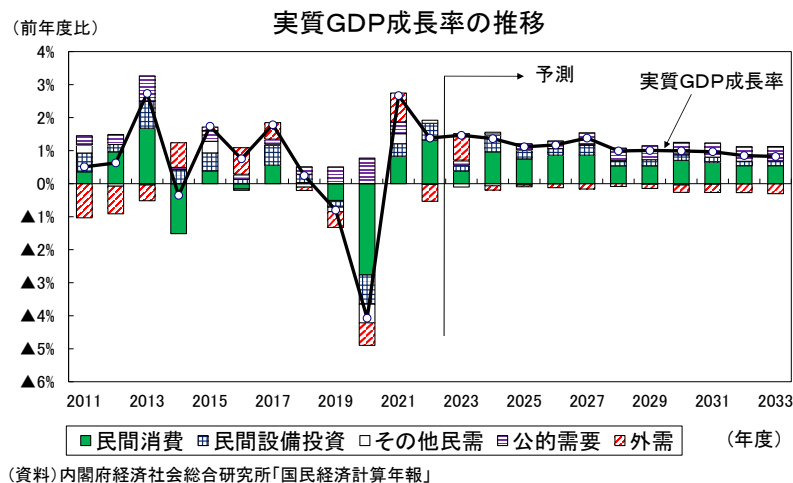


Weekly
エコノミスト・
レター

中期経済見通し(2023～2033 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、長期化する高インフレと金融引き締めの影響で2023年には3%程度まで減速することが見込まれる。その後はインフレ率の低下でいったん持ち直すものの、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%台後半まで低下することが予想される。
2. 日本の2033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。潜在成長率はゼロ%台前半まで低下しているが、新型コロナの感染拡大を受けた景気の急速な落ち込みの影響が大きく、経済の正常化に伴い2020年代半ばには1%程度まで回復することが見込まれる。消費者物価上昇率（除く生鮮食品）は、2022年度の3.0%から2023年度が2.8%、2024年度が1.6%へと低下した後、1%台半ばから後半の推移が続き、10年間の平均で1.6%と予想する。「物価安定の目標」の2%を維持することはできないが、デフレからの脱却は実現するだろう。
3. 日本銀行は、2024年度にYCCの撤廃、2025年度にマイナス金利を解除し、金融政策の正常化が進むだろう。長期金利は予測期間末にかけて上昇に向かうが、日本銀行が引き締めの金融環境を回避するために大幅な上昇を抑制することから、予測期間末でも1%台半ばにとどまることが予想される。



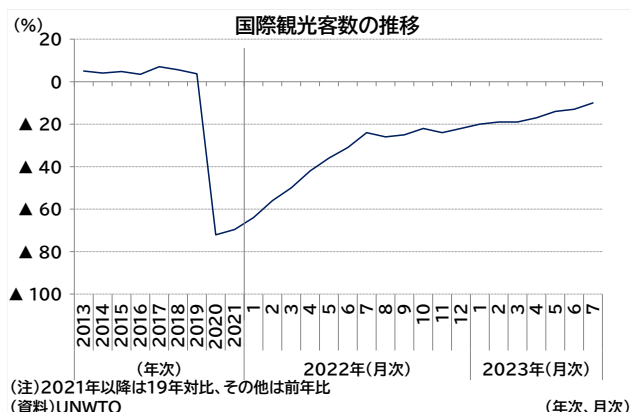
1. 高インフレ・低成長が続く世界経済

(コロナ禍の直接的な影響は解消)

2020 年以降、新型コロナウイルスの感染拡大を抑制するため、各国で社会・経済活動の制限が導入され、世界経済は急停止を余儀なくされてきた。しかし、2021 年以降はワクチンの普及やウイルスの弱毒化などにより重症化率・致死率が低下、2022 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た。

2022 年末には中国もいわゆる「ゼロコロナ政策」を終了させ、経済再開に舵を切った。2023 年には日本の感染症法の位置づけが「5 類感染症」に移行した。

現在は、過度にウイルスのリスクを意識することなく経済活動が行われ、コロナ禍以降に止まっていた国際間の「人の移動」はコロナ禍前の水準付近まで回復、感染症による直接的な経済活動への影響はほぼ解消した。

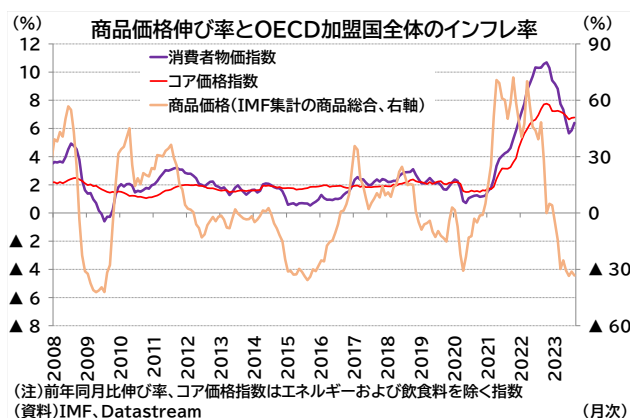


(高インフレが長期化)

2022 年 2 月、ロシアがウクライナに侵攻し戦争が勃発したことが、世界経済に新たなショックをもたらした。すでにコロナ禍後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、ロシア・ウクライナ産商品の供給不安が高まったため、エネルギー、穀物、金属といった商品価格が高騰し、コストプッシュ型のインフレ圧力が深刻化した。

G 7 を中心とした西側諸国は経済・金融制裁の一環としてロシアとの貿易を縮小する一方、中国やインドなどの国はロシアとの貿易を維持・拡大したため、戦争が長期化する一方で、世界的にはロシア産資源の供給が維持され、商品価格の高騰も一服している。

しかし、先進国ではコロナ禍以降に、労働供給力が縮小し、人手不足感が強まっていたこともあり、企業の価格転嫁（値上げ）が続き、労働者の賃上げ要求も激化したためインフレの



内生化が進んだ。総じてインフレ率は既にピークアウトしているものの、中央銀行の目標を大きく上回り、先行きの不確実性も高い状況が続いている。なお、中国は例外的な状況で、コロナ禍や戦争によるインフレ圧力をそれほど受けず、国内の需要が弱いこともあってデフレーションが進んでいる。

(金融環境はタイト化)

コロナ禍期間には、世界的に大規模な金融緩和・財政出動が展開されたが、高インフレが進んだ先進国では中央銀行による金融引き締めが加速した。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、物価高騰の影響緩和策も講じられるなど、総じて引き締めは緩やかなものにとどまる。

金融環境がタイト化するなかで、英企業年金基金の資金繰り悪化、米シリコンバレー銀行の破綻、クレディスイスのUBSによる救済合併など、金融機関への影響も少なからず生じた。しかし、金融危機以降は金融機関の規制・監督体制が強化され、大手行を中心に健全性・流動性が強化されてきたこと、中銀・政府が迅速に資金繰り支援策などを打ち出したことで、金融機関の経営悪化は個別企業の問題にとどまり、

金融ショックとして波及するには至っていない。なお、実体経済においては、不良債権問題も懸念事項と言える。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行われたが、金融引き締めによって今後、資金繰りが困難となる企業が増加する可能性がある。

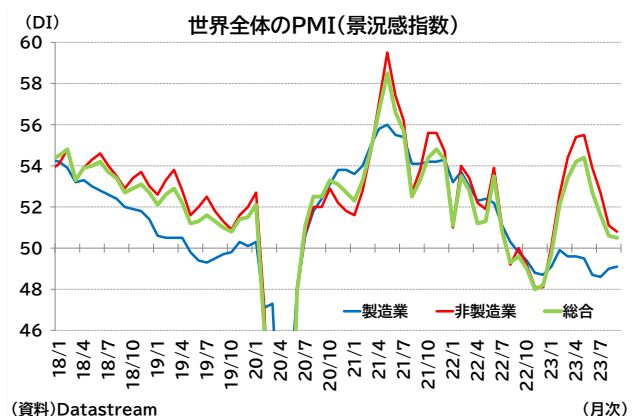
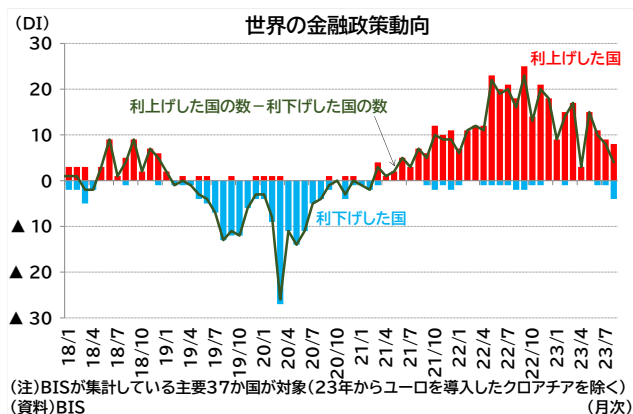
メインシナリオでは、引き続き金融環境のタイト化が、ノンバンクや中堅・中小銀行の経営に影響を及ぼす可能性はあるものの、システムリスクが顕在化し、金融ショックとして深刻化することは想定していない。

(景況感は製造業を中心に低迷)

先進国を中心に高インフレに見舞われ、金利が上昇していることが世界成長率への重しになっている。世界経済は製造業を中心に減速しており、世界貿易量はコロナ禍期間中のモノ需要へのシフトで急増した反動もあって、2022年後半以降はマイナスに転じている。

世界の景況感は製造業で中立水準の50を下回る状況が続いている。サービス業はコロナ禍からのペントアップ需要もあって50を上回る水準にあるが、サービス業の景況感もこのところ弱含んでいる。

なお、コロナ禍や戦争前から、米中間の貿易摩擦は激化するなど、世界貿易は縮小傾向にあった。米国では現在も経済安全保障の強化のため、米中間の貿易・金融関係を見直す動きが続いている。また、欧州でもデリスキングの方針のもと、重要な戦略物資・技術の保護に動きは始めている。地政学的リスクが意識されるなかで、世界貿易の成長力には不透明感が増している。



(高インフレで世界経済は減速)

世界経済は、新型コロナウイルス感染症の影響で2020年に▲2.8%の大幅マイナス成長となった後、2021年はその反動で6.3%の高成長となったが、2022年以降はコロナ禍からの回復が進展する一方で、高インフレとそれに伴う金融引き締めの影響で減速が続いている。世界経済の実質経済成長率は2022年に3%台半ばまで低下した後、2023年には3%程度まで減速することが見込まれる。

その後はインフレ率の低下で持ち直すものの、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%台後半まで低下することが見込まれる。

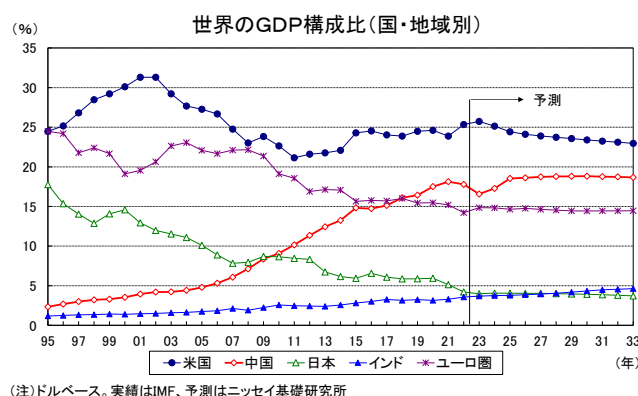
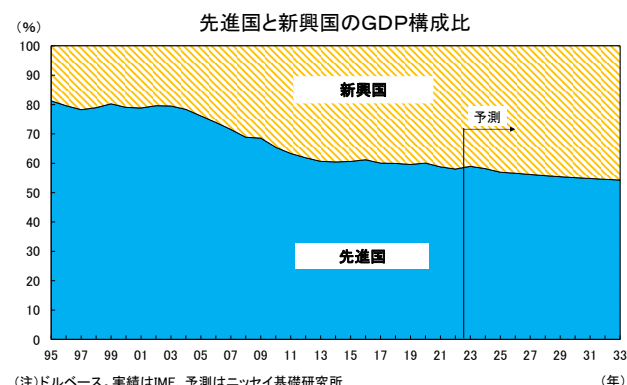
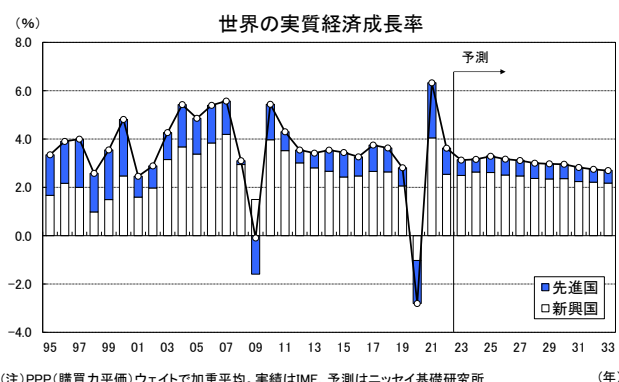
先行きの成長率を先進国、新興国に分けてみると、新興国は先進国の成長率を一貫して上回るとみられる。しかし、少子高齢化に伴い潜在成長率の低下が進むことなどを背景に、新興国の成長率は予測期間後半には3%台前半まで低下すると予想する。

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2033年には40%台後半まで高まるだろう。

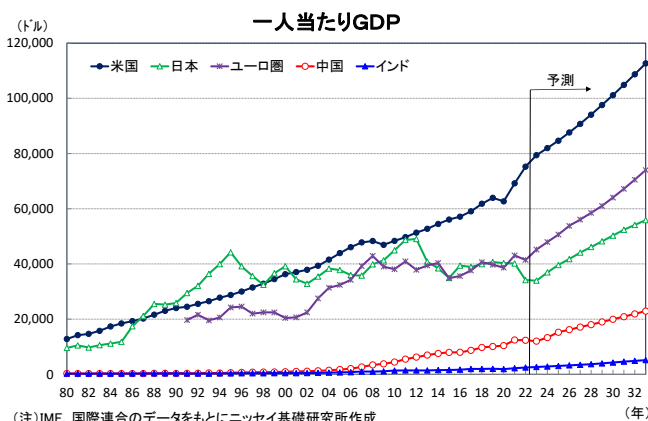
国別には、経済規模で世界第2位の中国の世界経済に占める割合が2018年にはユーロ圏を上回った。予測期間前半には20%弱まで上昇すると予想されるが、予測期間後半にかけて中国の名目成長率が鈍化すること、元のドルに対する相場が横ばいにとどまることから、世界経済に占める中国の割合は限定的な上昇となり、予測期間中は米国の経済規模が中国を一貫して上回ると見込まれる。

中国に次ぐ人口を抱えるインドについては、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。2020年代後半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。2022年の日本の



一人当たりGDPは円安の影響もあり、米国の5割弱の水準まで低下した。2024年以降、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、2022年時点で日本の一人当たりGDPはユーロ圏の8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割弱となるだろう。



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でみれば2022年時点でも中国の3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、2033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でみれば2022年時点では日本の7%となっているが、10年後には10%弱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—金融引締め、信用収縮などから、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（以下、成長率）は前期比年率▲28.0%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▲2.2%と2009年以来のマイナス成長となった。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2021年の成長率が前年比5.8%と1984年以来の高成長となるなどV字回復を果たした。2022年も後述するインフレ高進とインフレ抑制のためのFRB（連邦準備制度理事会）による金融引締めの影響で前半は2四半期連続のマイナス成長となったものの、年後半には持ち直し通年の成長率は前年比1.9%と2%程度とみられる潜在成長率並みの伸びとなった。また、2023年も大幅な金融引締めに関わらず、個人消費主導で上期は概ね潜在成長率並みの成長率を維持している。

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。その後は経済のV字回復に伴い乖離幅が縮小しているものの、2023年にかけて実際のGDPが潜在GDPを下回る状況が続いている。

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

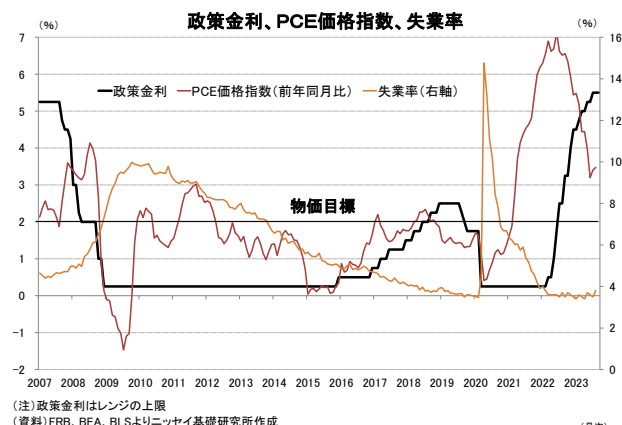
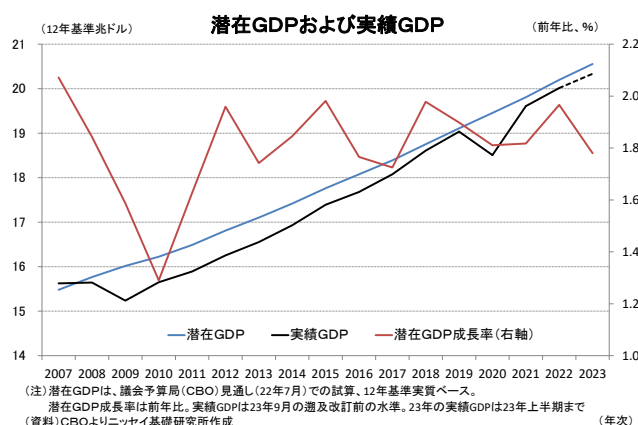
月比 7.0%と物価目標（2%）を大幅に上回り、およそ 40 年半ぶりの水準に上昇した。F R Bはインフレ抑制のために 2022 年 3 月に政策金利の引上げを開始し、2023 年 9 月までに合計 5.25%ポイントの大幅な引上げを実施した。また、F R Bは 2022 年 6 月に量的緩和で拡大したバランスシートの縮小も開始した。

F R Bは、インフレ率が物価目標を大幅に上回る中、2023 年内の追加利上げの方針を示しているほか、2024 年には小幅な利下げに転じるものの、当面は政策金利を高水準で維持する方針を示している。

一方、米国経済は累積的な金融引締めの影響に加え、融資基準の厳格化に伴う信用収縮の影響による個人消費の減速などから 2023 年末から 2024 年にかけて大幅な景気減速が見込まれる。実質GDP成長率（前年比）は 2023 年に 2.2%と通年では潜在成長率並みの伸びを維持するものの、2024 年は 1.1%と前年から大幅に低下し、潜在成長率を大幅に下回る伸びに留まろう。F R Bが利下げに転じる 2024 年後半以降は景気が持ち直すものの、2025 年の成長率は 1.6%と潜在成長率を下回る成長に留まることが予想される。

また、2026 年まで金融緩和が継続される中で 2026 年に 1.8%と潜在成長率並みの成長率となった後、政策金利が長期均衡水準を維持する 2033 年にかけても平均成長率が 1.8%と潜在成長率並みの成長が持続しよう。

一方、消費者物価（前年比）は 2023 年が 4.1%となった後、2026 年にかけて緩やかに低下し、2026 年以降は 2.3%と F R Bの物価目標（P C E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。



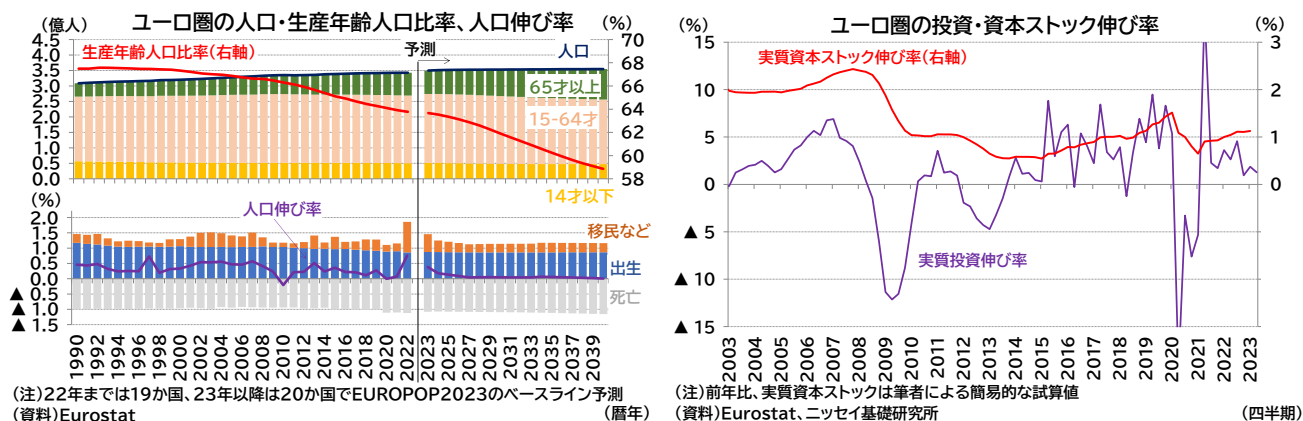
（ユーロ圏経済－危機からの回復に努める欧州経済）

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を経験、その後の景気拡大期を経たのち、2020 年のコロナ禍により経済が停止、その回復過程にあった 2022 年にロシア・ウクライナ戦争というショックに見舞われた。

欧州ではエネルギー分野でロシアへの依存度が高かったことから、ロシアによる侵攻後、エネルギー危機に直面した。EUと加盟国は、エネルギー調達の多様化やガス消費の抑制と備蓄促進を進めるとともに、ガスや電力の域内融通やインフラ構築、エネルギーの卸売価格の安定化に取り組んできた。深刻なエネルギー不足に陥ることは回避されているが、高インフレの長期化と成長率の低

迷に苦しみ、特にエネルギー集約型の産業活動は冷え込んでいる。2023 年および 2024 年は、実質成長率が潜在成長率である 1.3%前後を下回る一方で、インフレ率は 2%目標を上回る状況が続く見通しである。

向こう 10 年間の欧州は、コロナ危機やエネルギー危機を教訓とする強靱性の向上と、「グリーン」と「デジタル」の 2 つの移行の実現を目指すことになる。



中期予測のベースとなる人口動態は、欧州委員会統計局が 2023 年に公表した人口推計（EUROPOP2023）のベースライン推計によると、安定的に移民の流入が見込まれているため、予測期間中のユーロ圏人口はごくわずかに増加を続ける。一方、年齢構成では高齢化が進展し、生産年齢人口は減少する。ただし高齢者を含めた労働参加率の上昇で労働供給力は一定程度維持され、コロナ禍で設立した復興基金を呼び水として新たな資本ストックの積み増しや生産性の上昇も期待できる。そのため、予測期間末まで 1.3%程度の潜在成長率が維持されると予想している。

財政政策は、危機対応による非常時モードの運営から、新たなルールに基づく段階的な健全化を目指すことになる。コロナ禍やエネルギー危機に対応するため停止された財政ルール（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、2024 年以降は、一部運用を柔軟化（基準超過国の改善計画における各国裁量や期限の拡大）した上で再開される見通しである。段階的な健全化を認めると見られることに加え、2027 年までは復興基金からの資金受け取りが継続するため、財政スタンスの急激な引き締めは抑制されるだろう。

経常収支は、2022 年にはエネルギー危機に直面し赤字に転落したが、2023 年にはエネルギー価格の低下を受け黒字に回帰、2024 年以降も脱炭素化といった産業構造の転換が進展し、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。

メインシナリオでは、ロシア・ウクライナ戦争の一層の拡大が回避され、脱炭素・デジタル社会への移行が進むとの想定のもと、1.3%前後の潜在成長率並みの成長ペースに回復、インフレ率も 2025 年には 2%付近まで低下すると予想する。この場合、2024-2033 年の平均成長率は 1.3%となり、2014-2023 年の平均成長率（1.4%）をわずかに下回るものの、ほぼ同程度の成長率を達成できる。

ただし、世界が分断の様相を強めていることから、中期見通しの不確実性は高く、欧州経済の安定成長の達成は決して容易とは言えないだろう。欧州が力を入れる持続可能性の向上や、経済安全

保障の強化は、経済的な効率性を犠牲にする面もある。競争力の維持、強靱性の向上の成否は、EUの単一市場、ユーロ制度の改革の進展にかかる部分も大きい。

統合の深化につながる改革では、「欧州グリーンディール産業計画」の一部として提案されたユーロ共通債で財源を調達する「主権基金」構想が復興基金の後継といった形で具体化するのかが注目材料の1つである。

2030年代にはウクライナなどのEUへの新規加盟問題が具体化する可能性がある。ウクライナの復興支援と共に加盟国数が30か国を超えても機能するようEUの制度を改革することも課題となる。

2024年6月に予定される欧州議会選挙とこれを受けたEU機関の人事は、EUの課題解決の方向性に影響を与えるイベントとして注目される。

（中国経済—今後10年にわたり成長率は引き続き鈍化、構造改革は正念場に）

中国経済は、目下不動産市場の低迷による下押し圧力を強く受けているが、小粒ながら各種の景気下支え策を打っており、2023年の実質GDP成長率は5%と、通年の成長率目標（5%前後）を達成する見込みである。その後、2033年までの中国経済を展望すると、都市化や産業のサービス化など、成長の余地はまだ残っている一方で、人口オーナスの影響や各種構造問題の残存により、かつての高度経済成長を支えた豊富な労働力や旺盛な資本の投入に頼ることは難しい。また、生産性の向上も様々な制約に直面しており、潜在成長率の低下は不可避と考えられる。2030年代初頭にかけて、成長率は2%台前半まで段階的に低下することになるだろう。

まず、労働力に関しては、生産年齢人口（中国の定年退職年齢を考慮し、15～59歳）が2011年をピークに減少に転じている。今後の減少ペースは、2010年代に比べて加速する見込みであり、それに伴い、成長を押し下げる力は増していくだろう。

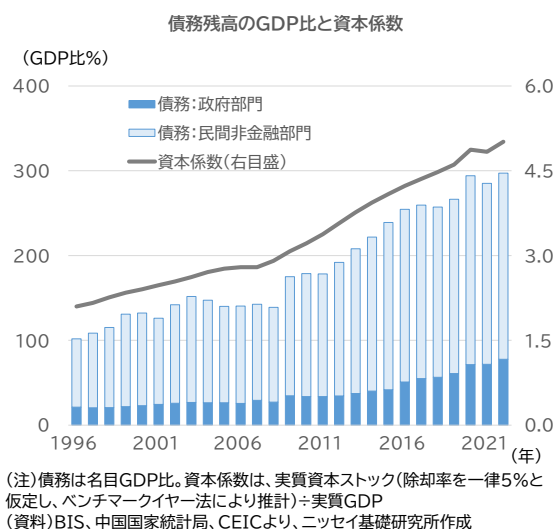
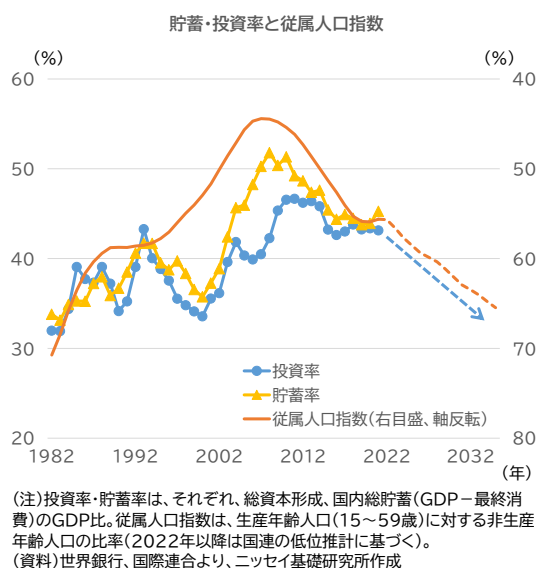
また、資本投入（投資）についても、人口オーナスの影響を受ける。2000年代半ばより、高齢者を中心に従属人口比率が上昇するのに伴い、国全体でみた貯蓄率は低下傾向にあり、その結果、投資率も下がりつつあると考えられる。この傾向は今後強まることが見込まれ、趨勢として投資率の一層の低下は不可避だろう。現在の中国経済が置かれている状況をみても、これまでの過剰投資の影響で資本ストックや債務は増大する一方であり、投資に依存した成長パターンは限界にきている。実際、足元では、レバレッジ拡大による積極的な不動産開発で高成長を遂げてきた不動産セクターが苦境に直面しているほか、インフラ投資により地元の成長をけん引してきた各地の地方政府についても、その傘下で投資を担ってきた融資平台の負債が「隠れ債務」として明るみに出て以降、リスクとしてくすぶり続けている。

このため、生産性の向上を通じた成長力の強化が必要な状況だが、そのために取り組むべき課題は多く、かつ多岐にわたる。例えば、国有企業改革や民間のイノベーション活性化を通じた企業生産性の向上や、都市と農村を分断する戸籍制度や定年制度延長などの雇用制度の改革を通じた労働市場の流動化や労働力の確保、社会保障制度整備を通じた予備的貯蓄解消、所得格差縮小による消費底上げ、対外開放を通じた海外の活力の取り込みなどだ。

いずれも難度の高い課題であるが、中国の目下の内外情勢を踏まえると、目覚ましい進展は期待しづらい。国内に関しては、上述の各種制度改革を進めていく必要があるが、財源を含む制度設計

や利害調整などは容易ではない。実際、習政権発足後の 2013 年に開催された三中全会でこれら改革のマスタートランが示されてから 10 年の間、進展は漸進的、あるいは限定的なものにとどまっているように見える。例えば、定年延長に関しては、2017 年に実施案を公表する方針を所管官庁である人力資源・社会保障部が示していたが、いまだ内部で検討中の状況だ。また、習政権 3 期目が発足して以降、共同富裕などの観点から、IT や教育等の領域で民間の活動に対する規制を強化する動きもみられるが、その結果、民間の活力が損なわれることでイノベーションの勢いが弱まり、生産性向上を制約する恐れがある。

一方、対外関係に関しても、中国にとっては逆風となっている。これまで中国は、「韜光養晦」と呼ばれる国際協調的な対外政策のもと、輸出による外需の取り込みや対内直接投資の積極的受け入れによる先進技術の獲得などで成長を加速させてきた。だが、習政権発足後は、それまでの発展により国力が高まったことなどを背景に、「大国外交」に転換し、「強国」化を目指すようになった。これを受け、米国を中心に中国を警戒する姿勢が強まっており、米トランプ政権時に米中摩擦として関税合戦が先鋭化した後、近年では「デリスキング」として中国への過度な依存を見直す動きが先進国で広まりつつある。これに対して、中国は、国内独自での科学技術振興（自立自強）に注力しているが、困難かつ時間のかかる道りとなるだろう。また、人口減少で国内需要の鈍化が見込まれるなか、「一帯一路」政策のもとで中国からの対外展開を強化し、新興国のインフラ整備など従来とは異なる形での海外需要の取り込みも進めてきたが、開始してしばらく野放図な取り組みが続いた結果、収益性は徐々に低下しつつあり、進出先国向けの対外債務に焦げ付き懸念が生じるなど、経済的な効率性、持続可能性の面で曲がり角を迎えている。



このように課題が山積している状況だが、向こう 10 年は、上述の生産年齢人口の減少や従属人口比率の上昇など人口動態による下押し圧力はまだ限定的で、一層の都市化やサービス化を通じた成長の余地はまだ残っている。2030 年には 1 人当たり名目 GDP が 2 万ドルを超える水準まで到達すると予想されるが、その後、人口動態の影響や都市化等による経済の伸びしろの減少により、

経済への下押しはそれまで以上に強まるだろう。2030 年代以降の成長率の低下ペースが緩やかなものとなるか、急速なものとなるかは、それまでの間に長期的な成長の基盤を作ることができるかによる。経済成長の「量」から「質」への転換という古くて新しい問題への対処がいかに進むか、今後 10 年は成長の中身についても従来以上に注目する必要がある。

（インド経済－投資主導で 6 %前後の成長ペースが続く）

インドはコロナ禍の深刻な経済の落ち込みからの回復が早く、2021 年の成長率が前年比 8.9%に大きく上昇、2022 年の成長率も同 6.7%と高成長が続いている。2023 年は海外経済が減速したものの、インドは経済の貿易依存度が小さく外需の逆風が限定的であるため、旺盛な内需が成長を牽引する形で 6%以上の堅調な成長軌道を保っている。

潜在成長力については、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の低下と労働参加率の伸び悩みにより、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公共インフラ投資の継続などから経済成長を支えていくだろう。また都市化に伴い農業から製造業およびサービス業へと労働移動が進むなかで、労働生産性が向上して潜在成長率を引き上げていくだろう。特にインドの IT 産業は世界的な競争力を有しており、デジタル化の進展は物的資本ストックの蓄積の遅れをカバーして生産性向上を促すものとみられる。

インド政府は「メイク・イン・インド」のスローガンを掲げ、インセンティブ制度などを駆使して海外から投資を呼び込み、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や保護貿易政策、土地や労働に関する改革の遅れ等により資本投入は盛りに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しており、中期的には財政再建を両立させるため、経済成長率の上昇を追求することはできないだろう。

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 にグローバル企業の注目が集まっていたが、中国と国境問題を抱えるインドは西側諸国と友好的な関係にあり、米中対立の激化に伴う脱中国を念頭に置いたサプライチェーンの再編はインドの外資誘致の追い風となっている。今後、中国経済の成長鈍化が鮮明になるにつれて次なる巨大市場であるインドに進出する企業が更に増えるようになると予想する。

今後インドの成長率は予測期間半ばまで 6%前半の成長ペースを維持するが、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。

（ASEAN 経済－域内外との連携強化により存在感が高まる）

ASEAN 4（マレーシア・タイ・インドネシア・フィリピン）は先進国に比してコロナ禍からの立ち直りが遅く、2021 年は緩慢な経済成長にとどまったが、2022 年は活動制限措置の緩和に伴う経済活動の正常化が進んだことにより景気が回復した。しかし、2023 年は世界的な需要縮小によって輸出が振るわず、経済が鈍化傾向にある。

潜在成長力については、予測期間末にかけて概ね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徐々に鈍化していく。しかし、資本投入と労働生産性は

積極的な外資誘致や都市化の進展、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、各国の経済成長を支えるだろう。

コロナ禍の物流網の混乱に米中対立の激化が加わり、グローバル・サプライチェーンを見直す動きが強まっている。グローバル企業は中国に生産拠点が集中するリスクを軽減すべく動き出しており、ASEANはその移転先として存在感を放っている。今後、中国経済の成長鈍化が鮮明になるなか、ASEANへの直接投資は中国を上回って推移すると予想される。

ASEANの更なる発展に向けて大きなカギとなるのが域内外との連携強化だ。ASEANは2015年末にASEAN経済共同体(AEC)を発足させた後も、2025年に向けた戦略目標を定め、原産地規則の強化、貿易円滑化の促進など地域協力を深化させてきた。将来的には東ティモールの加盟によりASEANが11カ国に拡大することで自らの存在感を高めていくだろう。また2022年1月に発効し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・域外との連携強化に加え、ASEAN各国の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・サプライチェーンの機能向上が期待される。もっともミャンマー情勢への対応では、加盟国間で意見対立が残っており、対応を見誤ればASEANの結束が揺らぎ国際的な評価が低下する恐れもある。

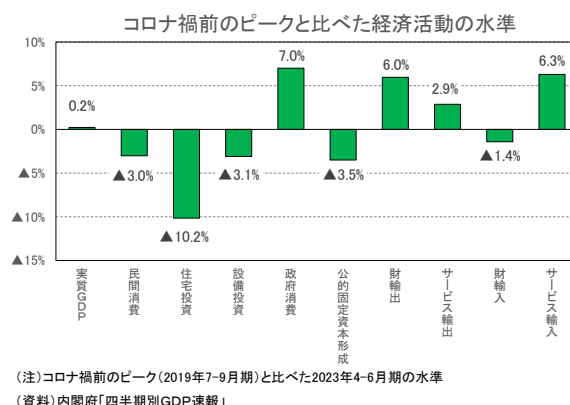
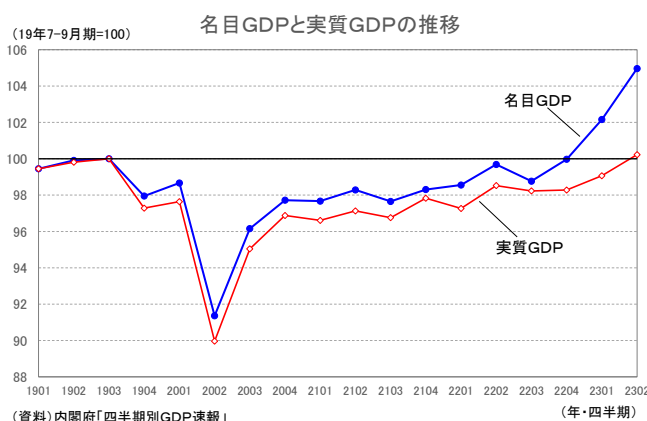
ASEAN4の成長率は、2024年が外需の回復を受けて4%台後半まで上昇した後、予測期間末にかけて潜在成長率の低下に沿う形で4%台前半まで低下するが、総じて底堅い成長が続くと予想する。

3. 日本経済の見通し

(実質GDPはコロナ禍前のピークを上回る)

日本経済は、新型コロナウイルス感染症の影響で2020年度に急速に落ち込んだ後、持ち直しの動きが続いている。2022年後半までは感染が拡大するたびに成長率がマイナスとなるなど、一進一退から脱することができなかったが、2022年10-12月期から3四半期連続でプラス成長となったことで、実質GDPの水準は2023年4-6月期にはコロナ禍前のピーク(2019年7-9月期)を0.2%上回った。また、原油高、円安に伴う輸入物価の上昇を国内に価格転嫁する動きが広がったことからGDPデフレーターが上昇し、名目GDPは実質GDPの伸びを大きく上回っており、2023年4-6月期の名目GDPの水準はコロナ禍前のピークを5.0%上回っている。

ただし、実質GDPの内訳を見ると、ワクチン接種・医療提供体制の整備などを反映し、政府消費が高い伸びとなり、海外経済の回復を背景に輸出が増加している一方、民間消費(ピーク比▲3.0%)、住宅投資(同▲10.1%)、設備投資(同▲3.1%)の国内民間需要はコロナ禍前の水準を依然として下回っている。2023年5月には、新型コロナウイルスの感染症法上の位置付けが「5類」に移行したことによって社会経済活動の制限は基本的になくなったが、経済の正常化にはまだ距離がある。



(女性の労働力には引き続き増加余地)

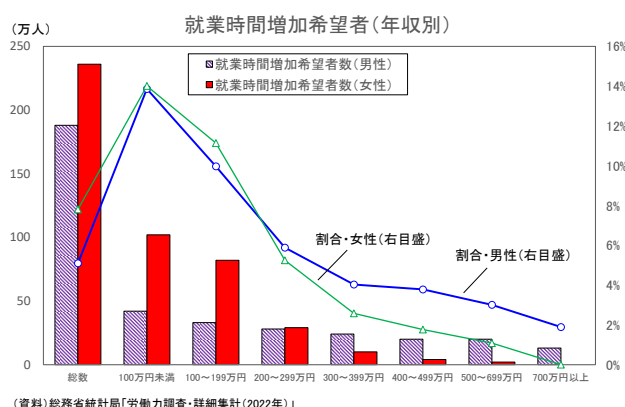
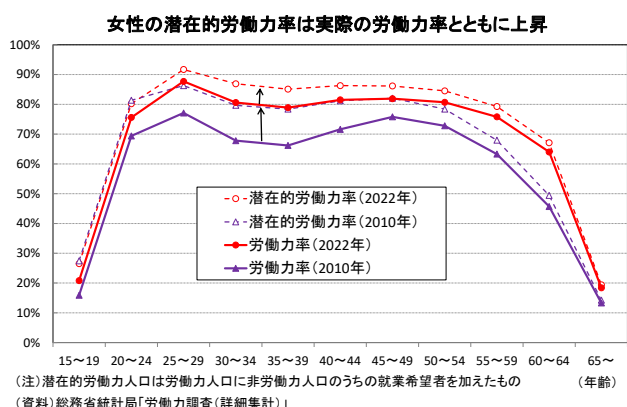
労働力人口は、アベノミクスが始まった2013年から2019年まで6年連続で増加したが、新型コロナの影響で2020年に減少に転じた後、一進一退で推移している。2022年の労働力率(15歳以上人口に占める労働力人口の割合)は62.5%と前年から0.4ポイント上昇したが、15歳以上人口の減少幅が拡大したことが労働力人口を押し下げている。

男性は、高齢者の労働力率が大幅に上昇しているものの、高齢化の影響で相対的に労働力率の低い人口の割合が高まっていることから、全体の労働力率はほぼ横ばい圏で推移している。一方、女性は幅広い年齢層で労働力率が上昇していることから、全体の労働力率も上昇傾向が続いている。特に労働力率の上昇が顕著なのは、25~39歳で2022年の労働力率は2010年に比べて10ポイント以上高くなっている。この結果、出産から子育てを担う年齢層で落ち込む「M字カーブ」の底は浅くなり、台形に近づきつつある。

注目されるのは、労働力率の上昇とともに就業希望の非労働力人口を加えた潜在的労働力率も上昇している点である。このことは現時点の潜在的労働力率が天井ではなく、育児と労働の両立が可能となるような環境整備を進めることにより、女性の労働力率のさらなる引き上げが可能であることを示している。

中長期的な成長力を考える上で重要なのは、潜在的な就業者数に労働時間を掛け合わせた労働投入量である。日本の総労働時間は長期にわたって減少傾向が続いている。労働時間減少の要因としては、働きすぎの是正や労働時間が相対的に短い高齢者や非正規労働者の増加などが挙げられるが、近年では「働き方改革」の推進がその一因となっている。言うまでもなく、無駄な労働時間の削減や効率的な業務遂行は望ましいことだが、労働時間を増やしたいと考えている就業者は少なくない。2022年の就業者6713万人のうち、就業時間の増加を希望する者は424万人、全体の6.3%である。年収別に就業時間増加希望者の割合を見ると、100万円未満の層では男性13.9%、女性14.0%、100～199万円の層では男性10.0%、女性11.1%となるなど、年収が低い層ほど就業増加希望者の割合が高い。

年収が100万円前後の就業者の中には、いわゆる「年収の壁」問題のために、就業調整をしている者が相当数いることが推察される。「年収の壁」問題に対して抜本的な対策を講じれば、就業時間の増加を通じて労働投入量の減少に一定の歯止めをかけることが期待される。



(潜在成長率は1%程度まで回復した後、徐々に低下)

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。その後、2010年代半ばにかけて1%程度まで持ち直していたが、新型コロナの影響で戦後最悪のマイナス成長となった2020年度には再びゼロ%程度まで落ち込み、足もとでもゼロ%台前半の低い伸びにとどまっている。

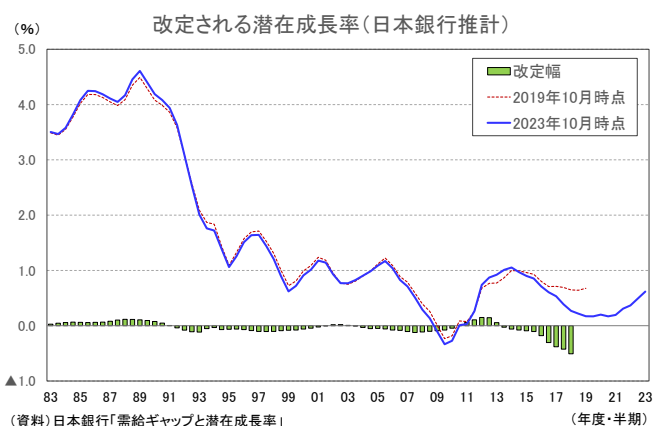
潜在成長率を規定する要因のうち、労働投入による寄与は1990年代初頭から一貫してマイナスとなっていたが、アベノミクス景気以降、女性、高齢者の労働参加が進んだことから2010年代半ばにかけて小幅なプラスとなった。しかし、コロナ禍で労働市場が一時的に悪化した影響で足もとでは若干のマイナスとなっている。また、資本投入による寄与は世界金融危機後にいったんマイナ

スになった後、その後の設備投資の回復を受けてプラスを続けてきたが、コロナ禍で設備投資が大きく落ち込んだことを反映し、ゼロ%程度まで低下している。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。

潜在成長率は概念的には景気循環に左右されないはずだが、実際には現実の成長率の影響を強く受ける。潜在成長率＝潜在労働投入量の伸び率×労働分配率＋潜在資本投入量の伸び率×資本分配率（＝1－労働分配率）＋全要素生産性上昇率で表される。このうち、全要素生産性上昇率は一般的に、現実のGDPから労働投入量、資本投入量を差し引いた残差をHPフィルターなどで平滑化して求められる。このため、現実のGDP成長率が低くなれば、全要素生産性上昇率も低くなり、それに応じて潜在成長率も低くなる。また、景気悪化時には設備投資の抑制や雇用情勢の悪化によって、資本投入量、労働投入量が減少し、このことも潜在成長率の低下要因となる。

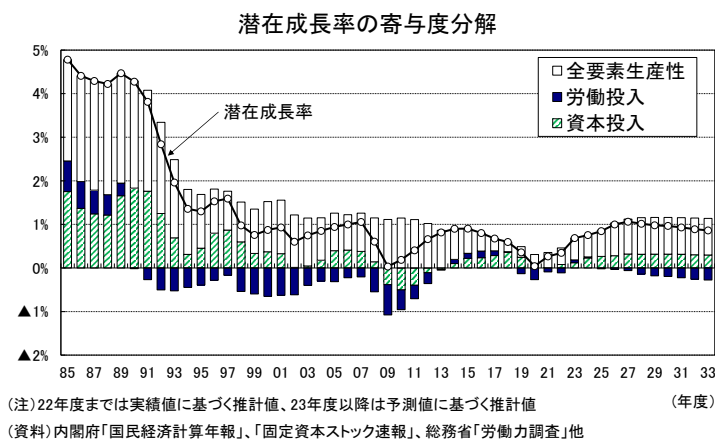
たとえば、日本銀行の推計では、2019年度の潜在成長率は新型コロナウイルス流行前の2019年10月時点では0.7%となっていたが、最新（2023年10月時点）の推計では0.2%まで下方修正されている。新型コロナの影響で現実の成長率が大きく落ち込んだことに伴い、全要素生産性上昇率が2019年10月時点の0.3%から0.0%へと下方修正されたことがその主因である。一方、足もとの潜在成長率はコロナ禍で0.2%まで落ち込んだが、その後の経済活動の持ち直しを受けて、2023年度上期には0.6%まで回復している。

このことは、今後の成長率次第で潜在成長率が過去、将来ともに大きく変わりうることを示している。



当研究所が推計する潜在成長率は2020年度にゼロ%程度まで落ち込んだ後、2022年度時点でも0.3%の低水準にとどまっているが、あくまでも新型コロナウイルスの感染拡大を受けた経済活動の急速な落ち込みによってもたらされたものであり、真の意味で日本経済の実力が落ちてしまったと考える必要はない。

先行きの潜在成長率はコロナ禍からの回復過程で上昇傾向が続くだろう。労働力率の上昇を人口減少が打ち消す形で労働投入量はほぼ横ばいにとどまるが、設備投資の回復によって資本投入量の増加幅が拡大すること、働き方改革の進展、人手不足対応の省力化投資、デジタル関連投資などから全要素生産性の上昇率が高まることにより、潜在成長率は2020年代半ばには1%程度まで回復することが見込まれる。ただし、



2020 年代後半以降は人口減少、少子高齢化のさらなる進展によって労働投入量のマイナス幅が拡大することから、潜在成長率は若干低下し、2030 年代前半にはゼロ%台後半となるだろう。

(今後 10 年間の実質 GDP 成長率は平均 1.1%を予想)

実質 GDP 成長率は、中長期的には潜在成長率の水準に収れんする。当研究所推計の GDP ギャップは 2022 年度時点で▲2%程度 (GDP 比) となっているが、当面は潜在成長率を上回る成長が続く公算が大きい。このため、GDP ギャップのマイナス幅は縮小傾向が続くが、先行きは潜在成長率が高まることが見込まれるため、マイナス幅の縮小ペースは徐々に緩やかとなり、GDP ギャップが解消されるのは 2027 年度となるだろう。

実質 GDP の水準は、四半期ベースでは 2023 年 4-6 月期にコロナ禍前を上回ったが、年度ベースでも 2023 年度にはコロナ禍前のピークである 2018 年度を上回ることが見込まれる。実質 GDP 成長率は 2030 年度まで 1~1%台前半で推移した後、2030 年代前半は潜在成長率の低下に伴い、ゼロ%台後半となるだろう。この結果、日本の実質 GDP 成長率は予測期間 (2024~2033 年度) の平均で 1.1%となり、過去 10 年間 (2014~2023 年度) の平均 0.5%を上回ると予想する。

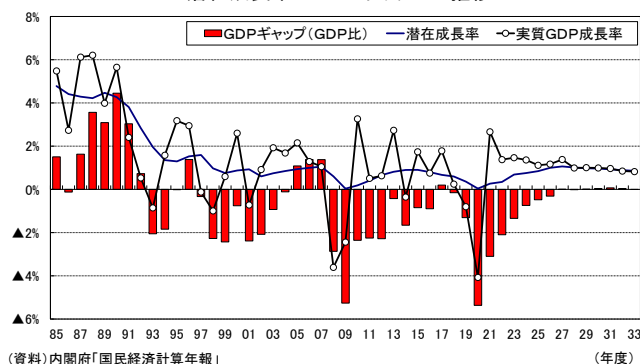
1990 年代後半以降のデフレ期には GDP デフレーターがマイナスとなり、名目 GDP 成長率が実質 GDP 成長率を下回る (名実逆転) ことが多かったが、2010 年代半ば以降は少なくとも「持続的な物価下落」という意味での「デフレ」ではなくなっている。今回の予測では、再びデフレに戻ることがないことを想定しており、GDP デフレーターは予測期間 (2024~2033 年度) の平均で 1.1%の伸びになると予想している。この結果、名目 GDP 成長率は予測期間 (2024~2033 年度) の平均で 2.2%、名目 GDP の水準は 2024 年度に 600 兆円、2031 年度に 700 兆円を突破するだろう。

(今後 10 年間の消費者物価上昇率は平均 1.6%を予想)

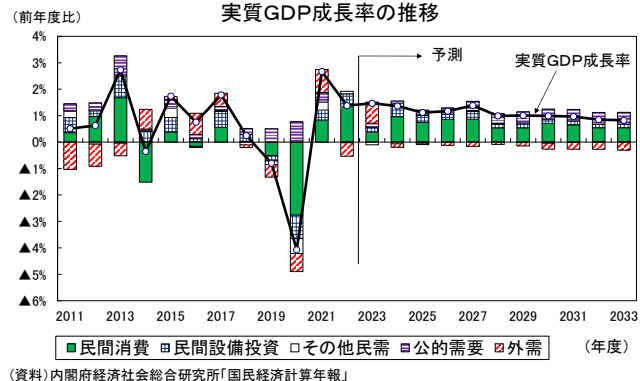
消費者物価上昇率 (生鮮食品を除く総合) は、2022 年 4 月から 1 年半にわたって日本銀行が物価安定の目標としている 2%を上回る水準で推移している。今回の物価上昇は、当初はそのほとんどが原油高、円安に伴う輸入物価の急上昇を起点としたエネルギー、食料の大幅上昇によるものだった。しかし、価格転嫁の動きは衣料品、日用品、家電製品など幅広い品目に広がり、ここきて賃金との連動性が高いサービス価格の上昇率も高まっている。

中長期的な物価上昇率の水準に大きな影響を及ぼすのは予想物価上昇率である。高い物価上昇率

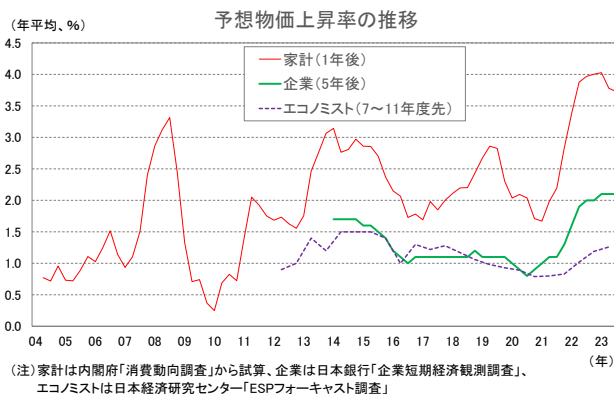
潜在成長率とGDPギャップの推移



実質GDP成長率の推移



が一定期間継続したことで、企業や家計の予想物価上昇率は高まっている。日銀短観における企業の物価全般の見通し（5年後）はこのところ2%台前半で推移しており、家計の1年後の物価見通し（内閣府「消費動向調査」）は政府の物価高対策による消費者物価上昇率の低下によってやや鈍化しているが、依然として3%台後半の高水準となっている。一方、「ESPフォーキャスト調査」におけるエコノミストの長期的な物価見通し（7～11年後）は上昇傾向にあるものの、1%台前半の水準にとどまっている。

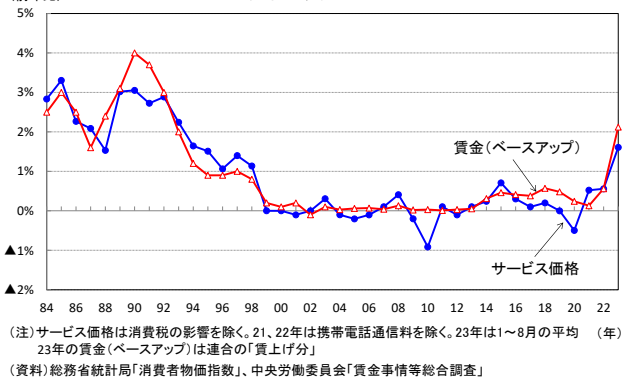


このように、予想物価上昇率は総じて上昇傾向となっているが、予想物価上昇率は足もとの物価動向に左右される傾向があることには注意が必要だ。たとえば、家計の物価見通しは原油価格の高騰によって消費者物価上昇率が一時的に2%台となった2008年に大きく上昇した。しかし、その後の世界金融危機によって消費者物価が下落に転じたことを受けて、家計の物価見通しも大きく低下した。中長期的な予想物価上昇率の水準が従来から大きく上昇したと判断するためには、景気悪化や国際商品市況の下落などによって物価低下圧力が高まった時に予想物価上昇率が大きく下がらないことを確認する必要がある。

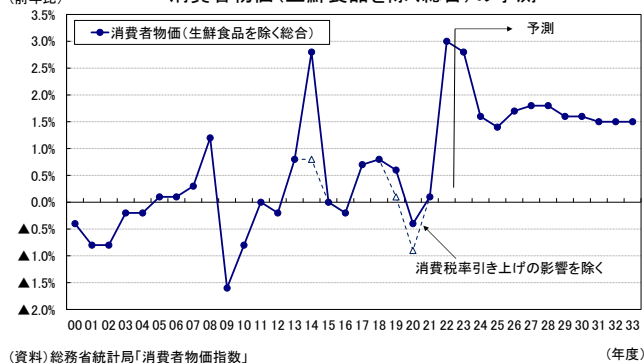
一方、物価高が一定期間継続したことで、企業の値上げに対する抵抗感が薄れたこと、インフレを経験したことがない世代を中心に「物価は上がらないものだ」という見方が変化したことは、先行きの予想物価上昇率の底上げに寄与するだろう。

消費者物価上昇率（生鮮食品を除く総合）は、2022年度の3.0%に続き、2023年度も2.8%と物価目標の2%を上回るが、2024年度は円高の進展に伴う輸入物価の低下によって財価格の上昇ペースが鈍化することから1.6%と2%を割り込み、2025年度には原油安が加わることもあり1.4%とさらに伸びが鈍化するだろう。

サービス価格と賃金(ベースアップ)



消費者物価(生鮮食品を除く総合)の予測



予測期間前半は需給バランスの改善が物価の押し上げ要因となり、2027年度には1.8%まで伸びが高まるが、円高に伴う輸入物価の押し下げにより財価格の上昇率が緩やかにとどまることから、2%には到達しない。一方、賃上げ率は予測期間中、ベースアップで2%程度の推移が続くことを想

定しており、ベースアップとの連動性が高いサービス価格も2%程度の上昇が続くだろう。

予測期間後半は、予想物価上昇率や賃金上昇率の高まりが物価を押し上げる一方、財価格の上昇率が低めにとどまること、GDPギャップのマイナスが解消し、需給面からの押し上げが減衰することから、1%台半ばの伸びが続くだろう。

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1.6%になると予想する。

（インバウンド需要は急回復）

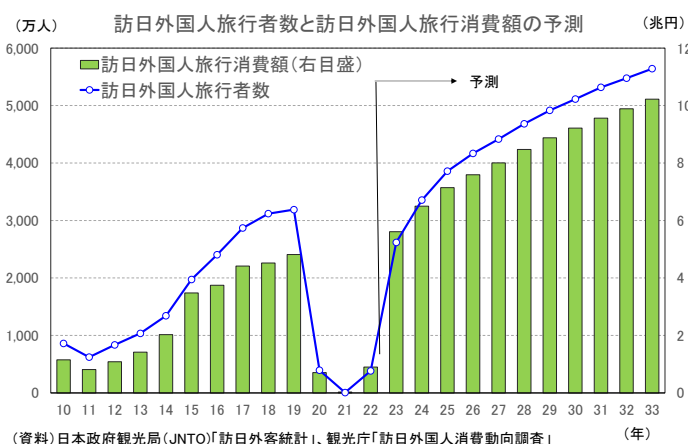
訪日外国人旅行者数は2012年から8年連続で増加し、2019年には3,188万人となり、訪日外国人消費額も2012年の1.1兆円から2019年には4.8兆円まで拡大した。その後、新型コロナウイルスの感染拡大を受けた入国制限により、2020年4月から2022年半ば頃までインバウンド需要はほぼ消失した状態が続いていたが、2022年10月から水際対策が段階的に緩和され、2023年4月に撤廃されたことを受けて大幅に増加し、2023年8月にはほぼコロナ禍前の水準を回復した。

また、円安などにより一人当たり消費額が膨らんでいることから、訪日外国人旅行消費額の回復はより顕著となっている。訪日外国人旅行消費額を5兆円にするという政府目標は2023年に達成される公算が大きい。

インバウンド需要がコロナ禍前の水準に戻るなかで、今後より深刻となる恐れがあるのが人手や宿泊施設の不足など供給体制の問題だ。供給制約によって需要の回復が阻害されるリスクがあることに加え、すでに上昇が顕著となっている宿泊料のさらなる高騰につながる可能性もある。賃金水準の引き上げによる人手の確保、人手不足対応の省力化投資などによって、需要の増加に備える必要があるだろう。

訪日外国人旅行者数は2024年に政府が目標としている過去最高水準（2019年の3,188万人）を上回った後、2026年に4,000万人、2030年に5,000万人に到達すると予想する。また、訪日旅行消費額は円高傾向が続くことからやや伸び悩むものの、2027年に8兆円、2033年に10兆円に達すると予想する。

なお、コロナ禍前に政府が策定した「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4,000万人、2030年に6,000万人」、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」としていた。当時の2030年の目標は今回の予測期間末（2033年）でも達成されないが、2020年の目標は6～7年遅れて達成されることになるだろう。

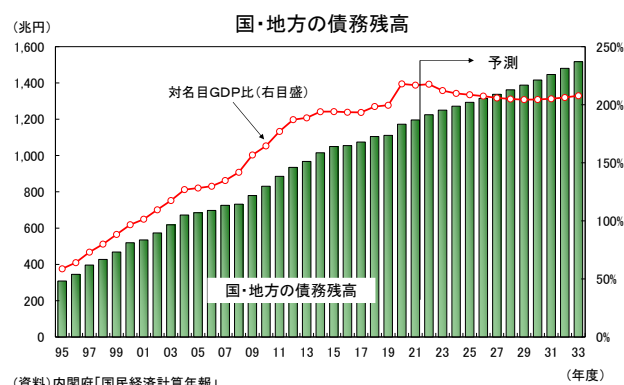
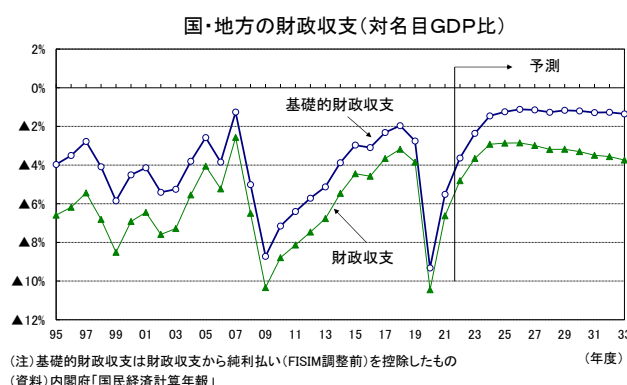


（基礎的財政収支は2033年度まで黒字化せず）

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、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 2033 年度には名目 GDP 比で 1.4% 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、それに伴い債務の利払い費が増加するため、財政収支は予測期間後半にかけて悪化し、基礎的財政収支との差が拡大するだろう。この結果、国・地方の債務残高は 2021 年度の約 1,200 兆円から 2033 年度には約 1,500 兆円まで拡大するだろう。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、名目 GDP 比の上昇には歯止めがかかるだろう。



(経常収支は 2030 年代前半に赤字へ)

経常収支は黒字が続いている。内訳をみると、貿易・サービス収支の赤字がほぼ定着する一方、対外純資産の積み上がりを背景とした第一次所得の大幅黒字がそれをカバーする形となっている。

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 4% 近くまで拡大することが予想される。

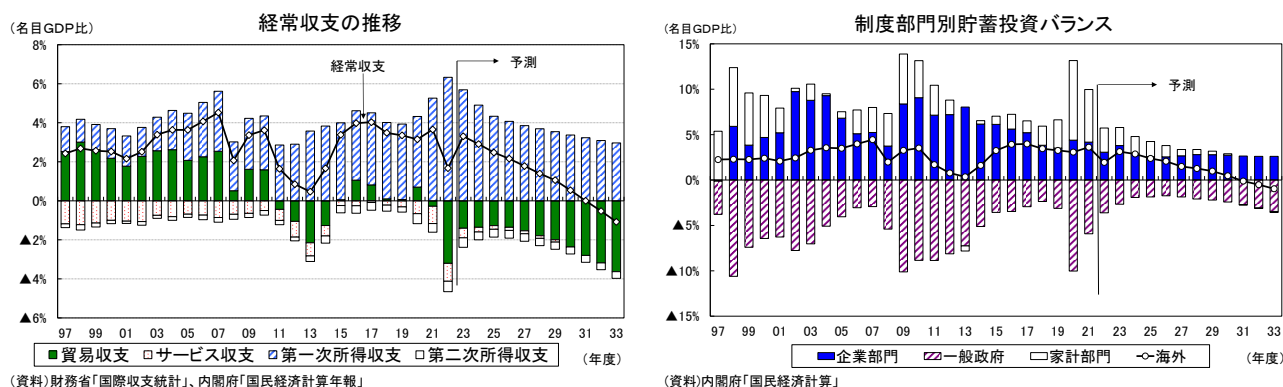
一方、経常黒字の蓄積による対外資産の増加を反映し、2022 年度の第一次所得収支は 35.6 兆円 (GDP 比で 6.3%) の高水準となっている。日本の対外資産は 2000 年末の 341 兆円から 2022 年末には 1,338 兆円まで増加し、対外資産から対外負債を差し引いた対外純資産も 2022 年には 419 兆円に達している。今回の予測では、為替レートは 2024 年度以降、円高傾向で推移するとしている。このため、第一次所得収支の黒字幅は高水準ながらも徐々に縮小し、2033 年度には GDP 比で 3.0% になると予想する。この結果、経常収支は 2030 年代前半に赤字化するだろう。

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。

先行きについては、政府部門の赤字幅は現状よりは縮小するものの、2033 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。コロナ禍で大幅に増加した家計貯蓄は

消費の持ち直しに伴い減少に転じているが、高齢化のさらなる進展を反映し減少傾向が続くだろう。家計貯蓄率は予測期間後半にはマイナスになると予想している。また、企業部門は、人手不足対応やデジタル関連投資の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2030年代前半に赤字化すると考えられる。



4. 金融市場の見通し

欧米では根強いインフレ圧力への対応として中央銀行が断続的に利上げを実施した結果、政策金利の水準が2022年以降大きく高まっている。一方、2023年4月に植田総裁が就任して新体制となった日銀は、物価目標の安定的・持続的な達成には未だ至っていないとの判断の下、大規模な金融緩和路線を維持している。ただし、日銀は7月にイールドカーブ・コントロール（長短金利操作、以下「YCC」と表記）の柔軟化をさらに進めたうえで、データを見極めつつ金融政策正常化の機会を模索している。

（日本の金融政策と金利）

日本の物価上昇率は、2022年春以降、日銀が物価目標に掲げる前年比2%を上回る状況が続いており、日銀の当初の想定よりも高インフレが長引いている。これまでの物価上昇は輸入物価上昇の価格転嫁を主因とするもので、日銀の目指す物価上昇の姿とは異なる。しかしながら、2023年の春闘において約30年ぶりとなる高い賃上げが実現したことを受けてサービス物価も次第に上昇ペースを高めていることから、日銀は「賃金の上昇を伴う形での2%の物価目標の持続的・安定的な達成」の実現可能性を慎重に見定める段階に入っている。

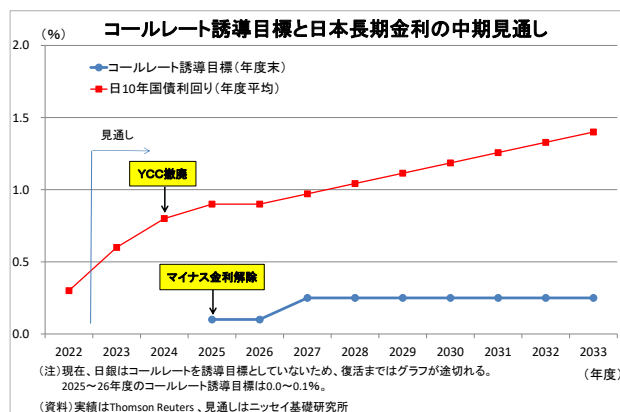
今後、既往の輸入物価上昇分の価格転嫁が落ち着いてくることで、2024年度に入ると物価上昇率は2%を割り込んでくる。ただし、2024年の春闘において2年連続での高い賃上げが実現したことが確認されることで、日銀は物価目標の持続的・安定的な達成の実現可能性が高まったとして、同年度前半に金融政策の正常化に踏み切るだろう。

日銀は自由度を確保するため、金融政策の正常化、すなわち出口戦略の手順について未だ明らかにしておらず、様々な可能性が考えられるが、まずは債券市場への副作用が大きく、市場の金利上昇圧力に対する構造的な脆弱性を抱えるYCCの撤廃を先行させると予想する。現在「ゼロ%程度」としている目標水準と「±0.5%程度」を目途としている変動幅をともに取り下げる。この段階で

は、マイナス金利政策の解除は慎重を期して先送りしたうえで、国債買入れや指値オペの枠組みの継続とともに、市場金利の過度の上昇を抑える役割を持たせると見ている。

そして、翌 2025 年度にはマイナス金利政策も解除され、かつての政策金利である無担保コールレート誘導目標を政策金利として 0~0.1%の水準に設定する「ゼロ金利政策」に移行すると予想。日本において「2%の物価上昇率が定着すること」のハードルは高いものの、その厳密な達成に拘り続けると解除が見通せなくなる。2025 年の春闘時には輸入インフレ圧力が落ち着いたにもかかわらず、3 年連続での高めの賃上げが実現し、物価上昇率も 1% 台半ばを維持していることを受けて、「デフレに戻るリスクはほぼ無くなったため、非常時の対応を収束する」、「2%目標は中長期的な目標として続ける」との理屈で解除すると見ている。この際にも、日銀は国債買入れや指値オペの枠組みの継続とともに、「ゼロ金利政策」を当面続けるとの方針を示し（時間軸政策）、市場金利の過度の上昇や円の急伸の抑制を図ると見ている。

無担保コールレート誘導目標については、2025 年度に 0~0.1%で復活した後、しばらく同水準で維持されると見込んでいる（ゼロ金利政策の実施）。その後も物価上昇率が 2%を超えて上昇し、日銀が需要の抑制に踏み出すことは見込んでいないものの、植田総裁の任期末にあたる 2027 年度には、「ゼロ金利政策」というある種非正常な政策を終わらせるという目的で 0.25%への利上げが実施されると想定している。予測期間後半も物価上昇率が 2%にやや届かない水準で推移することから、さらなる利上げの実施は見込んでいない。



長期金利（10 年国債利回り）については、日銀がオペを通じて許容レンジの事実上の上限である 1%を下回る水準に抑制する方針を示していることから、当面は 0.7~0.8%前後での推移が見込まれる。2024 年度の Y C C 撤廃、2025 年度のマイナス金利政策解除を受けて金利上昇圧力はやや高まるものの、日銀が国債買入れや指値オペの枠組みなどによって抑制することで、1%弱の水準に留まると見ている。予測期間後半には、日銀が国債買入れの手を緩めていくことで緩やかな上昇を見込んでいる。ただし、物価上昇率が 2%をやや下回って推移するため、日銀は実質金利（名目金利ー予想物価上昇率）をゼロ%付近以下に留め置くことで引き締めの金融環境を回避するとみられる。日銀が大量に抱える国債によるストック効果が残ることも金利の抑制に作用するはずだ。このため、長期金利の水準は予測期間末（2033 年度）でも 1%台半ばに留まると見込んでいる。

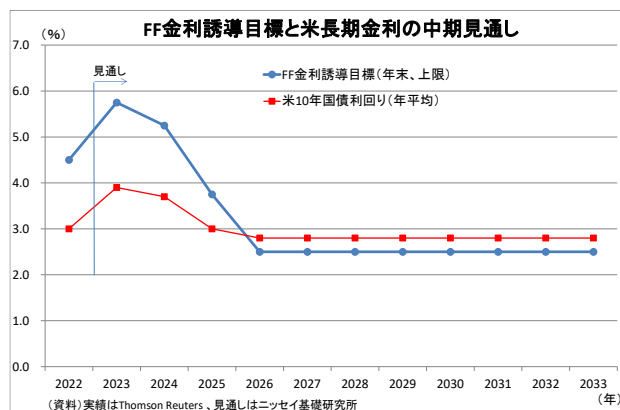
（米国の金融政策と金利）

F R Bはインフレ抑制のために 2022 年 3 月に利上げを開始して以降、当初は速いペースで、最近も断続的に利上げを実施してきたため、政策金利（FF 金利誘導目標・上限）は既に 5.50%に達している。F R Bはインフレ抑制への警戒を緩めていないことから、2023 年内に追加利上げが実施

され、政策金利が 5.75%に引き上げられた段階で停止されると予想する。

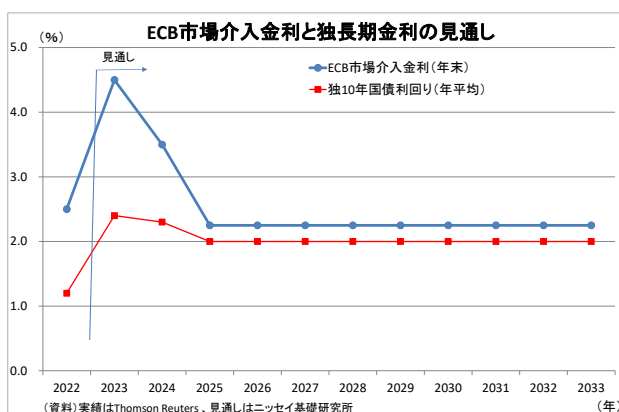
その後、2024 年も物価上昇率は目標である 2%を上回って推移するものの、物価上昇率の鈍化に伴って金融引き締めの的上昇していく実質金利を抑制すべく同年後半に利下げが開始されると予想。物価上昇率が 2%程度に落ち着く 2026 年にかけて政策金利が中立金利付近とみなされる 2.50%まで引き下げられた後は、物価上昇率が目標付近で安定するもとで、予測期間末にかけて同水準で維持されると想定している。

米長期金利はこのところ金融引き締め長期化観測の高まりなどによって急速に上昇し、足元では 4%台後半に達している。今後も当面は追加利上げの実施に伴って高止まりが予想されるが、利上げの打ち止めが確認された後は、F R B による利下げが次第に織り込まれるにつれて低下に向かい、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)

E C B は 2022 年 7 月に F R B にやや遅れる形で利上げを開始し、速いペースで利上げを続けてきた結果、足元の政策金利（市場介入金利）は 4.50%に達している。今後は、当面の間、現状の政策金利を維持した後、物価上昇率の低下に伴って 2024 年下期に利下げを開始し、2025 年に物価上昇率がほぼ目標付近まで低下したことを受けて政策金利を 2.25%まで引き下げた段階で利下げサイクルを停止すると見ている。予測期間半ば以降は、物価上昇率が目標である 2%近辺に落ち着くもとで、政策金利は横ばい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、E C B の利上げに伴って上昇し、足元では 3%弱に達している。今後も当面は高止まりが予想されるが、E C B による利下げを受けて低下に向かい、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。

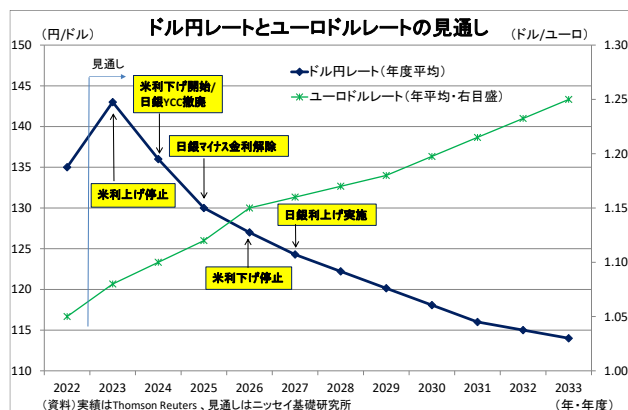
(ドル円レート)

ドル円レートは、2023 年年初にかけて円高が進み、一旦 1 ドル 130 円を割り込んだものの、米金融引き締め長期化観測を背景とした日米金利差拡大を主因として、再び円安ドル高基調となり、足元では 150 円付近と 2022 年の高値に迫っている。また、昨年からは規模が縮小したとはいえ、日

本の貿易赤字継続に伴う実需の円売りも円安の進行をサポートしている。

当面は米金融引き締め長期化観測を背景にドル円の高止まりが予想される。ただし、2023 年終盤に米利上げの打ち止め観測が市場に浸透してからは、2024 年の利下げ開始が意識されやすくなり、日米金利差の縮小を通じて円高圧力が台頭してくると予想。2024 年度以降も米利下げの開始や日銀の金融政策正常化、日本の長期金利上昇を受けて円高基調が続くと見ている。予測期間中の日本の物価上昇率が米国をやや下回って推移することも、（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、日本の長期金利上昇が日銀によって抑制され続けることに加えて、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急激な円高進行の抑制に働く。この結果、予測期間末のドル円レートの水準は 1 ドル 114 円と 2021 年度（平均 112 円）並みの水準に留まると見ている。



5. 代替シナリオ

（楽観シナリオ）

楽観シナリオでは、欧米の物価上昇圧力が早期に和らぎ、累積的な金融引き締めによる景気減速が限定的にとどまる。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、物価上昇圧力が低下する中、大幅な利上げにもかかわらず経済が堅調を維持するノーランディングシナリオが実現する。ユーロ圏は、インフレの早期鎮静化が成長率を押し上げるとともに、安定的な天然ガス調達網を構築、再生エネルギーの普及が加速し、エネルギー集約型産業の生産も迅速に回復していく。また、復興基金を呼び水にした「グリーン」「デジタル」関連の投資が加速し、潜在成長率が2%近くまで上昇する。中国は、不動産融資規制を緩和し、デベロッパー資金繰り改善が進むことで不動産市場が早期に回復する。その後も、民営企業の統制など最近の政策方針を本格的に見直し、民営企業を中心とするビジネスに寄り添った経済政策に転換。これによりイノベーションの活性化、消費の活性化が進み生産性が向上することで、2030年代に入っても3%台半ばの成長率が維持される。

日本は、世界経済の好景気による輸出の増加や経済正常化に伴う消費の回復などにより、より高い経済成長が実現する。これに伴い、賃上げ率はメインシナリオを上回り、サービス価格が安定的に上昇する。消費者物価上昇率は2024年度以降も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することから、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、累積的な金融引き締めによる経済のオーバーキルにより、欧米が景気後退に陥ることをきっかけに、世界経済が大きく悪化する。

米国は 2024 年から 2025 年にかけてマイナス成長となる。F R B は景気後退と急速なインフレ低下に伴い急激な利下げに転じ、2025 年以降はゼロ金利政策を維持するものの、経済は長期に亘って低迷し予測期間末にかけて 1% 台前半の低成長が続く。ユーロ圏では、累次の金融引き締めの影響により、ノンバンクなど規制の緩い金融機関での経営悪化が深刻化する。また、商業用不動産部門など不振業種の業績が悪化し、不良債権が増加、成長率は急減する。さらに、エネルギーコストの高止まりによって製造業の拠点としての魅力が低下し、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。中国は、不動産市場の調整がメインシナリオより強くなるとともに、米国経済減速により外部環境も悪化することで、成長率が早期に 2% 台まで低下。期待成長率が低下し、銀行の不良債権処理圧力も高まることで、消費、設備投資が冷え込むとともに、地方財政悪化でインフラ投資も低調となり、2030 年代に 1% 台まで低下する。

日本は、海外経済低迷の影響で外需が悪化することから、2024、2025 年度にマイナス成長に陥る。2024 年の賃上げ率は前年から大きく低下し、消費者物価上昇率は 2025 年度にマイナスに転じる。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 0.1%、消費者物価上昇率の平均は 0.0% 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、米国の年内追加利上げは実施されず、2024 年から実施される欧米の利下げペースもメインシナリオより速まる。ただし、高めの成長率を反映して、欧米の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明確に移行することで、2024 年度には日銀が「物価目標の持続的・安定的な達成が実現した」との判断に基づき金融政策の正常化を開始する。この際には、Y C C が撤廃（長期金利操作目標が廃止）されるうえ、マイナス金利政策も解除され、政策金利として無担保コール誘導目標が復活する。さらに、順調な景気動向と物価上昇率の 2% 超え継続を背景に早期に利上げが開始されることになる。利上げが停止されるのは、物価上昇率が 2% に落ち着き、政策金利が 2% 台半ばに達する 2029 年度と想定している。

日本の長期金利は、Y C C による誘導下にある 2023 年度までは 1% 未満に留まるが、Y C C 撤廃、マイナス金利解除、利上げ開始が行われる 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。

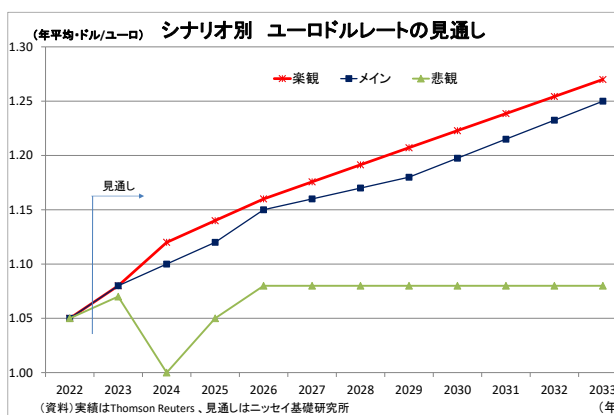
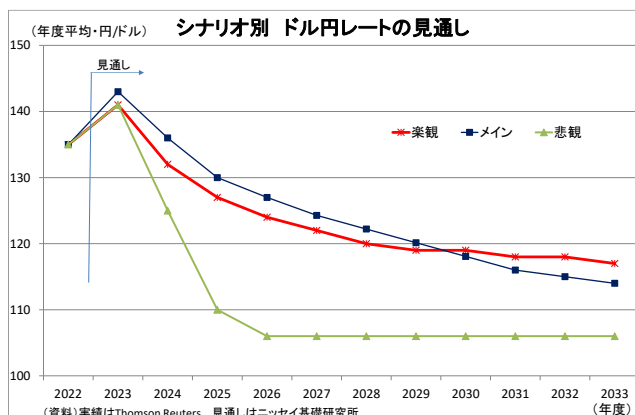
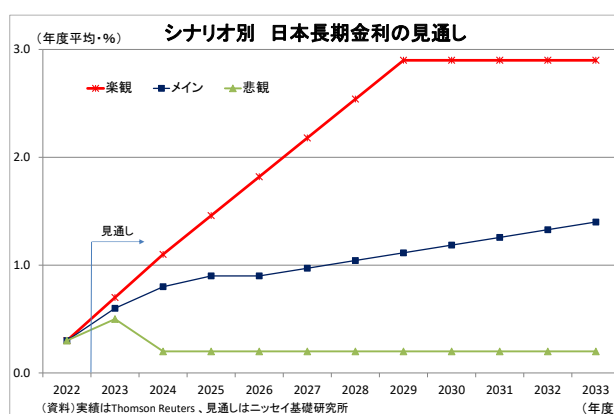
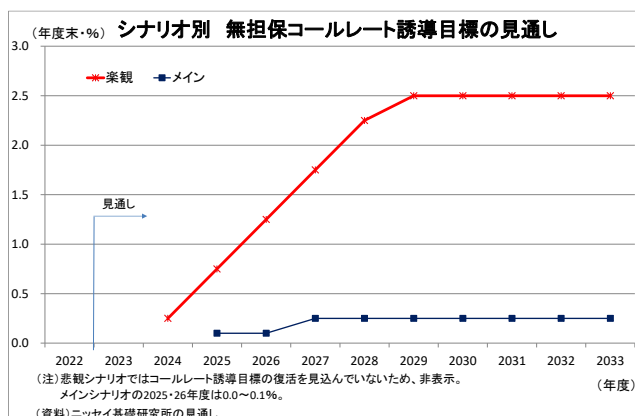
ドル円レートについては、予測期間序盤の F R B による利下げがメインシナリオよりも小幅に留まるうえ、2024 年度からは日銀が速いペースで金融政策の正常化と利上げを進めることになるため、予測期間中盤にかけて、メインシナリオよりも円高ドル安ペースがやや速まる。ただし、円売

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、長期金利の上昇も止まるため、(予測期間末にかけて長期金利上昇が続く) メインシナリオよりもやや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117円と想定している。

悲観シナリオでは、既往の累積的な利上げ効果が急激に顕在化し、信用収縮も深刻化することで、欧米の景気が予測期間序盤に失速、景気後退に陥ると想定。2024年にはF R B・E C Bともに急速な利下げが行われ、2025年にはともに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、日銀が予想物価上昇率の低下に伴う実質金利上昇への対応として、2024年度に国債買入れを増額することで、同年度に0.2%まで低下し、予測期間末にかけて同水準での低迷が継続することになる。

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、予測期間半ばにかけて1ドル110円を割り込む水準まで大幅な円高ドル安が進む。その後も米国のゼロ金利政策が続けられる中、予測期間末にかけて同水準での低迷が続くことになる。



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)

	2022年度 実績	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	2033年度 予測	[年度平均値]	
													14-23	24-33
名目国内総支出(名目GDP) (兆円)	2.0 (562.7)	4.7 (589.3)	2.9 (606.3)	2.3 (620.1)	2.4 (634.9)	2.6 (651.6)	2.0 (664.7)	2.0 (678.1)	2.0 (691.5)	1.9 (704.4)	1.8 (717.0)	1.7 (729.4)	1.4	2.2
実質国内総支出(実質GDP)	1.4	1.5	1.4	1.1	1.2	1.4	1.0	1.0	1.0	1.0	0.9	0.8	0.5	1.1
国内需要	<1.9>	<0.6>	<1.5>	<1.2>	<1.3>	<1.5>	<1.1>	<1.1>	<1.2>	<1.2>	<1.1>	<1.1>	<0.3>	<1.2>
国内民間需要	<1.9>	<0.5>	<1.4>	<1.0>	<1.1>	<1.2>	<0.7>	<0.7>	<0.8>	<0.8>	<0.7>	<0.7>	<0.0>	<0.9>
民間最終消費支出	2.5	0.7	1.8	1.4	1.6	1.6	1.0	1.0	1.3	1.2	1.0	1.0	▲0.3	1.3
民間企業設備投資	▲3.0	2.0	▲0.1	0.7	▲0.2	0.8	0.1	▲0.5	▲1.3	▲0.5	▲0.3	▲0.2	▲1.5	▲0.2
国内公的需要	<▲0.0>	<0.2>	<0.1>	<0.2>	<0.2>	<0.3>	<0.4>	<0.4>	<0.4>	<0.4>	<0.4>	<0.4>	<0.3>	<0.3>
政府最終消費支出	0.7	0.2	0.2	0.7	0.9	1.5	1.6	1.8	1.6	1.8	1.8	1.8	1.4	1.4
公的固定資本形成	▲3.1	2.2	0.9	0.9	0.9	0.8	1.0	1.0	0.9	1.0	1.2	1.2	▲0.3	1.0
財・サービスの純輸出	<▲0.5>	<0.8>	<▲0.1>	<▲0.1>	<▲0.1>	<▲0.2>	<▲0.1>	<▲0.2>	<▲0.3>	<▲0.3>	<▲0.3>	<▲0.3>	<0.2>	<▲0.2>
財・サービスの輸出	4.5	2.0	1.7	2.5	2.2	2.0	2.3	2.3	2.2	2.2	2.1	2.1	2.7	2.2
財・サービスの輸入	7.2	▲2.0	2.4	2.8	2.8	2.8	2.7	2.9	3.2	3.3	3.2	3.3	1.6	2.9
鉱工業生産	▲0.3	0.2	1.7	1.1	0.9	0.9	0.8	1.2	0.7	0.6	0.7	0.5	▲0.6	0.9
国内企業物価	9.5	2.5	0.5	▲0.3	▲0.2	0.4	0.5	0.6	0.6	0.5	0.5	0.6	1.9	0.4
消費者物価	3.2	2.8	1.6	1.4	1.7	1.8	1.7	1.6	1.6	1.5	1.5	1.5	1.1	1.6
消費者物価(生鮮食品を除く)	3.0	2.8	1.6	1.4	1.7	1.8	1.7	1.6	1.6	1.5	1.5	1.5	1.0	1.6
消費税を除く	(3.0)	(2.8)	(1.6)	(1.4)	(1.7)	(1.8)	(1.7)	(1.6)	(1.6)	(1.5)	(1.5)	(1.5)	(0.7)	(1.6)
失業率(%)	2.6	2.5	2.3	2.3	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.3	2.2	2.3	2.8	2.2
経常収支(兆円)	9.4	19.5	17.6	15.3	13.7	11.6	9.3	7.2	3.8	▲0.0	▲3.8	▲7.9	17.5	6.7
(名目GDP比)	(1.7)	(3.3)	(2.9)	(2.5)	(2.2)	(1.8)	(1.4)	(1.1)	(0.5)	(▲0.0)	(▲0.5)	(▲1.1)	(3.2)	(1.1)
消費税率(%)	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	-	-
為替レート(円/ドル)	135	143	136	130	127	124	122	120	118	116	115	114	117	122
コーレルート(誘導目標、%)	-	-	-	0.10	0.10	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	-	-
10年国債利回り(%)	0.3	0.6	0.8	0.9	0.9	1.0	1.0	1.1	1.2	1.3	1.3	1.4	0.2	1.1
原油価格(CIF・ドル/バレル)	103	93	98	94	92	92	92	92	92	92	92	92	70	93

(資料)内閣府「国民経済計算年報」、経済産業省「鉱工業生産」、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

	2022年 実績	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	2033年 予測	年平均値	
													14-23	24-33
名目GDP(前年比%)	9.1	6.0	3.8	3.8	4.0	4.1	4.2	4.2	4.2	4.2	4.1	4.1	5.0	4.1
実質GDP(前年比%)	1.9	2.2	1.1	1.6	1.8	1.9	1.9	1.9	1.9	1.8	1.8	1.7	2.3	1.7
内需(寄与度%)	2.5	1.5	0.9	1.6	1.9	1.9	2.0	2.0	2.0	1.9	1.9	1.8	2.6	1.8
民間最終消費支出(前年比%)	2.5	2.4	0.9	1.8	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	1.9	1.9	1.8	2.7	1.8
固定資本形成(前年比%)	1.3	0.3	0.4	1.4	1.6	1.7	1.9	1.9	1.9	1.8	1.8	1.7	3.4	1.6
外需(寄与度%)	▲0.5	0.7	0.2	▲0.0	▲0.1	▲0.1	▲0.1	▲0.1	▲0.1	▲0.1	▲0.1	▲0.1	▲0.3	▲0.1
消費者物価(前年比%)	8.0	4.1	2.7	2.4	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.7	2.3
経常収支(名目GDP比)	▲3.8	▲2.9	▲2.7	▲2.7	▲2.7	▲2.7	▲2.7	▲2.7	▲2.8	▲2.8	▲2.8	▲2.9	▲2.6	▲2.7
FF目標金利(誘導目標上限、%)、未値	4.50	5.75	5.25	3.75	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	1.8	2.9
10年国債利回り(%)、平均	3.0	3.9	3.8	3.0	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.3	2.9

ユーロ圏経済の中期見通し

	2022年 実績	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	2033年 予測	年平均値	
													14-23	24-33
名目GDP(前年比%)	8.1	6.1	4.1	3.7	3.4	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.6	3.4
実質GDP(前年比%)	3.3	0.5	1.1	1.5	1.4	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.4	1.3
内需(寄与度%)	4.1	0.1	1.1	1.3	1.3	1.1	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	2.1	1.7
民間最終消費支出(前年比%)	4.3	0.6	1.1	1.4	1.3	1.3	1.3	1.3	1.2	1.2	1.2	1.2	1.0	1.3
固定資本形成(前年比%)	2.8	1.8	2.7	1.9	1.8	1.6	1.5	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	2.5	1.6
外需(寄与度%)	▲0.2	0.4	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.0	0.2
消費者物価(前年比%)	8.4	5.6	2.9	2.2	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.2	2.1
経常収支(名目GDP比)	▲0.8	0.9	1.0	1.1	1.2	1.2	1.2	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	2.0	1.2
対ドル為替相場	1.05	1.08	1.10	1.12	1.15	1.18	1.17	1.18	1.20	1.22	1.23	1.25	1.14	1.18
対円為替相場	138	151	152	146	146	144	143	142	141	141	142	143	131	144
ECB市場介入金利(%)、未値	2.50	4.50	3.50	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	0.71	2.38
独10年国債利回り(%)、平均	1.2	2.4	2.3	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	0.5	2.0

中国経済の中期見通し

	2022年 実績	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	2033年 予測	[平均値]	
													14-23	24-33
名目GDP(前年比%)	5.3	5.6	6.2	6.4	5.9	5.7	5.2	5.0	5.1	4.5	4.6	4.4	7.9	5.3
実質GDP(前年比%)	3.0	5.0	4.5	4.4	3.9	3.7	3.2	3.0	3.1	2.5	2.6	2.4	5.9	3.3
消費者物価(前年比%)	2.0	0.6	1.7	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	1.8	2.0
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	1.6	1.5
対ドル為替相場(基準値、年平均)	6.7	7.3	7.0	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5	6.7	6.6

新興国の成長率見通し

	2022年 実績	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	2033年 予測	[平均値]	
													14-23	24-33
実質GDP(前年比%)	4.0	4.1	4.3	4.2	4.0	3.9	3.7	3.6	3.6	3.4	3.4	3.4	3.9	3.7
うち中国	3.0	5.0	4.5	4.4	3.9	3.7	3.2	3.0	3.1	2.5	2.6	2.4	5.9	3.3
うちインド	6.7	6.1	6.3	6.3	6.2	6.2	6.1	6.1	6.0	5.9	5.9	5.8	5.7	6.1
うちブラジル	3.0	2.8	1.7	1.9	1.8	1.8	1.7	1.7	1.8	1.8	1.8	1.8	0.5	1.8
うちロシア	▲2.0	1.6	1.3	1.1	1.0	1.0	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8	0.7	0.8	0.9
うちASEAN4	5.6	4.5	4.9	4.7	4.6	4.5	4.4	4.3	4.3	4.2	4.2	4.1	3.8	4.4

(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)

	2022年度 実績	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	2033年度 予測	[年度平均値] 14-23	24-33
実質GDP(日本)	1.4	1.5	1.4	1.1	1.2	1.4	1.0	1.0	1.0	1.0	0.9	0.8	0.5	1.1
実質GDP(米国)	1.9	2.2	1.1	1.6	1.8	1.9	1.9	1.9	1.9	1.8	1.8	1.7	2.3	1.7
実質GDP(ユーロ圏)	3.3	0.5	1.1	1.5	1.4	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.4	1.3
実質GDP(中国)	3.0	5.0	4.5	4.4	3.9	3.7	3.2	3.0	3.1	2.5	2.6	2.4	5.9	3.3
消費者物価(日本)	3.2	2.8	1.6	1.4	1.7	1.8	1.7	1.6	1.6	1.5	1.5	1.5	1.1	1.6
消費者物価(米国)	8.0	4.1	2.7	2.4	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.7	2.3
消費者物価(ユーロ圏)	8.4	5.6	2.9	2.2	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.2	2.1
コーレルレート(誘導目標、年度末)	--	--	--	0.10	0.10	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	--	--
FF目標金利(年末)	4.50	5.75	5.25	3.75	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	1.80	2.9
ECB市場介入金利(年末)	2.50	4.50	3.50	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	0.71	2.38
日10年国債利回り(年度平均)	0.3	0.6	0.8	0.9	0.9	1.0	1.0	1.1	1.2	1.3	1.3	1.4	0.2	1.1
米10年国債利回り(年平均)	3.0	3.9	3.8	3.0	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.3	2.9
独10年国債利回り(年平均)	1.2	2.4	2.3	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	0.5	2.0
円/ドル(年度平均)	135	143	136	130	127	124	122	120	118	116	115	114	117	122
ドル/ユーロ(年平均)	1.05	1.08	1.10	1.12	1.15	1.16	1.17	1.18	1.20	1.22	1.23	1.25	1.14	1.18
円/ユーロ(年平均)	138	151	152	146	146	144	143	142	141	141	142	143	131	144

(注) 米国、ユーロ圏、中国は暦年

(楽観シナリオ)

	2022年度 実績	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	2033年度 予測	[年度平均値] 14-23	24-33
実質GDP(日本)	1.4	2.2	2.0	1.6	1.7	1.8	1.6	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	0.5	1.6
実質GDP(米国)	1.9	2.5	2.1	2.1	2.1	2.2	2.2	2.2	2.2	2.1	2.1	2.0	2.3	2.1
実質GDP(ユーロ圏)	3.3	1.3	1.8	1.8	1.8	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.5	1.9
実質GDP(中国)	3.0	5.3	5.5	5.7	5.1	4.9	4.3	4.1	4.2	3.6	3.7	3.4	5.9	4.4
消費者物価(日本)	3.2	3.0	2.4	2.2	2.1	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	1.1	2.1
消費者物価(米国)	8.0	3.5	2.6	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.7	2.3
消費者物価(ユーロ圏)	8.4	5.0	2.6	2.0	2.0	2.0	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1
コーレルレート(誘導目標、年度末)	--	--	0.25	0.75	1.25	1.75	2.25	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	--	--
FF目標金利(年末)	4.50	5.50	4.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	1.35	3.1
ECB市場介入金利(年末)	2.50	4.50	3.00	2.75	2.75	2.75	2.75	2.75	2.75	2.75	2.75	2.75	0.71	2.78
日10年国債利回り(年度平均)	0.3	0.7	1.1	1.5	1.8	2.2	2.5	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	0.2	2.4
米10年国債利回り(年平均)	3.0	3.8	3.7	3.5	3.5	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7	2.2	3.7
独10年国債利回り(年平均)	1.2	2.7	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	0.6	2.8
円/ドル(年度平均)	135	141	132	127	124	122	120	119	119	118	118	117	116	122
ドル/ユーロ(年平均)	1.05	1.09	1.12	1.14	1.16	1.18	1.19	1.21	1.22	1.24	1.25	1.27	1.14	1.20
円/ユーロ(年平均)	138	151	150	145	144	143	143	144	146	146	148	149	131	146

(注) 米国、ユーロ圏、中国は暦年

(悲観シナリオ)

	2022年度 実績	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	2033年度 予測	[年度平均値] 14-23	24-33
実質GDP(日本)	1.4	1.0	▲1.5	▲1.1	0.2	0.3	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.1
実質GDP(米国)	1.9	1.5	▲2.0	▲3.0	0.5	1.0	1.3	1.3	1.3	1.2	1.2	1.1	2.2	0.4
実質GDP(ユーロ圏)	3.3	0.1	▲2.5	▲2.0	1.2	1.1	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	1.4	0.1
実質GDP(中国)	3.0	4.5	2.2	2.3	3.0	2.9	2.5	2.3	2.4	1.8	1.9	1.7	5.9	2.3
消費者物価(日本)	3.2	2.5	0.9	▲1.2	▲0.6	0.0	0.1	0.1	0.2	0.3	0.3	0.3	1.1	0.0
消費者物価(米国)	8.0	3.0	2.0	1.6	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	2.0	1.5
消費者物価(ユーロ圏)	8.4	4.9	2.3	1.5	1.4	1.2	1.1	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0	2.1	1.3
コーレルレート(誘導目標、年度末)	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
FF目標金利(年末)	4.50	5.50	2.50	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	1.35	0.48
ECB市場介入金利(年末)	2.50	4.25	2.50	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.69	0.25
日10年国債利回り(年度平均)	0.3	0.5	0.2	0.2	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(年平均)	3.0	3.6	2.8	2.0	1.6	1.4	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	2.2	1.5
独10年国債利回り(年平均)	1.2	2.8	1.6	1.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.6	0.3
円/ドル(年度平均)	135	141	125	110	106	106	106	106	106	106	106	106	116	108
ドル/ユーロ(年平均)	1.05	1.07	1.00	1.05	1.08	1.08	1.08	1.08	1.08	1.08	1.08	1.08	1.14	1.07
円/ユーロ(年平均)	138	150	131	116	114	114	114	114	114	114	114	114	131	116

(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 安田 拓斗 (やすだ たくと) (03) 3512-1838 t-yasuda@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)

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

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

主任研究員 三浦 祐介 (みうら ゆうすけ) (03) 3512-1787 y-miura@nli-research.co.jp

主任研究員 高山 武士 (たかやま たけし) (03) 3512-1818 takayama@nli-research.co.jp

准主任研究員 斉藤 誠 (さいとう まこと) (03) 3512-1780 msaitou@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。