

(1) 日本経済の現況

2四半期連続のマイナス成長、内需の低迷が続く

23年10-12月期の実質GDPは、季調済前期比年率▲0.4%と、2四半期連続のマイナス成長となった。需要項目別では、民間最終消費(季調済前期比▲0.2%)、民間企業設備投資(同▲0.1%)は、ともに3四半期連続のマイナスと、内需が回復の力強さを欠いている。純輸出(季調済前期比年率寄与度+0.7%ポイント)は、プラス寄与となったが、大口の知的財産権等使用料受取など一時的要因に押し上げられた側面が大きい。

(2) 日本経済の先行き

踊り場を経て、24年度入り後は緩やかな景気回復へ

24年1-3月期の実質GDPはゼロ成長にとどまるとみる。輸出の反動減が見込まれることに加え、自動車メーカーにおける認証試験不正問題の発覚を受け、自動車関連の生産が減少することも下押しとなるだろう。また、24年1月1日に発生した能登半島地震により、被災地域を中心に製造業の生産活動停滞や消費行動の抑制、観光需要の減少が生じたとみられる(P17、トピックス参照)。23年10-12月期の実質GDP下振れも踏まえ、23年度の実質GDP成長率は前年比+1.3%と予測する(前回12月時点の同+1.6%から下方修正)。

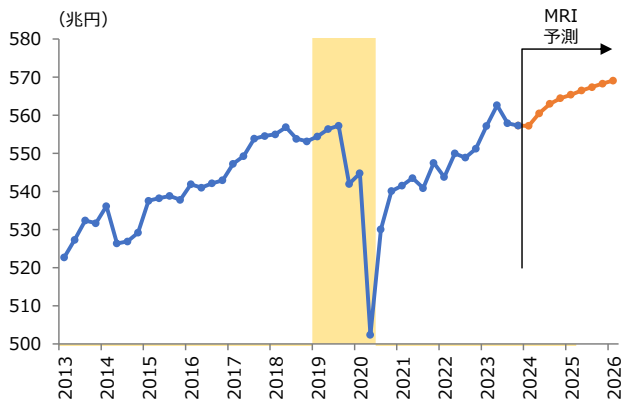
24年度入り後は、内需を中心とした底堅い成長軌道に復するとみる。人材獲得競争の激化から従来に比べて高めの賃金上昇が続くなか、物価上昇率の鈍化が重なり、実質賃金は24年度半ば以降プラスに転じ、個人消費は回復に向かうだろう。経済対策(所得減税・給付金など)も個人消費の下支えとなる。企業業績が価格転嫁の進展などから堅調に推移するなか、設備投資も拡大傾向が続くとみる。輸出は、海外経済の減速を受けて伸びは鈍化するものの、半導体サイクルの好転などから増加傾向を維持すると想定する。実質GDP成長率は24年度前年比+0.8%(前回12月時点の同+1.1%から下方修正)、25年度同+0.8%と予測する。

消費者物価指数(生鮮食品を除く総合、以下「コアCPI」)は、23年度前年比+2.8%、24年度同+2.4%、25年度同+2.0%と、2%程度の伸びに収れんとみる。企業の価格転嫁姿勢は定着しつつあり、賃金と物価が相互波及的に上昇する可能性は高まっている。日本銀行は、24年の賃金交渉の動向を確認し、24年4月に金融政策の正常化(マイナス金利の解除とイールドカーブ・コントロールの見直し)に着手するだろう。

これらの予測の前提として、原油価格(WTI)は80ドル程度での推移、為替レートは米FRBの利下げ転換(24年半ば以降)を織り込み、対ドルで24年度末130円台前半、25年度末120円台前半までの円高推移を想定する。日経平均株価は、海外の政治・経済イベントに起因するリスク選好の後退や円高転換などから一時調整するものの、企業業績の改善見合いで上昇し、24年度末38,000円、25年度末39,000円と想定する。

図表2-1 日本の実質GDP見通し

年度ベース (前年比%)	実績	予測		
	2022	2023	2024	2025
実質GDP	1.5	1.3	0.8	0.8
民間最終消費	2.7	▲0.4	1.2	0.9
民間住宅投資	▲3.4	1.5	▲0.8	▲0.4
民間企業設備投資	3.4	▲0.3	2.9	2.1
民間在庫品増加(寄与)	0.1	▲0.2	▲0.1	0.0
政府最終消費	1.4	0.5	0.4	0.4
公的固定資本形成	▲6.1	3.1	2.5	2.5
財・サービス純輸出(寄与)	▲0.5	1.2	▲0.3	▲0.2
財・サービス輸出	4.7	4.0	1.4	1.0
財・サービス輸入	6.9	▲2.4	3.2	2.2
名目GDP	2.3	5.3	3.0	2.8
消費者物価(生鮮除く総合)	3.0	2.8	2.4	2.0



		実績				予測									
		2023		2024		2025		2026		2027		2028		2029	
		1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6
実質GDP	前期比	1.1%	1.0%	-0.8%	-0.1%	0.0%	0.6%	0.4%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%
	前期比年率	4.4%	4.0%	-3.3%	-0.4%	0.0%	2.4%	1.8%	1.0%	0.7%	0.8%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%

注: 右上図の黄色の網掛けは景気後退期。

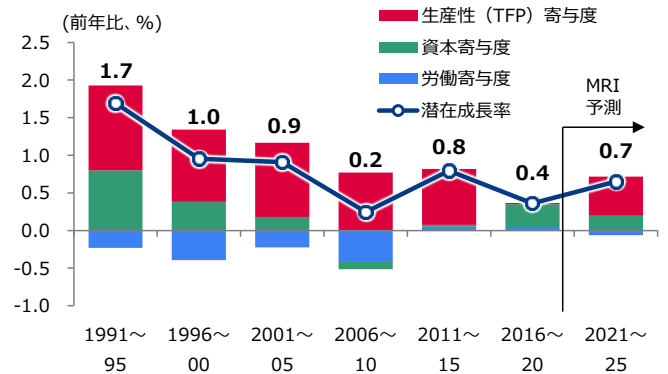
出所: 内閣府「国民経済計算」, 「景気基準日付」、総務省「消費者物価指数」より三菱総合研究所作成

人手不足が生産性向上を迫る、経済の好循環実現へ

25年度にかけて上述の成長経路が実現できるか否か、人手不足への対応が鍵を握る。経済の中長期的な実力を示す潜在成長率の先行きについて、労働・資本・生産性(TFP)の3要素に分けて試算すると、労働は小幅マイナス寄与となる(図表2-2)。少子高齢化が進展するなか、就業者数が頭打ちとなることに加え、2024年問題への対応などから一人当たり労働時間も抑制傾向が続く。一方、資本・生産性はプラス寄与となる。設備投資の拡大から国内の資本ストックの蓄積が進むことに加え、事業効率化などにより生産性が上向くと想定する。以上を踏まえると、労働投入の減少は経済の下押し要因となるが、資本ストックの蓄積や生産性向上を進めれば、人手不足の下でも潜在成長率の引き上げは可能だ。21-25年度平均の潜在成長率は+0.7%と16-20年度(+0.4%)よりも上向くとみられる。

生産性が向上すれば、賃金上昇が個人消費拡大に波及する経済の好循環実現に一段と近づくだらう(注目点①賃金上昇・消費拡大の実現可能性)。産業・社会構造の変化に対応するために設備投資を拡大する動きが生産性向上につながる(注目点②事業環境の変化に対応を迫られる企業)。こうした状況下、賃金・物価が持続的に上昇する可能性が高まりつつあることを踏まえ、日本銀行は大規模な金融緩和からの正常化を段階的に進めると予想される(注目点③金融政策正常化と経済への影響)。生産性向上のためには、労働移動の円滑化や企業の新陳代謝活発化が重要であり、政府にはそうした分野に集中した政策支援が求められる。

図表 2-2 潜在成長率



注:実績期間は当社試算値。
出所:内閣府、厚生労働省、経済産業省、総務省より三菱総合研究所作成

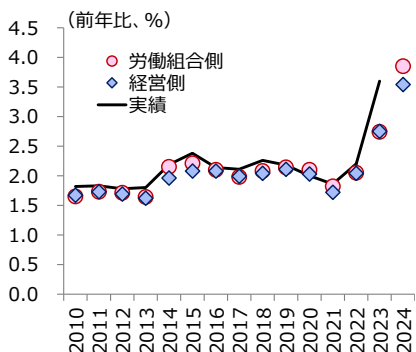
注目点① 賃金上昇・消費拡大の実現可能性 —— 生産性向上を伴う賃金上昇で消費持ち直しへ

24年度の賃上げ率は前年を上回る伸びに、業種・企業規模とも裾野広く

24年の春季生活闘争(春闘)における賃上げ率は前年比+3.8%と、23年(同+3.6%)を上回る見通しである。連合(日本労働組合総連合会)は、24年春闘の賃上げ要求水準として、ベースアップと定期昇給で計5%以上を掲げ、前年(5%程度)より表現を強めた。主要労働組合も、相次いで前年を上回る水準の賃上げを要求している。人手不足は事業活動の制約となるほど深刻化しており、経営者も人材確保のために大幅な賃上げが必要との認識を強めているとみられる。労務行政研究所の調査によれば、24年度の賃上げ見通しは、経営側・労働組合側ともに、2010年度以降で最高水準であった前年を上回る伸びとなっている(図表2-3)。

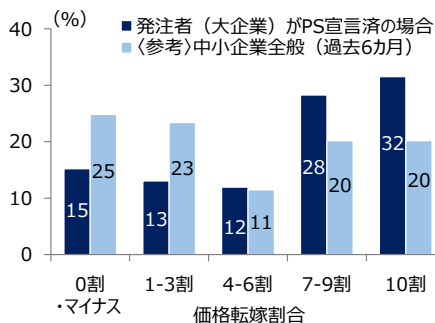
中小企業における賃上げの広がりについては不透明感が大きいものの、政府が「労務費の適切な転嫁のための価格交渉に関する指針」を公表するなど、中小企業でも賃上げ分を価格転嫁できる環境づくりが進められている。大企業と中小企業の共存共栄を目的とする「パートナーシップ(PS)構築宣言」への参加企業数も増加しており(22年1月:6千社→24年1月:約3万9千社)、23年7-9月にかけて実施された調査によると、宣言企業は下請けの価格転嫁に対し、前向きに応じている模様である(図表2-4)。商工組合中央金庫の調査では、中小企業の24年ベースアップ引き上げ計画は、前年比+2.58%と、昨年計画(同+1.98%)を上回る。

図表 2-3 24年度の賃上げ見通し



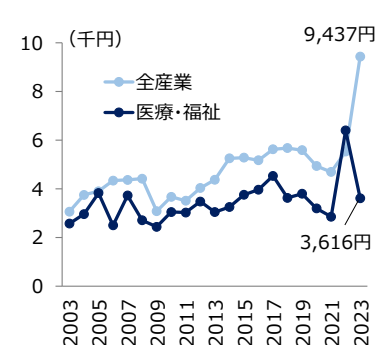
注:ベースアップと定期昇給の合計。回答者の平均値。
出所:労務行政研究所「賃上げ等に関するアンケート調査」より三菱総合研究所作成

図表 2-4 直近1年の価格転嫁状況



注:「価格転嫁/改定が不要」「協議申し入れがなかった」を除いて再集計。■は下請け側の回答。
出所:中小企業庁「パートナーシップ構築宣言取組状況アンケート」、「価格交渉促進月間フォローアップ調査」より三菱総合研究所作成

図表 2-5 平均賃金改定額



注:一人当たりの平均賃金改定額。常用雇用者数による加重平均。
出所:厚生労働省「賃金引上げ等の実態に関する調査」より三菱総合研究所作成

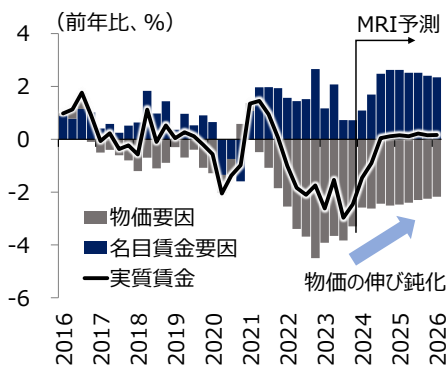
その結果、24年度は前年よりも一段と名目賃金の伸びが高まるだろう。上記に加え、公的分野の賃上げの影響も加わる。24年度は「医療・介護・障害福祉」の診療報酬改定が同時に実施される「トリプル改定」に当たり、相対的に遅れていた当該従事者の賃上げが重視されている(図表2-5)。約800万人が従事する同分野で、計画に沿う賃上げが実現すれば、マクロの平均賃金も押し上げられるだろう。

実質賃金は24年度半ば以降にプラス転換、生産性向上でプラス定着へ

名目賃金の上昇(図表2-6■)に加えて、物価上昇率の伸び鈍化(同■)を受けて、物価の影響を考慮した実質賃金の伸びは24年度半ばにプラスに転じるだろう。もっとも、実質賃金のプラスが定着するためには、労働分配率の引き上げによる賃上げに加えて、労働生産性の向上による賃上げ原資の拡大が不可欠である。

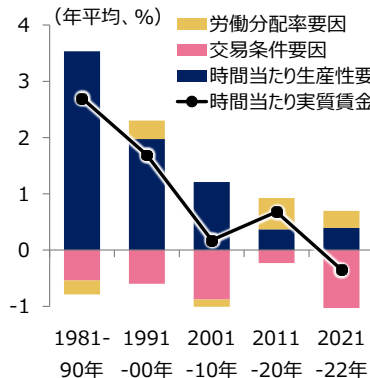
日本の実質賃金は労働生産性の鈍化から長期的にみて鈍化してきた(図表2-7)。この点、人手不足が労働生産性反転の起点となるとみる。(1)好待遇を求めて、生産性の高い分野への転職が進むことや、(2)事業継続のために企業が省力化・効率化投資を増やすこと(注目点②で詳述)、が期待されるためである。特に(1)について、転職等希望者数が1千万人を超えるなかで、「前職と比べて賃金が1割以上増加した転職者の割合」は高水準にあり、労働市場の流動性が高まる下地は整っている(図表2-8)。25年度にかけてこうした動きが顕在化することで、労働生産性が改善し、実質賃金はプラス圏で推移するだろう。

図表 2-6 実質賃金見通し



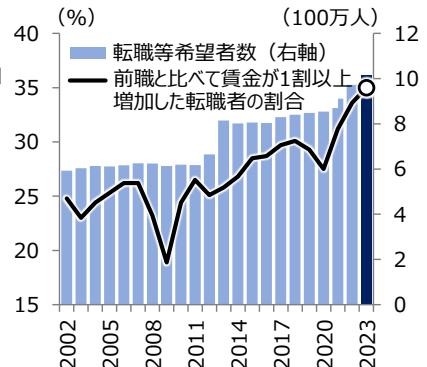
注:名目雇用者報酬/雇用者数を家計最終消費支出デフレーター(除く持家の帰属家賃)により実質化。
出所:内閣府「国民経済計算」、総務省「労働力調査」より三菱総合研究所作成

図表 2-7 時間当たり実質賃金



注:1993年以前の名目雇用者報酬は93SNAのデータを用いて延伸。
出所:内閣府、総務省、厚生労働省より三菱総合研究所作成

図表 2-8 転職市場の動向

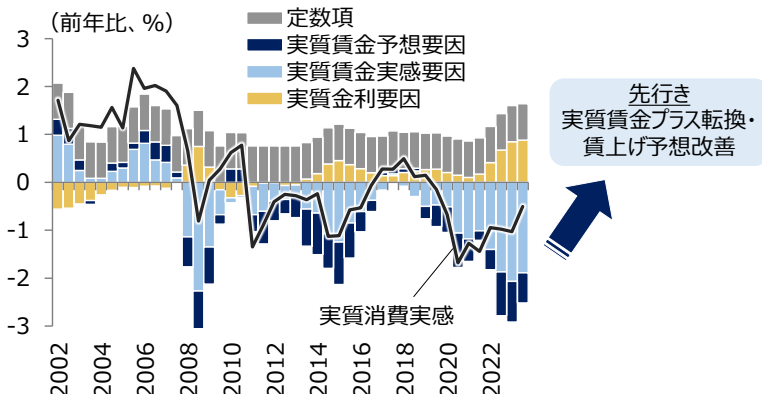


注:22年までは年度、23年度は10-12月期の値。11年以前の転職等希望者数は調査票変更のために水準が異なる。
出所:リクルート「転職時の賃金変動状況」、総務省「労働力調査」より三菱総合研究所作成

持続的賃上げを受け、個人消費は緩やかに持ち直しへ

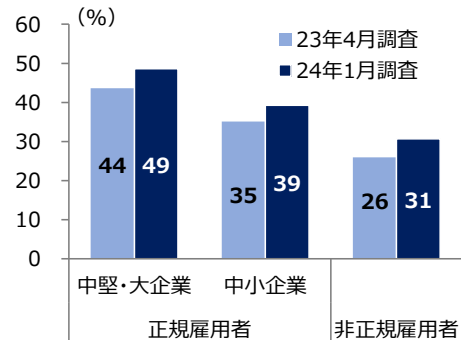
23年10-12月期の実質民間最終消費支出は、季調済前期比▲0.2%(23年7-9月期同▲0.3%)と、3四半期連続のマイナス成長となった。物価高によって家計の購買力が下押しされ、消費は停滞が続いている。先行きは、25年度にかけて実質賃金がプラスで定着するにつれて、実質消費も段階的に持ち直す見込み。実質民間最終消費は、24年度は前年比+1.2%、25年度は同+0.9%と緩やかな回復を予測する。

図表 2-9 実質消費実感の要因分解



注:勤労者短観における「物価/消費/賃金実感・予想」(カーソン・パーキン法により定量化)を変数として、次の消費関数を想定した回帰分析結果。実質消費実感 = $\alpha + \beta 1 * \text{実質賃金実感} + \beta 2 * \text{実質賃金予想} + \beta 3 * \text{実質金利} + \beta 4 * \text{実質賃金実感(1期ラグ)} + \beta 5 * \text{実質賃金予想(1期ラグ)}$ 。推計期間は2002-23年。
出所:連合総研「勤労者短観(首都圏・関西圏版)」、総務省、厚生労働省、内閣府、日本銀行より三菱総合研究所作成

図表 2-10 中長期的に賃金上昇を予想する労働者の割合(MRI調査)



注:3~5年後の賃金上昇率について、+1%以上と回答した労働者割合。中堅・大企業は勤務先の従業員数300人以上、中小企業は300人未満。
出所:三菱総合研究所「生活者市場予測システム(mif)」アンケート(回答者5,000人)

伊藤・開発[2016]¹を参考に、実質消費実感(勤労者が消費をどれだけ増やしたと感じているか)の変動を要因分解すると、実質賃金実感(■)の上昇に加えて、実質賃金予想の改善(■)にも消費実感を押し上げる効果があるが、2022年以降物価高が続くなかで実質賃金実感・予想ともにマイナス寄与が大きくなっている(図表2-9)。先行きは、実質賃金プラス転換に加えて、賃金上昇の持続性に対する家計の認識の強まりが、消費回復を後押しするだろう。当社の生活者市場予測システム(mif)上で実施したアンケート結果によると、足元の賃上げ機運の高まりを背景に、幅広い属性で中長期の賃上げ期待が高まっている(図表2-10)。

個人消費の拡大ペース加速のために将来不安の解消も重要

一段の消費回復には、将来不安の解消も不可欠である。実質賃金がプラス転換しても、家計の節約志向が続けば、消費拡大は期待できない。上述のアンケートで「今後消費を積極化させるのに必要な変化」を聞いたところ、「物価高の鎮静化」や「賃金上昇率の高まり」に次いで、「雇用・所得の安定的な確保」や「老後生活に必要な蓄えの確保」との回答が多い(図表2-11)。消費慎重化世帯の方が、これらの変化の実現可能性が低いと見積もっていることから、将来の雇用・所得や老後生活に対する不安が消費拡大を妨げているとみられる。

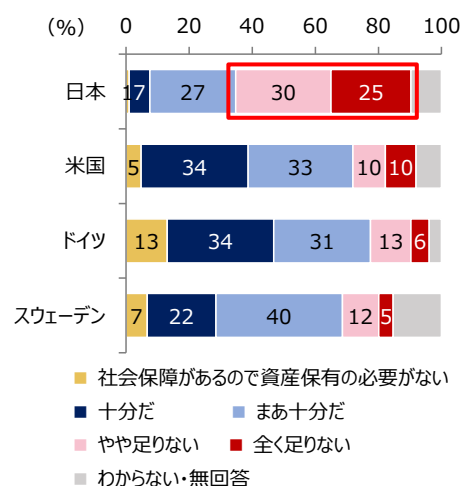
特に「老後生活に必要な蓄え」について、内閣府の調査によると、日本の高齢者の過半数が「足りない」と回答しており、米国やドイツ、スウェーデンと比較して多い(図表2-12)。24年初には新NISA(少額投資非課税制度)が導入されたこともあり、資産形成に向けた機運が高まっていることは若年層を中心に将来不安の緩和につながる可能性がある。一方で、必要な蓄えが不足している高齢者にとって、資産形成によって必要な蓄えを確保することは容易ではない。生活資金の大半を年金に頼るなか、年金制度や医療・介護費負担の不確実性が高まれば、将来不安は増大し、消費全体の約4割を占める高齢世帯の消費が下押しされかねない。税・社会保障制度改革を通じて、制度の持続性や財政への信認を高めることが重要である。

図表 2-11 消費積極化に必要な変化と実現可能性(MRI 調査)

(回答者割合、%)	その変化が重要だと思う割合	その変化が実現すると思う割合		
		消費前向き世帯	消費慎重世帯	差分
物価高の鎮静化	60.4	33.1	32.6	0.6
賃金上昇率の高まり	55.9	47.1	42.4	4.7
雇用・所得の安定的な確保	44.1	51.7	45.9	5.8
老後生活に必要な蓄えの確保	39.7	42.7	34.6	8.1
社会保障制度の持続性向上	31.0	32.3	31.8	0.5
日本経済の成長期待の高まり	21.2	38.2	32.5	5.7
株式などの資産価格の上昇	19.8	68.4	59.1	9.3
財政悪化への不安緩和	15.8	24.1	27.4	-3.2
災害や疫病などに強靱な社会	11.2	45.1	37.3	7.8

注:「消費前向き/慎重世帯」は24年度の消費の前年からの変化率予想が、23年度と同変化率見込みよりも高い/低い世帯。「重要だと思う割合」は、上位3項目を選択する複数回答。出所:三菱総合研究所「生活者市場予測システム(mif)」アンケート(24年1月20・21日実施、回答者5,000人)

図表 2-12 高齢者の老後の備え



注:60歳以上を対象に、2020年に調査実施。出所:内閣府「高齢者の生活と意識に関する国際比較調査」より三菱総合研究所作成

注目点② 事業環境の変化に対応を迫られる企業 — 将来の成長確保のため投資拡大姿勢を維持

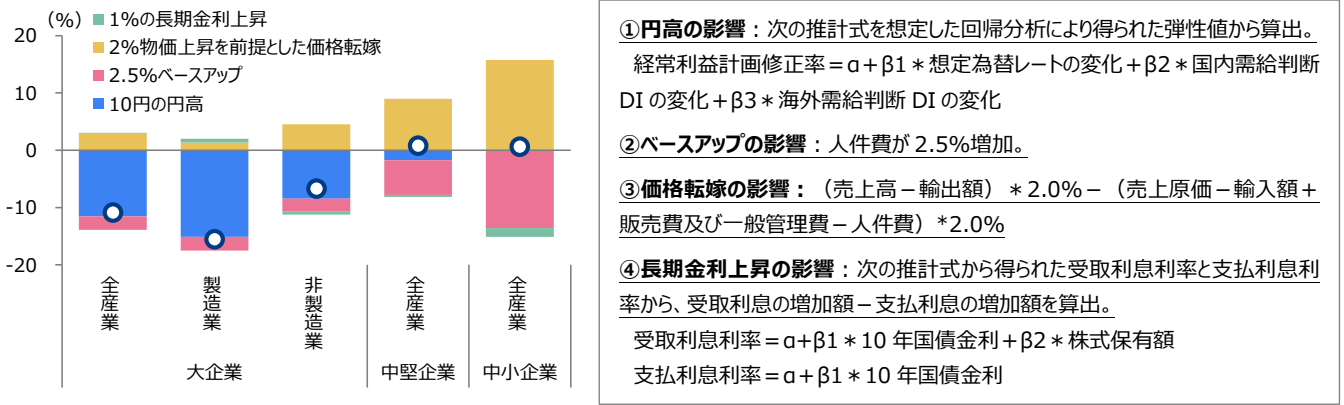
先行き企業収益の下押し要因多数、企業の価格転嫁や付加価値向上を促す

24年以降、賃金・物価の上昇や金利・為替の変動などが見込まれ、企業収益・事業を巡る環境は従来よりも変化の激しい局面が想定される。そこで、①円高、②賃上げ、③価格転嫁の進展、④金利上昇が企業の経常利益に与える影響を試算したところ、企業規模・業種による差が大きい結果となった(図表2-13)。円高による収益下押し効果は大企業・製造業を中心に大きく、賃上げ(人件費の増加)は中小企業で下押し効果大きい。金利上昇の悪影響は、企業の借入れにおける長期・固定金利の割合が高まっていることもあり、比較的小さいが、金利の上昇幅は不透明感も大きい。

こうしたなかで、持続的に企業収益を高めるためには、価格転嫁を進めることに加えて、設備投資による事業効率化や付加価値の向上が不可欠である。

¹ 伊藤・開発(2016)「物価・賃金予想と家計の支出行動 —「勤労者短観」を用いた分析—」日本銀行ワーキングペーパーシリーズ。論文では個票データを用いたパネル分析を実施しているが、本稿ではマクロデータを用いて分析した。

図表 2-13 経常利益の変動要因



注：2022年度の法人企業統計をベースとして試算。金融・保険業を除く。

出所：財務省「法人企業統計」、日本銀行「短観」、経済産業省「企業活動基本調査」、財務省「国債金利情報」より三菱総合研究所作成

企業の設備投資拡大姿勢は不変、GXや人手不足対応が本格化

設備投資は、供給制約の影響などから伸び悩んでいる。23年10-12月期の実質設備投資は、季調済前期比▲0.1%（23年7-9月期同▲0.6%）と、3四半期連続のマイナス成長となった。強気な各種設備投資計画が続いているものの、コスト高や人手不足が投資の重しとなっているとみられる。

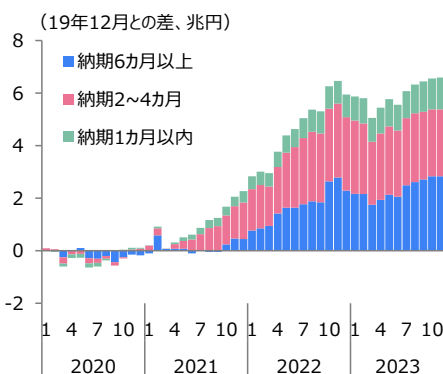
先行きは、24年度前年比+2.9%、25年度同+2.1%と拡大傾向とみる。その背景として、輸入コストの低下を受け資本財価格の上昇が一服することに加え、①国内生産拠点の重要性の高まり、②GX（グリーントランスフォーメーション）投資支援の加速、③産業・社会構造変化に対応した投資需要の強まり、が挙げられる。

①について、経済安全保障の観点などから国内生産拠点を重視する傾向が強まっており、生産設備などの機械の受注残高は近年急拡大している（図表2-14）。特に、納入期間の長い品目でその傾向が強いことから、段階的に投資として現れるだろう。

②について、GX経済移行債が24年2月に初回発行され、政府によるGX投資支援（10年間で20兆円規模）は今後本格化する。23年12月に公表された「分野別投資戦略」によると、既に13兆円程度の投資支援分野・規模が想定されている（図表2-15）。分野別では、予算措置が済んでいる蓄電池や自動車に関する投資支援が先行し、先行きはエネルギー分野（水素、次世代再エネなど）で大規模な投資支援が見込まれる。

③について、日本銀行が景気動向に関する各支店のヒアリング結果をまとめた地域経済報告から、設備投資に関するコメントに頻出するキーワードを集計したところ、「EV」、「半導体」に対する言及が昨年から引き続き多く、中長期的に設備投資の押し上げが期待される（図表2-16）。また、24年には「物流」に関する言及が急増し、運送業界の2024年問題（時間外労働時間の上限規制適用開始）に対応するための業務効率化も投資拡大要因となろう。「人手不足」は事業拡大投資に対する制約との指摘もあるものの、効率化の必要性を高め、一段と企業の省力化投資を促すだろう。

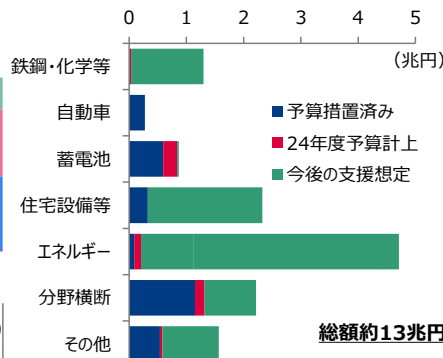
図表 2-14 機械受注残高



注：納期区分は内閣府（2014）「先行指標から見た設備投資」に準じた。海外受注を含む。

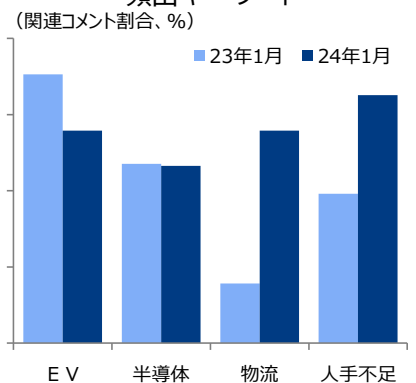
出所：内閣府「機械受注統計調査」より三菱総合研究所作成

図表 2-15 GX 投資支援額



出所：経済産業省「分野別投資戦略」より三菱総合研究所作成

図表 2-16 設備投資に関する頻出キーワード



注：設備投資に関する企業等の主な声を対象に、該当キーワードを含むコメント数/全コメント数により算出

出所：日本銀行「地域経済報告」より三菱総合研究所作成

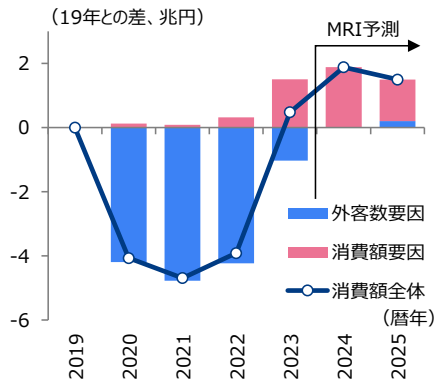
輸出は増勢鈍化、インバウンド受入能力拡大が課題

輸出(財+サービス)は、24年度前年比+1.4%、25年度同+1.0%と鈍化するものの、増加基調を維持するとみる。主にインバウンド消費がサービス輸出を押し上げるほか、財輸出もプラス方向に作用する。

インバウンド消費は、23年(暦年)に5.3兆円とコロナ禍の落ち込みから急回復し、過去最高を更新した。先行きは、外客数の回復に伴い24年には6.7兆円(19年時点4.8兆円から2兆円弱の拡大)まで拡大が見込まれる(図表2-17)。もっとも、ホテルの人手不足や来訪地域の集中などから、外客数の拡大ペースは鈍化するとみられる。円高傾向への転換もあり、25年にかけてインバウンド消費額が伸び悩む局面も予想される。

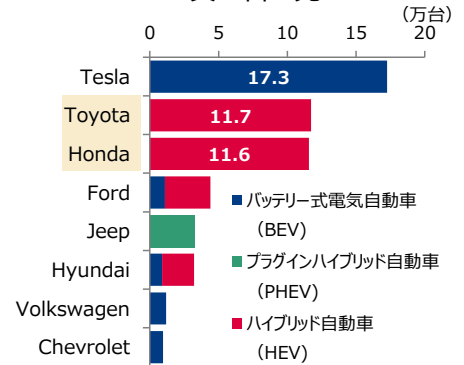
財輸出は増勢が鈍化するものの、米国経済の軟着陸(緩やかな減速)のもとで底堅いとみる。半導体関連需要の回復(後述)が見込まれるほか、自動車需要も米国を中心に強い。米国ではガソリン車保有者の買い替え先としてハイブリッド自動車の需要が依然強く、日系メーカーのシェアが高い(図表2-18)。EV普及ペースに不透明感はあるものの、短期的には米国向け自動車輸出は底堅いだろう。

図表 2-17 インバウンド消費額



出所:観光庁「訪日外国人消費動向調査」、日本政府観光局「訪日外客統計」より三菱総合研究所作成

図表 2-18 米国におけるガソリン車からの買い替え先



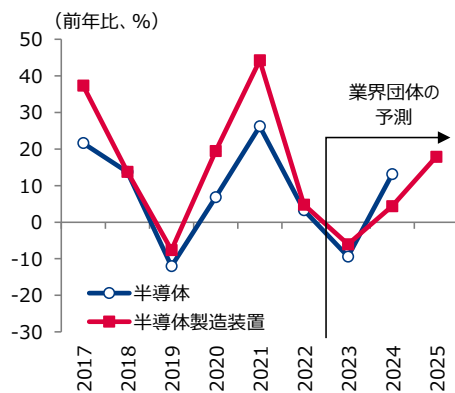
注1:23年1~10月におけるガソリン車保有者の買い替え車種上位21種を集計。
注2:ToyotaはLexus、HyundaiはKiaを含む。
出所:S&P Global Mobilityより三菱総合研究所作成

自動車生産は個社要因で一時停滞、中長期的にはEVシフトの影響にも留意

鉱工業生産は、24年度前年比+2.2%、25年度同+3.0%と回復を見込む。①内需の回復、②底堅い財輸出に加え、③半導体サイクルの好転も下支え要因となる。③について、在庫調整進展や生成AIの市場拡大を踏まえ、半導体や同製造装置は24年以降に需要回復が見込まれている(図表2-19)。

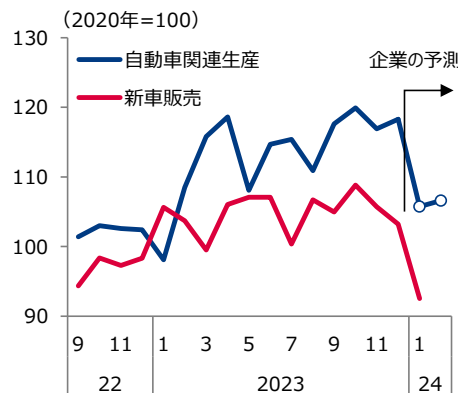
ただし、自動車生産について、短期的な下振れと中長期的な構造変化の影響に注意が必要である。短期的な下振れについて、新車販売は24年1月に急減し、自動車関連生産も1月に大幅な落ち込みが予測されている(図表2-20)。個別メーカーの出荷停止措置が影響しており、生産の正常化が遅れば景気への悪影響拡大が懸念される。中長期的な構造変化については、帝国データバンクの調査によると、自動車関連業種の企業の約半数はEV普及により業界にマイナスの影響があると認識している(図表2-21)。部品メーカーを中心に、業態転換や事業再構築が求められる。

図表 2-19 半導体関連需要(世界売上)



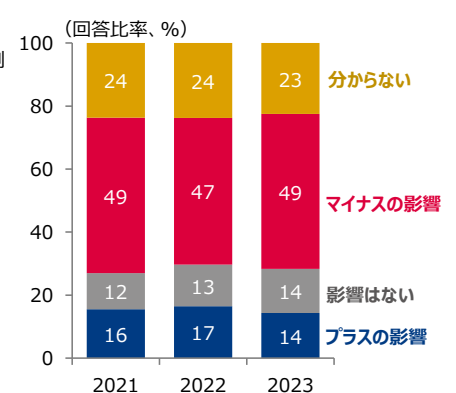
注:半導体の予測は23年11月時点、半導体製造装置の予測は23年12月時点。
出所:WSTS(世界半導体市場統計)、SEMI(国際半導体製造装置材料協会)より三菱総合研究所作成

図表 2-20 自動車生産・販売



注:自動車関連生産の予測(24年1月上旬調査時点)は、輸送機械工業の値。新車販売の季節調整は当社試算。
出所:経済産業省「鉱工業指数」、「製造工業生産予測指数」、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三菱総合研究所作成

図表 2-21 EV普及の影響



注:自動車関連業種に属する企業が対象。
出所:帝国データバンク「自動車関連業種におけるEV普及の影響/参入企業の実態調査(2023年)」より三菱総合研究所作成

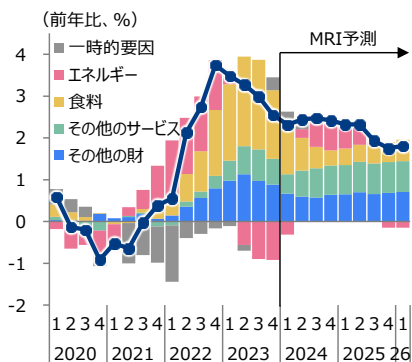
注目点③ 金融政策正常化と経済への影響 — 24年4月に正常化着手、ゼロ金利解除は25年に

コアCPIは+2%以上の伸び率維持へ、サービス価格の安定的な上昇は続く

コアCPI(生鮮食品を除く総合)の伸び率は、鈍化している。23年12月のコアCPIは、前年比+2.3%と1年6カ月ぶりに+2%台前半の伸び率となった。特に、食料など財価格の伸び率鈍化が鮮明である。

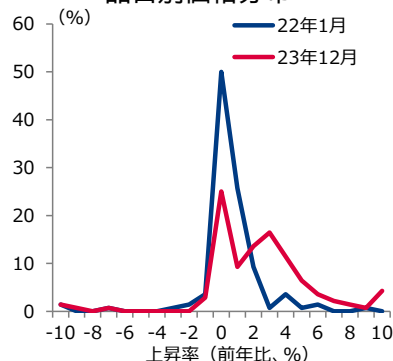
もっとも、先行きのコアCPIは、24年度前年比+2.4%、25年度同+2.0%と日本銀行が物価安定目標として掲げる「2%」以上で推移すると予測する(図表2-22)。背景は3つある。第一に、サービス価格による物価押し上げが強まっている。サービスの品目別価格分布を過去と比較すると、分布の中心が0%近傍から右にシフトしている(図表2-23)。賃金の伸びが高まるなか、それを前提とした価格設定が広がりつつある可能性を示している。第二に、家計の物価認識として+2%程度の物価上昇が定着しつつある(図2-24)。第三に、上述の景気回復により、経済全体の物価上昇圧力の強まりが見込まれる。

図表 2-22 コア CPI



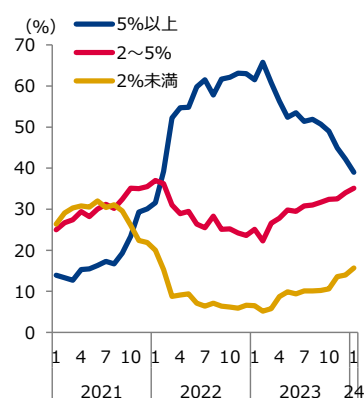
注:ガソリン補助金、電気代・都市ガス代抑制策は、24年5月以降補助幅を縮小し、24年8月まで実施と想定。一時的要因は、消費税増税・幼児教育無償化、携帯電話通信用料値下げ、宿泊料支援制度の影響を合算。出所:総務省「消費者物価指数」より三菱総合研究所作成

図表 2-23 サービスの品目別価格分布



注:階級幅は1%ポイント(中心の0%の範囲は前年比-0.5~+0.5%)。ヒストグラムの左端は同-9.5%未満、右端は同+9.5%以上の品目の割合。出所:総務省「消費者物価指数」より三菱総合研究所作成

図表2-24 家計の期待インフレ率



注:1年後の物価予想に関する回答割合。上昇予想のみ。出所:内閣府「消費動向調査」より三菱総合研究所作成

24年4月に金融政策正常化着手、25年にゼロ金利解除へ

賃金・物価が相互に波及しながら上昇する構図が定着し始めれば、現行の極めて緩和的な金融政策を見直す前提が整うこととなる。日本銀行は、賃金上昇と企業による価格転嫁の持続性の確度を確認した後、政策正常化に着手するとみる。具体的には、24年4月に短期のマイナス金利政策の解除とイールドカーブ・コントロールの見直し(市場の実勢に合わせた長期金利の変動許容幅拡大など)を予想する。4月までには、春闘の回答結果だけでなく、短観3月調査などを参考に、賃金・物価上昇の持続性が判断できるだろう。24年1月の金融政策決定会合でも、「政策修正の要件が満たされつつある」などの大規模金融緩和からの出口を意識した意見や政策修正が遅れるリスクへの言及があった。実質 GDP 成長率が2四半期連続でマイナスになるなど弱い動きが続いているが、日本銀行は賃金上昇を伴う持続的な物価上昇のモメンタムは損なわれていないと判断し、金融政策正常化に踏み切るとみる。

正常化後の短期政策金利の推移を展望すると、24年内はゼロ金利が維持されるだろう。23年12月の金融政策決定会合でも、複数の委員から、当面は大幅な金融緩和継続の可能性が高いとの指摘があった。1999年のゼロ金利政策の導入以降、大半の期間でゼロ近傍の金利水準が続いたことから、それを前提とした経済構造が根付いてきた。そのため、ゼロ金利政策を解除した場合の長期金利への波及や実体経済への影響を慎重に見極める必要がある。もっとも、25年度は需給ギャップのプラス定着や期待インフレ率の高まりを踏まえて、金融環境の緩和度合いを調節する観点から、25年中に政策金利を計0.5%ポイント引き上げると予想する。

図表 2-25 金利



注:貸出約定平均金利は新規・長期。出所:財務省「国債金利情報」、日本銀行「貸出約定平均金利」、「コール市場関連統計」より三菱総合研究所作成

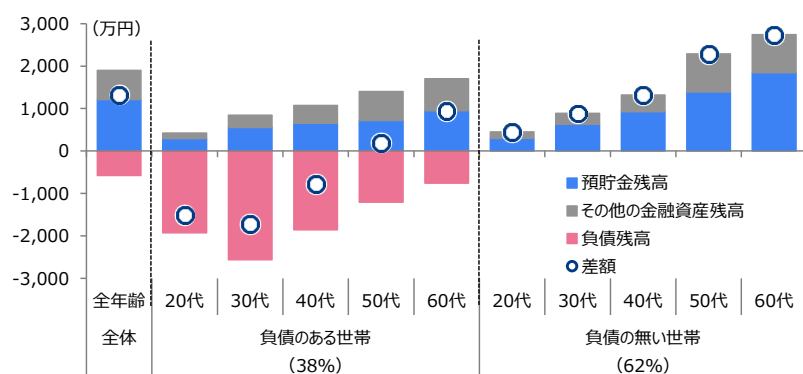
イールドカーブ・コントロールの見直し後、長期金利の金利形成は一段と市場に委ねられることになり、期待インフレ率の推移に沿う形で上昇するだろう。長短金利差は、徐々に量的・質的金融緩和以前の平均的な水準にまで拡大すると見込まれ、長期金利は、24年度末にかけて1%台前半、25年度末には1%台半ばまで上昇すると予想する(図表2-25)。ただし、市場の金利形成機能が安定するまでの間、日本銀行は、イールドカーブ・コントロールの見直し後も、市況の急変に備えた機動的なオペなどの対応策を維持するとみる。

金利上昇による経済への影響は経済主体により大きく異なる

金利上昇による経済への影響を検証したところ、上記の想定範囲内であれば大きな下押しにはならない。ただし、影響の大きさは、家計部門では年代や金融資産・負債の保有状況、企業部門では収益力により大きく異なる点には注意が必要である。

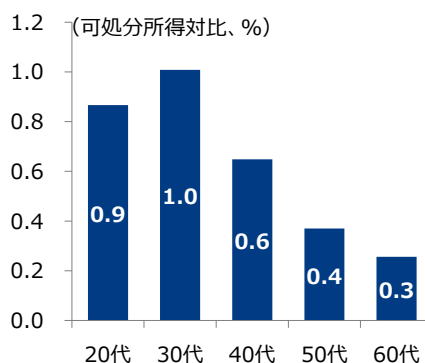
まず、家計部門については、預金金利の上昇により受取利息が増加する一方、住宅ローンなど債務の支払利息負担の増加が見込まれる。家計の資産・負債残高を世帯属性別に比較すると、年齢や住宅ローンの有無によって影響が異なることが想定される(図表2-26)。預金を多く保有する高齢者層などでは、利子所得の増加というプラスの影響が大きい一方、40代以下の住宅ローン保有世帯では利払い費用の増加というマイナスの影響が大きくなる。住宅ローン残高の約7割が変動金利型であることから、金利上昇により利払い費用が増加する傾向が強い。短期金利が0.5%ポイント上昇した場合の変動型住宅ローンの返済負担に対する影響を試算すると、20代や30代で可処分所得比1%前後の負担増が発生する(図表2-27)。もっとも、その過程では賃金が上昇することが見込まれるため、景気が大きく下押しされる事態は想定していない。

図表2-26 家計の金融資産・負債残高



注:2022年の平均値。二人以上の世帯。かっこ内の数字は、集計世帯数の割合。
出所:総務省「家計調査」より三菱総合研究所作成

図表2-27 金利上昇による住宅ローン返済負担増(MRI試算)

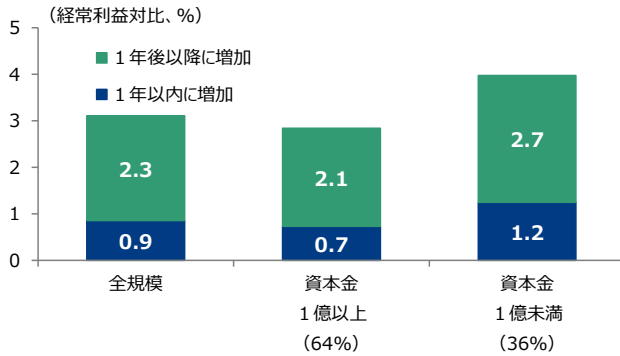


注:二人以上の勤労者世帯。変動型住宅ローン返済について、元利均等払い、直近の適用金利を0.5%とし、0.5%ポイントの金利上昇を想定。
出所:総務省「家計調査」より三菱総合研究所作成

次に、企業部門への影響は、24年中は限定的にとどまるとみる。長期金利は22年以降に0.5%ポイント上昇したものの、企業向け貸出金利を含めた貸出約定平均金利はおおむね横ばい圏内にとどまっている(前掲図2-25)。金融政策正常化後も短期金利は当面0%程度が継続する見込みであり、24年中も貸出約定平均金利は小幅上昇にとどまるとみる。25年に短期金利が上昇した場合には貸出約定平均金利も同程度の上昇が想定されるが、設備投資を大幅に抑制するほどの収益下押しにはならないだろう。

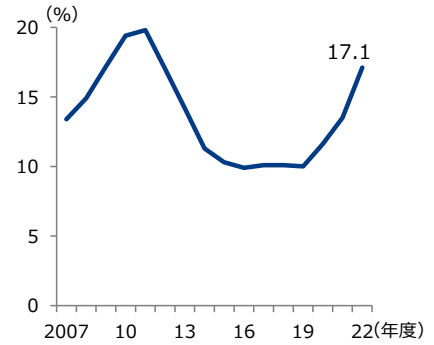
金利上昇による企業の負担増という観点から、企業の借入金利が0.5%ポイント上昇した場合の利払い負担の変化を試算すると、経常利益対比で3%程度(利上げ後1年以内では1%程度)となり、中小企業の負担がより大きくなる(図表2-28)。12年以降の景気拡大局面における平均的な経常利益増加率は約10%であり、景気拡大が続く下では金利負担増の影響は収益増によって相殺可能である。ただし、金利上昇の影響は企業の収益力により大きく左右される点には注意が必要である。帝国データバンクの集計によると、ゼロゼロ融資の影響などから20年以降に「ゾンビ企業」の割合は大幅に上昇した(図表2-29)。金利上昇局面では、企業はより高い収益を上げる必要性に迫られるため、収益性の高い事業が選択され、結果として企業の収益性強化につながる側面があるとも考えられるが、金利上昇による債務負担増加で市場からの退出を余儀なくされる企業の増加も見込まれる。収益性向上のためのM&Aの活用促進や、経営悪化時の円滑な事業継承や事業再生、円滑な労働移動に対する支援も不可欠であろう。

図表2-28 金利上昇による企業の利払い負担増(MRI試算)



注:23年第3四半期まで1年間のデータを基準に、負債利率率(短期・長期)が0.5%ポイント上昇した場合の利払い負担増加額を試算。企業の有利子負債を日銀資料などに基づいて、①短期負債、②長期負債(変動利率)、③長期負債(固定利率)に区分し、①と②については金利上昇から1年以内に利払い負担が増加すると想定。有利子負債=借入金(短期・長期)+社債。かつこの数字は売上高の割合。
出所:財務省「法人企業統計」、日本銀行「貸出金・債券・預金の期間別残高」、「貸出約定平均金利」、「金融システムレポート」より三菱総合研究所作成

図表2-29 ゾンビ企業の割合



注:ゾンビ企業割合=ゾンビ企業数/集計可能企業数。「ゾンビ企業」の定義は、設立10年以上かつ、EBITから支払利息を除いた額が3年連続でマイナス。
出所:帝国データバンク「ゾンビ企業」の現状分析より三菱総合研究所作成

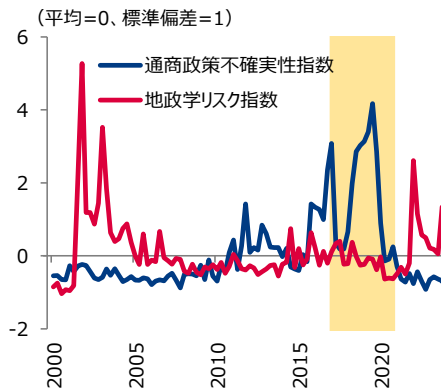
(3) 日本経済の先行きリスク — 国内外の環境変化が内需回復に水を差す恐れあり

先行きの景気について下振れリスクが相対的に大きく、①国際情勢の不安定化、②人手不足による経済活動への制約の強まり、が挙げられる。

①について、24年には米国の大統領選挙を筆頭に世界的に政治イベントが相次ぐ。中東情勢の混乱やウクライナ紛争の長期化など地政学的緊張も長期化の様相を呈している。国際情勢の不安定化により資源価格の高騰など外生的な物価上昇圧力が強まれば、実質賃金のマイナスが続き、消費の回復が腰折れする懸念がある。また、経済に対する先行き不透明感から設備投資が手控ええられる可能性もある。米国でトランプ政権が発足した17年以降には日本の通商政策に関する不確実性が急上昇したほか、近年では地政学リスクが高まりつつある(図表2-30)。

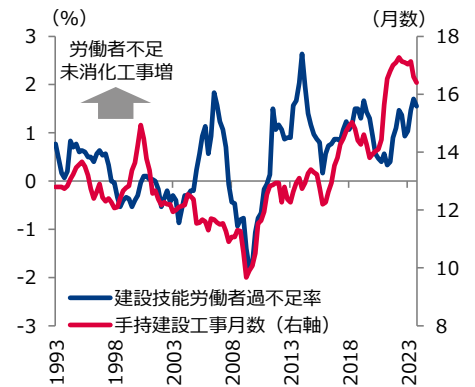
②について、省力化投資の停滞や労働力のミスマッチ拡大により、人手不足による経済活動への制約が強まれば、成長率の下振れは避けられない。特に、足元では建設技能労働者の不足などから未消化の建設工事が増加しており(図表2-31)、国内で相次ぐ工場新設の遅れや震災からの復旧を含む公共工事の工期長期化が懸念される。それは、短期的な経済成長率の下振れだけでなく、潜在成長率の低下にもつながる恐れがある。

図表 2-30 通商政策不確実性指数・地政学リスク指数



注1:新聞などにおける関連記事の登場回数を定量化した指数。通商政策不確実性指数は日本、地政学リスク指数は世界を対象に集計。
注2:1987~2022年の平均・標準偏差により基準化。黄色の網掛けは、米国におけるトランプ氏の大統領在任期間。
出所:Elif C. Arbatli Saxegaard, Steven J. Davis, Arata Ito, and Naoko Miake "Policy Uncertainty in Japan", Dario Caldara, Matteo Iacoviello (https://www.matteoiacoviello.com/gpr.htm)より三菱総合研究所作成

図表 2-31 建設需給関連指標



注:手持建設工事月数は、大手50社ベース。
出所:国土交通省「建設労働需給調査」、「建設工事受注動態統計調査」より三菱総合研究所作成

トピックス：能登半島地震の経済影響

24年1月1日、石川県能登半島を中心に最大震度7の地震が発生した。沿岸部は大型の津波に見舞われ、各地で地盤の液状化・隆起が発生するなど、住民・建造物などに甚大な被害をもたらした。

能登地域、主力産業の製造・建設・観光への悪影響大

地震発生前、能登地域²で生み出されていた付加価値は、23年時点で7,800億円程度と推計される。純付加価値ベースの産業構成をみると、製造業が31.5%、建設業が10.8%と全国に比べて大きい(図表2-32)。製造業の内訳では、特に電子部品や繊維の割合が大きい。

製造業について、電子部品工場は徐々に生産再開へ動き出しているものの、被害の大きい工場では生産停止が続いており、サプライチェーンを通じた他地域の生産への影響も懸念される。被災地の復旧において重要な役割を担う現地の建設業者の被災は、復旧の遅れにつながる可能性がある。また、観光需要の減少も、宿泊・飲食や小売など幅広い業種への悪影響が見込まれる。能登地域を訪れる観光客数はコロナ危機前の19年時点で800万人弱と、石川県を訪れる観光客の3分の1にも相当し、地域経済における存在感は大きい。

図表 2-32 能登地域の産業構成

	能登	全国
農林漁業	1.5 %	0.4 %
建設業	10.8 %	7.0 %
製造業	31.5 %	16.4 %
卸売・小売	16.1 %	16.2 %
宿泊・飲食	2.8 %	2.0 %
その他	37.2 %	58.1 %

注：2020年の純付加価値ベース。純付加価値＝売上金額－費用総額＋給与総額＋租税公課
出所：総務省「令和3年経済センサス」より三菱総合研究所作成

有形固定資産の被害は2兆円強、付加価値の下押しは1,600億円程度に

震災により社会資本(道路など)や住宅・企業設備が大きな被害を受けた。これらの有形固定資産(ストック)の毀損額は、2.2兆円程度と推計される(図表2-33)。能登地域におけるストックの約25%に相当し、生活・産業の基盤に大きなダメージがあった。内訳をみると、道路の毀損額が大きく、今後の復旧に向けたボトルネックとなる可能性がある。

ストックの毀損に伴い生産活動が制約を受け、地域の生み出す付加価値の下押しも見込まれる。多数の住民が避難生活を続けており、従業員の職場復帰に時間を要することも、生産活動の重しとなる。電気・水道など基本的なインフラが3カ月程度、労働力が1年程度で正常化すると仮定すれば、能登地域で産出される年間付加価値は1,630億円(約21%)下押しされる可能性がある(図表2-34)。

今後は、復旧・復興需要を糧にした地域経済の再建とともに、震災を契機として地域の課題・特性を踏まえた「より良い復興(Build Back Better)」を実現する、という視点も重要である。また、能登地域という高齢化が進んだ過疎地域での発災時対応および復旧・復興への動きは、今後日本が直面するであろう災害への備えとして学ぶべき点が多い。能登半島地震は、少子高齢化が進んだ将来における都市部での大災害や、南海トラフ地震等における過疎地被災とも共通点がある。今回浮き彫りになった課題を踏まえ、次なる災害に備えて修正していくことが、災害に対してレジリエントな社会の構築に向けて重要になる。

図表 2-33 能登地域のストックの毀損額

(兆円)	有形固定資産ストック			推計毀損額
	石川県	富山県	うち能登地域	
社会資本	10.7	10.9	5.7	1.4
道路	3.7	3.7	2.3	0.8
治山・治水・海岸	1.6	2.3	1.2	0.2
農林水産業	1.4	1.4	0.8	0.2
その他	4.0	3.4	1.4	0.2
住宅	4.0	3.5	1.1	0.3
民間企業設備・在庫	6.5	6.8	1.6	0.5
合計	21.1	21.1	8.4	2.2

注：毀損率は、1月25日時点での官庁や各都道府県発表の被害状況や東日本大震災の毀損率等を参考に推計。

出所：各種資料より三菱総合研究所作成

図表 2-34 能登地域の付加価値の下押し額(1年間)

(億円)	付加価値の下押し額
農林漁業	30
建設業	180
製造業	510
卸売・小売	260
宿泊・飲食	50
その他	600
産業計	1,630

注：付加価値の下押し額は、内閣府(2016)「平成28年熊本地震の影響試算の推計方法について」の手法を参考とした。

出所：総務省「令和3年経済センサス-活動調査」、内閣府「県民経済計算」、石川県、富山県より三菱総合研究所作成

² 能登地域は半島振興法で指定された13市町。石川県は七尾市、輪島市、珠洲市、羽咋市、かほく市、河北郡津幡町、河北郡内灘町、羽咋郡志賀町、羽咋郡宝達志水町、鹿島郡中能登町、鳳珠郡穴水町、鳳珠郡能登町、富山県は氷見市。

図表 2-35 日本経済予測の総括表

(単位：10億円、%)

		年度				年度（前年比）			
		2022	2023	2024	2025	2022	2023	2024	2025
		実績	予測	予測	予測	実績	予測	予測	予測
名目	国内総生産 (= GDP)	566,481	596,566	614,237	631,553	2.3%	5.3%	3.0%	2.8%
	民間最終消費支出	315,843	323,463	334,210	343,526	5.9%	2.4%	3.3%	2.8%
	民間住宅投資	21,800	22,026	21,948	22,130	1.5%	1.0%	▲0.4%	0.8%
	民間企業設備	96,889	99,433	103,590	107,887	7.8%	2.6%	4.2%	4.1%
	民間在庫品増加	3,616	2,304	1,692	1,735	***	***	***	***
	政府最終消費支出	122,092	124,192	125,847	127,956	2.8%	1.7%	1.3%	1.7%
	公的固定資本形成	29,278	31,001	32,129	33,369	▲1.7%	5.9%	3.6%	3.9%
	公的在庫品増加	▲64	▲22	90	226	***	***	***	***
	財貨・サービス純輸出	▲22,973	▲5,834	▲5,270	▲5,275	***	***	***	***
	財貨・サービス輸出	123,245	131,515	132,633	133,564	18.7%	6.7%	0.8%	0.7%
財貨・サービス輸入	146,218	137,349	137,903	138,839	32.3%	▲6.1%	0.4%	0.7%	
実質	国内総生産 (= GDP)	551,921	558,860	563,438	567,916	1.5%	1.3%	0.8%	0.8%
	民間最終消費支出	298,114	297,053	300,535	303,204	2.7%	▲0.4%	1.2%	0.9%
	民間住宅投資	18,288	18,562	18,423	18,341	▲3.4%	1.5%	▲0.8%	▲0.4%
	民間企業設備	89,874	89,560	92,146	94,100	3.4%	▲0.3%	2.9%	2.1%
	民間在庫品増加	3,025	1,868	1,569	1,582	***	***	***	***
	政府最終消費支出	119,327	119,954	120,445	120,927	1.4%	0.5%	0.4%	0.4%
	公的固定資本形成	25,853	26,667	27,336	28,006	▲6.1%	3.1%	2.5%	2.5%
	公的在庫品増加	37	▲31	▲30	▲30	***	***	***	***
	財貨・サービス純輸出	▲1,842	5,189	3,325	2,101	***	***	***	***
	財貨・サービス輸出	108,739	113,122	114,717	115,894	4.7%	4.0%	1.4%	1.0%
財貨・サービス輸入	110,582	107,933	111,392	113,793	6.9%	▲2.4%	3.2%	2.2%	
指数	鉱工業生産指数	104.9	104.4	106.7	109.9	▲0.3%	▲0.5%	2.2%	3.0%
	国内企業物価指数	117.2	119.8	121.8	123.9	9.5%	2.3%	1.6%	1.7%
	消費者物価指数（生鮮除く総合）	103.0	105.8	108.4	110.5	3.0%	2.8%	2.4%	2.0%
	GDPデフレーター	102.6	106.7	109.0	111.2	0.8%	4.0%	2.1%	2.0%
	完全失業率	2.6%	2.6%	2.4%	2.3%	***	***	***	***
	新設住宅着工戸数（万戸）	86.1	80.3	78.9	77.9	▲0.6%	▲6.7%	▲1.7%	▲1.3%
	対外バランス	経常収支（10億円）	8,268	24,209	21,019	18,129	***	***	***
貿易・サービス収支		▲23,389	▲6,846	▲8,064	▲7,596	***	***	***	***
貿易収支		▲18,028	▲3,923	▲3,708	▲3,132	***	***	***	***
輸出		99,675	102,014	102,844	104,503	16.4%	2.3%	0.8%	1.6%
輸入		117,703	105,937	106,552	107,636	35.0%	▲10.0%	0.6%	1.0%
サービス収支		▲5,362	▲2,923	▲4,356	▲4,463	***	***	***	***
通関収支戻（10億円）		▲22,035	▲6,677	▲5,953	▲5,969	***	***	***	***
通関輸出	99,225	102,689	103,605	104,333	15.5%	3.5%	0.9%	0.7%	
通関輸入	121,260	109,366	109,558	110,302	32.5%	▲9.8%	0.2%	0.7%	
為替等	無担保コール翌日物金利（年度末）	-0.02%	-0.01%	0.00%	0.50%	***	***	***	***
	国債10年物利回り	0.30%	0.65%	1.05%	1.45%	***	***	***	***
	日経平均株価	27,277	32,977	37,250	38,375	▲3.9%	20.9%	13.0%	3.0%
	原油価格（WTI、ドル/バレル）	89.7	77.4	80.0	80.0	16.2%	▲13.7%	3.4%	0.0%
	円/ドル レート	135.5	144.4	136.5	123.5	***	***	***	***
	ドル/ユーロ レート	1.042	1.086	1.090	1.090	***	***	***	***
円/ユーロ レート	141.0	156.7	148.8	134.6	***	***	***	***	

注：国債10年物利回り、日経平均株価、原油価格、および為替レートは年度中平均。

出所：実績は各種統計、Bloomberg、予測は三菱総合研究所