

かんぽフォーラム2024 基調講演

# 「金利のある世界」への回帰： 展望と課題

調査部 主席研究員 小林真一郎

2024年11月20日

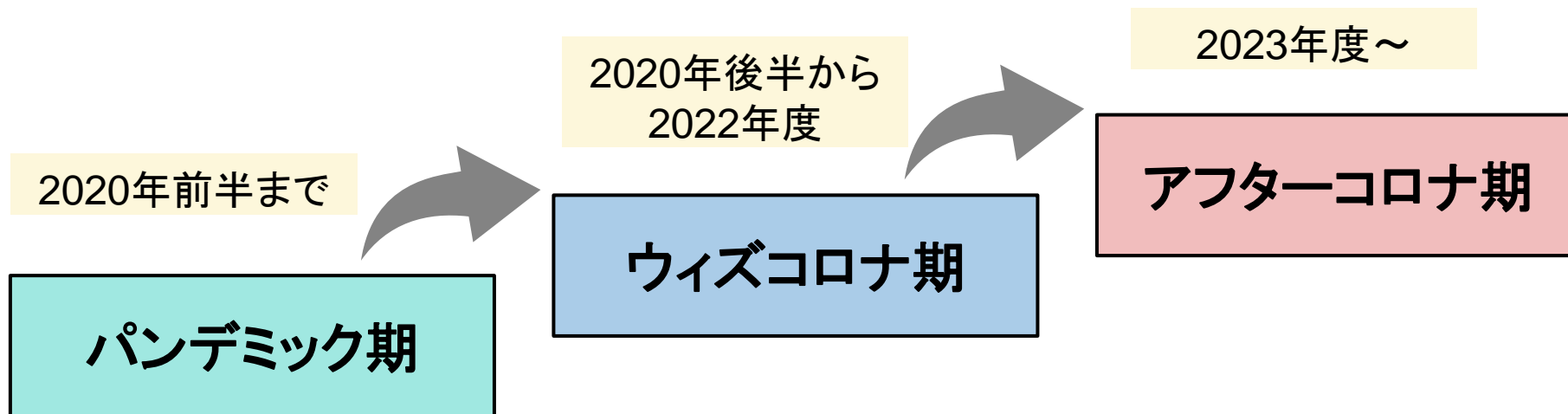
三菱UFJリサーチ&コンサルティング

世界が進むチカラになる。



## はじめに～コロナ禍は日本経済にどのような構造変化をもたらしたのか

- 2023年5月8日に感染症法上の分類が5類に変更されたことをきっかけとして、様々な分野で正常化の動きが加速し、景気の状態が感染状況に左右されないアフターコロナ期に移行
- コロナ禍は、過去の大きなショックと同様、日本経済に大きな構造変化をもたらした



### コロナ禍を経て変わった日本経済の構造

- 需要不足よりも供給制約が心配される時代へ
- 人手不足の深刻化と新たな働き方の定着
- 普通に物価が上昇する時代へ

# 目次

I. 内外経済の現状

II. 各国の金融政策

III. 日本における低金利長期化の効果と問題点

IV. これからの内外経済の行方

## 7～9月期の実質GDP成長率(1次速報)～小幅増加にとどまるも、個人消費は急増

- 11/15発表の7～9月期の実質GDP成長率（1次速報値）は、前期比+0.2%（年率換算+0.9%）と2四半期連続で増加し、景気の持ち直しが続いていることが示されたが、増加ペースは極めて緩慢である
- 実質個人消費は前期比+0.9%と堅調に増加して全体を押し上げ。①物価高による消費者マインド悪化、②酷暑・大雨などの天候不順や南海トラフ地震への警戒によるサービス需要抑制、③厳しい残暑による秋物衣料の販売不振といったマイナス効果を、④6月からの定額減税、夏のボーナス増加、春闘賃上げ率の浸透といった所得増加、⑤自動車の販売増、⑥猛暑効果、備蓄需要の一時的増加といったプラス効果が上回った
- 設備投資は前期比-0.2%と減少したが、人手不足などを反映して企業の投資意欲は底堅いうえ、業績が好調に推移しているため、一時的な下振れであると考えられる

	2023年			2024年			前期比(%)	寄与度
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9		
実質GDP	0.6	-1.0	0.1	-0.6	0.5	0.2	--	
同 (年率)	2.6	-4.0	0.4	-2.4	2.2	0.9	--	
同 (前年同期比)	1.9	1.3	0.9	-0.8	-1.1	0.3	--	
内需寄与度 (*)	-1.0	-0.8	0.0	-0.2	0.7	0.6	--	
個人消費	-0.7	-0.4	-0.3	-0.6	0.7	0.9	0.5	
住宅投資	1.2	-0.9	-1.0	-2.9	1.4	-0.1	-0.0	
設備投資	-2.2	-0.1	2.1	-0.4	0.9	-0.2	-0.0	
民間在庫 (*)	-0.0	-0.6	-0.0	0.3	-0.1	0.1	0.1	
政府最終消費	-1.2	0.5	-0.1	0.3	0.1	0.5	0.1	
公共投資	1.0	-2.0	-1.7	-1.1	4.1	-0.9	-0.0	
外需寄与度 (*)	1.7	-0.2	0.1	-0.4	-0.1	-0.4	--	
輸出	3.1	0.2	2.9	-4.5	2.6	0.4	0.1	
輸入	-4.1	0.9	2.4	-2.4	2.9	2.1	-0.5	
名目GDP	2.0	-0.1	0.8	-0.3	1.7	0.5	--	
同 (年率)	8.3	-0.6	3.2	-1.0	7.0	2.1	--	
同 (前年同期比)	5.8	6.6	4.9	2.5	2.0	2.9	--	
GDPデフレーター (前年同期比)	3.8	5.3	4.0	3.4	3.1	2.5	--	

■ 輸出は、IT関連財や資本財の増加で財は底堅く増加したものの、反動減によるインバウンド消費の減少などでサービス輸出が落ち込んだため、前期比+0.4%と小幅増加にとどまる

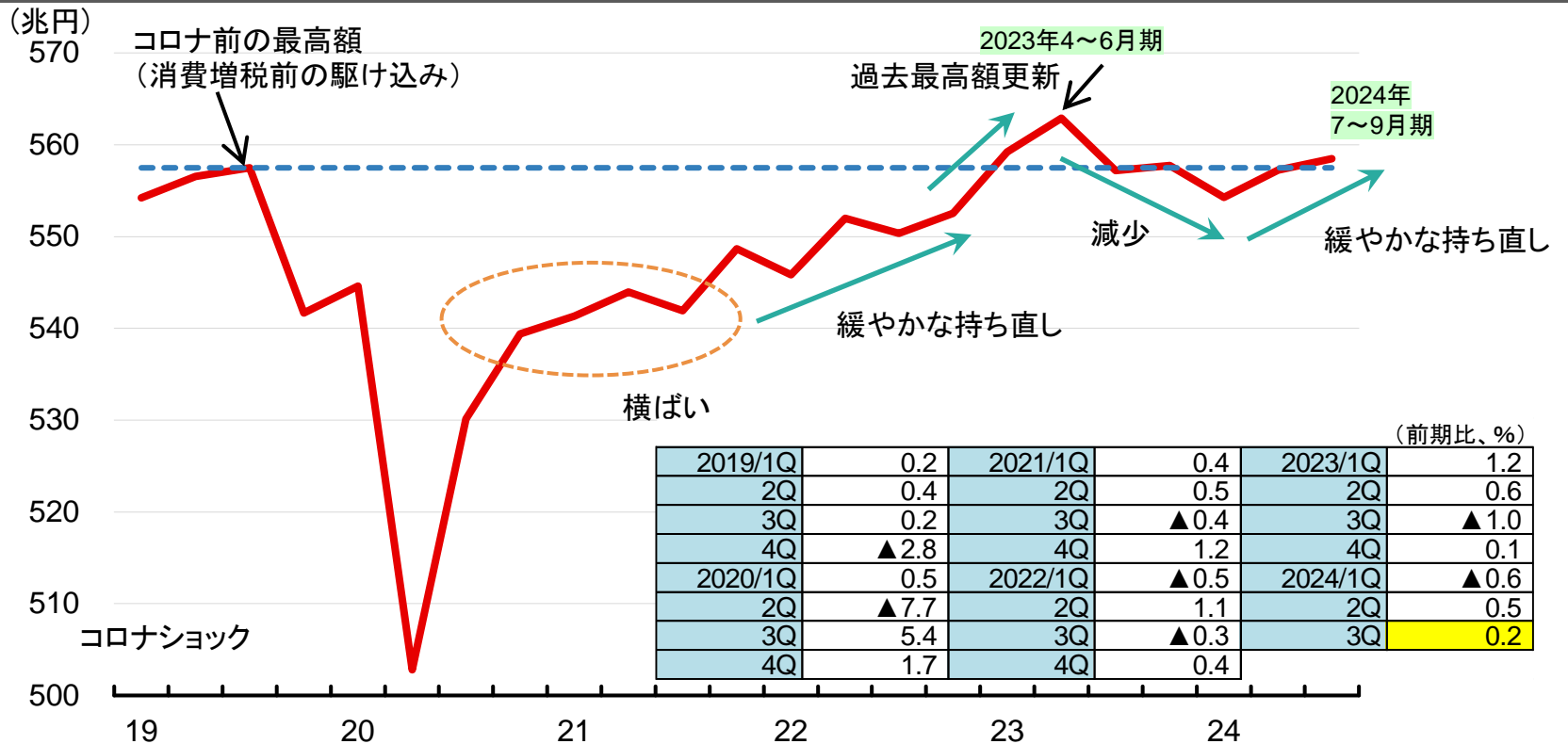
■ 物価圧力の高まりを反映しGDPデフレーターは前年比+2.5%（季調済前期比+0.3%）と、高い伸びが続く

■ 名目GDP成長率は、前期比+0.5%（年率換算+2.1%）と高い伸び

# 国内景気の現状～緩やかに持ち直している

- 消費増税、コロナショック発生により大きく落ち込んだ日本の実質GDPは、その後回復基調に転じるも、コロナの感染再拡大による需要抑制策や感染拡大への警戒感から回復に遅れ
- アフターコロナ期入り後も物価上昇による個人消費の低迷などから足踏み状態が続くが、2024年度入り後によりやく持ち直し基調に転じる

実質GDPの推移



(出所) 内閣府「四半期別GDP速報」

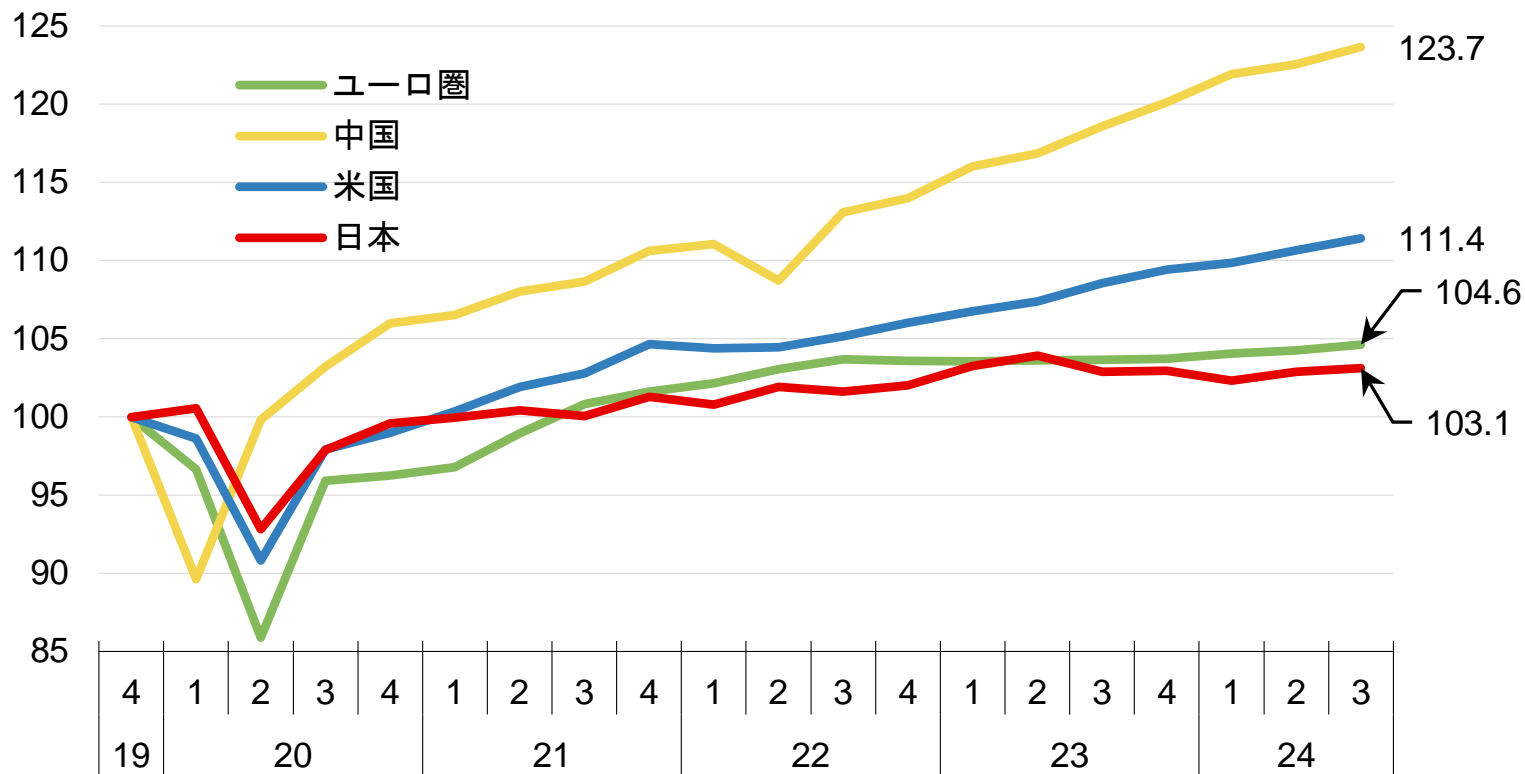
(年、四半期)

# 各国との比較～日本はコロナ禍からの回復に遅れ

- 日本の実質GDPの回復ペースは他国と比べて遅いが、これはワクチン接種の遅れ、生産制約に陥った自動車産業への依存度の高さ、感染防止のための行動制約重視の政策などによるものと考えられる

各国の実質GDPの水準

(2019年10-12月期=100)



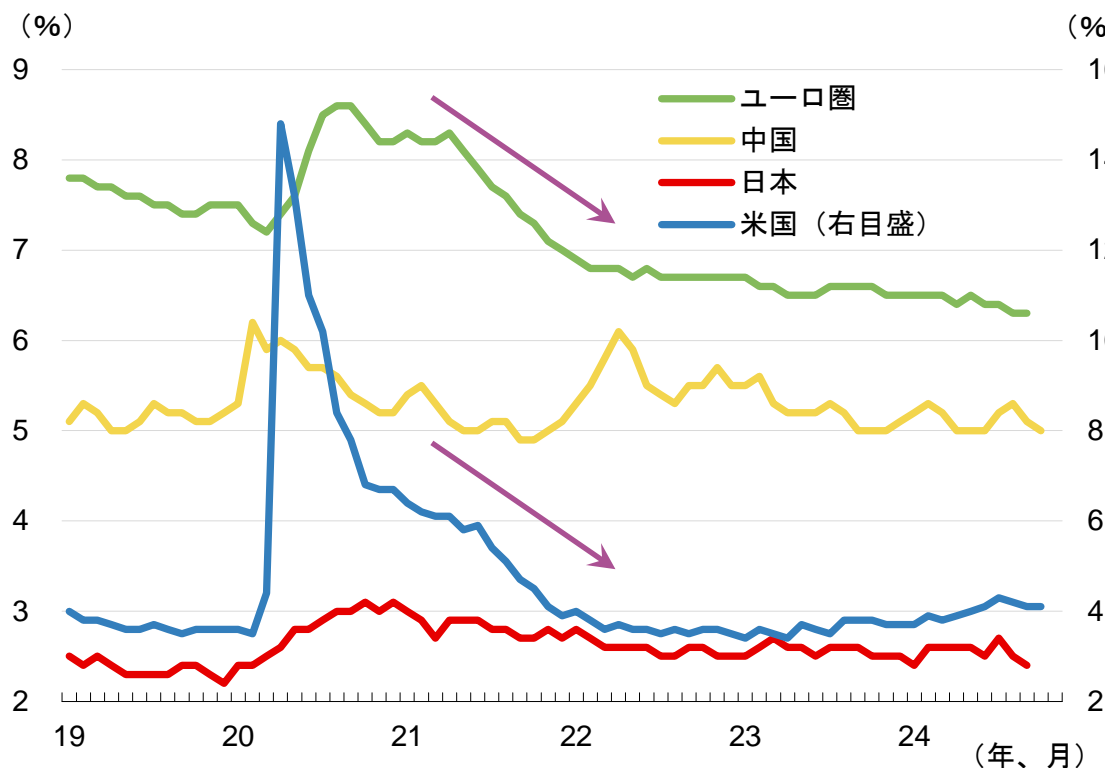
(注) 実質季節調整値

(出所) 内閣府、BEA、Eurostat、中国国家统计局

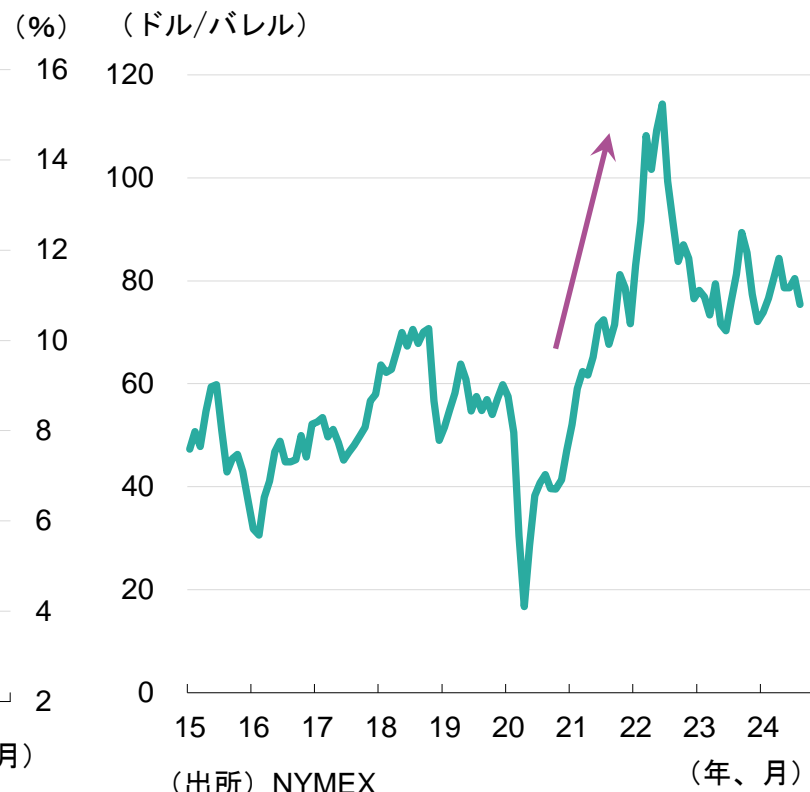
# コロナショック後の世界の失業率・資源価格の動向～物価圧力増加へつながる

- コロナショックの発生で各国とも一斉に景気が悪化し、失業率が上昇、需要減少で資源・エネルギー価格が急落
- その後、各国とも感染拡大一服で需要が回復する一方、①感染を懸念した職場復帰の遅れ、労働力の移動制限から労働需給が急速にタイト化したこと、②グローバルサプライチェーン寸断によって物不足が慢性化したこと、③資源・エネルギーの需給が逼迫したこと(特に22年2月のロシアのウクライナ侵攻後)などから、様々な分野で供給制約が発生

主要国の失業率



原油価格(WTI期近物)



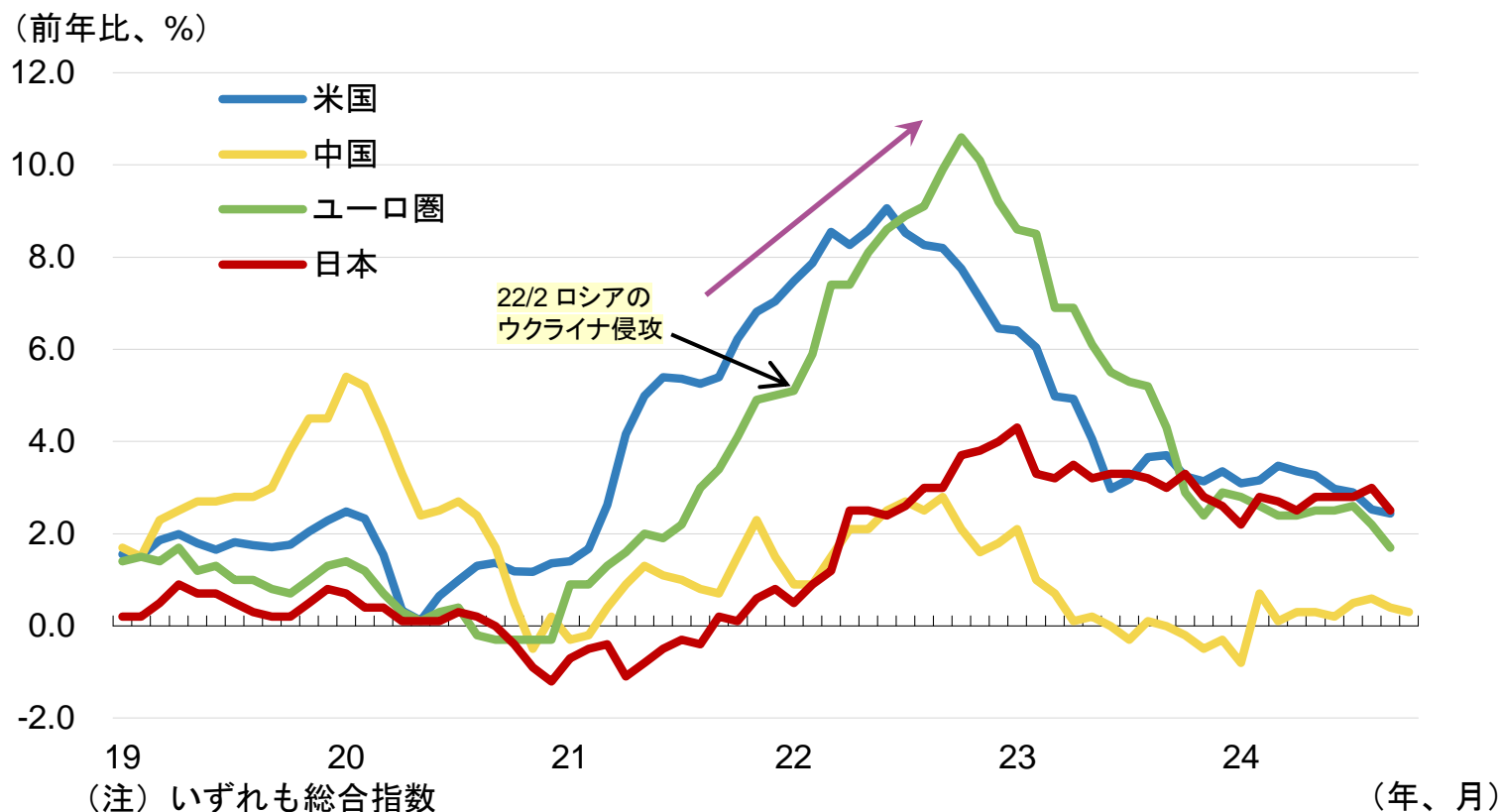
(出所) 米労働省、欧州連合統計局、中国国家统计局、総務省

(出所) NYMEX

# 世界の物価動向～2022年以降、インフレ圧力が急速に高まる

- 需要の急拡大、供給制約の発生から世界的に物価が急上昇
- 中でもロシアのウクライナ侵攻の影響を強く受けた欧州で物価上昇率が高まる

主要国の消費者物価指数



(注) いずれも総合指数

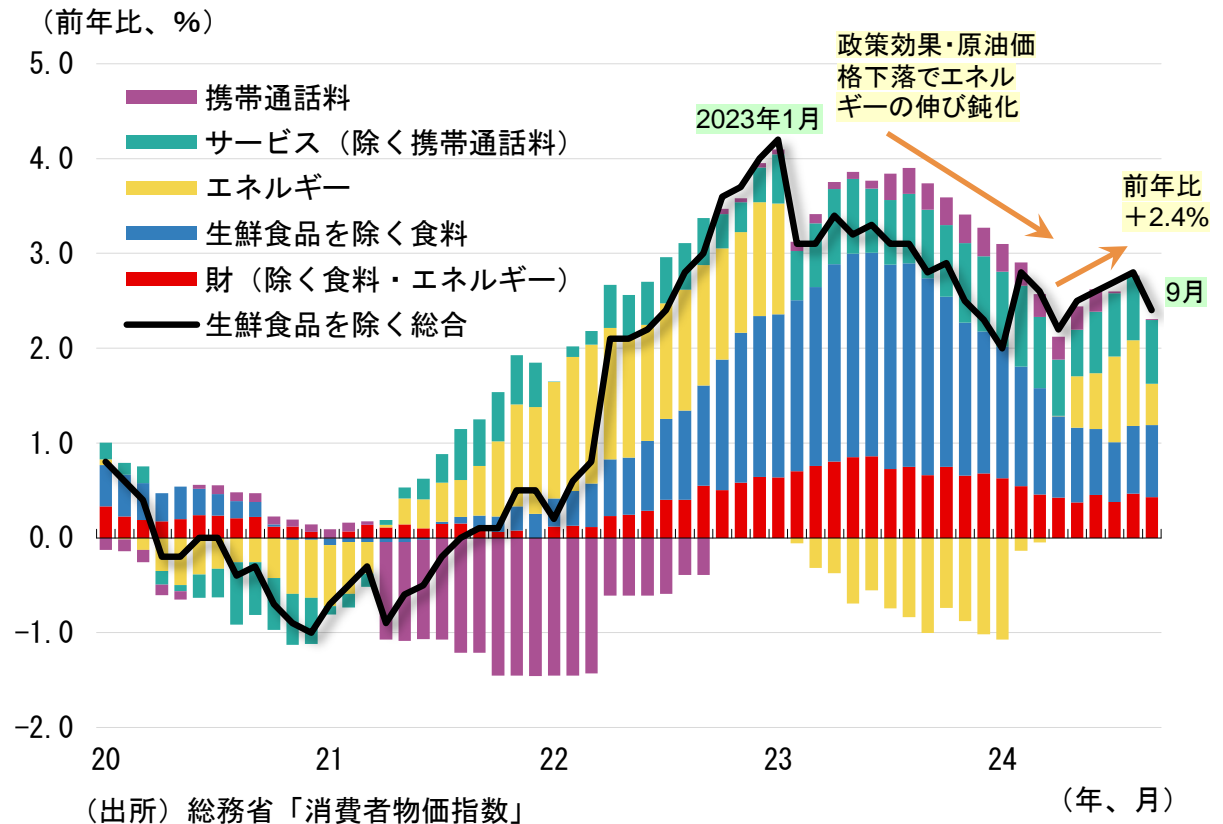
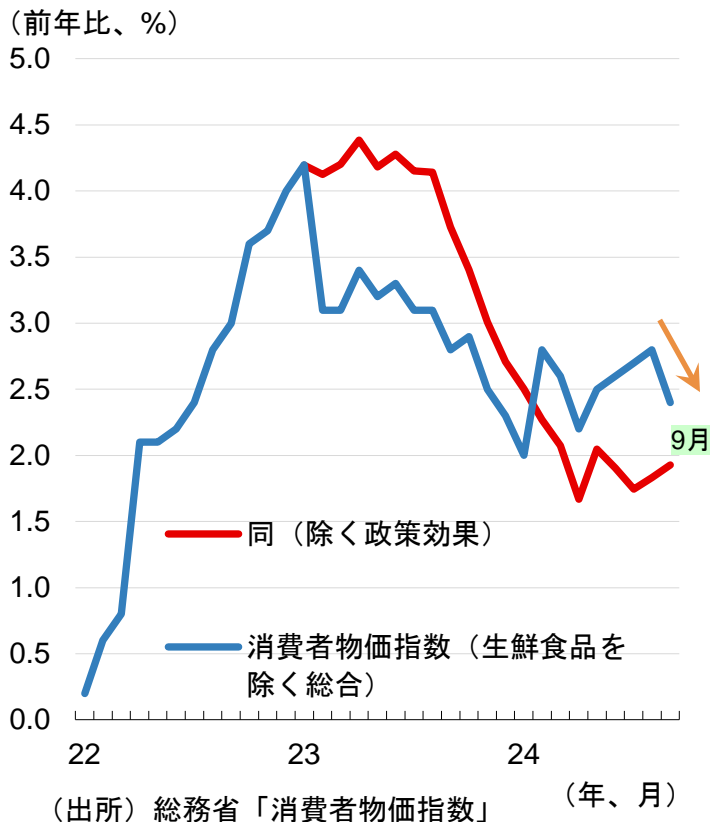
(出所) 米労働省、欧州連合統計局、中国国家統計局、総務省



# 日本の物価動向～伸びは鈍化するも、高い伸び率が続く

- 日本の消費者物価指数(生鮮食品を除く総合)も同様にコストプッシュ要因によって、2023年1月に前年比+4.1%まで上昇した後、政府の物価高対策効果、原油等資源価格の下落が原因で、伸び率は鈍化
- 2024年入り後、円安や政策効果の剥落で上昇基調に転じるも、9月には前年比+2.4%まで鈍化
- 物価高対策効果を除けば、2024年になって同+2.0%をやや下回る伸び率で推移しているが、歴史的には高い伸び率

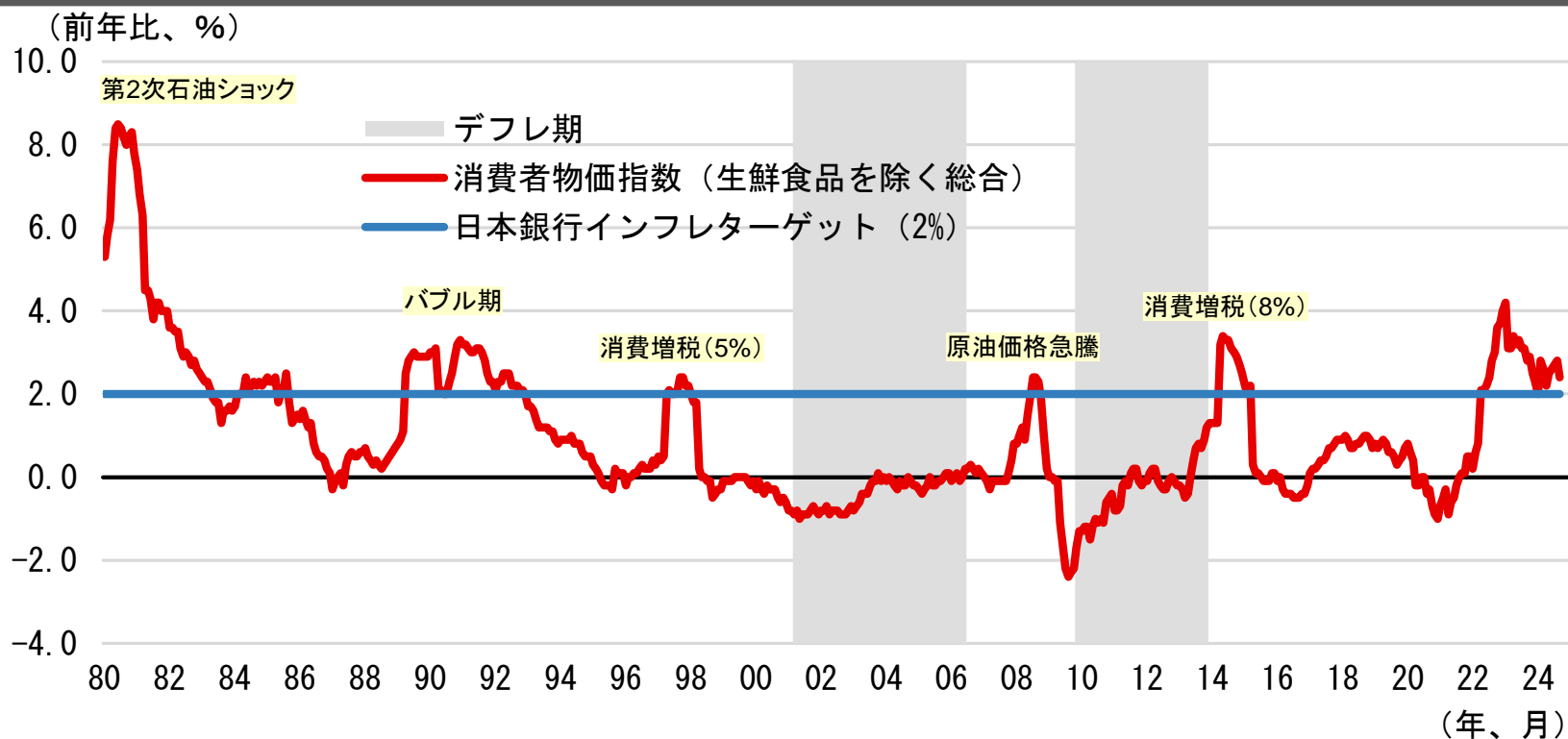
消費者物価指数(生鮮食品を除く総合)



# 消費者物価指数の長期的推移～現在の伸び率は歴史的な高さ

- 日本銀行のインフレターゲット（2%）を上回ったのは増税などの特殊要因を除けば、バブル期までさかのぼるため、現在の物価上昇率は歴史的な高さといえる
- ただし、政府は「デフレに戻る可能性は否定できない」として、デフレ脱却宣言を出していない

消費者物価指数（生鮮食品を除く総合）の推移



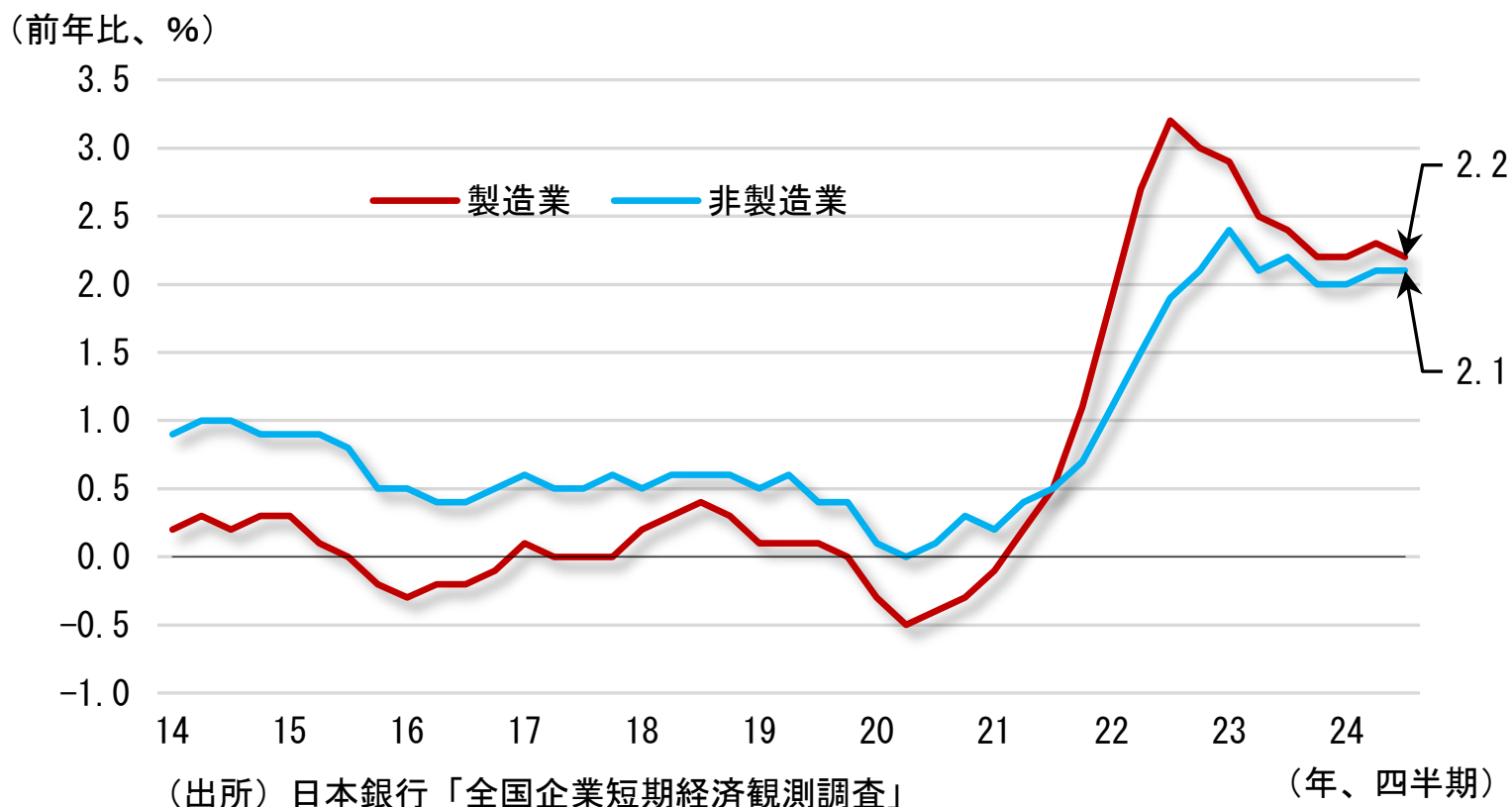
(注) デフレ期は月例経済報告に表記があった2001年3月～2006年6月と2009年11月～2013年11月

(出所) 総務省「消費者物価指数」

# 企業の期待インフレ率～コロナ禍を経て企業の価格設定行動が変化

- 企業の期待インフレ率（1年後の販売価格見通し）は、コストが増加した2022年に急上昇した後、足元でピークアウトしているが、高い伸びを維持している
- 企業は今後も販売価格の引き上げを継続していく方針であり、物価上昇が続く可能性が高い

1年後の販売価格見通し(大企業)



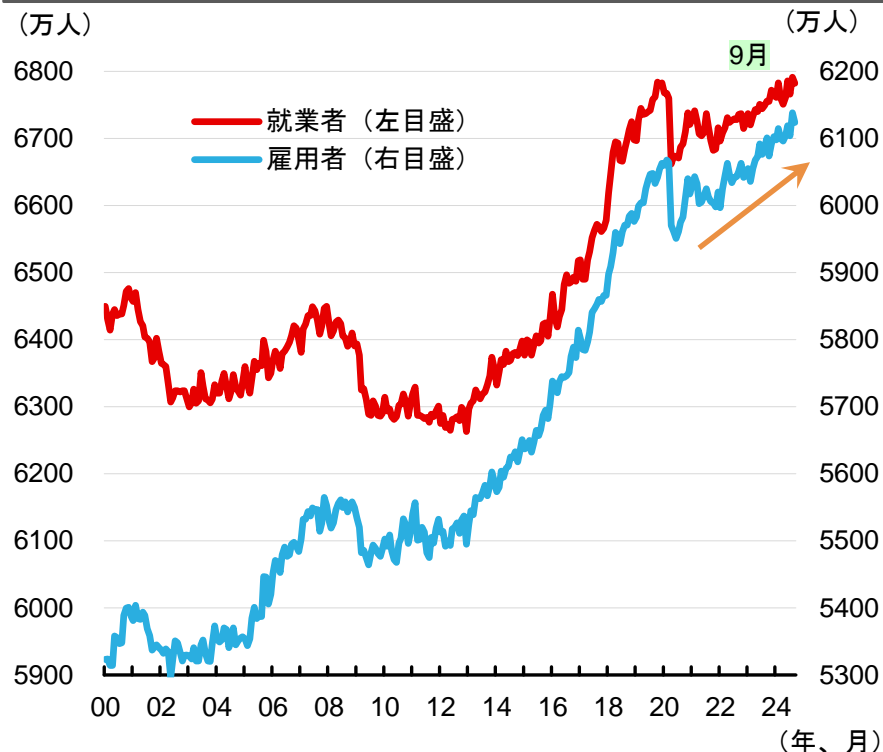
# 雇用～労働需給はタイトな状態が続く

- 企業の人手不足が深刻化しており、失業率は2024年9月に2.4%とコロナ禍明け後の最低水準にある
- 中でも、宿泊・飲食サービス業、建設業、個人向けサービス業(含む医療・保険・介護)などで人手不足が深刻で、一部の業種、地域では供給制約や人手不足倒産が発生している
- 実際に働いている人の数である就業者、うちサラリーマン・公務員などの雇用者が共に2024年8月に過去最高を更新し、その後も高い水準を維持している

### 失業率



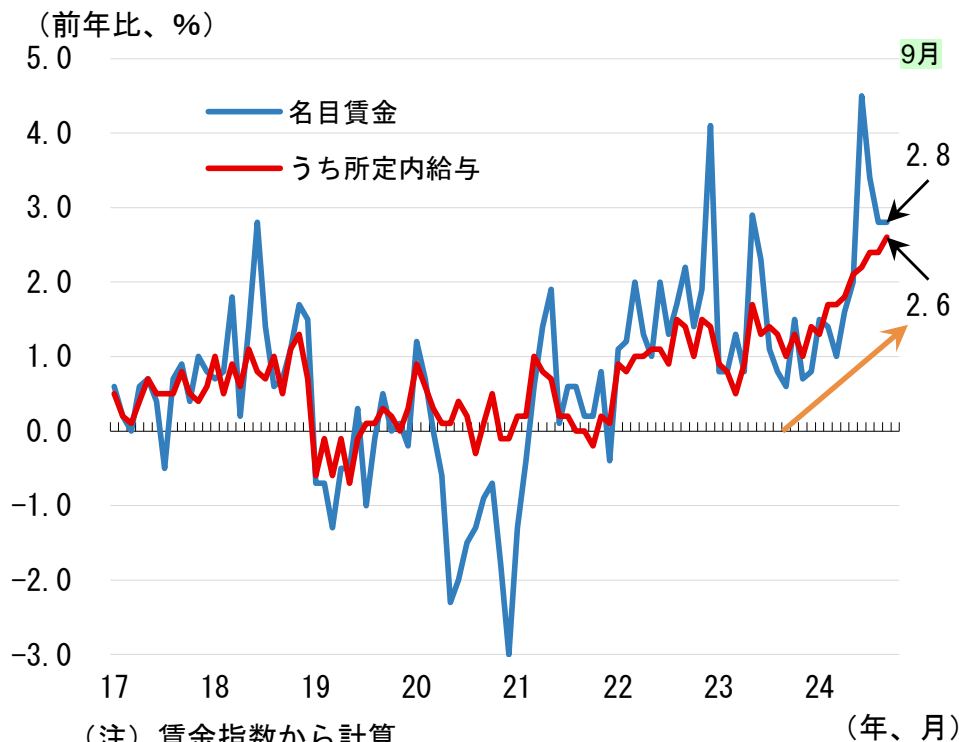
### 就業者数と雇用者数



# 賃金～改善が続く

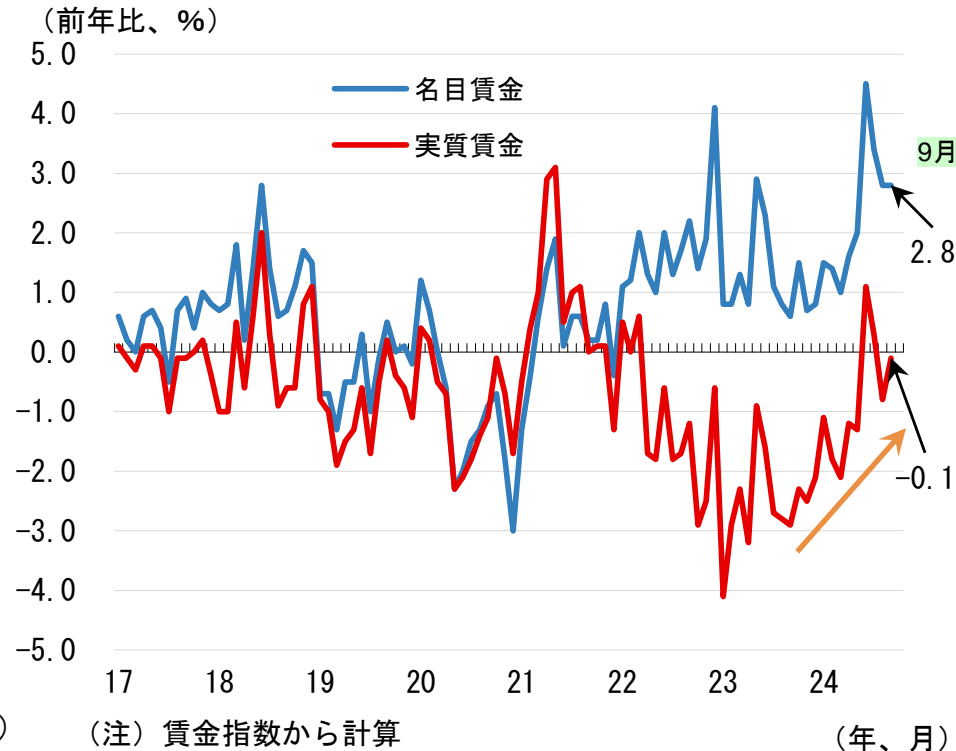
- 2024年9月の毎月勤労統計の現金給与総額は前年比+2.8%と底堅く推移しており、所定内給与も同+2.6%（一般労働者の所定内給与は同+2.5%）と堅調な伸びを維持
- 実質賃金は2カ月連続でマイナスだが、マイナス幅は縮小傾向にある（9月は同-0.1%とわずかのマイナスにとどまる）
- 年末のボーナス支給時に再びプラスに復帰し、その後はプラスが定着する見込み（夏のボーナス支給額は同+2.3%）

現金給与総額（全労働者・合計と所定内給与）



(注) 賃金指数から計算  
(出所) 厚生労働省「毎月勤労統計」

現金給与総額（名目と実質）



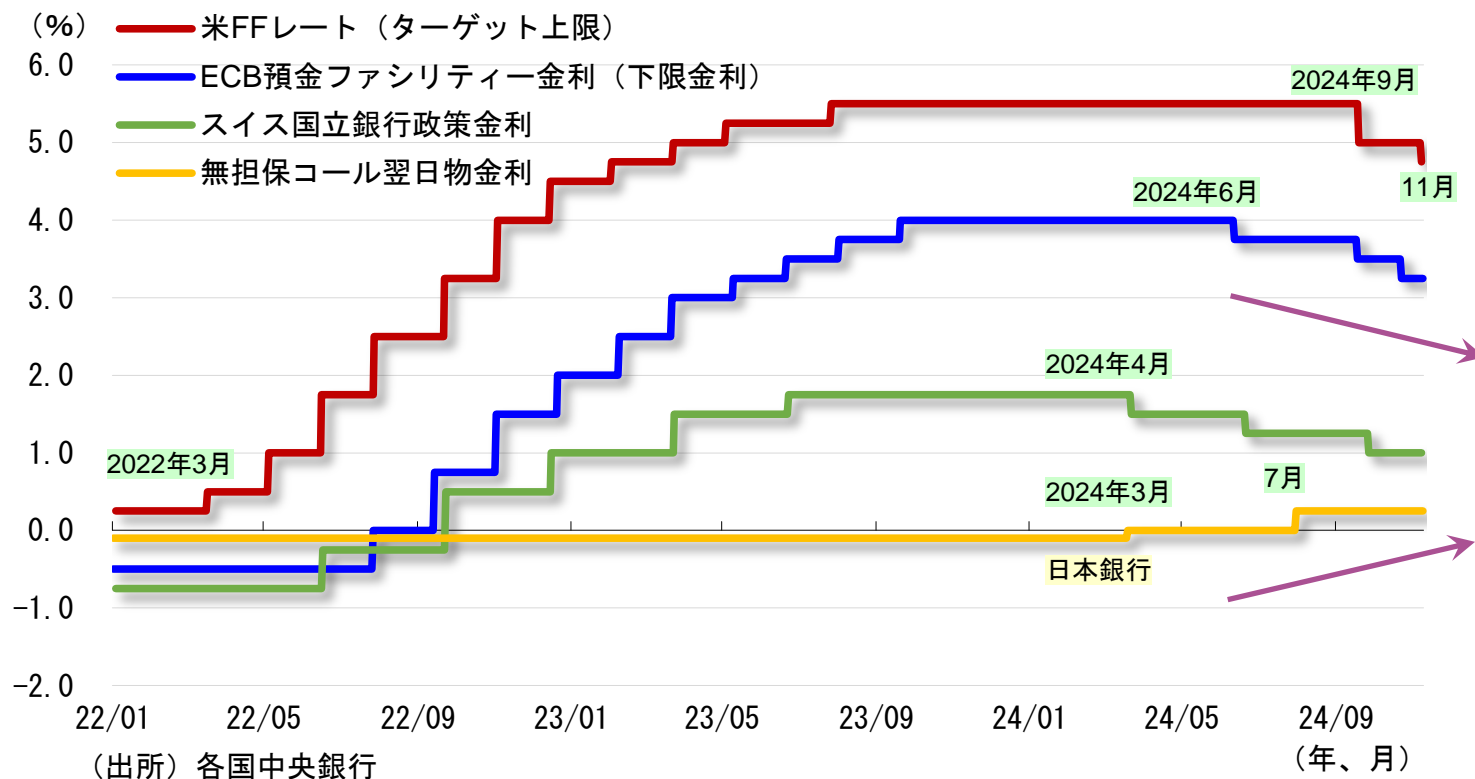
(注) 賃金指数から計算  
(出所) 厚生労働省「毎月勤労統計」

# 各国の金融政策

# 各国の金融政策～利上げから利下げに転換

- 物価圧力の高まりを受けて、2022年3月の米国を皮切りに、各国とも金融引き締め政策に転換したが、2024年になって物価上昇圧力が後退し、景気減速懸念が高まってくると、各国とも金融緩和策に転換
- 米国では2024年9月に0.5%の利下げ後、11月にも0.25%の利下げが実施された
- 一方、日本では利上げは見送られ(黒田前総裁)、各国が金融緩和に転換するタイミングで金融引き締めへ転換(植田総裁)

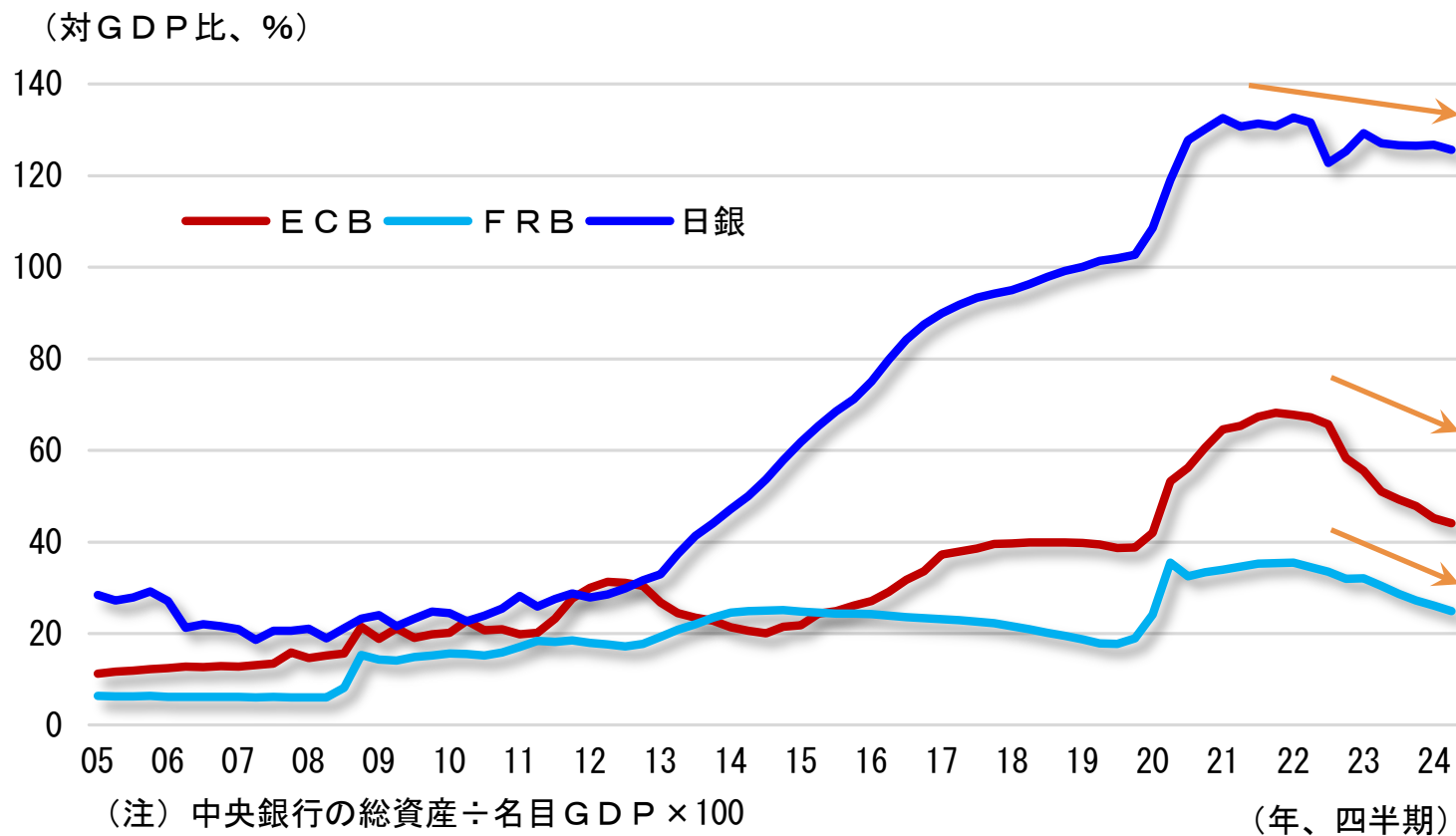
主要国の政策金利の推移



# 主要中央銀行のバランスシート～量の面でも引き締めが進む

- コロナショック後の積極的な金融緩和策を受けて、日米欧ともバランスシートは急拡大したが、資金量の面でも金融引き締め策に転じている
- 日本銀行も、量的緩和政策の修正により総資産の対名目GDP比率は低下に転じているが、他国と比べペースは鈍い

主要中央銀行の総資産の対名目GDP比率

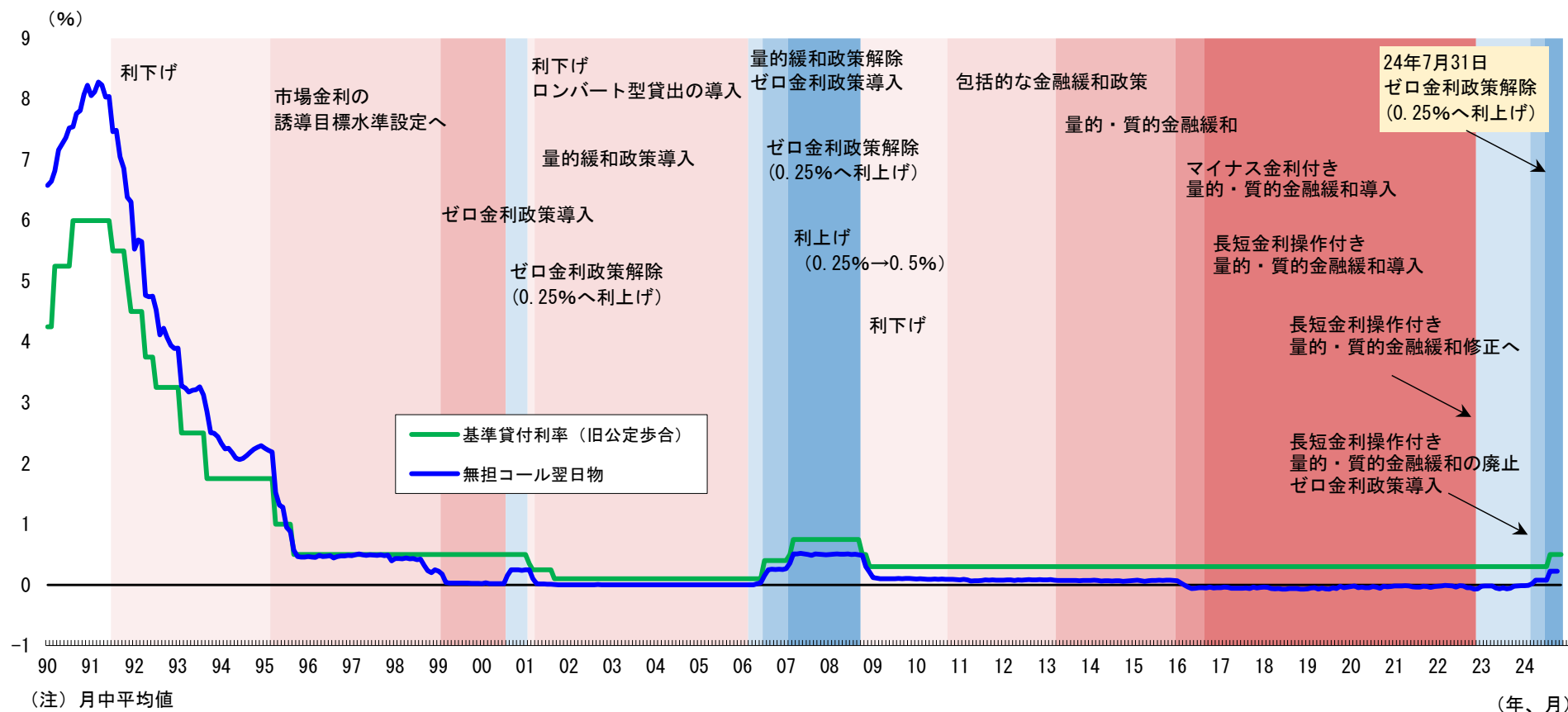




# これまでの日本銀行の金融政策～バブル崩壊後、ほとんどの期間が金融緩和局面

- バブル崩壊後、金融引き締めが実施されたのは、①2000年8月のゼロ金利政策解除・0.25%の利上げ、②2006年3月の量的緩和政策解除、7月の0.25%の利上げ、2007年2月の0.25%の利上げ、の2回の局面だけで、大部分が金融緩和局面にあたる

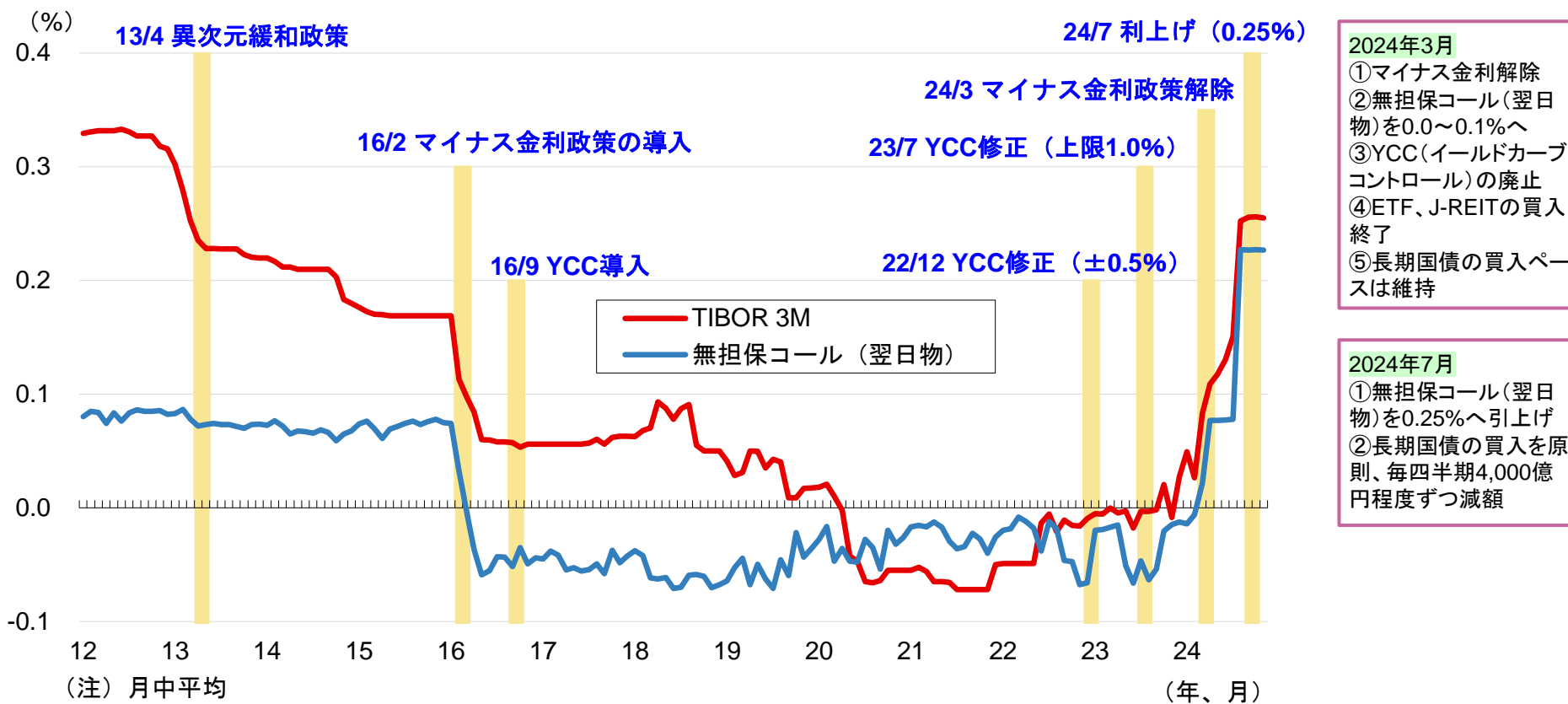
日本の政策金利の推移



# 最近の日本銀行の金融政策～各国に逆行する形で金融引き締めへ転換

- 日本銀行は、植田総裁の下で、2%の「物価安定の目標」が持続的・安定的に実現していくことが見通せる状況に至った」として、2024年3月にマイナス金利政策を解除し、YCC(イールドカーブコントロール)を廃止
- 2024年7月には、「経済・物価は見通しに概ね沿って推移している」として追加の金融引き締めを実施

日本銀行の金融政策と短期金利の推移

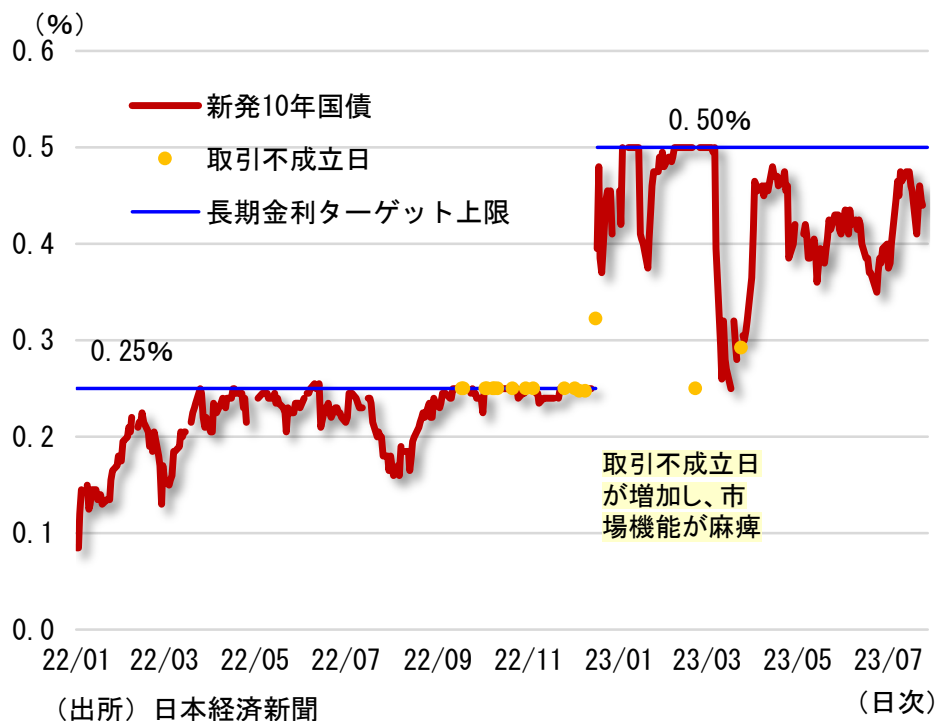


# 日本における低金利長期化の効果と問題点

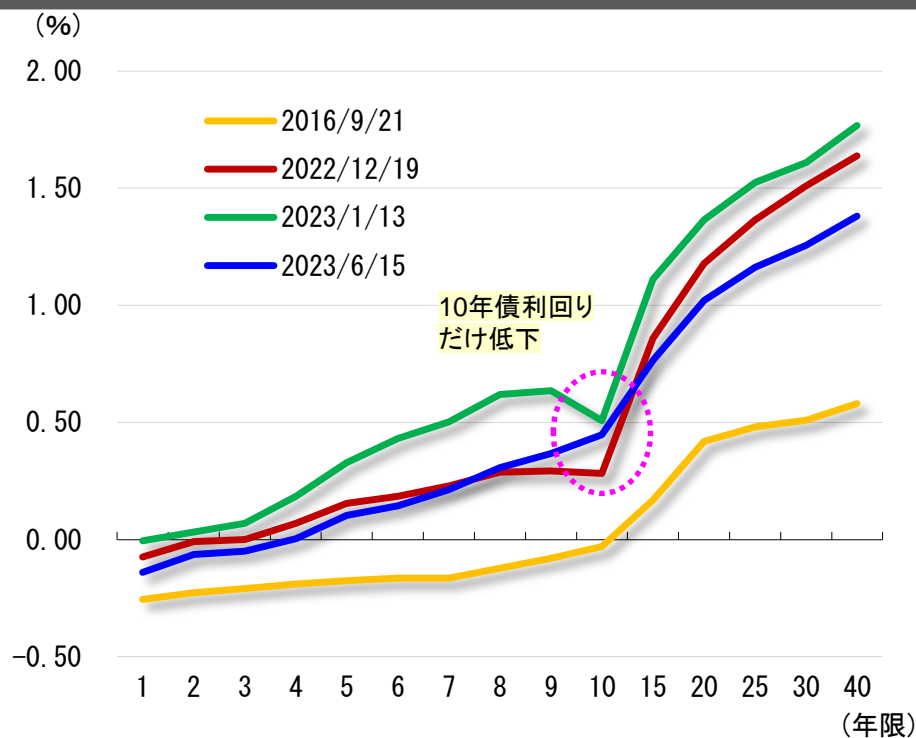
# 長短金利操作付き量的・質的金融緩和の限界①～イールドカーブの歪み等の発生

- 各国が利上げに踏み切る中、米国金利の上昇を受けて日本の金利にも上昇圧力がかかり、10年債利回りはターゲット上限に張り付いて推移
- ターゲット突破を阻止するために日本銀行だけが国債の買い手となり、取引が不成立となる日が増えるなど、国債の取引市場が崩壊、市場機能が麻痺
- 日銀の買い入れターゲットとなる10年金利だけが低下するなど適正な金利水準が示されず、貸出や社債発行に影響

## 10年債利回り推移とターゲット上限



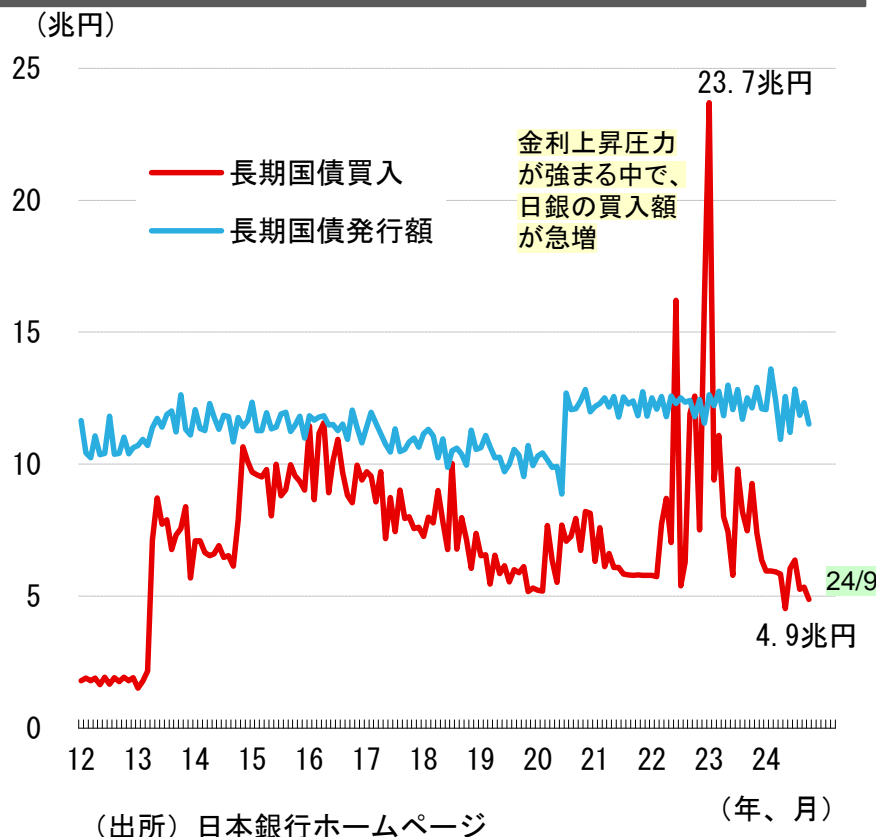
## イールドカーブの推移



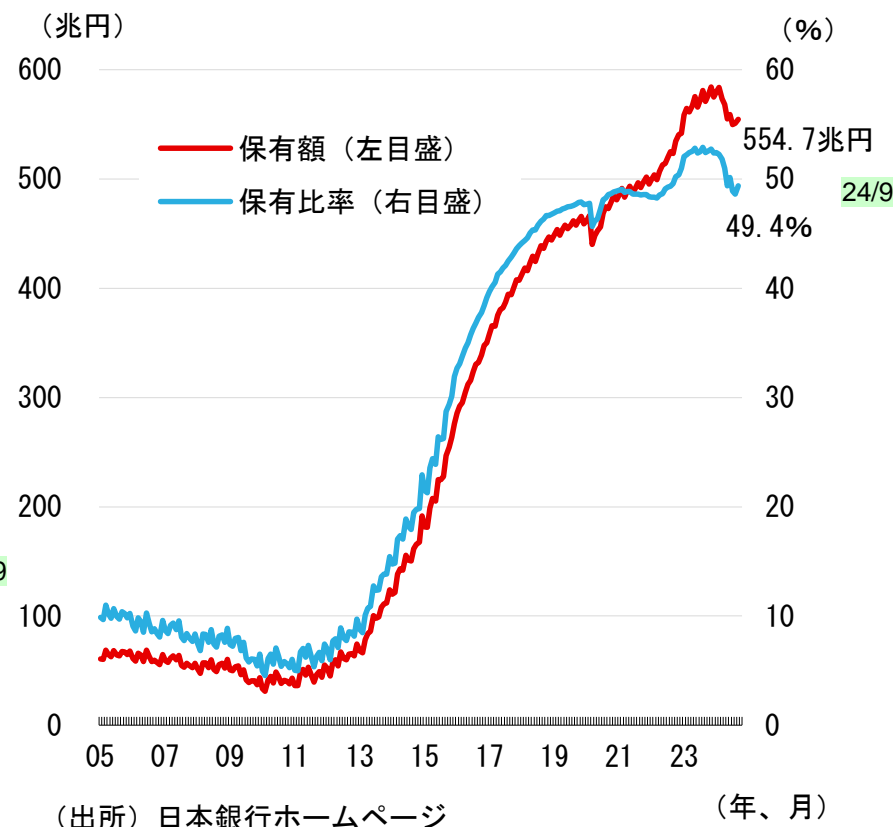
# 長短金利操作付き量的・質的金融緩和の限界②～国債の買い入れ額の急増

- イールドカーブコントロール政策維持のために、日本銀行の国債買入額が増加し、遂には国債発行額の過半数を保有するに至る
- 金利が上昇し、債券価格が下落した際には、日本銀行が多額の含み損を抱える可能性
- 財政規律の低下を招いたとの批判もある

日銀の長期国債買い入れ額と長期国債発行額



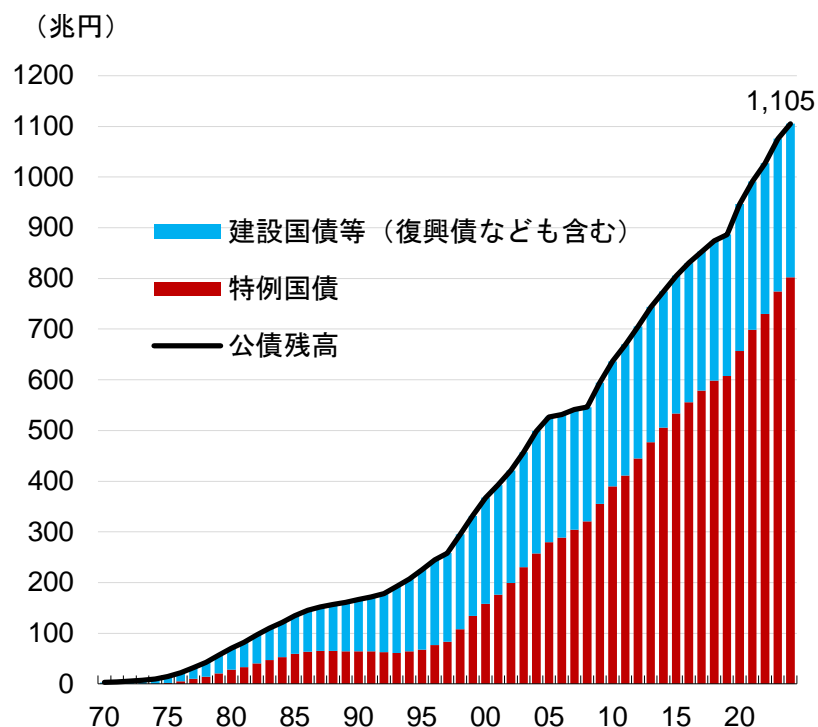
日銀の国債の保有額と保有比率



# 財政の悪化～公債残高は増加は続く

- 日本銀行の国債買い入れにより財政のタガが外れ、公債残高が急増するも、低金利政策により利払いコストの増加は限定的
- 内閣府試算では、金利の上昇を前提としても、税收増などによって国と地方のプライマリーバランスは2025年度に黒字化が可能とされている

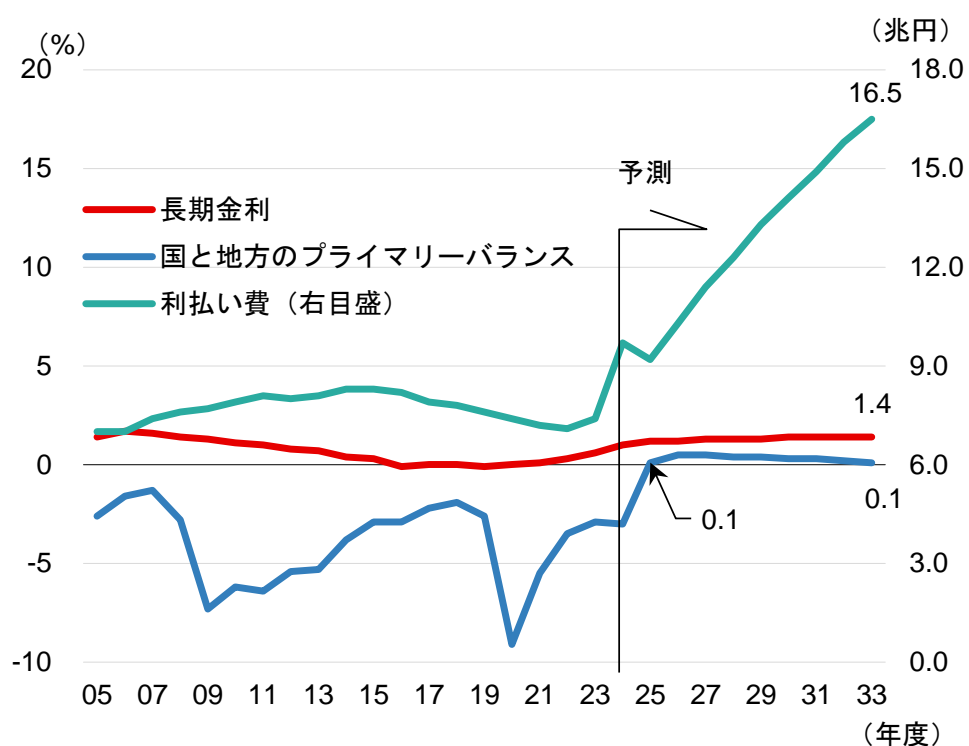
## 公債残高の推移



(注) 2022年度までは決算、2023年度は補正予算後、  
2024年度は当初予算ベース

(出所) 財務省ホームページ

## プライマリーバランス、利払い費の政府見通し



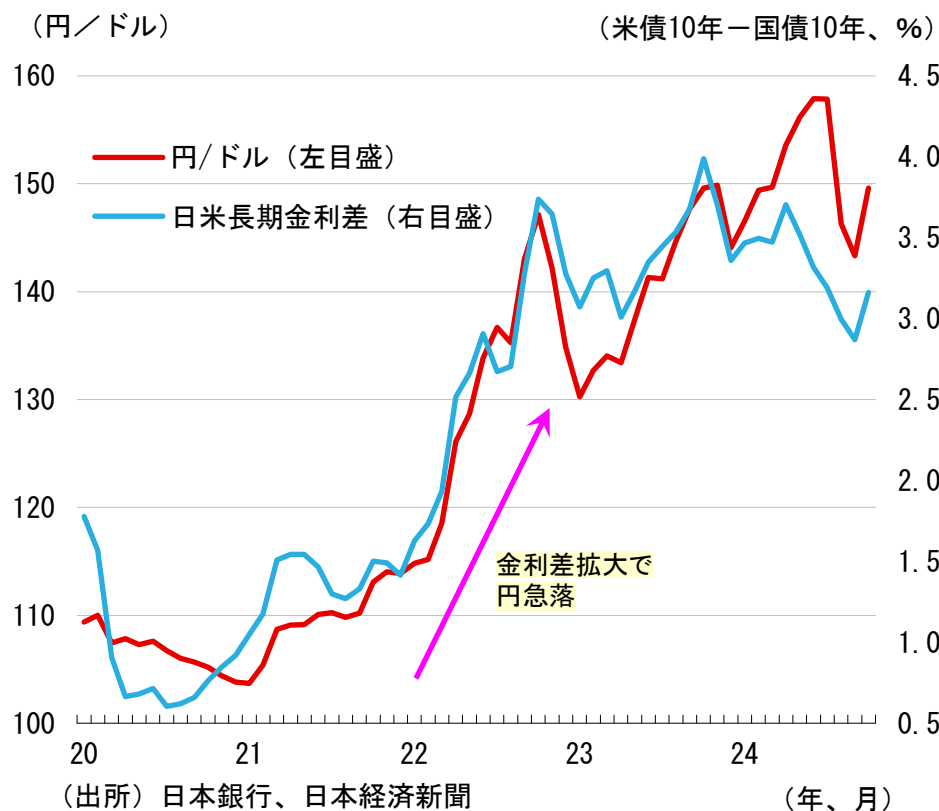
(注) すべて過去投影ケース

(出所) 内閣府「中長期の経済財政に関する試算 (2024年7月)」

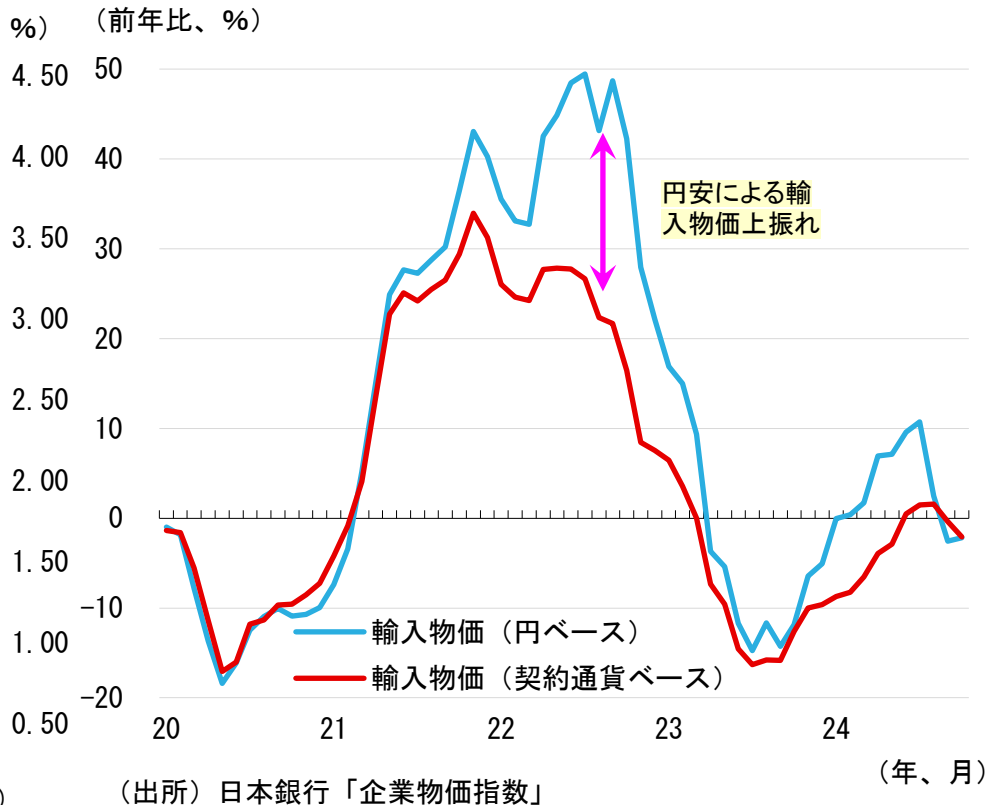
# 長短金利操作付き量的・質的金融緩和の限界③～円の急落と輸入物価の上昇など

■ 日米金利差の拡大によって円が急落し、輸入物価の急上昇を通じて、国内物価の上昇が景気のマイナス要因となった

日米金利差と為替レート



輸入物価(円ベースと契約通貨ベース)



# 円相場の動向～歴史的な円安が進んだ後、一気に修正されるなど不安定な動き

- 円安に歯止めがかからなかったため、政府は2022年10月以降、数度にわたって大規模な円買い・ドル売り介入を実施したが、それでも2024年7月には1ドル=161円台まで下落
- しかし、7月31日の利上げ後は、一転して139円台まで円高が進む
- 最近ではトランプ前大統領の大統領再選を受けて再び円安が進行するなど、不安定な状態が続いている

円ドル相場の推移



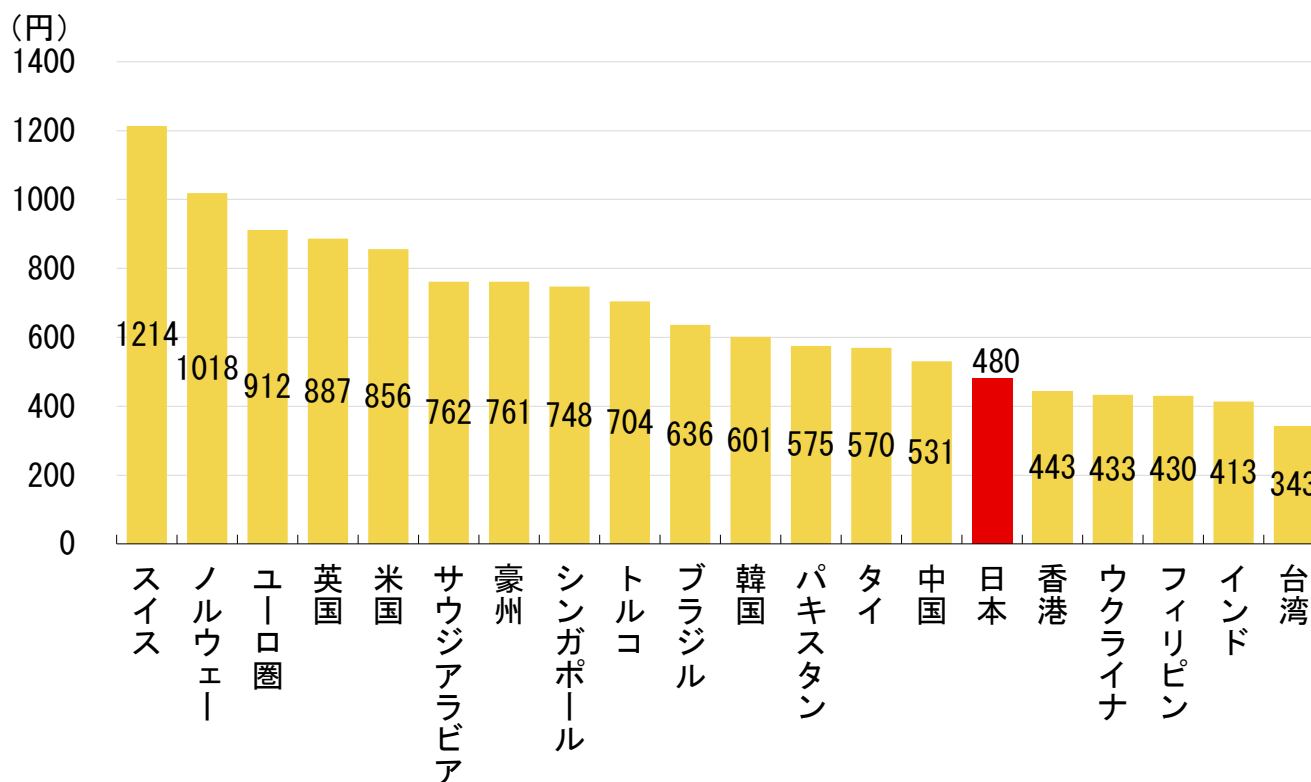
(注) 東京市場終値月中平均  
(出所) 日本銀行ホームページ



# 主要国のビッグマック価格～米国人は日本での買い物が約半額でできる計算

- 海外においては、現地での物価高、円安の影響でビッグマックの円建て販売価格が急上昇しており、日本国内との乖離が拡大
- 円は他通貨に対して大幅に割安の状態にある

主要国のビッグマック価格(2024年7月時点、円換算値)



(注) 各国の価格をドル表示したうえで1ドル=150.46円で円換算

(出所) The Economist “The Big Mac index”

# 株価～過去最高を更新後に乱高下

- 株価は、好調な企業業績に加え、企業がPBR引き上げなど株価動向を意識した経営改革を進めていること、米国株価が市場最高値を更新するなど世界的なリスクオンの動きが強まっていること、海外マネー流入などを背景に2024年7月11日に過去最高値を付けたが、円の急騰の影響もあり、8月1日～5日の3営業日で▲7067.53円(▲19.55%)の急落
- その後も売り買いの材料が交錯し、不安定な動きが続く

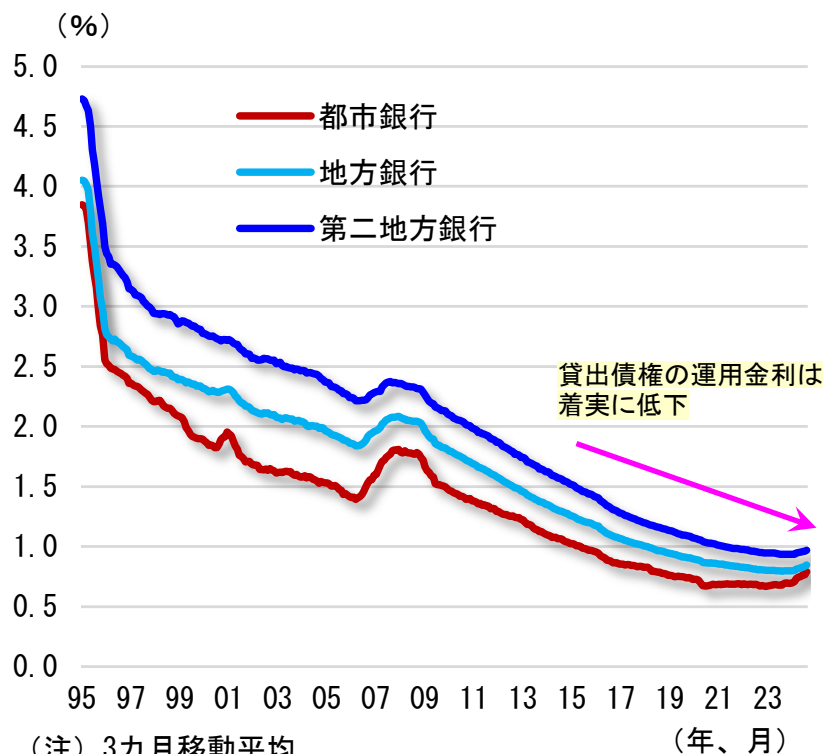
日経平均株価の推移



# 長短金利操作付き量的・質的金融緩和の限界④～金融機関の収益の悪化

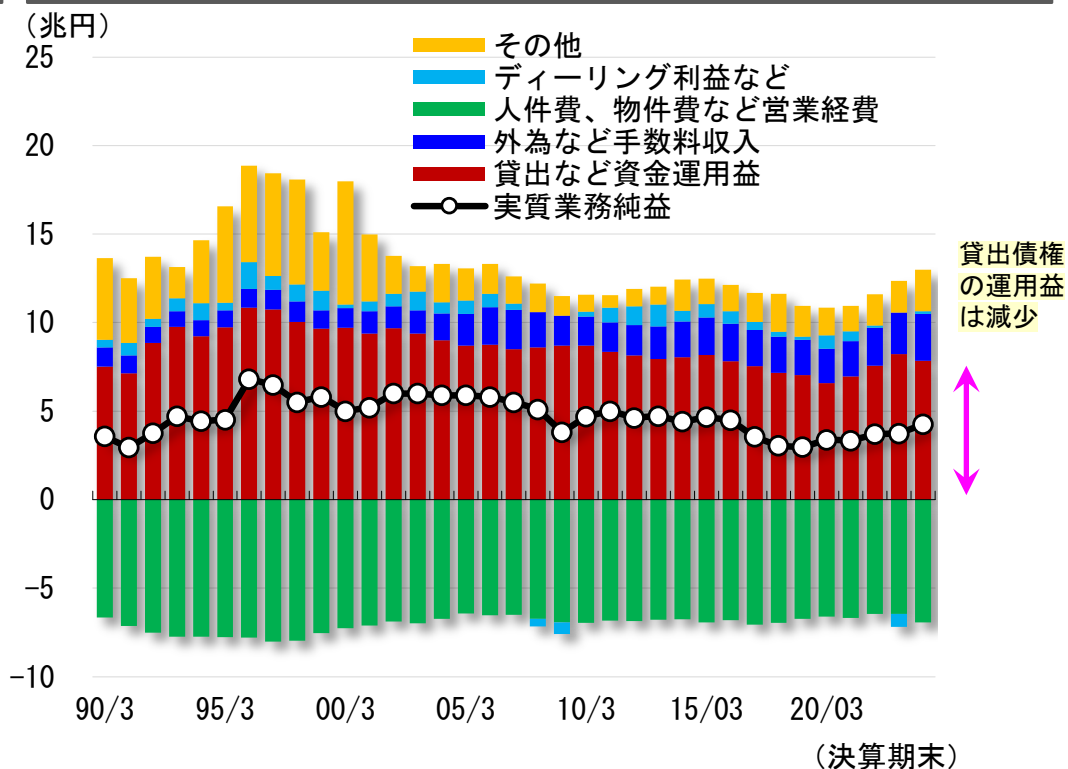
- また、低金利の長期化により金融機関の収益を悪化させた(短期調達・長期運用の収益構造下では、イールドカーブが平坦となった状態では十分な利ザヤが確保できない)
- リバーサルレート(金利を下げ過ぎると金融機関の仲介機能を損ない、むしろ引き締め効果が強まる金利水準)に達しているのではないかとの見方が広がる

貸出約定金利(ストック)の推移



(出所) 日本銀行「貸出約定平均金利」

銀行の利益推移



(注) その他は株式売却益、先物・オプション売買益、信託報酬など

(出所) 全国銀行協会「全国銀行財務諸表分析」

## 金利がある世界とは？～これまでと何が変わるのか

- 金利が存在しない世界（ゼロ金利政策や超金融緩和状態）から金利が正常に存在する世界に移行すると、実体経済、企業経営などに様々な影響が生じる

### 債務者負担増

企業、家計、政府ともに借入金の負担が高まる

### 債権者利益増

金利収入が増加し、物価上昇による資産価値の目減りを緩和する

### 需要抑制効果

新規の設備投資、住宅購入のハードルが高まる

### リスク・リターンの正常化

低金利下では誰でも借り入れが容易となり、信用リスクが顕在化しづらい

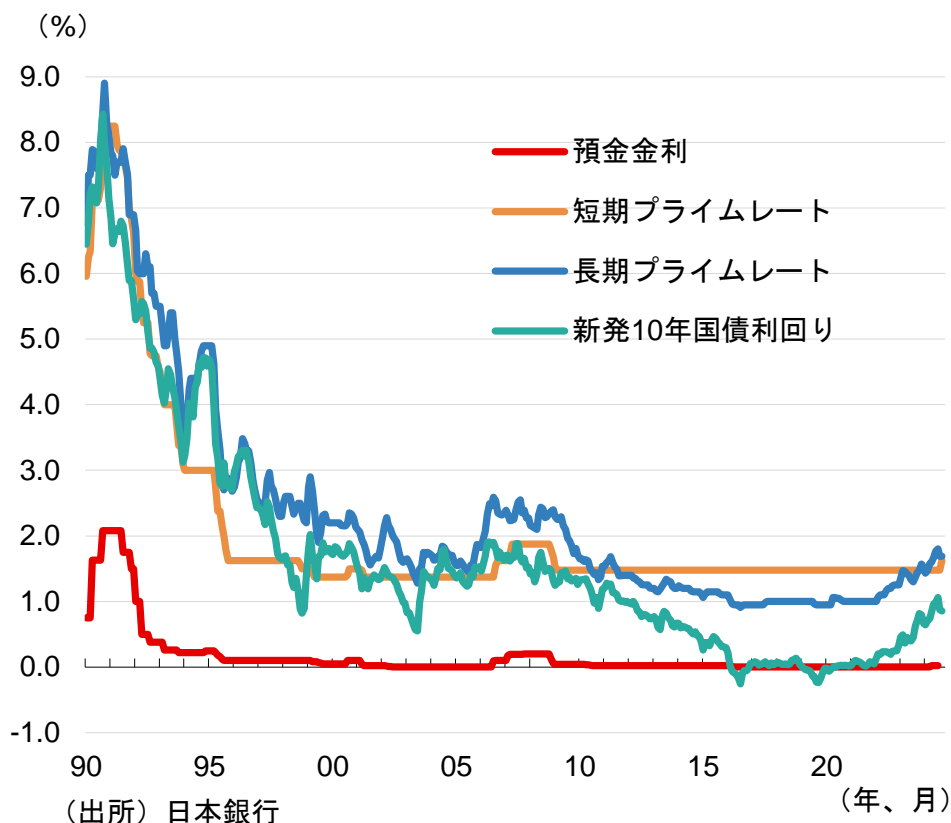
### 金融機関の収益増

収益力が高まり、金融システムの安定化に寄与する

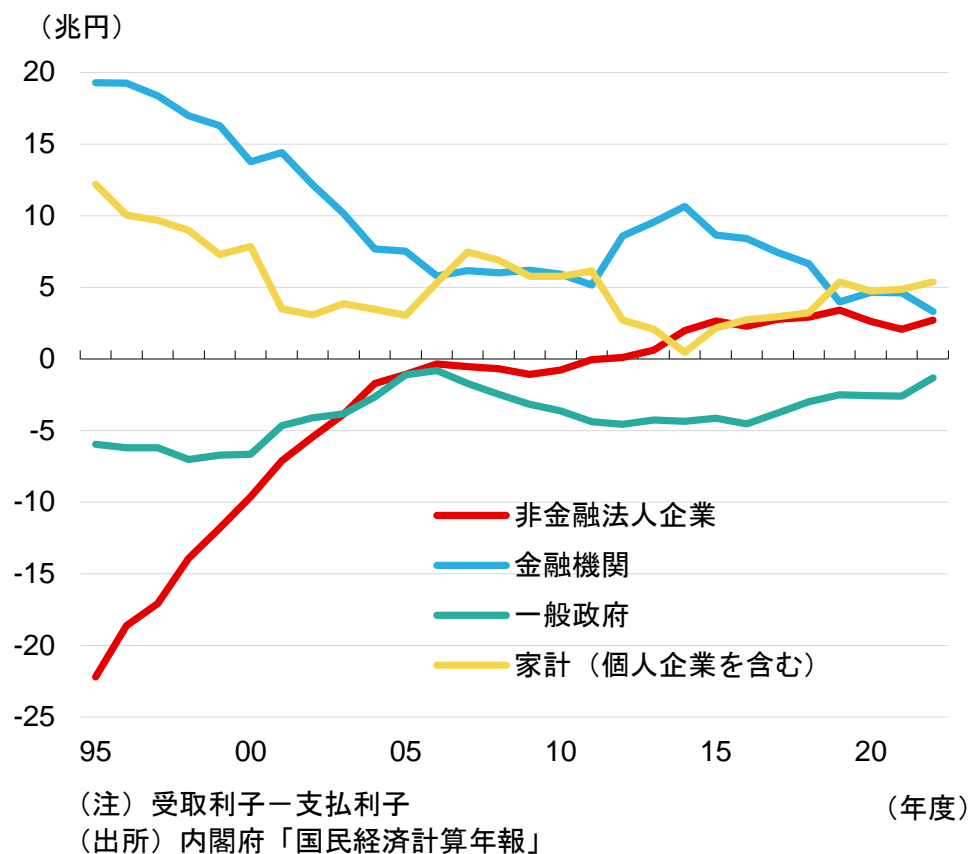
# 部門別のネット利息受取額～企業で受取超が続く

- 長期間にわたって低金利が続いた結果として、家計・金融機関でマイナスに寄与し、企業・政府にプラスに寄与
- 特に企業では、ネットでの受取利息プラスの状態が続く

長短金利の推移



部門別のネット利息受取額



# 企業倒産件数と廃業率～金利の上昇が企業の代謝を促す可能性も

- 低金利下・新型コロナ対策関連の特別貸付(いわゆるゼロゼロ融資)の効果で企業倒産件数が急減していたが、足元では企業倒産件数が底打ちしている
- また、長期間にわたって廃業率が低水準にあったことで、企業の代謝に遅れが生じた可能性

## 企業倒産件数



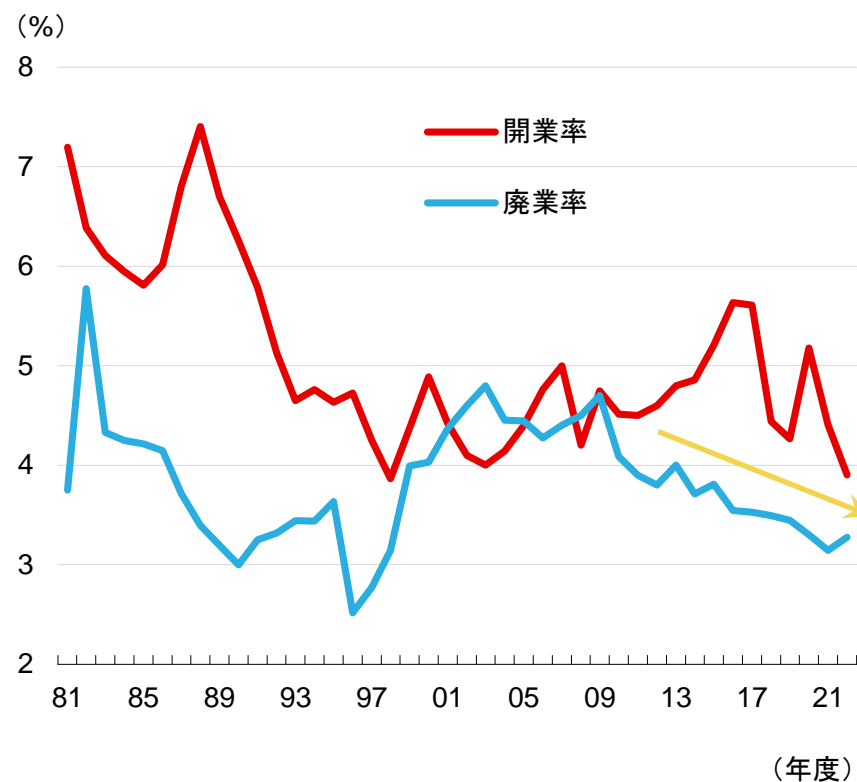
(注1) 倒産件数は12カ月移動平均

(注2) 開業率 = 当該年度に雇用関係が新規に成立した事業所数 / 前年度末の適用事業所数 × 100

廃業率 = 当該年度に雇用関係が消滅した事業所数 / 前年度末の適用事業所数 × 100

(出所) 東京商工リサーチ「企業倒産件数」、厚生労働省「雇用保険事業年報」

## 企業の開業率・廃業率

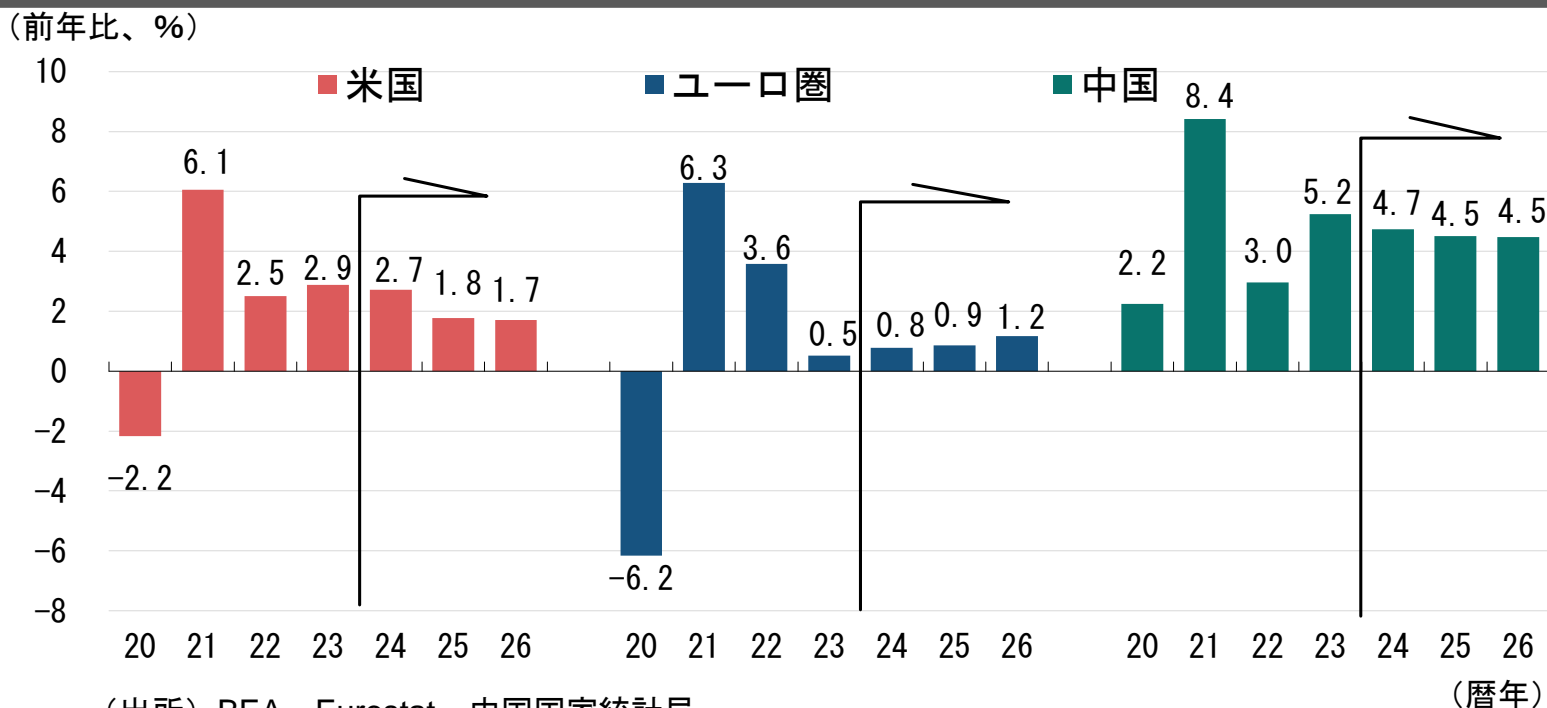


# これからの内外経済の行方

# 世界経済見通し～米国は堅調に推移、欧州は底打ち、中国は回復に遅れ

- 米国では雇用・賃金・個人消費の底堅さを背景に物価高・金利高でも回復が継続し、ユーロ圏では物価高・金利高・輸出低迷によって厳しい状況に陥り、中国では回復するも雇用・所得情勢悪化、輸出不振、不動産低迷で力強さに欠けた
- 今後も、米国では個人消費がけん引役となり緩やかな回復が続く、ユーロ圏では利下げ効果もあって持ち直しの動きに転じ、中国では消費者マインドの回復の遅れ、不動産低迷の長期化、輸出停滞から緩やかな回復にとどまると見込まれる
- ただし、2025年は不確定要素が多く、景気下振れリスクが高まる懸念も

主要国の実質GDP成長率予測

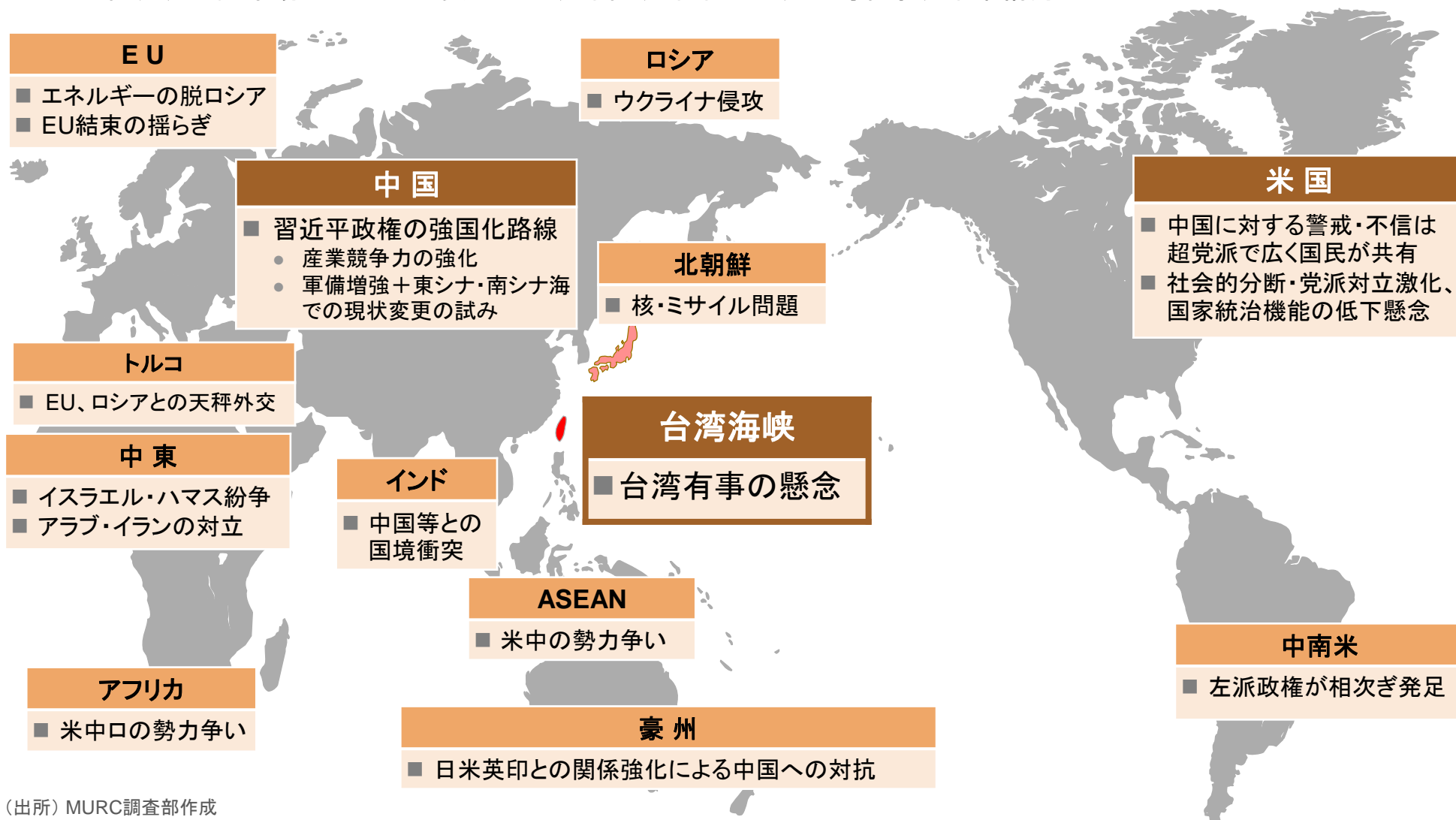


(出所) BEA、Eurostat、中国国家统计局



# 地政学リスクの俯瞰～アフターコロナ期に各地で問題が一気に顕在化

■ 内外経済、金融市場にとって重要なのは、中国、米中対立、台湾有事、中東情勢など



(出所) MURC調査部作成

# トランプ前大統領復帰と日本への影響～必ずしもプラス効果ばかりではない

- トランプ前大統領の政策方針は全てにおいて「アメリカ・ファースト」であり、基本的には米国景気にとってプラスであるが、財政悪化、金利上昇、物価上昇の懸念がある。一方、金融政策に緩和圧力をかけることも
- 上下両院での共和党過半数による「トリプルレッド」の実現で、より政策の実現性が高まっている
- 「強い米国」を志向する中で、同盟国を含めた各国と様々な軋轢を生じる懸念がある
- 米国経済の拡大が、必ずしも世界経済の拡大にはつながらないとの認識が広がる可能性も
- 様々な波乱材料が増えると想定され、特に金融市場はトランプ大統領の言動に翻弄される局面が多発しそう

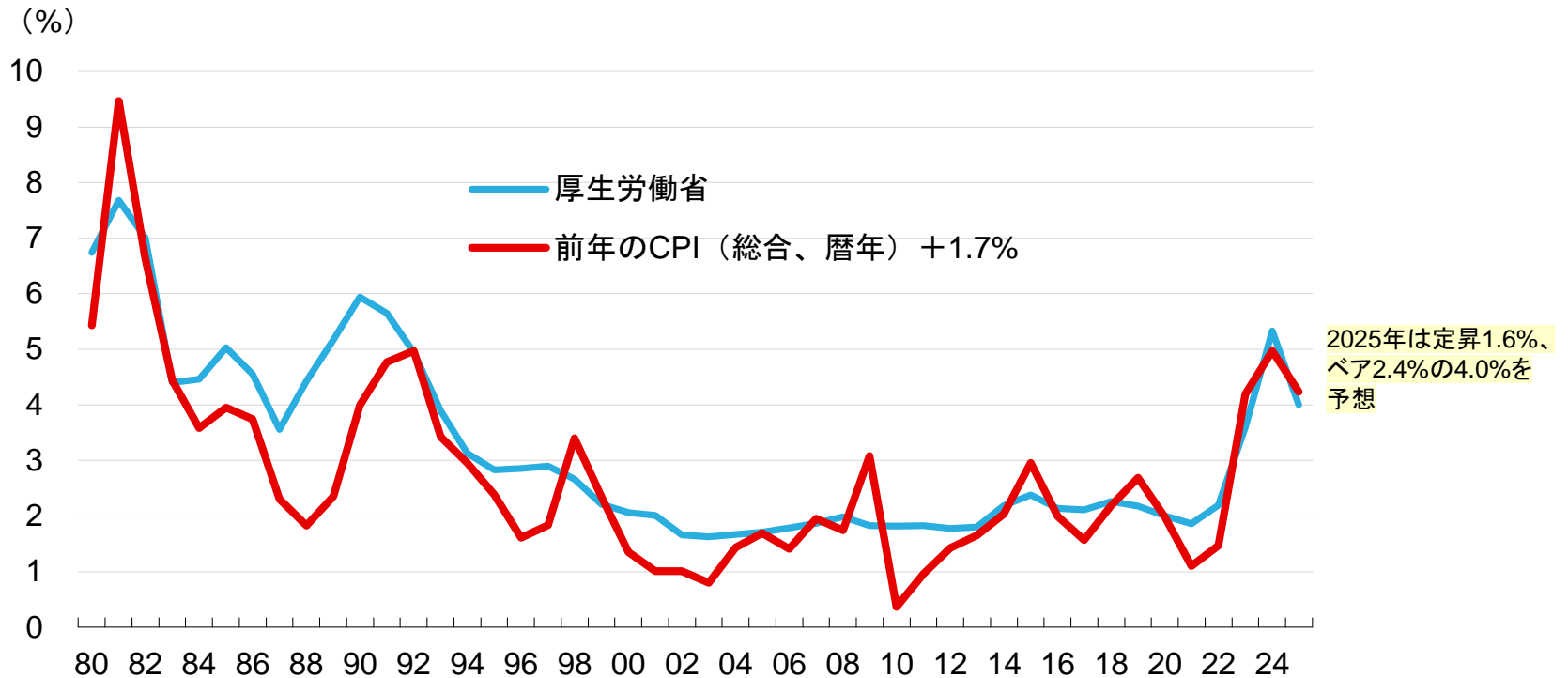
## トランプ次期大統領の主要公約

外交	<ul style="list-style-type: none"><li>・日欧各国へ軍事費負担増要請、NATOとの関係見直し</li><li>・ウクライナや中東での紛争の早期解決</li><li>・台湾の安全保障関与に消極的</li></ul>
通商政策	<ul style="list-style-type: none"><li>・一律10～20%の関税を課す・中国に対しては60%以上とし最恵国待遇を取り消す</li><li>・メキシコから輸入される自動車には100%の関税を課す(200%とも発言)</li><li>・ドル高、円安・人民元安を懸念</li></ul>
環境政策	<ul style="list-style-type: none"><li>・パリ協定からの再離脱</li><li>・石油・天然ガスの掘削拡大でエネルギー価格引き下げ</li><li>・自動車排ガス規制撤廃、EV化</li></ul>
法人税減税	<ul style="list-style-type: none"><li>・21%から15%に引き下げ</li></ul>
個人減税	<ul style="list-style-type: none"><li>・トランプ減税(最高税率の引き下げ)を25年以降も延長</li></ul>
移民政策	<ul style="list-style-type: none"><li>・就任初日にメキシコとの国境を封鎖し、不法移民を強制送還する</li></ul>

# 2025年春闘～鈍化するも高い伸び率が続く

- 2024年の春闘は、連合集計で5.1%、厚生労働省調査で5.33%と高い伸びとなった
- 2025年も人手不足や良好な企業業績から判断すると、高い伸びが続く可能性がある
- ただし、物価の安定を反映して伸び率はやや鈍る見込み

春闘賃上げ率



(注) 1.7%は2000年以降の定期昇給額の平均増加率

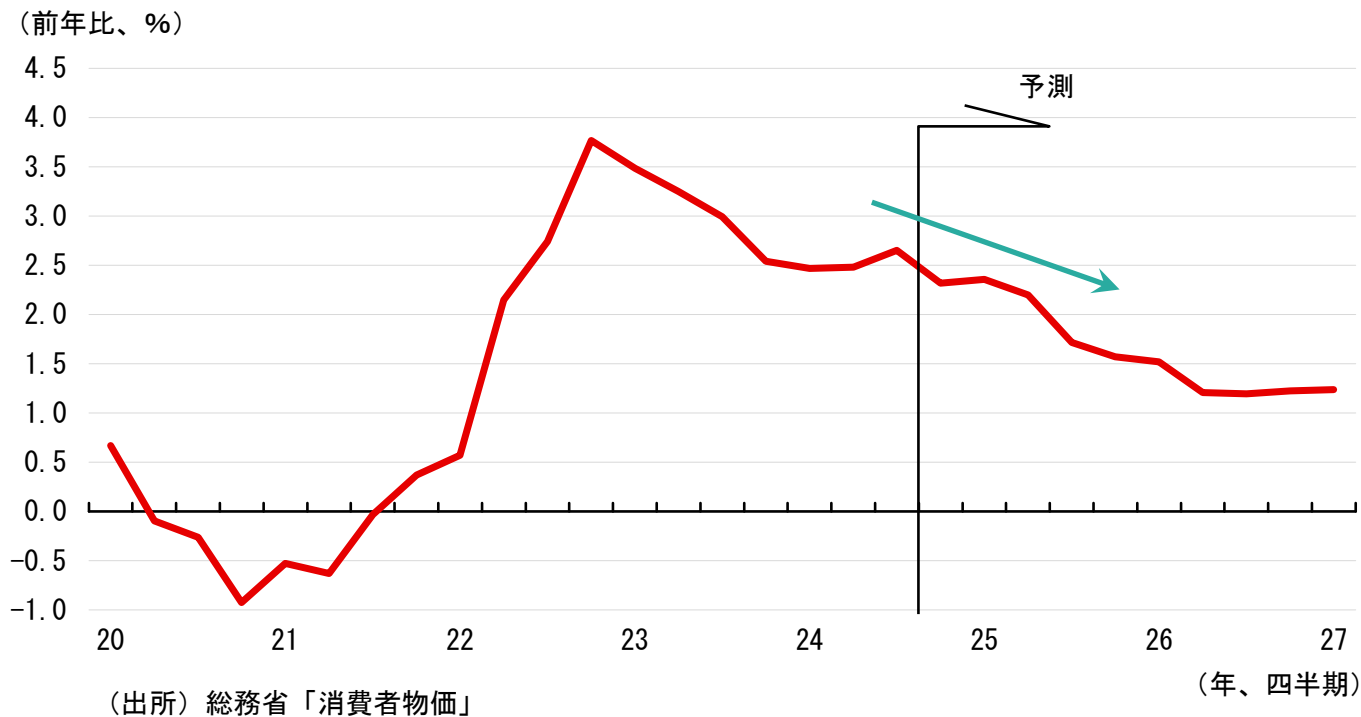
(年)

(出所) 厚生労働省「民間主要企業春季賃上げ要求・妥結状況について」、総務省「消費者物価」

# 消費者物価の見通し～高い伸びが続くも徐々に縮小へ

- 2024年度中は、人件費や物流コストの増加が徐々に販売価格に転嫁されるものの、輸入コストの増加に起因する食料品等の値上げが落ち着くことや、政府による物価高対策の再導入(2024年9月～11月に期間限定で導入された後、2025年2月～4月も導入されると想定)によって、前年比のプラス幅は徐々に縮小するが、それでも日銀が目標とする2%を上回って推移
- 2025年度以降は値上げの動きも一段と落ち着き、前年比のプラス幅は2%を割り込むが、為替相場や資源価格の動向次第では上振れるリスクもある

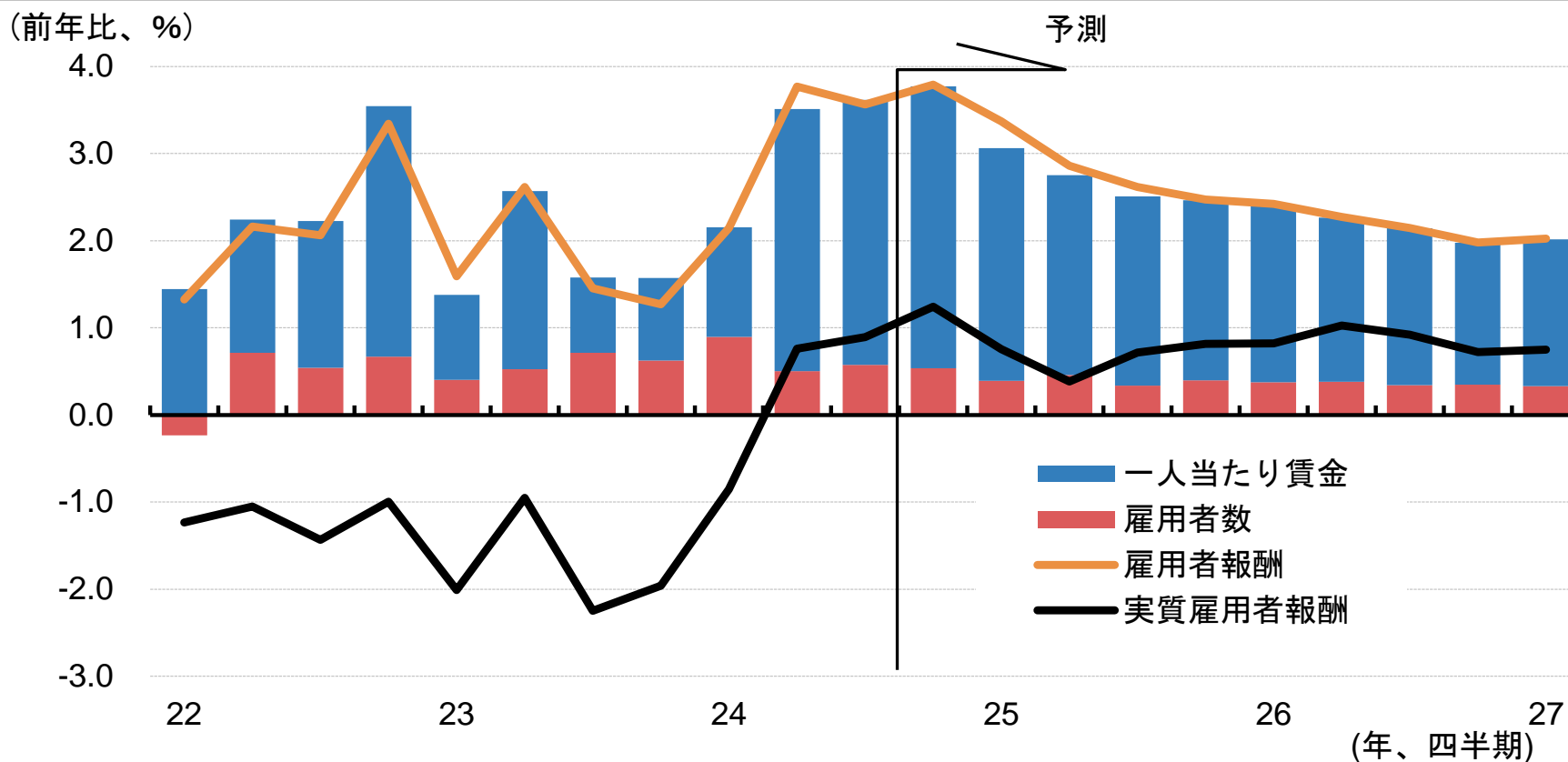
## 消費者物価指数の予測



# 雇用者報酬の見通し～実質プラス定着化へ

- 2024年に続き、2025年春闘でも高い賃上げ率が達成される見込みであり、名目賃金が順調に増加するうえ、雇用者数の増加も続くため、家計部門全体の賃金収入である雇用者報酬は堅調に増加すると見込まれる
- 実質では物価上昇圧力の緩和もあって改善が続き、前年比でのプラスが定着化するため、個人消費にとっては明るい材料である

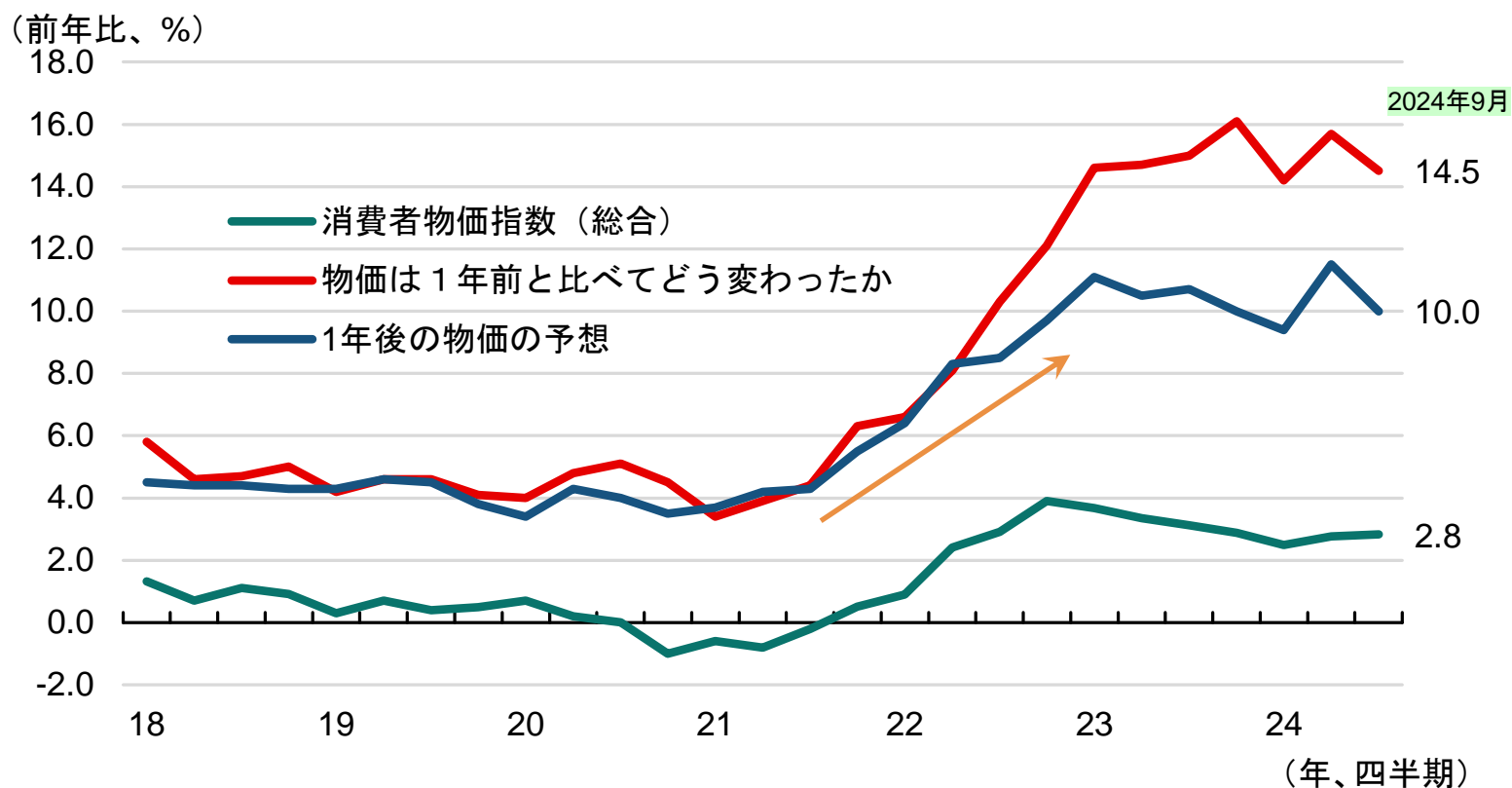
雇用者報酬の予測



# 消費者の実感する物価上昇率～実際の上昇率を大きく上回る

- 消費者の行動を決定するのは実態ではなく実感
- 消費者の実感は、今年9月時点で実際の物価上昇率(消費者物価の前年比+2.5%)を大幅に上回る+14.5%

実感する物価上昇率・1年後の物価の見通し

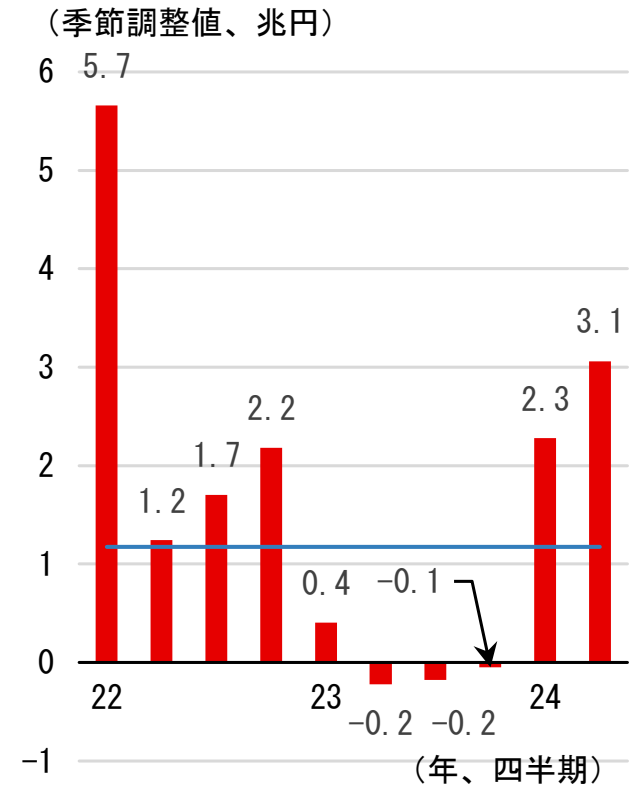
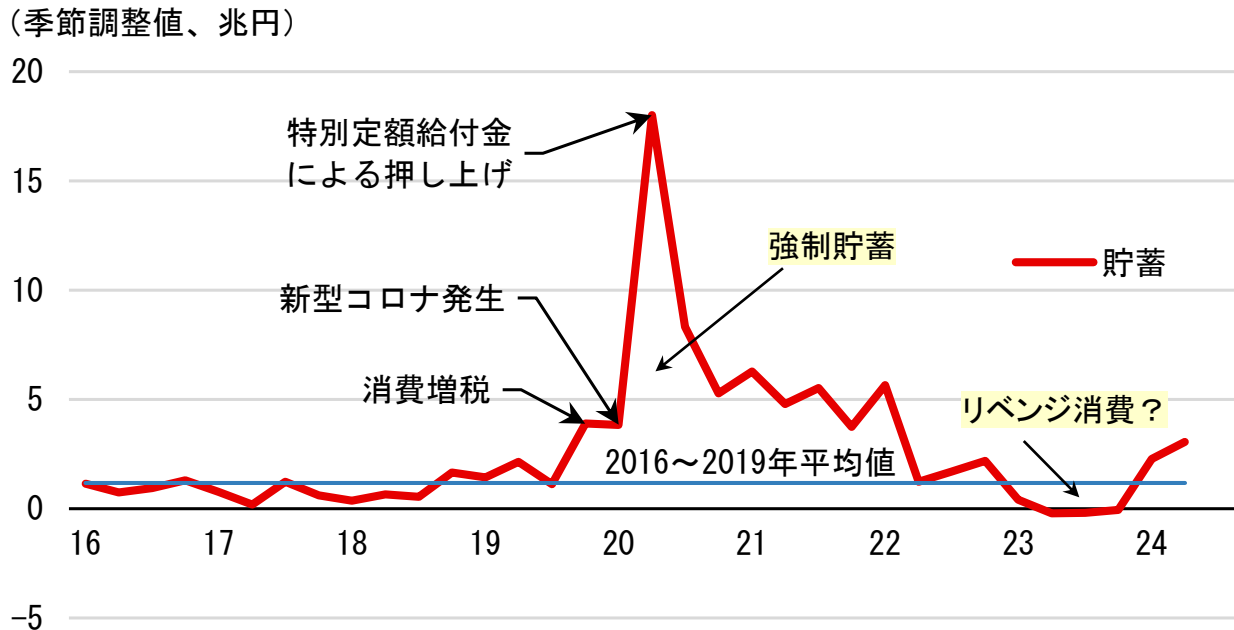


(出所) 日本銀行「生活意識に関するアンケート調査」、総務省「消費者物価指数」

# 日本の貯蓄率とリベンジ消費の動向

- コロナ禍で、消費機会の逸失、政府による特別定額給付金によって貯蓄は急増
- 2023年になってコロナ禍の影響が薄らぐ中、貯蓄は少額ながら取り崩されてきた
- しかし、物価高に対する懸念から節約志向が一段と強まる中で、2024年になって貯蓄額が増加に転じる
- 今後も、所得の増加分が消費されず貯蓄に回れば、消費が低迷することになりかねない

日本の家計の貯蓄額と貯蓄率の推移



(注1) 名目季節調整値、年率換算していない (年、四半期)

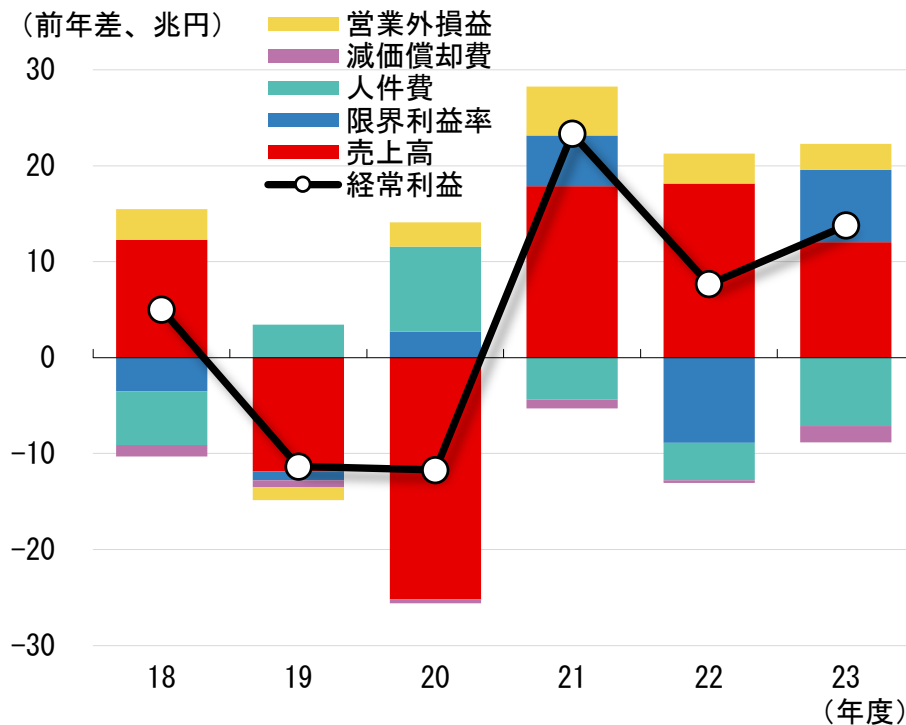
(注2) 貯蓄率 = 貯蓄 ÷ (可処分所得 + 年金受給権の変動調整 (受取))

(出所) 内閣府

# 企業業績～引き続き過去最高益更新

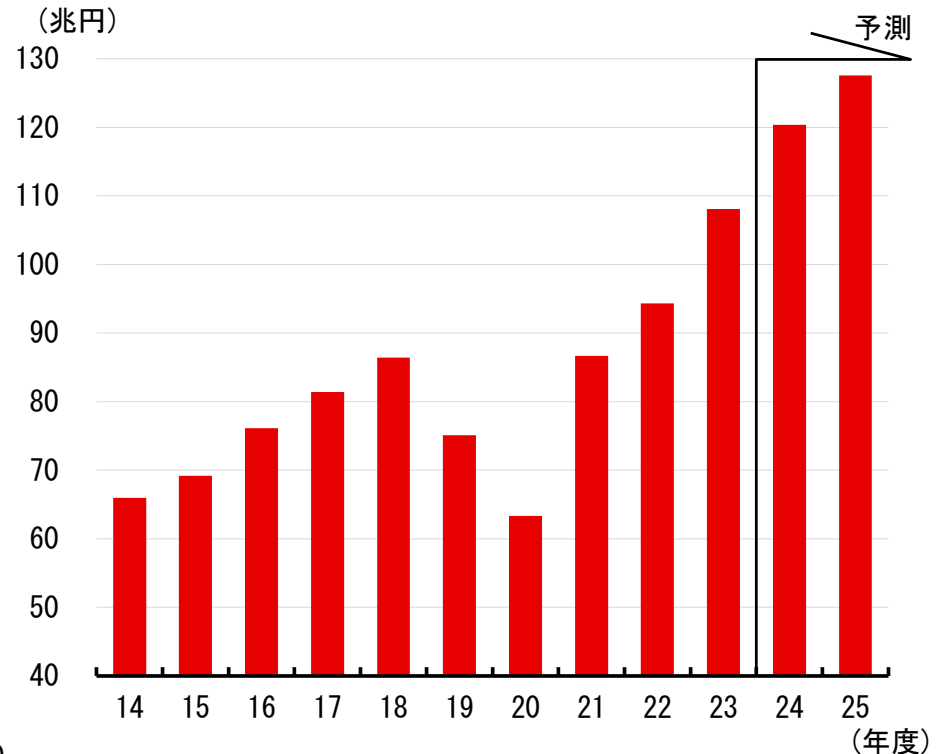
- コロナ禍明け後の需要回復と販売価格の引き上げによって売上高が順調に増加しており、企業の経常利益は2023年度まで3年連続で過去最高益を更新中
- 人件費などのコストの増加が予想されるものの、景気の持ち直しを背景に2024年度も売上高が増加し、4連続で過去最高益を更新する見込み

経常利益の増減額の要因別内訳



(注) 限界利益=売上高-変動費、限界利益率=限界利益÷売上高×100  
 (出所) 財務省「法人企業統計」

経常利益の見通し

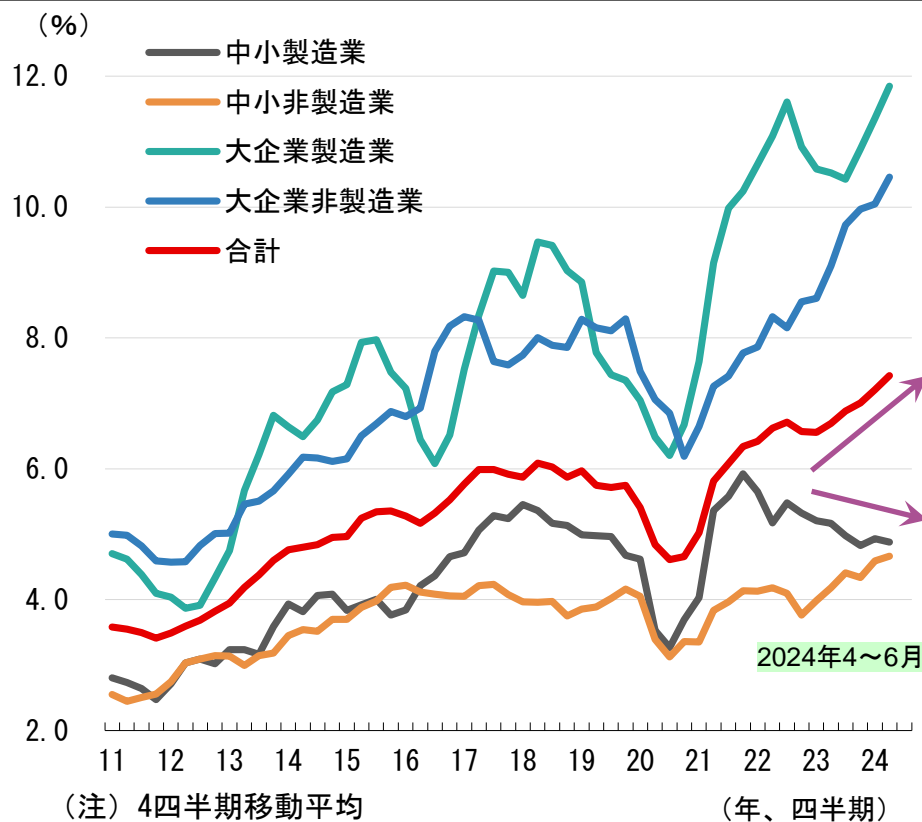




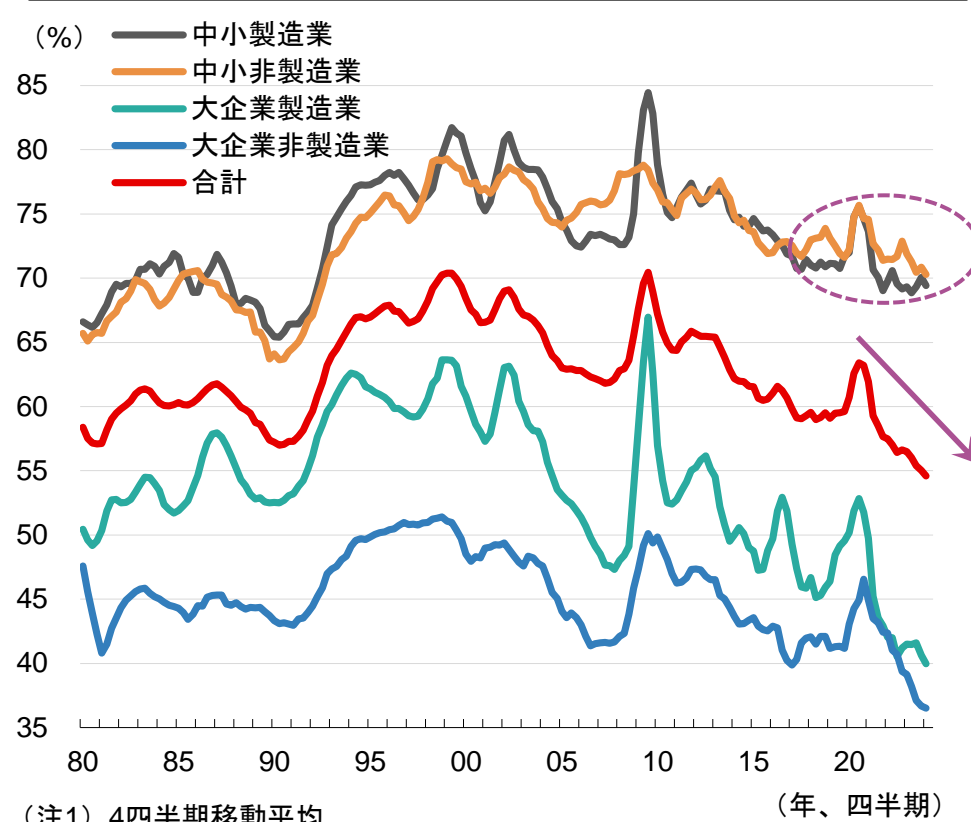
# 企業業績～企業部門全体で見れば賃金の引き上げ余地は依然大きい

- 収益力(売上高経常利益率)は過去最高水準を更新中(ただし、大企業で過去最高水準を更新中であるのに対し、中小企業では改善が遅れており、中でも中小製造業の低迷が目立つ)
- 労働分配率は大幅に低下(ただし、中小企業では高止まりしており、賃金の引き上げ余地が縮小しつつある)

売上高経常利益率



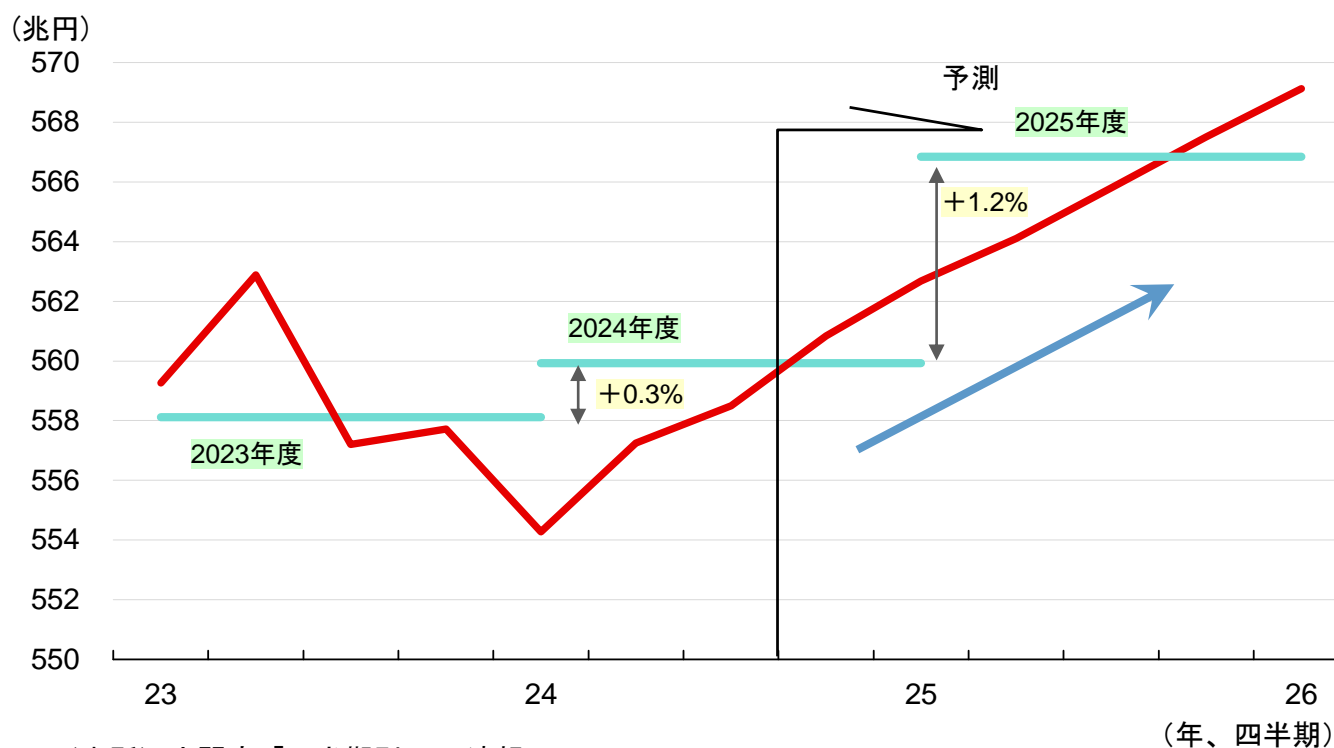
労働分配率



# 実質GDP成長率の見通し～成長率は緩やかな増加が続く

- 2024年10～12月期以降も、雇用・所得情勢の改善を背景に個人消費の持ち直しが期待され、景気の緩やかな持ち直しが続く。好業績を背景に企業の設備投資意欲が強く、設備投資による景気下支え効果も期待される
- インバウンド需要の増加が続くことや、世界的なIT関連財の需要回復も景気にとってプラス材料
- ただし、海外経済減速、人手不足による供給制約といったマイナス材料が強まれば景気の持ち直しの勢いが弱まり、失速に至るリスクが出てくる。特に米トランプ政権の通商政策など不確定要素が多い点には注意が必要

実質GDP成長率の予測(四半期)



(出所) 内閣府「四半期別GDP速報」

## 国内経済見通しの比較～概ね緩やかな回復基調が続くとの見方で一致

- 日本銀行は展望レポートで「海外経済が緩やかな成長を続けるもとで、緩和的な金融環境などを背景に、所得から支出への前向きな循環メカニズムが徐々に強まることから、潜在成長率を上回る成長を続ける」と予測
- 内閣府は月例経済報告で「雇用・所得環境が改善する下で、各種政策の効果もあって、緩やかな回復が続くことが期待される」と予測
- 世の中の平均的な見通し（コンセンサス見通し）でも、雇用・所得情勢の改善を背景に、個人消費を中心に景気の回復が続くとされている

### 実質GDP成長率・消費者物価指数の予測一覧

	実質GDP成長率			消費者物価指数(生鮮食品を除く総合)		
	24年度	25年度	26年度	24年度	25年度	26年度
当社(24/11)	0.3	1.2	1.1	2.5	1.7	1.2
コンセンサス(24/10)	0.5	1.0	0.9	2.5	1.9	1.7
日本銀行(24/10)	0.6	1.1	1.0	2.5	1.9	1.9
政府(24/10)	0.7	1.2	—	2.6	2.0	—

(注) 日本銀行は「経済・物価情勢の展望」における政策委員見通しの中央値、ESPフォーキャスト調査は24年7～9月期実質GDP発表前の調査  
 (出所) 公益社団法人日本経済研究センター「ESPフォーキャスト調査」、内閣府、日本銀行

# 日本の金融政策、長短金利の予測～金利は緩やかに上昇へ

- 以上の状況から判断して、日本銀行は金融正常化を進める方針を堅持し、今後も金融政策の修正を受けて長期金利は緩やかに上昇していく見込み
- ただし、米国金利が低下基調に転じる中では、上昇ペースは緩やかにとどまる
- 与党過半数割れの総選挙結果を受けて金融市場が混乱する懸念が高まっており、金融正常化にとっては逆風

日本の長短金利の予測

