

2024年8月21日 全73頁

## 第222回日本経済予測

副理事長 兼 専務取締役	調査本部長	熊谷 亮丸
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	末吉 孝行
	シニアエコノミスト	佐藤 光
	シニアエコノミスト	吉田 亮平
	シニアエコノミスト	久後 翔太郎
	主任研究員	新田 堯之
	エコノミスト	山口 茜
	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
	研究員	石川 清香
金融調査部	主任研究員	是枝 俊悟

## 第222回日本経済予測

不安定化する外部環境の下で日本経済の成長は続くか

①米国景気・円高、②金利上昇リスク、③少子化対策、  
を検証

実質 GDP: 2024年度+0.9%、2025年度+1.3%  
(暦年ベース 2024年+0.1%、2025年+1.6%)  
名目 GDP: 2024年度+3.3%、2025年度+2.8%

## 第 222 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+0.9%、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 24 年度+0.9%、25 年度+1.3%(暦年ベースでは 24 年+0.1%、25 年+1.6%)と見込む。春闘での高水準の賃上げ継続などにより、実質賃金は 24 年 7-9 月期以降も上昇が続こう。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。当面は定額減税の効果や自動車の挽回生産が見込まれるほか、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が予測期間中の日本経済を下支えしたり、押し上げたりしよう。ただし、米国などの海外経済の下振れリスクには警戒が必要で、円高が進行する可能性もある。
- (2) **日銀の金融政策:**日銀は経済・物価・金融情勢を注視しつつ、25 年 1-3 月期に短期金利を 0.50%に引き上げ、その後は半年に一度程度のペースで 0.25%pt の追加利上げを行うと想定している。ただし、実質短期金利が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。日銀の国債買入れ減額による長期金利への影響は当面の間は限定的とみられる。
- (3) **論点①:米国景気リスクと円高・株安の影響は?:**代表的な景気指標や株式市場、家計・企業のバランスシートなどからは、米国景気は底堅いと判断される。ただし、労働市場のミスマッチの改善が進まなければ、失業率の上昇が続いても利下げが十分に進まず、景気後退を招く可能性がある。一方、10 円程度の円高ドル安であれば、日本経済への影響は大きくないとみられる。株安による逆資産効果には注意が必要だが、近年の日本の実質輸出などは為替相場に反応しづらくなっており、就業者数ベースで見た「適温」な為替相場は 1 ドル 130 円台だろう。米国の景気後退と 10 円の円高ドル安が同時に発現すると、2024 年度の実質 GDP 成長率は 0.9%pt、2025 年の春闘賃上げ率は 0.1%pt、それぞれ低下すると試算される。
- (4) **論点②:国債需給に見る 2040 年までの金利上昇リスクと経済への影響:**日銀の国債買入れ減額が長期金利を直接的に押し上げる度合いは小さい。だが、中長期的には海外保有比率の上昇によるリスクプレミアムの拡大が長期金利の上昇要因となる。プレミアム拡大により、2040 年時点で長期金利は 7%程度まで上昇し、実質 GDP はベンチマーク比 6.5%程度下押しされる可能性がある。金利上昇で企業部門では経常利益が減少し、製造業よりも非製造業、大企業よりも中小企業で悪影響が大きく表れる。家計部門では純利息収入が増加するが、その恩恵は金融資産を多く保有する高齢層に集中する。
- (5) **論点③:「次元の異なる少子化対策」の効果検証:**2017 年度以後の出生率の低下幅の約 4 割は有配偶出生率低下の寄与度によるもので、出生率の回復には有配偶出生率の回復が欠かせない。被保険者女性は出産年齢のピークが 30 代前半にあり、子どもをもう 1 人持つための時間的猶予が短い。仕事と子育ての両立支援を進める政府施策も有効だが、これに加え、第一子出産後早期に第二子を持つ者を支援する「スピード・プレミアム」の導入が効果的だ。当社試算では現金給付が出生率にプラスの効果を持つのは、女性が被扶養者で一定所得以下の世帯に限られた。こうした世帯にピンポイントで支援を行える在宅育児手当の導入は、費用対効果が高い少子化対策といえよう。

### 【主な前提条件】

- (1) 名目公共投資:24 年度+3.6%、25 年度+1.7%
- (2) 為替レート:24 年度 149.8 円/ドル、25 年度 146.6 円/ドル
- (3) 原油価格(WTI):24 年度 76.5 ドル/バレル、25 年度 74.4 ドル/バレル
- (4) 米国実質 GDP 成長率(暦年):24 年+2.6%、25 年+1.9%

## 第222回日本経済予測（2024年8月21日）

	2023年度	2024年度	2025年度	2023暦年	2024暦年	2025暦年
		(予測)	(予測)		(予測)	(予測)
<b>1. 主要経済指標</b>						
名目GDP成長率	4.9	3.3	2.8	5.5	2.8	3.4
実質GDP成長率（2015暦年連鎖価格）	0.8	0.9	1.3	1.7	0.1	1.6
内需寄与度	-0.6	1.1	1.2	0.7	0.1	1.3
外需寄与度	1.4	-0.2	0.2	1.0	-0.0	0.3
GDPデフレーター	4.0	2.4	1.5	3.8	2.7	1.7
鉱工業生産指数上昇率	-1.9	1.2	2.5	-1.3	-1.5	3.8
第3次産業活動指数上昇率	1.4	1.8	1.0	1.9	1.3	1.4
国内企業物価上昇率	2.3	2.3	1.9	4.2	1.9	1.9
消費者物価上昇率（生鮮食品除く総合）	2.8	2.4	2.1	3.1	2.4	2.2
失業率	2.6	2.5	2.3	2.6	2.5	2.3
コールレート（期末値）	0.07	0.50	1.00	-0.04	0.25	0.75
10年物国債利回り	0.63	1.03	1.30	0.56	0.93	1.23
国際収支統計						
貿易収支（兆円）	-3.7	-3.9	-3.4	-6.5	-4.9	-3.7
経常収支（億ドル）	1,735	1,850	1,912	1,522	1,718	1,867
経常収支（兆円）	25.1	27.7	28.0	21.4	25.8	27.4
対名目GDP比率	4.1	4.5	4.4	3.6	4.2	4.3
<b>2. 実質GDP成長率の内訳</b> (括弧内は寄与度、2015暦年連鎖価格)						
民間消費	-0.6 (-0.3)	1.3 (0.7)	1.2 (0.7)	0.6 (0.3)	0.2 (0.1)	1.7 (0.9)
民間住宅投資	0.3 (0.0)	-2.5 (-0.1)	-2.3 (-0.1)	0.9 (0.0)	-3.3 (-0.1)	-1.9 (-0.1)
民間設備投資	0.3 (0.1)	2.2 (0.4)	2.0 (0.4)	2.1 (0.4)	1.4 (0.2)	2.0 (0.3)
政府最終消費	-0.5 (-0.1)	0.6 (0.1)	0.8 (0.2)	0.0 (0.0)	0.4 (0.1)	0.8 (0.2)
公共投資	0.7 (0.0)	1.1 (0.1)	0.5 (0.0)	1.7 (0.1)	-0.9 (-0.0)	1.1 (0.1)
財貨・サービスの輸出	2.8 (0.6)	1.5 (0.3)	2.8 (0.6)	3.0 (0.6)	0.4 (0.1)	3.8 (0.9)
財貨・サービスの輸入	-3.2 (0.8)	2.2 (-0.5)	2.0 (-0.5)	-1.4 (0.4)	0.4 (-0.1)	2.5 (-0.6)
<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	3.0	2.9	2.8	3.1	2.8
原油価格 (WTI、\$/bbl)	77.8	76.5	74.4	77.6	77.2	74.4
<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	2.4	1.9	2.5	2.6	1.9
米国の消費者物価上昇率	3.5	2.8	2.4	4.1	2.9	2.5
<b>(3) 日本経済</b>						
名目公共投資	3.7	3.6	1.7	4.9	1.9	2.4
為替レート (円/ドル)	144.6	149.8	146.6	140.5	150.3	146.6
(円/ユーロ)	156.8	164.4	162.5	152.0	164.1	162.5

(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 (8月21日)		前回予測 (6月10日)		前回との差	
	2024年度	2025年度	2024年度	2025年度	2024年度	2025年度
<b>1. 主要経済指標</b>						
名目GDP成長率	3.3	2.8	3.2	3.2	0.2	-0.4
実質GDP成長率 (2015暦年連鎖価格)	0.9	1.3	0.9	1.5	-0.0	-0.2
内需寄与度	1.1	1.2	0.9	1.4	0.1	-0.2
外需寄与度	-0.2	0.2	-0.0	0.1	-0.1	0.0
GDPデフレーター	2.4	1.5	2.3	1.7	0.2	-0.2
鉱工業生産指数上昇率	1.2	2.5	1.4	2.4	-0.2	0.2
第3次産業活動指数上昇率	1.8	1.0	1.6	1.1	0.2	-0.1
国内企業物価上昇率	2.3	1.9	2.1	2.2	0.2	-0.3
消費者物価上昇率 (生鮮食品除く総合)	2.4	2.1	3.0	2.3	-0.6	-0.3
失業率	2.5	2.3	2.4	2.3	0.0	0.0
コールレート (期末値)	0.50	1.00	0.25	0.75	0.25	0.25
10年物国債利回り	1.03	1.30	1.11	1.28	-0.08	0.02
国際収支統計						
貿易収支 (兆円)	-3.9	-3.4	-3.8	-3.4	-0.2	0.0
経常収支 (億ドル)	1,850	1,912	1,928	2,005	-78	-93
経常収支 (兆円)	27.7	28.0	30.0	31.2	-2.3	-3.2
対名目GDP比率	4.5	4.4	4.9	4.9	-0.4	-0.5
<b>2. 実質GDP成長率の内訳 (2015暦年連鎖価格)</b>						
民間消費	1.3	1.2	1.1	1.5	0.1	-0.2
民間住宅投資	-2.5	-2.3	-3.1	-2.1	0.6	-0.2
民間設備投資	2.2	2.0	2.0	2.3	0.2	-0.3
政府最終消費	0.6	0.8	0.6	0.8	0.0	0.0
公共投資	1.1	0.5	0.7	1.0	0.4	-0.5
財貨・サービスの輸出	1.5	2.8	2.1	3.0	-0.7	-0.1
財貨・サービスの輸入	2.2	2.0	2.2	2.3	-0.0	-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	3.0	2.9	2.9	2.8	0.1	0.0
原油価格 (WTI、\$/bbl)	76.5	74.4	76.6	75.6	-0.0	-1.2
<b>(2) 米国経済</b>						
米国の実質GDP成長率 (2012暦年連鎖価格)	2.4	1.9	2.1	1.9	0.2	-0.0
米国の消費者物価上昇率	2.8	2.4	3.0	2.3	-0.2	0.0
<b>(3) 日本経済</b>						
名目公共投資	3.6	1.7	2.6	2.3	1.0	-0.6
為替レート (円/ドル)	149.8	146.6	155.5	155.6	-5.7	-9.0
(円/ユーロ)	164.4	162.5	169.0	169.4	-4.5	-6.9

(注) 特に断りのない場合は前年比変化率。

(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	内需を中心に緩やかな回復を見込むも外部環境の悪化に要注意.....	8
2.2	今後の日本経済のポイント ～実質賃金は2024年7-9月期以降も上昇継続へ... 12	12
2.3	物価・金融政策の見通し.....	17
3.	論点①：米国景気リスクと円高・株安の影響は？.....	20
3.1	米国の景気後退リスクの検証.....	21
3.2	「適温」な為替相場と円高シミュレーション.....	26
3.3	米国景気リスクと円高・株安の影響.....	31
3.4	2024年前半までの「悪い円安」の評価.....	32
4.	論点②：国債需給に見る2040年までの金利上昇リスクと経済への影響.....	34
4.1	中長期的な国債の需給構造の変化が長期金利に与える影響.....	35
4.2	長期金利の上昇が実質GDPおよび各経済主体に与える影響.....	40
5.	論点③：「次元の異なる少子化対策」の効果検証.....	46
5.1	エビデンスをもとにブラッシュアップすべき少子化対策.....	46
5.2	出生率の低下要因と回復に向けた課題.....	48
5.3	「次元の異なる少子化対策」の評価.....	53
5.4	今後行うべき費用対効果の高い施策.....	55
6.	マクロリスクシミュレーション.....	58
6.1	円高.....	58
6.2	原油高騰.....	59
6.3	世界需要の低下.....	59
6.4	金利上昇.....	59
7.	四半期計数表.....	61

# 第 222 回日本経済予測

## 不安定化する外部環境の下で日本経済の成長は続くか

### ①米国景気・円高、②金利上昇リスク、③少子化対策、を検証

#### 1. はじめに

神田 慶司

停滞感の強かった日本経済に明るい兆しが見えてきた。象徴的なのは実質賃金だ。厚生労働省「毎月勤労統計調査」に見る実質賃金は 2022 年 4 月から 26 カ月連続で前年比割れとなったが、賃上げの広がりや高水準の賞与を受け、2024 年 6 月に上昇に転じた。

実質賃金の下落が続いた背景には、歴史的な円安などを契機として企業の価格設定行動が積極化し、賃金に先行して物価の上昇が加速したことなどがある。デフレから脱却する上では重要な構造変化だった一方、円安が進んでも輸出数量の増加は限定的で輸入コストの増加ばかりが目立ち、個人消費は 4 四半期連続で前期比マイナスになるなど、経済全体に大きな負荷がかかった。それでも景気の腰折れを回避し、賃金が名目額でも実質額でも上昇する状況までこぎ着けた点は注目に値する。次の課題は、インフレ型の経済構造を定着させることだ。

もっとも、足元では米国の景気後退懸念の広がりや円キャリートレードの巻き戻しなどによって金融市場が不安定化している。8 月 5 日の日経平均株価は終値で前営業日比 4,451 円安となり、過去最大の下げ幅を記録した。金融市場は落ち着きを取り戻しつつあるものの、仮に米国が景気後退に陥れば、世界的な株安や円高も相まって日本経済は大きな打撃を受けるだろう。内需が依然として弱く、基調的な物価上昇率も低いだけに、デフレに後戻りする可能性も否定できない。外部環境の変調には引き続き警戒が必要だ。

こうした中、岸田文雄首相は 9 月に行われる自民党総裁選に出馬しない考えを表明した。およそ 3 年間続いた岸田政権はデフレ脱却を大きく前進させたほか、こども家庭庁の設置など少子化対策の強化や、「三位一体の労働市場改革」の推進、経済安全保障の強化、「資産運用立国実現プラン」の策定などの実績を残した。だが、これらの多くは緒に就いたばかりだ。次期政権は少子化に歯止めをかけ、国内の供給力を強化し、デジタルや脱炭素の分野で国際競争力を高めるなど、積み残された重要課題で成果を上げることを期待したい。

岸田政権の取り組みで遅れが目立つのが財政健全化だ。内閣府が 7 月に公表した直近の財政試算によると、国・地方の基礎的財政収支（プライマリーバランス、PB）は 2025 年度に黒字化し、政府の財政健全化目標を達成する見通しである。だが中身を見ると、歳出水準の大幅な引き下げなどによって収支が前年度から 20 兆円近く改善しており、現実的には PB の赤字が継続する可能性が高い。少子化対策や防衛力の強化に伴う財源確保のめども立たないままだ。金融政策の正常化に歩調を合わせて財政健全化を進められるかが、次期政権には問われるだろう。



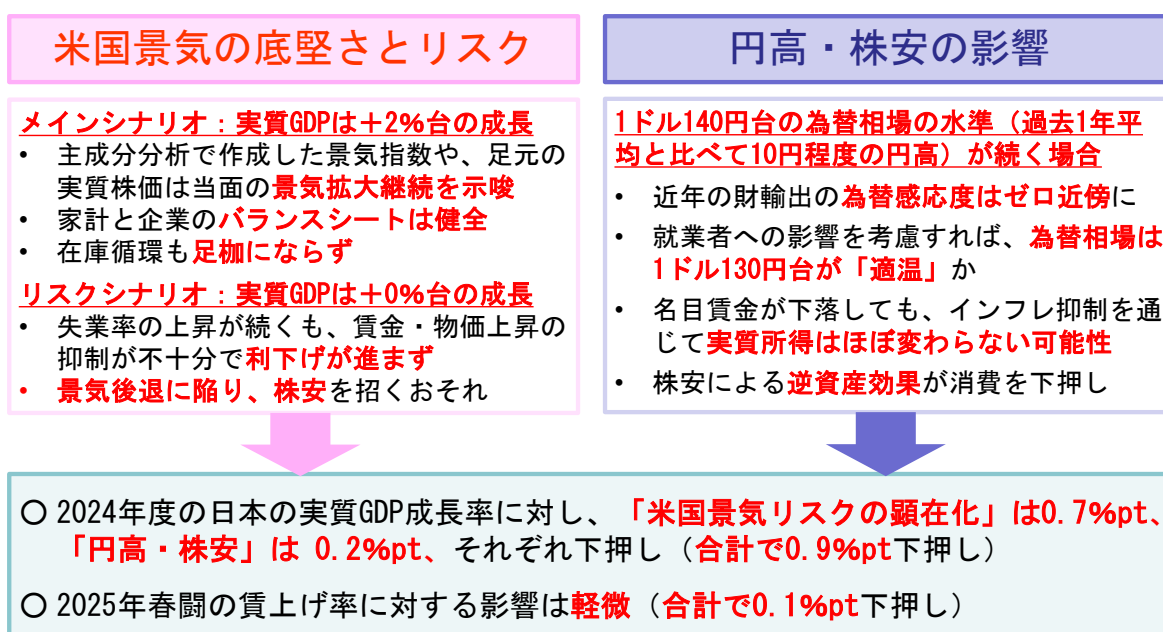
第2章で述べるように、本予測のメインシナリオでは日本の実質 GDP 成長率を 2024 年度で前年比+0.9%、2025 年度で同+1.3%と見込んでいる（暦年ベースでは 2024 年で同+0.1%、2025 年で同+1.6%）。春闘での高水準の賃上げ継続や、公務員給与や最低賃金の大幅な引き上げ、物価高の落ち着きなどにより、2024 年 6 月に前年比でプラスに転じた実質賃金は 7-9 月期以降もプラス基調が続くだろう。当面は定額減税の効果や自動車の挽回生産が見込まれるほか、インバウンド需要の増加、高水準の家計貯蓄、シリコンサイクル（世界半導体市場に見られる循環）の回復が予測期間中の日本経済を下支えしたり、押し上げたりするだろう。ただし、前述のように米国など海外経済の下振れリスクには警戒が必要で、円高が進行する可能性もある。

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で、2024 年度で前年比+2.4%、2025 年度で同+2.1%と見込んでいる。日本銀行（日銀）の国債買入れ減額による長期金利への短期的な影響は限定的とみられる。だが中長期的には、国債保有構成の変化を通じて長期金利に強い上昇圧力がかかる可能性がある。

日銀は経済・物価・金融情勢を注視しつつ、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 2025 年 1-3 月期に短期金利を 0.50%に引き上げ、その後は半年に一度程度のペースで 0.25%pt の追加利上げを行うと想定している。もっとも、実質短期金利が自然利子率を下回することで、予測期間を通じて緩和的な金融環境は維持されるだろう。

本予測では、第3章で米国景気リスクと円高の影響、第4章で長期金利の中長期的な上昇リスク、第5章で政府の少子化対策の効果検証、という3つの論点を取り上げる。このうち第3章では、足元の米国景気は底堅いものの景気後退リスクがあり、発現すると 2024 年度の日本の実質 GDP 成長率は円高・株安も相まって 1%pt 近く下振れする可能性などを示す（図表 1-1）。

図表 1-1：米国景気リスクと円高・株安が日本経済に及ぼす影響（図表 3-1 として後掲）



（出所）各種統計より大和総研作成

## 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 内需を中心に緩やかな回復を見込むも外部環境の悪化に要注意

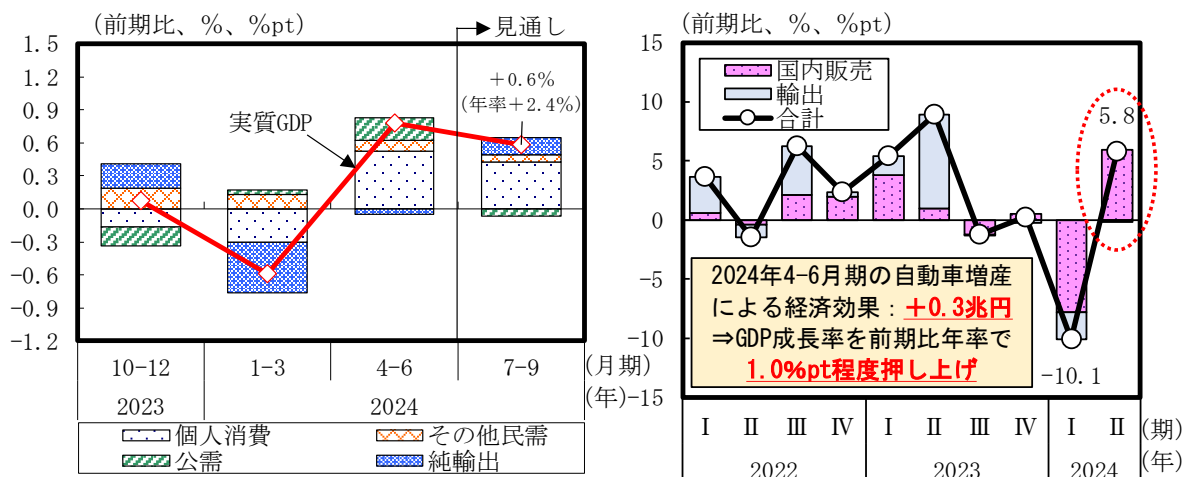
#### 3 四半期にわたって停滞した日本経済は4-6月期に回復局面に入った可能性

2024年4-6月期の実質GDP成長率は、1次速報値で前期比年率+3.1%（前期比+0.8%）だった<sup>1</sup>（**図表2-1左**）。

1-3月期は一部自動車メーカーの認証不正に伴う自動車の減産が実質GDPのマイナス成長の主因となったが、4-6月期は生産体制の正常化が進み、個人消費や設備投資、輸出を押し上げた。自動車の販売・輸出台数の増加分に平均単価を乗じ、部品などの輸入増の影響を考慮すると、自動車の増産は4-6月期の実質GDPを0.3兆円程度押し上げたと試算される（成長率では前期比年率で1.0%pt程度の押し上げ、**図表2-1右**）。令和6年能登半島地震による影響が落ち着いたことなども4-6月期のプラス成長に寄与したとみられる。

4-6月期の実質GDPを需要項目別に見ると（**図表2-1左**）、民需関連では在庫変動を除く全ての項目で前期から増加した。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増加したが、輸出の増加額が輸入のそれを下回ったことで、純輸出は小幅なマイナスとなった。

図表2-1：実質GDP成長率の実績と見通し（左）、自動車の生産回復による経済効果（右）



(注) 左図は季節調整値。右図は国内販売台数（除く輸入車）と輸出台数を合計したもので、大和総研による季節調整値。2024年4-6月期の自動車増産による経済効果は前期からの増加台数に平均価格を乗じ、輸入中間財分を控除して算出。（出所）内閣府、財務省、日本自動車販売協会連合会、全国軽自動車協会連合会より大和総研作成

<sup>1</sup> 詳細は、神田慶司・田村統久「[2024年4-6月期GDP\(1次速報\)](#)」（大和総研レポート、2024年8月15日）を参照。



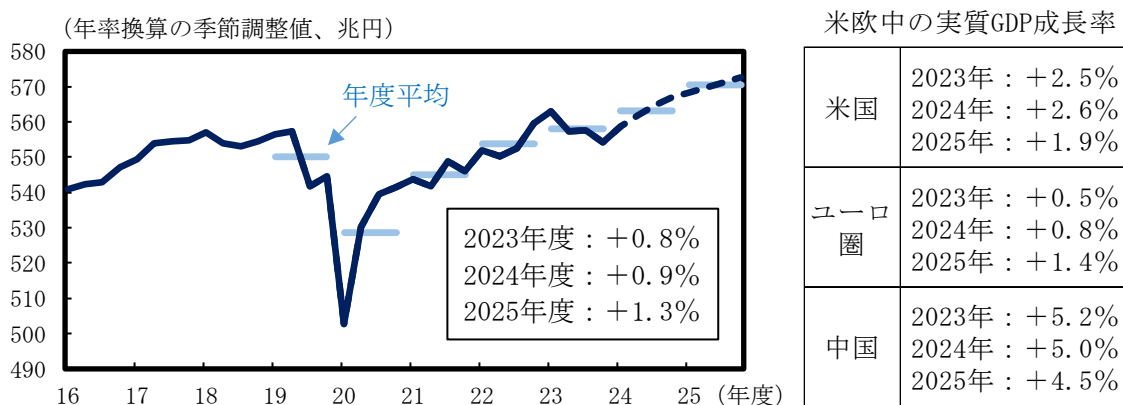
このうち個人消費は前期比+1.0%と5四半期ぶりに増加した。消費の減少が続いた主因とみられる所得環境が改善し、1人あたり実質雇用者報酬は同+0.8%と、横ばい圏で推移していた10-12月期(同+0.1%)や1-3月期(同+0.0%)から伸び率が加速した。春闘での大幅賃上げの効果などが表れた形だ。6月から始まった定額減税も消費を後押しした可能性がある。

日本経済は1-3月期まで3四半期にわたって停滞したが、4-6月期に回復局面に入ったようだ。7-9月期の実質GDP成長率は民需などの回復が続き、前期比年率+2.4%(前期比+0.6%)と2四半期連続のプラス成長になるとみている(図表2-1左)。

## 海外経済見通しの概要 ～メインシナリオでは米欧で継続的な利下げを想定

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(8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成長率は、米国で前年比+2.6%、ユーロ圏で同+0.8%、中国で同+5.0%と見込んでいる。

米国ではインフレが緩やかに鈍化し、実質GDP成長率は安定的にプラス圏で推移するとみている。4-6月期の実質GDP成長率は前期比年率+2.8%と内需の底堅さを示す内容で、7月の消費者物価指数(CPI)は前年比+2.9%と40カ月ぶりに3%を下回った。インフレの鈍化などを受けて連邦準備制度理事会(FRB)は9月に政策金利を0.25%pt引き下げ、その後も四半期に一度程度のペースで0.25%ptの利下げを行うと想定している。当社ではこうした「ソフトランディング」をメインシナリオとしているが、7月の雇用統計の軟調な結果を受けて株価が下落するなど、景気後退に陥る「ハードランディング」への懸念が広がった(米国の景気後退リスクについては第3章を参照)。足元の経済状況を踏まえ、2024年の実質GDP成長率見通しは6月10日公表の「[第221回日本経済予測\(改訂版\)](#)」(以下、前回予測)から0.2%pt上方修正した。

2024年の欧州の経済成長率は低水準ながらも前年から加速するとみている。4-6月期のユーロ圏の実質GDPは前期比年率+1.0%と伸び率は高くなかったものの、2四半期連続のプラス成長となった。年後半は実質賃金の上昇が個人消費を押し上げるだろう。欧州中央銀行（ECB）はインフレの鈍化などを受けて6月に利下げを実施したが、当社では今後も四半期に一度のペースで0.25%ptの追加利下げを行うと想定している。ただし、中東・ウクライナ情勢次第ではエネルギー価格の高騰や物流の混乱が生じ、欧州でインフレ率が下げ渋ったり利下げのペースが想定よりも遅くなったりする可能性には注意が必要だ。2024年の実質GDP成長率見通しは前回予測から0.1%pt上方修正した。

中国では2024年の実質GDP成長率を政府目標並みの+5.0%と見込む。4-6月期の実質GDP成長率は前期比年率+2.8%程度と1-3月期の同+6.0%程度から減速した。不動産不況の長期化や、それに伴う個人消費の低迷が主因だ。前半の成長率は前年同期比+5.0%で、このまま景気減速が続くと政府目標の達成は困難である。そのため中国政府は今後、景気てこ入れ策を強化する可能性が高い。投資促進策や消費刺激策が中心になるとみられるが、前者は過剰投資の深刻化や投資効率の低下を招く恐れがあり、後者は需要の先食いという副作用が付きまとう点には注意が必要だ。2024年の実質GDP成長率見通しは前回予測から据え置いた。

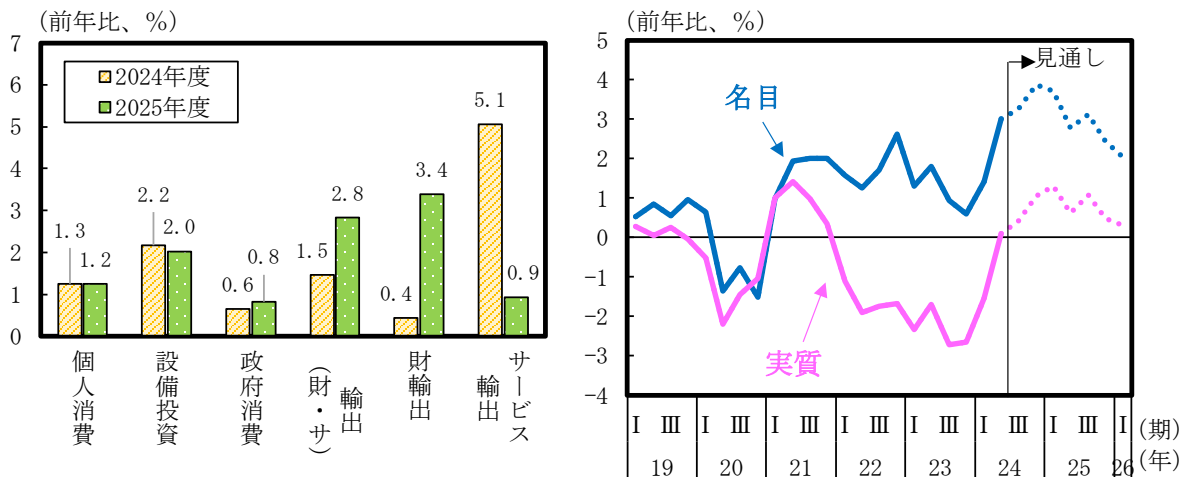
2025年の実質GDP成長率は、米国で前年比+1.9%、ユーロ圏で同+1.4%、中国で同+4.5%と見込んでいる。米国では景気拡大と利下げの継続を見込むものの、インフレ率の低下ペースが緩やかなことから、政策金利が中立金利（2.5%前後）を上回る4%台で推移することで経済活動が抑制されることもあり、成長率は2024年から低下するだろう。ユーロ圏では、物価高が落ち着く中で利下げが継続し、個人消費や設備投資、輸出などが増加することで成長率が1%台半ばへと加速する見込みだ。中国では、人口減少・高齢化や過剰投資・債務問題などの構造的な問題に加え、不動産不況の長期化が成長率を押し下げるだろう。また2024年に経済対策が実施されれば、その反動で2025年の成長率が低下する可能性がある。

## 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

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2024年度で同+0.9%、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+0.1%、2025年で同+1.6%）。

2024年度の成長率見通しは、前回予測から変更していない。7月1日に建設総合統計の遡及改定が反映され、「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）が低下した一方、足元の推移を受けて個人消費や設備投資、公共投資などを上方修正したためである。2025年度は前回予測から0.2%pt引き下げた。2024年度を上方修正した需要項目の一部に反動が表れることを想定した。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、四半期ベースの実質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。

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、内閣府統計より大和総研作成

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。このうち個人消費については **2 節**で述べるように、春闘での大幅な賃上げの継続などにより所得環境の改善が続くことや、高水準の家計貯蓄の取り崩しなどを背景に緩やかな増加が続く見込みである。

GDP 統計上の実質賃金に相当する 1 人あたり実質雇用者報酬は、2024 年 4-6 月期に前年比でプラスに転換したが、今後もプラス圏での推移が続くとみられる (**図表 2-3 右**)。また、当面は 6 月から実施されている定額減税や自動車のペントアップ (繰越) 需要も消費を下支えするだろう (**後掲図表 2-4**)。定額減税については、個人消費を 0.3~0.7 兆円程度押し上げると試算される (輸入の誘発分などを考慮した GDP ベースでは+0.2~0.5 兆円程度)<sup>2</sup>。消費喚起効果は 3.3 兆円程度の減税額に比べてかなり小さいとみられるが、減税が 6、7 月に集中したことで、7-9 月期を中心に効果が発現するだろう (10-12 月期以降はその反動減が表れる見込み)。

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、海外経済の下振れなどにより、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率が高まる見込みである。

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が続くとみている。2024 年度から 2025 年度にかけて伸び率は高まるが、これは前述した「成長のゲタ」によるところが大きく、四半期ベースの伸び率では総じて

<sup>2</sup> 詳細については、当社の「[日本経済見通し：2024 年 6 月](#)」を参照。

2024年度から減速する姿を想定している。サービス輸出は、インバウンド消費が2024年度を中心に増加するほか、業務サービスなどの趨勢的な増加が下支えするとみている。

## 2.2 今後の日本経済のポイント ～実質賃金は2024年7-9月期以降も上昇継続へ

### (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 2-4**である。なお、物価と日本銀行（日銀）の金融政策の見通しは**3節**で述べる。

#### <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、前回予測と同様、「賃上げ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。

1人あたり実質雇用者報酬は2024年4-6月期に前年比+0.3%と、小幅ながらも10四半期ぶりのプラスとなった。これまで当社ではプラス転換の時期を7-9月期と見込んでいたが、特別給与の想定以上の増加で転換時期が早まった形だ。今後もプラス圏で推移し、2025年度にかけて近年の労働生産性の伸び率に相当する年率+1%前後<sup>3</sup>で推移すると見込んでいる（**前掲図表 2-3 右**、厚生労働省「毎月勤労統計調査」における実質賃金は、四半期ベースでは2024年7-9月期のプラス転換を見込む）。

こうした見通しの背景には、後述するように、所定内給与のベースアップ（ベア）が中小企業を中心に2024年夏場にかけて実施されること、2025年の春闘賃上げ率が前年から低下するものの4%を上回る見込みであること、物価高が落ち着くことなどがある。また政策面では、定額減税やエネルギー高対策の再開・延長<sup>4</sup>に加え、児童手当が2024年10月分の支給から拡充されること<sup>5</sup>（拡充後の初回の支給は同年12月）も所得環境を改善させる。

前述のように、自動車の生産体制の正常化が進んだものの、受注残は依然として高水準にあるとみられる。需要に供給が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、2024年7月末で約24万台（約0.6兆円）と推計される<sup>6</sup>。ペントアップ需要に対応する（受注残を消化する）ための自動車の挽回生産は2024年秋頃まで継続しよう。挽回生産の終了後は生産水準が低下するものの、実質賃金の上昇は自動車需要を押し上げ、生産の減少を緩和するとみられる。

<sup>3</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2024年4-6月期の平均上昇率は同+0.8%であった。

<sup>4</sup> 2024年5月（使用分）で終了した電気・ガス料金の補助は「酷暑乗り切り緊急支援」として8月から10月まで実施され、燃料油価格激変緩和補助金（ガソリン補助金）は年内に限り継続される。

<sup>5</sup> 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。

<sup>6</sup> ペントアップ需要の推計方法については「[第218回日本経済予測（改訂版）](#)」（2023年9月8日）を参照。



図表 2-4：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	
○賃上げ等による家計の所得環境の改善	実質賃金は24年7-9月期以降も上昇継続へ。25年の春闘賃上げ率は前年から低下するも4.2%（連合集計値ベース）と高水準を維持する見込み。定額減税やエネルギー高対策の再開・延長に加え、24年10月分から児童手当が拡充
○自動車の挽回生産（受注残の消化）	自動車のペントアップ（繰越）需要は24年7月末で24万台（0.6兆円）で挽回生産は24年秋頃まで継続する見込み。実質賃金の上昇は挽回生産終了後の生産水準の低下を緩和
○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3,600万人、25年で4,000万人の見込み。中国人以外の訪日客数の伸び悩みや足元の円高を踏まえ、インバウンド需要見通しを下方修正
○高水準の家計貯蓄	家計金融資産は実質賃金の下落直前の21年12月末から直近の24年3月末までに+157兆円（負債を除いたネットベースで同+134兆円）。足元では株式市場が不安化しており、株価が調整すれば逆資産効果を通じて消費を下押し
○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
経済の下振れリスク	
○金融引き締め長期化による米国景気の悪化	雇用情勢が悪化しても賃金・物価上昇の抑制が不十分で利下げが進まず、引き締めの金融環境が長期化することで景気後退に陥る可能性。株安も発生すると、米国の実質GDPは2%近く悪化
○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、米国景気の悪化とインフレ再加速の可能性
○円高の急伸	10円の円高ドル安による日本の実質GDPへの影響（年間）は▲0.2%程度。日米の金融政策の方向性が明確になる中で購買力平価（90~120円/ドル程度）が意識されることも
○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
○中国の過剰債務問題の顕在化	技術の停滞等を背景に中国の資本ストックは2,840兆円過剰（資本係数の長期トレンドからの乖離幅）
○米中対立の激化（経済安全保障リスクの発現など）	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？

（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6月で2019年同月比▲25%と依然として低水準にある。一方、季節調整値の前月比で見れば、「処理水問題」<sup>7</sup>の影響で落ち込んだ2023年10月を除き、同年2月から直近まで増加を続けている（2024年4~6月は月平均で前月比+8%程度、当社による季節調整値）。今後も中国人訪日客を中心に増加が続き、2023年で2,507万人（実質消費額で4.5兆円）だった訪日外客数は2024年で3,600万人程度（同6.4兆円程度）、2025年は4,000万人程度（同6.5兆円程度）へと増加すると見込んでいる。もっとも、中国人以外の訪日客数はこのところ伸び悩んでおり、2024年7月上旬から8月上旬にかけて円高も進んだことから、インバウンド需要の見通しを前回予測から下方修正した。

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実質賃金が下落基調に入る前の2021年12月末から直近の2024年3月末までに157兆円増加し、2,199兆円に達した（負債を除くベースでは134兆円増加して1,808兆円）。他方、株価は足元で高値圏にあるものの、8月5日に日経平均株価が過去最大の下落幅を記録するなど不安定な動きを見せている。株価が大幅に調整すれば、逆資産効果を通じて個人消費を下押しするだろう。

<sup>7</sup> 2023年8月に東京電力福島第一原子力発電所の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。

世界半導体販売額に見るシリコンサイクルは2023年春に底を打ち、同年11月には1年3カ月ぶりに前年比でプラスに転換した。国内の電子部品・デバイス工業の生産指数は直近の2024年6月に前年比で減少に転じたが、年前半を均して見ればシリコンサイクルの回復を反映するように上昇傾向を辿っている。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・在庫バランスは足元でも改善傾向にあることや、サイクル期間がおおむね4年程度であることを踏まえると、2024年に回復局面に入ったシリコンサイクルは2025年も回復が継続し、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、「金融引き締め長期化による米国景気の悪化」「米国大統領選でトランプ氏が再選」「円高の進行」「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）」などが挙げられる。

このうち「金融引き締め長期化による米国景気の悪化」と「円高の進行」については、**第3章**で定量的に検討する。「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」）は前回予測で検討したが、関税引き上げや移民規制等に関するトランプ氏の主張が実現する場合、米国のGDPは最大で3.40%減少し、インフレ率は同2.75%pt押し上げられると試算される。その他のリスク要因の詳細については「[第220回日本経済予測（改訂版）](#)」（2024年3月11日）などを参照されたい。

### (2) 実質賃金持ち直しの背景と今後の見通し

#### 大幅賃上げと賞与上振れで実質賃金の前年比は2024年6月にプラス転換

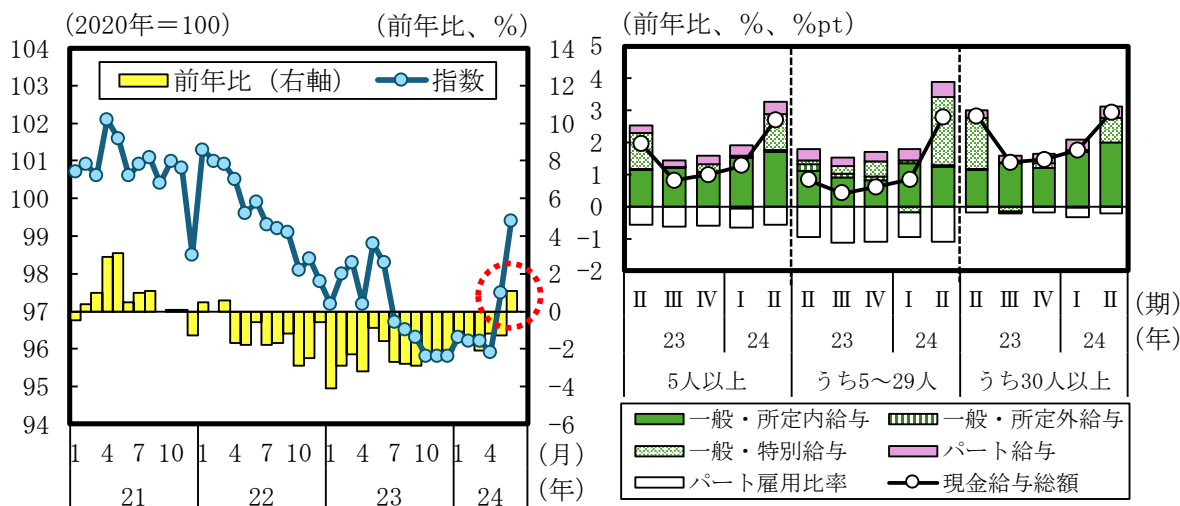
前述のように、足元では所得環境の改善が進みつつある。厚生労働省「毎月勤労統計調査」によれば、2024年6月の実質賃金は前年比+1.1%（速報値）と27カ月ぶりにプラスへと転換した（**図表 2-5 左**）。また季節調整値の水準に目を向けると、2022年初から低下基調が続いたが、2023年秋に下げ止まり、2024年春まで横ばい圏で推移した。その後、5月から2カ月連続で大きく上昇した。

背景には、2023、24年の春闘での大幅な賃上げに伴う基本給の増加や、2024年夏季賞与の上振れがある。マクロ（事業所規模5人以上）で見た現金給与総額（名目ベース）の前年比を要因分解すると、主に正規雇用者が含まれる一般労働者の所定内給与の寄与が拡大傾向にあるほか、2024年4-6月期には賞与を含む特別給与の増加が全体を大きく押し上げた（**図表 2-5 右**）。また、一般労働者における所定内給与の増加が賃金上昇に寄与した割合は、5~29人よりも30人以上の事業所の方が大きい。2023、24年の春闘では規模の大きい企業ほど賃上げ率が高い傾向が見られたことなどを反映しているとみられる。



他方、2024年4-6月期において特別給与の増加幅が大きかったのは零細企業である。一般労働者の特別給与は30人以上で前年同期比+4.5%だったのに対し、5~29人では同+19.5%と大幅に増加した。零細企業では労働者の処遇改善にあたり、固定費の増加に直結する基本給の引き上げ幅を抑えつつ、代わりに賞与を含む一時金の増額で対応したケースが少なくなかったとみられる<sup>8</sup>。

図表 2-5：実質賃金の水準と前年比（左）、現金給与総額の推移と要因分解（右）



(注) 左図の「指数」は季節調整値。右図の「5人以上」等は事業所規模。

(出所) 厚生労働省統計より大和総研作成

### 公務員給与と最低賃金の大幅引き上げに加え、2025年春闘では4%超の賃上げを見込む

特別給与の上振れの影響が剥落する2024年7-9月期以降も、実質賃金や1人あたり実質雇用者報酬は緩やかな上昇基調が続こう。この点、公務員給与においても大幅な賃上げが実施されるのは好材料だ。人事院は2024年度の給与改定で、国家公務員一般職の月給を平均2.76%引き上げることなどを内閣と国会に勧告した。2%を超えるのは32年ぶりだ。実際に賃金に反映されるのは法改正などを待つ必要がある一方、人事院勧告は地方公務員の賃金改定でも参考とされるため、今後の地方公務員の賃金上昇にも期待がかかる。

また、パートタイム労働者の賃金に直接的に影響を及ぼす最低賃金は10月に大幅に引き上げられる見通しだ。中央最低賃金審議会は7月25日、2024年度の最低賃金引き上げ額の目安を全国一律で50円（全国加重平均の引き上げ率に換算して5.0%）とすることを答申した（図表2-6左）<sup>9</sup>。本稿執筆時点（8月20日）で判明した44都道府県の地方最低賃金審議会の答申をもと

<sup>8</sup> 支給実績に乏しかった前年の裏が表れた可能性もある。

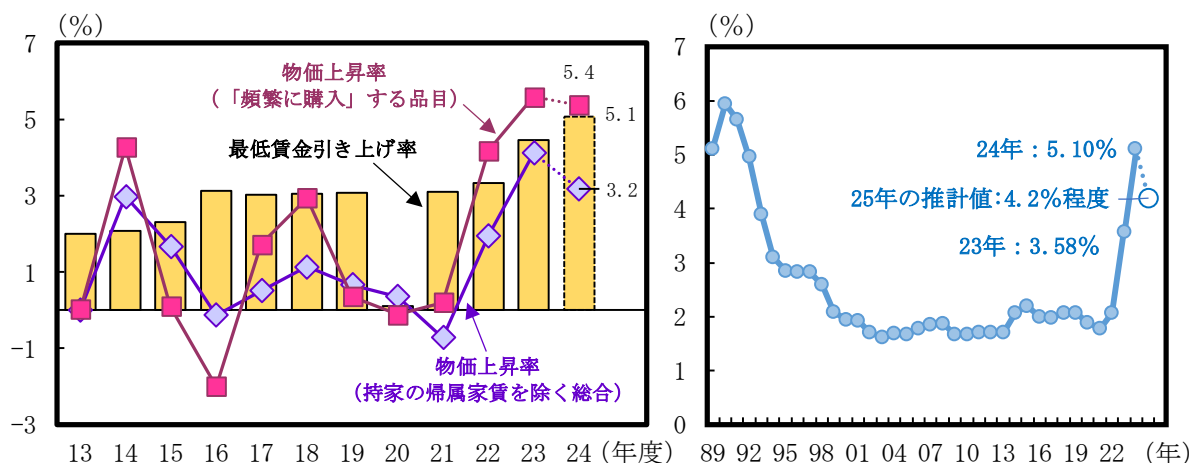
<sup>9</sup> 最低賃金は「労働者の生計費」「賃金」「通常の事業の賃金支払能力」（最低賃金法9条2項で考慮するように求めている3要素）などを総合的に勘案して改定されるが、2024年度は「労働者の生計費」がとりわけ重視された。物価上昇率は依然として高水準にあり、生活必需品を含む「頻繁に購入する」品目の価格上昇率が前年比で5%を上回るなどから、低賃金労働者の購買力を維持するべく、中央最低賃金審議会では大幅な引き上げの必要性が答申された。詳細は「中央最低賃金審議会目安に関する小委員会報告」（第69回中央最低賃金審議会資料、2024年7月25日）などを参照。

に試算すると、引き上げ額は全国加重平均で 51 円程度（引き上げ率で 5.1%程度）になる。愛媛県では 59 円を答申するなど、半数を超える地域で目安額を上回った。

春闘では 2025 年も積極的な賃上げが続くとみられる。日本労働組合総連合会（連合）が 7 月 3 日に公表した第 7 回（最終）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 5.10%と、33 年ぶりの高水準となった。企業業績や労働需給、物価上昇率などを説明変数とした推計式に基づけば、2025 年の春闘賃上げ率（連合集計値、定期昇給を含む）は 4.2%程度と試算される（**図表 2-6 右**）。物価上昇率や企業収益の減速などにより 2024 年比で低下するものの、2023 年を上回る 4%台を維持しよう。

2010 年代は女性や高齢者の労働参加が進んだことで、人口が減少する中でも就業者数は増加を続けた。だが、こうした層の増加余地は大きく縮小している<sup>10</sup>。近年は転職市場が活性化し、人材獲得競争が激化する中、労働条件の改善などにより従業員の流出を防ごうとする企業行動が目立つようになった<sup>11</sup>。春闘における積極的な賃上げも、こうした企業戦略の一環としての側面が指摘できそうだ。国立社会保障・人口問題研究所の直近の将来推計人口（出生中位（死亡中位）推計）によると、15～64 歳の生産年齢人口は今後 30 年間で 3 割近く減少する見込みであり、人手不足が深刻化していく公算は大きい。人材確保に向けて大幅な賃上げなどに取り組む企業は、今後も増加していくとみられる。

図表 2-6：最低賃金引き上げ率と物価上昇率（左）、2025 年の春闘賃上げ率見通し（右）



(注 1) 左図の物価上昇率は、各年度 9 月までの 1 年間の平均値（2024 年度は 2023 年 10 月～2024 年 6 月の平均値）。2024 年度の最低賃金引き上げ率は、8 月 20 日時点で答申が出ていない地域の引き上げ額が、すでに出ている地域のランク別の平均値に従うと仮定して試算。

(注 2) 右図は平均賃金方式での回答を集計した結果。2025 年の賃上げ率見通しは、①売上高の伸び率、②CPI 上昇率、③需要不足失業率、④交易条件（対数換算）、⑤各種ダミー（1988 年までと 2023 年以降の 2 つ）、⑥定数項、を説明変数とした推計式から作成（①～④は前年の値で、①は 10%、②、④、⑤は 1%有意水準を満たす。推計期間は 1976～2024 年、修正済み決定係数は 0.92）。被説明変数の賃上げ率には、1989 年以降は連合の最終集計結果の実績値を、1988 年までは厚生労働省「賃金引上げ等の実態に関する調査」を利用。

（出所）厚生労働省、財務省、総務省、日本労働組合総連合会（連合）資料・統計より大和総研作成

<sup>10</sup> 詳細は「[第 220 回日本経済予測（改訂版）](#)」（2024 年 3 月 11 日）を参照。

<sup>11</sup> 詳細は当社の「[日本経済見通し：2024 年 3 月](#)」を参照。また、内閣府「令和 6 年度 年次経済財政報告」（2024 年 8 月）でも、人手不足への対応として従業員の処遇改善に取り組む企業が近年大きく増加していることを指摘している。

## 2.3 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%を見込む

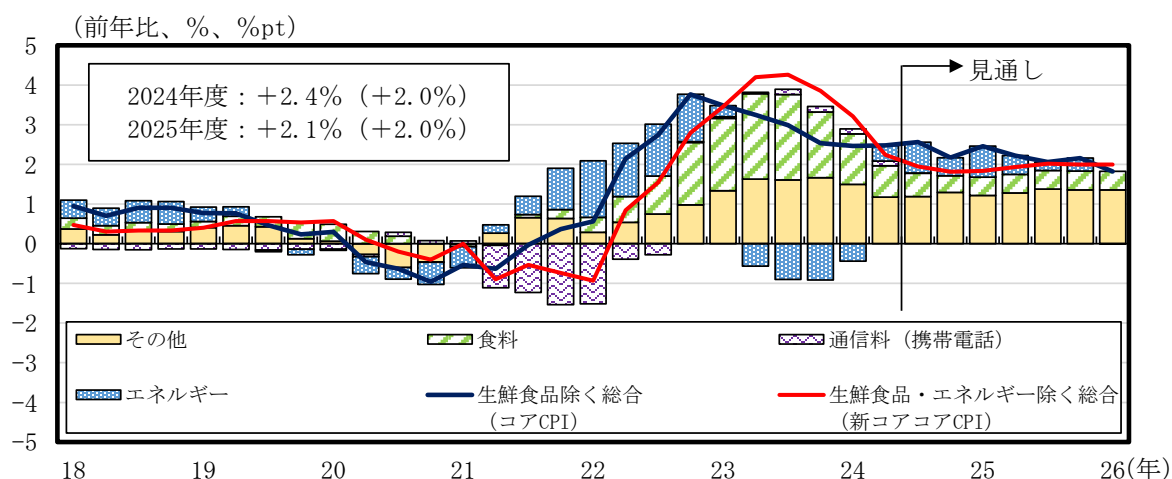
生鮮食品を除く総合ベースの CPI（コア CPI）は、2024 年度で前年比+2.4%、2025 年度で同+2.1%を見込む（**図表 2-7**）。生鮮食品・エネルギーを除く総合ベースの CPI（新コアコア CPI）では、2024、25 年度いずれも同+2.0%の見込みだ。

コア CPI・新コアコア CPI とともに、2024、25 年度のいずれも前回予測と比較して下方修正している。主因は為替レートの想定を大きく円高方向に修正したことにある。輸入物価の上昇が抑制されることで、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<sup>12</sup>という「第一の力」）については、鈍化ペースがとりわけ 2024 年度半ばから速まるだろう。

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 年度よりも広まるとみている。2024 年度後半からは「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。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%の水準で安定的に推移するとみている。

コア CPI については、前回予測と比較してとりわけ 2024 年度を大きく下方修正したが、その主な要因は 6 月に発表された政府のエネルギー高対策を新たに想定したことだ。政府は「酷暑乗り切り緊急支援」を 8 月から 10 月まで実施し、燃料油価格激変緩和補助金（ガソリン補助金）は年内に限り継続する方針である。CPI の前年比は「酷暑乗り切り緊急支援」で月あたり 0.3～0.6%pt 程度押し下げられると試算される<sup>13</sup>

図表 2-7：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。「酷暑乗り切り緊急支援」（2024 年 8～10 月使用分の電気・ガス代への支援）のほか、燃料油価格激変緩和補助金が同年 12 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>12</sup> 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）

<sup>13</sup> 2024 年 6 月の CPI における「電気・ガス価格激変緩和対策事業」の押し下げ効果（総務省試算値で▲0.25%pt）をもとにした試算結果。

## 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

日銀は2024年7月末に開催した金融政策決定会合において、長期国債買入れの減額計画を示すとともに、短期金利（無担保コールオーバーナイト物）の誘導目標を0～0.1%程度から0.25%程度に引き上げることを決定した。

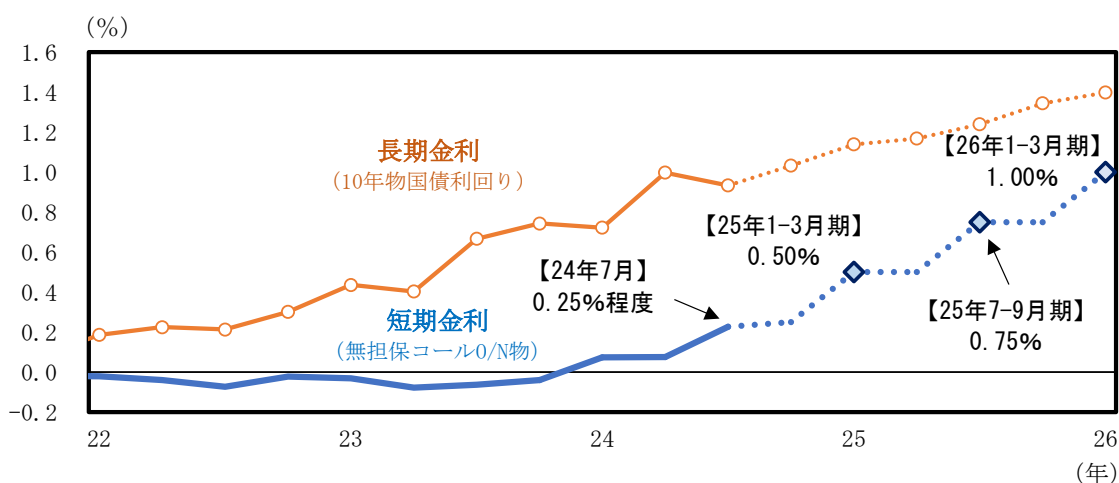
日銀は今後、経済・物価・金融情勢を注視しつつ、緩やかなペースで追加利上げを実施すると当社ではみている。メインシナリオでは2025年1-3月期に短期金利を0.50%に引き上げ、その後は半年に一度程度のペースで0.25%ptの追加利上げを行うと想定している（**図表 2-8**）。

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<sup>14</sup>。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1.4%程度まで上昇すると見込んでいる（**図表 2-8**）。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、前述のように米国では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。

**第4章**で述べるように、日銀の国債買入れ減額による長期金利への短期的な影響は限定的とみられる。だが2040年までを視野に入れると、国債保有構成の変化を通じて長期金利に強い上昇圧力がかかる可能性がある。日銀が金融政策の正常化を進める中で金利上昇リスクを抑制するためにも、政府は財政健全化を着実に進め、国債発行残高の増加を抑制することが重要だ。

図表 2-8：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。点線は大和総研による予測値。  
(出所) 財務省、日本銀行統計より大和総研作成

<sup>14</sup> 詳細は「[第220回日本経済予測（改訂版）](#)」（2024年3月11日）を参照。

## 0.25%への利上げで家計の純利息収入は0.3兆円超増加

日銀の追加利上げは貸出金利や預金金利など種々の金利に波及し、実体経済に影響を及ぼす。「[第219回日本経済予測（改訂版）](#)」（2023年12月8日）では金利上昇による純利息収入への影響を経済主体別に試算したが、企業・政府・日銀の純利息収入は減少する一方、家計・金融機関等では増加する。

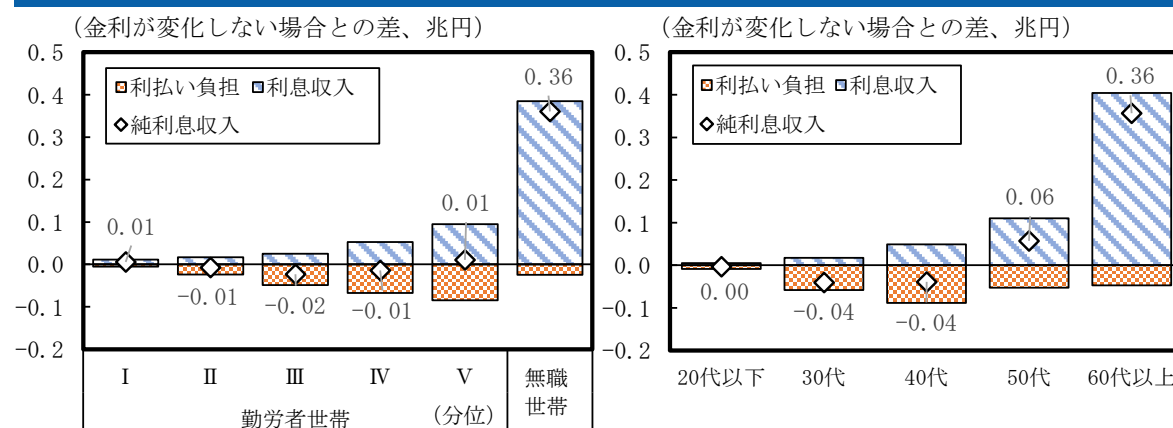
このうち家計部門では、今回の追加利上げによって普通預金の利息収入などが増加する一方、変動型住宅ローンの利払いなども増加すると見込まれる。そこで、足元の状況を踏まえて普通預金金利で0.09%pt、変動型住宅ローン金利で0.15%ptの引き上げを想定すると<sup>15</sup>、家計の純利息収入は0.33兆円程度増加すると試算される。普通預金残高は直近で650兆円程度と、負債額（変動型住宅ローン残高を170兆円程度と推計）を大幅に上回るためだ。

上記の純利息収入の増加額を世帯主の属性別に分けて見ると（**図表2-9**）、その大部分は無職世帯あるいは60代以上の世帯が受け取る。多くは年金受給世帯であり、他世帯と比べて預貯金が多く、住宅ローンの返済を終えた世帯が多いため、金利上昇による恩恵を受けやすい。一方、中所得の勤労者世帯あるいは30～40代の世帯などでは純利息収入が減少する。これらの世帯は子育て世代と重なり、預貯金を上回る住宅ローンなどの負債を抱えることが比較的多い。

もともと、今回の追加利上げによる住宅ローン保有世帯への影響は限定的とみられる。国土交通省「令和5年度民間住宅ローンの実態に関する調査」における変動型住宅ローンの平均残高などから1世帯あたりの影響を試算すると、0.15%ptの金利上昇で返済額は2,000円/月超の増加にとどまる。また既存の契約の多くは、金利上昇後も毎月の返済額が原則として5年間変わらない「5年ルール」がある。負債額は増加するが、春闘での大幅賃上げを受けて給与水準が引き上げられた世帯が多いため、収入対比で見た負債額の増加は抑えられるだろう。

**図表2-9：日銀の0.25%への利上げが家計の純利息収入に与える影響**

（左：就業状態・年収階級別、右：世帯主の年齢階級別）



（注1）利息収入は普通預金金利が0.01%から0.10%に上昇した場合の増加額について、利払い負担は短期プライムレートが1.475%から1.625%に上昇した場合の増加額について試算。

（注2）総世帯ベース。2019年全国家計構造調査を用いて家計の純利息収入への影響を世帯属性別に分解。

（出所）総務省統計より大和総研作成

<sup>15</sup> 日銀の追加利上げを受け、多くの金融機関では普通預金金利を0.01%から0.10%へと引き上げた。また、変動型住宅ローンの基準金利となる短期プライムレートは1.475%から1.625%へと引き上げられた。



### 3. 論点①：米国景気リスクと円高・株安の影響は？

末吉 孝行・神田 慶司・岸川 和馬

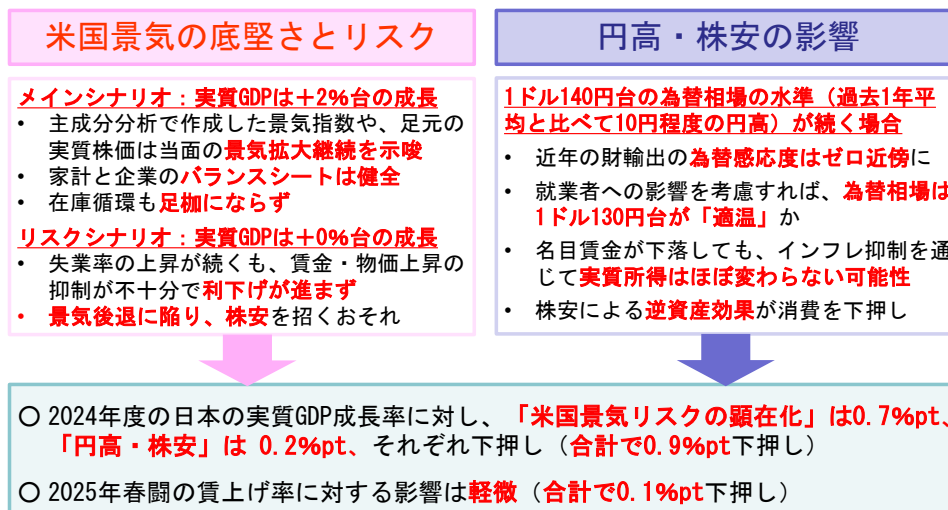
2024年7月上旬に1ドル161円近辺で推移していたドル円相場は、11日に公表された6月の米国消費者物価指数（CPI）の前年比が市場予想を下回ったことを受けて円高が進んだ。その後も、日本銀行（日銀）の追加利上げや米国雇用統計の悪化などが影響し、8月5日には一時141円台まで急伸した。本稿執筆時点（8月19日）では146円台で推移しているものの、円高が一段と進む可能性も否定できない。これを踏まえて、本章では米国景気リスクと円高・株安の影響について分析した。図表3-1はその概要を示したものだ。

今回の為替相場の急変動の直接的な要因は円キャリーの巻き戻しであるが、背景の1つには、米国景気に対する懸念の広がりがある。失業率が足元で上昇しており、景気後退の可能性も指摘されている。この点、代表的な景気指標や、株価動向、民間のバランスシートなどから総合的に判断すると、現在の米国景気は底堅い。だが、問題はここ先だ。労働市場のミスマッチが改善されず、失業率の上昇が続いても賃金・物価上昇の抑制のために利下げが十分に進まないことで、景気後退を招く可能性がある。

一方、10円の円高ドル安による日本経済への悪影響は軽微だろう。2022年春から断続的に進んだ大幅な円安は、供給制約も相まって「悪い円安」ともいわれ、企業の価格設定行動の積極化による大幅な物価上昇は、経済がデフレから脱却する上では非常に重要であるが、実質賃金や消費などを抑制した。一部の輸出企業は増益となったものの、輸出数量の増加にはつながりにくく、大多数の企業とその就業者には円安の恩恵は及ばなかった。企業収益に加えて就業者への影響を考慮すれば、日本経済にとっての「適温」な為替水準は130円台と試算される。ただし、円高に伴う株安により、逆資産効果が発生し消費が抑制される点には要注意だ。

以下ではそれぞれのポイントに焦点を当てて論じるとともに、米国景気リスクが発現した場合や、円高・株安が一段と進んだ場合の影響について検証する。

図表3-1：米国景気リスクと円高・株安が日本経済に及ぼす影響



（出所）各種統計より大和総研作成



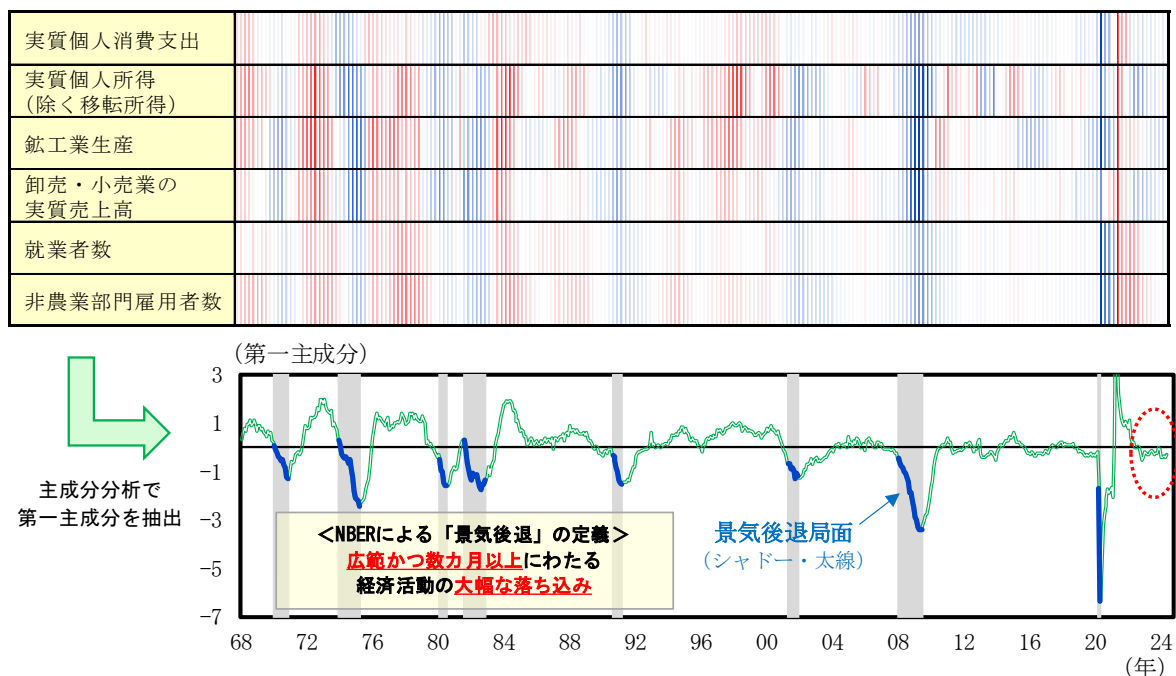
### 3.1 米国の景気後退リスクの検証

#### NBER が重視する 6 指標の主成分分析は米国景気の底堅さを示唆

はじめに、米国の景気後退の可能性を定量的に検討する。米国の景気基準日付を決定する民間非営利機関「全米経済研究所（NBER）」は、景気後退を「広範かつ数カ月以上にわたる経済活動の大幅な落ち込み」と定義している。景気の局面判断には**図表 3-2 上**のヒートマップで示した 6 つの指標（実質個人消費支出、実質個人所得（除く移転所得）、鉱工業生産、卸売・小売業の実質売上高、就業者数、非農業部門雇用者数）が用いられる<sup>16</sup>。前年比で見れば、足元では一部の指標が弱含んでおり、経済活動が減速しつつあることが示されている。

ただし、6 指標間の重要度や寄与度は明確に定められていないため<sup>17</sup>、一部の指標のみから景気の局面を判断することは必ずしも正しくないだろう。そこで、主成分分析<sup>18</sup>によって 6 指標の第一主成分を抽出し、米国の景気動向を示す月次の指数を作成した（**図表 3-2 下**）。シャドーで示した景気後退局面ではこの指数が大幅かつ継続的に落ち込んでおり、NBER が定める景気後退の定義に沿った動きが見られる。直近ではゼロ近傍で底堅く推移しており、景気後退の兆しは見られないと評価できる。

**図表 3-2 : NBER（全米経済研究所）が景気判断で重視する 6 つの月次指標のヒートマップ（上）、6 指標から主成分分析によって作成した米国の景気指数の推移（下）**



(注) 標準化した値を掲載。上図は四半期ベースで各指標の前年比をもとに作成。赤色が高水準、青色が低水準であることを示す。「卸売・小売業の実質売上高」は、2010年までは製造業を含む。下図は月次ベースで直近値は2024年5月。主成分分析とは、複数の変数に共通する動き（主成分）を抽出する統計的手法。

(出所) NBER、BEA、BLS、FRB、Haver Analytics より大和総研作成

<sup>16</sup> 景気の局面判断に際し、NBER は四半期ベースの指標である GDP や GDI（国内総所得）も重視している。

<sup>17</sup> NBER “[Business Cycle Dating](#)”

<sup>18</sup> 複数の変数に共通する動き（主成分）を抽出する統計的手法。

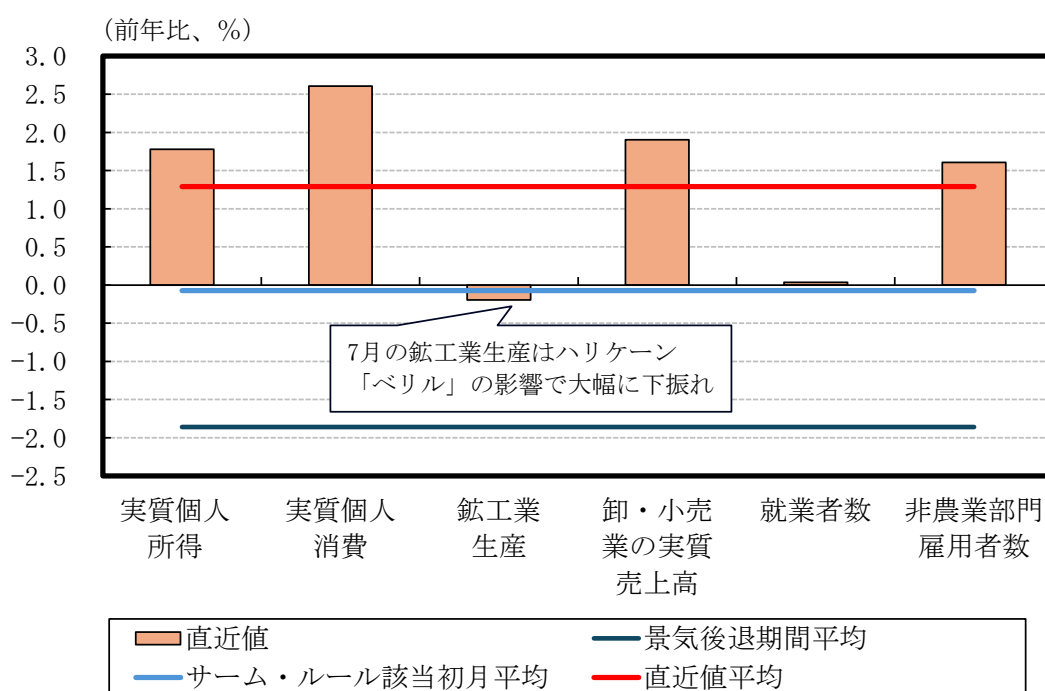
## 過去のサム・ルール該当初月に比べて足元の経済指標は堅調

足元で米国の景気悪化懸念が広がる契機となったのは、7月の雇用統計で軟調な結果が示されたことにある。非農業部門雇用者数は前月差+11.4万人と急減速し、失業率は前月差+0.2%ptの4.3%に上昇した（いずれも季節調整値）。これを受け、「サム・ルール」と呼ばれる経験則（直近3カ月の失業率の平均と過去12カ月で最も低かった失業率の差分が0.5%pt以上になると景気後退の可能性が高まる）の基準が満たされたことも影響した<sup>19</sup>。

しかしながら、雇用統計の悪化はハリケーン「ベリル」の影響が表れた可能性がある。7月の悪天候による休業者は46.1万人と、統計を遡れる過去47年間の7月平均（4.1万人）を大幅に上回ったからだ。

過去のサム・ルールの該当初月においては、**前掲図表 3-2** で挙げた6指標が前年比で小幅なマイナスとなり、景気後退局面に入ると明確なマイナスに落ち込む傾向がある（**図表 3-3**）。だが、就業者数と鉱工業生産を除く4指標の直近値は大幅なプラス圏にあり、鉱工業生産については7月にハリケーンの影響で大幅に下振れした可能性が高い（6月は前年比+1.1%）。過去の傾向を踏まえれば、やはり足元の米国経済は景気後退から距離があると考えられる。

図表 3-3 : NBER（全米経済研究所）が景気判断で重視する6つの月次指標の直近値



(注) 景気後退および「サム・ルール」は1990~2019年までを対象。実質個人消費は政府からの移転所得を除いたもの。直近値は、卸売・小売業の実質売上高は5月、実質個人所得、実質個人消費は6月、鉱工業生産、就業者数、非農業部門雇用者数は7月。

(出所) BEA、BLS、米国商務省センサス局、FRB、NBER、Haver Analytics より大和総研作成

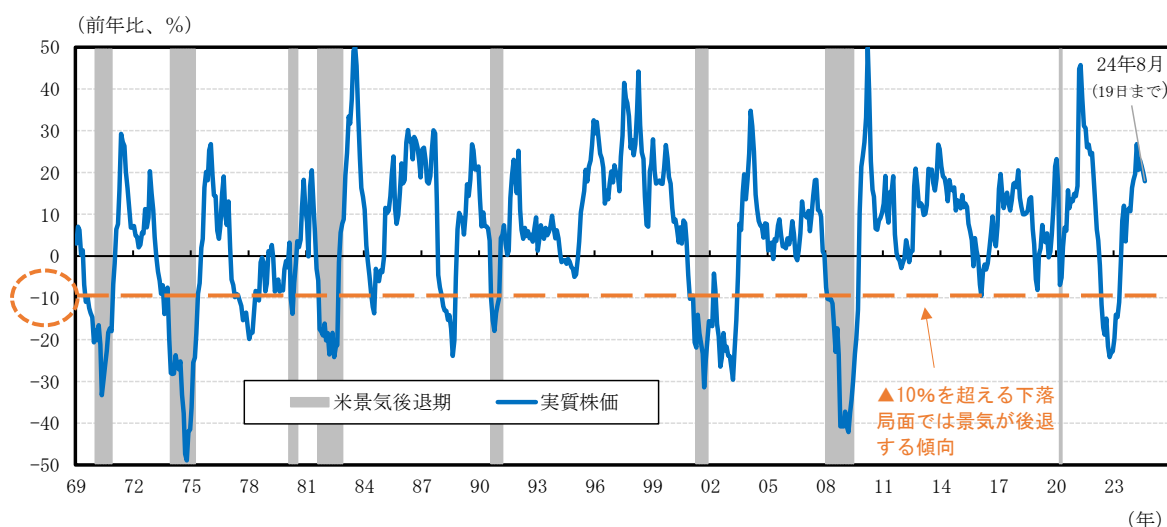
<sup>19</sup> 詳細は矢作（2024）を参照。

### 実質株価は前年比プラスを維持しており景気後退期の特徴は見られない

過去の景気後退局面では、米国の実質株価（S&P500 指数を CPI で実質化したもの）が前年比 ▲10%を超える下落率を記録する傾向が見られた（ただし新型コロナウイルス感染拡大による景気後退期（2020年3～4月）を除く、**図表 3-4**）。

一方、2024年7月中旬から8月上旬にかけては株価が調整する局面が見られたものの、本稿執筆時点（2024年8月19日）の実質株価は前年比+20%弱である。過去と比べても高水準にあり、景気後退の兆しは見られない。

**図表 3-4：米国の実質株価（S&P500 指数を CPI で実質化）と景気動向**



(注) 2024年8月のCPI上昇率（前年比）は7月から横ばいと想定。

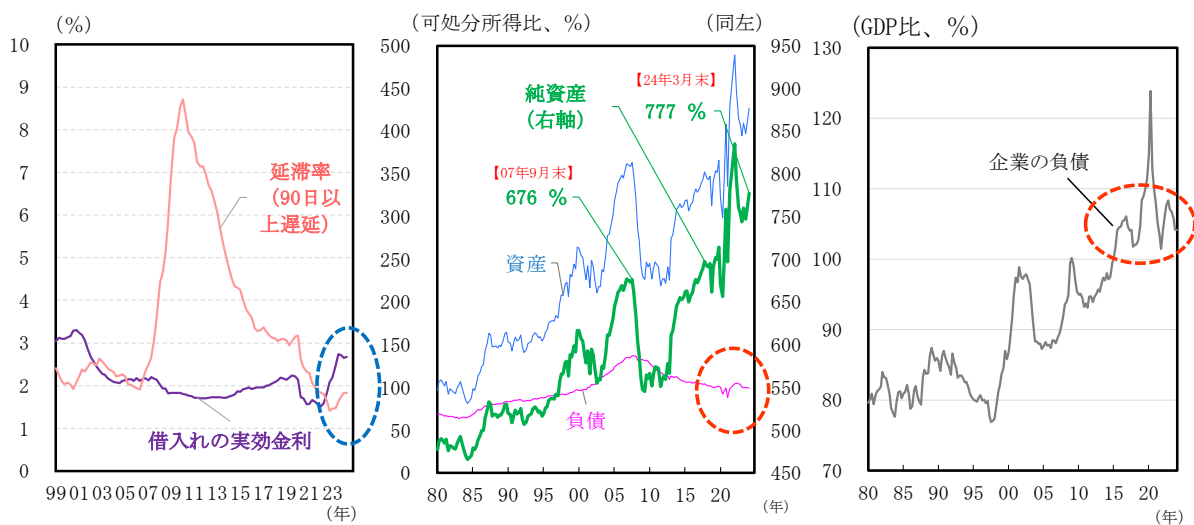
(出所) NBER、BLS、Standard & Poor's、Haver Analytics より大和総研作成

### 家計の延滞率は低水準で純資産も多く、企業の負債はGDP比で横ばい圏

家計と企業のバランスシートも懸念されるような状況ではない。足元では家計が直面する実効金利（債務に対する支払利子の比率）が上昇しており、クレジットカードローンなどの延滞率も上昇している。しかし、住宅ローンを含む全体の延滞率は依然として相当に低い水準にある（**図表 3-5 左**）。

家計の負債（可処分所得比）も、サブプライム・ローン問題が発生した2000年代後半と比較すると安定している（**図表 3-5 中央**）。一方、企業の負債（名目GDP比）はやや高水準にあるが、コロナ禍で急上昇した時期を除くとおおむね横ばいで推移しており、懸念するような状況ではない（**図表 3-5 右**）。

図表 3-5 : 米国における家計の延滞率と借入れの実効金利（左）、家計のバランスシート（中央）、企業の負債（右）

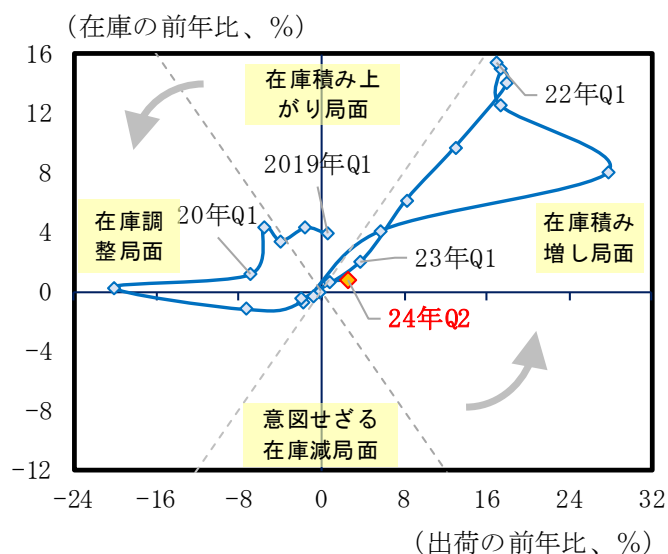


(注) 家計のバランスシートのデータには非営利団体が含まれる。企業は「Nonfinancial business」の値。  
 (出所) FRB、BEA、ニューヨーク連銀、Haver Analytics より大和総研作成

### 循環面からは景気拡大局面にあることが示唆される

循環面からも景気後退は示唆されない。在庫循環図を見ると、直近では企業が更なる需要増に備えて増産を行う「在庫積み増し局面」にある。「在庫積み上がり局面」や「在庫調整局面」に入ると景気後退の可能性が高まるが、現在はまだそのような状況ではないと判断できる（図表 3-6）。

図表 3-6 : 米国の在庫循環



(注) 実質ベース。2024年は大和総研による見通し。  
 (出所) BEA、米国商務省センサス局、Haver Analytics より大和総研作成

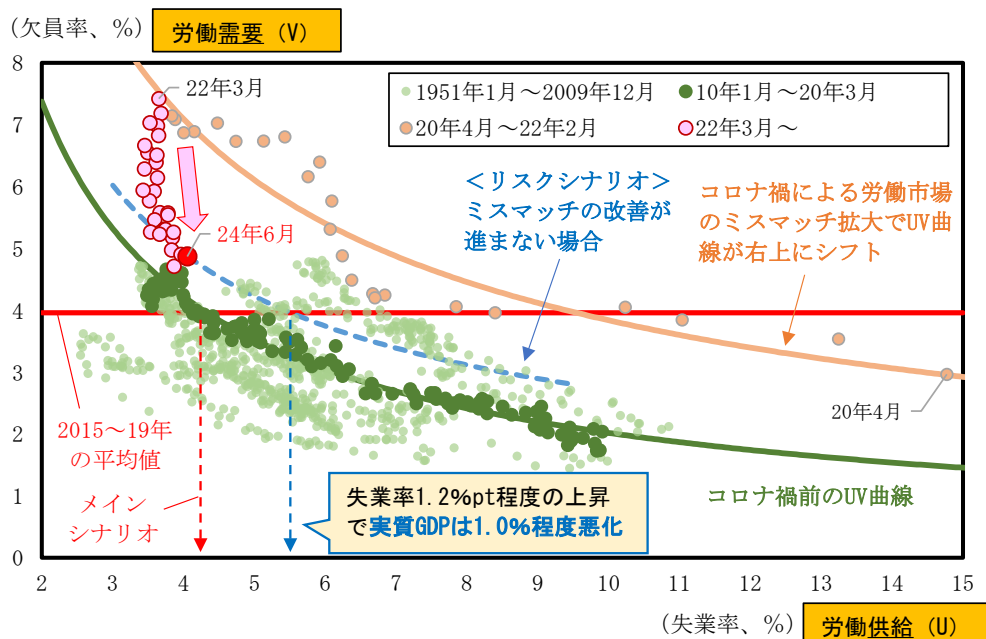
## 労働市場から考えられるリスクシナリオでは米国 GDP が 2% 近く悪化

以上を踏まえると米国景気は依然として底堅いとみられるが、仮に景気後退リスクが顕在化する場合はどのような状況が考えられるのだろうか。

**図表 3-7** は、労働供給を表す失業率(U: unemployment rate)と、労働需要を表す欠員率(充足されない求人数の割合、V: vacancy rate)との関係を表すペバレッジ曲線(UV 曲線)だ。UV 曲線はコロナ禍が始まった 2020 年春に右上にシフトしたが、移民の増加や労働力参加率の回復などにより労働市場のミスマッチ<sup>20</sup>が緩和した。結果として UV 曲線は 2022 年春から左下へとシフトし、失業率の大幅な上昇を伴わずに欠員率が低下したとみられる。これは景気拡大の継続と賃金・物価上昇の抑制に寄与した。今後は UV 曲線がコロナ禍前の形状におおむね回帰することで、景気は緩やかに減速しつつ賃金・物価上昇が安定するというのが当社のメインシナリオである。

ただしメインシナリオの実現には、移民などの労働供給の拡大を中心とした労働需給の緩和が必要である。この点、先行きの移民流入ペースについては大統領選の結果に左右される側面があることから不確実性が大きい<sup>21</sup>。また、移民の就業先として選ばれやすい低賃金業種では求人数の減少が進む一方、高賃金業種では高止まり傾向が見られ、移民の増加が労働需給の緩和につながりにくくなっている可能性がある。

図表 3-7：米国におけるペバレッジ (UV) 曲線



(注) 破線の UV 曲線は、コロナ禍前と同じ傾きで 2024 年 6 月の点を通るように平行移動させたもの。

(出所) BLS、Haver Analytics より大和総研作成

<sup>20</sup> 求人側と求職側のニーズが合わないために、求人数(欠員)が増加している一方で、失業者数も増加するなど、労働市場に過不足が生じている状態。

<sup>21</sup> 詳細は、藤原(2024)などを参照。

そこで**図表 3-7**の青い破線で示したように、UV 曲線がコロナ禍前よりも上方で高止まりするケースを想定すると、欠員率がコロナ禍前（2015～19年の平均）の4%程度まで低下するには、失業率が5.5%程度まで上昇（直近値から1.2%pt程度上昇）することになる。雇用情勢が悪化しても賃金・物価上昇の抑制のために利下げが十分に進まず<sup>22</sup>、引き締めの金融環境が長期化することで、景気後退や株安を招くのがリスクシナリオだ。

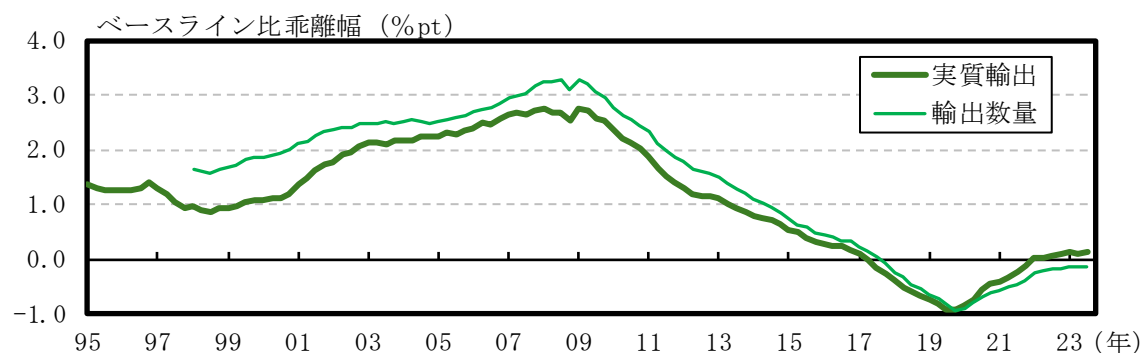
オークンの法則<sup>23</sup>から機械的に試算すると、失業率1.2%ptの上昇は実質GDPを1.0%程度悪化させる。加えて、過去の景気後退局面と同様の株安が発生すれば、実質GDPは更に0.8%程度悪化すると試算される。合計すると、実質GDPは2%近く押し下げられる計算だ<sup>24</sup>。

### 3.2 「適温」な為替相場と円高シミュレーション

#### 近年の財輸出の為替感応度はゼロ近傍となり非輸出企業への経済波及効果が低下

続いて、円高ドル安による日本経済への影響について分析する。為替変動は、主に輸出入額の増減を通じて日本経済に影響をもたらす（日本銀行（2022）など）。そこで、日本の実質輸出と輸出数量の為替感応度を推計すると<sup>25</sup>、いずれも2000年代にかけて高まっていった。だが、2008年9月の「リーマン・ショック」を契機とした世界同時不況後は低下基調へと転じ、2010年代末から2020年代初めには米中摩擦やコロナ禍などを受けてマイナス圏まで落ち込んだ。その後は回復傾向にあるものの、2022年頃からはゼロ近傍で推移している（**図表 3-8**）。

**図表 3-8：日本の実質輸出と輸出数量の為替感応度**



(注) 海外経済成長率、実質実効為替レート、実質輸出（輸出数量）指数の前期比変化率を用いた時変パラメータVARによる分析。為替感応度は、実質実効為替レートの誤差項が1標準偏差（3.6%pt）低下した場合の実質輸出（輸出数量）に対するインパルス反応（4四半期累積変化）。ショックの識別は海外経済成長率、実質実効為替レート、実質輸出（輸出数量）指数の順のコレスキー分解による。海外経済成長率は、日本の主要な財輸出相手国の実質GDP成長率を名目輸出額で加重平均した数値。

(出所) 日本銀行、財務省、各国統計、Haver Analytics より大和総研作成

<sup>22</sup> 金融市場ではFRBが年末までに複数回の利下げを行うとの見方が多いが、インフレ率は依然としてFRBの目標である2%を上回る（FRBが参照するPCEデフレーターは6月で前年比+2.5%）。

<sup>23</sup> 経済成長率と失業率に負の相関関係があるという経験則。ここでは失業率ギャップ（失業率と自然失業率の差）とGDPギャップ（実質GDPと潜在GDPの乖離率）から推計している。

<sup>24</sup> リスクシナリオ時の実質GDP成長率は年間で+0%台であるが、景気後退期に実質GDP成長率は必ずしもマイナスになる必要はない（景気後退期であるITバブル崩壊時（2001年）も通年で+1.0%成長）。

<sup>25</sup> 実質輸出の動きには数量だけでなく、数量1単位あたりの付加価値の変化も表れる。そのため本稿では実質輸出と輸出数量それぞれについて為替感応度を推計した。



前述のように、ドル円相場は2022年春から大幅に円安が進んだが、その間の実質輸出や輸出数量は停滞した。コロナ禍による供給制約に加え、近年の輸出企業は円安が進行しても製品の現地販売価格を据え置く傾向が強く、価格競争力が変わらないため販売量が増えにくいことが背景にある。増産による中間財や設備投資の需要が発生しにくくなり、非輸出企業への経済波及効果は低下したと考えられる。

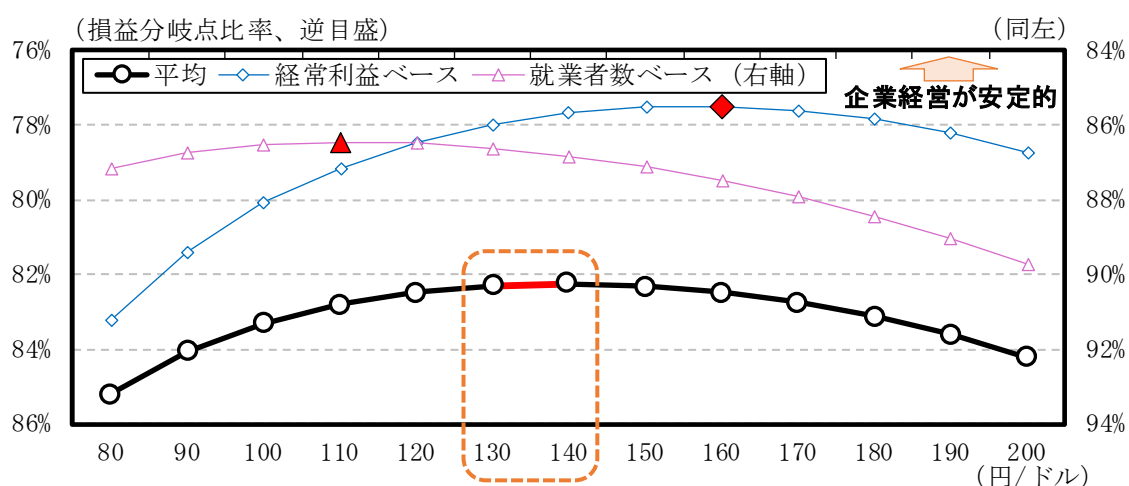
実際に財務省「法人企業統計」から直近の企業収益を確認すると、2024年1-3月期の経常利益は1ドル150円程度の円安環境を追い風に、全規模全産業（金融業、保険業除く）で前年比+15.1%、輸出企業が多い製造業で同+23.0%となった。一方、非輸出企業が多い非製造業では同+11.5%にとどまった。輸出企業から非輸出企業への経済波及効果が低下し、多くの企業にとっては相対的に円安の恩恵が表れにくい環境になったといえよう<sup>26</sup>。

### 企業収益と就業者の双方に配慮すれば1ドル130円台の為替水準が「適温」か

為替変動による企業業績への影響はどうか。ここでは、企業経営の安定性を示す指標である「損益分岐点比率」に注目する。産業別の損益分岐点比率をドル円相場ごとに試算し、経常利益と就業者数でそれぞれ加重平均したものが図表3-9だ。

図表3-9：ドル円レートの水準別に見た日本企業の損益分岐点比率

（各産業の損益分岐点比率を経常利益または就業者数で加重平均したものと両者の平均）



(注) 赤抜きマーカーは最も企業経営が安定する点。損益分岐点比率は、2013年～22年平均の各産業の損益分岐点比率（負の値を取る業種は除く）を、経常利益または就業者数で加重平均した値。損益分岐点比率は損益分岐点売上高（＝固定費÷（1－変動比率））を売上高で除したものである。ドル円レートに応じて売上高、変動費、人件費以外の固定費における輸出入金額を変動させて算出した。

(出所) 財務省、経済産業省より大和総研作成

<sup>26</sup> 財輸出を行っている企業は全体の23%にとどまる（2022年度、「2023年経済産業省企業活動基本調査」）。

経常利益ベースの加重平均値で見ると、損益分岐点比率が最低（企業経営が最も安定的）となるのは1ドル160円程度である。足元よりもかなりの円安水準だが、輸出企業を中心に売上高が増加し、円安によるコスト増を上回って売上高や利益を押し上げることが背景にある。だが、この為替レートでは就業者数が多い非輸出企業で経営が不安定化しやすい。就業者数ベースの加重平均値で損益分岐点比率が最低となるのは1ドル110円程度だ<sup>27</sup>。

前述のように輸出の為替感応度がゼロ近傍まで低下した点を踏まえると、日本企業全体にとって「適温」ともいえるべき為替レートの穏当な水準を検討する上では、輸出企業への影響を中心とした企業収益ベースだけでなく、非輸出企業への影響を中心とした就業者ベースの損益分岐点比率も重視すべきだろう。そこで、経常利益ベースと就業者数ベースの損益分岐点比率を平均して最小値を算出すると、幅広い企業が許容しやすいドル円相場は1ドル130円台と試算される（**図表 3-9**）<sup>28</sup>。

### マクロモデルを用いた円高シミュレーション

企業収益と就業者の双方を考慮に入れると1ドル130円台がドル円相場の「適温」水準とみられる一方、円高の進行はマクロの企業収益の悪化を通じてGDPに悪影響を及ぼす可能性がある。

以下では、円高ドル安が実質GDPに与える影響について当社のマクロモデルを用いて分析する（マクロモデルには、近年の構造変化の可能性を踏まえて、前回予測で推計した消費関数を一部で組み込んでいる<sup>29</sup>）。為替変動が波及する経路はさまざまに考えられるが、ここでは特に影響が大きいと思われる輸出と、実質雇用者報酬および株安（逆資産効果）による個人消費への影響に焦点を当てる。

### 円高で企業収益は減少するが、インフレ抑制で実質雇用者報酬はほぼ変化なし

まず輸出についてであるが、ドル円相場で10円の円高が発生しても、前述のように為替感応度がゼロ近傍にある状況では、財の実質輸出への影響は限定的である。ただし、円ベースの輸出額の減少などを通じ、企業収益は顕著に減少する。これを受けて、雇用者数や1人あたり名目賃金が下押しされる。

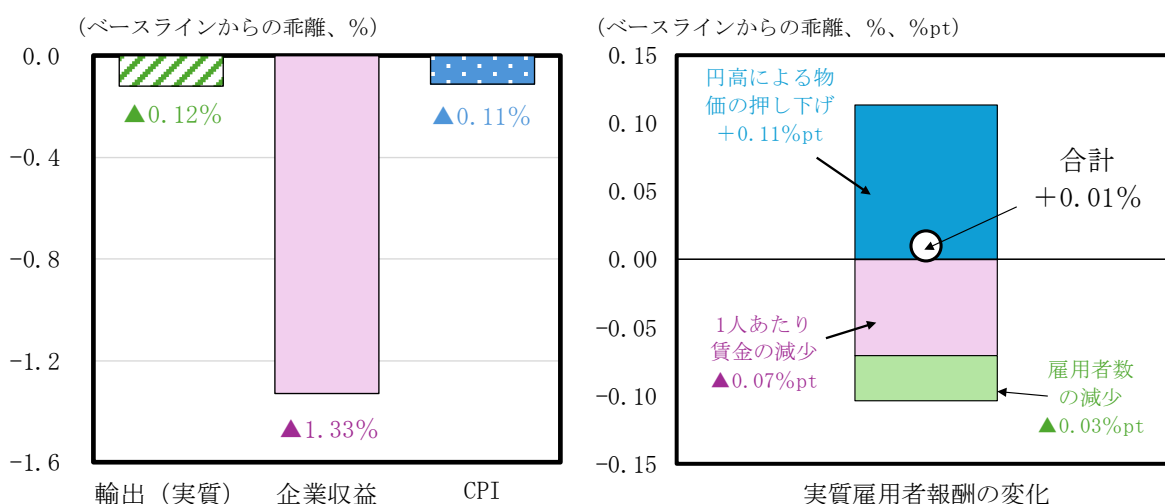
<sup>27</sup> 内閣府「令和5年度 企業行動に関するアンケート調査結果」によれば、2023年度の輸出企業の採算円レートは平均で1ドル123円であったため、1ドル110円の下では輸出事業の採算が取れないケースが多いとみられる。

<sup>28</sup> 経済同友会「2023年12月（第147回）景気定点観測アンケート調査結果」において、快適な為替相場として最も多かった企業の回答は1ドル130～135円未満であった。また帝国データバンク「円安に関する企業の影響アンケート（2024年5月）」によれば、自社にとって最適な為替相場の水準として1ドル120円以上～130円未満を挙げる企業が全体の28.9%で最多だった。ただし、円安で売上高と利益がともに増加すると回答した企業の割合は4.7%であり、有効回答企業に占める輸出企業の割合が母集団のそれ（23%、2022年度（脚注26参照））に比べて低いとみられることから、回答結果が円高方向に振れたと考えられる。

<sup>29</sup> 詳細は「[第221回日本経済予測（改訂版）](#)」（2024年6月10日）参照。このため、6章のマクロリスクシミュレーションとは、必ずしも結果が一致しない。

一方、円高は輸入物価の引き下げを通じてCPIの上昇を抑制する。その効果は、円高が発生しないケース（ベースライン）と比べて、10円の円高で▲0.1%程度と試算される<sup>30</sup>（**図表 3-10 左**）。企業収益の減少を受けて名目賃金や雇用者数は減少するが、物価高が抑制されるため実質雇用者報酬はほとんど変わらない結果となった（**図表 3-10 右**）。

**図表 3-10 : 10 円の円高ドル安による輸出・企業収益・CPI（左）と実質雇用者報酬（右）の変化**



(注) 左図の輸出は財のみ。大和総研のマクロモデルによる推計。

(出所) 各種統計より大和総研作成

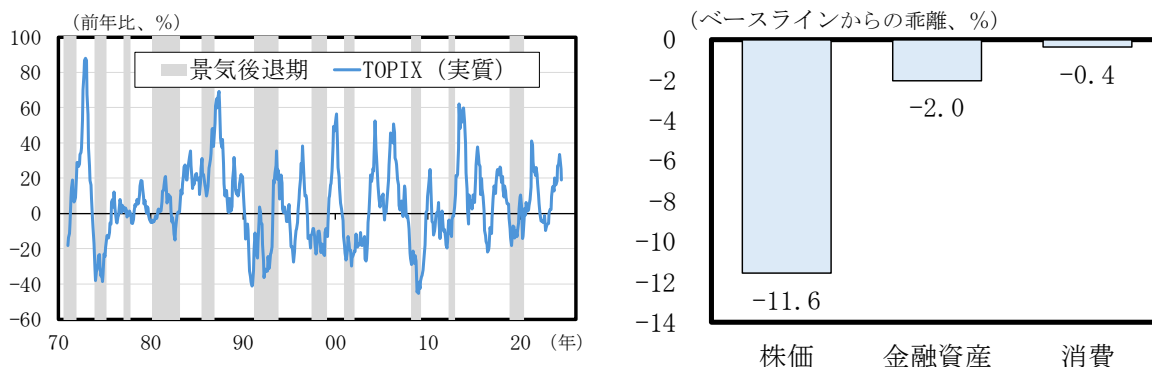
### 株価下落による逆資産効果で個人消費は0.4%減少

国内の株式市場は2024年8月に入ってから大きく動き、東証株価指数（TOPIX）は8月1日から5日までの3営業日で2割程度値下がりした。本稿執筆時点（8月19日終値）では幾分戻したものの、7月末からの下落を取り戻すには至っていない。過去1年間の上昇が大きかったため前年比ベースで見ると依然としてプラス圏にとどまっているが（**図表 3-11 左**）、株安によって個人消費が抑制される可能性は否定できない。

マクロモデルで試算すると、10円の円高によって株価は1割程度下落し、預貯金を含めた金融資産総額（実質ベース）は2%減少する。これを受けた逆資産効果によって、個人消費は0.4%減少する結果となった（**図表 3-11 右**）。

<sup>30</sup> もっとも、近年の輸入浸透度の高まりによって、現実にはマクロモデルで推計される以上に、円高が物価を抑制する可能性には留意が必要である。

図表 3-11 : TOPIX (CPI で実質化、左) と景気動向 (左)、10 円の円高ドル安がもたらす株価・金融資産への影響と個人消費への逆資産効果



(注) 左図は月中平均ベース。ただし 2024 年 8 月は 19 日まで。右図の株価は TOPIX。金融資産は家計部門保有分。金融資産と消費は実質ベース。大和総研のマクロモデルを用いて推計。消費への逆資産効果については推計式  $\ln(\text{実質家計最終消費支出}) = \beta_1 \times \ln(1 \text{ 人あたり実質雇業者報酬}) + \beta_2 \times \ln(\text{雇業者数}) + \beta_3 \times \ln(\text{実質家計金融資産}) + \text{定数項}$  で求めた実質家計金融資産の弾性値 ( $\beta_3$ ) を用いて算出。詳細は「第 221 回日本経済予測(改訂版)」(2024 年 6 月 10 日) を参照。

(出所) 東京証券取引所、総務省、内閣府、日本銀行統計等より大和総研作成

### 10 円の円高による実質 GDP の押し下げ幅は 0.2%程度

マクロモデルによる分析では、ドル円相場で 10 円の円高水準が 1 年間続く場合、実質 GDP は年間で 0.24%押し下げられると試算される。実質 GDP に対する寄与度を需要項目別に見ると、個人消費が最も大きく ( $\Delta 0.19\% \text{pt}$ )、次いで外需が大きい ( $\Delta 0.06\% \text{pt}$ )<sup>31</sup>。一方、住宅投資や設備投資、公需への影響は小さい。総じてみれば、10 円の円高による景気への影響はさほど大きくないといえそうだ。

米国の景気動向や日米の金融政策などによっては、今後もドル円相場の急変は起こり得るため、当面は動向を注視する必要がある。だが、今回の 8 月上旬の円高のみでは、日本経済が景気後退に陥るような状況は避けられるだろう。

### 為替相場のボラティリティが高まると企業の景況感は悪化

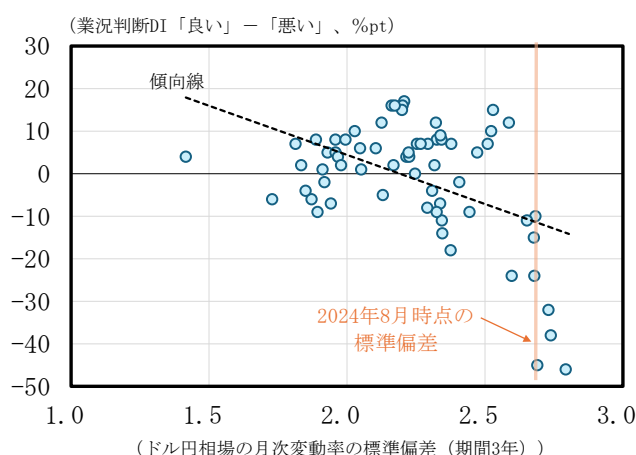
為替相場のボラティリティ(変動の大きさ)による影響についても触れておきたい。為替相場の過度な変動は不確実性を高め、企業の設備投資や従業員雇用に影響を及ぼす。

図表 3-12 は、ドル円相場のボラティリティと企業の景況感の関係を示したもののだが、ボラティリティが高い時期が続くと景況感が悪化していることが分かる。為替相場が不安定な時期が継続すれば、企業が為替変動リスクを意識して事業活動を抑制する可能性がある。

もともと、為替相場が大きく動く際には、リーマン・ショックなどの大きな環境変化が発生していることが多いため、必ずしもボラティリティの上昇のみを原因として企業の景況感が悪化しているわけではない。それでも、為替相場のボラティリティは、企業の事業環境を取り巻く不確実性の 1 つであることには間違いない。

<sup>31</sup> 財の実質輸出の為替感応度は小さくなっているもののゼロではないことや、サービス輸出が為替の影響を受けていることなどが背景にある。

図表 3-12 : ドル円相場のボラティリティと企業の業況判断 DI



(注) 対象期間は2003年12月～2019年12月。業況判断DIは日銀短観における全規模・全産業ベースの「最近」の値。

(出所) 日本銀行、Haver Analytics より大和総研作成

### 3.3 米国景気リスクと円高・株安の影響

#### 注意すべきは円高・株安よりも米国の景気後退リスク

前述した米国の景気後退リスクが顕在化する場合と、8月上旬のような円高進行が再び発生する状況を想定し、日本経済への影響と2025年の春闘賃上げ率への影響を考えたい。

米国が景気後退に陥り株安も発生するリスクシナリオでは、前節で示したように、米国の実質GDPが2%近く減少すると想定した。

円高進行については、前述したマクロモデルの分析を用いて、足元の1ドル140円台の水準から、更に10円の円高と1割程度の株価下落が起こることを想定した(円高+株安)。

**図表 3-13** は、それぞれの影響を見たものだ。米国の景気後退により、2024年度の日本の実質GDP成長率は0.7%pt低下する。更なる円高が進行すると、実質GDP成長率は0.2%pt、2025年の春闘賃上げ率(定期昇給含むベース)は0.1%pt低下する(合計でそれぞれ0.9%pt、0.1%pt)。経済成長には米国景気後退の方が円高・株安よりも顕著に影響が大きい。注意すべきは、一段の円高進行よりも米国の景気後退リスクといえよう。

春闘賃上げ率への影響は両者とも軽微である。これはリスクの発現が2024年の後半以降であり通年では影響が半減することや、賃金交渉の材料が主に前年の経済実績であることを反映したためである。しかし、とりわけ米国が景気後退に陥れば、企業の景況感が悪化し、賃上げ率が想定より下振れする可能性には注意が必要だ。

図表 3-13 : 2024 年度の実質 GDP 成長率と 2025 年の春闘賃上げ率 (推計値)

		米国	
		メインシナリオ	リスクシナリオ
日本	実質GDP成長率 (2024年度)	+0.9%	+0.2%
	円高+株安	+0.7%	+0.0%
	春闘賃上げ率 (2025年)	+4.2%	+4.2%
	円高+株安	+4.1%	+4.1%

米国リスク発現  
実質GDP成長率  
▲0.7%pt

円高+株安  
実質GDP成長率  
▲0.2%pt

(注) 「円高+株安」は2024年7-9月期に、「米国リスクシナリオ」については同年10-12月期に発現するとした。メインシナリオには、8月上旬に起きた円高・株安の影響は反映されている。「円高+株安」は、8月上旬の円高から、さらに10円の円高が進行することに伴う影響。米国リスクシナリオでは、メインシナリオより米国の実質GDPが1.8%減少すると想定。日本の実質GDP成長率は当社のメインシナリオを用い、大和総研のマクロモデルで影響を推計して算出。春闘賃上げ率の推計方法については前掲図表2-6を参照。

(出所) 総務省、内閣府、財務省、独立行政法人労働政策研究・研修機構、日本労働組合総連合会等より大和総研作成

### 3.4 2024 年前半までの「悪い円安」の評価

以上では主に円高による日本経済への影響について述べてきたが、最後に、2024年7月上旬までの大幅な円安はどう評価すべきだろうか。

マクロモデルによるシミュレーション結果を見ると、円安は個人消費を押し上げる。だが、実際には2023年4-6月期から4四半期連続で前期比マイナスになるなど、日本経済にとっては円安のプラス面よりもマイナス面の方が目立った。

背景には、①実質輸出が為替に反応せず、輸出企業から他の産業へ円安の恩恵があまり波及しなかったこと、②輸入物価高の価格転嫁が進んでCPIが大幅に上昇し、実質賃金が継続的に減少して消費者マインドも悪化したこと、などがある。①についてはすでに述べた通りだが、②については、近年の輸入浸透度<sup>32</sup>の高まりと、企業の価格設定行動の変化の2つが指摘できる。

まず輸入浸透度であるが、コロナ禍やデジタル化・脱炭素化への対応を背景に、2020年代に入って投資財や消費財を中心に顕著に上昇した(生産財:2000~19年平均20.7%→2020年代平均23.1%、投資財16.3%→24.4%、消費財18.3%→26.0%)<sup>33</sup>。このことは、日本経済が円安による輸入財価格の上昇をより受けやすくなったことを意味する。

<sup>32</sup> 輸入浸透度は総供給(国産+輸入)に占める輸入の割合。

<sup>33</sup> 詳細は小林・中村(2022)を参照。数値は経済産業省「鉱工業出荷内訳表・総供給表」に基づく。



加えて、円安などによるコスト増を販売価格に転嫁する動きが非線形的に加速した<sup>34</sup>。従来、企業はコストカットや利潤圧縮などで為替変動に対応し、販売価格を据え置くことが一般的であった。だが、2020年末の1ドル103円台から4年半で50円以上も円安が進み、2022年には資源価格も高騰した。コストの増加分を企業努力だけでは吸収しきれなくなり、多くの企業が価格転嫁に踏み切った結果、CPIは大幅に上昇した。

2024年7月上旬までの大幅な円安は、賃金と物価の循環的な上昇を後押しし、日銀が金融政策の正常化を進める契機になった。だが一方、実質賃金が26カ月連続で前年割れとなるなどデフレ経済からインフレ経済への移行コストも大きく、結果として「悪い円安」ともいえる状況をもたらしたと評価される。

#### 【参考文献】

小林若葉・中村華奈子（2022）「[輸入への依存が増す日本経済 感染症対策、グリーン化、デジタル化への対応で輸入比率が上昇](#)」、大和総研レポート、2022年1月7日

大和総研（2024）「[第221回日本経済予測（改訂版）](#)」、2024年6月10日

内閣府（2024）『[令和6年度 年次経済財政報告](#)』

日本銀行（2018）「[経済・物価情勢の展望（2018年4月）](#)」、2018年4月28日

日本銀行（2022）「[経済・物価情勢の展望（2022年1月）](#)」、2022年1月19日

藤原翼（2024）「[FRBの利下げペースを左右する要因は何か？ 失業率が上昇すれば利下げペースは速まるが、求人率が高止まりするケースに注意](#)」、大和総研レポート、2024年8月7日

矢作大祐（2024）「[米金融政策を占うジャクソンホール会議の注目点は？ 市場が期待するほどの大幅な利下げの示唆は期待しにくい](#)」、大和総研レポート、2024年8月16日

<sup>34</sup> 当社の「[第221回日本経済予測（改訂版）](#)」（2024年6月10日）や内閣府（2024）では、企業の価格設定行動が変化し、円安によるコスト増が積極的に転嫁されている可能性を指摘している。

## 4. 論点②：国債需給に見る 2040 年までの金利上昇リスクと経済への影響

久後 翔太郎・吉田 亮平・山口 茜・中村 華奈子・石川 清香

日本銀行（以下、日銀）は 2024 年 7 月末の金融政策決定会合において長期国債買入れの減額計画（以下、減額計画）を示した。日銀が保有する国債の残高は今後減少していく見込みで、量的引き締めが本格化する。そこで本章では、2040 年までを念頭に量的引き締めの進展が長期金利の上昇を通じて実体経済や各経済主体（企業・家計）に与える影響を検討する。

本章の結論は**図表 4-1** に示した通りだ。日銀が保有する国債残高の減少は、①国債市場での需給緩和（直接効果）と、②国債保有構成の変化（間接効果）、という 2 つの側面から長期金利を押し上げ得る。短期的には直接効果の影響が表れるものの、その度合いは小さい。だが中長期的には、間接効果の影響で長期金利に強い上昇圧力がかかるとみられる。国内投資家よりも高いリスクプレミアムを要求する傾向の強い海外投資家の保有割合が高まるためだ。海外投資家による国債保有割合の先行きは、国債の供給（国債発行残高）と国内での需要（国内主体による国債保有の増額余地）との差で決まると想定し、需要と供給の両面でシナリオを 3 つずつ作成し（合計 9 通り）、長期金利の押し上げ圧力を試算した。長期金利は 2040 年時点で 3~7% 程度まで高まり得る。日銀が金融政策の正常化を進める中で金利上昇リスクを抑制するためにも、政府は財政健全化を着実に進め、国債供給の増加を抑制することが重要である。

長期金利の上昇は実質 GDP を下押しすることはもちろん、各経済主体にも影響する。企業部門に注目すると、製造業よりも非製造業、大企業よりも中小企業で経常利益が減少しやすい。また、家計部門では純利息収入の恩恵は多くの金融資産を保有する高齢層に集中する。金利上昇の影響は各主体の中でも一様でないことには留意が必要だ。

図表 4-1：本章の結論

### ポイント

- ✓ 日銀の国債買入れ減額の経済・金利への直接的な影響は小さいが、保有構成の変化を通じて間接的な影響大
- ✓ 財政健全化によって国債発行を減らせれば、海外保有比率の上昇を抑え、長期金利の高まりを一定程度抑制
- ✓ 長期金利上昇で家計の純利息収入はプラス、企業ではマイナス。ただし、恩恵・負担とも偏在するとみられる

□日銀の「減額計画」の影響：国債の需給構造の変化によりリスクプレミアムが高まる可能性

国債供給 ↑	国債需要 →	海外部門の追加保有 ↑
<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 2040年度時点の発行残高</li> <li>【PB: 0%】約1,800兆円</li> <li>【PB: ▲3%】約2,300兆円</li> <li>【PB: ▲5%】約2,600兆円</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 日本銀行</li> <li>40年度: 約120~250兆円</li> <li>✓ その他国内主体</li> <li>40年度: 約890~1,400兆円</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 40年度時点での海外保有比率の上昇幅</li> <li>【PB: 0%】9~40%</li> <li>【PB: ▲3%】28~52%</li> <li>【PB: ▲5%】37~58%</li> </ul>

□リスクプレミアムの拡大による長期金利上昇の影響(数値は40年末時点)

実質GDP	企業収益	家計
<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 【PB: 0%】▲4.0~▲1.0%</li> <li>✓ 【PB: ▲3%】▲5.6~▲2.9%</li> <li>✓ 【PB: ▲5%】▲6.5~▲3.9%</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 製造業(▲13.7%)より非製造業(▲16.7%)</li> <li>✓ 大企業(▲20.5%)より中小企業(▲22.0%)で悪影響</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 家計全体では純利息収入増</li> <li>✓ 恩恵は高齢者で大きく(+1.0兆円)、若年層では小さい(+0兆円)</li> </ul>

(注)「PB」は国・地方の基礎的財政収支で、シナリオ別の数字(▲5~0%)はGDP比を指す。

(出所)各種統計より大和総研作成

## 4.1 中長期的な国債の需給構造の変化が長期金利に与える影響

### (1) 日銀保有国債の見通しと国債需給の緩和を通じた長期金利への影響（直接効果）

#### 2030年代中頃以降、日銀保有国債の減少ペースは鈍化する見通し

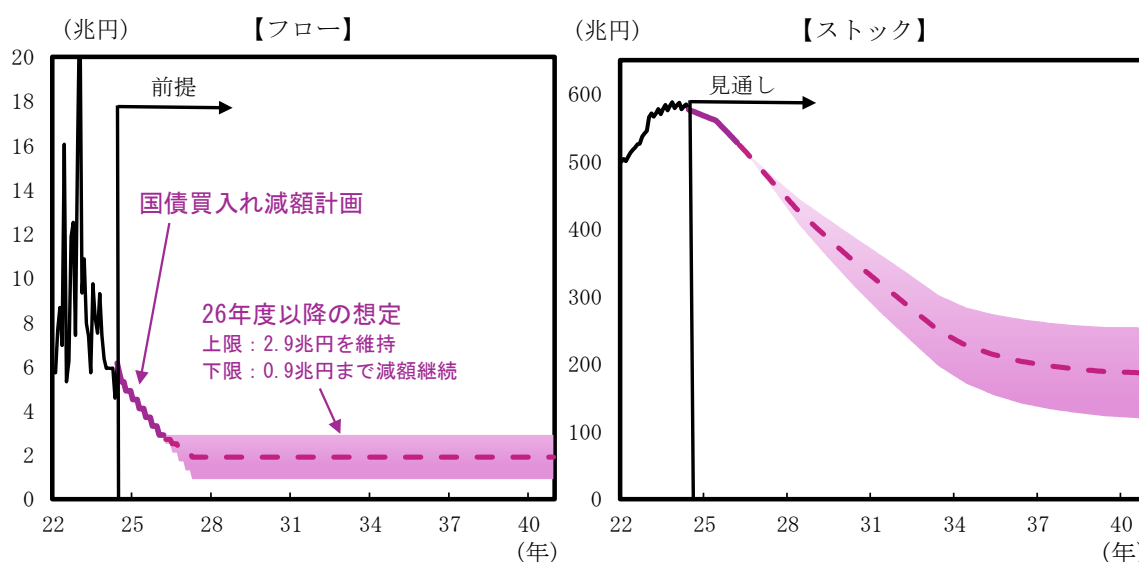
はじめに、日銀が保有する国債残高の減少が、国債市場の需給の緩和を通じて長期金利を押し上げる度合い（直接効果）を検討する。

減額計画では、月間の長期国債の買入れ予定額が原則として毎四半期 4,000 億円程度ずつ減額される方針が示された。2024 年 7 月で 5.7 兆円程度の買入れ額は 2024 年度末で月額 4.5 兆円程度、2025 年度末で同 2.9 兆円程度へと減額される予定だ。日銀は当面の間大規模な国債の買入れを続けるものの、過去に購入した国債の償還額の方が大きいことから、保有国債残高は減少していく見込みである。

減額計画で示されていない 2026 年 4 月以降の国債買入れ額については、**図表 4-2 左**で示したように上限（2026 年 3 月の月額 2.9 兆円程度を維持）と下限（一定の資金供給ニーズを考慮しつつ同 0.9 兆円程度まで減額を継続）を想定し、一定の仮定を置いて 2040 年末までの日銀の保有国債残高の先行きをバンドで示したものが**図表 4-2 右**だ。

2030 年代中頃までは比較的早いペースで保有国債残高の減少が進むが、その後は減少ペースが鈍化する見込みだ。国債買入れ額の上限ケースにおける保有国債残高は 2040 年末時点で 254 兆円程度、下限ケースで 119 兆円程度と試算される。

図表 4-2：日銀による国債購入ペース（左）と保有国債残高（右）



(注) 2026 年 3 月までは 2024 年 7 月の金融政策決定会合で示された国債買入れ減額計画を反映。2026 年 4 月以降は、毎月の買入れ額を 2.9 兆円に維持した場合（バンドの上限）と 0.9 兆円まで減らした場合（バンドの下限）の見通しを掲載。点線は両シナリオの平均値。

(出所) 日本銀行より大和総研作成

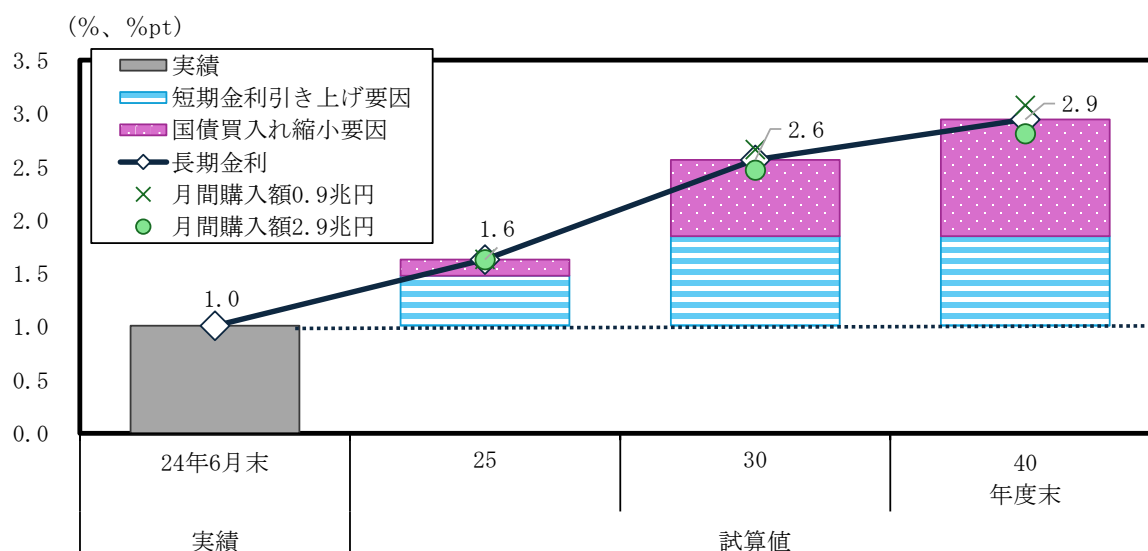
## 直接効果により長期金利は 2040 年度末で 1.1%pt 程度上昇

日銀の保有国債残高の減少によって長期金利に生じる上昇圧力（長期国債の価格には低下圧力）の度合いを試算するため、[久後・中村\(2024\)](#)の長期金利関数に、当社の短期金利見通しと**図表 4-2 右**の保有国債残高見通しを当てはめたものが**図表 4-3**だ。

当社の短期金利見通しに従えば、「短期金利引き上げ要因」によって、長期金利には 2025 年度末時点で 0.5%pt 程度、2030 年度末で 0.8%pt 程度、2040 年度末で 0.8%pt 程度の上昇圧力がかかるとみられる。日銀は 2025 年 1-3 月期（月次ベースでは 1 月）に短期金利を 0.50%に引き上げ、その後は景気に対して中立な金利水準とみられる 1.75%<sup>35</sup>に到達するまで年 0.50%pt（年 2 回）のペースで追加利上げを行うとみている。2027 年 7 月ごろに短期金利はターミナルレートに到達し、その後は横ばいで推移すると見込まれることから、「短期金利引き上げ要因」は一定となる。

**図表 4-3**で示した日銀保有国債残高の減少が長期金利に与える影響（直接効果：「国債買入れ縮小要因」）を見ると、2025 年度末時点で 0.2%pt 程度、2030 年度末で 0.7%pt 程度、2040 年度末で 1.1%pt 程度となっている。日銀の国債保有割合（発行残高に占める日銀の保有割合）が 1%pt 低下すると、長期金利は 0.03%pt 程度上昇すると推計されるため、残高の減少に伴って長期金利の上昇圧力は強まる。もっとも、先に指摘した通り、日銀の保有国債残高の減少ペースは 2030 年代中頃以降に鈍化するため、とりわけ 2030 年度以降では「国債買入れ縮小要因」による長期金利の上昇圧力が弱まっていく。

**図表 4-3：日銀による利上げと保有国債残高の減少が長期金利に与える影響**



(注) 詳細は久後・中村(2024)を参照。「長期金利」については、2026年3月までは国債買入れ減額計画を反映し、2026年4月以降は図表 4-2 での上限・下限ケースの平均値が実現した場合の値を表示している。

(出所) 日本銀行、財務省、総務省、U.S. Department of the Treasury、Haver Analytics、久後・中村(2024)より大和総研作成

<sup>35</sup> 日本の自然利子率の水準は足元でゼロ近傍だが、中長期的には小幅のマイナス圏に低下すると当社ではみている。中長期的にはインフレ率が 2%で安定するとの想定の下、日銀は実質金利が自然利子率におおむね一致するまで段階的に利上げを進めるとみられることから、当社ではターミナルレートを 1.75%と予想している。

## (2) 保有構成の変化が長期金利に与える影響（間接効果）

### 財政健全化の取り組みの進展度合いで将来の国債の海外保有比率は大きく変化する可能性

以上のように、日銀の保有国債残高の減少が国債需給の緩和を通じて長期金利を押し上げる度合いは小さい。他方、日銀の保有国債残高が減少する中でも国債が円滑に発行されるには、他の主体が国債保有を増やす必要がある。その際、長期金利への影響を検討する上でとりわけ重要なのは、海外投資家の国債保有比率（以下、海外保有比率）だ。

国債発行が国内投資家の需要を上回れば、海外投資家の需要の増加が必要になる（増加しないと国債を発行できない）。だが一般的に、海外投資家は国内投資家よりも高いリスクプレミアムを求める傾向が強いため、海外保有比率が高まると長期金利が上昇しやすい。そこで以下では、国債の供給と国内需要についていくつかシナリオを設定し、国債の需給バランスの先行きを示した上で、海外保有比率の変化が先行きの長期金利に与える影響を示す。

まず国債の供給について検討すると、国債発行残高（ストック）は毎年の国債発行額（フロー）と償還額によって決まる。そこで、国・地方の基礎的財政収支（以下、PB: Primary Balance）について、①財政健全化が進んで2027年度にPBが均衡する場合（「PB: 0%」シナリオ）、②当社の中期見通し<sup>36</sup>における予測期間の最終年度（2033年度）のGDP比▲3%程度で横ばいの場合（「PB: ▲3%」シナリオ）、③財政が一段と悪化し、2027年度以降のPBが同▲5%となる場合（「PB: ▲5%」シナリオ）、という3つのシナリオを用意した。内閣府が試算した2023年度のPBの実績見込みは同▲2.9%<sup>37</sup>であるため、②は直近の財政状況が長期的に継続したシナリオともいえる。

それぞれのシナリオに整合的な国債発行額と償還額を試算することで、国債供給の長期的な見通しを示したものが**図表 4-4 左**だ。いずれのシナリオでも国債発行残高は増加していく見込みである。だが2040年度の水準を比較すると、「PB: ▲5%」シナリオでは2,600兆円程度となる一方、「PB: 0%」シナリオでは1,800兆円程度にとどまる（「PB: ▲3%」シナリオでは2,300兆円程度）。政府はPB黒字化を目指しているが、仮にPBを長期的に均衡させることができれば、国債発行額の抑制を通じて長期金利の安定化に大きく寄与することになる。

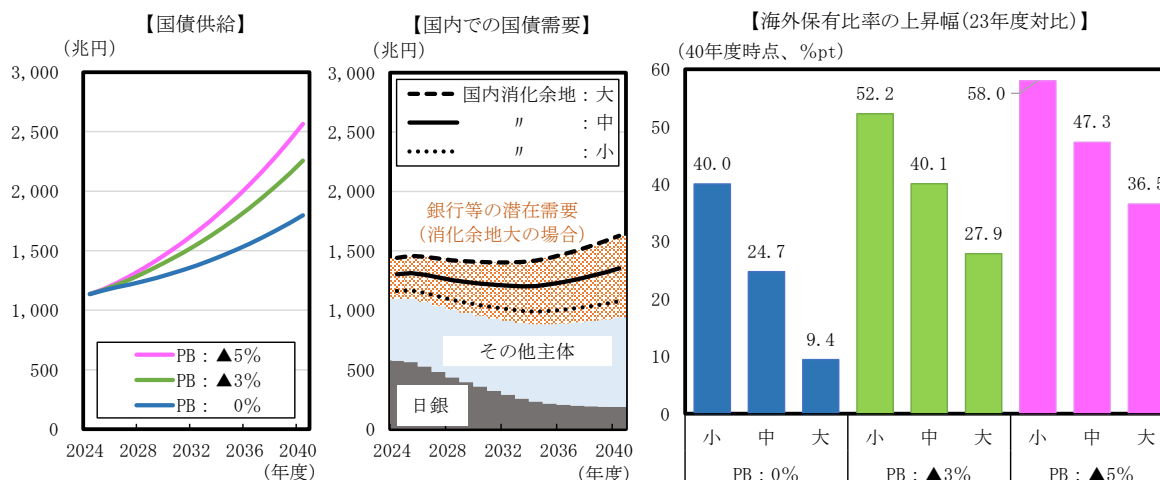
いずれのシナリオでも国債の供給拡大が見込まれる一方、国内需要の増加幅は限定的となる可能性がある。**図表 4-4 中央**は、国債の国内需要見通しを需要者別に示したものだ。「日銀」による需要（保有残高）は**前掲図表 4-2 右**で示した通り、減少していく見込みだ。「その他主体」の保有残高の見通しについては、「保険・年金基金」などの国債保有が名目GDPの拡大に合わせて増加していくと仮定して機械的に試算したところ、「日銀」と「その他主体」の合計は2030年代前半まで減少していく姿が示された。すなわち、日銀による国債保有減少の影響は大きく、足元での国債の保有構成を前提とすると、国内主体を中心とした国債保有の増加余地は小さいとみられる。

<sup>36</sup> 詳しくは、当社の「[日本経済見通し：2024年1月](#)」を参照。

<sup>37</sup> 内閣府（2024）で示された復旧・復興対策およびGX対策の経費および財源の金額を除いたベースのPBのGDP比。



図表 4-4 : 財政シナリオ別に見た国債の発行残高（供給）見通し（左）、国内需要見通し（中）、2040年度時点の海外保有比率の上昇幅（右）



(注1) 国債供給は前年度の残高に当年度の国のPBと利払い費を足し合わせて算出。利払い費に関して、既発債は償還年度別に見た利付国債の平均金利、普通国債残高の満期構成、国債統計年報等をもとに推計した。新発債は毎年度必要となる発行総額を推計した上で、2024年度当初予算ベースの年限別発行シェアをもとに年限別の発行額を定め、それらに対応した利率を乗じることで求めた。

(注2) 「国内消化余地：大」、「国内消化余地：中」、「国内消化余地：小」は、それぞれ銀行等の潜在的な国債需要の100%、60%、20%が発現した場合。「銀行等の潜在的な国債需要」はIRRBB規制などをもとに保有できる残高を算出。算出にあたり関(2023)、左三川・阿部・高椋・廣芝(2024)を参考にした。

(出所) 関(2023)、左三川・阿部・高椋・廣芝(2024)、各種統計より大和総研作成

もともと、日銀は銀行等から国債を大量に購入することで量的緩和を進めてきたことを踏まえれば、銀行等には保有残高を増加させる余地があるとみられ、足元での国債の保有構成を前提とするという仮定は非常に強い。その余地を正確に把握することは困難だが<sup>38</sup>、左三川・阿部・高椋・廣芝(2024)等を参考に足元での「銀行等の潜在需要」を330兆円と仮定し、名目GDPの伸び率で機械的に延伸した上で、①潜在需要が100%実現する場合(「国内消化余地：大」)、②同60%実現する場合(「国内消化余地：中」)、③同20%実現する場合(「国内消化余地：小」)、という3つのシナリオを用意した。潜在需要が最大限に発現する場合でも、「日銀」と「その他主体」の需要の合計は2040年度時点で1,600兆円程度であり、財政健全化の取り組みが最も進むシナリオ(「PB:0%」シナリオ)でさえ供給が国内需要を上回る状況となる。

国債の需給が一致するという前提に立てば、国内需要を上回る分の供給に対応するには海外部門の需要を増加させて賄う必要がある<sup>39</sup>。国債の供給と国内需要との差から、2040年度時点の国債の海外保有比率の上昇幅を試算したものが図表4-4右だ。国債の国内消化余地が大きいほど、また財政健全化への取り組みが進展するほど、海外保有比率の上昇が抑えられている。

<sup>38</sup> 前提が違うため一概には比較できないが、民間部門が増やせる国債保有額について、左三川・阿部・高椋・廣芝(2024)では330兆円程度(2024年度末の残存期間20年以下の長期国債の残高ベース)、関(2023)では「購入余地は日銀保有の3割前後」(2022年12月時点の日銀保有国債:555兆円)としている。また、2013年4月の量的・質的金融緩和の導入以降、当座預金は約500兆円増加した。本章ではこれら3つの想定の中核値に当たる左三川・阿部・高椋・廣芝(2024)の試算値を採用した。

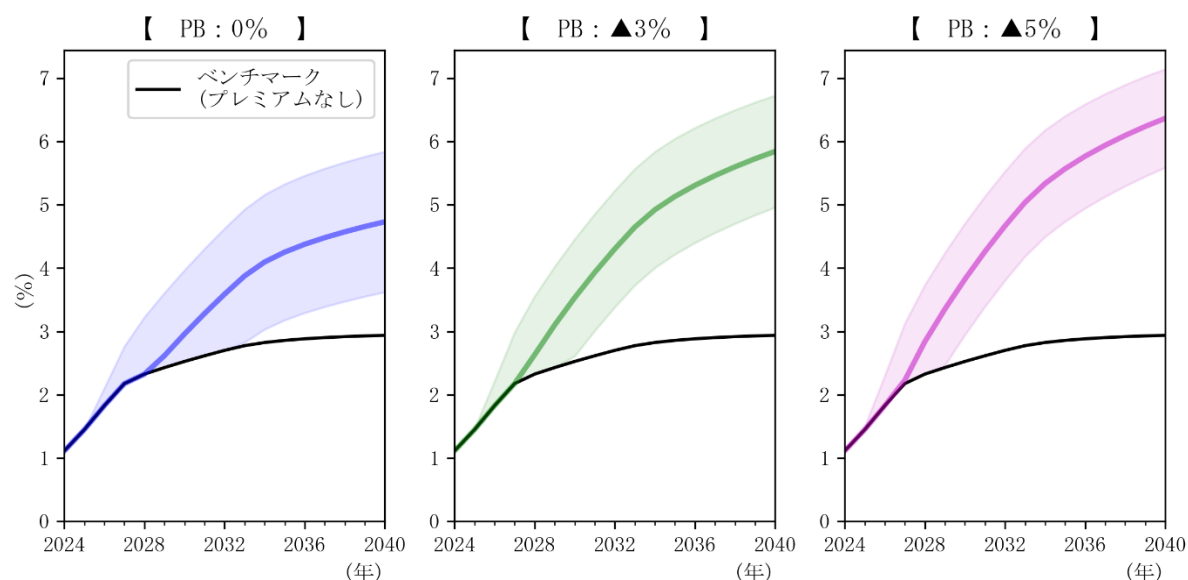
<sup>39</sup> 単純化のため、国債需給が一致するという仮定のもと、供給と国内での需要が外生的に決定され、その差額から海外保有額が決定されると想定している。

## リスクプレミアムの上昇により長期金利は将来 7%程度に達する可能性も

一般的に海外部門は比較的高いリスクプレミアムを要求する傾向にあることから、その需要を満たすためには長期金利の上昇が必要である。すなわち、海外保有比率が高まるほど、長期金利に対する上昇圧力が強まるということだ。当社の試算では、海外保有比率が 1%pt 高まると長期金利は 0.07%pt 上昇する。

こうした関係を前提に、財政シナリオ別に長期金利の先行きを試算した結果が**図表 4-5** だ。**前掲図表 4-3** では、日銀による国債需要の減少のみを考慮した長期金利の見通し（ベンチマーク）を示したが、これに**図表 4-4 右**から試算される海外保有比率の上昇によるリスクプレミアム分（間接効果）を上乗せする形で各シナリオにおける長期金利を推計している。財政健全化の取り組みが遅れるほど、国債の供給が増加し、海外保有比率が高まるため、長期金利への上昇圧力が強まる。

**図表 4-5：リスクプレミアムが上乗せされる場合の財政シナリオ別に見た長期金利の試算値**



(注1) バンドの上限は国内消化余地に関する「国内消化余地：小」、下限は「国内消化余地：大」シナリオに、中央の実線は「国内消化余地：中」シナリオにそれぞれ対応している。

(注2) 被説明変数に 10 年物国債利回り、説明変数には海外保有比率や短期金利、新コアコア CPI 上昇率、米 10 年物国債利回り、名目 GDP、潜在 GDP を用いて長期金利関数を複数推計し、各推計式におけるパラメーターの中央値 (0.07) を海外保有比率のパラメーターとして採用した。

(出所) 日本銀行、財務省、総務省、内閣府、U.S. Department of the Treasury、Haver Analytics より大和総研作成

## 「直接効果」よりも「間接効果」による長期金利の上昇圧力に警戒が必要

以上のように、日銀が保有する国債残高が減少することで、「直接効果」と「間接効果」の両面から長期金利には上昇圧力がかかる。だが「直接効果」と比較すると、「間接効果」による長期金利の上昇圧力は圧倒的に強い。

とりわけ 2013 年 4 月の量的・質的金融緩和の導入以降は、政府が国債の供給を増やしても、日銀が大規模な買入れを行ったため長期金利が上昇しにくかった。だが、日銀という国債の最

大の保有主体が長期的には保有残高を大幅に減らす見込みであり、今後は国債の国内需要は伸びにくい。こうした状況の中、政府の財政健全化の取り組みが遅れて国債の供給が大規模になれば、需給バランスが崩れて長期金利に強い上昇圧力がかかる可能性がある。

## 4.2 長期金利の上昇が実質 GDP および各経済主体に与える影響

次に、**前掲図表 4-5** で示した財政シナリオごとに、長期金利の上昇が実質 GDP と企業・家計の利息収入に与える影響を示す。とりわけ影響の大きい間接効果によるリスクプレミアムの上昇に着目し、以下では**前掲図表 4-5** における「ベンチマーク（プレミアムなし）」と各シナリオとの差が与える影響を考察する。

### (1) マクロ経済全体への影響

#### 【実質 GDP】とりわけ設備投資で長期金利上昇による悪影響が顕在化

各シナリオにおける実質 GDP への影響を当社のマクロモデルを用いて試算すると、2040 年時点で「PB：0%」シナリオではベンチマーク比▲4.0～▲1.0%、「PB：▲3%」シナリオでは同▲5.6～▲2.9%、「PB：▲5%」シナリオでは同▲6.5～▲3.9%となった（**図表 4-6 上段**）。「PB：0%」シナリオではシミュレーション期間全体を通じて最大▲4.1%程度の乖離が生じる一方、「PB：▲5%」シナリオでは同▲6.7%程度と大幅に拡大する。リスクプレミアムの上昇が実体経済に大きな悪影響を及ぼす可能性が示唆される。

内訳を見ると、個人消費への影響は比較的小さい。2040 年時点で最も落ち込むシナリオでもベンチマーク比▲5.1%程度となっている（**図表 4-6 中段左**）。これは設備投資などとは異なり、金利上昇の影響がローンを組んで購入することの多い自動車など一部の費目に限られるためである。

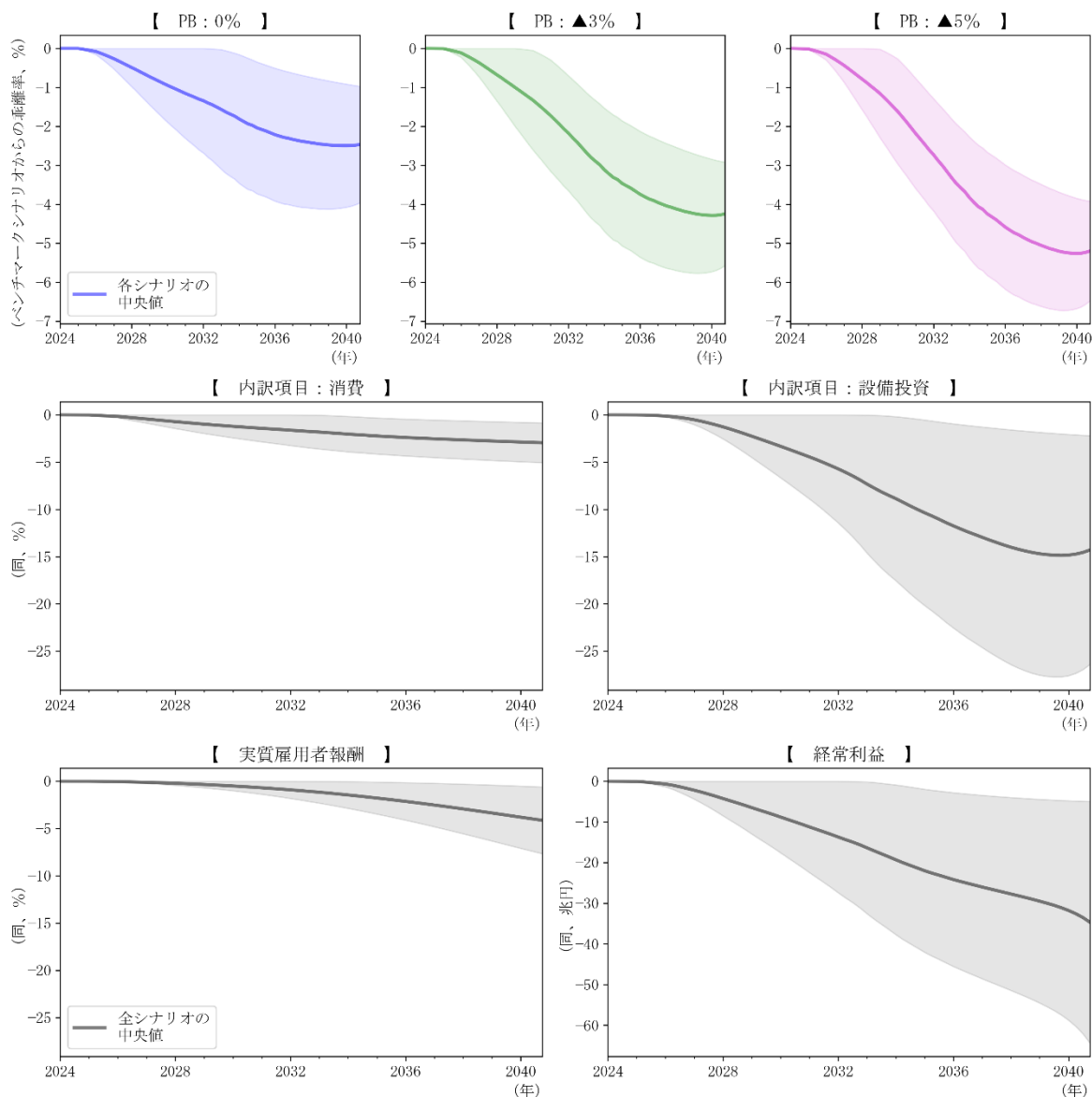
長期金利の上昇は、企業収益の減少や景気の悪化を通じて、労働需要を減少させる。結果として、実質賃金と雇用者数の双方に減少圧力がかかることから、実質雇用者報酬を下押しする効果を持つ（**図表 4-6 下段左**）。半面、家計は金融負債よりも資産を多く持つことから、長期金利の上昇は純利息収入を押し上げ、実質可処分所得の減少を緩和する。

一方、設備投資への影響は大きい（**図表 4-6 中段右**）。2040 年時点で最も影響が小さいシナリオではベンチマーク比▲2.2%程度の落ち込みにとどまる一方、最も大きいシナリオでは同▲25%を上回るような大幅な落ち込みが示された。長期金利の上昇によって企業の資金調達環境が悪化することに加え、景気の悪化による企業収益の減少も設備投資を下押しする方向に作用するためである（**図表 4-6 下段右**）。

当社のマクロモデルでは十分に反映されていないものの、設備投資の大幅な減少は資本ストックの増加を抑制することで、潜在成長率を下押しするとみられる。これは自然利子率の低下を招き、金融環境を引き締め的にすることで設備投資を更に減少させるだろう。「設備投資の二

面性」(需要と供給の双方に影響するという設備投資の性質)を考慮すれば、長期金利の上昇は需要の抑制だけでなく、供給能力の低下という経路でも日本経済に大きな負の影響を与える可能性がある。

図表 4-6 : 財政シナリオ別に見たリスクプレミアム上昇による金利高が実質 GDP に与える影響



(注) 上段のバンド幅は国内消化余地に関する3つのシナリオでの上限と下限を、実線は中央値を示す。中段および下段のバンド幅は国内消化余地(3通り)と財政に関するシナリオ(3通り)の合計9通りのシナリオにおける上限と下限を示し、実線はその中央値を示す。

(出所) 各種統計より大和総研作成

## (2) 企業・家計への影響

マクロモデルを用いた分析は、長期金利の上昇が各変数に与える相互作用を考慮できる一方、モデルに描写されていない企業・家計部門内の影響を詳細に把握することができない。そこで以下では、経済変数間の相互作用の影響を捨象する一方、企業部門では業種別・企業規模別に、家計部門では世帯主年齢別に金利上昇の影響を分析する。

### 【企業収益】長期金利の上昇の悪影響はとりわけ非製造業および中小企業で顕在化

長期金利の上昇が全規模・全産業ベースの経常利益に与える影響を財政シナリオ別に試算すると（**図表 4-7 上段**）、「PB：0%」シナリオでは2040年時点で▲12.0%～▲2.8%程度、「PB：▲5%」シナリオでは▲17.3%～▲10.9%程度、経常利益が減少するとみられる。長期金利1%ptの上昇は、全規模・全産業ベースの支払利息利率（＝支払利息等（年率換算）/有利子負債）を0.8%pt押し上げ、受取利息利率（＝受取利息等（年率換算）/有利子資産）を0.1%pt押し上げる。長期金利の上昇で受取利息よりも支払利息の方が大きくなるため、経常利益が減少する。

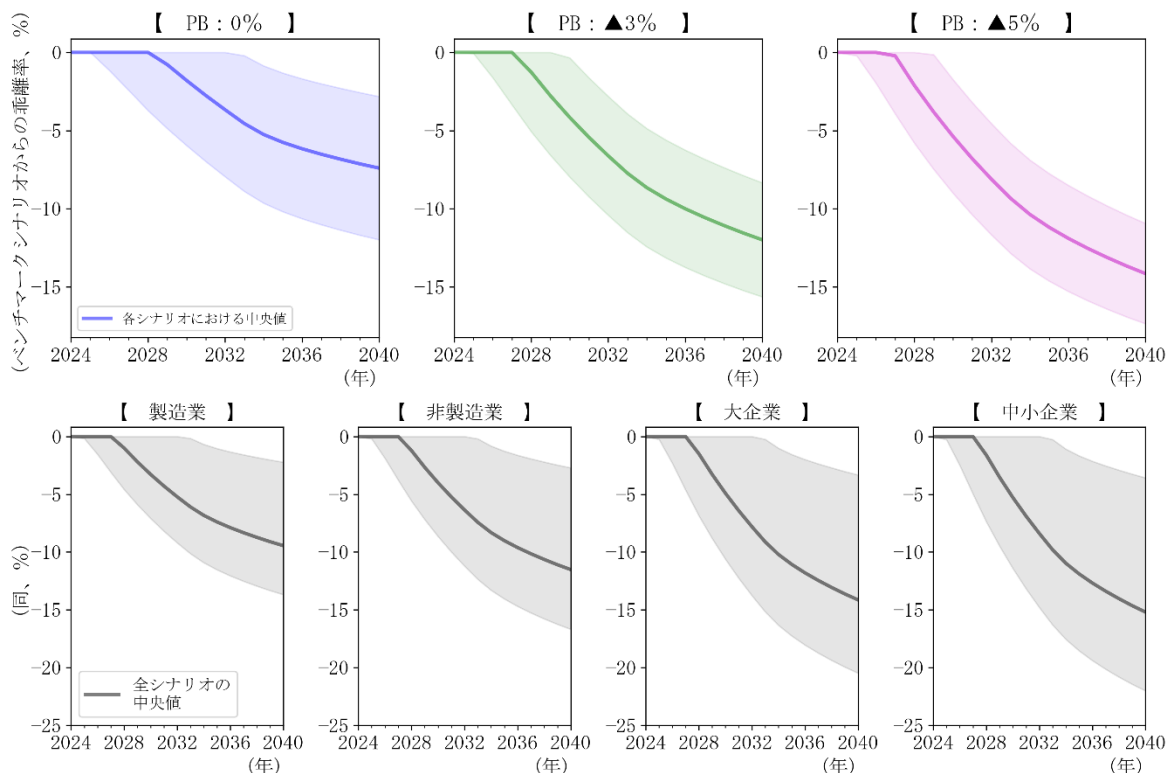
業種別（全規模ベース）に見ると、長期金利の上昇は製造業よりも非製造業の経常利益を大きく下押しする（**図表 4-7 下段左・左中**）。製造業の経常利益の押し下げ幅は、2040年時点で最大▲13.7%程度（中央値：▲9.0%）であるが、非製造業では最大▲16.7%程度（同：▲11.5%）まで落ち込むと試算される。

背景には、両者の長期金利に対する支払利息利率の感応度や資金の調達構造の違いがある。長期金利が1%pt上昇した場合、支払利息利率は製造業で0.9%pt、非製造業で0.7%pt程度押し上げられるとみられる。だが、有利子負債に対する有利子資産の比率は、非製造業よりも製造業の方が高く、非製造業の方が相対的に有利子負債を多く抱えている。非製造業の方が長期借入金への依存度が高いためであり、不動産業や電力業、運輸業・郵便業でその傾向が顕著だ。これらの業種では、不動産や発電所、輸送機など、大規模な設備投資を必要とするため、借入金が大きくなりやすい。こうした違いにより、経常利益に対する支払利息等の増加額は非製造業の方が大きくなるとみられる。

次に企業規模別に試算すると、長期金利の上昇による経常利益の下押し幅は大企業（中央値：▲14.1%、最大値：▲20.5%）よりも中小企業（中央値：▲15.2%、最大値：▲22.0%）の方がわずかに大きい（**図表 4-7 下段右・右中**）。内訳を見ると、非製造業では大企業も中小企業も経常利益の減少幅はおおむね最大で▲20%程度であり、企業規模間で大きな差はない。だが、製造業では大企業では最大でも▲10%程度なのに対して、中小企業では最大で▲25%程度と試算される。長期金利上昇の悪影響は中小企業の中でもとりわけ製造業で強く表れる可能性がある。



図表 4-7：財政シナリオ別に見たリスクプレミアム上昇による金利高が経常利益に与える影響  
 (上段：全規模・全産業ベース、下段：業種別・企業規模別)



(注1) 上段のバンド幅は国内消化余地に関する3つのシナリオでの上限と下限を、実線は中央値を示す。下段のバンド幅は国内消化余地(3通り)と財政に関するシナリオ(3通り)の合計9通りのシナリオにおける上限と下限を示し、実線はその中央値を示す。

(注2) 有利子負債＝長期借入金＋短期借入金＋社債、有利子資産＝現金・預金＋長期貸付金＋有価証券＋(投資その他の資産)その他、支払利息率＝支払利息等(年率換算)/有利子負債、受取利息率＝受取利息等(年率換算)/有利子資産。支払利息率と受取利息率を長短金利と定数項で回帰し、それぞれの変化率による経常利益の変化幅を試算。推計期間は支払利息率が1974年7-9月期-2019年10-12月期、受取利息率が1983年4-6月期-2019年10-12月期。

(出所) 各種統計より大和総研作成

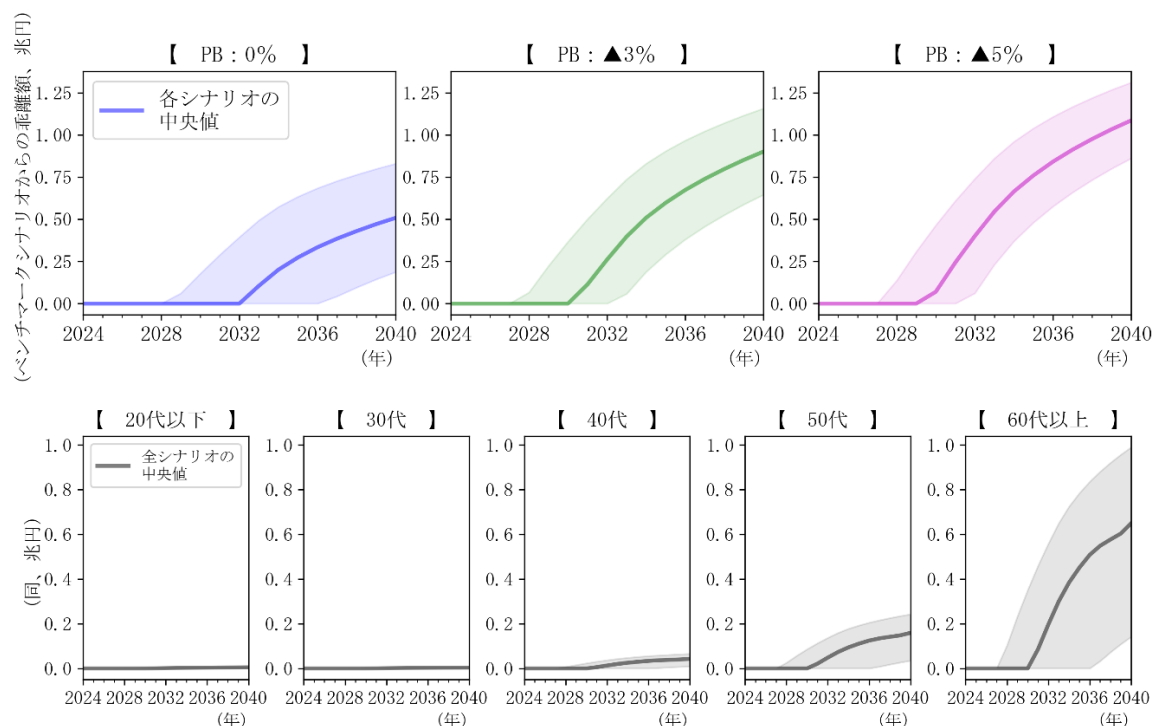
### 【家計】金利上昇による純利息収入増加の恩恵は高齢者に大きく偏在

家計の利息収入は、金融資産のうち新規定期預金に適用される金利が上昇することで増加する。一方、負債面では新規の自動車ローンや住宅ローンなどに適用される金利が上昇し、利払い負担が増加する。負債を大幅に上回る金融資産を有する家計部門では、全体としては長期金利の上昇は純利息収入を増加させる(図表 4-8 上段)。

だが詳細に見ると、その恩恵には大きな偏りが生じることには留意が必要だ。図表 4-8 下段は純利息収入の変化を世帯主年齢別に示したものである。20代以下や30代の世帯では純利息収入の増加幅が非常に小さい。20代以下の世帯では所得水準が低いゆえに貯蓄率が低く、預貯金も借入も少ないことが背景にあるとみられる。また、30代の世帯では所得水準の高まりで金融資産が積み上がり始める一方、子育て時期と重なることから住宅や自動車を購入する世帯が比較的多く、依然として預貯金を上回る負債を抱えている。

純利息収入の増加は60代以上の世帯に偏在している。他の年齢層と比べて預貯金が多く、金利上昇による恩恵を受けやすい。また、住宅ローンの返済を終えた世帯が多いため借入が少ないことから、金利上昇の負担が小さい。このため、純利息収入が他世帯と比較しても大幅に増加するとみられる。

図表 4-8：財政シナリオ別に見たリスクプレミアム上昇による金利高が家計の純利息収入に与える影響



(注) 上段のバンド幅は国内消化余地に関する3つのシナリオでの上限と下限を、実線は中央値を示す。下段のバンド幅は国内消化余地(3通り)と財政に関するシナリオ(3通り)の合計9通りのシナリオにおける上限と下限を示し、実線はその中央値を示す。

(出所) 各種統計より大和総研作成

本章では、日銀による量的引き締めを契機とした金利上昇リスクと日本経済への影響を検討した。日銀の金融政策の正常化が進む一方で政府の財政健全化の取り組みが遅れ、国債発行額が増加し続ければ、リスクプレミアムの高まりを通じて長期金利が大幅に上昇し得る。その結果、実質 GDP は最大で7%近く押し下げられる可能性がある。

金利上昇による企業収益への影響を分析すると、資金調達構造の違いによって、製造業よりも非製造業、大企業よりも中小企業で悪影響が大きいとみられる。金利上昇で家計の純利息収入は増加するものの、その大部分は資産を多く有する高齢層が受け取り、特に30代以下の若年層への恩恵は小さいことが示唆された。

**【参考文献】**

神田慶司（2018）「[将来の金利負担増で政府債務はどうなるか](#)」、大和総研レポート、2018年11月1日

久後翔太郎・中村華奈子（2024）「[『国債買入減額+利上げ』だけで長期金利は2%超えか](#)」、大和総研レポート、2024年6月12日

左三川郁子・阿部眞子・高椋草美・廣芝大慧（2024）「[日銀を待ち受ける巨大バランスシートとの闘い](#)」日本経済研究センター、2023年度金融研究班報告③：8年ぶりのマイナス金利解除、2024年3月19日

関浩之（2023）「[国債の安定消化](#)」第3回国の債務管理に関する研究会、2023年6月2日

内閣府（2024）「[中長期の経済財政に関する試算](#)」、2024年7月29日

## 5. 論点③：「次元の異なる少子化対策」の効果検証

是枝 俊悟・佐藤 光・新田 堯之・石川 清香

### 5.1 エビデンスをもとにブラッシュアップすべき少子化対策

当社では、近年の出生率（合計特殊出生率、TFR）<sup>40</sup>の変動要因について、マクロ・ミクロ両面からの分析を実施した。マクロ面では、医療保険別のマクロ統計等から被保険者・被扶養者別の有配偶率と有配偶出生率を推計した（マクロレポート①・②）<sup>41</sup>。ミクロ面では、大和総研（DIR）の基幹業務向けシステムを利用している445健保組合の最大15年分のデータを用いて健保組合別の被保険者・被扶養者の出生率を算出し、その決定要因を解析した（マイクロレポート）<sup>42</sup>。本章ではこれらの分析結果をもとに、岸田文雄政権が策定した「次元の異なる少子化対策」の効果検証を行う。

結論を先取りすると、2017年度頃からの出生率低下の要因分解、各要因についての課題、課題に対処するための政策については、**図表 5-1**のように整理される。現状の政府施策は各課題への対処に効果的なものがある一方で、抜け落ちていたり、費用対効果が小さいと考えられるものも含まれており、さらなるブラッシュアップが必要である。

図表 5-1：出生率低下の要因分解と行うべき政策

出生率低下の要因分解	課題	解決策	
		施策内容 (網掛けは「加速化プラン」)	検討の方向性
出生率の低下 <ul style="list-style-type: none"> <li>有配偶率の低下(婚姻の減少)</li> <li>有配偶出生率の低下</li> </ul>	未婚者の結婚希望の低下 未婚の結婚希望者の結婚実現が困難に	・結婚や子育てに対する不安感の増大	既婚者につき希望通り子どもを持てる姿を見せることにより結婚や子育てに対する不安を取り除く
	出生率が低水準な被保険者比率の上昇	・仕事と家事育児の両立困難の解消 ・多様な育休と働き方の選択肢の確保 ・第2子出産に向けた年齢制約	・男性育休の普及等による男女の分担促進 ・柔軟な働き方の促進 → <b>取り組みを強化</b>
	被扶養者出生率の低下	・世帯所得の確保(または教育費等の軽減)	・スピードプレミアムの導入 ・プレ・コンセプトケアの推進 → <b>新規実施</b>
		・再就職支援 (一律的な児童手当拡充、教育費の軽減等) → <b>取り組みを強化</b> → <b>見直し</b>	
		・在宅育児手当の導入 → <b>新規実施</b>	

(出所) 各種資料より大和総研作成

<sup>40</sup> 本章につき、単に出生率と述べるときは合計特殊出生率(TFR)を指す。

<sup>41</sup> 是枝俊悟・佐藤光・新田堯之・石川清香「[医療保険属性別\(被保険者・被扶養者別\)出生率の推計結果：2022年度版](#)」(大和総研レポート、2024年5月29日)、以下、マクロレポート①

是枝俊悟・佐藤光・新田堯之・石川清香「[『2人目の壁』が近年の出生率低下の大きな要因に](#)」(大和総研レポート、2024年6月25日)、以下、マクロレポート②

<sup>42</sup> 是枝俊悟・新田堯之・門畑明希子・岩村拓哉「[女性がキャリアを築ける職場ほど、子どもを持ちやすい](#)」(大和総研レポート、2024年7月24日)、以下、マイクロレポート

2017年度以後の急速な出生率の低下は、従来論じられていた有配偶率の低下だけでなく有配偶出生率の低下も大きな要因になっていたことが確認された。有配偶出生率の低下は、出生率が低水準な被保険者比率の上昇（被保険者として働く女性の割合の上昇）と、被扶養者の出生率の低下によっておおむね説明できる。

もっとも、被保険者として働く女性の割合が上昇したから出生率が低下したのだと単純に結論づけるべきではない。健保組合ごとのマイクロデータからは、女性がキャリアを築ける職場ほど、出生率が高いことが確認されている。すなわち、仕事と子育てを両立できる環境が未整備のまま女性就業率が上昇したから出生率が低下したのであり、仕事と子育てを両立できる職場環境や社会制度を整えていけば、女性就業率が上昇しても出生率を回復させることができるのだ。

仕事と子育ての両立困難の解消のためには、男性育休の普及等による男女の分担促進が効果的だ。政府は2023年12月に「こども未来戦略」を取りまとめ、「次元の異なる少子化対策の実現」に向け2026年度までの3年間に集中して取り組む「こども・子育て支援加速化プラン」（以下、「加速化プラン」）を示した。男性育休取得率を2030年に85%まで引き上げる政府目標を定め、育児休業給付金制度を拡充してその実効性を持たせたことは高く評価できる。また、多様な育休と働き方の選択肢を確保することが出生率にプラスの効果をもたらすことも確認できる。時短勤務時の給付の創設など、柔軟な働き方を促進する政府施策も効力を発揮するだろう。

被保険者の出産年齢のピークが30代前半にあり、第二子、第三子を持ちたい場合に時間的猶予が短いことも明らかになった。「加速化プラン」にはこの点に対する施策が不足しており、スピード・プレミアムの導入、プレ・コンセプションケアの推進などの追加施策を検討すべきだろう。

被扶養者の有配偶出生率は2017年度以後急速に低下しており、出産女性の中で被扶養者が少数派となった時期と重なる。女性が被保険者の世帯との相対的な所得差が意識されやすくなったことが、女性が被扶養者の世帯において子どもを持ちにくくなった要因と考えられる。女性が被扶養者の世帯で出生率が回復するためには、世帯所得を増加させることが重要であり、政府施策の「年収の壁」突破に向けた支援策などは効果があるものと考えられる。

一方、実証分析の結果を見ると、現金給付の拡大による出生率の上昇効果が認められたのは、女性が被扶養者で、かつ、一定所得以下の世帯に限られる。女性が被保険者の世帯や女性が被扶養者の世帯でも一定所得以上の世帯では効果が確認できなかった。

新たに子を持つ世帯の中で女性が被扶養者となる世帯は少数派となっており、今後更にその割合は縮小していく。一律的な児童手当の支給対象の拡大は、一定所得以下の被扶養者世帯には追加出生の効果を持つと考えられるが、その対象世帯は限られており、少子化対策としては費用対効果が小さいといえる。

「加速化プラン」では2030年代初頭までに子ども家庭庁の予算倍増を掲げ、もう一段の少子化対策の拡充が視野に入る。その際には、一律的な現金給付の拡充ではなく、在宅育児手当の導入など、費用対効果を意識した政策実施が望まれる。



## 5.2 出生率の低下要因と回復に向けた課題

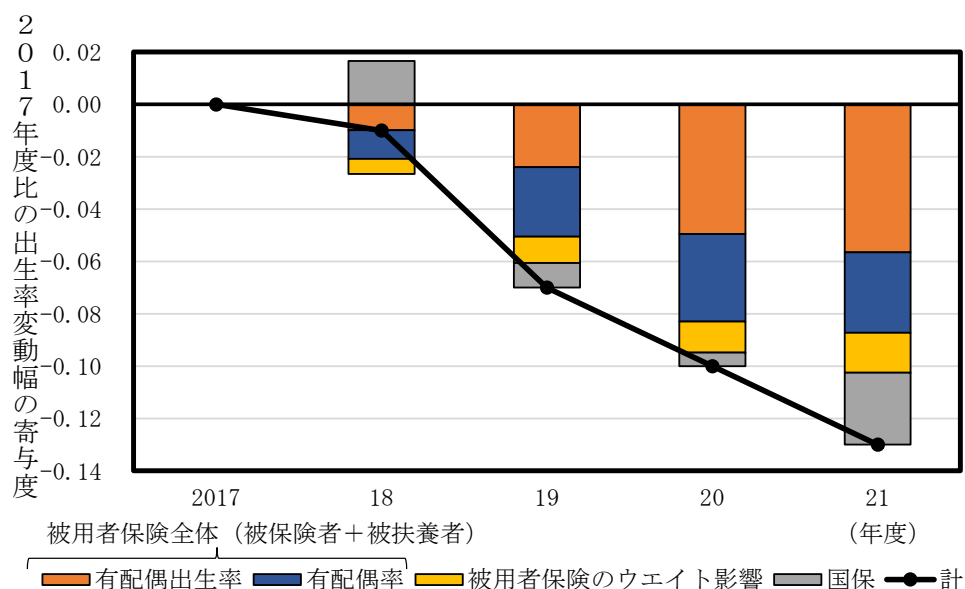
### 有配偶出生率の低下も近年の出生率低下の大きな要因に

日本ではほとんどの子どもが婚姻関係にある夫婦の下に生まれるため、出生率は、有配偶率（女性が結婚する割合）と有配偶出生率（結婚した女性の出生率）に分けて分析することが一般的である<sup>43</sup>。

これまで、国立社会保障・人口問題研究所「出生動向基本調査」の夫婦の完結出生子ども数（夫婦の最終的な出生子ども数を意味する）などで観測される限り、日本の有配偶出生率はあまり変わっておらず、日本全体の TFR の低下要因の多くは、有配偶率の低下によるものと考えられてきた<sup>44</sup>。だが、夫婦の完結出生子ども数の最新のデータは、2021 年時点における結婚後 15～19 年の夫婦によるものであり、実際の子どもの出生時期とは相当なタイムラグが生じている。

当社の分析では、2017 年度から 2021 年度までの日本の出生率変動幅のうち、被用者保険全体の有配偶出生率低下分の寄与度（**図表 5-2**、オレンジの部分）が約 4 割を占める。国民健康保険（国保）についてはデータ制約により推計できないため、一定の幅を持って見る必要があるが、近年の急速な出生率の低下は、有配偶率の低下だけでなく有配偶出生率の低下も大きな要因になっていることは確かであろう。

図表 5-2：2017 年度比の日本の出生率変動幅の寄与度分解



(注) マクロレポート②の図表 3 につき、基準年度を 2017 年度に変更して再計算し、2017 年度比の日本全体の出生率変動幅の寄与度を分解したもの。「被用者保険のウエイト影響」は、被保険者比率上昇幅のうち被扶養者比率低下幅分の影響。国保比率低下幅分の影響は「国保」に含めた。詳細はマクロレポート②参照。

(出所) 厚生労働省、財務省、総務省等をもとに大和総研作成

<sup>43</sup> 例えば、国立社会保障・人口問題研究所「日本の将来推計人口（令和 5 年推計）推計手法と仮定設定」（2023 年 4 月 26 日、第 23 回社会保障審議会人口部会資料 2）を参照。

<sup>44</sup> 例えば、安藏伸治「少子社会にもとめられる『家族』と働き方—『少子化対策』と『子育て支援』の混同一」（2023 年 3 月 22 日、こども政策の強化に関する関係府省会議第 4 回資料 1）を参照。

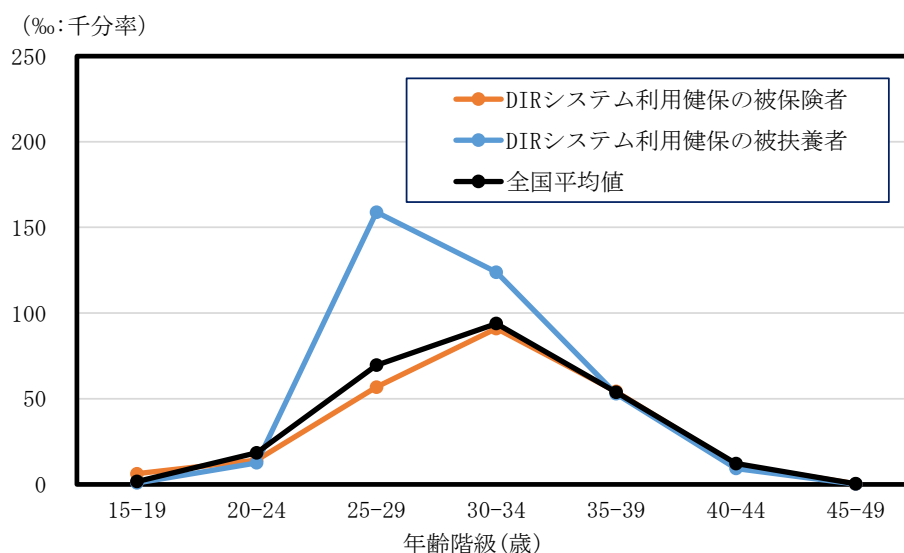
## 被保険者女性が子どもをもう1人持つための時間的猶予は短い

被保険者女性の有配偶率はそれほど低くないものの、結婚した女性が持つ子どもの数の期待値は2021年度時点で1.5人強にとどまる<sup>45</sup>。女性が被保険者である世帯において、2人目の子どもを持ちにくい、いわゆる「2人目の壁」が厚いことを示唆している。

未婚女性へのアンケート結果に基づくと、希望するライフコースについて、両立コース、再就職コース、専業主婦コースのいずれを希望する者も希望子ども数の平均は2.0人前後で大きな差はない<sup>46</sup>。女性が被保険者の世帯において、子どもの数が少ない背景としては、希望する子ども数が少ないのではなく、希望通りの数の子どもを持っていないことが要因と考えられる。

**図表 5-3** は、DIRシステム利用健保における2022年度の被保険者・被扶養者の年齢階級別出生率である。被保険者においては年齢階級別出生率のピークが30～34歳のところにあり、子どもをもう1人持とうと考えたときの時間的猶予が短いことが分かる。

**図表 5-3 : 被保険者・被扶養者の年齢階級別出生率(2022年度)**



(注) DIRシステム利用健保についての詳細はマイクロレポートを参照。

(出所) 厚生労働省、DIR健保データをもとに大和総研作成

## 理想の子ども数を持ってない要因は金銭面よりむしろ年齢や健康面

夫婦が希望通りの子ども数を実現できない要因としては、「『理想』と『予定』の差分」と「『予定』と『現実』の差分」の2段階に分解して考えるとよい。

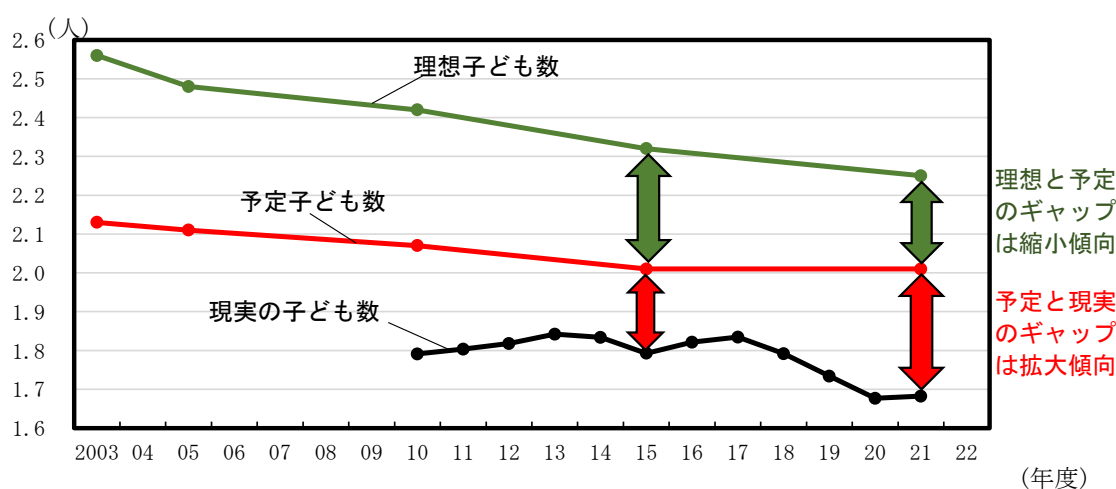
**図表 5-4** は、結婚した夫婦が持つ子どもの数について、出生動向基本調査における理想子ども数と予定子ども数、当社試算による現実の子ども数を示したものである。

<sup>45</sup> 詳細は、マクロレポート②の図表9 (p.9) 参照。

<sup>46</sup> 国立社会保障・人口問題研究所「第15回出生動向基本調査(結婚と出産に関する全国調査)」(2015年)によると、未婚女性の平均希望子ども数は、両立コースが2.12人、再就職コースが2.10人、専業主婦コースが1.97人である。

出生動向基本調査において、予定の子ども数が理想の子ども数を下回る理由として、「子育てや教育にお金がかかりすぎるから」が最も多いため、しばしば、理想の子ども数を持ってない要因は金銭的理由とされる。しかし、**図表 5-4** を見ると、理想子ども数と予定子ども数の間だけでなく、予定子ども数と現実の子ども数の間にもギャップがあることが分かる。また、理想子ども数と予定子ども数のギャップは縮小傾向にあるのに対し、予定子ども数と現実の子ども数とのギャップは拡大傾向にある。

**図表 5-4：夫婦の理想・予定・現実の子ども数の推移**



(注) 理想子ども数、予定子ども数は、出生動向基本調査によるもの。現実の子ども数は、マクロレポート②の図表 9 (p.9) における被保険者と被扶養者の夫婦の子ども数の期待値 (当社試算値) を加重平均したものの。詳細はマクロレポート②を参照。

(出所) 国立社会保障・人口問題研究所、厚生労働省、財務省、総務省等をもとに大和総研作成

出生動向基本調査によると、予定子ども数を実現できない場合に想定される理由として最も多いものは「年齢や健康上の理由で子どもができないこと」である。

女性が被保険者となる世帯は第一子の出産年齢が比較的高く、かつ、有償労働と無償労働を合わせた女性の心身への負担が重い状況にある<sup>47</sup>。仕事と子育ての両立に余裕ができる時期が来るまで子どもを持つ「予定」を先延ばししているうちに、新たに子どもを持つことが難しい年齢になりやすい。女性が被保険者の世帯に向けての少子化対策としては、これまで行われてきた仕事と子育ての両立支援だけでなく、年齢や健康上の理由への対処も必要であることが分かる。

### 「相対的に低所得」の被扶養者は 2017 年度から出生率が急落

被扶養者の出生率は、2017 年度が転換点となり、2018 年度以後急落した (**図表 5-5 左**)。その要因は、出産女性の中で被扶養者が少数派となったことで、女性が被保険者の世帯との相対的な世帯所得の格差を意識しやすくなったためと考えられる。

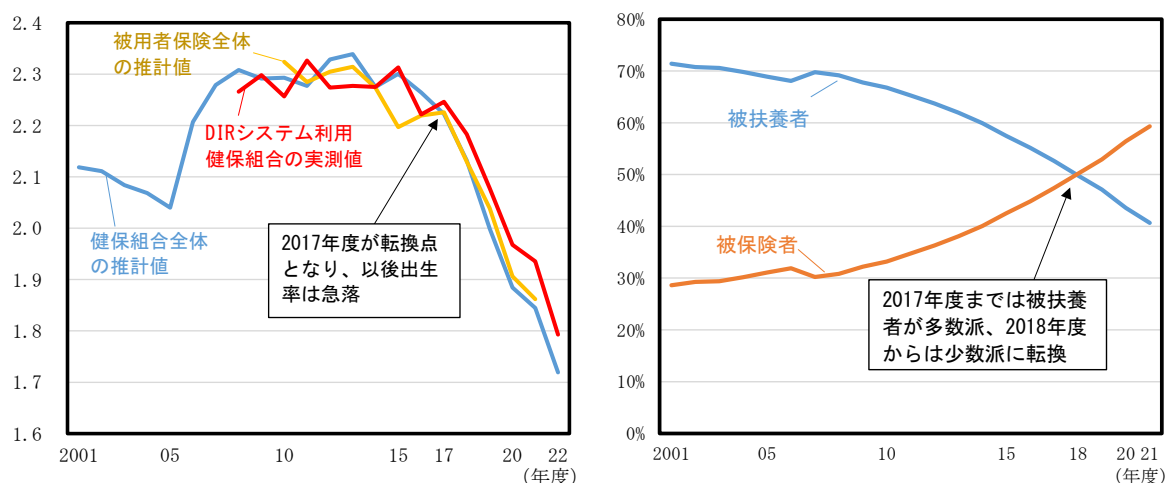
<sup>47</sup> 詳細は「[第 217 回日本経済予測 \(改訂版\)](#)」(2023 年 6 月 8 日) の図表 4-4 (2021 年 10 月調査結果) を参照。

**図表 5-5 右**は、出産した女性（妊産婦）に占める被保険者と被扶養者の割合の推移であり、2008 年度頃までは、妊産婦のうち被扶養者が 7 割程度を占め、結婚や妊娠を機に退職する女性が多数派であった。その後、徐々に産休・育休を経て職場復帰する「被保険者」が増えていき、2018 年度には妊産婦のうち被保険者が多数派を占めるようになった。

夫婦とも正規雇用での共働きができるようになったことで、若い子育て世帯は全体的に豊かになっている。30 代の子育て世帯の世帯収入の中央値は、2017 年から 2022 年にかけて 13.2% 増加した<sup>48</sup>。一方、この間の 30 代男性の収入は 1.9% の増加にとどまる<sup>49</sup>。

主に男性の所得に依存している、女性が被扶養者の世帯に対する少子化対策として、世帯所得を伸ばす必要があると考えられる。

**図表 5-5：被扶養者の出生率（左）と妊産婦に占める被保険者と被扶養者の割合（右）の推移**



(注 1) 左図の被用者保険全体とは、健保組合、協会けんぽ、共済組合、船員保険の計。推計値の算出方法はマクロレポート①参照。DIR システム利用健保組合についての詳細は、マクロレポート②参照。

(注 2) 右図は、被用者保険全体の妊産婦（出産した女性）に占める被保険者と被扶養者の割合。

(出所) 厚生労働省、財務省、総務省、DIR 健保データ等をもとに大和総研作成

### 現金給付は一定所得以下の被扶養者世帯にのみ効果的

**図表 5-6** は、DIR システム利用健保において、健保組合が実施する出産育児付加金（出産時に出産育児一時金に加えて健保組合が独自に給付する一時金）が出生率に及ぼす影響を、被保険者・被扶養者それぞれの所得水準別に見たものである。被保険者では女性の平均月収の水準にかかわらず、出産育児付加金と出生率に有意な関係が確認できなかったが、被扶養者では男性の所得が一定以下の場合に限り、出産育児付加金が生産率を引き上げる効果が有意に確認でき

<sup>48</sup> 詳細は、是枝俊悟「[東京 23 区では 30 代子育て世帯の年収中央値が 1,000 万円に迫る](#)」（大和総研コラム、2023 年 10 月 13 日）参照。

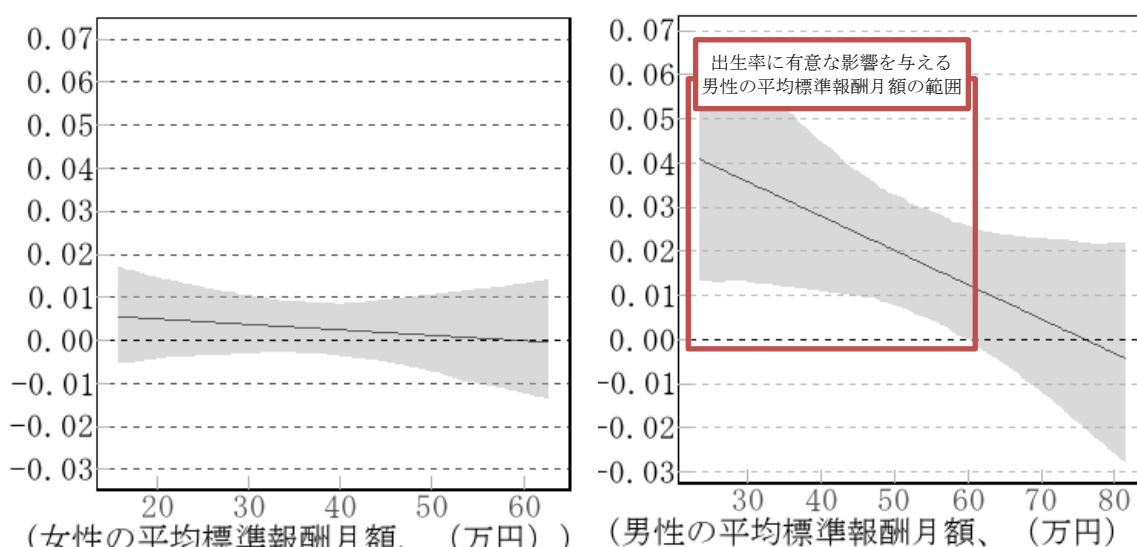
<sup>49</sup> 厚生労働省「賃金構造基本統計調査」による一般労働者の平均年収に基づく。

た。

被扶養者世帯で出生率を引き上げる効果が有意であるのは、男性の（賞与を含まない）月給が60万円程度までであり、これは、年収1,000万円前後の（2024年6月の法改正前までの）児童手当の所得制限基準額に相当する。児童手当の所得制限撤廃には、出生率上昇の効果は期待できないだろう。

図表5-6からは、子育て世帯に対する（仕事と子育ての両立と関係のない）現金給付は、一定所得以下の被扶養者世帯にのみ効果を持つことが示唆される。費用対効果の高い少子化対策を実施する上では、現金給付は一定所得以下の被扶養者世帯に絞るべきで、後述する在宅育児手当の実施が今後の検討課題となる。

図表5-6：所得別・出産育児付加金による出生率の引上げ効果（左：被保険者、右：被扶養者）



（注）DIRシステム利用健保における健保組合ごと・年度ごとの被保険者・被扶養者の出生率に対し、出産育児付加金が及ぼす影響の多変量解析結果。灰色部分は95%信頼区間。縦軸は出産育児付加金1万円の増加が出生率に与える限界効果を示す。詳細は、マイクロレポートを参照。

（出所）DIR健保データをもとに大和総研作成

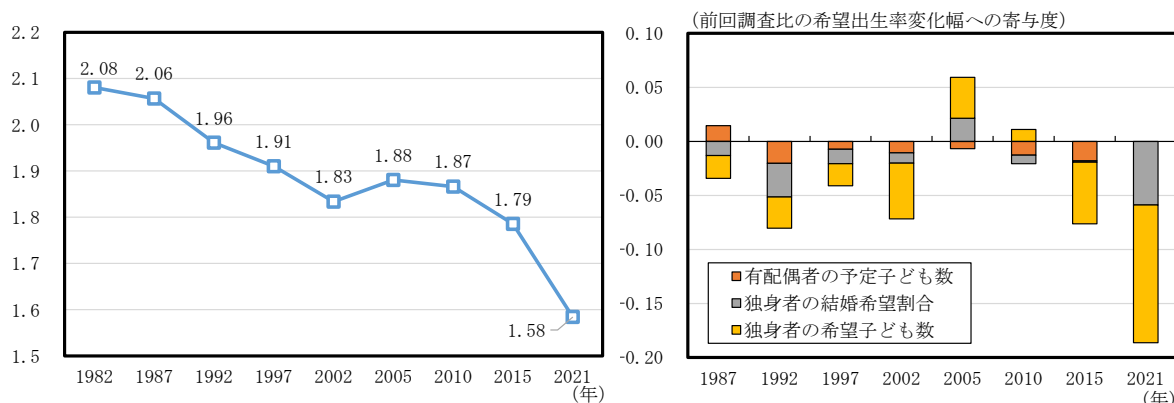
### 既婚者の「予定子ども数」が保たれている間が出生率回復のラストチャンス

近年、未婚者のうち結婚を希望する者の割合が急速に低下してきている点も大きな懸念点である。

2020年5月に閣議決定された「少子化社会対策大綱」において、「若い世代の結婚や出産の希望がかなったときの出生率の水準」を示す「希望出生率」の実現が政府の目標として掲げられた。希望出生率は2015年の出生動向基本調査をもとに1.8程度とされたが、最新の2021年の調査結果をもとにした当社試算では、1.6程度に低下している（図表5-7左）。2015年から2021年にかけて、独身者の結婚希望率および希望子ども数が低下したためである（図表5-7右）。



図表 5-7：希望出生率（左）とその変化幅の寄与度（右）



(注) 希望出生率 = (有配偶者割合 × 夫婦の予定子ども数 + 独身者割合 × 独身者の結婚希望割合 × 独身者の希望子ども数) × 離死別の影響。2015年以外の希望出生率は、離死別の影響を2015年で固定した試算値。

(出所) 総務省、国立社会保障・人口問題研究所より大和総研作成

一方、**前掲図表 5-4** で見た通り、夫婦の予定子ども数は 2.0 人強で保たれている。既婚者については前述の課題に対処し、「予定と現実」のギャップを埋めることができれば、希望出生率の 1.6 程度まで出生率を回復させる余地はある。

希望出生率の水準についても、回復させることができるかもしれない。結婚、妊娠・出産、子育ては個人の自由な意思決定に基づくものであり、これらを望まない者に対して、国がその意思を変えるように働きかけるべきではない。しかし、既婚者につき予定（あるいは希望）通り子どもを持てる姿を見せることで、未婚者の持つ結婚や子育てへの不安を取り除くことができれば、再び結婚や子育てへの希望を持つかもしれない。

結婚や子育ての希望を持たない世代がこのまま出産年齢に差し掛かると、希望出生率も一段と低下し、国民の希望に沿う形での少子化対策の打つ手がなくなってしまう。夫婦の予定子ども数が 2.0 人強で保たれている間が、出生率回復に向けたラストチャンスといっても過言ではないだろう。

### 5.3 「次元の異なる少子化対策」の評価

効果が低い施策への予算投入額が多くブラッシュアップが必要

「加速化プラン」による新たな予算は、国と地方の事業費で年 3.6 兆円（いずれ国庫に返ってくる奨学金の貸与額を除いた、いわゆる「真水」は当社推計で年 3.3 兆円）である。

**図表 5-8** は、「加速化プラン」に掲げられた施策を 5 分類に分け、少子化対策（出生率向上に資する施策）としての費用対効果を評価したものである。

図表 5-8 : 「加速化プラン」に掲げられた施策の所要額と少子化対策としての費用対効果

主な項目		大和総研推計所要額 (年間・兆円)		費用対 効果
①両立支援・ 働き方関連	男性育休85%目標、育休給付1カ月100%等	0.23	0.66	高
	時短勤務の給付金創設	0.07		
	柔軟な働き方の促進	0.02		
	適用拡大による育休給付等の対象拡大	0.24		
	国民年金の育児期間免除制度の導入	0.07		
	学童保育の待機児童の解消等	0.03		
②保育・ 幼児教育	保育士の配置基準の改善	0.25	0.37	中
	保育士の処遇改善	0.12		
③被扶養者の 所得向上	「年収の壁」への対応 (キャリアアップ助成金の拡充)	0.08	0.11	高
	教育訓練給付の拡充	0.03		
④リスク・ 不安軽減	こども誰でも通園制度の導入	0.11	0.59 (事業費 0.95)	中
	子どもの医療費無償化	0.30		
	出産費の保険適用	ほぼ0		
	伴走型支援の拡充	0.06		
	貸与奨学金の減額返還制度の拡充	ほぼ0		
	授業料後払い制度の導入 (貸与奨学金利用者の半数が移行と仮定)	0.07 (事業費0.43)		
	障害児向け支援の拡充 (障害児向け給付の所得制限撤廃)	0.05		
⑤一律的 給付拡充	フラット35の利子補てん	0.10	1.53	低
	給付奨学金の拡充 (多子世帯の無償化等)	0.26		
	児童手当の拡充	計1.17		
	高校生への給付(月1万円)	うち0.38		
	所得制限の撤廃	うち0.25		
	多子加算(第3子以降を月3万円に増額)	うち0.54		
合計		3.26(事業費3.62)		

(出所)「こども未来戦略」(2023年12月22日閣議決定)および各種資料より大和総研作成

①は両立支援・働き方関連施策であり、被保険者の出生率向上に大きく寄与するであろう。このうち、特に大きな効果が見込めるのは男性の育休取得促進である。夫婦とも育休を取得する場合、育休開始当初1カ月は手取り給与がほぼ100%保証され、男性の育休取得の背中を押す。当社の分析では、1カ月以上育休を取得した男性は、育休未取得者に比べて家事育児時間が週4時間ほど長くなる効果があった。男女の家事育児分担による女性の負担軽減は、仕事と子育ての両立困難の解消に貢献するだろう。

②は保育・幼児教育に充てられる予算である。両親が安心して子どもを預けて働くためには、保育環境の整備は欠かせない。保育施設や学童保育などでの重大事故や虐待事例なども発生している。保育環境に不安を感じた親が、働きながら他の園を探すのは大変であり、保育士の配置基準や待遇改善など、保育の「質」を高める施策も、間接的に被保険者の両立を助けるだろう。ただし、影響が間接的な分、少子化対策としての費用対効果は①を下回ると考えられる。

③は被扶養者の所得向上に直接向けられる施策で、被扶養者の出生率向上に対して費用対効

果が大きいと考えられる。「年収の壁」への対応としての助成金は、それにより「年収の壁」を超えることができた当事者は世帯所得が伸びることとなる。社会保障制度としての公平性を確保するため、助成金は一時的なものとして、企業として3年以内に助成金なしで「年収の壁」を超えられるよう所得向上につながる取り組みを行うことを適用の条件としている。このため、対象となるパート労働者は限られ、被扶養者全体の所得向上を図るものとしては力不足である。根本的には、短時間労働者も全て社会保険に加入する「勤労者皆保険」を実現することで「年収の壁」をなくす必要がある<sup>50</sup>。

④は、子どもを持つことのリスクや不安軽減に資する施策である。出産費用や子どもの医療費がどれだけかかるか分からないことや、子どもに障害があった場合の負担は子どもを持つことの不安要素の一つとなる。子育てに伴うリスクを社会で分かち合う仕組みは、少子化対策として一定の効果があると考えられる。

⑤は、これらに該当しない一律的な給付の拡充であり、「加速化プラン」全体の「真水」の約半分に相当する1.53兆円が充てられる。**前掲図表 5-6**に示した通り、現金給付が出生率にプラスの影響を持つのは一定所得以下の被扶養者世帯に限られると考えられる。少子化対策としての費用対効果は低いだろう。

**図表 5-8**を見渡すと、費用対効果が低いと考えられる⑤に充てられる予算が多くなっている。少子化対策としての効果が低くとも、政府として「こども・子育て支援」を強化するというメッセージを発する意義はある。だが、財源の一部負担に企業の理解を得られたのは、出生率向上による将来の労働力や消費の拡大を見込んでのものだ。こども・子育て支援を継続的に実施するためには、少子化対策としての費用対効果を高めるブラッシュアップが必要となるだろう。

## 5.4 今後行うべき費用対効果の高い施策

本節では、「加速化プラン」に含まれていないものの、今後政府が実施を検討すべき高い費用対効果が見込める施策として、スピード・プレミアム、プレ・コンセプションケア、在宅育児手当を紹介する。

### スピード・プレミアムの導入

スウェーデンでは、出産から30カ月以内に次の子どもが生まれると、前の子どものおときと同額の育児休業給付が受けられる「スピード・プレミアム」という制度がある。これは、第一子出産後に労働時間を短縮する女性が多く、次の子どもの出産後の給付が少額になるという問題に対処するために導入されたものであり、類似の制度はオーストリアなどでも実施されている。

スウェーデンの出生率は、スピード・プレミアムの導入を機に、1981年時点の1.63から1990

<sup>50</sup> 具体的な年金制度改正の方法論については、是枝俊悟「第3号被保険者制度の見直し・20時間未満雇用者への適用拡大による就労と年金財政に及ぼす影響の試算」、日本年金学会『日本年金学会誌』第43号、2024年4月、pp.97-102を参照。

年には2.12まで上昇した。Andersson, Hoem, and Duvander(2006)によれば、1981年(制度導入前)と1990年(制度導入後)を比較すると、第一子出産から30カ月以内に第二子を出産する確率が上昇しており、これはスピード・プレミアムの効果だとされている<sup>51</sup>。

もともと、Sobotka et al. (2019)<sup>52</sup>によると、スピード・プレミアム導入によるスウェーデンの1980年代の出生率(期間合計特殊出生率)の上昇効果の大部分は、もともと産まれる予定であった子どもの出生時期が前倒しされる一時的な「テンポ効果」にすぎず、母親の世代ごとの最終的な出生率(コーホート合計特殊出生率)への影響は小さかったと結論付けられている<sup>53</sup>。

このため、スピード・プレミアム導入による出生率上昇は一時的な「テンポ効果」とどまる可能性もある。しかし、前述の通り、日本では特に被保険者において出産年齢が高く、第二子以降への時間的猶予は短い。日本においては、スピード・プレミアムの導入は一時的な「テンポ効果」とどまらず、出生率の上昇効果をもたらすことが期待できるだろう。

政府が進めている仕事と子育ての両立支援と併せてスピード・プレミアムを導入することにより、仮に日本における30~39歳の年齢階級別出生率がスウェーデン並みになれば、出生率は1割程度(1.20→1.34)上昇する計算となる。現状の日本において出生間隔が30カ月以下の夫婦が約4割<sup>54</sup>であることを踏まえれば、スピード・プレミアムを実施した場合は年500億円程度の予算規模となる<sup>55</sup>。仮に上述の出生率上昇が実現した場合であっても育児休業給付金の増加幅は年1,000億円程度にとどまり、費用対効果の高い施策と評価できよう。

## プレ・コンセプションケアへの助成

プレ・コンセプションケア(以下、プレコン)とは、将来の妊娠・出産を視野に入れながら、女性やカップルが自らの生活や健康に向き合うことを指す。医学的な検査やカウンセリングを通じて各々が妊娠や出産により適切な時期を認識した上で、健康状態や生活習慣への理解を深めることにより、自らが希望する家庭の健康的な実現を目指すものとなる。日本では2021年に「成育医療等基本方針」が閣議決定され、初めてプレコンへの言及がなされた。

プレコンに期待される効果として、世界保健機関(WHO)は母子の死亡率の低下をはじめ、早

<sup>51</sup> Gunnar Andersson, Jan M. Hoem, Ann-Zofie Duvander(2006) “Social differentials in speed-premium effects in childbearing in Sweden”, *Demographic Research* Vol. 14 (JANUARY-JUNE 2006), pp.51-70

<sup>52</sup> Sobotka, T., Matysiak, A., & Brzozowska, Z. (2019). “Policy responses to low fertility: How effective are they?”, Working Paper No. 1. New York: UNFPA, Population & Development Branch. Technical Division Working Paper Series.

<sup>53</sup> 一般に使われる、出生率(合計特殊出生率、TFR)は、正確には期間合計特殊出生率(period TFR)を指し、これはある年における、15歳から49歳までの各歳の出生率を足し上げた値である。期間合計特殊出生率は速報性があるが、社会全体の出産時期の前倒し・後倒し(テンポ効果)によって上下に振れやすいという欠点がある。コーホート合計特殊出生率(cohort TFR)は、ある年(世代)に生まれた女性における、15歳から49歳の時点の各年の出生率を足し上げた値であり、速報性に欠けるが、テンポ効果の影響を受けないため数十年前の政策の効果をより正確に評価することが可能である。

<sup>54</sup> 国立社会保障・人口問題研究所「第15回出生動向基本調査(結婚と出産に関する全国調査)」(2015年)によれば、第一子出生から第二子出生までの間隔が30カ月以内の夫婦は約42%、第二子出生から第三子出生までの間隔が30カ月以上の夫婦は約36%だった。

<sup>55</sup> 次の子どもを30カ月以内に出産した女性について、平均的な給与水準が前の子どもの出産前の75%(=6時間/8時間)に減少したと仮定。

産や疾病、感染症の防止等を挙げている。生活習慣については、妊娠前や妊娠中の喫煙を控えることで乳幼児の死亡率が低下するとしており、複数の研究では、プレコンの実施は喫煙の抑制をはじめ健康志向の高まりに寄与することが報告されている<sup>56</sup>。

日本ではプレコンの普及は始まったばかりであり、幅はあるものの数万円単位の費用負担の重さが課題となる。これに対する公的な助成の実施例は東京都などまだわずかだが、東京都の制度にならって日本全国で実施する場合、制度開始時に 3,000 億円程度、その後は毎年 100 億円程度の予算規模となる見込みだ<sup>57</sup>。

## 在宅育児手当の導入

夫婦が望む多様な子育ての在り方をサポートする策として、在宅育児ニーズへの金銭的な支援も有力な案となる。これについては、主に北欧諸国で在宅育児手当の導入が先行している（**図表 5-9**）。一方で、日本における在宅育児支援策は、これまで一部の地方自治体レベルでの実施にとどまっており、支給の規模も北欧の例と比べて小さい傾向がある。しかし、現状で子育て全般への支援策が乏しい被扶養者の世帯、とりわけ一定所得以下の層の世帯に対して追加の金銭的支援を行うことは、**2 節**に示したように出生率の引き上げにも有効性が期待できる。

ただし、在宅育児支援の導入は、母親の就労意欲を阻害する懸念もある<sup>58</sup>。ノルウェーでは、1998 年の制度導入当初は 1～2 歳時に支給されていたものが、現在では 1 歳時の 7 カ月間のみとなるなど支給期間が段階的に短縮された（月次の支給額は引き上げ）。よって、日本で本格的に導入する場合、効果が期待できる所得層への集中的な支給に加えて、親の就労によらない保育所の利用保証等といった策とのバランスが課題といえよう。

**図表 5-9 : 在宅育児支援の実施例**

	対象	月次支給額	子ども1人あたり最大支給額(円換算)	日本全国で実施する場合の想定額(年間)
フィンランド	3歳未満	362.61ユーロ (約6.2万円)	約223万円	約1.0兆円
ノルウェー	1歳児(13 ~19カ月)	最大7,500ノル ウェークローネ (約10.9万円)	約77万円	約0.3兆円
滋賀県高島市	1,2歳児	3万円	72万円	約0.3兆円
東京都 江戸川区	0歳児	1.3万円	15.6万円	約0.07兆円

(注) 2024 年 7 月の平均為替レートで日本円に換算。

(出所) 各種資料より大和総研作成

<sup>56</sup> Natalie Hemsing, Lorraine Greaves, Nancy Poole (2017) “Preconception health care interventions: A scoping review”, National Library of Medicine.

<sup>57</sup> 助成額は女性が上限 3 万円、男性が上限 2 万円で、18 歳以上 40 歳未満を対象とし、利用率は 50%と仮定。

<sup>58</sup> 安藤加菜子 (2019) 「小規模自治体における在宅育児手当の意義」、『社会政策』第 11 巻第 2 号、pp. 133-144



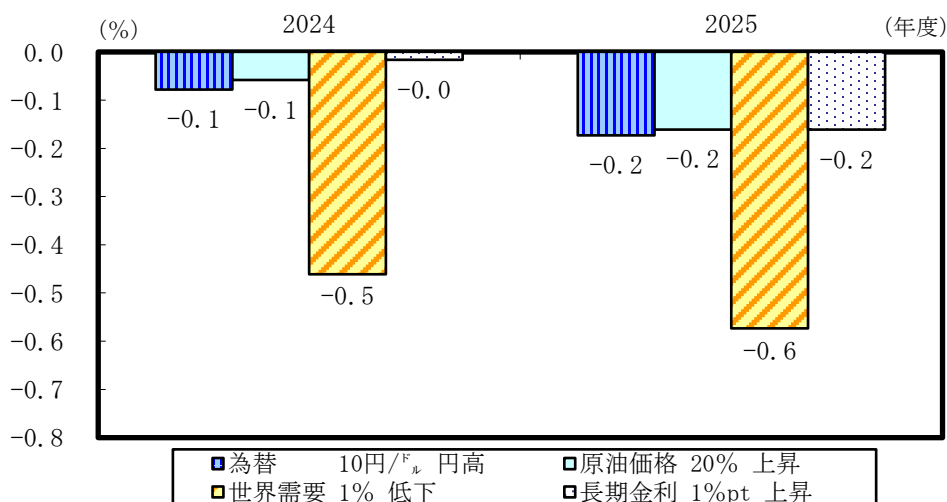
## 6. マクロリスクシミュレーション

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10-12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 ; 149.8 円/ドル, 146.6 円/ドル	→ 各四半期 10 円/ドル円高
・ 原油(WTI) 価格 : 2024-25 年度 ; 76.5 ドル/bbl, 74.4 ドル/bbl	→ 各四半期 20% 上昇
・ 世界経済成長率 : 2024-25 暦年 ; +3.1%, +2.8%	→ 各四半期 1% 低下
・ 長期金利 : 2024-25 年度 ; 1.03%, 1.30%	→ 各四半期 1%pt 上昇

図表 6-1 : 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

### 6.1 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▲0.1%、2025年度で▲0.2%縮小する。

## 6.2 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▲0.1%、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、購買力の低下と相まって民間消費を減速させる。

## 6.3 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▲0.5%、2025年度で▲0.6%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。

## 6.4 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▲0.0%、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ディ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 6-2 : 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	3.3	2.8	3.3 (-0.1)	2.7 (-0.2)	3.0 (-0.4)	2.2 (-1.0)
<b>実質GDP</b>	<b>0.9</b>	<b>1.3</b>	<b>0.8 (-0.1)</b>	<b>1.2 (-0.2)</b>	<b>0.8 (-0.1)</b>	<b>1.2 (-0.2)</b>
GDPデフレーター	2.4	1.5	2.5 (0.0)	1.5 (-0.0)	2.1 (-0.3)	1.0 (-0.8)
鉱工業生産指数	1.2	2.5	1.1 (-0.1)	2.4 (-0.2)	1.2 (-0.0)	2.5 (-0.1)
第3次産業活動指数	1.8	1.0	1.8 (-0.0)	0.9 (-0.1)	1.8 (-0.0)	0.9 (-0.0)
国内企業物価	2.3	1.9	2.0 (-0.3)	1.5 (-0.6)	2.6 (0.3)	2.4 (0.8)
消費者物価	2.4	2.1	2.4 (-0.0)	2.0 (-0.1)	2.5 (0.1)	2.3 (0.3)
失業率	2.5	2.3	2.5 (0.0)	2.3 (0.0)	2.5 (0.0)	2.3 (0.0)
貿易収支 (兆円)	-3.9	-3.4	-3.3 (0.6)	-2.8 (0.6)	-6.3 (-2.4)	-9.9 (-6.5)
経常収支 (億ドル)	1,850	1,912	1,966 (115)	1,978 (66)	1,680 (-170)	1,445 (-467)
経常収支 (兆円)	27.7	28.0	27.5 (-0.2)	27.0 (-1.0)	25.2 (-2.5)	21.2 (-6.8)
実質GDPの内訳						
民間消費	1.3	1.2	1.2 (-0.1)	1.2 (-0.1)	1.2 (-0.0)	1.2 (-0.1)
民間住宅投資	-2.5	-2.3	-2.6 (-0.0)	-2.3 (-0.1)	-2.6 (-0.0)	-2.4 (-0.2)
民間設備投資	2.2	2.0	2.2 (-0.0)	1.8 (-0.2)	2.2 (-0.0)	2.0 (0.0)
政府最終消費	0.6	0.8	0.7 (0.0)	0.9 (0.1)	0.6 (-0.1)	0.7 (-0.2)
公共投資	1.1	0.5	1.2 (0.1)	0.6 (0.2)	1.0 (-0.1)	0.3 (-0.3)
財貨・サービスの輸出	1.5	2.8	1.2 (-0.3)	2.4 (-0.7)	1.4 (-0.1)	2.7 (-0.1)
財貨・サービスの輸入	2.2	2.0	2.1 (-0.0)	1.9 (-0.2)	2.1 (-0.0)	1.9 (-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	2.8 (-0.5)	2.7 (-0.7)	3.3 (-0.0)	2.7 (-0.2)	3.0 (-0.3)	2.3 (-0.9)
<b>実質GDP</b>	<b>0.4 (-0.5)</b>	<b>1.2 (-0.6)</b>	<b>0.9 (-0.0)</b>	<b>1.2 (-0.2)</b>	<b>0.9 (-0.0)</b>	<b>1.3 (-0.1)</b>
GDPデフレーター	2.4 (-0.1)	1.5 (-0.1)	2.4 (-0.0)	1.5 (-0.0)	2.1 (-0.3)	1.0 (-0.8)
鉱工業生産指数	0.6 (-0.6)	2.0 (-1.1)	1.2 (-0.0)	2.4 (-0.2)	1.2 (0.0)	2.6 (0.0)
第3次産業活動指数	1.8 (-0.0)	0.9 (-0.1)	1.8 (-0.0)	0.9 (-0.0)	1.8 (0.0)	1.0 (0.0)
国内企業物価	2.3 (-0.1)	1.6 (-0.3)	2.3 (-0.0)	1.8 (-0.0)	2.8 (0.4)	2.5 (1.1)
消費者物価	2.4 (-0.0)	2.0 (-0.1)	2.4 (-0.0)	2.1 (-0.0)	2.5 (0.1)	2.3 (0.4)
失業率	2.5 (0.0)	2.3 (0.0)	2.5 (0.0)	2.3 (0.0)	2.5 (-0.0)	2.3 (0.0)
貿易収支 (兆円)	-6.2 (-2.3)	-5.9 (-2.5)	-3.9 (0.0)	-3.1 (0.3)	-6.6 (-2.7)	-10.2 (-6.8)
経常収支 (億ドル)	1,659 (-191)	1,682 (-230)	1,927 (76)	2,090 (178)	1,623 (-228)	1,412 (-500)
経常収支 (兆円)	24.8 (-2.9)	24.7 (-3.4)	28.8 (1.1)	30.6 (2.6)	25.3 (-2.4)	21.7 (-6.3)
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 (0.0)	1.2 (0.0)
民間住宅投資	-2.6 (-0.1)	-2.3 (-0.1)	-2.6 (-0.0)	-3.0 (-0.8)	-2.6 (-0.0)	-2.4 (-0.2)
民間設備投資	2.0 (-0.1)	1.6 (-0.5)	2.1 (-0.1)	1.1 (-1.0)	2.2 (-0.0)	2.2 (0.1)
政府最終消費	0.6 (0.0)	0.9 (0.0)	0.6 (0.0)	0.8 (0.0)	0.6 (-0.1)	0.7 (-0.2)
公共投資	1.2 (0.0)	0.6 (0.1)	1.1 (0.0)	0.5 (0.0)	1.0 (-0.2)	0.2 (-0.4)
財貨・サービスの輸出	-0.8 (-2.2)	1.4 (-3.6)	1.5 (0.0)	2.8 (0.0)	1.5 (0.1)	3.0 (0.2)
財貨・サービスの輸入	1.9 (-0.2)	0.7 (-1.5)	2.1 (-0.0)	1.8 (-0.3)	2.2 (0.0)	2.0 (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

## 7. 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	2022	2023	2022	2023	
名目国内総支出(兆円)	561.4	559.0	569.9	583.3	594.9	594.6	598.6	597.1	568.6	596.5	561.8	592.8	
前期比%	0.8	-0.4	1.9	2.4	2.0	-0.1	0.7	-0.2					
前期比年率%	3.1	-1.7	8.0	9.8	8.2	-0.3	2.8	-1.0					
前年同期比%	1.4	1.4	2.1	5.0	5.8	6.6	4.8	2.5	2.5	4.9	1.6	5.5	
実質国内総支出(兆円、2015暦年連鎖価格)	551.8	550.2	552.5	559.6	563.0	557.2	557.6	554.3	553.7	558.2	550.1	559.4	
前期比%	1.1	-0.3	0.4	1.3	0.6	-1.0	0.1	-0.6					
前期比年率%	4.3	-1.2	1.7	5.2	2.4	-4.0	0.3	-2.3					
前年同期比%	1.7	1.6	0.6	2.6	2.0	1.3	0.9	-0.9	1.6	0.8	1.2	1.7	
内需寄与度(前期比)	1.0	0.4	0.1	1.3	-1.1	-0.7	-0.1	-0.1	2.1	-0.6	1.7	0.7	
外需寄与度(前期比)	0.1	-0.7	0.4	-0.0	1.7	-0.3	0.2	-0.5	-0.5	1.4	-0.5	1.0	
GDPデフレーター(前年同期比%)	-0.3	-0.2	1.5	2.3	3.7	5.2	3.9	3.4	0.9	4.0	0.4	3.8	
鉱工業生産指数(2020=100)	103.9	107.1	105.3	103.5	104.8	103.3	104.4	99.0	104.9	102.9	105.3	103.9	
前期比%	-1.5	3.1	-1.7	-1.7	1.2	-1.4	1.1	-5.1	-0.3	-1.9	-0.2	-1.3	
第3次産業活動指数(2015=100)	99.5	99.4	99.4	100.5	100.7	101.5	101.0	100.8	99.7	101.1	99.0	100.9	
前期比%	1.4	-0.0	-0.0	1.1	0.2	0.8	-0.5	-0.1	2.3	1.4	1.7	1.9	
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	120.5	117.2	119.9	114.9	119.7	
前年同期比%	9.8	9.9	10.1	8.4	5.0	3.0	0.6	0.6	9.5	2.3	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	106.6	103.0	105.9	102.1	105.2	
前年同期比%	2.1	2.7	3.8	3.5	3.2	3.0	2.5	2.5	3.0	2.8	2.3	3.1	
完全失業率(%)	2.6	2.5	2.5	2.6	2.6	2.6	2.5	2.5	2.6	2.6	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	0.07	-0.03	0.07	-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	0.72	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)	-15.3	-22.2	-19.8	-14.2	-4.5	-2.6	-4.6	-5.2	-17.8	-3.7	-15.5	-6.5	
経常収支(季調済年率、億ドル)	872	109	772	842	1,707	1,690	1,794	1,559	671	1,735	871	1,522	
経常収支(季調済年率、兆円)	11.3	1.5	10.9	11.1	23.4	24.4	26.5	23.2	9.1	25.1	11.4	21.4	
対名目GDP比率(%)	2.0	0.3	1.9	1.9	3.9	4.1	4.4	3.9	1.5	4.1	1.9	3.6	
為替レート(円/ドル)	129.6	138.4	141.4	132.3	137.4	144.5	147.9	148.5	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	161.3	141.2	156.8	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	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)	607.9	613.6	619.4	624.8	628.4	632.1	635.7	639.3	616.4	633.9	609.6	630.3	
前期比%	1.8	0.9	1.0	0.9	0.6	0.6	0.6	0.6					
前期比年率%	7.4	3.8	3.9	3.5	2.3	2.4	2.3	2.3					
前年同期比%	2.1	3.1	3.6	4.6	3.4	3.1	2.6	2.3	3.3	2.8	2.8	3.4	
実質国内総支出(兆円、2015暦年連鎖価格)	558.6	561.9	564.7	567.0	568.3	569.7	571.1	572.5	563.1	570.5	560.0	569.1	
前期比%	0.8	0.6	0.5	0.4	0.2	0.2	0.2	0.3					
前期比年率%	3.1	2.4	2.0	1.6	1.0	1.0	1.0	1.0					
前年同期比%	-0.8	0.8	1.3	2.2	1.8	1.4	1.1	1.0	0.9	1.3	0.1	1.6	
内需寄与度(前期比)	0.9	0.4	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2	0.3	1.1	1.2	0.1	1.3	
外需寄与度(前期比)	-0.1	0.2	0.2	0.1	-0.0	0.0	0.0	-0.0	-0.2	0.2	-0.0	0.3	
GDPデフレーター(前年同期比%)	3.0	2.3	2.2	2.3	1.6	1.6	1.4	1.3	2.4	1.5	2.7	1.7	
鉱工業生産指数(2020=100)	101.7	103.9	105.0	105.7	106.2	106.6	106.9	107.2	104.1	106.7	102.4	106.3	
前期比%	2.7	2.1	1.1	0.7	0.4	0.4	0.3	0.3	1.2	2.5	-1.5	3.8	
第3次産業活動指数(2015=100)	102.1	102.8	103.1	103.4	103.6	103.8	103.9	104.1	102.9	103.9	102.2	103.6	
前期比%	1.2	0.7	0.4	0.3	0.2	0.1	0.1	0.1	1.8	1.0	1.3	1.4	
企業物価指数(2020=100)													
国内企業物価指数	122.2	122.4	122.7	123.3	124.0	124.6	125.3	125.9	122.6	124.9	121.9	124.3	
前年同期比%	2.2	2.3	2.4	2.4	1.4	1.8	2.1	2.1	2.3	1.9	1.9	1.9	
消費者物価指数(生鮮食品除く総合2020=100)	107.5	108.3	108.7	109.2	109.9	110.5	111.1	111.2	108.4	110.7	107.8	110.2	
前年同期比%	2.5	2.6	2.2	2.5	2.2	2.1	2.2	1.8	2.4	2.1	2.4	2.2	
完全失業率(%)	2.6	2.5	2.4	2.4	2.3	2.3	2.3	2.3	2.5	2.3	2.5	2.3	
コールレート(期末値、%)	0.08	0.23	0.25	0.50	0.50	0.75	0.75	1.00	0.50	1.00	0.25	0.75	
10年物国債利回り(%)	1.00	0.94	1.04	1.15	1.18	1.25	1.35	1.41	1.03	1.30	0.93	1.23	
国際収支統計													
貿易収支(季調済年率、兆円)	-5.3	-5.1	-3.8	-3.4	-3.7	-3.8	-3.9	-4.0	-3.9	-3.4	-4.9	-3.7	
経常収支(季調済年率、億ドル)	1,722	1,746	1,845	1,884	1,869	1,862	1,856	1,848	1,850	1,912	1,718	1,867	
経常収支(季調済年率、兆円)	26.8	26.2	27.0	27.6	27.4	27.3	27.2	27.1	27.7	28.0	25.8	27.4	
対名目GDP比率(%)	4.4	4.3	4.4	4.4	4.4	4.3	4.3	4.2	4.5	4.4	4.2	4.3	
為替レート(円/ドル)	155.8	150.3	146.6	146.6	146.6	146.6	146.6	146.6	149.8	146.6	150.3	146.6	
(円/ユーロ)	167.7	165.0	162.5	162.5	162.5	162.5	162.5	162.5	164.4	162.5	164.1	162.5	

(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	2022	2023	2022	2023	
国内総支出	551.8	550.2	552.5	559.6	563.0	557.2	557.6	554.3	553.7	558.2	550.1	559.4	
前期比年率%	4.3	-1.2	1.7	5.2	2.4	-4.0	0.3	-2.3					
前年同期比%	1.7	1.6	0.6	2.6	2.0	1.3	0.9	-0.9	1.6	0.8	1.2	1.7	
国内需要	552.6	555.0	555.3	562.3	556.5	552.9	552.5	551.6	556.5	553.5	552.4	556.0	
前期比年率%	4.1	1.7	0.2	5.1	-4.0	-2.5	-0.3	-0.6					
前年同期比%	1.8	2.6	1.0	3.0	0.6	-0.4	-0.6	-1.8	2.1	-0.5	1.7	0.7	
民間需要	408.1	410.5	409.5	415.9	411.5	407.7	407.8	406.9	411.2	408.6	407.5	410.7	
前期比年率%	5.6	2.3	-0.9	6.4	-4.2	-3.6	0.2	-0.9					
前年同期比%	2.6	4.0	1.3	3.7	0.8	-0.8	-0.5	-2.0	2.9	-0.6	2.5	0.8	
民間最終消費支出	297.1	297.4	298.0	300.2	297.8	297.0	296.1	294.4	298.2	296.4	296.0	297.8	
前期比年率%	8.0	0.4	0.8	3.0	-3.1	-1.1	-1.2	-2.2					
前年同期比%	2.8	3.9	1.0	3.1	0.2	-0.2	-0.6	-1.8	2.7	-0.6	2.2	0.6	
民間住宅投資	18.2	18.2	18.4	18.5	18.8	18.6	18.4	17.9	18.3	18.4	18.4	18.6	
前期比年率%	-10.6	0.4	3.0	3.7	5.6	-4.8	-4.2	-10.1					
前年同期比%	-5.2	-4.0	-2.8	-1.2	3.1	1.9	-0.0	-3.7	-3.3	0.3	-3.3	0.9	
民間企業設備投資	90.1	92.1	91.0	93.1	91.2	91.0	92.9	92.5	91.7	92.0	90.2	92.1	
前期比年率%	9.3	8.8	-4.7	9.7	-8.1	-0.6	8.6	-1.8					
前年同期比%	1.8	4.9	3.5	5.7	1.2	-1.3	2.3	-0.6	4.1	0.3	2.8	2.1	
民間在庫変動	2.7	2.8	2.2	4.1	3.7	1.1	0.5	2.1	3.0	1.8	2.9	2.3	
公的需要	144.5	144.5	145.7	146.4	145.1	145.3	144.7	144.8	145.3	144.9	144.9	145.3	
前期比年率%	0.0	0.0	3.5	1.7	-3.5	0.6	-1.6	0.2					
前年同期比%	-0.3	-1.2	0.4	1.2	0.3	0.6	-0.8	-1.2	0.0	-0.3	-0.3	0.3	
政府最終消費支出	119.0	119.0	119.7	119.7	118.3	119.0	118.8	119.1	119.4	118.8	118.9	119.0	
前期比年率%	3.8	-0.1	2.3	0.1	-4.8	2.4	-0.5	1.1					
前年同期比%	1.6	0.4	2.1	1.6	-0.7	-0.0	-0.7	-0.4	1.4	-0.5	1.7	0.0	
公的固定資本形成	25.4	25.7	25.9	26.6	26.8	26.3	25.9	25.6	25.9	26.1	25.9	26.4	
前期比年率%	-16.0	4.3	3.7	10.6	3.9	-7.3	-6.5	-4.3					
前年同期比%	-10.3	-7.6	-6.6	-0.7	6.3	3.1	-0.3	-4.4	-6.1	0.7	-8.7	1.7	
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	-0.1	-4.0	-1.9	-2.4	5.5	4.3	5.5	2.9	-2.1	4.5	-1.5	3.3	
財貨・サービスの輸出	107.8	109.5	110.5	108.1	111.6	111.7	115.1	109.8	108.9	112.0	108.5	111.7	
前期比年率%	7.3	6.5	3.7	-8.3	13.5	0.4	12.6	-17.2					
前年同期比%	3.4	6.4	7.7	1.8	3.4	2.5	4.1	1.2	4.9	2.8	5.5	3.0	
財貨・サービスの輸入	107.9	113.5	112.4	110.6	106.1	107.4	109.6	106.9	111.1	107.5	110.0	108.4	
前期比年率%	5.6	22.5	-3.6	-6.5	-15.3	5.2	8.3	-9.6					
前年同期比%	3.6	11.3	10.4	3.9	-1.8	-5.2	-2.3	-3.3	7.3	-3.2	8.2	-1.4	

(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	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	558.6	561.9	564.7	567.0	568.3	569.7	571.1	572.5	563.1	570.5	560.0	569.1	
前期比年率%	3.1	2.4	2.0	1.6	1.0	1.0	1.0	1.0					
前年同期比%	-0.8	0.8	1.3	2.2	1.8	1.4	1.1	1.0	0.9	1.3	0.1	1.6	
国内需要	556.3	558.7	560.6	562.3	563.7	565.1	566.5	567.9	559.6	566.0	556.9	564.4	
前期比年率%	3.4	1.7	1.4	1.2	1.0	1.0	1.0	1.0					
前年同期比%	-0.1	1.0	1.5	1.9	1.3	1.1	1.0	1.1	1.1	1.1	0.2	1.3	
民間需要	410.3	413.1	414.6	416.0	417.2	418.2	419.3	420.4	413.7	418.9	411.4	417.7	
前期比年率%	3.4	2.7	1.5	1.3	1.1	1.0	1.0	1.1					
前年同期比%	-0.3	1.3	1.7	2.2	1.7	1.2	1.1	1.2	1.2	1.3	0.2	1.5	
民間最終消費支出	297.3	299.7	301.1	302.1	302.9	303.5	304.1	304.7	300.1	303.9	298.3	303.2	
前期比年率%	4.0	3.2	1.8	1.4	1.0	0.8	0.8	0.8					
前年同期比%	-0.2	1.0	1.7	2.5	1.9	1.2	1.0	0.9	1.3	1.2	0.2	1.7	
民間住宅投資	18.2	18.0	17.8	17.7	17.7	17.6	17.5	17.4	17.9	17.5	18.0	17.6	
前期比年率%	6.7	-4.3	-3.1	-2.0	-2.0	-2.0	-2.0	-2.0					
前年同期比%	-3.3	-3.2	-2.9	-0.7	-2.9	-2.2	-2.0	-2.0	-2.5	-2.3	-3.3	-1.9	
民間企業設備投資	93.3	93.7	94.1	94.5	95.0	95.5	96.1	96.7	94.0	95.9	93.4	95.3	
前期比年率%	3.6	1.6	1.6	1.8	2.0	2.2	2.4	2.6					
前年同期比%	2.4	3.1	1.2	2.1	1.7	1.8	2.1	2.3	2.2	2.0	1.4	2.0	
民間在庫変動	1.5	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.6	1.7	1.8	1.7	
公的需要	146.0	145.6	145.9	146.2	146.6	146.9	147.2	147.5	145.9	147.0	145.5	146.7	
前期比年率%	3.4	-1.0	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9					
前年同期比%	0.7	0.2	0.9	1.1	0.4	0.9	0.9	0.8	0.7	0.8	0.1	0.8	
政府最終消費支出	119.2	119.5	119.7	120.0	120.2	120.4	120.7	120.9	119.6	120.6	119.4	120.3	
前期比年率%	0.3	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8					
前年同期比%	0.8	0.4	0.7	0.6	0.8	0.8	0.8	0.8	0.6	0.8	0.4	0.8	
公的固定資本形成	26.8	26.2	26.2	26.3	26.4	26.4	26.5	26.6	26.4	26.5	26.1	26.4	
前期比年率%	19.5	-8.8	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1					
前年同期比%	0.6	-0.9	1.4	3.1	-1.8	1.3	1.1	1.0	1.1	0.5	-0.9	1.1	
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	2.6	3.5	4.5	5.0	4.9	4.9	4.9	4.9	3.8	4.8	3.2	4.9	
財貨・サービスの輸出	111.3	113.1	114.7	115.8	116.2	116.7	117.2	117.7	113.7	116.9	112.1	116.4	
前期比年率%	5.9	6.4	5.8	3.9	1.4	1.7	1.7	1.6					
前年同期比%	-0.4	1.0	-0.3	5.7	4.4	3.3	2.1	1.5	1.5	2.8	0.4	3.8	
財貨・サービスの輸入	108.7	109.6	110.3	110.8	111.3	111.8	112.3	112.8	109.8	112.1	108.9	111.6	
前期比年率%	7.1	3.2	2.4	2.0	1.9	1.7	1.7	1.7					
前年同期比%	2.6	2.0	0.5	3.6	2.3	2.0	1.9	1.8	2.2	2.0	0.4	2.5	

(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	2022	2023	2022	2023
国内総支出	561.4	559.0	569.9	583.3	594.9	594.6	598.6	597.1	568.6	596.5	561.8	592.8
前期比年率%	3.1	-1.7	8.0	9.8	8.2	-0.3	2.8	-1.0				
前年同期比%	1.4	1.4	2.1	5.0	5.8	6.6	4.8	2.5	2.5	4.9	1.6	5.5
国内需要	580.7	587.7	593.0	603.2	601.7	600.0	602.5	604.7	591.4	602.4	582.6	601.7
前期比年率%	8.1	4.9	3.6	7.1	-1.0	-1.2	1.7	1.5				
前年同期比%	4.5	5.9	4.7	6.2	3.5	2.1	1.5	0.4	5.3	1.9	4.8	3.3
民間需要	433.0	437.5	440.1	448.9	449.3	446.5	448.9	450.8	440.1	449.1	432.8	448.4
前期比年率%	11.8	4.2	2.4	8.2	0.3	-2.4	2.1	1.7				
前年同期比%	6.2	7.8	5.4	7.0	3.7	2.0	1.9	0.7	6.6	2.0	6.0	3.6
民間最終消費支出	311.5	313.2	316.4	322.3	321.7	322.5	322.9	323.9	315.9	322.9	311.1	322.3
前期比年率%	11.7	2.2	4.1	7.7	-0.8	1.1	0.5	1.2				
前年同期比%	5.6	7.1	4.8	6.4	3.2	2.9	2.1	0.6	5.9	2.2	5.2	3.6
民間住宅投資	21.7	21.8	21.9	22.1	22.2	22.0	21.9	21.5	21.9	21.9	21.8	22.0
前期比年率%	-4.1	2.3	2.6	2.3	3.5	-3.9	-3.1	-6.4				
前年同期比%	3.6	1.9	0.9	0.5	2.7	1.2	-0.3	-2.7	1.7	0.2	3.6	1.0
民間企業設備投資	95.7	98.8	98.6	101.2	100.1	100.9	103.9	104.4	98.7	102.4	96.2	101.6
前期比年率%	15.6	13.6	-0.8	10.9	-4.5	3.5	12.2	1.9				
前年同期比%	6.1	9.7	8.3	9.7	4.7	1.9	5.4	3.1	8.5	3.7	7.1	5.5
民間在庫変動	4.1	3.7	3.2	3.4	5.3	1.1	0.2	1.1	3.6	1.9	3.6	2.4
公的需要	147.7	150.2	152.8	154.3	152.4	153.4	153.6	153.9	151.3	153.3	149.8	153.4
前期比年率%	-1.9	7.0	7.3	3.8	-4.7	2.7	0.3	0.8				
前年同期比%	0.0	0.3	2.9	4.0	2.8	2.4	0.4	-0.3	1.9	1.3	1.4	2.4
政府最終消費支出	119.4	121.9	123.2	123.8	121.7	122.9	123.4	123.8	122.1	123.0	120.9	122.9
前期比年率%	0.7	8.7	4.3	2.0	-6.7	4.3	1.4	1.3				
前年同期比%	1.1	1.7	4.1	4.3	1.6	1.0	0.1	0.2	2.8	0.7	2.9	1.7
公的固定資本形成	28.3	28.9	29.5	30.3	30.8	30.5	30.2	30.1	29.3	30.4	29.0	30.5
前期比年率%	-12.5	9.8	7.6	12.2	6.4	-3.3	-4.1	-1.2				
前年同期比%	-5.6	-3.0	-2.3	2.9	9.7	6.2	2.4	-1.5	-1.7	3.7	-4.3	4.9
公的在庫変動	0.0	-0.6	0.2	0.1	-0.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.0
財貨・サービスの純輸出	-19.3	-28.7	-23.1	-19.9	-6.8	-5.4	-3.8	-7.6	-22.8	-5.9	-20.9	-8.9
財貨・サービスの輸出	119.2	125.4	127.7	121.4	125.9	130.2	138.2	133.0	123.4	131.9	120.8	129.0
前期比年率%	36.8	22.2	7.6	-18.3	15.6	14.3	27.1	-14.3				
前年同期比%	19.4	24.4	22.4	9.8	5.3	4.4	8.1	9.4	18.9	6.8	20.6	6.9
財貨・サービスの輸入	138.5	154.0	150.8	141.3	132.7	135.6	142.0	140.5	146.2	137.8	141.6	137.9
前期比年率%	62.6	52.8	-8.2	-22.9	-22.3	9.0	20.5	-4.2				
前年同期比%	35.7	46.6	34.5	15.1	-4.2	-12.0	-5.7	-0.5	32.3	-5.8	37.5	-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	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	607.9	613.6	619.4	624.8	628.4	632.1	635.7	639.3	616.4	633.9	609.6	630.3	
前期比年率%	7.4	3.8	3.9	3.5	2.3	2.4	2.3	2.3					
前年同期比%	2.1	3.1	3.6	4.6	3.4	3.1	2.6	2.3	3.3	2.8	2.8	3.4	
国内需要	615.8	620.9	625.1	630.0	633.9	637.7	641.5	645.3	623.1	639.8	616.8	635.8	
前期比年率%	7.5	3.4	2.7	3.1	2.5	2.4	2.4	2.4					
前年同期比%	2.3	3.5	3.8	4.2	2.9	2.7	2.6	2.5	3.4	2.7	2.5	3.1	
民間需要	459.7	465.0	468.6	472.7	475.9	479.0	482.1	485.2	466.7	480.8	461.2	477.5	
前期比年率%	8.1	4.7	3.1	3.6	2.8	2.6	2.6	2.6					
前年同期比%	2.2	4.1	4.4	4.8	3.5	3.0	2.8	2.7	3.9	3.0	2.9	3.5	
民間最終消費支出	328.8	333.5	336.5	339.8	342.2	344.4	346.5	348.6	334.8	345.5	330.9	343.3	
前期比年率%	6.3	5.7	3.7	4.0	2.8	2.6	2.4	2.4					
前年同期比%	2.3	3.4	4.2	4.8	4.1	3.3	3.0	2.6	3.7	3.2	2.6	3.8	
民間住宅投資	22.2	22.0	21.8	21.8	21.8	21.8	21.7	21.7	21.9	21.8	21.9	21.8	
前期比年率%	12.8	-3.5	-2.2	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4					
前年同期比%	-0.4	-0.4	-0.1	1.6	-1.6	-0.8	-0.4	-0.5	0.2	-0.8	-0.9	-0.3	
民間企業設備投資	106.3	107.0	107.6	108.4	109.3	110.2	111.2	112.2	107.4	110.8	106.3	109.7	
前期比年率%	7.8	2.3	2.4	3.0	3.2	3.4	3.6	3.8					
前年同期比%	6.3	6.1	3.5	3.9	2.7	3.0	3.3	3.5	4.9	3.2	4.7	3.3	
民間在庫変動	2.3	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.6	2.7	2.2	2.6	
公的需要	156.1	155.9	156.6	157.3	158.0	158.7	159.4	160.1	156.4	159.0	155.5	158.3	
前期比年率%	5.8	-0.4	1.7	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8					
前年同期比%	2.4	1.5	2.0	2.3	1.3	1.8	1.8	1.8	2.1	1.7	1.4	1.8	
政府最終消費支出	124.3	124.8	125.3	125.8	126.3	126.8	127.3	127.8	125.0	127.1	124.5	126.5	
前期比年率%	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6					
前年同期比%	2.0	1.4	1.6	1.5	1.7	1.7	1.6	1.7	1.6	1.7	1.3	1.6	
公的固定資本形成	31.8	31.1	31.3	31.5	31.7	31.9	32.1	32.3	31.4	32.0	31.0	31.8	
前期比年率%	24.1	-8.1	2.0	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4					
前年同期比%	4.1	1.7	3.6	4.9	-0.8	2.5	2.4	2.2	3.6	1.7	1.9	2.4	
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	-7.8	-7.4	-5.7	-5.2	-5.5	-5.6	-5.8	-6.0	-6.6	-5.8	-7.2	-5.6	
財貨・サービスの輸出	137.9	138.0	139.4	140.9	141.5	142.2	142.9	143.5	138.9	142.4	137.0	141.8	
前期比年率%	15.6	0.3	4.3	4.2	1.7	2.0	2.0	1.9					
前年同期比%	9.4	5.7	1.0	6.0	2.7	3.2	2.4	1.9	5.4	2.5	6.1	3.5	
財貨・サービスの輸入	145.7	145.3	145.1	146.1	147.0	147.8	148.7	149.5	145.5	148.2	144.2	147.4	
前期比年率%	15.6	-1.1	-0.5	2.6	2.5	2.3	2.3	2.3					
前年同期比%	9.6	7.2	2.2	3.9	0.9	1.7	2.4	2.4	5.6	1.9	4.5	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	101.7	101.6	103.1	104.2	105.7	106.7	107.4	107.7	102.7	106.9	102.1	106.0	
前期比%	-0.3	-0.1	1.5	1.1	1.4	1.0	0.6	0.3					
前年同期比%	-0.3	-0.2	1.5	2.3	3.7	5.2	3.9	3.4	0.9	4.0	0.4	3.8	
民間最終消費支出	104.9	105.3	106.2	107.4	108.0	108.6	109.1	110.0	105.9	108.9	105.1	108.3	
前期比%	0.8	0.4	0.8	1.1	0.6	0.5	0.4	0.9					
前年同期比%	2.8	3.0	3.7	3.2	3.0	3.1	2.7	2.5	3.2	2.8	2.9	3.0	
民間住宅投資	118.9	119.5	119.4	119.0	118.4	118.7	119.1	120.3	119.2	119.1	118.7	118.8	
前期比%	1.8	0.5	-0.1	-0.3	-0.5	0.2	0.3	1.0					
前年同期比%	9.3	6.2	3.8	1.8	-0.4	-0.7	-0.3	1.1	5.2	-0.1	7.1	0.1	
民間企業設備投資	106.2	107.3	108.4	108.7	109.8	110.9	111.8	112.8	107.7	111.4	106.7	110.2	
前期比%	1.4	1.1	1.0	0.3	1.0	1.0	0.8	0.9					
前年同期比%	4.2	4.6	4.6	3.7	3.4	3.3	3.1	3.7	4.3	3.4	4.2	3.4	
政府最終消費支出	100.3	102.4	102.9	103.4	102.9	103.3	103.8	103.9	102.3	103.5	101.7	103.3	
前期比%	-0.7	2.1	0.5	0.5	-0.5	0.5	0.5	0.0					
前年同期比%	-0.5	1.3	2.0	2.6	2.3	1.0	0.8	0.6	1.4	1.2	1.2	1.6	
公的固定資本形成	111.3	112.7	113.8	114.2	114.9	116.1	116.8	117.7	113.1	116.5	112.0	115.5	
前期比%	1.1	1.3	0.9	0.4	0.6	1.1	0.6	0.8					
前年同期比%	5.3	5.0	4.7	3.6	3.2	3.1	2.7	3.0	4.6	2.9	4.8	3.1	
財貨・サービスの輸出	110.6	114.5	115.6	112.3	112.8	116.5	120.1	121.1	113.3	117.7	111.3	115.5	
前期比%	6.3	3.5	0.9	-2.8	0.5	3.3	3.1	0.9					
前年同期比%	15.4	16.9	13.6	7.8	1.9	1.9	3.8	8.1	13.4	3.9	14.2	3.8	
財貨・サービスの輸入	128.4	135.7	134.1	127.8	125.1	126.2	129.6	131.5	131.7	128.1	128.7	127.2	
前期比%	11.4	5.7	-1.2	-4.7	-2.1	0.9	2.7	1.5					
前年同期比%	31.0	31.6	21.8	10.7	-2.4	-7.1	-3.5	2.9	23.3	-2.7	27.0	-1.2	

(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	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	108.8	109.2	109.7	110.2	110.6	111.0	111.3	111.7	109.5	111.1	108.9	110.7	
前期比%	1.0	0.3	0.4	0.5	0.3	0.3	0.3	0.3					
前年同期比%	3.0	2.3	2.2	2.3	1.6	1.6	1.4	1.3	2.4	1.5	2.7	1.7	
民間最終消費支出	110.6	111.3	111.8	112.5	113.0	113.5	114.0	114.4	111.5	113.7	110.9	113.2	
前期比%	0.5	0.6	0.4	0.6	0.5	0.4	0.4	0.4					
前年同期比%	2.4	2.4	2.5	2.2	2.1	2.0	2.0	1.7	2.4	2.0	2.5	2.1	
民間住宅投資	121.9	122.2	122.5	123.0	123.5	124.0	124.4	124.9	122.4	124.2	121.7	123.7	
前期比%	1.4	0.2	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4					
前年同期比%	3.0	3.0	2.9	2.3	1.3	1.4	1.6	1.6	2.8	1.5	2.5	1.6	
民間企業設備投資	113.9	114.1	114.4	114.7	115.0	115.4	115.7	116.1	114.3	115.6	113.8	115.2	
前期比%	1.0	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3					
前年同期比%	3.8	2.9	2.3	1.7	1.0	1.1	1.2	1.2	2.6	1.1	3.2	1.3	
政府最終消費支出	104.2	104.4	104.6	104.9	105.1	105.3	105.5	105.7	104.5	105.4	104.3	105.2	
前期比%	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2					
前年同期比%	1.2	1.0	0.8	0.9	0.9	0.9	0.8	0.9	1.0	0.8	0.9	0.9	
公的固定資本形成	118.9	119.1	119.4	119.7	120.1	120.5	120.9	121.2	119.3	120.7	118.8	120.3	
前期比%	1.0	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3					
前年同期比%	3.5	2.6	2.2	1.7	1.0	1.2	1.3	1.2	2.4	1.2	2.8	1.3	
財貨・サービスの輸出	123.8	122.0	121.6	121.6	121.7	121.8	121.9	122.0	122.2	121.9	122.2	121.8	
前期比%	2.2	-1.5	-0.4	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1					
前年同期比%	9.8	4.7	1.3	0.3	-1.7	-0.1	0.3	0.3	3.9	-0.3	5.7	-0.3	
財貨・サービスの輸入	134.0	132.6	131.6	131.8	132.0	132.2	132.4	132.6	132.5	132.3	132.4	132.1	
前期比%	1.9	-1.1	-0.7	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1					
前年同期比%	6.9	5.2	1.7	0.3	-1.4	-0.3	0.5	0.6	3.4	-0.1	4.1	-0.2	

(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	2022	2023	2022	2023	
1. 前期比%													
実質GDP成長率	1.1	-0.3	0.4	1.3	0.6	-1.0	0.1	-0.6	1.6	0.8	1.2	1.7	
国内需要	1.0	0.4	0.1	1.3	-1.1	-0.7	-0.1	-0.1	2.1	-0.6	1.7	0.7	
民間需要	1.0	0.4	-0.2	1.2	-0.8	-0.8	0.0	-0.2	2.1	-0.5	1.8	0.6	
民間最終消費支出	1.0	0.1	0.1	0.4	-0.4	-0.2	-0.2	-0.3	1.5	-0.3	1.2	0.3	
民間住宅投資	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	-0.0	-0.0	-0.1	-0.1	0.0	-0.1	0.0	
民間企業設備投資	0.4	0.3	-0.2	0.4	-0.4	-0.0	0.4	-0.1	0.7	0.1	0.5	0.4	
民間在庫変動	-0.3	0.0	-0.1	0.4	-0.1	-0.5	-0.1	0.3	0.1	-0.2	0.3	-0.1	
公的需要	-0.0	-0.0	0.2	0.1	-0.2	0.0	-0.1	0.0	-0.0	-0.1	-0.1	0.1	
政府最終消費支出	0.2	-0.0	0.1	0.0	-0.3	0.1	-0.0	0.1	0.3	-0.1	0.4	0.0	
公的固定資本形成	-0.2	0.1	0.0	0.1	0.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.3	0.0	-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	-0.7	0.4	-0.0	1.7	-0.3	0.2	-0.5	-0.5	1.4	-0.5	1.0	
財貨・サービスの輸出	0.3	0.3	0.2	-0.5	0.7	0.0	0.7	-1.0	0.9	0.6	1.0	0.6	
財貨・サービスの輸入	-0.3	-1.0	0.2	0.4	1.0	-0.3	-0.5	0.6	-1.5	0.8	-1.5	0.4	
2. 前年同期比%													
実質GDP成長率	1.7	1.6	0.6	2.6	2.0	1.3	0.9	-0.9	1.6	0.8	1.2	1.7	
国内需要	1.8	2.6	1.1	3.0	0.8	-0.4	-0.6	-1.9	2.1	-0.6	1.7	0.7	
民間需要	2.0	2.9	1.0	2.7	0.7	-0.6	-0.4	-1.5	2.1	-0.5	1.8	0.6	
民間最終消費支出	1.5	2.1	0.6	1.7	0.1	-0.1	-0.3	-1.0	1.5	-0.3	1.2	0.3	
民間住宅投資	-0.2	-0.2	-0.1	-0.0	0.1	0.1	-0.0	-0.1	-0.1	0.0	-0.1	0.0	
民間企業設備投資	0.3	0.8	0.6	1.1	0.2	-0.2	0.4	-0.1	0.7	0.1	0.5	0.4	
民間在庫変動	0.3	0.2	-0.0	0.1	0.2	-0.4	-0.5	-0.3	0.1	-0.2	0.3	-0.1	
公的需要	-0.1	-0.4	0.1	0.3	0.1	0.2	-0.2	-0.3	-0.0	-0.1	-0.1	0.1	
政府最終消費支出	0.3	0.1	0.4	0.3	-0.1	-0.0	-0.1	-0.1	0.3	-0.1	0.4	0.0	
公的固定資本形成	-0.5	-0.4	-0.4	-0.0	0.3	0.1	-0.0	-0.2	-0.3	0.0	-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	-0.1	-1.0	-0.5	-0.6	1.2	1.8	1.5	1.0	-0.5	1.4	-0.5	1.0	
財貨・サービスの輸出	0.6	1.2	1.4	0.4	0.8	0.5	0.9	0.3	0.9	0.6	1.0	0.6	
財貨・サービスの輸入	-0.7	-2.1	-1.9	-1.0	0.5	1.3	0.6	0.8	-1.5	0.8	-1.5	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。

## (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	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	0.8	0.6	0.5	0.4	0.2	0.2	0.2	0.3	0.9	1.3	0.1	1.6
国内需要	0.9	0.4	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2	0.3	1.1	1.2	0.1	1.3
民間需要	0.6	0.5	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.9	1.0	0.1	1.1
民間最終消費支出	0.5	0.4	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.7	0.7	0.1	0.9
民間住宅投資	0.1	-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	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.4	0.4	0.2	0.3
民間在庫変動	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.0	0.0	-0.1	-0.0
公的需要	0.2	-0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.0	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	0.2	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	-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	0.2	0.2	0.1	-0.0	0.0	0.0	-0.0	-0.2	0.2	-0.0	0.3
財貨・サービスの輸出	0.3	0.3	0.3	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.3	0.6	0.1	0.9
財貨・サービスの輸入	-0.4	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.5	-0.5	-0.1	-0.6
2. 前年同期比%												
実質GDP成長率	-0.8	0.8	1.3	2.2	1.8	1.4	1.1	1.0	0.9	1.3	0.1	1.6
国内需要	-0.1	1.0	1.5	1.9	1.3	1.1	1.0	1.1	1.1	1.2	0.1	1.3
民間需要	-0.3	1.0	1.2	1.6	1.2	0.9	0.8	0.8	0.9	1.0	0.1	1.1
民間最終消費支出	-0.1	0.5	0.9	1.3	1.0	0.7	0.5	0.5	0.7	0.7	0.1	0.9
民間住宅投資	-0.1	-0.1	-0.1	-0.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
民間企業設備投資	0.4	0.5	0.2	0.4	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.2	0.3
民間在庫変動	-0.5	0.1	0.3	-0.1	0.0	0.0	-0.0	0.0	-0.0	0.0	-0.1	-0.0
公的需要	0.2	0.1	0.2	0.3	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.0	0.2
政府最終消費支出	0.2	0.1	0.2	0.1	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	0.2	-0.1	0.1	0.1	0.0	0.1	0.0	-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	-0.7	-0.2	-0.2	0.4	0.4	0.3	0.1	-0.0	-0.2	0.2	-0.0	0.3
財貨・サービスの輸出	-0.1	0.2	-0.1	1.1	0.9	0.7	0.4	0.3	0.3	0.6	0.1	0.9
財貨・サービスの輸入	-0.6	-0.4	-0.1	-0.7	-0.5	-0.4	-0.4	-0.3	-0.5	-0.5	-0.1	-0.6

(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	2022	2023	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	3.4	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	76.9	89.6	77.8	94.4	77.6	
	64.0	29.7	7.2	-20.0	-32.2	-10.1	-5.0	1.2	16.1	-13.2	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	22,679	22,759	21,915	22,539	21,822	22,377	
前年同期比%	-0.6	2.7	2.6	2.2	2.1	4.9	3.4	1.4					
	1.9	1.7	0.7	1.7	2.4	2.9	3.1	2.9	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	311.0	296.8	307.1	292.7	304.7	
前年同期比%	10.0	5.3	4.0	3.8	3.0	3.4	2.7	3.8					
	8.6	8.3	7.1	5.8	4.0	3.5	3.2	3.2	7.4	3.5	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	142.2	143.2	140.2	142.1	138.8	141.5	
前年同期比%	12.0	2.5	2.7	0.7	-0.9	4.0	0.1	2.9					
	11.2	9.0	7.3	4.4	1.2	1.6	1.0	1.6	7.9	1.3	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	4.16	3.38	4.09	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%	119.4	121.9	123.2	123.8	121.7	122.9	123.4	123.8	122.1	123.0	120.9	122.9	
前年同期比%	0.7	8.7	4.3	2.0	-6.7	4.3	1.4	1.3					
	1.1	1.7	4.1	4.3	1.6	1.0	0.1	0.2	2.8	0.7	2.9	1.7	
名目公的固定資本形成 (兆円)													
前期比年率%	28.3	28.9	29.5	30.3	30.8	30.5	30.2	30.1	29.3	30.4	29.0	30.5	
前年同期比%	-12.5	9.8	7.6	12.2	6.4	-3.3	-4.1	-1.2					
	-5.6	-3.0	-2.3	2.9	9.7	6.2	2.4	-1.5	-1.7	3.7	-4.3	4.9	
為替レート (円/ドル)													
	129.6	138.4	141.4	132.3	137.4	144.5	147.9	148.5	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	161.3	141.2	156.8	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	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%	3.3	3.1	2.9	2.7	2.9	2.8	2.9	2.8	3.0	2.9	3.1	2.8	
<b>原油価格 (WTI、\$/bbl)</b>	80.7	76.8	74.4	74.4	74.4	74.4	74.4	74.4	76.5	74.4	77.2	74.4	
前年同期比%	9.7	-6.6	-5.3	-3.3	-7.8	-3.1	0.0	0.0	-1.6	-2.8	-0.5	-3.6	
<b>2. 米国経済</b>													
<b>実質GDP (10億ドル、2012年連鎖)</b>	22,919	23,021	23,119	23,223	23,332	23,451	23,570	23,688	23,070	23,510	22,954	23,394	
前期比年率%	2.8	1.8	1.7	1.8	1.9	2.0	2.1	2.0					
前年同期比%	3.1	2.4	1.9	2.0	1.8	1.9	2.0	2.0	2.4	1.9	2.6	1.9	
<b>消費者物価指数 (1982-1984=100)</b>	313.2	314.2	316.3	318.8	320.9	322.1	323.8	325.8	315.6	323.2	313.7	321.4	
前期比年率%	2.8	1.4	2.6	3.2	2.7	1.5	2.1	2.5					
前年同期比%	3.2	2.7	2.6	2.5	2.5	2.5	2.4	2.2	2.8	2.4	2.9	2.5	
<b>生産者物価指数 (最終需要、09/11=100)</b>	144.3	145.0	145.9	147.1	148.0	148.7	149.4	150.4	145.6	149.1	144.6	148.3	
前期比年率%	3.1	1.8	2.6	3.2	2.7	1.7	2.2	2.5					
前年同期比%	2.5	2.0	2.6	2.7	2.6	2.5	2.4	2.3	2.4	2.4	2.2	2.5	
<b>FFレート (期末、%)</b>	5.50	5.25	5.00	4.75	4.50	4.25	4.00	3.75	4.75	3.75	5.00	4.00	
<b>10年物国債利回り (%)</b>	4.44	4.01	3.84	3.78	3.72	3.66	3.60	3.54	4.02	3.63	4.11	3.69	
<b>3. 日本経済</b>													
<b>名目政府最終消費支出 (兆円)</b>	124.3	124.8	125.3	125.8	126.3	126.8	127.3	127.8	125.0	127.1	124.5	126.5	
前期比年率%	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6					
前年同期比%	2.0	1.4	1.6	1.5	1.7	1.7	1.6	1.7	1.6	1.7	1.3	1.6	
<b>名目公的固定資本形成 (兆円)</b>	31.8	31.1	31.3	31.5	31.7	31.9	32.1	32.3	31.4	32.0	31.0	31.8	
前期比年率%	24.1	-8.1	2.0	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4					
前年同期比%	4.1	1.7	3.6	4.9	-0.8	2.5	2.4	2.2	3.6	1.7	1.9	2.4	
<b>為替レート (円/ドル)</b>	155.8	150.3	146.6	146.6	146.6	146.6	146.6	146.6	149.8	146.6	150.3	146.6	
(円/ユーロ)	167.7	165.0	162.5	162.5	162.5	162.5	162.5	162.5	164.4	162.5	164.1	162.5	

(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。