

Weekly
エコノミスト・
レター

中期経済見通し(2022～2032年度)

経済研究部
(03) 3512-1884

1. 世界の実質GDP成長率は、コロナ禍からの回復が進展する一方で、高インフレと金融引き締めの影響で2023年には2.8%まで減速することが見込まれる。その後も、少子高齢化を背景とした新興国の成長鈍化により、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。
2. 日本の2032年度までの10年間の実質GDP成長率は平均1.0%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、2022年度の2.5%から2023年度には1.1%まで低下し、その後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1.4%と予想する。
3. 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後半の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。

実質GDP成長率の推移



1. コロナ禍後、高インフレに直面する世界経済

(コロナ禍による影響は解消に向かう)

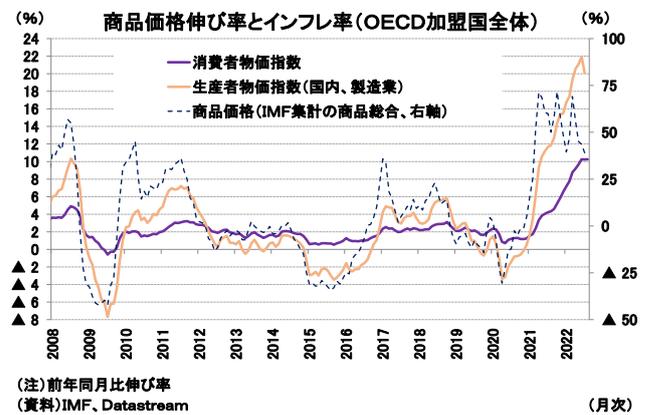
2020年、世界経済は新型コロナウイルスの感染拡大を抑制するための社会・経済活動の制限を導入したため、急停止を余儀なくされてきた。その後も断続的に感染の波が繰り返されてきたが、2021年以降はワクチンの普及やウイルスの変異によって、重症化率や致死率は低下し、今年に入ってから多くの国で感染予防を目的とした社会・経済活動の制限は廃止されている。コロナ禍以降に止まっていた国際間の「人の移動」も回復しつつあり、コロナ禍による経済への影響は着実に解消に向かっている。ただし、中国は例外であり、今年に入ってから感染が急拡大した上海を都市封鎖するなど経済活動の制限も辞さない姿勢を見せており、中国での活動制限は世界経済の減速要因となっている。

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は、今後もウイルスとの共生が続くことを前提にし、コロナ禍による経済活動への影響は中国を含めて解消されていくとしている。

(高インフレに直面する世界経済)

コロナ禍の経済への影響が解消に向かう一方で、商品価格の上昇によるコストプッシュ型のインフレや金融引き締めのため、世界経済には減速感が強まっている。

コロナ禍の最中からモノ需要の高まりや供給制約で世界的なインフレ圧力は強まりつつあったが、コロナ禍からの回復期にはエネルギーや労働の需要も高まり、そして今年2月にロシアがウクライナに侵攻したことで、エネルギー、穀物、金属といったロシア・ウクライナ産商品の供給不安も深刻化した。



G7を中心とした西側諸国は協調して厳しい経済・金融制裁を課し、経済（貿易）面では半導体などの戦略物資のロシアへの輸出停止とロシア産資源の輸入停止、金融面ではロシアの個人・企業・銀行（中銀含む）の資産凍結や一部銀行の国際決済網からの排除などを講じてきた。供給不安の一端となっているロシア・ウクライナ戦争と経済・金融制裁について、本稿の見通しのメインシナリオにおいては、現在講じられている制裁措置が継続されることを前提にしている。

高インフレを受けて、コロナ禍期間に講じてきた大規模な金融緩和・財政出動からの転換も進んでいる。とりわけ金融面では、物価の安定を責務とする各国中央銀行は金融引き締めを加速させ、

積極的な利上げが実施されている。一方、財政面については、コロナ禍で拡大した財政赤字の縮小や政府債務の削減を見据えつつも、各国で高騰する物価の影響を緩和する支援策が講じられている。

特に先進国では賃金の上昇圧力も強まっている米国で積極的に金融引き締めが進められていることから、新興国を中心として資金流出圧力の上昇や、債務負担の増加が懸念されている。多くの国の金融環境がタイト化するなかで、不良債権問題も懸念事項と言える。例えば、コロナ禍期間中には、低利・無担保といった企業にとって好条件な融資が増加したが、金融引き締めによって今後、資金繰りが困難となる可能性がある。

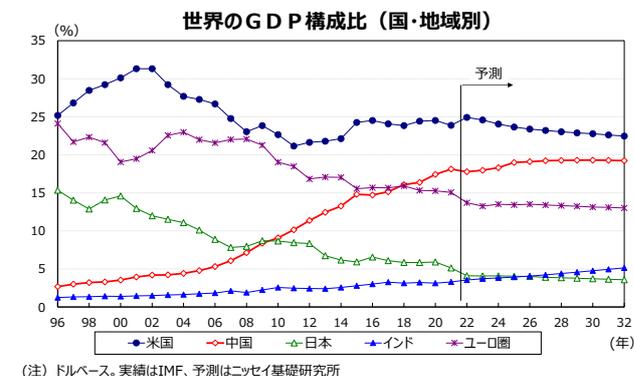
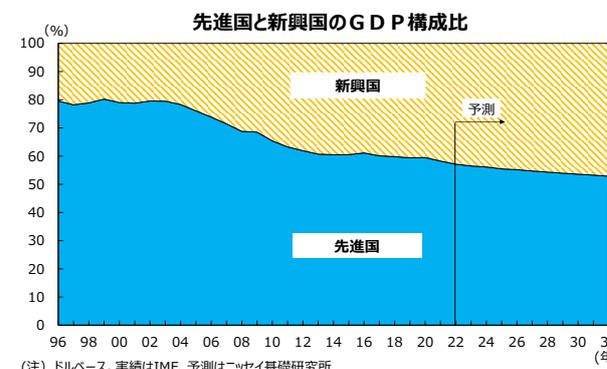
（高インフレで世界経済の成長率は減速）

世界経済はコロナ禍の影響を受け、2020年に▲3.1%と急減速、世界金融危機（2009年の▲0.1%）を大きく下回るマイナス成長となった後、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、6.1%の高成長となった。2022年以降はコロナ禍からの回復が進展する一方で、高インフレと金融引き締めの影響で2023年には2.8%まで減速するだろう。

その後はインフレ率の低下で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、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、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、新興国の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する。

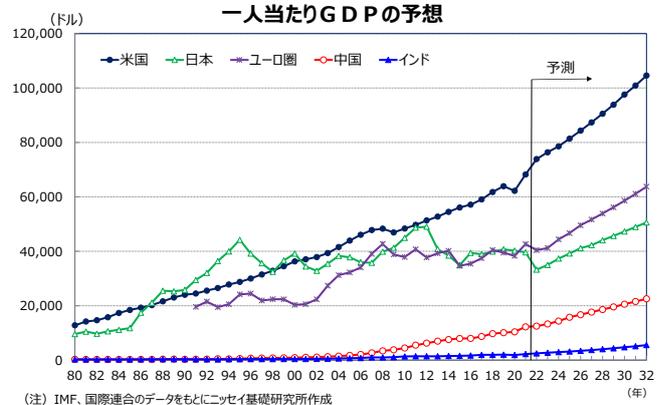
世界経済に占める新興国の割合（ドルベース）は2000年の20%程度から40%程度まで上昇している。新興国の成長率は今後緩やかに低下するものの、相対的には先進国よりも高い成長を続けることから、世界経済に占める新興国の割合は予測期間末の2032年には40%台後半まで高まるだろう。国別には、経済規模で世界第2位の中国の世界経済に占める割合が2018年には16%強まで増加し、ユーロ圏（15.9%）を上回った。予測期間前半には19%程度まで上昇すると予想されるが、予測期間後半にかけて中国の名目成長率が鈍化すること、元のドルに対する相場が横ばいにとどまることから、世界経済に占める中国の割合は限定的な上昇となり、予測期間中は米国の経済規模が中国を一



貫して上回ると見込まれる。

中国に次ぐ人口を抱えるインドについて、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。2026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。2021年の日本の一人当たりGDPは米国の6割弱の水準となり、2022年には円安の影響により4割強まで低下すると見込まれる。その後、為替レートは円高方向に推移すると想定しているが、今後10年間の日本の平均成長率は米国を下回ること



ことが予想されるため、予測期間後半には日本は米国の半分程度の水準で推移することとなるだろう。また、ユーロ圏と比較すると、2021年時点で日本の一人当たりGDPはユーロ圏の9割程度であるが、予測期間の平均成長率がユーロ圏を下回ることなどから、予測期間後半には8割程度となるだろう。

一方、日本のGDPの水準は2010年に中国に抜かれたが、一人当たりGDPで見れば2021年時点でも中国の3倍強となっている。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、2032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2021年時点では日本の5%強となっているが、10年後には10%強の水準まで上昇するだろう。

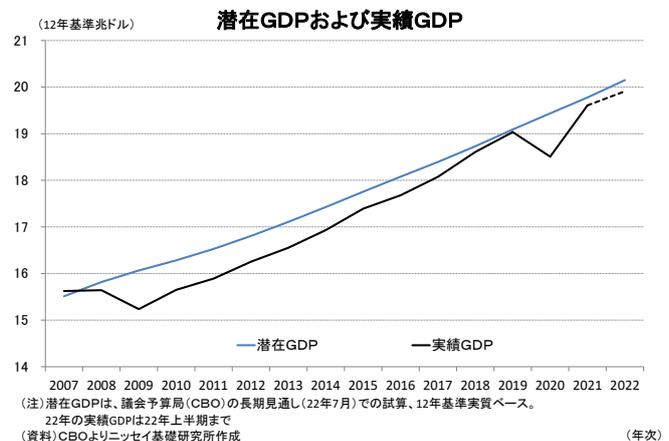
2. 海外経済の見通し

(米国経済—FRBによる金融引締めから、当面は潜在成長率を下回る成長が持続)

米国経済は新型コロナウイルス感染拡大の影響で2020年春先に大幅に落ち込み、2020年4-6月期の実質GDP成長率は前期比年率▲31.2%と戦後最大のマイナス幅となったほか、2020年通年でも前年比▲3.4%と2009年以来のマイナス成長となった。

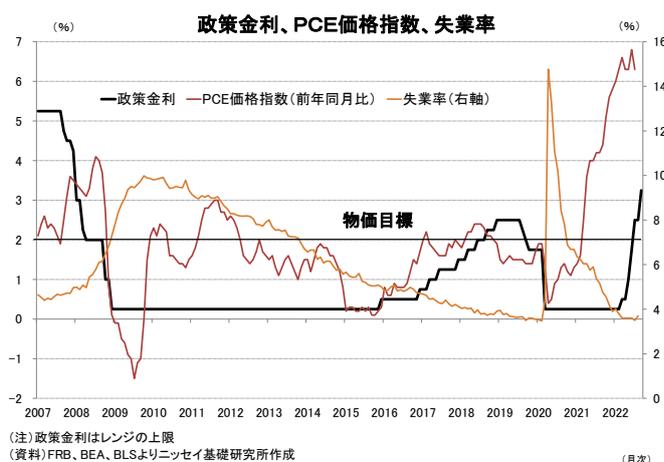
また、潜在GDPと実際のGDPとの乖離で示されるGDPギャップは、2019年には実際のGDPがほぼ潜在GDPの水準まで回復していたものの、経済の落ち込みに伴い2020年に乖離が大幅に拡大した。

もっとも、その後は新型コロナウイルス感染拡大後に実施された財政政策や金融政策の効果もあって、2008年の金融危機後の回復ペ



ースを上回るV字回復を果たした。実際に2020年の景気後退期間は僅か2ヵ月と記録が残る1854年以降で最短となったほか、2021年4-6月期には実質GDPの水準が早くも新型コロナ流行前(2019年10-12月期)を上回った。また、2021年の実質GDP成長率は前年比5.9%と1984年以来の高成長となった。

一方、景気回復に伴う需要増加に比べて、新型コロナウイルス感染拡大の影響を受けたサプライチェーンの混乱による供給制約などから、供給が需要を下回った結果、2021年の春先以降はインフレが顕著となった。さらに、2022年2月下旬のロシアによるウクライナ侵攻を背景としたエネルギーや食料品価格の高騰もあって、FRB(連邦準備制度理事会)が物価指標とするPCE価格指数は2022年6月に前年同月比7.0%と物価目標(2%)を大幅に上回り、およそ40年半ぶりの水準に上昇した。FRBはインフレが物価目標を大幅に上回る一方、失業率が3%台と過去50年で最も低い水準に低下していることもあって、2022年3月に政策金利の引き上げを開始した。その後は9月のFOMC(公開市場委員会)会合で3会合連続となる0.75%の利上げを実施するなど、合計3%の急激な引き上げを行った。また、FRBは2022年6月に量的緩和で拡大したバランスシートの縮小も開始した。



FRBは景気後退を招くとしてもインフレ抑制のために大幅な金融引締めを継続する姿勢を明確にしている。このため、2022年末から2023年にかけて景気後退は不可避の状況となっており、実質GDP成長率(前年比)は2022年に1.5%と前年から大幅に低下するほか、2023年は▲0.2%と小幅ながら2020年以来となるマイナス成長を見込む。2024年は1.2%とFRBが金融緩和に転じることもあって景気は持ち直すものの、2%程度とみられる潜在成長率を大幅に下回る成長に留まろう。

2026年まで金融緩和が継続される中で2025年には一時的に潜在成長率を小幅に上回る成長となろう。その後2026年から2032年にかけては成長率の平均が1.8%と潜在成長率並みの成長を予想する。米国では予測期間末にかけて潜在成長率の緩やかな低下が見込まれるものの、人口増加を背景に労働力人口は日本や欧州に比べて優位を保つことから、米国の潜在成長率は1%台後半と1%を下回る日本や1%台前半に留まる欧州に比べて高成長を維持しよう。

一方、消費者物価(前年比)は2022年が8.0%となった後、2023年も3.8%と高止まりするものの、2024年は2.4%に低下し、25年以降は2.3%とFRBの物価目標(PCE価格指数で2.0%、消費者物価で2.3%)に一致した水準で推移すると予想する。

米国では2022年11月に中間選挙が予定されている。バイデン大統領の支持率が低迷していることから、中間選挙では下院で共和党が過半数を確保し、上下院で多数政党の異なるねじれ議会となる可能性が指摘されており、与野党対立による政治の機能不全が懸念される。もっとも、中間選挙の結果如何にかかわらず、新型コロナウイルス感染拡大後の大型経済対策によって財政状況は大幅に悪化しており、当面は経済に大きな影響を与えるような大規模な経済対策などが実施される可能

性は低いだろう。

(ユーロ圏経済—「脱ロシア」に取り組む欧州経済)

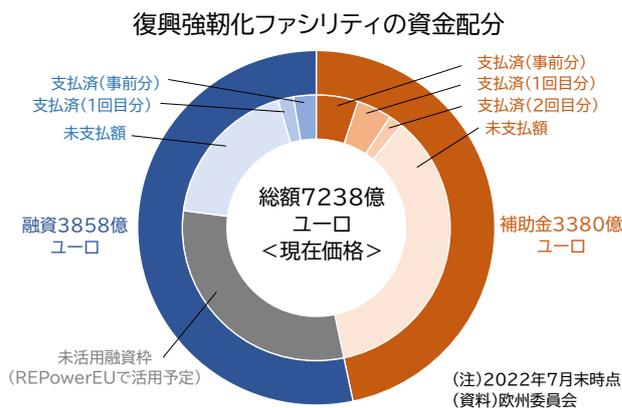
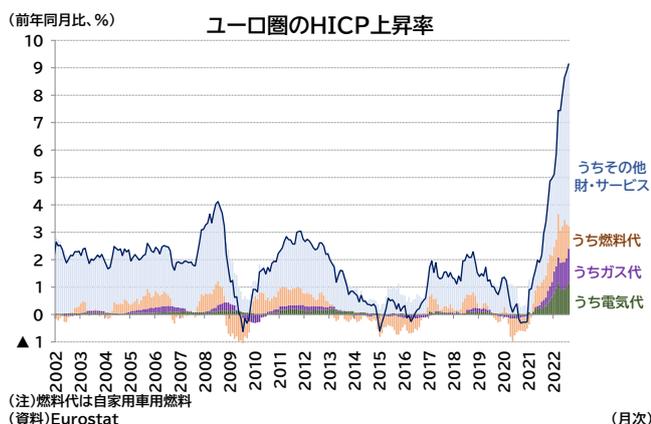
ユーロ圏経済は、世界金融危機と債務危機による景気後退期とその後の景気拡大期を経た後、2020年にコロナ禍で急停止した。しかし、ワクチン接種の進展などを背景に正常化が進み、観光関連産業などコロナ禍による被害の大きかった産業も2022年半ばにはほぼコロナ禍前の活動水準に戻っている。雇用環境も失業率が6%台半ばまで低下し、ユーロ圏発足以来の低さを記録している。

一方、2022年2月のロシアによるウクライナ侵攻は、ユーロ圏経済にとって大きな転換点となった。欧州はエネルギー調達が多様化など「脱ロシア」を目指しているが、これまでロシアへの依存度が高かっただけに、域内経済に及ぶ下押し圧力も大きい。足もとでは短期的な代替調達が難しいロシア産のガス供給が急減しているため、ガス不足懸念が高まり、エネルギー価格が高騰している。今年後半から2023年にかけての高インフレと景気悪化は避けられないだろう。一方、短期的な痛みを伴いつつも「脱ロシア」を達成できれば、経済的に自律し安定した成長への道が開ける。メインシナリオでは、中期的には「脱ロシア」の達成とともに脱炭素・デジタル社会への移行が円滑に進められると想定している。

実質成長率は、ガス不足と高インフレで2023年にはマイナス成長に転じる見通しである。2024年以降は「脱ロシア」によるマイナスの影響が解消される形で1.3%前後と潜在成長率並みの成長ペースに回復するものの、2023-2032年の平均成長率は1.1%となり2013-2022年の平均成長率(1.3%)をやや下回る緩やかな成長になると見られる。

経常収支も2022・2023年にはエネルギー価格高騰の影響で赤字に転落すると見られる。その後、2024年以降はエネルギー価格の低下や脱炭素化といった産業構造の転換が進展することで経常黒字に転換し、再び経済成長に合わせる形で黒字幅が拡大することが期待される。

2021年7月以降、インフレ率はECB(欧州中央銀行)の目標とする2%を超える伸び率で加速を続けている。ECBは金融緩和から引き締めへ急転換し、今年7月には量的緩和策の終了とマイナス金利政策からの脱却、さらに9月には初の0.75%の積極利上げに踏み切っている。



ECBは積極的な金融引き締めでインフレ鎮静化に向けた取り組みを続ける姿勢を強調しているが、**エネルギー危機を克服してインフレ率がECBの目標である2%まで低下するのは2024年入り後と見られる。そのため、ECBは2023年末までに政策金利を3%超の水準まで引き上げ、当**

面は金融引き締め環境が継続すると予想している。中立金利水準である 1%台半ばに向けて政策金利の引き下げが開始されるのは、インフレ率の 2%目標達成が視野に入る 2024 年後半からと見ている。

財政面では、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）はコロナ禍を期に運用が一時停止された後、短期的にはエネルギー危機に対応するために 2023 年末までの再開を見送っている。危機克服に目途がつく 2024 年以降は、財政健全化への動きが本格化すると見られるが、その際には既存のルールの問題点を改良し、緊縮財政による成長阻害が回避されるような「新しい財政ルール」が定められると期待される。また見通し期間前半は 2021-2027 年の中期予算枠組みの一部となっているコロナ禍からの復興基金も財政面で経済を下支えするだろう。基金の中核である 7,238 億ユーロ規模の復興強靱化ファシリティの資金が順次配分され、合わせて民間投資も促されることが経済成長を下支えするものと見られる。

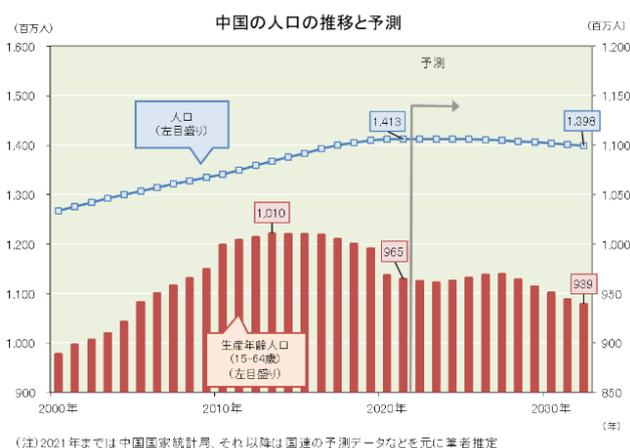
復興強靱化ファシリティは、欧州の成長戦略である「グリーン」「デジタル」を進める財源でもあり、約 40%がグリーン、約 26%がデジタル関連で利用される計画である。また「脱ロシア」に向けた「REPowerEU」計画でもこの資金が活用される。「REPowerEU」は「グリーン」の目標である 2030 年の温室効果ガス 55%削減と 2050 年の気候中立に向けた政策を土台に、「省エネルギー」「エネルギー調達先の多様化」「再生エネルギー移行の推進」とこれらを実現するための「投資拡大」を目指す計画で、エネルギー危機の克服に寄与することが期待される。

コロナ禍の影響は加盟国間で異なったが、欧州は結束して短期的には雇用維持と資金繰り支援、中長期的には復興基金の稼働を実現させ、着実な回復を進めてきた。エネルギー危機の影響も加盟国には非対称に及ぶが、欧州が結束して、ガスや電力の域内融通やそのためのインフラ構築、エネルギーの卸売価格の安定化、雇用や産業支援といった課題に取り組み、域内格差を埋めつつ、協調して危機を克服できるかが、「脱ロシア」の達成スピードとその後の成長力を左右するだろう。

（中国経済—10 年後の中国経済は 2%台の成長率に）

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



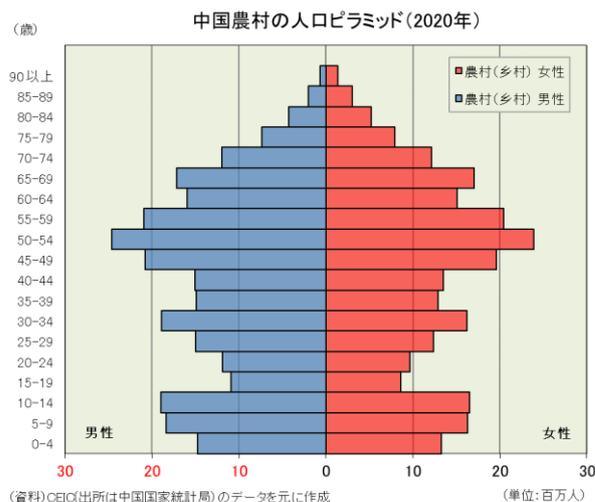
など多くの問題が生じたが、農民工の待遇改善、中小型都市の開発、環境問題に配慮した都市化など質を重視した“新型都市化”を推進することで、より持続性の高い都市化の進展が期待できる。農村には待機する若者が多く居るからだ。そして、中国の都市化率（総人口に占める都市人口の比率）は2021年時点で64.7%と日本や韓国などと比べて低いことを勘案すれば、10年後には70%台まで都市化が進むだろう。

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。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（COVID-19）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、2021年末の政府債務残高は対GDPで72.2%（2019年末は57.6%）に達し、一般企業（非金融）の債務残高も152.8%（2019年末は150.1%）と高止まりしている。しかし、将来を見渡すと、財政面では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、金融面でも製造業・不動産が抱える過剰債務の解消に向けて債務圧縮（デレバレッジ）を進める必要があるため、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、2032年の中国経済は一人当たりGDPが2万ドルを超えるとともに、経済成長率は2%台に低下するだろう。

（新興国経済—ブロック化する世界のなかで成長を模索）

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、資源ブームの終焉などによって低迷した後、2016年頃以降は景気の拡大局面も経験した。2020年に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、ワクチン接種は先進国より遅れたものの、段階的に経済正常化の動きが進められた。現在では先進国同様にコロナ禍が経済に及ぼす影響はほぼ解消している。

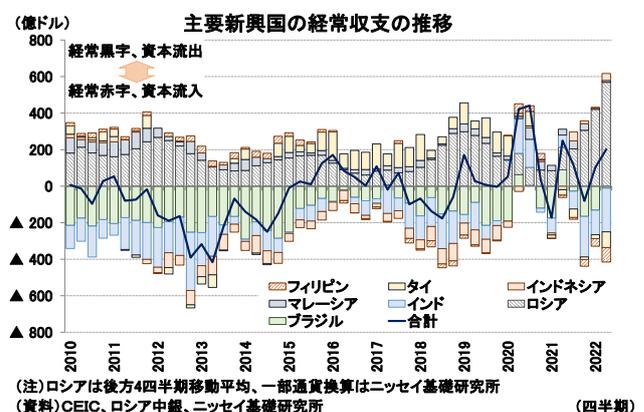
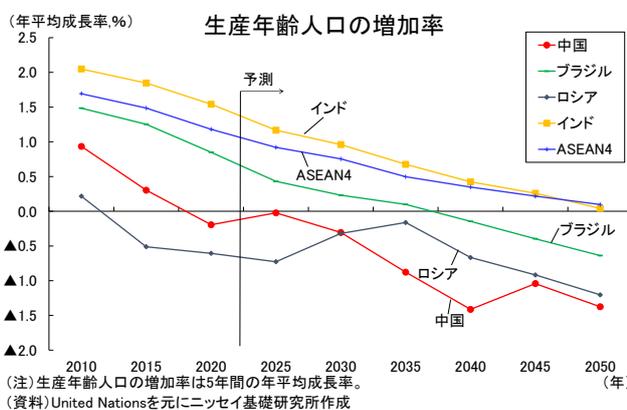
足もとの商品価格の高騰による影響は資源国か否かでバラツキが見られる。産油国や穀物・鉱物資源の豊富な国は、商品価格の高騰による恩恵を受けやすい一方、特にエネルギー自給率の低い国では交易条件悪化によって所得流出圧力が高まっている。

ロシア・ウクライナ戦争に関して、主要新興国では中立的な立場を保っている国が多い。G20（EUを含む）の新興国のうち、制裁に参加しロシアの「非友好国・地域」に認定されている国はEU加盟国の新興国のみである。

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が鈍化するため、「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。ただし、高齢化により自国の貯蓄率が高まりにくい国では、外部からの資本流入をどれだけ促せるかが重要な要因となるが、短期的には米国をはじめとした金融引き締めの一環により、投資資金の流入が見込みにくい。当面は経常赤字や財政赤字国中心に資金のファイナンスが難しくなることから成長率が下押しされる状況が続くと見られる。

また、ロシアのウクライナ侵攻を経て、今後は経済安全保障の観点からグローバル化は停滞し、ブロック化していく可能性が高い。中国に代わり、他の新興国がモノの生産地としての魅力を高める可能性もあるが、貿易促進や投資資金の呼び込みには、政府主導の投資環境整備や規制改革に加えて、これまで以上に相手国との政治的な関係性が重要となるだろう。

新興国（中国を含む）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%台半ば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たが、早期にワクチン接種を進め、経済の回復が進んできた。しかし2021年後半からは天候不順や世界的エネルギー価格の高騰により高インフレに見舞われ、中央銀行がインフレ抑制のための利上げを加速してきたことが成長率の減速要因となっている。

財政面では、10月の大統領選を控えて、低所得者への支援強化やインフレ対策としての燃料やエネルギーへの減税を講じ拡張的な財政支出を実施しているため、経済は下支えされている。ブラジルは資源国であり商品価格の上昇が財政収入にプラスに寄与しているため、財政収支の悪化を限定的に抑えることができている。

2019年に誕生したボルソナロ政権は、年金改革を軸とする財政再建、税制改正、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たがコロナ禍によって改革は停滞した。本稿のメインシナリオでは、10月の大統領選挙で、左派のルラ元大統領が勝利することを前提にしており、今後は社会保障の拡充などが加速する一方で、構造改革路線は後退すると見込んでいる。

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り、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、当面は世界的な金融引き締め局面が続くため海外からの資本流入は活性化しにくい。また、憲法で規定している歳出上限の撤廃などを公約とするルラ政権のもとで緩和的な財政スタンスが取られると想定されるため、海外投資家の資金流入意欲にはマイナスに働くだろう。そのため、投資環境の改善は非常に緩慢なものになるだろう。

ブラジルの成長率は、2022年には2%を超える成長率を記録するものの、2023年にはゼロ%台まで低下した後、潜在成長率である1%台後半の成長率に復していくと予想する。ただし、穀物生産や水力発電が盛んな同国では、天候に成長が左右されるボラティリティの高い状況が続くと見られる。

ロシアは、コロナ禍後には原油安で成長率が減速したが、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から経済への影響は相対的に軽微だった。しかし今年2月にウクライナ侵攻を実施し、西側諸国から経済・金融制裁を課されたことで経済環境が大きく変化した。

制裁により貿易面では半導体などの戦略物資が西側諸国から調達できなくなり、西側諸国への資源輸出も急速に縮小している。金融面ではロシアの個人・企業・銀行（中銀含む）の資産が凍結され、一部銀行は国際決済網から排除された。西側諸国との貿易・金融取引が縮小し、とりわけ輸入品にも価格上昇が生じているため、インフレ率は2桁台の伸び率が続き、実体経済にもマイナスの影響が及んでいる。また、外資系企業の事業停止や撤退は中長期的な視点で見た蓄積資本の質の劣化や技術進歩の停滞を通じた潜在成長力の低下要因になる。インドや中国といった新興国との経済関係は維持される見込みだが、ハイテク製品や技術の流入は細るだろう。

資本の劣化や技術進歩の停滞によって、ロシアでは成長の原動力である化石燃料生産の維持や、中長期的な国家目標である生活環境改善、経済成長の促進、デジタル・トランスフォーメーションの推進のほか、水素エネルギー開発といった脱炭素移行の達成が困難になると見られる。

戦争に関連して、ロシア国内では部分的な予備役の動員も開始されており、すでに労働力人口が減るなかで人口流入も大きく低下すると見込まれる。これも潜在的な成長力を削ぐだろう。

現時点ではロシア国内の政治体制は安定しているが、中期的に西側諸国からの制裁が緩和される

ことも期待できない。ロシアの成長率は2022・2023年に2年連続でマイナス成長を記録した後、1%を割り込む潜在成長率で推移すると予想している。戦争前の2012～2021年の10年間では平均1.3%の成長を達成していたが、今後の成長率は戦争前の伸び率を大幅に下回ることが予想される。

インドは、2020年以降のコロナ禍で感染拡大を繰り返し、インド政府が感染対策として厳しい都市封鎖を実施したため経済活動が停滞、2020年にはおよそ40年ぶりのマイナス成長に陥ったが、2021年後半からワクチン接種や自然感染による免疫の獲得が進むなか、ウィズコロナ下の経済回復が続いている。しかし、足元では国際商品市況の高騰によりインフレが加速すると共に、米国の金利上昇を受けて資金流出や自国通貨安が進行、インド準備銀行（中央銀行）は物価と通貨の安定に向けて積極的な利上げに踏み切っている。景気減速懸念が強まっているが、コロナ禍で財政状況が悪化したため財政政策による景気の押し上げは期待しにくい状況にある。

潜在成長力は、2023年に中国を上回って世界一となる人口の増加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。資本投入は、短期的には先進国の金融引き締めを受けて海外からの投資資金の流入が鈍化した後、旺盛な消費市場やインフラ投資需要、デジタル化への対応などから投資が勢いを取り戻すようになるとみられる。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、ICTの活用が物的資本ストックの蓄積の遅れをカバーすることによって生産性向上を促すと考えられる。

インド政府は政権発足時から「メイク・イン・インド」のスローガンを掲げ、製造業の品質向上と輸出拡大に取り組んできたが、土地や労働に関する改革の遅れ、不良債権問題などにより資本投入が盛り上がり欠ける状況が続いたため、製造業を中心とした力強い成長を実現できなかった。しかし、政府はコロナ禍で新たに「自立したインド」のスローガンを打ち出し、生産連動型インセンティブ（PLI）スキームや輸入規制を通じて製造業政策の挺入れを図ると同時に、中国への経済依存度を引き下げようとしている。これまで大胆なインセンティブの供与に消極的だったインド政府の変化に呼応して製造業の設備投資が活発化し始めており、今後は中国に代わる製造拠点として企業の注目が集まるものとみられる。また今後も中国経済の成長鈍化が進むなか、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だろう。

インドの成長率は、コロナ禍からの経済正常化の過程における回復の勢いが一服すると共に、高インフレと高金利が景気の足かせとなり、2023年に一時6%程度まで減速した後、2024年に6%台半ばまで回復、予測期間末にかけて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て厳しい経済状況が続いたが、現在はワクチン接種の進展などから感染状況が落ち着き、各種行動制限の解除と入国規制の緩和による経済の正常化が進んでおり、景気は回復傾向にある。しかし、足元では国際商品市況の高騰によってインフレが加速すると共に、米国の金融引き締め策に追随する形で各国中央銀行が積極的な利上げに舵を切っている。資源輸出国であるマレーシアとインドネシアは商品価格の高騰による恩恵を受けやすい面もあるが、インドネシ

アでは財政負担増大への対処として今年9月に補助金対象の燃料価格を3割引き上げたためインフレ懸念が台頭するなど悪影響を防ぎきれなくなっている。こうした物価上昇や金融引き締めにより2022年後半は各国景気の回復基調が腰折れする懸念が強まっている。

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よう。資本投入は、短期的にはコロナ禍で遅れていたインフラ整備計画の加速が見込まれる一方、先進国の金融引き締めを受けて海外からの投資資金の流入が鈍化するだろう。その後は米中摩擦やアフターコロナにおいてサプライチェーン上のリスク分散・低減に向けた調達先の多元化などを図る企業の投資が勢いを取り戻していくとみられ、中国からASEANへの生産移管は着実に進展するだろう。今後の財政再建による経済のファンダメンタルズの改善も投資環境の向上に繋がる。労働生産性は都市化の進展、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。

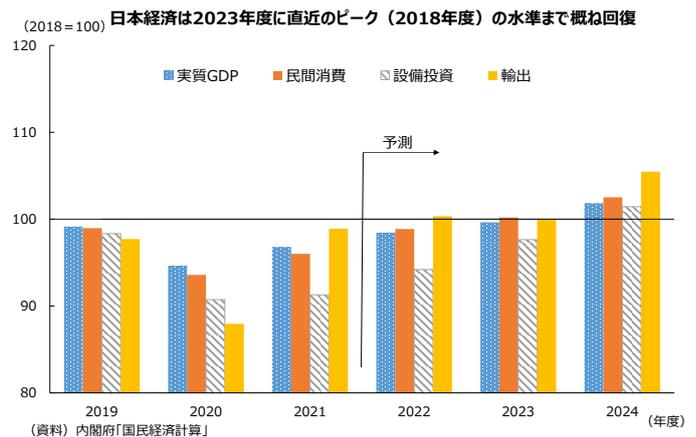
これまでASEANはASEAN経済共同体(AEC)を2015年末に発足させるなど域内の結束強化を進めており、東アジア地域包括的経済連携(RCEP)協定ではASEANが東アジア貿易の中心地として地位を向上させることが期待される。しかし、2021年にミャンマーで国軍によるクーデターが発生し、現在は事態収拾に向けて仲介を試みるASEANと国軍が強硬姿勢を続けるミャンマーの溝が深まると共に、国際社会の非難を浴びるミャンマーに対して中国とロシアが接近している。既にASEAN加盟国間では米中摩擦の狭間で利害対立が生じているなか、今後特定国の影響力が更に大きくなるとASEANの結束を弱めかねない。結果として域内外との経済協力の動きが後退すれば、これまで結束力を高めることで市場や生産拠点としての魅力を高めてきたASEANにとって投資の逆風となるだろう。

ASEAN4の成長率は、物価高と金利高の影響や海外経済の減速による輸出の鈍化により2023年に4%台後半まで低下した後、予測期間末にかけて潜在成長率の低下に沿う形で4%程度まで緩やかに低下するが、新興国のなかでは比較的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

(2023年度に、実質GDPはコロナ前ピーク(2018年度)の水準まで概ね回復)

2019年度末に始まった新型コロナウイルス感染症の感染拡大によって、2020年度の実質GDPが過去最大のマイナス成長率を記録するなど、日本経済は大きなダメージを受けた。しかし、ワクチンの普及などから、感染の重症化リスクが低下したことにより、新規感染者数の増加にも関わらず、経済活動の制限の必要性が低下した。2022年夏の感染急拡大(いわゆる「第7波」)においては、新規感染者数は過去最多を更新したものの、政府は、緊急事態宣言やまん延防止等重点措置といった経済活動の制限措置を実施しなかった。引き続き自粛の動きはみられたものの、これまでに大きく落ち込んだ飲食や旅行といった対面型サービスを中心に、消費の回復基調は維持された。ウイルスが強毒化し、経済活動の制限措置が必要となる状況が再び生じない限り、「ウィズコロナ」が進展し、新型コロナウイルス感染症の経済への影響は更に小さくなっていくだろう。



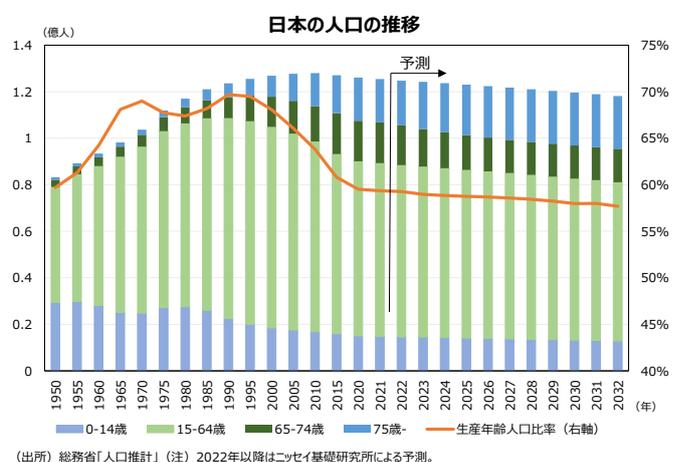
2023年度までの短期的な見通しとしては、高水準の家計貯蓄を背景として民間消費主導の回復が今後も続くだろう。また、企業収益の好調さを背景とした設備投資の増加も見込まれる。他方、米国がマイナス成長に陥るリスクが高まるなど、海外経済の低迷により、輸出が低迷する可能性は高いだろう。**2023年度には、実質GDPがコロナ前ピーク(2018年度)の水準まで概ね回復する。**

(進む生産年齢人口の減少と労働力人口の見通し)

コロナ禍には終わりが見えつつある。他方、コロナ前から続く日本の構造的な問題はコロナ後も残り続ける。少子高齢化による人口動態はその最たるものだ。

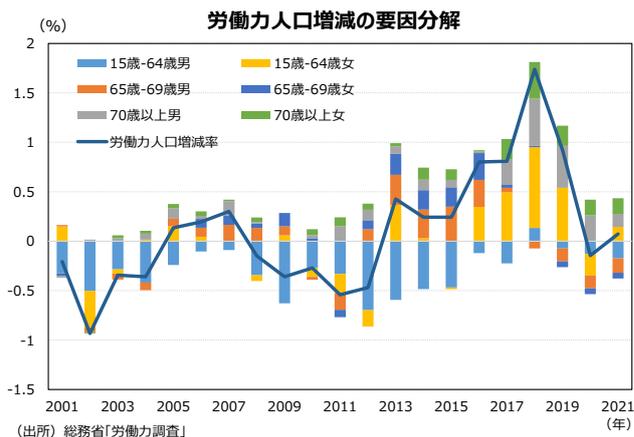
日本の生産年齢人口(15-64歳人口)は、1995年の8,726万人をピークに減少を続けてきた。2012年から2021年までの10年間でみても、生産年齢人口は560万人程度減少した。これは2012年の生産年齢人口の約7%に相当する。今後も生産年齢人口の減少は継続し、予測期間内には7,000万人を割り込むと予想される。

生産活動の側面でもより重要となるのは労働市場への参加人口を示す労働力人口であり、就業者数である。生産年齢人口の減少は、少子化の帰結であり、労働力人口の減少要因となる。生産年齢人口に65歳以上人口を加えた15歳以上人口は2011年まで上昇を続けた。他方、労働力人口は、1998年の6,793万人をピーク

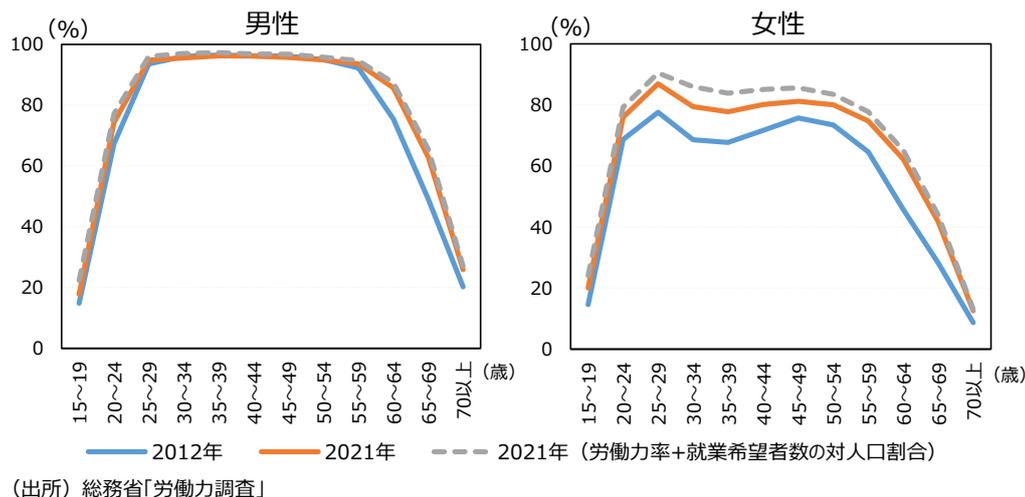


に減少に転じたが、アベノミクスが開始された2013年からコロナ前の2019年まで増加が継続した。2012年から2021年までの10年間で労働力人口は342万人増加した（2012年の労働力人口の約5%に相当）。

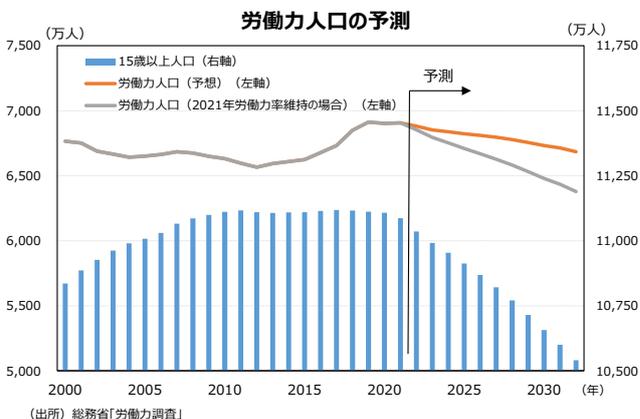
労働力人口が増加した要因は女性と高齢者の労働参加が増加したためだ。女性の労働力人口は、2012年から2021年までの10年間で311万人増加し、労働力率は、48.2%から53.5%まで上昇した。各年代の労働力率をみても、かつては顕著であった「M字カーブ」が台形に近づきつつある。また、65歳以上の労働力人口（男女）は、同じ10年間で316万人増加し、労働力率は19.9%から25.6%まで上昇した。内訳でみると、65歳から69歳までの労働力率は2012年の38.2%から2021年の51.7%まで上昇した。



年齢階級別労働力率の変化



今後も女性や高齢者の労働力率の上昇は続くだろう。労働力調査における2021年の非労働力人口のうち、就業希望者は男性が82万人に対して、女性はその2倍の171万人であった。また、65歳以上の就業希望者（男女計）は41万人存在した。人手不足が盛んに言われる現状を踏まえれば、就業希望者が労働参加する可能性は高いと言えるだろう。加えて、現段階で就業を希望しておらず、非労働力人口と分類されている人の中にも、やがて就業を希望する場合も増えていく可能性がある。また、コロナ禍に普及したテレワークをはじめとした働き方の多様化・柔軟化は、育児・介護等に直面した際の就業継続をより可



能にする方向で寄与すると見込まれる。

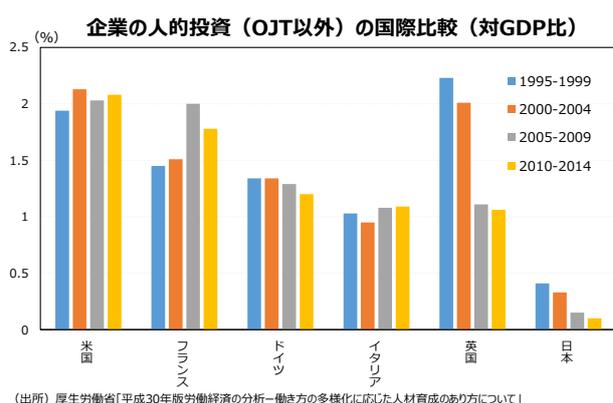
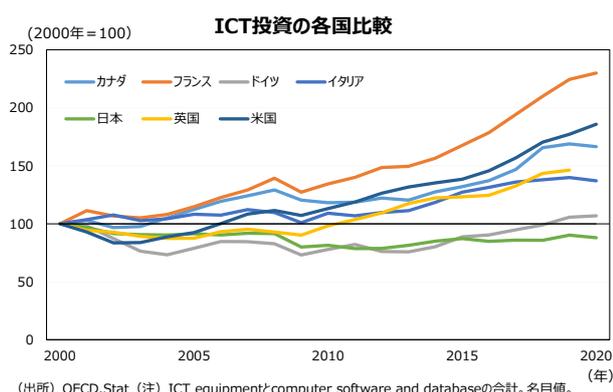
今回の見通しでは、これらを勘案し、各年代の労働力率が上昇することを前提として、労働力人口の推移を想定した。ただし、労働力率の上昇を前提としても、労働力人口の減少は避けられそうにないが、労働力人口の減少ペースは労働力率が上昇しない場合と比べてより緩やかとなる。

（今後 10 年間の実質 GDP 成長率は平均 1.0%を予想）

労働力人口の減少は、供給面からみて生産可能な実質 GDP（潜在 GDP）の低下圧力となる。直観的にいえば、実質 GDP は就業者一人ひとりが生み出した付加価値の総和であるから、仮に一人当たりが生み出す付加価値が同じであれば、労働力人口や就業者数の減少は、生産可能な実質 GDP を減少させることとなる。

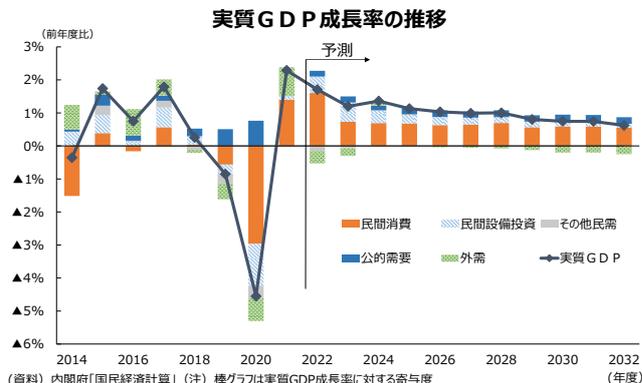
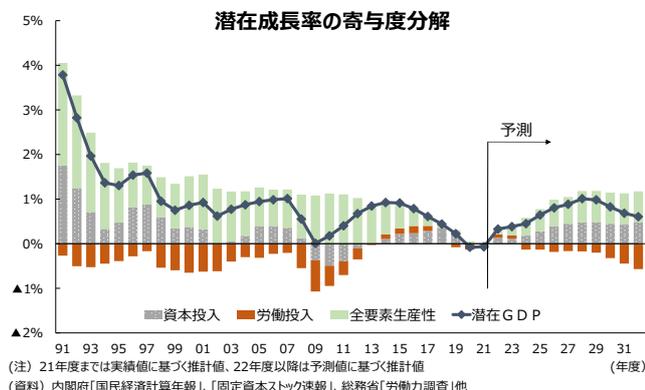
潜在 GDP は、労働と資本の平均的な稼働率で生産可能と考えられる生産額であり、その成長率（潜在成長率）は中長期的な成長率を考える上で一つの指針となる。実現可能な供給能力を超えた生産を中長期的に継続するのは難しく、実際に観測される実質 GDP は潜在 GDP に近づくと考えられ、実質 GDP 成長率は潜在成長率に近づくことになるだろう。

今回の見通しでは上述のように労働力率の上昇を前提としているが、それに加えて、予測期間内に生産性向上のための設備や人材への投資が実施されることを想定した。コロナ禍で浮き彫りとなったことの 1 つにデジタル化の遅れがある。日本は IT 投資が各国に比べて少ない状況にあるが、労働力人口の減少により、企業が人手不足により直面するようになれば、デジタル化などの省力化への投資や人材投資に積極的になることを迫られるだろう。菅政権によるデジタル庁の創設や、岸田政権の「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画」に含まれる DX（デジタル・トランスフォーメーション）への投資や「人への投資」促進など、政府の政策的な後押しにも支えられて、今後の日本のデジタル関連の投資や人材投資は加速することが期待される。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となれば、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、新規技術を活用した生産性向上のための設備・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見込んだ。ただし、2020年代後半以降は、労働力人口の減少幅の拡大から、潜在成長率は若干低下するだろう。

この結果、予測期間（2023年度～2032年度）の実質GDP成長率の平均は1.0%になると予想する。



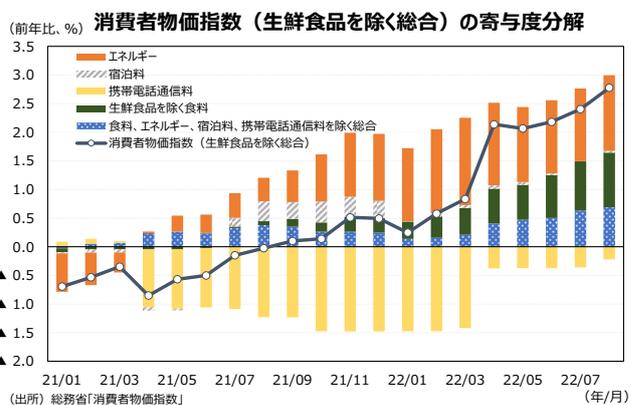
（今後10年間の消費者物価上昇率は平均1.4%を予想）

2022年度に入り、消費者物価指数（生鮮食品を除く総合）は、前年同月比で2%を超える上昇を続けている。その背景には、2021年以降の原油等の資源価格の高騰やこのところの円安を受けたエネルギー価格の上昇がある。

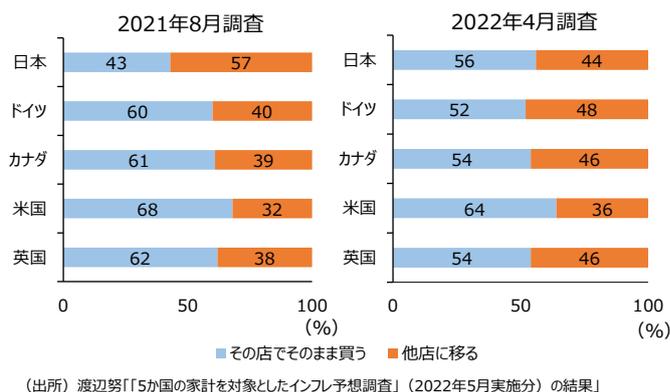
また、足元では食料品を中心に、原材料価格の高騰による生産コストの増加を価格に転嫁する動きがみられている。他国に比べ、消費者の値上げへの抵抗感が強いことが生産者の価格転嫁を難しくしてきたとみられるが、今回の物価上昇の局面では値上げをやむを得ないと考える消費者が増えたとの調査もある。また、消費者物価指数の調査対象522品目（生鮮食品を除く）を前年比で上昇した品目と下落した品目に分けてみると、上昇品目の割合は上昇傾向にあり、今回の物価上昇は裾野の広がりを持ったものとなっていることから、食料品を中心に消費者物価の上昇基調は続くと思込まれる。

今後、原油価格は上昇ペースが鈍化し、為替レートも緩やかな円高に進むと思込まれることから、2023年度以降には消費者物価上昇率は徐々に鈍化するだろう。

他方、需給バランスによる影響を考えると、足元ではGDPギャップは依然としてマイナスであり、コロナ禍で落ち込んだ経済の回復基調に支えられる結果、GDPギャップは縮小に向かい、消費者物価の上昇に寄与するだろう。加えて、労働力人口が減少に転じることで生じる人手不足感の



いつも行くスーパーでいつも買う商品の価格が10%上がったときにどうするか？



高まりや政府による「新しい資本主義」実現のための賃金上げのための施策にも支えられ、現在よりは賃金が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向かうと考えられる。

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、2028年度には1.7%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、家計が物価上昇に慣れることで、その後も安定的な物価上昇が続くことが見込まれる。

消費者物価上昇率（生鮮食品を除く総合）は今後10年間の平均で1.4%になると予想する。

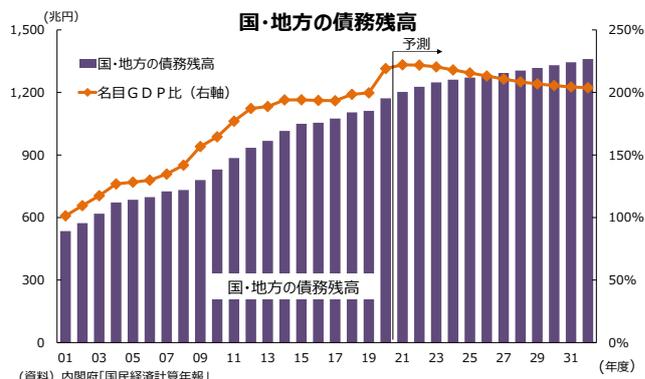


(基礎的財政収支は2032年度も黒字化せず)

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拡大は一時的なものであり、物価上昇による税収増加にも支えられ、基礎的財政収支の赤字は減少に向かうだろう。しかし、人口の高齢化に伴う社会保障関連の支出は今後も増加すると見込まれ、**予測期間末の2032年度には名目GDP比で2.1%の赤字となり、黒字化は実現しない**と予想する。予測期間中には長期金利の上昇が見込まれるため、それに伴って債務の利払い費が増加し、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2032年度には1,350兆円を超える。

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



(インバウンド需要は回復へ)

訪日外国人旅行者数は、2012年からコロナ前の2019年まで8年連続で増加し、2018年には3,000万人を突破していたが、新型コロナの感染拡大やそれに伴う水際対策の強化等を背景に、2020年は412万人

人、2021年は25万人まで減少した。

また、訪日外国人旅行消費額は、2011年の8,135億円から、2019年には4.8兆円まで増加していたが、訪日外国人旅行者数の減少に伴い、2022年には7,446億円、2021年には1,208億円（観光庁による試算値）にまで減少した。

新型コロナによる経済活動の制限の必要性が減少するにつれ、政府は水際対策の緩和を進めている。2022年10月より、入国者数の上限

撤廃や個人旅行解禁、短期滞在におけるビザ免除が実施された。今後とも水際対策の緩和が進むことが見込まれ、円安を追い風に訪日外国人旅行者数が増加するだろう。観光先として日本を高く評価する調査もある。

訪日外国人観光客の増加は、国内消費やサービス収支を下支えする要因となるだろう。ただし、コロナ禍でのインバウンド消失により宿泊業の廃業が相次ぐなどのキャパシティ上の制約やコロナ禍でのリモート会議の普及による海外出張の必要性の低下などを踏まえると、2030年に訪日外国人旅行者数を6,000万人とする目標を達成するのは容易ではないと見込まれる。

（経常収支は2020年代末に赤字へ）

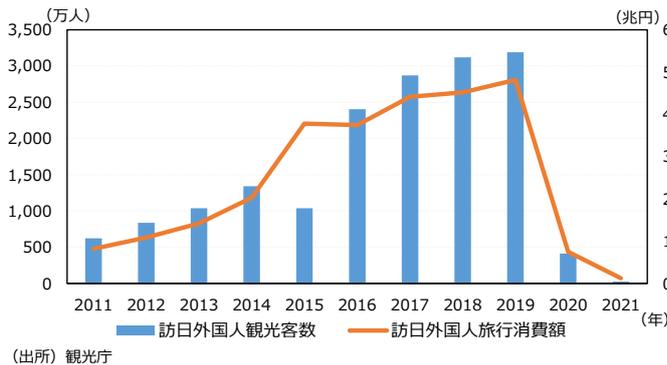
経常収支は、2014年度以降安定して黒字を維持し、2021年度には名目GDP比で2.3%の黒字を記録していた。しかし、原油等の資源価格高騰に伴う輸入金額の増加を主因として、貿易・サービス収支の赤字が拡大し、2022年度には経常収支の黒字幅は大きく縮小する状況にある。

これまでも経常収支の黒字は、対外純資産の積み上がりを背景とした第一次所得収支に支えられる状況であり、今後もその構造は変わらないだろう。水際対策が緩和され撤廃されることにより、訪日外国人観光客数が増加すれば、サービス収支の赤字幅縮小にもつながる。しかし、先行きの原油価格の緩やかな上昇や、労働力人口減少による供給制約などから、輸入が増加しやすい状況になると見込まれ、貿易・サービス収支の赤字幅が拡大することなどにより、**2020年代末には経常収支は赤字化**するだろう。

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。現在の経常収支黒字の縮小は、民間部門の黒字幅の縮小とつながっている。

訪日外国人旅行者数と訪日外国人旅行消費額の推移

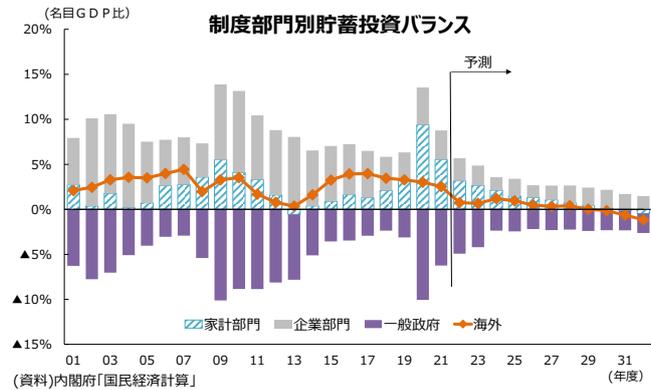
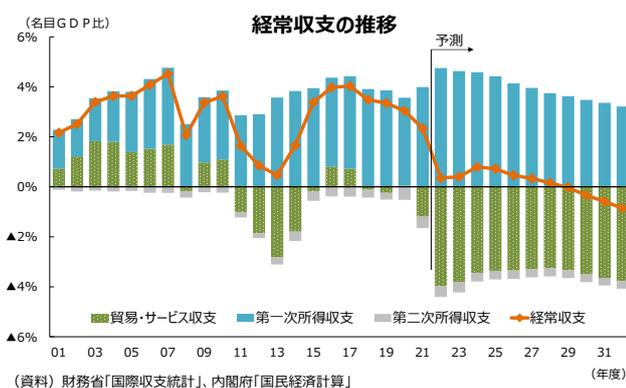


2021年旅行・観光開発指数ランキング

順位	国	スコア
1	日本	5.2
2	アメリカ	5.2
3	スペイン	5.2
4	フランス	5.1
5	ドイツ	5.1
6	スイス	5
7	オーストラリア	5
8	イギリス	5
9	シンガポール	5
10	イタリア	4.9
	世界平均	4

(出所) World Economic Forum "Travel & Tourism Development Index 2021"

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、2032年度でも赤字が残るだろう。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引き続き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などから貯蓄超過幅は縮小に向かう。一般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

今年に入り、インフレの高進を受けて欧米の中央銀行は量的緩和を終了、即座に金融引き締めを開始し、現在にかけて急速な引き締めを続けている。一方、日銀は大規模な金融緩和を堅持しており、欧米との間で金融政策の方向性の違いが鮮明化している。

(日本の金融政策と金利)

日本の直近の物価上昇率は、日銀が目標に掲げる前年比2%を明確に上回っているが、日銀は資源高や円安によるコストプッシュ圧力が物価上昇の主因であるため持続的ではないと見做している。そのうえで、賃金上昇や需要増加といった経済の好循環を伴った形で2%の物価目標が安定的に達成される状況を目指し、現行の「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。

日銀が予想しているように、物価上昇率は来年度以降2%を大きく割り込むと見込まれるが、日銀が目指す形での2%の安定的な達成は困難であるため、現行の金融緩和を長期にわたって継続せざるを得ない。緩和継続のために、副作用への対応も適宜必要になるだろう。従って、**新総裁が就任する来年度に債券市場の機能度低下といった副作用軽減を名目として、枠組みの修正（誘導目標を10年国債利回り→5年国債利回りへ・水準はゼロ%前後）を絡めて実質的に長期金利（10年国債利回り）の小幅な上昇を許容すると予想**している。その際、日銀はあくまで副作用軽減を通じた緩和の持続性向上策であり、緩和の縮小ではないとの位置付けを強調するだろう。

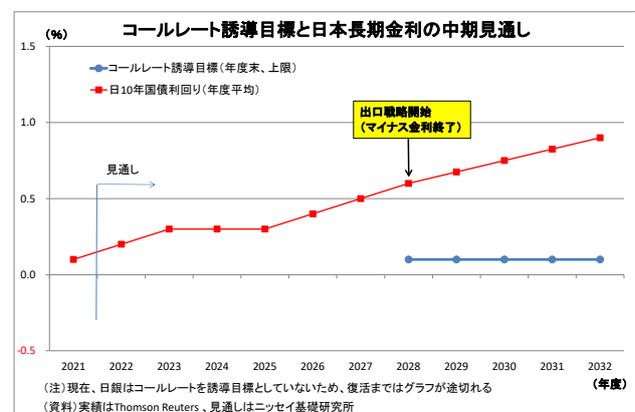
日銀が金融緩和の正常化、すなわち出口戦略に着手する時期は予測期間後半の2028年度を想定している。物価上昇率が2%で安定的に推移することは見込めないが、この頃には一時的に1%台後半に達する。また、長引く金融緩和に伴って、金融システムの不安定化リスクといった副作用が

蓄積するため、日銀は2%の物価目標は長期目標として存置しつつ、「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、長短金利操作の枠組み及び国債利回り（具体的には5年国債）の誘導目標は残し、同誘導目標を緩やかに引き上げることによって、出口局面で国債利回りが急上昇する事態を回避すると予想している。この場合、利回り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。物価上昇率が2%前後で維持することはかなわないことから、利上げの実施には至らない。

長期金利（10年国債利回り）については、当面は日銀が許容レンジ（0%±0.25%）の上限である0.25%を超える上昇を認めないことから、0.2%強前後での推移が見込まれる。来年度の枠組み修正後は直接の誘導目標ではなくなるため、日銀による押し下げ圧力が緩むことで水準がやや切り上がるが、量的緩和と5年国債利回りの低位誘導は続くため上昇余地は限定的となり、予測期間中盤にかけて、0.3%～0.5%

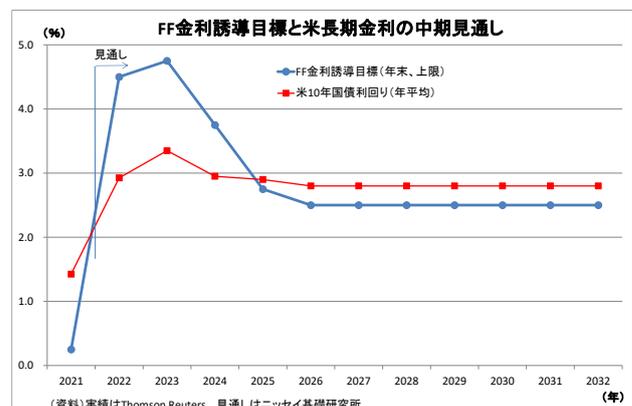


2028年度の出口戦略開始後は誘導目標（5年債利回り）の引き上げによって上昇基調に入るが、目標の引き上げが緩やかなペースに留められることで、急上昇は回避されるだろう。物価上昇率が2%を下回って推移するため、日銀は実質金利（名目金利－予想物価上昇率）をマイナス圏に留め置くことで緩和的な金融環境を保ち続けるとみられる。このため、長期金利の水準は予測期間末（2032年度）でも1%に届かないと見込んでいる。

（米国の金融政策と金利）

F R Bは今年3月に利上げを開始して以降、利上げペースを加速し、9月にかけて通常の3倍に当たる0.75%の利上げを3回連続で実施した。この結果、政策金利（FF金利誘導目標・上限）は既に3.25%に達している。F R Bはインフレ抑制を優先し、景気減速も辞さない構えを見せていることから、今後も利上げは継続され、来年前半に政策金利が4.75%にまで引き上げられた段階で停止されると予想する。

その後、翌2024年には物価上昇率の鈍化を受けて利下げが開始され、2026年に政策金利が中立金利付近とみなされる2.50%まで引き下げられた後は、物価上昇率が目標（2%）付近で安定するもと



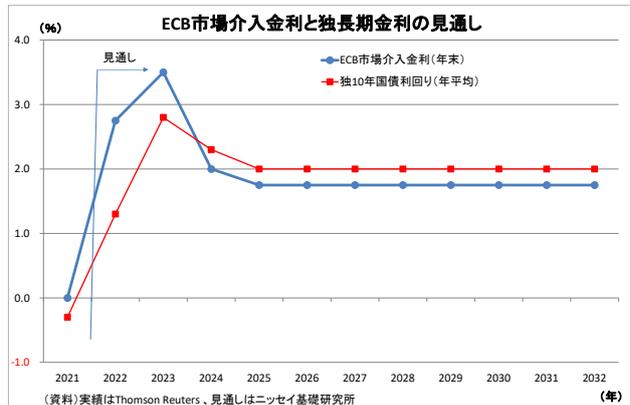
で、予測期間末にかけて同水準で維持されると想定している。

米長期金利は今年に入ってから金融引き締めを受けて急速に上昇し、足元では3%台後半に達している。今後も当面は利上げの継続に伴って高止まりが予想される。その後、FRBによる利下げが織り込まれる段階になると次第に低下に向かい、利下げが停止される 2026年に2.8%にまで下がった後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月に利上げを開始し、9月には利上げペースを加速させた。この結果、足元の政策金利(市場介入金利)は既に1.25%に達している。

ユーロ圏ではインフレに歯止めがかかっていないことから、ECBは今後も急ピッチの利上げを継続し、来年前半に政策金利が3.50%に達した段階で利上げを停止するだろう。その後、インフレの鈍化を受けて、2024年に利下げが開始される。政策金利は 2025年にかけて1.75%まで引き下げられ、以降は物価上昇率が目標(2%)付近で安定するもとで、予測期間末にかけて同水準で維持されると想定している。

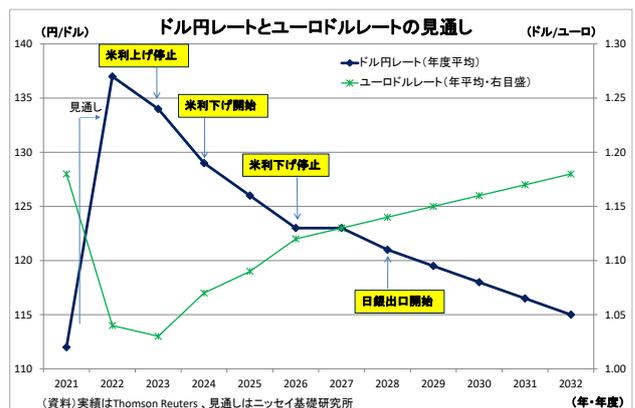


ユーロ圏の代表的な長期金利である独長期金利は、ECBの利上げに伴って上昇し、足元では2%台に乗せている。今後も来年にかけて、利上げの継続を受けて3%近くまで上昇することが見込まれる。その後はECBによる利下げを受けて低下に転じ、利下げが停止される 2025年に2.0%に低下した後は予測期間末にかけて横ばいで推移すると想定している。

(為替レート)

ドル円レートは、今年に入ってから、日米金融政策の方向性の違いを反映した日米金利差拡大を主因として、急激な円安ドル高となった。また、日本の多額の貿易赤字に伴う実需の円売りも円安の進行をサポートしている。

当面はFRBによる大幅な利上げが続くと予想されることから、まだ円安が進む余地がある。ただし、来年以降は緩やかな円高ドル安トレンドに転じると予想している。来年前半にはFRBが利上げを停止し、再来年からは利下げを開始することにより、日米金利差が縮小して円高圧力になるためだ。



2026年にFRBによる利下げが停止された後は円高がしばし一服するものの、2028年度以降は日銀が金融政策の出口戦略を進めることで再び円高圧力が増し、予測期間末にかけて円高ドル安基調が続く。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、(長期では相対的に低インフレの通貨が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、日銀の出口戦略はごく緩やかに行われ、日本の長期金利上昇も抑制されることに加えて、予測期間終盤には日本の経常収支が赤字に転じることが円高進行の抑制に働く。この結果、ドル円レートの水準は予測期間末で1ドル115円と今年の年初並みの水準に留まると見ている。

ユーロドルレートは、今年に入ってから、F R Bが利上げで先行したことに加え、ガス不足・価格高騰に伴うユーロ圏の景気後退懸念が高まったことなどをを受けてユーロ安ドル高が進み、足元ではパリティ（1ユーロ=1ドル）をやや下回っている。E C Bは今後も当面大幅な利上げを続けるものの、F R Bも同様であるため、ユーロ高圧力は削がれる。世界経済の減速懸念が根強いなかでリスク回避的なユーロ売りドル買いも想定されることから、当面のユーロドルの上値は重いだろう。2024年以降は、E C B・F R Bともに利下げに転じるが、E C Bの利下げ幅は相対的に小幅に留まることがユーロドルの持ち直しに寄与する。また、2024年以降にはユーロ圏の経常収支が黒字に転じること、ユーロ圏の物価上昇率が米国を下回る（購買力平価の観点ではユーロ高要因になる）こともユーロ高に働く。このため、予測期間末の水準は、1ユーロ1.18ドルに達すると見込んでいる。

ちなみに、ユーロ円レートは、今年に入って、日銀とE C Bの金融政策の方向性の違いを反映する形で円安ユーロ高となっており、今後も当面はユーロの高止まりが予想される。中期的にも、既述の通り、ユーロ圏の経常収支が2024年に黒字に転じる一方で、日本の経常収支が予測期間終盤に赤字化すると見込まれることは円安ユーロ高要因となる。しかしながら、2024年から25年にかけてE C Bが利下げを実施するのに加え、2028年度から日銀が出口戦略を進めることが円高ユーロ安圧力となる。後者の影響がやや上回ることで、ユーロ円は緩やかに弱含むと見込んでいる。

5. 代替シナリオ

（楽観シナリオ）

楽観シナリオでは、原油価格がいったん緩やかに下落し、欧米の物価上昇圧力も早期に和らぎ、景気後退が回避される。また、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。その結果、メインシナリオに比べて世界経済が順調に回復する。

米国は、物価上昇圧力が早期に和らいでいくことでメインシナリオに比べて金融引締めが緩やかに留まり、経済がソフトランディングする。ユーロ圏はロシア産ガスの代替調達を加速させ、冬のエネルギー不足を経済の急減速を伴わずに乗り切ることができる。来年以降も「脱ロシア」を早期に達成し、復興基金を呼び水にした「グリーン」「デジタル」関連の投資の加速によって、潜在成長率が2%近くまで上昇する。中国は、米中対立の緩和で世界経済が分断されることなく、海外経済の好景気に支えられ、今後10年間の平均成長率で4.8%を維持する。日本は、世界経済の好景気による外需の増加や訪日観光客増加による消費の増加などにより、より高い経済成長が実現する。これに伴い、賃金がより上がりやすい環境となり、これまでの資源価格高騰によるコスト増を転嫁できていなかった生産者による最終消費財への価格転嫁が行われることなどから、消費者物価指数は

2%を超えて推移し、その後も好景気のもとでの賃金上昇と物価上昇の好循環が実現し、消費者物価指数は安定的に2%程度で推移する。

(悲観シナリオ)

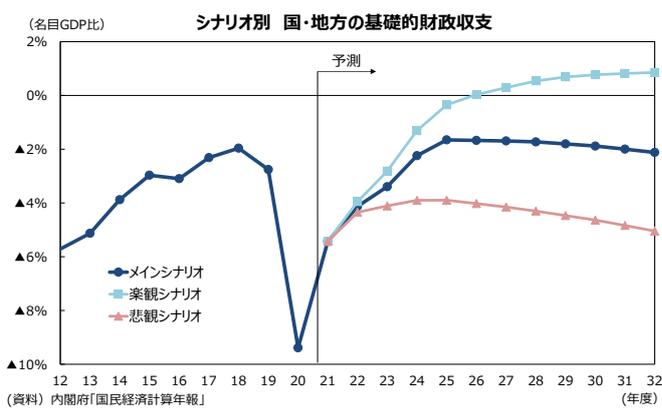
悲観シナリオでは、原油などのエネルギー価格の高騰が継続し、欧米の物価上昇率が当面高止まりする。欧米の中央銀行による利上げがメインシナリオよりも加速し、景気が大きく悪化する。これを受け、原油価格は下落するものの、コロナ禍以降に増加した政府債務と民間債務の削減は進まず、生産性上昇に必要な投資が抑制され、潜在成長率の低迷につながる。

米国は、2022年および2023年のインフレがメインシナリオから上振れすることで、利上げ幅も上振れする。この結果、経済は金融引締めによりオーバーキルされ、2023年から2024年にかけて深刻な景気後退に陥る。2024年から金融緩和に転じ、2025年以降はゼロ金利政策を採用するものの、景気は長期にわたり低迷し予測期間末にかけて1%程度の低成長が続く。また、米中関係はさらに悪化、世界経済の低迷が続く。中国は米中対立の激化で世界経済の分断が一気に進み、世界貿易が縮小して、経済成長の勢いが鈍化し、10年後の成長率は1%台まで低下する。ユーロ圏では、ロシア産ガス供給の削減を受けたエネルギー危機の深刻化で、節ガスに伴う経済活動の制限を余儀なくされる。その後も「脱ロシア」の進展が遅れることで経済活動は当面抑制的となり、製造業の拠点としての魅力が低下、投資活動も停滞することから、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、海外経済の低迷の影響により、外需が伸び悩むことなどから、23年度、24年度にマイナス成長に陥る。加えて、原油価格の高止まりによる生産コスト増に耐えられなくなった生産者が最終消費財への価格転嫁を進めざるをえなくなることで、景気悪化と物価上昇のスタグフレーションに突入する。その後も低調な海外経済の影響により、景気低迷が継続し、賃金や物価は上昇しない状況に陥る。その結果、今後10年間の実質GDP成長率の平均は0.0%、消費者物価上昇率の平均は0.1%となる。

(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2032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▲2.1%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、物価上昇率も高まることから、名目GDP成長率が2023年度から2032年度までの10年間で平均2.9%とメインシナリオよりも1%程度高くなり、税収が伸びるなどの理由から、基礎的財政収支はメインシナリオよりも大きく改善し、2026年度に赤字が解消され、2032年度には名目GDP比で0.8%の黒字となる。なお、楽観シナリオではメインシナリオに比べて長期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、2023年度から2025年度に名目GDP成長率がマイナスに陥り、「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、2032年度においても、基礎的財政収支は名目GDP比で▲5.0%の赤字となる。

(シナリオ別の金融市場見通し)

楽観シナリオでは、欧米の物価上昇圧力が早期に和らいでいくと想定しているため、欧米の利上げ停止時期が年内に早まり、追加的な利上げ幅もメインシナリオと比べて小幅に留まる。一方、メインシナリオ同様、2024年以降にはインフレ圧力の鎮静化を受けて欧米ともに利下げに転じるが、高めの成長率を反映して、政策金利の着地点はメインシナリオよりもやや高い水準となる。

日本では、2%を超える物価上昇率が継続するうちに、物価上昇の内容が日銀の目指している賃上げを伴う形へと移行することで、2024年度には日銀が「物価目標を達成した」との判断に基づき出口戦略を開始する。この際にマイナス金利政策は終了され、政策金利として無担保コール誘導目標が復活するとともに、国債利回りの誘導目標もその時点で撤廃（長短金利操作は終了）される。その後、2025年度からは順調な景気動向と物価上昇率の2%超え継続を背景に段階的な利上げが実施されることになる。利上げが停止されるのは、物価上昇率が2%に落ち着く28年度と想定している。

日本の長期金利は、日銀の誘導目標下にある2023年度までは比較的低位に留まるが、国債利回りの誘導目標が撤廃される2024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、予測期間序盤のFRBによる利上げがメインシナリオよりも小幅に留まるうえ、2024年度からは日銀が速いペースで出口戦略を進めることになるため、予測期間中盤にかけて、メインシナリオよりも円高ドル安ペースが速まる。ただし、円売りの発生しやすいリスク選好地合いが続くため、その差は限定的に留まるだろう。その後、予測期間終盤には、日銀の利上げが停止されるため、（予測期間末にかけて出口戦略が続く）メインシナリオよりも多少円安ドル高水準での推移となる。予測期間末の水準は1ドル118円と想定している。

ユーロドルレートについては、足元で後退懸念が高まっているユーロ圏経済が堅調に推移するうえ、期間を通じてリスク選好的なユーロ買いが入りやすいこと、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、予測期間を通じて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1.20ドルまで上昇すると想定。これに加え、既述の通り、ドル円レートは予測期間終盤にメインシナリオよりも円安ドル高となるため、ユーロ円レートも予測期間終盤にはメインシナリオよりも円安ユーロ高水準となり、ほぼ現在の水準が維持される。

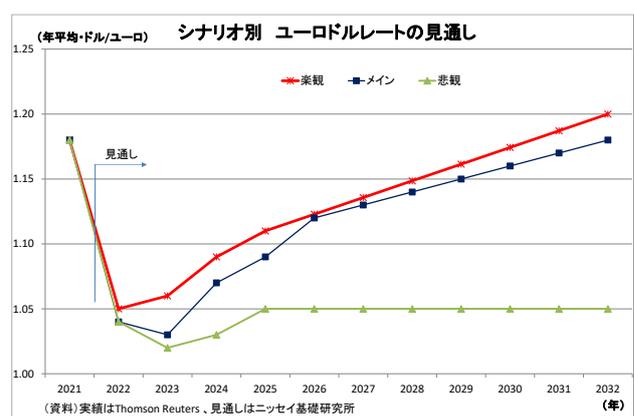
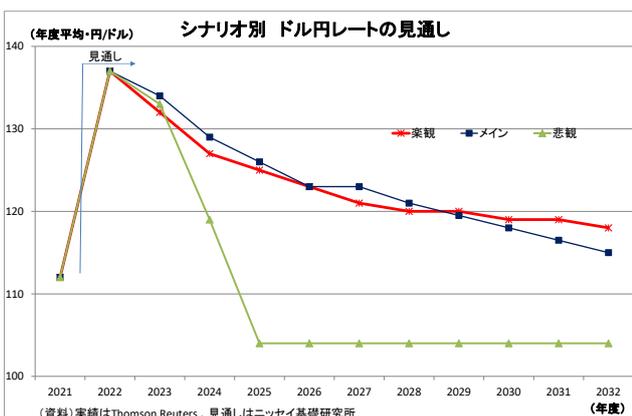
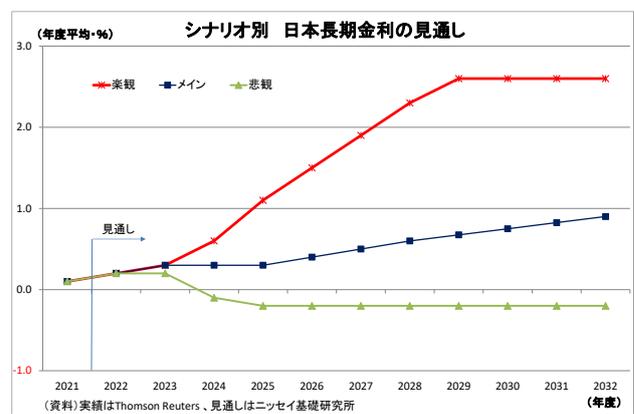
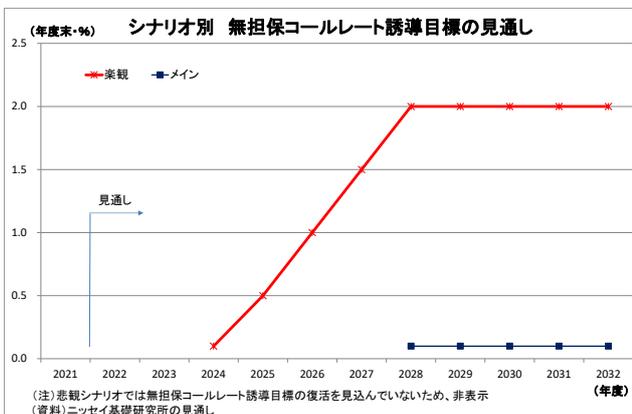
悲観シナリオでは、当面の欧米の物価上昇率がメインシナリオよりも高止まり、両中央銀行による利上げペースがメインシナリオよりも加速した後に、インフレ・利上げに耐えきれなくなった景気が失速すると想定。2024年にはFRB・ECBともに急激な利下げに転じ、予測期間半ばにはともに実質ゼロ金利政策に戻る。日本も景気悪化を受けて物価上昇率が大きく低下した後、低迷が続くため、予測期間を通じて日銀による金融緩和が継続し、正常化の動きは生じない。

日本の長期金利は、日銀が自然利子率低下と円高圧力の高まりへの対応として、2024年度に長期

金利誘導目標を引き下げること、翌 2025 年度には▲0.2%まで低下し、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、米景気の急激な悪化と米金利の大幅な低下を受けて 2024 年度以降にドルが大きく売られるうえ、リスク回避的な円買いも加わることで、2025 年度にかけて 1 ドル 105 円を割り込む水準まで大幅な円高ドル安が進む。その後も予測期間末にかけて、同水準での低迷が続くことになる。

ユーロドルレートについては、予測期間前半の欧米中央銀行の政策に大きな乖離は生じないものの、予測期間を通じてリスク回避的なユーロ売りが発生しやすいことから、メインシナリオと比べてユーロの上値は重くなり、予測期間末でも 1 ユーロ 1.05 ドルに留まる。これに加えて、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、ユーロ円は中盤にかけて 1 ユーロ 110 円を割り込むまで急落し、その後も横ばい圏での低迷が続くことになる。すなわち、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)

	2021年度 実績	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	2032年度 予測	[年度平均値]	
													13-22	23-32
名目国内総支出(名目GDP) (兆円)	1.3 (541.6)	2.2 (553.2)	2.3 (566.1)	2.2 (578.3)	2.0 (589.7)	2.0 (601.3)	2.0 (613.7)	2.0 (626.0)	1.7 (636.9)	1.6 (647.3)	1.6 (657.5)	1.5 (667.4)	1.0	1.9
実質国内総支出(実質GDP) (兆円)	2.3 (536.9)	1.7 (546.0)	1.2 (552.6)	1.4 (560.0)	1.1 (566.4)	1.0 (572.3)	1.0 (577.9)	1.0 (583.9)	0.8 (588.5)	0.7 (592.8)	0.7 (597.2)	0.6 (600.9)	0.5	1.0
国内需要	<1.5>	<2.1>	<1.4>	<1.2>	<1.1>	<1.1>	<1.0>	<1.1>	<0.9>	<0.9>	<0.9>	<0.9>	<0.5>	<1.1>
国内民間需要	<1.5>	<1.9>	<1.2>	<1.1>	<1.0>	<0.9>	<0.9>	<0.9>	<0.7>	<0.7>	<0.7>	<0.7>	<0.2>	<0.9>
民間最終消費支出	2.6	3.0	1.3	1.3	1.2	1.2	1.2	1.3	1.0	1.1	1.1	1.0	0.1	1.2
民間住宅投資	▲1.6	▲4.3	0.1	0.7	0.7	0.1	0.1	0.0	0.1	▲0.1	0.1	▲0.0	▲1.1	0.2
民間企業設備投資	0.6	3.2	3.7	2.2	1.6	1.5	1.3	1.1	1.0	1.0	0.8	0.7	1.1	1.5
国内公的需要	<▲0.0>	<0.2>	<0.2>	<0.1>	<0.2>	<0.2>	<0.2>	<0.2>	<0.2>	<0.2>	<0.2>	<0.2>	<0.3>	<0.2>
政府最終消費支出	2.0	1.2	0.4	0.4	0.7	0.7	0.7	0.8	0.7	0.7	0.8	0.7	1.5	0.7
公的固定資本形成	▲7.5	▲1.7	1.9	1.0	0.9	0.9	0.8	0.9	0.9	0.9	1.0	1.2	0.4	1.1
財・サービスの純輸出	<0.9>	<▲0.4>	<▲0.2>	<0.1>	<▲0.0>	<▲0.0>	<▲0.1>	<▲0.1>	<▲0.1>	<▲0.2>	<▲0.2>	<▲0.2>	<0.1>	<▲0.1>
財・サービスの輸出	12.5	1.5	▲3.3	3.1	2.5	2.5	2.5	2.4	2.4	2.3	2.3	2.1	2.6	2.2
財・サービスの輸入	7.2	3.4	0.9	2.3	2.5	2.6	2.7	2.9	3.2	3.1	3.1	3.1	2.2	2.6
鉱工業生産	5.8	0.7	3.2	1.3	0.7	0.6	0.6	0.6	0.5	0.4	0.4	0.4	▲0.2	0.9
国内企業物価	7.1	7.0	1.5	1.3	1.0	1.4	1.6	1.8	1.5	1.6	1.5	1.3	1.6	1.5
消費者物価	0.1	2.5	1.1	1.3	1.3	1.5	1.5	1.7	1.6	1.5	1.3	1.3	0.8	1.4
消費者物価(生鮮食品を除く)	0.0	2.5	1.1	1.2	1.3	1.5	1.6	1.7	1.6	1.5	1.4	1.4	0.8	1.4
失業率(%)	2.8	2.5	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.3	2.2	2.9	2.4
経常収支(兆円)	12.7	1.9	2.3	4.5	4.2	2.7	2.0	0.9	▲0.3	▲2.2	▲3.9	▲5.8	14.2	0.5
(名目GDP比)	(2.3)	(0.3)	(0.4)	(0.8)	(0.7)	(0.4)	(0.3)	(0.1)	(▲0.0)	(▲0.3)	(▲0.6)	(▲0.9)	(2.6)	(0.1)
消費税率(%)	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	-	-
為替レート(円/ドル)	112	137	134	129	126	123	123	121	120	118	117	115	112	123
コアレート(誘導目標、%)	-	-	-	-	-	-	-	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	-	-
10年国債利回り(%)	0.1	0.2	0.3	0.3	0.3	0.4	0.5	0.6	0.7	0.8	0.8	0.9	0.2	0.6
原油価格(CIFドル/バレル)	77	103	99	99	99	100	100	100	100	100	101	101	72	100

(資料)内閣府「国民経済計算年報」、経済産業省「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

	2021年 実績	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	2032年 予測	年平均値	
													13-22	23-32
名目GDP(前年比%)	10.7	8.7	3.9	3.4	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.0	4.1	4.6	4.0
実質GDP(前年比%)	5.9	1.5	▲0.2	1.2	2.0	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.7	1.7	2.1	1.5
内需(寄与度%)	7.6	2.4	▲0.5	1.1	2.1	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.8	1.8	2.5	1.6
民間最終消費支出(前年比%)	6.3	2.5	0.1	1.0	2.3	2.0	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	2.5	1.7
固定資本形成(前年比%)	7.4	0.5	▲1.9	1.0	2.3	2.0	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	4.5	1.4
外需(寄与度%)	▲1.7	▲0.9	0.3	0.1	▲0.1	▲0.1	▲0.1	▲0.1	▲0.1	▲0.1	▲0.1	▲0.1	▲0.5	▲0.0
消費者物価(前年比%)	4.7	8.0	3.8	2.4	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.5	2.5
経常収支(名目GDP比)	▲3.6	▲3.7	▲3.4	▲3.2	▲3.1	▲3.0	▲3.0	▲2.9	▲2.8	▲2.7	▲2.7	▲2.7	▲2.4	▲3.0
FF目標金利(誘導目標上限、%)、未値	0.25	4.50	4.75	3.75	2.75	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	1.3	2.9
10年国債利回り(%)、平均	1.4	2.9	3.4	3.0	2.9	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.2	2.2

ユーロ圏経済の中期見通し

	2021年 実績	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	2032年 予測	年平均値	
													13-22	23-32
名目GDP(前年比%)	7.5	7.6	2.9	3.6	3.2	3.2	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.0	3.3
実質GDP(前年比%)	5.2	2.9	▲0.2	1.3	1.2	1.2	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.1
内需(寄与度%)	4.8	3.1	▲0.0	1.3	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.8	1.5
民間最終消費支出(前年比%)	3.7	4.0	0.1	1.4	1.3	1.3	1.3	1.3	1.2	1.2	1.2	1.2	0.8	1.2
固定資本形成(前年比%)	4.1	3.3	2.0	2.0	1.8	1.6	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	2.2	1.6
外需(寄与度%)	1.3	▲0.2	▲0.1	▲0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	▲0.0
消費者物価(前年比%)	2.6	8.0	5.1	2.3	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	1.7	2.3
経常収支(名目GDP比)	2.4	▲0.2	▲0.2	0.2	0.5	0.7	0.8	0.9	1.0	1.0	1.0	1.1	2.4	0.7
対ドル為替相場	1.18	1.04	1.03	1.07	1.09	1.12	1.13	1.14	1.15	1.16	1.17	1.18	1.17	1.12
対円為替相場	130	136	140	138	137	138	139	138	137	137	136	136	129	138
ECB市場介入金利(%)、未値	0.00	2.75	3.50	2.00	1.75	1.75	1.75	1.75	1.75	1.75	1.75	1.75	0.31	1.95
独10年国債利回り(%)、平均	▲0.3	1.3	2.8	2.3	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	0.5	2.1

中国経済の中期見通し

	2021年 実績	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	2032年 予測	[平均値]	
													13-22	23-32
名目GDP(前年比%)	12.8	5.6	8.6	6.1	6.5	5.9	5.7	5.1	5.0	5.0	4.5	4.6	8.4	5.7
実質GDP(前年比%)	8.1	3.4	6.1	4.1	4.5	3.9	3.7	3.1	3.0	3.0	2.5	2.6	6.2	3.6
消費者物価(前年比%)	0.9	2.2	2.5	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.1
1年定期金利(%)、未値	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.8	1.5
対ドル為替相場(基準値、年平均)	6.5	6.7	6.8	6.7	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5	6.6

新興国の成長率見通し

	2021年 実績	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	2032年 予測	[平均値]	
													13-22	23-32
実質GDP(前年比%)	6.6	3.3	4.5	4.1	4.2	4.0	3.9	3.7	3.6	3.6	3.4	3.4	3.9	3.8
うち中国	8.1	3.4	6.1	4.1	4.5	3.9	3.7	3.1	3.0	3.0	2.5	2.6	6.2	3.6
うちインド	8.3	7.8	5.8	6.5	6.5	6.3	6.2	6.1	6.1	6.0	5.9	5.8	5.7	6.1
うちブラジル	4.6	2.5	0.4	1.7	1.8	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	0.4	1.7
うちロシア	4.7	▲4.0	▲2.8	0.7	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.5	0.4
うちASEAN4	3.5	5.3	4.7	4.6	4.5	4.4	4.3	4.3	4.2	4.2	4.1	4.1	3.8	4.3

(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)

	2021年度 実績	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	2032年度 予測	[年度平均値] 13-22	23-32
実質GDP(日本)	2.3	1.7	1.2	1.4	1.1	1.0	1.0	1.0	0.8	0.7	0.7	0.6	2.1	1.0
実質GDP(米国)	5.9	1.5	▲0.2	1.2	2.0	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.7	1.7	2.1	1.5
実質GDP(ユーロ圏)	5.2	2.9	▲0.2	1.3	1.2	1.2	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.1
実質GDP(中国)	8.1	3.4	6.1	4.1	4.5	3.9	3.7	3.1	3.0	3.0	2.5	2.6	6.2	3.6
コーレルント(誘導目標、年度末)	-	-	-	-	-	-	-	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	-	-
FF目標金利(年末)	0.25	4.50	4.75	3.75	2.75	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	1.3	2.9
ECB市場介入金利(年末)	0.00	2.75	3.50	2.00	1.75	1.75	1.75	1.75	1.75	1.75	1.75	1.75	0.31	1.95
日10年国債利回り(年度平均)	0.1	0.2	0.3	0.3	0.3	0.4	0.5	0.6	0.7	0.8	0.8	0.9	0.2	0.6
米10年国債利回り(年度平均)	1.4	2.9	3.4	3.0	2.9	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.2	2.9
独10年国債利回り(年度平均)	▲0.3	1.3	2.8	2.3	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	0.5	2.1
円/ドル(年度平均)	112	137	134	129	126	123	123	121	120	118	117	115	112	123
ドル/ユーロ(年度平均)	1.18	1.04	1.03	1.07	1.09	1.12	1.13	1.14	1.15	1.16	1.17	1.18	1.17	1.12
円/ユーロ(年度平均)	130	136	140	138	137	138	139	138	137	137	136	136	129	138

(注) 米国、ユーロ圏、中国は暦年

(楽観シナリオ)

	2021年度 実績	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	2032年度 予測	[年度平均値] 13-22	23-32
実質GDP(日本)	2.3	2.4	2.0	1.7	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	0.6	1.6
実質GDP(米国)	5.9	1.8	0.9	1.5	2.3	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	2.0	2.0	2.1	1.9
実質GDP(ユーロ圏)	5.2	3.3	1.7	1.8	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.3	1.9
実質GDP(中国)	8.1	4.0	7.0	5.3	5.8	5.1	4.8	4.2	4.1	4.1	3.5	3.7	6.3	4.8
コーレルント(誘導目標、年度末)	-	-	-	0.10	0.50	1.00	1.50	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	-	-
FF目標金利(年末)	0.25	4.00	4.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	1.2	3.1
ECB市場介入金利(年末)	0.00	2.75	2.75	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	0.31	2.08
日10年国債利回り(年度平均)	0.1	0.2	0.3	0.6	1.1	1.5	1.9	2.3	2.6	2.6	2.6	2.6	0.2	1.8
米10年国債利回り(年度平均)	1.4	2.8	3.1	3.1	3.3	3.5	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7	2.1	3.5
独10年国債利回り(年度平均)	▲0.3	1.3	2.7	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	0.5	2.8
円/ドル(年度平均)	112	137	132	127	125	123	121	120	120	119	119	118	112	122
ドル/ユーロ(年度平均)	1.18	1.05	1.06	1.09	1.11	1.12	1.14	1.15	1.16	1.17	1.19	1.20	1.17	1.14
円/ユーロ(年度平均)	130	137	142	138	139	138	137	138	139	140	141	142	129	139

(注) 米国、ユーロ圏、中国は暦年

(悲観シナリオ)

	2021年度 実績	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	2032年度 予測	[年度平均値] 13-22	23-32
実質GDP(日本)	2.3	1.4	▲2.2	▲1.1	0.2	0.3	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5	0.0
実質GDP(米国)	5.9	1.2	▲2.0	▲3.0	0.5	1.0	1.2	1.2	1.2	1.2	1.1	1.1	2.0	0.4
実質GDP(ユーロ圏)	5.2	2.4	▲3.0	▲1.0	1.3	1.2	1.1	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	1.2	0.3
実質GDP(中国)	8.1	2.5	3.0	2.2	3.5	3.1	2.9	2.4	2.3	2.3	1.8	1.9	6.1	2.5
コーレルント(誘導目標、年度末)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
FF目標金利(年末)	0.25	4.75	4.75	1.75	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	1.3	0.9
ECB市場介入金利(年末)	0.00	3.25	4.00	2.50	1.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.36	0.75
日10年国債利回り(年度平均)	0.1	0.2	0.2	▲0.1	▲0.2	▲0.2	▲0.2	▲0.2	▲0.2	▲0.2	▲0.2	▲0.2	0.2	▲0.2
米10年国債利回り(年度平均)	1.4	3.0	4.0	2.0	1.0	1.0	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	2.1	1.5
独10年国債利回り(年度平均)	▲0.3	1.6	3.1	2.4	1.0	0.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.5	0.7
円/ドル(年度平均)	112	137	133	119	104	104	104	104	104	104	104	104	112	108
ドル/ユーロ(年度平均)	1.18	1.04	1.02	1.03	1.05	1.05	1.05	1.05	1.05	1.05	1.05	1.05	1.17	1.05
円/ユーロ(年度平均)	130	136	137	123	109	109	109	109	109	109	109	109	129	113

(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 齋藤 太郎 (さいとう たろう) (03) 3512-1836 tsaito@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 齋藤 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

(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。