

国内外経済の動向

日本経済は均して緩やかな成長が続く

【ポイント】

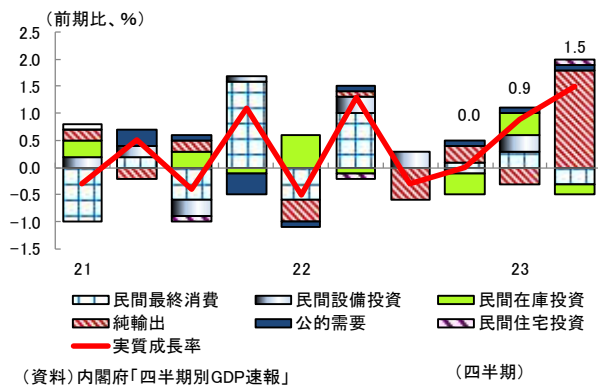
1. 日本の 2023 年 4～6 月期の実質 GDP 成長率は、外需の大幅なプラス寄与により 2 年半ぶりの高成長となった。
2. 今後について、各地でイベントが再開されるなどサービス消費の回復が見込まれるとともに、納車待ちの解消に向けた自動車生産の増加もあって、均して緩やかな成長が続くだろう。一段のインバウンドの増加も見込まれる。
3. 今年度内には日銀の基調的なインフレ見通しは持続的安定的な 2% 目標を満たし、イールドカーブコントロールの廃止と短期政策金利の引き上げ（マイナス金利からの脱却）が実施されると想定している。

当社は、2023 年 4～6 月期の GDP 統計を踏まえて、2023・2024 年度日本経済見通しを改訂した。本稿では注目度が高いと思われる需要項目、物価と金融政策の見通しを中心にまとめる。

1. 4～6 月期は外需の大幅なプラス寄与により 2 年半ぶりの高成長

8 月 15 日に発表された 2023 年 4～6 月期の一次速報値によると、実質 GDP 成長率は前期比 +1.5%、年率換算 +6.0% と 2020 年 10～12 月期以来の高成長となった（図表 1）。需要項目別にみると、民間最終消費は前期比 ▲0.5% と 3 四半期ぶりの減少となった。住宅投資は同 +1.9% と 3 四半期連続の増加となった。設備投資は同 +0.0% となった。在庫投資の寄与度については、▲0.2 ポイントとなった。公的需要は、公的固定資本形成が同 +1.2% と 5 四半期連続の増加となり、政府消費は同 +0.1% と 3 四半期連続の増加となった。民間最終消費の減少を主因に内需の寄与度は同 ▲0.3 ポイントとなった。輸出は自動車やインバウンド消費（訪日外国人の国内消費）などの増加から同 +3.2% と 2 四半期ぶりの増加となる一方、輸入は鉱物性燃料等の減少から同 ▲4.3% と 3 四半期連続の減少となった。この結果、外需寄与度は同 +1.8 ポイントとなった。なお、2023 年 4～6 月期の実質 GDP 水準は、コロナ感染拡大前のピークである 2019 年 7～9 月期を初めて上回った。また、物価の動きを総合的に示す GDP デフレーターは前期比 +1.4% となり、名目 GDP 成長率は同 +2.9%（年率換算 +12.0%）となった。

図表 1. 実質 GDP 成長率の推移



2. 引き続きサービス消費の回復やインバウンド需要の増加で緩やかな成長を見込む

世界経済は、これまでの主要中銀の利上げによる借入金利上昇や中国景気の弱さがマイナス要因となるものの、生産拠点の国内回帰などによる設備投資の増加やインフレのピークアウトに伴う実質賃金の持ち直しを受けて、緩やかな成長が続くだろう。

日本経済は、新型コロナウイルス感染症対策の緩和を背景に、各地でイベントが再開されるなどサービス消費の回復が見込まれるとともに、納車待ちの解消に向けた自動車生産の増加もあって、均して緩やかな成長を維持するだろう。中国政府が8月10日から日本への団体旅行を解禁したことで、一段のインバウンドの増加も見込まれる。引き続き食料品価格などの上昇が消費者の実質購買力を削いでいるが、コロナ禍で積み上がってきた超過貯蓄が原資となり、当面の支出を支えるだろう。人手不足と物価上昇に対応した賃上げの動きは大手企業から徐々に中小企業にも波及し、所得環境の緩やかな改善は続くだろう。

2023年4～6月期の実質GDP成長率の実績値が前回の当社予測を上回ったことなどを受け、2023年度、2024年度の見通しをそれぞれ上方修正、下方修正した(図表2)。もっとも、4～6月期の経済成長は実態的にはそれほど力強いものではない。上振れの主因は半導体など部品不足の緩和もあって輸出が増加した一方、輸入が減少したことにある。国内生産の回復を背景に7～9月期には再び部品・原材料などの輸入増が見込まれ、7～9月期はマイナス成長となる可能性が高い。加えて、物価上昇による実質購買力の低下もあって4～6月期の個人消費がマイナスとなったことも懸念材料である。

図表2. 日本経済の見通し

	2022 年度 実績	2023年度予測		2024年度予測	
		2023年5月 時点	前回 2023年5月 時点	2023年5月 時点	前回 2023年5月 時点
名目国内総生産(兆円)	562.7 2.0	591.2 5.1	582.8 3.9	605.6 2.4	598.0 2.6
実質国内総生産(兆円)	549.2 1.4	560.0 2.0	555.1 1.3	563.7 0.7	560.4 1.0
内 需	1.9	1.0	1.2	0.6	0.8
民間 需 要	1.9	0.8	1.0	0.5	0.7
民間最終消費	2.5	0.7	1.5	0.8	0.8
民間住宅投資	▲3.0	2.1	▲1.1	▲0.4	▲0.3
民間設備投資	3.1	2.4	2.6	1.9	1.8
公 的 需 要	▲0.0	0.2	0.2	0.1	0.1
政府最終消費	0.7	0.1	0.1	0.0	0.0
公的固定資本形成	▲3.1	3.2	2.4	1.7	1.5
財貨・サービスの純輸出	▲0.6	0.8	0.2	0.2	0.2
財貨・サービスの輸出	4.5	2.7	4.8	3.4	5.0
財貨・サービスの輸入	7.2	▲1.5	3.9	2.6	3.9

注1. 実質値は2015暦年連鎖価格

注2. 内需、民間需要、公的需要、純輸出は寄与度

3. 個人消費はサービス分野を中心に持ち直し基調が続く

4～6月期の民間最終消費支出は前期比▲0.5%となった。外食、宿泊などサービス消費が同+0.3%となったものの、相次ぐ値上げに対する買い控えもあり飲食料品などの非耐久財への支出が同▲1.9%となったほか、天候不順によるエアコン販売の不調もあって耐久財への支出も同▲3.3%となった。

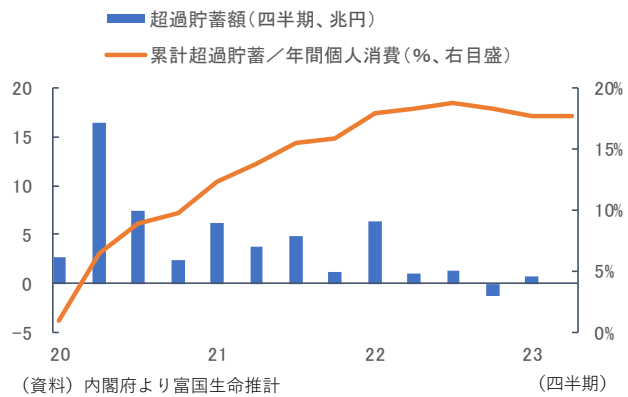
個人消費は4～6月期に足踏みしたが、持ち直し基調は維持していると考えている。7～9月期は地域イベントの復活などによる人出の増加に加え、猛暑効果も消費のプラス要因となるだろう。4年ぶりに開催された隅田川花火大会を始め、新型コロナウイルス感染症対策の緩和を背景に各地でお祭りや花火大会などのイベントが復活しており、堅調なサービス消費が期待できる。内閣府による7月の景気ウォッチャー調査でも、「猛暑日が続く、水着、UV関連、飲料など夏物商材が売れている(スーパー)」、「地域イベントの復活傾向に伴い人流が増えるのではない(一般レストラン)」などのコメントが見られる。

耐久財の消費に含まれる自動車については、今後も納車待ちの解消に向けて堅調な生産・販売が続くと見込んでいる。7月の国内乗用車販売台数(季節調整値)は仕入れ先での火災発生にともなう生産の遅れもあって年率384万台となった。年率400万台を超えるペースとなった4～6月からは減少したが、基調的には中国などでの新型コロナウイルス感染症の収束によって部品不足が緩和し、国内の自動車生産は回復しつつある。

当面の消費支出を支える原資となるのは、コロナ禍での制限措置などを受けて、消費が抑制されて発生した超過貯蓄である。この超過貯蓄額を2019年の貯蓄率がそのまま継続した場合と実際の貯蓄率との差で推計すると、たとえば2020年4～6月期には15兆円を超える額が発生しており、足元までの超過貯蓄の累計額は年間の個人消費額の18%程度となる(図表3)。あくまで日本全体ではという計算ではあるが、物価上昇が家計の負担となるなかでも、こうした超過貯蓄の取崩しで当面は消費が支えられるだろう。

もつとも、消費が持続的に伸びるためにはフローとしての家計の可処分所得の動向が重要である。現在、入手可能な最新統計である1～3月期の家計の名目可処分所得は、前年同期比で約1.3兆円のマイナスとなった。内訳をみると税・社会負担（公的年金等の受取をネットした純負担）が約2.5兆円増加し、雇用者報酬等の増加（約1.3兆円）を大幅に上回った。税・社会負担の増加の背景にはコロナ対応の特例措置終了にともなう雇用調整助成金の給付減もあると考えられるが、家計の可処分所得のマイナスは2021年7～9月期（前年に支給されたコロナ禍での1人当たり10万円の特別定額給付金—その他経常移転に含まれる—の反動減による）以来である。良好な雇用環境と今年の春闘の賃上げを背景に、今後も雇用者報酬の緩やかな伸びが期待できるとはいえ、4月からは雇用保険料の更なる引き上げと介護保険料の引き上げが実施された。家計の可処分所得の安定的な増加のため、過度の税・社会保険料負担は回避すべきだろう。

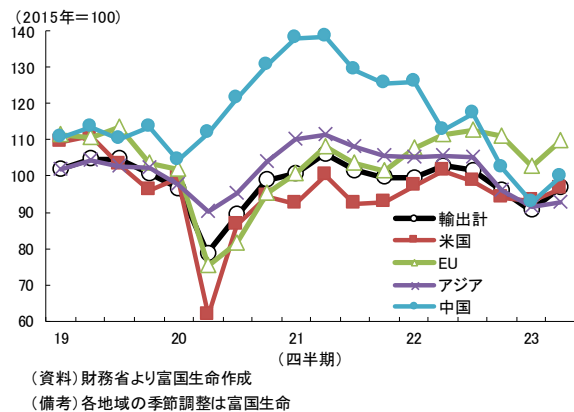
図表3. 家計の超過貯蓄



4. 輸出はインバウンド消費に支えられて緩やかに増加する

4～6月期の実質輸出は、部品不足の緩和を背景として自動車などの輸出が回復し、またインバウンド消費（訪日外国人の国内消費）の増加もあって前期比+3.2%となった。日銀が公表する4～6月期の実質輸出をみると、情報関連財などの減少は続いているものの、自動車関連財の増加が全体を牽引して前期比で+2.7%となった。地域別には、財務省の貿易統計の数量指数を参考にすると、アジア向けの回復が鈍かったものの、米国、欧州、中国向けがそれぞれ持ち直した(図表4)。先行きについては、地域別に強弱が出るものの、全体としては緩やかな持ち直しが続くとみている。中国向けの輸出は、不動産市場の低迷と雇用環境の悪化などにより中国経済が力強さを欠くため、伸び悩むだろう。一方、米国向けについては底固い米国経済、アジア向けについては先行きの電子部品の需要の底入れから、比較的明るい見通しが描ける。

図表4. 輸出数量指数の推移



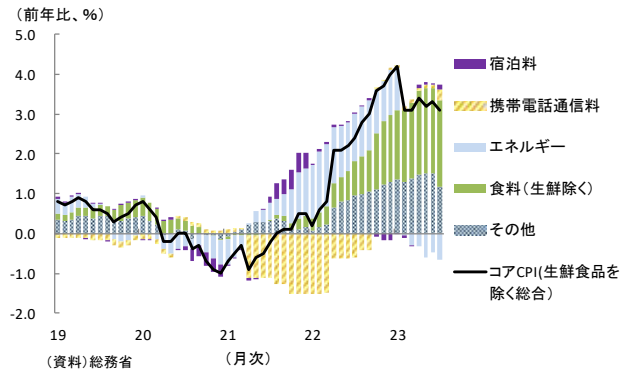
インバウンドについて、足元の訪日外客数はコロナ禍前の2019年対比で8割程度、インバウンド消費は同9割程度まで回復している。中国政府が8月10日から日本への団体旅行を解禁したことで、今後もサービス輸出に計上されるインバウンド消費は一段の増加が見込まれる。2023年度後半には訪日外客数、インバウンド消費ともコロナ禍前の2019年のペースを上回り、2023年度を通じての訪日外客数は2,600万人、インバウンド消費は5.4兆円程度と想定している。

5. 消費者物価と金融政策の見通し

消費者物価は上昇率が鈍化している。7月のコアCPI(生鮮食品を除く消費者物価総合)は前年比+3.1%と、4%台であった年初からは低下している(図表5)。上昇率が低下した

背景には、電気・ガス価格激変緩和対策である、一般家庭向け（低圧）電力契約に対する1kWhあたり7円の補助など政府の物価高対策がある。総務省の試算によれば、この物価高対策が2月以降のコアCPIを約1ポイント押し下げている。また、前年比でみた原油価格等の低下もあってエネルギーのマイナス寄与は拡大傾向にある。食料（生鮮食品を除く）価格上昇によるプラス寄与はこのところ2ポイント程度で横這いとなっている。

図表5. 消費者物価指数の推移



今後のコアCPIは、上昇率がさらに鈍化していくだろう。一般家庭向け（低圧）電力契約に対する政府補助は執筆時点（8月末）では、政府・与党が終了予定だった9月使用分以降も延長を検討中と報道されている。原油価格（WTI）も70~80ドル程度で安定的に推移しているため、対前年比でのエネルギー価格のマイナス寄与は拡大していくと見込まれる。世界的にコロナ収束後の工場稼働の再開により、供給面からの制約が縮小しており、食料品以外の財については一般に、品不足による価格上昇圧力の緩和が続くだろう。もっとも、食料品については異常気象やウクライナ情勢など供給面での懸念材料が多く、今後も物価上昇の鍵を握ると思われる。また、米国などと比較すれば限定的とはいえ、賃金上昇によって日本のサービス価格にも一定の上昇圧力がかかるだろう。企業は人材確保に向けて物価高騰に対応した賃上げを迫られるとともに、最低賃金も10月には4%程度の引き上げとなる。

2023年度のコアCPIの予測は前年比+2.5%と前回5月予測から0.2ポイント上方修正し、2024年度は同+2.0%と前回予測から据え置いた。

金融政策について、日銀は7月28日の金融政策決定会合で長期金利操作の「柔軟な運用」（変動幅の目途を±0.5%程度に据え置いたうえで、連続指値オペの実施水準を1.0%に引き上げ）を発表した。この変更は市場機能の回復に配慮しつつ、金融緩和の持続性を高める目的といえる。一方で政策委員による大勢見通し（植田総裁はこれが「基調的なインフレ見通しに近いのでは」と述べている）は、2025年度の消費者物価上昇率（生鮮食品を除く）が+1.6%など、依然として物価目標達成への自信が不十分であることを示し、日銀が粘り強い金融緩和を継続する根拠となっている。

今後も含めた消費者物価上昇率の実績値の推移や来年の春闘賃上げ率に対する展望をもとに、今年度内には日銀の基調的なインフレ見通しは持続的安定的な2%目標を満たし、イールドカーブコントロールの廃止と短期政策金利の引き上げ（マイナス金利からの脱却）が実施されると想定している。

6. 不動産向け投融资の不良債権化による海外の金融危機などがリスク要因

需要が低迷する米国や欧州などの商業用不動産や、中国の住宅用不動産を対象とした投融资の不良債権化が、海外での深刻な金融危機に発展するリスクがある。また、国内ではこれまでの値上げに対して一部に消費者の買い控え行動がみられる。今後も物価上昇に見合った継続的な賃金上昇がなければ、コロナ禍での超過貯蓄の取り崩し後に消費が失速する可能性がある。日中関係の悪化がインバウンド消費に水を差すリスクも考えられる。

（財務企画部 高松 千之）