Weekly エコノミスト・レター

中期経済見通し（2025～2035年度）

経済研究部
(03)3512-1884

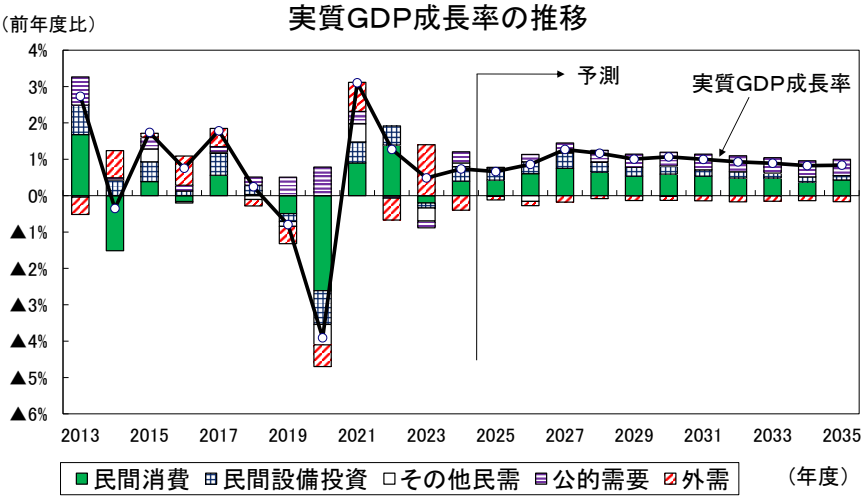
1．世界の実質ＧＤＰ成長率は、2022 年以降 3%台半ばで推移しているが、少子高齢化を背景とした新興国の成長鈍化により、予測期間末の 2035 年には 2%台後半まで低下することが予想される。

2．日本の 2035 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 年代前半にゼロ%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、今後 10 年間の平均で 2.0%と予想する。財価格は為替レートや国際商品市場の動向によって上下に振れるものの、人件費の増加を価格転嫁する動きが広がることにより、賃金との連動性が高いサービス価格は安定的に推移するだろう。

4．日本銀行は、消費者物価が「物価安定の目標」の 2%の伸びを続けるもとで段階的に利上げを実施し、政策金利は 2028 年度に 1.50%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、2035 年度には 2%台半ばまで上昇すると予想する。

実質GDP成長率の推移



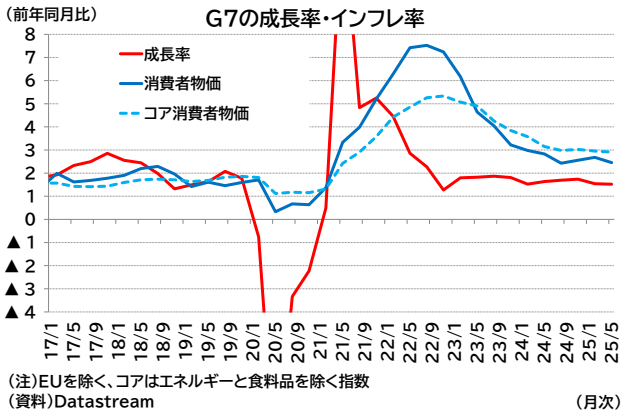
（資料）内閣府経済社会総合研究所「国民経済計算年報」

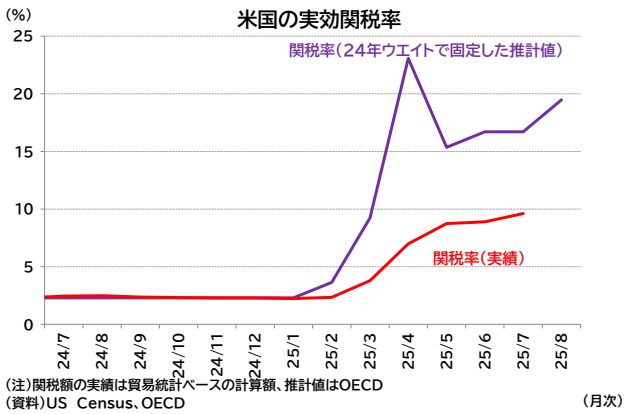
 Copyright ©2025 NLI Research Institute All rights reserved

1. トランプ大統領の政策が世界経済の新たな不確実性に

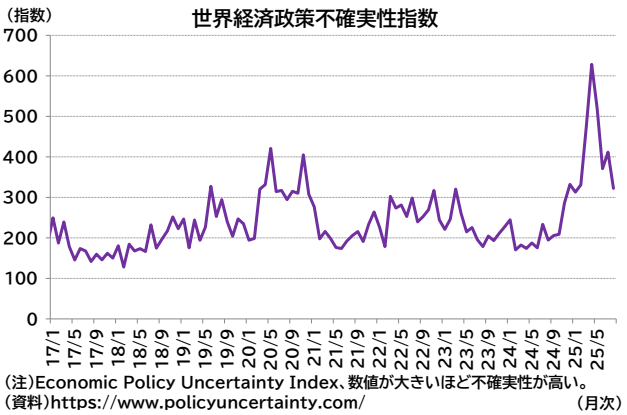
（トランプ大統領は広範囲・高強度の関税政策を実施）

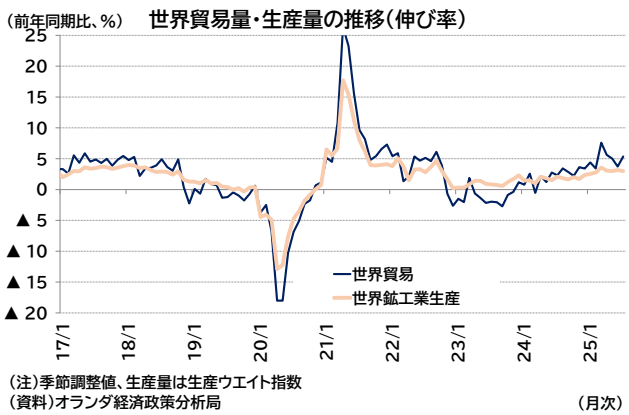
世界成長率は、2020 年の新型コロナウイルス流行、2022 年のロシアによるウクライナ侵攻といった落ち込みを経験したのち、2023 年には概ねコロナ禍前と同様の伸び率に回帰した。一方、主要先進国で見舞われた高インフレは内生化が進んだため鎮静化に時間を要した。2024 年以降は欧米中銀も緩慢ながらもインフレ率の低下が続いたことを受けて金融引き締め姿勢から転換し、経済データを見極めつつ段階的な利下げを実施してきた。





2025 年に米国で発足した第 2 次トランプ政権は世界経済に新たな不確実性をもたらしている。トランプ大統領は就任後、相次いで既存の国際秩序を変更するような政策を講じている。通商領域ではルールに基づく自由貿易を否定し、大統領令を活用してほぼ全ての地域に対する関税率を大幅に引き上げた。想定以上に広範囲・高強度で講じられた関税政策は世界経済の成長率を押し下げる要因となる。また、関税政策をたびたび修正し、政策に関する一貫性のない発言も多いなど政策の先行きも予見し難い。日本やＥＵと一定の貿易合意に至ったものの、関税は年初よりも大幅に高い水準にとどまり、合意内容の実行可能性に疑問も残るなど、不確実性は解消されたわけではない。





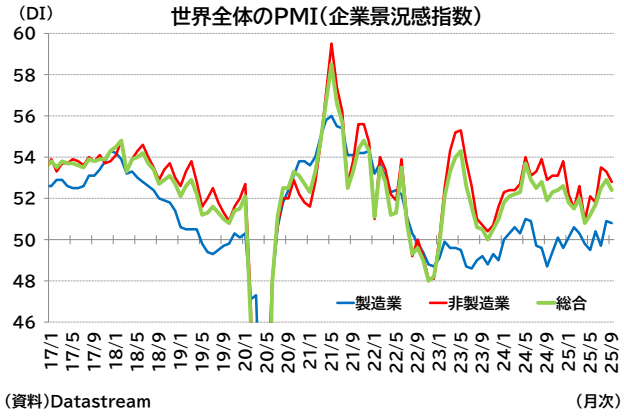
（製造業景況感や消費者景況感は弱含み）

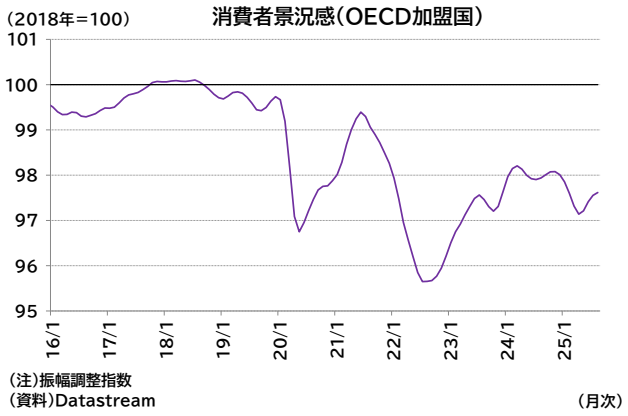
2025 年入り後も世界貿易量や世界生産量は緩やかながらも伸び率を高めており、成長率も目立

 Copyright ©2025 NLI Research Institute All rights reserved

った落ち込みは見られない。関税政策による世界経済への悪影響はこれから本格化すると見られるが、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いる。一時は米中間の関税率が100%を超える水準まで引き上げられ、世界経済への深刻な悪影響が懸念されたものの、その後に米中ともに高関税を停止するなど、経済の落ち込みを回避する姿勢も示している。

一方、世界の企業景況感は、高インフレが深刻化した 2022 年終盤以降は製造業が中立水準の 50 前後で推移し、冴えない状況が続いている。インフレ率の沈静化が進み、欧米の金融政策も利下げサイクルに入っているが、米国の関税政策が製造業を中心とした企業景況感を押し下げている。消費者景況感も高インフレが深刻化した 2022 年よりは高いものの、コロナ禍前の水準と比較すると依然として低水準にとどまっている。関税引き上げによる景気減速懸念や不確実性の高まりが消費者心理を抑制していると見られ、米国ではインフレ再燃懸念も高まっている。





(経済を取り巻くリスクは大きい)

経済環境を取り巻く不確実性は非常に大きい。トランプ大統領の既存の国際秩序への攻撃的な姿勢が各国の成長率やインフレ率に影響を及ぼすのかの見極めは難しい状況にある。トランプ大統領の講じる政策は予見可能性が低いことに加え、例えば関税政策に関しては、対米輸出企業の販売戦略(競争力を保つために価格を引き下げるのか維持するのか、あるいは米国以外への輸出を強化するのかなど)、米国輸入企業の在庫状況や価格転嫁動向次第で、各地域で生じる影響度合いやタイミングは異なる。米国の自由貿易を否定する動きや予見可能性の低い状況自体は企業の投資意欲を低下させる可能性がある反面、米国リスクの軽減や供給網の再編・強靭化といった経済安全保障関連の投資を促進させる可能性がある。米国と主要国との貿易合意では巨額の対米投資や米国産エネルギー購入が含まれるが、各国の取り組み姿勢や実現性には不透明な部分も多い。

中長期的にはトランプ大統領の国際秩序への攻撃姿勢がドルの基軸通貨としての地位を揺るがすといった可能性も指摘できる。

米国外にもリスクを抱える。地政学リスクは引き続きくすぶっており、ウクライナや中東地域での紛争といった地政学的な緊張から供給網が混乱するリスクがある。

また、政府の債務残高には増加圧力が生じている。トランプ政権による要請に応じる形でＮＡＴＯ(北大西洋条約機構)加盟国の防衛費目標は大幅に引き上げられた。ドイツでは独自の財政規律ルールを改正し、国防費やインフラ投資等への支出が拡大できるようになった。米国ではトランプ

 Copyright ©2025 NLI Research Institute All rights reserved

大統領の掲げる減税法案が可決し、財政赤字の拡大が見込まれている。拡張的な財政政策は実体経済を押し上げる要因ではあるが、財政懸念が高まれば国債金利の上昇や、株の下落といった金融市場の混乱を通じて金融システムや実体経済に悪影響をもたらす可能性が高まる。

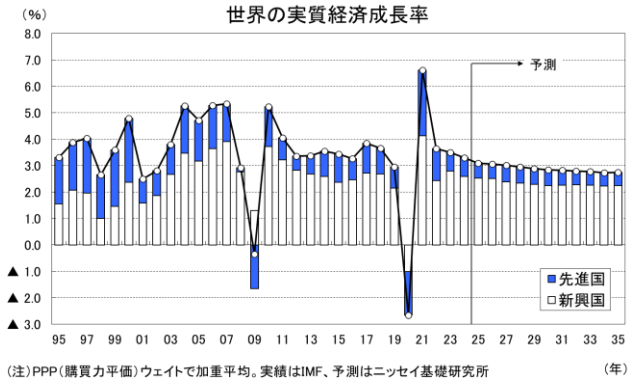
一方、生成ＡＩなど生産性向上への寄与が期待される技術も普及し始めている。生成ＡＩは労働力の減少といった構造的な課題への解決手段となる可能性を有しており、今後の発展・活用次第では成長率の押し上げ要因になると見られる。ただし、現時点において経済への影響度合いは未知数な面が多い。

本稿のメインシナリオでは、米国の政策については、関税政策に関して執筆時点で講じられている政策が継続し、新たな政策としては半導体への関税率引き上げ（15%）および医薬品への関税率引き上げ（25%）のみを想定した。この前提のもとで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、経済をとりまく不確実性は大きく、金融市場への悪影響や景気後退懸念は燻っている。

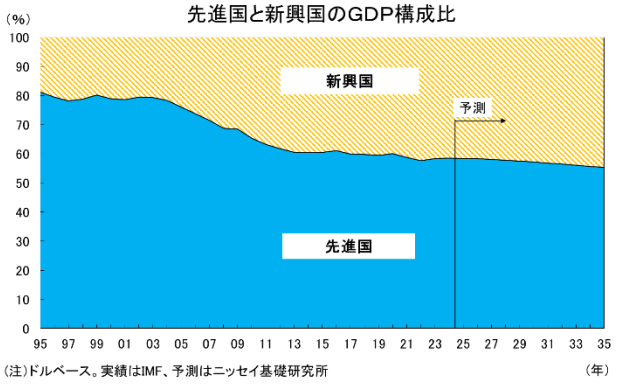
（世界成長率は中期的に緩やかに減速）

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 6.6%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 年以降、3%台半ばで推移している。中期的には予測期間にわたって鈍化傾向をたどり、予測期間末の 2035 年には 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、新興国の成長率寄与度は予測期間後半には 2%台前半まで低下すると予想する。



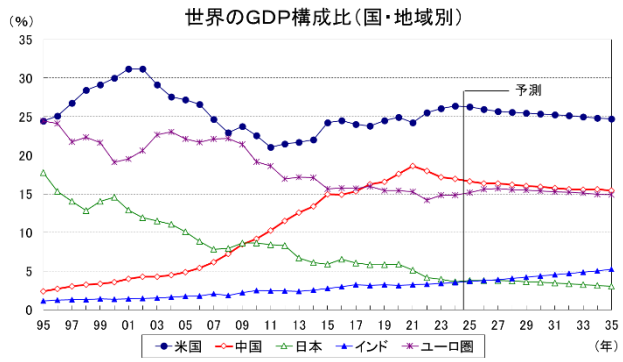
(注)PPP(購買力平価)ウェイトで加重平均。実績はIMF、予測はニッセイ基礎研究所



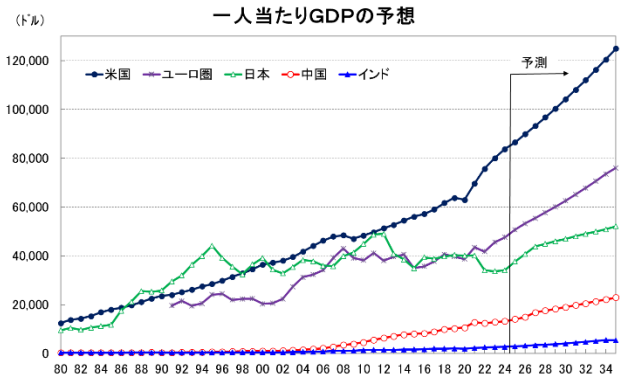
(注)ドルベース。実績はIMF、予測はニッセイ基礎研究所

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。

 Copyright ©2025 NLI Research Institute All rights reserved



（注）ドルベース。実績はIMF、予測はニッセイ基礎研究所



（注）IMF、国際連合のデータをもとにニッセイ基礎研究所作成

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。日本の一人当たりＧＤＰは円安の影響もあり、2022 年以降は米国の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、2024 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 2024 年時点でも中国の 2.5 倍程度の水準である。今後の成長率は中国が日本を大きく上回るものの、2035 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 2024 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。

 Copyright ©2025 NLI Research Institute All rights reserved

２.海外経済の見通し

（米国経済―トランプ政権の関税・移民政策により、当面は潜在成長率を下回る）

米国経済は 2020 年春にコロナ禍の影響で大幅に落ち込み、同年の実質ＧＤＰ成長率は前年比▲2.1％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大規模な財政政策や金融政策の効果により、2021 年には 6.2％と 1984 年以来の高成長を記録し、急速なＶ字回復を遂げた。

その後は、コロナ禍に伴う供給制約やウクライナ侵攻に伴う資源価格や食料品価格の高騰がインフレを押し上げ、ＦＲＢは 2022 年 3 月から政策金利の引き上げを開始し、2023 年 9 月までに政策金利を 2021 年以来となる 5.5％まで引き上げた。急速な金融引き締めにも関わらず、2022～2023 年の成長率は 2％台半ば～後半の堅調な水準を維持した。さらに、インフレ目標の達成が視野に入る中、労働市場の下振れリスクに対応するためにＦＲＢが 2024 年 9 月から利下げに転じたこともあり、2024 年の成長率は 2.8％と高成長となった。

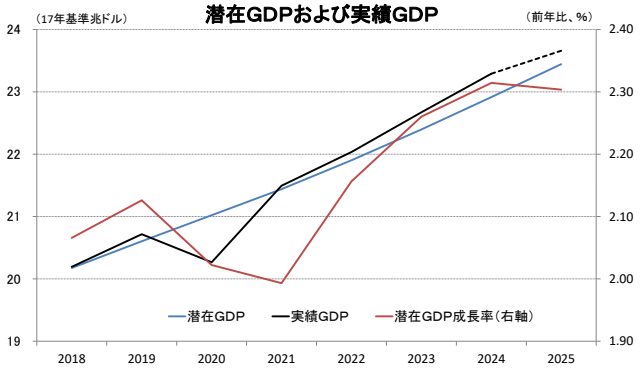
こうした環境を引き継いだ第 2 次トランプ政権は 2025 年 1 月の就任以来、相次いで広範な国や自動車や鉄鋼・アルミ・同製品などの品目に対して高関税を課すなど保護主義的な通商政策を推進した。また、移民政策に関してもバイデン政権の寛容な政策から大幅な転換を行い厳格な移民政策を推進した。これらの結果、成長率は 2025 年上期が 1.6％に留まり大幅な景気減速を示した。

一方、潜在成長率はコロナ禍前の 2％近辺からバイデン政権下の寛容な移民政策によって不法移民の流入が急増したことを背景にした労働力人口の増加などに伴い 2023 年～2025 年にかけて 2.3％に上昇した。しかしながら、トランプ政権下の移民政策によって移民流入が大幅に減少したほか、強制送還件数の増加によって純移民人口が大幅に減少した。これらの動向を反映して、議会予算局（ＣＢＯ）は 2025 年の人口増加率の推計値を、厳格な移民政策を反映する以前の 2025 年 1 月時点の 0.7％から 9 月時点の 0.2％に大幅に下方修正した。これは 2022 年～2024 年実績の 1％近辺を大幅に下回る。さらに、ＣＢＯは 2029 年まで移民流入の減少に伴う人口増加率の低下が続くと予想しており、労働力人口の伸び鈍化から潜在成長率の低下が見込まれる。当研究所は、今後 10 年間の潜在成長率の平均は 1.9％と前年予想の 2.0％から▲0.1％下方修正した。

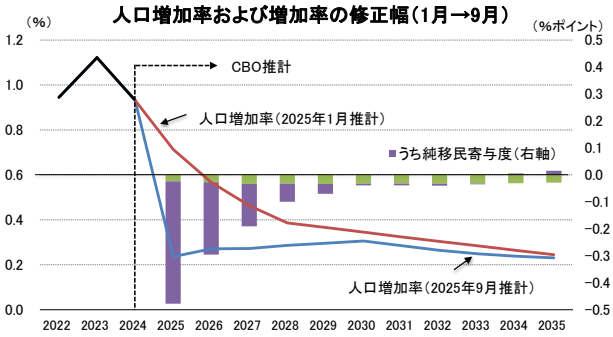
当面の米国経済はトランプ政権の経済政策に左右されるが、予見可能性が低いため、経済見通しは不透明である。中期見通しの策定に当たっては足元の高関税政策や厳格な移民政策が予測期間において継続することを前提とした。これらの前提の元、2025 年 7 月に成立した「一つの大きく美しい法」（ＯＢＢＢＡ）による大型減税や設備投資の税優遇策に加え、ＡＩ関連投資の増加が個人消費や設備投資を下支えする一方、関税政策や移民政策が景気を抑制することが見込まれる。

この結果、**成長率は 2025 年から 2026 年にかけて関税政策や移民政策の影響で低成長に留まった後、2027 年は関税効果の剥落などから 2027 年の成長率は小幅に上昇するものの、2027 年にかけて潜在成長率を下回る状況が続こう**。その後はインフレ低下を受けた金融緩和もあって、**2028 年以降は潜在成長率なみの成長へ戻る**と予想する。**ただし、潜在成長率そのものが低下するため、今後 10 年間の成長率は平均で 1.8％と前年予想の 1.9％から▲0.1％ポイント低下しよう**。

 Copyright ©2025 NLI Research Institute All rights reserved



（注）潜在GDPは、議会予算局（CBO）見通し（25年1月）での試算、17年基準実質ベース。
潜在GDP成長率は前年比。実績GDPは25年9月の遡及改訂前の水準。25年の実績GDPは25年上半期まで。
（資料）CBOよりニッセイ基礎研究所作成



（注）人口増加率は2024年までは実績。2025年以降は議会予算局（CBO）による2025年1月および9月の推計。棒グラフは9月と1月推計の人口増加率の修正幅（9月−1月）、うち純移民分は増加率寄与度の差異
（資料）CBOよりニッセイ基礎研究所作成

（ユーロ圏経済－競争力強化と第２次トランプ政権への対応が注目点）

ユーロ圏経済は、2000 年代終盤から 2010 年代前半にかけ世界金融危機と債務危機を経験、その後の景気拡大期（2010 年代後半）を経て、コロナ禍やロシア・ウクライナ戦争というショックに見舞われた。戦争ではロシア産資源の依存を断ったことで、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が懸念されている。2024 年の成長率は、輸出の伸び悩みや民間部門での投資低迷により 0.9%と潜在成長率と見られる 1.3%前後を下回っている。

足もとでは、米トランプ政権の影響も受けている。トランプ大統領が既存の国際秩序を変えようとするなか、米国依存の見直しと自律性の確保、同志国との協調が求められている。見通し前半ではこうした競争力強化や第２次トランプ政権への対応が注目点となるだろう。

2024 年 12 月に始動した第２次フォンデアライエン体制では、戦争で重要課題に浮上した競争力強化策（「競争力コンパス」）、一期目で法制化が進んだ気候変動対策と産業競争力強化の両立戦略（「クリーン産業ディール」）、トランプ政権による安全保障政策の方針の転換を背景に、防衛・安全保障の強化策（「欧州再軍備計画／準備 2030」）を打ち出してきた。

また、欧州委員会は2028年から2034年までの次期中期予算計画（ＭＦＦ:Multiannual Financial Framework）案も発表した。規模は 1.8 兆ユーロ弱（2025 年価格）で、現行中期予算の 1.2 兆ユーロ強（同）からは大幅な増額となる。予算は優先課題に重点的に配分される形で、農業政策（「共通農業政策」）や域内格差是正（「結束基金」）の比重が低下、競争力強化（「欧州競争力基金」）などが拡充された。ただし、次期予算では約 1500 億ユーロがコロナ禍対策で設立した復興基金に関する債務返済に充てられるほか、高インフレも規模拡大の要因となっている。国民所得比率（ＥＵのＧＮＩ比）でみると現行予算 1.02%（復興基金も含めると 1.7%）に対し、次期予算案は 1.26%（うち復興基金の返済が 0.11%を占める）にとどまり、競争力強化や防衛など財政に期待される役割が拡大するなか、各国は増加する社会保障費に対応するための財源確保という課題に対処する必要がある。

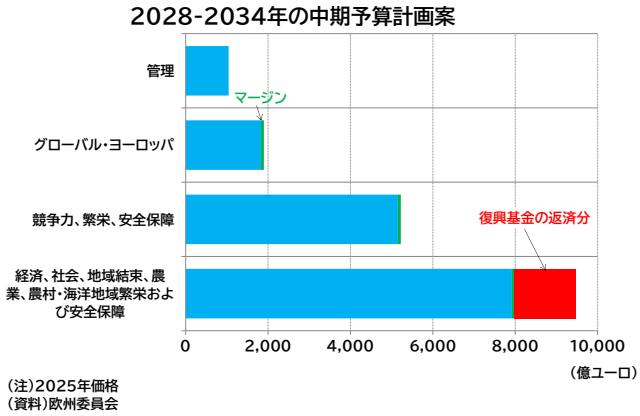
なお、ドラギＥＣＢ前総裁は競争力強化に関する報告書で、投資不足を改善するためにＥＵ共同債による資金調達と大規模公共投資を提言したが、公表資料では共同債務による調達には触れられておらず、危機対応時の予算のみ共同債務での調達方針との報道がなされるにとどまる。次期中期

 Copyright ©2025 NLI Research Institute All rights reserved

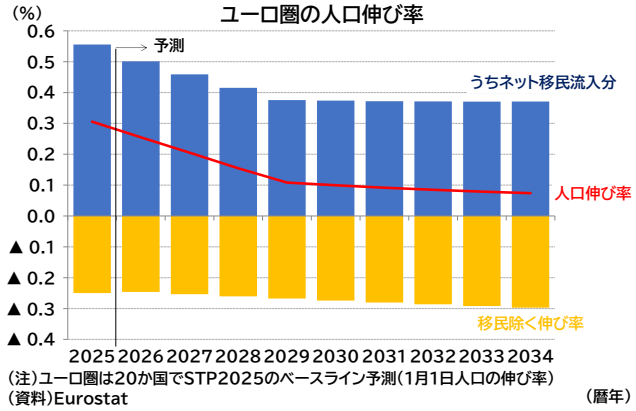
予算は 2027 年にかけて議論される予定で、共同債務を含め、今後の動向が注目される。

米国の関税政策に対しては、7 月の合意を経て相互関税率が 15%（最恵国関税率含む）となり、半導体・医薬品・木材に品目別関税を課す場合にも最大 15%となった。関税率は当初の言及水準よりは低いものの、年初と比較すれば大幅に引き上げられており、米国向けの輸出環境は厳しさを増している。また、ＥＵは米国産工業製品の関税を撤廃するほか、2028 年までに 7500 億ドル相当のＬＮＧ・石油・原子力エネルギー製品を調達し、6000 億ドルの追加対米投資を予定したが、現状のエネルギー調達額や対米直接投資額に鑑みると達成は現実的ではない。合意履行を含め、貿易を巡る不確実性は依然として高い状況にある。

見通し期間後半の 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の制度改革は中期的課題となる。



（注）2025年価格
（資料）欧州委員会



（注）ユーロ圏は20か国でSTP2025のベースライン予測（1月1日人口の伸び率）
（資料）Eurostat

中期の潜在成長率を左右する人口動態は、欧州委員会統計局の 2025 年人口推計（ＳＴＰ2025 ベースライン）では、安定的な移民の流入が見込まれていることもあり、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。ただし、高齢化の進展や労働時間の短縮が労働供給の制約要因となり、移民政策を巡っては厳格な移民受け入れ政策を掲げる政党への支持が高まっており、移民流入が予想を下回る可能性がある。

メインシナリオでは、高齢者の労働参加率が上昇し、移民流入も維持されることで労働供給力は一定程度維持されるほか、各種の競争力強化策の後押しもあって資本ストックが緩やかながら増加すると想定している。その結果、予測期間中盤には成長率が潜在成長率並みに回復し、予測期間末まで維持される予想している。この場合、**2026-2035 年の平均成長率は 1.3%となり、2016-2025 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。**しかしながら、国際秩序が変化しつつあり、また不確実性の高い経済環境が続くなかで、ＥＵが経済力・影響力を維持し、予測期間にわたって潜在成長率を維持・改善するためには統合の深化と改革が必要であり、その実現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、コロナショックを経て経済が正常化した後も、不動産不況が長期化の様相を呈しているほか、2025 年には米国で第 2 次トランプ政権が発足し、中国を含む世界各国に高関税を課し始めた。これら内憂外患を背景に、経済は力強さを欠く状況を続けており、先行き不確実性も高まって

 Copyright ©2025 NLI Research Institute All rights reserved

いる。中国指導部は、経済の減速感が強まった 2024 年 9 月以降、経済下支えの姿勢を強めるようになり、2025 年も需要喚起のための財政出動を中心とした経済対策を続けている。2025 年上期には、その対策の効果で内需が堅調なほか、外需に関しても、対米輸出は悪化している一方、米国以外向けの輸出が好調なため、総じて底堅い動きをみせている。下期は経済対策の効果低下等により減速する可能性が高いが、通年の成長率目標（＋5%前後）を辛うじて達成できるだろう。2026 年以降は、不動産不況や対米輸出悪化による下押しが、今しばらく続く見込みだ。現時点では追加の経済対策を実施する考えはないとみられるが、仮に追加対策が実施されたとしても大規模な景気刺激策とはならないと予想され、成長率は段階的に減速する見通しである。

さらに 2035 年までの中国経済を展望すると、都市化や産業の高度化、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。**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。

労働力に関しては、生産年齢人口が 2012 年から減少に転じている。2030 年代以降、減少ペースは加速する見込みであり、それに伴い、成長を押し下げる力も強まるだろう。資本投入（投資）についても、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、人口オー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。この傾向は今後も基本的には変わらず、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おり、目下、経済成長を犠牲に不動産セクターの調整は着実に進んでいる。他方、地方政府の隠れ債務については、その主体である融資平台の債務を地方政府に付け替えるなど、金融システム安定化に必要な対策はとられているものの、債務の圧縮はまだ本格化していない。また、経済下支えの一環として、小規模零細企業向けの資金繰り支援が続いており、企業部門の債務はここ数年で再び増加しつつある。

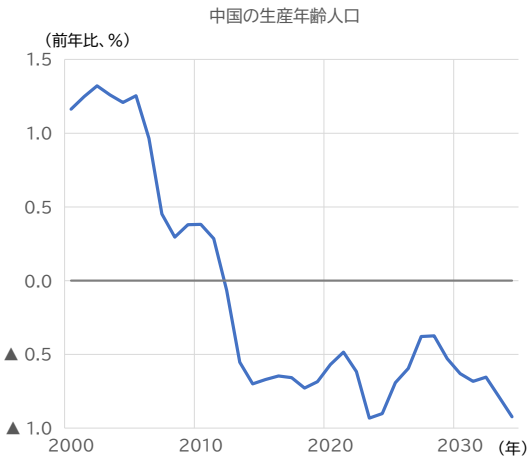
このため、生産性の向上を通じた成長力の強化が必要な状況だが、そのために取り組むべき課題は多く、かつ多岐にわたる。例えば、金融制度改革や国有企業改革、民間のイノベーション活性化を通じた経済生産性の向上や、対外開放を通じた海外の活力の取り込み、都市と農村を分断する戸籍制度の改革を通じた労働市場の流動化、社会保障制度整備を通じた予備的貯蓄解消、所得格差縮小による消費底上げなどだ。

いずれも難度の高い課題であるが、向こう 10 年程度はまだ時間的猶予が残されている。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り、一層の都市化やサービス化、国家主導のイノベーション等による成長の余地もまだ残っているためだ。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と考えられる。

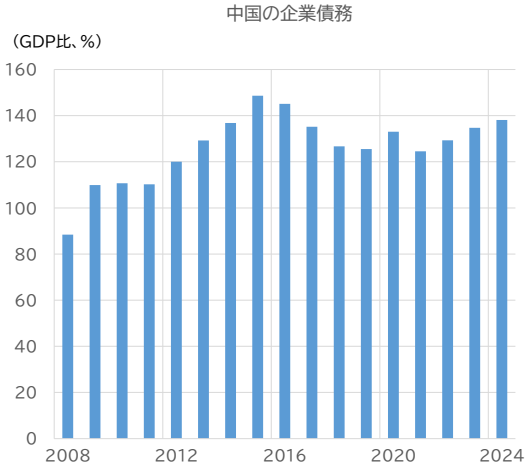
ただし、その後、人口動態の影響や都市化等による経済の伸びしろの減少により、経済への下押

 Copyright ©2025 NLI Research Institute All rights reserved

しはそれまで以上に強まる可能性が高い。2030 年代半ば以降、スピードの減速は不可避にせよ、経済が長期停滞に陥らず、安定した成長を続けることができるようにするためには、それまでの間に長期的な成長の基盤を作ることが必要不可欠である。最近の動きをみると、制度改革は少しずつではあるが進展しつつある。例えば、民営経済発展を趣旨とする初の法律である「民営経済促進法」が 2025 年 4 月に制定されたほか、金融市場の効率化に向け、2024 年 6 月以降、政策金利に基づく金融政策運営も徐々に本格化している。また、2024 年 11 月に外資の製造業への参入規制が撤廃されるなど、対外開放の取り組みも続けられている。このほか、労働力人口減少への対応として、定年退職年齢の引き上げ（2024 年 9 月）や全国一律での育児手当支給（2025 年 7 月）が決定されたり、農村戸籍の都市住民に対する都市公共サービス提供の機会公平化を図る方針が示されたりしている。2025 年 10 月には、中国共産党第 20 期中央委員会第 4 回全体会議（四中全会）が開催され、2026 年から 2030 年までの政策の基礎となる第 15 次五カ年計画の草案が採択される予定だ。どのような計画となるのか、また、2026 年以降、諸改革が実現して成長に結びつくか、引き続き動向を評価していく必要がある。



（注）2024年版の低位推計。年齢は、男性が15～59歳、女性が15～49歳。
（資料）国際連合より、ニッセイ基礎研究所作成



（資料）BISより、ニッセイ基礎研究所作成

（インド経済－人口ボーナス期の好循環により 6%台の高成長軌道を保つ）

インドは 2020 年にコロナ禍の影響でマイナス成長に陥ったが、その後は力強い民間消費と投資に牽引されて 6～7%台の持続的成長軌道を確保している。2024 年は総選挙に伴う政府支出の抑制が重石となり、成長率は 6.7%に鈍化したが、2025 年は上期に低インフレと安定した雇用環境、所得減税を背景に消費が堅調に拡大している。当面は外需の減速が懸念されるものの、通年の成長率は 6%台後半を維持する見通しである。

潜在成長力については、まず人口ボーナスが当面の成長の基盤となる。生産年齢人口の増加率は 2030 年台半ばまで比較的高水準を保つと見込まれ、加えて未活用の労働力、特に女性や非正規労働者の参加拡大の余地が大きいことから、労働投入の伸びはすぐには落ち込まない。資本投入は旺盛な消費市場を背景とする製造業・デジタル分野への民間投資や公共インフラ投資に加え、外資流入の拡大が支えとなる。一方で投資率は 2024 年度に 33.7%と、新興国のなかでは比較的高水準にあるが、高度成長期の中国（40%超）に比べればなお抑制的である。資本効率や制度改革の進展が十分でないことが成長の抑制要因となっている。生産性については、農業から製造業・サービス業へ

 Copyright ©2025 NLI Research Institute All rights reserved

の労働移動や、外資参入による技術移転、デジタル化の進展が中期的な成長押上げ要因となる。とりわけ、女性の労働参加拡大や土地・労働市場改革、貿易自由化といった制度面での改善が進めば、潜在成長率の維持・向上が可能になるだろう。

もっとも保護貿易政策や制度改革の停滞、不良債権問題は資本投入と雇用創出を抑制している。また米国との間で発動された追加関税により、一部産業が対米輸出で打撃を受けている。米国向け輸出拠点としての優位性が損なわれる一方、サプライチェーンの多様化を志向する先進国企業にとってインドは依然として有力な生産・消費拠点であり、外資誘致にはプラス要因とマイナス要因が併存している。

今後インドの成長率は 2026 年に 6%台前半まで低下、2027 年は緩やかに上昇するが、その後は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経済ー域内外との連携強化により成長ポテンシャルを維持）

ＡＳＥＡＮ５（マレーシア・タイ・インドネシア・フィリピン・ベトナム）はコロナ禍からの経済回復は遅れたが、その後は外需の動向に左右されつつも順調に推移している。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、外需依存度の高いベトナムやマレーシア、タイを中心に景気が加速、成長率は 5.0%となった。2025 年は米国の関税政策の影響で外需の減速が懸念されるが、インフレ鈍化や雇用環境の改善により国内消費が堅調に伸びることで、成長率は 4%台後半を維持する見通しである。

潜在成長力については、人口ボーナス期の終盤にあるため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鈍化していく。ただし、資本投入や労働生産性は、積極的な外資誘致、都市化の進展、社会資本ストックの蓄積、教育水準の向上などを背景に底堅い伸びが期待され、ＡＳＥＡＮ５各国の経済成長を支えると考えられる。

ＡＳＥＡＮ５に対する米国の相互関税は 19～20%で、日本・韓国の 15%よりやや高く、中国の 30%より低い水準にある。第１次トランプ米政権期の米中貿易摩擦では、中国からＡＳＥＡＮへの生産移管が加速したが、今後は米相互関税の適用や中国製品の迂回輸出への警戒から、ＡＳＥＡＮの立地優位性はやや低下し、海外からの投資の増勢が鈍化する恐れがある。もっとも、強靭化・多元化の観点から、ＡＳＥＡＮは今後も生産移管先として一定の存在感を維持するものと見込まれる。

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。経済統合の歩みは緩やかであるが、東ティモールが 2025 年 10 月に加盟し、11 カ国体制に拡大する見込みである。また、域外との経済協力においては「ＡＳＥＡＮ＋１」のＦＴＡや、東アジア地域包括的経済連携（ＲＣＥＰ）のような広域ＦＴＡも広がりをみせており、ＡＳＥＡＮは東アジア貿易の中心地として地位を徐々に高めている。これにより、地域としてグローバル・サプライチェーン機能の向上が期待される。

今後ＡＳＥＡＮ５の成長率は、外需の悪化により 2026 年にかけて 4%台半ばまで低下するが、2027 年には緩やかに上昇、その後は予測期間末にかけて潜在成長率の低下に沿う形で再び 4%台半ばまで低下すると予想する。総じて、外需や地政学リスクの制約はあるものの、ＡＳＥＡＮ５の経済成長は底堅く推移すると考えられる。

 Copyright ©2025 NLI Research Institute All rights reserved

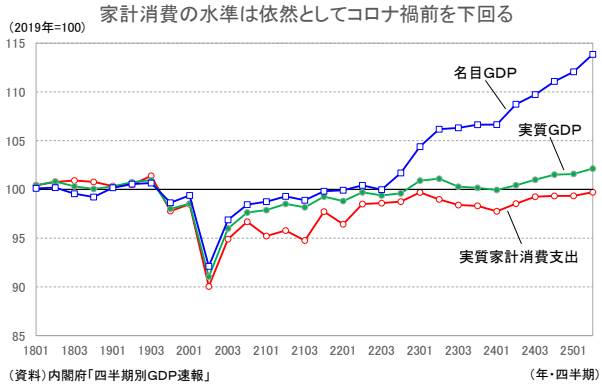
３．日本経済の見通し

（実質家計消費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 2025 年 4-6 月期にはコロナ禍前（2019 年平均）の水準を 2.1%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。2025 年 4-6 月期の名目ＧＤＰは 635.1 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 13.9%上回った。

ただし、実質家計消費支出は物価高の影響などから伸び悩みが続いており、直近（2025 年 4-6 月期）の水準はコロナ禍前を▲0.3%下回っている。

家計消費の水準は依然としてコロナ禍前を下回る



（資料）内閣府「四半期別GDP速報」

（高齢化による個人消費への影響）

消費低迷の理由として、相対的に消費水準が低い高齢者の割合が高まっていることが挙げられる。総務省統計局の「家計調査（二人以上世帯）」を用いて、世帯主の年齢階級別の消費水準（2024 年）を確認すると、ピークは 50～54 歳で、55 歳以上は年齢が高くなるほど消費水準が低下している。また、世帯主が 65 歳以上の高齢者世帯の割合は 1970 年の 6%から 2024 年には 44%まで上昇している。

一世帯当たりの実質消費支出の伸び（年平均）は 1970 年代の 2.4%から 1980 年代が 0.7%、1990 年代が▲0.3%、2000 年代が▲0.6%、2010 年以降が▲0.7%と低下傾向が続いている。

これを年齢階級別の実質消費支出の変化と世帯主の年齢構成の変化に要因分解すると、年齢階級別の実質消費支出の変化は 1980 年代までは押し上げ要因となっていた。しかし、1990 年代に押し下げ要因に転じた後、押し下げ幅の拡大が続き、2010 年以降は年平均▲0.6%となっている。

年齢構成の変化についても、1980 年代までは押し上げ要因、1990 年代以降は押し下げ要因となっているが、実質消費支出の伸び率に対する寄与度は 1990 年代が年平均▲0.2%、2000 年代が同▲0.2%、2010 年以降が同▲0.1%と小さく、押し下げ幅が拡大しているわけではない。

要因分解は以下の計算式による

$$\frac{C^{t+1}-C^{t}}{C^{t}}=\frac{1}{C^{t}}\times\sum\left[\left(C_i^{t+1}-C_i^{t}\right)\times\frac{w_i^{t+1}+w_i^{t}}{2}\right]+\frac{1}{C^{t}}\times\sum\left[\left(w_i^{t+1}-w_i^{t}\right)\times\frac{C_i^{t+1}+C_i^{t}}{2}\right]$$

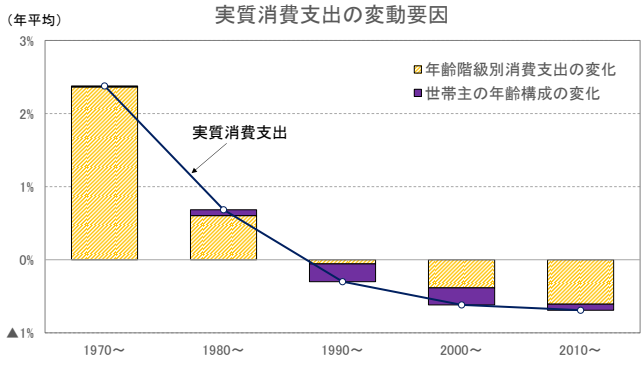
実質消費支出の伸び　　年齢階級別の実質消費支出の変化　　世帯主の年齢構成の変化

C：実質消費支出、w：世帯主の年齢構成比　i は年齢階級区分

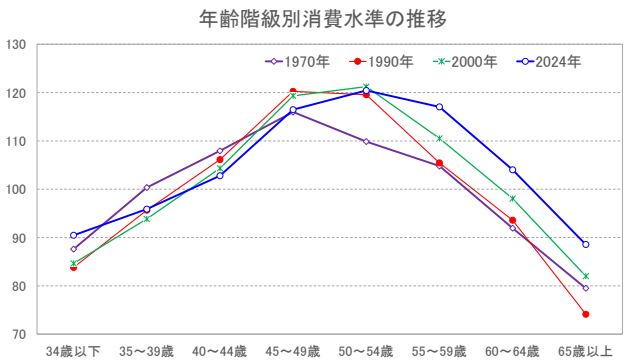
 Copyright ©2025 NLI Research Institute All rights reserved

1990 年代以降、高齢化の影響が消費の伸びを抑制していることは確かだが、押し下げ幅は限定的である。実質消費支出の伸びが長期にわたって低迷している主因は、各年齢階級の消費が減少を続けていることである。

年齢構成の変化、すなわち高齢化の影響が限定的にとどまっている理由のひとつとして、高齢者の相対的な消費水準が時代とともに変化していることが挙げられる。世帯主の年齢階級別の消費水準を時系列でみると、1970 年時点では 65 歳以上世帯の消費水準は全世帯平均の 8 割以下だったが、2024 年には 9 割弱まで上昇している。また、60～64 歳の消費水準は 1970 年時点では 9 割程度だったが、2024 年には全体の平均を上回る水準となっている。高齢者比率の上昇が消費全体の押し下げ要因となっているものの、高齢者世帯の相対的な消費水準の上昇がその影響を打ち消している。高齢化による消費への影響を過度に悲観する必要はない。



（注）実質消費支出（二人以上世帯）。10年間の平均。ただし、2010～は2024年までの年平均
（資料）総務省統計局「家計調査」



（注）全体の平均＝100とした世帯主の年齢階級別消費水準
（資料）総務省統計局「家計調査」

（「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、2024 年 7 月には 0.25%へ、2025 年 1 月には 0.50%へと引き上げた。今回の見通しでは、政策金利は 2028 年度に 1.50%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 2035 年度に 2.5%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。

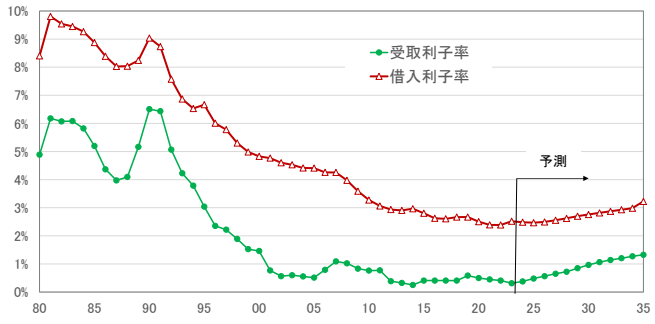
企業部門（非金融法人）の利子所得（純、FISIM 調整前）は 1991 年度の▲38.8 兆円をピークに支払超過額の縮小傾向が続き、2017 年度以降は受取超過となっていたが、2023 年度には▲0.1 兆円と小幅ながら支払超過に転じた。また、政府の利子所得（純、FISIM 調整前）の支払超過額は国債残高が急増する中でも縮小傾向が続き、2023 年度には▲1.2 兆円となった。このように、超低金利の長期化によって、家計から企業、政府への所得移転が進んできた。

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

 Copyright ©2025 NLI Research Institute All rights reserved

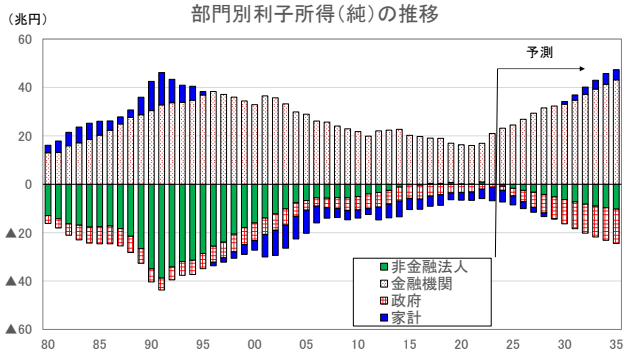
見込まれる。金利の上昇ペースが緩やかにとどまること、住宅ローンを中心に借入金利も上昇することから、ネットの利子所得の増加幅は限定的にとどまるが、2030 年度には家計の利子所得（純、FISIM 調整前）は小幅ながらプラスに転じると予想する。一方、借入金利、国債金利の上昇に伴う利払い費の増加から、企業（非金融法人）や政府の利子所得（純、FISIM 調整前）の支払超過幅は拡大する可能性が高い。

家計の受取利子率、借入利子率



（注）受取利子率＝受取利子/（現金・預金+債務証券）。借入利子率＝支払利子/借入
FISIM調整前。1993年度までは1993SNA、1994年度以降は2008SNA
（資料）内閣府「国民経済計算」

部門別利子所得（純）の推移



（注）FISIM調整前。1993年度までは1993SNA、1994年度以降は2008SNA
（資料）内閣府「国民経済計算」

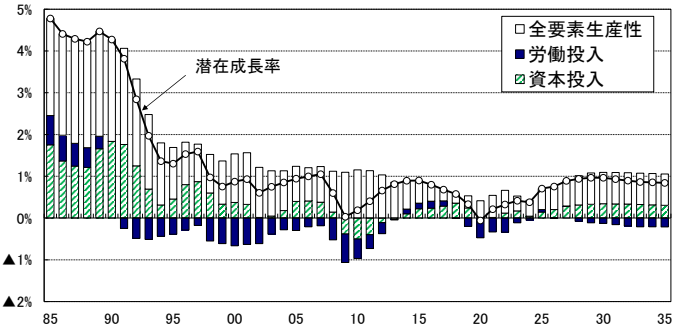
（潜在成長率は 1%程度まで回復した後、徐々に低下）

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、足もとではゼロ%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、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

潜在成長率の寄与度分解



（注）24年度までは実績値に基づく推計値、25年度以降は予測値に基づく推計値
（資料）内閣府「国民経済計算年報」、「固定資本ストック速報」、総務省「労働力調査」他

 Copyright ©2025 NLI Research Institute All rights reserved

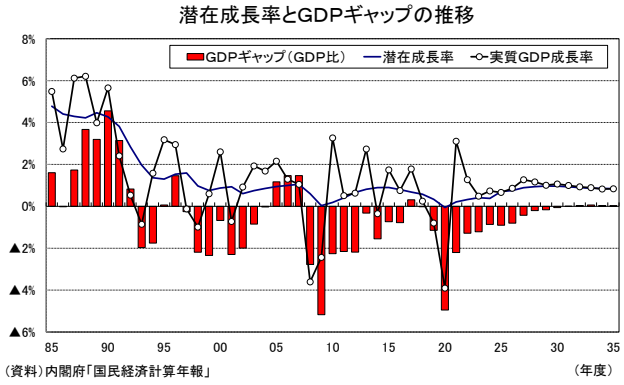
性の上昇率が高まることから、2020年代後半には1%程度まで回復することが見込まれる。ただし、2030 年以降は人口減少、少子高齢化のさらなる進展によって労働投入量のマイナス幅が拡大することから、潜在成長率は若干低下し、2030 年代前半にはゼロ%台後半となるだろう。

（今後 10 年間の実質ＧＤＰ成長率は平均 1.0%を予想）

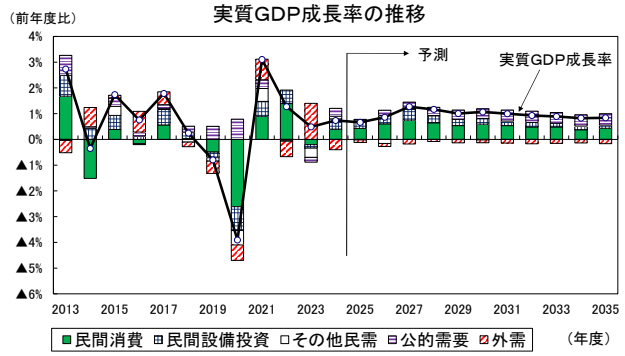
実質ＧＤＰ成長率は、中長期的には潜在成長率の水準に収れんする。当研究所推計のＧＤＰギャップは 2024 年度時点で▲0.9%（ＧＤＰ比）となっており、当面は潜在成長率を上回る成長が続く公算が大きい。このため、ＧＤＰギャップのマイナス幅は縮小傾向が続くが、先行きは潜在成長率が高まることが見込まれるため、マイナス幅の縮小ペースは徐々に緩やかとなり、ＧＤＰギャップが解消されるのは 2030 年度頃となるだろう。

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（2026～2035 年度）の平均で 1.0%となり、過去 10 年間（2016～2025 年度）の平均 0.4%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（2026～2035 年度）の平均で 1.3%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（2026～2035 年度）の平均で 2.3%、名目ＧＤＰの水準は 2029 年度に 700 兆円台、2035 年度に 800 兆円台となる**だろう。



（資料）内閣府「国民経済計算年報」



（資料）内閣府経済社会総合研究所「国民経済計算年報」

（今後 10 年間の消費者物価上昇率は平均 2.0%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 3 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も上昇している。

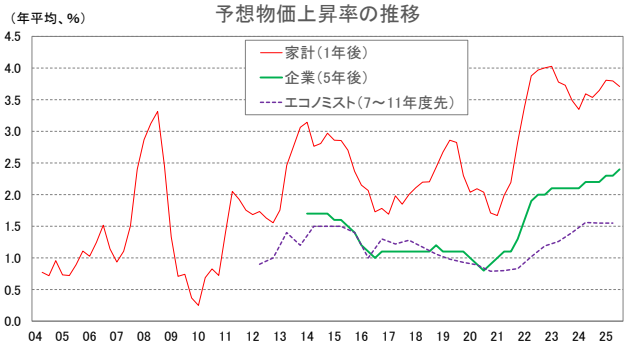
中長期的な物価上昇率の水準に大きな影響を及ぼすのは予想物価上昇率である。高い物価上昇率が一定期間継続したことで、各経済主体の予想物価上昇率は高まっている。家計の 1 年後の物価見

 Copyright ©2025 NLI Research Institute All rights reserved

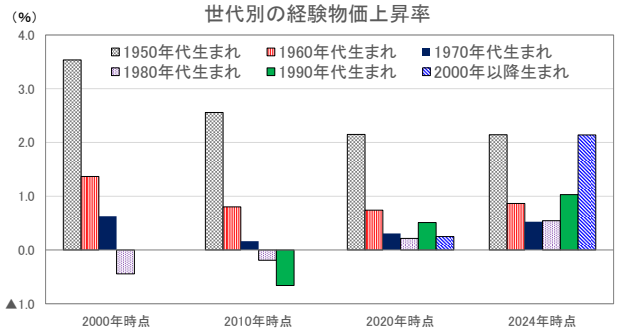
通し（内閣府「消費動向調査」）は3%台後半の高水準で推移しており、日銀短観における企業の物価全般の見通し（5年後）は2022年9月調査で初めて2%台となった後、徐々に伸びを高めている。一方、「ESPフォーキャスト調査」におけるエコノミストの長期的な物価見通し（7～11年後）は依然として2%には達していないが、2024年以降は1%台半ばの水準となっている。

また、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、各世代の予想物価上昇率の高まりを通じて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（経験物価上昇率）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、1980～1990年代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年時点では全ての世代の経験物価上昇率がプラスに転じ、2024年時点では1970年代生まれの世代を底として、1980年代生まれ、1990年代生まれ、2000年以降生まれと若い世代ほど経験物価上昇率が高くなっている。若い世代を中心に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。



（注）家計は内閣府「消費動向調査」から試算、企業は日本銀行「企業短期経済観測調査」、エコノミストは日本経済研究センター「ESPフォーキャスト調査」

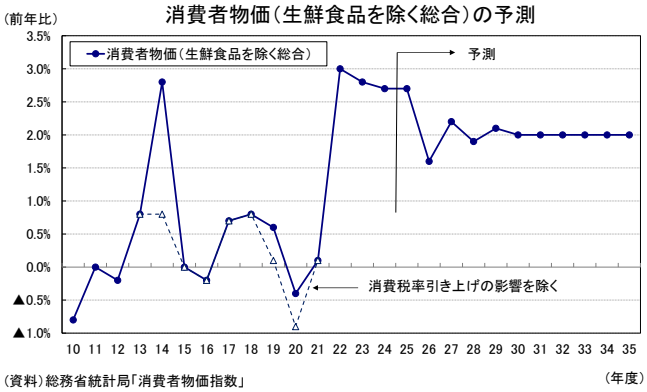


（注）世代別の成人（18歳）以降の平均消費者物価上昇率（総合）。たとえば、1980年生まれ（2024年時点）であれば、1998年～2024年の平均。1970年以前の消費者物価は持ち家の帰属家賃を除く総合。

（資料）総務省統計局「消費者物価指数」

消費者物価上昇率（生鮮食品を除く総合）は、2022年度から2025年度まで4年連続で日銀の物価目標の2%を上回った後、2026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%といったん2%を割り込むが、高水準の賃上げに伴う人件費の増加を価格転嫁する動きが広がることにより、2027年度には再び2%台となるだろう。

その後、財価格は為替レートや国際商品市場の動向によって上下に振れるものの、賃金との連動性が高いサービス価格は安定的に推移するだろう。今回の見通しでは、企業の人手不足感が強い状態が続くもとで、ベースアップで2%台の賃上げが続くことを想定しており、サービス価格も2%台の上昇が続くと予想している。また、予測期間前半はマクロ的な需給バランスの改善が物価の押し上げ要因となる一方、予測期間後半はＧＤ



（資料）総務省統計局「消費者物価指数」

 Copyright ©2025 NLI Research Institute All rights reserved

Ｐギャップのマイナスが解消し、需給面からの押し上げは減衰する。しかし、予想物価上昇率が現在よりも高まることから、マクロ的な需給バランスがニュートラルな状態でも 2%程度の物価上昇率が維持されるだろう。

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 2.0%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）

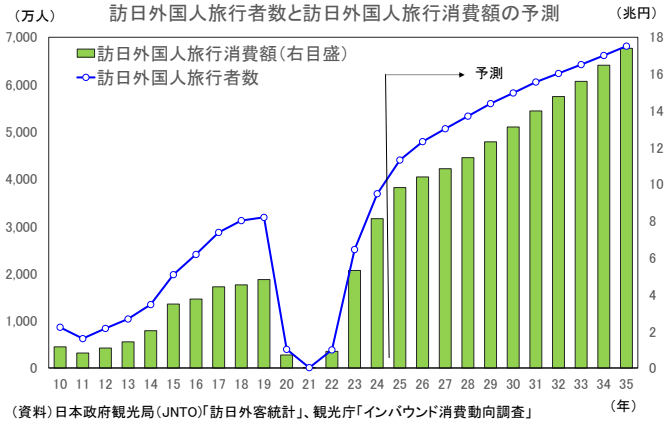
インバウンド需要はコロナ禍でほぼ消失した状態が続いていたが、水際対策が 2023 年 4 月末に撤廃された後は急回復が続いている。2024 年の訪日外国人旅行者数は 3687 万人とコロナ禍前の 2019 年の 3188 万人を上回り、過去最高を更新した。

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、訪日外国人旅行消費額は 2023 年に 5.3 兆円とコロナ禍前の 2019 年の 4.8 兆円を上回った後、2024 年は 8.1 兆円とさらに大きく増加した。訪日外国人旅行者数が前年比 47.1%の大幅増加となったことに加え、円安の影響もあり一人当たり消費額が 22.7 万円と前年比 6.6%の増加となったことが消費額全体を押し上げた。

インバウンド需要がコロナ禍前の水準を超える中で、深刻となりつつ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。

今回の見通しでは、日米金利差の縮小を背景に予測期間前半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となることが見込まれる。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 2027 年に 5000 万人、2031 年に 6000 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 2026 年に 10 兆円、2033 年に 15 兆円まで増加する**と予想する。



（資料）日本政府観光局（JNTO）「訪日外客統計」、観光庁「インバウンド消費動向調査」

なお、政府は 2025 年 6 月に策定した「経済財政運営と改革の基本方針 2025（骨太方針 2025）」で、訪日外国人旅行者数の目標を「2030 年に 6000 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 1 年遅れ、訪日外国人旅行消費額は政府目標から 3 年遅れで達成されることになろう。

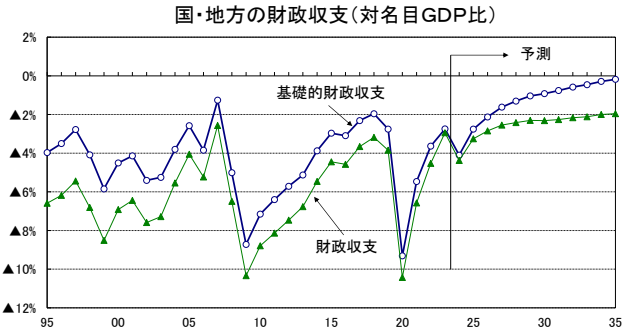
（基礎的財政収支は小幅な赤字が続く）

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

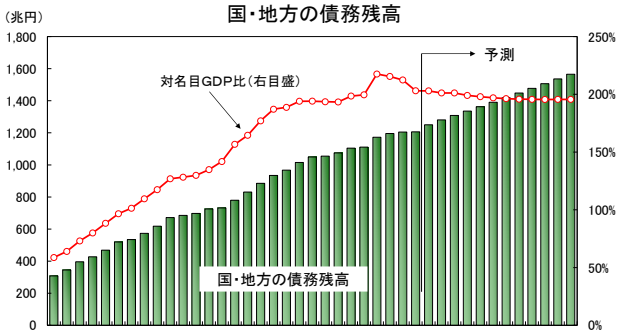
 Copyright ©2025 NLI Research Institute All rights reserved

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。

基礎的財政収支は所得税・住民税減税の実施によって 2024 年度には赤字幅が拡大するが、その後は名目ＧＤＰの高い伸びを背景とした税収増を主因として赤字幅が縮小する。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 2035 年度には名目ＧＤＰ比で 0.2%の赤字となり、黒字化は実現しない**と予想する。経済情勢にかかわらず経済対策による大型補正予算の編成が恒常化していることも財政再建を遅らせる一因となる。予測期間中には長期金利が上昇し、利払い費が増加するため、財政収支の赤字幅縮小は緩やかにとどまり、基礎的財政収支との差が拡大することが見込まれる。この結果、**国・地方の債務残高は 2023 年度の約 1200 兆円から 2035 年度には約 1600 兆円まで拡大する**。一方、債務残高の名目ＧＤＰ比は約 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。



（注）基礎的財政収支は財政収支から純利払い（FISIM調整前）を控除したもの
（資料）内閣府「国民経済計算年報」



（資料）内閣府「国民経済計算年報」

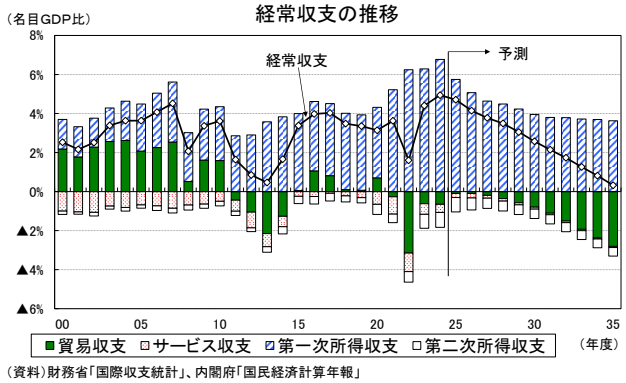
（経常収支は黒字幅の縮小傾向が続く）

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。

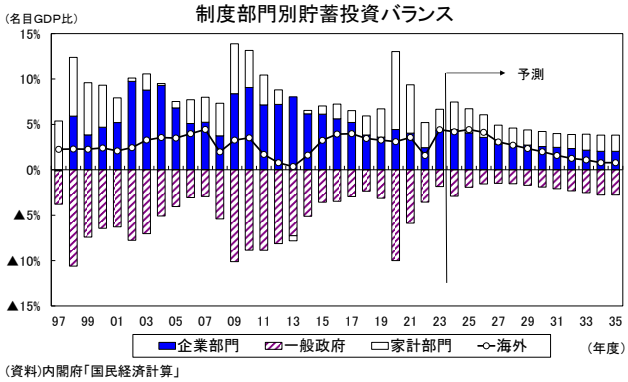
貿易収支は短期的には海外経済、為替、原油価格の動向などに左右されるが、中長期的には高齢化の進展に伴う国内供給力の伸び率低下から輸入の伸びが輸出の伸びを上回ることになるため、貿易赤字の拡大傾向が続く可能性が高い。貿易収支は予測期間末には赤字幅が名目ＧＤＰ比で▲3%近くまで拡大することが予想される。

一方、経常黒字の蓄積による対外資産の増加を反映し、2024 年度の第一次所得収支は 41.7 兆円（ＧＤＰ比で 6.8%）の高水準となっている。日本の対外資産は 2000 年末の 342 兆円から 2024 年末には 1659 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 2024 年には 533 兆円に達している。今回の見通しでは、為替レートは 2028 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、2035 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、予測期間末でも黒字が維持されるだろう。

 Copyright ©2025 NLI Research Institute All rights reserved



（資料）財務省「国際収支統計」、内閣府「国民経済計算年報」



（資料）内閣府「国民経済計算」

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できる。

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するだろう。また、家計貯蓄率は、高齢化のさらなる進展を反映し、2030 年代半ばに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

最近では、主要国間において金融政策のバラツキが目立っている。欧州では、物価上昇率が 2%の物価目標に収斂する動きをたどるなか、ＥＣＢは今年年央にかけて政策金利の段階的な引き下げを実施し、以降は据え置きを続けている。一方、米国では、トランプ関税を受けた物価の急上昇こそ回避されているものの、物価上昇率の高止まりが続いたことで利下げの見合わせが続いていた。しかし、夏場に雇用情勢がにわかに悪化したことを受けて、ＦＲＢは 9 月に利下げに転じている。国内では、日銀が 1 月に 0.5%への利上げに踏み切った後も食料品を中心に物価の高い伸びが続き、物価目標を上回る状況が継続している。しかしながら、日銀は春に発動されたトランプ関税の影響等を見定めるために追加利上げを見合わせている。

（日本の金融政策と金利）

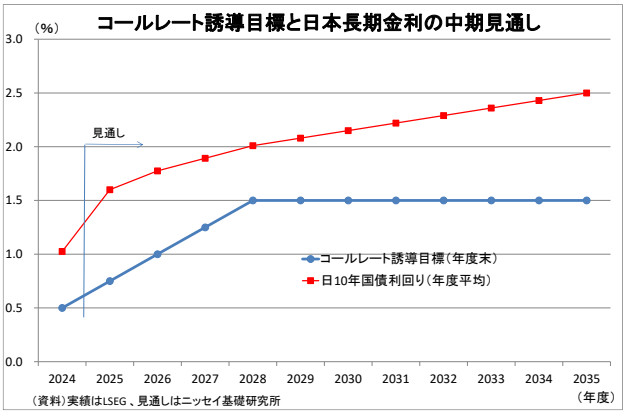
日銀は、「現在の実質金利が極めて低い水準にある」ことを踏まえ、「（日銀の掲げる）経済・物価の見通しが実現していくのであれば、それに応じて政策金利を引き上げる」方針を維持しており、依然としてトランプ関税等を巡る不確実性が高いなか、内外の経済・物価情勢等を丁寧に確認していく姿勢を示している。

今後、今年度後半にトランプ関税の影響が許容範囲内であることが確認された段階で日銀は利上げの再開に踏み切る。その後も高めの賃金上昇率と物価への価格転嫁が続く中、「物価目標の持続

 Copyright ©2025 NLI Research Institute All rights reserved

的・安定的な達成の確度が上がった」として利上げが継続される。政策金利が（景気・物価に中立である）中立金利の下限と目される 1%に到達してからは中立金利の位置を探るフェーズとなる。より慎重な判断を行うために**利上げペースは鈍化するものの、2028 年度にかけて 1.5%まで利上げが実施される**。その後は予測期間末（2035 年度）にかけて物価上昇率が 2%前後で推移することから、政策金利は 1.5%で維持されると見込んでいる。

長期金利（10 年国債利回り）は今年に入って大きく上昇し、足元では 1%台後半で推移している。日銀が長期国債の買い入れ減額を進めるなか、将来の利上げ観測や財政の拡張観測が高まったことが背景にある。

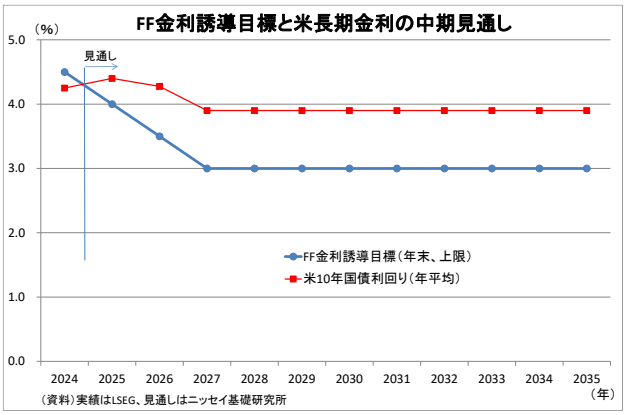


日銀が今後も段階的な利上げを行うことに加え、長期国債の買い入れ減額を進めることで、（日銀の国債保有による金利低下圧力を意味する）「ストック効果」が徐々に低減に向かうことが金利上昇圧力となる。このため、**利上げが打ち止めとなる 2028 年度には 2%付近に上昇する**と見込まれる。

異次元緩和の下で増加し続けた日銀の長期国債保有残高は膨大で発行高全体に占める割合も現状で約 5 割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残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（2035 年度）には 2%台半ばに達する**と予想している。

（米国の金融政策と金利）

ＦＲＢは昨年 12 月に利下げしてから政策金利を据え置いてきたが、既述の通り、雇用の悪化を受けて、今年 9 月に 0.25%の利下げに踏み切った。現在の政策金利（ＦＦ金利誘導目標・上限）は 4.25%となっている。



米国では、今後、トランプ関税の価格転嫁によって物価上昇率に上昇圧力が、景気には下方圧力が加わる。ＦＲＢは景気・雇用の下振れリスクへの対応を優先して段階的な利下げを実施し、関税の影響が一巡していくなかで、**2027 年にかけて中立金利付近とみなされる 3.0%まで政策金利の引き下げを行う**。その後は、物価上昇率が目標（2%・消費者物価ベースでは 2%強となる）付近で安定するもとで、予測期間末にかけて政策金利の据え置きを続けると見込んでいる。

米長期金利はこのところ利下げ観測の高まりによって水準を切り下げ、足元では 4%台前半で推移している。今後は物価上昇の加速を受けてしばらく高止まりするものの、利下げの継続を受けて、

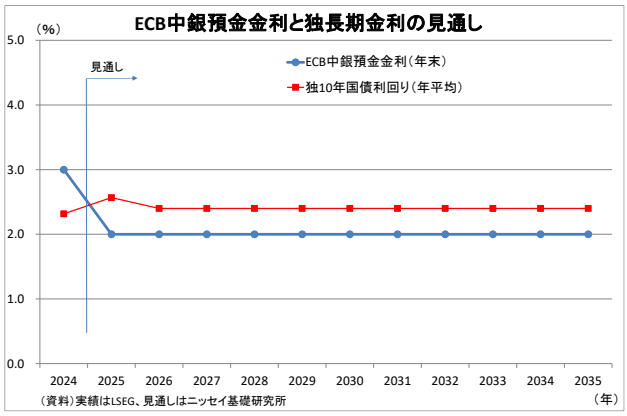
 Copyright ©2025 NLI Research Institute All rights reserved

次第に緩やかな低下基調となり、**利下げが停止される 2027 年に 3.9%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）

物価上昇率が物価目標（2%）に収斂していくなかでＥＣＢは今年６月にかけて段階的に利下げを進め、以降は政策金利（中銀預金金利）を 2.0%に維持している。

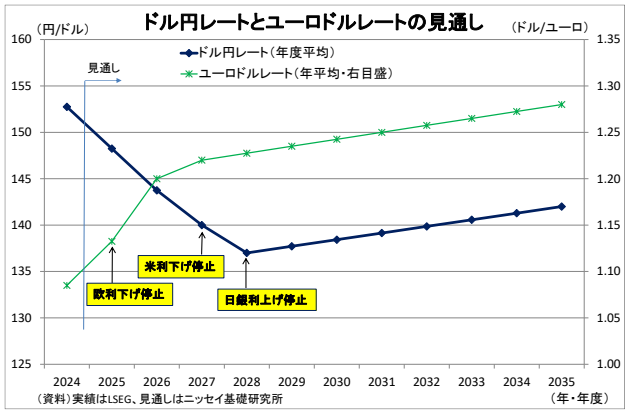
今後もユーロ圏の物価上昇率が 2%前後で推移することを受けて、**ＥＣＢは予測期間末（2035 年末）にかけて政策金利を 2.0%に据え置く**と見込んでいる。



ユーロ圏の代表的な長期金利である**独長期金利**は、今年に入ってから独政府が防衛・インフラ支出の拡大方針に舵を切ったことを受けて上昇し、足元では 2%台後半で推移している。今後も概ね横ばい圏となり、**2026 年以降、予測期間末にかけて 2.4%で推移する**と予想している。

（ドル円レート）

ドル円レートは、日銀による利上げ観測やトランプ関税発動に伴う米景気減速懸念を受けて、今年４月にかけて急ピッチで円高が進み、一時１ドル 140 円台を付けた。一方、その後は米景気減速に対する過度の懸念が一服したほか、日本の政治が流動的となり、財政拡張や日銀の利上げ先送り観測が台頭したことが円安圧力となり、足元では 150 円をやや上回る水準にある。



今後も FRB 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うことを主因として、日銀が利上げを停止する **2028 年度にかけて 137 円まで円高が進む**と見込んでいる。一方で、貿易赤字の拡大を伴いつつ日本の経常収支の黒字幅が縮小傾向をたどることが円高の進行を抑制する。

2029 年度以降については日米中央銀行による政策金利の変更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が円高圧力となる。ただし、日本の貿易赤字拡大に伴う経常収支黒字幅の縮小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見込んでいる。この結果、**予測期間末のドル円レートの水準は１ドル 142 円と現状比で 10 円程度の円高水準に留まると見ている**。

 Copyright ©2025 NLI Research Institute All rights reserved

５．代替シナリオ

（楽観シナリオ）

楽観シナリオでは、米国トランプ大統領が景気抑制的な各種政策を撤回し、ＡＩの発展・活用といった生産性の向上や各国の成長戦略が高成長を牽引する。その結果、インフレ率は需要要因で押し上げられるものの、メインシナリオに比べて世界経済が順調に回復する。

米国はトランプ大統領が 2025 年以降に実施した関税政策と厳格な移民政策を 2026 年以降に撤回することで、これらの政策に伴う悪影響が剥落しメインシナリオに比べてインフレ低下、成長率の上振れを想定している。ユーロ圏は、政府主導の防衛費やインフラ投資の拡大が呼び水となり民間投資が拡大、不確実性の低下を背景に消費も押し上げられる。中期的には競争力強化策の奏功により、潜在成長率は 2%近くまで上昇する。中国は、適度に経済を下支えしつつ、不動産不況対策を強化することで不動産市場が想定より早く正常化するとともに、各種制度改革が順調に進めば、2030 年代以降も 3%台で安定成長を続けることができると考えられる。

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、サービス価格が高めの伸びとなる。消費者物価上昇率は 2028 年度まで 2%を上回り、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、米国トランプ大統領の関税政策をはじめとした各種の政策によるマイナスの影響が想定以上に顕在化し、世界的な景気後退に陥る。

米国はトランプ大統領による追加の大幅な関税政策と厳格な移民政策を想定している。高関税は価格を上昇させると同時に、需要を鈍化させる。また、移民人口の減少も労働力不足に伴う賃金上昇を引き起こす一方、需要を鈍化させる。この結果、短期的に米国経済はインフレ高進と景気減速が同時進行するスタグフレーション的な傾向が強まる。ＦＲＢがインフレ高進を受けて金融緩和を躊躇する結果、景気は急激に減速し 2026 年にマイナス成長に転じよう。ＦＲＢは関税効果の剥落や景気後退を受けた急速なインフレ低下に伴い急激な利下げに転じ、2026 年以降はゼロ金利政策を維持するものの、労働力人口の減少もあって経済は長期に亘って低迷し、予測期間末に向けて 1%台前半の低成長が続くと予想。ユーロ圏では、トランプ関税による駆け込み生産・輸出の深刻な反動減が生じ、その後も追加関税による負の影響が続く。また、移民流入の減少による労働投入量の低下や、競争力の低下による産業空洞化の進展で、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、米国の対中関税引き上げで外需が悪化するとともに不動産市場が再び悪化すれば、強い下押し圧力が加わる。強力な景気対策がとられなければ、景気は失速し、そのまま経済の停滞が長期化する可能性がある。

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、2026 年度、2027 年度にマイナス成長に陥る。2026 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 2027 年度、2028 年度にマイナスとなる。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

 Copyright ©2025 NLI Research Institute All rights reserved

昇率の平均は0.2%となる。

（シナリオ別の金融市場見通し）

楽観シナリオでは、メインシナリオよりも世界経済が順調に回復することを想定している。米国では成長率が高まることを受けて、利下げ後の政策金利の着地点がメインシナリオよりやや高い水準となる。

日本では、成長の加速に伴って、予測期間の前半に物価上昇率が目標の2%を超過する状況が続き、日銀による利上げペースが加速する。利上げが停止されるのは、物価上昇がやや鈍化する2029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速いペースで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2029年度には3%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（2035年度）には3%をやや上回る水準に到達すると見込んでいる。

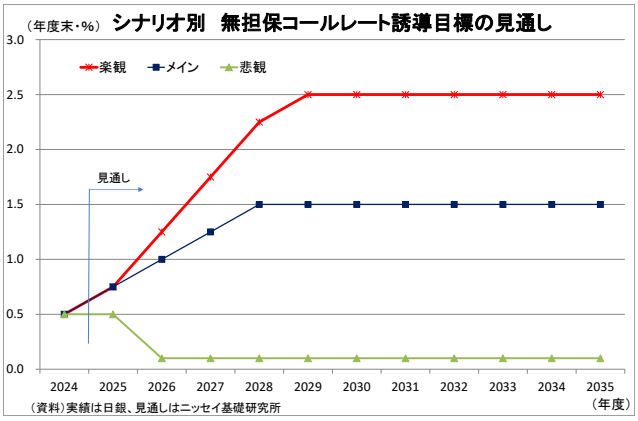
ドル円レートについては、日銀が速いペースで利上げを進めることになるため、予測期間中盤にかけて日米金利差が大幅に縮小し、メインシナリオよりも円高ドル安ペースが速まる。ただし、円売りの発生しやすいリスク選好的な地合いが続くため、その差は限定的に留まる。その後、予測期間後半には日本の政策金利が据え置かれるものの、メインシナリオ同様、長期金利が緩やかに上昇することが円高に働く。ただし、日本の経常収支縮小による円安圧力が上回ることで、トータルでは、メインシナリオ同様、緩やかな円安基調になると想定している。予測期間末の水準は1ドル133円と想定している。

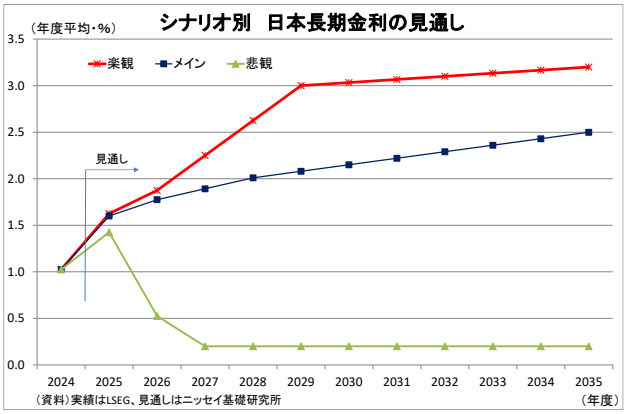
悲観シナリオでは、トランプ関税の負の影響が強まり、世界的な景気後退に陥ると想定。米国では、2026年にかけてＦＲＢによる急速な利下げが実施され、同年には再び実質ゼロ金利政策が採られることになる。日本も景気が悪化して物価上昇率も急低下するため、2026年度には政策金利が再び0～0.10%程度まで引き下げるだろう。非伝統的金融政策では、効果が不確実で副作用が大きいと見做されるマイナス金利政策や長短金利操作は復活しないものの、現在進めている長期国債の買入れ減額は早期に停止され、再び増額に転じると想定している。その後についても、予測期間を通じて金融緩和が継続し、正常化の動きは生じない。

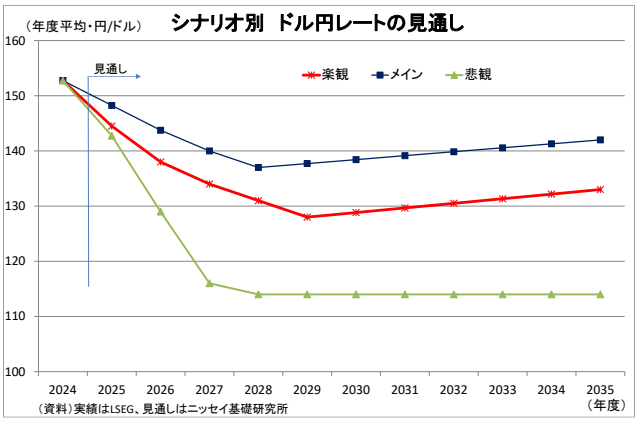
日本の長期金利は、海外金利の低下に加え、日銀が金融緩和に踏み切ることを受けて、2027年度にかけて0.2%まで低下し、予測期間末まで同水準での低迷が継続することになる。

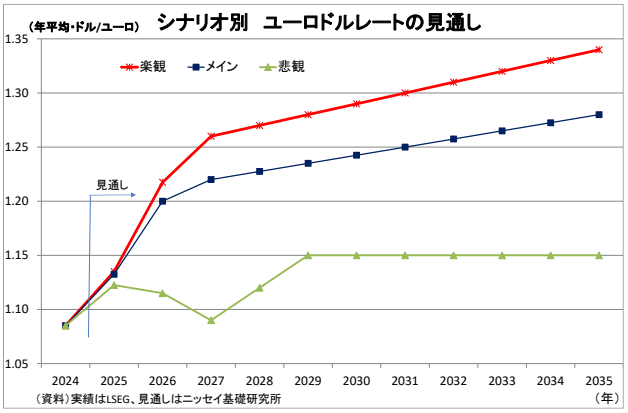
ドル円レートについては、予測期間の序盤に米景気の急激な悪化に伴う米金利の大幅な低下を受けて、日米金利差の急速な縮小を通じてドル安圧力が大きく高まる。日銀も利上げ路線を撤回して金融緩和に踏み切るものの、緩和余地が乏しいため、円高抑制効果は殆ど期待できない。さらに、リスク回避的な円買い圧力も加わる形となり、予測期間半ばにかけて1ドル115円を割り込む水準まで大幅な円高ドル安が進むと想定している。その後も米国の実質ゼロ金利政策が継続されるため、予測期間末にかけてドル円は115円割れのまま低迷することになる。

 Copyright ©2025 NLI Research Institute All rights reserved









 Copyright ©2025 NLI Research Institute All rights reserved

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）

	2024年度 実績	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	2035年度 予測	［年度平均値］ 16-25	26-35
名目国内総支出（名目GDP）	3.7	3.3	2.2	3.2	2.6	2.5	2.4	2.2	2.1	2.1	1.9	1.9	1.6	2.3
（兆円）	(615.9)	(636.4)	(650.5)	(671.0)	(688.4)	(705.8)	(723.1)	(739.4)	(754.9)	(770.4)	(785.0)	(800.2)		
実質国内総支出（実質GDP）	0.7	0.7	0.9	1.3	1.2	1.0	1.1	1.0	0.9	0.9	0.8	0.8	0.4	1.0
国内需要	<1.2>	<0.8>	<1.0>	<1.4>	<1.2>	<1.1>	<1.2>	<1.1>	<1.1>	<1.0>	<1.0>	<1.0>	<0.3>	<1.1>
国内民間需要	<0.9>	<0.7>	<0.8>	<1.2>	<0.9>	<0.8>	<0.8>	<0.7>	<0.7>	<0.6>	<0.5>	<0.5>	<0.1>	<0.7>
民間最終消費支出	0.7	0.8	1.1	1.4	1.2	1.0	1.1	1.0	0.9	0.9	0.7	0.8	0.0	1.0
民間住宅投資	▲0.4	▲4.3	▲1.0	1.5	0.3	▲0.5	▲0.9	▲0.5	▲0.5	▲0.6	▲0.6	▲0.6	▲1.4	▲0.3
民間企業設備投資	2.1	2.0	1.9	2.5	1.6	1.4	1.3	1.0	1.0	0.8	0.8	0.7	0.8	1.3
国内公的需要	<0.3>	<0.0>	<0.2>	<0.2>	<0.3>	<0.4>	<0.4>	<0.4>	<0.4>	<0.4>	<0.4>	<0.5>	<0.2>	<0.4>
政府最終消費支出	1.3	0.1	0.7	1.0	1.3	1.5	1.6	1.8	1.8	1.7	1.8	1.8	1.2	1.5
公的固定資本形成	0.8	▲0.1	1.2	0.8	1.0	1.0	0.9	1.0	1.2	1.2	1.2	1.2	▲0.4	1.1
財・サービスの純輸出	<▲0.4>	<▲0.1>	<▲0.1>	<▲0.2>	<▲0.1>	<▲0.1>	<▲0.1>	<▲0.1>	<▲0.2>	<▲0.1>	<▲0.1>	<▲0.2>	<0.1>	<▲0.1>
財・サービスの輸出	1.7	1.0	1.1	1.9	2.3	2.3	2.2	2.2	2.0	1.9	2.0	2.0	2.1	2.0
財・サービスの輸入	3.4	1.5	1.7	2.8	2.7	2.9	2.7	2.8	2.7	2.5	2.5	2.6	1.6	2.6
鉱工業生産	▲1.4	▲0.5	1.0	1.3	1.1	1.0	0.7	0.6	0.7	0.5	0.3	0.3	▲0.9	0.7
国内企業物価	3.3	2.0	0.4	0.1	0.5	0.6	0.6	0.5	0.5	0.6	0.7	0.7	2.5	0.5
消費者物価	3.0	2.6	1.6	2.2	1.9	2.1	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	1.4	2.0
消費者物価(生鮮食品を除く)	2.7	2.7	1.6	2.2	1.9	2.1	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	1.3	2.0
消費税を除く	(2.7)	(2.7)	(1.6)	(2.2)	(1.9)	(2.1)	(2.0)	(2.0)	(2.0)	(2.0)	(2.0)	(2.0)	(1.2)	(2.0)
失業率　（%）	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.3	2.6	2.4
経常収支　（兆円）	30.4	30.0	27.0	25.3	24.0	21.5	18.6	15.8	13.1	9.7	6.4	2.6	21.5	16.4
（名目GDP比）	(4.9)	(4.7)	(4.1)	(3.8)	(3.5)	(3.1)	(2.6)	(2.1)	(1.7)	(1.3)	(0.8)	(0.3)	(3.7)	(2.3)
消費税率（%）　年度末	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	－	－
為替レート（円／ドル）　平均	153	148	144	140	137	138	138	139	140	141	141	142	124	140
コールレート（誘導目標、%）　年度末	0.50	0.75	1.00	1.25	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	－	1.43
10年国債利回り（%）　平均	1.0	1.6	1.8	1.9	2.0	2.1	2.2	2.2	2.3	2.4	2.4	2.5	0.4	2.2
原油価格（CIF,ドル/バレル）　平均	83	72	69	70	72	73	73	74	74	75	75	76	71	73

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

米国経済の中期見通し

	2024年 実績	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	2035年 予測	年平均値 16-25	26-35
名目GDP（前年比%）	5.3	4.6	4.6	4.1	4.3	4.1	4.0	4.2	4.1	4.0	4.1	4.1	5.3	4.2
実質GDP（前年比%）	2.8	1.7	1.7	1.9	1.9	1.9	1.8	1.8	1.7	1.7	1.7	1.7	2.4	1.8
内需（寄与度%）	3.3	2.1	1.3	1.9	1.9	1.9	1.8	1.8	1.7	1.7	1.7	1.7	2.7	1.7
民間最終消費支出（前年比%）	2.9	2.0	1.7	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	1.9	1.9	1.9	2.7	1.9
固定資本形成（前年比%）	3.0	2.6	1.6	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.8	1.8	1.8	2.8	3.2	1.9
外需（寄与度%）	▲ 0.5	▲ 0.3	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	▲ 0.3	0.0
消費者物価（前年比%）	2.9	2.9	2.8	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	3.2	2.3
経常収支（名目GDP比）	▲ 4.0	▲ 4.3	▲ 3.9	▲ 3.8	▲ 3.7	▲ 3.7	▲ 3.6	▲ 3.5	▲ 3.5	▲ 3.4	▲ 3.3	▲ 3.3	▲ 3.0	▲ 3.6
FF目標金利（誘導目標上限、%）、末値	4.50	4.00	3.50	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	2.55	3.05
10年国債利回り（%）、平均	4.3	4.4	4.3	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	2.7	3.9

ユーロ圏経済の中期見通し

	2024年 実績	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	2035年 予測	年平均値 16-25	26-35
名目GDP（前年比%）	3.8	3.2	2.7	3.1	3.2	3.2	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.9	3.2
実質GDP（前年比%）	0.9	1.1	0.9	1.2	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%）	0.0	1.8	1.1	1.3	1.3	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.9	1.7
民間最終消費支出（前年比%）	1.1	1.5	1.4	1.3	1.3	1.3	1.3	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.1	1.3
固定資本形成（前年比%）	▲ 1.7	2.5	1.7	1.6	1.6	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	2.0	1.6
外需（寄与度%）	0.5	▲ 0.7	▲ 0.2	▲ 0.1	▲ 0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	▲ 0.0	0.0
消費者物価（前年比%）	2.4	2.1	1.8	1.9	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.6	2.0
経常収支（名目GDP比）	2.6	2.3	2.1	2.0	1.9	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	2.2	1.9
対ドル為替相場	1.09	1.13	1.20	1.22	1.23	1.24	1.24	1.25	1.26	1.27	1.27	1.28	1.12	1.25
対円為替相場	164	169	174	171	168	170	172	174	176	178	180	182	137	174
ECB中銀預金金利（%）、末値	3.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	0.83	2.00
独10年国債利回り（%）、平均	2.3	2.6	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	0.8	2.4

中国経済の中期見通し

	2024年 実績	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	2035年 予測	［平均値］ 16-25	26-35
名目GDP（前年比%）	4.2	3.6	3.5	3.9	3.6	3.6	3.6	3.6	3.6	3.7	3.5	3.3	7.1	3.6
実質GDP（前年比%）	5.0	4.7	3.8	3.4	3.1	2.9	2.8	2.8	2.8	2.7	2.5	2.3	5.6	2.9
消費者物価（前年比%）	0.2	▲ 0.3	▲ 0.2	0.5	1.0	1.0	1.5	1.5	2.0	2.0	2.0	2.0	1.4	1.3
1年定期金利（%）、末値	1.5	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.5	2.0	2.0	3.6	1.5
対ドル為替相場（基準値、年平均）	7.2	7.2	7.2	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1	7.0	6.9	6.9	6.9	7.1

新興国の成長率見通し

	2024年 実績	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	2035年 予測	［平均値］ 16-25	26-35
実質GDP（前年比%）	4.3	4.1	3.9	3.8	3.7	3.6	3.6	3.6	3.6	3.5	3.5	3.4	3.8	3.6
うち中国	5.0	4.7	3.8	3.4	3.1	2.9	2.8	2.8	2.8	2.7	2.5	2.3	5.6	2.9
うちインド	6.7	6.8	6.3	6.4	6.4	6.3	6.3	6.2	6.1	6.1	6.0	6.0	6.0	6.2
うちブラジル	3.4	2.2	1.8	1.8	1.7	1.7	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.4	1.8
うちロシア	4.3	1.1	1.0	1.0	0.9	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	1.8	0.9
うちASEAN5	5.0	4.7	4.6	4.9	4.8	4.8	4.7	4.7	4.6	4.5	4.5	4.4	4.1	4.7

（注）新興国の分類はIMF基準によるもの。ASEAN5はマレーシア・タイ・インドネシア・フィリピン・ベトナム。

 Copyright ©2025 NLI Research Institute All rights reserved

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）

	2024年度 実績	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	2035年度 予測	[年度平均値] 16-25	26-35
実質GDP（日本）	0.7	0.7	0.9	1.3	1.2	1.0	1.1	1.0	0.9	0.9	0.8	0.8	0.4	1.0
実質GDP（米国）	2.8	1.7	1.7	1.9	1.9	1.9	1.8	1.8	1.7	1.7	1.7	1.7	2.4	1.8
実質GDP（ユーロ圏）	0.9	1.1	0.9	1.2	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）	5.0	4.7	3.8	3.4	3.1	2.9	2.8	2.8	2.8	2.7	2.5	2.3	5.6	2.9
消費者物価（日本）	2.7	2.7	1.6	2.2	1.9	2.1	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	1.3	2.0
消費者物価（米国）	2.9	2.9	2.8	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	3.2	2.3
消費者物価（ユーロ圏）	2.4	2.1	1.8	1.9	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.6	2.0
コールレート（誘導目標、年度末）	0.50	0.75	1.00	1.25	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	--	1.43
FF目標金利（年末）	4.50	4.00	3.50	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	2.55	3.05
ECB中銀預金金利（年末）	3.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	0.83	2.00
日10年国債利回り（年度平均）	1.0	1.6	1.8	1.9	2.0	2.1	2.2	2.2	2.3	2.4	2.4	2.5	0.4	2.2
米10年国債利回り（年平均）	4.3	4.4	4.3	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	2.7	3.9
独10年国債利回り（年平均）	2.3	2.6	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	0.8	2.4
円/ドル（年度平均）	153	148	144	140	137	138	138	139	140	141	141	142	124	140
ドル/ユーロ（年平均）	1.09	1.13	1.20	1.22	1.23	1.24	1.24	1.25	1.26	1.27	1.27	1.28	1.12	1.25
円/ユーロ（年平均）	164	169	174	171	168	170	172	174	176	178	180	182	137	174

（注）米国、ユーロ圏、中国は暦年

（楽観シナリオ）

	2024年度 実績	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	2035年度 予測	[年度平均値] 16-25	26-35
実質GDP（日本）	0.7	1.1	1.0	1.5	1.3	1.3	1.4	1.3	1.5	1.5	1.5	1.4	0.5	1.4
実質GDP（米国）	2.8	1.7	2.4	2.3	2.2	2.2	2.1	2.1	2.0	2.0	2.0	2.0	2.4	2.1
実質GDP（ユーロ圏）	0.9	1.5	1.8	1.9	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）	5.0	4.7	4.4	4.0	3.5	3.4	3.2	3.2	3.3	3.2	3.3	3.2	5.6	3.5
消費者物価（日本）	2.7	2.9	2.2	2.3	2.2	1.8	2.1	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	1.3	2.1
消費者物価（米国）	2.9	2.9	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.6	2.3
消費者物価（ユーロ圏）	2.4	2.3	2.0	2.0	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	2.6	2.1
コールレート（誘導目標、年度末）	0.50	0.75	1.25	1.75	2.25	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	--	2.28
FF目標金利（年末）	4.50	4.00	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	1.20	3.50
ECB中銀預金金利（年末）	3.00	2.00	2.25	2.75	2.75	2.75	2.75	2.75	2.75	2.75	2.75	2.75	0.83	2.70
日10年国債利回り（年度平均）	1.0	1.6	1.9	2.3	2.6	3.0	3.0	3.1	3.1	3.1	3.2	3.2	0.4	2.8
米10年国債利回り（年平均）	4.3	4.4	4.2	4.2	4.2	4.2	4.2	4.2	4.2	4.2	4.2	4.2	2.3	4.2
独10年国債利回り（年平均）	2.3	2.9	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	0.9	3.0
円/ドル（年度平均）	153	145	138	134	131	128	129	130	131	131	132	133	123	132
ドル/ユーロ（年平均）	1.09	1.14	1.22	1.26	1.27	1.28	1.29	1.30	1.31	1.32	1.33	1.34	1.12	1.29
円/ユーロ（年平均）	164	167	170	169	166	164	166	169	171	173	176	178	137	170

（注）米国、ユーロ圏、中国は暦年

（悲観シナリオ）

	2024年度 実績	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	2035年度 予測	[年度平均値] 16-25	26-35
実質GDP（日本）	0.7	0.3	▲0.5	▲0.7	0.2	0.4	0.7	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4	0.3
実質GDP（米国）	2.8	1.2	▲ 1.0	0.5	0.7	1.0	1.2	1.2	1.1	1.1	1.1	1.1	2.3	0.8
実質GDP（ユーロ圏）	0.9	0.3	▲ 1.0	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	1.3	0.4
実質GDP（中国）	5.0	4.7	2.4	2.7	2.5	1.9	1.8	1.8	1.8	1.6	1.4	1.3	5.6	1.9
消費者物価（日本）	2.7	2.3	1.1	▲ 0.5	▲ 0.4	0.2	0.1	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	1.2	0.2
消費者物価（米国）	2.9	3.5	2.0	1.4	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）	2.4	1.4	1.3	1.1	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	2.5	1.1
コールレート（誘導目標、年度末）	0.50	0.50	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）	4.50	4.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	1.23	0.25
ECB中銀預金金利（年末）	3.00	0.50	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.68	0.00
日10年国債利回り（年度平均）	1.0	1.4	0.5	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.2
米10年国債利回り（年平均）	4.3	4.5	1.4	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	2.3	1.2
独10年国債利回り（年平均）	2.3	2.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.8	0.0
円/ドル（年度平均）	153	143	129	116	114	114	114	114	114	114	114	114	123	116
ドル/ユーロ（年平均）	1.09	1.12	1.12	1.09	1.12	1.15	1.15	1.15	1.15	1.15	1.15	1.15	1.12	1.14
円/ユーロ（年平均）	164	164	148	126	128	131	131	131	131	131	131	131	137	132

（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

（金融・為替担当）
主席エコノミスト　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　斉藤　誠　（さいとう　まこと）　(03) 3512-1780　msaitou@nli-research.co.jp

本資料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、その正確性と完全性を保証するものではありません。
また、本資料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。