

2024年5月23日 全11頁

日本経済見通し：2024年5月

経済見通しを改訂／所得環境の改善などで緩やかな景気回復が継続

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]

- 2024年1-3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2024年度+1.0%、2025年度+1.4%（暦年ベースでは2024年+0.4%、2025年+1.7%）と見込む。
- 春闘賃上げ率の大幅引き上げもあり、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。2023年度で前年比+1.8%だった一般労働者の所定内給与は、2024年度に同+3%台半ばまで高まるとみられる。また、定額減税や自動車の挽回生産、インバウンド需要の増加、高水準の家計貯蓄、シリコンサイクルの回復などが日本経済の下支え・押し上げ要因となるだろう。ただし、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の可能性もある。
- 日本銀行は経済・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だろう。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%（年2回）のペースで利上げを行うと想定している。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。円安の進行で物価の上振れリスクが高まった場合、国債購入ペースの柔軟化または購入額減額を通じ、長期金利を上昇させるとみている。

1. 消費の回復もあって1%程度のプラス成長が継続

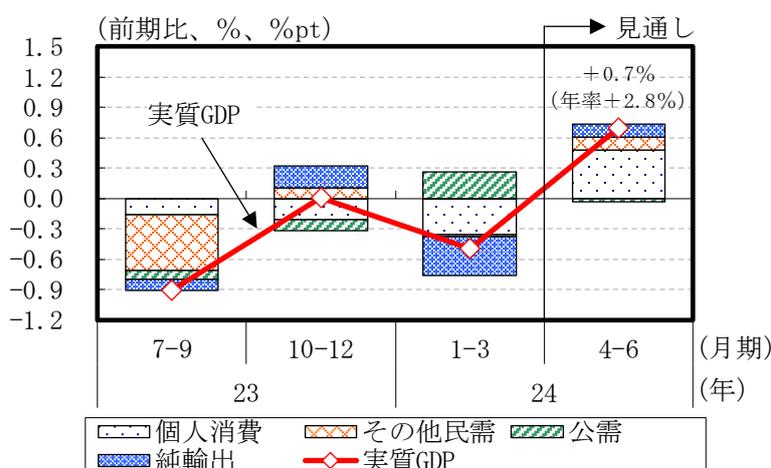
2024年1-3月期の実質GDPは自動車減産等の影響で落ち込むも個人消費に回復の兆し

2024年1-3月期の実質GDP成長率は、1次速報値で前期比年率▲2.0%（前期比▲0.5%）だった¹。認証不正問題に伴う一部自動車メーカーの大幅減産に加え、一部サービス輸出における前期からの反動減という特殊要因がGDP成長率を大きく押し下げた。

1-3月期における自動車の国内販売台数と輸出台数の合計は、2023年10-12月期対比で30万台近く減少した（大和総研による季節調整値を基に算出）。この減少分に平均単価を乗じ、部品などの輸入減の影響を考慮すると、自動車減産による経済損失はGDPベースで0.7兆円程度（成長率への影響は前期比年率▲2%pt程度）と試算される。関連産業への影響などを踏まえると、経済損失はさらに膨らんだ可能性がある。

2024年1-3月期の実質GDPを需要項目別に見ると（**図表1**）、民需関連では在庫変動を除く全ての項目で前期から減少した。公需関連では政府消費と公共投資がいずれも増加した。外需関連では輸出と輸入がともに減少したが、輸出の減少額が輸入のそれよりも大きく、純輸出はマイナスに転じた。

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

このうち個人消費は、4四半期連続で前期比マイナスとなった。「リーマン・ショック」²前後（2008年4-6月期～2009年1-3月期）以来のことだ。だが、2024年1-3月期については自動車減産の影響が大きく、これを除いた消費には回復の兆しが見られる。財・サービス別に見ると、耐久財が前期比▲12.2%だった一方、個人消費の5割超を占めるサービスは同+1.0%と増加に転じ、半耐久財も増加に転じた。非耐久財は同▲0.1%と小幅に減少したが、デフレーターが同2%ほど上昇した中でも底堅く推移したといえる。

¹ 詳細は、神田慶司・田村統久「[2024年1-3月期GDP\(1次速報\)](#)」（大和総研レポート、2024年5月16日）を参照。

² 米国の住宅バブル崩壊で顕在化したサブプライムローン（信用力の低い債務者向けの貸し付け）問題により、2008年秋に世界金融危機が起き、日本を含め世界経済が大不況に陥った。

4-6 月期の実質 GDP は前期比年率+2.8%の見込み

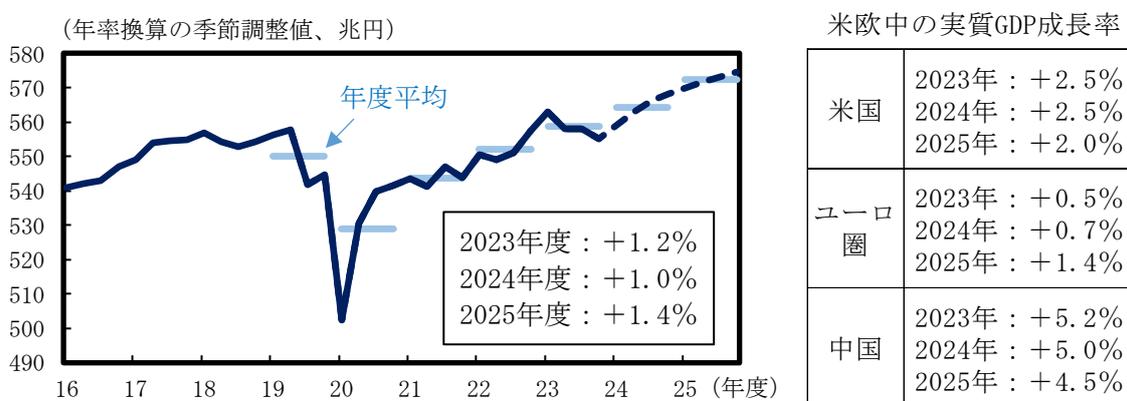
4-6 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率+2.8%（前期比+0.7%）と、自動車の挽回生産や家計の所得環境の改善などもあってプラス成長に転じるとみている（**図表 1**）。

国内の自動車の生産体制は4月中におおむね正常化したことから、4-6 月期は受注残を解消するための挽回生産が見込まれる。これは個人消費、輸出、設備投資の増加要因となる。また、シリコンサイクル（世界半導体市場に見られる循環）の回復局面入りによる半導体関連財輸出の持ち直しもあって、財輸出は増加すると見込まれる。サービス輸出ではインバウンド需要が押し上げるだろう。さらに、春闘賃上げ率の大幅な引き上げや定額減税が家計の所得環境を改善させ、個人消費の回復を後押しすると見込んでいる（次章を参照）。

海外経済見通しの概要 ～物価高・米大統領選・中東情勢・中国不動産不況に注意

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（5月22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

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

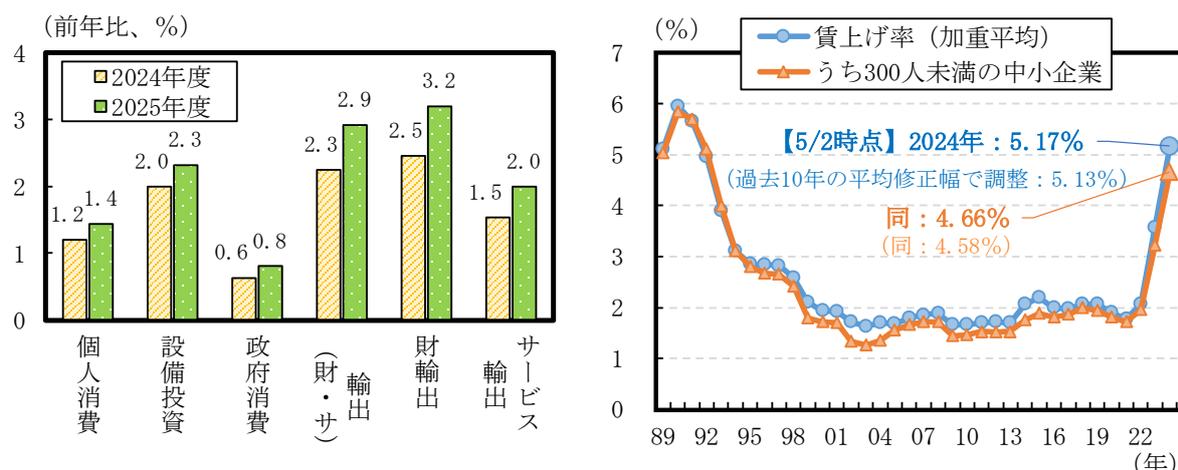
上記の海外経済見通しの下、メインシナリオにおける日本の実質 GDP 成長率は 2024 年度で同+1.0%、2025 年度で同+1.4%と見込んでいる（**図表 2**、暦年ベースでは 2024 年で同+0.4%、2025 年で同+1.7%）。

2024 年度の成長率見通しは 2024 年 3 月 11 日公表の「[第 220 回日本経済予測（改訂版）](#)」（以下、前回予測）から 0.1%pt 引き上げた。2024 年 1-3 月期の実績が自動車減産の影響で前回予想時よりも下振れしたことを受けて、2024 年 4-6 月期以降に想定される反動増の規模が大きくなったことなどが要因だ。2025 年度も前回予測から 0.1%pt 引き上げた。ただし、「成長率のゲ

タ」（各四半期の前期比の伸び率がゼロで達成できる実質 GDP 成長率）を除くと前年比+0.7%と、前回予測と同水準である。個人消費が緩やかに減速する一方で設備投資などが加速し、実質 GDP 成長率は前期比年率+1%程度の成長が続くと見込んでいる。

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。2025 年度の成長率は前年度から総じて高まる見通しだが、これは「成長率のゲタ」によるところが大きい。その影響を除けば、サービス輸出以外の需要項目は 2024 年度から減速する姿を想定している。

図表 3：主な需要項目の見通し（左）、連合が集計した賃上げ率（加重平均）の推移（右）



(注) 左図の「財・サ」は財およびサービス。

(出所) 内閣府統計、日本労働組合総連合会「2024 春季生活闘争 第 5 回回答集計結果について」(2024 年 5 月 8 日) より大和総研作成

このうち個人消費は、春闘での大幅な賃上げの継続などによる所得環境の改善や、新型コロナウイルス禍（以下、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 年度は秋頃にかけて発現する自動車のペントアップ（繰越）需要や、1 人あたり年 4 万円の定額減税なども追い風となるとみられる。

日本労働組合総連合会（連合）が 5 月 8 日に公表した第 5 回回答集計結果によると、2024 年の春闘賃上げ率（定期昇給相当込み）は加重平均で 5.17%と、33 年ぶりの高水準となった（**図表 3 右**）。従業員規模が 300 人未満の中小企業でも 4.66%と、大幅な賃上げが実現する可能性が高い。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%前後で推移すると見込んでいる（詳細は **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などが発現するとみている。人手不足の強まりや、企業の積極的な賃上げに伴う資本の相対価格の低下などを受けて省力化に向けた投資が加速するほか、DX（デジタルトランスフォーメーション）や GX（グリーントランスフォーメーション）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。ただし、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。2024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一方、2025年度以降にはそうした影響が剥落する中で伸びが加速する見込みである。

輸出のうち、財輸出は自動車のペントアップ需要の発現やシリコンサイクルの回復、海外経済の持ち直しなどを背景に増加を続けるとみている。またサービス輸出は、2023年度後半にかけて知的財産権等使用料の上振れやインバウンド消費の回復などを受けて大きく増加した反動から、2024年度の伸びは幾分弱まる。しかし、2025年度はインバウンド消費の堅調な増加などを背景に緩やかに加速しよう。

2. 今後の日本経済のポイント ～実質賃金は2024年7-9月期に上昇へ

2.1 日本経済の主な「下支え・押し上げ要因」と「下振れリスク」

足元の経済状況を踏まえつつ、日本経済の主な下支え・押し上げ要因と下振れリスクをまとめたものが**図表4**である。なお、物価と日本銀行（日銀）の金融政策の見通しについては**3章**で述べる。

<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、「賃上げ・減税等による家計の所得環境の改善」「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」「高水準の家計貯蓄」「シリコンサイクルの回復」の5つが挙げられる。

次節で詳しく述べるように、2024年春闘でのベースアップ（ベア）率の大幅な引き上げを受けて所定内給与を中心に伸び率が高まることにより、実質賃金（＝1人あたり実質雇用者報酬）は2024年7-9月期に前年比でプラスへと転換する見込みである（**後掲図表6右**）。その後は近年の労働生産性の伸び率に相当する年率+1%前後³で推移すると想定している。他方、2024年6月からは1人あたり年4万円の定額減税（所得税と住民税の合計、扶養親族を含む）が実施される。児童手当も同年10月分の支給から拡充される（拡充後の初回の支給は同年12月）⁴。春闘での大幅な賃上げと政府による減税・給付措置は、減少が続く個人消費の回復を力強く後押しするだろう。

生産が需要に追いつかないことで発生した自動車のペントアップ需要は、家計向けで約37万台（約1.0兆円、2024年4月末時点）と推計され⁵、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、受注残を解消するための自動車の挽回生産は2024年秋頃まで継続すると想定している。

³ 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2024年1-3月期の平均上昇率も同程度であった。

⁴ 所得制限が撤廃され、支給期間は高校生年代まで延長される。また、支給額は0～2歳が月1.5万円、3歳～高校生年代が月1万円、第3子以降は年齢を問わず月3万円となる。

⁵ 自動車のペントアップ需要の試算方法は「[第218回日本経済予測（改訂版）](#)」（2023年9月8日）を参照。

図表 4：今後の日本経済の主な「下支え・押し上げ要因」と「下振れリスク」

経済の下支え・押し上げ要因
<p>○賃上げ・減税等による家計の所得環境の改善 春闘でのベア率の大幅引き上げなどを受け、実質賃金の前年比は24年7-9月期に上昇基調に転じる見込み。 1人あたり年4万円の定額減税が同年6月から実施され、同年10月分（12月支給）からは児童手当が拡充</p> <p>○自動車の挽回生産（受注残の消化） 24年秋頃まで継続する見込み。家計向けのペントアップ需要（線越需要）は24年4月末で37万台（1.0兆円）</p> <p>○インバウンド需要の増加 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3,800万人、25年で4,300万人の見込み（実質消費額（23年で4.4兆円）は24年で6.5兆円、25年で7.0兆円）</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12月末までに+256兆円（うち現預金は同+120兆円）。株価上昇で資産効果が動く可能性も</p> <p>○シリコンサイクル（世界の半導体市況）の回復 24年に回復局面に入ったシリコンサイクルは、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>
経済の下振れリスク
<p>○米国の金融引き締めが長期化（利下げ見送りで想定外の景気悪化） 米銀行の貸出態度が現水準（24年4月時点）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>○米国大統領選でトランプ氏が再選 関税の大幅引き上げや移民規制の強化などにより、米景気の大規模悪化とインフレ再加速の可能性</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▲0.6%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

中国人訪日客数は直近の2024年4月で2019年同月比▲27%と依然として低水準にある。だが季節調整値で見れば、「処理水問題」⁶の影響で落ち込んだ2023年10月を除き、同年2月から前月比で増加を続けている（2024年1~4月平均で前月比+10%程度、当社による季節調整値）。今後は中国人訪日客の本格回復や円安の効果もあり、2023年で2,507万人だった訪日外客数は2024年で3,800万人程度、2025年は4,300万人程度まで増加すると見込んでいる。

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、2019年12月末から直近の2023年12月末までに256兆円（うち現預金は同120兆円）増加した。株価は高値圏で推移しており、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

⁶ 2023年8月に東京電力福島第一原子力発電所にたまる処理水が海洋放出されたことで日中関係が悪化した問題。

荷・在庫バランスは改善傾向にある。2024年に回復局面に入ったシリコンサイクルは、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。

<経済の下振れリスク>

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、「米国の金融引き締めが長期化（利下げ見送りで想定外の景気悪化）」「米国大統領選でトランプ氏が再選」「中東情勢・ウクライナ情勢の緊迫化」「中国の過剰債務問題の顕在化」「米中対立の激化（経済安全保障リスクの発現など）」「国内の長期金利の上振れ・円高の急伸」などが挙げられる。

このうち「米国大統領選でトランプ氏が再選」（いわゆる「トランプ・リスク」）については、「[第221回日本経済予測](#)」（2024年5月22日）を、その他のリスク要因の詳細については前回予測を参照されたい。

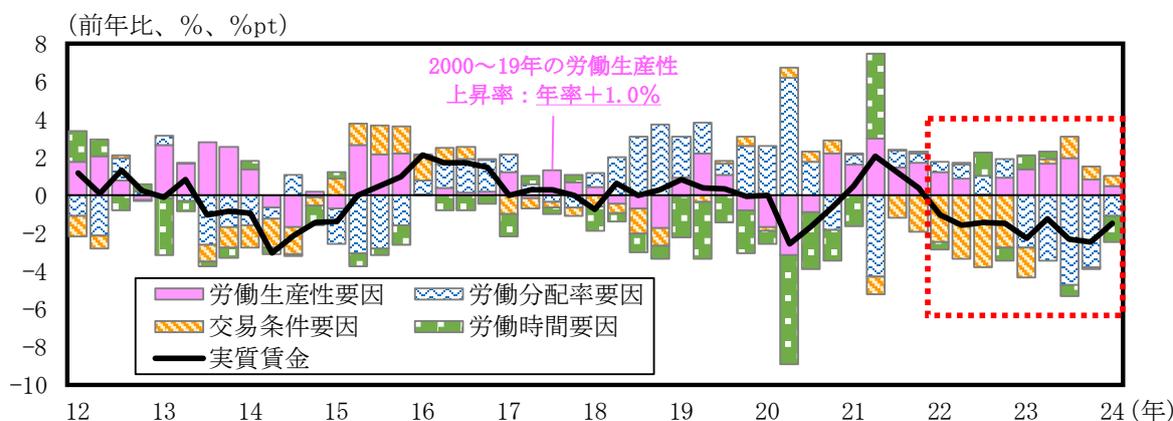
2.2 大幅なベースアップで加速するマクロの賃金上昇率

労働分配率の低下による実質賃金の下押し圧力は足元で大きく緩和

前述のように、2024年の春闘賃上げ率は33年ぶりの高水準となりそうだ。実質賃金の前年比は2022年初めからマイナス圏で推移し、個人消費の重しとなってきた。今回の企業の積極的な賃上げは家計の所得環境をどの程度改善させるのかが当面の注目点だ。

そこでまず、実質賃金（1人あたり実質雇用者報酬）が下落した背景を整理するため、前年比変化率を、①労働生産性要因、②労働分配率要因、③交易条件要因、④労働時間要因、の4つに分解すると（**図表5**）、2022年の主な押し下げ要因は交易条件の悪化であった。交易条件は2023年に押し上げ要因へと転じたが、代わって実質賃金を押し下げたのが労働分配率要因である。実質賃金の前年比変化率に対する寄与度は一時▲4%pt超に達した。

図表5：実質賃金（1人あたり実質雇用者報酬）の要因分解



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

(出所) 内閣府、総務省、厚生労働省統計より大和総研作成

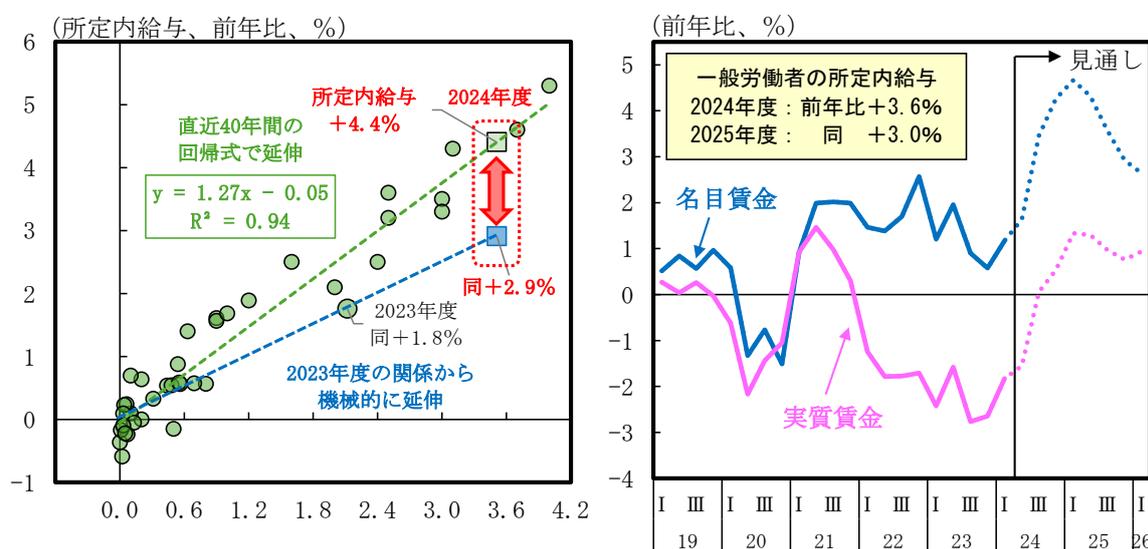
もつとも、労働分配率要因による実質賃金の下押し圧力は足元で落ち着きつつある。深刻化する人手不足や物価情勢などを考慮して積極的に賃上げを行う企業は増加傾向にあり、労働分配率はいずれ下げ止まると考えられる⁷。

所定内給与は前年比3%台半ばまで上昇し、実質賃金は2024年7-9月期に前年比プラスへ

春闘での賃上げによるマクロの賃金上昇率への影響を検討する際には、定期昇給分を除くベアに着目する必要がある。定期昇給とは一般に、年功型の賃金カーブに沿う形で毎年一定程度賃金を引き上げることを指す。そのため、年齢や勤続年数ごとの人員構成が一定である場合には、定期昇給を実施しても企業の支払う給与総額は増加しない。これに対してベアは、賃金カーブ全体を上方に引き上げる。企業の支払う給与総額を増額させ、マクロの賃金を直接的に押し上げる。

実際、ベアは一般労働者（＝フルタイム労働者）の賃金上昇に大きく寄与してきた。図表6左で示した散布図は、直近40年間（1984～2023年度）のベア率と一般労働者の所定内給与の前年比をプロットしたものである。ここでは、2014年度以前のベア率として厚生労働省「賃金事情等総合調査」を、2015年度以降として連合集計値を参照した。また、1993年度以前の所定内給与の前年比を厚生労働省「賃金構造基本統計調査」、1994年度以降を同「毎月勤労統計調査」から算出した。

図表6：ベア率と一般労働者の所定内給与の伸び率（左）、1人あたり雇用者報酬の見通し（右）



(注) 左図のベア率のベースアップ率は2014年度まで厚生労働省「賃金事情等総合調査」、2015年度以降は日本労働組合総連合(連合)集計値。所定内給与は一般労働者で、前年比は1993年度まで厚生労働省「賃金構造基本統計調査」、1994年度以降は同「毎月勤労統計調査」より算出。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、内閣府統計、日本労働組合総連合会資料より大和総研作成

⁷ 詳細は「[第221回日本経済予測](#)」(2024年5月22日)の第3章を参照。

2024年春闘におけるベア率は第5回集計時点で3.57%であり、最終的には3.5%程度となる可能性が高い。この値を直近40年間の回帰式に当てはめると、2024年度の一般労働者の所定内給与は前年比+4.4%と2023年度と同+1.8%から大きく加速する。

ただし、2023年度の実績値は回帰線から下振れしており、連合が集計対象としていない中小企業ではベアの実施に慎重だったことなどが推察される。そこで、2023年度のベア率と所定内給与の伸び率の比率から機械的に延伸すると、2024年度の所定内給与は同+2.9%となる。足元では賃金と物価の循環的上昇が十分とはいえないものの、価格転嫁が進みやすくなっており、中小企業でもベアが広がったことに鑑みれば、2024年度の所定内給与の伸び率は2つのケースの間で着地するとみられる。2つの試算値の中間にあたる前年比+3%台半ばが2024年度の目安となりそうだ。

そこで当社では、2024度における一般労働者の所定内給与を前年比+3.6%と見込んだ。さらに2025年度は同+3.0%で高止まりするとみている。物価上昇率の低下が賃上げ率の押し下げ要因となる一方、前回予測で述べたように、人口減少が中長期的に続く見通しのもとで企業間の人材獲得競争は厳しさを増しつつあるからだ。また、次章で示す物価上昇率見通しを反映した実質賃金(1人あたり実質雇用者報酬)は**図表6右**のように推移すると見込んでいる。2024年7-9月期には前年比でプラスへと転換し、その後は近年の労働生産性の伸び率に相当する+1%前後で推移するだろう。

3. 物価・金融政策の見通し

新コアコア CPI は 2024、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、2024年度で同+3.1%、2025年度で同+2.4%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、2024、25年度とも同+2.2%の見込みだ。

輸入物価の急騰はすでに一巡しており、これまでの物価上昇の主因であった中間投入コストの増加(日銀の整理⁸でいう「第一の力」)については、徐々にペースが鈍化していく見込みだ。鈍化ペースがとりわけ2024年度前半に速まることで、**図表7**で基調的な物価の動きを示す「その他」の上昇率が低下するとみている。他方、春闘での大幅な賃上げを受け、企業が人件費の増加分を販売価格に転嫁する動き(いわゆる「第二の力」)は2023年よりも広まるだろう。2024年度の中頃からは「第二の力」が強まり、基調的なインフレ率は高まっていくだろう。

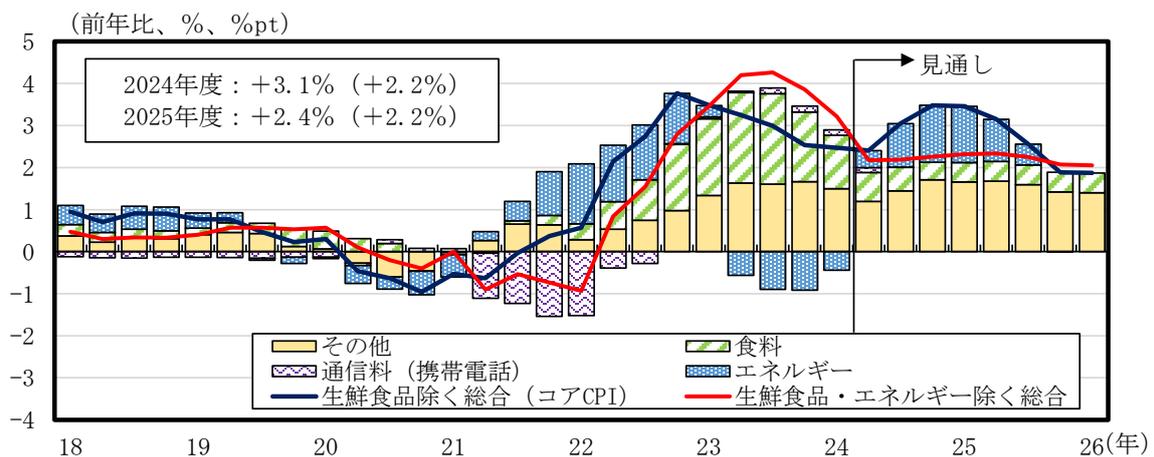
エネルギー関連では、燃料油価格激変緩和対策事業(いわゆるガソリン補助金)は延長されたが、その期限は本稿執筆時点では未定である。同事業の実施期間中はコア CPI 上昇率を押し下げ続ける一方、翌年は裏の影響で押し上げ要因となる。加えて、2024年5月末で終了する電気・

⁸ 植田和男「[最近の金融経済情勢と金融政策運営-大阪経済4団体共催懇談会における挨拶-](#)」、2023年9月25日。

ガス価格激変緩和対策事業による裏の影響や、2024年度の再生可能エネルギー発電促進賦課金単価の引き上げも物価の押し上げ要因となる。

2025年度には賃金・物価の循環的な上昇が定着することで、新コアコアCPIは前年比+2%程度の水準で安定的に推移するとみている。

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。ガソリン補助金は2024年9月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

日銀は緩和的な金融環境を維持しつつ、緩やかなペースで利上げを進める見込み

当社では、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。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%（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）。

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⁹。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。

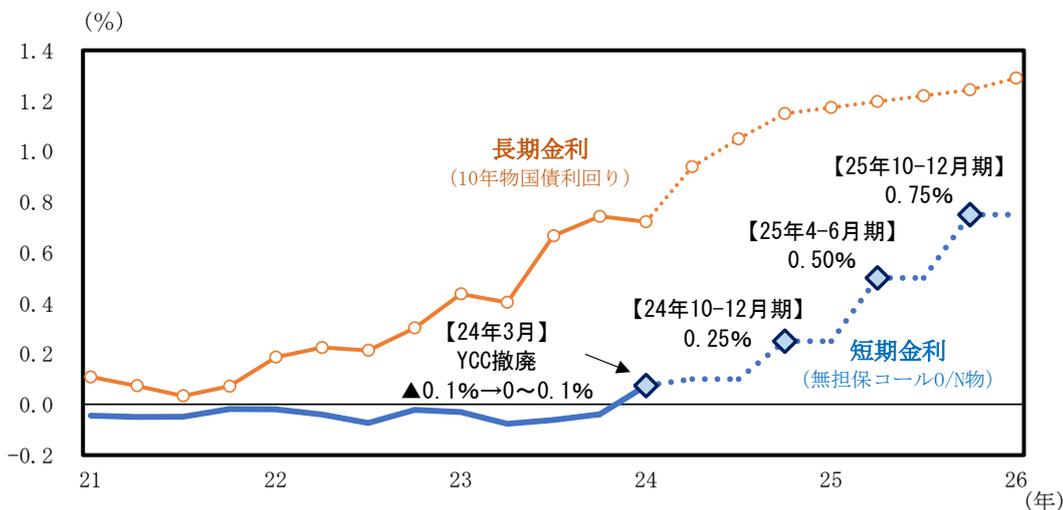
10年物国債利回り（長期金利）は予測期間の終盤に1.20%程度まで上昇すると見込んでいる（図表8）。日銀が利上げを進めることが長期金利の押し上げ要因になる。一方、米国では2024年7-9月期からFRBが利下げを開始すると想定される。米国長期金利は緩やかに低下していく見込みであり、日本の長期金利に下押し圧力がかかるだろう。

当面の金融政策運営に関わるリスクとしては円安の進行によるインフレ率の上振れが挙げられる。こうしたリスクが顕在化した場合、日銀が採用し得る手段としては、国債購入ペースの柔軟化または購入額の減額によって、長期金利を上昇させることが考えられる。為替レートは、日米の短期金利差よりも長期金利差との連動性が高いことが知られている。また、短期金利と比

⁹ 詳細は「第220回日本経済予測（改訂版）」（2024年3月11日）を参照。

較して長期金利の上昇が实体经济に与える影響は小さい¹⁰。このため、短期金利を引き上げるよりも、長期金利の上昇を促す方が、景気への悪影響を抑えつつ効果的に円安圧力を緩和することができる。

図表 8：日本の長短金利の見通し



(注) 長期金利は期間平均値で、短期金利は期末値。
 (出所) 財務省、日本銀行統計より大和総研作成

図表 9：日本経済見通し<第 220 回日本経済予測 (2024 年 5 月 22 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)	563.1	558.0	558.0	555.3	559.1	563.0	566.1	568.2	570.0	571.6	573.0	574.5	558.8	564.3	572.5
<前期比、%>	1.0	-0.9	0.0	-0.5	0.7	0.7	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3			
<前期比年率、%>	4.1	-3.6	0.0	-2.0	2.8	2.8	2.2	1.5	1.3	1.1	1.0	1.0			
<前年同期比、%>	2.3	1.6	1.2	-0.2	-0.7	0.9	1.5	2.3	1.9	1.5	1.2	1.1	1.2	1.0	1.4
民間消費支出(前期比、%)	-0.7	-0.3	-0.4	-0.7	0.9	0.9	0.7	0.5	0.3	0.2	0.2	0.2	-0.6	1.2	1.4
民間住宅投資(前期比、%)	1.8	-0.9	-1.4	-2.5	0.0	-0.1	-0.3	-0.5	-0.6	-0.6	-0.7	-0.7	0.6	-3.1	-2.1
企業設備投資(前期比、%)	-1.7	-0.2	1.8	-0.8	0.8	0.7	0.6	0.5	0.5	0.6	0.6	0.7	0.4	2.0	2.3
政府消費支出(前期比、%)	-0.1	0.3	-0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.5	0.6	0.8
公共投資(前期比、%)	2.2	-0.3	-0.2	3.1	-1.6	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	4.1	0.8	1.0
輸出(前期比、%)	3.8	0.3	2.8	-5.0	2.8	1.6	1.1	0.6	0.7	0.6	0.5	0.4	3.0	2.3	2.9
輸入(前期比、%)	-3.6	0.9	1.8	-3.4	2.2	1.2	0.9	0.6	0.6	0.5	0.4	0.3	-3.3	2.2	2.3
名目GDP(前期比年率、%)	10.7	-0.6	2.7	0.4	4.4	5.3	4.5	3.5	3.1	2.6	2.3	2.0	5.3	3.2	3.2
GDPデフレーター(前年同期比、%)	3.7	5.2	3.9	3.6	2.5	2.2	2.2	2.0	2.1	1.9	1.6	1.4	4.1	2.2	1.7
鉱工業生産(前期比、%)	1.2	-1.4	1.1	-5.1	4.0	1.6	1.0	0.4	0.3	0.4	0.5	0.5	-1.9	1.9	2.1
コアCPI(前年同期比、%)	3.2	3.0	2.5	2.5	2.4	3.0	3.5	3.5	3.2	2.6	1.9	1.9	2.8	3.1	2.4
失業率(%)	2.6	2.6	2.5	2.5	2.5	2.5	2.4	2.4	2.3	2.3	2.3	2.3	2.6	2.4	2.3
コールレート(期末値、%)	-0.08	-0.06	-0.04	0.07	0.10	0.10	0.25	0.25	0.50	0.50	0.75	0.75	0.07	0.25	0.75
10年物国債利回り(%)	0.40	0.67	0.74	0.72	0.94	1.05	1.15	1.17	1.20	1.22	1.24	1.29	0.63	1.08	1.24
前提															
原油価格(WTI、ドル/バレル)	73.6	82.2	78.5	76.9	81.2	79.8	79.8	79.8	79.8	79.8	79.8	79.8	77.8	80.1	79.8
為替レート(円/ドル)	137.4	144.5	147.9	148.5	155.2	156.3	156.3	156.3	156.3	156.3	156.3	156.3	144.6	156.0	156.3

(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

¹⁰ 詳細は「[第 219 回日本経済予測 \(改訂版\)](#)」(2023 年 12 月 8 日) を参照。