

2024年2月21日 全57頁

## 第220回日本経済予測

副理事長 兼 専務取締役 経済調査部	リサーチ本部長 シニアエコノミスト シニアエコノミスト シニアエコノミスト シニアエコノミスト エコノミスト エコノミスト エコノミスト 研究員 研究員 研究員	熊谷 亮丸 神田 慶司 佐藤 光 末吉 孝行 久後 翔太郎 田村 統久 岸川 和馬 中村 華奈子 高須 百華 石川 清香 島本 高志
-----------------------	--	--

## 第220回日本経済予測

## 賃上げの持続力と金融政策正常化の行方

①自然利子率の引き上げ、②投資と実質賃金の好循環、  
を検証実質 GDP: 2023年度+1.3%、2024年度+0.8%、2025年度+1.3%  
(暦年ベース 2024年+0.4%、2025年+1.4%)

名目 GDP: 2023年度+5.3%、2024年度+3.2%、2025年度+3.1%

## 第 220 回日本経済予測

### 【予測のポイント】

- (1) **実質 GDP 成長率見通し: 24 年度+0.8%、25 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+1.3%、24 年度+0.8%、25 年度+1.3% (暦年ベースでは 24 年+0.4%、25 年+1.4%) と見込む。24 年春闘での賃上げ率は 4% 台に乗せる可能性があり、実質賃金の前年比は 24 年 7-9 月期にプラス転換するだろう。賃上げと価格転嫁の循環により、基調的なインフレ率は 2% 程度で安定すると見込んでいる。自動車の挽回生産、インバウンド需要の増加、サービス消費の回復、高水準の家計貯蓄、シリコンサイクルの回復、所得減税を含む総合経済対策などが日本経済を下支え・押し上げるだろう。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、国内金利が想定よりも上振れしたり、円高が急速に進んだりする可能性も考えられる。
- (2) **日銀の金融政策:** 日銀は 24 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(短期金利を 0~0.1% に引き上げ)を行い、その後は経済・物価情勢を注視しつつ、緩やかなペースで利上げを実施すると想定している(24 年 10-12 月期に短期金利を 0.25% とし、その後は年 0.50% のペースで追加利上げ)。ただし、実質短期金利は予測期間を通じてマイナス圏で推移するなど緩和的な金融環境は維持されるだろう。
- (3) **論点①: デフレ脱却後の日本経済の姿:** 日本の自然利子率は 1980 年代から直近の 2023 年 7-9 月期にかけて 2.6%pt 程度低下した。背景には、期待成長率の低下に伴う設備投資の減少や民間貯蓄の積み増しなどがあつたとみられる。この結果、金融緩和効果が減殺され、日本経済はデフレ均衡に陥ったが、足元ではインフレ均衡に移行する可能性が高まっている。自然利子率は政策対応によって 1%pt 程度の上昇余地があり、中長期的には「高成長・インフレ均衡」への移行も考えられる。デフレ均衡とインフレ均衡で期待される実質 GDP 成長率は年率+0.6~0.7% 程度にとどまるが、「高成長・インフレ均衡」では同+1.1% 程度となる。インフレ均衡への移行だけは成長率はさほど高まらず、各種政策の成果を積み上げることで「高成長・インフレ均衡」を目指すことが重要だ。
- (4) **論点②: 人手不足をテコに「投資と実質賃金の好循環」実現を:** 労働者数の潜在的な増加余地を表す「余剰労働力」は 30 万人程度まで減少しており、人手不足は長期化する見通しだ。名目時給 1% の上昇は設備投資を 0.4% 促進すると推計されるが、資本ストックの最適水準との乖離(200 兆円程度)を埋めるには力不足である。情報通信機器やソフトウェアなど費用対効果の高い投資に対する政策的支援が引き続き必要だ。日本企業は米国企業に比べて対外直接投資が多い一方、人的資本投資は少ない。人的資本投資を増やすことで労働生産性を効率的に引き上げることもできるだろう。また、正規雇用への転換によって非正規比率が 5%pt 低下すれば、潜在 GDP は 1.6% 増加すると試算される。実質賃金の引き上げを通じて所得見通しが改善し、勤労者世帯の平均消費性向がコロナ禍前の水準まで上昇すれば、個人消費は 7~10 兆円程度押し上げられる。

### 【主な前提条件】

- (1) 名目公共投資: 23 年度+5.7%、24 年度+1.9%、25 年度+2.5%
- (2) 為替レート: 23 年度 144.6 円/ドル、24 年度 150.2 円/ドル、25 年度 150.2 円/ドル
- (3) 原油価格(WTI): 23 年度 77.8 ドル/バレル、24 年度 79.2 ドル/バレル、25 年度 79.2 ドル/バレル
- (4) 米国実質 GDP 成長率(暦年): 23 年+2.5%、24 年+2.0%、25 年+1.7%

## 第220回日本経済予測（2024年2月21日）

	2023年度 (予測)	2024年度 (予測)	2025年度 (予測)	2023暦年 (予測)	2024暦年 (予測)	2025暦年 (予測)
<b>1. 主要経済指標</b>						
名目GDP成長率	5.3	3.2	3.1	5.7	3.0	3.4
実質GDP成長率（2015暦年連鎖価格）	1.3	0.8	1.3	1.9	0.4	1.4
内需寄与度	-0.3	0.9	1.1	0.9	0.1	1.3
外需寄与度	1.5	-0.0	0.1	1.0	0.3	0.1
GDPデフレーター	4.0	2.3	1.8	3.7	2.6	2.0
鉱工業生産指数上昇率	-0.5	1.2	1.9	-1.3	0.9	1.9
第3次産業活動指数上昇率	1.2	0.7	1.0	1.8	0.3	1.2
国内企業物価上昇率	2.2	1.8	2.2	4.2	1.4	2.2
消費者物価上昇率（生鮮食品除く総合）	2.8	2.7	2.0	3.1	2.6	2.2
失業率	2.5	2.4	2.3	2.6	2.4	2.3
コーレレート（期末値）	-0.04	0.25	0.75	-0.04	0.25	0.75
10年物国債利回り	0.63	0.93	1.06	0.56	0.86	1.04
国際収支統計						
貿易収支（兆円）	-3.7	-3.8	-3.6	-6.4	-3.9	-3.6
経常収支（億ドル）	1,776	1,949	1,999	1,586	1,906	1,963
経常収支（兆円）	25.6	28.8	29.5	22.5	28.1	29.0
対名目GDP比率	4.3	4.7	4.7	3.6	4.6	4.6
<b>2. 実質GDP成長率の内訳 （括弧内は寄与度、2015暦年連鎖価格）</b>						
民間消費	-0.3 (-0.2)	1.3 (0.7)	1.1 (0.6)	0.7 (0.4)	0.6 (0.3)	1.4 (0.8)
民間住宅投資	1.5 (0.1)	-2.0 (-0.1)	-2.8 (-0.1)	1.1 (0.0)	-1.4 (-0.1)	-2.6 (-0.1)
民間設備投資	-0.6 (-0.1)	1.7 (0.3)	2.1 (0.4)	1.3 (0.2)	0.6 (0.1)	2.1 (0.4)
政府最終消費	0.5 (0.1)	0.7 (0.1)	0.9 (0.2)	0.9 (0.2)	0.5 (0.1)	0.9 (0.2)
公共投資	2.9 (0.2)	0.6 (0.0)	1.2 (0.1)	2.8 (0.1)	0.5 (0.0)	1.2 (0.1)
財貨・サービスの輸出	4.0 (0.9)	1.5 (0.3)	2.5 (0.6)	3.0 (0.7)	2.4 (0.5)	2.4 (0.5)
財貨・サービスの輸入	-2.6 (0.7)	1.7 (-0.4)	1.8 (-0.4)	-1.3 (0.3)	1.0 (-0.2)	1.7 (-0.4)
<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	3.1	2.9	2.8	2.8	3.0	2.8
原油価格（WTI、\$/bbl）	77.8	79.2	79.2	77.6	78.6	79.2
<b>(2) 米国経済</b>						
米国の実質GDP成長率（2012暦年連鎖価格）	2.8	1.6	1.9	2.5	2.0	1.7
米国の消費者物価上昇率	3.4	2.5	2.3	4.1	2.7	2.3
<b>(3) 日本経済</b>						
名目公共投資	5.7	1.9	2.5	5.9	2.2	2.5
為替レート（円/ドル）	144.6	150.2	150.2	140.5	149.8	150.2
（円/ユーロ）	156.7	161.9	161.9	152.0	161.6	161.9

（注1）特に断りのない場合は前年比変化率。原油価格、為替レートは直近の水準で一定と想定。

（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 (2月21日)		前回予測 (12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	5.3	3.2	6.0	3.8	-0.8	-0.6
実質GDP成長率(2015暦年連鎖価格)	1.3	0.8	1.8	1.3	-0.6	-0.4
内需寄与度	-0.3	0.9	0.3	1.1	-0.6	-0.3
外需寄与度	1.5	-0.0	1.5	0.1	0.0	-0.2
GDPデフレーター	4.0	2.3	4.1	2.5	-0.2	-0.1
鉱工業生産指数上昇率	-0.5	1.2	-0.6	1.6	0.0	-0.4
第3次産業活動指数上昇率	1.2	0.7	2.2	1.4	-1.0	-0.7
国内企業物価上昇率	2.2	1.8	2.5	2.0	-0.2	-0.2
消費者物価上昇率(生鮮食品除く総合)	2.8	2.7	2.8	2.8	0.0	-0.1
失業率	2.5	2.4	2.6	2.4	-0.0	-0.0
10年物国債利回り	0.63	0.93	0.62	0.64	0.02	0.29
国際収支統計						
貿易収支(兆円)	-3.7	-3.8	-3.2	-1.8	-0.6	-2.0
経常収支(億ドル)	1,776	1,949	1,819	2,011	-43	-61
経常収支(兆円)	25.6	28.8	26.3	29.6	-0.7	-0.8
対名目GDP比率	4.3	4.7	4.4	4.8	-0.1	-0.1
<b>2. 実質GDP成長率の内訳 (2015暦年連鎖価格)</b>						
民間消費	-0.3	1.3	0.4	1.4	-0.7	-0.1
民間住宅投資	1.5	-2.0	2.1	-1.5	-0.6	-0.6
民間設備投資	-0.6	1.7	0.1	2.0	-0.7	-0.4
政府最終消費	0.5	0.7	0.8	0.8	-0.3	-0.1
公共投資	2.9	0.6	3.3	1.6	-0.4	-1.0
財貨・サービスの輸出	4.0	1.5	3.3	1.9	0.7	-0.4
財貨・サービスの輸入	-2.6	1.7	-3.0	1.4	0.5	0.3
<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	3.1	2.9	2.9	2.5	0.2	0.4
原油価格(WTI、\$/bbl)	77.8	79.2	75.7	69.4	2.0	9.8
<b>(2) 米国経済</b>						
米国の実質GDP成長率(2012暦年連鎖価格)	2.8	1.6	2.6	1.2	0.2	0.3
米国の消費者物価上昇率	3.4	2.5	3.4	2.6	0.0	-0.1
<b>(3) 日本経済</b>						
名目公共投資	5.7	1.9	6.0	2.9	-0.3	-1.0
為替レート(円/ドル)	144.6	150.2	144.6	147.3	0.0	2.9
(円/ユーロ)	156.7	161.9	156.3	158.6	0.4	3.3

(注) 特に断りのない場合は前年比変化率。原油価格、為替レートは直近の水準で一定と想定。

(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	2025年度にかけて1%前後のプラス成長が継続.....	8
2.2	2025年度までの日本経済のポイント.....	12
2.3	物価・金融政策の見通し.....	21
3.	論点①：デフレ脱却後の日本経済の姿.....	24
3.1	自然利子率低迷の背景とデフレ均衡脱却の手段.....	25
3.2	日本経済が移行し得る3つの均衡と経済状況.....	31
4.	論点②：人手不足をテコに「投資と実質賃金の好循環」実現を.....	34
4.1	構造的な人手不足の背景.....	35
4.2	賃金上昇による相対価格の低下と設備投資の増加.....	36
4.3	正規雇用化の進展と所得見通しの改善で期待される経済効果.....	40
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 220 回日本経済予測

## 賃上げの持続力と金融政策正常化の行方

### ①自然利子率の引き上げ、②投資と実質賃金の好循環、を検証

#### 1. はじめに

神田 慶司

2024 年の日本経済を占う上での最大の注目点ともいえる春季労使交渉（春闘）が本格化している。前年の賃上げ率は 30 年ぶりの高水準となったが、物価上昇の加速や好調な企業業績、人材確保の必要性の高まりなどを受け、2024 年は労使ともに賃上げに対して一段と積極的な姿勢が目立つ。

今回の春闘では、賃上げ率の「高さ」だけでなく、中小企業や非正規雇用における賃上げの「広がり」も注目される。厚生労働省「賃金引上げ等の実態に関する調査」によると、2023 年の賃上げ率は従業員 5,000 人以上の企業で 4.0%だった一方、同 100~299 人では 2.9%にとどまった。両者の格差は 1.1%pt と、遡及可能な 1975 年以降で最大だ。

価格転嫁は 2022 年から 2023 年にかけて進んだが、各種アンケート調査の結果を見ると十分とはいえない。多くの世帯が賃上げの恩恵を受けることで、物価高に対する不安が和らいだり所得見通しが改善したりすれば、個人消費が増加基調に転じて企業の更なる価格転嫁を需要面から後押しするだろう。

人手不足は新型コロナウイルス禍前から生じていたが、当時は女性などの労働参加の進展が労働供給を支えていた。だが、労働供給の増加余地は急速に小さくなっている。労働者数の潜在的な増加余地を表す「余剰労働力」は 2023 年で 30 万人程度と、この 20 年で 250 万人ほど減った（**後掲図表 2-6 左**）。若年・中年層の人口は中長期的に減少すると見込まれており、労働供給面からの賃上げ圧力は今後も強くかかり続ける可能性がある。

デフレ脱却にとっては好材料といえる半面、供給制約によって経済活動が抑制されやすい状況が長期化することが示唆される。人的資本投資を含めた民間投資の喚起や労働市場改革などを通じて潜在成長率と実質賃金を引き上げるとともに、金融政策の正常化と財政の持続性確保を大きく前進させる必要がある。「賃金と物価の好循環」の実現は、こうした取り組みの第一歩とみるべきだ。

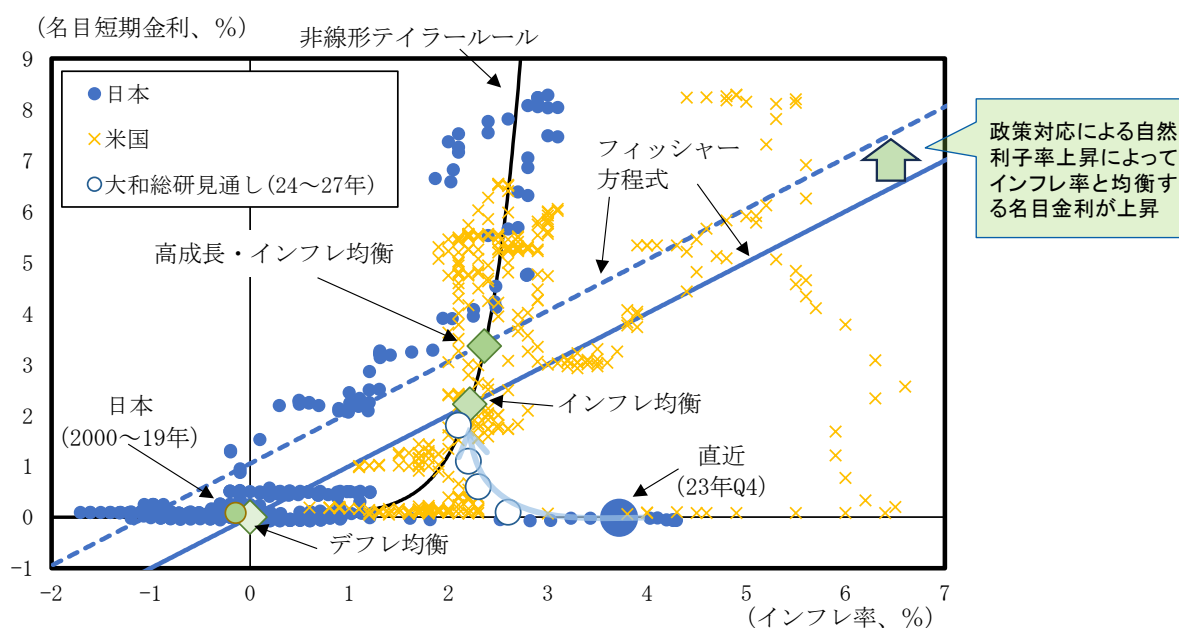
**第2章**で述べるように、本予測のメインシナリオでは日本の実質 GDP 成長率を 2024 年度で前年比+0.8%、2025 年度で同+1.3%と見込んでいる（暦年ベースでは 2024 年で同+0.4%、2025 年で同+1.4%）。2024 年春闘での賃上げ率は 4%台に乗せる可能性があり、実質賃金の前年比は 2024 年 7-9 月期にプラス転換する見込みである。自動車の挽回生産、インバウンド需要の増加、サービス消費の回復、高水準の家計貯蓄、シリコンサイクルの回復、所得減税を含む総合経済対策などが日本経済を下支え・押し上げるだろう。海外経済の下振れリスクには引き続き細心の注意が必要で、国内の長期金利の上振れや円高の急速な進行も考えられる。

直近の資源価格と為替レートを前提とした日本の消費者物価指数は、生鮮食品を除く総合ベース（コア CPI）で、2024 年度で前年比+2.7%、2025 年度で同+2.0%と見込んでいる。賃上げと価格転嫁の循環により、基調的なインフレ率は 2%程度で安定するだろう。

日本銀行は 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を行い、その後は経済・物価情勢を注視しつつ、緩やかなペースで利上げを実施すると想定している（2024 年 10-12 月期に短期金利を 0.25%とし、2025 年以降は年 0.50%のペースで追加利上げ）。ただし、実質短期金利は予測期間を通じてマイナス圏で推移するなど緩和的な金融環境は維持されるだろう。

本予測では、**第3章**で自然利子率（≒潜在成長率）の引き上げ、**第4章**で人手不足による投資拡大、という 2 つの論点を取り上げる。このうち**第3章**では、長期的に低下した自然利子率の背景を定量的に整理し、日本経済が今後移行する可能性のある 3 つの経済状況（均衡）について検討する。短期的には「インフレ均衡」（インフレ定着+金融政策正常化）を目指す必要があるものの、成長力強化の観点からは不十分で、中長期的には政策対応による自然利子率の上昇を通じて「高成長・インフレ均衡」を目指すことが重要であることを示す（**図表 1-1**）。

**図表 1-1：名目短期金利とインフレ率の関係（図表 3-5 として後掲）**



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



## 2. 日本経済のメインシナリオ

神田 慶司・久後 翔太郎・田村 統久・岸川 和馬・中村 華奈子

### 2.1 2025年度にかけて1%前後のプラス成長が継続

#### 2023年10-12月期の実質GDPは2四半期連続のマイナス成長

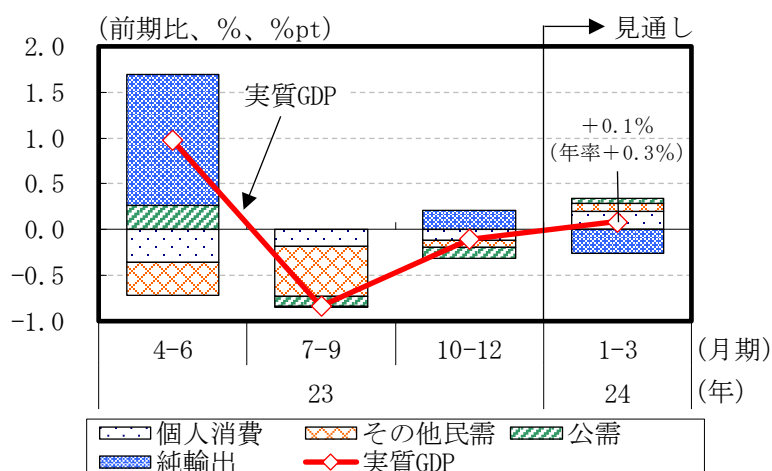
2023年10-12月期の実質GDP成長率は前期比年率▲0.4%（前期比▲0.1%）と、小幅な落ち込みながらも2四半期連続のマイナス成長となった<sup>1</sup>。輸出は増加したものの個人消費や設備投資などの民需が振るわず、停滞感の強い内容であった。

需要項目別に見ると、民需関連では全ての項目で減少した（**図表 2-1**）。このうち個人消費は前期比▲0.2%と3四半期連続で減少した。減少傾向が続く実質雇用者報酬は10-12月期も同+0.1%と、所得環境の改善がさほど進まなかったことが消費を下押ししたとみられる。気温が平年よりも高く季節商材の動きが鈍かったことも影響した。設備投資は同▲0.1%と3四半期連続で減少した。欧米での金融引き締め継続など外需における先行き不透明感が重しとなったほか、資源高や人手不足などを受けた建設投資の遅れも影響したとみられる。

公需関連では政府消費と公共投資が減少した一方、外需関連では輸出が財、サービスともに増加した。挽回生産を受けた自動車関連財の増加が一服しつつある中、資本財や情報関連財の持ち直しが進んだ。サービスでは個社要因により知的財産権等使用料が大幅に増加したほか、訪日外客数の増加が押し上げた。輸出の増加額が輸入のそれよりも大きかったことから、純輸出はプラスに転じた。

GDPデフレーターは前年同期比+3.8%と5四半期連続のプラスとなった。一方、単位労働コスト（=名目雇用者報酬÷実質GDP）は同+0.3%であった。伸び率は3四半期連続でゼロ%近傍で推移しており、賃金面からの物価上昇圧力が足元でも十分でないことを示唆する。

図表 2-1：実質GDP成長率の実績と見通し



（注）季節調整値。

（出所）内閣府統計より大和総研作成

<sup>1</sup> 詳細は、神田慶司・田村統久「[2023年10-12月期GDP（1次速報）](#)」（大和総研レポート、2024年2月15日）を参照。



## 2024年1-3月期の実質 GDP は小幅ながらプラス成長に転じる見込み

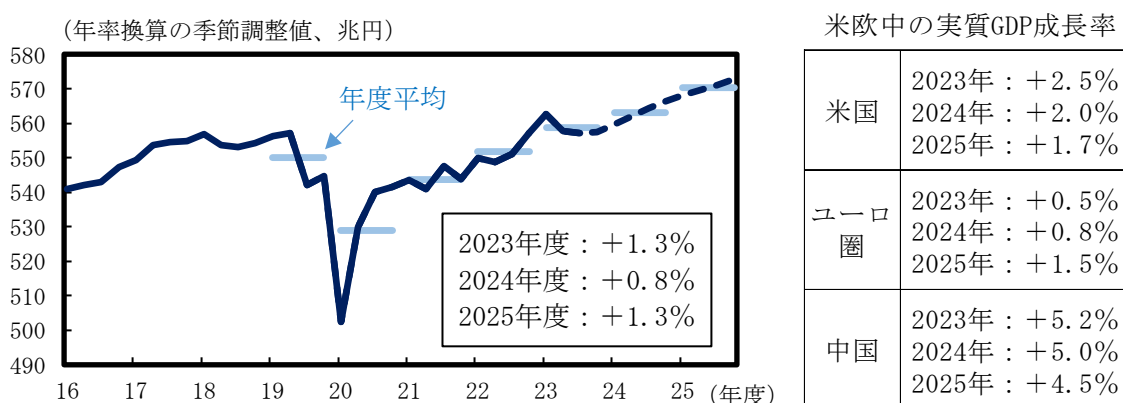
2024年1-3月期の実質 GDP 成長率は前期比年率+0.3%と、小幅ながらプラス成長に転じる見込みである（**図表 2-1**）。自動車メーカーの一部工場での稼働停止などの影響で生産活動が抑制されるほか、サービス輸出において知的財産権等使用料の反動減が表れるだろう。一方、個人消費はインフレ率の低下による所得環境の改善などを受けて増加に転じるほか、設備投資も3四半期連続で減少した反動や中国経済の回復などを背景に増加に転じると見込んでいる。

1月1日に発生した令和6年能登半島地震は、石川県を中心に甚大な被害をもたらした<sup>2</sup>。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。そのため1-3月期の実質 GDP 成長率への影響は限定的とみられるが、今後発表される1月分の鉱工業指数などの結果が注目される。

## 海外経済見通しの概要 ～2024年は米欧のソフトランディングと中国の5%成長を見込む

**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（2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

2024年の実質 GDP 成長率見通しは、米国で前年比+2.0%、ユーロ圏で同+0.8%、中国で同+5.0%である。足元でも堅調さを維持する米国では、金融引き締めの影響で2024年上半期にかけて景気が減速するものの、通年では潜在成長率（+2%前後）並みの成長を見込む。大幅な景気悪化を伴わずにインフレが落ち着く「ソフトランディング」シナリオを想定しており、連邦準備制度理事会（FRB）は2024年央を目途に利下げを開始するだろう。ただし、インフレ率や賃金上昇率が高止まりして利下げの時期が想定よりも後ずれし、金融引き締めの長期化が信用収

<sup>2</sup> 石川県におけるストック面での被害額は1.1～1.5兆円程度、フロー面では地震発生から1カ月間で350～450億円程度と暫定的に試算している。石川県の経済規模（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たことが示唆される。詳細については、当社の「[日本経済見通し：2024年1月](#)」（2024年1月23日）を参照。

縮を招く形で景気が大幅に悪化するリスクは残る（詳細は **2 節(3)** を参照）。2024 年の実質 GDP 成長率見通しは、足元の堅調な経済状況を踏まえて 2023 年 12 月 8 日公表の「[第 219 回日本経済予測（改訂版）](#)」（以下、前回予測）から 0.5%pt 上方修正した。

ユーロ圏では経済活動の停滞が続いている。同地域の主要国であるドイツは、高インフレと欧州中央銀行（ECB）による急激な利上げなどの影響により、2023 年の実質 GDP が 3 年ぶりに減少した。もっとも、2024 年のユーロ圏経済はインフレ率の低下による実質所得の押し上げや消費マインドの改善もあって個人消費が持ち直す見込みである。ECB は 2024 年 4-6 月期に利下げを開始するとみており、投資需要の回復を後押しするだろう。ただし、景気の下振れリスクは依然として大きい。外需の低迷に加え、中東情勢の緊迫化による物流や原油価格への影響が懸念される。供給制約の発生やエネルギー価格の高騰に発展すれば、インフレが再加速する可能性がある。2024 年の実質 GDP 成長率見通しは前回予測から据え置いた。

中国の 2023 年の実質 GDP 成長率は前年比+5.2%で政府目標（5%前後）を達成した。だが、2022 年に「ゼロコロナ政策」によって経済活動が厳しく抑制された割には回復が緩やかで、不動産不況や「リベンジ消費」の不発などが影響した。一方、2024 年は+5.0%の成長を見込んでいる。拡張的な財政政策や金融緩和策に加え、民営企業や不動産市場に対する中国政府の支援策が景気を下支えするだろう。ただし、2023 年の景気停滞の背景にあった「国進民退」（政策の恩恵が国有企業に集中し、民営企業は放っておかれるかマイナスの影響が出る状況）の解消が進まず、不動産不況が長引けば、成長率は同+4.3%程度にとどまる可能性もある。2024 年の実質 GDP 成長率見通しは、足元の状況を踏まえて前回予測から 0.7%pt 上方修正した。

2025 年の実質 GDP 成長率は、米国で前年比+1.7%、ユーロ圏で同+1.5%、中国で同+4.5%と見込んでいる。米国ではインフレの減速ペースが緩やかになる中で利下げのペースも緩やかになる。政策金利は中立金利を上回る 3~4%台で推移し、経済活動を抑制することもあって、成長率は 2024 年から小幅に低下する見込みだ。ユーロ圏では、利下げサイクルの最中にあたる 2025 年は政策金利が中立金利を上回る状況が続くとみている。もっとも、2024 年の低成長からの反動もあって個人消費などが加速する見込みである。中国では、人口減少・少子高齢化や不動産市場の停滞、過剰投資・債務問題などの影響もあり、2024 年から成長が鈍化するとみている。

### 日本の実質 GDP は 2025 年度にかけて 1%前後のプラス成長を見込む

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+1.3%、2024 年度で同+0.8%、2025 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 2024 年で同+0.4%、2025 年で同+1.4%）。

2024 年度の成長率見通しは足元の実績を踏まえて前回予測から 0.4%pt 引き下げた。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+1.0%であり、前回予測の同+0.7%を上回る成長を見込んでいる。本予測では新たに 2025 年度の見通しを示したが、個人消費が緩やかに減速する一方で輸出や設備投資などが加速し、1%を超えるプラス成長を見込んでいる。

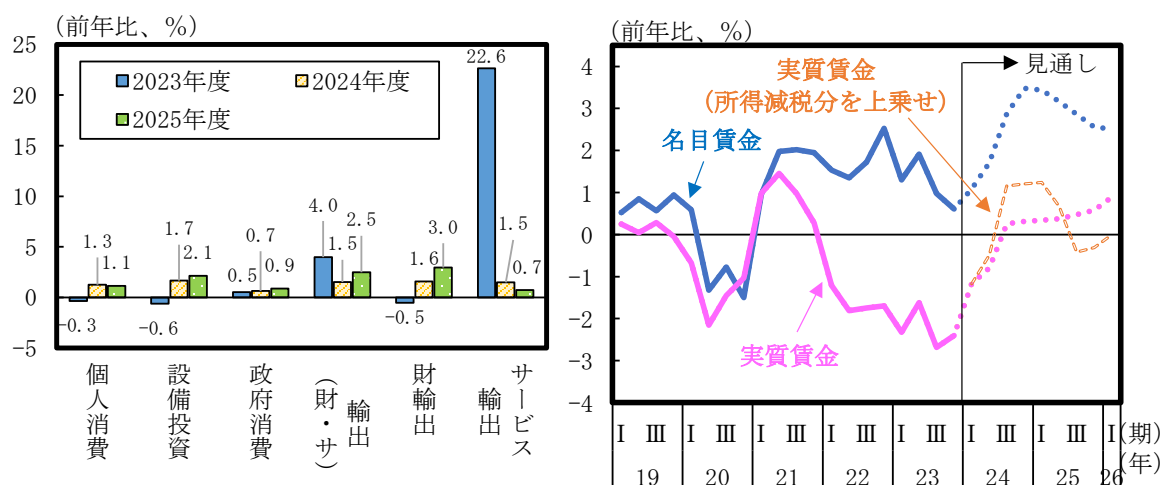
主な需要項目に関しては、**図表 2-3 左**のような推移を見込んでいる。このうち個人消費は、春闘での大幅な賃上げの継続と物価高の落ち着きなどによる所得環境の改善や、新型コロナウイルス禍（コロナ禍）以降に大幅に積み上がった家計貯蓄の取り崩しなどが予測期間を通じて下支えしよう。2024年度は、夏までの発現を見込む自動車のペントアップ（繰越）需要や、サービス消費の回復、1人あたり4万円の定額減税なども追い風となり、比較的高い伸び率になるとみられる。当社では、実質賃金の前年比は2024年7-9月期にプラスに転換し、その後は同+1%程度まで高まると見込んでいる（**図表 2-3 右**、背景については**2 節(2)**を参照）。

設備投資は、コロナ禍や物価高により企業が先送りしてきた更新投資や能力増強投資、人手不足に対応するための省力化投資などが発現するとみている。デジタル化やグリーン化に関連したソフトウェア投資や研究開発投資も増加する見込みだ。企業の積極的な賃上げの結果として資本の相対価格が低下し、省力化などへの投資需要を刺激するだろう（詳細は**第 4 章**を参照）。他方、海外経済の先行き不透明感が強まることで、製造業を中心に設備投資意欲が減退する可能性には注意が必要だ。

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。2023年度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幾分重しとなるものの、2024年度以降にはこうした影響が剥落することで伸びが加速する見込みである。

輸出のうち、財輸出は2023年度に前年割れを見込むものの、2024年度に増加に転じ、2025年度は伸びが加速するとみている。2024年度以降は自動車のペントアップ需要の発現が一巡する一方、海外経済の持ち直しやシリコンサイクル（世界半導体市場に見られる循環）の回復が輸出全体を押し上げよう。サービス輸出については、2023年度は訪日外客数の大幅増に加え、前述した10-12月期の知的財産権等使用料の上振れにより前年比+20%を超える見込みである。2024年度は知的財産権等使用料の上振れの影響が剥落することで大きく減速するものの、訪日外客数の増加などを受けて堅調に推移しよう。

**図表 2-3：主な需要項目の見通し（左）、1人あたり雇用者報酬の見通し（右）**



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

(出所) 厚生労働省、総務省、内閣府より大和総研作成

## 2.2 2025年度までの日本経済のポイント

### (1) 4つの観点から整理した日本経済の先行きのポイント

足元の経済状況を踏まえつつ、「賃金・物価の循環的上昇」「経済の下支え・押し上げ要因」「財政・金融政策」「経済の主な下振れリスク」の4つの観点から、2025年度までの日本経済のポイントを整理したのが**図表 2-4**である（「経済の主な下振れリスク」については後述）。

#### <賃金・物価の循環的上昇>

当社のメインシナリオでは、賃金と物価の循環的上昇が一段と加速していく。2024年春闘での定期昇給込みの賃上げ率は3.8%と推計<sup>3</sup>しており、30年ぶりの高水準となった前年（連合集計値で3.58%）を上回る。このところ労働者側だけでなく、経済団体などの使用者側からも賃上げに積極的な姿勢が目立つことを踏まえると、2024年春闘での賃上げ率は4%台に乗せる可能性がある。

賃上げによる人件費増加分を価格転嫁する動きが広がることで、2023年秋から低下傾向にあるインフレ率は前年比2%程度で安定すると見込んでいる（**後掲図表 2-9**、物価見通しについては**3節**を参照）。後述するように、物価が上昇する中で慢性的な人手不足により、多くの企業では人材確保のための賃上げが必要な状況が続くだろう。実質賃金は2024年7-9月期に前年比でプラスに転じ（**前掲図表 2-3 右**）、その後は2025年度末にかけて労働生産性上昇率並みの同+1%程度<sup>4</sup>まで上昇していく見込みである。

#### <経済の下支え・押し上げ要因>

2025年度までに主に見込まれる要因としては、「自動車の挽回生産（受注残の消化）」「インバウンド需要の増加」「サービス消費の回復」「高水準の家計貯蓄」「シリコンサイクル（世界の半導体市況）の回復」の5つが挙げられる。

家計向けの自動車のペントアップ需要は2024年1月末で約33万台（約0.9兆円）と推計され<sup>5</sup>、輸出向けや企業向けでも需要が繰り越されているとみられる。これまでの繰越需要の発現ペースを踏まえ、自動車の挽回生産は2024年夏まで継続すると想定している<sup>6</sup>。他方、中国人訪日客数は直近の2023年12月で2019年同月比▲56%であり、中国人以外の同+33%とは対照的だ。今後は中国人訪日客の本格回復などもあり、2023年で2,507万人だった訪日外客数は2024年で3,900万人程度、2025年は4,100万人程度まで増加すると見込んでいる。

<sup>3</sup> 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した結果。

<sup>4</sup> 労働生産性（就業者1人1時間あたり実質GDP）上昇率は2000～19年で年率+1.0%で、2022年1-3月期から2023年10-12月期の平均上昇率も同程度であった。

<sup>5</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「[第218回日本経済予測（改訂版）](#)」（2023年9月8日）を参照。

<sup>6</sup> 前回予測では自動車の挽回生産が2024年前半にかけて終了すると想定していたが、自動車メーカーの一部工場の稼働停止などを踏まえ、挽回生産の終了時期を同年夏へと後ずれさせた。

図表 2-4 : 2025 年度までの日本経済のポイント

<b>賃金・物価の循環的上昇</b>
<p><b>○大幅な賃上げの継続</b> 24年春闘での賃上げ率は<b>4%台乗せの可能性</b>（連合集計値で23年は3.58%）、25年も<b>高水準を維持</b>へ。<b>実質賃金は24年7-9月期に前年比でプラスに転じる</b>見込み（25年度末にかけて<b>同+1%程度</b>まで上昇）</p> <p><b>○インフレの定着</b> 賃上げによる人件費増加分を価格転嫁する動きが広がり、<b>インフレ率（生鮮食品・エネルギーを除くCPI）は前年比2%程度で安定</b>する見通し</p> <p><b>○慢性的な人手不足</b> 「<b>余剰労働力</b>」は<b>足元で低水準</b>にあり、この10年で横ばいだった<b>20~24歳人口は再び減少局面</b>へ。労働供給面から<b>賃上げや省力化投資が促進</b>される一方、サービス業や建設業などの<b>事業活動が抑制</b>される可能性</p>
<b>経済の下支え・押し上げ要因</b>
<p><b>○自動車の挽回生産（受注残の消化）</b> <b>24年夏まで継続</b>する見込み。家計向けのペントアップ需要（繰越需要）は<b>24年1月末で33万台（0.9兆円）</b></p> <p><b>○インバウンド需要の増加</b> 23年12月で19年同月比▲56%だった<b>中国人訪日客の本格回復</b>もあり、訪日外客数（23年で2,507万人）は<b>24年で3,900万人、25年で4,100万人</b>の見込み（実質消費額（23年で4.4兆円）は<b>24年で5.6兆円、25年で6.0兆円</b>）</p> <p><b>○サービス消費の回復</b> 消費の回復余地は<b>23年10-12月期で2兆円</b>（年率換算額）。実質賃金が増えれば回復ペースが加速か</p> <p><b>○高水準の家計貯蓄</b> 家計金融資産は<b>19年12月末から23年9月末までに+236兆円（うち現預金は+同105兆円）</b>。株価上昇で資産効果が働く可能性も</p> <p><b>○シリコンサイクル（世界の半導体市況）の回復</b> <b>24年に回復局面に入り、25年も回復が継続</b>する見込み。先端半導体で高いシェアを持つ台湾や韓国の電子部品・デバイス工業の出荷・在庫バランスは改善傾向</p>
<b>財政・金融政策</b>
<p><b>○政府の総合経済対策</b> 今後3年程度で<b>9兆円の実質GDP押し上げ効果</b>。1人あたり年4万円の<b>所得減税は実質賃金を1%近く</b>押し上げ（24年6月から1年間）</p> <p><b>○日銀の金融政策</b> <b>24年4月にYCC撤廃・マイナス金利解除（▲0.1%⇒0.0~0.1%）</b>を実施。<b>緩やかな金融環境を維持</b>しつつ緩やかなペースでの利上げを見込む（<b>24年10-12月期に0.25%、その後は年0.50%のペースで追加利上げ</b>）</p>
<b>経済の主な下振れリスク</b>
<p><b>○米国景気の大幅な悪化（金融引き締め長期化による信用収縮）</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▲0.6%、日本で▲0.4%</b></p> <p><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<b>日本の実質GDPへの影響（年間）は▲0.7%程度</b></p> <p><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）</p> <p><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、レアアースなどの重要物資が調達難</b>に。米国による<b>対中投資規制に日本も参加？</b></p> <p><b>○国内長期金利の上振れ・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</p>

(出所) 各種統計より大和総研作成



サービス消費は依然として回復余地があるとみられる。年齢構成や可処分所得、実質金利ギャップ(実質金利と自然利子率の乖離幅)、純金融資産をもとに個人消費の理論値(長期トレンド)を推計すると、実績値はこれを2023年10-12月期で2兆円程度(年率換算額)下回る。主因はサービス消費にあり、とりわけ回復の遅れている費目は実質賃金などの影響を受けやすい(詳細は前回予測を参照)。見方を変えれば、実質賃金が上昇基調に転じる時期に回復ペースが加速する可能性がある。

高水準の家計貯蓄は個人消費を継続的に下支えするとみられる。家計の金融資産残高はコロナ禍以降に大幅に増加しており、2019年12月末から直近の2023年9月末までに236兆円(うち現預金は同105兆円)増加した。足元では株価の上昇が顕著であり、資産効果を通じて個人消費が刺激されることも考えられる。

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。同年11月には1年3か月ぶりに前年比でプラスに転換するなど、足元でも改善が続いている。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・デバイス工業の出荷・在庫バランスは改善傾向にある。シリコンサイクルは2024年に回復局面に入り、2025年も回復が継続すると見込んでおり、半導体関連財の国内生産を後押しするだろう。

## <財政・金融政策>

岸田文雄政権が2023年11月2日に閣議決定した総合経済対策(事業規模37.4兆円程度、財政支出21.8兆円程度)の経済効果は、今後3年程度の累計で8.8兆円程度、年あたりの実質GDP換算で0.6%程度と見込んでいる(詳細は前回予測を参照)。このうち、2024年6月から実施される1人あたり年4万円の所得減税は、実質賃金を1%近く押し上げると試算される(前掲図表2-3右)。

金融政策に関して当社では、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において、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、YCC)の撤廃とマイナス金利政策の解除を実施するとみている。その後、日銀は政策転換後も緩やかな金融環境を維持しつつ、経済・物価情勢に目配りしながら極めて緩やかなペースで利上げを実施していくだろう。金融政策や金利見通しについての詳細は3節で述べる。

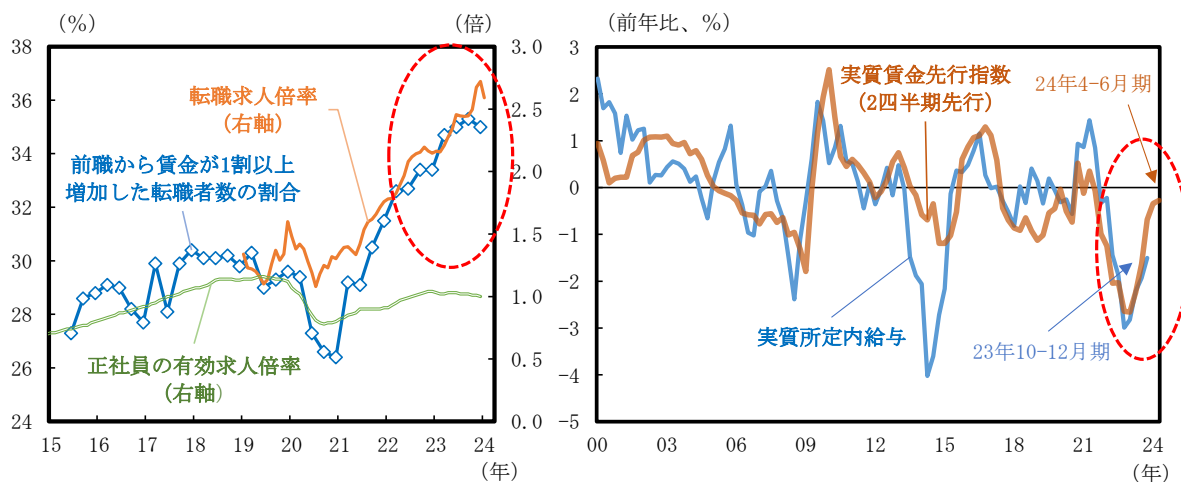
## (2) 実質賃金の見通しと賃上げの持続力

### 「防衛的な賃上げ」などで実質賃金の前年比は2024年7-9月期にプラス転換へ

前述のように、春闘での大幅な賃上げは2024年だけでなく2025年も継続すると見込んでいる。背景には、労働供給の増加余地が小さくなったことや、コロナ禍からの経済正常化に伴う労働需要の回復などを受けた人手不足の深刻化がある。完全失業率は2023年10-12月期平均で2.5%と、コロナ禍前の2019年平均（2.4%）付近まで低下した。また、日銀短観における雇用人員判断DI（全規模・全産業）は2023年12月調査で▲35%ptと、直近の景気の「山」にあたる2018年12月調査と同水準となった。

転職市場は2022年頃から急速に活発化しており、必要な人材を中途採用で確保しようとする企業の動きが広がっている。パーソルキャリア（doda）によると、2021年末で1.8倍程度だった転職求人倍率は求人数の増加を背景に上昇を続け、直近の2024年1月で2.6倍程度となった（大和総研による季節調整値、**図表 2-5 左**）。厚生労働省が公表する正社員の有効求人倍率（ハローワークにおける求人倍率）は直近でもコロナ禍前の水準を下回るが、デジタル化に伴う求職手段の多様化が進む中でハローワークの利用者は若年層で減少し、民間職業紹介所などを経由した就職が増えていることが背景にあるとみられる<sup>7</sup>。

図表 2-5：転職市場の動向（左）と実質賃金の先行指数（右）



(注1) 左図の左軸は、転職支援サービス『リクルートエージェント』利用者のうち転職により賃金が1割以上増加した転職者の割合。右軸の転職求人倍率は、dodaの会員登録者1名に対する中途採用の求人数を2019年1月から掲載（大和総研による季節調整値）。正社員の有効求人倍率は季節調整値。

(注2) 右図の「実質賃金先行指数」は、新規求人倍率や雇用人員判断DI（先行き）などの雇用・賃金関連の先行指標から抽出した第一主成分と、企業物価指数などCPIの先行指標から抽出した第一主成分から算出。実質所定内給与は一般労働者ベース。

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

転職市場における労働需要の高まりは、転職者の賃金上昇を後押ししている。株式会社リクルートによると、同社の転職支援サービスを利用した転職者のうち、賃金が前職から1割以上増加した割合は2023年10-12月期で35.0%と、20~30%程度で推移していたコロナ禍前を大きく

<sup>7</sup> 内閣府「[月例経済報告等に関する関係閣僚会議資料](#)」（2024年1月25日）



く上回る水準にある（**図表 2-5 左**）。外部労働市場である転職市場が活発化し、転職によって賃金が上昇しやすい状況になれば、内部労働市場が発達している日本において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企業を中心に継続するとみられる。

実質賃金は2022年1-3月期以降、前年比マイナス圏で推移している。その要因を整理すると、2022年に実質賃金を押し下げたのは主に輸入物価高であった<sup>9</sup>。2023年に入るとその影響は落ち着いたが、代わって押し下げ要因となったのが労働分配率の低下である。労働分配率は2022年7-9月期で53.1%（季節調整値、名目雇用者報酬÷名目GDP）と、コロナ禍で景気が大幅に悪化した2020年4-6月期を除けば過去40年超で最高水準にあった。その後、企業の価格転嫁が積極化した一方、名目賃金の引き上げペースは比較的緩やかだったことから、2023年春にかけて人件費の実質的な調整が進んだ。労働分配率は2023年4-6月期から10-12月期まで50.5%前後で安定しており、長期的な平均値付近にある。今後も安定的に推移すれば、実質賃金の前年比の伸び率は労働生産性上昇率（+1%程度）並みの水準まで回復するだろう。

この点、主成分分析<sup>10</sup>によって実質賃金に2四半期先行する傾向のある指数を作成すると、2024年4-6月期まで**図表 2-5 右**のように推移する。ここでは実質賃金の基調を見るため、一般労働者の実質所定内給与を掲載している。過去30年ほどの推移を見ると、先行指数は実質所定内給与の動きをおおむね捉えている（2012～14年は円安・資源高・消費増税の影響で大きく乖離）。先行指数のマイナス幅は2024年央にかけて急速に縮小しており、実質賃金の前年比が2024年後半にプラス転換する可能性を示唆している。当社のメインシナリオでは春闘での大幅な賃上げのほか、物価高の落ち着きなども考慮してプラス転換の時期を同年7-9月期と見込んでいる（**前掲図表 2-3 右**）。

### 「余剰労働力」は30万人程度まで減少しており企業の積極的な賃上げは長期的に継続か

企業の積極的な賃上げは2020年代半ば以降も継続する可能性がある。人口減少が中長期的に進む中で、企業間の人材獲得競争は厳しさを増すからだ。

労働供給の増加余地はすでに小さくなっているようだ。日銀が「経済・物価情勢の展望」（2017年10月）で定義した「潜在労働力人口」と、労働力人口の差分を「余剰労働力」（労働者数の潜在的な増加余地）と定義すると、2003年で280万人程度だった「余剰労働力」は2023年には30万人程度まで減少した（**図表 2-6 左**）。生産年齢人口が減少する中でも就業者数が2010年代にかけて増加したのは、女性などの労働参加進展による「余剰労働力」の減少が背景にある。2020年代に入ると、非労働力人口のうち就業希望者がコロナ禍を受けて50万人ほど減少し、「余剰

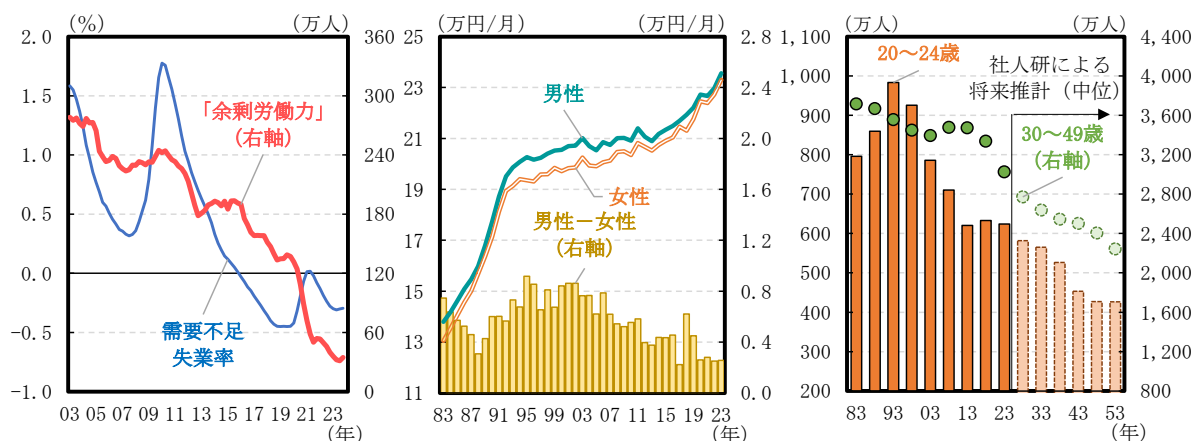
<sup>8</sup> 古川角歩・城戸陽介・法眼吉彦（2023）「求人広告情報を用いた正社員労働市場の分析」（日本銀行ワーキングペーパーシリーズ、No. 23-J-2）では、求人市場における募集賃金の上昇が正社員の平均賃金を押し上げる波及経路として、①従業員にとって転職を検討する際の賃金（外部オプション）が上がり、人材を引き留めるために企業が賃金を引き上げる経路（外圧効果）と、②求人を掲載している企業が募集賃金との整合性を取るために自社の従業員賃金を引き上げる経路（内圧効果）が指摘されている。

<sup>9</sup> 詳細は前回予測を参照。

<sup>10</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。

労働力」の減少が加速した。需要不足失業率（労働需要が回復すれば解消される失業率）は足元でマイナス圏にあるなど労働需給はひっ迫している。だが、新たな労働供給の余地は小さくなっており、すでにサービス業や建設業などの事業活動の拡大に影響を及ぼしているとみられる。

図表 2-6：労働需給と「余剰労働力」（左）、新卒者（大学）の初任給（中央）、年齢階級別人口（右）



(注1) 左図の需要不足失業率（労働需要が回復すれば解消される失業率）は労働政策研究・研修機構による推計値。「余剰労働力」は、潜在労働力人口（＝就業者＋需要不足失業者＋非労働力人口のうち就業希望者）から労働力人口を差し引いたもの。潜在労働力人口は日本銀行（2017）の定義に基づく。いずれも四半期データの後方4四半期移動平均。

(注2) 中央図の2023年は20～24歳の大学卒の月間所定内給与額の前年比により延伸。2019年以前の初任給は調査方法や定義が異なるため、推計方法が同じ2019年の再集計値をもとに遡及。右図の国立社会保障・人口問題研究所（社人研）による将来推計は出生中位（死亡中位）推計。

(出所) 厚生労働省、国立社会保障・人口問題研究所、総務省、労働政策研究・研修機構、日本銀行「経済・物価情勢の展望」（2017年10月）より大和総研作成

こうした中、企業は新規学卒者（以下、新卒者）の採用を強化してきた。長期雇用と企業内育成を重視する傾向にある日本企業の採用は新卒者に集中しやすく、企業内で中核を担う30～40代を確保する上でも新卒者の採用強化は重要だ。図表 2-6 中央で示したように、大学卒の新卒者の初任給は2010年代半ばから上昇基調が強まったが、近年はその動きが加速している。また、男女間で職種の違いが小さくなったことなどを背景に、初任給の男女間格差は縮小傾向にある。

大学卒の新卒者を含む20～24歳の人口推移を見ると、実は2010年代は600万人台前半で安定していた。国立社会保障・人口問題研究所の出生中位（死亡中位）推計によると、本格的な減少局面に入るのは2020年代と見込まれている（図表 2-6 右）。また30～40代の人口は、いわゆる「団塊ジュニア世代」（1971～74年生まれ）の50歳以上への移行などを背景に2010年代に急減したが、2020年代以降も少子化を背景に減少を続ける見込みだ。

企業が初任給を引き上げる一方で中高齢の従業員の賃上げに消極的になれば、賃金カーブがフラット化し、中高齢層の人材確保に影響を及ぼす可能性がある。日本企業で一般的なメンバーシップ型雇用を維持しつつ人材を確保するのであれば、賃金カーブ全体を引き上げる必要がある。人口動態を背景とした賃上げの動きは中長期的に継続する公算が大きく、企業は商品・サービスの高付加価値化による価格転嫁力の向上や、多様な働き方を可能とする職場環境の整備などを通じて、賃上げと収益の維持・拡大を両立に取り組む必要性が一段と増すだろう。

### (3) 日本経済の下振れリスク

予測期間中の景気の下振れリスク要因は、海外経済に中心に多く存在する。具体的には、①米国景気の大規模な悪化（金融引き締めによる信用収縮）、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、などが挙げられる（①と③については後述）。

#### 日本の実質 GDP は原油急騰で 0.7%、円高急進で 0.5~1.1% 下振れする可能性

上記の②は資源価格の高騰につながる恐れがあり、仮に原油価格が 150 ドル/バレルに上昇するケースを当社の短期マクロモデルで試算すると、日本の実質 GDP への影響（年間ベース。以下同じ）は▲0.7%程度となる。④については、中国依存度の大きいレアメタルやレアアース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。2024 年 11 月の米国大統領選でトランプ氏が当選すれば、米中関係だけでなく西側諸国間の関係も大きく変わり得る。

⑤については、日銀の金融政策の正常化が進むことで長期金利が想定以上に上昇する可能性があるほか、日米金利差の縮小などを通じてドル円レートが円高基調に転じる可能性もある。その際、市場参加者の関心が購買力平価（PPP）に移れば円高が加速するかもしれない。1973 年基準の相対的 PPP（1973 年の為替レートを基準として 2 国間の物価指標（ここでは消費者物価、企業物価、単位労働コストの 3 つ）の伸び率の差から試算）や経済協力開発機構（OECD）公表の絶対的 PPP（2 国間の財・サービス価格が均衡する為替レート）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にあるからだ。仮にこうした水準まで円高が進んだ場合の実質 GDP への影響をマクロモデルで試算すると、1 ドル 120 円のケースで▲0.5%程度、同 90 円のケースで▲1.1%程度と試算される。

#### 米国の商業用不動産リスクと米銀行への影響には引き続き注意が必要

米国では 2023 年春に複数の銀行が破綻したが、その理由の一つが商業用不動産向け融資の悪化であった<sup>11</sup>。この問題は現在も続いており、ニューヨーク・コミュニティ・バンコプ（NYCB）が 2024 年 1 月に発表した 2023 年 10-12 月期決算では、商業用不動産向け融資の損失拡大などにより予想外の赤字だったことを受けて同行の株価が急落した。商業用不動産に対する懸念が強まり、米国内の中小銀行だけでなく、日本のあおぞら銀行などの株価も下落した。

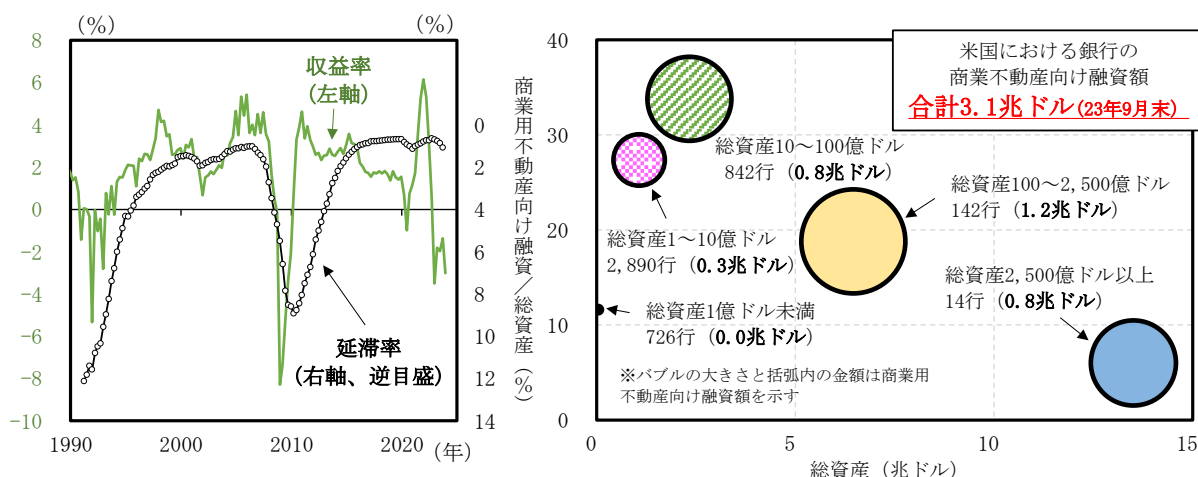
NYCB の商業用不動産向け融資の損失拡大は、シグネチャー銀行などを買収したことで資産規模が急拡大し、厳格な規制強化の対象行になったことが背景にある。商業用不動産市場は NYCB の主な貸出地域であるニューヨーク州やミシガン州で悪化しているが、全国的に広がっているわけではない。フロリダ州やサウスカロライナ州など人口流入の多い地域の空室率は足元でも低位にある。

<sup>11</sup> 2023 年春の米国の銀行不安については「[第 217 回日本経済予測（改訂版）](#)」（2023 年 6 月 8 日）を参照。

商業用不動産向け融資の延滞率は直近でも低水準を維持しているが、FRBによる金融引き締めなどの影響で収益率はマイナス圏にある（**図表 2-7 左**）。今後も収益低迷が続けば、延滞率が上昇し、最終的に不良債権化する可能性も高まるだろう。

商業用不動産向け融資がデフォルトした場合、どのような銀行で財務状況の悪化が深刻化するのだろうか。**図表 2-7 右**は、商業用不動産向け融資の総資産に対する比率を、銀行の資産規模別で見たものである。大手行では商業用不動産向けの融資比率が低く、比較的小規模の銀行で融資の比率が高い。商業用不動産向け融資のデフォルトが多発すれば、経営体力の弱い中小銀行の中には破綻するところも出てくるだろう。たとえ中小銀行であっても連鎖倒産などが発生すれば、銀行全体の貸出態度の厳格化に結び付き、信用収縮を通じて实体经济に悪影響を与えかねない。今後も商業用不動産価格の下落に伴う損失拡大や、引当金充当による米銀行の収益悪化などには注意が必要だ。

**図表 2-7：商業用不動産の収益率と延滞率（左）、銀行規模別の商業用不動産向け融資（右）**



(注) 左図の収益率はNCREIF Property Indexのトータルリターン。延滞率は銀行の商業用不動産向け融資の延滞率。

(出所) National Council of Real Estate Investment Fiduciaries、FRB、FDIC（米連邦預金保険公社）、Haver Analytics より大和総研作成

### 米中のテールリスクが発現すれば日本経済はマイナス成長に



テールリスクではあるが、本節の最後に米中における金融環境等の急速な悪化（前述した景気の下振れリスク要因の①、③）を取り上げる。

当社のメインシナリオでは、米中経済は2024年から2025年にかけてプラス成長が続く見込みである（**前掲図表 2-2**）。だが、米国ではサービス物価上昇率の高止まりなどにより金融引き締めが長期化し、信用収縮が発生する可能性も否定できない。中国では不動産不況が長期化しており、過剰債務のリスクが燃えている。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みなすと、その規模は2,840兆円程度に上る。

そこで仮に、米中で金融環境等が急速に悪化した場合の各国・地域の実質 GDP への影響を試算した結果が**図表 2-8**である。ここでは米銀行の貸出態度が、①現水準（2024年1月）で推移するケース、②リーマン・ショック時並みに厳格化するケース、の2つを想定した。また中国では、①不動産市場が1割超縮小するケース（リーマン・ショック時と同規模<sup>12</sup>）、②銀行貸出が2割減少するケース（日本の1997～2005年の減少幅と同規模）、の2つを想定した。

米国でリスクシナリオが発現する場合、米国の実質 GDP への影響は▲5.0～▲0.6%（年間ベース）となる。中国の場合は同▲7.8～▲1.3%に達する。米中それぞれのリスクシナリオにおける日本の実質 GDP への影響は同程度で、同▲2.9～▲0.5%となる。当社のメインシナリオにおける日本の2024年度の実質 GDP 成長率は+0.8%であり、こうしたテールリスクが発現すればマイナス成長に転じる恐れもある。米中の金融環境等の急変には引き続き注意が必要だ。

図表 2-8：米中でテールリスクが発現した場合の実質 GDP への影響（年間ベース）

		(%)					
		世界経済	日本	米国	中国	ユーロ圏	新興国 (除く中国)
	<米国リスクシナリオ①> 銀行の貸出態度が <b>現水準で推移</b>	▲ 0.5	▲ 0.4	▲ 0.6	▲ 0.3	▲ 0.5	▲ 0.6
	<米国リスクシナリオ②> 銀行の貸出態度が <b>リーマン・ショック時並みに厳格化</b>	▲ 4.0	▲ 2.9	▲ 5.0	▲ 2.3	▲ 3.6	▲ 4.5
	<中国リスクシナリオ①> <b>不動産市場が1割超縮小</b> (リーマン・ショック時と同規模)	▲ 0.7	▲ 0.5	▲ 0.2	▲ 1.3	▲ 0.2	▲ 0.8
	<中国リスクシナリオ②> <b>銀行貸出が2割減少</b> (日本の97～05年の減少幅と同規模)	▲ 4.1	▲ 2.8	▲ 1.2	▲ 7.8	▲ 1.3	▲ 4.9

(注) 試算方法の詳細は「第215回日本経済予測(改訂版)」(2022年12月8日)、「第217回日本経済予測(改訂版)」(2023年6月8日)を参照。米国リスクシナリオ①の「現水準」は2024年1月。中国リスクシナリオ①の「リーマン・ショック時の下振れ」では、不動産投資額(前年比)のトレンドからの下振れ幅を、リーマン・ショック直後の1年間(2008年9月～2009年8月)における下振れ幅(10%pt超)と想定。

(出所) IMF、Haver Analytics より大和総研作成

<sup>12</sup> 不動産投資額(前年比)のトレンドからの下振れ幅を、リーマン・ショック直後の1年間(2008年9月～2009年8月)における下振れ幅(10%pt超)と想定。詳細は「第215回日本経済予測(改訂版)」(2022年12月8日)を参照。



## 2.3 物価・金融政策の見通し

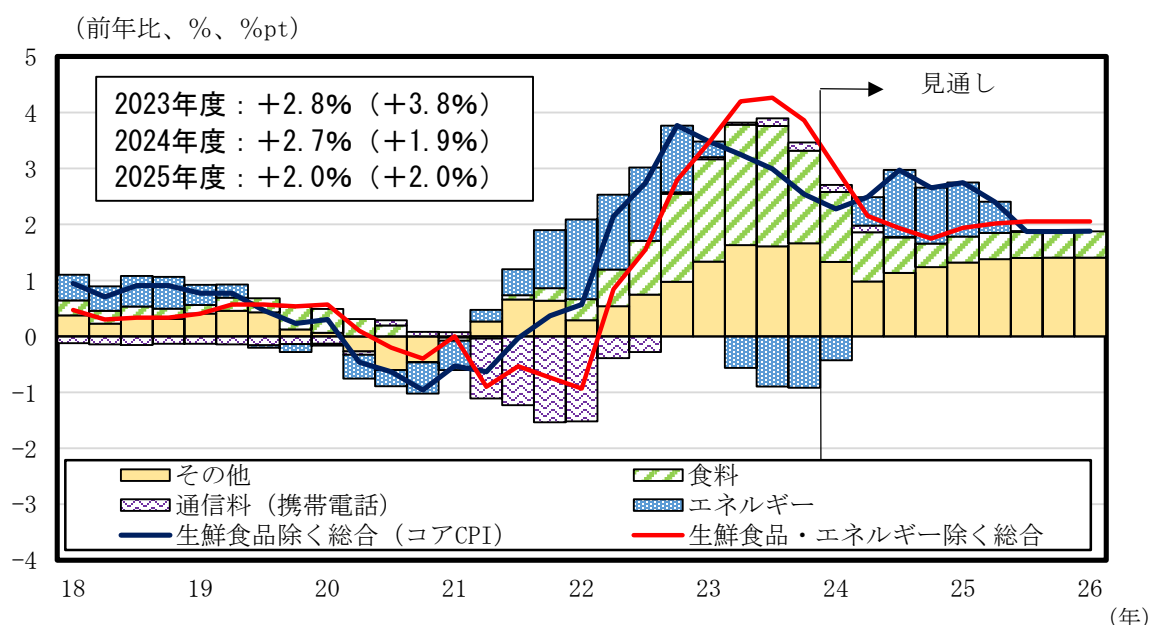
### 新コアコア CPI は 2024 年度、25 年度ともに前年比+2%程度を見込む

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+2.7%、2025 年度で同+2.0%と見込んでいる（**図表 2-9**）。物価の基調を反映しやすい生鮮食品・エネルギーを除く総合ベースの CPI（新コアコア CPI）では、それぞれ同+3.8%、同+1.9%、同+2.0%の見込みだ。

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約 3 万 2 千品目となった（前年比+25.7%）<sup>13</sup>。2024 年の値上げ予定品目数は 1 月末時点で 1,600 品目程度であり、通年では最大 1.0~1.5 万品目と見込まれている。値上げラッシュは一旦落ち着きを見せるだろう。人件費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、食品価格の前年比値上げ率は徐々に低下していくとみている。

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、政府のエネルギー高対策は 2024 年 4 月末まで延長された。終了した後は、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、当面のコア CPI 上昇率の押し上げ要因になる。

**図表 2-9 : 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

<sup>13</sup> 帝国データバンク「『食品主要 195 社』価格改定動向調査-2024 年 2 月」（2024 年 1 月 31 日）

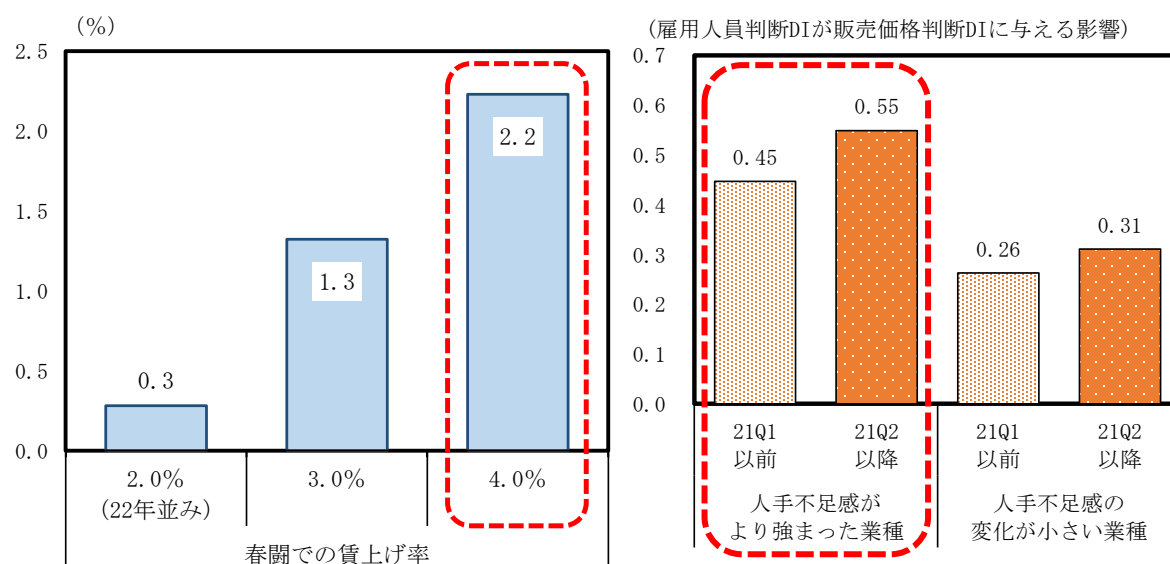
## 人手不足を背景とした賃金・物価の循環的上昇の加速でインフレ率は2%程度で安定へ

近年の企業の価格設定行動の変化を踏まえつつ、春闘での賃上げ率を3パターン想定し、この水準が継続した場合のインフレ率を推計した結果が**図表 2-10 左**である。日銀の目指す2%の物価安定目標を達成するのは、賃上げ率が「4.0%」のケースだ（整合的なインフレ率は2.2%程度と推計）。前述の通り、2024年の賃上げ率は4%台に乗せる可能性がある。2025年以降も高水準を維持する見込みであり、基調的なインフレ率は2%程度に向けて強まっていくだろう。

デフレ期には人件費の増加分を販売価格に転嫁することが難しかったが、足元ではこうした状況が改善に向かっている<sup>14</sup>。**図表 2-10 右**では、日銀短観の2021年6月調査と2023年12月調査における雇用人員判断DIの変化幅に着目し、低下幅が相対的に大きかったグループを「人手不足感がより強まった業種」、もう一方を「人手不足感の変化が小さい業種」としている。推計した両グループの価格転嫁度（雇用人員判断DIが販売価格判断DIに与える影響）に目を向けると、人手不足感の変化が小さい業種では同程度であった一方、人手不足感がより強まった業種では物価上昇局面以降に明確に高まった。

前節で述べたように、深刻な人手不足が長期化する見込みであり、企業は積極的な賃上げを通じて労働力を確保していく必要がある。人件費の増加を販売価格に転嫁する傾向も続くだろう。賃金・物価の循環的上昇メカニズムが機能し、予測期間の後半にかけてインフレ率は2%程度で安定するとみている。

**図表 2-10: 春闘での賃上げ率と整合的なインフレ率(左)、人手不足が販売価格に与える影響(右)**



(注1) 左図は春闘での定期昇給込みの賃上げ率を想定し、その水準が継続した場合に見込まれるインフレ率を推計。右図は日銀短観の2021年6月調査と2023年12月調査における雇用人員判断DIの変化幅に着目し、データ入手可能な30業種を2つのグループに分類した分析。

(注2) 左図の試算方法の詳細は、「第217回日本経済予測(改訂版)」(2023年6月8日)を参照。右図の試算方法の詳細は、中村華奈子・久後翔太郎「投入コスト別に見た価格転嫁の動向」(大和総研レポート、2024年2月1日)を参照。

(出所) 厚生労働省、総務省、日本銀行統計より大和総研作成

<sup>14</sup> こうした企業行動の変化が生じた背景については、中村華奈子・久後翔太郎「投入コスト別に見た価格転嫁の動向」(大和総研レポート、2024年2月1日)を参照。



## 日銀は2024年4月にYCC撤廃とマイナス金利撤廃を実施する見込み

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に踏み切るとみている。2024年春闘での賃上げ率が想定したように高水準で着地すれば、物価安定目標を達成する確度は一段と高まる。YCCやマイナス金利政策といった「異例の緩和策」の必要性は低下し、「通常の緩和策」へと移行するだろう。

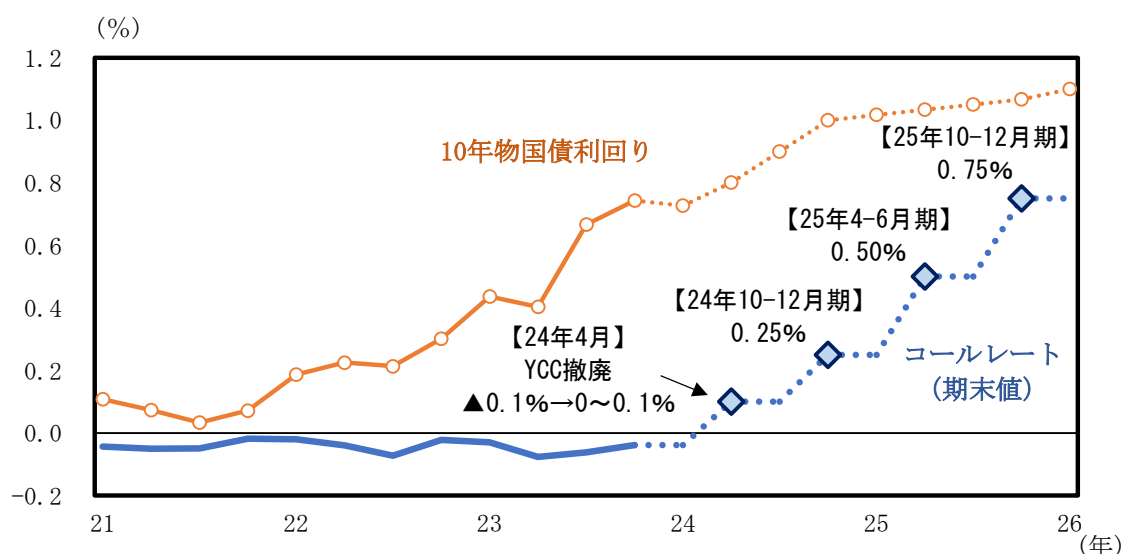
マイナス金利政策の解除後は実質的なゼロ金利政策への移行（▲0.1%のコールレートを0.0~0.1%に引き上げ）を想定している。その後、日銀は経済・物価情勢を注視しつつ、緩やかなペースで追加利上げを実施するとみている。不確実性が大きいものの、当社のメインシナリオでは2024年10-12月期に短期金利を0.25%に引き上げ、2025年以降は年0.50%程度（年2回）のペースで追加利上げを行うと想定している（**図表 2-11**）。

実質短期金利（コールレートからインフレ率を差し引いた水準）は緩やかに上昇するが、予測期間を通じてマイナス圏で推移する見込みである。**第3章**で議論する通り、日本の自然利子率は足元でゼロ近傍にあると推計される。実質金利が自然利子率を下回る（実質金利ギャップはマイナスになる）ことで、予測期間を通じて緩和的な金融環境が維持されるだろう。

直近で0.7%超の10年物国債利回り（長期金利）は1%程度まで上昇すると見込んでいる（**図表 2-11**）。緩やかなペースとはいえ、日銀が利上げを進めることが長期金利の押し上げ要因になる。一方、前述のように米国では2024年央からFRBが利下げを開始すると想定している。米国長期金利は緩やかに低下していく見込みであり、日本の長期金利に下押し圧力がかかるだろう。

YCCの撤廃後に懸念されるのは、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。

図表 2-11：日本の長短金利の見通し



(出所) 財務省、日本銀行統計より大和総研作成

### 3. 論点①：デフレ脱却後の日本経済の姿

久後 翔太郎・佐藤 光・田村 統久・中村 華奈子・高須 百華

2020年、21年でゼロ近傍にあった消費者物価指数(CPI)の伸び率は2022年に前年比+2.5%、2023年に同+3.2%へと加速した。2024年春闘では、30年ぶりの高水準となった前年を上回る賃上げ率が予想されている。だが、政府はデフレ脱却を宣言しておらず、デフレに戻るリスクは依然として残るとの認識だ。日本銀行(日銀)の内田眞一副総裁は2024年2月8日の記者会見で、仮にマイナス金利政策を解除しても緩和的な金融環境は維持していくとの考えを示した。インフレ経済への着実な移行に向けて、日本は今まさに正念場にある。

そこで本章では、日本経済が今後移行する可能性のある3つの経済状況(均衡)について検討する(図表3-1)。1節では、検討を進める上で重要な概念である「自然利子率」を推計し、長期的に低下した要因を定量的に整理する。日本の自然利子率は1980年代から直近の2023年7-9月期にかけて2.6%pt程度低下したが、背景には期待成長率の低下に伴う設備投資の減少や企業貯蓄の積み増しなどがあったとみられる。自然利子率の低下で金融緩和効果が減殺され、日本経済はデフレ均衡へと陥った。だが、新型コロナウイルス禍(コロナ禍)などによる外部ショックがもたらしたインフレ期待の上昇により、足元ではインフレ均衡に移行する可能性が高まっている。

2節では、今後の日本経済がデフレ均衡に逆戻りするリスクに加え、インフレ均衡や「高成長・インフレ均衡」に向かう可能性を指摘し、それぞれの経済状況を検討する。短期的にはインフレ均衡を目指す必要があるものの、成長力強化の観点からは不十分であり、中長期的には「高成長・インフレ均衡」を目指すことが重要であることを示す。

図表3-1：本章の概要

#### □ 日本経済低迷の背景：バブル崩壊以降の自然利子率低下

- ✓ 自然利子率(≒潜在成長率)の低下で金融緩和効果が減殺



自然利子率の低下幅：▲2.6%pt  
(1980年代～直近)

【内訳】

- 期待成長率の低下：▲0.6%pt
- 企業の貯蓄積上：▲0.7%pt 等

#### □ 今後の展望：日本経済が移行し得る3つの均衡



(注) 均衡①～③の実質GDP成長率は年率。

(出所) 各種資料より大和総研作成

### 3.1 自然利子率低迷の背景とデフレ均衡脱却の手段

#### 経済全体の貯蓄・投資バランスが自然利子率に影響

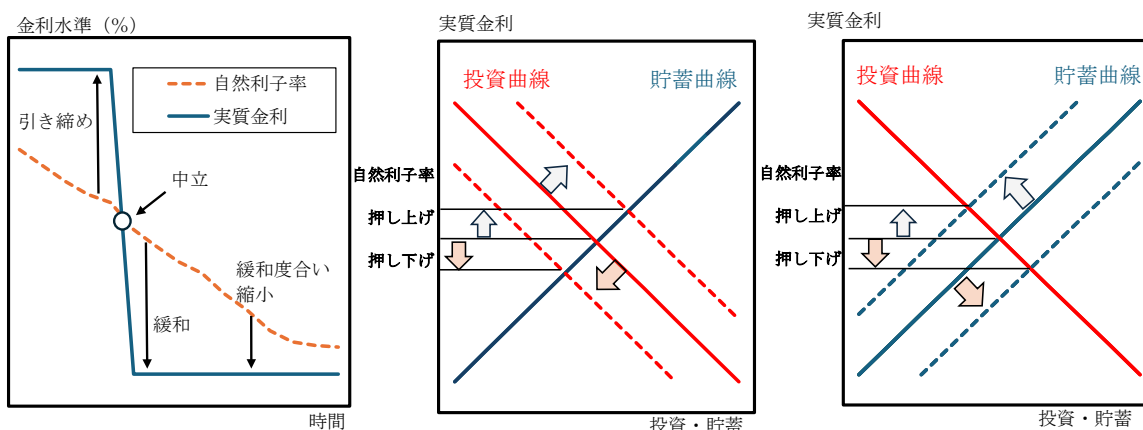
自然利子率とは、一国の経済に対して引き締めのにも緩和的にもならない中立的な実質金利の水準である<sup>15</sup>。実質金利が自然利子率よりも高ければ引き締めの効果を持ち、低ければ緩和的な効果を持つ（**図表 3-2 左**）。実質金利から自然利子率を引いた値を実質金利ギャップと呼び、そのマイナス幅が金融緩和効果の大きさを示す。

直観的には、自然利子率を経済成長率に置き換えてみると分かりやすい。例えば、実質経済成長率が5%の高成長国と1%の低成長国があり、どちらの国も実質金利が2%のケースを想定しよう。高成長国では、資金を金利2%で借り入れて投資すれば5%の収益が平均的に期待できるため、投資需要が生まれやすく金融環境は緩和的といえる。一方、低成長国では同じ借り入れコストで平均的に1%の収益しか見込めないため、投資需要が生まれにくく金融環境は引き締めのになる。

資金需給という側面から捉えれば、自然利子率は経済全体の投資量と貯蓄量がバランスする実質金利水準となる。**図表 3-2 中央・右**のように縦軸を実質金利、横軸を投資・貯蓄とする図で考えると、一般的に金利水準が低いほど投資は増加するため、実質金利と投資の関係を表す投資曲線は右下がりとなる。反対に、金利水準が高いほど貯蓄を増やす動機が強まることから、実質金利と貯蓄の関係を表す貯蓄曲線は右上がりとなる。投資曲線と貯蓄曲線が交わる金利水準が自然利子率である。

資金需要の増加（減少）によって投資曲線が右方（左方）にシフトすれば、自然利子率は押し上げ（下げ）られる（**図表 3-2 中央**）。貯蓄の動向も同様に自然利子率に影響し、貯蓄需要が増加（減少）すると貯蓄曲線が右方（左方）にシフトし、自然利子率を押し下げる（上げる）（**図表 3-2 右**）。また、自然利子率は人口動態や技術進歩などさまざまな要因で変動する。

**図表 3-2：自然利子率と実質金利の整理（左）、自然利子率と貯蓄・投資の関係（中央、右）**



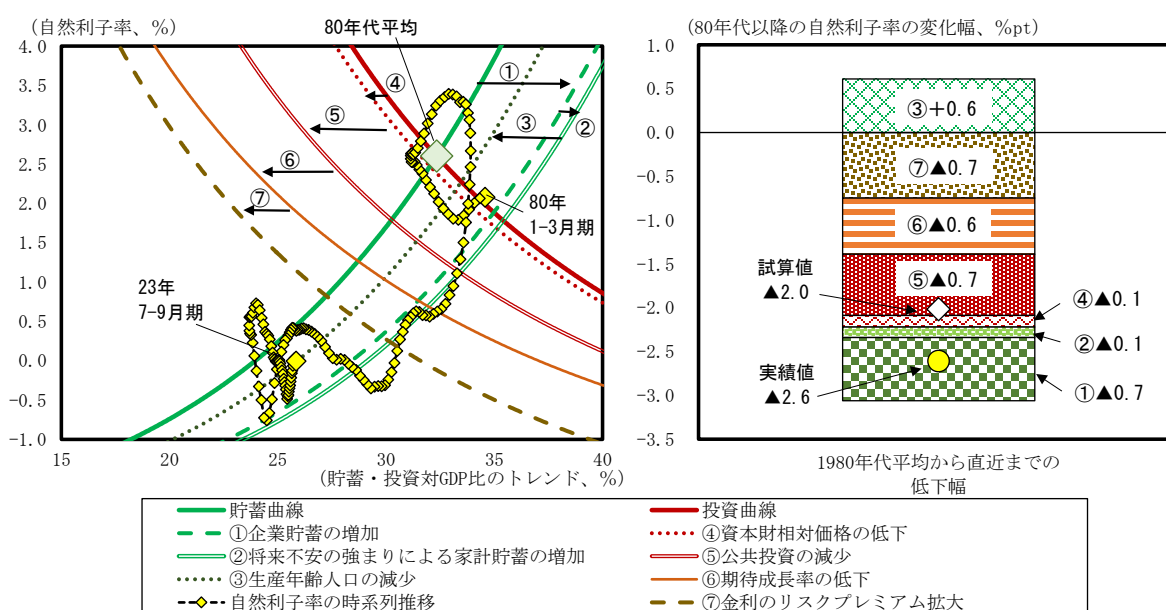
(出所) 須藤・岡崎・瀧塚 (2018)、日本銀行 (2023) をもとに大和総研作成

<sup>15</sup> 自然利子率については須藤・岡崎・瀧塚 (2018) などが詳しい。

## 日本の自然利子率は貯蓄・投資の両面での影響を受けて 1980 年代から 2.6%pt 低下

Rachel and Smith (2015)に基づき、日本の自然利子率と貯蓄・投資対 GDP 比のトレンドとの長期的な関係を示したものが**図表 3-3 左**である。ここでは 1980 年代平均で貯蓄曲線と投資曲線が交差していたと仮定し<sup>16</sup>、その後の経済構造の変化による貯蓄曲線 (①~③の要因) と投資曲線 (④~⑦の要因) のシフト幅を試算することで、各要因が自然利子率に与えた影響の大きさを算出した (**図表 3-3 右**)。

**図表 3-3：日本の貯蓄・投資曲線と自然利子率の関係 (左)、自然利子率の低下要因 (右)**



(注1) Rachel and Smith (2015)に従い、自然利子率(実質金利)の下限値を▲2%に設定した。

(注2) 「②将来不安の強まりによる家計貯蓄の増加」は「第210回日本経済予測(改訂版)」(2021年9月8日)で試算した消費の抑制額を貯蓄の増加額とみなし、貯蓄曲線のシフト幅を計算。「⑥期待成長率の低下」は、期待成長率の変化が設備投資増加率に与える影響を回帰分析により算出し、1980年代平均から足元までの期待成長率の低下による設備投資の抑制額を算出。「⑦金利のリスクプレミアム拡大」では、プライムレートと国債金利のスプレッドをリスクプレミアムとみなし、その拡大による抑制額を投資曲線のシフト幅とした。

(出所) Rachel and Smith (2015)、内閣府、総務省、日本銀行、IMF、Bloombergより大和総研作成

まず貯蓄曲線のシフトに注目すると、企業や家計の貯蓄の積み増しが自然利子率を押し下げた一方、人口動態の変化が自然利子率を押し上げたとみられる。

資産バブル崩壊以前は借入主体であった企業部門は、崩壊後には貯蓄主体へと変化した。背景には、バブル崩壊直後の先行きへの不透明感の強まりで、企業経営が過度にリスク回避的になったことなどがある。その後も、アジア通貨危機や世界金融危機など、金融市場の混乱が発生したことで、リスク回避的な企業経営が定着した。これが「①企業の貯蓄増加」として貯蓄曲線を右方にシフトさせ、自然利子率の低下を促した(1980年代平均から直近までで▲0.7%pt程度、以下同様)。

<sup>16</sup> 本章では資産バブル崩壊以降の自然利子率の低下要因を探るため、ここでは1980年代の平均値を基準とし、そこからの直近までの変化幅に着目して議論を進める。

企業と同様に家計でも貯蓄を積み増す傾向が強まった。1980年代後半以降、40代以下の世代では平均消費性向が明確に低下しており、背景の一つに将来不安の強まりがあるとみられる。当社の試算では、その額は2000～19年に限っても年間4兆円程度に上る<sup>17</sup>。こうした家計行動の変容も、貯蓄曲線の右方へのシフトを通じて自然利子率を押し下げたとみられる（「②将来不安の強まりによる家計貯蓄の増加」要因、▲0.1%pt程度）。

一方、「③生産年齢人口の減少」は自然利子率を押し上げたとみられる<sup>18</sup>。1980年代平均で68.2%であった15～64歳の生産年齢人口比率は、直近の2022年で59.4%まで低下した。貯蓄を積み増す世代の人口比率が低下すると同時に、貯蓄を取り崩す世代である従属人口（65歳以上と14歳以下）の比率が上昇するため、経済全体では貯蓄供給が減少する。これが貯蓄曲線を左方にシフトさせることで、自然利子率に上昇圧力が加わった（+0.6%pt程度）。

次に、投資曲線では**図表3-3**で取り上げた全ての要因が自然利子率を下押ししたとみられる。「④資本財の相対価格低下」は投資曲線を左右いずれの方向にもシフトさせ得るが、今回の推計では自然利子率を長期的に0.1%pt程度低下させた。資本財の相対価格が低下すれば、設備投資の実質額は一定であっても名目額は減少するため、名目GDPに対する名目設備投資の比率は低下しやすい（左シフト）。他方、企業としてはより低コストで設備投資を行うことができるため、設備投資を増加させるインセンティブを持つ（右シフト）。

投資曲線のシフトの方向に大きく影響するのが、資本と労働の代替弾力性（資本コストと労働コストの相対関係が変化することで資本・労働間の代替が進む度合い）だ。代替弾力性が高ければ、企業は低コストで労働を資本に代替することができるため設備投資が増加しやすい。だが、日本の長期的な代替弾力性は多くの業種で低いとみられ<sup>19</sup>、資本への代替が進みにくかった。そのため、資本財の相対価格の低下は投資曲線を左方にシフトさせたと考えられる。

「⑤公共投資の減少」も投資曲線を左方にシフトさせる一因となった。実質GDPに占める公共投資の割合は1980年代で9.5%だったが、直近では5.0%へと低下し、自然利子率を0.7%pt程度下押ししたとみられる。1980年代後半には経常黒字を縮小させる目的で公共投資が積極的に行われ、日米構造協議を経て1990年には「公共投資基本計画」によって10年間で430兆円の公共投資を行うことが閣議決定された。ほぼ時を同じくして、バブル崩壊で景気が悪化した。結果、同計画は景気対策として機能した。その後、「小泉改革」で財政再建が進められたことなどもあり、公共投資は減少傾向で推移した。景気対策によって一時的に増加する局面は見られるが、2000年代後半以降はおおむね30兆円（実質額）を下回る水準で推移している。

「⑥期待成長率の低下」も自然利子率を押し下げた。期待成長率は企業の設備投資に大きな影響を与える。実際、企業の投資性向と期待成長率は連動性が高いことが知られている。内閣府

<sup>17</sup> 詳しくは「[第210回日本経済予測（改訂版）](#)」（2021年9月8日）参照。

<sup>18</sup> 本章では、Rachel and Smith(2015)に従い、生産年齢人口比率と貯蓄の関係から影響度合いを試算した。須藤・岡崎・瀧塚(2018)では、少子高齢化による労働投入量の減少が資金需要の減少をもたらす可能性や、長寿化に備えた貯蓄の増加が自然利子率を下押しする可能性を指摘しており、こうした影響が織り込まれていない点には留意が必要である。

<sup>19</sup> 詳細は、「[第219回日本経済予測（改訂版）](#)」（2023年12月8日）参照。



「企業行動に関するアンケート調査」では企業に今後5年間の実質経済成長率見通しを尋ねているが、これを企業の期待成長率と捉えると、1980年代で3.9%程度であった期待成長率は1990年代に急速に低下し、直近の2022年度で1.2%だった。国内市場の成長期待が低下したことで企業の設備投資需要が大幅に減少し、自然利子率を押し下げたとみられる（▲0.6%pt程度）。

「⑦金利のリスクプレミアム拡大」も設備投資を減少させた。一般に、金融機関は融資先の貸し倒れリスクなどを金利に上乗せして貸出金利を決定する。リスクプレミアムが高まると、国債などの無リスク金利（リスクフリーレート）が一定であっても（**図表 3-3 左**の縦軸の水準が一定であっても）、企業の資金調達コストは増加するため、設備投資は抑制される。優良企業向け貸出金利であるプライムレートとリスクフリーレートの代理変数である国債利回りとの差を見ると、直近のリスクプレミアムは1980年代平均を上回っており、投資需要の減少を通じて自然利子率の低下を促したとみられる（▲0.7%pt程度）。

### 自然利子率低下の影響とデフレ均衡脱却に必要な手段

自然利子率の低下は金融緩和の効果を減殺し、日本経済はインフレ均衡からデフレ均衡へと移行した。自然利子率が低下したため、1990年代半ば以降は金融緩和効果の度合いを表す実質金利ギャップをマイナス方向に拡大させることができなくなった。この結果、物価上昇率はゼロ近傍まで低下し、実質金利ギャップは一段と低下しにくくなり、緩やかなデフレと低金利が共存するデフレ均衡へと陥った。

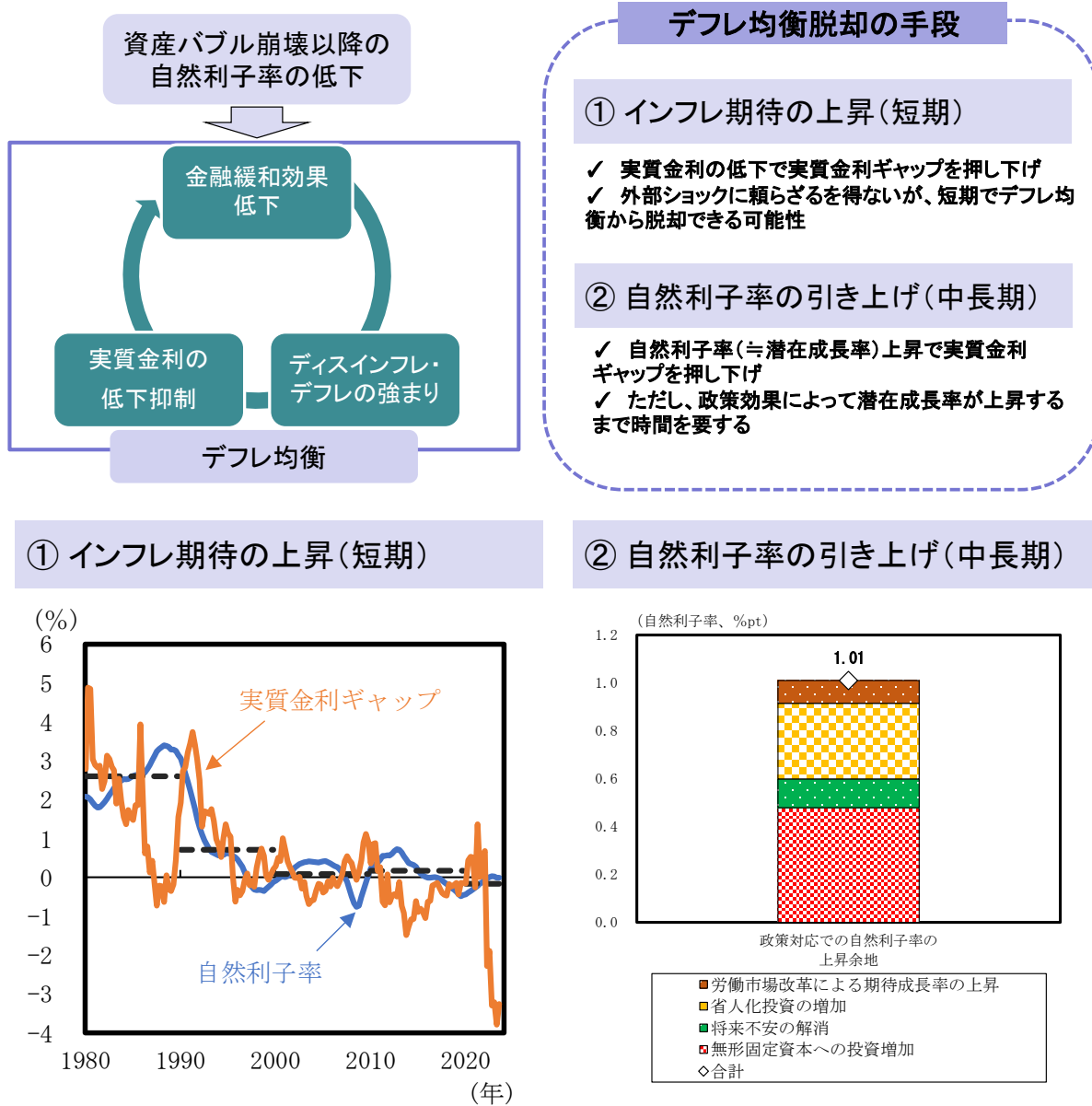
デフレ均衡を脱却するには、実質金利ギャップを大幅に低下させ、金融緩和効果を強化することが必要である。名目金利がゼロ金利制約に直面している状況でこれを実現するには、①インフレ期待の上昇、②潜在成長率の引き上げを通じた自然利子率の上昇、の2つの手段が考えられる（**図表 3-4 上**）。

インフレ期待が上昇すれば、名目金利を引き下げることができなくても、実質金利が低下する。だが、デフレ均衡に陥った経済で内生的なメカニズムによってインフレ期待を引き上げることは困難であり、大きな外部ショックに頼らざるを得ない。

この点、コロナ禍などを背景に2021年から2022年にかけて発生した記録的な輸入物価高はまさに外部ショックであり、インフレ期待を大きく上昇させた。自然利子率がゼロ近傍で推移する中で、実質金利ギャップのマイナス幅は急速に拡大した（**図表 3-4 左下**）。金融緩和効果の高まりにより、日本経済がデフレ均衡を脱却できる確度はかつてないほど高まっているとみられる。

外部ショックに頼らずに内生的なメカニズムでデフレ均衡を脱却するには、②の潜在成長率の引き上げによる自然利子率の上昇が必要だ。潜在成長率を引き上げることができれば、実質金利が一定であっても資金需要が増加するため、金融緩和効果を高めることができる。だが、これには時間を要することから、②の手段によるデフレ均衡の脱却は中長期的な選択肢とならざるを得ない。

図表 3-4：デフレ均衡の概要と脱却の手段（上）、実質金利ギャップ（左下）、政策対応による自然利子率の上昇余地（右下）



(注) 自然利子率はHolston-Laubach-Williams (2023) の手法により推計。実質金利は無担保コール翌日物金利（1985年6月以前は有担保）から期待インフレ率を引いた値。

(出所) 日本銀行、内閣府、総務省より大和総研作成



## 政策対応による中長期的な自然利子率の上昇余地は1%pt程度か

②の手段による自然利子率の上昇余地を示したものが、**図表 3-4 右下**だ。**前掲図表 3-3**や第218、219回日本経済予測の分析結果をもとに試算すると、中長期的には自然利子率は政策対応によって1.01%pt程度上昇する余地があるとみている。

内訳を見ると、人的資本など「無形固定資本への投資増加」が進むことで自然利子率は0.5%pt程度上昇する余地がある。また、「省人化投資の増加」は自然利子率を0.3%pt程度押し上げるとみている。今後、人口は減少の一途を辿ることが濃厚だが、今後10年間で労働力の減少を相殺するには、足元で年間5兆円程度の省人化投資を同16兆円程度まで拡大させる必要がある。政策対応によりこれらの投資をうまく促進することができれば、投資需要の拡大によって自然利子率が上昇するだろう。

加えて、労働市場改革も自然利子率を押し上げるための重要な政策の一つだ。「三位一体の労働市場改革」が進めば、労働生産性が年率+0.4%程度上昇する可能性がある。これによる期待成長率の上昇で設備投資が増加することが期待される。また、全世代型社会保障改革を進めることなどによって将来不安を解消し、消費を増加させることができれば、貯蓄の減少を通じて自然利子率を高めることができる。

なお、公共投資の増加によっても自然利子率を一時的に引き上げることはできるが、日本の財政状況に鑑みれば、この選択肢は現実的ではない。日本の政府債務残高GDP比は世界的に見ても極めて高水準にある。大規模な財政支出の継続によって日本国債が格下げされれば、企業や金融機関の資金調達コストが増加する。リスクプレミアムの拡大によって、民間部門の設備投資が減少すれば、自然利子率はむしろ低下しかねない。企業が将来の増税や補助金の減少などに備え、貯蓄を積み増す可能性もある。こうしたリスクを考慮すれば、政府は公共投資に頼るのではなく、民間企業の設備投資を活性化させる政策に注力することが望ましい。

## 3.2 日本経済が移行し得る3つの均衡と経済状況

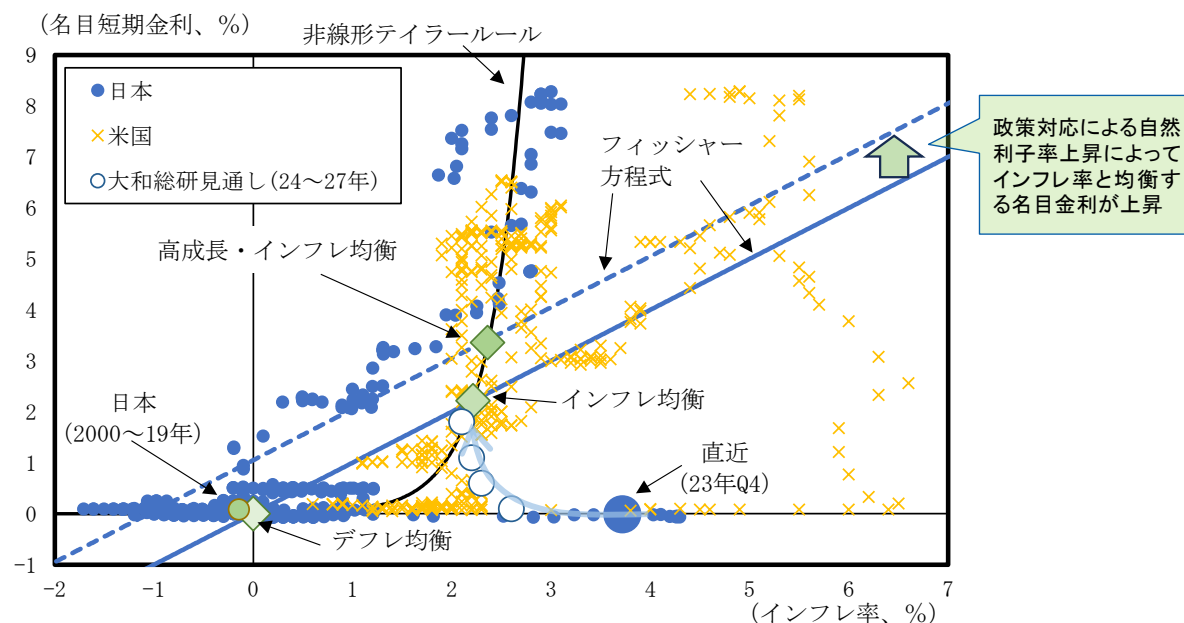
### インフレ率と名目金利の関係から日本経済が移行し得る均衡を整理

本節では、日本経済が今後移行し得る均衡を示し、それぞれの経済状況を検討する。

マクロ経済学に基づいて整理すると、インフレ率などに応じて中央銀行が設定する政策金利を示す「テイラールール」（非線形）と、「フィッシャー方程式」（名目金利＝実質金利＋期待インフレ率）の交点で経済は均衡する。例えば、Bullard(2013)は日本と米国のデータをもとに、2つの点で経済が均衡する可能性を指摘した。そこで、Bullard(2013)を参考に名目短期金利とインフレ率の関係から、今後日本経済が移行する可能性のあるデフレ均衡、インフレ均衡、「高成長・インフレ均衡」の3つを実際のデータをもとに描写したものが**図表3-5**である。

日本経済は2000年から2019年にかけてデフレ均衡の近くに位置していた。デフレ均衡に一度陥ると抜け出すことが困難であることが窺える。だが先に述べた通り、2020年以降のコロナ禍などによる外部ショックを契機に期待インフレ率が上昇した。この結果、直近ではデフレ均衡から大きく右方に位置している。

図表3-5：名目短期金利とインフレ率の関係



(注) フィッシャー方程式（実線）は実質金利（自然利子率）がゼロの場合、点線は前掲図表3-4右下の自然利子率の上昇を織り込んだ場合。2026、27年の物価・金利見通しは当社の「日本経済見通し：2024年1月」（2024年1月23日）に基づく。

(出所) 総務省、日本銀行、BLS（米労働省労働統計局）、FRB（米連邦準備制度理事会）、Haver Analytics より大和総研作成

当社では、日本経済はいずれインフレ均衡に移行するとみている。**第2章**で述べたように、企業の賃金・価格設定行動の積極化によって日銀の目指す2%のインフレ目標が達成されると見込んでいる。もっとも、日銀が当面の間は極めて緩やかなペースで利上げを実施することで緩和的な金融環境が維持され、インフレ均衡への移行は2027年頃になるとみている<sup>20</sup>。

日本経済がインフレ均衡に移行し、かつ**前掲図表 3-4 右下**で示したような自然利子率の上昇によってフィッシャー方程式が上方にシフトすれば（**図表 3-5**）、「高成長・インフレ均衡」に移行する可能性がある。

もっとも、日本経済が再びデフレ均衡に戻るリスクも否定できない。政府が依然としてデフレ脱却を宣言しないのは、「再びデフレに戻る見込みがない」との判断に至っていないためだ。そこで以下では、これら3つの均衡に移行した場合の経済状況を検討する。

### インフレ均衡への移行では不十分で、「高成長・インフレ均衡」を目指す必要あり

**図表 3-6**は、当社の中期マクロのモデルを用いて各均衡での実質GDP成長率（年率）を試算した結果である。

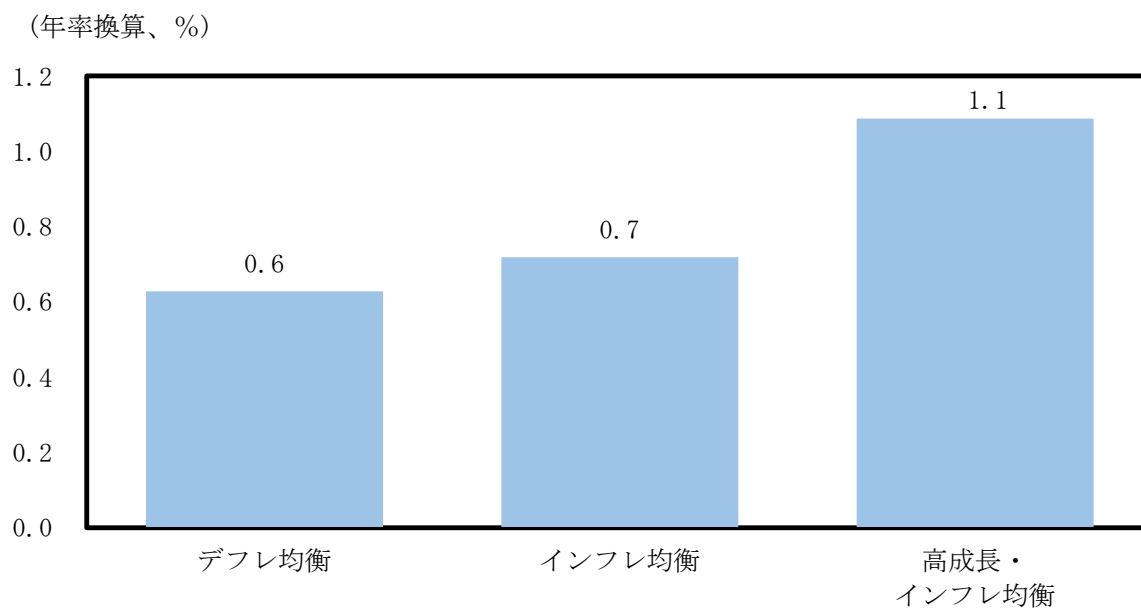
実質GDP成長率に注目すると、デフレ均衡とインフレ均衡の差はわずかである。安定的なインフレ経済を実現できたとしても、それが実質的な豊かさにつながるわけでは必ずしもないということだ。日本経済がインフレ均衡に移行すれば、経済全体の資源配分の効率化が進み、企業努力が価格競争ではなく商品・サービスの高付加価値化に注がれることなどを通じて全要素生産性（TFP）上昇率が高まる可能性がある。もっとも、その効果を事前に定量的に把握することは難しく、本マクロモデルに反映されていないことが両均衡の成長率格差が小さい一因である。

一方、「高成長・インフレ均衡」ではデフレ均衡やインフレ均衡と比較して、実質GDP成長率が年率+0.4~0.5%pt程度高まると試算される。均衡における名目短期金利の水準はデフレ均衡やインフレ均衡より高いものの、自然利子率も同様に高まっているため、金融環境の緩和度合いはいずれの均衡でも同じとなる。他方、「高成長・インフレ均衡」では潜在成長率が高まっているため、家計消費や企業の設備投資などが増加しやすい。

以上をまとめると、足元で日本経済はデフレ均衡から大きく乖離した状況にある。依然としてデフレ均衡に戻る可能性は否定できないため、日銀は緩和的な金融環境を当分の間は維持することでインフレ均衡への着実な移行を後押しする必要がある。さらに、中長期的には政策対応による自然利子率の上昇を通じて「高成長・インフレ均衡」への移行を目指す必要がある。

<sup>20</sup> 2026、27年の物価・金利見通しは当社の「[日本経済見通し：2024年1月](#)」（2024年1月23日）に基づく。

図表 3-6 : 各均衡における実質 GDP 成長率



(注) 大和総研中期モデルによる試算結果。デフレ均衡からインフレ均衡に移行した場合の資源配分の効率化などによる TFP 上昇率の押し上げ効果は考慮していない。

(出所) 大和総研作成

#### 【参考文献】

須藤直、岡崎陽介、瀧塚寧孝（2018年）「わが国の自然利子率の決定要因—DSGE モデルと OG モデルによる接近—」、日本銀行

日本銀行（2023）「非伝統的金融政策の効果と副作用」、多角的レビューシリーズ

Bullard, J., (2010). Seven Faces of “The Peril”. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 92, Federal Reserve Bank of St. Louis

Holston, K., T. Laubach, and J.C. Williams, (2023). Measuring the Natural Rate of Interest after COVID-19, *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, no. 1063, Federal Reserve Bank of New York

Rachel, L. and T. D. Smith, (2015). Secular Drivers of the Global Real Interest Rate, *Staff Working Paper*, No. 571, Bank of England.

## 4. 論点②：人手不足をテコに「投資と実質賃金の好循環」実現を

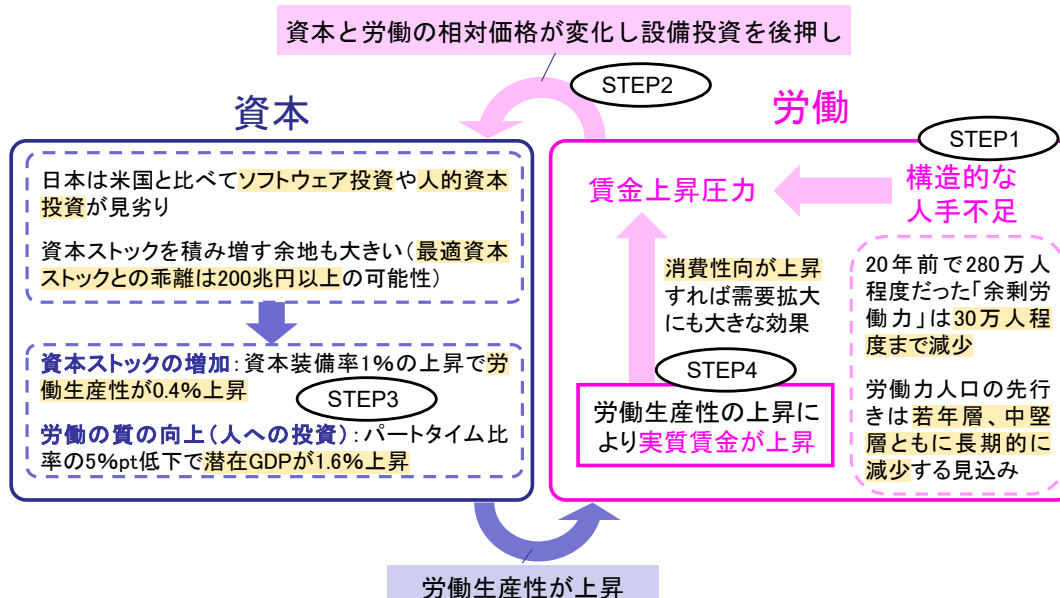
末吉 孝行・神田 慶司・岸川 和馬・石川 清香・島本 高志

国内では賃上げの機運と設備投資意欲の高まりが見られる。2023年春闘における賃上げ率は30年ぶりの高水準となったが、2024年春闘では4%台に乗せる可能性がある。2023年度の設備投資も名目額では過去最大の100兆円程度となる見込みだ。岸田文雄首相は2024年1月30日の施政方針演説で「三十年間続いたコストカット経済から脱却し、社会課題解決に新たな官民連携で取り組むことで、賃上げと投資がけん引する『新しい資本主義』を実現」と述べた<sup>21</sup>。

今回の賃金上昇と投資拡大の動きは一時的なものではなく、中長期的に持続する可能性がある。図表4-1は両者が互いに影響し合う状況を示したものだ。現在、人手不足から名目賃金に上昇圧力が生じているが（同図表の「STEP1」）、賃上げにより労働コストが資本コスト対比で割高になると資本が選好されやすくなり、企業は設備投資に積極的になると考えられる<sup>22</sup>（STEP2）。資本ストック（企業の生産設備などの総量）が増加して資本装備率が上昇すれば、労働生産性の向上につながる（STEP3）。その結果実質賃金が上昇すれば、消費拡大や名目賃金の更なる上昇をもたらすだろう（STEP4）。資本の相対価格が更に低下し、再び設備投資が促される。

人手不足は人口動態に起因する構造的なものであるため、名目賃金の上昇は今後も続くと思われる。そこで重要なのは、投資拡大と労働生産性向上につながる好循環を生み出し、実質賃金を持続的に引き上げることができるかどうかだろう。以下ではそのメカニズムについて分析するとともに、好循環をもたらす設備投資や労働生産性、消費への効果を考える。

図表4-1：人手不足下の日本経済が目指すべき「投資と実質賃金の好循環」



(出所) 各種資料より大和総研作成

<sup>21</sup> 首相官邸「[第二百十三回国会における岸田内閣総理大臣施政方針演説](#)」(2024年1月30日)

<sup>22</sup> 労働投入量の減少率より実質賃金の上昇率が絶対値で大きいことを前提としている。なお、人口動態推計等に基づく、労働投入量は2023～28年度にかけて年率▲0.3%で推移する見込みである(大和総研の中期モデルによる)。一方、実質賃金の上昇率は年率0.6%(2018～22年度。(内閣府統計より大和総研作成))。

## 4.1 構造的な人手不足の背景

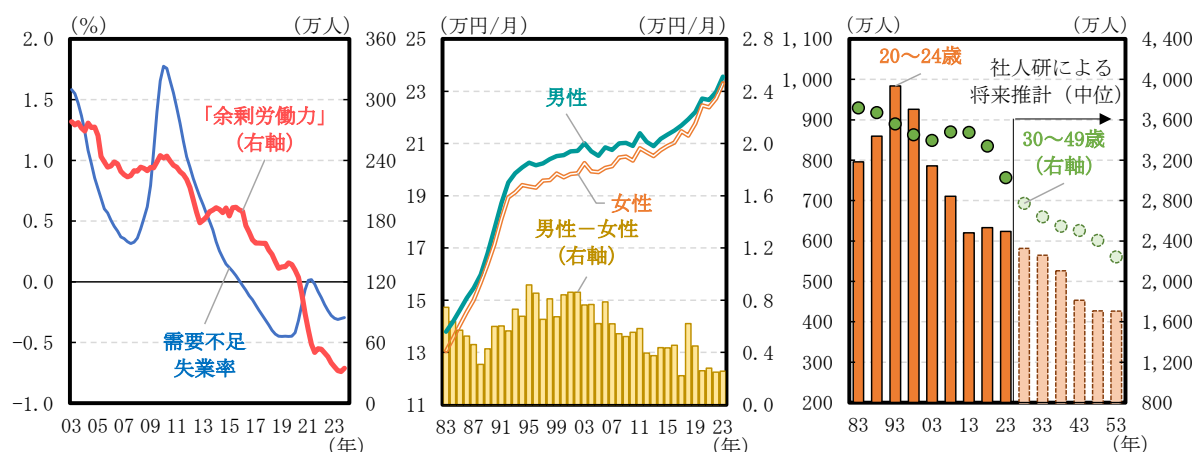
「余剰労働力」は過去 20 年間で 250 万人ほど減少し、若年層では賃金上昇圧力が顕著

初めに労働市場の状況を見てみよう。2010 年代以降、人口減少下にもかかわらず、高齢者や女性の労働参加が続いたため就業者数は増加した。その結果、2003 年に 280 万人程度だった「余剰労働力<sup>23</sup>」は、2023 年には 30 万人程度まで減少したと推計される（**図表 4-2 左**）。足元の需要不足失業率（需要が回復すれば解消される失業率）はマイナス圏にあり、労働需給はひっ迫しているといえる。それにもかかわらず、新たな労働供給の余地は小さい。

このような状況の中、企業は労働力確保のために賃上げを迫られている。とりわけ人口の少ない若年労働者では賃金上昇が顕著だ。新規学卒者（大学）の初任給は 2010 年代半ばから上昇基調が強まったが、近年はその動きが加速している<sup>24</sup>（**図表 4-2 中央**）。

20～24 歳人口は、この 10 年ほどは 600 万人台前半で安定していたが、国立社会保障・人口問題研究所の出生中位（死亡中位）推計によると、2020 年代後半から 2040 年代にかけて減少ペースが加速する見込みだ（**図表 4-2 右**）。さらに、30～40 代の働き盛りの人口減も継続するだろう。労働需給のひっ迫と賃金上昇は人口動態を背景とした構造的なものであり、今後も継続することが予想される。

**図表 4-2：労働需給と「余剰労働力」（左）、新卒者（大学）の初任給（中央）、年齢階級別人口（右）**  
（図表 2-6 の再掲）



（注 1）左図の需要不足失業率（労働需要が回復すれば解消される失業率）は労働政策研究・研修機構による推計値。「余剰労働力」は、潜在労働力人口（＝就業者＋需要不足失業者＋非労働力人口のうち就業希望者）から労働力人口を差し引いたもの。潜在労働力人口は日本銀行（2017）の定義に基づく。いずれも四半期データの後方 4 四半期移動平均。

（注 2）中央図の 2023 年は 20～24 歳の大学卒の月間所定内給与額の前年比により延伸。2019 年以前の初任給は調査方法や定義が異なるため、推計方法が同じ 2019 年の再集計値をもとに遡及。右図の国立社会保障・人口問題研究所による将来推計は出生中位（死亡中位）。

（出所）厚生労働省、国立社会保障・人口問題研究所、総務省、労働政策研究・研修機構、日本銀行「経済・物価情勢の展望」（2017 年 10 月）より大和総研作成

<sup>23</sup> 「余剰労働力」は、潜在労働力人口（＝就業者＋需要不足失業者＋非労働力人口のうち就業希望者）から労働力人口を差し引いたもので、労働者数の潜在的な増加余地を示す。

<sup>24</sup> 男女間の賃金格差の縮小も見られており、女性の余剰労働力が減少していることや、女性活躍に向けた社会的な取り組みなどが背景にあると考えられる。



## 4.2 賃金上昇による相対価格の低下と設備投資の増加

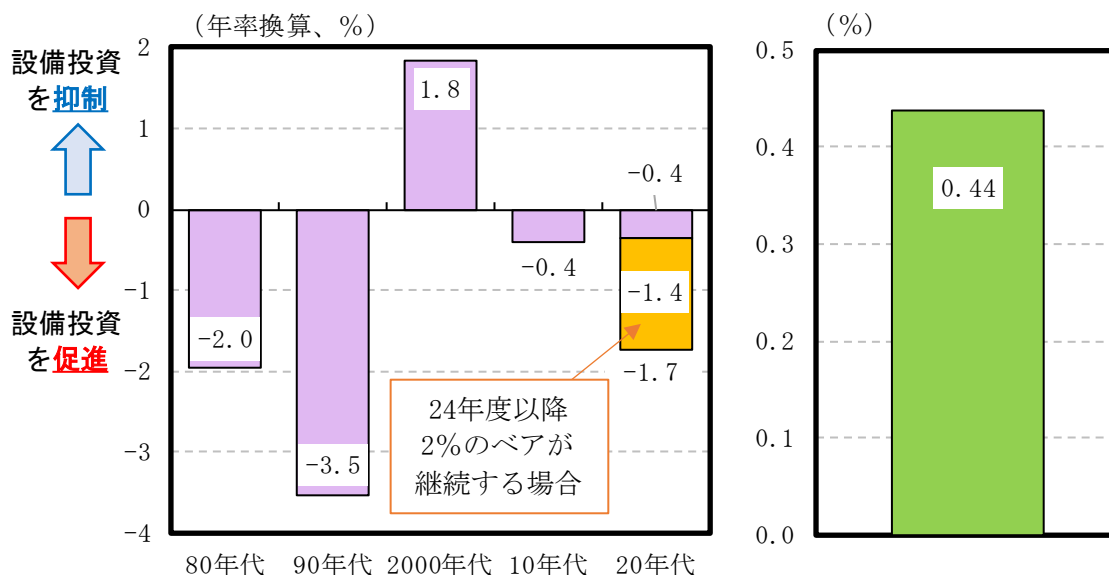
### 名目時給が1%上昇すれば設備投資を0.4%誘発

賃金上昇は生産活動における労働投入コストの増加を意味する。企業の視点に立てば、人件費の増加が収益を圧迫すると同時に、労働投入に対して機械設備などの資本の導入が割安になる（労働投入コスト対比で資本コストが低下する）。その結果、賃金上昇によって企業の投資需要が一定程度誘発される可能性がある。

資本と労働の相対価格の推移を年代別に確認すると、高水準の賃上げが継続していた1990年代までは相対価格が速いペースで低下していた（**図表4-3左**）。だが、春闘でのベースアップ（ベア）が毎年見送られ、非正規雇用者比率が急速に上昇した2000年代には相対価格が上昇に転じた。2010年代は再び低下したものの年率▲0.4%の緩やかなペースであり、2020年度から2023年末にかけても同程度の低下率にとどまった。

もっとも、今後は資本と労働の相対価格の低下ペースは加速する可能性がある。2023年春闘では2%程度のベアが実現したが、2024年春闘ではこれを上回ると見込まれる。仮に2%のベアが2024年度から毎年実施されれば、2000年代の相対価格の低下率は年率▲1.4%pt程度拡大すると試算される。

図表4-3：資本と労働の相対価格（左）、名目時給1%の上昇による実質設備投資への影響（右）



（注1）資本と労働の相対価格は、企業の借入コスト（支払利息等/（社債＋短期借入金＋長期借入金））と資本減耗率の和を名目時給で除した値。左図の「20年代」の数値のうちベアの影響を除く部分は、2020～22年度および2023年4～12月の平均値。

（注2）右図の推計式は次の通り。

実質民間企業設備/実質資本ストック（1期前）＝0.80 \* 期待成長率 + 0.20 \* 資本係数の変化率（3年後方移動平均） + 1.63 \* 資本減耗率 - 0.44 \* 資本と労働の相対価格の変化率 + ダミー変数  
推計期間は1980～2019年度。ダミー変数は資本ストック調整が顕著であった期間（1993～94年度）を1とする変数と、リーマン・ショック以降（2008年度～）を1とする変数。修正済み決定係数は0.867で、説明変数は全て1%有意水準を満たす。

（出所）内閣府、財務省、総務省、厚生労働省より大和総研作成

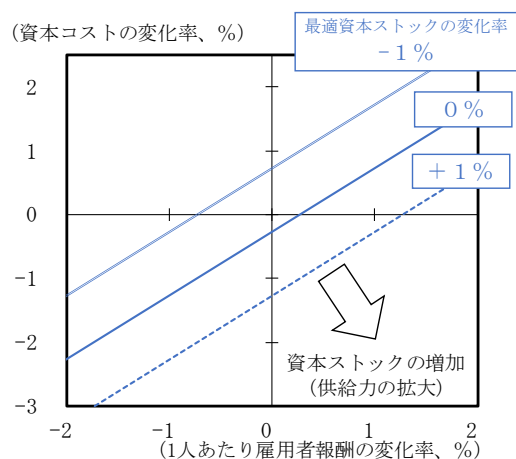


賃金上昇による資本の相対価格の低下が国内企業の設備投資に与える影響を試算した結果が**図表 4-3 右**だ。資本コストを一定とすると、名目時給 1%の上昇によって実質設備投資は 0.44%増加する。**図表 4-3 左**で示したように、2%のベア継続によって資本と労働の相対価格の低下率が年率 1.4%pt 程度拡大すれば、設備投資は同 0.9%程度押し上げられることになる。高水準の賃上げの継続に加え、デジタル化 (DX) や脱炭素 (GX)、経済安全保障リスクへの対応など景気動向の影響を受けにくい投資への底堅い需要もあって、中長期的には国内向け設備投資の増加ペースが加速するとみている。

### 最適資本ストックが達成されている場合、設備投資と雇用者報酬の比率は 1:2 が適切

設備投資はどの程度まで増加するのが適切だろうか。資本ストックには、企業収益を最大化する最適水準があると考えられるが、金利や資本減耗率、投資財価格などから決まる資本コストが低下したり、1人あたり雇用者報酬から決まる労働コストなどが上昇したりすると、最適水準は上昇する (**図表 4-4 左**)。最適水準を達成するためには、設備投資が相応に増えなければならない。

**図表 4-4 : 資本コスト・雇用者報酬の変化と最適資本ストック (左)、一定の最適資本ストックの下での設備投資と雇用者報酬 (右)**



#### 最適資本ストックの変化率

=1人あたり雇用者報酬の変化率-資本コストの変化率  
+労働投入量の変化率

#### 実質設備投資額 (兆円)

	実質賃金上昇率 (1人あたり雇用者報酬の変化率)	実質賃金上昇率 (1人あたり雇用者報酬の変化率)				
		-1.0%	0.0%	1.0%	2.0%	3.0%
実質雇用者報酬 (兆円)		198	201	202	204	206
資本ストック (兆円)		700	750	800	850	900
		73	78	83	89	94
		80	86	91	97	103
		87	93	99	106	112
		94	101	107	114	121
		101	108	115	123	130
		108	115	123	130	137
		115	123	130	137	144
		123	130	137	144	152
		130	137	144	152	159
		137	144	152	159	
		144	152	159		
		152	159			
		159				

実質設備投資  
103~124兆円

実質雇用者報酬  
201~202兆円

≒ 1 : 2

(注) 実質ベース。労働投入量の変化率は 2023~28 年度の人口動態の推計等から年率▲0.3%と想定。右図は、前年度の最適資本ストックの水準が 900~1,000 兆円程度で、かつそれが達成されており、雇用者報酬が 201 兆円であるときに、新しい最適資本ストックの水準を達成する設備投資額を示している。適切な実質設備投資と実質雇用者報酬の比率は、両者のデフレーターを同値と想定して算出。資本ストックは民間企業設備のストック。雇用者報酬は大和総研の推計値で、民間企業のみを対象とし、一般政府や公的企業等は含まない。(出所) 内閣府、国立社会保障・人口問題研究所等より大和総研作成

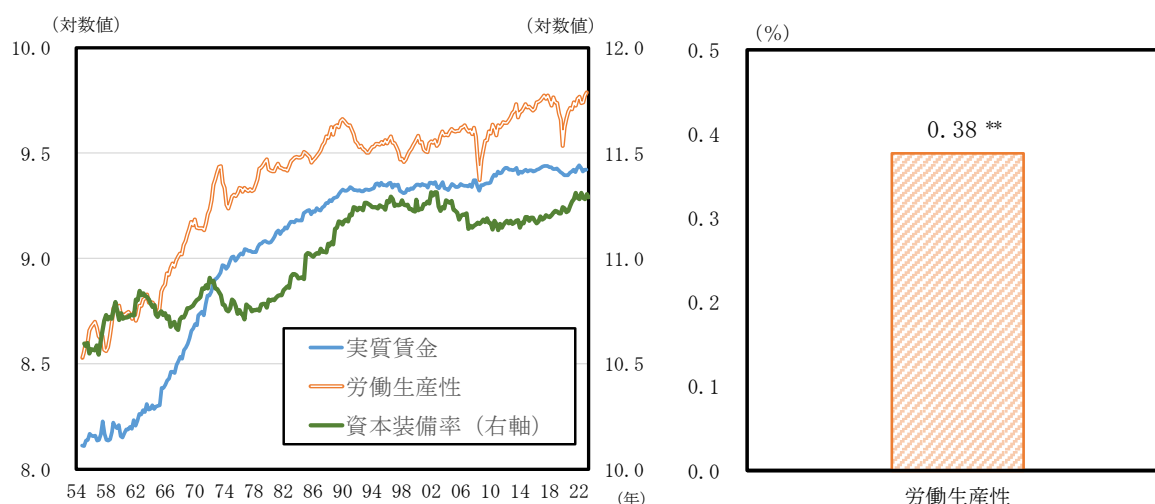
日本の資本ストックの最適水準は900～1,000兆円程度と推計される<sup>25</sup>。この状態で賃金が上昇する場合の、総合的な設備投資額を算出したものが**図表4-4右**である。実質賃金の上昇率を0～1%と想定すると、資本ストックの最適水準を達成するために必要な設備投資は103～124兆円と考えられる。このときの民間企業の実質雇用者報酬は201～202兆円程度と推計されるため、設備投資と雇用者報酬の比率はおおむね1:2となる。

ただし、実際の資本ストックは744兆円と最適水準を大幅に下回っており、実質民間企業設備投資も90兆円程度である（2022年度）。2023年度の設備投資も、実質額では2022年度と同程度にとどまる見通しだ。資本ストックの最適水準達成に向けて、今後の設備投資の加速を期待したい。

### 資本装備率1%の上昇は労働生産性を0.4%程度押し上げ

設備投資が加速すれば資本ストックが増加し、労働生産性が高まることが期待される。長期的に見ると、資本装備率（1人あたり資本ストック）と労働生産性はおおむね同様に上昇してきた（**図表4-5左**）。2000年以降では、資本装備率が1%上昇すると労働生産性が0.38%上昇する関係が見られた（**図表4-5右**）。これに基づく、資本ストックが現状の744兆円から最適水準（900～1,000兆円）に向けて3割程度増加すれば、労働生産性は1割程度（＝3割×0.38）上昇すると試算される。

**図表4-5：資本装備率と労働生産性・実質賃金（左）、労働生産性と資本装備率の弾性値（右）**



(注) 実質賃金＝(人件費／従業員数)／GDPデフレーター、労働生産性＝((人件費＋営業利益＋減価償却費)／GDPデフレーター)／従業員数、資本装備率＝(有形固定資産／GDPデフレーター)／従業員数。右図は、資本装備率が1%上昇したときの労働生産性の上昇率。推計期間は2000年1-3月期～2023年7-9月期。  
\*\*は5%有意。弾性値は法人企業統計を用いて推計しているが、SNAにおける資本分配率も0.4程度であるため、資本装備率の上昇が労働生産性に与える影響は両者の間で大きくは変わらないと考えられる。  
(出所) 財務省、内閣府より大和総研作成

<sup>25</sup> 詳細は「[第219回日本経済予測\(改訂版\)](#)」(2023年12月8日)を参照。なお、同レポートでは最適資本ストックを960兆円程度と推計しているが、ここではやや幅を持って見ている。

最適水準の達成には資本ストックを現状から 150～250 兆円程度積み増す必要があるため、短期間で労働生産性を大幅に引き上げることは難しい。だが、仮に毎年 120 兆円程度の実質設備投資が継続されれば、5 年後には資本ストックが 850 兆円程度まで増加するとみられる<sup>26</sup>（現状から 14%増加）。これにより労働生産性を 5%程度（ $=14\% \times 0.38$ ）上昇させることが可能だ。

### 日本では米国に比べ余剰資金や対外直接投資が多い一方、人的資本投資で見劣り

資本ストックの増加は労働生産性の向上をもたらす一方、その効果は投資の内容や業種にも左右される。「[第 219 回日本経済予測（改訂版）](#)」での分析によると、製造業では情報通信機器などの有形資産、非製造業ではソフトウェアや経済的競争能力（人的資本やブランド力など）といった無形資産への投資の費用対効果が高い一方、付加価値額の増加に寄与しにくい投資もある。

従って、資本ストックが最適水準に達しても、非効率な投資で積み上げられたものであれば労働生産性の向上につながりにくく、実質賃金の引き上げも限定的となるだろう。そこで以下では、国内企業の資金フローから日本の資本ストック形成の特徴を明らかにする。

日米における企業の手元資金の使途をフローチャートで示したものが**図表 4-6**である。各項目の GDP 比を両国で比較すると、日本では雇用者報酬の割合がやや小さい一方で総資本形成や対外直接投資に多くの資金が充てられている。とりわけ赤い破線で囲んだ対外直接投資は米国のその約 2 倍に上る。日本経済が外需主導型であることに加え、国内市場の収益性や成長性が米国など海外主要国に見劣りすることなどを背景に、資本が国外へと振り向けられやすかったと考えられる。

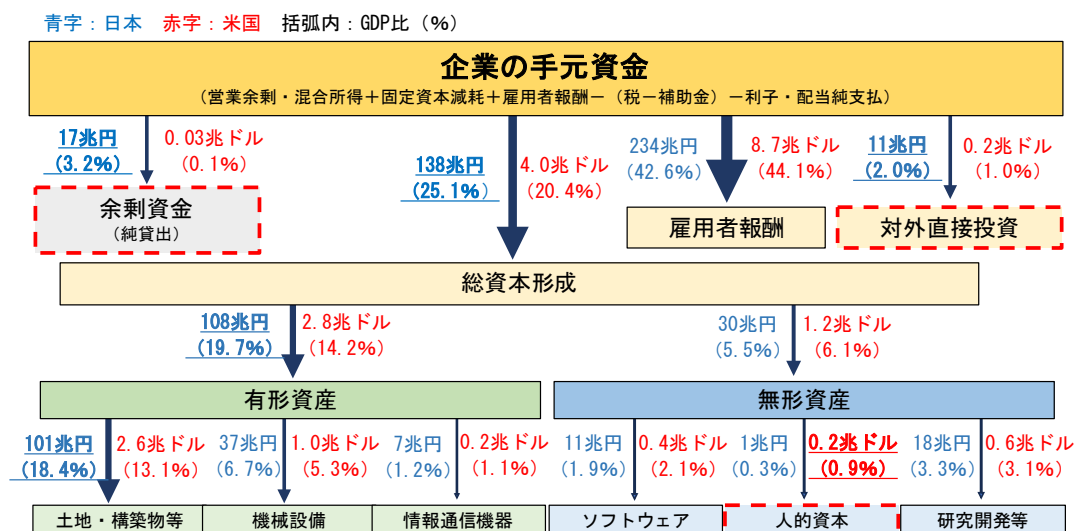
内閣府の分析によれば、日本企業は過去 30 年間で収益力を大きく高めた一方、経常利益と設備投資との関係性は 1980～90 年代から大きく変化し、利益に比べ投資が抑制されるようになったという<sup>27</sup>。コストカットや製造業を中心とした海外子会社からの配当増加を主因に企業の収益力は向上した一方、同時期の設備投資は比較的抑制的だった。**図表 4-6**に示したような積極的な対外直接投資と企業部門での「カネ余り」が発生し、日本企業の余剰資金に相当する純貸出は GDP 比で米国のその約 30 倍程度に上る。

他方で総資本形成の内訳を見ると、日本の無形資産投資の GDP 比は米国のそれを下回る。このうち、日米間で水準が最も大きく異なるのが人的資本投資だ。2015～19 年における日本のそれは 0.3%と、米国の 0.9%や経済構造が近いドイツの 1.5%のほか、スウェーデンの 0.7%などにも大きく見劣りしており、相対的に投資が手薄といえる。国内では人手不足を背景に労働生産性の向上が急務となっていることもあり、人的資本投資の強化によって資本ストックの効率化を図る余地は大きいと考えられる。

<sup>26</sup> 資本ストックには、毎年一定割合（資本減耗率は 2022 年度で 11.7%）で減耗が発生する。例えば、前年の資本ストックが 744 兆円である場合、設備投資が行われなければ翌年の資本ストックは 87 兆円程度（ $=744 \times 11.7\%$ ）減少する。そのため、資本ストックを増加させるには減耗分以上の設備投資が必要となる。

<sup>27</sup> 内閣府「[日本経済レポート（2023 年度）—コロナ禍を乗り越え、経済の新たなステージへ—](#)」（2024 年 2 月 13 日）

図表 4-6：企業の資金フローの日米比較



(注) 一般政府部門を除く名目ベースの数値 (2015~19年平均)。

(出所) 内閣府、JIP データベース、BEA、セントルイス連邦準備銀行、EUKLEMS、Haver Analytics より大和総研作成

### 4.3 正規雇用化の進展と所得見通しの改善で期待される経済効果

#### 非正規雇用比率が5%pt 低下すれば潜在 GDP を 1.6%押し上げ

労働供給の減少が長期的に見込まれる中、従業員 1 人ひとりの生産能力を高めることが企業にとって一段と重要になる。一般的に、業務を通じた人材育成 (OJT) や研修などの人的資本投資は長期雇用を前提とする正規雇用者を中心に施される。非正規から正規への転換が進めば、「労働の質」の改善を通じた生産性向上が期待できる。

雇用者数に占める非正規の比率 (以下、非正規雇用比率) は、直近のピークであった 2019 年の 38.3%から 2021 年には 36.7%に低下した。2023 年にかけては 37.1%へとやや上昇したが、同一労働同一賃金の実現に向けて不合理な待遇差の解消が進む中で、中長期的には正規化の流れが継続するだろう。とりわけ女性の非正規雇用比率は 2018~23 年で一貫して低下した (56.1%から 53.2%へ 2.9%pt 低下)。

正規と非正規の賃金格差が生産性格差に比例すると想定した上で、仮に非正規雇用比率が毎年 1%pt ずつ低下すると、「労働の質」の改善によって潜在 GDP を年間 0.1%、5 年間では 0.6%押し上げると試算される。加えて、正規は非正規よりも平均労働時間が長いことを考慮すれば、「労働の質」の改善と総労働時間の増加の両面から潜在 GDP を 5 年間で 1.6%押し上げる。

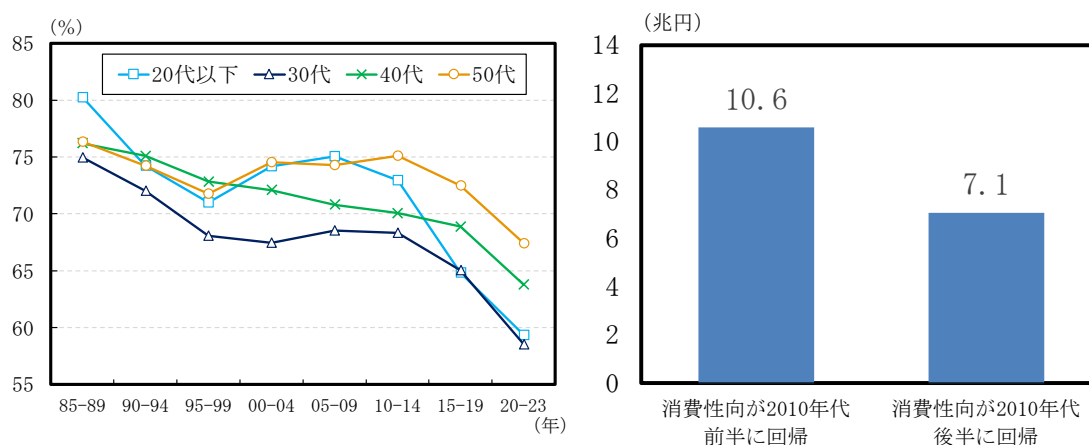
#### 勤労者の平均消費性向が 2010 年代前半の水準に戻れば消費を 10 兆円以上押し上げ

資本装備率の上昇や「労働の質」の改善は、労働生産性を高めて実質賃金の上昇につながる。賃金上昇が継続すると将来の所得見通しが改善し、予備的貯蓄の必要性が薄まり平均消費性向が上昇することで、消費が押し上げられる可能性もあろう。

もつとも、平均消費性向はさまざまな要因で変化する。賃金上昇のみの影響を定量的に抽出することは困難であるため、ここでは平均消費性向が過去の水準まで回復するケースを考えよう。

**図表 4-7 左**は勤労者世帯の平均消費性向を世帯主の年齢別に示したものだ。どの年齢層でも平均消費性向は中長期的に低下傾向にあり、特に 2020～23 年の落ち込みが大きい。この平均消費性向が、新型コロナウイルス感染拡大前の水準（2010～14 年または 2015～19 年）にまで回復する場合、7.1～10.6 兆円の消費押し上げ効果があると試算される（**図表 4-7 右**）。

**図表 4-7：勤労者世帯の平均消費性向（左）、消費性向上昇による個人消費の押し上げ効果（右）**



(注) 右図は実質ベース。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。

(出所) 総務省、内閣府より大和総研作成

前述のように、人手不足は構造的な問題であるため、賃金上昇は継続していく可能性が高い。ただし、労働生産性が高まらなければ、名目賃金の上昇分が製品価格に転嫁されるのみで実質賃金は上がらないため、生活水準の向上にはつながらない。

労働に対する資本の相対価格の低下は企業に設備投資を促すが、日本の資本ストックの問題を解決するにはそれだけでは力不足だ。更なる生産性向上のためには、政府も設備投資促進策を打っていくべきだろう。この点、2023 年 12 月に政府が取りまとめた「国内投資促進パッケージ」は評価できる。200 を超える国内投資促進策の中には、DX 投資や人的資本投資に対する支援を含む、投資促進のための措置が多数盛り込まれている。

人手不足をきっかけとした賃上げ・投資増・生産性向上という好循環は、1960～70 年代の日本でも観察された<sup>28</sup>。もちろん、内需が大きく拡大していた当時と現在の日本を同列に論じることはできない。当時は労働力も増加しており、資本装備率の上昇に向けた設備投資の勢いもその分強かった。だが、人手不足と賃金上昇に直面した企業が省力化投資を増加させるなど現状と重なる点も少なくない。今後の日本経済においても同様の好循環が発生し、内需主導の経済成長につながるかどうか注目される。

<sup>28</sup> 例えば、経済企画庁『昭和 46 年年次経済報告—内外均衡達成への道—』（1971 年 7 月 30 日）第 2 部第 3 章、須合智広・西崎健司（2002）「わが国における労働分配率についての一考察」日本銀行金融研究所、金融研究、第 21 巻別冊第 1 号、pp. 125-170 などを参照。



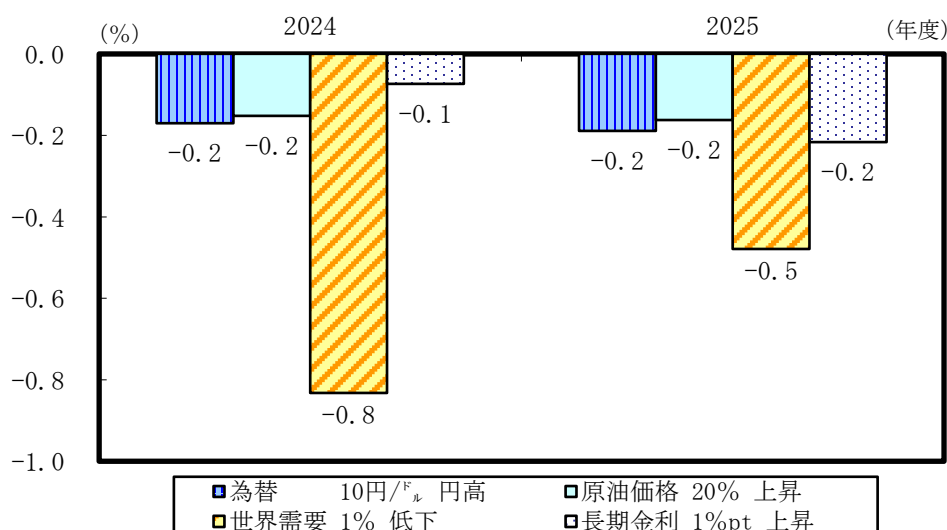
## 5. マクロリスクシミュレーション

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2024年4-6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 : 2024-25 年度 ; 150.2 円/ドル, 150.2 円/ドル	→ 各四半期 10 円/ドル円高
・ 原油(WTI) 価格 : 2024-25 年度 ; 79.2 ドル/bbl, 79.2 ドル/bbl	→ 各四半期 20% 上昇
・ 世界経済成長率 : 2024-25 暦年 ; +3.0%, +2.8%	→ 各四半期 1% 低下
・ 長期金利 : 2024-25 年度 ; 0.93%, 1.06%	→ 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2024年度で▲0.2%、2025年度で▲0.2%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2024年度で▲0.2%、2025年度で▲0.2%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2024年度で▲0.8%、2025年度で▲0.5%縮小する。

世界需要が低下すると、日本からの輸出が押し下げられるため、製造業の売上の減少によって企業収益が悪化する。また、製造業の生産活動の低下は、非製造業への波及によって、広く企業収益を押し下げることになる。こうした企業収益の減少に加えて、生産の減少による稼働率の低下および設備過剰感の高まりから、設備投資が減少する。さらに企業収益の減少は、賃金下落圧力となるため、ラグを伴って個人消費や住宅投資といった家計部門の需要も減少することになる。なお、こうした状況に陥ると、内需の減少を受けて輸入も減少するという結果となる。

## 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2024年度で▲0.1%、2025年度は▲0.2%縮小する。

金利上昇による資金調達コストの上昇は設備投資や住宅投資を減少させる。また、個人への直接的な影響は純有利子負債（有利子負債額から有利子資産額を差し引いたもの）の大きさによって決まるが、個人は純受取主体、つまり有利子資産が有利子負債を上回っているため、金利上昇は財産所得を増加させる。投資の減少による景気悪化を受け、勤労所得は減少するものの、財産所得の増加に相殺され、個人消費への影響は軽微なものにとどまることとなる。

ただし、他のシミュレーション同様、ここでは金利が上昇するときの外部環境を考慮していない。通常、金利はそれ自体、単独では上昇せず、景気の回復や先行きの明るい見通しを反映して上昇する。投資の限界収益率が上昇し、金利との差が保たれれば、設備投資には影響が出にくくなると考えられる。従って、本シミュレーションでは金利上昇の負の作用が強調されている可能性がある。

なお、景気対策などの財政出動による財政悪化から長期金利が上昇する場合、設備投資や住宅投資などに対するクラウドイ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	
	2024年度	2025年度	2024年度	2025年度	2024年度	2025年度
名目GDP	3.2	3.1	3.0 (-0.2)	3.0 (-0.2)	2.3 (-0.9)	2.9 (-1.0)
<b>実質GDP</b>	<b>0.8</b>	<b>1.3</b>	<b>0.7 (-0.2)</b>	<b>1.2 (-0.2)</b>	<b>0.7 (-0.2)</b>	<b>1.2 (-0.2)</b>
GDPデフレーター	2.3	1.8	2.3 (-0.0)	1.7 (-0.0)	1.6 (-0.7)	1.6 (-0.9)
鉱工業生産指数	1.2	1.9	1.0 (-0.2)	1.8 (-0.2)	1.1 (-0.0)	1.8 (-0.1)
第3次産業活動指数	0.7	1.0	0.6 (-0.1)	1.0 (-0.1)	0.7 (-0.0)	1.0 (-0.0)
国内企業物価	1.8	2.2	1.2 (-0.6)	2.1 (-0.6)	2.5 (0.7)	2.2 (0.8)
消費者物価	2.7	2.0	2.6 (-0.1)	2.0 (-0.2)	3.0 (0.3)	2.1 (0.3)
失業率	2.4	2.3	2.4 (0.0)	2.3 (-0.0)	2.4 (0.0)	2.3 (0.0)
貿易収支 (兆円)	-3.8	-3.6	-3.0 (0.8)	-3.1 (0.4)	-9.9 (-6.0)	-10.7 (-7.1)
経常収支 (億ドル)	1,949	1,999	1,995 (46)	2,020 (21)	1,526 (-423)	1,504 (-496)
経常収支 (兆円)	28.8	29.5	28.0 (-0.8)	28.3 (-1.2)	22.4 (-6.4)	22.1 (-7.4)
実質GDPの内訳						
民間消費	1.3	1.1	1.1 (-0.2)	1.2 (-0.1)	1.2 (-0.0)	1.1 (-0.1)
民間住宅投資	-2.0	-2.8	-2.1 (-0.1)	-2.8 (-0.1)	-2.1 (-0.1)	-2.8 (-0.1)
民間設備投資	1.7	2.1	1.6 (-0.1)	2.0 (-0.3)	1.6 (-0.0)	2.2 (0.0)
政府最終消費	0.7	0.9	0.7 (0.1)	0.9 (0.1)	0.5 (-0.1)	0.9 (-0.2)
公共投資	0.6	1.2	0.8 (0.2)	1.3 (0.2)	0.3 (-0.3)	1.2 (-0.3)
財貨・サービスの輸出	1.5	2.5	0.9 (-0.6)	2.3 (-0.8)	1.4 (-0.1)	2.5 (-0.1)
財貨・サービスの輸入	1.7	1.8	1.6 (-0.1)	1.7 (-0.2)	1.7 (-0.0)	1.8 (-0.1)

	シミュレーション3 世界需要1%低下		シミュレーション4 長期金利1%pt上昇		(参考) 5円円安と原油20%上昇	
	2024年度	2025年度	2024年度	2025年度	2024年度	2025年度
名目GDP	2.2 (-0.9)	3.4 (-0.6)	3.1 (-0.1)	2.9 (-0.2)	2.4 (-0.8)	2.9 (-0.9)
<b>実質GDP</b>	<b>0.0 (-0.8)</b>	<b>1.6 (-0.5)</b>	<b>0.8 (-0.1)</b>	<b>1.1 (-0.2)</b>	<b>0.8 (-0.1)</b>	<b>1.3 (-0.1)</b>
GDPデフレーター	2.2 (-0.1)	1.7 (-0.1)	2.3 (-0.0)	1.8 (-0.0)	1.6 (-0.7)	1.7 (-0.9)
鉱工業生産指数	-0.0 (-1.2)	2.0 (-1.0)	1.1 (-0.1)	1.8 (-0.2)	1.2 (0.1)	1.9 (0.0)
第3次産業活動指数	0.6 (-0.1)	1.0 (-0.1)	0.7 (-0.0)	1.0 (-0.0)	0.7 (0.0)	1.0 (0.0)
国内企業物価	1.6 (-0.2)	2.0 (-0.4)	1.8 (-0.0)	2.1 (-0.1)	2.8 (1.0)	2.3 (1.1)
消費者物価	2.7 (-0.0)	1.9 (-0.1)	2.7 (-0.0)	2.0 (-0.0)	3.0 (0.3)	2.1 (0.4)
失業率	2.4 (0.0)	2.3 (0.0)	2.4 (0.0)	2.3 (-0.0)	2.4 (0.0)	2.3 (0.0)
貿易収支 (兆円)	-7.6 (-3.8)	-5.4 (-1.9)	-3.7 (0.2)	-3.2 (0.4)	-10.3 (-6.4)	-10.9 (-7.3)
経常収支 (億ドル)	1,630 (-320)	1,824 (-175)	2,108 (159)	2,179 (180)	1,503 (-446)	1,493 (-506)
経常収支 (兆円)	24.0 (-4.8)	26.9 (-2.6)	31.2 (2.4)	32.2 (2.7)	22.8 (-6.0)	22.7 (-6.9)
実質GDPの内訳						
民間消費	1.2 (-0.0)	1.2 (-0.0)	1.2 (-0.0)	1.2 (-0.0)	1.3 (0.1)	1.1 (0.0)
民間住宅投資	-2.2 (-0.2)	-2.7 (-0.1)	-2.3 (-0.3)	-3.8 (-1.3)	-2.1 (-0.1)	-2.8 (-0.1)
民間設備投資	1.3 (-0.4)	1.9 (-0.6)	1.2 (-0.4)	1.2 (-1.4)	1.7 (0.0)	2.3 (0.1)
政府最終消費	0.7 (0.0)	0.9 (0.1)	0.7 (0.0)	0.9 (0.0)	0.5 (-0.2)	0.8 (-0.2)
公共投資	0.7 (0.1)	1.3 (0.2)	0.6 (0.0)	1.3 (0.0)	0.2 (-0.4)	1.2 (-0.4)
財貨・サービスの輸出	-2.7 (-4.1)	3.5 (-3.2)	1.5 (0.0)	2.5 (0.0)	1.7 (0.2)	2.6 (0.2)
財貨・サービスの輸入	0.8 (-0.9)	1.1 (-1.6)	1.5 (-0.1)	1.6 (-0.3)	1.7 (0.0)	1.9 (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

	2022			2023			2024			年度		暦年	
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3 (予)	2022	2023 (予)	2022	2023	
名目国内総支出(兆円)	559.8	557.2	567.6	580.4	595.0	594.6	596.4	600.4	566.5	596.2	559.7	591.5	
前期比%	0.8	-0.5	1.9	2.3	2.5	-0.1	0.3	0.7					
前期比年率%	3.4	-1.8	7.6	9.4	10.4	-0.2	1.2	2.7					
前年同期比%	1.1	1.2	2.0	4.9	6.1	6.9	4.9	3.3	2.3	5.3	1.3	5.7	
実質国内総支出(兆円、2015暦年連鎖価格)	550.0	548.9	551.2	557.2	562.6	557.9	557.3	557.8	551.9	558.8	548.4	558.7	
前期比%	1.1	-0.2	0.4	1.1	1.0	-0.8	-0.1	0.1					
前期比年率%	4.6	-0.8	1.7	4.4	4.0	-3.3	-0.4	0.3					
前年同期比%	1.5	1.5	0.5	2.6	2.3	1.7	1.0	0.0	1.5	1.3	1.0	1.9	
内需寄与度(前期比)	1.0	0.3	-0.0	1.5	-0.7	-0.8	-0.3	0.3	2.0	-0.3	1.5	0.9	
外需寄与度(前期比)	0.1	-0.6	0.4	-0.4	1.7	-0.0	0.2	-0.3	-0.5	1.5	-0.5	1.0	
GDPデフレーター(前年同期比%)	-0.3	-0.3	1.4	2.3	3.7	5.2	3.8	3.2	0.8	4.0	0.3	3.7	
鉱工業生産指数(2020=100)	103.9	107.1	105.3	103.4	104.8	103.5	104.8	104.4	104.9	104.3	105.3	103.9	
前期比%	-1.5	3.1	-1.7	-1.8	1.4	-1.2	1.3	-0.4	-0.3	-0.5	-0.2	-1.3	
第3次産業活動指数(2015=100)	99.5	99.4	99.4	100.4	101.0	101.7	100.2	100.5	99.6	100.8	99.0	100.8	
前期比%	1.4	-0.0	-0.0	1.0	0.6	0.7	-1.5	0.3	2.2	1.2	1.7	1.8	
企業物価指数(2020=100)													
国内企業物価指数	113.8	116.1	119.1	119.7	119.5	119.6	119.8	120.3	117.2	119.8	114.9	119.7	
前年同期比%	9.8	9.9	10.1	8.4	5.0	3.0	0.6	0.5	9.5	2.2	9.8	4.2	
消費者物価指数(生鮮食品除く総合2020=100)	101.6	102.5	103.8	104.0	104.9	105.6	106.4	106.4	103.0	105.8	102.1	105.2	
前年同期比%	2.1	2.7	3.8	3.5	3.2	3.0	2.5	2.3	3.0	2.8	2.3	3.1	
完全失業率(%)	2.6	2.6	2.5	2.6	2.6	2.7	2.5	2.4	2.6	2.5	2.6	2.6	
コールレート(期末値、%)	-0.04	-0.07	-0.02	-0.03	-0.08	-0.06	-0.04	-0.04	-0.03	-0.04	-0.02	-0.04	
10年物国債利回り(%)	0.23	0.21	0.30	0.44	0.40	0.67	0.74	0.73	0.29	0.63	0.23	0.56	
国際収支統計													
貿易収支(季調済年率、兆円)	-14.8	-22.3	-20.6	-14.9	-3.9	-2.5	-5.1	-3.6	-18.0	-3.7	-15.7	-6.4	
経常収支(季調済年率、億ドル)	910	218	617	730	1,708	1,778	1,709	1,933	611	1,776	816	1,586	
経常収支(季調済年率、兆円)	11.8	3.0	8.7	9.7	23.5	25.7	25.3	28.5	8.3	25.6	10.7	22.5	
対名目GDP比率(%)	2.1	0.5	1.5	1.7	3.9	4.3	4.2	4.7	1.5	4.3	1.8	3.6	
為替レート(円/ドル)	129.6	138.4	141.4	132.3	137.4	144.5	147.9	148.7	135.4	144.6	131.4	140.5	
(円/ユーロ)	138.8	139.5	144.2	142.1	149.7	157.3	159.0	160.8	141.2	156.7	138.5	152.0	

(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) 為替レートは直近の水準で一定と想定。

(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。



## (1-b) 主要経済指標

	2024			2025			2026			年度		暦年	
	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)	1-3 (予)	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)	1-3 (予)	2024 (予)	2025 (予)	2024 (予)	2025 (予)	
名目国内総支出(兆円)	606.3	612.6	618.5	624.0	628.5	632.5	636.3	639.9	615.3	634.1	609.3	630.2	
前期比%	1.0	1.0	1.0	0.9	0.7	0.6	0.6	0.6					
前期比年率%	4.0	4.2	3.9	3.6	3.0	2.5	2.4	2.3					
前年同期比%	2.0	2.9	3.8	4.0	3.6	3.3	2.8	2.5	3.2	3.1	3.0	3.4	
実質国内総支出(兆円、2015暦年連鎖価格)	560.0	562.4	564.7	566.8	568.4	569.9	571.4	572.8	563.5	570.6	561.2	569.1	
前期比%	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3					
前期比年率%	1.6	1.8	1.6	1.5	1.1	1.1	1.0	1.0					
前年同期比%	-0.5	0.8	1.4	1.6	1.5	1.3	1.2	1.0	0.8	1.3	0.4	1.4	
内需寄与度(前期比)	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2	0.9	1.1	0.1	1.3	
外需寄与度(前期比)	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.0	0.1	0.3	0.1	
GDPデフレーター(前年同期比%)	2.5	2.1	2.4	2.3	2.1	2.0	1.6	1.4	2.3	1.8	2.6	2.0	
鉱工業生産指数(2020=100)	104.7	105.3	105.9	106.3	106.8	107.3	107.8	108.3	105.5	107.5	104.9	106.9	
前期比%	0.4	0.6	0.5	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5	1.2	1.9	0.9	1.9	
第3次産業活動指数(2015=100)	100.9	101.4	101.8	102.1	102.3	102.5	102.7	102.8	101.5	102.5	101.1	102.3	
前期比%	0.4	0.5	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.7	1.0	0.3	1.2	
企業物価指数(2020=100)													
国内企業物価指数	121.0	121.6	122.3	122.9	123.6	124.3	124.9	125.6	122.0	124.6	121.3	123.9	
前年同期比%	1.2	1.7	2.1	2.2	2.1	2.2	2.2	2.2	1.8	2.2	1.4	2.2	
消費者物価指数(生鮮食品除く総合2020=100)	107.5	108.7	109.2	109.3	110.1	110.8	111.3	111.3	108.7	110.9	108.0	110.4	
前年同期比%	2.5	3.0	2.7	2.7	2.4	1.9	1.9	1.9	2.7	2.0	2.6	2.2	
完全失業率(%)	2.4	2.4	2.4	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.4	2.3	2.4	2.3	
コールレート(期末値、%)	0.10	0.10	0.25	0.25	0.50	0.50	0.75	0.75	0.25	0.75	0.25	0.75	
10年物国債利回り(%)	0.80	0.90	1.00	1.02	1.03	1.05	1.07	1.10	0.93	1.06	0.86	1.04	
国際収支統計													
貿易収支(季調済年率、兆円)	-3.8	-3.9	-4.2	-3.5	-3.5	-3.6	-3.6	-3.6	-3.8	-3.6	-3.9	-3.6	
経常収支(季調済年率、億ドル)	1,930	1,939	1,969	1,988	1,997	2,005	2,012	2,011	1,949	1,999	1,906	1,963	
経常収支(季調済年率、兆円)	28.5	28.6	29.1	29.3	29.5	29.6	29.7	29.7	28.8	29.5	28.1	29.0	
対名目GDP比率(%)	4.7	4.7	4.7	4.7	4.7	4.7	4.7	4.6	4.7	4.7	4.6	4.6	
為替レート(円/ドル)	150.2	150.2	150.2	150.2	150.2	150.2	150.2	150.2	150.2	150.2	149.8	150.2	
(円/ユーロ)	161.9	161.9	161.9	161.9	161.9	161.9	161.9	161.9	161.9	161.9	161.6	161.9	

(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) 為替レートは直近の水準で一定と想定。

(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-a) 実質国内総支出(兆円、2015暦年連鎖価格)

	2022			2023			2024			年度		暦年	
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3 (予)	2022	2023 (予)	2022	2023	
国内総支出	550.0	548.9	551.2	557.2	562.6	557.9	557.3	557.8	551.9	558.8	548.4	558.7	
前期比年率%	4.6	-0.8	1.7	4.4	4.0	-3.3	-0.4	0.3					
前年同期比%	1.5	1.5	0.5	2.6	2.3	1.7	1.0	0.0	1.5	1.3	1.0	1.9	
国内需要	551.0	552.9	552.9	560.3	556.7	552.6	551.2	553.1	554.5	553.2	550.4	555.2	
前期比年率%	4.1	1.4	-0.0	5.5	-2.6	-2.9	-1.0	1.4					
前年同期比%	1.6	2.4	1.0	3.0	1.0	-0.1	-0.3	-1.4	2.0	-0.2	1.5	0.9	
民間需要	406.6	408.4	407.2	414.1	410.1	406.0	404.9	406.5	409.3	406.7	405.8	408.8	
前期比年率%	5.4	1.8	-1.2	6.9	-3.8	-3.9	-1.1	1.6					
前年同期比%	2.4	3.8	1.1	3.5	0.8	-0.7	-0.6	-2.0	2.7	-0.6	2.2	0.7	
民間最終消費支出	297.2	297.2	297.7	300.0	298.0	297.0	296.3	297.4	298.1	297.1	295.9	297.8	
前期比年率%	8.3	0.1	0.6	3.2	-2.7	-1.4	-0.9	1.5					
前年同期比%	2.8	3.9	1.0	3.1	0.2	-0.2	-0.5	-0.9	2.7	-0.3	2.2	0.7	
民間住宅投資	18.2	18.2	18.4	18.4	18.7	18.6	18.4	18.4	18.3	18.6	18.3	18.5	
前期比年率%	-9.8	1.5	2.8	1.1	7.2	-2.4	-4.0	0.2					
前年同期比%	-5.5	-4.2	-2.8	-1.3	3.2	2.1	0.4	0.2	-3.4	1.5	-3.5	1.1	
民間企業設備投資	88.6	90.1	89.6	91.0	89.7	89.2	89.1	89.6	89.9	89.3	88.6	89.8	
前期比年率%	8.9	6.8	-2.0	6.4	-5.5	-2.4	-0.3	2.2					
前年同期比%	1.1	4.2	2.9	5.1	1.4	-1.0	-0.7	-1.7	3.4	-0.6	1.9	1.3	
民間在庫変動	2.7	2.9	1.6	4.7	3.6	1.3	1.1	1.1	3.0	1.7	2.9	2.7	
公的需要	144.4	144.5	145.7	146.2	146.6	146.7	146.3	146.6	145.2	146.5	144.7	146.4	
前期比年率%	0.7	0.5	3.2	1.6	1.0	0.2	-0.9	0.8					
前年同期比%	-0.8	-1.3	0.6	1.4	1.5	1.5	0.5	0.3	0.0	0.9	-0.5	1.2	
政府最終消費支出	118.8	118.9	119.7	119.9	119.7	120.1	119.9	120.1	119.3	120.0	118.9	119.9	
前期比年率%	2.6	0.5	2.7	0.5	-0.4	1.1	-0.5	0.6					
前年同期比%	1.6	0.4	2.1	1.6	0.8	1.0	0.2	0.2	1.4	0.5	1.7	0.9	
公的固定資本形成	25.5	25.8	25.8	26.3	26.9	26.6	26.4	26.6	25.9	26.6	25.8	26.5	
前期比年率%	-8.3	4.4	0.2	8.1	9.1	-3.9	-2.8	1.8					
前年同期比%	-12.3	-8.2	-5.7	0.6	5.6	3.4	2.3	1.1	-6.1	2.9	-9.6	2.8	
公的在庫変動	0.1	-0.2	0.2	0.1	-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	-0.3	-3.3	-0.8	-2.9	5.1	5.1	6.3	4.8	-1.8	5.4	-1.4	3.4	
財貨・サービスの輸出	107.3	109.5	111.1	107.1	111.2	112.3	115.3	113.4	108.7	113.1	108.2	111.5	
前期比年率%	9.2	8.6	5.8	-13.5	16.2	3.8	11.0	-6.5					
前年同期比%	3.1	6.1	7.5	2.0	3.7	2.9	3.6	5.8	4.7	4.0	5.3	3.0	
財貨・サービスの輸入	107.6	112.8	111.9	110.0	106.1	107.2	109.0	108.5	110.6	107.7	109.6	108.1	
前期比年率%	5.9	20.7	-3.3	-6.4	-13.5	4.0	7.0	-1.8					
前年同期比%	3.2	10.7	10.2	3.8	-1.6	-5.0	-2.3	-1.4	6.9	-2.6	7.9	-1.3	

(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。

(2-b) 実質国内総支出(兆円、2015暦年連鎖価格)

	2024			2025			2026			年度		暦年	
	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)	1-3 (予)	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)	1-3 (予)	2024 (予)	2025 (予)	2024 (予)	2025 (予)	
国内総支出	560.0	562.4	564.7	566.8	568.4	569.9	571.4	572.8	563.5	570.6	561.2	569.1	
前期比年率%	1.6	1.8	1.6	1.5	1.1	1.1	1.0	1.0					
前年同期比%	-0.5	0.8	1.4	1.6	1.5	1.3	1.2	1.0	0.8	1.3	0.4	1.4	
国内需要	555.2	557.6	559.5	561.2	562.7	564.0	565.4	566.7	558.4	564.7	556.3	563.2	
前期比年率%	1.5	1.7	1.3	1.2	1.0	0.9	1.0	1.0					
前年同期比%	-0.3	0.9	1.5	1.5	1.3	1.1	1.0	1.0	0.9	1.1	0.2	1.2	
民間需要	408.3	410.3	411.8	413.2	414.3	415.3	416.3	417.3	411.0	415.8	409.2	414.7	
前期比年率%	1.8	2.0	1.5	1.4	1.1	0.9	1.0	1.0					
前年同期比%	-0.4	1.1	1.7	1.8	1.5	1.2	1.1	1.0	1.0	1.2	0.1	1.4	
民間最終消費支出	298.7	300.4	301.6	302.6	303.4	304.0	304.6	305.2	300.8	304.3	299.5	303.6	
前期比年率%	1.8	2.2	1.6	1.4	1.0	0.8	0.8	0.8					
前年同期比%	0.3	1.2	1.8	1.8	1.5	1.2	1.0	0.8	1.3	1.1	0.6	1.4	
民間住宅投資	18.3	18.2	18.1	18.0	17.9	17.7	17.6	17.5	18.2	17.7	18.3	17.8	
前期比年率%	-2.2	-2.2	-2.4	-2.6	-2.8	-3.0	-3.2	-3.4					
前年同期比%	-2.1	-2.1	-1.6	-2.3	-2.5	-2.7	-2.9	-3.1	-2.0	-2.8	-1.4	-2.6	
民間企業設備投資	90.1	90.6	91.0	91.5	92.0	92.5	93.0	93.6	90.8	92.8	90.3	92.2	
前期比年率%	2.4	2.2	1.9	2.0	2.1	2.2	2.3	2.4					
前年同期比%	0.4	1.6	2.3	2.2	2.1	2.1	2.1	2.2	1.7	2.1	0.6	2.1	
民間在庫変動	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	
公的需要	147.0	147.3	147.6	148.0	148.3	148.7	149.0	149.4	147.5	148.9	147.1	148.5	
前期比年率%	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9					
前年同期比%	0.3	0.4	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.6	0.9	0.5	0.9	
政府最終消費支出	120.3	120.6	120.9	121.1	121.4	121.7	121.9	122.2	120.7	121.8	120.5	121.5	
前期比年率%	0.8	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9					
前年同期比%	0.5	0.4	0.8	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.7	0.9	0.5	0.9	
公的固定資本形成	26.6	26.7	26.8	26.9	27.0	27.0	27.1	27.2	26.8	27.1	26.7	27.0	
前期比年率%	1.4	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2					
前年同期比%	-1.0	0.3	1.5	1.2	1.3	1.2	1.2	1.2	0.6	1.2	0.5	1.2	
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	5.0	5.4	5.8	5.9	6.1	6.2	6.3	5.3	6.1	5.1	6.0	
財貨・サービスの輸出	113.9	114.4	115.1	115.8	116.6	117.3	118.1	118.8	114.8	117.7	114.2	116.9	
前期比年率%	2.1	1.7	2.5	2.3	2.6	2.7	2.6	2.3					
前年同期比%	2.4	1.7	-0.0	2.1	2.3	2.6	2.5	2.6	1.5	2.5	2.4	2.4	
財貨・サービスの輸入	109.0	109.4	109.7	110.0	110.6	111.3	111.9	112.5	109.5	111.6	109.1	111.0	
前期比年率%	1.8	1.4	1.2	1.2	2.2	2.2	2.2	2.2					
前年同期比%	2.8	2.0	0.5	1.4	1.5	1.7	2.0	2.2	1.7	1.8	1.0	1.7	

(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)

	2022			2023			2024			年度		暦年	
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3 (予)	2022	2023 (予)	2022	2023	
国内総支出	559.8	557.2	567.6	580.4	595.0	594.6	596.4	600.4	566.5	596.2	559.7	591.5	
前期比年率%	3.4	-1.8	7.6	9.4	10.4	-0.2	1.2	2.7					
前年同期比%	1.1	1.2	2.0	4.9	6.1	6.9	4.9	3.3	2.3	5.3	1.3	5.7	
国内需要	579.2	586.0	590.5	601.1	602.0	599.9	600.6	606.0	589.5	601.9	580.8	600.7	
前期比年率%	8.2	4.7	3.1	7.4	0.6	-1.4	0.5	3.6					
前年同期比%	4.3	5.7	4.7	6.2	3.8	2.4	1.6	0.8	5.2	2.1	4.6	3.4	
民間需要	431.3	435.7	437.7	447.1	447.7	445.0	445.4	449.8	438.1	446.8	431.0	446.2	
前期比年率%	11.2	4.2	1.8	8.8	0.6	-2.4	0.4	4.0					
前年同期比%	6.1	7.6	5.2	6.8	3.7	2.1	1.7	0.6	6.4	2.0	5.8	3.5	
民間最終消費支出	311.5	313.4	315.8	322.6	321.7	322.8	322.8	326.4	315.8	323.4	311.1	322.5	
前期比年率%	11.1	2.4	3.1	8.9	-1.1	1.4	-0.1	4.5					
前年同期比%	5.6	7.0	4.7	6.4	3.3	3.0	2.2	1.1	5.9	2.4	5.1	3.7	
民間住宅投資	21.6	21.8	21.9	21.9	22.2	22.1	21.9	22.0	21.8	22.0	21.8	22.0	
前期比年率%	-2.9	3.0	2.4	-0.7	6.4	-2.5	-3.1	1.5					
前年同期比%	3.5	1.7	0.8	0.4	2.8	1.4	-0.1	0.5	1.5	1.1	3.4	1.1	
民間企業設備投資	94.2	96.7	97.2	99.0	98.5	98.8	99.5	100.2	96.9	99.3	94.6	98.9	
前期比年率%	15.3	11.3	2.0	7.4	-1.8	1.3	2.7	3.1					
前年同期比%	5.4	9.0	7.7	9.0	4.7	2.2	2.2	1.2	7.8	2.5	6.2	4.6	
民間在庫変動	4.0	3.9	2.8	3.6	5.3	1.2	1.2	1.2	3.6	2.1	3.6	2.8	
公的需要	147.9	150.2	152.8	154.0	154.3	154.9	155.2	156.2	151.3	155.1	149.7	154.6	
前期比年率%	-0.0	6.4	7.0	3.2	0.6	1.6	0.9	2.5					
前年同期比%	-0.4	0.2	3.1	4.3	3.9	3.3	1.5	1.4	1.9	2.5	1.2	3.2	
政府最終消費支出	119.3	121.8	123.3	123.9	123.3	124.1	124.5	125.2	122.1	124.2	120.9	123.9	
前期比年率%	0.3	8.5	5.0	2.0	-1.8	2.5	1.3	2.5					
前年同期比%	1.1	1.7	4.1	4.3	3.0	2.0	0.9	0.9	2.8	1.7	2.9	2.5	
公的固定資本形成	28.5	29.1	29.3	30.0	31.0	30.9	30.8	31.0	29.3	30.9	28.9	30.6	
前期比年率%	-2.4	7.5	3.8	9.9	13.3	-1.5	-0.9	2.9					
前年同期比%	-7.6	-3.5	-1.3	4.2	8.9	6.4	4.9	3.5	-1.7	5.7	-5.2	5.9	
公的在庫変動	0.1	-0.6	0.2	0.1	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	-0.1	-0.0	-0.1	0.0	
財貨・サービスの純輸出	-19.5	-28.7	-23.0	-20.6	-7.0	-5.2	-4.3	-5.6	-23.0	-5.5	-21.0	-9.3	
財貨・サービスの輸出	119.2	125.6	127.6	120.5	125.8	130.8	137.2	134.6	123.2	132.2	120.6	128.7	
前期比年率%	39.8	23.4	6.4	-20.6	19.1	16.7	21.1	-7.3					
前年同期比%	19.2	24.2	22.2	9.8	5.4	4.6	7.3	11.8	18.7	7.2	20.4	6.7	
財貨・サービスの輸入	138.7	154.4	150.6	141.1	132.9	136.0	141.5	140.2	146.2	137.7	141.6	137.9	
前期比年率%	64.0	53.6	-9.5	-22.8	-21.4	9.9	16.9	-3.4					
前年同期比%	35.8	46.4	34.6	15.2	-4.2	-11.9	-5.9	-0.6	32.3	-5.8	37.4	-2.6	

(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)

	2024			2025			2026			年度		暦年	
	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)	1-3 (予)	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)	1-3 (予)	2024 (予)	2025 (予)	2024 (予)	2025 (予)	
国内総支出	606.3	612.6	618.5	624.0	628.5	632.5	636.3	639.9	615.3	634.1	609.3	630.2	
前期比年率%	4.0	4.2	3.9	3.6	3.0	2.5	2.4	2.3					
前年同期比%	2.0	2.9	3.8	4.0	3.6	3.3	2.8	2.5	3.2	3.1	3.0	3.4	
国内需要	612.2	618.5	624.1	629.3	633.8	637.7	641.5	645.2	621.0	639.5	615.1	635.5	
前期比年率%	4.1	4.2	3.7	3.4	2.9	2.5	2.4	2.3					
前年同期比%	1.7	3.1	3.9	3.9	3.5	3.1	2.8	2.6	3.2	3.0	2.4	3.3	
民間需要	454.9	460.2	464.7	468.9	472.4	475.2	477.9	480.5	462.2	476.4	457.3	473.5	
前期比年率%	4.6	4.7	4.0	3.6	3.0	2.4	2.3	2.2					
前年同期比%	1.6	3.4	4.4	4.3	3.8	3.2	2.8	2.5	3.4	3.1	2.5	3.5	
民間最終消費支出	330.6	335.1	339.0	342.3	345.1	347.2	349.1	350.8	336.8	348.0	332.8	345.9	
前期比年率%	5.3	5.5	4.7	4.1	3.2	2.4	2.2	2.0					
前年同期比%	2.8	3.8	5.0	4.9	4.4	3.6	3.0	2.5	4.1	3.3	3.2	3.9	
民間住宅投資	22.0	21.9	21.9	21.8	21.7	21.7	21.6	21.5	21.9	21.6	21.9	21.7	
前期比年率%	-0.5	-0.7	-0.9	-1.1	-1.3	-1.4	-1.6	-1.8					
前年同期比%	-1.2	-0.7	-0.1	-0.8	-1.0	-1.1	-1.4	-1.5	-0.7	-1.3	-0.4	-1.1	
民間企業設備投資	101.1	101.9	102.7	103.5	104.3	105.2	106.1	107.0	102.4	105.7	101.4	104.7	
前期比年率%	3.6	3.3	3.0	3.1	3.2	3.3	3.4	3.5					
前年同期比%	2.6	3.2	3.3	3.3	3.2	3.2	3.2	3.4	3.1	3.2	2.5	3.2	
民間在庫変動	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	
公的需要	157.2	158.3	159.3	160.4	161.5	162.5	163.6	164.7	158.8	163.0	157.8	162.0	
前期比年率%	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7					
前年同期比%	2.1	2.1	2.7	2.7	2.6	2.7	2.7	2.7	2.4	2.7	2.1	2.7	
政府最終消費支出	126.0	126.9	127.8	128.6	129.5	130.4	131.3	132.2	127.3	130.8	126.5	129.9	
前期比年率%	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7					
前年同期比%	2.4	2.2	2.7	2.8	2.7	2.8	2.7	2.7	2.5	2.7	2.1	2.7	
公的固定資本形成	31.2	31.4	31.6	31.8	32.0	32.2	32.4	32.6	31.5	32.3	31.3	32.1	
前期比年率%	2.7	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.5	2.5					
前年同期比%	0.6	1.6	2.7	2.4	2.5	2.5	2.4	2.5	1.9	2.5	2.2	2.5	
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	-5.9	-5.9	-5.6	-5.3	-5.3	-5.2	-5.2	-5.3	-5.7	-5.3	-5.8	-5.3	
財貨・サービスの輸出	135.6	136.3	137.3	138.1	139.1	140.1	141.1	142.0	136.8	140.6	136.0	139.6	
前期比年率%	3.1	2.0	2.8	2.6	2.9	2.9	2.8	2.6					
前年同期比%	7.9	4.0	0.1	2.6	2.5	2.9	2.8	2.8	3.5	2.7	5.7	2.7	
財貨・サービスの輸入	141.5	142.2	142.8	143.4	144.4	145.4	146.3	147.3	142.5	145.9	141.7	144.9	
前期比年率%	3.8	1.9	1.7	1.7	2.7	2.7	2.7	2.7					
前年同期比%	6.5	4.6	0.9	2.3	2.0	2.2	2.5	2.7	3.5	2.4	2.8	2.2	

(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)

	2022			2023			2024			年度		暦年	
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	2022	2023	2022	2023	
国内総支出	101.8	101.5	103.0	104.2	105.7	106.6	107.0	107.6	102.6	106.7	102.1	105.9	
前期比%	-0.3	-0.2	1.4	1.2	1.5	0.8	0.4	0.6					
前年同期比%	-0.3	-0.3	1.4	2.3	3.7	5.2	3.8	3.2	0.8	4.0	0.3	3.7	
民間最終消費支出	104.8	105.4	106.1	107.5	108.0	108.7	109.0	109.7	105.9	108.8	105.1	108.3	
前期比%	0.6	0.6	0.6	1.4	0.4	0.7	0.2	0.7					
前年同期比%	2.8	3.0	3.7	3.2	3.0	3.1	2.7	2.1	3.2	2.7	2.9	3.0	
民間住宅投資	119.1	119.5	119.4	118.8	118.6	118.6	118.9	119.2	119.2	118.8	118.7	118.7	
前期比%	1.9	0.4	-0.1	-0.5	-0.2	-0.0	0.2	0.3					
前年同期比%	9.5	6.2	3.6	1.6	-0.4	-0.7	-0.5	0.4	5.1	-0.3	7.1	-0.0	
民間企業設備投資	106.3	107.4	108.5	108.8	109.8	110.8	111.7	111.9	107.8	111.1	106.7	110.2	
前期比%	1.4	1.0	1.0	0.2	1.0	0.9	0.7	0.2					
前年同期比%	4.2	4.6	4.6	3.7	3.3	3.2	2.9	2.9	4.3	3.1	4.2	3.3	
政府最終消費支出	100.5	102.4	103.0	103.3	103.0	103.3	103.8	104.3	102.3	103.5	101.7	103.3	
前期比%	-0.5	2.0	0.5	0.4	-0.4	0.3	0.5	0.5					
前年同期比%	-0.5	1.3	2.0	2.6	2.2	1.0	0.7	0.7	1.4	1.2	1.2	1.6	
公的固定資本形成	111.9	112.7	113.7	114.2	115.3	116.0	116.5	116.8	113.2	116.3	112.2	115.5	
前期比%	1.6	0.7	0.9	0.4	1.0	0.6	0.5	0.3					
前年同期比%	5.4	5.1	4.6	3.6	3.0	2.9	2.5	2.4	4.7	2.7	4.9	3.0	
財貨・サービスの輸出	111.1	114.7	114.9	112.4	113.1	116.5	119.0	118.8	113.3	116.9	111.4	115.4	
前期比%	6.4	3.2	0.1	-2.1	0.6	3.0	2.2	-0.2					
前年同期比%	15.6	17.0	13.6	7.7	1.7	1.7	3.6	5.6	13.4	3.1	14.3	3.6	
財貨・サービスの輸入	128.8	136.8	134.6	128.2	125.2	126.9	129.8	129.2	132.2	127.8	129.2	127.6	
前期比%	11.6	6.2	-1.6	-4.7	-2.4	1.4	2.2	-0.4					
前年同期比%	31.6	32.3	22.2	11.0	-2.6	-7.4	-3.7	0.8	23.8	-3.3	27.4	-1.3	

(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。

## (4-b) デフレーター (2015暦年=100)

	2024			2025			2026			年度		暦年	
	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)	1-3 (予)	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)	1-3 (予)	2024 (予)	2025 (予)	2024 (予)	2025 (予)	
国内総支出	108.3	108.9	109.5	110.1	110.6	111.0	111.4	111.7	109.2	111.1	108.6	110.7	
前期比%	0.6	0.6	0.6	0.5	0.4	0.4	0.3	0.3					
前年同期比%	2.5	2.1	2.4	2.3	2.1	2.0	1.6	1.4	2.3	1.8	2.6	2.0	
民間最終消費支出	110.7	111.6	112.4	113.1	113.8	114.2	114.6	115.0	111.9	114.4	111.1	113.9	
前期比%	0.9	0.8	0.7	0.7	0.5	0.4	0.4	0.3					
前年同期比%	2.5	2.6	3.2	3.1	2.8	2.4	2.0	1.6	2.8	2.2	2.6	2.5	
民間住宅投資	119.7	120.2	120.7	121.1	121.6	122.1	122.5	123.0	120.4	122.3	120.0	121.8	
前期比%	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4					
前年同期比%	1.0	1.3	1.5	1.6	1.5	1.6	1.6	1.6	1.4	1.6	1.1	1.6	
民間企業設備投資	112.2	112.5	112.8	113.1	113.4	113.7	114.0	114.3	112.7	113.9	112.4	113.6	
前期比%	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3					
前年同期比%	2.2	1.5	1.0	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.4	1.1	2.0	1.1	
政府最終消費支出	104.7	105.2	105.7	106.2	106.7	107.2	107.7	108.1	105.4	107.4	105.0	106.9	
前期比%	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5					
前年同期比%	1.9	1.8	1.9	1.9	1.8	1.9	1.8	1.8	1.9	1.8	1.6	1.8	
公的固定資本形成	117.2	117.6	117.9	118.3	118.6	119.0	119.4	119.7	117.8	119.3	117.4	118.9	
前期比%	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3					
前年同期比%	1.7	1.3	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.3	1.2	1.6	1.2	
財貨・サービスの輸出	119.1	119.1	119.2	119.3	119.4	119.4	119.5	119.6	119.2	119.5	119.1	119.4	
前期比%	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1					
前年同期比%	5.3	2.2	0.2	0.4	0.2	0.3	0.2	0.2	2.0	0.2	3.2	0.3	
財貨・サービスの輸入	129.8	130.0	130.2	130.3	130.5	130.7	130.8	131.0	130.1	130.8	129.9	130.6	
前期比%	0.5	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1					
前年同期比%	3.6	2.5	0.4	0.8	0.6	0.5	0.5	0.5	1.8	0.5	1.8	0.6	

(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

	2022			2023			2024			年度		暦年	
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3 (予)	2022	2023 (予)	2022	2023	
1. 前期比%													
実質GDP成長率	1.1	-0.2	0.4	1.1	1.0	-0.8	-0.1	0.1	1.5	1.3	1.0	1.9	
国内需要	1.0	0.3	-0.0	1.5	-0.7	-0.8	-0.3	0.3	2.0	-0.3	1.5	0.9	
民間需要	1.0	0.3	-0.2	1.3	-0.8	-0.8	-0.2	0.3	2.0	-0.6	1.6	0.6	
民間最終消費支出	1.1	0.0	0.1	0.4	-0.4	-0.2	-0.1	0.2	1.5	-0.2	1.2	0.4	
民間住宅投資	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	-0.0	-0.0	0.0	-0.1	0.1	-0.1	0.0	
民間企業設備投資	0.3	0.3	-0.1	0.3	-0.2	-0.1	-0.0	0.1	0.6	-0.1	0.3	0.2	
民間在庫変動	-0.4	0.0	-0.2	0.6	-0.2	-0.5	-0.0	0.0	0.1	-0.2	0.3	-0.1	
公的需要	0.0	0.0	0.2	0.1	0.1	0.0	-0.1	0.1	-0.0	0.3	-0.2	0.3	
政府最終消費支出	0.1	0.0	0.1	0.0	-0.0	0.1	-0.0	0.0	0.3	0.1	0.4	0.2	
公的固定資本形成	-0.1	0.1	0.0	0.1	0.1	-0.1	-0.0	0.0	-0.3	0.2	-0.5	0.1	
公的在庫変動	0.0	-0.1	0.1	-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	0.1	-0.6	0.4	-0.4	1.7	-0.0	0.2	-0.3	-0.5	1.5	-0.5	1.0	
財貨・サービスの輸出	0.4	0.4	0.3	-0.8	0.8	0.2	0.6	-0.3	0.9	0.9	1.0	0.7	
財貨・サービスの輸入	-0.3	-0.9	0.2	0.4	0.9	-0.2	-0.4	0.1	-1.4	0.7	-1.5	0.3	
2. 前年同期比%													
実質GDP成長率	1.5	1.5	0.5	2.6	2.3	1.7	1.0	0.0	1.5	1.3	1.0	1.9	
国内需要	1.6	2.4	1.0	3.0	1.1	-0.1	-0.3	-1.4	2.0	-0.3	1.5	0.9	
民間需要	1.8	2.8	0.9	2.6	0.7	-0.5	-0.5	-1.5	2.0	-0.6	1.6	0.6	
民間最終消費支出	1.5	2.1	0.5	1.7	0.1	-0.1	-0.3	-0.5	1.5	-0.2	1.2	0.4	
民間住宅投資	-0.2	-0.2	-0.1	-0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	-0.1	0.1	-0.1	0.0	
民間企業設備投資	0.2	0.7	0.5	1.0	0.2	-0.2	-0.1	-0.3	0.6	-0.1	0.3	0.2	
民間在庫変動	0.3	0.2	-0.0	0.1	0.2	-0.4	-0.1	-0.7	0.1	-0.2	0.3	-0.1	
公的需要	-0.2	-0.4	0.2	0.4	0.4	0.4	0.1	0.1	-0.0	0.3	-0.2	0.3	
政府最終消費支出	0.3	0.1	0.5	0.3	0.2	0.2	0.0	0.0	0.3	0.1	0.4	0.2	
公的固定資本形成	-0.6	-0.4	-0.3	0.0	0.3	0.2	0.1	0.1	-0.3	0.2	-0.5	0.1	
公的在庫変動	0.0	-0.0	0.0	0.0	-0.0	0.0	-0.1	-0.0	0.0	0.0	0.0	-0.0	
財貨・サービスの純輸出	-0.0	-0.9	-0.5	-0.5	1.2	1.8	1.4	1.4	-0.5	1.5	-0.5	1.0	
財貨・サービスの輸出	0.6	1.1	1.4	0.4	0.8	0.6	0.8	1.1	0.9	0.9	1.0	0.7	
財貨・サービスの輸入	-0.6	-2.0	-1.9	-0.9	0.4	1.2	0.6	0.3	-1.4	0.7	-1.5	0.3	

(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

	2024			2025			2026			年度		暦年	
	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)	1-3 (予)	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)	1-3 (予)	2024 (予)	2025 (予)	2024 (予)	2025 (予)	
1. 前期比%													
実質GDP成長率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.8	1.3	0.4	1.4	
国内需要	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2	0.9	1.1	0.1	1.3	
民間需要	0.3	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.7	0.9	0.0	1.0	
民間最終消費支出	0.2	0.3	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.7	0.6	0.3	0.8	
民間住宅投資	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	
民間企業設備投資	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.3	0.4	0.1	0.4	
民間在庫変動	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.1	-0.0	-0.3	0.0	
公的需要	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.1	0.2	
政府最終消費支出	0.0	0.0	0.0	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	0.0	0.1	0.0	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	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.0	0.1	0.3	0.1	
財貨・サービスの輸出	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.3	0.6	0.5	0.5	
財貨・サービスの輸入	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.4	-0.4	-0.2	-0.4	
2. 前年同期比%													
実質GDP成長率	-0.5	0.8	1.4	1.6	1.5	1.3	1.2	1.0	0.8	1.3	0.4	1.4	
国内需要	-0.2	0.9	1.5	1.5	1.3	1.1	1.0	1.0	0.9	1.1	0.1	1.3	
民間需要	-0.3	0.8	1.3	1.3	1.1	0.9	0.8	0.7	0.7	0.9	0.0	1.0	
民間最終消費支出	0.1	0.6	0.9	0.9	0.8	0.6	0.5	0.4	0.7	0.6	0.3	0.8	
民間住宅投資	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	
民間企業設備投資	0.1	0.3	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3	0.4	0.3	0.4	0.1	0.4	
民間在庫変動	-0.5	-0.0	0.0	0.0	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	-0.1	-0.0	-0.3	0.0	
公的需要	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.2	0.2	0.1	0.2	
政府最終消費支出	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1	0.2	0.1	0.2	
公的固定資本形成	-0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.1	0.0	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	-0.1	-0.0	-0.1	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1	-0.0	0.1	0.3	0.1	
財貨・サービスの輸出	0.5	0.3	-0.0	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5	0.3	0.6	0.5	0.5	
財貨・サービスの輸入	-0.5	-0.4	-0.1	-0.3	-0.3	-0.3	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4	-0.2	-0.4	

(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

	2022			2023			2024			年度		暦年	
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3 (予)	2022	2023 (予)	2022	2023	
<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%	2.7	3.2	1.6	2.3	2.8	2.9	3.2	3.3	2.5	3.1	2.9	2.8	
原油価格 (WTI、\$/bbl)													
前年同期比%	108.5	91.4	82.6	76.0	73.6	82.2	78.5	76.7	89.6	77.8	94.4	77.6	
	64.0	29.7	7.2	-20.0	-32.2	-10.1	-5.0	1.0	16.1	-13.3	38.9	-17.8	
<b>2. 米国経済</b>													
実質GDP (10億ドル、2012年連鎖)													
前期比年率%	21,708	21,851	21,990	22,112	22,225	22,491	22,673	22,735	21,915	22,531	21,822	22,375	
前年同期比%	-0.6	2.7	2.6	2.2	2.1	4.9	3.3	1.1					
	1.9	1.7	0.7	1.7	2.4	2.9	3.1	2.8	1.5	2.8	1.9	2.5	
消費者物価指数 (1982-1984=100)													
前期比年率%	291.7	295.5	298.4	301.2	303.5	306.0	308.1	310.2	296.8	306.9	292.7	304.7	
前年同期比%	10.0	5.3	4.0	3.8	3.0	3.4	2.7	2.7					
	8.6	8.3	7.1	5.8	4.0	3.5	3.2	3.0	7.4	3.4	8.0	4.1	
生産者物価指数 (最終需要、09/11=100)													
前期比年率%	139.0	139.9	140.8	141.1	140.8	142.2	142.1	142.6	140.2	141.9	138.8	141.5	
前年同期比%	12.0	2.5	2.7	0.7	-0.9	4.0	-0.1	1.4					
	11.2	9.0	7.3	4.4	1.2	1.6	0.9	1.1	7.9	1.2	9.5	2.0	
FFレート (期末、%)													
	1.75	3.25	4.50	5.00	5.25	5.50	5.50	5.50	5.00	5.50	4.50	5.50	
10年物国債利回り (%)													
	2.93	3.11	3.83	3.65	3.59	4.15	4.44	4.10	3.38	4.07	2.95	3.96	
<b>3. 日本経済</b>													
名目政府最終消費支出 (兆円)													
前期比年率%	119.3	121.8	123.3	123.9	123.3	124.1	124.5	125.2	122.1	124.2	120.9	123.9	
前年同期比%	0.3	8.5	5.0	2.0	-1.8	2.5	1.3	2.5					
	1.1	1.7	4.1	4.3	3.0	2.0	0.9	0.9	2.8	1.7	2.9	2.5	
名目公的固定資本形成 (兆円)													
前期比年率%	28.5	29.1	29.3	30.0	31.0	30.9	30.8	31.0	29.3	30.9	28.9	30.6	
前年同期比%	-2.4	7.5	3.8	9.9	13.3	-1.5	-0.9	2.9					
	-7.6	-3.5	-1.3	4.2	8.9	6.4	4.9	3.5	-1.7	5.7	-5.2	5.9	
為替レート (円/ドル)													
	129.6	138.4	141.4	132.3	137.4	144.5	147.9	148.7	135.4	144.6	131.4	140.5	
(円/ユーロ)	138.8	139.5	144.2	142.1	149.7	157.3	159.0	160.8	141.2	156.7	138.5	152.0	

(注1) 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。

(注2) 原油価格、為替レートは直近の水準で一定と想定。

## (6-b) 主要前提条件

	2024			2025			2026			年度		暦年	
	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)	1-3 (予)	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)	1-3 (予)	2024 (予)	2025 (予)	2024 (予)	2025 (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%	3.1	2.9	2.8	2.7	2.9	2.8	2.9	2.8	2.9	2.8	3.0	2.8	
<b>原油価格 (WTI、\$/bbl)</b>	79.2	79.2	79.2	79.2	79.2	79.2	79.2	79.2	79.2	79.2	78.6	79.2	
前年同期比%	7.7	-3.7	0.8	3.2	0.0	0.0	0.0	0.0	1.8	0.0	1.3	0.8	
<b>2. 米国経済</b>													
<b>実質GDP (10億ドル、2012年連鎖)</b>	22,774	22,837	22,915	23,016	23,138	23,264	23,395	23,486	22,885	23,321	22,815	23,203	
前期比年率%	0.7	1.1	1.4	1.8	2.1	2.2	2.3	1.6					
前年同期比%	2.5	1.5	1.1	1.2	1.6	1.9	2.1	2.0	1.6	1.9	2.0	1.7	
<b>消費者物価指数 (1982-1984=100)</b>	311.7	313.8	315.7	317.5	319.2	320.9	322.9	323.9	314.7	321.7	312.8	320.2	
前期比年率%	1.9	2.7	2.4	2.4	2.1	2.1	2.5	1.3					
前年同期比%	2.7	2.5	2.5	2.4	2.4	2.3	2.3	2.0	2.5	2.3	2.7	2.3	
<b>生産者物価指数 (最終需要、09/11=100)</b>	143.4	144.3	145.2	146.1	146.9	147.7	148.6	149.2	144.7	148.1	143.9	147.3	
前期比年率%	2.1	2.7	2.5	2.4	2.2	2.2	2.5	1.5					
前年同期比%	1.8	1.5	2.2	2.4	2.5	2.3	2.3	2.1	2.0	2.3	1.7	2.4	
<b>F Fレート (期末、%)</b>	5.25	5.00	4.75	4.50	4.25	4.00	3.75	3.50	4.50	3.50	4.75	3.75	
<b>10年物国債利回り (%)</b>	4.05	3.96	3.87	3.78	3.69	3.60	3.51	3.42	3.92	3.56	4.00	3.65	
<b>3. 日本経済</b>													
<b>名目政府最終消費支出 (兆円)</b>	126.0	126.9	127.8	128.6	129.5	130.4	131.3	132.2	127.3	130.8	126.5	129.9	
前期比年率%	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7					
前年同期比%	2.4	2.2	2.7	2.8	2.7	2.8	2.7	2.7	2.5	2.7	2.1	2.7	
<b>名目公的固定資本形成 (兆円)</b>	31.2	31.4	31.6	31.8	32.0	32.2	32.4	32.6	31.5	32.3	31.3	32.1	
前期比年率%	2.7	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.5	2.5					
前年同期比%	0.6	1.6	2.7	2.4	2.5	2.5	2.4	2.5	1.9	2.5	2.2	2.5	
<b>為替レート (円/ドル)</b>	150.2	150.2	150.2	150.2	150.2	150.2	150.2	150.2	150.2	150.2	149.8	150.2	
(円/ユーロ)	161.9	161.9	161.9	161.9	161.9	161.9	161.9	161.9	161.9	161.9	161.6	161.9	

(注1) 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。

(注2) 原油価格、為替レートは直近の水準で一定と想定。