

(1) 日本経済の現況

内需が振るわず3四半期ぶりのマイナス成長

23年7-9月期の実質GDPは、季調済前期比年率▲2.1%と、3四半期ぶりのマイナス成長となった。需要項目別では、民間在庫投資(季調済前期比年率寄与度▲1.2%ポイント)のマイナス寄与が大きく(在庫調整の進展)、景気失速との評価は時期尚早である。もっとも、民間最終消費(季調済前期比▲0.0%)、民間企業設備投資(同▲0.6%)ともに、4-6月期の落ち込みから反発がみられず、内需回復の持続性が懸念される。

(2) 日本経済の先行き

持続的賃上げを背景に景気回復が継続

23年度は、物価高や海外経済減速の下押しはあるものの、底堅い成長が続くとみる。個人消費は、賃金上昇を背景に、回復の腰折れは回避されるだろう。設備投資は、デジタル化・サプライチェーン強靱化・人手不足対応など構造的な課題解決に向け、拡大傾向で推移する見通しである。輸出について、財輸出は力強さを欠くものの、インバウンド消費などサービス輸出が拡大し、全体では増勢が続くと見込む。23年度の実質GDP成長率は前年比+1.6%と予測する(7-9月期の実績を踏まえ、前回9月時点同+1.9%から下方修正)。

24年度も、潜在成長率(当社試算0%台半ば)を上回る成長率を見込む。個人消費は、実質賃金のプラス転換に伴い、着実に回復するとみる。業績改善が続くなか、設備投資も拡大が続くだろう。24年度の実質GDP成長率は前年比+1.1%と予測する(前回9月時点同+1.0%から上方修正)。

上記見通しには、23年11月に政府公表の経済対策の影響を織り込んだ。歳出規模は約17兆円と、コロナ危機前に比べて依然大きく、24年度までの経済効果はGDP対比+1.1%ポイント程度とみる(図表2-1)。ただし、前回見通し時点で既に織り込んでいた既往の政策拡充などに係る部分(同+0.4%ポイント程度)を除いた効果は、物価上振れや海外経済下振れの影響におおむね相殺され、成長率予測の修正幅は小幅にとどまる。

また、消費者物価指数(生鮮食品を除く総合、以下「コアCPI」)は、23年度は前年比+2.9%、24年度は同+2.4%と、2%を上回る高い伸びを見込む。企業の価格転嫁姿勢が強まるなか、賃金上昇が物価に波及しており、物価の上振れリスクも高まっている。日本銀行は、24年の賃金交渉の動向を確認し、24年4月にも金融政策の正常化(マイナス金利の解除とイールドカーブ・コントロールの撤廃)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ドル台での推移、為替レートは米FRBの利下げ転換(24年後半)を織り込み、24年度末にかけて1ドル130円台前半まで円高が進むと想定する。中東情勢の混乱と米金利の高止まりを踏まえ、前回見通し時点から原油価格想定を引き上げ、為替レート想定は円安方向に修正した。日経平均株価は、企業業績の改善見合いで上昇し、24年度末35,000円と想定する。

図表2-1 日本の実質GDP見通しと経済対策の評価

年度ベース (前年比%)	実績		予測	
	2021	2022	2023	2024
実質GDP	2.6	1.3	1.6	1.1
民間最終消費	1.5	2.5	▲0.0	1.3
民間住宅投資	▲0.6	▲3.2	2.0	▲0.2
民間企業設備投資	2.3	3.0	0.6	2.5
民間在庫品増加(寄与)	0.4	0.2	▲0.2	0.0
政府最終消費	3.4	0.7	0.4	0.5
公的固定資本形成	▲6.5	▲3.2	2.0	3.5
財・サービス 純輸出(寄与)	0.8	▲0.6	1.1	▲0.3
財・サービス 輸出	12.4	4.5	3.2	1.6
財・サービス 輸入	7.2	7.2	▲2.6	3.1
名目GDP	2.5	2.0	5.0	3.0
消費者物価(生鮮除く総合)	0.1	3.0	2.9	2.4

	実績			予測		
	2022 1-3	4-6	7-9	2023 1-3	4-6	7-9
実質GDP	-0.6%	1.2%	-0.1%	-0.1%	0.9%	1.1%
前期比	-0.6%	1.2%	-0.1%	-0.1%	0.9%	1.1%
前期比年率	-2.6%	4.7%	-0.4%	-0.2%	3.7%	4.5%

	実績			予測		
	2024 10-12	2024 1-3	2024 4-6	2024 7-9	2024 10-12	2025 1-3
実質GDP	0.3%	0.4%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%
前期比	0.3%	0.4%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%
前期比年率	1.3%	1.7%	1.3%	1.4%	1.0%	0.7%

【経済対策の歳出規模】

23年11月の総合経済対策の経済効果(GDP対比)

- 個人消費 +0.6%ポイント
- 設備投資 +0.2%ポイント
- 公共投資 +0.1%ポイント
- 政府消費 +0.1%ポイント

合計 +1.1%ポイント

注:経済対策の歳出規模は国費ベース(予備費は計上時点に算入)。

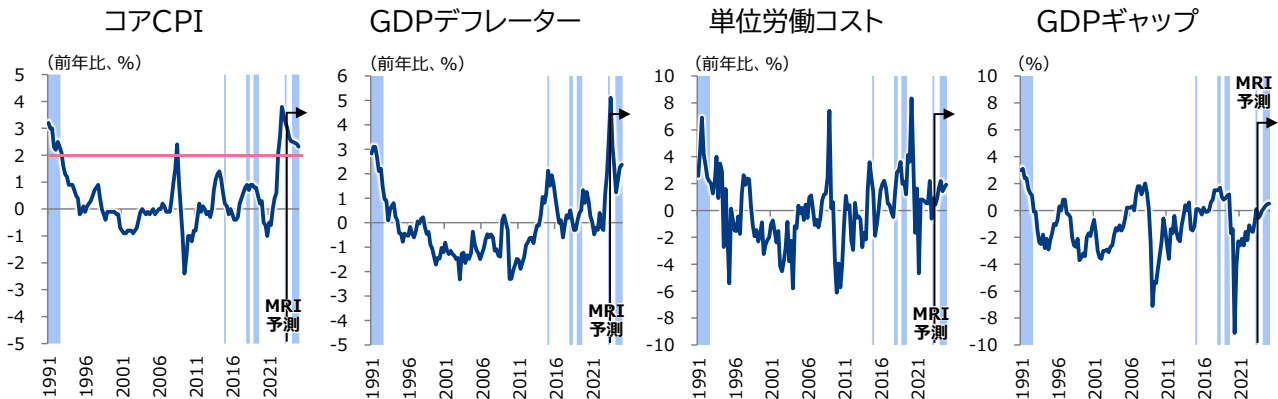
出所:内閣府「国民経済計算」「経済対策等」、総務省「消費者物価指数」、財務省公表資料、各種報道より三菱総合研究所作成

24年度の日本経済、「デフレ脱却」に向けた重要局面に

24年度にかけて「デフレ脱却」が実現できるか否か、日本経済は重要局面に差し掛かっている。政府が「デフレ脱却」の判断材料として重視する4指標(消費者物価指数、GDPデフレーター、単位労働コスト、GDPギャップ)は、23年4-6月期にいずれもプラスに転じた(図表2-2)。もっとも、GDPギャップは7-9月期に再度マイナスに転じたとみられ、4指標のプラス定着に向けて景気回復の強さ、特に賃金の動向がカギを握る。

そこで、景気の先行きを巡る注目点を次の3つに整理する。まず、物価高のなかで足踏みが続いている個人消費について、先行き回復の根拠となる賃金上昇の持続性を分析する(注目点①消費回復に向けた賃金上昇の持続性)。次に、企業の賃上げ余力を左右する業績の先行きを展望し、設備投資の拡大姿勢とその背景を整理する(注目点②企業業績・設備投資の動向)。最後に、消費者物価の先行きから「デフレ脱却」の進捗度合いを見定め、金融政策の見通しを提示する(注目点③物価・金融政策の転換点)。

図表 2-2 「デフレ脱却」の判断材料として重視される 4 指標



注:青の網掛けは、4指標がプラスの四半期。予測期間は25年1-3月期まで。コアCPI、GDPデフレーターは消費税調整済み(GDPデフレターの消費税の影響については当社試算)。コアCPIの赤線は、日本銀行が物価安定目標として掲げる「2%」。
出所:内閣府「国民経済計算」「GDPギャップと潜在成長率」、総務省「消費者物価指数」より三菱総合研究所作成

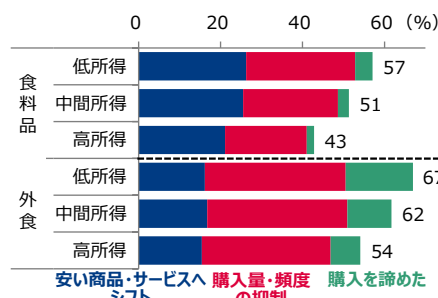
注目点① 消費回復に向けた賃金上昇の持続性 —— 実質賃金のプラス転換で24年度には消費回復へ足踏みの状況が続く消費、減税・給付金が下支えへ

個人消費は、足踏みの状況が続いている。23年7-9月期の実質民間最終消費支出は、季調済前期比▲0.0%(23年4-6月期同▲0.9%)と、小幅ながら2四半期連続のマイナスとなった。サービス消費の増勢が続いた一方、耐久財を中心に財消費が停滞した。

この背景には、物価高による家計の節約志向の高まりがある。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、食料品、外食などの生活に身近な品目で、「半年前に比べて安い商品・サービスにシフトした」「購入量・頻度を抑えた」との回答が全体の半数近くを占めた(図表2-3)。この傾向は、相対的にゆとりが小さい低所得層で顕著である。

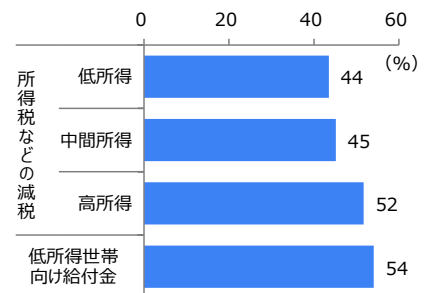
このような状況下、23年11月策定の経済対策に盛り込まれた所得税・住民税の減税、低所得世帯向け給付金による消費下支えが見込まれる。当社アンケート調査では、減税・給付額の4~5割程度が消費に向かうとの結果となり(図表2-4)、24年度までの個人消費を+0.8%ポイント押し上げると試算される。(同政策に対する家計の評価に係る分析は、P.17、トピックス「所得減税・給付金の評価」を参照)。もっとも、所得が高いほど消費に向かう割合が高く、ゆとりが大きい世帯の追加消費が喚起されることで、物価高を助長する恐れもある。

図表 2-3 物価高に対する家計の対応(MRI 調査)



注:半年前との行動・意識の変化として最も近いもの。低所得は世帯年収 300 万円未満、高所得は世帯年収 900 万円以上。
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(23年10月14・15日)

図表 2-4 減税・給付金のうち、消費に向かう割合(MRI 調査)



注:低所得は世帯所得 300 万円未満、高所得は世帯所得 900 万円以上。各世帯の減税・給付金のうち消費に回す程度を、全体の構成比で加重平均して算出。
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(23年10月28・29日)

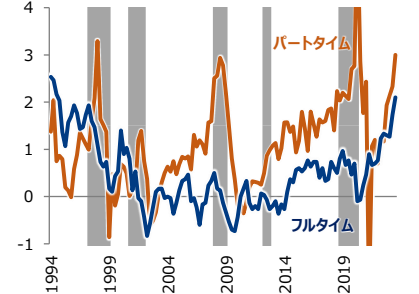
実質賃金は 24 年度に前年比プラス転換、消費回復を後押し

実質民間最終消費は、23年度前年比▲0.0%と横ばいにとどまるものの、24年度は同+1.3%と着実な回復を見込む。これは、24年度にかけて、物価の影響を考慮した実質賃金がプラスに転じるためである。

フルタイム(一般労働者)の名目所定内給与は、約30年ぶりの高い伸びとなっている(図表2-5)。パートタイムの名目所定内給与(時間当たり)も、伸び率が拡大傾向にある。23年春闘の結果が順次反映されたことに加え、人手不足による賃金上昇圧力も強まっている。

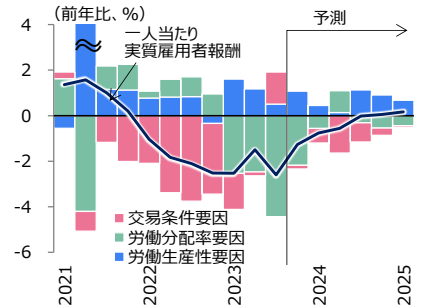
こうしたなか、一人当たり実質雇用者報酬の前年比マイナス幅は縮小傾向をたどると予測する(図表2-6)。22年にかけて最大の下押し要因となっていた「交易条件要因(海外への購買力の流出)」は、輸入物価の上昇の一面により、23年7-9月期にプラス寄与に転じた。今後は、企業の設備投資や業務効率化によって「労働生産性要因」の改善傾向が続くも、企業の賃上げ姿勢が徐々に積極化し、「労働分配率要因」のマイナス幅も縮小すると考えられる。24年度半ばには、一人当たり実質雇用者報酬は前年比プラスとなる見通しである。

図表 2-5 名目所定内給与 (前年比、%)



注:16年以降は共通事業所ベース。フルタイムは月当たり、パートタイムは時間当たり。景気後退期(グレーの網掛け)のパートタイムは、雇用調整助成金などの影響で振れ幅が大きくなる。
出所:厚生労働省「毎月勤労統計調査」、内閣府「景気基準日付」より三菱総合研究所作成

図表 2-6 一人当たり実質雇用者報酬



注:交易条件要因にはGDPデフレターを家計最終消費支出デフレター(除く持ち家の帰属家賃)で除いた値を使用。
出所:内閣府「国民経済計算」、総務省「労働力調査」「消費者物価指数」より三菱総合研究所

持続的賃金上昇を促す意識・環境の変化あり

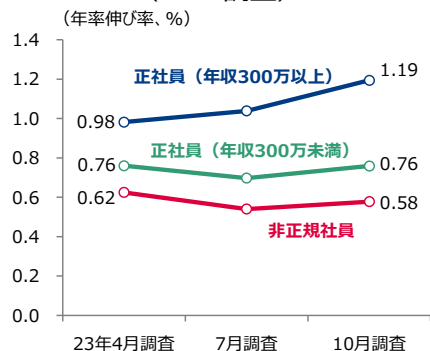
賃上げの持続性を判断する上で重要な24年春闘では、引き続き高めの伸び(3%台前半)が実現すると見込む。背景には、①労働者の賃金予想の高まり、②企業の賃金に対する意識変化、③深刻な人手不足、がある。

①について、労働組合の中央組織である連合(全国労働組合総連合会)は、24年の春季生活闘争(春闘)で、ベースアップと定期昇給で計5%以上の賃上げを要求する方針案を示した。当社のアンケートによれば、年収300万円以上の正社員では、中長期の予想賃金上昇率が徐々に高まっている(図表2-7)。ただし、非正規社員など所得の低い労働者の予想賃金上昇率は横ばいにとどまり、賃上げの裾野拡大が今後の課題である。

②について、経団連(日本経済団体連合会)は、23年以上の賃上げを目指す方針を示している。大企業で人件費の増分を価格転嫁する動きが浸透すれば、下請け先による価格転嫁を許容する姿勢も強まり、中小企業の賃上げを後押しするだろう。また、政府は、2030年代半ばまでに最低賃金(全国加重平均)を1,500円に引き上げる目標を示しており、企業にとっては賃金上昇を前提とした事業構造への変化を促す要因になりうる。

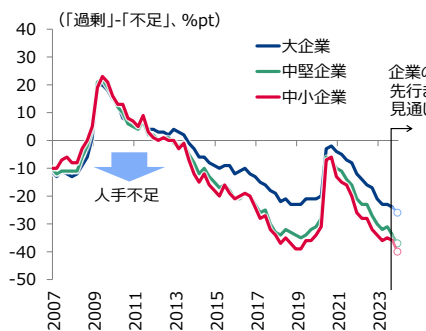
③について、日銀短観の雇用人員判断DIのマイナス幅(「不足超」)は、各企業規模ともに調査開始以降の最高水準に近く、特に中小企業で人手不足感が強い(図表2-8)。欠員率と名目賃金上昇率の関係を業種別にみると、欠員率が高い(≡人手不足感が強い)宿泊・飲食サービス業や運輸・郵便業などが賃金の伸びをけん引しており、中長期的に人手不足感の強まりが賃金上昇圧力として作用するだろう(図表2-9)。

図表 2-7 中長期的の予想賃金上昇率 (MRI 調査)



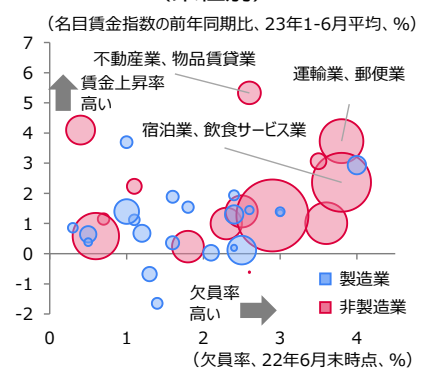
注:3~5年後の賃金上昇率に関する予想を回答割合で加重平均。算出に当たり、「+7%以上」との回答を+7%、「減少」を▲1%と仮定。
出所:三菱総合研究所「生活者市場予測システム(mif)」アンケート(直近調査期間:23年10月14-15日)

図表 2-8 雇用人員判断 DI



注:全産業。
出所:日本銀行「短観」より三菱総合研究所作成

図表 2-9 欠員率と賃金上昇率 (業種別)



注:名目賃金指数は所定内給与(パートタイム含む)。バブルサイズは常勤雇用者数。
出所:厚生労働省「雇用動向調査」「毎月勤労統計調査」より三菱総合研究所作成

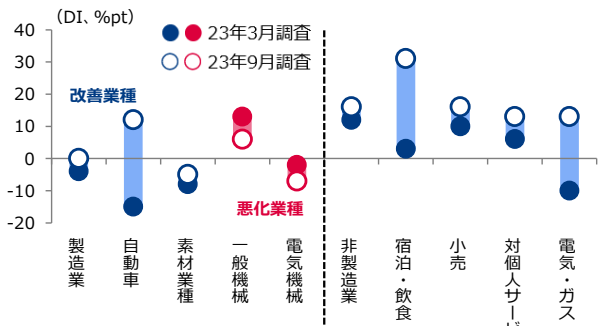
注目点② 企業業績・設備投資の動向 — 業況・収益の改善継続、投資拡大が生産性向上に波及へ

企業景況感は改善傾向、価格転嫁進展が業績を押し上げ

企業景況感は、製造業・非製造業ともに改善傾向にある。日銀短観の業況判断DIによると、製造業では生産体制の正常化が進んだ「自動車」を中心に改善した。非製造業では5類移行後の国内サービス消費回復やインバウンド需要の拡大を背景に、「宿泊・飲食」、「小売」など、消費関連業種の改善幅が大きい(図表2-10)。

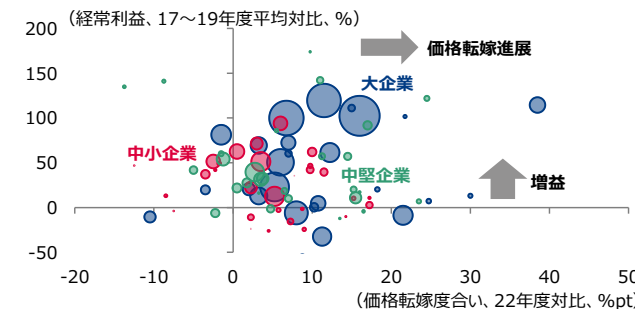
企業業績も、改善している。日銀短観に基づく、23年度は多くの業種で経常利益拡大と価格転嫁進展が実現する見込みである(図表2-11)。このような傾向は、大企業だけでなく、中堅・中小企業にも共通している。そうしたなか、労働分配率は低下しており(前掲図表2-6)、企業の賃上げ余力は依然大きいと考えられる。

図表 2-10 業況判断 DI



注: 全規模企業。一般機械は、はん用・生産用・業務用機械。
出所: 日本銀行「短観」より三菱総合研究所作成

図表 2-11 経常利益と価格転嫁度合い(業種別)



注: 経常利益は、過去10年平均修正率に基づく23年度着地見込み。価格転嫁度合いは、9月調査時点。バブルサイズは経常利益額。価格転嫁度合いは、販売価格判断DIの変化-仕入価格判断DIの変化により算出。
出所: 日本銀行「短観」より三菱総合研究所作成

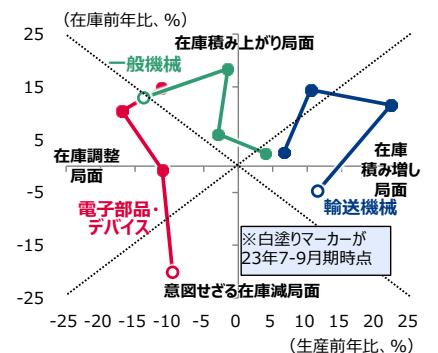
海外経済は力強さを欠くが、生産・輸出とも底堅く推移

24年度にかけて、海外経済減速による下押しはあるものの、個人消費の回復や底堅い生産・輸出を背景に業況・業績の改善が続くとみる。

生産について在庫循環図をみると、「輸送機械」が在庫積み増しを続けるなか、「電子部品・デバイス」の在庫調整が進んでいる(図表2-12)。先行きは、①堅調な自動車生産、②半導体サイクルの好転が生産押し上げに寄与する。このうち②について、世界半導体出荷額は前年比マイナス幅を縮小しており、先行する台湾・韓国の電子部品セクターにおける出荷・在庫バランスがプラスに転じつつある(図表2-13)。鉱工業生産は、23年度前年比▲0.2%、24年度同+2.6%と予測する。

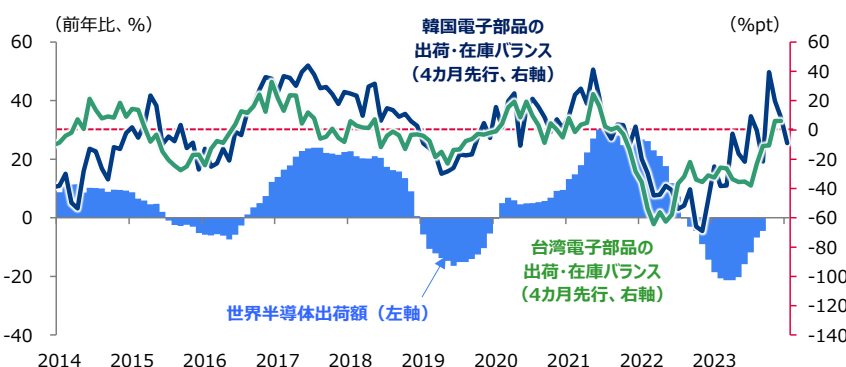
輸出は増勢が鈍化しているが、底割れは回避すると見込む。地域別・財別に実質財輸出をみると、米欧向けが輸送用機器(自動車など)を中心に好調を維持する一方、中国・ASEAN向けが総じて弱い(図表2-14)。米欧向けは金融引き締めの影響から減速が見込まれるが、中国・ASEAN向けは半導体サイクルの好転に伴い緩やかに持ち直す見通しである。加えて、インバウンド需要を含むサービス輸出は拡大が続くとみられるため、輸出(財+サービス)は、23年度前年比+3.2%、24年度同+1.6%とプラス圏での推移を予測する。

図表 2-12 在庫循環図 (22年10-12月期→23年7-9月期)



注: 一般機械は、生産用機械とはん用・業務用機械の加重平均。
出所: 経済産業省「鉱工業指数」より三菱総合研究所作成

図表 2-13 世界半導体出荷額と台湾・韓国の出荷・在庫バランス



注: 世界半導体出荷額は3カ月後方移動平均の前年比、直近は23年9月。電子部品の出荷・在庫バランスは出荷の前年比-在庫の前年比。
出所: SIA(米国半導体工業会)、韓国統計局、台湾經濟部より三菱総合研究所作成

図表 2-14 実質財輸出(地域・財別)

地域	(23年7-9月期、2022年対比、%)		
	輸送用機器	電気機器	一般機械
米国 (18.6)	+39	▲4	▲3
EU (9.5)	+45	+1	+1
中国 (19.4)	▲5	▲19	▲7
ASEAN (15.8)	+7	▲9	▲14

注: 地域のかっこ内は、22年の名目輸出全体に占めるウエート。
出所: 財務省「貿易統計」、日本銀行「企業物価指数」より三菱総合研究所作成

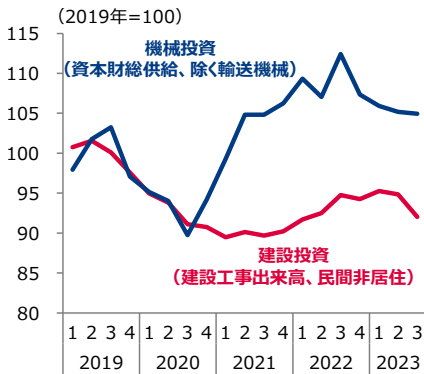
強い設備投資計画、人手不足対応が押し上げ

設備投資は、拡大傾向が一服している。23年7-9月期の実質設備投資は、季調済前期比▲0.6%（23年4-6月期同▲1.0%）と、2四半期連続で減少した。機械投資、建設投資ともに下押しに作用しており（図表2-15）、海外経済の不透明感や建設コストの高騰などから、投資を先送りする動きもあるとみられる。

もっとも、先行きの実質設備投資は23年度前年比+0.6%、24年度同+2.5%と拡大傾向を予測する。日銀短観9月調査の23年度設備投資計画（全規模・全産業、ソフトウェアを含み、土地を除く）は、前年比+16.0%と6月調査（同+15.3%）から上方修正され、高い伸びを維持した。

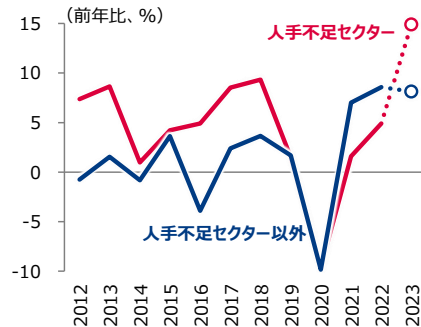
この背景として、①デジタル化、②サプライチェーン強靱化、③人手不足対応など、構造的な課題解決に向けた投資需要が強いことが挙げられる。実際、人手不足セクター（業種・企業規模）において設備投資計画の強さが顕著である（図表2-16）。中小企業を筆頭に、人手・設備とも不足している業種が多く（図表2-17）、24年度も設備投資の拡大が見込める状況である。

図表 2-15 設備投資関連指標



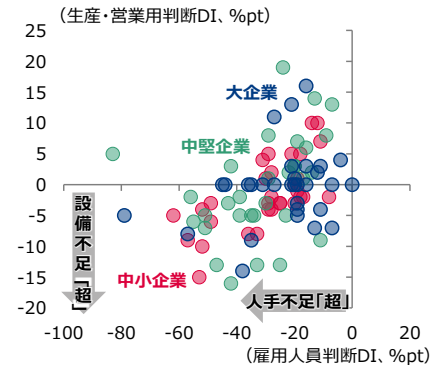
注：季節調整値（建設投資は当社試算）。
出所：経済産業省「鉱工業総供給表」、国土交通省「建設総合統計」「建設工事費デフレーター」より三菱総合研究所作成

図表 2-16 設備投資計画



注：ソフトウェアを含み、土地投資額を除く。22年度までは実績、23年度は過去10年平均修正率に基づく着地見込み。人手不足セクターは、企業規模別・業種別にて、該当年度平均の雇用人員判断DIが中央値を下回るものの合計。
出所：日本銀行「短観」より三菱総合研究所作成

図表 2-17 人手・設備の不足度合い



注：23年9月調査時点。
出所：日本銀行「短観」より三菱総合研究所作成

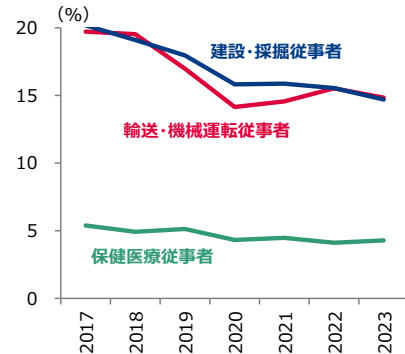
労働集約的事業活動からの脱却、生産性向上の好機に

企業の省力化投資が促進された背景には、女性・高齢者の労働参加が天井に近づくなか、賃金上昇圧力が強まったことがある。賃金水準の低い労働力の確保により、事業拡大・利益率向上を進めていた企業も限界を迎えつつある。加えて、次に挙げる制度・環境変化への対応も投資の押し上げに作用する。

第1に、いわゆる「2024年問題」への対応である。自動車運転業務や建設業務などでは、24年4月以降、これまで適用が猶予されていた時間外労働時間の上限規制が課されることになる。該当業種で上限規制に抵触する可能性のある雇用者割合を算出すると、5年間の猶予期間以前に比べていずれも低下しているものの、輸送・機械運転従事者や建設・採掘従事者では高止まりしている（図表2-18）。これらの業種では、資本（機械）による労働代替や事業の効率化が不可欠となる。

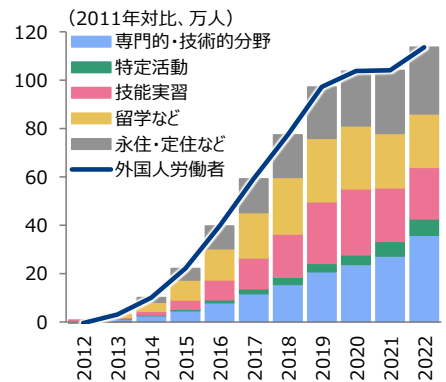
第2に、外国人労働者の受け入れ環境・制度の変化である。外国人労働者数は、2010年代に急激に増加し、国内労働力の増加に寄与した（図表2-19）。しかし、2020年以降は、コロナ禍における水際対策の強化の影響から増勢が鈍化している。円安により周辺国に比した賃金水準の優位性が低下しており、今後、着実な増加が続くか不透明である。また、現行の技能実習制度は「発展的に解消」され、24年には新制度に移行される見込みである。一部にみられた「外国人＝安い労働力」との認識は転換を迫られることになる。従来と同条件では人材確保が困難な企業では、省力化投資による対応も一定程度進むだろう。

図表 2-18 時間外労働時間規制に抵触する可能性のある雇用者割合



注：23年度は7-9月期時点。月末1週間に法定労働時間（40時間）を上回る労働時間が20時間以上（建設・採掘労働者は15時間以上）の雇用者を対象とした。
出所：総務省「労働力調査」より三菱総合研究所作成

図表 2-19 外国人労働者数



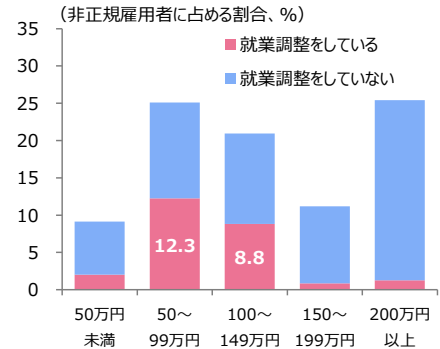
注：各年10月末時点。
出所：厚生労働省「外国人雇用状況」の届出状況まとめより三菱総合研究所作成

第3に、「年収の壁」問題の影響である。被扶養者のパートタイム労働者は、一定の給与収入を超えると社会保障負担などが新たに生じることになり、手取り収入額が減少する可能性がある。そのため、手取り収入額が減少しない範囲内で就業を調整する労働者も多く、その数は非正規雇用の20%程度に上る(図表2-20)。賃金の上昇を受け、従来よりも短時間での就業にとどめようとする動きが増え、企業の人手不足が一段と深刻化する事態が懸念されていた。

これに対応するため、政府はパートタイム労働者による就業調整緩和を企図し、手取り収入額の減少分を労働者に補填した企業に対する助成金制度を導入した。もっとも、当該制度は25年に予定される年金制度改正までの時限措置の意味合いが強く、パートタイム労働者の労働慣行への影響には不透明な部分が多い。また、企業は中長期的には賃金上昇分に加え、被用者の社会保障負担が増加するため、雇用コストの増加は不可避である。

このように、追加の労働者確保の限界・雇用コストの増加に直面した企業では、省力化投資を進めるインセンティブが高まるだろう。もちろん、資本(機械)で代替可能な労働力には限界があるため、少子高齢化が進むなかで事業の継続性を確保するためには、労働力の質を高める取り組みも不可欠である。省力化投資と合わせて、「人への投資」が拡大することで、企業の生産性が向上することが期待される。

図表 2-20 就業調整をしている非正規雇用の割合(22年)



注:横軸は主な仕事から得る年間収入。
出所:総務省「就業構造基本調査」より三菱総合研究所作成

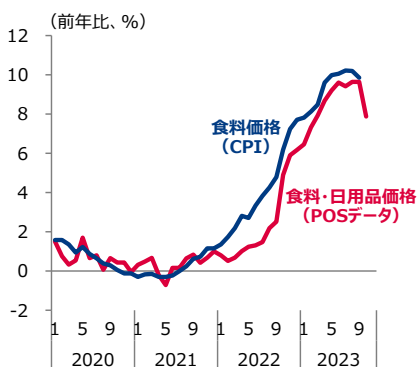
注目点③ 物価・金融政策の転換点 —— 物価は+2%程度の伸び定着、金融緩和は正常化に一步

コアCPIは徐々に伸び率鈍化、+2%程度の伸び定着へ

消費者物価の伸び率は、高水準にあるものの、徐々に鈍化している。23年9月のコアCPIは、前年比+2.8%と13カ月ぶりに+3%を下回った。既往の原材料価格上昇の影響が一巡し始めたことから、食料価格の伸び率が鈍化している。23年10月には多くの品目で価格改定が実施されたものの、一橋大学などが小売店のPOSデータから商品単価の変化を分析したデータによると、食料・日用品の価格上昇率は鈍化している(図表2-21)。

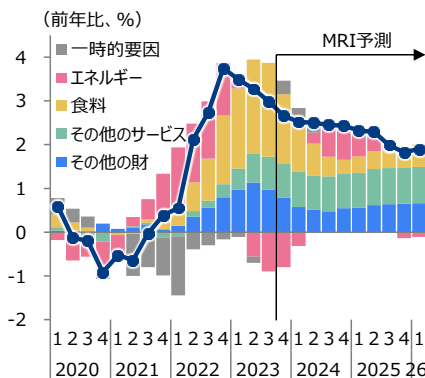
先行きのコアCPIは、23年度前年比+2.9%、24年度同+2.4%と日本銀行が物価安定目標の掲げる「2%」を上回ると予測する(図表2-22)。エネルギー価格抑制策の影響による振れ(■)が大きいのが、基調的な物価の伸び率は+2%程度に向かうとみる。その背景として、①持続的な賃金上昇がサービス価格(■)を押し上げること、②GDPギャップが24年にかけてプラス圏に定着すること(前掲図表2-2)、③家計・企業のそれぞれについて、期待インフレ率(5年先)が高まっていること(図表2-23)、が挙げられる。

図表 2-21 食料・日用品価格



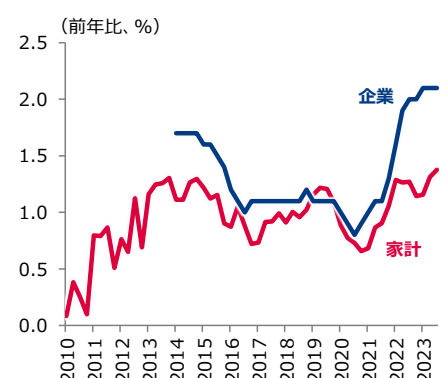
注:食料価格(CPI)は、生鮮食品、外食を除く。食料・日用品価格(POSデータ)は、週次データの月平均。
出所:総務省「消費者物価指数」、一橋大学経済研究所・全国スーパーマーケット協会・(株)インテージ「SRI一橋大学単価指数」より三菱総合研究所作成

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 期待インフレ率(5年先)



注:企業は、物価全般の見通しの平均。家計は、5年先の物価見通しを基に、カールソン・パーキン法により試算。
出所:日本銀行「短観」、「生活意識に関するアンケート調査」より三菱総合研究所作成

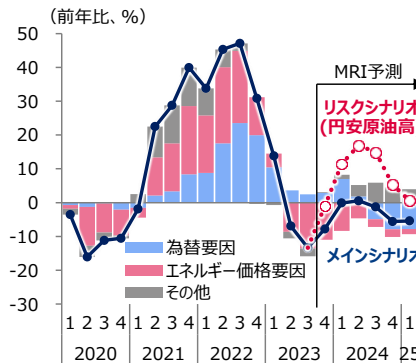
物価上振れリスクも徐々に高まる

コア CPI の先行きについてリスクバランスを検討すると、徐々に上振れリスクが高まっている。主な上振れ要因として、①輸入物価上昇を通じたコストプッシュ型物価上昇圧力の再燃、②期待インフレ率の過度な上昇によるコア CPI の高止まり、が挙げられる。

①について、米金利の上昇、中東情勢の混乱から、為替相場と原油価格の変動が大きくなっている。一定の円安・原油高を仮定したリスクシナリオでは、輸入物価は前年比+10%を超える上昇となり、コア CPI を押し上げることが想定される(図表 2-24)。

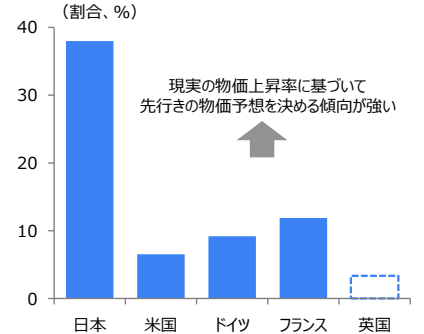
②について、日本の期待インフレ率の形成経路として、「合理的な期待形成(中央銀行の物価目標など将来の情報から判断)」よりも「適合的な期待形成(現実の物価上昇率から判断)」の度合いが強い(図表 2-25)。コア CPI の上昇率が高い局面において、期待インフレ率は相対的に上振れしやすいと考えられ、コア CPI の上昇率が高止まりすることも懸念される。

図表 2-24 輸入物価指数



注: 予測期間の要因分解はメインシナリオ。リスクシナリオでは、予測期間を通じて為替相場150円/ドル、WTI原油先物価格100ドル/バレルが続くと仮定した。
出所: 日本銀行「企業物価指数」より三菱総合研究所作成

図表2-25 インフレ期待のうち適合的期待形成により決まる割合



注: 適合的期待形成により決まる割合は、 $\text{インフレ期待} = \alpha * \text{実績の物価上昇率} + (1 - \alpha) * \text{中央銀行の物価目標}$ 、との線形モデルを仮定して推計した α 。推計期間は 2013~23 年。インフレ期待は 6~10 年先予測、英国は 5%水準で有意な結果が得られなかった。
出所: Consensus Economics “Consensus Forecasts”より三菱総合研究所作成

24年春に金融政策正常化開始を見込む、物価上振れリスクを意識したバランス重視の政策運営に

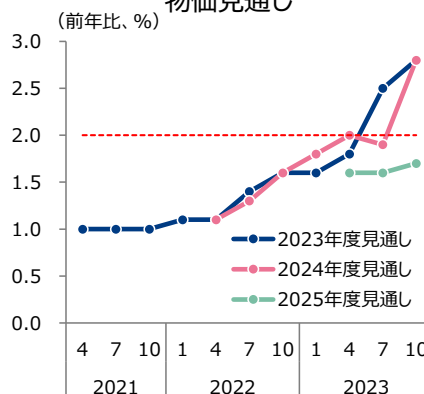
上述の賃金・物価見通しを踏まえ、先行きの金融政策については、遅くとも24年春には政策の正常化に着手するとみる。日本銀行は、24年春闘に向けた各社の賃上げ方針が出そうにつれて、2%の「物価安定の目標」の持続的・安定的な達成に向けた環境が整ったとの見方を強めるだろう。具体的には、①短期のマイナス金利政策の解除と、②イールドカーブ・コントロールの撤廃(長期金利目標の廃止)に着手するとみる。

①の背景として、物価の上振れリスクが高まっていることが挙げられる。日本銀行政策委員の物価見通しは、上方修正が続いており、23年10月には、23年度に続いて24年度もコアCPIが2%を大幅に上回る見通しが示された(図表2-26)。25年度も、エネルギーの影響を除いたコアCPIの見通し中央値は+1.9%まで高まり、マイナス金利政策を維持することの妥当性は低下している。ただし、ゼロ%を上回る水準への短期金利の引き上げは、家計や企業のマインドへの影響にも配慮し、当面は慎重な姿勢が維持されるだろう。

②について、期待インフレ率(前掲図表2-23)が高まるもとでは、長期金利への上昇圧力も強まるため、厳格な金利抑制が市場のゆがみを拡大する恐れがある。実際、日本銀行は23年10月に、この懸念に対応する観点から、長期金利が1%を上回ることを許容する政策修正を実施した。先行きについても、家計や企業のインフレ期待が高めの水準を維持するなか、長期金利の形成を市場に委ねる姿勢を強めていくと考えられる。

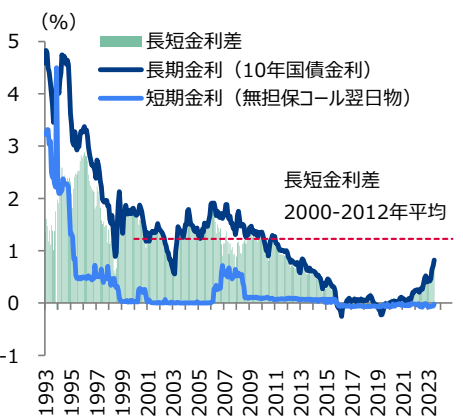
こうしたなかで、量的・質的金融緩和の導入後から縮小してきた長短金利差は、徐々に過去の平均的な水準にまで拡大すると考えられる。長期金利は、24年度末にかけて1%台前半に上昇するだろう(図表2-27)。もっとも、日本銀行は、海外金利の急変動などが日本の長期金利に予期しない変動をもたらす可能性にも配慮し、市況の急変に備えた機動的なオペなどの対応策を維持するとみられる。

図表 2-26 政策委員の物価見通し



注: 各政策委員の物価見通し(消費者物価指数、生鮮食品を除く総合)の中央値。
出所: 日本銀行「経済・物価情勢の展望」より三菱総合研究所作成

図表2-27 長短金利差

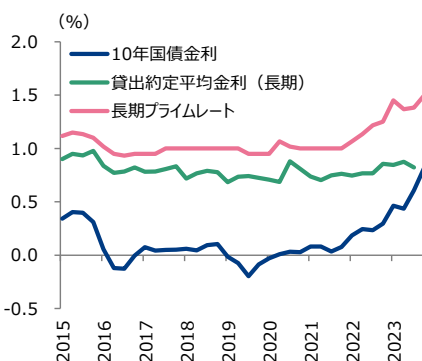


出所: 財務省「国債金利情報」、日本銀行「短期金融市場金利」より三菱総合研究所作成

金利上昇による実体経済への悪影響は限定的

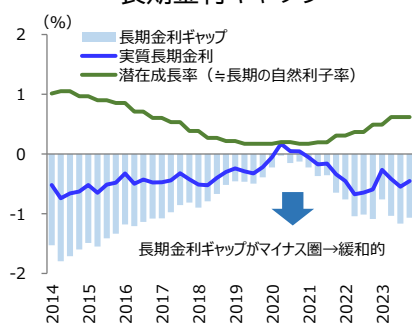
上述の金融政策正常化は、市場の動向にも配慮しつつ緩やかに進められると想定され、景気への下押し影響は軽微にとどまるとみる。名目長期金利の動向をみると、10年国債金利の上昇を受けて、住宅ローン金利との連動制が高い長期プライムレートも段階的に引き上げられている(図表2-28)。もっとも、企業向け貸出も含めた貸出約定平均金利はおおむね横ばい圏内にとどまっており、今後緩やかに上昇に転じたとしても、投資の大幅な抑制には至らないとみる。

図表2-28 長期貸出金利



注:貸出約定平均金利は新規ベース。
出所:財務省「国債金利情報」、日本銀行「貸出約定平均金利」、「長期プライムレート」より三菱総合研究所作成

図表2-29 実質長期金利と長期金利ギャップ



注:実質長期金利は10年国債金利とブレイク・イーブン・インフレ率の差(四半期平均、直近値は11月14日迄)。長期金利ギャップは実質長期金利-潜在成長率。潜在成長率の直近値は23年4-9月と同水準と想定。

出所:Bloomberg、日本銀行より三菱総合研究所作成

また、物価の影響を考慮した実質金利は、引き続きマイナス圏で推移している(図表2-29)。今後は、24年末にかけてマイナス幅が徐々に縮小すると考えられるが、景気に対して緩和的な水準にとどまるだろう。

(3) 日本経済の先行きリスク —— 相対的に下振れリスクが大きい

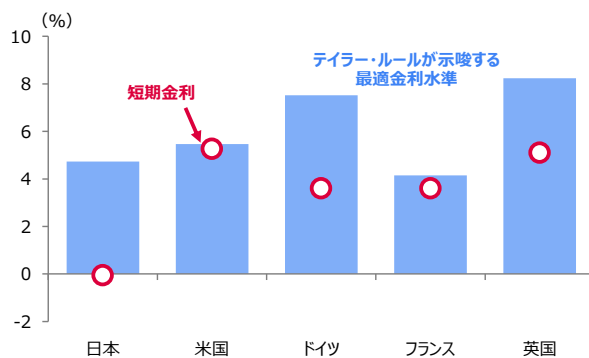
先行きの景気について下振れリスクが相対的に大きく、①海外情勢の悪化、②実質賃金のマイナス継続、③急速な金融引き締めへの転換、が挙げられる。

①について、中東情勢の緊迫化が原油供給量の縮小につながれば、輸入依存度の高い日本ではエネルギー制約が企業活動を大幅に下押しする可能性がある。また海外需要の側面で、中国経済は不動産市場の低迷と雇用環境の悪化が続いており、回復力には不透明感がある。米国では金融引き締めの長期化観測から金利上昇が鮮明であり、設備投資・耐久財消費の減速が日本からの輸出を下押しする可能性がある。

②について、24年度も実質賃金のマイナスが続けば、個人消費の回復が腰折れする懸念がある。特に、相対的に価格転嫁が遅れている中小企業の賃上げ余力が注目点である。また、①で挙げた中東情勢の緊迫化・米金利の上昇により一段の円安・原油高となれば、物価の上振れを通じて実質賃金の下押し要因となる。

③について、日本銀行の金融緩和長期化もリスクになりうる。一定の仮定の下、「テイラー・ルール」に基づき、物価と需給ギャップに見合う政策金利水準を試算すると、日本でも4%台後半まで高まっている(図表2-30)。構造的な物価の上振れを見過ごし、金融政策の正常化が遅れれば、後になって米欧諸国のように急速な金融引き締めの必要性も生じる。この場合、企業の資金調達コスト急騰に伴う設備投資の減少や住宅ローン金利上昇による家計負担の増加が懸念される。

図表2-30 政策金利ルールと短期金利 (23年7-9月期)



注:テイラー・ルールが示唆する金利 = 自然利子率 + インフレ目標 + 1.5 * (インフレ率 - インフレ目標) + 0.5 * GDP ギャップ。参照するインフレ率は、日本:生鮮食品・エネルギーを除く総合(一時的要因の影響を除く)、日本以外:食料・エネルギーを除く総合。

出所:総務省「消費者物価指数」、IMF、欧州委員会、CBO(米議会予算局)、OBR(英予算責任局)、Macrobond より三菱総合研究所作成

トピックス：所得減税・給付金の評価（23年11月の総合経済対策）

23年11月上旬に閣議決定された総合経済対策について、「①所得税・住民税の減税」と「②低所得世帯向け給付金」に大きく注目が集まった。両政策の予算は合計5兆円程度と、経済対策全体の17兆円のなかでも存在感は大きい。細かな制度設計は今後固められる予定だが、低所得世帯向け給付金は23年度補正予算の成立後に比較的早期に支給、所得税・住民税の減税は24年度税制改正の議論を踏まえて24年6月ごろに実施が見込まれている。

減税・給付金に対する家計の評価、家計への影響を検証するため、10月28・29日に生活者2,000人を対象とするアンケートを実施したところ、一定の個人消費押し上げ効果（前掲図表2-4）が確認された反面、財政の持続性に対する懸念が示された。

「適切ではない」のうち、縮小・実施不要の意見が過半

減税・給付金について、各種世論調査では反対意見が多いとされるが、反対理由は必ずしも明らかではない。本調査では、「適切ではない」との回答の内訳として、「拡充すべき／縮小すべき／実施すべきではない」の3つの選択肢を設定し、家計の反対理由を深掘りした。

減税が「適切」との評価は各種世論調査同様に3割にとどまるが、残りの7割をみると「縮小」「実施すべきではない」との回答割合が合計で4割と、「拡充すべき」の3割を上回った（図表2-31）。

図表2-31 減税・給付金の実施に対する評価

	適切ではない			
	適切	拡充すべき	縮小すべき	実施すべきではない
所得税・住民税の減税	33	29	10	28
低所得世帯向け給付金	31	19	16	34

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(23年10月28・29日)

財政の持続性に対する懸念大

減税や給付金の恩恵を受ける立場の国民の4割が、「縮小／実施すべきではない」と回答する背景には、財政への危機意識もあるとみられる。

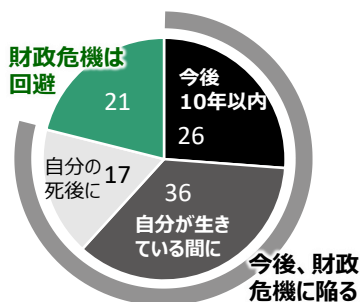
減税・給付金に対する評価と合わせて、日本の財政運営に関する予測を尋ねたところ、「今後、財政危機に陥る」とする回答が実に全体の約8割を占めた（図表2-32）。そのなかでも、「今後10年以内」や「自分が生きている間に」といった、回答者の生活に関係する比較的近い将来の出来事として想定する割合が大きい。

特に財政危機意識が強いと思われる「今後10年以内に財政危機に陥る」と回答した人は、減税・給付金を「実施すべきではない」とする割合が相対的に高い（図表2-33）。特に高所得層は、「実施すべきではない」とみる割合が高く、自身が受ける減税の恩恵よりも将来の財政に対する懸念を重くみている可能性がある。

真に支援が必要な家計を対象を絞るべき

幅広い対象への減税は、ゆとりが大きい高所得層の追加消費を喚起することで物価高を助長する恐れがあり、低所得層の負担増につながる可能性もある。財政の持続性に対する懸念も大きく、歳出の必要以上の膨張を防ぐ観点からも、低所得層に絞った支援策が適切であったといえる。

図表2-32 財政危機に関する家計の認識



注：財政危機の定義として、「政府の債務返済能力に対する信認が低下し、国債金利が上昇、利払いが困難になる事態」と提示した上で回答を求めた。
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(23年10月28・29日)

図表2-33 減税・給付金の実施に対する評価（財政危機意識別）

	【減税】			
	適切	拡充すべき	縮小すべき	実施すべきではない
財政危機意識特に強い人	29	29	8	33
それ以外	35	29	11	26
	【給付金】			
	適切	拡充すべき	縮小すべき	実施すべきではない
財政危機意識特に強い人	27	20	12	41
それ以外	32	19	17	32

注：財政危機意識が特に強い人は、図表2-32の設定で「今後10年以内に財政危機に陥る」と見込んだ回答者。
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(23年10月28・29日)

図表 2-34 日本経済予測の総括表

(単位：10億円、%)

	年度				年度 (前年比)				
	2021 実績	2022 実績	2023 予測	2024 予測	2021 実績	2022 実績	2023 予測	2024 予測	
名目	国内総生産 (= GDP)	551,334	562,309	590,550	608,299	2.5%	2.0%	5.0%	3.0%
	民間最終消費支出	296,299	312,744	321,332	332,786	2.7%	5.6%	2.7%	3.6%
	民間住宅投資	21,322	21,684	21,927	21,981	6.9%	1.7%	1.1%	0.2%
	民間企業設備	90,603	97,276	100,477	103,979	5.0%	7.4%	3.3%	3.5%
	民間在庫品増加	1,114	2,593	1,330	1,171	***	***	***	***
	政府最終消費支出	118,968	121,470	122,947	124,178	4.5%	2.1%	1.2%	1.0%
	公的固定資本形成	29,807	30,170	31,388	32,766	▲3.3%	1.2%	4.0%	4.4%
	公的在庫品増加	▲90	▲242	▲34	86	***	***	***	***
	財貨・サービス純輸出	▲6,690	▲23,386	▲8,823	▲8,655	***	***	***	***
	財貨・サービス輸出	103,819	122,795	128,776	130,240	23.0%	18.3%	4.9%	1.1%
財貨・サービス輸入	110,508	146,181	137,599	138,894	30.3%	32.3%	▲5.9%	0.9%	
実質	国内総生産 (= GDP)	541,621	548,706	557,381	563,394	2.6%	1.3%	1.6%	1.1%
	民間最終消費支出	288,664	295,746	295,641	299,570	1.5%	2.5%	▲0.0%	1.3%
	民間住宅投資	18,807	18,202	18,562	18,523	▲0.6%	▲3.2%	2.0%	▲0.2%
	民間企業設備	87,667	90,326	90,911	93,165	2.3%	3.0%	0.6%	2.5%
	民間在庫品増加	1,192	2,252	1,158	1,162	***	***	***	***
	政府最終消費支出	117,815	118,632	119,162	119,721	3.4%	0.7%	0.4%	0.5%
	公的固定資本形成	27,559	26,669	27,213	28,176	▲6.5%	▲3.2%	2.0%	3.5%
	公的在庫品増加	▲67	▲104	▲24	▲19	***	***	***	***
	財貨・サービス純輸出	464	▲2,364	3,927	2,379	***	***	***	***
	財貨・サービス輸出	103,857	108,501	111,957	113,722	12.4%	4.5%	3.2%	1.6%
財貨・サービス輸入	103,392	110,866	108,029	111,343	7.2%	7.2%	▲2.6%	3.1%	
指数	鉱工業生産指数	105.2	104.9	104.7	107.4	5.5%	▲0.3%	▲0.2%	2.6%
	国内企業物価指数	107.0	117.2	120.0	122.1	7.1%	9.5%	2.4%	1.7%
	消費者物価指数 (生鮮除く総合)	99.9	103.0	105.9	108.5	0.1%	3.0%	2.9%	2.4%
	GDPデフレーター	101.8	102.5	106.0	108.0	▲0.1%	0.7%	3.4%	1.9%
	完全失業率	2.8%	2.6%	2.6%	2.4%	***	***	***	***
	新設住宅着工戸数 (万戸)	86.6	86.1	79.7	78.8	6.6%	▲0.6%	▲7.4%	▲1.1%
	対外バランス	経常収支 (10億円)	20,096	8,268	20,360	18,416	***	***	***
貿易・サービス収支		▲6,431	▲23,389	▲12,725	▲14,659	***	***	***	***
貿易収支		▲1,543	▲18,028	▲7,777	▲8,962	***	***	***	***
輸出		85,637	99,675	99,831	99,828	25.3%	16.4%	0.2%	▲0.0%
輸入		87,180	117,703	107,608	108,790	35.0%	35.0%	▲8.6%	1.1%
サービス収支		▲4,888	▲5,362	▲4,949	▲5,697	***	***	***	***
通関収支戻 (10億円)		▲5,669	▲22,035	▲10,812	▲11,221	***	***	***	***
通関輸出	85,874	99,225	100,227	100,459	23.6%	15.5%	1.0%	0.2%	
通関輸入	91,543	121,260	111,039	111,679	33.7%	32.5%	▲8.4%	0.6%	
為替等	国債10年物利回り	0.09%	0.30%	0.69%	1.13%	***	***	***	***
	日経平均株価	28,385	27,277	31,730	33,875	16.0%	▲3.9%	16.3%	6.8%
	原油価格 (WTI、ドル/バレル)	77.3	89.8	81.5	80.0	82.3%	16.2%	▲9.2%	▲1.9%
	円/ドル レート	112.4	135.5	144.0	135.8	***	***	***	***
	ドル/ユーロ レート	1.162	1.042	1.089	1.100	***	***	***	***
円/ユーロ レート	130.5	141.0	156.9	149.3	***	***	***	***	

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