

2023・2024年度 日本経済の見通し（改訂）

～ 人出やインバウンドの更なる増加などで緩やかな成長が続く ～

富国生命保険相互会社（社長 米山 好映）は、2023・2024年度の経済見通しを改訂しました。

【実質GDP成長率予測】

2023年度 +1.3%（前回+0.7%）、2024年度 +1.0%（前回+0.8%）

○ 1～3月期は内需の回復により三四半期ぶりのプラス成長

2023年1～3月期の実質GDP成長率は、前期比+0.4%（年率+1.6%）と三四半期ぶりのプラス成長となった。海外経済の減速を受けて外需はマイナス寄与となったが、コロナ禍で先送りされたサービス消費の回復や部品不足の緩和による自動車生産の回復などにより、内需は+0.7ポイントの寄与となった。2023年度、2024年度の見通しは、前回の想定を上回るインバウンドの回復ペースなどを受けて、それぞれ上方修正した。

○ 人出やインバウンドの更なる増加などで緩やかな成長が続く

世界経済は、高インフレとこれまでの主要中銀の利上げによる借入金利上昇などから年度半ばにかけて低迷するものの、中国景気の持ち直しなどから年度後半には回復に向かうだろう。

日本経済は、5月8日から新型コロナウイルスの感染対策が自主判断となったことで更なる人出の増加と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、緩やかな成長を維持するだろう。また、政府による水際対策の緩和や円安を背景に、足元の外国人観光客数はコロナ禍前の水準の約7割まで回復している。今後も航空機の定期便の復便・増便などにより、一段のインバウンド需要の増加が見込まれる。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、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、個人消費を支えるだろう。

○ 欧米での物価上昇率の再加速などがリスク要因

米国や欧州などの物価上昇率の鈍化ペースがやや緩慢になっている。賃金とサービス価格のスパイラル的な上昇などでインフレが再加速し、各国中銀が市場の想定を超えて利上げを継続すれば、金融市場の混乱につながる可能性がある。米国の地方銀行の更なる破綻などが海外の金融システム不安を再燃させるリスク、中国政府の舵取り如何によって中国の不動産バブルが崩壊し、深刻な金融危機に発展するリスクも残っている。

○お問い合わせ

富国生命保険相互会社

〒100-0011東京都千代田区内幸町2-2-2

<http://www.fukoku-life.co.jp>

担当：財務企画部 高松 千之、藤巻 淳

TEL (03) 3593-7576

chiyuki.takamatsu.kh@fm.fukoku-life.co.jp

図表1. 2023・2024年度 経済見通し

	2022 年度 実績	2023年度予測		2024年度予測	
			前回 2023年2月 時点		前回 2023年2月 時点
名目国内総生産（兆円）	561.2 1.9	582.8 3.9	584.6 3.5	598.0 2.6	591.7 1.2
実質国内総生産（兆円）	547.7 1.2	555.1 1.3	553.6 0.7	560.4 1.0	557.8 0.8
内 需	1.8	1.2	0.2	0.8	0.4
民間需要	1.7	1.0	0.2	0.7	0.4
民間最終消費	2.4	1.5	1.0	0.8	0.4
民間住宅投資	▲ 4.4	▲ 1.1	▲ 2.0	▲ 0.3	▲ 1.0
民間設備投資	3.0	2.6	1.3	1.8	0.9
公的需	0.1	0.2	0.1	0.1	0.0
政府最終消費	1.1	0.1	0.1	0.0	0.0
公的固定資本形成	▲ 2.6	2.4	0.8	1.5	0.5
財貨・サービスの純輸出	▲ 0.5	0.2	0.5	0.2	0.4
財貨・サービスの輸出	4.4	4.8	3.1	5.0	3.2
財貨・サービスの輸入	7.1	3.9	0.4	3.9	1.3

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、財貨・サービスの純輸出はGDPに対する寄与度

（主な経済指標と前提条件）

鉱工業生産指数	▲ 0.2	1.6	1.0	1.6	1.6
国内企業物価指数	9.4	▲ 0.2	▲ 0.3	1.2	1.2
消費者物価指数	3.2	2.2	2.8	2.2	2.0
消費者物価（除く生鮮）	3.1	2.3	3.0	2.0	1.9
貿易収支（兆円）	▲ 18.1	▲ 15.8	▲ 13.3	▲ 15.6	▲ 19.3
経常収支（兆円）	9.2	12.3	16.0	15.0	12.3
名目賃金指数	1.8	2.6	2.4	2.4	2.3
完全失業率（％）	2.6	2.6	2.4	2.6	2.4
住宅着工戸数（万戸）	86.1	85.3	85.2	84.9	84.7
為替レート（¥/\$）	135.4	127.5	127.5	135.0	135.0
原油価格（\$/b）	102.6	85.0	80.8	84.9	80.8
米国実質成長率（年率）	2.1	1.0	0.6	1.3	1.3
中国実質成長率	3.0	5.4	5.4	4.6	4.6

注1. 原油価格は円ベースの入着価格を為替レート（月中平均、インターバンク中心相場）でドル換算

注2. 米国・中国GDPは暦年ベースの成長率

◇日本経済の現状と見通し

○1～3月期の実質GDP

5月17日に発表された2023年1～3月期の一次速報値によると、実質GDP成長率は前期比+0.4%、年率換算+1.6%と3四半期ぶりのプラス成長となった(図表2)。需要項目別にみると、民間最終消費は前期比0.6%増と4四半期連続の増加となった。住宅投資は同0.2%増と2四半期連続の増加となった。設備投資は同0.9%増と2四半期ぶりの増加となった。在庫投資の寄与度については、+0.1ポイントとなった。公的需要は、公的固定資本形成

が同2.4%増と4四半期連続の増加となり、政府消費は同0.0%減となった。民間最終消費と設備投資の増加を主因に内需全体では同0.7%増となった。輸出は半導体製造装置や自動車の減少から同4.2%減と6四半期ぶりの減少となる一方、輸入は医薬品等の減少から同2.3%減と2四半期連続の減少となった。この結果、外需寄与度は同▲0.3ポイントとなった。

なお、2023年1～3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1.5%下回る水準にとどまっている。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+1.3%となり、名目GDP成長率は同+1.7%（年率換算+7.1%）となった。

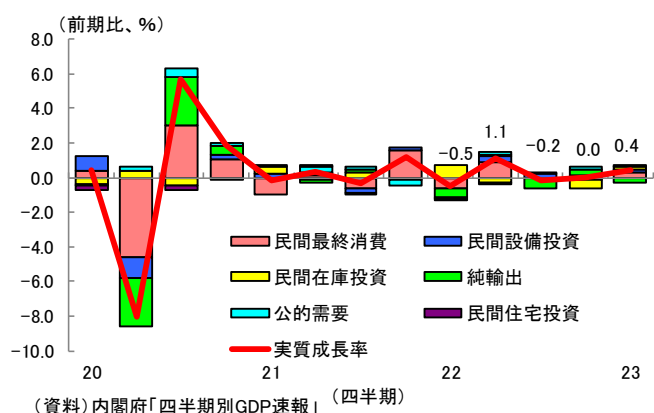
○人出やインバウンドの更なる増加などで緩やかな成長が続く

世界経済は、高インフレとこれまでの主要中銀の利上げによる借入金利上昇などから年度半ばにかけて低迷するものの、中国景気の持ち直しなどから年度後半には回復に向かうだろう。

日本経済は、5月8日から新型コロナウイルスの感染対策が自主判断となったことで更なる人出の増加と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、緩やかな成長を維持するだろう。また、政府による水際対策の緩和や円安を背景に、足元の外国人観光客数はコロナ禍前の水準の約7割まで回復している。今後も航空機の定期便の復便・増便などにより、一段のインバウンド需要の増加が見込まれる。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、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、個人消費を支えるだろう。

2023年1～3月期の実質GDP成長率の実績値は、前回の当社予測に概ね一致した。ただし需要項目別にみると、海外経済の減速を背景に輸出が当社予測を下回った一方で、自動車など耐久財への支出を中心に個人消費は当社予測を上回った。今回の見通しでは、今春の賃上げ率が前回想定をやや上回る見込みであること、インバウンドの回復ペースが前回想定を上回っていることなどから、2023年度、2024年度の成長率の見通しをそれぞれ上方修正とした。

図表2. 実質GDP成長率の寄与度分解



2023年度の実質 GDP 成長率予測は+1.3%と、前回 2 月予測（同+0.7%）から 0.6 ポイント上方修正、2024年度は同+1.0%と前回予測（同+0.8%）から 0.2 ポイント上方修正した。2024年 4～6 月期の成長率は前期比年率+2.5%と見込んでいる。なお、実質 GDP がコロナ前のピークである 2019年 7～9 月期の水準に到達する時期は 2024年 1～3 月期と予想する。

○欧米での物価上昇率の再加速などがリスク要因

米国や欧州などの物価上昇率の鈍化ペースがやや緩慢になっている。賃金とサービス価格のスパイラル的な上昇などでインフレが再加速し、各国中銀が市場の想定を超えて利上げを継続すれば、金融市場の混乱につながる可能性がある。米国の地方銀行の更なる破綻などが海外の金融システム不安を再燃させるリスク、中国政府の舵取り如何によって中国の不動産バブルが崩壊し、深刻な金融危機に発展するリスクも残っている。

◇主要な需要項目の動向

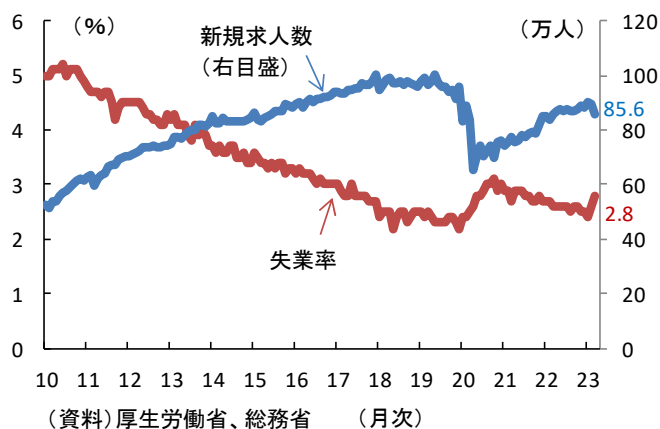
○個人消費は一段の人出の増加などを背景に緩やかな伸びが続く

雇用環境は緩やかな改善傾向にある。失業率は 2021 年以降、低下傾向となっているが足元では 3 月の失業率が 2.8%と、2 ヶ月連続の上昇となった（図表 3）。この背景には新型コロナの影響低下に伴って職探しを開始した人の増加があると見られる。失業者数とともに労働参加率が上昇しており、就業者数（季節調整値）はこのところ 6,700 万人台の前半で横這い傾向にあり、足元の雇用環境が明確に悪化しているとはいえない。もっとも、先行きには多少の懸念材料も出てきている。雇用環境の先行指数となる新規求人数は、このところやや減少している。公共職業安定所（ハローワーク）における求職者 1 人当たりの求人数を示す有効求人倍率（季節調整値）は、3 ヶ月連続で悪化して 3 月に 1.32 倍となった。新型コロナウイルス感染症関連の制限解除を受け、生活関連サービス業・娯楽業、宿泊業・飲食サービス業などで活発な求人が続く一方、原材料費の高騰もあって建設業、製造業の求人はやや抑えられている。

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%台後半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 3 月調査における全規模全産業の雇用判断 DI は▲32 と、引き続き大幅な人出不足を示している。

名目賃金の上昇率は高まり、徐々に物価上昇率に追いつくだろう。労務行政研究所が 2022 年 12 月 2 日から 2023 年 1 月 16 日にかけて実施したアンケート調査でも、上場企業等の経営者による 2023 年の「実際の賃上げ見通し」は 2.75%と、厚生労働

図表 3. 失業率と新規求人数の推移



省調査による2022年の主要企業の賃上げ実績の2.20%を0.55ポイント上回っている。その後も経営者側からは賃上げ率の引き上げに前向きな発言が多く聞かれる。

中小企業について、商工組合中央金庫が昨年11～12月に実施した調査によれば2023年の賃上げ率は1.98%となっている。しかし、食料品価格の上昇が続くなかでは労働者は賃金上昇を求め、人材確保のためには収益的に厳しい中小企業といえども、実際にはこの数字を超える賃上げを実施すると考えている。

毎月勤労統計によると、2022年（暦年）の一人当たり現金給与総額（名目賃金）は前年比+2.0%、消費者物価の上昇を考慮した実質賃金では同▲1.0%となった。2023年は現金給与総額の伸びが上昇する一方、エネルギー価格の低下から消費者物価の上昇率は低下するため、徐々に前者の伸びが後者の伸びに近づき、実質賃金も小幅ながらプラスに転じて個人消費を支えると見込んでいる。

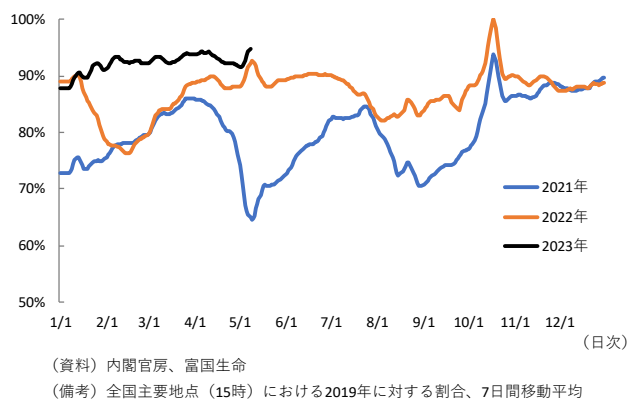
個人消費は、新型コロナ関連の制限措置解除を受けた人出の増加や自動車販売の回復などから緩やかに増加している。1～3月期の民間最終消費支出は前期比0.6%増となった。外食、宿泊などサービス消費が同0.8%増、自動車など耐久財への支出が同5.9%増となった。内閣官房ホームページのデータによれば、2023年の全国主要地点（主要駅周辺など）における人出（15時）は、コロナ禍前の2019年の同じ時期との比較で概ね90%台前半で推移している（図表4）。

ゴールデンウィーク期間についても、まん延防止等重点措置の解除を受けて人出が増加していた昨年を上回っている。5月8日から新型コロナウイルスの感染対策が自主判断となり、今後さらなる人出増加が見込まれる。ただし在宅勤務の普及もあって、2019年と同水準（100%）までの回復は難しいだろう。日本フードサービス協会によれば3月の外食産業売上高は前年比で18.8%増、2019年対比では同1.5%増となった。業態別では、ファーストフードが引き続き好調で、値上げの消費者への浸透もあって前年比10.9%増となった。また、ファミリーレストランでは春休み、卒業シーズンで客数が増加し、ディナーレストランやパブ・居酒屋ではインバウンドの堅調に加えて中小宴会が回復傾向にあるという。また、日本百貨店協会が発表した3月の全国百貨店売上高（店舗数調整後）は前年比9.8%増となった。外出機会の増加や卒入学関連・旅行・ビジネス関連などから衣料品・身の回り品が好調であり、マスク着用ルールの緩和で化粧品も増加したという。ホワイトデーやお花見などの歳時記イベントも盛況だったとのことだ。

内閣府「消費動向調査」によると、消費者心理を表す消費者態度指数（二人以上の世帯）は引き続き低水準にはあるが、このところ改善ペースがやや早まっている。構成指数をみると「雇用環境」の改善に加え、賃金上昇への期待もあって「収入の増え方」などにも改善がみられる。

4月の国内乗用車販売台数（季節調整値）は2年ぶりに年率400万台を回復した。中国における新型コロナ感染者数の減少などにより部品不足が緩和され、国内の自動

図表4. 全国主要地点の人出の推移



車生産が回復していることが、販売の増加に繋がっている。今後も納車待ちの解消に向けて堅調な生産・販売が続くと見込まれる。

新型コロナの感染症 5 類への移行による一段の人出の増加や良好な雇用環境に支えられ、今後も個人消費は緩やかな伸びが見込まれる。

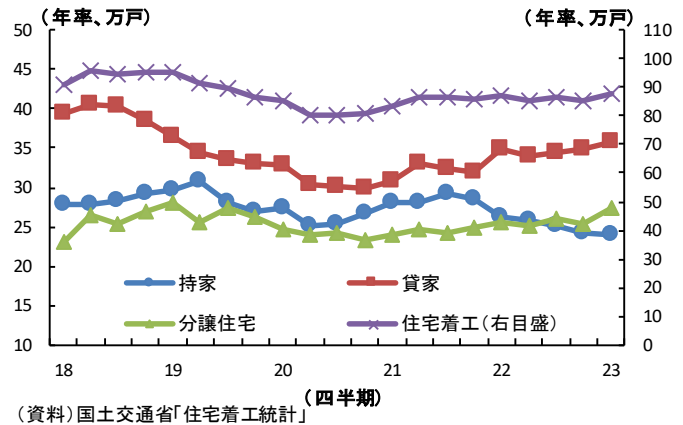
○新設住宅着工戸数は、やや減少と予想

1～3 月期の住宅投資は前期比 0.2% 増と 2 四半期連続の増加となった。住宅投資に先行して動く新設住宅着工戸数は、1～3 月期が年率 87.6 万戸と前期比で小幅な増加となった。利用関係別にみると貸家が緩やかな増加基調にあり、分譲住宅も底堅く推移する一方で、旧住宅ローン減税の適用期限（2021 年 12 月までの入居）に向けた駆け込み需要の反動減や資材価格上昇により持家の減少が続いている（図表 5）。

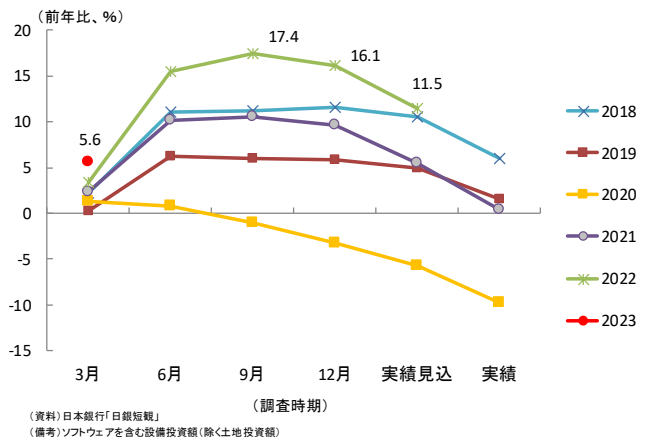
今後の新設住宅着工戸数は、やや減少すると予想する。1～3 月期の分譲住宅の着工増加は、振れの大きな分譲マンションの急増を受けたものである。2022 年度の東京都区内の新築マンションの平均価格が 1 億円に迫るなど、一般には手が届きにくい価格水準に高騰するなか、米欧などの金融引き締めを受けて投資マネーの流入も徐々に減速するだろう。加えて、戸建て分譲住宅の在庫の積み上がりが伝えられており、今後の分譲住宅の着工は緩やかに減速すると見ている。持家の着工は設備機器の

価格や人件費など建築コストの上昇を受けて、今後も減少が続くだろう。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。一方、貸家の着工は比較的堅調に推移している。首都圏を中心にマンション価格が高騰したことで、貸家に住む選択をする世帯数の一定の増加が見込まれ、企業によるマンション型を中心とした貸家着工は緩やかな増加傾向を当面は維持するだろう。住宅ローン金利については、住宅取得希望者にとって足元ではやや好ましい方向に動いている。現行の金融緩和を粘り強く継続するとの日銀の姿勢を受けて、このところ固定金利の上昇が休止している。引き続き多くの住宅取得希望者が選択する変動金利についても、金融機関のローン獲得競争を背景に低位で据え置かれるケースが多い。4 月の日本銀行貸出動向アンケートでは、個人向け住宅ローンに対する資金需要判断 DI がやや持ち直している。2023、24

図表 5. 新設住宅着工戸数の推移



図表 6. 設備投資計画調査 (全規模・全産業)



年度の住宅着工戸数はそれぞれ 85.3 万戸、84.9 万戸と予測している。

○設備投資は円安効果が下支えする企業収益を背景に持ち直しが続く

1～3 月期の実質設備投資は前期比 0.9% 増と 2 四半期ぶりの増加となった。自動車等への支出が増加に寄与したものとみられる。

今後の設備投資は円安効果が下支えする企業収益や省力化投資を背景に緩やかな増加傾向が続くだろう。日銀短観 3 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 5.6% 増と過去の年度と比較しても同時期として高い計画が示されている（図表 6）。先行指標である機械受注（船舶・電力を除く民需）は、運輸業・郵便業など非製造業からの受注が増加を続けるなか、半導体製造装置を中心に一時ブレーキが掛かっていた製造業からの受注もこのところ持ち直している。

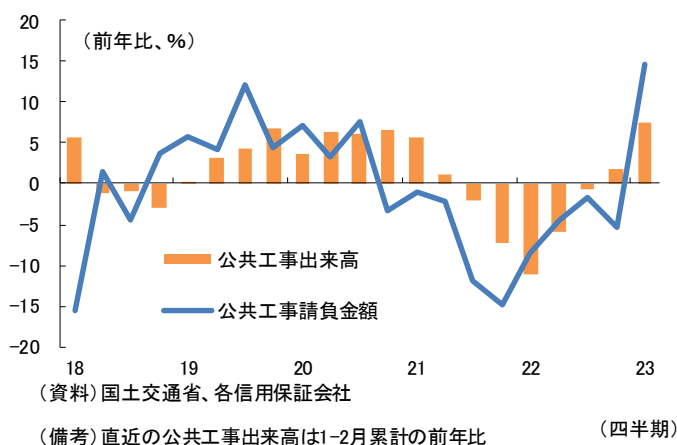
設備投資との関係が強い経常利益について、法人企業統計によって確認すると、2022 年 10～12 月期（全産業ベース）は前期比 1.4% 減となり、7～9 月期の同 7.3% 減からマイナス幅が縮小した。先行きについて、米国など海外経済の減速はマイナス要因であるものの、原材料価格高騰に対する川下への価格転嫁にも一定程度の進捗がみられるなか、円安効果もあって企業収益は改善傾向が続くと考えている。そのため、データ解析の高度化や営業活動の効率化などに向けたデジタル関連投資、人手不足に対応した省力化投資、脱炭素化のための投資などを中心に設備投資は緩やかな増加傾向が続くと予想する。

○公的固定資本形成は増加する見込み

1～3 月期の公的固定資本形成は前期比 2.4% 増と 4 四半期連続の増加となった。先行指標である公共工事請負金額をみると、1～2 月期が前年比 14.7% 増と 2 年半ぶりにプラスに転じた（図表 7）。2021 年度からの 5 年間で事業規模の目途を概ね 15 兆円程度とする「防災・減災、国土強靱化のための 5 か年加速化対策」が実施されており、公共工事の予算が大きく減少することはないとみられる。また、2023 年度予算案では防衛力抜本的強化のため、2022 年度当初予算比で防衛費が約 1.4 兆円増額されている。

公共工事に関しては請負金額の推移から増加が見込まれ、防衛費の予算増（防衛装備の調達増）もあって、今後の公的固定資本形成は増加を見込んでいる。

図表 7. 公共工事請負金額・出来高の推移



○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

輸出は足元でやや弱含んでいる。1～3 月期の実質輸出は半導体製造装置や自動車等の減少により前期比 4.2% 減と 6 四半期ぶりの減少となった。また、日銀が公表する 1

～3月期の実質輸出は資本財をはじめ幅広く減少し、前期比で3.3%減少となった(図表8)。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、中国をはじめアジア、米国、欧州と幅広く減少しており、海外経済の減速の影響が出ている。もっとも、先行きについてはそれほど悲観する必要はないだろう。中国ではゼロコロナ政策終了後のコロナ感染急増から既に脱しており、1～3月期のGDPは前年比4.5%と10～12月期の同2.9%から加速している。今後は物流混乱や部品不足の緩和を受けて日本からの輸出も持ち直すだろう。加えて、足元の外国人旅客数はコロナ禍前の2019年対比で7割程度まで回復しており、前回予測時の当社の想定を上回っている。日本政府は4月29日に中国からの入国者を含めて水際対策を終了しており、円安も追い風となって、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。中国政府は現在、日本向けのパッケージツアー・団体ツアーを許可していないが、いずれ解禁されればインバウンド消費をさらに押し上げられるだろう。

今後の輸出は緩やかな増加に向かうだろう。2023年前半は米国経済などの低迷を背景に財の輸出が伸び悩むと考えるが、訪日外客数・インバウンド消費はさらなる増加が見込まれる。加えて2023年後半には米国経済も持ち直すと予測しており、日本からの財輸出も上向いていくだろう。

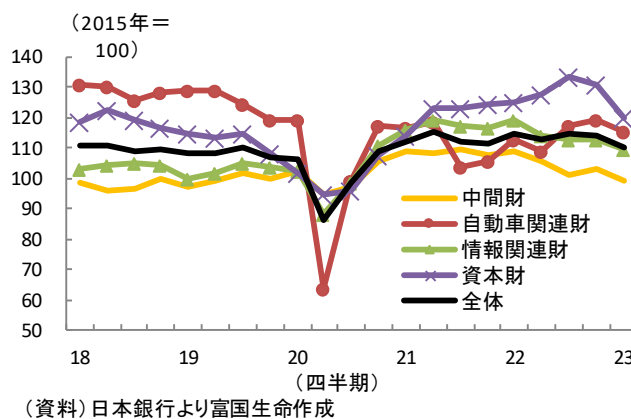
今後の輸出は緩やかな増加に向かうだろう。2023年前半は米国経済などの低迷を背景に財の輸出が伸び悩むと考えるが、訪日外客数・インバウンド消費はさらなる増加が見込まれる。加えて2023年後半には米国経済も持ち直すと予測しており、日本からの財輸出も上向いていくだろう。

○消費者物価と金融政策の見通し

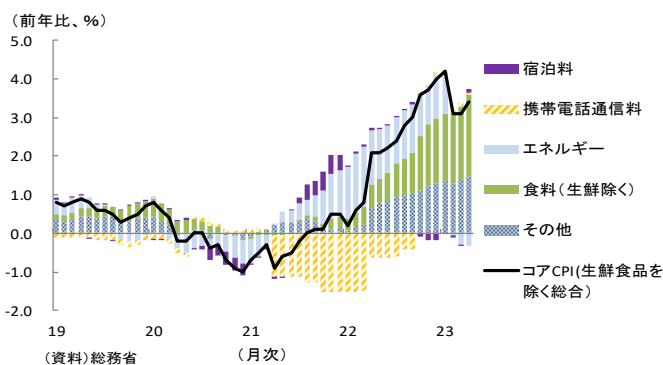
消費者物価は政府の物価高対策の効果により上昇率が鈍化している。4月のコアCPI(生鮮食品を除く消費者物価総合)は前年比+3.4%と、4%台であった年初からは低下している(図表9)。上昇率が低下した背景には、「物価高克服・経済再生実現のための総合経済対策」にある、一般家庭向けの「低圧」電力契約に対する1kwhあたり7円の補助など政府の物価高対策がある。総務省の試算によれば、この物価高対策が4月のコアCPIを1.0ポイント押し下げている。もっとも、食料(生鮮食品を除く)価格上昇による押し上げは拡大が続いており、全国旅行支援における補助の縮小もあって、宿泊料もプラス寄与となった。

今後のコアCPIは、上昇率がさらに鈍化していくだろう。各電力会社による経済産業省への規制料金の値上げ申請は6月頃に承認・実施されて電力料金を押し上げる見込みだが、一方で原油価格(WTI)は世界経済の減速を背景に70～80ドル程度での安定的な推

図表8. 日銀実質輸出(財別)の推移



図表9. 消費者物価指数の推移



移が続いており、対前年比でのエネルギー価格のマイナス寄与が拡大していくと見込まれる。中国におけるコロナ感染者数の減少で工場稼働が再開し、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、世界経済の減速を背景として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、食料品については値上げの動きが続いている。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、今後も食料品価格は物価上昇の鍵を握るとされる。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 月には昨年と同率程度の引き上げが想定される。

2023 年度のコア CPI の予測は前年比+2.3%と前回 2 月予測から 0.7 ポイント下方修正し、2024 年度は同+2.0%と前回から 0.1 ポイント上方修正とした。

金融政策について、日銀は 4 月 28 日の金融政策決定会合で現行の金融緩和策を粘り強く維持し、賃金の上昇を伴う形での 2%の「物価安定の目標」を安定的・持続的に目指すと発表した。

ただし、政策委員によるコア CPI 予測値の大勢見通しは上昇傾向にあり、足元では 2023、2024 年度の見通しがそれぞれ前年比+1.8%、+2.0%と、目標である 2%に近づいている。植田総裁は決定会合後の記者会見において、政策委員が将来の物価見通しを出す際には一時的な要因を除外するので、この数値は基調的な物価見通しに近いのではと述べている。当社では、金融政策正常化に向かう動きとして、まずはかねてより市場機能への副作用が指摘されるイーールドカーブコントロールの見直しが年度半ばに行われると想定している。

図表10. デフレーター伸び率(2015暦年連鎖価格)

(前年比、%)

	2019年度	2020年度	2021年度	2022年度	2023年度	2024年度
国内総支出	0.8	0.7	▲ 0.2	0.8	2.5	1.6
民間最終消費	0.6	0.0	1.2	3.0	1.9	2.0
民間住宅投資	1.6	0.5	7.5	4.8	1.5	1.5
民間設備投資	0.4	▲ 0.4	2.6	4.1	1.8	1.4
政府最終消費	0.4	▲ 0.9	1.1	1.4	1.4	1.2
公的固定資本形成	1.5	0.3	3.3	4.4	1.7	1.5
財貨・サービスの輸出	▲ 3.2	▲ 2.0	9.4	13.2	▲ 4.9	5.2
財貨・サービスの輸入	▲ 4.3	▲ 7.4	21.6	23.3	▲ 6.9	4.9

予測

図表11. 需要項目別の寄与度

(%)

	2019年度	2020年度	2021年度	2022年度	2023年度	2024年度
実質国内総支出	▲ 0.8	▲ 4.1	2.6	1.2	1.3	1.0
民間需要	▲ 0.9	▲ 4.3	1.4	1.7	1.0	0.7
民間最終消費	▲ 0.5	▲ 2.8	0.8	1.3	0.8	0.4
民間住宅投資	0.1	▲ 0.3	▲ 0.0	▲ 0.2	▲ 0.0	▲ 0.0
民間設備投資	▲ 0.2	▲ 0.9	0.3	0.5	0.4	0.3
公的需要	0.5	0.8	0.4	0.1	0.2	0.1
政府最終消費	0.4	0.5	0.7	0.2	0.0	0.0
公的固定資本形成	0.1	0.3	▲ 0.4	▲ 0.1	0.1	0.1
財貨・サービスの純輸出	▲ 0.4	▲ 0.6	0.8	▲ 0.5	0.2	0.2
財貨・サービスの輸出	▲ 0.4	▲ 1.7	2.0	0.8	1.0	1.0
財貨・サービスの輸入	▲ 0.0	1.1	▲ 1.2	▲ 1.4	▲ 0.8	▲ 0.8

予測

注1. 四捨五入の関係上、内数の合計は必ずしも合計項目に一致しない

◇海外経済の現状と見通し

【米国経済】

米国経済は減速している。23年1～3月期の米国の実質GDP成長率は前期比年率+1.1%と、3四半期連続のプラス成長となったが、伸び率は2四半期連続で鈍化している（図表12）。企業の設備投資や個人の住宅投資が、FRB（米連邦準備制度理事会）の金融引締めにより抑制されている。

実質GDPを需要項目別にみると、個人消費は前期比年率3.7%増と、11四半期連続の増加かつ前期の同1.0%増から伸びが拡大した。財消費は同6.5%増と、5四半期ぶりに増加した。半導体不足等の供給制約解消により自動車への支出などが増加した。サービス消費は同2.3%増と、11四半期連続の増加かつ前期の同1.6%増から伸びが拡大した。ヘルスケアや外食・宿泊関連への支出が増加した。

個人消費が堅調に推移した一方、設備投資と在庫投資は、FRBの利上げによる借入金利の上昇や景気減速懸念を受けて減速している。住宅投資は同4.2%減と、8四半期連続の減少となったが、前期の同25.1%減からマイナス幅が縮小した。設備投資は同0.7%増と、11四半期連続の増加となったが、前期の同4.0%増から鈍化した。在庫投資は▲2.26ポイントのマイナス寄与となり、企業が在庫を削減する動きがみられた。

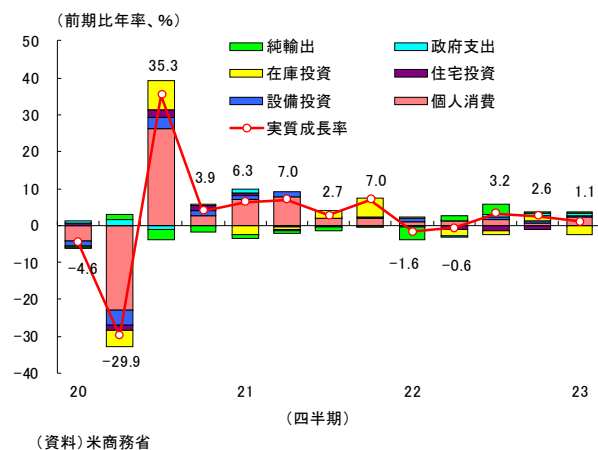
外需は、供給制約の緩和が追い風となり、輸出入ともに増加した。輸出は、財輸出が増加したことで同4.8%増と、2四半期ぶりに増加した。輸入は、財輸入が増加したことで同2.9%増と、3四半期ぶりに増加した。純輸出の寄与度は+0.11ポイントと、前期の+0.42ポイントからは縮小したが、4四半期連続のプラス寄与となった。

雇用・所得環境は堅調さを維持している。4月の失業率は3.4%と、過去最低水準を維持し、4月の非農業部門雇用者数は前月差25.3万人増と、増加ペースは鈍化傾向にあるが、コロナ前19年平均の同16.3万人増を上回っている。労働参加率は改善傾向にあるが、4月は62.6%と、19年末の63.3%に比べると低く、労働需給は引き続きひっ迫している。その結果、賃金上昇が続いている。4月の平均時給は前年比+4.4%と、前月の同+4.3%から小幅に拡大している。1～3月期の雇用コスト指数（職種・業種の構成変動による影響を除外し、賃金のほか付加給付も加算した指数）は前年比+4.9%と、前期の同+5.1%から鈍化しているが、高い伸びを維持している。

物価は、賃金上昇がサービス価格上昇を支えていることで、引き続き高い伸びが続いている。4月のコアCPI（食品とエネルギーを除く消費者物価指数）は前年比+5.5%と、22年9月の同+6.6%をピークに鈍化傾向にあるが、そのペースは緩やかである。

米国経済の見通しについて、成長ペースは年度半ばにかけて減速すると見込んでいる。23年4～6月期は前期比年率▲0.1%、7～9月期は同▲0.7%を予測する。これまでのFRBの利上げが個人消費や設備投資、住宅投資を抑制するだろう。なお、年度後半以降は、中国景気の持ち直しなどによって持ち直すと見込んでいる。

図表12. 米国実質GDP成長率の推移



個人消費は、過剰貯蓄が減少していることに加え、借入金利上昇によって消費を手控える動きなどによって伸びが鈍化するだろう。景気減速による雇用環境の悪化、労働需給緩和による賃金の伸び率鈍化も個人消費を下押しするだろう。住宅投資は、弱い動きが続くだろう。ただし、米国の人口増加と雇用者増加は続いており、潜在的な住宅需要は底堅いことに加え、FRBの利上げの到達点が見えてきたことで住宅ローン金利の先高感次第に和らぎ、住宅価格が幾分下落していることなども追い風となり、年度半ば頃から次第に底打ちとなるだろう。設備投資は、借入金利上昇と銀行の貸出態度厳格化、内外の景気減速によって減少に転じるだろう。ただし、インフレ抑制法案を受けて電気自動車など脱炭素関連の投資が今後増加する可能性があることや、雇用コストの高止まりを設備投資で代替する動きに加え、企業の在庫調整の動きが進捗していることなどから、年度後半以降は設備投資や生産が持ち直すと見込んでいる。輸出は、ユーロ圏など海外景気減速で伸び悩んだ後、供給制約の改善や中国・アジアの景気が緩やかに持ち直すことなどが追い風となり、次第に持ち直すだろう。輸入は、内需の減速によって当面弱い動きとなるだろう。純輸出の実質 GDP に対する寄与度は、輸出の持ち直しに合わせて次第にプラスとなるだろう。

雇用環境について、内外の景気減速によって、企業は徐々に雇用調整を進めるだろう。解雇による人員削減のほか、定年退職による自然減や、新規採用を抑制することで従業員数を管理していくとみられ、求人数は徐々に減少していくだろう。労働需給のひっ迫が解消されていく過程で賃金上昇圧力は次第に落ち着き、賃金上昇を背景としたサービス価格の上昇も次第に落ち着いていくだろう。ただし、米国では新型コロナ感染により何らかの後遺症を抱えて労働市場に復帰出来ない人が相当程度いるため、人手不足が続いている点には注意が必要である。企業は人手確保の懸念から大幅な人員削減までは行わず、失業率の大幅な悪化には繋がらない可能性がある一方で、賃金上昇率の鈍化も緩やかとなる可能性には注意が必要だろう。

実質 GDP 成長率の予測について、23 年は前年比 +1.0%、24 年は同 +1.3% と予測している。 23 年は前回予測（23 年 2 月）から 0.4 ポイント上方修正している。23 年 1~3 月期の成長率が前回予測を上回るなど、米国景気は予想より堅調に推移しており、足元の雇用情勢などからも大幅な景気後退には陥らないとの見方による修正である。

金融政策について、FRB は 22 年 3 月から 23 年 5 月にかけて政策金利を 5% 引き上げ、22 年 6 月から量的引締めも継続している。当社は、今後 FRB が利上げを停止し、23 年内は政策金利を現行の水準（FF 金利の誘導レンジ上限 5.25%）で維持し、量的引き締めも継続すると見込んでいる。 金融引締めにより景気は減速し、賃金上昇率は緩やかながらも次第に落ち着き、消費者物価指数（コア CPI）も鈍化すると予想している。コア CPI は 4 月の前年比 +5.7% から、23 年末で同 +3.5% 程度、24 年末で同 +2.6% 程度に鈍化すると予測している。景気減速と物価上昇率の鈍化を受け、FRB は 24 年 1 月以降に利下げを行い、金融政策を調整すると見込んでいる。

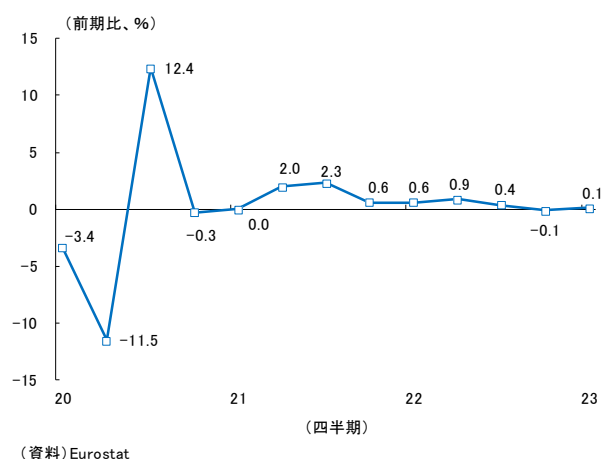
リスク要因として、以下の 3 点に注意が必要だろう。1 点目は、想定以上に景気が強く、物価の伸びが再加速する場合、FRB は更なる利上げと引締めの長期化を強いられ、深刻な景気後退に陥るリスクである。2 点目は、FRB の金融引締めの継続の影響で銀行の破綻が連鎖し、深刻な金融システム不安に繋がるリスクである。3 点目は、米中対立の先鋭化によって、安全保障上の理由などから中国向け輸出が減少するなど、貿易活動が縮小するリスクである。

【欧州経済】

欧州経済は減速している。ユーロ圏の23年1~3月期の実質GDP成長率は前期比+0.1%（年率換算+0.3%）と、前期の同▲0.1%からプラスに転じたが、高インフレとECB（欧州中央銀行）の金融引締めによって低成長が続いている（図表13）。

個人消費は、雇用・所得環境の改善と暖冬の影響が追い風となったが、食品やエネルギー価格高騰による購買力低下によって、増加ペースは鈍化したとみられる。設備投資は、海外経済減速による先行き不透明感や、借入金利上昇などによって減少したとみられる。住宅投資は、住宅ローン金利上昇などによって減少したとみられる。輸出は、供給制約の緩和などによって幾分持ち直したとみられる。主要国の成長率（カッコ内は前期の成長率）は、ドイツが前期比0.0%（同▲0.4%）、フランスが同+0.2%（同0.0%）、イタリアが同+0.5%（同▲0.1%）、スペインが同+0.5%（同+0.4%）と、南欧諸国が相対的には堅調に推移している。

図表13. ユーロ圏実質GDP成長率の推移



今後も、欧州経済は更に減速するだろう。ECBの金融引締め継続による借入金利上昇が個人消費、住宅投資、設備投資を抑制するだろう。但し、資源価格の落ち着きや供給制約解消による生産持ち直しが見込まれ、大幅な景気後退には陥らない見込みである。ユーロ圏の23年4月のHICP（消費者物価指数）は前年比+7.0%と、エネルギー価格下落によって22年10月の同+10.6%から鈍化傾向にあるが、サービス価格の上昇を受けて食品とエネルギーを除くコアHICPは同+5.6%と高止まりしている。雇用環境について、23年3月のユーロ圏の失業率は6.5%と過去最低水準であり、労働需給のひっ迫が続いている。高インフレを受けて賃金改善を求めるストライキが各国で行われ、賃金上昇圧力は高まっている。賃金上昇は個人消費を支える可能性がある一方、サービス価格の更なる上昇に繋がってインフレ率を押し上げる可能性もある。金融政策について、ECBは22年7月から23年5月にかけて計3.75%の利上げを行い、23年3月に量的引締めも開始した。ECBは賃金上昇が高インフレに結び付くことを防ぐために、今後も利上げを続けて景気を抑制するだろう。当社は、ECBが高インフレを抑制するため、23年6月と7月の会合でそれぞれ0.25ポイントの利上げを行い、23年7月末時点の主要政策金利は4.25%となり、当面その水準で据え置く

と想定している。また、23年3月に開始した量的引締めも当面継続するだろう。リスク要因として、引き続き商業用不動産市場の動向に注意が必要だろう。ECBの調査によると、欧州の商業用不動産は不動産投資ファンド（REIFs）がその約4割を保有していると言われていたが、REIFsはいつでも解約が出来る一方、投資対象の商業用不動産の換金性は低く、流動性ミスマッチを抱えている。ECBの利上げ継続によって、REIFsの調達コストが更に上昇すれば、更なる収益性の悪化に繋がる可能性がある。投資家がファンド持ち分の解約を急げば、REIFsによる不動産の投げ売りが起こり、深刻な金融システム不安に発展する可能性もあるだろう。

【中国経済】

中国経済は緩やかに持ち直している。中国の23年1～3月期の実質GDP成長率は前年比+4.5%と、10～12月期の同+2.9%から持ち直している（図表14）。前期比ベースでは+2.2%（10～12月期同+0.6%）となった。個人消費がゼロコロナ政策解除によってサービス消費を中心に持ち直したことや、輸出が供給制約の緩和で持ち直したことなどが寄与している。ただし、3月の全人代で設定された2023年の成長率目標+5%前後を下回っている。

1～3月期の小売売上高は前年比5.8%増と、22年1～12月期同0.2%減から持ち直している。1～3月期の固定資産投資は同5.1%増と、22年1～12月期同5.1%増から底堅く推移している。23年1～3月期の不動産開発投資は同5.8%減と、1～12月期の同10.0%減少からマイナス幅が縮小している。23年1～3月期の輸出は同0.5%増と、10～12月期同6.7%減から持ち直している。

今後も緩やかな持ち直しが続くだろう。ゼロコロナ政策解除による個人消費の持ち直しに加え、緩和的な金融政策の維持や、住宅購入支援策などが景気を支えるだろう。個人消費は、サービス消費を中心に増加が続くだろう。23年5月の大型連休中の中国国内のホテルや航空券の予約件数は19年を超えたとの報道があり、持ち直しの動きが続いているとみられる。住宅投資は、銀行による住宅ローン下限金利引き下げや、事業者による販売促進の値引きが需要を喚起し、緩やかに持ち直すだろう。足元ではそうした値引き等もあり、23年4月の住宅販売額は前年比11.8%増（年初来）と、3ヵ月連続のプラスとなっている。輸出は、欧米の景気減速によって当面弱めの動きとなるだろう。輸入は、内需の緩やかな持ち直しを反映して次第に持ち直すだろう。

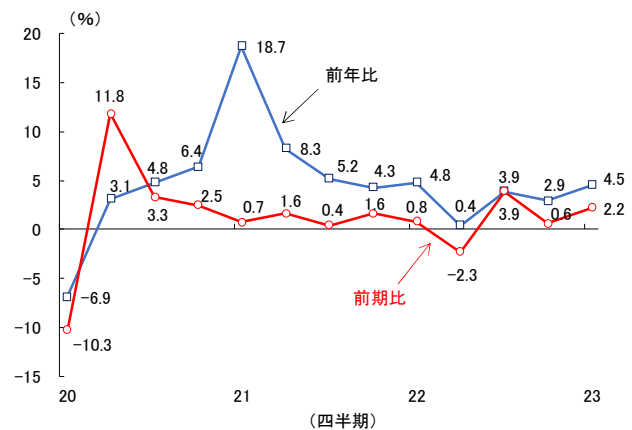
実質GDP成長率の予測について、23年はゼロコロナ政策解除によって景気は持ち直しに転じるが、中長期的には人口減少や安全保障上の理由等による生産拠点の中国国外への移管などが向かい風となって次第に成長率は鈍化していくと見込み、23年は前年比+5.4%（前回2月予測：同+5.4%）、24年は同+4.6%（前回2月予測：同+4.6%）と、前回予測を維持している。

金融政策について、中国人民銀行は景気回復を支えるため、当面現在の金融緩和策を維持するだろう。中国のコアCPIは、23年4月時点で前年比+0.7%と、引き続き低水準にとどまり、米欧のような高インフレの懸念は低い。更なる金融緩和を行い、景気の持ち直しを支える可能性があるだろう。また、景気を支えるために政府が財政支援などを行う可能性もあるだろう。

リスク要因として、引き続き不動産市場の動向に注意が必要だろう。中国の人口は22年に減少に転じており、今後住宅が過剰となる懸念があるほか、足元で若年層の失業率は過去最悪を更新しており、各種支援策によっても住宅購入意欲が上向きか不透明であり、不動産市場の低迷が深刻な景気後退に繋がる可能性があるだろう。

以上

図表14. 中国実質GDP成長率の推移



(資料)中国国家统计局