

2022年9月8日 全71頁

# 第214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
金融調査部	主任研究員	是枝 俊悟
	研究員	藤原 翼

## 第214回日本経済予測（改訂版）

景気下振れリスクが高まる中で経済正常化は進むか  
①資産所得倍増、②黒田日銀の課題、③米国景気後退、を検証

実質 GDP：2022年度+2.6%、2023年度+1.8%  
名目 GDP：2022年度+3.1%、2023年度+2.7%

\* 金融調査部兼任

## 第 214 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+2.6%、23 年度+1.8%:**本予測のメインシナリオでは、新型コロナウイルスの感染症法上の扱いの見直しや、ワクチン追加接種の効果などもあって経済活動の正常化が進展すると想定の下、実質 GDP 成長率は 22 年度で+2.6%、23 年度で+1.8%と見込む。輸出を中心に下振れリスクが大きいものの、①日本人のサービス消費、②インバウンド消費、③自動車生産、の 3 つの回復余地の大きさなどから、厳しい外部環境が続く中でも比較的高いプラス成長が続く見込みだ。自動車向けの半導体不足は 2023 年中に解消すると見込まれ、コロナ関連の制度見直しや新型ワクチンの普及は旅行や外食、娯楽などの需要を底上げするだろう。
- (2) **論点①:「資産所得倍増プラン」の具体策と期待される効果:**日本の家計は 2,000 兆円超の金融資産を保有しているものの有価証券保有が少ないため、資産所得による可処分所得の押し上げ効果が諸外国に比べて小さい。「資産所得倍増プラン」は資産所得面からも「成長と分配の好循環」を目指す施策として評価できる。仮に 5 年間で「現役期の中間層」の資産所得の倍増を目指す NISA の抜本的拡充策を行うと、新たに 720 万世帯が 1 世帯あたり年 11.7 万円の資産所得を得て、GDP を 0.2%程度押し上げる可能性がある。
- (3) **論点②:10 年目を迎えた日銀の「量的・質的金融緩和」の成果と課題:**「量的・質的金融緩和」の導入後、日本銀行は金融緩和を粘り強く続けてきた。現在の枠組みであるイールドカーブ・コントロールは 2017~19 年度の 3 年間で実質 GDP を 13 兆円、CPI を 0.4%押し上げた試算される。当面は比較的大きな政策効果を発揮するだろう。しかし、物価安定目標の達成には至っておらず、出口への道筋の不透明性など課題は多い。出口戦略を円滑に進めるためには政府の財政再建も重要であり、政府との共同声明に立ち返って「持続可能な財政構造」を確立することが求められる。また、低金利の長期化が産業の新陳代謝の低下を通じて潜在成長率を押し下げるリスクにも注意が必要だ。
- (4) **論点③:米中経済減速リスク:**日本経済のリスクとして、①米国の景気後退、②中国での再ロックダウンに注意が必要である。NBER の基準に照らせば、現状、米国は景気後退に陥っているとは言い難い。当社のメインシナリオでは米国の景気後退入りは回避されると見込んでいるが、FRB がインフレ抑制を優先し、金融引き締めを継続すれば、2023 年前半にも景気後退に陥る可能性が高まるだろう。中国の再ロックダウンは、輸出の減少および供給制約によって日本経済を下押しする。もっとも供給制約による影響は一時的である可能性が高く、ロックダウン解除後は挽回生産が期待される。仮に中国が 2022 年 10-12 月期に再びロックダウンを実施した場合、中国の需要減少によって、2022 年の日本の実質 GDP 成長率は 0.5%pt 程度下押しされるとみられる。
- (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+2.3%に高まる。ただし、こうした影響が一部剥落する 23 年度には同+1.3%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+2.0%、23 年度+3.8%と想定。
- (2) 為替レートは 22 年度 138.9 円/ドル、23 年度 143.8 円/ドルとした。
- (3) 原油価格(WTI)は 22 年度 90.9 ドル/バレル、23 年度 81.9 ドル/バレルとした。
- (4) 米国実質 GDP 成長率(暦年)は 22 年+1.7%、23 年+0.9%とした。

## 第214回日本経済予測改訂版（2022年9月8日）

	2021年度	2022年度 (予測)	2023年度 (予測)	2021暦年	2022暦年 (予測)	2023暦年 (予測)
<b>1. 主要経済指標</b>						
名目GDP成長率	1.3	3.1	2.7	0.8	2.2	3.2
実質GDP成長率（2015暦年連鎖価格）	2.3	2.6	1.8	1.7	2.0	2.2
内需寄与度	1.5	2.8	1.5	0.6	2.3	2.0
外需寄与度	0.8	-0.1	0.2	1.0	-0.3	0.3
GDPデフレーター	-1.0	0.5	0.9	-0.9	0.2	1.0
鉱工業生産指数上昇率	5.7	1.9	4.8	5.6	0.4	5.8
第3次産業活動指数上昇率	2.3	4.8	2.7	1.4	3.2	4.2
国内企業物価上昇率	7.3	6.8	0.9	4.8	8.0	2.0
消費者物価上昇率（生鮮食品除く総合）	0.1	2.3	1.3	-0.2	2.0	1.5
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	0.23	0.24	0.07	0.22	0.24
国際収支統計						
貿易収支（兆円）	-1.6	-11.7	-9.9	1.7	-11.5	-10.7
経常収支（億ドル）	1,126	494	584	1,411	551	566
経常収支（兆円）	12.7	6.9	8.4	15.5	7.2	8.1
対名目GDP比率	2.3	1.2	1.5	2.8	1.3	1.4
<b>2. 実質GDP成長率の内訳 （括弧内は寄与度、2015暦年連鎖価格）</b>						
民間消費	2.6 (1.4)	3.8 (2.1)	1.8 (1.0)	1.3 (0.7)	3.4 (1.8)	2.5 (1.4)
民間住宅投資	-1.6 (-0.1)	-3.6 (-0.1)	1.0 (0.0)	-1.9 (-0.1)	-4.1 (-0.2)	0.9 (0.0)
民間設備投資	0.6 (0.1)	4.0 (0.6)	5.0 (0.8)	-0.9 (-0.1)	1.9 (0.3)	5.6 (0.9)
政府最終消費	2.0 (0.4)	1.5 (0.3)	-2.8 (-0.6)	2.1 (0.4)	1.9 (0.4)	-2.2 (-0.5)
公共投資	-7.5 (-0.4)	-1.6 (-0.1)	3.0 (0.2)	-2.6 (-0.1)	-6.5 (-0.4)	3.9 (0.2)
財貨・サービスの輸出	12.5 (2.0)	3.6 (0.7)	4.0 (0.8)	11.8 (1.8)	3.6 (0.7)	4.2 (0.9)
財貨・サービスの輸入	7.2 (-1.2)	4.1 (-0.8)	2.5 (-0.6)	5.1 (-0.8)	5.3 (-1.0)	2.6 (-0.6)
<b>3. 主な前提条件</b>						
<b>(1) 世界経済</b>						
主要貿易相手国・地域経済成長率	5.7	3.0	3.0	6.2	3.1	3.1
原油価格（WTI、\$/bbl）	77.2	90.9	81.9	68.1	94.2	81.9
<b>(2) 米国経済</b>						
米国の実質GDP成長率（2012暦年連鎖価格）	6.4	1.1	1.0	5.7	1.7	0.9
米国の消費者物価上昇率	6.2	7.5	3.4	4.7	8.1	4.1
<b>(3) 日本経済</b>						
名目公共投資	-4.3	2.0	3.8	-0.3	-2.5	5.1
為替レート（円/ドル）	112.3	138.9	143.8	109.8	132.0	143.8
（円/ユーロ）	131.1	141.6	143.9	130.3	138.5	143.9

(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 (9月8日)		前回予測 (8月19日)		前回との差	
	2022年度	2023年度	2022年度	2023年度	2022年度	2023年度
<b>1. 主要経済指標</b>						
名目GDP成長率	3.1	2.7	3.1	2.7	0.0	-0.0
実質GDP成長率(2015暦年連鎖価格)	2.6	1.8	2.6	1.8	-0.0	-0.1
内需寄与度	2.8	1.5	2.9	1.6	-0.1	-0.0
外需寄与度	-0.1	0.2	-0.2	0.3	0.1	-0.0
GDPデフレーター	0.5	0.9	0.5	0.9	0.0	0.0
鉱工業生産指数上昇率	1.9	4.8	1.8	4.9	0.1	-0.1
第3次産業活動指数上昇率	4.8	2.7	4.8	2.7	0.0	0.0
国内企業物価上昇率	6.8	0.9	7.5	1.1	-0.8	-0.2
消費者物価上昇率(生鮮食品除く総合)	2.3	1.3	2.1	1.3	0.2	-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	0.23	0.24	0.20	0.18	0.04	0.06
国際収支統計						
貿易収支(兆円)	-11.7	-9.9	-11.9	-10.1	0.2	0.2
経常収支(億ドル)	494	584	495	602	-0	-18
経常収支(兆円)	6.9	8.4	6.6	8.1	0.3	0.3
対名目GDP比率	1.2	1.5	1.2	1.4	0.0	0.0
<b>2. 実質GDP成長率の内訳 (2015暦年連鎖価格)</b>						
民間消費	3.8	1.8	4.1	1.8	-0.3	0.0
民間住宅投資	-3.6	1.0	-3.6	1.0	-0.0	0.0
民間設備投資	4.0	5.0	3.8	5.3	0.2	-0.2
政府最終消費	1.5	-2.8	1.3	-2.8	0.1	0.0
公共投資	-1.6	3.0	-1.7	3.0	0.0	0.0
財貨・サービスの輸出	3.6	4.0	3.7	4.0	-0.0	0.0
財貨・サービスの輸入	4.1	2.5	4.5	2.4	-0.3	0.1
<b>3. 主な前提条件</b>						
(1) 世界経済						
主要貿易相手国・地域経済成長率	3.0	3.0	3.0	3.0	-0.0	0.0
原油価格(WTI、\$/bbl)	90.9	81.9	94.3	88.1	-3.4	-6.2
(2) 米国経済						
米国の実質GDP成長率(2012暦年連鎖価格)	1.1	1.0	1.0	1.0	0.1	0.0
米国の消費者物価上昇率	7.5	3.4	7.5	3.4	0.0	0.0
(3) 日本経済						
名目公共投資	2.0	3.8	2.2	3.8	-0.2	-0.1
為替レート(円/ドル)	138.9	143.8	133.8	135.1	5.1	8.7
(円/ユーロ)	141.6	143.9	137.9	137.5	3.7	6.4

(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	厳しい外部環境下でも3つの「伸びしろ」が景気を下支え.....	8
2.2	半導体不足は解消しつつあるのか?.....	18
2.3	ウィズコロナに向けた消費行動の正常化の課題.....	22
3.	論点①:「資産所得倍増プラン」の具体策と期待される効果.....	26
3.1	家計の過少な有価証券保有と「貯蓄から投資へ」の意義.....	26
3.2	中間層の資産所得倍増のためのNISA抜本的拡充策と試算.....	28
3.3	「資産所得倍増プラン」による経済効果と課題.....	34
4.	論点②:10年目を迎えた日銀の「量的・質的金融緩和」の成果と課題.....	38
4.1	各種「量的・質的金融緩和」の振り返りと直面する課題.....	38
4.2	イールドカーブ・コントロールの政策効果.....	41
4.3	日銀の金融政策の中長期的課題.....	43
5.	論点③:米中経済減速リスク.....	48
5.1	米国の景気後退入りリスク.....	48
5.2	中国での再ロックダウン.....	52
6.	マクロリスクシミュレーション.....	56
6.1	円高.....	56
6.2	原油高騰.....	57
6.3	世界需要の低下.....	57
6.4	金利上昇.....	57
7.	四半期計数表.....	59

# 第 214 回日本経済予測（改訂版）

## 景気下振れリスクが高まる中で経済正常化は進むか

### ①資産所得倍増、②黒田日銀の課題、③米国景気後退、を検証

#### 1. はじめに

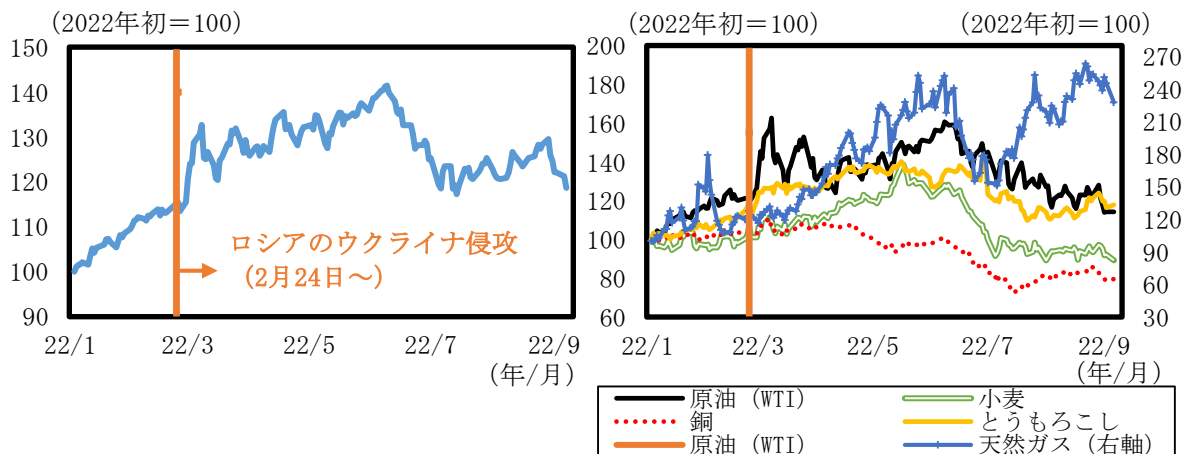
神田 慶司

日本及び世界経済を圧迫してきた資源高に変化が見られるようになった。国際商品市況の主要指数である CRB 指数は、2022 年 2 月 24 日のロシアによるウクライナ侵攻後に一段と上昇したが、6 月初めにはその動きが一服した（**図表 1-1 左**）。ロシアの影響を特に受けやすい天然ガスの価格は 9 月 6 日時点で高止まりしているものの、原油やトウモロコシは侵攻前の水準付近まで低下し、銅や小麦は侵攻前の水準を大幅に下回る（**図表 1-1 右**）。

資源価格低下の主因は世界的な需要の減少だろう。新興国や米欧先進国などの中央銀行は記録的なインフレに歯止めをかけるため積極的な金融引き締めを行っている。米国の国債市場では連邦準備制度理事会（FRB）の大幅な利上げによる景気後退懸念が強まり、6 月半ばに 3.5% 程度まで上昇した 10 年債利回りは 8 月初めに 2.5% 程度まで低下した。短期金利が長期金利を上回る「逆イールド」の状況が続いている。その後は FRB 高官のタカ派的な発言もあって米国金利が上昇し、ドル円レートは一時 144 円/ドル台に乗せた。他方、世界的な需要減少の影響はパソコンやスマートフォンにも及び、同製品向けの半導体の在庫が積み上がっている。

資源高が落ち着き、急速に進んだ円安が修正され、自動車の半導体不足が緩和すれば日本経済にとっては追い風だ。だが世界景気が大幅に悪化すれば、輸出の減少などを通じて日本も厳しい経済環境下に置かれる。当面は米国の景気が「ソフトランディング（軟着陸）」するかどうかや、中国の「ゼロコロナ」政策の影響、ウクライナ危機の動向などを注視する必要がある。

図表 1-1：CRB 指数（左）と主な資源価格（右）の 2022 年初からの推移



(注) CRB指数は19品目からなる商品先物指数。右図は全て現物価格。

(出所) Commodity Research Bureau、Financial Times、Wall Street Journal、米国エネルギー情報局、Haver Analyticsより大和総研作成

日本では7月に入り、新型コロナウイルスの感染「第7波」が発生した。全国の1日あたり新規感染者数は過去最多を大幅に更新したが、重症者数は比較的低位にある。米欧はコロナ規制や水際対策をほぼ撤廃し、ウィズコロナへと舵を切った。日本でも今回は政府による行動制限がなく、新型コロナウイルスの感染症法上の扱いの見直しについて議論が始まっている。

**第2章**で述べるように、本予測のメインシナリオでは、新型コロナウイルスの感染症法上の扱いの見直しやワクチンの追加接種、経口治療薬の普及などにより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年度で前年比+2.6%、2023年度で同+1.8%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、①日本人のサービス消費、②訪日外客（インバウンド）消費、③自動車生産、の3つの回復余地の大きさなどから、厳しい外部環境が続く中でも2023年度にかけて比較的高いプラス成長が続く見込みである。実質GDPが過去最高水準（2018年4-6月期）を超えるのは2023年4-6月期とみている。消費者物価指数は生鮮食品を除く総合ベース（コアCPI）で、2022年度で前年比+2.3%、2023年度で同+1.3%と見込んでいる。2022年7-9月期の同+2.6%が最も高く、その後は輸入物価高の影響が縮小することで伸び率が低下し、2024年1-3月期で同+0.9%となる見通しである。

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、岸田文雄政権が2022年末に策定する「資産所得倍増プラン」の具体策と課題について検討する。日本の家計は2,000兆円超の金融資産を保有している。だが有価証券保有額が少ないため、資産所得による可処分所得の押し上げ効果は諸外国に比べて小さい。本プランは資産所得面からも「成長と分配の好循環」を目指す施策として評価できる。NISAの抜本的拡充策について、仮に現役期の間層の資産所得を5年間で2倍にすることを目標にすると、現役期の間層の資産所得は世帯あたり年3.8万円増加し、GDPを0.2%程度押し上げる可能性がある。

**第4章**では、「量的・質的金融緩和」の導入から10年近くが経過した日本銀行の金融政策を取り上げる。現在の枠組みであるイールドカーブ・コントロールは2017~19年度の3年間で実質GDPを13兆円、CPIを0.4%押し上げた試算される。当面は比較的大きな政策効果を発揮するだろう。しかしながら2%の物価安定目標の達成の目途は立たず、出口への道筋が不透明であるなど課題は多い。出口戦略を円滑に進めるためには政府の財政再建も重要であり、政府との共同声明に立ち返って「持続可能な財政構造」を確立することが求められる。また、低金利の長期化が産業の新陳代謝の低下を通じて潜在成長率を押し下げるリスクにも注意が必要だ。

**第5章**では、米中景気が大幅に悪化するリスクを検討する。米国の実質GDPは2022年4-6月期に2四半期連続のマイナス成長となったが、実態としては景気拡大局面にあるとみられる。当社では米国景気のソフトランディングをメインシナリオとしているが、FRBがインフレ抑制を優先して金融引き締めを継続すれば、2023年前半にも景気後退に陥る可能性が高まるだろう。一方、仮に中国で2022年10-12月期に感染拡大が深刻化し、再びロックダウン（都市封鎖）が実施されれば、輸出の減少および供給制約を通じて日本経済に下押し圧力がかかる。この場合、2022年の日本の実質GDP成長率は0.5%pt程度低下すると試算される。

## 2. 日本経済のメインシナリオ

神田 慶司・小林 若葉・岸川 和馬・瀬戸 佑基・中村 華奈子

### 2.1 厳しい外部環境下でも3つの「伸びしろ」が景気を下支え

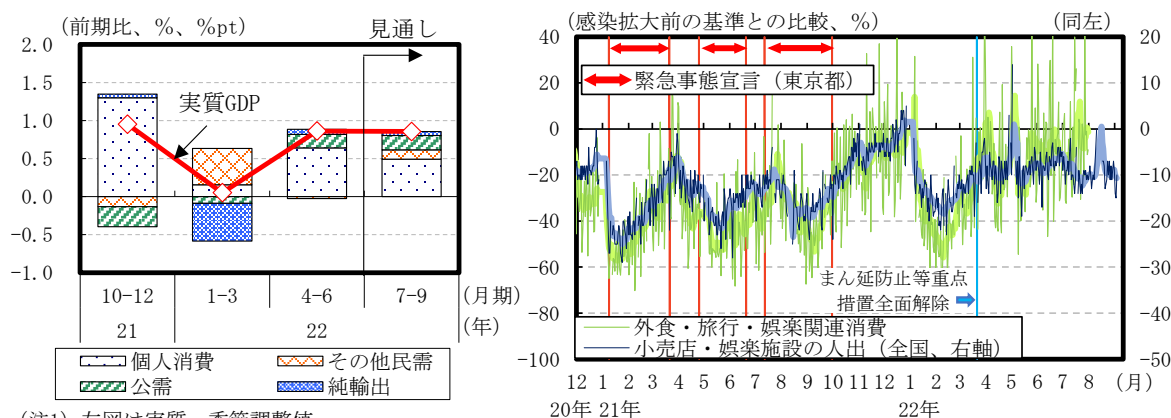
#### 4-6月期の実質GDPは個人消費の増加などにより3四半期連続のプラス成長

2022年4-6月期の実質GDP成長率は前期比年率+3.5%（前期比+0.9%）であった<sup>1</sup>。3四半期連続のプラス成長となり、新型コロナウイルス感染拡大前（2019年10-12月期）の水準を超えた。3月下旬にかけて感染拡大が一服し、まん延防止等重点措置が全面解除されたこともあって経済活動が活発化した。一方、中国の上海市などでのロックダウン（都市封鎖）を受け、自動車・家電を中心に生産や供給が滞るなどの影響が表れた。

需要項目別に見ると、実質GDPをとりわけ押し上げたのが個人消費だ（**図表2-1**）。個人消費は前期比+1.2%と3四半期連続で増加した。感染状況の改善もあって人出が回復し、外食や旅行といったサービスへの支出が増加した（**図表2-2**）。財でも幅広い品目で支出の増加が見られた。同時期の個人消費デフレーターは資源高や円安などの影響で同+1.1%と前期（同+0.9%）から上昇が加速した。結果として実質雇用者報酬は同▲0.9%と2四半期連続で減少したものの、家計は感染拡大後に大幅に積み上がった貯蓄の取り崩しなどにより消費を拡大させたとみられる。

その他の需要項目では設備投資が増加した一方、住宅投資は減少し、民間在庫変動は実質GDP成長率を前期比で0.3%pt押し下げた。公需関連では政府消費、公共投資がともに増加した。外需関連では輸出・輸入ともに増加したが、輸出の増加幅が輸入のそれを上回ったことで、純輸出（外需）の寄与度はプラスに転じた。

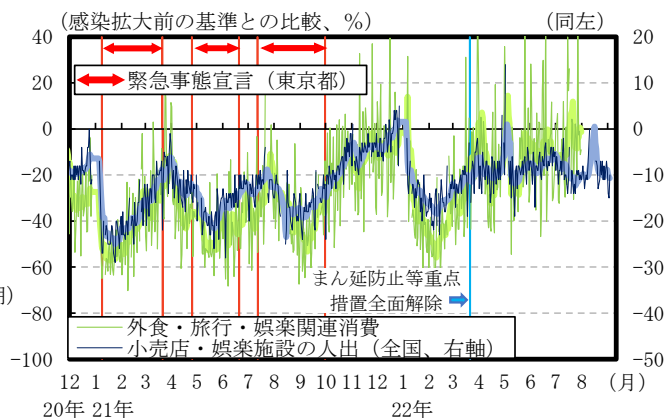
図表 2-1：実質GDP成長率の実績と見通し 図表 2-2：人出と外食・旅行・娯楽関連消費



(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



<sup>1</sup> 詳細は、神田慶司・小林若葉「[2022年4-6月期GDP\(2次速報\)](#)」(大和総研レポート、2022年9月8日)を参照。



## 交易損失の拡大により実質 GDI は 2 四半期連続のマイナス成長

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、4-6 月期の交易条件は前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」<sup>2</sup>は、4-6 月期で▲15.5 兆円と前期からマイナス幅が 4.7 兆円拡大した。この結果、実質 GDP に交易損失を加えた実質 GDI 成長率は前期比年率▲0.0%とわずかながら 2 四半期連続のマイナス成長となった。国内で生み出した所得である実質 GDP は増加したものの、資源高や円安などによって流出額も増加し、家計や企業の所得環境が改善しなかった点には留意が必要だ（ただし実質 GNI は海外からの所得の純受取額が増加したことで同+0.6%）。

## 7-9 月期の実質 GDP は前期比年率+3%台半ばの高成長を見込む

7-9 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率+3.5%と 4 四半期連続のプラス成長を見込んでいる（**前掲図表 2-1**）。国内では 7 月に感染「第 7 波」が発生したが、これまでとは異なり、政府による行動制限がないこともあって人出の落ち込みは小さい（**前掲図表 2-2**）。

夏休みの旅行は好調だったようだ。お盆期間（8 月 6～16 日）における全日本空輸（ANA）と日本航空（JAL）の国内線利用者の合計は、感染拡大前の 2019 年比で約 8 割の水準まで回復した。7 月 29 日に発表した予約者数から両社とも 1 割近く増えたという。足元では感染状況の改善が続いていることから、サービス消費は 7-9 月期も増加すると見込んでいる。また中国の上海市などでのロックダウンの影響の剥落により、耐久財消費や企業の機械投資、輸出などが押し上げられるだろう。

## ウクライナ危機と感染状況に関連する主な想定

今後の経済見通しは引き続きウクライナ危機と新型コロナウイルスの感染状況に大きく左右される。ウクライナ危機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、新たな変異株が世界的に流行して重症者数が急増すれば、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ですが、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。

ウクライナ危機は予測期間中（2024 年 1-3 月期まで）に収束せず、対ロ経済制裁は継続する。エネルギー調達の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ロ貿易は縮小するが、貿易先の見直しなどが日本経済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、原油価格は WTI ベースであれば 82 ドル/バレルで推移する。

<sup>2</sup> デフレターの基準年（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 : ウクライナ危機と感染状況に関連する本予測の主な想定

		概要
危機 関連 ウ ク ラ イ ナ	対口経済制裁	ウクライナ危機の長期化により <b>対口経済制裁は継続</b>
	対口貿易	<b>段階的に縮小</b> (輸入コストは増加するものの <b>経済活動への影響は限定的</b> )
	資源価格	足元の水準 (WTIであれば <b>82ドル/バレル</b> ) で <b>横ばい</b>
関連 新 型 コ ロ ナ	経済活動への影響	<b>感染症法上の扱いの見直し</b> 、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、感染症対策の継続もあって <b>経済活動の正常化が進展</b>
	旅行支援事業	<b>22年9月末まで「県民割」、その後は23年3月末まで「全国旅行支援」</b> (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	<b>段階的に拡大</b> (23年7-9月期に19年四半期平均並みに回復 ( <b>中国人のみ24年1-3月期</b> ))

(出所) 大和総研作成

感染状況については、新型コロナウイルスの感染症法上の扱いの見直しや、ワクチン追加接種の効果、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比較的低位で推移し、経済活動の正常化が進展すると想定した<sup>3</sup>。報道によると、岸田文雄首相は8月15日に新型コロナ対策の関係閣僚と協議し、新規感染者数における全数把握の見直しの検討に着手するよう指示した。また感染症法上の「2類相当」適用の在り方全般についても、感染「第7波」収束後を見据えて議論を急ぐように求めた。

全都道府県で実施されている旅行代金の割引キャンペーン (県民割) は9月末に期限を迎えるが、本予測のメインシナリオでは10月初めからは「全国旅行支援」<sup>4</sup>が2023年3月末まで実施されると想定した。ただし、感染拡大リスクの高い繁忙期を避けるため、年末年始 (12月下旬から1月上旬) に事業を一時停止する。

訪日外客 (インバウンド) の受け入れは2022年6月10日に再開され、9月7日に水際対策が緩和された。だが、一部の国・地域からのツアー客を対象を絞っており、ビザの取得が引き続き求められる。岸田首相は8月10日の記者会見で、「水際対策についても感染拡大の防止と社会経済活動のバランスを取りながら、他のG7諸国並みに円滑な入国が可能となるよう、緩和の方向で進めていきたい」との考えを示した<sup>5</sup>。こうした状況を踏まえて本予測のメインシナリオでは、観光客の入国要件が緩和され、現在5万人/日の入国者数上限が10-12月期以降も段階的に引き上げられることで、2023年7-9月期にはインバウンドが2019年の四半期平均並みに回復すると想定した。ただし中国人観光客については、「ゼロコロナ」政策の影響で回復が鈍いとみられることから、本格回復の時期を他地域より半年遅い2024年1-3月期とした。

<sup>3</sup> 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では想定していない。

<sup>4</sup> 全国旅行支援は2022年7月前半に実施される予定であったが、感染「第7波」の発生を受けて見送られた。これに関して斉藤鉄夫 国土交通大臣は8月15日の記者会見で、「全国旅行支援については、引き続き、今後の感染状況を見極めた上で、感染状況の改善が確認できれば、速やかに実施してまいりたいと思っています。準備はきちんと進めています」(国土交通省ウェブサイト) と述べた。

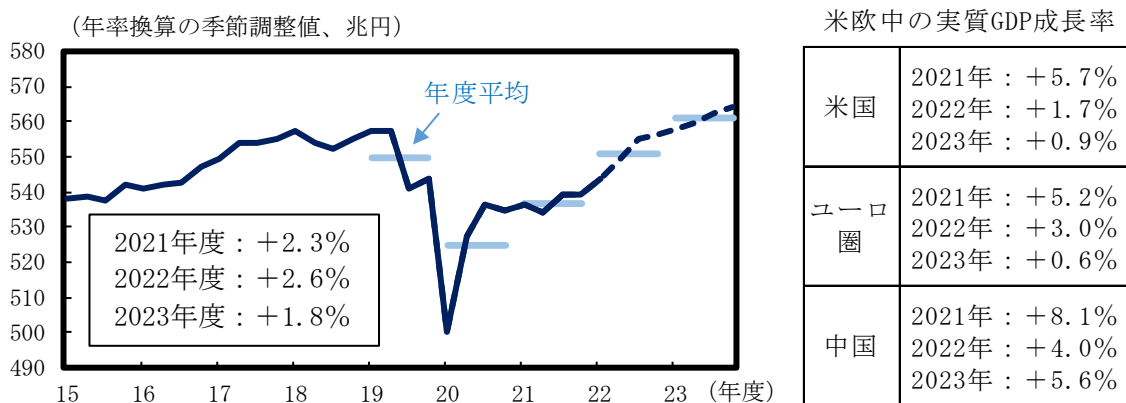
<sup>5</sup> [https://www.kantei.go.jp/jp/101\\_kishida/statement/2022/0810kaiken.html](https://www.kantei.go.jp/jp/101_kishida/statement/2022/0810kaiken.html)

## 海外経済見通しの概要 ～米国の金融引き締めと中国「ゼロコロナ」政策の影響が焦点に

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（9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+1.7%、ユーロ圏で同+3.0%、中国で同+4.0%を見込んでいる。米国は4-6月期の実質 GDP が2四半期連続のマイナス成長になったことに加え、インフレの高進や利上げペースの加速などを受け、6月8日公表の「[第213回日本経済予測\(改訂版\)](#)」（以下、前回予測改訂版）から0.9%pt下方修正した。ユーロ圏は引き続き高インフレやウクライナ危機の影響などが懸念される一方、4-6月期が予想外にプラス成長を維持したことなどから0.2%pt上方修正した。中国は上海市などでのロックダウンにより4-6月期に経済活動が停滞したことなどを踏まえて0.5%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4-6月期の実質 GDP 成長率が前期比年率▲0.6%となった。もっとも、マイナス成長の主因は民間在庫であり、米国経済の屋台骨である個人消費は底堅く推移している。雇用の拡大も続いていることから、2四半期連続のマイナス成長とはなったものの景気後退局面に入ったわけではないだろう。個人消費が財からサービスへと移行する中で意図せざる在庫が増加し、その調整の影響が表れたと考えられる。他方、連邦準備制度理事会（FRB）による利上げや住宅価格上昇の影響で住宅投資が減少したほか、景気悪化への懸念などから設備投資も小幅に減少した。FRBは6月と7月のFOMCで各0.75%ptの利上げを決定したが、インフレ率にこのところ低下の兆しが見られる一方で雇用環境が堅調なことから、9月に0.50%ptか0.75%ptの利上げを実施するとみられる。9月からはバランスシートの縮小（QT）も加速しており、金融引き締めが設備投資や個人消費に与える影響が大きくなるリスクには注意が必要だ。当社では米国景気の減速（ソフトランディング）を見込んでいるが、大幅な悪化（ハードランディング）の可能性も小さくない。米国の景気後退リスクについては第5章で検討する。

ユーロ圏では4-6月期の実質GDP成長率が前期比年率+3.1%と前期から緩やかに加速した。5四半期連続のプラス成長である。国によって景気動向はまちまちだが、高成長となったスペイン、イタリア、フランスが全体を押し上げた。ロシアのウクライナ侵攻によって深刻化した供給制約が緩和されたことなどが背景にある。だが、スペインの高成長はあくまでも欧州中央銀行(ECB)による金融引き締めを控えた駆け込み需要が一因だ。フランスでは在庫要因を除く内需の寄与度がほぼゼロと力強さを欠く内容である。一方、大黒柱のドイツはほぼゼロ成長にとどまった。2022年下半年は記録的なインフレやECBの利上げ、エネルギー調達難などが重しとなり、小幅のマイナス成長となる見込みである。とりわけエネルギー需要が高まる冬期は、天然ガスの不足などによって企業活動が阻害される可能性に注意する必要がある。

中国の4-6月期の実質GDP成長率は前年比+0.4%と前期(同+4.8%)から失速した。前期比年率では▲10.0%と2020年1-3月期(同▲35.3%)以来のマイナス成長であり、「第2次コロナショック」というべき状況となった。中国政府が堅持する「ゼロコロナ」政策に基づき、新規感染者数が急増した上海市や北京市などで実施されたロックダウンが経済活動を強く抑制した。これにより、2022年の政府目標(前年比+5.5%前後)の達成は極めて困難となった。2022年下半年は経済活動の再開や自動車購入補助金などの経済対策によって前年比+5%以上の成長率に回帰すると見込まれる。10月16日から開催される予定である5年に一度の中国共産党大会に向け、更なる景気刺激策が発表される可能性もある。感染爆発リスクが燦る中、景気が本格回復するかどうかが今後も注目されよう。

2023年の実質GDP成長率は米国で前年比+0.9%、ユーロ圏で同+0.6%、中国で同+5.6%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の一股に加え、金融引き締めの悪影響が強まることもあって成長率が同+1%を割り込むとみている。とりわけユーロ圏では、2022年後半からECBによる利上げの本格化が見込まれるほか、経済制裁に対するロシアの報復措置(天然ガスの全面的な供給停止など)の可能性もあり、景気下振れのリスクが大きい。

### 日本の実質GDPは経済正常化の進展で高めのプラス成長が続く見込み

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年度で前年比+2.6%、2023年度で同+1.8%と見込んでいる(前掲図表2-4)。実質GDPが過去最高水準(2018年4-6月期)を上回るのは2023年4-6月期とみている。

2022年度の成長率見通しは前回予測改訂版から0.2%pt下方修正した。経済活動の正常化の進展や追加の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改訂版と同様だが、感染「第7波」の発生を受け、7-9月期における個人消費の回復ペースを前回予測改訂版から下方修正した。加えて、海外経済見通しの悪化を受けて輸出や設備投資を下方修正した。

2023年度の成長率見通しは前回予測改訂版から0.1%pt下方修正した。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る。これを除いた成長率は前年比+0.8%にとどまる。実態としては緩やかな成長になるだろう。

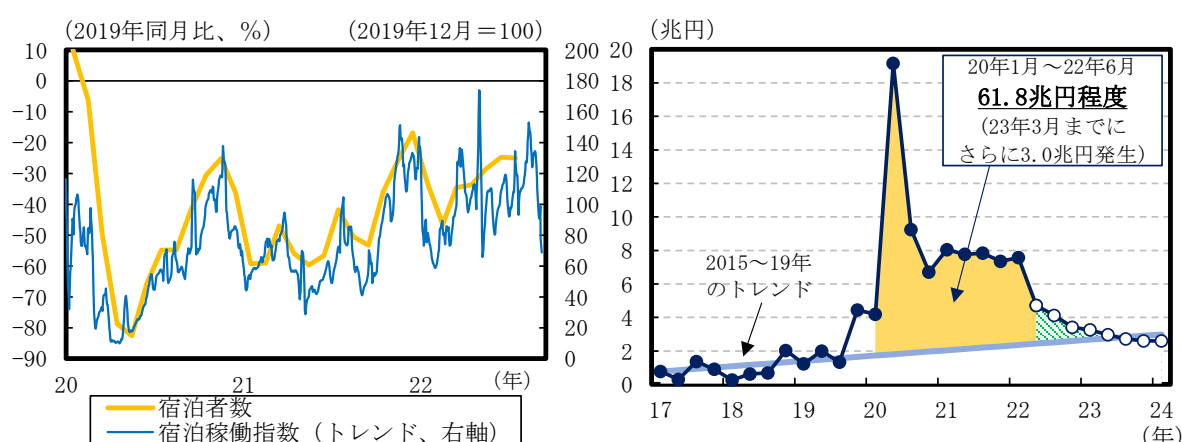
日本経済は輸出を中心に下振れリスクが大きいものの、主要先進国に比べて経済活動の正常化が遅れており、①日本人のサービス消費、②インバウンド消費、③自動車生産、の3つの回復余地が大きい（①については**本章 3 節**、②については**本節**、③については**本章 2 節**で取り上げる）。ウクライナ危機の長期化や世界経済の悪化など厳しい外部環境が続く中でも、国内の経済活動の正常化の進展に伴ってこれら3つの「伸びしろ」が景気を下支えするだろう。

### 個人消費は旅行需要の回復がけん引する形で GDP を押し上げる見込み

2022年度はとりわけ個人消費がGDPを大きく押し上げるだろう。経済活動の正常化の進展で旅行などのサービス消費がけん引するとみられる。7月の人出は感染「第7波」の影響で減少し、8月前半に下げ止まった。この間、宿泊者数に連動する日次データの宿泊稼働率は堅調に上昇している（**図表 2-5 左**）。前述したように、お盆期間の旅客数はANA、JALともに好調だった。感染が拡大する中でも、行動制限がないことで旅行需要が回復しやすかったとみられる。本予測のメインシナリオでは、全国旅行支援が2022年10月初めから年末年始を除いて2023年3月末まで実施されると想定しており、旅行や交通関連の需要を一段と刺激するだろう。一方でテーブルチェックによると、飲食店の1店舗あたりの来店者数は7月に2019年比の減少率が拡大したが、8月に持ち直した。外出需要は感染状況の改善に伴って徐々に回復することが見込まれる。ウィズコロナに向けた消費行動の正常化の課題については**本章 3 節**で検討している。

**本章 2 節**で述べるように、自動車を中心に生産を抑制している半導体不足は2022年秋から緩和し、2023年中に解消する見込みだ。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）需要の発現で耐久財消費が大幅に増加し、設備投資や輸出も押し上げるとみられる。

図表 2-5：宿泊者数・宿泊稼働率の推移（左）、フローベースの家計貯蓄の推移（右）



（注1）宿泊稼働指数=100-((当日の空室数-過去2年間の最小空室数)/(過去2年間の最大空室数-過去2年間の最小空室数)×100)。トレンドは曜日要因・イベント・その他の特殊要因を除いたもの。直近値は2022年9月7日。2020年4～5月は緊急事態宣言の発出に伴い休業した宿泊施設が多かったことから、それぞれ1カ月あたり20日以上空室が提供されている施設のみが対象になっている。

（注2）右図は季節調整値。白抜きは大和総研による見通し。貯蓄=可処分所得-一家計最終消費支出。2015～2019年のトレンドは、消費増税や自然災害の影響を強く受けた2019年10-12月期を除く。

（出所）内閣府、観光庁、九州経済調査協会統計より大和総研作成

物価高は家計の購買力の低下を通じて個人消費を下押ししているが、感染拡大後に積み上がった「過剰貯蓄」がこの影響を緩和している（**図表 2-5 右**）。政府はコロナ対策として各種給付金を大規模に支給した一方、家計は感染症対策としてサービス消費を中心に抑制してきた結果、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 6 月末で約 62 兆円に達したとみられる<sup>6</sup>（**図表 2-5 右**）。これは 2021 年度の個人消費額の 21.3%にあたり、2022 年度の消費者物価指数（CPI）上昇率見通し（前年比+2.4%）を大幅に上回る<sup>7</sup>。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、物価高に対する家計の耐久力は比較的高い状況にある。

### 設備投資は製造業で感染拡大前水準を上回る見込みも、先行き不透明感の強まりには要注意

設備投資は 2022、23 年度のいずれも増加する見込みである。設備投資のうち機械については緩やかに増加するとみている。機械設備投資に半年程度先行する機械受注額は、均して見ると増加傾向にある。ただし、世界経済の先行き不透明感が強まっており、企業の投資意欲に及ぼす影響には注意が必要だ。他方、情報化投資や研究開発投資は底堅く推移するとみられる。

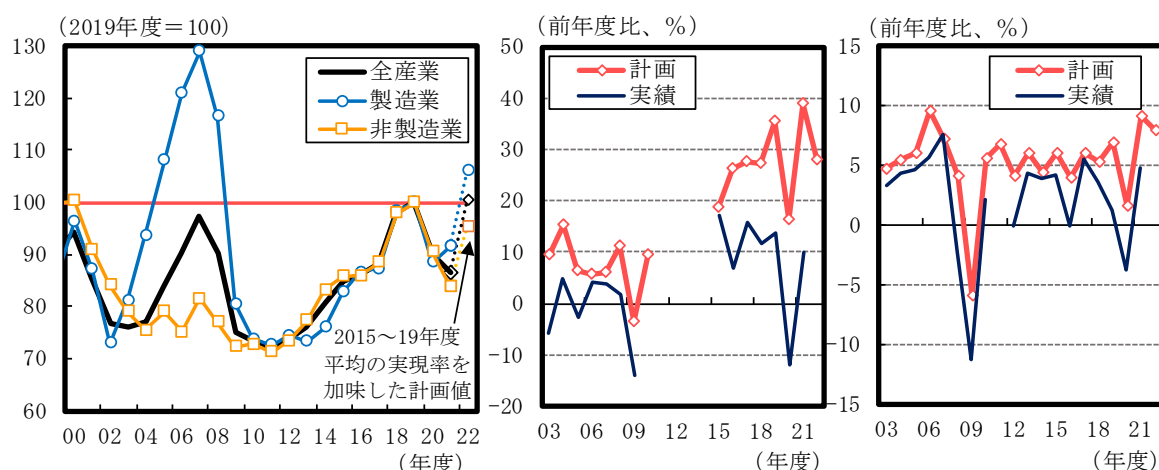
日本政策投資銀行（DBJ）が 8 月 4 日に公表した「2021・2022・2023 年度 全国設備投資計画調査」によると、2022 年度の大企業の設備投資計画は前年度比+26.8%と大幅な増加が見込まれている（**図表 2-6 左**）。例年の実現率（2015～19 年度平均）を加味すると同+16.3%となり、感染拡大前の 2019 年度実績の水準を上回る。製造業では化学や電気機械、自動車などにおいて、半導体需要や自動車の電動化に伴う投資が活発化することで、感染拡大前の投資水準を大きく上回る見込みだ。非製造業では不動産や運輸、建設などが増加に寄与するものの、感染拡大により需要が押し下げられた運輸やサービスの投資水準は十分に回復しない見通しだ。例年の実現率を加味した非製造業全体の投資は感染拡大前の水準を依然として下回る。とはいえ、国内の経済活動の正常化が進めば特に非製造業の設備投資を後押しするため、いずれは能力増強投資などの機械投資が活発化するとみられる。

また、設備投資のうち情報化投資は 2022 年度計画が前年度比+27.9%、研究開発投資は同+7.9%と計画ベースでは比較的高水準を維持している（**図表 2-6 中、右**）。前者はデータ活用や省人化、後者は省エネや再エネなどのグリーン化関連が増加した。デジタル化やグリーン化は世界的な潮流であり、これらに対応するための情報化投資や研究開発投資は当面、安定的に増加するだろう。

<sup>6</sup> 2022 年 4-6 月期の家計貯蓄は、可処分所得が本稿執筆時点で未公表のため大和総研による試算値。

<sup>7</sup> 同様の方法で米欧の「過剰貯蓄」を試算すると、2022 年 6 月末で米国は 302 兆円程度（2021 年の個人消費額対比で 13.3%）、ユーロ圏は 116 兆円程度（同 12.9%）、英国は 48 兆円程度（同 20.4%）であり、いずれも物価高による生計費の増加分を大幅に上回る（直近の市場為替レートで換算した金額で、ユーロ圏と英国の「過剰貯蓄」は 3 月末時点）。

図表 2-6 : 国内設備投資計画の推移 (左 : 全体、中 : 情報化投資、右 : 研究開発投資)



(注) 2011~14年度の情報化投資は調査なし。研究開発費の2012年度以降は連結ベース。2011年度の研究開発費の実績値は調査なし。

(出所) 日本政策投資銀行資料より大和総研作成

### 公需は2022年度に増加、2023年度に減少する見込み

公需は2022年度に増加するものの、2023年度は減少に転じるとみている。このうち政府消費については2022年度に増加するとみている。全国旅行支援が実施されると、その事業費などは政府消費の押し上げ要因となる。また、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。一方、感染拡大が落ち着き、新型コロナウイルスの感染症法上の扱いが見直されれば、コロナ関連支出は減少していくだろう。本予測のメインシナリオでは、2023年1-3月期から2023年7-9月期にかけてコロナ関連支出が減少し、その影響が一服する10-12月期に政府消費は緩やかな増加基調に転じると見込んでいる(2023年度の政府消費は減少する見通し)。

2022年度の公共投資は減少する見込みだ。公共投資は減少が続いていたが、2022年4-6月期に6四半期ぶりに増加した。「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)の執行が押し上げたほか、東日本大震災の復旧・復興工事の実施規模の縮小が一巡した可能性がある。7-9月期以降も5か年加速化対策の執行が下支えして増加基調が続く見込みだが、建設業の人手不足がボトルネックとなり、増加ペースは緩やかになるだろう。

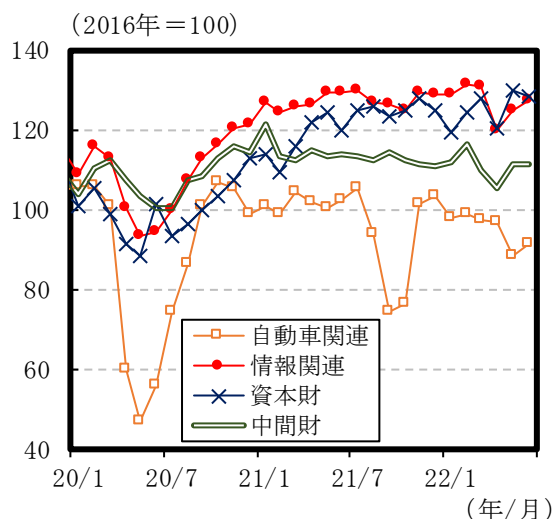
### 輸出は中国の景気回復・半導体不足の緩和・インバウンドの回復で増加基調が続く

2022年4-6月期まで8四半期連続で増加した財輸出は、予測期間を通じて増加基調が続く見込みである。地域別に見ると、とりわけ中国向けが全体を押し上げるだろう。4-6月期の中国向け実質輸出は上海市などでのロックダウンによって前期比▲10.7%と大きく落ち込み、実質GDPを年率換算額で2兆円程度下押ししたと試算される(日本銀行より大和総研試算)。7-9月期は中国の経済活動の再開に伴い、中間財や資本財などで挽回輸出が発生するだろう。その後も景気回復を背景に、同国向け輸出は増加が続くとみている。

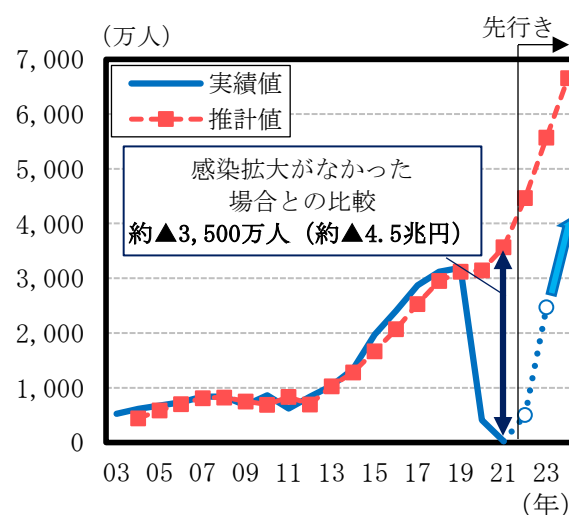
米欧向け輸出は2022年末にかけて横ばい圏で推移する見込みである。米国では高インフレや金融引き締めなどを受け、設備投資や個人消費の減速などが見込まれる。米国向け輸出は資本財、消費財ともにこうした影響を受けるだろう。欧州向けについても、ウクライナ危機の長期化などを受けて現地企業の設備投資意欲が冴えない中、主力の資本財輸出の伸び悩みが続くとみている。他方、**本章2節**で述べるように、世界的な半導体不足は足元で緩和しつつある。供給制約が解消するとみられる2023年は、米欧におけるペントアップ需要の発現が同国・地域向けの輸出を押し上げるだろう。中でも、低水準にある自動車輸出は半導体不足の緩和による回復余地が大きい（**図表2-7**）。2023年の米欧向け輸出は自動車関連財がけん引することで緩やかな増加基調に転じるとみている。ただし、前述したように米欧中経済はいずれも先行き不透明感が強い。当該国・地域の景気悪化による財輸出の下振れリスクが大きいことには注意が必要だ。

サービス輸出については、インバウンドの受け入れ拡大が押し上げ要因となるだろう。前述したように水際対策は9月7日に緩和されたが、それでも他のG7諸国に比べればかなり厳しい。1日あたり5万人の入国者数上限があり、受け入れ対象はツアー客に限定され、ビザを取得しなければならない。岸田政権は日本の水際対策を他のG7諸国並みに緩和する方向で進める方針である。こうした状況を踏まえて本予測のメインシナリオでは、観光客の入国要件が緩和され、入国者数上限が10-12月期以降も段階的に引き上げられることで、2023年7-9月期には中国以外からの観光客が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「ゼロコロナ」政策の影響を踏まえて2024年1-3月期に回復すると想定）。

図表 2-7：財別の実質輸出指数



図表 2-8：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。

$$\ln(\text{訪日外客数}) = -2.2 + 0.7 \times \ln(\text{1期前の訪日外客数}) + 0.7 \times \ln(\text{実質GDP}) - 0.7 \times \ln(\text{対円実質為替レート}) + 0.2 \times \text{ビザ要因} + \text{固定効果}$$

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



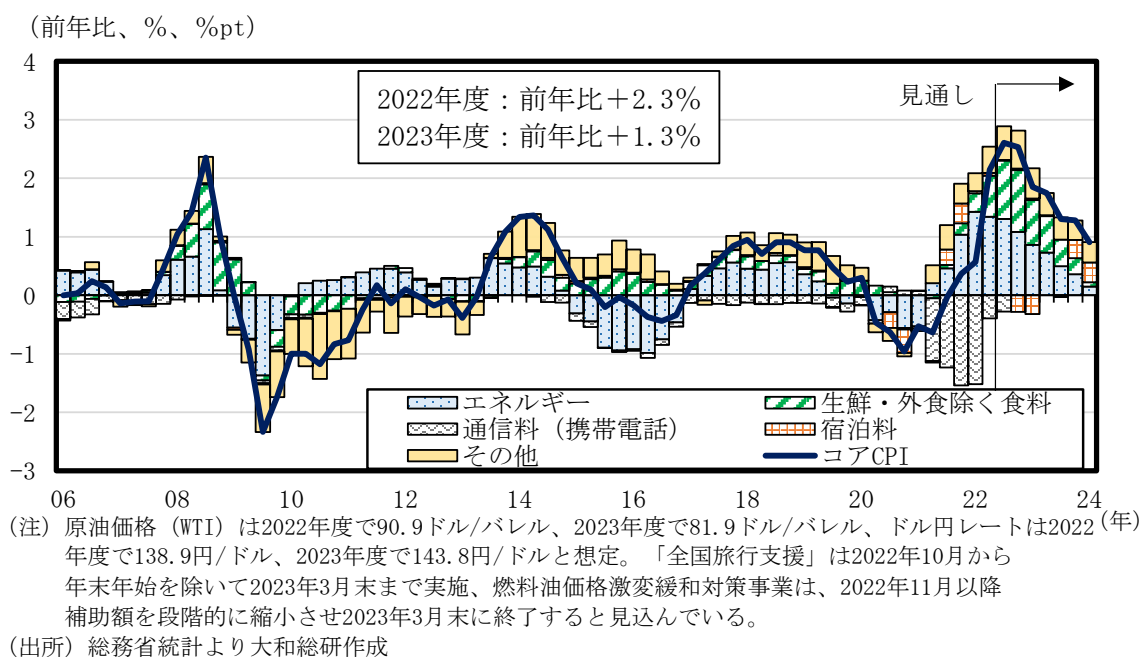
**図表 2-8** ではインバウンドについて、為替レートや出国元の経済規模などとの関係から、感染拡大がなかった場合の推移を推計している。2021年の推計値と実績の乖離は約3,500万人であり、2019年の1人あたり消費額を乗じたインバウンド需要の損失額は約4.5兆円に上る。2022年以降の推計値は円安の効果や出国元の経済成長もあって増加ペースが加速し、2024年で6,500万人（需要額は9.3兆円）を超える。インバウンドの受け入れ再開による景気刺激効果は非常に大きな規模になるといえよう。国際的な人の移動の正常化に伴い、インバウンドは2023年から2024年にかけて急速に回復することが期待される。

### コア CPI は物価高対策の効果が発現するも前年比+2%台後半まで上昇か

CPIは生鮮食品を除く総合ベース（コア CPI）で、2022年度で前年比+2.3%、2023年度で同+1.3%と見込んでいる。四半期別の推移では、2022年7-9月期の同+2.6%が最も高い。その後は政府による物価高対策の効果に加え、輸入物価高の影響が縮小することで伸び率が低下し、2024年1-3月期で同+0.9%となる見通しである（**図表 2-9**）。

輸入物価（円ベース）は国際商品市況の高騰や円安などの影響で前年比+30~40%前後の高い伸びが続いている。足元のCPIに目を向けると、燃料油価格激変緩和対策（いわゆるガソリン補助金制度）などによってエネルギー価格の急騰は抑えられているものの、輸入物価高の影響で食品価格の伸びが加速している。またサービス関連でも、外食や外壁塗装費など輸入物価の影響を受けやすい品目を中心に価格が上昇している。当面は輸入物価高がCPIの主たる押し上げ要因となる構図が続くだろう。

**図表 2-9 : 2023年度までのコア CPI 見通し**



他方、政府は物価高対策を強化する方針である。2022年10月期の輸入小麦の政府売渡価格は2022年4月期の水準から2割程度上昇する可能性があったが、物価高対策の一環として価格を据え置く見通しだ。小麦粉やパン、麺類などでは原材料高に起因する一段の値上げが抑制されるだろう。さらに、9月末で期限を迎える燃料油価格激変緩和対策について政府は、補助額を段階的に縮小しながら12月末まで延長する方針を固めた。

当社の物価見通しでは、輸入小麦の政府売渡価格の据え置きを考慮しつつ、燃料油価格激変緩和対策については補助額を段階的に縮小しながら最終的に2023年3月末まで継続すると想定している。また、2022年度下半期の実施を想定した全国旅行支援はCPIの宿泊料を押し下げるとみられる。こうした政策効果が働くとみられるものの、資源価格や為替レートが足元の水準で推移した場合、コアCPIの前年比は+2%台後半まで上昇するだろう。

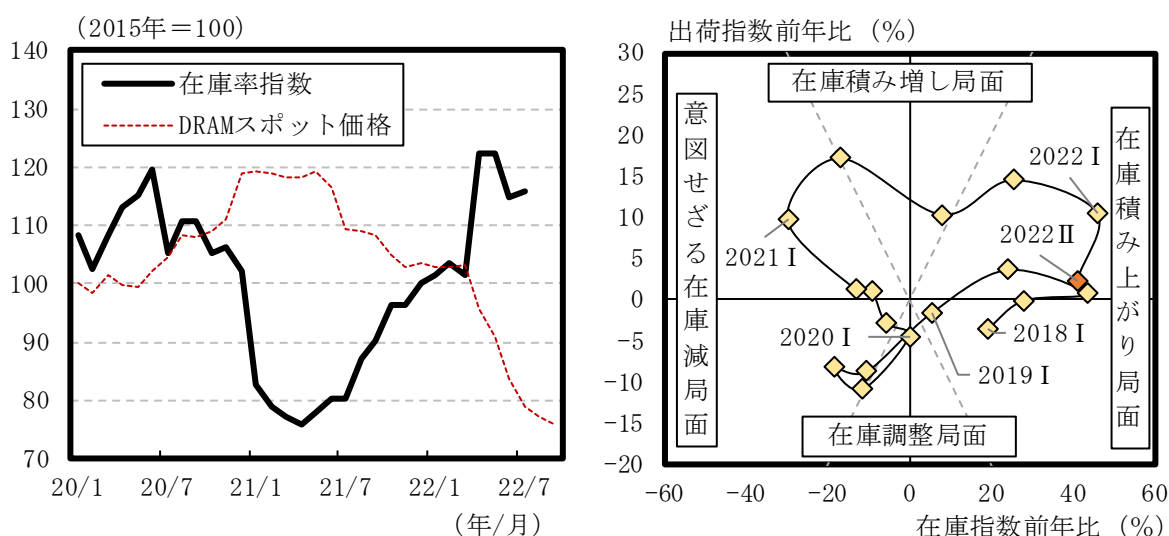
## 2.2 半導体不足は解消しつつあるのか？

### 半導体不足に変調の兆し

2021年以降、相次ぐ自動車の減産が日本経済を下押ししてきた。その最大の要因が車載用半導体の不足だ。感染が世界的に拡大した2020年に、半導体メーカーの生産能力はテレワークや巣ごもり需要に対応するべくパソコンやスマートフォン向けの半導体に振り向けられた。さらに2021年3月のルネサスエレクトロニクス生産子会社の工場火災や、同年夏の東南アジアでの感染拡大により、車載用半導体の供給は一段と減少した。

ところが、足元では半導体不足に変調の兆しが見られる。パソコンやスマートフォン向けの半導体であるDRAMのスポット価格は、2022年に入って大幅に下落した（**図表2-10左**）。サスケハナ・フィナンシャルグループの月次調査によれば、半導体のリードタイム（製品の発注から納品までにかかる時間）は7月に26.9週となり、6月に続いて短縮したという。

**図表2-10：半導体の在庫率とDRAMスポット価格（左）、半導体の在庫循環図（右）**



(注) 左図のDRAMスポット価格は、2022年9月8日までの日次データを各月について平均した数値。

(出所) 経済産業省、財務省、Bloomberg より大和総研作成

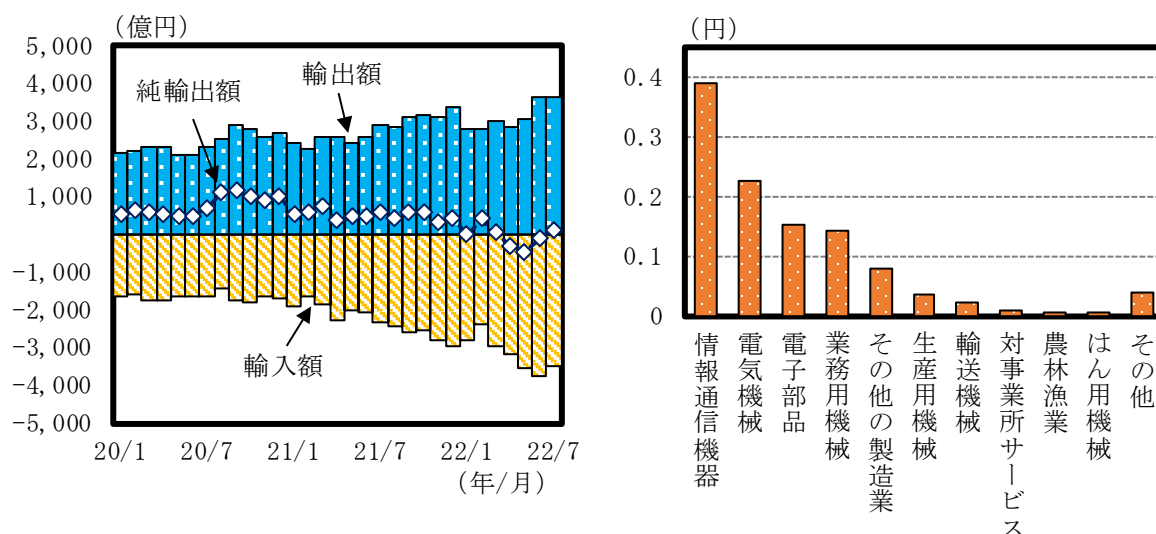
マクロデータでも半導体不足の緩和を示唆しており、鉱工業指数（経済産業省）における半導体<sup>8</sup>の在庫率指数は2021年央に上昇基調へと転じた。また半導体について在庫循環図を作成すると（図表2-10右）、直近値は在庫積み上がり局面に位置する。総じて見れば、半導体需給は緩和しているといえよう。在庫循環のサイクルに従えば、今後は図表2-10右において時計回りに推移するため、2022年後半にかけて在庫が積み上がり、その後は調整局面に移る。すなわち先行きも需給の緩和が継続し、やがて供給過剰による生産調整が行われるということだ。

### 半導体生産が増加する一方で需要が急減

なぜ半導体需給の緩和が進んでいるのだろうか。以下では半導体の需要と供給の分析を通じて、半導体需給の内訳を明らかにする。

半導体の供給額は生産動態統計（経済産業省）で把握できる。需要額は国内と国外に分けて考える必要があるが、このうち国外需要は貿易統計（財務省）から読み取れる（図表2-11左）。足元で半導体輸出は増加傾向にあるものの、それ以上に輸入が増加しており、2022年4月には一時的ながら純輸入に転じた。グローバルな市場で半導体が手に入りやすくなったことから、国外でも半導体の引き合いが弱まっている可能性が示唆される。

図表2-11：半導体の輸出入額（左）、1円分の生産に投入される半導体の金額（右）



(注) 右図は、2015年産業連関表（基本分類）から算出した集積回路の品目別逆行列係数（行）を業種ごとに合計した値。集積回路自体の逆行列係数からは1を引いた。逆行列係数は、取引基本表の行部門の一部を統合して行部門と列部門の部門数を揃え、正方行列に変換することで算出。

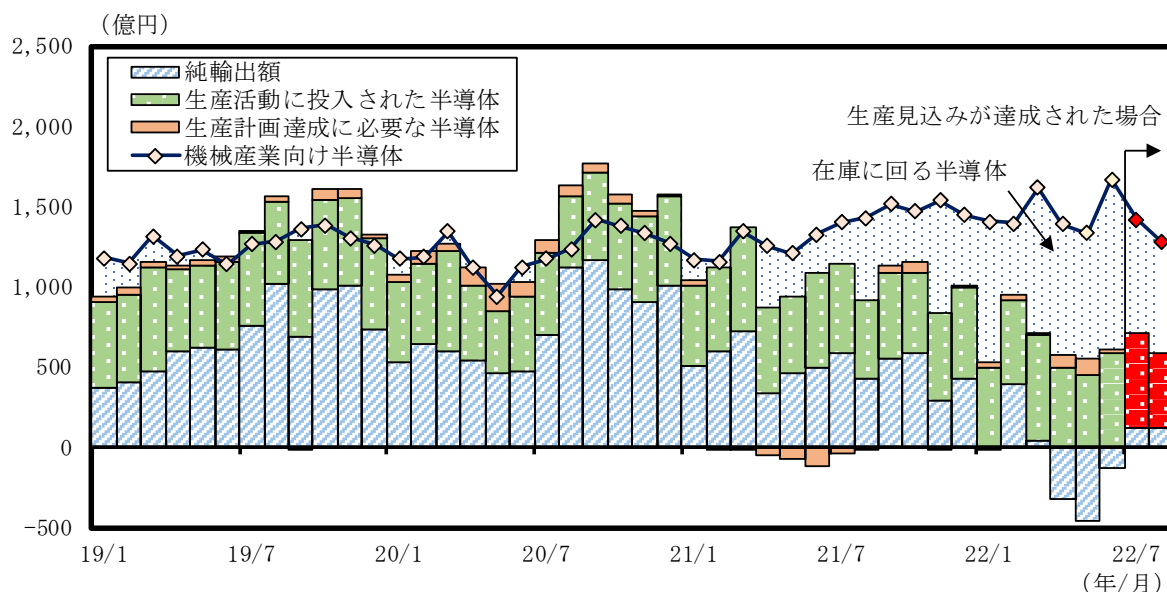
(出所) 総務省、財務省より大和総研作成

<sup>8</sup> 機械類に投入される半導体の多くが集積回路と呼ばれる半導体素子（一般的な半導体の構成要素）の集合体である。本稿では、半導体に関するデータとして主に集積回路の数値を用いる。

国内需要は、半導体を用いる製品の生産水準から逆算する形で試算できる。この試算はやや複雑だが、産業連関表（総務省）における逆行列係数を用いれば各製品に投入される半導体の金額が分かる（図表 2-11 右）<sup>9</sup>。これを生産実績や製造工業生産予測調査（経済産業省）の生産計画と組み合わせることで、国内需要を把握できる。

図表 2-11 右によれば、半導体を多く必要とするのは主に機械産業である。そこで生産用機械工業、汎用・業務用機械工業、電子部品・デバイス工業、電気・情報通信機械工業、輸送機械工業を対象に、上記の半導体需給の試算を行った結果が図表 2-12 だ。積み上げ棒グラフは半導体の需要額、折れ線グラフは供給額をそれぞれ示しており、2020 年前半から 2021 年 3 月までは需給が逼迫していたことが分かる。その後は供給額が需要額を上回るようになり、2022 年以降は両者の乖離幅がさらに拡大した。需要額の内訳を見ると、足元では純輸出額がマイナスに転じて全体を大きく押し下げているほか、国内需要も盛り上がり欠ける。実際に生産活動に投入された半導体と、製造工業生産予測調査の生産計画が仮に実現していれば追加的に必要だった半導体を合わせても、半導体需要は供給を下回っていたようだ。この結果、半導体の超過供給分が在庫に回り、前掲図表 2-10 左で示した在庫率指数の上昇をもたらしたと考えられる。

図表 2-12：機械産業における半導体の需要額と供給額



(注 1) 2022 年 8 月以降の数値のうち「集積回路の純輸出額」は直近の実績値から横ばいと仮定した値。その他の項目は製造工業生産予測指数によって延長した値。

(注 2) 「機械産業向け半導体」は、機械産業の逆行列係数が全産業のそれに占める割合に、集積回路の国内生産額を乗じたもの。「生産活動に投入された半導体」は、産業連関表上のはん用機械、生産用機械、業務用機械、電子部品、電気機械、情報通信機器、輸送機械に相当する生産動態統計上の各品目の生産額に、集積回路の逆行列係数を乗じた値の合計。「生産計画達成に必要な半導体」は、上記の試算における生産動態統計の実績値を製造工業生産予測調査の該当業種の生産見込みに置き換えたもの。なお、生産動態統計上に産業連関表と対応する品目がない「武器」「その他の生産用機械」「医療用機械器具」「鋼船」「その他の船舶」「船舶修理」「鉄道車両」「鉄道車両修理」「航空機修理」は試算に含まない。

(出所) 財務省、総務省、経済産業省より大和総研作成

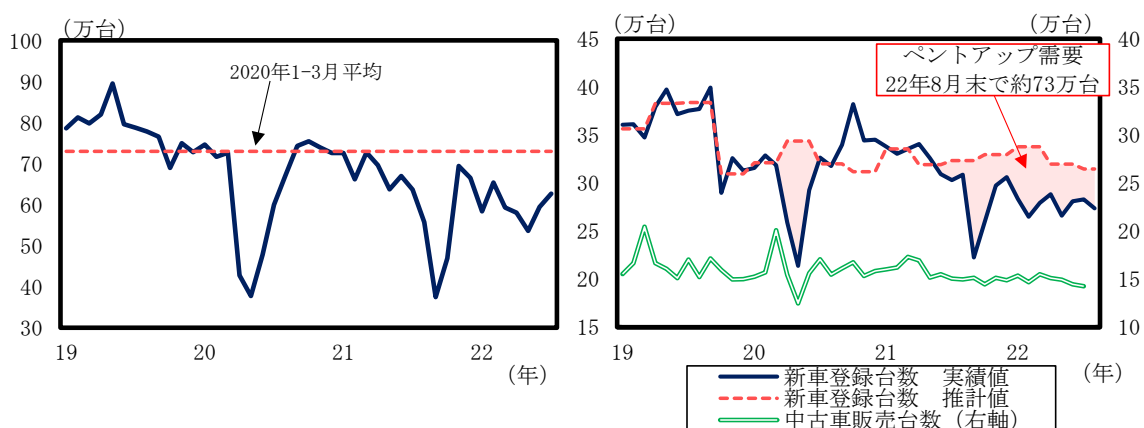
<sup>9</sup> 逆行列係数は「ある製品の需要が 1 単位 (円) 発生したとき、その影響が経済全体に波及して他製品の需要を何単位 (円) 喚起するか」を表す。読み換えれば、「ある製品を 1 円分作る際にどの製品が何円分必要か」を示したものと見える。

## 自動車向けの半導体不足は 2022 年秋から緩和し、2023 年中に解消か

もともと、半導体需給の緩和は主にパソコンやスマートフォン向けで発生している。国内では半導体不足を理由とした自動車減産が続いており、国内のペントアップ需要は 8 月末時点で約 73 万台（金額では 1.8 兆円程度）まで積み上がったと推計される（図表 2-13）。車載用半導体の需給は依然として逼迫しており、ミスマッチが生じているようだ。

足元で半導体の生産が需要を大きく上回る背景には「ブルウィップ効果」と呼ばれる現象があるとみられる。ブルウィップ効果とは、企業が部材を確保するためにサプライヤーに対して必要以上の発注を行い、それを受けたサプライヤーも同様に部材を多めに発注することで、川上に向かって過剰発注が増幅されていく現象だ。このため、ひとたび半導体需給の緩和が意識されると過剰発注のキャンセルが急速に進み、いずれは不足する車載用半導体に生産能力が向きやすくなるとみられる。

図表 2-13：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。

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

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、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

自動車の生産体制が回復すれば、これまでの減産によって蓄積したペントアップ需要の発現もあって自動車生産は急速に増加する可能性がある。自動車業界を担当する大和証券の箱守英治チーフアナリストによれば、「半導体の需給は緩んでいるとみられ、足元では自動車の挽回生産が始まってもし不思議ではない」という。自動車は日本の基幹産業であるのみならず、関連業種が多く経済波及効果が大きい産業だ。半導体不足による供給制約は 2022 年秋から緩和し、2023 年中に解消すると見込まれ、自動車産業の復調が国内景気を下支えするとみている。

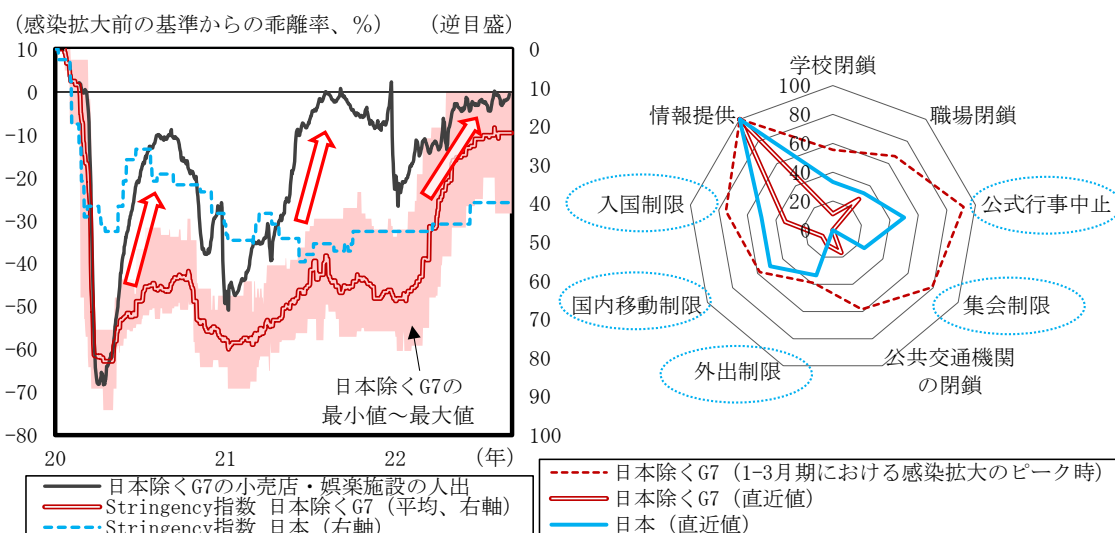
## 2.3 ウィズコロナに向けた消費行動の正常化の課題

### 日本の感染拡大防止策の厳しさは今や主要先進国平均を大きく上回る

**本章 1 節**で述べたように、国内では新型コロナウイルスの感染症法上の扱いの見直しについて議論が始まっている。水際対策についても、岸田政権は他の G7 諸国並みに円滑な入国が可能となるように緩和を進める方針だ。

**図表 2-14 左**では、主要先進国（日本除く G7）と日本の「Stringency 指数」を比較している。Stringency 指数とは、政府による感染拡大防止策の厳しさを数値化したもので、「職場閉鎖」「外出制限」など 9 項目から算出された指数である。0 から 100 で表され、100 に近いほど感染拡大防止策が厳しい。2020 年春以降、主要先進国ではロックダウンなどの厳しい感染拡大防止策が断続的に実施された。しかしながら 2021 年にはワクチンが普及し、重症化率が比較的低いオミクロン株が主流となったことで、主要先進国の感染拡大防止策は 2022 年 2 月頃から急速に緩和された。小売店・娯楽施設の人出も感染拡大前の水準をおおむね回復している（**図表 2-14 左**）。一方、日本の緊急事態宣言などの措置は政府からの要請にとどまるため Stringency 指数の上昇は主要先進国に比べて緩やかだったが、その後も高止まりが続いたことで、直近では主要先進国の平均値を大きく上回る水準にある。

図表 2-14 : 主要先進国と日本の Stringency 指数（左）、Stringency 指数の構成項目の比較（右）



(注1) 小売店・娯楽施設の人出の感染拡大前の基準は2020年1月3日から2月6日の曜日別中央値。

(注2) 右図は一番厳しい状態（または望ましい政策段階）を100%、該当する対策を行っていない場合0%とした。

ドイツは8月8日、英国は8月17日、フランスは8月22日、米国は9月2日、カナダは9月5日、イタリア、日本は9月6日時点。

(出所) オックスフォード大学、Google、CEICより大和総研作成

Stringency 指数の構成項目を見ると、主要先進国では 2022 年 1-3 月期の感染拡大のピーク時から「公式行事中止」「集会制限」「国内移動制限」などの規制が大幅に緩和され、直近ではコロナ規制や水際対策はほぼ撤廃された（**図表 2-14 右**）。日本では「公式行事中止」「集会制限」「外出制限」「国内移動制限」等の規制や推奨が今なお継続していることが主要先進国との違いといえる。また、日本の「入国制限」の数値はさほど高くないが、これは入国者数の上限設定や、一部の国・地域からのツアー客に限定したインバウンドの受け入れといった措置が評価に反映さ



が確認できる。

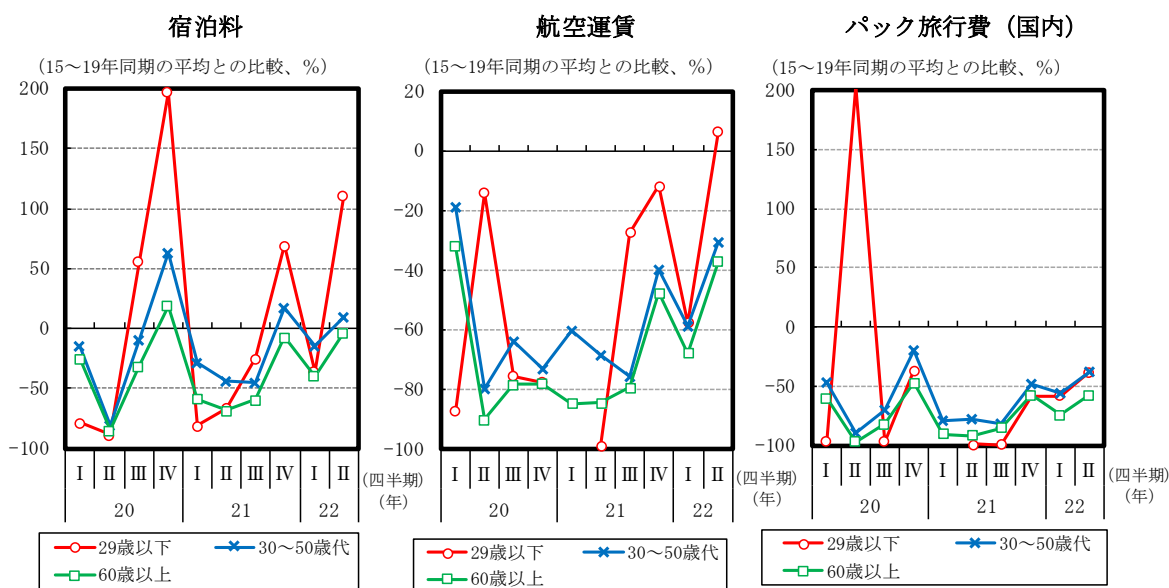
縦軸を見ると、ほとんどの業種はマイナス圏に位置しており、政府による感染拡大防止策や、「3密」回避などの感染症対策の影響が幅広い業種で表れたとみられる。中でも「劇場・興行団」「航空旅客運送業」「パブレストラン、居酒屋」はとりわけ下方に位置している。感染拡大以降、大勢で集まることや遠距離旅行に出かけることが困難になったことに加え、人出も戻っていないことから、業況が構造的に悪化している。これら業種の2022年6月の活動指数は2019年同月を4割前後下回った。一方、「競輪・競馬等の競走場、競技団」や「ファーストフード店」の切片はプラスにあり、感染拡大がこうした需要を結果的に押し上げた様子がうかがえる。

### 感染リスクや隔離措置による負担の大きさなどが中高年齢層の需要回復の足かせに

前述のように宿泊需要は回復傾向にある。ただし近距離旅行が中心であり、遠距離旅行は若年層では需要が回復しているものの、中高年齢層では回復が鈍い。

**図表 2-16** は家計消費状況調査（総務省）を基に、旅行関連品目のうち宿泊料、航空運賃、パック旅行費（国内）の推移を世帯主の年齢階級別に見たものである。2022年4-6月期の宿泊料は29歳以下で2015~19年同期の平均値（以下、基準値）を+110%超上回り、好調さが際立っている<sup>10</sup>。30~50歳代や60歳以上でも基準値前後まで回復した。これに対して航空運賃は29歳以下で基準値を超えた一方、30~50歳代や60歳以上では基準値を30~40%ほど下回った。パック旅行費（国内）は全ての年齢層で低迷している。感染を避けるため団体旅行を控え、個人で宿泊施設を予約する動きが広がったことが一因とみられる。

図表 2-16：世帯主の年齢階級別 旅行関連品目の支出額の推移



(注) CPI (2020年基準) で実質化。29歳以下の「航空運賃」と「パック旅行費（国内）」における2021年1-3月期のデータは欠損。

(出所) 総務省統計より大和総研作成

<sup>10</sup> 当該品目の支出額は毎年の振れが大きいため、ここでは2015~19年同期の平均値を基準として比較した。



こうした旅行行動の違いの背景には、感染による健康リスクや、隔離される場合の経済社会的負担の大きさなどがあると考えられる。例えば、世帯主が30～50歳代の世帯は29歳以下や60歳以上の世帯に比べて世帯人員や有業人員が多い。感染した場合や濃厚接触者となった場合、家族や職場に感染を広げてしまうことや、隔離措置で様々な活動が制限されることによる影響は他の世帯よりも大きいとみられる。

また、高齢者は4回目のワクチン接種が進んでいるとはいえ、感染した場合の重症化リスクは他の年齢層よりも高い。内閣府が2022年6月上旬に行った調査<sup>11</sup>によると、60歳以上の回答者は行動再開にあたり重視する情報として、「新規感染者数の推移」「政府の対策内容」「地方自治体の対策内容や呼びかけ」などを挙げる割合が他の年齢層よりも高かった。足元では1日あたり新規感染者数が高水準にあり、高齢者に対する不要不急の外出自粛などを要請する「BA.5対策強化宣言」が26道府県（9月7日時点）で発出された中では、高齢者は遠距離旅行など感染リスクを伴う行動を控えようとするだろう。

### サービス消費の本格回復を占う上でもコロナ関連の制度見直しと新型ワクチンに注目

いずれ日本の感染拡大防止策は主要先進国並みに緩和され、新型コロナウイルスの感染症法の扱いは現在の「2類相当」から引き下げられるだろう。人の流れやイベントの開催は活発になり、感染拡大によって経済社会活動が抑制される事態は発生しにくくなる。米国疾病予防管理センター（CDC）は8月11日に濃厚接触者の隔離基準を撤廃したが、日本でも自己隔離が不要になれば、30～50歳代の世帯を中心に濃厚接触者となった場合の経済社会的負担は大きく軽減される。

だが、こうした取り組みが進んだとしても、新型コロナウイルスの脅威が十分に低下しなければ、全ての年齢層で感染拡大前のような消費行動を取ることは難しい。この点、厚生労働省はオミクロン株に対応した新型ワクチンの接種を9月中に開始する方向で調整している。従来型ワクチンよりもBA.5の感染予防効果が高いという新型ワクチンの普及により、高齢者などが接触や移動を伴う消費の機会を増やしても健康リスクが高まらなかつたり、大人数のイベントや宴会を開催しても感染拡大が抑えられたりすれば、サービス消費は本格回復に向かうだろう。日本がウィズコロナ社会を迎えるかどうかを占う上でも、今後はコロナ関連の制度見直しの動向に加え、新型コロナワクチンの接種動向や消費行動への影響が注目される。

<sup>11</sup> 「[第5回 新型コロナウイルス感染症の影響下における生活意識・行動の変化に関する調査](#)」（2022年7月22日）



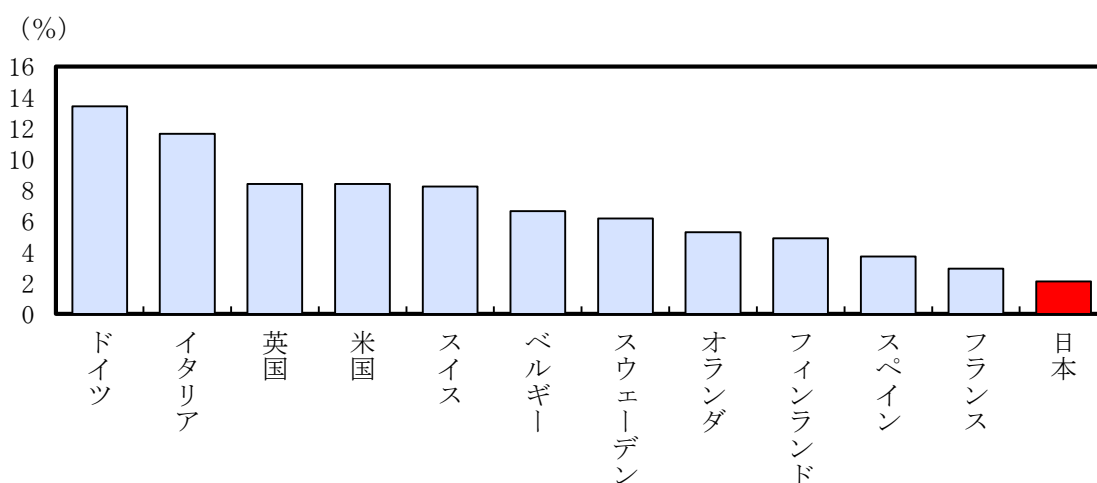
**図表 3-1** は日米英の家計金融資産から、株式に向かう資金経路とその規模を示したものである。米国では株式の直接保有比率が比較的高く、投資信託や年金等による間接保有分を合わせると、家計は金融資産の半分近くを株式で保有している。英国における株式の直接保有比率は日本と同程度（1割程度）だが、年金等を経由した間接保有が多いことにより、家計は金融資産の3割程度を直接・間接的に株式で保有している。一方、日本では家計金融資産のうち預金（図表中の「銀行」）の比率が5割を超え、株式の直接保有および年金や投信を通じた間接保有のいずれも少ない。直接・間接の両方を合わせても株式保有比率は2割に満たない。

### 諸外国に比べ日本の家計は資産所得の恩恵を受けていない

日本では家計の受取配当の可処分所得比率が2%程度と、諸外国に比べてかなり低い（**図表 3-2**）。近年のコーポレートガバナンスへの意識の高まりに伴い、日本の非金融法人の配当支払額（対GDP比）は2010年末からの10年間で2.2%から4.7%へと上昇した<sup>13</sup>。しかし、その増加分の大半は非金融法人の受取配当に回っており、家計の受取配当は10年間で対GDP比0.5%ptの増加にとどまる<sup>14</sup>。個別の企業が配当を増やしていても、それが他の企業に流れているだけであれば、マクロ的に見れば企業部門内で資金が滞留しているのと同義である。

家計の配当所得を増やしていくためには、配当の原資である企業収益の成長率を高める（マクロで見れば経済成長力の強化）だけではなく、家計の株式保有比率を米英などのように高める必要もあるだろう。

**図表 3-2：家計の可処分所得に占める配当の比率**



（注）配当受取額には海外からの配当も含まれる。データは2019年。英国、ドイツ、イタリア、スペインは、配当に準法人企業所得からの引き出し分を含めた、法人企業の分配所得で代用している。

（出所）内閣府、BEA、ONS、Eurostat より大和総研作成

<sup>13</sup> 内閣府「国民経済計算」より大和総研が計算。

<sup>14</sup> 配当の受取額は海外株式分も含むため、割り引いてみる必要がある。

## 貯蓄から投資へのシフトは「成長と分配の好循環」をサポート

日本の家計において有価証券の保有比率が低いことは、配当や利子、値上がり益を通じて経済成長の分配を受け取るという経路が細いことを意味する。この点、「資産所得倍増プラン」によって家計の資本収益率を引き上げ、勤労所得だけでなく資産所得面からも「成長と分配の好循環」の実現を目指そうとする岸田政権の政策の方向性は正しい。家計の有価証券の保有比率が高まれば、各人の勤め先にかかわらず、成長産業・企業の収益拡大の恩恵を受けやすくなる。また、現状では資本所得の分配は後述するように富裕層に偏っているが、有価証券を保有する中間層が増えれば、所得格差の拡大を是正することも期待される。

家計が海外の有価証券を保有することも考えられるが、その場合も、家計が海外経済の成長の恩恵を受けることで、国内需要の増加とそれによる国内企業所得の拡大という経済効果が期待される。

### 3.2 中間層の資産所得倍増のためのNISA 抜本的拡充策と試算

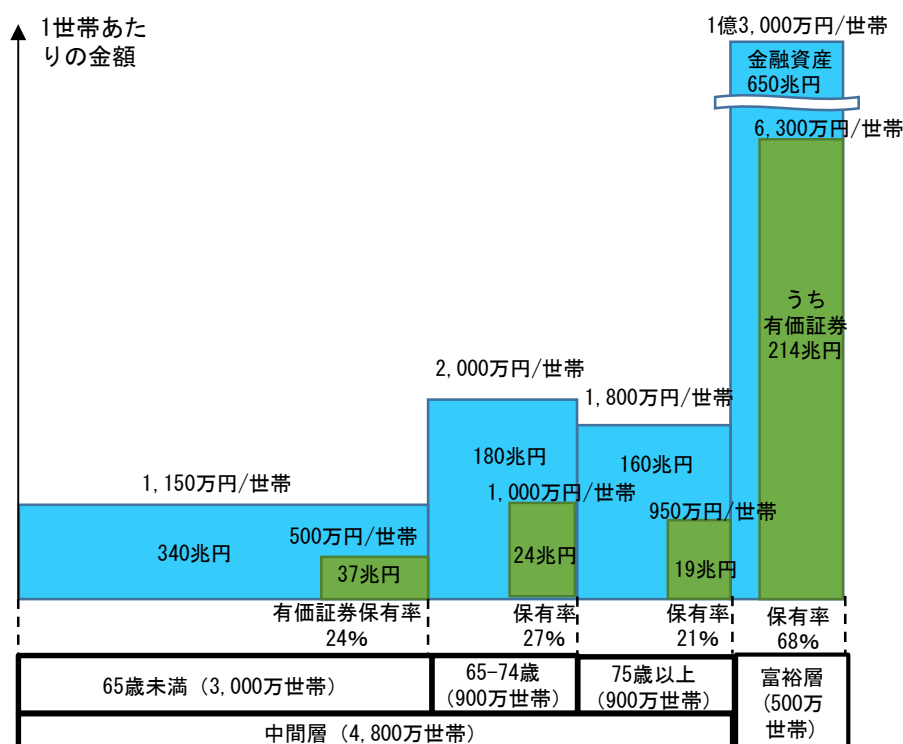
「純然たる家計金融資産」は1,330兆円でその約半分は富裕層が保有

2,000兆円を超える家計金融資産を総世帯数（約5,300万世帯）で単純に割ると、1世帯あたり約3,800万円の金融資産を保有していることになる。だが、これは多くの人の肌感覚には合わない金額であろう。

家計金融資産の中には、年金資産や個人事業主の事業性資金なども含まれている。また、家計金融資産は多額の金融資産を有する富裕層や退職金を受け取った後の高齢者に偏在している面もある。この点を考慮し、年金資産や個人事業主の事業性資金などを除いた「純然たる家計金融資産」の分布につき、保有する資産が1億円以上の「富裕層」と1億円未満の中間層、また中間層については年齢階級別に推計した結果が**図表 3-3**である。図表の横軸は各属性の世帯数、縦軸はその属性の1世帯あたりの金融資産または有価証券の金額、縦×横の面積がその属性の世帯が有する金融資産または有価証券の総額を示すものである。

当社の推計では、「純然たる家計金融資産」は1,330兆円であり、そのうち、およそ半分の650兆円を500万世帯の富裕層が保有している。残りの680兆円のうち半分の340兆円は1,800万世帯の高齢期（65歳以上）の世帯が保有している。3,000万世帯の「現役期の中間層」が保有する「純然たる家計金融資産」は総額で340兆円、1世帯あたりでは1,150万円である。

図表 3-3 : 「純然たる家計金融資産」の分布推定値



(注) 2019 年末現在の推定値。年金資産や事業性資金などを除く。資産（純金融資産＋不動産）が 1 億円以上の世帯を「富裕層」、資産 1 億円未満の世帯を「中間層」とした。

(出所) 日本銀行、総務省、国税庁等より大和総研作成

有価証券保有額に着目すると、「純然たる家計金融資産」よりも偏在度が大きい。家計の有価証券保有額 294 兆円のうち、73%にあたる 214 兆円を富裕層が保有している。中間層の有価証券保有額 80 兆円についても、うち 43 兆円（54%）は高齢期の世帯によるものであり、「現役期の中間層」の有価証券保有額は、37 兆円である。

### 「資産所得倍増プラン」では現役期の中間層の資産所得倍増が現実的な目標か

家計が保有する有価証券による資産所得（利子・配当・譲渡所得）は、2016～19 年の平均で総額 8.5 兆円<sup>15</sup>であり、有価証券総額 294 兆円に対し年率 2.9%のリターンを得ているものと推計される。「現役期の中間層」が得る有価証券による資産所得は年 1.1 兆円（37 兆円×年率 2.9%）であり、1 世帯あたりでは年 3.6 万円と推計される。分厚い中間層の形成を目指す岸田政権がこの層の資産所得の倍増を目指す場合は、まず、この「現役期の中間層」が得る有価証券による資産所得を 2 倍に増やすことが目標になるだろう。

「現役期の中間層」のうち、有価証券を保有している世帯の比率（有価証券保有率）は 24%である。有価証券保有世帯に限れば、1 世帯平均 500 万円の有価証券を保有し、年 14.5 万円の資産所得を得ている。まだ多数派になってはいないが、「現役期の中間層」の中にもある程度リス

<sup>15</sup> 国税庁「国税庁統計年報」、総務省「道府県税の課税状況等に関する調」「市町村税課税状況等の調」等を基にした大和総研による推計値。

クを取った資産運用を行い、有価証券から資産所得を得ている世帯が一定数いる。現在有価証券を保有していない世帯が既に有価証券に投資をしている世帯にキャッチアップできるかが、「中間層の資産所得倍増」実現のカギを握る。

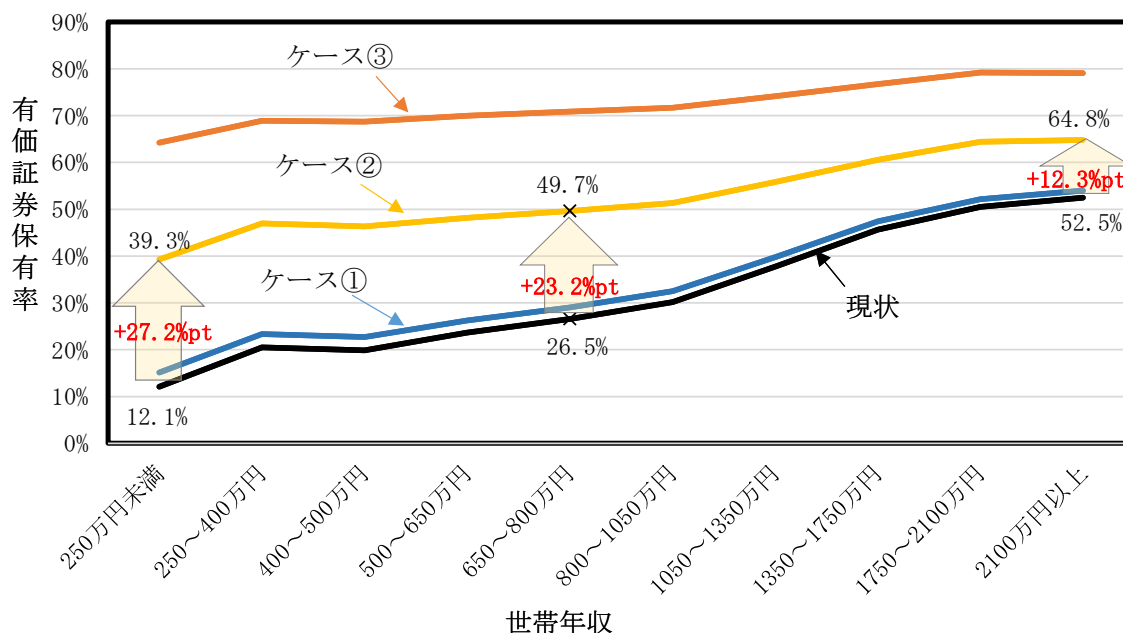
そこで以下では、NISA（少額投資非課税制度）の抜本的拡充の効果をシミュレーションするため、有価証券保有率の向上余地がどれだけあるのか、およびキャッチアップを行うためにどれだけのNISA 非課税枠が必要となるのかを検証する。

### NISA が普及すれば所得による有価証券保有率の格差が縮小

図表 3-4 は、総務省「2019 年全国家計構造調査」を基に推計した世帯年収別の有価証券保有率の現状と、日本証券業協会・株式会社 日本取引所グループ「2021 年度 国民の NISA の利用状況等に関するアンケート調査報告書」を基に想定した NISA 普及後の有価証券保有率を示したものである。

現状では、世帯年収 2,100 万円以上の世帯の有価証券保有率が 52.5%であるのに対し、同 650～800 万円の世帯では 26.5%、同 250 万円未満の世帯では 12.1%にとどまり、世帯収入が低い世帯ほど有価証券保有率が低くなっている。

図表 3-4：世帯年収別の有価証券保有率の現状と NISA 普及後の想定値



(注) 対象は現役期の中間層（資産 1 億円未満で世帯主年齢が 65 歳未満の世帯）。ケース①は NISA 口座を自ら開設したものの未利用である世帯が全て NISA を利用した場合、ケース②は NISA 口座の開設意向がある世帯が全て NISA を利用した場合、ケース③はそもそも投資をする気がない世帯以外が全て NISA を利用した場合。

(出所) 総務省、日本証券業協会・株式会社 日本取引所グループ資料より大和総研作成

しかし、低所得世帯ほど新たにNISA口座の開設意向がある世帯の比率は高く、仮に、NISA口座の開設意向がある世帯が全てNISAを利用した場合（ケース②）、世帯年収2,100万円以上の世帯の有価証券保有率は12.3%pt上昇して64.8%となるのに対し、同650～800万円の世帯では23.2%pt上昇して49.7%に、同250万円未満の世帯では27.2%pt上昇して39.3%となる。世帯年収による有価証券保有率の格差は現状の40.4%pt差から25.5%pt差まで縮小する。

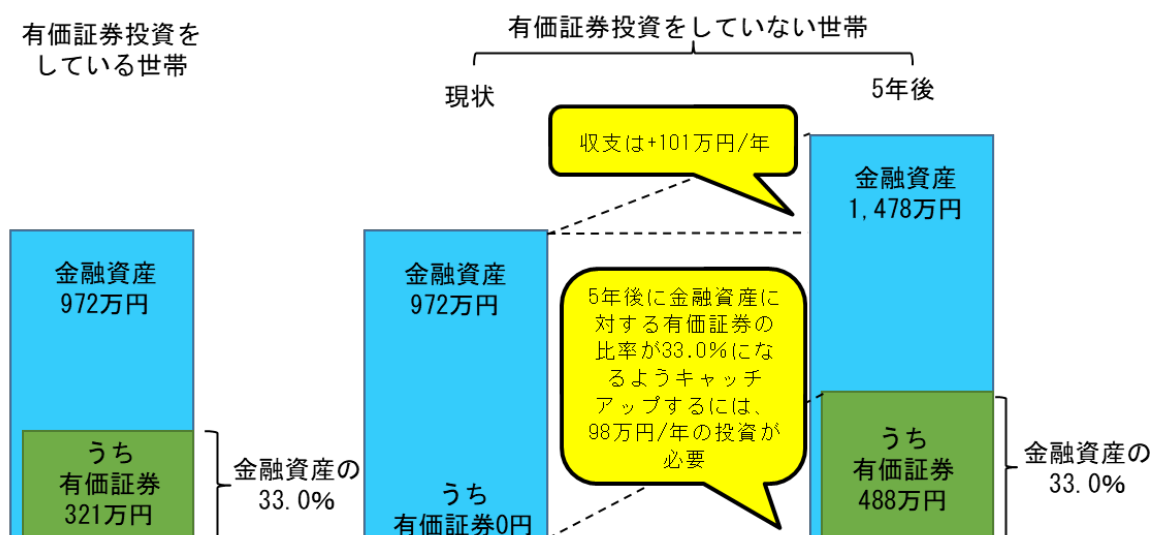
### キャッチアップ投資のためには、つみたてNISA非課税枠3倍増が必要

次に、NISAの抜本的拡充を機に新たに有価証券投資を行おうと思った世帯が、既に有価証券投資を行っている世帯にキャッチアップしようとした際に、つみたてNISAの非課税枠（現状は40万円/年）が十分な水準にあるのかを検討する。

例えば、世帯主が35～44歳で世帯年収650～800万円の世帯が保有する金融資産残高は1世帯あたり972万円と推計される。うち、有価証券を保有している世帯の有価証券の残高は1世帯あたり321万円で、これは金融資産の33.0%にあたる<sup>16</sup>。

ここで、世帯主が35～44歳で世帯年収650～800万円であり、現状、有価証券を保有していない世帯が、5年後に金融資産の33.0%を有価証券として保有するようキャッチアップすることを考える（図表3-5）。この世帯においては年間収支が+101万円と推計されるため、5年後の金融資産残高は1,478万円と見込まれる。5年後の金融資産残高の33.0%は488万円にあたり、これを5年で割ると年間98万円の有価証券への投資が必要になる。

図表3-5：キャッチアップ投資のイメージ（35～44歳・世帯年収650～800万円の世帯の例）



（注）世帯主年齢及び世帯年収が同じであれば、有価証券をしているか否かにかかわらず金融資産残高は等しいものと仮定。キャッチアップ投資額の推計では有価証券の価格変動を考慮していない。

（出所）日本銀行、総務省、国税庁等より大和総研作成

<sup>16</sup> 世帯主年齢および世帯年収がいずれも同一階級であれば、有価証券保有の有無にかかわらず金融資産残高は等しいと仮定した。

同様に、「現役期の中間層」につき、世帯主年齢（4区分）および世帯年収（10区分）別に39パターン<sup>17</sup>に分け、現状有価証券投資をしていない世帯が、同じ世帯主年齢階級および世帯年収階級の有価証券投資をしている世帯の有価証券比率に5年間でキャッチアップするために必要な年間投資額を推計した結果が**図表3-6**である。

**図表3-6：世帯主年齢・世帯年収別の「年間キャッチアップ投資額」の試算値（単位：万円）**

世帯年収	世帯主年齢			
	35歳未満	35～45	45～55	55～65
250万円未満	16	34	80	172
250～400万円	24	29	108	146
400～500万円	44	34	34	167
500～650万円	52	88	106	234
650～800万円	36	98	108	179
800～1,050万円	96	108	153	199
1,050～1,350万円	216	65	166	203
1,350～1,750万円	151	159	255	226
1,750～2,100万円	414	439	322	379
2,100万円以上		660	704	979

**【凡例】**  
 キャッチアップ投資額に対する現状のつみたてNISA非課税枠の割合

1倍以内
1倍超3倍以内
3倍超

つみたてNISAの非課税枠を現状の3倍にすれば、54歳以下かつ世帯年収1,050万円未満の世帯で十分なキャッチアップ投資が可能になる

(注) 年間キャッチアップ投資額とは、有価証券非保有世帯が、同じ世帯年収かつ世帯主年齢の有価証券を保有している世帯の金融資産に占める有価証券保有額の割合に5年間でキャッチアップするために必要な年間の有価証券への投資額。表示単位未満四捨五入。世帯あたりのつみたてNISA非課税枠は、年40万円に「世帯あたりの口座数（年収に占める世帯主年収の逆数、つまり世帯年収が世帯主年収何人分か）」を乗じて求めた。(出所) 日本銀行、総務省、国税庁等より大和総研作成

推計結果を見ると、キャッチアップ投資を想定した場合、現状のつみたてNISAの非課税枠で十分なのは、45歳未満かつ世帯年収400万円未満の世帯などにとどまる。一方、つみたてNISAの非課税枠を現状の3倍に拡充すれば、少なくとも55歳未満かつ世帯年収1,050万円未満の世帯がキャッチアップ投資を行うために十分な金額となる事が分かる。

### NISA 抜本的拡充なら「現役期の中間層」の資産所得は5年で2倍に

以上を踏まえ、有価証券保有率について、現状のまま、および**前掲図表3-4**で想定した3ケースの拡大、およびつみたてNISAの非課税枠につき現状の1～5倍とした場合のそれぞれにつき、「現役期の中間層」の有価証券保有総額が5年間でどのように変化するかを試算した結果が**図表3-7**である。

現状のまま、有価証券保有率もつみたてNISA非課税枠も変化しなければ、「現役期の中間層」の5年後の有価証券保有総額は44.9兆円であり、現状の1.23倍にとどまる。

一方、NISA口座の開設意向がある世帯が全てNISAを利用し(ケース②)、かつ、つみたてNISAの非課税枠を現状の3倍に拡大した場合、「現役期の中間層」の5年後の有価証券保有総額は75.8兆円であり、現状の2.07倍となる。このとき、2016～19年の平均と同様に年率2.9%のリターンを得られるとすると、「現役期の中間層」が得る有価証券からの資産所得は2.2兆円とな

<sup>17</sup> 世帯主年齢35歳未満かつ世帯年収2,100万円以上にあたる世帯は僅少であるため試算の対象外とした。



る。有価証券保有率は現状の24%から48%に倍増し、5年後には新たに720万世帯が1世帯あたり年11.7万円の資産所得を得ることとなる。

なお、65歳～75歳の中間層についても同様の試算を行った結果、ケース②でつみたてNISAの非課税枠を現状の3倍にした場合、5年後の有価証券保有総額は現状の1.85倍となった。

図表 3-7 : 「現役期の中間層」の5年後の有価証券保有総額の試算結果 (単位: 兆円)

つみたてNISA 非課税枠 有価証券保有率	現行のまま (40万円/年)	現行の2倍 (80万円/年)	現行の3倍 (120万円/年)	現行の4倍 (160万円/年)	現行の5倍 (200万円/年)
現状のまま	44.9 (現状の1.23倍)	45.7 (1.25倍)	46.7 (1.28倍)	47.0 (1.29倍)	47.2 (1.29倍)
ケース① (NISA口座を開設後未利用の 世帯が全てNISAを利用)	46.5 (1.27倍)	48.4 (1.32倍)	50.0 (1.37倍)	50.7 (1.39倍)	51.0 (1.39倍)
ケース② (NISA口座の開設意向がある 世帯が全てNISAを利用)	59.4 (1.62倍)	69.6 (1.90倍)	75.8 (2.07倍)	78.8 (2.15倍)	79.5 (2.17倍)
ケース③ (そもそも投資する気がない 世帯以外が全てNISAを利用)	73.0 (1.99倍)	93.1 (2.55倍)	105.7 (2.89倍)	112.4 (3.07倍)	113.8 (3.11倍)

(注) NISAの抜本的拡充を機に新たに投資を行う世帯は、つみたてNISAの非課税枠の範囲内で、図表3-6に示した通りのキャッチアップ投資を行うと仮定。

(出所) 日本銀行、総務省、国税庁、日本証券業協会・株式会社 日本取引所グループ資料等より大和総研作成

### 「現役期の中間層」の資産所得倍増を実現するNISAの抜本的拡充策

上記試算からは、「現役期の中間層」の資産所得倍増の実現には、①NISA口座の開設意向のある世帯が実際にNISAを利用できるようにする、②キャッチアップ投資を行うために十分な現状の3倍以上の非課税枠を用意する、という2点が重要であることが示唆される(図表3-8)。

このうち①については、NISAを分かりやすく、使いやすい制度に改めることが重要である。現状のNISA制度は制度実施期間および非課税投資期間が有限であり、ロールオーバーが必要となるなど複雑である。NISAの基となった英国のISAでは、現在は制度実施期間と非課税投資期間がともに恒久化され、一度購入した有価証券は無期限かつ非課税で保有し続けられる簡素な制度となっている。日本のNISAにおいても、制度実施期間および非課税投資期間を恒久化し、中間層が資産形成のための中核として使えるツールとする必要がある。

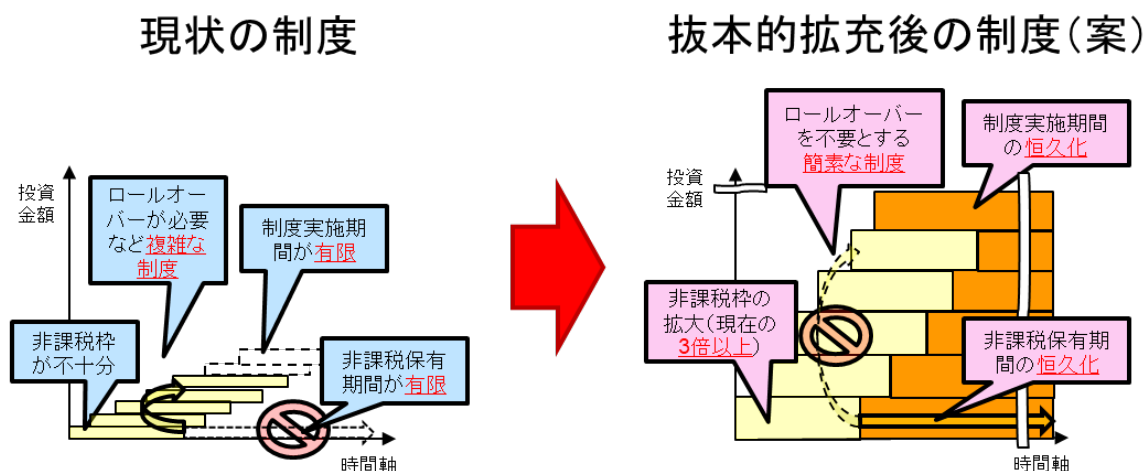
また、有価証券保有率を向上させるためには、金融教育の推進も不可欠である。金融リテラシーが高い人ほど株式や投資信託への投資を行う傾向にある<sup>18</sup>。英国MaPS(The Money and Pensions Service)を参考に、実践的な家計管理やNISA利用を含む積立投資に特化した、省庁横断的な公的機関(日本版MaPS)を設立し、事業主や金融機関と連携しながら社会人に対して

<sup>18</sup> 是枝俊悟・渡辺泰正・金融リテラシーチーム「国民の資産形成促進のため政府と金融機関がすべきことは何か～「資産形成のためのリテラシー調査」中間総括」、『大和総研調査季報』2021年新春号(Vol.41) pp.22-35参照。

金融教育を提供することが特に有効と考えられる。

これに加えて、投資経験のない世帯の背中を押すためには、もう一步踏み込んだインセンティブを導入することも検討に値する。英国 ISA には年間 4,000 ポンドまでの投資額について政府が 25%の補助金を与えることで資産形成を促す仕組みがある<sup>19</sup>。これに倣い、日本でもつみたて NISA の投資額に対して政府が一定の補助金を支給することも考えられる。

図表 3-8 : NISA の抜本的拡充策のイメージ



(出所) 大和総研作成

### 3.3 「資産所得倍増プラン」による経済効果と課題

NISA の抜本的拡充以外の資産所得倍増に資する具体策は？

前述したように、岸田政権は 2022 年末に「資産所得倍増プラン」を策定することを実行計画や骨太方針 2022 に盛り込んだ。本プランには NISA の抜本的拡充のほか、高齢者に向けた iDeCo (個人型確定拠出年金) 制度の改革、国民の預貯金を資産運用に誘導する新たな仕組みの創設などが含まれる。これらのうち、前節では NISA の抜本的拡充策について検討したが、他の項目についてはどのような具体策が考えられるだろうか。

現在、政府は雇用者の老後の所得を確保するため、厚生年金保険の適用拡大や DC (確定拠出年金) の加入要件の見直し等を進めている。例えばこの追加的な施策として、企業年金制度の導入の奨励や義務化等 (DC の拡充) を検討してもよいだろう。

**前掲図表 3-3** で示した通り、「純然たる家計金融資産」の約半分は富裕層が有している。家計の資産所得の総額を増やすためには、富裕層の有価証券投資を促進することも重要だ。そのためには例えば、不動産が有利で有価証券には不利となる相続税の課税手法の見直しが考えられる。だが、分厚い中間層の形成を目指す岸田政権としては優先順位が低い政策かもしれない。

<sup>19</sup> Lifetime ISA の場合。この場合、補助金の支給がある代わりに、引き出しは原則として初回住宅購入や 60 歳以上となった場合などに限られる。

本プランが実行されれば、資金調達を行う企業側にも影響を及ぼすだろう。事業会社の株式持ち合いの慣行が資本効率を悪化させることは以前から指摘されており<sup>20</sup>、家計の金融資産が直接株式市場に流入すれば持ち合い解消の受け皿となり得る。

### 資産倍増に向けた各種施策が GDP を 0.2~0.4%程度押し上げる可能性

そこで以下では、前節で検討した NISA の抜本的拡充策に加えて、DC の拡充策が実施されることを想定するとともに、事業会社の株式持ち合い解消が進むとして、マクロ経済へのインパクトを試算した。

DC の拡充については、全ての企業に企業年金制度の導入を義務付けることを想定した。足元の企業年金未加入の常用雇用者数は 2,500 万人弱とみられるが<sup>21</sup>、ここでは機械的に、5 年以内に全員が加入すると想定した。その際、企業が賃金の 1%相当の拠出金を負担し、その分だけ家計の金融資産が増加するとして個人消費の押し上げ効果を推計した。

事業会社の株式持ち合いの解消については、本プランを通じて増加する家計の投資資金が株式市場に流入し、機関投資家や事業会社、外国人など、他の投資部門が保有する株式の一部が家計にシフトすることを想定した（家計の直接保有以外に、投信等を経由した家計の間接保有にシフトすることも想定）。その際、事業会社が保有する株式が減少すれば、持ち合い比率が低下して企業のガバナンス向上が期待できよう。経営者が適切にリスクを取るようになれば、研究開発投資や設備投資が増加することが考えられる<sup>22</sup>。その結果、TFP の上昇や資本ストックの増加がもたらされるとして、GDP への影響を推計した<sup>23</sup>。

これらの効果を合計すると、本プランはそれが実施されなかった場合と比べ、5 年後の GDP を 0.2~0.4%押し上げると試算される（**図表 3-9**）。

<sup>20</sup> 経済産業省産業構造審議会「経済産業政策新機軸部会 中間整理」（2022 年 6 月 13 日）

<sup>21</sup> 総務省「令和 3 年経済センサス-活動調査」、厚生労働省「平成 30 年就労条件総合調査」より大和総研推計。

<sup>22</sup> Naoshi Ikeda, Kotaro Inoue, Sho Watanabe (2017) "ENJOYING THE QUIET LIFE: CORPORATE DECISION-MAKING BY ENTRENCHED MANAGERS" NBER Working Paper 23804.

<sup>23</sup> 研究開発投資が TFP に与える影響は、権赫旭、深尾京司、金榮慤（2008）「研究開発と生産性上昇：企業レベルのデータによる実証分析」Global COE Hi-Stat Discussion Paper Series 003 一橋大学機関リポジトリ、および経済産業省（2013）『平成 25 年版通商白書』を参考にした。

図表 3-9 : 「資産所得倍増プラン」で期待される経済効果

施策		効果	GDPへの影響
①	NISAの拡充	資産所得の増加による消費の増加	+0.16%程度
②	DCの拡充	金融資産の増加による消費の増加	+0.01%程度
③	事業会社の株式持ち合い減少	企業のガバナンスの向上による設備投資・研究開発投資の増加	+0.00~0.24%程度
合計			+0.18~0.42%程度 (1~2兆円程度)

(注) 施策を行った場合の5年後のGDPを、施策を行わなかった場合と比較したもの。

①はNISA拡充による資産所得増の影響に加え、貯蓄を通じた金融資産増の効果も考慮した。

①②では以下の消費関数を用いた(家計金融資産は民間消費支出デフレーターで実質化)。

$$\text{実質消費 (対数)} = 0.836^{***} \times \text{実質可処分所得 (対数)} + 0.160^{***} \times \text{実質家計金融資産 (対数)} \\ - 0.067 \times 65 \text{歳以上比率 (対数)} + \text{各種ダミー}$$

\*\*\*は1%有意。決定係数0.53、DW比2.07、推計期間は2002年第1四半期~2022年第1四半期。

③は東証上場企業の株式のうち、事業会社が保有する比率が足元の20%から5年間で最大16.2%まで低下するとした。設備投資については、以下の推計式から前年比を求め、資本ストックの増分を生産関数に反映してGDPへの影響を求めた。

$$\text{設備投資 (対数差分)} = -0.175^{***} - 0.003^{***} \times \text{事業会社の株式持ち合い比率の変化}_t \\ + 0.346^{***} \times \text{現金及び現金同等物}_{t-1} / \text{総資産}_{t-1} \\ - 0.058^{**} \times \text{有利子負債}_{t-1} / \text{総資産}_{t-1} + 0.010^{***} \times \text{ROA}_{t-1} \\ + 0.009^{***} \times \text{総資産 (対数)}_{t-1} + \text{変量効果}$$

\*\*\*は1%有意、\*\*は5%有意。推計期間は2007~19年。サンプル企業数は2,829社。

研究開発投資については、以下の推計式から研究開発費/売上高の変化を求め、先行研究(権赫旭、深尾京司、金榮愷(2008)「研究開発と生産性上昇:企業レベルのデータによる実証分析」、経済産業省(2013)『平成25年版通商白書』)に基づきTFPに反映してGDPへの影響を求めた。

$$\text{研究開発費/売上高 (\%)} = 2.694^{***} - 0.003^{**} \times \text{非金融法人による株式保有比率}_{t-1} \\ + 0.924^{***} \times \text{現金及び現金同等物}_{t-1} / \text{総資産}_{t-1} \\ - 1.345^{***} \times \text{有利子負債}_{t-1} / \text{総資産}_{t-1} \\ - 0.015^{***} \times \text{株式時価総額}_{t-1} / \text{純資産}_{t-1} - 0.032^{***} \times \text{ROA}_{t-1} + \text{変量効果}$$

\*\*\*は1%有意、\*\*は5%有意。推計期間は2007~19年。サンプル企業数は1,863社。

(出所) QUICK、内閣府統計、日本銀行統計、厚生労働省統計、総務省統計等より大和総研作成

## 将来の退職世帯の消費増や勤労者世帯の生活の安定化にも寄与

定量的な試算は難しいものの、本プランの経済効果は他にも考えられる。例えば、家計はDC加入によって将来の退職後の消費を増やすことを期待できる。総務省「2019年全国家計構造調査」で公的年金のみを受給する世帯と、公的年金に加えて企業年金等も受給する世帯を比べると、後者の消費支出は月額5~6万円多い<sup>24</sup>。これは現在の企業年金受給者は現役期に大企業に勤務し比較的高収入だった人が多く、公的年金の受給額や預貯金の取り崩し額がそれぞれ月額で2万円程度、6万円程度多いためでもある。ただし企業年金の受給額も3万円程度多く、DC加入がもたらす退職後の消費への影響は少なくないとみられる。

また勤労者が受け取る配当や利子などが増加すれば、勤務先の経営に左右されない収入源を持つことになる。賃金変動等に対する耐性(生活の安定性)が高まり、結果として消費意欲が高まる可能性がある。

<sup>24</sup> 「公的年金・恩給のみを受給している世帯」と「公的年金・恩給と企業年金・個人年金を受給している世帯」とを比較した(いずれも無職世帯ベース)。

## 資産所得倍増プランが期待される効果を発揮するには成長戦略の推進が不可欠

家計の有価証券保有額が想定通りに増加しても、投資資金の大部分が国内に向かわず、期待収益率が相対的に高い海外に流出してしまう可能性がある。海外の成長の恩恵を受けられるといったプラスの側面はあるものの、国内に向かわなければ、株式持ち合い解消の受け皿となって企業行動に影響を与えることは難しい。

とはいえ投資資金が国内に向かっても、企業の成長力が低いために配当が行われず、株価の上昇も生じなければ、家計は恩恵を受けられない。本プランが期待される効果を十分に発揮するためには、国内企業の成長力を高める政策を同時に推進することが不可欠だ。

実行計画と骨太方針 2022 では、①人への投資と分配、②科学技術・イノベーションへの投資、③スタートアップ（新規創業）への投資、④グリーントランスフォーメーション（GX）及びデジタルトランスフォーメーション（DX）への投資、の4つが重点投資分野と定められた。科学技術分野では国家戦略が策定される方針であり、スタートアップでは5か年計画が、GXでは10年で150兆円規模の官民連携での投資を実現するためのロードマップが2022年末までに取りまとめられる。これらの計画・戦略が実行される中で、本プランが呼び水となって家計の資金を呼び込み、成長の原資として産業構造の高度化や技術革新、新たなビジネスモデルの創造などを強く後押しすることができるかが注目される。

## 4. 論点②：10年目を迎えた日銀の「量的・質的金融緩和」の成果と課題

久後 翔太郎・佐藤 光・和田 恵・瀬戸 佑基

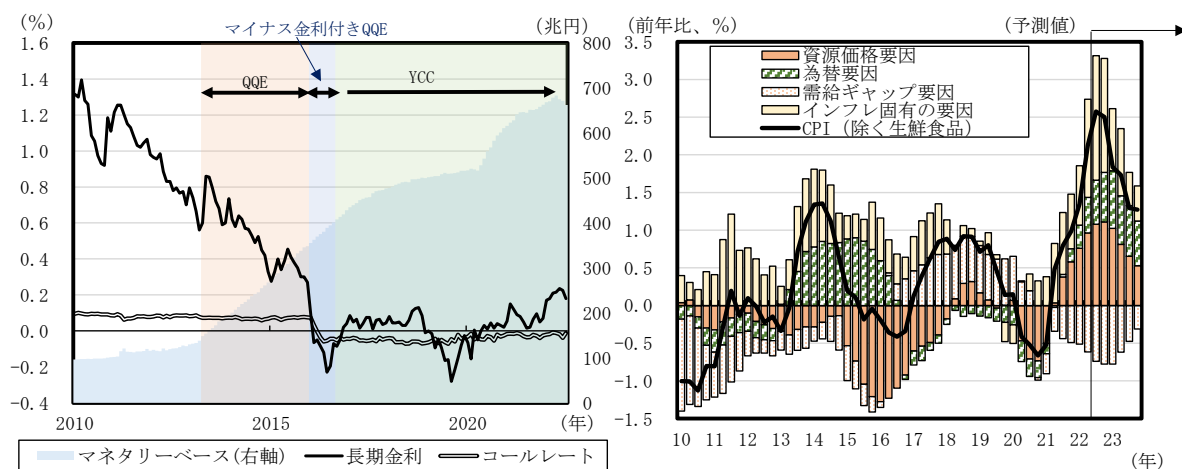
2013年に導入された「量的・質的金融緩和」(QQE)は、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」(YCC:イールドカーブ・コントロール)と内容を変えながらも10年目を迎えた。この間、金融政策運営上の課題に直面するたびに、政策や制度設計を柔軟に見直すことで、金融緩和を粘り強く続けてきた。一方、当初は2年間で実現するとしていた2%の物価安定目標の達成は未だ見通せない。それだけでなく、出口戦略も不明確であり、多くの課題が残されている。本章では、QQE導入後の金融政策の歩みを振り返るとともに、YCCを中心にその政策効果について定量的に検証した上で、将来の課題について考察を行う。

### 4.1 各種「量的・質的金融緩和」の振り返りと直面する課題

#### 【量的・質的金融緩和】：期待形成の変化を通じて、円安の進行を促進

2013年に開始されたQQEは、操作目標を金利からマネタリーベースへと変更し、その残高を2年間で2倍にすることで、早期に物価安定目標を達成することを目指して導入された。同政策の開始以降、マネタリーベースは急速に増加し、長期金利は低下を続けた(図表4-1左)。また、為替市場でのリスクオンの波に乗る形で円安を実現した。結果として、コアCPI(生鮮食料品を除く総合ベース)の上昇率は為替要因やインフレ固有の要因(期待インフレ率)の拡大を主因に急速に高まり、デフレ脱却への期待感が強まった(図表4-1右)。

図表4-1：黒田総裁就任以降の金融政策(左)とコアCPIの動向(右)



(注1)右図は、実質WTI指数(WTI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)コアCPI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)先行きは大和総研による予測値を使用。

(出所)Bloomberg、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

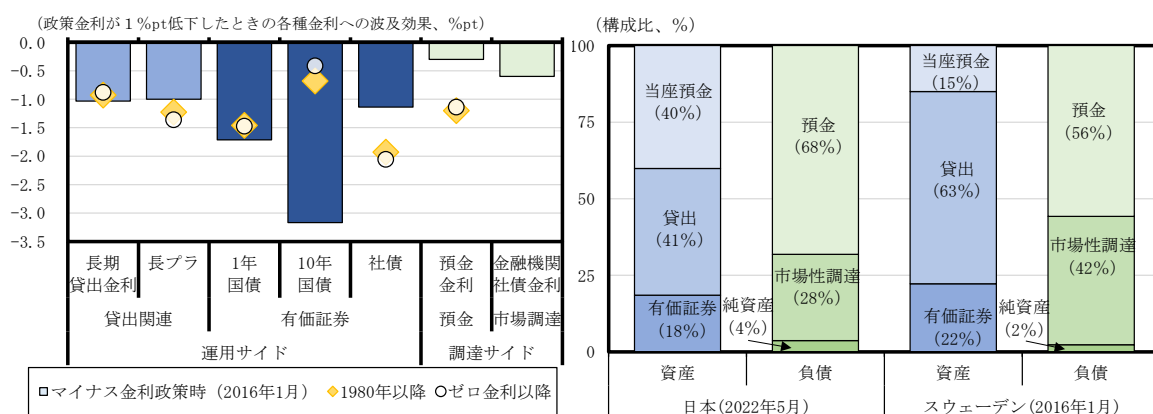
しかし、2014年に入るとコアCPIの上昇は頭打ちとなった。2014年の消費税率の引き上げによって実体経済の回復が短期的に抑制された側面もあるが、同時期には円安による物価の押し上げ効果が頭打ちとなり、為替レートの減価に依存した物価の押し上げが限界を迎えた。さらに、2014年後半以降は原油価格が急落した。資源輸入国である日本にとって、原油価格の下落は実体経済にプラスの効果をもたらすが、期待インフレ率が低下することの弊害を重く見た日本銀行は2014年10月にQQEの拡大を図った。しかし、物価上昇の加速は見られず、QQEによる物価安定目標の達成は困難となった。

### 【マイナス金利付き量的・質的金融緩和】：金利水準低下の負の側面が顕在化

こうした状況に直面した日本銀行は、2016年1月に再び金利を操作目標に採用し、政策金利の誘導目標をマイナスへと引き下げた。マイナス金利付きQQEの導入である。

しかし、マイナス金利下での金融政策の波及効果は、プラス圏のそれとは大きく異なった。マイナス金利政策導入時の各種金利の反応を確認すると、国債などの運用サイドの各種資産の金利はおおむね従来通り低下した一方、預金などの金融機関の調達サイドの金利の低下幅は小さかった（**図表4-2左**）。こうした状況の中、すでに預金金利が下限に達しているのであれば、さらなる金利の低下は金融引き締め効果を持ちかねない。すなわち、追加の利下げによっても調達金利が下がらない中、銀行がコントロールすることのできない有価証券の運用利回りが低下すれば、収益を確保するためには銀行は貸出金利を引き上げざるを得なくなる可能性がある<sup>25</sup>。

図表 4-2: 利下げ時の各種金利への波及 (左) と日本とスウェーデンの銀行のバランスシート (右)



(注) 「政策金利が1%pt低下したときの各種金利への波及効果」は、各種金利の低下幅を政策金利の低下幅の絶対値で除した値。「1980年以降」及び「ゼロ金利以降」は、利下げ時の中央値を掲載。「金融機関社債金利」については、長期系列が取得できないため、マイナス金利政策時のみ掲載。「長プラ」は「長期プライムレート」。

(出所) Bloomberg、日本銀行、スウェーデン統計局より大和総研作成

図表 4-2 右では日本と同じくマイナス金利政策を採用し、その深掘りによって金融緩和の強化を図った2016年初のスウェーデンと直近の日本の銀行セクターのバランスシートを比較して

<sup>25</sup> 例えば、Eggertsson et al.(2019)では、こうした行動を織り込んだ上で、負の経済ショックに対する政策金利の引き下げが貸出金利に与える影響を確認している。預金金利の下限がない場合と比較し、下限が存在する場合には貸出金利が高くなり得ることが指摘されている。

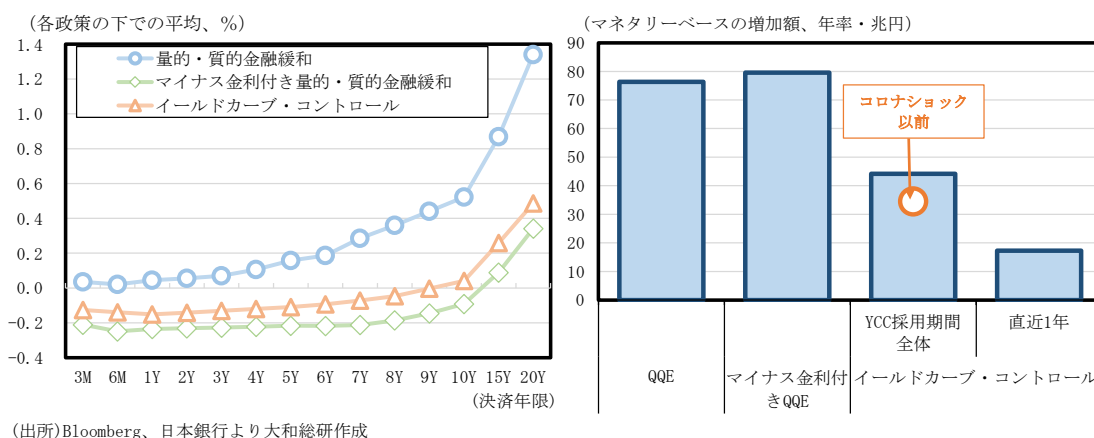
いる。日本の特徴として、運用サイドでは貸出の割合が小さく、調達サイドでは預金の割合が大きいことが挙げられる。市場性調達金利（銀行が発行する社債などの金利）は低下しているが、社債等による資金調達には限度がある。よって現状では、日本銀行が政策金利を一段と引き下げたとしても、銀行の調達コストは比較的低下しにくく、結果として収益悪化を補うために必要な貸出金利の上昇度合いが大きくなり得る。すなわち、リバーサルレート（一段の政策金利の引き下げが景気に対して逆効果を持つ金利水準）を政策金利が下回った際に、金融引き締め効果が強く表れる可能性が示唆される。

### 【YCC】：金融政策の持続性・金利低下の弊害の双方に配慮した枠組み

こうした「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の問題に対応する政策として2016年9月に導入されたのがYCCである。10年ゾーンまでを中心として、イールドカーブ全体をコントロールすることで、金利の過度な低下を抑制するとともに、上昇圧力も緩和することで金利を安定させることが企図されている（図表4-3左）。その中心的な役割を果たすのが、「指値オペ」である。固定金利での買入を通じて長期国債の価格形成に中央銀行が直接的に介入するために導入された新たなオペであり、需給面のみから金利の押し下げを図った「量的・質的金融緩和」の制度設計とは一線を画す。さらに、マネタリーベースを操作目標からは除く一方、「オーバーシュート型コミットメント<sup>26</sup>」を打ち出すことで、政策の継続性が一定程度確保されている。政策の長期化を見据えて、マネタリーベースの大幅な拡大という「量的・質的金融緩和」導入当初の方針から転換を図った格好だ。マネタリーベースの増加ペースは急速に鈍化した一方（図表4-3右）、指値オペにより平時にはマネタリーベースの拡大を伴わなくとも金利を低水準に維持できるようになったことで、金利の低位安定を通じて政策効果を発現させつつ出口戦略の円滑化にも配慮した制度設計となっている。

「量的・質的金融緩和」は直面する課題に対応しながらその枠組みを変化させ、YCCに至った。2023年には新総裁人事が控えるものの、現在の枠組みは当面維持されるだろう。そこで、以下では同政策が継続されるとの前提の下、その政策効果について考察を行う。

図表4-3：各政策における平均的な金利水準（左）とマネタリーベースの増加額（右）



<sup>26</sup> コアCPI上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで、マネタリーベースの拡大方針を継続する方針。



## 4.2 イールドカーブ・コントロールの政策効果

### YCC が果たす 2 つの役割

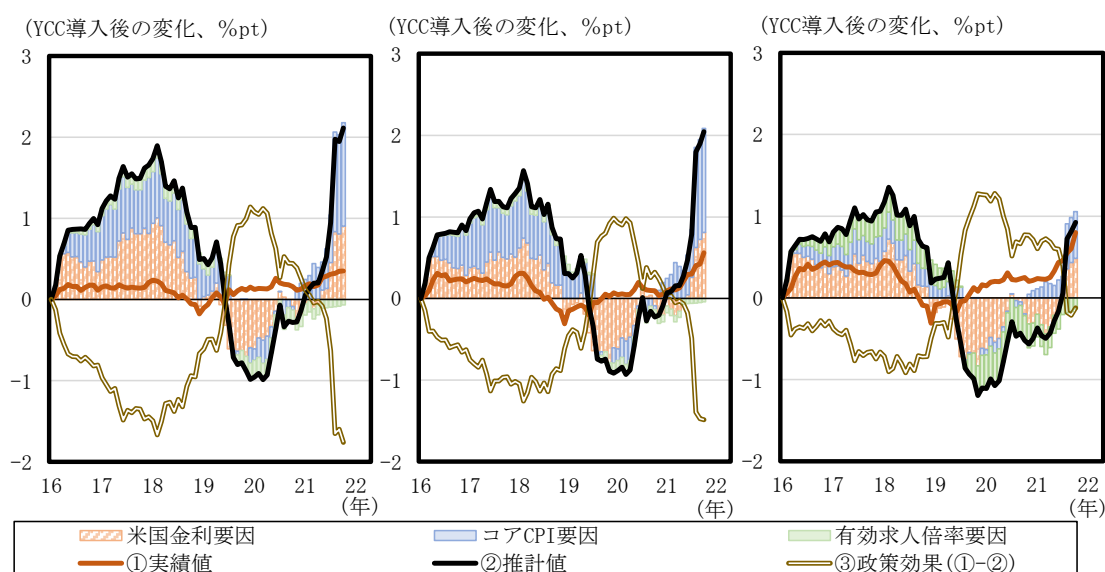
YCC では、10 年以下のゾーンを中心にイールドカーブ全体を操作することを目標としているが、これには 2 つの役割がある。1 つは、「金利の上昇を抑制すること」である。景気拡大期やインフレ局面に生じる金利に対する上昇圧力を YCC により抑制することで、伝統的な金融政策の波及経路を通じて、景気の拡大を図る経路である。もう 1 つは「金利が下がりすぎることを抑制すること」である。両者は一見矛盾するようにみえるが、先に述べた通り、現在のような低金利環境下では、政策金利の低下が貸出金利の上昇を通じて景気に悪影響を与えかねない。よって、過度な金利低下を抑制することも YCC の重要な役割の 1 つである。

### 局面ごとに見た YCC の政策効果

以上の 2 つの役割を念頭に、**図表 4-4** では YCC 導入以降の各種年限における政策効果の計測を試みた。ここでは、年限ごとの長期金利関数を推計し、YCC がなかった場合に想定される各種金利の上昇幅（②推計値）と実績値の差分を政策効果と捉えている。簡素な試算であるため、結果は幅を持って解釈する必要があるが、いくつかの興味深い特徴が見て取れる。

2016 年から 2018 年においては、YCC が導入されていなかった場合に、YCC 導入時より 10 年債利回りが 1.5%pt ほど高まった可能性が示唆される。この間、米国での利上げの進展で米国長期金利が上昇していたほか、日本国内でもインフレ率がやや高まっていたこともあり、長期金利への上昇圧力は強まっていたとみられる。しかし、実際には長期金利は低位で推移していたため、YCC が長期金利の上昇圧力を緩和して、比較的大きな政策効果が発現したとみられる。

**図表 4-4：年限別に見た YCC の金利押し下げ効果（左：10 年債、中：20 年債、右：30 年債）**



(注) 推計値は下記の推計式により算出。推計期間は1990年1月～2016年1月。  
各年限の日本国債利回り =  $\alpha + \beta_1 \times$  被説明変数と同年限の米国債利回り +  $\beta_2 \times$  コアCPI（前年比、消費税の影響を除く） +  $\beta_3 \times$  有効求人倍率

(出所) Bloomberg、総務省、厚生労働省より大和総研作成

その後の新型コロナウイルス禍では、景気の急落による米国の長期金利の急低下や有効求人倍率の悪化を反映して推計値は大幅に低下した一方、実際の低下幅は限定的であった。これは YCC が景気引き締め効果を有していたと考えることもできるが、先に述べた通り、さらなる金利の低下が経済に負の影響をもたらし得る状況にあることを考慮すれば、YCC は金利の低下を防ぎ金融システムの安定を維持したと評価できよう。

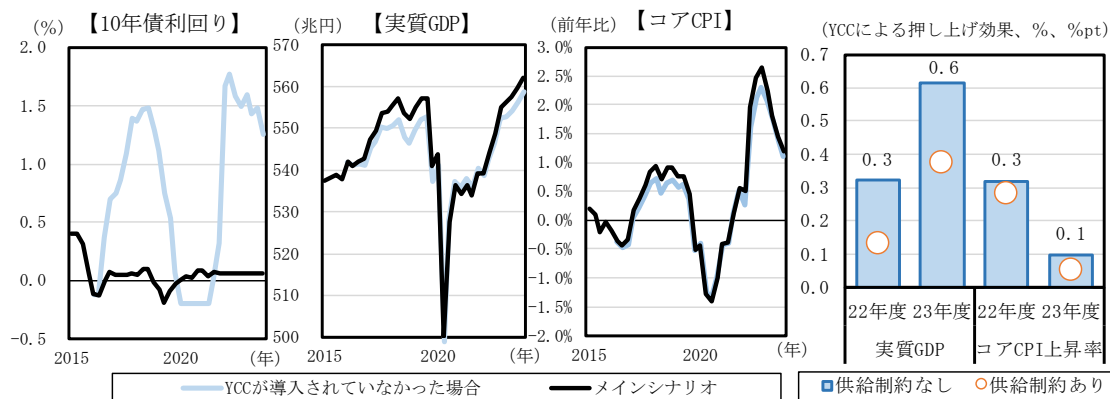
足元では、米国長期金利の上昇や資源価格の高騰及び円安を主因とした国内でのインフレの進行もあり、2018 年ごろの局面と比較しても、長期金利の上昇圧力は強まっている。こうした状況の中、一時は YCC の修正観測が強まったものの、日本銀行は YCC を継続する方針を維持している。長期金利は引き続き低位にあり、足元での YCC による金利上昇抑制効果は非常に大きいと考えられる。

### YCC による金利上昇抑制効果の実体経済への影響

以上の分析を踏まえ、YCC による金利上昇抑制効果を先行きまで織り込んだ上で、YCC が実質 GDP 及びコア CPI 上昇率に与える影響を試算した結果が **図表 4-5** である。

当社では、米国では利上げが進展する中、米国長期金利は基調としては緩やかな上昇を続けると見込んでいる。また国内に目を向けると、コア CPI 上昇率は 2022 年内は前年比+2%超で推移する見込みである。こうした状況の中、米国における利上げ及び国内のインフレが進展するほど、YCC による金利上昇の抑制効果は高まることが予想される (**図表 4-5 左**)。金利水準の低位安定がラグを伴って実体経済を押し上げることを踏まえると、YCC は当面の間比較的大きな政策効果を発揮すると見込まれる (**図表 4-5 右**)。また、YCC が「悪い円安」を引き起こしている可能性を念頭に、供給制約を考慮した上でもシミュレーションを行ったところ (**図表 4-5 右「供給制約あり」**)、政策効果はベンチマークケースよりも低下するものの、プラスの効果を維持することが確認された。これは、仮に「悪い円安」が発生していても、金融緩和の正の政策効果は、それを上回る可能性が高いことを示唆している。

図表 4-5：イールドカーブ・コントロールの実体経済への影響



(注1) 実質GDPとコアCPIはDIR短期マクロモデルを用いた試算。推計期間は2016年第4四半期～2024年第1四半期。コアCPIは消費税を除くベース。

(注2) 「供給制約あり」は供給制約に直面している産業の実質輸出が円安によって増加しないという設定のもとでの試算結果。

(出所) 各種資料より大和総研作成

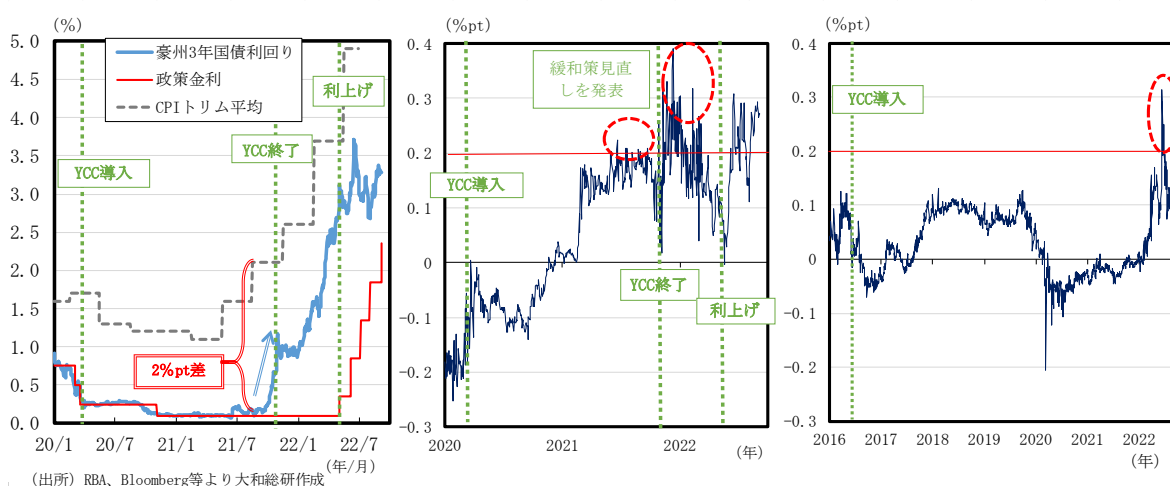
### 4.3 日銀の金融政策の中長期的課題

#### YCCの持続可能性

前節で示した通り、YCCは当面の間比較的大きな政策効果を発揮するとみているが、その持続可能性について検討しておく必要がある。2022年4月から6月にかけて、米国の金利上昇を主因にYCCの修正観測が強まった。日本の10年債利回りは、誘導目標の上限である+0.25%を一時上回り、債券価格の低下を見込んだ指値オペへの応札も急増するなど、YCCの持続可能性が強く疑われた。その後、こうした状況は落ち着いたものの、米国での金融引き締めを意識させるリスクが顕在化すれば、再度政策の持続性に疑念が生じかねない。そこで、オーストラリア準備銀行が採用した「イールド・ターゲット」及びスイス国立銀行によって行われた「スイスフランへの無制限介入」を参考に、日本銀行のYCCの持続可能性及び将来的なリスクを検討する。

オーストラリア準備銀行は、2020年3月から2021年11月まで、3年債利回りを操作対象とした金融政策を実施していた。導入の目的はフォワードガイダンスの強化という側面が強く、日本銀行のYCCとは性質が異なることには留意が必要だが、近年で長期金利を操作目標とした数少ない事例である。同政策が終了に至った過程を振り返ると、インフレ率が高まる中で2021年7月にはイールド・ターゲットの見直し（同年9月以降の国債買入ペースの鈍化と、11月での政策修正を示唆）が発表され、長期金利に対する上昇圧力が強まった（**図表 4-6 左**）。スワップ市場では国債とのスプレッドが拡大する状況が続き、金利の上昇も抑えきれなくなり、ついには政策終了に追い込まれた。（**図表 4-6 中**）。豪州と同様のスワップスプレッドの拡大は日本でも一時的に発生し、債券市場の歪みが大きかった可能性が示唆される（**図表 4-6 右**）。

**図表 4-6：豪イールド・ターゲットとの比較に見るYCCの持続可能性（左：金融緩和策の推移と金利・コアインフレ率、中：国債金利とスワップレートの差 豪州3年、右：（同）日本10年）**



2つ目の比較対象であるスイス国立銀行の為替介入策は、無制限介入を実施しているという点で YCC と共通している。両者とも強力なアナウンスメント効果によって対象を特定の価格に誘導することを目的としている。スイスフランの無制限介入では、ユーロ危機の再燃を契機として高まったフラン高圧力を緩和することができず、同政策は突如として終了し、急速なフラン高が進行するなど金融市場に大きな混乱がもたらされた。

このように YCC と類似した政策が外部からの圧力を受けて修正に追い込まれたことを踏まえれば、日本銀行による YCC も海外金利の上昇や国内でのインフレ加速などを契機に修正に追い込まれる可能性は否定できない。しかし、両国の金融政策と比較しても YCC の持続性は高いとみられる<sup>27</sup>。オーストラリア準備銀行による「イールド・ターゲット」やスイス国立銀行による「スイスフランへの無制限介入」は資産購入によって需給に介入することで対象の価格を操作していたが、日本銀行の YCC は指値オペを通じて金利を直接的に操作しているからだ。さらに、この制度を有することがより強いアナウンスメント効果を持つことにつながる。これらが日本銀行が YCC の修正に追い込まれることを回避できた一因であると考えられる。

しかし、オーストラリア、スイスのいずれの例もその終了時に金融市場には混乱が生じたことには留意が必要だ。金利と為替という違いはあれ、金融資産の価格を政策的に誘導し、フェアバリュー（適正な価格水準）から乖離させることができたとしても、政策の終了後にはフェアバリューを巡る動きが強まる結果、金融市場に大きな混乱が生じた。先に見た通り、YCC では長期金利を政策的に低位に推移させることで大きな経済効果をもたらしている。さらに、強力なアナウンスメント効果だけでなく、需給面からも債券価格に働きかけることができるため、フェアバリューから比較的大きく乖離しても政策をある程度は持続することができるだろう。ただし、これは裏を返すと、景気の拡張や物価安定目標の水準に近いインフレ率に達するような状況まで、YCC を継続した場合には、それを終了させる際により大きな金利変動が発生する可能性が高まることを意味する。

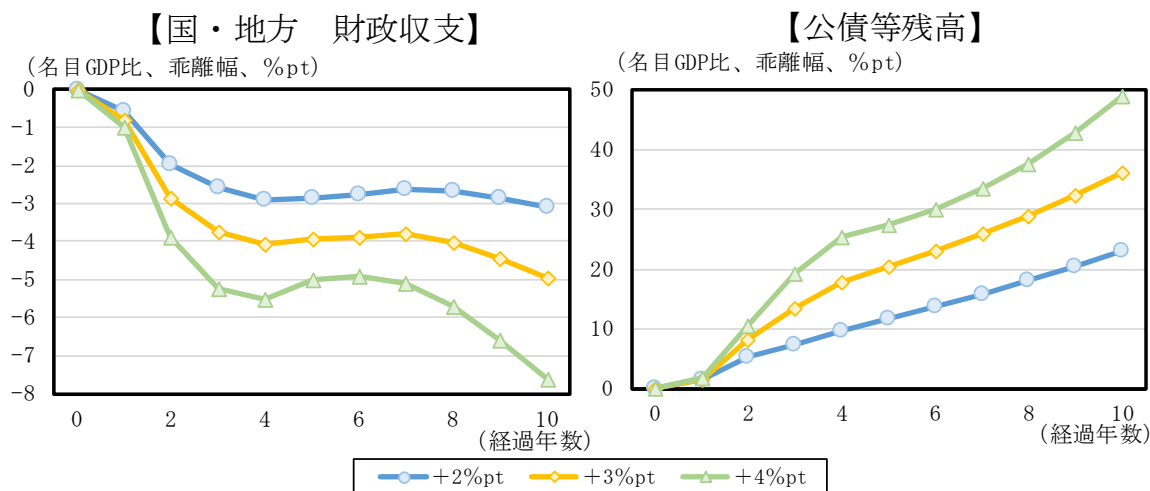
<sup>27</sup> 詳細は以下のコラムを参照されたい。久後翔太郎「[フラン無制限介入との比較で考える日本銀行の指値オペの効果](#)」（大和総研コラム、2022年6月6日）

## 双子の債務増加がもたらす出口戦略での混乱リスク

中長期的な観点からは、出口戦略の安定的な遂行に向けた課題が多く残る。出口戦略の困難度合いは、超過準備の金額や中央銀行が保有する国債の残存期間の長さなどによって決まるが、現在の状況を考慮すれば、出口戦略の長期化は避けられない。「量的・質的金融緩和」の導入当初から必要性が指摘されていた出口戦略の具体化に対して、開始から10年が経過しても示されておらず、将来に先送りしている格好だ。現時点で出口戦略に関する具体的な議論はさほど進んでいないが、金利水準を段階的にフェアバリューに近づけつつ、オーバーシュート型コミットメントの対象を金利に変えるなどしてマネタリーベースを減少させていくことが考えられる。

金融市場での混乱を回避し、出口戦略を円滑に進めることができるかどうかは、日本銀行だけでなく政府の役割も大きい。政府の債務は増加の一途を辿っており、日本銀行と併せて、「双子の債務増加」ともいえる状況にある。先進国で突出して悪い財政状況の中、日本の長期金利が低位で推移しているのは、日本銀行による国債の大量購入による債券需給への介入及び指値オペによる価格形成への直接的な介入の影響が大きいとみられる。物価安定目標が実現し、金融政策が引き締めへと転じると、長期金利に上昇圧力がかかることは避けられない<sup>28</sup>。金利の上昇はさらなる財政状況の悪化をもたらす公算が大きい（図表4-7）、結果として財政リスクが一段と意識されることで、リスクプレミアムの拡大を通じて、長期金利を一段と上昇させるという負のスパイラルに陥ることは避けなければならない。

図表4-7：長期金利の上昇が財政に与える影響



(注) ベンチマークから長期金利が毎年度+2~4%pt上昇した場合。  
(出所) 各種資料より大和総研作成

こうしたリスクを減少させるためには、2013年の政府・日本銀行の共同声明<sup>29</sup>に立ち返り、「財政運営に対する信認を確保する観点から、持続可能な財政構造を確立するための取組を着実に推進する」ことが政府には求められる。政府は、新型コロナウイルス感染症対策に関して、経

<sup>28</sup> 例えば、神田慶司他「日本のインフレ展望と将来の財政リスク」（大和総研レポート、2022年5月25日）

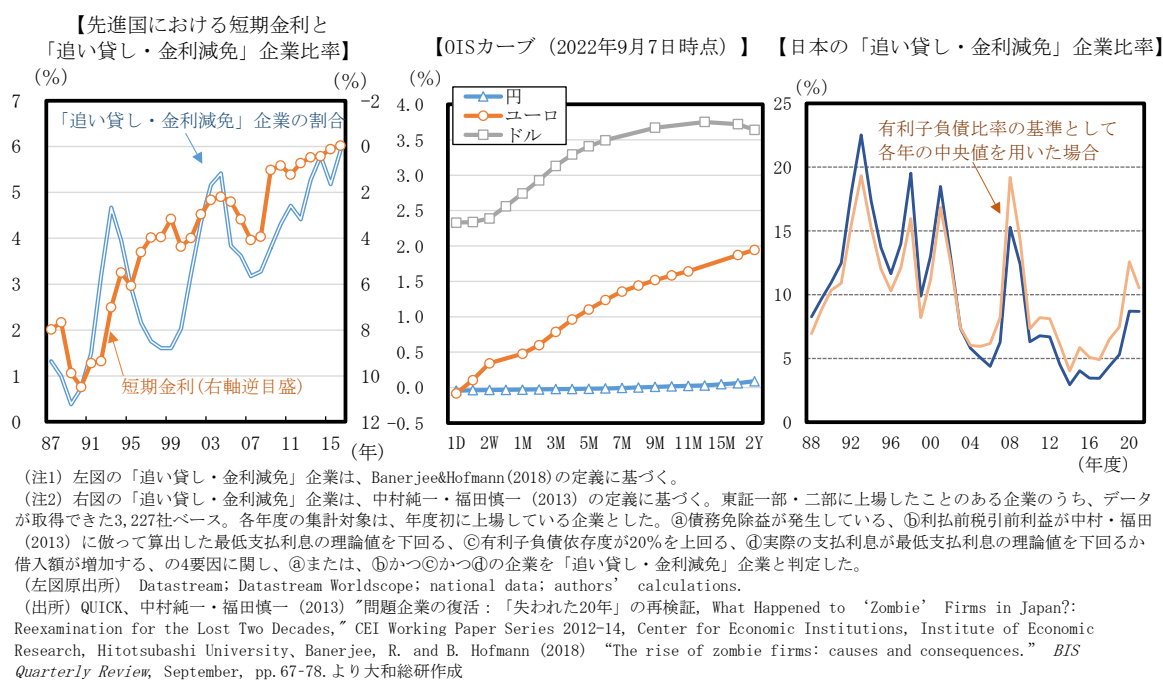
<sup>29</sup> 内閣府・財務省・日本銀行「デフレ脱却と持続的な経済成長の実現のための政府・日本銀行の政策連携について（共同声明）」（2013年1月22日）

済活動をより重要視する姿勢を示しているが、経済活動が正常化していけば、コロナ対応として企業を支援する必要性は薄れていく。財政運営の持続性確保は出口戦略の安定に資するだろう。加えて、後述する企業の生産性拡大の観点からも、経済活動の正常化と併せて歳出の正常化を図ることが求められる。

## 低金利の長期化による生産性低迷

低金利の長期化による「追い貸し・金利減免」企業<sup>30</sup>の増加リスクにも注意が必要だ。「追い貸し・金利減免」企業は、2008年の世界金融危機以降、先進国を中心に増加しており、長期停滞の一因として考えられていた。すなわち、生産性の低い企業の割合が高まることで、こうした企業が雇用を確保したり、また、独占的競争下では新規参入を抑制したりする結果、資源配分の非効率性が生み出され、経済成長の足かせとなり得る。低金利環境下では、企業側としては資金調達を容易に行うことができ、また、銀行サイドも収益確保のために貸出を増加させたいとの意図から、生産性の低い企業への貸出が増加する環境が醸成されやすい。低成長企業の温存と低金利融資の拡大の両面から、低金利環境が長期化し得る（図表4-8左）。

図表4-8: 「追い貸し・金利減免」企業比率（左：先進国、右：日本）と各国の金融政策見通し（中）



多くの先進国ではインフレへの対応に迫られた中央銀行が利上げを進めており、名目的な低金利環境は脱しつつある一方、他国と比較するとインフレが抑制されている日本では、対照的に低金利環境が長期化する公算が大きい（図表4-8中）。さらに、IMFによると日本では融資に

<sup>30</sup> 本稿では内閣府（2009）での表現を用いるが、経済学の世界では「ゾンビ企業」と呼ばれることが多い。

関連したコロナ対策の規模が先進国の中でも比較的大きいことから<sup>31</sup>、低金利環境と併せて「追い貸し・金利減免」企業が増加しやすい環境が醸成されている。

日本においては「追い貸し・金利減免」企業の割合は、コロナ前と比較して増加しているとみられる（**図表 4-8 右**）。こうした経済成長の抑制圧力を緩和するには、政府・日本銀行の双方の役割が重要となる。先に述べた通り、政府はコロナ対応についてより経済活動を重要視する姿勢を示していることを踏まえれば、企業に対する補助金といったコロナ禍を前提とした企業支援の必要性も薄れることから、歳出についても正常化を図ることが求められる。これにより、融資の面で「追い貸し・金利減免」企業が増加しにくい環境を醸成することは、生産性の低下を抑制することを通じて、経済成長に資する可能性がある。中長期的には成長戦略の実施が重要なテーマとなるが、補助金の支給よりもむしろ競争環境の構築といった非金銭的な制度設計がより重要となろう。

加えて、日本銀行による低金利政策の長期化が経済成長に与える影響にも注視する必要がある。物価安定目標を達成した際に、利上げに踏み込めるかが「追い貸し・金利減免」企業の増加抑制という観点からは重要となる。低金利が「追い貸し・金利減免」企業を増加させるとすれば、短期的な景気循環と長期的な経済成長はトレードオフの関係にある可能性がある。景気後退期には短期的な景気循環をより重要視する必要があることは論を俟たないが、景気の拡張期には、景気の腰を折らない範囲で、より早期に低金利環境を脱することも検討に値しよう。

以上のように、現在の金融政策が抱える課題は、政府・日本銀行の協調によって解決を図る必要のあるものも多い。双子の債務拡大が顕著となる中、財政政策や量的緩和の拡大に依存した景気刺激策がもたらすリスクは大きくなっている。政府・日本銀行には持続性のあるマクロ経済政策運営が求められよう。

#### 【参考文献】

Eggertsson, G. B., Juelsrud, R. E., Summers, L. H., & Wold, E. G. (2019). “Negative Nominal Interest Rates and the Bank Lending Channel.” National Bureau of Economic Research, Working Paper Series 25416.

内閣府（2009）『平成 21 年度 年次経済財政報告』

日本銀行（2016）『『量的・質的金融緩和』導入以降の経済・物価動向と政策効果についての総括的な検証【背景説明】』（2016 年 9 月 21 日）

日本銀行（2021）「より効果的で持続的な金融緩和を実施していくための点検【背景説明】」（2021 年 3 月 19 日）

<sup>31</sup> IMF “Fiscal Monitor Database of Country Fiscal Measures in Response to the COVID-19 Pandemic” (October 2021)

## 5. 論点③：米中経済減速リスク

橋本 政彦・永井 寛之

第2章の「日本経済のメインシナリオ」で述べたように、当社では、予測期間中の日本経済は拡大基調が続く見通しである。ただし、日本経済を下振れさせるリスク要因として、海外経済の減速が挙げられよう。本章では、中でも特に大きなリスクと考えられる、米国の景気後退入りの可能性、および中国での再ロックダウン（都市封鎖）による景気減速の影響について検討する。

### 5.1 米国の景気後退入りリスク

NBER 基準では、現状の米国経済はリセッションとは言えず

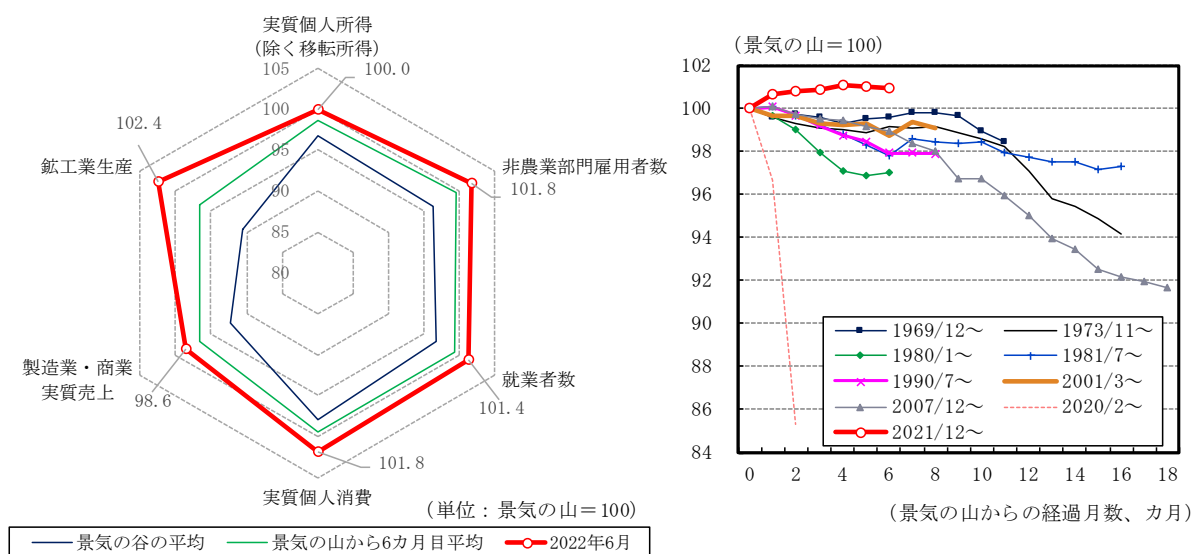
米国経済の足元の状況を確認すると、実質 GDP 成長率は2022年1-3月期(前期比年率▲1.6%)、4-6月期(同▲0.6%)と2四半期連続で前期から減少し、いわゆるテクニカルリセッション入りとなった。しかし、実質 GDP が2四半期連続で減少したことのみを以て、米国経済が本格的な景気後退に陥っていると判断するのは正しくない。

まず、GDPの内訳を見ると、ヘッドラインでは減少しつつも中身は必ずしも悪くない。1-3月期においては、内需の堅調さの結果として控除項目である輸入が大幅に増加したことに加え、在庫の減少がマイナス成長の主な要因となった。4-6月期に関しても在庫の減少がGDPを大きく押し下げているが、これには半導体不足や中国でのロックダウンによるサプライチェーンの目詰まりや供給制約が大きく影響したとみられる。金利上昇などの影響によって4-6月期に住宅投資が減少に転じ、設備投資も足踏みした点は懸念材料であるものの、最大の需要項目である個人消費は増加が続いており、民間最終需要は前期からわずかながら増加している。

また、米国の景気基準日付を決定する民間非営利組織である全米経済研究所(NBER)は、GDPの2四半期連続での減少を景気後退の基準とはせず、景気後退を「広範かつ数カ月以上にわたる経済活動の大幅な落ち込み」と定義している。その上で、景気の局面判断には主に6つ指標(実質個人所得(除く移転所得)、非農業部門雇用者数、就業者数、実質個人消費、製造業・商業実質売上、鉱工業生産指数)を用いている。これら6指標の足元の状況を確認すると、製造業・商業実質売上は2021年末から幾分減少しているものの、それ以外の5指標については2022年に入って実質GDPが2四半期連続で減少する中でもほとんど悪化していない(図表5-1左)。6指標の平均値の推移を見ても、景気の高から低下傾向となっている過去の景気後退期とは異なり、足元まで緩やかな増加基調が続いている(図表5-1右)。新型コロナウイルス禍以降続いてきた景気拡大のペースがこのところ鈍化していることは確かであるものの、NBERの基準に照らせば、米国経済が2022年初から景気後退入りしていると判断される可能性は非常に低いと考えられる。



図表 5-1 : NBER が景気判定に用いる 6 指標 (左)、景気後退期における 6 指標の平均値 (右)



(注) 左図の集計対象は1970年以降の景気後退。2022年6月は、便宜的に2021年12月を景気の高点として計算。「景気の高点から6カ月目平均」に関して、2020年3月からの景気後退は6カ月間に満たないため除外。  
(出所) NBER、BEA、BLS、FRB、Haver Analyticsより大和総研作成

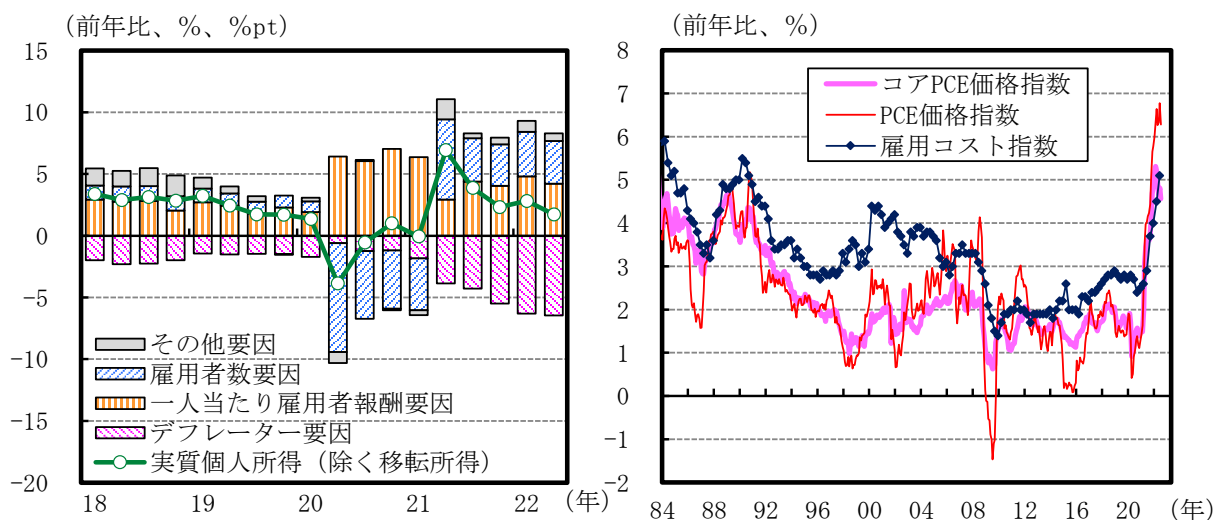
## 労働市場の堅調さは個人消費を下支えする半面、インフレ圧力に

NBER が景気判断に用いている 6 指標のうち、鉱工業生産を除く指標が雇用・所得及び消費関連の指標であることからわかる通り、米国経済の循環的な動きを捉える上では、個人消費、およびその裏付けとなる雇用・所得環境の動向が最も重要である。米国経済が今後、本格的な景気後退に陥るか否かは、現状底堅く推移する労働市場、および個人消費の動向次第といえる。

NBER が景気判断に用いる指標の 1 つである、実質所得 (除く移転所得) の内訳を確認すると (図表 5-2 左)、デフレーターの上昇、すなわち物価の上昇が家計の所得を大きく下押ししていることが見て取れる。しかし、名目賃金 (1 人あたり雇用者報酬) の上昇に加えて、雇用者数の増加によってマクロの実質所得は増加基調を維持しており、労働市場の改善が個人消費の底堅さの大きな要因になっている。個人消費のウェイトが大きい米国経済においては、個人消費と労働市場が相互に影響を及ぼしながら拡大を続けていくのが典型的な景気拡大のパターンである。こうした自律成長のメカニズムが足元においても機能していることが確認できる。

だが、目下の米国経済にとって厄介なのは、こうした個人消費を下支えする労働市場の堅調さが、連邦準備制度理事会 (FRB) が金融引き締めを継続、強化する理由になり得ることである。とりわけ労働需給のひっ迫を背景とした名目賃金上昇は、物価上昇による購買力の低下を緩和する一面があるのと同時に、高いインフレ率の一因となりつつある。インフレ率との連動性が高い雇用コスト指数は 2022 年 4-6 月期で前年比 +5.1% と、1990 年以來の高い伸びを記録した (図表 5-2 右)。賃金と物価のスパイラル的な上昇が続くリスクが高まる中、FRB がインフレの抑制を優先して、労働市場の悪化を黙認すれば、米国経済の景気後退は一気に現実味を増すことになる。

図表 5-2 : 実質個人所得（除く移転所得）の内訳（左）、雇用コストとインフレ率（右）



(出所) BEA、BLS、Haver Analytics より大和総研作成

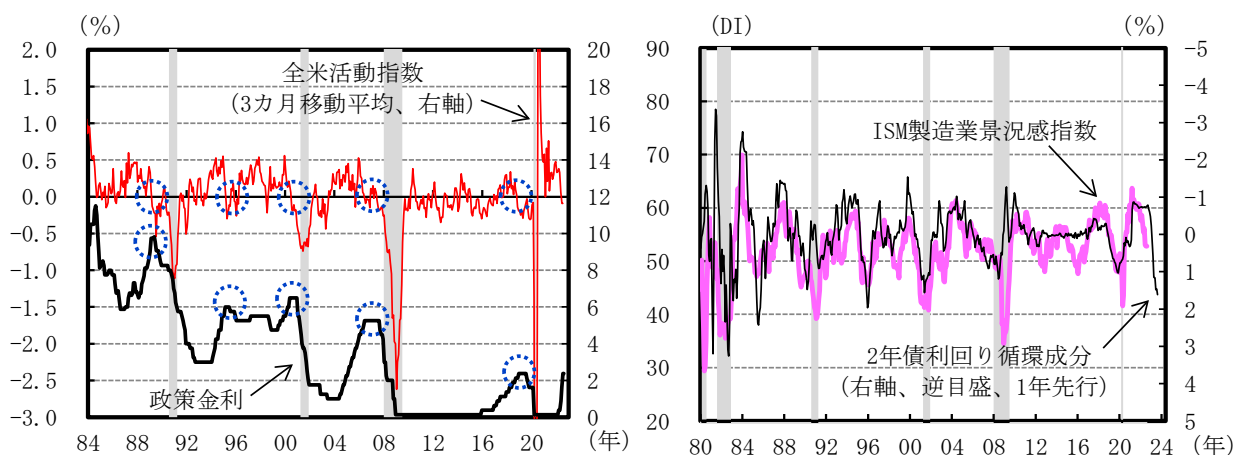
### 金融引き締めが続けば、2023 年前半にも景気後退の可能性

過去における FRB による金融政策と、景気循環の関係を確認すると、景気後退に陥る以前に利上げが停止され、利下げへと転じるというのが通常のパターンであった（図表 5-3 左）。シカゴ連銀が作成する全米活動指数を合わせて見ると、およそ 0 を下回ったタイミング（＝経済がトレンド成長を下回ったタイミング）で利上げが停止されている。

しかし、足元のインフレ率がおよそ 40 年ぶりとも歴史的に高い伸びを記録していることや、既述したように物価と賃金のスパイラル的な上昇の可能性が高まっていることに鑑みると、過去の政策運営のパターンに今回は必ずしも当てはまらない可能性がある。実際、FOMC 参加者においては景気後退入りがコンセンサスとはなっていないが、複数の参加者はインフレ抑制のために一時的な景気後退を許容する姿勢を表明している。景気後退リスクが高まる中、早ければ 2023 年にも FRB が利下げに転じるとの見方が金融市場を中心に広がりつつある。また、当社の米国経済見通しにおいても、景気の減速感が高まる中で、2023 年中には利下げに転じることをメインシナリオとしているが、FRB がタカ派姿勢を貫く可能性は十分に残されている。

長期金利に比べて政策金利の先行きに関する期待が強く反映される 2 年債利回りの動向と、米国の循環的な景気動向に敏感な ISM 製造業景況感指数の動きを照らし合わせると、後者は前者に対して 1 年程度遅れて動く傾向がある（図表 5-3 右）。そして、過去の景気後退期においては、FRB による利下げを織り込むことで、2 年債の利回りが政策金利に先んじて低下し、企業景況感の悪化を食い止めてきた。だが、仮に今回、FRB がインフレの抑制を重視する姿勢を貫けば、金利は高止まりし、それに遅れる形で企業景況感も悪化が続いていくことになろう。企業景況感と雇用者数との連動性が高いことから、景況感の悪化に合わせて雇用者数が減少に転じることで、米国経済の屋台骨である個人消費も悪化へと向かうと考えられる。2022 年に入って急速に利上げ期待が高まったことで、2 年債利回りは急激に上昇しているため、単純に過去の関係に照らせば、2023 年前半にも米国は景気後退に陥る可能性が示唆される。

図表 5-3 : 全米活動指数と政策金利 (左)、米国 2 年債利回りと ISM 製造業景況感指数 (右)



(注) シャドーは景気後退期。右図の 2 年債利回りの循環成分は HP フィルターによるトレンド成分を除去したもの。

(出所) シカゴ連銀、FRB、ISM、NBER、Haver Analytics より大和総研作成

### インフレ期待上振れ+FRB の徹底的な引き締めがテールリスク

FRB がタカ派姿勢を続け、景気よりもインフレ抑制を重視することが米国経済のリスクであることを前項までで指摘してきたが、これに加えて期待インフレ率が大きく上振れした場合には、景気悪化リスクはさらに大きくなる。

**図表 5-4 左**は GDP ギャップとインフレ率 (PCE 価格指数) の関係、いわゆる広義のフィリップスカーブを描いたものである。これを見ると、コロナ禍以降は、2000 年代のフィリップスカーブから大きく外れて物価が上昇していることが確認できる。コロナ禍に伴う供給制約によって一部の財、例えば自動車などの需給が極端に引き締まったことや、エネルギー価格の急騰などが影響しているためと考えられる。

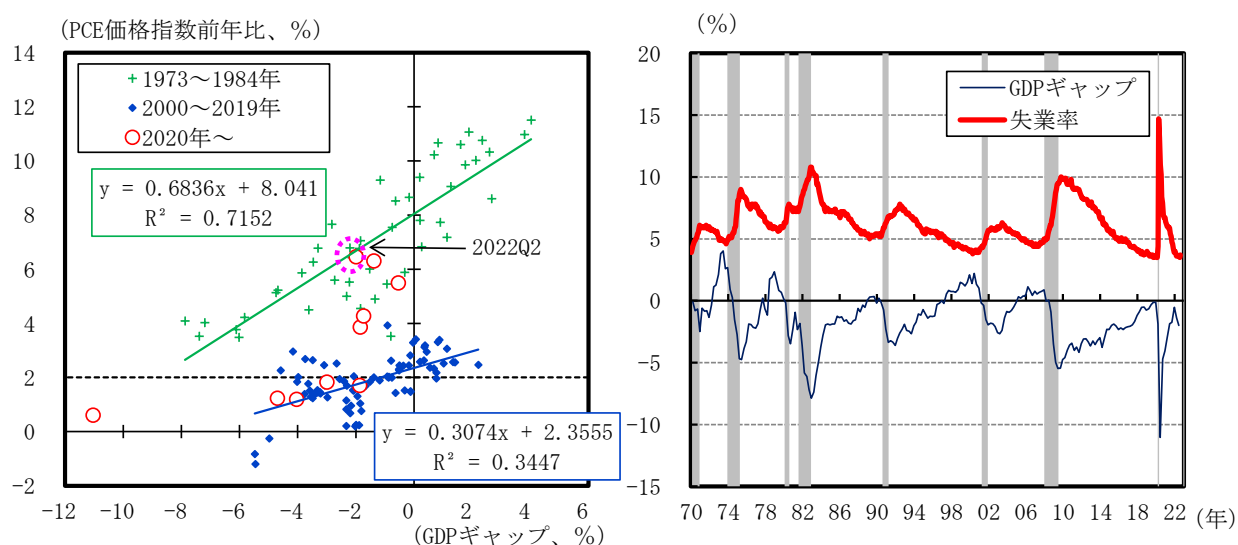
しかし、仮にコロナ禍をきっかけにフィリップスカーブの形状が変化しているとすれば、先行きの物価、金融政策に対するインプリケーションは大きく変化する。フィリップスカーブは理論上、期待インフレ率が上昇 (下落) すれば、その切片が上方 (下方) にシフトする。実際、過去、期待インフレ率が非常に高かった 1970 年代後半から 1980 年代半ばにかけてのフィリップスカーブは、2000 年代から 2010 年代に比べて大きく上方に位置している。そして足元 (2022 年 4-6 月期) の GDP ギャップとインフレ率の関係は、その 1970 年代後半から 80 年代半ばのフィリップスカーブ上にある。これが仮に期待インフレ率の上昇 (=フィリップスカーブの上方シフト) を反映したものであるならば、インフレ率が FRB の目標である 2%まで低下するために、深い景気後退を余儀なくされることが示唆される。

インフレ抑制のための FRB による徹底的な金融引き締めとしては、ボルカーFRB 議長 (当時) による政策が広く知られるところである。10%を超えるインフレ率 (CPI) が続いていた 1979 年 8 月に就任したボルカーFRB 議長 (当時) は、インフレの抑制を最優先し、強烈な金融引き締めを実施した。結果として、金融引き締めを終了した 1982 年末までのおよそ 3 年間でインフレ率は 4%台まで低下したが、この間、米国経済は 2 度にわたる景気後退を経験し、失業率は 10%

を上回る水準まで上昇した(図表5-4右)。仮に期待インフレ率の上昇によってインフレ率がFRBの思うように低下せず、そうした状況に対して、FRBがボルカー時代と同じような徹底的なインフレファイティングを行うことになれば、米国の景気後退は一層深刻なものになるだろう。

もっとも、ボルカー時代には短期、長期を問わず大きく上振れしていた家計の期待インフレ率に関して、足元で短期の期待インフレは大きく上昇する一方、長期の期待インフレ率は安定的に推移し、極端な上昇は見られていない。ボルカー時代に比べて金融政策の透明性は大きく向上していることに加え、2012年以降はインフレ目標が導入されたことなどが、長期のインフレ期待の安定化に大きく寄与していると考えられる。従って、ボルカー時代と同じように、インフレ抑制のために大幅な景気悪化が必要となる可能性は、現時点では必ずしも高くないと思われ、あくまでテールリスクという位置づけであろう。だが一方で、足元では感染拡大による供給制約や、ウクライナ問題を契機とした資源価格の高騰など、複合的な要因が高インフレの原因となっており、その動向次第で、期待インフレ率が上振れするリスクについては注意深く見ていく必要がある。

図表5-4：米国の広義のフィリップスカーブ（左）、米国のGDPギャップと失業率の長期推移（右）



(注) 左図の1973-1984年はGDPギャップが1年半先行。右図のシャドーは景気後退期。

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

## 5.2 中国での再ロックダウン

2022年の前半、感染の抑え込みが難しいオミクロン株が中国国内でも感染が拡大したことから、当局は以前から掲げる「ゼロコロナ」政策の下、徹底した感染症対策を行った。2022年3月28日から6月1日まで、上海市では厳格なロックダウンが実施され、他の都市でも行動制限などが行われた結果、2022年4-6月期の中国の実質GDP成長率は前年比+0.4%、前期比年率では▲10.0%と大きく落ち込むことになった。

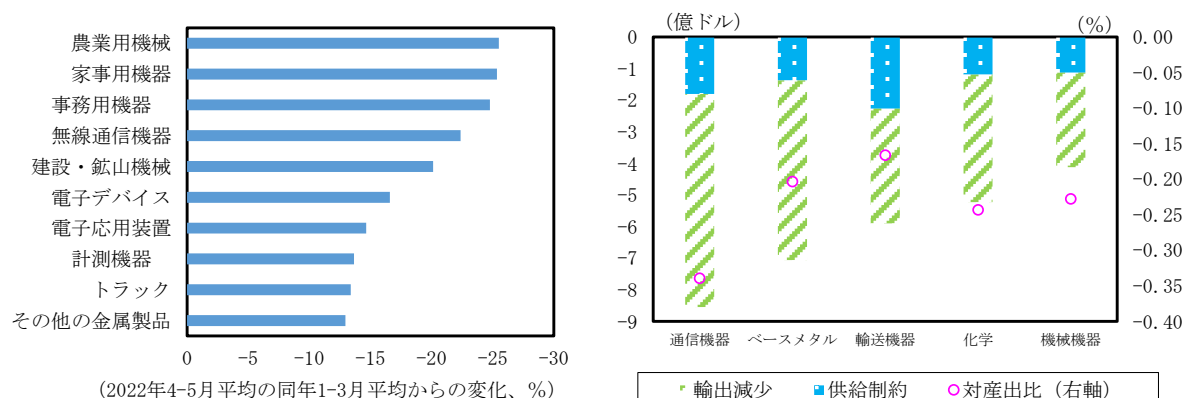
感染拡大の抑制と、今秋開催が予定されている共産党大会に向けた景気刺激策によって、2022年後半には中国経済は持ち直す可能性が高い。だが一方、当局がゼロコロナ政策に固執する中、中国国内で感染が再度拡大すれば、厳しい感染対策が実施されることで中国経済は減速を余儀なくされよう。そこで、本節では、中国において再びロックダウンや行動制限が実施された場合に、日本経済にどのような影響を及ぼすか分析する。

### 上海市ロックダウン時は加工組立業種の生産が大幅減

まず、2022年前半に行われた中国でのゼロコロナ政策により、日本経済はどの程度の影響を受けたかを確認する。日本から中国への実質輸出（日本銀行）を確認すると、上海市でロックダウンが実施された2022年4-5月平均は同年1-3月平均に比べて▲13.3%と大幅に落ち込み、対世界向け全体でも同▲3.9%となった。また、同時期の鉱工業生産指数も同▲4.3%と低下している。

**図表 5-5 左**は、同時期の生産の減少に関して、特に減少幅が大きかった業種を取り出したものである。これを見ると、生産用機械（農業機械、建設・鉱山機械）、電気機械（家事用機器）、情報通信機械（無線通信電子）など、加工組立業種において幅広く生産が大幅に落ち込んでいる。この時期の生産の落ち込みすべてが、上海市のロックダウンに起因したものではないが、対中輸出の減少に加えて、製造過程で中国との相互依存関係が強い加工組立業種では、輸入の停止や物流網の混乱といった供給制約が生産を下押ししたと考えられる。

**図表 5-5：上海ロックダウン時の日本の生産（左）、中国との貿易縮小が生産額に与える影響（右）**



(注) 右図は2022年10-12月期の中国の実質GDP成長率が前年比0%になると仮定したケースと、中国国内で感染が再拡大せず実質GDP成長率が同+5.8%になったケースを比較し、輸出減少と供給制約（輸入減少）の影響を試算。

(出所) 経済産業省、World Input-Output Databaseより大和総研作成

そこで、**図表 5-5 右**は、中国でのロックダウンが需要面（輸出の減少）、供給面（輸入の減少）でそれぞれどの程度、日本国内の生産に影響を及ぼすかを、国際産業連関表を用いて試算したものである。これを見ると、中国との貿易停滞による生産額の減少は通信機器やベースメタル、輸送機器などの業種で大きく、生産額対比では▲0.1～▲0.3%程度になる。影響額を輸出減少、

供給制約に分けて見ると、いずれのセクターにおいても、輸出減少による生産の下振れが供給制約の影響に比べて大きい。ただし、輸送機器においては供給制約による影響が他のセクターに比べて大きく、中国からの輸入の減少が特に生産面でのボトルネックになりやすいことが見て取れる。

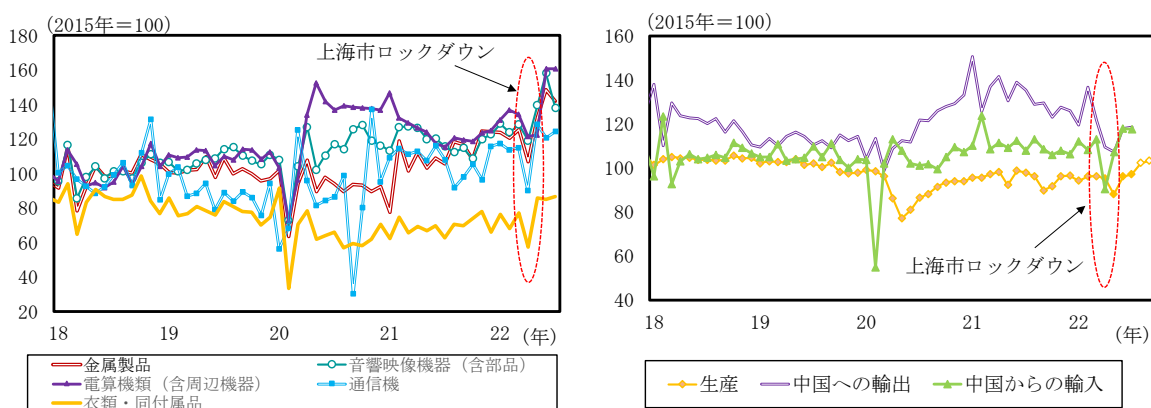
### ロックダウンによる供給制約はあくまで一時的

前項で確認した通り、中国でロックダウンが実施された場合、輸出の減少に加えて、輸入が滞ることによる供給制約も生産活動の下押し要因となる。もっとも、感染拡大防止のためのロックダウンはあくまで一時的な措置である。供給制約によって対中輸出のみならず、国内出荷や中国以外向けの輸出も抑制されていたことを踏まえれば、ロックダウンによる供給制約が解消した後には、挽回生産による反動増が起こる可能性がある点も併せて考慮する必要がある。

実際、中国からの輸入に関し、金額が大きい品目の推移を見ると、上海市などでロックダウンが実施された4月に大きく落ち込んだものの、ロックダウンが解除された6月には急増し、多くの品目が3月以前を大きく上回る水準となっている（**図表 5-6 左**）。また、中国からの輸出入数量と日本の鉱工業生産を並べて見ると（**図表 5-6 右**）、輸出の回復が緩慢なものとなる中、鉱工業生産は中国からの輸入の回復に遅れる形で持ち直し、7月には中国でゼロコロナ政策が実施される以前の3月の水準を回復した。さらに製造工業生産予測調査によれば、8、9月も生産の増加が見込まれている。業種別の生産計画を見ても、中国でのロックダウン時の生産の落ち込みが大きかった生産用機械や電気・情報通信機械による増産幅が大きく、4、5月の減産分を挽回生産によって補おうとする動きが確認できる。

もちろん、計画された挽回生産が実際にどれだけ発現するかには不確実性が残る。しかし、ロックダウンによる供給面での影響はあくまで一時的なものであり、その後の挽回生産を考慮すれば、供給制約が日本経済に及ぼす影響は限定的なものにとどまるだろう。

図表 5-6：主要品目の中国からの輸入金額（左）、対中貿易数量と鉱工業生産（右）



(注) 中国からの輸入金額、および右図の対中貿易数量の季節調整は大和総研による。右図の生産の白抜きは製造工業生産予測調査による予測値。

(出所) 財務省、経済産業省より大和総研作成

## 中国の再ロックダウンで日本の GDP 成長率は 0.5%pt 低下

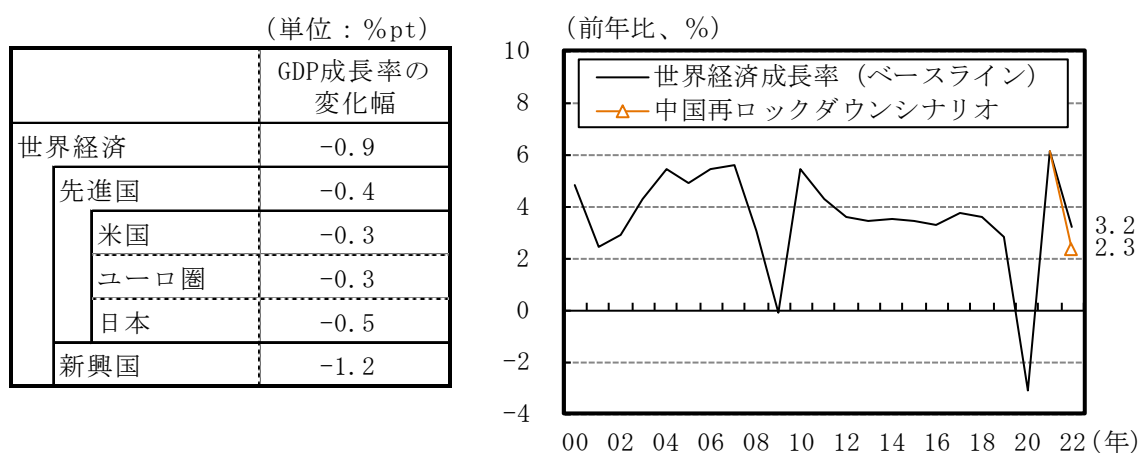
供給制約による影響が一時的である可能性が高いことを踏まえれば、中国で再ロックダウンが実施された際には、中国の景気減速に伴う需要面からの影響、すなわち対中輸出の減少に特に注意を払う必要があると考えられる。

そこで、中国経済の減速による需要減が世界経済全体に与える影響を、主要国・地域経済に関して構築したマクロモデルを用いた試算から確認する。既述の国際産業連関表を用いた試算でも、中国との貿易縮小による影響を確認したが、これには生産の減少に伴う企業・家計所得の減少が最終需要をさらに下押しする効果が含まれていない。マクロモデルによる試算では、そうした所得減の効果が含まれており、中国経済減速の影響をより幅広く把握することができる。

試算結果によると、2022年10-12月期に中国で再ロックダウンが実施され、同時期の実質 GDP 成長率が前年比 0%まで落ち込んだ場合（ベースラインでは同+5.8%と想定）、2022年の世界経済成長率はベースラインから 0.9%pt 下振れするとの結果が得られた（**図表 5-7**）。地域別の内訳を見ると、先進国が▲0.4%pt、新興国が▲1.2%pt と新興国の落ち込みが大きい、これは前提とした中国の落ち込み（▲1.6%pt）が含まれていることの影響が大きい。

日本への影響は▲0.5%pt となり、米国やユーロ圏に比べて大きい。これは、中国との貿易上のつながりの強さに加えて、輸出の減少が設備投資を中心とした内需への波及しやすい経済構造が影響していると考えられる。当然、ここでの試算結果は、前提となる中国の減速度合いに大きく依存している。想定よりも大規模な感染拡大が起きてロックダウンが長期化すれば、経済への悪影響は試算結果をさらに上回る点には注意が必要である。

図表 5-7：中国での再ロックダウンが世界経済成長率に与える影響



(注) 中国の2022年10-12月期の実質 GDP 成長率が前年比 0%となった場合の、各国・地域の2022年の経済成長率への影響をマクロモデルにより試算したもの。右図のベースラインは IMF World Economic Outlook (2022 July) によるものであり、大和総研による見通しとは異なる。

(出所) IMF、BEA、Eurostat、内閣府より大和総研作成

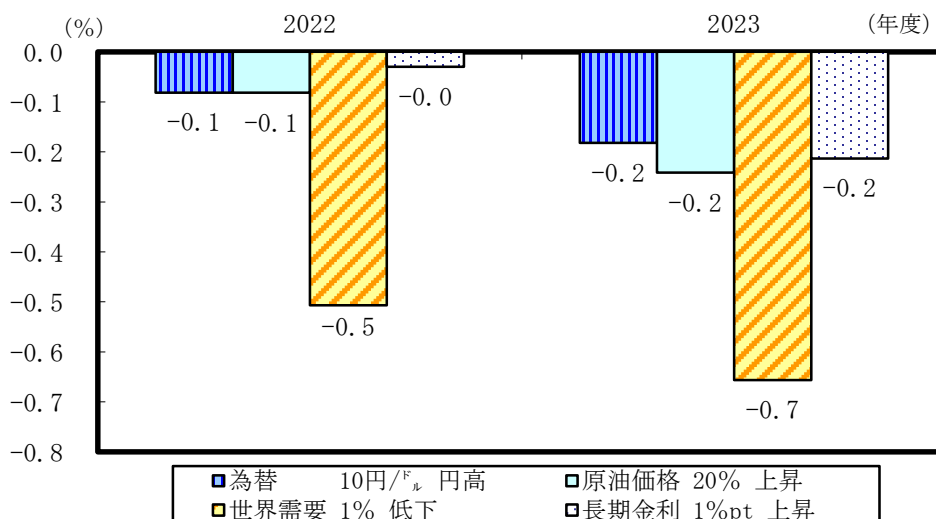
## 6. マクロリスクシミュレーション

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10-12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 ; 138.9 円/ドル, 143.8 円/ドル	→ 各四半期 10 円/ドル円高
・ 原油(WTI) 価格 : 2022-23 年度 ; 90.9 ドル/bbl, 81.9 ドル/bbl	→ 各四半期 20% 上昇
・ 世界経済成長率 : 2022-23 暦年 ; +3.1%, +3.1%	→ 各四半期 1% 低下
・ 長期金利 : 2022-23 年度 ; 0.23%, 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▲0.1%、2023 年度で▲0.2%縮小させることになる。

原油価格の上昇は輸入デフレーターの上昇につながる。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▲0.5%、2023 年度で▲0.7%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▲0.0%、2023 年度は▲0.2%の縮小となる。金利上昇による資金調達コストの上昇は設備投資や住宅投資を減少させる。また、個人への直接的な影響は純有利子負債（有利子資産を除いた有利子負債）の大きさによって決まるが、個人は純受取主体、つまり有利子資産が有利子負債を上回っているため、金利上昇は財産所得を増加させる。投資の減少による景気悪化を受け、勤労所得は減少するものの、財産所得の増加に相殺され、個人消費への影響は軽微なものにとどまることとなる。

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

なお、景気対策などの財政出動による財政悪化から長期金利が上昇する場合、設備投資や住宅投資などに対するクラウディ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	3.1	2.7	3.0 (-0.1)	2.5 (-0.4)	2.9 (-0.3)	2.2 (-0.8)
<b>実質GDP</b>	<b>2.6</b>	<b>1.8</b>	<b>2.6 (-0.1)</b>	<b>1.7 (-0.2)</b>	<b>2.6 (-0.1)</b>	<b>1.6 (-0.2)</b>
GDPデフレーター	0.5	0.9	0.4 (-0.1)	0.8 (-0.2)	0.3 (-0.2)	0.6 (-0.6)
鉱工業生産指数	1.9	4.8	1.8 (-0.1)	4.6 (-0.2)	1.9 (-0.0)	4.7 (-0.0)
第3次産業活動指数	4.8	2.7	4.8 (-0.0)	2.7 (-0.1)	4.8 (-0.0)	2.7 (-0.0)
国内企業物価	6.8	0.9	6.1 (-0.6)	0.2 (-1.3)	7.7 ( 0.9)	2.4 ( 2.3)
消費者物価	2.3	1.3	2.2 (-0.1)	1.2 (-0.2)	2.4 ( 0.1)	1.6 ( 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)	-11.7	-9.9	-11.2 ( 0.5)	-9.6 ( 0.2)	-13.5 (-1.8)	-14.8 (-4.9)
経常収支 (億ドル)	494	584	527 ( 33)	558 (-25)	341 (-153)	188 (-396)
経常収支 (兆円)	6.9	8.4	6.8 (-0.1)	7.5 (-0.9)	4.8 (-2.1)	2.7 (-5.7)
実質GDPの内訳						
民間消費	3.8	1.8	3.7 (-0.1)	1.8 (-0.1)	3.8 (-0.0)	1.8 (-0.0)
民間住宅投資	-3.6	1.0	-3.6 (-0.0)	0.9 (-0.1)	-3.6 (-0.0)	1.0 (-0.0)
民間設備投資	4.0	5.0	3.9 (-0.0)	4.7 (-0.3)	4.0 ( 0.0)	5.1 ( 0.1)
政府最終消費	1.5	-2.8	1.5 ( 0.0)	-2.7 ( 0.1)	1.4 (-0.1)	-3.0 (-0.3)
公共投資	-1.6	3.0	-1.6 ( 0.1)	3.1 ( 0.2)	-1.7 (-0.1)	2.9 (-0.2)
財貨・サービスの輸出	3.6	4.0	3.4 (-0.2)	3.6 (-0.6)	3.5 (-0.1)	3.7 (-0.3)
財貨・サービスの輸入	4.1	2.5	4.1 (-0.0)	2.3 (-0.2)	4.1 ( 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	2.5 (-0.6)	2.4 (-0.9)	3.1 (-0.0)	2.5 (-0.3)	2.9 (-0.2)	2.3 (-0.6)
<b>実質GDP</b>	<b>2.1 (-0.5)</b>	<b>1.6 (-0.7)</b>	<b>2.6 (-0.0)</b>	<b>1.6 (-0.2)</b>	<b>2.6 (-0.0)</b>	<b>1.6 (-0.2)</b>
GDPデフレーター	0.4 (-0.1)	0.8 (-0.2)	0.5 (-0.0)	0.9 (-0.0)	0.3 (-0.2)	0.6 (-0.5)
鉱工業生産指数	1.3 (-0.6)	4.2 (-1.1)	1.9 (-0.0)	4.6 (-0.2)	2.0 ( 0.0)	4.8 ( 0.1)
第3次産業活動指数	4.8 (-0.1)	2.7 (-0.1)	4.8 (-0.0)	2.7 (-0.0)	4.8 ( 0.0)	2.7 ( 0.0)
国内企業物価	6.7 (-0.1)	0.5 (-0.5)	6.8 (-0.0)	0.8 (-0.1)	8.0 ( 1.2)	2.7 ( 2.9)
消費者物価	2.3 (-0.0)	1.2 (-0.1)	2.3 (-0.0)	1.3 (-0.0)	2.4 ( 0.1)	1.6 ( 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)	-13.8 (-2.1)	-12.2 (-2.4)	-11.6 ( 0.1)	-9.5 ( 0.4)	-13.8 (-2.1)	-14.9 (-5.0)
経常収支 (億ドル)	311 (-183)	376 (-208)	563 ( 68)	736 ( 153)	325 (-169)	200 (-383)
経常収支 (兆円)	4.3 (-2.5)	5.4 (-3.0)	7.8 ( 0.9)	10.6 ( 2.2)	4.8 (-2.1)	3.2 (-5.2)
実質GDPの内訳						
民間消費	3.8 (-0.0)	1.8 (-0.0)	3.8 (-0.0)	1.8 (-0.0)	3.8 ( 0.0)	1.8 ( 0.0)
民間住宅投資	-3.7 (-0.1)	1.1 (-0.0)	-3.6 (-0.0)	0.3 (-0.7)	-3.6 (-0.0)	1.0 ( 0.0)
民間設備投資	3.8 (-0.2)	4.5 (-0.7)	3.8 (-0.2)	3.7 (-1.5)	4.0 ( 0.0)	5.3 ( 0.3)
政府最終消費	1.5 ( 0.0)	-2.8 ( 0.1)	1.5 ( 0.0)	-2.8 ( 0.0)	1.4 (-0.1)	-3.0 (-0.3)
公共投資	-1.6 ( 0.1)	3.2 ( 0.2)	-1.6 ( 0.0)	3.0 ( 0.0)	-1.7 (-0.1)	2.8 (-0.3)
財貨・サービスの輸出	1.2 (-2.3)	2.6 (-3.6)	3.6 ( 0.0)	4.0 ( 0.0)	3.6 ( 0.0)	3.9 (-0.0)
財貨・サービスの輸入	3.9 (-0.2)	1.2 (-1.6)	4.0 (-0.1)	2.2 (-0.4)	4.1 ( 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)	510.4	538.7	546.2	543.0	541.5	539.5	541.9	544.1	534.7	541.6	537.2	541.4	
前期比%	-7.6	5.5	1.4	-0.6	-0.3	-0.4	0.4	0.4					
前期比年率%	-27.3	24.0	5.7	-2.3	-1.1	-1.5	1.8	1.7					
前年同期比%	-9.0	-4.4	-0.6	-1.8	6.1	0.0	-0.7	0.2	-3.9	1.3	-3.7	0.8	
実質国内総支出(兆円、2015暦年連鎖価格)	500.1	527.7	536.2	534.5	536.4	534.0	539.1	539.4	524.9	536.9	527.3	536.0	
前期比%	-8.1	5.5	1.6	-0.3	0.4	-0.4	1.0	0.1					
前期比年率%	-28.5	24.0	6.7	-1.3	1.5	-1.8	3.9	0.2					
前年同期比%	-10.3	-5.4	-0.9	-1.7	7.3	1.2	0.5	0.6	-4.6	2.3	-4.6	1.7	
内需寄与度(前期比)	-5.3	2.7	1.1	-0.4	0.6	-0.6	0.9	0.6	-3.9	1.5	-3.8	0.6	
外需寄与度(前期比)	-2.8	2.8	0.6	0.1	-0.2	0.2	0.0	-0.5	-0.6	0.8	-0.8	1.0	
GDPデフレーター(前年同期比%)	1.5	1.1	0.2	-0.1	-1.1	-1.1	-1.3	-0.5	0.7	-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(2020=100)													
国内企業物価指数	99.1	99.8	99.6	101.0	103.4	105.6	108.0	110.3	100.2	107.5	100.3	105.1	
前年同期比%	-2.2	-0.8	-2.2	-0.6	4.4	5.8	8.5	9.2	-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(季調済年率、兆円)	-6.0	4.9	9.3	6.1	4.0	-0.9	-2.9	-6.8	3.8	-1.6	2.8	1.7	
経常収支(季調済年率、億ドル)	542	1,389	2,162	1,933	1,638	1,081	999	782	1,534	1,126	1,468	1,411	
経常収支(季調済年率、兆円)	5.8	14.7	22.6	20.5	17.9	11.9	11.4	9.1	16.3	12.7	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	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)	547.5	556.0	564.1	566.4	569.1	572.3	575.5	577.9	558.6	573.7	553.0	570.8
前期比%	0.6	1.5	1.5	0.4	0.5	0.6	0.6	0.4				
前期比年率%	2.5	6.3	6.0	1.7	1.9	2.2	2.3	1.6				
前年同期比%	1.2	3.1	4.1	4.1	3.9	2.9	2.0	2.0	3.1	2.7	2.2	3.2
実質国内総支出(兆円、2015暦年連鎖価格)	544.0	548.7	555.0	556.1	557.7	559.8	562.1	563.9	551.0	560.7	546.6	558.8
前期比%	0.9	0.9	1.1	0.2	0.3	0.4	0.4	0.3				
前期比年率%	3.5	3.5	4.7	0.9	1.1	1.5	1.6	1.3				
前年同期比%	1.6	2.7	2.9	3.2	2.4	2.0	1.3	1.3	2.6	1.8	2.0	2.2
内需寄与度(前期比)	0.8	0.8	1.1	0.1	0.2	0.3	0.3	0.2	2.8	1.5	2.3	2.0
外需寄与度(前期比)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	-0.1	0.2	-0.3	0.3
GDPデフレーター(前年同期比%)	-0.3	0.3	1.1	0.8	1.4	0.9	0.8	0.7	0.5	0.9	0.2	1.0
鉱工業生産指数(2015=100)	93.1	96.5	98.8	100.8	101.8	101.8	102.0	102.3	97.4	102.0	96.1	101.7
前期比%	-2.7	3.7	2.4	2.0	0.9	0.0	0.2	0.3	1.9	4.8	0.4	5.8
第3次産業活動指数(2015=100)	99.7	101.2	103.5	104.2	104.5	104.8	105.1	105.4	102.1	104.9	100.4	104.6
前期比%	2.4	1.6	2.3	0.6	0.3	0.3	0.3	0.3	4.8	2.7	3.2	4.2
企業物価指数(2020=100)												
国内企業物価指数	113.3	114.8	115.6	115.7	115.8	115.8	115.9	116.0	114.8	115.9	113.5	115.8
前年同期比%	9.6	8.6	7.0	4.9	2.1	0.9	0.3	0.3	6.8	0.9	8.0	2.0
消費者物価指数(生鮮食品除く総合2020=100)	101.6	102.4	102.5	102.4	103.3	103.7	103.8	103.3	102.2	103.6	101.8	103.3
前年同期比%	2.1	2.6	2.5	1.9	1.7	1.3	1.3	0.9	2.3	1.3	2.0	1.5
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(%)	0.23	0.22	0.24	0.24	0.24	0.24	0.24	0.24	0.23	0.24	0.22	0.24
国際収支統計												
貿易収支(季調済年率、兆円)	-15.0	-11.1	-10.7	-10.3	-10.6	-10.0	-9.7	-9.4	-11.7	-9.9	-11.5	-10.7
経常収支(季調済年率、億ドル)	419	481	512	551	553	560	589	617	494	584	551	566
経常収支(季調済年率、兆円)	5.4	6.7	7.4	7.9	8.0	8.1	8.5	8.9	6.9	8.4	7.2	8.1
対名目GDP比率(%)	1.0	1.2	1.3	1.4	1.4	1.4	1.5	1.5	1.2	1.5	1.3	1.4
為替レート(円/ドル)	129.6	138.5	143.8	143.8	143.8	143.8	143.8	143.8	138.9	143.8	132.0	143.8
(円/ユーロ)	138.8	139.8	143.9	143.9	143.9	143.9	143.9	143.9	141.6	143.9	138.5	143.9

(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	500.1	527.7	536.2	534.5	536.4	534.0	539.1	539.4	524.9	536.9	527.3	536.0	
前期比年率%	-28.5	24.0	6.7	-1.3	1.5	-1.8	3.9	0.2					
前年同期比%	-10.3	-5.4	-0.9	-1.7	7.3	1.2	0.5	0.6	-4.6	2.3	-4.6	1.7	
国内需要	516.3	529.7	535.3	533.1	536.3	533.0	537.9	540.9	528.7	536.9	531.7	535.1	
前期比年率%	-19.4	10.8	4.3	-1.6	2.4	-2.4	3.7	2.2					
前年同期比%	-7.2	-5.3	-1.1	-2.2	3.9	0.6	0.5	1.4	-3.9	1.6	-3.8	0.6	
民間需要	375.1	386.1	390.7	389.4	392.3	388.7	395.0	398.4	385.4	393.6	389.5	391.3	
前期比年率%	-26.8	12.3	4.8	-1.4	3.0	-3.6	6.6	3.5					
前年同期比%	-10.1	-8.0	-2.9	-4.1	4.5	0.7	1.1	2.3	-6.3	2.1	-5.9	0.5	
民間最終消費支出	270.1	284.9	289.3	287.5	288.6	286.1	293.0	293.9	283.0	290.4	285.2	288.9	
前期比年率%	-30.9	23.8	6.3	-2.5	1.5	-3.4	10.1	1.2					
前年同期比%	-10.6	-6.7	-1.5	-3.0	6.8	0.4	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	19.0	18.6	18.4	18.1	18.8	18.5	19.0	18.6	
前期比年率%	1.2	-17.9	-1.3	3.0	6.6	-7.1	-5.2	-5.6					
前年同期比%	-5.9	-11.3	-9.6	-4.1	-2.7	-0.0	-0.8	-3.0	-7.8	-1.6	-8.0	-1.9	
民間企業設備投資	82.6	82.4	83.4	84.2	85.0	83.3	83.4	83.3	83.2	83.7	84.7	83.9	
前期比年率%	-27.0	-1.3	5.2	3.6	4.0	-7.9	0.7	-0.5					
前年同期比%	-9.5	-11.9	-3.8	-5.9	3.2	1.0	-0.3	-1.0	-7.7	0.6	-6.9	-0.9	
民間在庫変動	2.9	0.3	-0.5	-0.9	-0.3	0.8	0.2	3.1	0.4	1.0	0.7	-0.2	
公的需要	141.2	143.5	144.6	143.7	144.1	144.3	142.9	142.5	143.3	143.3	142.1	143.8	
前期比年率%	5.6	6.8	3.1	-2.4	0.9	0.6	-3.7	-1.2					
前年同期比%	1.8	3.1	4.0	3.1	2.2	0.6	-1.2	-1.2	3.0	0.0	2.6	1.1	
政府最終消費支出	111.8	114.1	115.0	114.1	115.1	116.4	116.0	116.5	113.8	116.0	113.0	115.4	
前期比年率%	2.1	8.8	3.1	-3.2	3.7	4.4	-1.2	1.6					
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	29.4	29.3	29.7	29.6	28.9	28.0	26.9	26.0	29.5	27.3	29.1	28.4	
前期比年率%	21.1	-1.0	5.1	-0.7	-9.6	-12.6	-14.2	-12.2					
前年同期比%	4.4	4.7	6.0	5.1	-1.5	-4.5	-9.2	-12.6	5.1	-7.5	3.6	-2.6	
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	-17.4	-2.2	1.1	1.5	0.1	1.3	1.5	-1.1	-4.1	0.4	-4.7	1.1	
財貨・サービスの輸出	81.2	89.3	98.1	100.3	103.3	103.3	104.0	104.9	92.3	103.8	91.9	102.7	
前期比年率%	-53.8	46.5	45.3	9.3	12.4	0.2	2.6	3.6					
前年同期比%	-21.9	-14.6	-5.2	1.9	27.3	15.6	5.9	4.5	-10.0	12.5	-11.6	11.8	
財貨・サービスの輸入	98.6	91.6	97.0	98.8	103.2	102.0	102.4	106.0	96.5	103.4	96.6	101.6	
前期比年率%	-3.4	-25.5	26.1	7.4	18.9	-4.3	1.6	14.7					
前年同期比%	-4.2	-13.5	-6.7	-0.6	5.1	11.4	5.2	7.3	-6.3	7.2	-6.7	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	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	544.0	548.7	555.0	556.1	557.7	559.8	562.1	563.9	551.0	560.7	546.6	558.8
前期比年率%	3.5	3.5	4.7	0.9	1.1	1.5	1.6	1.3				
前年同期比%	1.6	2.7	2.9	3.2	2.4	2.0	1.3	1.3	2.6	1.8	2.0	2.2
国内需要	545.3	549.6	555.5	555.9	557.3	559.1	560.8	562.2	551.8	560.0	547.9	558.3
前期比年率%	3.3	3.2	4.3	0.3	1.0	1.3	1.3	1.0				
前年同期比%	1.8	3.1	3.2	2.9	2.1	1.7	1.0	1.2	2.8	1.5	2.4	1.9
民間需要	401.7	405.0	409.6	411.9	414.6	417.5	419.0	420.2	407.2	418.0	403.7	415.8
前期比年率%	3.4	3.4	4.6	2.3	2.6	2.9	1.5	1.1				
前年同期比%	2.5	4.2	3.7	3.5	3.1	3.1	2.3	2.1	3.5	2.6	3.2	3.0
民間最終消費支出	297.3	300.0	303.5	304.7	305.7	306.7	307.4	307.9	301.4	306.9	298.7	306.2
前期比年率%	4.8	3.6	4.7	1.6	1.4	1.2	1.0	0.7				
前年同期比%	3.1	4.9	3.4	3.8	2.8	2.2	1.4	1.0	3.8	1.8	3.4	2.5
民間住宅投資	17.8	17.7	17.9	18.0	18.0	18.0	18.0	18.0	17.8	18.0	17.9	18.0
前期比年率%	-7.3	-1.6	4.5	2.4	1.2	0.0	-1.0	-1.0				
前年同期比%	-6.2	-4.9	-2.6	-0.6	1.5	2.0	0.7	-0.2	-3.6	1.0	-4.1	0.9
民間企業設備投資	85.0	86.1	87.6	88.7	89.8	90.8	91.8	92.7	87.0	91.4	85.5	90.3
前期比年率%	8.3	5.5	6.8	5.5	4.9	4.7	4.5	3.9				
前年同期比%	0.3	3.5	5.1	6.5	5.5	5.4	4.8	4.5	4.0	5.0	1.9	5.6
民間在庫変動	1.6	1.2	0.7	0.5	1.0	2.0	1.8	1.6	1.0	1.6	1.7	1.3
公的需要	143.6	144.6	145.9	144.0	142.7	141.6	141.8	142.0	144.5	142.0	144.1	142.5
前期比年率%	3.0	2.9	3.6	-5.1	-3.6	-3.1	0.7	0.7				
前年同期比%	-0.0	0.2	2.0	1.1	-0.8	-2.1	-2.7	-1.3	0.8	-1.7	0.3	-1.1
政府最終消費支出	117.3	117.9	118.9	116.7	115.2	114.0	114.1	114.3	117.7	114.4	117.6	115.0
前期比年率%	2.8	2.2	3.2	-7.0	-5.1	-4.3	0.6	0.6				
前年同期比%	1.9	1.3	2.4	0.2	-1.8	-3.4	-4.0	-2.1	1.5	-2.8	1.9	-2.2
公的固定資本形成	26.3	26.7	27.0	27.3	27.5	27.6	27.7	27.8	26.9	27.7	26.5	27.5
前期比年率%	3.9	6.1	5.3	3.6	3.2	2.0	1.2	1.2				
前年同期比%	-8.9	-4.6	0.4	5.0	4.5	3.6	2.6	1.8	-1.6	3.0	-6.5	3.9
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	-0.5	-0.0	0.7	0.9	1.2	1.7	2.2	-0.1	1.5	-0.5	1.2
財貨・サービスの輸出	105.9	106.5	108.2	109.5	110.3	111.4	112.4	113.3	107.6	111.9	106.4	110.9
前期比年率%	3.7	2.5	6.7	4.9	2.9	4.0	3.6	3.1				
前年同期比%	2.7	3.1	4.2	4.4	4.1	4.6	3.8	3.4	3.6	4.0	3.6	4.2
財貨・サービスの輸入	106.6	107.0	108.3	108.8	109.4	110.2	110.7	111.1	107.6	110.3	107.0	109.8
前期比年率%	2.2	1.3	5.1	1.9	2.3	2.9	1.8	1.4				
前年同期比%	3.2	4.8	5.9	2.6	2.7	3.0	2.1	2.1	4.1	2.5	5.3	2.6

(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	510.4	538.7	546.2	543.0	541.5	539.5	541.9	544.1	534.7	541.6	537.2	541.4
前期比年率%	-27.3	24.0	5.7	-2.3	-1.1	-1.5	1.8	1.7				
前年同期比%	-9.0	-4.4	-0.6	-1.8	6.1	0.0	-0.7	0.2	-3.9	1.3	-3.7	0.8
国内需要	521.4	537.4	540.8	540.7	543.3	544.3	549.5	557.2	535.2	548.4	538.7	544.4
前期比年率%	-21.7	12.9	2.5	-0.1	1.9	0.7	3.8	5.8				
前年同期比%	-7.3	-5.2	-1.8	-2.6	4.2	1.2	1.6	3.0	-4.2	2.5	-3.8	1.1
民間需要	379.3	392.2	395.3	395.2	397.0	396.5	403.2	410.0	390.6	401.6	395.1	397.9
前期比年率%	-28.7	14.4	3.2	-0.1	1.8	-0.5	6.9	7.0				
前年同期比%	-10.2	-7.8	-3.4	-4.4	4.7	1.0	2.0	3.8	-6.4	2.8	-5.8	0.7
民間最終消費支出	274.3	289.7	292.6	291.2	290.6	289.6	296.0	299.4	287.0	293.8	289.5	291.9
前期比年率%	-31.2	24.6	4.0	-1.9	-0.8	-1.3	9.1	4.7				
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	19.4	19.9	20.6	20.9	21.1	21.1	19.8	20.9	20.0	20.6
前期比年率%	-3.3	-17.0	-2.1	9.2	14.9	6.6	4.0	-0.1				
前年同期比%	-4.9	-10.1	-10.2	-3.8	0.6	6.9	8.6	6.2	-7.4	5.6	-7.0	3.1
民間企業設備投資	83.0	82.8	83.9	85.1	86.5	85.5	86.3	87.0	83.7	86.3	85.3	85.8
前期比年率%	-29.5	-0.9	5.0	6.1	6.8	-4.7	3.9	3.3				
前年同期比%	-10.0	-12.1	-4.5	-6.1	4.6	3.0	2.7	2.3	-8.2	3.1	-7.1	0.6
民間在庫変動	1.5	0.1	-0.6	-0.9	-0.6	0.5	-0.2	2.5	0.1	0.6	0.3	-0.4
公的需要	142.1	145.2	145.5	145.5	146.3	147.8	146.3	147.2	144.6	146.8	143.6	146.5
前期比年率%	1.7	8.9	0.8	-0.0	2.3	4.1	-4.0	2.5				
前年同期比%	1.2	3.2	2.6	2.8	3.0	1.8	0.5	0.8	2.4	1.5	2.3	2.0
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	116.1
前期比年率%	-1.4	10.7	0.1	-1.1	5.0	7.9	-3.0	5.4				
前年同期比%	0.5	2.5	1.9	2.0	3.4	3.0	2.1	3.8	1.7	3.1	1.7	2.6
公的固定資本形成	30.5	30.7	31.0	31.3	30.7	30.1	29.3	28.7	30.9	29.6	30.4	30.4
前期比年率%	14.8	1.9	5.1	3.7	-8.1	-7.7	-9.5	-8.1				
前年同期比%	5.0	5.5	5.6	5.7	0.7	-1.7	-5.4	-8.8	5.5	-4.3	4.4	-0.3
公的在庫変動	-0.0	0.0	-0.1	-0.1	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	-11.0	1.3	5.4	2.3	-1.8	-4.8	-7.6	-13.1	-0.4	-6.8	-1.5	-3.0
財貨・サービスの輸出	72.5	80.9	89.5	94.6	98.9	101.0	105.8	109.4	84.4	103.7	83.8	100.0
前期比年率%	-61.9	55.5	49.8	24.3	19.4	8.8	20.6	14.2				
前年同期比%	-25.7	-16.1	-7.2	2.4	36.9	25.0	17.7	15.6	-11.8	22.9	-14.0	19.3
財貨・サービスの輸入	83.5	79.7	84.2	92.2	100.7	105.8	113.4	122.5	84.8	110.5	85.3	103.1
前期比年率%	-37.5	-16.9	24.4	44.4	41.8	21.9	32.2	36.1				
前年同期比%	-15.7	-20.5	-14.0	-2.0	21.0	33.4	34.3	32.6	-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	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	547.5	556.0	564.1	566.4	569.1	572.3	575.5	577.9	558.6	573.7	553.0	570.8
前期比年率%	2.5	6.3	6.0	1.7	1.9	2.2	2.3	1.6				
前年同期比%	1.2	3.1	4.1	4.1	3.9	2.9	2.0	2.0	3.1	2.7	2.2	3.2
国内需要	566.8	573.9	581.2	582.8	585.5	588.5	591.2	593.2	576.5	589.7	569.9	587.0
前期比年率%	7.1	5.1	5.2	1.1	1.8	2.1	1.9	1.3				
前年同期比%	4.5	5.5	5.7	4.8	3.1	2.6	1.7	1.9	5.1	2.3	4.7	3.0
民間需要	419.0	424.7	430.4	433.7	437.5	441.4	443.8	445.3	427.2	442.1	421.1	439.1
前期比年率%	9.0	5.6	5.5	3.1	3.5	3.7	2.2	1.4				
前年同期比%	5.7	7.1	6.7	6.0	4.3	3.9	3.1	2.8	6.4	3.5	5.8	4.3
民間最終消費支出	306.2	310.7	315.0	317.0	318.9	320.5	321.9	322.6	312.3	320.9	307.9	319.6
前期比年率%	9.5	5.9	5.6	2.6	2.4	2.0	1.8	0.9				
前年同期比%	5.5	7.3	6.3	6.0	4.0	3.1	2.3	1.7	6.3	2.8	5.5	3.8
民間住宅投資	21.0	21.1	21.4	21.6	21.7	21.7	21.7	21.7	21.3	21.7	21.1	21.7
前期比年率%	-2.0	1.5	6.1	3.4	2.1	0.9	-0.1	-0.0				
前年同期比%	2.2	0.9	1.4	2.2	3.2	3.1	1.6	0.7	1.6	2.1	2.6	2.5
民間企業設備投資	89.9	91.6	93.2	94.6	95.8	97.0	98.1	99.1	92.5	97.6	90.4	96.4
前期比年率%	14.0	7.6	7.4	5.9	5.3	5.0	4.8	4.2				
前年同期比%	4.3	7.2	8.1	8.7	6.4	5.9	5.2	4.8	7.2	5.5	5.4	6.6
民間在庫変動	1.8	1.3	0.8	0.6	1.1	2.2	2.0	1.8	1.1	1.8	1.7	1.5
公的需要	147.8	149.3	150.9	149.1	148.0	147.0	147.5	147.9	149.3	147.6	148.8	147.9
前期比年率%	1.8	3.9	4.4	-4.5	-3.0	-2.6	1.2	1.2				
前年同期比%	1.3	1.0	3.1	1.5	-0.2	-1.4	-2.2	-0.7	1.8	-1.1	1.6	-0.6
政府最終消費支出	118.6	119.4	120.5	118.5	117.1	115.9	116.2	116.4	119.3	116.4	119.3	116.9
前期比年率%	0.3	2.8	3.9	-6.6	-4.7	-3.9	1.0	1.0				
前年同期比%	2.5	1.3	3.1	-0.0	-1.3	-2.9	-3.6	-1.7	1.8	-2.4	2.7	-2.0
公的固定資本形成	29.4	30.0	30.4	30.7	31.0	31.2	31.4	31.5	30.2	31.3	29.6	31.1
前期比年率%	9.2	8.4	6.4	4.3	3.9	2.7	1.9	1.9				
前年同期比%	-4.1	-0.5	3.7	7.4	5.6	4.4	3.2	2.4	2.0	3.8	-2.5	5.1
公的在庫変動	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
財貨・サービスの純輸出	-19.3	-18.0	-17.2	-16.4	-16.3	-16.2	-15.7	-15.3	-17.6	-15.8	-16.8	-16.1
財貨・サービスの輸出	116.8	116.1	117.0	118.5	119.5	120.7	121.9	123.0	117.1	121.3	114.8	120.1
前期比年率%	30.1	-2.4	3.0	5.3	3.3	4.4	4.1	3.5				
前年同期比%	18.4	14.9	10.8	8.4	2.2	4.1	4.2	3.8	12.9	3.5	14.8	4.6
財貨・サービスの輸入	136.1	134.1	134.1	134.9	135.8	136.9	137.7	138.3	134.7	137.1	131.7	136.3
前期比年率%	52.6	-5.9	0.1	2.3	2.7	3.3	2.2	1.8				
前年同期比%	35.1	26.5	18.5	10.2	-0.2	2.2	2.5	2.5	21.9	1.8	27.7	3.5

(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	102.1	102.1	101.9	101.6	100.9	101.0	100.5	100.9	101.9	100.9	101.9	101.0	
前期比%	0.4	0.0	-0.2	-0.2	-0.6	0.1	-0.5	0.4					
前年同期比%	1.5	1.1	0.2	-0.1	-1.1	-1.1	-1.3	-0.5	0.7	-1.0	0.9	-0.9	
民間最終消費支出	101.5	101.7	101.1	101.3	100.7	101.2	101.0	101.9	101.4	101.2	101.5	101.0	
前期比%	-0.1	0.2	-0.6	0.2	-0.6	0.6	-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	-0.5	
民間住宅投資	104.9	105.2	105.0	106.5	108.5	112.3	115.0	116.6	105.4	113.1	105.3	110.7	
前期比%	-1.1	0.3	-0.2	1.5	1.9	3.5	2.3	1.4					
前年同期比%	1.1	1.3	-0.6	0.4	3.4	6.9	9.5	9.5	0.5	7.3	1.1	5.1	
民間企業設備投資	100.5	100.6	100.5	101.1	101.8	102.7	103.5	104.4	100.7	103.1	100.8	102.2	
前期比%	-0.9	0.1	-0.0	0.6	0.7	0.8	0.8	0.9					
前年同期比%	-0.6	-0.3	-0.8	-0.2	1.4	2.0	3.0	3.3	-0.5	2.5	-0.3	1.5	
政府最終消費支出	99.9	100.3	99.6	100.1	100.4	101.2	100.8	101.7	99.9	101.0	100.1	100.6	
前期比%	-0.9	0.4	-0.7	0.5	0.3	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	103.8	104.5	104.5	105.7	106.1	107.6	109.0	110.2	104.7	108.4	104.6	107.1	
前期比%	-1.3	0.7	0.0	1.1	0.4	1.4	1.3	1.1					
前年同期比%	0.5	0.9	-0.3	0.5	2.2	3.0	4.2	4.3	0.4	3.5	0.8	2.4	
財貨・サービスの輸出	89.3	90.6	91.3	94.3	95.7	97.7	101.8	104.3	91.4	99.9	91.2	97.4	
前期比%	-4.7	1.5	0.8	3.3	1.5	2.1	4.1	2.5					
前年同期比%	-4.9	-1.7	-2.2	0.5	7.5	8.1	11.1	10.5	-2.0	9.3	-2.7	6.8	
財貨・サービスの輸入	84.7	87.0	86.7	93.4	97.6	103.7	110.7	115.5	87.9	106.9	88.3	101.5	
前期比%	-10.3	2.8	-0.3	7.7	4.5	6.2	6.8	4.4					
前年同期比%	-12.1	-8.1	-7.8	-1.5	15.2	19.7	27.6	23.5	-7.4	21.6	-7.7	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	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	101.3	101.6	101.8	102.1	102.2	102.4	102.5	101.4	102.3	101.2	102.1
前期比%	-0.2	0.7	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1				
前年同期比%	-0.3	0.3	1.1	0.8	1.4	0.9	0.8	0.7	0.5	0.9	0.2	1.0
民間最終消費支出	103.0	103.6	103.8	104.0	104.3	104.5	104.7	104.8	103.6	104.6	103.1	104.4
前期比%	1.1	0.5	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1				
前年同期比%	2.3	2.3	2.8	2.1	1.2	0.9	0.9	0.7	2.4	0.9	2.0	1.3
民間住宅投資	118.2	119.2	119.6	119.9	120.2	120.4	120.7	121.0	119.2	120.6	118.4	120.3
前期比%	1.4	0.8	0.4	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2				
前年同期比%	8.9	6.0	4.1	2.8	1.6	1.1	0.9	0.9	5.4	1.1	7.0	1.6
民間企業設備投資	105.8	106.3	106.5	106.6	106.7	106.8	106.9	107.0	106.3	106.8	105.7	106.7
前期比%	1.3	0.5	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1				
前年同期比%	4.0	3.6	2.9	2.1	0.8	0.4	0.4	0.3	3.1	0.5	3.4	0.9
政府最終消費支出	101.1	101.2	101.4	101.5	101.6	101.7	101.8	101.9	101.3	101.8	101.4	101.6
前期比%	-0.6	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1				
前年同期比%	0.7	-0.0	0.6	-0.3	0.5	0.5	0.4	0.4	0.3	0.4	0.7	0.2
公的固定資本形成	111.6	112.2	112.5	112.7	112.9	113.1	113.2	113.4	112.3	113.2	111.7	113.0
前期比%	1.3	0.5	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2				
前年同期比%	5.2	4.3	3.3	2.2	1.1	0.8	0.6	0.7	3.7	0.8	4.3	1.2
財貨・サービスの輸出	110.3	109.0	108.1	108.2	108.3	108.4	108.5	108.6	108.9	108.4	107.9	108.3
前期比%	5.8	-1.2	-0.9	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1				
前年同期比%	15.3	11.4	6.3	3.8	-1.9	-0.5	0.3	0.4	9.0	-0.4	10.8	0.4
財貨・サービスの輸入	127.7	125.4	123.9	124.0	124.1	124.2	124.4	124.5	125.2	124.3	123.1	124.2
前期比%	10.5	-1.8	-1.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1				
前年同期比%	31.0	20.6	11.9	7.4	-2.8	-0.8	0.4	0.4	17.1	-0.7	21.3	0.9

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

(注2) 四捨五入の影響で政府の公表値と異なる場合があります。

## (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	-8.1	5.5	1.6	-0.3	0.4	-0.4	1.0	0.1	-4.6	2.3	-4.6	1.7	
国内需要	-5.3	2.7	1.1	-0.4	0.6	-0.6	0.9	0.6	-3.9	1.5	-3.8	0.6	
民間需要	-5.6	2.2	0.9	-0.2	0.5	-0.7	1.2	0.6	-4.7	1.5	-4.4	0.3	
民間最終消費支出	-4.8	3.0	0.8	-0.3	0.2	-0.5	1.3	0.2	-3.0	1.4	-2.9	0.7	
民間住宅投資	0.0	-0.2	-0.0	0.0	0.1	-0.1	-0.0	-0.1	-0.3	-0.1	-0.3	-0.1	
民間企業設備投資	-1.2	-0.1	0.2	0.1	0.2	-0.3	0.0	-0.0	-1.3	0.1	-1.1	-0.1	
民間在庫変動	0.4	-0.5	-0.2	-0.1	0.1	0.2	-0.1	0.6	-0.2	0.1	-0.1	-0.1	
公的需要	0.4	0.5	0.2	-0.2	0.1	0.0	-0.3	-0.1	0.8	-0.0	0.7	0.3	
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	0.3	-0.0	0.1	-0.0	-0.1	-0.2	-0.2	-0.2	0.3	-0.4	0.2	-0.1	
公的在庫変動	-0.0	0.0	-0.0	0.0	0.0	-0.0	0.0	-0.0	-0.0	0.0	0.0	0.0	
財貨・サービスの純輸出	-2.8	2.8	0.6	0.1	-0.2	0.2	0.0	-0.5	-0.6	0.8	-0.8	1.0	
財貨・サービスの輸出	-2.9	1.5	1.5	0.4	0.5	0.0	0.1	0.2	-1.7	2.0	-2.0	1.8	
財貨・サービスの輸入	0.1	1.3	-1.0	-0.3	-0.7	0.2	-0.1	-0.7	1.1	-1.2	1.2	-0.8	
2. 前年同期比%													
実質GDP成長率	-10.3	-5.4	-0.9	-1.7	7.3	1.2	0.5	0.6	-4.6	2.3	-4.6	1.7	
国内需要	-7.2	-5.3	-1.1	-2.1	4.0	0.6	0.4	1.2	-3.9	1.5	-3.8	0.6	
民間需要	-7.7	-6.1	-2.2	-2.9	3.4	0.5	0.8	1.6	-4.7	1.5	-4.4	0.3	
民間最終消費支出	-5.9	-3.7	-0.8	-1.6	3.8	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	-1.5	-2.0	-0.6	-1.1	0.5	0.1	-0.0	-0.2	-1.3	0.1	-1.1	-0.1	
民間在庫変動	-0.1	0.0	-0.4	-0.2	-0.6	0.1	0.0	0.9	-0.2	0.1	-0.1	-0.1	
公的需要	0.4	0.8	1.0	0.8	0.6	0.1	-0.3	-0.4	0.8	-0.0	0.7	0.3	
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	-0.6	-0.8	0.3	-0.4	0.2	-0.1	
公的在庫変動	-0.0	0.0	-0.0	-0.0	0.0	-0.0	0.0	0.0	-0.0	0.0	0.0	0.0	
財貨・サービスの純輸出	-3.1	-0.1	0.3	0.4	3.2	0.6	0.1	-0.6	-0.6	0.8	-0.8	1.0	
財貨・サービスの輸出	-3.8	-2.5	-0.9	0.3	4.0	2.3	1.0	0.8	-1.7	2.0	-2.0	1.8	
財貨・サービスの輸入	0.7	2.4	1.2	0.1	-0.9	-1.7	-0.8	-1.4	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	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	2022	2023	2022	2023
	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)
1. 前期比%												
実質GDP成長率	0.9	0.9	1.1	0.2	0.3	0.4	0.4	0.3	2.6	1.8	2.0	2.2
国内需要	0.8	0.8	1.1	0.1	0.2	0.3	0.3	0.2	2.8	1.5	2.3	2.0
民間需要	0.6	0.6	0.8	0.4	0.5	0.5	0.3	0.2	2.6	2.0	2.3	2.3
民間最終消費支出	0.6	0.5	0.6	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1	2.1	1.0	1.8	1.4
民間住宅投資	-0.1	-0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.0	-0.0	-0.1	0.0	-0.2	0.0
民間企業設備投資	0.3	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.6	0.8	0.3	0.9
民間在庫変動	-0.3	-0.1	-0.1	-0.0	0.1	0.2	-0.0	-0.0	-0.0	0.1	0.4	-0.1
公的需要	0.2	0.2	0.2	-0.3	-0.2	-0.2	0.0	0.0	0.2	-0.4	0.0	-0.3
政府最終消費支出	0.2	0.1	0.2	-0.4	-0.3	-0.2	0.0	0.0	0.3	-0.6	0.4	-0.5
公的固定資本形成	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.1	0.2	-0.4	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	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	-0.1	0.2	-0.3	0.3
財貨・サービスの輸出	0.2	0.1	0.3	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2	0.7	0.8	0.7	0.9
財貨・サービスの輸入	-0.1	-0.1	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.8	-0.6	-1.0	-0.6
2. 前年同期比%												
実質GDP成長率	1.6	2.7	2.9	3.2	2.4	2.0	1.3	1.3	2.6	1.8	2.0	2.2
国内需要	1.8	3.1	3.2	2.9	2.1	1.7	1.0	1.2	2.8	1.5	2.3	2.0
民間需要	1.9	3.1	2.7	2.6	2.3	2.3	1.7	1.6	2.6	2.0	2.3	2.3
民間最終消費支出	1.6	2.6	1.9	2.0	1.5	1.2	0.7	0.6	2.1	1.0	1.8	1.4
民間住宅投資	-0.2	-0.2	-0.1	-0.0	0.0	0.1	0.0	-0.0	-0.1	0.0	-0.2	0.0
民間企業設備投資	0.0	0.5	0.8	1.1	0.8	0.8	0.7	0.8	0.6	0.8	0.3	0.9
民間在庫変動	0.3	0.1	0.1	-0.5	-0.1	0.2	0.2	0.2	-0.0	0.1	0.4	-0.1
公的需要	-0.1	0.1	0.5	0.3	-0.2	-0.6	-0.7	-0.3	0.2	-0.4	0.0	-0.3
政府最終消費支出	0.4	0.3	0.5	0.0	-0.4	-0.7	-0.8	-0.4	0.3	-0.6	0.4	-0.5
公的固定資本形成	-0.4	-0.2	0.0	0.3	0.2	0.2	0.1	0.1	-0.1	0.2	-0.4	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	-0.1	-0.3	-0.3	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	-0.1	0.2	-0.3	0.3
財貨・サービスの輸出	0.5	0.6	0.8	0.9	0.8	0.9	0.7	0.7	0.7	0.8	0.7	0.9
財貨・サービスの輸入	-0.6	-0.9	-1.1	-0.5	-0.5	-0.6	-0.4	-0.4	-0.8	-0.6	-1.0	-0.6

(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
<b>1. 世界経済</b>												
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	-0.9	0.3	5.8	10.4	4.3	4.6	3.7	-0.3	5.7	-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
<b>2. 米国経済</b>												
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	19,728	18,411	19,595	18,385	19,427
前期比年率%	-31.2	33.8	4.5	6.3	6.7	2.3	6.9	-1.6				
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	13.3				
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
<b>3. 日本経済</b>												
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	116.1
前期比年率%	-1.4	10.7	0.1	-1.1	5.0	7.9	-3.0	5.4				
前年同期比%	0.5	2.5	1.9	2.0	3.4	3.0	2.1	3.8	1.7	3.1	1.7	2.6
名目的固定資本形成 (兆円)	30.5	30.7	31.0	31.3	30.7	30.1	29.3	28.7	30.9	29.6	30.4	30.4
前期比年率%	14.8	1.9	5.1	3.7	-8.1	-7.7	-9.5	-8.1				
前年同期比%	5.0	5.5	5.6	5.7	0.7	-1.7	-5.4	-8.8	5.5	-4.3	4.4	-0.3
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	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)
<b>1. 世界経済</b>												
<b>主要貿易相手国・地域経済成長率</b> (貿易額加重平均)												
前年同期比%	2.5	3.3	2.8	3.2	4.3	3.0	2.2	2.5	3.0	3.0	3.1	3.1
<b>原油価格 (WTI、\$/bbl)</b>	108.5	91.2	81.9	81.9	81.9	81.9	81.9	81.9	90.9	81.9	94.2	81.9
前年同期比%	64.0	29.3	6.3	-13.8	-24.5	-10.1	0.0	0.0	17.7	-9.8	38.3	-13.0
<b>2. 米国経済</b>												
<b>実質GDP (10億ドル、2012年連鎖)</b>	19,700	19,790	19,844	19,885	19,914	19,969	20,033	20,122	19,805	20,010	19,765	19,950
前期比年率%	-0.6	1.9	1.1	0.8	0.6	1.1	1.3	1.8				
前年同期比%	1.7	1.6	0.2	0.8	1.1	0.9	1.0	1.2	1.1	1.0	1.7	0.9
<b>消費者物価指数 (1982-1984=100)</b>	291.8	296.1	298.9	301.3	303.8	306.1	308.4	310.3	297.1	307.2	292.9	304.9
前期比年率%	10.5	6.1	3.8	3.3	3.4	3.0	3.1	2.5				
前年同期比%	8.6	8.4	7.4	5.9	4.1	3.3	3.2	3.0	7.5	3.4	8.1	4.1
<b>生産者物価指数 (最終需要、09/11=100)</b>	139.2	140.2	141.4	142.5	143.7	144.7	145.8	146.7	140.8	145.2	139.0	144.2
前期比年率%	12.2	2.8	3.5	3.2	3.3	3.0	3.1	2.6				
前年同期比%	11.2	9.2	7.8	5.4	3.2	3.2	3.1	3.0	8.3	3.1	9.7	3.7
<b>FFレート (期末、%)</b>	1.75	3.25	3.50	3.50	3.50	3.25	3.00	3.00	3.50	3.00	3.50	3.00
<b>10年物国債利回り (%)</b>	2.93	2.99	3.24	3.44	3.55	3.43	3.34	3.32	3.15	3.41	2.78	3.44
<b>3. 日本経済</b>												
<b>名目政府最終消費支出 (兆円)</b>	118.6	119.4	120.5	118.5	117.1	115.9	116.2	116.4	119.3	116.4	119.3	116.9
前期比年率%	0.3	2.8	3.9	-6.6	-4.7	-3.9	1.0	1.0				
前年同期比%	2.5	1.3	3.1	-0.0	-1.3	-2.9	-3.6	-1.7	1.8	-2.4	2.7	-2.0
<b>名目公的固定資本形成 (兆円)</b>	29.4	30.0	30.4	30.7	31.0	31.2	31.4	31.5	30.2	31.3	29.6	31.1
前期比年率%	9.2	8.4	6.4	4.3	3.9	2.7	1.9	1.9				
前年同期比%	-4.1	-0.5	3.7	7.4	5.6	4.4	3.2	2.4	2.0	3.8	-2.5	5.1
<b>為替レート (円/ドル)</b>	129.6	138.5	143.8	143.8	143.8	143.8	143.8	143.8	138.9	143.8	132.0	143.8
(円/ユーロ)	138.8	139.8	143.9	143.9	143.9	143.9	143.9	143.9	141.6	143.9	138.5	143.9

(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。