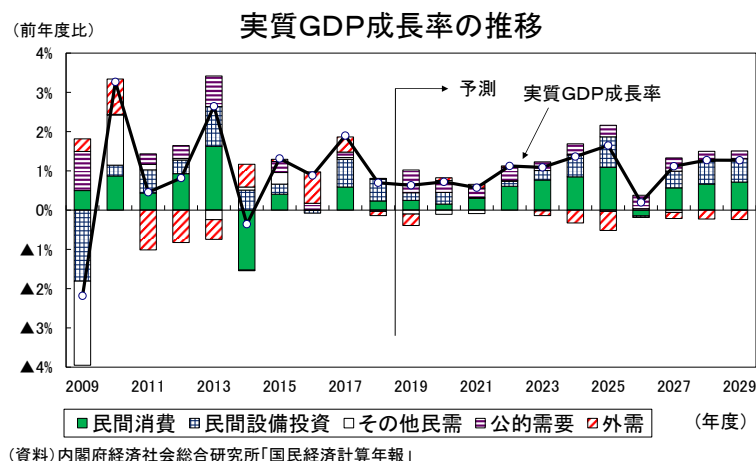


Weekly
エコノミスト・
レター

中期経済見通し(2019～2029 年度)

経済研究部
(03) 3512-1884

1. 世界経済は製造業を中心に減速している。2019 年の世界の実質 GDP 成長率は 3% 程度となり、世界金融危機以降では最も低い伸びにとどまることが見込まれる。
2. 2020 年代初頭にかけては製造業サイクルの好転から世界の成長率は 3% 台半ばまで高まるが、中国をはじめとした新興国の成長率鈍化を反映し、2020 年代半ば以降は 3% 台前半まで低下することが予想される。
3. 日本は人口減少、高齢化が進む中でも女性、高齢者を中心に労働力人口が大幅に増加しており、中長期的な経済成長を規定する供給力の低下は顕在化していない。一方、需要面では堅調な企業部門に対し、家計部門は低調な推移が続いており、このことが景気回復の実感が乏しい一因となっている。
4. 2029 年度までの 10 年間の日本の実質 GDP 成長率は平均 1.0% と予想する。高齢者がより長く働くようになれば、高齢者の雇用者所得の拡大を通じて消費の長期低迷に歯止めがかかる可能性もある。
5. 消費者物価上昇率は 10 年間の平均で 1.1%（消費税の影響を除く）と予想する。デフレに戻る可能性は低いが、賃金の伸び悩みが続くなかでは、日本銀行が「物価安定の目標」としている 2% を達成することは難しいだろう。

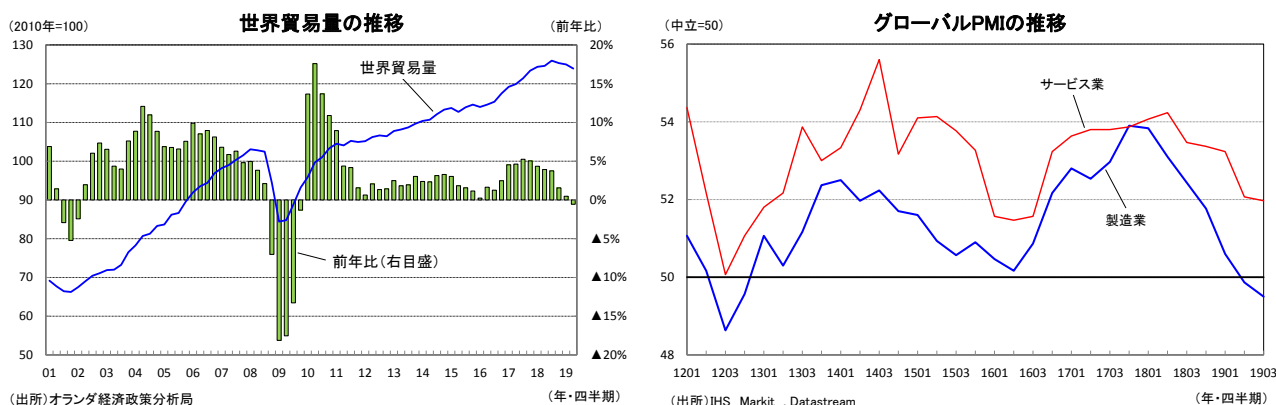


1. 製造業を中心に減速する世界経済

(縮小する貿易取引)

世界経済は製造業を中心に減速している。製造業の生産活動は IT 関連需要の減退などから調整局面入りしており、世界貿易量は米中貿易摩擦の影響もあり 2018 年後半以降伸び率が大きく低下し、2019 年入り後はマイナスに転じている。一方、世界金融危機以降、各国・地域の中央銀行が緩和的な金融政策を続けていることもあり、国内需要、非製造業は一定の底堅さを維持している。

世界の景況感を示す IHS Markit のグローバル PMI (購買担当者指数) は製造業では中立水準の 50 を下回っているのに対し、サービス業は 50 を上回る水準を続けており、世界経済が全体として失速する事態は避けられている。ただし、サービス業の景況感もこのところ弱含んでおり、製造業の悪化が非製造業に波及するリスクは徐々に高まっている。

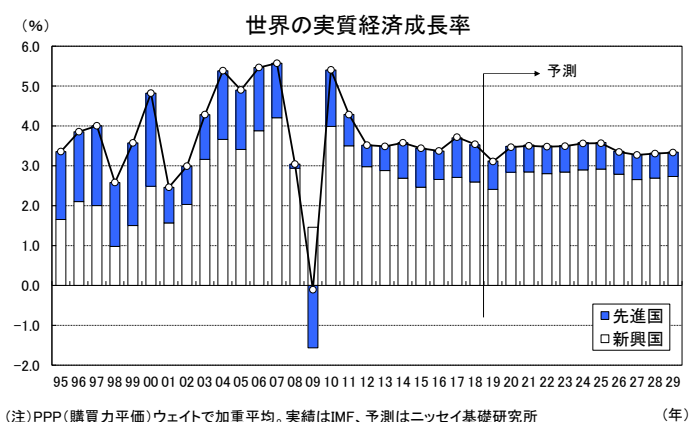


(新興国は相対的に高い成長を維持するが、伸び率は徐々に低下)

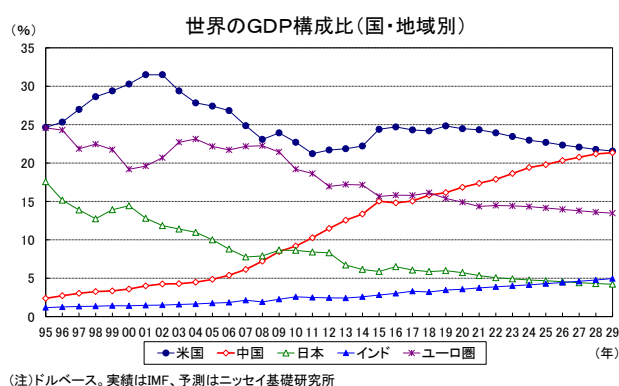
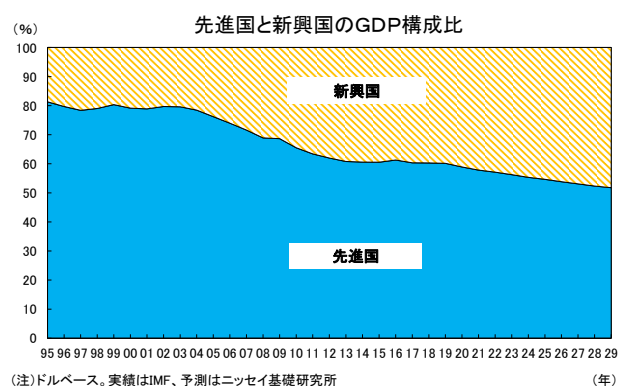
世界経済の成長率は 2017 年の 3.7% から 2018 年に 3.5% へと伸びが鈍化した後、2019 年は 3% 程度と世界金融危機以降では最も低い伸びにとどまることが見込まれる。

足もとの世界経済の減速は循環的な側面も強いいため、米中貿易摩擦のさらなる激化が避けられれば、製造業サイクルの底打ちに伴い 2020 年代初頭にかけて 3% 台半ばまで持ち直すことが予想される。その後は、すでに生産年齢人口が減少に転じている中国をはじめとした新興国の成長率鈍化を反映し、2020 年代半ば以降の世界経済の成長率は 3% 台前半まで低下するだろう。

先行きの成長率を先進国、新興国に分けてみると、新興国の成長率が先進国を上回る状態が続くものの、少子高齢化に伴う潜在成長率の低下を背景に成長率の低下幅は先進国よりも大きくなるだろう。

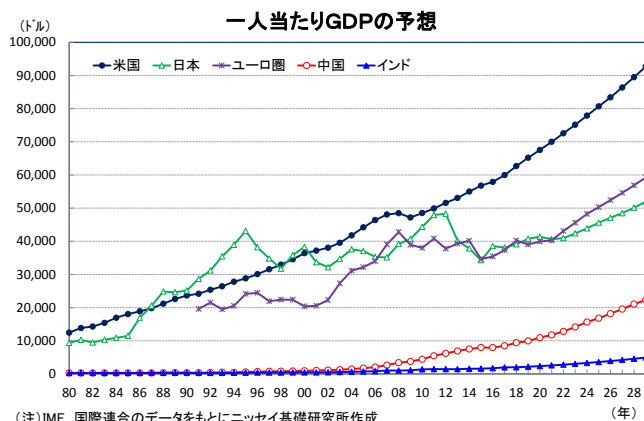


世界経済に占める新興国の割合（ドルベース）は2000年の20%程度から40%近くまで上昇している。新興国の成長率は今後緩やかに低下するものの、相対的には先進国よりも高い成長を続けることから、**世界経済に占める新興国の割合は予測期間末の2029年には48%まで高まる**だろう。国別には、現在世界第2位の経済規模の中国は世界経済に占める割合が15%程度となっており、2019年にはユーロ圏のGDPを上回ることが見込まれる。予測期間末には20%台まで高まるが、今後10年間は米国に追いつくまでには至らないだろう。また、現時点では経済規模が日本の半分強程度にすぎない**インド**はすでに人口が日本の10倍以上となっていることに加え、先行きの人口増加率も日本を大きく上回ることから、**予測期間末には日本のGDPを上回る**ことが予想される。



一人当たりGDP（ドルベース）でみると、日本は1980年代後半から1990年代まで米国を上回っていたが、2000年頃にその関係が逆転した後は一貫して米国を下回っている。2018年の日本の一人当たりGDPは米国の6割強の水準となっているが、今後10年間の成長率は米国を下回ることが予想されるため、両国の格差は若干拡大することになるだろう。

一方、日本のGDPの水準は国全体では2010年に中国に抜かれたが、一人当たりGDPでみれば2018年時点でも中国の4倍強となっている。先行きの成長率は中国が日本を大きく上回るため、両国の差はさらに縮小するが、**2029年でも日本の一人当たりGDPは中国の2倍以上の水準を維持する**だろう。また、予測期間末にかけて国全体のGDPは日本を上回ることが予想されるインドだが、一人当たりGDPでみれば現時点では日本の5%程度となっており、10年後でも10%弱の水準にとどまるだろう。



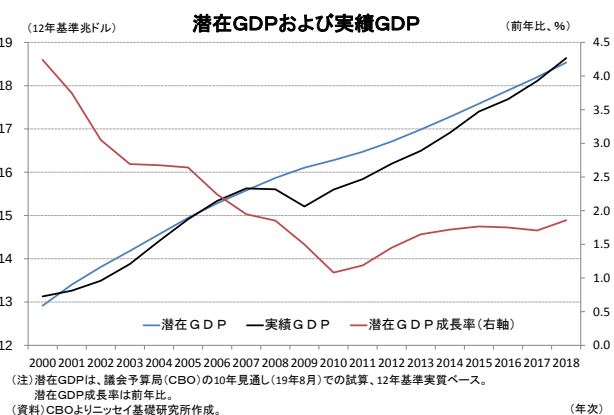
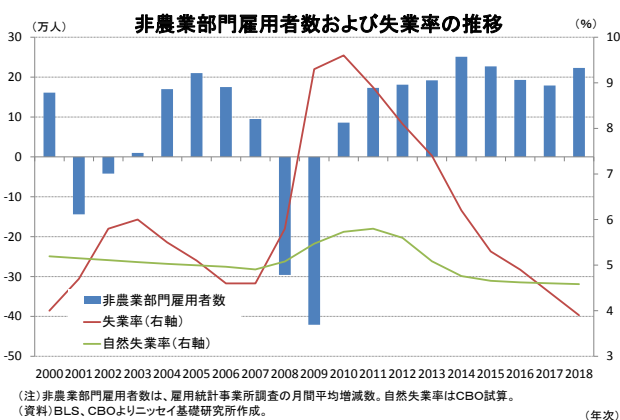
2. 海外経済の見通し

(米国経済ー成長率は 2018 年をピークに低下基調が持続、米国内政治がリスク)

米国経済は金融危機に伴い 2009 年の実質 GDP 成長率（以下、成長率）が前年比▲2.5%に落ち込んだあと、2010 年以降は景気拡大が持続しており、拡大期間は戦後最長を更新している。これらの景気拡大は、労働市場の回復を背景にした個人消費が主導している。米雇用者数は 2011 年以降の月間増加ペースが、人口増加に伴う新規労働市場参加者を吸収するのに必要な 10 万人を大幅に上回る 10 万人台後半～20 万人台前半となっている。また、失業率も 2018 年（平均）が 3.9%と 1969 年（3.5%）以来の水準に低下したほか、議会予算局（CBO）が推計する自然失業率（4.6%）を大幅に下回っている。このため、労働市場は完全雇用に近いとの見方が強まっている。

一方、潜在成長率は、2000 年代前半の 3%台から、金融危機に伴う労働市場の毀損や企業の設備投資抑制などから 2010 年に 1%近辺まで低下した後は回復基調が持続している。とくに、2018 年は税制改革に伴う設備投資の拡大もあって 2%弱の水準となった。もっとも、これは 2000 年代前半の水準を依然として大幅に下回っている。

潜在成長率見通しは、設備投資の拡大に伴う生産性の改善を通じて 2020 年代前半に 2%近辺の水準まで一段の回復を見込む。しかし、米国でも人口の高齢化進展に伴い、労働投入の伸びが趨勢的に低下するため、潜在成長率の回復は持続せず、予測期間の最終年(2029 年)の 1%台後半まで再び低下すると予想する。



一方、2018 年の成長率は、従前の消費主導の景気回復に加え、10 年間で総額 1.5 兆ドルの減税規模となる税制改革が実施されたことや、歳出の大幅拡大に伴う成長押上げにより、前年比 2.9%の高い伸びとなった。この結果、潜在GDPと実際の実質GDPとのギャップは 2018 年に 2007 年以降で初めてプラスに転じた。また、2019 年も逡巡はするものの、これらの成長押上げ効果が残るため、成長率は 2.3%と潜在成長率を上回ることが見込まれる。

もっとも、その後は成長押上げ効果の剥落に加え、労働市場が完全雇用に近い中、雇用の伸び鈍化が避けられないことから、潜在成長率を上回る伸びを維持するのは困難とみられる。当研究所は 2029 年までの予測期間を通じて概ね潜在成長率並みの成長が持続すると予想する。この結果、2020～2029 年の平均成長率は 1.8%と金融危機後 10 年間(2010～2019 年)の同 2.3%を下回る成長に留ま

ろう。

米国経済に対するリスクとしては、トランプ大統領による保護主義的な通商政策などを含む米国内政治が挙げられる。当研究所では米中をはじめ関税を多用する通商政策は関税の段階的な撤廃に軌道修正されると予想しているが、関税策の強化など通商政策の不透明感が持続する場合には景気の押下げ要因となろう。さらに、与野党対立に伴う政治の機能不全や、2020年の大統領選挙で民主党が政権を奪回する場合には、減税策の見直しや規制強化など米経済への影響が懸念される。

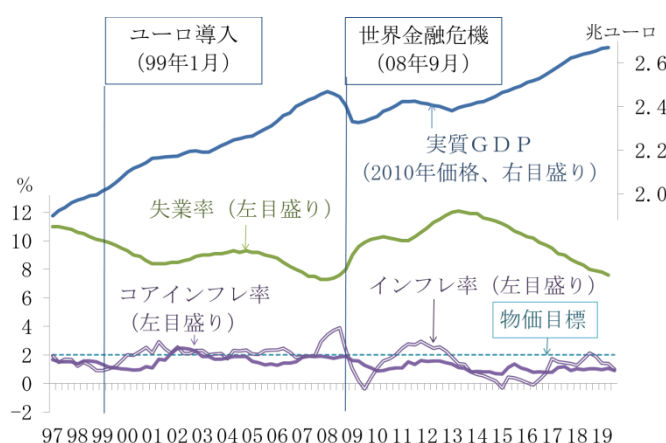
（ユーロ圏経済—2021年に潜在成長率のペースに回復、インフレ率の目標への収斂も開始）

ユーロ圏経済は、世界金融危機とユーロ圏内に拡大した債務危機の影響による景気後退局面を脱した後、およそ6年にわたって、緩やかな拡大を続けてきた。2017年には実質GDP成長率は2.5%まで加速したが、2018年半ば以降、米中対立の激化と中国経済の減速、英国のEU離脱を巡る不透明感、環境規制厳格化などの影響で拡大の勢いが鈍っている。特に、製造業依存度の高いドイツの失速が目立つが、欧州中央銀行（ECB）の著しく緩和的な金融政策とやや拡張的な財政政策が支えとなり、ユーロ圏全体の景気後退局面入りは回避されるだろう。

実質GDPは、2019～2020年の低成長の後、2021年に潜在成長率並みの成長ペースに回復する見通しであり、**2020～2029年の平均は2010～2019年と同じ1.4%**となる。2020年までの低成長で内生的なインフレ圧力は弱い状態が続くため、「2%未満」というECBの目標圏への収斂は2021～2022年となる。2020～2029年の年平均のインフレ率は1.6%とGDPギャップと労働市場のスラック解消のプロセスにあった2010～2019年の1.4%を上回る見通しだ。

ECBは、景気の底入れと物価の持ち直しを確認した上で、2021年に金融緩和の縮小に動き出すが、そのペースは緩やかなものとなるだろう。

ユーロ圏経済の長期推移



（資料）欧州委員会統計局（eurostat）

フォンデアライエン次期欧州委員長の政策課題

欧州グリーン・ディール	2050年迄に温室効果ガス排出量「実質ゼロ」の目標で合意
人々のためになる経済	中小企業支援／ユーロ制度改革／格差対策／課税の公平化
デジタル時代に適した欧州	5G網の基準共通化／AI倫理規定／デジタル教育行動計画
欧州的生活の保護	移民・難民規則見直し／域外境界警備強化／重大犯罪・テロ対策の協力
世界の中のより強い欧州	自由で公正な貿易／価値観重視の関係構築／防衛同盟の推進
民主主義強化	市民社会とEU機関による「欧州の未来会議」／欧州議会権限強化

（資料）次期欧州委員会（2019-24）の政策指針

予測期間前半のEUでは、2019年5月に実施された欧州議会（任期5年）選挙の結果を受けて選出されたフォンデアライエン前ドイツ国防相が欧州委員会を率いる。フォンデアライエン次期委員長の政策指針では、2050年の温暖化ガス排出の実質ゼロ目標の法制化など「欧州グリーン・ディー

ル」と称する気候変動対策への取り組みの強化とともに、中小企業支援やユーロ制度改革、さらに最低賃金の活用による格差対策、IT大手へのデジタル課税などの課税の公正化で「人々のためになる経済」の実現を目指す方針などを盛り込んでいる。これらの政策によってEU・ユーロ圏の持続可能な成長を導くだけでなく、多様化するEU市民の問題意識に応え、既存の政治、EUへの支持の回復に結び付ける指導力を発揮できるか、その手腕が注目される。

ECBの総裁は、2019年までの8年間、非伝統的政策を打ち出すことでユーロ危機の収束、デフレ・リスク回避に力を尽くしたドラギ総裁からラガルド総裁に交替する。ラガルド次期総裁は、予見可能な将来にわたり金融政策が極めて緩和的であることが必要との認識とともに2003年以来となる「金融政策の枠組みの見直し」にも意欲を示している。

過去10年間、ユーロ圏のマクロ政策運営では、過剰債務を抱える国が信用回復のため財政緊縮を求められたことと、ユーロ制度の欠陥を補う必要があったことから、結果としてECBが大きな役割を担ってきた。しかし、金融政策の追加的な対応の余地が乏しくなり、且つ、金融緩和の長期化によって副作用への懸念が増大していることから、今後は、金融政策と財政政策のバランスは変わらざるを得ない。適切なルールの下で、圏内と一国内の格差の是正、気候変動やデジタル化対応など、新たな課題の解決に財政を有効活用できるかが、より強い欧州への鍵となる。

2019年10月31日に予定されている英国のEU離脱の影響は、どのような経路を辿るかによって変わるが、予測期間を通して、ユーロ圏経済に影響を及ぼし続ける可能性は高い。「合意あり離脱」の場合には、現状を維持する「移行期間」に入り、包括的なFTAの協議が始まるが、移行期間の期限である2020年末までの合意は不可能だろう。「合意あり離脱」で、FTAの発効までをカバーする「移行期間」の延長や「つなぎ協定」の締結などがなければ、激変は生じ得る。「合意なき離脱」の場合、英国とEUがそれぞれ準備した対策によって、当初想定されていたよりも、短期的な混乱は抑えられる見通しだ。しかし、零細企業等の対応には限界があり、サプライ・チェーンに混乱が生じることによる下押し圧力はユーロ圏にも及ぶ。英国とEUの協議も難航は必至となり、今回の中期見通しの予測期間終了時点でも、新たな関係が見通せるようになっていない可能性がある。

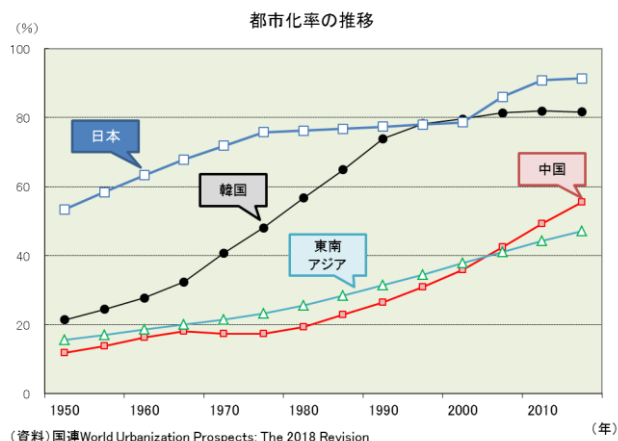
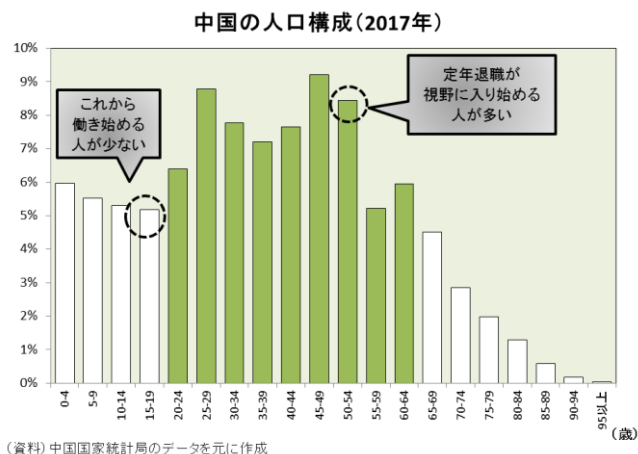
（中国経済－中国の成長率は段階的に低下し3%台半ばへ）

中国では、長らく続いた一人っ子政策の影響で 2013 年をピークに生産年齢人口(15-64 歳)が減少に転じた。人口構成を見ると、これから生産年齢人口になる14歳以下の人口が少なく、定年退職が視野に入り始める50歳台前半の人口が多い。従って、今後も生産年齢人口は減少傾向を続けて、経済成長にマイナスのインパクトをもたらすだろう。

また、従来の成長モデルに限界が見えてきたことも経済成長にはマイナスのインパクトをもたらす。文化大革命を終えて改革開放に乗り出した中国は、外国資本の導入を積極化して工業生産を伸ばし、その輸出で外貨を稼いだ。稼いだ外貨は主に生産効率改善に資するインフラ整備に回され、中国は世界でも有数の生産環境を整えた。この優れた生産環境と安価な労働力を求めて、世界から中国へと工場が集まり「世界の工場」と呼ばれるようになった。そして高成長期を謳歌した中国だが、経済発展とともに賃金など製造コストも上昇したため、今度は中国から後発の新興国へと工場が流出し始めた。そして、米中対立の激化や「一帯一路」構想の推進は、そうした工場の海外流出

を後押しする要因となるため、中国では今後も経済成長の勢いが鈍化していくだろう。

一方、中国政府は従来の成長モデルに代わる新たな成長モデルを築こうと「構造改革」を進めている。具体的には、外需依存から内需主導への体質転換、労働集約型から高付加価値型への製造業の高度化、製造業中心からサービス産業の育成へなどである。こうした構造改革の実現には時間を要するものの、経済成長にはプラス貢献すると思われる。また、中国で進められている「新型都市化」も経済成長の下支えに貢献しそうである。農村から都市へと労働者が移動すれば、より生産効率が高い分野に労働力が配分されることになり、生産性向上が期待できるからである。これまでも中国では都市化が進んできたが、巨大都市への人口集中、環境問題の深刻化、都市戸籍を持たない農民工（出稼ぎ農民）の待遇など多くの問題も同時に生じた。農民工の待遇改善、中小型都市の開発、環境問題に配慮した都市化など質を重視した「新型都市化」を推進することで、より持続性の高い都市化の進展が期待できる。また、中国の都市化率（総人口に占める都市人口の比率）は2018年時点で59.6%と日本や韓国などアジアの先進国と比べてまだ低いことから、**2029年には70%前後まで都市化率が上昇する**と見ている。



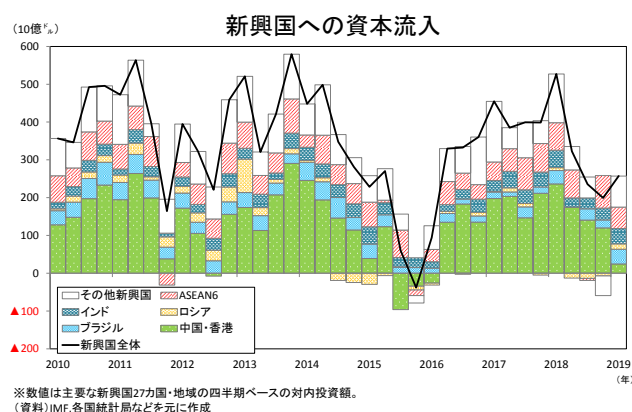
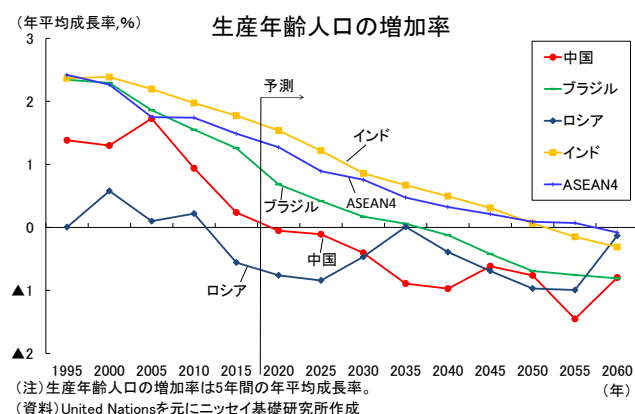
従来の成長モデルを卒業して新たな成長モデルにバトンタッチしようとする構造改革は、世界の先行事例を見ると後者のスピードが前者よりも遅いため、成長率の鈍化は避けられそうにない。こうした環境の下、中国政府は「新常态（ニューノーマル）」という旗印を掲げて、安定成長へ移行する方向に舵を切り、**第13次5ヵ年計画(2016-20年)では成長率目標を「6.5%以上」へと引き下げた**。そして、一人当たりGDPが1万ドルを超える**第14次5ヵ年計画(2021-25年)では「5%前後」へ**、さらに先進国との競争が激しさを増す**第15次5ヵ年計画(2026-30年)では「3.5%前後」へ目標を引き下げる**と見ている。

(新興国経済—成長率は短期的に上昇後、4%台前半まで緩やかに低下)

新興国経済は2010年代に入って中国の緩やかな景気減速が続くなか、2012年以降の「スロー・トレード」現象の発生、2014年の資源ブームの終焉、2015年末からの米FRBによる利上げ等の要因によって低調なパフォーマンスが続いた。2016年から2017年にかけては、世界経済の回復と原油価格の底打ちを受けて新興国経済は持ち直したが、2018年に入ると米国の金利上昇や米中貿易

摩擦の勃発を背景に資金流出圧力が高まり、回復が頭打ちとなった。2019 年は米 F R B が緩和姿勢に転換したことで新興国に資金が再流入しているが、米中貿易摩擦の激化による世界経済の先行き不透明感は根強く、資金流出懸念がくすぶっている。

新興国全体の今後 10 年間の平均成長率は 4% 台半ばとなり、過去 10 年間の 5% 強から低下すると予想する。主要新興国では今後、長寿化を背景に高齢者の労働参加が増えるものの、少子高齢化に伴う生産年齢人口の増加率が鈍化するため、労働投入の伸びは緩やかに低下するだろう。一方、インフラ投資需要への対応を通じて底堅い資本投入の拡大が続くほか、資本ストックの蓄積や都市化に伴う集積の経済効果、I C T（情報通信技術）の利活用による生産性向上が続くだろう。また近年各国が着手している構造改革や規制緩和が先行きの資本投入の増加や労働生産性の向上に寄与していくことも期待される。主要新興国（中国を除く）の成長率は総じて足元の水準から上昇するものの、2021 年以降は中国経済の一段の減速と周辺国への悪影響の波及により、新興国全体の成長率は減速傾向を辿るだろう。



ブラジルは、人口増加による労働投入の拡大と政府が進める様々な構造改革による潜在成長率の上昇を通じて、成長率は緩やかに上昇していくだろう。**今後10年間の平均成長率は2%強と、過去10年間の1%強から上昇すると**予想する。

ブラジルの人口は2020年の2.13億人から2030年にかけて2.24億人へと増加し、生産年齢人口も2020年の1.48億人から2030年にかけて1.53億人へと増加すると予測されている。生産年齢人口の増加ペースは緩やかに鈍化していくが、今年中の成立が見込まれる年金改革法案において支給開始年齢の段階的な引上げが盛り込まれており、現状就業率の低い女性や55歳以上の層の労働参加によって労働投入は堅調に拡大していくだろう。

資本投入については、ブラジルは特に電力、通信、輸送網などのインフラ投資需要が大きいため、成長率の押し上げ余地が大きい。しかし、政府部門の財政状況が厳しいなか、公共投資の拡大が期待できないため、国内外の民間部門による資本投入の拡大が望まれる。特に、海外からの資本流入については、世界第5位の人口規模を誇るマーケットとその成長期待から拡大してきたが、近年は「ブラジルコスト」と呼ばれるビジネス環境を巡る様々なコストが顕在化したことで、伸び悩んでいる。

13年続いた左派政権に代わって2016年に誕生したテメル政権は、「ブラジルコスト」の解消に取

り組み、歳出上限法の制定や労働法の改正、公営企業の民営化などの構造改革を実現したが、最重要課題である年金改革は先送りされた。2019年に誕生したボルソナロ政権は前政権の方針を踏襲し、年金改革のほか、税制改正や公営企業の民営化、自由貿易の推進に取り組んでいる。年金改革には憲法の改正が必要であるため、その要件の厳しさから当初は実現が困難と見られたが、今年中の法案成立が見込まれるなど改革機運が高まっている。これらの改革による資本投入の拡大と生産性の向上を通じて潜在成長率が上昇していくだろう。

ロシアは、人口減少による労働投入の縮小と経済制裁による資本流入の停滞によって潜在成長率が低下していくものの、原油価格の上昇基調が続くと見込まれるため、緩やかな成長が続くだろう。**今後10年間の平均成長率は2%弱と、過去10年間の1%台後半から小幅に上昇すると予想する。**

ロシアの人口は2020年の1.46億人から2030年にかけて1.43億人へと微減に留まるものの、生産年齢人口は2020年の0.97億人から2030年にかけて0.90億人と急激なペースで減少し、その割合も2020年の66.1%から2030年にかけて63.0%まで低下すると予測されている。2019年からの年金支給開始年齢の段階的な引上げによって労働参加率が上昇していくと予想されるが、労働投入の縮小は避けられないだろう。

また、ロシアは2014年のクリミア併合を契機として、積年の課題である資源依存型の産業構造からの脱却を進めているが、欧米諸国による経済制裁等によって十分な資本投入を確保できず、農業など一部産業を除いて十分な成果を挙げられていない。特に米国による経済制裁は、米国内外の個人や企業に対して、制裁対象との金融取引や貿易取引のほか、エネルギー開発関連の物資や技術の提供を禁止している。当面の間、ロシアと欧米諸国との関係改善は見込めないため、資本投入は伸び悩むだろう。

政府は、構造的課題の解消に向けて、2019年から2024年にかけて約26兆ルーブル（2018年名目GDP比で約25%相当）の大規模な国家事業を計画している。国家事業には平均寿命の延伸、デジタル技術の発展、インフラ投資の拡大など13分野での事業が盛り込まれており、潜在成長率を押し上げることが期待される。ただし、予算全体の約30%を、事業別予算で最大規模のインフラ投資の拡大に至っては約50%を民間資金に依存していることから実現性は不透明であり、足元でも投資に目立った動きは見られない。

一方で、ロシア経済は、2018年通年で燃料・エネルギー製品が輸出総額の約3分の2、関連税収が連邦政府の歳入の50%弱を占めるなど、依然として資源依存度が高く、原油価格の変動に左右されやすい。先行きは原油価格の上昇基調が続くと見込まれるため、このまま潜在成長率が低下したとしても、緩やかな成長が続くだろう。

インドは、人口ボーナスが長期に渡り経済の成長エンジンとなる。インドの人口は2020年の13.8億人から2030年には15.0億人まで増加、また同期間の生産年齢人口の割合は67.2%から68.4%まで上昇すると予測されている。もっとも生産年齢人口の増加率が緩やかに鈍化するなかで、潜在成長率の押し上げ効果は徐々に低下しよう。

一方、資本投入は旺盛な内需を背景とする海外資本の流入やインフラ投資需要への対応などから

成長率の押し上げ余地が大きい。現在は土地収用問題や許認可の遅れ、公営銀行の不良債権問題などから投資プロジェクトが進まず、盛り上がりには欠けているが、中期的には不良債権問題の緩和や財政再建の進展に伴い投資が持ち直していくだろう。もっともインドは今後も国際的な輸出拠点としての地位を築けず、恒常的な経常赤字を解消することができないため、不安定なマクロ経済環境を背景に海外からの資本流入が抑制され、飛躍的な投資拡大には至らないと予想する。

労働生産性は都市化に伴う工業化とサービス業の発展により向上するため、今後も潜在成長率を押し上げるだろう。またインドのIT産業は世界的な競争力を有しており、物的資本ストックの蓄積の遅れをICTの利活用がカバーすることで生産性向上に寄与する。

政治面では、予測期間前半に上院・下院の「ねじれ」が解消すると予想する。現政権はこれまでに外資規制緩和や物品・サービス税（GST）の導入、そして破産・倒産法の施行など構造改革を実施してきた。今後はねじれ議会の解消により、これまで遅れていた土地収用法や雇用規制などのビジネス環境の改善に向けた改革が継続的に進められるものと予想され、資本投入と労働生産性の安定した伸びに寄与するだろう。

実質GDPは、短期的には足もとで下振れた景気の回復局面が続いた後、潜在成長率の高さを背景に安定的な高成長が持続するだろう。今後10年間の平均成長率は7%台半ばと、過去10年間の7%強から小幅に上昇すると予想する。

ASEAN4(マレーシア・タイ・インドネシア・フィリピン)は、予測期間末にかけて人口ボーナスが続くものの、生産年齢人口の増加率は徐々に低下すると見込まれる。しかしながら、資本投入と労働生産性は海外直接投資の拡大や都市化の進展、社会資本ストックの蓄積などを背景に今後も堅調な伸びが見込まれ、成長を下支えるだろう。今後10年間の平均成長率は5.0%となり、過去10年間の5.2%から小幅に低下すると予想する。

ASEAN域内にはインフラと資本市場が整備されたマレーシア、産業集積が形成されたタイ、内需が魅力のインドネシアとフィリピン、中国からの生産移転先として注目を集めるベトナム、労働コストが安い後発新興国のCLM諸国（カンボジア、ラオス、ミャンマー）など多様な特徴を有する国がある。またASEANは域内の統合深化に向けた国境インフラの整備や税関手続きの円滑化、そして域外との自由貿易協定の締結促進など地域として貿易・投資の優位性を高める取組みを継続しており、グローバル・サプライチェーンを構築する企業によるASEAN展開の勢いは今後も続くだろう。また米中対立の長期化により中国からASEAN地域への工場移転が進みやすくなることも中期的に資本投入を押し上げるだろう。

もっともASEAN各国は、賃金上昇に伴う製造コストの増加や地域格差の拡大、社会保障制度の整備の遅れなどの共通の課題に加え、経済の成熟度によって異なる構造的課題を有する。例えば、高位中所得国のマレーシアやタイは産業の高度化・高付加価値化への挑戦に技術面の不安を抱えており、また低位中所得国のインドネシアやフィリピンなどはインフラの未整備や不正・汚職の蔓延などビジネス環境の悪さが企業進出を阻んでいる。こうしたボトルネックを解消することができれば持続的成長の確度が高まる一方、各国の取組みが不十分であれば「成長の壁」にぶつかり成長速度が著しく低下しかねず、楽観視はできないだろう。

3. 日本経済の見通し

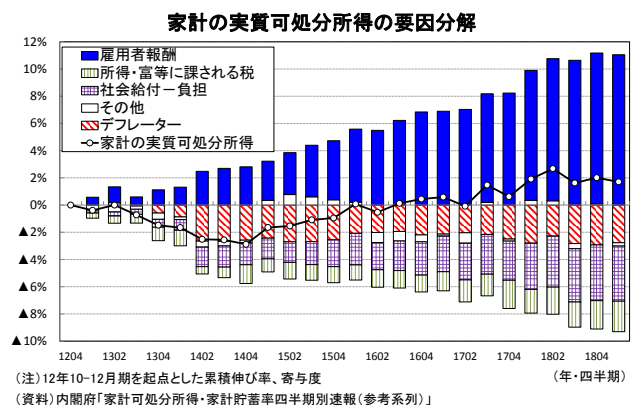
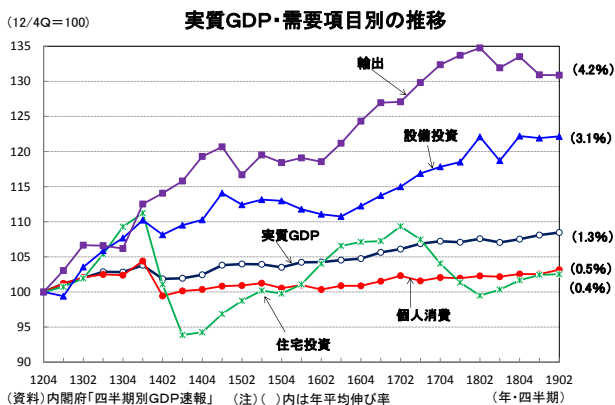
(企業部門主導の成長が続く)

日本経済は2012年11月を底として長期にわたり景気回復を続けてきたが、海外経済の減速を背景とした輸出の低迷を主因として2018年後半以降、停滞色を強めている。内閣府の「景気動向指数」による基調判断は2019年3月に景気後退の可能性が高いことを示す「悪化」となった後、5月にはいったん「下げ止まり」へと上方修正されたが、8月には再び「悪化」へと下方修正された。

2018年後半以降の輸出の減少に伴う製造業の悪化は、国内需要、非製造業の底堅さによってカバーされてきたが、2019年10月の消費税率引き上げ後には個人消費を中心とした国内需要が一定程度落ち込むことは避けられず、内外需がともに悪化するリスクがある。現時点まで景気回復が続いていれば、景気回復期間は「戦後最長景気(2002年2月～2008年2月)」の73ヵ月を大きく上回ることになるが、景気後退が回避できるかどうか微妙な局面を迎えている。

今回の景気回復局面の特徴としては、海外経済の緩やかな回復、企業収益の大幅増加を背景に企業部門(輸出+設備投資)が好調である一方、家計部門(消費+住宅)が低調であることが挙げられる。2012年10-12月期の景気の谷を起点とした今回の景気回復局面において、実質GDPは8.5%(年率1.3%)伸びたが、需要項目別にみると、輸出(30.9%、年率4.2%)、設備投資(22.2%、年率3.1%)は比較的高い伸びとなっているのに対し、民間消費(3.2%、年率0.5%)、住宅投資(2.5%、年率0.4%)は実質GDPを下回る低い伸びにとどまっている。実質民間消費の伸びは2014年度から5年連続で実質GDP成長率を下回った。

家計部門の低迷が長期化している主因は可処分所得の伸び悩みである。アベノミクス開始以降の約6年間(2012年10-12月期→2019年1-3月期)で、家計の実質可処分所得の伸びは1.7%(年平均0.3%)にとどまっており、同じ期間の実質家計消費支出の伸びを若干下回っている。



実質可処分所得の内訳をみると、企業の人手不足感の高さを背景に雇用者数が大幅に増加しているため、雇用者報酬は順調に伸びている。一方、マクロ経済スライドや特例水準の解消による年金給付額の抑制、年金保険料率の段階的引き上げなどによって、「社会給付-負担」が可処分所得を大きく押し下げている。さらに、2014年度の消費税率引き上げの影響もあって、家計消費デフレーターが約3%近く上昇していることが実質ベースの可処分所得の目減りにつながっている。可処分

所得の伸びが高まらなければ、個人消費の本格回復は期待できないだろう。

（高齢者 1 人当たりの雇用者所得が大幅に増加）

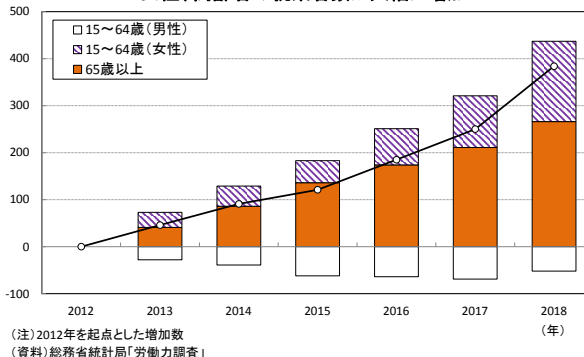
雇用情勢は改善傾向が続いており、就業者数は女性、高齢者を中心に増加している。就業者数は 2013 年から 2018 年までの 6 年間で 384 万人増加したが、その約 7 割の 266 万人が 65 歳以上の高齢者である。15～64 歳については女性が 171 万人増加しているが、男性は▲44 万人減少している。

高齢者はパートタイム、嘱託など非正規の雇用形態で働く人が多いこともあり、相対的に賃金水準は低いですが、雇用者数が大幅に増加したことにより高齢者の雇用者所得は大幅に増加している。

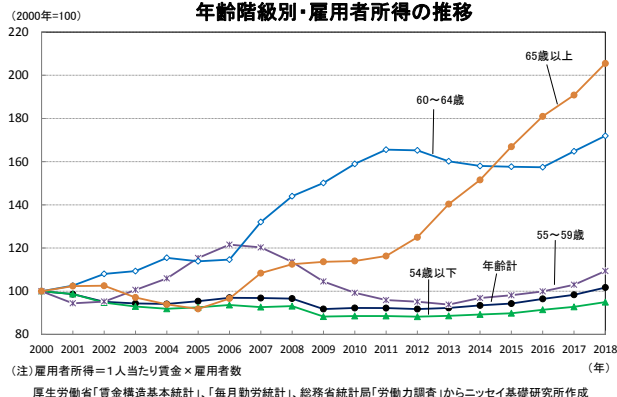
「賃金構造基本統計（厚生労働省）」、「毎月勤労統計（厚生労働省）」、「労働力調査（総務省統計局）」を基に年齢階級別の雇用者所得（1 人当たり賃金×雇用者数）を試算すると、2018 年の雇用者所得は全体では 2000 年とほとんど変わっていないが、60～64 歳では 1.7 倍、65 歳以上では 2 倍以上に増えている。

もちろん、高齢者の雇用者所得が大幅に増加した一因は、高齢化の進展に伴い高齢者の人口自体が増えたことだが、働く人の割合が大きく高まったことによって、高齢者の人口 1 人当たりの雇用者所得も近年大幅に上昇している。2018 年の 1 人当たり賃金は全ての年齢階級で 2000 年よりも減少しているが、人口 1 人当たりの雇用者所得は 55～59 歳で 25% 増、60～64 歳で 74% 増、65 歳以上で 26% 増となっている。いずれも当該年齢階級の人口に占める雇用者の割合（雇用者比率）が大幅に上昇したことが、人口 1 人当たりの雇用者所得を大きく押し上げている。たとえば、60～64 歳の雇用者比率（男女計）は 2000 年時点の 33.5% から 2018 年には 52.7% まで上昇している。

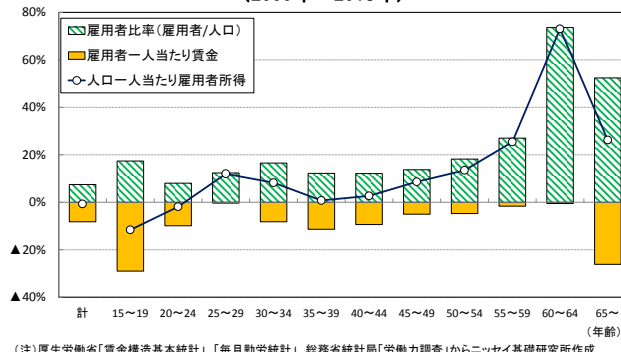
女性、高齢者の就業者数が大幅に増加



年齢階級別・雇用者所得の推移



年齢階級別・人口1人当たりの雇用者所得の変化 (2000年→2018年)

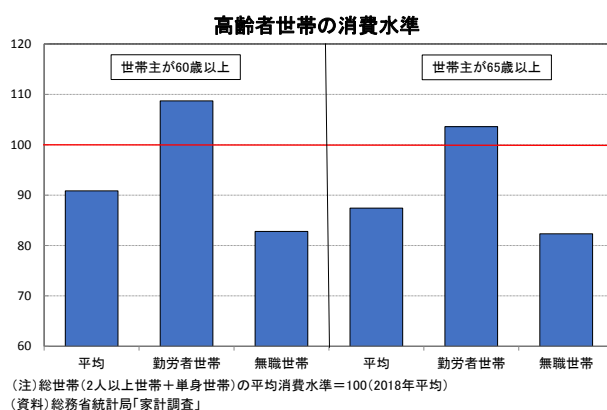
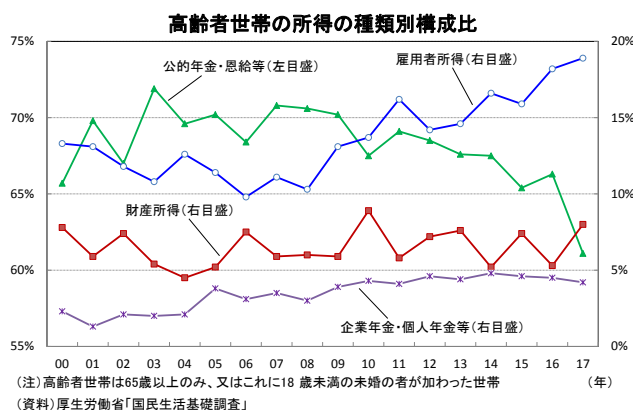


高齢者の雇用者所得が大幅に増加する一方で、年金支給開始年齢の段階的引き上げや支給額の抑制が実施されているため、高齢者世帯の所得の内訳が変化している。厚生労働省の「国民生活基礎調査」によって高齢者世帯(65 歳以上のみ、又はこれに 18 歳未満の未婚の者が加わった世帯)の所

得の内訳を確認すると、2010 年頃までは所得全体の 70%以上を占めていた公的年金・恩給等の割合は 2017 年には 60%程度まで低下した。一方、2005 年頃までは 10%程度にすぎなかった雇用者所得の割合は足もとでは 20%近くまで高まっている。

高齢者がより長く働くようになることは、マクロベースの消費動向にも影響を与えるだろう。消費水準が低い高齢者の割合が高まることは家計全体の消費水準の低下につながりやすいという問題があるが、勤労者世帯と無職世帯では消費水準が大きく異なる。

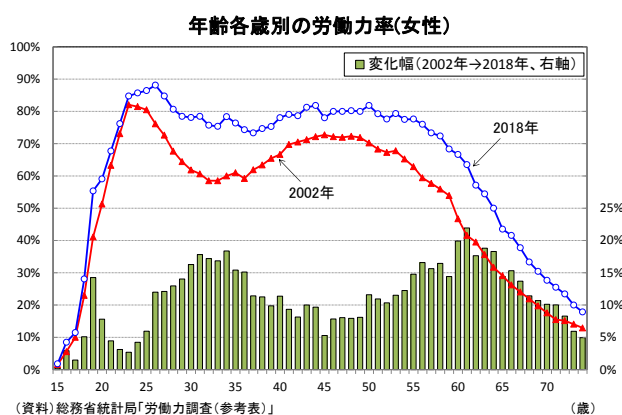
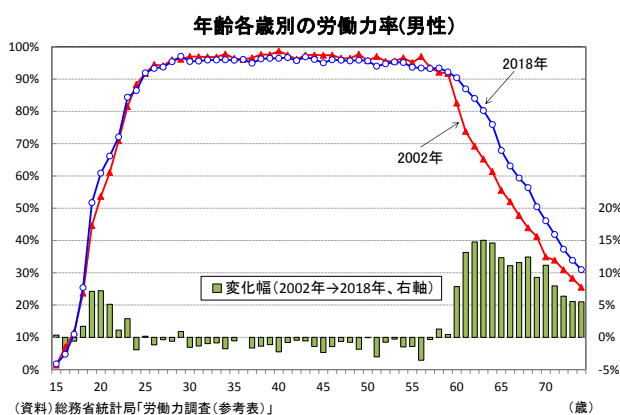
「家計調査（総務省統計局）」によれば、世帯主が 60 歳以上、65 歳以上の消費支出の水準は全世帯平均の 90%前後となっているが、このうち勤労者世帯だけを取り出すと全世帯平均よりも水準が高い。先行きについても、年金支給額の抑制、年金支給開始年齢のさらなる引き上げが予想されるが、高齢者がより長く働くことによって高齢者 1 人当たりの雇用者所得の水準を上げれば、高齢化に伴う消費水準の低下に歯止めをかけることは可能だろう。



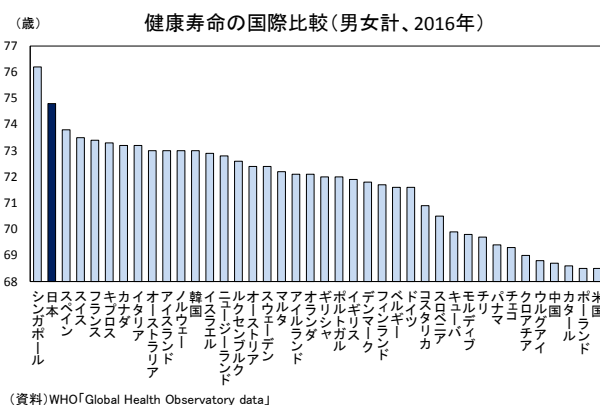
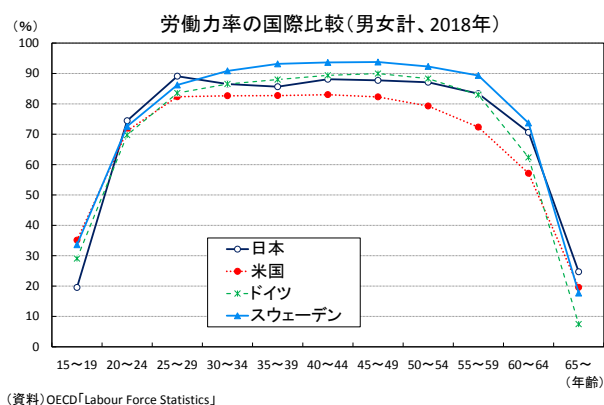
(労働力人口は過去最高水準を更新)

人口減少、少子高齢化が進む中、日本の労働力人口は減少傾向が続いてきたが、2013 年からは 6 年連続で増加し、2018 年には 6830 万人と過去最高となっていた 1998 年の 6793 万人を 20 年ぶりに更新した。日本の人口は 2008 年をピークに減少しており、生産年齢人口（15～64 歳）は 1995 年をピークに 20 年以上にわたって減少を続けている。こうした中でも労働力人口が増加し続けているのは、女性、高齢者を中心に労働力率（労働力人口/15 歳以上人口）が想定を上回るペースで上昇しているためだ。

総務省統計局「労働力調査」の参考表（2002 年～2018 年）を用いて、各歳別の労働力率を確認すると、男性は 60 歳以上の労働力率が大幅に上昇していることが分かる。2002 年から 2018 年の 16 年間で 60 歳から 70 歳までの労働力率は概ね 10%ポイント上昇している。かつては、60 歳定年制を採用している企業が多いこともあり、59 歳から 60 歳にかけて労働力率が大きく低下するという特徴があった。しかし、厚生年金の支給開始年齢の段階的引き上げ、企業に 65 歳までの雇用確保措置を講じることを義務付けた「高年齢者雇用安定法」が施行されたことから、60 歳以上の労働力率が大きく上昇し、59 歳から 60 歳にかけての労働力率の低下は緩やかとなった。一方、女性は幅広い年齢層で労働力率が大きく上昇しているが、20 歳代後半から 30 歳代半ば、60 歳前後の上昇幅が特に大きい。



日本の労働力率、特に高齢者の労働力率は国際的にみて高水準にあり、さらなる上昇の余地が小さくなりつつあることは確かである。しかし、健康寿命の長さが国際的にトップクラスにあること、平均寿命が現在よりも10年以上短かった1970年頃の高齢者（65歳以上）の労働力率が現在よりも高かったことなどを踏まえれば、高齢者の労働力率をさらに引き上げることは可能と考えられる。



先行きについては、人口減少ペースの加速、さらなる高齢化の進展が見込まれるが、女性、高齢者の労働力率を引き上げることで、労働力人口の大幅減少を回避することは可能だ。

今回の見通しでは、**女性は30～59歳の労働力率が70%台から80%台まで上昇、男性は60歳代の労働力率が大幅に上昇**（60～64歳：83.5%（2018年）→90.1%（2029年）、65～69歳：58.7%（2018年）→68.7%（2029年））することを想定した。2018年時点の男女別・年齢階級別の労働力率が今後変わらないと仮定すると、2029年の労働力人口は2018年よりも600万人近く減少する（年平均で▲0.8%の減少）が、高齢者、女性の労働力率上昇を見込み、2029年までの減少幅は40万人（年平均で▲0.1%の減少）とした。

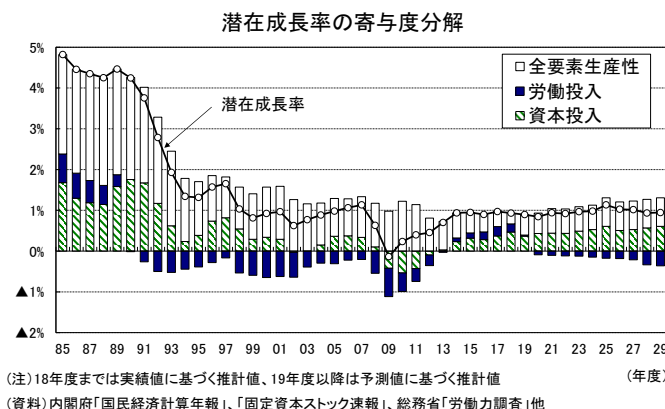
（予測期間中の潜在成長率は1%程度で推移）

1980年代には4%台であった日本の潜在成長率は、バブル崩壊後の1990年代初頭から急速に低下し、1990年代終わり頃には1%を割り込む水準にまで低下した。2002年以降の戦後最長の景気回復局面で一時1%を上回る水準まで回復した後、世界金融危機による急激な落ち込みからほぼゼロ%

まで低下したが、2010年代半ば以降は1%程度まで持ち直している。

潜在成長率を規定する要因のうち、労働投入による寄与は1990年代初頭から一貫してマイナスとなっていたが、女性、高齢者の労働参加が進んでいることから小幅なプラスに転じている。また、世界金融危機後に減少に転じた資本ストックが、その後の設備投資の回復を反映し2013年度以降増加しているため、資本投入によるプラス寄与が拡大傾向にある。一方、全要素生産性は長期的に低下傾向が続き、足もとでは0%台前半となっている。

先行きの潜在成長率は、予測期間を通じて設備投資の堅調が続くことから、資本投入のプラス寄与が緩やかに拡大する一方、働き方改革の推進によって労働時間の減少が続くこと、予測期間中盤以降は労働力人口が緩やかに減少することから、労働投入による寄与はマイナスとなるだろう。また、AI（人工知能）、IoT（Internet of Things）の活用、働き方改革の推進などから、全要素生産性上昇率は0%台半ばまで回復することを見込んでいる。この結果、**潜在成長率は今後10年間1%程度の推移が続くと想定**した。



(10年間の実質GDP成長率は平均1.0%を予想)

今回の見通しでは、2019年10月に8%から10%に引き上げられた消費税率が2026年4月に12%に引き上げられることを想定した。また、今回の税率引き上げ時には食料品等に軽減税率が導入されたが、12%への引き上げ時も軽減税率の対象品目は税率が8%で据え置かれるとした。

当研究所のマクロモデルによるシミュレーションでは、消費税率を1%引き上げた場合、消費者物価は0.71%上昇し、物価上昇に伴う実質所得の低下などから実質GDPは▲0.24%、実質民間消費は▲0.37%低下する（いずれも1年目の数値）。

2014年4月の消費税率引き上げ時には、民間消費が大きく落ち込んだ（前年比▲2.6%）ことなどから2014年度の実質GDPが前年比▲0.4%のマイナス成長となった。2019年10月の消費税率引き上げは、引き上げ幅が前回よりも小さいこと、軽減税率が導入されること、大規模な政府の増税対策が実施されることから、消費増税による経済への影響は前回よりも小さくなる可能性が高い。また、税率の引き上げは2019年度下期からとなるため、税率引き上げ前後の駆け込み需要と反動減の影響は2019年度内ではほぼ相殺されることから、年度ベースの成長率の振幅は小さくなるだろう。

ただし、2014年度に比べて増税前の消費の基調が弱いこと、外部環境（海外経済、為替動向等）が厳しいことから、増税後に景気が一定程度悪化することは避けられない。また、2013年9月に2020年の東京オリンピック・パラリンピック開催が決定されて以降、日本経済はインバウンド需要

消費税率1%引き上げの影響

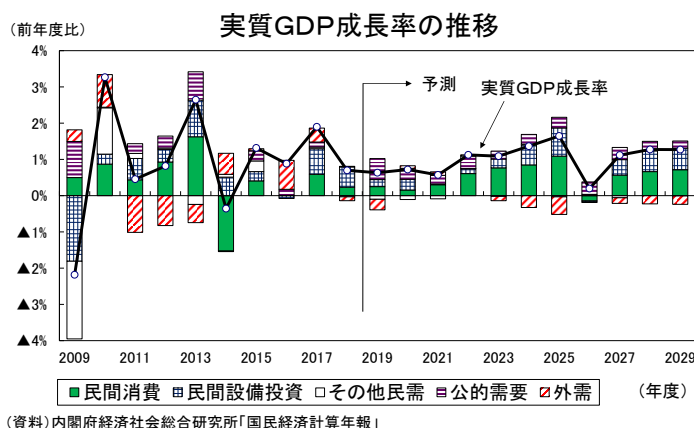
(単位: %)

	1年目	2年目	3年目
実質GDP	▲0.24	▲0.42	▲0.36
民間消費	▲0.37	▲0.61	▲0.64
住宅投資	▲0.40	▲0.88	▲0.99
設備投資	▲0.16	▲0.84	▲0.62
名目GDP	0.28	▲0.06	▲0.05
消費者物価	0.71	0.69	0.67

(注) 当研究所マクロモデルによるシミュレーション結果
ベースラインからの乖離率

や建設投資などによって押し上げられてきたが、2020年夏のオリンピック終了後には関連需要の剥落によって景気の停滞色が強まる可能性が高い。

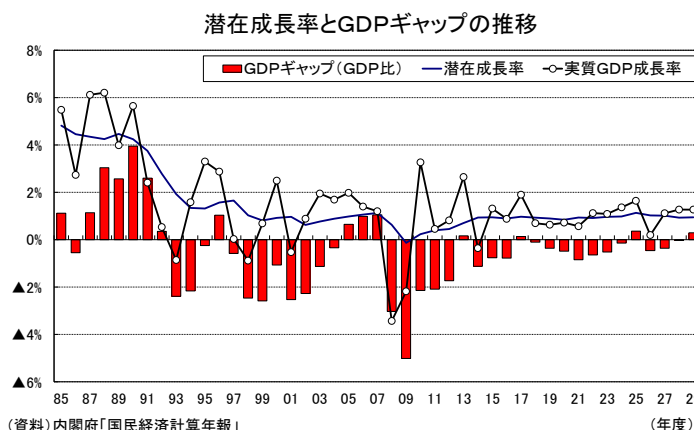
実質GDP成長率は2017年度の1.9%から2018年度には0.7%へと減速したが、2019年度から2021年度までは潜在成長率をやや下回るゼロ%台後半の成長が続くことが予想される。2022年度に1.1%と潜在成長率並みの成長へと回帰した後は、2026年度の消費税率引き上げ前後で振幅が大きくなることを除けば、概ね1%台前半の成長が続くだろう。日本の実質GDP成長率は予測期間(2020~2029年度)の平均で1.0%になると予想する。過去10年間(2010~2019年度)の平均1.2%を若干下回るが、過去10年間の平均成長率には、世界金融危機後の大幅な落ち込みの反動で高成長となった2010年度(3.3%)が含まれている。実質的には、今後10年間の成長率は過去10年間と同程度になると予想している。



(10年間の消費者物価上昇率は平均1.1%を予想)

消費者物価上昇率(生鮮食品を除く総合)は「量的・質的金融緩和」が開始された2013年度以降、年度ベースでは2016年度(前年比▲0.2%)を除いてゼロ%以上となっている。日本銀行が物価安定の目標とする2%は達成されていないが、少なくとも継続的な物価下落を意味するデフレからは脱却したと考えられる。

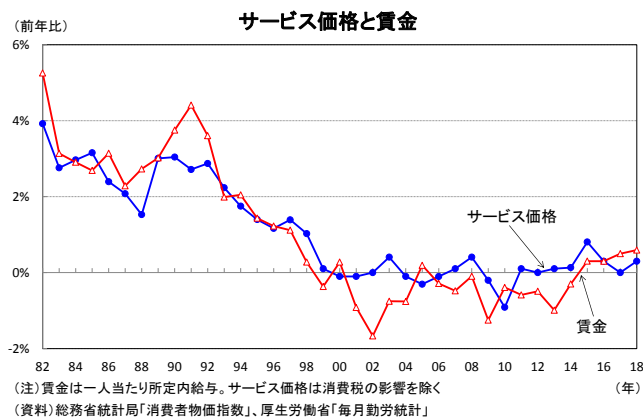
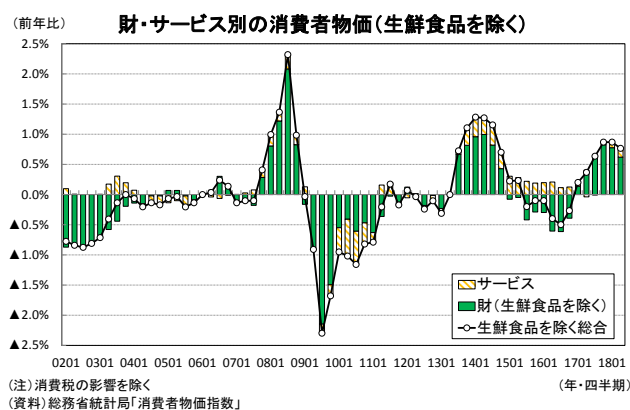
物価動向を左右する需給バランスを確認すると、当研究所が推計するGDPギャップは世界金融危機後の2009年度にはマイナス幅が▲5%程度(GDP比)まで拡大した後、2013年度には消費税率引き上げ前の駆け込み需要もあり実質GDPが2.6%の高成長となったことからゼロ近傍まで改善した。消費税率が引き上げられた2014年度には▲0.4%のマイナス成長となったことから、GDPギャップは▲1%程度のマイナスとなった後、2017年度に1.9%と高めの成長となったことを受けていったんプラス圏に浮上したが、2018年度以降の景気減速によって足もとでは小幅なマイナスとなっている。2021年度までは潜在成長率をやや下回る成長が続くことから、GDPギャップのマイナス幅は若干拡大するが、その後は成長率の振幅に応じて振れを伴いながらもゼロ%近傍の推移となるだろう。



このように、GDPギャップがマイナスとなることが多かった過去10年間に比べると、今後10年間は需給面からの物価下押し圧力は明らかに小さくなることが見込まれるが、それでも2%の物価安定目標を達成することは困難だろう。

消費者物価のうち、財については為替、原油価格などの変動に伴う原材料価格の上昇を価格転嫁する動きが見られる。一方、サービス価格については人手不足に伴う人件費上昇を価格転嫁する動きが一部で見られるものの、全体としては小幅な伸びにとどまっている。サービス価格と連動性の高い賃金が、労働需給の引き締まりが続く中でも低い伸びにとどまっていることがその背景にある。

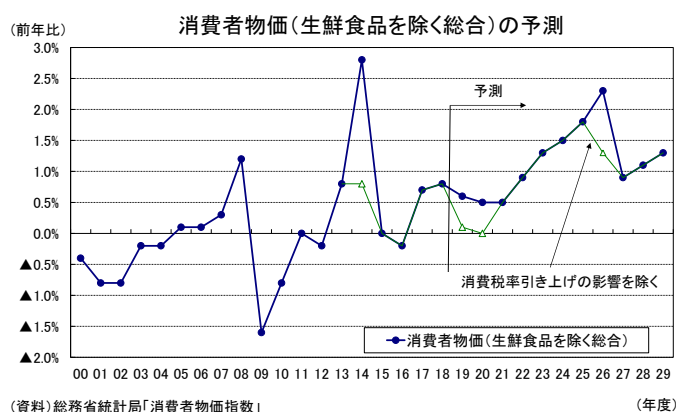
企業収益が過去最高を更新し、失業率もバブル期の水準まで低下するなど、賃上げを巡る環境は極めて良好な状態が続いてきたにもかかわらず、春闘賃上げ率は定期昇給分を除いたベースアップで0.5%前後にとどまっている。企業の慎重な賃金設定スタンスが維持される中、デフレイマインドが残存していることを背景に労働者側の賃上げ要求水準が上がらないことが賃上げ率の低迷につながっている。賃金上昇率がベースアップで2%程度まで高まらなければ、サービス価格の上昇を通じて消費者物価上昇率が安定的に2%を維持することは困難と思われるが、予測期間中に賃上げ率が2%を上回る可能性は低いだろう。



消費者物価(生鮮食品を除く総合、消費税の影響を除く)は、景気低迷が続く2021年度までゼロ%台半ばの上昇率が続いた後、2022年度以降は需給バランスの改善に伴い伸びが高まり、消費税率引き上げ前の駆け込み需要で景気が過熱気味となる2025年度には1.8%まで上昇率が高まるだろう。

物価上昇の定着によって企業、家計の予想物価上昇率が安定的に推移する中、金融政策面で緩やかなスタンスが維持されることから、その後も1%程度の伸びは確保されるものの、年度ベースで物価安定目標の2%が達成されることはないだろう。

消費者物価上昇率(生鮮食品を除く総合、消費税の影響を除く)は過去10年平均の0.2%に対し、今後10年間の平均で1.1%になると予想する。



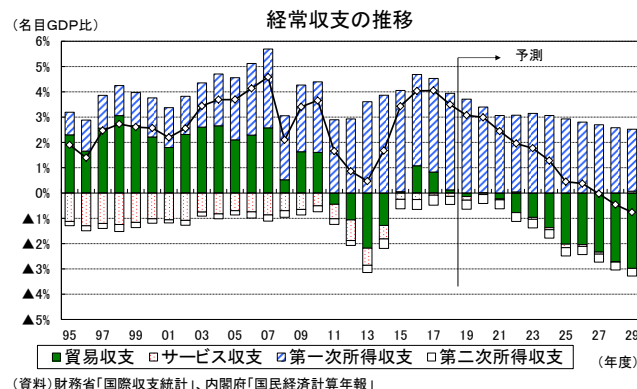
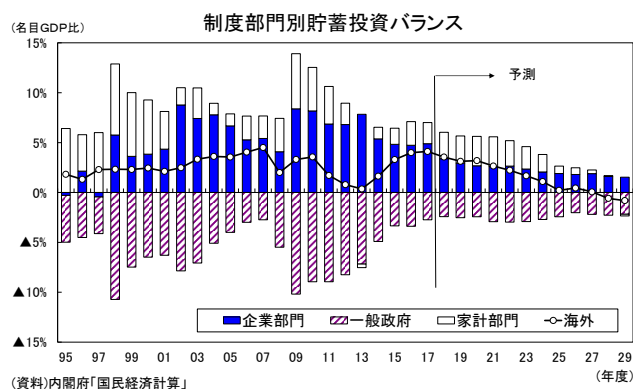
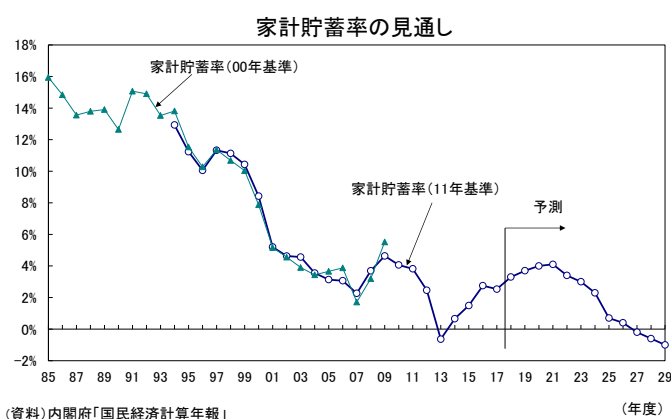
(経常収支は2020年代後半に赤字へ)

足もとの経常収支はGDP比で3%を超える高水準の黒字となっているが、中長期的には貯蓄投資バランスによって決定される。部門別の貯蓄投資バランスの推移を見ると、貯蓄超過が続いてい

た家計部門は 2013 年度には小幅な貯蓄不足となったが、2014 年度には再び貯蓄超過に戻った。一般政府はバブル期に貯蓄超過に転じた局面もあったが、バブル崩壊後は投資超過を続けている。また、企業部門は 1998 年度から一貫して貯蓄超過が続いている。

家計貯蓄率は高齢化や可処分所得の伸び悩みの影響から長期的に低下傾向が続き、消費税率引き上げ前の駆け込み需要で個人消費が高い伸びとなった 2013 年度にはマイナスに転じたが、2014 年度以降は個人消費の低迷に伴い 2% 台まで上昇している。消費増税の影響もあり個人消費はしばらく低い伸びが続くため、家計貯蓄率は 2020 年代初頭にかけて 4% 程度まで上昇するだろう。しかし、長い目でみれば高齢化の更なる進展が家計貯蓄率の低下要因となり、**2020 年代後半には家計貯蓄率がマイナスに転じる**ことが見込まれる。これに伴い**家計部門の貯蓄投資バランスも予測期間末には投資超過となる**ことが予想される。

企業部門は、設備投資の伸びが高まることや予測期間終盤には金利上昇に伴い利払い費が増加することから貯蓄超過幅は縮小に向かう。政府は財政赤字の削減が緩やかながらも進展することから投資超過幅は縮小傾向となるだろう。今回の見通しでは、政府の投資超過幅は縮小するものの、家計が貯蓄超過から投資超過に転じ、企業の貯蓄超過幅が縮小する結果、**経常収支は予測期間終盤に小幅ながら赤字化する**と予想する。



(貿易収支の赤字、第一次所得収支の黒字が続く)

経常収支の内訳をみると、貿易収支は 2017 年度の 4.5 兆円から輸出の低迷を主因として 2018 年度に 0.7 兆円へと黒字幅が縮小した後、2019 年度は小幅な赤字となることが見込まれる。貿易収支は短期的には海外経済、為替、原油価格の動向などに左右されるが、中長期的には高齢化の進展に伴う国内供給力の伸び率低下から趨勢的には輸入の伸びが輸出の伸びを上回ることになるため、貿易赤字の拡大傾向が続く可能性が高い。**貿易収支は予測期間末には赤字幅が名目 GDP 比で 3% 程度まで拡大する**ことが予想される。

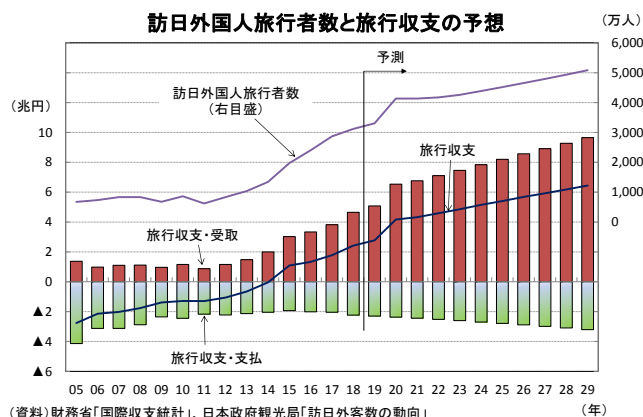
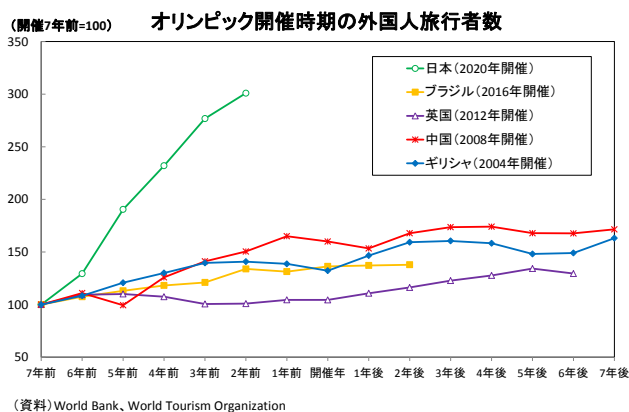
一方、経常黒字の蓄積による対外資産の増加を反映し、2018年度の第一次所得収支は21.0兆円（GDP比で3.8%）の高水準となっている。日本の対外資産は1990年末の279兆円から2018年末には1018兆円まで増加し、対外資産から対外負債を差し引いた対外純資産も2018年には342兆円に達している。

今回の予測では、為替レートは2022年度まで円安基調が続いた後、2023年度以降は緩やかな円高傾向で推移するとしている。このため、**第一次所得収支の黒字幅は予測期間中盤までGDP比で3%台の高水準で推移した後、予測期間後半は黒字幅が徐々に縮小すると予想する。**

（訪日外国人旅行者数は10年後には5000万人へ）

オリンピック開催決定後の外国人旅行者数は過去の開催国をはるかに上回るペースで伸びている。これに伴い、一貫して赤字が続いてきたサービス収支は、旅行収支の改善を主因として赤字幅が縮小している。旅行収支は訪日外国人旅行者の急増を主因として2015年に1.1兆円と1996年の現行統計開始以来初の黒字となった後、2018年には2.4兆円まで黒字幅が拡大している。

安倍政権発足後に最初に策定された「日本再興戦略（2013年6月）」では、「2013年に訪日外国人旅行者1000万人、2030年に3000万人超を目指す」としていたが、「日本再興戦略」改訂2014では、2020年の東京オリンピック・パラリンピック開催決定を受けて、「2020年に向けて、訪日外国人旅行者数2000万人の高みを目指す」という目標を追加した。さらに、「日本再興戦略2016」では、訪日外国人旅行者数の目標を「2020年に4000万人、2030年に6000万人」へと上方修正し、訪日外国人旅行消費額の目標は「2020年に8兆円、2030年に15兆円」とした。



訪日外国人旅行者数は2012年から2017年まで前年比で二桁の高い伸びを続けてきた。2018年は台風、大地震による自然災害の影響、2019年は日韓関係悪化に伴う韓国からの旅行者数急減の影響で伸び率が鈍化しているが、東京オリンピック・パラリンピック開催年に当たる2020年には伸びが再加速することにより、**政府目標の4000万人を突破する**可能性が高い。一方、中国人を中心とした「爆買い」が一巡したことなどから一人当たり消費額は2016年頃から伸び悩みが続いている。2018年の訪日外国人消費額は4.5兆円で、2020年に8兆円を上回るには2019年、2020年の2年間で70%以上伸びる必要がある。訪日外国人消費額の目標達成は厳しいだろう。

過去のオリンピック開催国の例では、オリンピック終了後も外国人旅行者数の増加傾向が維持さ

れるケースが多い。日本は近年の増加幅が極めて大きかったこともあり、オリンピック終了後には増加ペースが緩やかとなる可能性が高いが、訪日外国人旅行者数は予測期間末の2029年には5000万人を上回ることが予想される。

旅行収支の黒字幅は2018年の2.4兆円から2029年には6.4兆円まで拡大するだろう。旅行収支の受取額は2018年の4.6兆円、GDP比0.9%から2029年には9.6兆円、GDP比1.5%まで拡大すると予想する。

（財政収支の見通し）

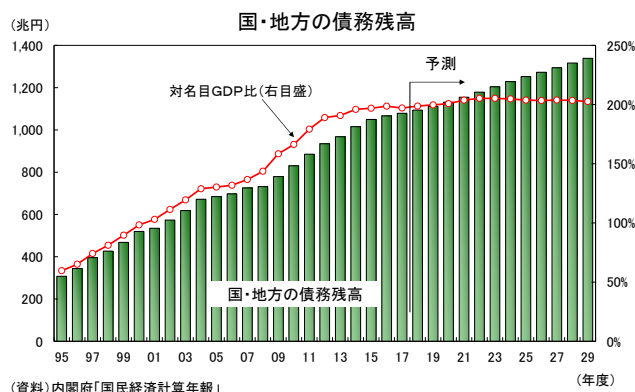
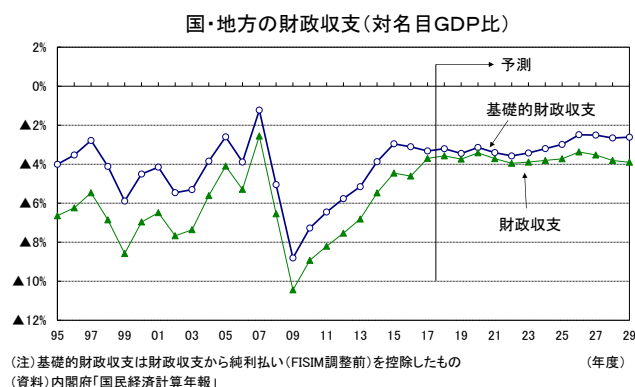
2014年度の消費税率引き上げによって、国・地方の基礎的財政収支（プライマリーバランス）の名目GDP比は2013年度の▲5%台から2017年度には▲3%台前半まで改善した。

2019年10月の消費税率引き上げに伴う国・地方の増収は5.7兆円程度が見込まれているが、①軽減税率制度、②幼児教育無償化、③ポイント還元、プレミアム付商品券、すまい給付金などの経済対策が同時に実施されるため、2019年度から2020年度にかけての財政収支の改善は小幅にとどまるだろう。今回の予測では、2026年度に消費税率を10%から12%に引き上げるが、軽減税率の導入により食料（酒類、外食を除く）の税率は8%に据え置かれることを想定している。このため、税率1%引き上げによる消費税収の増加は従来の約4分の3にとどまる。

政府の財政健全化目標は、2025年度に基礎的財政収支を黒字化、債務残高の対GDP比の安定的な引き下げだが、今回の予測では、基礎的財政収支は2029年度でもGDP比▲2.6%の赤字となり、黒字化は実現しないと予想する。

この結果、すでに約1000兆円となっている国・地方の債務残高は2029年度には約1300兆円まで増加するだろう。一方、債務残高の名目GDP比はすでに約200%となっているが、今後10年間は名目GDPが比較的高い伸びとなるため、対GDP比の上昇には歯止めがかかるだろう。

なお、予測期間の前半は長期金利がほぼゼロ%で推移することにより、利払い費が抑制された状態が続くが、債務残高の拡大が続く中で予測期間末にかけては長期金利が緩やかに上昇するため、利払い費（ネット）を含む財政収支は改善しないだろう。



4. 金融市場の見通し（メインシナリオ）

（日本の金融政策と金利）

日銀は現在、2%の物価目標を安定的に持続するために必要な時点まで、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続する方針を示しているが、2%のハードルは高く、今後も現行の金融緩和を長期にわたって続けざるを得ない。米長期金利の持ち直しが波及することで長期金利（10年国債利回り）は若干上昇するが、超低金利が長期間にわたって継続する。

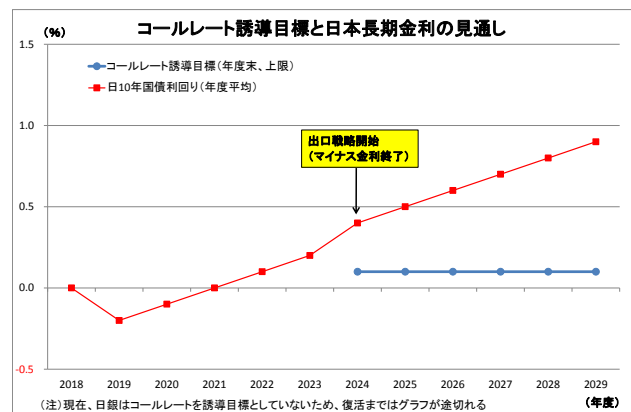
日銀が金融緩和の正常化、すなわち出口戦略に着手する時期は2024年度を見込んでいる。物価上昇率2%の安定的な達成は難しいが、この時期には1%台半ばに到達し、1%台後半への上昇も視野に入ってくる。また、この頃には長引く緩和に伴って、金融システムの不安定化リスクといった副作用が今より増大することも出口戦略への移行を後押しすると考えられる。

具体的な政策変更としては、2024年度にマイナス金利政策を終了、かつての政策金利である無担保コールレート誘導目標（上限0.10%）を復活し、量的緩和の旗も降ろすと予想する。一方、長期金利の誘導目標は残し、出口局面にあたって長期金利が急上昇する事態を回避するだろう。この場合、長期金利を目標に留めるために必要な分の国債買入れは継続することになる。

無担保コールレート誘導目標は、2024年度に0.10%（上限）で復活した後、同水準で維持されると見込んでいる。物価上昇率が2%を下回って推移するうえ、2026年度以降は、再び1%台半ばを割り込むことから、利上げの実施には至らない。

長期金利については、日銀が長短金利操作の中で、誘導目標をゼロ%程度に据え置くことから、予測期間中盤にかけては、0%前後に留まる。

既述のとおり、米長期金利の持ち直しが波及することで2020年度以降に多少上昇するものの、上昇幅は限定的となる。2024年度の出口開始後は誘導目標の引き上げによって上昇余地が生まれるが、目標引き上げは緩やかなペースに留められることで、急上昇は回避されるだろう。物価上昇率が2%を下回って推移するため、日銀は実質金利（名目金利－予想物価上昇率）をゼロ%以下に抑制することで緩和的な金融環境を維持し続けるとみられ、長期金利の水準は予測期間末でも1%弱に留まると予想する。

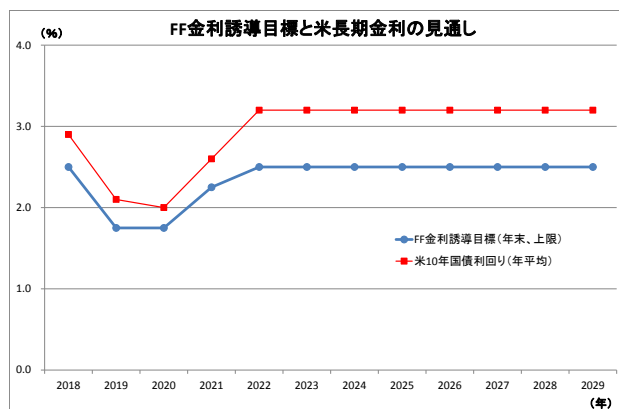


（米国の金融政策と金利）

F R Bは2019年夏以降、物価の伸び悩みと貿易摩擦等の景気下振れリスクを受けて利下げ路線に転じており、FF金利誘導目標（政策金利）は年末にかけて1.75%（上限、以下同じ）まで引き下げられると予想する。

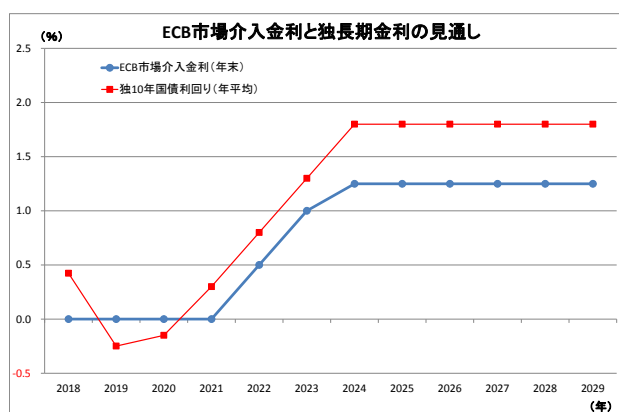
一方、2020年には貿易摩擦等の下振れリスクが一旦緩和することで景気の大幅な減速は回避され、利下げも停止される。そして、2021年には、景気の底固さを背景とする物価上昇率の持ち直しを受けて利上げを再開し、政策金利は2022年にかけて2.50%まで引き上げられるだろう。予測期間半ば以降も同水準で維持されると想定している。

昨年終盤以降、低下基調を辿ってきた米長期金利も、利下げの停止とその後の利上げ開始を受けて上昇に転じ、利上げが打ち止めとなる2022年に3.2%に到達、以降は横ばいで推移すると見込んでいる。



(ユーロ圏の金融政策と金利)

ECBは景気減速等を受けて正常化路線を一旦停止し、2019年秋に追加緩和（マイナス金利深堀り＋資産買入れ再開）を決定したが、2021年には景気の底入れ、物価の持ち直しを確認したうえで金融政策の正常化の第一ステップであるマイナス金利の縮小に着手すると見込まれる。そして、2022年には現行0%に据え置かれているECB市場介入金利(政策金利)の引き上げを開始し、2024年にかけて1.25%まで引き上げられた後は据え置かれると見込んでいる。

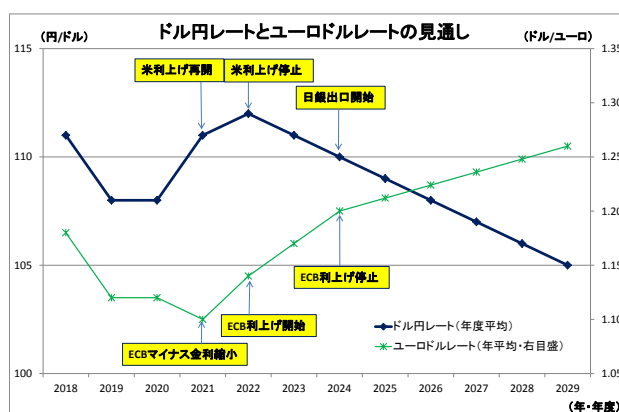


ユーロ圏の代表的な長期金利である独長期金利も金融政策の正常化を織り込んで上昇に転じ、利上げが打ち止めとなる2024年に1.8%に達した後は横ばいで推移すると予想している。

(為替レート)

ドル円レートは、当面ボックス圏で推移した後、F R Bの利上げ再開に伴う日米（長短）金利差拡大によってドルの投資妙味が高まることで、2022年度にかけて1ドル112円へと円安ドル高が進む。ただし、同年度中にはF R Bが利上げを停止し、米金利が頭打ちとなるため、ドル高はその推進力を失う形になる。

その後は、日銀が金融政策の出口戦略に着手し、段階的に進められることで日米金利差が縮小するため、予測期間末にかけて円高ドル安基調が続く見通し。予測期間中の日本の物価上昇率が米国を下回り続けると見込まれることも、(相



対的に低インフレ通貨は上昇しやすいという）購買力平価の観点から円高に作用する。

一方で、日銀の出口戦略は極めて緩やかに行われ、長期金利も低位に抑制されることに加えて、これまで円高圧力となってきた日本の経常黒字が縮小し、赤字化することが、円高の進行を抑制する。このことから、水準としては予測期間末時点で1ドル105円と、現時点の水準と比べて多少の円高に留まると見ている。

ユーロドルレートについては、2021年にかけてECBとFRBの金融政策の方向感に明確な差が出ないことから、しばらくボックス圏での推移に留まる。しかし、2022年にはFRBが利上げを停止する一方で、ECBの利上げは2024年まで続けられるため、この間はユーロ高基調が明確になるだろう。ECBの利上げは2024年に打ち止めとなるが、予測期間後半には、基軸通貨ドルの相対的な地位低下を受けて、ドルに次ぐ位置付けにあるユーロがその受け皿の役割を期待されることになり、緩やかなユーロ高圧力が発生する。また、日本同様、予測期間中のユーロ圏の物価上昇率が米国を下回り続けると見込まれることも、購買力平価の観点からユーロ高に働く。ユーロドルレートは、予測期間末にかけて1ユーロ1.26ドルまで上昇すると見込んでいる。

ちなみに、ユーロ円レートは、ECBの金融政策正常化が日銀に先行することで、予測期間半ばにかけてユーロ高基調となり、2024年には1ユーロ132円台に回復する。その後は日銀が出口戦略を開始することが円高圧力となるが、出口戦略は極めて緩やかに行われるほか、日本の経常収支が縮小を続け、赤字化することが円高の進行を抑制することから、予測期間末にかけて横ばいで推移すると予想している。

5. 代替シナリオ

（楽観シナリオ）

楽観シナリオでは、米中貿易摩擦の緩和を受けてメインシナリオに比べ世界経済が順調に回復する。米中貿易協議の進展によって双方は早期に追加関税を打ち切り、米国は鉄鋼・アルミニウム製品に課した追加関税も撤廃を表明する。時限措置となっている個人所得減税の恒久化等を含む税制改革の成立により、米国経済は高成長を維持する。加えて、インフラ投資の拡大に伴う生産性向上から潜在成長率が上昇する。2020年大統領選挙ではトランプ大統領が再選を果たし、拡張的な財政政策が続くことで今後10年間の平均成長率は2.2%とメインシナリオ（1.8%）を上回る。

中国は「中国製造2025」に関連する投資の活発化、中間所得層の増加に伴うサービス消費の拡大など内需主導の経済成長へと転換していく。今後10年間の経済成長率は6.0%前後を維持する。日本は潜在成長率を上回る経済成長が続き、米国の順調な利上げを受けて円安が進むことも追い風となるため、消費者物価は日本銀行の見通しを上回るペースで上昇する。2022年度に2%に到達し、その後も安定的に2%前後の伸びを維持する。なお、消費税率引き上げの前提はメインシナリオと同じとしている。

（悲観シナリオ）

悲観シナリオは、米中貿易摩擦の激化、世界的な保護主義政策の広がりなどから世界経済が低迷

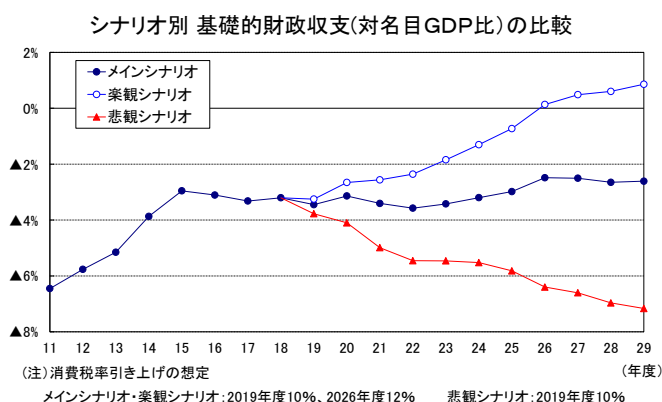
を続ける。米中双方の追加関税対象は貿易額全体に及び関税率はさらに引き上げられるほか、米国は輸入車への高関税措置を発動する。これを受けて、世界的に保護主義政策が広がる。貿易摩擦が激化していくことで米国経済の成長率は低下し、2020 年大統領選挙ではトランプ大統領は落選する。民主党大統領が関税策の一部を解除するものの、財政政策では増税や個人所得減税の見直しなど緊縮的な政策を実施するため、その後も低成長が続き、今後 10 年間の平均成長率は 1.1%とメインシナリオ（1.8%）を下回る。

中国は米中貿易摩擦の激化や工場の海外流出の加速による輸出の鈍化、国際競争力低下による都市化ペースの減速などにより、経済成長率は今後 3.5%と過去 10 年平均（7.6%）の半分にまで低下する。米国の自動車関税賦課や世界経済の低迷を受けて、ユーロ圏、日本は外需が落ち込み、今後 10 年間の平均成長率はメインシナリオを大きく下回る。米国が急ピッチな利下げを続けることで大幅な円高が進行し、2021 年度に 90 円強まで円高ドル安が進む。日本の消費者物価上昇率は 2020 年度にマイナスに転じるなど低インフレが続き、今後 10 年間の平均で 0.3%にとどまる。景気低迷、デフレ基調が継続することから消費税率は 10%で据え置かれることを想定した。

（シナリオ別の財政収支見通し）

メインシナリオの財政収支見通しでは、予測期間末の 2029 年度までに基礎的財政収支の黒字化は達成されないとしている。楽観シナリオでは、名目 GDP 成長率が今後 10 年間の平均で 2.6%とメインシナリオよりも 0.9%高いため、消費税率が 12%に引き上げられる 2026 年度には基礎的財政収支の黒字化が実現する。ただし、利払い費（ネット）を含む財政収支は予測期間末でも赤字で、メインシナリオに比べて金利の上昇スピードが速いため、基礎的財政収支と財政収支の差はメインシナリオよりも大きくなる。国・地方の債務残高の GDP 比を低下させるためには、基礎的財政収支の黒字幅をさらに拡大させることが必要となる。

悲観シナリオでは名目成長率の低迷に伴う税収の伸び悩みが続くことに加え、消費税率が 10%で据え置かれることから基礎的財政収支の赤字は拡大傾向が続く。この場合には財政破綻のリスクが高くなるだろう。



（シナリオ別の金融市場見通し）

楽観シナリオでは、米中摩擦が早期に解消し、米国をはじめとする各国景気が順調に回復するため、メインシナリオと比べて欧米の利上げ開始が早まり、利上げ幅も拡大する。日本も物価上昇率が着実に高まり、2022 年度には物価上昇率が 2%に達するため、日銀の出口戦略開始（マイナス金利終了・無担保コール誘導目標復活）は同年度に前倒しされ、長期金利誘導目標もその時点で廃止となる。その後、2023 年度からは順調な景気・物価動向を背景に段階的な利上げが実施されることになる。

日本の長期金利は、日銀の誘導目標下にある 2021 年度までは比較的低位で推移するが、2022 年

度以降は出口戦略の進展や利上げの段階的な実施、投資家のリスク選好（すなわち、安全資産である国債の需要減少）、海外金利の上昇を受けて、メインシナリオよりも早期かつ大幅に上昇していくことになる。

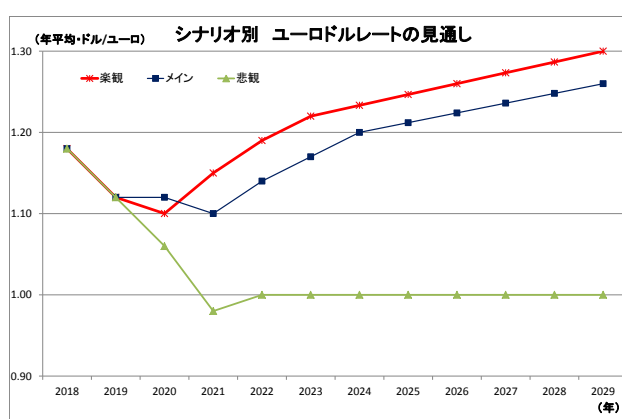
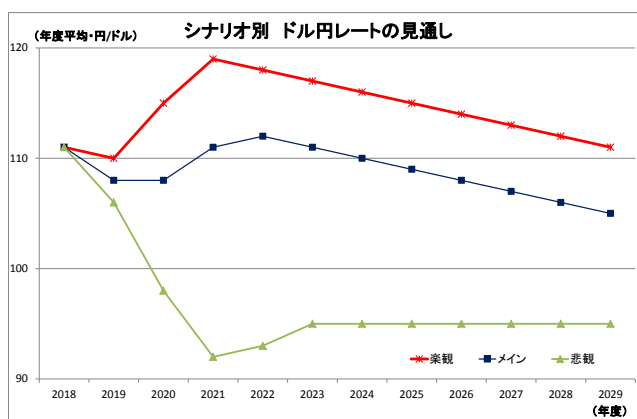
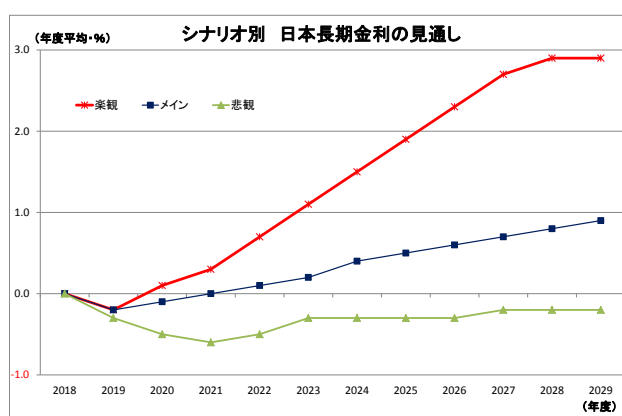
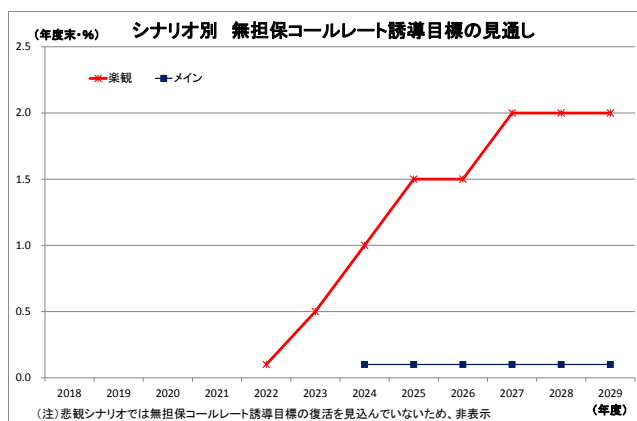
ドル円レートについては、米国経済の順調な回復と急ピッチの利上げに伴う日米金利差拡大が大幅なドル高に繋がり、2021年度には1ドル119円まで円安ドル高が進む。その後は米国の利上げ打ち止めと日銀の出口戦略開始を受けて円高ドル安基調に転じるが、期間を通じて円売りの発生しやすいリスク選好地合いとなるうえ、日本の期待インフレ率が高止まりすることが実質金利の抑制に繋がることなどから、予測期間終盤にかけてメインシナリオよりも円安ドル高水準での推移となる。ユーロドルについては、ユーロの金融政策正常化が急ピッチで進むうえ、ユーロの信認が高まることから、メインシナリオよりも若干ユーロ高となり、予測期間末には1ユーロ1.30ドルまで水準を切り上げる。既述の通り、ドル円ではメインシナリオよりも円安ドル高となるため、ユーロ円でも大幅な円安ユーロ高となる。

悲観シナリオでは、米中摩擦の激化などから予測期間序盤に世界的に景気が失速し、以降も低迷するため、利下げ余地の残る米国の政策金利は一旦ゼロ%に向けて大きく引き下げられ、その後も低位に留まる。ユーロ圏も出口戦略の開始に移れず、政策金利は長期にわたって現状のゼロ%に据え置かれる。日本も物価の低迷が続くため、予測期間を通じて現行の金融緩和が継続し、金融政策正常化の動きは生じない。

日本の長期金利は、日銀が円高進行と自然利子率低下への対応として、予測期間序盤に長期金利誘導目標を引き下げることによって▲0.6%まで低下し、過去最低を大きく更新する。中盤以降は、米金利の底入れや日銀による副作用への配慮から、マイナス幅がやや縮小するものの、予測期間末にかけてマイナス圏での推移が継続する。

ドル円レートについては、米景気の失速によってF R Bが大幅な利下げに踏み切ること、世界的に市場がリスク回避的になることから、予測期間序盤に急速な円高ドル安が進行、2021年度にかけて1ドル92円まで円高が進む。以降は米金利がやや持ち直すことでドルが底入れするが、予測期間末にかけて1ドル100円を大きく割り込んだ水準での推移が続く。

ユーロドルレートに関しては、景気失速に伴うマイナス金利の深堀りやリスク回避的な（対ドルでの）ユーロ売りからユーロ安圧力が強まり、予測期間序盤に1ユーロ0.98ドルまで低下し、その後も1.00ドル（パリティ）での低迷が続く。既述の通り、ドル円ではメインシナリオよりも円高ドル安が進むため、ユーロ円では序盤に1ユーロ90円を付け、その後も95円程度の大幅な円高ユーロ安水準が続くことになる。主要先進国通貨では円が独歩高の構図になる。



中期経済見通し(メインシナリオ)

日 本 経 済 の 中 期 見 通 し

(前年度比、%、< >内は寄与度)

	2018年度 実績	2019年度 予測	2020年度 予測	2021年度 予測	2022年度 予測	2023年度 予測	2024年度 予測	2025年度 予測	2026年度 予測	2027年度 予測	2028年度 予測	2029年度 予測	[年度平均値] 10-19	20-29
名目国内総支出(名目GDP) (兆円)	0.5 (550.4)	1.2 (556.8)	1.2 (563.6)	0.6 (566.8)	1.4 (574.4)	2.1 (586.7)	2.2 (599.8)	2.5 (614.7)	1.8 (625.8)	1.5 (635.0)	1.9 (646.9)	2.2 (661.1)	1.2	1.7
実質国内総支出(実質GDP)	0.7	0.6	0.7	0.6	1.1	1.1	1.4	1.6	0.2	1.1	1.3	1.3	1.2	1.0
国内需要	<0.8>	<0.9>	<0.6>	<0.5>	<1.1>	<1.2>	<1.7>	<2.1>	<0.2>	<1.3>	<1.5>	<1.5>	<1.2>	<1.2>
国内民間需要	<0.8>	<0.3>	<0.3>	<0.2>	<0.7>	<1.0>	<1.4>	<1.8>	<▲0.1>	<0.9>	<1.2>	<1.3>	<1.0>	<0.9>
民間最終消費支出	0.4	0.4	0.3	0.5	1.1	1.4	1.5	2.0	▲0.3	1.0	1.2	1.3	0.7	1.0
民間住宅投資	▲4.3	▲0.2	▲0.6	▲1.4	0.2	▲0.8	0.8	2.1	▲3.1	▲0.9	0.0	▲0.3	1.2	▲0.4
民間企業設備投資	3.5	1.2	1.8	0.1	0.8	1.5	3.4	4.6	▲0.2	2.5	3.3	3.3	2.9	2.1
国内公的需要	<▲0.0>	<0.6>	<0.3>	<0.2>	<0.3>	<0.2>	<0.3>	<0.3>	<0.3>	<0.3>	<0.3>	<0.2>	<0.3>	<0.3>
政府最終消費支出	0.9	2.0	1.1	1.2	1.5	1.0	1.1	1.3	1.3	1.5	1.2	0.9	1.3	1.2
公的固定資本形成	▲4.0	4.0	1.8	▲1.1	0.8	0.3	0.7	0.7	1.8	0.5	0.3	0.3	▲1.2	0.7
財・サービスの純輸出	<▲0.1>	<▲0.3>	<0.1>	<0.1>	<0.0>	<▲0.1>	<▲0.3>	<▲0.5>	<▲0.0>	<▲0.2>	<▲0.2>	<▲0.2>	<▲0.0>	<▲0.1>
財・サービスの輸出	1.5	▲1.5	1.6	2.7	3.2	2.9	2.7	2.5	2.5	2.7	2.7	2.7	3.7	2.6
財・サービスの輸入	2.1	0.1	1.1	2.1	3.0	3.5	4.3	4.9	2.4	3.3	3.6	3.6	3.8	3.2
鉱工業生産	0.3	▲1.1	0.9	0.3	0.6	1.1	1.0	1.7	▲0.3	0.7	0.7	0.7	1.0	0.7
国内企業物価	2.2	0.8	1.0	0.4	0.9	1.3	0.8	0.6	2.8	0.3	0.5	0.7	0.5	0.9
消費者物価	0.7	0.6	0.6	0.5	0.9	1.3	1.5	1.8	2.3	0.9	1.2	1.3	0.5	1.2
消費者物価(生鮮食品を除く)	0.8	0.6	0.5	0.5	0.9	1.3	1.5	1.8	2.3	0.9	1.2	1.3	0.4	1.2
消費税を除く	(0.8)	(0.1)	(0.0)	(0.5)	(0.9)	(1.3)	(1.5)	(1.8)	(1.3)	(0.9)	(1.2)	(1.3)	(0.2)	(1.1)
失業率(%)	2.4	2.4	2.4	2.5	2.6	2.5	2.5	2.6	2.7	2.7	2.7	2.6	3.5	2.6
経常収支(兆円)	19.2	17.1	16.8	13.9	11.2	10.4	7.7	2.7	2.3	▲0.2	▲3.0	▲5.0	14.0	5.7
(名目GDP比)	(3.5)	(3.1)	(3.0)	(2.4)	(2.0)	(1.8)	(1.3)	(0.4)	(0.4)	(▲0.0)	(▲0.5)	(▲0.8)	(2.6)	(1.0)
消費税率(%)	年度末	8	10	10	10	10	10	10	12	12	12	12	-	-
為替レート(円/ドル)	平均	111	108	108	111	112	111	110	109	108	107	106	105	102
コールドレート(誘導目標、%)	年度末	-	-	-	-	-	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	-	-
10年国債利回り(%)	平均	0.0	▲0.2	▲0.1	0.0	0.1	0.2	0.4	0.5	0.6	0.7	0.8	0.9	0.4
原油価格(CIF、ドル/バレル)	平均	72	68	68	70	72	73	75	77	79	80	82	84	76

(資料)内閣府「国民経済計算年報」、経済産業省「鉱工業指数」、総務省「消費者物価指数」、「労働力調査」、日本銀行「企業物価指数」他

米国経済の中期見通し

	2018年 実績	2019年 予測	2020年 予測	2021年 予測	2022年 予測	2023年 予測	2024年 予測	2025年 予測	2026年 予測	2027年 予測	2028年 予測	2029年 予測	年平均値	
名目GDP(前年比%)	5.4	4.7	4.2	4.2	4.2	4.1	4.2	4.1	3.9	4.1	4.1	4.1	10-19	20-29
実質GDP(前年比%)	2.9	2.3	1.9	1.9	1.9	1.8	1.9	1.8	1.6	1.8	1.8	1.8	2.3	1.8
内需(寄与度%)	3.3	2.6	2.1	2.2	2.1	2.0	2.0	1.9	1.7	1.9	1.9	1.9	2.6	2.0
民間最終消費支出(前年比%)	3.0	2.6	2.4	2.4	2.4	2.3	2.2	2.2	1.9	2.0	2.0	2.0	2.4	2.2
固定資本形成(前年比%)	4.6	1.9	1.9	2.4	2.4	2.4	2.4	2.0	1.8	1.8	1.8	1.8	4.8	2.1
外需(寄与度%)	▲0.4	▲0.3	▲0.3	▲0.3	▲0.2	▲0.2	▲0.1	▲0.1	▲0.1	▲0.1	▲0.1	▲0.1	▲0.3	▲0.2
消費者物価(前年比%)	2.4	1.8	2.2	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	1.8	2.3
経常収支(名目GDP比)	▲2.4	▲2.6	▲2.8	▲3.0	▲3.1	▲3.2	▲3.2	▲3.2	▲3.2	▲3.2	▲3.2	▲3.2	▲2.4	▲3.1
FF貝標金利(誘導目標上限、%)、末値	2.50	1.75	1.75	2.25	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	0.8	2.4
10年国債利回り(%)、平均	2.9	2.1	2.0	2.6	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	2.4	3.0

ユーロ圏経済の中期見通し

	2018年 実績	2019年 予測	2020年 予測	2021年 予測	2022年 予測	2023年 予測	2024年 予測	2025年 予測	2026年 予測	2027年 予測	2028年 予測	2029年 予測	年平均値	
名目GDP(前年比%)	3.7	2.4	2.4	2.8	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1	2.6	3.0
実質GDP(前年比%)	1.9	1.2	1.1	1.3	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4
内需(寄与度%)	1.5	1.2	1.1	1.2	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.0	1.2
民間最終消費支出(前年比%)	1.4	1.2	1.0	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	0.6	1.2
固定資本形成(前年比%)	2.3	2.7	1.3	1.4	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.4	0.1	1.6
外需(寄与度%)	0.5	0.1	▲0.0	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.4	0.2
消費者物価(前年比%)	1.7	1.2	1.3	1.5	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.4	1.6
経常収支(名目GDP比)	2.9	1.6	1.0	0.8	0.6	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	1.9	0.5
対ドル為替相場	1.18	1.12	1.12	1.10	1.14	1.17	1.20	1.21	1.22	1.24	1.25	1.26	1.23	1.19
対円為替相場	130	121	121	122	128	130	132	132	132	132	132	132	123	129
ECB市場介入金利(%)、末値	0.00	0.00	0.00	0.00	0.50	1.00	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25	0.31	0.90
独10年国債利回り(%)、平均	0.4	▲0.3	▲0.3	0.3	0.8	1.3	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.1	1.3

中国経済の中期見通し

	2018年 実績	2019年 予測	2020年 予測	2021年 予測	2022年 予測	2023年 予測	2024年 予測	2025年 予測	2026年 予測	2027年 予測	2028年 予測	2029年 予測	年平均値	
名目GDP(前年比%)	9.7	8.5	8.7	8.0	7.5	7.5	7.5	7.5	6.7	6.0	6.0	6.0	10.9	7.1
実質GDP(前年比%)	6.6	6.2	6.2	5.5	5.0	5.0	5.0	5.0	4.2	3.5	3.5	3.5	7.6	4.6
消費者物価(前年比%)	2.1	2.3	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5
1年定期金利(%)、末値	1.5	1.5	1.5	1.5	2.0	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.3	2.3
対ドル為替相場(基準値、年平均)	6.6	6.9	6.8	6.8	6.7	6.5	6.3	6.3	6.2	6.1	6.0	6.0	6.5	6.4

新興国の成長率見通し

	2018年 実績	2019年 予測	2020年 予測	2021年 予測	2022年 予測	2023年 予測	2024年 予測	2025年 予測	2026年 予測	2027年 予測	2028年 予測	2029年 予測	年平均値	
実質GDP(前年比%)	4.5	3.8	4.6	4.6	4.5	4.6	4.6	4.6	4.4	4.1	4.2	4.2	5.1	4.4
うち中国	6.6	6.2	6.2	5.5	5.0	5.0	5.0	5.0	4.2	3.5	3.5	3.5	7.6	4.6
うちインド	6.8	6.0	6.9	7.6	7.6	7.6	7.5	7.5	7.5	7.4	7.4	7.4	7.2	7.4
うちブラジル	1.1	0.8	1.6	2.2	2.3	2.3	2.3	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	1.3	2.3
うちロシア	2.3	1.0	1.6	1.6	1.7	1.7	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.9	1.7
うちASEAN4	5.0	4.7	4.9	5.1	5.1	5.1	5.1	5.0	5.0	4.9	4.9	4.9	5.2	5.0

(注)新興国の分類はIMF基準によるもの。ASEAN4はマレーシア・タイ・インドネシア・フィリピン。

メインシナリオと楽観・悲観シナリオの比較

(メインシナリオ)

	2018年度 実績	2019年度 予測	2020年度 予測	2021年度 予測	2022年度 予測	2023年度 予測	2024年度 予測	2025年度 予測	2026年度 予測	2027年度 予測	2028年度 予測	2029年度 予測	[年度平均値] 10-19	20-29
実質GDP(日本)	0.7	0.6	0.7	0.6	1.1	1.1	1.4	1.6	0.2	1.1	1.3	1.3	1.2	1.0
実質GDP(米国)	2.9	2.3	1.9	1.9	1.9	1.8	1.9	1.8	1.6	1.8	1.8	1.8	2.3	1.8
実質GDP(ユーロ圏)	1.9	1.2	1.1	1.3	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4
実質GDP(中国)	6.6	6.2	6.2	5.5	5.0	5.0	5.0	5.0	4.2	3.5	3.5	3.5	7.6	4.6
コーレルレート(誘導目標、年度末)	-	-	-	-	-	-	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	-	-
FF目標金利(年末)	2.50	1.75	1.75	2.25	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	0.8	2.4
ECB市場介入金利(年末)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.50	1.00	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25	0.31	0.90
日10年国債利回り(年度平均)	0.0	▲0.2	▲0.1	0.0	0.1	0.2	0.4	0.5	0.6	0.7	0.8	0.9	0.4	0.4
米10年国債利回り(年平均)	2.9	2.1	2.0	2.6	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	2.4	3.0
独10年国債利回り(年平均)	0.4	▲0.3	▲0.3	0.3	0.8	1.3	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.1	1.3
円/ドル(年度平均)	111	108	108	111	112	111	110	109	108	107	106	105	102	109
ドル/ユーロ(年平均)	1.18	1.12	1.12	1.10	1.14	1.17	1.20	1.21	1.22	1.24	1.25	1.26	1.23	1.19
円/ユーロ(年平均)	130	121	121	122	128	130	132	132	132	132	132	132	123	129

(注) 米国、ユーロ圏、中国は暦年

(楽観シナリオ)

	2018年度 実績	2019年度 予測	2020年度 予測	2021年度 予測	2022年度 予測	2023年度 予測	2024年度 予測	2025年度 予測	2026年度 予測	2027年度 予測	2028年度 予測	2029年度 予測	[年度平均値] 10-19	20-29
実質GDP(日本)	0.7	1.0	1.4	1.1	1.4	1.4	1.7	2.0	0.5	1.4	1.6	1.6	1.3	1.4
実質GDP(米国)	2.9	2.3	2.2	2.7	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.1	2.1	2.1	2.3	2.2
実質GDP(ユーロ圏)	1.9	1.3	1.5	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	1.4	2.0
実質GDP(中国)	6.6	6.6	6.6	5.9	6.2	5.9	6.3	6.0	5.8	6.1	5.9	5.7	7.7	6.0
コーレルレート(誘導目標、年度末)	-	-	-	-	0.10	0.50	1.00	1.50	1.50	2.00	2.00	2.00	-	-
FF目標金利(年末)	2.50	1.75	2.25	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	0.8	3.4
ECB市場介入金利(年末)	0.00	0.00	0.00	0.50	1.50	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	0.31	1.60
日10年国債利回り(年度平均)	0.0	▲0.2	0.1	0.3	0.7	1.1	1.5	1.9	2.3	2.7	2.9	2.9	0.4	1.6
米10年国債利回り(年平均)	2.9	2.1	2.7	4.2	4.2	4.2	4.2	4.2	4.2	4.2	4.2	4.2	2.4	4.1
独10年国債利回り(年平均)	0.4	▲0.2	0.2	1.2	2.2	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	1.1	2.3
円/ドル(年度平均)	111	110	115	119	118	117	116	115	114	113	112	111	102	115
ドル/ユーロ(年平均)	1.18	1.12	1.10	1.15	1.19	1.22	1.23	1.25	1.26	1.27	1.29	1.30	1.23	1.23
円/ユーロ(年平均)	130	122	125	137	140	143	143	143	144	144	144	144	123	141

(注) 米国、ユーロ圏、中国は暦年

(悲観シナリオ)

	2018年度 実績	2019年度 予測	2020年度 予測	2021年度 予測	2022年度 予測	2023年度 予測	2024年度 予測	2025年度 予測	2026年度 予測	2027年度 予測	2028年度 予測	2029年度 予測	[年度平均値] 10-19	20-29
実質GDP(日本)	0.7	0.2	0.1	▲0.3	0.5	0.6	0.8	0.7	0.9	0.8	0.8	0.9	1.2	0.6
実質GDP(米国)	2.9	2.0	1.0	0.5	1.2	1.1	1.1	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	2.3	1.1
実質GDP(ユーロ圏)	1.9	1.1	▲0.3	▲0.5	▲0.1	0.2	0.4	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	1.4	0.3
実質GDP(中国)	6.6	5.8	4.8	4.7	4.3	4.0	3.8	3.6	2.8	2.6	2.4	2.2	7.6	3.5
コーレルレート(誘導目標、年度末)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
FF目標金利(年末)	2.50	1.50	1.00	0.00	0.50	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	0.8	0.9
ECB市場介入金利(年末)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.31	0.00
日10年国債利回り(年度平均)	0.0	▲0.3	▲0.5	▲0.6	▲0.5	▲0.3	▲0.3	▲0.3	▲0.3	▲0.2	▲0.2	▲0.2	0.4	▲0.3
米10年国債利回り(年平均)	2.9	1.4	1.0	0.6	1.1	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	2.3	1.4
独10年国債利回り(年平均)	0.4	▲0.4	▲0.7	▲0.8	▲0.4	▲0.4	▲0.4	▲0.4	▲0.4	▲0.4	▲0.4	▲0.4	1.1	▲0.5
円/ドル(年度平均)	111	106	98	92	93	95	95	95	95	95	95	95	101	95
ドル/ユーロ(年平均)	1.18	1.12	1.06	0.98	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.23	1.00
円/ユーロ(年平均)	130	121	105	90	93	95	95	95	95	95	95	95	123	95

(注) 米国、ユーロ圏、中国は暦年

(総括・日本経済担当)

経済調査部長 斎藤 太郎 (さいとう たろう) (03) 3512-1836 tsaito@nli-research.co.jp

(日本経済担当)

研究員 藤原 光汰 (ふじわら こうた) (03) 3512-1838 kfujiwara@nli-research.co.jp

(金融・為替担当)

シニアエコノミスト 上野 剛志 (うえの つよし) (03) 3512-1870 tueno@nli-research.co.jp

(米国経済担当)

主任研究員 窪谷 浩 (くぼたに ひろし) (03) 3512-1824 kubotani@nli-research.co.jp

(欧州経済担当)

研究理事 伊藤 さゆり (いとう さゆり) (03) 3512-1832 ito@nli-research.co.jp

(中国・新興国担当)

上席研究員 三尾 幸吉郎 (みお こうきちろう) (03) 3512-1834 mio@nli-research.co.jp

准主任研究員 斎藤 誠 (さいとう まこと) (03) 3512-1780 msaitou@nli-research.co.jp

研究員 神戸 雄堂 (かんべ ゆうどう) (03) 3512-1818 ykambe@nli-research.co.jp

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものでもありません。