

2023年8月22日 全12頁

# 日本経済見通し：2023年8月

## 経済見通しを改訂／23年度は高成長を見込むも24年度は大幅に減速

経済調査部	シニアエコノミスト	神田 慶司
	エコノミスト	田村 統久
	シニアエコノミスト	久後 翔太郎
	エコノミスト	岸川 和馬
	エコノミスト	中村 華奈子

### [要約]

- 2023年4-6月期のGDP1次速報の公表を受け、経済見通しを改訂した。メインシナリオにおける実質GDP成長率は23年度+2.1%、24年度+0.8%（暦年ベースでは23年+2.2%、24年+0.9%）と見込む。
- 2023年度の日本経済は、経済活動の正常化や賃上げの加速、緩和的な財政・金融政策などが下支え要因となり、物価高の下でも景気回復が継続しよう。足元では自動車の挽回生産が本格化している。急回復が続くインバウンドでは、団体旅行の解禁で中国人訪日客の本格回復が視野に入った。また、2022年度の円安は経済活動の正常化が遅れたことで「悪い円安」だったといえるが、2023年度は「良い円安」に転じたとみられる。
- 一方で2024年度は好材料に乏しい。経済活動の正常化は一巡し、交易損失の縮小も落ち着くとみられる。欧米が利下げ局面に入る見込みであることやシリコンサイクルの持ち直しは景気の押し上げ要因となり得るが、海外景気の下振れリスクには警戒が必要だ。日米の金融政策の方向性の転換で円高が進む可能性もある。
- 当社メインシナリオでは、基調的なインフレ率は予測期間中に2%に届かず、現在の金融緩和策の枠組みは維持されると想定している。ただし、賃金の上昇圧力が一段と強まり、基調的なインフレ率の上昇ペースが想定を上回れば、2024年度前半にも長短金利操作（YCC）の撤廃に踏み切る可能性がある。

## 1. 2023 年度は高成長を見込むも 2024 年度は低成長へ

### 4-6 月期の実質 GDP は高成長だったが民需は振るわず

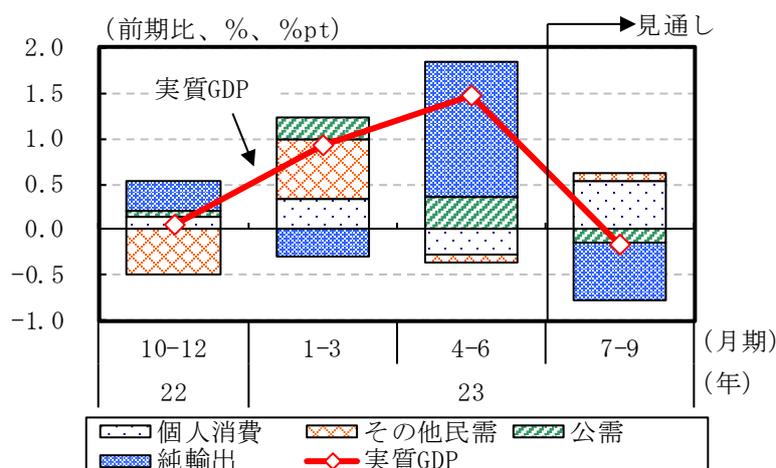
2023 年 4-6 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率+6.0%（前期比+1.5%）と 3 四半期連続のプラス成長となった（**図表 1**）<sup>1</sup>。GDP の実額は過去最高を更新した。自動車輸出やインバウンド（訪日外客）消費が増加した一方で鉱物性燃料やワクチンなどの輸入が減少し、純輸出（外需）が大幅に増加したことが GDP の高成長の主因である。ただし民需は 2 四半期ぶりに減少しており、GDP 成長率が示すほど内容は良くない。

需要項目別に見ると、民需関連では個人消費と在庫が減少した一方、住宅投資と設備投資は増加した。このうち個人消費については、新型コロナウイルス感染症の感染症法上の「5 類」移行などが外食や旅行などのサービス消費を後押ししたものの、家電などの耐久財や非耐久財の落ち込みが大きかった。公需関連では政府消費と公共投資がいずれも増加し、外需関連では前述のように純輸出が増加した。

輸入デフレーターの下落で交易条件が改善したことにより、海外への所得流出額（交易損失）は年率換算額で 4.4 兆円縮小した。その結果、実質 GDP に交易損失を加えた実質 GDI（国内総所得）は前期比年率+9.7%と、1-3 月期の同+6.7%から更に伸び率が高まった。輸入インフレによる所得環境への悪影響が一段と和らいだことは、家計や企業の経済活動を下支えしたとみられる。

2023 年 7-9 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率▲0.6%と、4 四半期ぶりのマイナス成長を見込んでいる。もっとも、4-6 月期からの反動減という側面が大きく、内需については回復基調に復するとみている。

図表 1：実質 GDP 成長率の実績と見通し



(注) 季節調整値。

(出所) 内閣府統計より大和総研作成

<sup>1</sup> 詳細は、神田慶司・田村統久「[2023 年 4-6 月期 GDP \(1 次速報\)](#)」(大和総研レポート、2023 年 8 月 15 日)を参照。

## 日本の実質 GDP 成長率見通しを 2023 年度+2.1%、2024 年度+0.8%に改訂

図表 2 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（8 月 21 日時点）の見通しに基づく。詳細については各国の経済見通しを参照されたい。

図表 2：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

上記の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 2023 年度で前年比+2.1%、2024 年度で同+0.8%と見込んでいる（暦年ベースでは 2023 年で同+2.2%、2024 年で同+0.9%）。

2023 年度の成長率見通しは 6 月 8 日公表の「[第 217 回日本経済予測（改訂版）](#)」（以下、前回予測）から 0.6%pt 引き上げた。4-6 月期の実績を踏まえて輸入を下方修正し、輸出や住宅投資<sup>2</sup>を上方修正したことなどが主因だ。経済活動の正常化や賃上げの加速、緩和的な財政・金融政策などにより、物価高の下でも景気回復が継続するという見方は前回予測と同様である。

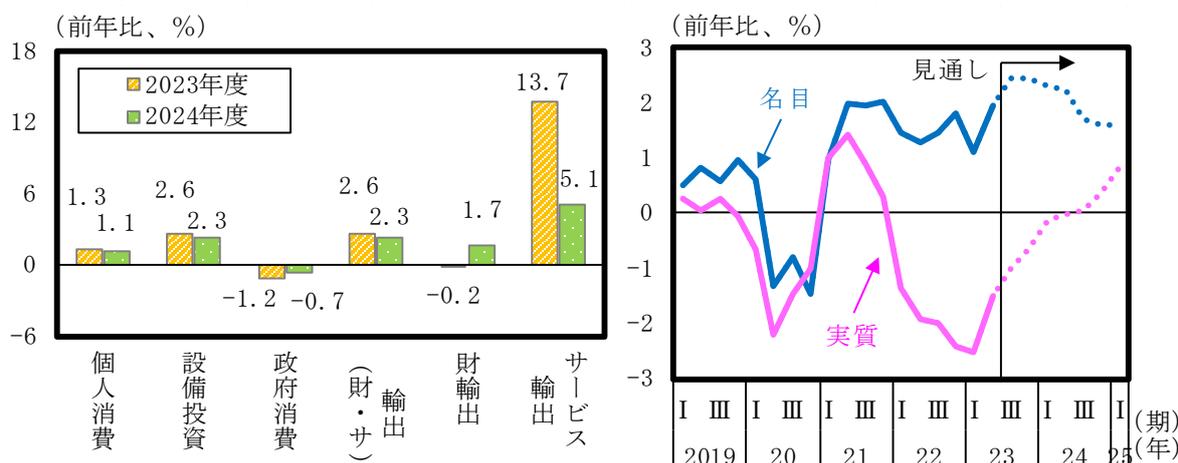
2024 年度の成長率見通しは前回予測から 0.4%pt 引き下げた。前年度が 2%超の高成長を見込む影響で成長率が低下した面が大きい。後述するように、経済活動の正常化に伴う需要回復の一巡などもあって、緩やかな成長にとどまるだろう（[後掲図表 8](#)）。

主な需要項目については[図表 3 左](#)のような推移を見込んでいる。このうち個人消費は、経済活動の正常化により、引き続きサービス消費や自動車を中心に増加が続くとみている。また物価高が続く中でも、賃上げの加速やインフレ率の低下などが実質賃金を押し上げることや（[図表 3 右](#)）、コロナ禍で大幅に積み上がった家計貯蓄の取り崩しなどが消費を下支えするだろう。もっとも、2024 年度は経済活動が正常化し、個人消費の回復は緩やかになるとみている。

<sup>2</sup> 基礎統計となる国土交通省「建設総合統計」の遡及改定を受けて、住宅投資の過去の推移が大きく改定された。2023 年 1-3 月期の 2 次 QE 時点での住宅投資は 2022 年半ばまで減少傾向が続き、その後は横ばい圏で推移していた。それが 4-6 月期 1 次 QE では 2022 年 10-12 月期から明確に持ち直しており、実態としては住宅投資の回復が進んでいたことが確認された。

設備投資は、国内の経済活動の正常化が加速することで、非製造業を中心に更新投資や能力増強投資が持ち直すだろう。グリーン化やデジタル化への対応のための投資も下支えするとみられる。ただし、海外経済の先行き不透明感の強まりから製造業で投資を手控える動きが出る可能性には注意が必要だ。

図表 3：主な需要項目の見通し（左）、賃金（1人あたり雇用者報酬）の見通し（右）



(注) 左図の「財・サ」は財およびサービス。右図の図中の点線は大和総研による予測値。

(出所) 内閣府、総務省統計より大和総研作成

政府消費は、検査事業やワクチン接種などの感染症対策による押し上げが剥落することで、2023年度末にかけて緩やかに減少すると見込んでいる。その後は、高齢化が進展する中で医療・介護給付費を中心に増加していたコロナ禍前のトレンドに戻るとみている。

最後に輸出に関しては、2023年度の財輸出は前年並みになるだろう。春頃から発現した自動車のペントアップ需要が2023年度中の輸出を下支えする一方、その他の財は2023年度末まで海外経済の減速の影響が色濃く表れるとみている。2024年度は海外経済の持ち直しやシリコンサイクル（世界半導体市場で見られる好況と不況の循環）の回復局面入りもあって緩やかに増加する見通しである。サービス輸出では日本への団体旅行が解禁された中国人訪日客を中心に、インバウンド消費が2023年度に大幅に回復する見込みだ。2024年度も増加を見込んでいるが、そのペースは緩やかになるとみている。

### 2023年度は海外リスクに注意しつつも7つの「好材料」で高成長を見込む

海外経済の悪化による輸出の下振れリスクには引き続き注意が必要だが、前回予測でも指摘したように、2023年度の日本経済は比較的多くの景気下支え要因が存在する。

具体的には、①供給制約の解消による自動車の挽回生産と機械受注残の消化、②インバウンド消費の更なる回復、③サービス消費の回復余地、④賃上げの加速、⑤「過剰貯蓄」の取り崩しが物価高の影響を緩和、⑥輸入インフレの一服と円安効果、⑦緩和的な財政・金融政策の継続、などが指摘できる（図表4）。

図表 4 : 2023 年度の日本経済の 7 つの好材料

要因	備考
① 供給制約の解消による <b>自動車の挽回生産</b> や機械受注残の消化	自動車のペントアップ（繰越）需要は家計向けだけでも <b>23年7月末で約1.4兆円</b> （他に輸出、企業向けあり）
② <b>インバウンド消費</b> の更なる回復	<b>中国人訪日客を中心に回復</b> し、23年のインバウンド消費は前年から <b>3兆円超の増加見込み</b>
③ <b>サービス消費の回復余地</b>	サービス消費の対可処分所得比が19年7-9月期の水準まで上昇すると、23年4-6月期から <b>約7兆円の増加</b>
④ 賃上げの加速	春闘での賃上げ率は <b>30年ぶりの高水準</b> を実現し、最低賃金は全国平均で <b>1,000円超え</b>
⑤ 「 <b>過剰貯蓄</b> 」の取り崩しが物価高の影響を緩和	感染拡大前のペースを超えて積み上がった家計貯蓄は <b>23年6月末で約45兆円</b> （22年の消費額の15%分に相当）
⑥ 輸入インフレの一服と <b>円安効果</b>	交易損失は <b>直近3四半期で約9兆円縮小</b> 。経済正常化が進んだ <b>23年の円安は日本経済にプラス</b> （「良い円安」）
⑦ <b>緩和的な財政・金融政策</b> の継続	日銀は7月会合で長期金利の変動幅の運用柔軟化を決定したことで <b>長短金利操作（YCC）の早期撤廃の可能性は低下</b>

（出所）大和総研作成

上記 7 つの好材料のうち、前回予測から特に変化が見られたものを挙げると、①の自動車の挽回生産は 4-6 月期から本格化し、②では団体旅行解禁で中国人訪日客の本格回復が視野に入った。また⑥では交易損失が 2023 年 4-6 月期まで 3 四半期連続で縮小したほか、円安ドル高が足元で急速に進んだ。後述するように、経済活動の正常化が遅れた 2022 年とは異なり、円安は日本経済にネットでプラスの効果をもたらすとみられる。

そこで以下では、自動車の挽回生産、インバウンド、円安効果の 3 つについて順に述べる。なお、⑦の金融政策については **2 章**で取り上げる。

### <自動車の挽回生産> ペントアップ需要動向を踏まえると 2023 年度末までに終了か

半導体不足の緩和が 2022 年後半から進んだことで、2023 年 4-6 月期の普通乗用車の鉱工業生産指数は 2022 年 10-12 月期比で約 30%上昇した。自動車や関連産業における増産が国内の経済活動を押し上げている。

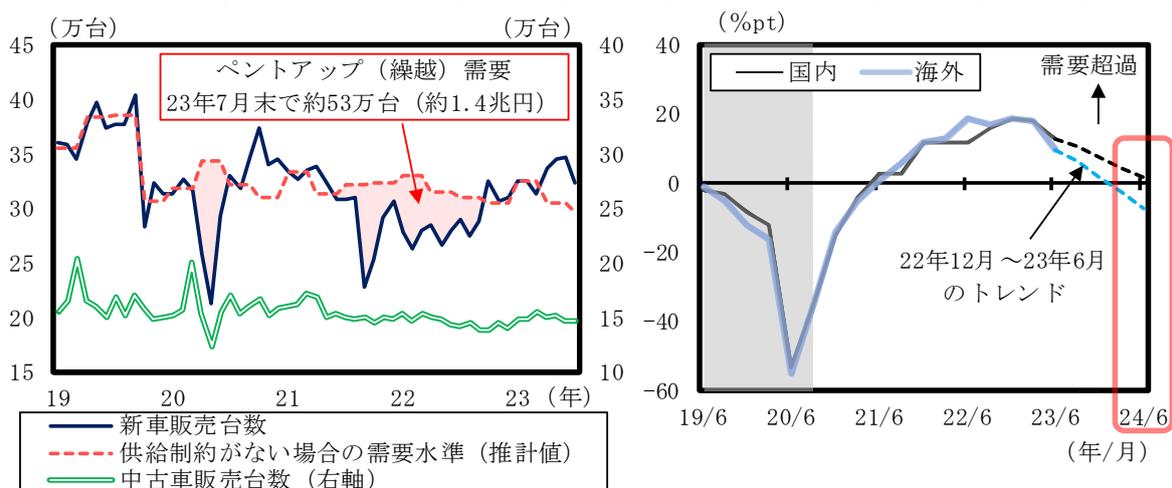
国内乗用車の新車販売台数を見ると、2022 年 10-12 月期で月平均 31.5 万台だった販売台数は、2023 年 1-3 月期に同 32.2 万台、同年 4-6 月期に同 34.4 万台と増加ペースが加速している（大和総研による季節調整値）。供給制約がない場合の需要水準を推計すると、新車販売台数は 2023 年 4 月頃からこれを明確に上回っている。ペントアップ需要に対応した挽回生産が本格化したようだ（**図表 5 左**）。ペントアップ需要は家計向けだけでも 7 月末で約 53 万台（金額では約 1.4 兆円）に上り、輸出向けや企業向けでも蓄積されているとみられる。

日銀短観における自動車の需給判断 DI を見ても、国内外の超過需要（ペントアップ需要に相当）は 2022 年後半にかけて極めて高い水準まで上昇した後、2023 年 3 月以降は挽回生産もあって低下傾向にある（**図表 5 右**）。仮にペントアップ需要が 2022 年 12 月から 2023 年 6 月までのペースで発現していけば、海外向けは 2024 年 3 月頃、国内向けは 2024 年 6 月頃に挽回生産が

終了することになる。

足元では自動車生産が加速しているが、このペースが継続すると、国内外のペントアップ需要に対応した挽回生産は2023年度中に終了する見込みである。自動車産業の裾野は広く、挽回生産は国内景気を下支えする要因となり得るが、こうした景気浮揚効果は2024年度には期待しにくい点に留意が必要だ。

図表5：国内自動車のペントアップ需要（左）、日銀短観における自動車の需給判断DI（右）



(注) 左図は大和総研による季節調整値。試算方法については、2022年8月19日公表の大和総研レポート「[第214回日本経済予測](#)」の図表2-13を参照。右図のシャドーは景気後退期。

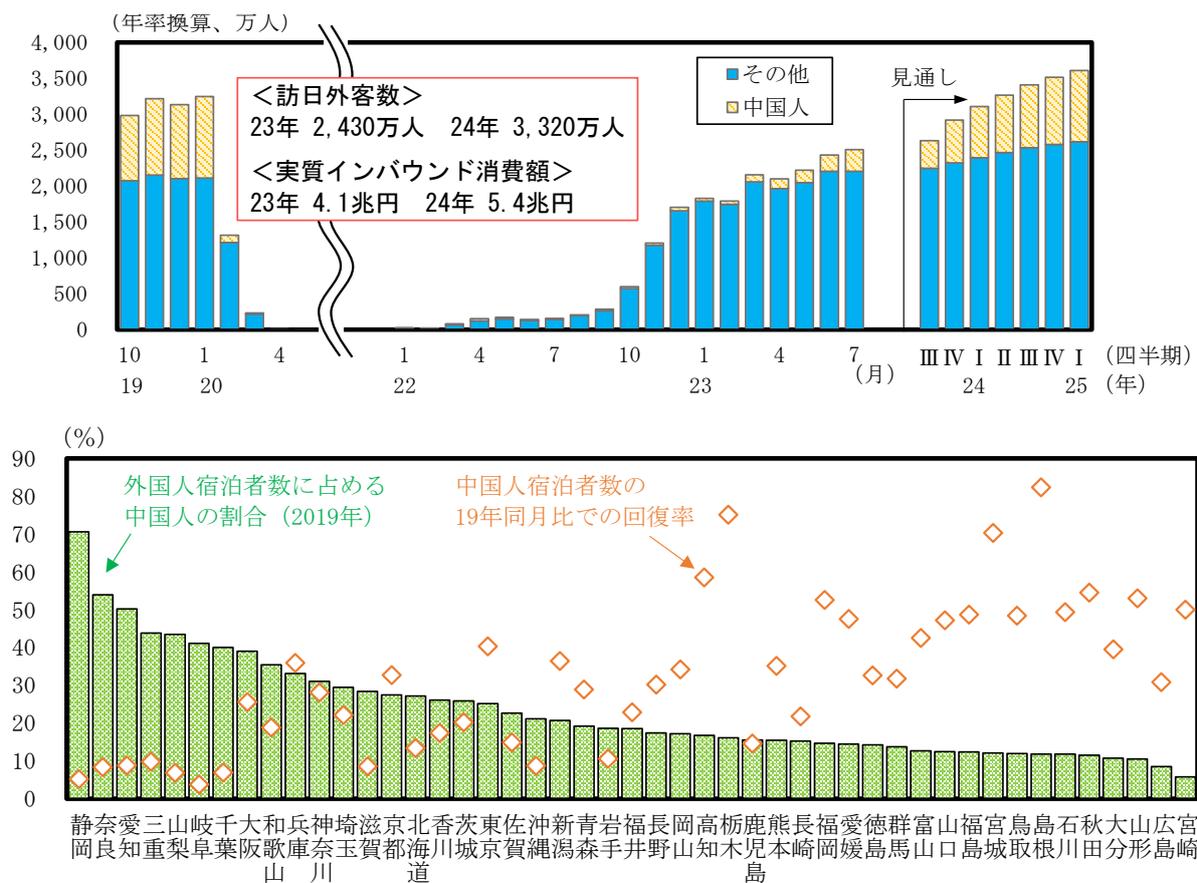
(出所) 日本銀行、内閣府、総務省、日本自動車販売協会連合会、全国軽自動車協会連合会より大和総研作成

### <インバウンド> 団体旅行解禁もあり 2023年の実質消費額は約4.1兆円の見込み

2023年7月の訪日外客数は232万人だった。3年5カ月ぶりに200万人を超えた6月から更に増加し、2019年同月の77.6%まで回復した。中国を除いた国・地域では同103.4%とコロナ禍前を上回ったものの、中国人訪日客は同29.8%と依然として低水準にある。中国の団体旅行解禁は、急回復が続くインバウンドにとって更なる追い風となるだろう。

図表6上は訪日外客数の推移とインバウンド消費額の見通しである。前回予測では、中国人訪日客が2023年7-9月期から本格回復すると想定していた。そのため、団体旅行解禁によるインバウンド消費額の見通しの上方修正幅はわずかである。他方、足元の円安の進行はインバウンド消費額の見通しの押し上げ要因となろう。「[日本経済見通し：2023年1月](#)」によると、20%程度の円安ドル高は訪日外客1人あたり消費額を年6%、訪日外客数を同7%押し上げる。こうした効果も織り込んだ2023年の訪日外客数は2,430万人（前年差+2,050万人）、実質インバウンド消費額は4.1兆円（同+3.2兆円）と見込まれる。2024年の訪日外客数は2019年の水準を超えるだろう。

図表 6：訪日外客数の推移とインバウンド消費額の見通し（上）、中国人宿泊者数の動向（下）



(注) 上図は大和総研による季節調整値。下図の外国人宿泊者数は、2019年の従業者数10人以上の施設における延べ宿泊者数。◇印は、2023年5月の中国人宿泊者数における2019年同月比を表す。

(出所) 日本政府観光局、観光庁、内閣府統計より大和総研作成

もともと、訪日中国人数増加の影響は地域によって大きく異なる。2019年の外国人宿泊者数に占める中国人の割合を都道府県別に見ると、静岡（71%）や奈良（54%）、愛知（50%）で特に高かった（従業者数10人以上の施設を対象とした延べ宿泊者数、図表6下）。こうした地域では、中国人宿泊者数の回復がとりわけ遅れている。見方を変えれば、中国人訪日客の本格回復による観光業の活性化の余地が大きい地域といえる。また鳥取と島根のように、2019年で中国人宿泊者割合が同程度の地域でも、足元の回復度合いに違いがあることも注目される。

前述のように、団体旅行解禁により中国人訪日客の回復基調が強まる可能性は高いが、今後の回復ペースが想定よりも緩やかになる可能性がある。「[日本経済見通し：2023年7月](#)」で指摘したように、中国人観光客はコロナ禍以降、旅行先として日本以外の国・地域を選ぶ傾向が強まったからだ。こうした傾向が団体旅行解禁後も続くのか注視していく必要がある。

#### <円安効果> 経済活動の正常化が進んだことで円安は日本経済にとってプラスに

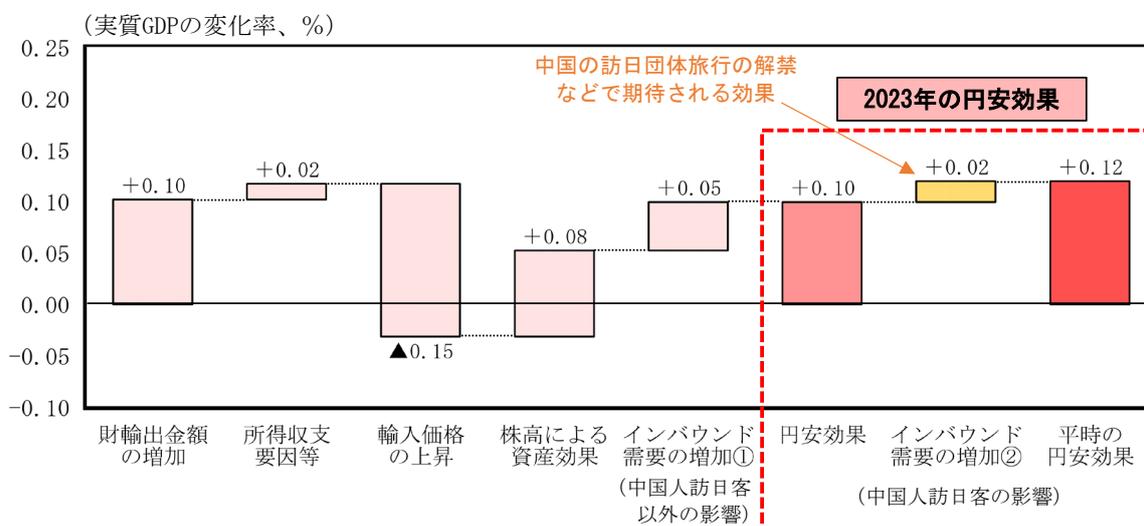
2022年春から秋にかけて円安ドル高が急速に進んだが、その際、日本経済にもたらす経済効果はネットで「プラス」なのか「マイナス」なのかについて議論が盛んに行われた。

これについて当社の「[第 213 回日本経済予測（改訂版）](#)」（2022 年 6 月 8 日）では、通常の経済状況で発生する円安はネットでプラスとみられるものの、2022 年は経済活動の正常化の遅れなど（自動車などの供給制約や厳格な水際対策など）によってプラスの効果が発現しにくくなり、輸入コストの上昇というマイナスの影響の方が大きくなったとの試算結果を示した。すなわち 2022 年の円安は、いわゆる「悪い円安」だったと評価した。

しかしながら 2023 年は経済活動の正常化が十分に進み、通常の経済状況をおおむね回復したことで、「良い円安」に転じたとみられる。**図表 7** は当社のマクロモデルを用いて、円安ドル高による 2023 年の実質 GDP への影響を要因に分けて試算した結果である。ここでは 2023 年のドル円レートが同年 1 月（130.5 円/ドル）の水準で横ばいのケースと、10%減価したケースを想定し、両ケースの差分を円安の効果として試算している。

実質 GDP は 10%の円安ドル高で 0.10%程度押し上げられる。これに中国の団体旅行解禁の効果を含めれば、経済効果は 0.12%程度に高まる。円安ドル高が内需関連業種の収益などを直接的に悪化させることは確かだが、動学的な経路や波及効果なども考慮すると、日本経済の押し上げ要因になっているとみられる。

**図表 7：10%の円安ドル高による 2023 年の実質 GDP への影響（ドル円レートが年初から横ばいのケースとの差分）**



(注) 大和総研のマクロモデルを利用した試算であり、各要因の影響は波及効果を含む。2023 年のドル円レートが同年 1 月（130.5 円/ドル）の水準で横ばいのケースと、10%減価したケースを想定し、両ケースの差分を試算。「インバウンド需要の増加」はアウトバウンド需要の減少の影響を含む。

(出所) 大和総研作成

## 2024 年度の日本経済は好材料に乏しく、金融政策の早期正常化や円高のリスクが煽る

以上のように、2023 年度の日本経済は景気押し上げ要因の多さから内需を中心に回復基調が継続し、2%程度の高成長となる見込みである。だが、2024 年度には息切れする可能性が高い（**図表 8**）。

前掲図表 4 で挙げた 7 つの好材料のうち、自動車の挽回生産やインバウンド、サービス消費など経済活動の正常化に関連する項目については、景気の押し上げ要因として期待しにくい、効果が限定的となるだろう。交易損失の縮小も 2023 年度中に落ち着くとみられる。

図表 8 : 2024 年度の日本経済のポイント

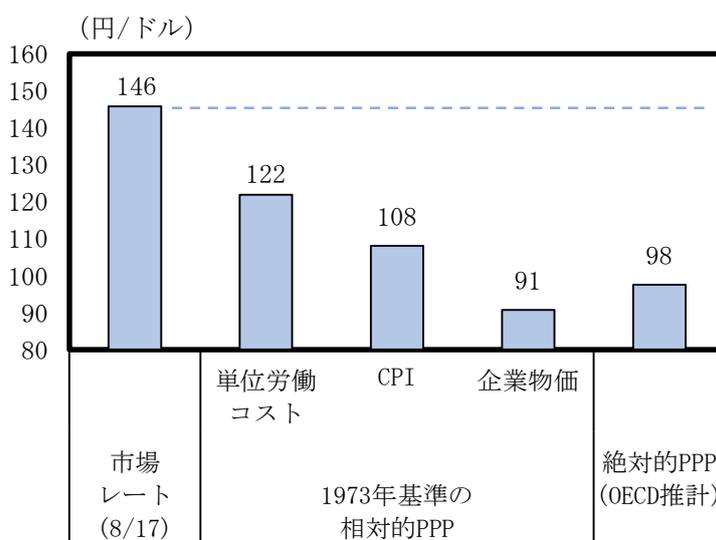
- 国内では経済正常化の一巡で**景気の押し上げ要因が大きく減少**
- 欧米ではインフレ鈍化で**利下げ局面へ**。**シリコンサイクルは回復局面**に入る可能性
- 23年度に続き、**米銀行の貸出態度の厳格化**による米国景気の大規模な悪化、**ウクライナ情勢**の緊迫化、**中国の過剰債務問題**の顕在化、**米中対立の激化**などへの警戒が必要
- 日銀は早ければ**24年度前半にも長短金利操作（YCC）を撤廃**。日米の金融政策の方向性が転換すればドル円相場は**円高ドル安へ**

⇒24年度の日本経済は好材料に乏しく、金融政策の早期正常化や円高のリスクが煽る

(出所) 大和総研作成

海外に目を向けると、当社のメインシナリオにおける欧米経済見通しでは、インフレ圧力の弱まりなどを受けて 2024 年中に利下げが実施されるとみている。また、このところ底入れの兆しが見られるシリコンサイクルが回復局面に入れば、2024 年度の半導体関連輸出や生産の増加を後押しする可能性がある。一方、2023 年度に続き、米銀行の貸出態度の厳格化による米国景気の大規模な悪化、ウクライナ情勢の緊迫化、中国の過剰債務問題の顕在化、米中対立の激化などへの警戒が必要だ。

図表 9 : 直近のドル円レートと各種購買力平価 (PPP)



(注) 絶対的 PPP は 2022 年の推計値。相対的 PPP のうち単位労働コストベース PPP は 2023 年 4-6 月期、CPI、企業物価ベース PPP は 7 月のデータ。

(出所) 内閣府、総務省、日本銀行、BEA、BLS、FRB、OECD、Haver Analytics より大和総研作成

ドル円レートは円安から円高にシフトする可能性がある。このところ円安が進行している一因として、日米の金融政策の方向性の違いが挙げられる。前述のように、米連邦準備制度理事会（FRB）はメインシナリオにおいて2024年中に利下げを実施する見込みである一方、後述するように、日本銀行（日銀）は早ければ2024年7月にも金融緩和策の枠組みを見直す可能性がある。

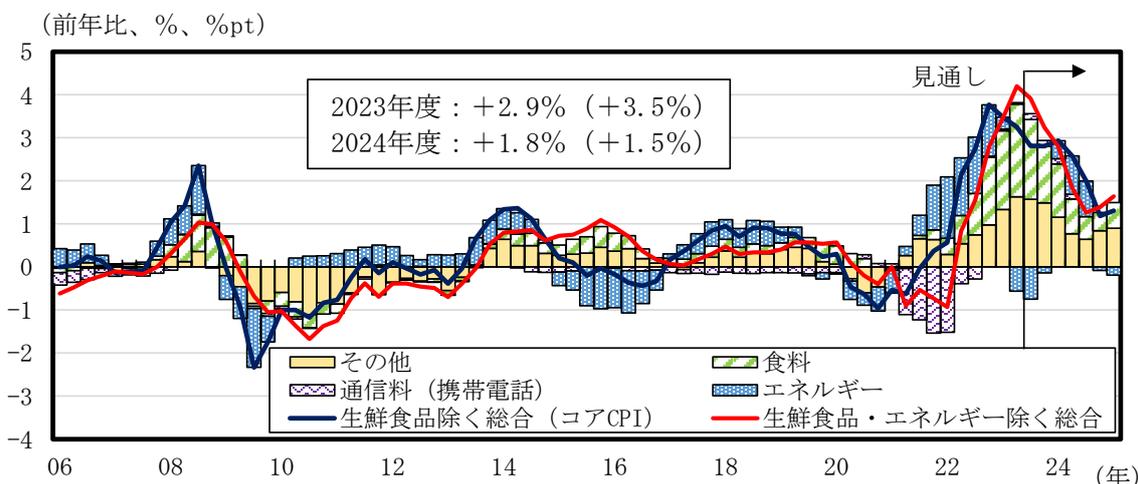
当社の「[第215回日本経済予測（改訂版）](#)」（2022年12月8日）で指摘したように、米国の利上げが終了に近づくと、ドル円レートに対する日米金利差の影響度や感応度は小さくなる傾向が過去には見られた。今回も市場参加者の関心が金利差以外の経済の基礎的諸条件（ファンダメンタルズ）に移り、それが購買力平価（PPP）などであった場合は、円高ドル安圧力は次第に高まるだろう（**図表9**）。

## 2. 日本の物価・金融政策見通し

2024年度のコア CPI 見通しは前年比+1.8%で上昇基調が継続すれば2025年度中に2%へ

生鮮食品を除く総合ベースのCPI（コアCPI）は直近の資源価格と為替レートを前提として、2023年度で前年比+2.9%、2024年度で同+1.8%と見込んでいる（**図表10**）。生鮮食品とエネルギーを除く総合ベースでは、予測期間の最終時期にあたる2025年1-3月期で同+1.6%程度と見込んでいる。予測期間終盤の上昇ペースが継続すれば、基調的なインフレ率は2025年度中に2%に達するとみている。

**図表10：CPIの見通し（各年度の数字は生鮮食品除く、括弧内は生鮮食品・エネルギー除く）**



(注) 作成時の資源価格と為替レートを前提とした物価見通し。エネルギー高対策は2023年9月末まで実施（2～10月分のエネルギー代が軽減）されると想定。

(出所) 総務省統計より大和総研作成

飲食料品では引き続き幅広い品目で値上げが行われている。帝国データバンクの価格改定動向調査によると、今後予定されている2023年の値上げ予定品目数は、7月末時点で3万品目を

超えた<sup>3</sup>。一時に比べて値上げのペースは緩やかになったものの、秋には酒類や調味料などを中心に再び値上げラッシュが訪れる可能性がある。ただし、2022年に行われた値上げの裏の影響が出ることで、食料価格の前年比変化率は徐々に低下するだろう。

エネルギーでは、東京電力など電力大手7社による規制料金の値上げが物価の押し上げ要因となる。さらに、足元ではガソリン価格も高騰している。2023年8月14日時点のガソリン価格(全国平均、レギュラー)は181.9円と、15年ぶりの高水準となった。背景には燃料価格の上昇や燃料油価格激変緩和補助金の縮小があるが、補助金は2023年9月末での終了が予定されており、10月以降はガソリン価格が一段と上昇する可能性もある。各種報道によると同対策の延長が政府内で検討されているが、その詳細は本稿執筆時点で不明であるため、当社の物価見通しには反映していない。他方、政府の物価高対策ではLPガス料金の負担軽減などを含む「推奨事業メニュー」が提示されており、こうした政策は先行きの物価を一定程度押し下げるだろう。

### 金融緩和策の枠組みの当面維持を想定しているが早ければ24年度前半に見直しも

2023年7月の金融政策決定会合において、日銀は長短金利操作(YCC)の運用を柔軟化することを決定した。長期金利の変動幅は従来通り「±0.5%程度」とした一方、その位置づけを「目途」へと変更した。加えて、従来は0.5%であった10年債金利の指値オペ<sup>4</sup>での買入利回りを1.0%に引き上げた。

7月会合で同時に公表された「経済・物価情勢の展望(2023年7月)」では、2023年度の物価見通し<sup>5</sup>を4月時点の前年比+1.8%から同+2.5%へと大幅に引き上げた。一方、2024年度以降の物価見通しはおおむね維持されており、2024年度は同+1.9%(4月時点で同+2.0%)、2025年度は同+1.6%(4月時点と同じ)であった。

インフレ率が高まると長期金利は上昇しやすくなる。上昇圧力が強いほど、YCCによって金利の上昇を抑制することで債券市場などに生じる悪影響は大きくなり得る。柔軟化の背景には、こうしたリスクが顕在化することを未然に防ぎつつ、YCCの持続性を高めることがある。

もっとも、当社の物価見通しを前提にすると(図表10)、基調的なインフレ率は予測期間中に2%に届かない。そのため本予測のメインシナリオでは、現在の金融緩和策の枠組みが維持されると想定している(2%に達するとみられる2025年度に日銀は金融政策の正常化に着手)。

賃金の上昇圧力が一段と強まることで、基調的なインフレ率の上昇ペースはメインシナリオを上回る可能性がある。この場合、日銀は早ければ2024年度前半の金融政策決定会合で「多角的レビュー」の公表と指値オペを含むYCCの撤廃などに踏み切り、その後は経済・物価情勢を見極めつつ、マイナス金利を解除するだろう。

<sup>3</sup> 帝国データバンク『『食品主要195社』価格改定動向調査—2023年8月』(2023年7月31日)

<sup>4</sup> 指値オペとは、日銀が指定した利回りで国債を無制限に買い入れるオペレーション。

<sup>5</sup> コアCPIの前年比における政策委員見通しの中央値。

金融政策運営における当面のリスクとしては、日銀が警戒するインフレ率の上振れだけでなく、長期金利の上昇も挙げられる。後者を考える上で重要となるのが指値オペの性質だ。このオペレーションの特徴は、日銀が特定の利回りで国債を無制限に買い入れることにコミット（約束）することにある。将来もこの約束が果たされると市場が信じれば、日銀は国債利回りを目標とする水準以下に誘導することができる。日銀が特定の値段（利回り）で国債を必ず買うのなら、国債を持つ市場参加者はその値段よりも安く（その利回りよりも高く）国債を市場に売却する動機はないからだ。結果として国債利回りは指値オペでの買入利回りの水準よりも低くなる。

日銀が指値オペの買入利回りを引き上げたのは、この1年では2022年12月に続き2回目である。長期金利が現在の上限値である1%に近づけば、再び予防的に指値オペの買入利回りが引き上げられるとの観測は強まりやすくなった。仮に債券市場でこうした観測が支配的となれば、日銀が指値オペでの買入利回りを引き上げる前に（日銀が高値で国債を購入する間に）、国債を売ろうとする動きが加速するだろう。市場の需給バランスが急激に緩和し、長期金利が上限値を超えて上昇するリスクには注意が必要だ。

図表 11：日本経済見通し＜第 218 回日本経済予測（2023 年 8 月 21 日）＞

	2022			2023				2024				2025	2022	2023	2024
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	年度 (暦年)	年度 (暦年)	年度 (暦年)
実質GDP(年率、兆円)	549.0	547.3	547.6	552.6	560.7	559.8	561.1	561.2	562.8	564.5	565.9	567.2	549.2	560.6	565.1
<前期比、%>	1.3	-0.3	0.0	0.9	1.5	-0.2	0.2	0.0	0.3	0.3	0.3	0.2			
<前期比年率、%>	5.1	-1.2	0.2	3.7	6.0	-0.6	0.9	0.1	1.2	1.2	1.0	0.9			
<前年同期比、%>	1.7	1.5	0.4	2.0	2.0	2.3	2.5	1.5	0.5	0.8	0.9	1.1	1.4	2.1	0.8
民間消費支出(前期比、%)	1.8	0.0	0.2	0.6	-0.5	1.0	0.8	0.4	0.1	0.1	0.1	0.1	2.5	1.3	1.1
民間住宅投資(前期比、%)	-1.8	-0.1	0.9	0.7	1.9	-1.2	0.4	0.0	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4	-3.0	2.1	-1.1
企業設備投資(前期比、%)	1.7	1.7	-0.7	1.8	0.0	0.8	0.6	0.6	0.5	0.6	0.6	0.5	3.1	2.6	2.3
政府消費支出(前期比、%)	0.4	0.0	0.2	0.1	0.1	-0.8	-1.3	-1.0	0.4	0.4	0.2	0.2	0.7	-1.2	-0.7
公共投資(前期比、%)	0.1	1.1	0.3	1.7	1.2	0.4	0.4	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	-3.1	3.5	0.8
輸出(前期比、%)	1.9	2.4	1.5	-3.8	3.2	0.6	0.8	0.6	0.5	0.6	0.6	0.5	4.5	2.6	2.3
輸入(前期比、%)	1.1	5.5	-0.1	-2.3	-4.3	4.1	1.0	1.0	0.2	0.2	0.2	0.2	7.2	-1.1	2.7
名目GDP(前期比年率、%)	4.1	-3.3	4.9	9.5	12.0	-0.5	2.4	2.0	2.0	1.5	1.8	1.7	2.0	5.3	1.8
GDPデフレーター(前年同期比、%)	-0.3	-0.4	1.2	2.0	3.4	4.0	3.2	2.2	1.1	1.1	0.9	0.7	0.7	3.2	1.0
鉱工業生産(前期比、%)	-1.5	3.1	-1.7	-1.8	1.4	2.5	1.5	1.0	-0.1	-0.1	0.1	0.1	-0.3	2.8	1.9
コアCPI(前年同期比、%)	2.1	2.7	3.8	3.5	3.2	2.8	2.8	2.9	2.6	2.0	1.2	1.3	3.0	2.9	1.8
失業率(%)	2.6	2.6	2.5	2.6	2.6	2.5	2.4	2.4	2.3	2.3	2.3	2.3	2.6	2.4	2.3
貿易収支(兆円、年率)	-14.8	-22.3	-20.6	-14.9	-3.5	-9.9	-10.8	-10.9	-10.6	-10.5	-10.2	-9.9	-18.0	-8.7	-10.2
経常収支(兆円、年率)	12.8	4.1	9.9	11.0	23.8	22.2	21.8	21.1	21.9	22.6	23.2	23.6	9.4	22.2	22.8
前提															
原油価格(WTI、ドル/バレル)	108.5	91.4	82.6	76.0	73.6	79.3	80.4	80.4	80.4	80.4	80.4	80.4	89.6	78.4	80.4
為替レート(円/ドル)	129.6	138.4	141.4	132.3	137.4	143.9	145.8	145.8	145.8	145.8	145.8	145.8	135.4	143.2	145.8

(注) 網掛け部分は大和総研予想。

(出所) 大和総研