

2023年9月8日 全70頁

第218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	近藤 智也
	主任研究員	溝端 幹雄
	シニアエコノミスト	久後 翔太郎
	エコノミスト	田村 統久
	エコノミスト	岸川 和馬
	エコノミスト	中村 華奈子
	研究員	高須 百華
	研究員	石川 清香
金融調査部	主任研究員	是枝 俊悟
リサーチ本部		島本 高志

第218回日本経済予測（改訂版）

経済正常化後の日本の課題とは？

①インフレ定着、②労働供給強化、③海外リスク、を検証

実質 GDP：2023年度+1.9%、2024年度+0.9%
 （暦年ベース 2023年+2.0%、2024年+1.1%）
 名目 GDP：2023年度+5.1%、2024年度+1.9%

第 218 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:23 年度+1.9%、24 年度+0.9%:**本予測のメインシナリオにおける実質 GDP 成長率は 23 年度+1.9%、24 年度+0.9%(暦年ベースでは 23 年+2.0%、24 年+1.1%)と見込む。経済活動の正常化や賃上げ、緩和的な財政・金融政策などが下支えし、景気の回復が当面続くとみている。サービス消費は約 7 兆円の回復余地があり、インバウンド消費は中国の団体旅行解禁を追い風に 23 暦年に 3 兆円超増加する見込みだ。一方で 24 年度に入ると、多くの景気の押し上げ要因が剥落し、成長率は低下するとみている。日銀の金融政策の早期正常化や円高リスクも煽るだろう。米銀行の貸出態度の厳格化による米国景気的大幅な悪化や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の海外リスクには引き続き警戒が必要だ。
- (2) **論点①:「賃金と物価の好循環」の進捗と今後の展望:**名目賃金と物価の相互作用の度合いは、デフレ局面から大きく変化した。両者の非線形的な関係を考慮した推計に基づけば、基調的なインフレ率は 25 年度にも 2%に達する可能性がある。転職市場の活性化などにより賃金上昇圧力が一段と強まれば、日銀の物価安定目標の達成時期は早まるとみられる。ただし、金融政策の引き締めが遅れた場合の悪影響が一段と大きくなるリスクには留意が必要だ。また、名目賃金と物価の相互作用が強まっても、実質賃金が増加するとは限らない。実質賃金を要因分解し他国と比較すると、交易条件の伸び悩みが顕著である。こうした課題を解決した上で好循環が定着し、論点②で議論する労働生産性の上昇などが実現すれば、名目賃金の上昇率は 3%程度まで高まる余地がある。
- (3) **論点②:労働供給の質と量をどこまで引き上げられるか:**日本経済が中長期的に一定の活力を維持していくためには、生産性の向上や就労調整の解消を通じた供給力の強化が重要となる。生産性の高い企業への労働者の分布が米国並みになることや、企業や個人の人的資本投資が米国並みに活性化することで、経済全体でも生産性の更なる向上が見込める。年金改革で第 3 号被保険者制度の見直しや働き方に中立な制度の導入により「収入の壁」の解消が実現し、また不本意非正規や L 字カーブの解消も進めば、労働投入量が増加することも期待できよう。これらの政策効果が発現すれば、中長期的には、潜在 GDP が最大 12%程度押し上げられる可能性がある。
- (4) **論点③:グローバルリスクをどうみるか:**世界経済の先行きについては、米国では、ソフトランディングへの期待が高まっているが、欧州においては、依然として高インフレに対する警戒感が根強い。一方、ロックダウン解除からの景気加速が期待された中国は、市場予想を下回り、回復には息切れの様相も見られる。このように世界経済の方向感が定まらない中、短期・中長期の景気循環を通じて見通すと、当面は緩やかな景気回復が想定されるものの、さまざまなリスクが払拭されないことから、不確実性が残るとみられる。リスクの 1 つが、米国と中国との間で厳しさが増す貿易摩擦の行方であり、中国と世界の貿易が完全に停止した場合、日本や欧州は実質 GDP の約 1 割、米国は 5%弱、中国は約 2 割落ち込む可能性がある。
- (5) **日銀の政策:**当社の見通しでは基調的なインフレ率は予測期間中に 2%に届かない。このため、メインシナリオでは日銀は現在の金融緩和策の枠組みを維持するとみている。ただし、インフレ率がメインシナリオを上回って推移した場合、2024 年度前半にも YCC が撤廃される可能性がある。

【主な前提条件】

- (1) 名目公共投資:23 年度+4.7%、24 年度+1.9%
- (2) 為替レート:23 年度 144.3 円/ドル、24 年度 147.7 円/ドル
- (3) 原油価格(WTI):23 年度 82.6ドル/バレル、24 年度 87.5ドル/バレル
- (4) 米国実質 GDP 成長率(暦年):23 年+2.0%、24 年+0.8%

第218回日本経済予測改訂版（2023年9月8日）

	2022年度	2023年度	2024年度	2022暦年	2023暦年	2024暦年
		(予測)	(予測)		(予測)	(予測)
1. 主要経済指標						
名目GDP成長率	2.0	5.1	1.9	1.3	5.2	2.4
実質GDP成長率（2015暦年連鎖価格）	1.4	1.9	0.9	1.0	2.0	1.1
内需寄与度	1.9	1.0	1.0	1.6	1.5	1.1
外需寄与度	-0.6	0.8	-0.1	-0.6	0.5	0.0
GDPデフレーター	0.7	3.2	1.0	0.2	3.2	1.3
鉱工業生産指数上昇率	-0.3	2.4	2.1	-0.2	0.4	3.6
第3次産業活動指数上昇率	2.2	2.5	0.8	1.7	2.5	1.4
国内企業物価上昇率	9.4	3.0	1.2	9.7	4.7	1.5
消費者物価上昇率（生鮮食品除く総合）	3.0	2.9	2.0	2.3	3.0	2.5
失業率	2.6	2.5	2.3	2.6	2.6	2.3
10年物国債利回り	0.29	0.57	0.65	0.23	0.52	0.65
国際収支統計						
貿易収支（兆円）	-18.0	-9.5	-11.5	-15.7	-10.0	-11.5
経常収支（億ドル）	696	1,490	1,465	879	1,450	1,524
経常収支（兆円）	9.4	21.4	21.6	11.5	20.5	22.5
対名目GDP比率	1.7	3.6	3.6	1.9	3.5	3.8
2. 実質GDP成長率の内訳 (括弧内は寄与度、2015暦年連鎖価格)						
民間消費	2.5 (1.4)	1.2 (0.6)	1.1 (0.6)	2.1 (1.1)	1.5 (0.8)	1.4 (0.8)
民間住宅投資	-3.0 (-0.1)	2.2 (0.1)	-1.1 (-0.0)	-3.5 (-0.1)	1.8 (0.1)	-0.4 (-0.0)
民間設備投資	3.1 (0.5)	2.2 (0.4)	2.6 (0.5)	1.9 (0.3)	2.8 (0.5)	2.9 (0.5)
政府最終消費	0.7 (0.2)	-1.3 (-0.3)	-0.7 (-0.1)	1.2 (0.3)	-0.4 (-0.1)	-1.8 (-0.4)
公共投資	-3.1 (-0.2)	2.6 (0.1)	1.2 (0.1)	-7.2 (-0.4)	2.9 (0.2)	1.5 (0.1)
財貨・サービスの輸出	4.5 (0.9)	2.5 (0.5)	2.4 (0.5)	5.1 (0.9)	1.6 (0.3)	3.2 (0.7)
財貨・サービスの輸入	7.2 (-1.4)	-1.2 (0.3)	2.7 (-0.6)	8.0 (-1.5)	-0.5 (0.1)	2.9 (-0.7)
3. 主な前提条件						
(1) 世界経済						
主要貿易相手国・地域経済成長率	2.4	2.7	2.4	2.9	2.6	2.4
原油価格（WTI、\$/bbl）	89.6	82.6	87.5	94.3	79.7	87.5
(2) 米国経済						
米国の実質GDP成長率（2012暦年連鎖価格）	1.6	1.8	0.8	2.1	2.0	0.8
米国の消費者物価上昇率	7.4	3.3	2.5	8.0	4.0	2.6
(3) 日本経済						
名目公共投資	1.2	4.7	1.9	-2.9	5.5	2.6
為替レート（円/ドル）	135.4	144.3	147.7	131.4	140.4	147.7
（円/ユーロ）	141.2	156.0	158.4	138.5	151.9	158.4

(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21日)		前回との差	
	2023年度	2024年度	2023年度	2024年度	2023年度	2024年度
1. 主要経済指標						
名目GDP成長率	5.1	1.9	5.3	1.8	-0.2	0.1
実質GDP成長率(2015暦年連鎖価格)	1.9	0.9	2.1	0.8	-0.2	0.1
内需寄与度	1.0	1.0	1.2	0.9	-0.2	0.1
外需寄与度	0.8	-0.1	0.9	-0.1	-0.0	0.0
GDPデフレーター	3.2	1.0	3.2	1.0	0.0	0.0
鉱工業生産指数上昇率	2.4	2.1	2.8	1.9	-0.4	0.1
第3次産業活動指数上昇率	2.5	0.8	2.6	0.9	-0.0	-0.1
国内企業物価上昇率	3.0	1.2	3.0	0.9	-0.0	0.3
消費者物価上昇率(生鮮食品除く総合)	2.9	2.0	2.9	1.8	-0.0	0.3
失業率	2.5	2.3	2.4	2.3	0.1	0.0
10年物国債利回り	0.57	0.65	0.57	0.65	0.00	0.00
国際収支統計						
貿易収支(兆円)	-9.5	-11.5	-8.7	-10.2	-0.8	-1.3
経常収支(億ドル)	1,490	1,465	1,550	1,560	-60	-95
経常収支(兆円)	21.4	21.6	22.2	22.8	-0.7	-1.1
対名目GDP比率	3.6	3.6	3.7	3.8	-0.1	-0.2
2. 実質GDP成長率の内訳 (2015暦年連鎖価格)						
民間消費	1.2	1.1	1.3	1.1	-0.1	-0.1
民間住宅投資	2.2	-1.1	2.1	-1.1	0.0	-0.0
民間設備投資	2.2	2.6	2.6	2.3	-0.4	0.3
政府最終消費	-1.3	-0.7	-1.2	-0.7	-0.1	0.0
公共投資	2.6	1.2	3.5	0.8	-1.0	0.5
財貨・サービスの輸出	2.5	2.4	2.6	2.3	-0.2	0.1
財貨・サービスの輸入	-1.2	2.7	-1.1	2.7	-0.0	-0.0
3. 主な前提条件						
(1) 世界経済						
主要貿易相手国・地域経済成長率	2.7	2.4	2.7	2.4	-0.1	-0.0
原油価格(WTI、\$/bbl)	82.6	87.5	78.4	80.4	4.1	7.2
(2) 米国経済						
米国の実質GDP成長率(2012暦年連鎖価格)	1.8	0.8	1.9	0.8	-0.0	-0.0
米国の消費者物価上昇率	3.3	2.5	3.3	2.5	-0.0	-0.0
(3) 日本経済						
名目公共投資	4.7	1.9	5.7	1.5	-0.9	0.4
為替レート(円/ドル)	144.3	147.7	143.2	145.8	1.0	1.8
(円/ユーロ)	156.0	158.4	156.1	158.6	-0.1	-0.2

(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	2023年度は高成長を見込むも2024年度は低成長へ.....	8
2.2	日本の物価・金融政策見通し.....	18
3.	論点①：「賃金と物価の好循環」の進捗と今後の展望.....	20
3.1	物価急騰下で関心が集まる賃金の動向.....	20
3.2	名目賃金と物価の相互作用の強まりを通じた物価安定目標達成の可能性.....	20
3.3	企業の賃金・価格設定行動における課題.....	25
3.4	名目賃金の潜在的な上昇余地は？.....	30
4.	論点②：労働供給の質と量をどこまで引き上げられるか.....	32
4.1	労働市場改革・就労促進の政策効果.....	32
4.2	労働市場改革による生産性向上.....	34
4.3	働き方に中立な年金制度の構築.....	39
5.	論点③：グローバルリスクをどうみるか.....	44
5.1	短期・中長期の景気循環から見た世界経済の行方.....	44
5.2	中国が直面する内憂外患のリスク.....	48
5.3	米国発のリスクは払拭されたか.....	53
6.	マクロリスクシミュレーション.....	55
6.1	円高.....	55
6.2	原油高騰.....	56
6.3	世界需要の低下.....	56
6.4	金利上昇.....	56
7.	四半期計数表.....	58

第 218 回日本経済予測（改訂版）

経済正常化後の日本の課題とは？

①インフレ定着、②労働供給強化、③海外リスク、を検証

1. はじめに

神田 慶司

経済活動の正常化が一段と進んだことで、日本経済の安定性が増している。実質 GDP は 2022 年 10-12 月期から 2023 年 4-6 月期までプラス成長が継続したが、欧米に後れを取っていた経済活動の正常化がその間の成長率を大きく底上げした。

自動車産業では半導体不足の緩和が進み、受注残に相当するペントアップ（繰越）需要に対応した挽回生産が 2023 年 4 月頃から本格化したとみられる。5 月には新型コロナウイルス感染症の感染症法上の扱いが「5 類」に移行し、サービス消費の回復を後押しした。JTB の旅行動向見通しや、航空、新幹線の利用状況などを踏まえると、夏休みの旅行は好調のようだ。また、8 月 10 日には中国政府が日本などへの団体旅行の解禁を発表した。その後の福島第一原子力発電所の処理水放出を巡る日中関係の悪化の影響が懸念されるが、7 月で 2019 年同月の 3 割の水準にとどまった中国人訪日客はいずれ本格回復に向かうとみられる。自動車のペントアップ需要や、サービス消費とインバウンドの回復余地は依然として大きく、2023 年度を中心に日本経済の回復を後押しするだろう。

問題は、経済活動が正常化した後だ。2023 年春闘では 30 年ぶりの高い賃上げ率を実現し、10 月に改定される最低賃金は全国加重平均の時給で 1,000 円超へと大幅に引き上げられる。こうした賃上げの流れを 2024 年以降も継続させ、基調的なインフレ率を 2%に引き上げることが日本経済の喫緊の課題である。さらに、2022 年に過去最低の 1.26 となった合計特殊出生率の引き上げに向けて官民で引き続き取り組むとともに、デジタル・トランスフォーメーション (DX) やグリーン・トランスフォーメーション (GX) の推進などを通じて企業に積極的な投資を促す必要がある。

人手不足が日本経済に及ぼす中長期的な影響も懸念される。働き手の多くが含まれる 20~74 歳人口は過去 20 年間で 8%減ったが、同時期の就業者は女性や高齢者の労働参加の進展などにより 7%増加した。だが労働参加率が頭打ちとなれば、人口動態を反映する形で就業者も減っていく。国立社会保障・人口問題研究所が 2023 年 4 月に公表した将来推計人口（出生中位（死亡中位）推計）に基づく、一定の外国人の流入が想定されているにもかかわらず、20~74 歳人口は今後 20 年間で 14%減少し、その次の 20 年間で 21%減少する見通しだ。1 人 1 人の付加価値創出能力を高め、年齢や性、ライフステージなどにかかわらず働く意欲や能力を発揮する労働市場をいかに構築するかが、これまで以上に問われるだろう。

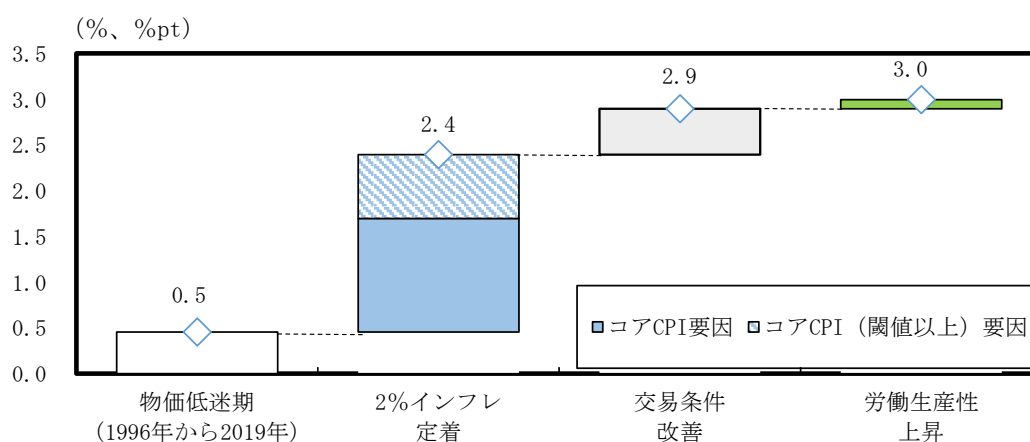
第2章で述べるように、本予測のメインシナリオでは日本の実質 GDP 成長率を2023年度で前年比+1.9%、2024年度で同+0.9%と見込んでいる。経済活動の正常化や賃上げの加速、緩和的な財政・金融政策などが2023年度を中心に景気を下支えすることで、世界経済が減速する中でも日本経済の回復基調が続くという姿を描いている。しかし2024年度は景気の押し上げ要因に乏しいことなどから成長率が大きく低下する見通しである。日本銀行（日銀）による金融政策の早期正常化や円高のリスクが煽るだろう。グローバルなリスクに対する警戒も予測期間を通じて必要だ。具体的には、米銀行の貸出態度の厳格化による米国景気の大規模な悪化、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が挙げられる。

直近の資源価格と為替レートを前提とした日本の消費者物価指数（CPI）は、生鮮食品を除く総合ベース（コア CPI）で、2023年度で前年比+2.9%、2024年度で同+2.0%と見込んでいる。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%の見込みである。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。

このため本予測のメインシナリオでは、予測期間中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（2025年度に日銀は金融政策の正常化に着手）。だが賃金の上昇圧力が一段と強まり、基調的なインフレ率が上振れする可能性がある。この場合、日銀は早ければ2024年度前半にも「多角的レビュー」の公表と指値オペを含む長短金利操作（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。

本予測では、**第3章**でインフレ定着、**第4章**で労働供給強化、**第5章**で海外リスク、という3つの論点について検討する。このうち**第3章**では、①名目賃金と物価の相互作用の強まりによる2%インフレの定着、②交易条件の改善、③**第4章**で論じる労働生産性の上昇に向けた課題の解決、という3つの要因を想定すると、物価低迷期で0.5%程度であった名目賃金上昇率は3%程度まで高まる可能性があるとの試算を示した（**図表 1-1**）。

図表 1-1：各課題の解決により実現可能な名目賃金上昇率（図表 3-9 として後掲）



(注1) 名目賃金はきままって支給する給与を労働時間で除した値。

(注2) 交易条件は日本が主要先進国並みの交易条件の上昇を達成した場合の影響を試算。労働生産性については、労働移動の円滑化や職務給の普及等が進むことで労働生産性が年率+0.40%pt 上昇する場合の影響。

(出所) 内閣府、総務省、厚生労働省、Haver Analytics より大和総研作成

2. 日本経済のメインシナリオ

神田 慶司・田村 統久・久後 翔太郎・岸川 和馬・中村 華奈子

2.1 2023 年度は高成長を見込むも 2024 年度は低成長へ

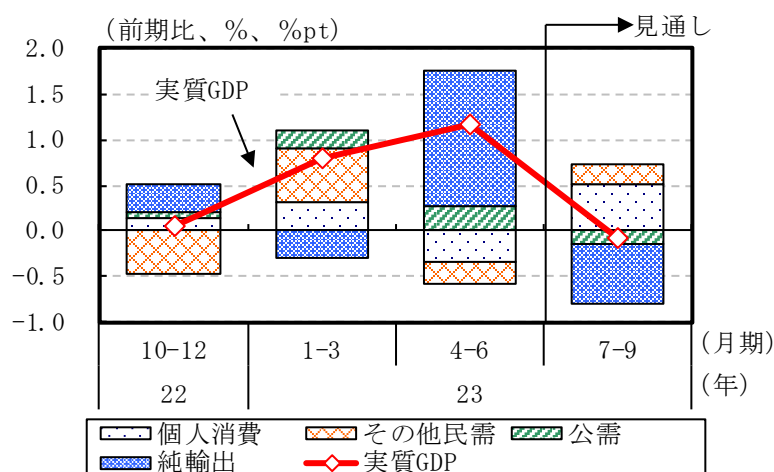
4-6 月期の実質 GDP は高成長だったが民需は振るわず

2023 年 4-6 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率+4.8%（前期比+1.2%）と 3 四半期連続のプラス成長となった（**図表 2-1**）¹。9 月 1 日公表の法人企業統計調査や、その他基礎統計の 6 月分までの実績が反映された結果、1 次速報値の同+6.0%から下方修正された。設備投資が下振れしたことなどが GDP 成長率の下方修正の主因である。純輸出が GDP 成長率を大幅に押し上げた一方、個人消費や設備投資などの民需は振るわなかったことから、高水準の 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（**図表 2-1**）、民需関連では住宅投資を除く全ての項目が前期から減少した。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や輸出デフレーターの上昇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 4.5 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+8.4%となった。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。

図表 2-1：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

¹ 詳細は、神田慶司・岸川和馬「[2023 年 4-6 月期 GDP \(2 次速報\)](#)」(大和総研レポート、2023 年 9 月 8 日)を参照。

7-9 月期の実質 GDP は 4 四半期ぶりのマイナス成長へ

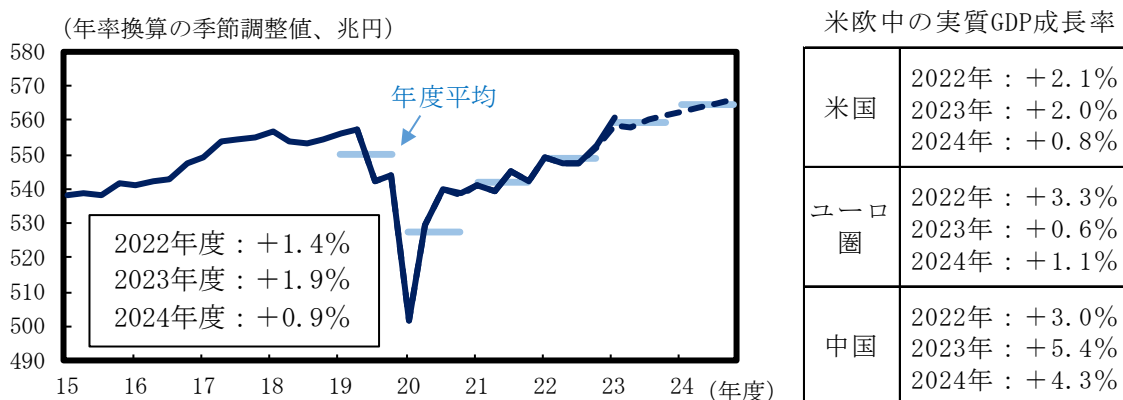
2023 年 7-9 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率▲0.3%と、4 四半期ぶりのマイナス成長を見込んでいる。

もともと、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。春闘で 30 年ぶりの高い賃上げ率になったことやインフレ率の低下が実質賃金を押し上げ、個人消費の回復に寄与するだろう。供給制約が緩和した自動車では 4-6 月期に挽回生産が見られており、ペントアップ（繰越）需要の大きさから 7-9 月期も継続する見込みである（**後掲図表 2-5 左**）。一方、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。

海外経済見通しの概要 ～当面は米中の成長率鈍化に注意

図表 2-2 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（9 月 8 日時点）の見通しに基づく。

図表 2-2：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

2023 年の実質 GDP 成長率は、米国で前年比+2.0%、ユーロ圏で同+0.6%、中国で同+5.4%と見込んでいる。地域別に見ると、米国の 2023 年 4-6 月期の実質 GDP は前期比年率+2.1%と 1-3 月期（同+2.0%）から加速した。タイトな金融環境の下で住宅投資が減少したが、底堅い個人消費や設備投資の加速もあって民間最終需要が増加した。もともと、7-9 月期以降は GDP 成長率の低下を見込む。雇用環境の緩やかな悪化によって屋台骨の個人消費が減速するほか、金融引き締めや銀行不安に伴う銀行の貸出態度の悪化で設備投資も減速しよう（詳しくは**第 5 章**を参照）。なお、足元の景気の堅調さを受けて 2023 年の実質 GDP 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、前回予測改訂版）から 0.8%pt 上方修正した。

ユーロ圏では 2023 年 4-6 月期の実質 GDP が前期比年率+0.5%と、1-3 月期（同+0.3%）から加速した。成長率や需要項目別の寄与度は国によってまちまちだが、総じてみれば 2022 年後半から停滞してきたユーロ圏経済の持ち直しが確認される結果であった。7-9 月期以降は緩やか

なプラス成長が継続する見込みだ。域内のインフレ率は鈍化しつつあり、実質所得の増加や消費マインドの改善を通じた個人消費の増加が見込まれる中で、とりわけ増加余地の大きいサービス消費が景気を下支えするだろう。もっとも、外需の悪化や、高金利下の投資需要の減少で鉱工業が停滞するリスクなどを踏まえ、2023年の実質 GDP 成長率見通しを前回予測改訂版から0.1%pt 下方修正した。

中国の2023年4-6月期の実質 GDP は前期比年率+3.2%と、1-3月期（同+9.1%）から減速した。「ウィズコロナ」政策への転換によるリベンジ消費は早くも息切れした格好だ。想定以上に家計の節約志向が強かった理由の1つは若年層の高失業率である。政策の悪影響により、若年層の雇用吸収効果の大きい IT 産業などの民営企業が軒並み不況に陥ったことが背景にある。7-9月期以降も消費低迷や不動産不況が続くとみられるが、中国政府による民営企業へのテコ入れ策が本格化しつつあることもあり、2023年の実質 GDP 成長率見通しを+5.4%と見込む。政府目標の+5.0%前後を上回るが、前回予測改訂版から0.5%pt 下方修正した。

2024年の実質 GDP 成長率は、米国で前年比+0.8%、ユーロ圏で同+1.1%、中国で同+4.3%と見込んでいる。このうち米国とユーロ圏では、インフレ圧力の弱まりなどから2024年中に利下げが実施されるとみている。とはいえ、米国では直近の政策金利が5.50%（上限値）と高水準にあり、当面は景気に中立的な金利水準を大きく上回る状況が続くだろう。個人消費は底堅く推移する一方、高金利下で住宅投資や設備投資が減少し、成長率は2023年から低下するとみている。他方、ユーロ圏では直近の政策金利が4.25%と相対的に低く、2024年は個人消費や設備投資の加速が成長率を押し上げるだろう。中国では経済活動の正常化の反動や不動産不況の継続もあり、成長率は2023年から低下するとみている。

日本経済見通しの概要 ～2023年度は高成長を見込むも2024年度は大幅に減速

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2023年度で前年比+1.9%、2024年度で同+0.9%と見込んでいる（**前掲図表 2-2**、暦年ベースでは2023年で同+2.0%、2024年で同+1.1%）。

2023年度の成長率見通しは前回予測改訂版から0.4%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²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改訂版と同様である。

² 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。

2024年度の成長率見通しは前回予測改訂版から0.3%pt引き下げた。前年度が2%程度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2-8）。

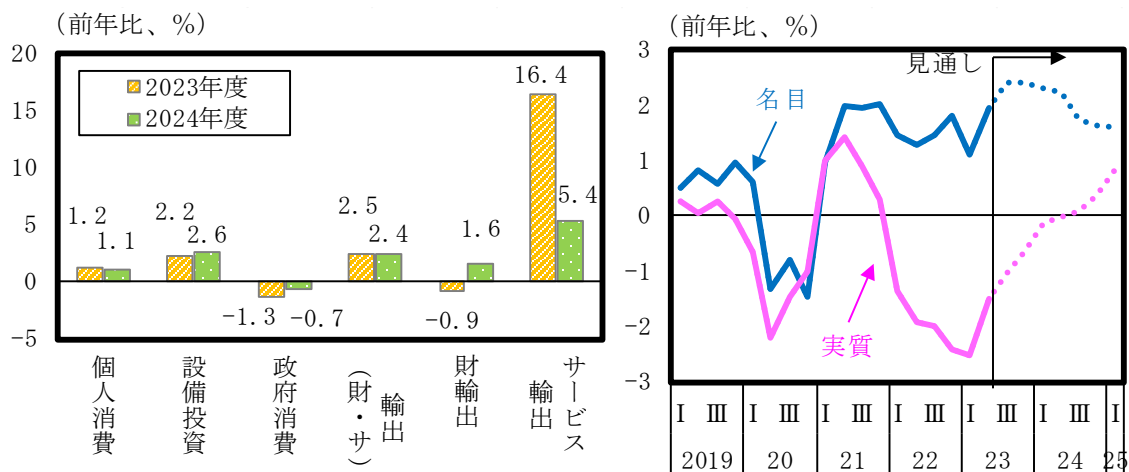
主な需要項目については図表2-3左のような推移を見込んでいる。このうち個人消費は、経済活動の正常化により、引き続きサービス消費や自動車を中心に増加が続くとみている。また物価高が続く中でも、賃上げの加速やインフレ率の低下などが実質賃金を押し上げることや（図表2-3右）、コロナ禍で大幅に積み上がった家計貯蓄の取り崩しなどが消費を下支えするだろう。もっとも、2024年度は経済活動が正常化し、個人消費の回復は緩やかになるとみている。

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。

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。サービス輸出では福島第一原子力発電所の処理水放出を巡る日中関係の悪化の影響が懸念されるものの、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。

図表2-3：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

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、前回予測改訂版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2-4）。

図表2-4：2023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 自動車の挽回生産 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 23年8月末で約1.3兆円 （他に輸出、企業向けあり）
② インバウンド消費 の更なる回復	中国人訪日客を中心に回復 し、23年のインバウンド消費は前年から 3兆円超の増加見込み
③ サービス消費の回復余地	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 約7兆円の増加
④ 賃上げの加速	春闘での賃上げ率は 30年ぶりの高水準 を実現し、最低賃金は全国平均で 1,000円超え
⑤ 「 過剰貯蓄 」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 23年6月末で約45兆円 （22年の消費額の15%分に相当）
⑥ 輸入インフレの一服と 円安効果	交易損失は 直近3四半期で約9兆円縮小 。経済正常化が進んだ 23年の円安は日本経済にプラス （「良い円安」）
⑦ 緩和的な財政・金融政策 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 長短金利操作（YCC）の早期撤廃の可能性は低下

（出所）大和総研作成

上記7つの好材料のうち、前回予測改訂版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では福島第一原子力発電所の処理水放出を巡る日中関係の悪化の影響が懸念されるものの、団体旅行解禁で中国人訪日客はいずれ本格回復に向かうとみられる。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節**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

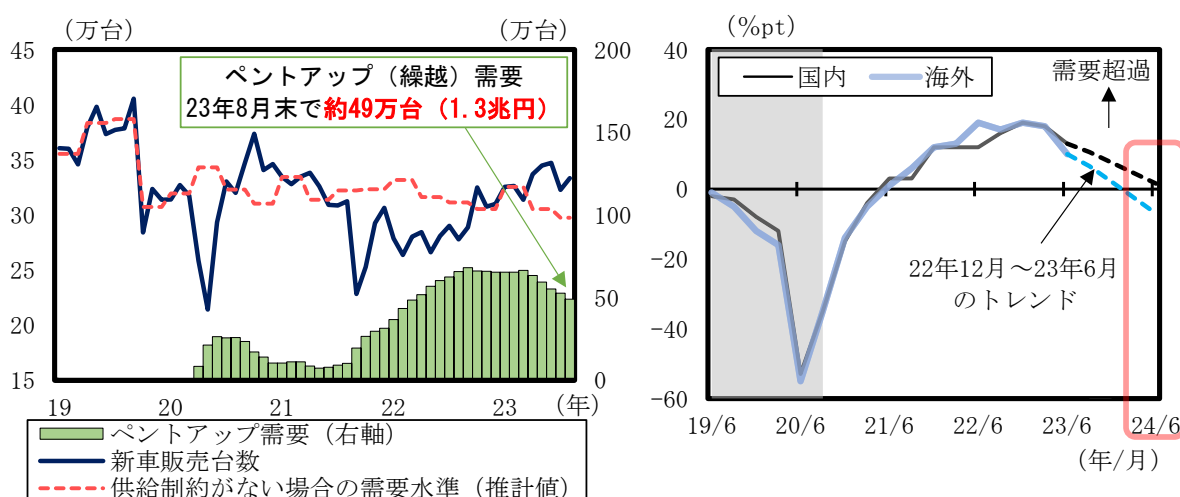
半導体不足の緩和が 2022 年後半から進んだことで、2023 年 4-6 月期の普通乗用車の鉱工業生産指数は 2022 年 10-12 月期比で約 30%上昇した。自動車や関連産業における増産が国内の経済活動を押し上げている。

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 2-5 左**）。ペントアップ需要は家計向けだけでも 8 月末で約 49 万台（金額では約 1.3 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 2-5 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 2-5：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

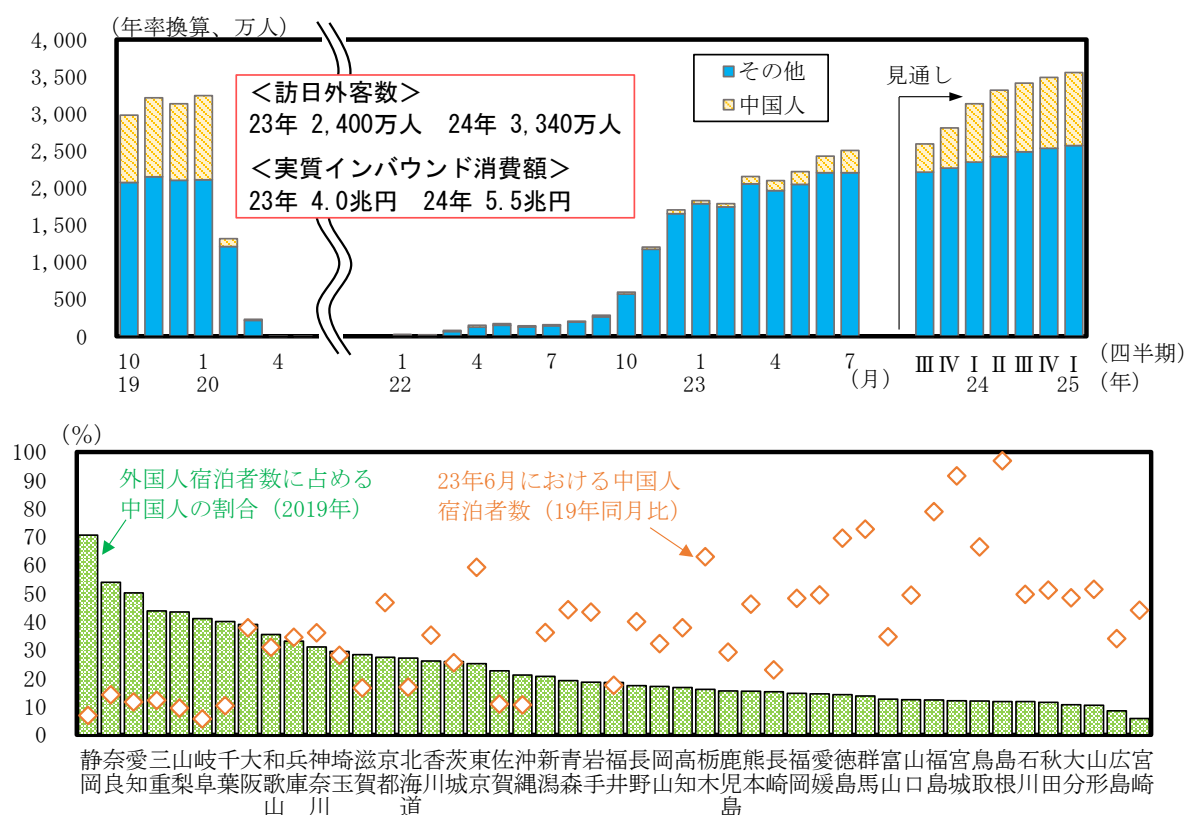
<インバウンド> 2023年の実質消費額は約4.0兆円の見込み

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。福島第一原子力発電所の処理水放出を巡る日中関係の悪化の影響が懸念されるものの、中国の団体旅行解禁は中国人訪日客の回復を下支えするだろう。

図表2-6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。前回予測改訂版では、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。実際、中国からの団体旅行は2023年8月10日に解禁された。しかしその後、福島第一原子力発電所の処理水問題を巡って日中関係が悪化し、インバウンド消費回復の新たな懸念材料が生まれた。

本予測のメインシナリオでは、不確実性が大きいものの、処理水問題の影響は9月から11月までの3カ月間で落ち着くと想定している。他方で、足元で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るだろう。こうしたことを踏まえ、2023年の訪日外客数は2,400万人（前年差+2,010万人）、実質インバウンド消費額は4.0兆円（同+3.1兆円）と見込んでいる。2024年の訪日外客数は2019年の水準を超えるだろう。

図表2-6：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。

(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 2-6 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。当社の「[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

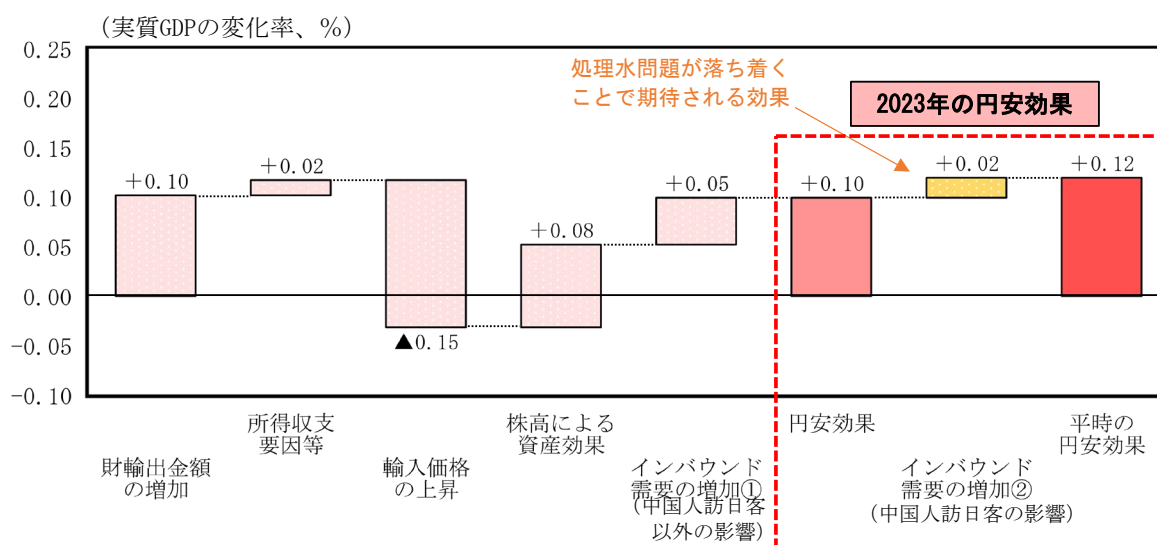
2022年春から秋にかけて円安ドル高が急速に進んだが、その際、日本経済にもたらす経済効果はネットで「プラス」なのか「マイナス」なのかについて議論が盛んに行われた。

これについて「[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 2-7**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。処理水問題が落ち着き、日中関係が改善すれば、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 2-7 : 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 2-8)。

前掲図表 2-4 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 2-8 : 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**

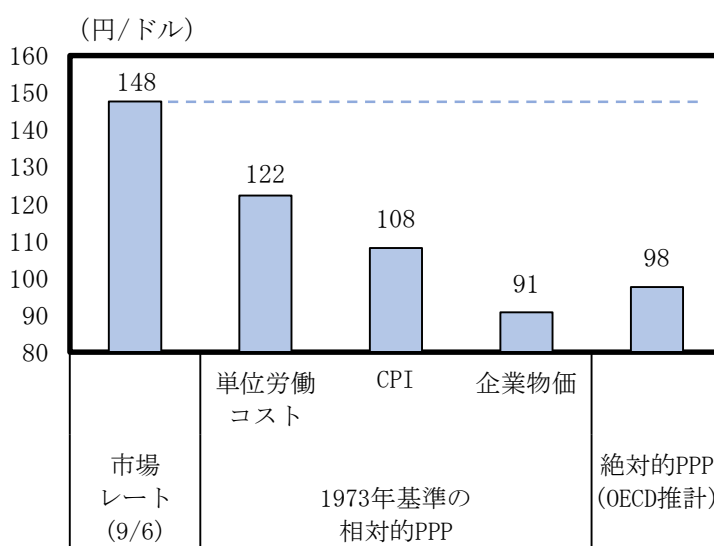
⇒24年度の日本経済は好材料に乏しく、金融政策の早期正常化や円高のリスクが煽る

(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（後掲図表 5-5）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（詳しくは第5章を参照）。

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、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（2節を参照）。「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 2-9）。

図表 2-9：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

2.2 日本の物価・金融政策見通し

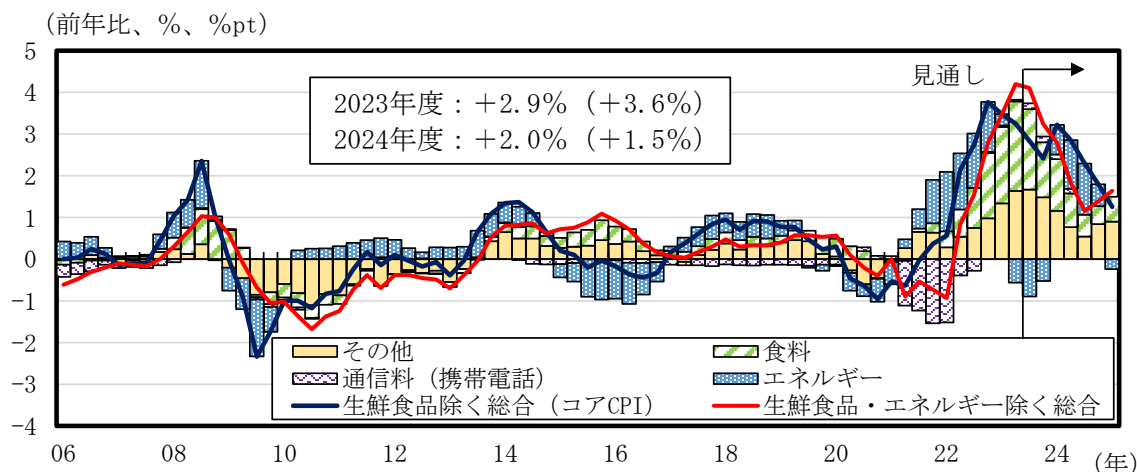
2023年度のコア CPI は前年比+2.9%、24年度は同+2.0%の見込み

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+2.0%と見込んでいる（**図表 2-10**）。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%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。

飲食物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、2023 年内の値上げ予定品目数は、今後予定されている分も含めると 8 月末時点で 3 万 1 千品目を超える³。原材料高を主因とした値上げは一旦落ち着きを見せているが、秋以降も断続的に値上げが行われる可能性もある。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。

足元では円安が進む中、原油価格が上昇している。2023 年 9 月末での終了が予定されていた燃料油価格激変緩和補助金は年末までの延長が決まった。以上を踏まえ、2023 年 10-12 月期の物価見通しを引き下げた一方で、2024 年度を中心に上方修正した。

図表 2-10 : 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。エネルギー高対策のうち、電気・ガス価格激変緩和対策事業は 2023 年 9 月末まで実施され、燃料油価格激変緩和補助事業は同年 12 月末まで実施されると想定。

(出所) 総務省統計より大和総研作成

³ 帝国データバンク 『『食品主要 195 社』価格改定動向調査-2023 年 9 月』(2023 年 8 月 31 日)

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⁴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⁵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 2-10**）、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）。

第3章で議論するように、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。

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（詳細は**第3章**）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值である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。

⁴ 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。

⁵ コア CPI の前年比における政策委員見通しの中央値。

3. 論点①：「賃金と物価の好循環」の進捗と今後の展望

久後 翔太郎・溝端 幹雄・中村 華奈子・島本 高志

3.1 物価急騰下で関心が集まる賃金の動向

歴史的な高インフレに直面する中、2つの側面から賃金の動向に関心が集まっている。

1つは名目賃金と物価の相互作用という側面だ。2023年春闘の賃上げ率は30年ぶりの高い水準を記録した。名目賃金と物価は互いに影響し合うことが知られており、両者の相互作用が強まることで、日本経済がデフレから完全に脱却できる確度はかつてないほど高まっている。

それどころか、高インフレが長期化するリスクさえ徐々に意識され始めている。日本銀行（日銀）は「経済・物価情勢の展望（2023年7月）」において、2023年度の物価見通し⁶を従来の+1.8%から+2.5%へ大幅に上方修正し、わずかに下方修正（+2.0%→+1.9%）した2024年度でも上振れリスクが大きいとした。こうした物価の上振れリスクへの警戒が長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）の柔軟化という政策修正につながった。名目賃金と物価の相互作用の度合いに注目することは、デフレ脱却という日本の積年の課題と合わせて、先行きの金融政策を考える上でも重要だ。

もう1つは、家計の購買力を考える上で重要な実質賃金という側面だ。名目賃金と物価の相互作用の強まりが実質賃金を増加させるとは限らない。実際、2023年4-6月期の実質雇用者報酬（季節調整値）は、インフレが急加速する前の2022年1-3月期から1.5%減少している。実質賃金の低迷というもう1つの課題の解決には、その背後にある企業行動に目を向ける必要がある。

こうした問題意識のもと、本章の**2節**では名目賃金と物価の相互作用の度合いが2%の物価安定目標を達成するのに十分な水準まで高まっているかを検討する。**3節**では、実質賃金の増加に向けた日本企業の賃金・価格設定行動における課題を整理する。最後に**4節**では、**2節・3節**で検討した「2%の物価安定目標の達成」と「日本企業の賃金・価格設定行動の変化」という課題に加え、**第4章**で議論している「労働生産性の上昇」という課題の解決により持続的に実現可能な名目賃金の上昇率を示すことで、経済の好循環が実現した際の賃金の動向を描く。

3.2 名目賃金と物価の相互作用の強まりを通じた物価安定目標達成の可能性

急激な物価上昇の背景にある国内企業の行動変化とその賃金設定行動への影響

春闘での賃金交渉に際し、物価動向は重要視される項目の1つだ。2023年春闘で高水準の賃上げが実現した背景に、2022年から進むインフレがあることは間違いないだろう（**図表 3-1 左**）。

振り返ると、物価の急騰は2021年以降に発生した大幅なコスト増が契機となった⁷。円安と

⁶ 消費者物価指数（除く生鮮食品）の対前年度比における政策委員見通しの中央値。

⁷ 詳細は、久後翔太郎（2023）を参照されたい。

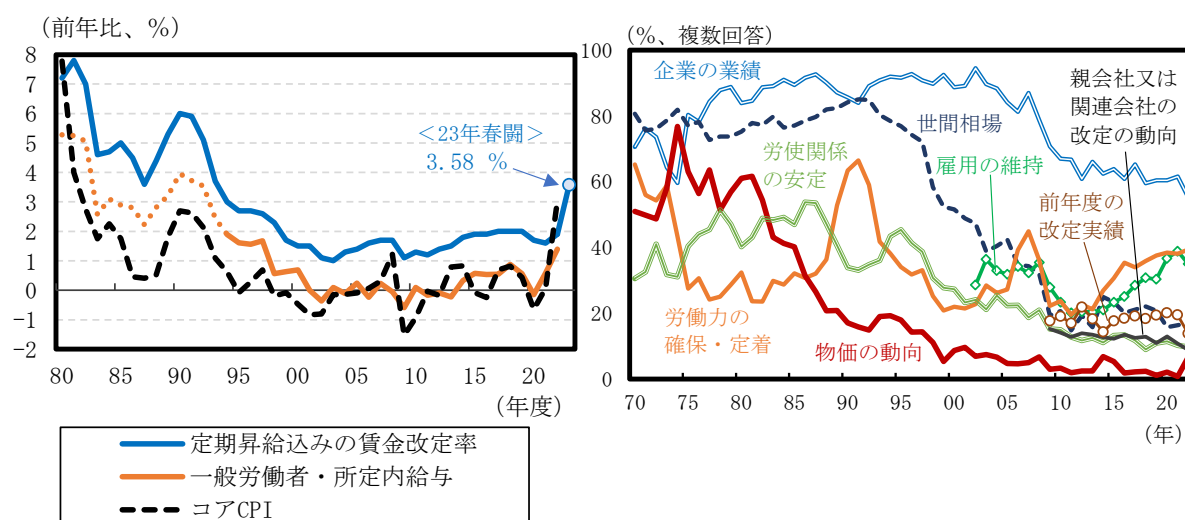
資源高が急速に進む中、輸入物価の急激な上昇が企業物価を押し上げた。これだけ見れば典型的な輸入インフレだが、今回はその上昇度合いがあまりにも大きかった。このため、デフレ期とは異なる国内企業の価格設定行動が見られた。

例えば、輸入物価の上昇が小幅であれば販売価格を据え置いていたような企業も、大幅なコスト増によって販売価格の引き上げを余儀なくされた。またデフレ期には、自社だけが販売価格を引き上げた場合、他社との相対価格が上昇することで自社の販売数量が大幅に減少する傾向にあった。しかし2021年以降、多くの企業が販売価格の引き上げに転じたことで、自社の販売価格を引き上げて他社との相対価格は上昇しにくくなった。このことも、企業がコスト増を販売価格に積極的に転嫁する動きを強めた要因といえる。

こうした背景のもとで生じた物価の急騰は、企業の賃金設定行動にも影響を及ぼした可能性が高い。賃上げによるコスト増も販売価格に転嫁しやすいからだ。図表3-1右で、企業が賃金改定の際に重要視した要素を見ると、2022年には「物価の動向」を重要視した企業の割合は6.8%にすぎないが⁸、インフレ率が足元と同程度であった1980年代前半には、こうした企業の割合は40～60%程度に達していた。今後、同割合は高まっていく可能性が高い。インフレ率が高まるほど企業が賃金設定に際し物価を重要視する傾向が強まるとすれば、足元で名目賃金が一段と増加しやすい環境が醸成されているとみられる。

また2010年代に入り、「雇用の維持」や「労働力の確保・定着」といった要素を重要視する企業の割合が上昇していることも注目に値する。労働需給のひっ迫が賃金に与える影響が強まっていることが示唆される。人口減少が進む日本において労働需給のひっ迫は長期的に続くことが見込まれ、構造的な側面からも賃金上昇圧力が強まっている可能性がある。

図表3-1：賃金改定率と物価の推移（左）、賃金の改定の決定にあたり最も重視した要素（右）



(注) 右図では、「その他」、「重視した要素はない」、「不詳」の3項目は除いている。親会社又は関連会社の改定の動向は、「親会社又は関連(グループ)会社の改定の動向」を指す。

(出所) 総務省、厚生労働省、日本労働組合総連合会より大和総研作成

⁸ 厚生労働省によると、2022年調査の実施時期は2022年7月20日から8月10日。

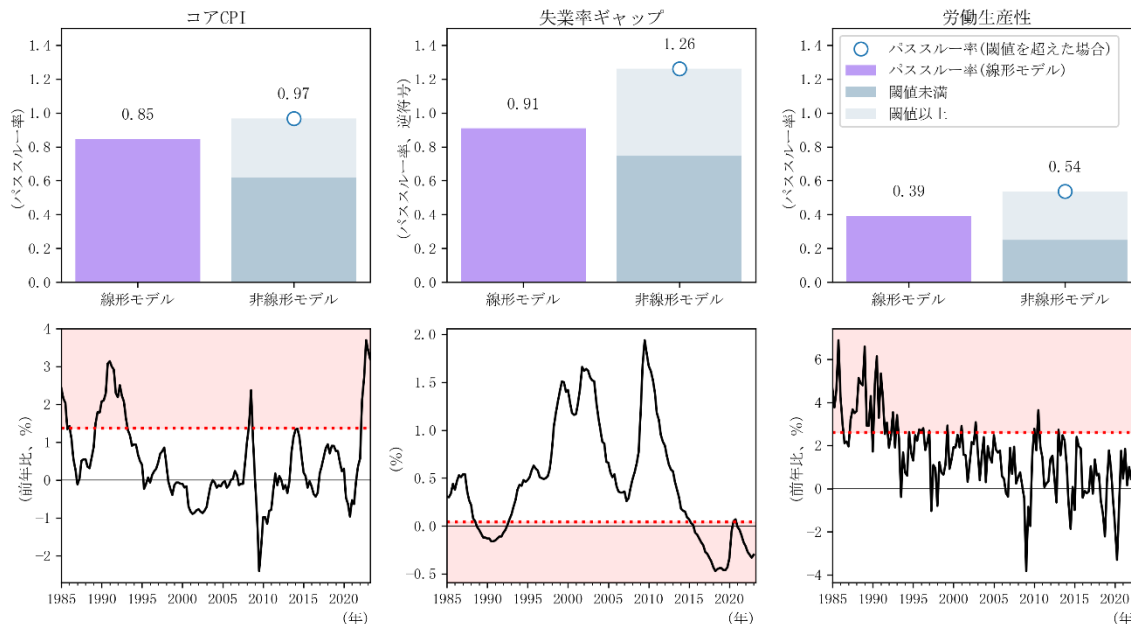
インフレの高進・労働需給のタイト化により 1990 年代前半以来の強い賃金上昇圧力が生じる

以上のような企業の賃金設定行動における変化を勘案し、足元でのインフレの高進や労働需給のひっ迫が名目賃金に与える影響を試算した結果が**図表 3-2**である⁹。この分析では、説明変数（生鮮食品を除く総合ベースの消費者物価指数（コア CPI）、失業率ギャップ、労働生産性）がある水準（閾値）を上回ると（失業率ギャップの場合は下回ると）、名目賃金への影響度合い（パススルー率）が変化することを想定している。

例えば、失業率ギャップの閾値は 0% 近傍と推計される（**図表 3-2 下段中図**の点線）。この水準よりも高い（つまり、労働需給が比較的緩和している）場合には、需給が引き締まって失業率ギャップが 1%pt 低下すると名目賃金を 0.8%pt 弱上昇させる（**同図上段中図**の「閾値未満」）。一方、失業率ギャップが閾値より低い（労働需給がひっ迫している状態）と名目賃金を 1.26%pt 上昇させる（**同図上段中図**の「パススルー率（閾値を超えた場合）」）。

注目すべきは、足元でコア CPI 上昇率と失業率ギャップという 2 つの要因が同時に閾値を超えている点である。こうした状況を最後に実現したのは、デフレに突入する前の 1990 年代前半まで遡る。ただし、足元では労働生産性の伸びは低く、1990 年当時と比較すると労働生産性の向上を通じた賃金上昇圧力が弱いことには留意する必要がある。それでも、高インフレ・労働需給のひっ迫という側面からの名目賃金の上昇圧力は相応に強まっているといえよう。

図表 3-2：非線形性を考慮した名目賃金関数の推計結果



(注1) 被説明変数の名目賃金はきまって支給する給与を労働時間で除した値。推計期間は 1985 年 1Q から 2022 年 4Q。標準偏差の 0.5~2.0 倍の範囲内で 0.1 刻みのグリッドサーチにより各説明変数の最適な閾値を設定。各変数のラグは 1 期から 4 期までの範囲で AIC により最適な次数を設定。「パススルー率」は、各指標の 1%pt の変化により名目賃金上昇率が何%pt 変化するかを示す値。

(注2) 下図の点線は各説明変数における閾値。各変数が赤い領域に入るとパススルー率が高くなる。失業率ギャップは閾値の水準よりも低いとパススルー率の絶対値が大きくなる。

(出所) 総務省、内閣府、厚生労働省、労働政策研究・研修機構、日本銀行より大和総研作成

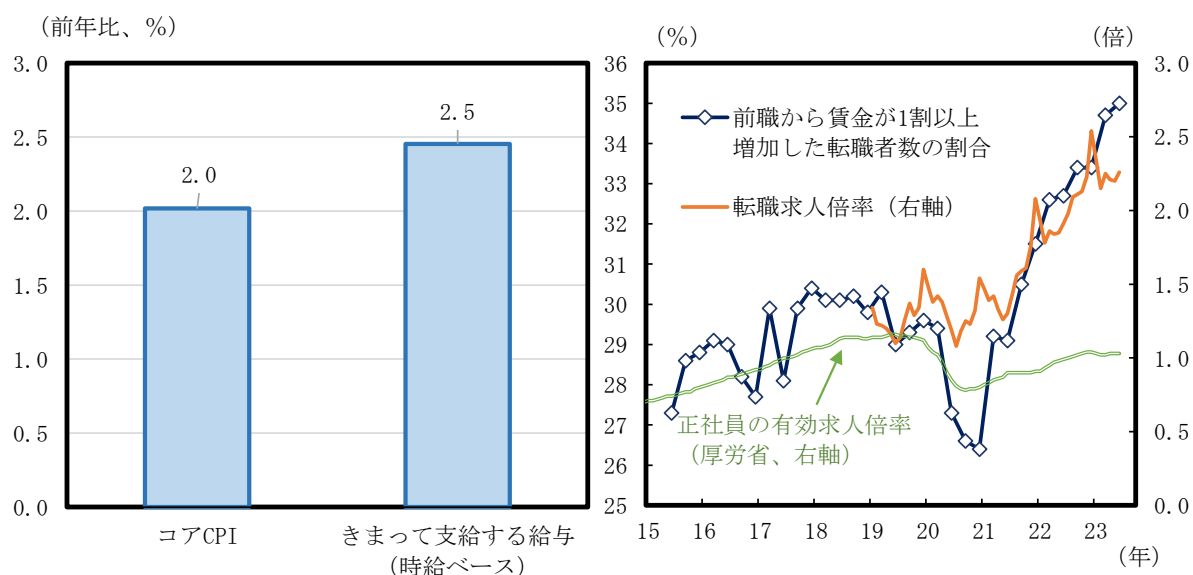
⁹ 閾値の設定や変数のラグの次数の設定方法などは、佐々木・山本・中島(2023)を参考にした。

相互作用の強まりで 2%目標達成が視野に入るだけでなく、その後の上振れリスクの警戒も必要

名目賃金と物価の相互作用が強まることはデフレや低インフレ経済を脱却するために必要不可欠である。一方で、その度合いが高まりすぎると両者が発散的に上昇して、経済に大きな混乱をもたらし得る。この現象は、新型コロナウイルス禍（以下、コロナ禍）からの経済の回復過程で米国において顕著に見られた。その後、急速な金融引き締めが行われたことは記憶に新しい。

こうしたリスクを検証するため、モデルを使って、現在の名目賃金と物価の相互作用の度合いを前提としたときに、持続可能な名目賃金上昇率とインフレ率の値を示したものが**図表 3-3 左**である。試算の結果、名目賃金上昇率は 2.5%程度に、コア CPI 上昇率は日銀の物価安定目標である 2%程度に収束するとの結果を得た。すなわち、名目賃金と物価の相互作用は物価安定目標の達成に向けて強まっていく可能性を示唆している。

図表 3-3：持続的なインフレ率・名目賃金上昇率（左）、転職市場の動向（右）



(注 1) 左図は、**前掲図表 3-2** で示した名目賃金の非線形モデルと、別途推計したインフレ率（コア CPI 上昇率）の非線形モデルを小型のマクロモデルに取り込み、コア CPI 上昇率と名目賃金が長期的に収束する値を掲載。

(注 2) インフレ率の非線形モデルは、佐々木・山本・中島（2023）を参考に、名目賃金、為替レート、企業物価を説明変数とした。為替レートは足元の水準で横ばいと仮定。足元の価格設定行動の変化を捉えるため、企業物価（前年比）については、輸入物価（前年比）と 2021 年後半以降を 1 とするダミーで回帰し、先行きについては輸入物価の伸びが過去の平均程度と仮定した上で、ダミー変数による押し上げが継続すると想定。

(注 3) 右図の左軸は、転職支援サービス『リクルートエージェント』利用者のうち転職により賃金が 1 割以上増加した転職者数の割合を、2015 年 4-6 月期から示している。右軸の転職求人倍率は、doda の会員登録者 1 名に対する中途採用の求人数を 2019 年 1 月から示している。正社員の有効求人倍率は季節調整値。

(出所) 内閣府、厚生労働省、総務省、日本銀行、株式会社リクルート「転職時の賃金変動状況」、パーソルキャリア (doda)「転職求人倍率レポート」より大和総研作成

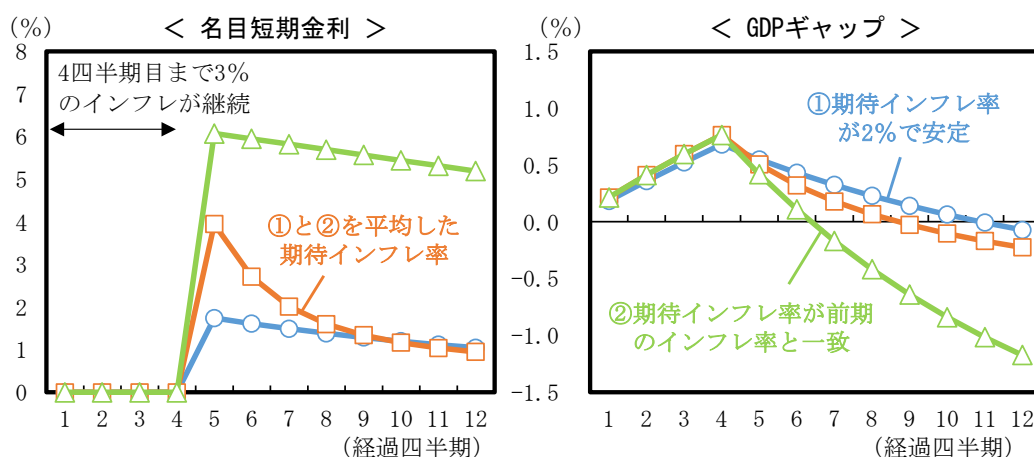
こうした分析の結果を反映し、当社のメインシナリオでは基調的なインフレ率は高まってくるとみている。もっとも、食料品価格の伸びの鈍化など、こうしたシミュレーションだけでは十分に捉えることのできない要因によって、コア CPI 上昇率は 2024 年度後半に 2%を割る予想となっている。

一方、リスクシナリオとして警戒が必要なのはインフレ率の上振れだ。「[第217回日本経済予測（改訂版）](#)」（2023年6月8日）で指摘したように、転職市場における労働需給は有効求人倍率などが示すよりもかなりひっ迫している（[図表3-3右](#)）。転職市場の活性化は内圧効果と外圧効果という2つの経路を通じて、企業に賃金の増加を迫る¹⁰。労働力を確保するために企業が転職市場を活用する動きを強めれば、名目賃金の上昇圧力が一段と強まる可能性がある。足元で企業の価格設定行動が積極化していることを踏まえれば、過去と比較しても賃金上昇によるコスト増を価格に転嫁する動きが強まっても不思議ではない。名目賃金と物価が発散的に高まっていくリスクには警戒が必要だ。

賃金上昇圧力が一段と強まれば、日銀の物価安定目標の達成時期は早まるとみられる。ただし、金融政策の引き締めが遅れた場合、悪影響が一段と大きくなるリスクには留意が必要だ。日本のインフレ期待は欧米に比べ、インフレの「実績値」の影響を受けやすい（適合的期待形成の度合いが大きい）。すなわち日本でインフレが加速すると、期待インフレ率の上昇と相まって実質金利が下がりやすく、景気やインフレが過熱しやすい。

適合的期待形成の度合いによる短期金利とGDPギャップへの影響について試算した結果が[図表3-4](#)だ。ここではゼロ金利下で4四半期にわたり年率3%のインフレが発生し、5四半期目からはインフレ目標の年率2%に向けて金融引き締めを行うと想定した。適合的期待形成の度合いが大きいほどインフレ率は下がりにくいため、インフレ抑制に必要な利上げ幅やGDPギャップの低下幅は大きくなる¹¹。インフレが2%に向け加速した後の上振れリスクには留意が必要だ。

図表3-4：適合的期待形成の度合いによるインフレ過熱時のリスクシミュレーション



(注) 1期から4期までは外生的にインフレ率を3%、名目短期金利を0%と設定した（いずれも年率）。ニューケインジアン型のマクロモデルを用いて得たシミュレーション結果。

(出所) 総務省、日本銀行統計より大和総研作成

¹⁰ 古川・城戸・法眼（2023）では、求人市場における募集賃金の上昇が正社員の平均賃金を押し上げる波及経路として、①従業員にとって転職を検討する際の賃金が上がり、人材を引き留めるために企業が賃金を引き上げる経路（外圧効果）と、②求人を掲載している企業が募集賃金との整合性を取るために自社の従業員賃金を引き上げる経路（内圧効果）が指摘されている。

¹¹ このメカニズムを大まかに説明すると、適合的期待形成の度合いが大きい経済において高インフレが継続する場合、インフレ期待を表すフィリップス曲線の切片が上方にシフトするため、インフレの抑制に必要なGDPギャップの低下幅が大きくなる。

3.3 企業の賃金・価格設定行動における課題

前節では名目賃金と物価の相互作用に注目し、その度合いが物価安定目標の達成に向けて高まっていることを指摘した。こうした作用が強まることは、デフレ脱却という日本経済の積年の課題を解決する上で極めて重要である。その半面、相互作用が強まっても、実質賃金が増加するとは限らない。**前掲図表 3-3 左**の試算において実質賃金の上昇率は 0.5% ($=2.5\% - 2.0\%$)にとどまる。実質賃金上昇率を更に高めて経済を拡大していくには、よりミクロな視点から企業の行動を深掘りする必要がある。そこで本節では、実質面における賃金の課題を企業の賃金・価格設定行動という側面から整理する。

国際比較に見る日本の実質賃金伸び悩みの背景

初めに、国際比較の観点から日本企業の賃金・価格設定行動の課題を探りたい。

実質時給（実質雇用者報酬/総労働時間）は、労働生産性（実質 GDP/総労働時間）、労働分配率（名目雇用者報酬/名目 GDP）および交易条件（GDP デフレーター/個人消費デフレーター）の積として表すことができる。この関係を利用し、主要先進国における 2010 年代の各項目の伸び率の分布を示したものが**図表 3-5**である。

このグラフは箱ひげ図と呼ばれ、各項目の中央値（箱の真ん中の縦線）やばらつき（箱の横幅で中央値を含む全体の分布の中心 50%の範囲を表し、四分位範囲と呼ばれる）、そして（外れ値を除く）最大値と最小値が国によってどのように分布しているのかを表している。2010 年代における日本の実質時給の伸び率はイタリアに次いで下から 2 番目であり、主要先進国の中でも実質時給の伸び率が低いことがデータから確認できる。

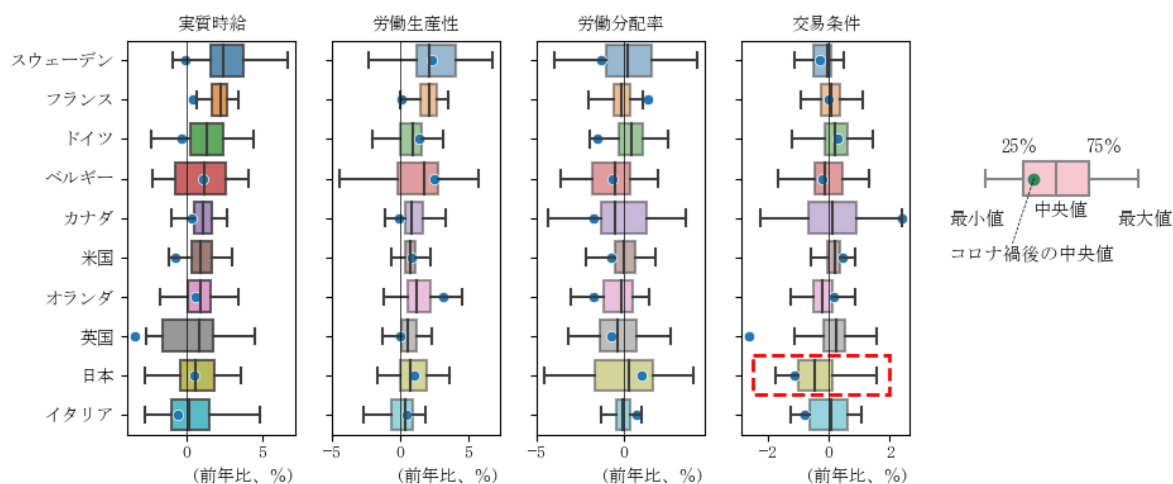
内訳を見ると、日本の労働生産性の伸び率は低い、他国と比較しても大きく劣るわけではない。もっとも、総労働時間が減少している日本では労働生産性の伸びがコストカットによって実現されている側面が大きい。対照的に、多くの先進国では総労働時間が増加する中、付加価値の増加ペースが総労働時間のそれを上回ることで労働生産性の上昇を実現している。このため、日本の労働生産性の内容は他国と比較して引けをとることに留意が必要だ。

次に労働分配率を見ると、日本の中央値はプラス圏にあり、他国と比較して相対的に伸び率は高い。労働分配率のすう勢的な低下は多くの先進国で見られた現象である。背景には、一部の IT 企業など、労働分配率の低いトップ企業が大きな付加価値を生み出すことで市場のシェアを高め、経済全体の労働分配率が低下する効果（いわゆる、スーパースター仮説）などが指摘されている。日本で労働分配率の低下が見られなかった背景には、こうしたスーパースターと呼ばれるような企業が他国と比較して少なかったことが影響している可能性はある。

一方、**図表 3-5**から分かる日本の課題は、交易条件（GDP デフレーター/個人消費デフレーター）にある。世界と比べて日本の中央値が低いことはもちろん、四分位範囲の大層がマイナス圏に位置しており、交易条件のすう勢的な低下が実質賃金を下押ししていた様子が見て取れる。こうした状況は、コロナ禍後においても変わっておらず、英国に次いで低い伸び率となっている。

る。そこで以下では、交易条件に焦点を当て、その低迷の要因を探る。

図表 3-5：実質時給の要因分解とその国際比較



(注1) 実質時給=実質雇用者報酬/総労働時間、労働生産性=実質GDP/総労働時間、労働分配率=名目雇用者報酬/名目GDP、交易条件=GDPデフレーター/個人消費デフレーター。

(注2) 実質時給とその内訳項目は、2010年代の前年比の分布を示したものの。「コロナ禍後の中央値」は2020年Q1から2022年Q4までのデータの中央値を掲載。

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

欧米とは異なる日本企業の賃金・価格設定行動がGDPデフレーター伸び悩みの背景

交易条件の分子であるGDPデフレーターに注目し、日米欧の賃金・価格設定行動の特徴を見出す。2021年以降のGDPデフレーターの変動を、「単位労働コスト(名目雇用者報酬/実質GDP)」、「単位利潤(営業余剰・混合所得/実質GDP)」、「その他(名目雇用者報酬・営業余剰・混合所得を除く分配面の名目GDP/実質GDP)」に要因分解したものが図表3-6である¹²。

米国では、「単位労働コスト」や「その他」がGDPデフレーターを大きく押し上げていることが特徴として挙げられる。米国は、コロナ禍からの経済の回復局面において、労働需給が極めてひっ迫した状況に陥った。こうした中で企業は労働力を確保するため、積極的に賃金を引き上げた。この結果、実質GDPの増加率よりも名目雇用者報酬の伸び率が大幅に高まって単位労働コストが増加し、GDPデフレーターが押し上げられた。もっとも、名目賃金の大幅な増加はコスト増として企業の利潤を圧迫したため、「単位利潤」によるGDPデフレーターの押し上げは小幅にとどまった。

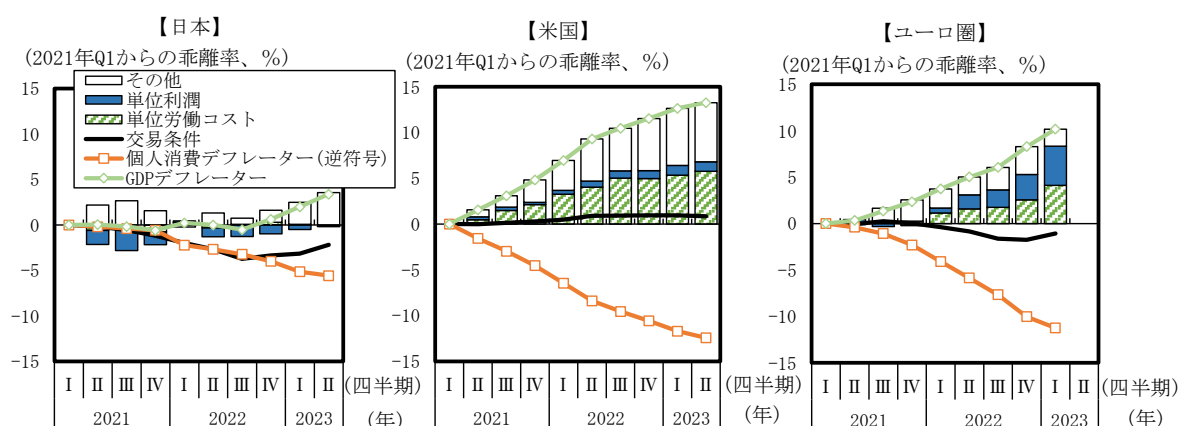
ユーロ圏でも、賃上げが進んだことで米国と同様に単位労働コストが上昇した。ただし、米国と比較すると労働需給のひっ迫度合いは深刻でなかったこともあり、押し上げ幅は小さい。ユーロ圏の特徴としては単位利潤の寄与度も大きいことが挙げられる。経済活動の回復に伴い需要が増加する中、供給の回復が抑制されたため、マクロ経済の需給は著しくひっ迫した。こうした状況の中、企業が価格交渉力を強めたことで、投入コストの増加率以上に積極的に販売価格

¹² 日本銀行(2023)においてもこうした要因分解に基づく分析が行われている。

を引き上げる動きが広まった。結果として、ユーロ圏におけるインフレは、企業の利潤拡大行動がインフレの持続性を高める「グリードフレーション」(greedflation)の色合いが濃くなった。

米国やユーロ圏とは異なり、日本では単位労働コストも単位利潤も押し上げ幅が小さい。結果として、GDP デフレーターの上昇幅は小さくなっている。輸入物価高を主因とした投入コストの増加分を価格に転嫁する動きは強まっているものの、欧米と比べてマクロ経済の需給がそれほどひっ迫していないこともあり、GDP デフレーターを押し上げるには依然として十分ではない。

図表 3-6 : 日米欧の GDP デフレーター・交易条件の要因分解



(注) 2022年度以降の日本のデータのうち取得不可能なものについては、大和総研の試算値を用いて延伸。
(出所) 内閣府、BEA、Eurostat、Haver Analytics より大和総研作成

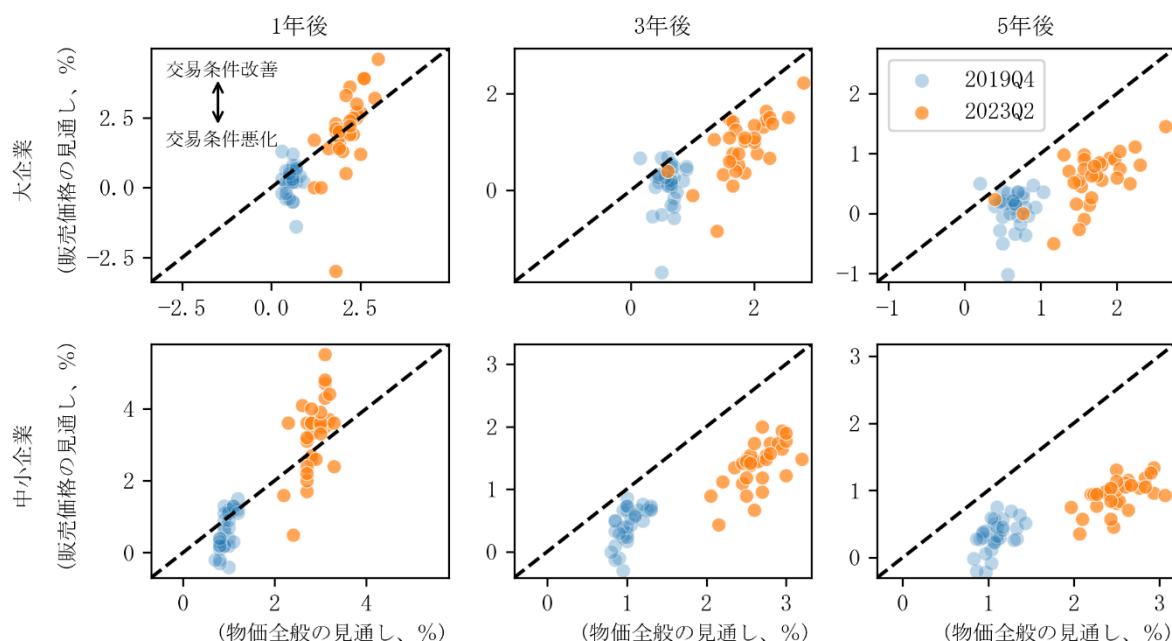
先行きの GDP デフレーターは賃金設定行動の積極化を主因に上昇余地、ただし持続性に課題も

先行きの日本の GDP デフレーターを単位労働コストと単位利潤の2つの側面から検討する。

単位労働コストに注目すると、2023年春闘での大幅な賃上げによって、先行きの名目雇用者報酬が押し上げられるだろう。その後も名目賃金と物価の相互作用が強い状態が維持され、賃上げが進むことで、単位労働コストが GDP デフレーターを押し上げるとみている。

単位利潤についても、短期的には企業の価格設定行動の積極化の結果、GDP デフレーターを押し上げる可能性がある。図表 3-7 は日銀短観における業種ごとの販売価格見通しと物価全般の見通しを、見通し期間ごとに大企業と中小企業に分けて示したものである。1年後については多くの企業で物価見通しよりも販売価格を引き上げるとされる。販売価格の引き上げによって、人件費の増加による収益の減少を補うことができれば、単位利潤が GDP デフレーターを上昇させ得る。もっとも、積極的な販売価格の引き上げが見られるのは、1年後のみであり、3年後と5年後については、物価全般の見通しと比較して販売価格の見通しの上昇率が低いことには留意が必要だ。ただし、適合的期待形成の度合いが大きいという日本経済の特徴を考慮すれば、販売価格の積極的な引き上げが一定期間持続することで、先行きの販売価格見通しが上昇する可能性はある。

図表 3-7：日銀短観における販売価格と物価全般の見通し



(注) 日銀短観では販売価格見通しについては現在の水準からの変化率を、物価全般の見通しについては前年比を調査しているため、両者を単純に比較することはできない。簡便的に両者を比較するため、3年後、5年後の販売価格見通しについては、公表値から算出した幾何平均値を用いている。また、物価全般の見通しについては、3年後は「1年後と3年後の平均値」、5年後は「1年後、3年後、5年後の平均値」を掲載している。(出所) 日本銀行より大和総研作成

交易条件の改善に向けて求められる輸出入構造の転換

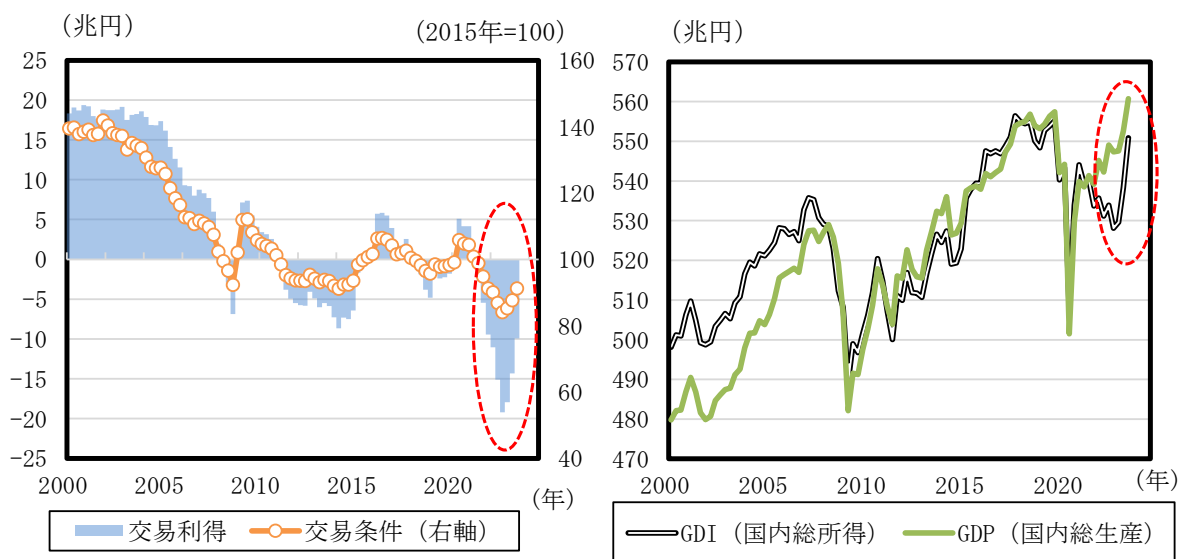
以上では、交易条件の分子にあたる GDP デフレーターに着目し、コロナ禍以降の日本企業の価格設定行動の特徴を整理した。先に定義した交易条件は GDP デフレーターを個人消費デフレーターで除した値だが、個人消費が内需の大宗を占めることを考慮すると、交易条件は輸出入物価の影響を強く受ける。交易条件を輸出デフレーターと輸入デフレターの比率という側面から捉えると、とりわけ重要となるのは貿易取引を行う企業の価格設定行動だ。そこで、輸出企業を中心とした価格設定行動と合わせて、日本の貿易構造という側面から、交易条件の改善に向けた課題を整理する。

交易条件を輸出入デフレターの比率と捉えれば、貿易の採算性とみなすことができる。輸出デフレーターが上昇すれば、1単位の財・サービスをより高く他国に輸出（販売）できるため、一国全体に配分される所得が増加する（所得が海外から流入する）。反対に輸入デフレーターが上昇すれば、他国から高い値段で財・サービスを輸入（購入）する必要があるため、一国全体に配分される所得が減少する（所得が海外に流出する）。

こうして交易条件は一国全体の所得と密接に関係する。以上を念頭に、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」（海外から流入した所得は交易利得）の動きを見ると、2021年後半以降急速に拡大している（図表 3-8 左）。この経済全体への影響は、実質 GDP に交易損失を足すことで国内での総所得を捉える実質 GDI（国内総所得）に顕著に表れてい

る（図表 3-8 右）。国内で生み出された付加価値の総和である実質 GDP はコロナ禍直後の急激な落ち込みののち、振れを伴いながらも増加基調を辿っている。対照的に、実質 GDI は 2020 年終盤から 2022 年中頃まで減少基調にあった。すなわち、国内で生み出された付加価値は増加していたものの、海外に流出する所得の方が増加したことで、経済全体の所得が減少してしまう状況が続いた。この所得の流出が、コロナ禍以降の実質賃金の低迷の背景の 1 つだ。

図表 3-8：交易条件と交易利得・損失（左）、実質 GDI と実質 GDP の推移（右）



(注) 交易条件=輸出デフレーター/輸入デフレーター
(出所) 内閣府より大和総研作成

コロナ禍以降の輸入デフレーターの動向を振り返ると、資源高の高進に加え、円安によって大幅に上昇した。資源の輸入依存度が高い日本において資源価格の高騰は輸入デフレーターを大幅に押し上げる要因となる。また、ドルやユーロとは異なり、円は契約通貨として用いられることが少ない。このため、契約通貨建ての価格が一定であっても、円安が生じれば、円建て価格が上昇する。米国やユーロ圏とこのような構造的な違いも、通貨安局面において日本で交易条件が悪化しやすい背景にある。

もっとも、輸入デフレーターは交易条件を悪化させる場合だけでなく、改善させる場合にも同様に働く。2023年4-6月には輸入デフレーターの低下を主因に急激に交易損失は減少している。急激な資源高や円安が再度発生しない限りは、輸入デフレーターの低下による交易条件の改善が見込まれる。

資源高と円安が同時に進行する局面では、輸入デフレーターの急激な上昇は経済の構造上避けられない。一方で、輸出デフレーターは、国内輸出企業が海外企業に販売する財・サービスの価格を集計したものであることを踏まえれば、円安局面での交易条件の悪化は輸出企業の価格設定行動が十分に積極的ではなかった結果であると解釈することもできる。輸出企業が販売価格を十分に引き上げることができなかった背景には、日本の輸出企業が抱える構造的な課題が

ある¹³。日本の輸出製品は世界シェアが低く、激しい価格競争にさらされているものが多いため、販売価格の引き上げはシェアの低下につながりやすい。

こうした輸出構造を転換するには、経済安全保障や脱炭素化の加速といった世界的な潮流を捉え輸出財・サービスの非価格競争力を高めることや、輸出製品の差別化・高付加価値化を図ることが求められる。輸出企業が販売価格を引き上げてもシェアを失いにくいような競争環境を構築することは輸出デフレーターを改善させるので、交易条件の悪化による所得流出を抑制する観点からも重要となる。分配面から捉えれば、輸出企業による販売価格の引き上げで、企業収益が増加すれば単位利潤が、賃金上昇が進めば単位労働コストが GDP デフレーターを押し上げて通じて交易条件を改善させることが期待される。

3.4 名目賃金の潜在的な上昇余地は？

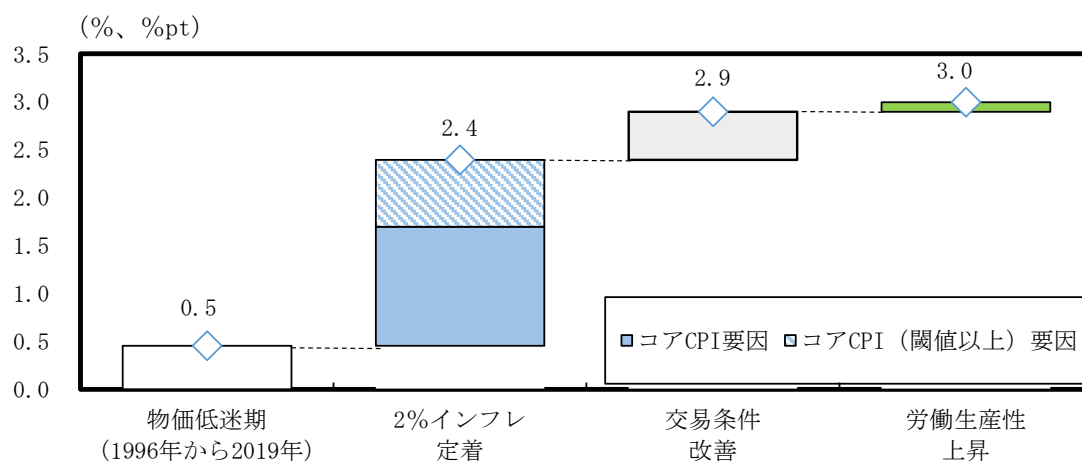
以上を踏まえ、最後に、名目賃金の潜在的な上昇率を示したい。**2 節**で取り上げた名目賃金と物価の相互作用の強まりによる 2%インフレの定着、**3 節**で指摘した交易条件の改善、さらに**第 4 章**で論じている労働生産性の上昇に向けた課題の解決、という 3 つの要因がそれぞれ名目賃金上昇率に与える影響を試算したものが、**図表 3-9**である。

仮にインフレ率が日銀の物価安定目標の 2%で定着すると、名目賃金の上昇率は物価低迷期と比較して 2%pt 程度高まる可能性がある。これまではインフレ率が伸び悩んでおり、多くの期間でインフレ率は閾値を下回っていた（**前掲図表 3-2**）。こうした状況が解消されることで、インフレ率が安定的に閾値を上回り、名目賃金に対して過去と比較して強い上昇圧力を生むとみている。また、「交易条件の改善」や「労働生産性の上昇」によって、実質的な側面からも賃金の上昇余地はあるとみている。以上を踏まえると、物価低迷期には 0.5%程度であった名目賃金上昇率は潜在的には 3%程度まで高まる余地があるだろう。

2%のインフレ率が定着すれば、日銀は利上げを進めることになるだろう。もっとも、労働生産性の上昇を通じて潜在成長率が高まっているなら、自然利子率も高まっていると考えられる。金融政策の効果を考える上で重要な実質金利ギャップ（＝実質金利－自然利子率）は利上げを進めたとしても大きく上昇はせず、経済を下押しする圧力は発生しにくい。経済への過度な負担を生じさせることなく、低インフレのみならず低金利環境も脱することができるだろう。企業の積極的な賃金・価格設定行動が持続し、**第 4 章**で取り上げる生産性向上策を講じることができれば、低インフレ・低金利という日本特有の課題の解決が視野に入る。

¹³ 詳細は、岸川和馬（2022）を参照。

図表 3-9 : 各課題の解決により実現可能な名目賃金上昇率



(注1) 名目賃金はきまって支給する給与を労働時間で除した値。

(注2) 交易条件は日本が主要先進国並みの交易条件の上昇を達成した場合の影響を試算。労働生産性については、労働移動の円滑化や職務給の普及等が進むことで労働生産性が年率+0.40%pt上昇する場合の影響。

(出所) 内閣府、総務省、厚生労働省、Haver Analytics より大和総研作成

【参考文献】

岸川和馬 (2022) 「[日本の輸出構造が生んだ交易条件悪化の必然](#)」、大和総研コラム、2022年4月11日。

久後翔太郎 (2023) 「[『需給要因分解』と『流通過程別の動向』に見るインフレの特徴と金融政策への示唆](#)」、大和総研レポート、2023年6月16日

佐々木貴俊・山本弘樹・中島上智 (2023) 「[消費者物価への非線形なコストパススルー：閾値モデルによるアプローチ](#)」、日本銀行ワーキングペーパーシリーズ、No. 23-J-5、2023年5月22日

日本銀行 (2023) 「[経済・物価情勢の展望 \(2023年7月\)](#)」、2023年7月31日

古川角歩・城戸陽介・法眼吉彦 (2023) 「[求人広告情報を用いた正社員労働市場の分析](#)」、日本銀行ワーキングペーパーシリーズ、No. 23-J-2、2023年3月15日

4. 論点②：労働供給の質と量をどこまで引き上げられるか

末吉 孝行・是枝 俊悟・高須 百華・島本 高志

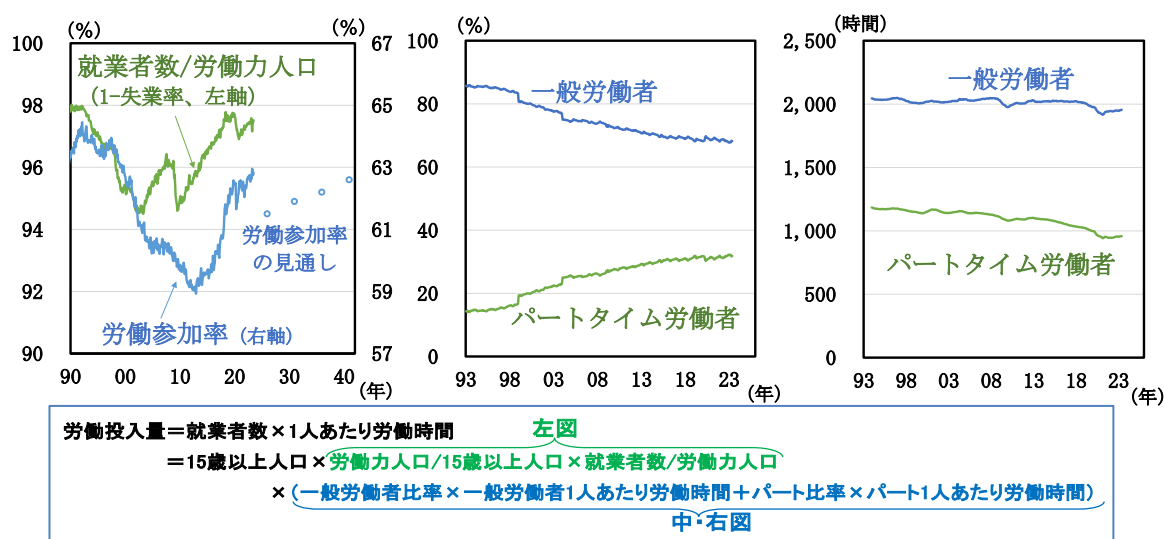
4.1 労働市場改革・就労促進の政策効果

日本経済は新型コロナウイルス禍からの回復が進み、需給ギャップが解消しつつある。今後も経済が活力を維持していくためには、供給面の底上げが必要となろう。

そのためには労働生産性を高めることが重要だ。労働生産性の引き上げの手段はイノベーションなどがあるが、ここでは賃金や働き方にも大きな影響を与え得る労働市場改革に注目したい。岸田文雄政権が2023年6月に閣議決定した「経済財政運営の基本方針」（以下、骨太方針2023）では、「三位一体の労働市場改革」により生産性の向上や更なる賃上げを実現することが明記されている。

供給力強化には労働投入量を増やすことも大事である。だが足元の労働参加率はすでに公的機関の楽観的な見通し¹⁴を上回っており、これ以上の大幅な上昇は難しい。失業率も低水準で推移しており、労働市場に参加している人のほとんどが就業している状況だ（**図表4-1左**）。そのため今後は、1人あたり労働時間の多い一般労働者の比率を高めたり、パートタイム労働者の就労時間を増やしたりすることが焦点となろう（**図表4-1中・右**）。とりわけ就労を妨げている制度や慣習の解消は喫緊の課題だ。不本意非正規（正規の職員・従業員の仕事がないために非正規雇用労働者として就業している者）や、女性の「L字カーブ」（仕事と家庭の両立の難しさから、女性の正規雇用者の割合が20代後半をピークに低下すること）の問題も早期解決が望まれる¹⁵。

図表4-1：労働参加率と就業者数/労働力人口（左）、一般労働者・パート比率（中）、1人あたり労働時間（12カ月累計、右）



(注) 左図の見通しは労働政策研究・研修機構「労働力需給の推計」（2019年3月）の「成長実現・労働参加進展シナリオ」による。中・右図は厚生労働省「毎月勤労統計（常用労働者数 事業所規模5人以上）」ベース。（出所）総務省、厚生労働省、労働政策研究・研修機構より大和総研作成

¹⁴ 労働政策研究・研修機構「労働力需給の推計」（2019年3月）の「[成長実現・労働参加進展シナリオ](#)」。

¹⁵ 加えて、外国人労働者の呼び込みや高齢者の更なる活用なども検討していく必要がある。

労働市場改革と就労促進によって潜在 GDP を中長期的に 12%程度引き上げる可能性

労働生産性の向上や労働投入量の増加によって、どのくらいの供給力強化が期待できるのだろうか。図表 4-2 は労働市場改革による生産性の引き上げ、年金改革による「収入の壁」解消、および不本意非正規の解消と女性の L 字カーブ解消がもたらす、中長期的な潜在 GDP への影響を推計したものだ（詳細は後述）。

図表 4-2：各種政策が中長期的に潜在 GDP に与える影響（上：政策効果が最大限発現するケース、下：政策効果が小規模にとどまるケース）

ケース①政策効果が最大限発現

政策項目		生産性の引き上げ	総労働時間の変化分	潜在 GDP への影響
場 改 革 の 三 位 一 体 の 労 働 市 場	労働移動の円滑化 産業内における高生産性企業への労働者の分布が米国と同程度になる	+3.1%	—	+3.1%
	能力開発・職務給の普及 人的資本ストック/付加価値総額が米国並みになる	+5.0%	—	+5.0%
就 労 の 促 進	年金改革 （超改革シナリオ） 就業時間を増加させる人 190万人程度	—	+0.5%	+0.5%
	不本意非正規の解消 正規雇用者 +180万人程度	+1.3%	+0.1%	+1.5%
	L字カーブ解消 正規雇用者 +330万人程度	+2.0%	+0.3%	+2.3%
合計		—	—	+12.3%

ケース②政策効果が小規模にとどまる

政策項目		生産性の引き上げ	総労働時間の変化分	潜在 GDP への影響
場 改 革 の 三 位 一 体 の 労 働 市 場	労働移動の円滑化 産業内における高生産性企業への従業員の分布が米国と日本の中間程度になる	+1.5%	—	+1.5%
	能力開発・職務給の普及 人的資本ストック/付加価値総額が米国と日本の中間程度になる	+2.5%	—	+2.5%
就 労 の 促 進	年金改革 （改革シナリオ） 就業時間を増加させる人 60万人程度	—	+0.2%	+0.2%
	不本意非正規の解消 正規雇用者 +90万人程度	+0.7%	+0.1%	+0.7%
	L字カーブ解消 正規雇用者 +160万人程度	+1.0%	+0.1%	+1.1%
合計		—	—	+6.0%

（注）労働移動の円滑化は、産業内における高生産性企業への雇用の集中度合いがケース①で米国と同程度（ケース②で米国と日本の中間程度）になることを想定。能力開発・職務給の普及は、人的資本ストック/付加価値総額がケース①で米国並み（ケース②で米国と日本の中間程度）に高まる状態を想定（三位一体の労働市場改革による生産性上昇率は、ケース①が 20 年で発現すると仮定すると年率+0.40%）。年金改革による総労働時間の変化分は、全労働者の平均的な生産性を用いて算出（短時間労働者の生産性を用いると労働時間は更に増加するが、平均的な生産性が低下するため、潜在 GDP への影響は変わらない）。不本意非正規の解消は、短時間労働でない非正規雇用者が正規雇用に転換することを想定。L 字カーブ解消は、女性の正規雇用比率が年齢とともに低下しないことを想定（L 字カーブ解消の詳細は神田慶司・溝端幹雄・和田恵・高須百華・是枝俊悟『[「L 字カーブ」解消の経済効果と課題は？男性の働き方改革を通じて女性に偏る家事・育児の負担の軽減を](#)』大和総研レポート、2023 年 5 月 25 日を参照）。就労の促進についてはおおむね 20 年後の状況を想定。

（出所）内閣府、総務省、厚生労働省、JIP データベース等より大和総研作成

各種政策効果が最大限発現すれば、中長期的には潜在 GDP を 12%程度引き上げると考えられる。効果が小規模にとどまるケースでも潜在 GDP を 6%程度引き上げる可能性がある。

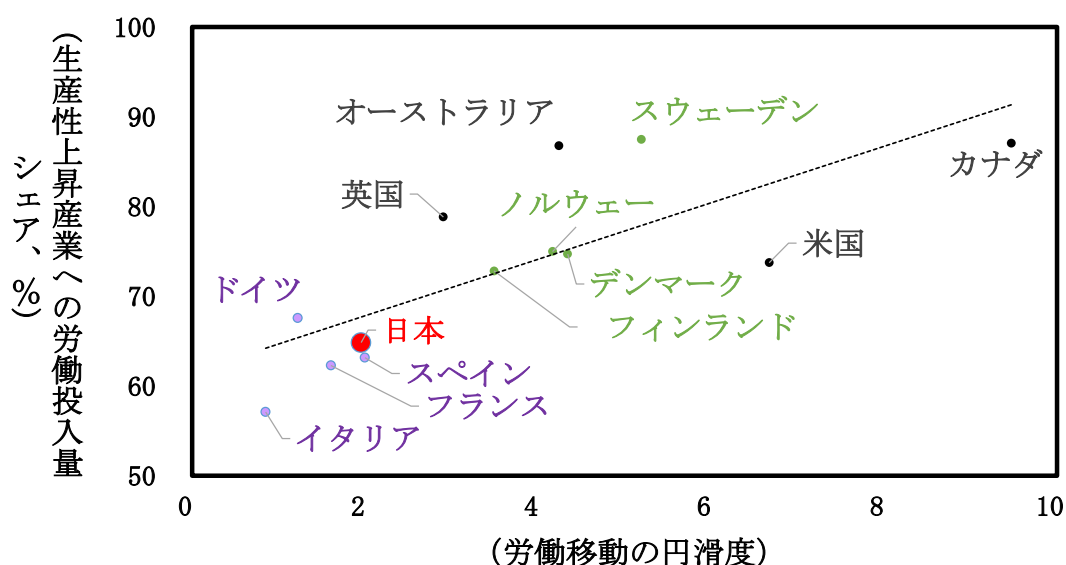
もちろん、以上のような各種政策の効果がすぐに発現することは期待しがたく、実際は粘り強い取り組みが必要となろう。だが中長期的に日本経済にもたらす影響は決して小さくないため、優先度の高い政策と考えられる。以下では、**図表 4-2** で示した政策効果のうち、労働市場の円滑化、能力開発・職務給の普及、年金改革に焦点を当てる。

4.2 労働市場改革による生産性向上

労働移動が円滑化することで潜在 GDP が 3%程度上昇する効果も

岸田政権が掲げる三位一体の労働市場改革の 1 つに「成長分野への労働移動の円滑化」がある。日本では米国や北欧諸国と比べて労働移動が低調であり、生産性が上昇している産業への労働投入量も少ない (**図表 4-3**)。そのため、労働市場の円滑化が進めば成長産業への労働投入が促進されるとの見方がある。

図表 4-3 : 労働移動の円滑度と生産性上昇産業における労働投入量シェア



(注) 労働移動の円滑度は、失業期間 1 年未満の失業者数/失業期間 1 年以上の失業者数で算出 (2001~22 年の平均値)。生産性上昇産業はマンパワーベースの労働生産性が 2000~18 年にかけて上昇した産業。労働投入量シェアは 2018 年。

(出所) OECD, EUKLEMS & INTANProd, Bontadini F., Corrado C., Haskel J., Iommi M., Jona-Lasinio C. (2021), “EUKLEMS & INTANProd: industry productivity accounts with intangibles.” より大和総研作成

日本では高度経済成長期に農林水産業から製造業への労働移動が活発化したことで、経済全体の生産性が大きく上昇した局面もあった。現在でも、イノベーションをけん引するスタートアップへの労働投入量が増えれば、産業の新陳代謝が活性化し、生産性向上などの好ましい効果が生まれるかもしれない。

しかし、成長産業への労働移動は重要ではあるものの、経済全体の生産性が高まる効果を過度に期待すべきではない。足元で労働需要が拡大しているのは介護など労働集約的なサービス産業であり、そのような産業における生産性は水準・上昇率ともに比較的低い。また、省力化を進めていることで生産性が上昇している産業もあり、そのような産業では雇用吸収力が弱い。いわゆる「ボーモル効果」や「デニソン効果」が働くことにより、産業間の労働移動を通じて経済全体の生産性が大幅に上昇することは見込みにくい¹⁶。

そこで、同じ産業内における企業間の労働移動が活性化し、生産性の水準が高い企業に労働者が移動する状況を考えたい。同じ産業内では必要なスキルや知識なども大きく異ならないとみられるため、企業間の労働移動は比較的容易である。同じ財・サービスを提供する企業の間でも生産性には違いがある。同じ産業内において生産性が低い企業から高い企業に労働者が移動するのであれば、その産業の生産性が高まり、結果として経済全体の生産性も押し上げられることが期待できる。

その効果を試算した結果が**図表 4-4** である。米国では日本と比べて規模の大きい企業に労働者が集中する傾向があり、また日米とも規模の大きい企業ほど生産性が高い傾向がある。そこで、日本の企業規模間の労働者の分布が米国並みになった状態を、生産性の高い企業へ労働移動が生じた状態とみなして、生産性の変化を推計した。その結果、全産業ベースで+4.5%の生産性上昇が確認された（政府サービスや帰属家賃などが含まれる GDP ベースでは+3.1%）。

労働移動円滑化のために大胆な予算拡充も検討すべき

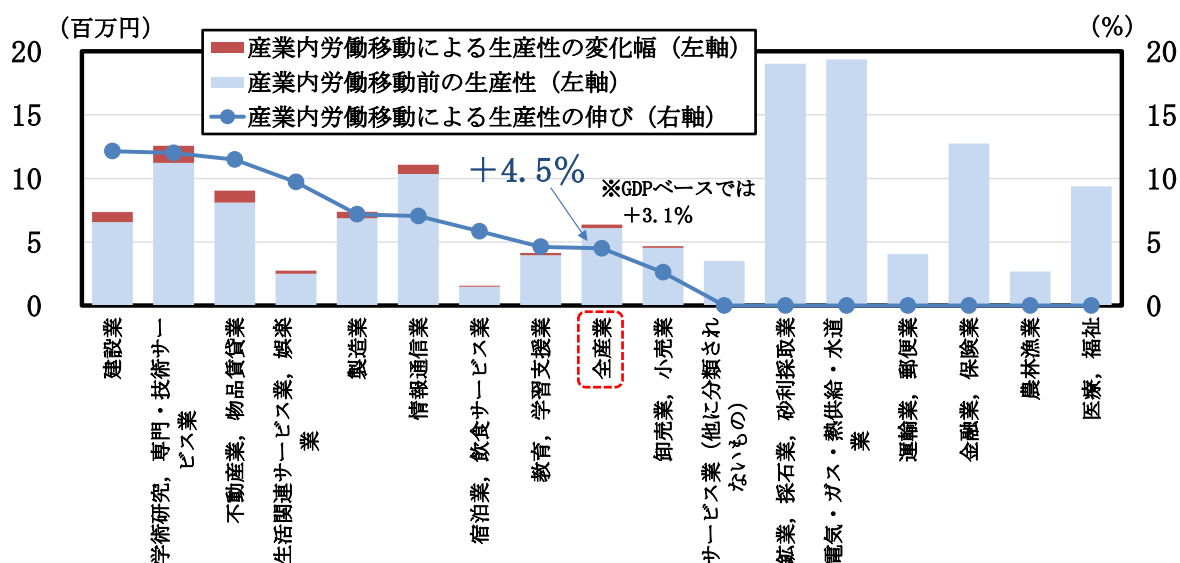
労働移動を円滑化させるためには、雇用保護規制の緩和や、就職斡旋や職業訓練などの積極的労働市場政策が考えられるが、日本では海外と比べて対 GDP 比でみた積極的労働市場政策に関する政府支出の規模が小さい（**図表 4-5**）。

骨太方針 2023 では、失業給付制度や退職所得課税制度の見直し、キャリアコンサルティングの体制拡充などが明記されており、評価できるものである。だがより根本的には、積極的労働市場政策に関する支出の拡充も検討されるべきだろう。とりわけ個人の自己啓発の後押しや職業訓練の拡充などは、労働移動の円滑化に重要と考えられる¹⁷。

¹⁶ ボーモル効果は、生産性の上昇率が相対的に高い業種の名目シェアが上昇することで、経済全体の生産性が押し上げられる効果。デニソン効果は、生産性の水準が相対的に低い業種から高い業種へ労働者が移動することで、経済全体の生産性が押し上げられる効果。

¹⁷ 例えば、厚生労働省『令和 4 年版 労働経済白書』では、自己啓発によるスキルの向上が転職確率を高める可能性や、職業訓練が労働力需要の高まる分野への労働移動を促進させることなどが指摘されている。

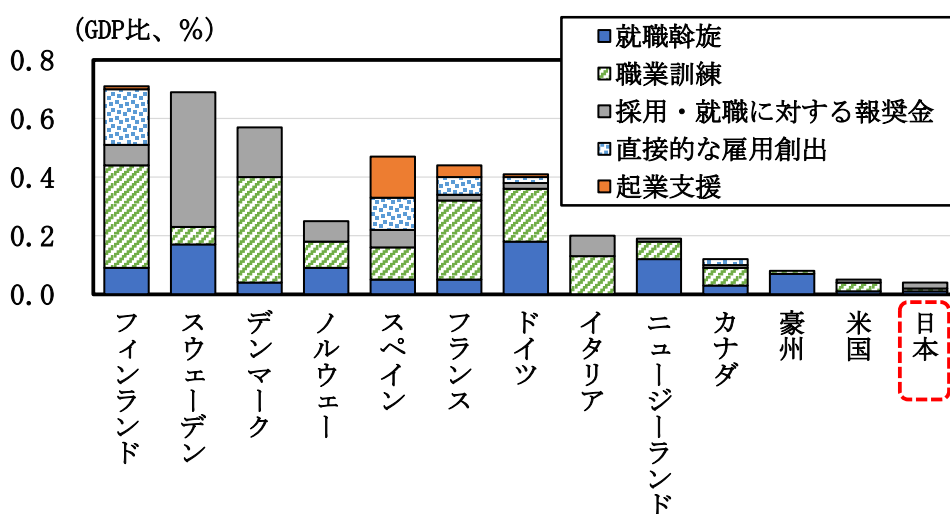
図表 4-4：産業内で企業規模間の労働者の分布が米国並みになった場合の労働生産性への影響



(注) 労働生産性は年間の1人あたり純付加価値額。持ち家の帰属家賃、農林漁家（企業でないもの）、公営企業および政府サービス生産者は含まない（GDPベースでは含まれる）。同じ産業内では、雇用者数が多い企業の方が労働生産性が高い傾向があるため、労働者が同じ産業内で規模が大きい企業に移動した場合に、どの程度の労働生産性の伸びが見込めるかを推計した。その際、産業内での企業規模ごとの従業員の分布が、米国の状況（日本と比べて、金融・保険以外では大企業への雇用者の集中度が高い）になることを想定した。なお、電気・ガス・熱供給・水道業、鉱業・採石業・砂利採取業、運輸業・郵便業、金融業・保険業、サービス業（他に分類されないもの）においては労働移動により生産性が低下するため、また金融業・保険業においては米国での大企業への雇用者の集中度が日本と比べて低いため、それらの産業内では労働移動は起こらないと想定した。また、規制の厳格な「医療、福祉」や、農林漁業においても、労働移動は起こらないと想定した。

(出所) 総務省「令和3年経済センサス 活動調査」、米国商務省センサス局“2020 SUSB Annual Data Tables”、内閣府「国民経済計算」より大和総研作成

図表 4-5：主な積極的労働市場政策に関する政府支出（2019年）



(注) 積極的労働市場政策に含まれる行政コストや、労働者の雇用を維持するための企業への補助金（雇用調整助成金など）、就職困難者を雇用する企業への補助金、障害者等に対する職業リハビリテーションなどは含まない。

(出所) OECDより大和総研作成

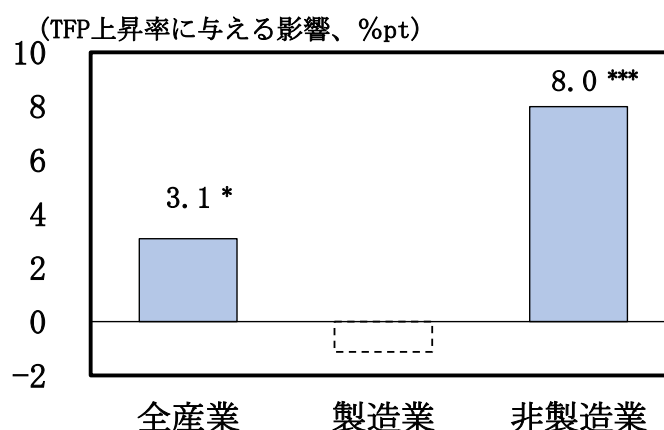
人的資本ストックの拡大は潜在 GDP を 5%程度押し上げ

三位一体の労働市場改革には「リ・スキリングによる能力向上支援」と「個々の企業の実態に応じた職務給の導入」も掲げられている。

企業による教育訓練や労働者自身の自己啓発などを通じて個々人がスキルアップすれば、生産性の上昇が期待される。人的資本ストックの拡大が全要素生産性（TFP）に与える影響を推計したところ、製造業では統計的に有意な結果が得られなかったものの、全産業や非製造業では人的資本ストックが有意に TFP を引き上げることが示唆された（**図表 4-6**）。

足元の日本の人的資本ストックは付加価値総額比で 0.6%と低水準にある（**図表 4-7 左**）。これが米国並み（同 2.5%）に上昇する場合、**図表 4-6** の推計結果を当てはめると、全産業ベースの TFP は 5.8%pt 程度押し上げられる（農林漁業・住宅・不動産を含む GDP ベースでは 5.0%pt 程度）。

図表 4-6：人的資本ストック/付加価値総額の 1%pt 分の変化が TFP 上昇率に与える影響



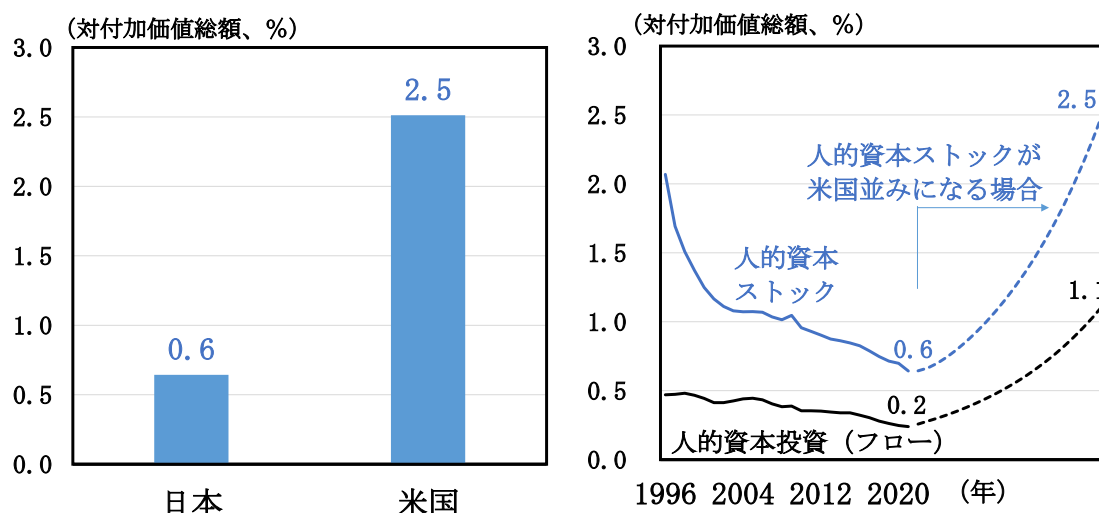
(注)Miyagawa and Hisa(2013)を参考に以下の式を業種ごとにパネル推計（固定効果推定、推計期間：1997-2018年）。

TFP 上昇率=定数項+ Δ (人的資本ストック)/付加価値+GDP ギャップ+TFP ギャップ+TFP 上昇率(-1)

人的資本ストックに係るパラメーターを掲載。***は係数が 1%有意水準、*は 10%有意水準を満たす。破線は 10%有意水準を満たさない。なお人的資本ストックは JIP データベースでは企業特殊的人的資本とされているが、一般的人的資本（他の企業でも通用するスキル等）や自己啓発による能力開発分も含むことから、人的資本ストックと表記している。農林漁業・住宅・不動産を除く。

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

図表 4-7：日米の人的資本ストック（左）、日本の人的資本ストックと人的資本投資（右）



(注) 左図の日本は2021年、米国は2020年の値。農林漁業・住宅・不動産を除くベース。右図は一定期間後に日本の人的資本投資ストック/付加価値総額が米国並み(2.5%)となるために必要な人的資本投資(フロー)を算出。その際の減耗率は先行研究に基づいて40%と想定。なお人的資本ストックはJIPデータベースでは企業特殊的人的資本とされているが、一般的人的資本(他の企業でも通用するスキル等)や自己啓発による能力開発も含むことから、人的資本ストックと表記している。

(出所) JIP データベース、EUKLEMS & INTANProd、Bontadini F., Corrado C., Haskel J., Iommi M., Jona-Lasinio C. (2023), “EUKLEMS & INTANProd: industry productivity accounts with intangibles – Sources of growth and productivity trends: methods and main measurement challenges”, Corrado, Carol, Charles Hulten, and Daniel Sichel (2006), “Intangible Capital and Economic Growth,” NBER Working Paper No. 11948, National Bureau of Economic Research より大和総研作成

職務給の普及が人的資本への投資を加速させる可能性

もともと、人的資本ストックは減耗が激しい¹⁸。米国並みの水準まで引き上げるには毎年の人的資本投資を相当程度増加させる必要があるが(図表 4-7 右)、企業や個人が教育訓練や自己啓発を大幅に増やすことは容易ではない。

この点、職務給の普及は人的資本投資を加速させる可能性が指摘されている。例えば大湾(2022)¹⁹は「ジョブ型雇用が理想的な形で導入されれば、スキルを高めなければ給料は増えないので、社員も応募者も自己研さん意欲を高め、人材育成に熱心な企業に就職・転職しようとする。優秀な人材を引きつけるため、大企業は人材育成投資を増やす」と述べている。岸田政権が掲げる職務給の導入がきっかけとなって、人的資本ストックが増加しやすくなることも期待される。

¹⁸ 先行研究の Corrado, Carol, Charles Hulten, and Daniel Sichel (2006), “Intangible Capital and Economic Growth,” NBER Working Paper No. 11948, National Bureau of Economic Research では、人的資本ストックの減耗率は年間 40%とされている。

¹⁹ 大湾秀雄 (2022) 「ジョブ型雇用とリスクリソグ (下) 人的資本投資の増大 促進も」日本経済新聞「経済教室」、2022年2月9日

4.3 働き方に中立な年金制度の構築

就業調整の要因は税などから年金制度の問題にシフト

年金制度における第3号被保険者制度が「収入の壁」を作り、就業調整をもたらすものとして、労使双方から見直しの意見が出ている。短時間労働者の就業調整については古くから問題視されてきたが、近年の制度改正と最低賃金の引き上げにより、2015年頃までと現在ではその構図は大きく変わった（**図表 4-8**）。

2015年頃までは、税制や企業の手当がもたらす「103万円の壁」が就業調整の大きな要因となっており、短時間労働者が社会保険料発生の閾値（週30時間や年収130万円の条件）の手前まで就業することはそもそも困難であった。

しかし、その後税制は2018年に見直され、年収103万円を条件に配偶者手当を支払う企業は2015年から2022年にかけてほぼ半減することで、「103万円の壁」は解消に向かっている。他方、この間の厚生年金の加入条件の改正（短時間労働者への適用拡大）や最低賃金の引き上げにより、現在では短時間労働者が社会保険料発生（週30時間や年収130万円の条件）の手前まで就業することが現実的になっている。就業調整の要因は、税などの問題から、年金制度の問題にシフトしてきているのである。

労働政策研究・研修機構（JILPT）の調査²⁰によると、2022年10月の制度改正時に、就業時間を変えなければ厚生年金に加入する予定であった者の就業選択のうち、就業時間を短縮して厚生年金への加入を回避した者の割合は、第1号被保険者が22.4%であったのに対し、第3号被保険者は48.1%となった。第3号被保険者制度の存在が就業調整を生んでいるのである。

図表 4-8：短時間労働者の就業調整の構図

	2015年頃までの状況	最近の状況
年金制度の壁	年金制度の壁の手前までの就業がそもそも困難	制度改正と最低賃金上昇により年金制度の壁の手前までの就業が現実的に
厚生年金の加入条件	週30時間以上の就業が条件（2016年9月まで）	一定の条件の下、週20時間以上30時間未満の就業でも加入する（2016年10月以後）
最低賃金（全国平均値）で週29時間就労した場合の年金の扱い	年収115.7万円で、第3号被保険者にとどまる（2015年度時点）	年収139.3万円で、第3号被保険者にとどまることはできない（2022年度時点）
税制・企業の手当の壁	税や企業の手当により、年収103万円までに抑える就業調整のインセンティブ大	税や企業の手当による、年収103万円までの就業調整のインセンティブは縮小
税制（配偶者控除・配偶者特別控除）	年収103万円から所得控除額の通減が始まる（2017年まで）	年収150万円までは所得控除額が維持される（2018年以後）
企業の配偶者手当	40.4%の企業が年収103万円を条件に配偶者手当を支給（2015年、人事院「職種別民間給与実態調査」）	年収103万円を条件に配偶者手当を支給する企業は21.6%に減少（2022年、人事院「職種別民間給与実態調査」）

（出所）人事院「職種別民間給与実態調査」、法令等をもとに大和総研作成

²⁰ 厚生労働省年金局「被用者保険の適用拡大」（2023年5月30日、第4回社会保障審議会年金部会 資料3）。JILPT「社会保険の適用拡大に伴う働き方の変化等に関する調査」（2022）から厚生労働省年金局が作成したものの。

ベースシナリオ：企業規模要件撤廃時に125万人が就業調整の見込み

現在、社会保障審議会年金部会では、次期年金制度改正に向け、短時間労働者への適用拡大の企業規模要件の撤廃について検討されている。そこで以下では、2024年に企業規模要件が撤廃されること²¹を「ベースシナリオ」とし、企業規模要件の撤廃を行った際に就業調整を行う人数を試算した²²。

試算結果は**図表 4-9**に示され、企業規模要件撤廃時に厚生年金に加入予定となる362万人のうち、125万人が就業調整により厚生年金の加入を回避する見込みとなった。就業調整を行う見込みの者のうち、およそ3分の2にあたる82万人は第3号被保険者である。

図表 4-9：企業規模要件撤廃時に就業調整を行う人数の試算結果

	第3号被保険者	第1号被保険者	20歳未満・60歳以上	
女性	170万人 うち 82万人	79万人 うち 18万人	62万人 うち 25万人	就業時間が変わらなければ厚生年金に加入予定となる人数：計362万人 うち、就業調整により厚生年金の加入回避が見込まれる人数：計125万人
男性	51万人			

(注) 試算の前提は当ページの脚注を参照。

(出所) 厚生労働省「2019年財政検証」等をもとに大和総研作成

厚生年金に加入する際に就業時間を延長する者もいるため、適用拡大実施時のネットの労働供給の増減は軽微なものとなる見込みである²³。しかし、労働力人口が減少に向かい、労働力が希少なものとなる中、特に第3号被保険者制度の存在によって就業調整が行われることは使用者・労働者双方にとって望ましくないだろう。

改革シナリオ：3号の範囲縮小により60万人が就業時間を延長

保険料の納付義務のある第1号被保険者は、保険料の支払いを要しない第3号被保険者より就業調整の動機が弱い。このため、制度改正により第3号被保険者を第1号被保険者に移行させれば、自らの希望に応じた就業が一層行いやすくなる。ただし、第3号被保険者制度を見直すとしても、完全に廃止することは適当ではない。世代による女性の就業環境の違いと個々の世帯の事情の2つの観点から配慮を行う必要がある。

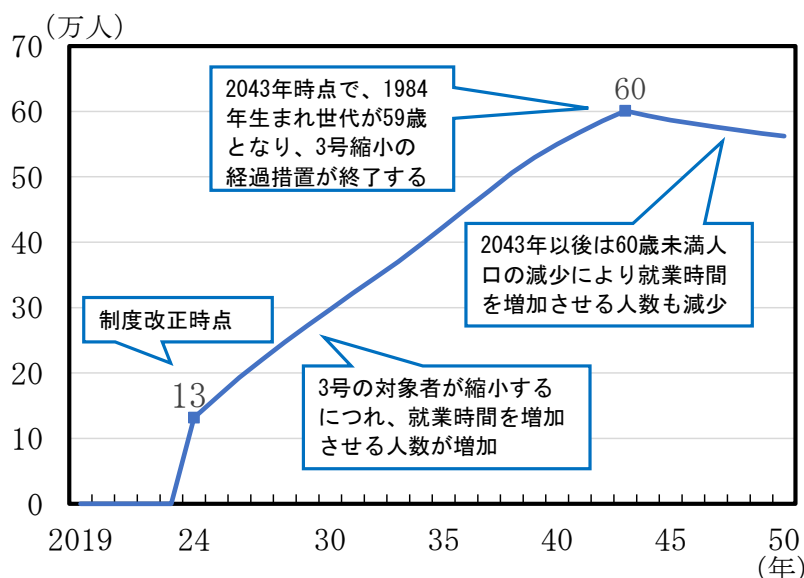
²¹ 2019年財政検証においては、2024年に制度改正を行うことを前提に試算が行われている。実際に制度改正を行う際には実施時期は後ずれすると考えられるが、財政検証との整合性を確保する観点から、ここでは、制度改正は全て2024年に行われることを前提として試算を行った。

²² 前述のJILPTの調査結果による被保険者種別ごとの厚生年金加入回避率を用いて試算し、第3号被保険者の就業時間の分布は、収入の壁がなくなることにより、年齢階級ごとに既婚女性の第1号被保険者の就業時間の分布と等しくなるものとした。男性については、制度改正による就業行動の変化は生じないものとした。

²³ 2022年10月の適用拡大時に、対象企業に平均所定労働時間の変化を尋ねたところ、「横ばい(±5%未満)で推移した」企業が65.6%であり、「5%以上長くなった」と回答した企業と「5%以上短くなった」と回答した企業がともに10.3%ずつであった(前述のJILPTの調査結果による)。

そこで、現実的な第3号被保険者制度の見直し案として、企業規模要件撤廃時に、1984年以後生まれの世代から、第3号被保険者の対象を家族ケア従事者²⁴に限る案を「改革シナリオ」とする。ベースシナリオと比較した就業への影響を試算した結果が**図表 4-10**である。

図表 4-10 : 3号見直しにより就業時間を延長させる人数の試算結果



(注) 改革シナリオにおいて、ベースシナリオ比で各年において就業時間を増加させる人数である。前提などの詳細はレポート本文を参照。

(出所) 各種資料をもとに大和総研作成

改革シナリオで就業時間を延長させる人数は、2024年の制度改正時点でベースシナリオから13万人増加し、経過措置が終了する2043年時点²⁵では同60万人増加する結果となった。ただし、改革シナリオにおける第3号被保険者の見直しは第1号被保険者の増加をもたらす。第1号被保険者には未納や免除を受ける者が多く、ミクロの観点からは、将来の低年金・無年金者の増加が懸念される。マクロの観点からは、国民年金の財政悪化を通じて所得代替率を低下させる副作用を持つ。

超改革シナリオ：20時間未満も適用拡大し「壁」をなくせば226万人が就業時間延長

そこで「超改革シナリオ」として、改革シナリオに加えて「1.5号/2.5号被保険者制度」²⁶を導入し、週20時間未満の雇用者にも厚生年金の適用を拡大する場合を試算しよう²⁷。

²⁴ 具体的には、①9歳未満の子、②9歳以上18歳未満の特別なケアが必要な子、③介護が必要な親族、のいずれかと同居する者と想定した。

²⁵ 2043年に1984年生まれ世代が59歳となり、20歳以上59歳の全ての者につき、第3号被保険者の対象が家族ケア従事者に限られるようになる。

²⁶ 2023年5月30日の社会保障審議会年金部会にて、本章筆者の一人の是枝俊悟が提案した構想であり、週20時間未満の雇用者を、国民年金（第1号被保険者または第3号被保険者）と厚生年金（第2号被保険者）の間とみなし、両制度で按分して保険料の徴収と年金の給付を行うものである。制度の詳細は近日中に当社レポートとして公表する予定である。

²⁷ 試算の前提として、超改革シナリオでは週20時間を超えた際の手取りの減少が生じなくなるため、厚生年金加入回避のための就業調整が全く生じなくなるものとした。その他の前提は改革シナリオと同様である。

試算結果は**図表 4-11** の通りである。超改革シナリオでは、2024 年の制度改正時にベースシナリオと比べ 226 万人が就業時間を延長させる。このうち 125 万人は、現在週 20 時間以上就業の雇用者が適用拡大後も週 20 時間以上の就業を維持し（**図表 4-11 の A**）、残りの 101 万人は現在 20 時間未満就業の雇用者が週 20 時間以上に就業時間を延長する（**図表 4-11 の B**）。

図表 4-11 : 3号見直し+週 20 時間未満適用拡大により就業時間を延長させる人数の試算結果

(単位:万人)	A	B	計
	週20時間以上就業の雇用者が、厚生年金の加入を回避しなくなる（週20時間以上就業を維持する）効果	週20時間未満就業の雇用者が、週20時間以上に就業時間を延長する効果	
第3号被保険者	82	101	183
第1号被保険者	18	0	18
20歳未満・60歳以上	25	0	25
計	125	101	226

(注)超改革シナリオにおいて、ベースシナリオ比で制度改正時の2024年において就業時間を増加させる人数。前提などの詳細はレポート本文を参照。

(出所) 各種資料をもとに大和総研作成

超改革シナリオでは第 1 号被保険者の増加が抑制されるため、国民年金の財政は少なくとも現状よりも悪くならない結果となった。試算結果を踏まえると、第 3 号被保険者の見直しの際に「1.5号/2.5号被保険者制度」を導入すれば、国民年金財政の悪化を防ぎつつ、働き方に中立で就業を拡大させることが可能である。

試算では単純化のため、週 20 時間未満の全雇用者への適用拡大を 2024 年に行うと想定したが、事業主に対して追加的に大規模な社会保険料負担を求めることになる。現実的には、事業主への理解を得たり、中小企業への影響に配慮したりするために、20 年程度の移行期間を設けて段階的に実施する必要があるだろう²⁸。

仮に、上記の制度改革を 20 年かけて実施する場合、2043 年の制度改革完了時点で就業時間を延長させる者はベースシナリオ比で 193 万人増加する²⁹。労働投入量の増加により、潜在 GDP は 0.5%程度押し上げられると推計される。

²⁸ 週 20 時間以上 30 時間未満への雇用者への適用拡大は、2007 年に初めて法案が国会に提出された。次期年金制度改正で全ての企業を対象とすることができるとしても、改正の方針が示されてから完全実施まで 20 年近くを要したことになる。

²⁹ 2024 年時点で改正が行われる場合より就業時間を延長させる者の数が減少しているのは、2043 年時点では 20 歳以上 59 歳未満の人口が減少しているためである。

不本意非正規と L 字カーブの解消で潜在 GDP を 4% 近く押し上げ

不本意非正規や L 字カーブの解消についても簡単に触れておきたい。

2013 年 1-3 月に 348 万人だった不本意非正規は、2023 年 4-6 月には 196 万人となり、10 年強で 150 万人以上減少した。今後も不本意非正規が着実に減少し、正規雇用に変換していけば、主に労働生産性の向上を通じて潜在 GDP を押し上げることができる。

L 字カーブの解消に向けては、男性の働き方改革を通じて女性に偏る家事・育児の負担を軽減することや、育休制度の改正などで男性の意識改革を促す工夫なども必要となろう³⁰。そうした政策努力によって L 字カーブが解消すれば、女性が正規雇用のまま就業を続けることとなる。L 字カーブが存続し女性の正規雇用比率が年齢とともに低下していく場合に比べて、供給力の減少を回避できるだろう。

不本意非正規と L 字カーブの解消は、いずれも一朝一夕に実現できるものではない。年金改革と同様、長い期間が必要である。仮に、20 年かけて不本意非正規と L 字カーブが解消に向かうと想定すれば、その時点の正規雇用は、現状が続く場合と比べて最大で 500 万人以上増加していると考えられる。潜在 GDP を合わせて 4% 近く押し上げることが期待できよう。

供給力の強化には息の長い取り組みが必要

本章では、労働生産性と労働投入量を通じた供給力の強化について検討した。一般的に労働市場改革や就労の促進には長い時間がかかるため、即効性は期待できない。それでも、構造変化がもたらされれば、中長期的に潜在 GDP を押し上げる効果は決して小さくはない。息の長い取り組みによって供給力の強化を目指すことが求められる。

³⁰ 詳細は神田慶司・溝端幹雄・和田恵・高須百華・是枝俊悟「『L 字カーブ』解消の経済効果と課題は？男性の働き方改革を通じて女性に偏る家事・育児の負担の軽減を」（大和総研レポート、2023 年 5 月 25 日）を参照。

5. 論点③：グローバルリスクをどうみるか

近藤 智也・佐藤 光・岸川 和馬・石川 清香

世界経済の先行きについては、米国では、ソフトランディングへの期待が高まっているが、欧州においては、依然として高インフレ、特にコアインフレの高止まりに対する警戒感が根強い。一方、ロックダウン解除からの景気加速が期待された中国は、市場予想を下回り、回復には息切れの様相も見られる。このように世界経済の方向感が定まらない中、短期・中長期の景気循環を通じて見通すと、当面は緩やかな景気回復が想定されるものの、さまざまなリスクが払拭されないことから、不確実性が残るとみられる。

多くのグローバルリスクが想定される中で、主要なリスクの1つが米国と中国の関係であり、特に厳しさが増す貿易摩擦は、二国間にとどまらず、世界の広範囲に影響を及ぼすだろう。仮に中国と世界の貿易が完全に停止した場合、日本や欧州は実質 GDP の約 1 割、米国は 5%弱、中国は約 2 割落ち込む可能性がある。さらに、中国国内に目を転じれば、人口の高齢化という構造問題とともに、不動産危機や過剰債務等、一朝一夕には解決できない課題にも直面している。一方、米国にしても、インフレ率の鈍化や堅調な雇用環境を背景に楽観的なムードが強まるものの、金利上昇や信用収縮をもたらす下振れリスクには留意が必要だろう。

5.1 短期・中長期の景気循環から見た世界経済の行方

世界経済の現状を俯瞰すると、調整局面が続いていると評価

ここ 3 年ほどはコロナ禍やロシアによるウクライナ侵攻等で生じた大きな変動によって、世界経済の現状を把握することが難しくなっている。加えて、高インフレが企業のビジネスや家計の行動を圧迫し、世界各国の中央銀行（中銀）は急激かつ大幅な利上げを余儀なくされてきたことも世界経済には重しになっている。

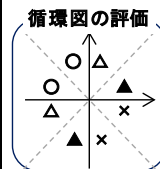
さまざまなノイズがある中で、世界（日米欧中）の短期・中長期の景気循環を俯瞰して見ると、国・地域によって項目ごとにばらつきが見られる（**図表 5-1**）。主要な耐久財である自動車のストック循環は、2023 年に入って半導体不足の解消による挽回生産が世界的に見られ、日米欧では自動車販売が前年比で 2 ケタの伸びを記録するなど消費回復局面の初期段階にある。反動増という特殊要因による部分は割り引く必要はあろうが、今般の多発する異常気象を受けて、環境面への配慮から、エンジン車から電気自動車（EV）への世界的なシフトは政策的にも促進されると予想される。もっとも、自動車の生産増だけでは製造業全体を押し上げる力は限定的である。それ以上に、企業、特に製造業の景況感の落ち込みも相まって、民間企業全体の設備投資の動きは鈍い。国別では、中国の弱さが世界全体の足を引っ張っていると考えられる。

日米の住宅ストック循環については、米国の住宅投資は 2 年以上にわたって前期比マイナスとなっており、2024 年にかけても調整が続くとみられる。一方、日本の住宅投資は 3 四半期連続で前期比プラスと拡大し、対照的な動きとなっている。ただ、日本の場合、先行指標である新

設住宅着工床面積は減少傾向にあり、投資回復局面の持続性の判断は慎重であるべきだろう。

図表 5-1：世界の景気循環の総括表

	世界	日本	米国	欧州	中国
<在庫循環> (短期)					
製造業	△	▲	△	▲	△
<ストック循環> (中長期)					
設備	▲	△	▲	▲	×
自動車	○	○	○	○	▲
住宅	-	△	×	-	-



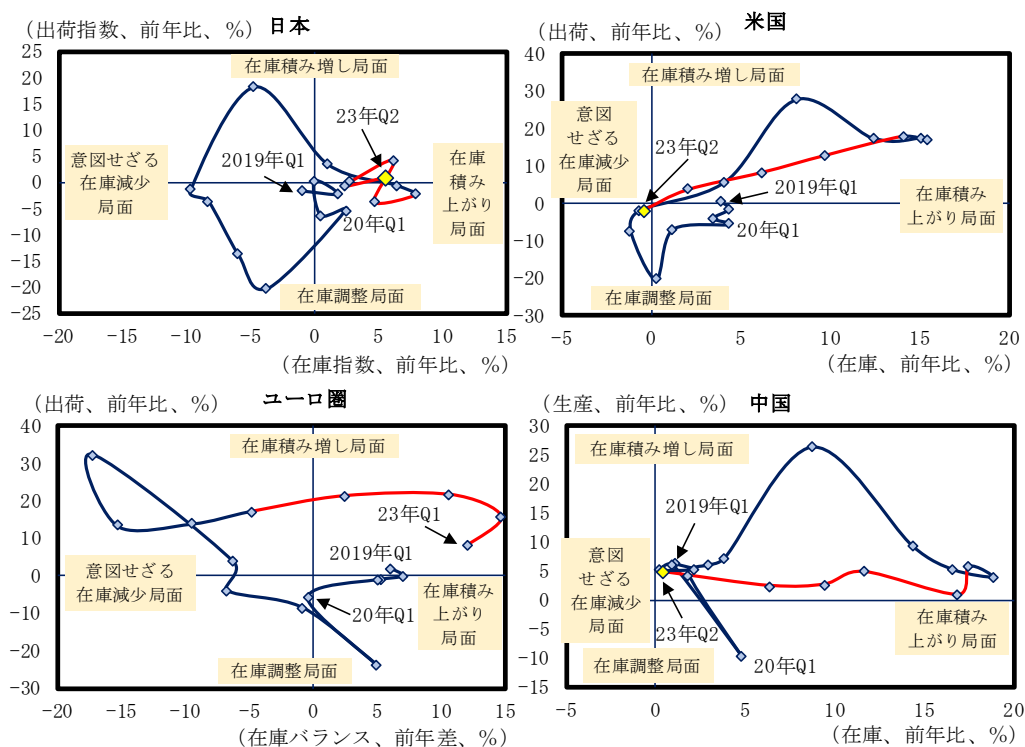
(注) ○、△、▲、×の評価は大和総研による。

(出所) 大和総研作成

短期的には、総じて調整局面に向かっているが、大幅な在庫調整は回避か

まず、比較的短期の景気変動を在庫循環によって確認する。企業は一定の在庫を保有しようとするが、実際の出荷（販売）と企業の生産計画に生じたギャップを調整するにはラグを伴うことから在庫循環が生まれる。2023年の在庫循環の状況は、「在庫積み上がり局面」から次のステップに移行しようとしている。ただ、その進捗度合いには差があり、最も先行する米国が「意図せざる在庫減少局面」に入っているのに対して、緩慢なユーロ圏の場合、「在庫調整局面」へ移行する可能性があり、それ故、主要な輸出相手国である中国経済の動向に神経質になっている。

図表 5-2：日米欧中の在庫循環



(注) 中国の出荷は生産で代替。赤線は2022年1-3月期以降。

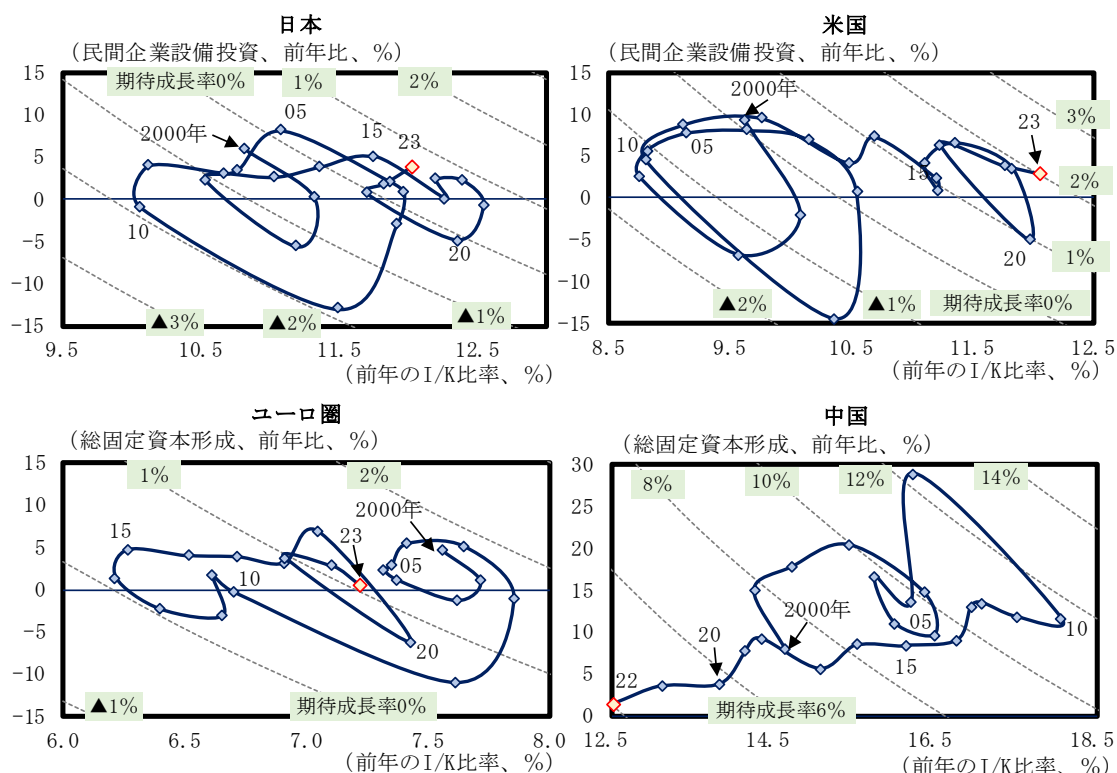
(出所) 内閣府、経済産業省、BEA、米国商務省センサス局、Eurostat、欧州委員会、中国国家統計局、Haver Analytics より大和総研作成

出荷在庫バランス上は調整局面にあることから、従来であれば政策的なサポート、具体的には金融緩和等が期待される場面だが、現状は欧米を中心に金融引き締め局面にあり、コアインフレ率高止まりに対する警戒感から利下げへの転換は時期尚早という見方が根強い。一部の新興国は2023年に入って利下げに転じているが、先進国よりも早く金融政策の転換を図れている背景にはインフレのピークアウト、対外的なリスクに対する耐性の改善、資本フローの安定といった固有の理由がある。8月に入って市場の想定外のタイミングで利下げに踏み切った中国は、やや事情が異なり、不動産不況や実体経済の弱さ等景気テコ入れの要素が強いとみられる。当社では、FRBが利下げに転じるのは2024年4-6月期と予想しており、欧州に関しては、米国よりも後ずれしてECB・BOEともに2024年10-12月期の利下げ開始を見込んでいる。従って、政策的なサポートが期待できない分、欧州の在庫調整にはより時間を要する可能性がある。

中長期的には、各国におけるばらつきが一段と顕著に

次に、中期の景気変動を資本ストック循環から見ると、2022-23年は、中国を除く各国は時計回りに循環が進んでいる（図表5-3）。欧米は、それぞれの潜在成長率（米国+2%弱、ユーロ圏+1%強）と同水準の期待成長率のライン上を動いてきたが、企業の設備投資意欲の低迷や高金利を背景に2024年にかけての設備投資は一段と鈍化すると予想される。中国では、設備投資の伸び率はプラスを維持しているものの、期待成長率の低下に伴って縮小傾向を辿っている。中国が過剰な資本ストックを抱えている現状を踏まえると、当面、世界経済の牽引役が見当たらない。世界景気に対して資本ストック循環面から下押し圧力が掛かるリスクには留意が必要だ。

図表5-3：日米欧中のストック循環



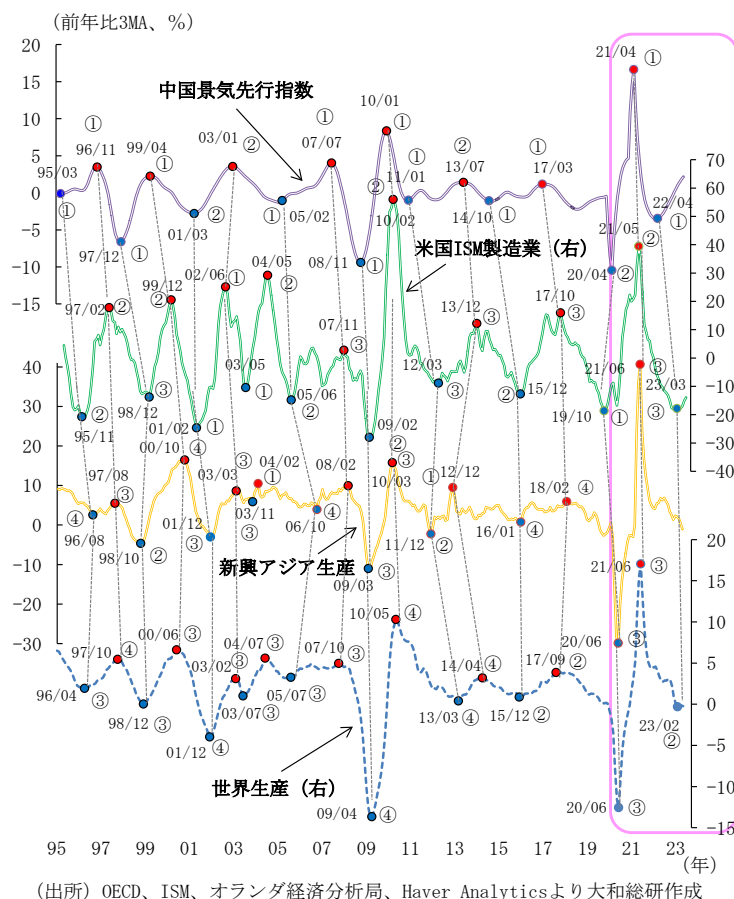
(注) 2023年は大和総研による見通し。ユーロ圏、中国は住宅投資、公共投資を含む。中国の資本減耗率は5%と仮定。
(出所) 内閣府、BEA、Eurostat、欧州委員会、中国国家統計局、CEIC、Haver Analyticsより大和総研作成

世界経済のサイクルは、コロナ禍・ウクライナ侵攻によって更に変質するか

世界経済のサイクル（**図表 5-4**）を見ると、リーマン・ショック前までは中国経済の変化が米国の企業マインド（ISM 製造業景況感指数、以下 ISM）に波及し、それから新興アジア、そして世界全体に伝播するという関係がおおむね見られた。だが、リーマン・ショック後は ISM の先行性が失われるケースが増えた。その理由として、企業の意思決定のタイムラグ喪失や、従来の単純な雁行形態ではない、国際的なサプライチェーンの複雑化、米国の独自性の顕在化が挙げられる。米国の変化には、エネルギー輸入国からの脱却や米国第一主義の高まり等があり、他国から影響を受けにくくなった分、景気循環サイクルの長期化、つまり ISM の動きが緩慢になった。

では、2020 年以降に生じたコロナ禍・ウクライナ侵攻によって、更に変質しているだろうか。発生したショックが大きく、ほぼ同時に影響を受けたため、各サイクルのラグはないといってよい。ただ、バイデン政権に代わっても自国優先主義の本質は変わっていない。むしろ、一連のショックを経て、食糧やエネルギーという必需品から医薬品や半導体等の重要な戦略物資まで、自国あるいは友好国間で確保する必要があるという経済安全保障の認識が世界的に広まっている。それが、経済の分断を意味するデカップリング、過度な依存を避けてリスクを軽減するというデリスキングと形は多少違えども、現在の西側と中国の厳しい関係を表している。この対立関係が長期化すれば世界経済のサイクルは一段と崩れ、サプライチェーンの再構築等、経済の効率性は低下し、高コストを甘受しなければならない世界になる可能性がある。

図表 5-4：世界経済のサイクル



5.2 中国が直面する内憂外患のリスク

世界経済に先行するシリコンサイクルは底打ちか

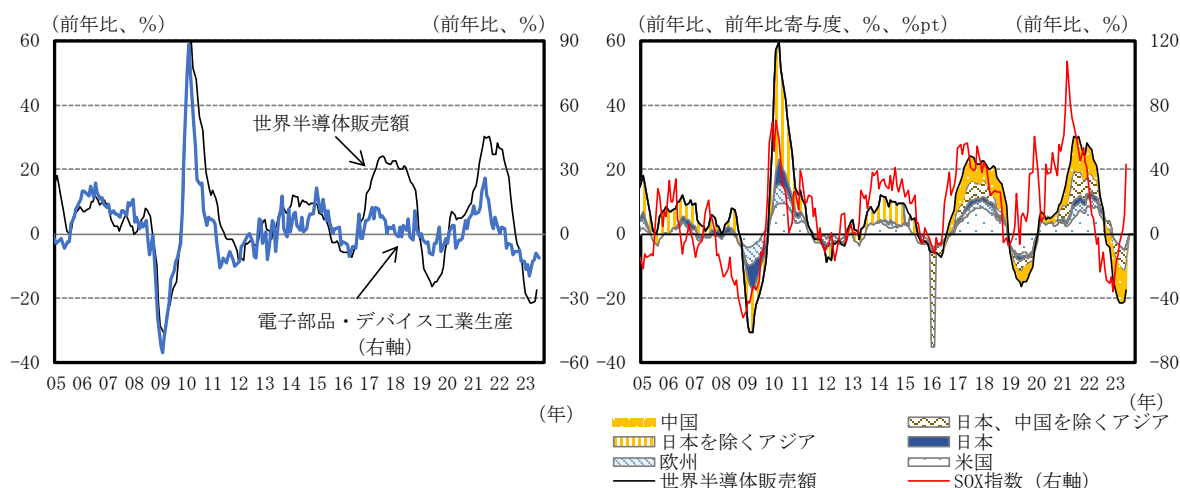
景気動向を捉える上で参考になるのが、4年程度の周期で循環する半導体市況（シリコンサイクル）だ。機械類など生産額の大きい最終製品に半導体が多用されることもあって、シリコンサイクルと世界経済の動向には一定の連動性が見られる。例えば、米国半導体工業会（SIA）が公表する世界半導体販売額（前年比）はOECDが公表するG20の景気先行指数（前年比）に1四半期程度先行しており、2000年以降の相関係数は0.7と比較的高い。

世界半導体販売額を見ると、コロナ禍でテレワークの普及や5G（第5世代移動通信システム）への対応を背景に半導体市況が改善した後、2022年央には調整局面に入り、足元では底打ちの兆しが見られる（**図表 5-5 左**）。シリコンサイクルに1～2四半期先行するフィラデルフィア半導体株指数（SOX指数）も明確な改善基調にあり、先行きのシリコンサイクルは回復局面への移行が期待される（**図表 5-5 右**）。また、これに対応して日本でも半導体を含む電子部品・デバイス工業の生産指数が底を打った。今後は、半導体市況の改善に伴って国内外の生産活動が押し上げられるかどうか注目される。

さらに、半導体販売額を地域別に見ると、2022年8月頃から押し下げ要因となってきた中国や米国、日中を除くアジアで前年比マイナス幅が縮小しつつある（**図表 5-5 右**）。半導体需要の持ち直しに追随する形で、各国の景気回復が進む可能性が示唆されている。

もっとも、上述の米中が内外に不安要素を抱えている点には注意が必要だ。米国では根強い高インフレや利上げ、中国では不動産不況や若年層の高失業率による消費低迷などが景気を下押ししている。また、コロナ禍で「水入り」となった米中対立がこのところ再燃しつつある点も懸念材料だ。そこで次節では、米中対立の再激化の可能性に焦点を当て、世界経済の下振れリスクを検証する。

図表 5-5 : シリコンサイクルと電子部品・デバイス工業生産（左）、SOX 指数（右）



(出所) 経済産業省、SIA、Haver Analytics、Bloomberg より大和総研作成

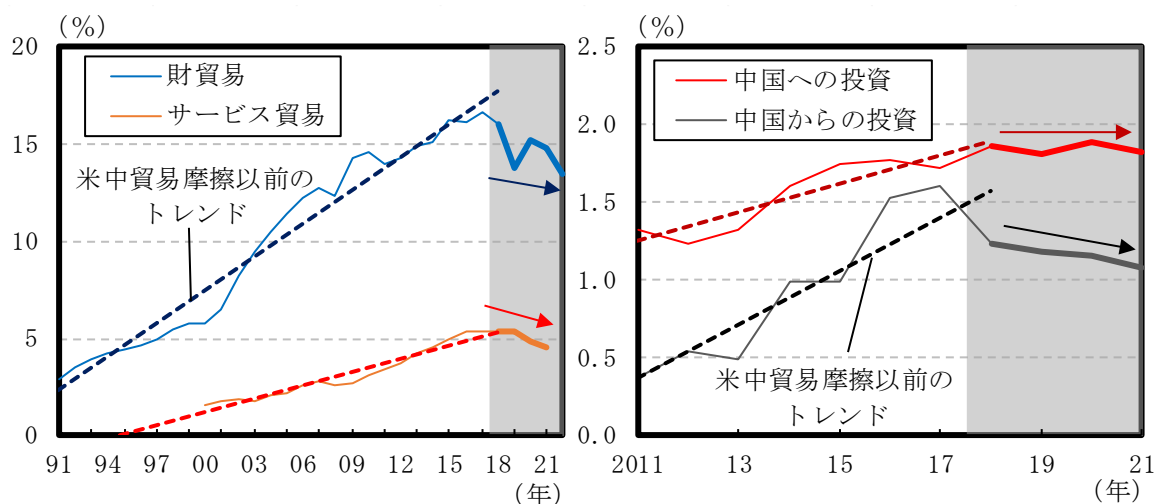
米中対立が周辺国を巻き込んで激化すれば日本経済への影響は甚大に

米中対立が世界経済に与える影響は大きい。2018 年後半から 2019 年にかけて対立が激化したことで世界の貿易総額は伸び悩み、IMF などが公表する 2018 年・2019 年の世界経済成長率は 2 年連続で鈍化した。コロナショック直後は米国が一部の中国企業に対する規制強化などを行ったが、米中それぞれにおいて国内の経済状況がより重要な課題となったこともあって、輸入関税の引き上げを巡る対立は事実上の停戦となった。

しかしながら、コロナ禍からの経済回復が進む中で、ハイテク分野を中心に再び対立が激化しつつある。米国は中国への技術流出を防止するために、2022 年 10 月に先端半導体製造装置の対中輸出を規制した。これに対して中国は、半導体などに用いられるレアメタルの輸出を 2023 年 8 月から規制するなど、米中対立によって再び貿易フローが停滞している。さらに、同月には、米国が先端半導体や人工知能 (AI) などの分野における対中投資の規制を発表しており、米中間のデカップリングはマネーフローにまで及んだ。米中貿易摩擦が本格化した 2018 年以降、両国間のデカップリングは貿易・投資の両面で進行してきたが (図表 5-6)、足元の応酬によってこうした動きが一段と加速している可能性は高い。

さらに、デカップリングの動きは米中間にとどまらない。先述の米国による半導体関連財の輸出規制は日本やオランダにも波及しており、日本は 2023 年 7 月に先端半導体製造装置の輸出管理を強化した。また、友好国間の供給網などの構築を目指す「インド太平洋経済枠組み (IPEF)」や日米韓台による半導体同盟「Chip4」など、事実上の対中包囲網の強化も進んでいる。仮に米中対立が周辺国を巻き込んでエスカレートを続ければ、いずれは世界経済のブロック化に発展する可能性も否定できない。最悪の場合、米国やその友好国と中国などとの経済的なつながりが遮断される事態も考えられる。

図表 5-6 : 米国の対世界貿易額と直接投資残高に占める中国の割合 (左 : 貿易、右 : 直接投資)



(注) シャドーは米中貿易摩擦 (2018 年以降) の期間。右図の「中国への投資」は米国からの直接投資総額に占める中国向け投資の割合、「中国からの投資」は米国向け直接投資総額に占める中国からの直接投資の割合で、数値はいずれも残高。

(出所) OECD 統計より大和総研作成

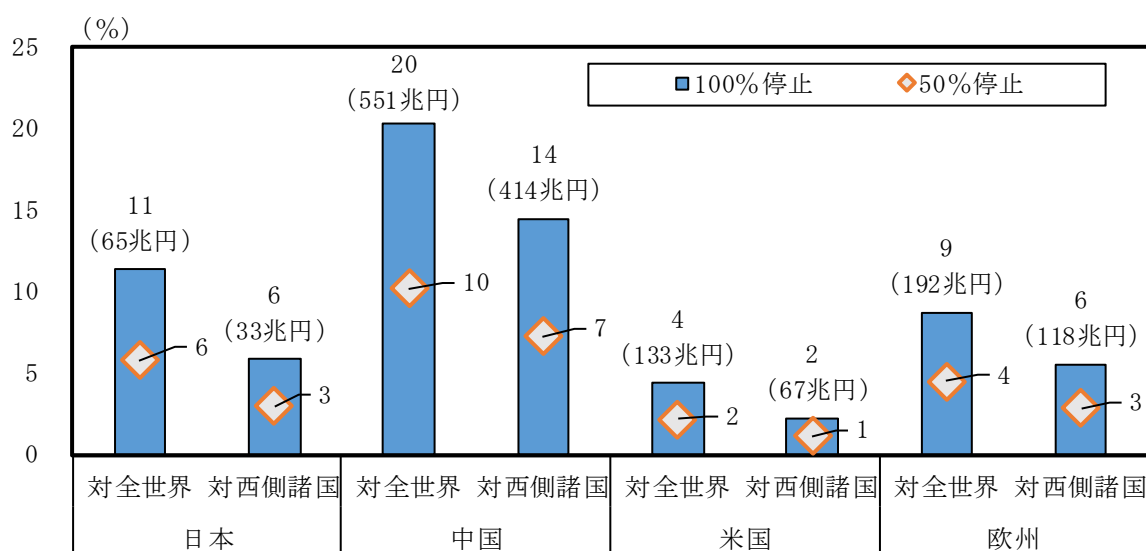
そこで**図表 5-7**では思考実験として、2023年に全世界または西側諸国（日米欧および IMF 定義によるその他先進国）と中国との貿易が停止した場合の経済の下振れリスクを、マクロモデルによって試算した。マクロモデルは、各国で輸出が減少すると企業の設備投資が縮小するほか、所得の減少を通じて個人消費が押し下げられたり、輸入が減少したりするように設計した。

試算結果によれば、中国が全世界と貿易を停止した場合の日本の実質 GDP は年率で約 65 兆円減少する。ベースライン（貿易が停止しないケース）と比較して実質 GDP は 11%程度小さく、米欧に比べて顕著に影響が表れる。コロナショックによる日本の実質 GDP の毀損額³¹が年率で約 43 兆円（実質 GDP 比 8%程度）であったことに鑑みれば、中国が完全に貿易を停止するインパクトは相当に大きい。

他方、中国が西側諸国との貿易のみを停止するというより現実的なケースでは、日本の実質 GDP の減少額は約 33 兆円（ベースライン比で 6%程度）となる。前述のコロナショックには及ばないものの、コロナ禍からの回復途上における日本の実質成長率の水準（2021 年：前年比+2.2%、2022 年：同+1.0%）を踏まえれば、大幅なマイナス成長を避けられないほどのインパクトがあるといえる。

また、貿易停止によって最も大きな影響を受けるのは中国自身だ。実質 GDP への悪影響は、西側諸国と貿易を停止した場合はベースライン比約 14%、全世界と貿易を停止した場合は約 20%と、各国・地域の中でも突出している。悪影響の大きさに鑑みれば中国が貿易を完全に停止させる蓋然性は低い、万が一実現すれば各国・地域への影響が甚大となる点に注意が必要だ。

図表 5-7：中国との貿易を停止した場合の実質 GDP への影響



(注) マクロモデルによる推計。中国との貿易停止は 2023 年を想定し、2023 年の 1 年間での実質 GDP の減少幅を、ベースライン（貿易が停止しないケース）との対比で示した。西側諸国は、日本、米国、欧州、その他先進国（IMF による地域分類）とした。図表中の金額は直近の市場為替レートで換算。

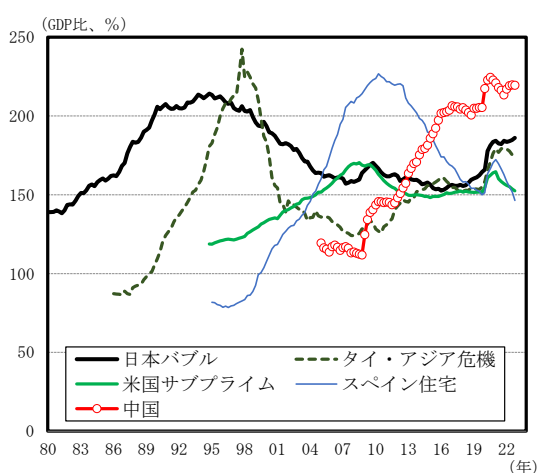
(出所) IMF、内閣府、Haver Analytics より大和総研作成

³¹ 2020 年 4-6 月期の日本の実質 GDP は前期差▲42 兆 7,416 億円（季節調整値ベースの年率額）であった。

中国の債務負担の増加や過剰資本に注意

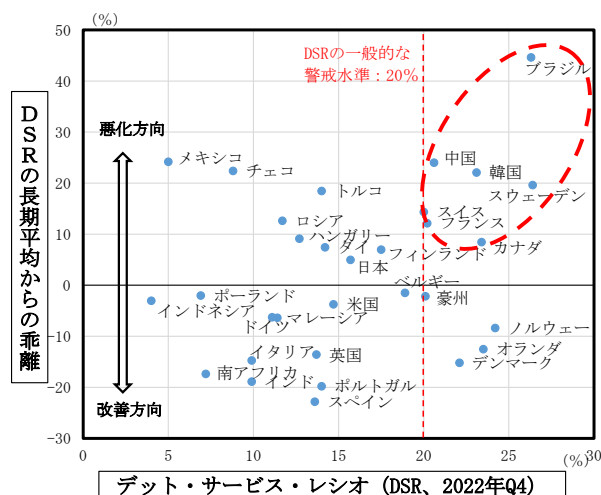
中国経済については、高まりつつある中国固有のリスクにも注意が必要だ。まず中長期的な課題としては、債務負担の増加が懸念される。中国の民間非金融部門の債務残高 GDP 比は極めて高水準に達しており、過去の他国での金融危機時に匹敵する（**図表 5-8**）。また、対外債務の返済額と輸出額を比較することで、カントリーリスクの指標となるデット・サービス・レシオ（DSR）を見ると、高水準かつ直近の悪化が目立つグループに位置している（**図表 5-9**）。これらは直ちに債務危機等に陥ることを意味しないものの、仮に金利上昇や通貨安などが進んだ場合の耐性には疑問符が付くことになる。

図表 5-8：民間非金融部門の債務残高



(出所) BIS より大和総研作成

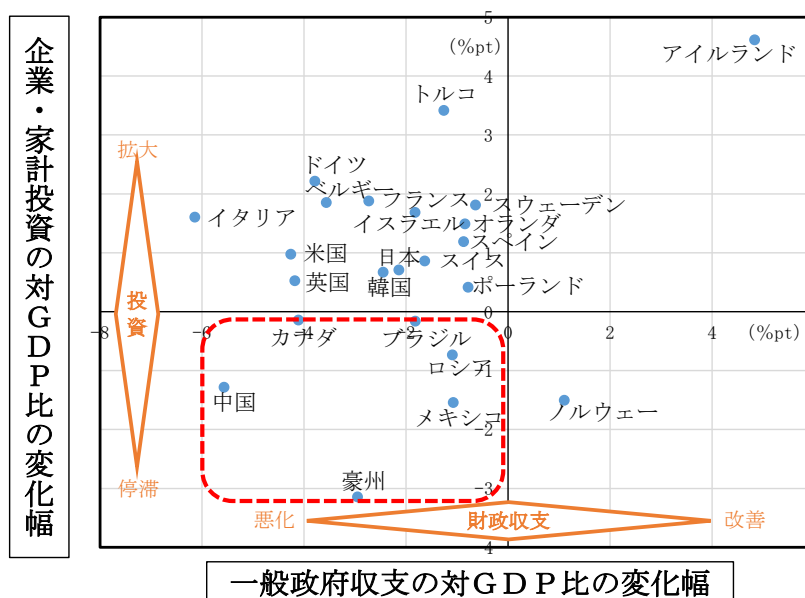
図表 5-9：DSR の水準と長期平均からの乖離



(注) DSR は、債務の償還額と利払い額の合計/財・サービスの輸出額。長期平均は過去 20 年間の平均値。
(出所) BIS より大和総研作成

より短期的には、中国は財政の悪化に対して投資の拡大が思わしくないグループに位置していることが指摘できる（**図表 5-10**、左下の赤点線囲み部分）。コロナ禍の下での経済活動の制限を受けた需要の急減に対して、多くの国では財政支出を短期的に急増させて対応した。しかし、コロナ禍前後での投資と財政収支の変化を比較すると、財政支出の企業・家計投資への波及については各国でまちまちであり、足元の中国は相対的に投資が低迷しているといえる。経済対策が投資の活性化につながらなければ、効果は一時的なものにとどまるだろう。

図表 5-10 : 投資と財政収支のコロナ禍前後での変化幅

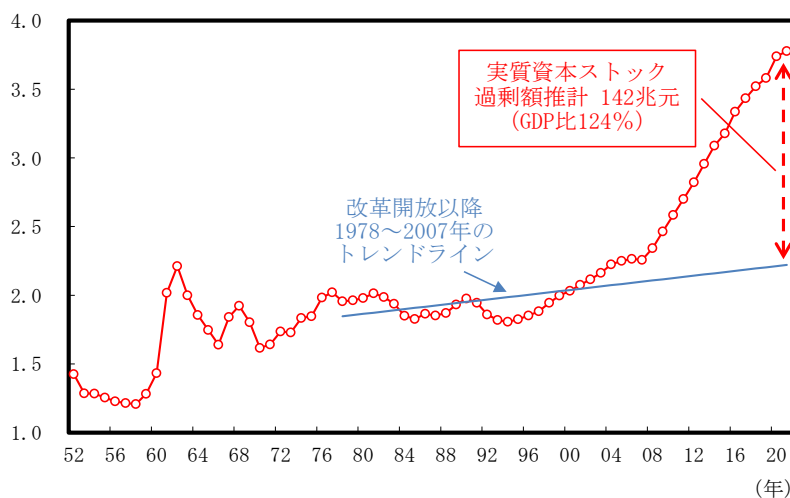


(注) 2020~22年平均の、2010~19年平均に対する変化幅。

(出所) IMF より大和総研作成

中国において投資が停滞している背景には、資本ストックがすでに過剰であることが挙げられる。リーマン・ショック時に講じられた大型経済対策以降、中国では大規模投資主導の経済運営が続いており、単位当たり GDP に要した資本ストックを示す資本係数は右肩上がり（効率は低下）となっている（図表 5-11）。仮に、改革開放路線の導入からリーマン・ショック前までの 30 年間の資本係数の伸びを基調的なトレンドとした場合、2021 年時点で 142 兆元（GDP 比で 124%）もの超過ストックがある計算になる。仮定次第で様相が変わるため数字は幅を持って見る必要があるものの、足元の中国は資本ストックが過剰であるとの評価は避けられないだろう。

図表 5-11 : 中国の資本係数の推移



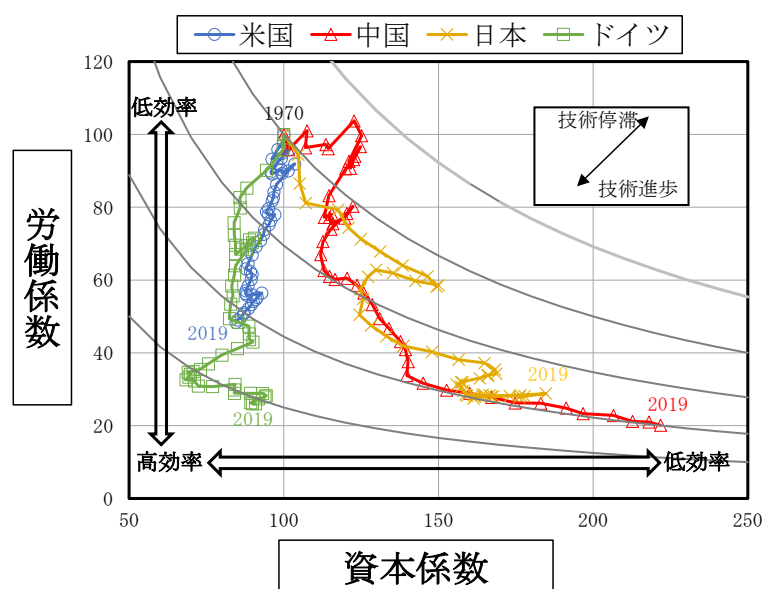
(注 1) 資本係数=実質資本ストック/実質 GDP。実質資本ストック、実質 GDP ともに 2020 年価格。

(注 2) 過剰額の推計は、2021 年時点の図中トレンドラインからの乖離幅。

(出所) 中国統計年報、CEIC、Haver Analytics、世界銀行資料より大和総研作成

過剰な資本ストックは経済効率にも弊害をもたらしている恐れがある。単位あたり GDP に要した労働投入量を示す労働係数の推移と合わせてみると、近年の中国では技術進歩の停滞が示唆される状況だ（**図表 5-12**）。米国やドイツは資本係数・労働係数とも効率向上の方向にあり、技術進歩が経済効率を高めていることが示唆される。一方で、日本や中国は資本の効率悪化が目立ち、労働の効率上昇を相殺してしまう構図になっている。過剰資本の背景にある債務拡大には限度があることから、今後の成長のためには資本の効率向上が不可欠となろう。直近の中国で期待されている景気テコ入れ策についても、従来型の投資主導ではなく、構造改革を進める方向性が求められよう。

図表 5-12：日米独中の資本係数と労働係数の比較（1970 年以降）



（注）資本係数・労働係数とも、1970 年を 100 とした指数。直近値は 2019 年。
（出所）OECD、APO、CEIC、Haver Analytics、Penn World Table より大和総研作成

5.3 米国発のリスクは払拭されたか

銀行不安が加速させた信用収縮は、引き続き米国経済の下振れリスクのまま

2023 年 3 月から 5 月初めにかけて米国で複数の中堅銀行が破綻し、市場では銀行株が下落し銀行から多額の預金が流出する等、銀行不安が高まった。ただ、当局が迅速な対応で事態の収拾を図ったこともあり、危機の伝播に歯止めがかかった。

「[第 217 回日本経済予測（改訂版）](#)」（論点③ 米国の銀行不安をどうみるか）で指摘したように、米国の金融環境は 2000 年代半ばほどには過熱しておらず、リーマン・ショック級の危機が発生する可能性は低いと考えられる。また、銀行経営の観点から警戒すべきポイントのうち、国内金融機関の資金流出は 4 月以降止まっており、融資状況にも大きな変化は見られない。他方で、FRB は高インフレや堅調な雇用環境を背景に 7 月に追加利上げに踏み切り、今後はデータ次第というスタンスである。銀行の保有証券の含み損は 3 月末にかけて縮小したものの、5 月から長期国債利回りが上昇に転じ、直近では約 16 年ぶりの高水準に達したことから、含み損が再び

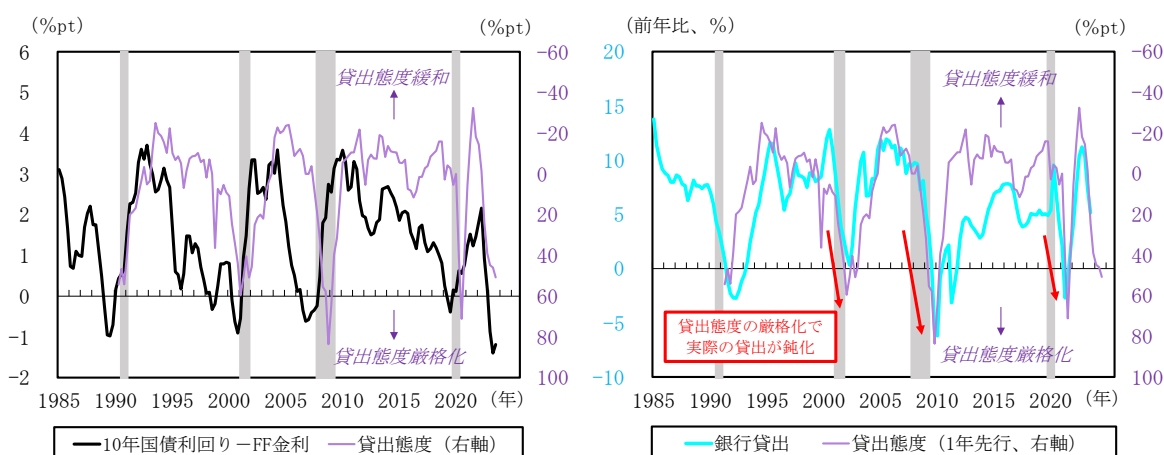
膨らんでいる可能性がある。そして、金利上昇に加えて、コロナ禍以降のテレワークの常態化もあって、オフィスビルを中心に商業用不動産を取り巻く環境は厳しいままだ。このように、注目ポイントのうち多くは引き続き不安要因である。

米国ではこれまで、短期金利の水準が長期金利を上回る逆イールドに続いて銀行の貸出態度が厳格化し、その後実際に貸出が低迷して景気後退に陥るパターンがしばしば見られた。銀行不安が小康状態になった現在でも貸出態度は厳格化し、銀行経営を圧迫する環境に大きな変化がない中、信用収縮につながるという景気下振れリスクは払拭されていない（**図表 5-13**）。

一方、米国経済は大幅かつ急速なペースの利上げ実施にもかかわらず、一定ペースで新規に雇用者が増加し失業率は低水準という、過去にあまり経験したことがない状態にあるのも事実だ。パウエル議長が7月のFOMC後の記者会見で、これまで景気後退の可能性を指摘してきたFRBスタッフも、足元までの景気の底堅さを踏まえて、もはや景気後退を予想しなくなったと発言する等、米国経済のソフトランディングの見方が強まっている。

米国経済の先行きに関しては、従来の経験則に基づく伝統的な警戒感と、未経験の新常態（ニューノーマル）への期待感がせめぎ合う局面がしばらく続くと思われる。

図表 5-13 : 長短金利差と貸出態度（左）、貸出態度と銀行貸出（右）



(注) 網掛けは景気後退期。貸出態度は米国の国内銀行（全規模）の商工業向け貸出について3カ月前からの変化を示したもので、直近値は2023年7月調査。長短金利差の直近値は7-8月の平均。右図の銀行貸出はFRB調査より、直近値は2023年7月。

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

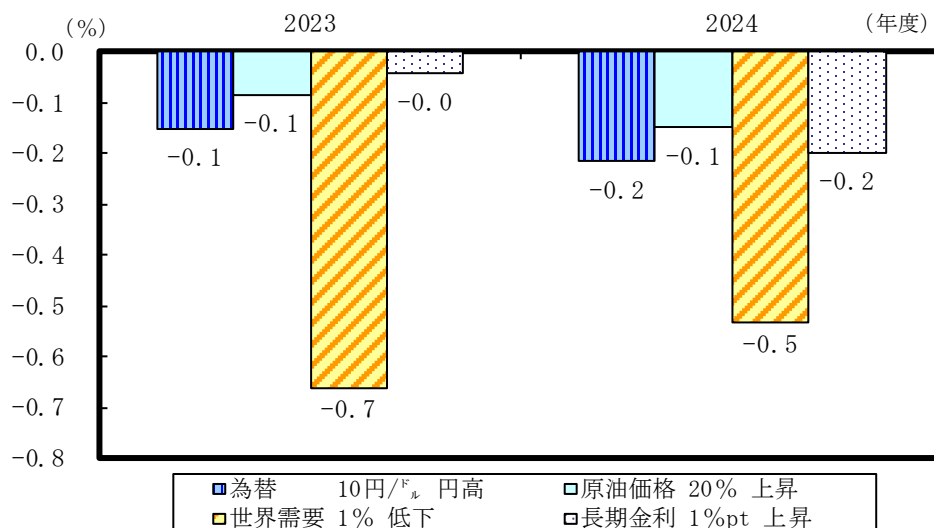
6. マクロリスクシミュレーション

田村 統久

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2023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 : 2023-24 年度 ; 144.3 円/ドル, 147.7 円/ドル	→ 各四半期 10 円/ドル円高
・ 原油(WTI) 価格 : 2023-24 年度 ; 82.6 ドル/bbl, 87.5 ドル/bbl	→ 各四半期 20% 上昇
・ 世界経済成長率 : 2023-24 暦年 ; +2.6%, +2.4%	→ 各四半期 1% 低下
・ 長期金利 : 2023-24 年度 ; 0.57%, 0.65%	→ 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2023年度で▲0.1%、2024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と比べて20%上昇した場合、実質 GDP は2023年度で▲0.1%、2024年度で▲0.1%縮小する。

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、購買力の低下と相まって民間消費を減速させる。

6.3 世界需要の低下

世界需要 (GDP) が標準シナリオと比べて1%低下した場合、実質 GDP は2023年度で▲0.7%、2024年度で▲0.5%縮小する。

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と比べて1%pt 上昇した場合、実質 GDP は2023年度で▲0.0%、2024年度は▲0.2%縮小する。

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（有利子負債額から有利子資産額を差し引いたもの）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。投資の限界収益率が上昇し、金利との差が保たれれば、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	
	2023年度	2024年度	2023年度	2024年度	2023年度	2024年度
名目GDP	5.1	1.9	5.0 (-0.1)	1.8 (-0.2)	4.5 (-0.6)	1.4 (-1.0)
実質GDP	1.9	0.9	1.7 (-0.1)	0.8 (-0.2)	1.8 (-0.1)	0.8 (-0.1)
GDPデフレーター	3.2	1.0	3.2 (0.0)	0.9 (-0.0)	2.6 (-0.5)	0.6 (-0.9)
鉱工業生産指数	2.4	2.1	2.2 (-0.1)	2.0 (-0.2)	2.3 (-0.0)	2.0 (-0.1)
第3次産業活動指数	2.5	0.8	2.5 (-0.1)	0.8 (-0.1)	2.5 (-0.0)	0.8 (-0.0)
国内企業物価	3.0	1.2	2.6 (-0.4)	1.0 (-0.7)	3.5 (0.5)	1.5 (0.8)
消費者物価	2.9	2.0	2.8 (-0.1)	2.0 (-0.2)	3.1 (0.2)	2.2 (0.3)
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)	-9.5	-11.5	-8.7 (0.7)	-10.9 (0.6)	-13.6 (-4.2)	-18.4 (-6.9)
経常収支 (億ドル)	1,490	1,465	1,570 (80)	1,507 (42)	1,187 (-303)	973 (-492)
経常収支 (兆円)	21.4	21.6	21.1 (-0.4)	20.7 (-0.9)	17.1 (-4.4)	14.4 (-7.3)
実質GDPの内訳						
民間消費	1.2	1.1	1.0 (-0.1)	1.1 (-0.1)	1.1 (-0.0)	1.0 (-0.1)
民間住宅投資	2.2	-1.1	2.1 (-0.0)	-1.2 (-0.1)	2.1 (-0.1)	-1.3 (-0.3)
民間設備投資	2.2	2.6	2.1 (-0.1)	2.4 (-0.3)	2.2 (-0.0)	2.7 (0.0)
政府最終消費	-1.3	-0.7	-1.3 (0.1)	-0.7 (0.1)	-1.4 (-0.1)	-0.8 (-0.2)
公共投資	2.6	1.2	2.7 (0.1)	1.3 (0.2)	2.4 (-0.2)	1.1 (-0.3)
財貨・サービスの輸出	2.5	2.4	2.0 (-0.5)	2.1 (-0.8)	2.4 (-0.1)	2.3 (-0.1)
財貨・サービスの輸入	-1.2	2.7	-1.2 (-0.0)	2.6 (-0.2)	-1.2 (-0.0)	2.7 (-0.1)

	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	
	2023年度	2024年度	2023年度	2024年度	2023年度	2024年度
名目GDP	4.3 (-0.7)	2.0 (-0.6)	5.1 (-0.0)	1.7 (-0.2)	4.5 (-0.6)	1.5 (-0.9)
実質GDP	1.2 (-0.7)	1.0 (-0.5)	1.8 (-0.0)	0.7 (-0.2)	1.9 (-0.0)	0.8 (-0.0)
GDPデフレーター	3.1 (-0.1)	0.9 (-0.1)	3.2 (0.0)	1.0 (-0.0)	2.6 (-0.6)	0.6 (-0.9)
鉱工業生産指数	1.5 (-0.9)	1.9 (-1.1)	2.3 (-0.0)	1.9 (-0.2)	2.4 (0.0)	2.1 (0.0)
第3次産業活動指数	2.5 (-0.1)	0.8 (-0.1)	2.5 (-0.0)	0.8 (-0.0)	2.5 (0.0)	0.8 (-0.0)
国内企業物価	2.9 (-0.1)	1.0 (-0.3)	3.0 (-0.0)	1.2 (-0.0)	3.8 (0.7)	1.6 (1.1)
消費者物価	2.9 (-0.0)	1.9 (-0.1)	2.9 (-0.0)	2.0 (-0.0)	3.2 (0.2)	2.2 (0.4)
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)	-12.2 (-2.7)	-13.3 (-1.8)	-9.4 (0.1)	-11.1 (0.4)	-14.0 (-4.5)	-18.7 (-7.2)
経常収支 (億ドル)	1,248 (-242)	1,295 (-170)	1,608 (118)	1,642 (177)	1,148 (-343)	952 (-513)
経常収支 (兆円)	17.9 (-3.5)	19.1 (-2.5)	23.1 (1.7)	24.3 (2.6)	17.3 (-4.2)	14.8 (-6.8)
実質GDPの内訳						
民間消費	1.1 (-0.0)	1.1 (-0.0)	1.1 (-0.0)	1.1 (-0.0)	1.2 (0.0)	1.0 (-0.0)
民間住宅投資	2.0 (-0.2)	-1.1 (-0.2)	2.1 (-0.1)	-2.0 (-1.0)	2.1 (-0.1)	-1.2 (-0.2)
民間設備投資	1.9 (-0.2)	2.3 (-0.6)	2.0 (-0.2)	1.6 (-1.2)	2.2 (0.0)	2.8 (0.2)
政府最終消費	-1.3 (0.0)	-0.6 (0.1)	-1.3 (0.0)	-0.7 (0.0)	-1.4 (-0.1)	-0.8 (-0.2)
公共投資	2.6 (0.1)	1.3 (0.1)	2.6 (0.0)	1.3 (0.0)	2.3 (-0.3)	1.1 (-0.4)
財貨・サービスの輸出	-0.8 (-3.2)	2.2 (-3.4)	2.5 (0.0)	2.4 (0.0)	2.6 (0.1)	2.5 (0.2)
財貨・サービスの輸入	-1.7 (-0.5)	1.6 (-1.6)	-1.2 (-0.1)	2.5 (-0.3)	-1.2 (-0.0)	2.7 (-0.0)

(注1) 表の数値は断りがない限り、前年度比変化率。ただし、失業率、貿易収支、経常収支は数値。

(注2) 括弧内数値は標準シナリオ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

	2021		2022				2023		年度		暦年	
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	2021	2022	2021	2022
名目国内総支出(兆円)	552.0	548.4	552.1	553.5	559.8	554.7	561.4	573.7	551.4	562.7	550.1	557.2
前期比%	0.6	-0.6	0.7	0.3	1.1	-0.9	1.2	2.2				
前期比年率%	2.5	-2.6	2.7	1.0	4.7	-3.6	5.0	9.0				
前年同期比%	7.3	1.6	0.5	1.0	1.4	1.1	1.6	4.0	2.5	2.0	2.0	1.3
実質国内総支出(兆円、2015暦年連鎖価格)	541.4	539.3	545.2	542.1	549.1	547.5	547.8	552.1	541.7	549.2	540.9	546.5
前期比%	0.5	-0.4	1.1	-0.6	1.3	-0.3	0.1	0.8				
前期比年率%	2.2	-1.5	4.5	-2.3	5.3	-1.2	0.2	3.2				
前年同期比%	7.8	1.9	0.9	0.6	1.7	1.5	0.4	2.0	2.7	1.4	2.2	1.0
内需寄与度(前期比)	0.8	-0.6	1.1	-0.1	1.2	0.3	-0.3	1.1	1.9	1.9	1.2	1.6
外需寄与度(前期比)	-0.2	0.2	-0.0	-0.4	0.1	-0.6	0.3	-0.3	0.8	-0.6	1.0	-0.6
GDPデフレーター(前年同期比%)	-0.5	-0.2	-0.3	0.4	-0.3	-0.4	1.2	2.0	-0.1	0.7	-0.2	0.2
鉱工業生産指数(2020=100)	107.5	103.3	104.6	105.4	103.9	107.1	105.3	103.4	105.2	104.9	105.4	105.3
前期比%	1.2	-3.9	1.2	0.8	-1.5	3.1	-1.7	-1.8	5.6	-0.3	5.4	-0.2
第3次産業活動指数(2015=100)	97.3	96.8	98.3	98.1	99.5	99.4	99.4	100.4	97.5	99.6	97.4	99.0
前期比%	0.4	-0.5	1.5	-0.3	1.4	-0.0	-0.0	1.0	2.3	2.2	1.4	1.7
企業物価指数(2020=100)												
国内企業物価指数	103.6	105.7	108.2	110.4	113.6	115.9	119.0	119.7	107.0	117.1	104.6	114.7
前年同期比%	4.6	5.8	8.6	9.3	9.6	9.7	10.0	8.4	7.1	9.4	4.6	9.7
消費者物価指数(生鮮食品除く総合2020=100)	99.4	99.8	100.0	100.5	101.6	102.5	103.8	104.0	99.9	103.0	99.8	102.1
前年同期比%	-0.6	-0.0	0.4	0.6	2.1	2.7	3.8	3.5	0.1	3.0	-0.2	2.3
完全失業率(%)	2.9	2.8	2.7	2.7	2.6	2.6	2.5	2.6	2.8	2.6	2.8	2.6
10年物国債利回り(%)	0.07	0.03	0.07	0.19	0.23	0.21	0.30	0.44	0.09	0.29	0.07	0.23
国際収支統計												
貿易収支(季調済年率、兆円)	4.1	-0.3	-3.2	-7.0	-14.8	-22.3	-20.6	-14.9	-1.5	-18.0	1.8	-15.7
経常収支(季調済年率、億ドル)	2,364	1,806	1,587	1,422	990	299	698	831	1,794	696	1,962	879
経常収支(季調済年率、兆円)	25.9	19.9	18.0	16.5	12.8	4.1	9.9	11.0	20.2	9.4	21.5	11.5
対名目GDP比率(%)	4.7	3.6	3.3	3.0	2.3	0.7	1.8	1.9	3.6	1.7	3.9	1.9
為替レート(円/ドル)	109.4	110.1	113.7	116.2	129.6	138.4	141.4	132.3	112.3	135.4	109.8	131.4
(円/ユーロ)	132.4	129.9	130.6	131.6	138.8	139.5	144.2	142.1	131.1	141.2	130.3	138.5

(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

	2023		2024				2025		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)	2023 (予)	2024 (予)	2023 (予)	2024 (予)
名目国内総支出(兆円)	589.5	588.8	591.9	596.6	599.4	601.3	603.1	606.1	591.5	602.5	586.0	600.0
前期比%	2.7	-0.1	0.5	0.8	0.5	0.3	0.3	0.5				
前期比年率%	11.4	-0.4	2.1	3.2	1.9	1.3	1.2	2.0				
前年同期比%	5.1	6.2	5.4	3.8	1.8	2.1	1.9	1.7	5.1	1.9	5.2	2.4
実質国内総支出(兆円、2015暦年連鎖価格)	558.6	558.2	560.4	561.2	562.7	563.9	565.0	565.9	559.5	564.4	557.2	563.1
前期比%	1.2	-0.1	0.4	0.1	0.3	0.2	0.2	0.2				
前期比年率%	4.8	-0.3	1.6	0.6	1.1	0.9	0.8	0.6				
前年同期比%	1.6	2.0	2.3	1.6	0.8	1.0	0.8	0.9	1.9	0.9	2.0	1.1
内需寄与度(前期比)	-0.6	0.6	0.5	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1	1.0	1.0	1.5	1.1
外需寄与度(前期比)	1.8	-0.7	-0.1	-0.0	0.1	0.1	0.1	0.0	0.8	-0.1	0.5	0.0
GDPデフレーター(前年同期比%)	3.5	4.1	3.0	2.2	1.0	1.1	1.1	0.8	3.2	1.0	3.2	1.3
鉱工業生産指数(2020=100)	104.8	106.5	108.6	109.7	109.6	109.5	109.6	109.7	107.4	109.6	105.6	109.4
前期比%	1.4	1.6	2.0	1.0	-0.1	-0.1	0.1	0.1	2.4	2.1	0.4	3.6
第3次産業活動指数(2015=100)	101.2	102.0	102.7	102.9	102.9	103.0	103.1	103.2	102.1	103.0	101.5	102.9
前期比%	0.8	0.7	0.7	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	2.5	0.8	2.5	1.4
企業物価指数(2020=100)												
国内企業物価指数	119.5	120.4	120.8	121.6	121.8	122.1	122.1	122.2	120.6	122.0	120.1	121.9
前年同期比%	5.2	3.9	1.5	1.6	1.9	1.3	1.1	0.5	3.0	1.2	4.7	1.5
消費者物価指数(生鮮食品除く総合2020=100)	104.9	105.4	106.3	107.4	107.9	107.9	108.2	108.7	106.0	108.2	105.1	107.8
前年同期比%	3.2	2.8	2.4	3.2	2.9	2.3	1.8	1.3	2.9	2.0	3.0	2.5
完全失業率(%)	2.6	2.6	2.5	2.4	2.4	2.3	2.3	2.3	2.5	2.3	2.6	2.3
10年物国債利回り(%)	0.40	0.58	0.65	0.65	0.65	0.65	0.65	0.65	0.57	0.65	0.52	0.65
国際収支統計												
貿易収支(季調済年率、兆円)	-3.5	-10.4	-12.2	-12.1	-11.7	-11.8	-11.5	-11.3	-9.5	-11.5	-10.0	-11.5
経常収支(季調済年率、億ドル)	1,732	1,501	1,382	1,362	1,415	1,457	1,488	1,517	1,490	1,465	1,450	1,524
経常収支(季調済年率、兆円)	23.8	21.7	20.4	20.1	20.9	21.5	22.0	22.4	21.4	21.6	20.5	22.5
対名目GDP比率(%)	4.0	3.7	3.4	3.4	3.5	3.6	3.6	3.7	3.6	3.6	3.5	3.8
為替レート(円/ドル)	137.4	144.5	147.7	147.7	147.7	147.7	147.7	147.7	144.3	147.7	140.4	147.7
(円/ユーロ)	149.7	157.4	158.4	158.4	158.4	158.4	158.4	158.4	156.0	158.4	151.9	158.4

(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)

	2021			2022			2023			年度		暦年	
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	2021	2022	2021	2022	
国内総支出	541.4	539.3	545.2	542.1	549.1	547.5	547.8	552.1	541.7	549.2	540.9	546.5	
前期比年率%	2.2	-1.5	4.5	-2.3	5.3	-1.2	0.2	3.2					
前年同期比%	7.8	1.9	0.9	0.6	1.7	1.5	0.4	2.0	2.7	1.4	2.2	1.0	
国内需要	541.2	538.2	544.4	543.7	549.9	551.7	550.3	555.7	541.7	552.1	540.0	548.7	
前期比年率%	3.1	-2.2	4.7	-0.5	4.7	1.3	-1.0	4.0					
前年同期比%	4.5	1.3	0.7	1.3	1.8	2.5	0.9	2.5	1.9	1.9	1.2	1.6	
民間需要	394.9	391.4	399.8	399.4	405.0	406.7	404.9	409.9	396.4	406.8	394.5	403.8	
前期比年率%	2.3	-3.5	8.9	-0.4	5.7	1.7	-1.8	5.0					
前年同期比%	4.7	0.9	1.1	2.0	2.7	3.8	1.1	3.0	2.1	2.6	0.8	2.4	
民間最終消費支出	287.7	284.3	292.9	289.9	295.1	295.0	295.7	297.5	288.7	295.9	287.9	293.9	
前期比年率%	1.3	-4.6	12.6	-4.1	7.4	-0.1	1.0	2.4					
前年同期比%	5.7	-0.6	0.3	1.2	2.7	3.7	1.0	2.7	1.5	2.5	0.4	2.1	
民間住宅投資	19.2	18.9	18.7	18.5	18.1	18.1	18.3	18.4	18.8	18.2	18.9	18.3	
前期比年率%	4.7	-5.6	-3.8	-4.8	-7.2	-0.4	3.9	2.7					
前年同期比%	-1.8	1.4	0.4	-2.5	-5.2	-4.1	-2.2	-0.4	-0.6	-3.0	-0.7	-3.5	
民間企業設備投資	88.6	87.1	87.6	87.5	89.3	90.6	90.0	91.5	87.7	90.4	87.6	89.3	
前期比年率%	6.1	-6.7	2.1	-0.2	8.3	6.2	-2.7	6.6					
前年同期比%	5.2	3.0	1.4	0.3	0.9	4.0	2.5	4.7	2.3	3.1	1.1	1.9	
民間在庫変動	-0.6	1.0	0.6	3.5	2.5	3.0	0.9	2.5	1.2	2.3	0.0	2.4	
公的需要	146.3	146.8	144.6	144.2	144.9	144.9	145.4	145.8	145.3	145.3	145.5	144.9	
前期比年率%	5.1	1.4	-5.9	-1.0	1.9	0.1	1.2	1.2					
前年同期比%	4.1	2.4	-0.2	-0.5	-0.6	-1.2	0.5	1.1	1.4	-0.0	2.4	-0.4	
政府最終消費支出	117.2	118.7	117.3	118.0	118.6	118.5	118.7	118.8	117.8	118.7	117.0	118.5	
前期比年率%	8.3	5.0	-4.4	2.5	1.8	-0.2	0.6	0.3					
前年同期比%	5.1	4.0	2.0	2.7	1.2	-0.1	1.2	0.6	3.4	0.7	3.5	1.2	
公的固定資本形成	29.1	28.2	27.3	26.2	26.4	26.7	26.7	27.1	27.6	26.7	28.5	26.5	
前期比年率%	-6.8	-12.4	-12.0	-14.6	2.5	4.1	0.3	5.8					
前年同期比%	-0.5	-3.4	-8.0	-11.9	-9.2	-5.1	-2.4	3.0	-6.5	-3.1	-1.8	-7.2	
公的在庫変動	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.3	-0.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	
財貨・サービスの純輸出	0.3	1.5	1.3	-1.1	-0.2	-3.5	-1.8	-3.5	0.5	-2.3	1.2	-1.6	
財貨・サービスの輸出	103.8	103.4	103.5	104.9	106.9	109.5	111.1	106.8	103.9	108.5	102.8	108.1	
前期比年率%	14.2	-1.7	0.3	5.6	7.9	10.0	6.0	-14.4					
前年同期比%	27.3	15.6	5.9	4.3	2.9	5.9	7.3	1.8	12.4	4.5	11.9	5.1	
財貨・サービスの輸入	103.5	101.8	102.2	105.9	107.1	113.0	112.9	110.3	103.4	110.8	101.6	109.7	
前期比年率%	20.7	-6.4	1.3	15.5	4.6	23.7	-0.5	-8.7					
前年同期比%	5.1	11.4	5.1	7.3	3.2	10.9	10.4	4.2	7.1	7.2	5.1	8.0	

(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)

	2023		2024				2025		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)	2023 (予)	2024 (予)	2023 (予)	2024 (予)
国内総支出	558.6	558.2	560.4	561.2	562.7	563.9	565.0	565.9	559.5	564.4	557.2	563.1
前期比年率%	4.8	-0.3	1.6	0.6	1.1	0.9	0.8	0.6				
前年同期比%	1.6	2.0	2.3	1.6	0.8	1.0	0.8	0.9	1.9	0.9	2.0	1.1
国内需要	552.5	555.8	558.4	559.3	560.4	561.3	562.1	562.7	556.7	561.8	555.8	560.8
前期比年率%	-2.2	2.4	1.9	0.6	0.8	0.7	0.5	0.5				
前年同期比%	0.4	0.8	1.5	0.6	1.4	1.0	0.6	0.7	0.8	0.9	1.3	0.9
民間需要	406.6	410.7	414.6	416.5	417.1	417.5	417.9	418.2	412.3	417.8	410.7	417.3
前期比年率%	-3.1	4.0	3.8	1.9	0.5	0.4	0.4	0.3				
前年同期比%	0.3	1.0	2.4	1.6	2.6	1.6	0.8	0.5	1.3	1.3	1.7	1.6
民間最終消費支出	295.6	298.4	301.1	302.1	302.3	302.4	302.6	302.7	299.3	302.6	298.2	302.4
前期比年率%	-2.5	3.9	3.6	1.4	0.2	0.2	0.2	0.2				
前年同期比%	0.1	1.2	1.8	1.5	2.3	1.3	0.5	0.2	1.2	1.1	1.5	1.4
民間住宅投資	18.8	18.6	18.6	18.6	18.6	18.5	18.4	18.3	18.6	18.4	18.6	18.5
前期比年率%	8.1	-4.9	1.6	0.0	-1.6	-1.6	-1.6	-1.6				
前年同期比%	3.6	2.4	1.8	1.1	-1.3	-0.4	-1.2	-1.6	2.2	-1.1	1.8	-0.4
民間企業設備投資	90.5	91.8	92.9	93.8	94.3	94.6	95.0	95.2	92.4	94.8	91.7	94.4
前期比年率%	-4.0	5.7	4.9	4.1	2.0	1.4	1.4	1.0				
前年同期比%	1.4	1.3	3.4	2.5	4.1	3.1	2.1	1.5	2.2	2.6	2.8	2.9
民間在庫変動	1.8	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	1.9	2.0	2.2	2.0
公的需要	145.9	145.1	143.9	142.8	143.3	143.8	144.2	144.5	144.4	143.9	145.2	143.5
前期比年率%	0.3	-2.1	-3.5	-3.0	1.5	1.5	1.0	1.0				
前年同期比%	0.7	0.1	-0.9	-2.0	-1.9	-0.9	0.2	1.2	-0.6	-0.3	0.2	-1.2
政府最終消費支出	118.8	117.9	116.4	115.2	115.7	116.2	116.5	116.8	117.1	116.3	118.0	115.9
前期比年率%	0.1	-3.2	-4.9	-3.9	1.6	1.6	1.0	1.0				
前年同期比%	0.2	-0.6	-1.9	-3.0	-2.6	-1.4	0.0	1.3	-1.3	-0.7	-0.4	-1.8
公的固定資本形成	27.1	27.3	27.5	27.6	27.6	27.7	27.8	27.8	27.4	27.7	27.3	27.7
前期比年率%	1.0	2.9	2.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9				
前年同期比%	2.9	2.3	3.2	2.0	1.8	1.5	0.9	0.9	2.6	1.2	2.9	1.5
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	4.7	0.9	0.6	0.5	0.9	1.2	1.6	1.8	1.7	1.4	0.7	1.1
財貨・サービスの輸出	110.1	110.8	111.5	112.5	113.1	113.7	114.2	114.7	111.2	113.9	109.8	113.3
前期比年率%	12.9	2.6	2.5	3.5	2.2	1.9	2.0	1.6				
前年同期比%	3.0	1.2	0.4	5.3	2.7	2.6	2.4	1.9	2.5	2.4	1.6	3.2
財貨・サービスの輸入	105.5	109.9	110.9	112.0	112.2	112.4	112.7	112.9	109.5	112.5	109.1	112.3
前期比年率%	-16.5	17.9	3.9	3.9	0.8	0.8	0.8	0.8				
前年同期比%	-1.7	-2.7	-1.7	1.5	6.5	2.3	1.6	0.8	-1.2	2.7	-0.5	2.9

(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)

	2021			2022			2023			年度		暦年	
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	2021	2022	2021	2022	
国内総支出	552.0	548.4	552.1	553.5	559.8	554.7	561.4	573.7	551.4	562.7	550.1	557.2	
前期比年率%	2.5	-2.6	2.7	1.0	4.7	-3.6	5.0	9.0					
前年同期比%	7.3	1.6	0.5	1.0	1.4	1.1	1.6	4.0	2.5	2.0	2.0	1.3	
国内需要	552.9	552.4	560.7	566.8	578.2	583.2	586.1	595.1	558.1	585.9	553.0	578.4	
前期比年率%	4.9	-0.4	6.2	4.4	8.3	3.5	2.0	6.3					
前年同期比%	5.4	2.8	2.8	3.8	4.6	5.7	4.4	5.3	3.7	5.0	2.3	4.6	
民間需要	404.3	402.4	412.7	418.3	428.8	432.6	433.8	442.0	409.4	434.5	404.8	428.2	
前期比年率%	3.8	-1.8	10.6	5.6	10.4	3.6	1.1	7.8					
前年同期比%	5.8	2.4	3.2	4.6	6.2	7.4	5.0	6.0	4.0	6.1	1.9	5.8	
民間最終消費支出	293.4	290.7	300.0	301.7	308.7	310.2	313.6	319.0	296.4	312.9	294.0	308.6	
前期比年率%	2.0	-3.6	13.4	2.3	9.6	1.9	4.4	7.1					
前年同期比%	6.1	0.2	1.7	3.3	5.4	6.7	4.6	5.7	2.7	5.6	1.0	5.0	
民間住宅投資	20.9	21.3	21.5	21.6	21.6	21.6	21.8	21.8	21.3	21.7	21.0	21.6	
前期比年率%	14.3	7.8	4.9	1.3	-0.8	0.8	3.0	1.4					
前年同期比%	1.8	8.6	10.2	6.8	3.3	1.5	1.1	1.0	6.9	1.7	4.6	3.1	
民間企業設備投資	90.4	89.5	90.8	91.7	94.7	97.2	97.4	99.3	90.6	97.3	89.7	95.1	
前期比年率%	8.9	-4.0	5.8	4.1	13.8	11.2	0.7	7.9					
前年同期比%	6.8	5.3	4.6	3.5	5.0	8.6	7.1	8.4	5.0	7.4	2.8	6.0	
民間在庫変動	-0.4	0.9	0.4	3.3	3.8	3.6	1.1	2.0	1.1	2.6	0.1	2.9	
公的需要	148.6	150.0	148.0	148.5	149.5	150.6	152.3	153.0	148.7	151.4	148.1	150.2	
前期比年率%	8.0	3.6	-5.0	1.2	2.6	3.1	4.5	2.0					
前年同期比%	4.5	4.0	1.6	1.6	0.5	0.7	2.8	3.2	2.9	1.8	3.2	1.4	
政府最終消費支出	117.8	119.9	118.4	119.7	120.1	121.4	122.0	122.2	119.0	121.5	117.7	120.8	
前期比年率%	11.6	7.1	-4.8	4.4	1.4	4.4	1.8	0.8					
前年同期比%	5.1	5.4	3.2	4.6	1.6	1.6	2.9	2.3	4.5	2.1	4.0	2.6	
公的固定資本形成	30.9	30.3	29.7	28.8	29.4	30.0	30.3	30.8	29.8	30.2	30.5	29.6	
前期比年率%	-5.0	-7.8	-7.6	-10.7	8.3	8.6	3.2	7.0					
前年同期比%	1.7	-0.7	-4.4	-8.2	-4.5	-0.4	1.9	6.5	-3.3	1.2	0.4	-2.9	
公的在庫変動	-0.1	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1	-0.9	-0.0	-0.0	-0.1	-0.2	-0.1	-0.3	
財貨・サービスの純輸出	-0.9	-4.0	-8.6	-13.3	-18.4	-28.5	-24.6	-21.3	-6.7	-23.2	-2.9	-21.2	
財貨・サービスの輸出	100.0	101.5	104.5	109.3	118.8	125.2	127.5	119.6	103.8	122.8	100.2	120.2	
前期比年率%	25.4	6.3	12.5	19.5	39.5	23.5	7.6	-22.6					
前年同期比%	37.0	25.1	17.9	15.6	18.8	23.7	21.7	9.4	23.0	18.3	19.5	20.0	
財貨・サービスの輸入	100.9	105.5	113.2	122.6	137.2	153.8	152.1	141.0	110.5	146.0	103.0	141.5	
前期比年率%	43.0	19.3	32.6	37.8	56.7	57.8	-4.1	-26.3					
前年同期比%	21.0	33.3	34.1	32.6	35.7	46.2	34.4	14.9	30.3	32.1	20.8	37.3	

(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)

	2023		2024				2025		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)	2023 (予)	2024 (予)	2023 (予)	2024 (予)
国内総支出	589.5	588.8	591.9	596.6	599.4	601.3	603.1	606.1	591.5	602.5	586.0	600.0
前期比年率%	11.4	-0.4	2.1	3.2	1.9	1.3	1.2	2.0				
前年同期比%	5.1	6.2	5.4	3.8	1.8	2.1	1.9	1.7	5.1	1.9	5.2	2.4
国内需要	595.6	602.0	607.0	612.1	614.5	616.2	617.7	620.5	604.3	617.3	600.0	615.1
前期比年率%	0.4	4.4	3.4	3.4	1.6	1.1	1.0	1.8				
前年同期比%	2.8	3.2	3.6	2.9	3.1	2.4	1.7	1.4	3.1	2.1	3.7	2.5
民間需要	442.3	449.1	455.2	461.1	462.7	463.5	464.5	466.6	452.1	464.4	447.3	462.9
前期比年率%	0.2	6.3	5.5	5.2	1.4	0.7	0.8	1.9				
前年同期比%	3.0	3.8	4.9	4.3	4.6	3.2	2.0	1.3	4.1	2.7	4.5	3.5
民間最終消費支出	318.0	323.0	327.5	331.9	332.9	333.2	333.7	335.6	325.1	333.9	321.9	333.0
前期比年率%	-1.2	6.4	5.7	5.5	1.2	0.4	0.6	2.2				
前年同期比%	3.0	4.1	4.4	4.1	4.7	3.2	1.9	1.1	3.9	2.7	4.3	3.4
民間住宅投資	22.2	22.0	22.2	22.3	22.3	22.2	22.2	22.1	22.2	22.2	22.1	22.2
前期比年率%	7.3	-3.0	2.7	1.7	-0.7	-0.7	-1.0	-1.0				
前年同期比%	3.1	2.1	2.0	2.2	0.2	0.8	-0.2	-0.8	2.3	-0.0	2.0	0.7
民間企業設備投資	99.2	100.9	102.3	103.7	104.4	104.9	105.4	105.8	101.7	105.2	100.5	104.6
前期比年率%	-0.3	7.1	5.7	5.3	2.7	2.1	1.9	1.5				
前年同期比%	4.9	3.8	5.2	4.4	5.1	3.9	2.9	2.1	4.6	3.4	5.7	4.1
民間在庫変動	2.9	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.1	3.2	2.8	3.2
公的需要	153.3	152.8	151.8	151.0	151.8	152.6	153.3	153.9	152.2	152.9	152.6	152.2
前期比年率%	0.7	-1.1	-2.6	-2.1	2.2	2.2	1.7	1.7				
前年同期比%	2.2	1.4	-0.2	-1.2	-1.0	-0.0	0.9	1.9	0.5	0.4	1.6	-0.3
政府最終消費支出	122.1	121.4	120.1	119.1	119.8	120.5	121.0	121.6	120.6	120.7	121.4	120.1
前期比年率%	-0.3	-2.4	-4.2	-3.2	2.4	2.4	1.7	1.7				
前年同期比%	1.4	-0.2	-1.5	-2.6	-1.8	-0.7	0.8	2.1	-0.7	0.1	0.5	-1.1
公的固定資本形成	31.1	31.5	31.7	31.9	32.0	32.1	32.3	32.4	31.6	32.2	31.3	32.1
前期比年率%	4.7	4.1	3.6	2.1	1.5	1.5	1.3	1.3				
前年同期比%	6.1	4.6	4.9	3.7	2.7	2.3	1.6	1.4	4.7	1.9	5.5	2.6
公的在庫変動	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0
財貨・サービスの純輸出	-6.1	-13.1	-15.1	-15.5	-15.1	-14.9	-14.6	-14.5	-12.5	-14.8	-14.0	-15.1
財貨・サービスの輸出	124.4	127.2	129.2	130.4	131.2	131.9	132.6	133.2	127.7	132.2	125.1	131.5
前期比年率%	17.0	9.3	6.5	3.7	2.5	2.1	2.2	1.9				
前年同期比%	4.6	1.4	1.4	9.0	5.5	3.8	2.6	2.2	4.0	3.5	4.0	5.1
財貨・サービスの輸入	130.5	140.3	144.4	145.9	146.3	146.8	147.2	147.7	140.2	147.0	139.0	146.6
前期比年率%	-26.5	33.7	12.0	4.3	1.2	1.2	1.2	1.2				
前年同期比%	-4.7	-8.9	-5.1	3.5	12.1	4.7	2.0	1.2	-3.9	4.8	-1.7	5.4

(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)

	2021			2022			2023			年度		暦年	
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	2021	2022	2021	2022	
国内総支出	102.0	101.7	101.3	102.1	102.0	101.3	102.5	103.9	101.8	102.5	101.7	102.0	
前期比%	0.1	-0.3	-0.4	0.8	-0.1	-0.6	1.2	1.4					
前年同期比%	-0.5	-0.2	-0.3	0.4	-0.3	-0.4	1.2	2.0	-0.1	0.7	-0.2	0.2	
民間最終消費支出	102.0	102.2	102.4	104.1	104.6	105.2	106.0	107.2	102.6	105.7	102.1	105.0	
前期比%	0.1	0.3	0.2	1.6	0.5	0.5	0.8	1.1					
前年同期比%	0.4	0.8	1.4	2.1	2.7	2.9	3.6	3.0	1.2	3.0	0.6	2.8	
民間住宅投資	108.9	112.6	115.0	116.8	118.8	119.1	118.9	118.5	113.3	118.8	110.8	118.4	
前期比%	2.2	3.4	2.2	1.5	1.7	0.3	-0.2	-0.3					
前年同期比%	3.6	7.1	9.7	9.6	9.0	5.9	3.4	1.4	7.6	4.8	5.3	6.8	
民間企業設備投資	102.0	102.7	103.6	104.7	106.1	107.3	108.2	108.6	103.3	107.6	102.4	106.6	
前期比%	0.6	0.7	0.9	1.1	1.3	1.2	0.9	0.3					
前年同期比%	1.6	2.2	3.1	3.2	4.1	4.4	4.5	3.6	2.6	4.1	1.7	4.0	
政府最終消費支出	100.5	101.0	100.9	101.4	101.3	102.5	102.8	102.9	101.0	102.4	100.6	102.0	
前期比%	0.7	0.5	-0.1	0.5	-0.1	1.1	0.3	0.1					
前年同期比%	-0.0	1.4	1.2	1.9	0.4	1.7	1.8	1.6	1.1	1.4	0.5	1.4	
公的固定資本形成	106.0	107.4	108.7	110.0	111.5	112.7	113.5	113.8	108.1	113.0	106.9	111.9	
前期比%	0.5	1.3	1.2	1.1	1.4	1.1	0.7	0.3					
前年同期比%	2.2	2.8	4.0	4.1	5.2	4.9	4.4	3.4	3.3	4.5	2.3	4.7	
財貨・サービスの輸出	96.3	98.2	101.0	104.2	111.1	114.4	114.8	112.0	99.9	113.1	97.4	111.3	
前期比%	2.4	2.0	2.9	3.2	6.6	2.9	0.4	-2.5					
前年同期比%	7.6	8.2	11.3	10.8	15.4	16.8	13.5	7.5	9.4	13.2	6.8	14.2	
財貨・サービスの輸入	97.5	103.6	110.8	115.7	128.1	136.1	134.8	127.8	106.9	131.8	101.4	129.0	
前期比%	4.3	6.2	7.0	4.5	10.6	6.3	-0.9	-5.2					
前年同期比%	15.1	19.6	27.6	23.6	31.4	31.8	21.7	10.2	21.6	23.3	14.9	27.2	

(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)

	2023		2024				2025		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)	2023 (予)	2024 (予)	2023 (予)	2024 (予)
国内総支出	105.5	105.5	105.6	106.3	106.5	106.6	106.7	107.1	105.7	106.8	105.2	106.5
前期比%	1.6	-0.0	0.1	0.7	0.2	0.1	0.1	0.3				
前年同期比%	3.5	4.1	3.0	2.2	1.0	1.1	1.1	0.8	3.2	1.0	3.2	1.3
民間最終消費支出	107.6	108.2	108.8	109.9	110.1	110.2	110.3	110.8	108.6	110.4	108.0	110.1
前期比%	0.3	0.6	0.5	1.0	0.2	0.0	0.1	0.5				
前年同期比%	2.9	2.9	2.6	2.5	2.3	1.8	1.4	0.9	2.7	1.6	2.8	2.0
民間住宅投資	118.3	118.9	119.2	119.7	120.0	120.3	120.4	120.6	119.0	120.3	118.7	120.1
前期比%	-0.2	0.5	0.3	0.4	0.2	0.2	0.2	0.2				
前年同期比%	-0.4	-0.3	0.2	1.0	1.4	1.2	1.1	0.8	0.1	1.1	0.2	1.2
民間企業設備投資	109.6	110.0	110.2	110.5	110.7	110.9	111.0	111.1	110.1	110.9	109.5	110.8
前期比%	0.9	0.3	0.2	0.3	0.2	0.2	0.1	0.1				
前年同期比%	3.4	2.5	1.8	1.8	0.9	0.8	0.7	0.5	2.3	0.7	2.8	1.1
政府最終消費支出	102.8	103.0	103.2	103.4	103.5	103.7	103.9	104.1	103.0	103.8	102.9	103.6
前期比%	-0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2				
前年同期比%	1.2	0.4	0.4	0.4	0.9	0.8	0.7	0.8	0.6	0.8	0.9	0.7
公的固定資本形成	114.8	115.2	115.4	115.7	115.9	116.0	116.1	116.3	115.3	116.1	114.8	116.0
前期比%	0.9	0.3	0.2	0.3	0.1	0.1	0.1	0.1				
前年同期比%	3.1	2.2	1.7	1.7	0.9	0.7	0.7	0.5	2.1	0.7	2.6	1.0
財貨・サービスの輸出	113.0	114.8	115.9	115.9	116.0	116.1	116.1	116.2	114.9	116.1	113.9	116.0
前期比%	0.9	1.6	1.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1				
前年同期比%	1.5	0.2	1.0	3.5	2.8	1.2	0.2	0.2	1.5	1.1	2.4	1.8
財貨・サービスの輸入	123.8	127.7	130.2	130.3	130.4	130.6	130.7	130.8	128.1	130.7	127.4	130.6
前期比%	-3.2	3.2	1.9	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1				
前年同期比%	-3.1	-6.3	-3.5	2.0	5.3	2.3	0.4	0.4	-2.8	2.0	-1.2	2.5

(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

	2021		2022			2023			年度		暦年	
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	2021	2022	2021	2022
1. 前期比%												
実質GDP成長率	0.5	-0.4	1.1	-0.6	1.3	-0.3	0.1	0.8	2.7	1.4	2.2	1.0
国内需要	0.8	-0.6	1.1	-0.1	1.2	0.3	-0.3	1.1	1.9	1.9	1.2	1.6
民間需要	0.4	-0.7	1.6	-0.1	1.0	0.3	-0.3	1.0	1.5	1.9	0.6	1.7
民間最終消費支出	0.2	-0.6	1.6	-0.6	1.0	-0.0	0.1	0.3	0.8	1.4	0.2	1.1
民間住宅投資	0.0	-0.1	-0.0	-0.0	-0.1	-0.0	0.0	0.0	-0.0	-0.1	-0.0	-0.1
民間企業設備投資	0.2	-0.3	0.1	-0.0	0.3	0.2	-0.1	0.3	0.4	0.5	0.2	0.3
民間在庫変動	-0.0	0.3	-0.1	0.6	-0.2	0.1	-0.4	0.3	0.4	0.2	0.2	0.4
公的需要	0.3	0.1	-0.4	-0.1	0.1	-0.0	0.1	0.1	0.4	-0.0	0.6	-0.1
政府最終消費支出	0.4	0.3	-0.2	0.1	0.1	-0.0	0.0	0.0	0.7	0.2	0.7	0.3
公的固定資本形成	-0.1	-0.2	-0.2	-0.2	0.0	0.1	0.0	0.1	-0.4	-0.2	-0.1	-0.4
公的在庫変動	0.0	0.0	0.0	-0.0	-0.0	-0.0	0.1	-0.0	0.0	-0.0	-0.0	-0.0
財貨・サービスの純輸出	-0.2	0.2	-0.0	-0.4	0.1	-0.6	0.3	-0.3	0.8	-0.6	1.0	-0.6
財貨・サービスの輸出	0.6	-0.1	0.0	0.2	0.4	0.5	0.3	-0.8	2.0	0.9	1.8	0.9
財貨・サービスの輸入	-0.8	0.3	-0.1	-0.7	-0.2	-1.1	0.0	0.6	-1.2	-1.4	-0.8	-1.5
2. 前年同期比%												
実質GDP成長率	7.8	1.9	0.9	0.6	1.7	1.5	0.4	2.0	2.7	1.4	2.2	1.0
国内需要	4.6	1.3	0.7	1.2	1.9	2.5	1.0	2.5	1.9	1.9	1.2	1.6
民間需要	3.5	0.7	0.8	1.3	2.1	2.8	0.9	2.2	1.5	1.9	0.6	1.7
民間最終消費支出	3.1	-0.3	0.1	0.6	1.4	2.0	0.6	1.5	0.8	1.4	0.2	1.1
民間住宅投資	-0.1	0.1	0.0	-0.1	-0.2	-0.2	-0.1	-0.0	-0.0	-0.1	-0.0	-0.1
民間企業設備投資	0.8	0.5	0.2	0.1	0.1	0.6	0.4	0.9	0.4	0.5	0.2	0.3
民間在庫変動	-0.3	0.5	0.4	0.9	0.6	0.4	-0.0	-0.1	0.4	0.2	0.2	0.4
公的需要	1.1	0.6	-0.1	-0.2	-0.2	-0.4	0.1	0.3	0.4	-0.0	0.6	-0.1
政府最終消費支出	1.2	0.8	0.4	0.5	0.3	-0.0	0.3	0.1	0.7	0.2	0.7	0.3
公的固定資本形成	-0.0	-0.2	-0.5	-0.8	-0.4	-0.3	-0.1	0.2	-0.4	-0.2	-0.1	-0.4
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	0.6	0.2	-0.6	-0.1	-1.0	-0.6	-0.7	0.8	-0.6	1.0	-0.6
財貨・サービスの輸出	4.0	2.3	1.0	0.8	0.5	1.1	1.3	0.4	2.0	0.9	1.8	0.9
財貨・サービスの輸入	-0.9	-1.7	-0.8	-1.3	-0.6	-2.0	-1.9	-1.0	-1.2	-1.4	-0.8	-1.5

(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

	2023		2024				2025		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)	2023 (予)	2024 (予)	2023 (予)	2024 (予)
1. 前期比%												
実質GDP成長率	1.2	-0.1	0.4	0.1	0.3	0.2	0.2	0.2	1.9	0.9	2.0	1.1
国内需要	-0.6	0.6	0.5	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1	1.0	1.0	1.5	1.1
民間需要	-0.6	0.7	0.7	0.4	0.1	0.1	0.1	0.1	1.2	1.1	1.4	1.3
民間最終消費支出	-0.4	0.5	0.5	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.6	0.6	0.8	0.8
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	0.1	-0.0
民間企業設備投資	-0.2	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.0	0.4	0.5	0.5	0.5
民間在庫変動	-0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.1	0.0	-0.0	-0.0
公的需要	0.0	-0.1	-0.2	-0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	-0.1	-0.1	0.1	-0.3
政府最終消費支出	0.0	-0.2	-0.3	-0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	-0.3	-0.1	-0.1	-0.4
公的固定資本形成	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	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	1.8	-0.7	-0.1	-0.0	0.1	0.1	0.1	0.0	0.8	-0.1	0.5	0.0
財貨・サービスの輸出	0.6	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.5	0.5	0.3	0.7
財貨・サービスの輸入	1.1	-0.8	-0.2	-0.2	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	0.3	-0.6	0.1	-0.7
2. 前年同期比%												
実質GDP成長率	1.6	2.0	2.3	1.6	0.8	1.0	0.8	0.9	1.9	0.9	2.0	1.1
国内需要	0.4	0.8	1.5	0.6	1.4	1.0	0.6	0.7	1.0	1.0	1.5	1.1
民間需要	0.3	0.8	1.8	1.2	1.9	1.2	0.6	0.4	1.2	1.1	1.4	1.3
民間最終消費支出	0.0	0.6	1.0	0.8	1.2	0.7	0.3	0.1	0.6	0.6	0.8	0.8
民間住宅投資	0.1	0.1	0.1	0.0	-0.0	-0.0	-0.0	-0.1	0.1	-0.0	0.1	-0.0
民間企業設備投資	0.2	0.2	0.5	0.5	0.6	0.5	0.3	0.3	0.4	0.5	0.5	0.5
民間在庫変動	-0.2	-0.2	0.2	-0.1	0.1	-0.0	-0.0	0.0	-0.1	0.0	-0.0	-0.0
公的需要	0.1	0.0	-0.3	-0.5	-0.5	-0.2	0.1	0.3	-0.1	-0.1	0.1	-0.3
政府最終消費支出	0.0	-0.1	-0.4	-0.6	-0.6	-0.3	0.0	0.3	-0.3	-0.1	-0.1	-0.4
公的固定資本形成	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.1	0.1	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	1.1	0.8	0.4	0.7	-0.7	0.1	0.2	0.2	0.8	-0.1	0.5	0.0
財貨・サービスの輸出	0.7	0.2	0.1	1.0	0.5	0.5	0.5	0.4	0.5	0.5	0.3	0.7
財貨・サービスの輸入	0.4	0.6	0.3	-0.3	-1.2	-0.5	-0.3	-0.2	0.3	-0.6	0.1	-0.7

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

(注2) 項目の一部の寄与度は簡便法による。

(注3) 四捨五入の影響で政府の公表値と異なる場合があります。

(6-a) 主要前提条件

	2021		2022			2023			年度		暦年	
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	2021	2022	2021	2022
1. 世界経済												
主要貿易相手国・地域経済成長率 (貿易額加重平均)												
前年同期比%	11.1	4.6	4.9	3.9	2.6	3.3	1.6	2.3	6.0	2.4	6.4	2.9
原油価格 (WTI、\$/bbl)	66.2	70.5	77.1	95.0	108.5	91.4	82.6	76.0	77.2	89.6	68.1	94.3
前年同期比%	136.3	72.3	80.6	63.4	64.0	29.7	7.2	-20.0	81.9	16.1	73.1	38.5
2. 米国経済												
実質GDP (10億ドル、2012年連鎖)	19,544	19,673	20,006	19,924	19,895	20,055	20,183	20,283	19,787	20,104	19,610	20,014
前期比年率%	7.0	2.7	7.0	-1.6	-0.6	3.2	2.6	2.0				
前年同期比%	12.5	5.0	5.7	3.7	1.8	1.9	0.9	1.8	6.6	1.6	5.9	2.1
消費者物価指数 (1982-1984=100)	268.6	272.9	278.7	284.9	291.5	295.5	298.5	301.3	276.2	296.8	271.0	292.7
前期比年率%	7.5	6.6	8.8	9.2	9.7	5.5	4.2	3.8				
前年同期比%	4.8	5.3	6.7	8.0	8.6	8.3	7.1	5.8	6.2	7.4	4.7	8.0
生産者物価指数 (最終需要、09/11=100)	125.2	128.4	131.2	135.2	139.0	139.9	140.8	141.1	130.0	140.2	126.7	138.8
前期比年率%	10.7	10.8	9.1	12.6	11.7	2.7	2.7	0.8				
前年同期比%	7.0	8.5	9.6	10.7	11.2	9.0	7.3	4.4	9.0	7.9	7.0	9.5
FFレート (期末、%)	0.25	0.25	0.25	0.50	1.75	3.25	4.50	5.00	0.50	5.00	0.25	4.50
10年物国債利回り (%)	1.59	1.32	1.54	1.94	2.93	3.11	3.83	3.65	1.60	3.38	1.44	2.95
3. 日本経済												
名目政府最終消費支出 (兆円)	117.8	119.9	118.4	119.7	120.1	121.4	122.0	122.2	119.0	121.5	117.7	120.8
前期比年率%	11.6	7.1	-4.8	4.4	1.4	4.4	1.8	0.8				
前年同期比%	5.1	5.4	3.2	4.6	1.6	1.6	2.9	2.3	4.5	2.1	4.0	2.6
名目公的固定資本形成 (兆円)	30.9	30.3	29.7	28.8	29.4	30.0	30.3	30.8	29.8	30.2	30.5	29.6
前期比年率%	-5.0	-7.8	-7.6	-10.7	8.3	8.6	3.2	7.0				
前年同期比%	1.7	-0.7	-4.4	-8.2	-4.5	-0.4	1.9	6.5	-3.3	1.2	0.4	-2.9
為替レート (円/ドル)	109.4	110.1	113.7	116.2	129.6	138.4	141.4	132.3	112.3	135.4	109.8	131.4
(円/ユーロ)	132.4	129.9	130.6	131.6	138.8	139.5	144.2	142.1	131.1	141.2	130.3	138.5

(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

	2023		2024			2025			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)	2023 (予)	2024 (予)	2023 (予)	2024 (予)
1. 世界経済												
主要貿易相手国・地域経済成長率 (貿易額加重平均)												
前年同期比%	2.9	2.7	2.6	2.4	2.2	2.4	2.5	2.6	2.7	2.4	2.6	2.4
原油価格 (WTI、\$/bbl)	73.6	81.6	87.5	87.5	87.5	87.5	87.5	87.5	82.6	87.5	79.7	87.5
前年同期比%	-32.2	-10.8	5.9	15.2	19.0	7.3	0.0	0.0	-7.9	6.0	-15.5	9.9
2. 米国経済												
実質GDP (10億ドル、2012年連鎖)	20,387	20,480	20,504	20,510	20,531	20,581	20,654	20,741	20,470	20,627	20,413	20,569
前期比年率%	2.1	1.9	0.5	0.1	0.4	1.0	1.4	1.7				
前年同期比%	2.5	2.1	1.6	1.1	0.7	0.5	0.7	1.1	1.8	0.8	2.0	0.8
消費者物価指数 (1982-1984=100)	303.4	305.3	307.7	309.6	311.4	313.2	315.0	316.7	306.5	314.1	304.4	312.3
前期比年率%	2.7	2.5	3.2	2.6	2.3	2.3	2.4	2.1				
前年同期比%	4.0	3.3	3.1	2.8	2.7	2.6	2.4	2.3	3.3	2.5	4.0	2.6
生産者物価指数 (最終需要、09/11=100)	140.7	141.4	142.5	143.4	144.2	145.0	145.9	146.7	141.9	145.5	141.4	144.6
前期比年率%	-1.2	1.8	3.2	2.6	2.4	2.4	2.5	2.2				
前年同期比%	1.2	1.0	1.1	1.6	2.5	2.6	2.4	2.4	1.2	2.5	1.9	2.3
FFレート (期末、%)	5.25	5.50	5.50	5.50	5.25	5.00	4.75	4.50	5.50	4.50	5.50	4.75
10年物国債利回り (%)	3.59	4.10	4.05	3.92	3.83	3.74	3.65	3.56	3.91	3.70	3.85	3.79
3. 日本経済												
名目政府最終消費支出 (兆円)	122.1	121.4	120.1	119.1	119.8	120.5	121.0	121.6	120.6	120.7	121.4	120.1
前期比年率%	-0.3	-2.4	-4.2	-3.2	2.4	2.4	1.7	1.7				
前年同期比%	1.4	-0.2	-1.5	-2.6	-1.8	-0.7	0.8	2.1	-0.7	0.1	0.5	-1.1
名目公的固定資本形成 (兆円)	31.1	31.5	31.7	31.9	32.0	32.1	32.3	32.4	31.6	32.2	31.3	32.1
前期比年率%	4.7	4.1	3.6	2.1	1.5	1.5	1.3	1.3				
前年同期比%	6.1	4.6	4.9	3.7	2.7	2.3	1.6	1.4	4.7	1.9	5.5	2.6
為替レート (円/ドル)	137.4	144.5	147.7	147.7	147.7	147.7	147.7	147.7	144.3	147.7	140.4	147.7
(円/ユーロ)	149.7	157.4	158.4	158.4	158.4	158.4	158.4	158.4	156.0	158.4	151.9	158.4

(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。