

2024年8月22日 全13頁

日本経済見通し：2024年8月

経済見通しを改訂／内需を中心に緩やかな回復を見込む

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

[要約]

- 2024年4-6月期のGDP1次速報の公表を受け、経済見通しを改訂した。メインシナリオにおける実質GDP成長率は2024年度+0.9%、2025年度+1.3%（暦年ベースでは2024年+0.1%、2025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2024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。
- 日本銀行（日銀）は経済・物価・金融情勢を注視しつつ、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。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。

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

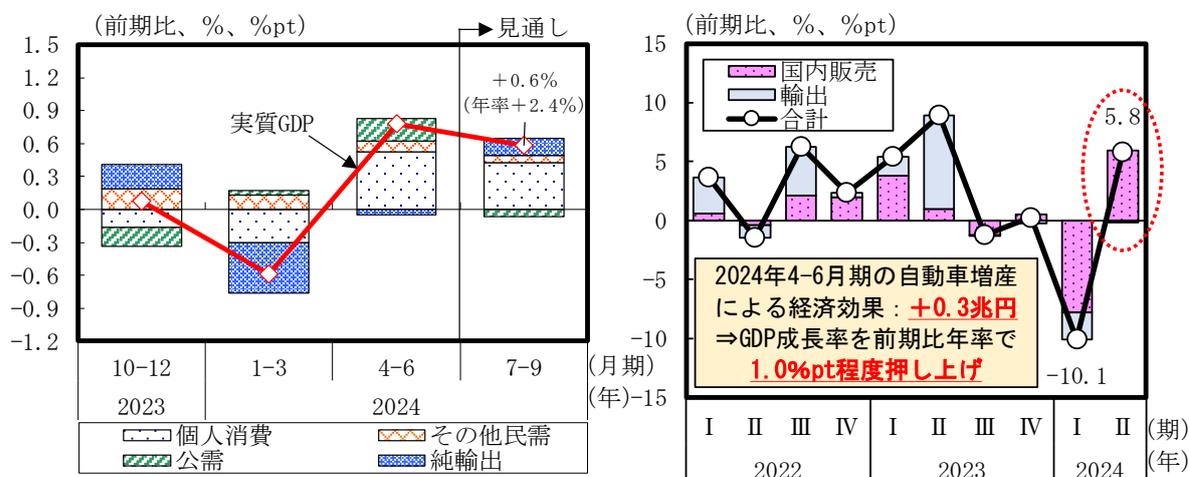
3 四半期にわたって停滞した日本経済は4-6 月期に回復局面に入った可能性

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¹（**図表 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 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 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 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

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。

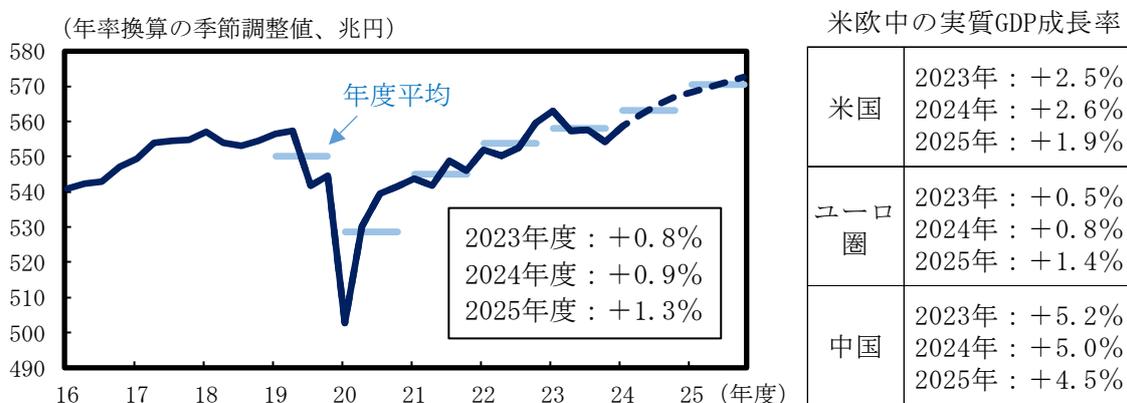
¹ 詳細は、神田慶司・田村統久「[2024 年 4-6 月期 GDP \(1 次速報\)](#)」（大和総研レポート、2024 年 8 月 15 日）を参照。

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 1 左**）。

日本の実質 GDP 成長率見通しを 2024 年度+0.9%、2025 年度+1.3%に改訂

図表 2 ではメインシナリオにおける実質 GDP の推移と、その前提である海外経済見通しを示した。海外経済については当社の各国担当者の最新（8 月 21 日時点）の見通しに基づく。詳細については各国の経済見通しを参照されたい。

図表 2：日本の実質 GDP 見通し（左）と海外経済の前提（右）



(注) 図中の破線は大和総研による予測値。米欧中の見通しは大和総研の各国担当者の予測に基づく。

(出所) 内閣府、各国統計より大和総研作成

上記の海外経済見通しの下、メインシナリオにおける日本の実質 GDP 成長率は 2024 年度で同+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%）。

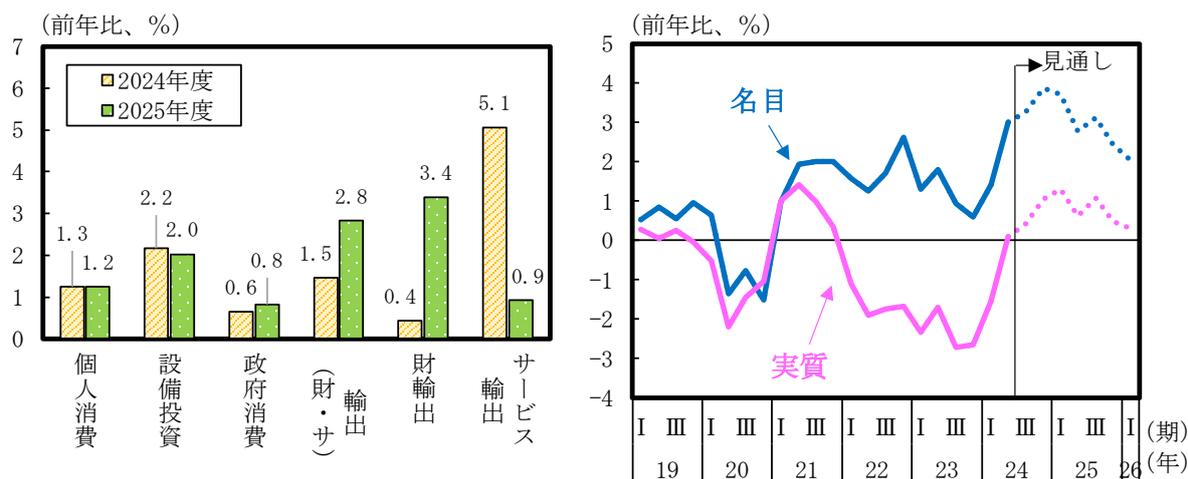
2024 年度の成長率見通しは 2024 年 6 月 10 日に公表した当社の「[第 221 回日本経済予測（改訂版）](#)」（以下、前回予測）から変更していない。7 月 1 日に建設総合統計の遡及改定が反映され、「成長率のゲタ」（各四半期の前期比の伸び率がゼロで達成できる実質 GDP 成長率）が低下した一方、足元の推移を受けて個人消費や設備投資、公共投資などを上方修正したためである。2025 年度は前回予測から 0.2%pt 引き下げた。2024 年度を上方修正した需要項目の一部に反動が表れることを想定した。個人消費が緩やかに減速する一方で設備投資などが加速し、四半期ベースの実質 GDP 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。

主な需要項目に関しては、**図表 3 左**のような推移を見込んでいる。このうち個人消費については **2 章**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 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 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）²。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）。

図表 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

設備投資は、コロナ禍や物価高により企業が先送りしてきた更新投資や能力増強投資などが発現するとみている。人手不足の強まりや、企業の積極的な賃上げに伴う資本の相対価格の低下などを受けて省力化に向けた投資が加速するほか、DX（デジタルトランスフォーメーション）やGX（グリーントランスフォーメーション）に関連したソフトウェア投資や研究開発投資も増加する見込みだ。ただし、海外経済の下振れなどにより、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 詳細については「[日本経済見通し：2024年6月](#)」を参照。

2. 今後の日本経済のポイントと実質賃金見通し

(1) 日本経済の主な「下支え・押し上げ要因」と「下振れリスク」

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

図表 4：今後の日本経済の主な「下支え・押し上げ要因」と「下振れリスク」

経済の下支え・押し上げ要因
<p>○賃上げ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</p>
<p>○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</p>
<p>○インバウンド需要の増加 中国人訪日客の本格回復もあり、訪日外客数（23年で2,507万人）は24年で3,600万人、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</p>
<p>○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</p>
<p>○シリコンサイクル（世界の半導体市況）の回復 24年に回復局面に入ったシリコンサイクルは、25年も回復が継続する見込み。先端半導体で高いシェアを持つ台湾や韓国の電子部品・デバイス工業の出荷・在庫バランスは改善傾向</p>
経済の下振れリスク
<p>○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</p>
<p>○米国大統領選でトランプ氏が再選 関税の大幅引き上げや移民規制の強化などにより、米国景気の悪化とインフレ再加速の可能性</p>
<p>○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</p>
<p>○中東情勢・ウクライナ情勢の緊迫化 原油価格が150ドル/bblに上昇すると日本の実質GDPへの影響（年間）は▲0.7%程度</p>
<p>○中国の過剰債務問題の顕在化 技術の停滞等を背景に中国の資本ストックは2,840兆円過剰（資本係数の長期トレンドからの乖離幅）</p>
<p>○米中対立の激化（経済安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？</p>

（出所）各種統計より大和総研作成

<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³で推移すると見込んでいる（**前掲図表 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⁴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⁵（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⁶。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。

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」⁷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。

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

³ 労働生産性（就業者1人1時間あたり実質GDP）上昇率は2000~19年で年率+1.0%で、2022年1-3月期から2024年4-6月期の平均上昇率は同+0.8%であった。

⁴ 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。

⁵ 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。

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

⁷ 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。

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222回日本経済予測](#)」（2024年8月21日。以下、今回予測）の**第3章**で定量的に検討した。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、日本の2024年度の実質GDP成長率は0.9%pt低下すると試算される。また「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

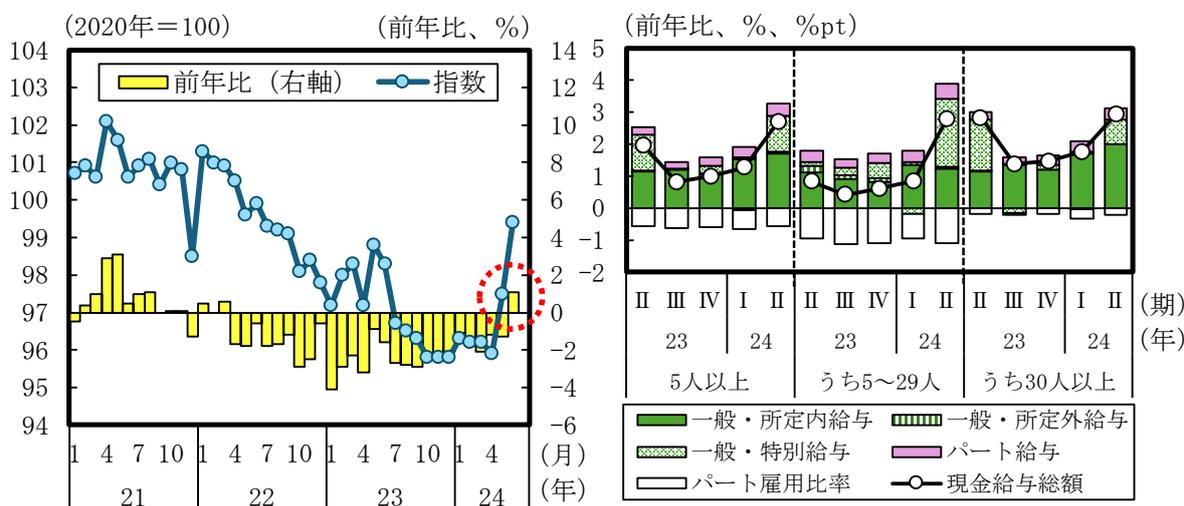
前述のように、足元では所得環境の改善が進みつつある。厚生労働省「毎月勤労統計調査」によれば、2024年6月の実質賃金は前年比+1.1%（速報値）と27カ月ぶりにプラスへと転換した（**図表5左**）。また季節調整値の水準に目を向けると、2022年初年から低下基調が続いたが、2023年秋に下げ止まり、2024年春まで横ばい圏で推移した。その後、5月から2カ月連続で大きく上昇した。

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度合いは、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⁸。

図表 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見通しを全国一律で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6左**）⁹。本稿執筆時点（8月22日）で判明した45都道府県の地方最低賃金審議会の答申をもとに試算すると、引き上げ額は全国加重平均で51円程度（引き上げ率が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。

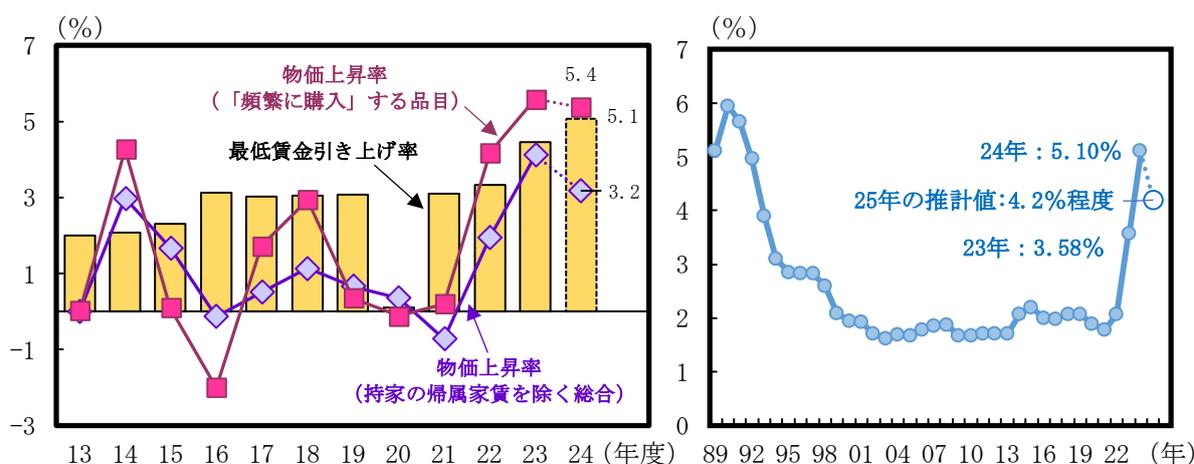
⁸ 支給実績に乏しかった前年の裏が表れた可能性もある。

⁹ 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。

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¹⁰。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¹¹。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22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

¹⁰ 詳細は田村統久「縮小する労働供給の増加余地」（大和総研レポート、2024年3月18日）を参照。

¹¹ 詳細は「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。

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

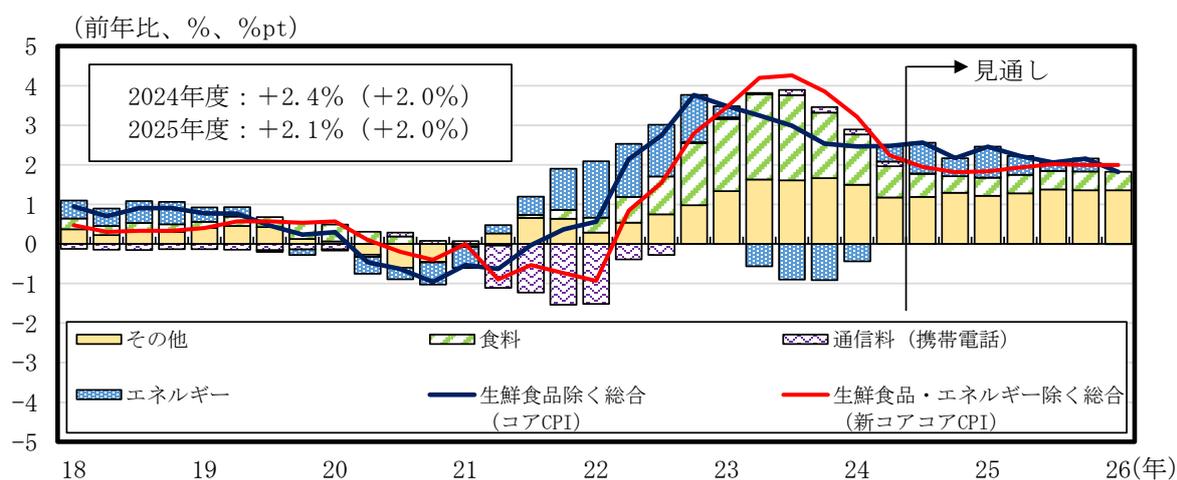
生鮮食品を除く総合ベースの CPI（コア CPI）は、2024 年度で前年比+2.4%、2025 年度で同+2.1%を見込む（**図表 7**）。生鮮食品・エネルギーを除く総合ベースの CPI（新コアコア CPI）では、2024、25 年度いずれも同+2.0%の見込みだ。

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¹²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「酷暑乗り越え緊急支援」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「酷暑乗り越え緊急支援」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¹³。

図表 7：CPI の見通し（各年度の数字は生鮮食品除く、括弧内は生鮮食品・エネルギー除く）



(注) 作成時の資源価格と為替レートを前提とした物価見通し。「酷暑乗り越え緊急支援」（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

¹² 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）

¹³ 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。

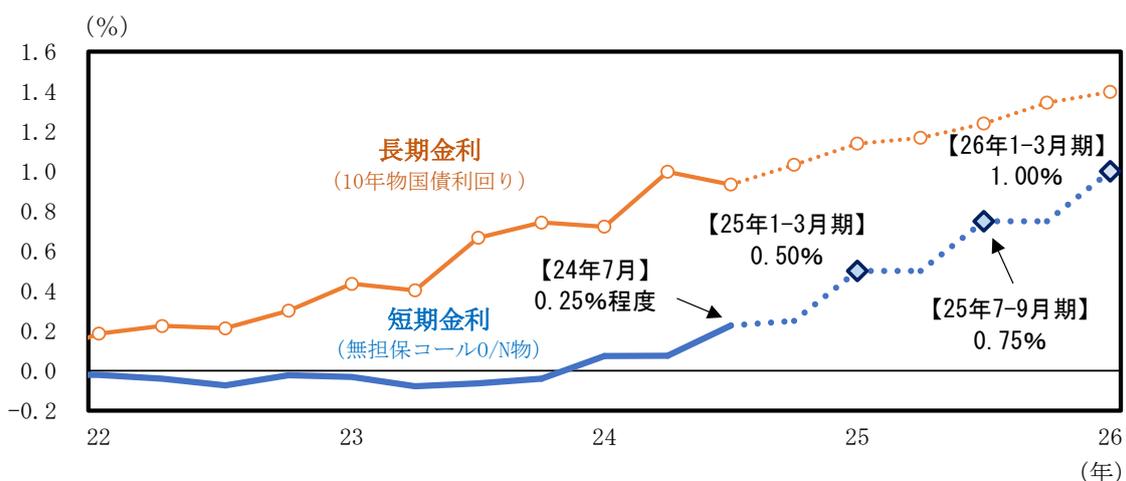
日銀は今後、経済・物価・金融情勢を注視しつつ、緩やかなペースで追加利上げを実施すると当社ではみている。メインシナリオでは2025年1-3月期に短期金利を0.50%に引き上げ、その後は半年に一度程度のペースで0.25%ptの追加利上げを行うと想定している（**図表8**）。

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¹⁴。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、当社では2024年7-9月期から米国の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。

今回予測の**第4章**で論じたように、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

¹⁴ 詳細は当社の「[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。当社の「[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。

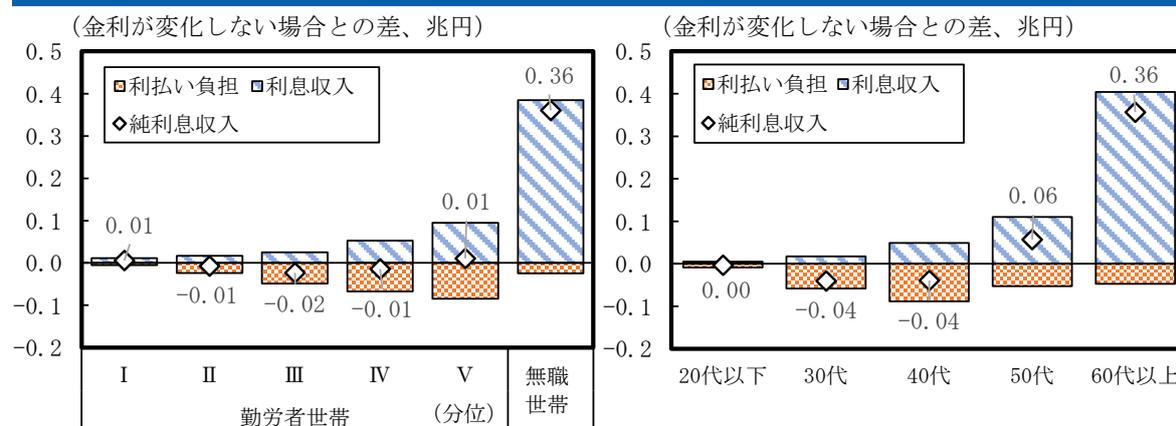
このうち家計部門では、今回の追加利上げによって普通預金の利息収入などが増加する一方、変動型住宅ローンの利払いなども増加すると見込まれる。そこで、足元の状況を踏まえて普通預金金利で0.09%pt、変動型住宅ローン金利で0.15%ptの引き上げを想定すると¹⁵、家計の純利息収入は0.33兆円程度増加すると試算される。普通預金残高は直近で650兆円程度と、負債額（変動型住宅ローン残高を170兆円程度と推計）を大幅に上回るためだ。

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

¹⁵ 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。

図表 10 : 日本経済見通し<第 222 回日本経済予測 (2024 年 8 月 21 日) >

	2023			2024				2025				2026	2023	2024	2025
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	年度 (暦年)	年度 (暦年)	年度 (暦年)
実質GDP(年率、兆円)	563.0	557.2	557.6	554.3	558.6	561.9	564.7	567.0	568.3	569.7	571.1	572.5	558.2	563.1	570.5
<前期比、%>	0.6	-1.0	0.1	-0.6	0.8	0.6	0.5	0.4	0.2	0.2	0.2	0.3			
<前期比年率、%>	2.4	-4.0	0.3	-2.3	3.1	2.4	2.0	1.6	1.0	1.0	1.0	1.0			
<前年同期比、%>	2.0	1.3	0.9	-0.9	-0.8	0.8	1.3	2.2	1.8	1.4	1.1	1.0	0.8 (1.7)	0.9 (0.1)	1.3 (1.6)
民間消費支出(前期比、%)	-0.8	-0.3	-0.3	-0.6	1.0	0.8	0.5	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2	-0.6	1.3	1.2
民間住宅投資(前期比、%)	1.4	-1.2	-1.1	-2.6	1.6	-1.1	-0.8	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	0.3	-2.5	-2.3
企業設備投資(前期比、%)	-2.1	-0.1	2.1	-0.4	0.9	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5	0.6	0.6	0.3	2.2	2.0
政府消費支出(前期比、%)	-1.2	0.6	-0.1	0.3	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	-0.5	0.6	0.8
公共投資(前期比、%)	1.0	-1.9	-1.7	-1.1	4.5	-2.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.7	1.1	0.5
輸出(前期比、%)	3.2	0.1	3.0	-4.6	1.4	1.6	1.4	1.0	0.4	0.4	0.4	0.4	2.8	1.5	2.8
輸入(前期比、%)	-4.1	1.3	2.0	-2.5	1.7	0.8	0.6	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4	-3.2	2.2	2.0
名目GDP(前期比年率、%)	8.2	-0.3	2.8	-1.0	7.4	3.8	3.9	3.5	2.3	2.4	2.3	2.3	4.9	3.3	2.8
GDPデフレーター(前年同期比、%)	3.7	5.2	3.9	3.4	3.0	2.3	2.2	2.3	1.6	1.6	1.4	1.3	4.0	2.4	1.5
鉱工業生産(前期比、%)	1.2	-1.4	1.1	-5.1	2.7	2.1	1.1	0.7	0.4	0.4	0.3	0.3	-1.9	1.2	2.5
コアCPI(前年同期比、%)	3.2	3.0	2.5	2.5	2.5	2.6	2.2	2.5	2.2	2.1	2.2	1.8	2.8	2.4	2.1
失業率(%)	2.6	2.6	2.5	2.5	2.6	2.5	2.4	2.4	2.3	2.3	2.3	2.3	2.6	2.5	2.3
コールレート(期末値、%)	-0.08	-0.06	-0.04	0.07	0.08	0.23	0.25	0.50	0.50	0.75	0.75	1.00	0.07	0.50	1.00
10年物国債利回り(%)	0.40	0.67	0.74	0.72	1.00	0.94	1.04	1.15	1.18	1.25	1.35	1.41	0.63	1.03	1.30
前提															
原油価格(WTI、ドル/バレル)	73.6	82.2	78.5	76.9	80.7	76.8	74.4	74.4	74.4	74.4	74.4	74.4	77.8	76.5	74.4
為替レート(円/ドル)	137.4	144.5	147.9	148.5	155.8	150.3	146.6	146.6	146.6	146.6	146.6	146.6	144.6	149.8	146.6

(注) 網掛け部分は大和総研予想。原油価格、為替レートは直近の水準で一定と想定。

(出所) 大和総研