

踊り場に立つ日本経済

日本経済は、緩やかな回復の歩みを続けてきたが、今年に入って足踏み状態に陥っている。個人消費の回復の鈍化に加え、輸入の増加が成長を下押しし、1～3月期の実質GDP成長率は4四半期ぶりにマイナスとなった。足元では、米国の通商政策に起因する不確実性の高まりが企業マインドに影を落としている。

とはいえ、高水準の賃上げは続き、今後は物価上昇率の鈍化も見込まれることから、実質所得の改善が期待される。企業による設備投資も堅調で、デジタル化や脱炭素化への前向きな取り組みに加え、生産性向上を図る動きも広がりつつある。こうした賃上げや前向きな投資を確かな成長へとつなげるために、官民が連携して構造改革を進めることが求められる。

マイナスに転じた実質GDP成長率

わが国の24年度の実質GDP成長率は0.8%と、4年連続のプラス成長となったが、今年に入って急減速している。四半期毎の推移を見ると、昨年4～6月期に前期比年率3.9%、7～9月期に同0.9%、10～12月期に同2.2%となった後、今年1～3月期は同▲0.2%と、4四半期ぶりのマイナス成長に転じた。物価高が個人消費を抑制するとともに、輸入増加に伴う純輸出のマイナスが成長率を押し下げた。

25年度の日本経済を展望すると、まず実質個人消費は、緩やかながら増加するとみられる。今年1～3月期は、コメを筆頭に食料品の価格高騰が家計の購買力を押し下げ、前期比はほぼ横ばいにまで減速したが、25年春闘では3年連続となる高水準の賃上げが実現しており、4～6月期以降は定着しつつある賃上げの動きが個人消費を支えよう。実質賃金は、物価上昇率の鈍化とともに、今年半ば以降は前年比プラスに転じると予測される。加えて、政府による電気代・ガソリン代の補助や高校授業料の無償化といった経済対策も、限定的だが家計の可処分所得を下支えする役割を果たそう。

また、設備投資も堅調な推移が見込まれる。デジタル化のためのソフトウェア投資や脱炭素のための研究開発投資を柱とした企業の前向きな投資姿勢は継続し

ており、人手不足対応やデジタル・グリーン投資への取り組みが広がっている。

一方で輸出から輸入を差し引いた純輸出は、米国の関税政策の影響により、成長率を押し下げる公算が大きい。日本企業の輸出が、米国による自動車・鉄鋼などの特定分野への関税措置によって、抑えられる可能性が高いからだ。

こうしたことから、実質GDP成長率は、24年度の0.8%から、25年度には潜在成長率並みの0%台半ばまで鈍化すると予想される。外需が変調を来す中で、成長の持続性を担保するには、物価上昇を上回る賃金上昇と、設備・人的両面での投資拡大による生産性向上が不可欠である。当面緩やかな回復が続くというのがメインシナリオだが、米国の関税政策による下振れが想定以上となる場合はゼロ成長となるリスクシナリオを想定しておく必要があるようだ。

定着見通せぬ賃金と物価の好循環

個人消費拡大の鍵を握る物価と賃金の動向を見ると、賃上げと物価上昇の好循環に至る兆しは見られるものの、その行方はなお不透明である。

まず物価に関して、消費者物価指数（生鮮食品を除く総合）の前年比上昇率は、円安やエネルギー・コメ価格の上昇といった供給要因によって、今年に入って3%台に乗せ、4月時点で3.5%まで上昇した。しかし、これはコストプッシュ型の物価上昇であり、政府による電気代やガソリン代への補助、高校授業料の無償化、円高進行などの影響もあって、今後は次第に上昇幅が縮小し、年度後半には2%前後へと収斂していく可能性が高い。

他方、賃金面では、物価上昇が人手不足と相まって企業の賃上げを促し、今年の春闘での定期昇給を含めた賃上げ率は5.26%、ベースアップ率も3.71%（連合第6回集計時点）に達し、昨年を上回る高水準となった。3年連続の大幅な賃上げが実現し、製造業を中心にベースアップの定着が進みつつある。中小企業でも人手不足を背景に、採用・定着を意識した賃上げの動きが広がっている。

こうしたなかで、名目賃金から物価上昇分を差し引いた実質賃金は、今年4月には4ヵ月連続で前年同月比マイナスとなったが、春闘の成果が反映される今年半ば以降は再び前年同月比プラスに転じると期待される。しかし大幅な伸びにはならない見通しで、賃上げが消費需要の本格回復につながるかどうかは予断を許

さない。現時点では賃金上昇を起点とする望ましい物価上昇（需要増に伴う健全な物価上昇）の定着は見通せない状況にある。

物価上昇率と賃上げ率がともに高水準で推移し、かつ両者が相互に連動する形で好循環を形成するには、企業の価格転嫁が鍵を握る。24年度以降、企業は人件費や原材料費の上昇を商品価格に織り込む姿勢を強めているが、26年度に掛けても、価格転嫁が息切れしないかが焦点となる。労働需給が引き締まる中で、企業の人的投資の拡充が進めば、生産性向上に支えられた賃金の上昇と需要主導の物価上昇による好循環への道が開ける。ただ、このような展開が実現し、実質賃金が順調に伸びていくかどうかは不透明で、日本経済が本格的な好循環のステージに移行するには、なお時間を要しそうだ。

金融の正常化を睨む日銀

日銀は昨年3月、8年超続いたマイナス金利政策を解除し、金融政策の正常化に向けて第一歩を踏み出した。具体的には、長期金利の指標である10年物国債の利回りを0%程度に誘導していたイールドカーブ・コントロールを撤廃し、政策金利（無担保コールレート翌日物）の誘導目標を0.0～0.1%程度へと17年ぶりに引き上げた。この政策転換の背景には、持続的な物価上昇と高水準の賃上げという従来の金融緩和政策の目標達成が視野に入ったとの判断があったが、今年4月の金融政策決定会合では、米国の追加関税による経済への影響を見極める必要があるとして、政策金利の据え置きが決まった。展望レポートでは、25・26年度の成長率と物価の見通しを下方修正し、物価目標の達成時期を「見通し期間後半」（26年度後半以降）に後ろ倒しした。さらに、5月の会見で植田総裁は、「基調的インフレ率が伸び悩んでいる時に無理に利上げはしない。しかし、その先に2%に到達する可能性が高まったと判断した場合には利上げを行う」と述べ、利上げを進める方針は維持しつつも、利上げの実施時期については慎重な姿勢を示した。

こうしたなか、金利の水準は中立金利（景気を過熱も冷却もしないとされる水準）を下回っているとされ、日銀は金融の正常化に向けて政策金利の引き上げを段階的に進めていく意向を持っているとみられるが、米国の関税政策により景気が減速する中で、次の利上げは26年にズレ込む展開が予想される。さらに、そ

の次の利上げに踏み切れるかどうかはより不透明だ。というのも、26年度後半以降の物価上昇率が2%を上回るかどうか見通せないからだ。一方、長期金利は、日銀による国債買い入れの減額が進むなかで、緩やかに上昇する可能性が高い。

為替市場では、米国の利下げ観測と日本の利上げ観測を背景とした日米金利差の縮小などにより、今年に入ってドル円相場は1ドル＝150円台後半から140円台前半へと円高に転じている。今後については、米国経済の減速も見込まれるなかで、円高方向に動くのがメインシナリオだが、日米双方の金融政策の先行きに不透明感が強く、ドル円相場がいずれの方向に動くかは予断を許さない。

成長の鍵となる構造的課題への取り組み

日本経済が低成長を脱し、賃金と物価の好循環を通じて中長期的な成長を実現するには、人口減少下でも供給力を維持・強化できるよう、生産性の向上を軸とした構造改革が不可欠だ。政府には、補助金支給のような対症療法にとどまらず、将来を見据えた抜本的な政策対応が求められる。

まず、企業部門では、省力化や自動化に資する設備投資が引き続き重要となる。生成AIやロボティクスなどのデジタル技術を活用したDX（デジタルトランスフォーメーション）や、脱炭素に向けたGX（グリーントランスフォーメーション）といった新領域への投資は、生産性の底上げと新産業の創出を促す起点となる。

また、構造的な人手不足への対応として、人的資本への投資の加速も求められる。高水準の賃上げを持続可能なものとするためには、労働者のスキル向上と雇用の流動性確保が必要であり、企業によるリスクリング支援や多様な働き方への対応が成長力を左右する。

さらに、産業全体の新陳代謝の促進も急務である。政府においては、成長分野であるAIや脱炭素領域へ資本と人材の再配分を進めることで、新たな成長エンジンの育成を後押しする政策が必要だ。企業には、現預金を過度に貯め込まずに、将来に向けた投資や適切な分配を進めていくことが求められる。

先行き不透明な環境下においても、企業が今後の成長に資する投資に前向きに取り組み、政府と民間が連携して構造改革を着実に実行していくことが、持続的な成長と中長期的な成長率の底上げに不可欠だと言えよう。■