

2023年度までの日本経済見通し

～更なる回復が期待されるサービス部門～

<要旨>

2022年10～12月期の実質GDPは、全国旅行支援の開始や入国制限の緩和を背景としたサービス消費およびインバウンド消費の回復を主因に、前期比+0.2%(年率+0.6%)のプラス成長となった。成長率は小幅ながら、景気回復基調は維持されたとみる。

政府は5月にも新型コロナウイルスの感染症法上の分類を季節性インフルエンザと同じ「5類」に引き下げる方針を示しており、更なる経済活動の活発化が期待される。またインフレによる実質所得の減少の一部は、2023年度の賃上げによって幾分緩和されるとみる。その結果、2023年度を通じて景気回復基調が維持されよう。以上を踏まえ、実質GDP成長率は2022年度+1.3%、2023年度+1.0%と予測する。

しかし、欧米経済は、粘着的なコア部分を中心にインフレ率が上振れ、更なる金融引き締め強化によって景気後退に陥る可能性があり、外需の下振れリスクは大きい。また、コスト上昇を価格転嫁できず収益力の低下した企業を中心に賃上げが広がらず、実質所得の減少が長期化して、個人消費が腰折れするリスクもある。

1. 実質GDPの動向

2022年10～12月期の実質GDPは、前期比+0.2%(年率+0.6%)と2四半期ぶりのプラス成長となった(図表1)。10月以降、全国旅行支援の開始や海外からの入国制限の緩和など、新型コロナウイルス感染症に対する政府の対応が変化し、経済活動の再開を促す措置が講じられた影響が大きい。項目別にみると、個人消費(前期比+0.5%)は物価高の悪影響を受けつつも、飲食・宿泊などのサービス消費を中心に回復が続いた。また、輸出(同+1.4%)は、訪日外客数の急増に伴うインバウンド消費(サービス輸出)の回復が鮮明となった一方、海外経済の減速が財輸出の重石となり、伸び率が鈍化した。設備投資(同▲0.5%)は、前四半期までの急回復の反動で減少したものの、回復基調は崩れていない。その結果、景気回復は維持されたと評価するが、海外経済の減速および国内の実質所得の減少が続く中、鈍い回復ペースに留まった。

図表1 実質GDP成長率

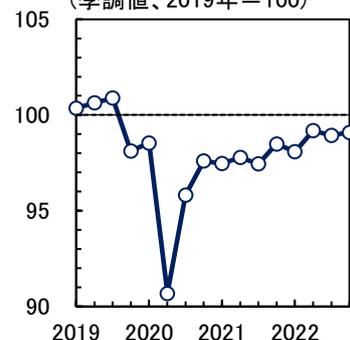
(前期比%) (寄与度%pt)

	2021	2022				2022
	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	
実質GDP	1.1	▲0.4	1.1	▲0.3	0.2	0.2
個人消費	3.0	▲0.9	1.6	0.0	0.5	0.3
住宅投資	▲1.3	▲1.7	▲1.9	▲0.4	▲0.1	0.0
設備投資	0.6	▲0.3	2.1	1.5	▲0.5	▲0.1
民間在庫変動	-	-	-	-	-	▲0.5
政府消費	▲1.1	0.5	0.8	0.1	0.3	0.1
公共投資	▲3.2	▲3.2	0.5	0.7	▲0.5	0.0
輸出	0.4	1.2	1.5	2.5	1.4	0.3
(▲輸入)	0.3	3.8	0.9	5.5	▲0.4	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)



(注)2022年10～12月期まで。

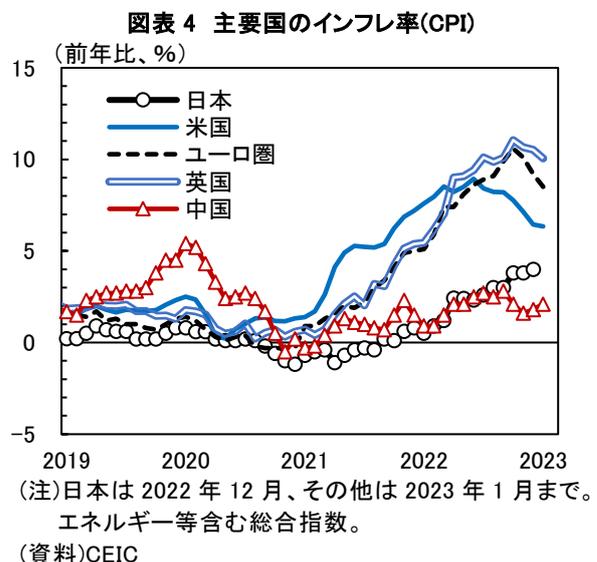
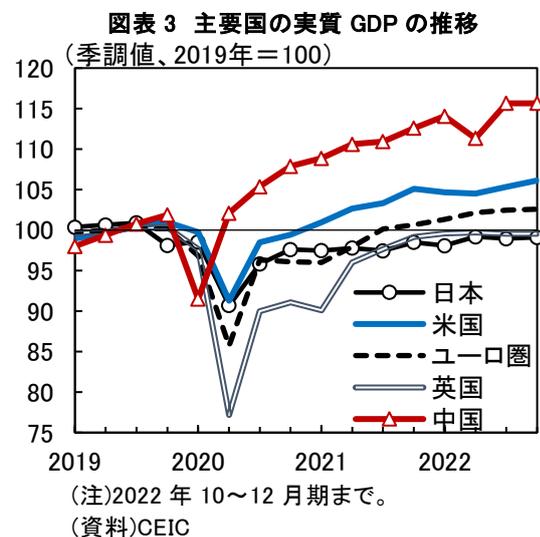
(資料)内閣府「四半期別GDP速報」

2. 主要国経済の動向と見通し

外需環境の前提となる主要国経済は、2022年10～12月期において総じて減速感がみられた(図表3)。米国は、サービスを中心に個人消費が底堅く推移し、2四半期連続のプラス成長となったものの、財消費が頭打ちとなる中で機械を中心に設備投資には弱さがみられた。また金利上昇を背景に住宅投資は大幅な減少が続いており、内需は減速傾向にある。欧州は、事前予想に反して英国・ユーロ圏ともにプラス成長を維持したが、サービス消費のペントアップ需要が一服する中で、高インフレと金利上昇が景気を下押しした。中国は、上海等各地で繰り返されたロックダウンや12月の「ゼロコロナ政策」の相次ぐ緩和による感染急拡大などが経済活動を抑制し、2022年通年で前年比+3.0%と成長目標の+5.5%を大幅に下回る低成長となった。

先行き、中国は「ゼロコロナ政策」の解除に伴うペントアップ需要の顕在化が期待される。感染拡大は2月時点で既に落ち着いていることから、2023年1～3月期からサービス消費の回復感が強まり、2023年の成長率は5.0%台前半まで高まるとみる。また、欧米ではコモディティ価格の低下などを受けてインフレ率はピークアウトしつつあり、2023年前半には利上げが停止されると予想する(図表4)。しかし、インフレ目標の2%前後までインフレ率が低下するには時間を要し、利下げ局面に転じるのは欧米とも2024年になろう。そして、金融引き締めの影響は、タイムラグを伴って実体経済へ波及することから、投資を中心に内需が下押しされ、欧米経済は2023年末にかけて減速ないし停滞した状態が続こう。

したがって主要国経済は、中国の景気回復が期待されるが、欧米を中心に総じて弱い景気環境が続くとみる。こうした外需環境の変化を踏まえ、以下では日本経済の現状と見通しを示したい。



3. 日本経済の現状と見通し

(1) 輸出

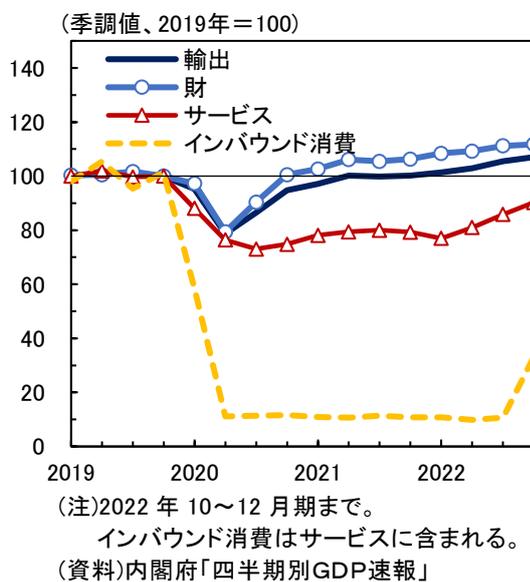
2022年10～12月期の実質輸出(SNA)は、財・サービスともに増加して前期比+1.4%となった(次頁図表5)。サービス輸出は、10月以降の海外からの入国制限の緩和によって訪日外客数が

急速に回復したことから、インバウンド消費が牽引した。一方、財輸出は、供給制約の緩和を背景に自動車関連財の持ち直しが続いたものの、海外経済の減速が重石となった。

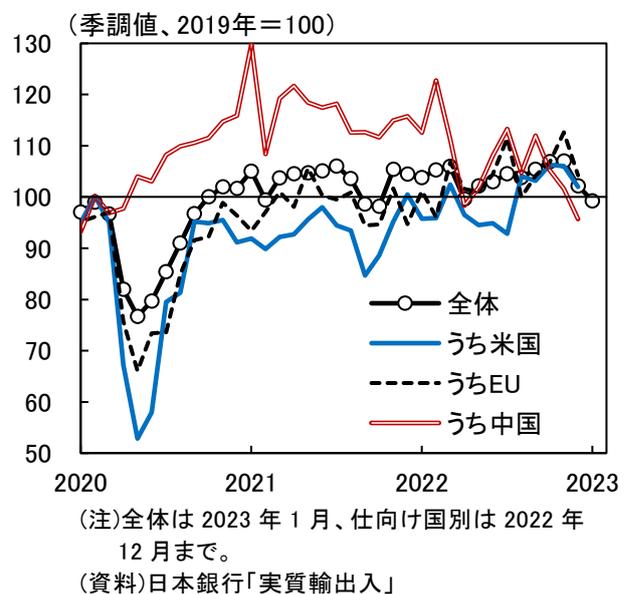
先行き、訪日外客数は、中国政府が依然として日本への海外団体旅行を解禁していないことから中国人観光客がコロナ禍前の水準を回復する時期は見通せないが、中国を除くアジアからの観光客を中心に回復が続き、サービス輸出の持ち直しは続く。一方、財輸出は、足下の2022年12月から2023年1月にかけて2ヵ月連続で減少している(図表6)。中国の感染収束により2月以降は中国向け輸出が回復に向かうとみられる一方、2023年を通じて欧米の景気減速が続くとみることから、財輸出は低調に推移することになる。

以上より、財・サービスの実質輸出(SNA)は、サービス輸出の回復を、財輸出の不振が下押しし、2022年度+5.0%、2023年度+3.0%と予測する。

図表5 実質輸出(SNA)



図表6 仕向け国別の実質輸出

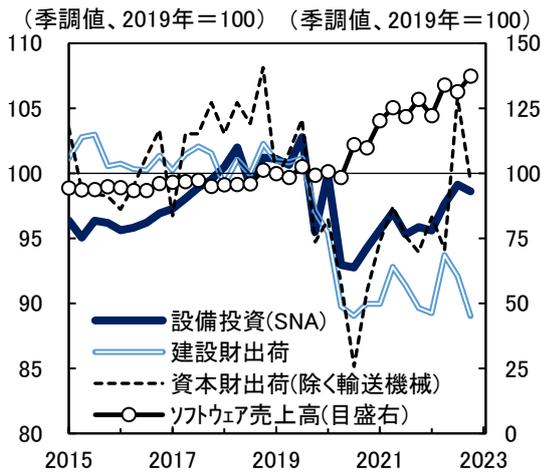


(2)設備投資

2022年10～12月期の設備投資は、大幅な増加の続いた前四半期までの反動から前期比▲0.5%と減少したが、均せば回復基調は崩れていない(次頁図表7)。形態別では、ソフトウェア投資が堅調な状況は変わらず、機械投資も大きな振れを伴いながら回復基調は維持している。一方、建設投資は、コスト上昇の影響や建設業の人手不足に伴う供給制約もあって、均すと横ばい推移となっている。

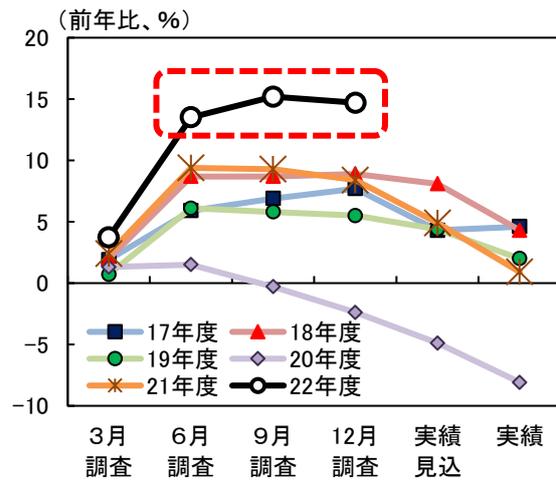
日銀短観(12月調査)では、2022年度の設備投資計画が例年を大幅に上回る伸び率が続く(次頁図表8)。計画は年度末にかけて下方修正されていく見込みであるが、設備投資の水準は2023年1～3月期にもコロナ禍前の2019年平均水準を四半期ベースで回復しよう。その先、2023年度は人手不足や賃上げ要求を背景に、生産性改善に向けた投資が見込まれるほか、デジタル化投資、気候変動対応投資なども後押しし、増加基調が続くとみる。但し、海外経済の減速に伴う財の輸出・生産の弱さを背景に、回復ペースは鈍化しよう。以上より、設備投資(SNA)は2022年度+3.1%、2023年度+2.2%と予測する。

図表7 設備投資(SNA)と一致指標



(注)2022年10～12月期まで。出荷は国内向け。
ソフトウェア売上高は実質化のうえ独自季調。
(資料)内閣府「四半期別GDP速報」、経済産業省「鉱工業出荷内訳表」「特定サービス産業動態統計調査」

図表8 設備投資計画修正パターン



(注) ソフトウェア・研究開発投資を含み、土地投資を除く。全規模全産業(金融機関含む)。
(資料)日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

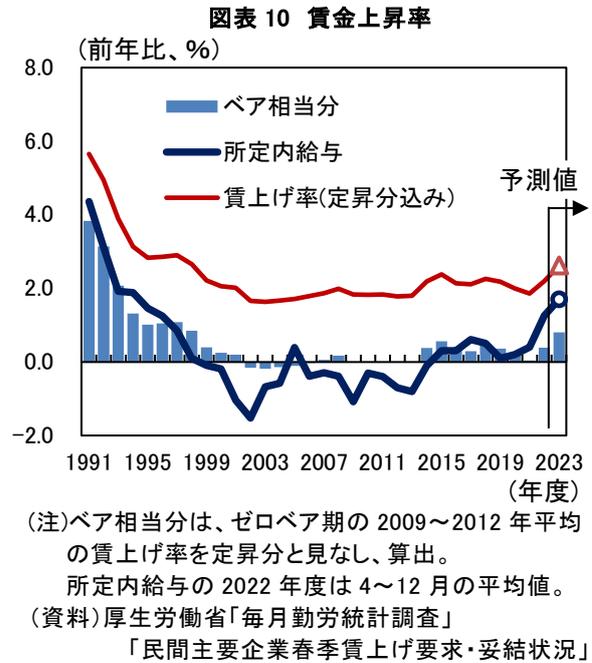
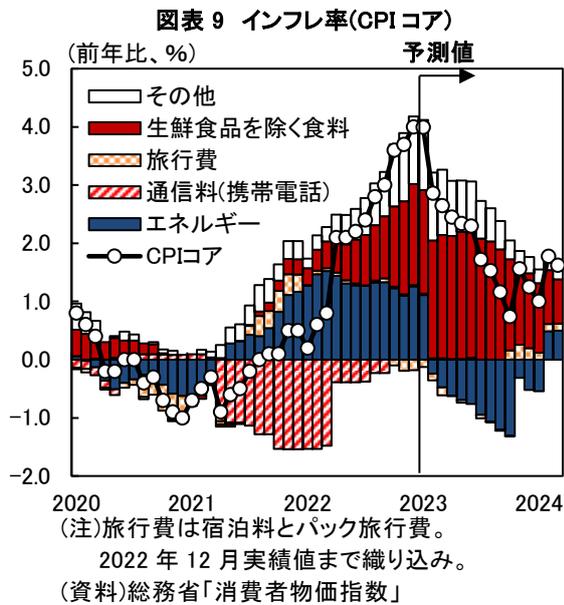
(3)物価・賃金情勢

インフレ率(CPIコア)は、2022年12月に1980年代以来となる前年比+4.0%まで上昇し、2022年平均では同+2.3%となった(次頁図表9)。項目別にみると、コモディティ価格の上昇や円安に伴う輸入物価上昇を背景に、エネルギーや食料品、耐久財などの上昇寄与が大きい状況が続いており、特に食料品は企業による価格転嫁の動きが長引いている。

もともと、既にコモディティ価格はピークアウトし、ドル円レートも2022年10月につけた150円からは円高方向で推移しており、輸入物価は低下に転じている。先行き、インフレ率は、政府による電気代・ガス代の負担軽減策の効果が顕在化して2月にも3.0%前後まで低下しよう。その後も徐々に低下していき、2023年後半には2.0%を下回ると予測する。その間、一部の電力会社による電気代の値上げが4月から順次見込まれるものの、燃料価格の輸入単価も低下に転じていることから、値上げ申請時点の各社想定よりは電気代の上昇幅が抑制されるとみる。

インフレ率が歴史的な高水準となる中、賃金情勢への関心も高まっている。厚労省の毎月勤労統計調査によれば、12月速報において現金給与総額は特別給与(ボーナス等)の回復に後押しされ前年比+4.8%となり、2022年平均では+2.1%となった。但し、足下で名目賃金は上昇しているが、物価上昇には追いつけず、実質賃金はマイナスで推移している。

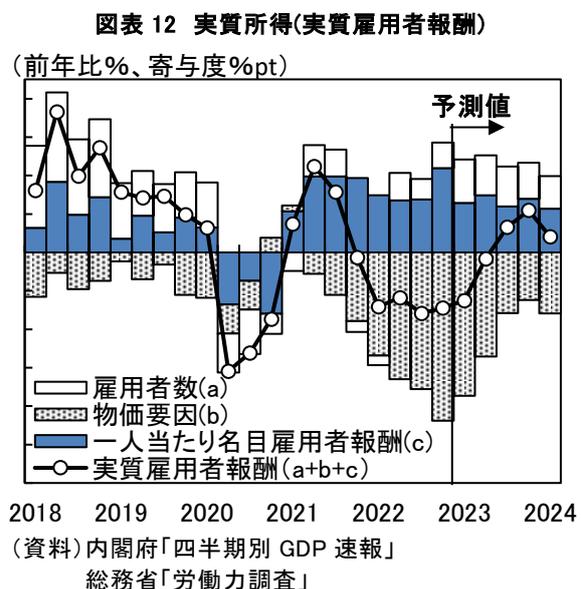
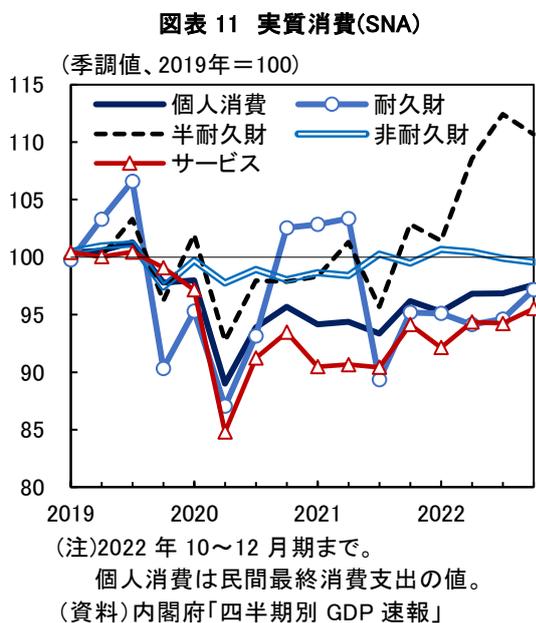
先行き、2023年度の春闘では、前年のインフレ率が1980年代以来の水準となったことを受けて、労働組合側も高水準の賃上げを要求する見込みである。実際、一部の大手企業からは例年を上回る大幅な賃上げが既に発表されている。また、政府からのインフレ率を上回る賃上げ要請など、社会的な機運も高まっていることから、賃上げ率は90年代半ば並みの水準まで高まると予測する(次頁図表10)。



(4)個人消費

2022年10～12月期の個人消費(SNA)は、前期比+0.5%と増加した。10月からの全国旅行支援の開始などが追い風となり、新型コロナウイルス感染症の感染拡大が繰り返される中でも、コロナ禍前の水準に向けてサービス消費の回復が続き、外出機会が増える下で衣類などを含む半耐久財も高水準を維持した(図表 11)。

政府は、需要喚起策の全国旅行支援を1月以降も延長したほか、3月にはマスクの着用基準の緩和、5月には新型コロナウイルスの感染症法上の分類を「2類」から季節性インフルエンザと同じ「5類」へ引き下げる方針を示している。それに伴い、企業も出張や職場の飲み会などを再開しやすくなることから更に人出の回復が促され、サービス消費を中心に個人消費の回復が持続するとみる。インフレによる実質所得の減少が個人消費の重石となる状況は続くが、2023年度の春闘によって基本給(所定内給与)の伸び率は高まるとみることから、前回見通し作成時点(2022年11月)との比較では、実質所得減少による個人消費への下押し圧力は幾分緩和するとみる(図表 12)。以上を踏まえ、個人消費(SNA)は、2022年度+2.5%、2023年度+1.2%と予測する。



(5) 金融政策

日本銀行は、2022年12月の金融政策決定会合にて、イールドカーブの歪みに伴う債券市場の機能低下を是正するために、10年国債利回りの変動許容幅を「±0.25%程度」から「±0.50%程度」へ拡大した。また1月会合では、イールドカーブ全体のコントロール力を強化する手段として、共通担保オペが拡充された。日本銀行は、これらの政策対応によってイールドカーブ・コントロール(YCC)の持続性を高めたとの見方を示している。しかし、12月の10年国債利回りの変動許容幅拡大後もイールドカーブの歪みは是正されず、1月の共通担保オペの拡充に至ったことから、イールドカーブのコントロールが困難化していることは疑いの余地が無い。

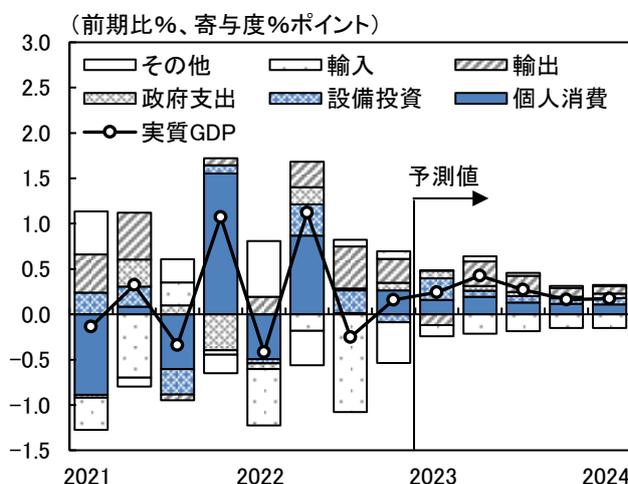
次期日銀総裁候補となった植田和男氏は、経済学者であるほか、過去に日銀審議員(1998年4月～2005年4月)を務め、経済金融理論は基より政策実務にも精通しており、物価安定目標の達成に向けて金融市場とのコミュニケーションにも配慮した安定的な政策運営が期待される。

今後、植田新総裁(2023年4月～)の下では、異次元緩和の副作用が経済・物価情勢に与える影響の検証・評価のうえ、市場機能を回復させるための政策修正が為される可能性が高いとみている。また、政府と日本銀行の共同声明における物価安定目標の位置づけが変更されるかについて、新体制の政策スタンスに影響を与えることから注目したい。

(6) 総括

経済見通し全体を総括すると、2023年1～3月期は、財輸出の減少が見込まれるが、政府の需要喚起策や入国制限緩和など経済活動の正常化を促す政策の効果が続き、サービス消費やインバウンド消費(サービス輸出)の回復に支えられて、前期比+0.2%(年率+1.0%)のプラス成長と予測する(図表13)。その先も、新型コロナウイルスの感染症法上の分類変更が更なる経済活動の再開を促すことになる。但し、海外経済の減速や2023年前半まで続くとみる実質所得の減少が重石となり、回復ペースは抑制される。以上を踏まえ、日本の実質GDP成長率は2022年度+1.3%、2023年度+1.0%と予測する。また、実質GDP水準回復のメルクマールとなる2019暦年平均を四半期ベースで回復する時期は2023年度後半との見方は前回見通しから変わらない(図表14)。

図表13 実質GDP成長率(年率)の寄与度分解



図表14 実質GDPの予測パス



4. リスク要因

上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。特に、賃上げ動向については、上振れ・下振れ双方の可能性が考えられる。コロナ禍前と比較して一層の高齢化が進展している中、労働参加が進んでも雇用者数は増えにくい状況になっており、人手不足の深刻化から賃上げの動きが幅広く広がることが考えられる。一方、コスト上昇を十分に価格転嫁できていない企業などは、収益基盤の弱さから賃上げには応じられない可能性が高い。その結果、賃金上昇率が予測ほどには高まらず、実質所得の減少が長期化して、個人消費の回復が腰折れするリスクがある。

また上振れ要因としては、中国人観光客の増加が挙げられる。訪日外客数が、早期にコロナ禍前水準を回復するためには、やはり中国からの観光客の受け入れが欠かせない。中国政府により日本への海外団体旅行が解禁されれば、他国からの訪日客数と同じく、急回復が想定される。

一方、下振れ要因としては、海外経済の景気後退リスクが大きい。欧米のインフレ率は既にピークアウトしてきているが、粘着性の強いコア部分のインフレ圧力はなお高く、各国中銀の政策金利のターミナルレートが大幅に切り上がり、景気への下押しが強まる可能性がある。また、中国は「ゼロコロナ政策」を解除し景気が回復に向かうとみるものの、欧米のワクチンが普及していない中で感染再拡大や変異株の発生によって、経済活動への下押しおよびグローバルサプライチェーンの混乱が再び強まることもあろう。

したがって、足下のリスク認識としては、上振れ要因よりも下振れ要因の方が大きい状況が続いており、国内景気が腰折れする可能性は十分にあるとみている。

図表 15 リスク整理

上振れ要因	<ul style="list-style-type: none"> ・賃上げの広がり ・中国人観光客の増加 ・新型コロナウイルス感染症への治療薬の普及
下振れ要因	<ul style="list-style-type: none"> ・賃上げの不振 ・世界的なインフレ率の上振れ、金利引き上げ局面の長期化 ・中国における感染再拡大と景気回復鈍化、グローバルサプライチェーンの混乱 ・ウクライナ危機のエスカレーションによるコモディティ価格の再上昇 ・円安進行、消費財へのコスト転嫁長期化による国内インフレ率の上振れ ・国内外経済の不確実性上昇による設備投資の先送り ・米中摩擦の悪化(貿易、安全保障、人権問題、ハイテク覇権等) ・新たな変異株による感染拡大(行動制限の再導入)

(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：2023年2月21日)

	単位	2022				2023				2024	2021	2022	2023
		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(%)	-0.4	1.1	-0.3	0.2	0.2	0.4	0.3	0.2	0.2	2.6	1.3	1.0
	前期比年率(%)	-1.7	4.6	-1.0	0.6	1.0	1.7	1.1	0.7	0.7			
民間最終消費	前期比(%)	-0.9	1.6	0.0	0.5	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2	1.5	2.5	1.2
民間住宅投資	前期比(%)	-1.7	-1.9	-0.4	-0.1	-0.4	-0.3	-0.2	-0.2	-0.3	-1.1	-4.6	-1.0
民間設備投資	前期比(%)	-0.3	2.1	1.5	-0.5	1.4	0.4	0.4	0.4	0.4	2.1	3.1	2.2
民間在庫変動	前期比寄与度 (%ポイント)	0.7	-0.3	0.1	-0.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.3	0.1	-0.2
政府最終消費	前期比(%)	0.5	0.8	0.1	0.3	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	3.4	1.2	0.7
公的固定資本形成	前期比(%)	-3.2	0.5	0.7	-0.5	1.3	0.1	0.2	-0.6	0.3	-6.4	-3.5	0.8
財貨・サービス輸出	前期比(%)	1.2	1.5	2.5	1.4	-0.6	1.2	0.8	0.4	0.4	12.3	5.0	3.0
財貨・サービス輸入	前期比(%)	3.8	0.9	5.5	-0.4	0.6	0.8	0.7	0.6	0.6	7.0	7.8	3.4
内需寄与度	前期比寄与度 (%ポイント)	0.0	1.0	0.4	-0.2	0.5	0.4	0.3	0.2	0.2	1.8	1.9	1.2
外需寄与度	前期比寄与度 (%ポイント)	-0.4	0.1	-0.6	0.3	-0.2	0.1	0.0	-0.1	-0.1	0.8	-0.6	-0.2
<名目>													
国内総支出	前期比(%)	0.2	1.0	-0.8	1.3	1.2	0.8	-0.2	0.7	0.6	2.4	1.8	2.6
GDPデフレーター	前年同期比(%)	0.3	-0.3	-0.4	1.1	1.6	1.9	2.2	1.5	1.0	-0.1	0.5	1.6
鉱工業生産指数	前期比(%)	0.8	-2.7	5.8	-3.0	0.2	1.0	0.6	0.4	0.5	5.8	0.0	1.8
企業物価指数	前年同期比(%)	9.3	9.7	9.6	10.0	8.7	6.6	4.9	2.4	1.3	7.1	9.5	3.7
輸出物価指数	前年同期比(%)	12.6	17.6	18.9	15.1	6.3	-3.4	-5.9	-5.9	-0.4	11.2	14.4	-4.0
輸入物価指数	前年同期比(%)	33.6	45.3	46.8	30.7	14.4	-3.5	-10.5	-8.6	-0.1	31.3	33.4	-5.9
消費者物価指数(生鮮食品除く)	前年同期比(%)	0.6	2.2	2.7	3.8	3.2	2.4	1.5	1.2	1.5	0.1	3.0	1.6
完全失業率	%	2.7	2.6	2.6	2.5	2.5	2.5	2.4	2.4	2.4	2.8	2.5	2.4
雇用者数	前年同期比(%)	-0.2	0.7	0.5	0.7	1.1	1.0	1.0	0.9	0.9	0.2	0.8	1.0
1人当たり名目賃金	前年同期比(%)	1.5	1.5	1.7	3.3	1.3	2.2	1.9	2.2	1.8	0.7	2.0	2.0
名目雇用者報酬	前年同期比(%)	1.2	2.1	1.9	2.9	2.5	3.3	2.9	3.1	2.6	2.1	2.4	3.0
新設住宅着工戸数	季調済年率(万戸)	87.1	85.3	86.3	85.1	85.3	84.7	84.3	83.4	84.0	86.6	85.5	84.1
貿易収支	兆円	-1.9	-3.8	-5.5	-4.6	-4.6	-5.1	-4.7	-4.7	-4.9	-1.6	-18.5	-19.4
輸出	兆円	22.4	24.1	25.5	26.7	24.3	24.1	24.4	25.4	24.5	85.6	100.6	98.4
輸入	兆円	24.3	27.8	31.0	31.4	28.9	29.1	29.1	30.1	29.4	87.2	119.1	117.8
第一次所得収支	兆円	8.7	8.0	10.2	8.3	10.4	8.4	10.0	8.0	10.9	29.2	37.0	37.3
経常収支	兆円	4.9	2.4	2.4	1.8	4.6	2.3	4.0	2.1	4.9	20.3	11.1	13.2
米国実質GDP(暦年ベース)	前期比年率(%)	-1.6	-0.6	3.2	2.9	0.5	0.4	0.1	0.1	1.0	5.9	2.1	1.1
中国実質GDP(暦年ベース)	前年同期比(%)	4.8	0.4	3.9	2.9	4.5	7.0	4.0	5.8	4.0	8.5	3.0	5.3
無担保コールレート翌日物	平均値、%	-0.03	-0.03	-0.03	-0.06	-0.02	-0.02	-0.02	-0.02	-0.02	-0.04	-0.04	-0.02
10年国債利回り	平均値、%	0.18	0.24	0.23	0.28	0.46	0.50	0.50	0.50	0.50	0.09	0.30	0.50
ドル円レート	平均値、円/ドル	116.2	129.6	138.3	141.5	130.6	130.0	130.0	130.0	130.0	112.4	135.0	130.0
WTI原油価格	平均値、ドル/バレル	95.2	108.8	91.6	82.8	79.2	80.4	80.2	78.8	77.1	77.3	90.6	79.1

→予測値

→予測値