

日本経済見通し

調査部 国内経済グループ長 井上 肇
調査部 研究員 北辻 宗幹

目 次

1. 現状:景気は緩やかに持ち直し
2. 見通し
 - (1) GDP:景気は回復
 - (2) 家計:ウィズコロナの浸透でサービス消費を中心に回復
 - (3) 企業:高水準の収益に支えられ、設備投資は堅調に推移
 - (4) 外需:財輸出は当面伸び悩むも、インバウンド需要が回復
 - (5) 物価:輸入インフレからホームメイド・インフレへ
3. リスク:円安・資源高の一段の進行によるスタグフレーション
4. 提言
 - (1) 円安・資源高への耐性強化
 - (2) 金利上昇に備えた財政運営

要 約

足元の日本経済は緩やかに持ち直している。先行きもリバウンド需要に支えられ、底堅い成長が続く見通しである。賃金と物価も緩やかに上昇すると予想する。

家計部門では、ウィズコロナの生活様式が浸透していくことで、コロナ禍で抑制されてきた外食や旅行などのサービス消費が回復する見込みである。物価高が家計の購買力を下押ししているものの、コロナ禍で蓄積された過剰貯蓄や政府の物価高対策、賃金上昇が個人消費を下支えする見通しである。

企業部門では、コロナ禍で見送られてきた設備投資を再開する動きが本格化するほか、デジタル化関連や環境関連などコロナ後を見据えた投資も拡大する見込みである。高水準の企業収益が設備投資を下支えする。

海外経済の減速を背景に財輸出は当面伸び悩むものの、水際対策の緩和に伴い、インバウンド需要は回復に向かう見通しである。訪日外国人数は緩やかに回復するほか、円安の影響で一人当たり消費額も増加する。

消費者物価の上昇率は、2023年後半にかけて1%程度へ低下した後、2024年にかけて1%台後半へ上昇する見通しである。円安・資源高の一服に伴い、輸入インフレは落ち着くものの、賃金上昇を伴うホームメイド・インフレ圧力が強まると予想する。2024年に金融政策の正常化が開始され、その第一歩として長期金利の許容変動幅が拡大するとみる。

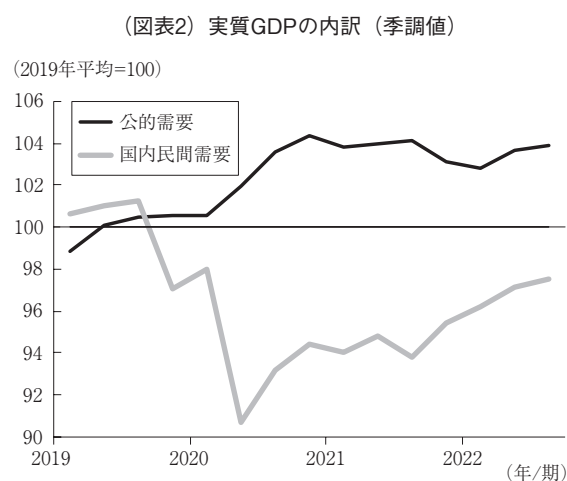
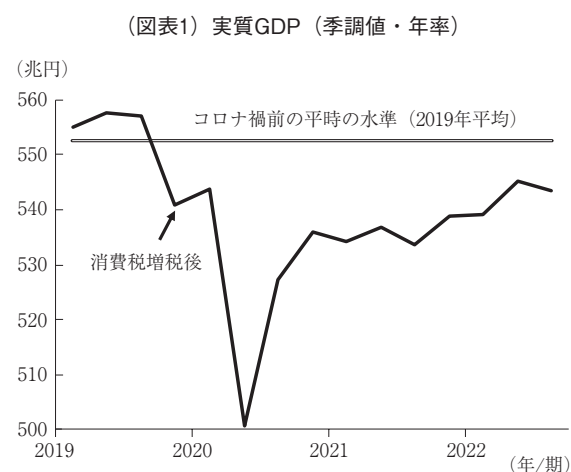
リスクシナリオとして、円安・資源高が一段と進行した場合、海外への所得流出が増加する可能性に注意が必要である。企業サイドでは、収益が圧迫されることで設備投資や賃上げ意欲が減退するほか、物価高と賃金の低迷で家計の購買力も低下し、景気は大幅に下振れする恐れがある。

円安・資源高による海外への所得流出を防ぐためには、エネルギー資源の輸入依存度を低下させる取り組みが必要となる。円安メリットを享受するために、インバウンド需要に対応するための体制強化も課題となる。物価上昇を上回る賃上げを実現していくためには、労働生産性を引き上げる施策が不可欠である。金融政策の正常化に伴う金利上昇に備えて、財政規律を取り戻すことも求められる。

1. 現状:景気は緩やかに持ち直し

日本経済は緩やかに持ち直している。2022年7～9月期の実質GDPは4四半期ぶりに前期比マイナスとなったものの、これはサービス輸入の一時的な急増が主因であり、最終需要は4四半期連続のプラスとなった。個人消費は、夏場に新型コロナの感染が拡大したものの、コロナとの共存を図る「ウィズコロナ」の生活様式が浸透するなかで、サービス関連を中心に底堅く推移した。また、高水準の企業収益などを背景に、設備投資も増勢を維持した。さらに、世界的な供給制約の緩和に伴い、輸出も自動車や資本財関連を中心に増加した。

もっとも、経済活動の本格的な正常化は道半ばである。実質GDPは新型コロナ流行直前の2019年10～12月期の水準を回復しているものの、消費税増税の影響を均した2019年平均の水準には届いていない（図表1）。また、これまでの経済の回復は公的需要に偏っており、国内民需の回復は遅れている（図表2）。PCR検査やワクチン接種などを含め、政府の支出増加で景気を下支えしてきた面が強い。コロナ禍で繰り返されてきた行動制限の影響が経済の回復を遅らせてきたといえる。



2022年10月以降は景気の持ち直しが鮮明になっている。10月には旅行支援策の対象が全国に広げられたことなども追い風となり、外食、旅行などコロナ禍で落ち込んだ対面型サービスの消費が回復に向かっている。

2. 見通し

(1) GDP:景気は回復

欧米諸国よりも経済活動の正常化が遅れたことで、日本経済のリバウンド余地は依然として大きく、今後景気は回復する見通しである。実質GDP成長率は2022年度に+1.9%、2023年度に+1.5%、2024年度に+1.3%とゼロ%台の潜在成長率を上回り、経済全体の需要不足は徐々に縮小すると予想する（図表3）。ウィズコロナの生活様式の浸透や水際対策の緩和を背景に、インバウンドを含めたサービス需要が本格

(図表3) 日本経済の成長率、物価などの見通し

(前期比年率、%、%ポイント)

	2022年		2023年					2024年				2025年	2022年度	2023年度	2024年度
	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3				
	(実績)	(予測)											(予測)		
実質GDP	▲1.2	3.8	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1	1.2	1.4	1.4	1.4		1.9	1.5	1.3
個人消費	1.1	2.3	1.4	0.9	1.0	1.0	1.1	1.1	1.2	1.2	1.3		3.1	1.2	1.1
住宅投資	▲1.7	4.2	3.0	2.5	0.8	0.2	0.0	▲0.1	0.0	▲0.1	0.0		▲3.6	1.8	0.1
設備投資	6.3	3.6	3.3	3.1	3.0	3.0	2.0	2.4	2.8	2.8	2.5		3.9	3.3	2.6
在庫投資 (寄与度)	(▲0.3)	(▲0.2)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)		(0.1)	(▲0.0)	(0.0)
政府消費	0.0	0.2	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0		1.3	0.1	0.0
公共投資	4.9	3.0	2.0	1.6	1.4	1.2	1.2	1.0	0.6	0.6	0.6		▲2.1	1.9	0.9
公的在庫 (寄与度)	(▲0.0)	(▲0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)		(▲0.0)	(0.0)	(0.0)
輸出	7.9	4.0	2.2	2.2	1.8	2.0	2.4	3.4	3.8	4.2	4.4		4.9	2.7	3.2
輸入	22.6	▲5.0	2.8	2.0	1.8	1.6	2.0	2.6	2.6	2.8	3.0		6.9	2.3	2.3
国内民需 (寄与度)	(1.3)	(1.8)	(1.4)	(1.1)	(1.1)	(1.1)	(0.9)	(1.0)	(1.1)	(1.1)	(1.2)		(2.2)	(1.3)	(1.1)
官公需 (寄与度)	(0.2)	(0.2)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.0)	(0.0)	(0.0)		(0.2)	(0.1)	(0.1)
純輸出 (寄与度)	(▲3.9)	(2.3)	(▲0.2)	(▲0.0)	(▲0.1)	(0.0)	(0.0)	(0.1)	(0.2)	(0.2)	(0.2)		(▲0.5)	(0.0)	(0.1)

(前年同期比、%)

名目GDP	1.3	3.3	3.8	3.4	4.5	2.2	1.7	1.8	2.2	2.6	3.4		2.4	2.9	2.5
GDPデフレーター	▲0.5	1.4	1.4	2.0	2.5	0.9	0.5	0.6	1.0	1.3	2.0		0.5	1.4	1.2
消費者物価指数 (除く生鮮)	2.7	3.6	2.5	2.2	1.6	0.9	1.6	1.3	1.3	1.4	1.8		2.8	1.6	1.4
完全失業率 (%)	2.6	2.5	2.5	2.5	2.4	2.4	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3		2.6	2.4	2.3
円ドル相場 (円/ドル)	138	146	144	142	141	139	137	135	133	132	130		140	140	133
原油輸入価格 (ドル/バレル)	112	94	94	90	91	91	94	93	94	94	92		102	91	93

(資料) 内閣府、総務省を基に日本総合研究所作成

回復する見込みである。また、コロナ禍で見送られてきた企業の設備投資の再開の動きが続くほか、デジタル化や脱炭素化などのコロナ後を見据えた投資も拡大する見通しである。

このような見通しの大前提は、次の2点である。一つは、経済活動の正常化が順調に進むことである。足元で新型コロナ感染者数は再び増加に転じているが、重症者数は抑えられている。夏場の第7波でも、多くの感染者が出たものの、重症者数が限られたため、医療現場のひっ迫と行動制限の発動は回避された。今後も感染による経済への影響が小さいことを想定している。医療・ワクチン接種体制の整備や感染症の法的な扱いの見直しを含め、感染拡大が経済活動に影響しにくい社会の構築が求められる。

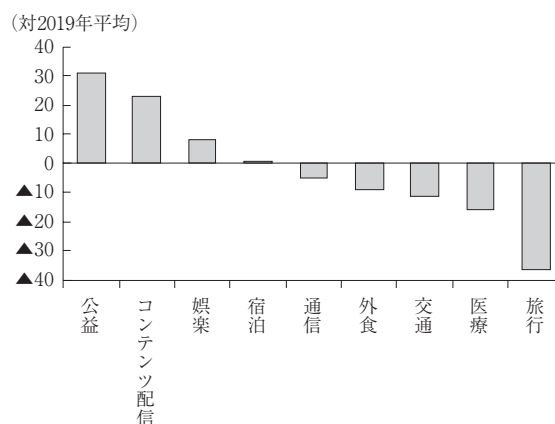
もう一つの重要な前提は、円安と資源高の一服である。アメリカでは、インフレが沈静化することで、利上げが打ち止めとなり、円安圧力が和らぐと想定している。資源価格は現行の水準で推移すると想定している。企業のコスト増加圧力が和らぐことで賃上げや投資の原資が確保されとともに、家計は物価高と賃金低迷による購買力の低下を回避すると予想している。

以下では、家計部門や企業部門、海外部門、物価の動向について子細にみていく。

(2) 家計:ウィズコロナの浸透でサービス消費を中心に回復

家計部門では、ウィズコロナの生活様式が一段と浸透していくことで、個人消費はサービス関連を中心に回復を続ける見通しである。個人消費の内訳をみると、財よりもサービス消費の回復が遅れており、なかでも旅行や交通、外食などの対面型サービス消費がコロナ前を大きく下回っている(図表4)。その分、今後の増加余地は大きいといえる。

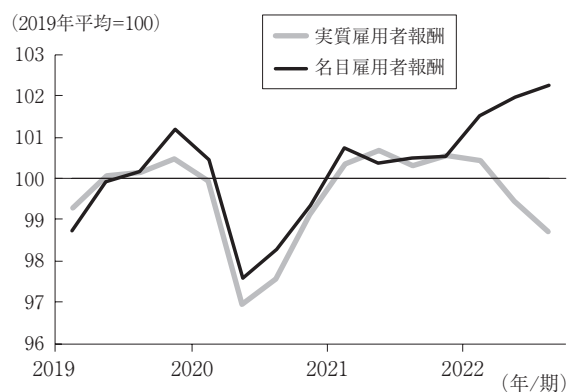
(図表4) サービス消費の内訳 (季調値、2022年10月)



(資料) JCB消費NOWを基に日本総合研究所作成

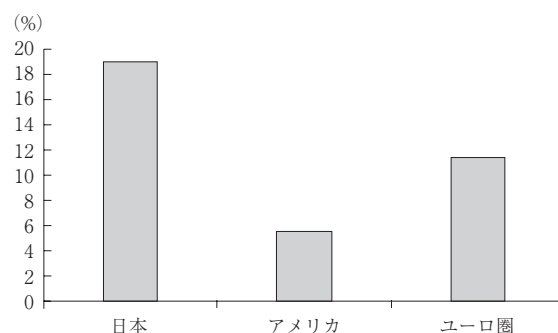
物価上昇が家計の購買力を下押ししているものの、当面はコロナ禍で蓄積された過剰貯蓄が消費の原資になると予想している。雇用者数の増加や緩やかな賃金上昇により、名目雇用者報酬は増勢を維持しているものの、物価上昇ペースに追いついておらず、2022年7～9月期の実質雇用者報酬は3四半期連続で減少している（図表5）。一方、コロナ禍における消費自粛や政府による給付金の支給などの経済対策によって、家計の貯蓄が蓄積されている。試算によれば、そうした過剰貯蓄額は所得対比でみて欧米諸国よりも多額にのぼる（図表6）。実質所得の減少が短期間で終了すれば、貯蓄の取り崩しによって、個人消費は増勢を維持すると考えられる。

(図表5) 雇用者報酬 (季調値)



(資料) 内閣府を基に日本総合研究所作成

(図表6) 家計の過剰貯蓄 (対可処分所得比、2022年4～6月期)



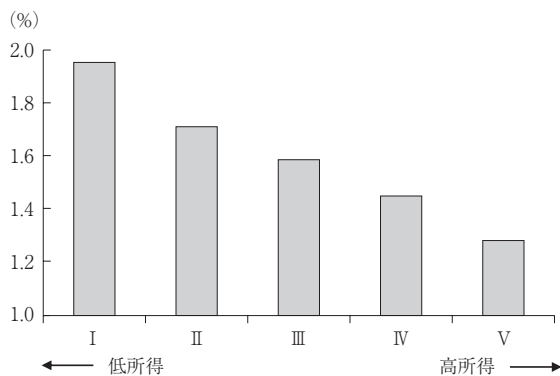
(資料) 内閣府、米商務省、欧州連合統計局を基に日本総合研究所作成

(注) 過剰貯蓄は、当該四半期の可処分所得×(2019年平均の消費性向－当該四半期の消費性向)で計算した貯蓄額の2020年1～3月期以降の累計。

低所得世帯では過剰貯蓄が少額にとどまるものの、政府の物価高対策が物価上昇による負担を軽減する見込みである。所得階層別にみると、光熱費や食料などの生活必需品が顕著に値上がりしていることを反映して、物価高の悪影響は低所得世帯ほど大きくなっている。試算によれば、2022年度の物価上昇

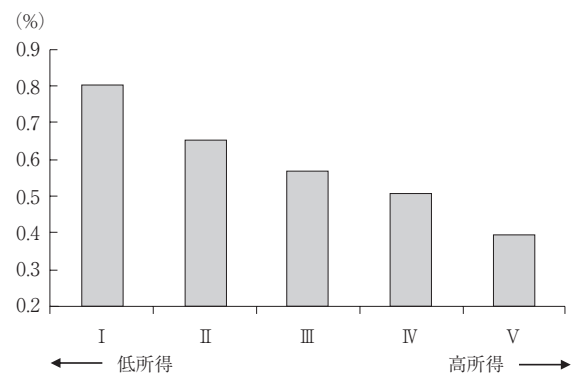
による負担増加額は、所得が最も低い階層で所得対比2%にのぼる（図表7）。これに対して、政府の物価高対策の恩恵は低所得世帯ほど大きい。2022年9月の「物価・賃金・生活総合対策」では、電力・ガス・食料品などの価格高騰による負担増を踏まえ、住民税非課税世帯などに対して、一世帯当たり5万円の臨時特別給付金が支給されることになった。また、10月に発表された「物価高克服・経済再生実現のための総合経済対策」では、2023年1月から9月まで電気代・都市ガス代の負担軽減策が盛り込まれた。電気代・都市ガス代の支援による負担軽減額は、所得が最も低い階層で所得対比0.8%程度と試算される（図表8）。

（図表7）物価上昇による家計の負担増加額
（2022年度、可処分所得対比）



（資料）総務省を基に日本総合研究所作成
（注）二人以上の勤労者世帯。日本総合研究所の消費者物価予測値を用いて試算。

（図表8）電気・都市ガス代負担軽減策の効果
（可処分所得対比）



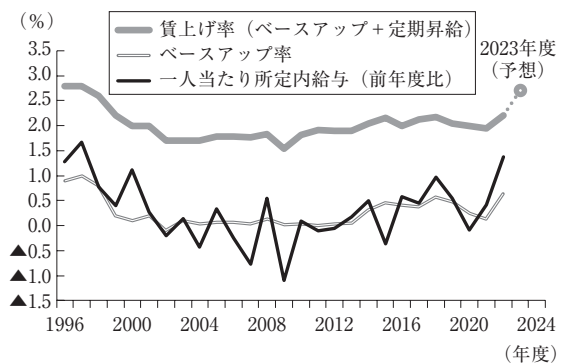
（資料）総務省を基に日本総合研究所作成
（注）二人以上の勤労者世帯。電気代、都市ガス代が2割引き下げられた場合の試算。

当面は、家計の過剰貯蓄や政府の物価高対策が家計の所得を補い、その後、賃金の上昇が個人消費を下支えするとみる。2023年度の春闘では、収益が好調で賃上げ余力のある大企業を中心にベアが実施されると見込む。定期昇給を含む賃上げ率は3%弱へ上昇すると予想する（図表9）。近年の定期昇給率が1%台半ばであることを踏まえると、ベースアップ率は1%台前半となる計算である。ただし、大企業に比べて業績が厳しい中小企業では、賃上げは限定的となる見込みである。

経済活動の正常化で人手不足感が強まるにつれて、賃上げ圧力はさらに高まっていく公算が大きい。失業率は足元の2.6%から2024年度に2.3%

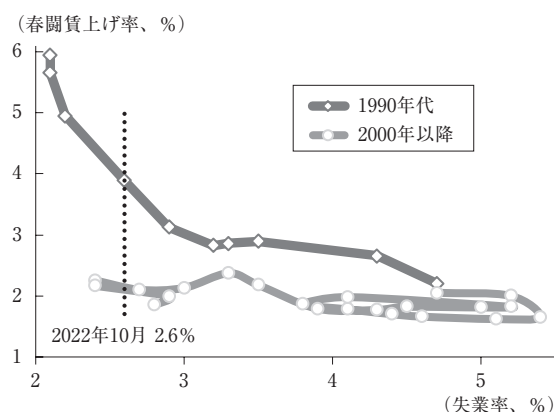
へ低下すると予想している。労働需給のひっ迫が賃上げにつながるという1990年代の関係が復活すれば、2024年度の春闘賃上げ率は4%近くに達すると予想される（図表10）。原材料高の一服で企業収益の押し下げ圧力が和らげば、大企業以上に人手不足が深刻な中小企業にも賃上げの動きが広がっていくとみる。

（図表9）所定内給与とベースアップ率



（資料）総務省、中央労働委員会、連合を基に日本総合研究所作成
（注1）賃上げ率は2021年度までは中央労働委員会、2022年度は連合の発表ベース。
（注2）所定内給与は30人以上の事業所の一般労働者。2022年度は4～9月の支給実績の前年の同期間対比。

(図表10) 失業率と春闘賃上げ率の関係

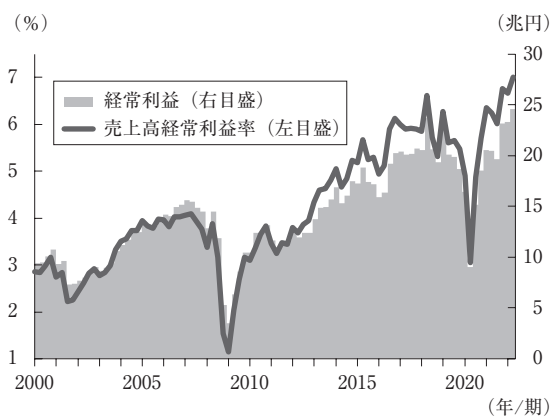


(資料) 総務省、厚生労働省を基に日本総合研究所作成
(注) 春闘賃上げ率は民間主要企業ベース。

(3) 企業：高水準の収益に支えられ、設備投資は堅調に推移

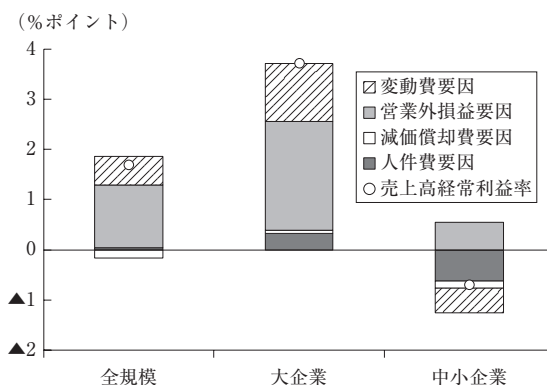
企業部門では、良好な収益環境が続いている。2022年4～6月期の全規模・全産業（金融・保険業を除く）の経常利益は24.6兆円、売上高経常利益率は7.0%と、ともに過去最高を記録している（図表11）。中小企業を中心に円安や資源高による原材料価格の高騰が収益を下押しした一方、大企業を中心に円安が海外子会社からの配当増を通じて営業外収益を押し上げている（図表12）。今後は円安と資源高が一服することでコスト増による収益下押し圧力が和らぐほか、サービス分野を中心とする経済活動の持ち直しが収益の改善に寄与し、全体として高水準の収益が続く見通しである。

(図表11) 経常利益と売上高経常利益率（季調値）



(資料) 財務省を基に日本総合研究所作成

(図表12) 売上高経常利益率の変化の要因分解（2019年同期差）



(資料) 財務省を基に日本総合研究所作成
(注) 2022年4～6月期の値。

また、企業が保有する現預金は大幅に積み上がっている。財務省の法人企業調査によると、現預金残高は、2022年4～6月期に241.6兆円とコロナ禍前と比べると39.7兆円増加している。西岡 [2021] では、コロナ禍で積み上がった現預金の大半は、投資機会のある産業で保有されており、これらの現預金が前

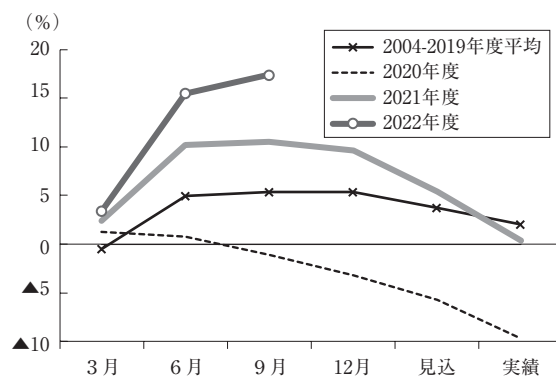
向きな成長投資に活用される可能性がある」と主張している。

こうした高水準の企業収益や現預金を原資に、設備投資は増加する見通しである。日銀短観によると、2022年度の設備投資計画（全規模・全産業）は前年度比+17.4%と、9月調査としては調査開始以来最高の伸びとなっており、企業の設備投資への積極的な姿勢がうかがわれる（図表13）。このうち、製造業は同+22.1%、非製造業は同+14.5%とともに投資を大幅に積み増す計画である。

投資需要が堅調な背景には、コロナ禍で先送りされた投資計画が実行されていることが挙げられる。さらに、今後はサービス消費やインバウンド需要の回復に伴い、これまで投資が控えられてきた対面型サービス業を中心に設備不足感が強まることで、設備投資は一段と増加することが見込まれる（図表14）。

企業はコロナ後を見据えた環境投資やデジタル投資にも積極的である。内閣府・財務省の法人企業景気予測調査によると、2022年度に環境対策の投資を重要視すると答えた大企業の割合は12.1%へと上昇しており、脱炭素化に向けた取り組みを本格化させつつある（図表15）。情報化投資についても、重要視すると答えた企業の割合が42.1%と高水準が続いており、デジタル・トランスフォーメーション（DX）を推進する企業も増加している。2021年度に導入されたカーボンニュートラル・DXに向けた投資促進税制などの政策が、企業の取り組みを後押ししている可能性もある。

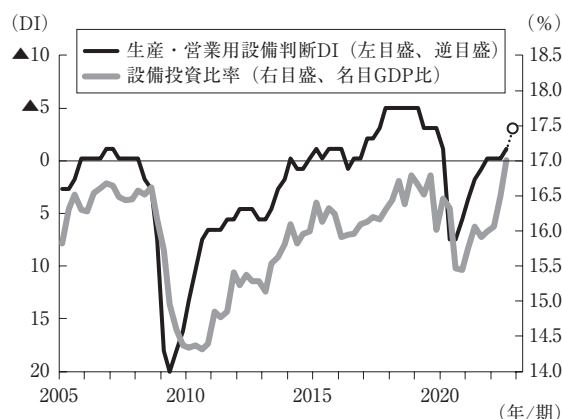
（図表13）設備投資計画の足取り（全規模、前年度比）



（資料）日本銀行

（注）ソフトウェアを含み、土地・研究開発投資を含まない。

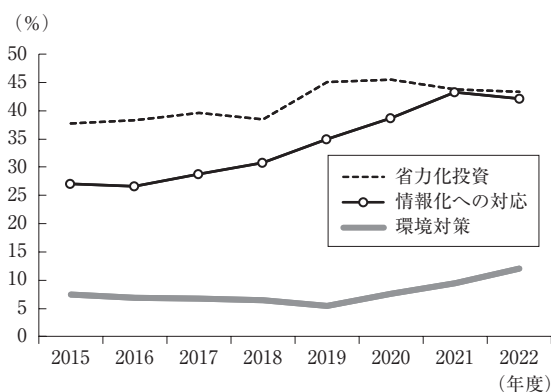
（図表14）企業の設備不足感と設備投資比率



（資料）内閣府、日本銀行を基に日本総合研究所作成

（注）設備判断DIの白抜きマーカーは、2022年9月調査での先行き。

（図表15）企業の設備投資スタンス（大企業・全産業）



（資料）内閣府、財務省

（注1）当年度の設備投資において重要視する項目についての設問。

（注2）複数回答による回答社数の構成比。

人手不足が深刻化すると、省人化投資が増加すると見込まれる。省人化投資を重要視する企業の割合は43.3%と、半数近くの大企業がすでに省人化投資を進めている。今後は女性や高齢者による追加的な労働供給の余地が乏しくなり、人手不足感が一段と強まると予想される。労働投入を節約するための自動化・合理化を目的とする投資需要が一段と増える見通しである。

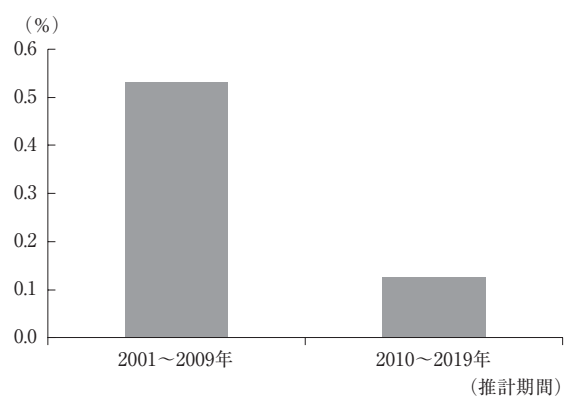
(4) 外需:財輸出は当面伸び悩むも、インバウンド需要が回復

外需面では、世界経済の減速を背景に2023年の財輸出は伸び悩むものの、世界経済が復調するにつれて財輸出の増勢が再び加速する見込みである。品目別にみると、パソコンやスマートフォン販売の不振で半導体需要が減退していることから、電子部品・デバイスの輸出は減少傾向が続くと考えられる。世界景気の減速を受けて設備稼働率が世界的に低下しており、資本財関連の輸出も当面弱含むと予想される。一方、供給制約の影響で高水準の受注残が積み上がっている自動車は、車載用半導体などの供給制約が徐々に解消に向かうことで増加する見込みである。

円安が輸出数量を押し上げる効果は低下している。コロナ禍前に比べると、日本円は実質実効ベースで2割以上減価しており、本来、円安が外貨建ての輸出価格引き下げを通じて輸出数量を増加させることが期待される。もっとも、北辻〔2022〕によれば、▲1%の円安が輸出数量を押し上げる効果は2010年代で+0.1%に過ぎず、2000年代の+0.5%の水準と比べて大きく低下している（図表16）。

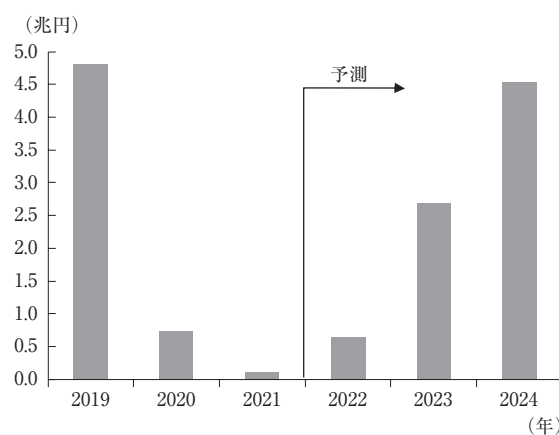
コロナ禍における水際対策の緩和などに伴い、インバウンド需要は回復する見込みである。2022年10月から入国者数の上限が撤廃されたほか、ツアー旅行だけでなく個人旅行も解禁された。新型コロナ流行前の2019年に4.8兆円にのぼった訪日外国人の旅行消費額は、2021年に1,200億円まで落ち込んだが、2023年に2.7兆円、2024年に4.5兆円まで増加すると予想する（図表17）。

（図表16）1%の円安に対する輸出数量の変化



（資料）北辻〔2022〕より抜粋

（図表17）訪日外国人の旅行消費額



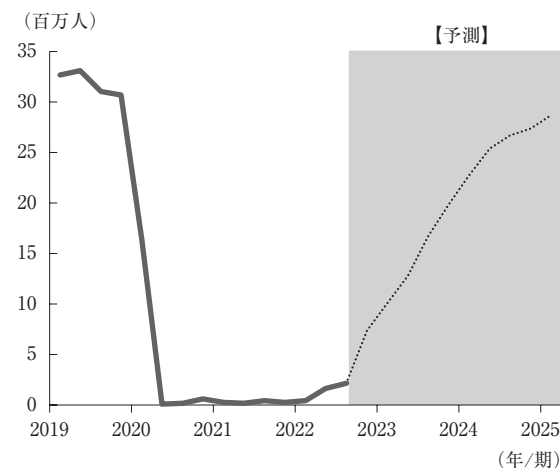
（資料）観光庁を基に日本総合研究所作成

訪日外国人数は、緩やかに回復する見通しである。コロナ前まで訪日外国人の3割以上を占めていた中国では、ゼロコロナ政策で海外渡航が制限されているため、中国人観光客がコロナ前まで回復するのは2025年以降になる見込みである。2024年の訪日外国人数は全体で約2,500万人と、2019年の約3,200万

人の8割程度の水準まで回復すると予想する（図表18）。

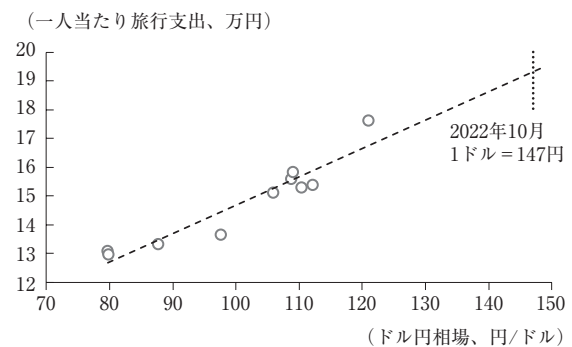
円安の影響で訪日外国人の一人当たり消費額は増加する見込みである。新型コロナ流行前と比べて円安が進行しているため、多くの外国人にとって日本の物価はかなり割安となっている。訪日外国人一人当たり消費額と為替レートとの関係を見ると、円安が進行するほど、一人当たり消費額が増加する傾向がみられる（図表19）。

（図表18）訪日外国人数（季調値・年率）



（資料）観光庁を基に日本総合研究所作成

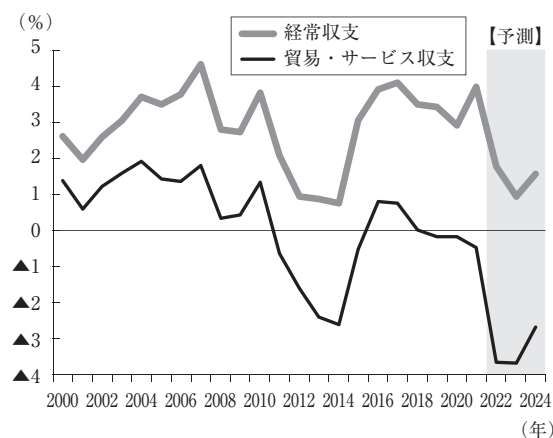
（図表19）為替レートと一人当たり旅行支出



（資料）観光庁、Bloomberg L.P.を基に日本総合研究所作成
（注）訪日外国人消費動向調査（暦年）における一人当たり旅行支出（一般客）とドル円相場の組み合わせをプロットしたもの。期間は2010年から2019年。

2024年にかけて経常収支の黒字幅は拡大していく見込みである。この背景として、①円安や資源高が一服し、エネルギー関連輸入の増勢が弱まること、②世界経済の復調で輸出が加速すること、③インバウンド需要が回復すること、が挙げられる。経常黒字の対名目GDP比は、2023年に1%前後まで低下した後、2024年には1%台半ばまで上昇すると予想する（図表20）。

（図表20）貿易・サービス収支、経常収支（対名目GDP比）



（資料）財務省、内閣府を基に日本総合研究所作成

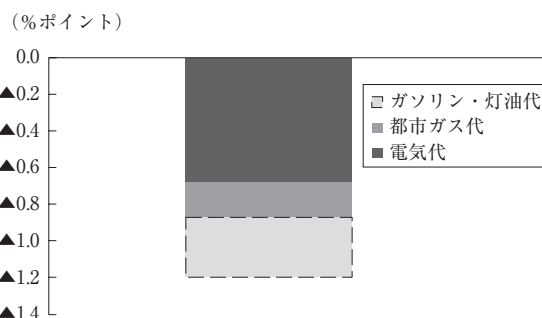
(5) 物価:輸入インフレからホームメイド・インフレへ

消費者物価の上昇ペースは加速している。2022年10月の消費者物価（生鮮食品を除く総合）の前年比は+3.6%と、第2次石油危機終盤の1982年以来の高い伸びとなった。物価上昇はエネルギーや食料品価格の上昇を中心としているものの、円安の影響がコア財にも波及している。

2023年入り後、インフレ率は鈍化する見通しである。1～3月期は政府の物価高対策がエネルギー価格を押し下げる見込みである。2022年10月に政府が発表した総合経済対策では、物価高対策の延長や拡充が盛り込まれている。政府の物価高対策による消費者物価の押し下げ効果は、ガソリンなどに対する補助金の延長が0.3%ポイント、2023年1～9月に実施される電気代・都市ガス代の負担軽減策が0.9%ポイントと試算される（図表21）。

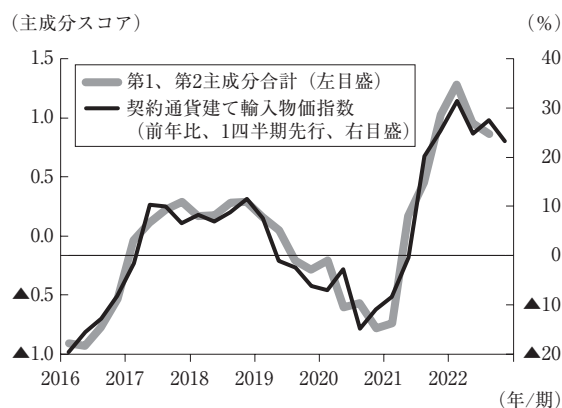
資源高や円安に起因するインフレ圧力も2023年半ばにかけて減衰する見通しである。足元の消費者物価の上昇は資源高や円安による輸入インフレが主導している。主成分分析の手法を用いて、消費者物価指数の中分類48品目に共通する物価の動きを抽出すると、最も共通する動き（第1主成分）と2番目に共通する動き（第2主成分）を合成したものが輸入物価（外貨建て）に連動する傾向がある（図表22）。これは輸入物価（外貨建て）に起因するインフレ圧力はすでにピークアウトしていることを示している。さらに、3番目に共通する動き（第3主成分）は、半年前の為替レートの動きと連動する傾向がある（図表23）。円安は2022年10月をピークに頭打ちとなっていることを踏まえると、2023年半ば頃には

（図表21）エネルギー価格抑制策のCPI押し下げ効果（月当たり）



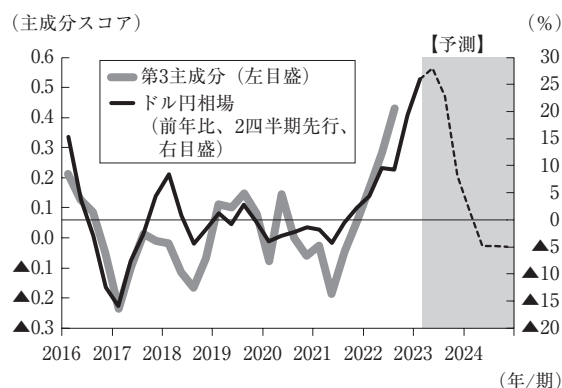
（資料）総務省、内閣府を基に日本総合研究所作成
（注1）ガソリン・灯油代の押し下げ効果は既存施策の延長によるもの。
（注2）電気代・都市ガス代の負担軽減策の実施期間は2023年1月から9月まで。

（図表22）CPI（第1、第2主成分）と輸入物価



（資料）総務省、日本銀行を基に日本総合研究所作成
（注）主成分分析の対象は消費者物価指数の中分類品目。期間は2010年1月から2022年9月。

（図表23）CPI（第3主成分）と為替レート



（資料）総務省、Bloomberg L.P.を基に日本総合研究所作成
（注）主成分分析の対象は消費者物価指数の中分類品目。期間は2010年1月から2022年9月。ドル円相場の先行きは日本総合研究所の予測。

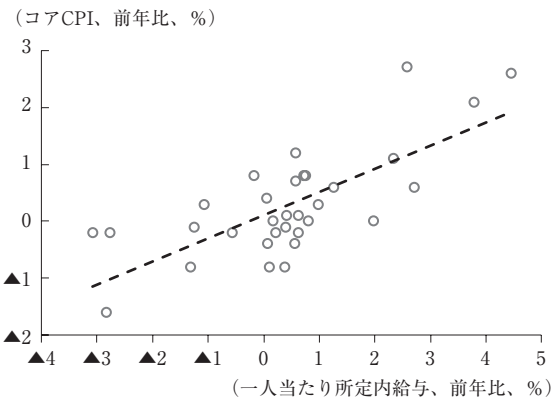
円安に起因するインフレ圧力も落ち着くと予想される。

輸入インフレは一服する代わりに、2024年にかけてはホームメイド・インフレ圧力が強まるとみている。1990年代以降の賃金と物価の関係を踏まえると、一人当たり所定内給与の伸びが3%に近づけば、消費者物価（生鮮食品を除く総合）の伸びは1%台半ばへと上昇すると予想される（図表24）。

以上を踏まえると、消費者物価（生鮮食品を除く総合）の上昇率は、2023年後半にかけて1%程度へ低下した後、労働コスト上昇の影響を受けやすいサービス価格の押し上げ寄与が高まり、2024年にかけて1%台後半へ高まる見通しである（図表25）。

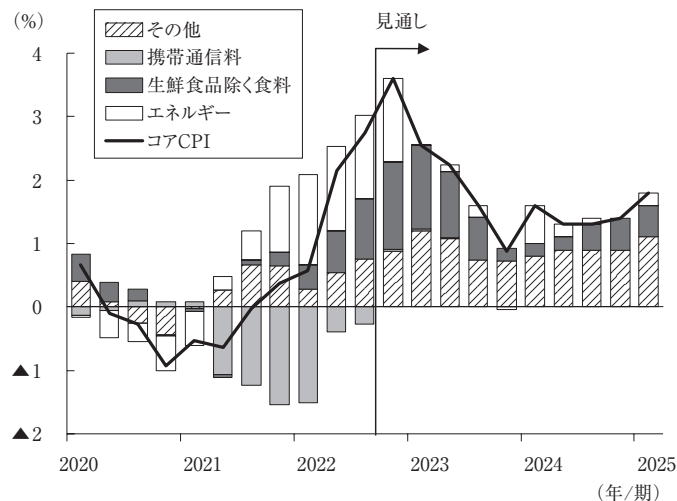
賃金と物価の上昇を受けて、2024年度に金融政策の正常化が開始されると予想する。その第一歩として、イールドカーブ・コントロール（YCC）政策における長期金利の許容変動幅の拡大などが実施されるとみる。

（図表24）一人当たり所定内給与とコアCPIの関係



（資料）総務省、厚生労働省を基に日本総合研究所作成
（注）期間は1990年以降。所定内給与は30人以上の事業所ベースの就業形態合計。コアCPIは消費税増税の影響を除く。

（図表25）コア消費者物価の見通し（前年比）



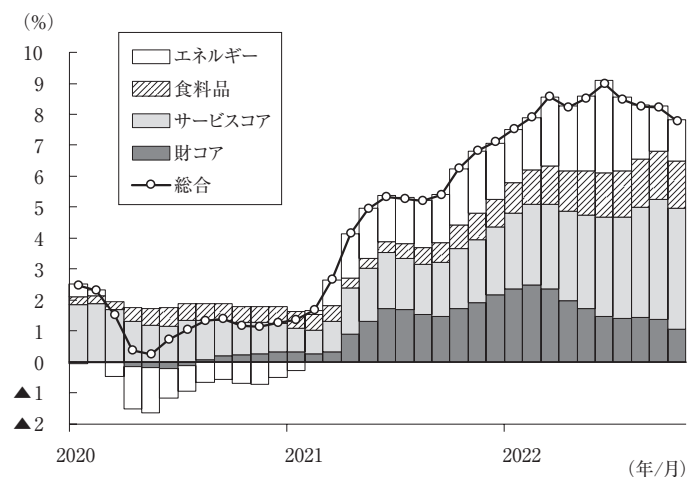
（資料）総務省を基に日本総合研究所作成

3. リスク:円安・資源高の一段の進行によるスタグフレーション

日本経済の下振れリスクも大きいと考えられる。とくに、世界的な高インフレが長引く場合、日本経済にも悪影響が及ぶ可能性に注意が必要である。

アメリカのインフレ率は8%近くで高止まりしている（図表26）。アメリカでは、エネルギーや財に代わってサービス価格の上昇がインフレの主因となっている。世界的に半導体などの部品供給の遅れが改

(図表26) アメリカの消費者物価指数（前年比寄与度）

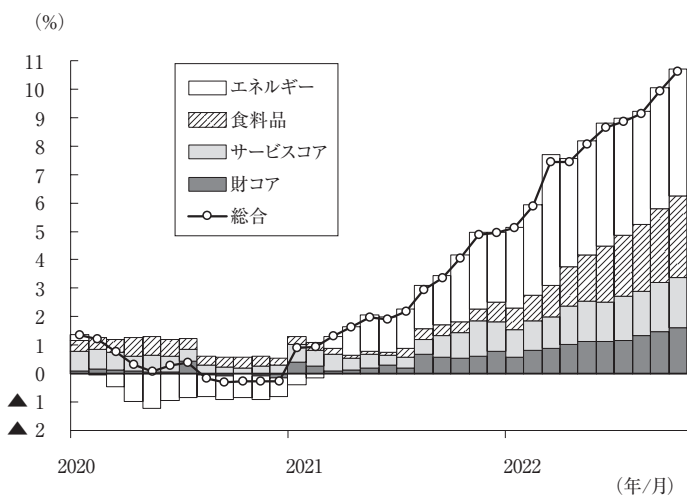


(資料) 米労働省を基に日本総合研究所作成

善していることや、海運や陸運など物流網のひっ迫が緩和していることで、中古車や家電といった耐久財の価格上昇率が低下している。一方、住宅価格の高騰で家賃が上昇しているほか、労働需給のひっ迫による賃金の上昇で企業の労働コストが増大しており、この影響を強く受ける家賃以外のサービス価格も上昇している。利上げの影響で住宅市場が調整しており、家賃の上昇ペースには鈍化の兆しがみられるが、高齢層の早期退職やトランプ前政権以降の移民減少などの影響で人手不足が続いているため、労働コストは今後も上昇する可能性がある。

一方、ユーロ圏のインフレ率は10%に達している（図表27）。ユーロ圏では、エネルギー価格の高騰がインフレを主導している。ウクライナ問題を巡って、ロシア産資源の調達が困難となったことなどが背景にある。2022年夏場にかけて天然ガス価格が高騰したことで、光熱費が大きく上昇している。欧州諸国は資源の代替調達を急ピッチで進めているものの、先行きの不透明感は依然として強い。

(図表27) ユーロ圏の消費者物価指数（前年比寄与度）



(資料) 欧州連合統計局を基に日本総合研究所作成

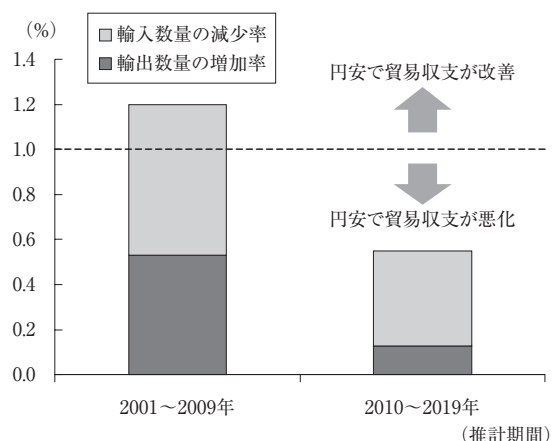
(注) 持家帰属家賃は含まれていない。

仮に、海外でインフレが長期化し、追加的な利上げが実施されると、海外と日本の金利差が一段と拡大する可能性がある。これにより円安がさらに進行しうる。また、欧州諸国などで資源不足が強まる場合、資源高が再び進行するリスクもある。

近年、円安の進行が、貿易収支に及ぼす影響が変化している。理論的には、1%の円安による輸出の増加率と輸入の減少率の和が1%を超える場合、わが国の貿易収支が改善する（マーシャル・ラーナー条件）。北辻〔2022〕によると、2000年代とは異なり、2010年代には円安による輸出の押し上げ効果と輸入の押し下げ効果がともに低下したことで、マーシャル・ラーナー条件が満たされなくなり、円安が貿易収支を悪化させると主張している（図表28）。これは、円安が進行すれば、貿易赤字が拡大し、実需面からの円安圧力が一段と高まることで、円安に歯止めがかからなくなることを意味している。

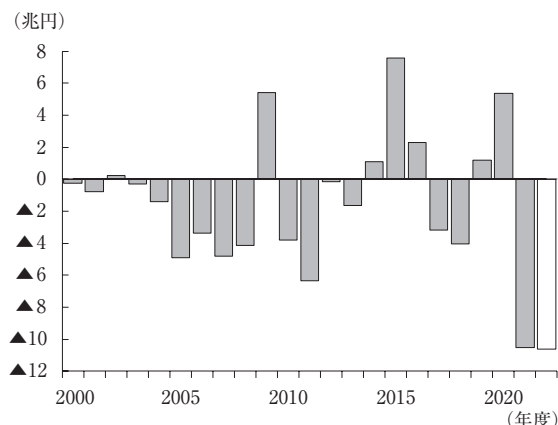
円安や資源高が続く場合、交易条件の悪化による海外への所得流出（交易損失）が一段と拡大する。交易損失が10兆円増加した2021年度に続き、2022年度も11兆円増加する見通しである（図表29）。これはリーマンショック前の2007年度の5兆円を凌駕する規模となっている。

（図表28）1%の円安による輸出入数量の変化率



（資料）北辻〔2022〕より抜粋

（図表29）交易利得・損失（前年差）



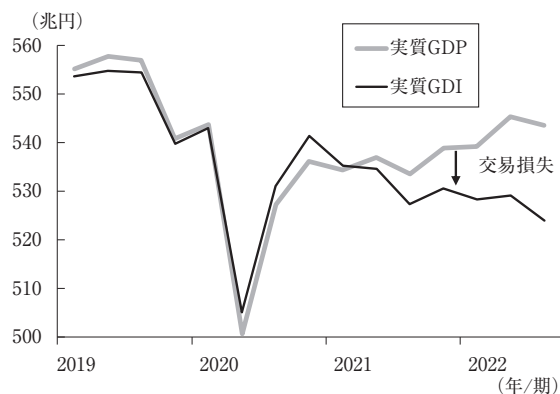
（資料）内閣府を基に日本総合研究所作成
（注）2022年度は日本総合研究所が試算。

交易損失が拡大すれば、経済全体でみた所得は落ち込む。交易損失を反映した実質国内総所得（GDI）は減少傾向が続いており、生産面からみた実質GDPとの乖離が拡大している（図表30）。

経済全体の所得流出は、企業や家計の負担増加に直結する。最終需要1単位当たりの価格を分配面からみると、輸入などのシェアが高まる一方、家計が受け取る賃金や企業が得る利潤などのシェアが低下している（図表31）。これは、交易条件の悪化に伴う海外への所得流出を家計と企業が分担して負担していることを示している。

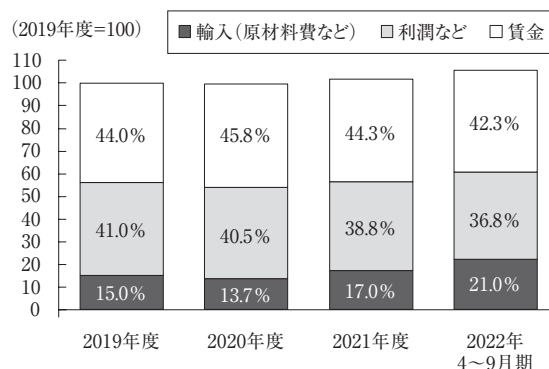
企業サイドの負担は、原材料のコスト増加が収益を圧迫するカタチで表れる。米欧と異なり、わが国の企業は価格転嫁に引き続き慎重である。企業の価格転嫁がこれまで通り進まない場合、消費者物価の上昇は抑制される一方、収益が圧迫されて賃上げや設備投資の原資が減少すると予想される。賃金と物価が上がらないことで日本の政策金利は据え置かれ、内外金利差が拡大し、円安がますます進行しやす

(図表30) 実質GDPと実質GDI (季調値)



(資料) 内閣府を基に日本総合研究所作成
(注) 実質GDI = 実質GDP + 交易利得 (損失)

(図表31) 交易損失の国内での負担

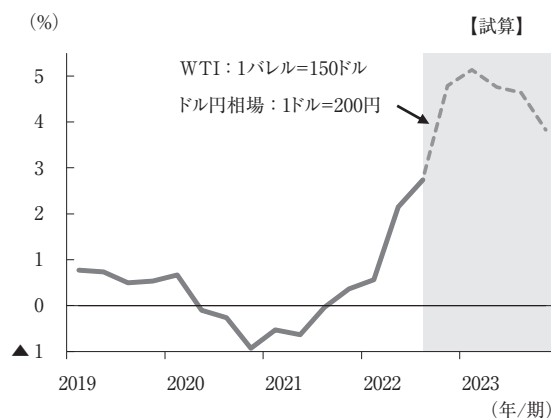


(資料) 内閣府を基に日本総合研究所作成
(注) 利潤など = 国内総生産 - 雇用者報酬 (賃金)
棒グラフは最終需要1単位当たりの価格。パーセント表記は価格に占める各項目の割合。

くなる。円安の進行が企業収益をさらに圧迫する悪循環に陥る可能性に注意が必要である。

これとは逆に、企業が価格転嫁に舵を切った場合、消費者物価が大きく上昇する可能性がある。企業の価格設定スタンスが変わると、幅広い財やサービスの価格が上昇する。マクロモデルの試算によると、仮に、為替が1ドル200円の円安となり、原油価格が1バレル150ドルの資源高になると、これまでの企業の価格設定スタンスを前提にしても、消費者物価の前年比は5%程度に跳ね上がると予想される(図表32)。企業の価格設定行動が変われば、消費者物価の上昇率はさらに高くなり、欧米のインフレ率に近づく可能性がある。輸入コストの増加を起点とした物価上昇は、賃金の十分な上昇を伴わないことから、家計の購買力は大きく毀損される恐れがある。

(図表32) 円安・資源高が進んだ場合のコア消費者物価 (前年比)



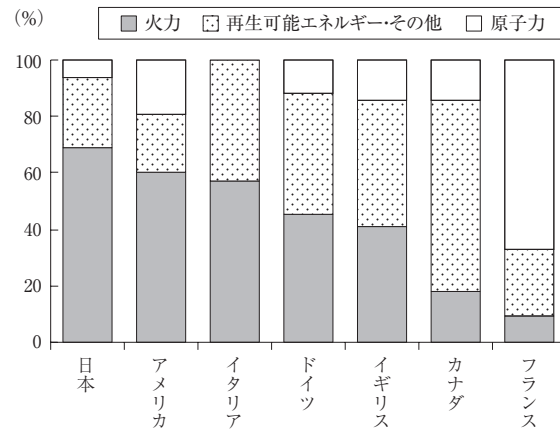
(資料) 総務省、日本経済新聞社を基に日本総合研究所作成
(注) NEEDS日本経済モデルを基に試算。

4. 提言

(1) 円安・資源高への耐性強化

円安・資源高による海外への所得流出を防ぐためには、エネルギー資源の輸入依存度を低下させる取り組みが必要である。エネルギー資源の輸入依存度が高い理由の一つとして、わが国の電源構成が火力発電に偏っていることが挙げられる。電源別発電量の構成比をみると、わが国の火力発電の割合は7割程度にのぼっており、主要先進国(G7)のなかで最も高い(図表33)。火力発電で利用される石炭や石油、天然ガスなどの化石燃料のほとんどは海外からの輸入に頼っているため、資源高の影響を受けやすくなっている。化石燃料に過度に依存しないエネルギー構造に転換するためにも、再生可能エネルギーの普及や原子力の活用について国民の合意を形成する必要がある。

(図表33) 電源別発電電力量の構成比 (2021年)

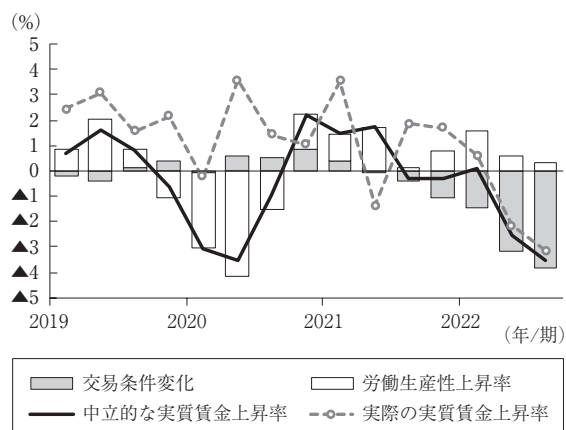


(資料) 国際エネルギー機関を基に日本総合研究所作成

海外への所得流出を抑制する取り組みは、実質賃金の引き上げ原資を確保することにもつながる。実質賃金は、交易条件、労働生産性、労働分配率の積に分解できるが、交易条件の悪化を企業と家計で平等に分担する（労働分配率を変化させない）「中立的な実質賃金上昇率」は足元で前年比マイナスとなっている（図表34）。これは、企業に過度な負担をかけずに、実質賃金を上昇させるためには、交易条件を改善させるか、労働生産性を向上させる必要があることを意味している。

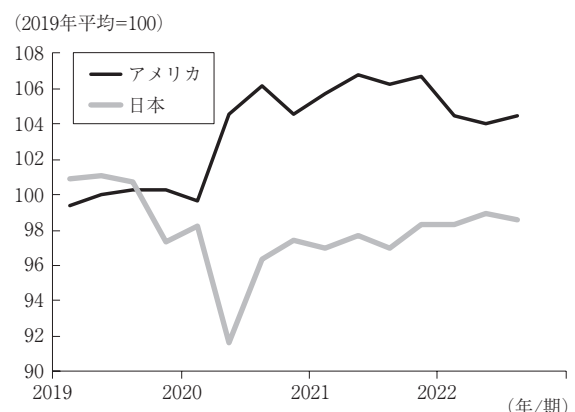
わが国の労働生産性の伸びは鈍く、アメリカの労働生産性がコロナ前の水準を上回っていることは対照的である（図表35）。政府は、賃金上昇の環境を整備するため、①5年間で1兆円の「人への投資」の拡大、②年功賃金から職務給への移行、③労働移動の円滑化に向けた指針の策定などを掲げている。こうした施策が生産性の向上に結びつくような具体策が重要となる。

(図表34) 実質賃金上昇率（前年比）



(資料) 内閣府、厚生労働省、総務省を基に日本総合研究所作成
(注) 実質賃金は、一人当たり・時間当たり実質雇用者報酬。中立的な実質賃金上昇率は、労働分配率を変化させない賃上げ率。

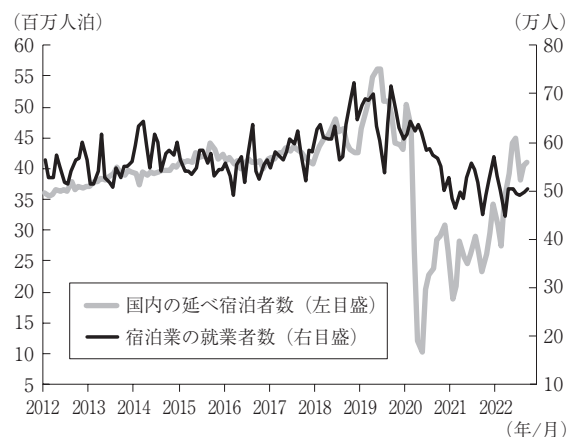
(図表35) 日本とアメリカの労働生産性



(資料) 内閣府、総務省、米商務省、米労働省を基に日本総合研究所作成

円安のデメリットを解消するとともに、円安のメリットを享受する取り組みも重要である。このためには、インバウンド需要に対応するための供給力強化が課題となる。旅行関連の業界では、コロナ禍で退出した就業者が戻っていない。一方、国内の宿泊者数は徐々に回復しており、人手不足感が強まっている（図表36）。水際対策の緩和により訪日外国人が増加すると、人手不足が一段と深刻化する恐れがある。供給力の強化に向けて、政府・地方公共団体や金融機関が資金面を含めて省人化・効率化を支援していく必要がある。

（図表36）国内の延べ宿泊者数と宿泊業の就業者数
（季調値）



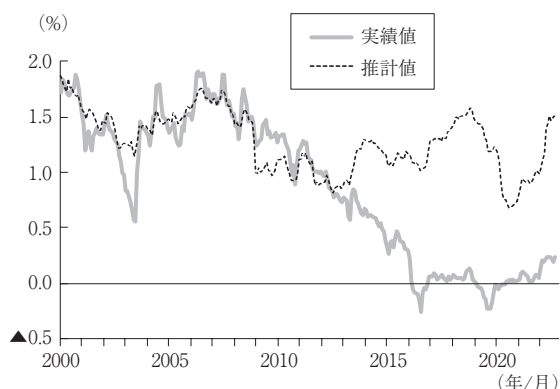
（資料）総務省、観光庁を基に日本総合研究所作成

（2）金利上昇に備えた財政運営

今後、賃金・物価の上昇で金融政策の正常化を予想しており、これまで抑え込まれていた長期金利は適正水準へ向けて上昇していくと考えられる。足元の国内経済やアメリカ金利の動向に見合うわが国の10年国債利回りの水準は1%台半ばと試算される（図表37）。

長期金利の上昇を視野に入れると、財政を現在よりも緊縮的に運営する必要がある。金利上昇で国債の利払い負担が増加すると、政府債務が急増し、一段の金利上昇を招く恐れがある。財務省が公表している「国債整理基金の資金繰り状況等についての仮定計算」などを踏まえると、10年国債利回りが1%超へ上昇した場合、国債の借り換えが進むにつれて、近年では抑制されていた利払い負担が2000年以前の水準まで急増すると予想される（図表38）。

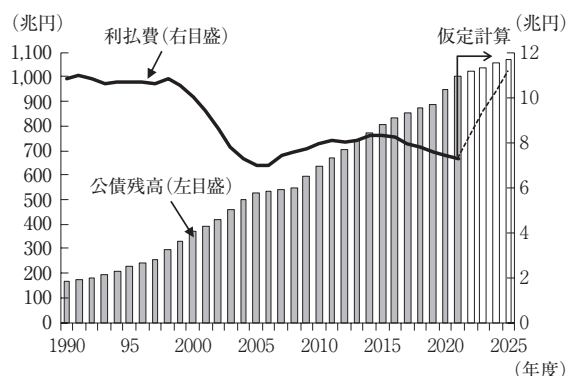
（図表37）日本の10年国債利回り



（資料）総務省、厚生労働省、Bloomberg L.P.を基に日本総合研究所作成

（注）推計値は、コアCPI、有効求人倍率、米10年国債利回りを説明変数とする重回帰分析の結果。推計期間は1997年1月から2013年3月。

（図表38）財務省の「仮定計算」が示す今後の利払い費の見通し



（資料）財務省を基に日本総合研究所作成

（注）先行きは、2022年1月「国債整理基金の資金繰り状況等についての仮定計算」によるもの。

こうした財政リスクを抑えるため、政府は、歳出を膨張させてきたコロナ対策や物価高対策を着実に終焉させる必要がある。エネルギー資源の輸入依存度を低下させるうえでも、ガソリンなどに対する補助金や電気代・都市ガス代の負担軽減策を長期にわたって続けることは好ましくない。エネルギー価格を直接統制する対策は、省エネや代替エネルギーへの転換を遅らせるという副作用があるためである。また、生産性上昇に向けたデジタル化投資や人への投資に対する支援拡充など必要な歳出については、財源の確保に向けた議論を進めることも重要である。

(2022.11.30)

参考文献

- ・北辻宗幹 [2022]. 「円安による貿易収支の黒字効果は消失 一実需面の円売り圧力を招きやすく一」、日本総合研究所、リサーチ・アイ、No2022-049
- ・西岡慎一 [2021]. 「コロナ禍の現預金、成長投資に活用余地 一投資機会のある産業に23兆円滞留一」、日本総合研究所、リサーチ・フォーカス、No2021-032