

2024年1月23日 全16頁

日本経済見通し：2024年1月

能登半島地震の影響／2024～33年度の経済財政・金利・為替見通し

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
シニアエコノミスト 末吉 孝行
エコノミスト 田村 統久

[要約]

- 2024年1月1日に発生した能登半島地震による経済への影響を暫定的に試算すると、建物や道路などストック面での被害額は石川県で1.1～1.5兆円程度とみられる。フロ一面では、石川県のGDPの損失は地震発生から1カ月間で350～450億円程度に上る可能性がある。同県の経済規模（2019年度の実質GDPは4,000億円弱/月）を踏まえると、経済活動に深刻な影響を及ぼしていることが示唆される。ただし日本全体で見ると、経済規模対比で見た損失が小さく、復興需要の発生や他地域への生産代替なども見込まれるため、日本の実質GDP成長率への影響は限定的とみられる。半導体などの工場停止により、サプライチェーンの寸断による供給面からの影響などには注意が必要だ。
- 日本経済中期予測を2年ぶりに改訂した。2024～33年度の実質GDP成長率は年率+1.0%と見込んでいる。予測期間前半は緩和的な財政・金融政策の下、経済活動の正常化や高水準にある家計貯蓄の取り崩し、世界経済の堅調な推移などを背景に、個人消費や輸出、設備投資を中心に増加しよう。後半では、国内の人口減少や世界経済成長率の低下が内外需の重しとなり、GDP成長率は低下するだろう。CPI上昇率は同2.2%と見込んでおり、日銀は2024年度から2027年度にかけて年0.5%ptのペースで利上げを慎重に進めると想定している（2027年度に短期金利を1.75%程度まで引き上げ）。円高ドル安が進行し、2030年代初めに100円/ドル台前半で推移する見込みである。
- 国と地方のプライマリーバランス（PB）は2025年度でGDP比▲3.7%の見込みである。同年度にPBを黒字化させるという政府の財政健全化目標の達成は厳しい。公債等残高については、予測期間中の前半にGDP比で低下するものの、後半には緩やかながら上昇に転じると見込んでいる。予測期間の最終年度である2033年度でGDP比201%と、新型コロナウイルス禍前の2019年度の水準を上回る。金融政策の正常化に歩調を合わせて財政健全化を進める必要性は、予測期間後半にかけて一段と強まるだろう。

1. 能登半島地震による経済への影響

2024年1月1日、石川県能登地方を震源とするマグニチュード7.6の地震（以下、能登半島地震）が発生した。最大震度7を観測した石川県の被害がとりわけ大きく、建物の倒壊や道路の陥没、断水などが相次いだ。輪島市の観光名所「朝市通り」では大規模な火災が起き、国土技術政策総合研究所によると消失面積は約5万800平方メートルに及んだという。沿岸部では津波による被害も発生した。

能登半島地震で亡くなられた方々のご冥福をお祈りするとともに、被災された方々に心よりお見舞いを申し上げる。

現在も余震が続いており、被害の全容は明らかになっていない。だが、今回の地震の影響は被災地域の経済だけでなく日本経済にも及ぶとみられる。そのため1章では、石川県における建物や社会インフラといったストック面での被害額や、GDPの損失というフロー面での被害額を暫定的に推計する。さらに、日本のGDP成長率見通しへの影響などについても述べる。

能登半島地震による石川県のストック被害額は暫定的に1.1~1.5兆円程度と推計

図表1は能登半島地震による被害額を推計した結果と、内閣府や自治体が推計した1990年代以降の主な地震による被害額をまとめたものである。当社では、今回の地震による石川県の被害額を1.1~1.5兆円程度と暫定的に推計した¹。他の被災地域を含めると、中越地震や熊本地震並みか、それに近い被害額になる可能性がある。

図表1：能登半島地震と過去の地震における被害推計額の比較

	能登半島地震 (24年1月)	熊本地震 (16年4月)	東日本大震災 (11年3月)	新潟県 中越地震 (04年10月)	阪神・淡路 大震災 (95年1月)
推計主体	大和総研 (24年1月)	内閣府 (16年5月)	内閣府 (11年6月)	新潟県 (06年3月)	兵庫県 (95年4月)
被害推計額（兆円）	1.1~1.5	2.4~4.6	16.9	1.7	9.9
建築物等	0.6~0.8	1.6~3.1	10.4	1.2	7.2
社会インフラ	0.2~0.3	0.4~0.7	2.2	0.3	1.3
電気・ガス・水道	0.1	0.1	1.3	0.01	0.5
その他	0.1~0.3	0.4~0.7	3.0	0.2	0.4

(注) 能登半島地震による被害推計額は石川県のみを対象。社会資本ストック、民間企業資本ストック、住宅ストックそれぞれを市町単位に按分し、最大震度に応じて一定の損壊率を乗じて算出。詳細は堤雅彦・森脇大輔・田中吾朗・武藤裕雄「平成28年熊本地震の影響試算の推計方法について」(内閣府政策統括官(経済財政分析担当)経済財政分析ディスカッション・ペーパー DP/16-1、2016年7月)を参照。

(出所) 各種統計・内閣府資料より大和総研作成

¹ 被害額は推計方法や損壊率などの想定によって大きく変わるため、幅をもってみる必要がある。なお、内閣府「国民経済計算」(いわゆるGDP統計)では「災害等による壊滅的損失」という項目があり、地震などによるストックの損失額が公表されている。遡及可能な1994年以降では、阪神・淡路大震災が発生した1995年に6.3兆円、東日本大震災が発生した2011年に10.1兆円、熊本地震が発生した2016年に0.6兆円が計上されている(その他の年は未計上)。

能登半島地震による被害額の推計にあたっては、2016年5月に内閣府が公表した熊本地震の被害額推計²を参考に、社会資本ストック、民間企業資本ストック、住宅ストックそれぞれを石川県の市町単位に按分し、最大震度に応じて一定の損壊率を乗じて算出した³。また当時の内閣府の推計では、最大震度5強・6弱の地域について損壊率を一律に適用するのではなく、被害状況に応じて適用したが、本稿執筆時点では被害状況に関する情報が不足している。そのため、5強・6弱の地域では損壊率の想定に幅を持たせる形で被害額を推計した⁴。

今回の被害推計額の内訳を見ると（**図表1**）、過去のケースと同様、「建築物等」が大部分を占める。このうち6割程度は民間企業資本ストックであり、製造業やサービス業、農林水産業など幅広い産業に大きな打撃となる可能性がある。また、「社会インフラ」では道路や港湾などで被害が大きいとみられる。

被災地域の経済活動は当面停滞する一方、日本の実質GDP成長率への影響は限定的か

フロー面での被害額について検討すると、内閣府は熊本地震による被災地のGDPの損失を900～1,270億円程度（2016年4月15日から同年5月18日までの34日間）と推計していた。この金額と**前掲図表1**で示したストック面での被害額を基に比例的に試算すると、能登半島地震による石川県のGDPの損失は地震発生から1カ月間で350～450億円程度に上る可能性がある。石川県の実質GDPは2019年度で1カ月あたり4,000億円弱であったことから、今回の地震が経済活動に深刻な影響を及ぼしていることが示唆される。

復興にかかる期間は不透明だが、過去に地震の発生した地域の鉱工業生産指数の推移を見ると（**図表2左**）、原子力発電所の事故につながった東日本大震災を除き、地震発生から数カ月～1年程度で鉱工業生産指数が発生前の水準を回復した。

日本のGDP成長率への影響は限定的とみられる。日本の実質GDPは直近の2023年7-9月期で1カ月あたり46.5兆円⁵であり、経済規模対比で見た損失が小さい。今後の復興需要によってGDPが押し上げられることや、被災地域で失われた観光需要や生産活動が他地域に代替されることも考えられる。そのため、当社のGDP見通しは地震発生後も修正していない。

² 内閣府「平成28年熊本地震の影響試算について」（2016年5月）、堤雅彦・森脇大輔・田中吾朗・武藤裕雄「平成28年熊本地震の影響試算の推計方法について」（内閣府政策統括官（経済財政分析担当）経済財政分析ディスカッション・ペーパー DP/16-1、2016年7月）。

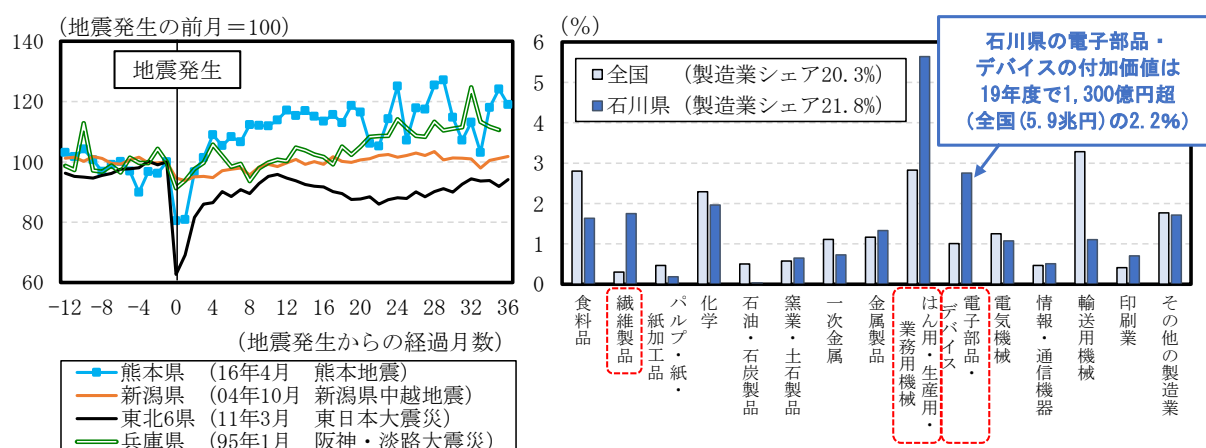
³ 損壊率は資本ストックの区分（「建築物等」「電気・ガス・水道」「社会インフラ」「その他」の4つ）ごとに、最大震度（5弱以下、5強・6弱、6強以上）に応じて設定。「建築物等」は住宅や民間企業資本ストック（電気・ガス・水道を除く）など、「社会インフラ」は道路や港湾など、「その他」は都市公園や治山などが含まれる。

⁴ 脚注2の内閣府の推計では、市町村別の最大震度や被害状況などを勘案してストックの区分ごとに損壊率（高い順に(1)、(2)、(3)）を設定している。具体的には、最大震度が6強以上の地域には損壊率(1)を、5弱以下の地域には損壊率(3)を適用する一方、5強・6弱の地域については被害状況に応じて損壊率を適用している。能登半島地震では被害状況に関する情報が不足しているが、報道等によると、5強・6弱の地域の世帯数の半分近くを占める金沢市の被害は比較的小さかった。そのため、最大震度が6強以上と5弱以下の地域では内閣府と同様に扱う一方、5強・6弱の地域では一律に損壊率(2)または(3)を適用して幅を持たせた。

⁵ 2023年7-9月期の実質GDPの558兆円（季節調整値の年率換算額）を1カ月あたりに換算した金額。

ただし、石川県では一部の工場が停止し、物流や電力、水道などインフラの混乱が続いている。石川県の製造業における業種別 GDP シェアを見ると、全国平均のそれに比べ、はん用・生産用・業務用機械や電子部品・デバイス、繊維製品で顕著に高い（**図表 2 右**）。半導体などの工場停止により、サプライチェーンの寸断による供給面からの影響などに注意する必要がある。

図表 2：地震発生前後の各地域の鉱工業生産の推移（左）、製造業における業種別 GDP シェア（右）



(注) 左図の「東北6県」は、青森県、岩手県、秋田県、宮城県、山形県、福島県。右図は2019年度の値。
(出所) 内閣府、経済産業省東北経済産業局、新潟県、兵庫県、熊本県より大和総研作成

2. 2024～33年度における日本の経済財政・金利・為替見通し

今後10年間を視野に入れた日本経済中期予測を改訂

当社では2022年1月に「[日本経済中期予測（2022～31年度）](#)」（以下、前回中期予測）を公表し、2031年度までの経済財政見通しなどを示した。その後、ロシアによるウクライナ侵略や米欧での金融引き締め、中国の不動産不況、中東情勢の緊迫化など外部環境は大きく変化した。一方、新型コロナウイルス感染症による国内外の経済社会活動への影響は、2022年から2023年にかけて落ち着いた。

国内では、円安・資源高による記録的な輸入物価高や人手不足の深刻化などもあってインフレ率は約40年ぶりの高さとなり、2023年春闘での賃上げ率も30年ぶりの高さとなった。企業の価格設定行動の変化などを背景にインフレの持続性が高まっており、日本銀行（日銀）の大規模な金融緩和策は転換点を迎えつつある。

こうした国内外の経済情勢の変化を踏まえ、2章では2033年度までを視野に入れて日本経済中期予測を改訂する。日本経済中期予測は当社の中期マクロモデルを用いて作成しており（詳細は前回中期予測を参照）、海外経済や原油価格、人口動態などは外生的に想定している⁶。海外経済の詳細については、当社の各国担当者の経済見通しを参照されたい。

⁶ 社会保障給付費は、中期マクロモデルによる賃金・物価見通しなどとの整合性を保ちつつ、別途推計して外生的に想定している。このうち年金の推計方法については、末吉孝行「[公的年金の好調な運用実績は将来の受給水準を押し上げるか](#)」（大和総研レポート、2023年3月22日）を参照。

(1) 実質 GDP 成長率見通し：2024～33 年度で年率+1.0%成長を見込む

世界経済成長率は IMF 見通しよりも保守的に想定

本予測で想定している世界経済の今後 10 年間(2024～33 年)の成長率は年率+2.5%である。予測期間を前半と後半に分けて見ると、前半 5 年間(2024～28 年)が同+2.8%、後半 5 年間(2029～33 年)が同+2.2%の見込みである。

予測期間の前半は米欧における利下げや、中国における堅調な経済成長などが景気を下支えするとみられる。後半では、人口の増加ペースの鈍化などを背景に先進国を中心に潜在成長率が世界的に低下することから、それに沿う形で世界経済成長率も鈍化していくと見込む。

国際通貨基金(IMF)が2023年10月に公表した世界経済見通しによると、2024～28年の世界経済成長率は同+3.1%であり、当社の予測値は IMF のそれを 0.3%pt 下回る。最大の違いは中国以外の新興国の見方にあり、IMF では同地域の成長率が緩やかに加速するのに対し、当社ではおおむね横ばいで推移すると見込んでいる。新興国の経済動向は米国や中国など主要国の影響を受けやすく、中国経済の減速などが新興国経済の重しになるとみている。

日本の実質 GDP などの中期見通しの概要と内閣府試算との比較

こうした中、日本の今後 10 年(2024～33 年度)の実質 GDP 成長率は年率+1.0%と見込んでいる。前述の世界経済成長率を含め、各年度の推移や需要項目の動きなど詳細については、巻末に掲載した計数表を参照されたい。

予測期間の前半は緩和的な財政・金融政策の下、潜在成長率を上回る同+1.1%の見込みである。後半ではこうした押し上げ要因が剥落するほか、人口減少の影響が強まることで実質 GDP 成長率は同+0.8%へと低下するだろう。総務省「人口推計」によると、総人口は2008年をピークに減少が続いており、2022年は概算値で前年比▲0.4%であった(各年10月1日時点)。本予測の人口見通しは国立社会保障・人口問題研究所の将来推計(出生中位(死亡中位)推計)に基づくが、減少率は2033年で同▲0.6%へと拡大する見込みである。

本予測の特徴を明確にするため、2024年1月22日公表の内閣府「中長期の経済財政に関する試算」(以下、内閣府試算)との比較を**図表3**で示した。内閣府試算は経済財政諮問会議が審議する際の参考資料としておおむね半年ごとに作成されており、一定の前提の下、先行き10年の経済や財政の姿が示されている。

内閣府試算では「成長実現ケース」「ベースラインケース」という2つのシナリオが示されている。成長実現ケースとは、「新しい資本主義」に基づく重点分野(人、GX・DX、スタートアップ、科学技術・イノベーションなど)への投資促進などを通じて経済活動が活発化し、経済成長率は中期的に実質2%程度、名目3%程度へと高まる。また消費者物価指数(CPI)上昇率は2025年度に安定的に2%程度に達するシナリオである。一方、ベースラインケースでは全要素生産性(TFP)上昇率が直近の景気循環の平均並みで将来にわたって推移する。経済成長率は中長期的に実質0%台半ば(名目も同様)、CPI上昇率も0%台半ばで推移するシナリオである。

図表 3：当社の中期予測と内閣府試算との比較

		大和総研	内閣府試算(2024年1月22日)	
			ベースラインケース	成長実現ケース
GDP	実質	年率1.0% (2024~33年度)	年率0.6% (2024~33年度)	年率1.7% (2024~33年度)
	名目	年率2.9% (2024~33年度)	年率1.1% (2024~33年度)	年率3.1% (2024~33年度)
物価	CPI上昇率	年率2.2% (2024~33年度)	年率1.1% (2024~33年度)	年率2.0% (2024~33年度)
労働力	労働参加率	労働政策研究・研修機構「労働力需給の推計」(2019年3月)における「経済成長と労働参加が進むケース」の年齢階級別労働参加率の見通しを5年前倒しで達成	左記の「経済成長と労働参加が一定程度進むケース」の労働力需給推計を踏まえ推移	左記の「経済成長と労働参加が進むケース」の労働力需給推計を踏まえ推移
生産性	TFP上昇率	足元の水準から0.7%程度まで上昇	将来にわたって0.5%程度で推移	足元の水準から1.4%程度まで上昇

(出所) 内閣府「中長期の経済財政に関する試算」(2024年1月22日)、各種統計より大和総研作成

当社の実質 GDP 成長率見通しは今後 10 年間で年率+1.0%と、内閣府試算のベースラインケース(同+0.6%)を上回る一方、成長実現ケース(同+1.7%)には見劣りする(図表 3)。ただし、後述するように、CPI 上昇率は成長実現ケースをやや上回る年率 2.2%へと高まる見通しであることから、名目 GDP は成長実現ケースに近い成長率を見込んでいる。

実質 GDP 成長率見通しの違いを供給サイドから整理すると、当社では足元の状況を踏まえ、労働参加率⁷を成長実現ケースよりも高めに想定している。また、TFP 上昇率は年率 0.7%程度まで上昇すると想定しており、ベースラインケース(同 0.5%程度)をやや上回る。

TFP とは、労働力や資本の増加によらない経済成長要因であり、TFP の上昇には技術進歩のほか、生産体制の効率化や付加価値の高い部門への経営資源の重点化、ブランディングなどの企業の取り組みが寄与する。第 2 次安倍晋三政権をはじめ歴代政権は、この 10 年で成長力強化のための制度・規制改革を幅広い分野で実施してきたものの、直近の推計値を見ると、TFP 上昇率はその間に大きく高まったとはいいいにくい。そのため、今後 10 年で TFP 上昇率が年率 1.4%程度まで高まるという成長実現ケースの想定は不確実性が大きい。

他方、日本経済がデフレから脱却すれば、経済全体の資源配分の効率化が進み、企業努力が価格競争ではなく商品・サービスの高付加価値化に注がれることなどを通じて TFP 上昇率が高まる可能性がある。そこで当社では、直近の景気循環における景気拡張期の平均水準(年率 0.7%程度⁸)まで TFP 上昇率が安定的に高まると想定した。

⁷ 労働参加率(労働力率)とは、15歳以上人口に占める労働力人口の割合。このうち労働力人口は、15歳以上人口のうち就業者と完全失業者を合わせた人口(働く意思のある者)。当社では足元の労働参加の状況を踏まえ、独立行政法人労働政策研究・研修機構「労働力需給の推計—労働力需給モデル(2018年度版)による将来推計—」(2019年3月)における「経済成長と労働参加が進むケース」の年齢階級別労働参加率の見通しを5年前倒しで達成することを想定した。

⁸ 第 16 循環(2012年 10-12 月期~2020年 4-6 月期)の景気拡張期に相当する 2013~18 年度の平均水準。

個人消費や輸出、設備投資は予測期間後半に減速も、総じて底堅く推移

予測期間の前半は緩和的な財政・金融政策の下、経済活動の正常化や高水準にある家計貯蓄の取り崩し、世界経済の堅調な推移などを背景に、個人消費や輸出、設備投資を中心に増加しよう。後半は、国内の人口減少や世界経済成長率の低下が内外需の重しとなり、個人消費や輸出などの成長率は低下する見込みである。

個人消費は予測期間の前半で年率+0.9%、後半で同+0.7%と見込んでいる。2024年度はサービス消費の回復で比較的高い伸び率となり、2025年度以降もコロナ禍以降に急増した家計貯蓄（現預金だけでも2019年末から2023年9月末までで105兆円増加）の取り崩しや所得環境の改善などを背景に、個人消費は堅調に推移するだろう。予測期間後半は、人口減少の加速が個人消費の伸びを抑制する一方、労働需給のひっ迫で実質賃金に上昇圧力がかかり続けることで所得環境の改善が進み、個人消費を下支えするとみられる。

輸出は予測期間の前半で年率+3.0%、後半で同+1.9%の見込みである。前述のように予測期間前半の世界経済成長率は同+2.8%と想定しており、財輸出は比較的堅調に推移しよう。サービス輸出にはインバウンド消費が含まれるが、直近でも中国人訪日客の回復は途上にある⁹。中国人訪日客は2024年度を中心に本格回復すると見込んでおり、その後のインバウンド消費は緩やかに増加するだろう。予測期間後半は米欧中いずれの国・地域でも経済成長率が低下するほか、円高の進行も重なり、輸出の増加ペースは予測期間前半から鈍化する見込みだ。

足元で伸び悩んでいる設備投資は、予測期間の前半で年率+1.7%、後半で同+1.6%と見込んでいる。予測期間前半は、企業収益の拡大や中国を中心とした外需の拡大などを背景に能力増強投資が進むとみられる。コロナ禍や物価高騰で企業が先送りしてきた投資も一定程度発現するだろう。予測期間後半に入ると、金利の上昇や外需の減速などもあり、設備投資の伸びは鈍化すると見込んでいる。他方、コロナ禍前から底堅く推移してきたデジタル化や省力化・省人化投資、カーボンニュートラルの実現に向けたGX投資は予測期間を通して増加が続くだろう。

公需は予測期間を通して堅調に推移する見込みである。このうち政府消費は予測期間の前半で年率+1.5%、後半で同+1.6%と予測する。コロナ禍以降に膨張した歳出が調整されることで予測期間前半はやや低い伸び率になるものの、社会保障給付費（このうち公費負担分）の増加が政府消費を継続的に押し上げるとみられる。

公共投資は予測期間の前半で年率+1.0%、後半で同+1.1%と予測する。予測期間前半のうち、2024~25年度は「防災・減災、国土強靱化のための5か年加速化対策」（2021~25年度）に基づく流域治水対策工事などが下支え要因となるものの、2023年度に大きく伸びる反動もあって増加ペースは減速するだろう。こうした要因が剥落する2026~28年度は比較的低い伸び率が続くとみられる。予測期間後半は、道路など様々な社会インフラの更新需要などが公共投資を押し上げると見込んでいる。

⁹ 日本政府観光局によると、2023年12月の中国人訪日客数は2019年同月比▲56%（中国人以外の訪日客数は同+33%）。

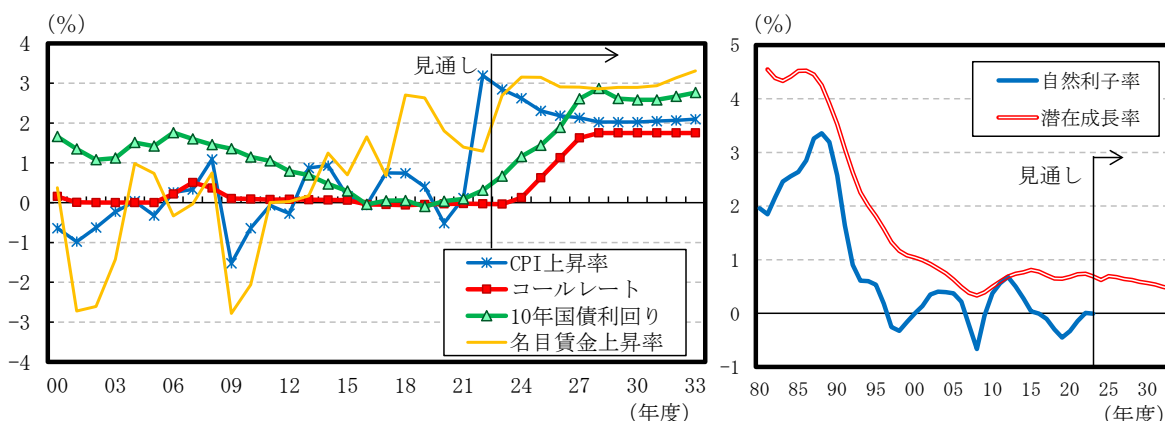
(2) 物価・金利・為替見通し：2%インフレで長短金利は上昇、円高ドル安へ

2%インフレの定着で金融政策の正常化が進む見込み

CPI 上昇率は予測期間の前半で年率 2.3%、後半で同 2.1%と見込んでいる（**図表 4 左**）。国内経済活動の緩やかな拡大や労働力人口の減少などにより、労働需給がひっ迫した状況は続くだろう。企業は人員確保のために積極的に賃上げを行い、人件費の増加分を販売価格に転嫁する動きが続くことで、名目賃金上昇率は予測期間を通して同 3%程度で推移する見込みである。賃金と物価の循環的な上昇メカニズムが機能し、CPI 上昇率は日銀の目指す 2%程度で安定する見通しだ¹⁰（名目賃金上昇率から CPI 上昇率を差し引いた実質賃金上昇率は同 1%程度で推移）。

インフレが定着した後も緩和的な金融環境が維持されれば、インフレの過熱リスクが高まる。そのため日銀は金融政策の正常化を進めていこう。本予測では、日銀は 2024 年 4 月にイールドカーブ・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り¹¹、その後は 2027 年度にかけて年 0.5%pt のペースで利上げを慎重に進めると想定している。低金利環境が長期的に維持されたことで日本経済は金利上昇に脆弱な構造になっており、継続的な利上げが実体経済や金融市場に与える影響を十分に注視する必要があるとみられるからだ。

図表 4：CPI 上昇率、長短金利、名目賃金上昇率見通し（左）、自然利子率と潜在成長率見通し（右）



(注) 左図の CPI は消費増税と幼児教育・保育無償化の影響を除く。名目賃金上昇率は 1 人 1 時間あたりの賃金・俸給。右図の自然利子率は Holston-Laubach-Williams (2023) モデルを用いて推計。

(出所) Holston, Laubach and Williams (2023)、日本銀行、財務省、内閣府、総務省統計より大和総研作成

短期金利の先行きを検討する上では、自然利子率（景気や物価動向に中立的な実質金利）が重要になる。自然利子率は推計方法によって水準が異なるため幅を持って見る必要があるが、Holston, Laubach and Williams (2023)¹²を基に推計した日本の自然利子率は、直近で 0% 近傍にあるとみられる（**図表 4 右**）。今後の自然利子率は潜在成長率の低下で下押し圧力がかかり、

¹⁰ マクロモデルによる将来推計は過去の経済行動の影響を強く受ける。2023 年頃に見られた家計や企業の行動変容を内生的に反映させることは難しいため、本予測では期待インフレ率の上昇を外生的に想定した。

¹¹ デフレ脱却や金融政策の見通しについては、久後翔太郎・神田慶司・佐藤光・中村華奈子・高須百華「[2024 年に『デフレ脱却』と『2%インフレ』は実現するか](#)」（大和総研レポート、2023 年 12 月 4 日）を参照。

¹² Holston, Laubach, and Williams (2023) “Measuring the Natural Rate of Interest after COVID-19,” *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, no. 1063, June.

マイナス圏で推移する可能性がある。そのため日銀はインフレ率をやや下回る 1.75%程度で利上げを停止し、短期金利を自然利子率並みの水準に保つことで、予測期間後半は中立的な金融環境が維持されるだろう。

長期金利（10年国債利回り）については、金融政策の正常化が進む予測期間の前半にかけて実体経済を反映して上昇し、後半は名目 GDP 成長率並みの 3%弱で推移すると想定している。もっとも、長期金利は経済成長率だけでなく、金融政策や財政運営への信認、海外の金利動向など様々な影響を受けて変動するため、本予測で想定するように名目 GDP 成長率並みになるとは限らない。日本を除く G7 諸国では、1980 年代から 1990 年代にかけて長期金利が名目 GDP 成長率を上回る傾向が見られた。

これまでは日銀が大規模な国債買い入れを実施してきたことを主因に、長期金利は需給の引き締めによって低位で安定していた。だが、日銀は金融政策の正常化が進む過程で長期国債の保有残高を減らしていく必要がある。これにより国債市場で需給が緩めば、長期金利に大きな上昇圧力がかかる。

また、リスクプレミアムの急騰にも警戒が必要だ。日本は GDP 比で 2 倍を超える政府債務を抱えており、世界で最も厳しい財政状況にある。これまでは日銀の大規模な国債買い入れにより、国債市場では日本の財政状況についてあまり意識されてこなかった。だが、金融政策の正常化が進む過程で財政状況にひとたび関心が集まれば、2010 年代前半の南欧諸国や 2022 年秋の英国のように市場で高いリスクプレミアムを要求され、長期金利が急上昇する可能性は否定できない。

ファンダメンタルズに基づいて金利が緩やかに上昇する場合とは異なり、リスクプレミアムの急騰は実体経済や金融市場に大きな混乱をもたらすことになる。金融政策の正常化に歩調を合わせて財政健全化を進める必要性は、予測期間後半にかけて一段と強まるだろう。

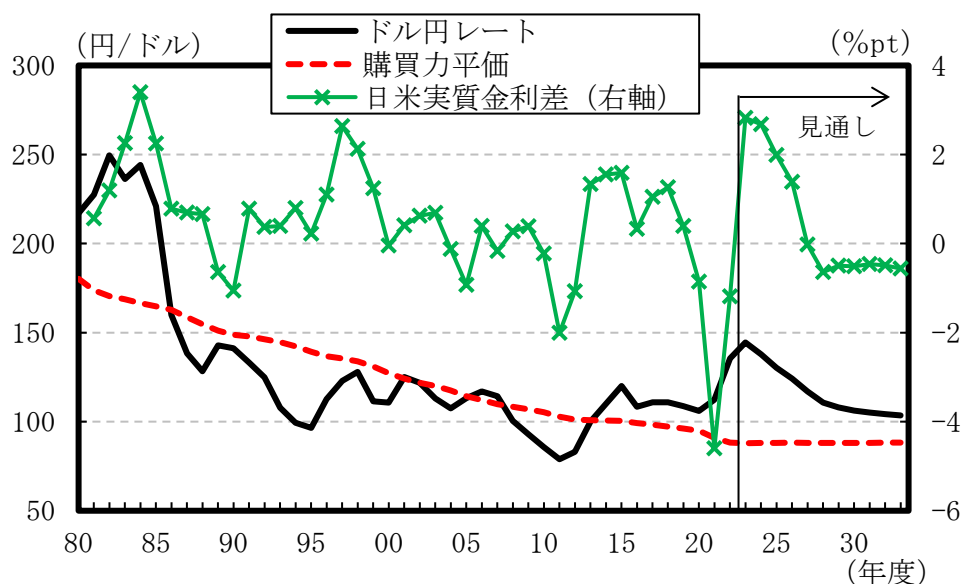
ドル円レートは 2030 年代初めに 1 ドル 100 円台前半で推移する見込み

ドル円レートの見通しは中長期的には購買力平価、短期的には日米実質金利差の影響を受けて変動すると考えられる。これを基に推計すると、ドル円レートは予測期間の前半で 124 円/ドル、後半で 105 円/ドルと見込まれる（年度ベースの期間平均値）。予測期間前半を中心に円高方向にシフトするだろう（**図表 5**）。

ドル円レートは 2022 年以降、日米金融政策の方向性の違いから強い円安圧力が断続的にかかってきた。米連邦準備制度理事会（FRB）はインフレ抑制のため大幅かつ急速なペースで利上げを実施した一方、日銀はインフレの持続性を高めるため大規模な金融緩和策を継続したことから日米金利差が大幅に拡大し、ドル円レートは一時 151 円/ドル台に乗せた。

だが、予測期間前半は日米両国の金融政策の方向性が逆転し、日米金利差が縮小することで円高圧力が強まる見込みである。予測期間後半は日米金利差に大きな変動は生じず、円高圧力は落ち着くだろう。

図表 5 : ドル円レートの中期見通し



(注)「購買力平価」は、ドル円レートを日米の相対CPIで単回帰した推計値(推計期間は1980～2022年度で、推計式の為替レートと相対物価は対数値)。日米実質金利差はCPIで実質化した長期金利を利用。
(出所)日本銀行、総務省、FRB、Haver Analyticsより大和総研作成

図表5で示した購買力平価に目を向けると、予測期間を通して横ばい圏で推移している。これは日米両国のインフレ率がおおむね同水準にあることを意味する。デフレ下の日本は米国対比で物価が下落しやすく、購買力平価の観点からは円高圧力が強まりやすかった。だが、日本においても2%程度のインフレが定着するとの見通しの下、インフレ格差を通じた円高圧力は解消される見込みだ。

上記はマクロモデルによる将来推計であるが、現実の為替レートは様々な要因によって日々変動している。先行きは円高・円安の双方のリスクに警戒が必要だ。

想定以上に円高が進行するリスクとしては、世界的な金融危機の発生などが挙げられる。日本は世界で最も多くの対外純資産を保有しており、予測期間を通して経常収支は黒字が続く見込みである。ストック面だけでなくフロー面からも安全通貨としての需要は大きいとみられ、リスクオフ時の資金の回避先として日本円が選ばれる可能性は高いだろう。また、購買力平価の観点からは、90円/ドルを超える円高水準が示唆されており、購買力平価に対する市場の関心が高まれば、円高方向に大幅に進む可能性も残る。

反対に、想定以上に円安が進行するリスクとしては、日本円に対する信認の低下などが考えられる。前述のように、金融政策の正常化の過程でリスクプレミアムが高まる状況になれば、日本円に対する信認の低下を背景とした円安が同時に発生し、政府・日銀は通貨を安定させるために大幅な利上げや急激的な財政再建などを余儀なくされる恐れがある。

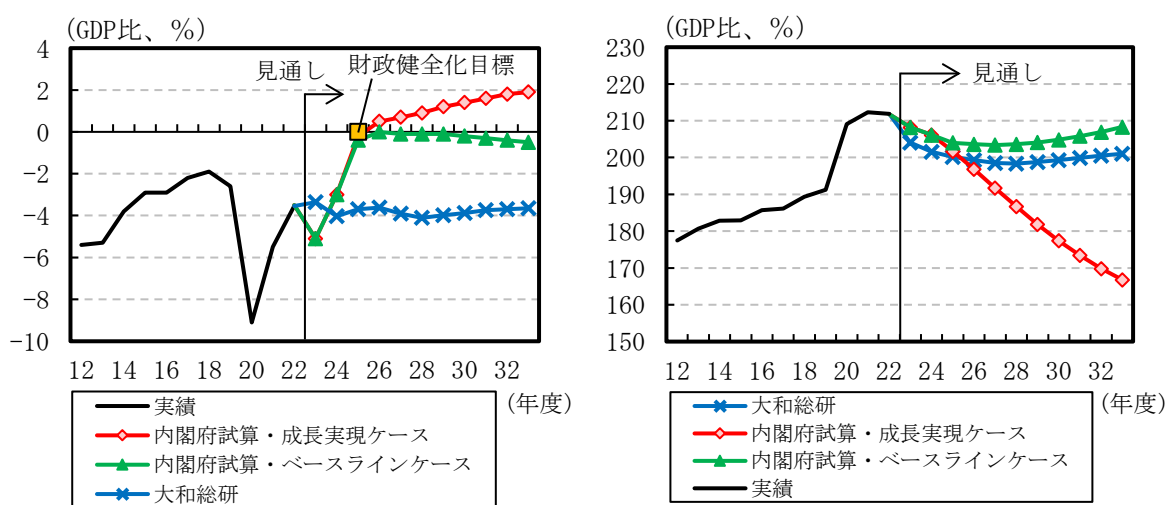
(3) 財政見通し：PB赤字が継続し、政府債務残高はGDP比で上昇へ

2025年度のPBはGDP比▲3.7%と政府の財政健全化目標の達成は困難

国と地方の基礎的財政収支（プライマリーバランス、以下PB）は、予測期間を通してGDP比▲4%前後で推移する見通しである（**図表6左**）¹³。

政府は2025年度のPB黒字化を財政健全化目標として掲げている。前出の内閣府試算の成長実現ケースでは2025年度のPBをGDP比▲0.2%と見込んでおり、「歳出効率化努力を継続した場合、2025年度のPB黒字化が視野に入る」という。だが、当社では同年度のPBをGDP比▲3.7%と見込んでおり、目標達成は厳しいとみている。

図表6：国・地方の基礎的財政収支（左）と公債等残高（右）の見通し



(注) 復旧・復興対策及びGX対策の経費及び財源の金額を除いたベース。公債等残高は、普通国債、年金特例公債、地方債及び交付税特会借入金の合計。

(出所) 内閣府「中長期の経済財政に関する試算」(2024年1月22日)、各種統計より大和総研作成

当社と内閣府試算でPB見通しが大きく乖離する理由は、主に歳出面にある。成長実現ケースでは、国の一般会計における2025年度のPB対象経費を89.5兆円と見込んでいる。これは2022年度の決算額を20兆円近く下回る水準だ。2024年度の政府予算案では5兆円だった予備費は大幅に圧縮されたが、内閣府試算では当初予算を発射台として将来の歳出額を推計しており、コロナ禍以降に常態化した大型の補正予算編成からの脱却が暗に想定されている。2023年度の骨太の方針では「歳出構造を平時に戻していく」との方針が示されたが、補正予算を含めて平時に戻すことは容易ではない。

また、内閣府試算では2025年度以降の非社会保障分野の歳出（国土強靱化及び防衛力強化の経費を除く）を物価上昇率で延伸している。だが、名目賃金上昇率が物価上昇率を年率1%pt超も上回る成長実現ケースにおいて、人件費を通じて増加圧力がかかる歳出を物価並みの伸びに

¹³ 2023年度のPB見通しは当社がGDP比▲3.4%であるのに対し、内閣府試算は同▲5.1%である。これは、内閣府試算では同年度の予算が全て支出されると想定されているためである。実際には、予算に計上されていても不用や繰越となり支出されないものも多く、その場合は歳出水準が低下してPBが改善する。

抑えることは「自然体」では実現できず、相当な歳出改革が必要だろう。この点、当社の同分野における歳出見通しは、補正予算などが反映された実績額を発射台として名目 GDP 成長率で延伸しており、比較的穏当な想定とみられる。

社会保障分野についても、成長実現ケースでは国の一般会計ベースの社会保障関係費が GDP 比で低下していく見通しである。これに対して当社の社会保障給付費は GDP 比で緩やかに上昇していく。内閣官房・内閣府・財務省・厚生労働省が 2018 年 5 月に公表した「2040 年を見据えた社会保障の将来見通し（議論の素材）」に近い姿といえる。

少子化対策や防衛力の強化に伴う財源を確保できるかどうかも不透明だ。政府は少子化対策費を 2028 年度にかけて年間 3.6 兆円程度増加させ、防衛関係費も年間 2 兆円程度増加させる方針である。その財源は歳出改革、既定予算の活用、税制措置、決算剰余金の活用などによって確保する予定であり、内閣府試算では予定通りに財源が確保されることで財政収支に影響しないと想定されている。だが、歳出改革などによる財源確保の可否は現時点で不透明であり、当社では不確実性のある歳入確保策については PB 赤字要因として計上している。

公債等残高は GDP 比で低下を見込むも金利上昇に脆弱な状態は継続

公債等残高については、予測期間中の前半に GDP 比で低下するものの、後半には緩やかながら上昇に転じると見込んでいる。予測期間の最終年度である 2033 年度で GDP 比 201%であり、コロナ禍前の 2019 年度の水準を上回る（**図表 6 右**）。当社の PB 見通しはベースラインケースより厳しいにもかかわらず公債等残高が GDP 比で下回るのは、名目 GDP 成長率見通しがベースラインケースよりも高いためである。

公債等残高は PB 赤字と利払費によって押し上げられるが、公債等残高の大半を占めるのは国債であり、過去の金利が低かった時期に発行された固定利付債が多い。償還を迎えるまでは発行時の金利に基づいて利子が支払われるため、現在の利払費は相当程度抑えられている。実効金利（＝利払費／公債等残高）に対して、名目 GDP 成長率が十分に上回っていれば、ある程度の PB 赤字があっても公債等残高は GDP 比で上昇しない。

しかし前述のように、金融政策の正常化が進む中で金利が上昇すれば、利払費は増加していく。実効金利と名目 GDP 成長率との差が縮小するに従って、公債等残高を GDP 比で押し下げる力は弱まる。そのとき PB 赤字が解消されていなければ、公債等残高は GDP 比で上昇に転じやすい。

また、公債等残高が多いほど、財政の持続可能性に対する懸念が生じやすい。何らかのショックによって長期金利が急騰したとき、債務が多いほど「長期金利の上昇→利払費の増加→公債等残高（GDP 比）の増加→長期金利の更なる上昇」という悪循環に陥るリスクが高いためだ。そのような状況を回避するためにも、公債等残高 GDP 比を安定的に引き下げ、金融政策が正常化しても財政の持続可能性について市場で懸念を持たれにくい状況を実現することが重要だ。

【トピック】公的年金における所得代替率の見通し

2024 年は公的年金の財政検証が予定されている。財政検証では年金財政の超長期見通しや制度改革の必要性などを検討するが、その中で注目されている指標が「所得代替率」だ。

所得代替率とは、現役世帯の手取りベースの平均賃金に対するモデル世帯の年金額の比率で、2019 年度で 61.7% だった¹⁴。2019 年に公表された前回の財政検証では、代表的な「ケースⅢ」において、所得代替率は 2047 年度に 50.8% まで低下すると試算された。

今回の財政検証で所得代替率はどのような推移が見込まれるだろうか。本稿で示した中期予測における賃金・物価見通しを踏まえつつ¹⁵、当社の年金財政モデルを用いて試算した結果が**図表 7**である。最終的な所得代替率は 56.4%（うち基礎年金部分 31.5%、報酬比例部分 24.9%）と、前回の財政検証で示された水準から上昇するとみられる。

マクロ経済スライドによる給付調整がなければ、国民年金の積立金は 2080 年度に枯渇する一方、厚生年金では給付調整が 2024 年度に終了しても、予測期間中（おおむね 100 年）に積立金は枯渇しない。これは積立金の運用利回りが前回の財政検証の想定から上振れしたことが大きい。前回の財政検証では、2022 年度末の積立金を国民年金で 11.1 兆円、厚生年金で 207.1 兆円と見込んでいた。実績はそれぞれ 12.6 兆円、248.3 兆円と、1~2 割程度上振れした。また、高齢者や女性の労働参加の進展などによって、第 1 号被保険者数と第 3 号被保険者数が前回の財政検証の想定よりも減少し、第 2 号の被保険者数が増加したことも所得代替率見通しの上昇要因となった。

参考までに、国民年金と厚生年金の積立金が統合した場合の所得代替率見通しも**図表 7**に示した。国民年金の積立金不足の影響が緩和されるため、最終的な所得代替率は 59.7% まで上昇する。もっとも、厚生年金の積立金が国民年金の被保険者のために使われることになれば、厚生年金の被保険者からの反発が想定される。政府の財政負担も増加するだろう。積立金の統合については、所得代替率だけでなく、様々な観点を踏まえた丁寧な議論が必要だ。

図表 7：最終的な所得代替率の見通し（カッコ内の年度はマクロ経済スライドの終了時期）

	2019年 政府の財政検証	2024年 大和総研推計	
			参考：積立金統合ケース
全体	50.8% (2047年度)	56.4% (2036年度)	59.7% (2024年度)
うち基礎年金	26.2% (2047年度)	31.5% (2036年度)	34.9% (2024年度)
うち報酬比例	24.6% (2025年度)	24.9% (2024年度)	24.9% (2024年度)

(注) 図表内の「2019 年政府の財政検証」は、2019 年の財政検証で示された複数のケースのうち、ケースⅢ（経済成長と労働参加が進むケースで、物価上昇率は年率 1.2%、実質賃金上昇率は同 1.1% 等が前提）の値。カッコ内はマクロ経済スライドによる給付調整が終了する年度。なお、「支援金制度」によって年金保険料が少子化対策に使われることは、所得代替率を推計する際には想定していない。

(出所) 厚生労働省、各種資料より大和総研作成

¹⁴ 末吉孝行「賃金と物価の上昇で年金財政はどうなる？」（大和総研レポート、2023 年 6 月 26 日）では、賃金上昇率、物価上昇率、運用収益率が変化した場合の所得代替率への影響について定量的に検討した。

¹⁵ 予測期間を超える 2034 年度以降の賃金・物価見通しは各 2.9%、2.1%（2033 年度から横ばい）。人口動態は中期予測と同様、国立社会保障・人口問題研究所の将来推計（出生中位（死亡中位）推計）に基づく。

図表 8 : 日本経済中期予測の総括表

年度	実績		予測期間 2024-2033	予測期間	
	2014-2018	2019-2023		2024-2028	2029-2033
実質GDP(前年比、%)	0.8	0.3	1.0	1.1	0.8
民間最終消費支出	-0.2	-0.2	0.8	0.9	0.7
民間設備投資	2.3	-0.4	1.7	1.7	1.6
民間住宅投資	-1.6	-1.3	-1.5	-2.1	-0.9
公的固定資本形成	-0.3	-0.7	1.0	1.0	1.1
政府最終消費	1.1	2.0	1.5	1.5	1.6
財貨・サービス輸出	4.3	1.4	2.5	3.0	1.9
財貨・サービス輸入	2.1	0.9	2.8	2.8	2.9
名目GDP(前年比、%)	1.7	1.5	2.9	3.1	2.6
GDPデフレーター(前年比、%)	0.8	1.3	1.9	2.0	1.8
消費者物価(前年比、%)	0.9	1.3	2.2	2.3	2.1
名目賃金上昇率(前年比、%)	1.4	2.0	3.0	3.0	3.0
失業率(%)	3.0	2.6	2.2	2.3	2.1
コールレート(%)	0.0	0.0	1.4	1.1	1.8
10年国債利回り(%)	0.2	0.2	2.3	2.0	2.6
ドル円レート(¥/\$)	112.0	121.4	114.7	124.0	105.4
経常収支(名目GDP比、%)	3.3	3.2	4.5	5.0	4.2
中央・地方政府 財政収支(名目GDP比、%)	-4.1	-5.8	-5.3	-4.9	-5.7
基礎的財政収支(名目GDP比、%)	-2.7	-4.8	-3.8	-3.9	-3.8
公債等残高(名目GDP比、%)	185.4	205.3	199.7	199.5	199.9

(注1) 期間平均値。2022年度までは実績。

(注2) 財政収支は復旧・復興対策及びGX対策の経費及び財源の金額を除いたベース。名目賃金上昇率は1人1時間あたりの賃金・俸給より算出。

(出所) 大和総研作成

主要経済指標

年度	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
実質GDP(2015年連鎖価格 兆円)	554.5	550.2	528.8	543.6	551.8	561.8	568.8	574.0	579.8	586.7	593.2	598.4	603.4	608.0	612.7	617.5
(前年比%)	0.2	-0.8	-3.9	2.8	1.5	1.8	1.3	0.9	1.0	1.2	1.1	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8
内需寄与度	0.4	-0.3	-3.3	2.0	2.0	0.3	1.1	1.0	1.0	1.1	1.1	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0
外需寄与度	-0.2	-0.5	-0.6	0.8	-0.5	1.5	0.1	-0.1	0.1	0.1	0.0	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2
名目GDP(兆円)	556.6	556.8	539.0	553.6	566.5	600.6	623.1	642.2	660.2	679.8	699.3	717.5	736.1	755.1	775.2	796.6
(前年比%)	0.2	0.0	-3.2	2.7	2.3	6.0	3.8	3.1	2.8	3.0	2.9	2.6	2.6	2.6	2.7	2.8
消費者物価(2020=100)	99.6	100.2	99.9	100.0	103.2	106.1	108.8	111.4	113.8	116.2	118.6	121.0	123.4	125.9	128.5	131.2
(前年比%)	0.7	0.6	-0.3	0.1	3.2	2.8	2.6	2.3	2.2	2.1	2.0	2.0	2.0	2.0	2.1	2.1
国内企業物価(2020=100)	101.2	101.3	99.9	107.0	117.2	120.1	122.5	123.4	125.3	127.3	129.7	132.4	135.4	138.7	142.3	146.0
(前年比%)	2.2	0.1	-1.5	7.1	9.5	2.5	2.0	0.7	1.5	1.6	1.8	2.1	2.3	2.4	2.5	2.7
名目賃金(円/時)	2,316	2,377	2,420	2,454	2,485	2,552	2,633	2,716	2,794	2,876	2,958	3,043	3,131	3,223	3,324	3,434
(前年比%)	2.7	2.6	1.8	1.4	1.3	2.7	3.2	3.1	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	3.1	3.3
就業者数(万人)	6,701	6,760	6,702	6,706	6,728	6,738	6,761	6,771	6,766	6,759	6,753	6,740	6,730	6,698	6,655	6,611
(前年比%)	1.8	0.9	-0.9	0.1	0.3	0.1	0.3	0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.2	-0.1	-0.5	-0.6	-0.7
失業率(%)	2.4	2.3	2.9	2.8	2.6	2.6	2.4	2.3	2.3	2.3	2.3	2.2	2.2	2.1	2.0	2.0
コーレレート(%)	-0.1	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	0.1	0.6	1.1	1.6	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8
10年物国債利回り(%)	0.1	-0.1	0.0	0.1	0.3	0.7	1.2	1.4	1.9	2.6	2.9	2.6	2.6	2.6	2.7	2.8
為替レート(¥/US\$)	111	109	106	112	136	144	138	130	124	117	111	108	106	105	104	103
(¥/EURO)	128	121	124	131	141	156	150	143	138	133	128	127	126	125	124	123
経常収支(兆円)	19.4	18.7	16.9	20.1	8.3	26.3	29.6	33.2	33.6	33.8	33.7	33.5	32.3	31.4	30.4	29.9
(名目GDP比%)	3.5	3.4	3.1	3.6	1.5	4.4	4.8	5.2	5.1	5.0	4.8	4.7	4.4	4.2	3.9	3.8
中央・地方政府 財政収支(兆円)	-17.4	-20.8	-54.9	-36.5	-25.2	-25.5	-30.6	-29.5	-30.3	-33.8	-37.4	-39.1	-41.0	-42.6	-44.8	-47.1
(名目GDP比%)	-3.1	-3.7	-10.2	-6.6	-4.4	-4.2	-4.9	-4.6	-4.6	-5.0	-5.3	-5.4	-5.6	-5.6	-5.8	-5.9
同基礎的財政収支	-1.9	-2.6	-9.1	-5.5	-3.5	-3.4	-4.0	-3.7	-3.6	-3.9	-4.1	-4.0	-3.9	-3.7	-3.7	-3.6
(名目GDP比%)	-0.3	-0.4	-1.4	-0.9	-0.6	-0.6	-0.6	-0.6	-0.6	-0.6	-0.6	-0.6	-0.6	-0.6	-0.6	-0.6
公債等残高(兆円)	1,054	1,065	1,124	1,169	1,200	1,225	1,256	1,285	1,316	1,350	1,387	1,426	1,467	1,510	1,554	1,601
(名目GDP比%)	189.3	191.2	208.5	211.1	211.8	204.0	201.6	200.2	199.3	198.5	198.3	198.7	199.3	199.9	200.5	201.0

(注1) 2022年度までは実績。

(注2) 財政収支は復旧・復興対策及びGX対策の経費及び財源の金額を除いたベース。名目賃金は1人1時間あたりの賃金・俸給。

(出所) 大和総研作成

前提条件

暦年(原油価格のみ年度)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
世界経済成長率(購買力平価, 前年比%)	3.6	2.8	-2.8	6.3	3.5	2.6	3.0	3.0	2.5	3.0	2.7	2.5	2.3	2.2	2.1	2.0
米国(前年比%)	3.0	2.5	-2.2	5.8	1.9	2.4	1.5	1.7	1.2	2.3	2.1	1.9	1.8	1.8	1.7	1.7
ユーロ圏(前年比%)	1.8	1.6	-6.2	5.9	3.4	0.5	0.8	1.5	1.1	1.6	1.3	1.4	1.3	1.2	1.1	1.1
中国(前年比%)	6.7	6.0	2.2	8.4	3.0	5.2	5.0	4.5	4.3	4.3	4.0	3.7	3.5	3.3	3.1	3.0
原油価格(WTI, US\$/BBL)	62.8	54.9	42.3	77.0	89.7	79.0	85.5	80.7	83.3	85.5	88.0	90.5	93.0	95.8	98.8	101.7
(前年比%)	16.9	-12.6	-22.8	82.0	16.4	-11.9	8.3	-5.7	3.3	2.6	3.0	2.8	2.8	3.0	3.1	2.9

(注) 2022年まで(中国の経済成長率は2023年まで)は実績。

(出所) 大和総研作成

