

2023年11月22日 全11頁

日本経済見通し：2023年11月

経済見通しを改訂／緩やかな景気回復とインフレの定着を見込む

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	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

[要約]

- 2023年7-9月期のGDP1次速報の公表を受け、経済見通しを改訂した。メインシナリオにおける実質GDP成長率は2023年度+1.7%、2024年度+1.3%（暦年ベースでは2023年+1.8%、2024年+1.5%）と見込む。
- 「成長のゲタ」を除いた2024年度の実質GDP成長率は前年比+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。2024年春闘での賃上げ率が前年並みかそれを上回ることや、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。生鮮食品を除く総合ベースの消費者物価指数（コアCPI）は、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などを踏まえ、前回予測から物価見通しを引き上げた。
- 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、日本銀行（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、緩やか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）。

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

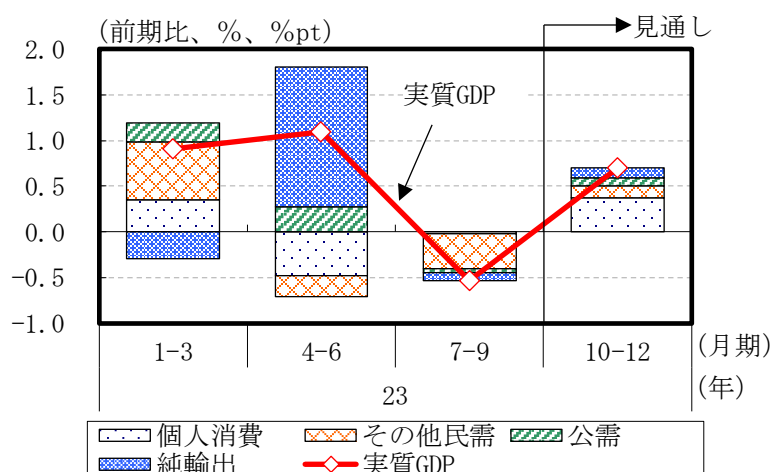
2023 年 7-9 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率▲2.1%（前期比▲0.5%）と、3 四半期ぶりのマイナス成長となった（**図表 1**）¹。

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 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。

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。

図表 1：実質 GDP 成長率の実績と見通し



(注) 季節調整値。

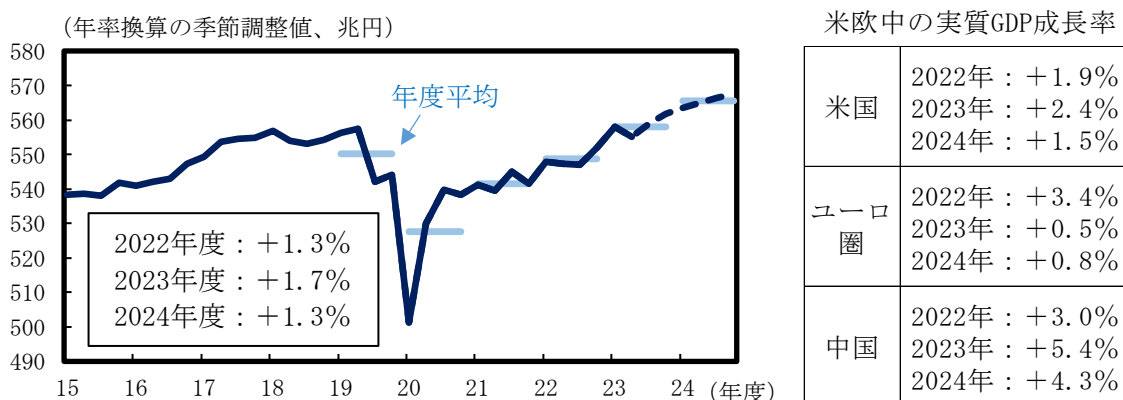
(出所) 内閣府統計より大和総研作成

¹ 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。

日本の実質 GDP 成長率見通しを 2023 年度+1.7%、2024 年度+1.3%に改訂

図表 2 ではメインシナリオにおける実質 GDP の推移と、その前提である海外経済見通しを示した。海外経済については当社の各国担当者の最新（11 月 21 日時点）の見通しに基づく。詳細については各国の経済見通しを参照されたい。

図表 2：日本の実質 GDP 見通し（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

上記の海外経済見通しの下、メインシナリオにおける日本の実質 GDP 成長率は 2023 年度で前年比+1.7%、2024 年度で同+1.3%と見込んでいる（暦年ベースでは 2023 年で同+1.8%、2024 年で同+1.5%）。

2023 年度の成長率見通しは 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 0.2%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 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 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。

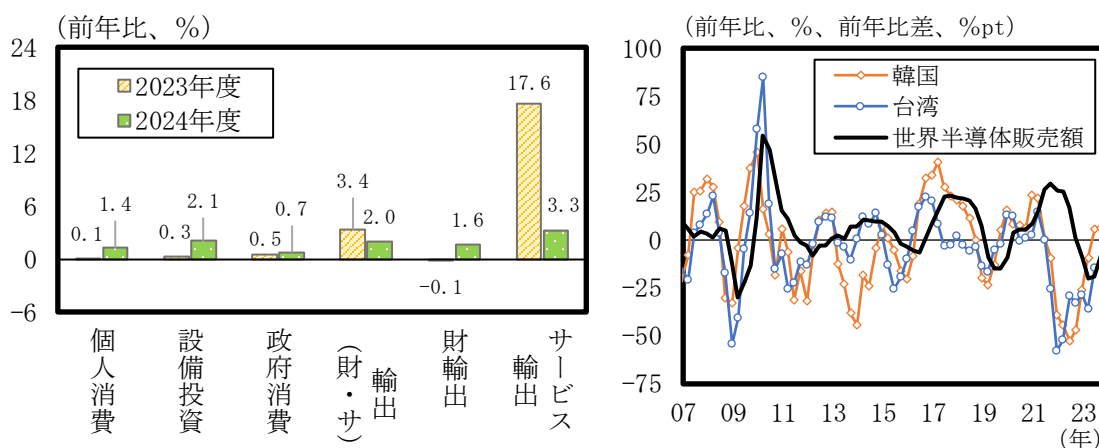
設備投資は、国内の経済活動の正常化で非製造業を中心に更新投資や能力増強投資が持ち直すとみている。グリーン化やデジタル化への対応のための投資も下支えしよう。ただし、海外経済の先行き不透明感の強まりが製造業における設備投資の重しとなる可能性には警戒が必要だ。

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。当面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. 2024 年度までの日本経済のポイント

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 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²（サービス消費の回復余地については後述、**後掲図表 5**）。

図表 4：2024 年度までの日本経済のポイント

経済正常化
<ul style="list-style-type: none"> ○自動車の挽回生産（受注残の消化）：24年前半に終了へ ⇒家計向けのペントアップ（繰越）需要は23年10月末で39万台（1.0兆円） ○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 ⇒24年の訪日外客数は3,600万人（前年差1,090万人）、消費額は5.0兆円（同0.9兆円）の見込み ○個人消費：サービスを中心に回復余地 ⇒回復余地は23年7-9月期で7兆円。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
経済の下支え・押し上げ要因
<ul style="list-style-type: none"> ○24年春闘：賃上げ率は前年並みかそれを上回る見込み ⇒定昇込み賃上げ率は3.8%の見込み（連合集計値で23年春闘は3.58%） ○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 ⇒総合経済対策の実施。日銀は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か ○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 ⇒コロナ禍前のペースを超えて積み上がった家計貯蓄は23年9月末で約44兆円（22年の消費額の約15%分） ○シリコンサイクル：24年に回復局面入りの可能性 ⇒先端半導体で高いシェアを持つ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
経済の主な下振れリスク
<ul style="list-style-type: none"> ○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規模悪化） ⇒米銀行の貸出態度が現水準で推移すると、実質GDPへの影響（年間）は米国で▲1.7%、日本で▲1.1% ○中東情勢・ウクライナ情勢の緊迫化 ⇒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▲0.6%程度 ○中国の過剰債務問題の顕在化 ⇒技術の停滞等を背景に中国の資本ストックは2,840兆円過剰（資本係数の長期トレンドからの乖離幅） ○米中対立の激化（経済安保リスクの発現など） ⇒レアメタルなどの重要物資が調達難に。米国による対中投資規制に日本も参加？ ○国内の長期金利高・円高の急伸 ⇒日米両国の金融政策の転換で金利差が縮小。購買力平価（90~120円/ドル程度）が意識されることも
 <ul style="list-style-type: none"> ・24年度の景気は緩やかながらも回復基調が続く（「成長のゲタ」を除く実質GDP成長率は+0.7%） ・インフレの持続性が高まり、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か ・海外経済の下振れリスクには細心の警戒が必要 ・国内の金利上昇や円高のリスクも高まる

（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 7 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 7 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）の経済

² 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。インバウンド見通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。

効果は今後3年程度の累計で8.8兆円程度と試算され、当面の経済を下支えするだろう。

第3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³。

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。

³ 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。

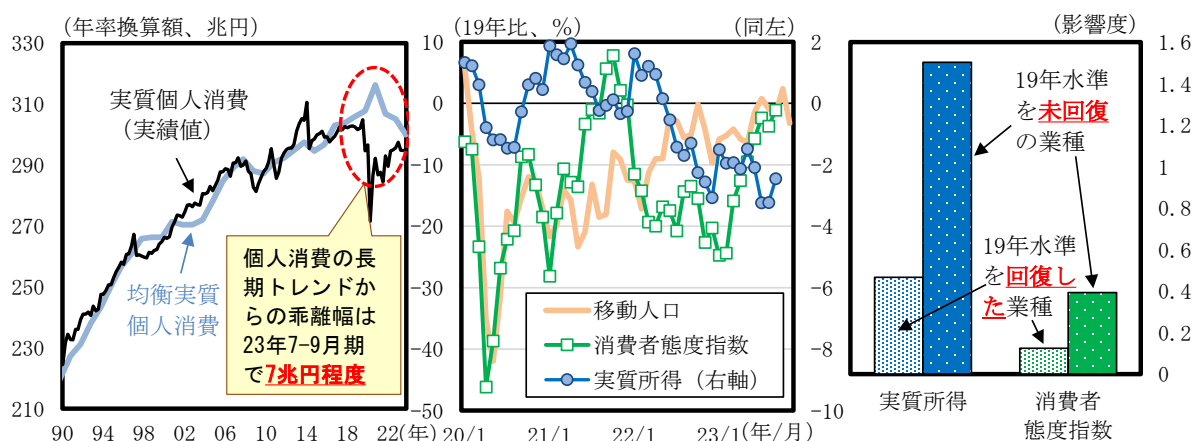
以上のように 2024 年度までの日本経済のポイントを概観したが、これらのうち個人消費の回復余地について以下で詳しく取り上げる。

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 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 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 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⁴。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 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 7**）。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。

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 見通しを前年比+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 6**）。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。

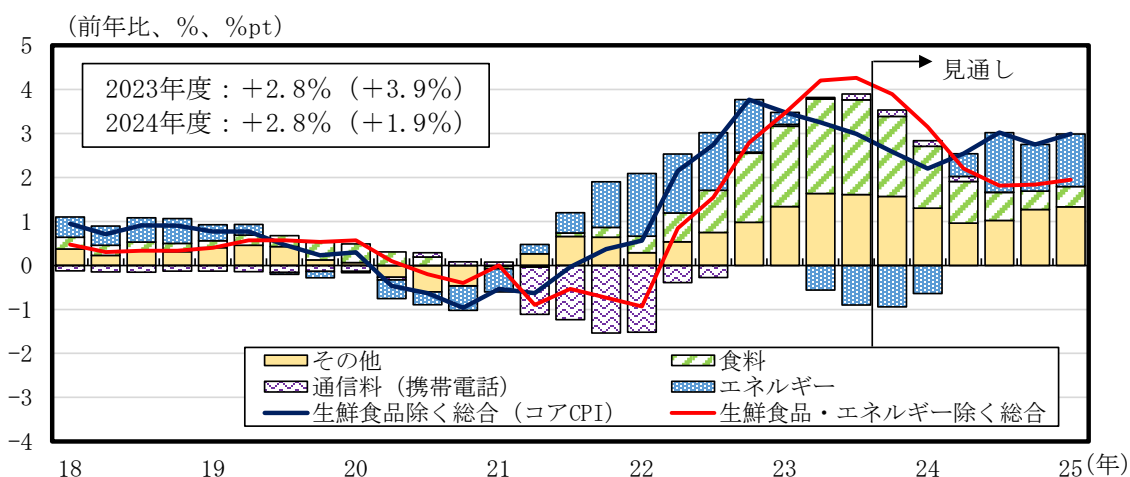
帝国データバンクの価格改定動向調査によると、2023年の食品の値上げ品目数は、10月末時点で予定されている分を含めて約3万2千品目となった（前年比+24.9%）⁵。10月には酒税引き上げの影響により酒類や飲料を中心に約4,600品目の値上げが行われたが、2024年の値上げ予定品目数は500品目程度であり（10月末時点）、値上げラッシュは一旦落ち着きを見せた。人件費などの増加は続いており、2024年に入っても値上げは断続的に行われる見込みだが、食品価格の前年比変化率は徐々に低下していくだろう。

⁴ 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。

⁵ 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）

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 6**）。

図表 6 : 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⁶。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 7 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⁷。こうした「防衛的な賃上げ」は人手不足が深

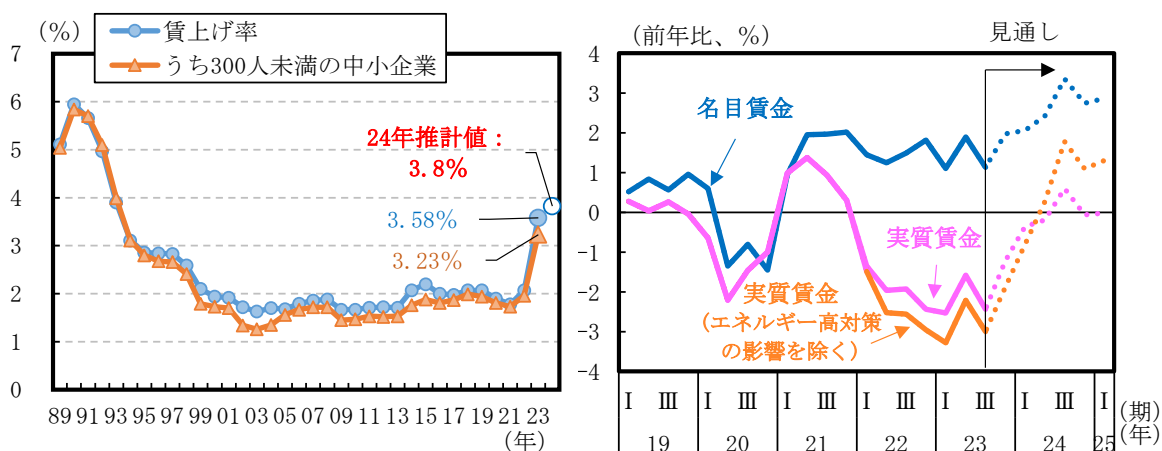
⁶ 日本労働組合総連合会（連合）『[『未来につながる転換点』となり得る高水準の回答～2023 春季生活闘争第 7 回（最終）回答集計結果について～](#)』（2023 年 7 月 5 日）参照。

⁷ 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

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7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。

図表7：2024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

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。

2023年10月の金融政策決定会合において、日銀は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。

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。

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）。

図表8：日本経済見通し<第219回日本経済予測（2023年11月21日）>

	2022			2023				2024				2025	2022	2023	2024
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	年度 (暦年)	年度 (暦年)	年度 (暦年)
実質GDP(年率、兆円)	547.9	547.4	547.1	552.0	558.1	555.1	559.0	561.9	563.6	565.2	566.5	567.6	548.7	558.2	565.6
<前期比、%>	1.2	-0.1	-0.1	0.9	1.1	-0.5	0.7	0.5	0.3	0.3	0.2	0.2			
<前期比年率、%>	4.7	-0.4	-0.2	3.7	4.5	-2.1	2.8	2.1	1.2	1.1	0.9	0.8			
<前年同期比、%>	1.5	1.4	0.3	2.0	1.7	1.2	2.2	1.7	1.1	1.9	1.3	1.0	1.3	1.7	1.3
													(0.9)	(1.8)	(1.5)
民間消費支出(前期比、%)	1.7	0.2	0.2	0.7	-0.9	0.0	0.7	0.5	0.3	0.3	0.2	0.2	2.5	0.1	1.4
民間住宅投資(前期比、%)	-2.1	0.1	1.0	0.5	1.8	-0.1	0.0	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	-3.2	2.5	-1.7
企業設備投資(前期比、%)	1.7	1.9	-0.9	1.7	-1.0	-0.6	0.8	0.7	0.6	0.6	0.5	0.5	3.0	0.3	2.1
政府消費支出(前期比、%)	0.4	0.0	0.1	0.1	0.0	0.3	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.7	0.5	0.7
公共投資(前期比、%)	0.5	1.1	0.0	1.4	0.3	-0.5	0.7	0.5	0.4	0.2	0.2	0.2	-3.2	1.8	1.2
輸出(前期比、%)	1.9	2.2	1.5	-3.5	3.9	0.5	0.6	0.5	0.4	0.5	0.5	0.4	4.5	3.4	2.0
輸入(前期比、%)	1.2	5.1	0.2	-2.1	-3.8	1.0	0.1	0.2	0.4	0.4	0.3	0.3	7.2	-3.3	1.4
名目GDP(前期比年率、%)	3.7	-3.1	5.4	9.4	10.5	-0.2	5.1	4.6	3.4	3.5	3.3	3.2	2.0	5.6	3.6
GDPデフレーター(前年同期比、%)	-0.2	-0.3	1.2	2.0	3.5	5.1	3.9	3.0	2.2	2.1	2.3	2.3	0.7	3.8	2.2
鉱工業生産(前期比、%)	-1.5	3.1	-1.7	-1.8	1.4	-1.2	0.9	0.6	0.3	0.5	0.5	0.6	-0.3	-0.5	1.7
コアCPI(前年同期比、%)	2.1	2.7	3.8	3.5	3.2	3.0	2.6	2.2	2.5	3.0	2.7	3.0	3.0	2.8	2.8
失業率(%)	2.6	2.6	2.5	2.6	2.6	2.7	2.6	2.5	2.4	2.4	2.4	2.4	2.6	2.6	2.4
貿易収支(兆円、年率)	-14.8	-22.3	-20.6	-14.9	-3.9	-2.7	-4.6	-3.2	-3.0	-2.8	-3.0	-2.9	-18.0	-3.6	-2.9
経常収支(兆円、年率)	11.8	3.0	8.7	9.7	23.5	24.6	27.7	28.5	28.7	28.8	29.0	29.1	8.3	26.0	28.8
前提															
原油価格(WTI、ドル/バレル)	108.5	91.4	82.6	76.0	73.6	82.2	79.5	75.9	75.9	75.9	75.9	75.9	89.6	77.8	75.9
為替レート(円/ドル)	129.8	138.4	141.6	132.4	137.5	144.6	149.8	149.6	149.6	149.6	149.6	149.6	135.4	145.4	149.6

(注) 網掛け部分は大和総研予想。
(出所) 大和総研