

国内外経済の動向

日本経済の回復基調は維持される

【ポイント】

1. 日本の2023年7～9月期の実質GDP成長率は、民間在庫投資のマイナス寄与に加え、個人消費などが振るわず、3四半期ぶりのマイナス成長となった。
2. 今後について、賃金の上昇が物価の上昇に対して遅れているものの、当面はコロナ禍で積みあがった超過貯蓄が消費の支えとなるため、回復基調は維持されるだろう。
3. 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、来年度前半には日銀が短期政策金利の引き上げ（マイナス金利からの脱却）を実施すると想定している。

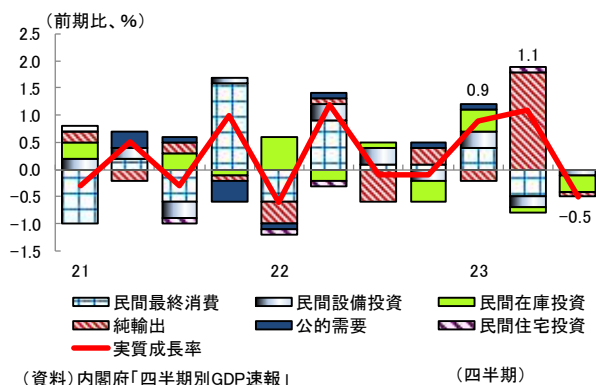
当社は、2023年7～9月期のGDP統計を踏まえて、2023・2024・2025年度日本経済見通しを改訂した。本稿では最大の需要項目である個人消費、注目度の高い物価と金融政策の見直しなどを中心にまとめる。

1. 7～9月期は在庫投資額の減少などにより3四半期ぶりのマイナス成長

11月15日に発表された2023年7～9月期の一次速報値によると、実質GDP成長率は前期比▲0.5%、年率換算▲2.1%と3四半期ぶりのマイナス成長となった（図表1）。需要項目別にみると、民間最終消費は前期比▲0.0%と小幅ながら2四半期連続の減少となった。住宅投資は同▲0.1%と5四半期ぶりの減少となった。設備投資は同▲0.6%となった。在庫投資の寄与度については、▲0.3ポイントとなった。公的需要は、公的固定資本形成が同▲0.5%と6四半期ぶりの減少となり、政府消費は同+0.3%と4四半期連続の増加となった。在庫投資の減少を主因に内需の寄与度は同▲0.4ポイントとなった。輸出は自動車などの増加から同+0.5%と2四半期連続の増加となり、輸入は著作権等使用料などの増加から同+1.0%と3四半期ぶりの増加となった。この結果、外需寄与度は同▲0.1ポイントとなった。

なお、2023年7～9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月期を再び下回った。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+0.5%となり、名目GDP成長率は同▲0.0%（年率換算▲0.2%）となった。

図表1. 実質GDP成長率の推移



2. 当面はコロナ禍で積みあがった超過貯蓄が消費の支えとなる

世界経済は、これまでの主要中央銀行の利上げによる借入金利上昇が個人消費や住宅投資を抑制し、やや減速するだろう。なお、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は景気の支えとなるだろう。

日本経済は、賃金の上昇が物価の上昇に対して遅れているものの、当面はコロナ禍で積みあがった超過貯蓄が消費の支えとなるため、回復基調を維持するだろう。来年度の春闘においても、今年度の春闘と遜色のない賃上げ率が見込まれる。日本においてもインフレがピークアウトするなか、賃上げの動きが大手企業から緩やかながらも中小企業に波及していくことで、時間はかかるものの実質所得は増加に向かうだろう。自動車の部品不足の緩和を背景とする財輸出の回復と、円安を受けたインバウンド需要の回復は続くだろう。設備投資はこのところ足踏みしているが、堅調な企業収益を背景に、サプライチェーン強化のための投資もあって徐々に上向くだろう。

在庫投資の減少は将来の生産増にも繋がるとはいえ、賃金の伸び悩みと物価高を背景に個人消費も振るわず、4～6月期の成長率は当社の前回予測を下回った。

これを受けて 2023 年度の見通しを下方修正した（図表 2）。ただし、2024 年度については、政府の総合経済対策に含まれる一人当たり 4 万円の所得税・住民税の減税等による 0.2 ポイント程度の押し上げ効果を見込み、見通しを据え置いた。もっとも、この措置は一年限りと報道されており、2025 年度には反動減が出るだろう。

3. 個人消費は回復基調を維持

7～9 月期の個人消費は前期比▲0.0%となった。外食、宿泊などサービス消費が同+0.2%となったものの、耐久財への支出は自動車工場のシステムトラブルによる稼働停止もあって同▲3.3%となった。また、物価高に対する買い控えもあって半耐久財が同▲0.5%、非耐久財が同▲0.1%となった。

今後も物価高による消費マインドへの悪影響は懸念材料である。内閣府による 10 月の景気ウォッチャー調査では現状、先行きとも 3 ヶ月連続の悪化となった。「電気料金の高騰が収益を圧迫していること、及び物価上昇の継続が、個人消費に影響を与えており、先行きが懸念される（職業安定所）」、「度重なる値上げにより、生活防衛意識が強まっている（百貨店）」などのコメントが見られる。

もっとも、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が当面の消費支出の原資となり、個人消費の回復基調は維持されると考えている。

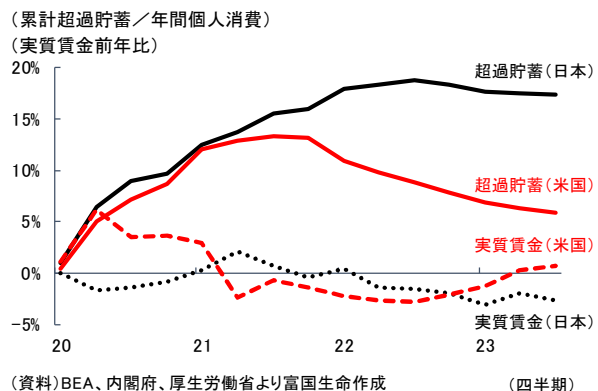
2020 年以降の各四半期の超過貯蓄額を 2019 年の貯蓄率そのまま継続した場合と実際の貯蓄率との差として累計すれば、2023 年 7～9 月期における超過貯蓄の残高は年間の個人消費額の 17%程度と推計される（図表 3）。あくまで日本全体ではという計算ではあるが、実質賃金の前年比上昇率がマイナスのなかでも、こうした超過貯蓄の取崩しで当面は消費が支えられるだろう。

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		2025年度予測
		前回 2023年8月 時点	2023年8月 時点	前回 2023年8月 時点	2023年8月 時点	
名目国内総生産（兆円）	562.3	591.0	591.2	607.4	605.6	624.7
	2.0	5.1	5.1	2.8	2.4	2.8
実質国内総生産（兆円）	548.7	557.2	560.0	561.1	563.7	565.5
	1.3	1.6	2.0	0.7	0.7	0.8
内 需	1.9	0.2	1.0	0.6	0.6	0.6
民間 需 要	1.9	0.0	0.8	0.5	0.5	0.5
民間 最 終 消 費	2.5	▲ 0.2	0.7	0.5	0.8	0.6
民間 住 宅 投 資	▲ 3.2	1.4	2.1	▲ 1.6	▲ 0.4	▲ 0.7
民間 設 備 投 資	3.0	0.9	2.4	2.1	1.9	1.5
公 的 需 要	▲ 0.0	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
政府 最 終 消 費	0.7	0.3	0.1	0.3	0.0	0.3
公 的 固 定 資 本 形 成	▲ 3.2	1.6	3.2	1.2	1.7	0.5
財貨・サービスの純輸出	▲ 0.5	1.3	0.8	0.2	0.2	0.2
財貨・サービスの輸出	4.5	4.3	2.7	3.6	3.4	4.0
財貨・サービスの輸入	7.2	▲ 2.1	▲ 1.5	2.8	2.6	3.2

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

図表 3. 家計の超過貯蓄と実質賃金



外食などサービス消費は回復が続くと見込まれる。日本フードサービス協会によれば10月の外食産業売上高は前年比で+8.8%、2019年対比では同+16.6%となった。価格訴求型のクーポンやメニューが集客に寄与しているほか、インバウンド需要も引き続き旺盛とのことだ。

耐久財の消費に含まれる自動車については、堅調な生産・販売が続くと見込んでいる。国内乗用車販売台数（季節調整値）は夏場に工場稼働停止もあって年率400万台を割ったが、10月には同412万台と4~6月期に近い水準に戻っている。半導体などの部品不足は解消に向かっていると見られるが、一部メーカーでは引き続き新車の納期が通常より長くなっており、ペントアップ需要に対応した生産が今しばらく続くだろう。

また、消費を考えるうえでは実質賃金のみならず家計の可処分所得の動向も重要である。現在、入手可能な最新統計である4~6月期の家計の可処分所得は前年同期比で約1兆円の増加となった。内訳では雇用者報酬等が約2.7兆円の増加要因、税・社会負担（公的年金等の受取をネットした純負担）が約1.2兆円の減少要因となった。家計の可処分所得は2四半期ぶりにプラスに転じたとはいえ、増加率でいえば+1.3%と同時期の消費者物価指数の上昇率（+3.4%）を下回る。家計に対する過度の税・社会保険料負担を回避すべく、引き続き配慮が必要だろう。

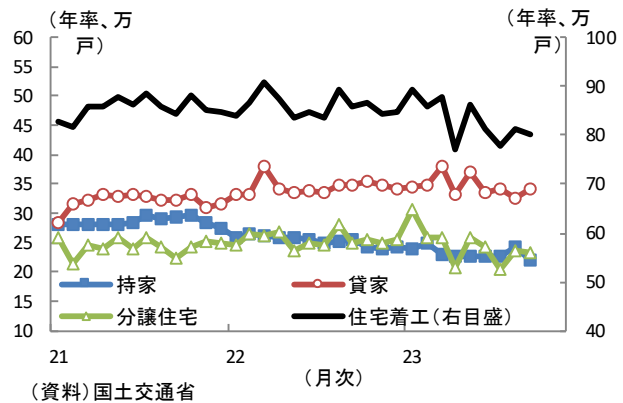
4. 金利上昇により住宅投資は減少へ

7~9月期の住宅投資は前期比▲0.1%と5四半期ぶりの減少となった。新設住宅着工戸数は、同期に年率79.7万戸と前期比2.2%減少したものの、高級化・高質化（単位面積あたりの工事価格上昇）が住宅投資のマイナス幅を抑制したとみられる。

今後について、住宅投資は金利上昇を背景に減少すると予測している。引き続き都心部などでの高級マンションの売れ行きは好調なようだ。また、電気代節約や地球温暖化抑制のための持家などの断熱性能の強化もあって、面積当たりの工事価格上昇はしばらく続くだろう。とはいえ、新設住宅着工戸数は減少傾向に転じたとみられる（図表4）。

新築マンションの平均価格が一般には手が届きにくい価格水準に高騰するなか、分譲マンションの着工戸数はピークアウトしたようだ。加えて、戸建て分譲住宅も在庫の積み上がりが伝えられており、分譲住宅の着工は減速が続くだろう。持家の着工も設備機器の価格や人件費など建築コストの上昇を受けて、減少が続くだろう。住宅ローンの借入について、固定金利が上昇するなか、引き続き多くの

図表4. 新設住宅着工戸数の推移



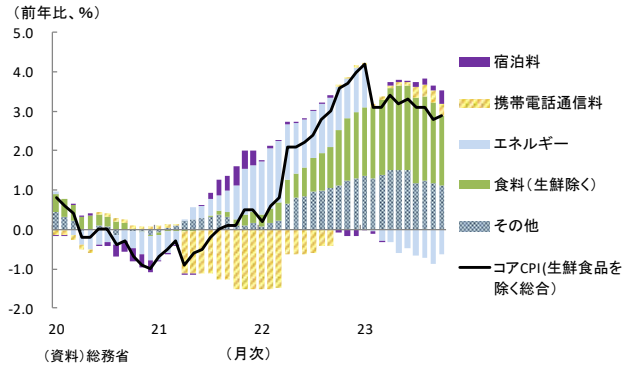
住宅取得希望者が選択する変動金利は、金融機関のローン獲得競争を背景に低位で据え置かれている。しかし今後、短期政策金利の引き上げを見据えて金融機関の審査は厳しくなると思われる。なお、2024年から現行の住宅ローン減税において控除対象となるローン残高の上限が引き下げ予定であり、実質的な金利負担額の増加要因となる。貸家についても、日銀によるイールドカーブコントロールの柔軟化を受けて長期金利が上昇するなか、企業によるマンション型を中心とした貸家着工にはブレーキがかかるだろう。2023、24、25年度の住宅着工戸数はそれぞれ82.2万戸、80.9万戸、80.4万戸と予測している。

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。10月のコアCPI（生鮮食品を除く消費者物価総

合)は前年比+2.9%と、2ヵ月連続の3%割れとなった(図表5)。上昇率がやや落ち着いてきた背景には、原油などの輸入価格の低下に加え、政府による物価高対策もあって、エネルギーのマイナス寄与が拡大していることがある。一般家庭向け(低圧)電力契約に対する1kWhあたり7円の政府補助は9月使用分から半額に減額されたが、政府の総合経済対策により2024年4月使用分まで継続されることとなった。食料(生鮮除く)のプラス寄与は概ね横ばいだが、耐久消費財の価格上昇の一服もあって、その他品目のプラス寄与は縮小している。

図表5. 消費者物価指数の推移



今後のコアCPIは、年末にかけては2%台半ばまで上昇率が鈍化する見込みである。エネルギーのマイナス寄与は横ばいを見込むものの、半導体不足の緩和などを受けて耐久消費財を含む、その他品目のプラス寄与の縮小が続くと想定している。もっとも、一般サービス(家賃を除く)価格の上昇率は足元でやや高まっている。今後も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%程度の引き上げが想定される。また、中東情勢の更なる悪化が原油価格の急騰を引き起こすリスクもある。食料品についても、異常気象や中東情勢など供給面での懸念材料が多く、予断を許さない。

2023年度のコアCPIの予測は前年比+2.7%と前回8月予測から0.2ポイント上方修正し、2024年度は同+2.4%と0.4ポイント上方修正した。また、2025年度は同+2.0%とした。

金融政策について、日銀は10月31日の金融政策決定会合で長期金利操作のさらなる柔軟化を決定した。長期金利の変動幅の目途である「±0.5%程度」を削除し、「上限の目途を1.0%」とした。また、指値オペ水準の明示を止めて「金利の実勢等を踏まえて、適宜決定する」とした。日銀の植田総裁は安定的・持続的な2%の物価上昇率の達成への確度が上がってきていると述べており、この変更は国内のインフレ率の上昇と海外金利上昇を受けて国内の長期金利が上昇するなか、市場機能の回復に配慮したものといえる。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)も、2024年度の消費者物価上昇率(生鮮食品を除く)が+2.8%まで引き上げられている(7月時点の見通しでは+1.9%)。

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、来年度前半には日銀が短期政策金利の引き上げ(マイナス金利からの脱却)を実施すると想定している。

6. 中東情勢の更なる悪化などがリスク要因

中東情勢の更なる悪化がエネルギー価格の高騰につながれば、各国でインフレが再加速して中央銀行が利上げ再開を余儀なくされ、景気後退を招くリスクがある。また、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資の不良債権化が、海外での深刻な金融危機に発展する可能性もある。

(財務企画部 高松 千之)