

2023年11月21日 全57頁

# 第219回日本経済予測

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	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
	リサーチ本部	平石 隆太

## 第219回日本経済予測

日本経済の課題は需要面から供給面へ

①国内の供給力強化、②デフレ脱却の可能性、を検証

実質 GDP: 2023年度+1.7%、2024年度+1.3%  
(暦年ベース 2023年+1.8%、2024年+1.5%)  
名目 GDP: 2023年度+5.6%、2024年度+3.6%

## 第 219 回日本経済予測

### 【予測のポイント】

- (1) **実質 GDP 成長率見通し:23 年度+1.7%、24 年度+1.3%:**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+1.7%、24 年度+1.3%(暦年ベースでは 23 年+1.8%、24 年+1.5%)と見込む。「成長のゲタ」を除いた 24 年度の実質 GDP 成長率は+0.7%であり、経済活動の正常化の一巡もあって緩やかな景気回復を見込む。春闘での高水準の賃上げ率やシリコンサイクルの回復局面入り、政府の経済対策などが景気を下支えするだろう。インフレの持続性が高まり、日本銀行(日銀)は 24 年 4 月にイールドカーブ・コントロール(YCC)の撤廃とマイナス金利政策の解除(ゼロ金利政策への移行)を実施するとみている。海外経済の下振れリスクには引き続き細心の注意が必要であり、24 年度は国内金利の更なる上昇や円高の急伸の可能性も考えられる。
- (2) **論点①:資本ストックの最適化と省人化投資で供給力の強化を:**日本の資本ストックには、①量の不足、②質の劣化、③低生産性分野への偏在という 3 つの課題が見られ、それぞれ 1~2 割程度、潜在 GDP(供給力)を押し下げていると推計される。課題解決には高生産性分野に設備投資が行われることが重要だが、業種別・形態別に見ると、ソフトウェアなど非製造業の無形固定資本等で限界生産性が高い。設備投資のうち無形固定資本に向かう比率が米国並みになれば潜在 GDP を 2%程度押し上げる効果も期待できる。政府には対象を限定した設備投資減税などの政策が求められよう。また、深刻化する人手不足を緩和するためには省人化投資が有効だろう。一定の前提に基づいて試算すると、年間 16 兆円程度の省人化投資で、今後 10 年間で労働投入量の 4%程度を代替できるとみられ、人口動態による就業者の減少分を補うことも可能とみられる。
- (3) **論点②:「デフレ脱却」と「2%インフレ」は実現するか:**足元のデフレリスクを定量的に評価するため「デフレリスク指数」を作成すると、直近の日本の水準は過去との比較や主要国との比較でも低位にあり、日本経済は再びデフレに戻るリスクは低いとみられる。さらに広範なデータをヒートマップで可視化すると、「物価」「労働市場」関連指標は足元で過熱感を示す一方、「賃金」関連指標の改善が遅れている。デフレ脱却には賃金が名目・実質ともに上昇する必要があるが、24 年春闘では高水準の賃上げ率となり、実質賃金は 24 年 7-9 月期に前年比でプラスに転換する見込みだ。日銀は同年 4 月に金融緩和策の転換を図り、政府は早ければ 24 年度後半にもデフレ脱却を宣言する可能性がある。
- (4) **日銀の政策:**24 年春闘での賃上げ率がある程度判明する 24 年 4 月の金融政策決定会合で、日銀は YCC の撤廃とマイナス金利政策の解除に踏み切ると想定している。ゼロ金利政策に移行し、緩和的な金融環境は当面維持されるだろう。その後、日銀は経済・物価情勢を注視しつつ、緩和の度合いを段階的に縮小させていくとみている(24 年 10-12 月期に 0.25%の利上げを想定)。

### 【主な前提条件】

- (1) 名目公共投資:23 年度+4.3%、24 年度+2.5%
- (2) 為替レート:23 年度 145.4 円/ドル、24 年度 149.6 円/ドル
- (3) 原油価格(WTI):23 年度 77.8ドル/バレル、24 年度 75.9ドル/バレル
- (4) 米国実質 GDP 成長率(暦年):23 年+2.4%、24 年+1.5%

## 第219回日本経済予測（2023年11月21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)
<b>1. 主要経済指標</b>						
名目GDP成長率	2.0	5.6	3.6	1.2	5.5	3.9
実質GDP成長率（2015暦年連鎖価格）	1.3	1.7	1.3	0.9	1.8	1.5
内需寄与度	1.9	0.1	1.2	1.5	0.9	0.9
外需寄与度	-0.6	1.6	0.1	-0.6	0.9	0.6
GDPデフレーター	0.7	3.8	2.2	0.3	3.6	2.4
鉱工業生産指数上昇率	-0.3	-0.5	1.7	-0.2	-1.4	1.6
第3次産業活動指数上昇率	2.2	2.2	1.3	1.7	2.3	1.7
国内企業物価上昇率	9.5	2.6	2.3	9.8	4.4	2.0
消費者物価上昇率（生鮮食品除く総合）	3.0	2.8	2.8	2.3	3.1	2.6
失業率	2.6	2.6	2.4	2.6	2.6	2.4
10年物国債利回り	0.29	0.65	0.74	0.23	0.57	0.74
国際収支統計						
貿易収支（兆円）	-18.0	-3.6	-2.9	-15.7	-6.4	-2.9
経常収支（億ドル）	611	1,785	1,924	816	1,602	2,057
経常収支（兆円）	8.3	26.0	28.8	10.7	22.9	30.8
対名目GDP比率	1.5	4.4	4.7	1.8	3.9	5.0
<b>2. 実質GDP成長率の内訳</b> (括弧内は寄与度、2015暦年連鎖価格)						
民間消費	2.5 (1.3)	0.1 (0.1)	1.4 (0.7)	2.0 (1.1)	0.8 (0.4)	1.2 (0.7)
民間住宅投資	-3.2 (-0.1)	2.5 (0.1)	-1.7 (-0.1)	-3.7 (-0.1)	2.0 (0.1)	-0.9 (-0.0)
民間設備投資	3.0 (0.5)	0.3 (0.1)	2.1 (0.4)	1.8 (0.3)	1.7 (0.3)	1.5 (0.3)
政府最終消費	0.7 (0.2)	0.5 (0.1)	0.7 (0.2)	1.2 (0.3)	0.5 (0.1)	0.7 (0.2)
公共投資	-3.2 (-0.2)	1.8 (0.1)	1.2 (0.1)	-7.3 (-0.4)	2.3 (0.1)	1.3 (0.1)
財貨・サービスの輸出	4.5 (0.9)	3.4 (0.7)	2.0 (0.4)	5.1 (0.9)	2.5 (0.5)	2.9 (0.6)
財貨・サービスの輸入	7.2 (-1.5)	-3.3 (0.9)	1.4 (-0.3)	8.0 (-1.5)	-1.6 (0.4)	0.3 (-0.1)
<b>3. 主な前提条件</b>						
<b>(1) 世界経済</b>						
主要貿易相手国・地域経済成長率	2.4	2.9	2.5	2.8	2.8	2.5
原油価格 (WTI、\$/bbl)	89.6	77.8	75.9	94.3	77.8	75.9
<b>(2) 米国経済</b>						
米国の実質GDP成長率 (2012暦年連鎖価格)	1.5	2.5	1.2	1.9	2.4	1.5
米国の消費者物価上昇率	7.4	3.4	2.6	8.0	4.1	2.7
<b>(3) 日本経済</b>						
名目公共投資	1.2	4.3	2.5	-2.9	5.2	2.8
為替レート (円/ドル)	135.4	145.4	149.6	131.4	141.1	149.6
(円/ユーロ)	141.0	157.9	163.3	138.5	152.6	163.3

(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 (11月21日)		前回予測 (9月8日)		前回との差	
	2023年度	2024年度	2023年度	2024年度	2023年度	2024年度
<b>1. 主要経済指標</b>						
名目GDP成長率	5.6	3.6	5.1	1.9	0.5	1.7
実質GDP成長率(2015暦年連鎖価格)	1.7	1.3	1.9	0.9	-0.2	0.4
内需寄与度	0.1	1.2	1.0	1.0	-0.9	0.2
外需寄与度	1.6	0.1	0.8	-0.1	0.8	0.2
GDPデフレーター	3.8	2.2	3.2	1.0	0.6	1.3
鉱工業生産指数上昇率	-0.5	1.7	2.4	2.1	-2.8	-0.4
第3次産業活動指数上昇率	2.2	1.3	2.5	0.8	-0.3	0.5
国内企業物価上昇率	2.6	2.3	3.0	1.2	-0.4	1.1
消費者物価上昇率(生鮮食品除く総合)	2.8	2.8	2.9	2.0	-0.2	0.8
失業率	2.6	2.4	2.5	2.3	0.1	0.1
10年物国債利回り	0.65	0.74	0.57	0.65	0.08	0.09
国際収支統計						
貿易収支(兆円)	-3.6	-2.9	-9.5	-11.5	5.9	8.6
経常収支(億ドル)	1,785	1,924	1,490	1,465	294	458
経常収支(兆円)	26.0	28.8	21.4	21.6	4.5	7.1
対名目GDP比率	4.4	4.7	3.6	3.6	0.7	1.1
<b>2. 実質GDP成長率の内訳 (2015暦年連鎖価格)</b>						
民間消費	0.1	1.4	1.2	1.1	-1.1	0.3
民間住宅投資	2.5	-1.7	2.2	-1.1	0.3	-0.5
民間設備投資	0.3	2.1	2.2	2.6	-1.8	-0.5
政府最終消費	0.5	0.7	-1.3	-0.7	1.9	1.4
公共投資	1.8	1.2	2.6	1.2	-0.8	-0.1
財貨・サービスの輸出	3.4	2.0	2.5	2.4	0.9	-0.4
財貨・サービスの輸入	-3.3	1.4	-1.2	2.7	-2.2	-1.4
<b>3. 主な前提条件</b>						
<b>(1) 世界経済</b>						
主要貿易相手国・地域経済成長率	2.9	2.5	2.7	2.4	0.2	0.1
原油価格(WTI、\$/bbl)	77.8	75.9	82.6	87.5	-4.8	-11.7
<b>(2) 米国経済</b>						
米国の実質GDP成長率(2012暦年連鎖価格)	2.5	1.2	1.8	0.8	0.7	0.5
米国の消費者物価上昇率	3.4	2.6	3.3	2.5	0.1	0.1
<b>(3) 日本経済</b>						
名目公共投資	4.3	2.5	4.7	1.9	-0.5	0.6
為替レート(円/ドル)	145.4	149.6	144.3	147.7	1.1	1.9
(円/ユーロ)	157.9	163.3	156.0	158.4	1.9	5.0

(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	2024年度にかけて景気は減速するもインフレは定着へ.....	8
2.2	2024年度までの日本経済のポイントと総合経済対策.....	12
2.3	賃金・物価・金融政策見通しの概要.....	17
3.	論点①：資本ストックの最適化と省人化投資で供給力強化を.....	20
3.1	日本の資本ストックの課題と過少な省人化投資.....	20
3.2	資本ストックを巡る3つの課題.....	21
3.3	産業別・形態別の投資の効率性と投資支援策のインパクト.....	24
3.4	省人化投資の現状と課題.....	28
4.	論点②：「デフレ脱却」と「2%インフレ」は実現するか.....	32
4.1	着実に高まるデフレ脱却の可能性.....	32
4.2	実質賃金は2024年後半に前年比プラス転換へ.....	36
4.3	転換を見込む日銀の異次元緩和策.....	39
5.	マクロリスクシミュレーション.....	42
5.1	円高.....	42
5.2	原油高騰.....	43
5.3	世界需要の低下.....	43
5.4	金利上昇.....	43
6.	四半期計数表.....	45

# 第 219 回日本経済予測

## 日本経済の課題は需要面から供給面へ

### ①国内の供給力強化、②デフレ脱却の可能性、を検証

#### 1. はじめに

神田 慶司

日本経済のデフレ脱却が現実味を帯びている。日本銀行（日銀）は 2023 年 11 月 1 日公表の「経済・物価情勢の展望」（展望レポート）で、生鮮食品とエネルギーを除く総合ベースの消費者物価指数（CPI）の見通しを 2024、25 年度ともに前年比+1.9%へと引き上げた。また、その翌日に岸田文雄政権が閣議決定した「デフレ完全脱却のための総合経済対策」では、「現在は、低物価・低賃金・低成長に象徴される『コストカット型経済』から 30 年ぶりの変革を果たすまたとないチャンスを迎えている」との認識が示された。

企業や家計の行動がこのところ大きく変化し、インフレの持続性が高まっている。こうした流れを確かなものとするためにも、政府・日銀が民間の経済活動を引き続き政策面から下支えする必要性は大きい。

それと同時に、デフレ脱却後を見据えた取り組みも重要である。その 1 つが国内の供給力強化だ。日本は労働力だけでなく投資も不足しており、経済全体の供給力である潜在成長率は長期的に低下傾向にある。

10 年ほど前の 2013 年 8 月に公表された内閣府「中長期の経済財政に関する試算」を見ると、高成長を想定したシナリオでは、2012 年度で 1%程度だった潜在成長率が 2021 年度に 2.5%まで高まると見込まれていた。それが直近（2023 年 7 月）では 0.2%と推計されている。この 10 年で政府は幅広い分野で制度・規制改革などを行ってきたものの、十分な成果を上げることはできなかった。岸田政権は三位一体の労働市場改革などを推進しており、総合経済対策では「供給力強化」が大きな柱の 1 つに位置付けられている。こうした取り組みを加速させ、成果につなげることが喫緊の課題だ。

デフレ脱却に近づいているにもかかわらず、財政健全化の取り組みが遅れていることも気がかりだ。新型コロナウイルス禍以降に急拡大した政府の財政政策の正常化は遅々として進まず、2025 年度に国・地方の基礎的財政収支（プライマリーバランス）を黒字化させるという政府の財政健全化目標の達成は困難とみられる。こうした中でデフレから脱却すれば、金利の上昇で財政リスクが高まる。

物価の安定と経済成長を両立させるためにも、供給力を強化するとともに、歳出水準を平時に戻す必要がある。また、防衛力整備計画やこども未来戦略方針の財源確保策の 1 つとして想定された歳出改革を着実に進めるべきだ。

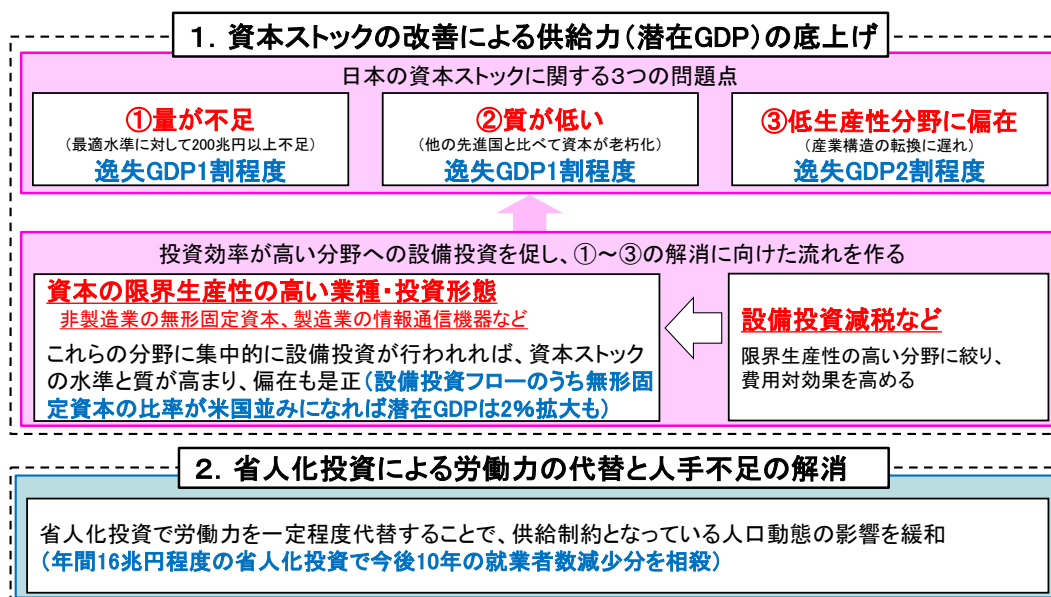
第2章で述べるように、本予測のメインシナリオでは日本の実質 GDP 成長率を 2023 年度で前年比+1.7%、2024 年度で同+1.3%と見込んでいる（暦年ベースでは 2023 年+1.8%、2024 年+1.5%）。「成長のゲタ」を除いた 24 年度の実質 GDP 成長率は+0.7%であり、経済活動の正常化の一巡もあって緩やかな景気回復を見込む。春闘での高水準の賃上げ率やシリコンサイクル（世界半導体市場に見られる循環）の回復局面入り、政府の経済対策などが景気を下支えするだろう。海外経済の下振れリスクには引き続き細心の注意が必要であり、2024 年度は国内金利の更なる上昇や円高の急伸の可能性も考えられる。

直近の資源価格と為替レートを前提とした日本の 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+2.8%、2024 年度で同+2.8%と見込んでいる。価格転嫁の更なる進展や、2024 年春闘の賃上げ率が前年並みかそれを上回る見込みであることなどを踏まえ、9 月 8 日に公表した前回予測から物価見通しを引き上げた。

このため本予測のメインシナリオでは、2024 年春闘での賃上げ率がある程度判明する 2024 年 4 月の金融政策決定会合で、日銀は長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）の撤廃とマイナス金利政策の解除に踏み切ると想定している。ゼロ金利政策に移行し、緩和的な金融環境は当面維持されるだろう。その後、日銀は経済・物価情勢を注視しつつ、緩和の度合いを段階的に縮小させていくとみている（2024 年 10-12 月期に 0.25%の利上げを想定）。

本予測では、第3章で国内の供給力強化、第4章でデフレ脱却の可能性、という 2 つの論点について検討する。このうち第3章では、日本の資本ストックには、①量の不足、②質の劣化、③低生産性分野への偏在という 3 つの課題が見られ、それぞれ 1~2 割程度、潜在 GDP（供給力）を押し下げているとの試算を示す（図表 1-1）。

図表 1-1：資本ストックの現状と資本の生産性が高い分野、省人化投資（図表 3-1 として後掲）



（出所）内閣府、財務省、経済産業研究所、OECD、総務省、国立社会保障・人口問題研究所、米商務省等より大和総研作成

## 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 2024年度にかけて景気は減速するもインフレは定着へ

#### 7-9月期の実質GDPは物価高や自動車の供給制約などで3四半期ぶりのマイナス成長

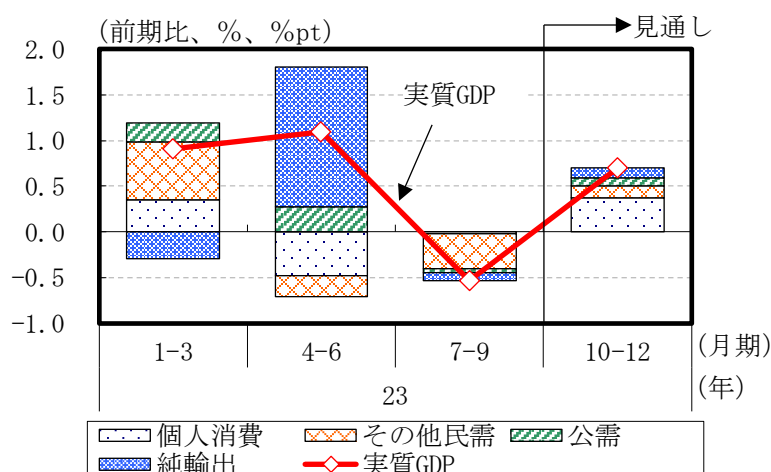
2023年7-9月期の実質GDP成長率は前期比年率▲2.1%（前期比▲0.5%）と、3四半期ぶりのマイナス成長となった（**図表2-1**）<sup>1</sup>。

輸出は増加したものの設備投資や個人消費などの民需が振るわず、停滞感の強い内容であった。もっとも、実質GDPの落ち込みの6割程度は民間在庫変動によるもので、自動車の製品在庫の減少などが背景にある。一部の自動車メーカーで7~8月に国内工場の稼働が停止するなど供給制約が発生し、自動車の在庫が輸出に回った一方、家計向けでは販売台数の減少として影響が表れた。在庫変動を除いた最終需要は前期比年率▲0.9%と、4-6月期が同+5.0%の高成長だった割にはマイナス幅が小さかった。

需要項目別に見ると（**図表2-1**）、民需関連では全ての項目で減少した。公需関連では政府消費が増加した一方、公共投資が減少した。外需関連では輸出と輸入がともに増加したが、輸入の増加幅は輸出のそれよりも大きく、純輸出はマイナスに転じた。

GDPデフレーターは前年同期比+5.1%と4四半期連続のプラスとなった。輸入デフレーターが下落する中でも、企業による過去のコスト上昇分の価格転嫁が継続したことで、伸び率は4-6月期の同+3.5%から高まった。

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

<sup>1</sup> 詳細は、神田慶司・田村統久「[2023年7-9月期GDP\(1次速報\)](#)」(大和総研レポート、2023年11月15日)を参照。



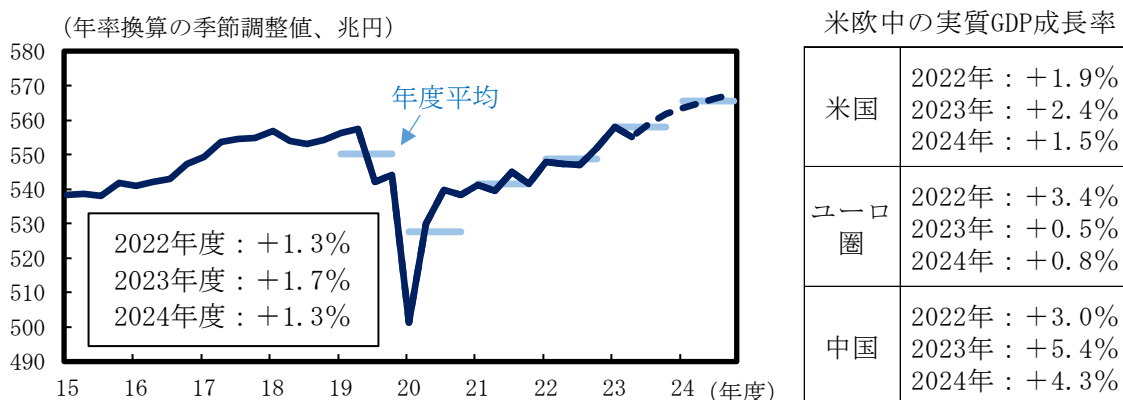
## 10-12 月期の実質 GDP は前期比年率+3%程度のプラス成長に転じる見込み

2023 年 10-12 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率+2.8%と、プラス成長に転じると見込んでいる。自動車の供給制約の解消で受注残の消化のための挽回生産が行われ、耐久財消費などを押し上げるだろう。インフレ率の低下は個人消費の回復に寄与するとみられる。欧米経済の減速や半導体市場の調整もあって設備投資はこのところ低迷しているものの、2 四半期連続で減少した反動や、中国経済の回復もあって 10-12 月期は増加に転じるとみている。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 ～底堅い個人消費を背景に各国・地域でプラス成長が継続

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（11 月 21 日時点）の見通しに基づく。

図表 2-2：日本の実質 GDP 見通し（左）と海外経済の前提（右）



(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+2.4%、ユーロ圏で同+0.5%、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 7-9 月期の実質 GDP は前期比年率+4.9%と 4-6 月期 (同+2.1%) から加速した。タイトな金融環境の下で設備投資 (同▲0.1%) が減少した一方で個人消費 (同+4.0%) が大幅に増加し、自律的な成長を示す民間最終需要の成長率 (同+3.3%) は前期から高まった。もっとも、10-12 月期以降は GDP 成長率の低下を見込む。足元の雇用環境の悪化や消費余力の縮小を背景に屋台骨の個人消費が減速するだろう。また金融引き締めや銀行不安に伴う銀行の貸出態度の厳格化により、設備投資や住宅投資は減少する見込みだ。2023 年の実質 GDP 成長率見通しは、足元の個人消費の堅調さを主因に 9 月 8 日公表の「[第 218 回日本経済予測 \(改訂版\)](#)」(以下、前回予測) から 0.4%pt 上方修正した。

ユーロ圏では 2023 年 7-9 月期の実質 GDP が前期比年率▲0.2%と、3 四半期ぶりのマイナス成長に転じた。一部の大手企業の動向によって GDP が大きく振れるアイルランドが成長率を押し下げた。主要 4 カ国 (ドイツ、フランス、イタリア、スペイン) では、ドイツのみが小幅なマイナス成長となった。ドイツでは 9 月の景況感指数が 5 カ月ぶりに上昇し、直近値の 10 月分も改善

したが、水準で見れば依然として主要4カ国の中では最も低い。10-12月期以降のユーロ圏経済は緩やかなプラス成長を見込む。低調な企業マインドを受けて設備投資が減少する一方、インフレ率の鈍化による実質所得への下押し圧力の緩和や消費意欲の改善を通じて家計消費が増加するとみている。なお、2023年の実質GDP成長率見通しは7-9月期の実質GDPの実績などを踏まえて前回予測から0.1%pt下方修正した。

中国の2023年7-9月期の実質GDPは前期比年率+5.3%と、4-6月期（同+2.0%）から加速した。「ウィズコロナ」政策への転換による雇用環境の改善や各都市での自動車購入支援策などにより、個人消費の回復が一段と進んだ。10-12月期以降も個人消費の回復を主因とした景気回復が継続する見込みだ。もっとも、中国経済のけん引役である不動産業では住宅を中心に新規需要が低迷している。不動産不況には明確な改善の兆しが見られず、先行きも成長率の抑制要因となる可能性には注意が必要だ。2023年の実質GDP成長率見通しは前回予測から据え置いた。

2024年の実質GDP成長率は、米国で前年比+1.5%、ユーロ圏で同+0.8%、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、大幅な景気悪化を伴わずにインフレ率が低下する「ソフトランディング」の下、2024年後半に利下げが実施されるとみている（米国は7-9月期、ユーロ圏は10-12月期）。とはいえ、米国では景気に中立的な金利水準を大きく上回る状況が当面続くことで、成長率は2023年から低下する見込みだ。他方、ユーロ圏では2023年の低成長の反動もあって、2024年の成長率が小幅に上昇するとみている。中国では、経済活動の正常化の一巡や不動産不況を主因に成長率は2023年から低下するだろう。

## 日本経済見通しの概要 ～「成長のゲタ」を除いた2024年度の実質GDP成長率は+0.7%

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+1.7%、2024年度で同+1.3%と見込んでいる（**前掲図表2-2**、暦年ベースでは2023年で同+1.8%、2024年で同+1.5%）。

2023年度の成長率見通しは前回予測から0.2%pt引き下げた。7-9月期の実績などを反映し、個人消費、設備投資などを下方修正したことなどが主因だ。ただし、経済活動の正常化や賃上げの加速、緩和的な財政・金融政策などにより、物価高の下でも景気回復が継続するという見方は前回予測と同様である。

2024年度の成長率見通しは前回予測から0.4%pt引き上げた。ただし、「成長率のゲタ」（各四半期の前期比の伸び率がゼロで達成できる実質GDP成長率）を除くと前年比+0.7%であり、実勢としては緩やかな成長を見込んでいる。新型コロナウイルス禍（以下、コロナ禍）以降に膨張した政府支出が当面は高水準で推移するとみて政府消費を上方修正した。また、前回予測で2023年度中に見込んでいた需要回復が物価高の影響などで2024年度に後ずれするとみて個人消費を上方修正した。

主な需要項目に関しては、**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（**後掲図表 2-5**）。また物価高が続く中でも、春闘での高水準の賃上げ率やインフレの鈍化による実質所得への下押し圧力の緩和、コロナ禍以降に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とみられる。

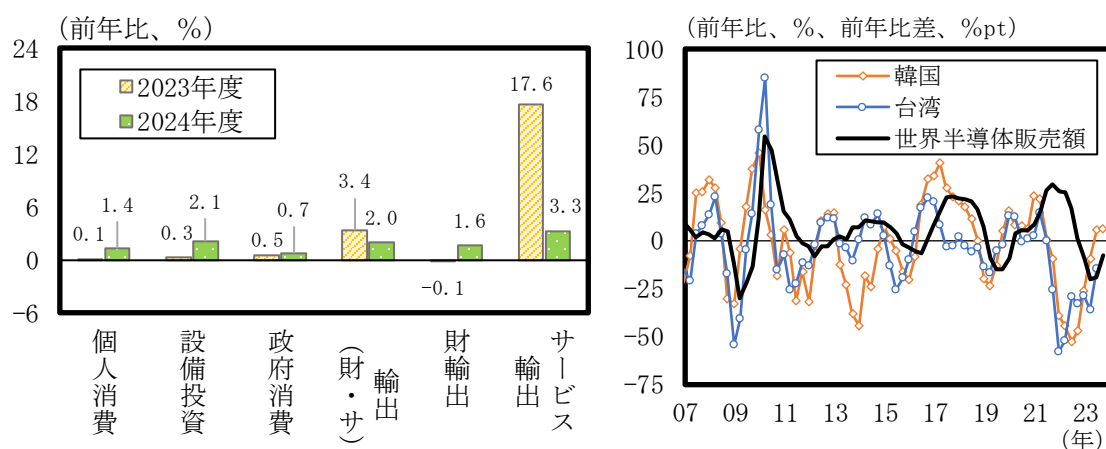
設備投資は、国内の経済活動の正常化で非製造業を中心に更新投資や能力増強投資が持ち直すとみている。グリーン化やデジタル化への対応のための投資も下支えしよう。ただし、海外経済の先行き不透明感の強まりが製造業における設備投資の重しとなる可能性には警戒が必要だ。

政府消費は、高齢化が進展する中で医療・介護給付費を中心に増加を続けるとみている。当人は検査事業やワクチン接種などのコロナ関連費用の減少が押し下げ要因となるものの、2024年度にはそうした影響が徐々に剥落し、伸びは加速しよう。

最後に輸出に関しては、2023年度の財輸出は前年を下回るとみている。供給制約の緩和で自動車のペントアップ需要が春頃から発現しており、2023年度中の輸出を下支えするとみられる一方、資本財などでは2023年度末まで海外経済の減速の影響が色濃く表れよう。2024年度は海外経済の緩やかなプラス成長やシリコンサイクル（世界半導体市場に見られる循環）の回復を背景に、増加すると見込んでいる。世界半導体販売額に見るシリコンサイクルは2023年春に底を打った。先端半導体などで高いシェアを持ち、シリコンサイクルに先行して動く台湾や韓国の電子部品・デバイスの出荷・在庫バランスは明確に改善している（**図表 2-3 右**）。

サービス輸出では、日本への団体旅行が解禁された中国人訪日客を中心に、インバウンド消費が2023年度に大幅に回復する見込みだ。中国人訪日客数は直近の2023年10月で2019年同月の35%の水準にとどまる。2024年度も増加は続くが、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）、台湾・韓国における電子部品・デバイスの出荷・在庫バランスと世界半導体販売額（右）**



(注) 左図の「財・サ」は財およびサービス。

(出所) 内閣府、KOSTAT、MOEA、SIA、Haver Analytics より大和総研作成

## 2.2 2024年度までの日本経済のポイントと総合経済対策

### 緩やかな景気回復の下でデフレ脱却と金融政策の転換を見込む

足元の状況を踏まえつつ、2024年度までの日本経済のポイントをまとめたのが**図表 2-4**である。経済活動の正常化はこの一年で大きく進展したが、それでも自動車生産やインバウンド、サービス消費における「伸びしろ」は残っている。2024年度も一定程度の経済の下支え効果が見込めるだろう<sup>2</sup>（サービス消費の回復余地については後述、**後掲図表 2-5**）。

図表 2-4：2024年度までの日本経済のポイント

<b>経済正常化</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>○<b>自動車の挽回生産（受注残の消化）：24年前半に終了へ</b> ⇒家計向けのペントアップ（繰越）需要は<b>23年10月末で39万台（1.0兆円）</b></li> <li>○<b>インバウンド：増加ペースは減速するも中国人訪日客を中心に回復余地</b> ⇒24年の訪日外客数は<b>3,600万人（前年差1,090万人）</b>、消費額は<b>5.0兆円（同0.9兆円）</b>の見込み</li> <li>○<b>個人消費：サービスを中心に回復余地</b> ⇒回復余地は<b>23年7-9月期で7兆円</b>。所得環境やマインドの改善が進めばサービス消費の回復ペースが加速</li> </ul>
<b>経済の下支え・押し上げ要因</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>○<b>24年春闘：賃上げ率は前年並みかそれを上回る見込み</b> ⇒定昇込み賃上げ率は<b>3.8%の見込み</b>（連合集計値で23年春闘は3.58%）</li> <li>○<b>財政・金融政策：経済対策の効果発現と緩和的な金融環境の継続</b> ⇒<b>総合経済対策</b>の実施。日銀は<b>24年4月にYCC撤廃・マイナス金利解除を実施するも低金利環境を維持</b>か</li> <li>○<b>家計貯蓄：コロナ禍以降に発生した「過剰貯蓄」はなお高水準</b> ⇒コロナ禍前のペースを超えて積み上がった家計貯蓄は<b>23年9月末で約44兆円</b>（22年の消費額の約15%分）</li> <li>○<b>シリコンサイクル：24年に回復局面入りの可能性</b> ⇒先端半導体で高いシェアを持つ<b>台湾や韓国の電子部品・デバイス</b>の出荷・在庫バランスは<b>明確に改善</b></li> </ul>
<b>経済の主な下振れリスク</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>○<b>米国の深刻な景気後退入り（米銀の貸出態度の厳格化による景気の大悪化）</b> ⇒米銀行の貸出態度が現水準で推移すると、<b>実質GDPへの影響（年間）は米国で▲1.7%、日本で▲1.1%</b></li> <li>○<b>中東情勢・ウクライナ情勢の緊迫化</b> ⇒原油価格が150ドル/bblに上昇すると日本の実質GDPへの影響は<b>▲0.6%程度</b></li> <li>○<b>中国の過剰債務問題の顕在化</b> ⇒技術の停滞等を背景に中国の<b>資本ストックは2,840兆円過剰</b>（資本係数の長期トレンドからの乖離幅）</li> <li>○<b>米中対立の激化（経済安保リスクの発現など）</b> ⇒<b>レアメタル</b>などの重要物資が調達難に。米国による<b>対中投資規制に日本も参加？</b></li> <li>○<b>国内の長期金利高・円高の急伸</b> ⇒<b>日米両国の金融政策の転換</b>で金利差が縮小。<b>購買力平価（90~120円/ドル程度）</b>が意識されることも</li> </ul>
 <ul style="list-style-type: none"> <li>・24年度の景気は<b>緩やかながらも回復基調が続く</b>（「成長のゲタ」を除く実質GDP成長率は<b>+0.7%</b>）</li> <li>・インフレの持続性が高まり、<b>日銀は4月に政策転換、政府は24年度後半にもデフレ脱却宣言</b>か</li> <li>・<b>海外経済の下振れリスクには細心の警戒が必要</b></li> <li>・<b>国内の金利上昇や円高</b>のリスクも高まる</li> </ul>

（出所）各種資料より大和総研作成

このほか、2024年度（年）は春闘での賃上げ率が前年並みかそれを上回る見込みである（**後掲図表 2-9 左**）。インフレの鈍化とあいまって、実質賃金（1人当たり実質雇用者報酬）は2024年7-9月期に前年比でプラスに転換するとみられる（**後掲図表 2-9 右**）。2023年11月2日に岸田文雄政権が閣議決定した「デフレ完全脱却のための総合経済対策」（以下、総合経済対策）も

<sup>2</sup> 家計向けの自動車のペントアップ需要の試算方法については前回予測の**図表 2-5**を参照。インバウンド見直しについては当社の「[日本経済見通し：2023年10月](#)」で取り上げた。

当面の経済を下支えするだろう（詳細は後述、**後掲図表 2-6**）。

**3 節**や**第 4 章**で述べるように、日本銀行（日銀）は 2024 年 4 月の金融政策決定会合で 2% の物価安定目標の達成のめどが立ったと判断し、長短金利操作（イールドカーブ・コントロール、YCC）を撤廃するとともに、マイナス金利を解除すると想定している。ただし短期金利は当面ゼロ%で据え置くなど、金融政策の転換後も低金利環境は維持されると見込んでいる。政府は早ければ 2024 年度後半にもデフレ脱却を宣言する可能性がある。

コロナ禍以降に急速に積み上がった家計貯蓄は高水準のまま、引き続き物価高の影響を緩和するだろう。フローベースの家計貯蓄を見ると、2015～19 年のペースを上回って貯蓄された「過剰貯蓄」は 2023 年 9 月末で約 44 兆円（2022 年の個人消費額の約 15%に相当）に上る。家計金融資産残高は 2023 年 6 月末で 2,115 兆円と過去最高を更新し、株価の上昇もあって 2019 年 12 月末から 230 兆円ほど増加した（このうち現預金は同時期に 110 兆円ほど増加）。

一方、2024 年度は引き続き海外経済を中心に下振れリスク要因が多い。主なものを挙げると、①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、②中東情勢・ウクライナ情勢の緊迫化、③中国の過剰債務問題の顕在化、④米中対立の激化（経済安全保障リスクの発現）、⑤国内の長期金利高・円高の急伸、である。

このうち①について、米国では追加利上げ観測が後退するなど当面の経済は底堅く推移するとみられるものの、サービス物価上昇率の高止まりで金融引き締めが長期化すれば、いずれ強い信用収縮が発生する可能性も否定できない。そこで米銀行の貸出態度が現水準で推移するケースを想定し、当社のマクロモデルを用いて試算すると、実質 GDP への影響（年間）は米国で▲1.7%、日本でも▲1.1%とみられる<sup>3</sup>。

中東情勢やウクライナ情勢は予断を許さず、資源価格の高騰を引き起こすことも考えられる。仮に原油価格が 150 ドル/バレルに上昇すると、日本の実質 GDP への影響は年間で▲0.6%程度と試算される。中国では不動産不況が長期化の様相を呈しており、企業は過剰債務問題を抱えている。資本係数の長期トレンドからの乖離分を過剰資本ストックと見なすと、その規模は 2,840 兆円程度に上る。米中対立の激化を背景に経済安全保障リスクが高まり、中国依存度の大きいレアメタルなどの重要物資の調達に支障をきたしたり、米国が準備を進めている対中投資規制に日本も参加したりすることで、日本企業の生産活動に影響が及ぶ可能性がある。

日本銀行（日銀）の金融政策の正常化が進めば、長期金利への上昇圧力が強まる。一方で米国は 2024 年 7-9 月期に利下げを実施する見込みであり、日米金利差の縮小もあってドル円レートは円高基調に転じる可能性がある。その際、市場参加者の関心が購買力平価（PPP）に移れば、円高を加速させるかもしれない。PPP は算出方法などによって結果が変わるため、1973 年基準の相対的 PPP（消費者物価、企業物価、単位労働コストそれぞれで試算）や経済開発協力機構（OECD）の絶対的 PPP を集計すると、1 ドル 90～120 円程度と直近の市場レートを大幅に上回る円高水準だ。

<sup>3</sup> 試算方法の詳細については「[第 217 回日本経済予測（改訂版）](#)」（2023 年 6 月 8 日）を参照。

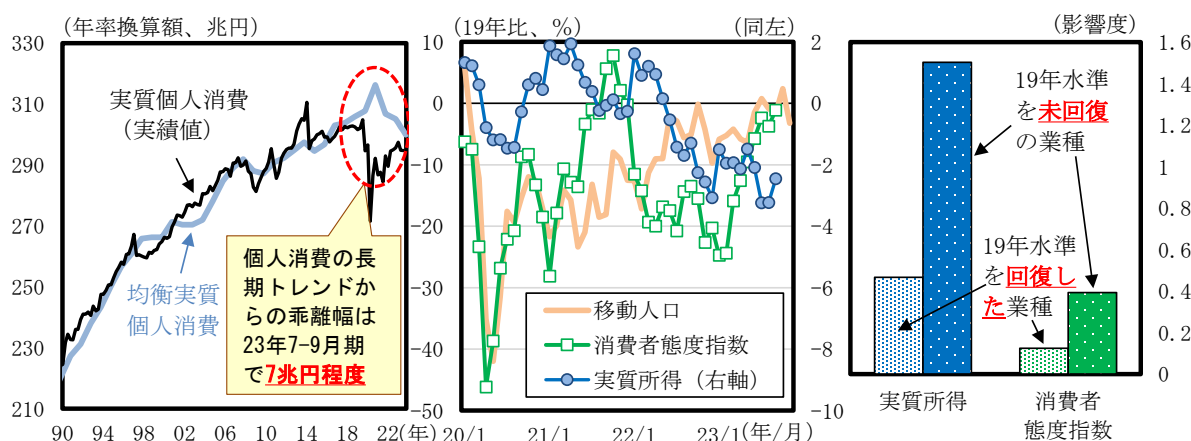
以上のように 2024 年度までの日本経済のポイントを概観したが、これらのうち個人消費の回復余地と総合経済対策について以下で詳しく取り上げる。

### 所得環境や消費者マインドの改善により、サービス消費の回復は加速する見込み

名目 GDP の 6 割を占める個人消費は、コロナ禍以降の回復がとりわけ遅れている需要項目である。今後の回復余地を把握するため、年齢構成や可処分所得、実質金利ギャップ、純金融資産を基に個人消費の理論値（長期トレンド）を推計し、実績値と比較したものが**図表 2-5 左**だ。

個人消費はコロナ禍前までは長期トレンドに収束するように推移していたが、コロナ禍直後に両者が大きく乖離した。直近の 2023 年 7-9 月期でも、個人消費は長期トレンドを年率換算額で 7 兆円程度下回る。これは、ファンダメンタルズから見て達成可能な消費水準と比べて実際の消費額が少ないことを意味する。個人消費の回復余地と見なすことができ、その大部分はサービス消費が占める。

**図表 2-5：個人消費の長期トレンドと実績値（左）、人出と所得・消費者マインド（中央）、個人向けサービスに対する所得と消費者マインドの影響（右）**



(注) 左図の推計式の詳細は「[第 202 回日本経済予測 \(改訂版\)](#)」(2019 年 9 月 9 日)の**図表 4-1**を参照。中央図の移動人口は、全ての市区町村の「推定居住地が市区町村外のものの人口」を週ごとに集計したもので 2019 年同週比。実質所得は、所定内給与に雇用者数を乗じたものを持家の帰属家賃を除く総合ベースの CPI で実質化。右図は、第 3 次産業活動指数の広義対個人サービスに該当する業種ごとに実質所得と消費者態度指数の影響を推計し、各業種のウェイトで加重平均した。外れ値の影響を除くため、上下 10%に該当する業種は集計対象から外した。

(出所) 内閣府、総務省、財務省、厚生労働省、経済産業省、V-RESAS より大和総研作成

サービス消費の回復が鈍い背景には、コロナ禍によって家計の消費行動が構造的に変化した可能性や、物価高などを背景に家計が消費支出を増やすことに慎重になっている可能性が考えられる。このうち前者については現時点で実態が明らかでない部分が多いため、以下では後者について定量的に検討する。

**図表 2-5 中央**は、移動人口の動向と消費者マインド、マクロの実質所得（基調を見るため所定内給与ベースで掲載）の推移を示したものだ。コロナ禍で大きく落ち込んだ人出は、経済活動の正常化が進むにつれて回復し、2023年10月にはコロナ禍前の水準を月平均で2%程度上回った。消費者マインドに目を向けると、足元では2019年比▲1%程度まで回復している<sup>4</sup>。一方、実質所得は物価高に名目所得上昇が追いつかず、2022年に入って減少傾向にある。

消費者マインドと実質所得はいずれも短期的にサービス消費に影響を与える要因である。そこで、これら2つの要因がサービス消費に与える影響を定量的に分析した結果が**図表 2-5 右**である。ここでは第3次産業活動指数のうち個人向けサービス（広義対個人サービス）に含まれる業種を対象に、消費者マインドと実質所得が各業種の活動指数に与える影響を推計した。

活動指数が2019年の水準を超えた業種（回復業種）とそうでない業種（未回復業種）に分けると、未回復業種における消費者マインドと実質所得の影響度は、いずれも回復業種のそれよりも高い傾向が見られる。とりわけ実質所得の影響を強く受けることから、物価高による実質所得の減少が家計の消費行動を慎重にさせ、サービス消費の回復ペースを抑えていることが示唆される。

当社の見通しに照らせば、後述するように、2024年春闘での高い賃上げ率見通しや物価上昇率の低下を受けて、1人当たり実質雇用者報酬は2024年7-9月期に前年比でプラスに転じる見込みだ（**後掲図表 2-9**）。実質所得の増加は消費者マインドの改善を促す可能性もあり、これまで回復ペースの鈍かったサービスでも消費支出が増加しやすくなるだろう。

### 総合経済対策の経済効果は今後3年間で9兆円弱か

前述のように、岸田政権は2023年11月2日に事業規模37.4兆円程度、財政支出21.8兆円程度の総合経済対策を閣議決定した。財政支出のうち、「真水」ともいわれる国・地方の支出は20.9兆円程度である。なお、この金額には1人当たり年4万円の所得減税（3兆円台半ばの規模とされる所得税・個人住民税の減税措置等<sup>5</sup>）は含まれていない。本予測のメインシナリオではこうした減税措置等を含め、総合経済対策全体の経済効果を今後3年程度の累計で8.8兆円程度、年当たりの実質GDP換算で0.6%程度と見込んでいる（**図表 2-6**）。

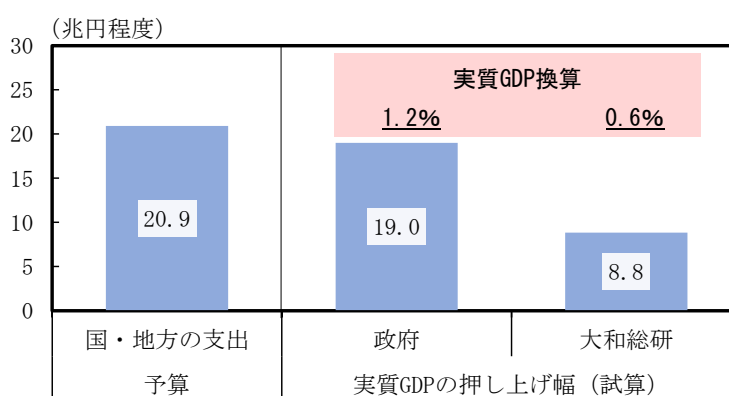
経済効果の試算にあたっては、補正予算関連資料などを参考に施策ごとに予算額を振り分け、それぞれに一定の係数（GDPの押し上げにつながる比率）を乗じたものを累積した。ただし施策の性質上、3年程度ではGDPの直接的な押し上げにつながりにくいと判断したものは試算の対象から除外した。なお、内閣府は総合経済対策の経済効果を19兆円（今後3年程度で発現すると仮定した場合には年当たりの実質GDP換算で1.2%）と試算しているが、施策ごとに想定するGDPの押し上げ方などが当社と異なるためと考えられる。

<sup>4</sup> 消費者マインドについては、2019年の消費増税の影響で発射台が低い点には留意する必要がある。

<sup>5</sup> 総合経済対策では、低所得世帯以外への支援策として減税措置を設ける一方、いずれの支援の恩恵にも十分にあずかれない者を対象とした別枠の支援の実施も予定しており、減税措置と合わせると4兆円強の規模になる。後述の総合経済対策の効果試算は、この別枠支援の効果も含んでいる。

経済効果の中身をみると、防災・減災、国土強靱化対策などにかかる公共投資や、エネルギー高対策の延長、住民税非課税世帯への現金給付（7万円の増額）、前出の減税措置等を含む物価高対策が中心となりそうだ。エネルギー高対策は2024年4月末までの延長（電気代・ガス代の引き下げは補助額を半減して5月末まで実施）を通じて個人消費などを下支えするほか、住民税非課税世帯向けの現金給付は2023年末頃から、その他世帯への減税措置等は2024年半ば頃から効果が表れよう。また、先端半導体などの成長分野に関連する基金や、賃上げ、人手不足対応への取り組みの支援制度などは企業の設備投資などを促進し、GDPを押し上げるとみられる。

図表 2-6：総合経済対策の効果試算（今後3年程度）



(注) 実質 GDP 換算は押し上げ率の年平均。

(出所) 内閣府資料等より大和総研作成

### 給付・所得減税は低所得世帯を中心に幅広い世帯の負担を軽減するも費用対効果が悪い

エネルギー高対策や現金給付、所得減税は物価高による家計負担を大きく緩和する。だが、高所得世帯も含めて一律的に実施されるため、政策の費用対効果は悪い。

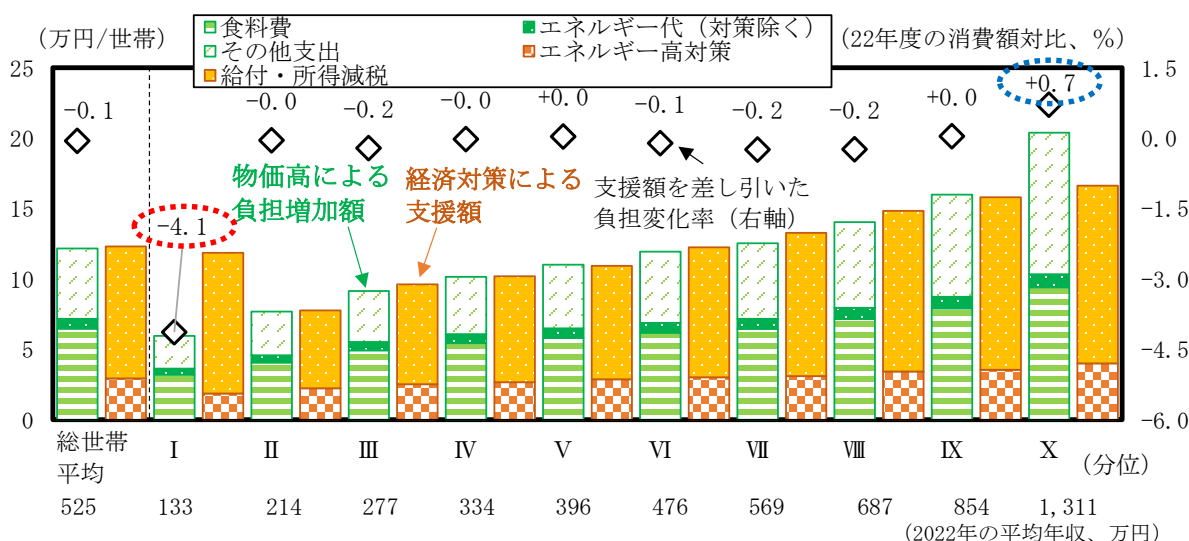
図表 2-7 は、物価高による家計の年間負担増加額と経済対策による支援額の 2023 年度見通しを年収十分位階級別に示したものだ。ここでは住民税非課税世帯が含まれる第 I 分位世帯（平均年収は 2022 年で 133 万円）に 10 万円を給付し、その他の世帯には 2024 年度に実施される所得減税（4 万円×世帯人員）を想定した。

総世帯平均で見ると、年間負担増加額と経済対策による支援額はほぼ同額で、負担増加額から支援額を差し引いた金額は 2022 年度の消費額対比で▲0.1%と試算される。全体の 8 割を占める第 II～IX 分位世帯において負担増が経済対策の支援額でおおむね相殺される。

第 I 分位世帯では支援額が負担額を 6 万円程度上回る見込みだ。2022 年度の消費額対比で 4.1%であり、負担増を大きく上回る手厚い支援が行われることを意味する。一方、第 X 分位世帯（世帯年収は 2022 年で 1,311 万円）では負担増加額の方が大きい。ただし、世帯人員が 3.2 人と他の分位の世帯よりも多く、世帯当たりの減税額が大きいことから、経済対策による支援額を差し引いた負担増加額は消費額対比で 1%弱にとどまる。負担軽減策の必要性が低い高所得者にも相応の軽減がなされることになる。



図表 2-7：物価高による家計の年間負担増加額と経済対策による支援額（2023 年度見通し）



(注) 総世帯ベースで年収十分位階級別に掲載。家計の年間負担増加額は、2022 年度の消費額に 2023 年度の当社の物価上昇率見通しを乗じて試算。年収十分位階級別に消費額が得られない品目は、五分位階級別のデータを利用して算出。エネルギー高対策は「電気・ガス価格激変緩和対策事業」と「燃料油価格激変緩和対策事業」を指す。第 I 分位世帯に 10 万円を給付し、その他の世帯に所得減税（4 万円×世帯人員）を実施すると想定。  
(出所) 総務省統計より大和総研作成

## 2.3 賃金・物価・金融政策見通しの概要

### 2024 年度の新コアコア CPI 見通しは前年比+1.9%に引き上げ

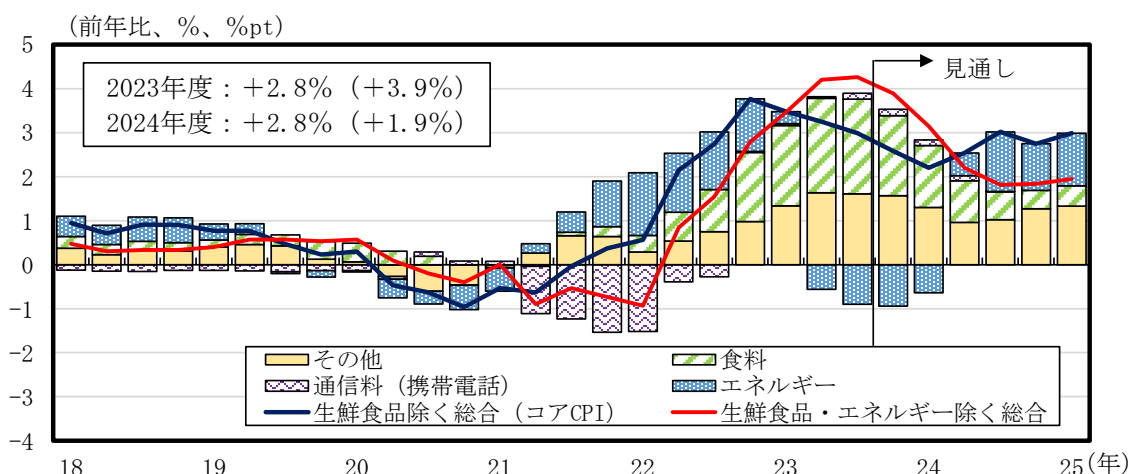
生鮮食品を除く総合ベースの消費者物価指数（コア CPI）は、直近の資源価格と為替レートを前提として、2023 年度で前年比+2.8%、2024 年度で同+2.8%と見込んでいる（図表 2-8）。生鮮食品とエネルギーを除く総合ベースでは、それぞれ同+3.9%、同+1.9%の見込みだ。価格転嫁の更なる進展や、後述するように 2024 年春闘の賃上げ率が前年並みかそれを上回る見込みであることなどを踏まえ、前回予測から物価見通しを引き上げた。

帝国データバンクの価格改定動向調査によると、2023 年の食品の値上げ品目数は、10 月末時点で予定されている分を含めて約 3 万 2 千品目となった（前年比+24.9%）<sup>6</sup>。10 月には酒税引き上げの影響により酒類や飲料を中心に約 4,600 品目の値上げが行われたが、2024 年の値上げ予定品目数は 500 品目程度であり（10 月末時点）、値上げラッシュは一旦落ち着きを見せた。人件費などの増加は続いており、2024 年に入っても値上げは断続的に行われる見込みだが、食品価格の前年比変化率は徐々に低下していきだろう。

エネルギーでは、東京電力など電力大手 7 社による規制料金の値上げが物価の押し上げ要因となっている。一方、前述のように総合経済対策でエネルギー高対策は 2024 年 4 月末まで延長された。終了後は、対策が実施されていた前年の裏の影響によってエネルギー価格が前年比で上昇し、当面の物価の押し上げ要因になることには留意が必要だ（図表 2-8）。

<sup>6</sup> 帝国データバンク 『『食品主要 195 社』価格改定動向調査-2023 年 11 月』（2023 年 10 月 31 日）

図表 2-8 : CPI の見通し (各年度の数字は生鮮食品除く、括弧内は生鮮食品・エネルギー除く)



(注) 作成時の資源価格と為替レートを前提とした物価見通し。エネルギー高対策は2024年4月末まで実施 (うち電気・ガス代の引き下げは補助額を半減して5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

### 春闘での賃上げ率は2024年も高水準を維持する見込み

2023年春闘では、定期昇給(定昇)込みの賃上げ率(加重平均)は3.58%と、30年ぶりの高水準となった<sup>7</sup>。2024年春闘では前年並みかそれを上回る賃上げ率を見込んでいる。

春闘での賃上げ率に影響を及ぼす企業業績や労働需給、CPI上昇率、交易条件(いずれも前年の値)などを説明変数として推計すると、2024年の賃上げ率は3.8%との結果が得られた(図表2-9左)。売上高の増加率が2023年は縮小することが賃上げ率の下押し要因として働くものの、交易条件の改善やCPI上昇率の高まりによる押し上げ要因の方がより大きく働くことで、2024年の賃上げ率は前年をやや上回る水準になると推計された。

外部労働市場(転職市場)は足元でも活発だ。例えばパーソルキャリア(doda)によると、転職求人倍率は求人数の増加で2022年に大幅に上昇し、2023年に入っても緩やかな上昇基調が続いている。直近の2023年9月では2.39倍(前年差+0.28pt)だった。転職によって賃金が上昇しやすい状況では、内部労働市場が発達している日本でも、企業は従業員の離職を防ぐため賃上げに対して積極的にならざるを得なくなる<sup>8</sup>。こうした「防衛的な賃上げ」は人手不足が深刻な業種や中小企業で実施されやすく、2024年春闘でも賃上げ要因になるだろう。

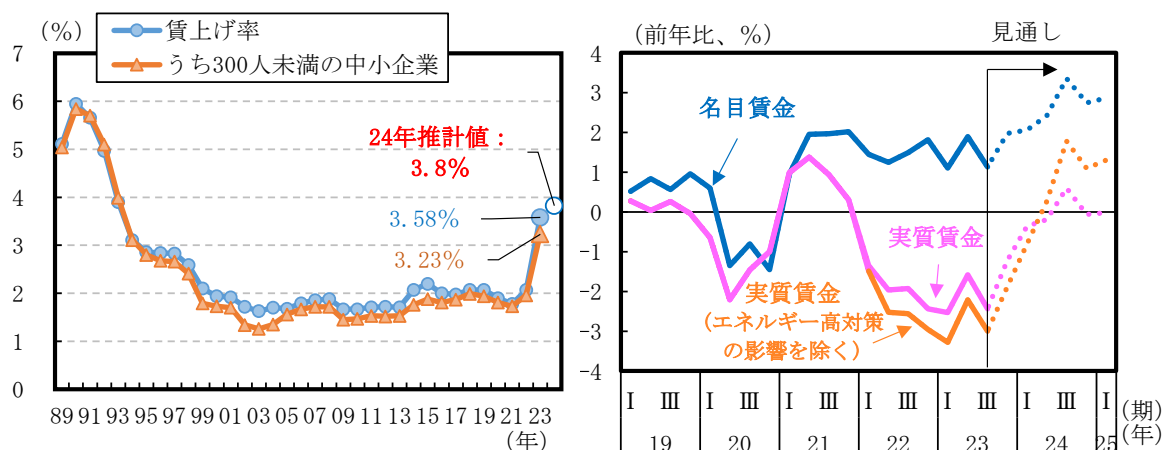
さらに2024年後半には、1人当たり雇用者報酬ベースの実質賃金が前年比でプラスに転じる見込みだ(図表2-9右)。前年比のマイナス幅の拡大が続いていた実質賃金は、2023年前半に入って拡大が落ち着きつつある。今後はインフレ率が低下する中で名目賃金上昇率が緩やかに高

<sup>7</sup> 日本労働組合連合会(連合)『『未来につながる転換点』となり得る高水準の回答~2023春季生活闘争第7回(最終)回答集計結果について~』(2023年7月5日)参照。

<sup>8</sup> 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)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。

まることで、実質賃金は2024年7-9月期に前年比でプラスに転換する。その後はゼロ近傍で推移するが、エネルギー高対策終了による物価上昇分を除けば、プラス圏で安定的に推移するだろう（実質賃金見通しの背景については第4章2節を参照）。

図表 2-9：2024年春闘での賃上げ率見通し（左）、1人当たり雇用者報酬の見通し（右）



(注1) 左図は平均賃金方式での回答を集計した結果。2024年の賃上げ率見通しは、①売上高の伸び率、②CPI上昇率、③需要不足失業率、④交易条件（対数換算）、⑤賃金ダミー、⑥定数項、を説明変数とした推計式から作成（①～④は前年の値で、①・③は10%、それ以外は1%有意水準を満たす。推計期間は1976～2023年、修正済み決定係数は0.92）。被説明変数の賃上げ率には、1989年以降は連合の最終集計結果の実績値を、1988年までは厚生労働省「賃金引上げ等の実態に関する調査」を利用。

(注2) 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、財務省、厚生労働省、日本銀行、日本労働組合総連合会（連合）「2023年春闘第7回（最終）回答集計結果」（2023年7月5日）より大和総研作成

## 日銀は2024年4月にYCC撤廃とマイナス金利解除を実施する見込み

当社では、日銀は2024年春闘の結果がある程度判明する4月の金融政策決定会合で、①YCCの撤廃、②マイナス金利政策の解除（ゼロ金利政策へ移行）に踏み切るとみている（詳細は第4章3節を参照）。

日銀は2023年10月の金融政策決定会合で長期金利の変動幅を±1%程度まで認めるなど、YCCの一段の形骸化が図られた。だが、債券市場の機能度合いは依然として低いとみられる。今後はYCCそのものを撤廃し、日銀が長期金利の形成に関与する度合いを減らしていくことが課題になるだろう。

YCCの撤廃で懸念されるのは、投機的な動きによる長期金利の急上昇だ。経済や物価といったファンダメンタルズに基づいて長期金利が緩やかに上昇するのは好ましいことだが、投機的な動きによる長期金利の急上昇は実体経済や金融市場に悪影響を及ぼす。こうした状況を回避し、長期金利の安定化を図るため、日銀はYCC撤廃後も指値オペを残すとみられる。

マイナス金利政策の解除後はゼロ金利政策への移行を想定しており、緩和的な金融環境は当面維持されるだろう。日銀は経済・物価情勢を注視しつつ、緩和の度合いを段階的に縮小させていくとみている（本予測のメインシナリオでは2024年10-12月期に0.25%の利上げを想定）。

### 3. 論点①：資本ストックの最適化と省人化投資で供給力強化を

末吉 孝行・田村 統久・岸川 和馬・石川 清香

#### 3.1 日本の資本ストックの課題と過少な省人化投資

人手不足に悩む日本経済にとって供給力強化は喫緊の課題である。岸田文雄首相は2023年10月23日の所信表明演説で、「低物価・低賃金・低成長のコストカット型経済」からの完全脱却に向けた供給力の強化を、3年程度の「変革期間」に集中的に講じる考えを示した<sup>9</sup>。11月2日に閣議決定された「[デフレ完全脱却のための総合経済対策](#)」にもそのための施策が盛り込まれた。

経済の平均的な供給力は潜在GDPとも言い換えられ、全要素生産性（TFP）や労働力の他、資本ストックの動向から大きな影響を受ける。企業の旺盛な設備投資によって資本ストックが拡大すれば、供給力が強化されて潜在成長率は高まる。

そこで本章では、日本の資本ストックの現状と課題について分析し、その改善策を検討したい。詳細は後述するが、主要なポイントは次の通りだ（**図表3-1**）。

まず、現在の日本の資本ストックには問題点が3つあると考えられる。1つ目は「量」である。足元の資本ストックは最適な水準を相当程度下回っているとみられる。2つ目は「質」である。日本の資本ストックは諸外国に比べて老朽化が進んでおり生産性が低い。そして3つ目は「配分」だ。日本では生産性の低い産業・業種に資本ストックが偏在している。これらの問題は、それぞれ潜在GDPを1～2割程度押し下げている可能性がある。

資本ストックの問題の解決には、企業が生産性の高い分野に集中して設備投資を行うことが重要だろう。具体的には、非製造業の無形固定資本（ソフトウェアなど）や製造業の情報通信機器などが該当する。また、日本では設備投資のうち、無形固定資本が占める比率が低い。仮にそれが米国並みの比率になれば、潜在GDPを2%程度押し上げることも期待できる。政府にはそのような分野への設備投資を企業に促す取り組みがいつそう求められるが、その際、設備投資減税などは選択肢の1つとなろう。

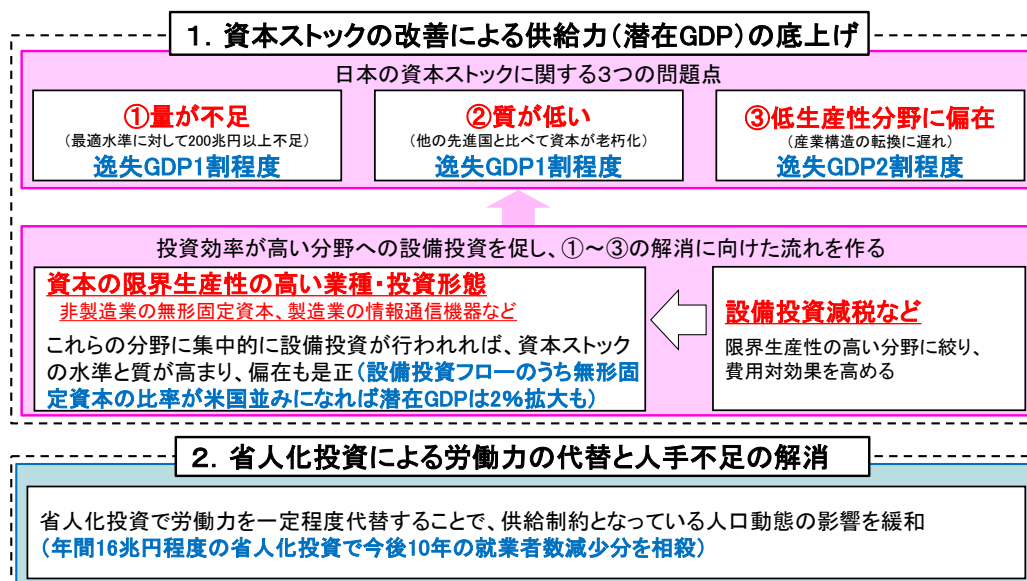
また近年では、人手不足が深刻化する中で、労働力を資本で代替する省人化投資が注目されている。だが、人口動態による就業者減少の影響を相殺するためには、現状を上回る年間16兆円規模の投資が必要と考えられる。また業種によっては、人手不足が深刻であるにもかかわらず省人化投資が少ないところもあり、とりわけ就業者数が多いサービス業ではそれが顕著だ。

以下では、上述したそれぞれのポイントに焦点を当てて、より詳しく見ていく。

<sup>9</sup> 首相官邸ウェブサイト

([https://www.kantei.go.jp/jp/101\\_kishida/statement/2023/1023shoshinhyomei.html](https://www.kantei.go.jp/jp/101_kishida/statement/2023/1023shoshinhyomei.html)) 参照。

図表 3-1：資本ストックの現状と資本の生産性が高い分野、省人化投資



(出所) 内閣府、財務省、経済産業研究所、OECD、総務省、国立社会保障・人口問題研究所、米商務省等より大和総研作成

## 3.2 資本ストックを巡る3つの課題

### 資本ストックは最適水準に対して 200 兆円以上不足

最初に、日本の資本ストックの水準について考えたい。一定の前提に基づいて、資本と労働の相対価格の関係などから企業の利潤が最大化される資本ストック（最適資本ストック）の水準を求めると、960 兆円程度と推計される<sup>10</sup>。一方で、実際の資本ストックは 744 兆円であり<sup>11</sup>、最適資本ストックを 200 兆円以上も下回る（図表 3-2）。バブル崩壊後に資本ストックの調整がある程度進んだ後も、過剰債務や期待成長率の低迷などにより、企業の設備投資意欲が抑制されてきたためと考えられる。潜在成長率に対する資本ストックの寄与率は 1990 年代で 7 割程度であったが、2020 年代には 2 割程度に低下している。

形態別に見ると、日本は主要先進国と比べて資本ストックに占める輸送用機械やソフトウェアの割合が低い<sup>12</sup>。ただし、そもそも資本ストック全体が最適水準を 200 兆円以上も下回ることを踏まえれば、多くの形態で資本ストックが不足している可能性がある。

実際の資本ストックが最適水準まで増加すれば、潜在 GDP は 1 割程度押し上げられると推計される（資本ストックの増加分  $27\% \times$  資本分配率  $0.43 = 11.6\%$ ）。足元ではバブル崩壊後の過剰債務の問題はおおむね解消しており、日銀短観などに見る企業の投資意欲は高まっている<sup>13</sup>。中長期的には期待成長率の引き上げなども必要だが、当面は資本ストックが最適水準に向けて拡大していくことが期待される。

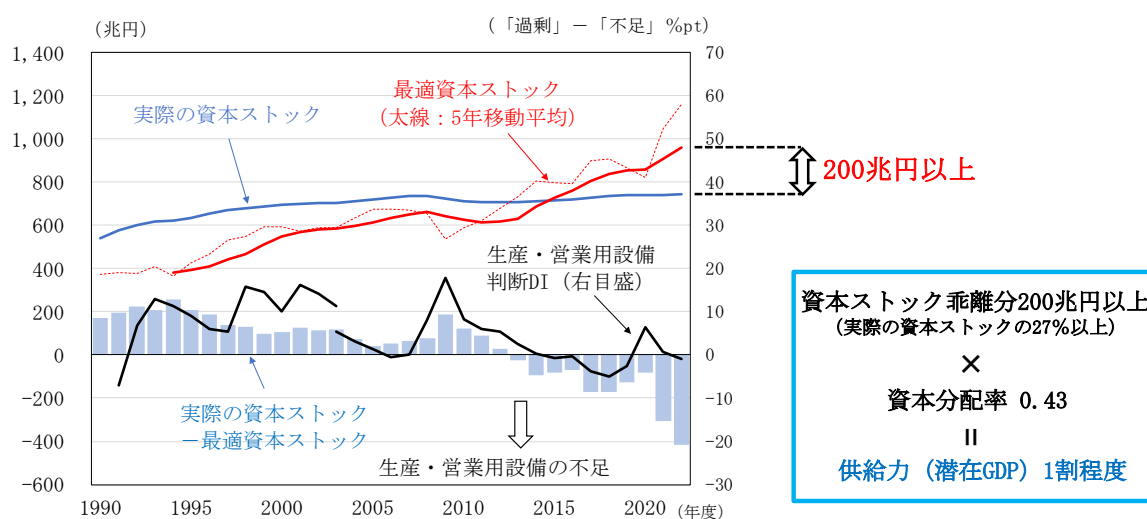
<sup>10</sup> 投資財価格の変動等を緩和するため、5 年移動平均を用いた。

<sup>11</sup> 内閣府「固定資本ストック速報」による民間企業設備の 2022 年度末の実質値（原系列）。

<sup>12</sup> 米国、英国、フランス、イタリア、カナダの 5 カ国の単純平均と比較した。

<sup>13</sup> 久後翔太郎「2023 年 9 月日銀短観 業況判断 DI（最近）は大企業製造業・非製造業ともに上昇」（大和総研レポート、2023 年 10 月 2 日）

図表 3-2 : 最適資本ストックと実際の資本ストック



(注1) 資本ストックは実質値。直近は2022年度。

(注2) 最適資本ストックはコブ=ダグラス型生産関数と企業の利潤最大化条件より、最適資本ストック =  $\beta \times$  労働コスト/資本コスト  $\times$  労働投入量で算出。 $\beta$  は1990~2022年度の推計値。

(注3) 資本コスト =  $(1 / (1 - \text{法人実効税率})) \times \{ (10 \text{年国債利回り} - \text{GDPデフレーター変化率}) + \text{減耗率} - (\text{設備投資デフレーター} / \text{GDPデフレーターの変化率}) \} \times \text{設備投資デフレーター} / \text{GDPデフレーター}$

(注4) 労働コスト = 実質時間当たり賃金 = 雇用者報酬 / (雇用者数  $\times$  1人当たり労働時間) / GDPデフレーター

(注5) 資本ストック = 実質民間固定資本ストック、労働投入量 = マンパワーベースの労働投入量 = 雇用者数  $\times$  1人当たり労働時間

(注6) 減耗率 = (前期の資本ストック + 設備投資額 - 今期の資本ストック) / 前期の資本ストック

(注7) 生産・営業用設備判断DIは年度平均。統計作成手法の変更により2003年度で段差が生じている。

(注8) 資本分配率 =  $1 - (\text{雇用者報酬} + \text{生産・輸入品に課される税}) / \text{名目GDP (生産者価格表示)}$ 。1994~2021年の平均。

(出所) 内閣府、日本銀行、財務省、OECD統計より大和総研作成

### 非効率な資本配分などを背景に日本の資本生産性は諸外国に見劣り

日本の資本ストックには、量以外にも改善の余地があるとみられる。G7諸国（データ制約によりカナダを除く。以下同じ）における資本生産性（= GDP/資本ストック）の推移を示した図表3-3左によると、日本は近年一貫して低位にある。新型コロナウイルス禍（以下、コロナ禍）前の2015~19年平均では、日本を除くG7諸国の最高値が0.83（英国）、平均でも0.71であるのに対して、日本は0.50にとどまる。

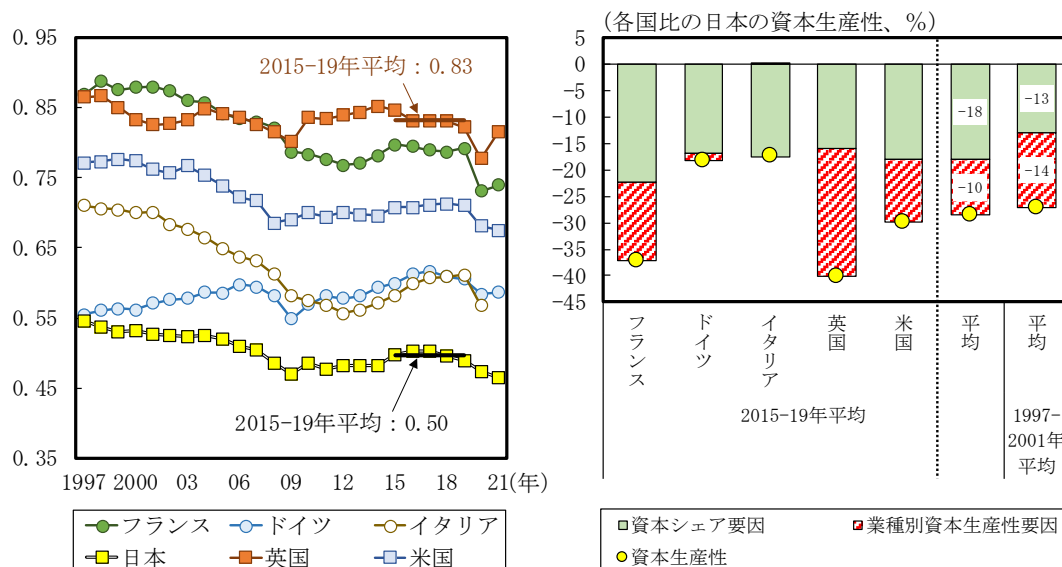
日本の資本生産性の低さは、前述の投資不足に起因する可能性がある。内閣府（2023）<sup>14</sup>は、1990年代半ば以降の日本で投資が低迷し、資本の老朽化が進んだことを確認した上で、そうした質の変化が、資本生産性の低下につながった面があり得ることを示唆している。

また、資本生産性を業種別に見ると、資本配分のあり方がマクロの資本生産性に影響している可能性もある。図表3-3右では、各国に比べて日本の資本生産性が低い背景を、①資本生産性の低い業種に資本が集中している「資本シェア要因」と、②業種別に見ても日本の資本生産性が相対的に低い「業種別資本生産性要因」に分解している。これによると、業種別資本生産性要因

<sup>14</sup> 「令和5年度 年次経済財政報告」（内閣府、2023年8月）

の影響の表れ方は比較する国によってまちまちである一方、資本シェア要因はいずれの国と比較しても、日本の資本生産性を大きく押し下げている。日本の資本生産性は比較対象国の平均水準を29%下回るが、このうち業種別資本生産性の格差に起因するのは10%ptで、残りの18%ptは資本シェアの影響による。

図表 3-3：資本生産性の推移（左）と日本の低生産性の要因分解（右）



(注) 資本生産性＝総付加価値/純固定資産。公務を除く全産業ベースで、純固定資産は住宅を除く。右図の平均は、フランス、ドイツ、イタリア、英国、米国の5カ国における値。

(出所) OECD 統計より大和総研作成

日本の資本生産性の水準を業種別に見ると、日本で突出して高いのは金融・保険業で、建設業、不動産業、保健衛生・社会事業などがそれに続く（図表 3-4 左）。他の G7 諸国との比較では、金融・保険業における日本の高さが顕著であり、不動産業、保健衛生・社会事業なども低くない。ただしその他の業種では、日本は総じて低水準にある。

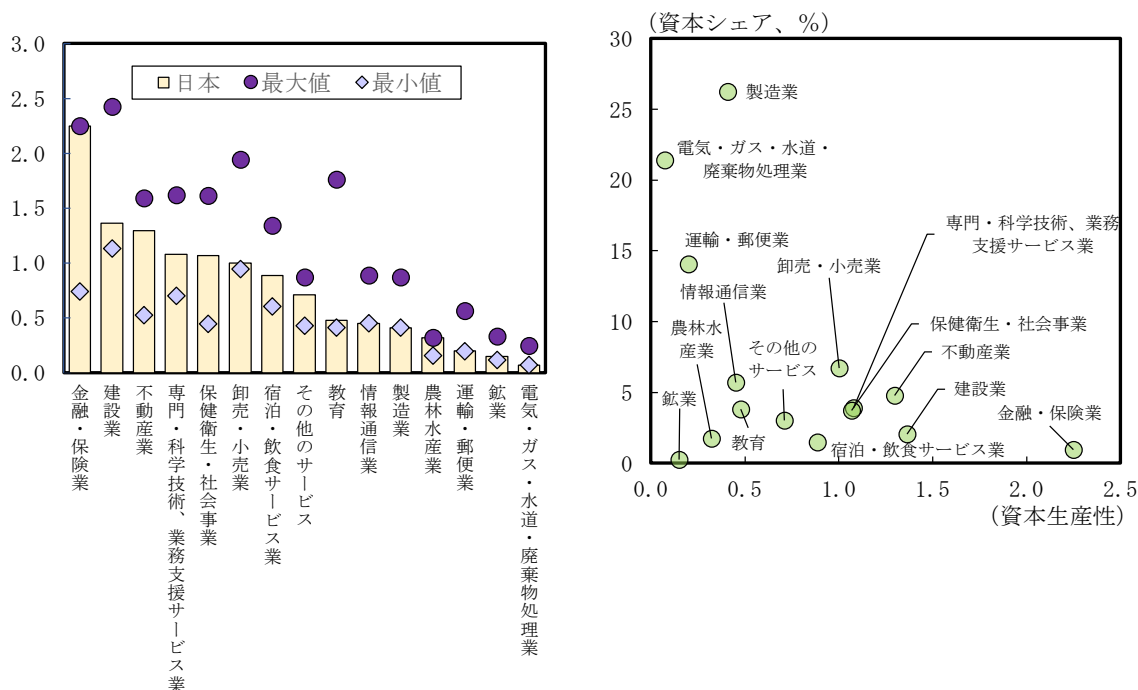
ここで、日本における業種別の資本生産性と資本シェアの関係を確認すると（図表 3-4 右）、日本で資本生産性が高い業種は総じて資本シェアが低い。例えば、金融・保険業のシェアは1.0%と全業種で2番目に低く、建設業は2.1%、不動産業は4.8%にとどまる。こうした業種の資本シェアは、他の G7 諸国に比べても低い。一方、日本で資本シェアが最も高いのは、資本生産性が比較的低い製造業(26.2%)だ。日本以外の G7 諸国では、製造業の資本シェアは平均で15.8%と、日本より低い。

このように、日本の資本生産性が国際的に見て低い背景には、資本生産性の高い(低い)業種における資本シェアの低さ(高さ)がある。資本配分が諸外国並みに改善されれば、資本生産性の向上や経済成長に資するとみられる。前掲図表 3-3 右を基に試算すると、他の G7 諸国と同様の資本配分が実現すれば約2割、日本の潜在 GDP が増加する。

ただし、G7 諸国に比べた資本配分の非効率性は、足元で改善していない。前掲図表 3-3 右によると、2000 年前後(1997-2001 年)から直近(コロナ禍前の 2015-19 年)にかけて、日本と他の G7 諸国(平均)の間の業種別資本生産性格差はわずかに縮小した一方、資本シェア要因による押し

下げ幅は大きく拡大した。日本における開業率の低さや、労働市場の流動性の低さなどが産業構造の転換を阻み、資本配分の効率化を妨げている可能性がある。

図表 3-4：業種別資本生産性の国際比較（左）、業種別資本生産性と資本シェア（日本、右）



(注) データは2015-19年平均。資本生産性＝総付加価値/純固定資産。純固定資産は住宅を除く。左図の最大値、最小値は、フランス、ドイツ、イタリア、日本、英国、米国の6カ国における値。

(出所) OECD統計より大和総研作成

### 3.3 産業別・形態別の投資の効率性と投資支援策のインパクト

#### 投資の効果が高いのは製造業の有形固定資本や非製造業の無形固定資本

前節で日本の資本配分に問題があることを確認したが、今後はより効率性の高い投資を選択し、最適な資本配分を目指すことが課題だ。具体的にどのような投資が望ましいのかを明らかにするためには、追加的な投資による付加価値額の押し上げ効果（資本の限界生産性）が大きい投資分野を検討する必要がある。資本の限界生産性が高いほど資本ストックは最適水準に比べて不足していると考えられるため、こうした分野に的を絞って投資することが望ましい。

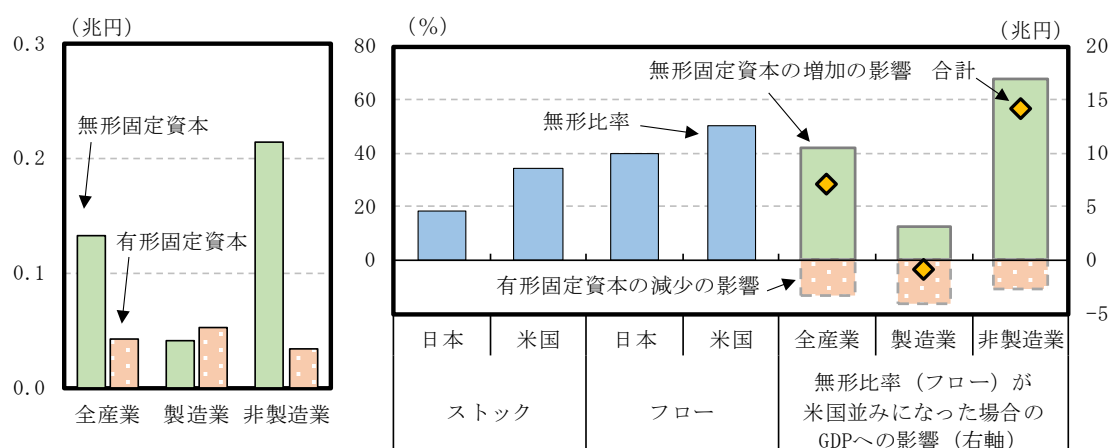
経済産業研究所「JIP データベース 2023」を用いて推計した業種別・形態別の資本の限界生産性から、追加投資 1,000 億円当たりの潜在 GDP の増加幅を試算すると、製造業では有形固定資本、非製造業では無形固定資本の数値が高く、とりわけ後者は突出している（図表 3-5 左）。無形固定資本ストックが 1,000 億円増加した場合の潜在 GDP の増加額は、全産業で満遍なく無形固定資本が増加した場合は約 1,300 億円（年率、以下同）であるのに対し、非製造業のみの場合は約 2,100 億円だ。資本配分の効率化を目指す上では、非製造業の無形固定資本への注力が有効だろう。



この点、参考になるのが無形固定資本投資で先行する米国だ。住宅・土地等の構築物を除く民間部門の固定資本に占める無形固定資本の比率（以下、無形比率）を日米で比較すると、資本ストックにおける無形比率は米国が日本の2倍弱に上る（**図表 3-5 右**）。フローで見ても米国の方が高く、日本が目指すべきベンチマークの1つといえる。仮に日本の固定資本投資額（フロー）の無形比率が米国並みになった場合、無形固定資本への投資額は年間で7.9兆円増加（有形固定資本投資は7.9兆円減少）する。これらに**図表 3-5 左**の係数を乗じると、全産業ベースでは資本ストック配分の改善が進み、潜在GDPを7.1兆円押し上げると試算される（**図表 3-5 右**）。さらに、この7.9兆円の投資フローの無形固定資本への振替がすべて非製造業内で起きるのであれば、潜在GDPの増加幅は14.2兆円に拡大する。設備投資総額が一定であっても、その内訳の効率化によって潜在GDPの2%前後に相当する供給力の強化が見込めることになる。

他方、有形固定資本集約的な産業である製造業では、投資額が一定で無形比率が上昇するとかえって資本配分の効率性が悪化する。無形比率の上昇は必ずしもGDPを押し上げるとは限らないため、業種ごとに絞って効果的な設備投資を行うことが肝要だ。

**図表 3-5：固定資本ストックが1,000億円増加した場合の潜在GDPへの影響（左）、無形比率の上昇の影響（投資額は一定、右）**



(注1) 左図の試算では「JIP データベース 2023」の2000～19年のデータによるパネル分析で推計した係数を利用。以下のコブ＝ダグラス型生産関数を想定した推計式により、全産業97業種、製造業54業種、非製造業43業種の3通りで推計。尤度比検定とハウスマン検定に従い固定効果モデルを適用。説明変数は製造業の $\beta_1$ を除きすべて1%有意。修正済み決定係数は全産業が0.94、製造業が0.93、非製造業が0.97。

$$\ln(\text{実質付加価値額}/\text{総労働時間}) = \beta_1 + \beta_2 \times \ln(\text{実質無形固定資本ストック}/\text{実質有形固定資本ストック}) + \beta_3 \times \ln(\text{実質有形固定資本ストック}/\text{総労働時間})$$

(注2) 右図の「無形比率」は、2020年の民間部門の固定資本（住宅・土地等の構築物を除く）に占める無形固定資本の割合。データは実質純資本。

(出所) 経済産業研究所、米商務省統計、Haver Analytics より大和総研作成

## IT 機器、ソフトウェア、人的投資が重要に

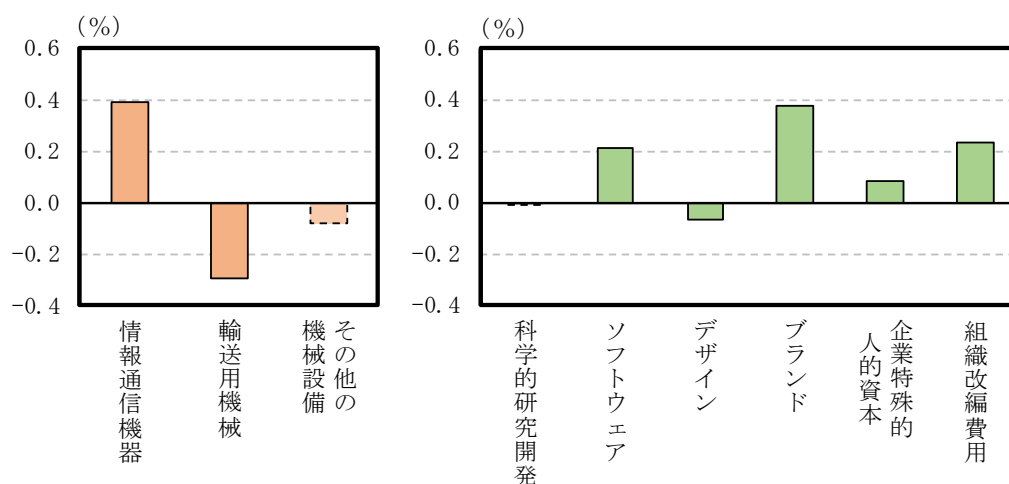
製造業の有形固定資本と非製造業の無形固定資本について、形態別に限界生産性を推計すると（**図表 3-6**）、製造業では情報通信機器の限界生産性が高いという結果が得られた。コロナ禍によって情報通信機器への投資が急激に進んだとはいえ、デジタル・トランスフォーメーション（DX）に代表される IT 投資の重要性は依然として高いことが示唆される。コロナ禍に対応し

た IT 投資がすでに一巡したことを踏まえれば、今後は DX 関連投資を持続させるための政策対応が望ましい。もっとも、現状では設備投資への一回限りの政策支援が主流であり、先行きに対する企業の不安を和らげるような中長期的な施策が欠けている。今後 10 年間で半導体供給網の強化を加速させる英国の計画や、米国のインフレ抑制法（IRA）などを参考に、複数年度にわたる DX 関連投資の支援策を検討すべきだ。

他方、バスやトラックなどの商用車を中心とする輸送用機械では、追加的な設備投資が付加価値額の増加に寄与しないと試算される。卸売・小売業や各種運送業など商用車の資本ストックが多い物流産業では、不足が深刻なのはむしろ労働力であり、輸送用機械を追加的に導入してもコストを賄うだけの収益が得られないとみられる。残業規制による労働時間の減少を主因に物流などに支障が生じる「2024 年問題」を見据えると、これらの業種における喫緊の課題は後述する省人化投資だろう。

非製造業では、広告などによるブランド形成や経営者による組織改編などの限界生産性が高い。これらは各企業の経営方針に依存するところが大きいと考えられることから、経営資源の配分を効率化することが有効だ。また、人的投資やソフトウェア投資も GDP を押し上げる余地がある。前者は岸田政権が掲げる「新しい資本主義」における重点投資分野の 1 つに位置付けられている。一方、工場設備や機械類の自動化、セルフレジの導入などに伴ってソフトウェア投資は拡大しているが、次項で例示するように政策対応によって投資を加速させれば、資本配分の効率化を一段と進めることができるだろう。

図表 3-6：資本の限界生産性（左：製造業の有形固定資本、右：非製造業の無形固定資本）



(注) 2000～19 年における製造業 54 業種と非製造業 43 業種のパネルデータを用いた重回帰分析の推計結果を掲載。破線で囲んだ項目は統計的に有意でない。被説明変数は実質付加価値額、説明変数は各種実質純資本ストック（情報通信機器、輸送用機械、その他の機械設備、科学的研究開発、ソフトウェア、デザイン、ブランド、企業特殊的人的資本、組織改編費用）および総労働時間。製造業は 1 次の自己回帰モデル。尤度比検定とハウスマン検定の結果に従い固定効果モデルを適用。

(出所) 経済産業研究所統計より大和総研作成

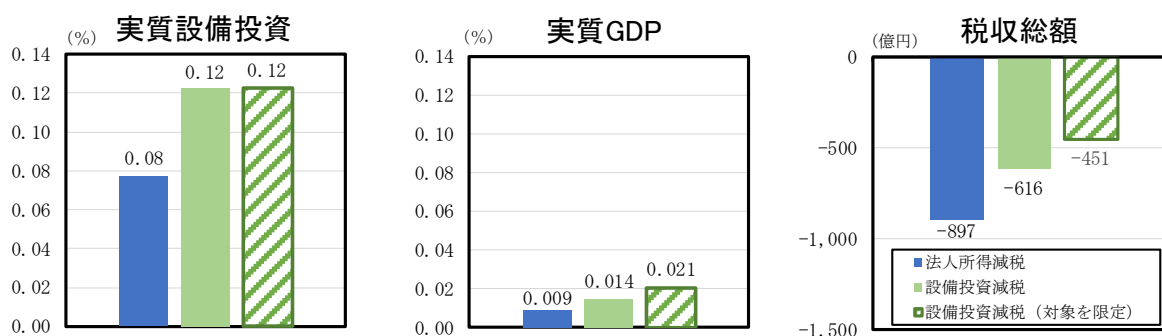
## 対象を限定した設備投資減税は法人所得減税より供給力強化に有効

資本ストックの水準と質を高め、偏在を是正するためには、上述したような資本の限界生産性が高い分野に新規の設備投資が行われることが重要だ。政府にはそのような投資を促進する政策が求められる。例えば、特定の設備投資を税制上で優遇すること（租税特別措置）などは選択肢の1つとして有効だろう。

とりわけ、的を絞った設備投資減税は効果的とみられる。**図表 3-7**は、法人所得減税、一律の設備投資減税、生産性の高い無形固定資本投資を対象を限定した設備投資減税について、それぞれ 1,000 億円規模で減税を実施した際の効果を推計したものだ。なお、ここでは無形固定資本の例としてソフトウェア投資を取り上げている。

これを見ると、法人所得減税よりも設備投資減税の方が設備投資を促す度合いが大きく、GDP への影響も大きい。さらに、高生産性分野であるソフトウェア投資を対象を限定すれば、GDP の押し上げ効果はより大きくなり、税込総額の減少も抑えられることが示唆される。

図表 3-7：1,000 億円を減税した場合の推計値（5 年目のベースラインからの変化）



(注 1) 法人所得減税の効果は、5 年目の法人所得税の減税幅がベースライン（減税を実施しないケース）から 1,000 億円少なくなるように税率を調整して試算。法人所得税は、SNA ベースの法人の所得・富等に課される経常税（民間企業の支払分で地方税も含む）。

(注 2) 設備投資減税の効果は、5 年目の設備投資額の一定割合（税額控除率×黒字企業比率）が 1,000 億円になるように控除率を調整して試算（ベースラインは税額控除率をゼロと想定）。

(注 3) 法人所得減税と設備投資減税の効果は、当社マクロモデルに基づく推計値。

(注 4) 設備投資減税（対象を限定）の効果は、全産業のソフトウェア投資に減税対象を限定したケース（実質設備投資の増加はすべてソフトウェア投資として想定）。全産業に対する設備投資減税の効果に基づき、全産業の設備投資の限界生産性と、全産業のソフトウェア投資の限界生産性の違いから算出。

(注 5) 税込総額は国・地方の SNA ベース。

(出所) 内閣府、財務省、国税庁、当社マクロモデル等より大和総研作成

## 日本における利益率の低さが国内投資を阻害している可能性

設備投資の促進策として、政府は経済安全保障推進法の「特定重要物資」の対象分野である半導体や蓄電池などにおいて、国内投資への大規模な経済的支援を進めている。2023 年度の補正予算案では、半導体関連支援策として合計で約 2 兆円が計上された<sup>15</sup>。こうした国内投資は日本経済にプラスの効果をもたらす一方、これらは公費による民間企業の大幅な負担軽減が国益

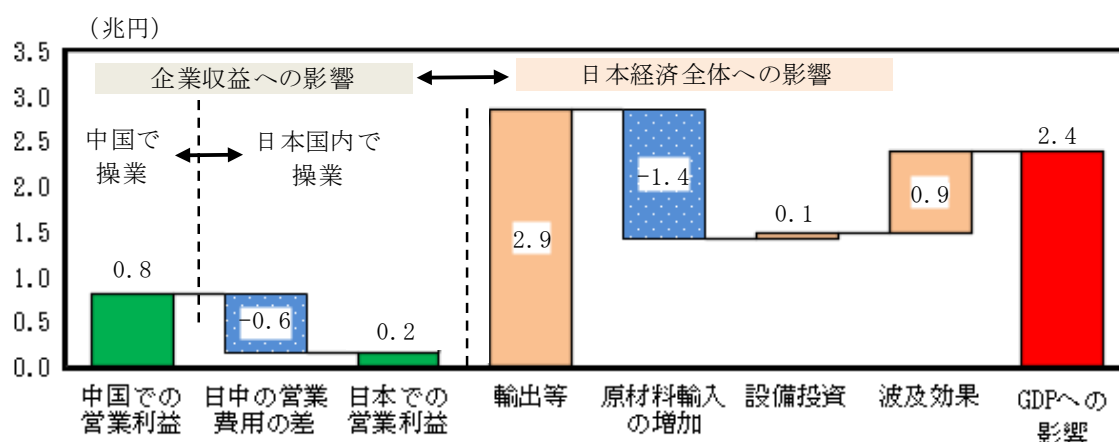
<sup>15</sup> 「令和 5 年度補正予算」（財務省、2023 年 11 月 10 日）

にかなうと判断された特殊なケースだ。財政負担に鑑みれば、国内投資が自律的に増加しやすい環境を構築し、投資減税の費用対効果を高めることも重要だろう。

しかしながら、企業が設備投資先として自発的に日本国内を選ぶとは限らないのが現状だ。一例として、日本の主要産業である機械3業種（一般機械、電気機械、輸送用機械）のうち、中国現地法人の事業活動の1割（売上額で3兆円弱）が日本国内に回帰した場合の日本企業・経済への影響を試算したものが**図表 3-8**だ。日本国内では、設備投資の増加や貿易フローの変化、それらに伴う経済波及効果もあってGDPが2.4兆円増加すると試算される。他方、日本と中国での営業利益率の差を機械的に当てはめると、企業収益はむしろ0.6兆円減少する。

国内投資による日本経済への恩恵は大きいですが、その主体となる企業にとっては中国をはじめとする海外での操業が経済合理的であり、国内投資を選択しにくいとみられる。とはいえ、**前掲図表 3-2**で指摘したように国内の資本ストックは最適水準から200兆円以上の乖離があり、これを財政支援のみによって埋めることは現実的ではない。資本ストックが最適水準に向かって持続的に増加するためには、政策による設備投資の促進と並行して国内市場の成長性や収益性を改善させることが不可欠だ。

**図表 3-8：機械3業種で中国現地法人が事業活動の1割（売上額で3兆円弱）を日本に移管した場合の影響**



(注)「機械3業種」は一般機械、電気機械、輸送用機械。日本での営業利益は、中国現地法人の売上高に日本の機械企業の売上高営業利益率を乗じることで算出。輸出等の増加は、生産地を中国から日本に移管した場合に売上高が変わらないと仮定した数値。波及効果は付加価値ベース。

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

### 3.4 省人化投資の現状と課題

#### 現行水準の省人化投資では今後の就業者数の減少を補えない可能性

人手不足が企業にとって重要課題となる中で、労働力を機械等の資本で代替する省人化投資が注目されている。労働供給の制約は、日本経済の供給力強化の大きな障害になりつつあるが、省人化投資はそれを緩和する有効な手段である。

**図表 3-9** は、省人化投資により今後どの程度の労働力を代替できるかを試算したものだ。現

状では、企業の設備投資のうち6%程度（5兆円程度）が省人化・合理化を目的としたものとみられる<sup>16</sup>。この水準が続けば、10年後には就業者の1%程度の労働力を代替できる（ケース1）。

だが日本の人口動態を考えると、労働力不足は時間の経過とともに深刻さを増すだろう。今後10年の就業者数減少の影響を相殺するためには、現行水準を大きく上回る年間16兆円程度の省人化投資が必要になるとみられる（ケース2）。

加えて、今後は介護などの労働集約的な産業が拡大することも予想される。そのような産業構造の変化も想定すれば、年間34兆円の省人化投資が必要になると試算される（ケース3）。

試算は一定の前提に基づいているため幅を持って見る必要があるが、供給力強化の制約要因である人手不足の緩和のためには、現行水準以上の省人化投資を推し進めることが重要だ。

図表 3-9：今後10年間の労働力相当の増加分、供給力の変化、年間の省人化投資額

10年後の省人化率の想定 (労働者から機械等への 代替率)	ケース1	ケース2	ケース3
	現状程度の省人化投資	人口減少の影響を相殺	人口減少に加え、産業 構造変化の影響を相殺
	1%	4%	8%
省人化投資による 労働力相当の増加分	82 万人分	245 万人分	527 万人分
供給力（潜在GDP）の変化 (下段は年率)	0.6% (0.1%)	1.9% (0.2%)	4.1% (0.4%)
年間の省人化投資額	5兆円	16兆円	34兆円

(注1) 2023~33年にかけての変化を想定。

(注2) 追加的な省人化投資と労働者の雇用による労働力相当分（労働投入量相当分）が同じであれば、労働者を雇う際のコストと、省人化投資の資本コストが等しいと仮定して計算。また2033年までの両者の相対価格は変化しないと仮定。

(注3) 年間の省人化投資額は実質ベース（2015年基準）。資本ストックの減耗率を12%として算出。

(注4) ケース1は日本政策投資銀行の資料に基づき2022年度の大企業の設備投資の内訳から推計。ケース2は、足元の就業率を一定として、国立社会保障・人口問題研究所（2023）に基づいて就業者数の減少を算出。ケース3はリクルートワークス研究所（2023）に基づいて必要な労働力相当分を算出。

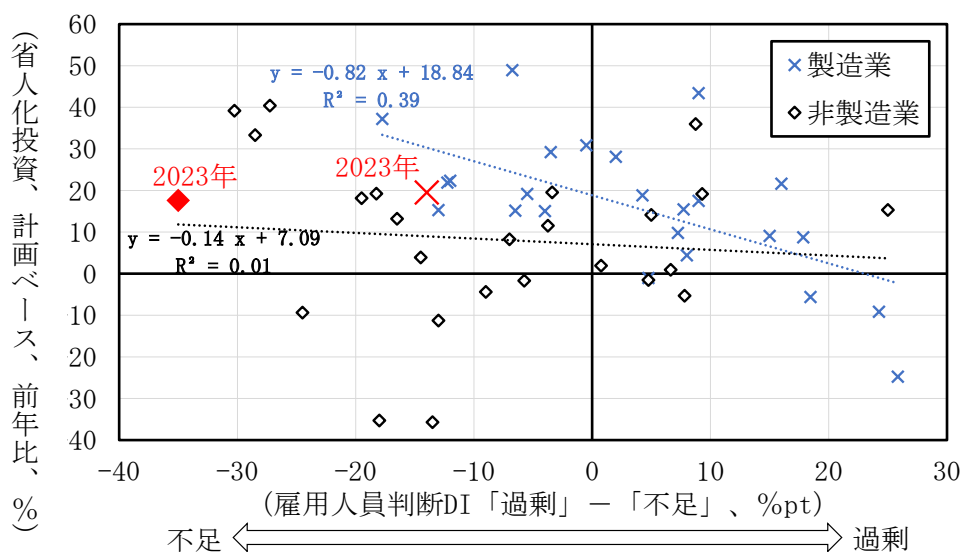
(出所) 内閣府、総務省、国立社会保障・人口問題研究所（2023）「日本の将来推計人口（令和5年推計）」（出生中位（死亡中位）推計）、リクルートワークス研究所（2023）「未来予測2040 労働供給制約社会がやってくる」Works Report 2023、日本政策投資銀行（2023）「全国設備投資計画調査（2023年6月調査）」等より大和総研作成

### 代替弾力性の低いサービス業では省人化投資が不足している可能性

企業の人手不足感と、それに伴う省人化投資の動向は、業種によって様相が異なる。図表 3-10 は、製造業と非製造業について、企業の人手不足感と省人化投資の関係を示したものである。製造業では人手不足感が高まると省人化投資を増やす傾向が見られるが、非製造業では製造業よりも人手不足が深刻であるにもかかわらず、省人化投資の増加につながっていない。

<sup>16</sup> 日本政策投資銀行「[全国設備投資計画調査（2023年6月調査）](#)」（2023年8月3日）に基づく。

図表 3-10 : 省人化投資と雇用人員判断DI の関係 (1999~2023年)



(注1) 大企業ベース。

(注2) 省人化投資は、日本政策投資銀行「全国設備投資計画調査」(各年度版)に基づく試算値。設備投資額の前年比(計画値)と投資動機ウェイト(計画値)を用いて、次年度の計画値を実額で計算し、前年の実績に対する計画値の増減率を算出した。

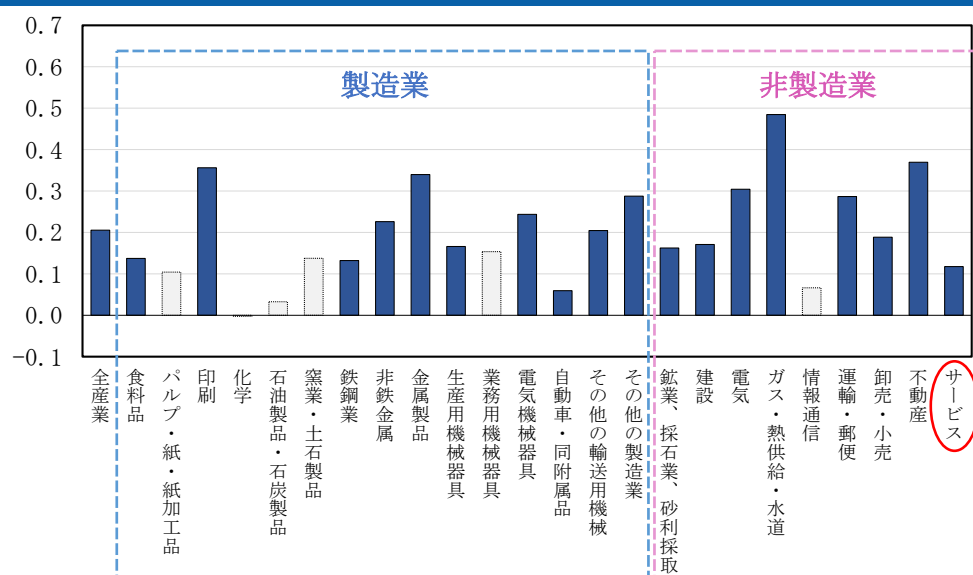
(注3) 2003年12月調査以前の日銀短観のデータは集計方法変更により発生した段差を調整している。

(出所) 日本政策投資銀行、日本銀行統計より大和総研作成

そこで、資本と労働の代替弾性を業種別に推計したものが**図表 3-11**だ。資本と労働の代替弾性とは、両者の相対価格が変化することで、両者間で代替が進む度合いのことである。人手不足によって賃金などの労働コストが金利などの資本コストに対して上昇した場合、代替弾性が高い(低い)業種ほど労働から資本への代替が進みやすい(にくい)。

非製造業の業種に目を向けると、「ガス・熱供給・水道」などのように代替弾性が高い業種もあるが、従業員数や企業数ベースで非製造業の約5割を占める「サービス」の弾性は低い(**図表 3-11**の赤丸)。また、サービス業の大部分は中小企業であるが、その弾性は0.08程度とさらに低い(サービス業全体では0.12程度)。中小のサービス業ではキャッシュフローの少なさなどもあり、省人化投資の余裕が小さいとみられる。非製造業における人手不足の解消のためには、特に中小のサービス業における省人化投資の促進策が求められる。

図表 3-11 : 資本と労働の代替弾力性 (資本装備率の変化/相対価格の変化)



(注) 全規模ベースで、資本装備率（有形固定資産/従業員数）と資本と労働の相対価格（資本コスト/労働コスト）から推計（推計期間は1975-2022年）。資本コストは支払利息等/要返済債務（社債+短期借入金+長期借入金）、労働コストは人件費/従業員数。白抜きの棒グラフは10%有意水準を満たさない。

(出所) 財務省統計より大和総研作成

また、「2024年問題」が取り沙汰されている業界での省人化投資も重要だ。特に建設や物流業界においては、2024年4月1日から適用となる時間外労働の上限規制を前に、深刻な人手不足が懸念されている。公益社団法人鉄道貨物協会によれば、今回の規制強化で、物流業で補充が必要なトラックドライバー数は最大で約60万人<sup>17</sup>と推計されている。「2024年問題」への対応策として、資機材や荷物の運搬・管理におけるロボットやシステムの活用などの省人化投資を推進し、業務効率化や労働時間の削減を図ることが必要だろう。

<sup>17</sup> 公益社団法人鉄道貨物協会「令和4（2022）年度本部委員会報告書」（2023年5月）を参照。

## 4. 論点②：「デフレ脱却」と「2%インフレ」は実現するか

久後 翔太郎・神田 慶司・佐藤 光・中村 華奈子・高須 百華

2022年度に約40年ぶりの高水準を記録したコアCPI（生鮮食品を除いた消費者物価指数）上昇率は、2023年度に入っても高進を続けている。直近の2023年9月では前年比+2.8%であり、エネルギー高対策による直接的な物価押し下げ分を除くと同+4.0%に達する。

輸入物価の急上昇を起点とした典型的な供給インフレで、当初は短期間で収束するとみられていた。だが、記録的なコスト高や深刻な人手不足などを背景に企業の賃金・価格設定行動が変化し<sup>18</sup>、賃金と物価が循環的に上昇しつつある。日本経済は1990年代後半にデフレに陥ったが、デフレ脱却の確度はかつてないほど高まっているようだ。

そこで本章では、**1節**において物価動向に関連する広範なデータから、日本のデフレ脱却の可能性を探る。**2節**では、デフレから脱却する上での懸念材料ともいえる、前年割れが続く実質賃金の先行きについて検討する。**3節**では、インフレの定着で政策の転換が見込まれる日本銀行（日銀）の金融政策を展望し、利上げが実施された場合の日本経済への影響を定量的に示す。

### 4.1 着実に高まるデフレ脱却の可能性

#### 「デフレリスク指数」で見ると日本が再びデフレに戻るリスクは低い

政府は物価が高騰している現在を「デフレではない状況」と判断しているものの、デフレ脱却を宣言していない。デフレ脱却とは、「物価が持続的に下落する状況を脱し、再びそうした状況に戻る見込みがないこと」<sup>19</sup>と政府は定義しており、現状ではまだデフレに戻る見込みがないとの判断には至っていないためである。政府のデフレ脱却の判断にあたっては、コアCPI、GDPデフレーター、需給ギャップ、単位労働コストといった指標を参考にしつつ、物価の基調や背景を総合的に考慮し、内閣府が関係省庁とも認識を共有した上で判断するとされている。

そこで足元のデフレリスクを定量的に評価するため、IMF（2003）<sup>20</sup>に基づき「デフレリスク指数」を作成した。同指数は当時のIMFのチーフエコノミストで、ハーバード大学教授のケネス・ロゴフ氏が率いたタスクフォースが開発したものだ。2000年頃には日本や中国などにおいて物価の下落が観察され、こうした状況が世界に伝播することに対する警戒感が当時のIMFにはあったとみられる。

デフレリスク指数は、CPIや需給ギャップ、銀行貸出量など11の指標を合成したものである。0～1の間の値を取り、数値が上昇するほどデフレリスクが高まることを意味する。IMF（2003）では、同指数が0.5を超えるとデフレリスクが「高い(High)」、0.3～0.5で「中程度(Moderate)」

<sup>18</sup> 企業の賃金・価格設定行動の変化などについては、「[第218回日本経済予測（改訂版）](#)」（2023年9月8日）や「[第216回日本経済予測（改訂版）](#)」（2023年3月9日）などで検討した。

<sup>19</sup> 参議院予算委員会（2006年3月15日）における内閣府提出資料「デフレ脱却の定義と判断について」

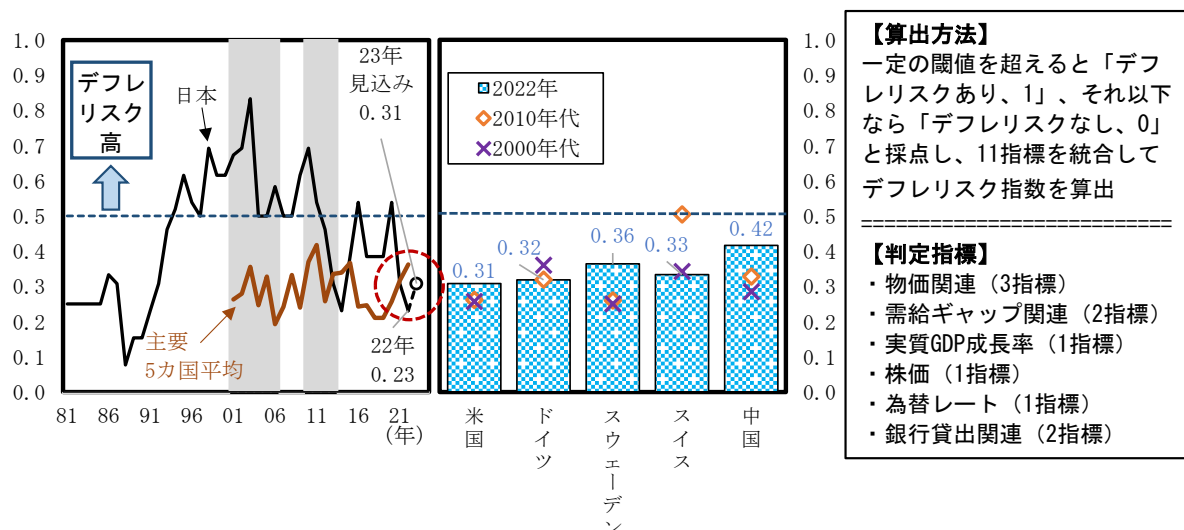
<sup>20</sup> IMF(2003) “Deflation: Determinants, Risks, and Policy Options - Findings of an Interdepartmental Task Force”



0.2～0.3で「低い (Low)」、0.2未満では「極めて低い (Minimal)」と評価していた。

日本と主要5カ国（米国、ドイツ、スウェーデン、スイス、中国）のデフレリスク指数を作成し、長期時系列や国際比較を通じて近年の日本における脱デフレの進捗度合いを確認したものが**図表 4-1**である。

**図表 4-1：「デフレリスク指数」の長期推移と国際比較（左：日本と主要5カ国平均の推移、中央：主要5カ国の値、右：算出方法）**



日本のデフレリスク指数の長期推移を見ると、1980年代から1990年初めまではデフレリスクが非常に低かった。当時はCPI上昇率が高水準にあったわけではないが、バブル景気を背景とした貸出の増加や株価の上昇といった要因からもデフレリスクが小さいと評価されていた。

だが、バブル崩壊後の1990年代前半にデフレリスク指数は急上昇し、1990年代後半にデフレに陥った。1997年にはアジア通貨危機や国内金融危機が発生し、雇用調整が大規模に実施され、春闘では1999年からベースアップ(ベア)が見送られるようになった。デフレリスク指数は2000年代に入っても高水準で推移し、2001年4月の政府の「月例経済報告」では初めて「デフレ」の文言が記載された。

もともと、2010年代に入り、デフレリスク指数は0.5を明確に下回ることが多くなった。2022年には0.23と、インフレが定着していた1991年とおおむね同水準にある。2023年は0.3程度へとわずかに上昇する見込みだが、主要5カ国における2022年の同指数は0.3～0.4程度であ

り（**図表 4-1 中央**）<sup>21</sup>、国際的に見ても日本の水準は低い。このように、デフレリスク指数から見れば、直近の日本経済は再びデフレに戻るリスクは低いとみられる。

### ヒートマップで見ると、デフレ脱却には賃金面からの物価上昇圧力の強まりが必要

デフレリスク指数は作成方法が簡素で、各国のデフレリスクを同じ基準で評価できるといった点で有益である。だがその半面、国ごとの経済構造などの違いが十分に反映されていない。日本は雇用慣行や賃金体系が諸外国とは大きく異なり、長期デフレを経験した唯一の国であることから、デフレ脱却の可能性を検討する上ではより丁寧な分析が必要である。

そこで、物価動向に関連する広範なデータをヒートマップで可視化したものが**図表 4-2**である。赤くなるほどインフレ圧力が強まっていることを示唆する。**図表 4-2 下段**では**同上段**の指標のうち 11 指標を「物価」「賃金」「労働市場」という 3 つのカテゴリーに分類し、主成分分析<sup>22</sup>を行うことでカテゴリーごとにヒートマップ化した。

全体的な傾向としては、**前掲図表 4-1**のデフレリスク指数のそれと整合的である。1990 年代初めは幅広い指標がインフレ圧力の強さを示していたが、バブル崩壊後は「労働市場」関連指標が急速に悪化し、これに遅れる形で「賃金」「物価」関連指標が 1990 年代半ばにかけて悪化した。2000 年代ではリーマン・ショック前の一時期を除き、個別指標と各カテゴリーのヒートマップがいずれも強い停滞感を示しており、政府の物価動向の判断とも一致する。2010 年代半ばに入ると、「労働市場」関連指標が停滞局面を脱した。これに遅れる形で「賃金」関連指標にも改善が見られるようになった。労働需給のひっ迫が賃金に波及したとみられる。しかしながら「物価」関連指標は停滞した状況が続き、賃金と物価の循環的な上昇には至らなかった。

2020 年に始まった新型コロナウイルス禍（以下、コロナ禍）によって「労働市場」関連指標は一時的に悪化したものの、2022 年半ばからは再び過熱感を帯びている。こうした中で発生した記録的な輸入インフレは企業の価格設定行動を積極化させ、原材料費だけでなく人件費の増加分も販売価格に転嫁する動きが広がった。その結果、「CPI(中央値)」や「粘着価格」<sup>23</sup>などデフレ期では停滞が続いていた指標でも過熱感が急速に強まった。

これに対して、「賃金」関連指標の改善は足元でも遅れている。だが、2023 年春闘では 30 年ぶりの高い賃上げ率が実現するなど、賃上げの機運は大企業だけでなく中小企業でも高まっている<sup>24</sup>。**第 2 章**で示した通り、当社では 2024 年春闘の賃上げ率を +3.8% と見込んでおり、実

<sup>21</sup> 中国のデフレリスク指数は 2022 年で 0.42 と、2000 年代や 2010 年代と比較しても高水準にある。2022 年は食料品とエネルギーを除く CPI や GDP デフレーターの上昇率が急速に縮小したことが指数を押し上げた。また、スイスでは 2010 年代にデフレリスク指数が大きく上昇したが、スイスフラン高などにより CPI や GDP デフレーターが伸び悩んだことなどが指数の押し上げ要因となった。

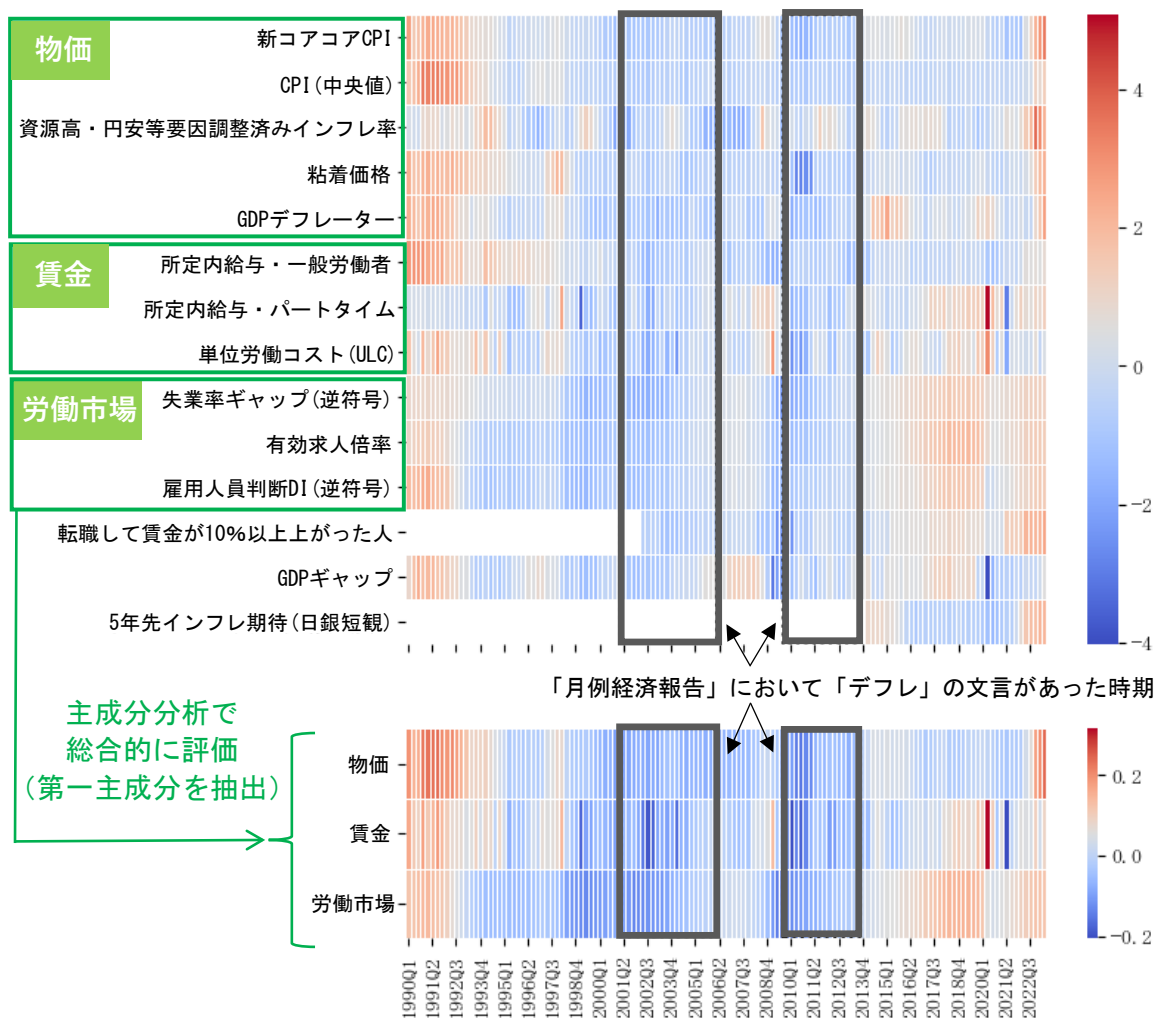
<sup>22</sup> 複数の変数に共通する動き（第一主成分）を抽出する統計的手法で、ここではカテゴリー（物価、賃金、労働市場）ごとに第一主成分を抽出した。

<sup>23</sup> CPI の構成品目のうち価格改定頻度の低いものを集計した価格指数。詳しくは「[第 216 回日本経済予測（改訂版）](#)」（2023 年 3 月 9 日）を参照。

<sup>24</sup> 日本労働組合連合会（連合）「[『未来につながる転換点』となり得る高水準の回答～2023 春季生活闘争 第 7 回（最終）回答集計結果について～](#)」（2023 年 7 月 5 日）参照。

現すれば賃金面からの物価上昇圧力が一段と強まる。賃金と物価の循環的な上昇メカニズムが安定的に機能するようになり、デフレ脱却を実現するだけでなく、日銀が目指している2%の物価安定目標の達成のめども立つとみられる。

図表 4-2：物価関連指標のヒートマップ（色が赤い（青い）ほどインフレ（デフレ）の方向）



(注) 基準化した値を掲載。「粘着価格」はCPIの構成品目のうち価格改定頻度の低いものを集計した価格指数。1993年以前の雇用形態別所定内給与上昇率は他統計を基に推計。「資源高・円安等要因調整済みインフレ率」は、統計モデルによってコアCPI上昇率から資源価格、為替レート、GDPギャップの影響を除いた系列。インフレ率のうちこれらの要因では説明できない変動（例えば、インフレ期待や企業の価格設定行動の変化など）を示す。

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

## 4.2 実質賃金は2024年後半に前年比プラス転換へ

賃金に関しては、働き手の購買力ともいえる実質賃金の前年割れが続いており、デフレから脱却する上での懸念材料となっている。厚生労働省「毎月勤労統計」における実質賃金指数は直近の2023年9月まで18カ月連続で前年比マイナスとなった。実質賃金の変動要因のうち、物価上昇率は低下傾向にあるものの引き続き高水準にあり、名目賃金上昇率がこれに追いついていない。

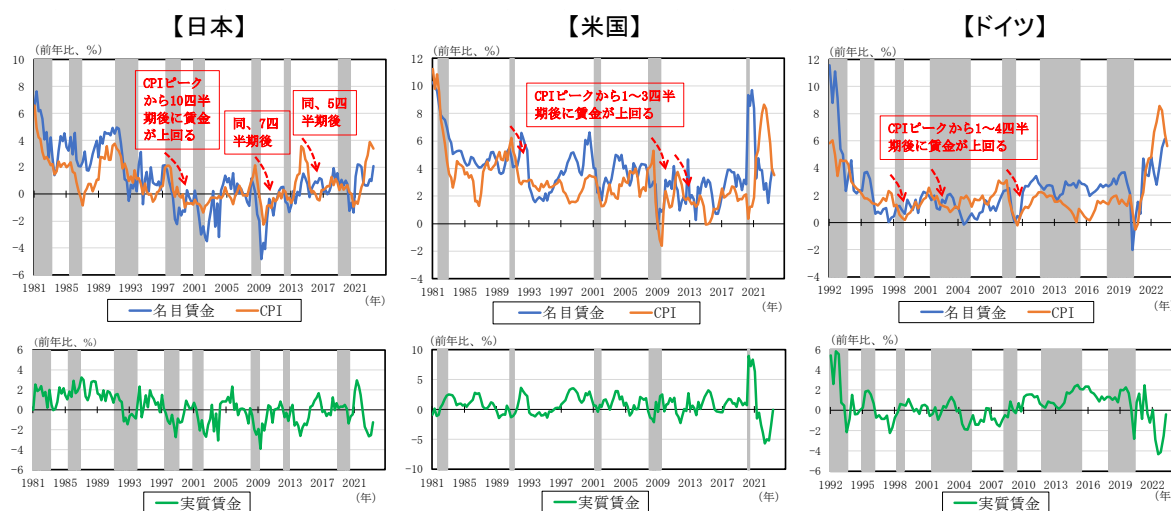
本節では実質賃金の前年割れがいつまで続くのかについて、過去の実質賃金の動きに見られたパターンなどのテクニカル面や、生産性や労働時間といった実体面から整理した上で、実質賃金見通しを示す。

### テクニカル的には、実質賃金プラス転換の目安は物価のピークから5～10四半期後

日本において、物価高に賃金が追いつかないことを主因として実質賃金が前年比で明確なマイナスになったケースは1990年代以降で3回あった（消費増税による物価上昇局面を含む）。これらの局面では、物価上昇率のピークから5～10四半期後に名目賃金上昇率が物価上昇率を上回り、実質賃金がプラスに転換した（**図表4-3**）。

今回の物価上昇率のピークは2022年10-12月期であったことから、過去のパターンを機械的に当てはめると、実質賃金の前年比プラス転換は2024年1-3月期から25年4-6月期の間と見込まれ、平均的には2024年後半頃になる。ただし、米国やドイツの同様の局面（1990年代以降でそれぞれ3回）では物価上昇率のピークから1～4四半期後に実質賃金がプラスに転換しており、日本は米独よりも遅れる傾向にある。実際、今回も米国やドイツの実質賃金はプラス転換が目前となっている。

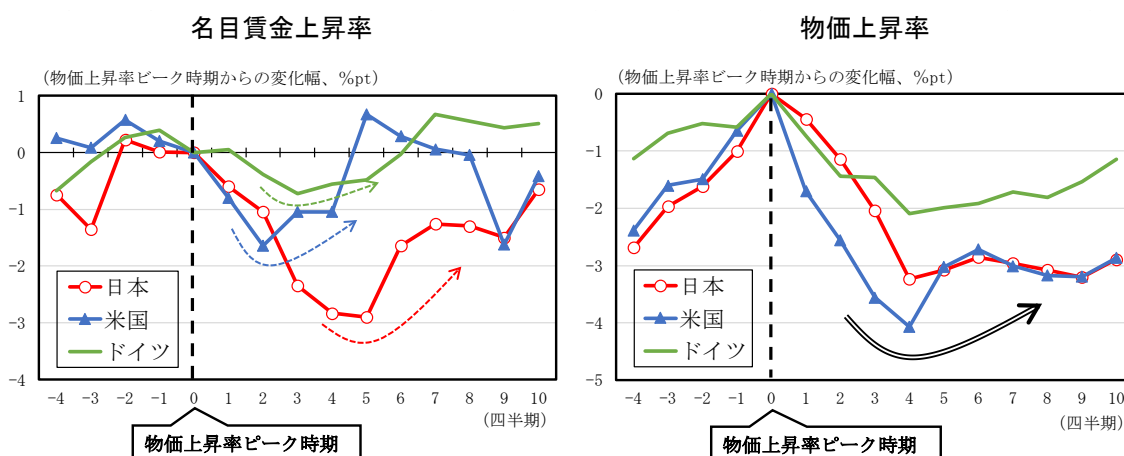
図表4-3：日米独の賃金と物価上昇率の推移



(注) 賃金は1人当たり雇用者報酬。図表中のシャドーは景気後退期を表す。  
(出所) 内閣府、総務省、Haver Analytics などより大和総研作成

前述の各3つの局面での名目賃金上昇率の推移を日米独で比較すると（図表4-4）、いずれの国も物価上昇率のピークアウトから賃金上昇率が低下するものの、米国とドイツは物価上昇率のピークより3~4四半期後から賃金上昇率が持ち直した。これに対して日本は6四半期後からであり、低下幅も比較的大きかった。物価上昇率の調整期間は日米独でさほど違いが見られず、主として賃金面において違いが見られた。

図表4-4：過去の物価上昇率ピーク前後における賃金と物価上昇率の平均的な推移



(注) 日米独で、物価高騰を主因に実質賃金前年比がマイナスになった直近の各3ケースにおける平均。賃金は1人当たり雇用者報酬。

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

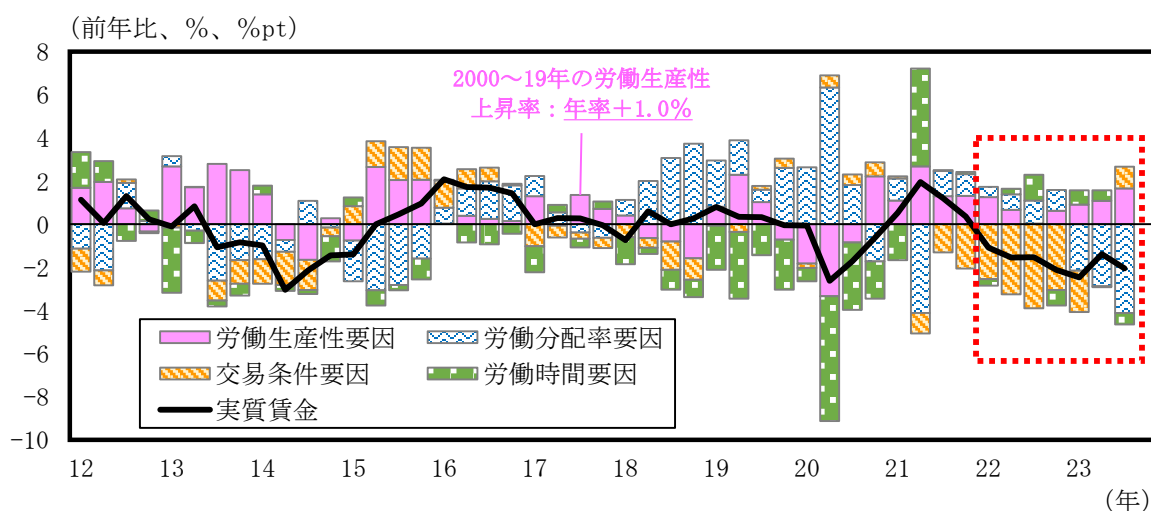
### 高止まりしていた労働分配率の調整は実質賃金を直近で前年比▲4%pt 超押し下げ

以上のように実質賃金の過去の変動パターンから特徴を整理したが、実体面から見ると、今回の実質賃金の下落は輸入物価の高騰などを通じた小売物価の上昇だけでなく、企業の人件費調整圧力の強まりも影響しているようだ。

図表4-5は1人当たり実質賃金の前年比変化率を、①労働生産性要因、②労働分配率要因、③交易条件要因、④労働時間要因、の4つに分解したものである。実質賃金が前年比でマイナスに転じた2022年1-3月期から10-12月期までの主な押し下げ要因は、交易条件の悪化であった。ただし、交易条件は2023年に入って改善傾向にあり、直近の同年7-9月期には押し上げ要因へと転じた。対照的に実質賃金を押し下げようになったのが労働分配率要因である。実質賃金の前年比変化率に対する寄与度は直近で▲4%pt 超に達した。

背景には、労働分配率の高止まりで企業の人件費の負担が重くなっていたことがあると考えられる。名目雇用者報酬を名目GDPで除した労働分配率は長期的に50%前後で推移してきた。それが2022年7-9月期には53.2%（季節調整値）と、コロナ禍で景気が大幅に悪化した2020年4-6月期を除き、過去40年超で最高水準となった。こうした中で企業の価格設定行動が変化し、価格転嫁を積極的に行うようになった一方、名目賃金の引き上げは比較的緩やかだったことから、2023年にかけて実質的な人件費の調整が進んだ。

図表 4-5 : 1人当たり実質賃金の要因分解



(注)「労働生産性要因」は就業者1人1時間当たり実質GDP成長率で、実質賃金は雇用者報酬と混合所得の合計額を実質化して就業者数で除したもの。「交易条件要因」は個人消費デフレーターとGDPデフレーターとの比率の変化。

(出所) 内閣府、総務省、厚生労働省統計より大和総研作成

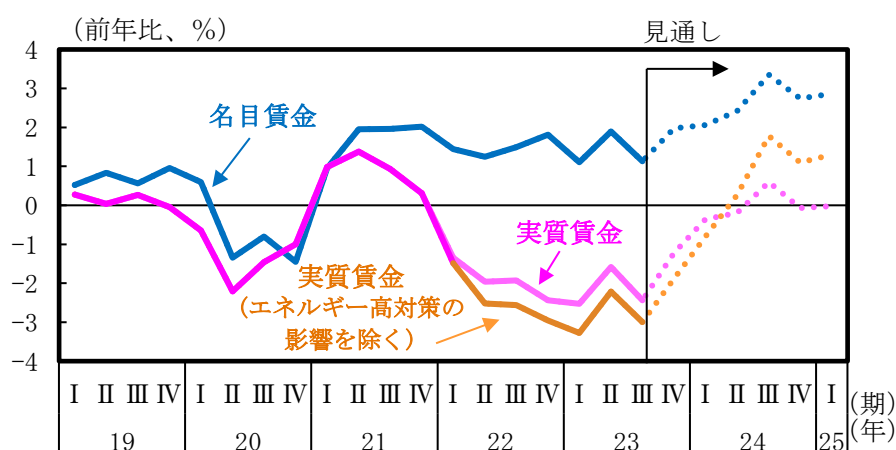
#### 実質賃金は2024年7-9月期に前年比でプラスに転じる見込み

労働分配率は直近でも長期平均値を上回っており、当面は人件費の調整圧力が続く可能性がある。だがその後の実質賃金は労働生産性並みに上昇していくだろう。労働分配率が長期的に一定水準の範囲内で変動していることは、実質賃金が長期的には労働生産性の上昇に伴って引き上げられてきたことを意味するからだ。

労働生産性上昇率は2000～19年で年率+1.0%であり、2022年1-3月期から2023年7-9月期の平均上昇率も同程度である。このところ中東情勢の緊迫化によって資源価格の上昇リスクが高まっており、交易条件が再び悪化する可能性には注意が必要だが、実質賃金はいずれ前年比+1%程度に向けて伸び率が高まっていくとみられる。

こうした分析を基にした本予測のメインシナリオでは、2024年後半に1人当たり実質賃金が前年比でプラスに転じる見込みだ(図表4-6)。インフレ率が低下する中で名目賃金上昇率が緩やかに高まることで、実質賃金は2024年7-9月期に前年比でプラスに転換する。その後はゼロ近傍で推移する見通したが、エネルギー高対策終了に伴う物価上昇が影響するためである。これを除けば、2024年10-12月期以降の実質賃金は労働生産性上昇率並みの前年比+1%程度で推移すると見込んでいる。また前節の分析も踏まえると、政府は早ければ2024年度後半にもデフレ脱却を宣言する可能性がある。

図表 4-6 : 1人当たり雇用者報酬の見通し (図表 2-9 右の再掲)



(注) 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

### 4.3 転換を見込む日銀の異次元緩和策

日銀は2024年4月にYCC撤廃とマイナス金利政策の解除に踏み切ると予想

デフレ脱却の可能性が高く、2%の物価安定目標の達成のめどが立てば、日銀は異例の金融緩和策の転換へと舵を切るだろう。当社では、日銀は2024年春闘の結果がある程度判明する2024年4月の金融政策決定会合で、①長短金利操作（イールドカーブ・コントロール、YCC）の撤廃、②マイナス金利政策の解除（ゼロ金利政策への移行）に踏み切るとみている。

コロナ禍以降の世界的なインフレ局面において海外金利が上昇する中、日本の長期金利はYCCによって低位で推移した。内外金利差の拡大などによって大幅に減価した為替レートは、資源高とあいまって輸入物価の大幅な上昇を招いた。結果として国内企業の価格設定行動が変化したのは前述の通りだ。デフレ脱却や物価安定目標に大きく近づいたのはYCCの成果ともいえる。

もともと、中央銀行が長期金利を直接的にコントロールするというYCCは極めて異例の政策であり、債券市場の機能低下など副作用も大きい。このため、日銀は2022年から積極的にYCCの運用の柔軟化を図り、2023年10月の金融政策決定会合では長期金利の変動幅を±1%程度まで認めた。また、指値オペを実施する利回り水準については「金利の実勢等を踏まえて、適宜決定する<sup>25</sup>」との方針を示した。事実上、YCCの一段の形骸化が図られたといえるが、債券市場の機能度合いは依然として低いとみられる。今後はYCCそのものを撤廃し、日銀が長期金利の形成に関与する度合いを減らしていくことが課題になるだろう。

YCCの撤廃で懸念されるのは、投機的な動きによる長期金利の急上昇だ。経済や物価といったファンダメンタルズに基づいて長期金利が緩やかに上昇するのは好ましいことだが、投機的な動きによる長期金利の急上昇は实体经济や金融市場に悪影響を及ぼす。こうした状況を回避し、長期金利の安定化を図るため、日銀はYCC撤廃後も指値オペを残すとみられる。

<sup>25</sup> 日本銀行「[当面の金融政策運営について](#)」（2023年10月31日）

前述のように、当社では YCC の撤廃と同時にマイナス金利政策の解除も見込んでいる。とはいえ、ゼロ金利政策への移行を想定しており、緩やかな金融環境は当面維持されるだろう。日銀は経済・物価情勢を注視しつつ、緩和の度合いを段階的に縮小させていくとみている（本予測のメインシナリオでは 2024 年 10-12 月期に 0.25% の利上げを想定）。

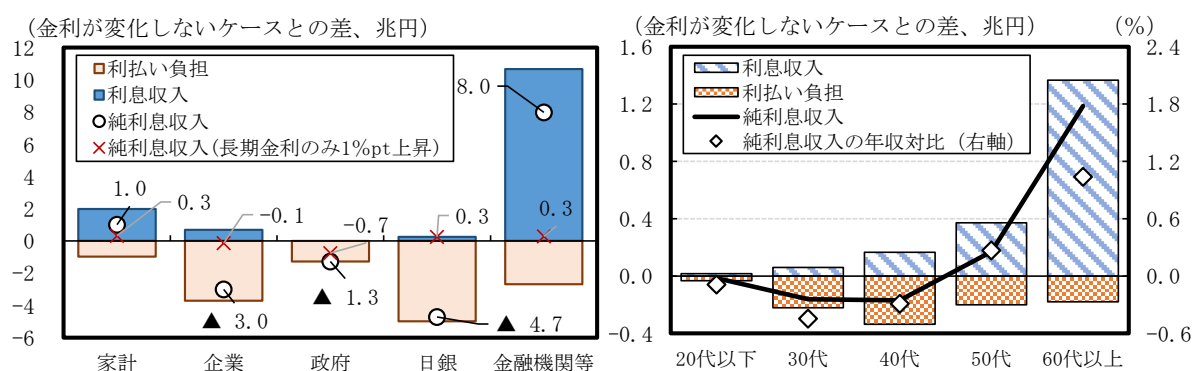
### 金利が上昇すると企業・政府・日銀・30~40 代の家計の純利払い負担が増加

金融政策の正常化などによって市場金利が上昇する場合、各経済主体と経済全体にどのような影響をもたらすのであろうか。

短期金利と長期金利がそれぞれ 1%pt 上昇する場合の純利息収入への影響を試算した結果が **図表 4-7 左** である<sup>26</sup>。企業（▲3.0 兆円）や政府（▲1.3 兆円）、日銀（▲4.7 兆円）は利払い負担の方が利息収入より大きいため、純利息収入が減少する。このうち企業と日銀は、長短金利がそれぞれ上昇する場合と、長期金利のみ上昇するケース（図表中の「×」印）との差額が大きく、短期金利の上昇の影響を受けやすいことが示されている。日銀は、当座預金への付利の引き上げによって金融機関への利払い費が増加するためだ。

これに対して、家計（+1.0 兆円）と金融機関等（+8.0 兆円）は純利息収入が増加する。ただし、家計を世帯主年齢別に見ると（**図表 4-7 右**）、金利上昇の恩恵を受ける世帯がある一方で負担増を被る世帯が存在することが分かる。

**図表 4-7：経済主体別（左）、世帯主の年齢階級別（右）に見た金利上昇による純利息収入への影響（短期金利と長期金利がそれぞれ 1%pt 上昇するケースを想定）**



(注) 右図は総務省「2019 年全国家計構造調査」を用いて左図の家計の純利息収入への影響（+1.0 兆円）を総世帯ベースの世帯属性別に分解。

(出所) 日本銀行、総務省、住宅金融支援機構、一般社団法人全国銀行協会より大和総研作成

具体的には、年金受給者などが多く含まれる 60 代以上の世帯ではとりわけ純利息収入が増加する。他の年代と比べて預貯金が多く、金利上昇の恩恵を受けやすいことに加え、住宅ローンの返済を終えた世帯が多いためである。

<sup>26</sup> 試算方法の詳細については、当社の「[日本経済見通し：2023 年 4 月](#)」を参照。2022 年のデータを基に試算。



一方、金利上昇で最も打撃を受けるのが、30～40代の世帯である。子育て世代と重なることから住宅や自動車を購入する世帯が比較的多く、預貯金を上回る債務を抱えている。金利上昇は、住宅ローンや自動車ローンなどの利払い負担の増加を通じてこうした世帯の生活を圧迫する点に注意が必要だ。

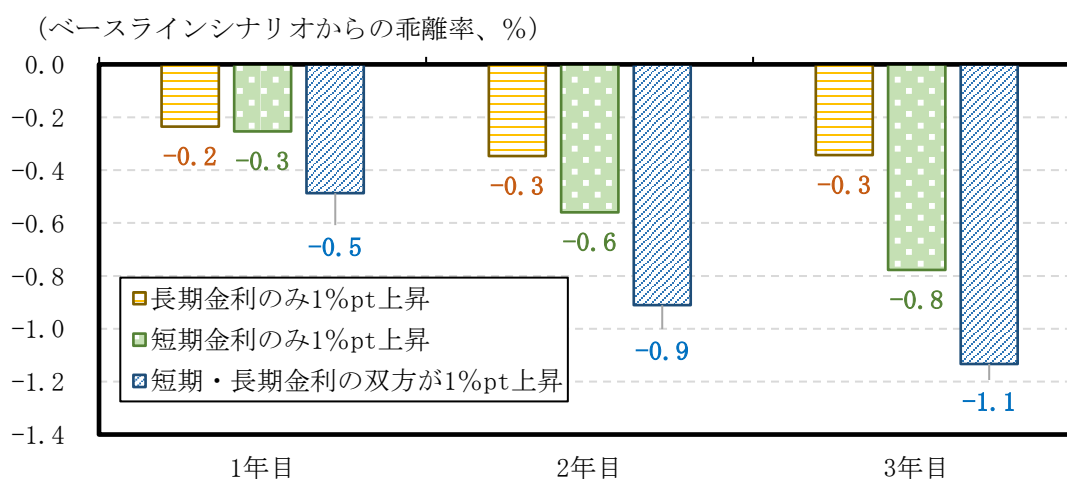
### 短期金利の上昇による日本経済への打撃は、長期金利の2倍以上

以上の分析は、金利上昇による各経済主体への直接的な影響を試算したものだが、金利上昇が投資需要を抑制し、景気が悪化して企業や家計の所得が減少するといった動学的な波及経路を考慮していない。すなわち、**前掲図表 4-7**の試算は各経済主体の行動が変化しない静学的な分析であり、経済全体で見た金利上昇の影響はゼロとなっている。

そこで、大和総研の短期マクロモデルを用いてシミュレーションを行った結果が**図表 4-8**である。短期金利と長期金利がそれぞれ1%pt上昇した場合、実質 GDP は1年目で0.5%程度、3年目で1.1%程度押し下げられる。日本の潜在成長率がゼロ%台前半とみられることを考えると、金利の上昇は日本経済にとってかなりの重荷になることが示唆される。

また**前掲図表 4-7**の試算結果と同様に、金利上昇の影響は長期金利よりも短期金利の方が大きい。短期金利のみ1%pt上昇すると、実質 GDP は3年目で0.8%程度押し下げられ、長期金利のみ上昇する場合（0.3%程度の押し下げ）の2倍以上のインパクトがある。金融政策の正常化はYCCの撤廃よりも、短期金利の引き上げの段階で正念場を迎えるとみられる。

図表 4-8：金利が1%pt 上昇した場合に実質 GDP に及ぶ影響（マクロモデルによる動学的試算）



(注) 大和総研の短期マクロモデルによるシミュレーション結果。

(出所) 各種統計より大和総研作成

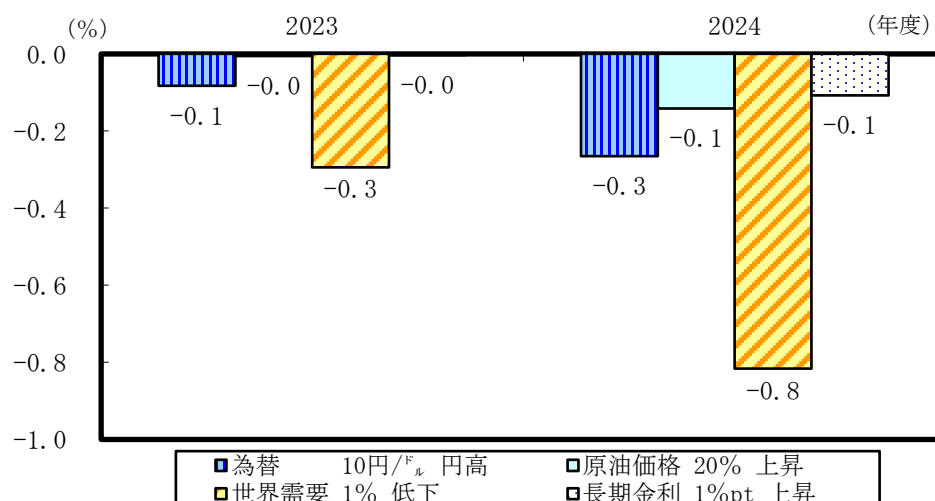
## 5. マクロリスクシミュレーション

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 ; 145.4 円/ドル, 149.6 円/ドル	→ 各四半期 10 円/ドル円高
・ 原油(WTI) 価格 : 2023-24 年度 ; 77.8 ドル/bbl, 75.9 ドル/bbl	→ 各四半期 20% 上昇
・ 世界経済成長率 : 2023-24 暦年 ; +2.8%, +2.5%	→ 各四半期 1% 低下
・ 長期金利 : 2023-24 年度 ; 0.65%, 0.74%	→ 各四半期 1%pt 上昇

図表 5-1 : 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

### 5.1 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▲0.3%縮小する。

## 5.2 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▲0.0%、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、購買力の低下とあいまって民間消費を減速させる。

## 5.3 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▲0.3%、2024年度で▲0.8%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。

## 5.4 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▲0.1%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5-2：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	5.6	3.6	5.6 (-0.1)	3.4 (-0.3)	5.6 (-0.0)	2.6 (-1.0)
<b>実質GDP</b>	<b>1.7</b>	<b>1.3</b>	<b>1.6 (-0.1)</b>	<b>1.1 (-0.3)</b>	<b>1.7 (-0.0)</b>	<b>1.2 (-0.1)</b>
GDPデフレーター	3.8	2.2	3.9 (0.0)	2.2 (-0.0)	3.8 (-0.0)	1.4 (-0.9)
鉱工業生産指数	-0.5	1.7	-0.5 (-0.1)	1.5 (-0.3)	-0.5 (0.0)	1.7 (-0.0)
第3次産業活動指数	2.2	1.3	2.2 (-0.0)	1.3 (-0.1)	2.2 (0.0)	1.3 (-0.0)
国内企業物価	2.6	2.3	2.3 (-0.3)	1.7 (-0.9)	2.6 (0.0)	3.1 (0.8)
消費者物価	2.8	2.8	2.7 (-0.0)	2.7 (-0.2)	2.8 (0.0)	3.1 (0.3)
失業率	2.6	2.4	2.6 (0.0)	2.4 (0.0)	2.6 (-0.0)	2.4 (0.0)
貿易収支 (兆円)	-3.6	-2.9	-2.8 (0.8)	-1.8 (1.1)	-3.9 (-0.3)	-9.8 (-6.9)
経常収支 (億ドル)	1,785	1,924	1,923 (138)	1,988 (64)	1,763 (-21)	1,443 (-480)
経常収支 (兆円)	26.0	28.8	26.1 (0.1)	27.8 (-0.9)	25.7 (-0.3)	21.6 (-7.2)
実質GDPの内訳						
民間消費	0.1	1.4	0.0 (-0.1)	1.3 (-0.2)	0.1 (0.0)	1.3 (-0.0)
民間住宅投資	2.5	-1.7	2.4 (-0.0)	-1.7 (-0.1)	2.5 (0.0)	-1.8 (-0.2)
民間設備投資	0.3	2.1	0.3 (-0.0)	1.9 (-0.3)	0.3 (-0.0)	2.1 (-0.0)
政府最終消費	0.5	0.7	0.6 (0.0)	0.8 (0.1)	0.5 (-0.0)	0.6 (-0.2)
公共投資	1.8	1.2	1.9 (0.1)	1.4 (0.3)	1.8 (-0.0)	0.9 (-0.3)
財貨・サービスの輸出	3.4	2.0	3.1 (-0.3)	1.3 (-0.9)	3.4 (-0.0)	1.8 (-0.1)
財貨・サービスの輸入	-3.3	1.4	-3.3 (-0.0)	1.2 (-0.2)	-3.3 (0.0)	1.3 (-0.0)

	シミュレーション3 世界需要1%低下		シミュレーション4 長期金利1%pt上昇		(参考) 5円円安と原油20%上昇	
	2023年度	2024年度	2023年度	2024年度	2023年度	2024年度
名目GDP	5.3 (-0.3)	3.0 (-0.9)	5.6 (-0.0)	3.5 (-0.1)	5.6 (-0.0)	2.7 (-0.9)
<b>実質GDP</b>	<b>1.4 (-0.3)</b>	<b>0.8 (-0.8)</b>	<b>1.7 (-0.0)</b>	<b>1.2 (-0.1)</b>	<b>1.8 (0.0)</b>	<b>1.3 (-0.0)</b>
GDPデフレーター	3.8 (-0.0)	2.2 (-0.1)	3.8 (0.0)	2.2 (-0.0)	3.8 (-0.0)	1.4 (-0.9)
鉱工業生産指数	-0.7 (-0.3)	0.7 (-1.3)	-0.5 (-0.0)	1.6 (-0.1)	-0.4 (0.0)	1.8 (0.1)
第3次産業活動指数	2.2 (-0.0)	1.3 (-0.1)	2.2 (-0.0)	1.3 (-0.0)	2.3 (0.0)	1.4 (0.0)
国内企業物価	2.5 (-0.0)	2.1 (-0.3)	2.6 (-0.0)	2.3 (-0.0)	2.8 (0.2)	3.4 (1.2)
消費者物価	2.7 (-0.0)	2.8 (-0.1)	2.8 (-0.0)	2.8 (-0.0)	2.8 (0.0)	3.2 (0.4)
失業率	2.6 (0.0)	2.4 (0.0)	2.6 (0.0)	2.4 (0.0)	2.6 (-0.0)	2.4 (0.0)
貿易収支 (兆円)	-4.8 (-1.2)	-6.1 (-3.2)	-3.6 (0.0)	-2.7 (0.2)	-4.2 (-0.7)	-10.4 (-7.4)
経常収支 (億ドル)	1,663 (-121)	1,620 (-304)	1,823 (38)	2,091 (167)	1,694 (-90)	1,411 (-513)
経常収支 (兆円)	24.2 (-1.8)	24.2 (-4.6)	26.5 (0.6)	31.3 (2.5)	25.6 (-0.3)	22.0 (-6.7)
実質GDPの内訳						
民間消費	0.1 (-0.0)	1.3 (-0.0)	0.1 (-0.0)	1.4 (-0.0)	0.2 (0.0)	1.4 (0.1)
民間住宅投資	2.4 (-0.1)	-1.8 (-0.2)	2.5 (-0.0)	-2.1 (-0.5)	2.5 (0.0)	-1.8 (-0.1)
民間設備投資	0.3 (-0.1)	1.6 (-0.5)	0.3 (-0.0)	1.5 (-0.7)	0.3 (0.0)	2.2 (0.1)
政府最終消費	0.5 (0.0)	0.8 (0.0)	0.5 (0.0)	0.7 (0.0)	0.5 (-0.0)	0.5 (-0.2)
公共投資	1.8 (0.0)	1.3 (0.1)	1.8 (0.0)	1.2 (0.0)	1.8 (-0.1)	0.8 (-0.4)
財貨・サービスの輸出	2.1 (-1.3)	-1.3 (-4.5)	3.4 (0.0)	2.0 (0.0)	3.5 (0.1)	2.2 (0.3)
財貨・サービスの輸入	-3.4 (-0.0)	-0.0 (-1.4)	-3.3 (-0.0)	1.2 (-0.2)	-3.3 (0.0)	1.4 (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

## 6. 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)	551.5	548.4	552.4	553.4	558.5	554.1	561.4	574.1	551.3	562.3	550.1	556.7	
前期比%	0.5	-0.6	0.7	0.2	0.9	-0.8	1.3	2.3					
前期比年率%	2.1	-2.2	2.9	0.7	3.7	-3.1	5.4	9.4					
前年同期比%	7.3	1.6	0.5	0.9	1.3	1.0	1.6	4.0	2.5	2.0	2.0	1.2	
実質国内総支出(兆円、2015暦年連鎖価格)	541.1	539.6	545.1	541.6	547.9	547.4	547.1	552.0	541.6	548.7	540.9	545.9	
前期比%	0.5	-0.3	1.0	-0.6	1.2	-0.1	-0.1	0.9					
前期比年率%	2.0	-1.1	4.2	-2.6	4.7	-0.4	-0.2	3.7					
前年同期比%	7.8	1.9	0.9	0.5	1.5	1.4	0.3	2.0	2.6	1.3	2.2	0.9	
内需寄与度(前期比)	0.7	-0.5	1.1	-0.2	1.0	0.5	-0.3	1.1	1.9	1.9	1.2	1.5	
外需寄与度(前期比)	-0.2	0.2	-0.1	-0.4	0.1	-0.6	0.3	-0.2	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	-0.2	-0.3	1.2	2.0	-0.1	0.7	-0.2	0.3	
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	110.5	113.8	116.1	119.1	119.7	107.0	117.2	104.6	114.9	
前年同期比%	4.6	5.8	8.6	9.4	9.8	9.9	10.1	8.4	7.1	9.5	4.6	9.8	
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)	2,361	1,800	1,578	1,418	908	218	617	730	1,789	611	1,957	816	
経常収支(季調済年率、兆円)	25.8	19.8	17.9	16.5	11.8	3.0	8.7	9.7	20.1	8.3	21.5	10.7	
対名目GDP比率(%)	4.7	3.6	3.2	3.0	2.1	0.5	1.6	1.7	3.6	1.5	3.9	1.8	
為替レート(円/ドル)	109.4	110.1	113.7	116.4	129.8	138.4	141.6	132.4	112.3	135.4	109.8	131.4	
(円/ユーロ)	131.9	129.7	130.1	130.5	138.2	139.2	144.3	142.1	131.1	141.0	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	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)	588.7	588.5	595.8	602.5	607.6	612.8	617.8	622.6	594.0	615.4	587.1	610.3
前期比%	2.5	-0.0	1.2	1.1	0.9	0.9	0.8	0.8				
前期比年率%	10.5	-0.2	5.1	4.6	3.4	3.5	3.3	3.2				
前年同期比%	5.2	6.4	6.1	4.8	3.3	4.0	3.7	3.4	5.6	3.6	5.5	3.9
実質国内総支出(兆円、2015暦年連鎖価格)	558.1	555.1	559.0	561.9	563.6	565.2	566.5	567.6	558.2	565.6	555.7	564.1
前期比%	1.1	-0.5	0.7	0.5	0.3	0.3	0.2	0.2				
前期比年率%	4.5	-2.1	2.8	2.1	1.2	1.1	0.9	0.8				
前年同期比%	1.7	1.2	2.2	1.7	1.1	1.9	1.3	1.0	1.7	1.3	1.8	1.5
内需寄与度(前期比)	-0.7	-0.4	0.6	0.5	0.3	0.3	0.2	0.2	0.1	1.2	0.9	0.9
外需寄与度(前期比)	1.8	-0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	1.6	0.1	0.9	0.6
GDPデフレーター(前年同期比%)	3.5	5.1	3.9	3.0	2.2	2.1	2.3	2.3	3.8	2.2	3.6	2.4
鉱工業生産指数(2020=100)	104.8	103.5	104.4	105.1	105.4	105.9	106.4	107.1	104.4	106.2	103.8	105.5
前期比%	1.4	-1.2	0.9	0.6	0.3	0.5	0.5	0.6	-0.5	1.7	-1.4	1.6
第3次産業活動指数(2015=100)	101.0	101.7	102.2	102.6	102.9	103.2	103.4	103.5	101.8	103.2	101.3	103.0
前期比%	0.6	0.7	0.5	0.4	0.3	0.3	0.2	0.2	2.2	1.3	2.3	1.7
企業物価指数(2020=100)												
国内企業物価指数	119.5	119.6	120.7	121.1	121.8	122.6	123.4	124.2	120.2	123.0	119.9	122.2
前年同期比%	5.0	3.0	1.3	1.1	1.9	2.5	2.3	2.6	2.6	2.3	4.4	2.0
消費者物価指数(生鮮食品除く総合2020=100)	104.9	105.6	106.4	106.3	107.5	108.8	109.4	109.5	105.8	108.8	105.2	108.0
前年同期比%	3.2	3.0	2.6	2.2	2.5	3.0	2.7	3.0	2.8	2.8	3.1	2.6
完全失業率(%)	2.6	2.7	2.6	2.5	2.4	2.4	2.4	2.4	2.6	2.4	2.6	2.4
10年物国債利回り(%)	0.40	0.67	0.79	0.74	0.74	0.74	0.74	0.74	0.65	0.74	0.57	0.74
国際収支統計												
貿易収支(季調済年率、兆円)	-3.9	-2.7	-4.6	-3.2	-3.0	-2.8	-3.0	-2.9	-3.6	-2.9	-6.4	-2.9
経常収支(季調済年率、億ドル)	1,707	1,703	1,848	1,906	1,915	1,925	1,941	1,942	1,785	1,924	1,602	2,057
経常収支(季調済年率、兆円)	23.5	24.6	27.7	28.5	28.7	28.8	29.0	29.1	26.0	28.8	22.9	30.8
対名目GDP比率(%)	4.0	4.2	4.6	4.7	4.7	4.7	4.7	4.7	4.4	4.7	3.9	5.0
為替レート(円/ドル)	137.5	144.6	149.8	149.6	149.6	149.6	149.6	149.6	145.4	149.6	141.1	149.6
(円/ユーロ)	149.7	157.3	161.2	163.3	163.3	163.3	163.3	163.3	157.9	163.3	152.6	163.3

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

(注2) 四捨五入の影響で政府の公表値と異なる場合があります。

(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	541.1	539.6	545.1	541.6	547.9	547.4	547.1	552.0	541.6	548.7	540.9	545.9	
前期比年率%	2.0	-1.1	4.2	-2.6	4.7	-0.4	-0.2	3.7					
前年同期比%	7.8	1.9	0.9	0.5	1.5	1.4	0.3	2.0	2.6	1.3	2.2	0.9	
国内需要	541.0	538.4	544.4	543.2	548.9	551.6	549.8	555.7	541.6	551.7	540.0	548.2	
前期比年率%	3.0	-1.9	4.5	-0.9	4.2	2.0	-1.3	4.3					
前年同期比%	4.5	1.3	0.7	1.2	1.7	2.4	0.9	2.6	1.9	1.9	1.2	1.5	
民間需要	394.7	391.6	399.8	399.0	404.0	406.7	404.5	409.9	396.3	406.5	394.5	403.4	
前期比年率%	2.2	-3.1	8.6	-0.8	5.2	2.7	-2.2	5.5					
前年同期比%	4.7	0.9	1.1	1.9	2.5	3.7	1.0	3.1	2.1	2.6	0.8	2.3	
民間最終消費支出	287.6	284.5	293.0	289.5	294.5	295.0	295.6	297.5	288.7	295.7	287.9	293.7	
前期比年率%	1.2	-4.2	12.5	-4.7	7.1	0.7	0.8	2.6					
前年同期比%	5.7	-0.6	0.3	1.1	2.6	3.6	0.9	2.8	1.5	2.5	0.4	2.0	
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	18.2	
前期比年率%	4.8	-5.4	-3.9	-5.3	-8.1	0.4	3.9	2.0					
前年同期比%	-1.8	1.4	0.4	-2.6	-5.5	-4.3	-2.4	-0.6	-0.6	-3.2	-0.7	-3.7	
民間企業設備投資	88.6	87.2	87.6	87.5	89.0	90.7	89.9	91.4	87.7	90.3	87.6	89.2	
前期比年率%	5.8	-6.1	1.6	-0.2	7.2	7.7	-3.6	7.0					
前年同期比%	5.2	3.0	1.4	0.3	0.9	3.9	2.4	4.6	2.3	3.0	1.1	1.8	
民間在庫変動	-0.6	1.0	0.5	3.5	2.4	2.9	0.8	2.6	1.2	2.3	0.0	2.3	
公的需要	146.2	146.8	144.6	144.2	144.8	144.8	145.3	145.7	145.3	145.2	145.5	144.8	
前期比年率%	5.1	1.4	-5.8	-1.1	1.7	0.1	1.3	1.2					
前年同期比%	4.1	2.4	-0.2	-0.5	-0.6	-1.2	0.4	1.1	1.4	-0.1	2.4	-0.5	
政府最終消費支出	117.2	118.7	117.3	118.0	118.5	118.5	118.7	118.8	117.8	118.6	117.0	118.4	
前期比年率%	8.2	5.1	-4.5	2.4	1.7	-0.0	0.5	0.3					
前年同期比%	5.1	4.0	2.0	2.7	1.2	-0.1	1.1	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	26.6	26.6	27.0	27.6	26.7	28.5	26.5	
前期比年率%	-6.9	-12.3	-12.0	-14.8	2.1	4.3	0.2	5.9					
前年同期比%	-0.5	-3.4	-8.0	-11.9	-9.3	-5.2	-2.5	2.9	-6.5	-3.2	-1.8	-7.3	
公的在庫変動	-0.1	-0.1	-0.0	-0.0	-0.1	-0.3	-0.0	-0.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	
財貨・サービスの純輸出	0.3	1.6	1.1	-1.1	-0.4	-3.5	-2.0	-3.6	0.5	-2.4	1.2	-1.7	
財貨・サービスの輸出	103.9	103.4	103.3	104.9	106.9	109.3	110.9	107.0	103.9	108.5	102.8	108.0	
前期比年率%	14.0	-2.0	-0.3	6.3	7.9	9.1	6.2	-13.4					
前年同期比%	27.3	15.6	5.9	4.2	2.8	5.8	7.3	1.9	12.4	4.5	11.9	5.1	
財貨・サービスの輸入	103.6	101.7	102.2	106.0	107.3	112.7	113.0	110.6	103.4	110.9	101.6	109.7	
前期比年率%	20.9	-7.1	1.7	15.9	4.9	22.0	0.8	-8.0					
前年同期比%	5.1	11.4	5.1	7.3	3.3	10.9	10.5	4.4	7.2	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	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	558.1	555.1	559.0	561.9	563.6	565.2	566.5	567.6	558.2	565.6	555.7	564.1	
前期比年率%	4.5	-2.1	2.8	2.1	1.2	1.1	0.9	0.8					
前年同期比%	1.7	1.2	2.2	1.7	1.1	1.9	1.3	1.0	1.7	1.3	1.8	1.5	
国内需要	551.9	549.9	553.1	555.7	557.3	558.7	559.7	560.8	552.6	559.2	552.8	557.8	
前期比年率%	-2.7	-1.4	2.4	1.8	1.2	1.0	0.8	0.8					
前年同期比%	0.5	-0.4	0.7	-0.1	1.0	1.6	1.2	1.0	0.2	1.2	0.8	0.9	
民間需要	406.0	403.8	406.6	408.8	410.1	411.2	412.0	412.8	406.3	411.6	406.7	410.5	
前期比年率%	-3.8	-2.2	2.8	2.2	1.3	1.1	0.8	0.8					
前年同期比%	0.4	-0.8	0.6	-0.4	1.0	1.9	1.3	1.1	-0.1	1.3	0.8	0.9	
民間最終消費支出	294.8	294.7	296.8	298.4	299.3	300.0	300.5	300.9	296.1	300.2	295.9	299.5	
前期比年率%	-3.5	-0.2	2.8	2.2	1.2	1.0	0.6	0.6					
前年同期比%	0.0	-0.2	0.4	0.3	1.5	1.9	1.3	0.9	0.1	1.4	0.8	1.2	
民間住宅投資	18.7	18.7	18.7	18.6	18.5	18.4	18.3	18.2	18.7	18.3	18.6	18.4	
前期比年率%	7.2	-0.3	0.0	-2.0	-2.0	-2.0	-2.0	-2.0					
前年同期比%	3.4	3.2	2.2	1.2	-1.1	-1.5	-2.0	-2.0	2.5	-1.7	2.0	-0.9	
民間企業設備投資	90.5	89.9	90.6	91.3	91.8	92.3	92.7	93.2	90.6	92.5	90.7	92.0	
前期比年率%	-4.0	-2.5	3.2	3.0	2.2	2.2	1.8	1.8					
前年同期比%	1.8	-1.0	1.0	-0.2	1.4	2.8	2.3	2.1	0.3	2.1	1.7	1.5	
民間在庫変動	2.0	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.9	0.5	1.5	0.5	
公的需要	145.9	146.1	146.6	146.9	147.2	147.4	147.7	148.0	146.4	147.6	146.1	147.3	
前期比年率%	0.3	0.6	1.3	0.8	0.8	0.7	0.8	0.8					
前年同期比%	0.7	0.9	0.9	0.8	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8	0.9	0.8	
政府最終消費支出	118.8	119.2	119.4	119.6	119.8	120.0	120.3	120.5	119.3	120.2	119.1	119.9	
前期比年率%	0.1	1.2	1.0	0.6	0.6	0.7	0.8	0.9					
前年同期比%	0.3	0.5	0.7	0.7	0.8	0.7	0.7	0.8	0.5	0.7	0.5	0.7	
公的固定資本形成	27.1	27.0	27.2	27.3	27.4	27.4	27.5	27.5	27.2	27.5	27.1	27.4	
前期比年率%	1.1	-2.0	3.0	2.1	1.5	0.7	0.7	0.7					
前年同期比%	3.0	1.4	2.0	1.1	1.0	1.7	1.2	0.8	1.8	1.2	2.3	1.3	
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	4.9	4.3	5.0	5.4	5.5	5.6	5.8	5.9	5.0	5.8	2.7	5.6	
財貨・サービスの輸出	111.2	111.8	112.5	113.1	113.6	114.1	114.7	115.2	112.2	114.4	110.7	113.9	
前期比年率%	16.7	2.1	2.4	2.2	1.7	2.0	2.2	1.6					
前年同期比%	4.0	2.6	1.4	5.7	2.1	1.9	2.0	1.8	3.4	2.0	2.5	2.9	
財貨・サービスの輸入	106.4	107.5	107.5	107.7	108.1	108.5	108.9	109.3	107.2	108.6	107.9	108.2	
前期比年率%	-14.5	4.2	0.2	0.6	1.6	1.5	1.4	1.4					
前年同期比%	-1.0	-4.6	-4.8	-2.7	1.7	1.0	1.3	1.5	-3.3	1.4	-1.6	0.3	

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

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

(注3) 四捨五入の影響で政府の公表値と異なる場合があります。

(3-a) 名目国内総支出(兆円)

	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	551.5	548.4	552.4	553.4	558.5	554.1	561.4	574.1	551.3	562.3	550.1	556.7	
前期比年率%	2.1	-2.2	2.9	0.7	3.7	-3.1	5.4	9.4					
前年同期比%	7.3	1.6	0.5	0.9	1.3	1.0	1.6	4.0	2.5	2.0	2.0	1.2	
国内需要	552.8	552.5	560.8	566.4	577.4	583.1	585.9	595.3	558.0	585.7	553.0	578.1	
前期比年率%	4.8	-0.2	6.1	4.1	8.0	4.0	1.9	6.6					
前年同期比%	5.4	2.8	2.8	3.7	4.5	5.6	4.3	5.4	3.7	5.0	2.3	4.5	
民間需要	404.2	402.5	412.7	417.9	428.1	432.4	433.6	442.3	409.3	434.3	404.8	427.9	
前期比年率%	3.7	-1.7	10.5	5.1	10.1	4.1	1.0	8.3					
前年同期比%	5.8	2.4	3.2	4.5	6.1	7.3	4.9	6.2	4.0	6.1	1.9	5.7	
民間最終消費支出	293.3	290.8	300.0	301.3	308.3	310.1	313.3	319.0	296.3	312.7	294.0	308.3	
前期比年率%	2.0	-3.4	13.3	1.8	9.7	2.3	4.3	7.5					
前年同期比%	6.1	0.2	1.7	3.2	5.3	6.6	4.5	5.9	2.7	5.6	1.0	4.9	
民間住宅投資	20.8	21.3	21.6	21.6	21.5	21.6	21.8	21.8	21.3	21.7	21.0	21.6	
前期比年率%	13.7	8.7	5.3	0.4	-1.4	2.0	3.5	0.3					
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	89.6	90.8	91.7	94.6	97.4	97.4	99.3	90.6	97.3	89.7	95.1	
前期比年率%	8.6	-3.5	5.5	4.2	13.1	12.4	0.1	8.2					
前年同期比%	6.8	5.3	4.6	3.6	5.0	8.6	7.1	8.4	5.0	7.4	2.8	6.0	
民間在庫変動	-0.3	0.9	0.4	3.3	3.7	3.4	1.0	2.1	1.1	2.6	0.1	2.8	
公的需要	148.6	150.0	148.1	148.5	149.4	150.7	152.3	153.0	148.7	151.4	148.1	150.2	
前期比年率%	7.6	4.0	-5.1	1.3	2.2	3.7	4.3	1.9					
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	118.5	119.8	120.0	121.5	122.0	122.2	119.0	121.5	117.7	120.8	
前期比年率%	11.1	7.5	-4.7	4.5	0.9	5.0	1.8	0.6					
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%	-4.9	-7.9	-7.6	-10.7	8.5	8.4	3.3	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	-0.8	-0.0	-0.0	-0.1	-0.2	-0.1	-0.3	
財貨・サービスの純輸出	-1.3	-4.1	-8.3	-13.0	-19.0	-29.0	-24.4	-21.2	-6.7	-23.4	-2.9	-21.4	
財貨・サービスの輸出	99.9	101.5	104.5	109.5	118.7	125.2	127.3	119.9	103.8	122.8	100.2	120.2	
前期比年率%	24.6	6.5	12.1	20.7	38.3	23.9	6.8	-21.4					
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	101.2	105.6	112.8	122.5	137.7	154.2	151.7	141.0	110.5	146.2	103.0	141.6	
前期比年率%	44.8	18.6	30.2	39.1	59.5	57.5	-6.3	-25.4					
前年同期比%	21.0	33.3	34.1	32.7	35.7	46.4	34.5	15.1	30.3	32.3	20.8	37.4	

(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。

## (3-b) 名目国内総支出(兆円)

	2023			2024			2025			年度		暦年	
	4-6	7-9	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	588.7	588.5	595.8	602.5	607.6	612.8	617.8	622.6	594.0	615.4	587.1	610.3	
前期比年率%	10.5	-0.2	5.1	4.6	3.4	3.5	3.3	3.2					
前年同期比%	5.2	6.4	6.1	4.8	3.3	4.0	3.7	3.4	5.6	3.6	5.5	3.9	
国内需要	595.2	594.7	601.4	607.0	612.2	617.3	622.1	626.9	599.6	619.8	596.8	614.7	
前期比年率%	-0.1	-0.4	4.6	3.8	3.5	3.4	3.1	3.1					
前年同期比%	2.9	2.0	2.7	1.9	2.9	3.8	3.4	3.4	2.4	3.4	3.2	3.0	
民間需要	442.0	440.6	446.2	451.0	455.2	459.5	463.3	467.2	445.0	461.4	442.9	457.2	
前期比年率%	-0.3	-1.3	5.2	4.3	3.8	3.8	3.4	3.4					
前年同期比%	3.2	1.8	2.9	1.9	3.0	4.3	3.8	3.7	2.5	3.7	3.5	3.2	
民間最終消費支出	317.5	318.9	323.2	327.1	330.4	333.6	336.5	339.4	321.7	335.0	319.7	331.9	
前期比年率%	-1.9	1.8	5.5	4.9	4.1	3.9	3.5	3.5					
前年同期比%	2.9	2.8	3.1	2.5	4.1	4.6	4.1	3.8	2.9	4.1	3.7	3.8	
民間住宅投資	22.1	22.1	22.2	22.1	22.1	22.1	22.1	22.1	22.1	22.1	22.1	22.1	
前期比年率%	5.8	-0.9	2.2	-0.8	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3					
前年同期比%	3.0	2.2	1.8	1.6	-0.0	0.2	-0.4	-0.3	2.1	-0.2	2.0	0.3	
民間企業設備投資	99.2	99.4	100.6	101.6	102.5	103.6	104.6	105.6	100.3	104.2	99.7	103.0	
前期比年率%	-0.4	0.9	4.8	3.9	3.8	4.3	3.8	3.9					
前年同期比%	5.1	2.0	3.4	2.2	3.2	4.3	3.9	4.0	3.1	3.9	4.8	3.4	
民間在庫変動	3.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.9	0.2	1.4	0.2	
公的需要	153.2	154.0	155.2	156.1	157.0	157.9	158.8	159.7	154.6	158.4	153.9	157.4	
前期比年率%	0.5	2.2	3.0	2.3	2.4	2.3	2.3	2.4					
前年同期比%	2.2	2.5	2.0	2.0	2.6	2.4	2.3	2.3	2.1	2.4	2.4	2.3	
政府最終消費支出	122.1	122.9	123.7	124.4	125.1	125.8	126.5	127.3	123.2	126.2	122.8	125.4	
前期比年率%	-0.5	2.8	2.6	2.2	2.2	2.3	2.4	2.5					
前年同期比%	1.4	1.4	1.4	1.6	2.6	2.2	2.3	2.4	1.5	2.4	1.6	2.2	
公的固定資本形成	31.1	31.2	31.5	31.8	32.0	32.2	32.3	32.5	31.5	32.3	31.2	32.1	
前期比年率%	4.7	0.3	4.6	3.0	2.8	2.0	2.0	2.0					
前年同期比%	6.0	4.0	4.2	3.3	2.6	3.0	2.4	2.2	4.3	2.5	5.2	2.8	
公的在庫変動	-0.0	-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	-6.5	-6.2	-5.6	-4.5	-4.6	-4.5	-4.3	-4.4	-5.6	-4.4	-9.7	-4.5	
財貨・サービスの輸出	125.3	129.5	130.3	130.5	131.1	131.8	132.6	133.2	129.0	132.2	126.3	131.6	
前期比年率%	19.3	14.1	2.7	0.6	1.9	2.2	2.4	1.8					
前年同期比%	5.4	3.8	2.4	8.9	4.7	1.6	1.7	2.0	5.1	2.5	5.1	4.1	
財貨・サービスの輸入	131.8	135.7	135.9	135.1	135.7	136.4	137.0	137.6	134.6	136.7	136.1	136.0	
前期比年率%	-23.7	12.3	0.7	-2.5	2.0	1.9	1.8	1.8					
前年同期比%	-4.2	-12.1	-10.4	-4.2	2.9	0.6	0.8	1.9	-7.9	1.5	-3.9	0.0	

(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	101.9	101.6	101.3	102.2	101.9	101.2	102.6	104.0	101.8	102.5	101.7	102.0	
前期比%	0.0	-0.3	-0.3	0.8	-0.2	-0.7	1.4	1.3					
前年同期比%	-0.5	-0.2	-0.3	0.4	-0.2	-0.3	1.2	2.0	-0.1	0.7	-0.2	0.3	
民間最終消費支出	102.0	102.2	102.4	104.1	104.7	105.1	106.0	107.2	102.6	105.7	102.1	105.0	
前期比%	0.2	0.2	0.2	1.7	0.6	0.4	0.9	1.2					
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	108.7	112.6	115.2	116.9	119.0	119.4	119.3	118.8	113.4	119.1	110.8	118.7	
前期比%	2.1	3.5	2.3	1.5	1.8	0.4	-0.1	-0.4					
前年同期比%	3.6	7.1	9.7	9.7	9.4	6.1	3.6	1.6	7.6	5.1	5.3	7.1	
民間企業設備投資	102.0	102.7	103.7	104.8	106.2	107.3	108.4	108.7	103.3	107.7	102.4	106.6	
前期比%	0.7	0.7	0.9	1.1	1.4	1.1	0.9	0.3					
前年同期比%	1.6	2.2	3.1	3.3	4.2	4.6	4.5	3.6	2.6	4.2	1.7	4.1	
政府最終消費支出	100.5	101.0	100.9	101.5	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	-0.2	1.2	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	106.1	107.4	108.7	110.0	111.7	112.8	113.6	113.9	108.2	113.1	106.9	112.1	
前期比%	0.5	1.2	1.2	1.2	1.5	1.0	0.8	0.3					
前年同期比%	2.2	2.8	4.0	4.2	5.3	5.1	4.5	3.5	3.3	4.6	2.3	4.8	
財貨・サービスの輸出	96.2	98.2	101.1	104.4	111.0	114.6	114.8	112.0	100.0	113.2	97.4	111.3	
前期比%	2.3	2.1	3.0	3.2	6.4	3.2	0.1	-2.4					
前年同期比%	7.6	8.2	11.3	10.9	15.5	16.9	13.4	7.4	9.4	13.2	6.8	14.3	
財貨・サービスの輸入	97.6	103.8	110.4	115.6	128.3	136.8	134.3	127.5	106.9	131.9	101.4	129.1	
前期比%	4.6	6.3	6.4	4.7	11.1	6.6	-1.8	-5.1					
前年同期比%	15.1	19.6	27.6	23.6	31.4	32.0	21.7	10.3	21.6	23.4	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	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	106.0	106.6	107.2	107.8	108.4	109.1	109.7	106.4	108.8	105.7	108.2	
前期比%	1.4	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6					
前年同期比%	3.5	5.1	3.9	3.0	2.2	2.1	2.3	2.3	3.8	2.2	3.6	2.4	
民間最終消費支出	107.7	108.2	108.9	109.6	110.4	111.2	112.0	112.8	108.6	111.6	108.0	110.8	
前期比%	0.4	0.5	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7					
前年同期比%	2.9	3.0	2.7	2.2	2.5	2.7	2.8	2.9	2.7	2.7	2.9	2.6	
民間住宅投資	118.4	118.2	118.9	119.2	119.7	120.3	120.8	121.3	118.7	120.5	118.6	120.0	
前期比%	-0.3	-0.2	0.5	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4					
前年同期比%	-0.4	-1.0	-0.4	0.4	1.1	1.7	1.6	1.7	-0.4	1.5	-0.1	1.2	
民間企業設備投資	109.7	110.6	111.0	111.2	111.7	112.2	112.8	113.3	110.7	112.5	109.9	112.0	
前期比%	0.9	0.9	0.4	0.2	0.4	0.5	0.5	0.5					
前年同期比%	3.3	3.0	2.4	2.4	1.8	1.5	1.6	1.9	2.8	1.7	3.1	1.8	
政府最終消費支出	102.8	103.2	103.6	104.0	104.4	104.8	105.2	105.6	103.3	105.0	103.1	104.6	
前期比%	-0.1	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4					
前年同期比%	1.2	0.8	0.7	0.9	1.7	1.5	1.6	1.6	0.9	1.6	1.1	1.4	
公的固定資本形成	114.9	115.6	116.1	116.4	116.8	117.1	117.5	117.9	115.9	117.4	115.2	117.0	
前期比%	0.9	0.6	0.4	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3					
前年同期比%	2.9	2.6	2.2	2.2	1.6	1.3	1.2	1.3	2.4	1.3	2.8	1.6	
財貨・サービスの輸出	112.6	115.8	115.9	115.4	115.5	115.5	115.6	115.7	115.0	115.6	114.2	115.5	
前期比%	0.6	2.8	0.1	-0.4	0.1	0.1	0.1	0.1					
前年同期比%	1.3	1.1	1.0	3.0	2.6	-0.3	-0.3	0.2	1.6	0.5	2.6	1.2	
財貨・サービスの輸入	123.9	126.3	126.4	125.4	125.6	125.7	125.8	125.9	125.6	125.8	126.1	125.7	
前期比%	-2.8	1.9	0.1	-0.8	0.1	0.1	0.1	0.1					
前年同期比%	-3.2	-7.8	-5.9	-1.6	1.2	-0.4	-0.5	0.4	-4.7	0.2	-2.3	-0.3	

(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	-0.3	1.0	-0.6	1.2	-0.1	-0.1	0.9	2.6	1.3	2.2	0.9	
国内需要	0.7	-0.5	1.1	-0.2	1.0	0.5	-0.3	1.1	1.9	1.9	1.2	1.5	
民間需要	0.4	-0.6	1.5	-0.1	0.9	0.5	-0.4	1.1	1.5	1.9	0.6	1.7	
民間最終消費支出	0.2	-0.6	1.6	-0.6	0.9	0.1	0.1	0.4	0.8	1.3	0.2	1.1	
民間住宅投資	0.0	-0.1	-0.0	-0.1	-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	0.3	-0.2	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	0.4	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	-0.2	
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	-0.1	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	-0.1	-0.4	0.1	-0.6	0.3	-0.2	0.8	-0.6	1.0	-0.6	
財貨・サービスの輸出	0.6	-0.1	-0.0	0.3	0.4	0.4	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	-1.0	-0.0	0.5	-1.2	-1.5	-0.8	-1.5	
2. 前年同期比%													
実質GDP成長率	7.8	1.9	0.9	0.5	1.5	1.4	0.3	2.0	2.6	1.3	2.2	0.9	
国内需要	4.6	1.3	0.7	1.1	1.7	2.4	0.9	2.6	1.9	1.9	1.2	1.5	
民間需要	3.5	0.7	0.8	1.3	1.9	2.7	0.8	2.3	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	1.9	0.5	1.6	0.8	1.3	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	0.0	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	0.8	0.6	0.3	-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	-0.2	
政府最終消費支出	1.2	0.8	0.4	0.5	0.3	-0.0	0.2	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	-0.5	-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	0.7	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	-1.1	-1.2	-1.5	-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	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	1.1	-0.5	0.7	0.5	0.3	0.3	0.2	0.2	1.7	1.3	1.8	1.5	
国内需要	-0.7	-0.4	0.6	0.5	0.3	0.3	0.2	0.2	0.1	1.2	0.9	0.9	
民間需要	-0.7	-0.4	0.5	0.4	0.2	0.2	0.1	0.1	-0.1	1.0	0.6	0.7	
民間最終消費支出	-0.5	-0.0	0.4	0.3	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.7	0.4	0.7	
民間住宅投資	0.1	-0.0	0.0	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	0.1	-0.1	0.1	-0.0	
民間企業設備投資	-0.2	-0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.4	0.3	0.3	
民間在庫変動	-0.1	-0.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.3	-0.1	-0.2	-0.2	
公的需要	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	
政府最終消費支出	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.2	0.1	0.2	
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	0.1	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	-0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	1.6	0.1	0.9	0.6	
財貨・サービスの輸出	0.8	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.7	0.4	0.5	0.6	
財貨・サービスの輸入	1.0	-0.2	-0.0	-0.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	0.9	-0.3	0.4	-0.1	
2. 前年同期比%													
実質GDP成長率	1.7	1.2	2.2	1.7	1.1	1.9	1.3	1.0	1.7	1.3	1.8	1.5	
国内需要	0.5	-0.4	0.7	-0.1	1.0	1.6	1.1	1.0	0.1	1.2	0.9	0.9	
民間需要	0.4	-0.7	0.4	-0.3	0.7	1.4	0.9	0.8	-0.1	1.0	0.6	0.7	
民間最終消費支出	0.0	-0.1	0.2	0.1	0.8	1.0	0.7	0.5	0.1	0.7	0.4	0.7	
民間住宅投資	0.1	0.1	0.1	0.0	-0.0	-0.1	-0.1	-0.1	0.1	-0.1	0.1	-0.0	
民間企業設備投資	0.3	-0.2	0.2	-0.0	0.2	0.4	0.4	0.4	0.1	0.4	0.3	0.3	
民間在庫変動	-0.1	-0.5	-0.0	-0.4	-0.3	0.0	-0.0	0.0	-0.3	-0.1	-0.2	-0.2	
公的需要	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	
政府最終消費支出	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.1	0.2	0.1	0.2	0.1	0.2	
公的固定資本形成	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	
公的在庫変動	0.0	0.1	-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	1.2	1.7	1.3	1.6	0.1	0.2	0.2	0.1	1.6	0.1	0.9	0.6	
財貨・サービスの輸出	0.9	0.5	0.3	1.1	0.4	0.4	0.4	0.4	0.7	0.4	0.5	0.6	
財貨・サービスの輸入	0.3	1.2	1.0	0.5	-0.3	-0.2	-0.2	-0.3	0.9	-0.3	0.4	-0.1	

(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	
<b>1. 世界経済</b>													
主要貿易相手国・地域経済成長率 (貿易額加重平均)													
前年同期比%	11.1	4.6	4.8	3.9	2.6	3.3	1.6	2.3	6.0	2.4	6.5	2.8	
原油価格 (WTI、\$/bbl)													
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	
<b>2. 米国経済</b>													
実質GDP (10億ドル、2012年連鎖)													
前期比年率%	6.2	3.3	7.0	-2.0	-0.6	2.7	2.6	2.2					
前年同期比%	12.0	4.7	5.4	3.6	1.9	1.7	0.7	1.7	6.3	1.5	5.8	1.9	
消費者物価指数 (1982-1984=100)													
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)													
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	
<b>3. 日本経済</b>													
名目政府最終消費支出 (兆円)													
前期比年率%	11.1	7.5	-4.7	4.5	0.9	5.0	1.8	0.6					
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	
名目的固定資本形成 (兆円)													
前期比年率%	-4.9	-7.9	-7.6	-10.7	8.5	8.4	3.3	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	116.4	129.8	138.4	141.6	132.4	112.3	135.4	109.8	131.4	
(円/ユーロ)	131.9	129.7	130.1	130.5	138.2	139.2	144.3	142.1	131.1	141.0	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	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)	
<b>1. 世界経済</b>													
<b>主要貿易相手国・地域経済成長率</b> (貿易額加重平均)													
前年同期比%	2.9	2.9	3.0	2.8	2.6	2.3	2.6	2.7	2.9	2.5	2.8	2.5	
<b>原油価格 (WTI、\$/bbl)</b>	73.6	82.2	79.5	75.9	75.9	75.9	75.9	75.9	77.8	75.9	77.8	75.9	
前年同期比%	-32.2	-10.1	-3.8	-0.1	3.2	-7.7	-4.6	-0.0	-13.2	-2.5	-17.5	-2.5	
<b>2. 米国経済</b>													
<b>実質GDP (10億ドル、2012年連鎖)</b>	22,225	22,492	22,575	22,598	22,630	22,696	22,782	22,885	22,472	22,748	22,351	22,677	
前期比年率%	2.1	4.9	1.5	0.4	0.6	1.2	1.5	1.8					
前年同期比%	2.4	2.9	2.7	2.2	1.8	0.9	0.9	1.3	2.5	1.2	2.4	1.5	
<b>消費者物価指数 (1982-1984=100)</b>	303.4	306.0	308.2	310.2	311.9	313.9	315.9	317.7	306.9	314.8	304.7	312.9	
前期比年率%	2.7	3.6	2.9	2.5	2.3	2.5	2.7	2.3					
前年同期比%	4.0	3.5	3.2	2.9	2.8	2.6	2.5	2.4	3.4	2.6	4.1	2.7	
<b>生産者物価指数 (最終需要、09/11=100)</b>	140.8	142.5	142.8	143.7	144.6	145.5	146.5	147.3	142.4	145.9	141.8	145.0	
前期比年率%	-1.0	4.9	1.0	2.6	2.4	2.6	2.7	2.4					
前年同期比%	1.2	1.8	1.4	1.8	2.7	2.1	2.6	2.5	1.6	2.5	2.2	2.3	
<b>FFレート (期末、%)</b>	5.25	5.50	5.50	5.50	5.50	5.25	5.00	4.75	5.50	4.75	5.50	5.00	
<b>10年物国債利回り (%)</b>	3.59	4.15	4.64	4.47	4.38	4.29	4.20	4.11	4.21	4.25	4.01	4.34	
<b>3. 日本経済</b>													
<b>名目政府最終消費支出 (兆円)</b>	122.1	122.9	123.7	124.4	125.1	125.8	126.5	127.3	123.2	126.2	122.8	125.4	
前期比年率%	-0.5	2.8	2.6	2.2	2.2	2.3	2.4	2.5					
前年同期比%	1.4	1.4	1.4	1.6	2.6	2.2	2.3	2.4	1.5	2.4	1.6	2.2	
<b>名目公的固定資本形成 (兆円)</b>	31.1	31.2	31.5	31.8	32.0	32.2	32.3	32.5	31.5	32.3	31.2	32.1	
前期比年率%	4.7	0.3	4.6	3.0	2.8	2.0	2.0	2.0					
前年同期比%	6.0	4.0	4.2	3.3	2.6	3.0	2.4	2.2	4.3	2.5	5.2	2.8	
<b>為替レート (円/ドル)</b>	137.5	144.6	149.8	149.6	149.6	149.6	149.6	149.6	145.4	149.6	141.1	149.6	
(円/ユーロ)	149.7	157.3	161.2	163.3	163.3	163.3	163.3	163.3	157.9	163.3	152.6	163.3	

(注) 四捨五入の影響で政府の公表値と異なる場合があります。