

2024. 9 No.149

三井住友信託銀行

調査月報



時論

日銀の金融政策と金融市場の関係について考える.....1

経済の動き

2024・2025年度の日本経済見通し

～漸く実質所得がプラス転化～.....3

負債大幅増の若年層、実は資産形成も堅調

～令和の若者は「返貯両道」～.....11

時論

日銀の金融政策と金融市場の関係について考える

8 月初めに生じた大幅な円高と過去最大幅の株価下落は、これまでの金融政策に対する賛否の対立を改めて浮かび上がらせる出来事になった。前黒田総裁が導入してきた一連の緩和政策を支持し、かつその継続を良しとする向きからは、利上げが急激な円高株安の原因になったという批判がなされている。逆に異次元緩和に批判的な立場からは、副作用もある金融政策の修正は必然であり、行き過ぎた円安を是正するためにも、今回の利上げは必要だったという見方が出されている。実績としての消費者物価上昇率が目標の 2%を超える期間が続く中、むしろもっと早く利上げに踏み切るべきであったという意見もある。

更に、金融市場が荒れた後に行われた 8 月 7 日の金融懇談会で、内田副総裁が「当面、現在の水準で金融緩和をしっかりと続けていく必要がある」「金融資本市場が不安定な状況で、利上げをすることはありません。」と発言した。これを受けて為替レートは円安に戻り、株価は持ち直したが、この発言に対しても金融市場の安定に貢献したという好意的な見方と、金融市場に斟酌しすぎであって本来の金融政策の目的を取り違えている、という両極端の見方が出ているようだ。

結局のところ、黒田総裁期の金融政策を是とするか否か、もう少し具体的には、マイナス金利政策や金融市場への介入をはじめとする異例の金融緩和を長期化させたことによる副作用への評価、そして 1 ドル＝160 円を超えるまで進んだ円安の是非に関する意見の相違が、そのまま 8 月初めの急変に対する見方の対立に表れた形になった。ちょうど一年前の本欄で、「金融政策に関する見解が両極端に分かれたままだと、今後再び大規模な金融政策の揺り戻し、あるいはその観測を招くことで、金融市場が不安定になるリスクが残ってしまう。」と書いたが、残念ながらこの状況は改善していないようだ。

この先の金融政策や経済金融情勢を見ていく上で、気を付けたい点として二つ念頭に置いている。

一つは、為替にしても株価にしても、結局は米国の情勢に大きく左右されるということである。この点で見て日本はいわゆる小国であり、日銀が金融政策を維持し続けたからと言って劇的に状況が変わるわけではない。このことは、3 月に日銀がマイナス金利政策解除という大きな節目を跨いでも円安の流れが変わらなかったことや、7 月末の日銀が利上げに踏み切った直後でも、米国の雇用統計が市場予想よりも弱かったことを受けて日本の長期金利が米国に引っ張られて大きく下がったことからわかる。

少数特定のメンバーで長い時間の議論を経て物事を決める際は、議論の過程や意見が集約されて最終決定に至るプロセスの全てを、外部の人に納得してもらえるように説明するのは至難の業である。このために、結果として市場とのコミュニケーションが難しくなっていると思う。ましてその相手である金融市場の見方が不安定であれば猶更だ。これだけ不安定な動きになること自体、市場参加者が現在の為替や株価水準の持続性に自信を持っていないことを示していよう。そんな中で、金融市場では小国の日本の、しかも金融政策しか手段がなく、為替市場への介入権さえ持たない日本銀行に金融市場の安定の責任を求めるのは酷というものだろう。

二つ目は、8 月 7 日の内田副総裁の発言に過度に期待したり、先行きの見方を縛られたりしないように、ということである。当日の発言の中では「当面、現在の水準で金融緩和をしっかりと続けていく必要がある」「金融資本市場が不安定な状況で、利上げをすることはありません。」という部分だけが突出して注目を浴びたが、言うまでもなく「当面」が具体的にどの程度の期間なのかを特定できるわけではないし、金融市場が不安定な状況で利上げしないというのは、安定すれば利上げの障害にはならないと読める。そもそも、どんなにタカ派のスタンスを取っていても、一日に株価が 10%近くも下落するような荒れた局面では利上げなどできるはずがないことを考えると、内田副総裁の発言は当たり前のことを言っているだけのように見える。また、内田副総裁は同じ講演で「経済・物価見通しがオントラックであることを確認したうえで、リスクの観点からも、消費者物価が 2 年以上にわたって 2%を上回って推移する中で」利上げが適切であったと判断したと述べており、7 月の利上げを否定しているわけでもない。

これまでも、植田総裁を中心とする日銀のスタンスは、いわゆるタカ派・ハト派の間を行ったり来たりしているように見えた。こうした揺らぎの中で金融政策の正常化を進めてきた経緯を踏まえると、特定の期間を念頭に置いて「この間の利上げはない」と決めつけたり、まして希望的観測を抱いたりするのは適切ではないと思っている。

更に、この先の金融政策は、9 月に行われる自民党総裁選挙の結果にも影響を受ける可能性がある。岸田総理が不出馬を決めたことで、新総裁が誰になるかは一層わかりにくくなった。本来は政治から独立している日銀の決定に、政府の意向が影響を及ぼした先例を踏まえると、金融政策の先行きも読みにくくなったと考えている。一年前にも書いた通り、政治における対立が金融政策に過度に結び付くと、金融政策の大幅な振れ、あるいはその観測につながりやすくなり、このことは金融市場のみならず実体経済にも望ましくない影響をもたらす。

こうした事態を懸念するのと同時に、金融政策さうまく運営すれば全てが順調に行くわけではないという異次元緩和からの教訓も活かし、金融政策では解決できない重要な課題も数多くあるという認識のもとで経済政策を組み立てる、当たり前のスタンスを新総裁には望みたい。

(調査部長 花田 普)

※ 本レポートは作成時に入手可能なデータに基づく情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解ではありません。ご質問等はchosainfo@smtbjpまでご連絡ください。

2024・2025 年度の日本経済見通し

～漸く実質所得がプラス転化～

<要旨>

2024年4～6月期の実質 GDP は前期比+0.8%（年率+3.1%）のプラス成長となった。一部自動車メーカーの出荷停止の影響が緩和したほか、良好な春闘結果と夏のボーナス増加で実質所得の伸び率がプラス転化したことや、定額減税の開始などが背景にある。

先行き、2024年度は、定額減税の効果が薄れていくものの、振れを伴いながら実質所得が増加基調で推移することで、個人消費の基調は上向こう。2025年度は、構造的な人手不足が続く中、伸び率を鈍化させながらも賃上げの動きが続き、個人消費の持ち直し基調は維持されるとみる。欧米経済の復調に支えられ、輸出・設備投資の増加も追い風になろう。以上を踏まえ、実質 GDP 成長率は 2024 年度+0.6%、2025 年度+0.9%と予測する。

但し、中小企業が賃上げを継続できず、実質所得の伸び率が失速する可能性は残る。また、米国経済が長期化した金融引き締めの影響で急減速し、外需が下振れるリスクがある。それに付随して、米国の利下げペースが加速し、為替や株価など金融市場のボラティリティが高まることで、家計や企業のマインドが悪化することも考えられよう。

1. 実質 GDP の動向

2024年4～6月期の実質 GDP は、前期比+0.8%（年率+3.1%）と潜在成長率を上回るプラス成長となった（図表 1）。項目別にみると、一部自動車メーカーの認証不正問題に伴う出荷停止の影響が緩和し、輸出（前期比+1.4%）や設備投資（同+0.9%）が増加したことに加えて、耐久財消費の反発から個人消費（同+1.0%）も 5 四半期ぶりに増加した。また良好な春闘結果や夏のボーナス増加を映じて実質所得がプラス転化したことや、6 月に開始された定額減税の効果で家計の可処分所得が押し上げられたことを背景に、非耐久財消費も増加した。総じて内需がけん引したプラス成長ではあるが、自動車出荷再開による反発影響が大きく、景気停滞から抜け出すには所得増加に裏打ちされた個人消費の増加継続が不可欠となる（図表 2）。

図表 1 実質 GDP 成長率

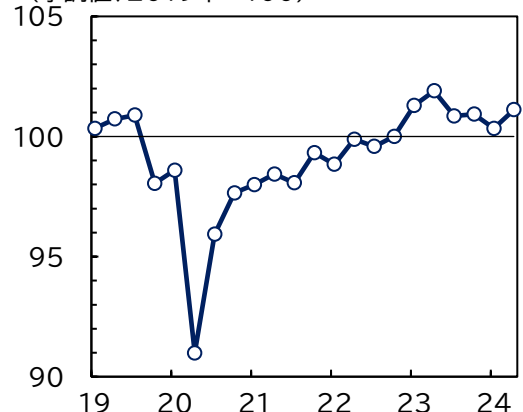
（前期比%）（寄与度%pt）

	2023		2024		2024 4-6
	7-9	10-12	1-3	4-6	
実質GDP	▲ 1.0	0.1	▲ 0.6	0.8	0.8
個人消費	▲ 0.3	▲ 0.3	▲ 0.6	1.0	0.5
住宅投資	▲ 1.2	▲ 1.1	▲ 2.6	1.6	0.1
設備投資	▲ 0.1	2.1	▲ 0.4	0.9	0.2
民間在庫変動	-	-	-	-	▲ 0.1
政府消費	0.6	▲ 0.1	0.3	0.1	0.0
公共投資	▲ 1.9	▲ 1.7	▲ 1.1	4.5	0.2
輸出	0.1	3.0	▲ 4.6	1.4	0.3
（▲輸入）	1.3	2.0	▲ 2.5	1.7	▲ 0.4
内需	▲ 0.7	▲ 0.1	▲ 0.1	0.9	0.9
外需	-	-	-	-	▲ 0.1

（資料）内閣府「四半期別GDP速報」

図表 2 実質 GDP 水準

（季調値、2019年=100）



（資料）内閣府「四半期別GDP速報」

2. 主要国・地域経済の動向と見通し

外需環境に目を向けると、2024 年 4～6 月期における主要国・地域経済は、米国が堅調を維持し、欧州も上向きが確認された一方、中国は減速感が強まった(図表 3)。

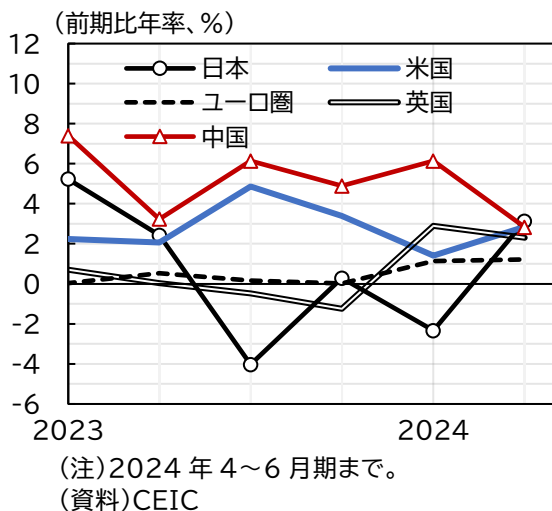
米国は、引き続き個人消費がけん引し、潜在成長率(2.0%前後)を上回る成長を続けている。しかし、足下では失業率が節目の 4.0%を超えて上昇し労働需給の悪化が進んでいる。低格付け企業のデフォルト率は高止まりしており、経営体力の脆弱な部門を中心に利上げの影響が顕在化してきたとみる。家計のクレジットカードローン・自動車ローンの延滞率は上昇を続けており、コロナ禍で積み上がった超過貯蓄も底をついたとみられるため、今後は個人消費を中心に減速基調を示そう。また労働需給が緩和する中、賃金上昇率・インフレ率はともに低下基調を維持しており、2024 年 9 月には FRB が利下げに転じる見込みである(図表 4)。先行き、2024 年内において減速基調ながらも景気後退は回避し、その後は利下げが追い風となって持ち直すと予想する。

欧州は、インフレ鈍化に伴う実質賃金の回復を受けて景気は底入れし、ユーロ圏・英国ともに 2 四半期連続でプラス成長を確保した(図表 4)。また長引く金融引き締めの雇用への影響が懸念される中、ECB は 6 月、BOE は 8 月に利下げに転じた。先行き、両中銀はインフレ率の再加速を警戒しながらも慎重に利下げを進めていくとみられ、景気は回復基調で推移しよう。但し、賃金上昇率は高止まりしており、サービス価格を中心としたインフレ率の上振れリスクは残る。

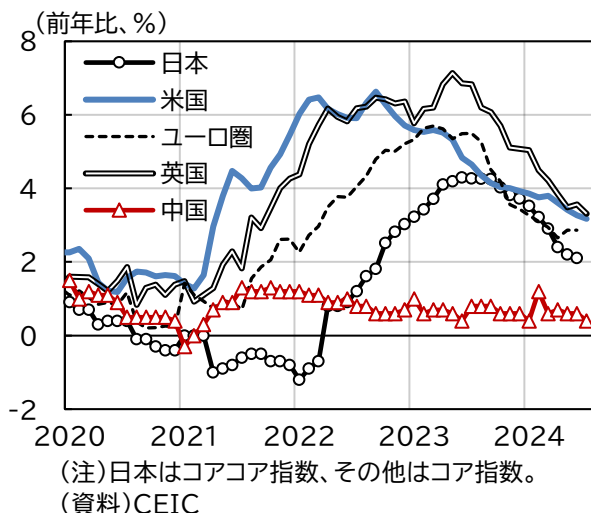
中国は、4～6 月期の成長率が個人消費の減速を主因に前年比+4.7%(前期差▲0.6%pt、前期比年率+2.8%)に鈍化し、景気の減速感が強まった。固定資産投資も、政府支援のある製造業投資は底堅いものの、インフラ投資の伸びは鈍化し、不動産開発投資の減少も続いている。依然として、住宅市況が底入れする兆しはみられない中、内需の弱さを反映して、インフレ率も低位で推移している。当局は、7 月に利下げを実施したが、人民元為替への配慮から引き下げ幅は限定的であり、景気刺激効果は乏しいとみる。先行きも、地方財政悪化の下で有効な景気対策は期待できず、減速基調で推移しよう。

まとめると主要国・地域経済は、予測期間に亘り中国の減速基調が続くとみる一方、2024 年度は米国の底堅さと欧州の上向き傾向が続こう。その後、2025 年度は前年度における欧米の利下げ開始が、タイムラグを伴って欧米景気の追い風になるとみる。こうした外需環境を前提に、以下で日本経済の現状と見通しを示す。

図表 3 主要国・地域の実質 GDP



図表 4 主要国・地域のインフレ率(CPI)



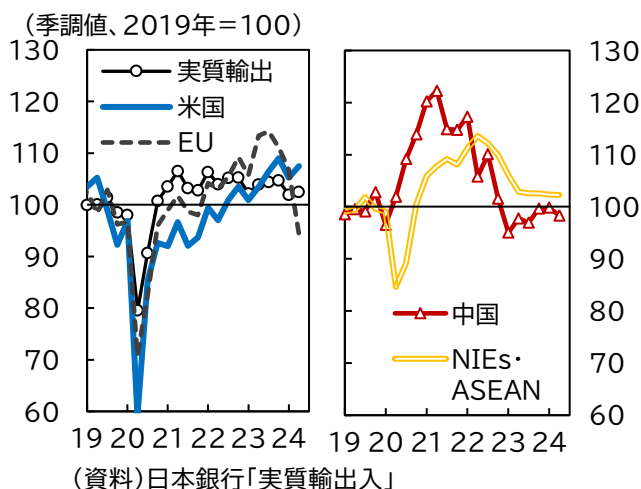
3. 日本経済の現状と見通し

(1) 輸出

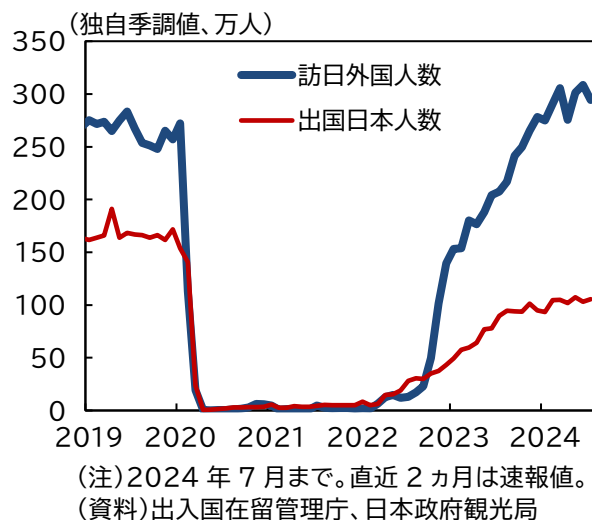
2024 年 4～6 月期の実質輸出(SNA)は、前期比+1.4%と前四半期の落ち込みから増加に転じた。財・サービス別にみると、財輸出(同+0.6%)は一部自動車メーカーの認証不正問題に伴う出荷停止の影響が緩和し、米国向けを中心に自動車輸出が反発した(図表 5)。一方、サービス輸出(同+4.2%)も知的財産権等使用料や金融サービスの受取増加などが寄与し、2 四半期ぶりに増加した。なおインバウンド消費(非居住者家計の国内での直接購入)は前期比▲4.2%の減少を示したが、増加基調は変わっていないとみる(図表 6)。

先行き、財輸出は、中国景気の減速基調が続く中で中国向けは生産用機械などの一部製品を除いて低調に推移するとみる一方、欧米向けを中心に底堅く推移し、2024 年度内は横ばい圏内の動きが続くとみる。2025 年度になれば、利下げに転じた欧米経済に支えられ、財輸出は緩やかな増加基調を示すと予想する。サービス輸出(特にインバウンド消費)は、訪日客数の増加基調が続く一方、日米金融政策スタンスの違いを背景にドル円レートは円高基調で推移すると予想しており、増加ペースは鈍化していこう。以上を踏まえ、実質輸出(SNA)は 2024 年度+0.6%、2025 年度+2.0%と予測する。

図表 5 仕向国別の実質財輸出



図表 6 訪日外国人数と出国日本人数



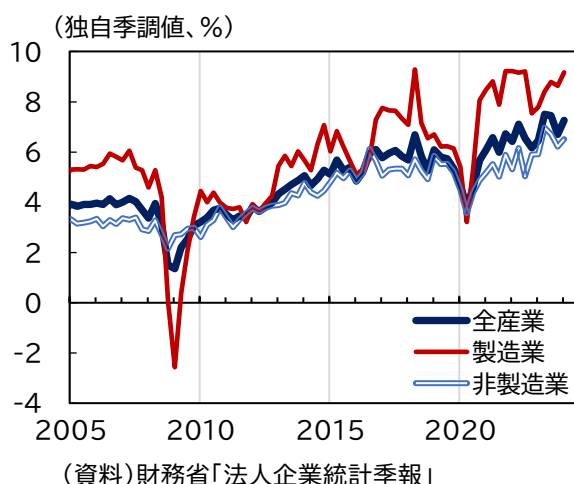
(2) 設備投資

設備投資(SNA)は、2024 年 4～6 月期に前期比+0.9%と 2 四半期ぶりに増加し、緩やかな増加基調を示した。形態別では、自動車出荷の再開を背景に機械投資が反発し全体を押し上げ、ソフトウェア投資はコロナ禍で加速したデジタル化の動きが鈍化したものの高水準を維持した。一方、建設投資は、資材価格の高騰や建設業の人手不足に伴う供給制約が続き、低調に推移した。

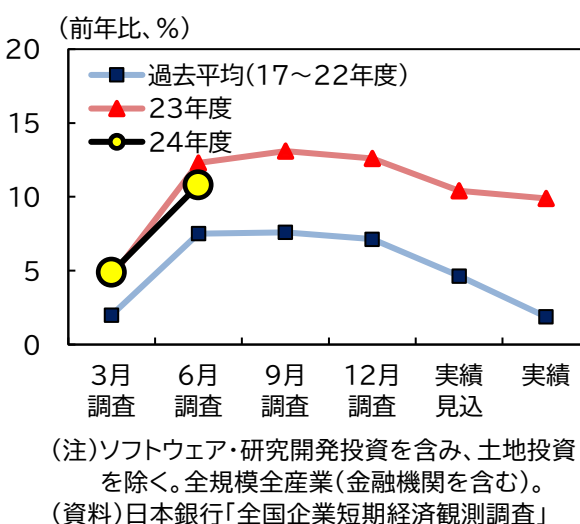
企業収益は、人材確保のための賃上げが重石となるが、コストの価格転嫁が進み、製造業・非製造業ともに高水準にある(次頁図表 7)。また、2024 年度の設備投資計画も昨年に続いて過去平

均を大きく上回る水準を維持するなど(図表 8)、企業は設備投資に前向きな姿勢を示しており、2024 年度の設備投資は緩やかな増加基調を維持しよう。高い伸び率を示す投資計画の背景には、デジタル化投資や人手不足に伴う省力化投資、気候変動対応の研究開発投資、経済安全保障に伴うサプライチェーンの組替など構造変化に対応するための投資需要がある。2025 年度も欧米の景気回復と財輸出の増加基調を背景に、設備投資の増勢は維持されると予想する。以上より、設備投資(SNA)は 2024 年度+2.5%、2025 年度+2.8%と予測する。

図表 7 企業収益(売上高経常利益率)



図表 8 設備投資計画の修正パターン



(3)個人消費

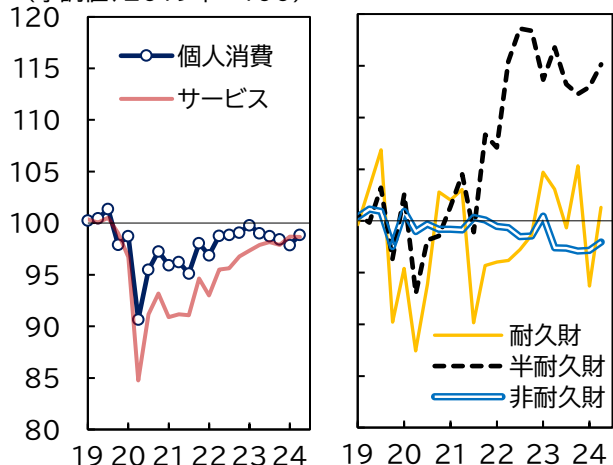
個人消費(SNA)は、2024 年 4～6 月期に前期比+1.0%と 5 四半期ぶりに増加した(次頁図表 9)。形態別にみると、サービス消費(同▲0.0%)は横ばいであったが、自動車出荷の再開を背景に耐久財消費(同+8.1%)が大きく反発した。また、家計の節約志向が顕在化していた非耐久財消費(同+0.8%)も増加に転じた。良好な春闘結果や夏のボーナス増加を映じて賃金上昇率が高まったことや、6 月に開始された定額減税の効果で家計の可処分所得が押し上げられたことが背景にある。但し、個人消費はなお直近ピーク水準を下回っている。7～9 月期は自動車の生産再開や定額減税の効果が残るためプラス成長を予測するが、その影響は徐々に弱まっていくため、個人消費が自律的な回復基調を取り戻すためには、実質所得の改善継続が不可欠である。

その観点から所得環境をみると、2024 年度の良い春闘結果が徐々に顕在化し、一般労働者の賃金上昇率(基本給)は 5 月に 2%台後半まで高まった。6 月にはボーナスの上振れを背景に実質賃金の伸び率(前年比)が 2 年 3 ヶ月ぶりにプラス転化し、それに伴って雇用者の増加要因を含めた実質所得もプラス転化した(次頁図表 10)。

先行き、1 人当たりの実質賃金及び雇用者全体の実質所得は、ボーナスの振れが大きく一時的にマイナスに転じる可能性もあるが、人手不足の下で増加基調は維持しよう。また 2024 年度の物価上昇率を 2%台前半と見込む中、2025 年度の春闘も 2%台のベア率が予想される。継続的な賃金上昇を背景に、個人消費は上向き緩やかながらも回復基調を維持しよう。以上を踏まえ、個人消費(SNA)は、2024 年度+0.8%、2025 年度+0.6%と予測する。

図表 9 個人消費(SNA)

(季調値、2019年=100)

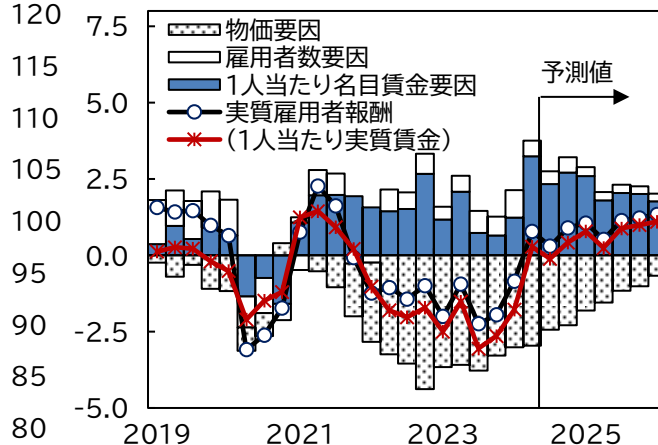


(注)個人消費は民間最終消費支出の値。

(資料)内閣府「四半期別 GDP 速報」

図表 10 実質所得(実質雇用者報酬)

(前年比%, 寄与度%pt)



(注)1人当たり実質賃金は、1人当たり名目雇用者報酬伸び率から雇用者報酬デフレーター伸び率を控除して算出。

(資料)内閣府「四半期別 GDP 速報」、総務省「労働力調査」

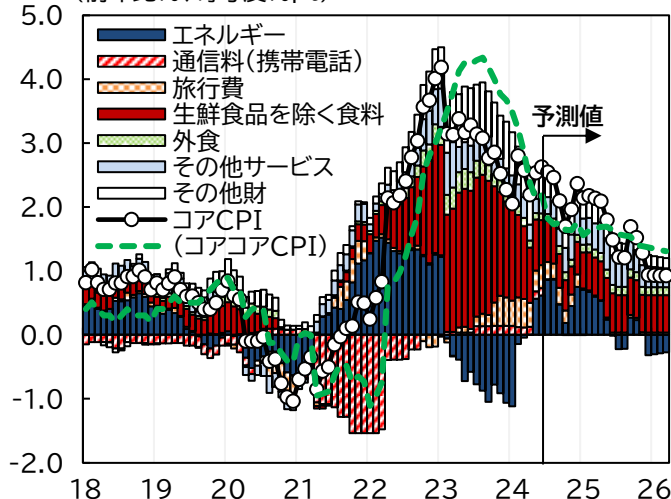
(4) 物価情勢と金融政策

インフレ率は、「生鮮食品を除く総合(コア CPI)」でみると 2024 年 6 月時点で前年比+2.6%となった(図表 11)。食料品などを中心に値上げの勢いは鈍化傾向にあるが(図表 12)、2023 年に開始された電気代・ガス代の補助金が 5 月末で一旦期限を迎えた影響で、エネルギー価格が押し上げられ、インフレ率は+2%台で高止まりしている。もっとも、政府が物価高対策で電気代・ガス代の補助金を 2024 年 8~10 月に限り再開させた影響で、コア CPI の振れは再び大きくなる。

先行き、コア CPI はエネルギー価格の振れを伴い、2024 年度+2.2%、2025 年度+1.3%と予測する。一方、政策効果の影響が大きいエネルギーを除き、より基調的なインフレ動向を示す「生鮮食品及びエネルギーを除く総合(コアコア CPI)」は、内需に力強さがみられない中で 2024 年 7~9 月期以降は+2.0%以下への鈍化を見込む。企業の価格設定行動や期待インフレ率には変化が見られるものの、現時点で国内のインフレ率が+2.0%に定着する姿はみられない。

図表 11 インフレ率(CPI)

(前年比%, 寄与度%pt)



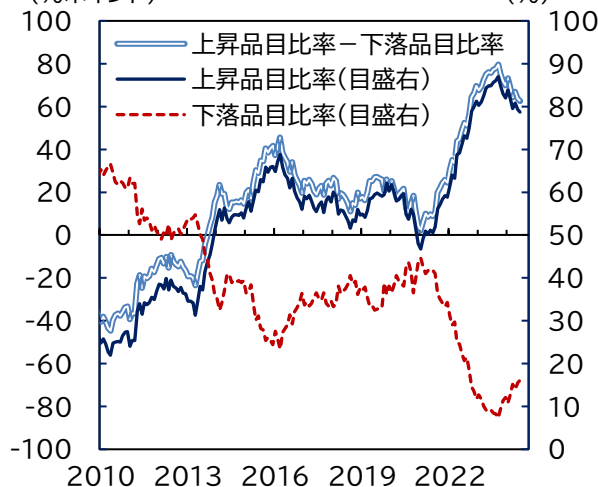
(注)旅行費は宿泊料とパック旅行費。コア CPI は生鮮食品を除く総合、コアコア CPI は生鮮食品及びエネルギーを除く総合。

(資料)総務省「消費者物価指数」

図表 12 CPI の上昇・下落品目比率

(%ポイント)

(%)



(注)上昇・下落品目比率は、前年比上昇・下落した品目の割合。総合(除く生鮮食品)。

(資料)日本銀行

「基調的なインフレ率を捕捉するための指標」

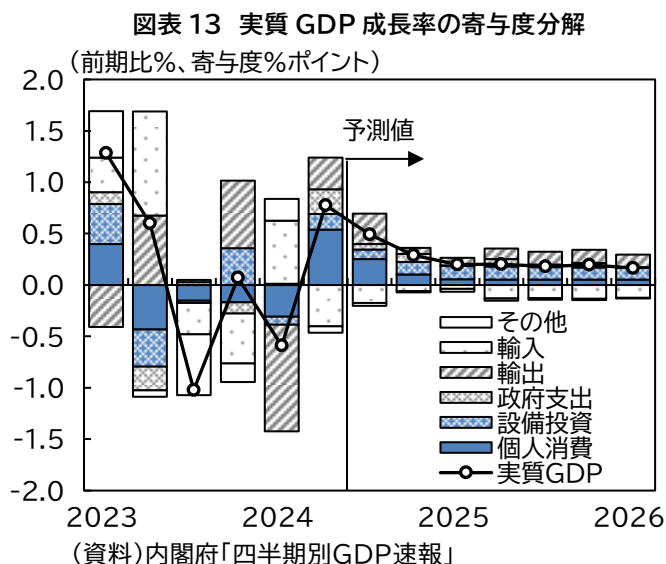
このような物価情勢下、日本銀行は 2024 年 3 月のマイナス金利政策の解除に続いて、7 月には政策金利を 0.25% (+0.15%pt) へ引き上げた。日本銀行は、期待インフレ率が+1.5%前後まで高まってきた中で、金融緩和度合を調整するために利上げを継続する政策スタンスを明確化している。但し、当部のインフレ見通しの下では、金融緩和環境は予測期間に亘り維持されることになり、今般の利上げ局面における利上げ幅は景気に悪影響を与えない程度のものに留まるとみる。次回の利上げは、7 月利上げの実体経済への影響やサービス価格の上昇基調の継続を確認した上で、2025 年度春闘の行方が把握可能な 2025 年 1～3 月期と予想する。

(5) 総括

経済見通し全体を総括すると、足下の 2024 年 7～9 月期は自動車の出荷再開による反発効果や定額減税の効果が残るため、潜在成長率を上回るプラス成長を予測する(図表 13、14)。2024 年度後半は、実質所得が増加基調で推移することから個人消費は持ち直し基調を示し、景気も停滞状態を脱するとみる。

2025 年度は、構造的な人手不足と 2024 年度のインフレ率の実績が 2.0%を超える中で、前年度からは勢いを鈍化させながらも賃上げの動きが続き、個人消費は緩やかな回復基調を続けるとみる。欧米経済が復調するに伴い、輸出・設備投資も追い風になるだろう。

以上より、日本の景気回復基調は弱いながらも維持され、実質 GDP 成長率は 2024 年度 +0.6%、2025 年度 +0.9%と予測する。なお、前回見通し(調査月報 2024 年 6 月号参照)との比較では、実質所得のプラス転化時期が想定していた 7～9 月期より前倒しになったことなどを織り込み、2024 年度を +0.2%pt 上方修正している。



4. リスク要因

前述の日本経済の見通しから外れるリスク要因としては、図表 15 に挙げた項目がある。賃上げについては、2024 年度の春闘結果が良好であったのみならず夏のボーナスも上振れし、実質所得が想定より早くプラス転化したことは上振れ要因となる。毎月勤労統計で確認できる中小企業の賃金上昇率(5～29 人の事業所、一般労働者の基本給)も+2%前後まで上昇し、賃上げの広がり確認できる。しかし、今後も人口動態の変化から人手不足が続く社会全体の賃上げ圧力が高まる中、中小企業が賃上げを継続できるかは不透明であり、実質所得の伸び率が失速して個人消費が停滞から抜け出せない可能性は残る。

また、米国経済は、個人消費中心になお堅調に推移しているが、失業率が 4.0%超で上昇傾向にあり雇用環境が悪化しているほか、家計のクレジット面の悪化も続いている。想定外に米国経済が失速することになれば、外需が下振れすることになる。

加えて、FRB の利下げペースが加速することになれば、日米金融政策スタンスの違いから急激な円高進行をもたらす、株価の急落など金融市場のボラティリティが高まって、企業や家計のマインドが悪化する可能性がある。実際、8 月初旬には米国の景気後退を示唆する指標の公表が相次いだことから、米金利の低下と円高急進、株価の記録的な急落が引き起こされた。

さらに、中東情勢の悪化は解決の糸口が見つかからない状況にあり、イスラエルとイランの間における軍事衝突のエスカレーションリスクも高まっている。原油価格の高騰が日本国内のエネルギー価格を再度上昇させるリスクがある。

したがって、リスク認識としては内外要因ともに下振れリスクが大きいとみている。

図表 15 リスク整理

上振れ要因	・2024年度春闘における賃上げ率の上振れと中小企業への賃上げの波及(顕在化)
下振れ要因	・実質所得伸び率の失速 ・米国経済の急減速 ・日米金融政策スタンスの違いに伴う急激な円高進行、金融市場のボラティリティの高まり ・中東情勢(イスラエル・パレスチナ、イラン)やロシアのウクライナ侵攻のエスカレーションによるコモディティ価格の上振れ ・欧米のインフレ率の上振れ、金融引締め局面の長期化、円安に伴う輸入インフレの再加速 ・住宅市況低迷長期化を背景にした中国経済の減速深化 ・米中摩擦の悪化(貿易、安全保障、人権問題、ハイテク覇権、トランプ氏の再選等)による世界貿易の停滞 ・国内外経済の不確実性上昇による設備投資計画の下方修正

(調査部 シニアエコノミスト 岩橋 淳樹)

※ 本レポートは作成時に入手可能なデータに基づく情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解ではありません。ご質問等はchosainfo@smtbjpまでご連絡ください。

日本経済見通し 総括表

(作成日：2024年8月22日)

	単位	2024				2025				2026	2023	2024	2025
		1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	年度	年度	年度
<実質・2015年基準>													
国内総支出	前期比(%)	-0.6	0.8	0.5	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.8	0.6	0.9
	前期比年率(%)	-2.3	3.1	2.0	1.2	0.8	0.8	0.7	0.8	0.7			
民間最終消費	前期比(%)	-0.6	1.0	0.5	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	-0.6	0.8	0.6
民間住宅投資	前期比(%)	-2.6	1.6	1.5	-0.1	-0.6	-0.6	-0.5	-0.5	-0.4	0.3	-0.3	-1.5
民間設備投資	前期比(%)	-0.4	0.9	0.5	0.7	0.8	0.7	0.7	0.7	0.6	0.3	2.5	2.8
民間在庫変動	前期比寄与度 (%ポイント)	0.3	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.2	-0.2	-0.1
政府最終消費	前期比(%)	0.3	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	-0.5	0.7	0.7
公的固定資本形成	前期比(%)	-1.1	4.5	0.2	0.8	-0.7	0.7	-0.2	0.1	-0.7	0.7	3.0	0.3
財貨・サービス輸出	前期比(%)	-4.6	1.4	1.4	0.3	0.3	0.5	0.5	0.6	0.5	2.8	0.6	2.0
財貨・サービス輸入	前期比(%)	-2.5	1.7	0.8	0.3	0.2	0.6	0.5	0.6	0.5	-3.2	2.0	2.0
内需寄与度	前期比寄与度 (%ポイント)	-0.2	0.9	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	-0.6	1.0	0.9
外需寄与度	前期比寄与度 (%ポイント)	-0.4	-0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.4	-0.3	0.0
<名目>													
国内総支出	前期比(%)	-0.2	1.8	0.9	1.4	0.5	0.6	0.1	1.0	0.1	4.9	3.5	2.6
GDPデフレーター	前年同期比(%)	3.4	3.0	2.6	3.0	2.9	2.3	1.9	1.5	1.2	4.0	2.8	1.7
鉱工業生産指数	前期比(%)	-5.2	2.9	1.4	0.5	0.3	0.5	0.5	0.5	0.4	-2.0	0.4	2.1
企業物価指数	前年同期比(%)	0.7	2.3	2.8	2.2	1.4	-0.3	-1.2	-0.9	-0.7	2.3	2.2	-0.8
輸出物価指数	前年同期比(%)	9.0	10.9	7.6	3.4	1.4	-3.8	-4.6	-3.0	-2.2	4.2	5.7	-3.4
輸入物価指数	前年同期比(%)	0.6	7.8	6.0	-3.3	-5.1	-10.5	-10.4	-6.3	-4.7	-7.2	1.2	-8.1
消費者物価指数(生鮮食品除く)	前年同期比(%)	2.5	2.4	2.4	2.0	2.2	1.8	1.4	1.2	0.9	2.8	2.2	1.3
完全失業率	%	2.6	2.6	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.6	2.5	2.5
雇用者数	前年同期比(%)	0.9	0.5	0.4	0.5	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2	0.7	0.4	0.3
1人当たり名目賃金	前年同期比(%)	1.3	3.0	2.5	3.0	2.8	2.0	2.2	2.2	1.9	1.3	2.9	2.1
名目雇用者報酬	前年同期比(%)	2.1	3.8	2.8	3.2	2.9	2.1	2.3	2.3	2.0	1.8	3.2	2.2
新設住宅着工戸数	季調済年率(万戸)	78.6	81.9	80.8	80.2	79.6	79.2	77.9	77.5	77.0	80.0	80.5	77.8
貿易収支	兆円	-1.4	-1.2	-0.7	0.0	-0.4	-0.3	0.2	0.4	-0.3	-3.7	-2.3	0.0
輸出	兆円	24.9	25.7	27.1	27.7	25.9	25.5	26.2	27.2	25.6	101.9	106.4	104.5
輸入	兆円	26.3	26.9	27.8	27.6	26.3	25.8	26.0	26.8	25.9	105.7	108.7	104.5
第一次所得収支	兆円	9.7	9.5	11.5	7.3	9.7	8.9	10.8	7.2	9.7	35.6	38.0	36.6
経常収支	兆円	6.2	6.4	8.9	6.6	7.9	7.5	9.8	7.2	8.3	25.1	29.8	32.7
米国実質GDP(暦年ベース)	前期比年率(%)	1.4	2.8	0.8	1.0	1.7	1.9	1.9	1.9	1.8	2.5	2.4	1.6
中国実質GDP(暦年ベース)	前年同期比(%)	5.3	4.7	4.7	4.6	4.5	4.8	4.7	4.7	4.6	5.2	4.8	4.7
無担保コールレート翌日物	平均値、%	0.00	0.08	0.16	0.25	0.38	0.50	0.63	0.75	0.88	-0.03	0.22	0.69
10年国債利回り	平均値、%	0.70	0.93	0.98	0.95	1.05	1.11	1.14	1.16	1.19	0.62	0.98	1.15
ドル円レート	平均値、円/ドル	148.5	155.8	154.2	146.0	143.2	141.4	140.3	139.4	138.5	144.6	149.8	139.9
WTI原油価格	平均値、ドル/バレル	77.0	80.8	78.7	76.6	74.5	73.3	72.2	71.2	70.4	77.9	77.7	71.8
				→予測値								→予測値	

→予測値

→予測値



負債大幅増の若年層、実は資産形成も堅調

～令和の若者は「返貯両道」～

<要旨>

若年層の負債が大きく増加している。2人以上の世帯の負債残高は、1990年時点では20代が平均115万円、30代が366万円であったが、2023年にはそれぞれ992万円、1,854万円となった。

増加の主因は、住宅価格の高騰、若年層の住宅保有率の上昇、住宅ローンの頭金比率の低下などによる住宅ローン残高の急増である。また、今や新卒就職者の約半数が抱えているという奨学金利用の増加も、少なからず影響していると考えられる。

負債残高が大幅に増加する中で、若年層の貯蓄残高も着実に伸びている。今どきの若年世帯は、大きな負債返済負担を抱えつつ、資産形成も進めているようだ。

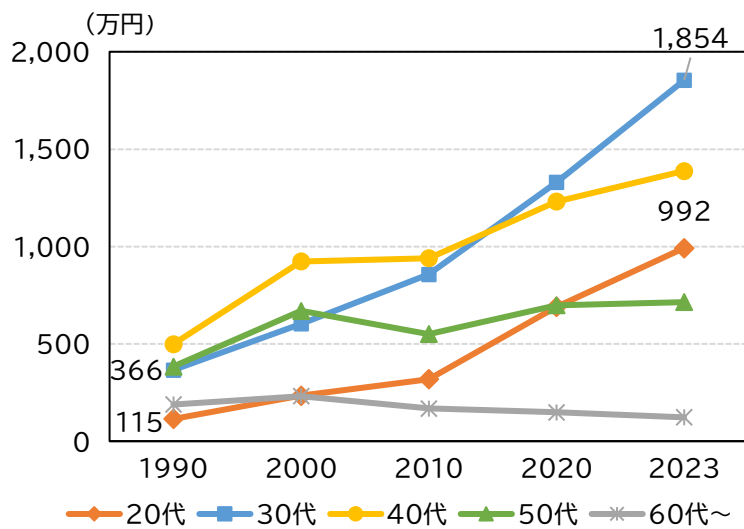
20～30代の2人以上世帯の貯蓄動向を負債保有世帯・非保有世帯に分けてみると、近年は、負債保有世帯の方がむしろ貯蓄残高や有価証券残高が大きくなっている。

土台となっているのは可処分所得の増加で、これを消費や負債の返済加速に回すのではなく、資産形成に振り向け、「返す」と「貯める・増やす」を両立している。

1. 20代、30代の負債残高が大きく増加

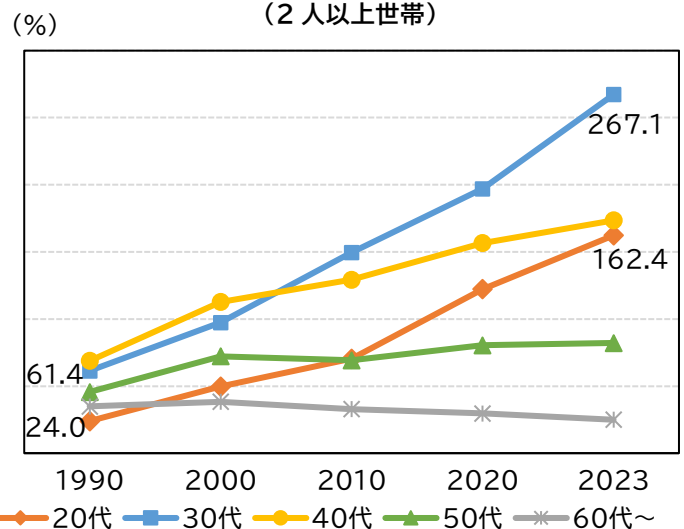
家計の負債残高推移を年齢別にみると、若年層の残高が長期的に大きく増加している。1990年時点の2人以上世帯¹の平均負債残高は、20代世帯が115万円、30代世帯が366万円であったが、足下2023年には20代が992万円、30代が1,854万円と、それぞれ8.6倍、5.1倍に拡

図表1 年齢別 家計の負債残高(2人以上世帯)



(資料)図表1～図表4、図表7 全て 総務省「家計調査」、「貯蓄動向調査」

図表2 年齢別 家計の負債残高の対年収比(2人以上世帯)



¹ 本稿では、若年層のうち、結婚して住宅を購入するケースが増える「2人以上世帯」を分析対象とした。

大した(前頁図表 1)。現在 30 代の方は、自分の親が 30 代だった頃の 5 倍以上の負債を抱えていることになる。

この間、各年齢層の年収も増加したが、負債の増加と比べるとかなり小幅であった。結果、20 代の負債残高は 1990 年には年収の 1/4 程度(24.0%)だったが、2023 年には年収の 1.6 倍(162.4%)へ、30 代では同 6 割強(61.4%)から 2.7 倍(267.1%)へと膨らんだ(同図表 2)。

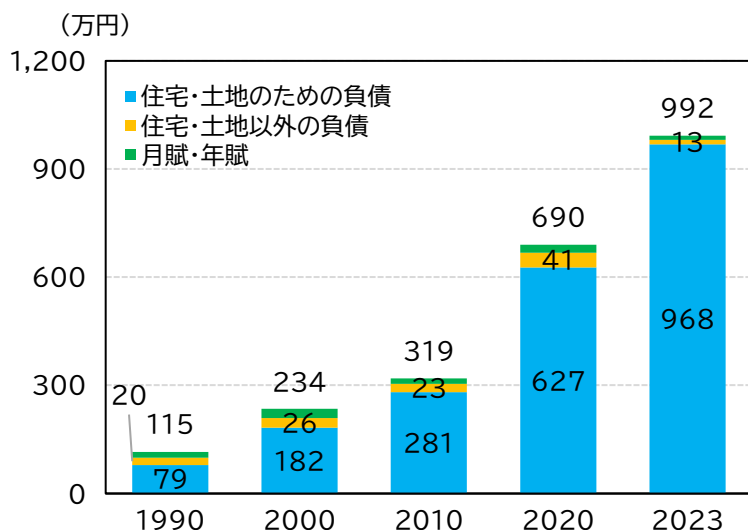
負債返済の「負担感」は各世帯の家族状況や考え方などにも左右されるが、少なくとも対年収比でみれば、現在の若年層の方がひと昔前の若年層より負担感は格段に大きいと言える。

2. 若年層負債の増加要因

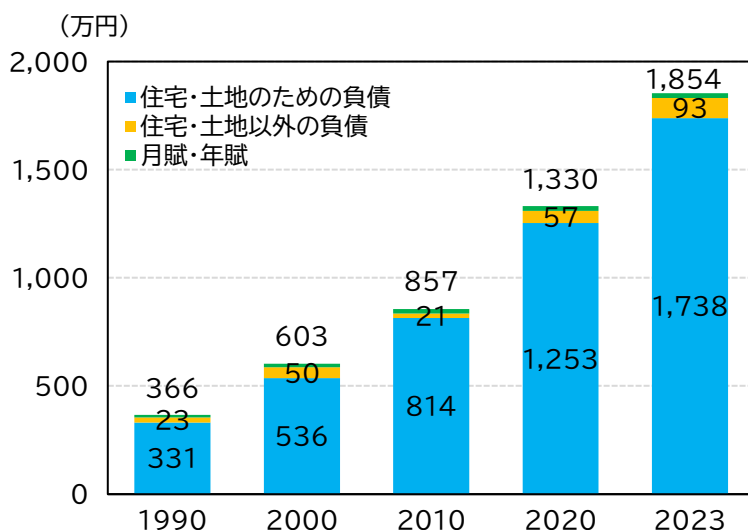
20 代、30 代世帯の負債の種類別の残高変化をみると図表 3、4 のようになる。若年層の負債残高増加の主因が「住宅・土地のための負債」すなわち住宅ローンの増加であることがみてとれる。

また、「住宅・土地以外の負債」も、2010 年以降増加傾向にある。この中には、生活資金借入金(消費者金融)や奨学金、質入金などが含まれる。個別項目の金額は不明だが、(独)日本学生支援機構の調査によると奨学金利用者や利用額が増加しており、これも若年層の負債残高増加に少なからず影響していると考えられる。

図表 3 家計負債の種類別残高(20 代 2 人以上世帯)



図表 4 家計負債の種類別残高(30 代 2 人以上世帯)



(1) 負債増加の主因は住宅ローン ～急増の背景に 3 つの要素

若年層の住宅ローン残高は、20 代世帯では 1990 年には 79 万円だったが、近年急増して 2023 年には 968 万円に、30 代世帯も同じく 331 万円から 1,738 万円へと増加した。20 代においても 30 代においても、住宅ローン残高は負債総額の大半を占めており、その増加分がほぼ負債残高増加額となっている(図表 3、図表 4)。

若年層の住宅ローン残高急増の背景は大きく 3 つの要素からなる。

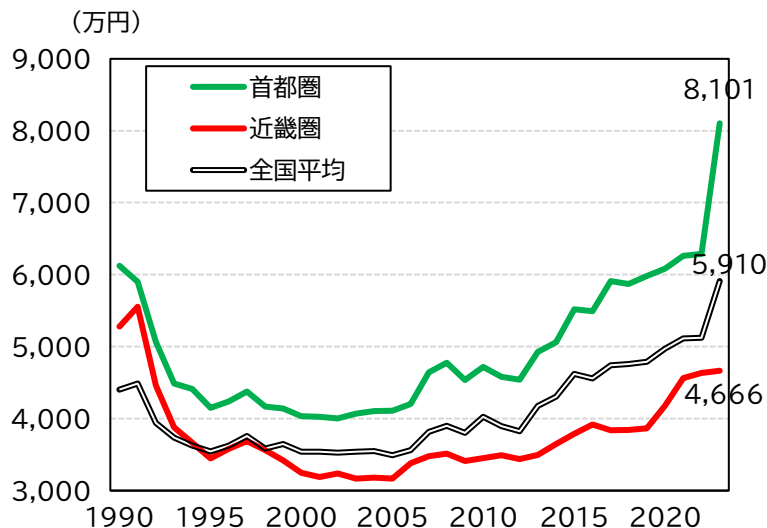
一点目は、住宅価格そのものの高騰である。

マンション価格は 2013 年以降概ね上昇トレンドにあり、首都圏では 14 年、全国平均でも 21 年

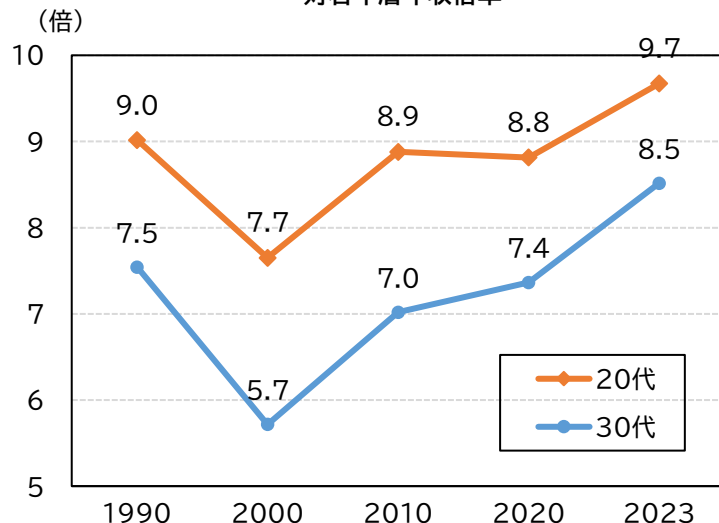
に 5,000 万円を超えた。首都圏では 21 年には不動産バブル期の価格を上回り、23 年には 8,000 万円台に乗せた(図表 5)。

この間、20 代、30 代世帯の年収も増えたが、住宅価格の上昇には追い付かず、新築マンション価格(全国平均)の対年収倍率は、2000 年には 20 代で 7.7 倍、30 代で 5.7 倍だったが 23 年にはそれぞれ 9.7 倍、8.5 倍へと上昇、バブル期の 1990 年時点の倍率を超えている(図表 6)。

図表 5 新築マンション平均価格



図表 6 新築マンション価格(全国平均)の対若年層年収倍率



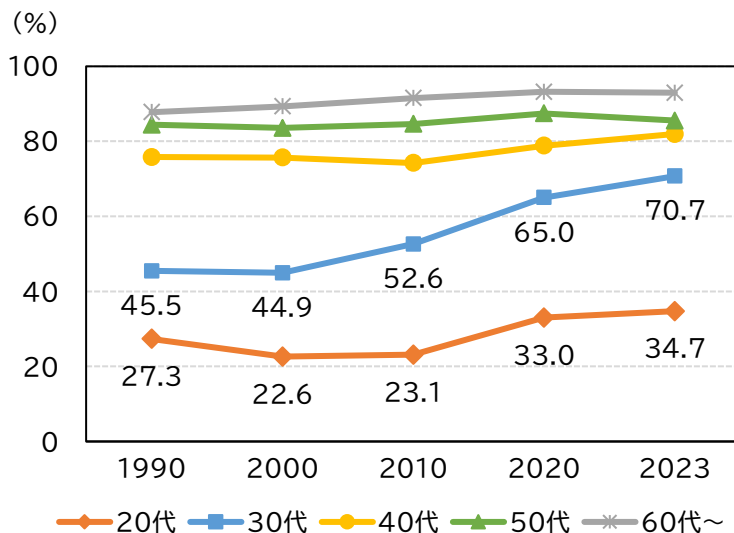
(資料)(株)不動産経済研究所「全国マンション市場 50 年史」、「全国 新築分譲マンション市場動向 2023 年」
総務省「家計調査」、「貯蓄動向調査」

二点目は、若年層 2 人以上世帯の持ち家率(住宅保有率)の高まりである。

40 代以上の世帯の持ち家率はこの 30 年ほぼ横ばいであるのに対し、若年層の持ち家率は大きく上昇している。2000 年時点では 20 代で 22.6%、30 代では 44.9%だったが、23 年にはそれぞれ 34.7%、70.7%と、20 代世帯の 1/3 強、30 代世帯の 7 割が自宅を所有するに至っている²(図表 7)。

上述のとおり、住宅価格、対年収倍率ともに上昇しているにも関わらず、若いうちから住宅を取得する傾向が強まったのは、低金利やローン手数料の低下、住宅ローン減税など「借りやすい環境」に後押しされた部分もあるだろう。

図表 7 年齢別 家計の持ち家率(2 人以上世帯)



² 若年世帯における単身世帯比率が上昇していること(2020 年時点で 20 代が 76.8%、30 代が 36.4%まで上昇)、単身世帯の持ち家率は 2 人以上世帯より低いこと(23 年時点で 34 歳以下が 9.9%、35～59 歳が 41.8%)から、若年層全体の持ち家率は図表 7 の数値より低くなる。

若年世帯の住宅ローン残高急増の背景にある三点目は、若年層の住宅ローンの「借り方」の変化である。

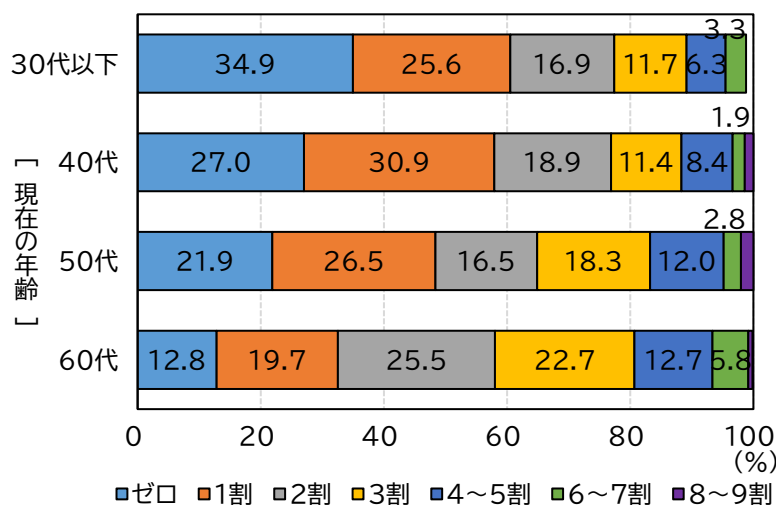
30 代以下の時に住宅ローンを利用して住宅を購入した世帯の頭金比率と借入額を、現在の年齢別に比較すると、頭金比率がより低く、借入額は大きくなっている。

住宅購入資金は、従来は「頭金が 1～3 割で残りが住宅ローン」が主流であったが、頭金比率が徐々に低下し、「ゼロ」も珍しくなくなった。

住宅ローン借り入れ時の頭金分布を見ると、現在 30 代以下の世帯では「頭金ゼロ」が 35%、「1 割」を合わせると全体の 6 割を超え、頭金を 3 割以上準備して住宅を購入した世帯は 2 割強にとどまる。一方、現在 60 代の世帯が 30 代以下で借り入れた時には、「頭金ゼロ」は 13%に留まり、「3 割以上」が 4 割強を占めていた。若い世代ほど頭金の比率は低くなり、住宅ローンへの依存度が高まっていることがわかる(図表 8)。

住宅価格の上昇や頭金比率の低下に、相対的に借入額が大きい「ペアローン」の利用増加も重なり、30 代以下の住宅ローン借入世帯の平均借入額も増加している。現在 30 代以下の世帯では 2,999 万円で、現在 40 代の世帯が 30 代以下の時に借り入れた額より約 350 万円、現在 60 代の世帯の 30 代以下時点での借入額より約 700 万円多い(図表 9)。

図表 8 現在の年齢別にみた
30 代以下での住宅ローン借入時の頭金分布

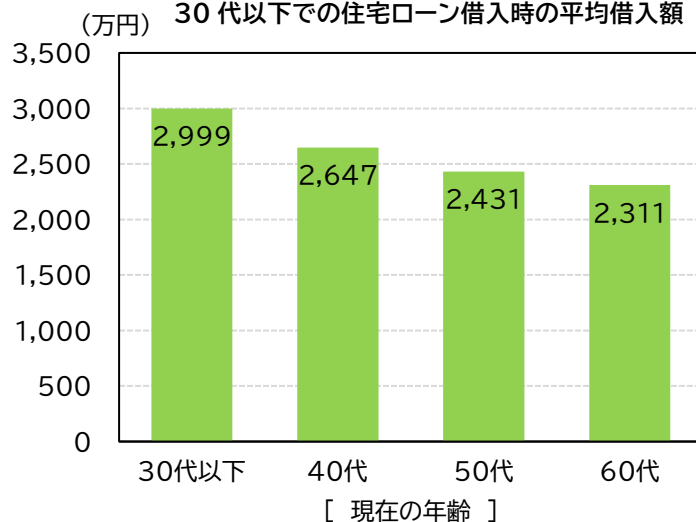


(注 1) 単独ローン、ペアローン合計。

(注 2) 頭金比率の合計は、端数処理の関係で 100%にならない場合がある。

(資料) 図表 8、図表 9 とともに三井住友トラスト・資産のミライ研究所「住まいと資産形成に関する意識と実態調査」(2024 年)

図表 9 現在の年齢別にみた
30 代以下での住宅ローン借入時の平均借入額



(2) 奨学金の利用も増加 ～奨学金を背負って社会人となる人が約半数

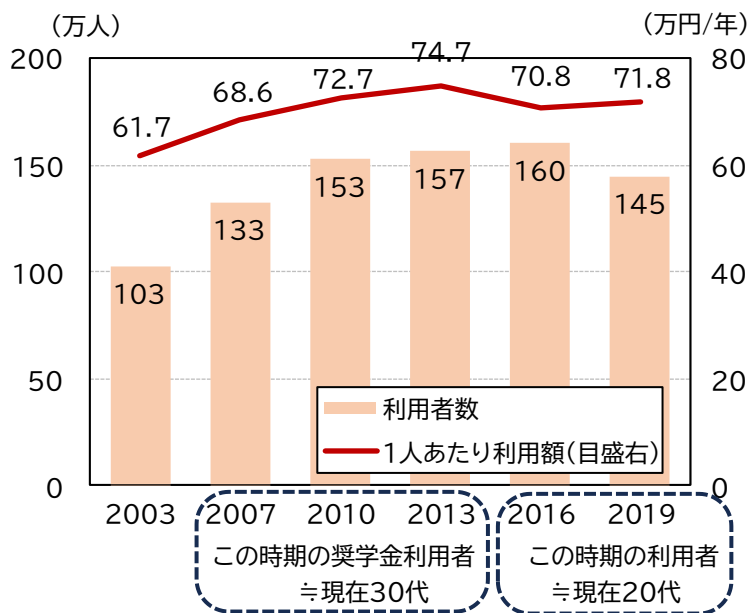
(独) 日本学生支援機構の調査によると、貸与型奨学金の利用者数は、2003 年の 103 万人から 16 年には 160 万人まで増加、19 年には 145 万人となっている。1 人当たり利用額(貸与額)も、03 年には 61.7 万円/年だったが、10 年以降は 70 万円/年を超えている(次頁図表 10)。

奨学金返済負担を抱えて社会人となる人の数は、03 年時点では 25 万人程度だったが、10 年

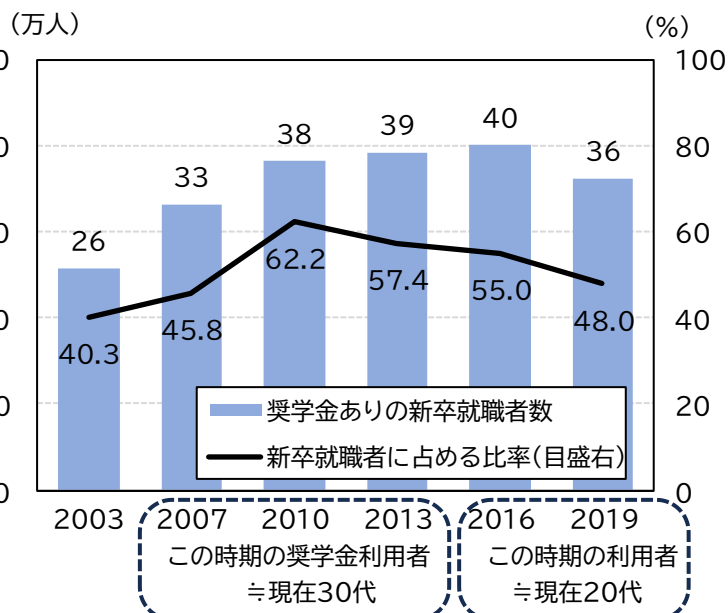
以降は 40 万人前後で推移している。新卒就職者全体に占める比率は、03 年の 4 割からピーク時 10 年には 6 割超に。その後低下したが足下 2019 年でも 5 割弱となっている(図表 11)。住宅ローンを利用するしない以前の段階で、負債を抱えて社会人となる人が約半数に上るということである。

奨学金の返済はほとんどの場合複数年にわたるため³、奨学金返済負担のある若年層の数は累積で増加していく。個々の利用者(借入者)の奨学金残高が減っていくとはいえ、若年層全体としての負債残高増加につながっていると推測される。

図表 10 貸与型奨学金の利用者数と 1 人当たり年間利用額



図表 11 奨学金ありの新卒就職者数と新卒就職者に占める比率



(注 1) 学校、地方公共団体、民間団体、個人等実施分と日本学生支援機構(2003 年当時は日本育英会)実施分の合計。

(注 2) 奨学金ありの新卒就職者数は「高校、大学新卒就職者数/(貸与型奨学金利用者数/4)」で算出。(大学生の利用者が最も多いことから、各年の利用者数を 4 学年で均等割りし、卒業年次の利用者数とした。)

(注 3) 「大学」は大学院、短大、高専を含む。

(資料) 文部科学省「学校基本調査」、(独) 日本学生支援機構「奨学事業に関する実態調査」※2019 年で調査終了。

3. 貯蓄の伸びが大きいのは負債保有世帯

負債残高が大きく増加する中、若年層の貯蓄残高は 40 代～60 代と同程度の伸びをみせている。

2 人以上世帯の平均貯蓄残高は、20 代世帯が 1990 年時点の 353 万円から 23 年には 442 万円へ、30 代世帯が同じく 701 万円から 825 万円へと、1.2～1.3 倍に増えた(次頁図表 12)。

³ (独) 日本学生支援機構の奨学金の場合、返済期間は最長で 20 年。同機構「返還のてびき(令和 5 年度版)」掲載の返還例は下記。

(例) 貸与総額 216 万円で定額返還方式・月賦返還の場合・・・216 万円÷15 万円(※)=14.4 年→14 年×12=168 ヶ月

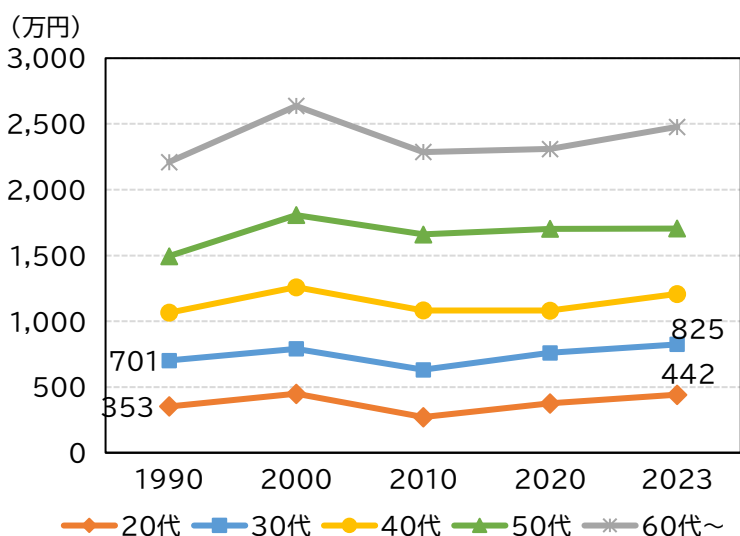
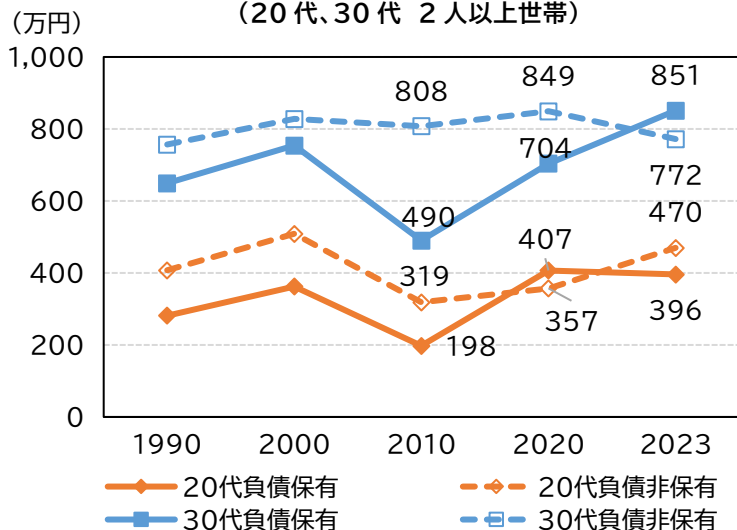
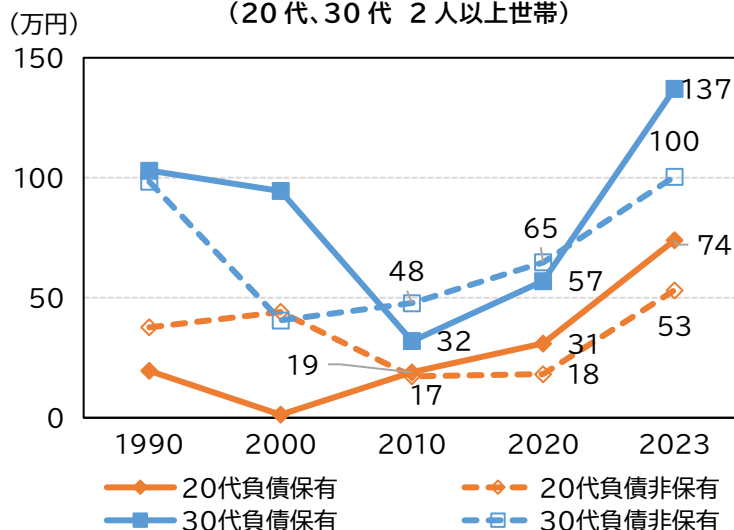
※貸与総額により割賦金の基礎額が定められており、216 万円の場合は 15 万円/年。

負債のない若年世帯の貯蓄が大きく伸び、負債のある若年世帯の貯蓄残高の低下ないし横ばいをカバーして、平均貯蓄残高が増加しているのだろうか。あるいは、負債保有若年世帯が「負債の返済で貯蓄にまでお金が回らない、貯蓄をあきらめる」状況ではなく、返済と貯蓄を両建てで行っているのだろうか。

この点を明らかにするために、負債の有無別に 20 代、30 代世帯の貯蓄残高をみたところ、2010 年までは 20 代、30 代ともに負債非保有世帯が負債保有世帯を上回っていた。しかしその後、負債保有世帯の貯蓄残高が大きく増加する一方(20 代は 198 万円→396 万円、30 代は 490 万円→851 万円)、負債非保有世帯の残高は相対的に小幅な増加、ないしは減少となり、負債の有無による貯蓄残高格差は、20 代では縮小、30 代では逆転している(図表 13)。

負債保有世帯における残高の伸びが特に大きいのが有価証券で、20 代は 10 年以降、30 代も 23 年には負債非保有世帯の残高を上回った。23 年時点の負債保有世帯の残高は、20 代が 74 万円、30 代が 137 万円となっており、負債非保有世帯より 20 万円～40 万円多く有価証券を保有している(図表 14)。近年は、負債を抱える若者の方がリスク資産投資に前向きなようだ。

図表 12 年齢別 家計の貯蓄残高(2 人以上世帯)

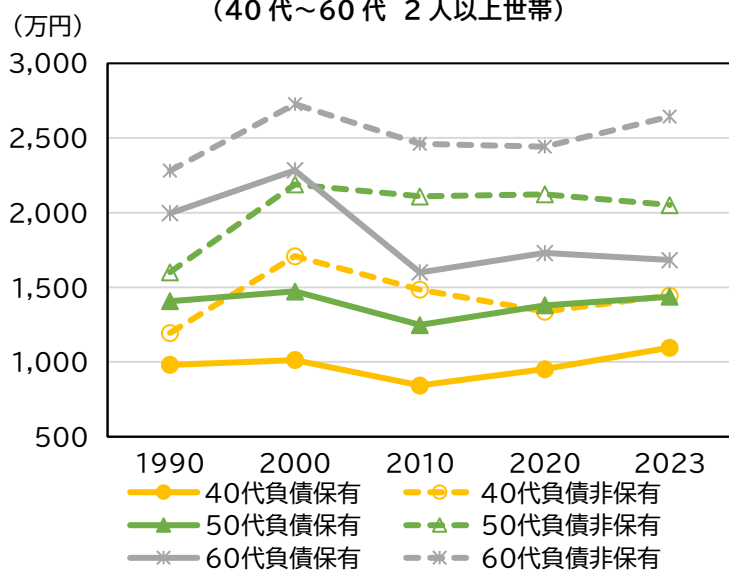
図表 13 負債の有無別にみた貯蓄残高
(20 代、30 代 2 人以上世帯)図表 14 負債の有無別にみた有価証券残高
(20 代、30 代 2 人以上世帯)

(資料)図表 12～図表 16 全て 総務省「家計調査」、「貯蓄動向調査」

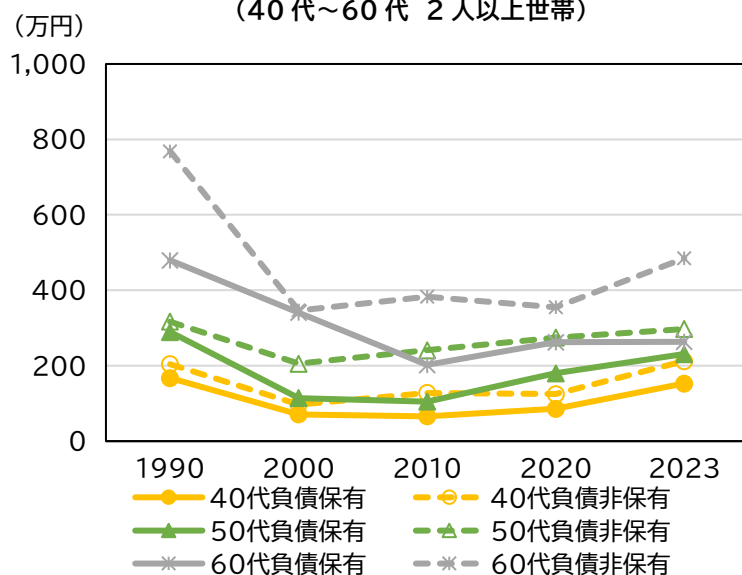
23 年時点の負債保有世帯の平均負債残高は、20 代が 2,661 万円、30 代が 2,761 万円である。これだけの負債を抱えながら、貯蓄残高は負債非保有世帯と遜色なく、このうち有価証券残高は負債非保有世帯を上回っていることから、近年の負債保有若年世帯がいかに負債返済と資産形成を両立させているか、いかにリスク資産投資にも踏み込んでいるかがうかがえる。「負債返済は資産形成の足かせ」という定説が崩れ始めているのかもしれない。

なお、40 代以上の貯蓄残高や有価証券残高は、一貫して負債非保有世帯が負債保有世帯を上回っており(図表 15、図表 16)、若年層のような「逆転現象」はみられなかった。

図表 15 負債の有無別にみた貯蓄残高
(40 代～60 代 2 人以上世帯)



図表 16 負債の有無別にみた有価証券残高
(40 代～60 代 2 人以上世帯)



4. 令和の負債保有若年世帯は「返貯両道」

負債を保有する若年世帯が、実際にどのような形で返済と資産形成を両立しているのかをみるため、住宅ローンの有無別に20～30代世帯の家計収支をまとめた⁴。結果が次頁図表17である。

20～30代住宅ローン保有世帯の可処分所得は、世帯主、配偶者両方の勤労収入が増えたことにより2010年から23年にかけて10万円弱増加したが(43.1万円→52.4万円、図表17)、借金純減額(負債返済)は1万円程度の増額にとどめ(6.5万円→7.4万円、同)、消費もほとんど増やさず(26.4万円→27.3万円、同)、増加した所得の多くを金融資産の積み増しに回した(7.9万円→19.2万円、同)。

預貯金純増額はまだローン非保有世帯に追い付いていないが、有価証券純購入額は23年時点では月々5,111万円と、非保有世帯の3,028円を上回っている(同)。

所得の増加が「負債返済と資産形成の両立」の土台となっていることは間違いない。しかし、両立を実現させたのは、増加した所得を「返済の大幅増額」ではなく「返済の小幅増額」と「資産形成への大注入」に振り分け、リスク資産への投資も積極化させるという今どきの若者の采配である。

住宅ローンを返済中の若年層(18～39歳)の1/3が、住宅ローン返済中から資産形成に取り組むべき、言い換えれば、返済と資産形成を同時並行で行っていくべきと考えており、3割弱が実際に返済と資産形成を両立しているというアンケート調査⁵の結果もある(次頁図表18)。

⁴本稿に使用した統計(総務省「家計調査」)には負債の有無別の家計収支データはないため、住宅ローンの有無別の勤労者世帯の収支を分析した。

また、20代については、住宅ローン保有世帯の調査世帯数が極めて少なく、統計的な信頼性に欠けるため、20代世帯・30代世帯を合計して分析した。

⁵ 三井住友トラスト・資産のミライ研究所「住まいと資産形成に関する意識と実態調査」(2024年)

図表 17 住宅ローンの有無別にみた家計収支(20～30代 2人以上勤労者世帯)

単位:平均消費性向のみ%, 他は万円/月

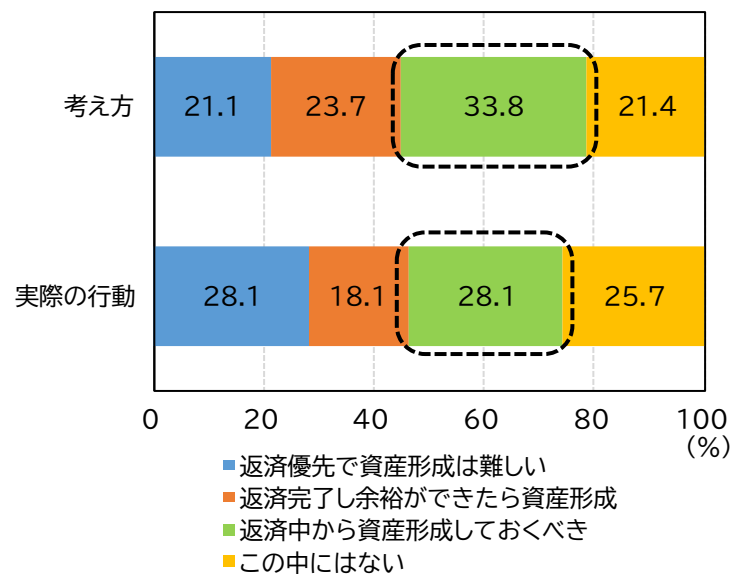
	住宅ローン保有世帯			住宅ローン非保有世帯		
	2010年	2020年	2023年	2010年	2020年	2023年
実収入	51.1	63.3	62.7	42.7	53.2	50.7
勤め先収入	48.5	56.1	57.9	40.3	47.6	46.7
世帯主収入	41.6	45.0	45.9	35.3	38.6	37.6
配偶者収入	6.6	10.9	11.8	4.7	8.6	8.5
実支出	34.4	36.8	37.6	33.0	35.1	34.5
消費支出	26.4	26.3	27.3	26.8	27.0	26.8
非消費支出	8.0	10.5	10.3	6.3	8.1	7.8
可処分所得	43.1	52.8	52.4	36.4	45.2	43.0
平均消費性向	61.4	49.9	52.2	72.9	59.2	61.1
金融資産純増	7.9	20.0	19.2	9.6	19.9	20.4
貯蓄純増	7.9	19.8	18.7	9.6	19.7	20.1
預貯金純増	5.4	17.3	16.3	8.0	18.1	18.7
保険純増	2.4	2.5	2.4	1.5	1.5	1.4
有価証券純購入	0.0	0.1	0.5	0.1	0.3	0.3
借金純減	6.5	7.7	7.4	-0.2	-1.6	-0.2
土地家屋借金純減	7.1	8.5	7.9	0.0	0.0	0.0
土地家屋以外の借金純減	-0.6	-0.8	-0.5	-0.2	-1.6	-2.4

(資料)総務省「家計調査」

負債を保有する若年層の間では、文武両道ならぬ「返済両道」、「ある程度のリスクテイクもOK」が一般的になり、「まずは負債返済、資産形成はその後」とか「所得が増加したら負債の返済を優先させるので、資産形成にまで回らない」といった考え方は、過去のものになりつつあるのかもしれない。

こうした負債返済と資産形成に関する意識の変化は、現在の若年層が、老後の生活資金は自らの資産形成でという「自助努力マインド」が刷り込まれている世代であり、金融教育の受講経験がある人が相対的に多い世代であり、リスク資産への投資アレルギーを持つ人が少ない世代であるという「世代要因」と、NISA、新NISA、iDeCo といった資産形成のための優遇税制や、若年層と親和性が高い金融機関のオンライン取引、スマートフォンのポイント投資アプリの整備・拡充といった「外部環境要因」によってもたらされていると考えられる。

図表 18 若年住宅ローン保有者の「ローン返済と資産形成」に関する考え方と実際の行動



(注)対象は18～39歳住宅ローン保有者。

(資料)三井住友トラスト・資産のミライ研究所「住まいと資産形成に関する意識と実態調査」(2024年)

5. おわりに ～「返しながら貯める・増やす」への期待

若年層が実践している「負債返済と資産形成の両立」が今後浸透・定着していくとすれば、それは、「住宅ローンの返済が終わってから資産形成に取り組む」という古くからの行動パターンが変わることを意味する。

この変化は、インフレ社会が到来し、今まで以上に資産形成をしっかりと行っていく必要がある日本においては、ある意味望ましいことかもしれない。これだけ住宅価格が上がりローン返済期間が長期化すると、返済が終わってからでは、「時間を味方につけた資産形成」がままならず、老後資金の十分な準備が難しくなる可能性もある。

もちろん、資産形成に重きを置くあまり負債の返済が滞っては元も子もないし、資産形成の手段がリスク資産投資に偏りすぎれば、負債とキャピタルロスの両抱えリスクもあり得るが、バランスに配慮しながらの「返貯両道」は、「老後資金 2,000 万円問題」軽減へのひとつの糸口になるのではないかな。この過程で、金融教育の普及→金融リテラシーの底上げ→資産形成へのプラス効果--といった正のスパイラルの発生にも期待したい。

(調査部 経済調査チーム 主任調査役 青木 美香)

※ 本レポートは作成時に入手可能なデータに基づく情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。
また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解ではありません。ご質問等はchosainfo@smtbjpまでご連絡ください。