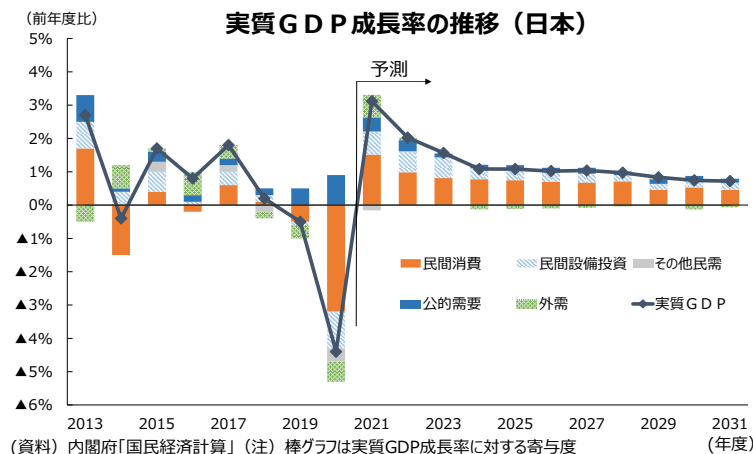


Weekly エコノミスト・ レター

中期経済見通し(2021～2031年度)

経済研究部
(03) 3512-1884

1. 世界の実質GDP成長率は、ワクチン接種の進展などを背景とした経済活動の回復により、2021年に5.7%の高成長となるものの、予測期間末には2%台半ばまで低下することが見込まれる。
2. 新型コロナウイルスの強毒化などにより再び厳しい活動制限が強いられることがないことを前提として、実質GDPの水準がコロナ前の2019年(度)に戻るのには、年単位で見ると、米国が2021年、ユーロ圏、日本が2022年(度)と予想する。
3. 日本の2031年度までの10年間の実質GDP成長率は平均1.1%と予想する。潜在成長率は、労働参加の更なる促進や、デジタル化などの生産性向上のための設備や人材面での投資の実施により、2020年代半ばには1%程度まで回復すると想定した。消費者物価上昇率(除く生鮮食品)は緩やかな上昇に転じるものの、物価安定目標の2%を達成することは難しく、10年間の平均で1.2%と予想する。
4. 日本銀行が金融緩和の正常化に着手する時期は予測期間終盤の2028年度を想定した。物価安定目標は達成されないものの、この頃には物価上昇率が一時的に1%台後半に到達する。また、長引く金融緩和に伴って、金融システムの不安定化リスクといった副作用が蓄積するため、日本銀行は2%の目標を長期目標として残しつつ、「デフレ脱却という目的は実質的に達成された」という整理で出口戦略への移行を開始すると予想する。



1. コロナ禍からの復興を目指す世界経済

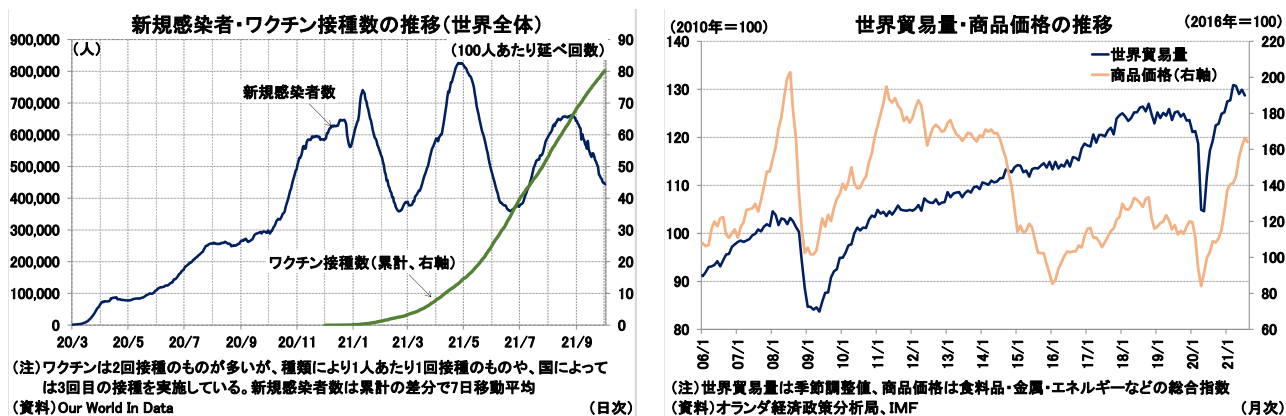
(新型コロナへの適応を目指す経済)

2020年に世界経済は新型コロナウイルスの感染拡大の影響を受けて急停止を余儀なくされた。大規模な金融緩和と財政出動を実施し、金融・財政の両面から経済を下支えしつつも、医療崩壊リスクが高まったことで厳しい外出制限や営業活動制限を導入せざるを得ない国が多かった。

その後、多くの国が医療・公衆衛生体制を強化しつつ、医療崩壊リスクが拡大しない範囲で経済活動の緩和を進めた。中国では市中の感染者を極力減らすよう対応を進めるなど、取り組み方針が異なる国もあるが、経済活動を長く停止させることは極力回避され、経済活動の再開が進められた。

また、医療面において、ワクチン開発が急速に進み、多くの国で普及に至ったことは、重症者や死亡者の抑制に寄与し、経済回復を後押しする大きな材料となった。ただし、依然としてワクチンが十分に確保できていない低所得国も多く、公衆衛生環境や医療体制の脆弱性が経済回復力の格差となる懸念も生じている。

コロナ禍からの回復過程では、対面型サービスへの需要が抑制される一方で、モノへの需要が高まり、モノの価格に上昇圧力が生じるという間接的な影響がみられる。先進国を中心に金融・財政支援策が大規模に実施されたことで生じたカネ余りの状況も価格上昇圧力に拍車をかけている。一方、感染が急拡大したことで工場の稼働率を落とす必要が生じた国もあり、供給側でも制約が生じた。こうした要因が絡み合い、モノの供給能力が需要に追いつかない状況が半導体などの部品で顕在化しており、回復ペースの加速を妨げる要因になっている。また、資源価格や食料品価格の上昇は新興国を中心に消費者の購買力低下をもたらしつつある。



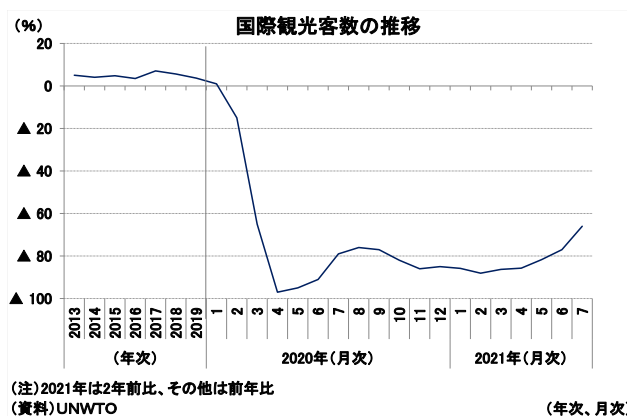
(人の接触・移動は緩やかに回復へ)

中期経済見通しのメインシナリオを作成するにあたって、今後も新型コロナウイルスとの共生が続くことを前提にした。ワクチンの開発と普及が急速に進んだことは、感染拡大防止に大きく貢献していると考えられるが、短期間での新型コロナウイルス収束には至らない。他方で、既存ワクチンの有効性を著しく低下させるような変異株の出現やウイルスの強毒化により、厳しい活動制限を再び強いられることもないと想定している。

その結果、新型コロナウイルスとの共生が続くものの、ワクチンや治療薬の普及によって段階的に新型コロナウイルスに対する適応がなされ、次第に、過度に新型コロナウイルスのリスクを意識

することなく生活できるようになっていく、というシナリオを前提にしている。こうした適応スピードは国によって異なり、回復力の違いとして生じる。

すでに「モノの移動」はコロナ禍前を大きく上回る水準にあるが、世界的な「人の移動」は依然として低迷している。今後は新型コロナウイルスへの適応が進むことで、人の移動も増加するだろう。しかし、まずは国内での移動や接触が回復し、その後に国境をまたぐ移動が回復するように段階的に進むと見られる。加えて、ウイルスへの適応が進み、水際対策が緩和されたとしても、世界的に感染が収束していない状況下において、人々が感染リスクを避けようとしてすぐに接触や移動を増やさない可能性を考えるとコロナ禍前のような人の往来がなされるまでには時間を要すると見られる。



したがって、対面型サービス消費の回復は緩やかなペースになるだろう。また、ビジネス目的の人の移動など、オンライン化による代替などで失われる消費もでてくると考えられる。

(金融・財政も正常化へ)

新型コロナウイルスに適応し経済復興を進めるとともに、コロナ禍により大規模に出動してきた金融・財政緩和の正常化にも取り組むことになる。

金融緩和の正常化については、上述の通り商品価格の上昇を受けてインフレ懸念が台頭してきた新興国ではすでに引き締め姿勢に転じており、先進国でも出口に向けた検討が進められている。

財政についても、財政赤字の縮小や政府債務の削減に向けた取り組みが必要となる。ただし、財政再建は時間をかけて段階的に進められるとみられる。

こうした金融・財政の正常化の過程においては、これまで顕在化してこなかった不良債権問題などが浮上してくる可能性がある。コロナ禍では企業への資金繰り支援策として、低利・無担保といった企業にとって好条件で金融機関から融資が受けられるよう、政府による信用保証措置や中央銀行による金融緩和措置が講じられてきた。経済が正常化に向かい、支援策が縮小されることで、企業の倒産が増加し、融資が不良債権化するなどの債務削減への不確実性が高まれば、コロナ禍からの回復が妨げられるだけでなく、将来の生産性向上に必要な投資が十分に実施されないなどの長期的な成長に負の影響が与えられる可能性もある。

メインシナリオでは、政府債務や民間債務が安定的に削減される下で、着実に復興が進むと想定している。ただし、金融・財政による支援の縮小は経済には抑制的に働くことになるだろう。

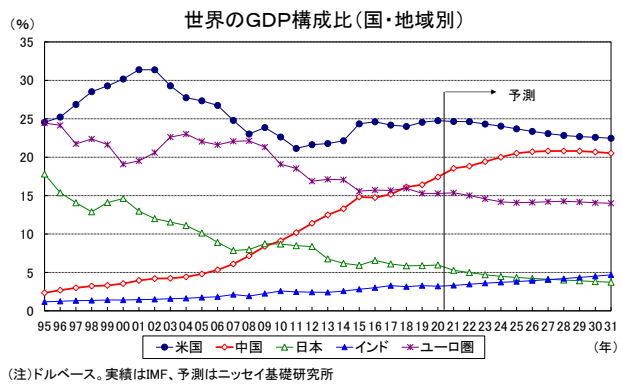
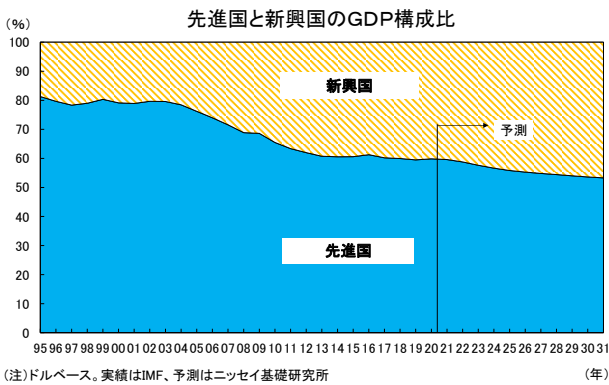
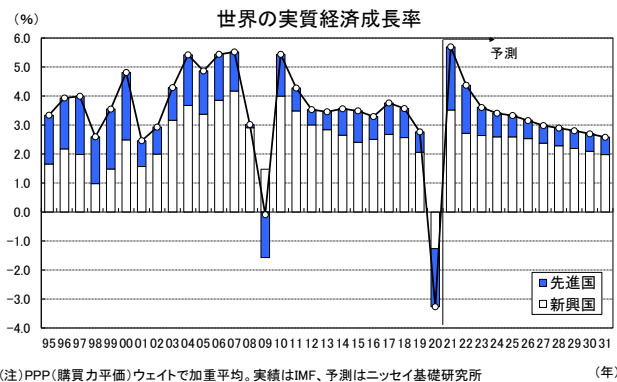
(世界経済の成長率は鈍化傾向を辿る)

世界経済はコロナ禍の影響を受け、2020年に▲3.3%と急減速、世界金融危機(2009年の▲0.1%)を大きく上回るマイナス幅となった。2021年はワクチン接種の進展などを背景とした世界的な経済活動の回復により、5.7%の高成長となると予想される。その後は、コロナ禍からの反動もあり、

やや高めの水準での推移がしばらく続くものの、予測期間にわたって成長率は鈍化傾向をたどり、予測期間末には2%台半ばまで低下することが見込まれる。

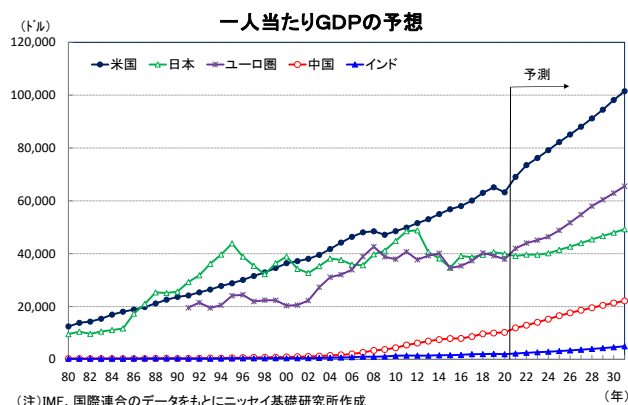
先行きの成長率を先進国と新興国に分けてみると、新興国は先進国の成長率を一貫して上回るとみられる。しかし、新興国では新型コロナウイルスへの適応に比較的時間がかかり、経済への恒久的被害が大きいこと、少子高齢化に伴い潜在成長率の低下が進むことなどを背景に、成長率は予測期間後半には3%台前半まで低下すると予想している。

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%程度まで上昇している。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2031年には40%台後半まで高まるだろう。国別には、経済規模で世界第2位の中国の世界経済に占める割合が2018年には16%強まで増加し、ユーロ圏（15.9%）を上回った。中国はコロナ禍からの回復ペースが相対的に早いこともあって、今後も世界経済に占める割合を急速に高めるが、予測期間後半にかけて中国の名目成長率が鈍化すること、人民元のドルに対する相場が横ばいにとどまることから、中国の世界経済に占める割合は失速し、予測期間中は米国経済が中国経済を一貫して上回る見通しである。中国に次ぐ人口を抱えるインドも予測期間中は人口増加が続くことから高い潜在成長率を期待でき、世界経済に占める割合を高めていく。2028年にはインド経済は日本経済を上回ることが予想される。



一人当たりGDP（ドルベース）を見ると、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。2020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。今後10年間の日本の成長率は米国を下回ることが予想されるため、両国の格差は拡大し、予測期間後半には日本は米国の半分程度の水準まで低下しよう。また、2020年時点で日本の一人当たりGDPと同水準のユーロ圏は、予測期間にわたって日本の成長率を上回ること、ユーロ高が続くことなどから、両地域の格差は拡大するだろう。

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で見れば2020年時点でも中国の4倍弱となっている。今後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、2031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、予測期間後半に日本のGDPを抜くインドは、一人当たりGDPで見れば現時点では日本の5%程度となっているが、10年後には10%強の水準まで上昇するだろう。

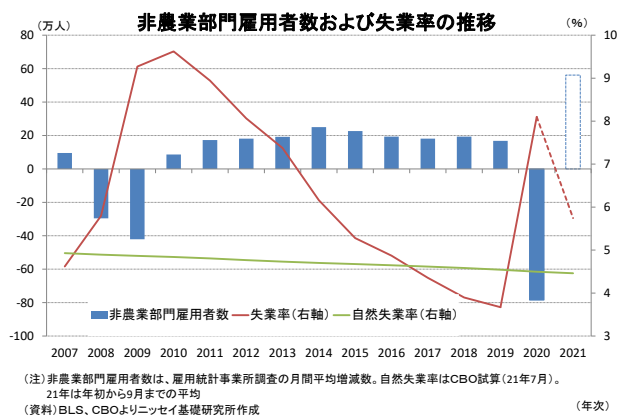
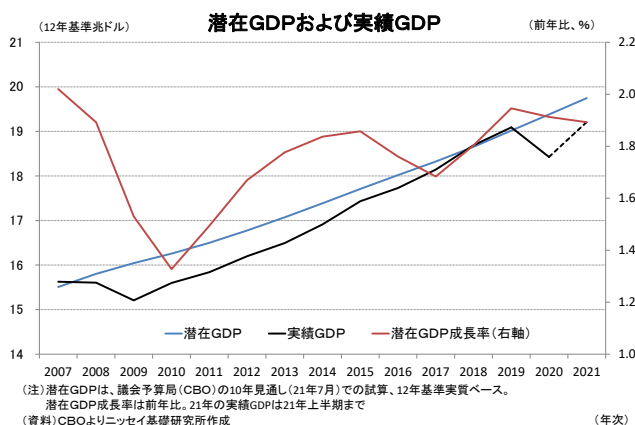


2. 海外経済の見通し

(米国経済—新型コロナからの経済正常化に伴い、当面は潜在成長率を上回る成長が持続)

米国経済は2020年入り後、新型コロナウイルスの感染拡大と感染対策としての経済活動制限で急ブレーキが掛かった。この結果、2020年4-6月期の実質GDP成長率は前期比年率▲31.2%と記録が残る1947年以来最大の落ち込みとなったほか、2020年通年でも前年比▲3.4%と2009年以來のマイナス成長となった。

また、潜在GDPと実際の実質GDPとの乖離で示されるGDPギャップは、2018年から2019年にかけて実際のGDPが潜在GDPを上回る状況となっていたが、経済の落ち込みに伴い2020年には再び潜在GDPを大幅に下回った。



一方、労働市場も2020年3月から4月の2ヵ月間の非農業部門雇用者数の減少幅が▲2,236万人に上るなど大幅な雇用減少となった。2020年5月以降は雇用増加に転じたものの、2020年の平均雇用増加数は▲78万人と金融危機の2008年と2009年を上回る落ち込みとなった。2021年は9月までの平均雇用増加数が56万人と回復基調が持続しているものの、雇用者数は新型コロナウイルス流行前(2020年2月)を依然として497万人下回っている。また、失業率は2020年2月におよそ50年ぶりとなる3.5%の水準まで低下していたものの、2020年4月が14.8%と金融危機時の

最大 10.0%を超えたほか、2020 年の平均が 8.1%と 2016 年以来 4 年ぶりに自然失業率を上回った。

もっとも、経済活動が段階的に再開されたことや 2020 年の春先に実施された経済対策の効果もあって、米国経済は早くも 2020 年 5 月には景気回復に転じた。このため、景気後退期間は僅か 2 か月と記録が残る 1854 年以降で最短となったほか、2021 年 4-6 月期には実質 GDP の水準は早くも新型コロナウイルス流行前（2019 年 10-12 月期）を上回った。

一方、中期的な影響も含めた今後の経済動向は、新型コロナウイルスの感染状況や経済対策に大きく左右される。今回の中期見通しの策定においては、新型コロナウイルスの感染拡大に伴うソーシャルディスタンスなどの行動制限は 2021 年で終息することを前提とした。また、バイデン政権が実現を目指す成長戦略については、超党派の 5,500 億ドル規模のインフラ投資計画のみの実現を前提とした。

これらの前提の下、米国経済は新型コロナからの経済正常化が続く中、これまでの経済対策で積み上がった貯蓄を取り崩して消費に回す動きが本格化することで個人消費主導の景気回復は持続すると予想する。実質 GDP 成長率（前年比）は 2021 年に 5.8%と前年から大幅なプラス成長に転じるほか、2022 年も 4.3%と 2%程度とみられる潜在成長率を大幅に上回る成長を見込む。

その後、予測期間の前半である 2023 年～2025 年にかけては、 ペントアップディマンドと自律回復もあって 実質 GDP 成長率（前年比）は平均 2.1%と当該期間の潜在成長率の平均（2.0%）を僅かに上回る伸びとなる。もっとも、金融政策の正常化に伴う政策金利の引き上げが 2022 年から 2025 年に実施されることもあって、利上げ終了後の 2026 年から 2028 年にかけては成長率の平均が 1.5%と潜在成長率の平均（1.7%）を小幅ながら下回ると予想する。その後は予測期間終了まで成長率の平均が 1.7%と潜在成長率並みの成長となる。

一方、消費者物価（前年比）はメインシナリオでは 2021 年に 4.2%となった後、2022 年の 2.6%から 2025 年の 2.3%まで緩やかに低下することを見込んでいる。しかしながら、低下予想に反してインフレが高進した状況が持続する場合には政策金利の引き上げ時期や引上げペースが加速することで景気下振れ要因となろう。

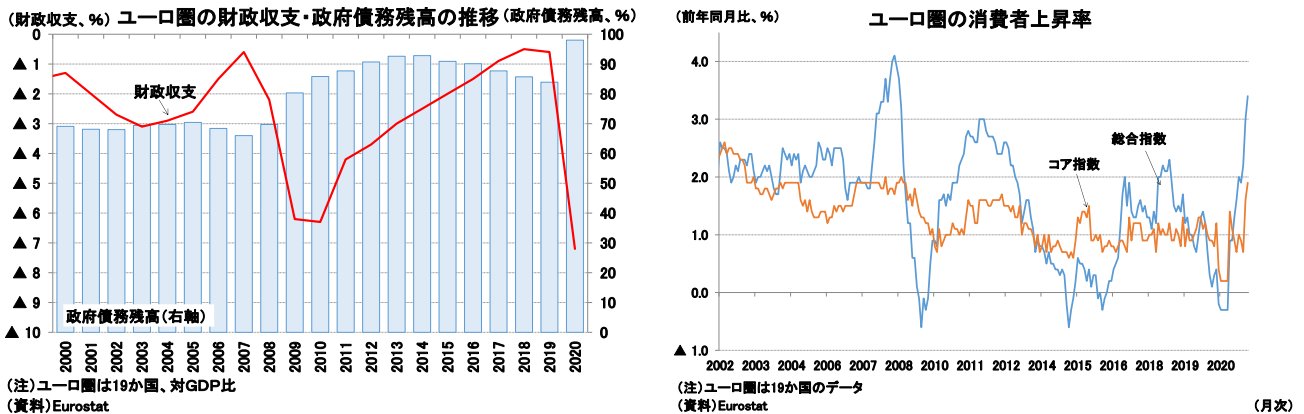
（ユーロ圏経済－成長戦略で復興と EU 経済圏の強化を目指す）

ユーロ圏経済は、世界金融危機と債務危機による景気後退期とその後の景気拡大期を経た後、コロナ禍に見舞われた。コロナ禍での経済急停止によって、2020 年の実質成長率は▲6.3%と大幅マイナスを経験したものの、足もとではワクチン接種の進展や接種証明書の活用によって、経済活動の正常化を着実に進めている。ただし、急落後の回復は道半ばであり、2022 年には 2019 年の実質 GDP 水準を回復すると見られるが、観光関連産業などコロナ禍による被害の大きい産業での回復は遅れ、正常化の過程で構造転換の必要性も生じるだろう。 見通し期間における実質成長率は、構造転換を伴う需給ギャップの縮小の過程で当面は 2%を超える高めの成長率を経験した後、潜在成長率である 1.4%程度に収れんしていくと見ている。

コロナ禍では加盟各国が大規模な財政政策を実施してきた。コロナ禍前まで採用されていた中期財政目標や財政ルール（GDP 比で財政赤字 3%、公的債務残高 60%超過を是正する措置）は運用が一時停止されたものの、経済正常化の進展にあわせ、財政健全化へ向けたルールの見直しが始まっている。今後、既存のルールの問題点を改良する形での新しい「財政ルール」が定められ、非

常時モードを脱すると見られる 2023 年以降には財政健全化への動きが本格化すると見られる。

一方、EUでは2021-2027年の中期予算枠組み（MFF：Multiannual Financial Framework）において復興基金（「次世代EU」）として7,500億ユーロ規模の予算を確保しており、予測期間前半はコロナ禍の大きい南欧諸国を中心にこれらの資金が配分されることで引き続き緩和的な財政支援が期待できる。なお、復興基金の財源は債券発行により調達されており、その返済は2028年から2058年にかけて行われる予定である。コロナ禍で増加した債務の返済を含めた正常化は、予測期間を超える長期間にわたって段階的に進められることになる。



ECBは2021年7月に18年ぶりとなる「金融政策の戦略」の改定を行った。物価目標を「中期的に2%」と従来の「2%に近いがやや下回る」から対称的な表現に改め、物価目標を下回る低インフレ時には金利の下限制約から強力・持続的な金融緩和政策が正当化されることを明記し、低インフレの定着を回避する姿勢を強めた。インフレ率はエネルギー価格の上昇を主因として足もとでは目標の2%を超えて推移しているが、経済の需給ギャップが依然として大きいことから、2022年には再び目標を割り込むと見られる。金融政策は危機時対応としてのPEPP（パンデミック緊急購入プログラム）から平時の緩和策であるAPP（資産購入プログラム）に移行すると見られるものの、需給ギャップが縮小するまでの期間は資産購入を続け、予測期間後半にインフレ率の安定的な2%達成が視野に入った段階でマイナス金利の縮小を含めた、金利の引き上げに着手すると見ている。

EUはフォンデアライエン欧州委員長のもと、「グリーン」「デジタル」を柱とする成長戦略を進めている。

「グリーン」戦略においては6月に採択された「欧州気候法」で、2030年の温室効果ガス55%削減と2050年の気候中立が法制化され、7月には目標に向けた政策パッケージ（「Fit for 55」）が公表された。このパッケージで示された、カーボンプライシング（炭素の価格付け、排出量取引制度や国境炭素調整メカニズムなど）の導入・拡大、再生可能エネルギー比率の引き上げ、内燃エンジンの段階的な販売禁止といった対策は見通し期間中に進められることになる。ECBも新戦略で気候変動に対応するための行動計画を公表しており、中央銀行の立場から欧州のグリーン化を支援する。

「デジタル」戦略では、3月に2030年までの技術・人材育成、インフラ整備、事業活用、行政サ

ービスの各分野における目標を定めた（「2030 Digital Compass」）ほか、核となる部品である半導体の域内供給を強化するサプライチェーン再構築の検討も進められている。

メインシナリオではこれらの成長戦略については劇的な成功はないが、円滑に脱炭素・デジタル社会への移行が進められると想定している。ただし、移行においては炭素関連価格や費用が上昇することによるインフレ加速や企業収益の圧迫、潜在成長率低下といったリスクも抱える。一方、産業革新が生まれ、欧州がグリーン経済圏をいち早く構築できれば成長機会が増し、成長率を押し上げる可能性もある。

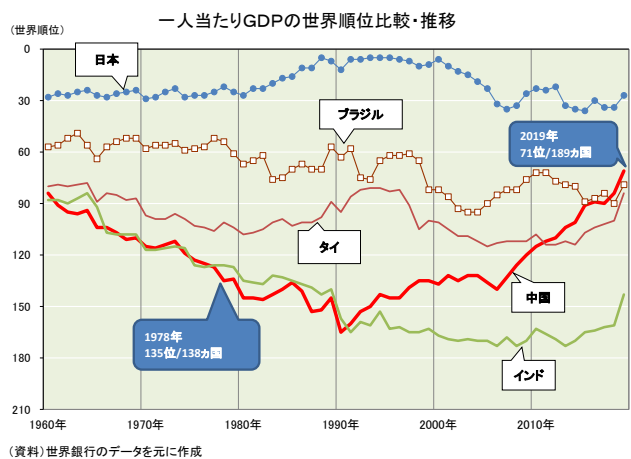
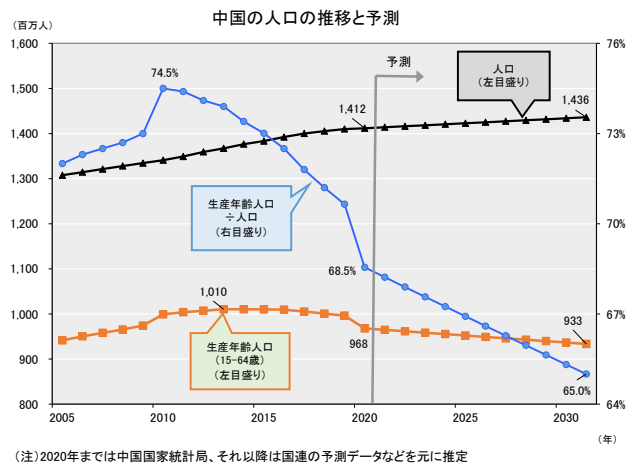
（中国経済－10年後の中国経済は2%前後の成長率に）

今後の中国経済は、人口問題、成長モデル問題、財政金融問題で成長率は鈍化するものの、成長鈍化のペースは新型都市化や構造改革の進展で緩やかなものとなるだろう。

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。但し、中国政府が進めている“新型都市化”が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。従来の都市化では、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が生じたが、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。そして、中国の都市化率（総人口に占める都市人口の比率）は2020年時点で63.9%と日本や韓国などと比べて低いことを勘案すれば、2020年代後半には70%台まで都市化が進むだろう。

また、**一人当たりGDPが上昇し従来の成長モデルが限界に達し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。

また、**一人当たりGDPが上昇し従来の成長モデルが限界に達し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。



そして高速成長を謳歌してきた中国だが、それとともに一人当たりGDPも上昇したため、賃金など製造コストが割安でなくなってしまった。そして、今度は中国から後発の新興国へと工場が流出し始めた。さらに、米中対立の激化や「一帯一路」構想の推進が、そうした工場の海外流出を後押しする要因になると見られる。但し、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。こうした構造改革が創業・創新（大衆の起業、万人の革新）に結び付けば、高速成長はできなくても、成長鈍化のペースを遅らせることは可能だろう。

また、財政金融政策に裁量余地が減っ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。新型コロナウイルス感染症という未曾有の危機に直面した2020年、中国政府は感染拡大を防ぐため経済活動を厳しく制限した一方、財政金融政策をフル稼働させて景気テコ入れを図ることとなった。その結果、2020年末の政府債務残高は対GDPで67.1%（2019年末は57.4%）に達し、一般企業（非金融）の債務残高も160.7%（2019年末は150.1%）に達した。しかし、将来を見渡すと、高齢化に伴う財政負担増に備えて財政赤字を減らす必要があるのに加えて、過剰債務の解消に向けた債務圧縮（デレバレッジ）を進める必要もあるため、財政金融政策は必要最小限に留めざるを得ないだろう。

したがって、今後の中国経済は、生産年齢人口が減少に転じ人口オーナス期に入ったことに加えて、一人当たりGDPが上昇し従来の成長モデルが限界に達している上、財政金融の裁量余地も小さくなっているため経済成長率の鈍化は避けられないだろう。但し、中国政府が進めている新型都市化が生産年齢人口減少による労働者不足を補うのに加えて、構造改革（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）が創業・創新を促すと見ていることから、成長鈍化のペースは緩やかなものとなるだろう。そして、2031年の中国経済は一人当たりGDPが2万ドルを超るとともに、経済成長率は2%前後に低下するだろう。

（新興国経済－コロナ禍で格差が広がる）

新興国経済（中国を除く）は、世界金融危機以降、世界貿易の伸び率の低下、資源ブームの終焉、米利上げに伴う資本流入の低下などによって低迷したが、2016年頃以降は景気の拡大局面も経験した。

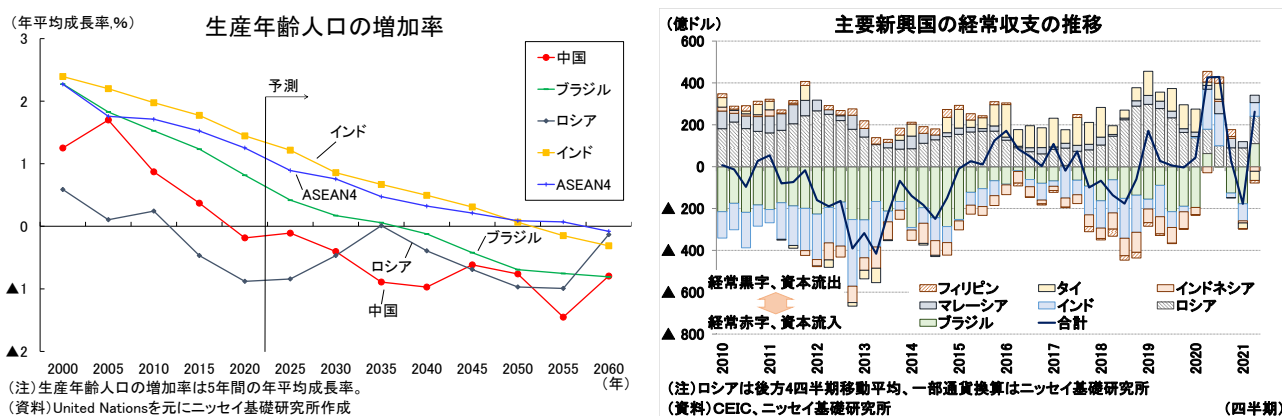
2020年は先進諸国と同様にコロナ禍に見舞われ、成長が急停止している。一方、ワクチン確保・接種の動きでは格差が生じている。ワクチン確保についてはロシア、インドなど自国内で生産を行っている国は調達において優位な状況にあるが、ワクチンへの不信や人口の多さといった問題から、必ずしもワクチン接種が進んでいるとも言えない。低所得国ではワクチンを十分に確保できておらず、新型コロナウイルスへの耐性の面で格差が広がっている。

新興国でも経済正常化の動きを進めて、できるだけ強力な封じ込め政策を避ける動きがあるが、総じてみれば先進国よりも新型コロナウイルスへの適応に時間を要し、コロナ禍の影響は長期化するとみられる。また、コロナ禍で財需要が高まり、原材料価格やエネルギー価格が上昇している。インフレ圧力の高まりによる購買力の低下や、中央銀行の金融引き締めを通じた成長率の鈍化が懸

念される。資源国にとっては原材料需要の増加は輸出の原動力にもなるが、先行きの不透明感は強まっている。米国をはじめとした先進国で金融政策の正常化が進めば、資金流出圧力が強まる可能性もあり、短期的な懸念材料は多い。

潜在成長力については、人口の増加が期待できる国は多いものの、少子高齢化に伴って生産年齢人口の伸び率は鈍化するため、「労働投入の伸び」が緩やかに低下していくと予想される。一方で、インフラ投資需要やデジタル化など生産性改善の余地は大きく、「資本ストックの伸び」や「生産性向上」には期待できる。中国が高所得化するなかで、他の新興国において、相対的に世界の工場としての魅力が高まる可能性もある。ただし、「資本ストックの伸び」や「生産性向上」を進めるためには、投資環境の改善をはじめとした政府主導の環境整備、さらなる規制改革が必要となるだろう。高齢化に伴い、自国の貯蓄率が高まりにくい状況では、外部からの資本流入をどれだけ促せるかも重要な要因である。

新興国（中国を含む）の成長率は、予測期間前半は4%を超える高めの成長率を記録するが、予測期間後半にかけて成長率は3.2%まで低下すると予想する。



ブラジルは、コロナ禍の影響を大きく受けている国であるが、ワクチン接種が相対的に進んでいることもあって、経済正常化の動きが続いている。

2019年に誕生したボルソナロ政権では、年金改革を軸とする財政再建や、税制改正や公営企業の民営化、自由貿易の推進といった構造改革に取り組んできており、投資環境の改善に期待が持たれていたなかでコロナ禍に見舞われた。

コロナ禍においては、低所得者向けの現金給付などが奏功し経済を下支えする一方で、ポピュリズム的な政策への回帰も懸念されたが、足もとでは財政の正常化も進められている。また、法人税率引き下げや配当課税導入、所得税の最低課税水準の引き上げなどを盛り込んだ税制改革法案が進展している。

ただし、ブラジルでは高インフレに見舞われ金利の引き上げを余儀なくされており、短期的に見ればコロナ禍で需給ギャップが拡大しているなかで、景気に配慮しつつ構造改革を進めるという難しい舵取りが求められている。また、2022年に大統領選挙を控えるなかで、過度なポピュリズムに向かわずに当初、ボルソナロ大統領が掲げた構造改革路線を継続できるかにも不透明感が残る。

長期的には、電力、通信、輸送網などへのインフラ投資需要があるため、民間企業を中心とした投資が

けん引役となると想定しているが、回復力はブラジルの投資環境の改善状況に依存するだろう。メインシナリオでは、構造改革は漸進的ではあるものの進展し、資本流入も続くと予想する。

ブラジルは、2021年にはコロナ禍前の2019年の実質GDP水準を回復し、予測期間前半にはコロナ禍からの反動増で2%を超えるやや高めの成長率を記録するが、その後、予測期間後半には2%程度まで低下していくと予想する。

ロシアは、すでに生産年齢人口が減少している。2020年はコロナ禍と原油安、欧米との関係激化という逆風が強い状況となったが、コロナ禍の影響を直接的に受けた産業のシェアが小さかったことや政府の財政余力が大きかったことを背景に経済への影響を相対的に軽微にとどめ、景気回復軌道に復している。足もとでは財需要の増加に伴う資源価格の急上昇もロシア経済にとって追い風となっている。

主要な資源輸出先である欧州各国は脱炭素への移行を加速させる動きを強めており、長期的にはロシアにとって構造転換の必要性を迫る要因となっているが、短期的には底堅い化石燃料への需要が見られており、当面は資源を原動力にした成長が続くと見られる。

長期的には、現在進められている「2030年までのロシア発展のための国家目標」の進展が鍵を握る。また、水素エネルギー開発など、脱炭素移行への適合が重要となる。政治体制としては、憲法を改正し必要があればプーチン大統領の2036年までの続投が可能になったことで、政局が混乱するリスクは低下している。2019年から開始された各種規制の見直し（「規制ゼロチン」）も構造転換を進める原動力となり得るだろう。一方で、成長を加速させるためのインフラ整備や産業転換を支えるためには海外からの資本流入も必要となる。ただし、プーチン政権と欧米との関係改善は見通しにくく、資本投入は伸び悩む可能性が高い。労働投入の減少も勘案すると潜在成長率は緩やかな低下傾向をたどると見られる。

ロシアは、2021年にはコロナ禍前の2019年の実質GDP水準を回復し、その後2%を超える成長率を記録した後、潜在成長率の低下に伴い予測期間後半には1%台前半まで低下すると予想する。

インドは、2020年に新型コロナウイルスの感染拡大による厳しい外出制限措置の影響を受けて経済が収縮、およそ40年ぶりのマイナス成長に陥った。2021年5月には1日40万人を超える感染者が確認された感染第2波が生じたが、中央政府は全土封鎖に踏み切らず、感染リスクに応じた地域単位の都市封鎖を実施したため、2021年の実質GDPの落ち込みは前年同期と比べて小幅に止まっている。今後は国内製造を実現したワクチンの普及拡大により厳しい封鎖措置を実施する可能性は低下しつつあり、短期的にはウィズコロナ下の経済回復が続くと予想する。

潜在成長力は、まず人口ボーナスが長期に渡り経済の成長エンジンとなるが、予測期間末にかけて生産年齢人口の増加率が下がるため、労働投入の伸びは徐々に鈍化しよう。一方、資本投入は旺盛な消費市場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経済成長を押し上げていくだろう。

インド政府は「メイク・イン・インド」のスローガンを掲げ、輸入規制の強化や補助金制度などを駆使して製造業の挺入れを図っているが、コロナ禍以前から不良債権問題、土地や労働に関する改革の遅れなどによりインフラや工場の建設が遅れ、資本投入は盛り上がり欠ける状況が続

いており、製造業を中心とした力強い成長は実現できていない。またコロナ禍で政府債務が膨張、銀行の不良債権が更に増加したため、アフターコロナの時代に入ると財政再建や金融仲介機能の低下により景気回復の勢いは抑えられる可能性があるという。

しかし、その後は次第にインド経済に追い風が吹く。これまで中国に代わる製造拠点としてはインドよりもASEANに企業の注目が集まっていたが、予測期間後半に中国経済の成長鈍化が強まると次なる巨大市場であるインドに進出する企業が増えるようになると予想する。また労働生産性は都市化に伴う工業化とサービス化により引き続き向上して潜在成長率を牽引するだろう。特にインドの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の利活用によってカバーして生産性向上を促すものとみられる。

インドはワクチン普及などにより経済の自立的な回復力が高まり、2023年にかけて7%前後の高めの成長が続くが、予測期間半ばにかけて成長率が6%前半の成長ペースに鈍化、予測期間末は潜在成長率の低下に沿う形で6%弱まで緩やかに低下すると予想する。

ASEAN4(マレーシア・タイ・インドネシア・フィリピン)は、2020年から新型コロナウイルスの感染拡大を繰り返し、厳しい経済状況が続いている。ワクチン接種の遅れや政府の財政余力の乏しさから先進諸国と比べて経済への打撃は大きなものとなっている。しかし、現在各国は海外産ワクチン調達の改善により感染状況と医療体制が持ち直してきており、活動制限措置を緩和して経済活動の正常化を進めている。さらに今後ワクチンの国内製造が可能になると経済活動に安定感が増すようになる。短期的にはウィズコロナ下での回復局面が続くだろう。

潜在成長力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が低下するに従って労働投入の伸びが緩やかに低下していく。しかし、資本投入と労働生産性は海外からの投資の受け入れや都市化の進展、社会資本ストックの蓄積などを背景に今後も底堅い伸びが見込まれ、各国の経済成長を促すだろう。

ASEANはコロナ禍で操業制限など企業への悪影響が大きく、政府の危機対応能力の低さが露呈したため、今後の進出を躊躇う企業は少なくないだろう。しかし、米中対立やアフターコロナの時代にサプライチェーン上のリスク分散・低減に向けて調達先の多元化などを図る企業の動きは今後も続くとみられる。予測期間後半には中国経済の成長鈍化が強まるとみられ、中国からのASEANへの生産移管はこれまで以上に進む期待がある。

ここで大きなカギとなるのがASEANによる域内外との結束強化である。ASEANは2015年末にASEAN経済共同体(AEC)を発足させた後、2025年に向けた戦略目標を定め、これまでに情報通信技術(ICT)を活用した電子商取引(EC)の推進や、イノベーションによる生産性の向上など結束を更に強める動きを見せている。また、2020年11月に署名に至った東アジア地域包括的経済連携(RCEP)協定ではASEANが東アジア貿易の中心地として地位を向上させるものとみられる。こうした域内外との連携強化に加え、ASEAN各国で異なる投資の優位性が発揮されることにより、地域として更なるグローバル・サプライチェーンへの参加が期待される。

ASEAN4の成長率は2023年にかけてコロナ禍からの経済回復により5%程度の高め成長が続く。その後、成長率は予測期間半ばに4%台半ばに鈍化、予測期間末は潜在成長率の低下に沿う形で4%台前半まで低下するが、総じて安定した成長軌道を維持すると予想する。

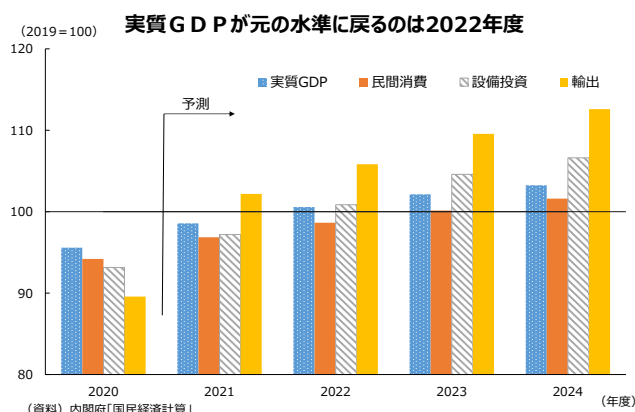
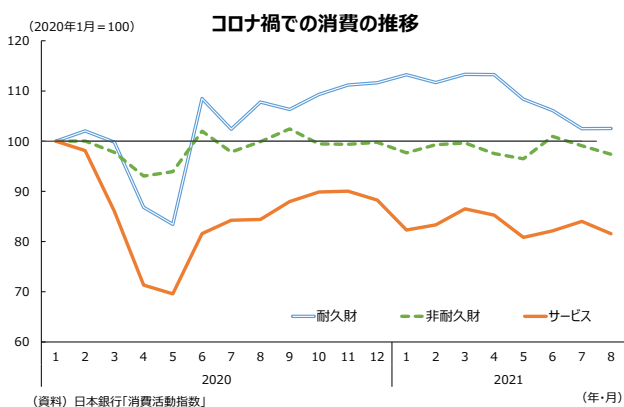
3. 日本経済の見通し

(コロナ前の実質GDP水準に回復するのは2022年度)

2019年度末に新型コロナウイルス感染症の影響が顕在化し、その後、緊急事態宣言が繰り返し発出されるなど、経済活動に大きな影響を与えている。実質GDP成長率は2020年度に▲4.4%と過去最大のマイナス成長を記録した。引き続きコロナ禍にはあるものの、ウィズコロナの生活様式の普及などに伴い、経済は回復に向かっている。今後もある程度の感染拡大が生じる可能性は否めないが、2022年度には、コロナ前(2019年度)の実質GDPの水準を回復すると予想する。

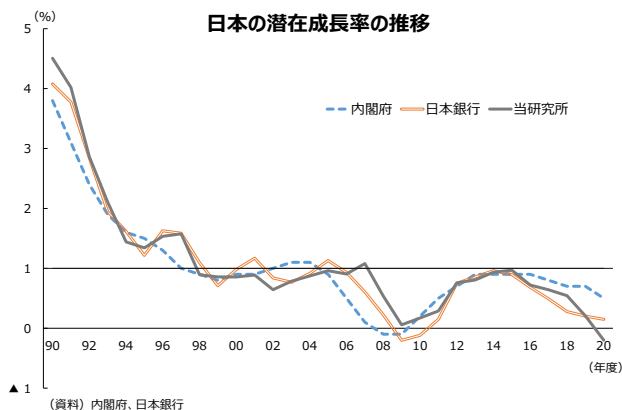
需要項目別には、輸出は、全体の約8割(2020年度実績)を占める財輸出が海外経済の回復を背景に堅調に推移することが見込まれ、2021年度には2019年度の水準を上回るだろう。設備投資は、企業収益の好調さやソフトウェア投資の好調さなどから、2022年度にはコロナ前に回復する。

他方、民間消費について、財消費は、耐久財がけん引する形で、コロナ前の水準を既に超えているが、サービス消費は行動制限や自粛要請といった経済活動の制限の影響を強く受けており、緊急事態宣言が解除されていた時期でもコロナ前の9割程度までしか回復しなかった。サービス消費の回復は今後も緩やかなものとなる見込まれ、民間消費がコロナ前の水準まで回復するのは2023年度まで遅れると見込まれる。なお、2019年度は消費税率引き上げが実施されており、消費水準が下がっていた水準にあたる。民間消費がその前年(2018年度)の水準を超えるのは2024年度まで待たなければならないだろう。



(今後10年間の実質GDP成長率は平均1.1%)

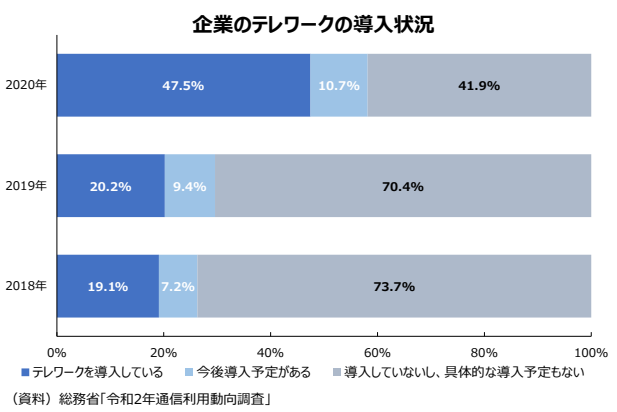
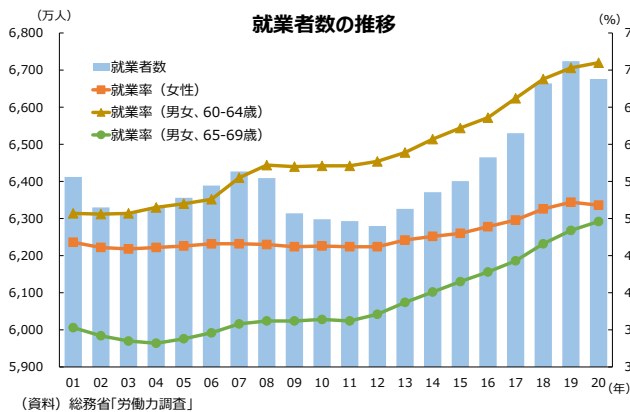
他方で、中長期的な成長率を考える上で一つの指針となりうるのは潜在成長率である。潜在成長率とは、労働や資本の平均的な稼働率で生産可能と考えられる生産額(潜在GDP)の成長率であり、経済の供給能力ともいえる。景気変動の影響を除いた中長期的な状況を想定すれば、実現可能な供給能力を超えた生産を継続することは難しく、実際に観測される実質GDPは潜在GDPに近づくと考えられ、結果として、実質GDP成長



率は潜在成長率に近づかず。

潜在成長率は推計により求められる数字であり、推計方法に依存する部分が大きいため、幅を持って捉える必要があるが、日本の潜在成長率は、コロナ前から1%を下回る水準にある。新型コロナウイルスの感染拡大による落ち込みからの回復過程では、その落ち込みの反動で、高い実質GDP成長率が続くことが期待されるが、成長余力を高めるためには、潜在成長率を引き上げる必要がある。

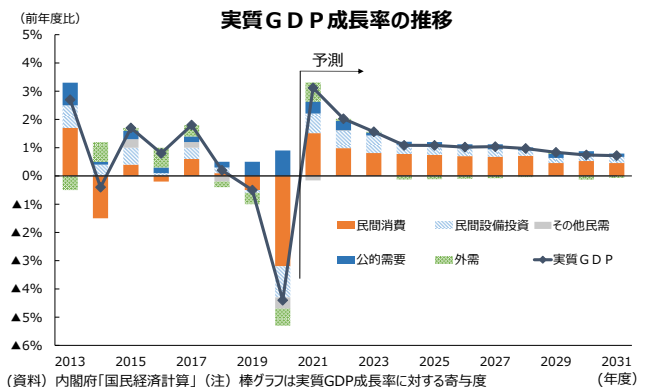
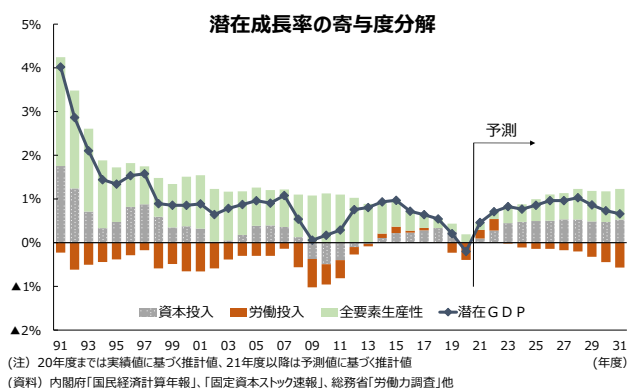
潜在成長率を引き上げるためには、労働参加の更なる促進や、生産性向上のための設備や人材への投資が求められる。潜在成長率は2012年度から上昇に転じたが、この要因として、女性や高齢者の労働参加が増加したことなどで、少子高齢化を伴う人口減少の中でも就業者数が増加したことが挙げられる。少子高齢化を伴う人口減少の加速が見込まれることを踏まえると、就業者数の減少が潜在成長率を引き下げる要因となることは避けられそうにないが、コロナ禍で普及したテレワークの活用などを含む働き方の多様化は就業者数の減少を抑制する効果をもつと期待される。



また、就業者数が減少する中で成長を続けるには、就業者一人当たりが生み出す付加価値を増やす取組みも求められるだろう。とりわけ、コロナ禍で浮き彫りになったことの1つはデジタル化の遅れであり、これを契機として、今後の日本のデジタル関連の投資は加速することになるだろう。デジタル化を含めた技術革新に迅速に対応し、新規技術が経済活動の中でより幅広く活用されることが可能になれば、経済の生産性を引き上げることにつながるだろう。

先行きの潜在成長率は、上述の労働参加の更なる促進や、新規技術の活用を含む生産性向上のための設備・人材面での投資の実施で、2020年代半ばには1%程度まで回復すると見込んだ。ただし、2020年代後半は人口減少、少子高齢化の更なる進展により、潜在成長率は若干低下するだろう。

この結果、実質GDP成長率は予測期間(2022~2031年度)の平均で1.1%になると予想する。



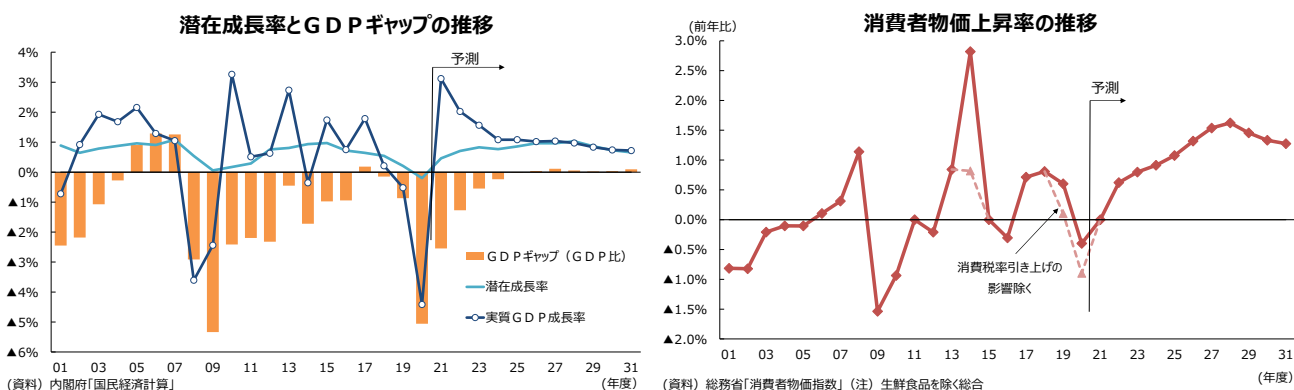
(10年間の消費者物価上昇率は平均1.2%を予想)

2020年度の消費者物価上昇率(生鮮食品を除く総合)は、4年ぶりのマイナスとなったが、エネルギー価格や政策要因といった一時的な要因の影響が大きく、基調としては、少なくとも継続的に物価が下落する状況にはない。2020年度の下落は、新型コロナウイルスの感染拡大による需要急減に端を発する原油価格の大幅下落によるエネルギー価格低下や「Go to トラベル」の影響などの一時的な要因が大きく影響した。原油価格はその後上昇に転じているが、2021年度の消費者物価は携帯電話通信料の引き下げの影響を受ける。

一般に、物価動向の基調は需給バランスの影響を受けるが、足もとではGDPギャップが大幅なマイナスであり、需給面からの下押し圧力が強い状態にある。しかし、経済の回復に伴ってGDPギャップが縮小に向かう結果、物価の緩やかな上昇圧力が生じるだろう。加えて、中長期的には労働力人口が減少に転じることで、人手不足解消のために賃金上がりやすくなる環境となり、賃金上昇が物価上昇につながる状況になるだろう。また、日米金利差の拡大などから円安基調が続くことや原油価格が上昇することを想定しており、この点も物価の押し上げ要因となる。

この結果、消費者物価(生鮮食品を除く総合)は、金融政策面で緩やかなスタンスが維持されることにも支えられて、2022年度以降はプラスの伸びが続く状況となり、2028年度には1.6%まで上昇率が高まると予想する。継続的な物価上昇により、企業、家計の予想物価上昇率も上昇することから、その後も1%台の安定的な物価上昇が続くだろう。

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1.2%になると予想する。

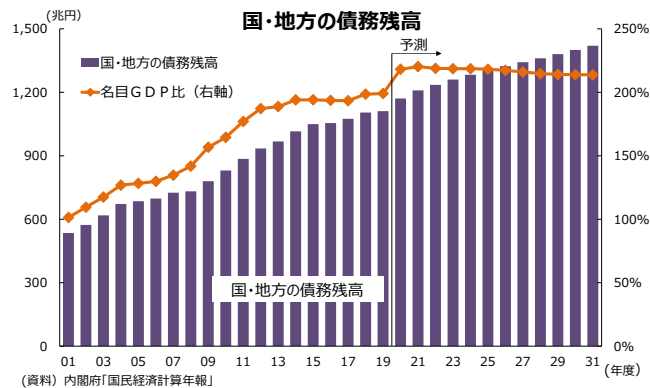
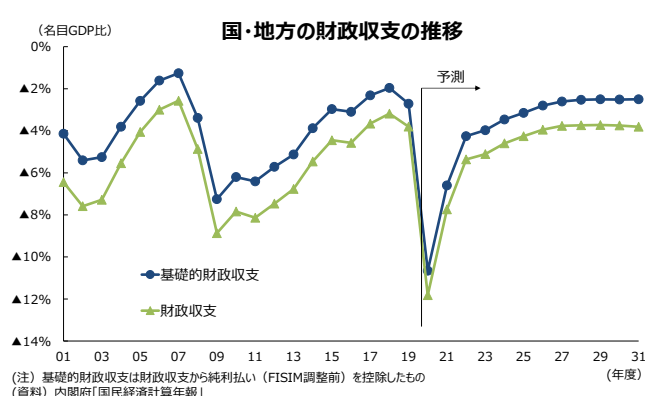


(基礎的財政収支は2031年度も黒字化せず)

2020年度の国・地方の基礎的財政収支(プライマリーバランス)は、新型コロナウイルス感染症に対応する政府の緊急経済対策による財政支出の拡大で、急激に赤字が拡大した。

コロナ禍での財政支出の拡大自体は一時的なものではある。しかし、人口の高齢化に伴う社会保障関連の支出増加などから、今回の予測では、**基礎的財政収支は、2031年度でも名目GDP比で▲2.5%の赤字となり、黒字化は実現しない**と予想する。予測期間終盤には金利上昇に伴う債務の利払い費増加に伴い、財政収支の改善幅は更に限定的となる。この結果、国・地方の債務残高は、2031年度には1,400兆円を超える。

予測期間内においては、債務残高の名目GDP比は緩やかに低下するものの、コロナ以前に比べれば依然として高い水準が続く。財政健全化のためには、歳入・歳出両面で更なる取り組みが求められる。

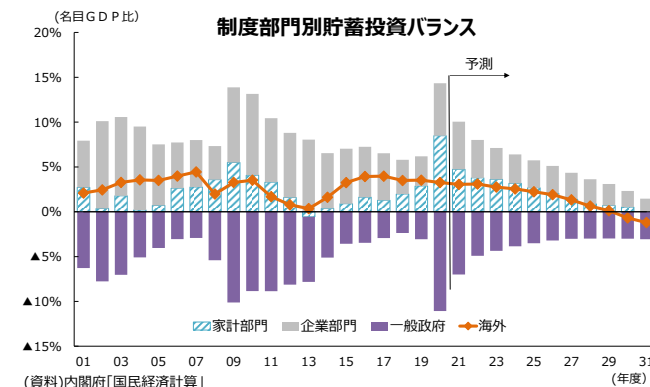
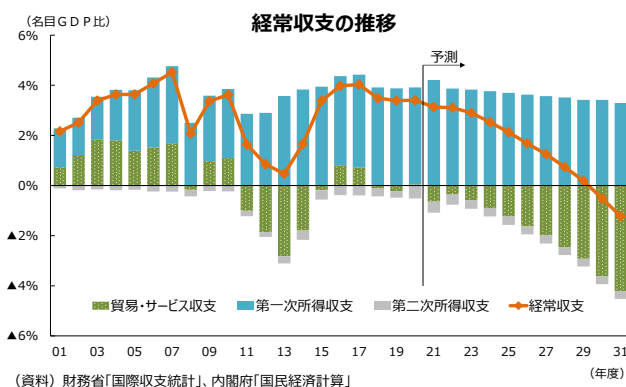


(経常収支は 2030 年代に赤字へ)

経常収支はGDP比で 3% 台の黒字が続いている。貿易・サービス収支が概ね 0% の近くで推移し、経常収支の黒字は第一次所得収支に支えられている。対外純資産の積み上がりを背景に、当面は第一次所得収支の黒字により、経常収支の黒字は維持されるだろう。他方、貿易・サービス収支は恒常的な赤字となり、2030 年代には経常収支は赤字化すると予測する。先行きの原油価格上昇や、労働力人口減少による供給制約などから、輸入が増加する環境になると見込まれるからだ。

また、経常収支は概念的には国内の貯蓄と投資の差額 (貯蓄投資バランス) に常に一致するため、貯蓄投資バランスから今後の経常収支の先行きを考えることも可能だ。

これまでの貯蓄投資バランスは、民間部門の黒字 (貯蓄超過) が一般政府部門の赤字 (投資超過) を補う結果として、国内貯蓄が国内投資を上回り、経常収支の黒字が維持される状況が続いてきた。コロナ禍では、政府の経済対策で一般政府部門の赤字が急拡大する一方、特別定額給付金の支給による家計部門の貯蓄額増加などを背景に、民間部門の黒字はそれ以上に拡大し、経常収支の黒字は維持された。



今後を考えると、まず、一般政府部門について、赤字幅は現状よりは縮小するものの、2031年度でもGDP比で▲3%台の赤字が残るだろう。他方、民間部門の黒字は縮小に向かう可能性が高い。家計部門では、コロナ禍で抑制された消費が顕在化することに加え、高齢化の進展などで長期的には貯蓄が減少に向かうだろう。また、企業部門は、デジタル化への対応などによる設備投資の増加や金利上昇に伴う利払い費増加などから貯蓄超過幅は縮小に向かう。政府部門の赤字縮小を上回る民間部門の黒字縮小により、経常収支は赤字に向かうと考えられる。

4. 金融市場の見通し

日米欧の中央銀行は、新型コロナウイルス感染症による景気下振れを受けて大規模な金融緩和を続けてきた。しかし、足元では日欧の中央銀行が緩和スタンスを堅持する一方、米FRBは緩和縮小を模索しており、足並みにバラツキが生じつつある。

(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、もともと2%というハードルが高いうえ、景気回復に時間がかかり、物価の伸び悩みが続くため、現行の金融緩和を長期にわたって続けざるを得ない。従って、今後も超低金利が長期間にわたって継続することになる。

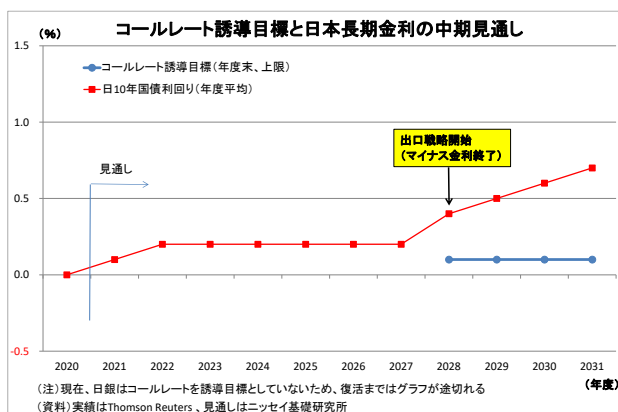
日銀が金融緩和の正常化、すなわち出口戦略に着手する時期は予測期間終盤の2028年度を想定している。物価上昇率が2%で安定的に推移することは見込めないが、この頃には一時的ながら1%台後半に到達する。また、長引く金融緩和に伴って、金融システムの不安定化リスクといった副作用が蓄積するため、日銀は2%の目標を長期目標として残しつつ、「デフレ脱却という目的は実質的に達成された」という整理で出口戦略への移行を開始すると予想する。

具体的な政策変更としては、2028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%）を政策金利として復活させ、量的緩和の旗を降ろすと予想する。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されることになる。

無担保コールレート誘導目標は、2028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。物価上昇率を2%前後に維持することはかなわず、2030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%近くに留まる。

この間、米長期金利の持ち直しが波及することで、現状よりも多少上振れるものの、日銀の設定するレンジ上限(0.25%程度)が壁となり、上昇幅は限定的となる。2028年度の出口戦略開始後は誘導目標

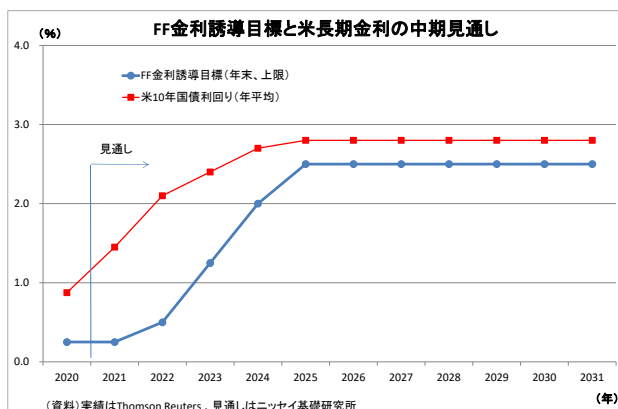


の引き上げによって上昇基調に入るが、目標の引き上げが緩やかなペースに留められることで、急上昇は回避されるだろう。物価上昇率が2%を下回って推移するため、日銀は実質金利（名目金利－予想物価上昇率）をマイナス圏にとどめ置くことで緩和的な金融環境を維持し続けるとみられる。このため、長期金利の水準は予測期間末(2031年度)でも1%に届かないと見込んでいる。

（米国の金融政策と金利）

景気回復で先行し、物価上昇率の伸びも著しい米国では、FRBが9月のFOMCで量的緩和の縮小（テーパリング）を早期に開始する方針を示している。FRBは今年終盤に量的緩和の段階的な縮小を開始し、来年半ばには量的緩和を終了するだろう。

その後も米国経済が堅調を維持し、2%超の物価上昇率¹が続くことを受けて、FRBは来年末にFF金利誘導目標（政策金利）の引き上げを始めると予想。FF金利誘導目標は2025年にかけて2.50%まで引き上げられ、予測期間末まで同水準に維持されると想定している。

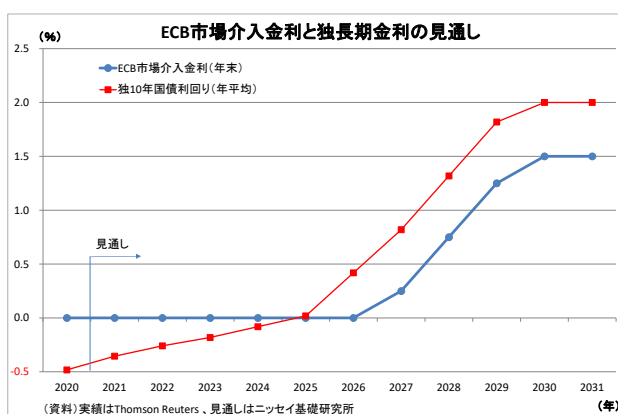


米長期金利は昨年終盤以降やや上昇しているが、依然として過去との対比では極めて低水準に留まっている。今後はFRBによる量的緩和の縮小と利上げに伴ってさらに上昇に向かい、利上げが打ち止めとなる2025年に2.8%に到達、以降は横ばいで推移すると見込んでいる。

（ユーロ圏の金融政策と金利）

ECBは今年7月に物価目標を実質的にやや引き上げるとともに、フォワードガイダンスを修正し、以前よりも利上げに対して慎重な姿勢を明確にした。

足元の物価上昇率は2%を超えているものの長続きしないことから、ECBは量的緩和政策と超低金利政策を数年にわたって継続するだろう。ECBが量的緩和を終了し、(中銀預金金利)のマイナス金利縮小を開始するのは物価上昇率の安定的な2%達成が視野に入る2026年になる



と予想している。そして、翌2027年には現行ゼロ%に据え置かれているECB市場介入金利（政策金利）の引き上げが開始され、2030年にかけて1.50%まで引き上げられると想定している。

ユーロ圏の代表的な長期金利である独長期金利は、金融緩和の継続に伴って、予測期間前半はマイナス圏で推移することが予想される。その後、正常化が開始される2026年以降には上昇ペースを速

¹ FRBがインフレ指標として重視するPCE（個人消費支出）物価指数ベース。PCEの伸びはCPI（消費者物価指数）の伸びを多少下回る傾向がある。

め、予測期間終盤には2.0%で頭打ちになると見込んでいる。

(為替レート)

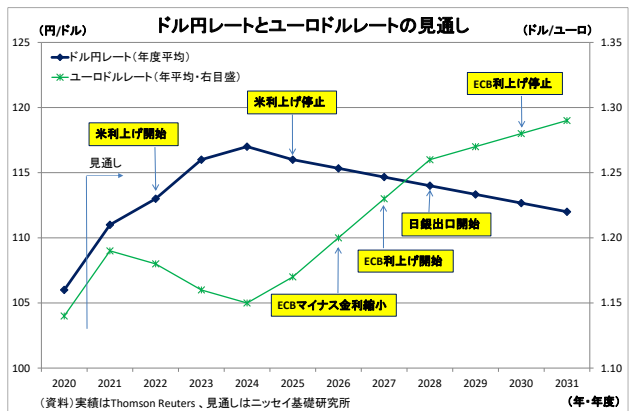
ドル円レートは、今年に入って米量的緩和縮小観測に伴う米金利上昇を受けて円安ドル高が進んできた。今後も米緩和縮小・利上げの実施に伴う米長期金利上昇を受けて緩やかな円安進行が見込まれ、2024年度には1ドル117円に到達すると予想する。

その後は、米国が利上げを停止する一方で日銀が金融政策の出口戦略に舵を切ることで、日米金融政策の方向感が逆転するため、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働く。

ただし、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、予測期間末には赤字に転じることが、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で1ドル112円と、現状と大差ない水準に留まると見ている。

ユーロドルレートについては、米量的緩和縮小と利上げに伴う米金利上昇に圧迫され、2024年にかけて低迷が予想される。しかし、その後は米利上げが停止される一方でECBが金融政策の正常化を進めることから、ユーロ高基調に転じると予想する。また、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。予測期間末の水準は、1ユーロ1.29ドルと見込んでいる。

ちなみに、ユーロ円レートは、世界経済回復に伴うリスク選好の円売りユーロ買いや、ECBの出口戦略が先行することによって円安ユーロ高基調となり、2028年度には1ユーロ144円に到達する。予測期間終盤には日銀の出口戦略が段階的に進められる一方でECBの利上げが停止されることが円高圧力になるものの、日本の経常収支赤字化が円高を抑制することで、ユーロ円は横ばい圏で推移すると予想する。



5. 代替シナリオ

(楽観シナリオ)

楽観シナリオでは、活動制限緩和の迅速な進展により、メインシナリオに比べて世界経済が順調に回復する。国外移動を含めた人の移動がコロナ前の水準に回復し、コロナ禍で積みあがった貯蓄が取り崩され、対面サービスをはじめとする消費が大きく増加する。さらにコロナ禍を契機に加速したデジタル・トランスフォーメーションや各国の成長戦略が高成長を牽引する。

米国は、時限措置となっている個人所得減税が恒久化されることで、増税による景気の下振れが

回避され、高成長が継続する。加えて、「より良い復興法 (Build Back Better Act)」が成立し、社会保障が拡充されることも成長率を押し上げる要因となる。ユーロ圏は復興基金を呼び水に「グリーン」「デジタル」関連の投資が加速、脱炭素関連の技術革新やデジタル化により生産性が向上、早期の経済回復が実現し、潜在成長率も2%近くまで上昇する。中国は、内需主導型成長への転換を成功させ、今後10年間の平均成長率で5.6%を維持する。日本は、デジタル化などで新規技術が広範に活用されることなどで、より高い経済成長が実現される。米国の高成長を背景に内外金利差が拡大し、円安が進行することなども相まって、消費者物価上昇率は2025年度に2%に到達する。

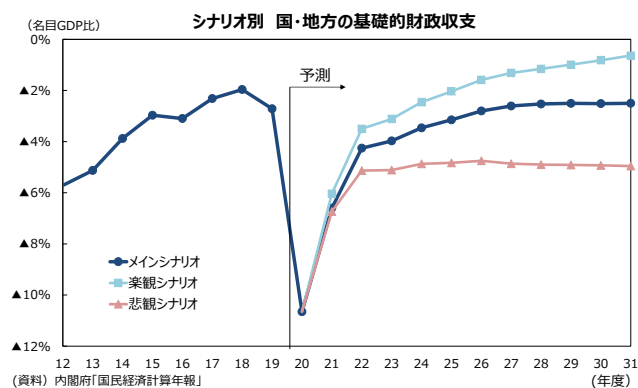
(悲観シナリオ)

悲観シナリオでは、新型コロナウイルスの変異による感染力拡大や強毒化を受けて、世界各地で再び医療崩壊リスクが高まり、再び厳しい封じ込め政策を講じる必要に迫られる。経済回復は腰折れし、感染症による経済活動への悪影響が長期化することで対面サービス産業の厳しい状態は続き、世界経済が低迷を続ける。コロナ禍が長期化することで政府債務や民間債務が過剰に積み上がり、生産性上昇に必要な投資を抑制してしまうなどの傷跡効果 (scarring effect) により潜在成長率も落ち込む。

米国では、再び経済活動が制限され、2022年には2年ぶりにマイナス成長へと転じる。中期的にも増税が成長の重しになり、今後10年間は1%程度の低成長が続く。また、新型コロナウイルスの感染拡大に対する責任追及により米中関係はさらに悪化、世界経済の低迷が続く。中国は新型コロナウイルスの感染拡大で経済活動を制限せざるを得ない状況が続くことに加えて、「改革開放」路線からの転換や規制強化の動きを成長軌道に乗せることができず、経済の原動力を失う事で10年後の成長率は1%台まで低下する。ユーロ圏では、行動規制の再強化や世界経済の低迷による、インバウンド消費を含めた外需の落ち込みが回復を阻害、中期的にも脱炭素移行に伴う生産コストの上昇などが成長率の抑制要因となり、今後10年間の成長率はメインシナリオを大きく下回る。日本は、「ロックダウン」などのより強力な行動規制の導入により、2022年度に再びマイナス成長となるほか、低成長からの脱出が困難となる。米金利低迷とリスクオフで円高が進行する。日本の消費者物価上昇率は予測期間中盤まで上昇しない状況が続き、今後10年間の平均で0.1%にとどまる。

(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2031年度までに基礎的財政収支の黒字化は達成されず、名目GDP比で▲2.5%の赤字が残るとしている。楽観シナリオでは、メインシナリオよりも経済が上振れし、名目GDP成長率が2022年度から2031年度までの10年間で平均2.7%とメインシナリオよりも0.8%高く、税収が伸びるなどの理由から、基礎的財政収支の赤字幅はメインシナリオよりも縮小するものの、2031



年度においても基礎的財政収支の黒字化は達成されず、名目GDP比で▲0.6%の赤字が残る。なお、楽観シナリオではメインシナリオに比べて金利が上昇するため、利払い費を含めた財政収支は基礎的財政収支ほどには改善しない。

一方、悲観シナリオでは、「ロックダウン」などの強力な行動規制の導入により経済が下振れし、予測期間を通じて「低成長率・低物価上昇率」が続くため、税収が伸びないことなどにより、2031年度の基礎的財政収支は名目GDP比で▲5.0%の赤字となり、予測期間内の基礎的財政収支の改善は極めて限定的となる。

(シナリオ別の金融市場見通し)

楽観シナリオでは、新型コロナウイルスの影響が早期に収束し、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時期が早まり、利上げ幅も拡大する。日本も物価上昇率が着実に高まり、2025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、2026年度からは順調な景気動向と物価上昇率の2%定着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2024年度までは比較的低位で推移するが、誘導目標が廃止される2025年度以降は利上げの段階的な実施や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）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利上げ早期化に伴う日米金利差拡大が大幅なドル高に繋がり、米利上げが打ち止めとなる2024年度には1ドル122円まで円安ドル高が進む。その後は日銀の出口戦略開始を受けて円高ドル安基調となるが、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。

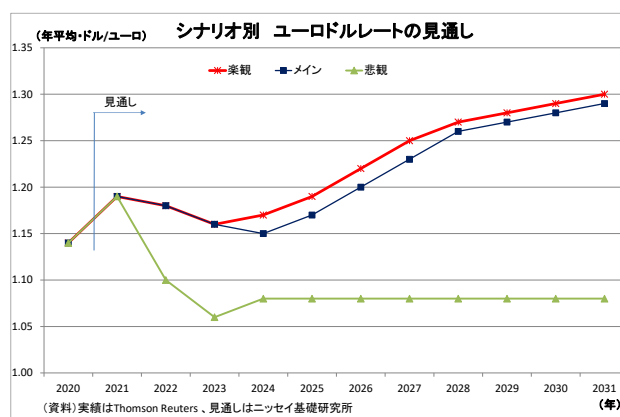
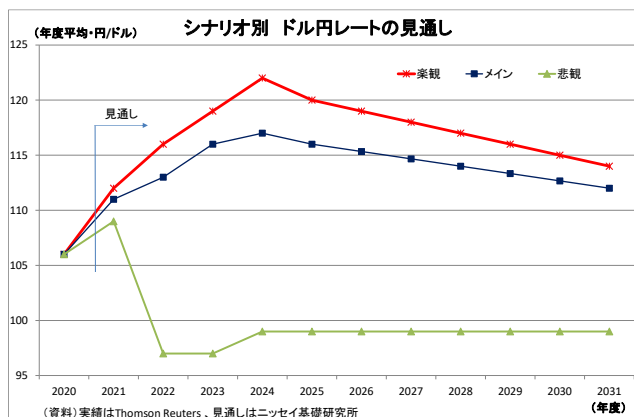
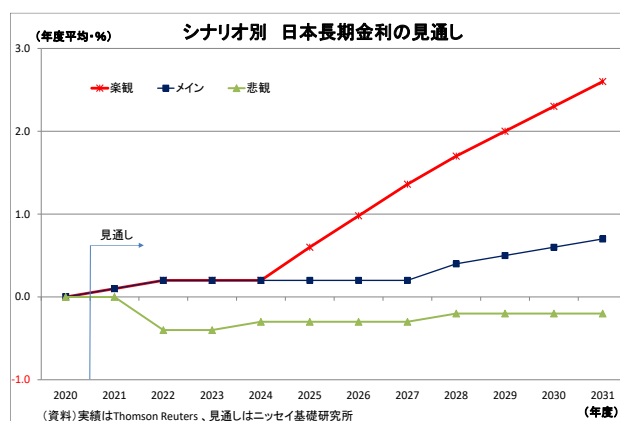
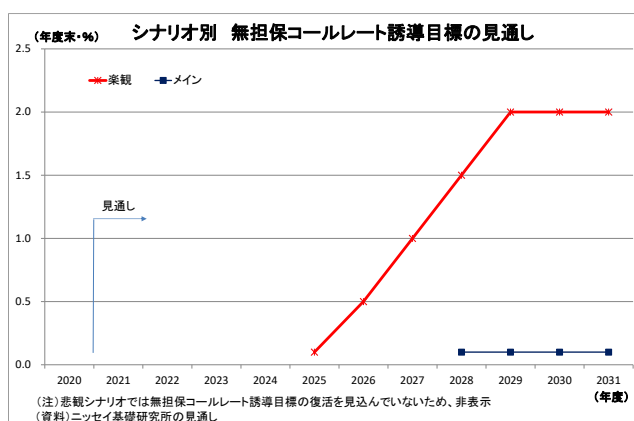
ユーロドルについては、期間を通じてリスク選好的なユーロ買いが入りやすいといううえ、EUの統合が進んでユーロの信認が高まっていくことから、米国の急ピッチな利上げが終了する予測期間中盤以降はメインシナリオよりもややユーロ高となり、予測期間末には1ユーロ1.30ドルまで上昇する。既述の通り、ドル円レートはメインシナリオよりも円安ドル高となるため、ユーロ円レートは大幅な円安ユーロ高となる。

悲観シナリオでは、変異株の発生などから新型コロナウイルスがなかなか収束せず、世界的に景気の低迷が続くため、米国では利上げが見送られ、政策金利は予測期間末にかけて現状の0.25%に据え置かれる。ユーロ圏も出口戦略に移れず、政策金利は長期にわたって現状のゼロ%に維持される。日本も物価の低迷が続くため、予測期間を通じて金融緩和が継続し、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▲0.4%まで低下し、過去最低を更新する。中盤以降は、米長期金利の底入れや日銀による副作用への配慮によって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続く。

ドル円レートについては、米景気の悪化と米金利の低下を受けてドルが売られるうえ、リスク回避的な円買いが入ることで、予測期間序盤に円高ドル安が進行し、2022年度にかけて1ドル97円まで円高が進む。以降は米長期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円を若干割り込んだ水準が続く。

ユーロドルレートに関しては、景気低迷に伴うECBによるマイナス金利の深堀りやリスク回避的な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1.06ドルまで低下し、その後も1.1ドルをやや下回る水準での低迷が続く。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、ユーロ円は序盤に1ユーロ103円まで急落し、その後も1ユーロ107円と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)

	2020年度実績	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	2030年度予測	2031年度予測	[年度平均値]	
													12-21	22-31
名目国内総支出(名目GDP) (兆円)	▲3.9 (536.6)	2.3 (548.9)	2.8 (564.3)	2.2 (576.4)	1.8 (586.8)	1.8 (597.5)	1.9 (608.9)	2.0 (621.3)	2.0 (633.7)	1.7 (644.5)	1.5 (654.4)	1.5 (664.4)	0.9	1.9
実質国内総支出(実質GDP)	▲4.4	3.1	2.0	1.6	1.1	1.1	1.0	1.0	1.0	0.8	0.7	0.7	0.6	1.1
国内需要	<▲3.8>	<2.5>	<1.9>	<1.5>	<1.2>	<1.2>	<1.1>	<1.1>	<1.0>	<0.8>	<0.9>	<0.8>	<0.6>	<1.2>
国内民間需要	<▲4.7>	<2.1>	<1.6>	<1.4>	<1.1>	<1.1>	<1.0>	<0.9>	<0.9>	<0.6>	<0.7>	<0.7>	<0.2>	<1.0>
民間最終消費支出	▲5.8	2.8	1.8	1.5	1.5	1.4	1.3	1.3	1.3	0.8	1.0	0.8	▲0.1	1.3
民間住宅投資	▲7.2	2.3	▲0.6	▲0.0	0.1	0.2	0.4	0.4	▲0.1	0.1	0.0	▲0.2	0.2	0.0
民間企業設備投資	▲6.8	4.3	3.6	3.7	1.9	1.8	1.5	1.5	1.1	1.0	1.3	1.3	1.4	1.9
国内公的需要	<0.9>	<0.4>	<0.3>	<0.1>	<0.1>	<0.1>	<0.1>	<0.2>	<0.1>	<0.1>	<0.1>	<0.1>	<0.4>	<0.1>
政府最終消費支出	3.4	2.2	1.1	0.3	0.3	0.5	0.5	0.7	0.4	0.5	0.5	0.4	1.6	0.5
公的固定資本形成	4.2	▲0.9	1.9	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8	0.6	0.6	0.5	0.5	1.2	0.8
財・サービスの純輸出	<▲0.6>	<0.7>	<0.1>	<0.0>	<▲0.1>	<▲0.1>	<▲0.1>	<▲0.1>	<▲0.0>	<0.1>	<▲0.1>	<▲0.1>	<0.0>	<▲0.1>
財・サービスの輸出	▲10.4	14.1	3.6	3.5	2.8	2.6	2.5	2.5	2.4	2.5	2.6	2.8	2.4	2.8
財・サービスの輸入	▲6.8	9.8	3.2	3.4	3.4	3.1	3.0	2.9	2.5	2.2	3.1	3.0	2.4	3.0
鉱工業生産	▲9.5	9.9	3.0	1.7	1.6	1.6	1.2	1.3	1.0	0.9	0.9	0.8	▲0.1	1.4
国内企業物価	▲1.4	5.1	1.2	1.0	1.2	1.2	1.5	1.5	1.8	1.7	1.7	1.8	0.6	1.5
消費者物価	▲0.2	▲0.1	0.6	0.8	0.9	1.1	1.3	1.5	1.6	1.4	1.3	1.3	0.5	1.2
消費者物価(生鮮食品を除く)	▲0.4	0.0	0.6	0.8	0.9	1.1	1.3	1.5	1.6	1.5	1.3	1.3	0.5	1.2
消費者物価(生鮮食品を除く) :消費税を除く	(▲0.9)	(0.0)	(0.6)	(0.8)	(0.9)	(1.1)	(1.3)	(1.5)	(1.6)	(1.5)	(1.3)	(1.3)	(0.2)	(1.2)
失業率(%)	2.9	3.0	2.9	2.8	2.8	2.8	2.8	2.9	2.8	2.8	2.7	2.6	3.1	2.8
経常収支(兆円)	18.3	17.2	17.5	16.7	14.8	12.7	10.2	7.8	4.7	1.2	▲3.4	▲8.2	15.1	7.4
(名目GDP比)	(3.4)	(3.1)	(3.1)	(2.9)	(2.5)	(2.1)	(1.7)	(1.3)	(0.7)	(0.2)	(▲0.5)	(▲1.2)	(2.8)	(1.3)
消費税率(%)	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	-	-
為替レート(円/ドル)	106	111	113	116	117	116	115	115	114	113	113	112	107	114
コールレート(誘導目標、%)	-	-	-	-	-	-	-	-	0.10	0.10	0.10	0.10	-	-
10年国債利回り(%)	0.0	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.4	0.4	0.5	0.6	0.7	0.2	0.3
原油価格(CIFドル/バレル)	43	73	76	77	78	79	80	81	82	83	84	85	72	81

(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

	2020年実績	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	2030年予測	2031年予測	年平均値	
													12-21	22-31
名目GDP(前年比%)	▲2.2	9.8	7.0	4.2	4.4	4.4	4.0	4.0	4.1	4.1	4.4	4.0	4.0	4.5
実質GDP(前年比%)	▲3.4	5.8	4.3	2.3	2.1	2.0	1.5	1.5	1.6	1.7	1.7	1.7	2.1	2.0
内需(寄与度%)	2.5	▲3.2	7.3	4.0	2.4	2.2	2.1	1.6	1.6	1.7	1.8	1.8	2.4	2.6
民間最終消費支出(前年比%)	2.2	▲3.8	8.1	4.4	2.8	2.4	2.3	2.0	1.9	1.9	1.9	1.9	2.3	3.0
固定資本形成(前年比%)	3.2	▲2.7	8.1	3.9	2.4	2.4	2.3	2.0	1.8	1.8	1.8	1.8	4.5	2.8
外需(寄与度%)	▲0.2	▲0.2	▲1.5	0.4	▲0.1	▲0.1	▲0.1	▲0.1	▲0.1	▲0.1	▲0.1	▲0.1	▲0.4	▲0.2
消費者物価(前年比%)	1.2	4.2	2.6	2.5	2.4	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	1.8	2.4
経常収支(名目GDP比)	▲2.9	▲3.5	▲2.9	▲2.8	▲2.7	▲2.6	▲2.6	▲2.6	▲2.5	▲2.4	▲2.4	▲2.3	▲2.4	▲2.6
FF目標金利(誘導目標上限、%)、末値	0.25	0.25	0.50	1.25	2.00	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	0.8	2.1
10年国債利回り(%)、平均	0.9	1.5	2.1	2.4	2.7	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.0	2.7

ユーロ圏経済の中期見通し

	2020年実績	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	2030年予測	2031年予測	年平均値	
													12-21	22-31
名目GDP(前年比%)	▲4.9	6.2	5.7	4.2	3.7	3.4	3.2	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	2.1	3.7
実質GDP(前年比%)	▲6.3	4.6	4.0	2.6	2.1	1.8	1.6	1.5	1.4	1.4	1.4	1.4	0.8	1.9
内需(寄与度%)	▲6.0	3.6	4.5	2.8	2.2	1.8	1.6	1.4	1.4	1.3	1.3	1.3	0.7	2.1
民間最終消費支出(前年比%)	▲7.9	3.2	5.7	2.5	2.1	1.8	1.6	1.5	1.4	1.3	1.3	1.3	0.3	2.1
固定資本形成(前年比%)	▲7.2	5.0	7.3	5.9	3.7	2.6	2.1	1.8	1.6	1.5	1.5	1.5	1.5	2.9
外需(寄与度%)	▲0.3	1.0	▲0.5	▲0.2	▲0.1	▲0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	▲0.0
消費者物価(前年比%)	0.2	2.1	1.7	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.8	1.8	1.9	1.9	1.2	1.7
経常収支(名目GDP比)	2.1	2.7	2.3	2.1	1.7	1.5	1.3	1.2	1.1	1.1	1.1	1.1	1.0	1.5
対ドル為替相場	1.14	1.19	1.18	1.16	1.15	1.17	1.20	1.23	1.28	1.27	1.29	1.29	1.19	1.22
対円為替相場	122	130	133	135	135	136	138	141	144	144	144	144	126	139
ECB市場介入金利(%)、末値	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.25	0.75	1.25	1.50	1.50	0.11	0.53
独10年国債利回り(%)、平均	▲0.5	▲0.4	▲0.3	▲0.2	▲0.1	0.0	0.4	0.8	1.3	1.8	2.0	2.0	0.5	0.8

中国経済の中期見通し

	2020年実績	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	2030年予測	2031年予測	[平均値]	
													12-21	22-31
名目GDP(前年比%)	3.0	9.0	7.2	7.1	7.0	7.0	6.6	5.8	5.3	4.8	4.3	3.8	8.5	5.9
実質GDP(前年比%)	2.3	8.0	5.3	5.1	5.0	5.0	4.6	3.8	3.3	2.8	2.3	1.8	6.7	3.9
消費者物価(前年比%)	2.5	1.0	1.9	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.1	2.0
1年定期金利(%)、末値	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.9	1.5
対ドル為替相場(基準値、年平均)	6.9	6.4	6.3	6.2	6.1	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.5	6.1

新興国の成長率見通し

	2020年実績	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	2030年予測	2031年予測	[平均値]	
													12-21	22-31
実質GDP(前年比%)	▲2.3	6.1	4.7	4.5	4.4	4.4	4.2	3.9	3.7	3.6	3.4	3.2	3.7	4.0
うち中国	2.3	8.0	5.3	5.1	5.0	5.0	4.6	3.8	3.3	2.8	2.3	1.8	6.7	3.9
うちインド	▲7.0	8.3	7.1	6.7	6.3	6.3	6.2	6.1	6.1	6.0	6.0	5.9	5.5	6.3
うちブラジル	▲4.1	4.8	3.0	2.7	2.5	2.3	2.2	2.1	2.1	2.0	2.0	1.9	0.5	2.3
うちロシア	▲3.0	3.5	2.7	2.5	2.0	1.7	1.5	1.4	1.3	1.3	1.2	1.2	1.2	1.7
うちASEAN4	▲4.4	3.4	5.2	5.2	4.7	4.6	4.5	4.4	4.3	4.3	4.2	4.2	3.9	4.5

(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)

	2020年度 実績	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	2030年度 予測	2031年度 予測	[年度平均値] 12-21	22-31
実質GDP(日本)	▲4.4	3.1	2.0	1.6	1.1	1.1	1.0	1.0	1.0	0.8	0.7	0.7	0.6	1.1
実質GDP(米国)	▲3.4	5.8	4.3	2.3	2.1	2.0	1.5	1.5	1.6	1.7	1.7	1.7	2.1	2.0
実質GDP(ユーロ圏)	▲6.3	4.6	4.0	2.6	2.1	1.8	1.6	1.5	1.4	1.4	1.4	1.4	0.8	1.9
実質GDP(中国)	2.3	8.0	5.3	5.1	5.0	5.0	4.6	3.8	3.3	2.8	2.3	1.8	6.7	3.9
コーレレート(誘導目標、年度末)	-	-	-	-	-	-	-	-	0.10	0.10	0.10	0.10	-	-
FF目標金利(年末)	0.25	0.25	0.50	1.25	2.00	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	0.8	2.1
ECB市場介入金利(年末)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.25	0.75	1.25	1.50	1.50	0.11	0.53
日10年国債利回り(年度平均)	0.0	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.4	0.5	0.6	0.7	0.2	0.3
米10年国債利回り(年平均)	0.9	1.5	2.1	2.4	2.7	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.0	2.7
独10年国債利回り(年平均)	▲0.5	▲0.4	▲0.3	▲0.2	▲0.1	0.0	0.4	0.8	1.3	1.8	2.0	2.0	0.5	0.8
円/ドル(年度平均)	106	111	113	116	117	116	115	115	114	113	113	112	107	114
ドル/ユーロ(年平均)	1.14	1.19	1.18	1.16	1.15	1.17	1.20	1.23	1.26	1.27	1.28	1.29	1.19	1.22
円/ユーロ(年平均)	122	130	133	135	135	136	138	141	144	144	144	144	126	139

(注) 米国、ユーロ圏、中国は暦年

(楽観シナリオ)

	2020年度 実績	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	2030年度 予測	2031年度 予測	[年度平均値] 12-21	22-31
実質GDP(日本)	▲4.4	4.0	3.6	2.0	1.7	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	0.7	1.8
実質GDP(米国)	▲3.4	6.1	5.4	2.9	2.4	2.2	1.8	1.8	1.9	2.0	2.0	2.0	2.1	2.4
実質GDP(ユーロ圏)	▲6.3	6.2	5.5	2.1	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.0	2.3
実質GDP(中国)	2.3	9.0	6.8	5.8	5.7	5.6	5.4	5.4	5.4	5.4	5.4	5.4	6.8	5.6
コーレレート(誘導目標、年度末)	-	-	-	-	-	0.10	0.50	1.00	1.50	2.00	2.00	2.00	-	-
FF目標金利(年末)	0.25	0.25	1.25	2.25	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	0.8	2.8
ECB市場介入金利(年末)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.50	1.00	1.50	2.00	2.00	2.00	2.00	0.11	1.10
日10年国債利回り(年度平均)	0.0	0.1	0.2	0.2	0.2	0.6	1.0	1.4	1.7	2.0	2.3	2.6	0.2	1.2
米10年国債利回り(年平均)	0.9	1.6	2.6	3.4	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7	2.0	3.6
独10年国債利回り(年平均)	▲0.5	▲0.2	0.1	0.3	0.9	1.5	2.1	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	0.5	1.9
円/ドル(年度平均)	106	112	116	119	122	120	119	118	117	116	115	114	107	118
ドル/ユーロ(年平均)	1.14	1.19	1.18	1.16	1.17	1.19	1.22	1.25	1.27	1.28	1.29	1.30	1.19	1.23
円/ユーロ(年平均)	122	130	136	138	143	143	145	148	149	148	148	148	126	145

(注) 米国、ユーロ圏、中国は暦年

(悲観シナリオ)

	2020年度 実績	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	2030年度 予測	2031年度 予測	[年度平均値] 12-21	22-31
実質GDP(日本)	▲4.4	2.5	▲0.5	0.7	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5	0.4
実質GDP(米国)	▲3.4	5.1	▲2.0	0.5	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	2.0	0.7
実質GDP(ユーロ圏)	▲6.3	4.0	0.1	0.8	1.3	1.3	1.2	1.1	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7	0.8
実質GDP(中国)	2.3	7.5	4.6	2.7	2.9	2.8	2.3	2.3	2.3	1.8	1.8	1.7	6.6	2.5
コーレレート(誘導目標、年度末)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
FF目標金利(年末)	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.8	0.3
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	0.11	0.00
日10年国債利回り(年度平均)	0.0	0.0	▲0.4	▲0.4	▲0.3	▲0.3	▲0.3	▲0.3	▲0.2	▲0.2	▲0.2	▲0.2	0.2	▲0.3
米10年国債利回り(年平均)	0.9	1.3	0.7	0.9	1.0	1.0	1.0	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	2.0	1.1
独10年国債利回り(年平均)	▲0.5	▲0.5	▲0.6	▲0.8	▲0.8	▲0.7	▲0.7	▲0.6	▲0.6	▲0.6	▲0.5	▲0.5	0.5	▲0.6
円/ドル(年度平均)	106	109	97	97	99	99	99	99	99	99	99	99	107	99
ドル/ユーロ(年平均)	1.14	1.19	1.10	1.06	1.08	1.08	1.08	1.08	1.08	1.08	1.08	1.08	1.19	1.08
円/ユーロ(年平均)	122	129	109	103	107	107	107	107	107	107	107	107	126	107

(注) 米国、ユーロ圏、中国は暦年

(総括・日本経済担当)

准主任研究員 山下 大輔 (やました だいすけ) (03) 3512-1831 d-yamashita@nli-research.co.jp

(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
 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)

上席エコノミスト 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
 准主任研究員 高山 武士 (たかやま たけし) (03) 3512-1818 takayama@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
 准主任研究員 高山 武士 (たかやま たけし) (03) 3512-1818 takayama@nli-research.co.jp
 研究員 助川 啓太 (すけがわ けいた) (03) 3512-1787 sukegawa@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はありません。