

2022 年 6 月 8 日 全 69 頁

第 213 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
	シニアエコノミスト	久後 翔太郎
	研究員	永井 寛之
	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
	エコノミスト	中村 華奈子

第 213 回日本経済予測（改訂版）

インフレ高進・ウクライナ危機下の世界経済の行方

①日インフレ、②米景気後退リスク、③世界的供給問題、を検証

実質 GDP：2022 年度+2.9%、2023 年度+1.9%

名目 GDP：2022 年度+3.0%、2023 年度+2.8%

第 213 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:22 年度+2.9%、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追加接種の効果や経口治療薬の普及などもあって経済活動の正常化が進展するとの想定の下、実質 GDP 成長率は 22 年度で+2.9%、23 年度で+1.9%と見込む。ウクライナ危機や感染状況、米国の金融政策、中国経済の停滞などにより景気が下振れするリスクは大きい。だが、22 年度は国内のサービス消費やインバウンド消費の回復余地、自動車の増産余地の大きさなどから、資源高の中でも景気回復が継続する見通しである。足元で急速に進む円安は、ウクライナ危機や感染拡大によって「悪い円安」となっており、経済活動への悪影響には注意が必要だ。
- (2) **論点①:インフレの展望と日本経済の中長期的課題:**オイルショック期などと比較すると、現在は単位労働コストの目立った上昇やホームメイドインフレは見られず、米国のようにインフレが高進するリスクは低い。22 年度のコア CPI 上昇率は前年比+1.9%と見込んでいる。資源価格が横ばいで推移すると、交易条件の悪化による海外への所得流出額は 22 年度に 8.8 兆円程度拡大し、家計の直接的な負担増は 3.1 兆円程度になるとみられる。経済正常化の進展や人手不足の深刻化などから賃金上昇が続くことで、資源高の影響が概ね落ち着く 23 年度でも+1%程度のインフレが継続するだろう。中長期的には、金融政策が正常化して長期金利が急騰するリスクに警戒が必要だ。
- (3) **論点②:利上げで米国は景気後退に陥るか:**米国では、利上げによって金利に敏感な住宅投資の調整が見込まれる。ただし、家計のバランスシートにはリーマン・ショック前のような過度なレバレッジは見られず、住宅市場の調整が景気後退を引き起こす可能性は低い。他方、家計による株式保有は増加しており、株価下落による逆資産効果に注意が必要だ。インフレ率が高い局面では、リスクプレミアムの拡大によって長期金利が上昇しやすく、金利上昇は更なる株価下落を引き起こす可能性がある。メインシナリオでは、米国経済は景気後退を回避すると見込むが、バランスシート縮小後の長期金利が 5%台後半を超えるかどうか、米国が景気後退に陥る 1 つの目安となる。
- (4) **論点③:サプライチェーンの混乱による経済・産業への影響:**ロシアはグローバルサプライチェーンの上流に位置づけられ、欧州を中心に素材・中間財を供給している。ロシアとの貿易が停止した場合の影響を試算すると、日本では生産額対比で▲1.0%程度、ドイツでは同▲1.4%程度である一方、米国では同▲0.2%程度にとどまる。業種別に見れば、日本では輸送機械や鉄鋼・非鉄金属などを中心に悪影響が及ぶだろう。また、もし仮に中国と世界の貿易が断絶した場合、日本の実質 GDP は年間 40~70 兆円程度押し下げられる可能性がある。
- (5) **日銀の政策:**コア CPI は資源高及び円安による押し上げもあって 22 年度に前年比+1.9%に高まろう。ただし、こうした影響が一部剥落する 23 年度には同+1.2%を見込む。経済活動の正常化は進むものの、予測期間を通じてインフレ目標の安定的な達成は見通せない。このため、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) 名目公共投資は 22 年度▲3.0%、23 年度+2.2%と想定。
- (2) 為替レートは 22 年度 131.8 円/ドル、23 年度 132.6 円/ドルとした。
- (3) 原油価格(WTI)は 22 年度 117.1 ドル/バレル、23 年度 119.4 ドル/バレルとした。
- (4) 米国実質 GDP 成長率(暦年)は 22 年+2.6%、23 年+2.0%とした。

第213回日本経済予測（2022年6月8日）

	2021年度	2022年度	2023年度	2021暦年	2022暦年	2023暦年
		(予測)	(予測)		(予測)	(予測)
1. 主要経済指標						
名目GDP成長率	1.2	3.0	2.8	0.7	1.9	3.4
実質GDP成長率（2015暦年連鎖価格）	2.2	2.9	1.9	1.7	2.0	2.5
内需寄与度	1.4	3.0	1.3	0.6	2.3	2.0
外需寄与度	0.8	-0.1	0.6	1.0	-0.3	0.5
GDPデフレーター	-1.0	0.1	0.9	-0.9	-0.1	0.8
鉱工業生産指数上昇率	5.7	3.8	2.2	5.6	2.3	3.4
第3次産業活動指数上昇率	2.3	5.2	2.0	1.4	3.6	3.4
国内企業物価上昇率	7.3	8.7	1.4	4.8	9.5	2.9
消費者物価上昇率（生鮮食品除く総合）	0.1	1.9	1.2	-0.2	1.6	1.4
失業率	2.8	2.5	2.3	2.8	2.6	2.3
10年物国債利回り	0.09	0.24	0.24	0.07	0.23	0.24
国際収支統計						
貿易収支（兆円）	-1.7	-10.2	-8.1	1.7	-10.1	-9.3
経常収支（億ドル）	1,125	173	350	1,411	320	290
経常収支（兆円）	12.6	2.3	4.6	15.5	3.9	3.8
対名目GDP比率	2.3	0.4	0.8	2.8	0.7	0.7
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	2.6 (1.4)	4.5 (2.4)	1.5 (0.8)	1.3 (0.7)	3.8 (2.1)	2.5 (1.4)
民間住宅投資	-1.6 (-0.1)	-0.5 (-0.0)	0.5 (0.0)	-1.9 (-0.1)	-1.8 (-0.1)	1.2 (0.0)
民間設備投資	0.8 (0.1)	4.7 (0.8)	4.8 (0.8)	-0.7 (-0.1)	2.1 (0.3)	6.4 (1.1)
政府最終消費	2.0 (0.4)	0.3 (0.1)	-2.1 (-0.5)	2.1 (0.4)	1.2 (0.3)	-2.4 (-0.5)
公共投資	-9.4 (-0.6)	-5.3 (-0.3)	1.3 (0.1)	-3.7 (-0.2)	-10.1 (-0.6)	1.6 (0.1)
財貨・サービスの輸出	12.5 (2.0)	4.9 (0.9)	5.8 (1.2)	11.8 (1.8)	4.4 (0.8)	6.2 (1.3)
財貨・サービスの輸入	7.2 (-1.2)	5.0 (-1.0)	2.5 (-0.6)	5.1 (-0.8)	5.8 (-1.1)	3.1 (-0.7)
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	5.6	3.6	3.5	6.2	3.6	3.5
原油価格（WTI、\$/bbl）	77.2	117.1	119.4	68.1	111.0	119.4
(2) 米国経済						
米国の実質GDP成長率（2012暦年連鎖価格）	6.4	2.3	1.9	5.7	2.6	2.0
米国の消費者物価上昇率	6.2	6.8	3.2	4.7	7.5	3.7
(3) 日本経済						
名目公共投資	-6.3	-3.0	2.2	-1.4	-7.1	2.6
為替レート（円／ドル）	112.3	131.8	132.6	109.8	127.7	132.6
（円／ユーロ）	131.1	141.0	142.0	130.3	138.4	142.0

(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 (6月8日)		前回予測 (5月24日)		前回との差	
	2022年度	2023年度	2022年度	2023年度	2022年度	2023年度
1. 主要経済指標						
名目GDP成長率	3.0	2.8	2.9	2.8	0.1	0.0
実質GDP成長率 (2015暦年連鎖価格)	2.9	1.9	2.9	1.9	-0.1	-0.0
内需寄与度	3.0	1.3	3.1	1.3	-0.1	-0.0
外需寄与度	-0.1	0.6	-0.1	0.6	0.0	-0.0
GDPデフレーター	0.1	0.9	-0.0	0.8	0.2	0.1
鉱工業生産指数上昇率	3.8	2.2	3.9	2.1	-0.1	0.1
第3次産業活動指数上昇率	5.2	2.0	5.2	2.0	0.0	0.0
国内企業物価上昇率	8.7	1.4	8.3	1.4	0.3	0.0
消費者物価上昇率 (生鮮食品除く総合)	1.9	1.2	1.8	1.2	0.1	-0.0
失業率	2.5	2.3	2.5	2.3	0.0	0.0
10年物国債利回り	0.24	0.24	0.24	0.24	0.01	0.01
国際収支統計						
貿易収支 (兆円)	-10.2	-8.1	-8.9	-6.5	-1.4	-1.6
経常収支 (億ドル)	173	350	185	409	-12	-59
経常収支 (兆円)	2.3	4.6	2.4	5.2	-0.1	-0.6
対名目GDP比率	0.4	0.8	0.4	0.9	-0.0	-0.1
2. 実質GDP成長率の内訳 (2015暦年連鎖価格)						
民間消費	4.5	1.5	4.4	1.5	0.0	-0.1
民間住宅投資	-0.5	0.5	-0.4	0.5	-0.1	-0.0
民間設備投資	4.7	4.8	4.6	4.7	0.1	0.1
政府最終消費	0.3	-2.1	0.4	-2.1	-0.1	0.0
公共投資	-5.3	1.3	-5.1	1.3	-0.3	-0.0
財貨・サービスの輸出	4.9	5.8	4.9	5.7	-0.0	0.1
財貨・サービスの輸入	5.0	2.5	5.2	2.4	-0.2	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	3.6	3.5	3.7	3.5	-0.1	-0.1
原油価格 (WTI、\$/bbl)	117.1	119.4	112.0	113.2	5.1	6.2
(2) 米国経済						
米国の実質GDP成長率 (2012暦年連鎖価格)	2.3	1.9	2.4	1.8	-0.1	0.1
米国の消費者物価上昇率	6.8	3.2	6.8	3.2	0.0	-0.0
(3) 日本経済						
名目公共投資	-3.0	2.2	-2.8	2.2	-0.2	0.0
為替レート (円/ドル)	131.8	132.6	127.9	127.9	3.9	4.7
(円/ユーロ)	141.0	142.0	135.3	135.1	5.7	6.9

(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%程度の成長を見込むも下振れリスクは大きい.....	8
2.2	ウクライナ問題に関する3つのシナリオの下で各国・地域経済を展望.....	18
2.3	足元の円安が日本経済に及ぼす影響.....	20
3.	論点①：インフレの展望と日本経済が抱える中長期課題.....	22
3.1	今回のインフレの特徴と2023年度までの物価見通し.....	22
3.2	資源高による負担増の行方と消費行動への影響.....	26
3.3	インフレ定着後の日本で高まる金利急騰リスク.....	30
4.	論点②：利上げで米国は景気後退に陥るか.....	34
4.1	利上げサイクルにおける米国景気と注意すべきリスク要因.....	34
4.2	バランスシート縮小後における長期金利の目安と景気後退リスクの検討.....	39
5.	論点③：サプライチェーンの混乱による経済・産業への影響.....	42
5.1	ロシアを取り巻くグローバルサプライチェーン.....	42
5.2	ウクライナ危機による価格面への影響.....	48
5.3	仮に中国と世界の貿易が断絶すれば、日本経済への影響は甚大に.....	52
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 213 回日本経済予測（改訂版）

インフレ高進・ウクライナ危機下の世界経済の行方

①日インフレ、②米景気後退リスク、③世界的供給問題、を検証

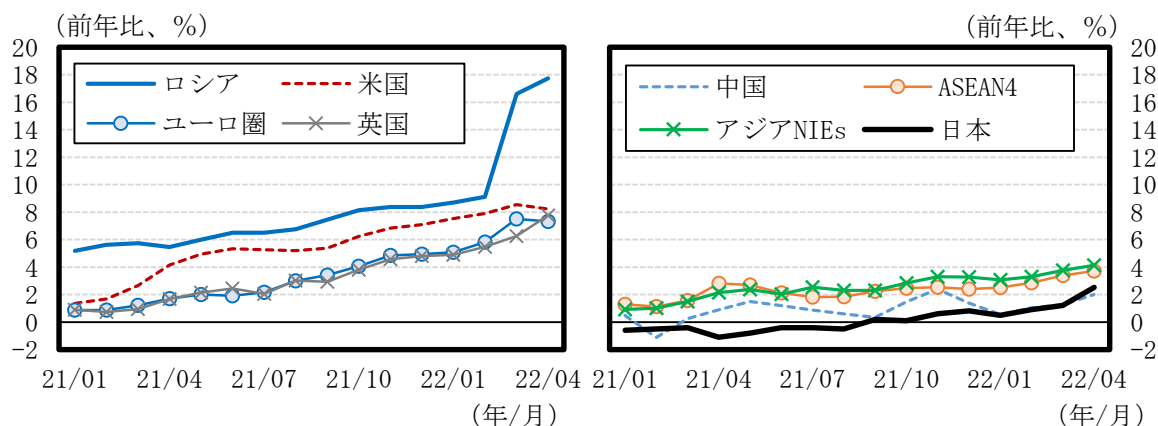
1. はじめに

神田 慶司

インフレの高進が世界的な課題となっている。新型コロナウイルス禍からの経済活動の回復に供給が追いつかず、天候不順も重なり、2021 年から原油や小麦、金属など幅広い資源の価格が高騰した。さらに 2022 年 2 月のロシアによるウクライナ侵攻で資源高に拍車がかかった。

主要国・地域の消費者物価指数（CPI）を見ると、インフレの高進はとりわけロシアと米欧で進んでいる（図表 1-1）。ロシアではウクライナ侵攻直後の 3 月に前年比+16.6%へと急上昇し、4 月は一段と高まった。米国では 4 月で同+8.2%と約 40 年ぶりの高水準にあり、ユーロ圏や英国でも同+7%台に達した。他方、アジア諸国におけるインフレは総じて緩やかだ。ASEAN4 やアジア NIEs¹の直近値は同+4%程度、日本と中国では同+2%程度である。

図表 1-1：主要国・地域の CPI の推移（左：ロシアと米欧、右：アジア）



（注）ASEAN4とアジアNIEsは、各国・地域のCPIを2021年の名目GDP（米ドル建て）で加重平均して算出。
（出所）各国統計、Haver Analyticsより大和総研作成

ウクライナ危機・インフレ高進・感染拡大により、米欧中経済はいずれも苦境に立たされている。欧州はロシアへのエネルギー依存度が高く、ウクライナ危機の影響を最も強く受ける地域であり、高インフレやエネルギー供給難などの問題に直面している。米国ではインフレを抑制するため、米連邦準備制度理事会（FRB）が3月に政策金利を0.25%pt引き上げ、5月には0.50%ptの利上げとバランスシートの縮小を決定した。金利上昇が経済活動を過度に抑制すれば、高インフレと景気後退が同時に進行する「スタグフレーション」に陥る可能性も否定できない。

¹ ASEAN4 はインドネシア、タイ、フィリピン、マレーシア。アジア NIEs は韓国、台湾、香港、シンガポール。

中国では3月から4月にかけて新規感染者数が急増した。「ゼロコロナ」政策を堅持する中国政府は上海など一部地域でロックダウン（都市封鎖）を実施し、その影響で4月の小売売上高と鉱工業生産はいずれも前年を下回った。中国の経済活動の低迷は世界経済に対して需要ショックだけでなく、サプライチェーンの混乱を通じて供給ショックをもたらす恐れがある。

第2章で述べるように、本予測のメインシナリオでは、ワクチン追加接種の効果や経口治療薬の普及もあって経済活動の正常化が進展するとの想定の下、実質GDP成長率を2022年度で+2.9%、2023年度で+1.9%と見込んでいる。輸出を中心に下振れリスクが大きいものの、国内のサービス消費や訪日外客（インバウンド）需要の回復余地、自動車の増産余地の大きさなどから、資源高の中でも2022年度は比較的高いプラス成長となるだろう。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。もっとも、回復が遅れているサービス消費は4-6月期でも感染拡大前の水準を1.9%ほど下回る見込みである。

資源高を受けて、エネルギーや食料品を中心に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、欧米のようにインフレが大幅に加速していく。2%の物価安定目標に届かないことから、日本銀行は円安圧力がかかる中でも現在の金融政策の枠組みを維持するとみている。

さらに、本予測では以下の3つの論点を取り上げる。

第3章では、日本のインフレリスクと中長期的な課題について検討する。現在のインフレは持続性の低いコストプッシュインフレであり、コアCPIは前年比+2%程度をピークに伸び率が低下していく見込みである。ただし、経済正常化の進展や人手不足の深刻化などから賃金上昇が続くことで、資源高の影響が剥落した後でも1%近いインフレが継続するだろう。中長期的には、インフレ率が日本銀行の目指す2%に達して金融政策が正常化した際に、長期金利が急騰するリスクに警戒する必要がある。

第4章では、利上げ局面にある米国経済が景気後退に陥るリスクについて分析する。米国では利上げの影響が住宅投資などに表れているが、家計のバランスシートは足元でも健全性を保っている。もっとも、家計の株式保有残高は感染拡大後に急増していることから、株安による逆資産効果を通じて個人消費が下振れする可能性に注意する必要がある。FRBは今後、利上げと同時にバランスシート縮小も行うことから長期金利には上昇圧力がかかりやすい。インフレ率が高止まりすれば、長期金利は一層上昇し、株価を押し下げるとみられる。先行きの米国が景気後退に陥るか否かを占う上では、バランスシート縮小後の長期金利が5%台後半を超えるかどうか1つの目安となる。

第5章では、ウクライナ危機によるサプライチェーンの混乱が経済や産業に及ぼす影響について取り上げる。国際産業連関表を用いてロシアとの貿易が停止した場合の影響を試算すると、日本では生産額対比で▲1.0%程度、ドイツでは同▲1.4%程度である一方、米国では同▲0.2%程度にとどまる。業種別に見れば、日本では輸送機械や鉄鋼・非鉄金属などを中心に悪影響が及ぶだろう。また、もし仮に中国と世界の貿易が断絶した場合、日本の実質GDPは年間40~70兆円程度押し下げられる可能性がある。

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

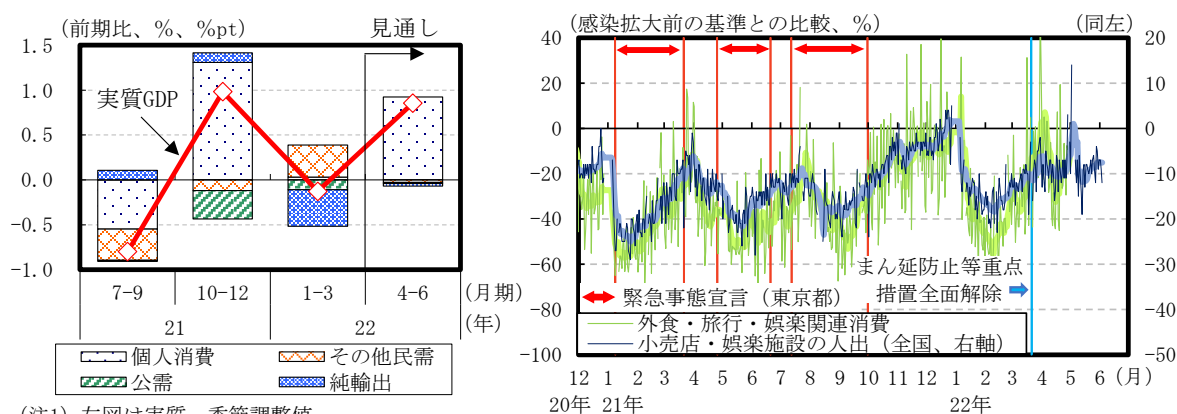
2.1 2022 年度は 3% 程度の成長を見込むも下振れリスクは大きい

1-3 月期の実質 GDP 成長率は感染拡大・自動車減産の影響もあって前期比年率▲0.5%

2022 年 1-3 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率▲0.5%（前期比▲0.1%）と、2 四半期ぶりのマイナス成長となった²。新型コロナウイルスのオミクロン株の流行で 1 月に感染が急拡大し、多くの地域でまん延防止等重点措置が適用されたことで個人消費が伸び悩んだ。感染拡大や半導体等の部材調達難の影響で自動車の減産を余儀なくされたことも景気を下押しした。

需要項目別に見ると（図表 2-1）、民需関連では在庫変動と消費が実質 GDP を押し上げた一方、設備投資や住宅が押し下げ要因となった。人出は感染状況の悪化を受けて 2 月中旬にかけて大幅に減少し（図表 2-2）、飲食店への時短要請や外出の自粛もあって、外食や旅行への支出が減少した。他方で映画館やプロスポーツ興行などの娯楽への支出が増加したことで、サービス消費は前期比▲0.1%と小幅な落ち込みにとどまった。公需関連では政府消費がワクチンの追加接種費が計上されたこともあって増加したが、公共投資は 5 四半期連続で減少した。外需関連では輸出・輸入ともに増加したが、輸入の増加幅が輸出のそれを上回ったことで、純輸出（外需）の寄与度は同▲0.4%pt と 3 四半期ぶりにマイナスとなった。

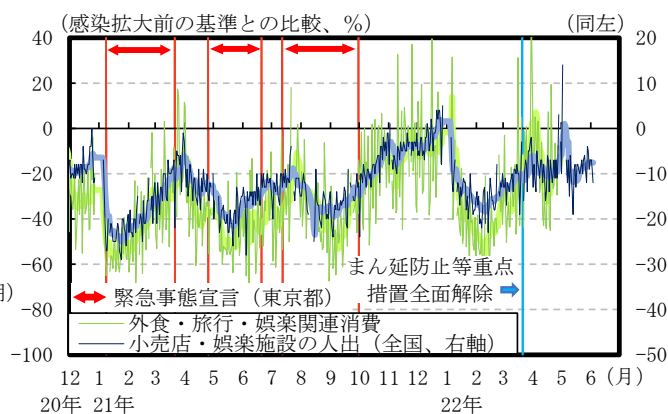
図表 2-1：実質 GDP 成長率の実績と見通し 図表 2-2：人出と外食・旅行・娯楽関連消費



(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



² 詳細は、神田慶司・小林若葉「[2022 年 1-3 月期 GDP \(2 次速報\)](#)」(大和総研レポート、2022 年 6 月 8 日)を参照。

交易損失の拡大により実質 GDI は実質 GDP を上回るマイナス成長

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 2021 年 10-12 月期からさらに悪化した。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、2022 年 1-3 月期で▲11.5 兆円と前期からマイナス幅が 2.4 兆円拡大した。その結果、実質 GDP から交易損失を差し引いた実質 GDI 成長率は前期比年率▲2.3%となった。実質 GDI の伸び率が実質 GDP のそれを下回る状況が 2021 年 1-3 月期から続いており、家計や企業の所得環境は GDP で見る以上に悪化している。資源高による日本経済への影響については**第 3 章**で取り上げる。

2022 年 4-6 月期の実質 GDP は高めのプラス成長を見込むも海外経済動向に注意

経済活動の正常化が進展するとの想定の下、4-6 月期の実質 GDP 成長率は個人消費がけん引する形で前期比年率+3.5%と高めのプラス成長を見込んでいる（**図表 2-1**）。実現すれば、同時期に実質 GDP は感染拡大前（2019 年 10-12 月期）の水準を回復する（サービス消費に限れば感染拡大前の水準を 1.9%ほど下回る見込み）。

資源高や円安で幅広い品目の小売価格が上昇しているが、感染拡大後に大幅に積み上がった家計貯蓄が価格上昇による消費への悪影響を緩和するだろう（**後掲図表 2-5**）。家計はこれまで自粛してきた外食・宿泊・娯楽などへの支出を増やす一方、必需的な品目に対しては節約志向を強め、いわゆる「メリハリ消費」が広がるとみている。

当面はとりわけ財の輸出動向に注意が必要である。中国では感染状況の改善を受けて行動制限措置が段階的に緩和されているが、感染の再拡大などで供給網の混乱が長期化する可能性がある。一方、米国の経済指標は概ね堅調で、旺盛な需要やそれに対応した企業の生産活動が日本からの輸出を呼び込んでいる。だが、高インフレが続く中で株価がこのところ軟調に推移しており、実質所得の押し下げや負の資産効果を通じて個人消費の勢いが弱まる可能性がある。欧州はウクライナ危機の影響を最も強く受ける地域であり、高インフレやエネルギー供給難などの問題に直面している。4-6 月期における日本の財・サービス輸出は実質ベースで前期比+0.5%と見込んでいるが、海外経済の動向次第では下振れする可能性がある。

ウクライナ問題と感染状況に関連する主な想定

2022 年度以降の経済見通しはウクライナ問題と感染状況に大きく左右される。ウクライナ問題は収束の兆しが全く見られず、長期化の様相を呈している。また、新たな変異株が流行すれば国内外で感染爆発が起き、経済活動が厳しく抑制される可能性がある。いずれも不確実性はかなり大きい。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。

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。

図表 2-3 : ウクライナ問題と感染状況に関連する本予測の主な想定

		概要
問題 ウ ク ラ イ ナ 関 連	対口経済制裁	ウクライナ問題の長期化により 対口経済制裁は継続
	対口貿易	段階的に縮小 (輸入コストは増加するものの経済活動への影響は限定的)
	資源価格	足元の水準 (WTIであれば119ドル/バレル) で 横ばい
関 連 新 型 コ ロ ナ	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 重症者数は低水準で推移 (新たな変異株を想定せず)
	Go Toトラベル事業	22年7月初め～23年2月末 (夏休み (7月中旬～8月末) と年末年始 (12月下旬～1月上旬) を除く)
	インバウンド受け入れ	22年6月から段階的に拡大 (23年7-9月期に19年四半期平均並みに回復 (中国人のみ24年1-3月期))

(出所) 大和総研作成

まず、ウクライナ問題は予測期間中 (～2024 年 1-3 月期) に収束せず、対口経済制裁は継続する。エネルギー調達脱ロシア化やロシア関連事業の縮小が段階的に進むことで対口貿易は縮小するが、貿易先の見直しなどにより輸入コストは増加するものの経済活動に与える影響は限定的と見込んでいる。予測期間中の資源価格は足元の水準で横ばいと想定し、原油価格であれば WTI ベースで 119 ドル/バレルで推移する。

次に感染状況については、ワクチン追加接種の効果や経口治療薬の普及などもあって重症者数は予測期間を通じて低水準で推移し、経済活動の正常化が進展する。新たな変異株の出現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再開が延期された 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、新たな実施期間は都道府県が 6 月末まで実施する割引キャンペーン (県民割) が終了し、7 月初めから夏休み (7 月中旬から 8 月末) と年末年始を除いて 2023 年 2 月末までと見込まれる。

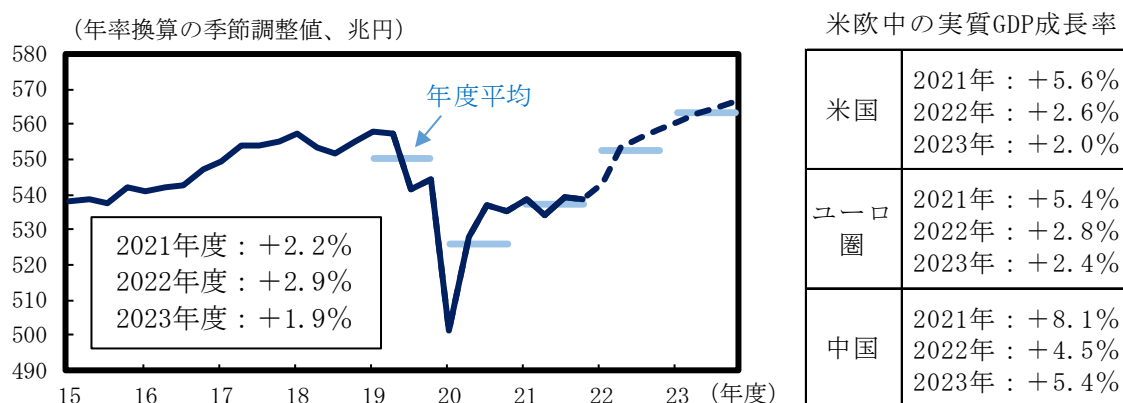
訪日外客 (インバウンド) の受け入れは 6 月 10 日から再開され、その後は段階的に拡大すると想定した。本予測のメインシナリオでは 2023 年 7-9 月期に 2019 年の四半期平均並みに回復すると見込んでいる。ただし中国人観光客については、「ゼロコロナ政策」の影響で国際間の人流の回復が鈍く、他地域に比べて本格回復の時期が半年程度遅れると想定した。

海外経済見通しの概要 ～米欧中の経済見通しは前回予測から総じて下方修正

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（6月8日時点）の見通しに基づく。

2022 年の実質 GDP 成長率は、米国で前年比+2.6%、ユーロ圏で同+2.8%、中国で同+4.5%を見込んでいる。米国については、国内の供給制約を受けた輸入増などにより 2022 年 1-3 月期がマイナス成長になったことや、金融政策の正常化が加速したことを受け、第 212 回予測（改訂版）⁴から 1.2%pt 下方修正した。ユーロ圏でも、ウクライナ問題の長期化やインフレの高進により景気回復が阻害されていることから 0.6%pt 下方修正した。中国は「ゼロコロナ」政策の影響で足元の経済活動が停滞していることなどを踏まえて 0.9%pt 下方修正した。

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

地域別に見ると、米国では 2022 年 1-3 月期の実質 GDP 成長率が前期比年率▲1.5%とマイナスに転じたが、個人消費や設備投資は堅調であった。積み上がった家計貯蓄が高インフレの影響を緩和したとみられる。力強い内需に支えられて 2022 年 4-6 月期以降はプラス成長となる見込みだ。他方、堅調な景気と記録的な高インフレを受けて米連邦準備制度理事会（FRB）による金融引き締めの継続が確実視されている。5 月の FOMC では 0.50%pt の利上げとバランスシートの縮小が決定された。議事要旨によれば、大半の参加者が 6、7 月についても 0.50%pt の利上げの実施を支持したという。利上げの影響がラグを伴って消費や設備投資に表れることで、2022 年後半の経済成長率は鈍化する見込みだ。9 月以降の会合では、利上げの効果やウクライナ情勢、感染状況、世界経済の動向などを見極めた上で政策判断が下されるとみられる。利上げで米国が景気後退に陥るリスクについては**第 4 章**で検討している。

ユーロ圏では、2022 年 1-3 月期の実質 GDP 成長率が前期比年率+1.1%と、2 四半期連続の低成長となった。足元では域内の多くの国で 2021 年末から感染状況が改善したが、ロシアのウクライナ侵攻による資源高や供給制約が景気回復を阻害している。ウクライナ問題の長期化が実

⁴ 熊谷亮丸他「[第 212 回日本経済予測（改訂版）](#)」（大和総研レポート、2022 年 3 月 9 日）

体経済の重しとなることで、2022 年 4-6 月期も低成長が続くだろう。7-9 月期以降は成長の加速が見込まれるものの、高インフレを抑制するため、欧州中央銀行（ECB）は 2022 年夏にも利上げに踏み切る公算が大きい。ウクライナ情勢に加え、利上げの影響を注視する必要がある。

中国の 2022 年 1-3 月期の実質 GDP 成長率は前年比+4.8%と、2020 年と 2021 年の 2 年平均の 2019 年比である+5.1%を下回った。2022 年 1~2 月は予想外に好調であったが、上海市など主要都市の相次ぐロックダウン（都市封鎖）を受けて、3 月に大きく減速した。6 月 1 日に上海市で外出制限が解除され、行動制限措置が段階的に緩和されているとはいえ、4-6 月期で見た経済成長率は一段と低下する可能性が高い。7-9 月期以降は成長が加速するとみられるが、2022 年の政府目標（同+5.5%前後）の達成は難しく、同+4.5%にとどまるだろう。中国政府が感染拡大の抑え込みを維持し、10 月か 11 月と目される 5 年に一度の中国共産党大会の開催に向けて景気を加速させることができるかが注目される。

2023 年の実質 GDP 成長率は米国で前年比+2.0%、ユーロ圏で同+2.4%、中国で同+5.4%と見込んでいる。米欧では、経済活動の正常化による景気回復が一服し、2022 年に比べて成長率が低下するとみている。また米国に追従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。とりわけ ECB は 2022 年夏から金融引き締めが本格化するとみられることから、2023 年にその影響が全面的に表れると見込まれる。

日本の実質 GDP は 2022 年度に 3%程度のプラス成長を見込む

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 2022 年度で+2.9%、2023 年度で+1.9%と見込んでいる（**前掲図表 2-4**）。

2022 年度の成長率見通しは前回予測から 0.6%pt 下方修正した。海外経済見通しが悪化したことが主因であり、輸出や設備投資を中心に成長率を引き下げた。一方、経済活動の正常化の進展や経済対策の効果などにより、個人消費を中心に回復基調が強まるという見方は前回予測と同様である。2023 年度の成長率見通しは前回予測から変化はない。2022 年度に続き、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。

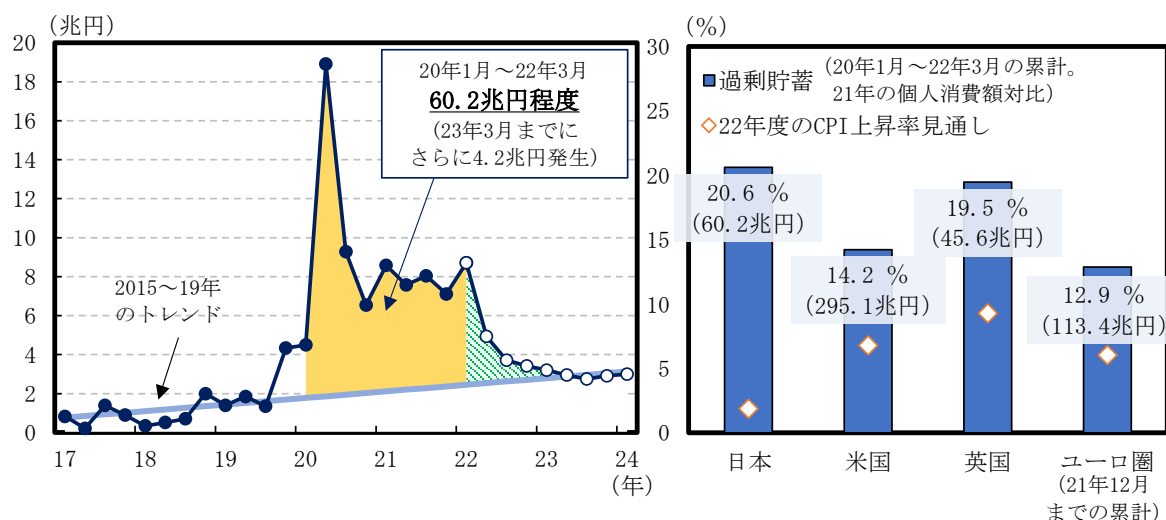
個人消費は約 60 兆円に上る「過剰貯蓄」が資源高の悪影響を緩和

2022 年度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。新たな Go To トラベル事業は 2022 年 7 月初めから夏休みと年末年始を除いて 2023 年 2 月末まで実施されると想定しており、旅行や外食、交通関連の需要を刺激するだろう（**前掲図表 2-3**）。また後述するように、自動車を中心に生産の抑制要因となっている半導体不足は 2022 年度後半から 2023 年度にかけて解消する見込みである。自動車の挽回生産が行われるようになれば、ペントアップ（繰越）需要が発現することで耐久財消費が大幅に増加するほか、設備投資や輸出を押し上げるとみられる。

足元で深刻化している資源高は物価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だろう。家計は感染症対策としてサービス消費を中心に自粛しており、政府が各種給付金を大規模に支給したことから、家計貯蓄は大幅に積み上がっている。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 兆円に達したとみられる⁵（図表 2-5 左）。

これは 2021 年の個人消費額の 20.8%にあたり、2022 年度の CPI 上昇率見通しを大幅に上回る（図表 2-5 右）。様々な財やサービスの価格が上昇しても、家計は貯蓄の一部を取り崩すことで消費を維持しやすい環境にあり、マクロで見れば、資源高に対する家計の耐久力は比較的高い状況にある。なお、米・英・ユーロ圏についても同様の方法で過剰貯蓄を試算すると、日本ほどではないが、2021 年の個人消費額対比で 13～20%程度に達する（図表 2-5 右）。米欧は日本を大幅に上回るインフレ率に直面しているが、いずれの国・地域も貯蓄が十分に積み上がっているため、インフレによる個人消費の腰折れは回避されるだろう。

図表 2-5：フローペースの家計貯蓄の推移（左）、日米欧の過剰貯蓄の比較（右）



(注1) 左図は季節調整値。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。

(注2) 右図は日本と同様に算出した2020年1月～2022年3月の累計の過剰貯蓄を2021年の個人消費額で除した。金額は、先行きの為替レートが足元から横ばいで推移した場合の2022年度の平均値を用いて円換算した。

CPIは、日本は生鮮食品を除く総合、その他は総合。

(出所) 内閣府、総務省、BEA、Eurostat、Haver Analyticsより大和総研作成

設備投資は緩やかに増加する一方、公需はコロナ関連支出の減少で弱い動きが続く見込み

設備投資は緩やかな増加傾向が続くだろう。ソフトウェア投資や研究開発投資は、デジタル化やグリーン化関連を中心に底堅く推移するとみられる。一方、機械設備への投資は短期的には弱含んで推移しそうだ。機械設備投資に先行する機械受注はこのところ足踏みが見られ、ロシアによるウクライナ侵攻など足元では先行き不透明感が強く、設備投資を先送りする動きが広がっているとみられる。とはいえ、企業の潜在的な投資需要は高まっている。ウクライナ問題の

⁵ 2022 年 1-3 月期の可処分所得は未公表のため、大和総研による試算値。

発生直後に調査された 2022 年 3 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（最近、「過剰」－「不足」）は、大企業製造業で▲2%pt と不足超に転じた。大企業非製造業では 0%pt と過剰感が解消され、先行きは▲1%pt となった。国内で経済活動の正常化が進むことは特に非製造業の設備投資の追い風になることもあり、いずれは能力増強投資などの機械投資が持ち直すだろう。

政府消費は、7-9 月期に新たな Go To トラベル事業が実施されれば、その事業費などが押し上げ要因となる。経済活動の正常化の進展で、10-12 月期以降はコロナ関連支出が減少していくだろう。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、持ち直すともてい。ただし、建設業の人手不足がボトルネックとなり、その回復は緩やかになるだろう。

財輸出は下振れリスクが大きい一方、インバウンドは本格回復に期待

財輸出は、半導体不足による供給制約の緩和や、米欧で積み上がった過剰貯蓄が高インフレの影響を緩和することで（図表 2-5 右）、予測期間を通じて増加傾向が続く見込みだ。ただし、中国では感染状況次第で景気回復が遅れる可能性があるほか、サプライチェーンの混乱が長期化することで日本の生産や輸出に悪影響を及ぼす可能性がある。欧州では、エネルギーの供給不足で経済活動が抑制されることも考えられる。また、米国では利上げの影響で想定以上に景気が減速する可能性があるなど、2022 年度を中心に外需の下振れリスクは大きい。他方、2023 年度は後述する半導体不足の解消などが下支えとなり、輸出の増加ペースが加速するとみている。

なお、2022 年 4-6 月期の輸出については、中国向けの減少で小幅な伸びにとどまるだろう。財別に見ると、対中輸出の主力である情報関連財、資本財、中間財は 2022 年 4 月に大幅に減少した（図表 2-6）。中国では段階的に経済活動の正常化が進んでいるとはいえ、これらの財は 4-6 月期で見ても前期比で減少する可能性がある。ただし、7-9 月期以降は中国経済の回復に伴って増加基調に戻ると見込んでいる。

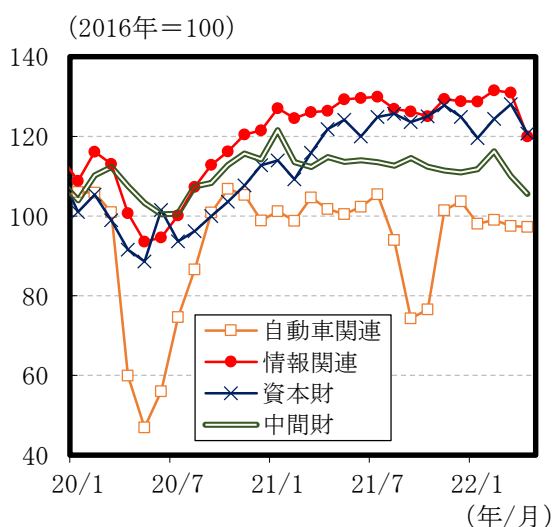
一方、4 月の自動車関連財は横ばい圏を維持した。自動車は欧米向けが中心であり、供給制約の度合いによって輸出動向が決まる状況にある。この点、自動車産業は 2022 年 1-3 月期に日本国内で感染が拡大した影響で部品調達難に見舞われたが、こうした状況は足元で改善している。また、KPMG と世界半導体連盟（GSA）が 2022 年 2 月に行ったアンケート調査⁶によれば、半導体メーカー経営層のうち 97%が 2023 年末までに半導体不足が解消すると回答している。こうしたことから、当社では半導体不足の緩和が 2022 年度後半に進み、2023 年度に解消すると想定している。後述するように自動車のペントアップ需要が蓄積していることを踏まえれば、2023 年度の輸出は自動車関連財がけん引していくと予想する。

⁶ KPMG “[Global semiconductor industry outlook 2022](#)”（2022 年 2 月 22 日）

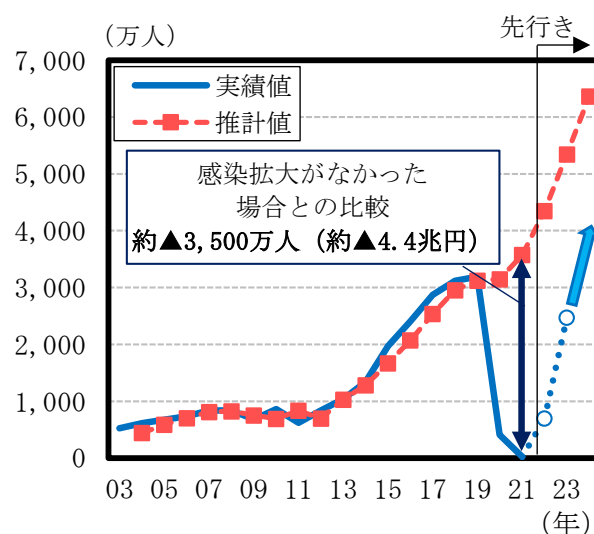
インバウンドの受け入れ再開はサービス輸出を押し上げるだろう。**前掲図表 2-3** で示したように、本予測のメインシナリオではインバウンドの受け入れが 2022 年 6 月から段階的に拡大し、2023 年 7-9 月期に 2019 年の四半期平均並みに回復すると見込んでいる（中国人観光客については 2024 年 1-3 月期に回復）。

図表 2-7 ではインバウンドについて、為替レートや出国元の経済規模などとの関係から、感染拡大がなかった場合の推移を推計している。2021 年の推計値と実績の乖離は約 3,500 万人であり、2019 年の 1 人あたり消費額を乗じたインバウンド需要の損失額は約 4.4 兆円に上る。2022 年以降の推計値は円安の効果や出国元の経済成長もあって増加ペースが加速し、2024 年で 6,000 万人（需要額は 7.7 兆円）を超える。インバウンドの潜在需要はかなりの規模に拡大することが示唆される。国連世界観光機関（UNWTO）によると、北米や欧州の国際観光客到着数は直近値である 2022 年 1 月で 2019 年同月比 ▲50% 前後まで回復した一方、日本では同 ▲99%（日本政府観光局のデータでは 4 月で同 ▲95%）と欧米に大きく後れを取っている。国際的な人の動きが正常化すれば、インバウンドは 2024 年にかけて急速に回復することが期待される。

図表 2-6：財別の実質輸出指数



図表 2-7：訪日外客数の推計



（注 1）左図の季節調整は日本銀行による。

（注 2）右図は 2019 年の訪日外客数上位 20 カ国のパネルデータを使った推計。推計期間は 2003～19 年。推計式は下記の通り。

$$\ln(\text{訪日外客数}) = -1.7 + 0.7 \ln(\text{1 期前の訪日外客数}) + 0.7 \ln(\text{実質 GDP}) - 0.7 \ln(\text{対円実質為替レート}) + 0.2 \times \text{ビザ要因} + \text{固定効果}$$

係数は全て 1% 有意。なお、対円実質為替レート＝外貨建て名目為替レート×日本の物価／相手国の物価。

（注 3）右図の 2020 年、2021 年の推計値においては、1 期前の訪日外客数として前年の推計値を利用した。推計値の先行きは、1 期前の訪日外客数の推計値と IMF による実質 GDP の予測値を利用し、対円実質為替レートは足元から横ばいとした。実績値の先行きは大和総研による想定。

（出所）日本銀行、日本政府観光局、外務省、各国統計、Haver Analytics より大和総研作成

景気回復を後押しする 2 つの「伸びしろ」

感染拡大により、インバウンド需要だけでなく国内のサービス消費も大きく抑えられている。また、前述のように自動車は供給制約の影響で減産を強いられている。見方を変えると、感染拡

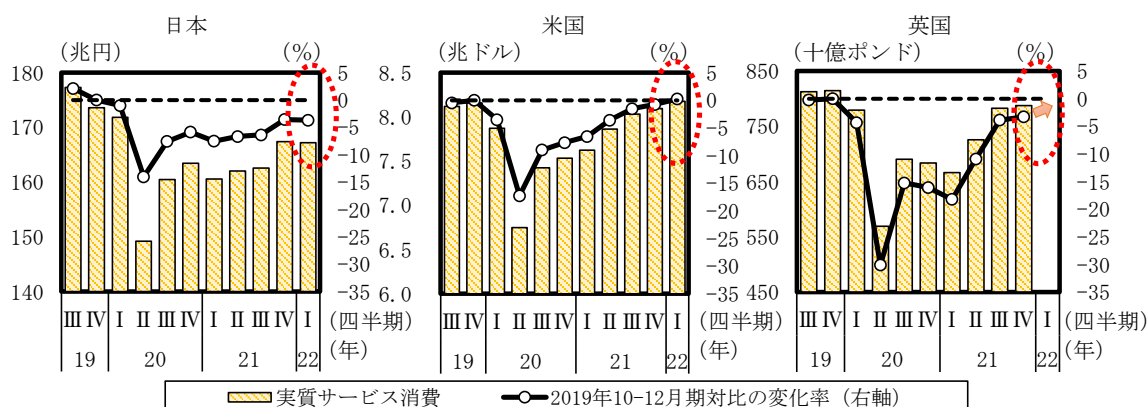
大や供給制約が落ち着けば、サービス消費と自動車生産という 2 つの「伸びしろ」は景気回復を強く後押しするだろう。

① サービス消費 ～米英に経済正常化で後れを取る日本は 7.4 兆円の消費回復の余地

図表 2-8 では日米英のサービス消費（インバウンド消費を含む国内のサービス消費）の推移を示している。2020 年 4-6 月期における米国のサービス消費は、ロックダウンの影響を受けて感染拡大前の 2019 年 10-12 月期対比で▲17%となった。しかし、2020 年 7-9 月期以降は経済活動の正常化が進展し、2022 年 1-3 月期には同+0.2%と感染拡大前の水準を超えた（**図表 2-8 中央**）。英国のサービス消費は 2020 年 4-6 月期に感染拡大前比▲30%と大幅に落ち込んだものの、ワクチン接種を早期に開始し、行動制限を段階的に緩和したこともあって、2021 年 10-12 月期には同▲3%まで回復した。2022 年 1-3 月期は本稿執筆時点で公表されていないが、消費全体の伸び率が前期比+0.6%だったことから、サービス消費は感染拡大前の水準に一段と近づいたとみられる（**図表 2-8 右**）。

日本では 2020 年 4-6 月期のサービス消費は感染拡大前比▲14%と、米英よりも落ち込みが浅かった。しかしその後の回復は鈍く、2022 年 1-3 月期で同▲4%にとどまる。度重なる緊急事態宣言の発出やまん延防止等重点措置の適用、不要不急の外出の自粛といった行動変容などがサービス消費の重しとなったとみられる。さらに、日本では 2019 年 10 月に消費税率が 10%へと引き上げられたこともあって、10-12 月期のサービス消費の水準は 7-9 月期から低下していた（**図表 2-8 左**）。こうしたことを踏まえると、経済活動が正常化したときの回復余地は米英に比べてかなり大きい。仮にサービス消費が 2019 年 7-9 月期の水準まで回復すると、増加額は年率換算で 10 兆円程度に上る。インバウンド消費分を除いた日本人の消費額の「伸びしろ」は同 7.4 兆円程度と試算される⁷。これは 2021 年度の実質 GDP 対比で 1.4%に相当する規模だ。

図表 2-8：日米英の実質サービス消費の推移



(注) 季節調整値の年率換算額。

(出所) 内閣府、BEA、ONS、Haver Analyticsより大和総研作成

⁷ 年率換算した季節調整値の訪日外客数に 2019 年の 1 人あたり消費額（観光庁「訪日外国人消費動向調査」の費目別購入者単価×購入率。サービスに該当する費目を対象）を乗じることでインバウンド消費分を試算した。なお日本滞在中の費目別支出の調査は 2020 年 4-6 月期以降、中止されている。

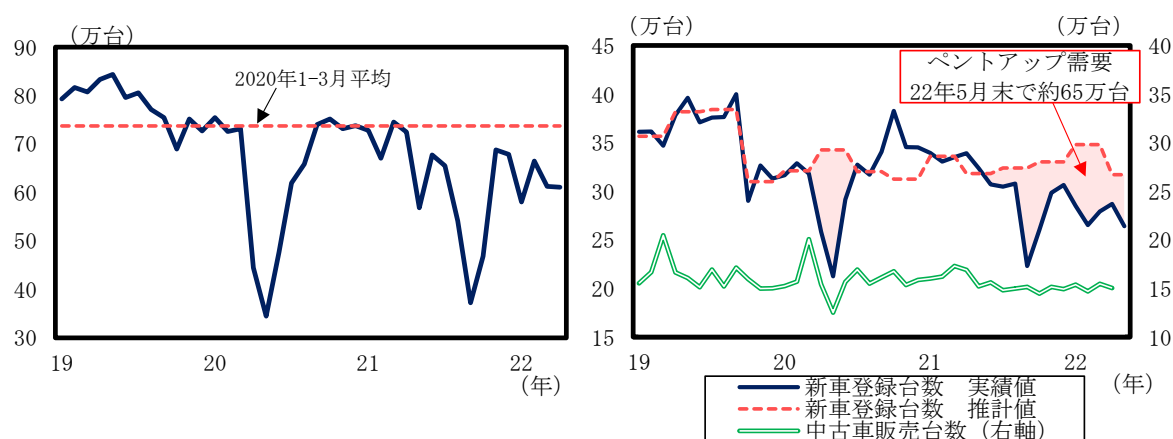
② 国内の自動車生産 ～乗用車のペントアップ需要だけでも 1.6 兆円

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、生産台数は停滞した（図表 2-9 左）。

図表 2-9 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 1 人あたり 10 万円の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ペントアップ需要が積み上がった。2020 年度後半に一部が発現したもの、自動車の減産で再び積み上がり、2022 年 5 月末で 65 万台分が残存しているとみられる。これに 2021 年の自動車の平均単価（約 245 万円）を掛け合わせると、ペントアップ需要は 1.6 兆円程度と試算される。2022 年 1-3 月期の耐久財消費額の約 30%に相当する規模だ。なお、感染拡大以降の自動車の供給制約は個人消費だけでなく、設備投資や輸出も下押しした。供給制約が落ち着き、自動車生産が増加すれば、これらの回復を後押しすることが期待される。

自動車の供給制約は当面続き、4-6 月期の自動車生産は横ばい圏で推移するだろう。トヨタ自動車やホンダ、スズキなど複数の自動車メーカーは、半導体を含む部品不足や中国でのロックダウンにより、4～6 月の生産を当初の計画比で減らした。この点、上海市は 6 月から行動制限を段階的に解除している。また前述のように、半導体不足は 2022 年度後半から 2023 年度にかけて解消すると想定される。そのため自動車の生産は 2022 年 7-9 月期から次第に増加ペースが高まり、ペントアップ需要は 2023 年度にかけて発現するとみている。

図表 2-9：日系自動車メーカーの国内生産台数（左）と国内乗用車のペントアップ需要（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。

$$\begin{aligned} \text{乗用車販売台数（前年比）} = & 1.0 \times \text{実質所得（雇用人報酬＋その他の経常移転（純）、前年比）} - 1.1 \times \text{実質金利（前年差）} \\ & + 0.4 \times \text{消費者マインド（消費者態度指数を構成する雇用環境の指標、前年差）} \\ & - 3.3 \times \text{自動車価格（前年比）} + \sum \beta \times \text{各種ダミー（前年差）} \end{aligned}$$

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%水準で有意、実質金利は10%水準で有意。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

2.2 ウクライナ問題に関する3つのシナリオの下で各国・地域経済を展望

ウクライナ問題がもたらす日本及び世界経済への影響は予断を許さないが、本節ではエネルギー価格や対ロシア貿易、株価について一定の想定を置くことで、当社の日米欧中の経済見通しがどの程度変化するかを示す（日本以外の経済見通しは各国経済担当者が作成）。これは2022年3月18日に当社が発表した「[ウクライナ問題に関する緊急レポート](#)」での試算を改訂したものである。

想定内容は**図表 2-10**の通りである。ベースシナリオでは、原油価格（WTI）が足元の水準に近い119ドル/バレルで推移し、対ロシア貿易は中国以外の国・地域が経済安全保障などの観点から脱ロシアを進めていく。さらに株価は2022年初からの落ち込みを回復した後、緩やかに上昇すると見込んでいるが、これによって資産効果が発生し、各国の個人消費に影響を与えると想定した。資産効果については、当社の「[第210回日本経済予測](#)」で示した推計結果に基づく。すなわち、10%の株価の変化による実質個人消費への影響は日本で年0.2%程度、米国で同0.5%程度、ドイツで同0.3%程度と見込んでいる。ここではユーロ圏の資産効果をドイツの推計値で代用し、中国についてはデータ制約のため日本の推計値を利用した。

楽観シナリオは、ウクライナ問題が短期間で収束し、ロシアに対する経済制裁が解除され、資源価格が低下するという内容である。WTIは2021年12月平均並みの70ドル/バレルで推移し、インフレ懸念や先行き不透明感が和らぐことで株価が大幅に上昇すると見込んだ。一方で悲観シナリオでは、ウクライナ問題が深刻化してロシアに対する経済制裁が厳格化され、WTIが200ドル/バレルへと高騰し、株価が大幅に調整すると想定した。

図表 2-10：ウクライナ問題に関する3つのシナリオの想定内容

	エネルギー価格 (WTI)	対ロシア貿易	株価	
			2022年	2023年
楽観シナリオ	70ドル/バレル	回復	12月の株価が 前年比+20%	名目GDP成長率 並み
ベースシナリオ	119ドル/バレル	縮小	同+5%	名目GDP成長率 並み
悲観シナリオ	200ドル/バレル	停止	同▲30%	横ばい

（出所）大和総研作成

欧州を中心に経済見通しの下振れ余地が大きいもののプラス成長を維持か

2022、23年の実質GDP成長率見通しを各国・地域別にまとめた結果が**図表 2-11**である。2022年について比較すると、ロシアとの経済的な結びつきが強い欧州（ユーロ圏）の経済見通しの振れ幅が最も大きい。欧州はエネルギー輸入のロシア依存度が高く、資源高によるインフレの影響も大きいためである。悲観シナリオの成長率見通しはベースシナリオから1.6%ポイント低下しており、2023年でも低下幅は1%ポイント近い。

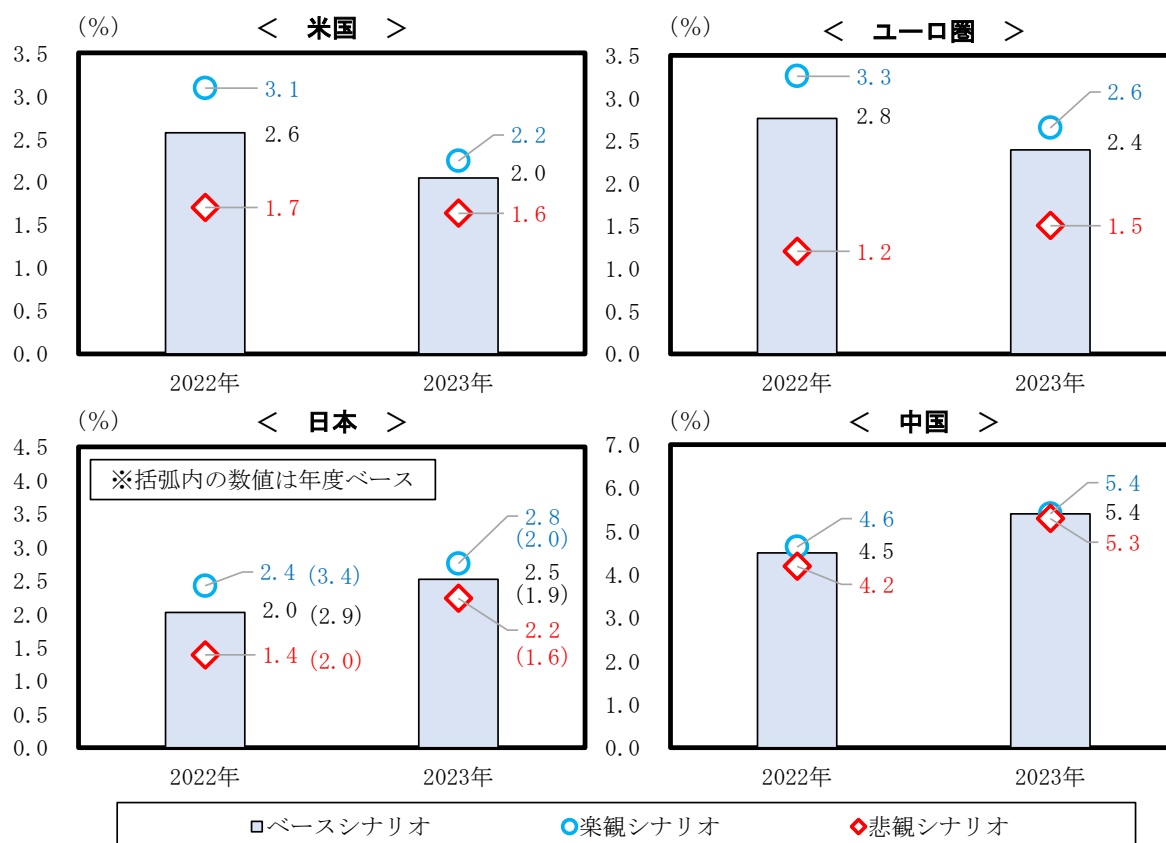
反対に、経済見通しの振れ幅が小さいのが中国だ。対ロシア制裁に加わっておらず、ロシアとの貿易関係が悪影響を受けないことが背景にある。それでも、原油価格が高騰する悲観シナリオでは個人消費が悪化することでベースシナリオから2022年で0.3%ポイント低下している。

米国のシナリオ別の成長率見通しの違いは、とりわけ資産効果によって生じている。先述したように、米国は株価の変化による個人消費への影響が比較的大きいことに加え、GDPに占める個人消費の割合も高い。他方、対ロシア貿易は少ないため貿易減少による経済への影響は限定的である。加えて産油国であることから、原油価格の上昇による悪影響は他国よりも小さい。

日本の悲観シナリオでは、中国と同様、主に原油高の影響を受けて成長率見通しが低下している。一方、楽観シナリオでは原油安や資産効果に加え、米国と欧州の景気拡大により、輸出や設備投資が増加することが成長率を押し上げている。

全体的に見ると、悲観シナリオでもマイナス成長に陥る国・地域はない。最も低い成長率見通しのユーロ圏でも、2022年で+1.2%である。ウクライナ問題によって景気が悪化する可能性は極めて高いものの、プラス成長を維持する可能性が示唆される。しかしながら、ロシアと西側諸国が武力衝突し、核兵器の使用や第三次世界大戦の勃発といった最悪の事態に発展するリスクがあることは否定できない。その場合は悲観シナリオ以上に世界経済が悪化することが見込まれ、引き続きロシアの動向を注視する必要がある。

図表 2-11：シナリオ別に見た各国・地域の実質 GDP 成長率見通し



(注) 図表 2-10 で示した想定を基に各国経済担当者が作成したシナリオ別見通し。

(出所) 各国統計より大和総研作成

2.3 足元の円安が日本経済に及ぼす影響

足元の円安はプラスの経済効果が発現しにくいことで「悪い円安」に

日米金融政策の方向性の違いなどから円安ドル高が一段と進んでいる。2022年3月初めに115円/ドル台だったドル円レートは4月末にかけて急速に上昇し、足元では130円/ドル前後で推移している。日本銀行が2022年1月に公表した展望レポートや、当社の「[日本経済見通し:2022年1月](#)」で推計したように、通常の経済状況では円安は日本経済にネットでプラスの影響を及ぼすとみられる。しかし、円安がもたらすプラスの影響はロシアによるウクライナ侵攻と感染拡大などによって発現しにくくなっている。

図表 2-12 は当社のマクロモデルを用いて、円安ドル高による2022年度の実質GDPへの影響を要因に分けて試算した結果である。ここでは4-6月期以降のドル円レートが、1-3月期(116.2円/ドル)から10%の円安・ドル高が進んだ場合を想定している。本予測のメインシナリオでは4-6月期を129.2円/ドルと想定しているため、概ねこれに沿った試算といえる。

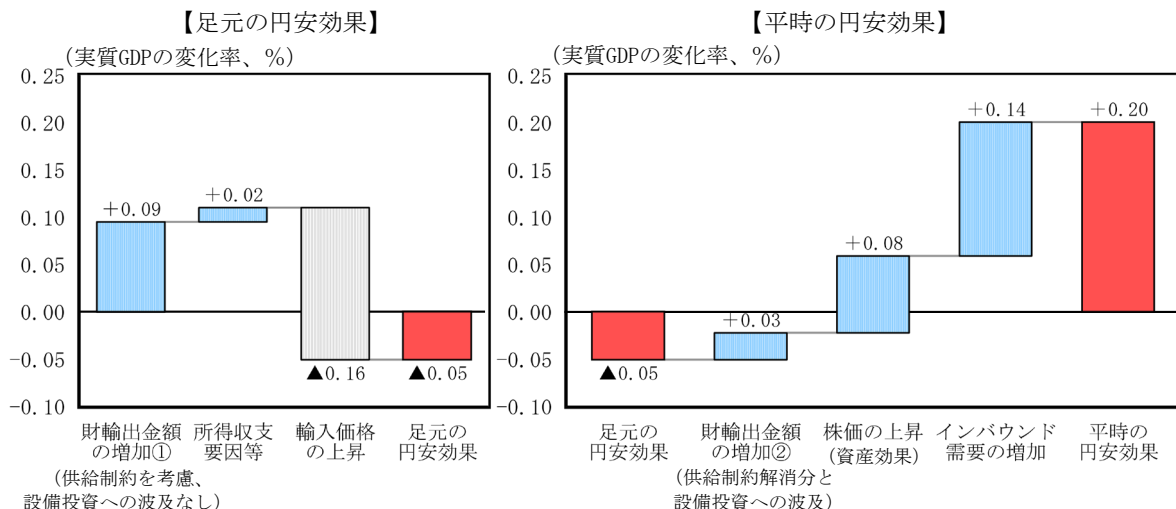
円安が日本経済にプラスの影響を及ぼす経路は主に3つ考えられる。1つ目は、輸出金額や対外投資による純受取額が増加し、国内企業収益の増加を通じて雇用者報酬が増加したり設備投資などが拡大したりすることで、幅広い業種に経済効果が波及する。2つ目は、円安によって輸出企業などの業績が上向くとの見方が株式市場参加者の間で広がり、株価の上昇とこれによる資産効果を通じて個人消費が刺激される。前節で述べたように、株式資産が10%上昇すると、個人消費は0.2%程度増加すると試算される。そして3つ目は、サービス輸出に含まれるインバウンド需要が円安によって押し上げられる。海外から見ると、円安は日本のあらゆる財やサービスの価格の低下を意味するからだ。半面、日本人にとっては海外旅行の費用が高まることになるため、海外旅行を控えて国内旅行に振り向けるといった行動（サービス輸入の減少と国内消費の増加）を促す。

円安のマイナスの影響としては、輸入価格の上昇が挙げられる。国内の物価上昇に波及する中で、企業のコスト増や家計の購買力の低下につながり、設備投資や個人消費を押し下げる。

図表 2-12 右 で示したように、通常の経済状況では、円安の日本経済への影響は上述したプラスの影響がマイナスの影響を上回り、実質GDPを0.2%程度押し上げる。これは内閣府(2018)や日本銀行(2019)のマクロモデルによる試算結果と整合的である⁸。

⁸ 内閣府「[短期日本経済マクロ計量モデル\(2018年版\)](#)」と日本銀行「[ハイブリッド型日本経済モデルQ-JEM:2019年バージョン](#)」では、10%の円安・ドル高による日本経済への1年目の影響はいずれも+0.2%強と試算されている。

図表 2-12 : 2022 年 1-3 月期から 10%の円安ドル高による 2022 年度の実質 GDP への影響



(注) 大和総研のマクロモデルを利用した試算であり、各要因の影響は波及効果を含む。2022年4-6月期以降のドル円レートが1-3月期に比べ10% (11.6円) 円安・ドル高となる場合の影響。「インバウンド需要の増加」はアウトバウンド需要の減少の影響を含む。

(出所) 大和総研作成

しかしながら、現在はウクライナ問題と感染拡大に直面しており、米国での利上げや中国経済の停滞なども重なって世界経済の減速懸念が強まっている。先行きの不透明感が強い中では、企業は収益が増加しても設備投資の拡大などに消極的になりやすく、株価も軟調に推移しやすい。また、日本の財輸出の主力は自動車だが、同産業では2021年から供給制約に直面しており、円安で輸出数量が増加する効果は一段と表れにくくなっている。こうした背景から、図表 2-12 左で示した足元の円安局面では「財輸出金額の増加」要因のうち2割程度は発現せず、資産効果も見込みにくいと想定した。

インバウンド需要は感染拡大後にほぼ消失したが、本章 1 節で述べたようにインバウンドの受け入れ再開に向けた動きはこれから本格化しそうだ。とはいえ、1日あたり入国者数などの制限が続く中では円安によるプラスの効果はほぼ発現しないだろう。

こうした状況下で円安が進むと、輸入コストの上昇というマイナスの影響がプラス効果を上回り、実質 GDP は 0.05% 程度押し下げられると試算される (図表 2-12 左)。その意味で、足元で進む円安は「悪い円安」といえる。ウクライナ問題や感染拡大などに直面する中、円安が日本経済に与える悪影響には注意が必要だ。

3. 論点①：インフレの展望と日本経済が抱える中長期課題

神田 慶司・瀬戸 佑基・久後 翔太郎・中村 華奈子

2022 年 4 月の消費者物価指数（生鮮食品を除く総合、以下「コア CPI」）は前年比+2.1%と、消費税の影響を調整したベースで約 14 年ぶりに 2%台に乗った。世界的にインフレが高進する中、日本でも幅広い品目で値上げの動きが広がっている。日銀短観の 2022 年 3 月調査では、販売価格が「上昇」と答えた企業の割合から「下落」と答えた割合を差し引いた販売価格判断 DI（最近）は+16%pt と、第 2 次オイルショックが発生した 1980 年 6 月調査以来の高水準となった（仕入価格判断 DI は 2008 年 9 月調査以来の高水準）。

本章では今回のインフレの特徴を整理した上で、2023 年度までの物価見通しを示す。次に、資源高・円安を背景とした今回のインフレによる負担増の規模や、家計の消費行動に及ぼす影響などについて分析する。最後に、日本経済が低インフレ基調から脱却した場合に急速に高まるとみられる金利急騰リスクについて述べる。

3.1 今回のインフレの特徴と 2023 年度までの物価見通し

現在の日本経済はコストプッシュインフレに直面

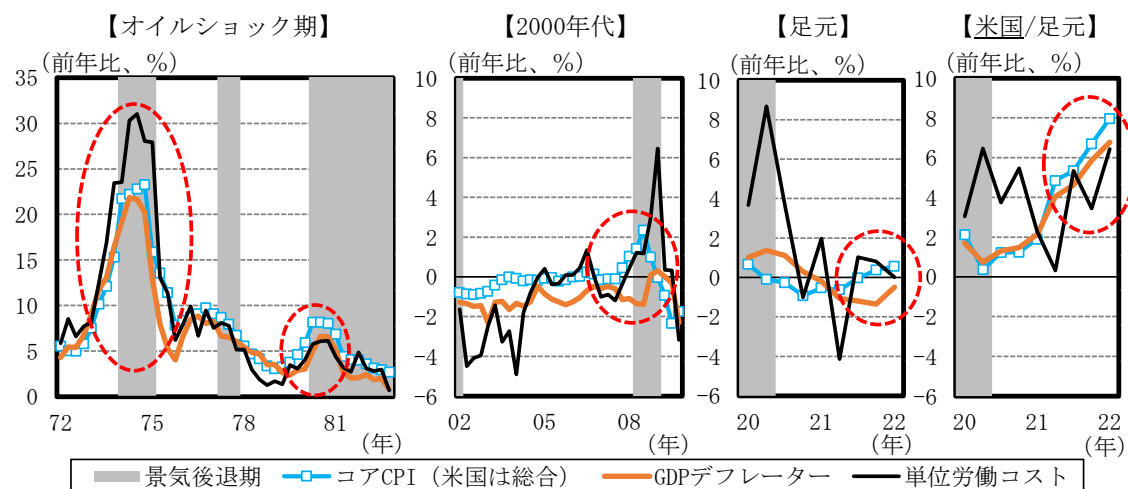
今回の日本のインフレの特徴を整理するため、二度のオイルショック期（第 1 次：1973 年秋～1974 年夏、第 2 次：1978 年秋～1982 年春）と 2000 年代の資源高局面、そして新型コロナウイルス感染拡大以降における物価動向などを図表 3-1 に示した（一番右の図表は米国）。

第 1 次オイルショックは、マネーストックが大幅に増加するなど景気が過熱し、コア CPI が前年比+10%超で推移していた時期に発生した⁹。原油価格の高騰による輸入インフレが加わり、1974 年の春闘では賃上げ率が 30%を超えた。物価と賃金がスパイラル的に上昇したことでコア CPI は前年比+25%近くまで高まり、「狂乱物価」といわれるほど深刻なインフレが発生した。それまで旺盛だった経済活動にブレーキがかかり、1974 年度の日本経済は戦後初めてマイナス成長となった（図表 3-1 左）。

第 2 次オイルショック期の輸入物価はピーク時で前年から 9 割ほど上昇し、第 1 次のそれを上回った。しかしながらコア CPI の前年比上昇率は一桁台にとどまった。各種物価対策や金融引き締め策が迅速に実施されたことに加え、賃金による物価上昇圧力を表す単位労働コスト（＝名目雇用者報酬÷実質 GDP）がそれほど上昇しなかったことなどがインフレ抑制に寄与した（図表 3-1 左）。第 1 次の教訓を生かし、各経済主体がより合理的な行動を選択した（「学習効果」が働いた）結果ともいわれている。また、オイルショック発生直前の経済状況が第 1 次とは異なり、マネーストックやインフレなどが比較的安定していたことも一因であった。

⁹ 二度のオイルショック期の日本経済の動向については、小峰隆夫編「日本経済の記録 第 2 次石油危機への対応からバブル崩壊まで」（内閣府経済社会総合研究所「バブル/デフレ期の日本経済と経済政策」第 1 巻、2011 年 3 月）などを参照。

図表 3-1：オイルショック期、2000 年代の資源高局面、足元における物価動向などの比較



(注1) 単位労働コスト＝名目雇用者報酬÷実質GDP

(注2) 日本の直近の景気後退期は暫定。米国の景気後退期は2020年3-4月だが、図表では日本と同じ時期を色掛けした。

(出所) 内閣府、総務省、BEA、BLS、NBER、Haver Analyticsより大和総研作成

日本経済がデフレ期の只中にあった 2000 年代に発生した資源高は、輸入物価を大幅に押し上げ、2008 年 7 月にはコア CPI が前年比で+2%を超えた。もともと、その時期の単位労働コストは下落か、わずかな上昇にとどまった。輸入インフレは最終財価格にさほど転嫁されなかったことから、ホームメイドインフレの指標である GDP デフレーターは前年比マイナス圏で推移した（図表 3-1 左から 2 番目）。持続性の低いコストプッシュインフレであったといえる。2008 年 9 月にはリーマン・ショックが発生し、世界的な金融危機に至ったことで、コア CPI は翌年春から下落基調に転じた。

足元のインフレは 2000 年代の資源高局面に似た特徴が見られる。すなわち、コア CPI は上昇基調にあるものの単位労働コストは横ばい圏で推移しており、GDP デフレーターは前年を下回っている（図表 3-1 左から 3 番目）。一方、米国の経済状況はオイルショック期の日本に似ている。賃金上昇を伴う形でインフレが高進しており、持続性の高いディemandプルインフレの側面が大きい（図表 3-1 右）。

日米で異なるインフレ要因と金融政策の方向性

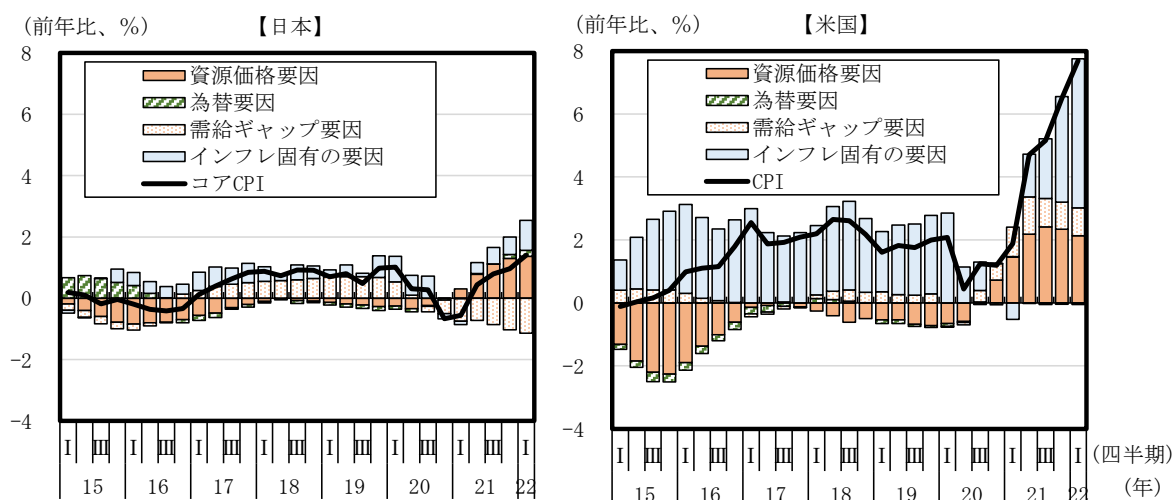
足元で見られる日米のインフレの特徴の違いを、CPI 変化率の要因分解という形で定量的に示したのが図表 3-2 である。ここでは日本銀行の川本・中浜（2016）¹⁰を参考に、日米の CPI 上昇率（日本は消費税と携帯電話通信料引き下げなどの影響を除いたコア、米国は総合）を「資源価格要因」「為替要因」「需給ギャップ要因」「インフレ固有の要因」に分解した。

日本では CPI 上昇率が緩やかに加速しているが、その内訳を見ると需給ギャップ要因が押し下げている一方、資源価格要因が大きく押し上げ、為替要因も小幅ながら押し上げている（図表

¹⁰ 川本卓司・中浜萌（2016）『総括的検証』補足ペーパーシリーズ④：なぜ2%の『物価安定の目標』を2年程度で達成できなかったのか？-時系列分析による検証-、日本銀行ワーキングペーパーシリーズ、No. 16-J-13

3-2 左)。期待インフレ率の動向を示すインフレ固有の要因の寄与は米国に比べてかなり小さく、期待インフレ率が2%の目標水準に定着していない様子が見て取れる。資源高によりインフレ率が一時的に2%程度となる可能性は十分にあるものの、この水準で安定させるためには需要の弱さと期待インフレ率の低さが課題となる。そのため日本銀行には現在の金融緩和策を粘り強く継続することが求められる。

図表 3-2：日米で異なるインフレ率の変動要因



(注1) 実質CRB指数 (CRB指数を米国CPIでデフレートした値)、名目実効為替レート、需給ギャップ、消費者物価指数の4変数でVARモデルを構築し、ヒストリカル分解によって寄与度を算出。需給ギャップ以外の変数は対数差分系列を使用。
 (注2) 日本のインフレ率は、携帯電話通信料の引き下げ、消費税率の引き上げ等の特殊要因を除くベース。
 (注3) 日本の2022年1-3月期の需給ギャップのデータは大和総研による予測値を使用。
 (出所) 日本銀行、総務省、BIS、BLS、CBO、Haver Analytics、川本卓司・中浜萌 (2016) 「『総括的検証』補足ペーパーシリーズ④：なぜ2%の『物価安定の目標』を2年程度で達成できなかったのか？-時系列分析による検証-」 (日本銀行ワーキングペーパーシリーズ、No. 16-J-13) より大和総研作成

一方、米国では為替以外の3つの要因がインフレ率を押し上げる方向に作用している。とりわけ資源価格とインフレ固有の要因の寄与が大きい(図表3-2右)。日本と同様にコストプッシュインフレの側面が見られるが、物価をより押し上げているのはインフレ固有の要因(期待インフレ率など)だ。インフレ固有の要因の寄与度は2016年以降から感染拡大前まで概ね2%pt程度で安定していたが、背景には期待インフレ率が米連邦準備制度理事会(FRB)の目標水準で定着していたことがあるとみられる。しかし、インフレ固有の要因は2021年末頃から急速に拡大しており、期待インフレ率が不安定化しつつある可能性が示唆される。こうした中で需給ギャップ要因も物価を押し上げる方向に作用しており、期待インフレ率の上昇と需要の過熱を抑制する必要性が大きい状況に直面したFRBは、2022年3月に利上げに踏み切ったと考えられる。

異なるインフレ要因を背景とした日米金融政策の方向性の違いは、ドル円相場に円安ドル高圧力をもたらしているが、こうした構図は当面続きそうだ。第2章3節で述べたように、足元の円安はプラスの効果が発現しにくく、マイナスの影響が表れやすいという点で「悪い円安」といえる。為替レートの変動が日本経済にもたらす影響には引き続き注意が必要である。

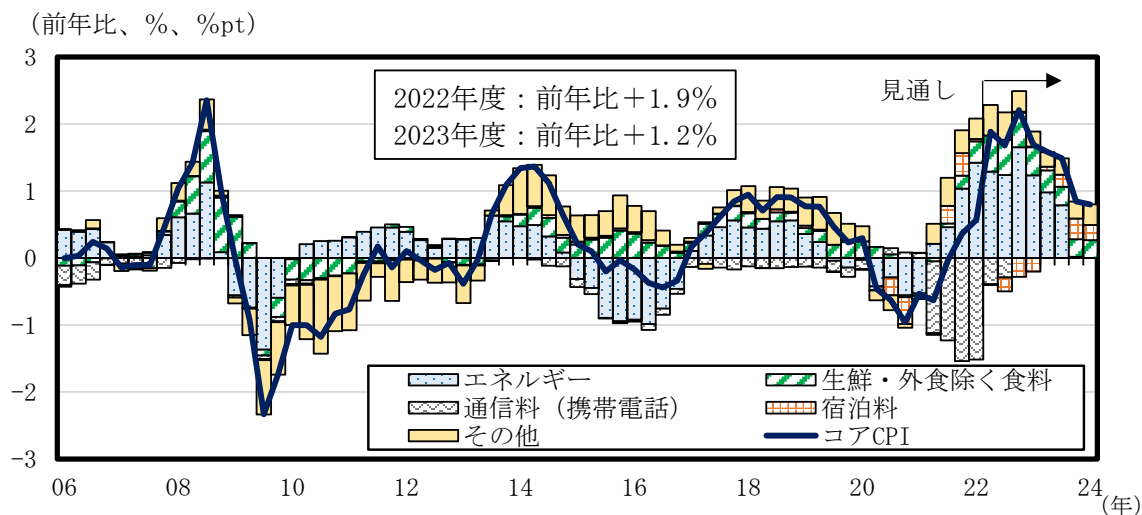
コア CPI は前年比+2%程度をピークに減速するも+1%近くで安定か

本予測のメインシナリオでは、2022 年度のコア CPI を前年比+1.9%、2023 年度は同+1.2%と見込んでいる。四半期別の推移では、2022 年 10-12 月期の同+2.2%が最も高く、2023 年 1-3 月期以降は資源高の影響が縮小することで伸び率が低下していく（図表 3-3）。ただし、資源価格が一段と高まったり円安が進行したりすれば、コア CPI の伸び率は上記の見通しから上振れする可能性がある。

エネルギーや食品を中心に様々な品目の小売価格が上昇しているが、今後も輸入物価高騰の影響はラグを伴って小売価格を押し上げるだろう。財価格だけでなくサービス価格も、外食など輸入物価の動向に影響を受けやすい品目を中心に上昇が続く。このほか、携帯電話通信料引き下げの影響が 9 月にかけて徐々に縮小することも物価を押し上げるだろう。

反対に、燃料油価格激変緩和対策事業や新たな Go To トラベル事業は 2022 年度の物価の押し下げ要因となる。前者については事業が本格的に開始された 2022 年 2 月以降、レギュラーガソリンや灯油価格の上昇は抑えられている。4 月末に事業が拡充されたことで、これらの価格の安定性は一段と高まった¹¹。もっとも、燃料油価格激変緩和対策事業は 2022 年 9 月末までの時限措置であるため、今後は原油価格や経済活動への影響を見極めつつ、円滑に終了させることができるかが課題となる。一方、新たな Go To トラベル事業について本予測のメインシナリオでは、7 月初めから夏休みと年末年始を除いて 2023 年 2 月末まで実施されると想定している（前掲図表 2-3）。

図表 3-3：2023 年度までのコア CPI 見通し



(注) 原油価格（WTI）は2022年度で116.3ドル/バレル、2023年度で118.5ドル/バレル、ドル円レートは2022年度で131.2円/ドル、2023年度で131.9円/ドルと想定。新たなGo To トラベル事業は2022年7月初めから夏休み期間中と年末年始を除いて2023年2月末までの実施を見込んでいる。

(出所) 総務省統計より大和総研作成

米欧のようにインフレが高進しないとみているのは、当面は名目賃金もサービス物価も緩やかな上昇にとどまると見込まれるからだ。日本の名目賃金上昇率は春闘での賃金改定率の影響

¹¹ 拡充された燃料油価格激変緩和対策事業の概要や影響については、瀬戸佑基「[拡充後の燃料油価格激変緩和対策がコア CPI に与える影響](#)」（大和総研レポート、2022 年 4 月 28 日）を参照。

を受けやすい。連合や経団連の直近の集計結果¹²を見ると、2022年の賃金改定率は前年から上昇し、2019年並みかそれに近い水準で着地すると予想される。だが、CPIが前年比+2%前後で安定的に推移していた1990年代前半の賃金改定率には程遠い水準であり、物価と賃金の循環的な上昇は力強さに欠ける状況が続くだろう。

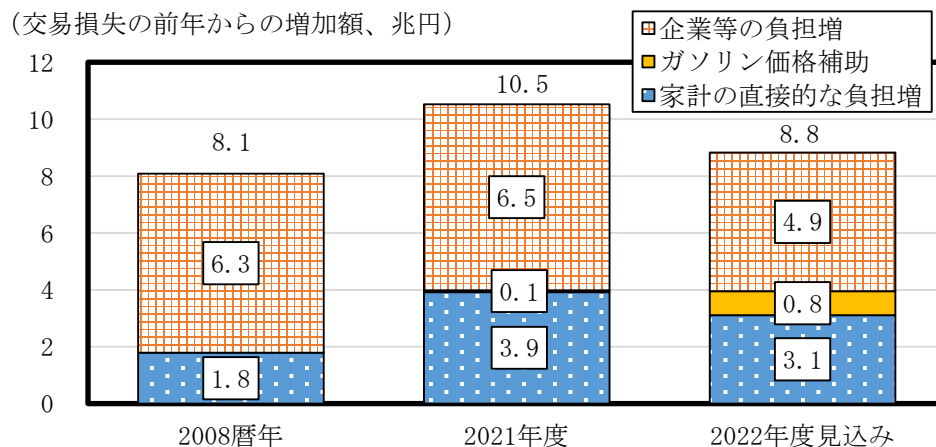
もっとも、2023年度の賃金改定率は前年の物価上昇を踏まえて引き上げられやすい。加えて、本予測のメインシナリオで想定しているように経済活動の正常化が進めば、宿泊・飲食サービス業や娯楽業、旅客運輸業などを中心に労働需要が大幅に回復すると考えられる。人手不足は一段と深刻化し、賃金に上昇圧力がかかることから、2023年度のコアCPIは資源高の影響の大部分が剥落する中でも前年比+1%程度で推移すると見込んでいる。

3.2 資源高による負担増の行方と消費行動への影響

2022年度の交易損失は8.8兆円ほど拡大し、そのうち3.1兆円が家計負担の見込み

日本は資源の多くを輸入に頼るため、資源高は輸入インフレを通じて交易条件を悪化させる。GDP統計（SNA）では交易条件の変化による海外への所得流出入額を「交易利得（損失）」として公表しているが、2021年度の日本の交易損失は資源高の影響で前年から10.5兆円拡大した。2022年度はさらに8.8兆円ほど拡大する見込みである（図表3-4）。

図表3-4：資源高による海外への所得流出額と負担の内訳（2022年度は資源価格横ばいで試算）



（注1）「家計の直接的な負担増」は資源高によるCPIの上昇幅を試算し、家計消費額に乗じることで算出。資源高によるCPIの上昇幅は、下記の推計式において輸入物価が変化しない場合の推計値を作成し、コアCPI上昇率から差し引くことで求めた。2022年度は当社の経済見通しと整合的に作成。

$$\text{コアCPI (前年比)} = -0.87 + 0.12 \times \text{需給ギャップ}[-2] + 0.05 \times \text{時間あたり名目雇用者報酬 (前年比)}[-3] + 0.02 \times \text{輸入物価 (前年比)}[-1] + 0.47 \times \text{インフレ予想}$$

括弧[]内は先行期数。2014、19年の消費増税、2021年の携帯電話通信料引き下げの影響はダミー変数でコントロールした。2019年増税ダミーは10%水準でも有意でなく、時間あたり名目雇用者報酬は10%水準、その他の変数は1%水準で有意。自由度修正済みR² = 0.92。推計期間は2006年10-12月期～2021年10-12月期。
（注2）2008暦年は交易利得の減少額を表す。「ガソリン価格補助」は燃料油価格激変緩和対策事業のうちガソリンの負担軽減額。

（出所）経済産業省、日本銀行、内閣府、総務省、厚生労働省、国土交通省統計より大和総研作成

¹² 日本労働組合総連合会「第5回回答集計」（2022年5月9日）、日本経済団体連合会「2022年春季労使交渉・大手企業業種別回答状況[了承・妥結含]（加重平均）」（2022年5月20日）

図表 3-4 では、交易損失の増加額を「家計の直接的な負担増」（資源高による物価上昇を受けた家計最終消費支出の増分）、「ガソリン価格補助」（燃料油価格激変緩和対策事業のうち、ガソリン価格に対する補助分）、「企業等の負担増」（残差）の 3 つに分解して示している（推計方法については**図表 3-4** の注 1 を参照）。2000 年代で資源高が最も深刻だった 2008 暦年では、8.1 兆円の所得流出による家計の直接的な負担増は 1.8 兆円程度にすぎず、残りは企業等が負担したと推計される。この時期はエネルギーや食料を中心に価格が高騰し、コア CPI は大幅に押し上げられたものの、リーマン・ショックに端を発した世界的な金融危機の影響で国内の需給バランスが大幅に緩んだこともあって、小売価格への価格転嫁が進みにくかったと考えられる。

2021 年度における家計の直接的な負担増は 3.9 兆円程度（交易損失の増加額 10.5 兆円に占める割合は 4 割程度）と、2008 暦年のそれよりも多かったと推計される。2008 暦年に比べ国内の財需要が強い状況が続いたこともあり、価格転嫁が進みやすかったと考えられる。また、2022 年度の家計の直接的な負担増は 3.1 兆円程度で、交易損失の増加額に占める割合は 2021 年度と同じく 4 割程度と見込まれる。小売業の需給が引き続きひっ迫し、資源高等の影響を小売価格に転嫁しやすい状況が続く中、家計の負担は高まり続けるだろう。ただし、燃料油価格激変緩和対策事業のうちガソリン価格に対する補助が、資源高による家計や企業の追加的負担を 0.8 兆円程度軽減するとみられる。

インフレと先行き不透明感の強さから「メリハリ」消費が広がっている可能性

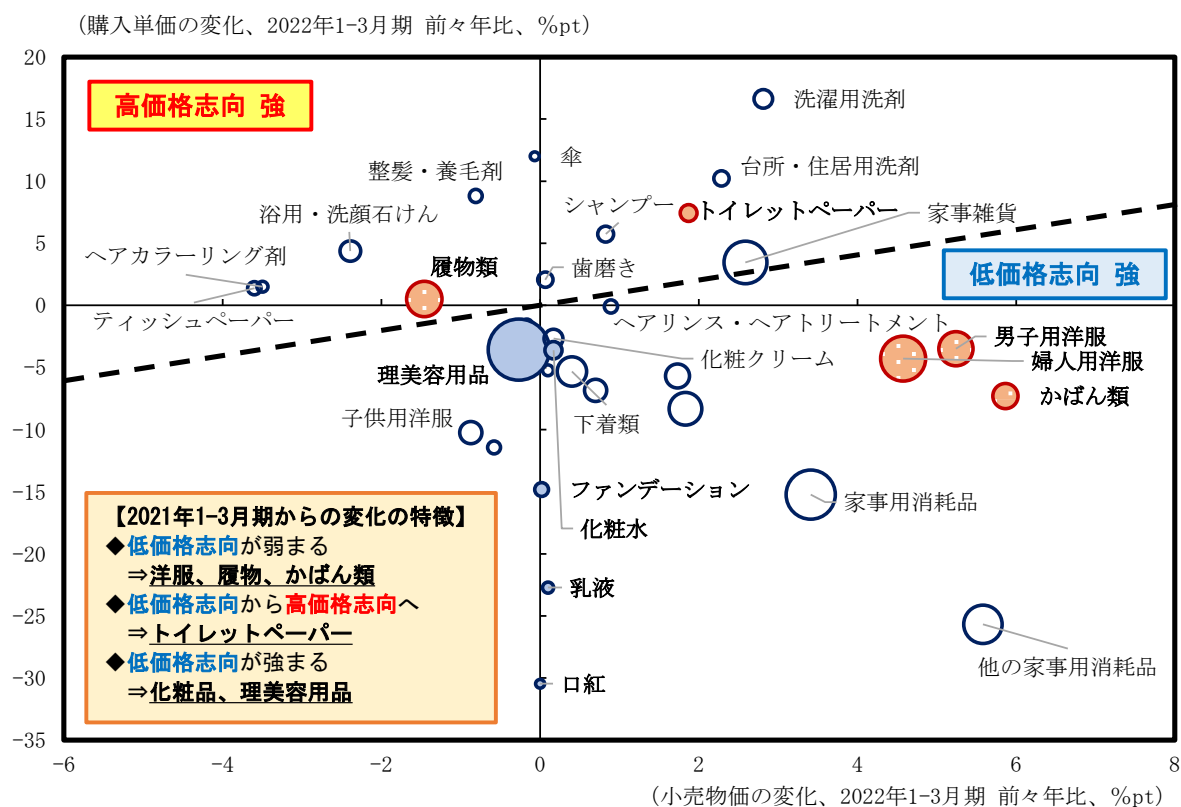
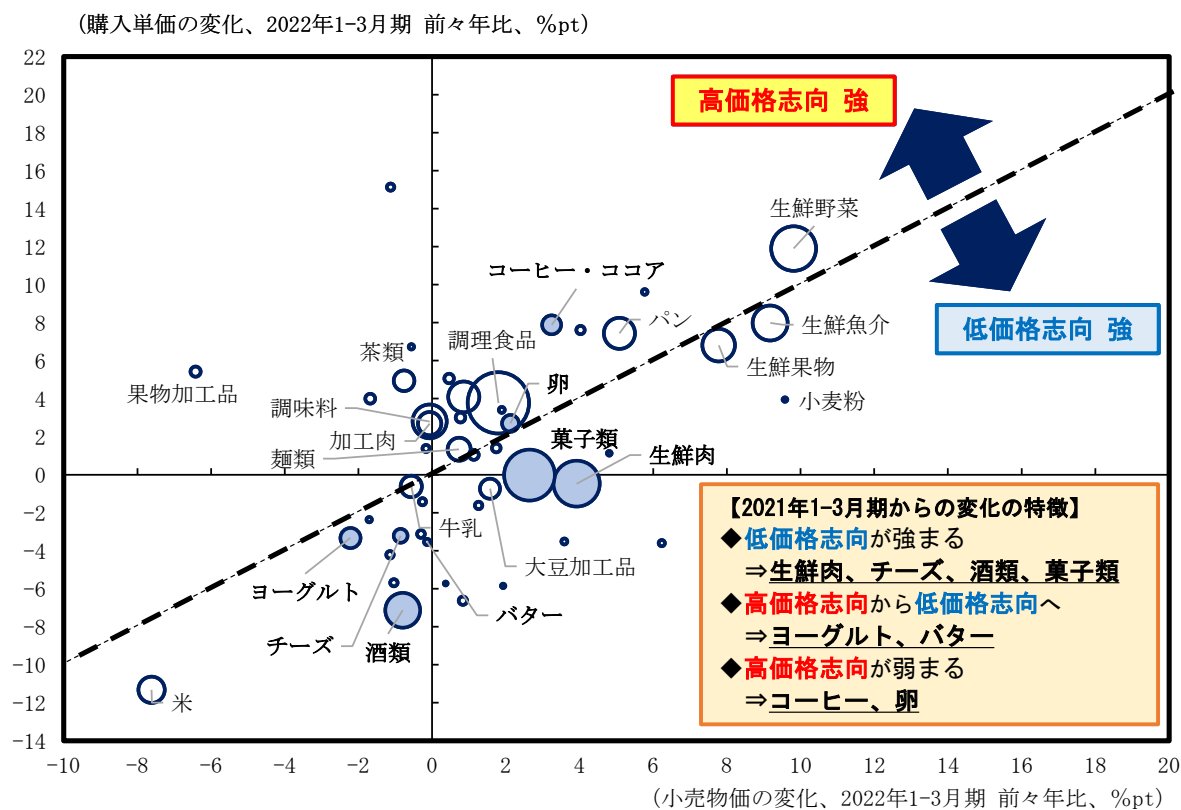
資源高の影響は過剰貯蓄の一部を取り崩すことで緩和され则认为られる半面（**前掲図表 2-5**）、インフレやウクライナ問題、感染拡大はいずれも長期化する可能性が小さくない。先行き不透明感が強い中、家計の低価格志向は足元で強まっている可能性がある。この点、日本銀行「生活意識に関するアンケート調査」の 2022 年 3 月調査を見ると、今後 1 年間で商品やサービスを選ぶ際に特に重視することは「価格が安い」との回答が最も多く、前回の 2021 年 12 月調査から回答割合が上昇した。

こうしたソフトデータだけでなく、ハードデータからも家計の消費行動の変化を確認できる。**図表 3-5** では総務省「消費者物価指数」「家計調査」から各品目の小売物価と購入単価の変化率（ここでは 2020 年 1-3 月期に対する 2022 年 1-3 月期の変化率。なお、直近 1 年間の変化の特徴は図表中の枠内に記載）を比較している。上の図表では飲食料品、下の図表ではそれ以外の主な品目を掲載した。

小売物価は同程度の品質の正規価格を継続的に調査したものである。これに対して購入単価は家計の購入金額を購入数量（一部、購入頻度）で除したものであり、家計が実際に購入した商品やサービスの平均価格を表す。そのため、購入単価の伸びが小売物価の伸びを上回る（下回る）ほど、当該品目に対する家計の高価格志向（低価格志向）は強まっていると判断できる。**図表 3-5** の点線で引いた 45 度線の上方（下方）に位置する品目は、高価格志向（低価格志向）が強まったとみられる。

図表 3-5：2022 年 1-3 月期における小売物価と購入単価の感染拡大前からの変化

(上：飲食料品、下：飲食料品以外)



(注) バブルの大きさは当該品目の消費額（2019 年）を表す。直近 1 年間の変化の特徴は図表中の枠内に記載。
 (出所) 総務省統計より大和総研作成

図表 3-5を見ると、幅広い品目で感染拡大後に低価格志向が強まったことが分かる。特に 2021 年 1-3 月期から 2022 年 1-3 月期にかけては、生鮮肉やチーズ、酒類といった品目においてその傾向が強く表れた。感染拡大が長期化したことで、感染初期に見られたいわゆる「プチ贅沢」志向が落ち着き、徐々に節約志向にシフトしたとみられる。食料品以外では、化粧品や理美容用品などでも同様の傾向が見て取れる。長引くマスク生活からメイクやスキンケアといった美容に対する意識や行動が変化し、低価格志向が維持されていると考えられる。一方、洋服や履物類、かばん類といった品目では 2021 年 1-3 月期から 2022 年 1-3 月期にかけて低価格志向が弱まったようだ。オフィス勤務の再開や外出機会の増加が背景にあると考えられる。

このように、家計は感染状況やそれに伴う生活様式の変化に応じて消費行動を変化させており、一部の品目では 2021 年 1-3 月期から低価格志向が一段と強まっていることが確認された。一方、2022 年 4 月末からのゴールデンウィークでは行動制限が 3 年ぶりに実施されなかったこともあり、人出が大幅に増加して行楽地が賑わうなどサービス消費を積極的に増やす家計が多かった。これらは相反する行動のように見えるが、普段は節約し、たまの贅沢にお金を使うという「メリハリ消費」が広がっていると解釈できるだろう。今後は選択的な品目の値上げは浸透しやすいが必需的な品目では難しくなるなど、品目の特性によって価格転嫁率に違いが表れる可能性がある。

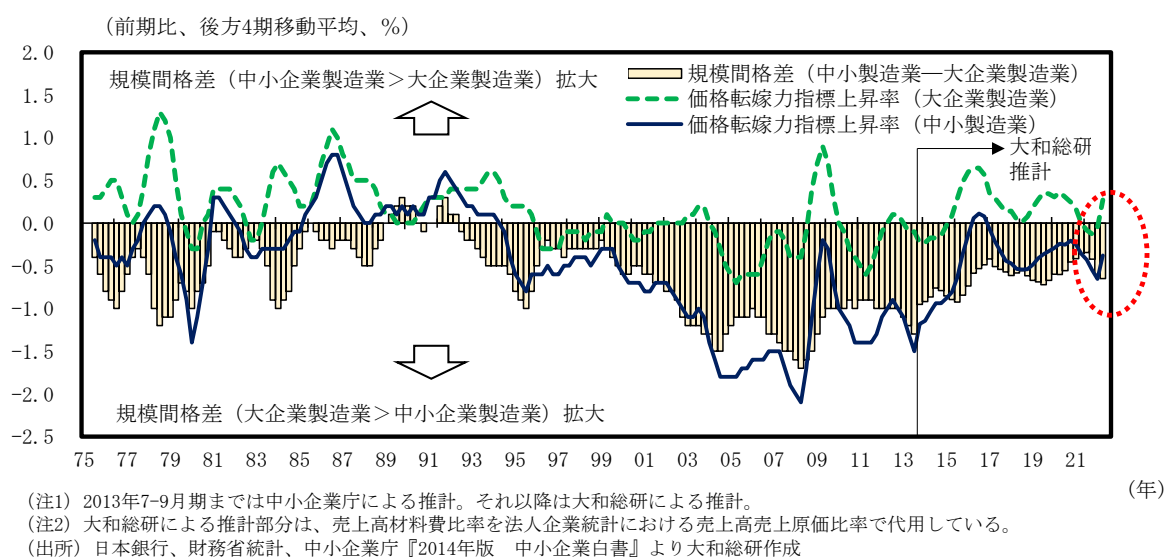
資源高の中で、中小企業の負担が重くなる可能性

2021 年度からの資源高による負担増は企業部門で重くなりやすいことを**前掲図表 3-4**で示したが、企業間でも価格転嫁力の違いによって負担の重さは異なると考えられる。この点、価格転嫁力には企業規模間格差が存在していることが以前から指摘されている。例えば中小企業庁『2014 年版 中小企業白書』では、日銀短観の価格上昇判断 DI 等の結果を用いて、企業規模別の「価格転嫁力指標上昇率」を試算している¹³。「価格転嫁力指標上昇率」は、仕入価格の上昇分を完全に販売価格に転嫁した場合は 0、仕入価格の上昇分以上に販売価格が上昇した場合は正の値、仕入価格の上昇の一部を販売価格に転嫁できなかった場合に負の値を取る。

図表 3-6は 2013 年 7-9 月期まで示されていた『2014 年版 中小企業白書』の価格転嫁力指標上昇率を当社が延長推計したものである。大企業・中小企業製造業の価格転嫁力指標上昇率は折れ線グラフで、その差（中小企業製造業－大企業製造業）は棒グラフで示している。棒グラフは推計期間を通じて概ねマイナス圏を推移していることから、大企業製造業の価格転嫁力指標上昇率に比べ、中小製造業の価格転嫁力指標上昇率が低い点が指摘できる。また中小企業白書では、企業規模間格差は「リーマン・ショックの 2008 年前後に格差はいったん縮小に転ずるが、解消するまでには至らず、逆に 2011 年に入り再び拡大しつつある。中小製造業の収益環境は引き続き厳しい状況にある」と結論づけている。

¹³ なおこの中小企業白書の分析は、鎌田康一郎・吉村研太郎（2010）「企業の価格見通しの硬直性：短観 DI を用いた分析」（日本銀行ワーキングペーパーシリーズ、No. 10-J-3）に基づいている。

図表 3-6：価格転嫁力指標上昇率の規模間格差（中小企業製造業－大企業製造業）



当社が延長推計を行った2013年10-12月期以降を見ると、大企業製造業と中小企業製造業の価格転嫁力格差の拡大スピードは鈍化傾向にあったといえるが、足元では再び加速している様子がうかがえる。価格転嫁力が弱い中小企業は大企業に比べ資源高の影響を受けやすい可能性がある。価格交渉力が比較的弱く、原材料高の負担が重くなりやすい中小企業の経営状況に引き続き注意する必要がある。

3.3 インフレ定着後の日本で高まる金利急騰リスク

人手不足の深刻化や人的資本投資の拡大などを背景に賃金上昇率は高まっていく可能性

本章1節で述べたように、2023年度のコアCPIは資源高の影響の大部分が剥落する中でも前年比+1%程度で推移すると見込んでいる。2024年度以降もインフレ基調は継続し、いずれ日本経済は現状の「デフレではない状況」から脱却するだろう。

インフレが定着すると見込む最大の理由は、賃金上昇の継続・加速である。玄田（2017）¹⁴では、なぜ日本で賃金が上がらないのかについて、複数の研究者の分析結果を「需給」「行動」「制度」など7つのポイントから整理している（図表3-7）。例えば「需給」面では、雇用の賃金弾力性が高いため、人手不足は主に雇用者数で柔軟に調整される結果、賃金は上がりにくくなることなどが指摘されている。これについて、今後は経済活動の正常化の進展で労働需要が大幅に回復するとみられることに加え、労働供給（生産年齢人口）は2065年にかけて約4割減少（1年あたり67万人減少）する見通しである（国立社会保障・人口問題研究所による出生中位（死亡中位）推計）。外国人労働者を積極的に受け入れても補えないほどの規模で働き手が減少する見通しであり、女性や高齢者の更なる労働参加率の上昇余地は限られる。企業にとって雇用の確保は時間の経過とともに難しくなるため、賃金弾力性は低下していくとみられる。

¹⁴ 玄田有史『人手不足なのになぜ賃金が上がらないのか』（慶應義塾大学出版会、2017年4月）

図表 3-7 : 2017 年時点で指摘されていた賃金低迷の背景と今後予想される展開

	玄田（2017）での主な指摘	今後の展開（◆）、政府の施策や方針（■）
需給 （労働市場の需給変動）	●雇用の賃金弾力性が高いため、企業は人手不足に対して賃上げよりも雇用増で対応する傾向 ●内部労働市場が発達しているため、外部の需給変動が企業内で決められる賃金に反映されにくい	◆経済正常化、生産年齢人口の急速な減少により賃金弾力性は低下へ ◆兼業・副業の拡大やテレワークの普及で労働市場の流動性が高まる可能性
行動 （行動経済学等の観点）	●賃金の下方硬直性が上方硬直性を生み出す（賃上げが難しいため賃上げに消極的になる）	◆インフレが定着すれば賃金調整は容易に（賃金の上昇率を調整）
制度 （賃金制度等）	●賃金制度の能力主義から成果主義への変更の失敗、企業が賃金をコスト要因とみなす傾向の強まり ●雇主の社会保険料負担の増加が雇用者に支払う賃金の上昇を抑制	■人的資本の重視（人への分配は「コスト」ではなく、未来への「投資」） ■全世代型社会保障改革の推進（医療・介護提供体制の改革など）
規制 （賃金に対する規制等）	●最大の雇用成長産業である医療・福祉業での賃金の伸び悩み（診療報酬・介護報酬制度により当該産業のサービス価格が抑制）	■公的価格の引き上げ（看護、介護、保育分野などの職員らの賃上げ）
正規 （正規・非正規問題）	●2000年代を中心に、正規雇用に対して賃金の低い非正規雇用の割合が上昇 ●非正規雇用の低賃金は、正規雇用に比べて「周縁的」な存在として社会で位置付けられたことが一因	■働き方に中立な社会保障制度の構築（女性の就労を妨げる制度の見直し） ■勤労者皆保険制度の実現（被用者保険の更なる適用拡大など）
能開 （能力開発・人材育成）	●1990年以降、株主価値や市場価値の重視という要請を受け、企業内の長期的な能力開発（OJT）が困難に ●金融危機のあった2008年度以降、企業が職場外で行う訓練（Off-JT）の機会も減少	■人への投資の抜本的強化（3年間で4,000億円規模の施策パッケージ） ■公的職業訓練の在り方をゼロベースで見直し
年齢 （高齢問題や世代問題）	●就職氷河期の前期世代でもある「第2次ベビーブーム世代」の大卒者は、前の世代に比べて賃金が大幅に低下（「世代効果」の影響） ●定年時の高齢者の再雇用に伴う賃金の大幅な低下	■就職氷河期世代の活躍支援 ■2021年4月に改正高齢者雇用安定法が施行（企業は従業員が70歳になるまで就業機会の確保に努めることを義務化）

（出所）玄田有史（2017）『人手不足なのになぜ賃金が上がらないのか』、政府資料より大和総研作成

「新しい資本主義」の実現を目指す岸田文雄政権は人的資本投資を重視している。岸田首相は、人への分配は「コスト」ではなく、未来への「投資」との考えを示しており、賃上げに対する企業の姿勢に変化を促している。また人への分配を強化するため、賃上げ税制の拡充や公的価格の引き上げ（看護、介護、保育分野などの職員らの賃上げ）、3年間で4,000億円規模の施策パッケージなどを実施している。

低賃金の非正規雇用者割合の上昇は2000年代を中心に賃金低迷の一因となっていたが、近年はその割合は安定している。最低賃金は2010年代後半からほぼ毎年3%の引き上げが実施されており、パートタイマーの賃金上昇率は正規雇用者のそれを継続的に上回っている。岸田政権は勤労者皆保険制度の実現（被用者保険の更なる適用拡大など）を目指しており、企業にとって非正規雇用はもはや「調整が容易な低賃金の労働力」ではなくなりつつある。

雇主の社会保険料負担の増加が雇用者に支払う賃金の上昇を抑制している点については今後の全世代型社会保障改革の進展次第だが、総じて見ると、これまでに指摘されていた賃金停滞の複数の要因は人手不足の深刻化や人的資本投資の拡大などによって緩和・解消に向かうと考えられる。

インフレが定着して金融政策が正常化すれば長期金利の急騰リスクが高まる

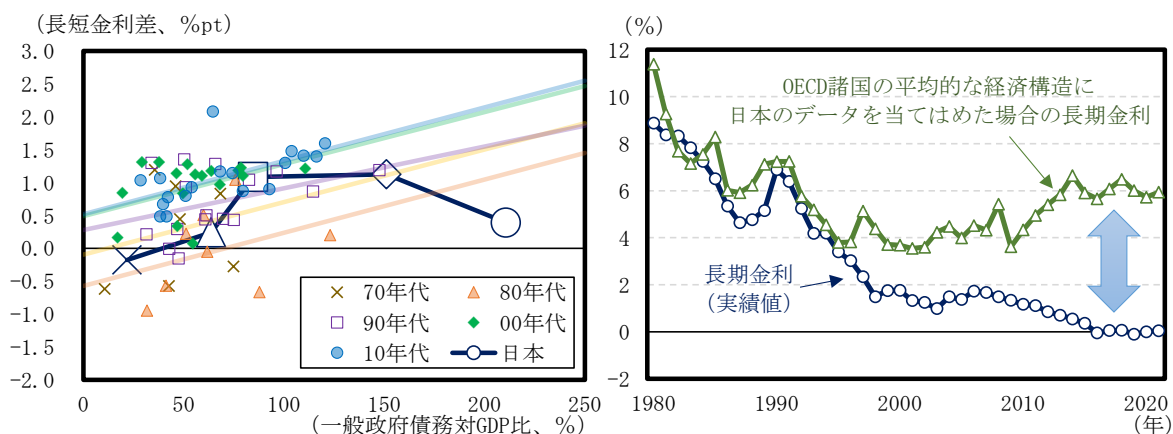
賃金上昇率が高まっていけば、物価と賃金の循環的な上昇が強まり、いずれ低インフレ基調から脱する可能性がある。そうなれば、日本銀行の目指す2%の物価安定目標の達成が視野に入り、イールドカーブ・コントロールなど異例の金融緩和策は出口に向かうことになる。

日本がインフレ経済になれば、賃金や金利が経済状況に応じて柔軟に変動し、価格転嫁が進みやすくなることなどを通じて、資源配分の効率性が高まる（＝経済の成長力を押し上げる）ことが期待される。だがその半面、財政状況が極めて厳しい日本において金融政策が正常化すれば、長期金利に強い上昇圧力がかかり、財政運営に支障をきたす恐れがある。

一般的に、政府債務残高が積み上がっている国ほど、国債の債務不履行（デフォルト）リスクは高い。実際に OECD 加盟国のデータからは、大まかな傾向として一般政府債務残高対 GDP 比が高い国ほど、市場で要求されるリスクプレミアムの代理変数である長短金利差が大きいという関係が見られる（図表 3-8 左）。

先進国の中でも群を抜いて多額の政府債務を抱える日本は、高いリスクプレミアムを要求されやすい。しかし、日本は図表 3-8 左で示した傾向線よりもかなり下方に位置している。2000 年代以降は一般政府債務対 GDP 比が上昇する中でも長短金利差は縮小してきた。日本銀行による累次の金融緩和策が長期金利の上昇を抑制してきたことが主因とみられ、金融緩和の裏で金利が持つリスクの評価機能が失われていることが示唆される。

図表 3-8：主要先進国における長短金利差と債務残高（左）、日本の長期金利の上振れリスク（右）



(注1) データの取得が可能なOECD加盟国のうち、1人あたりGDPが世界30位以内の国を対象。

(注2) 左図の線は日本を除く各年代の傾向線。外れ値処理のため長短金利差の水準の上位及び下位10%をサンプルから除外。

(注3) 右図の推計式は以下の通り（推計期間：1980年-2010年、固定効果モデルによるパネル推計）。

$$\text{長期金利} = 0.62 + 0.02 \times \text{一般政府債務対GDP比} (**) + 0.79 \times \text{CPI上昇率} (***) + 0.88 \times \text{トレンド成長率} (***)$$

(** : 5%有意、*** : 1%有意)

トレンド成長率は各国の実質GDPを用いてHPフィルターにより抽出したトレンド成分を使用。日本はサンプルから除外。

(出所) OECD、IMFより大和総研作成

金融政策が正常化した場合に長期金利がどの程度まで上昇するかを正確に予測することは困難である。しかし、一つの参考値として OECD 加盟国の平均的な経済構造を想定し、日本のインフレ率や経済成長率、一般政府債務残高対 GDP 比を当てはめると、現在 0.25% 程度の長期金利は 6% 程度になると推計される（図表 3-8 右）。仮にこのような水準に向かって長期金利が急騰すれば、企業の借入金利や家計の住宅ローン金利に波及し、民間の経済活動は著しく停滞するだろう。また、政府の利払い費が急増して厳しい歳出削減や増税を迫られることも考えられる。

日本経済は長期にわたってインフレリスクを意識する必要がなく、デフレとの闘いに終始してきた。だが、ウクライナ問題や感染拡大などに起因する世界的な高インフレの中で、日本も経済活動の正常化や人手不足などを背景にインフレ経済へと徐々に転換しようとしている。将来の財政リスクに対する警戒が一層求められ、今後は物価と賃金の循環的な上昇を強化するとともに、民間企業の成長力の強化や、国・地方の基礎的財政収支（プライマリーバランス）の黒字化などを着実に進める必要がある。

4. 論点②：利上げで米国は景気後退に陥るか

橋本 政彦・佐藤 光・久後 翔太郎

米国経済がコロナ禍による落ち込みから持ち直し、高インフレが続く中、連邦準備制度理事会（FRB）は2022年に入って金融引き締めへと舵を切った。3月のFOMCでは0.25%ptの利上げを実施し、コロナ禍以降続いてきた実質的なゼロ金利政策を解除した。また、続く5月のFOMCでは、2000年5月以来の利上げ幅である0.50%ptの利上げを実施したことに加え、FRBによる保有資産の圧縮、いわゆる量的引き締め（QT：Quantitative Tightening）の開始を決定した。

米国のインフレ率はFRBの目標である2%を大きく上回る高い伸びが続いていることから、FRBは早期に中立金利を上回る水準まで利上げを進める意向を示している。他方、こうしたFRBのタカ派的な姿勢を受け、金融市場関係者の間では利上げが米国景気をオーバーキルすることへの懸念が強まっている。そこで本章では、過去の米国における金融政策と景気との関係を踏まえた上で、今後のFRBの利上げ継続が米国経済にどのような影響をもたらすか、とりわけ景気後退のトリガーとなり得るリスクに着目して分析する。

4.1 利上げサイクルにおける米国景気と注意すべきリスク要因

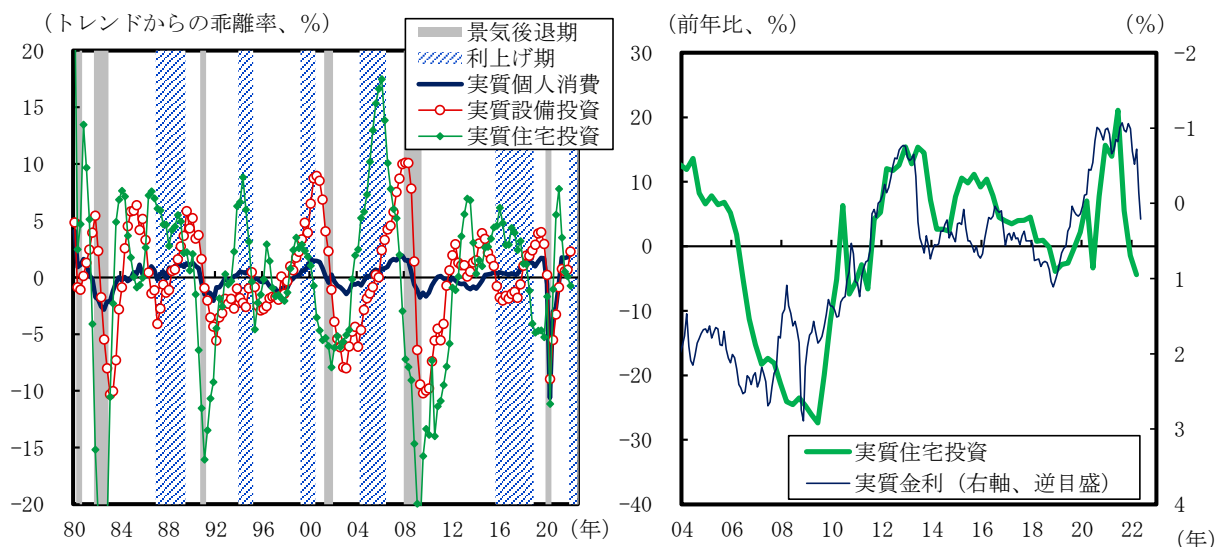
住宅投資は利上げ局面でピークアウトする傾向

FRBによる利上げが米国経済に与える影響を考えるにあたって、まず、過去の利上げ局面における米国経済の動向を確認する。**図表 4-1 左**は、1980年以降に関して、GDPの内需項目（個人消費、住宅投資、設備投資）の循環的な動きを描いたものである。また、FRBによる利上げ期（期間は政策金利を基に当社が設定）、および景気後退期をそれぞれシャドウで示している。

過去の傾向として明らかなのは、FRBが利上げを行っている時期においては、個人消費や設備投資に先んじて住宅投資がピークアウトすることが多いということだ。これは住宅投資が個人消費や設備投資に比べて、金利への感応度が高いということに他ならない。実際、住宅投資と実質金利の推移を確認すると（**図表 4-1 右**）、両者の連動性は高く、住宅投資が金利の動きに大きく左右されていることが分かる。足元の状況を見ても、実質金利が2021年末から上昇基調に転じたことを受けて、住宅投資が前年割れとなっている。

もっとも、住宅投資の調整が必ずしも景気後退に直結するわけではないということも過去からの経験則である。住宅投資はFRBが利上げサイクルを開始した後、早い段階でピークアウトに向かうことが多いが、景気後退期との関係で見れば、住宅投資よりも後れて動く個人消費や設備投資が減少に転じるか否かがより重要となる。これは、住宅投資が実質GDPに占める割合はわずか4%弱にすぎず、その変動がGDP、すなわち経済全体に与える影響が限定的であることに起因する。今後見込まれる利上げ局面においても、金利上昇を受けて住宅投資の調整が続くとみられる。しかし、個人消費や設備投資の調整が深刻なものにならない限りにおいては、米国が景気後退に陥る可能性は低いと考えられる。

図表 4-1：米国金融政策と内需の循環（左）、実質金利と住宅投資（右）



(注 1) 左図は各需要の循環成分（HP フィルターによるトレンドを除去した値）のトレンドからの乖離率。

(注 2) 右図の実質金利は 10 年物インフレ連動債利回り。

(出所) BEA、FRB、NBER、Haver Analytics より大和総研作成

家計の B/S は概ね健全だが、資産に占める株式比率の上昇に警戒

住宅市場の調整が発端となり、米国が景気後退に陥った事例としては、2000 年代後半の不動産バブルの崩壊と、その後の金融危機、いわゆるリーマン・ショックが挙げられる。リーマン・ショック時に住宅市場の調整が金融危機へと発展した背景には、バブル崩壊以前の低金利下で、信用力が低い人も含めた家計が過度なレバレッジをかけて住宅を購入していたことがある。

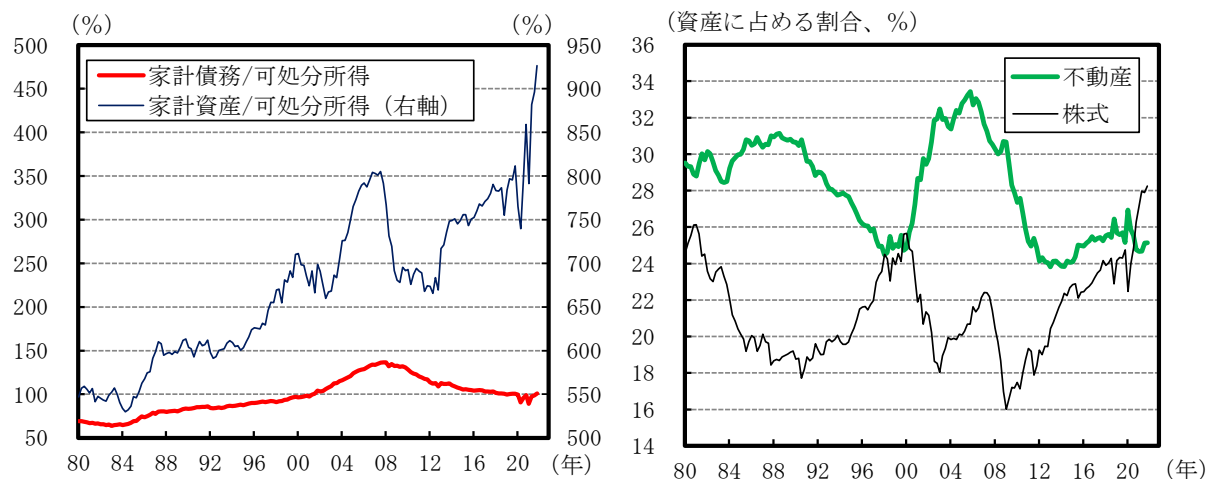
そこで家計のバランスシートの状況を確認してみると（図表 4-2 左）、家計債務が可処分所得に占める比率は住宅バブル期の 2007 年末をピークにして、足元まで低下基調が続いている。このところ住宅価格は非常に速いペースで上昇しているが、住宅ローンなどの家計債務の増加ペースは非常に落ち着いている。また、家計の資産については、コロナ禍での経済対策による現金給付や、行動制限下で支出が抑制されたことによる貯蓄の積み上がりを映じて、過去最高を更新している。米国家計の債務は、フローの所得対比でも見ても、資産との対比で見ても低水準にあり、過度なレバレッジは確認できない。従って、今後金利の上昇が続いたとしても、住宅ローンの大規模な焦げ付きが発生する可能性は低く、住宅市場の調整がリーマン・ショック時のような金融危機へとつながるリスクは小さいとみられる。

さらに、家計の資産の内訳を見ていくと、不動産の占める割合は 1980 年代以降の最低水準付近にある（図表 4-2 右）。資産全体に占める不動産のウェイトが低位にあることで、住宅価格が下落したとしても、それが家計資産全体に及ぼす影響は限定的とみられる。このため、住宅価格下落による逆資産効果が個人消費、ひいては米国経済全体を冷やすリスクは、住宅バブル期に比べて小さいだろう。

一方、同様の観点からすると、家計資産において、このところ顕著に株式のウェイトが高まっていることは懸念材料といえる。家計資産に占める株式の割合は、株価の上昇もあってリーマ

ン・ショック以降は上昇基調にあったが、コロナ禍以降、過剰貯蓄の一部が流入する形で上昇ペースを速めた。結果として、家計資産に占める株式の割合は 1990 年代後半～2000 年代初頭のドットコム・バブル時を上回る水準になっている。

図表 4-2：米国家計のバランスシート（左）、家計資産に占める不動産、株式の割合（右）



(注) 左右とも直近のデータは 2021 年 10-12 月期。

(出所) FRB、BEA、Haver Analytics より大和総研作成

株価低迷と消費者マインドの悪化に注意

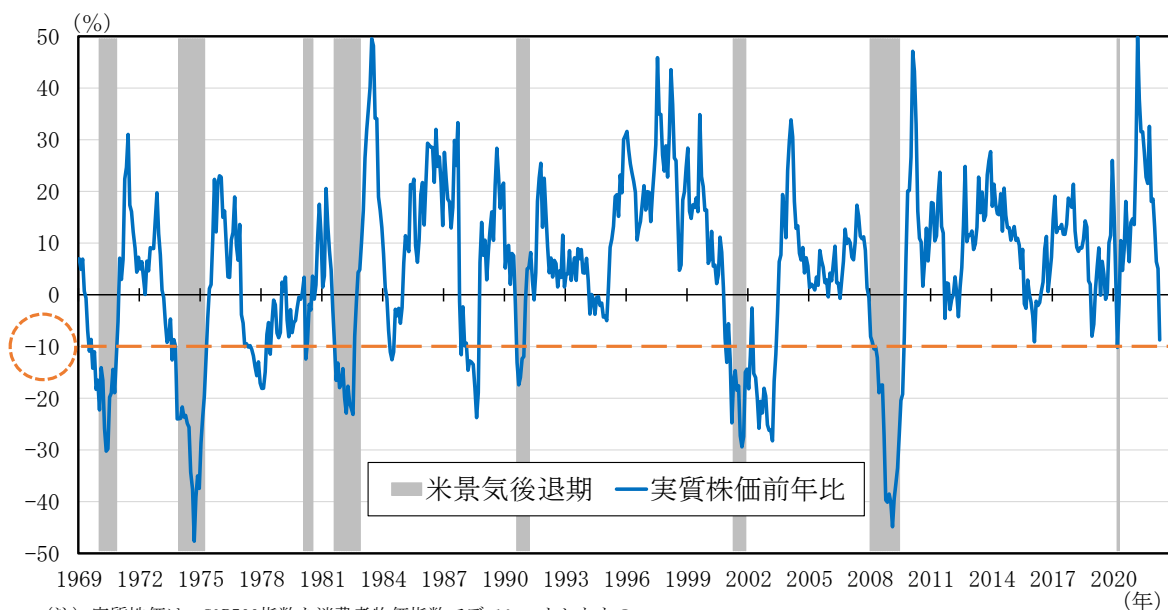
米国の家計で株式資産のウェイトが高まる中、株価の推移は経済動向を見極める上でのポイントの一つとなる。米国では株価下落による個人消費への逆資産効果が比較的大きいからだ¹⁵。そこで、株式資産の状況を実質株価（S&P500 指数を CPI でデフレートしたもの）のパフォーマンスで観測すると、米国の過去の景気後退局面では例外なく、実質株価が前年比で▲10%を超える下落を記録していた（図表 4-3）。株式資産の実質的な目減りが景気に影響したと考えられる。足元の米国の株価低迷（主要株価指数は 5 月に年初来安値を更新）と高インフレは、いずれも米国の景気後退懸念を強める要因といえる。そして、今後株価の回復やインフレ率の低下が見られない場合、実質株価の前年比は 2022 年夏頃にかけて▲10%に接近する見込みだ。

加えて、米長期金利の急上昇は、今後の株価回復の足かせになりかねない。金利は緩やかな上昇であれば経済の回復を示し株価のマイナス要因にはならない一方で、金利の急上昇は市場に動揺をもたらしてきた。具体的には、米 10 年国債利回りが 1 年移動平均から +1%pt 以上乖離するような金利の急上昇局面は、それ以外の時期に比べて顕著に株価パフォーマンスが悪化していた¹⁶。足元で、米 10 年国債利回りの 1 年移動平均乖離は +1%pt を超えており、今後の株価下落への懸念が強まる水準にあることに注意する必要がある。

¹⁵ 詳細は熊谷亮丸他「第 210 回日本経済予測（改定版）」（大和総研レポート、2021 年 9 月 8 日）の図表 4-9 参照。

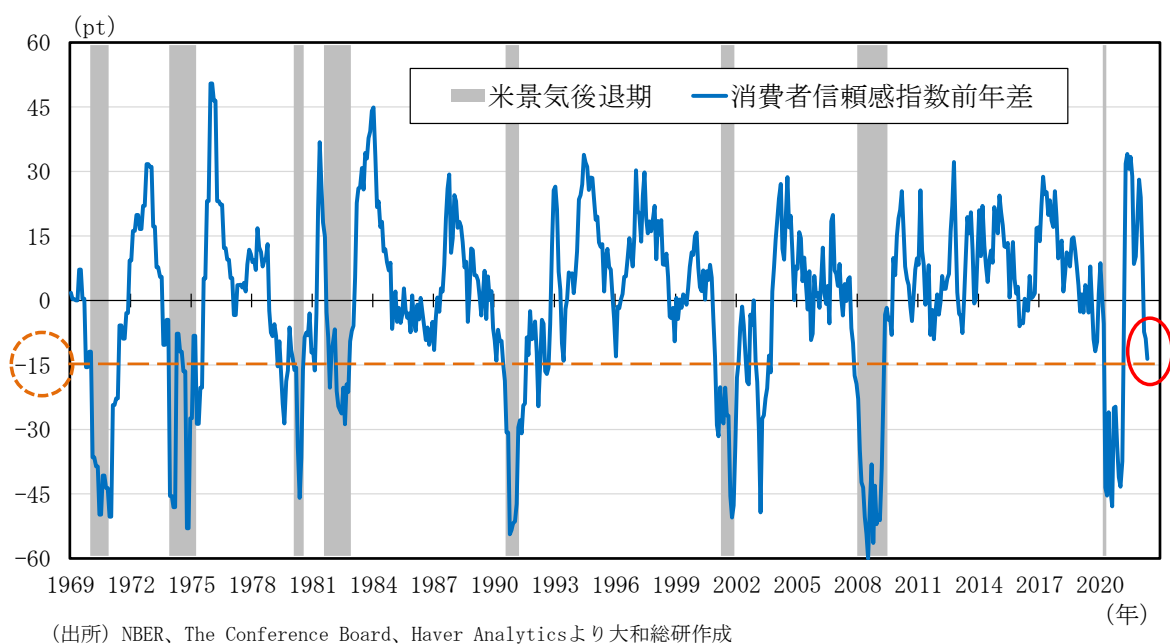
¹⁶ 詳細は上記レポート、図表 4-7 参照。

図表 4-3 : 米実質株価パフォーマンスと景気動向



個人消費に関わる別の側面では、消費者マインドの悪化も気がかりだ。景気の先行指標とされるコンファレンス・ボード消費者信頼感指数に注目したい。同指数の変化を観測すると、過去の米国の景気後退局面入りを先行して示唆したケースが多い。具体的には、同指数の前年差が▲15pt 超を記録した時期の数カ月後から、景気が後退局面に転じていた（図表 4-4）。このサインの発出は、やや遅れたケースでも 2 カ月後までに収まっている。そして、直近の 2022 年 5 月時点で同指数は前年差▲13.6pt となっている。同指数が今後明確に回復しないならば、2021 年 6 月ピークの応当日が接近することで前年差が▲15pt 超となるおそれがある。このように、消費者マインドの変化からも米国景気は正念場を迎えつつあるといえよう。

図表 4-4 : 米消費者信頼感指数の変化と景気動向



企業マインドは底堅いが、個人消費の悪化を起点に低下するリスク

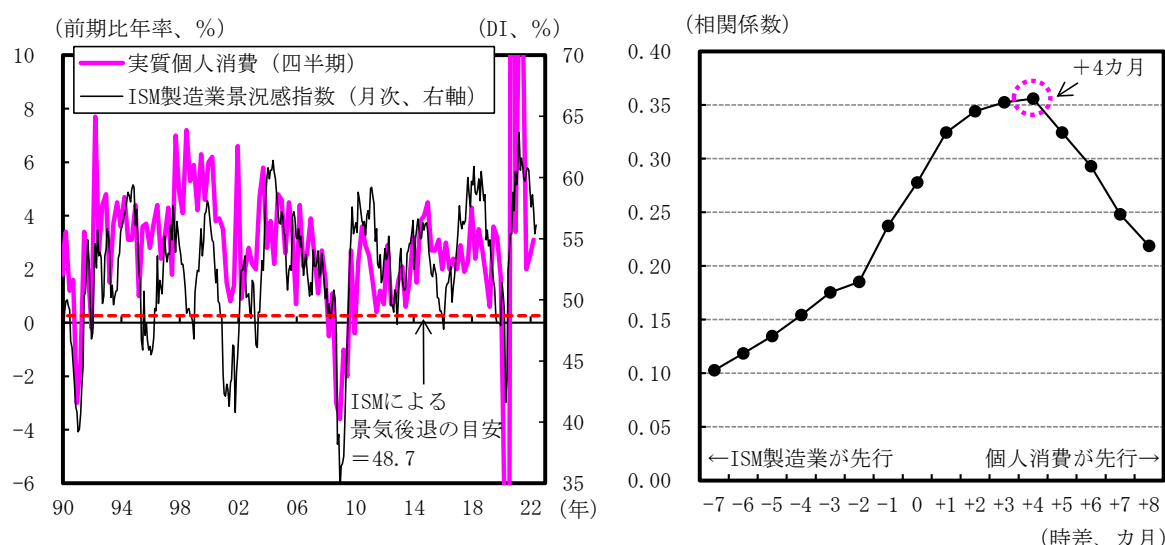
消費者マインドが落ち込む一方、企業マインドについては今のところ相対的に底堅い。代表的な企業マインド指標である ISM 製造業景況感指数は、2021 年 3 月をピークに低下傾向にあるが、直近（2022 年 5 月）の水準は 56.1%と、製造業活動の拡大・縮小の分岐点となる 50%や、統計公表元の ISM が景気後退の目安とする 48.7%を大きく上回る（図表 4-5 左）。

もっとも、企業マインドの先行きについても、個人消費の動向の影響を大きく受けることには注意が必要だ。過去の動きを見ると、個人消費と企業マインドは概ね連動しており、時差相関によって両者のラグ構造を確認すると、個人消費が企業マインドに対して 4 カ月程度先行する傾向がある（図表 4-5 右）。これは米国が内需主導型の経済構造にあり、最終需要における個人消費のウェイトが高いことが影響しているとみられる。

個人消費は、労働市場の改善が続いていることや、2020 年 3 月以降積み上がった貯蓄の存在、行動制限の緩和による消費機会の増加などを背景に足元まで底堅い。悪化傾向が続く消費者マインドに反して実態面での個人消費は堅調に推移していることが、企業収益や企業マインドを下支えしているとみられる。だがこうした状況は裏を返せば、今後、個人消費の減速感が強まれば、それが企業マインドの悪化へと波及する可能性が高いことを示唆する。そして、企業マインドの悪化は、企業の需要である設備投資の減退につながるのみならず、雇用・賃金の調整を通じて、個人消費を一層下押しするという悪循環を生み出す可能性がある。

前項で見た通り、株価は既に調整色を強めているが、利上げによってさらに下落すれば、逆資産効果による個人消費への悪影響が強まり、景気後退の可能性は高まることになるだろう。FRB による利上げの実体経済への波及経路は様々考えられるが、とりわけ株価の動向には注意が必要である。

図表 4-5：個人消費と企業マインド（左）、個人消費と企業マインドの時差相関（右）



(注) 右図は実質個人消費（月次データ、3 カ月前比）と ISM 製造業景況感指数の相関係数。推計期間は 1980 年 1 月～2019 年 12 月。

(出所) BEA、ISM、Haver Analytics より大和総研作成

4.2 バランスシート縮小後における長期金利の目安と景気後退リスクの検討

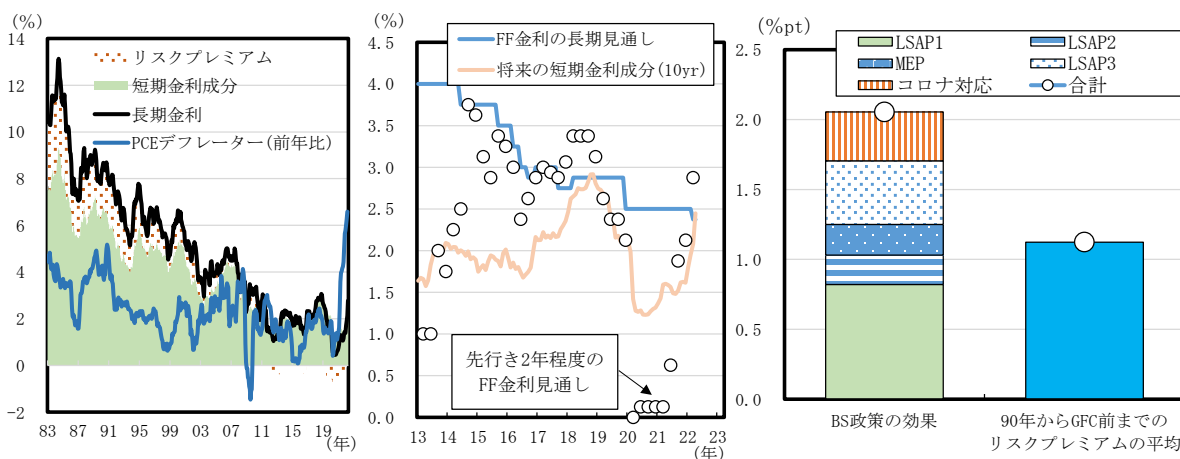
今回の金融引き締め局面では、FRB は利上げのみならずバランスシートの縮小も同時に図ることから、過去の金融引き締め局面と比較しても、長期金利の上昇懸念はとりわけ強い。先述した通り、金利の上昇は住宅投資等に直接的に影響を及ぼすことに加え、資産価格を押し下げ、株安を通じた逆資産効果という間接的な経路からも実体経済を押し下げる。そこで、本節では金融政策の正常化後における長期金利の目安について検討を行った上で、リスクシミュレーションを通じて、景気後退をもたらし得る長期金利の水準の閾値を示す。

FRB のバランスシート縮小後における長期金利の目安は 3.5～4.4%程度か

長期金利の先行きを見通す上では、長期金利を、①短期金利成分、②リスクプレミアムという 2 つの成分に分解し、金融政策や物価の動向に応じて両者がどのように変化し得るかを検討することが有益だ（図表 4-6 左）。短期金利成分とは、将来にわたる短期金利（政策金利）の予測値の平均である。例えば、10 年国債利回りの短期金利成分は、先行き 10 年間の FF 金利の予測値の平均となるため、この成分は金融政策の見通しの影響を強く受ける。一方、リスクプレミアムとは、先行きの物価や景気、財政などに関する不確実性に応じて上乗せされる要素である。

10 年国債利回りの短期金利成分の推移を確認すると、前回の利上げ局面（2015 年 12 月～2018 年 12 月）では、FOMC 参加者による FF 金利の長期見通し（Longer run）が概ね上限値となっていた（図表 4-6 中）。先行き 2 年程度の FF 金利見通しが、中立金利の目安となる Longer run の水準を上回っていたとしても、短期金利成分にはその後の利下げも織り込まれる。Longer run の水準が政策金利の長期的な平均として意識された結果、前回の利上げ局面では 10 年国債利回りの短期金利成分は概ねこの水準に収斂したとみられる。直近（2022 年 3 月）の Longer run の水準（中央値）は 2.4%となっており、人々の物価や景気見通しを大きく変更させるようなショックが発生しない限りは、この水準が短期金利成分の目安となろう。

図表 4-6：長期金利の推移（左）、FF 金利の長期見通しと短期金利成分（中）、BS 政策の効果（右）



（注）右図の「BS 政策の効果」は先行研究によって測定された各政策による 10 年国債利回りの押し下げ効果の中央値を掲載。LSAP は各資産購入プログラムを、MEP はツイストオペを指す。

（出所）FRB、BEA、Haver Analytics、各種先行研究より大和総研作成

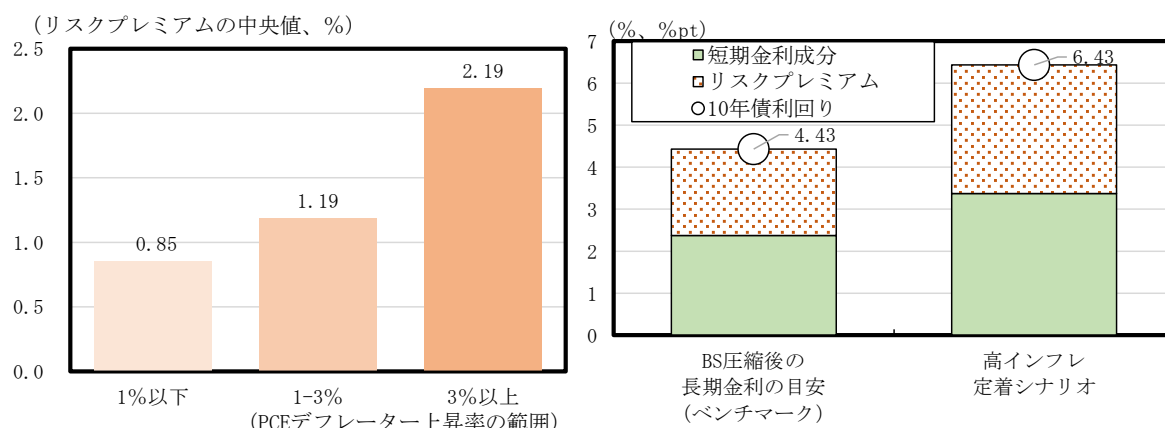
次に、リスクプレミアムの拡大余地について、①FRBによるバランスシート政策の効果、②過去のリスクプレミアムの平均的な値、という2つの観点から検討する。リーマン・ショック以降、FRBは資産購入プログラムによってリスクプレミアムの縮小を図った。その効果については、先行研究によって結果は異なるが、長期金利は2%pt程度押し下げられたとみられる（図表4-6右）。今後のQTによって、こうした政策効果は剥落していくとみられ、バランスシートの縮小が完了した時点では同程度のリスクプレミアムの拡大が見込まれる。一方、1990年からリーマン・ショック前までの期間のリスクプレミアムの平均は1.1%程度であった¹⁷。以上から、バランスシート縮小後はリスクプレミアムが1.1%～2%程度まで拡大すると見込まれ、期待短期成分（2.4%）との合計である長期金利の目安は3.5～4.4%程度と考えられる。

3%のインフレが定着した場合には長期金利は6%台半ばまで上昇の可能性も

仮に、インフレ率がFRBの目標水準である2%を超えて、3%で定着した場合に、長期金利の水準がどの程度まで上昇し得るのだろうか。まず、短期金利成分を実質短期金利成分と期待インフレ率の2つの要因に分解して考える。実質短期金利成分が一定であれば、3%のインフレ率が定着することで期待インフレ率がインフレ目標の水準から1%pt上昇すると、（名目）短期金利成分も1%pt上昇する。

次にリスクプレミアムについて考える。3%のインフレ率が持続している状況では、2%のインフレ目標が十分に機能していないことから、人々のインフレ期待が不安定化し、インフレ率の先行きの不確実性が高まる。加えて、政策金利の見通しの不確実性も高まることから、投資家は長期金利に対してより高いリスクプレミアムを要求する。実際、過去の高インフレ局面ではリスクプレミアムが大きくなる傾向が見て取れる（図表4-7左）。3%のインフレ率が定着した場合には、インフレ目標が機能している場合と比較して、リスクプレミアムは1.0%pt（=2.19% - 1.19%）程度拡大する可能性がある。以上を踏まえると、3%のインフレが定着した場合には、長期金利は6.4%程度まで上昇する可能性がある（図表4-7右）。

図表4-7：インフレ局面ごとのリスクプレミアムの中央値（左）、長期金利の上昇シナリオ（右）



（注）左図は1983年からリーマン・ショック前までの期間を対象。

（出所）FRB、BEA、Haver Analyticsより大和総研作成

¹⁷ リーマン・ショック前には長期金利の低い状況が続いたため長めの期間をサンプル対象とした。

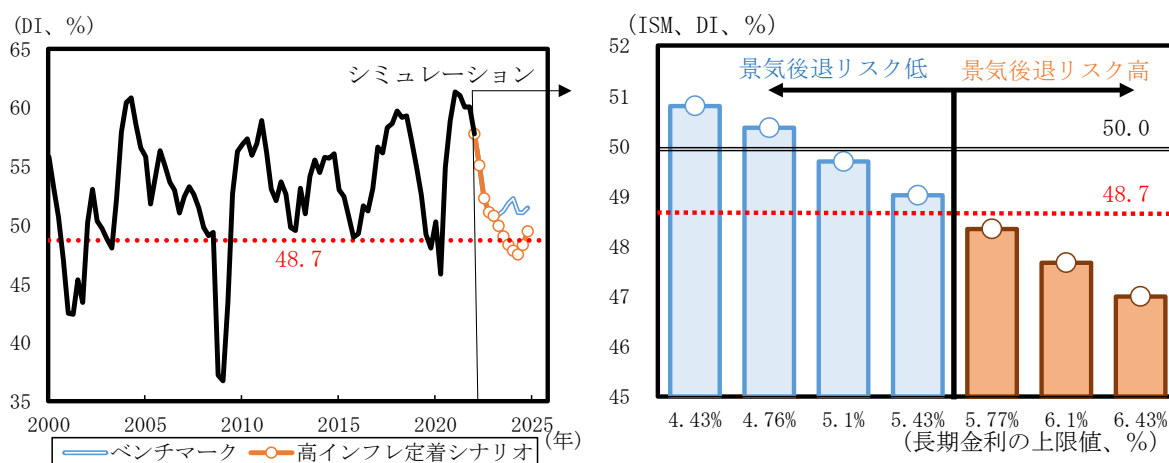
長期金利が5%台後半まで高まると景気後退リスクが上昇

ここまで見てきた長期金利の上振れリスクを踏まえて、長期金利がどこまで上昇すれば米国が景気後退に陥るのか、具体的には、ISM 製造業景況感指数が景気後退の目安である 48.7%を下回るかを、長期金利のシナリオごとにシミュレーションして検証したものが**図表 4-8**である。

図表 4-8 左では、先に検討した「ベンチマーク」と「高インフレ定着シナリオ」という2つのシナリオにおけるシミュレーション結果を示している。両シナリオとも共通して ISM 製造業景況感指数の低下が見込まれるが、「ベンチマーク」では景気後退を回避できる（ISM 製造業景況感指数は 48.7%を下回らない）公算が大きい。FRB のバランスシート縮小によって生じる長期金利への上昇圧力は景気後退を招くほどには大きくないことが示唆される。この試算結果は今後、米国経済は緩やかな景気減速にとどまるという、当社のメインシナリオと整合的である。他方、「高インフレ定着シナリオ」が実現した場合には、リスクプレミアムの拡大等に伴う長期金利の上昇によって景気後退がもたらされるリスクが高まるとみられる。

以上のシミュレーションの結果からは、景気後退の可能性が高まる長期金利の水準の閾値は「ベンチマーク」と「高インフレ定着シナリオ」の間に存在することが示唆される。この閾値の目安を見出すため、長期金利の上限値についていくつかシナリオを用意し、各シナリオにおける ISM 製造業景況感指数の下限値を示したものが**図表 4-8 右**である。この結果からは、長期金利の水準が 5%台後半まで高まると、ISM 製造業景況感指数が 48.7%を下回ることが示された。シミュレーションの結果については、幅を持って見る必要があるものの、先行きの米国経済が景気後退に陥るか否かを占う上では、この金利水準が1つの目安となろう。

図表 4-8：長期金利の上昇が ISM 製造業景況感指数に与える影響



(注1) 左図では、ISM 製造業景況感指数、GDP ギャップ、コア PCE デフレーター、長期金利の4変数 VAR モデルを構築。ベンチマークでは、コア PCE デフレーター（前期比年率）が2%に収束し、長期金利の上限が 4.43%程度となるシナリオ、高インフレ定着シナリオではコア PCE デフレーター（前期比年率）が3%に収束し、長期金利の上限が 6.43%程度となるシナリオを外生的に与え、シミュレーションを行った。

(注2) 右図はインフレ率については共通のシナリオのもと、長期金利の上限値を横軸の値に変化させた場合の予測期間における ISM 製造業景況感指数の最小値を掲載。

(出所) FRB、ISM、CBO、BEA、Haver Analytics より大和総研作成

5. 論点③：サプライチェーンの混乱による経済・産業への影響

末吉 孝行・永井 寛之・岸川 和馬・和田 恵

ウクライナへの侵攻を続けるロシアに対し、西側諸国は貿易分野での制裁を強化してきた。侵攻直後にハイテク製品や高級品などの輸出を禁止した後も、数次にわたって禁輸対象を広げている。輸入についても最恵国待遇の取消や高関税の賦課などが行われ、輸入禁止品目も日を追うごとに増加している。EU は 2022 年中に、ロシア産石油の輸入を 9 割停止する予定だ。

ロシアも対抗措置として西側諸国向けの医療機器や農業機械などの輸出を停止し、肥料の輸出も制限している。4 月以降は複数の欧州の国への天然ガス供給を停止するなど、制裁の応酬が続いている。

今後もウクライナ情勢を巡る緊張が緩和しない限り、貿易がさらに制限される可能性は否定できない。ロシア経済は痛手を受けるが、資源価格高騰に直面したりエネルギー供給が途絶えたりする西側諸国でも影響は大きくなる。本章では、ウクライナ危機がもたらす貿易制裁やサプライチェーンの混乱によって、日米欧経済が受ける影響について考察したい。

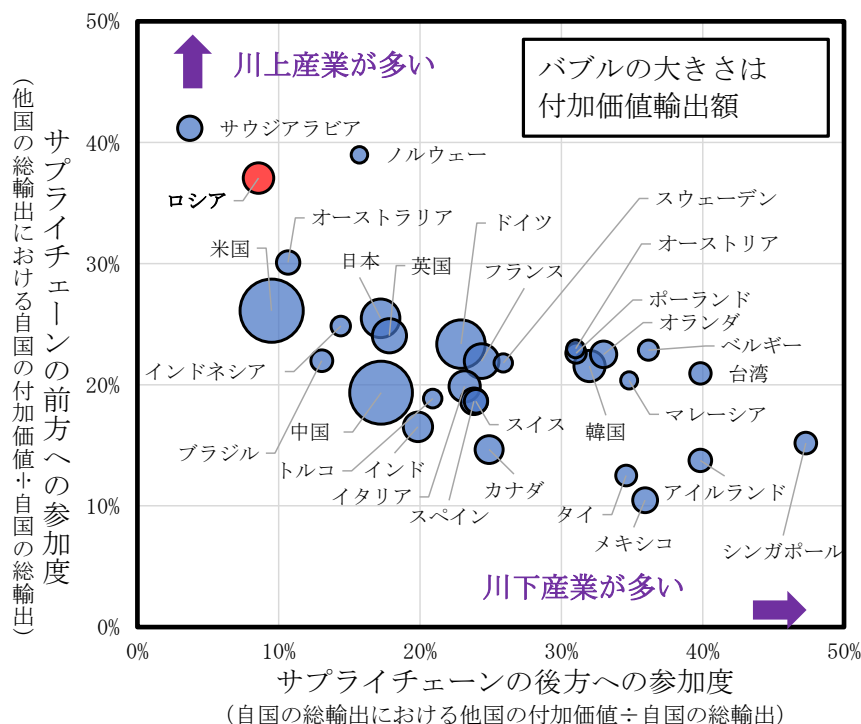
本章 1 節では、グローバルサプライチェーンにおけるロシアの位置づけを確認し、貿易が断絶した場合の西側諸国での生産額の押し下げについて、国別・業種別に検討する。**2 節**では、現在既に一部の財で見られる価格上昇の日本国内への影響について、部門別に整理する。**3 節**では、思考実験として、仮に中国と世界の貿易が断絶した場合の日本経済への影響について考察する。

5.1 ロシアを取り巻くグローバルサプライチェーン

まず、ロシアと日本・米国・欧州諸国との間で経済交流が断絶したときのサプライチェーンを通じた経済的な影響に関して論じたい。

図表 5-1 は、各国のサプライチェーンにおける立ち位置と付加価値輸出の大きさを示したものである。上方に位置する国ほど川上産業が多く、右方に位置する国ほど川下産業が多い。バブルの大きさは付加価値輸出額の大きさを示している。この図表から、ロシアの付加価値輸出額は比較的大きく、川下産業の割合が小さい一方で、川上産業の占める割合は大きいことが分かる。一般的に、川上産業に何らかのショックがあったときの経済全体への波及効果は川下産業より大きく、ロシアとの取引が停止された場合、世界経済への波及効果は大きいことが推察される。

図表 5-1 : 各国のサプライチェーンへの参加度と付加価値輸出額（2018 年）



（注1）付加価値輸出額の大きい上位30の国と地域。

（注2）サプライチェーンの前方への参加度は、他国の輸出財・サービスの生産に中間投入として使用されている自国の輸出財・サービスの金額が、自国の輸出総額に占める割合を示す。サプライチェーンの後方への参加度は、自国の輸出財・サービスの生産に中間投入として使用されている他国からの輸入財・サービスの金額が、自国の輸出総額に占める割合を示す。

（出所）OECDより大和総研作成。

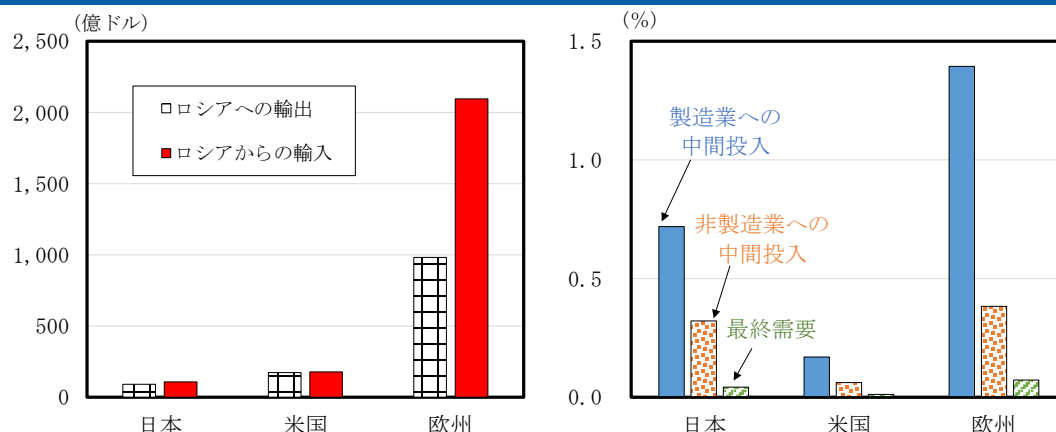
ロシアは欧州を中心に素材や中間財を供給

ロシアはどのような国に対してどのような財・サービスを供給しているのだろうか。ここでは、日本・米国・欧州とロシアとの貿易関係を見ていきたい。

日米欧におけるロシアとの貿易取引額を確認すると、欧州では日米に比して輸入・輸出ともに大きく、特に輸入額が大きい（図表 5-2 左）。また図表 5-2 右は、国際産業連関表を用いて¹⁸日米欧のロシアからの輸入に関して、部門別・財別に見たものだが、欧州の製造業における中間投入が多いことが確認できる。これは、石油や鉄鋼・金属製品などの素材や中間財といった上流工程の財がロシアで生産され、これを欧州諸国の製造業が中間投入として輸入しているためである。ロシアとの貿易関係が断絶した場合には、欧州の製造業に与える影響は小さくないことがうかがえる。一方、日本や米国でも製造業へのロシアからの中間投入は非製造業と比べて大きく、これが完全に遮断された場合、サプライチェーンが混乱し、生産が下押しされることもリスクとして考えられる。また、日米欧の製造業が減速すれば、世界経済にも影響を及ぼすだろう。

¹⁸ 本章の分析では欧州委員会が作成した国際産業連関表を用いている。同表は最新のものでも2014年時点のデータであるため、足元の貿易構造を捉えきれない可能性があり、分析結果は幅を持って解釈する必要がある。

図表 5-2 : ロシアとの貿易額 (2021 年、左)、ロシア産の財・サービスが日米欧の中間投入・最終需要に占める比率 (2014 年、右)



(注) 欧州はEU27カ国および英国の合計。右図は国際産業連関表に基づき、ロシアで産出される財・サービスで日米欧の製造業・非製造業で中間投入されるものを集計し、その産業の中間投入全体における比率を算出したもの。最終需要分も同様に算出。

(出所) International Trade Centre、World Input-Output Databaseより大和総研作成

ロシアとの貿易停止が各国の生産額に与える影響

ロシアは国際分業体制の川上に位置しているため、供給がストップした場合、欧州の製造業を中心に広範囲に影響を及ぼすことを確認した。次に、ロシアと日本・米国・欧州との間の経済活動が断絶した場合のインパクトを試算したい。

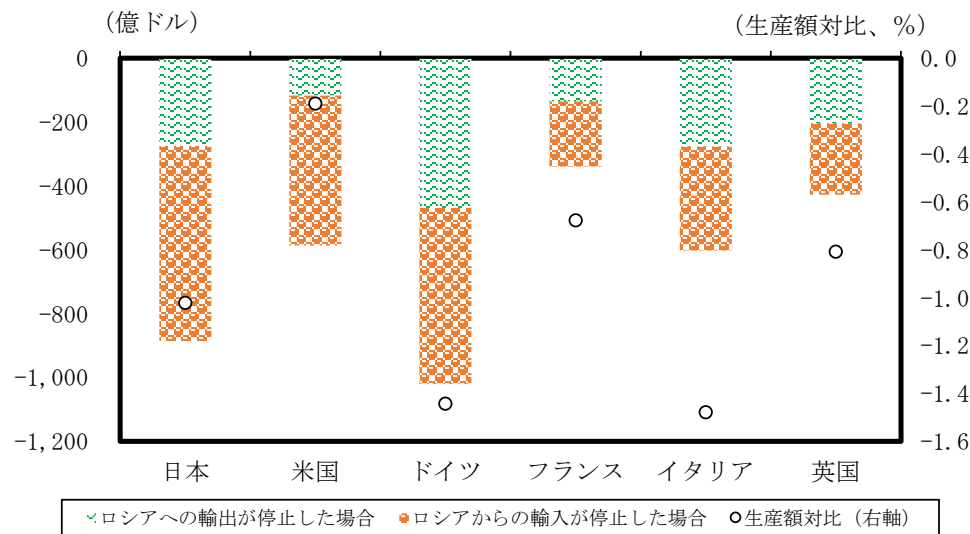
ロシアとの貿易関係が断絶したときに、日本、米国、ドイツ、フランス、イタリア、英国といった主要先進国が受ける経済的な影響を試算した結果が図表 5-3 である。「ロシアからの輸入が停止した場合」とは、日米欧が経済制裁の一環として、ロシアからの輸入を停止し、その影響で供給制約が発生したケースである。一方、「ロシアへの輸出が停止した場合」とは、日米欧が制裁としてロシアへの輸出を停止するか、または報復としてロシアがこれらの国からの輸入を全て停止したケースである。なお、経済への波及経路は、①ロシアへの輸出が停止することによって生じる各産業への波及効果、②ロシアからの輸入が停止したことで起きる供給制約により生じる各産業への波及効果の 2 つを考慮した。これらには、他国の生産が押し下げられることによって自国の生産がさらに押し下げられる効果も含まれる。

日本の生産額への影響は▲900 億ドル程度で、生産額対比では約 1% である。そのうち約 7 割は製造業の減少分で、製造業だけで考えると 2.2% の落ち込みである。鉱工業生産と実質 GDP の弾性値は 0.3 程度であるため¹⁹、実質 GDP を 0.6% 程度押し下げるほどのインパクトを持つと考えられる。

欧州では国によって違いはあるものの、ドイツへの影響は▲1,000 億ドル程度で、生産額対比では 1.4% 程度と日本より大きく、製造業も 3% 程度落ち込む。ロシア経済とのリンケージが断絶すれば、大きな影響が表れることが予想される。一方、米国への影響は生産額対比で 0.2% 程度と相対的に小さい。

¹⁹ 推計期間は 1994 年 4-6 月期から 2022 年 1-3 月期。

図表 5-3 : ロシアとの貿易停止が各国の生産額に与える影響



(注) 日本・米国・EU27カ国・英国と、ロシアとの間で貿易が停止した場合に波及効果によってもたらされる減産額を2014年時点の国際産業連関表を用いて試算。ロシアへの輸出が停止した場合はレオンチェフ逆行列、ロシアからの輸入が停止した場合はゴージュ逆行列の係数を使用。

(出所) World Input-Output Databaseより大和総研作成

産業別で見るとどのセクターへの影響が大きいだろうか。図表 5-4 はロシアとの貿易停止により大きな影響を受ける上位 5 業種を国別で示したものである。これを見ると、日本では鉄鋼・非鉄金属や石油・石炭製品といった素材産業への影響が大きい。石油やベースメタルなどの供給源であるロシアからの輸入が途絶えることによって供給制約が生じ、生産に影響が及ぶ格好となる。

ただし、最も落ち込みが大きいのは輸送機械であり、ロシア向けの自動車輸出が停止される影響が大きい。このような状況は他国でも見られ、ロシアとの貿易停止は石油や鉄鋼などの素材産業だけではなく、輸送機械や一般機械、衣類といった最終財にも相応の影響を与える見込みである。

図表 5-4 : ロシアとの貿易停止により大きな影響を受ける業種

	日本	米国	ドイツ	フランス	イタリア	英国
1位	輸送機械 (178億ドル)	一般行政サービス・ 防衛等 (47億ドル)	輸送機械 (161億ドル)	化学 (26億ドル)	衣類 (101億ドル)	輸送機械 (43億ドル)
2位	鉄鋼・非鉄金属 (135億ドル)	輸送機械 (41億ドル)	石油・石炭製品 (89億ドル)	石油・石炭製品 (24億ドル)	石油・石炭製品 (67億ドル)	卸売 (37億ドル)
3位	石油・石炭製品 (73億ドル)	石油・石炭製品 (40億ドル)	一般機械 (89億ドル)	卸売 (23億ドル)	一般機械 (37億ドル)	電気・ガス等 (36億ドル)
4位	電気・ガス等 (63億ドル)	化学 (30億ドル)	鉄鋼・非鉄金属 (63億ドル)	電気・ガス等 (22億ドル)	電気・ガス等 (33億ドル)	建設 (20億ドル)
5位	建設 (55億ドル)	鉄鋼・非鉄金属 (26億ドル)	化学 (60億ドル)	建設 (18億ドル)	鉄鋼・非鉄金属 (27億ドル)	石油・石炭製品 (17億ドル)

(注) 日本・米国・EU27カ国・英国と、ロシアとの間で貿易が停止した場合に波及効果によってもたらされる減産額を2014年時点の国際産業連関表を用いて試算。ロシアへの輸出が停止した場合はレオンチェフ逆行列、ロシアからの輸入が停止した場合はゴージュ逆行列の係数を使用し、結果を合計した。

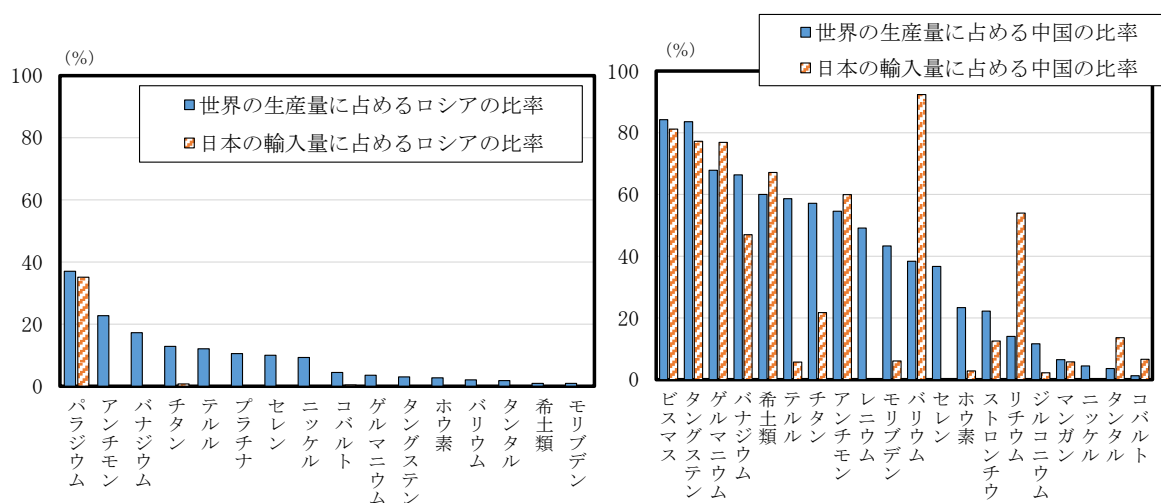
(出所) World Input-Output Databaseより大和総研作成

自動車排ガスの触媒に不可欠なパラジウムをロシアに依存

以上は国際産業連関表を用いた分析であるが、業種分類が 56 業種しかないため、一部の重要な財の影響を捉えきれない可能性がある。ロシアが供給する財の中でも、とりわけ影響力が大きいものがレアメタルやレアアースだ。先端的な製造業を中心に様々な用途で必要とされるが、日本では産出されずロシアや中国からの輸入に頼っているものが多い（図表 5-5）。

レアメタルのうち、ロシアへの依存が特に高いものがパラジウムである。ガソリン車の排ガスに含まれる物質を無害化するために必要な触媒として使われるほか、有機物を合成する際の触媒や歯科治療の詰めものの材料、電流回路のコンデンサー、装飾品などに幅広く利用されている。ロシアは世界のパラジウムの 4 割弱を産出しており、日本の輸入に占めるロシア産の比率も同程度である。

図表 5-5: ロシアと中国の世界のレアメタル生産に占める比率と、日本の輸入量に占める比率(左: ロシア、右: 中国)



(注) 2021 年時点のデータ。経済産業省のウェブサイトで指定されているレアメタル・レアアース 31 種のうち、生産量や日本の輸入量が入手できるものを表示。

(出所) U.S. Geological Survey “Mineral Commodity Summaries 2022”、財務省「貿易統計」、経済産業省資料より大和総研作成

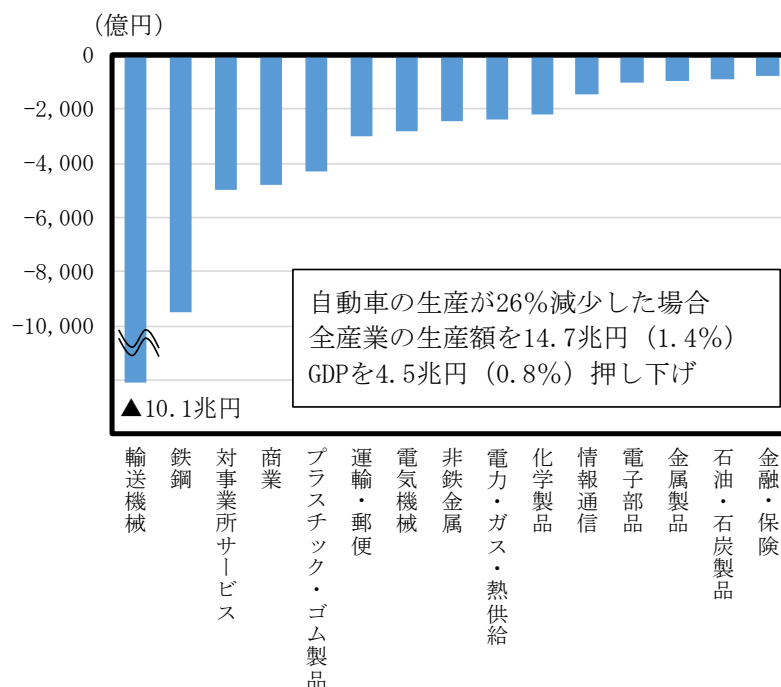
独立行政法人石油天然ガス・金属鉱物資源機構によると、パラジウムは国内でリサイクルされるものもあるが、それを含めても国内の自動車生産に必要な量の 4 分の 1 程度はロシアに依存していると考えられる。ロシアからの供給が途絶えると、最大で 250 万台程度（国内自動車生産の 26%、2019 年時点）、輸送機械産業で 10 兆円規模の減産となる。他の産業への波及効果も合わせると国内生産額を 14.7 兆円程度（1.4%）、GDP を 4.5 兆円程度（0.8%）押し下げる（図表 5-6）。

ただし、実際にロシアからのパラジウムの輸入が途絶えれば、南アフリカなどの他の産出国からの輸入を増やしたり、中長期的にはプラチナなどの代替材料を活用したりすることが考えられる。さらに、パラジウムには日本でリサイクルされて輸出される分もあるが²⁰、それを国内分

²⁰ パラジウムは、ロシアからの輸入が 22.8 トンに対し、日本から海外への輸出は 17.5 トン（2019 年）。

に回すなどすれば影響は相当程度抑えられるだろう。

図表 5-6：日本における自動車減産がもたらす各業種への影響



(注) 2019年のパラジウム国内需要 87.1 トンに対してロシアからの輸入量は 22.8 トンであるため、ロシアからの輸入が途絶えると自動車の生産が約 26%減少するとした。統合中分類（産業が 107 業種に分類されているもの）の産業連関表（2015 年）の逆行列係数表から影響額を推計し、結果を 37 業種の大分類に再集計して影響額の大きい 15 業種を表示。

(出所) 財務省、総務省、JOGMEC より大和総研作成

5.2 ウクライナ危機による価格面への影響

ロシア依存度の高い資源価格高騰による負担額は短期的には家計で 2.0 兆円、企業で 2.6 兆円

ウクライナ危機に際し、価格面を通じた日本経済への影響も表れ始めている。2022 年 4 月の企業物価指数は前年比+10.0%と、ウクライナ危機を背景とした資源価格の高騰によって過去最高の伸び率を記録した。今後も資源価格の高騰が続けば、企業収益や家計への影響は免れないだろう。そこで以下では、価格面を通じた日本経済への影響について考察する。

ウクライナ危機によって日本国内での価格の高止まりが予想されるのは、主に輸入においてロシアへの依存度が高い品目だ。このうち日本経済への影響が特に大きいとみられるのは、アルミニウムや銑鉄といった金属類、魚介類、鉱物性燃料、木材など、ロシアのシェアが高く日本の輸入金額も大きい品目だ。輸入品が高騰すれば日本からは所得が流出し、国内では家計と企業が価格上昇分を負担する。ロシア依存度が高い品目の価格が、ウクライナ危機発生直後の 2022 年 3 月の水準で推移した場合（**図表 5-7**）、日本国内の企業や家計の負担はどのようなバランスになるだろうか。

図表 5-7：ウクライナ危機による価格の高止まりを想定した品目と価格の上昇率

品目	トレンドからの乖離	参考指数
海面漁業、冷凍魚介類	6.1%	世界銀行The Pink Sheet（魚）
石炭・原油・天然ガス	8.3%	試算値※注参照
製材、合板・集成材、木材チップ	46.6%	CME商品価格（材木）
パルプ	-5.0%	米国PPI
石油製品	24.6%	WTI
銑鉄、フェロアロイ	1.6%	Bloomberg鉄価格指数（Steel Composite）
アルミニウム（再生を含む。）	13.1%	S&P・GS価格指数（アルミニウム）

（注）石炭・原油・天然ガスの価格は、WTI、中央アパラチア石炭価格、ヘンリーハブ天然ガス価格を日本の名目輸入金額で加重平均した数値。トレンドからの乖離は、ウクライナ危機の影響が国際市況に全面的に表れる直前（2021 年 3 月～2022 年 2 月）のトレンドによって延長した 2022 年 3 月の試算値と、同月の実績値との乖離。

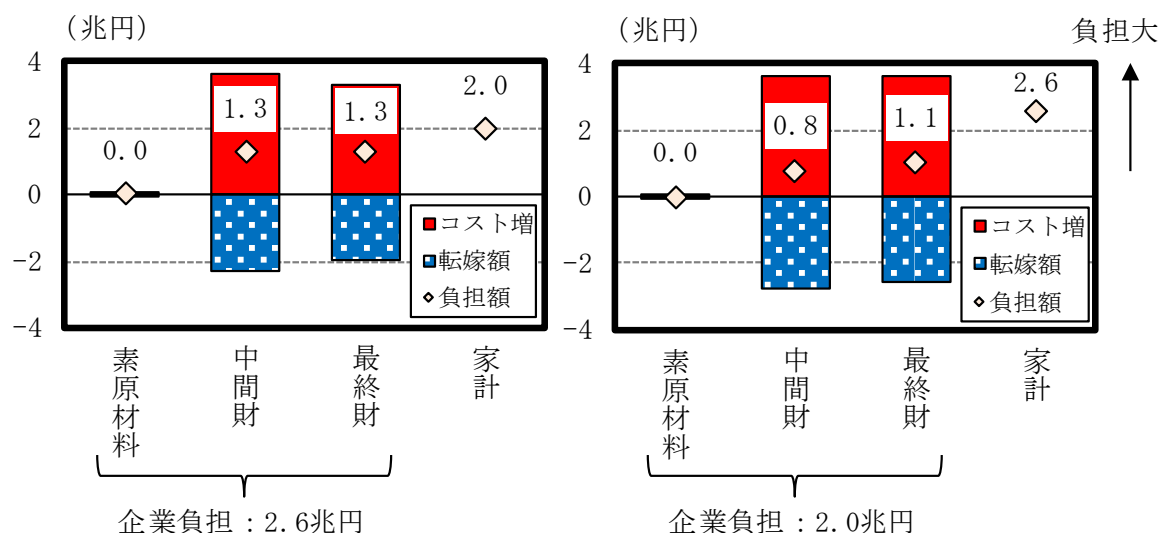
（出所）世界銀行、財務省、BLS、CRB、S&P、CME、EIA、WSJ、Bloomberg、Haver Analytics より大和総研作成

産業連関表などを用いて試算したところ、ロシア依存度の高い資源価格の高騰による負担額は、短期的には家計で 2.0 兆円、企業で 2.6 兆円と、企業部門の負担が大きくなることが分かった²¹（**図表 5-8 左**）。ただし、価格転嫁までにはラグ（最大 18 カ月）があるため、これを考慮して試算すると、家計負担が 2.6 兆円、企業負担が 2.0 兆円となり、家計の負担が大きくなる（**図表 5-8 右**）。これは中間財セクターから最終財セクター、最終財セクターから家計への価格転嫁に時間がかかるためだ。川下への価格転嫁が進むことで、最終的には資源高の影響の過半を家計が負担するとみられる。企業部門においても同様に、素原材料よりも中間財、中間財よりも最終財と、川下に近い方が負担が大きいたことが分かった。

²¹ 試算方法や結果の詳細は岸川和馬「[ウクライナ危機による資源高の影響](#)」（大和総研レポート、2022 年 5 月 16 日）を参照。

なお、家計負担額の試算値（2.0 兆円～2.6 兆円）は名目民間最終消費支出（年率 300 兆円弱）の 0.7%～0.9%に相当するが、これは CPI を同程度押し上げる効果を持つと考えられる。日本銀行「経済・物価情勢の展望」（2022 年 4 月）では、ウクライナ危機による資源高を主因に、CPI（除く生鮮食品）の政策委員見通しの中央値が 2022 年 1 月時点から 0.8%pt 上方修正された。実質 GDP 成長率の見通しは下方修正されており、需給ギャップの悪化による物価下落も織り込まれているとみられるため、実際の資源高の影響は 0.8%pt よりも大きいと想定されている可能性がある。この資源高の想定的大部分がウクライナ危機を念頭に置いたものと考えられることから、日本銀行の見通しと上述の 0.7%～0.9%という試算結果は概ね整合的といえる。

図表 5-8：需要段階別の各セクターの負担（左：短期、右：長期）



(注 1) 転嫁額はマイナス表示。四捨五入の影響により左右の図表内の合計金額は必ずしも一致しない。産業連関表の大分類（37 部門）のうち、価格転嫁率を測定できない建設、商業、公務、医療・福祉、他に分類されない会員制団体、分類不明の 6 部門は含まない。

(注 2) 価格転嫁率は、投入物価前年比×中間投入比率に対する産出物価前年比の業種別弾性値（推計期間は 2012 年 1 月～2021 年 12 月）。左図の短期の価格転嫁率は推計の際に投入・産出物価間のラグを用いず、右図の長期の価格転嫁率は最適ラグを用いた。製造業は、製造業部門別投入・産出物価指数を利用。非製造業は、産業連関表の投入係数表、輸入係数表における投入構造をウェイトとして、製造業総合部門における内訳大分類の投入物価指数を合成することにより投入物価を算出。ただし、対応する物価指数がない業種の投入物価指数は一定とした。中間投入比率は、各年の経済活動別の GDP 統計を用いた。各業種の需要段階別ウェイトは、工業統計を経由して産業連関表と企業物価指数の品目分類を対応させ、企業物価指数上の需要段階別ウェイトを当てはめた。

(出所) 内閣府、日本銀行、総務省、経済産業省、財務省、世界銀行、BLS、CRB、S&P、CME、EIA、WSJ、Bloomberg、Haver Analytics より大和総研作成

続いて業種別の影響を見てみよう。図表 5-9 に示した影響度は業種によってまちまちだが、最終的には多くの業種で負担増となる見込みだ。原油や石油、木材などを多く用いる業種に加え、魚介類の高騰によって、食品を提供する機会の多い対個人サービスなどの負担も大きくなる。

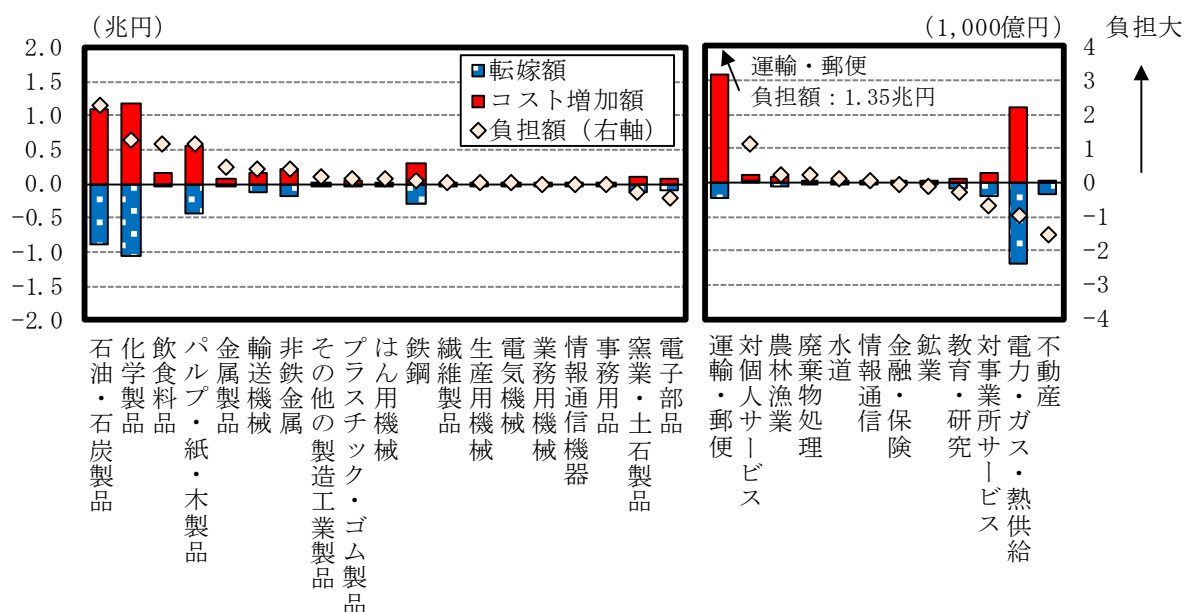
突出して負担額の大きい運輸・郵便は、エネルギーの高騰の影響を受けやすく、コスト増を価格転嫁するまでのラグも平均 11 カ月と長いため、事業者にかかる負荷が強くなりやすい。足元

では燃料油価格激変緩和対策²²によって燃料小売価格が上がりにくくなっているため、実際の負担額は試算値よりも小さくなるとみられるが、最も大きな打撃を受ける業種であることには変わらないだろう。

なお、燃料油価格激変緩和対策は石油精製業者などに補助金を支給することで値上げを抑制し、川下にあたる小売業や家計の負担を軽減することが狙いだ。この補助金を受け取る企業は主に石油・石炭製品セクターであり、補助金の一部はこうした事業者が吸収するとみられることから、同セクターの負担額（図表 5-9 左）を軽減することが期待できよう。

他方、一部の飲食料品や対個人サービスでは感染拡大によって事業活動が大幅に制限されてきたことで負担が蓄積しているとみられるが、ウクライナ危機による資源高を受けてさらに負担が膨らむ見込みだ。2020 年に実施され、その後中断されている Go To トラベル事業や、Go To Eat キャンペーン事業の再開、またはそれらに代わる政策支援によって需要を喚起し、早期に負担を補填できるかどうか焦点となる。その他の業種では、化学製品やパルプ・紙・木製品のほか、鉄鋼価格の高騰によって金属製品や輸送機械にも影響が及ぶとみられる。

図表 5-9：長期で見た業種別の負担額（左：製造業、右：非製造業）



(注) 転嫁額はマイナス表示。価格転嫁率を測定できない建設、商業、公務、医療・福祉、他に分類されない会員制団体、分類不明の6部門は掲載していない。

(出所) 内閣府、日本銀行、総務省、経済産業省、財務省、世界銀行、BLS、CRB、S&P、CME、EIA、WSJ、Bloomberg、Haver Analytics より大和総研作成

²² 同対策の影響については、瀬戸佑基「[拡充後の燃料油価格激変緩和対策がコアCPIに与える影響](#)」（大和総研レポート、2022年4月28日）を参照。

以上に鑑みれば、マクロでは徐々に企業から家計への価格転嫁が進むとはいえ、資源高による一部の企業負担の大きさは無視できないだろう。負担の大きい運輸・郵便、石油・石炭製品、化学製品、飲食料品、対個人サービスといった業種のうち、とりわけ川下に近い事業者は相当に厳しい状況に置かれることが予想される。

なお、ウクライナ危機などによる資源高への対応として、岸田政権は4月26日に「コロナ禍における『原油価格・物価高騰等総合緊急対策』」（以下、総合緊急対策）を決定した。原油価格高騰対策のほか、低所得世帯の子供に対する1人5万円の現金給付を含む生活困窮者支援などが実施される。これに関連して、5月31日には2.7兆円規模の2022年度補正予算が成立した。前出の試算で示した資源高による国民負担の規模を踏まえれば、悪影響を緩和する程度にとどまるとみられる。だが、岸田首相は7月の参院選後に追加の経済対策を取りまとめる考えを示しており²³、今後の政策動向が注目される。

²³ 首相官邸「[岸田内閣総理大臣記者会見](#)」（2022年4月26日）

5.3 仮に中国と世界の貿易が断絶すれば、日本経済への影響は甚大に

コロナショックを超える落ち込みに

ここまでロシアとの貿易が停止される影響や、ウクライナ危機による日本の物価上昇について述べてきたが、最後に仮定の話として中国と世界の貿易が断絶した場合の日本経済への影響について考察したい。2022年3月の米中首脳会談で、バイデン米大統領は中国が対ロ支援に踏み切った場合には制裁を科すことを示唆している。中国に対する貿易制裁の影響を検討しておくことも一定の意味がある。

中国は日本にとって最大の貿易相手国である。2021年の日本の輸出総額 83.1 兆円のうち 18.0 兆円、輸入総額 84.8 兆円のうち 20.4 兆円が中国との間で行われた。対ロ貿易（日本の輸出額 0.9 兆円、輸入額 1.5 兆円）と比べると格段に大きい。

国際産業連関表を用いて日米欧と中国との貿易が断絶するケースを試算すると、通信機器や輸送機械、一般機械を中心に大きな影響が発生し、国内生産額は 24 兆円程度減少する（図表 5-10）。ただし、試算に用いた最新の国際産業連関表は 2014 年版である。日中間の貿易額は 2014 年で 32.6 兆円だったが、2021 年は 38.4 兆円に拡大しており、実際には貿易停止で 24 兆円以上の減産が発生すると考えられる。

図表 5-10：ロシア・中国との貿易停止がもたらす日本への影響

日米欧とロシアとの貿易が停止する場合 (2014年)				日米欧と中国との貿易が停止する場合 (2014年)			
対ロ貿易		国内生産の 減少	主に影響を受ける 業種	対中貿易		国内生産の 減少	主に影響を受ける 業種
輸出	1.0兆円	2.9兆円	輸送機械 鉄鋼・非鉄金属 石油・石炭製品	輸出	13.4兆円	10.4兆円	通信機器 輸送機械 一般機械
輸入	2.6兆円	6.3兆円		輸入	19.2兆円	13.8兆円	

(注1) 「日米欧とロシアの貿易が停止する場合 (2014年)」における国内生産の減少は、前掲図表 5-3 の値を当時の為替レートで円換算したもの。

(注2) 右図は、左図のロシアと同様の手法で中国について分析を行ったもの。

(出所) World Input-Output Database、財務省より大和総研作成

また、中国についてはマクロモデルによる推計も試みた。モデルでは、輸出の減少から企業収益の悪化を通じて設備投資が減少する。さらに雇用者報酬が減少し、個人消費を下押しするように設計されている。試算には金融市場へのショックや政策対応を織り込んでおらず幅を持って解釈する必要があるが、中国と世界が貿易を停止した場合、日本では輸出や消費が大きく下振れし、実質 GDP が 60 兆円程度落ち込む結果となった。

一方、先行研究²⁴に基づき中国の GDP が 1%縮小するごとに日本の GDP が 0.3%押し下げられると仮定すると、中国と世界の貿易停止による日本の実質 GDP の落ち込み幅は 44 兆円程度となる²⁵。

²⁴ Xu Bing, Moritz Roth and Daniel Santabábara “GLOBAL IMPACT OF A SLOWDOWN IN CHINA” ANALYTICAL ARTICLES Economic Bulletin, 2019/4, Banco de España

²⁵ 産業連関表に基づき、世界との貿易停止によって中国の GDP は 3 割弱落ち込むと想定した。

これらの試算結果は、新型コロナウイルス感染拡大で戦後最大の落ち込みを経験した 2020 年 4-6 月期の状況が 1 年間続いた場合のインパクト（年率換算値の前期差、43 兆円）と同程度である（**図表 5-11**）。

中国との貿易が停止する事態が早晚生じるとは考えられないが、仮に実現すれば日本経済に甚大な被害をもたらすことに留意する必要があるだろう。

図表 5-11：中国との貿易停止がもたらす日本への影響

中国と世界の貿易が停止した場合の日本の実質GDPの落ち込み幅	1年間の実質GDPの押し下げ幅	（参考）過去に日本経済に大きな影響を与えた出来事	実質GDPの押し下げ幅
マクロモデルによる推計	55～67兆円程度	第二次世界大戦 1946年度（対1944年暦年比）	235兆円 （2021年の実質GDPに換算）
弾性値を用いた推計	44兆円程度	新型コロナ 2020年4－6月期 （季節調整済み年率換算値の前期差）	43兆円

（注 1）マクロモデルによる推計では、貿易を停止してから 1～5 年目について、年あたり 55～67 兆円程度、実質 GDP がベースライン（貿易が停止しないケース）を下回って推移する結果を得た。貿易停止は 2022 年を想定。

（注 2）弾性値を用いた推計は、アジア開発銀行が公表している中国の産業連関表に基づいて、貿易停止が中国経済に与える影響を算出し、Bing, Roth and Santabárbara (2019) の弾性値を用いて日本の実質 GDP の押し下げ幅を推計した。2021 年の中国の名目 GDP、財・サービスの輸出入額、日本の実質 GDP を用いた。

（出所）IMF、内閣府、Haver Analytics、経済企画庁「昭和 39 年度国民所得報告」、アジア開発銀行、Xu Bing, Moritz Roth and Daniel Santabárbara “GLOBAL IMPACT OF A SLOWDOWN IN CHINA” ANALYTICAL ARTICLES Economic Bulletin, 2019/4, Banco de España より大和総研作成

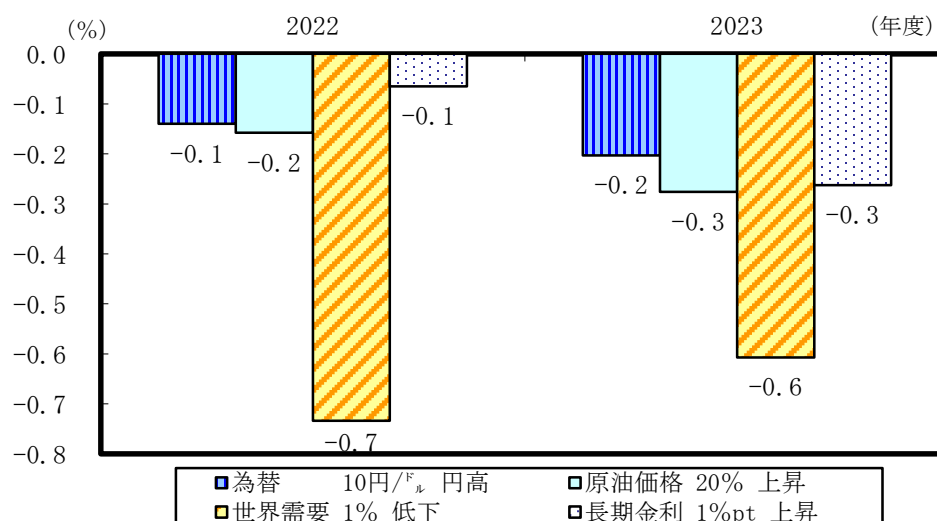
6. マクロリスクシミュレーション

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 7-9 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 ; 131.8 円/ドル, 132.6 円/ドル	各四半期 10 円/ドル円高
・ 原油 (WTI) 価格 : 2022-23 年度 ; 117.1 ドル/bbl, 119.4 ドル/bbl	各四半期 20% 上昇
・ 世界経済成長率 : 2022-23 暦年 ; +3.6%, +3.5%	各四半期 1% 低下
・ 長期金利 : 2022-23 年度 ; 0.24%, 0.24%	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 は標準シナリオに比べて 2022 年度で▲0.1%、2023 年度で▲0.2%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▲0.3%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の上昇につながる。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。収益の減少は雇用・所得環境の悪化につながり、購買力の低下とあい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▲0.7%、2023 年度で▲0.6%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、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も減少す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 は 2022 年度で▲0.1%、2023 年度は▲0.3%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	3.0	2.8	2.8 (-0.2)	2.6 (-0.3)	2.4 (-0.6)	2.4 (-1.0)
実質GDP	2.9	1.9	2.7 (-0.1)	1.8 (-0.2)	2.7 (-0.2)	1.8 (-0.3)
GDPデフレーター	0.1	0.9	0.1 (-0.1)	0.8 (-0.1)	-0.3 (-0.4)	0.6 (-0.7)
鉱工業生産指数	3.8	2.2	3.6 (-0.1)	2.1 (-0.2)	3.8 (-0.0)	2.2 (-0.1)
第3次産業活動指数	5.2	2.0	5.1 (-0.1)	2.0 (-0.1)	5.2 (-0.0)	2.0 (-0.0)
国内企業物価	8.7	1.4	7.6 (-1.0)	1.0 (-1.4)	10.3 (1.5)	2.3 (2.4)
消費者物価	1.9	1.2	1.8 (-0.1)	1.1 (-0.2)	2.1 (0.2)	1.4 (0.4)
失業率	2.5	2.3	2.5 (0.0)	2.3 (-0.0)	2.5 (0.0)	2.3 (0.0)
貿易収支（兆円）	-10.2	-8.1	-9.5 (0.8)	-7.5 (0.6)	-13.8 (-3.5)	-13.9 (-5.8)
経常収支（億ドル）	173	350	180 (7)	333 (-17)	-130 (-304)	-148 (-499)
経常収支（兆円）	2.3	4.6	2.2 (-0.1)	4.1 (-0.6)	-1.7 (-4.0)	-2.0 (-6.6)
実質GDPの内訳						
民間消費	4.5	1.5	4.3 (-0.1)	1.5 (-0.1)	4.5 (-0.0)	1.4 (-0.1)
民間住宅投資	-0.5	0.5	-0.6 (-0.0)	0.4 (-0.0)	-0.6 (-0.0)	0.5 (0.0)
民間設備投資	4.7	4.8	4.6 (-0.1)	4.6 (-0.4)	4.7 (0.0)	4.9 (0.1)
政府最終消費	0.3	-2.1	0.4 (0.1)	-2.1 (0.1)	0.1 (-0.1)	-2.3 (-0.3)
公共投資	-5.3	1.3	-5.2 (0.1)	1.4 (0.2)	-5.5 (-0.1)	1.3 (-0.1)
財貨・サービスの輸出	4.9	5.8	4.4 (-0.4)	5.5 (-0.7)	4.6 (-0.2)	5.6 (-0.4)
財貨・サービスの輸入	5.0	2.5	4.9 (-0.1)	2.4 (-0.2)	5.0 (0.0)	2.5 (-0.0)

	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	2.2 (-0.8)	2.8 (-0.8)	3.0 (-0.1)	2.5 (-0.3)	2.5 (-0.5)	2.5 (-0.8)
実質GDP	2.1 (-0.7)	2.0 (-0.6)	2.8 (-0.1)	1.7 (-0.3)	2.8 (-0.1)	1.8 (-0.2)
GDPデフレーター	0.0 (-0.1)	0.8 (-0.2)	0.1 (-0.0)	0.8 (-0.1)	-0.3 (-0.4)	0.6 (-0.6)
鉱工業生産指数	2.8 (-0.9)	2.1 (-1.1)	3.7 (-0.1)	2.1 (-0.2)	3.8 (0.1)	2.3 (0.1)
第3次産業活動指数	5.1 (-0.1)	2.0 (-0.1)	5.2 (-0.0)	2.0 (-0.0)	5.2 (0.0)	2.0 (0.0)
国内企業物価	8.5 (-0.2)	1.1 (-0.6)	8.7 (-0.0)	1.3 (-0.1)	10.9 (2.0)	2.5 (3.0)
消費者物価	1.8 (-0.0)	1.1 (-0.1)	1.9 (-0.0)	1.2 (-0.0)	2.1 (0.3)	1.4 (0.5)
失業率	2.5 (0.0)	2.3 (0.0)	2.5 (0.0)	2.3 (0.0)	2.5 (-0.0)	2.3 (0.0)
貿易収支（兆円）	-13.0 (-2.8)	-9.9 (-1.8)	-10.1 (0.1)	-7.6 (0.5)	-14.1 (-3.9)	-14.2 (-6.1)
経常収支（億ドル）	-83 (-256)	170 (-180)	292 (118)	533 (183)	-134 (-307)	-140 (-490)
経常収支（兆円）	-1.1 (-3.4)	2.3 (-2.4)	3.8 (1.6)	7.1 (2.4)	-1.7 (-4.0)	-1.7 (-6.3)
実質GDPの内訳						
民間消費	4.4 (-0.0)	1.5 (-0.0)	4.5 (-0.0)	1.5 (-0.0)	4.5 (0.1)	1.4 (0.0)
民間住宅投資	-0.7 (-0.2)	0.7 (0.0)	-0.6 (-0.1)	-0.4 (-1.0)	-0.6 (-0.0)	0.5 (0.0)
民間設備投資	4.4 (-0.3)	4.3 (-0.8)	4.2 (-0.4)	3.4 (-1.8)	4.8 (0.1)	5.0 (0.3)
政府最終消費	0.3 (0.0)	-2.1 (0.1)	0.3 (0.0)	-2.1 (0.0)	0.1 (-0.2)	-2.3 (-0.3)
公共投資	-5.2 (0.1)	1.6 (0.3)	-5.3 (0.0)	1.4 (0.1)	-5.5 (-0.2)	1.3 (-0.3)
財貨・サービスの輸出	1.4 (-3.3)	5.7 (-3.4)	4.9 (0.0)	5.8 (0.0)	4.9 (0.0)	5.8 (-0.0)
財貨・サービスの輸入	4.4 (-0.6)	1.4 (-1.7)	4.8 (-0.1)	2.2 (-0.4)	5.0 (0.0)	2.6 (0.1)

(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		2020	2021	2020	2021
名目国内総支出(兆円)	512.5	539.1	546.5	542.7	545.1	539.4	541.2	542.0	535.5	541.8	538.0	541.9	
前期比%	-7.3	5.2	1.4	-0.7	0.4	-1.1	0.3	0.2					
前期比年率%	-26.3	22.4	5.6	-2.7	1.8	-4.1	1.3	0.6					
前年同期比%	-8.9	-4.3	-0.6	-1.8	6.1	0.0	-0.9	-0.1	-3.9	1.2	-3.7	0.7	
実質国内総支出(兆円、2015暦年連鎖価格)	501.4	527.9	537.2	535.1	538.5	534.2	539.4	538.8	525.7	537.4	528.1	536.8	
前期比%	-7.9	5.3	1.8	-0.4	0.6	-0.8	1.0	-0.1					
前期比年率%	-28.1	22.9	7.2	-1.6	2.6	-3.2	4.0	-0.5					
前年同期比%	-10.2	-5.4	-0.8	-1.7	7.3	1.2	0.4	0.4	-4.5	2.2	-4.5	1.7	
内需寄与度(前期比)	-5.2	2.6	1.2	-0.5	0.9	-0.9	0.9	0.3	-3.9	1.4	-3.7	0.6	
外需寄与度(前期比)	-2.8	2.7	0.6	0.1	-0.2	0.1	0.1	-0.4	-0.6	0.8	-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	-0.5	0.6	-1.0	0.9	-0.9	
鉱工業生産指数(2015=100)	81.5	88.8	93.9	96.3	96.5	94.7	94.9	95.7	90.3	95.5	90.6	95.7	
前期比%	-16.8	9.0	5.7	2.5	0.3	-1.9	0.2	0.8	-9.6	5.7	-10.3	5.6	
第3次産業活動指数(2015=100)	90.0	95.8	98.0	97.0	97.3	96.8	98.3	97.3	95.3	97.5	96.0	97.4	
前期比%	-10.1	6.4	2.3	-1.0	0.4	-0.5	1.5	-1.0	-6.9	2.3	-6.9	1.4	
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	111.2	100.2	107.5	100.3	105.1	
前年同期比%	-2.2	-0.8	-2.2	-0.3	4.6	6.1	8.8	9.6	-1.4	7.3	-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	100.5	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	0.6	-0.5	0.1	-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	0.19	0.04	0.09	-0.01	0.07	
国際収支統計													
貿易収支(季節調整率、兆円)	-6.0	4.9	9.3	6.1	4.0	-0.9	-2.9	-6.9	3.8	-1.7	2.8	1.7	
経常収支(季節調整率、億ドル)	542	1,389	2,162	1,933	1,638	1,081	999	777	1,534	1,125	1,468	1,411	
経常収支(季節調整率、兆円)	5.8	14.7	22.6	20.5	17.9	11.9	11.4	9.0	16.3	12.6	15.7	15.5	
対名目GDP比率(%)	1.1	2.7	4.1	3.8	3.3	2.2	2.1	1.7	3.0	2.3	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	116.2	106.0	112.3	106.8	109.8	
(円/ユーロ)	118.7	124.6	124.5	128.5	132.4	129.9	130.6	131.6	124.1	131.1	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)	546.7	557.5	562.2	565.9	569.3	573.0	575.4	577.6	558.2	573.8	552.3	570.9
前期比%	0.9	2.0	0.8	0.7	0.6	0.6	0.4	0.4				
前期比年率%	3.5	8.2	3.4	2.6	2.4	2.6	1.7	1.5				
前年同期比%	0.4	3.4	3.9	4.4	4.1	2.8	2.4	2.1	3.0	2.8	1.9	3.4
実質国内総支出(兆円、2015暦年連鎖価格)	543.4	553.2	556.3	558.6	560.5	562.8	564.6	566.2	552.8	563.3	547.6	561.4
前期比%	0.9	1.8	0.6	0.4	0.3	0.4	0.3	0.3				
前期比年率%	3.5	7.5	2.2	1.7	1.3	1.6	1.3	1.1				
前年同期比%	1.0	3.5	3.1	3.8	3.1	1.7	1.5	1.3	2.9	1.9	2.0	2.5
内需寄与度(前期比)	0.9	1.7	0.4	0.3	0.1	0.2	0.2	0.1	3.0	1.3	2.3	2.0
外需寄与度(前期比)	-0.0	0.1	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2	0.1	-0.1	0.6	-0.3	0.5
GDPデフレーター(前年同期比%)	-0.5	-0.1	0.7	0.5	0.9	1.0	0.9	0.8	0.1	0.9	-0.1	0.8
鉱工業生産指数(2015=100)	96.6	98.7	100.2	100.8	101.1	101.2	101.4	101.5	99.1	101.4	97.9	101.2
前期比%	1.0	2.3	1.5	0.6	0.3	0.2	0.2	0.1	3.8	2.2	2.3	3.4
第3次産業活動指数(2015=100)	100.0	102.8	103.5	103.8	104.2	104.5	104.8	105.1	102.5	104.6	100.9	104.3
前期比%	2.7	2.8	0.8	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	5.2	2.0	3.6	3.4
企業物価指数(2015=100)												
国内企業物価指数	114.5	116.7	118.0	118.3	118.4	118.5	118.6	118.7	116.9	118.5	115.1	118.5
前年同期比%	10.1	9.8	8.5	6.4	3.4	1.6	0.5	0.3	8.7	1.4	9.5	2.9
消費者物価指数(生鮮食品除く総合2020=100)	101.3	101.5	102.2	102.2	102.9	103.0	103.1	103.0	101.8	103.0	101.4	102.8
前年同期比%	1.9	1.7	2.2	1.7	1.6	1.5	0.8	0.8	1.9	1.2	1.6	1.4
完全失業率(%)	2.6	2.5	2.5	2.4	2.4	2.4	2.3	2.3	2.5	2.3	2.6	2.3
10年物国債利回り(%)	0.24	0.24	0.24	0.24	0.24	0.24	0.24	0.24	0.24	0.24	0.23	0.24
国際収支統計												
貿易収支(季節調整年率、兆円)	-9.7	-11.1	-10.5	-9.9	-9.1	-8.5	-7.8	-7.2	-10.2	-8.1	-10.1	-9.3
経常収支(季節調整年率、億ドル)	234	104	157	194	264	318	379	430	173	350	320	290
経常収支(季節調整年率、兆円)	3.0	1.4	2.1	2.6	3.5	4.2	5.0	5.7	2.3	4.6	3.9	3.8
対名目GDP比率(%)	0.6	0.2	0.4	0.5	0.6	0.7	0.9	1.0	0.4	0.8	0.7	0.7
為替レート(円/ドル)	129.2	132.6	132.6	132.6	132.6	132.6	132.6	132.6	131.8	132.6	127.7	132.6
(円/ユーロ)	138.1	142.0	142.0	142.0	142.0	142.0	142.0	142.0	141.0	142.0	138.4	142.0

(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		2020	2021	2020	2021
国内総支出	501.4	527.9	537.2	535.1	538.5	534.2	539.4	538.8	525.7	537.4	528.1	536.8	
前期比年率%	-28.1	22.9	7.2	-1.6	2.6	-3.2	4.0	-0.5					
前年同期比%	-10.2	-5.4	-0.8	-1.7	7.3	1.2	0.4	0.4	-4.5	2.2	-4.5	1.7	
国内需要	517.2	530.3	536.3	533.4	538.2	533.4	538.2	539.8	529.5	537.3	532.4	535.7	
前期比年率%	-19.0	10.4	4.6	-2.2	3.6	-3.5	3.6	1.2					
前年同期比%	-7.1	-5.2	-1.1	-2.1	4.0	0.7	0.3	1.1	-3.9	1.5	-3.7	0.6	
民間需要	376.3	386.8	391.6	389.5	394.4	389.6	395.9	398.0	386.2	394.5	390.3	392.3	
前期比年率%	-25.9	11.6	5.1	-2.2	5.2	-4.8	6.7	2.1					
前年同期比%	-10.1	-7.9	-2.9	-4.0	4.6	0.7	1.1	2.3	-6.2	2.2	-5.8	0.5	
民間最終消費支出	270.5	284.9	289.3	287.0	289.0	286.0	293.0	293.2	283.0	290.3	285.2	288.9	
前期比年率%	-30.3	23.2	6.3	-3.1	2.7	-4.0	10.1	0.2					
前年同期比%	-10.6	-6.7	-1.5	-3.0	6.7	0.3	1.5	2.0	-5.4	2.6	-5.2	1.3	
民間住宅投資	19.5	18.6	18.5	18.7	18.9	18.6	18.4	18.2	18.8	18.5	19.0	18.7	
前期比年率%	-0.2	-17.7	-0.5	4.0	4.2	-6.6	-4.5	-4.8					
前年同期比%	-5.8	-11.3	-9.6	-4.0	-2.8	0.1	-0.9	-3.1	-7.8	-1.6	-7.9	-1.9	
民間企業設備投資	83.5	83.2	84.2	84.6	86.3	84.2	84.3	83.7	83.9	84.6	85.4	84.8	
前期比年率%	-25.3	-1.7	5.1	1.8	8.1	-9.2	0.3	-2.8					
前年同期比%	-9.1	-11.6	-3.7	-5.8	3.4	1.2	-0.2	-0.8	-7.5	0.8	-6.5	-0.7	
民間在庫変動	2.8	0.2	-0.4	-0.9	0.2	0.7	0.2	3.0	0.5	1.1	0.7	0.0	
公的需要	140.9	143.4	144.7	143.9	143.7	143.9	142.3	141.8	143.3	142.8	142.1	143.5	
前期比年率%	4.0	7.4	3.5	-2.0	-0.5	0.3	-4.3	-1.4					
前年同期比%	1.9	3.1	3.9	3.1	2.1	0.4	-1.8	-1.9	3.0	-0.3	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	116.6	113.8	116.0	113.0	115.4	
前期比年率%	1.7	8.8	3.2	-3.0	3.2	4.5	-1.1	2.0					
前年同期比%	1.3	2.7	3.5	2.6	3.0	2.0	0.9	2.1	2.5	2.0	2.3	2.1	
公的固定資本形成	29.2	29.3	29.8	29.8	28.7	27.6	26.3	25.2	29.5	26.8	29.1	28.1	
前期比年率%	14.2	1.5	6.7	-0.1	-13.9	-14.6	-17.6	-14.7					
前年同期比%	4.9	4.6	5.9	5.0	-1.9	-5.6	-11.6	-15.6	5.1	-9.4	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	-16.9	-2.6	1.0	1.9	0.4	1.0	1.6	-0.6	-4.0	0.6	-4.7	1.2	
財貨・サービスの輸出	81.2	88.9	97.9	100.4	103.2	102.9	103.8	105.0	92.2	103.7	91.8	102.6	
前期比年率%	-54.0	43.6	46.8	11.0	11.6	-1.1	3.6	4.6					
前年同期比%	-21.9	-14.8	-5.4	1.7	27.2	15.8	6.0	4.4	-10.2	12.5	-11.7	11.8	
財貨・サービスの輸入	98.1	91.5	96.8	98.6	102.8	101.9	102.3	105.7	96.2	103.1	96.4	101.4	
前期比年率%	-5.0	-24.5	25.4	7.4	18.3	-3.4	1.4	13.9					
前年同期比%	-4.5	-13.6	-6.9	-0.8	5.2	11.4	5.3	7.2	-6.5	7.2	-6.9	5.1	

(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	543.4	553.2	556.3	558.6	560.5	562.8	564.6	566.2		552.8	563.3	547.6	561.4
前期比年率%	3.5	7.5	2.2	1.7	1.3	1.6	1.3	1.1					
前年同期比%	1.0	3.5	3.1	3.8	3.1	1.7	1.5	1.3		2.9	1.9	2.0	2.5
国内需要	544.6	553.8	555.7	557.4	558.2	559.6	560.5	561.3		553.1	560.0	548.6	558.9
前期比年率%	3.6	6.9	1.4	1.2	0.6	1.0	0.6	0.6					
前年同期比%	1.4	3.8	3.2	3.3	2.4	1.0	0.8	0.8		2.9	1.2	2.4	1.9
民間需要	402.9	410.7	414.2	417.2	419.0	420.2	420.9	421.5		411.5	420.5	406.5	419.3
前期比年率%	4.9	7.9	3.5	2.9	1.8	1.1	0.7	0.6					
前年同期比%	2.3	5.4	4.6	4.9	3.9	2.3	1.6	1.2		4.3	2.2	3.6	3.1
民間最終消費支出	298.2	303.4	305.1	306.4	307.1	307.7	308.0	308.3		303.3	307.8	300.0	307.3
前期比年率%	7.0	7.2	2.3	1.6	1.0	0.8	0.4	0.4					
前年同期比%	3.2	6.1	4.0	4.6	3.0	1.4	1.0	0.6		4.5	1.5	3.8	2.5
民間住宅投資	18.2	18.4	18.5	18.6	18.6	18.5	18.5	18.4		18.4	18.5	18.3	18.5
前期比年率%	0.7	4.5	2.4	1.2	0.0	-0.7	-1.0	-1.2					
前年同期比%	-3.9	-1.0	0.6	2.2	2.1	0.7	-0.1	-0.7		-0.5	0.5	-1.8	1.2
民間企業設備投資	85.5	87.7	89.4	90.9	92.0	92.6	93.1	93.5		88.6	92.8	86.5	92.1
前期比年率%	8.9	10.8	7.8	7.1	4.8	2.6	1.9	1.7					
前年同期比%	-1.0	4.2	6.2	8.5	7.7	5.6	4.0	2.8		4.7	4.8	2.1	6.4
民間在庫変動	1.0	1.1	1.2	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3		1.2	1.4	1.7	1.3
公的需要	141.7	143.2	141.5	140.2	139.2	139.4	139.6	139.8		141.7	139.5	142.0	139.6
前期比年率%	-0.2	4.1	-4.5	-3.7	-2.9	0.6	0.6	0.5					
前年同期比%	-1.0	-0.4	-0.6	-1.0	-1.9	-2.6	-1.3	-0.3		-0.8	-1.5	-1.0	-1.7
政府最終消費支出	116.7	118.0	116.1	114.7	113.6	113.8	113.9	114.1		116.4	113.9	116.8	114.0
前期比年率%	0.2	4.6	-6.0	-4.9	-3.7	0.6	0.6	0.6					
前年同期比%	1.4	1.4	0.1	-1.6	-2.6	-3.5	-1.9	-0.5		0.3	-2.1	1.2	-2.4
公的固定資本形成	25.1	25.2	25.4	25.5	25.6	25.7	25.7	25.7		25.3	25.7	25.2	25.6
前期比年率%	-2.0	2.0	2.8	2.0	1.2	0.8	0.6	0.4					
前年同期比%	-12.4	-8.6	-3.3	1.4	2.0	1.8	1.2	0.7		-5.3	1.3	-10.1	1.6
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	-0.8	-0.1	1.0	1.7	2.7	3.6	4.5	5.3		0.5	4.1	-0.1	3.2
財貨・サービスの輸出	105.5	108.1	110.0	111.5	113.1	114.5	115.8	117.0		108.7	115.1	107.1	113.7
前期比年率%	1.9	9.9	7.4	5.6	5.9	5.0	4.8	4.0					
前年同期比%	2.2	5.0	6.0	6.2	7.2	6.0	5.3	4.9		4.9	5.8	4.4	6.2
財貨・サービスの輸入	106.3	108.2	109.0	109.8	110.4	110.9	111.3	111.7		108.3	111.0	107.3	110.5
前期比年率%	2.5	7.2	3.1	2.8	2.2	1.9	1.5	1.3					
前年同期比%	3.2	6.1	6.8	3.9	3.9	2.5	2.0	1.7		5.0	2.5	5.8	3.1

(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		2020	2021	2020	2021
国内総支出	512.5	539.1	546.5	542.7	545.1	539.4	541.2	542.0	535.5	541.8	538.0	541.9	
前期比年率%	-26.3	22.4	5.6	-2.7	1.8	-4.1	1.3	0.6					
前年同期比%	-8.9	-4.3	-0.6	-1.8	6.1	0.0	-0.9	-0.1	-3.9	1.2	-3.7	0.7	
国内需要	523.1	537.8	541.4	540.5	546.3	544.3	549.2	555.2	536.0	548.7	539.5	545.0	
前期比年率%	-20.9	11.7	2.7	-0.6	4.3	-1.4	3.7	4.4					
前年同期比%	-7.2	-5.2	-1.8	-2.5	4.2	1.2	1.4	2.7	-4.2	2.4	-3.7	1.0	
民間需要	381.2	392.6	395.8	395.0	400.2	396.9	403.7	409.0	391.4	402.5	395.8	398.8	
前期比年率%	-27.5	12.6	3.3	-0.8	5.3	-3.2	7.0	5.4					
前年同期比%	-10.1	-7.7	-3.4	-4.3	4.7	1.1	2.0	3.7	-6.4	2.9	-5.7	0.8	
民間最終消費支出	275.1	289.5	292.2	290.7	291.7	289.3	295.6	298.5	287.0	293.8	289.5	291.9	
前期比年率%	-30.2	22.6	3.9	-2.0	1.4	-3.3	9.1	3.9					
前年同期比%	-10.2	-6.3	-2.0	-3.4	5.9	-0.2	1.4	2.6	-5.5	2.4	-5.0	0.8	
民間住宅投資	20.5	19.5	19.5	19.9	20.6	20.9	21.1	21.1	19.8	20.9	20.0	20.6	
前期比年率%	-3.8	-16.8	-1.7	9.4	13.7	6.6	4.1	0.1					
前年同期比%	-4.8	-10.1	-10.1	-3.7	0.5	6.8	8.4	6.0	-7.3	5.5	-6.9	3.0	
民間企業設備投資	83.9	83.7	84.7	85.4	87.8	86.4	87.2	87.1	84.5	87.1	86.0	86.6	
前期比年率%	-27.7	-1.2	4.6	3.8	11.7	-6.4	3.6	-0.1					
前年同期比%	-9.7	-11.9	-4.5	-6.0	4.7	3.1	2.7	2.3	-8.0	3.1	-6.7	0.7	
民間在庫変動	1.7	-0.1	-0.5	-1.0	0.0	0.4	-0.2	2.3	0.1	0.7	0.3	-0.3	
公的需要	142.0	145.2	145.5	145.5	146.1	147.4	145.5	146.2	144.6	146.1	143.6	146.1	
前期比年率%	0.9	9.4	1.0	-0.1	1.7	3.4	-4.9	1.9					
前年同期比%	1.3	3.2	2.6	2.8	2.9	1.5	-0.0	0.0	2.4	1.1	2.3	1.7	
政府最終消費支出	111.6	114.5	114.5	114.2	115.6	117.8	116.9	118.5	113.7	117.2	113.2	116.2	
前期比年率%	-1.5	10.7	0.0	-1.0	5.1	7.8	-3.1	5.6					
前年同期比%	0.5	2.5	1.9	2.0	3.4	3.0	2.1	3.9	1.7	3.1	1.7	2.6	
公的固定資本形成	30.4	30.7	31.1	31.3	30.5	29.6	28.6	27.7	30.9	29.0	30.4	30.0	
前期比年率%	10.6	4.2	6.1	2.7	-10.2	-10.6	-13.6	-11.7					
前年同期比%	5.4	5.5	5.5	5.5	0.3	-3.0	-8.0	-11.9	5.5	-6.3	4.7	-1.4	
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	-10.7	1.2	5.1	2.2	-1.2	-4.9	-8.1	-13.3	-0.4	-6.8	-1.5	-3.0	
財貨・サービスの輸出	72.8	81.1	89.4	93.9	99.6	101.3	105.5	108.1	84.4	103.6	83.8	100.0	
前期比年率%	-60.5	53.8	47.6	21.8	26.5	7.0	18.0	10.0					
前年同期比%	-25.7	-16.1	-7.2	2.4	36.9	25.0	17.7	15.3	-11.8	22.8	-14.0	19.3	
財貨・サービスの輸入	83.5	79.9	84.3	91.7	100.7	106.2	113.6	121.3	84.8	110.5	85.3	103.1	
前期比年率%	-36.4	-16.3	24.2	40.1	45.5	23.5	31.1	30.1					
前年同期比%	-15.7	-20.5	-14.0	-2.0	21.0	33.4	34.3	32.3	-13.2	30.3	-13.9	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	546.7	557.5	562.2	565.9	569.3	573.0	575.4	577.6		558.2	573.8	552.3	570.9
前期比年率%	3.5	8.2	3.4	2.6	2.4	2.6	1.7	1.5					
前年同期比%	0.4	3.4	3.9	4.4	4.1	2.8	2.4	2.1		3.0	2.8	1.9	3.4
国内需要	564.1	576.4	579.8	582.9	585.3	588.1	589.7	591.1		576.2	588.7	569.0	586.5
前期比年率%	6.5	9.0	2.4	2.1	1.7	2.0	1.1	1.0					
前年同期比%	3.4	6.0	5.4	5.1	3.5	2.1	1.7	1.5		5.0	2.2	4.4	3.1
民間需要	417.3	427.7	432.6	436.8	440.1	442.5	443.7	444.8		428.9	442.9	421.8	440.8
前期比年率%	8.4	10.3	4.6	3.9	3.0	2.3	1.1	1.0					
前年同期比%	4.4	7.8	7.1	6.9	5.3	3.4	2.5	2.0		6.6	3.3	5.8	4.5
民間最終消費支出	305.5	312.6	315.2	317.2	319.1	320.7	321.2	321.6		312.7	320.6	308.0	319.6
前期比年率%	9.8	9.6	3.3	2.6	2.4	2.0	0.6	0.6					
前年同期比%	4.8	8.1	6.5	6.3	4.4	2.6	2.0	1.4		6.4	2.5	5.5	3.8
民間住宅投資	21.3	21.6	21.8	22.0	22.0	22.1	22.1	22.1		21.7	22.1	21.5	22.0
前期比年率%	3.9	6.6	3.7	2.4	1.2	0.5	0.2	-0.4					
前年同期比%	3.6	3.7	3.6	4.2	3.5	1.9	1.1	0.4		3.7	1.7	4.2	2.6
民間企業設備投資	89.7	92.6	94.7	96.6	97.9	98.8	99.4	100.1		93.6	99.1	91.0	98.1
前期比年率%	12.4	13.5	9.1	8.4	5.6	3.4	2.8	2.5					
前年同期比%	2.1	7.3	8.7	10.7	9.2	6.6	5.0	3.7		7.4	5.9	5.1	7.9
民間在庫変動	0.8	0.8	0.9	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0		0.9	1.1	1.3	1.0
公的需要	146.8	148.7	147.3	146.1	145.2	145.6	146.0	146.4		147.2	145.8	147.2	145.8
前期比年率%	1.5	5.4	-3.8	-3.1	-2.3	1.1	1.1	1.0					
前年同期比%	1.0	0.8	1.1	0.0	-1.3	-2.0	-0.8	0.2		0.7	-0.9	0.8	-1.0
政府最終消費支出	119.0	120.7	119.1	117.7	116.7	117.0	117.3	117.5		119.1	117.1	119.4	117.2
前期比年率%	1.8	5.8	-5.5	-4.5	-3.4	1.0	1.0	1.0					
前年同期比%	3.0	2.4	1.8	-0.7	-2.0	-3.1	-1.5	-0.1		1.7	-1.7	2.8	-1.8
公的固定資本形成	27.7	27.9	28.2	28.4	28.5	28.7	28.8	28.8		28.1	28.7	27.9	28.6
前期比年率%	0.2	3.4	3.7	2.9	2.0	1.6	1.4	1.0					
前年同期比%	-9.0	-5.9	-1.4	2.7	3.0	2.6	2.0	1.4		-3.0	2.2	-7.1	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	-17.4	-18.9	-17.6	-17.0	-16.0	-15.2	-14.3	-13.5		-17.6	-14.7	-16.7	-15.6
財貨・サービスの輸出	111.1	114.6	117.2	118.9	120.7	122.3	123.9	125.2		115.5	123.0	112.8	121.4
前期比年率%	11.7	13.3	9.1	6.0	6.3	5.4	5.2	4.4					
前年同期比%	11.6	13.1	11.2	9.9	8.7	6.7	5.6	5.4		11.4	6.6	12.7	7.7
財貨・サービスの輸入	128.5	133.5	134.8	135.9	136.7	137.5	138.2	138.8		133.1	137.8	129.5	137.0
前期比年率%	25.8	16.5	3.9	3.2	2.6	2.3	2.0	1.7					
前年同期比%	27.4	25.5	18.9	11.9	6.5	3.1	2.4	2.2		20.5	3.5	25.6	5.8

(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		2020	2021	2020	2021
国内総支出	102.2	102.1	101.7	101.4	101.2	101.0	100.3	100.6		101.9	100.8	101.9	101.0
前期比%	0.6	-0.1	-0.4	-0.3	-0.2	-0.3	-0.6	0.3					
前年同期比%	1.4	1.1	0.2	-0.1	-1.1	-1.2	-1.3	-0.5		0.6	-1.0	0.9	-0.9
民間最終消費支出	101.7	101.6	101.0	101.3	101.0	101.1	100.9	101.8		101.4	101.2	101.5	101.1
前期比%	0.0	-0.1	-0.6	0.3	-0.3	0.2	-0.2	0.9					
前年同期比%	0.4	0.4	-0.5	-0.4	-0.8	-0.5	-0.1	0.6		-0.0	-0.2	0.3	-0.4
民間住宅投資	105.0	105.3	105.0	106.3	108.6	112.3	114.7	116.2		105.4	113.0	105.3	110.5
前期比%	-0.9	0.3	-0.3	1.3	2.2	3.4	2.2	1.3					
前年同期比%	1.0	1.3	-0.6	0.3	3.4	6.7	9.3	9.3		0.5	7.2	1.1	5.0
民間企業設備投資	100.5	100.6	100.5	101.0	101.8	102.6	103.4	104.1		100.7	103.0	100.7	102.2
前期比%	-0.8	0.1	-0.1	0.5	0.8	0.8	0.8	0.7					
前年同期比%	-0.6	-0.3	-0.8	-0.3	1.3	1.9	2.9	3.2		-0.5	2.4	-0.3	1.4
政府最終消費支出	99.9	100.3	99.6	100.0	100.5	101.3	100.8	101.6		100.0	101.0	100.1	100.6
前期比%	-0.8	0.4	-0.8	0.5	0.4	0.8	-0.5	0.9					
前年同期比%	-0.8	-0.2	-1.6	-0.6	0.5	1.0	1.2	1.7		-0.8	1.1	-0.6	0.5
公的固定資本形成	104.0	104.7	104.5	105.2	106.3	107.6	108.9	109.8		104.7	108.3	104.6	107.0
前期比%	-0.8	0.7	-0.1	0.7	1.1	1.1	1.2	0.9					
前年同期比%	0.5	0.9	-0.4	0.5	2.2	2.8	4.1	4.4		0.3	3.4	0.8	2.3
財貨・サービスの輸出	89.7	91.2	91.3	93.5	96.5	98.4	101.6	102.9		91.5	99.9	91.3	97.5
前期比%	-3.7	1.7	0.1	2.4	3.2	2.0	3.3	1.3					
前年同期比%	-4.9	-1.5	-2.0	0.7	7.6	8.0	11.0	10.4		-1.8	9.2	-2.6	6.7
財貨・サービスの輸入	85.1	87.3	87.1	93.1	98.0	104.2	111.1	114.9		88.1	107.1	88.4	101.7
前期比%	-9.5	2.6	-0.3	6.9	5.3	6.3	6.6	3.4					
前年同期比%	-11.8	-8.0	-7.6	-1.2	15.1	19.7	27.6	23.4		-7.2	21.5	-7.5	15.0

(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	100.6	100.8	101.1	101.3	101.6	101.8	101.9	102.0		101.0	101.9	100.9	101.7
前期比%	0.0	0.2	0.3	0.2	0.3	0.2	0.1	0.1					
前年同期比%	-0.5	-0.1	0.7	0.5	0.9	1.0	0.9	0.8		0.1	0.9	-0.1	0.8
民間最終消費支出	102.5	103.0	103.3	103.5	103.9	104.2	104.3	104.3		103.1	104.2	102.7	104.0
前期比%	0.6	0.6	0.3	0.2	0.3	0.3	0.0	0.0					
前年同期比%	1.5	1.9	2.4	1.7	1.4	1.1	1.0	0.8		1.9	1.0	1.6	1.3
民間住宅投資	117.1	117.7	118.0	118.4	118.8	119.1	119.5	119.7		117.8	119.3	117.3	118.9
前期比%	0.8	0.5	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2					
前年同期比%	7.8	4.8	2.9	1.9	1.4	1.2	1.2	1.1		4.3	1.2	6.1	1.4
民間企業設備投資	105.0	105.6	105.9	106.2	106.4	106.6	106.9	107.1		105.7	106.8	105.1	106.5
前期比%	0.8	0.6	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2					
前年同期比%	3.1	2.9	2.4	2.0	1.4	1.0	0.9	0.8		2.6	1.0	2.9	1.3
政府最終消費支出	102.1	102.4	102.5	102.6	102.7	102.8	102.9	103.0		102.4	102.9	102.2	102.8
前期比%	0.4	0.3	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1					
前年同期比%	1.6	1.0	1.8	0.9	0.6	0.5	0.4	0.4		1.4	0.5	1.5	0.6
公的固定資本形成	110.4	110.8	111.0	111.2	111.4	111.7	111.9	112.1		110.9	111.9	110.5	111.6
前期比%	0.5	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1					
前年同期比%	3.8	3.0	2.0	1.3	0.9	0.8	0.8	0.8		2.5	0.8	3.3	1.0
財貨・サービスの輸出	105.3	106.1	106.5	106.6	106.7	106.8	107.0	107.1		106.2	106.9	105.3	106.8
前期比%	2.3	0.7	0.4	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1					
前年同期比%	9.2	7.8	4.9	3.4	1.3	0.7	0.3	0.5		6.2	0.7	8.0	1.4
財貨・サービスの輸入	120.9	123.4	123.7	123.8	123.9	124.0	124.2	124.3		122.9	124.1	120.7	124.0
前期比%	5.3	2.1	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1					
前年同期比%	23.4	18.3	11.3	7.8	2.5	0.6	0.4	0.4		14.8	0.9	18.7	2.7

(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		2020	2021	2020	2021
1. 前期比%													
実質GDP成長率	-7.9	5.3	1.8	-0.4	0.6	-0.8	1.0	-0.1		-4.5	2.2	-4.5	1.7
国内需要	-5.2	2.6	1.2	-0.5	0.9	-0.9	0.9	0.3		-3.9	1.4	-3.7	0.6
民間需要	-5.4	2.1	0.9	-0.4	0.9	-0.9	1.2	0.4		-4.7	1.5	-4.4	0.4
民間最終消費支出	-4.7	2.9	0.8	-0.4	0.4	-0.5	1.3	0.0		-3.0	1.4	-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	-0.1	-0.3	-0.1
民間企業設備投資	-1.2	-0.1	0.2	0.1	0.3	-0.4	0.0	-0.1		-1.2	0.1	-1.1	-0.1
民間在庫変動	0.4	-0.5	-0.1	-0.1	0.2	0.1	-0.1	0.5		-0.2	0.1	-0.1	-0.1
公的需要	0.3	0.5	0.2	-0.1	-0.0	0.0	-0.3	-0.1		0.8	-0.1	0.7	0.2
政府最終消費支出	0.1	0.5	0.2	-0.2	0.2	0.2	-0.1	0.1		0.5	0.4	0.5	0.4
公的固定資本形成	0.2	0.0	0.1	-0.0	-0.2	-0.2	-0.3	-0.2		0.3	-0.6	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	-2.8	2.7	0.6	0.1	-0.2	0.1	0.1	-0.4		-0.6	0.8	-0.8	1.0
財貨・サービスの輸出	-3.0	1.4	1.6	0.4	0.5	-0.0	0.2	0.2		-1.7	2.0	-2.0	1.8
財貨・サービスの輸入	0.2	1.3	-1.0	-0.3	-0.7	0.1	-0.1	-0.6		1.1	-1.2	1.2	-0.8
2. 前年同期比%													
実質GDP成長率	-10.2	-5.4	-0.8	-1.7	7.3	1.2	0.4	0.4		-4.5	2.2	-4.5	1.7
国内需要	-7.2	-5.3	-1.1	-2.1	4.0	0.6	0.3	1.0		-3.9	1.4	-3.7	0.6
民間需要	-7.6	-6.0	-2.1	-2.9	3.5	0.5	0.8	1.5		-4.7	1.5	-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	1.0		-3.0	1.4	-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	-0.1	-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	-0.2		-1.2	0.1	-1.1	-0.1
民間在庫変動	-0.2	0.0	-0.4	-0.1	-0.6	0.2	0.0	0.9		-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	-0.6		0.8	-0.1	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	0.4		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	-1.0		0.3	-0.6	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	-0.1	0.3	0.4	3.1	0.6	0.2	-0.6		-0.6	0.8	-0.8	1.0
財貨・サービスの輸出	-3.8	-2.6	-0.9	0.3	4.0	2.4	1.0	0.8		-1.7	2.0	-2.0	1.8
財貨・サービスの輸入	0.8	2.4	1.2	0.1	-0.9	-1.7	-0.8	-1.3		1.1	-1.2	1.2	-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)	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	0.9	1.8	0.6	0.4	0.3	0.4	0.3	0.3	2.9	1.9			2.9	1.9	2.0	2.5
国内需要	0.9	1.7	0.4	0.3	0.1	0.2	0.2	0.1	3.0	1.3			3.0	1.3	2.3	2.0
民間需要	0.9	1.4	0.6	0.5	0.3	0.2	0.1	0.1	3.2	1.7			3.2	1.7	2.6	2.4
民間最終消費支出	0.9	1.0	0.3	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	2.4	0.8			2.4	0.8	2.1	1.4
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	-0.1	0.0
民間企業設備投資	0.3	0.4	0.3	0.3	0.2	0.1	0.1	0.1	0.8	0.8			0.8	0.8	0.3	1.1
民間在庫変動	-0.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0			0.0	0.0	0.3	-0.1
公的需要	-0.0	0.3	-0.3	-0.2	-0.2	0.0	0.0	0.0	-0.2	-0.4			-0.2	-0.4	-0.3	-0.4
政府最終消費支出	0.0	0.2	-0.3	-0.3	-0.2	0.0	0.0	0.0	0.1	-0.5			0.1	-0.5	0.3	-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	-0.3	0.1			-0.3	0.1	-0.6	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	0.0	0.0
財貨・サービスの純輸出	-0.0	0.1	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2	0.1	-0.1	0.6			-0.1	0.6	-0.3	0.5
財貨・サービスの輸出	0.1	0.5	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2	0.9	1.2			0.9	1.2	0.8	1.3
財貨・サービスの輸入	-0.1	-0.3	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-1.0	-0.6			-1.0	-0.6	-1.1	-0.7
2. 前年同期比%																
実質GDP成長率	1.0	3.5	3.1	3.8	3.1	1.7	1.5	1.3	2.9	1.9			2.9	1.9	2.0	2.5
国内需要	1.4	3.8	3.2	3.3	2.4	1.0	0.8	0.8	3.0	1.3			3.0	1.3	2.3	2.0
民間需要	1.7	3.9	3.3	3.6	2.9	1.7	1.2	0.9	3.2	1.7			3.2	1.7	2.6	2.4
民間最終消費支出	1.8	3.3	2.2	2.4	1.7	0.8	0.6	0.3	2.4	0.8			2.4	0.8	2.1	1.4
民間住宅投資	-0.1	-0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	-0.0	-0.0	-0.0	0.0			-0.0	0.0	-0.1	0.0
民間企業設備投資	-0.1	0.7	0.9	1.5	1.1	0.9	0.6	0.5	0.8	0.8			0.8	0.8	0.3	1.1
民間在庫変動	0.2	0.0	0.2	-0.4	0.0	0.1	-0.0	0.0	0.0	0.0			0.0	0.0	0.3	-0.1
公的需要	-0.3	-0.1	-0.2	-0.3	-0.5	-0.7	-0.3	-0.1	-0.2	-0.4			-0.2	-0.4	-0.3	-0.4
政府最終消費支出	0.3	0.3	0.0	-0.4	-0.6	-0.8	-0.4	-0.1	0.1	-0.5			0.1	-0.5	0.3	-0.5
公的固定資本形成	-0.6	-0.4	-0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	-0.3	0.1			-0.3	0.1	-0.6	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	0.0	0.0
財貨・サービスの純輸出	-0.2	-0.2	-0.1	0.5	0.6	0.7	0.7	0.6	-0.1	0.6			-0.1	0.6	-0.3	0.5
財貨・サービスの輸出	0.4	1.0	1.1	1.2	1.4	1.2	1.0	1.0	0.9	1.2			0.9	1.2	0.8	1.3
財貨・サービスの輸入	-0.6	-1.2	-1.3	-0.8	-0.8	-0.5	-0.4	-0.3	-1.0	-0.6			-1.0	-0.6	-1.1	-0.7

(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		2020	2021	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	4.6	3.5	-0.3	5.6		-2.2	6.2
原油価格 (WTI、\$/bbl)	28.0	40.9	42.7	58.1	66.2	70.5	77.1	95.0	42.4	77.2		39.3	68.1
前年同期比%	-53.3	-27.5	-24.9	27.0	136.3	72.3	80.6	63.4	-22.5	81.9		-31.0	73.1
2. 米国経済													
実質GDP (10億ドル、2012年連鎖)	17,258	18,561	18,768	19,056	19,368	19,479	19,806	19,731	18,411	19,596		18,385	19,427
前期比年率%	-31.2	33.8	4.5	6.3	6.7	2.3	6.9	-1.5					
前年同期比%	-9.1	-2.9	-2.3	0.5	12.2	4.9	5.5	3.5	-3.4	6.4		-3.4	5.7
消費者物価指数 (1982-1984=100)	256.4	259.4	260.9	263.5	268.8	273.2	278.4	284.6	260.0	276.2		258.8	271.0
前期比年率%	-3.4	4.8	2.2	4.1	8.2	6.7	7.9	9.2					
前年同期比%	0.4	1.2	1.2	1.9	4.8	5.3	6.7	8.0	1.2	6.2		1.2	4.7
生産者物価指数 (最終需要、09/11=100)	117.1	118.4	119.5	122.1	125.2	128.4	131.1	135.2	119.3	130.0		118.4	126.7
前期比年率%	-5.2	4.6	3.8	8.8	10.8	10.5	8.7	13.1					
前年同期比%	-1.1	-0.1	0.8	2.9	7.0	8.5	9.6	10.7	0.6	9.0		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	1.94	0.88	1.60		0.89	1.44
3. 日本経済													
名目政府最終消費支出 (兆円)	111.6	114.5	114.5	114.2	115.6	117.8	116.9	118.5	113.7	117.2		113.2	116.2
前期比年率%	-1.5	10.7	0.0	-1.0	5.1	7.8	-3.1	5.6					
前年同期比%	0.5	2.5	1.9	2.0	3.4	3.0	2.1	3.9	1.7	3.1		1.7	2.6
名目公的固定資本形成 (兆円)	30.4	30.7	31.1	31.3	30.5	29.6	28.6	27.7	30.9	29.0		30.4	30.0
前期比年率%	10.6	4.2	6.1	2.7	-10.2	-10.6	-13.6	-11.7					
前年同期比%	5.4	5.5	5.5	5.5	0.3	-3.0	-8.0	-11.9	5.5	-6.3		4.7	-1.4
為替レート (円/ドル)	107.6	106.1	104.5	105.9	109.4	110.1	113.7	116.2	106.0	112.3		106.8	109.8
(円/ユーロ)	118.7	124.6	124.5	128.5	132.4	129.9	130.6	131.6	124.1	131.1		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%	3.9	3.8	3.1	3.5	3.6	3.4	3.5	3.4		3.6	3.5	3.6	3.5
原油価格 (WTI、\$/bbl)	110.0	119.4	119.4	119.4	119.4	119.4	119.4	119.4		117.1	119.4	111.0	119.4
前年同期比%	66.3	69.3	54.9	25.7	8.5	0.0	0.0	0.0		51.6	2.0	62.9	7.6
2. 米国経済													
実質GDP (10億ドル、2012年連鎖)	19,880	19,996	20,100	20,200	20,294	20,381	20,464	20,565		20,044	20,426	19,927	20,335
前期比年率%	3.1	2.4	2.1	2.0	1.9	1.7	1.6	2.0					
前年同期比%	2.6	2.7	1.5	2.4	2.1	1.9	1.8	1.8		2.3	1.9	2.6	2.0
消費者物価指数 (1982-1984=100)	290.4	294.1	296.5	298.8	301.2	303.4	305.7	307.6		294.9	304.5	291.4	302.3
前期比年率%	8.4	5.1	3.4	3.1	3.3	2.9	3.1	2.5					
前年同期比%	8.1	7.7	6.5	5.0	3.7	3.2	3.1	2.9		6.8	3.2	7.5	3.7
生産者物価指数 (最終需要、09/11=100)	138.6	140.2	141.3	142.4	143.6	144.6	145.7	146.7		140.6	145.1	138.8	144.1
前期比年率%	10.4	4.8	3.3	3.1	3.2	2.9	3.1	2.6					
前年同期比%	10.6	9.2	7.8	5.4	3.6	3.1	3.1	3.0		8.2	3.2	9.5	3.8
FFレート (期末、%)	1.50	2.50	2.75	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00		3.00	3.00	2.75	3.00
10年物国債利回り (%)	2.86	2.99	3.07	3.11	3.14	3.16	3.17	3.18		3.01	3.16	2.72	3.14
3. 日本経済													
名目政府最終消費支出 (兆円)	118.7	120.1	118.4	117.1	116.1	116.3	116.6	116.9		118.6	116.5	118.9	116.5
前期比年率%	0.6	5.0	-5.6	-4.5	-3.4	1.0	1.0	1.0					
前年同期比%	2.7	1.9	1.3	-1.3	-2.3	-3.2	-1.5	-0.1		1.2	-1.8	2.4	-2.0
名目公的固定資本形成 (兆円)	27.7	27.9	28.2	28.4	28.6	28.7	28.8	28.9		28.1	28.7	27.9	28.6
前期比年率%	0.2	3.4	4.0	2.9	2.0	1.6	1.4	1.0					
前年同期比%	-9.0	-5.9	-1.3	2.8	3.0	2.7	2.0	1.4		-3.0	2.2	-7.1	2.6
為替レート (円/ドル)	129.2	132.6	132.6	132.6	132.6	132.6	132.6	132.6		131.8	132.6	127.7	132.6
(円/ユーロ)	138.1	142.0	142.0	142.0	142.0	142.0	142.0	142.0		141.0	142.0	138.4	142.0

(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。