

日本経済の中期展望

－ 23～27年度の年平均成長率は名目2.8%、実質1.1%と予測 －

信金中央金庫 地域・中小企業研究所上席主任研究員

峯岸 直輝

1. 世界の経済成長率は3.0%程度に鈍化し、中期的に過去の成長ペースを下回る

世界的に、資源等の価格上昇圧力の緩和や米欧等による利上げ効果に加え、サプライチェーンの正常化や労働参加率の持ち直しなどによる供給面の改善が寄与して、インフレ率が低下している。世界経済は、中期的に、インフレ率の減速や金利の低下などが下支えして、底堅さを維持する公算が高い。ただ、米欧等の金融引締めとの累積効果の顕在化や中国の景気減速の長期化などを背景に、成長ペースが鈍化し、過去(00～19年)平均である3.8%を下回る3.0%程度で推移すると予想される。

2. 日本の今後5年間の年平均実質成長率は1.1%と予測

日本の経済成長率は、23年度は外需の押上げが寄与して1.3%になると予想した。コロナ関連の制限解除や供給制約の緩和などが国内経済を下支えしたものの、物価高による購買力の低下などで内需が低迷した。24年度は、海外経済の減速を受けて成長率が0.7%に鈍化すると見込まれる。しかし、24年に米欧が利下げ局面に入るうえ、人手不足に伴う雇用・所得環境の改善から個人消費が底堅く推移し、IT関連の在庫調整の進展、省力化投資やDX・GX投資等の構造変化による設備投資の拡大などを反映して、25年度以降は1%台に持ち直すと予測した。23～27年度の年平均成長率は1.1%と予想した。

3. 24年に米欧はインフレ減速で利下げ局面入り、日本は金融政策正常化へ

世界的なインフレ率の低下を受けて、米欧は24年半ば頃に利下げ局面入りすると見込まれる。一方、日銀は、「賃金と物価の好循環」が実現する見通しが立ったと判断して、24年上期にマイナス金利政策の解除等の金融政策正常化に踏み切ろう。中期的に、無担保コール翌日物レートは0.0～0.2%台で推移し、長期金利は、金融政策の正常化を反映して上昇する公算が高いが、米欧が利下げ局面入りすると見込まれるうえ、日銀が緩和的な金融環境を維持するとみられることから、1%台前半で推移すると予想した。

(注) 本稿は原則、2024年3月12日時点のデータに基づいて記述している。

図表1 GDP成長率の予測

	21年度 〈実績〉	22年度 〈実績〉	23年度 〈予測〉	24年度 〈予測〉	25年度 〈予測〉	26年度 〈予測〉	27年度 〈予測〉
実質GDP	2.8	1.5	1.3	0.7	1.2	1.1	1.0
個人消費	1.8	2.7	△ 0.5	0.6	1.0	0.9	0.8
住宅投資	0.1	△ 3.4	1.5	△ 0.4	△ 0.1	△ 0.3	△ 0.4
設備投資	1.7	3.4	0.7	2.7	2.5	2.2	2.0
公共投資	△ 6.5	△ 6.1	2.9	0.1	0.7	0.4	0.7
純輸出 (寄与度)	0.8	△ 0.5	1.3	0.1	0.2	0.1	0.1
名目GDP	2.7	2.3	5.4	2.5	2.2	1.9	1.8

(備考) 1. 前年度比増減率で単位は%。純輸出は前年度比増減率の寄与度で単位は%ポイント
2. 内閣府「四半期別GDP速報」より作成。予測値は信金中央金庫 地域・中小企業研究所が算出

1. 海外経済の展望～世界の経済成長率は3.0%程度に鈍化

(1) 世界の経済成長率は3.0%程度に鈍化し、中期的に過去の成長ペースを下回る

IMF(国際通貨基金)が24年1月に公表した“World Economic Outlook (WEO、世界経済見通し改訂版)”による世界の経済成長率(実質GDP前年比増加率)見通しは、22年の3.5%から23年には3.1%へ減速し、24～25年は3.1%～3.2%と3.0%を若干上回る成長ペースで推移すると予測している(図表2)。世界経済は、コロナ禍からの経済活動再開による押上げ効

図表2 IMF世界経済見通し(24年1月)

	実績	推計	予測		※予測(23年10月時点)				
	22年	23年	24年	25年	24年	25年	26年	27年	28年
世界経済	3.5	3.1	3.1	3.2	2.9	3.2	3.2	3.1	3.1
先進国	2.6	1.6	1.5	1.8	1.4	1.8	1.9	1.8	1.7
日本	1.0	1.9	0.9	0.8	1.0	0.7	0.5	0.4	0.4
米国	1.9	2.5	2.1	1.7	1.5	1.8	2.1	2.1	2.1
カナダ	3.8	1.1	1.4	2.3	1.6	2.4	1.8	1.7	1.7
ユーロ圏	3.4	0.5	0.9	1.7	1.2	1.8	1.7	1.5	1.3
ドイツ	1.8	△ 0.3	0.5	1.6	0.9	2.0	1.9	1.3	0.9
フランス	2.5	0.8	1.0	1.7	1.3	1.8	1.7	1.5	1.4
イタリア	3.7	0.7	0.7	1.1	0.7	1.0	1.1	1.0	0.9
英国	4.3	0.5	0.6	1.6	0.6	2.0	2.1	1.8	1.5
新興市場国等	4.1	4.1	4.1	4.2	4.0	4.1	4.1	4.0	3.9
中国	3.0	5.2	4.6	4.1	4.2	4.1	4.1	3.7	3.4
インド	7.2	6.7	6.5	6.5	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3
ロシア	△ 1.2	3.0	2.6	1.1	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0
ブラジル	3.0	3.1	1.7	1.9	1.5	1.9	1.9	2.0	2.0
メキシコ	3.9	3.4	2.7	1.5	2.1	1.5	1.8	2.0	2.1

- (備考) 1. 実質GDP前年比増減率
 2. IMFが24年1月に公表した数値(改訂版)である点に留意を要する。参考として23年10月公表の28年までの予測も記載した。
 3. インドは財政年度ベース(4月～翌年3月)
 4. IMF(国際通貨基金)“World Economic Outlook (WEO、世界経済見通し)”より信金中央金庫 地域・中小企業研究所が作成

果の反動や財政支援策等の縮小、物価高や金融引締めなどの影響で減速した。特に、中国経済の低迷が主要国経済に波及している。中国経済は、不動産不況、地方財政問題、資産価格の下落や消費者マインドの悪化、外需の弱含みなどから低迷しており、財政出動や金融緩和などが下支えするものの、23年の5.2%から24年は4.6%、25年は4.1%へ減速すると見込まれている。また、欧州経済は、エネルギー価格高騰や金融引締めによる家計・企業の負担増、外需の低迷などから弱含んでいる。一方、米国経済は、製造業が力強さを欠くが、金利が高水準にもかかわらず個人消費が堅調であり、インフレ率も減速していることから、軟着陸する公算が高い。資源等の価格上昇圧力の緩和や米欧等による利上げ効果などに加え、サプライチェーンの正常化や労働参加率の持ち直しなどによる供給面の改善も寄与して、世界的にインフレ率は低下している。世界経済は、中期的に、インフレ率の減速や金利の低下などが下支えして、底堅さを維持する公算が高い。ただ、米欧等の金融引締めの累積的な効果の顕在化、財政支出の抑制、中国の景気減速の長期化などを背景に、成長ペースは鈍化し、中期的に過去(00～19年)平均

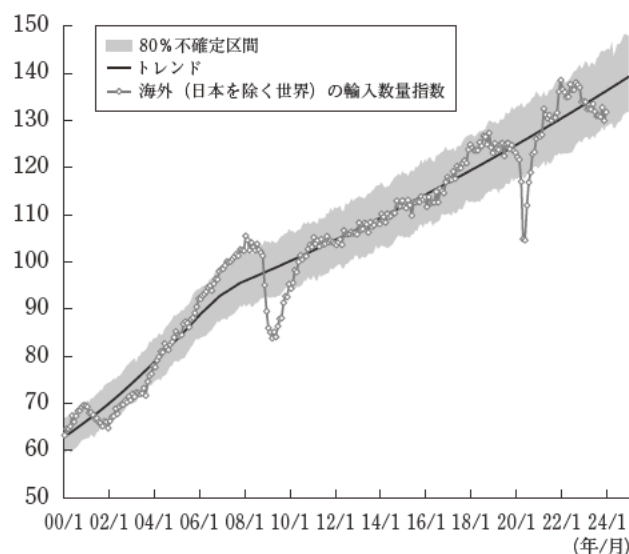
である3.8%を下回る3.0%程度で推移すると予想される。

(2) 世界貿易の展望～海外の輸入は増勢回復も、保護貿易主義の台頭がリスク

海外需要が回復して輸出が拡大すると、製造業などの国内の生産活動が誘発され、その雇用者の所得や企業収益の改善が個人消費や設備投資等を喚起するため、財・サービスを提供する国内産業に所得が幅広く波及していく。世界の輸入動向は、海外での国内製品需要の目安になるため、国内経済を喚起する輸出の先行きを展望するうえでカギとなる。

図表3は、海外（日本を除く世界）の輸入数量^(注1)の推移である。海外の輸入数量は、09年のリーマンショック時と20年のコロナ時は大幅に落ち込んだが、10年度以降は前年比増加率が2%台前半のトレンド線を中心に80%不確定区間に収まって推移している。足元、世界貿易は、物価高や金融引締め、半導体市況の弱含み、中国経済の低迷などで停滞している。23年12月の海外の輸入数量は、コロナ後のピークである21年12月と比べて4.9%減少し、トレンド線を3.3%下回った。ただ、23年半ば以降は横ばい圏で推移しており、底入れの兆しがうかがえる。WTO（世界貿易機関）“Global Trade Outlook and Statistics”（23年10月）の世界貿易量見通しは、22年の前年比3.0%増から23年は同0.8%増に減速した後、24年は同3.3%増に伸び率が高まると予測している。先行き、海外の輸入数量は、世界的なインフレ率の低下や米欧の金融緩和への政策転換、IT関連の在庫調整の進展、サプライチェーンの安定化などを反映して、2%台の成長ペースに増勢が徐々に持ち直すと見込まれる。海外需要の改善に伴う輸出の回復が、国内経済を下支えしよう。

図表3 海外（日本を除く世界）の輸入数量の推移
(10年=100)



- (備考) 1. 海外の輸入数量指数は、当研究所が世界の輸入数量指数（季節調整値）から日本を除いた数値（実績値は23年12月まで）
2. トrendおよび80%不確定区間（Uncertainty Intervals）は当研究所がMeta社（旧Facebook）の時系列データ予測プロシージャ“Prophet”を用いて算出した数値。対数変換した数値を使用し、トレンドは変化点を検知して傾きを調整している。
3. オランダ経済政策分析局（CPB）“World Trade Monitor December 2023”より信金中央金庫 地域・中小企業研究所が算出、作成

(注)1. 輸入数量の実績値、トレンド、80%不確定区間の推移を図示した。時系列データ（輸入数量）の推移をトレンド（傾向成分）+周期性+イベント効果+ノイズに分解してトレンドを抽出している。80%不確定区間は、母集団から標本を抽出して信頼水準80%の区間推計を100回実施すると、80回はこの区間に真の値が含まれることを示す。

しかし、24年は米欧アジアなどの世界各国で大統領選挙や議会議員選挙が相次いで実施される^(注2)。選挙結果次第では、保護貿易主義の台頭で関税率の引上げ・輸入制限等の貿易摩擦や供給制約が深刻化し得る。また、ウクライナや中東情勢等の地政学リスクの悪化などでサプライチェーンの混乱や資源価格の高騰などを招き、中期的に世界貿易が再び縮小するリスクがある点には留意を要する。

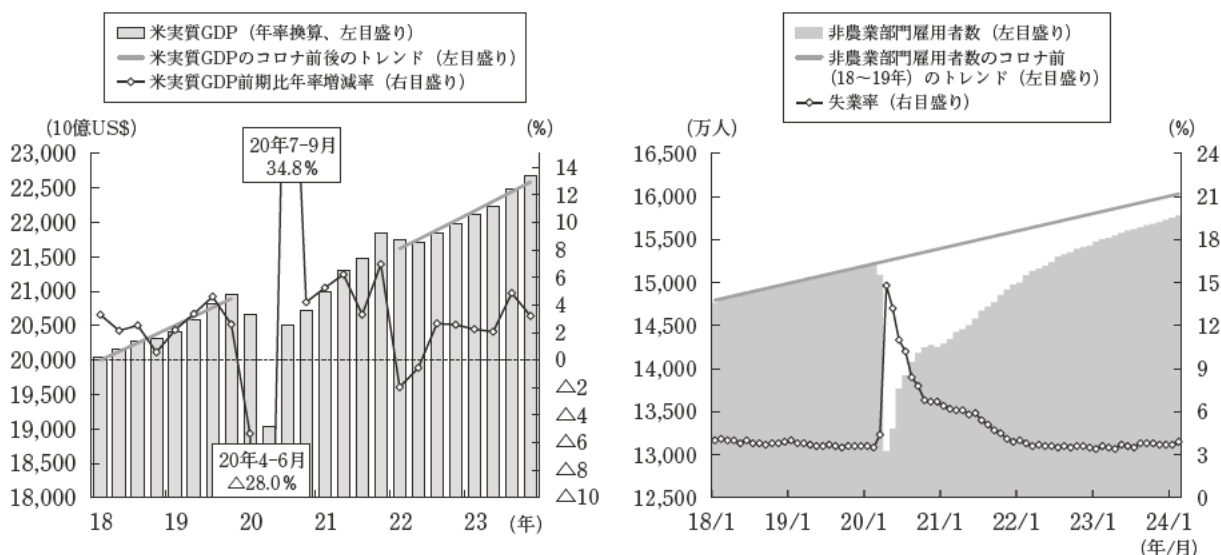
(3) 米国と中国の経済情勢

世界貿易量は24年に3%台へ回復すると見込まれるが、日本の輸出総額の約4割を占める米国(23年のシェア 20.1%)と中国(同17.6%)の2か国の経済情勢について展望する。

①米国経済の展望～インフレ率の低下や利下げ転換が下支えして軟着陸へ

米国経済は、23年10～12月の実質GDPが前期比年率3.2%増と堅調である(図表4左)。米国の経済成長率は、コロナ禍で20年に△2.2%のマイナス成長に落ち込んだ後、21年は財政出動・各種給付金支給、経済活動の再開、雇用・所得環境の改善などで5.8%増と急回復した。22年は、前年の高い伸び率の反動に加え、急激な物価高や金利上昇などが影響し、成長率が1.9%に鈍化している。米FRB(連邦準備制度理事会)は22年3月にゼロ金利政策を解除して

図表4 米実質GDPと前期比年率増減率(左図)と米非農業部門雇用者数・失業率の推移(右図)



(備考) 1. 米実質GDP(四半期別)は連鎖(17年)方式による季節調整済みの年率換算値。増減率は前期比年率。トレンドの算出期間は、コロナ前は18～19年、コロナ後(コロナ禍とその回復過程の後)は22年以降とした。
2. 非農業部門雇用者数、失業率(月次)は季節調整値。コロナ前のトレンドの算出期間は、18～19年とした。
3. 米商務省経済分析局(BEA)、米労働省労働統計局(BLS)資料より信金中央金庫 地域・中小企業研究所が作成

(注)2. 1月に台湾総統選挙、2月にインドネシア大統領選挙、3月にロシア大統領選挙、4月に韓国総選挙、6月にメキシコ大統領選挙、EU(欧州連合)議会選挙、9月に自民党総裁選挙、11月に米国大統領・上下両院議員選挙、下期に英総選挙などが実施される。

FF 金利誘導目標を急ピッチで引き上げ、23年7月まで11回の利上げを実施した。現時点のFF 金利誘導目標は5.25-5.50%でタイトな金融環境にある。22年から個人消費の増勢が鈍化して住宅投資も大幅に落ち込み、製造業の生産活動が弱含むなど、利上げの累積効果が徐々に波及したものの、23年の成長率は2.5%と底堅い。コロナ前(18～19年)の米実質GDPは、トレンドとして前期比年率2.5%で成長していたが、コロナ後の22年以降も同2.5%の成長ペースで推移している。

雇用環境をみると、20～21年にコロナ禍に伴う就労意欲の減退や手厚い失業給付などを背景に、労働参加率がコロナ前の63%台から60～61%台に低下した。コロナ禍から経済活動が再開すると労働需要が強まり、20年4月には15%に迫った失業率は需給のひっ迫から3%台に低下した(図表4右)。23年は労働参加率がおおむね62%台後半で推移し、労働力が市場に戻りつつある。非農業部門雇用者数の前月差増加数は、22年平均の38万人から23年平均は25万人へ増加ペースは鈍化しており、雇用情勢は過熱感が緩和しつつある。所得環境は、平均時給の上昇率が22年に入ると前年比5%台後半の水準に達していたが、足元は同4%台前半であり、伸び率は依然として高いもののインフレ圧力は低下している。

米国経済は、金融引締めとの累積効果などで24年に減速すると見込まれるが、労働需給の緩和などによるインフレ率の低下や利下げ転換などを反映して軟着陸すると見込まれる。米議会予算局(CBO)は、実質潜在GDP成長率が23年から5年間は2.2%で推移すると予測しており、中期的に潜在成長率並みの2%程度の成長率で推移するとみられる。

②中国経済の展望～不動産不況の深刻化や生産年齢人口減少で景気減速が長期化へ

中国経済は、20年8月からの不動産企業等に対する負債比率規制や融資・住宅ローンの総量規制等の規制強化などで不動産市況が悪化し、資産価格の下落、消費者マインドの低迷、地方財政問題などが深刻化しており、若者等の雇用不安や半導体規制等の米中対立、米欧等の金融引締め、外国企業のサプライチェーンの見直しなどによる外需の弱含みなども影響して減速している。景気刺激策や規制緩和、事実上の政策金利・預金準備率の引下げ等の金融緩和策が実施されたが、23年の経済成長率は5.2%でゼロコロナ政策解除後にしては回復力が弱い。物価指標が下落基調で推移するなど、デフレ懸念が強まっている。

24年の経済運営方針は、23年12月の『中央経済工作会議』で、景気回復を支えるために有効需要の拡大に焦点を当て、内需拡大のための政策を強化する方針が示され、24年3月の『全人代』で、24年の経済成長率目標が「5%前後」に設定された(図表5)。住宅市場のテコ入れなどを目的とした事実上の政策金利・預金準備率の引下げや資金供給等の柔軟で適度な金融政策および1兆元(24年、約21兆円)規模の超長期特別国債発行や減税拡大等による積極的な財政政策

図表5 24年の中国の経済運営方針

『中央経済工作会議』の経済運営方針	
〈基本方針〉 「稳中求進」 「以進促穩」 「先立后破」	『安定の中で前進、進歩を求める』、『前進、進歩によって安定を促す』、『先に基礎を固めてから突破、躍進する』 「質の高い発展」と「高水準の科学技術の自立自強」を推進する。「内需拡大と供給サイドの構造改革」のバランスをとり、「経済の質の効果的な向上と量の合理的な成長を図る」ために「先行きマインド・成長・雇用の安定に資する政策を打ち出す」。「安定」を基礎に「進歩」するべきで、「安定」は経済構造の調整、質の高い成長、大きな改革を「進める」ことを通じて達成されるべきである。各種改革を進めるうえでの体制基盤を固めてから突破するべきである。
〈財政・金融〉	積極的な財政政策：「適度加力、提質増効」『適度に強化し、質の向上と効率の改善を図る』 穩健な金融政策：「靈活適度、精準有効」『柔軟かつ適度に、的確で効果的とする』。「流動性を合理的に充足させ、社会融資規模とマネーサプライの伸びを經濟成長と物価水準の目標と一致させる」
〈重点政策〉	①科学技術イノベーション主導の現代産業システムを構築する、②国内需要を着実に拡大させる、③重点分野における改革の深化、④高水準な對外開放の拡大、⑤重点分野におけるリスクを持続的かつ効果的に防ぎ解消する、⑥三農（農業・農村・農民）問題への着実かつ継続的な対応、⑦都市と農村の融合と地域の協調的發展の促進、⑧生態文明の建設とグリーン・低炭素化を踏み込んで推進する、⑨人々の生活を確実に保障し改善する

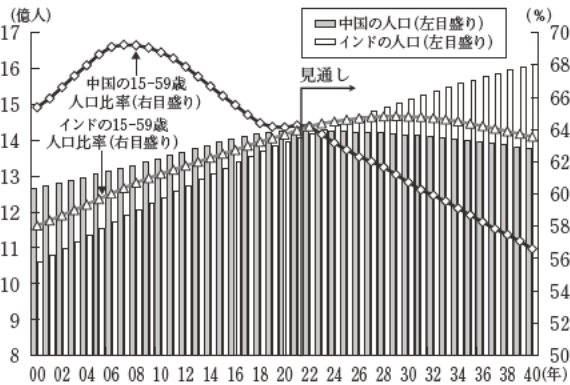
全人代（全国人民代表大会）『政府活動報告』の主なポイント	
經濟（主要な經濟目標など）	
成長率	・24年の実質經濟成長率目標：「5%前後」で据え置き。「達成は容易ではない」
財政	・超長期特別国債の発行（24年は1兆元） ・インフラ関連資金調達のための地方政府專項債発行枠：3.9兆元（23年目標は3.8兆元） ・財政赤字の対GDP比：3%（同3%）
雇用	・都市部の新規就業者数：1200万人以上（同1200万人前後） ・都市部調整失業率：5.5%前後（同5.5%以内）
物価	・消費者物価上昇率：3%前後（同3%前後）
不動産	・開発企業を資金支援。住替え需要などを喚起
消費	・買替えて自動車や電化製品のスマート化などを促進
對外開放	・外資参入の制限業種を縮小
産業・技術	
供給網	・中国独自の体制を築く産業システムの現代化を推進
人材	・世界トップレベルの研究者育成

（備考）各種報道、JETRO（日本貿易振興機構）資料などより信金中央金庫 地域・中小企業研究所が作成

などが実施されると見込まれる。

ただ、中期的には人口減少や生産年齢（15～59歳）人口比率の低下などで潜在成長率が鈍化する公算が高い（図表6）。21年に全ての夫婦に3人目の出産を認めて産児制限を事実上廃止し、育児制度の拡充や資金支援などの各種政策を実施している。しかし、雇用不安や育児・教育負担増などを背景に、23年の出生数は前年比5.6%減の902万人と、3年連続で1949年の建国以来の最低水準を更新した。23年に中国の人口はインドに超され

図表6 中国とインドの人口と生産年齢人口比率



（備考）1. 生産年齢人口は15～59歳とした。
2. 国際連合“World Population Prospects the 2022 Revision”より信金中央金庫 地域・中小企業研究所が算出、作成

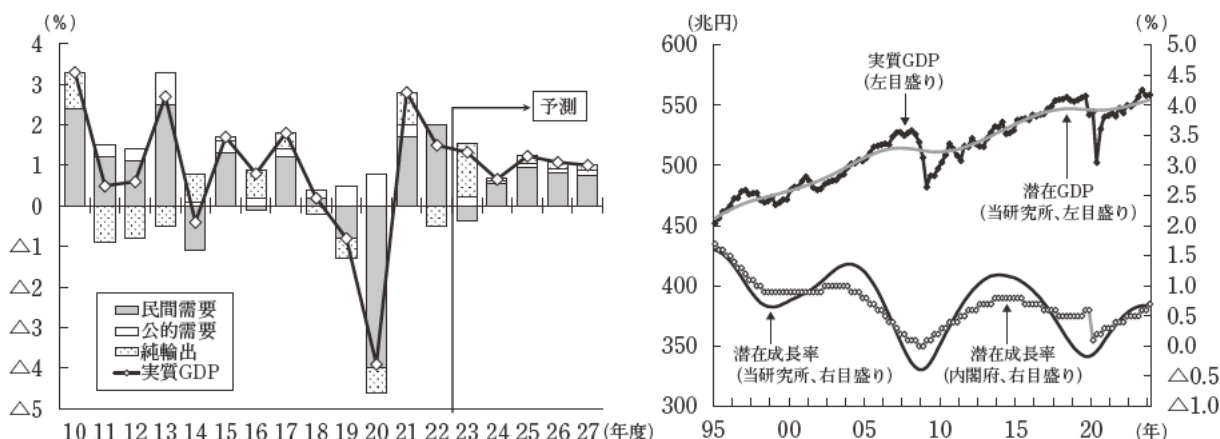
たと推計されており、中国の労働力供給地や消費市場としての存在感は長期的に低下する公算が高い。中国の経済成長率は、23年の5.2%から不動産不況の長期化などで24年は4%台に減速し、中長期的には生産年齢人口比率の低下などを背景に、3%台へ鈍化するものと見込まれる。日本企業は、サプライチェーンの安定化や経済安全保障上の対応などを背景に、中長期的に中国に対する依存度を低めることになるう。

2. 日本経済の展望～予測期間中の年平均成長率を1.1%と予測

日本の経済成長率を振り返ると、23年度は、4～6月に外需の押上げが寄与して前期比1.0%増となったが、個人消費等の内需が弱含んで7～9月は同0.8%減とマイナス成長になった。10～12月は同0.1%増とプラスに転じたが、24年1～3月は一部自動車メーカーの認証不正問題や能登半島地震等の影響で低調な結果になるう。23年度の成長率は、外需の押上げが寄与して1.3%と見込まれるが、コロナ関連の制限解除や供給制約の緩和などが国内経済を下支えしたものの、物価高による購買力の低下などで内需が低迷した。

24年度の成長率は、海外経済の減速を受けて0.7%に鈍化しよう。ただ、24年に米欧が利上げ局面に入るうえ、人手不足に伴う雇用・所得環境の改善から個人消費が底堅く推移し、IT関連の在庫調整の進展、省力化投資やDX・GX投資等の構造変化による設備投資の拡大などを反映して、25年度以降は1%台に持ち直すと予想した（図表7左）。足元の潜在成長率は0.7%程度と試算されるが（図表7右）、設備投資等による生産性の向上などで潜在成長率は緩やかに上昇し、23～27年度の年平均成長率は1.1%と予想した。

図表7 日本の実質GDP成長率の中期見通し（左図）と潜在GDP・潜在成長率の推移（右図）



(備考) 1. 中期見通しは当研究所の予測値。右図の実質GDPは季節調整済み年率換算値（15暦年連鎖価格）。潜在GDPは実質GDPにホドリック・プレスコット（HP）フィルターを掛けて算出し、潜在成長率は潜在GDP（対数）の前期差年率として試算した。HPフィルターは潜在成長率のフィルタリングアプローチによる推計で用いられる手法であり、詳細は日銀レビュー「潜在成長率の各種推計法と留意点」等を参照
2. 内閣府「四半期別GDP速報」、「GDPギャップ・潜在成長率」より信金中央金庫 地域・中小企業研究所が算出、作成

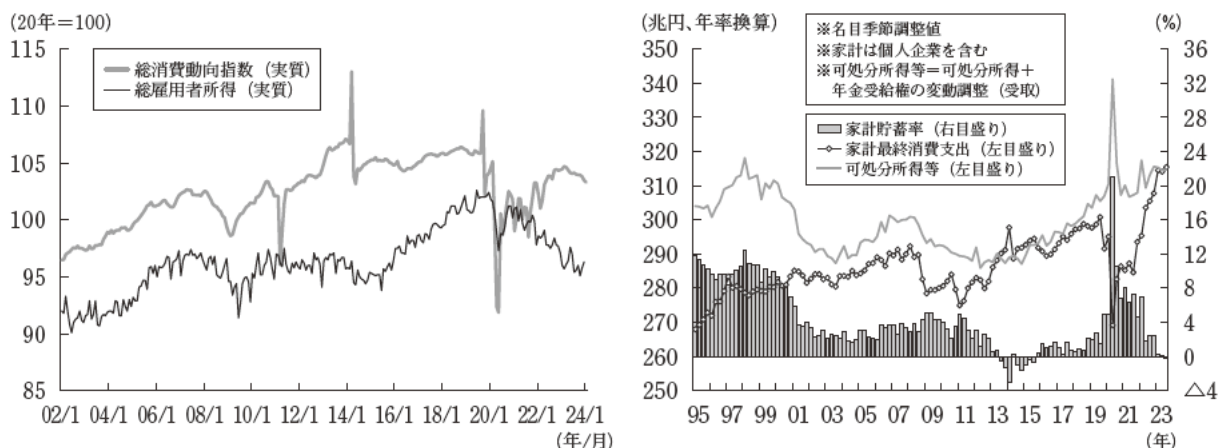
(1) 家計部門～個人消費と所得・雇用環境および住宅投資

①個人消費と所得・雇用環境～人手不足を背景に底堅く推移

23年10～12月の実質個人消費は前期比0.3%減少し、三四半期連続のマイナスで弱含んでいる。足元(24年1月)について総務省『総消費動向指数』(実質)からみると、一部自動車メーカーの出荷停止や能登半島地震などもあり、直近のピークである23年1～3月平均を1.2%下回る(図表8左)。23年1～3月は、マスク着用が個人判断に委ねられるなど、コロナ禍から経済活動が徐々に正常化へ向かい、外出・移動の活発化でサービス消費や衣料品・化粧品・身のまわり品等に持直しの動きがみられたうえ、供給制約の緩和から自動車等の耐久財消費も回復し、3年ぶりの水準に高まった。しかし、物価高を反映して実質的な家計可処分所得は大幅に目減りしている。消費者物価(除く生鮮食品)は23年1月に前年比上昇率が4.2%まで加速した。23年2月からは電気・ガス価格激変緩和措置などで3%台に減速したが、物価高による家計負担の高まりに可処分所得の改善が追いついていない。

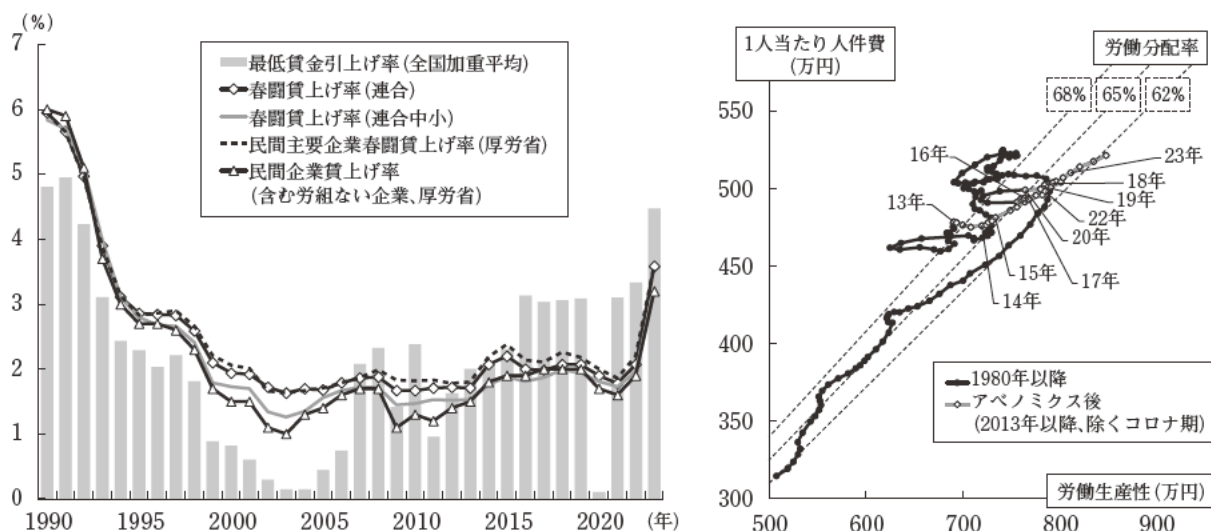
23年7～9月の家計貯蓄率は△0.2%と8年ぶりにマイナスに転じており、マクロ的にみると貯蓄が取り崩されている(図表8右)。23年春闘では賃上げ率(定昇相当込み)が3.58%と高水準で妥結し(ベアは2.12%)、23年の最低賃金(全国加重平均)は引上げ率が4.5%、時給は1,004円で初めて1,000円の大台を超えるなど、名目ベースの賃上げや所得水準の改善が進んだ(図表9左)。しかし、23年10～12月の総雇用者所得は、実質値でみると15年7～9月以来約8年ぶりの低水準であり、物価高による購買力の低下や節約志向、生活防衛意識の高まりなどを背景に、23年度の実質個人消費は弱含んでいる。

図表8 総消費動向指数・総雇用者所得(実質、左図)と家計貯蓄率・最終消費支出・可処分所得(右図)



(備考) 1. 総消費動向指数は、総務省『家計調査』の他に経済産業省『鉱工業生産指数』などの供給側の統計なども活用して世帯全体の消費支出総額(GDP統計の家計最終消費支出に相当)を推測するために作成された指標(季節調整値)。右図は四半期の金額(季節調整値)を4倍した年率換算である点に留意を要する。
2. 総務省『総消費動向指数』、内閣府『月例経済報告』関係資料、『家計可処分所得・家計貯蓄率四半期別速報』より信金中央金庫 地域・中小企業研究所が作成

図表9 春闘賃上げ率・最低賃金引上げ率(左図)と労働生産性・1人当たり人件費の推移(右図)



(備考) 1. 右図は全規模・全産業(除く金融・保険)。労働生産性=付加価値額(直近4四半期合計)÷人員計(直近4四半期平均)、1人当たり人件費=人件費計(直近4四半期合計)÷人員計(直近4四半期平均)、付加価値額=人件費計+減価償却費合計+営業利益とした。右図の吹き出しは当該年の1～3月期を示す。1人当たり人件費=労働生産性×労働分配率(人件費計÷付加価値額)に分解できる。
2. 日本労働組合総連合会資料、厚生労働省『民間主要企業春季賃上げ要求・妥結状況』、『賃金引上げ等の実態に関する調査』、財務省『法人企業統計調査(四半期別)』等より信金中央金庫 地域・中小企業研究所が算出、作成

岸田政権は30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掲げている。24年以降、引上げ率が毎年3.5%で推移すれば、35年に1,500円台に達する。安倍政権が15年に最低賃金を年3%程度引き上げて「1,000円」を目指すと表明して以来、16～22年(除く20年)まで年3%程度引き上げてきた。今後10年以上、3.5%程度の引上げ率を実現させるためには、中小企業等で人件費の価格転嫁、業務の効率化・省力化投資、営業時間の見直しなどによる生産性の向上などが進展する必要がある。

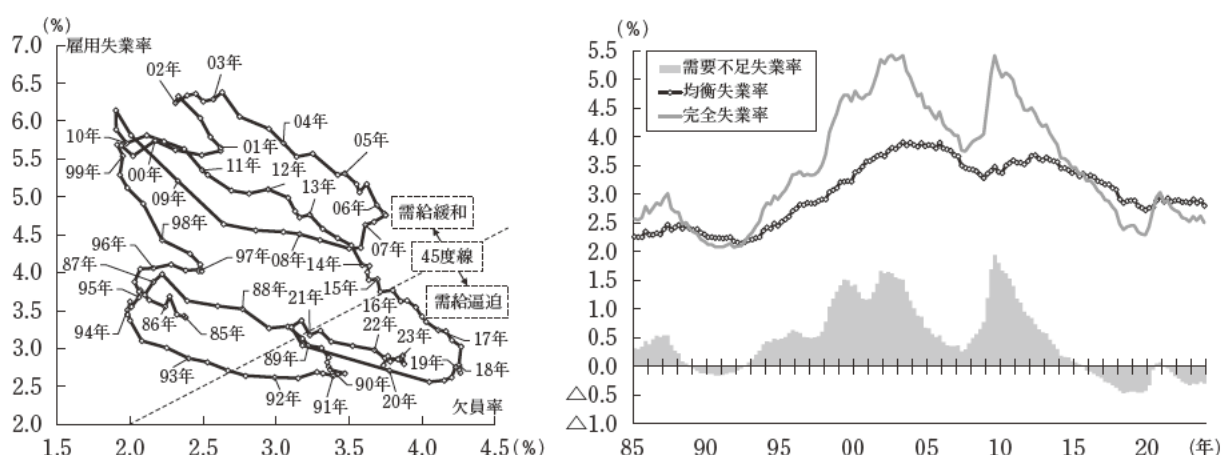
内閣官房・公正取引委員会は「労務費の適切な転嫁のための価格交渉に関する指針」等で、労務費の適切な価格転嫁などの取引適正化による中小企業等の賃上げ原資の確保を促している。付加価値額に占める人件費の割合である労働分配率(全規模・全産業)をみると、足元は62%程度で過去最低水準にあり、賃上げ余力は高まっている(図表9右)。原材料等のコスト上昇分の販売価格への転嫁が進むなど、企業収益は高水準に達している半面、雇用者等への報酬は労働生産性(1人当たり付加価値額)の上昇ペースと比べて十分に分配されていない。24年春闘では高い賃上げ率を実現する公算が高いが、先行きは、労働分配率の引上げ余地があることに加え、中小企業との取引適正化や労働生産性の改善が進めば、1人当たり人件費や名目賃金が引き上げられるものと見込まれる。

人手不足が深刻化していることも、賃金の引上げや労働分配率の上昇の要因となろう。15歳以上人口は、23年10月時点で1億1,018万人(概算値)であるが、国立社会保障・人口問題

研究所「日本の将来推計人口」では、5年後の28年には対23年比1.5%（164万人）減少すると推計している。特に生産年齢（15～64歳）人口は、23年の7,394万人から5年後には同2.7%（198万人）減少するとしており、現役世代の人口減少は加速する。

また、23年10月から「年収の壁・支援強化パッケージ」が開始しているが、年収の壁を意識して労働時間を調整する動きは根強い。24年4月からは「働き方改革関連法」施行で自動車運転業や建設業等の時間外労働の上限規制（年960時間や720時間等）等が適用されることも、労働力不足に拍車を掛けよう。労働市場の供給状況を示す雇用失業率と企業の雇用未充足を示す欠員率の散布図であるUV曲線（ベバリッジ曲線）をみると、23年10～12月の雇用失業率は2.9%、欠員率は3.8%でコロナ前の水準に労働需給がひっ迫している（図表10左）。雇用失業率はバブル景気前の1985年以降では2%台半ばが最低水準であり、欠員率が4.2%台に達した18年でも雇用失業率は2.7%であった。先行き、人手不足が深刻化して欠員率が上昇したとしても、雇用のミスマッチなどで失業率が一段と低下する余地は狭まっている。完全失業率は均衡失業率（雇用失業率＝欠員率となる失業率）を下回っており、需要不足によって生じる需要不足失業率は△0.3%とマイナスである（図表10右）。均衡失業率の水準はバブル期よりも高まっており、特にIT関連などの高い技術・能力が求められる業務や建設・長距離輸送・介護等の就労環境が厳しい職種の求職が相対的に少ないなど、雇用のミスマッチは根強い。実際、人手不足で営業時間の見直しや短縮化、建設工事の工期遅延、交通機関の運行減便などが実施されるなど、財・サービスの供給に影響が生じている。ただ、先行きは、人手不足が慢性化し、転職活動・副業や在宅勤務の普及、職業紹介事業の利便性向上、職業能力開発・リスク

図表10 UV曲線（ベバリッジ曲線、左図）と完全失業率・均衡失業率・需要不足失業率（右図）



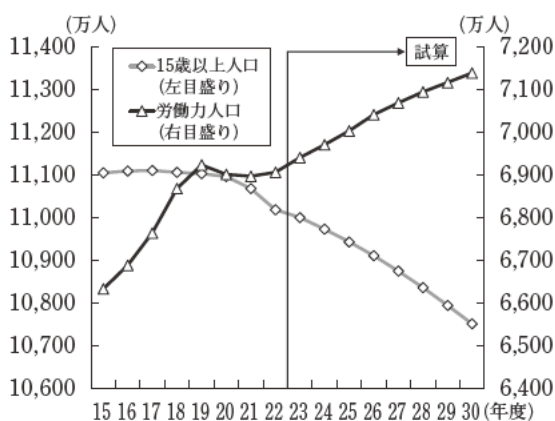
- (備考) 1. 雇用失業率＝完全失業者数÷（完全失業者数＋雇用者数）×100、欠員率＝（有効求人数－就職件数）÷（有効求人数－就職件数＋雇用者数）×100。左図は、45度線上で雇用失業率＝欠員率となり均衡する。45度線の下方（上方）は労働需給がひっ迫（緩和）している。左図の吹き出しは当該年の1～3月期を示す。
2. 右図は完全失業率を均衡失業率と需要不足失業率に分解した図である。
3. 独立行政法人労働政策研究・研修機構資料などより信金中央金庫 地域・中小企業研究所が作成

リング等の教育支援環境の改善などで、雇用のミスマッチが徐々に緩和する可能性があり、完全失業率は2%台前半へ緩やかながら低下するものと見込まれる。

労働力不足が懸念されるが、近年、年齢階級別労働力人口比率（各年齢階級の労働力人口÷各年齢階級の人口）は、人手不足、育児環境の改善、定年後再雇用の普及などを背景に、女性や高齢者を中心に上昇してきた。育児期などに女性が労働市場から退出することで生じる女性の年齢階級別労働力人口比率のM字型曲線の凹みは解消しつつあり、高齢者の雇用も進展したことから、今後の労働力人口の増加余地は狭まっている。ただ、保育所等の育児環境の整備、賃上げ等の待遇改善、老後不安等による生活資金の確保の必要性の高まり、雇用のミスマッチの緩和などを背景に、先行き、各年齢階級の労働力人口比率の上昇トレンドが維持されれば、労働力人口は20年代後半には7,000万人を超える可能性がある（23年平均は6,925万人、図表11）。

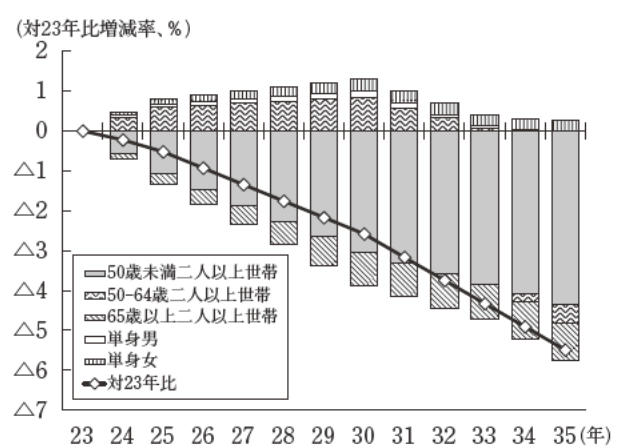
一方、世帯数は23年をピークに減少に転じると見込まれており^{（注3）}、特に消費意欲が旺盛な現役世代の世帯数の減少が個人消費を押し下げることが懸念される。総消費支出額（1世帯当たり消費支出額×世帯数）は世帯構造の変化によって、30年代半ばには対23年比で5%程度押し下げられる可能性がある（図表12）。しかし、雇用・所得環境が改善し、1世帯当たりの消

図表11 15歳以上人口と労働力人口の将来推計



（備考）1. 15歳以上人口の将来推計は、国立社会保障・人口問題研究所の将来推計を基に試算した。
2. 労働力人口は男女別年齢階級別労働力人口比率を足元のトレンドで延長し、男女別年齢階級別人口の将来推計値を掛けて試算した。
3. 国立社会保障・人口問題研究所『日本の将来人口推計』、総務省『労働力調査』、『人口推計』などより信金中央金庫 地域・中小企業研究所が算出、作成

図表12 世帯数の変化による総消費支出額への影響



（備考）1. 23年の総消費支出額（1世帯当たり消費支出額×世帯数）に対する増減率
2. 23年の二人以上・単身世帯別世帯主年齢階級別の1世帯当たり消費支出額×当該年の当該世帯に対応する世帯数の将来推計値として算出した。世帯数は国立社会保障・人口問題研究所『日本の世帯数の将来推計（18年推計）』を利用したが、総務省『国勢調査（20年）』の実績値と比べて推計結果が下振れしている点に留意を要する。
3. 国立社会保障・人口問題研究所『日本の世帯数の将来推計（18年推計）』、総務省『家計調査』より信金中央金庫 地域・中小企業研究所が算出、作成

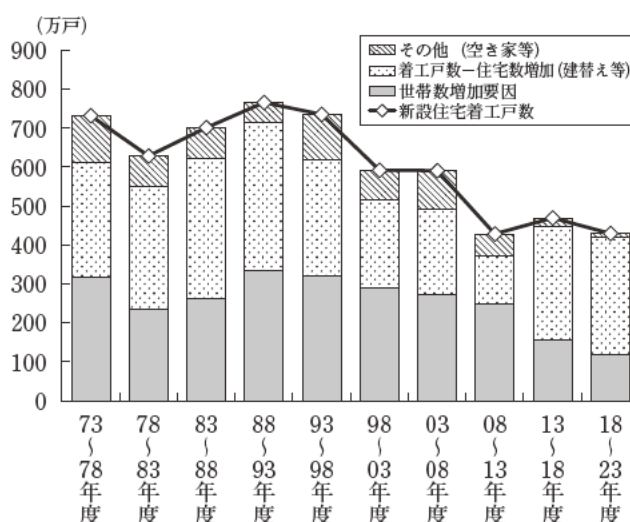
（注）3. 国立社会保障・人口問題研究所『日本の世帯数の将来推計（18年推計）』の推計値であり、15年の『国勢調査』に基づいて算出されている。この推計結果は20年の『国勢調査』の実績値と比べて下振れしている点に留意を要する。

費支出額が押し上げられることで、世帯数の減少による個人消費の押下げ寄与を減殺することができよう。先行き、輸入物価を起点とした過度なインフレ圧力が沈静化するとともに、労働需給のひっ迫が所得・雇用環境を下支えして実質的な総雇用者所得が底堅く推移すると見込まれることから、個人消費は緩やかに改善するものと予想した。

②住宅投資～住宅取得世代の減少で弱含みが続く

23年10～12月の実質住宅投資は、前期比1.0%減で2四半期連続のマイナスとなった。実質住宅投資の水準は、資材高騰などによる建築費用の上昇などが影響してコロナ前（19年）比で1割強落ち込んでおり、団塊ジュニア世代が30歳代に達して住宅取得が活発化した05年と比べると3割程度減少している。23年の新設住宅着工戸数は82万戸であり、09年から100万戸を割り込んで80～100万戸程度の推移が続く。住宅ローン減税等の住宅取得支援策や住宅ローン金利の引下げなどが実施されてきたが、子育て世代などの住宅取得世代が減少するといった構造的な下押し要因なども影響して着工戸数の規模が縮小してきた（図表13）。先行きは、在宅勤務の普及などに伴う住環境の見直し、共働き世帯等の好立地物件への旺盛な住宅需要、都市再開発の活発化、省エネ・耐震性等の高性能住宅の需要拡大などが住宅投資を下支えすると見込まれる。しかし、建設業での労務費・資材等のコスト高、金利上昇などによる住宅取得費用の高まりや投資採算性の悪化に加え、世帯数の増勢鈍化などで住宅需要が押し下げられるなど、住宅投資は力強さを欠いた推移が続くと予想した。中長期的に世帯数が減少すれば、貸家住宅等の超過供給や空室率の上昇などから新設住宅着工が抑制され、住宅投資は低迷する恐れがある。

図表13 新設住宅着工戸数の推移（5年間）



- （備考）1. 5年間の新設住宅着工戸数の推移であり、横軸の「18～23年度」は18年10月～23年9月の60か月（5年）分の戸数を示している。
2. 「着工戸数－住宅数増加」は、老朽化等で建物が除却されて新築される建替えなど、除却された戸数に見合う分の新築戸数を示す。「その他」（＝住宅数増加－世帯数増加要因）は、居住者がいない建物（空き家等）の増減を示す。
3. 23年度の世帯数は国立社会保障・人口問題研究所『日本の世帯数の将来推計（18年推計）』を用いたが、この推計結果は総務省『国勢調査（20年）』の実績値より下振れしている点に留意を要する。
4. 国土交通省『住宅着工統計』、総務省『住宅・土地統計調査』、『国勢調査』、国立社会保障・人口問題研究所『日本の世帯数の将来推計（18年推計）』などより信金中央金庫 地域・中小企業研究所が算出、作成

(2) 企業部門～設備投資はDX・GX投資がけん引して堅調に推移

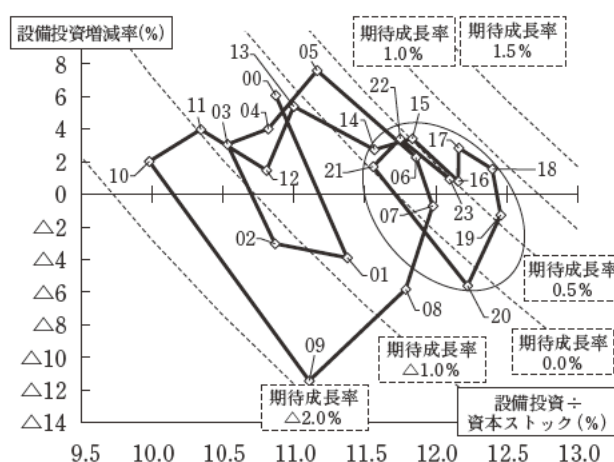
23年10～12月の実質設備投資は、前期比2.0%増で3四半期ぶりにプラスとなった。22年度は前年度比3.4%増と堅調だったが、23年度上期にIT関連の在庫調整や中国等の景気低迷、物価上昇等に伴うコスト高、資材や労働力の不足等に伴う建設工事の遅延などで弱含み、23年度は4～12月時点で前年同期比0.9%増と実質ベースでは減速した。

図表14は資本ストック循環図である。設備投資は、短期的には景気循環によって、景気拡張（後退）期に投資採算の改善（悪化）から設備投資の対資本ストック比の規模を拡大（縮小）させるため、縦軸に①設備投資の前年度比（増減率）、横軸に②設備投資の対資本ストック比（前年度）とした散布図を描くと、右回りに循環する傾向がみられる。資本ストック循環図で現状をみると、20年度にコロナ禍で先送りされた設備投資が21～22年度に再開して活発化した、足元は増勢が一服している局面にある。

中長期的には、経済成長率の見通しに見合った資本ストックの水準に向かって設備投資が実施されるため、期待成長率が高まれば（低まれば）、設備投資が積極化する（抑制される）。23年度の企業の期待成長率は、設備投資の対資本ストック比や資本減耗率などから逆算すると0.5%程度と試算される^(注4)。近年、資本ストック循環図は、期待成長率が0.5%の水準を中心におおむね0.0%から1.0%の範囲内で推移しており、企業は先行き0.5%程度の経済成長率を見込んで設備投資を実施していると推測される^(注5)。

資本ストック循環図的には、足元の設備投資は増勢一服の局面にある。しかし、半導体関連などの在庫調整が進展しつつあり、先行き、シリコンサイクルからみてIT関連を中心に能力増強投資などが顕在化する可能性がある。また、人手不

図表14 資本ストック循環図



- (備考) 1. 縦軸は①実質設備投資の前年度比、横軸は②実質設備投資（前年度）÷実質資本ストック（前年度末）。図表の縦軸は増減率、吹き出しの数値は年度を示す。実質資本ストックは民間企業設備
2. ①×②（実質設備投資÷実質資本ストック（前年度末））＝期待成長率＋資本係数（実質資本ストック÷実質GDP）のトレンド成長率＋資本減耗率
3. 23年度の設備投資増減率（縦軸）等は4～12月の前年同期比
4. 図中の期待成長率の水準は、資本係数のトレンド成長率がゼロ、資本減耗率が22年度の水準と仮定して算出した。
5. 内閣府『四半期別GDP速報』、『固定資本ストック速報』より信金中央金庫 地域・中小企業研究所が算出、作成

(注)4. 期待成長率は、資本係数（実質資本ストック÷実質GDP）のトレンド成長率がゼロ、資本減耗率が22年度と同水準と仮定して算出している点に留意を要する。

5. 内閣府『企業行動に関するアンケート調査（23年度）』によると、実質経済成長率見通し（全産業）は次年度、今後3年間、今後5年間（年度平均）が各々1.3%、今後3年間の設備投資が6.8%増（年度平均）となっている

足に伴う省力化投資、AI等のDX投資、EV等のエコカーや脱炭素関連等のGX^(注6)投資、サプライチェーンの強靱化・経済安全保障上の対応などによる生産・研究開発拠点の国内回帰の動きなど、構造変化を反映した中長期的な設備投資が底堅く推移すると予想した。実際、政府による重要物資や最先端技術が必要な製品の安定供給に対する助成金交付等の各種支援策^(注7)もあり、半導体関連工場などの大規模な建設計画が相次いで公表・実施されている（図表15）。また、これらの投資による生産性の向上、サプライチェーンの安定化、部品等の国内調達の高まりなどを背景に、企業の期待成長率が引き上げられれば、企業が資本ストックの拡大を推し進め、中長期的に設備投資を下支えする要因となろう。

図表15 半導体関連工場の主な建設・稼働予定

予定時期	事業者	場所	主な製品
24年度量産開始	富士電機	青森県五所川原市	SiCパワー半導体
24年再稼働	ルネサスエレクトロニクス	山梨県甲斐市	EV向けパワー半導体
24年末生産開始	JASM（台湾TSMC、ソニー、デンソー、トヨタ）	熊本県菊陽町	ロジック半導体（車載・イメージセンサー向け22/28nm、12/16nm）
25年1月、26年4月供給開始	ラピスセミコンダクタ（ローム）	宮崎県国富町	SiCウエハー、SiCパワー半導体
25年3月供給開始	加賀東芝エレクトロニクス（東芝、ローム）	石川県能美市	Siパワー半導体
25年9月初出荷	キオクシア岩手（キオクシア、米ウエスタンデジタル）	岩手県北上市	3次元NAND型フラッシュメモリー
25年9月初出荷	キオクシア四日市工場（キオクシア、米ウエスタンデジタル）	三重県四日市市	3次元NAND型フラッシュメモリー
25年末以降生産開始	マイクロメモリジャパン	広島県東広島市	最先端（1γ世代）半導体メモリー-DRAM
26年生産開始	三菱電機	熊本県菊池市など	SiCパワー半導体
27年量産開始	ラピダス	北海道千歳市	ロジック半導体（AI、データセンター、自動運転等、2nm世代）
27年稼働	JSMC（SBI、台湾PSMC）	宮城県大衡村	ロジック半導体（車載向け、40/55～28nm）等
27年10-12月初出荷	JASM（台湾TSMC、ソニー、デンソー、トヨタ）	熊本県	ロジック半導体（6/12nm）

（備考）1. カッコ内の企業名等は出資元などを示す。各種報道や経済産業省資料から作成しているが、完全性を保証するものではない。
2. 各種報道、経済産業省資料などより信金中央金庫 地域・中小企業研究所が作成

（3）公的部門～公共投資と政府最終消費支出

①公共投資～国土強靱化の継続や人手不足・DX・GX対応のインフラ整備が下支え

23年10～12月の実質公共投資は、前期比0.8%減で2四半期連続のマイナスとなった。足元の実質公共投資の水準（年換算）は26.4兆円であり、96年上期には50兆円台であったことから、四半世紀でほぼ半減している。近年は25～30兆円の範囲内で推移してきた（図表16）。公共事業の採択基準になる費用・便益の現在価値の算出で適用される社会的割引率が、約20

（注）6. 政府はGX（グリーン・トランスフォーメーション）を通じて脱炭素、エネルギー安定供給、経済成長の3つを実現させるため、『GX実現に向けた基本方針』を決定し、『GX推進法』や『GX脱炭素電源法』等を成立させた。2050年の温暖化ガスの排出実質ゼロを実現するため、『GX経済移行債』等による政府資金を呼び水として10年間で150兆円超の官民のGX投資を促す方針である。
7. 『経済安全保障推進法』に基づく「供給確保計画」や『特定高度情報通信技術活用システムの開発供給及び導入の促進に関する法律（5G促進法）』に基づく「特定半導体生産施設整備等計画」などが認定されると助成金や利子補給金などが交付される。

年前に4%に設定されて以降、据え置かれていることが、公共事業の抑制の一因との見方もある^(注8)。足元、15兆円規模の「防災・減災、国土強靱化のための5か年加速化対策」(21～25年度)が公共投資を下支えしているが、建設業等の人手不足や資材価格の高騰などを背景に、請負工事の入札不調、工事の遅延や事業計画の見直しなどが散見され、公共事業の執行ペースが鈍化する恐れがある。23年の『国土強靱化基本法』改正に伴う「国土強靱化実施中期計画」の策定によって、引き続き国土強靱化への取り組みが安定的に実施されることになった。

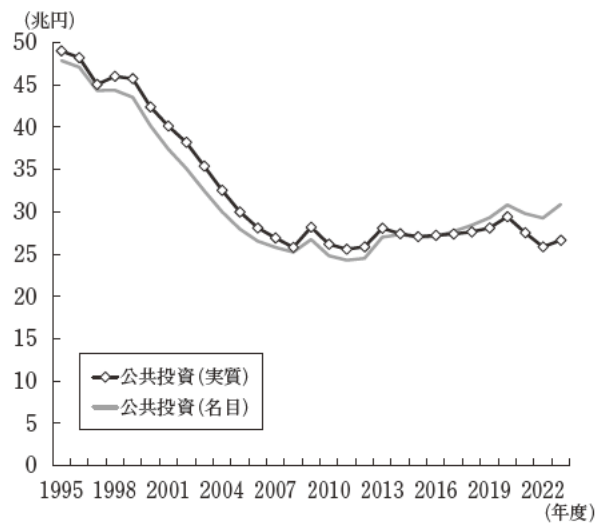
公共投資は、道路・学校施設等の老朽化し

たインフラの更新・維持、防災・減災等の災害対策、港湾・空港・物流施設等の機能強化や生産性向上・デジタル化のためのインフラ整備、脱炭素等に関連したGX投資、人手不足に対応した自動運転・ドローン等の社会実装・実用化などの環境整備、海上保安能力・防衛力強化^(注9)などで、緩やかな増加が見込まれる。ただ、先行き、金利上昇等に伴う財政健全化への動きや人口減少による公共事業の採算性の低下、「2024年問題」等による建設業の人手不足の深刻化やコストの高止まりなどから、事業計画の見送りや建設業の供給力低下などで公共投資が抑制される可能性に留意を要する。

②政府最終消費支出等～高齢化に伴う医療・介護や少子化対策等への支出拡大

政府最終消費支出は増加基調で推移しており、高齢化を反映して外来・病院サービス等を含む保健を中心に増加する公算が高い(図表17左)。保健は、22年度に47.5兆円と10年間で30%増加しており、政府最終消費支出(122.1兆円)の約4割を占める(図表17右)。国立社会保障・人口問題研究所「日本の将来人口推計」では、1人当たり医療費が大きい後期高齢者(75歳以上)の人口が、23年から30年に12%増加すると推計している。コロナの感染症法上の分類が5類に移行し、コロナ支援策の終了は保健などの政府支出を抑制するが、高齢化に伴う医

図表16 公共投資の推移

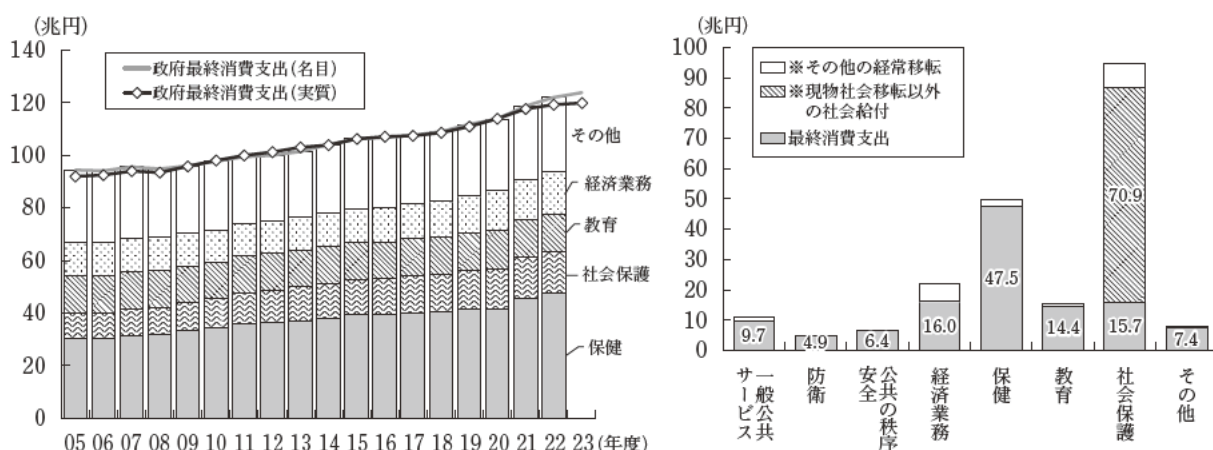


(備考) 1. 公共投資は公的固定資本形成
2. 23年度は4-6月～10-12月の季節調整値年換算の平均値。実質は15暦年連鎖価格
3. 内閣府「四半期別GDP速報」より信金中央金庫地域・中小企業研究所が作成

(注)8. 公共事業の費用は、施設等の建設時に大部分が計上される一方、便益は、完成後から長期間享受されるため、割引現在価値は社会的割引率が高いほど便益が費用に比べて過少に評価されるので、事業計画の採用が抑制される。

9. 「防衛力整備計画」によって23～27年度の5年間で43兆円規模の防衛費(公共投資や政府最終消費支出など)が決定している。

図表17 一般政府の最終消費支出の推移(左図)と主な支出項目の機能別内訳金額(22年度、右図)



(備考) 1. 一般政府は国・地公体・社会保障基金。左図の23年度は4-6月～10-12月の季節調整値年換算の平均値。実質は15暦年連鎖価格
 2. 右図の※の項目は参考として掲載。「保健」は医療用品・器具、外来・病院・公衆衛生サービスなど、「社会保護」は傷病・障害、老齢、遺族、家庭・児童、失業など。「現物社会移転以外の社会給付」は年金・児童手当等の家計部門に現金で支給される社会保障給付など
 3. 内閣府『国民経済計算年次推計』より信金中央金庫 地域・中小企業研究所が作成

療費・介護費や年金給付の増加、“次元の異なる少子化対策”における『こども未来戦略』『加速化プラン』、『子ども・子育て支援法』改正などを反映した「教育」や家庭・児童等を含む「社会保護」などの支出増加で、個別消費支出^(注10)などの政府最終消費支出や年金・児童手当^(注11)等の社会給付などが中長期的に拡大する公算が高い。

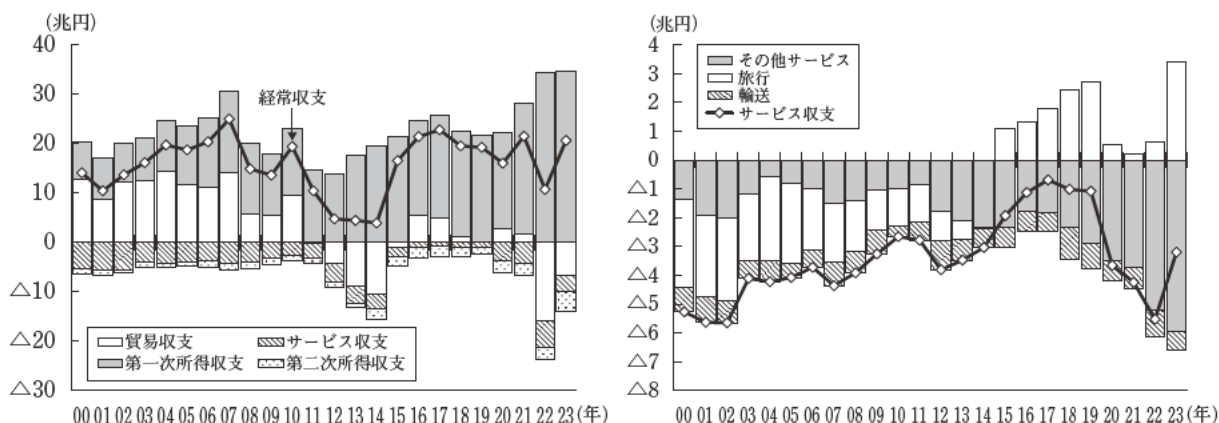
(4) 経常収支～貿易収支が黒字に転換し、投資収益が下支えして高水準の黒字を維持

23年の経常収支は20.6兆円の黒字となり、前年の10.7兆円から黒字幅が拡大した(図表18左)。23年の貿易収支(国際収支統計)は6.6兆円の赤字であるが、前年の15.7兆円から赤字幅が縮小した影響が大きい。貿易収支の輸出金額は、中国景気の低迷や海外の累積的な利上げ効果などによる世界経済の減速に加え、先行きは、日本や米欧の金融政策の転換などに伴う円安の修正が押下げに寄与すると見込まれる。ただ、輸出数量は、海外の利上げの累積効果で増勢が鈍化するものの、半導体関連の在庫調整の進展やサプライチェーンの改善などで、IT関連の中間財・資本財や自動車関連等の需要が回復し、徐々に持ち直すと予想した。一方、輸入金額は、資源価格の下落や円高への転換に加え、中長期的には脱炭素化などによる化石燃料の需要抑制や部品等の国内調達の高まりなどから増加ペースが緩慢になろう。貿易収支は黒字に転換すると見込まれる。

(注)10. 個別消費支出(現物社会移転)とは、政府最終消費支出の内訳項目であり、一般政府が個々の家計の便益のために現物で支給する財・サービスを指す。医療保険や介護保険における医療費、介護費の保険給付分、公立保育所・国公立学校などの費用の利用料・授業料では賄えない部分などが該当する。

11. 児童手当は24年10月から、①所得制限撤廃、②支給年齢18歳(高校生)まで延長、③第3子以降の支給額を1万円～1.5万円から3万円へ引上げなどの拡充がなされる(第1～2子は3歳未満1.5万円、3～18歳(高校生)1万円)。

図表18 経常収支（左図）とサービス収支（右図）の推移

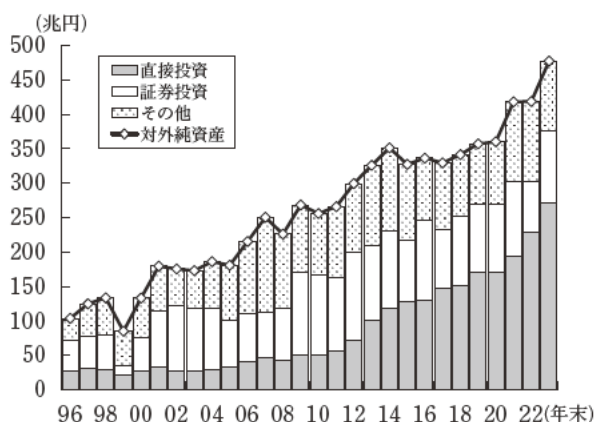


（備考）23年は速報値。日本銀行『国際収支統計』より信金中央金庫 地域・中小企業研究所が作成

サービス収支についてみると、23年の「旅行」受取は5.2兆円でコロナ前（19年）の5.0兆円を上回った。訪日外客数はすでにコロナ前の水準に戻っており、円安進行にも歯止めがかかっているため、当面は増勢が一服する公算が高い。サービス収支の「その他サービス」は、23年に6.0兆円の赤字となり、「旅行」の3.4兆円の黒字幅を上回っている（図表18右）。「その他サービス」には、著作権等使用料、コンピュータ・研究開発・コンサルティング関連サービスなどの成長分野が含まれており、「その他サービス」の赤字幅は拡大基調にある。IT関連のプラットフォームや情報処理、ソフトウェア開発などの分野における日本企業の国際的な存在感は薄い。中長期的には中国からの訪日客数がコロナ前の水準へ持ち直すなど、「旅行」の黒字幅が拡大する可能性があるが、サービス収支の赤字幅は徐々に拡大する恐れがある。

一方、第一次所得収支は、23年に34.6兆円の黒字となり、黒字幅は前年（34.5兆円）と同水準だった。海外の金利上昇や円安などによる債券利子の受取などが下支えしている。先行きは、海外の利下げ局面入りや円安の修正が押下げに寄与しよう。しかし、過去の経常黒字の累積などで対外純資産が23年9月末時点で477兆円に拡大しているうえ（図表19）、世界経済が底堅く推移することで海外企業から得られる投資収益が下支えするため、経常収支の黒字幅は高い水準を維持するものと予想する。

図表19 対外純資産の推移



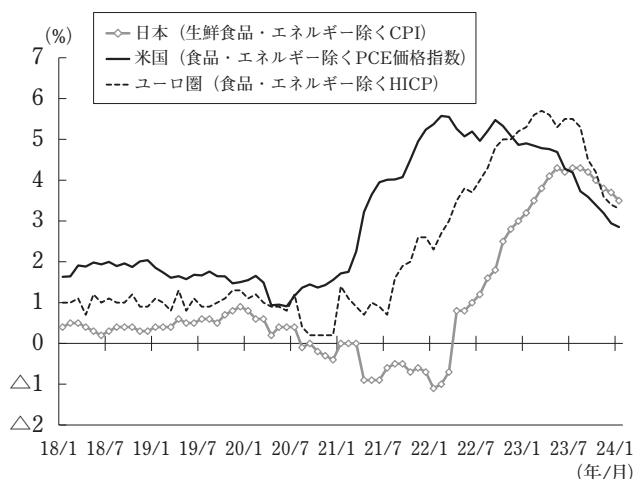
（備考）1. 対外資産残高－対外負債残高。年末時点の数値。但し、23年は9月末
2. 日本銀行『国際収支統計』「本邦対外資産負債残高」より信金中央金庫 地域・中小企業研究所が作成

3. 金融政策～24年に米欧はインフレ減速で利下げ局面入り、日本は金融政策正常化へ

(1) 米欧の金融政策～24年にインフレ減速で利下げ局面入りへ

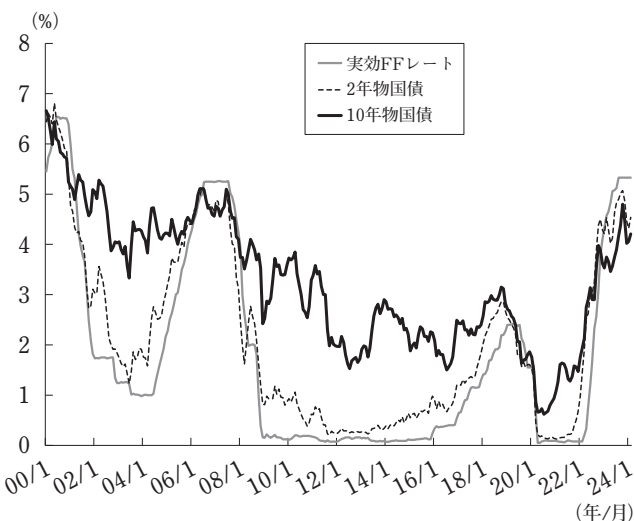
米国は、インフレ率の高まりを受けて22年3月にゼロ金利政策 (FF 金利誘導目標0.00-0.25%) を解除して以降、利上げを11回実施し、23年7月に政策金利を5.25-5.50%に引き上げてからは、インフレ率の鈍化を背景に据え置いている (図表20、21)。米国経済は底堅く、低水準の失業率や根強いインフレ圧力などから、FRB 高官等は利下げに慎重な姿勢をみせている。24年1月のFOMC (米連邦公開市場委員会) 声明文で「インフレ率が持続的に2%に向かっているとの確信が強まるまで、利下げが適切になるとはみていない」との見解を示した。米個人消費支出 (PCE) 価格指数コア (除く食品・エネルギー) は、1月に前年比上昇率が2.8%となり、22年9月の同5.5%をピークに減速している。同声明文では追加的な金融引締め of 文言を削除するなど、インフレ率の低下を反映して24年半ば頃に利下げ局面へ移行する公算が高い。FOMC 参加者の政策金利見通しによると、現在5.25-5.50%のFF 金利誘導目標を24年に3回 (0.75%分) 引き下げると予想している (図表22)。先行き、累積的な利上げ効果などを受けて米国経済が潜在成長率である2%程度に減速し、インフレ率の低下に伴って利下げが継続されると見込まれる。中長期的には、政策金利は2%台

図表20 日米欧の物価指数の前年比変動率の推移



(備考) 1. 価格変動が大きい食品・エネルギーを除いた物価指数の前年比
2. 総務省統計局『消費者物価指数』、米商務省経済分析局 (BEA)『個人所得・支出』、欧州連合統計局 (EUROSTAT)『消費者物価指数 (HICP)』より信金中央金庫 地域・中小企業研究所が作成

図表21 米国の各種金利の推移 (月中平均)



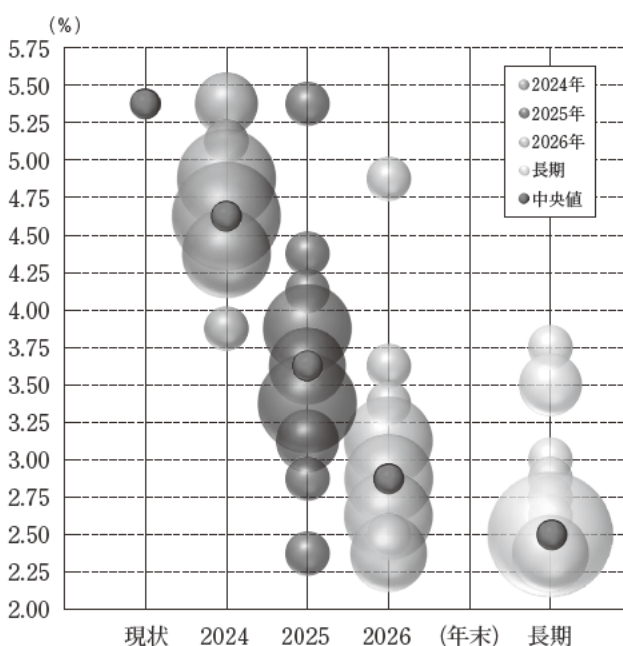
(備考) FRB (米連邦準備制度理事会) 資料より信金中央金庫 地域・中小企業研究所が作成

半ば程度へ引き下げられると予想した。ただ、FOMC 参加者の米政策金利見通しによると、中立金利（景気の加速や減速を招かない金利水準）を示す「長期（Longer-run）」の中央値は2.5%だが、3%超と回答したメンバーが複数人いる。米国経済は、高金利下でも堅調さを持続しているため、利下げ開始時期の後ずれや中立金利の上昇などで金利が高止まりする可能性に留意を要する。

また、ECB（欧州中央銀行）も24年半ば頃に利下げ局面に転じる公算が高い。現在、主要政策金利を4.5%（下限4.0%-上限4.75%）に据え置いており、ウクライナ・中東情勢等の地政学リスクの高まりや相次ぐ労働者ストによる根強い賃上げ圧力などを背景に、「利下げ議論は時期尚早」との見方を示している。

しかし、欧州最大の経済大国であるドイツの23年の経済成長率がマイナスに陥るなど、ユーロ圏経済は低迷している。中国が最大の貿易相手国であるドイツの景気は、中国経済の低迷が長期化する恐れや高金利の影響などで24年も力強さを欠くと見込まれる。ユーロ圏の消費者物価（食品・エネルギーを除くHICP）の前年比上昇率は減速しており（図表20参照）、金利の高止まりによる景気抑制を回避するため、ECBはインフレ率の低下に確信がもてれば、利下げに踏み切る公算が高い。ECBは欧州経済を下支えするため、24年半ば以降、利下げを進めるものと見込まれる。

図表22 FOMC参加者の米政策金利見通し



(備考) 1. 23年12月のFOMC（米連邦公開市場委員会）時点
 2. FF金利の適切な水準についての見通し。バブル（除く中央値）の大きさは回答者の人数の多さを表す。「長期（Longer-run）」は長期的視点による緩和的でも引締めのでもない中立的な（名目）金利水準を示す。
 3. FRB（米連邦準備制度理事会）“SEP：Summary of Economic Projections”より信金中央金庫 地域・中小企業研究所が作成

(2) 日本の金融政策～「物価安定の目標」実現が見通せると判断して金融政策正常化へ

日銀は、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続しており、短期政策金利に△0.1%のマイナス金利を適用し、長期金利をゼロ%程度で推移させる長短金利操作（YCC：イールドカーブコントロール）を実施している。YCCの運用では長期金利の上限の目途を1.0%とし、1.0%超えを容認してイールドカーブに歪みが生じないように、機動的なオペで柔軟に対応している。日銀は、賃金上昇を伴う形で、2%の「物価安定の目標」を持続的・安定的に実現することを目指しており、「物価安定の目標」の実現が見通せるようになれば、マイナス金利解除等の

金融政策の正常化に踏み切るとみられる。24年の春闘では、23年を上回る賃上げ率の実現が見込まれており、24年上期にも日銀はマイナス金利解除等に動く公算が高い。日銀当座預金の「政策金利残高」に適用される△0.1%のマイナス金利が解除され、無担保コール翌日物レートは中期的に0.0～0.2%台で推移すると予想する。

しかし、23年10～12月のGDP統計で国内需要（実質）が3四半期連続で前期比マイナスになり、人手不足が深刻化している一方で需給ギャップの改善ペースが遅いなど、力強い需要を反映した賃金と物価の好循環は依然として実現していない。日銀は25年度に向けて消費者物価の上昇率が低下すると見込んでいるが（図表23）、インフレ率の減速で実質賃金が前年比プラスに転じる公算が高まる半面、25年の春闘で高水準の賃上げ率の実現する可能性は低下するとみられる。24年から米欧が利下げ局面入りする一方、日銀が利上げを続ければ、円高の加速や利払い負担の高まりに伴う企業収益の悪化や株価の下落などで、賃金と物価の好循環を阻害する恐れがある。日銀正副総裁は「先行き、マイナス金利解除を実施したとしても、緩和的な金融環境が当面続く可能性が高い」旨の発言をしており、マイナス金利解除後に利上げを段階的に進める可能性は低いと予想する。

日銀による金融政策の正常化によって、長期金利がどのように推移するのかを、過去のゼロ金利政策や量的金融緩和政策の解除時の状況から展望する。日銀は、①00年8月：ゼロ金利政策の解除（無担保コール翌日物レート誘導目標0.25%）、②06年3月：量的金融緩和政策の解除（概ねゼロ%）、③06年7月：ゼロ金利政策の解除（0.25%）、④07年2月：利上げ（0.5%）を実施した（図表24）。金融

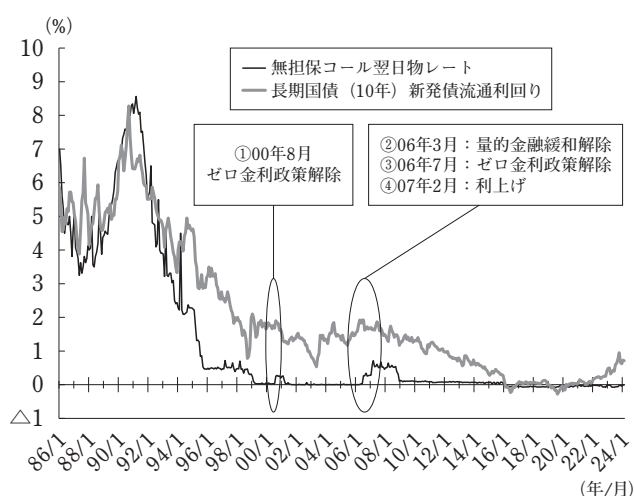
図表23 日銀政策委員の大勢見通し（24年1月）

前年度比(%)

	実質GDP	消費者物価 (除く生鮮食品)	〈参考〉 除く生鮮食品・ エネルギー
23年度	+1.8 (+1.6～+1.9)	+2.8 (+2.8～+2.9)	+3.8 (+3.7～+3.9)
23年10月 時点	+2.0 (+1.8～+2.0)	+2.8 (+2.7～+3.0)	+3.8 (+3.5～+3.9)
24年度	+1.2 (+1.0～+1.2)	+2.4 (+2.2～+2.5)	+1.9 (+1.6～+2.1)
23年10月 時点	+1.0 (+0.9～+1.4)	+2.8 (+2.7～+3.1)	+1.9 (+1.6～+2.1)
25年度	+1.0 (+1.0～+1.2)	+1.8 (+1.6～+1.9)	+1.9 (+1.8～+2.0)
23年10月 時点	+1.0 (+0.8～+1.2)	+1.7 (+1.6～+2.0)	+1.9 (+1.8～+2.2)

※上段は中央値。下段は見通しレンジ（各政策委員が示した見通し値から、最大値・最小値を1個ずつ除いて幅で示したもの）
（備考）日本銀行『経済・物価情勢の展望（展望レポート）』（24年1月時点）より信金中央金庫 地域・中小企業研究所が作成

図表24 無担保コール翌日物レートと長期金利



（備考）1. 月末の数値
2. 日本銀行、日本相互証券㈱資料より信金中央金庫 地域・中小企業研究所が作成

引締め局面の長期金利の変動は、各々、①前月末の1.68%から当該月末の1.90%へ上昇、②同1.59%から同1.77%へ上昇、③1.92%で前月末比横ばい、④同1.70%から同1.63%へ低下、となっている。無担保コール翌日物レート誘導目標が0.25%だった時期（06年7月末～07年1月末）の長期金利（月末）の平均値は1.71%、0.5%の時期（07年2月末～08年9月末）は1.58%であり、1%台後半で推移していた。YCCの撤廃などで長期金利が一段と市場に委ねられると仮定した場合、「長期金利の理論値＝潜在成長率（0.7%）＋期待インフレ率（1.3%）」とすれば、2%程度^{（注12）}になると試算される。先行き、日銀の金融政策正常化への過程で、長期金利が現状の0.7%台から上昇する公算が高いが、海外では利下げ局面入りが見込まれるうえ、日銀が緩和的な金融環境を維持するとみられることから、中期的に1%台前半で推移すると予想した。

〈予測総括表〉
23～27年度の経済見通し

（単位：％）

	21年度 〈実績〉	22年度 〈実績〉	23年度 〈予測〉	24年度 〈予測〉	25年度 〈予測〉	26年度 〈予測〉	27年度 〈予測〉	23～27年度 平均成長率
実質GDP	2.8	1.5	1.3	0.7	1.2	1.1	1.0	1.1
個人消費	1.8	2.7	△0.5	0.6	1.0	0.9	0.8	0.6
住宅投資	0.1	△3.4	1.5	△0.4	△0.1	△0.3	△0.4	0.0
設備投資	1.7	3.4	0.7	2.7	2.5	2.2	2.0	2.0
在庫投資（寄与度）	0.5	0.1	△0.3	△0.2	0.0	0.0	0.0	－
政府最終消費	3.2	1.4	0.5	0.3	0.4	0.4	0.5	0.4
公共投資	△6.5	△6.1	2.9	0.1	0.7	0.4	0.7	1.0
純輸出（寄与度）	0.8	△0.5	1.3	0.1	0.2	0.1	0.1	－
〈輸出〉	12.4	4.7	4.1	1.8	2.6	2.7	2.4	2.7
〈輸入〉	7.2	6.9	△2.7	1.5	1.8	2.1	2.0	1.0
内需（寄与度）	2.0	2.0	△0.2	0.7	1.1	0.9	0.9	－
名目GDP	2.7	2.3	5.4	2.5	2.2	1.9	1.8	2.8
GDPデフレーター	△0.1	0.8	4.0	1.9	0.9	0.8	0.8	1.7
為替レート（円/ドル）	112	135	145	139	133	129	125	
完全失業率	2.8	2.6	2.5	2.4	2.3	2.3	2.3	
消費者物価（除く生鮮食品）	0.1	3.0	2.8	2.1	1.5	1.3	1.2	
経常収支（兆円）	20.1	8.3	24.1	26.3	27.7	28.8	29.1	
無担保コール翌日物（年度末）	△0.02	△0.03	△0.01	0.05	0.15	0.15	0.15	
10年国債利回り（年度平均）	0.09	0.29	0.61	0.95	1.10	1.10	1.00	
（レンジ）	0.00-0.25	0.16-0.50	0.35-0.96	0.70-1.20	0.80-1.30	0.80-1.30	0.70-1.30	
米国の実質成長率（暦年）	5.8	1.9	2.5	2.0	1.5	2.0	2.1	2.0
中国の実質成長率（暦年）	8.4	3.0	5.2	4.4	4.3	4.1	3.9	4.4

（備考）1. 単位は記載のない項目は％。但し、寄与度は％ポイント
2. 内閣府資料などより作成。予測値は信金中央金庫 地域・中小企業研究所が算出した数値

（注）12. 名目金利＝実質金利＋期待インフレ率（フィッシャー方程式）であり、中長期的に実質金利は潜在成長率と同水準になるとされる。潜在成長率は、日銀が前年比0.71%（23年度上期）、内閣府が前期比年率0.7%（23年10-12月）と試算している。期待インフレ率（ブレイクイーブンインフレ率（BEI））は、日本相互証券が10年利付国債の複利利回り（名目金利）と物価連動国債の複利利回り（実質金利）を基に1.281%（24年2月末）と算出している。リスクプレミアム等を考慮していない点に留意を要する。