

2024年2月22日 全12頁

日本経済見通し：2024年2月

2025年度にかけて1%前後のプラス成長と2%インフレを見込む

経済調査部	シニアエコノミスト	神田 慶司
	シニアエコノミスト	久後 翔太郎
	エコノミスト	田村 統久
	エコノミスト	岸川 和馬
	エコノミスト	中村 華奈子

[要約]

- 2023年10-12月期のGDP1次速報の公表を受け、経済見通しを改訂した。メインシナリオにおける実質GDP成長率は2023年度+1.3%、2024年度+0.8%、2025年度+1.3%（暦年ベースでは2024年+0.4%、2025年+1.4%）と見込む。
- 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、国内金利の上振れや円高の急速な進行も考えられる。
- 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（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当社は想定している（2024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。

1. 2025 年度までの実質 GDP 見通し

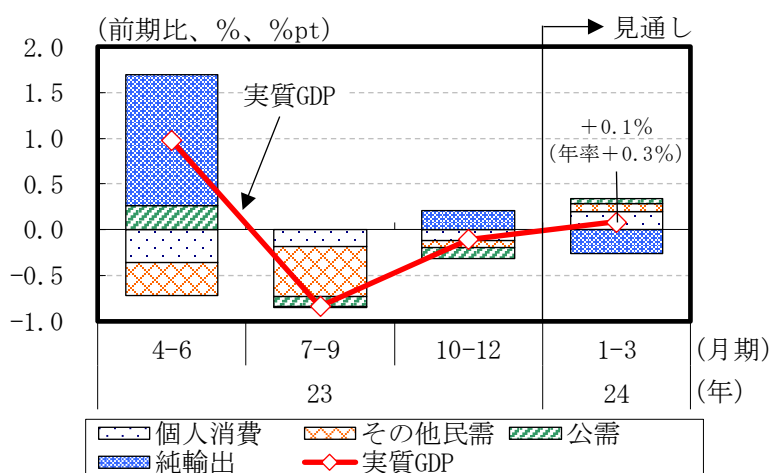
2023 年 10-12 月期の実質 GDP は 2 四半期連続のマイナス成長

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¹。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 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の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。

図表 1：実質 GDP 成長率の実績と見通し



(注) 季節調整値。

(出所) 内閣府統計より大和総研作成

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 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。

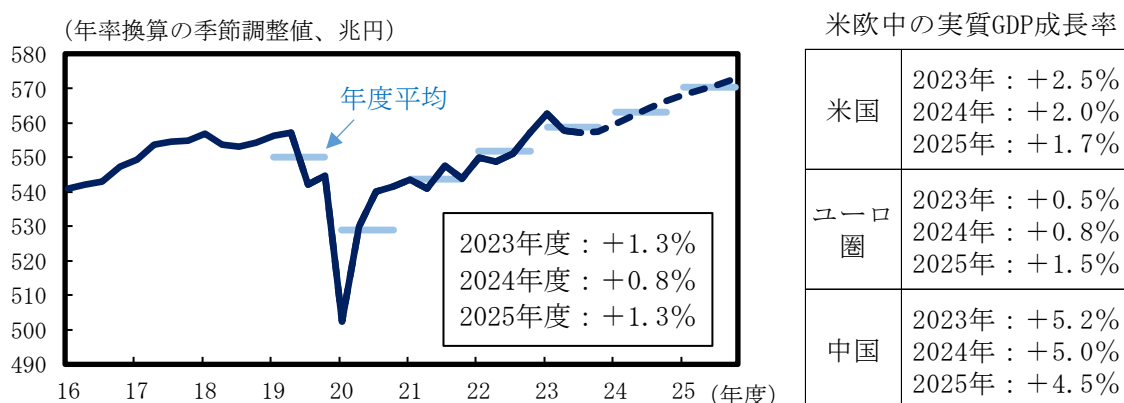
¹ 詳細は、神田慶司・田村統久「[2023 年 10-12 月期 GDP \(1 次速報\)](#)」（大和総研レポート、2024 年 2 月 15 日）を参照。

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²。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。

日本の実質GDP成長率を2024年度+0.8%、2025年度+1.3%と見込む

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

図表2：日本の実質GDP見通し（左）と海外経済の前提（右）



(注) 図中の破線は大和総研による予測値。米欧中の見通しは大和総研の各国担当者の予測に基づく。
(出所) 内閣府、各国統計より大和総研作成

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（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、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0.4%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。

² 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。

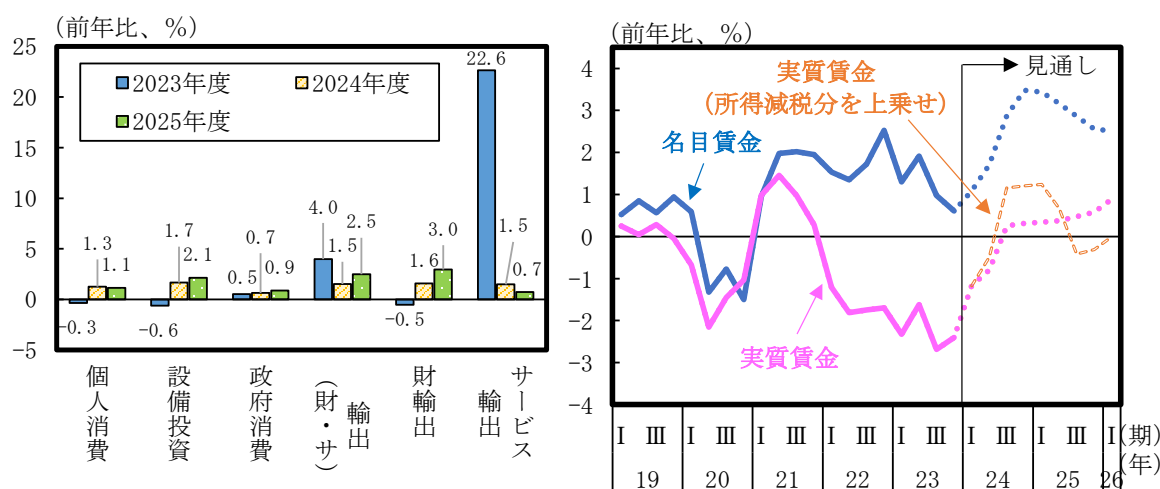
主な需要項目に関しては、**図表 3 左**のような推移を見込んでいる。このうち個人消費は、春闘での大幅な賃上げの継続と物価高の落ち着きなどによる所得環境の改善や、新型コロナウイルス禍（コロナ禍）以降に大幅に積み上がった家計貯蓄の取り崩しなどが予測期間を通じて下支えしよう。2024年度は、夏までの発現を見込む自動車のペントアップ（繰越）需要や、サービス消費の回復、1人あたり4万円の定額減税なども追い風となり、比較的高い伸び率になるとみられる。当社では、実質賃金の前年比は2024年7-9月期にプラスに転換し、その後は同+1%程度まで高まると見込んでいる（**図表 3 右**、背景については**2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

図表4：2025年度までの日本経済のポイント

<p>賃金・物価の循環的上昇</p> <p>○大幅な賃上げの継続 24年春闘での賃上げ率は4%台乗せの可能性（連合集計値で23年は3.58%）、25年も高水準を維持へ。実質賃金は24年7-9月期に前年比でプラスに転じる見込み（25年度末にかけて同+1%程度まで上昇）</p> <p>○インフレの定着 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、インフレ率（生鮮食品・エネルギーを除くCPI）は前年比2%程度で安定する見直し</p> <p>○慢性的な人手不足 「余剰労働力」は足元で低水準にあり、この10年で横ばいだった20~24歳人口は再び減少局面へ。労働供給面から賃上げや省力化投資が促進される一方、サービス業や建設業などの事業活動が抑制される可能性</p>
<p>経済の下支え・押し上げ要因</p> <p>○自動車の挽回生産（受注残の消化） 24年夏まで継続する見込み。家計向けのペントアップ需要（繰越需要）は24年1月末で33万台（0.9兆円）</p> <p>○インバウンド需要の増加 23年12月で19年同月比▲56%だった中国人訪日客の本格回復もあり、訪日外客数（23年で2,507万人）は24年で3,900万人、25年で4,100万人の見込み（実質消費額（23年で4.4兆円）は24年で5.6兆円、25年で6.0兆円）</p> <p>○サービス消費の回復 消費の回復余地は23年10-12月期で2兆円（年率換算額）。実質賃金の上昇すれば回復ペースが加速か</p> <p>○高水準の家計貯蓄 家計金融資産は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）。株価上昇で資産効果が働く可能性も</p> <p>○シリコンサイクル（世界の半導体市況）の回復 24年に回復局面に入り、25年も回復が継続する見込み。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>
<p>財政・金融政策</p> <p>○政府の総合経済対策 今後3年程度で9兆円の実質GDP押し上げ効果。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（24年6月から1年間）</p> <p>○日銀の金融政策 24年4月にYCC撤廃・マイナス金利解除（▲0.1%⇒0.0~0.1%）を実施。緩和的な金融環境を維持しつつ緩やかなペースでの利上げを見込む（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）</p>
<p>経済の主な下振れリスク</p> <p>○米国景気の大規模な悪化（金融引き締め長期化による信用収縮） 米銀行の貸出態度が現水準で推移すると、実質GDPへの影響（年間）は米国で▲0.6%、日本で▲0.4%</p> <p>○中東情勢・ウクライナ情勢の緊迫化 原油価格が150ドル/bblに上昇すると日本の実質GDPへの影響（年間）は▲0.7%程度</p> <p>○中国の過剰債務問題の顕在化 技術の停滞等を背景に中国の資本ストックは2,840兆円過剰（資本係数の長期トレンドからの乖離幅）</p> <p>○米中対立の激化（経済安保リスクの発現など） レアメタル、レアアースなどの重要物資が調達難に。米国による対中投資規制に日本も参加？</p> <p>○国内長期金利の上振れ・円高の急伸 日米両国の金融政策の転換で金利差が縮小。購買力平価（90~120円/ドル程度）が意識されることも</p>

（出所）各種統計より大和総研作成

<賃金・物価の循環的上昇>

高水準の賃上げもあって実質賃金の前年比は2024年7-9月期にプラス転換へ

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³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7**）。

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⁴。2023年に入るとその影響は落ち着いていたが、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⁵）並みの水準まで回復するだろう。

この点、主成分分析⁶によって実質賃金に2-4半期先行する傾向のある指数を作成すると、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年後半に前年比でプラス転換する可能性を示唆している⁷。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実質賃金の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

³ 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。

⁴ 詳細は前回予測を参照。

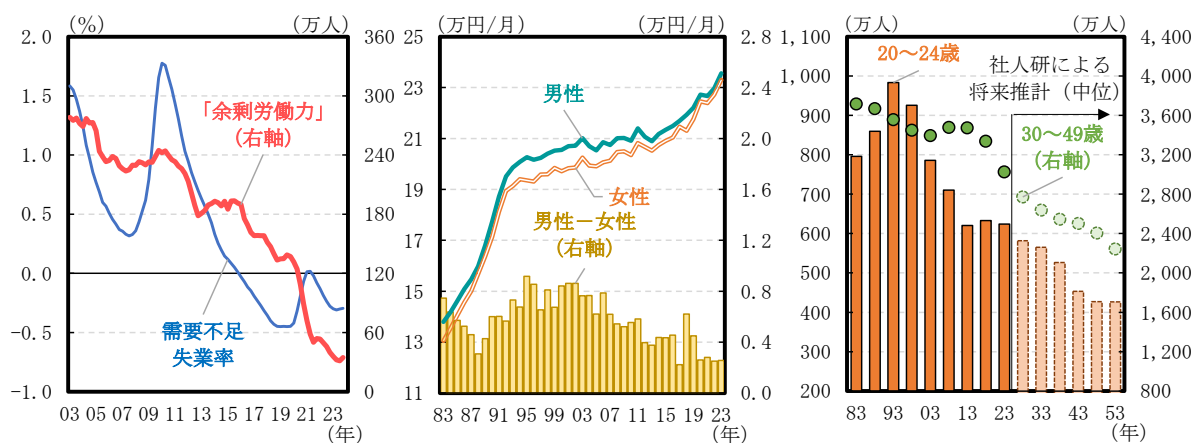
⁵ 労働生産性（就業者1人1時間あたり実質GDP）上昇率は2000～19年で年率+1.0%で、2022年1-3月期から2023年10-12月期の平均上昇率も同程度であった。

⁶ 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。

⁷ 詳細については「[2024年の日本経済見通し](#)」（2023年12月21日）を参照。

万人程度まで減少した（**図表 5 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 5：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 5 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 5 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。

<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⁸、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⁹。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。

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。

⁸ 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。

⁹ 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。

＜経済の主な下振れリスク＞



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、米国景気的大幅な悪化（金融引き締め長期化による信用収縮）、中国の過剰債務問題の顕在化、中東情勢・ウクライナ情勢の緊迫化、米中対立の激化（経済安全保障リスクの発現）、国内の長期金利高・円高の急伸、などが挙げられる。

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懸っている。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。

テールリスクではあるが、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6**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¹⁰）、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6：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 現水準で推移	▲ 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 リーマン・ショック時並みに厳格化	▲ 4.0	▲ 2.9	▲ 5.0	▲ 2.3	▲ 3.6	▲ 4.5
	<中国リスクシナリオ①> 不動産市場が1割超縮小 (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> 銀行貸出が2割減少 (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

¹⁰ 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。

このほか、中東情勢・ウクライナ情勢の緊迫化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。

米中対立の激化については、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。

国内の長期金利は、日銀の金融政策の正常化が進むことで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。

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7**）。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。

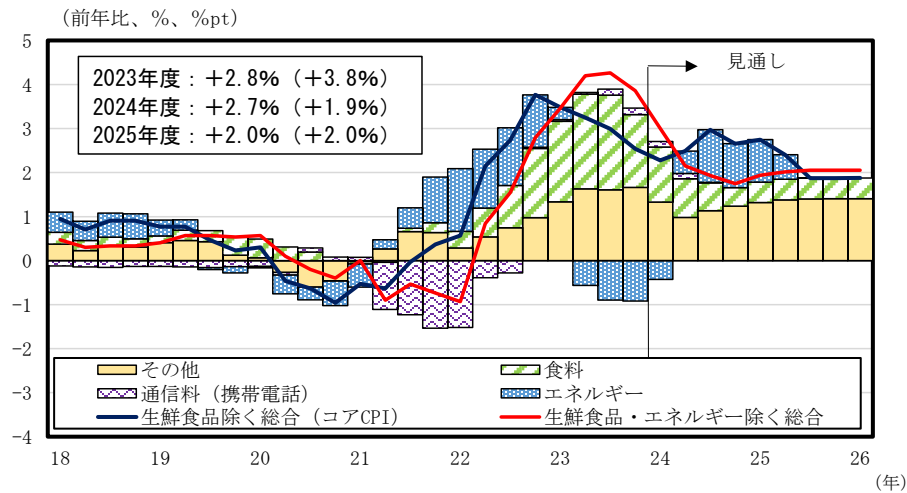
デフレ期には人件費の増加分を販売価格に転嫁することが難しかったが、足元ではこうした状況が改善に向かっている¹¹。前述のように深刻な人手不足は長期化する見込みであり、企業は積極的な賃上げを通じて労働力を確保していく必要がある。人件費の増加を販売価格に転嫁する傾向も続くだろう。

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想定し、この水準が継続した場合のインフレ率を推計すると、日銀が目指す2%の物価安定目標を達成するのは賃上げ率が3%台後半のときだ¹²。2024年の賃上げ率は4%台に乗せる可能性があり、2025年以降も高水準を維持する見込みである。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。

¹¹ 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。

¹² 試算方法の詳細は、久後翔太郎「[『需給要因分解』と『流通過程別の動向』に見るインフレの特徴と金融政策への示唆](#)」（大和総研レポート、2023年6月16日）

図表 7 : 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。

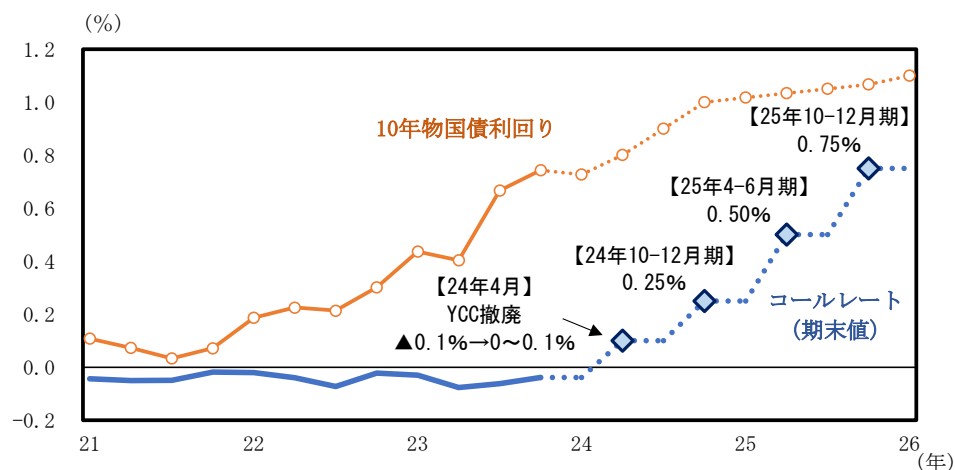
(出所) 総務省統計より大和総研作成

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8)。

図表 8 : 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

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。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¹³。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8**）。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実体経済や金融市場に悪影響を及ぼす。こうした状況を回避し、長期金利の安定化を図るため、日銀はYCC撤廃後も指値オペを残すとみられる。

図表9：日本経済見通し＜第220回日本経済予測（2024年2月21日）＞

	2023			2024				2025				2026	2023	2024	2025
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	年度 (暦年)	年度 (暦年)	年度 (暦年)
実質GDP(年率、兆円)	562.6	557.9	557.3	557.8	560.0	562.4	564.7	566.8	568.4	569.9	571.4	572.8	558.8	563.5	570.6
<前期比、%>	1.0	-0.8	-0.1	0.1	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3			
<前期比年率、%>	4.0	-3.3	-0.4	0.3	1.6	1.8	1.6	1.5	1.1	1.1	1.0	1.0			
<前年同期比、%>	2.3	1.7	1.0	0.0	-0.5	0.8	1.4	1.6	1.5	1.3	1.2	1.0	1.3	0.8	1.3
													(1.9)	(0.4)	(1.4)
民間消費支出(前期比、%)	-0.7	-0.3	-0.2	0.4	0.5	0.6	0.4	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2	-0.3	1.3	1.1
民間住宅投資(前期比、%)	1.8	-0.6	-1.0	0.0	-0.5	-0.6	-0.6	-0.7	-0.7	-0.8	-0.8	-0.9	1.5	-2.0	-2.8
企業設備投資(前期比、%)	-1.4	-0.6	-0.1	0.5	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6	-0.6	1.7	2.1
政府消費支出(前期比、%)	-0.1	0.3	-0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.5	0.7	0.9
公共投資(前期比、%)	2.2	-1.0	-0.7	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	2.9	0.6	1.2
輸出(前期比、%)	3.8	0.9	2.6	-1.7	0.5	0.4	0.6	0.6	0.6	0.7	0.6	0.6	4.0	1.5	2.5
輸入(前期比、%)	-3.6	1.0	1.7	-0.4	0.4	0.4	0.3	0.3	0.5	0.5	0.5	0.5	-2.6	1.7	1.8
名目GDP(前期比年率、%)	10.4	-0.2	1.2	2.7	4.0	4.2	3.9	3.6	3.0	2.5	2.4	2.3	5.3	3.2	3.1
GDPデフレーター(前年同期比、%)	3.7	5.2	3.8	3.2	2.5	2.1	2.4	2.3	2.1	2.0	1.6	1.4	4.0	2.3	1.8
鉱工業生産(前期比、%)	1.4	-1.2	1.3	-0.4	0.4	0.6	0.5	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5	-0.5	1.2	1.9
コアCPI(前年同期比、%)	3.2	3.0	2.5	2.3	2.5	3.0	2.7	2.7	2.4	1.9	1.9	1.9	2.8	2.7	2.0
失業率(%)	2.6	2.7	2.5	2.4	2.4	2.4	2.4	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.5	2.4	2.3
コールレート(期末値、%)	-0.08	-0.06	-0.04	-0.04	0.10	0.10	0.25	0.25	0.50	0.50	0.75	0.75	-0.04	0.25	0.75
10年物国債利回り(%)	0.40	0.67	0.74	0.73	0.80	0.90	1.00	1.02	1.03	1.05	1.07	1.10	0.63	0.93	1.06
前提															
原油価格(WTI、ドル/バレル)	73.6	82.2	78.5	76.7	79.2	79.2	79.2	79.2	79.2	79.2	79.2	79.2	77.8	79.2	79.2
為替レート(円/ドル)	137.4	144.5	147.9	148.7	150.2	150.2	150.2	150.2	150.2	150.2	150.2	150.2	144.6	150.2	150.2

(注) 網掛け部分は大和総研予想。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

¹³ 詳細は「[日本経済見通し：2024年1月](#)」（2023年1月23日）を参照。