた最後のチャンスに
- ・外部環境の改善下、金融政策の出口を模索  
⇒ 財政健全化との両立のため、金融政策の出口では極めて緩やかなペースでの利上げが必要

## 第4次産業革命: AI活用の経済効果は今後10年間で累計45兆～75兆円

- 今後約10年間で期待される経済効果は累計45～75兆円。成長率を0.15～0.21%Pt押し上げ
  - ・ モバイル通信やブロードバンドの経済効果に関する先行研究をベースに、AIについても、同様の普及ペースと経済効果を仮定して試算
- ただし、経済効果は上振れ・下振れリスクともに大。先行研究も、前提次第で試算結果に大きな幅あり

【 経済効果試算(日本、～2027年) 】



- (注) 1. Chen et al.(2016)“Global Economic Impacts Associated with Artificial Intelligence”の手法を用いて、日本についての経済効果を試算。  
 2. シナリオ①はモバイル通信の経済効果に関する分析をベース、シナリオ②はブロード・バンドの経済効果に関する分析をベースとして、AIの経済効果に当てはめたもの。  
 (資料)Chen et al.(2016)、Gruber and Koutroumpis(2011)、Koutroumpis(2009)、Worldbankより、みずほ総合研究所作成

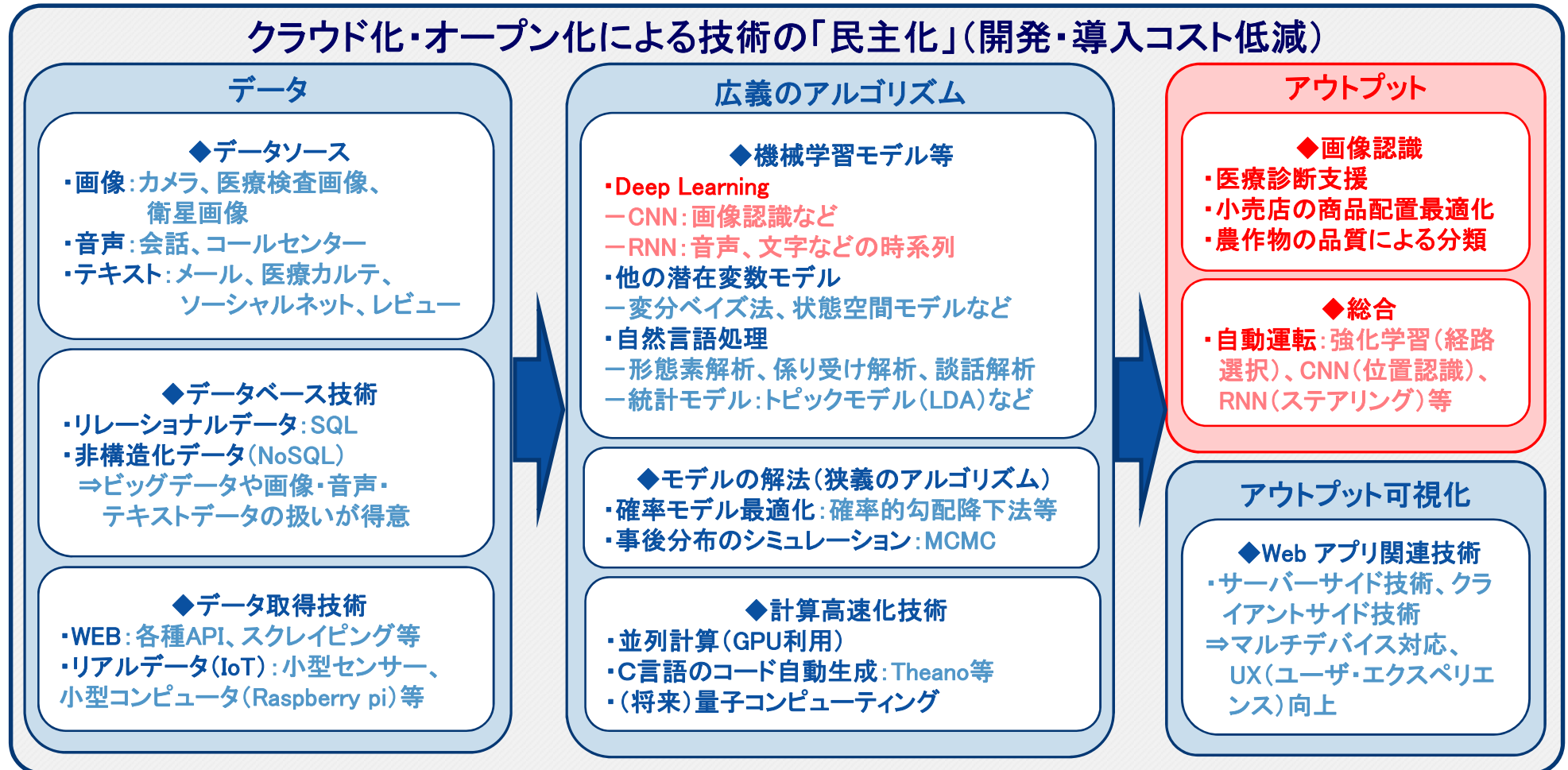
【 AIの経済効果に関する先行研究 】

	対象地域	経済効果	対象期間
Chen et al.(2016) “Global Economic Impacts Associated with Artificial Intelligence”	高所得国	累計1.49兆～5.89兆ドル (1.49兆～2.95兆ドルが中心)	2016～2025年 (累計)
	米国	年間0.9兆～8.3兆ドル (成長率: +2.0%Pt)	
	日本	年間0.2兆～2.1兆ドル (成長率: +1.9%Pt)	2035年 (単年)
Daugherty and Purdy(2016) “Why AI is the Future of Growth”	英国	年間0.1兆～0.8兆ドル (成長率: +1.4%Pt)	
	ドイツ	年間0.1兆～1.1兆ドル (成長率: +1.6%Pt)	
日本経済研究センター(2017) 「第4次産業革命の中の日本 ～情報は国家なり～」	日本	<最大効果> GDP: 1.4倍 成長率: +4.1%Pt	2030年 (単年)

- (注) 1. Chen et al.(2016)はIT投資、ブロードバンド、モバイル通信、産業用ロボットの経済効果に関する先行研究をベンチマークに用いて、AIの経済効果を推計。  
 2. Daugherty and Purdy(2016)は、経済モデルに基づいて推計。AIを独自の生産要素として扱うかどうかによって、試算結果に大きな幅が生じている。  
 3. 日本経済研究センター(2017)は、全ての企業が、トップレベルの導入企業並みにAI、IoTを導入した場合の効果。  
 (資料)表に示した先行研究により、みずほ総合研究所作成

# AIとは:機械学習(特にDeep Learning)を軸とした一連の問題解決システム

【(特化型)AIシステムの構成(重要部分)】

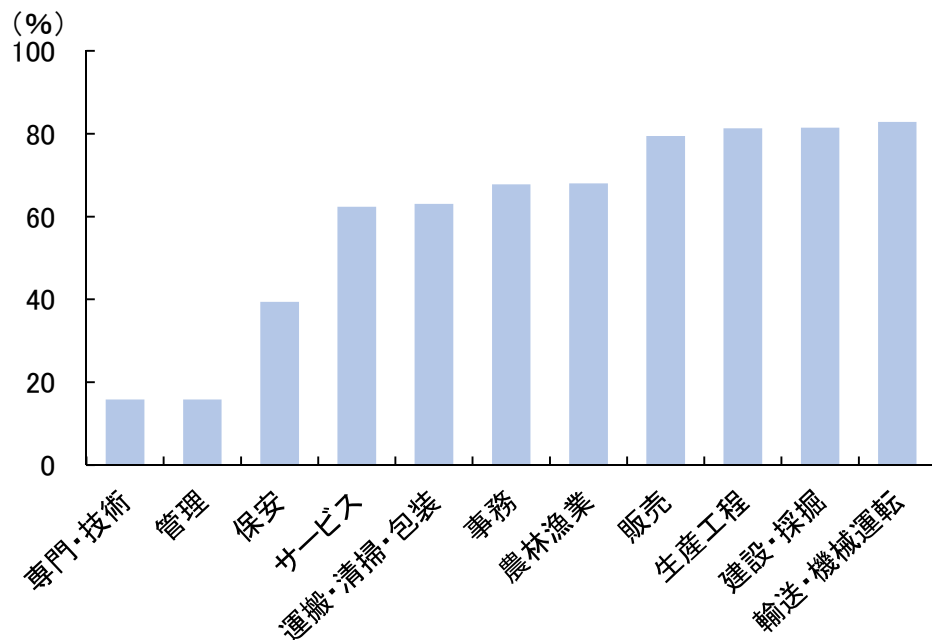


(資料)みずほ銀行産業調査部資料、その他各種資料より、みずほ総合研究所作成

# 第4次産業革命：労働需給がひっ迫するなかでAIは効果的だが、ミスマッチ拡大の恐れ

- AIによる自動化は、労働需給がひっ迫する日本では効果的と考えられる一方、雇用のミスマッチを広げる可能性
  - ・ 建設・採掘やサービスなど人手不足感が強い分野では、AIなどを雇用補完的に活用することが、極めて有効な手段に
  - ・ 専門・技術職、管理職などでは労働代替圧力は限定的。人口減少下で今後さらに雇用がひっ迫する可能性
  - ・ 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

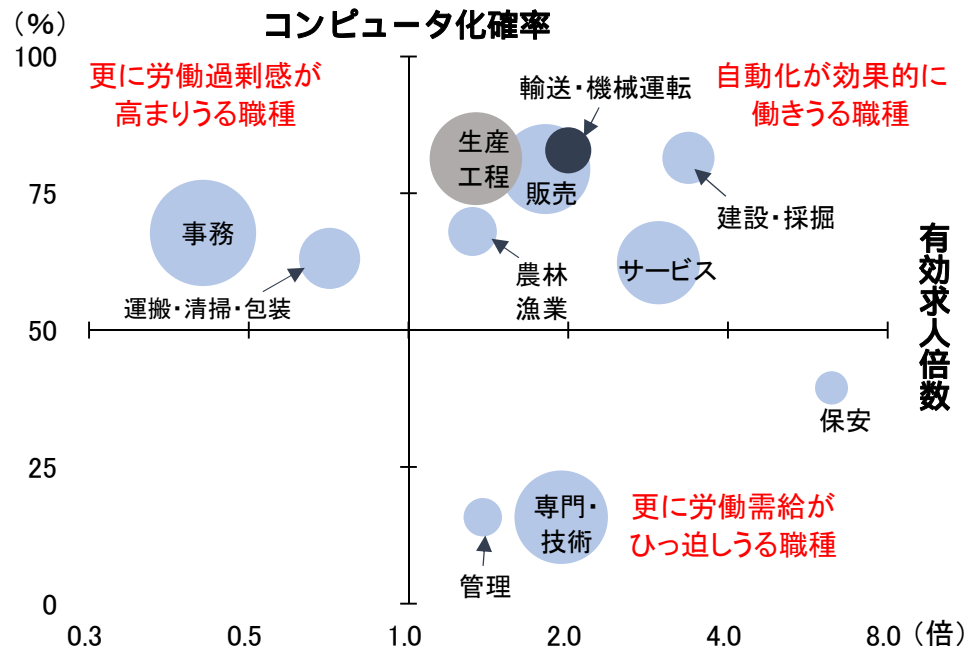
【 コンピュータ化確率(国勢調査ベース) 】



(注)コンピュータ化確率は今後10～20年以内にAIを含む広義のコンピュータに代替される可能性を示す確率。AIなどの新規技術により発生する雇用創出を含んでいない点に留意。

(資料)Frey and Osborne(2017)、浜口・近藤(2017)、総務省「国勢調査」より、みずほ総合研究所作成

【 コンピュータ化確率と有効求人倍数 】



(注)コンピュータ化確率は今後10～20年以内にAIを含む広義のコンピュータに代替される可能性を示す確率。AIなどの新規技術により発生する雇用創出を含んでいない点に留意。バブルの大きさは就業者数規模を指す。

(資料)Frey and Osborne(2017)、浜口・近藤(2017)、総務省「国勢調査」、厚生労働省「一般職業紹介状況」より、みずほ総合研究所作成



## 第4次産業革命:「技術の民主化」を活かすため、教育・働き方改革が重要

- 高齢者も包摂した取り組みが課題。オープン・クラウド化による「技術の民主化」(開発・導入コスト低減)を活かすことが鍵  
 ——— すでに、Googleが公開した「Tensorflow」や小型コンピュータ「Raspberry Pi」などを用いて、個人事業主や農家もAIを作成・活用できる時代に
- 最終的に、人の役割は「アイデア出し」や「判断」に集中。こうした変化に合わせた働き方・教育システムの改革が必要に

### 【 AIの発展に伴う社会・経済の変化(予見される動きと最終的な可能性) 】

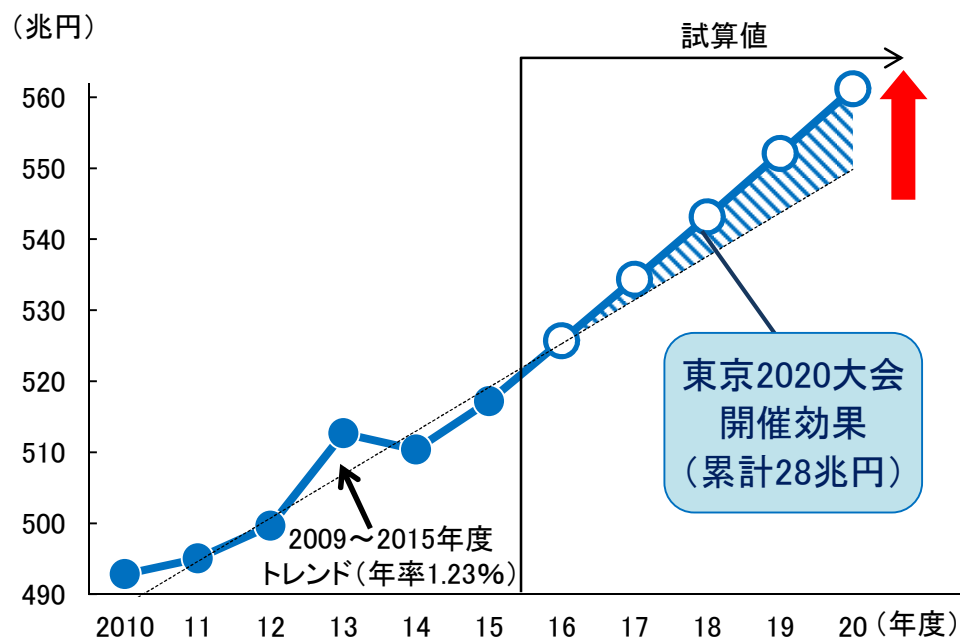
		現在 ~ 近未来: 現時点で予見される動き	終着点: 一つの可能性
	<b>技術革新</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・個別技術毎にオープン化、クラウド化が進展                ⇒コスト低下によって、技術があれば個人レベルでAI開発・利用が可能に</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・<b>感覚的な操作でAIシステムの開発が可能に</b>                ⇒<b>誰もがAIを作る時代</b></li> <li>・3Dプリンタにより、AI搭載のプロトタイプ製品を作成                ⇒<b>アイデアの実現、試行錯誤のスピードアップ</b></li> </ul>
	<b>規制改革</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・AIが関わる法律問題についてのガイドライン整備</li> <li>・特区制度、規制のサンドボックス等による規制緩和</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・人の活動を前提にした法規制、専門業務の業法規制の改革(完全自動運転、AI法律相談など)</li> <li>・データの権利保護によるデータの流通促進</li> </ul>
変化の促進、 変化への適応	<b>働き方改革</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・日本型雇用システムの見直し                - 中高年層を中心にメンバーシップ型からジョブ型雇用への移行が進展(年功序列の見直し)</li> <li>・フラット型組織への移行                - ICT活用による企業内での情報共有徹底</li> <li>- 社員への権限委譲とチームリーダー層の育成(数・質)</li> <li>- 労働時間規制の緩和</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・<b>人の役割はアイデア出しや判断に集中</b></li> <li>・<b>大組織から個人主体の働き方へ</b>                - 間接部門の機能の大部分はAIが代替</li> <li>- 企画からプロトタイプ投入までをスピード感のある個人・チームが主導</li> <li>- 組織の役割はマズ展開・スケールアップや既存製品・サービスの剪定</li> <li>・異業種間の人材移動が活発に</li> </ul>
	<b>教育システム</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・英語教育やプログラミング教育(AI利活用)の高度化</li> <li>・社会人のトレーニング(AIで代替されない専門技能)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・<b>創造性(柔軟な思考力と複数領域の専門性)と実現力(やり抜く力、Grit)を育む教育</b></li> </ul>
	<b>損害賠償制度、 社会保障制度</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・AIが関わる紛争・事故についての判例の積み重ね</li> <li>・事務的職業など、AIによって代替される雇用へのセーフティネット整備(社会人教育とセット)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・<b>公的AI保険の導入</b>(製造物責任等の緩和とセット)によるリスク分散、AI開発の萎縮効果緩和</li> <li>・<b>ベーシック・インカム</b>により、AIが生み出した付加価値を個人に還元</li> </ul>
	<b>金融システム</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・クラウド・ファンディングやFintechの拡大</li> <li>・AIバブル崩壊への備え</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・金融機関は<b>先端技術の目利き能力やマーケティング能力が重要</b>に</li> </ul>

(資料)みずほ銀行産業調査部資料、大内(2016)「AI時代の雇用の流動化に備えよ」などより、みずほ総合研究所作成

# 五輪効果とその後の展望：東京五輪開催はGDPを総額約30兆円押し上げ

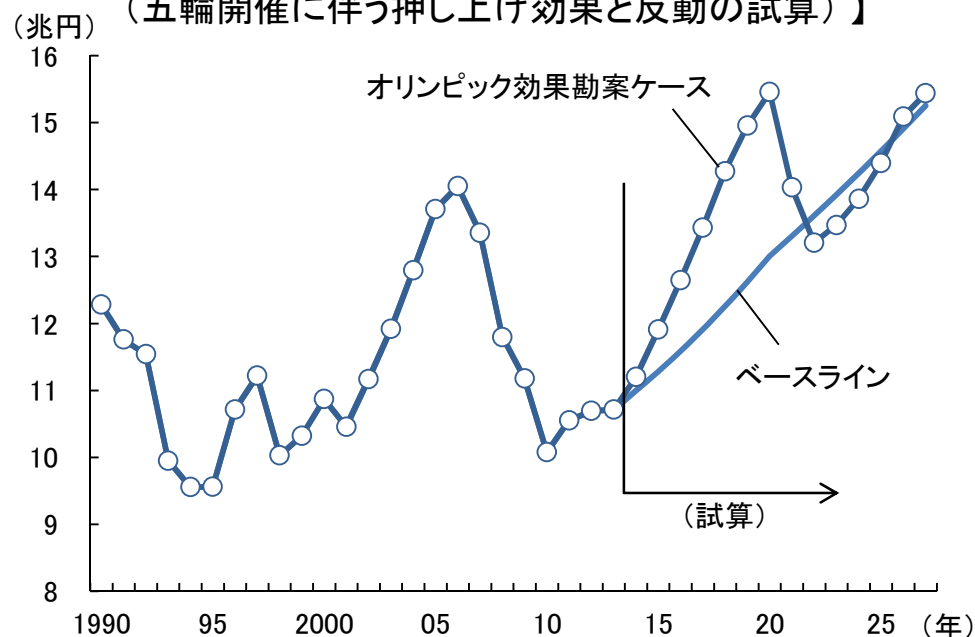
- 東京五輪開催は、2016～2020年度の実質成長率を年平均+0.3%Pt押し上げ(総額約30兆円)
- 五輪開催により首都圏の設備投資は10兆円強上振れ。一方、五輪後は投資押し上げ効果はく落が成長率を下押し(2021・22年度の成長率を約0.2%Pt押し下げ試算)
- レガシー効果(観光客増加など)で資本ストックに対する需要も上振れ、設備投資の反動減は抑制

【東京オリンピック開催による実質GDP押し上げ効果】



(注)1. 2016年度以降は、みずほ総合研究所による試算値ベース。  
 2. 試算方法の詳細は、みずほ総合研究所(2014)「2020東京オリンピック開催の経済効果は30兆円規模に」を参照。  
 (資料)内閣府「国民経済計算」より、みずほ総合研究所作成

【五輪関連業種の首都圏における設備投資額 (五輪開催に伴う押し上げ効果と反動の試算)】



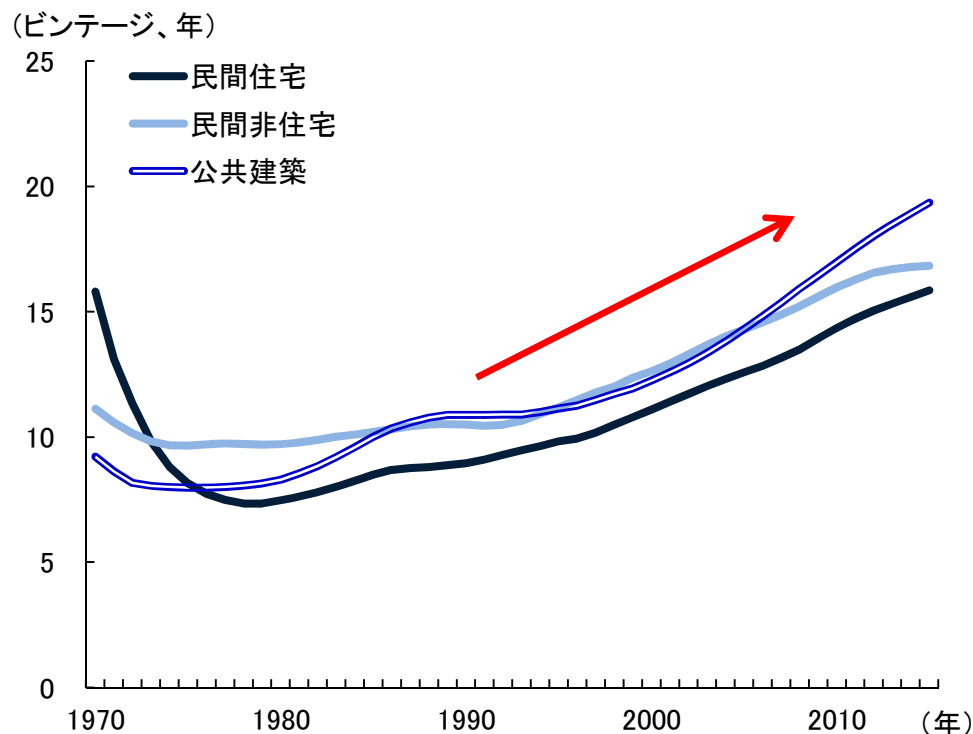
(注)1. 五輪関連4業種(サービス業、不動産業、運輸・通信業、卸・小売業)の1都3県(東京都・神奈川県・千葉県・埼玉県)における設備投資額。1990年価格。  
 2. 試算方法の詳細は、みずほ総合研究所(2014)「2020東京オリンピック開催の経済効果は30兆円規模に」を参照。  
 (資料)内閣府「都道府県別民間資本ストック」などより、みずほ総合研究所試算



## 五輪後：建設設備老朽化により潜在的更新需要は大きい

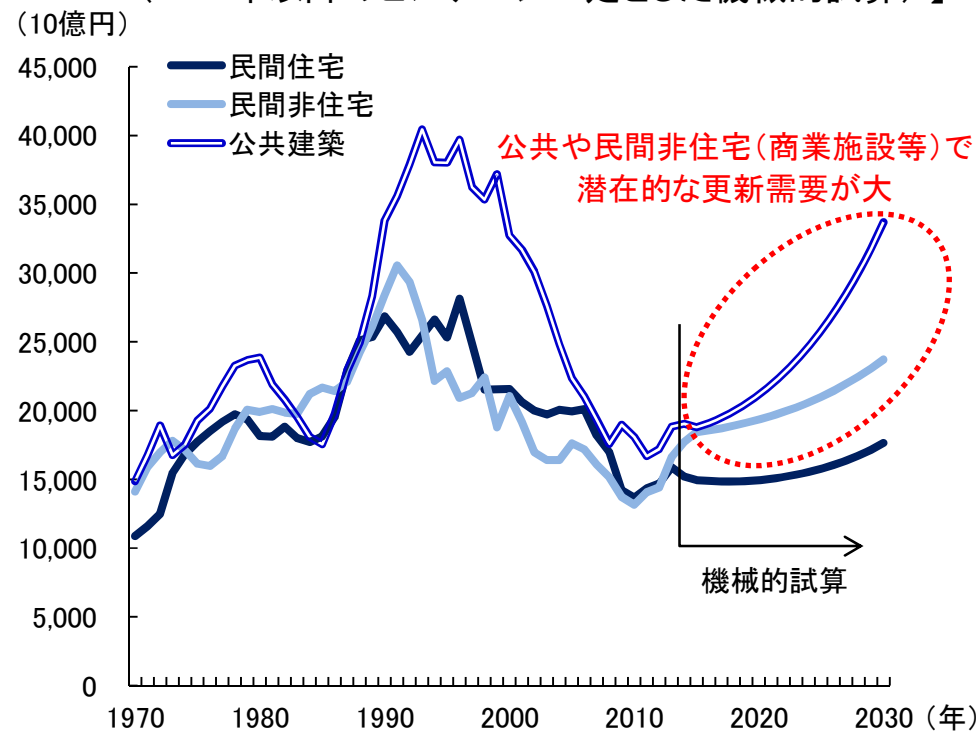
- 建設ストックのビンテージ(設備年齢)は、1990年代以降上昇。老朽化が進展し、潜在的更新投資大
  - ・ 特に公共部門の老朽化が進み、維持費などのコスト増大や事故発生に懸念

【建設設備のビンテージ(年齢)の推移】



(注) JIPデータベースと国民経済計算を接続。  
 (資料)内閣府「国富調査」「国民経済計算確報」、RIETI「JIPデータベース」より、  
 みずほ総合研究所作成

【建設投資需要の見通し  
 (2030年以降のビンテージ一定とした機械的試算)】

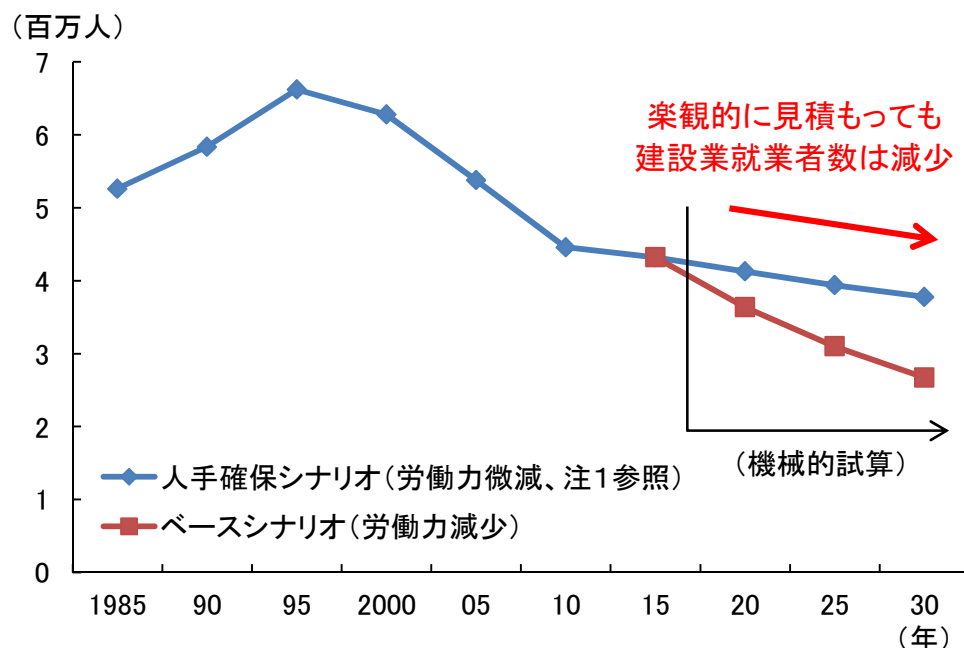


(注) 1970年の設備年齢は、みずほ総合研究所による試算値。  
 (資料)内閣府「国富調査」「国民経済計算」、RIETI「JIPデータベース」より、  
 みずほ総合研究所作成

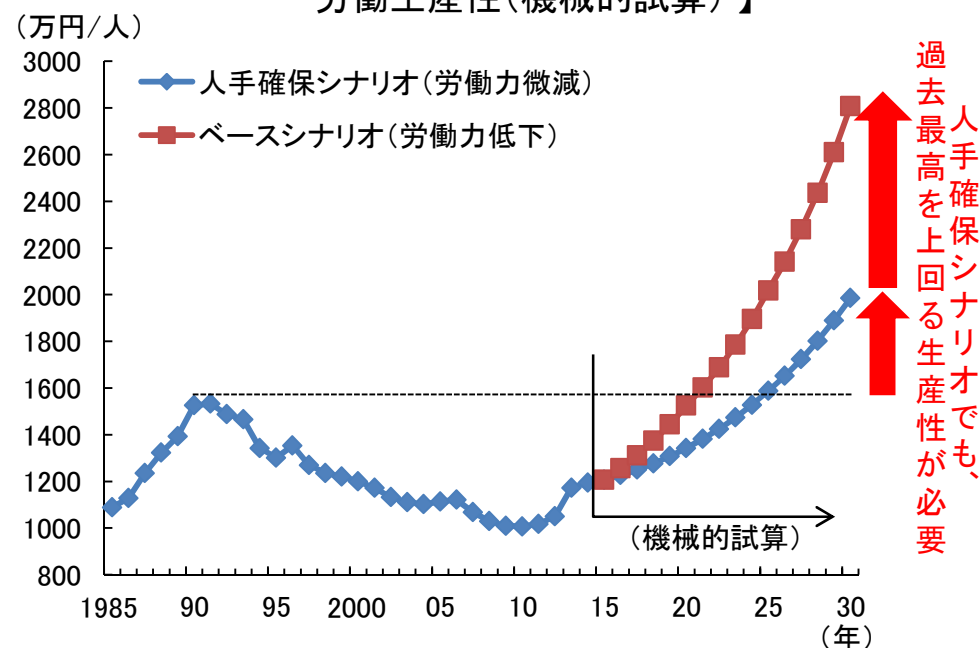
## 五輪後：課題は建設投資減少ではなく、建設業の人手確保と生産性向上

- 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
  - ・ 2010～15年の変化で延伸すると、就業者数の減少ペースは緩やかだが、2005～10年の場合には大きく減少
- 潜在的な更新需要を実現するには、働き手確保に加え、過去最高を超える労働生産性の上昇が必要
  - ・ 現実的には、潜在需要を完全に実現することは困難。建設投資は労働供給制約によって、微増にとどまる見込み

【建設業の就業者数見通し(機械的試算)】



【建設投資の潜在需要実現に必要な労働生産性(機械的試算)】



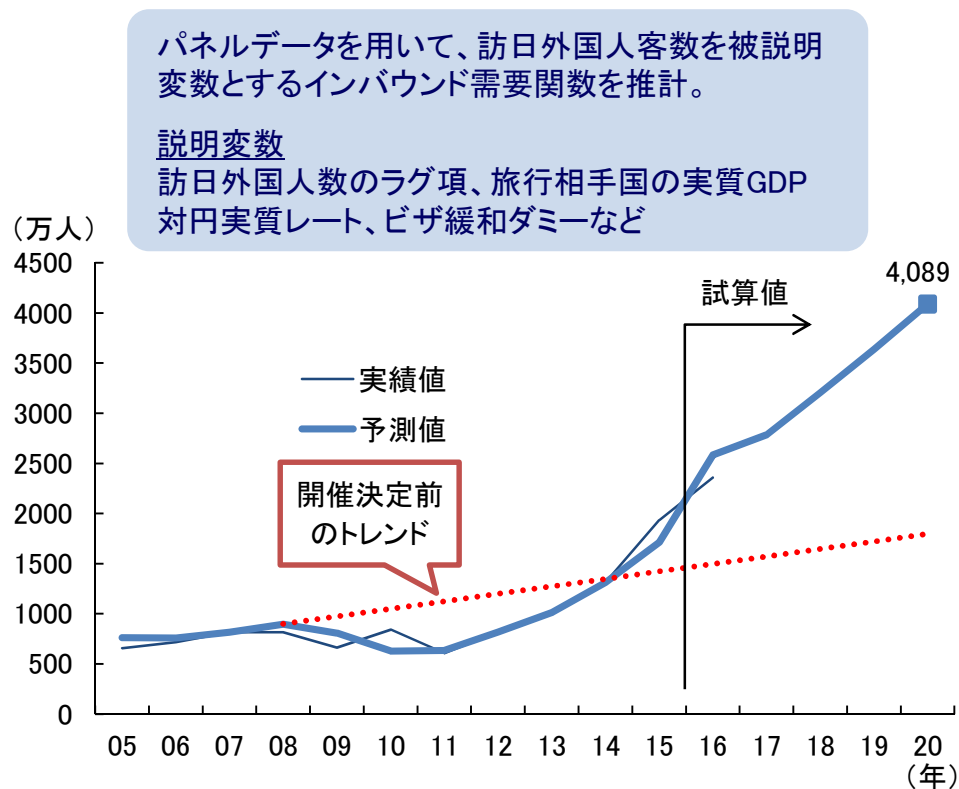
(注)1. 人手確保シナリオは、労働参加率や建設業の就業割合について、2010～15年の変化幅が続くと想定。ベースシナリオは、2005～10年の変化幅が続くと想定。  
 2. 2020年以降はみずほ総合研究所推計値。  
 (資料)総務省「国勢調査」、国立社会保障・人口問題研究所「将来推計人口」などより、みずほ総合研究所作成

(注)前頁右図に示した建設投資需要を実現するために必要な労働生産性を、本頁左図の就業者シナリオ別に試算。  
 (資料)内閣府「国富調査」「国民経済計算確報」、RIETI「JIPデータベース」、総務省「国勢調査」、国立社会保障・人口問題研究所「将来推計人口」などより、みずほ総合研究所作成

## 五輪後：訪日外客が国内消費市場の支え

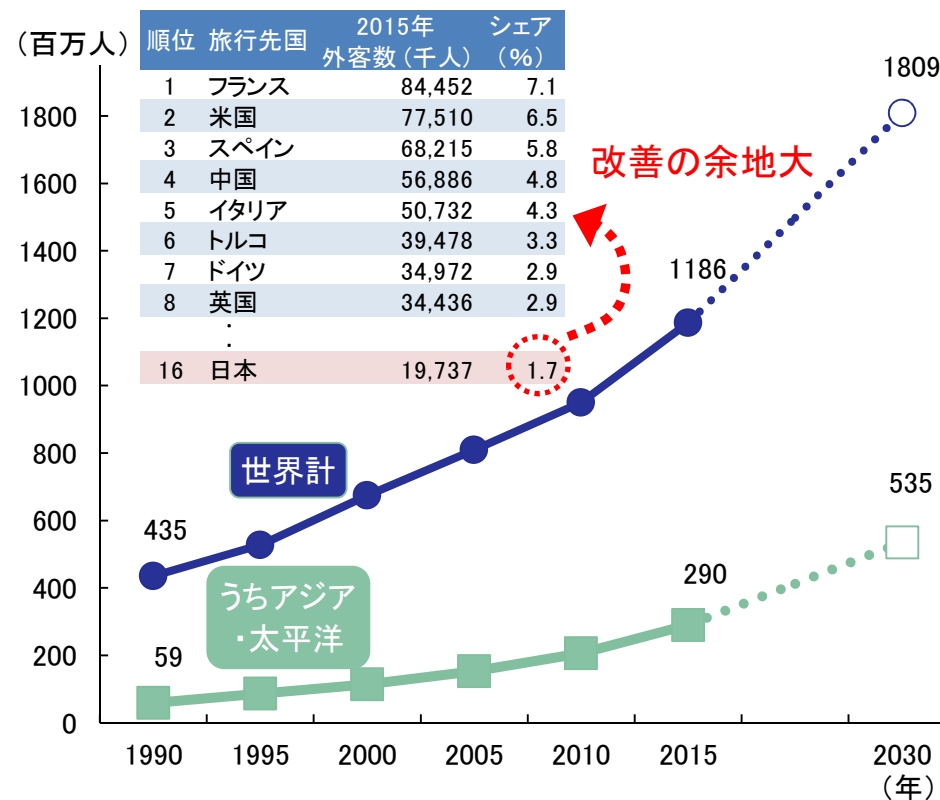
- 2020年の訪日外国人客数4,000万人達成は、射程圏内
- 世界観光機関は世界の海外旅行者数が2030年に18億人に達するとの見通しを発表
  - ・ 世界の海外旅行者に占めるシェアをトルコ並みの3.3%（現状1.7%）に高めれば、政府目標（6,000万人）もクリア可能
  - ・ 訪日外客の多くは日本の観光資源や文化に関心が高い

【 訪日外客数の推移と機械的試算 】



(資料)JNTO、IMFなどより、みずほ総合研究所作成

【 世界の海外旅行者数の長期見通し 】

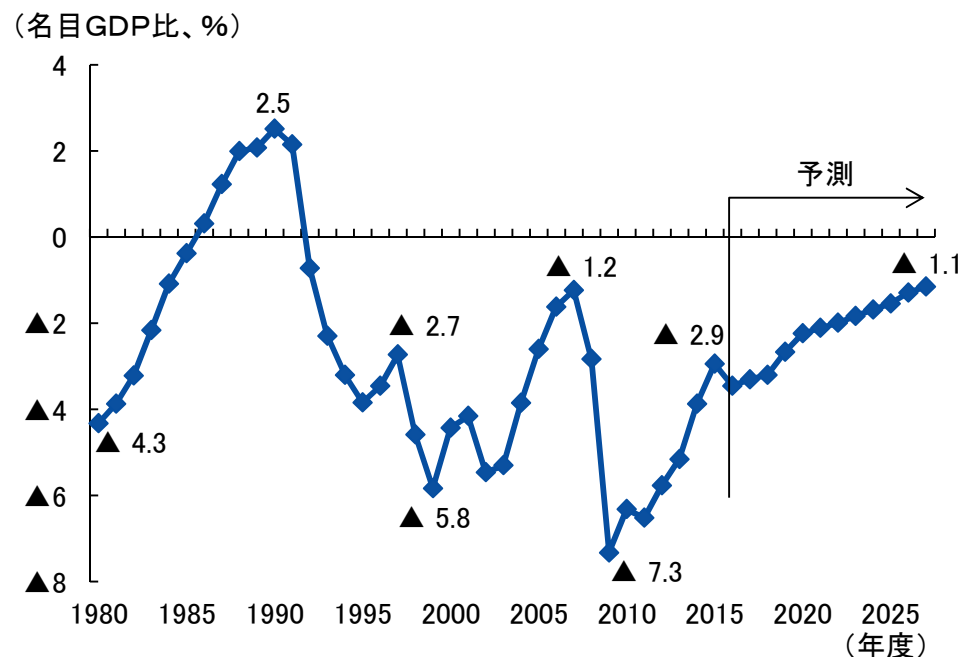


(資料)UNWTOより、みずほ総合研究所作成

# 財政健全化：PB赤字残存も、低金利により公債等残高GDP比は横ばい

- 1度の消費増税(2019年10月)と歳出抑制だけでは、2027年度までに基礎的財政収支(PB)の黒字化は困難
- 金利が低水準に抑制されることで、公債等残高のGDP比はほぼ横ばい

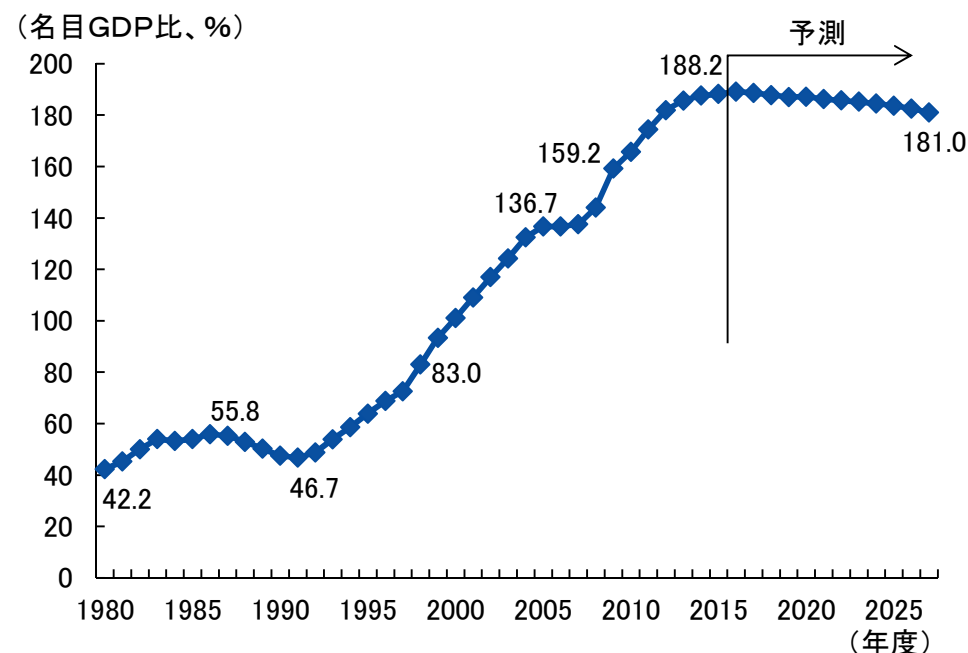
【基礎的財政収支(国+地方、GDP比)の見通し】



(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承継の影響(約24.2兆円)、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承継の影響(約2.9兆円)、2011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国庫納付の影響(約0.3兆円)は特殊要因として控除。

(資料)内閣府、財務省などより、みずほ総合研究所作成

【公債等残高(GDP比)の見通し】



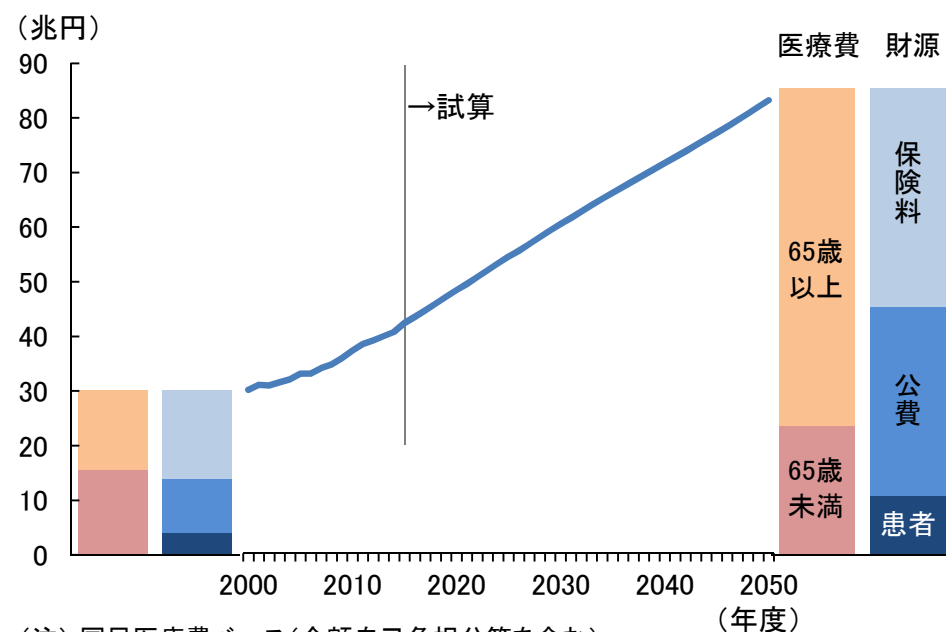
(注)公債等残高は普通国債、年金特例公債、地方債、交付税特会借入金の合計。2007年度に一般会計に承継された交付税特会借入金(国負担分)に関しては、指標の連続性を維持するために引き続き公債等残高に計上。

(資料)内閣府、財務省などより、みずほ総合研究所作成

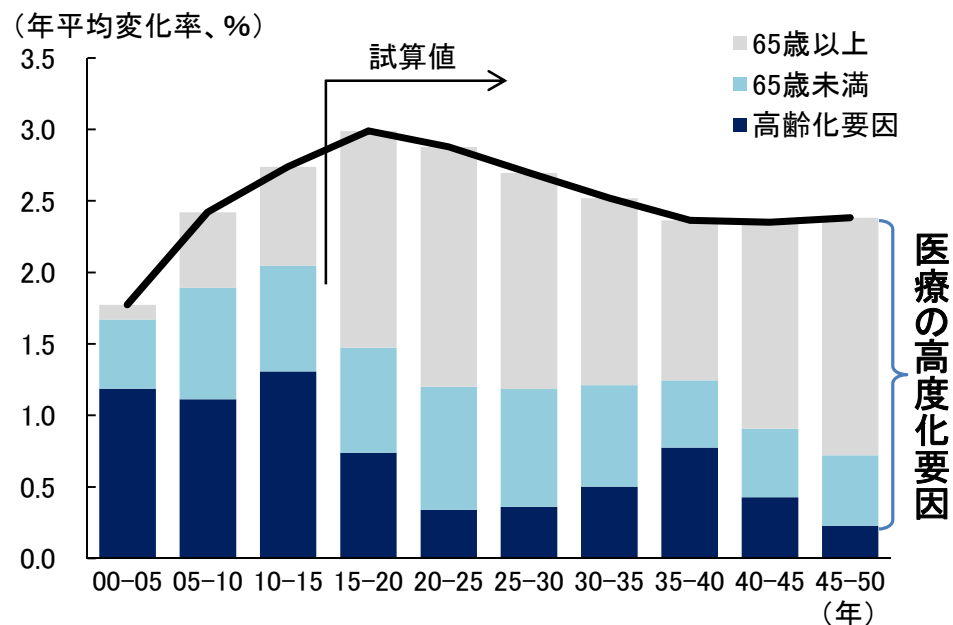
# 財政：医療費が膨張。増税及び支出抑制継続(次第に医療格差が拡大)に

- 長期的には、医療費膨張に耐えうるだけの財政基盤が不可欠
  - ・ 国民医療費は2050年に80兆円超と倍増。全て賄うには保険料・公費負担が25兆円弱ずつ増加する必要、支出抑制だけでは困難
  - ・ 今後、高齢化(65歳以上人口比率の上昇)に加え、高度化等に伴う各年齢階層における増加が平均医療費を押し上げ

【医療費の将来推計】



【一人当たり医療費の要因分解】

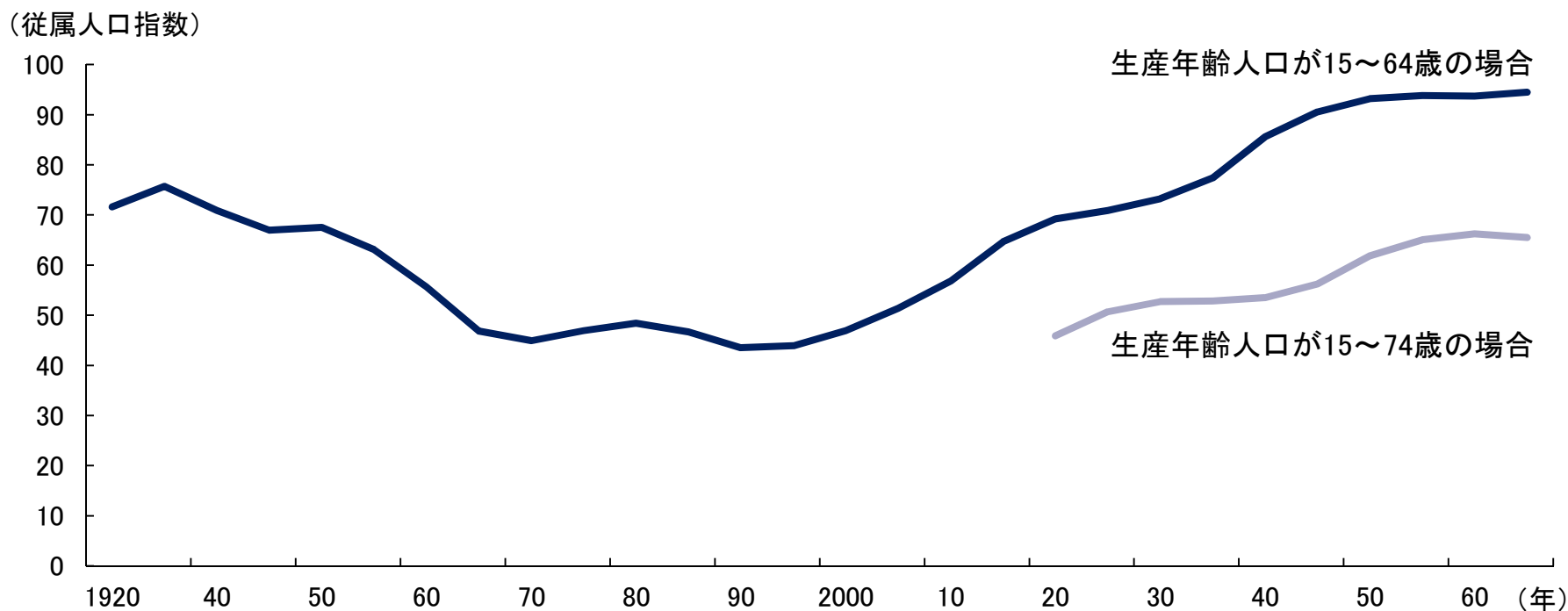


(注) 国民医療費ベース(全額自己負担分等を含む)。  
 医療費・・・5歳階級別一人当たり医療費(=GDP×所得弾性値+物価上昇率)×階級別人口にて算出。GDPは実質1%、名目1.5%と想定。  
 財源・・・患者負担=窓口負担+全額自己負担分、公費=各保険の法定公費負担+公費負担医療給付+労災その他給付+軽減特例措置、  
 保険料=医療費総額-患者負担-公費。医療保険給付対象医療費(総額から公費負担給付・労災給付・その他給付・全額自己負担を除いたものと定義)を年齢階層別に算出し、2014年度の各階層のウェイトを用いて各保険制度に按分したものをベースに算出。  
 (資料) 厚生労働省「国民医療費」「医療給付実態調査」等より、みずほ総合研究所作成

## 2020年代の課題：元気な高齢者に「支えられる側」から「支える側」に回ってもらうこと

- 前期高齢者(65～74歳)を中心に高齢者に「支える」側に回ってもらうことも必要
  - ・ 従属人口指数(生産年齢人口100人で支える年少<14歳以下>人口と老年人口の合計)が低いほど労働者の負担小、将来の人口動向に備えた改革を行いやすい。実際に、従属人口指数が低位で安定していた1960年代後半～1990年代前半にかけ、定年年齢の延長や厚生年金制度が実現
  - ・ 仮に2020年以降生産年齢人口を74歳までにすると、従属人口指数の今後の伸びはかなり鈍化

### 【 従属人口指数の推移 】



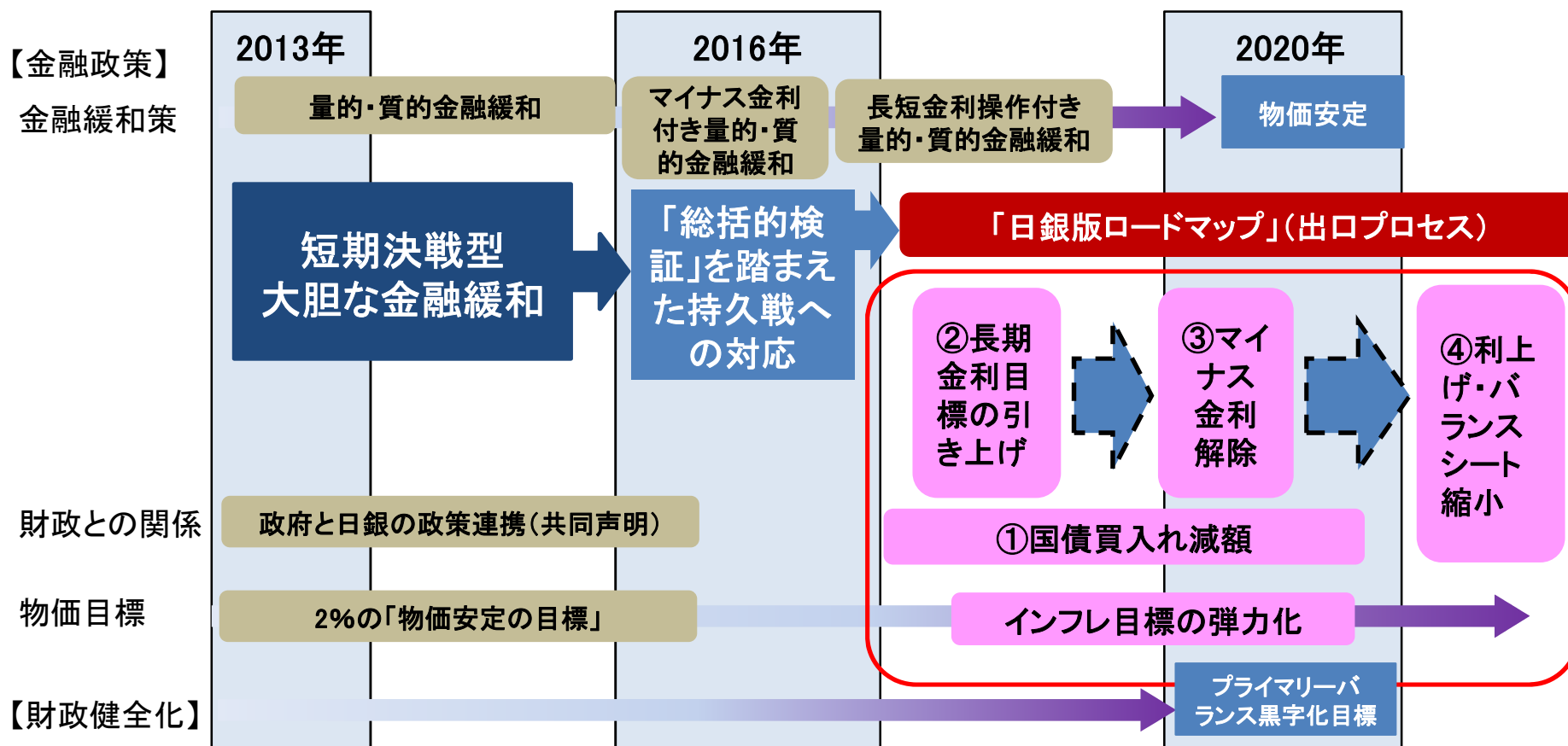
(注)2016年以降は出生率中位・死亡率中位の推計。

(資料)総務省統計局「国勢調査報告」各年版、国立社会保障・人口問題研究所「日本の将来推計人口(平成29年4月推計)」より、みずほ総合研究所作成

# 金融政策：出口に向けたロードマップを提示し、徐々に出口戦略へ

- 日銀は、米利上げ局面内に、経済・物価・金融情勢を総合的に判断し出口に向けた道筋を提示すべき
  - ・ 2020年代にかけてマイナス金利を解除後、バランスシート縮小へ

【 アベノミクスにおける金融財政政策のロードマップ 】



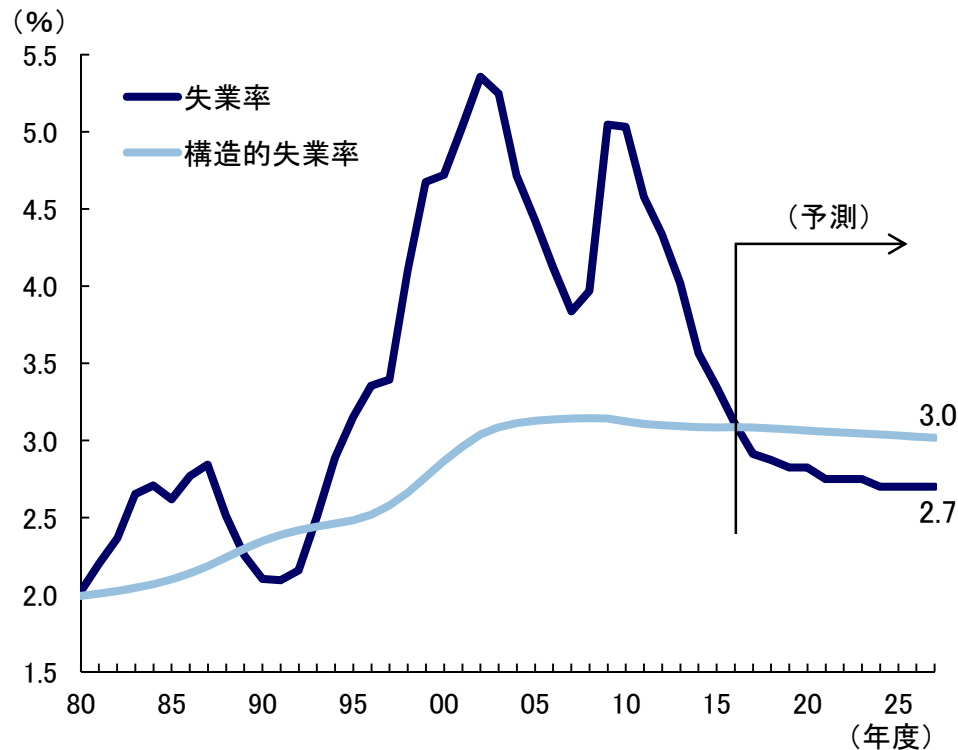
(資料) みずほ総合研究所作成



# 労働市場はひっ迫も、賃金・物価の上昇ペースは緩やかという新常态

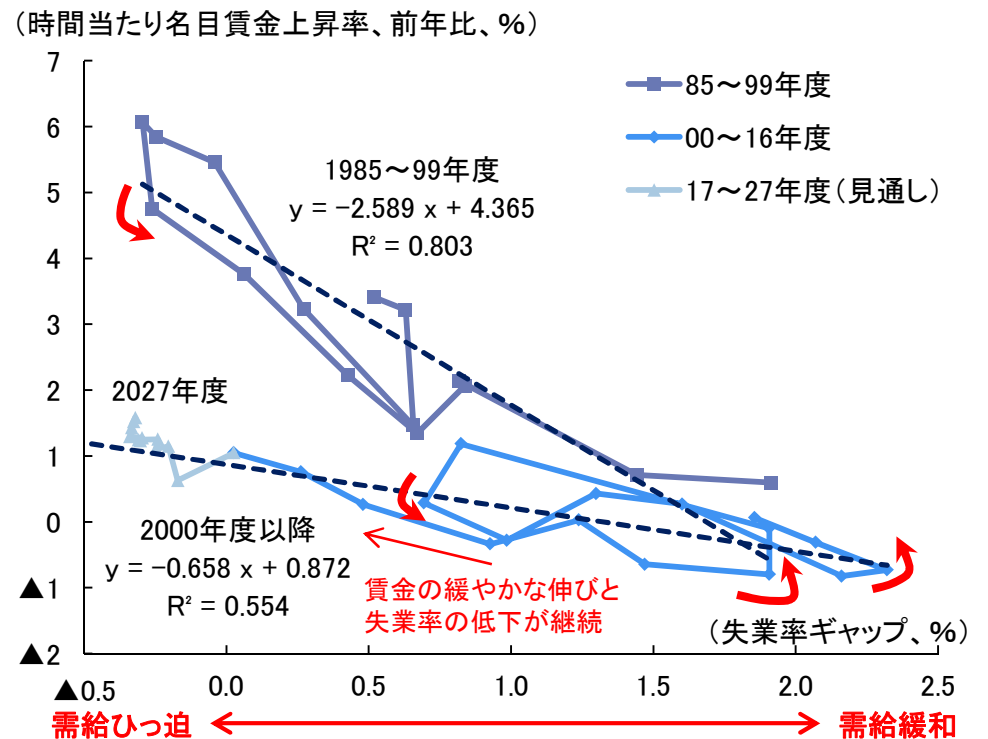
○ 2027年度にかけ、失業率は構造的失業率(3.0%と推計)を下回る。労働需給のひっ迫で、賃金・物価は緩やかに上昇

【失業率と構造的失業率】



(注) 構造的失業率はUV分析に基づいて推計。  
(資料) 内閣府、総務省より、みずほ総合研究所作成

【フィリップスカーブ(失業率ギャップと時間当たり賃金)】



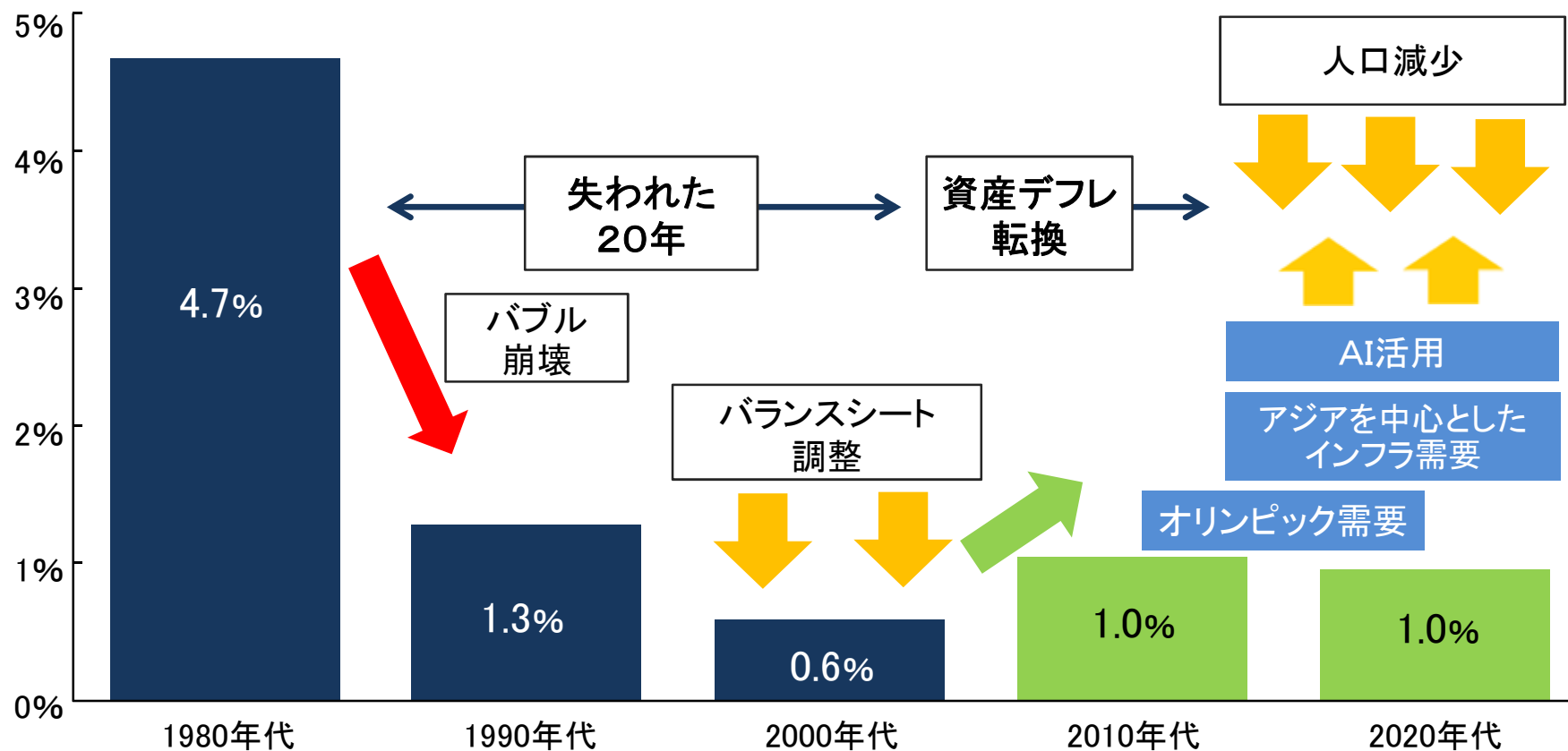
(注) 失業率ギャップ = 失業率 - 構造的失業率  
(資料) 内閣府、厚生労働省、総務省より、みずほ総合研究所作成



# 日本はバブル崩壊後のバランスシート調整から転換、新常态の安定成長に回帰

- 2020年代はバランスシート調整による下方圧力はなく、人口減少圧力はあるも、海外需要やAI活用が成長を下支え

【日本の実質GDP年平均成長率イメージ(暦年ベース)】

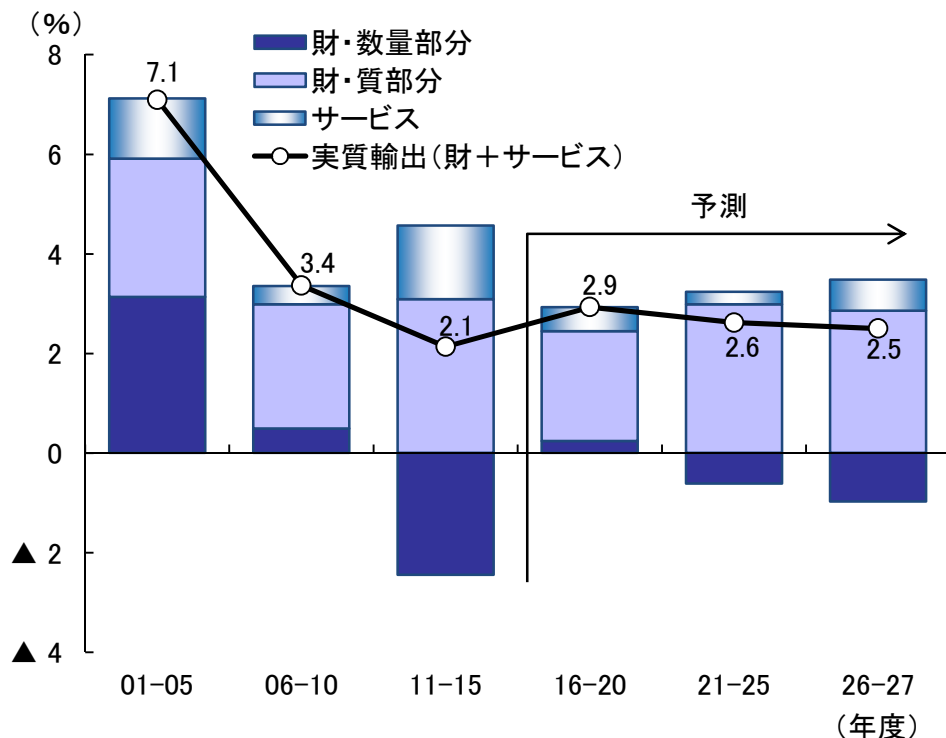


(資料)内閣府等より、みずほ総合研究所作成

# 日本の国力維持、経常収支黒字は国債をサポート

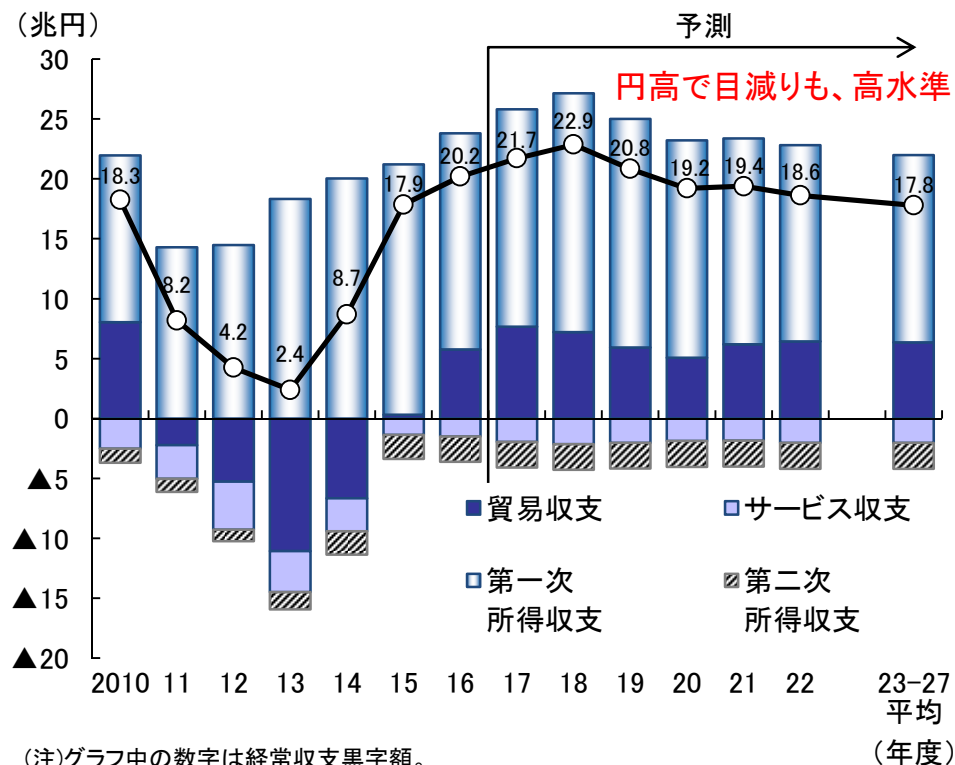
- 2000年代前半に比べて実質輸出の増勢は鈍化も、高付加価値化やサービス分野で輸出増を維持
  - ・ 2000年代前半は、中国のWTO加盟などを背景にアジア地域での国際分業体制が深化したことで、輸出数量が増加。
- 経常収支は、円高でわずかに目減りするものの、所得収支を中心に高めの黒字を維持

【実質輸出(GDPベース、財+サービス)の寄与度分解】



(注)グラフ中の数字は経常収支黒字額。  
 (資料)内閣府「国民経済計算」、財務省「貿易統計」より、みずほ総合研究所作成

【経常収支見通し】



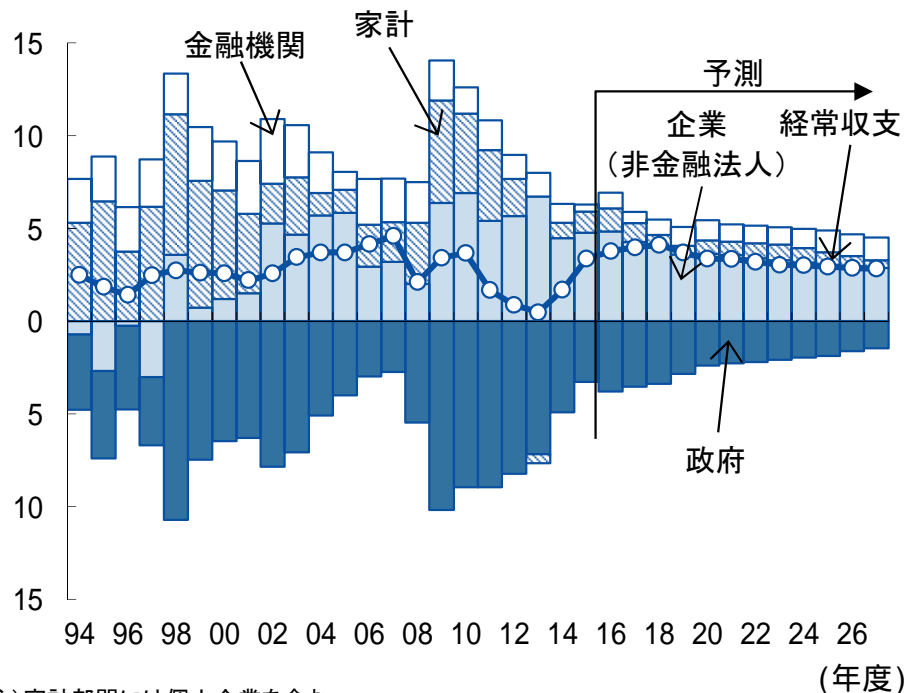
(注)グラフ中の数字は経常収支黒字額。  
 (資料)財務省・日本銀行「国際収支統計」などより、みずほ総合研究所作成

# 日本企業のカネ余り継続。海外でのR&D、企業買収などに資金が向かう

- 企業の黒字(カネ余り)幅は高水準。海外でのR&D、ベンチャー企業の買収などに資金が向かう
  - ・ 経常収支は、円高で目減りするものの、高めの黒字継続(企業の黒字の裏返し)。直接投資収益が黒字の中心
  - ・ 高齢化による資産取り崩しが増加し、家計の黒字幅はほぼゼロ。政府の赤字幅縮小も、黒字化には至らず
- 金融の緩和的な環境が維持され、需給ギャップが小幅なプラスで推移することで、インフレ率は緩やかながら上昇

【国内部門別IS(貯蓄投資)バランスと経常収支】

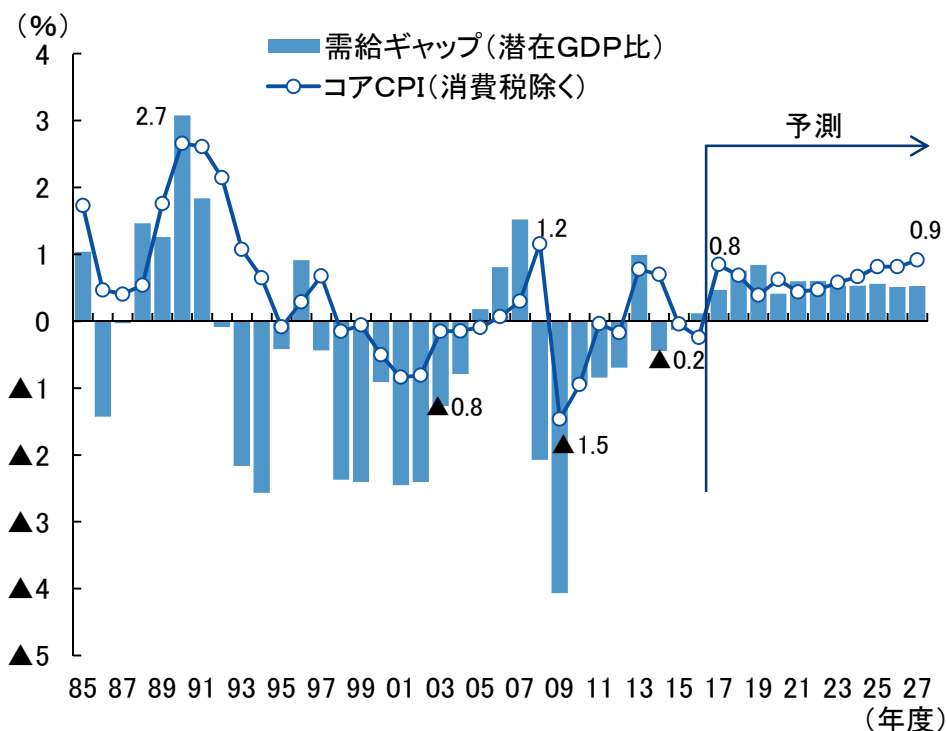
(名目GDP比、%)



(注)家計部門には個人企業を含む

(資料)内閣府「国民経済計算」より、みずほ総合研究所作成

【コアCPIと需給ギャップ】



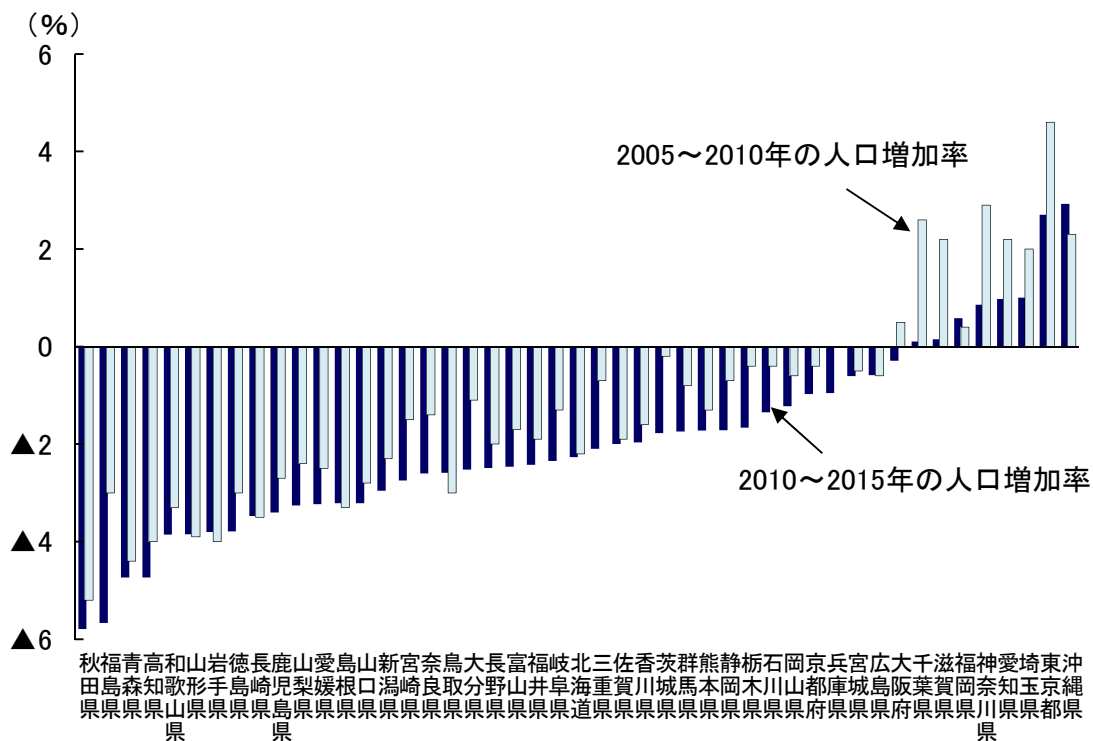
(資料)内閣府「国民経済計算」、総務省「消費者物価指数」より、みずほ総合研究所作成

# 地域別人口で二極化進展

## ○ 1990年代後半以降に二極化が進展

- ・ 東京一極集中だけでなく、大都市や県庁所在地などへの地域内での人口集中、大都市内での都心回帰進行  
 —— 人口減少に苦しむ地域では、仕事を求め大都市居住を選ぶ若者や「職住遊近接」を望む住民への対応が鍵

【 都道府県別人口増加率(2010年、2015年) 】



(資料)総務省統計局「国勢調査報告」各年版より、みずほ総合研究所作成

【特別区・政令指定都市内区別の人口増加率(2010～2015年)ランキング】

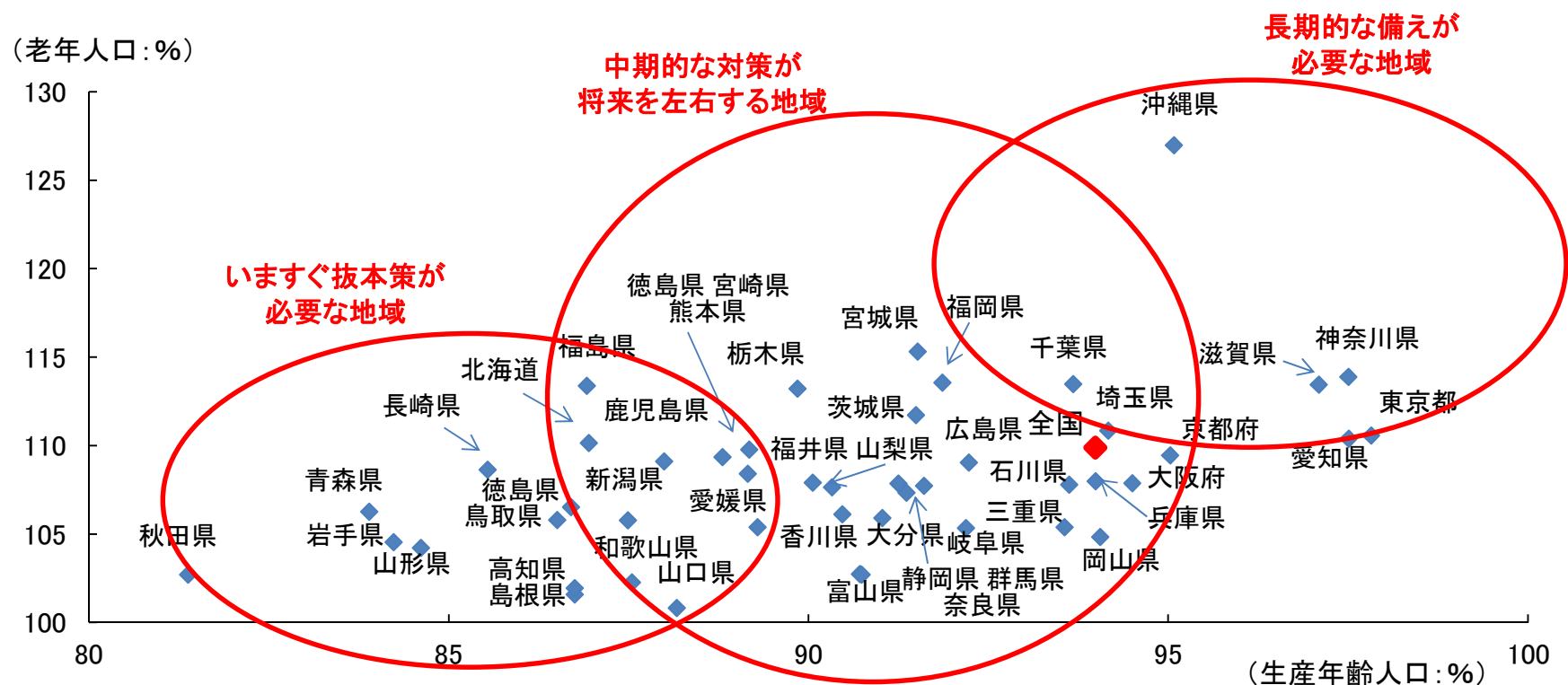
順位	区名	人口増加率 (%)	順位	区名	人口増加率 (%)
1	東京都千代田区	24.0	11	東京都江東区	8.1
2	東京都港区	18.6	12	福岡市中央区	8.0
3	大阪市中央区	18.3	13	札幌市中央区	7.9
4	東京都中央区	15.0	14	大阪市福島区	7.7
5	大阪市浪速区	13.0	15	福岡市博多区	7.5
6	東京都台東区	12.6	16	福岡市西区	7.0
7	大阪市北区	12.0	17	神戸市中央区	6.9
8	大阪市西区	11.3	18	さいたま市浦和区	6.7
9	東京都渋谷区	9.8	19	名古屋市東区	6.6
10	大阪市天王寺区	8.5	20	仙台市青葉区	6.4

(資料)総務省統計局「国勢調査報告」2015年版より、みずほ総合研究所作成

# 年齢3区分人口の中期動向、日本は「選択と集中」を

- 生産年齢人口の大幅減少かつ老年人口もピーク間近の地域はこのままでは人口減少加速を避けられず
  - ・ 人口減少時代はサービス業の生産性向上などを目指して人口密度を重視し、「選択と集中」も必要か

【 都道府県別に見た2025年の生産年齢人口、老年人口(2015年比) 】



(注) 2025年は出生率中位・死亡率中位の推計。  
 (資料) 総務省統計局「国勢調査報告」2015年版、国立社会保障・人口問題研究所「日本の将来推計人口(平成29年4月推計)」より、みずほ総合研究所作成

# 日本経済見通し総括表①

		年度														期間平均					
		2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	01~ 05	06~ 10	11~ 15	16~ 20	21~ 25	26~ 27
実質GDP	前年度比、%	▲ 0.5	1.2	1.2	1.4	1.3	1.1	0.5	1.1	0.9	0.8	0.9	1.0	0.9	1.0	1.2	0.0	0.9	1.1	0.9	0.9
内需	前年度比、%	▲ 1.0	1.1	0.5	1.0	1.3	1.1	0.4	0.9	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8	0.9	0.8	▲ 0.4	1.3	0.8	0.8	0.8
民需	前年度比、%	▲ 1.4	1.1	0.7	1.0	1.3	1.0	0.1	0.7	0.6	0.6	0.7	0.8	0.7	0.8	1.2	▲ 0.6	1.2	0.8	0.7	0.7
個人消費	前年度比、%	▲ 2.7	0.5	0.6	0.9	1.0	0.7	▲ 0.2	0.5	0.4	0.4	0.5	0.6	0.5	0.7	1.3	0.3	0.6	0.6	0.5	0.6
住宅投資	前年度比、%	▲ 9.9	2.8	6.3	0.5	▲ 1.6	▲ 1.8	▲ 7.5	▲ 1.2	▲ 2.7	▲ 4.0	▲ 4.3	▲ 4.1	▲ 4.2	▲ 4.3	▲ 1.6	▲ 7.0	1.6	▲ 0.9	▲ 3.3	▲ 4.2
設備投資	前年度比、%	2.4	0.6	2.5	3.6	2.2	2.4	1.3	1.3	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.5	▲ 2.9	3.3	2.4	1.8	1.9
公需	前年度比、%	▲ 0.1	1.2	▲ 0.3	1.0	1.3	1.1	1.1	1.3	1.2	1.1	1.1	1.1	1.1	1.0	▲ 0.5	0.3	1.3	0.8	1.1	1.1
政府消費	前年度比、%	0.4	2.1	0.4	0.8	1.2	1.2	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.8	1.2	1.4	1.0	1.3	1.3
公共投資	前年度比、%	▲ 2.1	▲ 1.9	▲ 3.2	2.0	1.6	1.0	0.3	1.1	0.7	0.5	0.3	0.2	0.1	0.0	▲ 6.7	▲ 2.7	0.7	0.3	0.6	0.1
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	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.4	0.4	▲ 0.3	0.3	0.2	0.1
輸出	前年度比、%	8.8	0.7	3.1	4.9	1.8	2.4	2.7	3.0	2.6	2.4	2.5	2.5	2.5	2.5	6.8	2.8	2.1	3.0	2.6	2.5
輸入	前年度比、%	4.3	0.2	▲ 1.4	2.6	1.7	2.3	1.8	1.7	1.7	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	3.7	0.3	4.1	1.4	1.8	1.9
名目GDP	前年度比、%	2.0	2.7	1.1	1.7	1.9	1.6	1.0	1.5	1.2	1.2	1.2	1.3	1.3	1.4	▲ 0.1	▲ 1.0	1.3	1.4	1.3	1.4
名目GNI	前年度比、%	2.3	2.8	0.5	2.3	2.5	1.8	1.0	1.5	1.2	1.3	1.5	1.6	1.6	1.8	0.1	▲ 1.0	1.5	1.6	1.4	1.7
GDPデフレーター	前年度比、%	2.5	1.5	▲ 0.2	0.4	0.5	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	0.5	▲ 1.3	▲ 1.0	0.3	0.3	0.3	0.4
内需デフレーター	前年度比、%	2.1	0.0	▲ 0.4	0.7	0.6	0.6	0.6	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5	▲ 0.9	▲ 0.6	0.3	0.4	0.4	0.5
一人当たり実質GDP	前年度比、%	▲ 0.3	1.4	1.4	1.6	1.6	1.4	0.9	1.5	1.3	1.3	1.4	1.5	1.4	1.5	1.1	▲ 0.0	1.1	1.4	1.4	1.5
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	0.9	0.9	0.9	1.0	1.0	1.0	0.3	0.8	1.0	0.9	1.0
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	0.5	0.5	0.6	0.5	0.5	▲ 1.3	▲ 1.0	▲ 0.2	0.5	0.6	0.5

(注)網掛けは予測値。

(資料)内閣府「国民経済計算」より、みずほ総合研究所作成

## 日本経済見通し総括表②

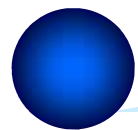
		年度														期間平均						
		2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	01~05	06~10	11~15	16~20	21~25	26~27	
対ドル為替相場	円/ドル	109.9	120.1	108.4	114.0	117.0	112.0	107.0	101.0	97.0	平均 95.0						116.2	102.0	98.5	112.0	97.0	95.0
WTI原油先物 最新期近物	ドル/バレル	80.5	45.0	48.0	52.0	53.0	53.0	56.0	54.0	51.0	平均 50.0						38.0	77.5	82.8	52.0	51.0	50.0
CPI(除く生鮮食品) (下段:消費税除く)	前年度比、%	2.8 (0.7)	▲ 0.0	▲ 0.2	0.8	0.7	0.9 (0.4)	1.1 (0.6)	0.4	0.5	0.6	0.7	0.7	0.8	0.9	▲ 0.4	▲ 0.2	0.7 (0.2)	0.6 (0.5)	0.6	0.9	
CPI(除く食料(酒類 除く)、消費税除く)	前年度比、%	0.6	0.5	0.2	0.1	0.3	0.4	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6	0.7	0.8	▲ 0.6	▲ 0.6	▲ 0.0	0.3	0.6	0.8	
完全失業率	%	3.5	3.3	3.0	2.9	2.8	2.8	2.8	2.8	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	4.9	4.4	3.9	2.9	2.7	2.7	
名目賃金	前年度比、%	0.5	0.2	0.4	0.5	0.9	1.0	0.9	1.0	1.1	1.2	1.3	1.3	1.4	1.6	▲ 1.1	▲ 0.9	▲ 0.2	0.7	1.2	1.5	
名目雇用者報酬	前年度比、%	1.8	1.5	2.0	1.3	1.5	1.2	1.2	1.1	1.1	1.2	1.2	1.3	1.4	1.4	▲ 0.9	▲ 0.5	0.9	1.4	1.2	1.4	
名目可処分所得	前年度比、%	0.7	1.0	0.8	1.0	0.8	0.7	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7	0.8	0.7	0.9	▲ 0.8	▲ 0.1	0.2	0.8	0.7	0.8	
労働分配率	名目GDP比、%	50.1	49.5	50.0	49.8	49.5	49.4	49.5	49.3	49.3	49.3	49.3	49.3	49.3	49.3	49.5	50.4	50.5	49.6	49.3	49.3	
家計貯蓄率	名目可処分所得比、%	0.2	0.7	1.4	1.2	0.7	0.2	0.5	0.5	0.6	0.7	0.5	0.2	▲ 0.1	▲ 0.3	4.1	3.3	1.1	0.8	0.5	▲ 0.2	
経常収支	名目GDP比、%	1.7	3.4	3.8	4.0	4.1	3.7	3.4	3.3	3.2	3.0	3.0	2.9	2.9	2.8	3.1	3.6	1.6	3.8	3.1	2.8	
国内貯蓄・投資 (IS)バランス	名目GDP比、%	1.5	3.0	3.2	2.4	2.1	2.3	3.1	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.1	3.1	3.1	3.8	1.4	2.6	3.0	3.1	
家計部門	名目GDP比、%	0.8	1.1	1.2	1.0	0.7	0.5	0.7	0.7	0.8	0.9	0.8	0.7	0.5	0.4	2.4	3.5	1.5	0.8	0.8	0.5	
企業部門	名目GDP比、%	4.5	4.8	4.8	4.3	4.0	3.6	3.6	3.6	3.4	3.3	3.2	3.0	3.0	2.9	4.6	4.3	5.4	4.1	3.3	2.9	
政府部門	名目GDP比、%	▲ 4.9	▲ 3.3	▲ 3.8	▲ 3.5	▲ 3.4	▲ 2.8	▲ 2.4	▲ 2.3	▲ 2.2	▲ 2.1	▲ 2.0	▲ 1.9	▲ 1.6	▲ 1.5	▲ 6.1	▲ 6.1	▲ 6.5	▲ 3.2	▲ 2.1	▲ 1.5	
基礎的財政収支	名目GDP比、%	▲ 3.9	▲ 2.9	▲ 3.4	▲ 3.3	▲ 3.2	▲ 2.7	▲ 2.2	▲ 2.1	▲ 2.0	▲ 1.8	▲ 1.7	▲ 1.5	▲ 1.3	▲ 1.1	▲ 4.3	▲ 3.9	▲ 4.8	▲ 3.0	▲ 1.8	▲ 1.2	
公債等残高	名目GDP比、%	187.5	188.2	189.1	188.6	187.7	187.0	187.1	186.2	185.7	185.2	184.5	183.5	182.5	181.0	123.9	148.6	183.5	187.9	185.0	181.7	

(注)1. 網掛けは予測値。

2. 基礎的財政収支は国+地方ベース。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承継の影響(約24.2兆円)、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承継の影響(約2.9兆円)、2011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国庫納付の影響(約0.3兆円)は特殊要因として控除。

3. 公債等残高は普通国債、年金特例公債、地方債、交付税特会借入金の合計。2007年度に一般会計に承継された交付税特会借入金(国負担分)に関しては、指標の連続性を維持するために引き続き公債等残高に計上。

(資料)内閣府「国民経済計算」、総務省「消費者物価指数」、財務省・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



## IV. 海外経済

～米欧は安定成長、中国は減速、インド、ASEANに期待～

---



## (1) 米国経済 ～低空飛行ながら、過去最長の成長期間に

- 米国経済は息の長い成長が持続し、2009年に始まった景気拡大期間は1991年～2001年を超える過去最長に(2019年7月で過去最長を更新)。労働市場はほぼ緩みのない状態を達成し、家計部門を取り巻く環境は底堅い。個人消費は今後10年間、米国経済のエンジンであり続け、企業部門では、労働需給ひっ迫に伴う雇用コストの上昇が設備投資を後押し
- 見通し期間半ば以降の成長率は、徐々に潜在成長率に収束。中期的な潜在成長率は1%台後半を予想。構成要素別にみると、労働力は伸びが鈍化する見通し。高齢者や働き盛り世代の労働参加率は上昇余地があるものの、高齢化による人口構成の変化が下押し要因
- 資本ストックの伸びは、力強さに欠ける。企業の成長期待は大幅には高まらず、設備投資の拡大ペースは緩やか。全要素生産性(TFP)上昇率は、緩やかに持ち直し。AIやIoT等、革新的技術を使った新たな財・サービスの提供が、ユーザーサイドのTFP上昇に広がる
- 過去の景気後退は、金融バブルとその崩壊が引き金に。現状は、自動車や商業用不動産等の金融分野を起点とするダウンサイドリスクに注意が必要

## 米国：見通し期間半ば以降の成長率は、潜在成長率近傍の推移に

- 2018年入り後に税制改革、インフラ投資が実施されると想定しているが、経済押し上げ効果はせいぜい2年程度
  - ・ 景気拡大期間は1991年～2001年を超える過去最長に(2019年7月で過去最長を更新)

【 米国経済見通し総括表 】

		2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023～2027	
		暦年										期間平均	
実質GDP	前期比年率、%	1.7	2.4	2.6	1.6	2.2	2.2	1.9	1.5	1.6	1.7	1.7	
個人消費	前期比年率、%	1.5	2.9	3.2	2.7	2.4	2.2	2.0	1.5	1.4	1.8	1.9	
住宅投資	前期比年率、%	11.9	3.5	11.7	4.9	5.6	4.4	3.8	2.2	2.2	2.1	2.0	
設備投資	前期比年率、%	3.5	6.0	2.1	▲ 0.5	4.8	3.8	3.2	2.2	1.1	1.7	2.3	
在庫投資	前期比年率寄与度、%Pt	0.2	▲ 0.1	0.2	▲ 0.0	▲ 0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
政府支出	前期比年率、%	▲ 2.9	▲ 0.9	1.8	0.8	▲ 0.1	1.0	1.5	1.2	0.8	0.5	0.4	
純輸出	前期比年率寄与度、%Pt	0.3	▲ 0.2	▲ 0.7	▲ 0.2	0.1	▲ 0.3	▲ 0.3	0.1	0.3	▲ 0.1	▲ 0.1	
	輸出	前期比年率、%	3.5	4.3	0.1	0.4	2.9	2.3	2.1	1.7	2.8	3.9	3.0
	輸入	前期比年率、%	1.1	4.4	4.6	1.1	3.4	2.7	3.9	2.0	1.1	2.2	2.6
失業率	%	7.4	6.2	5.3	4.9	4.5	4.6	4.7	4.9	4.9	4.7	4.7	
個人消費支出デフレーター(食品・エネルギー除く)	前年比、%	1.5	1.6	1.4	1.7	1.6	1.8	1.9	2.1	2.1	2.0	2.0	

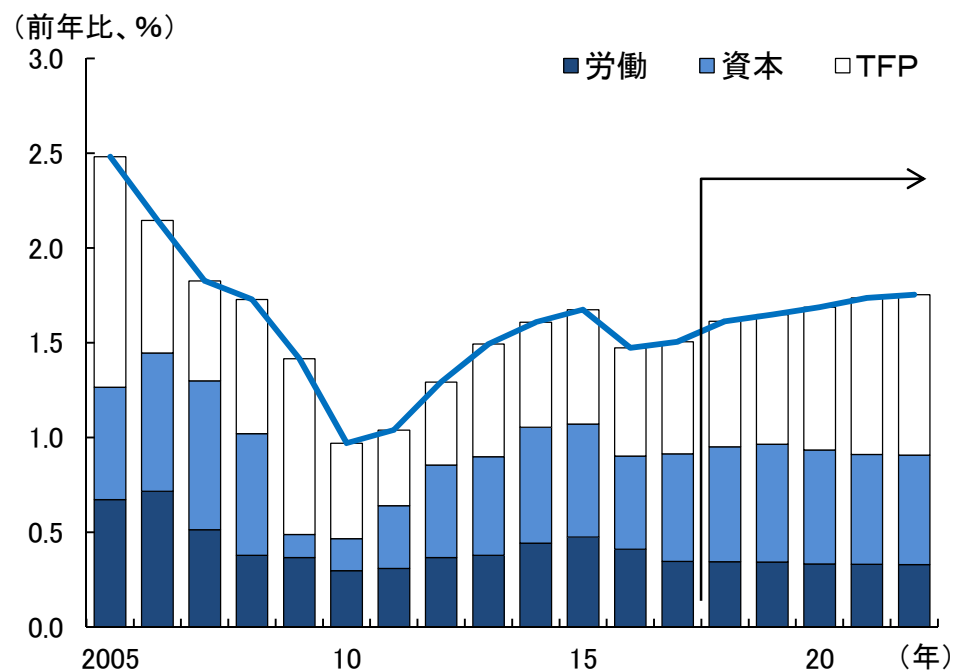
(注) 網掛けは予測値。

(資料) 米国商務省、米国労働省より、みずほ総合研究所作成

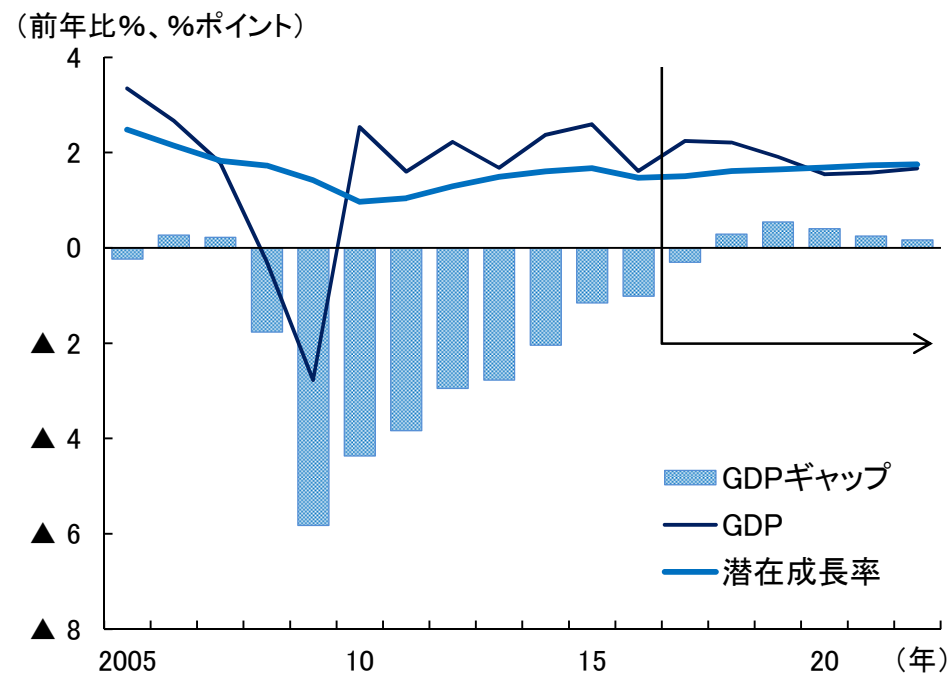
## 米国: 中期的な潜在成長率は1.7%程度

- 金融危機後に1%まで低下していた潜在成長率は緩やかに持ち直し
  - ・ 16歳以上人口の緩やかな伸びのもと、労働参加率は横ばいないし低下傾向で推移。労働力の伸びは鈍化傾向
  - ・ 成長期待の大幅な高まりは期待できず、設備投資の回復ペースは緩やか。資本ストックの伸びは力強さに欠く
  - ・ TFP上昇率は緩やかに持ち直し。新技術の普及によるイノベーションの進展が期待される

【 潜在成長率 】



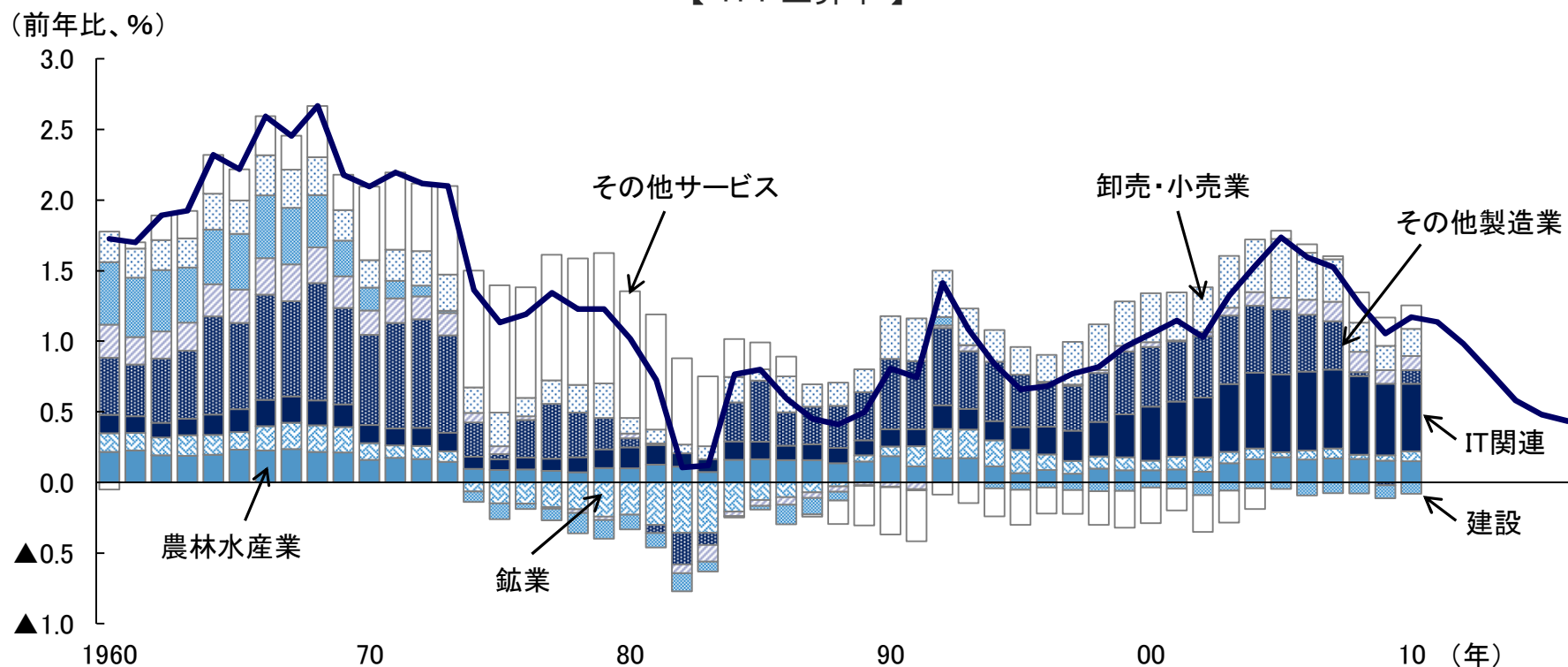
【 GDPギャップ 】



## 米国:新たな技術の普及が、幅広い業種のTFP改善に寄与

- AIやIoT等、革新的技術を使った新たな財・サービスの提供が、ユーザーサイドのTFP上昇に広がっていく
  - ・ 過去10年間のTFP上昇率は年平均0.4%程度で、長期平均(1%強)を下回る低さ
  - 2000年代を通じてIT関連の寄与は高いままだが、ユーザーサイド(その他製造業、卸売・小売業)の上昇が一服

【 TFP上昇率 】

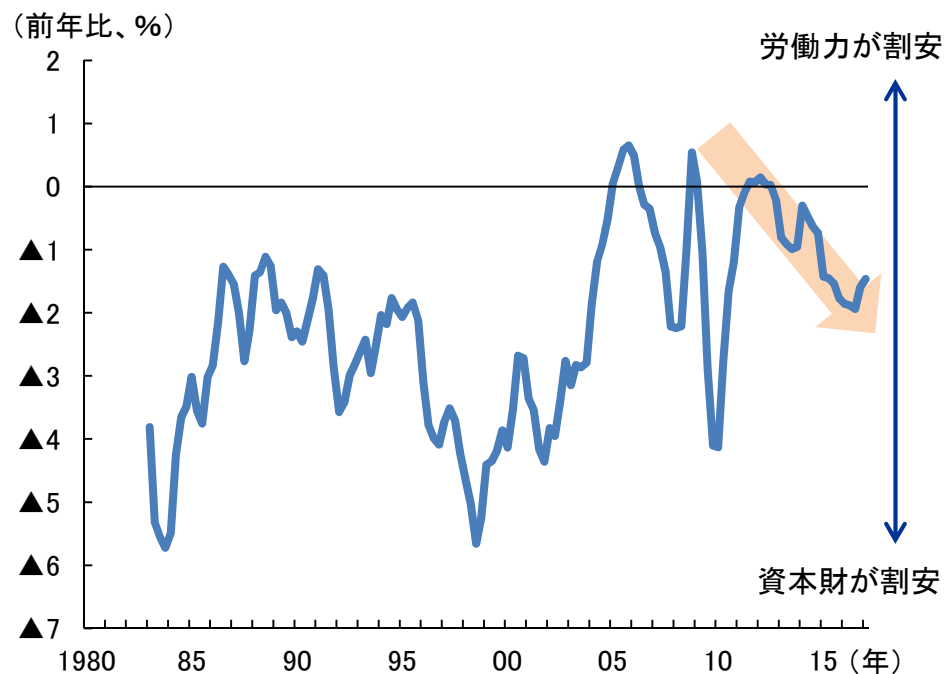


(注) 米国労働省が公表するビジネスセクターのTFP上昇率(10年平均値)。2010年までの業種別寄与度はWorld KLEMSが公表する業種別データを用いて按分。  
 (資料) 米国労働省、World KLEMSより、みずほ総合研究所作成

## 米国：成長期待の大幅な高まりは期待できず、設備投資の回復ペースは緩やか

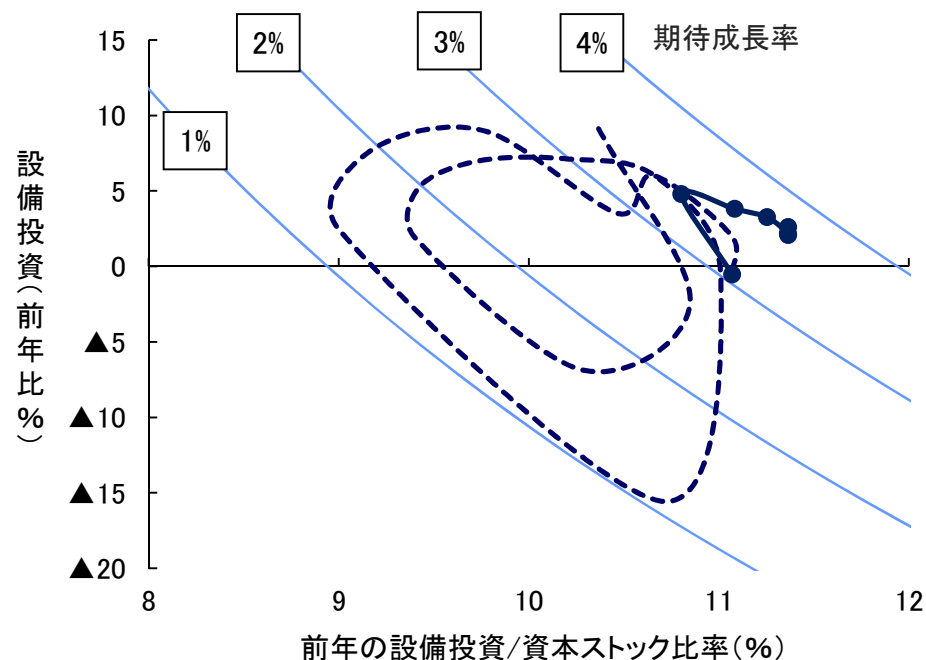
- 雇用コストの上昇が設備投資を後押し。しかし、企業の大幅な成長期待の押し上げがない限り、投資加速は長く続かず
  - ・ 労働需給のタイト化に伴う雇用コストの上昇は、労働力に対する資本財の相対的割安さにつながる
    - 雇用コストが高まる局面において、企業は設備投資を促進しなければ、利益を増やしていくことが難しい状況
  - ・ 2017年の設備投資は3%を上回る期待成長率に相当。期待成長率の面からは、設備投資のさらなる加速余地は小さい

【 資本財物価/雇用コスト指数 】



(注) 資本財物価は設備投資デフレーター、雇用コストは民間の雇用コスト指数。  
 (資料) 米国商務省、米国労働省より、みずほ総合研究所作成

【 設備投資循環(2000年～2022年) 】

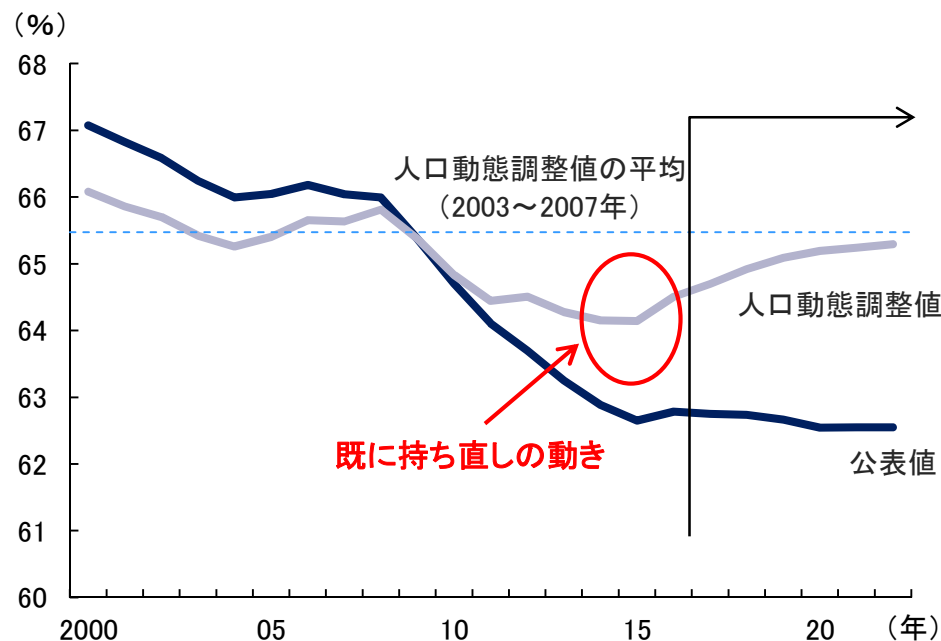


(資料) 米国商務省より、みずほ総合研究所作成

# 米国:高齡化要因等により労働力人口の伸び鈍化

- 高齢者や働き盛り世代の労働参加率は上昇余地があるが、高齢化による人口構成の変化が下押し要因
  - ・ 人口動態調整値の労働参加率は金融危機前の平均並みに戻る一方で、公表値は横ばいしないし緩やかに低下
    - 高齢者の労働参加率は、平均余命の長期化等を背景に緩やかな上昇トレンドが継続。30代半ばから50代半ばの働き盛り世代は、賃金上昇等の労働条件改善に伴い労働市場への復帰が続く

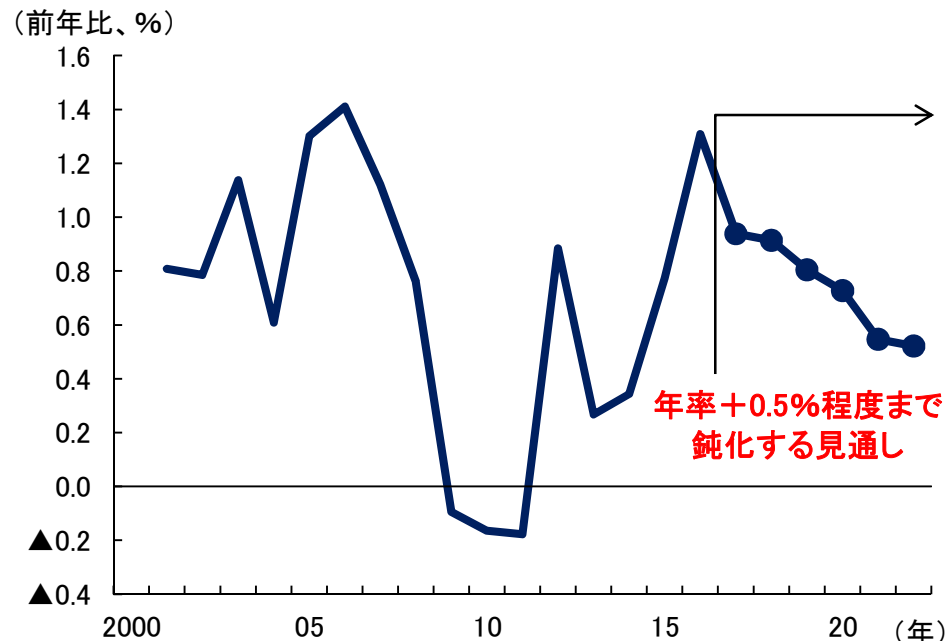
【労働参加率】



(注)人口動態調整値は、性・年齢階層別(5歳または10歳区切り)労働参加率を、2009年の人口シェアを用いて加重平均したもの。

(資料)米国労働省、米国商務省より、みずほ総合研究所作成

【労働力人口の伸び】



(資料)米国労働省、米国商務省より、みずほ総合研究所作成

## (2) ユーロ圏経済 ～成長率は1%台前半に低下

- ユーロ圏の潜在成長率は1%台前半で推移。ユーロ圏GDP成長率は、足元では年率2%程度の高水準にあるが、中期的には潜在成長率へ収斂
- ユーロ圏の潜在成長率は、資本投入の拡大で押し上げられる一方、生産年齢人口の減少に起因する労働投入の弱さが重石。就業率上昇や、情報通信分野や研究開発関連の投資拡大を通じた生産性向上により、成長力を高められるかが重要
- 人手不足感は強まるが、賃金交渉における労働者のバーゲニング・パワーは弱く、賃金上昇率の大幅な加速は期待できずインフレ率は緩慢な上昇。ECBは、2019年央より利上げを開始すると予想するが、そのペースは緩やか
- 多くの加盟国でEU懐疑政党が支持を得る中、野心的な統合深化は困難。2019年の欧州議会選までに今後の行動指針が決定され、統合を更に進める意思がある国が率先して統合を進める「マルチスピード」な欧州を模索



## ユーロ圏：人口減少が中期的な成長の重石

- ユーロ圏GDP成長率は、中期的に潜在成長率並みの水準まで低下
  - ・ ユーロ圏の潜在成長率は1%台前半で推移。資本投入の拡大が成長率を押し上げるが、人口減に起因する労働投入の弱さが成長率の重石
    - 就業率上昇や生産性向上が進み、成長率を下支えするも、潜在成長率は金融危機前の平均(2%)を下回る
  - ・ インフレ率は緩慢な上昇にとどまり、ECBの利上げペースは緩やか

【ユーロ圏経済見通し総括表】

		2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023~2027 期間平均
		暦年												
実質GDP	前期比、%	1.5	▲ 0.9	▲ 0.3	1.2	2.0	1.8	1.8	1.7	1.6	1.5	1.5	1.4	1.3
内需	前期比、%	0.7	▲ 2.3	▲ 0.6	1.4	1.8	2.2	2.5	1.6	1.6	1.5	1.8	1.8	1.7
個人消費	前期比、%	▲ 0.1	▲ 1.2	▲ 0.5	0.8	1.8	2.0	1.4	1.4	1.3	1.1	1.3	1.4	1.2
総固定資本形成	前期比、%	1.7	▲ 3.3	▲ 2.4	1.6	3.0	3.4	4.8	2.7	3.0	3.0	2.5	2.5	2.5
政府消費	前期比、%	▲ 0.1	▲ 0.3	0.3	0.7	1.3	1.8	1.0	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
在庫投資	前期比寄与度、%Pt	0.4	▲ 1.0	0.1	0.4	0.0	▲ 0.0	0.4	0.1	0.1	0.1	0.4	0.3	0.3
外需	前期比寄与度、%Pt	0.9	1.5	0.4	▲ 0.0	0.2	▲ 0.4	▲ 0.5	0.2	0.2	0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1
輸出	前期比、%	6.7	2.9	2.2	4.4	6.0	2.9	5.2	5.4	4.0	3.0	2.5	2.5	2.5
輸入	前期比、%	4.6	▲ 0.6	1.4	4.9	6.1	4.2	7.1	5.5	4.0	3.0	3.0	3.0	3.0
消費者物価指数	前年比、%	2.7	2.5	1.3	0.4	0.0	0.2	1.5	1.3	1.3	1.6	1.5	1.4	1.6
食品・エネルギーを除くコア	前年比、%	1.4	1.5	1.1	0.8	0.8	0.9	0.9	1.2	1.5	1.7	1.7	1.7	1.7
経常収支	GDP比、%	0.6	1.9	2.4	2.5	3.3	3.4	3.2	3.2	3.2	3.1	2.8	2.7	2.5

(注) 網掛けは予測値。

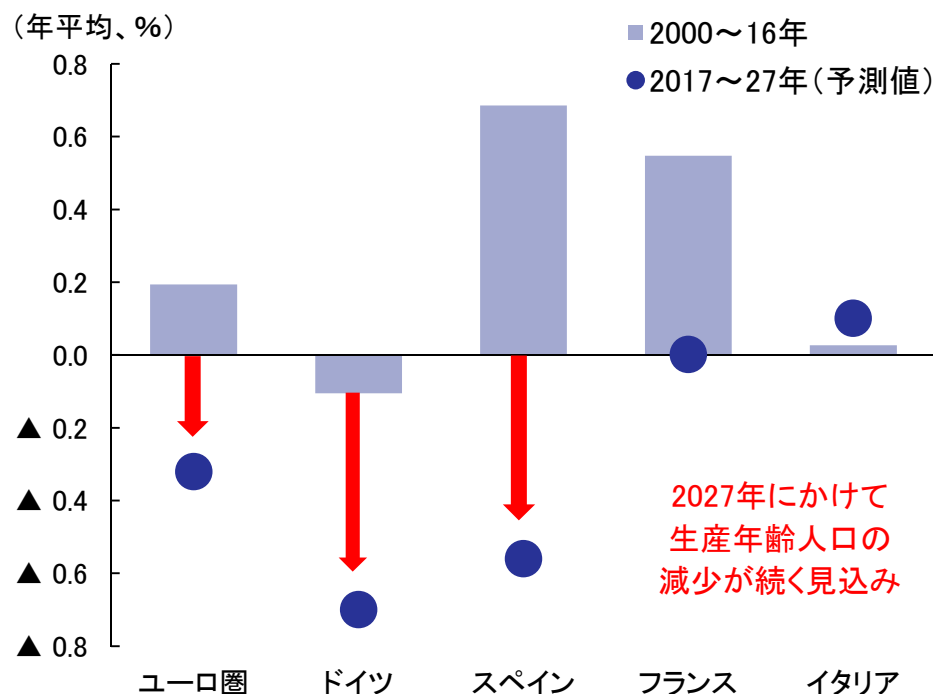
(資料) Eurostatより、みずほ総合研究所作成



# ユーロ圏：中期的に成長力を高めるには生産性向上が重要

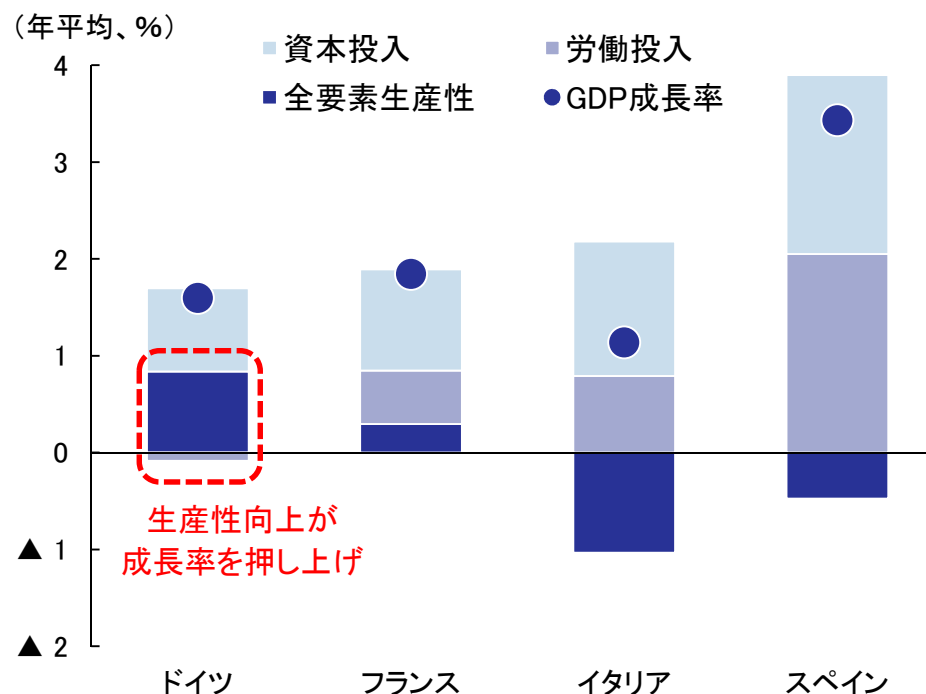
- ユーロ圏の生産年齢人口は毎年0.3%減少(2017~27年の平均)。生産性の引き上げが急務
  - ・ 就業率上昇を見込むが、それでも労働投入量は伸び悩み、ユーロ圏の中期的な成長を抑制する要因
    - 主要国では、ドイツやスペインで生産年齢人口の減少が顕著。フランスは横ばい、イタリアは緩慢な増加
  - ・ 重要となるのは、全要素生産性(TFP)上昇率をいかに高めるか。金融危機前のドイツは、TFP中心に成長

【ユーロ圏・主要国の生産年齢人口】



(注) 2017~27年の予測値はEurostatによる。  
 (資料) Eurostatより、みずほ総合研究所作成

【ユーロ圏主要国のGDP成長率(金融危機前)】

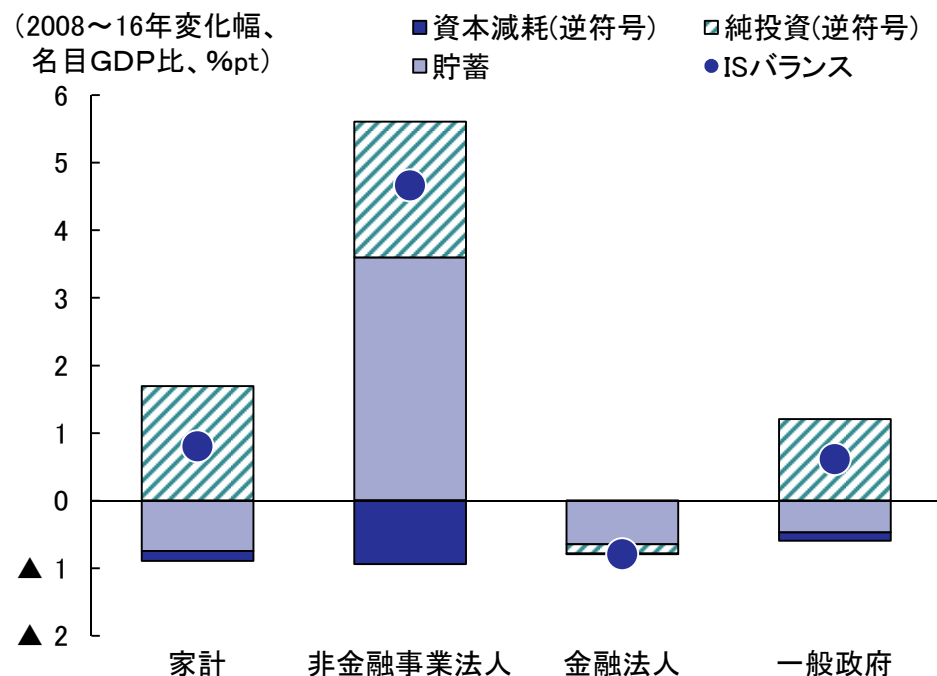


(注) 2001~07年の平均値。  
 (資料) EU KLEMSより、みずほ総合研究所作成

# ユーロ圏：経常黒字は縮小するが、ドイツが巨額の黒字を抱える

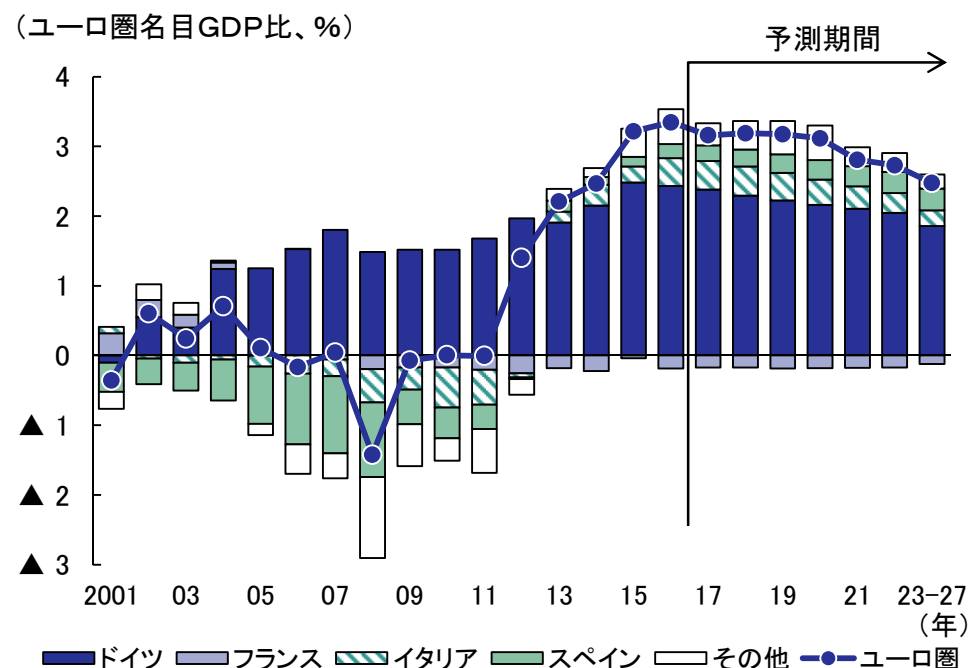
- 金融危機前と比べればペースは鈍るものの、ユーロ圏では投資拡大が続く。経常黒字は縮小へ
  - ・ 危機後のユーロ圏におけるISバランス黒字化の背景は、貯蓄の増加と純投資の削減
  - ・ 今後は、研究開発やICT投資を中心とする投資拡大などにより、ISバランス黒字は縮小
    - 投資拡大によりTFP上昇率は高まり、人口面からの下押し圧力はある程度相殺
    - ユーロ圏の経常黒字も縮小へ。ただし、ドイツが巨額の黒字を抱える状況は中期的に不変

【ユーロ圏の主体別ISバランス(金融危機後の変化幅)】



(注) 主体別ISバランスの変化と、その変化に対する各項目の寄与度。  
 (資料) Eurostatより、みずほ総合研究所作成

【ユーロ圏・主要国の経常収支】



(注) 2017年以降はみずほ総研の予測値。2023~27年は期間平均。  
 (資料) Eurostat、ECBより、みずほ総合研究所作成

# 英国: Brexitで英GDPは中期的に落ち込む

- Brexitによる英国・EU間の経済枠組みが変わった場合、それによる悪影響を受け易いのは英国
  - ・ 英財務省や英国立経済社会研究所(NIESR)は、ブレグジットで英GDP水準が中期的に落ち込むと試算
    - これら試算は、英国・EU間の貿易減少やEUからの対英直投の減少、それらに伴う生産性低下を踏まえたもの。首相が目指す通り、純移民数が現状の30万人程度から10万人に抑制された場合、更なる下振れ要因に
  - ・ ユーロ圏の貿易・直投に占める英国のプレゼンスは、英国の貿易・直投に占める英国のプレゼンスほど大きくない

## 【英主要機関によるブレグジット後の英GDP中期見通し】

(単位: %)

	英財務省	NIESR
EEA(欧州経済領域)加盟: ノルウェー・オプション	▲3.8	▲1.8
	(▲4.3~▲3.4)	(▲2.1~▲1.5)
FTA(二国間協定): スイス・カナダオプション	▲6.2	▲2.1
	(▲7.8~▲4.6)	(▲2.3~▲1.9)
WTO: EUとの貿易協定なし	▲7.5	▲3.2
	(▲9.5~▲5.4)	(▲3.7~▲2.3)

(注) 英GDPのEU離脱ケースと、残留ケースとの水準差。水準の比較は、英財務省が離脱から15年後時点、NIESRが2030年時点。

数値の上段は中央値、下段カッコ内はレンジ。

(資料) 英財務省、NIESRより、みずほ総合研究所作成

## 【ユーロ圏・英国との経済面での繋がり】

(単位: %)

	ユーロ圏		英国		
貿易	対英輸出 (GDP比)	2.6	<	対EU輸出 (GDP比)	6.9
	対英輸入 (GDP比)	1.5	<	対EU輸入 (GDP比)	11.5
直接投資	英国に対するFDI (GDP比)	5.5	<	EUに対するFDI (GDP比)	24.0
	英国からのFDI (GDP比)	5.5	<	EUからのFDI (GDP比)	23.0
労働	就業者に占める EU国籍者	4.1	<	就業者に占める EU国籍者	7.2
	就業者に占める EU外国籍者	4.8	>	就業者に占める EU外国籍者	3.9

(注) 輸出入ウェイトは2016年実績値。FDIウェイトは2015年実績値、残高ベース。就業者ウェイトは2016年実績値。ユーロ圏の就業者に占める英国籍者の数は未詳のため、ユーロ圏就業者に占めるEU国籍者の比率を示した。英国籍者の比率は上記より小さくなる。

(資料) Eurostat、英国統計局より、みずほ総合研究所作成

## EU: 欧州委は2025年までのEUの将来像を提示

- 欧州委は「欧州の将来に関する白書」において、将来像を考えるたたき台として5つのシナリオを公表
  - ・ 多くの加盟国でEU懐疑政党が一定の支持を得る中、野心的な統合深化は困難
    - 2019年の欧州議会選までにEUとしての行動指針が決定される予定。今後は、統合を更に行う意思がある国が率先して統合を進める「マルチスピード」な欧州を模索

### 【 欧州委が示した5つの将来像 】

シナリオ	概要	メリットとデメリット
これまで通り進める (Carrying on)	EU27カ国で合意の上、取り組みの優先順位を決定。27カ国が協調して改革を実施	メリット: EU27カ国の結束 デメリット: 大きな論争が生じる度に、結束は試される
単一市場のみ進める (Nothing but the Single Market)	単一市場を除く政策(移民、難民、安全保障など)は各国任せ。EU27カ国による協調は目指さず	メリット: 意思決定の明確化 デメリット: これまで認められてきたEU市民の権利に制限がかかる
希望する加盟国は更に進める (Those who want more do more)	単一市場を除く政策では、更なる統合を望む国だけが協調	メリット: EU27カ国の結束、更なる統合を目指す国は先に進める デメリット: どの国に居住するかにより、EU市民の権利に差が生じる
領域を絞り効率よく進める (Doing less more efficiently)	EU27カ国で合意の上、取り組む政策を限定、27カ国が協調して改革を実施。それ以外の領域は取り組まず	メリット: 迅速な行動が可能 デメリット: どの政策領域に限定するかが困難
更に多くを共に進める (Doing much more together)	全ての政策で、EU27カ国が一丸となって改革を実施。徹底的なEU統合を推進	メリット: EU市民の権利が拡大 デメリット: EUの正当性に疑問を持つEU市民の不満が強まる

(注) シナリオ名の和訳は駐日EU代表部。

(資料) 欧州委員会、駐日EU代表部より、みずほ総合研究所作成

### (3) 中国・アジア経済 ～2022年にかけてアジア全体の成長率は緩やかに低下

---

- 中国の潜在成長率が生産年齢人口の減少や過剰生産能力の調整を背景に低下、2017～20年に6%台前半。政府は2020年までの所得倍増計画実現のため、インフラ投資を効率的に行うなどの下支えを図る。2020年まで潜在成長率をやや上回る成長に
- 中国の2020年以降の潜在成長率は、人口減少が進むため、イノベーションにより生産性が向上しても、5%程度に低下。所得倍増を果たした政府は経済を支える政策を後退させ、成長率は潜在成長率に沿って低下
- 中国以外のアジアでは、豊富で若い人口を擁するインド、インドネシア、フィリピンが、改革政策を推進して投資を呼び起こし、新たな「成長センター」としての存在感を高める
- アジア全体の成長率は、中国が減速する一方、その他が下支えることで、2022年にかけて緩やかに低下

## 中国・アジア経済：総じて緩やかに低下するが、人口動態により各国は二極化

- アジア全体の成長率は緩やかに低下
  - ・ 中国は、生産年齢人口の減少、過剰設備の調整による下押しを、インフラ投資で下支えつつ次第に減速
  - ・ NIEsは、少子高齢化の影響で停滞
  - ・ ASEAN5は、若くて豊富な人口に恵まれ、改革の進展も期待されるインドネシアとフィリピンを中心に高めの成長を維持
  - ・ インドは、予測期間中に中国に肉薄する人口大国となり、モディノミクスの改革も進展し、8%の成長率に達する

【アジア経済見通し総括表】

	2015年 (実績)	2016年 (実績)	2017年 (予測)	2018年 (予測)	2019年 (予測)	2020年 (予測)	2021年 (予測)	2022年 (予測)
<b>アジア</b>	6.2	6.2	6.1	6.1	6.0	6.0	5.8	5.8
<b>中国</b>	6.9	6.7	6.6	6.4	6.4	6.3	5.8	5.5
<b>NIEs</b>	2.0	2.3	2.5	2.5	2.1	2.0	2.1	2.1
韓国	2.8	2.8	2.7	2.8	2.5	2.3	2.4	2.4
台湾	0.7	1.5	2.3	2.3	1.7	1.6	1.7	1.7
香港	2.4	2.0	2.7	1.4	1.4	1.3	1.4	1.4
シンガポール	1.9	2.0	2.5	2.5	2.4	2.3	2.4	2.4
<b>ASEAN5</b>	4.8	4.9	5.0	5.1	5.0	5.0	5.2	5.3
インドネシア	4.9	5.0	5.1	5.2	5.2	5.2	5.4	5.6
タイ	2.9	3.2	3.3	3.2	3.0	3.0	3.1	3.1
マレーシア	5.0	4.2	5.0	5.0	4.8	4.8	4.9	4.9
フィリピン	6.1	6.9	6.3	6.6	6.2	6.2	6.3	6.4
ベトナム	6.7	6.2	6.1	6.4	6.2	6.2	6.3	6.3
<b>インド</b>	7.5	7.9	7.1	7.5	7.4	7.4	7.7	8.0
<b>オーストラリア</b>	2.4	2.4	2.2	2.8	2.4	2.3	2.3	2.3

- (注) 1. 実質GDP成長率(前年比)。  
 2. 平均値はIMFによる2015年GDPシェア(購買力平価ベース)により計算。  
 3. 網掛けは予測値。網掛けなしは実績値。

(資料) 各国統計、CEIC Data、みずほ総合研究所

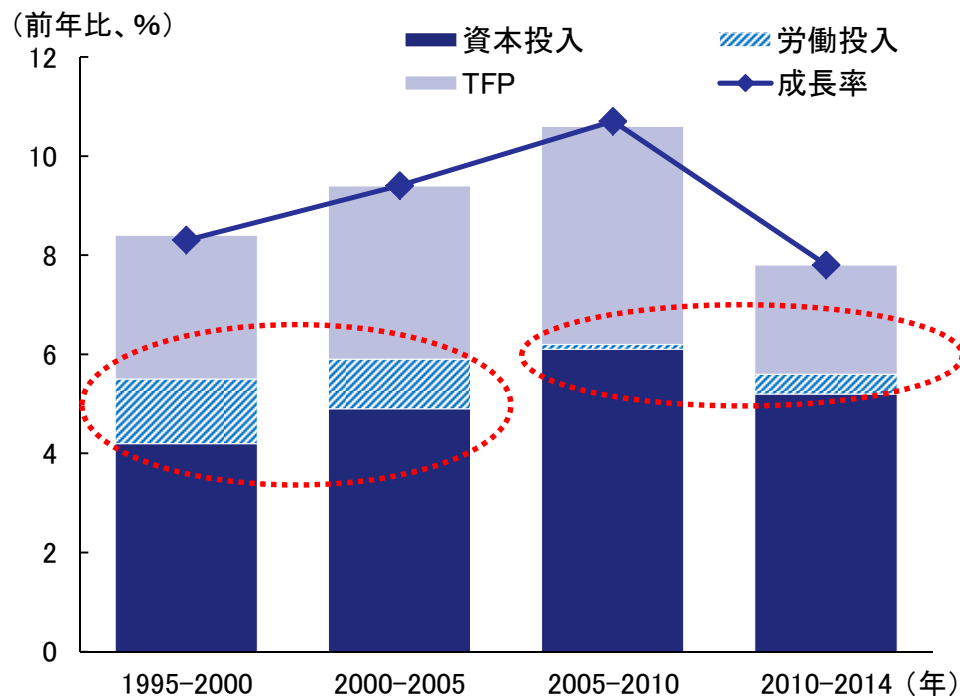
# 中国：生産年齢人口の減少が潜在成長率押し下げ要因に

○ 投資の伸び鈍化に加え、生産年齢人口(15歳～退職年齢(※)未満)の減少が潜在成長率の下押し要因に

(※)現行制度では男性60歳・女性50歳

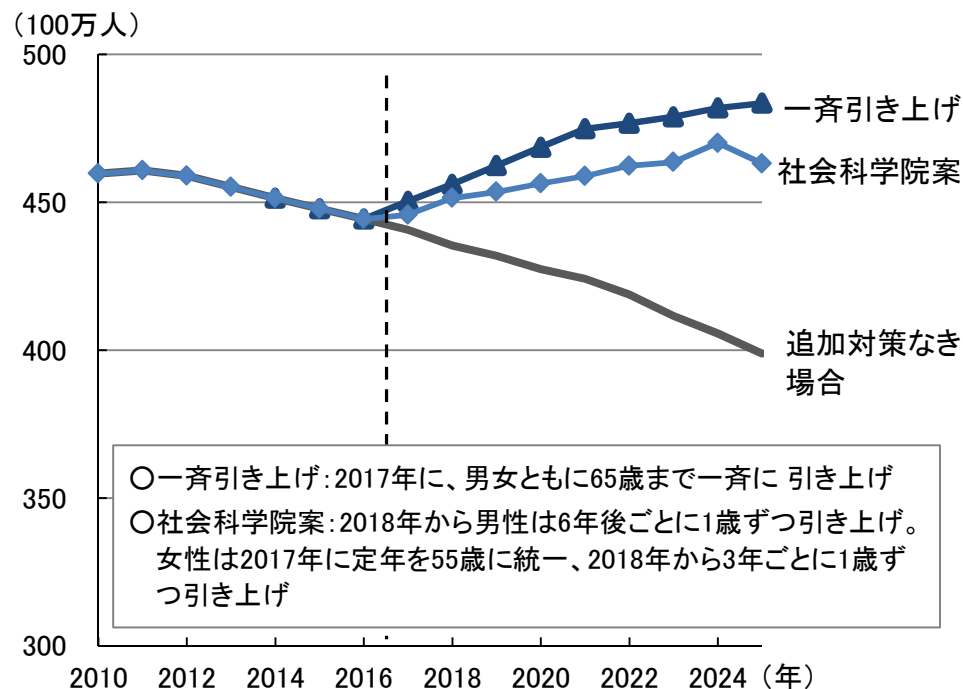
- ・ 成長率に対する労働投入の寄与は2000年代後半以降縮小。期待成長率の低下につながれば資本投入に更なる下押し
  - ・ 政府は退職年齢の引き上げによる生産年齢人口の維持を計画し、2017年に制度詳細を発表予定
- 制度が導入されれば生産年齢人口の減少に一時的に歯止めがかかるが、長期的には再び減少

【 中国の成長会計 】



(資料) APO Productivity Database 2016より、みずほ総合研究所作成

【 生産年齢人口の見通しと退職年齢引き上げの影響 】



(注) 2010年人口センサスを基に、2011年以降死亡率等動態変化なしとして試算。

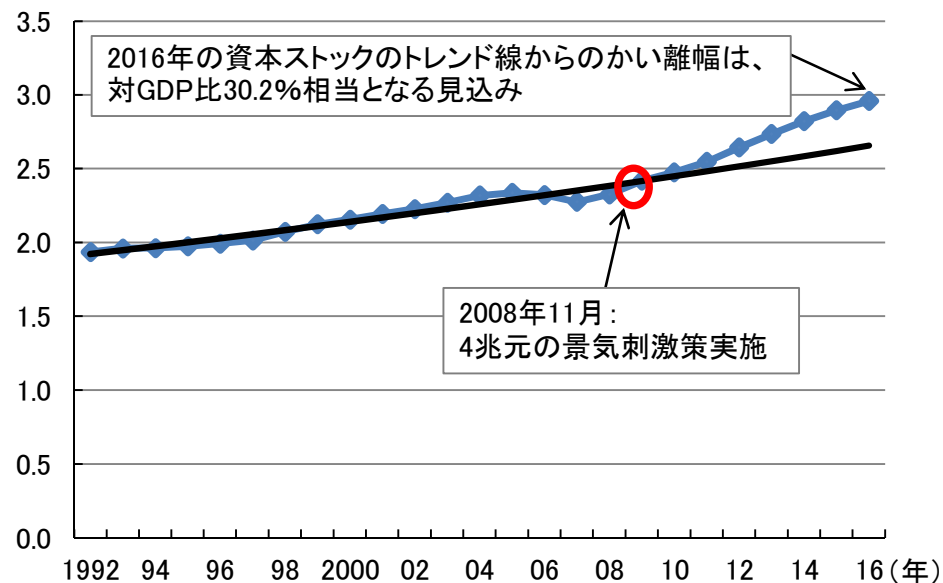
(資料) 中国国家统计局、中国社会科学院より、みずほ総合研究所作成



## 中国：過剰設備問題は2020年頃まで続く

- 資本ストックの過剰感は強く、鉄鋼や石炭などを中心に2020年頃まで投資下押し圧力が続く
  - ・ 資本ストックのトレンド線からのかい離幅拡大には歯止めがかかるも、2016年時点でもGDP比30%相当の過剰が存在
  - ・ 鉄鋼や石炭など過剰生産能力が深刻な業種を中心に当面投資への下押し圧力は残存
    - 2016年の鉄鋼の設備稼働率は76%と、設備淘汰により回復するも、鉄鋼需要・生産量の減少が見込まれる中、引き続き淘汰が必要な状況。仮に政府目標を基にすれば、2020年に稼働率は80%程度まで回復

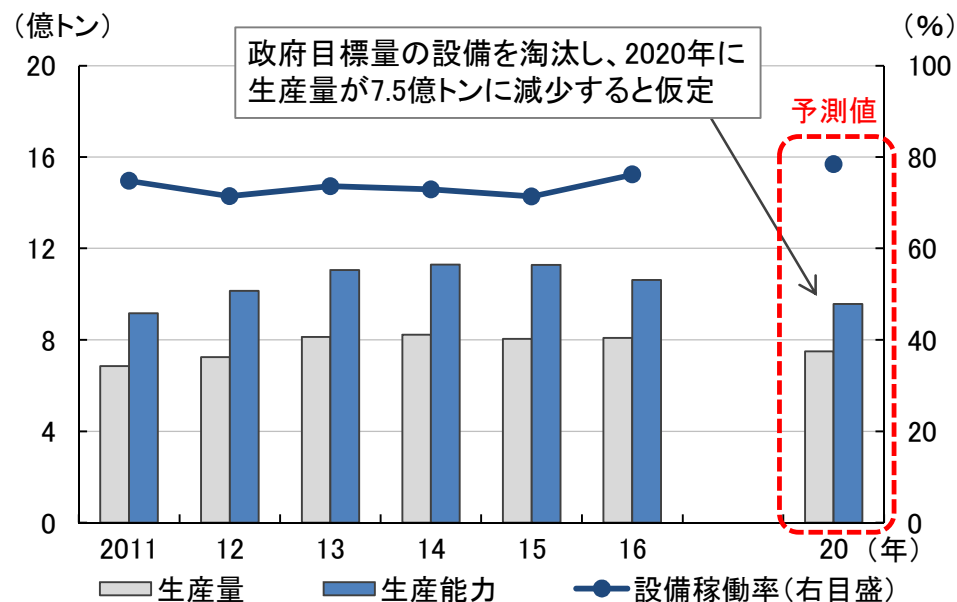
【 資本ストックの過剰感(資本係数) 】



(注) 実質値。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。トレンド線は1992~2008年を基準とし、先延ばししたもの。

(資料) 中国国家统计局よりみずほ総合研究所作成

【 鉄鋼の生産量・生産能力・設備稼働率 】



(注) 設備淘汰量は、1.7億トン(政府目標の1.5億トン+2016年の上振れ分0.2億トン)と仮定。2020年の生産量は、資料記載の政府文書の予測値(7.5億トン~8億トン)を利用。

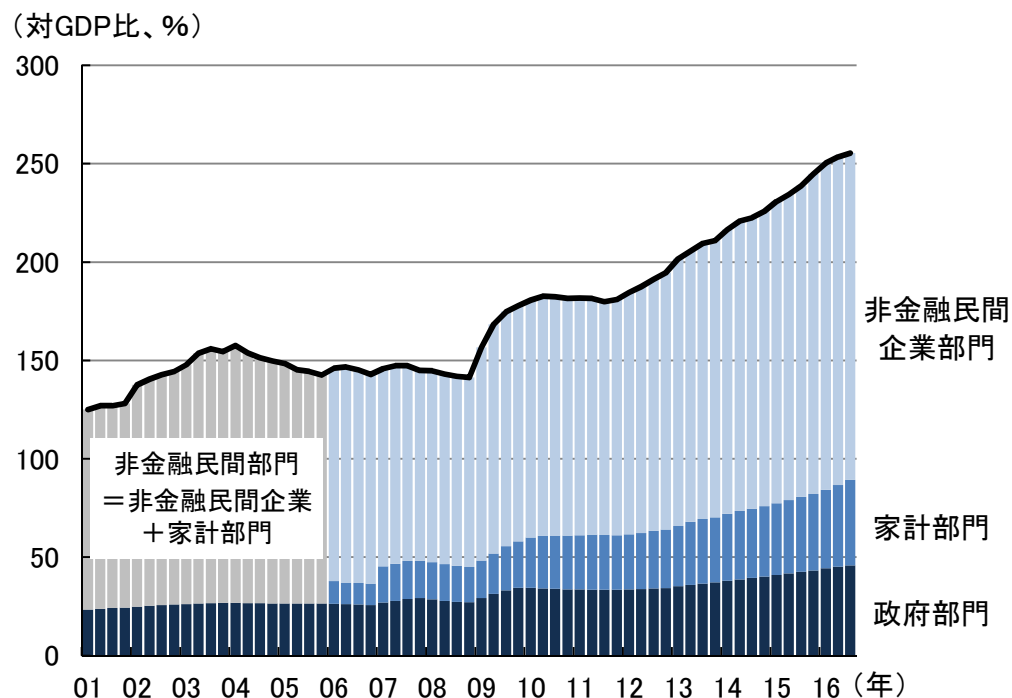
(資料) 中国国家统计局、「鋼鉄工業調整昇級規画(2016~2020年)」、CEIC Dataより、みずほ総合研究所作成



# 中国：過剰債務拡大に歯止めがかかるのは早くとも2020年

- 企業債務は当面拡大を続け、対GDPでのピークアウトは早くとも2020年
  - ・ 2020年まで6.5%程度のGDP成長率の維持が目指される中、投資に必要な資金調達等のため債務が拡大。生産性向上やエクイティファイナンス拡大などの債務増加抑制等の取り組みは漸進的な進展にとどまり、その効果は限定的
  - IMFは、一時的に経済成長を犠牲にし、生産能力過剰企業のリストラ等の改革を実行するシナリオに基づき企業債務の対GDP比を予測するが、それでもピークは2020年 (IMF, *Resolving China's Corporate Debt Problem*, IMF Working Paper Oct 2016)

【 債務の対GDP比 】



(資料) BISより、みずほ総合研究所作成

【 債務の増加要因と減少・増加抑制要因およびその見通し 】

## 債務の増加要因

成長率維持のため、当面続く

- ・ 投資等の資金調達のための借入、債券発行など
- ・ 既存債務の利払い

## 債務の減少・増加抑制要因

制度改革を伴うため、緩やかに進む

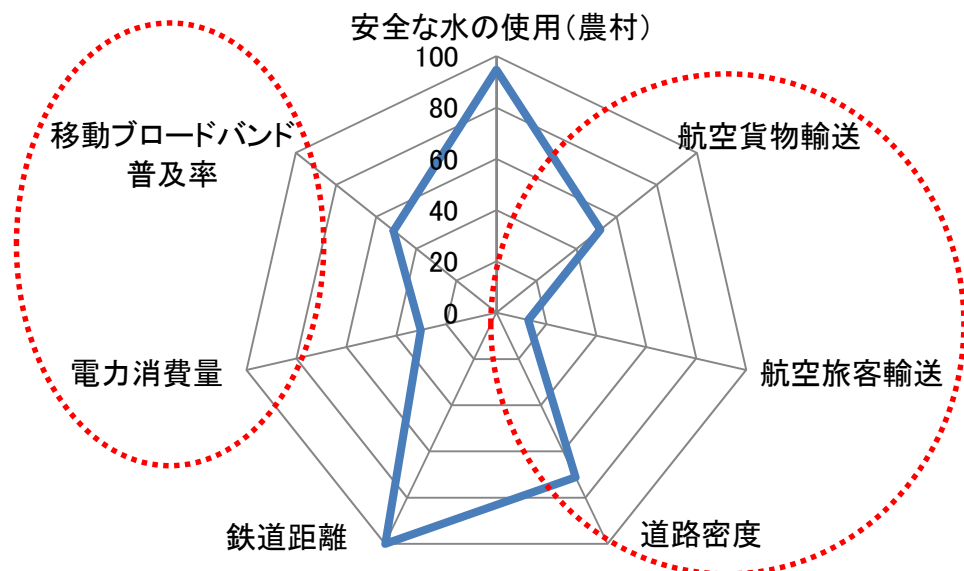
- ・ 資本市場育成によるエクイティファイナンスの拡大
- ・ 国有企業改革による生産性向上
- ・ 企業の各種コスト負担軽減(行政、電力等)
- ・ デットエクイティスワップによる債務の株式化

(資料) みずほ総合研究所作成

# 中国：インフラ投資は政策重点地域を中心に、伸びは緩やかに

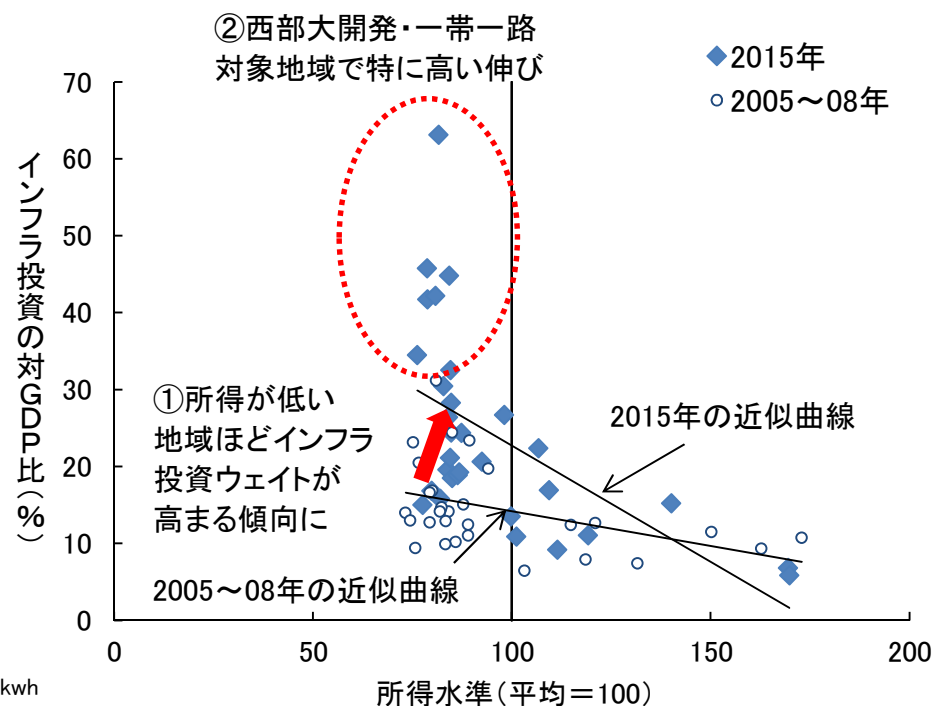
- 今後もインフラ投資拡大余地は大きいですが、一部飽和が窺えるほか、地方中心となることで投資拡大テンポは緩やか
  - ・ ADBは2030年まで中国のインフラ投資のさらなる必要性を指摘。米国と比較しても中国は航空・道路、電力、ブロードバンドなどでインフラ拡大余地大。鉄道は米国並みに整備されるなど都市間中心にある程度整備が進展
    - 地域別にみると、①所得が低いほど、また②一帯一路など政策重点地域ほどインフラ投資の対GDP比が高い。これら地域の経済規模は小さく、中国全体で見たインフラ投資の伸びは今後緩やか

【 中国のインフラ整備状況(米国=100) 】



(注) 米国を100として指数化(100以上は100とする)。各指標の詳細は以下の通り。  
 安全な水の使用(農村): 農村人口に占めるアクセス可能な人口割合  
 航空旅客輸送: 旅客数/人口、航空貨物輸送: 貨物輸送量(トン・km)/国土面積  
 道路密度: 100平方km当たり道路距離(km)、鉄道整備: 路線長/人口、電力消費量: 一人当たりkwh  
 移動ブロードバンド普及率: 100人当たり契約数  
 (資料) World Bank, *World Development Indicators 2017*, *Broadband commission*, 中国国家統計局、  
 米国運輸省より、みずほ総合研究所作成

【 地域別インフラ投資と所得水準 】



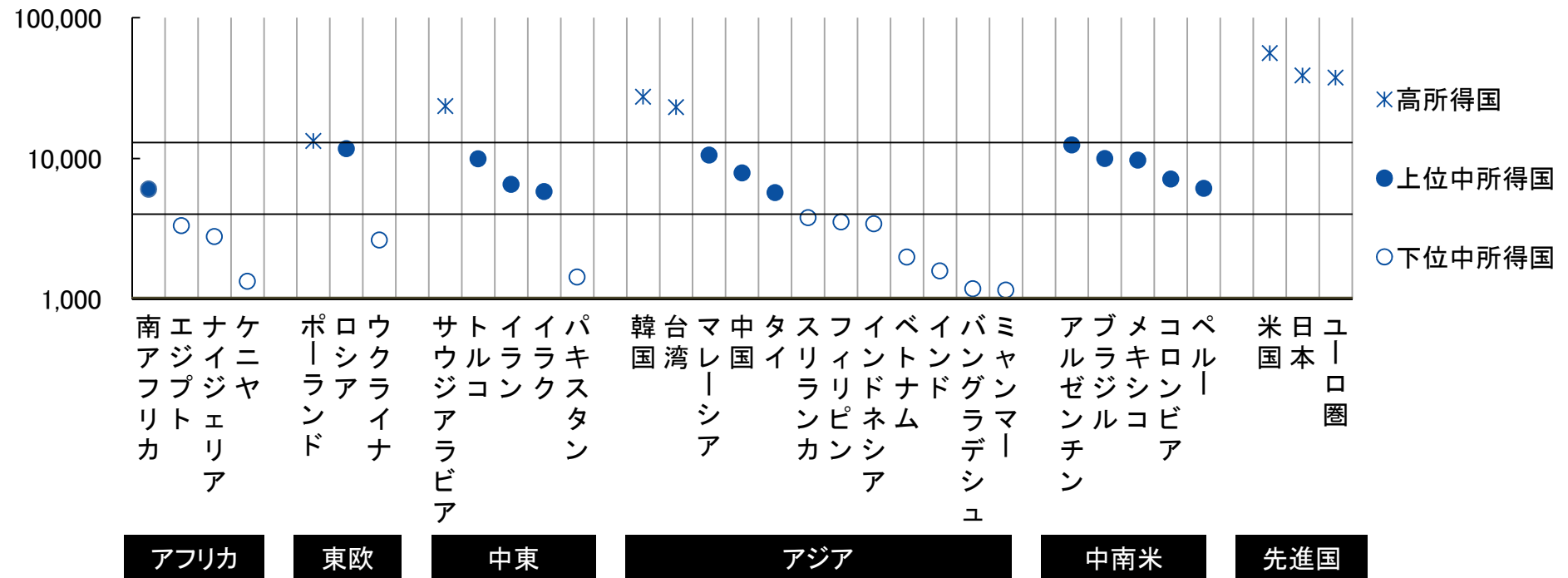
(注) 所得は一人当たり可処分所得。  
 (資料) 中国国家統計局より、みずほ総合研究所作成

# 新興国: 中所得国に発展の伸びしろ

- 世界銀行による一人当たり国民総所得(GNI)に基づく発展段階は、新興国間ではばらつき
  - ・ 各段階の中でも、上位および下位の中所得国で発展の伸びしろが大きい
    - 高所得国(韓国、台湾など)は既に成熟化
    - 低所得国は依然として農業中心の段階で、向こう5~10年程度の期間での発展は見込み難い

【一人当たり国民総所得(2015年、人口2000万人以上の主な新興国・先進国)】

(ドル、対数目盛)

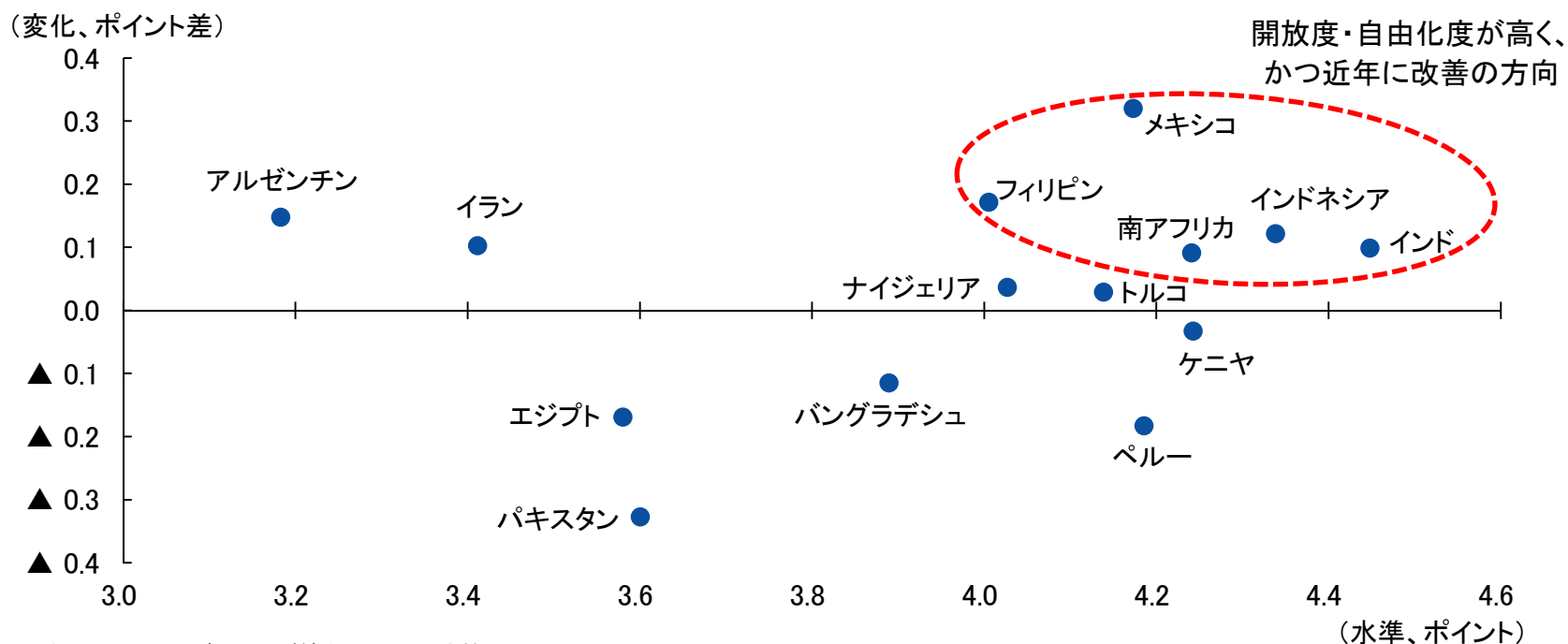


(注) 下位中所得国は1,026~4,035ドル、上位中所得国は4,036~12,475ドル、高所得国12,475ドル超。  
 (資料) 世界銀行より、みずほ総合研究所作成

## 新興国：経済環境が改善している国で人口ボーナスのポテンシャル発揮の可能性

- 中所得レベルの国では、経済の開放や自由化により、労働力や資本を効率的に活用することが発展の鍵
  - ・ アジアでは、インド、インドネシア、フィリピンの開放度・自由化度が高く、かつ近年の改革で改善の方向にあり、人口ボーナスのポテンシャルが当面は発揮されやすい。中南米ではメキシコ、アフリカでは南アフリカが有望
  - ・ ミャンマーは、データが得られなかったものの、2011年以降に改革開放を実施しており、有望国の一つ
  - ・ 各国とも、今後の改革次第で、開放度・自由化度が改善する可能性（改革が無い場合は、「中所得国の罠」に陥るリスク）

【 経済の開放度・自由化度指標の水準と過去5年間の変化 】



(注)1. 当面人口ボーナスが続く見通しの国を抽出。

2. 自由化度は、WEF世界競争力指標のうち、国内財市場および労働市場の効率性と金融市場の発展に関する10系列、開放度は対外競争に関する4系列の指標に基づく。2016年における計14系列のスコアの平均値と、5年前の平均値との差を図示。

(資料) World Economic Forumより、みずほ総合研究所作成

# インド：人口ボーナスに恵まれ総人口は世界最大となり、モディ政権の改革も加速

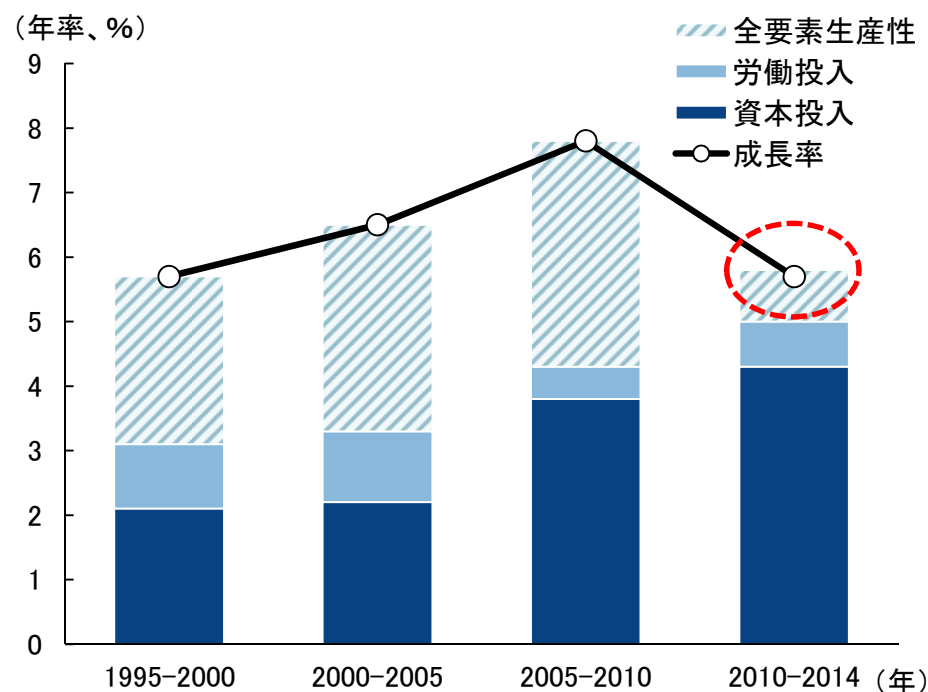
- インドでは、人口ボーナス(15～64歳人口／総人口の比率上昇)が続き、2020年代半ばには中国を抜いて世界最大の人口大国となるなかで、貯蓄・投資が拡大。2020年代後半には日本を抜いて世界第3位の経済大国に
- 人口要因に加え、「ねじれ国会」にもかかわらずモディ政権の改革が段階的に進展し、経済環境改善
  - ・ 困難とされた間接税改革を2017年7月に実現し、今後の課題は労働・土地規制の緩和
- モディ政権の改革により、投資がさらに拡大するとともに、前政権下(2009～14年)に停滞した生産性も盛り返す

【インドのモディ政権による主な改革の進捗状況】

項目	進捗	コメント
インド準備銀行法改正	○	金融政策委員会による合議制を導入、独立性と透明性向上
燃料補助金削減	○	財政赤字削減の一環
直接投資規制緩和	○	保険、鉄道、防衛等
間接税改革	○	複雑な間接税制を財サービス税(GST)に統一。2017年7月実施
労働法改正		解雇規制緩和や、40本以上ある関連法の統合・簡素化が課題
土地収用法改正		地権者の合意など、手続きに関する規定の緩和が課題

(資料)みずほ総合研究所作成

【インドの成長会計】

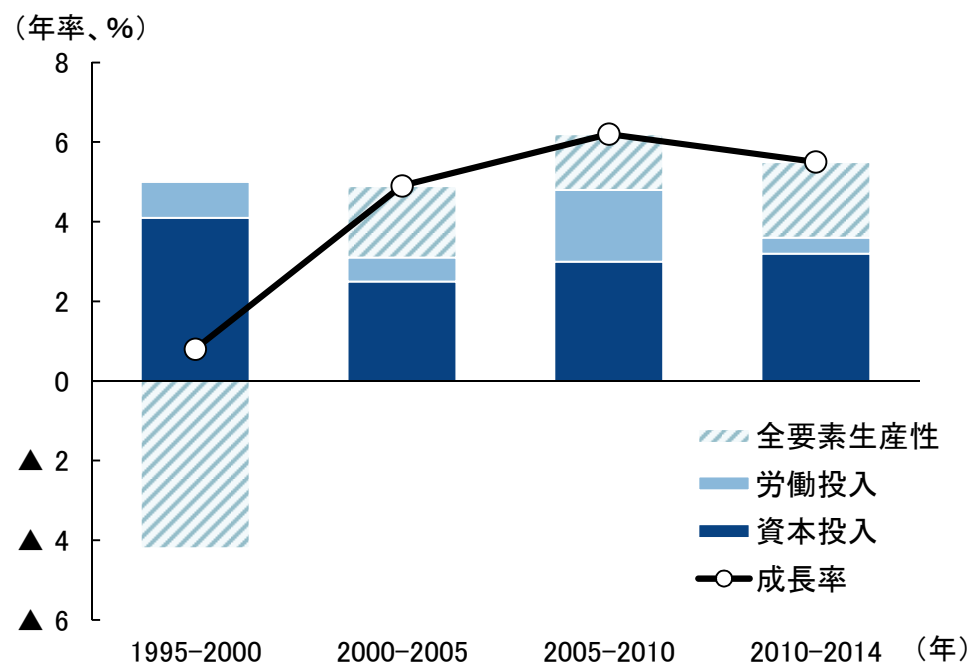


(資料)APO Productivity Database 2016より、みずほ総合研究所作成

## インドネシア、フィリピン:ASEANの中で特に投資の拡大が有望

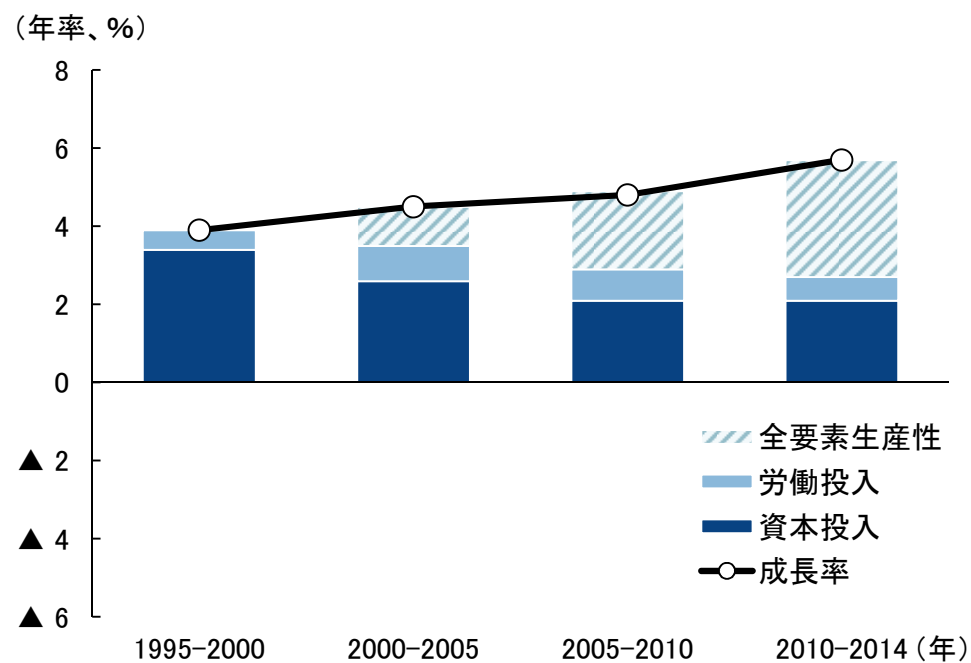
- ASEANの中では、インドネシアとフィリピンで、人口ボーナスが続く上に、経済環境が近年に改善
  - ・ インドネシアの ジョコ政権(2014年～)は、徐々に指導力を強化しており、インフラ整備進展などの成果を挙げつつある
  - ・ フィリピンのドゥテルテ政権(2016年～)は、前政権の改革路線を継承し、高支持率を背景に改革を実行
- 両国では、人口ボーナスによる貯蓄拡大と、改革による経済環境の改善により、近年に伸び悩んでいた投資が拡大して成長ドライバーに

【インドネシアの成長会計】



(資料) APO Productivity Database 2016より、みずほ総合研究所作成

【フィリピンの成長会計】



(資料) APO Productivity Database 2016より、みずほ総合研究所作成



## V. 金融市場

～FRBに続きECB、日銀も徐々に出口に移行～

## 金融市場 ～利上げのなかでも長期金利は低水準の新常態、株価は底堅い

- FRBは政策金利を2%台に引き上げ後据え置き。ECBは2019年以降利上げを実施。日銀はマイナス金利を解除するも本格的な利上げは困難で、2020代をかけた長期の出口戦略に
- 世界の長期金利は利上げのなかでも上昇は抑制される新常態の水準に
- 米国株は、堅調な米景気を背景に上昇基調を維持も、緩やかな景気減速を先行し調整。2020年後半頃から持ち直しへ。日本株は、消費増税(2019年10月)前まで堅調な景気を背景に上昇後、増税・東京オリンピック後の建設投資の反動減等による景気減速を受けて調整。米国に遅れて2021年後半頃から持ち直しへ
- ドル円、ユーロドル相場は米国の利上げ局面の終了や、日本の量的緩和縮小、欧州の量的緩和終了などが意識され、中期的に円高ドル安、ドル安ユーロ高が進展



# 金融市場：長期金利は緩やかに上昇の新常態。ドル円相場は先行き円高方向へ

【 金融市場見通し総括表 】

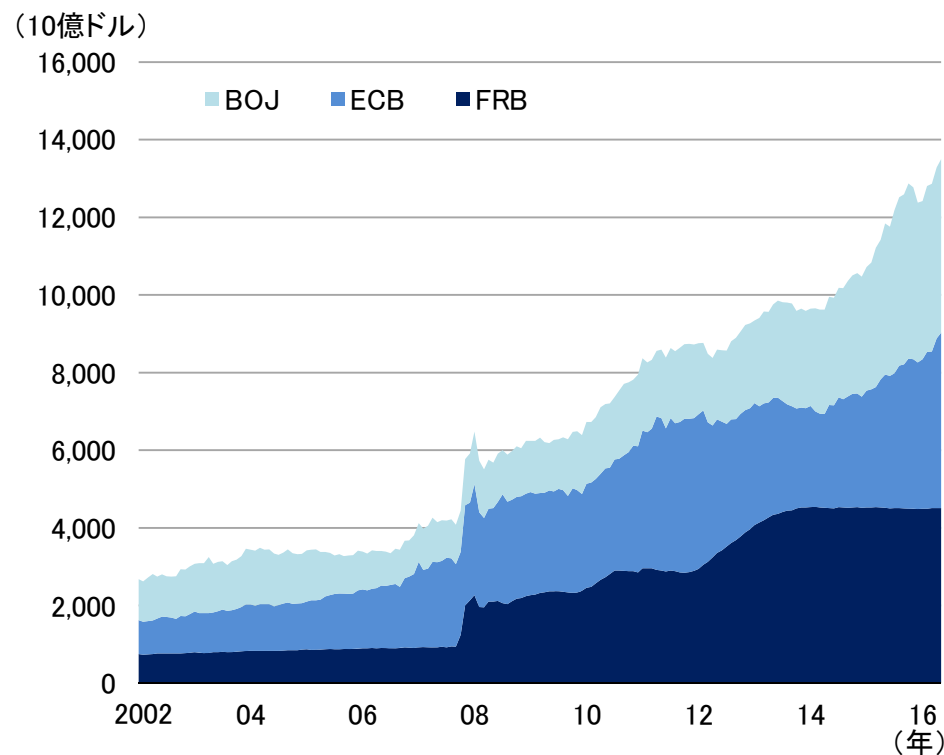
	2016 年度	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023~2027 期間平均
日本								
無担保コールO/N (末値、%)	▲ 0.04	▲ 0.05	▲ 0.05	▲ 0.05	▲ 0.05	▲ 0.05	0.00	0.10
ユーロ円TIBOR (3か月、%)	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06	0.10	0.15
金利スワップ (5年、%)	▲ 0.02	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.15
新発国債 (10年、%)	▲ 0.05	0.05	0.05	0.10	0.10	0.10	0.30	0.50
日経平均株価 (円)	17,520	20,100	20,900	19,800	19,300	18,500	19,500	21,000
米国								
FFレート (末値、%)	0.75~1.00	1.50~1.75	2.00~2.25	2.00~2.25	2.00~2.25	2.00~2.25	2.00~2.25	2.00~2.25
新発国債 (10年、%)	1.97	2.45	2.65	2.70	2.60	2.80	2.90	3.00
ダウ平均株価 (ドル)	18,845	21,300	21,300	19,800	19,000	19,500	20,500	22,000
ユーロ圏								
ECB主要政策金利 (末値、%)	0.00	0.00	0.00	0.25	0.75	1.25	1.50	1.50
ドイツ国債 (10年、%)	0.15	0.40	0.55	0.80	1.40	1.60	1.80	1.80
為替								
ドル・円 (円/ドル)	108	114	117	112	107	101	97	95
ユーロ・ドル (ドル/ユーロ)	1.10	1.08	1.06	1.11	1.16	1.20	1.24	1.25
WTI原油先物価格 (ドル/バレル)	48	52	53	53	56	54	51	50

(注) 網掛けは予測値。予測値は期中平均。但し、無担保コールO/N、FFレート、ECB主要政策金利は期末値。  
ユーロ円TIBORは360日ベース。スワップ5年は6カ月LIBORに対する固定金利払。為替相場はニューヨーク終値ベース。  
(資料) Bloombergより、みずほ総合研究所作成

## 金融市場：日米欧中央銀行が出口政策を進める中、市場変動リスクの高まりに注意

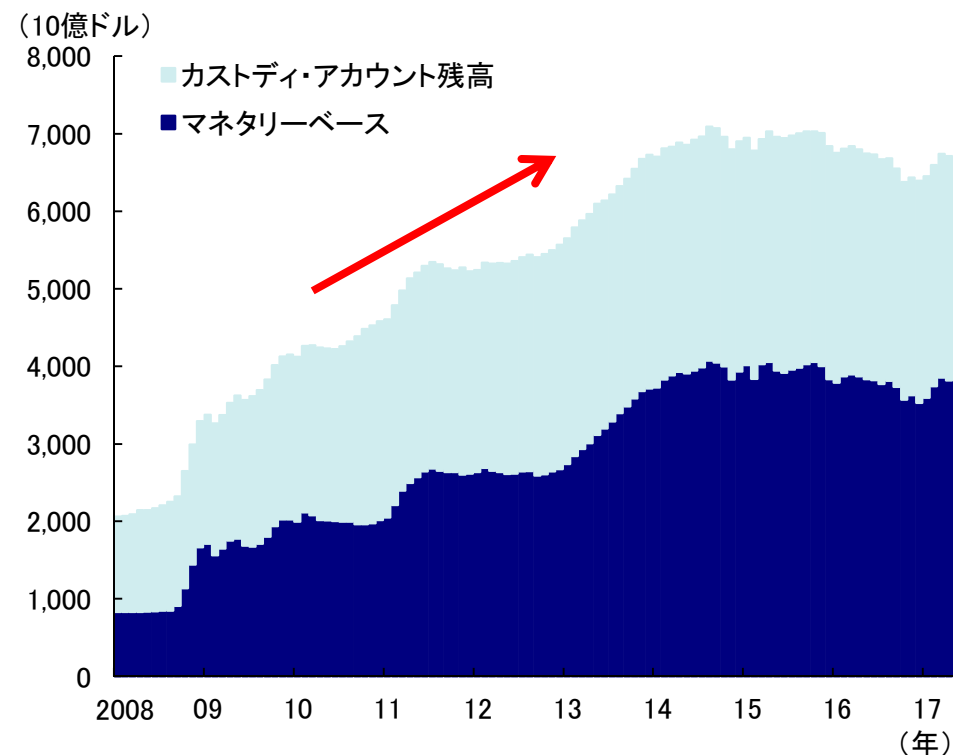
- 金融緩和によるグローバル投資資金は株式や不動産などリスク資産に流入。出口政策における資産価格の下落リスクに留意。中央銀行の市場とのコミュニケーションの重要性が増す局面

【日米欧中央銀行のバランスシート】



(資料) Bloombergより、みずほ総合研究所作成

【ワールドダラー】

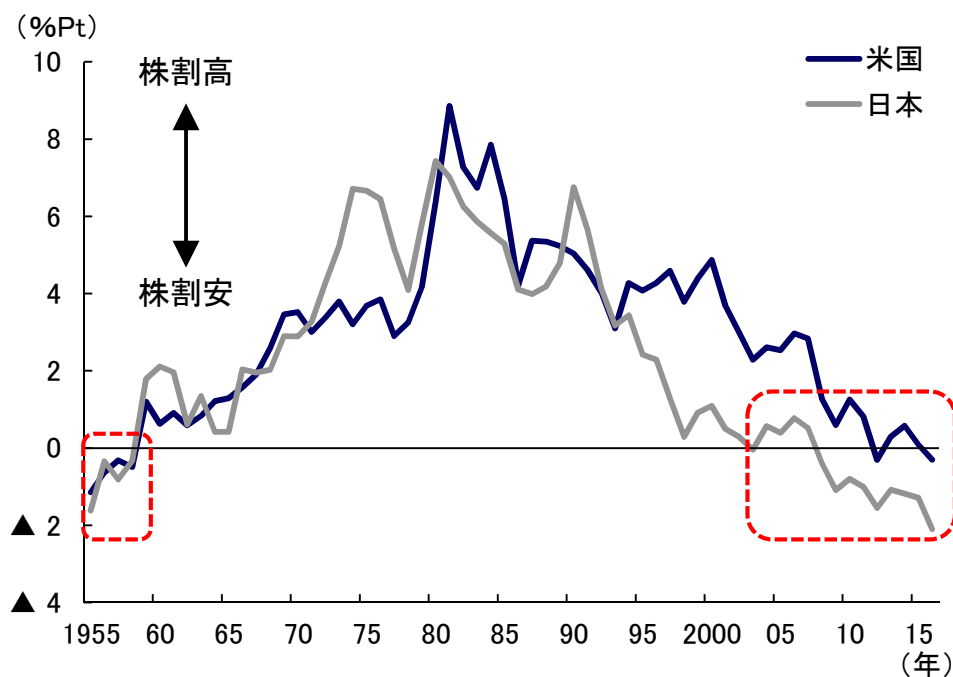


(資料) FRBより、みずほ総合研究所作成

## 低金利下で株式は金利との相対比較では魅力的だが、GDP対比で水準には警戒も

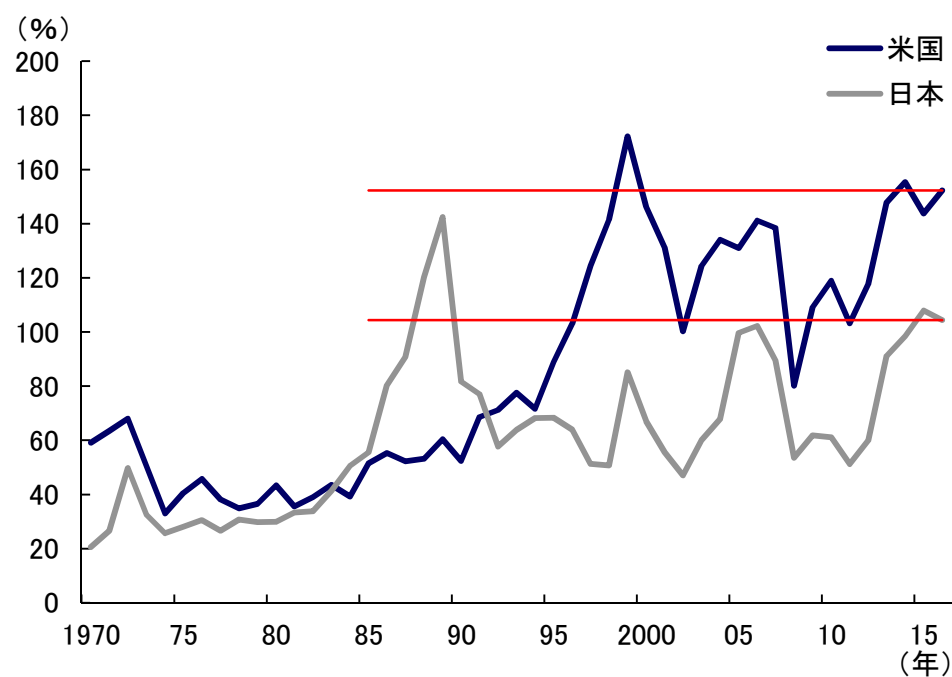
- 低金利環境が続く中で、中期的にも株式、不動産といったリスク資産の相対的魅力度は高い状態に
  - ・ 日本では配当利回りが長期金利を上回る逆転現象が常態化。米国の両社のスプレッドもゼロ近傍で推移しており、インカムゲインだけをみても株式の優位性が増す
  - ・ 中期的に名目GDPの拡大に沿って株価が上昇すれば株式のリターンが債券を上回るが、グローバルなカネ余りを背景に名目GDPに対する株式時価総額の比率が高水準となっており、今後調整リスクも

【イールドスプレッド(10年国債利回り－株式配当利回り)】



(注) 配当利回りは米国がS&P500ベース、日本が東証一部全銘柄の単純平均。  
 (資料)FRB、S&P、日本相互証券、東京証券取引所より、みずほ総合研究所作成

【株式時価総額(対名目GDP比)】

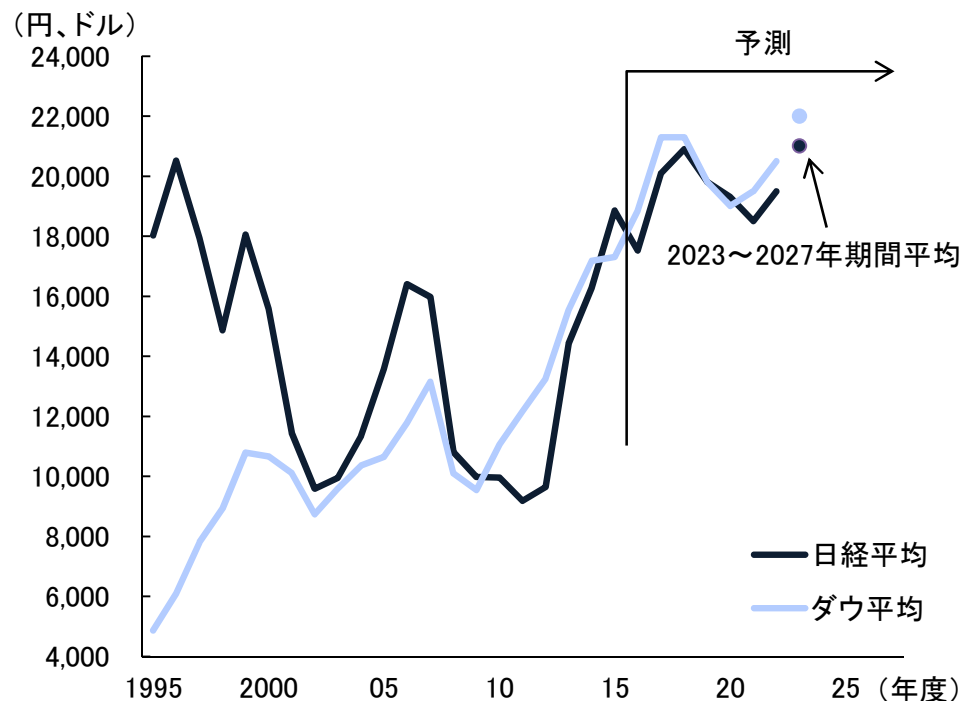


(注) 時価総額は米国はニューヨーク証券取引所とNASDAQの合計、日本は東証第一部。  
 (資料)FRB、S&P、日本相互証券、東京証券取引所より、みずほ総合研究所作成

# 内外株式市場：2020年前後にミニ調整の後、回復の新常態

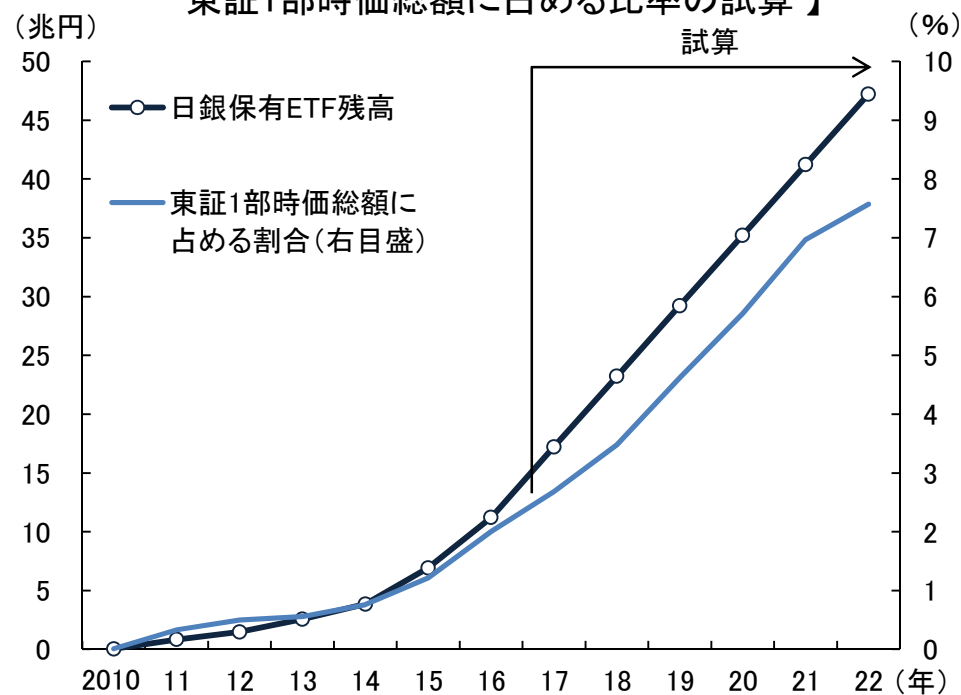
- 米国株は、トランプ政権の経済政策による堅調な景気を背景に2018年前半まで上昇基調を維持も、その後は景気減速を先行し調整。2020年後半頃から持ち直しへ
- 日本株は、消費増税(2019年10月)前まで堅調な景気を背景に上昇後、増税・東京オリンピック後の建設投資の反動減等による景気減速を受けて調整。米国に遅れて2021年後半頃から持ち直しへ
  - ・ 日銀のETF買入れに関する政策変更がなければ、残高は2020年には東証1部の時価総額の6%程度まで増加

【日米株価の見通し】



(資料) Bloombergより、みずほ総合研究所作成

【日銀が保有するETF残高と東証1部時価総額に占める比率の試算】



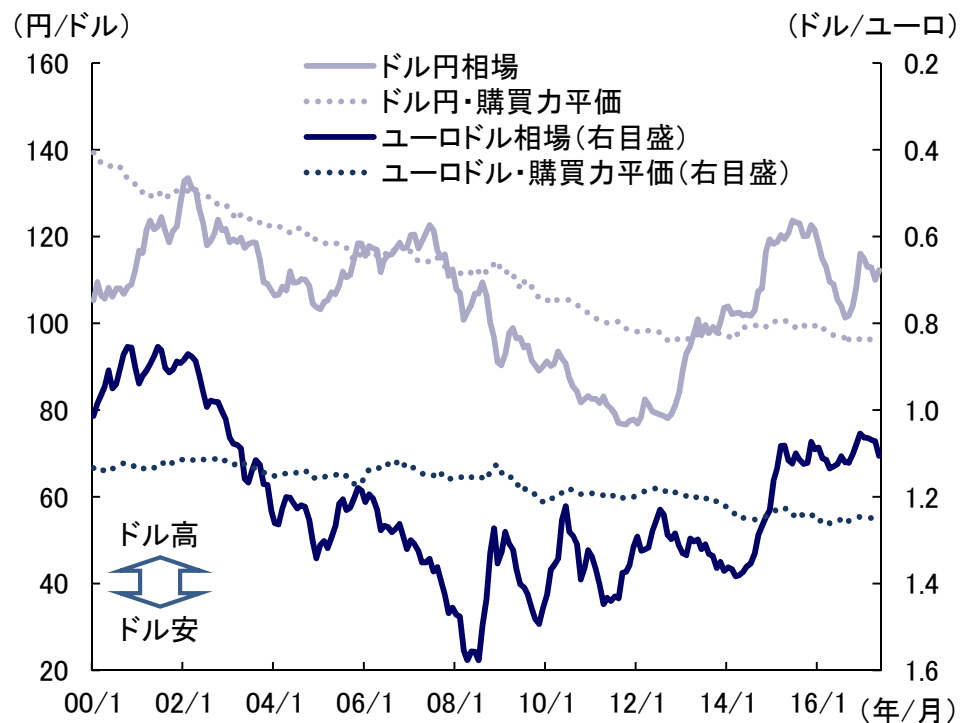
(注) 年間6兆円のペースで買入れた場合の年末における残高。

(資料) 日本銀行、NEEDS-FinancialQUESTより、みずほ総合研究所作成

# 為替市場：円、ユーロは中期的に対ドルで通貨高

- ドル円、ユーロドル相場は中期的にみて円高ドル安、ドル安ユーロ高が進展
  - ・ 足元のドル円、ユーロドル相場は購買力平価(企業物価基準)対比で通貨安水準に
  - ・ 現時点の購買力平価からの乖離は日米及び欧米の金融政策の方向感の違いが主因の一つ。米国の利上げ局面の終了や日本の量的緩和縮小、欧州の量的緩和終了が意識される局面で、円高ドル安、ドル安ユーロ高が進展

【ドル円、ユーロドル相場と購買力平価】



(注) 購買力平価は企業物価基準。基準年はドル円は1973年、ユーロドルは2003年。  
 (資料) Bloombergより、みずほ総合研究所作成

【中期的にドル円、ユーロドルに影響を与える要素】

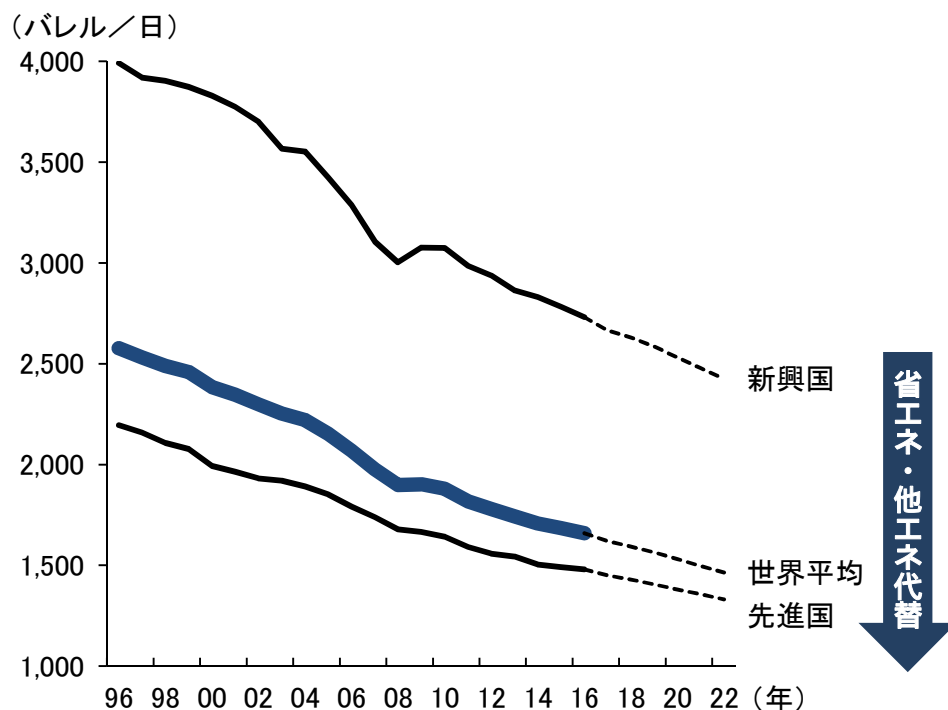
		ドル円	ユーロドル
量的緩和 政策	米	FRBバランスシート縮小 ↑	
	日欧	日銀量的緩和規模縮小 ↓	ECB量的緩和規模縮小・終了 ↓
政策金利	米	FRB利上げ局面終了 ↓	
	日欧	日銀マイナス金利解除 ↓	ECBマイナス金利解除・利上げ ↓
その他 要素	米	他通貨安是正スタンス ↓	
	日欧	日・累積経常黒字 ↓	欧・累積経常黒字 ↓

(注) ↑ はドル高(円安・ユーロ安)圧力、 ↓ はドル安(円高・ユーロ高)圧力を指す。  
 (資料) みずほ総合研究所作成

# 原油相場：需給均衡後も上昇圧力は高まらず

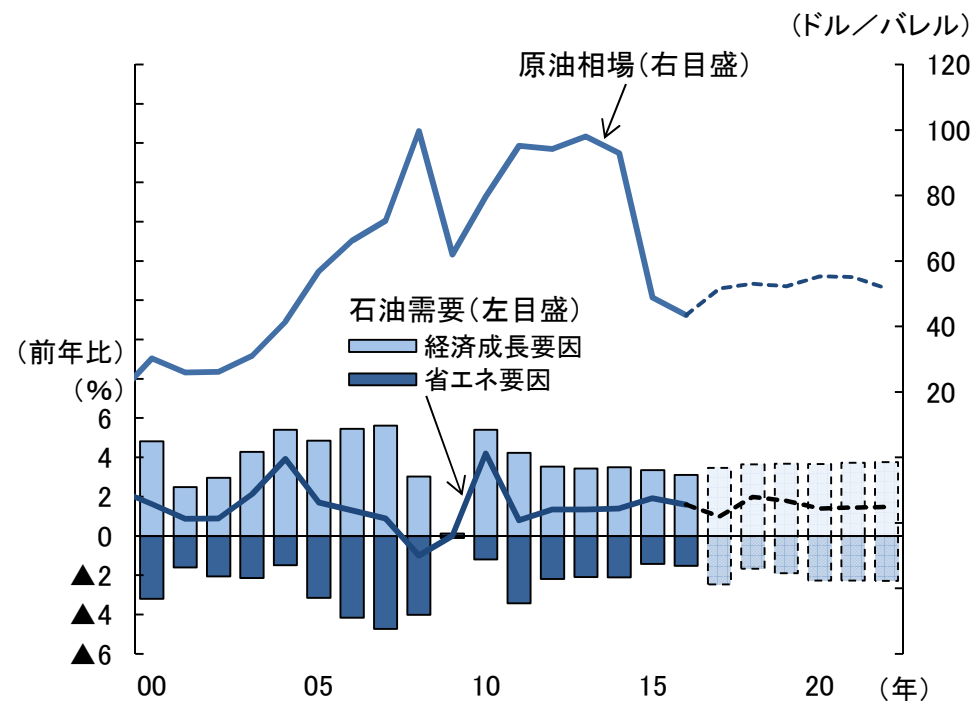
- 省エネが進む原油消費
  - ・ ハイブリッド車・電気自動車の普及によって単位当たりの石油消費はさらに減少。石油消費の増加ペースは緩慢
- 原油相場は2018年以降も上昇抑制が続く
  - ・ 2014～16年の調整を経て、一旦需給バランスは均衡へ。ただし、需要の抑制、超過供給を生みやすい構造が上昇を抑制

【 単位GDP当たりの石油消費量 】



(注) 実質GDP100万ドル当たりの原油消費量。実質GDPは1990年の物価・ドル相場ベース。  
 (資料) EIA、IMF、Thomson Reutersより、みずほ総合研究所作成

【 原油相場の中期予測 】

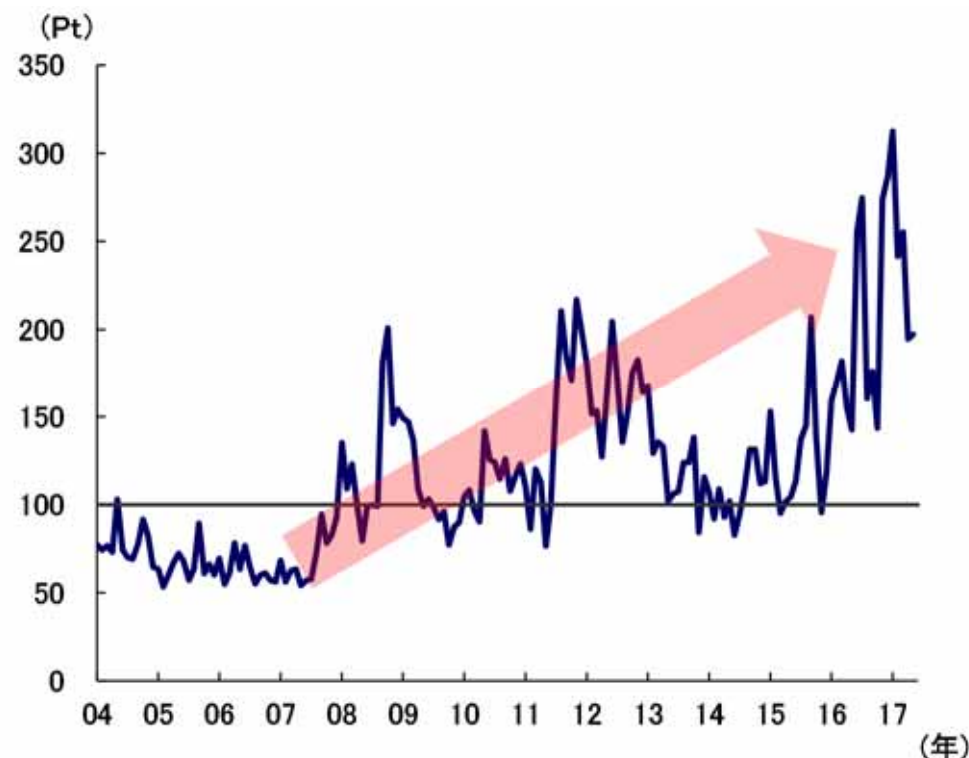


(資料) EIA、IMF、Thomson Reutersより、みずほ総合研究所作成

## 世界のパワーバランス変化や格差問題で世界経済に多くのリスク要因

- 世界経済は緩やかな成長がメインシナリオだが、米国や中国の変調、欧州政治、地政学的問題などリスク要因は山積
  - ・ 新興国の台頭や金融資本主義の発展は世界的な格差問題やポピュリズムの台頭を生み出し、世界の不安要素に
  - ・ 特にグローバルな保護主義の台頭、中国のハードランディング、グローバルな資産バブル崩壊などには警戒

【 経済政策不確実性指数(グローバル) 】



(資料) Economic Policy Uncertaintyより、みずほ総合研究所作成

【 主なリスクファクターと残された課題 】

＜主なリスクファクター＞
トランプ政権主導のグローバルな保護主義蔓延
不動産バブル崩壊を契機とした中国ハードランディング
EU懐疑派の更なる台頭によるEU崩壊
カネ余りの長期化による資産バブル発生リスク
米出口戦略の進展に伴う新興国からの資金流出
中東地域や北朝鮮などの地政学的リスク
＜残された課題＞
グローバルな格差問題
日本の財政問題、少子高齢化

(資料) みずほ総合研究所作成

## (ご参考) 主要国の政治日程

	2017年		2018年		2019年	
米国	10月 10～11月頃	2018会計年度開始 財務省のやり繰り限界、債務上限問題再燃	2月 11月	イエレンFRB議長任期満了 中間選挙		
欧州	9月	ドイツ議会選挙	上期	イタリア総選挙	上期	欧州議会選挙
日本	9月 夏～秋	自民党役員任期 内閣改造(見込み)	4月 9月 12月 年末	黒田日銀総裁任期満了 自民党総裁選 衆議院議員任期満了 天皇退位、新天皇即位(19年3月案あり)	10月	ドラギECB総裁任期満了
アジア	秋	第19期中国共産党大会	5月迄 秋 年内	マレーシア議会選挙 中国3中全会 タイ総選挙	年明け 春頃 夏頃 10月	改元(19年4月案あり) 統一地方選挙 参議院選挙 消費税増税
その他			3月 7月 10月	ロシア大統領選挙 メキシコ大統領選挙 ブラジル大統領選挙	4月頃 5月迄 7月頃 9月頃 秋	インドネシア議会選挙 インド下院選挙 インドネシア大統領選挙 オーストラリア上院下院選挙 中国4中全会
	2020～2022年		2023～2027年		2028～2030年	
米国	2020年 2022年	大統領選挙 中間選挙				
欧州	2021年 2022年 2022年	ドイツ議会選挙 フランス大統領・議会選挙 英国総選挙	2023年 2024年 2025年 2027年 2027年	イタリア総選挙 欧州議会選挙 ドイツ議会選挙 フランス大統領・議会選挙 英国総選挙	2028年 2029年 2029年	イタリア総選挙 ドイツ議会選挙 欧州議会選挙
日本	2020年 2020年 2021年	東京オリンピック開催 憲法改正の可能性 次期自民党総裁任期	2025年 2027年	大阪万博開催の可能性 リニア中央新幹線開通予定		
アジア	2020年 2020年 2020年 2020年 2020年 2021年 2022年 2022年 2022年 2022年 2022年 2022年 2022年	台湾総統・議会選挙 韓国議会選挙 中国5中全会 シンガポール議会選挙 香港立法会選挙 ベトナム共産党大会 韓国大統領選挙 タイ議会選挙 第20期中国共産党大会 香港行政長官選挙 オーストラリア上院下院選挙 フィリピン大統領・議会選挙 ブラジル大統領選挙	2023年 2024年 2024年 2024年 2024年 2025年 2025年 2026年 2026年 2027年 2027年 2027年	マレーシア議会選挙 韓国議会選挙 インド下院選挙 台湾総統・議会選挙 香港立法会選挙 オーストラリア上院下院選挙 シンガポール議会選挙 ベトナム共産党大会 タイ議会選挙 第21期中国共産党大会 韓国大統領選挙 香港行政長官選挙	2028年 2028年 2028年 2028年 2028年 2029年 2029年 2029年 2030年 2030年	マレーシア議会選挙 フィリピン大統領・議会選挙 韓国議会選挙 オーストラリア上院下院選挙 台湾総統・議会選挙 香港立法会選挙 インドネシア大統領・議会選挙 インド下院選挙 シンガポール議会選挙 タイ議会選挙
その他	2022年		2024年 2024年 2026年	メキシコ大統領選挙 ロシア大統領選挙 ブラジル大統領選挙	2030年 2030年	メキシコ大統領選挙 ロシア大統領選挙

(資料) みずほ総合研究所作成



---

**【経済予測チーム】**

武内浩二	(全体総括)	03-3591-1244	koji.takeuchi@mizuho-ri.co.jp
・米国/欧州経済			
小野 亮	(総括)	03-3591-1219	makoto.ono@mizuho-ri.co.jp
風間春香	(米国)	03-3591-1418	haruka.kazama@mizuho-ri.co.jp
吉田健一郎	(欧州)	03-3591-1265	kenichiro.yoshida@mizuho-ri.co.jp
松本 惇	(欧州)	03-3591-1199	atsushi.matsumoto@mizuho-ri.co.jp
・アジア経済			
小林公司	(総括・新興国)	03-3591-1379	koji.kobayashi@mizuho-ri.co.jp
大和香織	(中国)	03-3591-1368	kaori.yamato@mizuho-ri.co.jp
・日本経済			
徳田秀信	(総括)	03-3591-1298	hidenobu.tokuda@mizuho-ri.co.jp
岡田 豊	(人口・地域)	03-3591-1318	yutaka.okada@mizuho-ri.co.jp
有田賢太郎	(企業)	03-3591-1419	kentaro.arita@mizuho-ri.co.jp
大野晴香	(外需・物価)	03-3591-1243	haruka.ono@mizuho-ri.co.jp
市川雄介	(計量・構造分析)	03-3591-1289	yusuke.ichikawa@mizuho-ri.co.jp
宮嶋貴之	(計量・構造分析)	03-3591-1434	takayuki.miyajima@mizuho-ri.co.jp
佐藤 高	(雇用)	03-3591-1294	takashi.sato@mizuho-ri.co.jp
上里 啓	(個人消費・政府)	03-3591-1284	hiromu.uezato@mizuho-ri.co.jp
平良友祐	(住宅)	03-3591-1306	yusuke.hirayoshi@mizuho-ri.co.jp
・金融市場			
野口雄裕	(総括)	03-3591-1249	takehiro.noguchi@mizuho-ri.co.jp
井上 淳	(新興国・原油)	03-3591-1197	jun.inoue@mizuho-ri.co.jp
大塚理恵子	(内外株式)	03-3591-1420	rieko.otsuka@mizuho-ri.co.jp
坂中弥生	(海外金利)	03-3591-1242	yayoi.sakanaka@mizuho-ri.co.jp

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、弊社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、弊社はその正確性・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、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。