

2022年3月9日 全69頁

第212回日本経済予測（改訂版）

副理事長 兼 専務取締役	リサーチ本部長	熊谷 亮丸
経済調査部	シニアエコノミスト	神田 慶司
	シニアエコノミスト	佐藤 光
	シニアエコノミスト	末吉 孝行
	シニアエコノミスト	橋本 政彦
	エコノミスト	久後 翔太郎
	研究員	永井 寛之
	エコノミスト	鈴木 雄大郎
	エコノミスト	小林 若葉
	研究員	和田 恵
	エコノミスト	岸川 和馬
	研究員	瀬戸 佑基

第212回日本経済予測（改訂版）

景気悪化圧力を乗り越え「人財大国」となるか

①成長と Well-being、②米国インフレ、③中国不動産、を検証

実質 GDP：2021年度+2.3%、2022年度+3.5%、2023年度+1.9%

名目 GDP：2021年度+1.0%、2022年度+3.3%、2023年度+2.7%

第 212 回日本経済予測(改訂版)

【予測のポイント】

- (1) **実質 GDP 成長率見通し: 21 年度+2.3%、22 年度+3.5%、23 年度+1.9%**: 本予測のメインシナリオでは新型コロナウイルスワクチンの効果や経口治療薬の普及もあり、安定した感染状況が続くと想定の下、実質 GDP 成長率を 21 年度で+2.3%、22 年度で+3.5%、23 年度で+1.9%と見込んでいる。22 年度はサービス消費を中心に回復し、Go To トラベル事業の実施やインバウンドの受け入れ再開もあって成長率は 3% 台半ばに高まる見通しである。半導体不足の緩和により 1 兆円程度と試算される国内の自動車の繰越需要の発現が期待されるほか、輸出の増加も景気の追い風となる。資源高により家計の購買力は低下するものの、約 60 兆円の過剰貯蓄が影響を緩和するとみている。最大の景気下振れリスクは変異株の動向とウクライナ情勢である。
- (2) **論点①: 成長と Well-being に見る「人財大国」への課題**: OECD が作成している Well-being の指標 (Better Life Index) を基に多面的に評価すると、日本は教育水準や平均寿命、治安などにおいて世界トップクラスである。諸外国に比べ就労に多くの時間を充てている。それにもかかわらず、付加価値が十分に生み出されていない。ワークライフバランスや男女間の有償・無償労働の格差などが影響しているほか、人的資本への過小投資、成長産業・企業への労働移動の停滞なども低生産性の一因とみられる。希少性を増す人材を「人財」と捉える視点が一層求められ、これらの課題に取り組むことが、岸田政権の目指す「新しい資本主義」の実現につながる。
- (3) **論点②: 米国経済のスタグフレーションリスクを検討**: 米国のスタグフレーション期直前における CPI の採用品目を見ると、価格上昇率が前年比+20%を超える品目が顕著に多くなるという特徴が見られた。現在はこれに当てはまらず、メインシナリオではスタグフレーションに突入することは回避されると見込んでいる。しかし、ウクライナ情勢の緊張激化により、米国経済がスタグフレーションに陥る蓋然性は以前よりも高まっている。更なるインフレの進行に加え、金融市場における混乱が实体经济に悪影響をもたらす可能性には警戒が必要だ。
- (4) **論点③: 中国の不動産バブル崩壊のリスク**: 中国では不動産市場に調整局面入りの兆しが見られる。日本のバブルなど過去の他国の不動産バブル時と現在の中国を比較すると、不動産市況や債務残高、人口動態等に類似性がある一方、融資の動向や政策などでは相違点もあり、現時点で中国经济が急速に悪化するリスクは小さい。仮に中国の不動産バブルが崩壊する場合、産業面では建設業の低迷から製造業への波及に注意が必要となるほか、地域別では EU、日本、韓国等への影響が大きくなる。さらに、中国の社会融資総量と経済成長率・純輸出の関係からは、中国の実質 GDP 成長率がクレジットクランチを通じて▲3%pt 前後低下する可能性がある。
- (5) **日銀の政策**: 21 年度で前年比+0.0%と見込まれるコア CPI は、資源高等の押し上げもあって 22 年度に同+1.3%に高まる。こうした影響が一部剥落する 23 年度には同+0.9%を見込む。一時的なインフレの加速を見込むが、物価の基調は予測期間を通じて緩やかな上昇にとどまるため、日銀はコロナ危機対応策を段階的に縮小させる一方、現在の金融政策の枠組みを維持するとみている。

【主な前提条件】

- (1) 公共投資は 21 年度▲4.8%、22 年度+1.4%、23 年度+1.8%と想定。
- (2) 為替レートは 21 年度 112.1 円/ドル、22 年度 114.9 円/ドル、23 年度 114.9 円/ドルとした。
- (3) 米国実質 GDP 成長率(暦年)は 22 年+3.8%、23 年+2.4%とした。

第212回日本経済予測改訂版（2022年3月9日）

	2021年度 (予測)	2022年度 (予測)	2023年度 (予測)	2021暦年	2022暦年 (予測)	2023暦年 (予測)
1. 主要経済指標						
名目GDP成長率	1.0	3.3	2.7	0.7	1.9	3.5
実質GDP成長率（2015暦年連鎖価格）	2.3	3.5	1.9	1.6	2.7	2.6
内需寄与度	1.3	3.2	1.5	0.6	2.4	2.2
外需寄与度	1.0	0.3	0.4	1.0	0.3	0.4
GDPデフレーター	-1.3	-0.1	0.8	-0.9	-0.7	0.9
鉱工業生産指数上昇率	6.2	5.6	1.4	5.8	4.1	2.6
第3次産業活動指数上昇率	1.9	5.7	1.9	1.1	4.0	3.3
国内企業物価上昇率	7.4	7.4	1.2	4.8	8.9	2.0
消費者物価上昇率（生鮮食品除く総合）	-0.0	1.3	0.9	-0.2	1.1	1.1
失業率	2.8	2.5	2.4	2.8	2.6	2.4
10年物国債利回り	0.08	0.18	0.18	0.07	0.17	0.18
国際収支統計						
貿易収支（兆円）	-0.9	-5.9	-3.3	1.8	-5.8	-3.8
経常収支（億ドル）	1,149	601	867	1,406	597	801
経常収支（兆円）	12.8	6.9	10.0	15.4	6.9	9.2
対名目GDP比率	2.4	1.2	1.7	2.8	1.2	1.6
2. 実質GDP成長率の内訳 （括弧内は寄与度、2015暦年連鎖価格）						
民間消費	2.3 (1.2)	4.0 (2.2)	2.0 (1.1)	1.3 (0.7)	2.8 (1.5)	3.1 (1.7)
民間住宅投資	-1.2 (-0.0)	0.5 (0.0)	0.4 (0.0)	-1.9 (-0.1)	-0.4 (-0.0)	1.0 (0.0)
民間設備投資	1.5 (0.2)	5.9 (0.9)	3.2 (0.5)	-0.7 (-0.1)	4.4 (0.7)	4.6 (0.8)
政府最終消費	2.0 (0.4)	-0.2 (-0.0)	-1.5 (-0.3)	2.1 (0.4)	1.0 (0.2)	-2.3 (-0.5)
公共投資	-7.9 (-0.5)	-0.9 (-0.0)	0.9 (0.0)	-3.7 (-0.2)	-4.6 (-0.3)	1.5 (0.1)
財貨・サービスの輸出	12.8 (2.0)	5.7 (1.1)	4.9 (1.0)	11.6 (1.8)	5.4 (1.0)	5.5 (1.1)
財貨・サービスの輸入	6.3 (-1.0)	4.0 (-0.8)	2.6 (-0.6)	5.2 (-0.8)	3.6 (-0.7)	3.3 (-0.8)
3. 主な前提条件						
(1) 世界経済						
主要貿易相手国・地域経済成長率	5.7	4.3	3.5	6.1	4.4	3.7
原油価格（WTI、\$/bbl）	78.1	109.7	100.0	68.1	109.3	100.0
(2) 米国経済						
米国の実質GDP成長率（2012暦年連鎖価格）	6.7	3.4	2.3	5.7	3.8	2.4
米国の消費者物価上昇率	6.1	4.9	2.3	4.7	6.0	2.5
(3) 日本経済						
名目公共投資	-4.8	1.4	1.8	-1.5	-1.7	2.5
為替レート（円/ドル）	112.1	114.9	114.9	109.8	115.0	114.9
（円/ユーロ）	130.5	127.8	127.8	130.3	128.1	127.8

(注1) 特に断りのない場合は前年比変化率。

(注2) 四捨五入の影響で政府の公表値と異なる場合があります。

(出所) 大和総研

前回予測との比較

	今回予測 (3月9日)			前回予測 (2月21日)			前回との差		
	2021 年度	2022 年度	2023 年度	2021 年度	2022 年度	2023 年度	2021 年度	2022 年度	2023 年度
1. 主要経済指標									
名目GDP成長率	1.0	3.3	2.7	1.2	4.3	2.3	-0.2	-0.9	0.4
実質GDP成長率(2015暦年連鎖価格)	2.3	3.5	1.9	2.5	3.7	1.6	-0.2	-0.2	0.2
内需寄与度	1.3	3.2	1.5	1.5	3.4	1.2	-0.2	-0.2	0.3
外需寄与度	1.0	0.3	0.4	1.1	0.4	0.4	-0.1	-0.1	-0.0
GDPデフレーター	-1.3	-0.1	0.8	-1.3	0.6	0.7	-0.0	-0.7	0.2
鉱工業生産指数上昇率	6.2	5.6	1.4	6.4	5.5	1.4	-0.2	0.2	-0.0
第3次産業活動指数上昇率	1.9	5.7	1.9	2.1	5.8	1.8	-0.1	-0.1	0.1
国内企業物価上昇率	7.4	7.4	1.2	6.9	3.3	0.6	0.5	4.1	0.6
消費者物価上昇率(生鮮食品除く総合)	-0.0	1.3	0.9	0.0	1.1	0.9	-0.0	0.2	0.0
失業率	2.8	2.5	2.4	2.8	2.5	2.4	-0.0	0.0	0.0
10年物国債利回り	0.08	0.18	0.18	0.09	0.22	0.22	-0.01	-0.04	-0.04
国際収支統計									
貿易収支(兆円)	-0.9	-5.9	-3.3	-0.4	-1.4	0.6	-0.5	-4.5	-3.9
経常収支(億ドル)	1,149	601	867	1,240	1,128	1,327	-92	-527	-460
経常収支(兆円)	12.8	6.9	10.0	13.9	13.0	15.3	-1.0	-6.1	-5.4
対名目GDP比率	2.4	1.2	1.7	2.6	2.3	2.7	-0.2	-1.1	-0.9
2. 実質GDP成長率の内訳 (2015暦年連鎖価格)									
民間消費	2.3	4.0	2.2	2.5	4.3	1.7	-0.2	-0.3	0.4
民間住宅投資	-1.2	0.5	0.0	-1.2	0.5	-0.0	-0.0	-0.0	0.0
民間設備投資	1.5	5.9	0.9	1.6	6.2	0.7	-0.0	-0.3	0.2
政府最終消費	2.0	-0.2	-0.0	2.0	-0.2	0.2	0.0	-0.0	-0.3
公共投資	-7.9	-0.9	-0.0	-7.5	-0.6	-0.2	-0.4	-0.3	0.2
財貨・サービスの輸出	12.8	5.7	1.1	12.8	5.8	1.0	-0.0	-0.1	0.1
財貨・サービスの輸入	6.3	4.0	-0.8	6.3	4.0	-0.7	0.0	-0.1	-0.1
3. 主な前提条件									
(1) 世界経済									
主要貿易相手国・地域経済成長率	5.7	4.3	3.5	5.6	4.4	3.5	0.1	-0.0	0.1
原油価格(WTI、\$/bbl)	78.1	109.7	100.0	75.0	80.0	80.0	3.1	29.7	20.0
(2) 米国経済									
米国の実質GDP成長率(2012暦年連鎖価格)	6.7	3.4	2.3	6.7	3.4	2.2	0.0	-0.0	0.1
米国の消費者物価上昇率	6.1	4.9	2.3	6.1	4.9	2.3	0.0	0.0	0.1
(3) 日本経済									
名目公共投資	-4.8	1.4	1.8	-4.5	1.5	1.8	-0.4	-0.1	-0.0
為替レート(円/ドル)	112.1	114.9	114.9	112.1	115.5	115.5	-0.0	-0.5	-0.5
(円/ユーロ)	130.5	127.8	127.8	130.9	131.3	131.3	-0.5	-3.5	-3.5

(注) 特に断りのない場合は前年比変化率。

(出所) 大和総研

◎目次

1.	はじめに.....	6
2.	日本経済のメインシナリオ.....	8
2.1	2022年度は3%台半ばの成長を見込むも下振れリスクは大きい.....	8
2.2	資源高、円安、在庫・ストック循環、繰越需要、による日本経済への影響.....	16
3.	論点①：成長と Well-being に見る「人財大国」への課題.....	25
3.1	成長と Well-being の関係と日本の特徴.....	25
3.2	「ヒト」の観点からみた日本経済の3つの課題.....	29
3.3	「人財大国」に向けた政策の方向性.....	34
	【補論】寄付の促進を通じた地域の NGO などのサポート強化.....	36
4.	論点②：米国経済のスタグフレーションリスクを検討.....	37
4.1	過去のスタグフレーション局面と比較した今回のインフレ局面の特徴.....	37
4.2	品目別の物価動向.....	40
4.3	更なる供給制約の深刻化・資源価格高騰はスタグフレーションを招くか？.....	43
5.	論点③：中国の不動産バブル崩壊のリスク.....	45
5.1	中国バブルの現状.....	45
5.2	日本のバブル期との比較.....	47
5.3	バブルが崩壊する場合の影響測定.....	50
6.	マクロリスクシミュレーション.....	54
6.1	円高.....	54
6.2	原油高騰.....	55
6.3	世界需要の低下.....	55
6.4	金利上昇.....	55
7.	四半期計数表.....	57

第 212 回日本経済予測（改訂版）

景気悪化圧力を乗り越え「人財大国」となるか

①成長と Well-being、②米国インフレ、③中国不動産、を検証

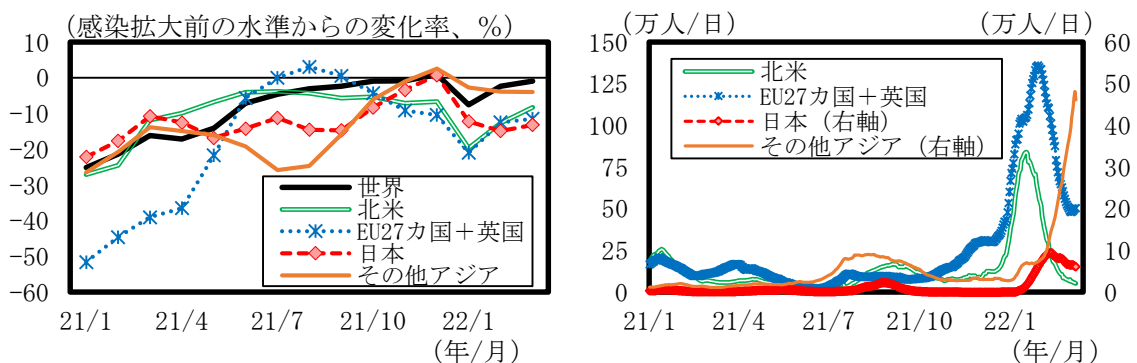
1. はじめに

神田 慶司

新型コロナウイルスのオミクロン株の流行により、国内外の経済活動は再び後退を余儀なくされた。Google が公表する 135 カ国・地域の小売店・娯楽施設¹の人出を各国の経済規模で加重平均した世界の人出は、2022 年 1 月に大幅に減少した（図表 1-1 左）。

1 日あたり新規感染者数を地域別に見ると、日本を除くアジアでは 3 月に入っても感染拡大が続く一方、欧州や日本では減少傾向が見られ、北米では 2021 年 12 月の水準を下回った（図表 1-1 右）。感染状況が改善した地域では行動制限の緩和・撤廃の動きが広がっており、人出が持ち直している。今後は一部地域で感染が再拡大する可能性はあるものの、ワクチンの追加接種の進展や経口治療薬の普及などにより、世界的な経済活動の正常化の流れは徐々に加速していくとみられる。

図表 1-1：グローバルに見た小売店・娯楽施設の人出（左）と新規感染者数（右）



(注) 左図の人出は、対象国・地域の人出を2019年のGDP (PPPベース) で加重平均。感染拡大前の水準は2020年1月3日～2月6日の曜日別中央値。「その他アジア」にはASEAN5、韓国、香港、シンガポールが含まれる。2022年3月のデータは1～5日の平均値。その他アジアの2022年2月18日以降は、データが公表されていない香港を除く数値。右図の新規感染者数は7日間移動平均。

(出所) 世界銀行、IMF、WHO、Google、CEICより大和総研作成

感染拡大による供給制約の強まりや、ウクライナ情勢の緊迫化を受けたエネルギー価格の高騰などにより、欧米ではインフレが加速している。1月の米国の消費者物価指数 (CPI) は前年比+7.5%と約40年ぶりの高水準となった。米欧の中央銀行は金融政策の正常化を進める姿勢を明確にしており、インフレと金利上昇による世界経済や金融市場への影響が懸念されている。

¹ ショッピングセンター、飲食店、遊園地、映画館などが含まれる一方、スーパーマーケットや青果市場、ドラッグストアといった必需的な品目を多く取り扱う店は含まれない。

こうした中、**第2章**で述べるように、本予測のメインシナリオにおける実質 GDP 成長率は2021年度で+2.3%、2022年度で+3.5%、2023年度で+1.9%の見込みである。国内の感染拡大は2021年度中に落ち着き、その後は経済活動の正常化が進展するとの想定の下、Go To 事業の実施や訪日外国人観光客（インバウンド）の受け入れ再開、自動車などの挽回生産もあって2022年度の経済成長率は大幅に高まるだろう。実質 GDP が感染拡大前（2019年10-12月期）の水準を上回るのは2022年4-6月期とみている。

資源価格の高騰を受けて、当面は幅広い品目の小売価格が上昇する見通しである。ただし、日本では名目賃金の上昇ペースが緩やかで、欧米のように価格転嫁が進みにくい。生鮮食品を除くCPI上昇率は、予測期間中の最高水準でも前年比+1.5%程度（2022年10-12月期）にとどまるだろう。2023年度で同+0.9%の見込みであり、2%の物価安定目標に届かないことから、日本銀行は現在の金融政策の枠組みを維持するとみている。

最大の景気下振れリスクは変異株の動向とウクライナ情勢である。このほか、米国金利の急上昇、中国不動産市場の調整局面入り、米中摩擦の激化、などにも注意する必要がある。

さらに、本予測では以下の3つの論点を取り上げた。

第3章では、岸田政権の目指す「新しい資本主義」の実現に向けた課題について、「ヒト」の観点から検討する。OECDが作成しているWell-beingの指標から多面的に評価すると、日本は教育水準や平均寿命、治安などで世界トップクラスである。諸外国に比べ就労に多くの時間を充てている。それにもかかわらず、付加価値が十分に生み出されていない。ワークライフバランスや男女間の有償・無償労働の格差などが影響しているほか、人的資本への過小投資、成長産業・企業への労働移動の停滞なども低生産性の一因とみられる。人材を「人財」と捉える視点が一層求められ、これらの課題に取り組むことが「新しい資本主義」の実現につながる。

第4章では、米国経済がスタグフレーションに陥るリスクについて定量的に検討する。米国のスタグフレーション期直前におけるCPIの採用品目を見ると、価格上昇率が前年比+20%を超える品目が顕著に多くなるという特徴が見られた。現在はこれに当てはまらず、メインシナリオではスタグフレーションに突入することは回避されると見込んでいる。しかし、ウクライナ情勢の緊張激化により、米国経済がスタグフレーションに陥る蓋然性は以前よりも高まっている。更なるインフレの進行に加え、金融市場における混乱が实体经济に悪影響をもたらす可能性には警戒が必要だ。

第5章では、調整局面入りの兆しが見られる中国の不動産市場のリスクを点検する。日本のバブルなど過去の他国の不動産バブル時と現在の中国を比較すると、不動産市況や債務残高、人口動態等に類似性がある一方、融資の動向や政策などでは相違点もあり、現時点で中国经济が急速に悪化するリスクは小さい。仮に中国の不動産バブルが崩壊する場合、産業面では建設業の低迷から製造業への波及に注意が必要となるほか、地域別ではEU、日本、韓国等への影響が大きくなる。さらに、中国の社会融資総量と経済成長率・純輸出の関係からは、中国の実質GDP成長率がクレジットクランチを通じて▲3%pt前後低下する可能性がある。

2. 日本経済のメインシナリオ

神田 慶司・小林 若葉・岸川 和馬・瀬戸 佑基

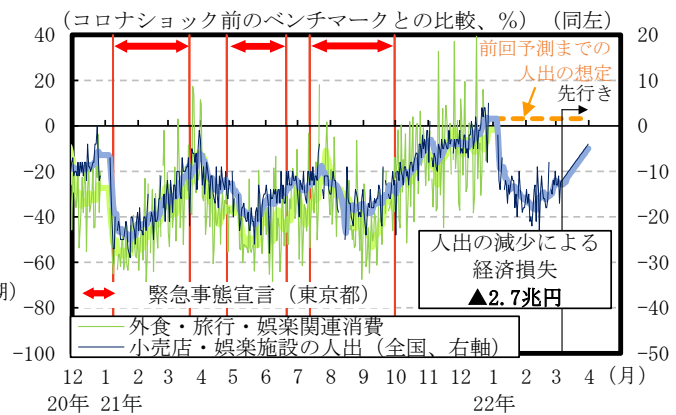
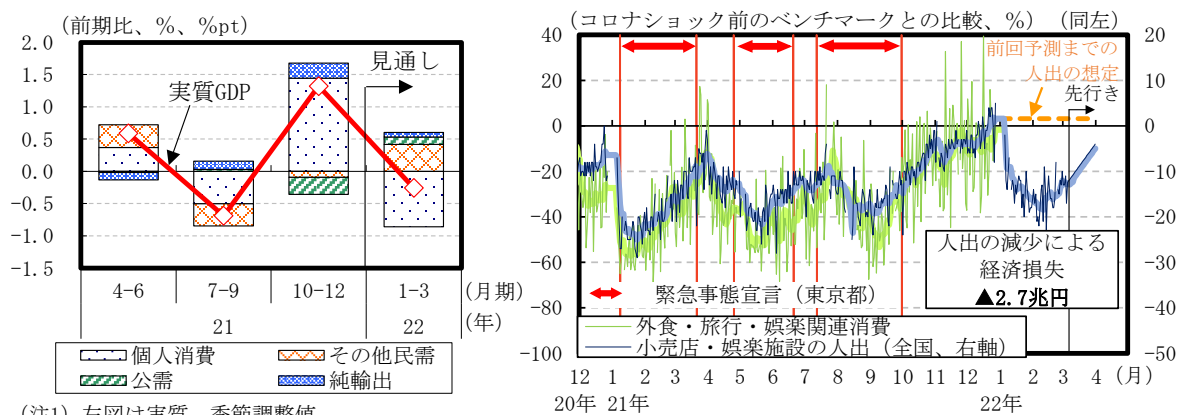
2.1 2022年度は3%台半ばの成長を見込むも下振れリスクは大きい

10-12月期の実質GDPは経済活動の再開や自動車の増産がプラス成長に寄与

2021年10-12月期の実質GDP成長率は2次速報値で前期比年率+4.6%（前期比+1.1%）であった²。新型コロナウイルスの感染拡大が落ち着き、経済活動が再開されたことで、外食や旅行、娯楽関連を中心に個人消費が持ち直した。さらに、部品不足の影響の緩和による自動車の増産が輸出や耐久財消費、設備投資を押し上げた。実質サービス消費額は2020年1-3月期以来の高水準となるなど、経済活動の正常化が2021年末にかけて急速に進んだことが改めて確認された内容であった。

需要項目別に見ると（**図表 2-1**）、民需関連ではとりわけ個人消費が実質GDPを押し上げたほか、民間企業設備が増加した。公需関連では政府消費、公共投資ともに減少した。外需関連では輸出が増加した一方、輸入は減少したことで、純輸出の寄与は2四半期連続でプラスとなった。

図表 2-1：実質GDP成長率の実績と見通し **図表 2-2：人出と外食・旅行・娯楽関連消費**



(注1) 左図は実質、季節調整値。

(注2) 右図の基準は20年1月3日から2月6日の曜日別中央値。太線は7日移動平均。外食・旅行・娯楽関連消費は「外食」「交通」「教養娯楽サービス」の合計値。月～金曜日の祝日とお盆、年末年始のデータは除いている。

(出所) 内閣府、総務省、Google、CEICより大和総研作成

交易損失の拡大で国内総所得（GDI）は伸び悩み

資源高などを背景に、輸入デフレーターが輸出デフレーターを上回るペースで上昇したことで、交易条件は更に悪化した。交易条件の悪化を通じて国内から海外に流出した所得を表す「交易損失」³は10-12月期で▲9.5兆円と、マイナス幅が前期から3.5兆円拡大したことで、実質国内総所得（GDI）成長率は前期比+0.6%にとどまった。実質GDIの成長率が実質GDPのそれ

² 神田慶司・小林若葉「2021年10-12月期GDP（2次速報）」（大和総研レポート、2022年3月9日）

³ デフレーターの基準年（現行では2015年）からの交易条件の変化による損失（プラスの場合は利得）。基準年が変更されることで損失（利得）額が修正される点には留意が必要である。

を下回る状況が 1-3 月期から 4 四半期連続しており、家計や企業の所得環境は GDP で見るほどには改善していない。資源高による日本経済への影響については**本章 2 節**で取り上げる。

2022 年 1-3 月期の実質 GDP は資源高の影響もあって小幅のマイナス成長の見込み

経済活動が 2022 年 3 月中に再開されるとの想定の下、1-3 月期の実質 GDP 成長率を前期比年率▲0.2%（前期比▲0.0%）と見込んでいる（**図表 2-1**）。オミクロン株が国内で流行し、まん延防止等重点措置が多くの地域に適用されたことで、人出は大幅に減少した。当社では人出の減少による 1-3 月期の経済損失を 2.7 兆円と見込んでいる（**図表 2-2**）。感染拡大の影響で供給制約が強まり、資源価格も一段と上昇する中、個人消費は前期比で減少する可能性が高い。輸出や設備投資、政府消費などが増加するものの⁴、実質 GDP は小幅のマイナス成長となる見込みである。実質 GDP が感染拡大前（2019 年 10-12 月期）の水準を回復するのは 2022 年 4-6 月期とみている⁵。

感染状況に関連する 2022 年度以降の主な想定

2022 年度以降も経済見通しは感染状況に左右される。本稿執筆時点でアジアを中心に感染拡大が続いており、不確実性は依然として大きい。本予測のメインシナリオでは**図表 2-3**のような想定を置いた。

図表 2-3：感染状況に関連する本予測の主な想定

	時期
感染状況	感染症対策の継続、ワクチンの追加接種、経口治療薬の普及、医療提供体制の強化もあって 感染状況は比較的安定（新たな変異株を想定せず）
3回目ワクチン接種・経口治療薬の普及	2022年4-6月期中
Go To トラベル事業	2022年のゴールデン・ウィーク明け～11月末 (夏休み(7月半ば～8月末)を除く)
インバウンドの受け入れ	2022年7-9月期に再開 (2023年1-3月期で2019年四半期平均の5割、2024年1-3月期には2019年並みに回復)

(出所) 大和総研作成

国内のワクチン 3 回目の接種と経口治療薬の普及は 2022 年 4-6 月期中にめどが立つと想定した。オミクロン株の亜種 (BA. 2) への置き換えりや人出の急増などにより感染状況が悪化する可能性はあるものの、2022 年春以降はワクチンの追加接種や経口治療薬の普及、医療提供体制の強化もあって、経済活動の正常化が進展するだろう。他方、新たな変異株の出現については、事前に予想することが困難であるため、本予測のメインシナリオでは想定していない。

オミクロン株の感染拡大を受けて延期された Go To トラベル事業は、もともとは 2022 年 1 月頃から繁忙期 (ゴールデン・ウィークなど) を除いて夏休み前まで実施される予定であった。期

⁴ 2022 年 1-3 月期の輸出はプラスの「成長率のゲタ」を履く効果 (月次ベースでは横ばいで推移しても、四半期ベースでは前期比で増加すること) で伸び率が高まりやすい点に留意する必要がある。供給制約による自動車減産の影響を受けた耐久財消費や設備投資でも、こうした要因で伸び率が押し上げられるだろう。

⁵ 2019 年 7-9 月期 (感染拡大前の最高) 水準を回復するのは 2022 年 7-9 月期頃と見込んでいる。

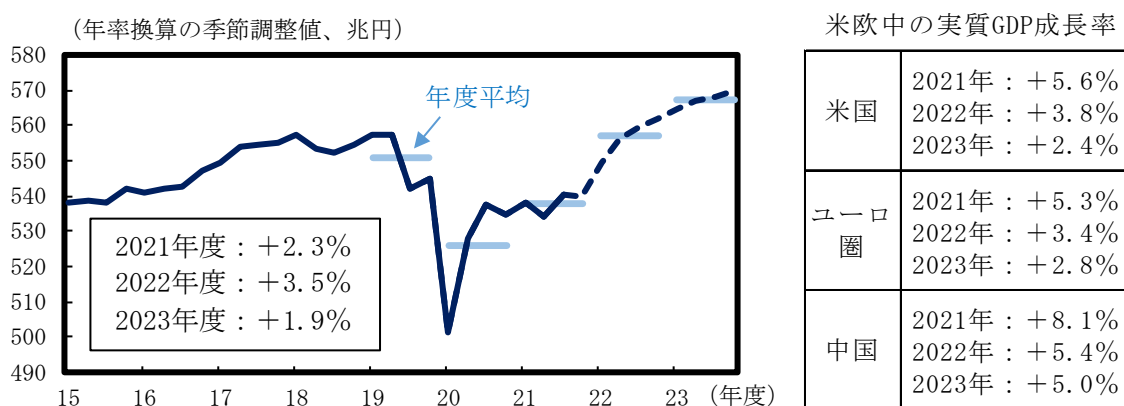
間や繁忙期を避ける方針を維持して 2022 年度に実施されるとすれば、新たな実施期間はゴールデン・ウィーク明けから、夏休み（7 月半ばから 8 月末）を除いて 11 月末までと見込まれる。

訪日外国人観光客（インバウンド）の受け入れは 7-9 月期に再開されると想定した。政府がこれまで水際対策を徹底してきたことに鑑みれば、4-6 月期中に感染状況が落ち着いたことを確認した上で、7-9 月期から慎重に受け入れを再開するとみられる。その後のインバウンドは緩やかに増加し、2023 年 1-3 月期で 2019 年（1 四半期あたりで約 800 万人）の 5 割、2024 年 1-3 月期には 2019 年と同水準まで回復すると見込んでいる。

海外経済見通しの概要 ～2022 年は感染拡大から持ち直しも 2023 年は鈍化

図表 2-4 ではメインシナリオにおける実質 GDP の推移と、その前提である海外経済見通しを示した。海外経済については当社の各国担当者の最新（3 月 9 日時点）の見通しに基づく。

図表 2-4：日本の実質 GDP 見通しと海外経済の前提



(注) 図中の破線は大和総研による予測値。米欧中の見通しは大和総研の各国担当者の予測に基づく。

(出所) 内閣府、各国統計より大和総研作成

2022 年の実質 GDP 成長率は米国で前年比+3.8%、ユーロ圏で同+3.4%、中国で同+5.4%と、2021 年に続いて高めの成長率を見込んでいる。ただしユーロ圏については、ウクライナ情勢の悪化で 2022 年の経済活動が停滞する見込みであることを考慮し、前回予測⁶から 0.6%pt 下方修正した。他方、欧米では感染拡大以降に各国・地域で実施された経済対策や、サービスを中心とした個人消費の抑制を背景に、家計の貯蓄が大幅に積み上がっている。こうした貯蓄を原資に、経済活動の正常化が進む中で「挽回消費」が 2022 年の世界経済を押し上げよう。

⁶ 熊谷亮丸他「第 212 回日本経済予測」（大和総研レポート、2022 年 2 月 21 日）

地域別に見ると、米国では新規感染者数が2022年1月のピーク時から大幅に減少しているが、オミクロン株の流行で経済活動が停滞したことで、1-3月期の実質GDP成長率は前期比年率+2.8%と前期の同+7.0%から大きく減速する見込みだ。2022年4-6月期以降は、高所得層を中心に個人消費が拡大し、企業の生産活動や設備投資についても再び積極化するとみている。もっとも、民主党内では成長戦略である“Build Back Better”(BBB)や2022財政年度の本予算の議論が遅れている。児童税額控除の拡充措置の延長が盛り込まれたBBBの成立のめどが立っていないことで、低・中所得層の暮らし向きが悪化し、個人消費の回復を抑制することが懸念される。また、足元ではインフレ率が記録的な高水準にあり、FRBは2022年3月にも利上げを開始する姿勢を示すなど金融政策の正常化が進むことから、実体経済や金融市場への影響を注視する必要がある。

ユーロ圏では、国によって行動制限の厳格度や内容は様々だが、米国と同様に感染拡大の影響で経済活動が停滞し、消費者マインド等も悪化している。ユーロ圏の2021年10-12月期の実質GDP成長率は前期比年率+1.0%と7-9月期から大幅に減速したが、2022年1-3月期も同+1.8%と低めの成長が続くだろう。ただし、新規感染者数は1月下旬にピークアウトしており、4-6月期以降は景気加速が見込まれる。ただし、ウクライナ情勢の緊迫化を背景に原油価格が高騰しており、個人消費などの回復を鈍らせる可能性がある。

中国では、2020年と2021年を平均した実質GDPが2019年比+5.1%となった。2021年12月の中央経済工作会議では経済の安定を何よりも重視する方針が発表され、2022年秋には5年に1度の党大会が開催される。2022年の実質GDP成長率は外食や宿泊など接触型消費の上振れをけん引役に、前年比+5.4%と予想している。旧正月(春節)、北京冬季オリンピック・パラリンピック競技大会、全国人民代表大会(全人代)という重要イベントが終わる3月末までは接触型消費の回復は難しく、1-3月期の成長率は同+4.2%にとどまるだろう。その後は景気の回復ペースが加速する見込みだが、「ゼロコロナ」政策の行方(「ウィズコロナ」に方針転換するかどう)に加え、不動産市場のソフトランディングの可否が注目される。恒大集団など個社の債務不履行問題の影響を業界全体に波及させないための対応が政策課題となる一方、預金準備率の引き下げ余地は依然として大きく、金融面からの不動産市場のテコ入れも期待できよう。

2023年の実質GDP成長率は米国で前年比+2.4%、ユーロ圏で同+2.8%、中国で同+5.0%と見込んでいる。コロナショックによる落ち込みからの反動が一巡し、2022年に比べて成長率が低下するとみている。また米国に追随する形で主要国の利上げが本格化し、景気が減速することも予想される。ECBは高インフレを背景に2022年内の利上げを検討しているが、FRBに比べれば利上げに消極的とみられる。2023年はこうした姿勢から転換し、金融政策の正常化に向けた動きが加速するだろう。

日本の実質 GDP は 2022 年度に 3% 台半ばの成長を見込む

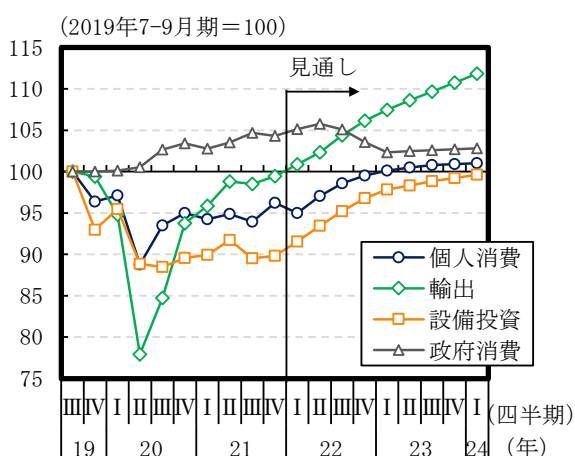
こうした海外経済見通しの下、メインシナリオにおける日本の実質 GDP 成長率は 2021 年度で +2.3%、2022 年度で +3.5%、2023 年度で +1.9% と見込んでいる（**前掲図表 2-4**）。2023 年度も比較的高い成長率を見込んでいるが、プラスの「成長率のゲタ」を履く効果が大きいためであり、これを除いた成長率は同 +0.9% である。

2022 年度の成長率見通しは前回予測改訂版から 0.2%pt 下方修正した。感染状況が落ち着く中、経済対策の効果が 4-6 月期以降に発現することもあって個人消費や設備投資などの回復基調が強まる一方、政府消費はコロナ危機対応策の必要性が低下することで伸び悩む見通しである（**図表 2-5**）。ウクライナ情勢の緊迫化による経済への影響は、本稿執筆時点で不確実性が大きいと見られ、主に資源価格の高騰を考慮している。

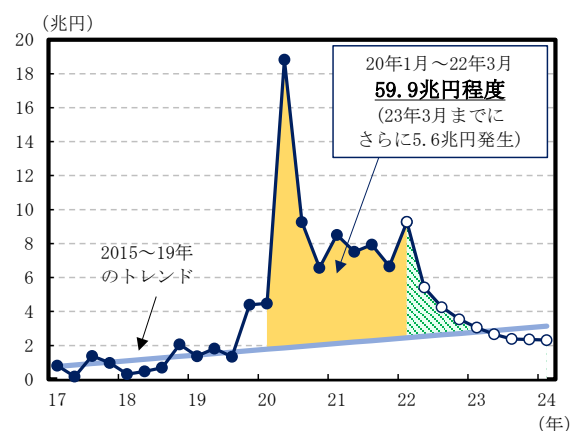
2022 年度の前半は、とりわけ個人消費が GDP を大きく押し上げるとみている。メインシナリオでは、Go To トラベル事業がゴールデン・ウィーク明けから 11 月末まで（夏休みを除く）実施され、旅行や外食、交通関連需要を押し上げると想定している（**前掲図表 2-3**）。加えて、ペントアップ（繰越）需要に対応するための自動車の挽回生産が見込まれ、耐久財を中心に財消費も堅調に推移するとみられる（自動車の繰越需要と後述する資源高、資本ストック循環については**本章 2 節**を参照）。

足元で深刻化している資源高は、CPI の上昇を通じて家計の購買力を低下させるが、感染拡大後に積み上がった「過剰貯蓄」がこの影響を緩和するとみられる。2015~19 年に見られた家計貯蓄のトレンドからの乖離分を過剰貯蓄とみなすと、その額は 2022 年 3 月末までで約 60 兆円に達する見込みである（**図表 2-6**）。だが、過剰貯蓄の多くは高所得世帯が保有しており、低所得世帯は資源高の影響を受けやすい。特に、2021 年 12 月の経済対策に盛り込まれた 10 万円の臨時特別給付金（対象は子育て世帯や住民税非課税世帯など）の対象にならなかった低所得世帯では、物価上昇による負担が大きくなる可能性に注意が必要だ。

図表 2-5：主な需要項目の見通し



図表 2-6：家計貯蓄（フロー）の推移



(注) 季節調整値。右図の白抜きは大和総研による見通し。貯蓄＝可処分所得－家計最終消費支出。
(出所) 内閣府、日本銀行、総務省統計より大和総研作成

設備投資は、感染状況が落ち着く中で企業の収益やマインドが改善し、緩やかな増加基調が続くとみている。2021年12月の日銀短観における全規模全産業の生産・営業用設備判断DI（「過剰」-「不足」）は2020年3月以来、7四半期ぶりにプラス（「過剰」超）ではなくなり、先行きはマイナス（「不足」超）が見込まれている。機械投資に先行する機械受注（内閣府、船舶・電力除く民需）や、建設投資に先行する建築着工工事費予定額（国土交通省、産業用建築物計）からも設備投資の底堅さがうかがえる。後述するように、資本ストック循環から見ても、当面はストック調整局面には入らないだろう。加えて、デジタル化やグリーン化といった世界的な潮流に合わせ、情報化投資や脱炭素化関連の研究開発投資といった無形資産投資が設備投資の増加に寄与すると考えられる。

2021年度の政府消費はワクチン接種に係る費用や経済対策で押し上げられた。2022年度は感染状況が安定することで、こうしたコロナ関連支出は減少するとみられる。他方、高齢化が進展する日本では医療・介護給付費が長期的に増加してきたが、これらは政府消費に計上されている。政府消費はコロナ関連支出の減少の影響が一服した2023年度は緩やかに増加すると見込んでいる。公共投資は2021年度に減少したが、2022年度は「防災・減災、国土強靱化のための5か年加速化対策」（2021～25年度）の執行が下支えし、持ち直すとみている。ただし建設業の人手不足がボトルネックとなり、その回復は緩やかなものとどまろう。

輸出については、感染拡大や半導体不足による供給制約が解消に向かうことやインバウンド消費の回復もあり、予測期間を通じて堅調に推移する見込みだ。2022年1月には感染拡大の影響で部品調達難が生じ、トヨタ自動車などの国内自動車メーカーは減産を余儀なくされた。だが、こうした状況は足元で改善しつつあり、2022年4-6月期には解消するとみられる。他方、半導体のリードタイム（発注から納品までにかかる時間）は長期化しており、需給のひっ迫が深刻化している（**図表 2-7**）。この点、半導体不足は2022年中に緩和が進むとの見方が多い⁷。米商務省が半導体メーカー等に対して実施した聞き取り調査⁸によると、早ければ2022年後半に新たな半導体工場が稼働するという。半導体の供給能力が強化されることで、7-9月期以降は米国や欧州などで発生しているとみられる自動車などの繰越需要を取り込む形で財輸出が増加する見込みだ（**図表 2-8**）。また、国際貿易センターの公表する「マーケットポテンシャル」によれば、日本の財輸出はとりわけ米中向けの主力品目で伸びしろが大きい。中長期的にはこれらの品目が輸出のけん引役となろう⁹。

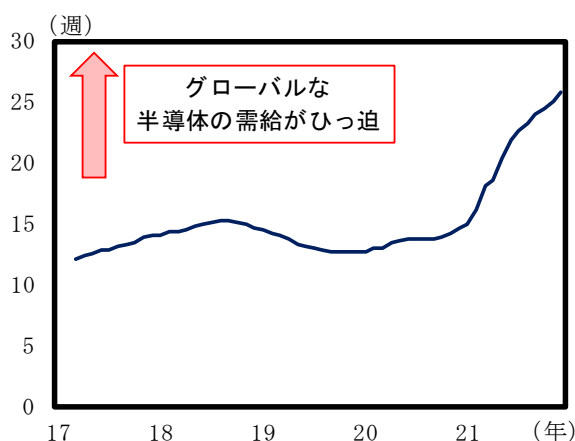
インバウンドの受け入れ再開はサービス輸出を押し上げるだろう。**前掲図表 2-3**で示したように、本予測のメインシナリオではインバウンドの受け入れが7-9月期に再開され、2023年1-3月期で2019年（1四半期あたり約800万人）の5割、2024年1-3月には2019年並みに回復すると想定している。

⁷ 笠原一輝「[世界規模の半導体不足、2022年にモノ不足や納期遅れは解消するのか？](#)」（ダイヤモンド・オンライン、2022年1月18日）

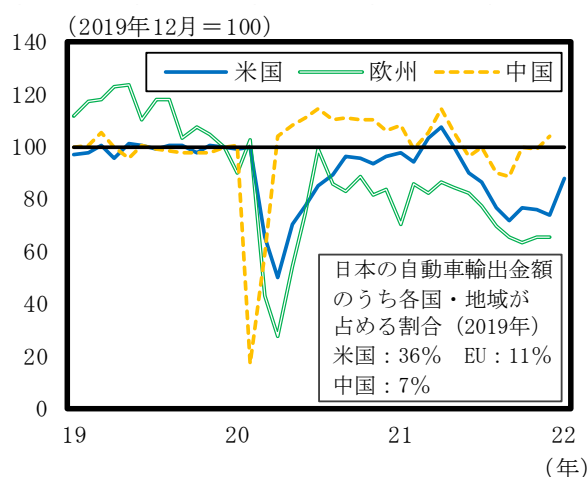
⁸ 米商務省「[Results from Semiconductor Supply Chain Request for Information](#)」（2022年1月25日）

⁹ 詳細は岸川和馬「[日本の輸出増に必要なものは何か](#)」（『大和総研調査季報』2022年新春号（Vol. 45）、pp. 22-33）を参照。

図表 2-7 : 世界の半導体の平均リードタイム



図表 2-8 : 米欧中の新車販売台数



(注1) 半導体のリードタイムは発注から納品までにかかる時間。

(注2) 右図の欧州と中国の季節調整は大和総研による。中国はディーラー向け販売台数。

(出所) Susquehanna Financial Group、Autodata、欧州自動車工業会、中国自動車工業協会より大和総研作成

コア CPI は資源高で押し上げられるものの前年比+1%台後半で頭打ちの見込み

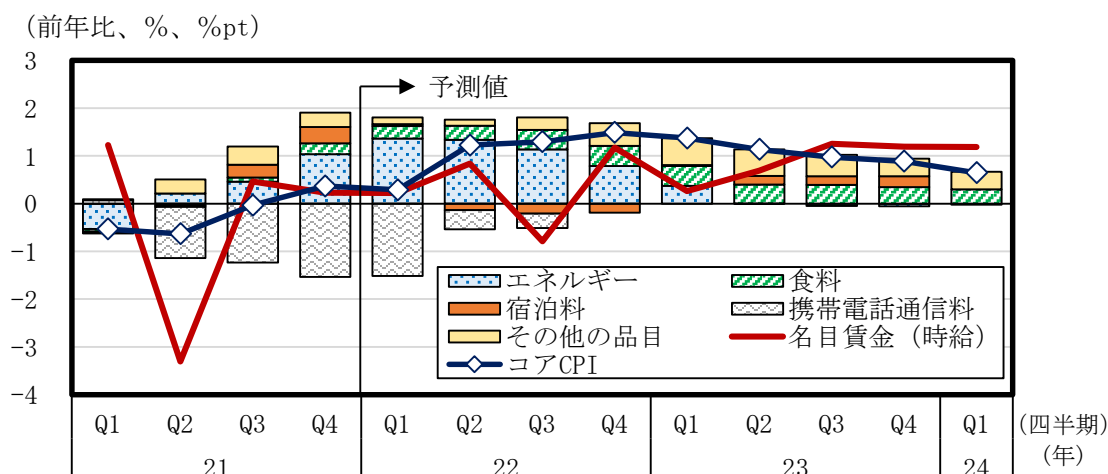
2021年4月のコア CPI (生鮮食品除く消費者物価指数) は、携帯電話通信料の引き下げの影響で前年比▲0.9%となったが、その後は伸び率が高まり、2022年1月には+0.2%に達した。コア CPI の前年比変化率を要因分解すると、とりわけ物価を押し上げたのはエネルギーである。

携帯電話通信料の引き下げの影響が剥落する2022年4月以降、コア CPI の前年比変化率は資源高も重なって一段と高まる見込みだ (図表 2-9)。ここでは、足元で120ドル/バレル超の原油価格 (WTI) が7-9月期に低下傾向に転じ、2023年1-3月期以降は100ドル/バレルで推移すると想定している。エネルギーによる物価の押し上げ幅は徐々に縮小するものの、2022年度のコア CPI は前年比+1.3%に高まる見通しである。2023年度は同+0.9%に低下するが、エネルギーに比べて輸入物価から小売価格への転嫁スピードが遅い食料がコア CPI のけん引役となるだろう。食料価格は2023年度のコア CPI の前年比変化率を+0.4%pt 近く押し上げる見込みである。

足元の物価上昇はコストプッシュインフレの側面が強い。日本銀行の黒田東彦総裁が2022年1月の金融政策決定会合後の定例記者会見で述べたように、「物価が2%の『物価安定の目標』に向けて着実に上昇しているという状況にはない」¹⁰といえる。持続性の高いダイヤモンドプルインフレの実現には、物価と賃金が循環的に上昇する必要があるが、足元の賃金上昇率は依然として低い。本予測のメインシナリオにおける名目賃金 (時給ベース) は2022年度で前年比+0.4%、2023年度で同+1.1%の見通しである (図表 2-9)。今後は「成長と分配の好循環」を実現するための岸田政権の取り組みを通じて賃上げが加速するかどうか注目される。

¹⁰ 日本銀行「[総裁記者会見要旨](#)」(2022年1月19日)

図表 2-9 : コア CPI と名目賃金の見通し



(注) Go Toトラベル事業は2022年のGW明けから11月末まで(7月半ばから8月末までを除く)を想定。
 (出所) 総務省、財務省、厚生労働省、日本銀行、EIA、CME、Haver Analyticsより大和総研作成

最大の景気下振れリスクは変異株の動向とウクライナ情勢

2022年度の実質GDPは3%台半ばの成長を見込んでいるものの、新たな変異株の出現による下振れリスクは引き続き大きい。先進国では3回目のワクチン接種が進む一方、新興国では未接種者が依然として多い。オックスフォード大学のデータベースによると、低所得国¹¹でワクチンを少なくとも1回接種した人の割合は2022年3月8日時点でわずか13.6%にすぎない(世界全体では63.4%)。新興国などでワクチン接種が進まない間に新たな変異株が出現し、それが日本などで流行する可能性は今後も十分に考えられる。

さらに、ウクライナ情勢の緊迫激化は世界経済の先行きに大きく影を落としている。原油価格や小麦など幅広い資源価格の高騰や、世界的な株価下落といった形で悪影響が表れている。戦火の更なる拡大や、ロシアに対する経済制裁の厳格化・長期化、ロシアから欧州などへのエネルギー供給の抑制なども考えられ、世界経済が大幅に悪化する可能性も否定できない。

このほか、米国金利の急上昇、中国不動産市場の調整局面入り、米中摩擦の激化、などにも注意する必要がある。これらに関連して、エネルギー価格上昇による日本経済への影響については**本章 2 節**で、米国がスタグフレーションに陥るリスクについては**第 4 章**で、中国不動産市場のバブル崩壊リスクについては**第 5 章**で検討する。

¹¹ 世界銀行の定義で、1人あたりGNI(国民総所得)が2020年で1,045ドル以下の国を指す。

2.2 資源高、円安、在庫・ストック循環、繰越需要、による日本経済への影響

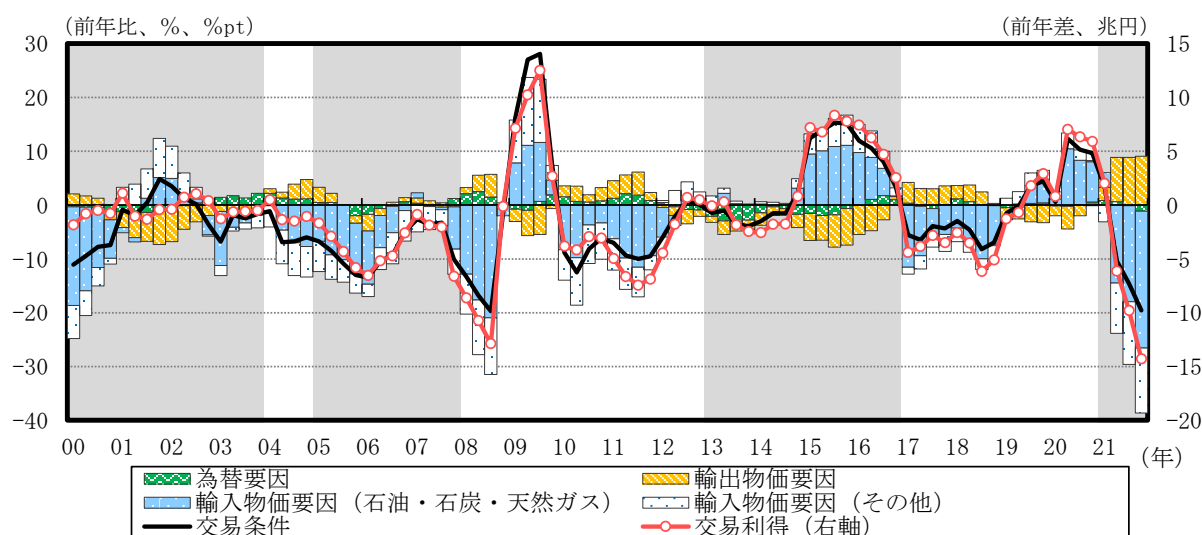
本節では、日本経済の先行きを占う上で重要性が高いとみられる、①資源高、②円安、③在庫・資本ストック循環、④自動車の繰越需要、という4つのトピックについて順に検討する。

① 資源高 ～原油価格 10 ドル/バレルの上昇は 2022 年度の実質 GDP を 0.1%pt 押し下げ

世界の景気回復に伴ってエネルギー需要が増加する一方、脱炭素化を背景に資源開発への投資が抑えられたこともあって幅広い資源価格が高騰している。2021 年末頃からはウクライナ情勢の悪化で、産油国であるロシアからの供給が減少するとの見方が広がり、原油価格が一段と上昇した。日本は資源の多くを輸入に頼るため、資源高が輸入物価の上昇につながりやすい。資源高は海外への所得の流出（交易損失）を通じて GDP を間接的に押し下げるが、前節で述べたように、日本の交易損失は 2021 年 10-12 月期で▲9.5 兆円に達した。

図表 2-10 では、産業全体で見た交易条件指数の前年比変化率を為替要因、輸出物価要因、輸入物価要因（ともに契約通貨建て）の 3 つに分解した。さらに、輸入物価要因については、影響が特に大きい石油・石炭・天然ガスとその他に分けた。これを見ると、2004～08 年頃、2010～11 年頃、2017～18 年頃に輸入物価が上昇して交易条件が悪化したが、足元の交易条件の悪化度合いは WTI 原油が 140 ドル/バレル台に達した 2008 年に匹敵する。足元では幅広い品目で輸入物価が上昇し、輸入物価の前年比伸び率は当時よりも高いが、輸出物価も大幅に上昇していることが産業全体で見た交易条件の悪化を和らげている。

図表 2-10：交易条件の要因分解



(注) 要因分解は「輸出入物価指数」を利用した。為替要因は円ベース指数/契約通貨ベース指数、輸出・輸入物価要因は契約通貨ベース。交易利得は年率換算。シャドーは円安期の2000～03年、2005～07年、2013～16年、2021年～。

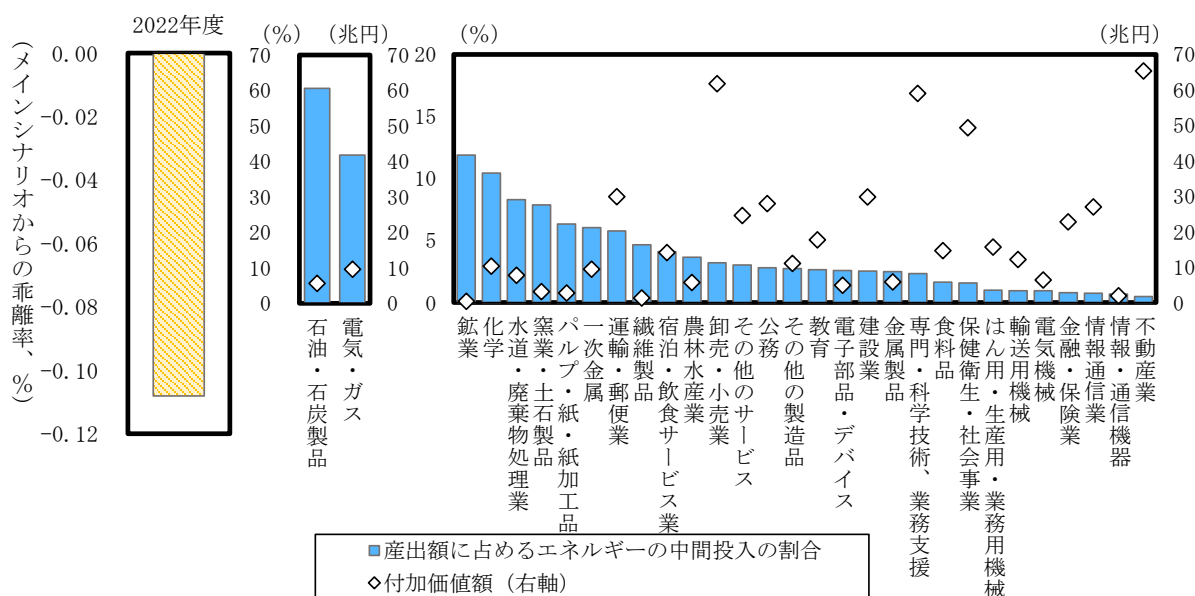
(出所) 内閣府、日本銀行統計より大和総研作成

資源高が起きると、日本では輸入インフレの一部が国内の小売価格に転嫁されることで家計の購買力が低下し、個人消費に悪影響をもたらす。企業は原材料費の増加で収益が圧迫され、設備投資を抑制しようとする。さらに、企業収益の減少が雇用・所得環境の悪化につながれば、家計の購買力は一段と低下する。

こうした各経済主体の内生的なメカニズムを考慮した当社のマクロモデルを利用し、原油価格の上昇に絞って実質 GDP への影響をシミュレーションした結果が**図表 2-11 左**である。本予測のメインシナリオでは、ウクライナ情勢の緊迫が緩和することで、足元で 120 ドル/バレル超の原油価格 (WTI) が 7-9 月期に低下傾向に転じ、2023 年 1-3 月期以降は 100 ドル/バレルで推移すると想定している。これに対し、3 月以降の原油価格がメインシナリオに比べて 10 ドル/バレル上昇するケースを想定すると、2022 年度の実質 GDP はメインシナリオから 0.1%程度下振れする。

産出額に占めるエネルギーの中間投入の割合を産業別に見ると、石油・石炭製品や電気・ガスではそれぞれ 6 割、4 割と圧倒的に大きい (**図表 2-11 中央**)。このほか、鉱業や化学、水道・廃棄物処理業などでも同割合が比較的大きく、企業収益の悪化につながりやすいとみられる (**図表 2-11 右**)。ただし、鉱業や化学などの付加価値額はさほど大きくないことから、収益悪化による経済全体への影響は限定的だろう。この点、感染拡大で需要が低迷している運輸・郵便業や宿泊・飲食サービス業は同割合も付加価値額も比較的大きい。経済活動の正常化が春から進み始めるとみられるものの、資源高によってこうした業種の業況が一段と悪化する可能性には警戒が必要だ。

図表 2-11：原油価格が 10 ドル/バレル上昇した場合の実質 GDP への影響 (左)、各産業の産出額に占めるエネルギーの中間投入の割合と付加価値額 (中央、右)



(注1) 左図は2022年3月以降の原油 (WTI) 価格がメインシナリオより10ドル/バレル上昇した場合の実質GDPへの影響。大和総研のマクロモデルによるシミュレーション。

(注2) 右図のエネルギーは石炭・原油・天然ガス、石油・石炭製品、電気・ガス・熱供給の合計。2019年のSNA産業連関表を基にした。「専門・科学技術、業務支援」は「専門・科学技術、業務支援サービス業」。

(出所) 内閣府統計より大和総研作成

② 円安 ～日本経済にプラスの効果をもたらすものの過去と比べて効果は低下

米国ではインフレの加速などを背景に金融政策が正常化へと向かう一方、日本では大規模な金融緩和が維持されている。結果として日米の金利差が拡大し、2021年1月に103～104円/ドル台で推移していたドル円レートは足元で115円/ドル前後で推移している。

こうした中、資源価格の高騰も相まって、円安のマイナス面がプラス面を上回る、いわゆる「悪い円安」を指摘する声が聞かれる。**前掲図表 2-10**を見ると、確かに円安が進行した時期（図中のシャドー）には為替要因がおおむね交易条件の押し下げに働いているが、その度合いは小さく、輸出入物価要因の方がはるかに大きい。輸入側の為替要因が輸出側のそれに相殺されることもあるが、輸入側の為替要因だけを取り出しても、交易条件の変動率の1割程度にすぎない（2000年以降の円安期）。このところ資源高によって交易条件が急速に悪化しているが、マクロで見れば、円安が交易条件に与えた影響はごくわずかである。

図表 2-12では、マクロモデルを用いて円安が企業収益や雇用者所得（企業にとっての人件費）に与える影響を試算した。これは前回の円安期に橋本（2014）¹²が行った試算を利用したものである。今回は、仮に感染拡大前の2019年4-6月期～2020年1-3月期に円安ドル高が進んだ場合に企業収益に与える影響を、直接効果（輸出入の増減による影響）と波及効果（企業間取引の増加、最終需要増加による影響）に分けた上で、産業別・企業規模別に示した。なお、橋本（2014）との比較においては、マクロモデルの構造が一部異なること、試算の対象期間が異なることには留意されたい。

図表 2-12：ドル円レートが10円/ドル減価したときの企業収益・雇用者所得に与える影響

		全規模全産業								
		製造業				非製造業				
			大企業	中小企業		大企業	中小企業	大企業	中小企業	
経常利益	変化額（10億円）	1,491	1,010	934	75	481	329	152	1,263	228
	経常利益に対する割合（%）	2.0	4.2	4.8	1.6	0.9	1.0	0.9	2.4	1.0
直接効果	変化額（10億円）	-254	551	548	3	-805	-730	-74	-183	-71
	経常利益に対する割合（%）	-0.3	2.3	2.8	0.1	-1.6	-2.2	-0.4	-0.3	-0.3
波及効果	変化額（10億円）	1,744	459	387	72	1,286	1,059	227	1,446	298
	経常利益に対する割合（%）	2.3	1.9	2.0	1.6	2.5	3.1	1.3	2.7	1.4
人件費	変化額（10億円）	1,999	1,243	1,049	194	756	362	394	1,411	588
	人件費に対する割合（%）	1.1	2.3	3.0	1.0	0.6	0.6	0.6	1.5	0.7

（注1）マクロモデルを用いた試算値。対象期間は2019年4-6月期～2020年1-3月期。

（注2）直接効果は、円安による輸出の増加と輸入価格上昇による影響の合計。

波及効果は、円安に伴う最終需要の増加、および価格転嫁を含めた企業間取引の増加による効果。

（注3）人件費に対する影響は、労働分配率を一定と仮定した値。

（出所）財務省、日本銀行、内閣府統計より大和総研作成

まず、円安による直接効果に注目すると、輸出依存度が高い大企業製造業では経常利益が0.5兆円程度押し上げられる。一方、中小企業製造業では収益の押し上げ幅はわずかであるほか、非製造業では輸出増加による直接的なメリットが小さいため、輸入価格の上昇により円安は収益の下押し要因となる。このため、全規模全産業では経常利益が0.3兆円程度押し下げられるという結果になった。

¹² 橋本政彦「[円安の波及効果と企業収益に与える影響](#)」（大和総研レポート、2014年12月29日）

次に波及効果を見ると、特に大きいのは大企業非製造業である。波及効果による収益の押し上げは 1 兆円程度と、直接効果によるマイナスを大きく上回る。中小企業非製造業でも同様に、波及効果によるプラスは直接効果によるマイナスよりも大きい。直接効果が収益の押し下げ要因になる非製造業においても、波及効果を踏まえれば円安は収益に対してプラスに働くとみられる。その結果、直接効果と波及効果を合わせた全規模全産業の経常利益に対する影響は約 1.5 兆円（経常利益に対する割合は 2.0%）と、大幅なプラスになると試算される。

今回の試算結果を橋本（2014）と比較すると、全体としての結論は変わらないものの、直接効果、波及効果を合わせた企業収益全体への影響は小さくなっている。為替レートが変化しても企業は輸出価格を据え置こうとする動きが広がり、輸出数量が増加して貿易収支が改善するという「Jカーブ効果」は、2010年代以降は表れにくくなった¹³。製造業の直接効果において円安による輸出数量への影響が小さくなったことで、設備投資やその他の企業間取引などへの波及効果が縮小したと考えられる。

最後に企業収益の増加の雇用者所得への波及に目を向けると、過去と同程度に収益の増加分が雇用者に回る（労働分配率が一定）と仮定すれば、人件費は 2.0 兆円程度押し上げられる。円安の進行は賃金上昇に相当程度寄与すると考えられる。ただし、人件費の増加にはラグが伴うため、短期的には家計の購買力が低下することには注意が必要だ。

ここでの試算には、過去 25 年ほどのデータを利用したマクロモデルを用いており、長期的な経済構造の影響がマクロモデルに反映されている。そのため試算結果は幅を持って解釈する必要があるが、日本銀行（2022）¹⁴の推計結果と同様、円安は日本経済にプラスの効果をもたらすと考えられる。ただし、プラスの効果は大企業製造業に偏在しており、Jカーブ効果が表れにくくなったことや輸入依存度の高まりによって効果は縮小している。また、企業規模別に見ればマイナスの影響を受ける企業も少なくないことに留意する必要があるだろう。

¹³ 円安による日本経済への影響について、詳しくは小林若葉・神田慶司・橋本政彦「[円安は日本経済にとって『プラス』なのか『マイナス』なのか？](#)」（大和総研レポート、2022年1月24日）を参照。

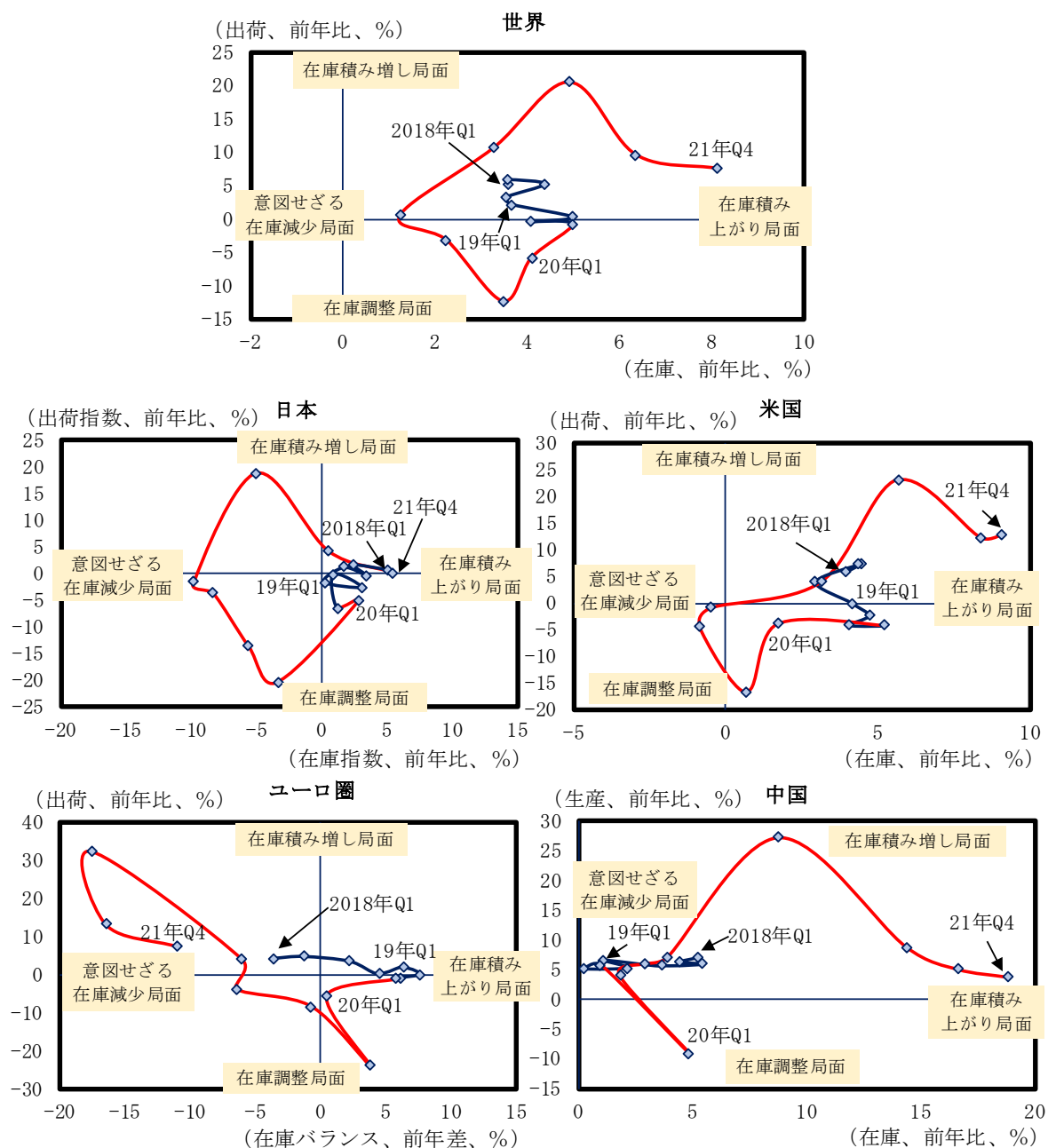
¹⁴ 日本銀行「経済・物価情勢の展望 2022年1月」（2022年1月19日）では為替変動が日本経済に与える影響をVARモデルで推計している。円安の実質GDPへの効果は、近年も含め、統計的に有意にプラスであると結論づけている。

③ 在庫・資本ストック循環 ～循環面からは世界経済は底堅い推移が続く見込み

コロナ禍では、各国の感染状況やそれに伴う行動制限により景気が大きく左右されてきた。感染拡大が落ち着いた後の景気を占うに当たり、在庫・資本ストック循環の動向を見ておこう。

まず、比較的短期の景気変動を在庫循環によって確認する。在庫循環は企業が出荷に見合った在庫を保有しようとする中、出荷と企業の生産計画の策定やその調整にはラグを伴うことで生まれる。在庫と出荷の前年比伸び率をそれぞれ横軸、縦軸に取った点は、時計回りに円を描く傾向が見られる（図表 2-13）。

図表 2-13：世界（日米欧（ユーロ圏）中）の在庫循環図



感染拡大前からの世界（日米欧（ユーロ圏）中）の在庫循環を振り返ると、2018年から2019年にかけては「在庫積み増し局面」から「在庫積み上がり局面」へと移行しており、徐々に在庫の調整圧力が高まっていった様子がうかがえる。2020年以降は感染拡大による大幅な景気後退とその回復を反映し、循環が大きく進展した。

2021年10-12月期は、「在庫積み増し局面」の右側に位置するが、このことは景気回復局面が既に後半戦に突入し、在庫循環からは景気が成熟化していることを示している。ただし、日本や欧米では春にかけて経済の正常化が進展する中で需要が大きく増加することで、一旦在庫の積み上がりは一服し、在庫循環は逆回転するとみられる。しばらくの間は、現在の「在庫積み増し局面」にとどまる可能性が高い。つまり、短期の景気循環を通じて見ると、世界経済は当面底堅い推移が続くと想定される。

国・地域別に見ると、2021年10-12月の日本、米国、中国の在庫循環は「在庫積み上がり局面」に位置しており、出荷の伸びは鈍化しつつある。上述のように日本や米国では経済の正常化が進む過程で出荷は増加し、在庫の積み上がりは和らぐとみられる。中国では2021年以降大幅に在庫が積み上がり、今後は在庫調整局面に向かうことが想定される。他方、欧州は「意図せざる在庫減少局面」にあり、当面の間、在庫循環面から景気が下支えされる公算が大きい。

次に、中期の景気変動を資本ストック循環から確認する。横軸に前年の設備投資・資本ストック比率（I/K比率）、縦軸に設備投資の前年比を取った点は、短期的な景気循環の過程においては、一定の期待成長率ライン上で時計回りに動くことが知られている。一方、中期的に企業の期待成長率が上昇（低下）した場合には、より高い（低い）期待成長率ラインの上へと循環の基点（中心的な位置）が移ることになる。

世界（日米欧中）の資本ストック循環図を見ると、2019年は、景気循環の進展に伴い、設備投資の伸びが鈍化するフェーズに入っていたことが分かる（**図表 2-14**）。感染拡大によって2020年の世界経済が大きく減速したことも相まって、設備投資の前年比伸び率は低迷した。しかしながら、景気後退局面は長くは続かず、2021年は設備投資が前年から大幅に増加して循環図の左上にシフトし、景気回復局面に移行した。

国・地域別に見ても、いずれも2020年は下方に、2021年は左上に移動しており、時計回りの循環が進んだことが見て取れる。日本では、2021年も設備投資の回復がさほど進まず、資本ストック循環図上では期待成長率±0%のライン上を移動した。内閣府によると、企業の期待成長率（今後5年間の全産業の業界需要の実質成長率）は2021年1月時点で+1.2%と、感染拡大前（2018~20年の調査では+1.1%）からほとんど変わっていない。2016~19年頃は期待成長率+1%ライン上で循環していたことを踏まえると、先行きは、企業が期待成長率を実現するために設備投資を積極化すると考えられる。資本ストック循環図上では、2022年は右上へ移動するだろう。2023年には景気が成熟化し、設備投資の増加率は緩やかに低下するとみられる。

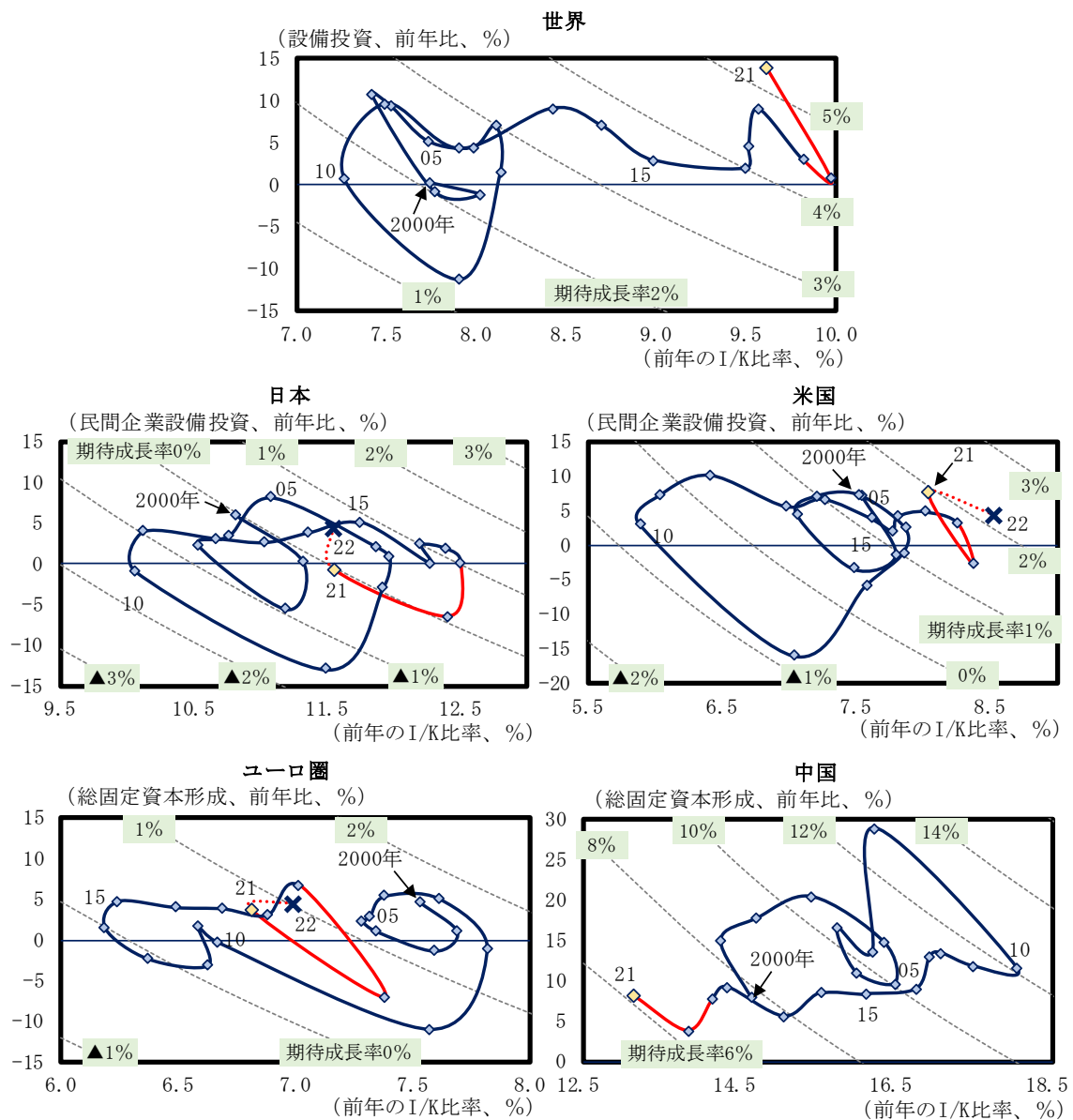
他方、2021年の米国、欧州の設備投資は大きく回復し、感染拡大前の循環の基点に戻ったとみられる。2022年の米国の潜在成長率は+2%程度（CBO）、欧州は+1%台半ば（欧州委員会）と感染拡大前から低下しておらず、経済の実力から見ても2019年以前の基点で循環する可能性

が高い。2022年、2023年は、設備投資の増加が続くものの、そのペースは緩やかなものになるだろう。ただし、金融政策が引き締め方向に移る中で企業の借入需要が低迷し、設備投資意欲が減退する可能性には注意が必要だ。

中国では、2011年以降、設備投資の前年比伸び率はプラスであるものの、その伸び率は縮小傾向にあり、I/K比率は低下が続いている。背景には、経済成長率の鈍化を受けた期待成長率の低下があると考えられる。中国経済は高度成長期から転換しつつあり、先行きの設備投資の伸び率は過去と比べると縮小することが見込まれる。

総じて見ると、資本ストック循環から見た先行きの世界景気は回復期にとどまるものの、その局面は後半期に入るとみられる。世界の設備投資の伸び率は徐々に低下していくだろう。

図表 2-14 : 世界（日米欧中）の資本ストック循環図



(注1) 世界の資本ストック循環図は、日本、米国、ユーロ圏、中国のGDPで加重平均した数値。赤線は2019年以降。2022年は大和総研による見通し。ユーロ圏、中国は住宅投資、公共投資を含む。

(注2) 中国の資本減耗率は5%と仮定。その他の国・地域の資本ストックが未公表の時期については、線形回帰によって延長。

(出所) 内閣府、BEA、欧州委員会、中国国家統計局、CEIC、Haver Analyticsより大和総研作成

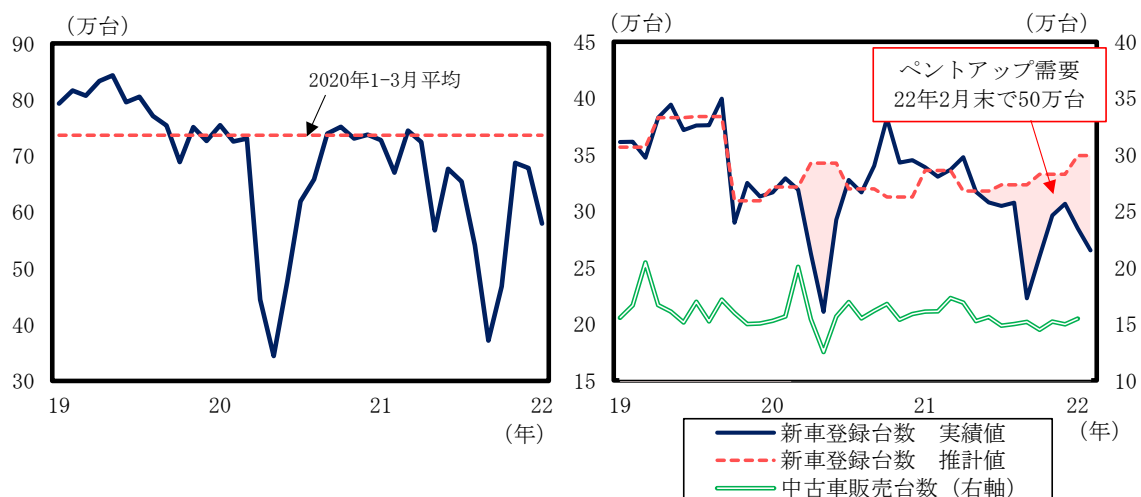
④ 国内の自動車の繰越需要 ～発現すれば1兆円の消費増加

世界的な半導体不足に加え、部品調達元の東南アジアにおける感染拡大により、自動車の国内生産台数は2021年8月から10月にかけて大幅に減少した（図表2-15左）。こうした影響を受け、7-9月期の国内の自動車販売は落ち込んだが、10-12月期には供給制約の緩和で急速に持ち直した。2022年に入り、オミクロン株の感染拡大によって国内の感染者や濃厚接触者が急増する中、自動車メーカーは再び減産を余儀なくされている。

図表2-15右で示した破線は、家計の購買力などのファンダメンタルズに基づいて推計した新車販売台数である。これを見ると、2020年度前半は特別定額給付金により潜在的な需要が増加した一方、外出自粛や販売代理店の休業などにより販売台数は減少し、推計値と実績値の差分である繰越需要が積み上がった。2020年度後半に一部が発現したものの、自動車の減産で再び積み上がり、2022年2月末で50万台分が残存しているとみられる。これに2020年の自動車の平均単価（約230万円）を掛け合わせると、繰越需要は1兆円と試算される。2021年10-12月期の耐久財消費額の約2割に相当する規模だ。感染拡大が落ち着くとみられる2022年春以降には自動車供給が増加し、個人消費の押し上げ要因となることが期待される。

もともと、半導体の供給不足は当面続くとみられる。トヨタ自動車の3月の生産台数は単月として過去最高となる見込みであるものの、半導体不足により挽回生産の規模は従来の計画よりも縮小するという。自動車生産は増加に向かうものの、その増加ペースは緩やかになるだろう。

図表2-15：日系自動車メーカーの国内生産台数（左）と国内乗用車の繰越需要（右）



（注1）左図、右図ともに大和総研による季節調整値。左図はトヨタ自動車、ホンダ、日産自動車、ダイハツ、マツダ、スズキ、三菱自動車、SUBARU、日野自動車の合計。

（注2）新車販売台数の推計値は2020年4-6月期以降の前年比推計値を用いて水準に換算した。推計期間は1984年1-3月期から2019年10-12月期まで。推計式は下記の通り。

乗用車販売台数（前年比）=1.0*実質所得（雇用者報酬+その他の経常移転（純）、前年比）-1.1*実質金利（前年差）+0.4*消費者マインド（消費者態度指数を構成する雇用環境の指標、前年差）-3.3*自動車価格（前年比）+ $\sum \beta$ *各種ダミー（前年差）所得は家計最終消費デフレーターで実質化した。ダミー変数は1989年～2019年の消費税導入・増税前後の半年間、2009年、2011年に導入したエコカー補助金期間中とその後半年間、2011年の東日本大震災発生後半年間で作成した。実質所得、消費者マインド、自動車価格は1%有意、実質金利は10%有意。決定係数は0.77。

「その他の経常移転」とは、非生命純保険料、非生命保険金、一般政府内の経常移転、経常国際協力及び他に分類されない経常移転で構成され、特別定額給付金を含む。

（出所）日本銀行、内閣府、総務省、日本自動車販売協会連合会、全国軽自動車協会連合会統計、自動車メーカー各社ニュースリリースより大和総研作成

3. 論点①：成長と Well-being に見る「人財大国」への課題

神田 慶司・末吉 孝行・橋本 政彦・岸川 和馬

岸田政権は「成長と分配の好循環」による「新しい資本主義」の実現を目指している。これについて前回予測改訂版¹⁵では、資金フロー面から日本経済が抱える 5 つの問題点を指摘し、これらの解決に向けた政策の方向性などを論じた。

今回は「ヒト」の観点から「新しい資本主義」の実現に向けた課題について検討する。岸田首相は近著¹⁶において、『資本』と『労働』、すなわち『カネ』と『ヒト』、資本主義の二大要素ですが、よりヒトを重視した、人間中心の資本主義を目指していかなければなりません」と述べた。また 2021 年 12 月 6 日の所信表明演説では、「人への分配は、『コスト』ではなく、未来への『投資』です」との考えを示した¹⁷。人口減少・高齢化が進む日本において、働き手の付加価値創造力の引き上げが重要であることはいままでもない。だが、労働生産性の水準は以前から主要先進国に大きく見劣りしており、平均賃金の低さの主因になっている。

こうした状況から脱却するにはどのような取り組みが求められるだろうか。本章 1 節では、OECD が作成している Well-being (社会の豊かさや人々の生活の質、満足度等¹⁸) の指標を基に、日本の経済社会の特徴を多面的に評価する。2 節では無形資産投資、雇用の流動性、就労面での男女間格差について、国際的な視点で日本の課題を整理する。3 節では前節までの分析を踏まえ、必要な政策の方向性について述べる。

3.1 成長と Well-being の関係と日本の特徴

生産性の高い国では Well-being も高い傾向が見られるが、地域性は見られず

Well-being を計測しようとする取り組みは国内外で行われているが¹⁹、本章で取り上げるのは OECD の Better Life Index (以下、BLI) である。フランスのサルコジ大統領 (当時) のイニシアチブにより設けられた「経済成果と社会進歩の計測に関する委員会」(ノーベル経済学賞受賞者であるジョセフ・E・スティグリッツ教授とアマルティア・セン教授がそれぞれ委員長と顧問) が 2009 年に提言をとりまとめ、それに基づき OECD が開発した指標である。

BLI は住宅、収入、雇用など計 11 の分野でスコアを比較できるように設計されており、それぞれの分野には複数の指標が設けられている (後掲図表 3-2 右)。類似の指標としては、国連が

¹⁵ 熊谷亮丸他「第 211 回日本経済予測 (改訂版)」(大和総研レポート、2021 年 12 月 8 日) の論点①を参照。

¹⁶ 『岸田ビジョン 分断から協調へ』、講談社、2020 年 9 月。

¹⁷ https://www.kantei.go.jp/jp/101_kishida/statement/2021/1206shoshinhyomei.html

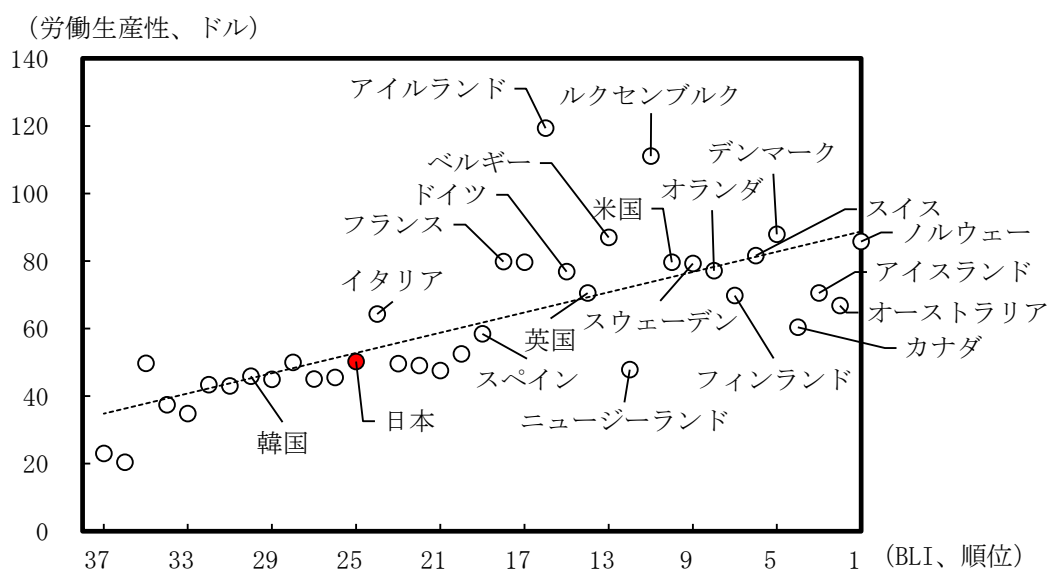
¹⁸ OECD のガイドラインによれば、Well-being には幸せ (Happiness) 以外のものも含まれており、「肯定的なものから否定的なものまで、人々が自分の生活に対して行うあらゆる評価と、人々が自身の経験に対して示す感情的反応を含む良好な状態」と定義している。

¹⁹ 日本の最近の取り組みとしては、内閣府が経済社会を Well-being の観点から多面的に把握し、政策運営に活かしていくため、「満足度・生活の質に関する調査」を 2019 年から毎年実施している。また、満足度・生活の質を表す指標群 (Well-being ダッシュボード) も公表している。

公表している幸福度指数がある。6つの指標²⁰のみで構成されており、シンプルで分かりやすいものの、BLIの方が多面的で包括的にWell-beingを評価することができる。

BLIはどのような国で高いのだろうか。データが公表されていないコスタリカを除くOECD加盟37カ国を対象に、11分野のスコアを単純平均したBLIの順位と労働生産性の水準を散布図で示したのが**図表 3-1**である。これを見ると、生産性の高い国ではBLIも高い傾向にある。経済成長はWell-beingの向上に寄与しているだけでなく、Well-beingの向上が経済成長に直接的、間接的に好影響をもたらしている可能性が示唆される。BLIを構成する11分野には「所得や富」「雇用と仕事の質」など生産性との関連性の高いものもあるが、「環境の質」「社会とのつながり」「市民参画」など生産性に直結しにくいものも多いからだ。

図表 3-1 : OECD 加盟国における労働生産性と BLI の関係



(注) コスタリカを除くOECD加盟37カ国。労働生産性は2020年、BLIは直近の公表値。図中の破線は傾向線。
(出所) OECD統計より大和総研作成

BLIの上位15カ国は欧米に集中している。ただし、北欧（ノルウェー、アイスランド、デンマーク、フィンランド、スウェーデン）、アングロサクソン（オーストラリア、カナダ、米国、ニュージーランド、英国）、大陸欧州（スイス、オランダ、ルクセンブルク、ベルギー、ドイツ）の3地域で5カ国ずつ分布しており、地域的な偏りは見られない。北欧では高福祉高負担の「大きな政府」、アングロサクソンでは低福祉低負担の「小さな政府」を志向する傾向にあるが、BLIはそのような政府の規模とは関係なさそうだ。

むしろ「政府の機能」の方が重要であろう。経済社会的問題に制度面で適切に対応すれば、社会の安定性が高まり、経済基盤が強化されることで、結果的にBLIが上昇すると考えられるからだ。政府に対する国民の支持や信頼が集まりやすくなり、有効な政策が一層実施されやすくなるだろう。

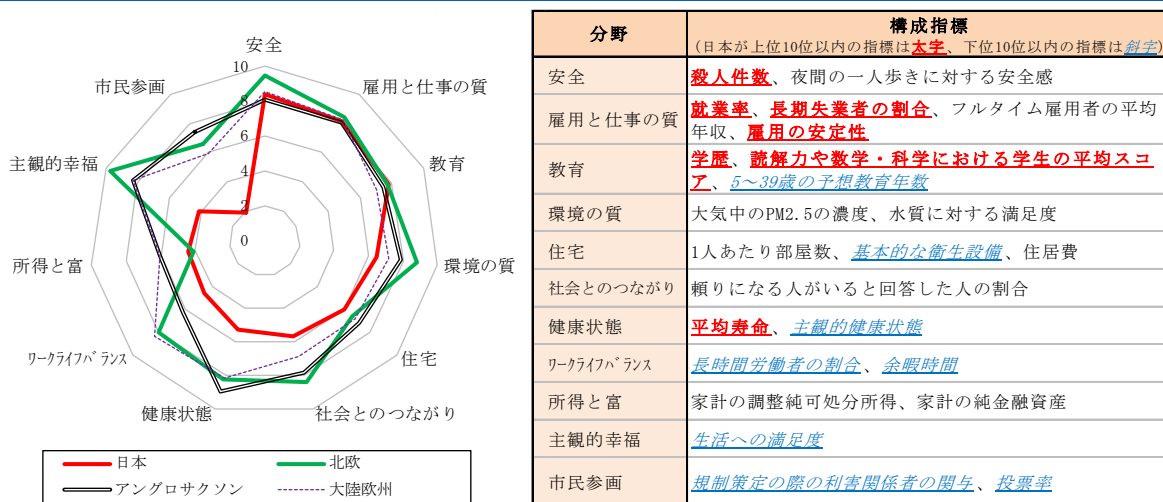
²⁰ 「1人あたりGDP」「社会的支援」「健康寿命」「人生の選択の自由」「寛大さ」「汚職に対する認識」。

日本は学力・健康・治安などで世界トップクラスだがワークライフバランスなどで見劣り

日本の BLI の順位は、コスタリカを除く OECD 加盟 37 カ国中 25 位にとどまる。日本の特徴を明らかにするため、BLI の上位 15 カ国を北欧・アングロサクソン・大陸欧州の 3 地域に分けて平均値を取り、分野ごとに日本と比較した結果が**図表 3-2 左**である。

11 分野のうち、日本のスコアは「安全」「雇用と仕事の質」「教育」で高く、BLI の上位国を上回るか遜色ない水準にある。構成する指標の中には、国際的に見て日本がとりわけ優れているものが多い（**図表 3-2 右**）。例えば「安全」では、日本の殺人件数は人口 10 万人あたり 0.2 件と、英国に次いで 37 カ国中 2 位である。「雇用と仕事の質」では長期雇用の慣行や解雇権濫用法理²¹などによって失職のリスクが低く抑えられていることもあり、雇用の安定性は同 2 位である。「教育」のうち、学歴や学生の学力はともに同 1 位だ。「健康状態」のスコアは低い、構成指標の 1 つである平均寿命は同 1 位である。

図表 3-2 : BLI の上位 15 カ国と日本の比較（左）、分野別に見た構成指標（右）



(注1) 左図はBLIの上位15カ国を「北欧」（ノルウェー・アイスランド・デンマーク・フィンランド・スウェーデン）、「アングロサクソン」（オーストラリア・カナダ・米国・ニュージーランド・英国）、「大陸欧州」（スイス・オランダ・ルクセンブルク・ベルギー・ドイツ）に大別して集計。

(注2) 右図の「雇用の安定性」は失業確率と失業時に予想される報酬の喪失（前年の報酬に占める割合）。「基本的な衛生設備」は世帯専用の水洗トイレのある住宅に住む人の割合。「学歴」は25～64歳人口に占める後期中等教育以上の修了者（高卒以上の者）の割合。

(出所) OECD統計より大和総研作成

一方、「ワークライフバランス」「市民参画」「社会とのつながり」などのスコアはBLIの上位国に見劣りする。「ワークライフバランス」では長時間労働者の割合が37カ国中33位、余暇時間が同32位である。北欧や大陸欧州ではこれらのスコアの高い国が多い。「教育」でも日本は5～39歳の予想教育年数が同32位にとどまり、リカレント教育の弱さが表れているとみられる。

「市民参画」では投票率の低さに加え、政策や規制の策定プロセスに企業や住民の意見を反映させる機会が少ないことも影響している。「社会とのつながり」では、困ったときに頼れる友人などがいると答えた割合がBLIの上位国のそれを下回る。政府や他者への信頼や関心が比較的高い北欧諸国、スイス、ニュージーランドなどでは、再分配政策（公助）や寄付行為（共助）への支持・賛同が得られやすく、格差の抑制につながっているとみられる。

²¹ 会社からの一方的な解雇を制限するもので「客観的に合理的な理由を欠き、社会通念上相当であると認められない場合は、その権利を濫用したものとして、無効とする」（労働契約法第16条）という考え方。

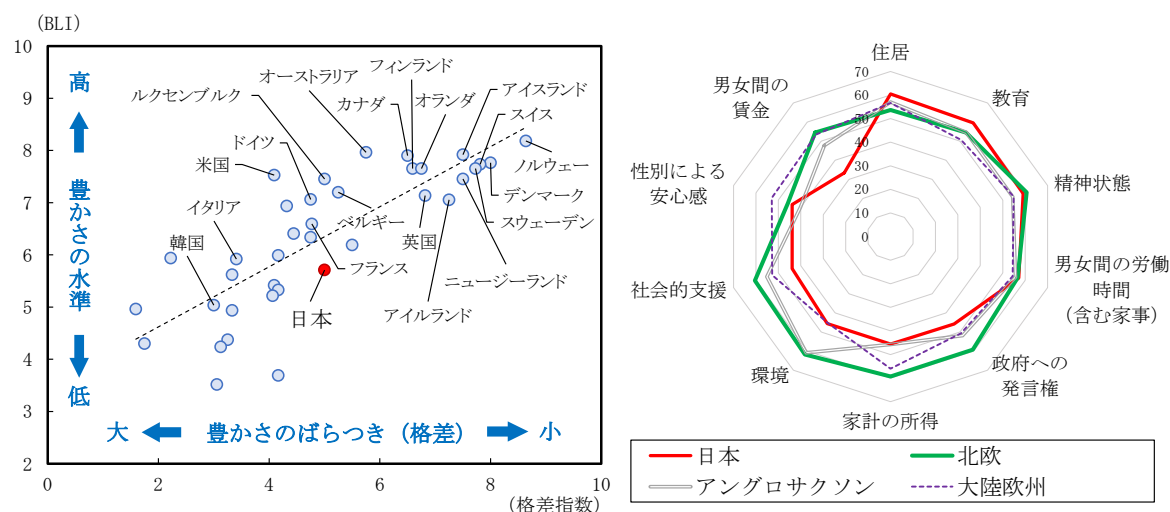
「主観的幸福」や、「健康状態」における主観的健康状態などで日本のスコアがかなり低いのは、アンケート調査に控えめに回答する国民性も影響しているかもしれない。日本に地理的に近い韓国でも同様の傾向が見られる。主観的な状態を尋ねるアンケートの結果には国ごとの環境や国民性が影響すると指摘されており、この点でBLIの結果は幅を持って見る必要がある。

日本は諸外国に比べ男女間の賃金格差がとりわけ大きい

BLIはWell-beingの平均水準（average）に着目しているが、OECD（2020）²²では不平等（inequality）の度合いを表す12の指標を一本化した格差指数を紹介している。上位20%と下位20%の家計所得の比率や、15歳以下の学力格差、男女間の賃金格差などが含まれている。

図表3-3左はOECD加盟37カ国を対象に、前出のBLIと格差指数を散布図で示したものである。格差の小さい国ほどBLIが高い傾向が見られる。国内における不平等感の小ささが国民の幸福度に好ましい影響を与えるという先行研究があり²³、格差の抑制はWell-beingの向上につながる可能性がある。

図表3-3：OECD加盟国におけるBLIと格差指数（左）、格差指数の構成指標（右）



- (注1) コスタリカを除くOECD加盟37カ国。破線は傾向線。
(注2) 豊かさの平均水準は各国のBLIの11分野のスコアの平均値。
(注3) 格差指数はOECDの“How's Life 2020? Measuring Well-being”におけるPerformance in terms of inequalities in current well-beingで、下位20%の家計所得で割った上位20%の家計所得、過密状態で生活する家計の比率、男性と女性の賃金中央値の差の男性賃金との比率、週50時間以上働く被雇用者の比率、25歳時点での男性の平均余命の学歴による差、数学・読解・科学のスコアが低い生徒の比率、大気汚染にさらされている人口の比率、昨日と比べて前向きな感情よりも負の感情を持つ人々の比率、夜間に1人で歩く際に女性が男性よりも不安を感じる比率、有償・無償を含む労働時間の男女差、必要なときに頼れる友人や身内がない人の比率、政府に対して発言権がないと思っている人の比率を集計して作成されている。
(注4) 右図の項目は左図の格差指数の構成項目の偏差値をとったもの。値が小さいほど格差が大きい。日本のデータがない項目は除外した。
(出所) OECD統計より大和総研作成

日本は格差指数で37カ国中15位であり、諸外国に比べ格差が大きいわけではない。もっとも、BLIの上位15カ国を地域別に集計して日本と比較した図表3-3右を見ると、日本では「男女間の賃金格差」が特に大きい（同35位）。次節で述べるように、男女間の賃金格差の背景には

²² OECD (2020) “How's Life 2020? Measuring Well-being”

²³ 例えば、Martela, Greve, Rothstein and Saari (2020) “The Nordic Exceptionalism: What Explains Why the Nordic Countries Are Constantly Among the Happiest in the World” *World Happiness Report 2020*, Chapter 7.

女性の能力を活かしきれていないことがあり、家事・育児などの分担が女性に偏っていることや、女性に対する就労支援が十分でないことなどが影響していると考えられる。

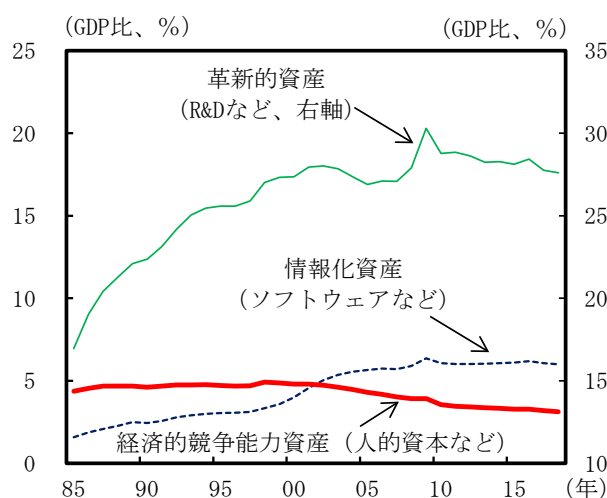
3.2 「ヒト」の観点からみた日本経済の3つの課題

BLI から整理すると、日本は教育水準や平均寿命、治安などにおいて世界トップクラスであり、諸外国に比べ就労に多くの時間を充てているにもかかわらず、付加価値が十分に生み出されていない。ワークライフバランスや男女間の有償・無償労働の格差などが影響している可能性が示唆されるが、ほかにも「ヒト」の観点からは、人的資本への過小投資や成長産業・企業への労働移動の停滞なども低生産性の一因とみられる。そこで以下では、無形資産投資、雇用の流動性、就労面での男女間格差、という3つの課題について国際比較を交えながら整理する。

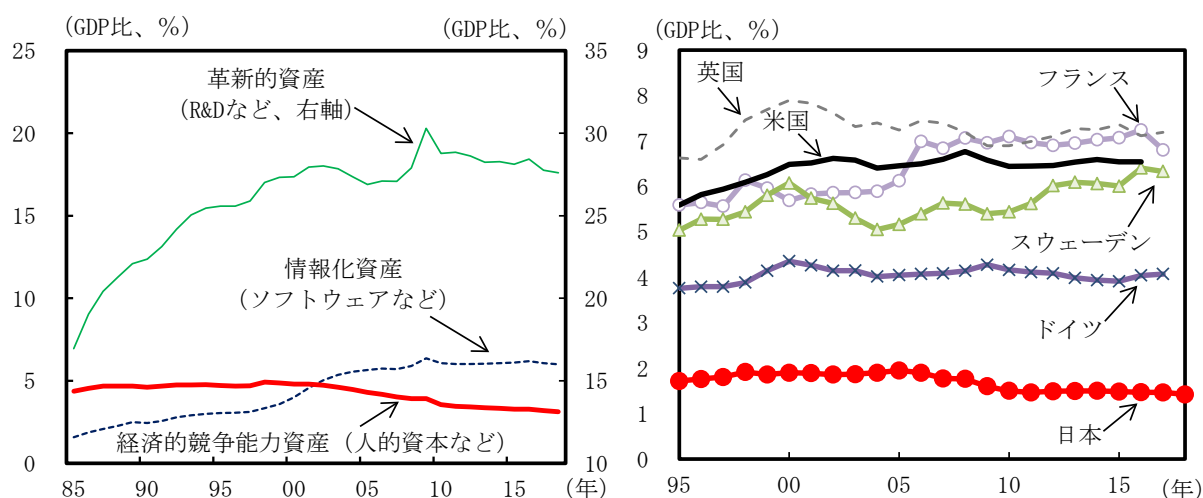
日本の人的資本投資は2000年代から低迷が続く

図表 3-4 は日本の無形資産のストックを革新的資産（主に研究開発投資やライセンスに関連する資産）、情報化資産（ソフトウェアなど）、経済的競争能力資産（人的資本投資や組織改革投資、ブランディングに関連する資産）の3つに分けたものである。革新的資産は1980年代後半から1990年代にかけて大幅に増加し、情報化資産はIT革命を契機として2000年代を中心に蓄積された。一方、経済的競争能力資産は1990年代後半をピークに、足元まで緩やかな減少傾向が続いている。無形資産全体に占める経済的競争能力資産の割合はとりわけ非製造業で低下しており、人への投資が長期にわたって抑制されてきた様子が見て取れる。

図表 3-4：日本の無形資産（ストック）



図表 3-5：経済的競争能力資産への投資（フロー）



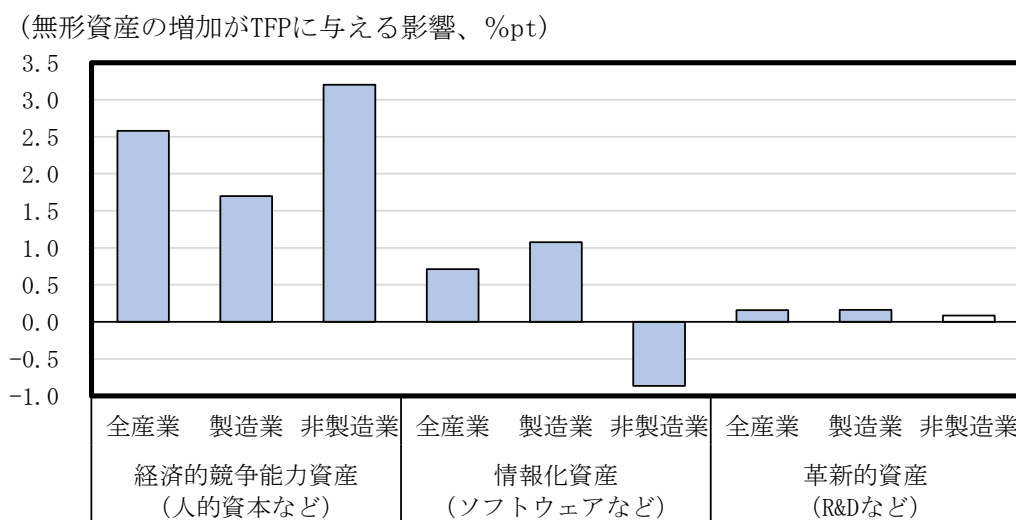
(注1) 左図の2012年まではJIPデータベース2015、2013年以降はJIPデータベース2021を用い延長推計。
(注2) 右図の日本以外はINTAN-Investのデータで、不動産、公務、教育、医療、家内工業を除いた数字。日本はJIPデータベースにおいて、不動産業、公務、教育、医療・保健衛生、社会保険・社会福祉、介護を除いて作成。

(出所) OECD統計、INTAN-Invest、JIPデータベース、内閣府統計より大和総研作成

欧米の主要先進国と比較すると、日本の経済的競争能力資産への投資の少なさが一層際立つ（図表 3-5）。掲載した諸外国の中で投資額が最も少ないドイツでも GDP 比 4%程度であり、日本（同 1.5%程度）の 2 倍超である。英国やフランスでは同 7%程度に達する。日本企業が人的資本投資を抑制してきた背景には、長期にわたる不況のために行われた厳しいリストラの一環で、研修支出が 2000 年代に入って削減されたことなどがある²⁴。統計上、経済的競争能力資産への投資は外部研修への支出が中心であり OJT が十分に反映されていない点は割り引いてみる必要がある²⁵。しかし、非製造業を中心とした非正規雇用の拡大に伴い、OJT などにおいても投資が抑制された可能性は否定できない。政府による人材育成費用に対する補助制度が実施されているものの、その認知度の低さなどから十分に活用が進んでいない。

日本における人的資本投資の停滞は、生産性が伸び悩む大きな要因となっている可能性がある。図表 3-6 は 3 つの無形資産の拡大が各業種の全要素生産性（TFP）に与える影響を推計した結果である。経済的競争能力資産が TFP を押し上げる効果は他の無形資産のそれよりもかなり大きい。また、業種別では非製造業において効果が大きく、労働集約的な非製造業では人への投資を通じた労働生産性の改善余地は製造業と比較しても大きい可能性が示唆される。

図表 3-6：無形資産の増加が TFP に与える影響



(注) Miyagawa and Hisa (2013) を参考に以下の式を業種ごとにパネル推計（推計期間：1994 年-2018 年）。
 $TFP \text{ 上昇率} = \text{定数項} + \Delta(\text{無形資産}) / \text{付加価値} + \text{GDP ギャップ} + \text{TFP ギャップ} + \text{TFP 上昇率} (-1)$
 図表の値は無形資産に係るパラメーター。白抜きは 10%有意水準を満たさないことを示す。その他は 1%有意水準を満たす。

(出所) JIP データベース、Miyagawa, Tsutomu and Hisa, Shoichi (2013), “Estimates of Intangible Investment by Industry and Productivity Growth in Japan” Japanese Economic Review, 64 (1), 42-72. より大和総研作成

²⁴ 例えば、宮川努、比佐章一（2013）「産業別無形資産投資と日本の経済成長」、財務省財務総合政策研究所『フィナンシャル・レビュー』第 112 号、pp. 157-179

²⁵ 公益財団法人 日本生産性本部 生産性総合研究センター（2020）「日本企業の人材育成投資の実態と今後の方向性」、公益財団法人 日本生産性本部 生産性総合研究センター「生産性レポート Vol. 17」

金（2017）は²⁶、無形資産間の補完性を考慮すると、現在の資産構成では無形資産から十分なリターンを得られていない可能性を指摘している。例えば、企業が IT 投資を増やしても、それを使いこなすための社員教育（人的資本投資）が不十分であれば、IT 資本を活かせず生産性が高まりにくい。日本では無形資産全体に占める経済的競争能力資産の割合が低下しており、そのことが情報化資産や革新的資産の投資効果を抑制している可能性がある。逆にいえば、過小となっている経済的競争能力資産への投資の増加は、**図表 3-6** で示した推計結果以上に生産性の向上に資する可能性がある。

円滑な労働移動の実現には積極的労働市場政策や再分配政策の強化が課題に

20～64 歳人口は 2065 年までに約 2,700 万人（約 4 割）減少すると見込まれている²⁷。また、脱炭素化やデジタル化、AI（人工知能）の活用拡大などにより、産業構造は大きく変化する可能性がある。こうした中、希少性を増す労働力が成長産業・企業へと円滑に移動し、経済全体でより高い付加価値を生み出すことが日本の重要課題である。

図表 3-7 左の横軸で示した雇用の流動性²⁸に目を向けると、北欧・アングロサクソン諸国は比較的高く、大陸欧州や日本は低めである。雇用の流動性が高い国では生活が不安定で所得格差が大きいと想像しがちだが、データを見ると、実際にはそうでない国が多い。**図表 3-7 左**の縦軸は 2018 年における 18～65 歳の可処分所得ベースのジニ係数である。係数が大きい（小さい）ほど所得格差が大きい（小さい）ことを表す。例えば、掲載国の中で雇用の流動性が最も高いカナダのジニ係数はフランス並みに小さく、次いで雇用の流動性が高いスウェーデンのジニ係数は掲載国の中で最低水準付近にある。

こうした違いは、再分配前の当初所得の格差や、積極的労働市場政策（職業訓練や就職相談などにより失業者の稼得能力を高めて労働市場に復帰させる政策）の規模、税制・社会保障制度による再分配効果ももたらしている。公的な支援に乏しい米国では当初所得の格差が大きく、再分配効果が小さいため、可処分所得ベースのジニ係数が大きい（**図表 3-7 右**）。他方、北欧諸国では積極的労働市場政策の効果もあって当初所得の格差が他地域よりも小さい傾向にある。さらに再分配効果が大きいことで、可処分所得ベースのジニ係数は他地域を明確に下回っている。

翻って日本では雇用の流動性が大陸欧州諸国並みに低い。積極的労働政策の規模はかなり小さいが、当初所得ベースのジニ係数は掲載国の中で 3 番目に小さい。背景には低水準の失業率と安定した雇用環境があるとみられ、前節で紹介したように日本の雇用の安定性に関するスコ

²⁶ 金榮慤（2017）「日本企業の無形資産投資、現状と課題」財務省財務総合政策研究所『「企業の投資戦略に関する研究会－イノベーションに向けて－」報告書』第 4 章。

²⁷ 国立社会保障・人口問題研究所「日本の将来推計人口（平成 29 年推計）」における出生中位（死亡中位）推計値で、2022 年 1 月概算値（総務省「人口推計」）からの減少幅（率）。

²⁸ **図表 3-7 左**で示した「雇用流動性指数」は、「就業者の失業リスク」と「失業者の就業可能性」の偏差値の平均値で、値が大きいほど労働市場が流動的であることを表す。「就業者の失業リスク」と「失業者の就業可能性」は以下の計算式に基づく。

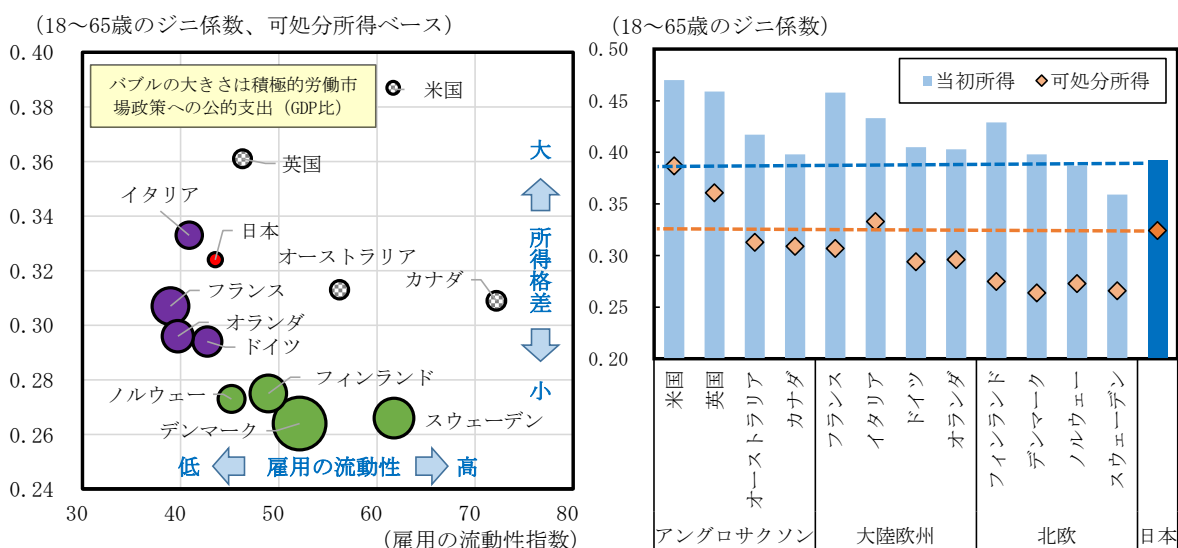
$$\text{就業者の失業リスク} = \text{失業期間 1 カ月未満の失業者数} \div \text{就業者数}$$

$$\text{失業者の就業可能性} = (\text{失業期間 1 カ月未満の失業者数} - \text{失業者数の変化の月平均}) \div \text{失業者数}$$

アが OECD 加盟 37 カ国中 2 位であることと整合的である。半面、再分配効果は米国よりも小さく、可処分所得ベースのジニ係数は掲載国の中で 4 番目に大きい（**図表 3-7**）。

日本では失業するリスクは低いものの、平均的な失業期間が長い。公的な支援が米国並みに乏しく、一度失業するとそれが長期化しやすい構造にあることを踏まえると、単純に解雇規制を緩めるなどして雇用の流動性を高めれば、失業者の増加や所得格差の拡大をもたらしかねない。円滑な労働移動の実現には、積極的労働市場政策や再分配政策を強化する必要があるだろう。

図表 3-7：国際的に見た雇用の流動性と所得格差、積極的労働市場政策への公的支出



(注1) ジニ係数は2018年。労働市場政策への公的支出は2016年（フランスは2015年で、英国は2011年。日本と英国は4月から、オーストラリアは7月から、米国は10月からの年度値）。

(注2) 2010～19年における「失業期間1カ月未満の失業者数÷就業者数」と「(失業期間1カ月未満の失業者数-失業者数の変化の月平均)÷失業者数」の偏差値をそれぞれ算出し、その平均値を「雇用の流動性指数」とした。ただしオーストラリアは2010～18年で、英国は2010～15年。

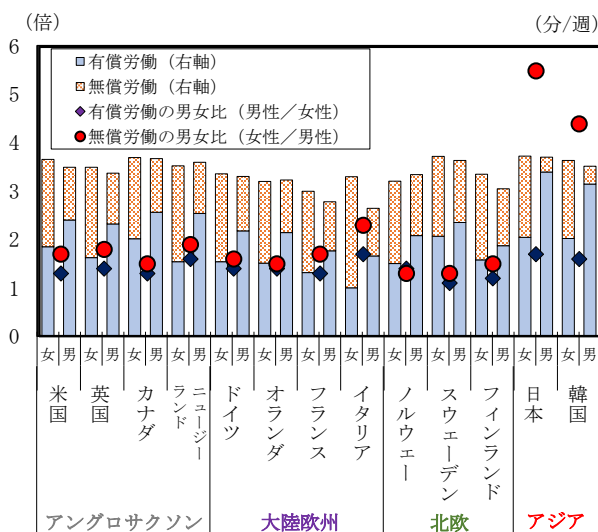
(出所) OECD統計、労働政策研究・研修機構『データブック国際労働比較2019』より大和総研作成

女性は労働力率が高まったものの無償労働の分担やキャリア形成などに課題

日本の労働市場における別の課題としては、男女間の格差の解消、すなわち女性活躍の一層の促進が挙げられる。以前から指摘されていた女性の労働参加の遅れについては着実に改善している。2020年の女性（20～64歳）の労働力率は76.8%と、米国（同70.6%）やフランス（同73.7%）などを上回った。だが、男女間の賃金格差はOECD加盟37カ国中3番目に大きい。

背景には女性の非正規比率の高さがある。女性では5割を上回る一方、男性では2割超にとどまる。非正規として働く理由を確認すると、女性では「家計の補助・学費等を得たいから」、「家事・育児・介護等と両立しやすいため」との回答割合が大きい。女性は男性に比べて家事・育児・介護に多くの時間を割いており、女性の勤労所得は多くの世帯において補助的な位置付けであることを表している。家事などの無償労働の男女間格差は国際的に見て非常に大きく、これが女性の非正規雇用比率の高さの一因になっているとみられる（**図表 3-8**）。

図表 3-8 : 国際的に見た無償労働の男女間格差

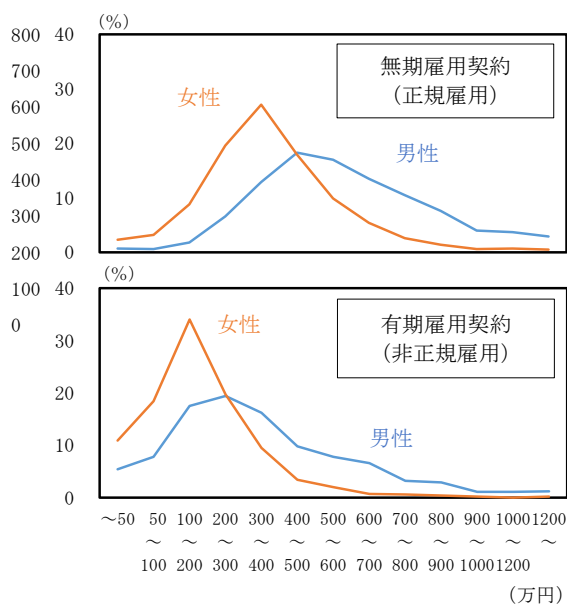


(注1) 有償・無償労働の男女間格差は2009～18年。

(注2) 大卒・大学院卒の年収分布は2019年。

(出所) 内閣府「男女共同参画白書」、OECD、リクルートワークス研究所「全国就業実態パネル調査 (JPSED)」より大和総研作成

図表 3-9 : 大卒・大学院卒の年収分布

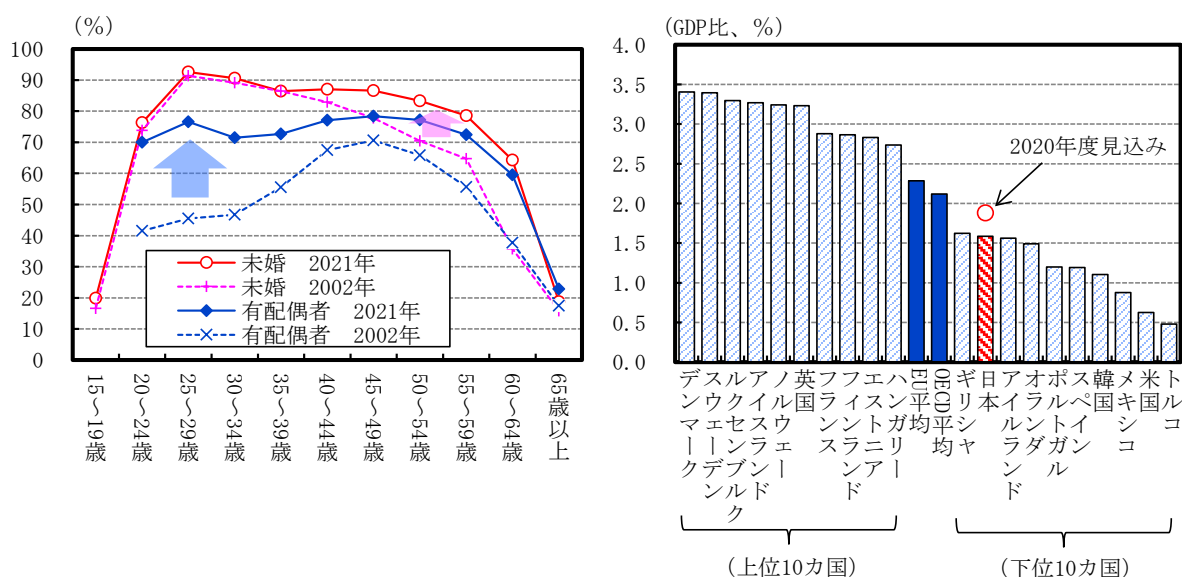


こうした男女の働き方の違いは女性のキャリア形成にも影響を及ぼし、男女間の賃金格差をより深刻なものにしている。大卒・大学院卒の年収分布を雇用形態別に男女間で比較すると、有期雇用契約（≒非正規雇用）だけでなく、無期雇用契約（≒正規雇用）においても女性の賃金分布は男性のそれよりも左側に偏っている（図表 3-9）。民間企業の管理職相当の女性割合は上昇傾向にあり、1990 年で 5% に満たなかった課長相当職の女性割合は 2020 年で 10% 超まで上昇した。上場企業における女性役員数もここ 10 年程度でおよそ 5 倍に増加している。だが、世界経済フォーラムが公表する“Global Gender Gap Report 2021”によれば、「議員・高級事務官・管理職の男女比」で日本は 156 カ国中 139 位、「専門職の男女比」では同 105 位にとどまる。国際的にはなお遅れているといわざるを得ない。

先述のように、女性の労働力率は欧米先進国並みになったが、これは主に 20～30 代の有配偶者と 40 代以上の未婚者の労働参加の進展が寄与した（図表 3-10 左）。だがそれでも、有配偶者の労働力率は未婚女性に比べて低く、その傾向はとりわけ 20～30 代で強い。このことは、現在も出産・育児が労働市場からの退出の契機になっていることを示唆する。女性の労働力率に見られる「M 字カーブ」のへこみはかなり浅くなったものの、台形になったとはいえない。

就労面における男女間格差の背景には、日本特有の労働慣行や人々の意識など、様々な要因があるとみられるが、政府による支援の不十分さも一因になっている可能性がある。家族関係社会支出を GDP 比で国際比較すると、日本は 2017 年で OECD 加盟 37 カ国中 29 位である（図表 3-10 右）。幼児教育・保育の無償化による支出増を考慮して日本の 2020 年度の水準を試算すると、足元では OECD 平均に近いところまで高まったとみられる。だが一方、待機児童問題などは現在も解消していない。公的な家族支援が充実している国の取り組みを参考に、EBPM（証拠に基づく政策運営）の観点から家族関係社会支出の在り方について検討を進めるべきだ。

図表 3-10 : 配偶者の有無別に見た女性の労働力率 (左)、家族関係社会支出の国際比較 (右)



(注) 右図はコスタリカを除くOECD加盟37カ国のうち、上位・下位それぞれ10カ国、およびOECD平均、EU平均を表示。データは2017年。日本の2020年度見込みは大和総研による予測値。
(出所) 総務省、OECDより大和総研作成

3.3 「人財大国」に向けた政策の方向性

人材を「人財」と捉えた取り組みが「新しい資本主義」の実現につながる

前節までの分析を踏まえると、日本は労働市場政策や再分配政策、家族支援策（少子化対策）の強化が求められる。また、家庭内の男女の役割分担の見直しや働き方改革などを官民で推進する必要がある。希少性を増す人材を「人財」と捉える視点が一層求められ、働く意欲と能力のある多様な人材が活躍できる環境の整備や、企業による人的資本投資やリカレント教育の促進が重要である。こうした取り組みは「新しい資本主義」の実現につながる。

国際的な人材獲得競争が激化する中、いざ日本が外国人労働者を積極的に受け入れようとしても、外国人労働者から就労先として選ばれない可能性は十分にある。東南アジア諸国でも高齢化の進展が見込まれており、感染拡大前のように人材を海外に供給し続けることは困難になる。外国人にとって魅力的な職場環境を整備することは働き方改革そのものであり、日本人労働者にとってもグローバル展開に円滑な対応が可能になるといった効果が期待できる。

2022年度は制度面から多様な人材の活躍が促進される。改正育児・介護休業法の施行に伴い、4月には育児休業を取得しやすい雇用環境の整備などが企業に義務付けられる。10月には子の出生直後の時期における柔軟な育児休業の枠組みが創設される。また、改正女性活躍推進法やパワハラ防止法（改正労働施策総合推進法）が4月から中堅・中小企業にも適用され、女性社員の活躍状況に関する課題の分析や改善計画の策定・届出、パワハラ防止にかかる方針の明確化などが企業に義務付けられる。まずはこうした制度改正の効果を見極める必要があるが、ほかにも社会保険料の支払いが免除される第3号被保険者制度の見直しや、家事労働の外部化を税制面から支援することなどの検討も政府には求められる。

都市部に比べてテレワークの実施が大きく遅れる地方

2015 年秋に当時の安倍政権が打ち出した「一億総活躍社会」は、新型コロナウイルス感染症の拡大により、図らずもテレワークが広がったことで実現しやすくなった。テレワークなら育児中や介護中の人、通勤が負担と感じる高齢者や障がい者なども働きやすくなる。リクルートワークス研究所が 2017 年に 5 万人弱を対象に実施したアンケート調査の分析結果によると²⁹、テレワークを利用する男性はそうでない場合に比べて家事・育児時間が有意に長かったという。テレワークの普及で夫の通勤時間が短くなれば、妻のワークライフバランスが改善され、就業促進や離職率低下につながる可能性が示唆される。

近年、副業・兼業を認める企業が増えているが、例えば都市部で働く人が週に数回、地方企業でリモート副業することも考えられる。都市部の大企業に偏りがちな高度人材の専門知識や経験、人的ネットワークが地方企業で広く活かされるようになれば、企業収益が拡大する機会が増え、地方経済の活性化にもつながる。

もっとも、テレワークが進んでいるのは都市部が中心であり、地方との格差は大きい。内閣府の調査によると、2019 年 12 月で 10.3%だった全国のテレワーク実施率は 2021 年 9~10 月で 32.2%となった³⁰。地域別では東京 23 区が 55.2%に達した一方、地方圏は 23.5%にとどまる。今後はテレワークをいかに地方で普及させるかが課題であり、この点で岸田政権の「デジタル田園都市国家構想」の取り組みが注目される。

円滑な労働移動の実現には雇用制度の見直しも課題に

成長産業・企業への円滑な労働移動を実現する上では、公的支援の強化に加え、日本で定着しているメンバーシップ型雇用の見直しも課題になろう。メンバーシップ型雇用は職務無限定の働き方であり、使用者の命令に基づいてその都度従業員の職務が決まる。欧米で一般的なジョブ型雇用とは対極的だ。メンバーシップ型は雇用の安定性が高く、中長期的な視点で人材を育成しやすい。欠員時に配置転換を柔軟に行えることも利点である。半面、従業員の専門性が高まりにくく、自社以外で活かしにくい知識や技能（企業特殊的人的資本）を蓄積する傾向がある。結果として転職時に賃金水準が低下しやすく、産業間・企業間の労働移動を抑制している。

これについては、メンバーシップ型雇用をベースに、ジョブ型の要素を強めることなどが考えられる。具体的には、一部の企業などで導入されている「役割等級制度」（日本的なジョブ型雇用）が挙げられる。職務内容や責任範囲を限定した上で、責任や役割をどれだけ果たしたかで評価する仕組みだ。評価対象が職務内容に限定されがちで、雇用が不安定な欧米のジョブ型雇用（職務等級制度）とは異なる。従業員の生産性と賃金の関係がより明確になれば、転職時に賃金水準が低下しにくくなり、外部労働市場の活性化につながる。また、定年など年齢に紐づいた雇用体系の見直しを後押しするとみられる。

²⁹ リクルートワークス研究所「Works Report 2017 働き方改革の進捗と評価」（2017 年 6 月 2 日）

³⁰ 内閣府「第 4 回 新型コロナウイルス感染症の影響下における生活意識・行動の変化に関する調査」（2021 年 11 月 1 日）。テレワーク実施率は就業者ベースで、不定期にテレワークを利用する場合を含む。

雇用の安定を「一企業」ではなく「社会全体」で図るという考え方は重要性を増すだろう。岸田首相や労使の代表者らが出席した2021年11月26日の「新しい資本主義実現会議」では賃上げなどについて議論されたが、雇用制度の在り方についても取り上げられることが期待される。

【補論】寄付の促進を通じた地域のNGOなどのサポート強化

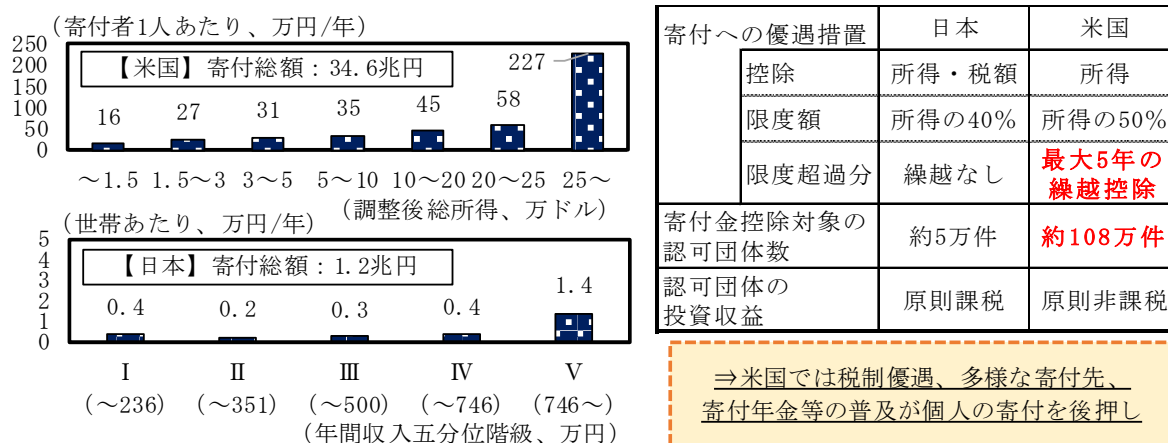
前掲図表 3-2 左で示したように、BLIの構成分野の1つである「社会とのつながり」の日本のスコアはBLIの上位国に見劣りする。少子高齢化が進む中で地域の人と人のつながりが弱まっており、地域への帰属意識が低下するなど、地域社会の脆弱化が進んでいる。将来の人口動態を見据えると、地域社会におけるコミュニティやNGOなどへのサポートを強化する必要性が一段と高まるとみられる。

こうした取り組みを支援する手段の1つに寄付があるが、2020年における個人の寄付総額は1.2兆円（ふるさと納税を除けば0.5兆円）と、寄付大国である米国の約30分の1にとどまる。米国では低所得者であっても平均寄付額は大きい（**図表 3-11 左上**）。

日米の寄付金関連制度を比較すると（**図表 3-11 右**）、米国では税制優遇が手厚く、多様な寄付先があり、寄付年金等が普及している、といった特徴が見られる。年間の所得控除の限度額は日米で大差がないものの、米国では最大5年の繰越控除が可能であり、大口寄付を行いやすい。所得控除の対象となる寄付先（認可団体）は日本に比べかなり多く、寄付者は多様な団体の中から目的に合致した寄付先を選ぶことができる。寄付年金とは、寄付を行うことで終身年金を受け取る仕組みであり、米国では大学や慈善団体などが運営している。認可団体の投資収益は原則非課税であるため、寄付金を運用して年金として支給しやすい。

日米間の寄付額の違いにはキリスト教の存在なども影響しているが、日本が制度面から寄付を促進して共助による地域づくりを支援する場合には、米国の仕組みは参考になる。

図表 3-11：2020年における個人の平均寄付額（左上：米国、左下：日本）、寄付金関連制度の日米比較（右）



(注) 認可団体数は日本が2021年末、米国が2016年の数値。右上図の調整後総所得は寄付金等を控除した課税所得。日本の世帯あたり寄付額は、寄付を行っていない世帯を含んだ平均額。円ドル換算は2020年の平均為替レートによる。

(出所) 内閣府資料、総務省統計、国税庁、Urban Institute、Define Financialより大和総研作成

4. 論点②：米国経済のスタグフレーションリスクを検討

久後 翔太郎・鈴木 雄大郎・瀬戸 佑基

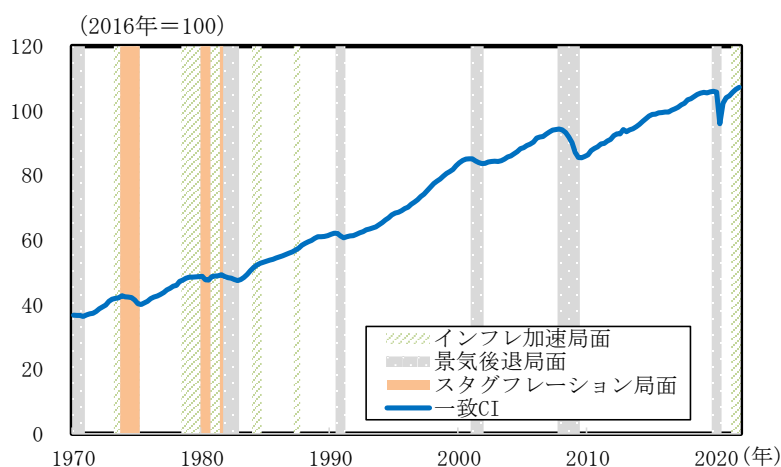
米国におけるインフレの進行が、金融市場・実体経済を見通す上でのリスク要因となっている。2022年1月のCPI上昇率は前年比+7.5%と1982年2月以来の高い伸び率に達し、FRBはインフレの沈静化を図るため、今後利上げを進めていく見通しだ。しかし、インフレの動向次第では、利上げペースについての不確実性の強まりが金融市場におけるリスク回避度を高めるだけでなく、米国経済の回復が阻害される蓋然性も高まり得る。とりわけ、ウクライナ情勢の緊迫化によって資源価格が急激に上昇していることには警戒が必要だ。こうした供給サイドからのインフレ圧力の強まりによって、米国経済は大きく下押しされる可能性がある。そこで本章では、過去のスタグフレーション局面と足元のインフレの特徴を比較し、米国経済がスタグフレーションに突入するリスクを検討する。

4.1 過去のスタグフレーション局面と比較した今回のインフレ局面の特徴

過去50年間の景気循環とインフレの動向

過去50年の米国経済における景気循環とインフレの歴史を振り返ると、時代を経るにつれインフレの安定化に成功してきた。図表4-1は、米国経済の状況を景気循環とインフレの動向に応じて、「インフレ加速局面」、「景気後退局面」、「スタグフレーション局面」に分けたものである。1970年代には2度のオイルショックが高インフレをもたらした結果、米国経済はその両方の期間において、インフレが進行したのちに景気後退に陥っており、いわゆるスタグフレーションを経験した。オイルショックが終息した後も1980年代には、インフレが進行する局面は見られたもののスタグフレーションに陥ることはなく、1990年代以降は2021年に至るまで、「インフレ加速局面」にさえ突入することはなかった。

図表4-1：1970年以降の米国における景気循環



(注) CPI 上昇率の循環成分 (片側 HP フィルターで算出) が1標準偏差よりも大きい状態が半年以上継続した期間、またはCPI 上昇率が10%以上の時期のうち、景気後退局面と重複しない期間を「インフレ加速局面」、重複する期間を「スタグフレーション局面」とした。

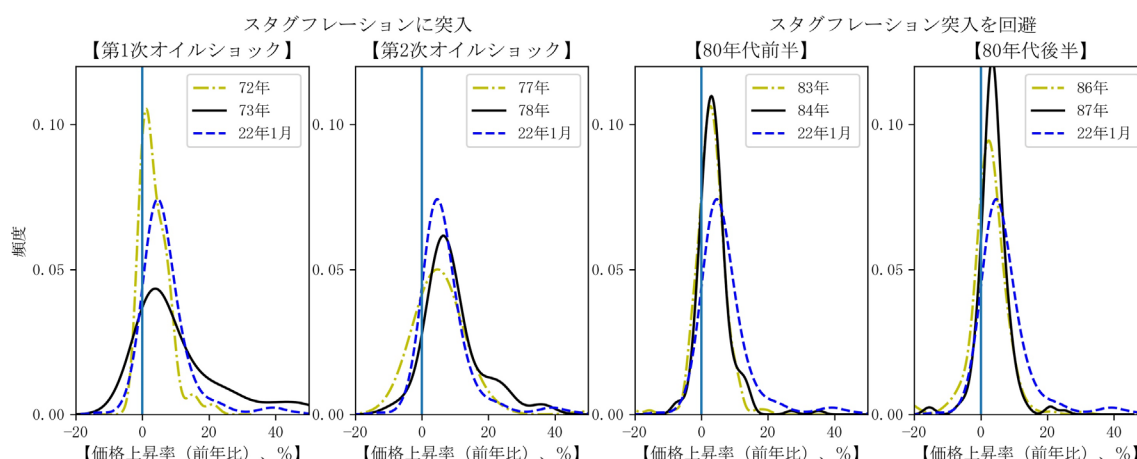
(出所) BLS、Conference Board、NBER、Haver Analytics より大和総研作成

しかし、2021年中ごろから米国経済は急速なインフレに直面し、1980年代以来の「インフレ加速局面」へと突入した。スタグフレーションをもたらした1970年代のインフレと共通して資源価格の高騰が物価上昇の一因となっており、こうした経験則に照らせば、足元で進行するインフレが今後スタグフレーションを招く可能性を意識せざるを得ない。そこで以下では、1970年代の「スタグフレーション局面」、1980年代の「インフレ加速局面」と、足元のインフレの特徴を比較し、今後、米国経済がスタグフレーションに突入するリスクを検討する。

スタグフレーションを招いたインフレは価格上昇率分布に特徴

価格上昇率分布から今回のインフレの特徴を探ると、過去のスタグフレーション局面ほどには分布が広がっていないことを指摘できる（**図表 4-2**）。直近の分布と、オイルショックが契機となり、後にスタグフレーションをもたらしたインフレの進行が始まった1973年や1978年の分布（**図表 4-2**の左2つの図）を比較すると、1973年や1978年は価格上昇率が20%を上回る品目が占める割合が大きかった。一方、スタグフレーションを引き起こさなかった1980年代のインフレ加速局面では、そうした品目の占める割合が少ない。価格上昇率分布という観点からは、今回のインフレは1980年代と共通した特徴を有しているといえる。

図表 4-2 : 1970年以降の米国のインフレ加速局面における価格上昇率分布



(出所) BLS, Haver Analytics より大和総研作成

価格上昇率分布の広がりが景気を悪化させる2つの波及経路

価格上昇率分布と景気の間を整理すると、分布の拡大は資源配分の非効率性の高まりを通じて、实体经济に悪影響を及ぼす可能性が考えられる。直感的には、オイルショックなどにより品目ごとに価格上昇率が大きく異なる状況に陥れば、個々の財・サービスへの需要も大きく増減する。一方、資本ストック等の生産要素を需要の変化に応じて素早く増減させることは難しい。結果、品目ごとの需給バランスが崩れやすくなり、实体经济に悪影響がもたらされる。また、分布の拡大によって将来の物価見通しに対する不確実性が強まれば、投資家が要求する収益率は上昇する。これがインフレリスクプレミアムとして長期金利に上乗せされることで、景気を悪化させ得る。以上を踏まえると、足元でインフレが進行しているものの、価格上昇率分布の広がりは抑えられており、資源配分の非効率性の高まりやインフレリスクプレミアムの上昇によ

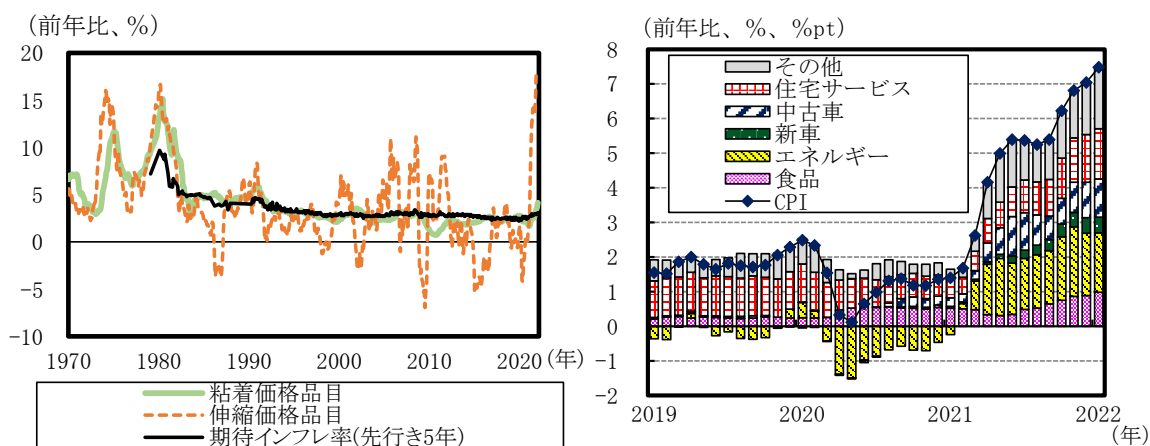
って実体経済が押し下げられる度合いは、1970年代と比較しても小さいといえよう。

インフレ目標の導入が価格上昇率分布の広がりを抑制

今回は、1970年代のスタグフレーション時と共通して資源価格の高騰がインフレを引き起こしているものの、当時とは異なり、価格上昇率の分散の拡大が抑えられている。その理由の1つに、インフレ目標の導入が機能していることが考えられる³¹。CPI 上昇率を価格改定頻度別に分けて見ると、伸縮価格品目（価格改定頻度の高い品目）は大幅に上昇している一方、粘着価格品目（価格改定頻度の低い品目）は原油高が物価を押し上げた1970年代と比較しても足元で安定している（**図表 4-3 左**）。価格改定頻度の低い財・サービスを提供する企業にとっては、価格改定の機会が巡ってきた際に、その後価格改定を行えない期間に進行するインフレを考慮して最適な価格を設定することが合理的な行動となる。このため、粘着価格は期待インフレ率と密接に関係しているが、足元では長期の期待インフレ率が安定しており、この点が1970年代とは大きく異なる。日本銀行の分析³²では、米国における長期の期待インフレ率はインフレ目標の影響を強く受けるとされており、1970年代に採用されていなかったインフレ目標が足元の期待インフレ率の安定に寄与した可能性がある。このように、インフレ目標によって期待インフレ率と粘着価格の安定がもたらされ、これが価格上昇率分布の広がりを抑制した結果、インフレが経済に与える悪影響も緩和されていると考えられる。

角度を変えてCPI 上昇率への品目別の寄与度を見ても、①住宅サービス、②自動車、③エネルギーといった特定の品目の寄与が大きいことが確認できる（**図表 4-3 右**）。後述する通り、それぞれ異なる要因が価格上昇に寄与している側面があり、先行きの米国におけるインフレの進行度合いやそれに伴うスタグフレーション突入リスクを評価するには、個々の品目が直面する状況を丁寧に把握する必要がある。そこで以下では、足元のインフレ率への寄与の大きい項目について考察する。

図表 4-3：米国のCPI 上昇率の要因分解（左：価格改定頻度別、右：品目別）



(出所) アトランタ連銀、ロイター/ミシガン大学、BLS、Haver Analytics より大和総研作成

³¹ 詳細は、久後翔太郎「[日米両国で安定する期待インフレの背後にある相違点](#)」（2022年2月16日、大和総研コラム）を参照されたい。

³² 日本銀行(2016)『量的・質的金融緩和』導入以降の経済・物価動向と政策効果についての総括的な検証【背景説明】

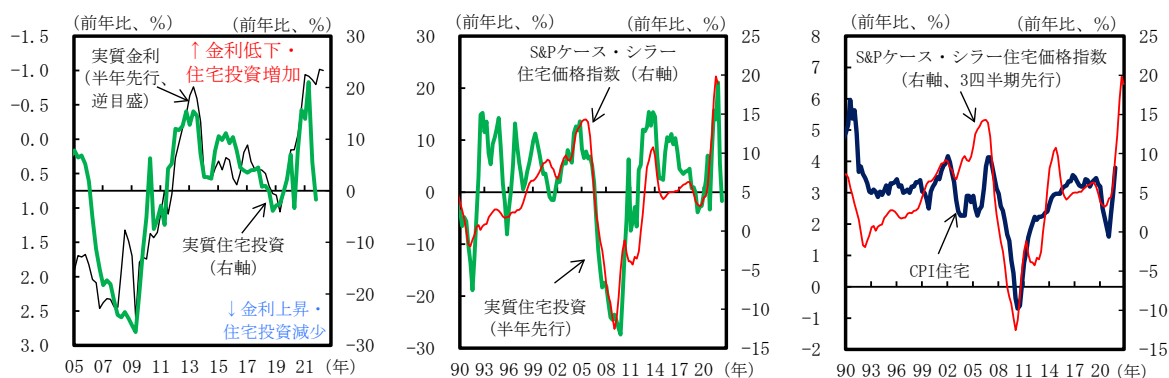
4.2 品目別の物価動向

① 住宅サービス：実質金利上昇が住宅価格を押し下げるとみられるが、供給制約の影響に警戒

米国の実質金利（10年物インフレ連動債利回り）はGDPベースの実質住宅投資に対して半年程度先行する傾向にある（**図表 4-4 左**）。コロナショック以降の動きを確認すると、FRBが積極的な金融緩和策を実施する中で、実質金利は過去最低水準まで低下した。これに沿う形で住宅投資は大幅に増加した。足元では、建設従業者の不足など供給サイドの制約を受け、実質住宅投資は金利が低い中でも減少に転じているが、過去の金利水準との関係に照らせば、潜在的な需要は強いとみられる。また、実質住宅投資は住宅価格の代表的な指標であるS&Pケース・シラー住宅価格指数に対して、半年程度先行して連動する関係が見て取れる（**図表 4-4 中**）。さらに、S&Pケース・シラー住宅価格指数は、家賃などが含まれるCPIの住宅サービスに対して、3四半期程度先行する（**図表 4-4 右**）。つまり、実質金利の上昇は1-2年程度のラグを伴って、CPIの住宅サービスの低下圧力となるといえよう。

足元では、FRBの利上げに踏み切る確度が高まっていることを受け、実質金利のマイナス幅は縮小に転じており、2022年2月には▲0.5%となった。依然として実質金利はマイナス圏にあるものの、市場は前回の利上げ局面に比べて速いペースでの利上げを見込んでおり、利上げの進展とともに実質金利の上昇も見込まれる。過去の関係に照らせば、住宅価格の上昇傾向は当面は続くともみられるものの、23年終盤にかけてその押し上げ効果は徐々に剥落していくとみている。

図表 4-4：米国の実質住宅投資と実質金利、住宅価格、物価の推移

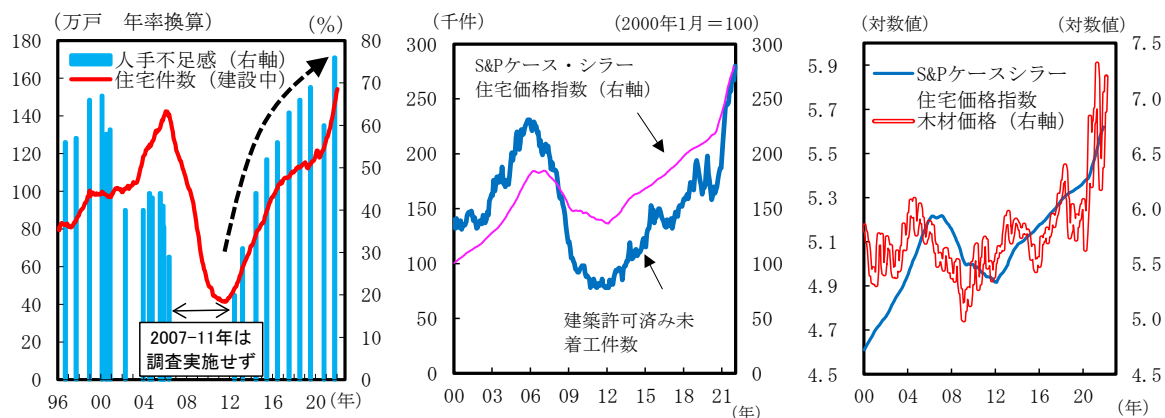


(出所) FRB、BEA、BLS、S&P、Haver Analytics より大和総研作成

他方、住宅価格が高止まりするリスクには注意が必要である。**図表 4-5 左**は建設中の住宅件数と建設業における人手不足感を示したものである。建設件数の増加を背景に足元の人手不足感は1996年以降で最高を記録している。また、建築許可済み未着工件数も住宅バブルにあったリーマン・ショック前を上回っており、受注残が積み上がっていることが分かる。これは住宅需要に対して住宅供給が追い付いていないことを意味し、需給のタイト化によって住宅価格には上昇圧力がかかっている（**図表 4-5 中**）。利上げの進展とともに新規の住宅需要は減少することが見込まれるが、積み上がった受注残を消化するため住宅投資が発現する結果、過去と比較し住宅投資が金利に対して非弾力的となり得る。加えて、住宅価格に先行する材木価格も需要の

増加やコンテナ船価格の上昇を主因に高値を維持している（**図表 4-5 右**）。このため、供給制約の強まりを背景に、今後利上げが進展しても、住宅価格の押し下げ圧力は当面の間は緩やかになる可能性がある。

図表 4-5：米国の住宅建設と建設業の労働不足感



(注) 左図の「人手不足感」は「かなり不足」と「いくらか不足」と回答した割合の合計値。

(出所) NAHB、Census、S&P、Bloomberg、Haver Analytics より大和総研作成

② 自動車：供給制約の解消で押し上げ幅は縮小に向かう

自動車市場については、とりわけ中古車価格が CPI の上昇に寄与していることが分かる（**前掲図表 4-3 右**）。これは、感染予防策として公共交通機関の利用を避ける動きの広まりや、テレワーク等の普及による郊外への居住地のシフトを背景とした需要の増加に加え、半導体不足やサプライチェーンの混乱といった供給制約が重なったことが要因として挙げられる。その結果、自動車小売店の在庫は急速に減少しており、新車の納期遅延などによって購入が困難になったことで中古車に代替需要が生じたことや、買い替えが先送りされたことで中古車市場への流通量が減少したことなどが影響し、中古車価格が急上昇したとみられる。

足元では新車の価格も CPI の押し上げに寄与しているが、今後供給制約が解消され、新車販売台数が持ち直してくれば、新車価格は落ち着いてくるだろう。また、新車への買い替え需要が拡大すれば、中古車市場への供給量も増加するため、中古車市場の需給も緩み、中古車価格も上昇幅が縮小に向かうとみている。

③ エネルギー：ウクライナ情勢の緊迫化から当面は上振れ

原油価格の代表指標である WTI は足元でウクライナ情勢の緊迫化を受け急速に上昇している。また、米国は 3 月 8 日にロシア産の石油等の輸入禁止を決定するなど、需給の更なるひっ迫が懸念されている。こうした状況を踏まえると、原油価格については当面の間上振れリスクへの警戒が必要な局面であり、エネルギー価格が CPI を押し上げる状況が続くと見込まれる。

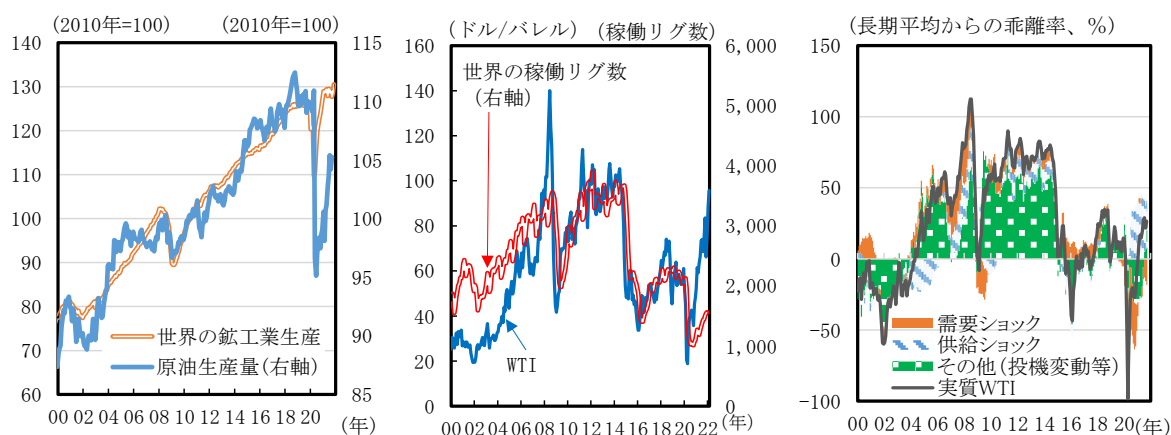
これまで世界の鉱工業生産（原油需要の代理変数）と原油の生産量（原油供給）はおおむね連動して増加しており、需要と供給がバランスよく増加する中、投機的な要因が原油価格の変動

をもたらしていた。しかし、コロナショック以降、鉱工業生産が回復する中でも原油生産量は水準を切り下げたままであり、需給バランスに大きな構造変化が見られる（図表 4-6 左）。

この背景の1つに世界的な脱炭素の潮流が挙げられる。図表 4-6 中は WTI と世界の稼働リグ数の推移を示したものである。コロナショック前までは、原油価格が上昇すると採算性が改善するため、稼働リグ数がやや遅行して増加する傾向にあったが、足元では WTI の上昇にもかかわらず、稼働リグ数の増加は緩やかなものとどまる。長期的には脱炭素の流れから需要が増加しないと予想し、オイルメジャーが稼働再開や開発投資に積極的でないことが考えられる。

こうした供給側の構造変化がコロナショック以降の原油価格高騰に寄与している。図表 4-6 右は、WTI 価格を米 CPI で実質化したものの変動を、供給ショック、需要ショック、その他（投機変動等）に要因分解したものである³³。コロナショック発生直後の 2020 年前半の原油価格の下落は需要ショックと投機変動によってもたらされたが、2020 年半ば以降に原油価格が急騰に転じてからは、供給ショック要因が原油価格を押し上げている。脱炭素化という超長期的な構造変化が原油生産を抑制しているのであれば、供給ショックによる原油価格の押し上げ圧力が解消するとは見込みにくい。さらに、短期的には原油価格は将来の供給量減少を見込んだ投機的な要因によっても高まりやすい局面となっている。ウクライナ情勢の緊迫化により原油価格の高止まりは避けられず、エネルギー価格が当面は CPI を押し上げる可能性もある。

図表 4-6：原油の需給バランスと世界の稼働リグ数、WTI の要因分解



(注1) 原油生産量は大和総研による季節調整値。

(注2) 実質 WTI は WTI を米国の消費者物価指数でデフレートした値。

(注3) 右図は世界の原油生産量（対数差分）、世界の鉱工業生産、実質 WTI の 3 変数で構造 VAR モデルを推計し、ヒストリカル分解によりショックの影響を抽出した。

(出所) Baker Hughes、EIA、OECD、オランダ経済政策分析局、Bloomberg、Haver Analytics、笹木琢治・川本卓司（2009）「近年の原油価格の変動要因について—構造 VAR による試算—」（日銀レビュー、2009-J-3）より大和総研作成

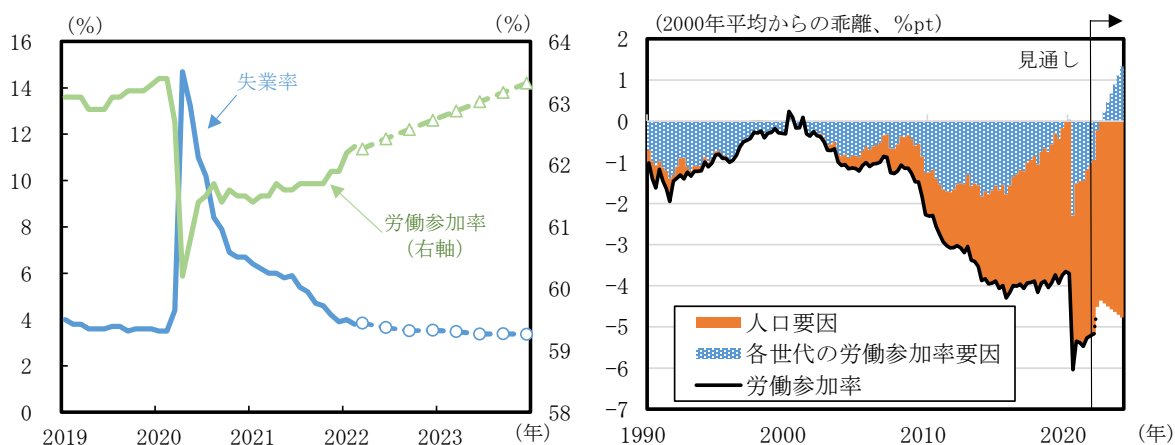
³³ 笹木琢治・川本卓司（2009）「近年の原油価格の変動要因について—構造 VAR による試算—」（日銀レビュー、2009-J-3）を参考にした。

労働市場：労働需給はタイトな状況が続く

以上では CPI を特に大きく押し上げているいくつかの項目について個別に考察してきたが、一般物価の先行きを考える上では、賃金上昇率に大きな影響を与えている労働供給の回復ペースも非常に重要なテーマである。そこで、当社の失業率と労働参加率の見通しを確認すると（**図表 4-7 左**）、失業率は予測期間の間、緩やかに低下する一方で、労働参加率は緩やかな上昇にとどまり、予測期間中にはコロナショック前の水準まで回復しないとみている。

背景には人口動態の変化を指摘できる。**図表 4-7 右**は労働参加率を各世代の労働参加率要因と人口要因に分けたものである。人口動態の影響が除かれている「各世代の労働参加率要因」に限れば、2022年7-9月期にコロナショック前の水準まで回復し、その後も上昇が続くと見込んでいる。しかし、センサス局による人口見通しに基づく、2022年以降も高齢化が進展し、人口要因が労働参加率を押し下げる見込みである。以上を踏まえると、人口要因を主因にヘッドラインの労働参加率の回復が鈍い中、労働需給はタイトな状況が続くと考えられ、人件費の増加が物価上昇圧力となる。

図表 4-7：米国の失業率と労働参加率の見通し（左）、労働参加率の要因分解（右）



(注) 左図の白抜きは大和総研ニューヨークリサーチセンターの見通しに基づく。右図の「人口要因」の見通しは Census、それ以外は大和総研ニューヨークリサーチセンターの見通しに基づく。

(出所) CBO、BLS、Census、Haver Analytics より大和総研作成

4.3 更なる供給制約の深刻化・資源価格高騰はスタグフレーションを招くか？

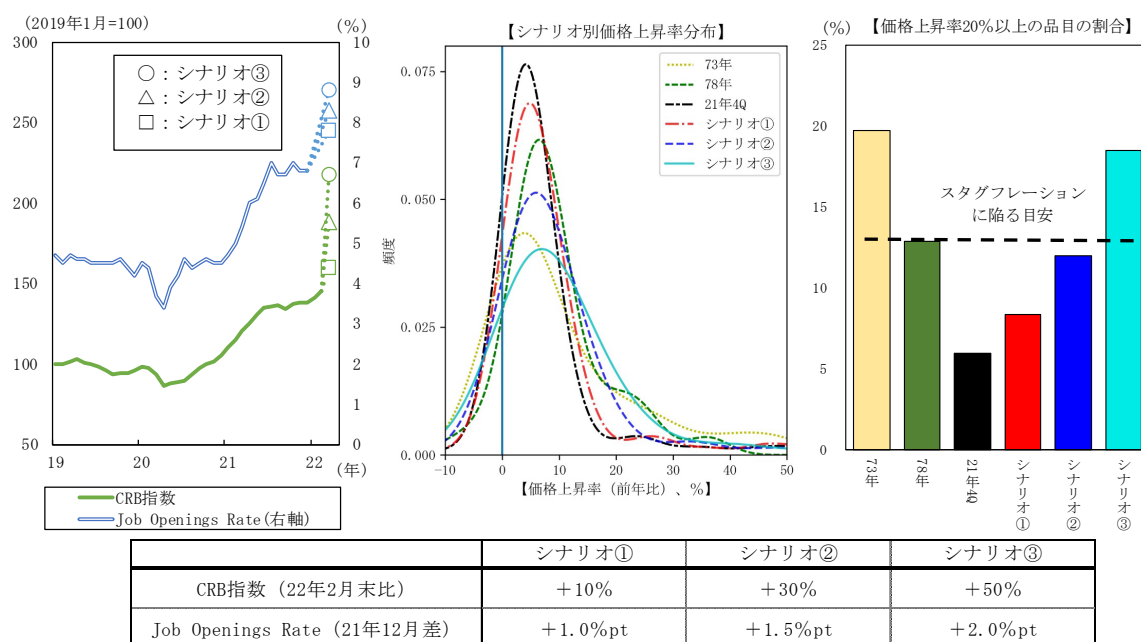
このように労働供給制約が深刻化する可能性は残っている。さらに、ウクライナ情勢の緊迫化を契機とした資源価格の高騰が急速に進んでいる。こうした状況を踏まえると、今後、価格上昇率分布の広がりを実体経済に悪影響を及ぼす結果、米国経済がスタグフレーションに陥るといったシナリオも考えられる。こうしたリスクが発現する可能性を検討するために、資源価格と労働供給制約について簡単な仮定を置いた上で、シミュレーションによって価格上昇率分布の変化を確認したものが**図表 4-8**である。いずれのシナリオも労働供給制約の深刻化と資源価格の高騰の双方が一段と進むものであり、シナリオ③が最も深刻な状況を表している。

図表 4-8 中は、各シナリオにおける価格上昇率分布と過去のスタグフレーションを招いたインフレが発生した局面の分布を比較したものである。シナリオ①、②及び③の分布を確認すると、労働供給制約の深刻化と資源価格の高騰が進むにつれ、最頻値の値が上昇（分布の頂点が右側にずれる）し、分布の広がりが大きくなっている様子が見て取れる。ただし、シナリオ①や②では過去のスタグフレーション局面と比較して、分布の広がり小さく、当時ほどには資源配分の非効率性が高まらないとみられる。他方、シナリオ③においては、分布が相応に広がっており、景気への悪影響が強まる可能性が示唆される。

分布の形状をより数値的に捉えるため、各シナリオの分布から価格上昇率 20%以上の品目が全体に占める割合を算出したものが、図表 4-8 右である。足元(2021年4Q)はもちろん、シナリオ①や②においてもスタグフレーションが発生する目安となる割合を下回っている。一方で、シナリオ②ではこの目安の付近まで高まり、シナリオ③では明確に上回っている。これらの状況が実現すれば、価格上昇率分布の拡大が景気に悪影響をもたらす、米国経済がスタグフレーションに陥るリスクが高まるとみられる。

以上を踏まえると、メインシナリオではスタグフレーションに突入することは回避されると見込んでいるものの、テールリスクとみられていたウクライナ情勢の緊張激化が実現したことで、米国経済がスタグフレーションに陥る蓋然性は以前よりも高まっている。さらに、欧米諸国によるロシアへの更なる制裁強化やそれに対するロシアの対抗措置の実施等により、資源価格は上振れリスクが一層と意識される局面に差し掛かっている。更なるインフレの進行に加え、金融市場における混乱が实体经济に悪影響をもたらす可能性には警戒が必要だ。

図表 4-8：更なる資源高と労働需給ひっ迫が発生した場合の物価への影響



(注) 被説明変数にCPIの採用品目の前年比上昇率を、説明変数にGDPギャップ、Job Openings Rate、CRBの各指数(前年比)を採用し、Lasso回帰により推計。

(出所) CBO、BLS、Haver Analyticsより大和総研作成

5. 論点③：中国の不動産バブル崩壊のリスク

佐藤 光・永井 寛之・小林 若葉・和田 恵

本章では、中国の不動産バブルに関するリスクについて検証する。昨年来で報じられている中国不動産開発大手、中国恒大集団の経営危機問題に代表されるように、不動産価格の継続的な上昇を前提としたような中国の不動産開発の過熱には、行き詰まりの兆しが見られる。そこで本章では、まず中国でのバブルの現状を評価した上で、やはり不動産市場の過熱が主な背景であった日本のバブル崩壊時との比較を行う。そして、当面の注意点とともに、仮にバブルが崩壊した場合の経済面の影響について考察する。

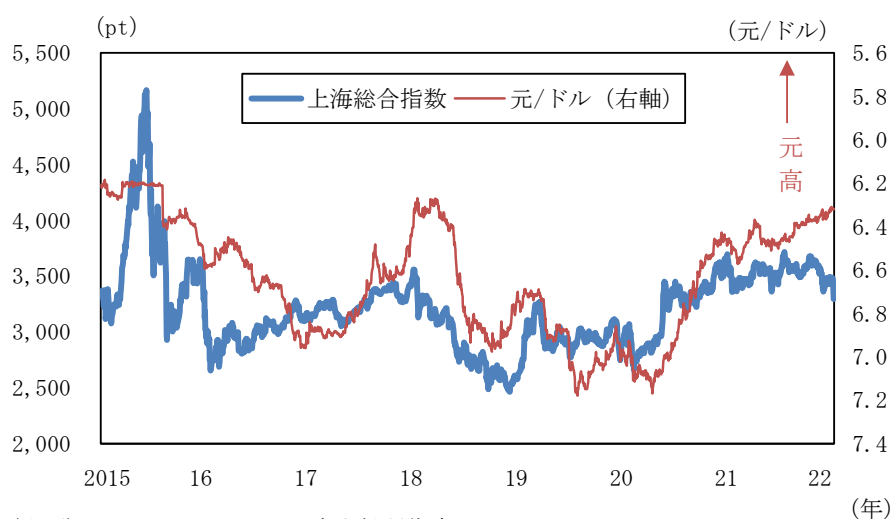
5.1 中国バブルの現状

不動産市場は停滞感が強まるものの、他市場への波及は限定的

本節では中国での現状について、過去にバブル崩壊を経験した国々と比較しながら分析する。まず不動産市況については、既に政府による規制強化が実施された影響などから、中国の住宅価格は停滞感が強まっている。短期的な動向を示す「中国主要 70 都市新築住宅価格」の前月比では、2021 年 9 月に約 6 年半ぶりに下落に転じたことが話題となった。

過去の他国におけるバブル崩壊では不動産以外の資産関連価格の急落も見られたことから、それらの推移も確認したい。株式市場では、上海総合指数はコロナショック後の回復傾向に大きな変化は見られない。水準面でも 2015 年の高値や 2007 年の高値（過去最高値）を大きく下回っていることから、バブルの懸念は相対的に小さいとみられる（**図表 5-1**）。また、人民元については元高/ドル安傾向が続いている。元高は中国企業のドル建ての債務の返済負担を軽減させる効果がある。

図表 5-1：上海総合指数と人民元の推移



一方、金融市場では、中国のハイイールド債が2021年5月以降急落しており、2008年の米国リーマン・ショック時と類似している。当時の米国のハイイールド債はショック発生から6カ月後には底を打っていたのに対し、足元の中国市場は明確には下げ止まっておらず、影響がやや長期化している可能性がある。

債務残高の積み上がりには注意

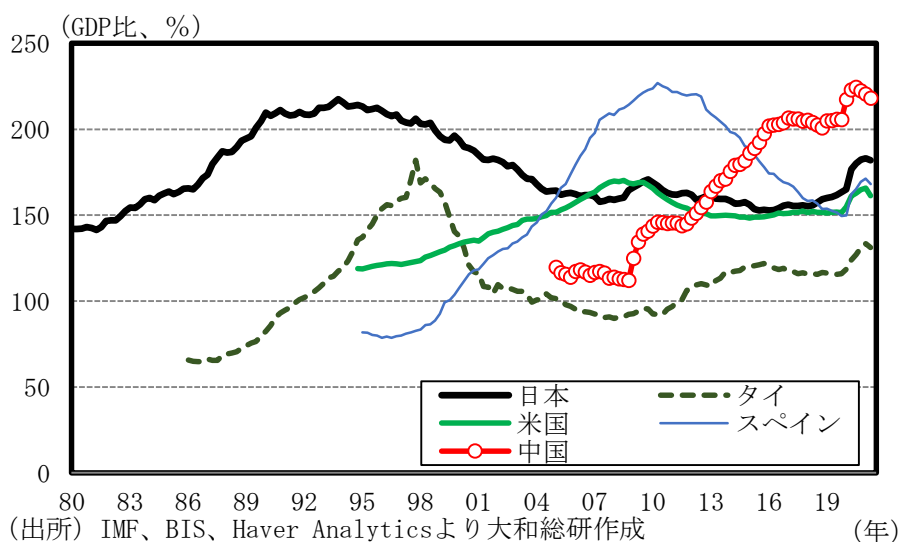
高水準の債務残高も大きな課題となる。BISによると、中国の民間非金融部門（企業+家計）の債務残高対GDP比は直近で200%を超えており、過去に資産バブルの崩壊を経験した日本、米国、スペインのピーク時を一時上回った（**図表 5-2**）。民間債務残高に対する不動産関連の寄与は各国でまちまちだが、住宅ローンの割合が高いとみられる家計部門の債務残高対GDP比で見ると、中国は直近で61%台となっており、過去10年間で2倍以上に急上昇している。この水準は、日本のバブル崩壊直前である1989年10-12月期の67.7%に接近してきている。

また、民間非金融部門の元利払い費が所得に占める比率であるデットサービスレシオ（**図表 5-3 左**）は、過去20年間右肩上がりで推移してきたが、コロナショックの2020年初頭に大きく上昇し20%を超えた。2020年9月をピークに足元ではやや低下しているが、引き続き高水準にある。スペインの住宅バブル時のピーク水準には達していないものの、中国の民間部門は全般的に金利上昇に対して脆弱な状況であるといえよう。

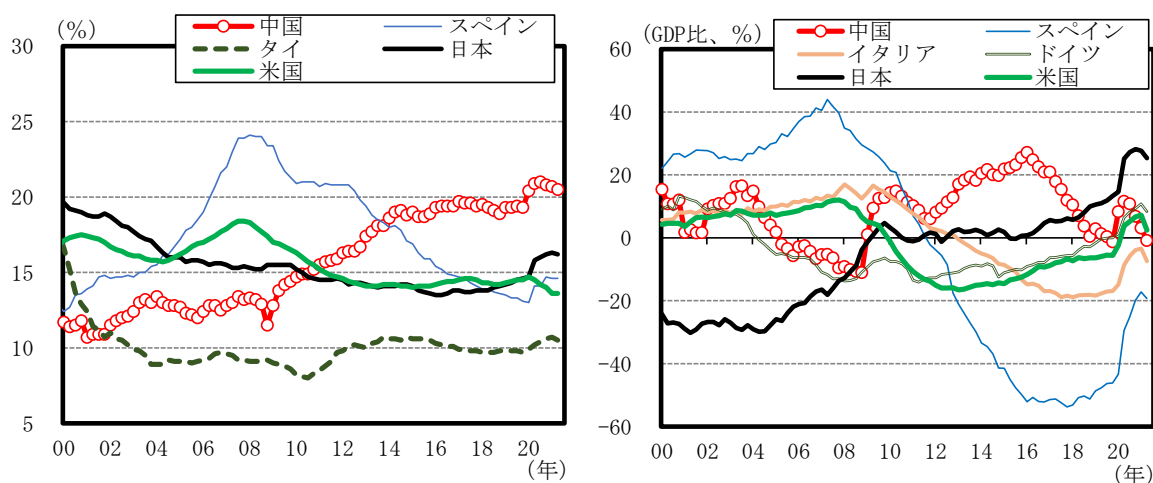
さらに民間非金融部門の信用ギャップ（**図表 5-3 右**）を見ると、2020年4-6月期、7-9月期にはBISが警戒水準の目安とする9%を上回っていた。ただし、足元では再び低下して2021年4-6月期にはマイナス圏に転じていることから、この点では過熱が抑制されている。

以上、現時点での中国に関して、市況や債務状況等については直近で比較的落ち着いた推移となっているものが多く、危機に直面しているとはいえない。ただし、過去の各国でのバブル発生時と類似した脆弱性も一部で観測されることから、引き続き注意が必要となろう。

図表 5-2：民間非金融部門の債務残高（過去の危機との比較）



図表 5-3 : 民間非金融部門のデットサービスレシオ (左)、同・信用ギャップ (右)



(注) 信用ギャップは、債務残高とその長期トレンドとの乖離幅。
 (出所) BIS、Haver Analyticsより大和総研作成

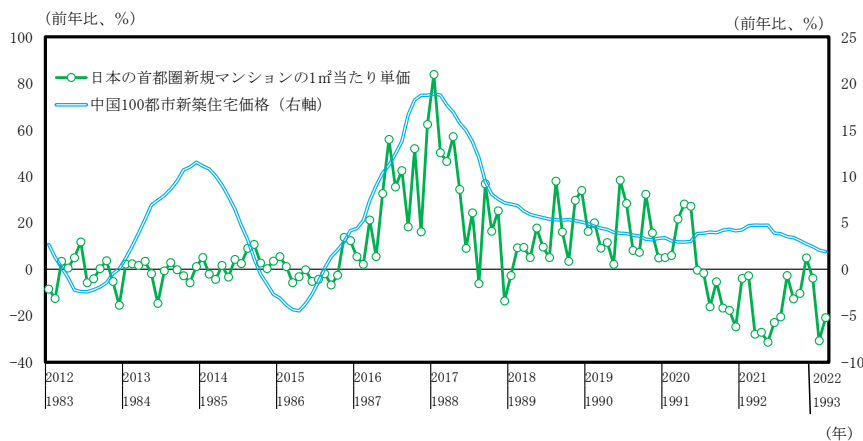
5.2 日本のバブル期との比較

不動産市況の全般的な落ち込みは見られないものの、潜在的なリスクには注意

本節では、中国と日本のバブル期を比較することによって、中国における将来のバブル崩壊のリスクの蓋然性やその経路について点検したい。

まず、いずれも 1 m²当たりで算出されている中国の 100 都市の新築住宅価格と日本のバブル期の首都圏新規マンション価格の推移を比較したものが図表 5-4 である。日本では 1987 年頃に上昇率のピークを迎え、その後も高水準で推移したが、1991 年には前年比でマイナスに転じた。一方、中国では、2017 年に上昇率がピークアウトして以降、直近でも前年比は小幅なプラス圏を維持している。中国政府の住宅政策が奏功している面もあるとみられるが、過去の日本の例からは価格下落に転じてもおおかしくないタイミングでもあり、目先の動きには注意が必要となる。

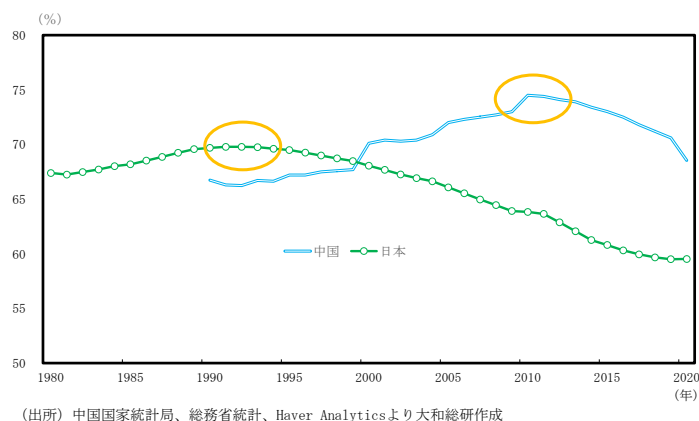
図表 5-4 : 日中の住宅価格前年比の推移



(注) 1983～93年は日本、2012～22年は中国。
 (出所) (株) 不動産経済研究所、中国指数研究院、Haver Analyticsより大和総研作成

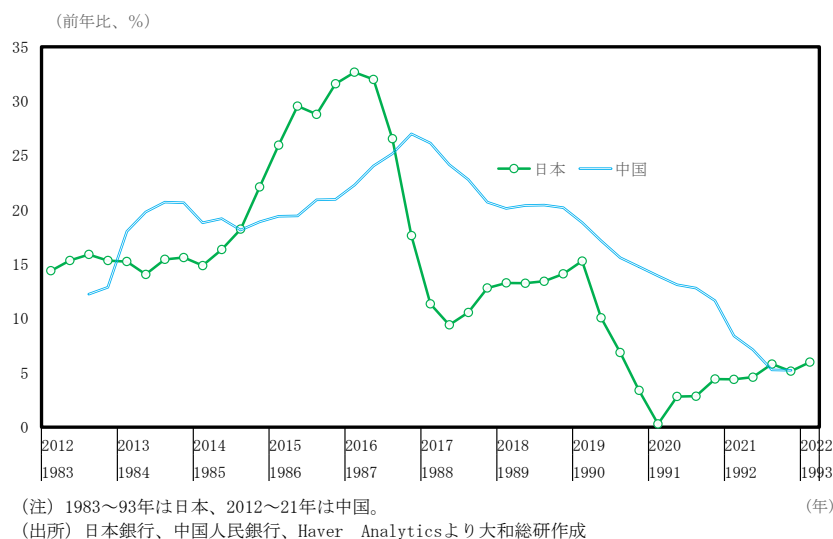
不動産や住宅価格を決めるファクターには様々なものがあるが、需要の動向は重要な役割を果たす。例えば、**図表 5-5** は中国と日本の生産年齢人口比率の推移を示したものである。不動産取得の主な年齢層である生産年齢人口の比率は、日本ではバブル崩壊時の 1990 年代半ばにピークアウトしたが、中国は 2010 年頃を境にピークアウトしている。このような比率の減少は、それ自体が不動産価格調整のトリガーとなる蓋然性は低いものの、不動産需要を構造的に減少させる要因となることから、価格面での下押し要因になる可能性がある。

図表 5-5 : 日中の生産年齢人口比率の推移



金融面では、不動産融資の急減がバブル崩壊のトリガーとなる可能性がある。日本では 1987 年に不動産融資の伸び率がピークとなったが、その後の土地取引規制等で急速に鈍化した。加えて 1990 年に不動産融資への総量規制が実施されると、減速に拍車が掛かった。融資の急減速が地価下落を招き、結果的にバブル崩壊につながったといえる (**図表 5-6**)。直近の中国での推移をみると、不動産融資の伸び率は既にピークアウトしているものの、減速は相対的に緩やかだった。また 2022 年に入り、不動産融資の規制は一部で緩められた。ただし、過去の日本と同様に不動産関連の政策対応を誤れば、不動産市場を一段と低迷させる恐れはある。融資残高が高水準であることから、何らかのショックを契機に企業の破たんや債務のデフォルト等の連鎖に至れば、金融システムが毀損し実体経済を悪化させる可能性には注意が必要だ(次節も参照)。

図表 5-6 : 日中の不動産融資前年比の推移

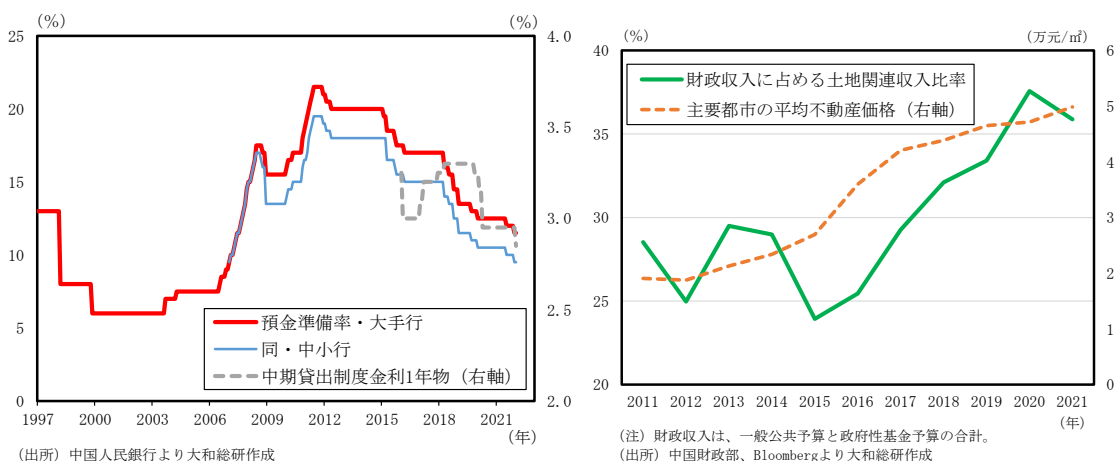


政策対応の余地は金融面に偏る可能性

不動産市況に関しては、政策対応で支えられる余地があるという指摘がある。金融政策面からは、中国の政策金利の水準は先進各国よりも高く、未だ金融緩和の余地があると考えられる（図表 5-7 左）。実際、中国では昨年以降、預金準備率や政策金利の引き下げが再開されている。中でも、預金準備率については約 10 年間にわたり引き下げ傾向が続いているが、それでも 2000 年前後の水準と比べれば、まだ 5%ポイント以上高い水準である。

一方で、経済全体の需要を支えるための財政政策に関しては注意が必要となる。政府の歳入に占める土地関連収入の比率は近年増加傾向にあり、足元では 40%弱となっている（図表 5-7 右）。不動産関連の各種の税収と、土地使用権の売却収入が主な財源である。これらの多くは地方政府の収入として配分されるため、地方の開発機運の高まりとともにシェアが拡大してきたといえる。しかし、仮に不動産価格が下落に転じた場合、歳入の減少に伴って機動的な財政支出が難しくなる恐れがある。不動産価格と政府歳入の関係の大きさを考慮すると、これまでとは逆のスパイラルに陥る可能性についても意識しておく必要がある。

図表 5-7 : 中国の政策金利等（左）、中国の財政収入に占める土地関連収入（右）



5.3 バブルが崩壊する場合の影響測定

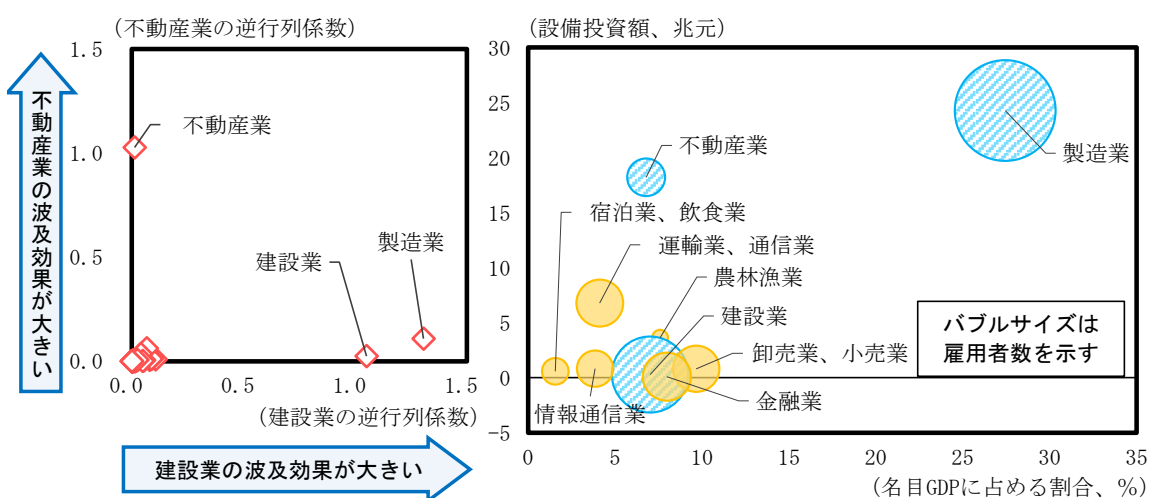
本節では、仮に中国の不動産バブルが崩壊した場合の影響について、複数の観点から考察する。まずは、生産や投資、および消費が急減する場合について、国際産業連関表を用いた国・地域別や産業別での影響を分析する。続いて、クレジットクランチに至った場合の経済全体への影響について試算を行う。そして、現在の中国のような世界の GDP シェア上位国で経済不振が発生した場合の、世界経済全体へ及ぼす影響についても取り上げる。

中国不動産市場の低迷は製造業への波及を通じ、EU、韓国、日本に悪影響をもたらす

まず、国際産業連関表を用い、中国の不動産市場が低迷した場合の国内外への波及経路を分析する。不動産市場の変化は、不動産業のみならずその建設を請け負う建設業の業況も直接左右するだろう。**図表 5-8 左**では、中国の建設業・不動産業の逆行列係数（不動産業・建設業の生産がそれぞれ1単位増加したときの中国国内の他産業の生産への影響）を示した。これを見ると、不動産業は中間財の投入が少ないことから、他の産業への波及効果は極めて小さい。一方、建設業では鋼材・非鉄金属資材を多く利用するため、そうした建設資材メーカー等を含め、製造業への波及効果は大きく、建設業自身の生産額の増分を上回る計算となる。

製造業の GDP が中国经济全体に占める割合は約 3 割と不動産業や建設業の 7%程度に比べて大きいため、不動産市場低迷の影響が製造業へ波及すれば、中国经济全体を大きく押し下げる圧力になる（**図表 5-8 右**）。また、設備投資額はとりわけ製造業や不動産業で大きく、雇用者数は製造業や建設業で多い。こうしたことから、設備投資や、雇用・所得環境の悪化を通じて個人消費といった内需にも悪影響が生じるとみられる。

図表 5-8：中国の建設業・不動産業の波及効果（左）、中国の各業種の名目 GDP に占める割合、設備投資額、雇用者数（右）



(注) 左図は2014年のデータ。右図の名目GDPに占める割合、設備投資額は2021年、雇用者数は2020年のデータ。

(出所) 中国国家统计局、World Input-Output Databaseより大和総研作成

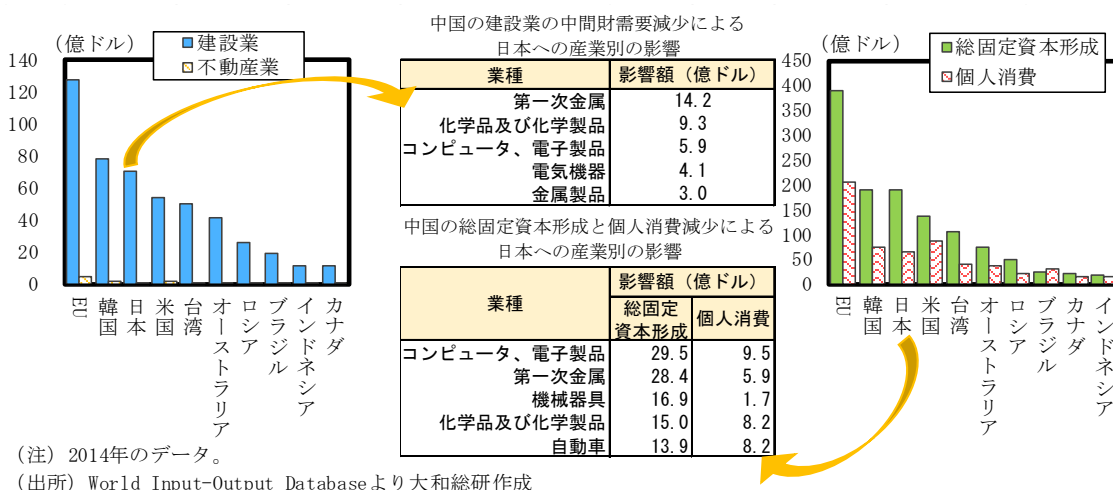
中国における不動産市場低迷の影響は、多様なサプライチェーンを通じて諸外国の生産にも波及し得るが、中国国内と同様、波及効果は不動産業よりも建設業の方が大きい。国・地域別で

は貿易上の結びつきが強い EU への影響が特に大きく、地理的に近い韓国、日本がそれに続く（**図表 5-9 左**）。

加えて、不動産市場低迷の影響は製造業に波及しやすいことから、中国国内の設備投資や個人消費の押し下げ圧力が強まると考えられる。中国の総固定資本形成や個人消費が 10%減少した場合、国・地域の生産への影響についてもやはり EU や韓国、日本が大きい、総固定資本形成の減少の影響は個人消費のその 2 倍程度と、特に前者の影響が大きいことが分かる（**図表 5-9 右**）。

日本の産業別の影響に目を向けると、中国の建設業の中間財需要が減少した場合は「第一次金属」「化学品及び化学製品」「コンピュータ、電子製品」といった業種への影響が大きくなっている。これらは中国の総固定資本形成や個人消費が減少した場合に影響を受けやすい業種でもあることから、こうした業種に悪影響が偏ることには注意が必要だろう。

図表 5-9 : 中国の建設業・不動産業の中間財需要（左）、総固定資本形成と個人消費（右）が 10% 減少した場合の各国・地域の生産への影響

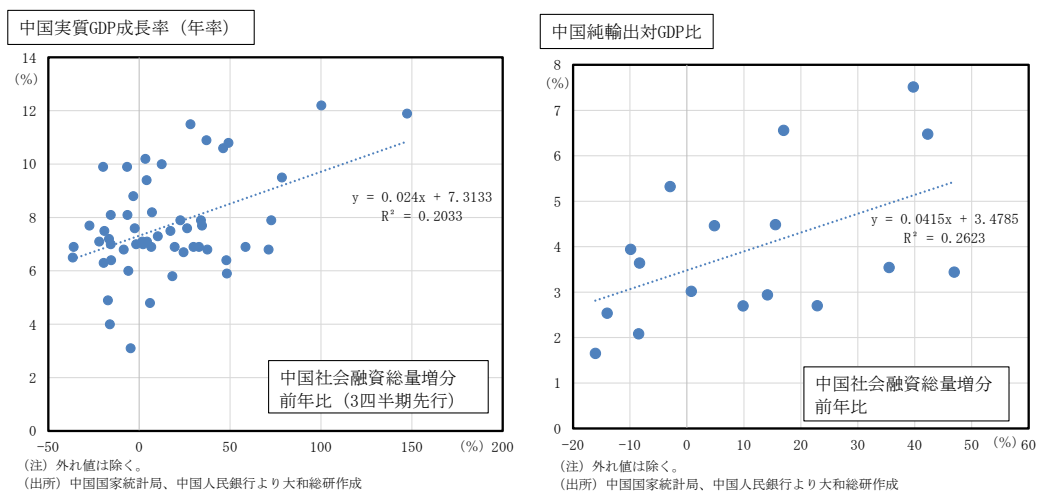


仮にクレジットクランチに至る場合、中国の成長率を 3%pt 前後押し下げる恐れ

1990 年代の日本では、資産バブルの崩壊が金融システムに影響してクレジットクランチを招いたことで、経済への悪影響が長引いた。以下では当時の日本のような資産価格下落と信用収縮のスパイラルが、中国でも起きると仮定した場合の経済全体への影響を考察する。

中国での信用状況を測る目安としては、中国独自の統計である社会融資総量が用いられることが多い。同統計は銀行融資に加え、ノンバンクや、いわゆるシャドバンキング等も含み、中国の信用状況を網羅的に把握しているとされる。実際に、社会融資総量の増加分の推移は、ファンダメンタルズと一定の関係を持って推移してきた。四半期ベースでは実質 GDP 成長率との連動性があるほか（**図表 5-10 左**）、年次ベースでは純輸出の増減との連動性も認められる（**図表 5-10 右**）。これらの関係からは、仮に社会融資総量の残高が前年比横ばいまで減速する場合、中国の GDP 成長率を 2.4~4%pt 程度押し下げる恐れがあると試算される。

図表 5-10 : 中国の社会融資総量と、経済成長（左）・純輸出（右）の関係

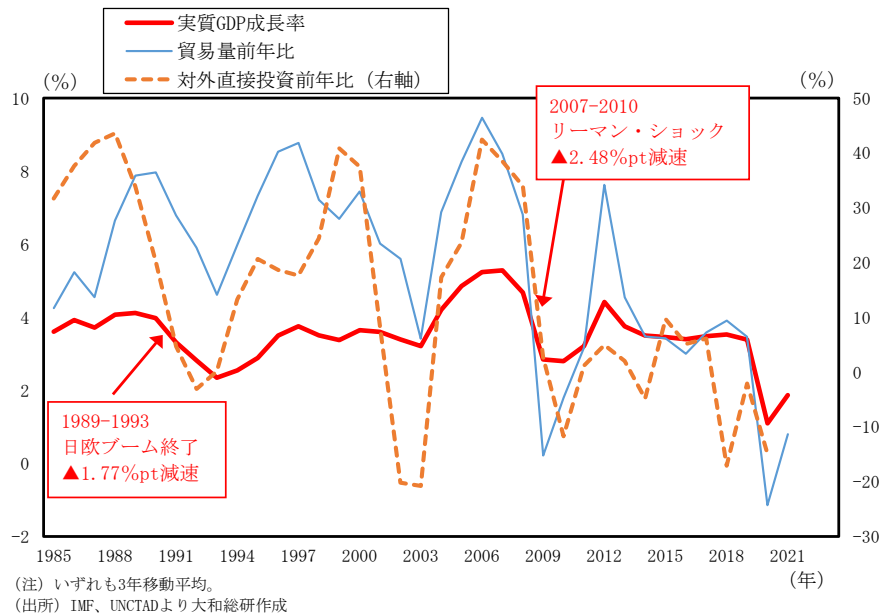


ただし、この試算には留意しなければならない点もある。信用状況の変化と経済成長率との関係性は、先進各国では比較的明確にみられるものの、中国での関係は相対的に弱い。これは、経済の発展段階の差に加え、金融面でも国が関与する割合が高く、市場原理の及ぶ分野が限定的であることなどが影響していると考えられる。よって、前記の成長率への影響についても、ある程度の幅を持って見る必要があるだろう。

GDP シェア上位国のバブル崩壊の余波にも注意

世界経済の観点からは、中国のような大国の経済が急速に落ち込む事態が発生する場合、貿易や投資の減少を通じて他国の経済にも連鎖的な影響を及ぼす恐れに注意が必要となってくる。近年では、2008年前後の米国発のリーマン・ショックに加えて、1990年前後に日本のバブル崩壊、英国の不動産ブーム終焉、ドイツの統一ブーム終焉が重なった時期が代表例といえる。このような時期の世界のGDP成長率や貿易量、対外直接投資の推移を見ると、いずれも数年単位での落ち込みが見られた。世界のGDP成長率を見ると、ショック後の3~4年で2%pt前後低下していたことが確認できる（図表 5-11）。1990年頃の日英独合計のGDPシェアや、リーマン・ショック前の米国のGDPシェアは、いずれも25%程度であった。直近の中国のGDPシェアも18%程度であることから、前記の例に匹敵するような影響力があってもおかしくないと考えられよう。

図表 5-11 : 世界の成長率、貿易量、対外直接投資の推移



これまで述べたように、中国のバブル崩壊のリスクについては、広範囲かつ大規模な影響をもたらす可能性を意識しておく必要がある。一方で、現時点では決定的な状況悪化の兆しは見られないほか、金融緩和等の余地は残されている。中国政府は世界の過去のバブル崩壊の例に学んでいるとも評されていることから、その政策手腕には引き続き注目したい。

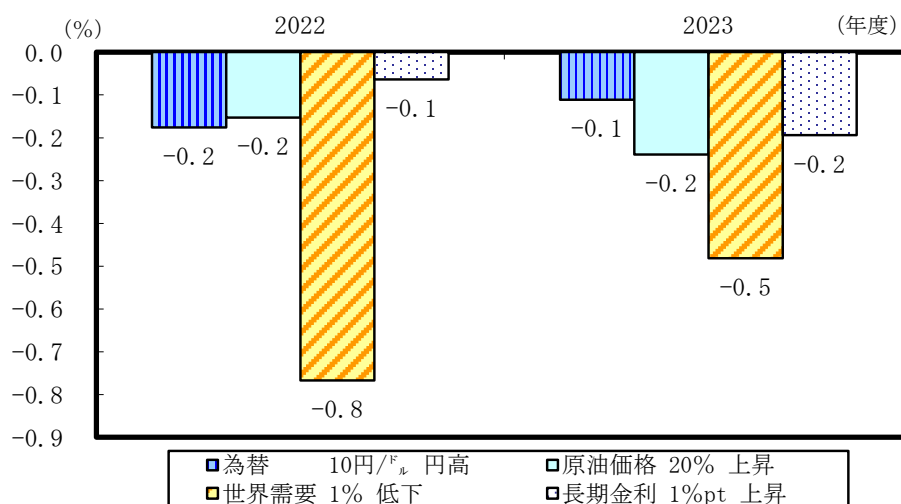
6. マクロリスクシミュレーション

小林 若葉

本章では景気に影響を与えるいくつかのリスク要因が想定以上に進行することで、予測にどの程度の影響が出るかの試算を示す。標準シナリオにおける主な前提と、4つのリスクシナリオが顕在化した場合の実質 GDP に与える影響（下図参照）は以下の通り。リスクシナリオは2022年4-6月期以降に顕在化すると仮定して推計している。

【前提】	【シミュレーション】
・ 為替レート : 2022-23 年度 ; 114.9 円/ドル, 114.9 円/ドル	→ 各四半期 10 円/ドル円高
・ 原油(WTI) 価格 : 2022-23 年度 ; 109.7 ドル/bbl, 100.0 ドル/bbl	→ 各四半期 20% 上昇
・ 世界経済成長率 : 2022-23 暦年 ; +4.4%, +3.7%	→ 各四半期 1% 低下
・ 長期金利 : 2022-23 年度 ; 0.18%, 0.18%	→ 各四半期 1%pt 上昇

図表 6-1 : 実質 GDP に与える影響



(注) 標準シナリオから各リスクシナリオへ変化した場合の影響度。
(出所) 大和総研作成

6.1 円高

円高は貿易財の価格競争力を低下させるため、財貨・サービスの輸出が減少する。これに合わせ、電気機器や輸送機器などの輸出型製造業やこれに付帯する運輸、電力、商業などの非製造業を中心に生産が減少する。輸出や生産の減少は企業の売上の減少につながり、企業収益の低下をもたらす。これは企業のキャッシュフローの減少や将来の成長期待を悪化させ、設備投資の減少へとつながる。また、円高による輸入物価の低下は国内の物価を押し下げ、企業物価や消費者物価が下落する。物価下落で家計の購買力が上昇するものの、企業収益の減少からくる雇用・所得環境の悪化により個人消費は減少する。以上の経路を通じて10円/ドルの円高により、実質 GDP の水準は標準シナリオに比べて2022年度で▲0.2%、2023年度で▲0.1%縮小する。

6.2 原油高騰

原油価格が標準シナリオの想定よりも 20%上昇した場合、日本経済に与える影響は実質 GDP を標準シナリオに比べて 2022 年度で▲0.2%、2023 年度で▲0.2%縮小させることになる。

原油価格の上昇は輸入デフレーターを押し上げることになる。輸入デフレーターが上昇すると名目輸入額が増加し、純輸出が減少して名目 GDP が減少する。また、原油価格の上昇はエネルギー価格を上昇させるとともに、原材料価格の上昇を通じて最終財価格を上昇させる。その結果、家計の購買力は低下する。

企業部門においては、原材料価格の上昇によって収益が圧迫され、設備投資が減速する。設備投資は企業マインドに左右されるため、翌年度の設備投資にも影響を与えることになる。収益の減少は雇用・所得環境の悪化につながり、購買力の低下と相まって民間消費を減速させる。

6.3 世界需要の低下

世界需要（GDP）が 1%低下した場合、日本の実質 GDP は標準シナリオに比べて 2022 年度で▲0.8%、2023 年度で▲0.5%縮小することになる。

世界需要が低下すると、日本からの輸出が押し下げられるため、製造業の売上の減少によって企業収益が悪化する。また、製造業の生産活動の低下は、非製造業への波及によって、広く企業収益を押し下げることになる。こうした企業収益の減少に加えて、鉱工業生産の減少による稼働率の低下および設備過剰感の高まりから、設備投資が減少する。さらに、企業収益の減少は、賃金下落圧力となるため、ラグを伴って個人消費や住宅投資といった家計部門の需要も減少することになる。なお、こうした状況に陥ると、内需の減少を受けて、輸入をも減少させるという結果となる。

6.4 金利上昇

長期金利が標準シナリオに比べ 1%pt 上昇した場合、実質 GDP の水準は 2022 年度で▲0.1%、2023 年度は▲0.2%の縮小となる。金利上昇による資金調達コストの上昇は設備投資や住宅投資を減少させる。また、個人への直接的な影響は純有利子負債（有利子資産を除いた有利子負債）の大きさによって決まるが、個人は純受取主体、つまり有利子資産が有利子負債を上回っているため、金利上昇は財産所得を増加させる。投資の減少による景気悪化を受け、勤労所得は減少するものの、財産所得の増加に相殺され、個人消費への影響は軽微なものにとどまることとなる。

ただし、他のシミュレーション同様、ここでは金利が上昇するときの外部環境を考慮していない。通常、金利はそれ自体、単独では上昇せず、景気の回復や先行きの明るい見通しを反映して上昇する。そのようなときには期待物価上昇率が高まり、実質金利の上昇を抑えることになるため、投資の限界収益率（投資収益率と実質金利の差）は保たれ、設備投資には影響が出にくく

なると考えられる。従って、本シミュレーションでは金利上昇の負の作用が強調されている可能性がある。

なお、景気対策などの財政出動による財政悪化から長期金利が上昇する場合、設備投資や住宅投資などに対するクラウドイングアウト効果などによって、シミュレーション結果に近い効果がマクロ経済にもたらされるとみられる。

図表 6-2：シミュレーション結果

	標準シナリオ		シミュレーション1 円高（10円高）		シミュレーション2 原油20%上昇	
	2022年度	2023年度	2022年度	2023年度	2022年度	2023年度
名目GDP	3.3	2.7	3.2 (-0.1)	2.7 (-0.2)	2.9 (-0.5)	2.6 (-0.5)
実質GDP	3.5	1.9	3.3 (-0.2)	1.9 (-0.1)	3.3 (-0.2)	1.8 (-0.2)
GDPデフレーター	-0.1	0.8	-0.1 (0.0)	0.7 (-0.1)	-0.5 (-0.3)	0.8 (-0.3)
鉱工業生産指数	5.6	1.4	5.3 (-0.4)	1.4 (-0.4)	5.6 (-0.1)	1.3 (-0.1)
第3次産業活動指数	5.7	1.9	5.6 (-0.1)	2.0 (-0.1)	5.7 (-0.0)	1.9 (-0.0)
国内企業物価	7.4	1.2	6.2 (-1.2)	1.0 (-1.3)	8.3 (0.8)	1.4 (1.1)
消費者物価	1.3	0.9	1.2 (-0.2)	0.9 (-0.2)	1.6 (0.2)	1.0 (0.3)
失業率	2.5	2.4	2.5 (0.0)	2.3 (-0.0)	2.5 (0.0)	2.4 (0.0)
貿易収支 (兆円)	-5.9	-3.3	-4.9 (1.0)	-2.9 (0.5)	-8.7 (-2.8)	-5.0 (-1.6)
経常収支 (億ドル)	601	867	710 (52)	970 (20)	349 (-251)	722 (-146)
経常収支 (兆円)	6.9	10.0	7.4 (0.5)	10.2 (0.2)	4.0 (-2.9)	8.3 (-1.7)
実質GDPの内訳						
民間消費	4.0	2.0	3.8 (-0.2)	2.1 (-0.1)	4.0 (-0.0)	2.0 (-0.1)
民間住宅投資	0.5	0.4	0.4 (-0.1)	0.5 (0.1)	0.4 (-0.1)	0.3 (-0.1)
民間設備投資	5.9	3.2	5.6 (-0.2)	3.0 (-0.5)	5.8 (-0.1)	3.0 (-0.2)
政府最終消費	-0.2	-1.5	-0.1 (0.1)	-1.4 (0.1)	-0.3 (-0.1)	-1.5 (-0.1)
公共投資	-0.9	0.9	-0.7 (0.2)	1.1 (0.4)	-1.0 (-0.1)	0.8 (-0.3)
財貨・サービスの輸出	5.7	4.9	5.1 (-0.6)	4.8 (-0.7)	5.7 (-0.1)	4.9 (-0.1)
財貨・サービスの輸入	4.0	2.6	3.7 (-0.2)	2.4 (-0.4)	3.9 (-0.1)	2.5 (-0.2)

	シミュレーション3 世界需要1%低下		シミュレーション4 長期金利1%pt上昇		(参考) 5円円安と原油20%上昇	
	2022年度	2023年度	2022年度	2023年度	2022年度	2023年度
名目GDP	2.6 (-0.8)	3.0 (-0.5)	3.3 (-0.1)	2.6 (-0.2)	2.9 (-0.4)	2.7 (-0.4)
実質GDP	2.7 (-0.8)	2.2 (-0.5)	3.4 (-0.1)	1.7 (-0.2)	3.4 (-0.1)	1.8 (-0.2)
GDPデフレーター	-0.1 (0.0)	0.8 (-0.0)	-0.1 (-0.0)	0.8 (-0.0)	-0.5 (-0.3)	0.9 (-0.3)
鉱工業生産指数	4.5 (-1.1)	1.5 (-1.0)	5.6 (-0.1)	1.2 (-0.2)	5.8 (0.1)	1.3 (0.1)
第3次産業活動指数	5.6 (-0.1)	2.0 (-0.1)	5.7 (-0.0)	1.9 (-0.0)	5.8 (0.0)	1.9 (0.0)
国内企業物価	7.4 (-0.0)	1.1 (-0.1)	7.4 (-0.0)	1.2 (-0.0)	9.0 (1.4)	1.5 (1.8)
消費者物価	1.3 (-0.0)	0.8 (-0.1)	1.3 (-0.0)	0.9 (-0.0)	1.6 (0.3)	1.0 (0.4)
失業率	2.6 (0.0)	2.4 (0.0)	2.5 (0.0)	2.4 (0.0)	2.5 (-0.0)	2.4 (0.0)
貿易収支 (兆円)	-8.7 (-2.8)	-4.0 (-0.7)	-5.8 (0.1)	-3.2 (0.1)	-9.2 (-3.4)	-5.2 (-1.9)
経常収支 (億ドル)	332 (-268)	793 (-75)	770 (169)	959 (91)	324 (-277)	712 (-155)
経常収支 (兆円)	3.8 (-3.1)	9.1 (-0.9)	8.8 (1.9)	11.0 (1.0)	3.7 (-3.2)	8.2 (-1.8)
実質GDPの内訳						
民間消費	3.9 (-0.0)	2.0 (-0.0)	4.0 (-0.0)	2.0 (0.0)	4.1 (0.1)	2.0 (0.0)
民間住宅投資	0.2 (-0.2)	0.4 (-0.2)	0.3 (-0.2)	-0.4 (-1.0)	0.5 (-0.0)	0.2 (-0.1)
民間設備投資	5.5 (-0.4)	3.0 (-0.5)	5.5 (-0.4)	2.4 (-1.1)	5.9 (0.1)	3.1 (-0.0)
政府最終消費	-0.2 (0.0)	-1.5 (0.0)	-0.2 (0.0)	-1.5 (0.0)	-0.4 (-0.1)	-1.6 (-0.2)
公共投資	-0.9 (0.0)	0.9 (0.0)	-0.9 (0.0)	0.9 (0.0)	-1.1 (-0.2)	0.7 (-0.4)
財貨・サービスの輸出	1.9 (-3.6)	5.7 (-2.8)	5.7 (0.0)	4.9 (0.0)	6.0 (0.2)	4.9 (0.3)
財貨・サービスの輸入	3.0 (-0.9)	2.1 (-1.4)	3.9 (-0.1)	2.4 (-0.2)	4.0 (0.0)	2.6 (0.0)

(注1) 表の数値は断りがない限り、前年度比変化率。ただし、失業率、貿易収支、経常収支は数値。
(注2) 括弧内数値は基準解の水準に対する乖離率。ただし、失業率、貿易収支、経常収支については乖離幅。
(出所) 大和総研作成

7. 四半期計数表

(1-a) 主要経済指標

	2020			2021			2022			年度		暦年	
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3 (予)	2020	2021 (予)	2020	2021	
名目国内総支出(兆円)	512.5	539.0	546.1	543.6	544.7	538.9	540.7	540.0	535.5	541.0	538.2	541.9	
前期比%	-7.5	5.2	1.3	-0.5	0.2	-1.1	0.3	-0.1					
前期比年率%	-26.7	22.3	5.4	-1.8	0.8	-4.2	1.4	-0.5					
前年同期比%	-8.9	-4.3	-0.6	-1.9	6.1	-0.1	-0.9	-0.6	-3.9	1.0	-3.6	0.7	
実質国内総支出(兆円、2015暦年連鎖価格)	501.4	528.0	537.8	534.9	538.0	534.2	540.2	540.0	525.8	538.1	528.2	536.8	
前期比%	-7.9	5.3	1.9	-0.5	0.6	-0.7	1.1	-0.0					
前期比年率%	-28.2	23.0	7.7	-2.2	2.4	-2.8	4.6	-0.2					
前年同期比%	-10.1	-5.4	-0.8	-1.8	7.3	1.2	0.4	1.0	-4.5	2.3	-4.5	1.6	
内需寄与度(前期比)	-5.2	2.7	1.1	-0.4	0.7	-0.8	0.9	-0.1	-3.9	1.3	-3.7	0.6	
外需寄与度(前期比)	-2.7	2.6	0.7	-0.1	-0.1	0.1	0.2	0.1	-0.6	1.0	-0.8	1.0	
GDPデフレーター(前年同期比%)	1.4	1.1	0.2	-0.1	-1.1	-1.2	-1.3	-1.6	0.6	-1.3	0.9	-0.9	
鉱工業生産指数(2015=100)	81.5	88.8	93.9	96.6	97.7	94.1	95.0	96.3	90.4	96.0	90.6	95.9	
前期比%	-16.8	9.0	5.7	2.8	1.2	-3.7	1.0	1.3	-9.5	6.2	-10.3	5.8	
第3次産業活動指数(2015=100)	90.0	95.8	98.0	97.3	96.8	96.0	98.4	97.1	95.2	97.1	96.0	97.1	
前期比%	-10.1	6.4	2.3	-0.7	-0.5	-0.8	2.5	-1.3	-6.9	1.9	-6.9	1.1	
企業物価指数(2015=100)													
国内企業物価指数	99.4	100.2	99.9	101.5	104.0	106.3	108.7	111.7	100.2	107.7	100.3	105.1	
前年同期比%	-2.2	-0.8	-2.2	-0.3	4.6	6.1	8.8	10.1	-1.4	7.4	-1.1	4.8	
消費者物価指数(生鮮食品除く総合2020=100)	100.1	99.8	99.6	99.9	99.4	99.8	100.0	100.2	99.9	99.9	100.0	99.8	
前年同期比%	-0.1	-0.3	-0.9	-0.5	-0.6	-0.0	0.4	0.3	-0.5	-0.0	-0.2	-0.2	
完全失業率(%)	2.7	3.0	3.0	2.9	2.9	2.8	2.7	2.7	2.9	2.8	2.8	2.8	
10年物国債利回り(%)	-0.01	0.02	0.03	0.11	0.07	0.03	0.07	0.16	0.04	0.08	-0.01	0.07	
国際収支統計													
貿易収支(季調済年率、兆円)	-5.6	4.9	9.4	6.1	4.2	-0.8	-2.8	-3.9	3.9	-0.9	3.0	1.8	
経常収支(季調済年率、億ドル)	581	1,365	2,200	1,897	1,657	1,059	1,026	754	1,537	1,149	1,487	1,406	
経常収支(季調済年率、兆円)	6.3	14.5	23.0	20.1	18.1	11.7	11.7	8.7	16.3	12.8	15.9	15.4	
対名目GDP比率(%)	1.2	2.7	4.2	3.7	3.3	2.2	2.2	1.6	3.0	2.4	2.9	2.8	
為替レート(円/ドル)	107.6	106.1	104.5	105.9	109.4	110.1	113.7	115.2	106.0	112.1	106.8	109.8	
(円/ユーロ)	118.7	124.6	124.5	128.5	132.4	129.9	130.6	129.0	124.1	130.5	122.0	130.3	

(注1) 四半期データの実額と前期比・前期比年率は季節調整値、前年同期比は原系列。年度、暦年データは原系列。

(注2) 四捨五入の影響で政府の公表値と異なる場合があります。

(1-b) 主要経済指標

	2022		2023			2024			年度		暦年	
	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)	1-3 (予)	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)	1-3 (予)	2022 (予)	2023 (予)	2022 (予)	2023 (予)
名目国内総支出(兆円)	548.4	557.4	563.1	567.1	570.6	573.5	575.7	577.6	559.1	574.4	552.4	571.8
前期比%	1.5	1.6	1.0	0.7	0.6	0.5	0.4	0.3				
前期比年率%	6.3	6.8	4.2	2.9	2.5	2.0	1.6	1.3				
前年同期比%	0.8	3.5	4.1	5.0	4.0	2.9	2.3	1.8	3.3	2.7	1.9	3.5
実質国内総支出(兆円、2015暦年連鎖価格)	549.2	555.9	559.9	562.1	564.6	566.7	568.2	569.7	556.9	567.3	551.3	565.4
前期比%	1.7	1.2	0.7	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3				
前期比年率%	7.0	5.0	2.8	1.6	1.8	1.5	1.1	1.0				
前年同期比%	2.1	4.1	3.6	4.1	2.8	1.9	1.5	1.3	3.5	1.9	2.7	2.6
内需寄与度(前期比)	1.8	1.1	0.6	0.3	0.3	0.3	0.1	0.1	3.2	1.5	2.4	2.2
外需寄与度(前期比)	-0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.3	0.4	0.3	0.4
GDPデフレーター(前年同期比%)	-1.3	-0.6	0.4	0.9	1.2	0.9	0.8	0.5	-0.1	0.8	-0.7	0.9
鉱工業生産指数(2015=100)	100.2	101.0	101.5	101.9	102.2	102.5	102.6	102.8	101.4	102.7	99.8	102.4
前期比%	4.1	0.8	0.5	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2	5.6	1.4	4.1	2.6
第3次産業活動指数(2015=100)	100.3	102.8	103.6	103.9	104.2	104.5	104.8	105.1	102.6	104.6	100.9	104.3
前期比%	3.3	2.5	0.7	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	5.7	1.9	4.0	3.3
企業物価指数(2015=100)												
国内企業物価指数	114.5	115.4	116.2	116.5	116.7	116.9	117.1	117.3	115.7	117.0	114.5	116.8
前年同期比%	10.1	8.6	7.0	4.3	1.9	1.3	0.8	0.7	7.4	1.2	8.9	2.0
消費者物価指数(生鮮食品除く総合2020=100)	100.7	101.1	101.5	101.6	101.8	102.1	102.4	102.3	101.2	102.1	100.9	102.0
前年同期比%	1.2	1.3	1.5	1.4	1.1	1.0	0.9	0.6	1.3	0.9	1.1	1.1
完全失業率(%)	2.7	2.6	2.5	2.4	2.4	2.4	2.3	2.3	2.5	2.4	2.6	2.4
10年物国債利回り(%)	0.18	0.18	0.18	0.18	0.18	0.18	0.18	0.18	0.18	0.18	0.17	0.18
国際収支統計												
貿易収支(季節調整年率、兆円)	-6.8	-6.0	-5.3	-4.2	-3.8	-3.5	-2.9	-2.4	-5.9	-3.3	-5.8	-3.8
経常収支(季節調整年率、億ドル)	447	552	626	727	776	817	874	927	601	867	597	801
経常収支(季節調整年率、兆円)	5.1	6.3	7.2	8.4	8.9	9.4	10.0	10.7	6.9	10.0	6.9	9.2
対名目GDP比率(%)	0.9	1.1	1.3	1.5	1.6	1.6	1.7	1.8	1.2	1.7	1.2	1.6
為替レート(円/ドル)	114.9	114.9	114.9	114.9	114.9	114.9	114.9	114.9	114.9	114.9	115.0	114.9
(円/ユーロ)	127.8	127.8	127.8	127.8	127.8	127.8	127.8	127.8	127.8	127.8	128.1	127.8

(注1) 四半期データの実額と前期比・前期比年率は季節調整値、前年同期比は原系列。年度、暦年データは原系列。

(注2) 四捨五入の影響で政府の公表値と異なる場合があります。

(2-a) 実質国内総支出(兆円、2015暦年連鎖価格)

	2020			2021			2022			年度		暦年	
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3 (予)	2020	2021 (予)	2020	2021	
国内総支出	501.4	528.0	537.8	534.9	538.0	534.2	540.2	540.0	525.8	538.1	528.2	536.8	
前期比年率%	-28.2	23.0	7.7	-2.2	2.4	-2.8	4.6	-0.2					
前年同期比%	-10.1	-5.4	-0.8	-1.8	7.3	1.2	0.4	1.0	-4.5	2.3	-4.5	1.6	
国内需要	517.0	530.4	536.2	534.0	537.6	533.3	538.2	537.7	529.5	536.6	532.4	535.8	
前期比年率%	-19.3	10.8	4.5	-1.7	2.8	-3.2	3.7	-0.4					
前年同期比%	-7.1	-5.2	-1.1	-2.1	4.0	0.6	0.3	0.6	-3.9	1.3	-3.7	0.6	
民間需要	376.2	386.8	391.4	390.2	394.1	389.4	395.7	394.3	386.2	393.3	390.3	392.3	
前期比年率%	-26.3	11.8	4.8	-1.2	4.0	-4.7	6.6	-1.4					
前年同期比%	-10.0	-7.9	-2.9	-4.0	4.7	0.7	1.1	1.1	-6.2	1.8	-5.8	0.5	
民間最終消費支出	270.4	284.8	289.4	287.1	289.1	286.2	293.2	289.4	283.0	289.6	285.2	289.0	
前期比年率%	-30.3	23.1	6.5	-3.1	2.8	-3.8	10.0	-5.1					
前年同期比%	-10.6	-6.7	-1.5	-3.0	6.8	0.5	1.5	0.8	-5.4	2.3	-5.2	1.3	
民間住宅投資	19.5	18.6	18.6	18.7	18.9	18.6	18.4	18.4	18.8	18.6	19.0	18.7	
前期比年率%	-0.2	-17.5	-0.3	3.5	4.2	-6.3	-3.8	-0.0					
前年同期比%	-5.8	-11.2	-9.5	-4.0	-2.7	0.1	-0.7	-1.6	-7.8	-1.2	-7.9	-1.9	
民間企業設備投資	83.6	83.2	84.2	84.6	86.3	84.2	84.5	86.1	83.9	85.2	85.4	84.8	
前期比年率%	-25.0	-1.6	4.9	1.6	8.2	-9.3	1.4	8.0					
前年同期比%	-9.1	-11.6	-3.7	-5.7	3.4	1.0	0.0	1.8	-7.5	1.5	-6.5	-0.7	
民間在庫変動	2.7	0.2	-0.8	-0.2	-0.2	0.3	-0.4	0.4	0.5	-0.0	0.7	-0.1	
公的需要	140.8	143.5	144.9	143.7	143.6	143.9	142.5	143.3	143.3	143.3	142.1	143.5	
前期比年率%	4.1	8.0	3.8	-3.1	-0.5	1.0	-3.8	2.2					
前年同期比%	1.9	3.1	3.9	3.1	2.1	0.4	-1.8	-0.5	3.0	0.0	2.6	0.9	
政府最終消費支出	111.7	114.1	115.0	114.2	115.1	116.4	116.0	116.9	113.8	116.1	113.0	115.4	
前期比年率%	1.5	8.9	3.0	-2.5	3.0	4.5	-1.4	3.2					
前年同期比%	1.3	2.7	3.5	2.6	3.0	2.0	0.9	2.3	2.5	2.0	2.3	2.1	
公的固定資本形成	29.1	29.4	30.0	29.5	28.5	27.6	26.6	26.5	29.5	27.2	29.1	28.1	
前期比年率%	15.5	4.1	8.9	-6.5	-13.0	-11.6	-14.4	-2.0					
前年同期比%	4.9	4.6	5.9	5.1	-1.9	-5.7	-11.6	-10.3	5.2	-7.9	3.9	-3.7	
公的在庫変動	-0.0	0.0	-0.1	-0.0	-0.0	-0.1	0.0	0.0	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	
財貨・サービスの純輸出	-16.7	-2.7	1.7	1.0	0.4	1.1	2.4	2.7	-4.0	1.6	-4.5	1.2	
財貨・サービスの輸出	81.3	88.4	97.8	99.9	103.0	102.7	103.7	105.2	91.9	103.7	91.7	102.3	
前期比年率%	-54.4	39.8	50.0	9.1	13.0	-1.2	3.8	5.8					
前年同期比%	-21.8	-15.3	-5.6	1.0	27.0	16.3	5.9	5.3	-10.5	12.8	-11.8	11.6	
財貨・サービスの輸入	98.0	91.0	96.1	98.9	102.7	101.7	101.3	102.4	96.0	102.0	96.2	101.1	
前期比年率%	-6.4	-25.4	24.1	12.3	15.9	-3.8	-1.5	4.6					
前年同期比%	-4.7	-13.9	-7.2	-0.8	5.2	11.8	5.1	3.6	-6.7	6.3	-7.2	5.2	

(注1) 需要の小計(国内、民間、公的)は各構成項目の単純集計値であり、政府発表の系列とは異なります。

(注2) 四半期データの実額と前期比年率は季節調整値、前年同期比は原系列。年度、暦年データは原系列。

(注3) 四捨五入の影響で政府の公表値と異なる場合があります。

(2-b) 実質国内総支出 (兆円、2015暦年連鎖価格)

	2022		2023			2024			年度		暦年	
	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)	1-3 (予)	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)	1-3 (予)	2022 (予)	2023 (予)	2022 (予)	2023 (予)
国内総支出	549.2	555.9	559.9	562.1	564.6	566.7	568.2	569.7	556.9	567.3	551.3	565.4
前期比年率%	7.0	5.0	2.8	1.6	1.8	1.5	1.1	1.0				
前年同期比%	2.1	4.1	3.6	4.1	2.8	1.9	1.5	1.3	3.5	1.9	2.7	2.6
国内需要	547.2	553.2	556.4	558.0	559.9	561.4	562.2	562.9	553.8	561.6	548.6	560.3
前期比年率%	7.3	4.5	2.3	1.1	1.3	1.1	0.6	0.6				
前年同期比%	1.9	3.7	3.3	3.9	2.2	1.5	1.0	0.9	3.2	1.4	2.4	2.1
民間需要	402.9	409.5	414.2	417.1	418.8	420.2	420.8	421.4	411.1	420.3	405.2	419.2
前期比年率%	9.0	6.7	4.7	2.8	1.6	1.3	0.6	0.6				
前年同期比%	2.3	5.1	4.6	6.0	3.9	2.6	1.6	1.1	4.5	2.2	3.3	3.5
民間最終消費支出	295.7	300.3	303.2	305.0	306.2	307.1	307.4	307.7	301.1	307.2	297.2	306.5
前期比年率%	9.1	6.3	3.9	2.4	1.6	1.2	0.4	0.4				
前年同期比%	2.4	4.9	3.3	5.4	3.5	2.3	1.5	0.9	4.0	2.0	2.8	3.1
民間住宅投資	18.5	18.6	18.8	18.8	18.8	18.8	18.7	18.7	18.7	18.7	18.6	18.8
前期比年率%	1.8	2.8	2.4	1.2	0.0	-0.7	-1.0	-1.2				
前年同期比%	-2.2	0.2	1.8	2.1	1.7	0.7	-0.1	-0.7	0.5	0.4	-0.4	1.0
民間企業設備投資	87.9	89.6	91.0	92.0	92.5	93.0	93.3	93.7	90.2	93.1	88.5	92.6
前期比年率%	8.5	7.8	6.8	4.5	2.0	2.0	1.6	1.6				
前年同期比%	1.8	6.4	7.9	6.9	5.3	3.8	2.5	1.8	5.9	3.2	4.4	4.6
民間在庫変動	0.8	1.0	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.1	1.3	0.8	1.3
公的需要	144.2	143.7	142.2	140.9	141.0	141.2	141.4	141.5	142.8	141.3	143.4	141.1
前期比年率%	2.5	-1.4	-4.2	-3.6	0.5	0.5	0.5	0.5				
前年同期比%	0.7	-0.1	-0.2	-1.6	-2.3	-1.8	-0.5	0.5	-0.3	-1.0	-0.1	-1.6
政府最終消費支出	117.6	116.8	115.1	113.8	113.9	114.0	114.2	114.3	115.8	114.1	116.6	114.0
前期比年率%	2.4	-2.6	-5.6	-4.7	0.5	0.5	0.5	0.5				
前年同期比%	2.2	0.4	-0.7	-2.7	-3.1	-2.4	-0.8	0.5	-0.2	-1.5	1.0	-2.3
公的固定資本形成	26.6	26.9	27.0	27.1	27.2	27.2	27.2	27.2	26.9	27.2	26.8	27.2
前期比年率%	2.8	4.1	2.0	1.2	0.4	0.4	0.4	0.4				
前年同期比%	-6.6	-2.8	1.8	2.5	1.9	1.1	0.6	0.4	-0.9	0.9	-4.6	1.5
公的在庫変動	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0
財貨・サービスの純輸出	2.5	3.1	3.8	4.5	5.2	5.7	6.5	7.1	3.5	6.1	3.1	5.5
財貨・サービスの輸出	106.7	108.9	110.7	112.1	113.3	114.4	115.5	116.6	109.6	114.9	107.9	113.8
前期比年率%	5.9	8.4	6.9	5.1	4.3	3.9	4.1	3.9				
前年同期比%	3.5	6.0	6.8	6.5	6.2	5.0	4.3	4.1	5.7	4.9	5.4	5.5
財貨・サービスの輸入	104.2	105.7	106.8	107.5	108.1	108.6	109.0	109.5	106.1	108.8	104.8	108.3
前期比年率%	7.0	6.1	4.3	2.6	2.1	2.0	1.6	1.6				
前年同期比%	1.3	4.0	5.6	4.9	3.8	2.7	2.0	1.8	4.0	2.6	3.6	3.3

(注1) 需要の小計 (国内、民間、公的) は各構成項目の単純集計値であり、政府発表の系列とは異なります。

(注2) 四半期データの実額と前期比年率は季節調整値、前年同期比は原系列。年度、暦年データは原系列。

(注3) 四捨五入の影響で政府の公表値と異なる場合があります。

(3-a) 名目国内総支出(兆円)

	2020		2021			2022			年度		暦年	
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3 (予)	2020	2021 (予)	2020	2021
国内総支出	512.5	539.0	546.1	543.6	544.7	538.9	540.7	540.0	535.5	541.0	538.2	541.9
前期比年率%	-26.7	22.3	5.4	-1.8	0.8	-4.2	1.4	-0.5				
前年同期比%	-8.9	-4.3	-0.6	-1.9	6.1	-0.1	-0.9	-0.6	-3.9	1.0	-3.6	0.7
国内需要	523.0	537.9	540.7	541.6	545.8	543.9	548.3	550.4	536.0	547.1	539.5	544.9
前期比年率%	-21.2	11.9	2.1	0.7	3.1	-1.4	3.2	1.6				
前年同期比%	-7.2	-5.2	-1.8	-2.5	4.2	1.1	1.4	1.6	-4.2	2.1	-3.7	1.0
民間需要	381.1	392.7	395.1	396.1	399.8	396.6	402.7	403.7	391.4	400.8	395.8	398.8
前期比年率%	-27.8	12.7	2.4	1.0	3.9	-3.2	6.3	1.0				
前年同期比%	-10.1	-7.7	-3.4	-4.3	4.7	0.9	2.0	2.0	-6.4	2.4	-5.7	0.7
民間最終消費支出	275.2	289.5	291.9	291.1	291.9	289.5	295.2	292.3	287.0	292.4	289.5	292.0
前期比年率%	-30.3	22.5	3.4	-1.0	1.1	-3.2	8.0	-3.8				
前年同期比%	-10.2	-6.3	-2.0	-3.4	5.9	-0.1	1.4	0.4	-5.5	1.9	-5.0	0.9
民間住宅投資	20.5	19.5	19.5	19.9	20.6	20.9	21.1	21.3	19.8	21.0	20.0	20.6
前期比年率%	-3.8	-16.8	-1.6	9.2	13.7	6.7	3.9	4.8				
前年同期比%	-4.8	-10.1	-10.1	-3.7	0.5	6.8	8.3	7.2	-7.3	5.8	-6.9	3.0
民間企業設備投資	84.0	83.7	84.6	85.4	87.9	86.3	87.2	89.4	84.5	87.7	86.0	86.6
前期比年率%	-27.3	-1.5	4.3	3.9	11.9	-6.7	4.1	10.2				
前年同期比%	-9.6	-11.9	-4.5	-6.0	4.7	3.0	2.9	4.5	-7.9	3.8	-6.7	0.7
民間在庫変動	1.5	-0.0	-0.9	-0.4	-0.5	-0.2	-0.7	0.7	0.1	-0.2	0.3	-0.5
公的需要	141.9	145.2	145.6	145.6	146.0	147.3	145.6	146.7	144.6	146.3	143.6	146.1
前期比年率%	0.6	9.6	1.2	-0.2	1.1	3.8	-4.7	3.1				
前年同期比%	1.3	3.2	2.6	2.8	2.9	1.5	-0.1	0.5	2.4	1.2	2.3	1.7
政府最終消費支出	111.6	114.4	114.4	114.5	115.6	117.7	116.7	117.7	113.7	116.9	113.2	116.2
前期比年率%	-2.0	10.4	-0.3	0.5	4.0	7.4	-3.6	3.5				
前年同期比%	0.5	2.5	1.9	2.0	3.4	3.0	2.1	2.8	1.7	2.8	1.7	2.6
公的固定資本形成	30.3	30.7	31.4	31.1	30.3	29.7	28.9	29.0	30.9	29.4	30.4	30.0
前期比年率%	11.9	6.1	8.2	-3.3	-9.2	-8.0	-10.6	1.2				
前年同期比%	5.4	5.5	5.5	5.5	0.2	-3.1	-8.0	-6.7	5.5	-4.8	4.7	-1.5
公的在庫変動	-0.0	0.0	-0.1	-0.0	-0.0	-0.1	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0
財貨・サービスの純輸出	-10.5	1.0	5.4	1.9	-1.1	-5.0	-7.5	-10.4	-0.4	-6.1	-1.3	-3.0
財貨・サービスの輸出	72.9	80.6	89.1	93.6	99.5	101.1	105.1	108.7	84.1	103.5	83.7	99.8
前期比年率%	-61.0	49.8	49.6	21.8	27.5	6.5	16.8	14.3				
前年同期比%	-25.6	-16.6	-7.5	1.7	36.7	25.5	17.5	16.0	-12.1	23.1	-14.1	19.2
財貨・サービスの輸入	83.4	79.6	83.7	91.7	100.6	106.1	112.6	119.0	84.5	109.6	85.0	102.8
前期比年率%	-36.7	-17.1	22.7	43.9	44.9	23.6	27.1	24.8				
前年同期比%	-16.0	-20.8	-14.2	-2.1	21.0	33.8	34.0	29.9	-13.4	29.6	-14.2	20.9

(注1) 四半期データの実額と前期比年率は季節調整値、前年同期比は原系列。年度、暦年データは原系列。

(注2) 四捨五入の影響で政府の公表値と異なる場合があります。

(3-b) 名目国内総支出(兆円)

	2022			2023			2024			年度		暦年	
	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)	1-3 (予)	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)	1-3 (予)	2022 (予)	2023 (予)	2022 (予)	2023 (予)	
国内総支出	548.4	557.4	563.1	567.1	570.6	573.5	575.7	577.6	559.1	574.4	552.4	571.8	
前期比年率%	6.3	6.8	4.2	2.9	2.5	2.0	1.6	1.3					
前年同期比%	0.8	3.5	4.1	5.0	4.0	2.9	2.3	1.8	3.3	2.7	1.9	3.5	
国内需要	562.3	570.1	575.0	577.7	580.7	583.1	584.6	585.8	571.5	583.6	564.5	581.5	
前期比年率%	8.9	5.7	3.4	1.9	2.0	1.7	1.1	0.8					
前年同期比%	3.1	4.9	4.7	5.2	3.1	2.3	1.7	1.5	4.5	2.1	3.6	3.0	
民間需要	414.5	422.6	428.8	432.8	435.4	437.5	438.7	439.6	424.9	437.9	417.4	436.1	
前期比年率%	11.1	8.1	6.0	3.7	2.4	1.9	1.1	0.8					
前年同期比%	3.7	6.6	6.3	7.4	4.9	3.5	2.3	1.6	6.0	3.1	4.7	4.5	
民間最終消費支出	299.8	305.4	309.0	311.6	313.5	314.8	315.5	315.8	306.5	315.0	301.8	313.9	
前期比年率%	10.6	7.6	4.9	3.4	2.4	1.8	0.8	0.4					
前年同期比%	2.8	5.5	4.5	6.6	4.5	3.1	2.2	1.4	4.8	2.8	3.3	4.0	
民間住宅投資	21.6	21.8	22.1	22.2	22.3	22.3	22.3	22.3	21.9	22.3	21.7	22.3	
前期比年率%	5.1	4.5	4.1	2.4	1.2	0.5	0.2	-0.4					
前年同期比%	5.1	4.6	4.6	4.0	3.1	2.0	1.1	0.4	4.6	1.6	5.4	2.5	
民間企業設備投資	91.6	93.6	95.4	96.6	97.3	98.0	98.6	99.2	94.4	98.3	92.4	97.6	
前期比年率%	10.6	8.9	7.8	5.3	2.8	2.8	2.4	2.4					
前年同期比%	4.2	8.5	9.5	8.2	6.2	4.6	3.3	2.6	7.7	4.1	6.7	5.6	
民間在庫変動	1.4	1.8	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.0	2.3	1.5	2.3	
公的需要	147.8	147.5	146.1	145.0	145.3	145.6	145.9	146.2	146.7	145.8	147.0	145.4	
前期比年率%	3.2	-0.8	-3.7	-3.1	0.9	0.9	0.9	0.8					
前年同期比%	1.5	0.1	0.4	-1.0	-2.0	-1.3	-0.1	0.9	0.3	-0.6	0.6	-1.1	
政府最終消費支出	118.5	117.8	116.2	114.8	115.1	115.3	115.5	115.7	116.9	115.4	117.5	115.2	
前期比年率%	2.7	-2.3	-5.4	-4.4	0.8	0.8	0.8	0.8					
前年同期比%	2.5	0.0	-0.5	-2.4	-2.9	-2.1	-0.5	0.8	-0.0	-1.2	1.2	-2.0	
公的固定資本形成	29.4	29.7	30.0	30.1	30.2	30.3	30.4	30.5	29.8	30.3	29.5	30.2	
前期比年率%	5.1	5.2	3.1	2.0	1.2	1.2	1.2	1.0					
前年同期比%	-3.3	-0.1	3.8	3.8	2.9	2.0	1.4	1.2	1.4	1.8	-1.7	2.5	
公的在庫変動	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	
財貨・サービスの純輸出	-13.9	-12.7	-11.8	-10.6	-10.1	-9.6	-8.9	-8.3	-12.3	-9.2	-12.2	-9.8	
財貨・サービスの輸出	112.2	113.2	114.6	115.8	117.2	118.4	119.7	121.0	113.9	119.0	112.1	117.7	
前期比年率%	13.6	3.7	5.2	4.2	4.8	4.4	4.5	4.3					
前年同期比%	12.7	11.9	9.2	6.6	4.5	4.7	4.4	4.5	10.0	4.5	12.3	5.0	
財貨・サービスの輸入	126.1	125.9	126.4	126.4	127.2	128.0	128.6	129.3	126.2	128.3	124.4	127.6	
前期比年率%	25.9	-0.7	1.8	-0.0	2.5	2.4	2.0	2.0					
前年同期比%	25.1	18.5	12.5	6.2	1.0	1.7	1.6	2.3	15.1	1.6	21.0	2.6	

(注1) 四半期データの実額と前期比年率は季節調整値、前年同期比は原系列。年度、暦年データは原系列。

(注2) 四捨五入の影響で政府の公表値と異なる場合があります。

(4-a) デフレーター (2015暦年=100)

	2020			2021			2022			年度		暦年	
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3 (予)	2020	2021 (予)	2020	2021	
国内総支出	102.2	102.1	101.5	101.6	101.2	100.9	100.1	100.0	101.9	100.6	101.9	101.0	
前期比%	0.5	-0.1	-0.5	0.1	-0.4	-0.4	-0.8	-0.1					
前年同期比%	1.4	1.1	0.2	-0.1	-1.1	-1.2	-1.3	-1.6	0.6	-1.3	0.9	-0.9	
民間最終消費支出	101.7	101.6	100.9	101.4	101.0	101.1	100.7	101.0	101.4	101.0	101.5	101.1	
前期比%	-0.0	-0.1	-0.7	0.5	-0.4	0.2	-0.5	0.3					
前年同期比%	0.4	0.4	-0.5	-0.4	-0.8	-0.5	-0.1	-0.3	-0.0	-0.4	0.3	-0.4	
民間住宅投資	105.0	105.2	104.9	106.3	108.6	112.2	114.4	115.8	105.4	112.8	105.3	110.5	
前期比%	-0.9	0.2	-0.3	1.4	2.2	3.3	2.0	1.2					
前年同期比%	1.0	1.3	-0.6	0.3	3.3	6.7	9.1	8.9	0.5	7.1	1.0	4.9	
民間企業設備投資	100.5	100.6	100.4	101.0	101.8	102.6	103.2	103.8	100.7	102.9	100.7	102.1	
前期比%	-0.8	0.0	-0.1	0.6	0.8	0.7	0.7	0.5					
前年同期比%	-0.6	-0.3	-0.8	-0.3	1.3	1.9	2.8	2.7	-0.5	2.2	-0.3	1.4	
政府最終消費支出	99.9	100.3	99.5	100.2	100.5	101.2	100.6	100.7	99.9	100.7	100.1	100.6	
前期比%	-0.9	0.4	-0.8	0.8	0.3	0.7	-0.6	0.1					
前年同期比%	-0.8	-0.2	-1.6	-0.6	0.5	1.0	1.2	0.5	-0.8	0.8	-0.6	0.5	
公的固定資本形成	104.1	104.6	104.4	105.3	106.4	107.5	108.7	109.6	104.7	108.1	104.5	106.9	
前期比%	-0.8	0.5	-0.2	0.8	1.1	1.0	1.1	0.8					
前年同期比%	0.5	0.9	-0.4	0.5	2.2	2.8	4.0	4.0	0.3	3.3	0.7	2.3	
財貨・サービスの輸出	89.7	91.2	91.2	93.7	96.6	98.4	101.3	103.3	91.5	99.9	91.3	97.5	
前期比%	-3.8	1.7	-0.1	2.8	3.1	1.9	3.0	1.9					
前年同期比%	-4.9	-1.5	-2.0	0.7	7.6	8.0	11.0	10.1	-1.8	9.1	-2.6	6.8	
財貨・サービスの輸入	85.1	87.4	87.1	92.7	98.0	104.3	111.2	116.2	88.1	107.4	88.4	101.6	
前期比%	-9.3	2.7	-0.3	6.4	5.7	6.5	6.6	4.5					
前年同期比%	-11.8	-8.0	-7.6	-1.3	15.0	19.7	27.5	25.4	-7.2	22.0	-7.5	14.9	

(注1) 四半期データの指数と前期比は季節調整値、前年同期比は原系列。年度、暦年データは原系列。

(注2) 四捨五入の影響で政府の公表値と異なる場合があります。

(4-b) デフレーター (2015暦年=100)

	2022		2023				2024		年度		暦年	
	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)	1-3 (予)	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)	1-3 (予)	2022 (予)	2023 (予)	2022 (予)	2023 (予)
国内総支出	99.8	100.3	100.6	100.9	101.1	101.2	101.3	101.4	100.4	101.2	100.2	101.1
前期比%	-0.2	0.4	0.3	0.3	0.2	0.1	0.1	0.1				
前年同期比%	-1.3	-0.6	0.4	0.9	1.2	0.9	0.8	0.5	-0.1	0.8	-0.7	0.9
民間最終消費支出	101.4	101.7	101.9	102.2	102.4	102.5	102.6	102.6	101.8	102.5	101.5	102.4
前期比%	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1	0.0				
前年同期比%	0.4	0.5	1.2	1.1	1.0	0.8	0.7	0.5	0.8	0.7	0.5	0.9
民間住宅投資	116.7	117.2	117.7	118.0	118.4	118.7	119.1	119.3	117.4	118.9	116.9	118.6
前期比%	0.8	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2				
前年同期比%	7.5	4.4	2.8	1.9	1.4	1.3	1.2	1.1	4.1	1.2	5.8	1.4
民間企業設備投資	104.3	104.5	104.8	105.0	105.2	105.4	105.6	105.9	104.7	105.6	104.3	105.3
前期比%	0.5	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2				
前年同期比%	2.4	2.0	1.5	1.2	0.9	0.8	0.8	0.8	1.7	0.8	2.2	0.9
政府最終消費支出	100.7	100.8	100.9	101.0	101.0	101.1	101.2	101.2	100.9	101.1	100.8	101.1
前期比%	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1				
前年同期比%	0.3	-0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2	0.3
公的固定資本形成	110.1	110.4	110.7	111.0	111.2	111.4	111.7	111.8	110.6	111.6	110.2	111.3
前期比%	0.5	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1				
前年同期比%	3.5	2.7	1.9	1.3	0.9	0.9	0.8	0.7	2.3	0.8	3.1	1.0
財貨・サービスの輸出	105.1	104.0	103.6	103.3	103.5	103.6	103.7	103.8	104.0	103.6	103.9	103.5
前期比%	1.8	-1.1	-0.4	-0.2	0.1	0.1	0.1	0.1				
前年同期比%	8.9	5.6	2.3	0.1	-1.6	-0.4	0.1	0.4	4.1	-0.4	6.6	-0.5
財貨・サービスの輸入	121.0	119.1	118.3	117.6	117.7	117.8	117.9	118.1	119.0	117.9	118.7	117.8
前期比%	4.2	-1.6	-0.6	-0.6	0.1	0.1	0.1	0.1				
前年同期比%	23.5	14.0	6.5	1.2	-2.8	-1.0	-0.3	0.4	10.7	-0.9	16.8	-0.8

(注1) 四半期データの指数と前期比は季節調整値、前年同期比は原系列。年度、暦年データは原系列。

(注2) 四捨五入の影響で政府の公表値と異なる場合があります。

(5-a) 実質経済成長率に対する寄与度

	2020			2021			2022			年度		暦年	
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3 (予)	2020	2021 (予)	2020	2021	
1. 前期比%													
実質GDP成長率	-7.9	5.3	1.9	-0.5	0.6	-0.7	1.1	-0.0	-4.5	2.3	-4.5	1.6	
国内需要	-5.2	2.7	1.1	-0.4	0.7	-0.8	0.9	-0.1	-3.9	1.3	-3.7	0.6	
民間需要	-5.5	2.1	0.9	-0.2	0.7	-0.9	1.2	-0.3	-4.6	1.4	-4.4	0.4	
民間最終消費支出	-4.7	2.9	0.9	-0.4	0.4	-0.5	1.3	-0.7	-3.0	1.2	-2.9	0.7	
民間住宅投資	-0.0	-0.2	-0.0	0.0	0.0	-0.1	-0.0	-0.0	-0.3	-0.0	-0.3	-0.1	
民間企業設備投資	-1.1	-0.1	0.2	0.1	0.3	-0.4	0.1	0.3	-1.2	0.2	-1.1	-0.1	
民間在庫変動	0.4	-0.5	-0.2	0.1	0.0	0.1	-0.1	0.2	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1	
公的需要	0.3	0.5	0.3	-0.2	-0.0	0.1	-0.3	0.1	0.8	-0.0	0.7	0.2	
政府最終消費支出	0.1	0.5	0.2	-0.1	0.2	0.2	-0.1	0.2	0.5	0.4	0.5	0.4	
公的固定資本形成	0.2	0.1	0.1	-0.1	-0.2	-0.2	-0.2	-0.0	0.3	-0.5	0.2	-0.2	
公的在庫変動	-0.0	0.0	-0.0	0.0	0.0	-0.0	0.0	0.0	-0.0	-0.0	0.0	-0.0	
財貨・サービスの純輸出	-2.7	2.6	0.7	-0.1	-0.1	0.1	0.2	0.1	-0.6	1.0	-0.8	1.0	
財貨・サービスの輸出	-3.0	1.3	1.7	0.4	0.5	-0.1	0.2	0.3	-1.8	2.0	-2.1	1.8	
財貨・サービスの輸入	0.3	1.3	-0.9	-0.5	-0.6	0.2	0.1	-0.2	1.2	-1.0	1.3	-0.8	
2. 前年同期比%													
実質GDP成長率	-10.1	-5.4	-0.8	-1.8	7.3	1.2	0.4	1.0	-4.5	2.3	-4.5	1.6	
国内需要	-7.2	-5.3	-1.1	-2.1	4.1	0.6	0.3	0.6	-3.9	1.3	-3.7	0.6	
民間需要	-7.6	-6.0	-2.1	-2.9	3.5	0.5	0.8	0.8	-4.6	1.4	-4.4	0.4	
民間最終消費支出	-5.9	-3.7	-0.8	-1.6	3.7	0.2	0.8	0.4	-3.0	1.2	-2.9	0.7	
民間住宅投資	-0.2	-0.4	-0.4	-0.1	-0.1	0.0	-0.0	-0.1	-0.3	-0.0	-0.3	-0.1	
民間企業設備投資	-1.4	-1.9	-0.6	-1.0	0.5	0.2	0.0	0.3	-1.2	0.2	-1.1	-0.1	
民間在庫変動	-0.2	0.0	-0.4	-0.1	-0.6	0.1	0.0	0.1	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1	
公的需要	0.5	0.8	1.0	0.8	0.6	0.1	-0.5	-0.1	0.8	-0.0	0.7	0.2	
政府最終消費支出	0.3	0.5	0.7	0.5	0.7	0.4	0.2	0.5	0.5	0.4	0.5	0.4	
公的固定資本形成	0.2	0.2	0.3	0.3	-0.1	-0.3	-0.7	-0.6	0.3	-0.5	0.2	-0.2	
公的在庫変動	0.0	0.0	-0.0	-0.0	0.0	-0.0	0.0	0.0	-0.0	-0.0	0.0	-0.0	
財貨・サービスの純輸出	-3.0	-0.2	0.3	0.3	3.1	0.7	0.2	0.3	-0.6	1.0	-0.8	1.0	
財貨・サービスの輸出	-3.8	-2.6	-1.0	0.2	4.0	2.4	1.0	1.0	-1.8	2.0	-2.1	1.8	
財貨・サービスの輸入	0.8	2.5	1.3	0.1	-0.9	-1.8	-0.8	-0.7	1.2	-1.0	1.3	-0.8	

(注1) 四半期データの前期比は季節調整値、前年同期比は原系列。年度、暦年データは原系列。

(注2) 項目の一部の寄与度は簡便法による。

(注3) 四捨五入の影響で政府の公表値と異なる場合があります。

(5-b) 実質経済成長率に対する寄与度

	2022		2023				2024		年度		暦年	
	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)	1-3 (予)	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)	1-3 (予)	2022 (予)	2023 (予)	2022 (予)	2023 (予)
1. 前期比%												
実質GDP成長率	1.7	1.2	0.7	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3	3.5	1.9	2.7	2.6
国内需要	1.8	1.1	0.6	0.3	0.3	0.3	0.1	0.1	3.2	1.5	2.4	2.2
民間需要	1.6	1.2	0.9	0.5	0.3	0.2	0.1	0.1	3.3	1.7	2.4	2.6
民間最終消費支出	1.2	0.8	0.5	0.3	0.2	0.2	0.1	0.1	2.2	1.1	1.5	1.7
民間住宅投資	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.0	-0.0	-0.0	0.0	0.0	-0.0	0.0
民間企業設備投資	0.3	0.3	0.3	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.9	0.5	0.7	0.8
民間在庫変動	0.1	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2	0.0	0.2	0.1
公的需要	0.2	-0.1	-0.3	-0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.1	-0.3	-0.0	-0.4
政府最終消費支出	0.1	-0.1	-0.3	-0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.0	-0.3	0.2	-0.5
公的固定資本形成	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.0	0.0	-0.3	0.1
公的在庫変動	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0
財貨・サービスの純輸出	-0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.3	0.4	0.3	0.4
財貨・サービスの輸出	0.3	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	1.1	1.0	1.0	1.1
財貨・サービスの輸入	-0.3	-0.3	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.8	-0.6	-0.7	-0.8
2. 前年同期比%												
実質GDP成長率	2.1	4.1	3.6	4.1	2.8	1.9	1.5	1.3	3.5	1.9	2.7	2.6
国内需要	1.9	3.7	3.3	3.9	2.2	1.5	1.0	0.9	3.2	1.5	2.4	2.2
民間需要	1.7	3.8	3.4	4.3	2.9	1.9	1.2	0.8	3.3	1.7	2.4	2.6
民間最終消費支出	1.3	2.7	1.8	2.8	1.9	1.2	0.8	0.5	2.2	1.1	1.5	1.7
民間住宅投資	-0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	0.0	-0.0	-0.0	0.0	0.0	-0.0	0.0
民間企業設備投資	0.3	1.0	1.2	1.2	0.8	0.6	0.4	0.3	0.9	0.5	0.7	0.8
民間在庫変動	0.2	0.1	0.3	0.2	0.1	0.1	-0.0	-0.0	0.2	0.0	0.2	0.1
公的需要	0.2	-0.0	-0.1	-0.4	-0.6	-0.5	-0.1	0.1	-0.1	-0.3	-0.0	-0.4
政府最終消費支出	0.5	0.1	-0.2	-0.6	-0.7	-0.5	-0.2	0.1	-0.0	-0.3	0.2	-0.5
公的固定資本形成	-0.3	-0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	-0.0	0.0	-0.3	0.1
公的在庫変動	0.0	0.0	-0.0	0.0	0.0	-0.0	0.0	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0
財貨・サービスの純輸出	0.4	0.4	0.3	0.3	0.5	0.5	0.5	0.5	0.3	0.4	0.3	0.4
財貨・サービスの輸出	0.7	1.1	1.3	1.3	1.2	1.0	0.9	0.8	1.1	1.0	1.0	1.1
財貨・サービスの輸入	-0.3	-0.8	-1.0	-0.9	-0.7	-0.5	-0.4	-0.3	-0.8	-0.6	-0.7	-0.8

(注1) 四半期データの前期比は季節調整値、前年同期比は原系列。年度、暦年データは原系列。

(注2) 項目の一部の寄与度は簡便法による。

(注3) 四捨五入の影響で政府の公表値と異なる場合があります。

(6-a) 主要前提条件

	2020			2021			2022		年度		暦年	
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3 (予)	2020	2021 (予)	2020	2021
1. 世界経済												
主要貿易相手国・地域経済成長率 (貿易額加重平均) 前年同期比%	-6.2	-1.0	0.3	5.7	10.4	4.4	4.2	4.3	-0.3	5.7	-2.2	6.1
原油価格 (WTI、\$/bbl) 前年同期比%	28.0	40.9	42.7	58.1	66.2	70.5	77.1	98.5	42.4	78.1	39.3	68.1
	-53.3	-27.5	-24.9	27.0	136.3	72.3	80.6	69.5	-22.5	84.0	-31.0	73.1
2. 米国経済												
実質GDP (10億ドル、2012年連鎖) 前期比年率% 前年同期比%	17,258	18,561	18,768	19,056	19,368	19,479	19,811	19,949	18,411	19,652	18,385	19,428
	-31.2	33.8	4.5	6.3	6.7	2.3	7.0	2.8				
	-9.1	-2.9	-2.3	0.5	12.2	4.9	5.6	4.7	-3.4	6.7	-3.4	5.7
消費者物価指数 (1982-1984=100) 前期比年率% 前年同期比%	256.4	259.4	260.9	263.5	268.8	273.2	278.4	283.1	260.0	275.9	258.8	271.0
	-3.4	4.8	2.2	4.1	8.2	6.7	7.9	7.0				
	0.4	1.2	1.2	1.9	4.8	5.3	6.7	7.4	1.2	6.1	1.2	4.7
生産者物価指数 (最終需要、09/11=100) 前期比年率% 前年同期比%	117.1	118.4	119.5	122.1	125.2	128.4	131.0	133.6	119.3	129.6	118.4	126.7
	-5.2	4.6	3.8	8.8	10.8	10.5	8.4	8.0				
	-1.1	-0.1	0.8	2.9	7.0	8.5	9.5	9.4	0.6	8.6	0.2	7.0
FFレート (期末、%)	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.50	0.25	0.50	0.25	0.25
10年物国債利回り (%)	0.69	0.65	0.86	1.32	1.59	1.32	1.54	1.85	0.88	1.58	0.89	1.44
3. 日本経済												
名目政府最終消費支出 (兆円) 前期比年率% 前年同期比%	111.6	114.4	114.4	114.5	115.6	117.7	116.7	117.7	113.7	116.9	113.2	116.2
	-2.0	10.4	-0.3	0.5	4.0	7.4	-3.6	3.5				
	0.5	2.5	1.9	2.0	3.4	3.0	2.1	2.8	1.7	2.8	1.7	2.6
名目的固定資本形成 (兆円) 前期比年率% 前年同期比%	30.3	30.7	31.4	31.1	30.3	29.7	28.9	29.0	30.9	29.4	30.4	30.0
	11.9	6.1	8.2	-3.3	-9.2	-8.0	-10.6	1.2				
	5.4	5.5	5.5	5.5	0.2	-3.1	-8.0	-6.7	5.5	-4.8	4.7	-1.5
為替レート (円/ドル) (円/ユーロ)	107.6	106.1	104.5	105.9	109.4	110.1	113.7	115.2	106.0	112.1	106.8	109.8
	118.7	124.6	124.5	128.5	132.4	129.9	130.6	129.0	124.1	130.5	122.0	130.3

(注) 四捨五入の影響で政府の公表値と異なる場合があります。

(6-b) 主要前提条件

	2022		2023			2024			年度		暦年	
	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)	1-3 (予)	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)	1-3 (予)	2022 (予)	2023 (予)	2022 (予)	2023 (予)
1. 世界経済												
主要貿易相手国・地域経済成長率 (貿易額加重平均) 前年同期比%	4.7	4.8	3.9	3.9	3.8	3.6	3.4	3.4	4.3	3.5	4.4	3.7
原油価格 (WTI、\$/bbl) 前年同期比%	123.7	110.0	105.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	109.7	100.0	109.3	100.0
	86.9	56.0	36.2	1.5	-19.2	-9.1	-4.8	0.0	40.5	-8.8	60.5	-8.5
2. 米国経済												
実質GDP (10億ドル、2012年連鎖) 前期比年率% 前年同期比%	20,115	20,257	20,377	20,494	20,599	20,709	20,825	20,945	20,311	20,769	20,174	20,657
	3.4	2.9	2.4	2.3	2.1	2.2	2.3	2.3				
	3.9	4.0	2.9	2.7	2.4	2.2	2.2	2.2	3.4	2.3	3.8	2.4
消費者物価指数 (1982-1984=100) 前期比年率% 前年同期比%	286.5	288.8	290.3	291.8	293.8	295.5	296.8	298.3	289.3	296.1	287.2	294.5
	4.8	3.2	2.1	2.1	2.7	2.4	1.8	2.1				
	6.6	5.7	4.3	3.1	2.5	2.3	2.2	2.2	4.9	2.3	6.0	2.5
生産者物価指数 (最終需要、09/11=100) 前期比年率% 前年同期比%	135.0	136.0	136.7	137.4	138.3	139.1	139.7	140.4	136.3	139.4	135.3	138.6
	4.3	3.0	2.1	2.1	2.6	2.3	1.8	2.1				
	7.8	5.9	4.3	2.9	2.4	2.3	2.2	2.2	5.2	2.3	6.8	2.4
FFレート (期末、%)	1.00	1.25	1.50	1.75	1.75	2.00	2.00	2.25	1.75	2.25	1.50	2.00
10年物国債利回り (%)	1.91	2.01	2.10	2.16	2.22	2.33	2.48	2.62	2.04	2.41	1.97	2.30
3. 日本経済												
名目政府最終消費支出 (兆円) 前期比年率% 前年同期比%	118.5	117.8	116.2	114.8	115.1	115.3	115.5	115.7	116.9	115.4	117.5	115.2
	2.7	-2.3	-5.4	-4.4	0.8	0.8	0.8	0.8				
	2.5	0.0	-0.5	-2.4	-2.9	-2.1	-0.5	0.8	-0.0	-1.2	1.2	-2.0
名目公的固定資本形成 (兆円) 前期比年率% 前年同期比%	29.4	29.7	30.0	30.1	30.2	30.3	30.4	30.5	29.8	30.3	29.5	30.2
	5.1	5.2	3.1	2.0	1.2	1.2	1.2	1.0				
	-3.3	-0.1	3.8	3.8	2.9	2.0	1.4	1.2	1.4	1.8	-1.7	2.5
為替レート (円/ドル) (円/ユーロ)	114.9	114.9	114.9	114.9	114.9	114.9	114.9	114.9	114.9	114.9	115.0	114.9
	127.8	127.8	127.8	127.8	127.8	127.8	127.8	127.8	127.8	127.8	128.1	127.8

(注) 四捨五入の影響で政府の公表値と異なる場合があります。