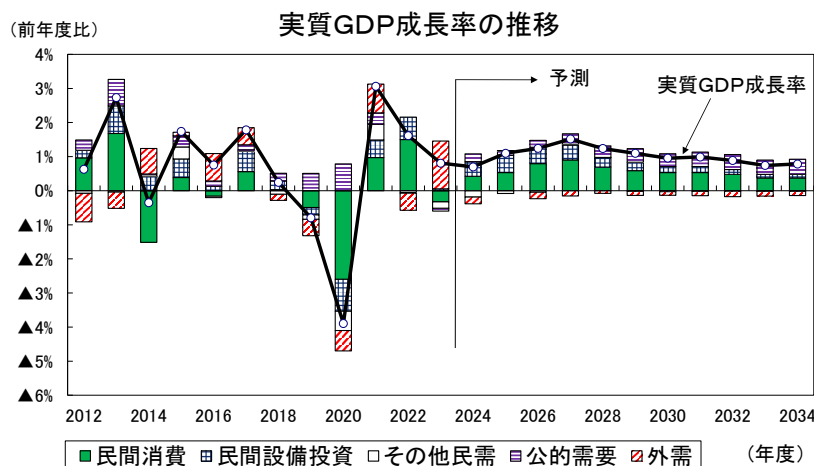


Weekly
エコノミスト・
レター

中期経済見通し(2024～2034 年度)

経済研究部
(03) 3512-1884

1. 世界の実質GDP成長率は、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%台前半まで減速した。2024年はインフレ率が低下し、減速に歯止めがかかるものの、その後は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2034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。潜在成長率は足もとのゼロ%台後半から2020年代後半に1%程度まで高まった後、少子高齢化の更なる進展に伴い2030年度前半にゼロ%台後半まで鈍化することが見込まれる。
3. 消費者物価上昇率（除く生鮮食品）は、2025年度に1.8%と4年ぶりに2%を割り込んだ後、1%台後半で推移し、10年間の平均で1.7%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、再びデフレに戻ることはないだろう。
4. 日本銀行は、「物価目標の持続的・安定的な達成についての確度が高まっている」との理由で段階的に利上げを実施し、政策金利は2027年度に1.25%まで引き上げられるだろう。長期金利は、政策金利の引き上げに加え、長期国債の買い入れ減額の継続が上昇圧力になることから、2034年度には2%を若干下回る水準まで上昇すると予想する。



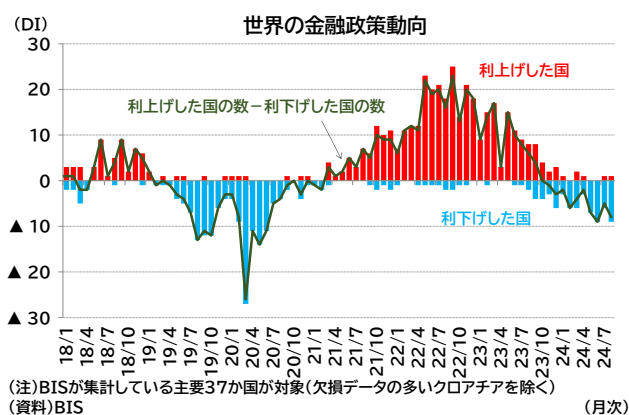
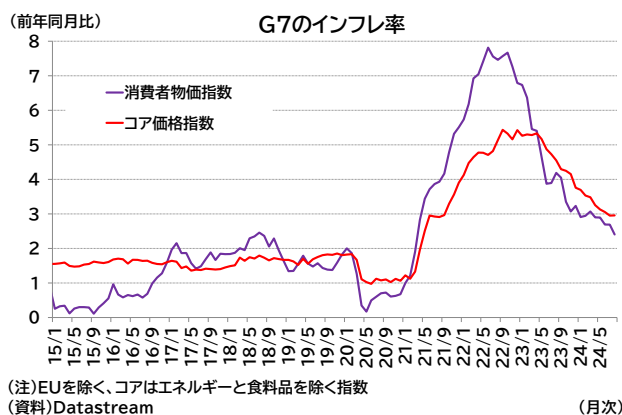
(資料) 内閣府経済社会総合研究所「国民経済計算年報」

1. 世界経済は回復が進むものの、不確実性は依然として大きい

(デシインフレが進み、欧米中銀も利下げサイクルを開始)

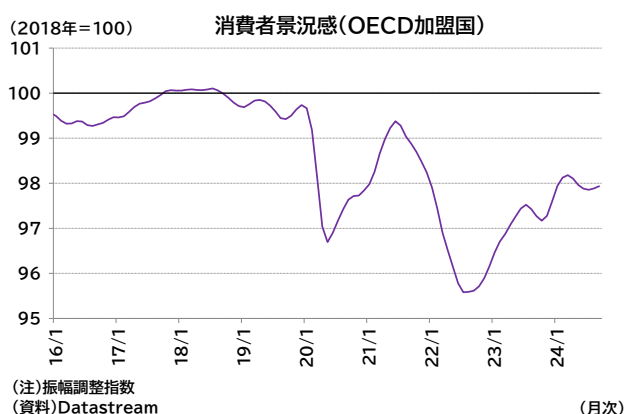
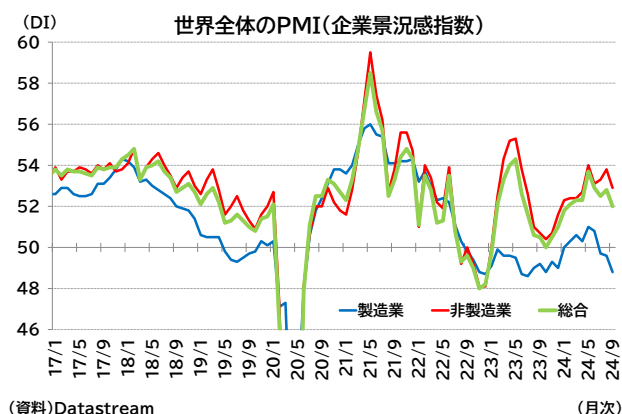
世界経済は、2020 年の新型コロナウイルス流行、2022 年のロシアによるウクライナ侵攻といったショックを経験した。経済は、コロナ禍による直接的な影響がほぼ解消し、戦争も当初の混乱からは落ち着きを取り戻しつつあるが、主要先進国で進んだ高インフレは、人手不足感の強まりなどを背景に賃上げや企業の価格転嫁によって内生化が進んだため、鎮静化に時間を要している。

2024 年には、欧米中銀の積極的な金融引き締め効果もあって、緩やかながらもインフレ率が低下傾向を続けてきたため、2%インフレという目標達成が視野に入ってきた。年央以降は、F R BやE C Bは金融引き締め姿勢を徐々に緩和させており、経済データを注視しつつ、利下げサイクルを開始している。



(製造業景況感や消費者景況感は弱含み)

欧米でデシインフレが進んだことで、中央銀行は金融引き締め度合いを緩めつつあるが、長期にわたる高インフレと金融引き締め環境は、経済への重しになっている。中国では高インフレを経験していないが、不動産市場の低迷を主因に停滞感は強い。



世界の企業景況感は、サービス業ではコロナ禍からのペントアップ需要もあって相対的に堅調に推移しているが、製造業では冴えない。製造業PMIは、2024 年に入り一時は中立水準の 50 を上回る状況まで回復したが、再び 50 割れに落ち込んだ。消費者景況感も高インフレが深刻化した 2022

年を底に回復はしているものの、コロナ禍前の水準と比較するとまだ回復途上段階にある。欧米では長期の高インフレによる購買力の低下、中国では大手不動産企業の経営危機といった不安感の高まりが消費者心理を抑制していると見られる。

世界経済は緩やかに成長しているものの、製造業景況感や消費者景況感の低さが、回復力の弱さにつながっている。

一方で、世界経済は大規模な金融ショックや深刻な景気後退も回避してきた。欧米では、2022年に英企業年金基金の資金繰り悪化、2023年に米シリコンバレー銀行の破綻やクレディスイスのUBSによる救済合併といった金融機関の経営悪化に見舞われ、実体経済でも商業用不動産に関連した業種を中心に業績が低迷しているが、いずれも局所的、一時的な事象にとどまっている。

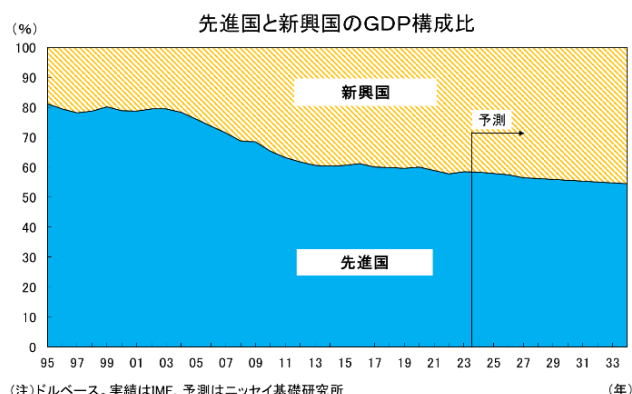
（経済を取り巻く不確実性は依然として大きい）

インフレの持続性や長期化する金融引き締め環境の影響など、経済環境を取り巻く不確実性は依然として大きい。気候変動への対応や、安全保障強化を背景とした供給網の見直しも経済に影響を及ぼす。悪天候による農作物の供給不足がインフレ圧力を生むリスクなども抱える。ロシア・ウクライナ戦争の終結が見えないなか、中東地域での紛争は激化しており、地政学的緊張は高まっている。また、コロナ禍で積極化した財政政策の結果、多くの国で政府債務残高が増加している。メインシナリオでは、欧米のデフインフレ傾向が続くなか、金融ショックの発生や深刻な景気後退入りは想定していないが、金融市場への悪影響や景気後退懸念は燻っており、世界の成長力やインフレの先行きの見極めは難しい状況にある。

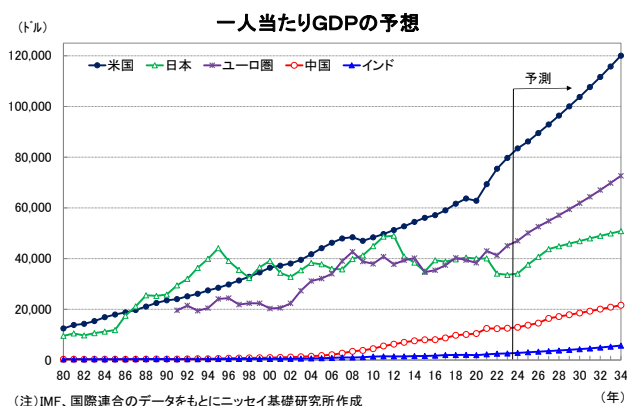
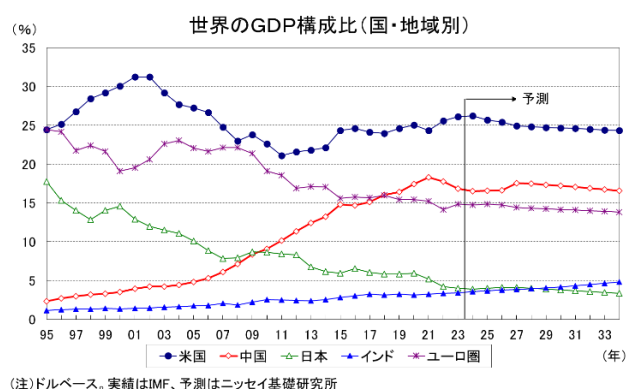
（世界成長率は中期的に緩やかに減速）

世界経済は、新型コロナウイルス感染症の影響で2020年に▲2.7%の大幅マイナス成長を経験した後、2021年はその反動で6.5%の高成長となった。しかし、その後は高インフレと金融引き締めの影響で回復ペースが減速し、世界経済の実質経済成長率は2022年に3%台半ば、2023年には3%台前半まで低下した。2024年にはインフレ率が低下し、減速に歯止めがかかるものの、中期的には予測期間にわたって鈍化傾向をたどり、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%台半ば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には40%台半ばまで高まるだろう。



国別には、コロナ禍前までは経済規模で世界第2位である中国の世界経済に占める割合が拡大傾向を続け、2018年にはユーロ圏を上回った。ただし、先行きについては中国の名目成長率が予測期間後半にかけて緩やかに鈍化し、人民元のドルに対する相場が横ばい圏にとどまることから、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。

中国に匹敵する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が期待でき、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。2023年の日本の一人当たりGDPは円安の影響もあり、米国の4割強の水準まで低下した。過度な円安は修正され、今後も引き続き為替レートは円高方向に推移すると想定しているが、コロナ禍前の10年間と比較すると円安水準にとどまると見込まれる。また、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、予測期間終盤も日本は米国の4割強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、2023年時点で日本の一人当たりGDPは7割強であるが、予測期間の平均成長率がユーロ圏を下回るため、予測期間後半には7割程度まで低下するだろう。

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2023年時点でも中国の3倍弱の水準である。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、2034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2023年時点では日本の8%弱となっているが、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－累積的な金融引締めの影響により、当面は潜在成長率を下回る成長が持続)

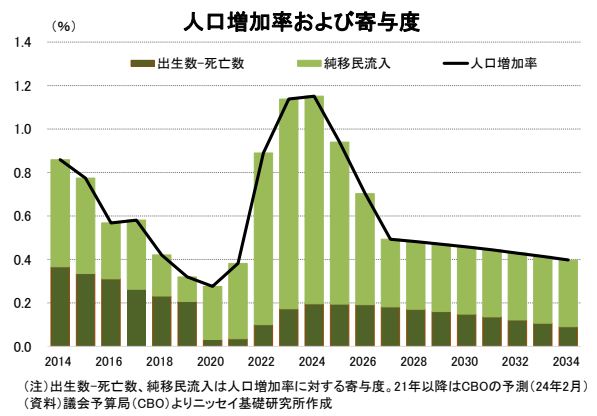
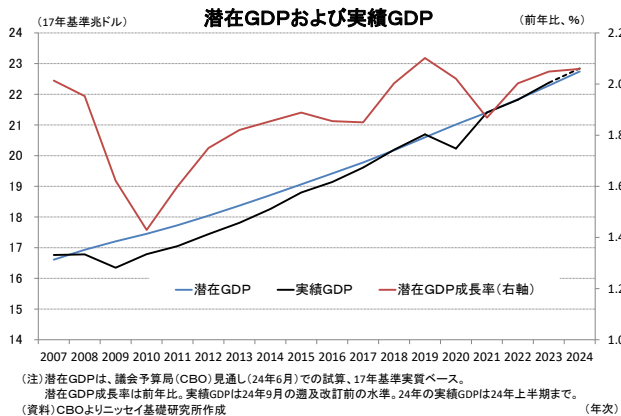
米国経済はコロナ禍の影響で2020年春先に大幅に落ち込み、2020年の実質GDP成長率は前年比▲2.2%と2009年以来のマイナスとなった。しかし、コロナ禍で実施された財政政策や金融政策の効果もあって2021年が6.1%と1984年以来の高成長となるなどV字回復を果たした。

その反面、コロナ禍に伴う供給制約やウクライナ侵攻に伴うエネルギーや食料品価格の急騰によるインフレ高進を受けてFRBは2022年3月に政策金利の引き上げを開始し、2023年7月までに2001年以来となる5.5%まで引き上げた。ただし、大幅な金融引締めに関わらず、2022年と2023年ともに2%超の堅調な成長が続いた。

一方、潜在成長率は概ね2020年以降2%近辺で安定しており、コロナ禍の影響は限定的に留まった。この結果、実際のGDPとの乖離で示されるGDPギャップは、2020年に一時的に▲4%弱(潜在GDP比)まで拡大したものの、その後は2023年まで乖離が限定的に留まった。また、潜在成長率は2024年から2028年にかけても2%超が続くと予想され、1年前の想定を0.2%~0.4%ポイント上回る見込みである。これは主に近年の不法移民の流入増加による労働力人口をはじめとする人口の押上げの影響が大きい。議会予算局(CBO)による推計では2022年以降に不法移民を中心とした純移民流入の増加に伴い人口増加率は2014年から2021年の年間平均0.5%に対して、2022年から2026年にかけては年間平均1.0%と大幅な伸びが続くと予想されている。この結果、今後10年間の潜在成長率の平均は2.0%と1年前の1.8%予想を0.2%ポイント上回ることが見込まれる。

2024年は上期の成長率が2.3%と堅調を維持しているものの、累積的な金融引締めの影響もあって失業率の上昇を伴う労働市場の減速が続いている。今後は個人消費の減速に波及することで2024年後半にかけて景気減速を見込む。その後は9月にFRBが利下げを開始したこともあって2025年以降景気は緩やかに持ち直そう。ただし、暫くは引締めの政策金利が継続することから、2025年から2026年にかけては潜在成長率を下回る伸びに留まると予想、2027年以降は潜在成長率に一致しよう。この結果、今後10年間の成長率見通しは平均で1.9%と僅かながら潜在成長率を下回る水準となろう。

一方、2025年以降の経済状況は11月の大統領・議会選挙結果の影響を受ける。現状、大統領選挙ではハリス氏とトランプ氏の支持率が拮抗している一方、議会は上院で共和党が有利、下院は両党が拮抗しており大統領選挙の結果に左右される可能性がある。仮にハリス氏勝利ならねじれ議会に、トランプ氏勝利なら上下院ともに共和党が過半数を獲得(トリプルレッド)する可能性がある。今回の中期見通しの策定に当たっては、選挙結果が不透明なことから、2025年以降も経済政策の大幅な軌道修正がないことを前提とした。仮にハリス氏勝利の場合は経済政策の軌道修正は限定的となる一方、トリプルレッドでは減税や関税強化、不法移民対策の強化などで軌道修正される可能性がある。この場合、減税に関わらず、関税と移民政策の影響で成長率が押し下げられる可能性が高いとみられる。ただし、中期的な経済への影響を定量的に評価するのは現時点で困難である。



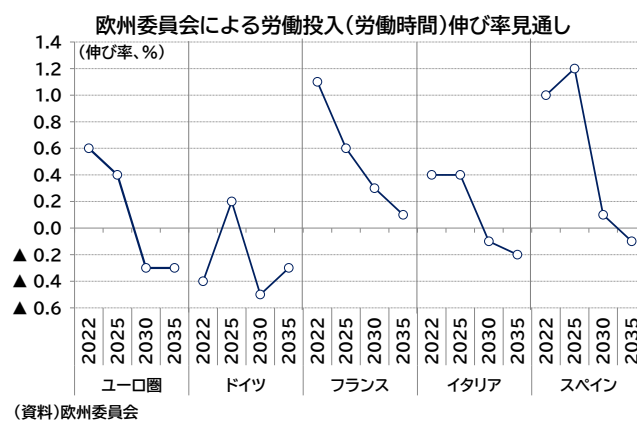
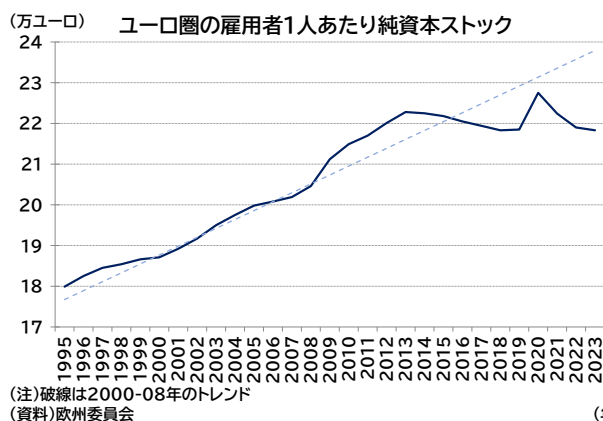
（ユーロ圏経済—第二次フォンデアライエン体制が始動）

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、その後の景気拡大期を経験した後、2020年にコロナ禍、2022年にロシア・ウクライナ戦争という2つの大きなショックに見舞われた。戦争を受けて進んだ「脱ロシア」によりユーロ圏が深刻なエネルギー不足に陥ることは回避したものの、短期的な高インフレをもたらし、コロナ禍からの回復に歯止めをかけた。中期的には、これまでロシア産資源を輸入することで確保していた安価な電気・ガス価格という優位性を失い、人手不足や資材価格の上昇、過剰な規制・煩雑な行政手続きとあわせて製造業の競争力低下懸念をもたらした。中核国であるドイツを中心に成長が停滞しており、ユーロ圏全体でも2023年に続き2024年の実質成長率は潜在成長率である1.3%前後を下回る見込みである。

2024年7月、欧州委員会のフォンデアライエン委員長の再任が承認された。2029年までの次期体制では、一期目で法制化が進んだ「グリーン」や「デジタル」への移行を進めていくことに加え、戦争後に重要課題として急浮上した防衛・安全保障の強化や単一市場の深化などの競争力向上が求められている。フォンデアライエン委員長はこうした課題に対して、2030年までに温室効果ガスを1990年比で55%削減する中間目標に向けたグリーン移行を実現しつつ競争力強化を目指す「クリーン産業ディール」などの政策を掲げる。ECB前総裁・イタリア前首相のドラギ氏も、EUから要請され作成した競争力強化に関する報告書で、規制や行政手続きの簡素化、投資不足を改善するための大規模公共投資を求めている。同報告書では投資の財源としてEU共同債による資金調達提言されており、復興基金の後継として具体化されるのかは見通し期間における注目材料と言える。

また、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なEUの制度改革も中期的な課題となる。

中期の経済見通し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（ベースライン）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するため、生産年齢人口は減少する見込みである。欧州委員会が2024年に公表した高齢化報告書では、ユーロ圏における労働投入の伸び（時間ベース）は2030年代以降にマイナスになることが想定されている。



財政面では、コロナ禍以降の非常時モードの運営から、新たなルールに基づいた健全化が進められている。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、一部運用を柔軟化（基準超過国における各国裁量や期限の拡大）した上で再開された。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が、復興基金が終了し、高齢化が進めば、年金、医療といった社会保障費用関連の財政負担が増すと見られる。防衛費、競争力強化のための投資資金など財政に期待される役割が増加するなかで社会保障費も増えていくため、財源確保は大きな課題となるだろう。

メインシナリオでは、脱炭素・デジタル社会への移行を進展させつつ、高齢者の労働参加率が上昇することで労働供給力は一定程度維持され、ユーロ圏の競争力もコロナ禍前程度まで回復すると想定している。その結果、予測期間末までは1.3%程度の潜在成長率が維持され、2025年以降には成長率が潜在成長率並みに回復すると予想している。この場合、**2025-2034年の平均成長率は1.3%となり、2015-2024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。インフレ率の2%付近での安定、経常収支の予測期間にわたっての黒字確保も見込まれる。ただし、競争力を維持・向上させ、予測期間にわたって潜在成長率を維持するには、統合の深化と改革が必要であり、達成の難易度は増している。

(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)

中国では、2020年から2023年にかけてコロナショックの影響により経済のアップダウンが続いた後、2024年から経済が正常化した。しかし、2021年以降始まった不動産不況が長期化の様相を呈しており、その下押しによって経済は力強さを欠く状況が続いている。加えて、過剰生産能力を背景とした輸出ドライブにより先進国を中心に貿易摩擦が生じており、これも不安材料となっている。そうしたなか、中国指導部は先行きに対する懸念を強めつつあり、2024年9月には経済下支え強化の考えを従来以上に強調するとともに、その手始めとして追加の金融緩和も発表している。もっとも、追加の財政出動が今後発表されたとしても、国債増発の時期が年末になることを考慮すると、2024年中の経済を大きく押し上げることは期待しづらい。**2024年の実質GDP成長率は4.7%と、通年の成長率目標(5%前後)を辛うじて達成**できる程度にとどまるだろう。

その後、当面は、不動産不況や貿易摩擦による下押しと経済政策による下支えとがせめぎ合いな

がらも、段階的に減速する見通しである。さらに 2034 年までの中国経済を展望すると、都市化やサービス化、国家主導のイノベーションによる産業高度化など、成長の余地はまだ残っている一方で、人口オオ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。今後 10 年で、成長率は 2% 台前半まで低下することが予想される。

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に基づく）が 2012 年から減少に転じている。今後の減少幅は、2010 年代に比べて徐々に拡大する見込みであり、それに伴い、成長を押し下げる力も強まる。2024 年 9 月には定年退職年齢引き上げの方針が決定されたが、2025～2039 年の 15 年間で段階的に引き上げられる予定であり、潜在成長率低下に歯止めをかける効果は大きくないと考えられる。

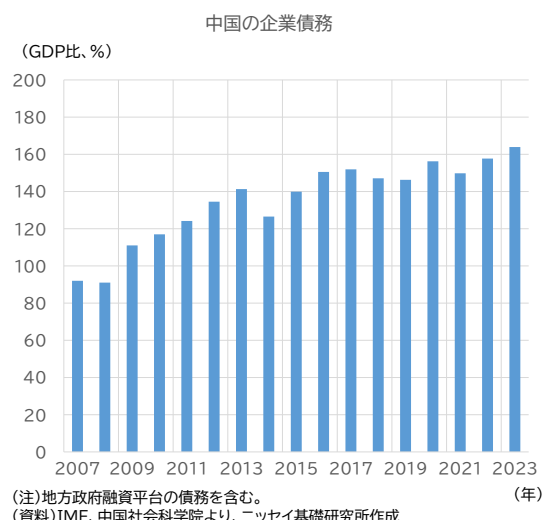
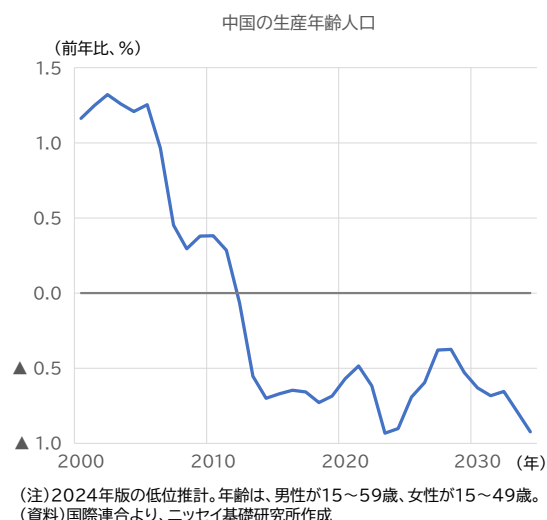
また、資本投入（投資）については、人口動態やデレバレッジが下押しとなり、投資に依存した成長を続けることは難しい。人口動態に関しては、2000 年代半ばより、高齢者を中心に従属人口比率が上昇し、人口オオナスの影響が強まりつつある。それに伴い、国全体でみた貯蓄率は低下傾向にあり、その結果、投資率も下がりつつあると考えられる。この傾向は今後強まることが見込まれ、趨勢として投資率は一層低下するだろう。他方、デレバレッジに関しても、これまで長らく行われてきた過剰投資の後処理として、避けては通れない道である。中国政府は、2010 年代半ばから段階的にデレバレッジの取り組みを進めているが、企業債務の増加にはまだ歯止めがかかっていない。現在経済成長を犠牲に進めている不動産セクターの調整に加え、地方政府の隠れ債務である融資平台の問題も残っている。このほか、一時はデレバレッジが進んだ製造業等その他の企業債務についても、米中貿易摩擦やコロナショックに対する経済下支えの影響で再び増加に転じつつあり、これも重石となるだろう。

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、金融制度改革や国有企業改革、民間のイノベーション活性化を通じた経済生産性の向上や、対外開放を通じた海外の活力の取り込み、都市と農村を分断する戸籍制度の改革を通じた労働市場の流動化、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などだ。

いずれも難度の高い課題であり、順調に進むかどうかは不透明だ。2024 年 7 月に開催された中国共産党第 20 期中央委員会第 3 回全体会議（三中全会）では、内外に山積する課題に対して、国内の管理、統制を強めるとともに、福祉や分配政策の強化を継続する考えが示された。例えば、市場化改革に関して、大きな方針の転換はみられなかったものの、従来に比べて「市場には管理が必要」との認識が強く表れており、それが経済効率向上の妨げにならないか懸念が残る。また、対外開放に関しても、それを堅持する姿勢は不変であるものの、実際には米国など西側諸国との間で経済摩擦が深まるなか、安全保障との両立が必要となっており、開放一辺倒というわけにはいなくなっているのが実情だ。

ただ、向こう 10 年程度は、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ある。また、金融セクターでは大手銀行を中心に健全性が保たれてい

るほか、中央政府の財政にもまだ余力があり、経済の下支えや危機対応に対応することも可能だろう。2032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。その後は、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年代半ば以降、スピードの減速は不可避にせよ、成長が安定したものとなるか、不安定なものとなるかは、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。三中全会では、建国80周年にあたる2029年を改革達成の期限として新たに設定した。それまでに、必要とされている改革が具体的にどのように進捗し、成果として表れていくか、動向を評価していく必要がある。



(インド経済—人口ボーナス期の経済発展の好循環により6%台の高成長軌道を保つ)

インドはコロナ禍で落ち込んだ経済の回復が早く、2021年の実質経済成長率が前年比9.4%と大幅に上昇した後、2022年は高インフレと金融引き締めの影響を受けて同6.5%と減速したが、2023年は旺盛な投資需要が成長を牽引する形で同7.7%の高成長となった。2024年は総選挙期間中の政府支出の減少等から減速するものの、7%程度の高成長を維持するだろう。

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ドライバーとなるが、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積極的な公共インフラ投資により経済成長を支えるだろう。国際的な競争力を有するITサービス業が飛躍的な成長を続ける中、インド政府は海外から投資を呼び込み国内製造やインフラの整備、再生可能エネルギーの拡大等を加速させようとしている。農業から製造業およびサービス業への労働移動や外資参入による技術移転およびノウハウの蓄積が進むなかで生産性が向上し、潜在成長率を底上げするだろう。もっとも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上がりには欠ける状況が続いており、労働人口の増大に見合った雇用を創出することができていない。インドがかつての中国のような10%近い高成長を遂げることは難しいだろう。

インドはロシアと伝統的な友好関係にある一方で中国とは国境問題を抱え、近年は西側諸国との連携を深めており、先進国のサプライチェーンのデリスキングはインドの外資誘致にプラスに働く一方、現政権下で保護主義が強まり、法規制やインフラの整備の遅れが外資の進出を阻んでいる。

いずれにしても中国経済の成長鈍化が鮮明になるにつれて巨大市場へと成長を続けるインドに進出する企業は増えるだろう。

今後インドの成長率は予測期間半ばまで 6%台半ば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%程度まで緩やかに低下すると予想する。

(ASEAN経済一域内外との連携強化により高い成長ポテンシャルを発揮)

ASEAN 4 (マレーシア・タイ・インドネシア・フィリピン) はコロナ禍からの経済回復が遅れて 2021 年の実質経済成長率が前年比 3.5%と伸び悩んだが、2022 年は活動制限措置の緩和により経済活動の正常化が進み同 5.6%に加速した。そして 2023 年は世界的な金融引き締めの影響により輸出が落ち込み同 4.3%に鈍化したが、2024 年はグローバルな IT 関連需要の回復により輸出が増加しており外需依存度の高いタイやマレーシアを中心に景気が上向いている。

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、教育の拡充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。

米中貿易摩擦やコロナ禍、ウクライナ危機に伴う物流網の停滞により、主要国はデリスキングを通じて安全で強靱なサプライチェーンへの見直しに動いており、世界の「開かれた成長センター」として評価の高い ASEAN では対内直接投資が拡大している。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 は 2015 年末に ASEAN 経済共同体 (AEC) を発足させた後も非関税障壁の撤廃など更なる域内の連携強化に取り組んでいる。経済統合の歩みは遅いが、将来的には東ティモールの加盟により ASEAN が 11 カ国に拡大するなど国際的なプレゼンスを徐々に高めていくだろう。また域外との経済協力においては「ASEAN+1」の FTA だけでなく、東アジア地域包括的経済連携 (RCEP) 協定のような広域 FTA も広がりを見せており、ASEAN は東アジア貿易の中心地として地位を向上させていくものとみられる。こうした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 ASEAN はミャンマーの内戦に具体的な打開策を示せず、米中のはざまで加盟国間の意見が対立している。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。

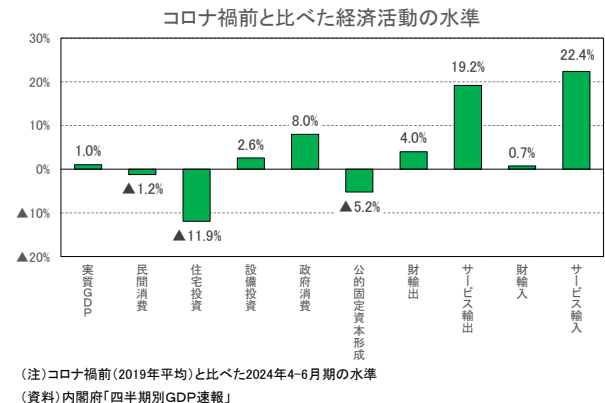
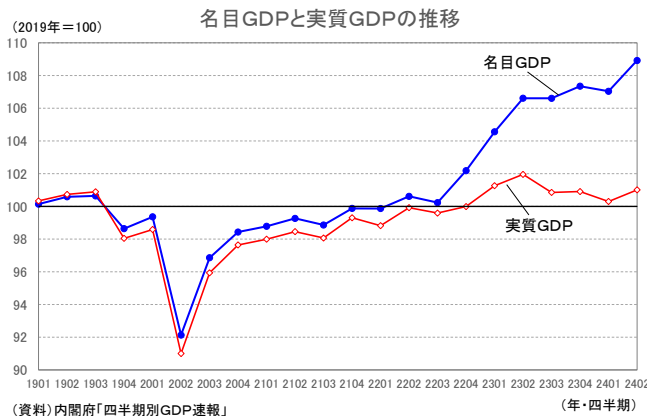
ASEAN 4 の成長率は、外需の回復により 2025 年にかけて 4%台後半まで上昇した後、予測期間末にかけて潜在成長率の低下に沿う形で 4%台前半まで低下するが、総じて底堅い成長が続くと予想する。

3. 日本経済の見通し

(民間消費、住宅投資は依然としてコロナ禍前の水準を下回る)

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。実質GDPは 2024 年 4-6 月期にはコロナ禍前（2019 年平均）の水準を 1.0% 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いる。2024 年 4-6 月期の名目GDPは 607.6 兆円（季節調整済・年率換算値）となり、コロナ禍前（2019 年平均）を 8.9% 上回った。

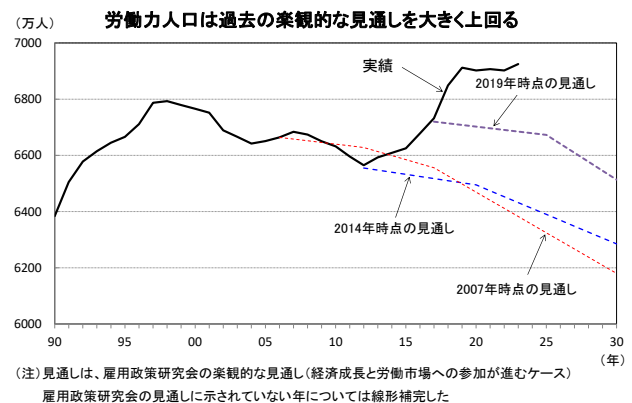
ただし、実質GDP成長率は 2023 年度入り後、プラスとマイナスを繰り返しており、景気が一進一退の状態から抜け出したとは言えない。特に、コロナ禍以降の家計部門の低迷は深刻で、直近（2024 年 4-6 月期）の民間消費、住宅投資はコロナ禍前（2019 年平均）と比べると、それぞれ▲1.2%、▲11.9%低い水準にとどまっている。



(労働時間の減少が労働投入量を押し下げ)

1990 年代後半から 10 年以上にわたって減少傾向が続いていた労働力人口は、2013 年に 6 年ぶりに増加に転じた後、2019 年まで 7 年連続で増加した。新型コロナウイルス感染症の影響で 2020 年には減少したが、その後持ち直し、2023 年には 6,925 万人とコロナ禍前の 2019 年を上回り過去最高を更新した。

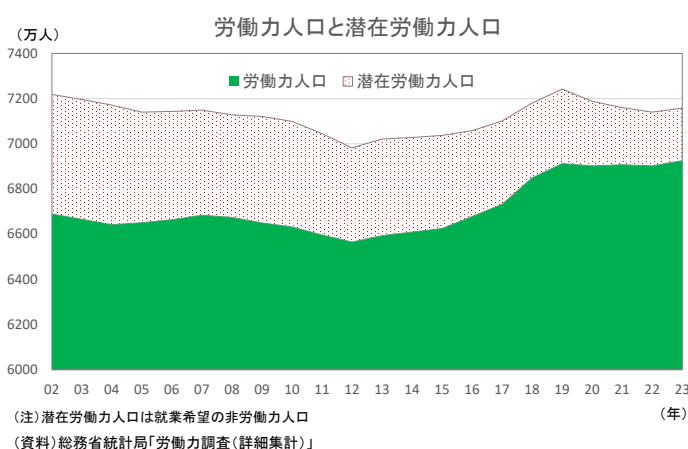
労働力人口が 2020 年代まで増加を続けることは、従来は想定されていなかったことである。厚生労働省の雇用政策研究会が数年毎に公表している報告書では、常に先行きの労働力人口が減少することが示されていた。たとえば、2014 年公表の報告書では、2020 年の労働力人口は楽観的な見通し（経済成長と労働市場への参加が進むケース）でも 6,495 万人とされていたが、実際には新型コロナの影響で前年から減少したにもか



わらず 6,902 万人となり、2014 年当時の楽観的な見通しを 407 万人上回った。

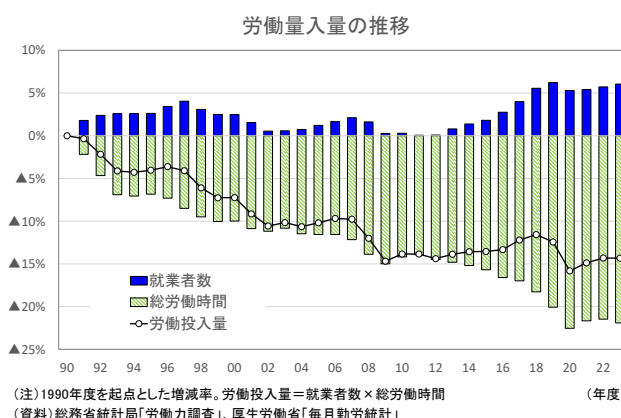
想定を上回って労働力人口が増加を続けている理由は、高齢者と女性の労働力率が大幅に上昇していることである。男性の労働力率は 70% 台前半で横ばい圏の推移が続いているが、65 歳までの定年引き上げや継続雇用制度の導入などにより、60～64 歳の労働力率は 2013 年の 76.0% から 2023 年には 86.8% とこの 10 年間で約 10 ポイント上昇している。また、女性の労働力率は 2013 年の 48.9% から 2023 年には 54.8% まで上昇し、特に出産から子育てを担う年齢層で落ち込む「M 字カーブ」の底が大きく上昇している。たとえば、2013 年時点の女性の労働力率は 30～34 歳で 70.1%、35～39 歳で 69.6% だったが、2023 年にはそれぞれ 82.6%、80.1% と 10 ポイント以上上昇した。

その一方で、労働力の増加余地が少なくなっていることも事実である。労働力人口がここまで増加を続けてきたのは、就業を希望しているにもかかわらず様々な理由で求職活動を行わないために非労働力化していた者（以下、潜在労働力人口）の多くが労働市場に参入するようになったためである。労働力人口は 2002 年の 6,689 万人から 2023 年には 6,925 万人（+236 万人）へと増加したが、潜在労働力人口は、2002 年の 529 万人から 2023 年には 233 万人（▲296 万人）まで減少した。非労働力であった就業希望者の多くが労働市場に参入したことによって潜在労働力人口が大幅に減少したため、新たに労働市場に参入する余地は徐々に小さくなっている。



中長期的な経済成長に影響を及ぼすのは、就業者数に総労働時間（一人当たり）を掛け合わせた労働投入量である。日本の労働投入量は長期的に減少傾向が続いており、1990 年度からの約 30 年間で▲15% 程度減少した。人口減少下でも就業者数は増加傾向を維持しているが、総労働時間が 1990 年度と比べて▲20% 以上減少していることが労働投入量の減少をもたらしている。

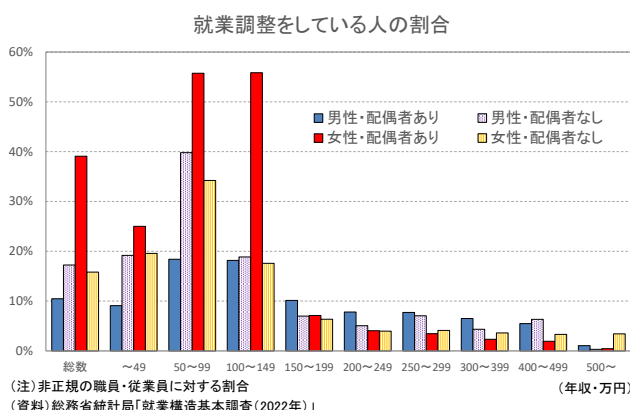
労働時間減少の要因としては、労働時間が相対的に短い高齢者や非正規労働者の増加や「働き方改革」の推進などが挙げられるが、住民税や所得税などの税金や社会保険料がかからないようにするため、労働時間を抑制する就業調整を実施するという、いわゆる「年収の壁」問題も労働時間減少の一因となっている。



総務省統計局の「就業構造基本調査」によれば、2022 年の非正規の職員・従業員のうち、男性は 14.1%、女性は 30.6% が就業調整をしている。男女別には、男性は配偶者なし（17.3%）の方が配偶者あり（10.5%）よりも就業調整の割合が高いのに対し、女性は配偶者あり（39.1%）のほうが配偶者なし（15.8%）よりも就業調整の割合が高い。配偶者ありの女性については、年収 50～99 万

円（55.7%）、100～149万円（55.9%）で就業調整の割合が50%を超えている。

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にもかかわらず収入を抑えるために就業調整を行う人が多く存在することは、本人だけでなく日本経済全体にとっても大きな損失である。「年収の壁」問題に対して抜本的な対策を講じることによって、労働時間の増加を通じて労働投入量の減少に歯止めをかけることが求められる。

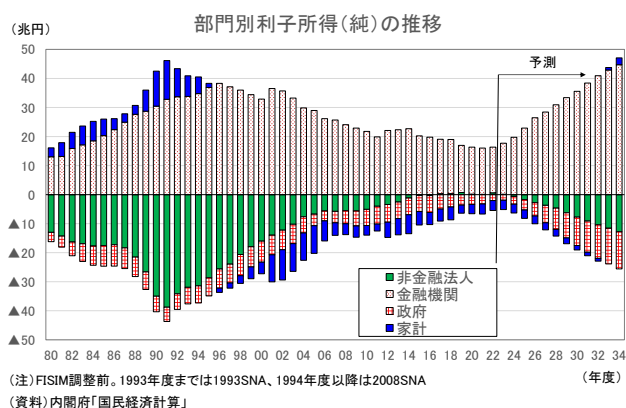
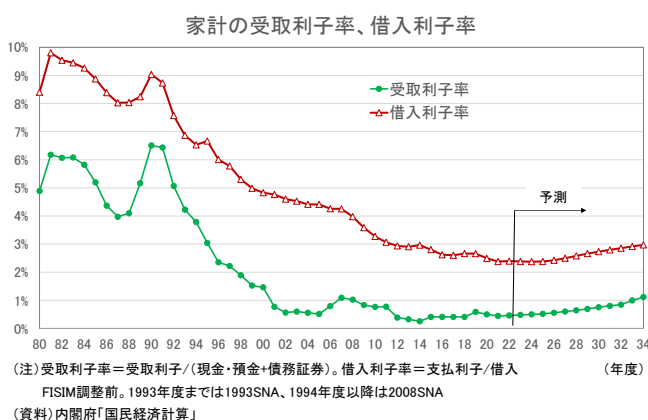


「金利のある世界」復活で、家計の利子所得は増加へ

日本銀行は2024年3月にマイナス金利、YCC（イールドカーブ・コントロール）を終了し、政策金利（無担保コールレート・オーバーナイト物）を0～0.1%とした後、7月には政策金利を0.25%へ引き上げた。今回の見通しでは、政策金利は2027年度に1.25%まで引き上げられ、長期金利（10年国債金利）は予測期間末の2034年度に1.9%まで上昇することを想定している。

超低金利の長期化により、家計の受取利子率（受取利子/（現金・預金＋債務証券））は1990年代初頭の6%台をピークに大きく低下し、2000年代初頭からは概ね0%台の推移が続いている。一方、家計の借入利子率（支払利子/借入）は1990年代初頭までの10%近い水準から大きく低下したが、足もとでも2%台と受取利子率を上回っている。この結果、家計の利子所得（純、FISIM調整前）は1991年度の13.3兆円をピークに減少が続き、1996年度以降は支払超過となっている。

企業部門（非金融法人）の利子所得（純、FISIM調整前）は1991年度の▲38.8兆円をピークに支払超過額の縮小傾向が続き、2017年度以降は受取超過となっている。また、政府の利子所得（純、FISIM調整前）の支払超過額は▲5兆円前後の横ばい圏で推移しているが、国債残高が急増していることを考慮すれば、実質的な利払い負担は大きく軽減されている。このように、超低金利の長期化によって、家計から企業、政府への所得移転が進んできた。



しかし、「金利のある世界」が復活したことにより、今後は家計の利子所得は増加に向かうことが

見込まれる。金利の上昇ペースが緩やかにとどまること、住宅ローンを中心に借入金利も上昇することから、ネットの利子所得の増加幅は限定的にとどまるが、2033 年度には家計の利子所得（純、FISIM 調整前）は小幅ながらプラスに転じると予想する。一方、借入金利、国債金利の上昇に伴う利払い費の増加から、企業（非金融法人）の利子所得（純、FISIM 調整前）は支払超過に転じ、政府の利子所得（純、FISIM 調整前）の支払超過幅は拡大する可能性が高い。

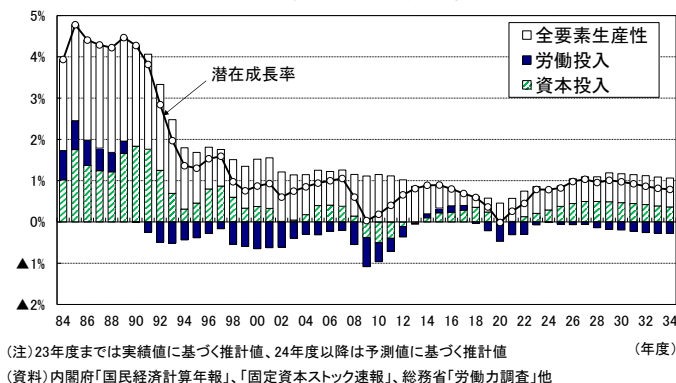
（潜在成長率は 1%程度まで回復した後、徐々に低下）

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、世界金融危機や新型コロナによって大幅マイナス成長となった際には、潜在成長率がほぼゼロ%まで落ち込んだが、足もとではゼロ%台後半まで持ち直している。

潜在成長率を規定する要因のうち、労働投入による寄与は 1990 年代初頭から一貫してマイナスとなっていたが、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ことや、働き方改革の進展により労働時間が大幅に減少したことなどから、労働投入による寄与は再び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いているが、足もとでは 0%台半ばまで持ち直している。

先行きの潜在成長率はコロナ禍からの回復の過程で上昇傾向が続くだろう。潜在成長率に対する寄与度をみると、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小幅な減少が続くが、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により全要素生産性の上昇率が高まることから、2020 年代後半には 1%程度まで回復することが見込まれる。ただし、2030 年以降は人口減少、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。

潜在成長率の寄与度分解



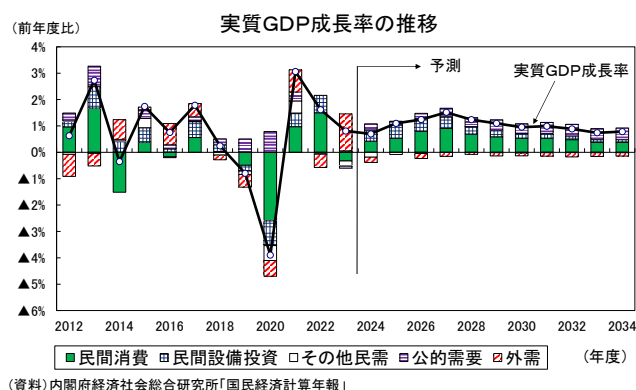
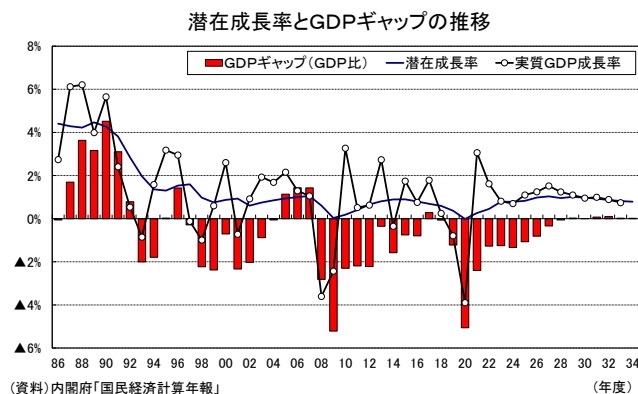
（今後 10 年間の実質 GDP 成長率は平均 1.1%を予想）

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 2023 年度時点で▲1%台前半（GDP 比）となっており、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を見込まれるため、マイナス幅の縮小ペースは徐々に緩やかとなり、GDP ギャップは

ップが解消されるのは2029年度となるだろう。

実質GDP成長率は、2020年代後半は需給ギャップが解消に向かう過程で、潜在成長率を若干上回る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（2025～2034年度）の平均で1.1%となり、過去10年間（2015～2024年度）の平均0.6%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。今回の見通しでは、再びデフレに戻らないことを想定しており、GDPデフレーターは予測期間（2025～2034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（2025～2034年度）の平均で2.2%、名目GDPの水準は2024年度に600兆円台、2030年度に700兆円台となるだろう。



(今後10年間の消費者物価上昇率は平均1.7%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2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、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。

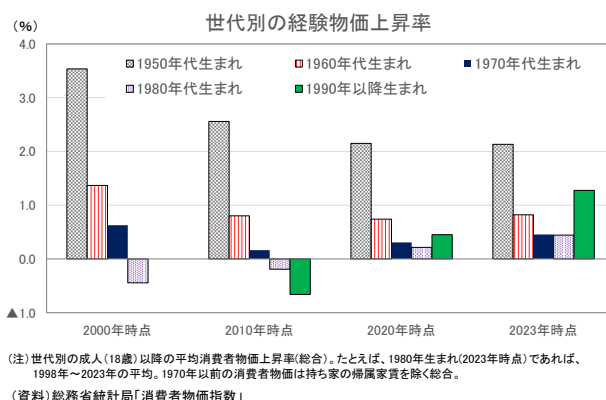
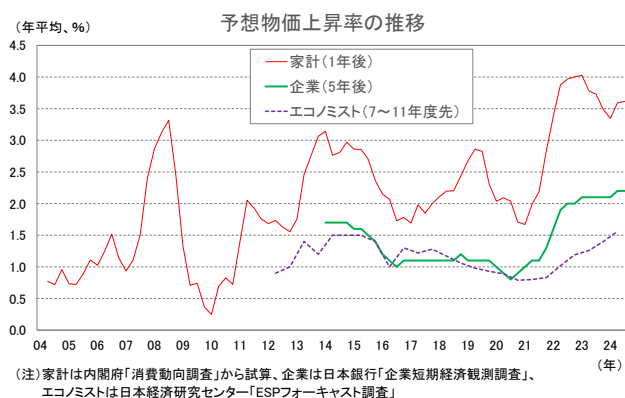
中長期的な物価上昇率の水準に大きな影響を及ぼすのは予想物価上昇率である。高い物価上昇率が一定期間継続したことで、企業や家計の予想物価上昇率は高まっている。日銀短観における企業の物価全般の見通し（5年後）はこのところ2%台前半で推移しており、家計の1年後の物価見通し（内閣府「消費動向調査」）は政府の物価高対策などによる消費者物価上昇率の低下によってやや鈍化しているが、依然として3%台後半の高水準となっている。一方、「ESPフォーキャスト調査」におけるエコノミストの長期的な物価見通し（7～11年後）は上昇傾向にあるものの、1%台半ばの水準にとどまっている。

ただし、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、景気の悪化、円高の進展、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、インフレを経験しなかった世代が実際の物価上昇に直面したことは、先行きの物価に一定の影響を及ぼすことが想定される。

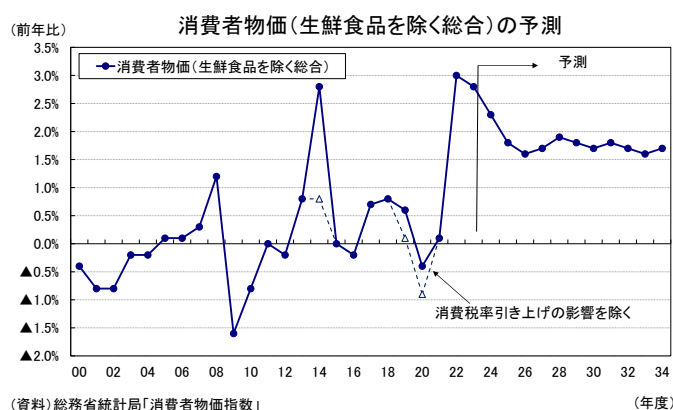
世代毎に成人（18歳）以降に経験してきた消費者物価上昇率の平均値を計算すると、2010年時点では、1950～1970年代生まれの世代の経験物価上昇率がプラスとなる一方、1980年代生まれ、1990年以降生まれの世代の経験物価上昇率はマイナスとなっていた。しかし、2020年時点では1980年代生まれ、1990年以降生まれの世代の経験物価上昇率がプラスに転じ、2023年時点では世代間の上昇率格差が縮小している。多くの世代が物価上昇を経験したことが、先行きの予想物価上昇率の底上げに寄与する可能性がある。



消費者物価上昇率（生鮮食品を除く総合）は、2022年度の3.0%、2023年度の2.8%に続き、2024年度も2.3%と物価目標の2%を上回るが、2025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1.8%と2%を割り込み、2026年度には円高、原油安の影響が重なることにより1.6%とさらに伸びが鈍化するだろう。

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、2028年度には1.9%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%台後半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 1.7%になると予想する。

（インバウンド需要はコロナ禍前を上回る）

インバウンド需要はコロナ禍でほぼ消失した状態が続いていたが、水際対策が 2023 年 4 月末に撤廃されたことを受けて、急回復が続いている。2024 年上半期の訪日外国人旅行者数は 1,778 万人と半期ベースでは過去最高となり、2024 年は年間ベースでも過去最高（2019 年の 3,188 万人）を上回ることがほぼ確実となっている。国・地域別には、コロナ禍前には全体の約 3 割を占めていた中国からの訪日客数はコロナ禍前（2019 年平均）の 7 割程度にとどまっているが、欧米や中国以外のアジア地域は軒並みコロナ禍前の水準を大きく上回っている。

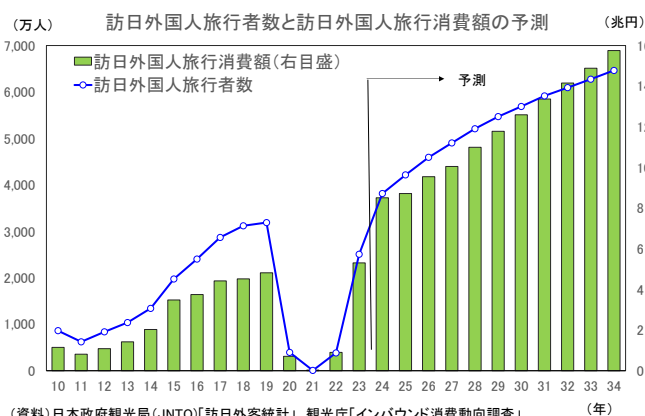
訪日外国人旅行者数以上に回復が顕著なのが、訪日外国人の旅行消費額である。観光庁の「インバウンド消費動向調査」によれば、2023 年の訪日外国人旅行消費額は 5.3 兆円とコロナ禍前の水準（2019 年：4.8 兆円）、従来の政府目標の 5 兆円を上回った。訪日外国人旅行者数は 2019 年同期比 ▲21.4%の減少だったが、円安の影響もあり一人当たり消費額が 21.2 万円と 2019 年同期比 40.2%の大幅増加となったことが消費額全体を大きく押し上げた。

インバウンド需要がコロナ禍前の水準を超える中で、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。

今回の見通しでは、予測期間前半は日米金利差の縮小を背景に円高が進むと予想しているが、コロナ禍前（2019 年平均：1 ドル＝109 円）と比較すれば、依然として円安水準が続くことが見込まれる。また、インバウンド向けの宿泊料は海外の購買力の高さや物価上昇などを念頭に高めに設定されることが想定される。

訪日外国人旅行者数は 2025 年に 4,000 万人、2028 年に 5,000 万人、2032 年に 6,000 万人に到達すると予想する。人手不足による供給制約やオーバーツーリズムの問題もあり、伸びは緩やかとなるものの、増加基調は維持するだろう。また、訪日外国人旅行消費額は 2027 年に 10 兆円、2034 年に 15 兆円まで増加すると予想する。

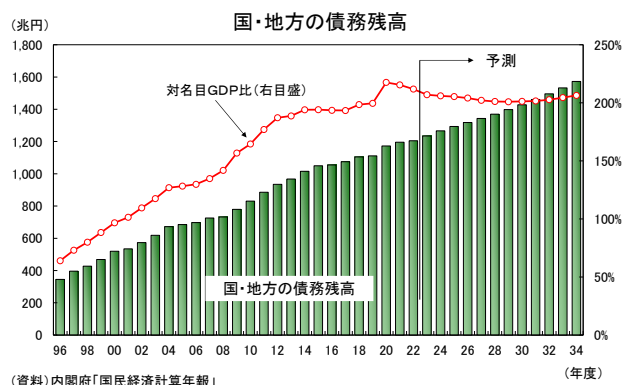
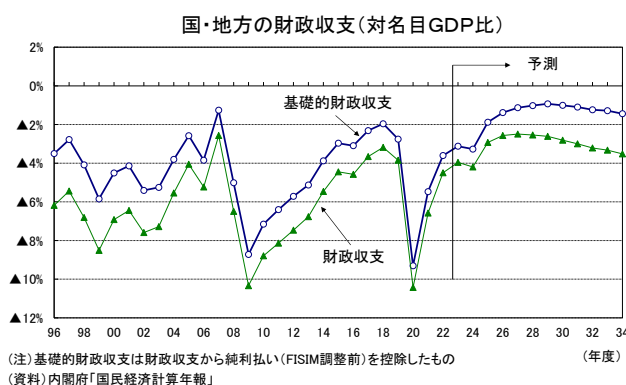
なお、政府は 2024 年 6 月に策定した「経済財政運営と改革の基本方針 2024（骨太方針 2024）」で、訪日外国人旅行者数の目標を「2030 年に 6,000 万人」、訪日外国人旅行消費額の目標を「2030 年に 15 兆円」とした。訪日外国人旅行者数は政府目標から 2 年遅れ、訪日外国人旅行消費額は政府目標から 4 年遅れで達成されることになろう。



（基礎的財政収支は2034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、2020年度に急激に赤字が拡大したが、その後は名目成長率の高まりに伴う税収の増加などから、赤字幅が大きく縮小している。

名目GDPは今後も高めの伸びが続くため、税収増を主因とした基礎的財政収支の赤字幅縮小が続く。しかし、人口の高齢化に伴う社会保障関連の支出が拡大するため、**予測期間末の2034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2022年度の約1,200兆円から2034年度には約1,600兆円まで拡大する**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。



（経常収支は黒字幅の縮小傾向が続く）

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収支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▲2%台まで拡大することが予想される。

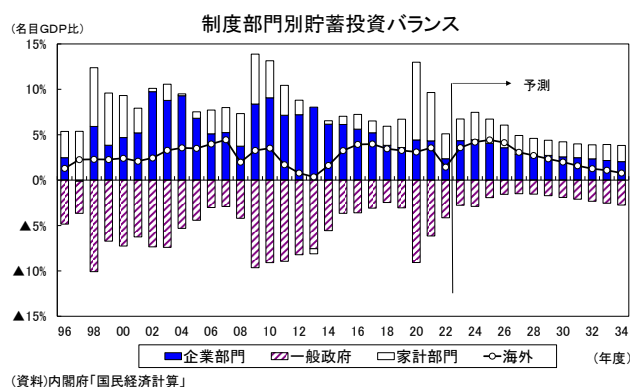
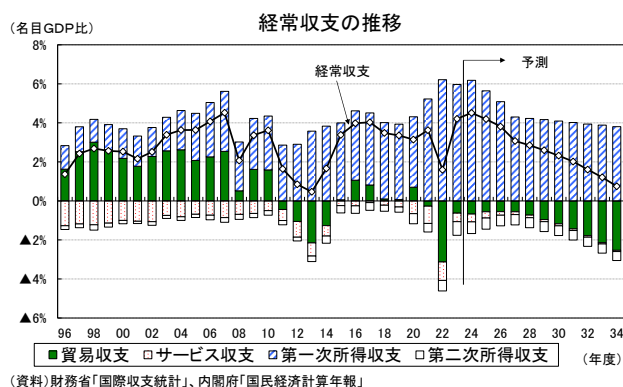
一方、経常黒字の蓄積による対外資産の増加を反映し、2023年度の第一次所得収支は35.6兆円（GDP比で6.0%）の高水準となっている。日本の対外資産は2000年末の341兆円から2022年末には1,488兆円まで増加し、対外資産から対外負債を差し引いた対外純資産も2023年には471兆円に達している。今回の見通しでは、為替レートは2027年度にかけて円高傾向で推移した後、予測期間末にかけて緩やかな円安傾向になると想定している。このため、第一次所得収支の黒字幅は予測期間前半に縮小するものの、2034年度でもGDP比で4%弱の高水準が維持されると予想する。経常収支は、貿易・サービス収支の赤字拡大を主因として黒字幅の縮小傾向が続くものの、予測期間末でもGDP比で1%弱の黒字が維持されるだろう。

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。

先行きについては、政府部門の赤字が続くもとで、民間部門の黒字は縮小に向かう可能性が高い。企業部門は、人手不足や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ことが見込まれる。また、家計貯蓄率は、高齢化のさらなる進展を反映し、2020年代後半以降はマイナスになると予想している。ただし、住宅投資の低迷が続くことなどから、家計部門の貯蓄投資差額は黒字が維持されるだろう。この結果、経常収支は黒字幅の縮小傾向が続くものの、予測期間中に赤字に転じることはないだろう。



4. 金融市場の見通し

欧米では物価上昇圧力が鈍化しつつある中、景気への配慮もあって、2024年半ば以降に中央銀行が利下げを開始しており、それぞれ政策金利が低下に転じている。一方、日銀は基調的な物価上昇率の高まりや円安に伴う物価上振れリスクを考慮し、金融政策の正常化に舵を切っている。具体的には、2024年の3月にマイナス金利政策を解除（政策金利である無担保コール誘導目標を0～0.1%程度に設定）するとともにイールドカーブ・コントロールを撤廃、さらに7月には0.25%程度への利上げを実施すると同時に長期国債買入れの具体的な減額計画を決定した。日銀の金融政策が欧米中銀に対して周回遅れとなった結果、足元では欧米と日本で金融政策の方向性が逆になっている。

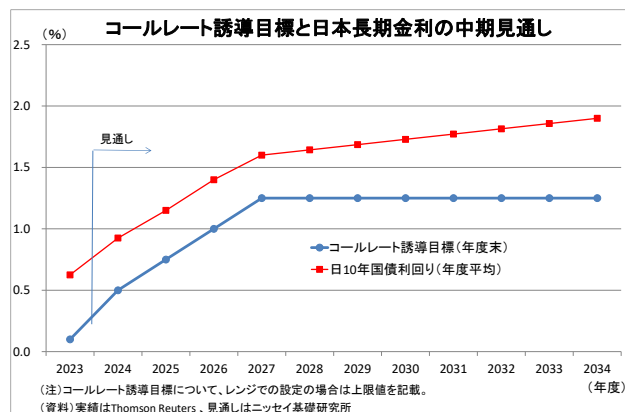
（日本の金融政策と金利）

日銀は、「現在の実質金利が極めて低い水準にある」ことを踏まえ、「（日銀の掲げる）経済・物価の見通しが実現していくのであれば、それに応じて政策金利を引き上げる」方針を表明しており、利上げ判断にあたって、国内の経済・物価や海外経済・金融市場の動向等を見極めていく姿勢を示している。

今後、既往の円安修正に伴う輸入物価の鈍化などを受けて、2025年度に物価上昇率が日銀の物価目標である2%を割り込んでくる。ただし、物価上昇率が1%台半ば～2%近くの水準を維持するほか、今後も高めの賃金上昇率とサービス物価への賃金コストの価格転嫁が進むことで、現状の「政策金利は極めて低い」と見做している日銀は「基調的な物価上昇率が高まっている」、「物価目標の

持続的・安定的な達成の実現可能性が高まっている」として、段階的に利上げを実施するだろう。一方、政策金利が（景気・物価に中立である）中立金利の下限として意識されている 1%に近づく段階になると、日銀はより慎重に判断すべく、利上げペースを鈍化させる。日銀が中立金利を特定することは最終的に困難とみられるが、物価上昇率が 2%を若干下回って推移するなかで金融引き締め状態となることを回避するため、**2027 年度に 1.25%まで政策金利を引き上げた段階で利上げを打ち止め**にすると見ている。その後は予測期間末（2034 年度）にかけて物価上昇率が 2%を若干下回る水準で推移することから、さらなる利上げの実施については見込んでいない。

長期金利（10 年国債利回り）については足元で 1%をやや下回る水準で推移しているが、日銀が今後も段階的な利上げを実施することによる押し上げ効果に加え、2024 年 8 月に開始した長期国債の買入れ減額を続けることで、（日銀の国債保有による金利低下圧力を意味する）「ストック効果」が徐々に低減に向かうことが金利上昇圧力となる。このため、**利上げが打ち止めとなる 2027 年度には 1%台半ばに上昇**すると見込まれる。

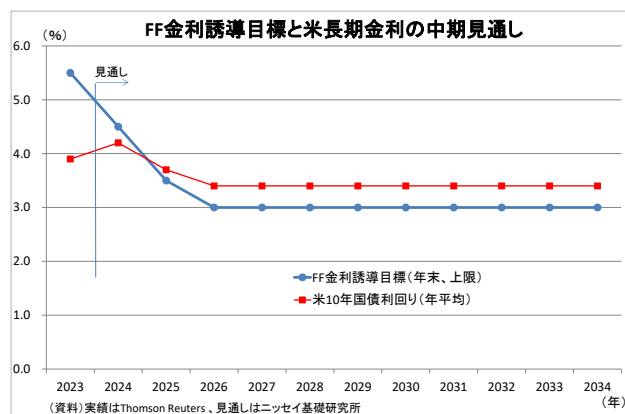


異次元緩和の下で増加し続けた日銀の長期国債保有高は膨大で、発行高全体に占める割合も現状で5割強と非常に高いことから、日銀は利上げの打ち止め後も長期にわたって保有高の圧縮を続けるだろう。このため、利上げの打ち止め後もストック効果の低減を通じて**長期金利は緩やかに上昇し、予測期間末（2034 年度）には 2%を若干下回る水準に到達**すると予想している。

（米国の金融政策と金利）

F R Bは 2023 年 7 月に利上げしてから政策金利を高い水準に据え置いてきたが、物価上昇圧力が着実に鈍化するなかで雇用の悪化を未然に防ぐため、2024 年 9 月に 0.50%の利下げに踏み切った。従って、現在の政策金利（FF 金利誘導目標・上限）は 5.00%となっている。

F R Bは今後も物価上昇率が徐々に鈍化し、目標（2%・消費者物価ベースでは2%強となる）に向けた経路をたどるなかで、金融環境の過度の引き締まりを回避するために**段階的な利下げを続ける**だろう。



具体的には、**2026 年にかけて政策金利が中立金利付近とみなされる 3.00%まで引き下げられ、その後は、物価上昇率が目標付近で安定するもとの、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 2024 年春以降、利下げ観測の高まりによって水準をやや切り下げ、足元では 4%前後で推移している。今後も利下げの継続を受けて、緩やかな低下基調となり、利下げが停止される

2026 年に 3.4%にまで下がった後は横ばいで推移すると見込んでいる。

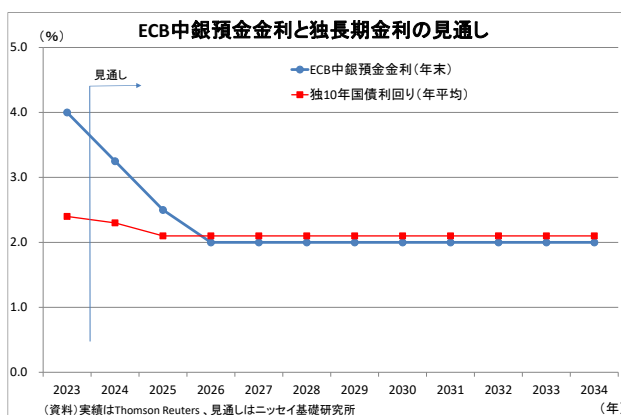
(ユーロ圏の金融政策と金利)

E C B は 2023 年 9 月に利上げを実施してから政策金利を同水準に維持してきたが、物価上昇圧力の緩和や物価目標 (2%) 達成の確度の高まりを受けて、2024 年 6 月に F R B に先んじる形で利下げに踏み切り、9 月にも追加利下げを実施した。足元の政策金利 (中銀預金金利) は 3.50% となっている。

E C B は今後も物価上昇率が徐々に鈍化し、目標に向けた経路を辿るなかで、段階的な利下げを継続し、物価上昇率が目標に収斂する 2026

年に政策金利を 2.00% 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。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 の利下げに伴って水準を切り下げ、足元では 2% 台前半で推移している。今後も E C B による利下げを受けて低迷し 2025 年に 2.1% となっ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。

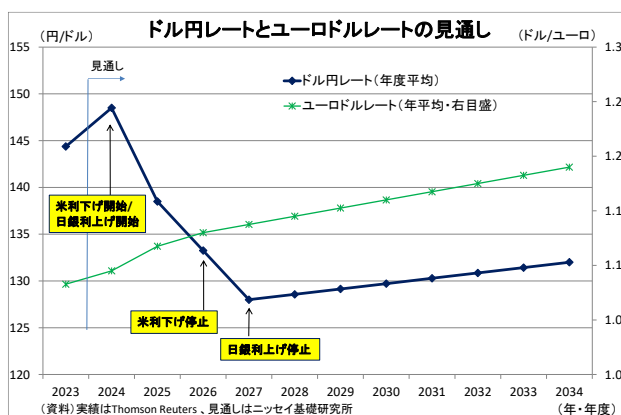


(ドル円レート)

ドル円レート は、大幅な日米金利差 (米金利 - 国内金利) の存在と実需の円売り (日本の貿易赤字・デジタル赤字・対外投資) を背景に、2024 年 7 月に 1 ドル 160 円を突破するまで円安が進んだ。一方、その後は政府による円買い介入、日銀による利上げ、米景気の悪化懸念等を背景とする F R B の利下げ観測などを受けて大きく反転し、足元では 140 円台後半で推移している。

今後も F R B が段階的な利下げを進める一方で日銀が利上げを続けることで日米金利差が縮小に向かい、日銀が利上げを停止する 2027 年度にかけて 130 円をやや割り込むまで円高が進むと見込んでいる。この間、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。一方で日本の経常黒字縮小が円高の進行をやや抑制する形となる。

2028 年度以降については日銀の利上げは実施されないものの、既述の通り、日本の長期金利が緩やかに上昇することや購買力平価の観点からの円高圧力が続く。ただし、日本の経常黒字縮小とその内訳としての貿易赤字拡大による円安圧力がやや上回り、トータルでは緩やかな円安基調に転じると想定している。この結果、予測期間末のドル円レートの水準は 1 ドル 132 円 になると見込んでいる。



5. 代替シナリオ

（楽観シナリオ）

楽観シナリオでは、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、インフレ率は粘着性を増すもののメインシナリオに比べて世界経済が順調に回復する。

米国は緩やかにインフレ率が低下していく中、経済が堅調を維持するノーランディングシナリオを想定している。ユーロ圏は、安定的な天然ガス調達網の構築と再生エネルギーの普及が加速することで、競争力の低下に歯止めがかかり生産が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、向こう10年の成長を展望するうえでは、目下の不動産不況の動向やデレバレッジの進展などがポイントとなる。不動産市場が早期に正常化し、かつデレバレッジなどがテンポよく進めば、2030年代以降の成長が上向き可能性がある。

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2025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って欧米経済が急速に悪化し、世界的な景気後退に陥る。

米国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、2026年にマイナス成長に転じる。FRBは景気後退と急速なインフレ低下に伴い急激な利下げを行い、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、金融引き締めの影響で商業用不動産など不振業種の業績が悪化し、不良債権の増加によってノンバンクなど規制の緩い金融機関での経営悪化も深刻化する。さらに競争力が弱まり、製造業の拠点としての魅力も低下、輸出や投資の停滞が長期化し、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、不動産業界での経営危機の再燃といった国内の問題をきっかけに不動産市場が一層悪化した場合、経済の冷え込みが厳しくなるだろう。追加の景気対策が実施される可能性が高いが、マインドの低迷は改善せず、長期にわたり経済減速の度合いが強まると予想される。

日本は、海外経済低迷に伴う外需の悪化が国内需要にも波及し、2025年度、2026年度にマイナス成長に陥る。2025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年度から2027年度までマイナスとなる。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0.3%、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、米国が景気減速に向かわない「ノーランディング」シナリオを想定している。米国経済が高成長を維持し、物価上昇率の鈍化も遅れるため、F R Bの利下げペースはメインシナリオよりも緩やかとなり、政策金利の着地点もメインシナリオより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金と物価の好循環を伴う形へと明確に移行することで、利上げペースが加速する。利上げが停止されるのは、物価上昇率が2%程度に低下、かつ定着が確認できる2028年度となり、その際の政策金利は2%台半ばになると想定している。

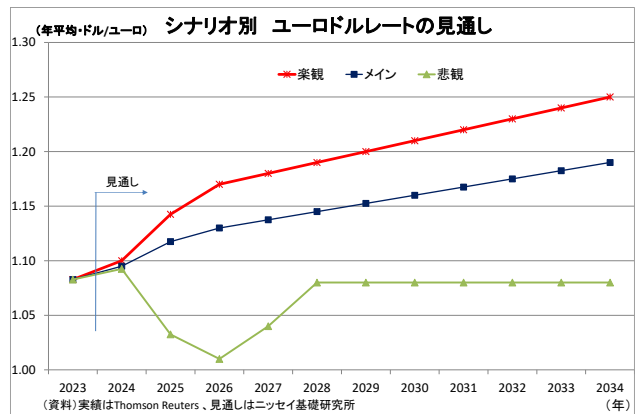
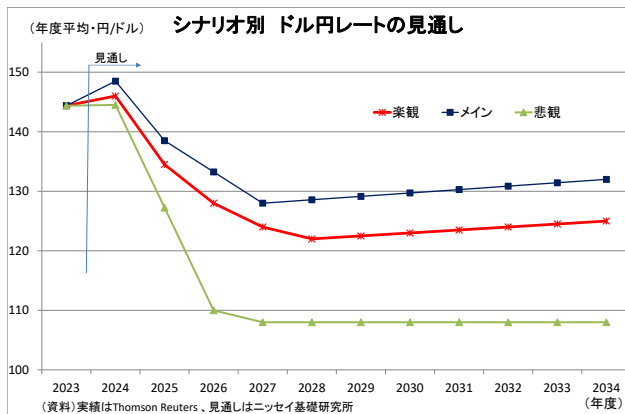
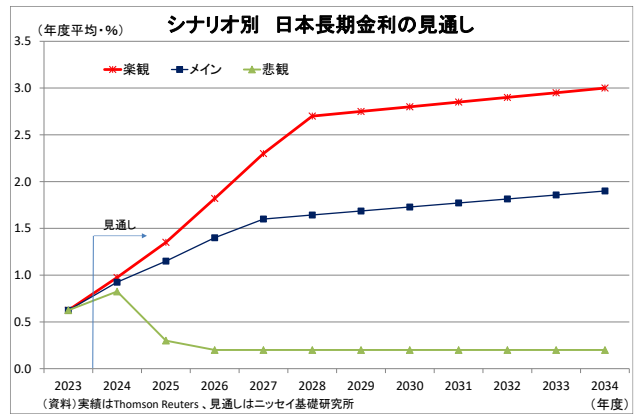
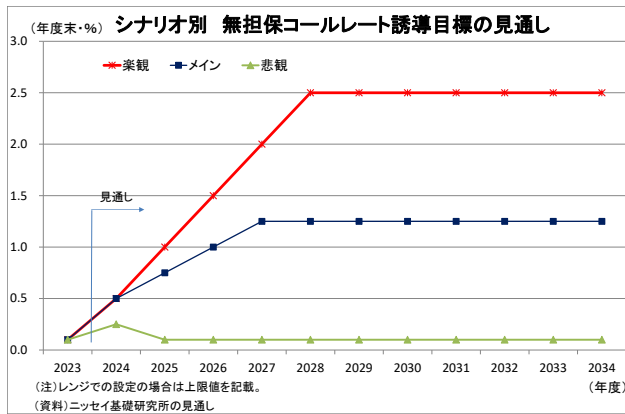
日本の長期金利は、日銀による速いペースでの段階的な利上げ実施を受けて、メインシナリオよりも早期かつ大幅に上昇していくことになり、日銀が利上げを停止する2028年度には2%台後半に達すると想定。その後も日銀による長期国債保有高の圧縮が継続されることで長期金利は緩やかに上昇し、予測期間末（2034年度）には3%に到達すると見込んでいる。

ドル円レートについては、日銀が速いペースで利上げを進めることになるため、予測期間中盤にかけて日米金利差が大幅に縮小し、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、予測期間後半には、日銀の利上げは実施されないものの、メインシナリオ同様、日本の長期金利が緩やかに上昇することや購買力平価の観点からの円高圧力が続く。ただし、日本の経常黒字縮小による円安圧力がやや上回り、トータルでは、メインシナリオ同様、緩やかな円安基調になると想定している。予測期間末の水準は1ドル125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、金融収縮も発生することで、米国の景気が予測期間序盤に失速、景気後退に陥ると想定。2025年にかけてF R Bによる急速な利下げが実施され、同年には再び実質ゼロ金利政策が採られることになる。日本も景気悪化を受けて物価上昇率が大きく低下するため、追加利上げは行われず、むしろ2025年度には政策金利を現行の0.25%程度から0~0.10%程度へと引き下げる利下げが実施されるだろう。非伝統的金融政策では、副作用が大きいと見做されるマイナス金利政策は復活しないものの、現在進めている長期国債の買入れ減額は早期に停止され、再び増額に転じると想定している。その後についても、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、海外金利の低下に加え、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、2025年度に金融緩和に踏み切ることを受けて、2026年度にかけて0.2%まで低下し、予測期間末まで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、予測期間の序盤に米景気の急激な悪化に伴う米金利の大幅な低下を受けて、日米金利差の急速な縮小を通じてドル安圧力が大きく高まる。日銀も利上げ路線を撤回して金融緩和に踏み切るものの、緩和余地が乏しいため、円高抑制効果は殆ど期待できない。さらに、リスク回避的な円買い圧力も加わる形となり、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と想定している。その後も米国の実質ゼロ金利政策が長期化するため、予測期間末にかけてドル円は110円割れ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)

	2023年度 実績	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	2034年度 予測	[年度平均値] 15-24	25-34	
名目国内総支出(名目GDP) (兆円)	4.9 (596.5)	3.1 (614.8)	2.4 (629.6)	2.6 (645.8)	2.9 (664.6)	2.4 (680.9)	2.2 (695.7)	2.0 (709.7)	2.1 (724.5)	1.8 (737.8)	1.6 (749.6)	1.6 (761.8)	1.6	2.2	
実質国内総支出(実質GDP)	0.8	0.7	1.1	1.2	1.5	1.3	1.1	0.9	1.0	0.9	0.7	0.8	0.6	1.1	
国内需要	<▲0.6>	<0.9>	<1.1>	<1.4>	<1.7>	<1.3>	<1.2>	<1.1>	<1.1>	<1.0>	<0.9>	<0.9>	<0.5>	<1.2>	
国内民間需要	<▲0.5>	<0.7>	<1.0>	<1.2>	<1.4>	<1.0>	<0.8>	<0.7>	<0.7>	<0.6>	<0.5>	<0.5>	<0.2>	<0.8>	
民間最終消費支出	▲0.6	0.8	1.0	1.5	1.7	1.3	1.1	1.0	1.0	0.9	0.7	0.7	0.0	1.1	
民間住宅投資	0.3	▲2.4	▲0.7	▲0.2	0.8	0.1	▲0.5	▲0.9	▲0.5	▲0.5	▲0.6	▲0.6	▲1.0	▲0.4	
民間企業設備投資	0.3	2.6	3.0	2.8	2.5	1.6	1.4	1.0	1.0	0.8	0.6	0.6	1.1	1.5	
国内公的需要	<▲0.1>	<0.2>	<0.1>	<0.2>	<0.3>	<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	▲0.5	0.5	0.3	0.7	1.3	1.4	1.7	1.6	1.8	1.8	1.7	1.8	1.4	1.4	
公的固定資本形成	0.7	2.5	1.3	1.2	0.8	1.0	1.0	0.9	1.0	1.2	1.2	1.2	▲0.3	1.1	
財・サービスの純輸出	<1.4>	<▲0.2>	<0.0>	<▲0.2>	<▲0.2>	<▲0.1>	<▲0.1>	<▲0.1>	<▲0.1>	<▲0.2>	<▲0.1>	<▲0.1>	<0.2>	<▲0.1>	
財・サービスの輸出	2.8	1.9	2.9	1.8	2.0	2.3	2.3	2.2	2.2	2.0	1.9	2.0	2.1	2.2	
財・サービスの輸入	▲3.2	3.0	2.9	2.8	2.8	2.7	2.9	2.7	2.8	2.7	2.5	2.5	1.4	2.7	
鉱工業生産	▲1.9	0.1	1.6	0.9	0.9	0.8	1.2	0.7	0.6	0.7	0.5	0.3	▲0.8	0.8	
国内企業物価	2.3	2.2	0.3	▲0.3	0.1	0.5	0.6	0.6	0.5	0.5	0.6	0.7	1.8	0.4	
消費者物価	3.0	2.4	1.8	1.6	1.7	1.9	1.8	1.7	1.8	1.7	1.6	1.7	1.1	1.7	
消費者物価(生鮮食品を除く)	2.8	2.3	1.8	1.6	1.7	1.9	1.8	1.7	1.8	1.7	1.6	1.7	1.0	1.7	
消費税を除く	(2.8)	(2.3)	(1.8)	(1.6)	(1.7)	(1.9)	(1.8)	(1.7)	(1.8)	(1.7)	(1.6)	(1.7)	(0.9)	(1.7)	
失業率(%)	2.6	2.6	2.4	2.4	2.4	2.3	2.3	2.3	2.3	2.4	2.4	2.4	2.7	2.4	
経常収支(兆円)	25.1	27.7	26.4	24.6	20.4	19.4	18.1	16.5	14.6	11.8	9.1	5.7	19.9	16.7	
(名目GDP比)	(4.2)	(4.5)	(4.2)	(3.8)	(3.1)	(2.9)	(2.6)	(2.3)	(2.0)	(1.6)	(1.2)	(0.8)	(3.5)	(2.4)	
消費税率(%)	年度末	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	-	-	
為替レート(円/ドル)	平均	145	149	139	133	128	129	129	130	130	131	131	132	121	131
ユーロレート(誘導目標、%)	年度末	0.10	0.50	0.75	1.00	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25	-	1.18	
10年国債利回り(%)	平均	0.6	0.9	1.2	1.4	1.6	1.6	1.7	1.8	1.8	1.9	1.9	0.2	1.7	
原油価格(CIFドル/バレル)	平均	86	84	78	78	78	78	78	78	78	78	78	69	78	

(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

	2023年 実績	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	2034年 予測	[年平均値] 15-24	25-34
名目GDP(前年比%)	6.6	5.3	3.8	4.4	4.3	4.2	4.2	4.2	4.2	4.1	4.1	4.1	5.2	4.2
実質GDP(前年比%)	2.9	2.6	1.6	1.8	2.1	2.0	2.0	1.9	1.9	1.8	1.8	1.8	2.5	1.9
内需(寄与度%)	2.4	3.0	1.7	1.9	2.2	2.1	2.1	2.0	2.0	1.9	1.9	1.9	2.8	2.0
民間最終消費支出(前年比%)	2.5	2.4	1.8	2.0	2.1	2.2	2.2	2.1	2.1	2.1	2.0	2.0	2.8	2.1
固定資本形成(前年比%)	2.4	3.6	1.8	1.8	1.9	2.0	2.0	1.9	1.9	1.8	1.8	1.8	3.4	1.9
外需(寄与度%)	0.5	▲0.4	▲0.1	▲0.1	▲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%)	4.1	3.0	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.9	2.3
経常収支(名目GDP比)	▲3.3	▲2.9	▲2.9	▲2.9	▲2.9	▲2.9	▲2.9	▲2.9	▲2.9	▲2.9	▲3.0	▲3.0	▲2.7	▲2.9
FFIEI金利(誘導目標上限、%)、末値	5.50	4.50	3.50	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	2.20	3.05
10年国債利回り(%)、平均	3.9	4.2	3.7	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	2.5	3.4

ユーロ圏経済の中期見通し

	2023年 実績	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	2034年 予測	[年平均値] 15-24	25-34
名目GDP(前年比%)	6.2	3.2	3.5	3.4	3.4	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.8	3.3
実質GDP(前年比%)	0.4	0.7	1.4	1.4	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.4	1.3
内需(寄与度%)	0.4	▲0.2	1.8	1.6	1.5	1.3	1.3	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.8	1.8
民間最終消費支出(前年比%)	0.7	1.0	1.7	1.6	1.5	1.4	1.3	1.3	1.3	1.3	1.2	1.2	1.1	1.4
固定資本形成(前年比%)	0.9	▲1.7	2.7	1.7	1.5	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	2.1	1.6
外需(寄与度%)	0.2	1.0	▲0.4	▲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%)	5.4	2.5	2.1	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.4	2.0
経常収支(名目GDP比)	1.5	2.6	2.3	2.1	2.0	1.9	1.9	1.9	1.9	1.8	1.8	1.8	2.1	1.9
対ドル為替相場	1.08	1.10	1.12	1.13	1.14	1.15	1.15	1.16	1.17	1.18	1.18	1.19	1.12	1.16
対円為替相場	152	164	156	151	146	147	148	150	152	154	155	157	134	152
ECB中銀預金金利(%)、末値	4.00	3.25	2.50	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	0.63	2.05
独10年国債利回り(%)、平均	2.4	2.3	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	0.6	2.1

中国経済の中期見通し

	2023年 実績	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	2034年 予測	[平均値] 15-24	25-34
名目GDP(前年比%)	4.6	4.5	4.1	4.8	4.4	4.2	3.9	3.6	3.6	3.7	3.5	3.3	7.4	4.6
実質GDP(前年比%)	5.2	4.7	4.2	4.0	3.4	3.2	2.9	2.6	2.6	2.7	2.5	2.3	5.7	3.0
消費者物価(前年比%)	0.2	0.3	0.7	1.3	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	1.6	1.8
1年定期金利(%)、末値	3.5	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.9	3.3
対ドル為替相場(基準値、年平均)	7.1	7.2	7.1	7.0	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5	6.8	6.6

新興国の成長率見通し

	2023年 実績	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	2034年 予測	[平均値] 15-24	25-34
実質GDP(前年比%)	4.3	4.5	4.2	4.1	3.9	3.8	3.7	3.6	3.5	3.5	3.5	3.4	4.0	3.7
うち中国	5.2	4.7	4.2	4.0	3.4	3.2	2.9	2.6	2.6	2.7	2.5	2.3	5.7	3.0
うちインド	7.7	6.8	6.6	6.5	6.5	6.4	6.3	6.3	6.2	6.2	6.1	6.0	5.9	6.3
うちブラジル	2.9	3.0	2.3	2.0	1.9	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	0.7	1.9
うちロシア	3.6	3.5	1.5	1.5	1.3	1.1	1.0	1.0	0.9	0.9	0.8	0.8	1.4	1.1
うちASEAN4	4.3	4.7	4.8	4.7	4.7	4.6	4.6	4.5	4.4	4.4	4.3	4.3	3.8	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)

	2023年度 実績	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	2034年度 予測	[年 度 平 均 値]	
													15-24	25-34
実質GDP(日本)	0.8	0.7	1.1	1.2	1.5	1.3	1.1	0.9	1.0	0.9	0.7	0.8	0.6	1.1
実質GDP(米国)	2.9	2.6	1.6	1.8	2.1	2.0	2.0	1.9	1.9	1.8	1.8	1.8	2.5	1.9
実質GDP(ユーロ圏)	0.4	0.7	1.4	1.4	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.4	1.3
実質GDP(中国)	5.2	4.7	4.2	4.0	3.4	3.2	2.9	2.6	2.6	2.7	2.5	2.3	5.7	3.0
消費者物価(日本)	3.0	2.4	1.8	1.6	1.7	1.9	1.8	1.7	1.8	1.7	1.6	1.7	1.1	1.7
消費者物価(米国)	4.1	3.0	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.9	2.3
消費者物価(ユーロ圏)	5.4	2.5	2.1	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.4	2.0
コーレルート(経理目標、年度末)	0.10	0.50	0.75	1.00	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25	—	1.18
FF目標金利(年末)	5.50	4.50	3.50	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	2.20	3.05
ECB中銀預金金利(年末)	4.00	3.25	2.50	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	0.63	2.05
日10年国債利回り(年度平均)	0.6	0.9	1.2	1.4	1.6	1.6	1.7	1.7	1.8	1.8	1.9	1.9	0.2	1.7
米10年国債利回り(年平均)	3.9	4.2	3.7	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	2.5	3.4
独10年国債利回り(年平均)	2.4	2.3	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	0.6	2.1
円/ドル(年度平均)	145	149	139	133	128	129	129	130	130	131	131	132	121	131
ドル/ユーロ(年平均)	1.08	1.10	1.12	1.13	1.14	1.15	1.15	1.16	1.17	1.18	1.18	1.19	1.12	1.16
円/ユーロ(年平均)	152	164	156	151	146	147	149	150	152	154	155	157	134	152

(注) 米国、ユーロ圏、中国は暦年

(楽観シナリオ)

	2023年度 実績	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	2034年度 予測	[年 度 平 均 値]	
													15-24	25-34
実質GDP(日本)	0.8	1.4	1.9	1.8	1.9	1.6	1.4	1.3	1.3	1.2	1.0	1.1	0.7	1.5
実質GDP(米国)	2.9	2.9	2.6	2.3	2.4	2.3	2.3	2.2	2.2	2.1	2.1	2.1	2.5	2.3
実質GDP(ユーロ圏)	0.4	1.0	1.6	1.8	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.4	1.9
実質GDP(中国)	5.2	4.7	4.3	4.4	4.0	3.2	3.0	3.2	3.1	3.1	3.2	3.4	5.7	3.5
消費者物価(日本)	3.0	2.7	2.3	2.1	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	1.1	2.0
消費者物価(米国)	4.1	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)	5.4	2.7	2.5	2.2	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	2.4	2.2
コーレルート(経理目標、年度末)	0.10	0.50	1.00	1.50	2.00	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	—	2.20
FF目標金利(年末)	5.50	5.00	4.00	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	1.30	3.55
ECB中銀預金金利(年末)	4.00	3.25	3.00	2.75	2.75	2.75	2.75	2.75	2.75	2.75	2.75	2.75	0.63	2.78
日10年国債利回り(年度平均)	0.6	1.0	1.4	1.8	2.3	2.7	2.8	2.8	2.9	2.9	3.0	3.0	0.2	2.5
米10年国債利回り(年平均)	3.9	3.8	3.7	3.7	3.7	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)	2.4	2.6	2.9	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	0.7	2.9
円/ドル(年度平均)	145	146	135	128	124	122	123	123	124	124	125	125	120	125
ドル/ユーロ(年平均)	1.08	1.10	1.14	1.17	1.18	1.19	1.20	1.21	1.22	1.23	1.24	1.25	1.12	1.20
円/ユーロ(年平均)	152	163	155	150	146	145	147	149	151	153	154	156	134	151

(注) 米国、ユーロ圏、中国は暦年

(悲観シナリオ)

	2023年度 実績	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	2034年度 予測	[年 度 平 均 値]	
													15-24	25-34
実質GDP(日本)	0.8	0.1	▲0.9	▲0.7	0.4	0.8	0.7	0.6	0.7	0.6	0.5	0.5	0.5	0.3
実質GDP(米国)	2.9	2.0	0.5	▲1.0	0.5	1.0	1.4	1.3	1.3	1.2	1.2	1.2	2.3	0.9
実質GDP(ユーロ圏)	0.4	0.1	▲1.5	▲1.0	1.1	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	1.3	0.3
実質GDP(中国)	5.2	4.7	3.9	4.1	3.0	2.3	1.7	1.5	1.5	1.5	1.4	1.3	5.7	2.2
消費者物価(日本)	3.0	1.6	▲1.2	▲0.9	▲0.2	0.1	0.2	0.3	0.4	0.4	0.5	0.5	1.0	0.0
消費者物価(米国)	4.1	2.5	2.0	1.0	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.9	1.4
消費者物価(ユーロ圏)	5.4	2.0	1.5	1.4	1.2	1.1	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	2.3	1.1
コーレルート(経理目標、年度末)	0.10	0.25	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	—	0.10
FF目標金利(年末)	5.50	4.00	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	1.20	0.25
ECB中銀預金金利(年末)	4.00	3.25	0.50	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.63	0.05
日10年国債利回り(年度平均)	0.6	0.8	0.3	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)	3.9	3.0	2.0	1.4	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	2.1	1.3
独10年国債利回り(年平均)	2.4	1.8	1.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.6	0.1
円/ドル(年度平均)	145	145	127	110	108	108	108	108	108	108	108	108	120	110
ドル/ユーロ(年平均)	1.08	1.09	1.03	1.01	1.04	1.08	1.08	1.08	1.08	1.08	1.08	1.08	1.12	1.06
円/ユーロ(年平均)	152	162	134	111	112	117	117	117	117	117	117	117	134	117

(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 佐藤 雅之 (さとう まさゆき) (03) 3512-1831 m-sato@nli-research.co.jp

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)

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 斎藤 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。