

# 日本経済の中期展望

— 21～25年度の年平均成長率は名目2.0%、実質1.8%と予測 —

信金中央金庫 地域・中小企業研究所上席主任研究員

奥津 智彦

(要 旨)

## 1. 対策の進展により、23年前半には感染収束の状況にほぼ至るものと前提

オミクロン株が世界的に猛威を奮っている。当面、楽観を許さない状況が続こうが、感染予防、早期治療に向けた対応が進んでいる点は好材料といえる。今回の中期展望では、しばらくは感染拡大と感染一服が繰り返されるものの、23年の前半には、日本など先進諸国を中心に、人々が安定的に、平時とほぼ同様に行動できる状況に至ると前提した。

## 2. 予測期間の後半に向けて、世界経済の成長ペースはスローダウンすると見込む

世界経済は、コロナ禍での落込みによる反動もあり、21年に続き、22年も高い成長を達成すると見込まれる。その後は、反動による押し上げ効果はく落するとともに、経済活動が正常化に向かうなか、各国政府が積極的な財政政策を見直すことも予想され、成長ペースは鈍化しよう。供給制約の影響は徐々に緩和され、世界貿易は早晩、緩やかな増加トレンドに復帰しようが、国際間でのヒトの移動の本格回復は、相当先にずれ込む可能性も排除できない。

## 3. 日本の今後5年間の年平均実質成長率は1.8%と予測（図表1）

日本の経済成長率は、コロナ禍からの回復過程である21～22年度には2%を超えると見込む。一方、23年度以降は、世界経済の成長ペース鈍化に合わせ、潜在成長率見合いの1%前後の成長へ下方シフトすると想定する。予測期間後半には、抑制されていたサービス関連消費が徐々に持ち直すと期待される。また、情報化、環境対策関連の投資が設備投資を中期的に下支えしよう。

## 4. 物価の基調は弱く、日銀は中期的にも超緩和的な金融政策を継続する見通し

インフレ圧力の強まりを受け、米国では22年3月にも利上げが開始されよう。一方、日本の物価の基調はなお弱く、予測期間中、超緩和的な金融政策が継続されると見込む。岸田内閣が推進する「賃上げの流れ」が定着し、物価は上がらないといったムードが変わるかが1つの注目点といえる。新興国にとって米国での段階的な利上げは、通貨安の進行や自国からの資金流出につながり得るものであり、注意を要する。

図表1 GDP成長率の予測

(単位：%)

	2019年度 〈実績〉	20年度 〈実績〉	21年度 〈予測〉	22年度 〈予測〉	23年度 〈予測〉	24年度 〈予測〉	25年度 〈予測〉
<b>実質GDP</b>	△0.7	△4.5	2.5	2.8	1.4	1.1	1.3
個人消費	△1.0	△5.5	2.1	2.6	1.0	1.0	1.1
住宅投資	2.6	△7.8	0.1	0.6	2.0	1.1	0.8
設備投資	△0.6	△7.5	2.2	3.2	2.3	2.4	2.5
公共投資	1.6	5.1	△5.0	0.7	△1.0	△0.3	0.0
純輸出(寄与度)	(△0.4)	(△0.7)	(0.9)	(0.4)	(0.1)	(△0.0)	(0.0)
<b>名目GDP</b>	0.2	△3.9	1.6	3.2	1.8	1.6	2.0

(備考) 内閣府「国民経済計算年報」より作成。予測は信金中央金庫 地域・中小企業研究所

(注) 本稿は2022年1月28日時点のデータに基づき記述している。

## 1. 新型コロナウイルスの影響に関する前提

### (1) 足元の感染状況～オミクロン株の感染が急拡大

世界の新規感染者数は21年末頃から急増しており、足元、1日の感染者数は過去最高水準で推移している（図表2）。

各国で感染が急拡大しているのは、21年11月にWHO（世界保健機関）がVOC（懸念される変異株）に指定したオミクロン株である。22年1月4日、WHOはオミクロン株について、肺に達し、重い肺炎を引き起こすことがある従来株とは異なり、主に鼻や喉など、呼吸器の上部でウイルスが増殖する特徴を有することなどから「ほかの変異株よりも重症化しにくい」との見解を示した。ちなみに、死亡者数の推移を追うと、最近になってやや増加しているものの、従来型変異株の感染拡大期のピークを下回っており、見解を裏打ち

するかのような動きとなっている。

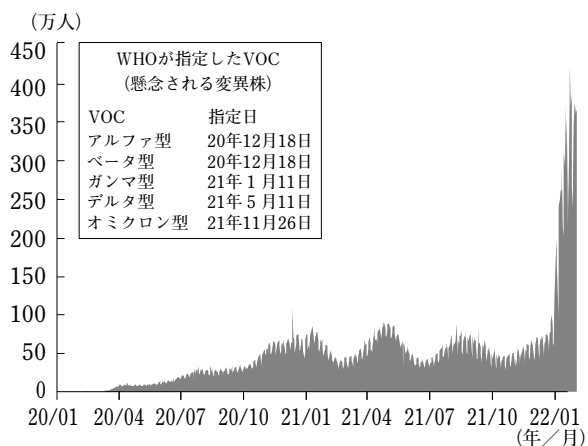
一方で、オミクロン株に関しては、発症までの期間の短さに加え、感染力の強さが特徴として挙げられている。①従来の変異株に比べ確率が低いとはいえ、感染者の一定割合は重症化が避けられないと見込まれる、②感染拡大の流れが続くなかで、重症化率の高い新たな変異株・派生株が発生する可能性も排除できない、などを考慮すれば、過小評価は禁物といえよう。

### (2) 感染抑制に向け、前向きな動きも

オミクロン株の感染拡大を受け、経済活動を抑制する動きが広がっている。短期的に、世界経済は停滞気味となる可能性が高いが、感染予防、早期治療に向けた対応が進んでいることは、中期的な先行きを展望するうえで好材料といえる。

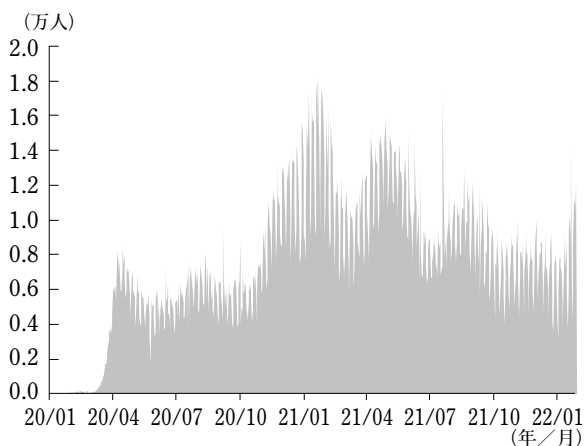
第1に、ワクチンの流通が進んでいることが挙げられよう。英国オックスフォード大学

図表2 世界における新型コロナウイルスの影響  
<新規感染者数>



（備考）WHO（世界保健機関）資料などを基に作成

<死亡者数>



のデータによれば、総人口に対する2回目の接種を終えた人の割合は、22年1月25日の時点で5割を超えている。図表2からは、21年初めをピークに死亡者数が徐々に減少していく傾向をたどっていることも読み取れるが、この点、ワクチン接種の進展が奏功している面も多分にある。

ちなみに、現在流通しているmRNA（メッセンジャーRNA）ワクチン、ウイルスベクターワクチンいずれも、新たな変異株が発生した場合に、従来からあるワクチン（不活化ワクチン、組換えタンパクワクチンなど）に比べ、比較的早い段階で即応したものを開発できるとされている<sup>(注1)</sup>。

また、軽症者向けの経口薬（増殖自体を抑える抗ウイルス薬）の開発、流通が進みつつある点も好ましい動きといえる。ちなみに、岸田総理は22年年頭の記者会見で「在宅で療養する場合、陽性と診断された当日ないし翌日に経口薬を投与できるよう体制を確立する」と述べ、早期の普及を目指す意向を示している。

### (3) 新型コロナウイルスの影響に係る前提、リスク要因

ワクチンおよび経口薬の流通が進むと想定すれば、先行き、感染拡大に伴う経済活動抑制の程度は軽減化の方向へ向かう蓋然性が高い。いまなお、世の中にコンセンサス（総

意）が得られた感染収束シナリオは存在しないが、今回の中期展望では、しばらくの間は感染拡大と感染一服が繰り返されるものの、23年の前半には、日本など先進諸国を中心に、人々が安定的に、平時とほぼ同様に行動できる状況に至ると前提した。

もっとも、世界全体を見渡した場合、感染対策が遅れている地域、国が存在するのも事実であり、この点、感染状況の先行きを考えるうえで懸念材料といえる。

図表3は、英国オックスフォード大学の公表データ（Our World in Data）を基に、21年1月25日時点のワクチン接種状況（2回目接種を終えた人の割合）を示したものである。

日本を含めた先進諸国は、概ね6割から7割に達しているが、アフリカの接種率は1割

図表3 各国のワクチン接種の状況

		(%)	
世界	52.23	欧州	62.96
アジア	60.34	英国	70.74
日本	79.08	イタリア	75.74
インド	49.46	ドイツ	72.92
インドネシア	43.81	フランス	75.99
中国	84.78	ロシア	47.50
パキスタン	35.54	アフリカ	10.50
北米	60.00	アルジェリア	12.99
米国	63.28	エジプト	25.15
カナダ	78.55	ナイジェリア	2.46
メキシコ	58.82	南アフリカ	27.34
南米	66.84	エチオピア	1.36
アルゼンチン	75.46	オセアニア	59.35
ブラジル	69.71	オーストラリア	78.11

(備考) 1. 総人口に占める2回目接種を終えた人の割合  
2. 22年1月25日時点。オックスフォード大学資料より作成

(注)1. mRNAワクチン、ウイルスベクターワクチンについて、厚生労働省は「ウイルスのタンパク質をつくる基になる遺伝子情報の一部を注射することで、人体にてウイルスのタンパク質がつけられ、それへの抗体ができることで免疫が出来る」仕組みであると解説している。また、「遺伝子情報を変えるだけで事が足りるため、変異株に対応した新しいワクチンの設計を迅速に行える」と指摘する有識者もいる。

程度と、際立って低くなっている。また、インド、インドネシア、パキスタン<sup>(注2)</sup>など、アジアの人口大国のなかで接種が遅れているところも散見される。

変異株・派生株の発生確率を抑制し、早期収束の可能性を高めるためには、世界レベルで感染対策を推し進める必要があり、この点、中期的な課題に位置付けられよう。

## 2. 海外経済の展望～21年をピークに、世界の経済成長率は低下基調で推移しよう

### (1) 世界経済の成長ペースは中期的に鈍化が見込まれる

IMF（国際通貨基金）の推計によれば、世界の経済成長率（実質GDPの前年比）は、コロナ禍で消費活動などが大きく抑制された20年に3.1%減と、リーマンショックの影響が強く現れた09年（0.1%減）を大きく上回る落ち込みを余儀なくされた。一方、21年はその反動もあり、5.9%増と高成長が達成された見込みである。

今回の中期展望では、世界の経済成長率は、21年をピークに低下基調をたどると想定した。大まかな先行きシナリオについては、①経済活動の大幅低下からの回復過程と見込まれる22年には、比較的高めの経済成長が達成される、②23年以降は、コロナ禍の反動による押し上げ効果がはく落するなか、各国が積極的な財政政策を見直すと予想され

ることもあり、成長ペースは鈍化傾向をたどる、③もっとも、先進諸国を中心に感染状況が一段と改善し経済活動が正常化に向かうと見込まれるため、景気失速は回避できる、といった姿を想定している。

なお、IMFは最新（22年1月）の「世界経済見通し」で、世界の経済成長率について、22年を4.4%増、23年を3.8%増と予測している（図表4）。

図表4 IMFの世界経済見通し（22年1月）

	実績	推定	予測	予測	21年10月からの 変更幅	
					20年	21年
世界	△3.1	5.9	4.4	3.8	△0.5	0.2
先進国・地域	△4.5	5.0	3.9	2.6	△0.6	0.4
米国	△3.4	5.6	4.0	2.6	△1.2	0.4
ユーロ圏	△6.4	5.2	3.9	2.5	△0.4	0.5
ドイツ	△4.6	2.7	3.8	2.5	△0.8	0.9
フランス	△8.0	6.7	3.5	1.8	△0.4	0.0
イタリア	△8.9	6.2	3.8	2.2	△0.4	0.6
日本	△4.5	1.6	3.3	1.8	0.1	0.4
英国	△9.4	7.2	4.7	2.3	△0.3	0.4
カナダ	△5.2	4.7	4.1	2.8	△0.8	0.2
新興市場国等	△2.0	6.5	4.8	4.7	△0.3	0.1
ロシア	△2.7	4.5	2.8	2.1	△0.1	0.1
中国	2.3	8.1	4.8	5.2	△0.8	△0.1
インド	△7.3	9.0	9.0	7.1	0.5	0.5
ブラジル	△3.9	4.7	0.3	1.6	△1.2	△0.4
メキシコ	△8.2	5.3	2.8	2.7	△1.2	0.5

（備考）IMF（国際通貨基金）資料より作成

前回予測（21年10月）から、22年の成長率が0.5ポイント下方修正されたが、これに関連し、「オミクロン株のまん延を受け、各

(注)2. 国際連合は、20年7月1日時点の人口について、インドが13.8億人、インドネシアが2.7億人、パキスタンが2.2億人と推計している。

国が再び移動制限を課したこと」「エネルギー価格の上昇、供給中断により予想以上に広範囲にわたる激しいインフレの発生」「中国における不動産部門の減速、民間消費の予想対比での回復の鈍さ」などを背景に、22年を前回予想時点での想定より悪化した状況で迎えたと指摘している。また、予測に係るリスクバランス（上振れ、下振れどちらの可能性が高いか）については、下振れリスクの方が大きいとしており、様々な懸念材料を挙げている（図表5）。

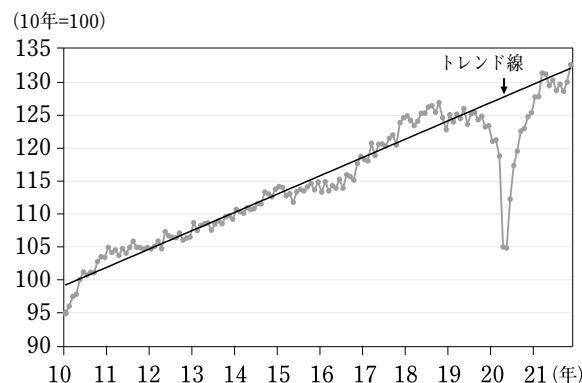
図表5 「世界経済見通し」で列挙された、予測下振れをもたらし得る要因

- ・新たな変異株の出現  
パンデミックの長期化、経済への新たな混乱の発生
- ・サプライチェーンの混乱、エネルギー価格の乱高下、局所的な賃金上昇圧力  
インフレ圧力の強まり、各国政策の不確実性の高まり
- ・先進国における利上げの実施  
金融の不安定化、新興国・発展途上国における資金流出、通貨安、財政悪化
- ・その他  
地政学的緊張、気候変動に起因した大規模な自然災害の発生

（備考）IMF（国際通貨基金）資料より作成

中期的に、世界経済は回復基調をたどると見込んでいるが、①新たな変異株の発生と、それに伴う感染状況の悪化、②高インフレおよび部材供給難の想定外の長期化、③米国の利上げがもたらす国際金融市場への影響、などが当面の懸念材料であり、状況を注視する必要があろう。

図表6 世界貿易取引量の推移



（備考）1. トレンド線は11～19年実績を反映  
2. CPB（オランダ経済分析総局）資料より作成

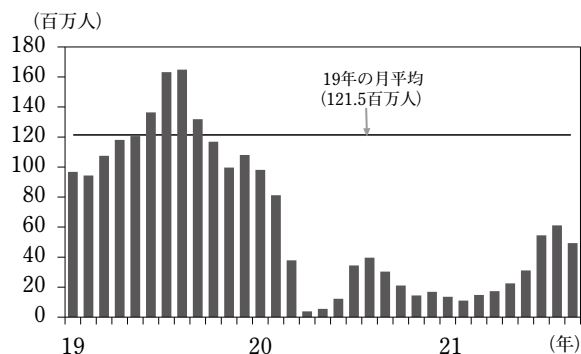
## （2）世界貿易取引、国際間でのヒトの動きに係る展望

CPB（オランダ経済分析総局）公表のデータにより、世界貿易量の推移を追うと、20年5月をボトムに急回復が続き、21年3月、4月には11年から19年の実績を基に描いたトレンド線を上回った（図表6）。ただ、その後は一進一退で推移した局面もみられ、半導体不足、部材調達の困難化など、供給制約の影響が世界レベルの広がりを示したことが窺える。

供給制約については、①世界経済の活動再開に伴う需要急回復、②製造拠点における感染拡大を背景とした工場稼働の停止、③船員、荷役作業者とといった、物流業務に携わる人員の確保の困難化、などによるところが大きいとされる。前述のとおり、IMFは影響の長期化をリスク要因に挙げているが、先行き想定される世界経済の成長ペースの鈍化、感染状況の改善などを考慮すれば、影響は徐々に緩和され、世界貿易量は早晚トレンド線近傍での増加局面へ移行すると見込まれる。

一方、国際間での人の移動状況を確認する

図表7 国際観光客到着数の推移



(備考) 1. 国際観光客到着数は、1泊以上の海外旅行をした人の数  
2. UNWTO (国連世界観光機関) 資料より作成

べく、UNWTO (国連世界観光機関) 資料により、世界における国際観光客到着数の推移を追うと、感染拡大に伴う各国での渡航制限を受け、20年3月に急減を余儀なくされ、その後、低水準で推移してきた。足元でやや持ち直してはいるものの、依然として感染拡大前の19年の半分に満たない (図表7)。

感染状況の改善、感染収束は、海外旅行、国をまたいだ商談、国際会議などに対する需要を促す要因であり、各国の観光分野と関連が深い産業 (旅客運輸業、宿泊業、観光施設、旅行代理業、飲食店や土産店など) にとって追い風となる。

もっとも、前述した世界レベルでの感染対策が確立されるまでには、相応の時間を要する可能性が高い。先進諸国を中心に、23年前半には人々が平時とほぼ同様の生活を取り戻すと見込んでいるが、海外渡航に関しては人命にもかかわるだけに、各国政府の制限緩和に向けた対応は慎重なものにならざるを得ないと考えられる。

(注)3. 日本の21年の輸出金額 (通関ベース) に占めるウエイトは、米国向けが17.9%、中国向けが21.6%となっている。

国をまたいだ人の移動が本格回復する時期については、相当先にずれ込む可能性も排除できない。

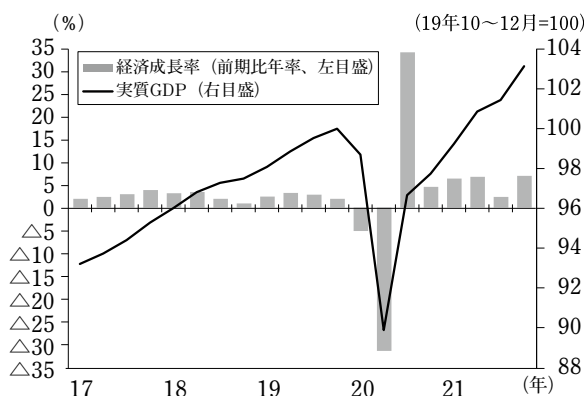
### (3) 米国経済、中国経済の展望

以下、世界の2大大国であり、日本の輸出の2大仕向け先ともなっている米国、中国<sup>(注3)</sup>の経済情勢について展望する。

#### イ. 米国～財政金融政策正常化の流れを受け、経済成長ペースは先行き鈍化

米国景気はコロナ禍に見舞われた20年春に大幅な減速を余儀なくされたが、その後は、複数回にわたる個人向けの現金給付、失業手当の拡充といった大型の経済対策の発動も功を奏し、回復基調をたどっている (図表8)。21年の実質成長率は、20年の大幅な落込み (3.4%減) の反動という面もあるが、5.7%増と高い伸びを示した。

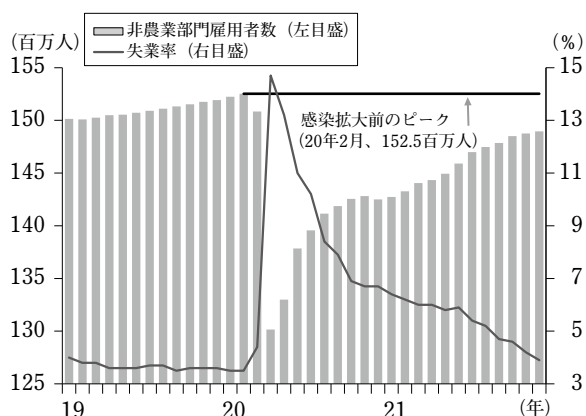
図表8 米国の実質GDPの推移



(備考) 米商務省資料より作成

雇用関連指標に目を向けると、非農業部門雇用者数は20年3月に168万人、4月に2,067万人もの大幅減を余儀なくされたが、その後

図表9 米国の雇用関連指標の推移



(備考) 米労働省資料より作成

は増加基調をたどっており、感染拡大前に近い水準を回復している。また、失業率も低下しており、足元では完全雇用<sup>(注4)</sup>とされる4%を下回っている(図表9)。

感染状況次第という面はあるものの、雇用環境の改善が追い風となるなか、各種の経済対策により積み上がった貯蓄を取り崩し、消費支出に回す動きが当面続くと見込まれ、21年に続き22年も、2%程度とされる潜在成長率を大きく上回る経済成長が達成されると予想する。

もっとも、インフレ圧力が強まるなか、Fed(連邦準備制度)が22年3月から利上げを開始することがほぼ確実とみられるうえ、早い段階でFRBの保有資産縮小が決定される可能性もある。金融正常化に伴う市場金利の上

昇が、住宅投資、設備投資などを一定程度抑制するとみられるほか、感染状況の改善に伴い、拡大的な財政政策を見直すことも想定される。米国の経済成長率は23年以降、潜在成長率<sup>(注5)</sup>並みの2%程度の水準に向け、低下基調をたどろう。

#### 口. 中国～経済成長率は5%前後で推移する見込み

21年の中国の実質GDPは前年比8.1%増となり、20年の2.3%増から伸び率が高まった。ただ、四半期ベースの前年同期比をみると、21年1～3月こそ18.3%もの大幅増を示したが、その後は4～6月が7.9%増、7～9月が4.9%増、10～12月が4.0%増と、成長ペースは鈍化の一途をたどっている。新型コロナウイルスの感染再拡大を受けた厳格な活動制限<sup>(注6)</sup>、不動産向け融資に対する制限措置<sup>(注7)</sup>、電力の供給制限<sup>(注8)</sup>を受けた生産活動の減速、などが、景気押下げの要因になっていると考えられる。

21年12月、中国社会科学院(中国政府のシンクタンク)は、22年の成長率目標を「5%超」とするよう提言した。3月の全国人民代表大会(全人代)にて正式に公表される予定であるが、5%台前半に設定されるとの見方が多くなっている。

また、同月には中央経済工作会議が開催さ

(注)4. 自発的失業(働く意思があるにもかかわらず、賃金水準に不満を持つなどの理由で働かない人)、摩擦的失業(転職や労働条件の不一致から一時的に働かない状態にある人)を除き、働く意思と能力のある人がすべて働いている状態。

(注)5. 潜在成長率は、モノやサービスを生産するために必要な各生産要素を、過去の平均的な水準で供給した場合に実現できると推計される経済成長率。生産要素は労働力、資本、生産性の3つからなるとされている。

(注)6. 先進諸国の多くがワクチンの普及、治療薬の開発などを軸に、ウイルスとの共存を目指しながら社会を正常化させる「ウィズコロナ政策」を採用しているのに対し、中国政府は、国内に新型コロナウイルスの存在を許さないといった方針を掲げ、厳格な行動制限を伴う「ゼロコロナ政策」を採用している。

(注)7. 不動産価格の高騰が続くなか、中国政府は不動産企業による資金調達などへの規制を強化する「三道紅線(3つのレッドライン)政策」(20年8月発表)、金融機関の不動産関連融資に対する総量規制(21年1月導入)、などを相次いで導入してきた。もっとも、関連規制の影響により中国恒大集団などが経営難に陥るなか、足元では規制を緩める動きもみられる。

(注)8. 中国では、電力需要の3分の2を石炭火力でまかなっているとされるが、二酸化炭素の排出削減が国際的な要請となっていることもあり、中国国内の石炭鉱山の開発が滞っていると伝えられている。また、外交上の理由で、最大の輸入先であるオーストラリアとの取引を停止している。

図表10 中央経済工作会議(21年12月)におけるポイント

<b>中国経済が直面する三重苦</b>
①災害・新型コロナ再拡大による需要の収縮
②原材料価格高騰、電力不足による供給サイドへのダメージ
③先行き予想の弱気化
<b>2022年の経済政策の方針</b>
穏(安定・穏健)の字を第一とし、安定の中で前進を求める
<b>政策各論</b>
①マクロ経済政策(積極的な財政政策と穏健な金融政策により、安定化・有効性を保つ)
②ミクロ経済政策(刺激策を通じ、市場主体の経済活力を奮い立たせる)
③構造政策(経済循環の円滑化に注力)
④科学技術政策(着実な実施)
⑤改革開放政策(発展の原動力の促進)
⑥地域政策(地域間の不均衡の是正)
⑦社会政策(経済発展と民生保障の統一的な推進)

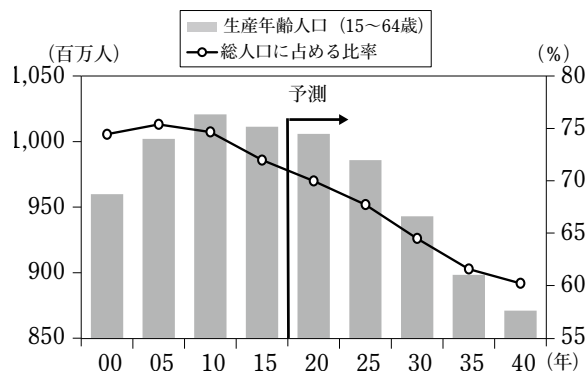
(備考) ジェトロ資料等を基に作成

れ、22年の経済政策方針が決定されている(図表10)。2~3月に北京冬季五輪、秋に5年に一度の党大会(中国共産党第20回全国代表大会)を控えるなか、経済運営については穏(安定、穏健)を第一義としている。また、政策各論の1つに、従来どおり「積極的な財政政策と穏健な金融政策」が示されており、景気下支えに注力する意向であることを読み取れる。

対米関係の悪化もリスク要因としてくすぶるなか、中国政府は、各種の規制措置を講じつつ、相応のレベルの経済成長を達成するといった、難しいかじ取りを求められる状況が続こう。

積極的なインフラ投資、緩和的な金融政策により、景気の失速は回避できようが、中国の経済成長は中期的に、5%前後での推移が

図表11 中国の生産年齢人口の推移、先行き予測



(備考) 国際連合資料を基に作成

続くと思込まれる。

なお、国際連合の推計によれば、中国では生産年齢人口(労働力)の減少が続くと見込まれている(図表11)。労働力の減少は、潜在成長率の先行きを占ううえでネガティブな材料であり、注意を要しよう。

(4) 新興国・途上国経済の世界に占める比率は一段と高まろうが、リスク要因も

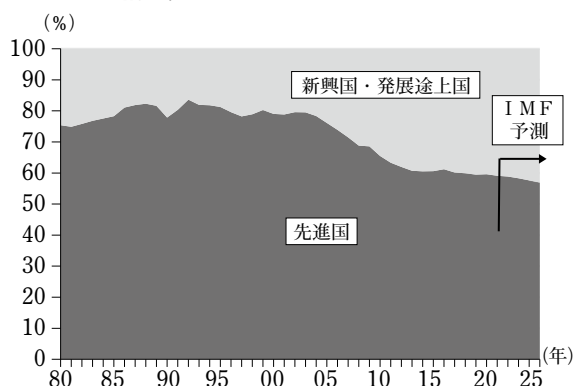
世界のGDP(ドルベース)に占める新興国・発展途上国のウエイトは、80年代、90年代は2割前後にとどまっていたが、2000年代から高まる傾向がみられ、20年の時点では4割を超えている。

予測期間中、新興国・発展途上国の経済成長率は先進国よりも相対的に高くなると見込まれ、世界経済に占めるウエイトは引き続き上昇基調をたどると予想される。

なお、IMFの21年10月時点の予測通りに推移すれば、世界GDPに占めるウエイトは、20年の40.4%から25年には43.1%に高まる計算となる(図表12)。



図表12 先進国、新興国・発展途上国のGDPの構成



(備考) ドルベース。IMF (国際通貨基金) 資料より作成

ただ、ワクチンや治療薬の流通・普及をはじめとする各種の感染対策が先進諸国に比べ遅れがちとなる懸念は拭えず、今後の状況いかなるかは、想定外に新興国・発展途上国の経済成長ペースが大きく低下する可能性も排除できない。

投資先、消費市場として世界経済におけるプレゼンス (存在感) を着実に高めてきた新興国・発展途上国の景気低迷は、日本を含めた先進諸国の経済活動にも負のインパクトを与えることを念頭に置く必要がある。

### 3. 日本経済の展望～予測期間の年平均成長率を1.8%と予測

日本の経済成長率を確認すると、20年については、4～6月に前期比8.0%減と大きく落ち込んだが、年後半は、経済活動再開の動きが

みられるなか、大幅減の反動もあり比較的高めの成長を達成した (7～9月5.1%増、10～12月2.3%増)。一方、21年は、1～3月0.7%減、4～6月0.5%増、7～9月0.9%減と、感染状況とそれに伴う各種制限措置の発令状況に左右される形で、一進一退で推移している<sup>(注9)</sup>。

オミクロン株の感染拡大により、当面の景気停滞は避けられない見通しであるが、中期的な先行きを展望した場合、各種の対策が進むことを背景に、感染拡大による活動抑制の程度は低減化の方向へ向かうと予想される。この点は、消費支出の先行きを考える上でプラス材料といえよう。また、情報化、環境対策関連の設備投資が中期的に景気を下支えすることも想定される。

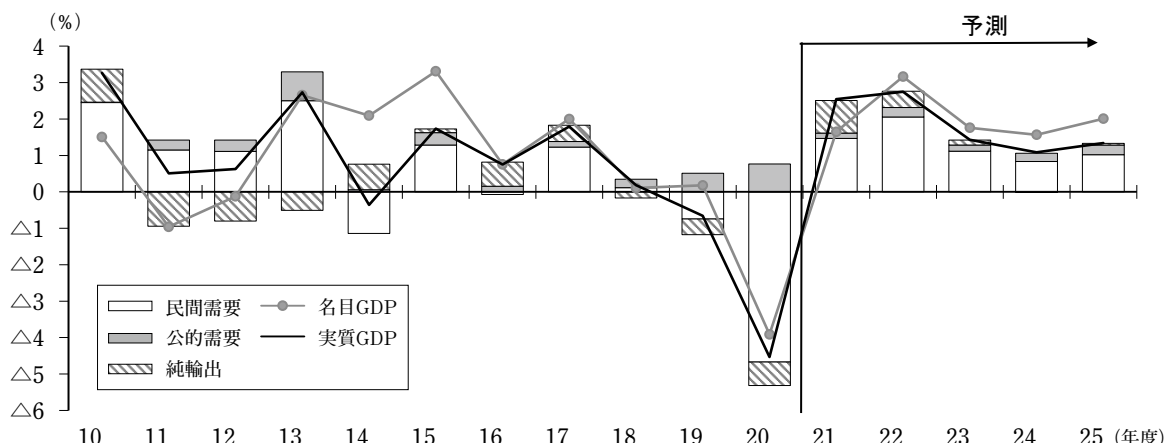
こうした点を踏まえ、①コロナ禍による経済活動水準の低下からの回復過程と見込まれる21～22年度は、比較的高い経済成長を達成する、②世界経済の成長ペース鈍化が見込まれる23年度以降は、潜在成長率並みの1%前後の経済成長が続く、といった姿を想定した。日本の年平均ベースの経済成長率は、11～15年度がプラス1.0%、16～20年度がマイナス0.5%となっているが、21～25年度は、予測期間の前半に高めの成長が見込まれることもあり、1.8%と予測した (図表13)。

以下、主力の国内民間需要に位置付けられ

(注)9. 各都道府県における21年の緊急事態宣言の発令日および期間は、以下のとおり。

1～3月に発令…埼玉、千葉、東京、神奈川 (1月8日～3月21日)、栃木 (1月14日～2月7日)、岐阜、愛知、京都、大阪、兵庫、福岡 (1月14日～2月28日)  
 4～6月に発令…東京、京都、大阪、兵庫 (4月25日～6月20日)、愛知、福岡 (5月12日～6月20日)、北海道、岡山、広島 (5月16日～6月20日)、沖縄 (5月23日～9月30日)  
 7～9月に発令…東京 (7月12日～9月30日)、埼玉、千葉、神奈川、大阪 (8月2日～9月30日)、茨城、栃木、群馬、静岡、京都、兵庫、福岡 (8月20日～9月30日)、宮城、岡山 (8月27日～9月12日)、北海道、岐阜、愛知、三重、滋賀、広島 (8月27日～9月30日)  
 10～12月に発令…なし

図表13 日本のGDP成長率の中期見通し



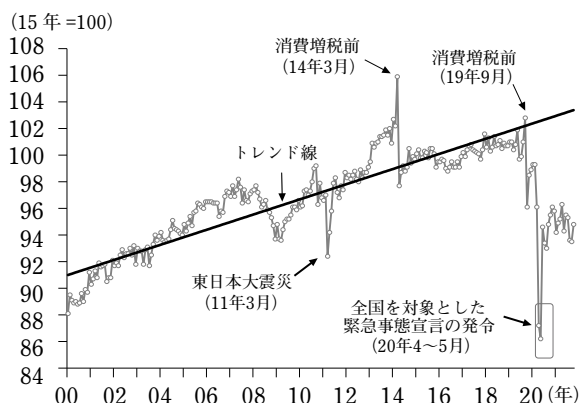
(備考) 内閣府資料。予測は信金中央金庫 地域・中小企業研究所

る、個人消費および設備投資について、概観、展望する。

(1) 個人消費～感染収束後のサービス消費は段階的に拡大していく見通し

消費総合指数<sup>(注10)</sup>は、20年4月、5月に大きく落ち込んだ後、水準を一定程度切り上げたものの、ここ最近は一進一退で推移してお

図表14 消費総合指数の推移



(備考) 内閣府資料より作成

り、依然として00～19年の実績から描ける右肩上がりのトレンド線を大きく下回っている(図表14)。

実質家計最終消費支出<sup>(注11)</sup>の動きを4形態別にみると、全体の6割弱を占めるサービスは、20年4～6月の大幅減と7～9月の反動増を経たのち、横ばい圏で推移しており、感染拡大前の水準を回復するには至っていない。それ以外の3形態については、生活必需品が多く含まれる非耐久財の動きは底堅いものの、衣類など半耐久財は、外出の機会の減少を背景に弱含んでいる。耐久財は巣ごもり需要、東京五輪に関連した需要の高まりを受け、20年の終わりから21年前半にかけて堅調に推移していたが、直近の20年7～9月には、半導体不足を背景とした新車販売の急減もあり落ち込んでいる(図表15)。

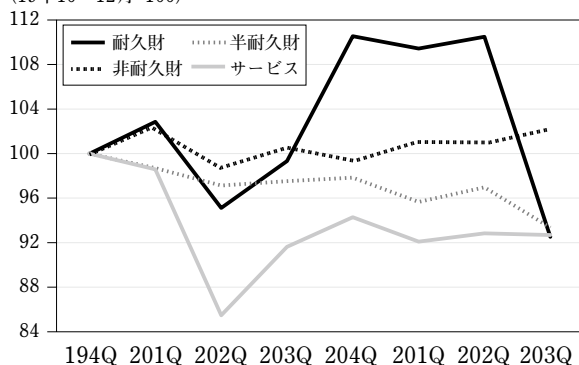
消費者マインドはいまなお抑制気味といえ

(注)10. 需要サイドのデータ(家計調査など)、供給サイドのデータ(商業販売統計、第3次産業活動指数など)を加工、統合して作成された指数であり、実質GDPベースの個人消費と整合的な動きをするとされる。

11. 個人消費(民間最終消費支出)から家計民間非営利団体(私立学校、宗教団体など)の最終消費支出を除いたもの。4形態にそれぞれ該当する主な品目等は、耐久財(家具、自動車、家電製品)、半耐久財(被服、履物)、非耐久財(飲食品、ガス・電気・水道の料金)、サービス(交通費、飲食・宿泊、通信サービス、医療サービス、保険料)である。

図表15 実質家計最終消費支出の推移

(19年10~12月=100)



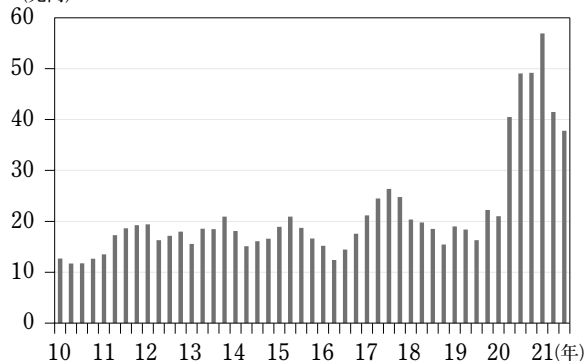
(備考) 内閣府資料より作成

ようが、中期的な将来に到来すると見込まれる、アフターコロナの局面での消費動向を考える際、好材料の1つに挙げられるのは、家計部門における資産ストックの大幅な増加である。

日銀の資金循環統計により、家計の現金・預金残高の推移を追うと、コロナ禍に見舞われて以降、特別定額給付金の支給、サービス関連支出の抑制などを背景に、速いペースで積み上がっている(図表16)。

図表16 家計の現金・預金残高の前年同期差

(兆円)



(備考) 日本銀行資料より作成

潜在的なペントアップ(繰越し)需要の強さを示唆するものであり、感染状況がさらに改善し、行動制限が一段と緩和された際、家計消費、特にこれまで抑制されてきたサービス関連消費に向かうことが期待される。

なお、サービス関連消費の多くは、生産と消費がほとんど同時に発生するという同時性を有しており、急速に需要が回復した場合、供給制約に見舞われる可能性が高い。この点を踏まえれば、感染収束後の旅行、レジャー、飲食関連の支出については、特定の時期に短期的に急増するというより、一定の期間をかけ、徐々に水準を高めていく蓋然性の方が高いと考えられる<sup>(注12)</sup>。

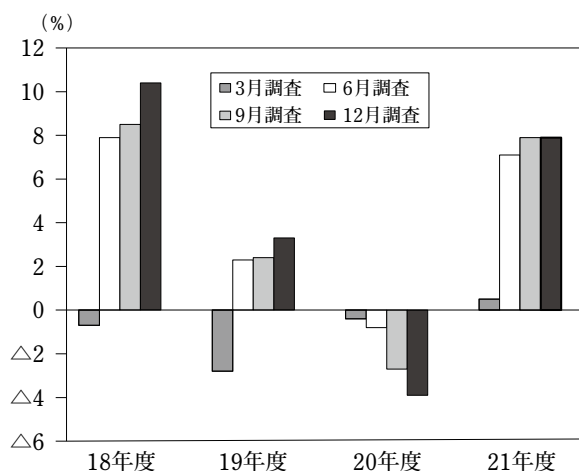
## (2) 設備投資～情報化、環境対策に関連した投資が中期的に下支え

足元の設備投資は、半導体不足、感染拡大に伴う東南アジアからの部材調達の困難化などを背景に、やや停滞している。供給制約が一定の足かせとなっているが、企業の投資意欲は損なわれていない。

日銀短観にて、企業の設備投資計画(前年度比)をみると、21年度は滑り出しとなる3月調査の段階では小幅増が見込まれていたが、その後、上方修正され、12月調査時点では全規模・全産業ベースで7.9%増と、過去数年の中でも高い伸びが見込まれている(図表17)。また、12月時点での計画を規模別にみると、大企業(9.3%増)、中堅企業

(注) 12. 内閣府は2021年の「経済財政白書」にて、ペントアップ需要の発現時に混雑状態を発生させないことが重要、旅行や外食等であれば、繁忙期と閑散期の平準化を図るインセンティブ措置を講じることが求められる、などと論じている。

図表17 企業の設備投資計画



(備考) 全規模、全産業ベース。日銀短観より作成

(5.1%増)、中小企業 (5.1%増) いずれも前年度比プラスが見込まれており、投資回復のすそ野が広がっている様子も窺える。

日銀短観の結果は、当面の設備投資が回復基調で推移することを示唆しているといえようが、「法人企業景気予測調査」にて、大企業の設備投資スタンス (投資目的) を確認すると (図表18)、「維持更新」の回答割合が最新調査 (21年10~12月期) で6割を超えており、コロナ禍で先送りされた補修関連が主流であることを読み取れるが、その一方で、最新調査の結果を感染拡大直前の19年10~12月調査と比べてみると「情報化への対応」「環境対策」の回答割合が高まっているのが目を引く。なお、これらへの回答割合の高まりは、中小企業でも確認される<sup>(注13)</sup>。

この調査はあくまでも、当該年度のスタ

図表18 大企業の設備投資スタンス (投資目的)

	19年 10~12月 ①	21年 10~12月 ②	②-①
生産(販売)能力の拡大	45.3	40.4	△4.9
製(商)品・サービスの質的向上	42.2	37.3	△4.9
情報化への対応	38.9	47.1	8.2
省力化合理化	45.9	44.8	△1.1
環境対策	6.9	10.8	3.9
海外投資	4.5	3.4	△1.1
研究開発	16.6	14.1	△2.5
新事業への進出	12.3	11.5	△0.8
維持更新	59.6	61.2	1.6
その他	3.6	3.6	0.0

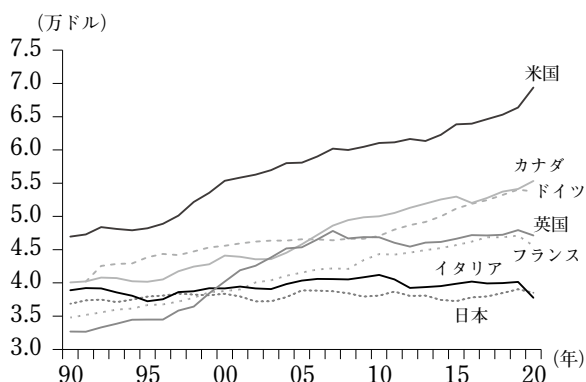
(備考) 1. 全産業ベース。10項目中1社3項目以内の複数回答による回答社数構成。大企業は資本金10億円以上  
2. 財務省・内閣府「法人企業景気予測調査」より作成

スタンスを尋ねた結果であるが、①人手不足の状況が続くとみられるなか、生産性の維持、向上のため、多様な業務に関し効率性を高めることが求められている、②感染症の拡大を契機に、幅広い領域でデジタル化 (非対面チャネルの拡充、非接触型の商取引等) の流れが続くと見込まれる、など、中期的にもIT関連の投資を促す動意となる材料が散見される。また、二酸化炭素排出量を低減するための取組みなど、地球温暖化の抑制に向け、各種の対策を推し進めることは世界レベルでの要請となっている。

情報化、環境対策に関連した投資は、中期的にも相応のニーズが見込まれ、国内の設備投資を下支えしよう。

(注) 13. 当該調査では、資本金1千万円以上1億円未満の企業を中小企業としている。19年10~12月、21年10~12月の中小企業の回答割合をみると、「情報化への対応」は35.2%から39.6%、「環境対策」は10.6%から12.9%となっており、いずれも高まっている。

図表19 平均賃金(年額、ドルベース)の国際比較



(備考) OECD (経済協力開発機構) 資料より作成

### (3) 賃上げの動きが持続するかが1つのポイントに

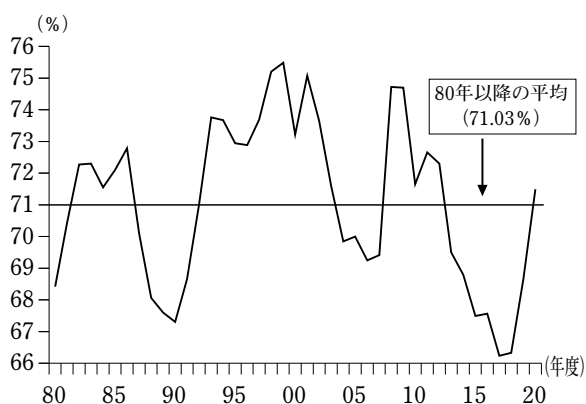
すでにご案内の向きも多かろうが、日本の賃金の推移を他国と比べてみると、伸び悩みの状況が浮き彫りとなってくる。

図表19は、OECD (経済協力開発機構) が推計、公表しているG7 (先進7か国) の年間の平均賃金 (ドルベース) の動きを示したものである。米国をはじめ、多くの国が緩やかな右肩上がりでの推移しているのに対し、日本はイタリアとともにほぼ横ばいとなっている。ちなみに、20年の賃金水準を90年と比較

べると、米国や英国は4割程度上昇しているのに対し、日本の上昇率は4.4%にとどまる。また、20年の日本の賃金は、比較可能なOECD加盟35か国のなかで22番目と下から数えたほうが早い状況となっている。

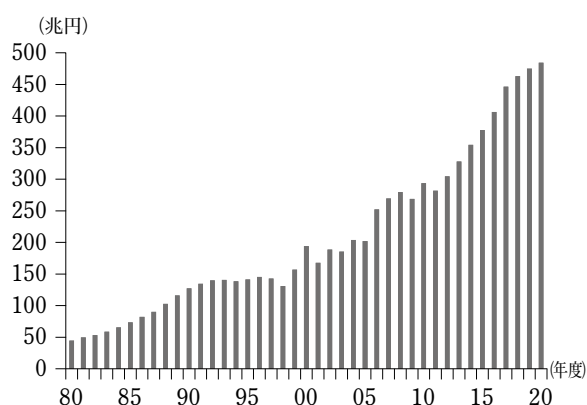
賃上げを要請される立場にある企業の財務状況を、財務省「法人企業統計年報」にて確認すると、労働分配率 (売上から生み出した付加価値を労働力に分配した割合) は、20年度には景気後退に伴う付加価値の大幅減もあって上昇したが、2010年代後半は80年代以降の平均 (71.03%) を下回る状況が続いていた (図表20)。一方、利益剰余金 (内部留保とも呼ばれる。企業の最終的な利益のうち、社内に蓄えられる分) は着実に積み上がっており、コロナ禍に見舞われた20年度でも前年水準を上回り、過去最大の484兆円に達している (図表21)。いずれも、企業部門を総じてみた場合、賃上げの余力が相応に備わっていることを示していると考えられる。

図表20 労働分配率の推移



(備考) 1. 労働分配率 = 人件費 / 付加価値 × 100 (%)  
 2. 付加価値 = 人件費 + 営業純益 + 支払利息等 + 租税公課 + 動産・不動産賃借料  
 3. 財務省資料より作成

図表21 利益剰余金の推移



(備考) 1. 利益剰余金 = 利益準備金 + 積立金 + 繰越利益剰余金  
 2. 財務省資料より作成

図表22 積極的な賃上げ等を促すための措置

企業規模	概要	税額控除率
大企業 (資本金1億円超等)	・ 継続雇用者への平均給与が前年度比3%以上	15%
	・ “ ” 4%以上	25%
	・ さらに、教育訓練費が前年度比20%以上	30%
	※賃上げ、国内での設備投資が不十分な場合、特定税額控除規定の適用外となる。 ※主要企業（資本金10億円以上かつ常時雇用する従業員数が1,000人以上）は、給与等の引上げの方針、取引先との適切な関係構築の方針等の公表を要する。	
中小企業 (資本金1億円以下等)	・ 継続雇用者への平均給与が前年度比1.5%以上	15%
	・ “ ” 2.5%以上	30%
	・ さらに、教育訓練費が前年度比10%以上	40%

(備考) 1. 22年度、23年度での実施を想定  
2. 「2022年度税制改正大綱」を基に作成

岸田総理は折に触れ、人への投資を強化していく考えを示しており、22年度の「税制改正大綱」には、積極的な賃上げ等を促すための措置、すなわち、従業員への給与を増やす、教育を充実する、などの対応をとった企業に対し、法人税支払額を減免する策が盛り込まれている（図表22）。なお、大企業と中小企業とで、税制優遇の内容は異なっており、賃上げが進まない大企業に対しては、特定の租税特別措置を不適用とするなどのペナルティを課す意向である。

政府主導による、いわゆる官製春闘の実現困難性を指摘する向きもあるが、持続的な賃上げは、従業員のモチベーション向上、ひいては家計部門の消費マインドの押し上げにつながるものといえる。

なお、当然ながら、賃上げ自体は企業にとって利益圧迫要因であり、並行する形で付加価値の向上を目指す（労働分配率を過度に高めない）ことが求められる。持続的な賃上げ要請は、企業全般における生産性向上を目的とした設備や人材への投資を促す動意ともなり得よう。

#### 4. 主要国・地域の金融政策の展望

##### (1) 資源高の状況が続いているが、主要国・地域のインフレ率には格差がみられる

本稿2の(2)にて、半導体不足、部材調達の困難化の要因について論じたが、需給バランスの変調は、原油など一次産品価格の高騰の一因にもなっている。

国際商品市況の動向を表す代表的な指標であるロイター・コアコモディティCRB指数をみると、20年4月をボトムに強含んで推移している（図表23）。

一次産品の特性（国の内外を問わず、人々

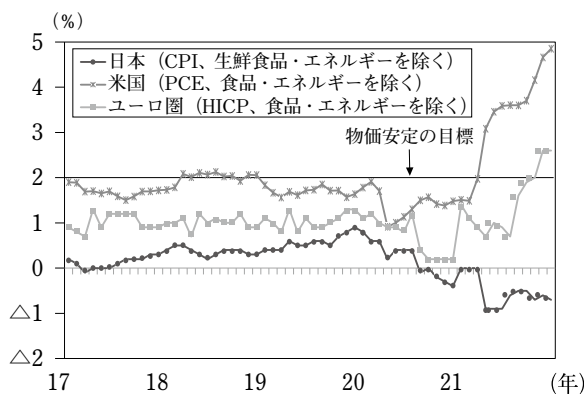
図表23 国際商品市況（CRB指数）の推移



(備考) ブルームバーグより作成

の生活に必要な不可欠なモノである)を踏まえれば、資源価格の上昇は、世界全般のインフレ圧力を高める要因といえるが、日本銀行、FRB(米国連邦準備理事会)、ECB(欧州中央銀行)それぞれが重視している物価関連データの動きを確認すると、米国、ユーロ圏では前年比上昇幅が拡大しており、各行で共通する「物価安定の目標」(プラス2%)を上回っているのに対し、日本では前年比マイナスの状態が続いている(図表24)。

図表24 日本、米国、ユーロ圏の物価上昇率



(備考) 各国資料より作成

## (2) 日本、米国、ユーロ圏の中央銀行による金融政策の展望

感染拡大に伴う金融市場の動揺を受け、日本、米国、ユーロ圏いずれの中央銀行も、20年3月に大規模な緩和策を導入するに至ったが、最近の物価動向を反映する形で、21年の秋辺りから、対応に差異がみられるようになってきている。

以下、日本銀行、FRB、ECBの最近の要人の発言などを踏まえつつ、今後の金融政策について展望する。

## イ. 米国~22年3月からの利上げが確実な情勢に

一次産品価格の高騰に加え、小売業など、労働集約型とされる分野でみられる人材確保を目的とした賃上げの加速といった固有の事情もあって、米国経済は高インフレの状態にある。

22年1月のFOMC後に公表された声明文には「インフレ率が2%を大きく上回り、労働市場に力強さがみられるなか、FFレートの誘導目標レンジの引上げが近く適切になると見込む」と記され、パウエル議長も記者会見の場で「3月会合での引上げを意識している」と述べている。また、保有資産の縮小(いわゆる量的引締め)については「次回以降の会合で議論する」とコメントしたものの、早期に開始されると見込む向きが多い。

21年12月時点のFOMCメンバーの経済見通し(中央値)をみると(図表25)、失業率は22年以降、完全雇用の目安とされる4%を下回る状況が続くと見込まれている。一方、物価関連指標(PCEデフレーター、コアPCEデフレーター)の予測からは、短期的にインフレ圧力が強まるものの、先行き上昇幅は縮小するとの見方が多いことを読み取れる。

なお、政策金利(FFレート)については、

図表25 FOMCメンバーによる見通し(21年12月)

	(%)				
	21年	22年	23年	24年	長期均衡水準
実質GDP	5.5	4.0	2.2	2.0	1.8
失業率	4.3	3.5	3.5	3.5	4.0
PCE	5.3	2.6	2.3	2.1	2.0
コアPCE	4.4	2.7	2.3	2.1	
FFレート	0.125	0.875	1.625	2.125	2.500
利上げ回数	0回	3回	3回	2回	

(備考) 利上げ回数は、1回の利上げ幅が0.25ポイントであると想定したもの。FRB資料より作成

1回の変更幅を0.25ポイントとした場合、22年、23年に3回ずつ、24年に2回、利上げが実施されると予想されている。先行き、世界経済の成長ペースは鈍化すると見込まれ、一次産品価格が中期的にも上昇し続ける姿は想定し難い。この点を考慮すれば、利上げの到達点ととらえられるFFレートの長期均衡水準(2.5%)に向け、複数年にわたり段階的、漸進的な利上げ局面が続くと見込まれる。ただ、想定外にインフレ圧力が一段と強まることとなれば、22年中に大幅かつ高い頻度での利上げが実施される可能性も排除できない。

#### ロ. ユーロ圏～利上げの時期は23年以降と予想

ユーロ圏でも、足元のインフレ率（HICP、食品・エネルギーを除く）は物価安定の目標を上回っているが、ECBのラガルド総裁は、1月の世界経済フォーラムで「22年中にはエネルギー価格が安定する見込みであり、供給制約の影響も解消に向かう」などとコメントし、先行きインフレ率は低下するとの見通しを示している。また、「ユーロ圏が米国のような高インフレに見舞われる可能性は低い」とも述べ、現時点では、金融正常化に向けた対応を急がない意向であることが窺える。

ECBは21年12月の理事会で、危機時の対応として設けたPEPP（パンデミック緊急購入プログラム）に基づく資産購入を22年3月末で終了すると決定したが、平時の量的緩和策に位置付けられるAPP（資産購入プログラム）に基づく資産購入を、一時的に拡大する方針を示している。

ラガルド総裁は「数か月後の予測は今と異

なっている可能性があり、その時点で今後の計画を検討する必要がある」ともコメントしている。今後のインフレ動向次第では、金融正常化に向けた対応が前倒しされる可能性も排除できないが、現時点では、緩和的な金融政策が当分の間維持されると想定する。利上げの開始時期は23年以降となろう。

#### ハ. 日本～予測期間中、超緩和的な金融政策が継続される見通し

消費者物価（生鮮食品・エネルギーを除く）は前年比マイナスが続いているが、21年春に携帯電話料金が引き下げられたことが少なからず影響している。また、一次産品価格が高騰するなか、調理食品や肉類などの一部の財（モノ）において、仕入価格の上昇を販売価格に転嫁する動きもみられる。

こうしたなか、22年1月の決定会合後に公表された展望レポートでは、22年度の消費者物価（生鮮食品を除く総合）の上昇率見通しが上方修正されるとともに、物価見通しのリスクバランス評価も「下振れリスクが大きい」から「おおむね上下にバランスしている（中立）」に変更されている。先行きに関しては「エネルギー価格上昇による物価の押上げ寄与は減衰していくものの、需給ギャップの改善や中長期的な予想物価上昇率の高まりが予想される」との見方が示されている。

ただ、上昇率予測（中央値）は23年度でも前年比1.1%にとどまると見込まれている（図表26）。ちなみに、黒田総裁は会合後の記者会見で「金融正常化の議論ができる状況ではない」とコメントしている。



図表26 審議委員の経済見通し(22年1月)

	(%)	
	実質GDP	消費者物価 (生鮮食品を除く総合)
21年度	+2.8 (+2.7~+2.9)	0.0 (0.0~+0.1)
21年10月時点	+3.4 (+3.0~+3.6)	0.0 (0.0~+0.2)
22年度	+3.8 (+3.3~+4.1)	+1.1 (+1.0~+1.2)
21年10月時点	+2.9 (+2.7~+3.0)	+0.9 (+0.8~+1.0)
23年度	+1.1 (+1.0~+1.4)	+1.1 (+1.0~+1.3)
21年10月時点	+1.3 (+1.2~+1.4)	+1.0 (+0.9~+1.2)

※上段は中央値。下段は見通しレンジ(各政策委員が示した見通し値から、最大値・最小値を1個ずつ除いて幅で示したもの)

(備考) 日本銀行資料より作成

日本でインフレ率が高まらない要因について、日銀は「予想インフレ率の形成メカニズムとして、適格的な要素(現時点の需給バランスのみならず、過去から積み重ねてきた歴史、履歴など)が強く働いている」とし「長期にわたるデフレの経験によって定着した、物価が上がりにくいことを前提とした人々の考え方、慣行の転換には時間がかかる」と指摘している。

実際の物価上昇率が目標を下回る状況は当分続くと予想され、日本銀行は予測期間中、超緩和的な金融政策を維持すると見込まれる。もっとも、前述した「持続的な賃上げ」の流れが定着すれば、国内における“物価観”が一定程度変化する可能性もある。金融政策の中期的な先行きを展望するうえでも、1つの注目材料に位置付けられよう。

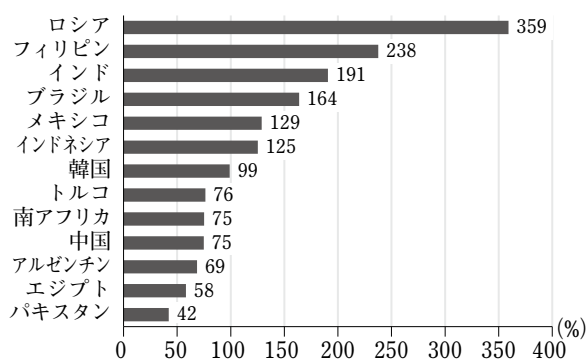
(2) 金融政策の見通しに係るリスク要因

イ. 米国の金融正常化が新興国からの資金流出をもたらす可能性も

米国での段階的な利上げを受け、国際金融市場において、米ドル資金への選好が強まる可能性もあるが、新興国にとっては、対ドルベースでの自国通貨安、海外への資金流出の圧力を強める要因となり得る。

図表27は、債務返済能力を表すデータの一例として、“ARA(望ましい水準の外貨準備高)”に対する実際の外貨準備高の比率を示したものである。各国のARAを試算しているIMFは、当該比率が低いほど、通貨売り圧力への耐性に劣ると評価されるものであり、適正水準を100~150%と指摘している。トルコ、南アフリカ、アルゼンチンなど、巷間、債務リスクが高いとされている国々は、軒並み100%に満たない状況となっており、要注意と評価される状況にある。

図表27 ARAに対する外貨準備高の比率(20年)



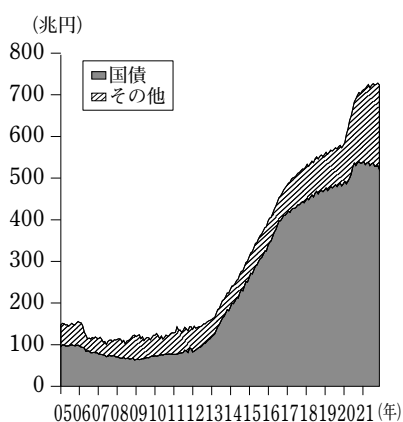
(備考) ARA (Assessing Reserve Adequacy) は、IMFが各国の輸出額、対外債務残高、マネーストックなどを基に試算したもの。IMF資料より作成

## 口. 非伝統的金融政策からの脱却に係る困難性

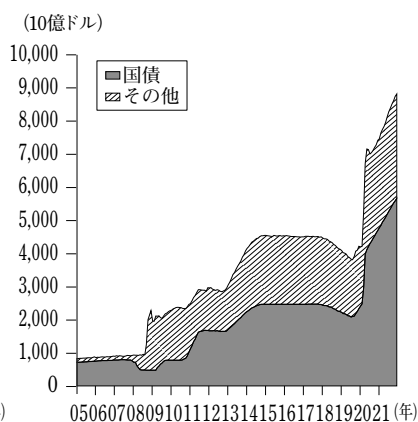
コロナ禍のもと、主要国・地域の中央銀行は非伝統的金融政策<sup>(注14)</sup>の1つに位置付けられる量的緩和策を導入し、資産購入を積極化してきた。この結果、日本銀行、FRB、ECBいずれのバランスシートも大きく拡大している(図表28)。

コロナ禍後を総じてみれば、低金利の状況が続くなか、株式相場は堅調に推移してきたが、こうした状況は、緩和マネーの流入によってもたらされた部分も大きい。それだけに、金融正常化に向けた対応が“拙速”ととらえられた場合、株価の大幅下落、長期金利の急上昇が現実化する恐れがある点には注意を

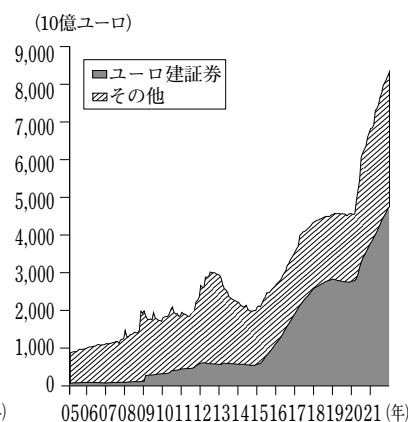
図表28 日銀、FRB、ECBのバランスシートの推移  
<日本銀行>



<FRB>



<ECB>



(備考) 各中央銀行の公表資料等を基に作成

中期的な先行きを見据えた場合、時期の前後こそあれ、超緩和的な金融政策の修正(出口戦略)が各中央銀行共通のテーマとなつてこよう。①テーパリング、②政策金利の引上げ、③資産規模の縮小といったプロセスをたどるのが一般的とされるが、量的緩和の規模が非常に大きいものであるがゆえ、目標水準まで保有資産を縮小するには、複数年など相当の時間を要する可能性が高いと考えられる。

要する。また、途上において景気後退期が到来した場合、再度の緩和に踏み切ることを余儀なくされる可能性も排除できない。

日本銀行の場合、イールドカーブ・コントロール(長短金利操作)など、他国に先例のない多種多様な非伝統的金融政策を採用している。どのような形で出口戦略を推し進めていくのか、中期的にも悩ましい局面が続こう。

(注) 14. 一般に、「非伝統的金融政策」は、政策金利の引下げ余地がなくなった段階で、働きかける対象を他の金融変数などに広げた金融緩和手法を指す。定義は一律ではないが、①量的緩和、②信用(質的)緩和、③マイナス金利などの諸施策が該当するとされる。一方、「伝統的金融政策」は、政策金利(0%以上)を操作して短期金利に影響を与える手法を指す。

〈予測総括表〉  
21～25 年度の経済見通し

(単位：%)

	19年度 〈実績〉	20年度 〈実績〉	21年度 〈予測〉	22年度 〈予測〉	23年度 〈予測〉	24年度 〈予測〉	25年度 〈予測〉	21～25年度 平均成長率
実質GDP	△ 0.7	△ 4.5	2.5	2.8	1.4	1.1	1.3	1.8
個人消費	△ 1.0	△ 5.5	2.1	2.6	1.0	1.0	1.1	1.6
住宅投資	2.6	△ 7.8	0.1	0.6	2.0	1.1	0.8	0.9
設備投資	△ 0.6	△ 7.5	2.2	3.2	2.3	2.4	2.5	2.5
在庫投資 (寄与度)	△ 0.2	△ 0.2	△ 0.0	0.1	0.1	△ 0.1	△ 0.0	0.0
政府最終消費	2.1	2.5	2.0	1.0	1.0	1.1	1.2	1.3
公共投資	1.6	5.1	△ 5.0	0.7	△ 1.0	△ 0.3	0.0	△ 1.1
純輸出 (寄与度)	△ 0.4	△ 0.7	0.9	0.4	0.1	△ 0.0	0.0	0.0
〈輸出〉	△ 2.2	△ 10.5	12.8	6.0	3.1	2.8	2.6	5.4
〈輸入〉	0.2	△ 6.6	7.1	3.5	2.3	2.7	2.3	3.6
内需 (寄与度)	△ 0.2	△ 3.9	1.6	2.3	1.3	1.1	1.3	1.5
名目GDP	0.2	△ 3.9	1.6	3.2	1.8	1.6	2.0	2.0
GDPデフレーター	0.8	0.7	△ 0.9	0.4	0.3	0.5	0.7	0.2
為替レート (円/ドル)	109	106	112	115	118	120	120	
完全失業率	2.3	2.9	2.8	2.6	2.4	2.4	2.3	
消費者物価 (除く生鮮食品)	0.6	△ 0.4	0.1	0.9	0.4	0.8	1.0	
経常収支 (兆円)	18.67	16.30	14.60	14.48	14.63	18.22	18.83	
貿易収支	0.48	3.90	△ 0.19	△ 2.21	△ 4.26	△ 1.82	△ 2.64	
サービス収支	△ 1.72	△ 3.66	△ 4.21	△ 4.03	△ 3.17	△ 2.90	△ 2.38	
第1次所得収支	21.39	18.82	21.29	22.62	23.86	24.69	25.56	
無担保コール翌日物 (年度末)	△ 0.07	△ 0.04	△ 0.05	△ 0.05	△ 0.05	△ 0.05	0.00	
10年国債利回り (年度平均)	△ 0.11	0.03	0.07	0.10	0.10	0.10	0.25	
(レンジ)	△0.29-0.08	△0.05-0.15	△0.05-0.20	△0.05-0.20	△0.05-0.20	0.00-0.25	0.00-0.50	
米国の実質成長率 (暦年)	2.3	△ 3.4	5.7	4.2	2.5	2.3	2.1	3.3
中国の実質成長率 (暦年)	6.0	2.3	8.1	5.1	5.2	5.0	4.9	5.7

(備考) 内閣府資料などより作成。予測は信金中央金庫 地域・中小企業研究所