

2024 年 11 月 22 日 全 13 頁

日本経済見通し：2024 年 11 月

経済見通しを改訂／緩やかな回復を見込むも米中経済動向などに注意

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 続久
	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 7-9 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+0.5%、2025 年度+1.4%（暦年ベースでは 2024 年▲0.2%、2025 年+1.6%）と見込む。
- 2024 年 7-9 月期に 2 四半期連続で前年比プラスとなった実質賃金（1 人あたり実質雇用者報酬）は、最低賃金や公務員給与の大幅引き上げ、春闘での高水準の賃上げ継続などにより、同+1%前後で推移するだろう。賃上げと価格転嫁の循環により、CPI 上昇率の基調は同+2%程度の見込みだ。家計の所得環境の改善や政府の経済対策、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（世界の半導体市況）の回復などが日本経済を下支えしたり、押し上げたりするとみている。ただし、米トランプ次期政権の政策など海外を中心に景気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。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。ただし、170 円/ドルを超える大幅な円安などで CPI 上昇率が目標の 2%を大幅に上回る可能性が高まれば、日銀は追加利上げを前倒しで実施するとみられる。

1. 内需を中心に緩やかな回復を見込むも米中経済動向などに注意

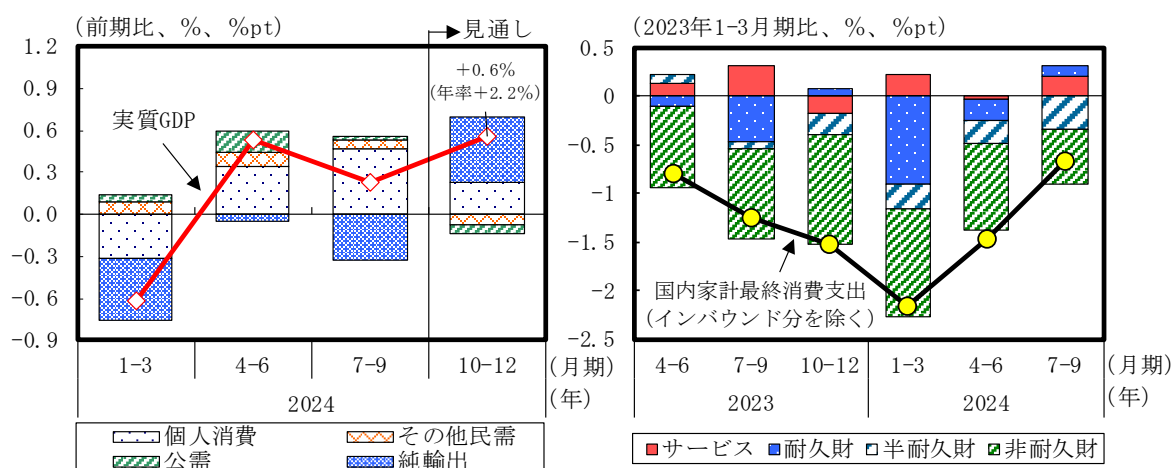
実質 GDP は年末にかけてプラス成長が続く見込み

2024 年 7-9 月期の実質 GDP 成長率は、1 次速報値で前期比年率+0.9%（前期比+0.2%）だった¹（図表 1 左）。2 四半期連続のプラス成長で、前年同期比では 3 四半期ぶりにプラスに転じた。物価高が継続する中、台風による一部工場の稼働停止や巨大地震への警戒などが経済活動を下押ししたものの、家計の所得環境の改善などを背景に個人消費が比較的高い伸びとなり、実質 GDP を押し上げた。

7-9 月期の実質 GDP を需要項目別に見ると（図表 1 左）、民需関連では個人消費が増加した一方、設備投資や住宅投資は減少した。民間在庫変動は GDP の増加に寄与した。公需関連では政府消費が増加した一方、公共投資は減少した。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 3 四半期連続のマイナスとなった。

このうち個人消費は前期比+0.9%と 2 四半期連続で増加した。国内家計最終消費支出からインバウンド分を除き、2023 年 1-3 月期対比で財・サービス別の寄与度を試算すると（図表 1 右）、7-9 月期は自動車などの耐久財のほか、非耐久財やサービスが個人消費の回復に寄与した。半耐久財は猛暑の影響で衣料品を中心に振るわなかった一方、非耐久財では飲料費や電気代などが増加した。同財では、米が品薄になったことで加工米飯への需要も伸びた。サービスでは、巨大地震への警戒や台風で旅行などを控える動きが広がったものの増加基調を維持した。

図表 1：実質 GDP 成長率の実績と見通し（左）、財・サービス別に見た国内家計消費の推移（右）



(注) 季節調整値。右図は実質額で、観光庁「インバウンド消費動向調査」をもとに GDP 統計の「非居住者家計の国内での直接購入」を財・サービス別に分解し、国内家計最終消費支出から差し引くことで算出。

(出所) 内閣府、観光庁統計より大和総研作成

実質雇用者報酬は前期比+0.0%と 4 四半期連続で増加したものの伸び率は縮小した。雇用者数は増加した一方、1 人あたり実質雇用者報酬（≒実質賃金）が下落した。もっとも、水準で見れば 2024 年 1-3 月期を上回っており、前年同期比では 2 四半期連続でプラスとなった（後掲図

¹ 詳細については、神田慶司・田村統久「[2024 年 7-9 月期 GDP \(1 次速報\)](#)」（大和総研レポート、2024 年 11 月 15 日）を参照。

表3右)。さらに、1人4万円の定額減税が6月から7月にかけて集中的に実施され、手取り所得が増加したことが7-9月期の消費を後押ししたとみられる²。

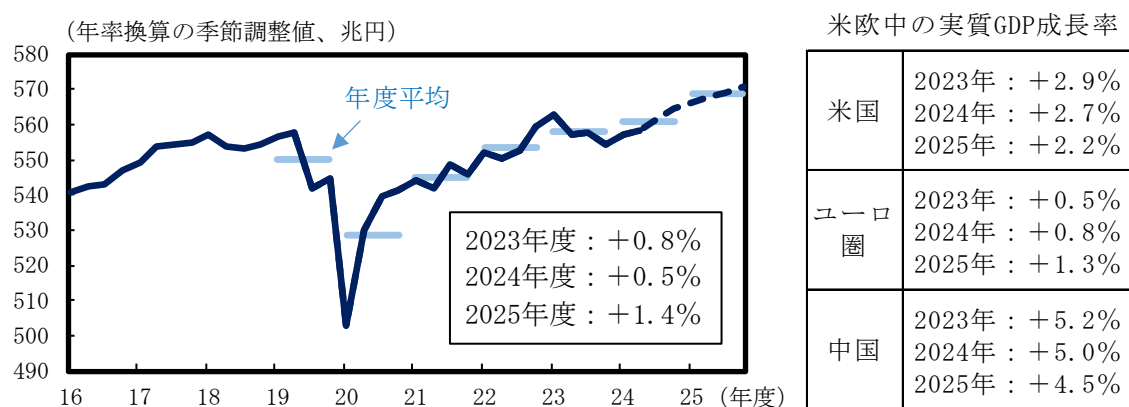
GDPデフレーターは前年同期比+2.5%と8四半期連続のプラスとなり、単位労働コスト(=名目雇用者報酬÷実質GDP)は同+3.2%だった。伸び率は2023年10-12月期まで3四半期連続でゼロ%近傍で推移したが、2024年1-3月期に前年同期比+3.0%へと加速し、直近まで高水準を維持した。2024年の春闘賃上げ率が33年ぶりの高水準になったことなどを受け、賃金面からの強い物価上昇圧力は足元でも継続しているようだ。

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り、7-9月期は回復基調が継続した。10-12月期の実質GDP成長率は前期比年率+2.2%(前期比+0.6%)と、民需の回復などにより3四半期連続のプラス成長を見込んでいる(**前掲図表1左**)。

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

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(11月22日時点)の見通しに基づく。詳細については各国の経済見通しを参照されたい。

図表2：日本の実質GDP見通し(左)と海外経済の前提(右)



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

(出所) 内閣府、各国統計より大和総研作成

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年度で前年比+0.5%、2025年度で同+1.4%と見込んでいる(暦年ベースでは2024年で同▲0.2%、2025年で同+1.6%)。

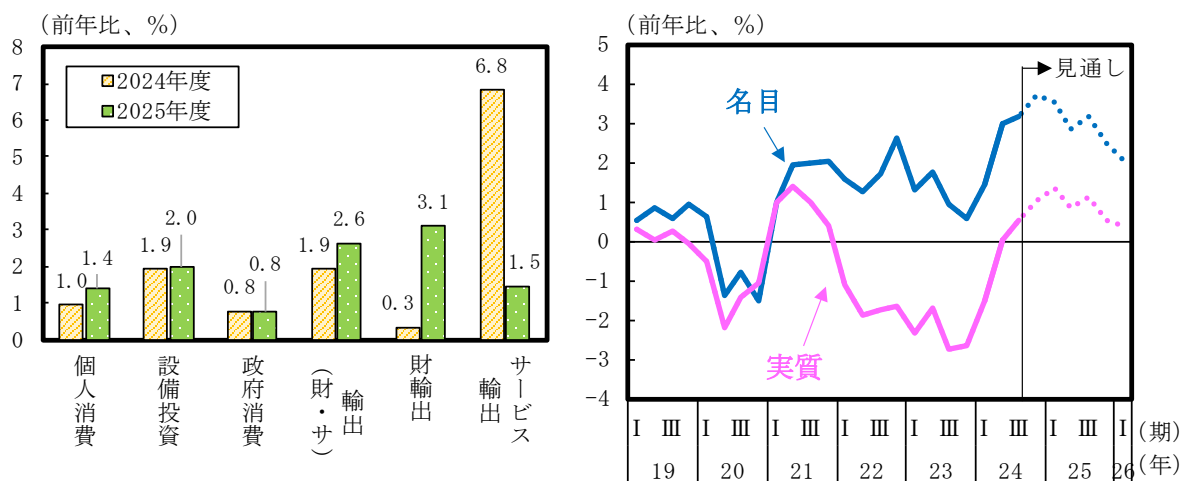
2024年度の成長率見通しは、2024年9月9日に公表した当社の「[第222回日本経済予測\(改訂版\)](#)」(以下、前回予測)から0.3%pt引き下げた。個人消費を中心とした2024年4-6月期実績の下方修正や、7-9月期における設備投資の伸び悩み、純輸出の下振れなどを反映した。2025年度は前回予測から0.1%pt引き上げた。景気回復の時期が後ずれしたことなどが背景にある。

² 詳細は「[日本経済見通し：2024年6月](#)」を参照。

「成長率のゲタ」（各四半期の前期比の伸び率がゼロで達成できる実質 GDP 成長率）を除けば前年比+0.7%程度であり、緩やかな成長を想定しているのは前回予測と同様だ。四半期ベースの実質 GDP 成長率は前期比年率+1%程度で推移しよう。

主な需要項目に関しては、**図表 3 左**のような推移を見込んでいる。このうち個人消費は、賃上げ継続などによる所得環境の改善や高水準の家計貯蓄などを背景に、緩やかな増加が続く見込みである。

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。右図の実線は季節調整値で、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

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（季節調整値）は、2024 年 4-6 月期に前年比+0.0%とわずかながらも 10 四半期ぶりにプラスに転じ、7-9 月期にはプラス幅が拡大した³（**図表 3 右**）。2022~23 年に実質賃金が前年割れした背景には、大幅な円安・資源高に伴う交易条件の悪化や労働分配率の低下などがあったが、こうした影響はすでに一巡している⁴。2024 年 10-12 月期以降は最低賃金や公務員給与の大幅引き上げ、春闘での高水準の賃上げ継続（**後掲図表 4**）、物価上昇の減速もあって実質賃金の上昇基調が続くだろう。2025 年度にかけ、これまでの労働生産性上昇率並みの前年比+1%前後で推移するとみている。

設備投資は、緩和的な金融環境が継続する中で、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。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。他方、海外経済をめぐる不透明感の強まりや人手不足を背景とした工期

³ 実質賃金は厚生労働省「毎月勤労統計調査」の公表値が注目されることが多い。これに対して、**図表 3 右**で示した GDP 統計の雇用者報酬は全ての業種・企業規模を対象としている（「毎月勤労統計調査」では 5 人未満の事業所や公務などの業種は対象外）。また実質化に使用される家計最終消費支出デフレーターは、直近の消費バスケットを反映した「パーシェ型」である（「毎月勤労統計調査」で使用する消費者物価指数は基準年（現行は 2020 年）の消費バスケットを反映した「ラスパイレ型」）。こうした点などから、雇用者報酬は経済実態をより反映したマクロの賃金指標といえる。

⁴ 詳細は、当社の「[第 221 回日本経済予測（改訂版）](#)」（2024 年 6 月 10 日）を参照。

の遅れなどが、設備投資の伸びを抑制する可能性には警戒が必要だ。

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おり、伸び率も 2024、25 年度で同程度を見込んでいる。

輸出のうち、財輸出はシリコンサイクル（世界の半導体市況）の回復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. 今後の日本経済のポイント

足元の経済状況を踏まえつつ、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**で述べるが、消費者物価指数（CPI）上昇率の基調は 2%程度で推移し、日銀は緩やかなペースで追加利上げを実施していく（ただし実質金利はマイナス圏で緩和的な金融環境は維持）と見込んでいる。

<経済の下支え・押し上げ要因>

上記以外で 2025 年度までに主に見込まれる要因としては、「賃上げ等による家計の所得環境の改善」「政府の経済対策」「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」が挙げられる。前回予測までは「自動車の挽回生産（受注残の消化）」を挙げていたが、2024 年内で挽回生産が一服すると見込まれることから今回は除外した。

前述のように、2024 年 7-9 月期の実質賃金（1 人あたり実質雇用者報酬）は 2 四半期連続で前年比プラスとなり、10-12 月期以降も春闘での高水準の賃上げ継続などもあってプラス圏で推移する見込みである（**前掲図表 3 右**）。日本労働組合総連合会（連合）の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 5.1%だった⁵。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 年は 4.2%程度と試算される。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%台を維持するとみられる。労働供給の増加余地⁶が縮小し、企業間の人材獲得競争が激化する中で、企業の「防衛的賃上げ」は今後も広く実施されよう。また政策面では、年 1.3 兆円規模の児童手当の拡充が 2024 年 10 月分（支給は 12 月）から始まったことも所得環境を改善させる⁷。

⁵ 日本労働組合総連合会（連合）「[33 年ぶりの 5%超え！～2024 春季生活闘争第 7 回（最終）回答集計結果について～](#)」（2024 年 7 月 3 日）

⁶ 労働供給の増加余地（余剰労働力）については、当社の「[第 220 回日本経済予測（改訂版）](#)」（2024 年 3 月 11 日）で検討した。

⁷ 所得制限が撤廃され、支給期間は高校生年代（18 歳誕生日～最初の 3 月 31 日）まで延長された。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 万円となった。

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
○賃上げ等による家計の所得環境の改善 24年7-9月期まで2四半期連続で前年比プラスだった実質賃金（1人あたり実質雇用者報酬）は10-12月期以降もプラス圏で推移する見込み（労働生産性並みの同+1%前後）。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）と高水準を維持へ。年1.3兆円規模の児童手当の拡充が24年10月分（支給は12月）から開始 ○政府の経済対策 石破政権は2024年度（国費13兆円（定額減税を含めると17兆円台前半））を上回る補正予算を編成する方針。低所得世帯を中心とした給付金、エネルギー高対策の再開・延長、国土強靱化、所得税減税などが盛り込まれる可能性。国・地方のプライマリーバランスを25年度に黒字化させる財政健全化目標の達成は極めて困難に ○緩和的な金融環境の継続 生鮮食品・エネルギーを除くCPIは前年比+2%程度で推移する見込み。日銀は25年1月に短期金利を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（実質短期金利はマイナス圏で推移） ○インバウンド需要の増加 23年で2,507万人だった訪日外客数は24年で3,700万人、25年で4,000万人の見込み（実質インバウンド消費額は23年の4.5兆円から24年で6.6兆円、25年で7.0兆円）。北米や豪州など遠方からの旅行客数の増加などが下支えする一方、コロナ禍前を2割ほど下回る中国人訪日客数は中国の景気減速の影響で25年にかけて緩やかな回復にとどまる見込み ○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6月末までに+169兆円（負債を除いたネットベースで同+145兆円）。足元では株式市場が持ち直しており、資産効果を通じて消費を押し上げる可能性 ○シリコンサイクル（世界の半導体市況）の回復 シリコンサイクルは24年から回復局面に。ただし25年にかけては回復ペースが鈍化する見込み。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・在庫バランスなどに頭打ちの兆し
経済の下振れリスク
○「トランプ2.0」と金融引き締め長期化による米国景気の悪化 米トランプ次期政権による追加関税や移民規制の強化、大型減税により、米国のGDPは最大で▲3.4%、CPIは+2.8%。FRBは雇用情勢が悪化してもインフレ抑制のために利下げ継続が難しくなり、引き締めの金融環境が長期化して景気後退や株価調整を招く恐れ（過去の景気後退局面と同程度の株安は逆資産効果を通じて米国の実質GDPを▲0.8%） ○米中対立の激化や経済安保の強化による経済活動の抑制 日本が中国向け半導体製造装置輸出を全面規制すれば2兆円超の輸出減。米国の対中投資規制（25年1月施行）に日本も参加したり、報復措置として中国がレアメタルなど重要物資の輸出規制を強化したりする可能性も ○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▲0.8% ○円高の進行 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%。日米の金融政策の方向性の違いや米国の景気後退などにより購買力平価（90～120円/ドル程度）が意識されることも ○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）

（出所）各種統計より大和総研作成

石破茂政権は経済対策の策定を進めている。本稿執筆時点で経済対策の詳細は明らかでないため、基本的には対策の効果を経済見通しに反映していないが⁸、報道によると政府は事業規模39兆円程度、財政支出21.9兆円程度の補正予算を編成するという。低所得世帯向けの給付金、エネルギー高対策の再開・延長、半導体や人工知能(AI)分野への支援などが盛り込まれる一方、「年収103万円の壁」対策など与党と政策協力で合意した国民民主党の政策の一部は税制改正で対応する方針だ。

経済対策は当面の日本経済を下支えする一方、2025年度に国と地方の基礎的財政収支（プライマリーバランス）を黒字化させる政府の財政健全化目標の達成は極めて困難になったといえる。

⁸ 公共投資は「防災・減災、国土強靱化のための5か年加速化対策」により高水準での推移が見込まれるため、公共投資見通しでは過去のトレンドを踏まえつつ、補正予算編成による予算の増額を予め想定している。

訪日外客数の回復は 2022 年秋から 2024 年春までの日本経済を力強く押し上げてきたが、その後の伸びは鈍化している。要因の 1 つは中国人訪日客数の回復の遅れであり、直近の 2024 年 10 月で 2019 年同月比▲20%と依然として低水準にある。これは旅行先としての日本の魅力が相対的に低下したわけではなく、中国の景気減速の影響を背景に中国人が海外旅行を抑制しているためとみられる⁹。当面は中国の景気減速が継続する見込みであることから、中国人訪日客数の回復は今後も緩やかなペースとなるだろう。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 3,700 万人程度（同 6.6 兆円程度）、2025 年は 4,000 万人程度（同 7.0 兆円程度）へと増加すると見込んでいる。

高水準の家計貯蓄は個人消費を継続的に下支えするとみられる。家計の金融資産残高は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 6 月末までに 169 兆円増加し、2,212 兆円に達した（負債を除くベースでは 145 兆円増加して 1,819 兆円）。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株式市場では不安定な動きを見られたが、その後は米経済指標の堅調な結果が相次いで発表されたことや、日米の拡張的財政政策への期待などもあって緩やかに持ち直している。株価の回復が継続すれば、資産効果を通じて個人消費などを押し上げる可能性がある。

世界半導体販売額に見るシリコンサイクルは 2023 年 11 月に 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シリコンサイクルの回復を反映するように上昇傾向が継続している。ただし、これに先行する SOX 指数（フィラデルフィア半導体株指数）では頭打ちの兆しが見られ、先端半導体など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・在庫バランスは回復ペースが鈍化している。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、当面はシリコンサイクルの回復が半導体関連財の国内生産を後押しするものの、その勢いは 2025 年にかけて鈍るだろう。

<経済の下振れリスク>

日本経済の下振れリスク要因は、海外に中心に多く存在する。具体的には、『「トランプ 2.0」と金融引き締め長期化による米国景気の悪化」「米中対立の激化や経済安保の強化による経済活動の抑制」「中東情勢・ウクライナ情勢の緊迫化」「円高の進行」「中国の過剰債務問題の顕在化」などが挙げられる（**前掲図表 4**）¹⁰。

2025 年 1 月に誕生する米国のトランプ次期政権の政策（「トランプ 2.0」）や、それによる経済活動への影響は不確実性が極めて大きい。大統領選でのトランプ氏の発言を踏まえると、政権誕生後に追加関税措置や移民規制の強化、大型減税などが見込まれる。これらは供給側と需要側の両面から物価上昇圧力を高め、減速傾向にあるインフレを再び加速させる可能性がある。

⁹ 詳細については、山口茜「[中国の景気減速が影を落とす日本のインバウンド消費](#)」（大和総研レポート、2024 年 11 月 18 日）を参照。

¹⁰ 「中東情勢・ウクライナ情勢の緊迫化」による原油高の影響と「中国の過剰債務問題の顕在化」については当社の「[第 220 回日本経済予測（改訂版）](#)」（2024 年 3 月 11 日）を、「円高の進行」については当社の「[第 222 回日本経済予測（改訂版）](#)」（2024 年 9 月 9 日）をそれぞれ参照されたい。

当社の「[第 221 回日本経済予測（改訂版）](#)」（2024 年 6 月 10 日）で試算したように、「トランプ 2.0」により米国の GDP は最大で 3.4%減少し、CPI は同 2.8%押し上げられる可能性がある（[図表 5](#)）。中国などが対抗措置として米国からの輸入製品に対する追加関税などを実施すれば、米国経済並びに世界経済は一段と下押しされるだろう。

米国の雇用情勢は緩やかに悪化しているが、上記の経済状況の下で雇用情勢の悪化ペースが速まっても、FRB はインフレ抑制のために利下げを継続的に実施することが難しくなるだろう。その結果、引き締めの金融環境が長期化して景気後退や株価調整を招く恐れがある。この点、過去の景気後退局面と同程度の株安が発生すると、逆資産効果を通じて米国の実質 GDP は 0.8%程度押し下げられると試算される¹¹。

図表 5：トランプ次期政権の政策（「トランプ 2.0」）によるリスクの影響試算

(%、%pt)	政策に関わる内訳						
	最大ケース 試算	中庸ケース 試算	関税引き上げ		移民規制		減税等
			最大	中庸	最大	中庸	
米国実質GDP	-3.40	-0.67	-1.84	-0.70	-0.45	-0.21	0.83
米国CPI	2.75	0.84	2.33	0.57	0.28	0.13	0.14
中国実質GDP	-1.13	-0.60	-1.29	-0.86	-0.19	-0.09	0.34
日本実質GDP	-0.48	-0.15	-0.66	-0.44	-0.21	-0.10	0.39

（注）以下の想定で試算。GDP に関して、関税引き上げの試算は大和総研マクロモデルより、移民規制の試算は労働人口の減少率、減税等の試算は公的機関の試算の平均による。詳細については「[第 221 回日本経済予測（改訂版）](#)」（2024 年 6 月 10 日）を参照。

関税引き上げ最大：対中国 60%とその他世界 10%関税

関税引き上げ中庸：対中国 40%関税（現状の平均税率の約 2 倍）

移民規制最大：全ての移民流入を停止

移民規制中庸：不法移民流入のみ停止

減税等：2017 年トランプ減税延長

（出所）IMF、OECD、CBO などより大和総研作成

米中対立の激化とともに下振れリスク要因となり得るのが、経済安全保障（経済安保）の強化による経済活動の抑制だ。日本は対中輸出規制に関する米国からの要請に応じる形で、2023 年 7 月に先端半導体製造装置などの輸出管理を強化し、2024 年 9 月に対象品を拡大した。仮に半導体製造装置の対中輸出を全面的に規制すれば、日本の GDP への影響は輸出の減少と国内での減産による負の波及効果を合わせて▲2.6 兆円（GDP 比▲0.4%）程度と試算される¹²。

今後は、2025 年 1 月に施行される米国の対中投資規制に同調する形で日本が類似の規制を実施したり、報復措置として中国がレアメタルなど重要物資の輸出規制を強化したりする可能性がある。一方、事実上の対中包囲網として米国が主導し、日本も参加する「インド太平洋経済枠組み（IPEF）」について、トランプ次期大統領は脱退する考えを示している。米国の脱退により、日本企業のサプライチェーンが影響を受ける可能性にも注意が必要だ。

¹¹ 米国の景気後退局面における平均的な株価下落率に当社の「[第 210 回日本経済予測（改訂版）](#)」（2021 年 9 月 8 日）の図表 4-9 で示した米国の消費関数の弾性値を乗じることで算出した。

¹² 詳細については、岸川和馬「[経済安全保障の新局面における注目点①](#)」（大和総研レポート、2024 年 9 月 6 日）を参照。

3. 物価・金融政策の見通し

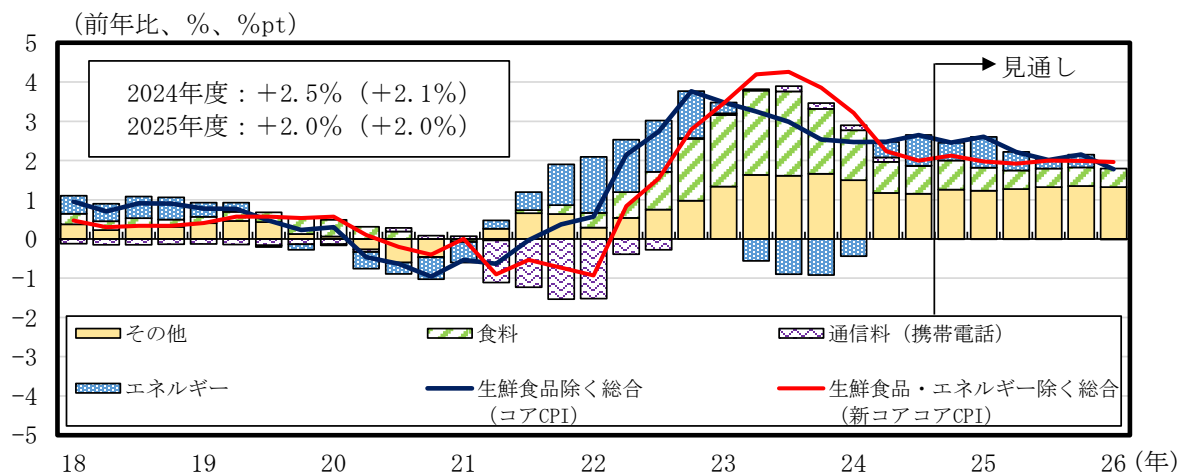
新コアコア CPI は 2024、25 年度ともに前年比+2%程度を見込む

生鮮食品を除く総合ベースの CPI（コア CPI）は、2024 年度で前年比+2.5%、2025 年度で同+2.0%を見込む（図表 6）。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）は、2024 年度に同+2.1%、2025 年度に同+2.0%の見込みだ。前回予測と同様、賃金と物価の循環的な上昇が定着し、新コアコア CPI は前年比+2%程度で安定的に推移するとみている。

詳細は後述するが、物価上昇の主因は中間投入コストの増加（日銀の整理¹³でいう「第一の力」）から人件費の増加（いわゆる「第二の力」）へとすでに転換している。人手不足の深刻化という構造的な課題があることから、企業による賃上げの動きは続く見込みだ。それに伴う人件費の増加を販売価格に転嫁する動きも継続するだろう。

エネルギー関連では、政府は「酷暑乗り切り緊急支援」として 2024 年 8～10 月の電気・ガス代を補助した。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だ。また報道によると、政府は経済対策として電気・ガス代の補助の再開とガソリン補助金の延長を実施するという。補助額や期間などの詳細は本稿執筆時点で固まっていないが、実施すれば先行きの CPI 上昇率の下押し要因となる。

図表 6：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

今後 165 円/ドルで推移しても CPI 上昇率の押し上げ効果は 0.15%pt にとどまる

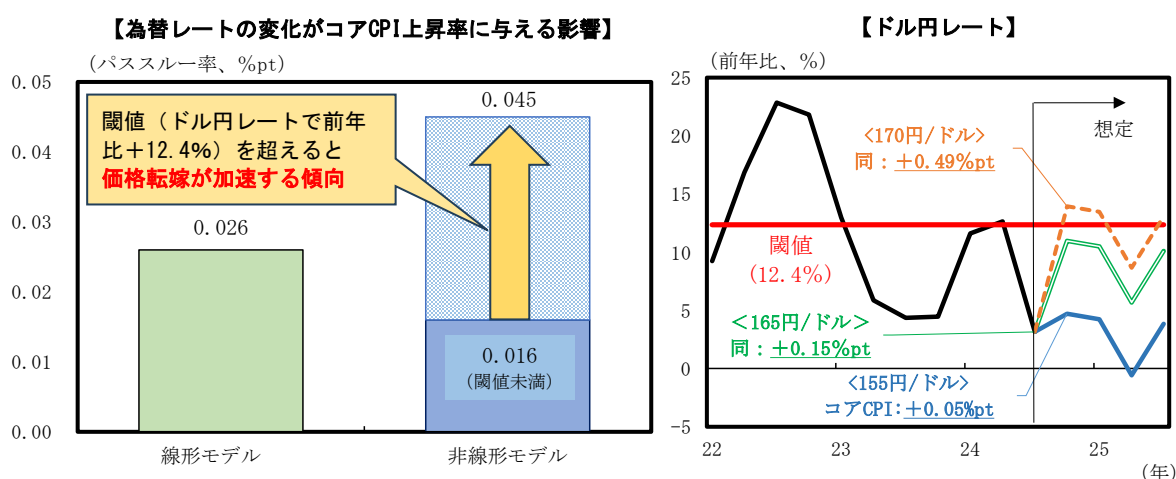
今後の物価上振れリスクの 1 つとして、円安の進行が挙げられる。ドル円レートは 2024 年 7 月にかけて一時 161 円/ドル台後半を付けるなど、円安が急速に進んだ。だが、FRB が利下げに動くとの見方が強まる中で日銀が短期金利を 0.25%に引き上げたことで、日米の金融政策の方

¹³ 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）

向性の違いが強く意識された結果、9月中頃にかけて一時140円/ドル台まで円高が進んだ。その後は、米国の景気悪化懸念が後退したことで円安ドル高基調へと転換し、足元では155円/ドル前後で推移している。

急速な円安の進行は企業の価格設定行動を積極化させ、物価上昇率を非線形的に押し上げる¹⁴。こうした企業行動を考慮したモデルを用いて、ドル円レートの変化がコアCPI上昇率に与える影響（パススルー率）を推計した結果が図表7だ。

図表7：非線形性を考慮した為替変動による物価への影響度（左）、円安による物価の押し上げ効果（右）



(注1) 被説明変数はコアCPI、説明変数は企業物価、ドル円レート、名目賃金。推計期間は1990年1-3月期～2023年10-12月期。標準偏差の0.5～2.0倍の範囲内で0.1刻みのグリッドサーチにより各説明変数の最適な閾値を設定。各変数のラグは1期から4期までの範囲でAICにより最適な次数を設定。「パススルー率」はドル円レートの前年比の1%ptの変化によりコアCPI上昇率が何%pt変化するかを示す値。

(注2) 閾値の設定や変数のラグ次数の設定方法などは佐々木・山本・中島（2023）を参考にした。

(出所) 総務省、厚生労働省、日本銀行、佐々木貴俊・山本弘樹・中島上智（2023）「消費者物価への非線形なコストパススルー：閾値モデルによるアプローチ」（日本銀行ワーキングペーパーシリーズ、No. 23-J-5）より大和総研作成

企業の価格設定行動において非線形性を想定する場合、ドル円レートが前年比で+12.4%（閾値）を上回ると、企業は価格転嫁の度合いを強める傾向があることが示唆された。ドル円レートの変化率が閾値を超えると、パススルー率は0.016%ptから0.045%ptへと3倍ほどに高まり、非線形性を考慮しないモデルでの推計値（0.026%pt）を大きく上回る（図表7左）。

この推計結果をもとに、ドル円レートのケース別に物価の押し上げ効果を試算したものが図表7右だ。更なる円安の進行で仮にドル円レートが165円/ドルで推移しても、前年の水準が高かったこともあり、ドル円レートの前年比上昇率は閾値を超えない。結果として、コアCPI上昇率の押し上げ効果は0.15%ptにとどまる。足元と同程度の水準（155円/ドル）で推移する場合の押し上げ効果は0.05%pt程度だ。170円/ドルの場合は閾値を超えることで押し上げ効果が0.49%ptへと大幅に高まる点には注意が必要だが、現時点では円安の進行によるコアCPI上昇率の上振れリスクは小さいと評価できよう。

¹⁴ このメカニズムの背景については、久後翔太郎・中村華奈子「円安進行で高まるインフレリスクと金融政策への示唆」（大和総研レポート、2024年6月3日）を参照。

物価上昇の主因はすでに「第一の力」から「第二の力」へと転換

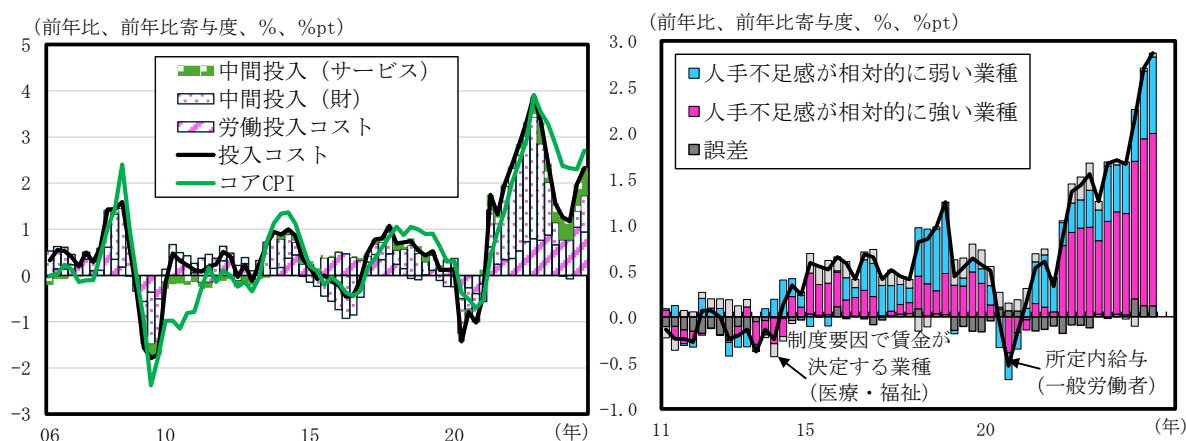
もともと、CPI の上昇の主因は輸入物価高による中間投入コストの増加（日銀の整理でいう「第一の力」）から、人件費の増加（同「第二の力」）へと転換したとみられる。

図表 8 左は企業の投入コストとコア CPI の推移を示したもののだが、両者の連動性は高く、CPI の上昇要因を投入コストの面から捉えることができる。コア CPI 上昇率が急速に高まった 2022、23 年頃に目を向けると、「中間投入（財）」の寄与度が大きい。資源高に加え、急速な円安の進行によって企業の投入コストが急増したことが、コア CPI 上昇率が急騰した背景にある。だが、足元ではこうした動きはすでに一巡しており、「労働投入コスト」が企業のコスト増の主因となっている。

このため、コア CPI 上昇率の先行きを考える上では、労働投入コストの増加が持続するかどうかが重要だ。そこで、同コストの増加の背景を探るため、**図表 8 右**では、労働投入コストの一部である所定内給与（前年比）の業種別の寄与度を人手不足感の相対的に強い業種と弱い業種に分類した。所定内給与は足元で上昇テンポを速めているが、とりわけ人手不足感が相対的に強い業種の寄与度が大きい。

労働供給制約などを背景とした人手不足という構造的要因が、「第二の力」を強めているとみられる。企業は省力化投資などに積極的だが、労働力人口が頭打ちとなる中で人手不足が短期的に解消するのは難しい。人材確保のための賃上げや、人件費増加分の転嫁による物価上昇圧力は今後も継続すると見込まれる¹⁵。

図表 8：企業の投入コストと CPI の推移（左）、所定内給与の要因分解（右）



(注 1) 左図の投入コストは、企業物価指数（日本銀行）や企業向けサービス価格指数（同）、毎月勤労統計調査（厚生労働省）等を用いて、2015 年産業連関表の中間投入ウェイトおよび労働投入ウェイトから産業ごとの投入コストの変化率を計算した上で、家計最終消費支出ウェイトによって加重平均した値。

(注 2) 右図の人手不足感の相対的に強い業種と弱い業種は、日銀短観における各業種の雇用人員判断 DI（最近）により分類。

(出所) 内閣府、日本銀行、総務省、厚生労働省より大和総研作成

¹⁵ ただし業種別に見ると、賃金と物価の循環的な上昇は特に家計向け非製造業で遅れている点には注意が必要である。詳細については、中村華奈子・久後翔太郎『『賃金と物価の好循環』の進展評価と定着に向けた課題』（大和総研レポート、2024 年 11 月 20 日）を参照。

日銀は 25 年 1 月に短期金利を 0.50%に引き上げ、その後も緩やかに引き上げていく見込み

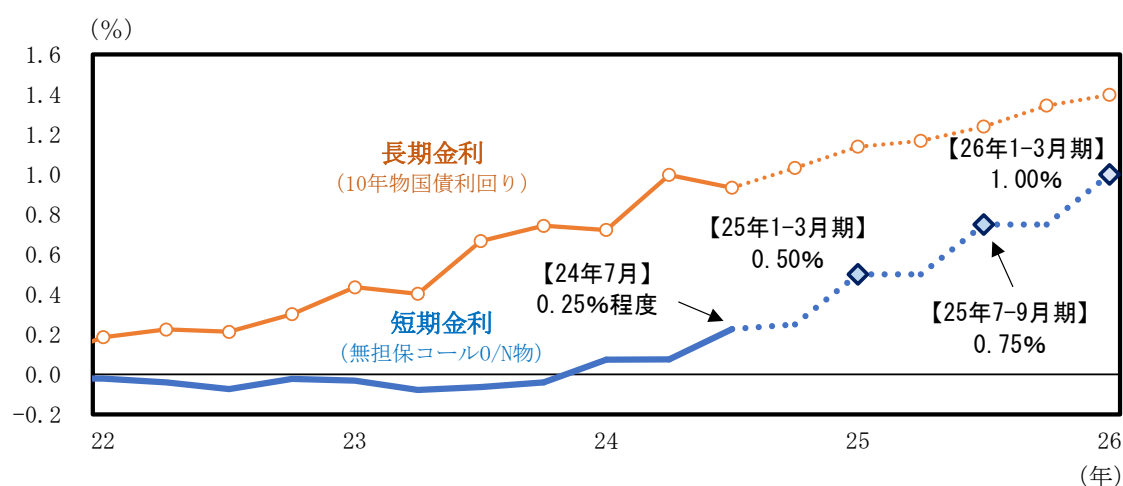
日銀は今後、経済・物価・金融情勢を注視しつつ、緩やかなペースで追加利上げを実施すると当社ではみている。メインシナリオでは 2025 年 1-3 月期（月次ベースでは 1 月）に短期金利を 0.50%に引き上げ、その後は半年に一度程度のペースで 0.25%pt の追加利上げを行うと想定している（図表 9）。

実質短期金利（コールレートから物価上昇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¹⁶。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。

当社の想定よりも追加利上げの時期が前倒しになるリスクとしては、急速な円安の進行が挙げられる。前述のように、ドル円レートが足元と同程度の水準で推移する場合、大きな物価上昇圧力とならないが、170 円/ドルを超える大幅な円安の場合はその限りではない。CPI 上昇率が物価安定目標の 2%を大幅に上回る可能性が高まれば、日銀は追加利上げを前倒しで実施し、物価上昇リスクの抑制に動くだろう。

10 年物国債利回り（長期金利）は予測期間の終盤に 1.40%程度まで上昇すると見込んでいる（図表 9）。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、見通し期間を通して FRB は段階的に利下げを進めると想定している。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。

図表 9：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

¹⁶ 詳細は「[第 220 回日本経済予測（改訂版）](#)」（2024 年 3 月 11 日）を参照。

図表 10：日本経済見通し＜第 223 回日本経済予測（2024 年 11 月 21 日）＞

	2023			2024				2025				2026	2023 年度 (暦年)	2024 年度 (暦年)	2025 年度 (暦年)
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3			
実質GDP(年率、兆円)	562.9	557.2	557.7	554.3	557.3	558.5	561.6	564.5	566.4	567.8	569.2	570.5	558.1	560.7	568.6
＜前期比、％＞	0.6	-1.0	0.1	-0.6	0.5	0.2	0.6	0.5	0.3	0.3	0.2	0.2			
＜前期比年率、％＞	2.6	-4.0	0.4	-2.4	2.2	0.9	2.2	2.1	1.3	1.0	1.0	0.9			
＜前年同期比、％＞	1.9	1.3	0.9	-0.8	-1.1	0.3	0.7	1.8	1.7	1.6	1.3	1.1	0.8	0.5	1.4
													(1.7)	(-0.2)	(1.6)
民間消費支出(前期比、％)	-0.7	-0.4	-0.3	-0.6	0.7	0.9	0.4	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2	-0.6	1.0	1.4
民間住宅投資(前期比、％)	1.2	-0.9	-1.0	-2.9	1.4	-0.1	-0.8	-0.4	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	0.3	-2.0	-2.1
企業設備投資(前期比、％)	-2.2	-0.1	2.1	-0.4	0.9	-0.2	0.7	0.4	0.5	0.5	0.6	0.6	0.3	1.9	2.0
政府消費支出(前期比、％)	-1.2	0.5	-0.1	0.3	0.1	0.5	-0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	-0.5	0.8	0.8
公共投資(前期比、％)	1.0	-2.0	-1.7	-1.1	4.1	-0.9	-0.9	0.0	0.3	0.3	0.3	0.3	0.6	1.2	0.0
輸出(前期比、％)	3.1	0.2	2.9	-4.5	2.6	0.4	1.5	0.9	0.6	0.4	0.4	0.3	2.8	1.9	2.6
輸入(前期比、％)	-4.1	0.9	2.4	-2.4	2.9	2.1	-0.8	0.0	0.4	0.4	0.4	0.4	-3.2	3.6	1.1
名目GDP(前期比年率、％)	8.3	-0.6	3.2	-1.0	7.0	2.1	4.1	3.7	2.6	2.3	2.2	2.0	4.9	3.0	2.8
GDPデフレーター(前年同期比、％)	3.8	5.3	4.0	3.4	3.1	2.5	2.4	2.3	1.5	1.5	1.3	1.2	4.1	2.6	1.4
鉱工業生産(前期比、％)	1.2	-1.4	1.1	-5.1	2.7	-0.4	3.1	0.9	0.4	0.4	0.3	0.3	-1.9	0.4	3.1
コアCPI(前年同期比、％)	3.2	3.0	2.5	2.5	2.5	2.7	2.5	2.6	2.2	2.0	2.2	1.8	2.8	2.5	2.0
失業率(％)	2.6	2.6	2.5	2.5	2.6	2.5	2.5	2.4	2.4	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	0.93	1.02	1.14	1.17	1.24	1.35	1.40	0.63	1.02	1.29
前提															
原油価格(WTI、ドル/バレル)	73.6	82.2	78.5	76.9	80.7	75.3	70.2	69.4	69.4	69.4	69.4	69.4	77.8	73.9	69.4
為替レート(円/ドル)	137.4	144.5	147.9	148.5	155.8	149.1	152.9	154.7	154.7	154.7	154.7	154.7	144.6	153.1	154.7

(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