

2023・2024 年度の日本経済見通し

～待たれる実質所得のプラス転換～

<要旨>

2023 年 1～3 月期の実質 GDP は、海外経済の弱さを背景に財輸出が大幅に減少したが、供給制約の緩和から耐久財消費が増加したほか、サービス消費やインバウンド消費の回復も続き、前期比+0.4%(年率+1.6%)のプラス成長となった。

先行き、2023 年度前半は、インフレの影響で実質所得が減少する中でも、新型コロナウイルス感染症の 5 類移行を背景に経済活動の正常化が進展し、サービス消費の回復が国内景気を支えよう。但し、サービス消費のコロナ禍前水準(2019 暦年)への回復余地は縮小しており、海外経済の減速を背景に財輸出の低調も続くことから、景気回復ペースは鈍化していこう。

その先、2023 年度後半には、インフレ率が 2.0%前後まで低下する一方で、良好な春闘の結果と人手不足から賃金上昇率が高まり、雇用も増加することから、実質所得がプラス転換すると見る。加えて、2024 年以降、海外経済の復調で財輸出も持ち直しに向かう。そのため、国内経済は減速するも回復基調は維持し、実質 GDP 成長率は 2023 年度+1.0%、2024 年度+0.7%と予測する。

しかし、欧米経済が金融引締め強化や銀行セクターの混乱を背景に景気後退に陥り、外需が下振れるリスクがある。また、企業の価格設定行動の変化からサービス価格でもインフレが進み、実質所得のプラス転換が遅れ、個人消費が腰折れするリスクもある。

1. 実質 GDP の動向

2023 年 1～3 月期の実質 GDP は、前期比+0.4%(年率+1.6%)のプラス成長となった(図表 1)。項目別に見ると、個人消費(前期比+0.6%)は、供給制約の緩和を受けて自動車などの耐久財消費が増加し、飲食・宿泊などサービス消費の回復も続いた。また、訪日客数は急速に回復し、インバウンド消費を含むサービス輸出(同+5.6%)を押し上げた。設備投資(同+0.9%)も前四半期から反発した。一方、海外経済の減速を背景に財輸出(同▲6.5%)は大幅に減少した。外需の弱さを、経済活動の正常化に伴う国内需要の回復が下支えする結果となった。足下、実質 GDP 水準は、コロナ禍前の 2019 暦年水準を依然として▲0.6%下回っている(図表 2)。

図表 1 実質 GDP 成長率

	2022 (前期比%) (寄与度%pt)				2023 1-3
	1-3	4-6	7-9	10-12	
実質GDP	▲ 0.5	1.1	▲ 0.2	0.0	0.4
個人消費	▲ 1.1	1.7	0.0	0.2	0.6
住宅投資	▲ 1.8	▲ 1.8	▲ 0.5	0.1	0.2
設備投資	▲ 0.2	2.1	1.5	▲ 0.7	0.9
民間在庫変動	-	-	-	-	-
政府消費	0.7	0.7	0.0	0.2	0.0
公共投資	▲ 4.0	0.6	1.1	0.2	2.4
輸出	1.2	1.5	2.5	2.0	▲ 4.2
(▲輸入)	3.7	1.0	5.6	0.0	▲ 2.3

(資料)内閣府「四半期別GDP速報」

図表 2 実質 GDP 水準



(資料)内閣府「四半期別GDP速報」

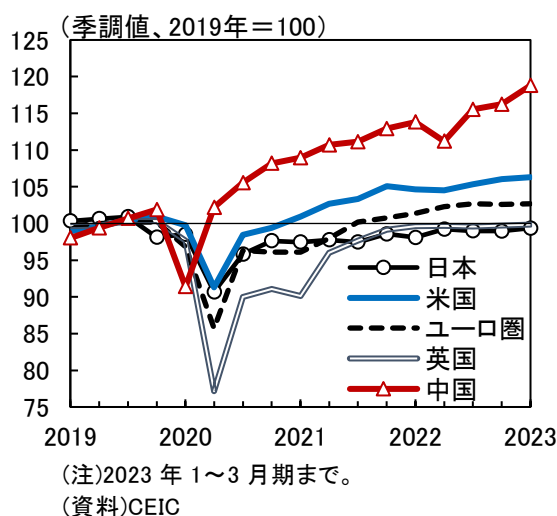
2. 主要国経済の動向と見通し

外需環境の前提となる主要国経済は、2023 年 1～3 月期において中国が成長率を高めた一方で、欧米はプラス成長ながら低い成長率となった(図表 3)。中国は、ゼロコロナ政策が解除された反動からサービス部門を中心に回復が顕著であった。一方、米国は、雇用・賃金の堅調から個人消費の底堅い状況が続くが、利上げの影響を受けて、住宅投資に加え設備投資にも弱さが顕在化し始めた。欧州は、英国・ユーロ圏ともに高インフレ・金融引締めに伴う景気の下押しが続いた(図表 4)。

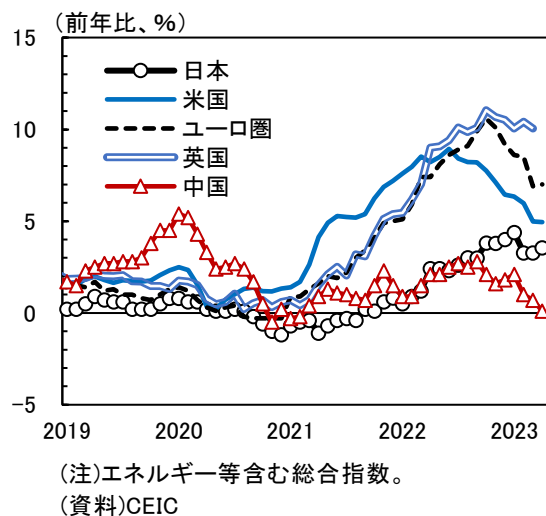
先行き、中国はゼロコロナ政策の解除に伴うペントアップ需要の顕在化が続くと見るが、サービス消費が中心であることに加え、世界経済の減速を背景に財の輸出・生産の強い伸びは期待できず、日本からの財輸出には繋がりづらい。また欧米では、政策金利の利上げ停止が近いと見るが、累積的な利上げの効果がタイムラグを伴って顕在化することに加え、3 月に生じた銀行セクターの混乱を背景に銀行の貸出態度の厳格化が進み、2023 年末にかけて実物資産投資を中心に景気への下押しが続くと見る。その先、2024 年に入ると、欧米では利上げ効果等によるインフレ圧力の緩和を背景に順次利下げに転じていき、欧米景気は徐々に回復基調に復していくと見る。

したがって、主要国経済は、2023 年末にかけて停滞した後、2024 年以降、持ち直していくと見る。こうした外需環境の変化を踏まえ、以下で日本経済の現状と見通しを示す。

図表 3 主要国の実質 GDP の推移



図表 4 主要国のインフレ率(CPI)



3. 日本経済の現状と見通し

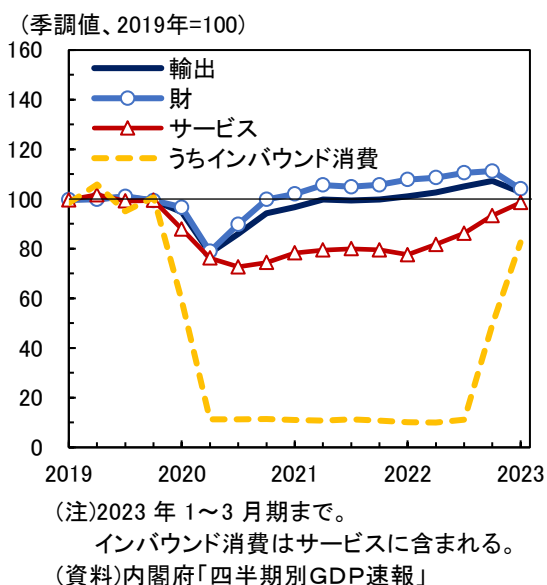
(1) 輸出

2023 年 1～3 月期の実質輸出(SNA)は、前期比▲4.2%の大幅なマイナスとなった(次頁図表 5)。2022 年 10 月の入国制限の緩和以降、訪日客数が急速に回復したことに加え(次頁図表 6)、円安が追い風となりインバウンド消費が急回復したことで、サービス輸出は前期比+5.6%の増加となったものの、海外経済の減速を背景とした財輸出(前期比▲6.5%)の大幅な減少が影響した。

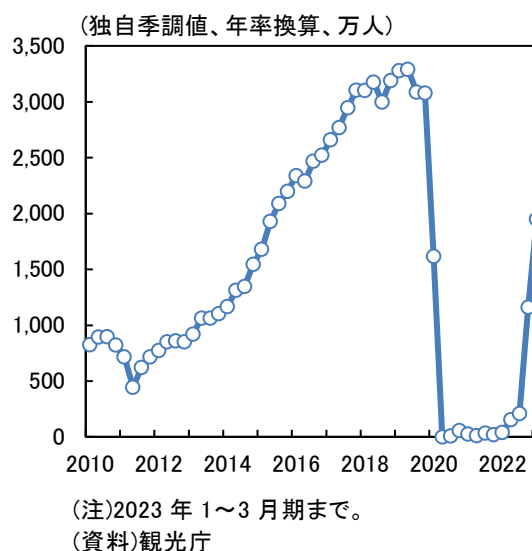
先行き、中国政府による日本への団体旅行解禁がなお見通せない状況であるが、中国を含め国際線が増便されつつあることから訪日客数の回復は続き、サービス輸出は国内経済の下支え役を続けよう。しかし、財輸出は 2023 年末にかけて海外経済が減速していくと見ることから低調に推移し、2024 年に入ってから徐々に伸び率を高めていくと見る。

以上より、財・サービスの実質輸出(SNA)は、財輸出の不振をサービス輸出が下支えし、2023 年度+0.6%、2024 年度+0.9%と予測する。

図表 5 実質輸出(SNA)



図表 6 訪日客数



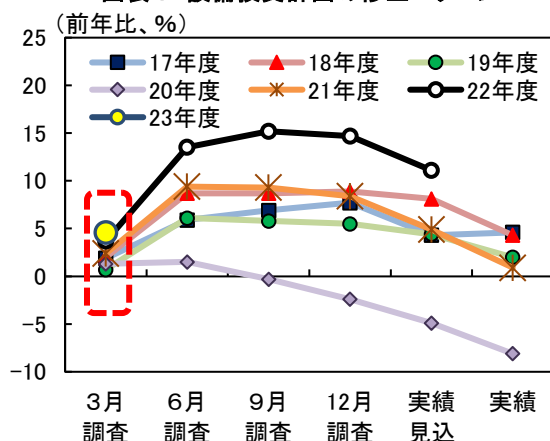
(2)設備投資

2023 年 1～3 月期の設備投資は、前期比+0.9%と前四半期からの反発を見せ、回復基調を維持した。その結果、回復の遅れていた設備投資も、コロナ禍前の水準(2019 暦年)を▲0.6%下回る程度まで持ち直した。

日銀短観(3 月調査)では、2023 年度の設備投資計画が前年比+4.6%と、2022 年度を上回る高水準となった(次頁図表 7)。名目値であることから、企業物価の上昇を考慮する必要があるものの、企業の積極的な設備投資意欲が窺われる。3 月調査時点の設備投資計画について産業別の内訳を見ると(次頁図表 8)、2022 年度は非製造業が弱い計画を出す一方で、製造業の投資計画が牽引した。しかし、2023 年度は逆に製造業の計画が縮小する一方で、非製造業の計画が大幅に増加している。経済活動の正常化の下で進む財からサービスへの需要のシフトと整合的に、今年度は設備投資に占める非製造業の存在感が高まる可能性が高い。

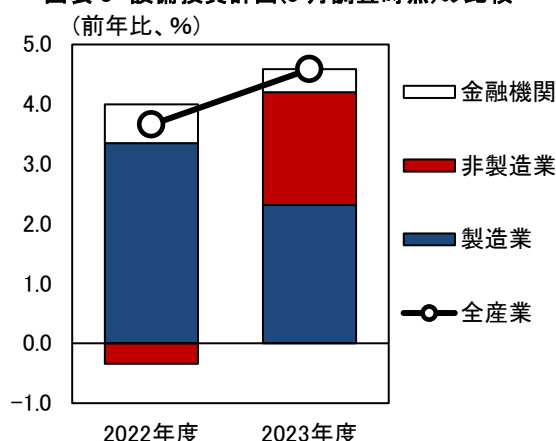
その先、2024 年度も、人手不足を背景とした労働生産性の改善に向け省力化・効率化投資が見込まれるほか、デジタル化投資、気候変動対応投資などが後押しし、増加基調が続くと見る。以上より、設備投資(SNA)は 2023 年度+3.2%、2024 年度+2.4%と予測する。

図表7 設備投資計画の修正パターン



(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」

図表8 設備投資計画(3月調査時点)の比較



(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」

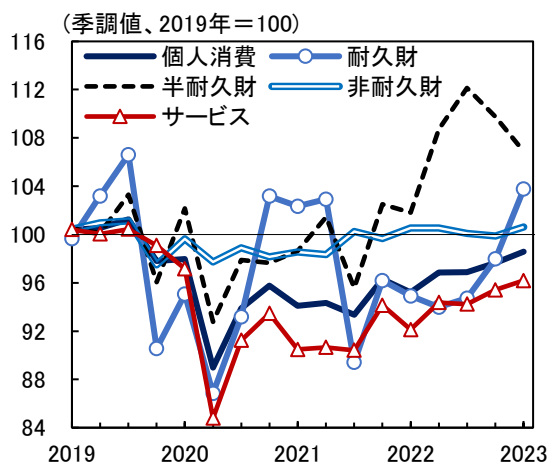
(3)個人消費

2023年1～3月期の個人消費(SNA)は、前期比+0.6%の増加となった。供給制約の緩和を背景に自動車などの耐久財消費が増加した。加えて、全国旅行支援などの需要喚起策を追い風に、飲食・宿泊などのサービス消費の回復も続いた(図表9)。

先行き、5月に新型コロナウイルス感染症の感染症法上の分類が「2類」から季節性インフルエンザと同じ「5類」へ引き下げられたことを背景に、経済活動の正常化が一段と進むことが期待される。各地でのイベント再開による家計の外出活発化のほか、企業の自主的な制限が撤廃されることで職場の飲み会なども再開しやすくなる。したがって、2023年度前半は、引き続きサービス消費が個人消費を支えると見る。但し、サービス消費の回復余地は縮小してきており、個人消費の増加ペースは徐々に鈍化していくであろう。

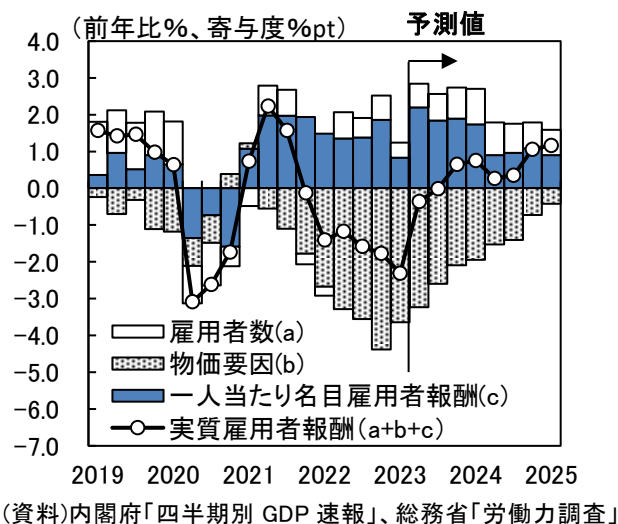
2023年度後半以降、個人消費は所得環境に左右される度合いが強まろう。現時点では、インフレ率が徐々に低下していく一方で、良好な春闘の結果を背景に名目賃金の上昇が進み、雇用もサービス部門を中心に回復に向かうことから、2023年度後半には実質所得が前年比ベースでプラス転換すると見る(図表10)。その結果、個人消費は腰折れを回避し、鈍いながらも増加基調を維持しよう。以上を踏まえ、個人消費(SNA)は、2023年度+1.1%、2024年度+0.6%と予測する。

図表9 実質消費(SNA)



(注)個人消費は民間最終消費支出の値。
(資料)内閣府「四半期別GDP速報」

図表10 実質所得(実質雇用者報酬)



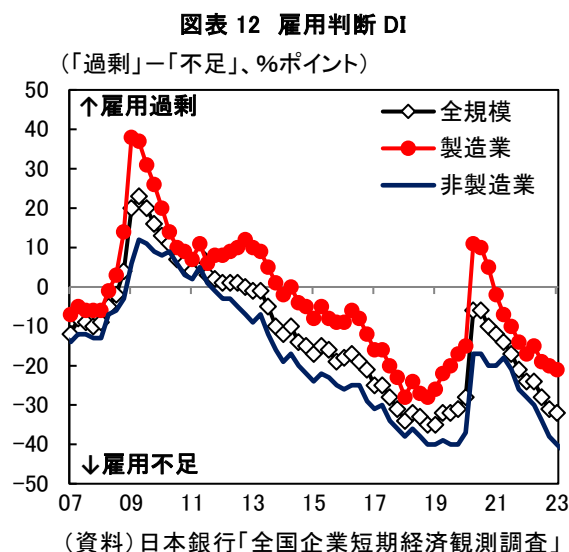
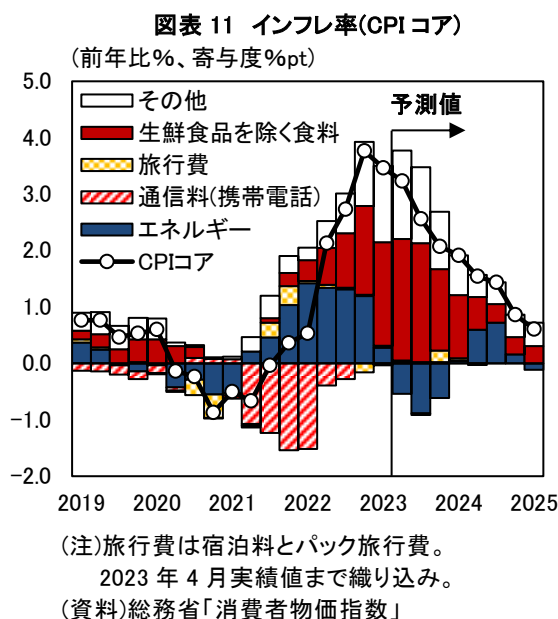
(資料)内閣府「四半期別GDP速報」、総務省「労働力調査」

(4) 物価・賃金情勢と金融政策

インフレ率(CPI コア)は、2023 年1月に前年比+4.2%まで上昇した後、政府による電気代・ガス代の抑制策の効果が顕在化して2月に+3.1%まで急低下した。その後、輸入物価はピークアウトしたが、食料を中心にコスト転嫁の動きが長引いているほか、理美容サービスなど一部のサービスでもコストを転嫁する動きが広がっており、足下の4月は+3.4%となった。

先行き、6 月の電気代の値上げが攪乱要因であるものの、コモディティ価格の低下を背景にエネルギーは寄与を明確に低下させていくことから、インフレ率は2023 年10～12 月期に2.0%前後まで低下すると見る(図表 11)。その先、電気代・ガス代抑制策等の政策効果の剥落による振れを伴いながら、2023 年度末までには+2.0%以下へ低下すると予測する。

一方、2023 年度の春闘にて2.0%前後の賃上げ率(ベア)を達成する見込みであり、労働需給もひっ迫していることから、国内企業全体の賃金上昇率も2023 年度前半には2.0%近くまで高まると見る。日銀短観の雇用判断 DI を見ると、非製造業を中心に人手不足感はコロナ禍前並みに深刻化しており、2024 年度以降も賃金上昇率はプラスで推移しよう(図表 12)。但し、人口減少下で内需が高まりづらい中、物価も2.0%以下へと低下していく見込みであることから、2024 年度も2.0%近い賃金上昇率が持続することは想定できない。



そのような環境下、インフレ率が低下に向かい賃金情勢も鎮静化していく中では、2.0%の物価安定目標の達成には至らないであろう。そのため、植田新総裁(2023 年 4 月～)の下でも日本銀行は緩和的な金融環境を維持すると見る。

しかし、イールドカーブの歪みなどの債券市場機能の低下や急激な円安進行など、現在のイールドカーブ・コントロール(YCC)を維持することに伴う弊害も生じており、今後、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予想する。

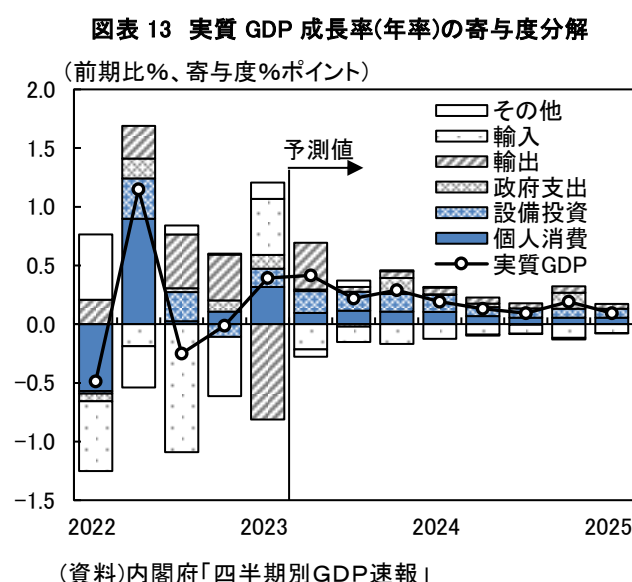
2023 年 4 月の金融政策決定会合では、デフレ脱却に向けて過去 25 年に亘り実施されてきた金融政策運営について、1 年から 1 年半をかけてレビューを実施することが告知された。これに加えて、物価・賃金の上昇が持続的であるかを見極めたいとする植田新総裁の姿勢、米国の銀行不

安に起因した景気後退懸念の高まりなどから、YCC が修正・撤廃されて 10 年国債利回りが緩やかに上昇していくのは 2024 年度以降にずれ込むと見る。

(5) 総括

経済見通し全体を総括すると、2023 年度前半は新型コロナウイルス感染症の 5 類移行を背景に、サービス部門の持ち直しが国内景気を支えよう。但し、サービス消費のコロナ禍前水準への回復余地は縮小してきており、また海外経済の減速を背景に財輸出の低調も続くことから、景気回復ペースは鈍化していこう(図表 13)。その先、インフレを背景とした賃上げの広がり、サービス部門を中心とした雇用の増加によって、実質所得が 2023 年度後半にはプラスに転じるほか、2024 年以降、欧米経済が徐々に回復基調に復することで財輸出も持ち直していき、国内経済は減速するも回復基調は維持すると予想する。

以上を踏まえ、日本の実質 GDP 成長率は 2023 年度+1.0%、2024 年度+0.7%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 年度後半と見る(図表 14)。



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、次頁図表 15 に挙げた項目がある。賃上げは、春闘にて 2.0%前後の賃上げ率(ベア)が達成される見込みとなっており、国内で進むインフレの影響を打ち消すには好材料となる。今後、組合を持つ比較的大きな企業の賃上げが、人手不足を背景に中小企業にも強く波及していけば、個人消費の回復を後押しする材料になろう。

一方で、国内でのコスト転嫁の動きは、これまでほとんど価格が動かなかった理美容サービスなどのサービス価格を上昇させつつあり、製造業・非製造業ともに企業の価格設定行動が変化してきた可能性がある。その動きに賃上げが追従できず、インフレ率だけが上振れることで実質所得のプラス転換が遅れ、国内家計が節約志向を強めて個人消費が腰折れするリスクがある。

また、欧米のインフレ率はピークアウトして低下傾向にあるものの、コア部分へのインフレ圧力はなお高く、中央銀行が目標とする 2.0% への低下に確信が持てる状況にはない。雇用・賃金の底堅い状況が続く中、インフレ率が上振れし、政策金利のピークが更に切り上がるリスクがある。さらに、3 月に生じた米国の地銀破綻を発端とした欧米の銀行セクターの混乱は続いている。累積的な利上げの影響に加えて、今般の銀行セクターに加わったショックによって、欧米の銀行貸出態度は更に厳格化した。今後、中小銀行への規制強化も重なり、貸出残高の減少を通じて、実物資産投資への下押しが強まることで、欧米経済が景気後退に陥る可能性がある。

したがって、足下のリスク認識としては、欧米経済の景気後退及び国内のインフレ上振れなど、内外要因ともに下振れリスクの方が大きいと見ている。

図表 15 リスク整理

上振れ要因	・中小企業への賃上げの広がり ・中国政府による日本への団体旅行解禁 ・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	・世界的なインフレ率の上振れ、金融引締め局面の長期化 ・欧米の銀行セクターの混乱に伴うローン市場の引き締め ・消費財へのコスト転嫁長期化によるインフレ率の上振れ、国内家計の節約志向の高まり ・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 ・国内外経済の不確実性上昇による設備投資計画の下方修正 ・米中摩擦の悪化(貿易、安全保障、人権問題、ハイテク覇権等)

(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5月22日)

	単位	2023				2024				2025	2022	2023	2024
		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	0.4	0.2	0.3	0.2	0.1	0.1	0.2	0.1	1.2	1.0	0.7
	前期比年率(%)	1.6	1.7	0.9	1.2	0.8	0.5	0.4	0.8	0.4			
民間最終消費	前期比(%)	0.6	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	2.4	1.1	0.6
民間住宅投資	前期比(%)	0.2	0.8	-0.6	-1.0	-0.8	-0.7	-0.6	-0.5	-0.4	-4.4	-0.3	-2.7
民間設備投資	前期比(%)	0.9	1.1	0.9	0.9	0.8	0.4	0.4	0.4	0.4	3.0	3.2	2.4
民間在庫変動	前期比寄与度 (%ポイント)	0.1	-0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	-0.3	0.0
政府最終消費	前期比(%)	0.0	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	1.1	0.6	0.7
公的固定資本形成	前期比(%)	2.4	-0.7	-0.9	1.8	-0.6	-0.1	-0.8	1.8	-0.7	-2.6	1.6	0.3
財貨・サービス輸出	前期比(%)	-4.2	1.9	0.2	0.3	0.3	0.2	0.2	0.3	0.2	4.4	0.6	0.9
財貨・サービス輸入	前期比(%)	-2.3	0.8	0.5	0.7	0.5	0.4	0.3	0.5	0.3	7.1	1.2	1.7
内需寄与度	前期比寄与度 (%ポイント)	0.7	0.2	0.3	0.4	0.3	0.2	0.1	0.3	0.1	1.8	1.2	0.9
外需寄与度	前期比寄与度 (%ポイント)	-0.3	0.2	-0.1	-0.1	-0.1	0.0	0.0	-0.1	0.0	-0.6	-0.2	-0.2
<名目>													
国内総支出	前期比(%)	1.7	2.0	0.4	0.5	0.2	1.2	0.0	0.2	0.0	1.9	4.3	1.9
GDPデフレーター	前年同期比(%)	2.1	3.4	4.4	3.3	1.9	1.4	1.3	0.9	0.9	0.7	3.2	1.1
鉱工業生産指数	前期比(%)	-1.8	1.3	0.3	0.5	0.4	0.3	0.2	0.4	0.3	-0.3	0.4	1.3
企業物価指数	前年同期比(%)	8.4	4.8	2.4	-0.4	-0.8	-0.6	-0.5	-0.5	-0.7	9.4	1.4	-0.6
輸出物価指数	前年同期比(%)	8.6	-0.7	-4.0	-4.2	-0.5	-1.5	-1.4	-1.8	-2.1	15.0	-2.4	-1.7
輸入物価指数	前年同期比(%)	13.8	-6.8	-15.8	-14.0	-5.8	-3.9	-3.1	-3.9	-4.7	33.2	-10.8	-3.9
消費者物価指数(生鮮食品除く)	前年同期比(%)	3.5	3.2	2.6	2.1	1.9	1.5	1.4	0.9	0.6	3.1	2.4	1.1
完全失業率	%	2.6	2.5	2.5	2.5	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.6	2.5	2.4
雇用者数	前年同期比(%)	0.4	0.6	0.7	0.8	1.0	0.9	0.8	0.7	0.7	0.6	0.8	0.8
1人当たり名目賃金	前年同期比(%)	0.8	2.4	2.0	2.1	1.9	1.0	1.1	1.2	1.0	1.8	2.1	1.1
名目雇用者報酬	前年同期比(%)	1.2	2.8	2.6	2.7	2.7	1.8	1.8	1.8	1.6	2.0	2.7	1.7
新設住宅着工戸数	季調済年率(万戸)	87.6	86.3	85.1	83.6	82.9	82.7	82.1	80.5	80.3	86.1	84.6	81.5
貿易収支	兆円	-4.2	-3.6	-3.0	-2.8	-3.6	-3.6	-3.0	-2.6	-3.3	-18.1	-12.9	-12.5
輸出	兆円	23.3	23.7	23.8	24.8	23.7	23.5	23.7	24.6	23.3	99.6	95.9	95.1
輸入	兆円	27.5	27.2	26.7	27.6	27.3	27.1	26.6	27.2	26.7	117.7	108.8	107.6
第一次所得収支	兆円	9.1	8.5	10.2	8.1	9.6	8.9	10.5	8.2	9.6	35.6	36.5	37.3
経常収支	兆円	2.5	3.7	5.9	4.1	4.7	4.4	6.4	4.5	5.2	9.2	18.5	20.5
米国実質GDP(暦年ベース)	前期比年率(%)	1.1	0.4	0.1	-0.3	0.7	1.5	2.0	2.0	1.9	2.1	1.2	0.8
中国実質GDP(暦年ベース)	前年同期比(%)	4.5	6.8	5.0	5.6	4.5	5.0	5.1	5.1	5.0	3.0	5.5	4.9
無担保コールレート翌日物	平均値、%	-0.02	-0.03	-0.03	-0.03	-0.03	-0.03	-0.03	-0.03	-0.03	-0.03	-0.03	-0.03
10年国債利回り	平均値、%	0.45	0.43	0.50	0.50	0.50	0.55	0.60	0.60	0.60	0.30	0.48	0.59
ドル円レート	平均値、円/ドル	132.2	132.7	132.5	132.5	132.6	131.5	129.9	128.7	127.6	135.4	132.6	129.4
WTI原油価格	平均値、ドル/バレル	76.0	74.8	70.9	69.9	68.8	68.0	67.3	66.6	65.9	89.8	71.1	66.9
		→予測値										→予測値	

→予測値

→予測値