

# 国内外経済の動向

賃上げ率の上昇により日本経済の回復基調は維持されるだろう

## 【ポイント】

1. 日本の2023年10~12月期の実質GDP成長率は、個人消費と公的需要の減少などにより、2四半期連続のマイナス成長となった。
2. 今後について、コロナ禍で積みあがった超過貯蓄が消費の支えとなるなか、徐々に賃金の上昇率が物価の上昇率に追いついていくことに加え、6月からの所得税・住民税の定額減税などの効果もあって、緩やかな回復基調は維持されるだろう。
3. 今後のコアCPI（生鮮食品を除く消費者物価総合）は上昇率が多少高まり、2024年を通じて2%台半ばを中心に推移すると見込んでいる。政府による電気代等の抑制策からのマイナス寄与が剥落するためである。

当社は、2023年10~12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通しなどを中心にまとめる。

## 1. 10~12月期は個人消費の減少などにより2四半期連続のマイナス成長

2月15日に発表された2023年10~12月期の一次速報値によると、実質GDP成長率は前期比▲0.1%、年率換算▲0.4%と2四半期連続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0.2%減と小幅ながら3四半期連続の減少となった。住宅投資は同1.0%減と2四半期連続の減少となった。設備投資は同0.1%減となった。在庫投資の寄与度については、▲0.0ポイントとなった。公的需要は、公的固定資本形成が同0.7%減と2四半期連続の減少となり、政府消費は同0.1%減と2四半期ぶりの減少となった。民間最終消費と公的需要の減少などから内需の寄与度は同▲0.3ポイントとなった。輸出は知的財産権の使用料等の増加などから同2.6%増と3四半期連続の増加となり、輸入は鉱物性燃料等の増加などから同1.7%増と2四半期連続の増加となった。この結果、外需寄与度は同+0.2ポイントとなった。

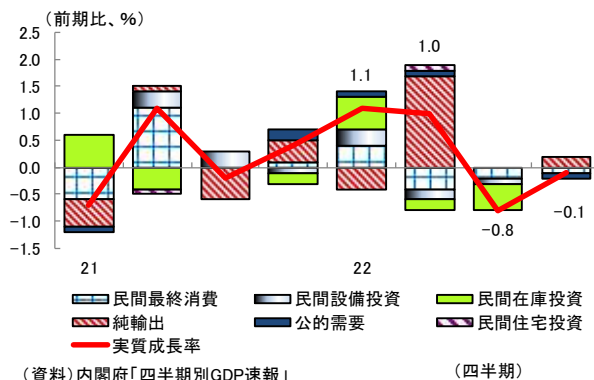
なお、物価の動きを総合的に示すGDPデフレーターは前期比+0.4%となり、名目GDP成長率は同+0.3%（年率換算+1.2%）となった。

## 2. 賃上げ率の上昇により回復基調は維持されるだろう

世界経済は、インフレがピークアウトしたことで実質賃金が持ち直しており、主要中央銀行の利下げも見込まれるため、個人消費を中心に底堅く推移するだろう。また、生産拠点の国内回帰も設備投資の増加要因となるだろう。

日本経済は、コロナ禍で積みあがった超過貯蓄が消費の支えとなるなか、徐々に賃金の

図表1. 実質GDP成長率の推移



上昇率が物価の上昇率に追いついていくことに加え、6月からの所得税・住民税の定額減税などの効果もあって、緩やかな回復基調を維持するだろう。労働組合の組織である連合の2024年の春闘方針においては、定昇相当分も含めて5%以上の賃上げ率が目安とされている。一部企業では既に6%を超える賃上げ率が示されており、主要企業の2024年の春季賃上げ率は2023年の+3.60%（厚生労働省による集計）を上回ると見込んでいる。人手不足を背景に、賃上げの動きは徐々に中小企業にも波及していくだろう。

景気は腰折れしていないと考えるが、実質賃金の減少を背景に個人消費が伸び悩み、人手不足などによる設備投資の遅れもあって、10~12月期の成長率は当社の前回予測を下回った。また、2024年1~3月期には能登半島地震による被害や一部の自動車工場の稼働停止による生産への悪影響も想定される。

2023年度の実質GDP成長率予測は+1.3%と前回11月予測（+1.6%）から0.3ポイント下方修正、2024年度は+0.5%と前回（+0.7%）から0.2ポイント下方修正した。また2025年度の成長率を+0.8%と予測した（図表2）。2024年1~3月期の成長率は在庫投資の増加などから前期比年率+1.3%と見込んでいる。

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		2025年度予測
		前回 2023年11月 時点	2023年11月 時点	前回 2023年11月 時点	2023年11月 時点	
名目国内総生産（兆円）	566.5 2.3	596.5 5.3	591.0 5.1	610.6 2.4	607.4 2.8	628.4 2.9
実質国内総生産（兆円）	551.9 1.5	559.3 1.3	557.2 1.6	562.3 0.5	561.1 0.7	567.0 0.8
内需	2.0	▲ 0.2	0.2	0.4	0.6	0.7
民間需要	2.0	▲ 0.5	0.0	0.3	0.5	0.6
民間最終消費	2.7	▲ 0.5	▲ 0.2	0.2	0.5	0.8
民間住宅投資	▲ 3.4	0.7	1.4	▲ 1.9	▲ 1.6	▲ 0.8
民間設備投資	3.4	▲ 0.4	0.9	1.2	2.1	1.5
公的需要	0.0	0.0	0.2	0.1	0.1	0.1
政府最終消費	1.4	0.6	0.3	0.3	0.3	0.3
公的固定資本形成	▲ 6.1	2.7	1.6	0.3	1.2	0.5
財貨・サービスの純輸出	▲ 0.5	1.5	1.3	0.1	0.2	0.2
財貨・サービスの輸出	4.7	4.7	4.3	3.2	3.6	3.7
財貨・サービスの輸入	6.9	▲ 2.3	▲ 2.1	2.6	2.8	3.1

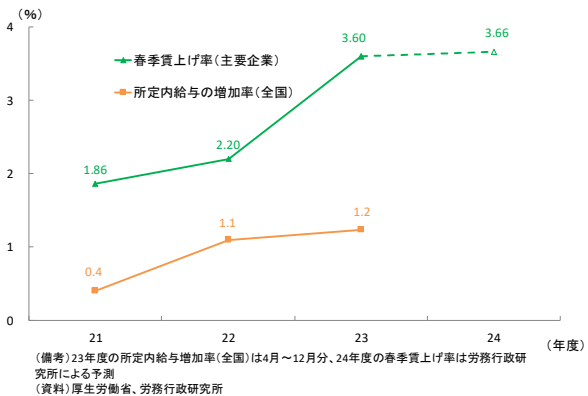
注1. 実質値は2015暦年連鎖価格  
注2. 内需、民間需要、公的需要、純輸出は寄与度

### 3. 個人消費はこのところやや弱含んでいるものの、回復基調は維持

10~12月期の個人消費は前期比0.2%減となった。耐久財への支出は同6.4%増となったが、外食などサービス消費が同0.6%減、衣服など半耐久財への支出が同1.7%減と冴えなかった。

足下の消費マインドはやや悪化しているものの、先行きの見通しには明るい兆しもある。内閣府による1月の景気ウォッチャー調査では、元旦の能登半島地震や2日の航空機衝突事故の影響もあって、現状の判断指数が悪化した。しかし、先行きの判断指数は小売関連や飲食関連などで改善しており、「一進一退ではあるものの少しずつ良くなる（百貨店）」、「賃上げムードが強くなっていることに期待している（一般レストラン）」などのコメントが見られる。10~12月期のGDP統計では外食などのサービス消費は減少したが、それほど弱い材料ばかりでもない。日本フードサービス協会によれば1月の外食産業売上高は前年比で9.6%増、2019年対比では同13.5%増となった。元旦の能登半島地震の影響は出たものの、年末から引き続き外食需要はおおむね堅調、訪日外国人のインバウンド需要も都市部や人気の観光地を中心に好調だったという。耐久財の消費に含まれる自動車については、1~3月期には一部メーカーの工場稼働停止などにもなって生産・販売が低迷すると見込まれる。ただし、半導体などの部品不足が解消に向かうなか、その後は工場再稼働により年率400万台を超える水準に持ち直すだろう。

図表3. 賃金上昇率の推移



雇用環境は良好な状況が続くだろう。新規求人数がやや頭打ちとなっていることから、今後の失業率は2%台半ばで横這い傾向となるだろう。もっとも、この水準は歴史的には低い水準であり、長期的に日本の労働力人口が減少していくなか、企業の人手不足感は続くだろう。日銀短観12月調査における全規模全産業の雇用判断DIは▲35と、引き続き大幅な人手不足を示している。

名目賃金の上昇は緩やかであるものの、徐々に物価上昇率に追いついていくだろう。毎月勤労統計によると、2023年12月の一人当たり所定内給与は前年比+1.4%、冬のボーナスなども含めた現金給与総額は同+0.8%、消費者物価の上昇を考慮した実質賃金では同▲2.1%となった。ただし、参考系列である共通事業所ベース（サンプル数は少ないものの、前年同月分と当月分がともに調査対象となった事業所）による12月の所定内給与は前年比+2.2%であり、前述の前年比+1.4%という数値は実態をやや過小評価していると思われる。主要企業の2024年の春季賃上げ率は2023年の+3.60%（厚生労働省による集計）を上回ると見込んでいる。労働組合の組織である連合の2024年の春闘方針では、定昇相当分も含めて5%以上の賃上げ率を目安としているが、一部企業では既に6%を超える賃上げ率が示されている。また、2023年12月から1月にかけて労務行政研究所が実施したアンケート調査によれば、2024年の賃上げ率（定昇込み）は+3.66%と予想されている（図表3）。

実質賃金がプラスに転じる時期としては、厚生労働省が計算に使用している消費者物価指数（持家の帰属家賃を除く総合）を基準として、2025年度に入ってからと予測している。ちなみに、消費者物価指数について言及する際に広く使われるコアCPI（生鮮食品を除く総合）を基準に計算すれば、2024年度後半には実質賃金がプラスに転じる見込みである。

#### 4. 設備投資は緩やかな伸びにとどまる

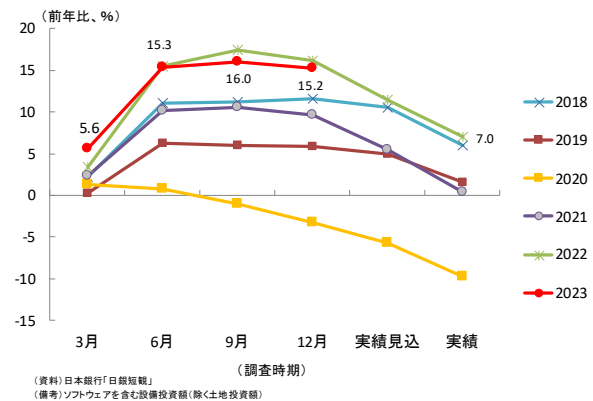
10～12月期の実質設備投資は前期比0.1%減となった。

今後の設備投資は建設工事などにおける人手不足もあって、緩やかな伸びにとどまるだろう。サプライチェーン上のリスク軽減のための工場の国内回帰、人手不足に対応した省力化投資、脱炭素化のための投資など、企業にとって必要な投資は数多く、企業の投資意欲自体は強いと考えられる。日銀短観12月調査における全規模・全産業の2023年度設備投資計画（ソフトウェアを含む、土地投資を除く）は、前年比15.2%増と2022年度同時期並みの高い計画が示されている（図表4）。なお、GDP統計による2022年度の設備投資は3.4%増となっている。先行指標である機械受注（船舶・電力を除く民需）は、10～12月期に前期比1.0%減となったが、内閣府による1～3月期の見通しでは同4.6%増と回復する見込みであり、建設工事受注も増加基調となっている。

設備投資との関係が強い経常利益について、法人企業統計によって確認すると、2023年7～9月期（全産業ベース）は前期比0.8%増、前年同月比では20.1%増と力強い伸びが続いている。2月20日の日本経済新聞によれば、2024年3月期の上場企業の最終利益見通しは前期比13%増となっている。2025年3月期についても、国際商品市況の反落を受けて原材料費が圧縮され、企業収益は一段と増加すると考えている。

設備投資の実施に関わる人手不足の解消について、建設工事従事者等の賃上げは必要条

図表4. 設備投資計画調査（全規模・全産業）



件ではあろうが、それだけで解決することは難しく思える。設備投資への意欲とそのため  
の資金はありながら、その実施が遅れる歯痒い状況が続きそうだ。

## 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。1月のコアCPI（生鮮食品を除く消費者物価総合）は前年比+2.0%と、年初との比較では約2ポイント減速している（図表5）。上昇率が低下した背景には、原油価格などの上昇の一服と政府の物価高対策によるエネルギーのマイナス寄与の拡大に加え、食料（生鮮除く）やその他品目に含まれる耐久消費財などのプラス寄与の縮小がある。なお、一般家庭向け（低压）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、終了時期は2024年4月使用分まで延期された。

今後のコアCPIは上昇率が多少高まり、2024年を通じて2%台半ばを中心に推移すると見込んでいる。政府による電気代等の抑制策は2023年2月のCPIから反映されており、1年を経過することでエネルギーのマイナス寄与が剥落するためである。小麦や大豆など農産物の国際市況が総じてやや軟調に推移している食料（生鮮除く）や、部品となる半導体不足が緩和している耐久消費財などのプラス寄与は縮小が続く一方、賃金上昇を背景にサービス価格のプラス寄与は縮小しづらいだろう。

2023年度のコアCPIの予測は前年比+2.8%と前回11月予測から0.1ポイント上方修正し、2024年度は同+2.6%と0.2ポイント上方修正した。また、2025年度は同+2.1%とした。ただし、日本の物価上昇率が急上昇するリスクも小さいとはいえない。2023年に起きた世界的な異常気象（酷暑など）の再来や、中東やウクライナなどでの戦火の拡大が、食料やエネルギー供給の妨げとなれば、日本でもコストプッシュ型のインフレが再燃する可能性がある。

金融政策について、日銀は1月23日の金融政策決定会合で現行の金融政策を維持したものの、同時に公表した「経済・物価情勢の展望」（展望レポート）では、消費者物価の基調的な上昇率が物価安定の目標に向けて徐々に高まっていく確度が「引き続き、少しずつ高まっている」と明記された。決定会合後の記者会見でも植田総裁からは物価上昇から賃金上昇への波及が進みつつあることを示唆する発言や、マイナス金利を解除する場合でも金融政策における大きな不連続性は回避できる見込みとの発言などがあり、金融政策の転換点が近いとの印象を受ける内容だった。

2024年の春闘賃上げ率に関する展望を踏まえ、4月26日の金融政策決定会合で日銀は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. 中東やウクライナでの戦火の拡大などがリスク要因

中東やウクライナなどでの戦火の拡大がエネルギーや食糧供給の妨げとなり、世界的にインフレを再加速させるリスクがある。その場合、主要中央銀行の利下げが遠のいて世界経済へのマイナス要因となる。また、中国の住宅用不動産や欧米の商業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残っている。

（財務企画部 高松 千之）

図表5. 消費者物価指数の推移

