政策・経済センター 堂本 健太 北川 諒 田中 嵩大

(1) 日本経済の現況

2四半期ぶりのプラス成長、景気は踊り場を抜け持ち直しの動き

24年4-6月期の実質GDPは、季調済前期比年率+3.1%とプラス成長に転じた。需要項目別にみると、民間最終消費(季調済前期比+1.0%)が自動車生産・出荷再開の押し上げもあり、5四半期ぶりにプラスに転じたほか、民間企業設備投資(同+0.9%)もプラスに転じており、景気持ち直しの動きがみられる。

(2) 日本経済の先行き

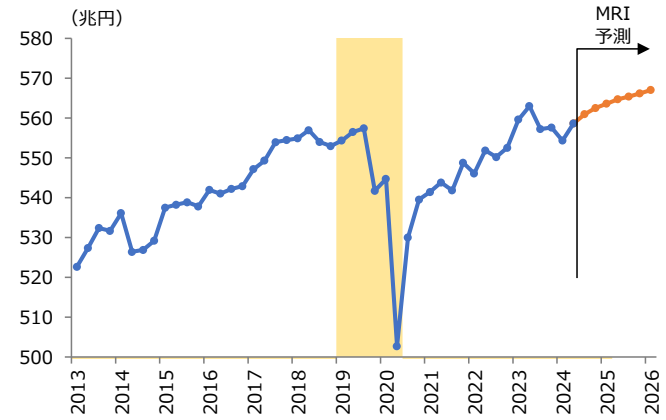
実質賃金プラス定着を背景に、緩やかな景気回復を見込む

先行きは、内需を中心とした底堅い成長が続くと予測する。24年春闘を受け名目賃金の伸びは高まっており、6月に前年比プラスに転じた実質賃金は、先行きもプラス圏で定着する見込みである。個人消費は、実質賃金の回復に加えて6月以降の定額減税の下支えもあり、緩やかに持ち直すだろう。企業の設備投資は、デジタル化・脱炭素・サプライチェーン強靱化に向けた取り組みや人手不足対応などを背景に、拡大傾向が続くだろう。輸出は、インバウンド需要の拡大や半導体サイクルの好転などから増加傾向を維持するとみる。実質GDP成長率は、24年度前年比+0.6%、25年度同+0.8%と予測する(ともに前回7月時点[1]から変更なし)。

消費者物価指数(生鮮食品を除く総合、以下「コアCPI」)は、24年度前年比+2.6%、25年度同+2.1%と予測する。目先はエネルギー負担軽減策の影響による振れが予想される。趨勢としては、既往の円安による押し上げ効果が徐々に剥落するなか、賃金上昇がサービス価格の伸び率を押し上げることで、コアCPIの伸び率は25年度後半にかけて2%程度に収れんするだろう。日本銀行は、25年半ばにかけて政策金利を0.75%まで引き上げると予測する。

図表2-1 日本の実質GDP見通し

年度ベース (前年比%)	実績 2022	実績 2023	予測 2024	予測 2025
実質GDP	1.6	0.8	0.6	0.8
民間最終消費	2.7	▲0.6	0.9	1.0
民間住宅投資	▲3.3	0.3	▲1.6	▲0.8
民間企業設備投資	4.1	0.3	2.8	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	0.5	0.4
公的固定資本形成	▲6.1	0.7	2.3	2.1
財・サービス 純輸出(寄与)	▲0.5	1.4	▲0.3	▲0.2
財・サービス 輸出	4.9	2.8	0.9	1.7
財・サービス 輸入	7.3	▲3.2	2.5	2.8
名目GDP	2.5	4.9	3.2	2.9
消費者物価(生鮮除く総合)	3.0	2.8	2.6	2.1



		実績 2023 1-3	4-6	7-9	10-12	2024 1-3	4-6	予測 7-9	10-12	2025 1-3	4-6	7-9	10-12	2026 1-3
実質GDP	前期比	1.3%	0.6%	-1.0%	0.1%	-0.6%	0.8%	0.4%	0.3%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.2%
	前期比年率	5.2%	2.4%	-4.0%	0.3%	-2.3%	3.1%	1.7%	1.1%	0.8%	0.8%	0.5%	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

「想定外」の材料で荒れる金融市場、株価・為替は乱高下

8月に入り、金融市場の変動が大きくなっており、実体経済に及ぼす影響にも懸念が広がっている。日経平均株価は、8月1~5日の3営業日で7,500円超の下落と過去最大の落ち込みとなった後に反発と、乱高下している(図表2-2)。この背景として、①米国景気後退懸念の高まり、②急ピッチの円高進行があるとみられる。

①について、発端となった7月の米雇用統計の悪化は特殊要因の影響を含んでおり、米国の景気・雇用環境は底堅さを維持している(P.20、米国経済参照)。米FRBの利下げ観測が急速に進んだが、軟調な経済指標の公表が続いたことに対して、金融市場が過剰反応した模様である。新たな経済指標の公表に伴い、米国が緩やかな景気減速(ソフトランディング)の過程にあるとの認識が、金融市場で徐々に広がっていくだろう。

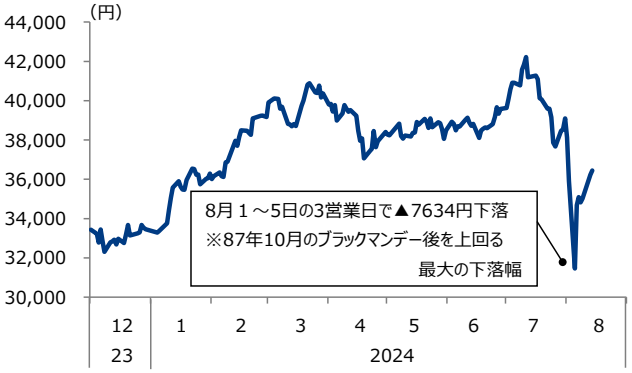
[1] 日本:GDP(2024 年 1-3 月期、臨時改定) ― 建設統計訂正の影響で下振れ、当社 24 年度見通しを下方修正

Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.

②について、為替レートが7月以降に円高傾向に転じるなか、日銀7月会合におけるタカ派的な情報発信が円高傾向を加速させた。さらに、①における米FRBの利下げ観測の高まりが重なる形で、内外金融政策の方向性の違いが鮮明になり、円高傾向に拍車がかかった。4月以降に急速に進んでいた円安が巻き戻されたことで、日本株も大幅に調整された。円高による業績下振れ懸念はあるものの、TOPIXの株価収益率は過去平均を大きく下回っており(図表2-3)、株価下落は一部の投機的な動きに主導されている側面が大きい。米景気の先行きに対する悲観的な見方が後退すれば、日本株は緩やかな上昇傾向に復するとみる。

上述のとおり、株価・為替の大幅調整は、金融市場が従来想定していなかった短期的な材料によって増幅されているとみられ、投資家のポジション調整一巡後は落ち着きを取り戻すとみられる。ただし、海外経済の先行きの不透明感は強く(P.5、総論を参照)、数カ月単位で値動きの荒い展開が続くことも予想される。

図表 2-2 日経平均株価



注:直近は、24年8月14日。
出所:Bloombergより三菱総合研究所作成

図表 2-3 株価収益率(TOPIX)



注:直近は8月14日時点。
予想PER=株価/12カ月先予想EPS(一株当たり利益)
シラーPER=株価/インフレ調整済み過去10年平均EPS
出所:Bloomberg、総務省「消費者物価指数」より三菱総合研究所作成

金融市場の不確実性は高いものの、景気予測の前提とする金融・商品市況の想定は次のとおりである。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0.75%pt・25年0.75%pt)を織り込み、円安是正を想定する。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38,000円、25年度末41,000円と想定する。

以上を踏まえて、今次見通しのポイントは次の3点である。第一に、実質賃金の前年比プラスが定着し、消費が持続的な回復に向かうか(注目点①賃金上昇から消費への波及)。第二に、企業の生産性上昇によって実質賃金の持続的な上昇が実現するか(注目点②生産性向上に向けた環境変化)。第三に、賃金・物価の上昇定着を受けて、今後の日銀金融政策と為替相場がどうなるか(注目点③物価・金融政策と為替相場の展望)。

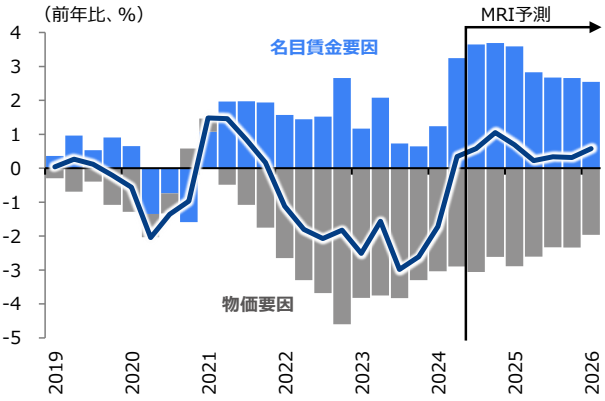
注目点① 賃金上昇から消費への波及 ― 実質賃金プラス転換から、個人消費は緩やかに持ち直しへ

実質賃金は名目賃金上昇の加速に牽引され、7－9月期以降もプラス継続

物価の影響を考慮した実質賃金は、前年比マイナス圏で推移してきたが、24年6月、27カ月ぶりにプラスに転じた。単月の伸び率に振れはあるものの、24年7-9月期以降も、ならしてみれば前年比プラスで定着すると予測する(図表2-4)。その背景には、コストプッシュの物価上昇圧力が徐々に緩和するなか、名目賃金上昇率が一段と拡大することがある。

実際、名目賃金の伸び率拡大傾向が鮮明である。フルタイムの名目所定内給与(共通事業所ベース)は、6月前年比+2.7%となり、パートタイム労働者の時間当たり給与も高い伸びが続いている。

図表 2-4 一人当たり実質賃金



注:四半期毎。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

Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.

先行きを展望すると、名目賃金上昇率は一段と高まるだろう。その背景として、①24年春闘の結果反映余地、②小規模企業の賃上げ、③最低賃金の引き上げ、が挙げられる。

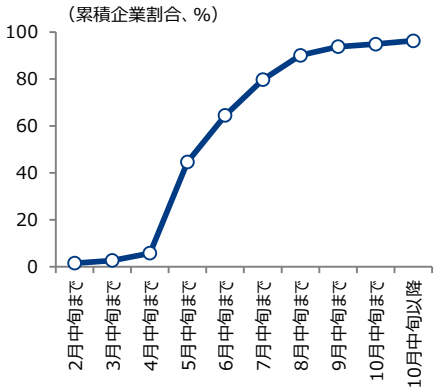
①について、6月時点の賃金に賃金改定の結果が反映されている企業は全体の6～8割程度であり、7～8月頃までは24年春闘の結果を受けた賃金上昇率の拡大が続くだろう(図表2-5)。

②について、春闘の影響が及びにくい小規模企業でも賃上げ拡大の兆しがある。ナウキャスト社「HRog賃金Now」によると、5～29人の小規模企業において、毎月勤労統計の平均賃金に先行するとされる募集賃金の伸び率が拡大傾向にある(図表2-6)。人手不足感は規模の小さい企業ほど強く、人材確保に対する危機感から賃金を引き上げる動きが広がっているとみられる。

③について、最低賃金の引き上げは、パートタイム労働者を中心に賃金の底上げにつながる。7月末の中央最低賃金審議会の小委員会では24年度の最低賃金(全国加重平均)を1,054円と現在から5.1%引き上げる案が提示された(図表2-7)。事業所規模30人未満の企業では、最低賃金の影響率(改定後の最低賃金を下回る労働者割合)は2割以上に高まっており、10月の改定時期に向けて時給引き上げの動きが強まるだろう。

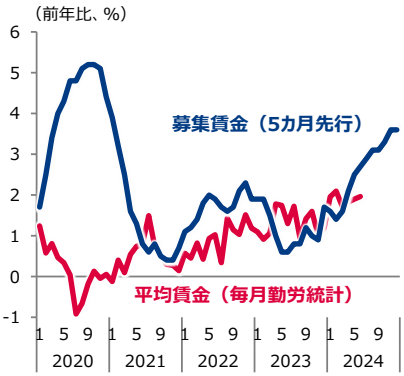
25年も名目賃金上昇率は高い伸びを維持するとみる。賃上げ率(定期昇給とベースアップの合計)は、今年に比べてやや鈍化するものの、前年比+4%台半ばの高い伸びが続くだろう。その背景として、企業の人手不足感が強いことが大きい。雇用人員判断DIは、91年以来の水準にある。また、企業の生産性改善に向けた取り組みが進みつつあり(注目点②後述)、賃上げの原資となる収益も改善傾向が続くと予想される。

図表 2-5 賃金改定の初回支給時期



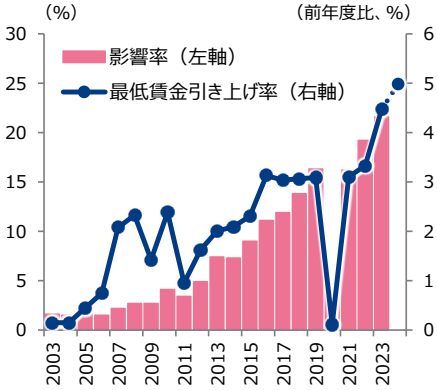
注:23年調査。対象は常用労働者100人以上の企業。
出所:厚生労働省「賃金引上げ等の実態に関する調査」より三菱総合研究所作成

図表 2-6 小規模企業の賃金上昇率



注:5～29人規模。平均賃金は一般労働者の所定内給与、募集賃金は正社員の月給または年収。募集賃金の直近は24年7月。
出所:厚生労働省「毎月勤労統計調査」、株式会社ナウキャスト「HRog賃金Now」より三菱総合研究所作成

図表 2-7 最低賃金の影響率と引き上げ率



注:事業所規模30人未満(製造業は100人未満)が集計対象。24年度の引き上げ率は、7月の中央最低賃金審議会の小委員会で提示された目安。影響率は、改正後の最低賃金額を下回ることになる労働者の割合。
出所:厚生労働省「最低賃金に関する基礎調査」より三菱総合研究所作成

個人消費は5四半期ぶりのプラス、一時的要因も下支え

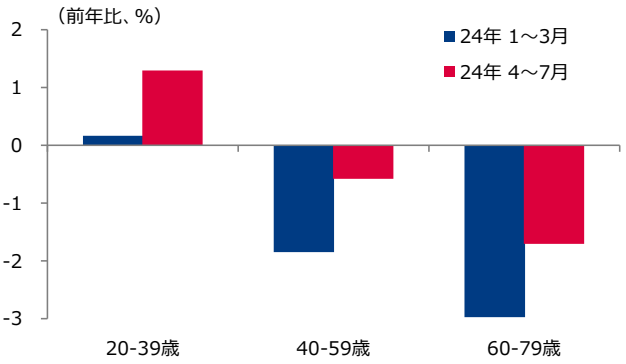
個人消費は、下げ止まりの兆しがみられる。24年4-6月期の実質民間最終消費支出は季調済前期比+1.0%と、5四半期ぶりのプラスに転じ、自動車生産・出荷再開の影響を除いても底打ちしている。ナウキャスト社のデータによると、クレジットカード使用額から試算した実質個人消費は、4月以降若年層を中心に持ち直している(図表2-8)。これらの背景として、実質賃金が上向きつつあることに加えて、所得税・住民税の定額減税(6月以降実施)といった一時的要因があるとみる。

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によると、定額減税の受取金額のうち消費に充てる割合(限界消費性向)は4～5割程度となった(図表2-9)。特に低所得世帯ほど消費に充てる割合が高く、購買力を下支えするとみられる。もっとも、その使途は物価高対応(図表2-9■)が大部分を占めており、消費を持続的に押し上げる効果は限定的だろう。

なお、昨年末以降の株価上昇を受け、資産保有額が大きい高所得世帯・高齢者世帯を中心に資産効果も消費押し上げに影響した可能性がある。ただし、24年8月以降、金融市場は不安定な動きをみせており、当面は消費の押し上げ効果は見込みがたい。

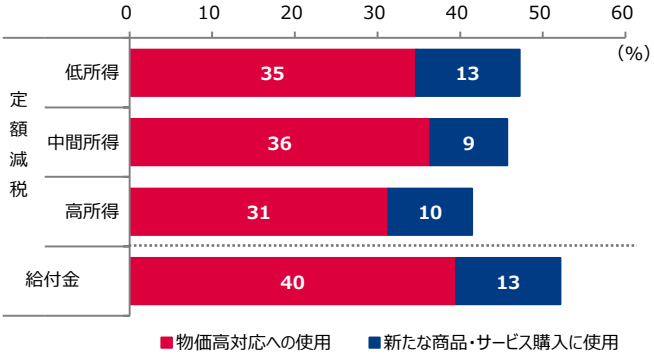
Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.

図表 2-8　年代別実質個人消費
（クレジットカード利用額に基づく試算値）



注：消費者物価指数の帰属家賃を除く総合指数により実質化。7 月は月前半まで。
出所：ナウキャスト/JCB「JCB 消費 NOW」、総務省「消費者物価指数」より三菱総合研究所作成

図表 2-9　定額減税・給付金のうち、
消費に向かう割合（MRI 調査）



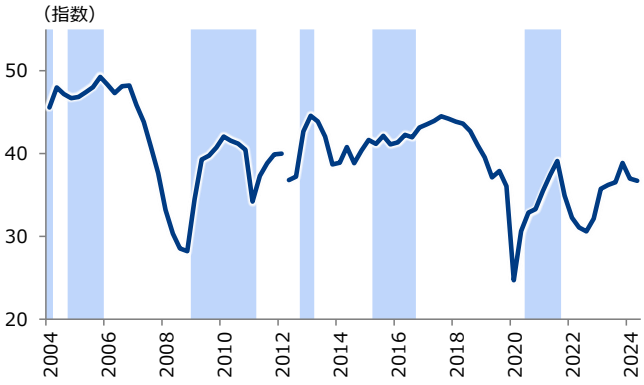
注：低所得は世帯所得 300 万円未満、高所得は 900 万円以上。集計対象者は 2,884 人。
出所：三菱総合研究所「生活者市場予測システム（mif）」アンケート（24 年 7 月22－25日実施）

個人消費は緩やかな持ち直しへ、実質賃金改善の効果が徐々に顕在化

先行きの個人消費は緩やかに持ち直し、24年度前年比+0.9%、25年度同+1.0%と予測する。実質賃金のプラス定着を起点に家計の節約志向が緩和するとみる。実質賃金のプラスが続いている局面において、消費者マインドは改善傾向にある（図表2-10）。消費者マインドは、物価高を背景に持ち直しの動きが足踏みしているものの、実質賃金のプラス定着とともに改善に向かうとみる。

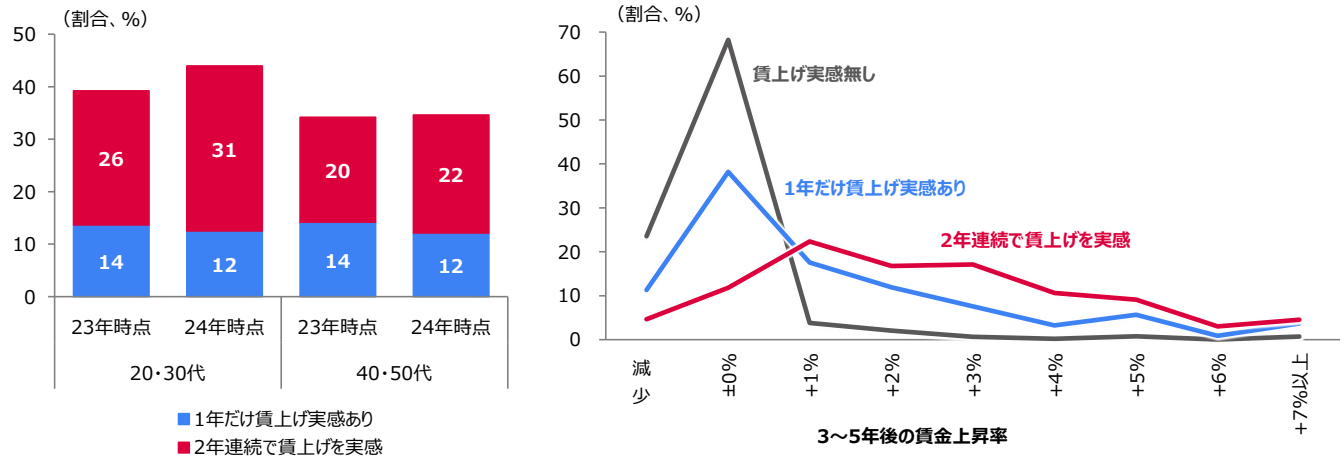
一時的ではなく、恒常的な所得改善期待の高まりは、消費の回復を後押しする。賃上げを実感している労働者は20・30代を中心に徐々に増加しており、賃上げを実感した労働者ほど中長期的に賃金の上昇を見込む傾向がある（図表2-11）。将来の賃金は大きく変わらないという意識は変化しつつあるとみられ、必要以上の節約志向も緩和に向かうことが期待される。

図表 2-10　消費者マインド（消費者態度指数）



注：直近は24年7月。青色の網掛けは実質賃金（一般労働者の所定内給与ベース）が2四半期以上連続してプラスの時期。12年6月以前は調査手法が異なるため、連続していない。
出所：内閣府「消費動向調査」、厚生労働省「毎月勤労統計調査」、総務省「消費者物価指数」より三菱総合研究所作成

図表 2-11　賃上げ実感の変化（左）と3～5 年後の賃上げ予想（右）



注：左図は賃上げ実感について、23 年 7 月調査と 24 年 7 月調査を比較。右図は 24 年 7 月調査で賃金実感・見通しを回答した労働者（24 年 3,773 人）を対象に集計。
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 7 月 22-25日実施）

Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.

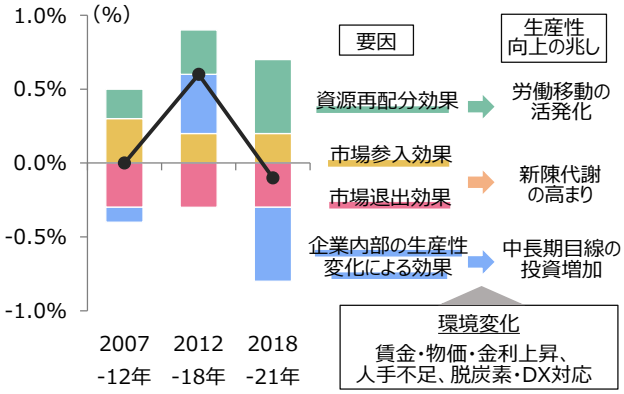
注目点② 生産性向上に向けた環境変化 ―― 環境変化がミクロ・マクロの生産性改善を後押し

実質賃金プラス定着に向け、生産性向上の兆しあり

実質賃金の増加ペースは、生産性に連動することが知られている。日本の生産性上昇率は0%台であるため、実質賃金も緩やかな増加ペースが続くと見込まれるが、生産性向上の兆しがみられることは好材料だ。

金・深尾・権・池内(2023)に基づくと、日本の全要素生産性(TFP)の伸び率は、企業内部の生産性変化による効果(■)、市場退出効果(■)、市場参入効果(■)、資源再配分効果(■)、の4要素に大別される(図表2-12)。18-21年平均については、19年の消費税増税やコロナ危機の影響が個別企業の生産性を押し下げ、TFPの伸び率はマイナスに転じたと分析されている。しかし、22年以降に伸び率はプラスに転じたと当社はみている。以下で詳述するとおり、近年の経済環境変化が追い風となり、生産性を引き上げる方向に作用し始めていると考えられるためである。

図表 2-12 全要素生産性(TFP)伸び率の要因分解



注:上記「資源再配分効果」は、原論文では更にいくつかの要素に分割されているが、中小企業庁の整理に倣い上記の4要素とした。
出所:図表部分は、金・深尾・権・池内(2023)「新型コロナウイルス感染症流行下の企業間資源再配分:企業ミクロデータによる生産性動学分析」より三菱総合研究所作成

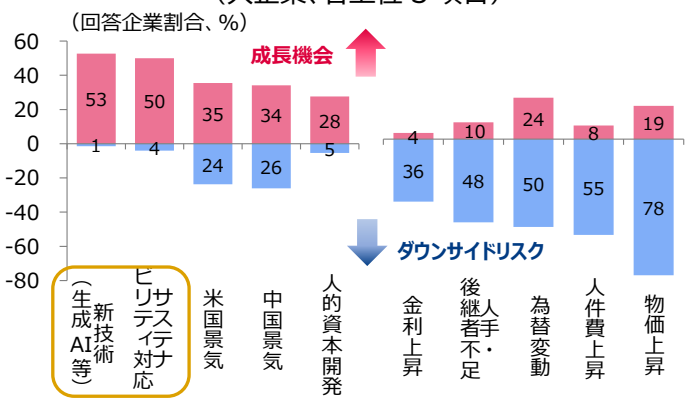
②-1 企業内部の生産性変化(図表2-12 ■):企業の設備投資拡大姿勢が鮮明に

個別企業の生産性は、設備投資の拡大により改善に向かうとみる。24年4-6月期の実質民間企業設備投資は、季調済前期比+0.9%と2四半期ぶりに増加した。先行きも、24年度前年比+2.8%、25年度同+2.1%と堅調に増加すると見込む。企業を取り巻く環境変化が設備投資を促すとみる。

大企業では、デジタル化や脱炭素に向けた世界的な潮流を踏まえ、中長期的に設備投資拡大が続くだろう。日本政策投資銀行の調査によれば、多くの企業が「新技術(生成AI等)」や「サステナビリティ対応」を成長機会と捉え(図表2-13)、半導体やEV関連、再エネ技術を筆頭に堅調な設備投資計画が確認できる。

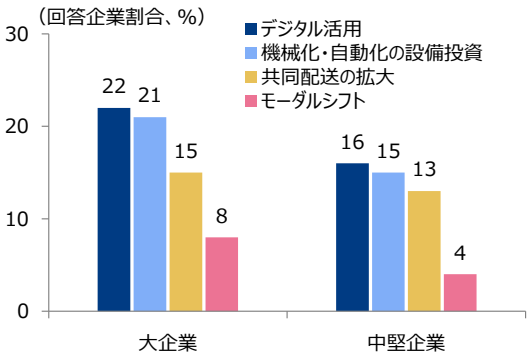
他方、ダウンサイドリスクに対応するための設備投資もみられる。例えば、「物流2024年問題(自動車運転業務における時間外労働時間規制適用により懸念される物流停滞やコスト増など)」に過半数が何らかの対応を進めており、なかでも「デジタル活用」や「機械化・自動化の設備投資」をあげる企業が多い(図表2-14)。

図表 2-13 事業成長機会・ダウンサイドリスクとなる外的要因
(大企業、各上位5項目)



注:全産業。30項目の外的要因の中から、5つまでの複数回答。
出所:日本政策投資銀行「全国設備投資計画調査」より三菱総合研究所作成

図表 2-14 「物流 2024 年問題」への対応



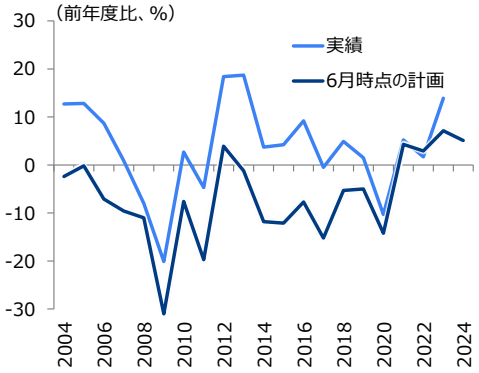
注:3つまでの複数回答。「対応しない」を除いて回答割合の高い4項目。
出所:日本政策投資銀行「全国設備投資計画調査」より三菱総合研究所作成

中小企業でも投資拡大が見込まれる。日銀短観(24年6月調査)の24年度設備投資計画(ソフトウェアを含み土地投資を除く)は、前年度比+5.1%と23年に次いで過去2番目の高い伸びである。中小企業では年度末に向けて投資計画が上方修正される傾向があり、24年度も高水準での着地が予想される(図表2-15)。

特に、人手不足と人件費増加が業務効率化のインセンティブとなり、省力化投資が促されるだろう。労働政策研究・研修機構の調査によると、中小企業では23年の最低賃金引き上げに対して、「人員配置や作業方法の改善による業務効率化」や「労働力節約のための設備の導入・拡大」といった対応が進んだ。その結果、「労働者の1時間当たりの生産や売上が伸びた」との回答割合は4割以上と従来に比べて高まった(図表2-16)。構造的な人手不足に起因する賃金上昇圧力が続くなか、こうした取り組みが一段と進むだろう。

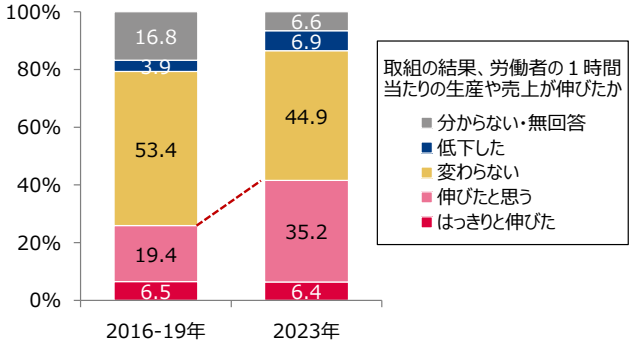
Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.

図表 2-15 中小企業の設備投資



注:ソフトウェアを含み、土地投資額を含まない。
出所:日本銀行「短観」より三菱総合研究所作成

図表 2-16 最低賃金引上げに対する取組の効果(中小企業)



注:最低賃金引上げに対して取組を行ったことがある企業を対象に集計。
出所:労働政策研究・研修機構「最低賃金の引上げと企業行動に関する調査」(厚生労働省「令和6年度中央最低賃金審議会目安に関する小委員会(第1回) 参考資料No.1」に掲載)より三菱総合研究所作成

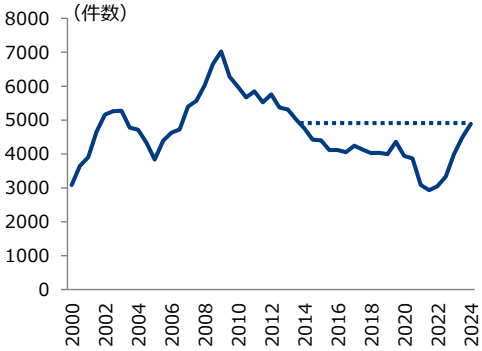
企業収益の改善も、設備投資の下支え要因となる。価格転嫁の進展に加え、個人消費の持ち直しが追い風となる。7月以降、為替が円高方向で推移していること(後述)は、中小企業にとってコスト増圧力の緩和につながるだろう。一方で、販売に占める輸出割合の高い大企業・製造業では、円建て利益が圧迫される可能性はある。ただし、当社の予測する24年度下期の為替レート(140円/ドル)は、輸出企業(大企業)の想定(日銀短観(24年6月調査)で142.56円)と大きなかい離はなく、大幅な業績悪化・投資抑制にはつながらないとみる。

②-2 市場退出効果(図表2-12 ■):賃金上昇や金利上昇が生産性の低い企業の退出を促す

日本経済において市場退出効果は、生産性の下押しに作用し続けてきた。これは、生産性の高い企業が廃業や吸収合併等で退出する一方、生産性の低い企業が市場に残り続けたことを意味する。しかし、こうした構造を可能にしていた「賃金・物価・金利の0%均衡」は変わりつつある。

先行きは、賃金・物価が緩やかに上昇するなか、生産性の低い企業の退出が進むとみる。実際、帝国データバンクの集計によると、24年上半期の倒産企業数は14年以来の高い水準まで増加した(図表2-17)。そのうち、物価高倒産は過去最高を大幅に更新するなど、原材料価格や人件費の増加を補うだけの売上増・利益率向上が実現できない中小・零細企業を中心に倒産事例が増加している模様だ。

図表 2-17 企業倒産件数



注:半期データ。破線は24年上半期の水準。
出所:帝国データバンク「全国企業倒産集計」より三菱総合研究所作成

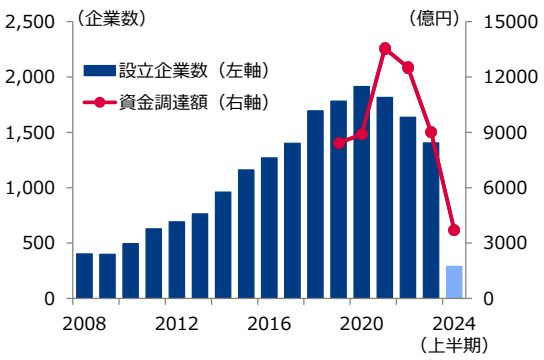
今後は国内金利の緩やかな上昇が見込まれ、企業の利払い費の増加も市場からの退出を促す圧力になる。既に「ゼロゼロ融資」の返済が困難な企業の倒産が増加しているが、ゾンビ企業の退出が一層進むだろう。倒産による失業の増加は懸念されるが、人手不足感が強いことに鑑みると、悪影響の長期化には至らないとみる。

②-3 市場参入効果(図表2-12 ■):金融環境の引き締まりで調整局面も、政府による環境整備が進む

新規企業の参入では、スタートアップ(以下、SU)市場の調整が続いている。国内SU設立数・資金調達額は、世界的に緩和的な金融環境であった20-22年をピークに減少傾向にあり、24年上半期も前年を下回る水準となった(図表2-18)。もっとも、脱炭素関連などの成長分野には資金流入が続いているほか、23年度の大学発ベンチャーの企業数・増加数は過去最高となるなど、前向きな動きもみられる。

先行きも国内金利の上昇に伴い、当面は調整が続くと予想されるが、環境整備が進んでいることは追い風だ。岸田政権は22年の「スタートアップ5カ年計画」の中で、SUを「新しい資本主義」の要と位置付け、各種支援を進めている。27年までに「ユニコーン企業100社創出」といった目標には距離があるが、産学官連携によるエコシステム形成など、適切な支援が行われば、イノベーションの牽引役となることが期待できる。

図表 2-18 国内 SU 設立数・資金調達額



注:新しい技術やビジネスモデルを通じてイノベーションを起こそうとしているスタートアップ(SU)が対象。新しいデータほど遡及的に上方修正される傾向がある。
出所:STARTUP DBより三菱総合研究所作成

Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.

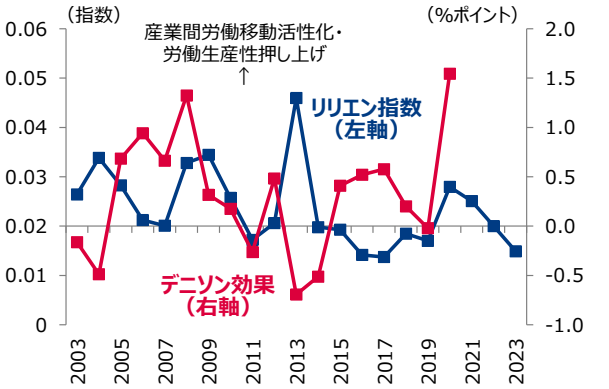
②-4 資源再配分効果(図表2-12 ■):高賃金を求めて成長産業への労働移動が増加するかが焦点

資源再配分効果は、一貫して生産性の押し上げに作用してきた。その理由として、生産性の高い企業が産業内でのシェアを伸ばしてきたことが大きいと指摘されている。マクロの生産性向上のためには、生産性の高い企業や産業に資源が集まることが重要だが障壁もある。日本能率協会の調査によると、主要企業の経営者が直面する経営課題として、「人材の強化」との回答が最多となった。更なる生産性向上のために、労働市場の流動化を進め、人材配置の最適化を図る必要がある。

この点について、労働市場の流動性は近年高まりつつある。「より良い条件の仕事を探すため」に前職を離職した転職者数は23年に過去最高を更新し、転職等希望者数も高水準にある。労働移動が活発になることで、生産性の高い企業に人材が集まり、さらなる事業拡大につながる好循環が期待できる。

ただし、異なる産業への労働移動が低調な点は今後の課題だ。産業間労働移動の活性度を示すリリエン指数は、コロナ危機で労働移動が起きた20年に一時高まったものの、その後低下傾向にある。労働移動が労働生産性に与える影響を示すデニソン効果も20年に高まったが、その後は低下が予想される(図表2-19)。個人のリスキリングに対する政府支援も強化されており、産業を跨いだ労働移動につながるかが焦点である。

図表 2-19 産業間労働移動の活性度・生産性押し上げ効果



注:リリエン指数は各産業と産業全体の雇用変動の乖離を集計した指数。デニソン効果は各産業の労働投入シェアの変化がマクロの労働生産性変化に与える効果を算出したもの。
出所:EU KLEMS、総務省「労働力調査」より三菱総合研究所作成

注目点③ 物価・金融政策と為替相場の展望 —— 国内外金融政策の方向性の違いが円安是正に作用

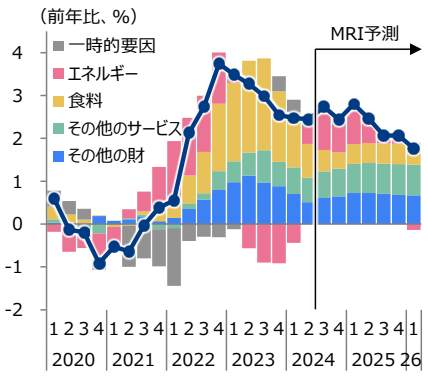
コアCPIは+2%以上の伸びが続く、サービス価格の伸び鈍化は一時的

コアCPIの伸び率は、24年6月まで27カ月連続で前年比+2%以上と高止まりしている。当面、2%以上の伸びが続くものの、年内は政策要因による変動が大きくなる見込みである。24年7～8月は同+3%程度まで高まるが、電気代・ガス代軽減策が24年9～11月分に再び反映されることで、一時同+2%程度まで鈍化すると予想する。ガソリン補助金についても年内は継続方針が示されており、これらのエネルギー負担軽減策は7～12月のコアCPIを平時に比べて平均▲0.4%pt程度押し下げると試算される。

既往の円安の影響など、コストプッシュの物価上昇圧力が鈍化することで、コア CPI の伸び率は趨勢としては鈍化し、24 年度前年比+2.6%、25 年度+2.1%と予測する(図表 2-20)。エネルギー負担軽減策の延長・再開を踏まえて、前回 5 月見通し(24 年度同+2.8%、25 年度+2.0%)から修正したものの、+2%程度の伸びに収れんするとの見方は不変である。

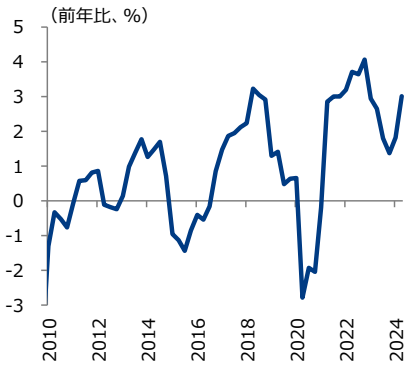
サービス価格の伸び率は年初以降鈍化傾向にあるものの、賃金上昇率の高まりを受けて再度拡大する見通しである。先行するサービス業の投入コストの伸び率は、鈍化傾向に歯止めがかかりつつある(図表 2-21)。年度初め(4 月時点)のサービス価格の改定割合についても、高水準が維持されている(図表 2-22)。

図表 2-20 コア CPI



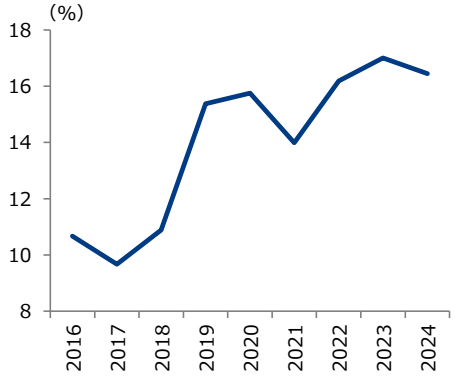
注:ガソリン補助金は、現行の枠組みが続いた後 24 年 12 月に補助額が半減し、24 年末で終了と想定。一時的要因は、消費税増税・幼児教育無償化、携帯電話通信料値下げ、宿泊料支援制度、24 年外国パック旅行費の経年上昇分の影響を合算。
出所:総務省「消費者物価指数」より三菱総合研究所作成

図表 2-21 サービス業の投入コスト



注:運輸・郵便、情報通信、教育・研究、医療・福祉、対事業所サービス、対個人サービスを対象として算出。
出所:総務省「消費者物価指数」「産業連関表」、日本銀行「企業物価指数」「企業向けサービス価格指数」、内閣府「国民経済計算」より三菱総合研究所作成

図表 2-22 サービス価格改定割合



注:公共料金を除く。前月から品目別の平均価格が変化(セールを除く)した都市の割合。4 月時点。
出所:総務省「小売物価統計調査」より三菱総合研究所作成

Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.

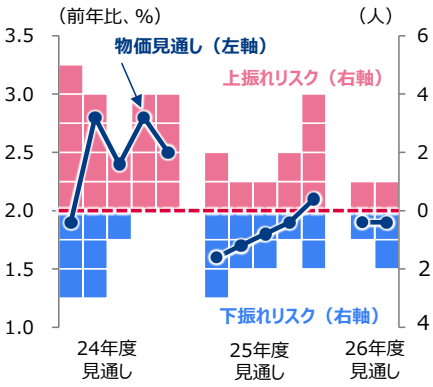
物価上振れリスクも踏まえ、日本銀行は追加利上げを実施

日本銀行は、7月の金融政策決定会合において、政策金利（無担保コールレート翌日物）の誘導水準を「0～0.1%程度」から「0.25%程度」に引き上げた。その背景として、物価・経済情勢が2%の物価安定目標に沿って推移していることに加え、円安進行に伴う輸入物価の上昇が物価上振れにつながるリスクへの懸念も挙げられた。同日公表の展望レポートでは、25年度の物価見通しについて、上振れリスクが大きいと考える政策委員が増加していることが確認された（図表2-23）。

先行きの政策金利について、24年末もしくは25年初に0.50%、25年半ばには0.75%に引き上げられると予測する。植田総裁は7月会合後の記者会見にて、現在の政策金利水準について「中立金利の不確実な範囲よりはかなり下にある」と言及し、複数回の利上げ余地がある旨を示唆した。当社は緩やかな景気回復と+2%以上の物価の伸びが続くとみており、金融緩和の度合いを緩やかに調整することが適切と判断するだろう。

25年半ば以降、政策金利引き上げについて様子見姿勢を見込む。中立金利に近づくにつれて、利上げの経済への影響を見極める必要性も高まる。金融市場が織り込む2年後の政策金利の水準は、7月会合前後に0.75%程度で推移した後、金融市場の混乱を受けて急低下しており（図表2-24）、不確実性が高い様子がうかがえる。

図表 2-23　政策委員の物価見通し



注：政策委員が予想するコアCPI中央値を、直近5回の展望レポートの物価見通しについて集計。26年度見通しは直近2回分の見通し。
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 2-24　金融市場が織り込む2年後の政策金利水準



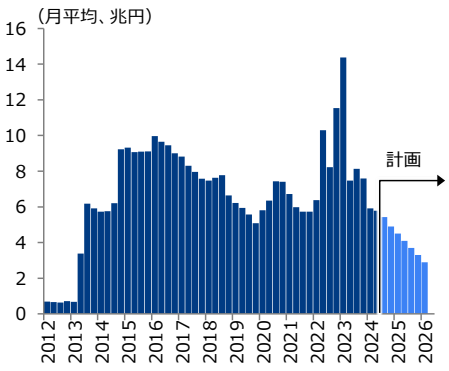
注：直近は8月14日時点。2年先1カ月物フォワード金利。
出所：Bloombergより三菱総合研究所作成

国債買い入れ額は半減、日銀の国債保有割合は緩やかに低下へ

7月会合では、国債買い入れ額の減額計画も決定された。四半期ごとに4,000億円程度ずつ減額し、26年1-3月に2.9兆円程度とする計画である（図表2-25）。これにより、長期金利の形成は一段と金融市場に委ねられる度合いが強まる。

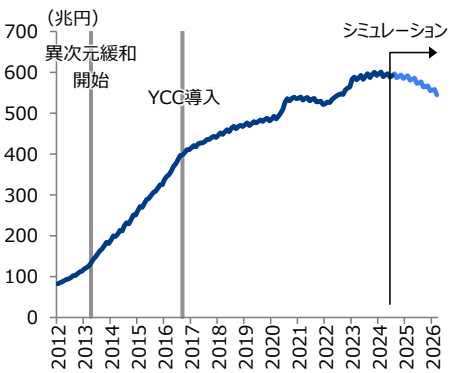
長期金利の上昇圧力は緩やかなものにとどまるとみる。先行研究（長田、中澤（2024）「大規模国債買入れのもとでのわが国の長期金利形成」など）では、買い入れ額のフロー以上に、国債保有残高などストックの影響が大きいことが示されている。日本銀行の保有国債残高は、25年度末にかけて50兆円程度減少するものの、高水準を維持すると試算される（図表2-26）。一定の仮定の下、先行きの日本銀行の国債保有割合を試算すると、23年度末の53%から25年度末に40%台半ばまで低下するが（図表2-27）、日本銀行の保有割合は依然として大きく、長期金利の抑制圧力として当面は影響が残るだろう。

図表 2-25　日銀の国債買い入れ額



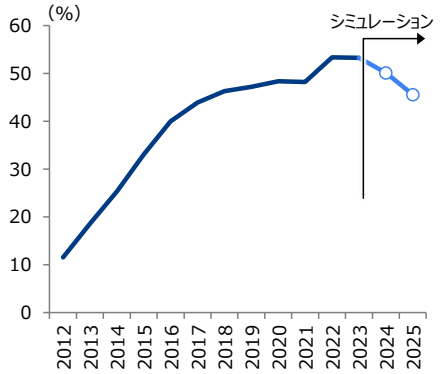
注：四半期平均。18年Q2以降はオファー日ベース、それ以前は実行日ベース。
出所：日本銀行「オペレーション」より三菱総合研究所作成

図表 2-26　日銀の保有国債残高



注：国庫短期証券を除く簿価ベース。24年8月以降の買い入れ額の年限別割合は同等と仮定。
出所：日本銀行「日本銀行が保有する国債の銘柄別残高」「国債便覧」「日本銀行勘定」「金融市場調節方針の変更および長期国債買入れの減額計画の決定について」「長期国債買入れ（利回り・価格入札方式）の予定（2024年8～9月）」より三菱総合研究所作成

図表 2-27　日銀の国債保有割合



注：年度末時点。国庫短期証券を除く時価ベース。24～25年度の国債発行額は、24年度発行予定額と同額と想定し試算。
出所：日本銀行「日本銀行勘定」「国債便覧」「資金循環統計」、財務省「国債の償還予定額」より三菱総合研究所作成

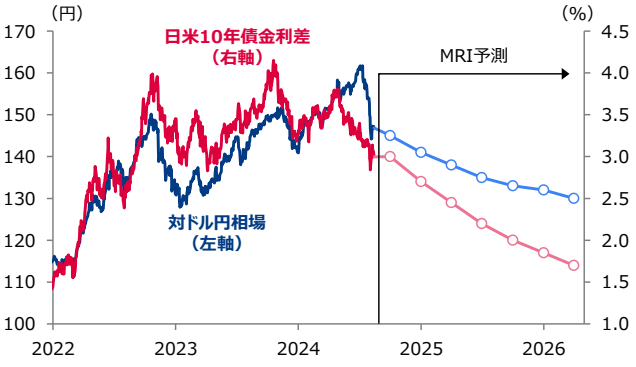
Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.

内外金利差縮小から円安是正が継続も、為替安定・購買力向上には生産性上昇が不可欠

日銀7月会合におけるタカ派的な情報発信や米雇用統計などを発端とする米景気後退懸念の高まりを受け、金融市場では荒い値動きがみられるが、為替レートは内外金利差と概ね連動している。先行き日銀の利上げ、米国FRBの利下げにより内外金利差は縮小傾向をたどるとみられ、為替相場は対ドルで24年度末140円程度、25年度末130円程度に上昇すると予測する(図表2-28)。

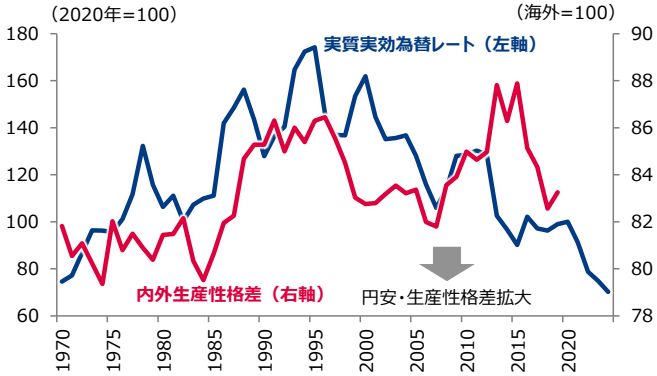
昨今の円安進行は内外金利差の拡大を主因としているが、日本経済の構造的な弱さを反映している側面もあり、為替相場の安定のためには生産性を高める取り組みが欠かせない。海外と比較した相対的な生産性は1990年以降一進一退の推移にとどまっており、日本円の総合的な購買力を示す実質実効為替レートは低下傾向が鮮明である(図表2-29)。貿易赤字の定着やデジタル赤字の拡大など日本の稼ぐ力が趨勢的に低下していることも材料視され、投機的な円売りが拡大していた可能性も否定できない。金利差拡大の背景として、日本経済・物価の弱さが低金利からの脱却を妨げ続けてきたという点も大きい。

図表 2-28 日米金利差と為替相場



注:実績は8月13日時点。予測は四半期末。予測期間について、米国の通商政策などの大幅な変更は想定していない。
出所:Bloombergより三菱総合研究所作成

図表 2-29 内外生産性格差と実質実効為替レート



注:直近値は、実質実効為替レート24年1-6月平均、内外生産性格差19年。内外生産性格差は、全要素生産性について42カ国の加重平均と日本の比により算出。
出所:日本銀行「実効為替レート」、財務省「貿易統計」、BIS、Feenstra, Robert C, Robert Inklaar and Marcel P. Timmer (2015), "The Next Generation of the Penn World Table"より三菱総合研究所作成

(3) 日本経済の先行きリスク ―― 金融市場の変動、海外の政策動向について、不確実性大

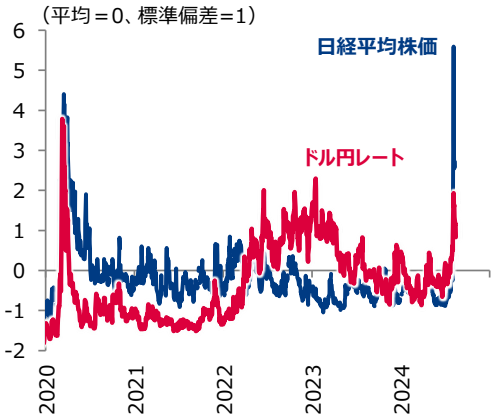
先行きの景気見通しについて、金融市場の不確実性が高まっている点に留意が必要である。日本株・ドル円の予想変動率を示す指標は一時急上昇した(図表2-30)。特に急激な円高や株安の長期化は、家計・企業への悪影響が大きい。

急激な円高要因として、円キャリートレードの巻き戻し・ポジション反転が挙げられる。世界金融危機時のように、金融市場に対するショックを契機として急激な円高を引き起こす可能性がある。その場合、輸出比率の高い大企業を中心に収益が圧迫され、設備投資の抑制要因となる。

株安の長期化要因として、米景気後退を起点とするリスクオフ相場への転換があげられる。米国が景気後退入りすれば、国内外株価は下落傾向を強めるだろう。その場合、家計の保有資産の減価がマインド悪化・個人消費の抑制につながる恐れがある。また、米国向け輸出減少を通じて、企業業績が悪化する経路もある。

さらに、海外の政策の不確実性が高まっている点にも留意が必要である。特に米国では、大統領選挙後に政策方針が転換する可能性がある。トランプ前大統領は、追加関税の実施やエネルギー政策の修正を掲げており、実現した場合は日本の貿易・投資方針も修正を迫られるだろう。こうした不確実性は、企業の投資様子見姿勢につながり得る。また、政策の不確実性の高まりは、金融市場の変動を増幅させる要因にもなり得る。

図表 2-30 日経平均株価とドル円レートの予想変動率



注:直近は8月14日時点。オプション価格に基づき算出されており、金融市場参加者の1カ月先の予想変動率を示す。
出所:Bloombergより三菱総合研究所作成

Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.

図表2-31 日本経済予測の総括表

（単位：10億円、%）

		年度				年度（前年比）			
		2022 実績	2023 実績	2024 予測	2025 予測	2022 実績	2023 実績	2024 予測	2025 予測
名目	国内総生産（＝GDP）	568,649	596,457	615,641	633,776	2.5%	4.9%	3.2%	2.9%
	民間最終消費支出	315,906	322,857	333,599	343,518	5.9%	2.2%	3.3%	3.0%
	民間住宅投資	21,859	21,902	22,148	22,243	1.7%	0.2%	1.1%	0.4%
	民間企業設備	98,738	102,421	108,410	112,874	8.5%	3.7%	5.8%	4.1%
	民間在庫品増加	3,610	1,942	1,439	1,143	***	***	***	***
	政府最終消費支出	122,094	122,962	124,890	126,967	2.8%	0.7%	1.6%	1.7%
	公的固定資本形成	29,278	30,352	31,857	32,963	▲1.7%	3.7%	5.0%	3.5%
	公的在庫品増加	▲ 64	▲ 57	574	888	***	***	***	***
	財貨・サービス純輸出	▲ 22,772	▲ 5,921	▲ 7,275	▲ 6,819	***	***	***	***
	財貨・サービス輸出	123,431	131,852	137,605	137,701	18.9%	6.8%	4.4%	0.1%
	財貨・サービス輸入	146,203	137,774	144,879	144,521	32.3%	▲ 5.8%	5.2%	▲ 0.2%
実質	国内総生産（＝GDP）	553,680	558,152	561,545	565,933	1.6%	0.8%	0.6%	0.8%
	民間最終消費支出	298,222	296,416	299,026	301,894	2.7%	▲ 0.6%	0.9%	1.0%
	民間住宅投資	18,337	18,391	18,102	17,955	▲ 3.3%	0.3%	▲ 1.6%	▲ 0.8%
	民間企業設備	91,652	91,963	94,553	96,531	4.1%	0.3%	2.8%	2.1%
	民間在庫品増加	3,020	1,847	1,205	1,105	***	***	***	***
	政府最終消費支出	119,373	118,829	119,424	119,887	1.4%	▲ 0.5%	0.5%	0.4%
	公的固定資本形成	25,877	26,059	26,670	27,223	▲ 6.1%	0.7%	2.3%	2.1%
	公的在庫品増加	37	▲ 18	▲ 1	▲ 1	***	***	***	***
	財貨・サービス純輸出	▲ 2,103	4,493	2,788	1,562	***	***	***	***
	財貨・サービス輸出	108,950	112,024	112,984	114,890	4.9%	2.8%	0.9%	1.7%
	財貨・サービス輸入	111,053	107,532	110,196	113,328	7.3%	▲ 3.2%	2.5%	2.8%

		年度				年度（前年比）			
		2022 実績	2023 実績	2024 予測	2025 予測	2022 実績	2023 実績	2024 予測	2025 予測
指数	鉱工業生産指数	104.9	102.9	105.6	109.5	▲ 0.3%	▲ 1.9%	2.6%	3.7%
	国内企業物価指数	117.2	119.9	122.8	125.1	9.5%	2.3%	2.4%	1.8%
	消費者物価指数（生鮮除く総合）	103.0	105.9	108.6	110.9	3.0%	2.8%	2.6%	2.1%
	GDPデフレーター	102.7	106.9	109.6	112.0	0.9%	4.0%	2.6%	2.1%
	完全失業率	2.6%	2.6%	2.6%	2.5%	***	***	***	***
	新設住宅着工戸数（万戸）	86.1	80.0	79.1	77.8	▲ 0.6%	▲ 7.0%	▲ 1.2%	▲ 1.6%
対外バランス	経常収支（10億円）	9,079	25,087	25,426	22,523	***	***	***	***
	貿易・サービス収支	▲23,177	▲6,335	▲8,173	▲7,210	***	***	***	***
	貿易収支	▲17,787	▲3,738	▲4,441	▲3,080	***	***	***	***
	輸出	99,739	101,936	105,358	107,061	16.4%	2.2%	3.4%	1.6%
	輸入	117,525	105,673	109,799	110,140	34.8%	▲ 10.1%	3.9%	0.3%
	サービス収支	▲5,390	▲2,597	▲3,731	▲4,131	***	***	***	***
	通関収支尻（10億円）	▲22,058	▲5,881	▲5,337	▲4,972	***	***	***	***
	通関輸出	99,223	102,898	107,125	107,202	15.5%	3.7%	4.1%	0.1%
	通関輸入	121,281	108,779	112,462	112,174	32.5%	▲ 10.3%	3.4%	▲ 0.3%
為替等	無担保コール翌日物金利（年度末）	-0.02%	0.08%	0.50%	0.75%	***	***	***	***
	国債10年物利回り	0.30%	0.62%	1.06%	1.45%	***	***	***	***
	日経平均株価	27,277	33,275	37,681	40,125	▲ 3.9%	22.0%	13.2%	6.5%
	原油価格（WTI、ドル／バレル）	89.8	77.9	80.2	80.0	16.1%	▲ 13.2%	2.9%	▲ 0.3%
	円／ドル　レート	135.5	144.6	146.0	133.3	***	***	***	***
	ドル／ユーロ　レート	1.042	1.085	1.083	1.085	***	***	***	***
	円／ユーロ　レート	141.0	156.8	158.0	144.6	***	***	***	***

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

Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.