

2023・2024 年度の日本経済見通し

～内需の回復力に弱さ～

<要旨>

2023 年 4～6 月期の実質 GDP は、供給制約の緩和から自動車を中心に財輸出が大きく増加し、インバウンド消費の回復も続いて、前期比+1.5%(年率+6.0%)のプラス成長となった。但し、輸入や個人消費が減少するなど、内需に弱さがみられる結果であった。

先行き、2023 年度の前半までは、新型コロナの 5 類移行に伴う経済活動の正常化が個人消費を支え、後半は実質所得が辛うじてプラス転換することで個人消費の底割れは回避されるとみる。この間、年度を通じて省力化・効率化などの設備投資やインバウンド消費の堅調もあり、弱いながらも景気回復基調は続こう。2024 年度以降は、実質所得の改善基調の下で個人消費の回復が続くほか、欧米のインフレ抑制の進展と利下げによって外需環境が好転し、徐々に財輸出も増加基調を取り戻そう。以上により、景気回復基調は維持され、実質 GDP 成長率は 2023 年度+1.8%、2024 年度+0.5%と予測する。

しかし、国内のインフレは財からサービスへ広がりを見せており、インフレ率の上振れに名目賃金の回復が追い付かず、個人消費が腰折れるリスクは高い。さらに、中国経済は不動産市況等の低迷によって減速感が強まっており、財輸出が下振れるリスクもある。

1. 実質 GDP の動向

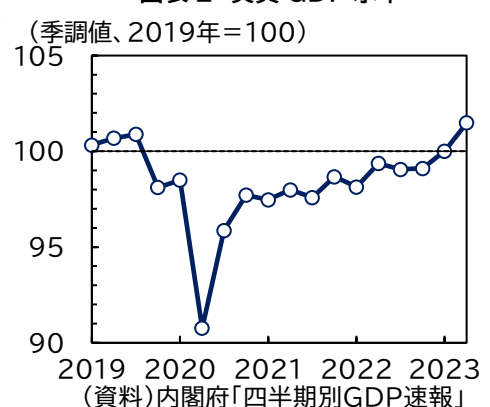
2023 年 4～6 月期の実質 GDP は、前期比+1.5%(年率+6.0%)のプラス成長となった(図表 1)。項目別にみると、個人消費(前期比▲0.5%)は、サービス消費の回復が続いたが、インフレによる家計負担の増加等から 3 四半期ぶりに減少した。また設備投資(同 0.0%)は前四半期からの反動で横ばいとなった。一方、輸出(同+3.2%)では、供給制約の緩和を受けて自動車を中心に財輸出が大きく増加し、インバウンド消費を含むサービス輸出も堅調であった。さらに控除項目である輸入(前期比▲4.3%、寄与度+1.1%pt)が、鉱物性燃料や化学製品などを中心に減少し、GDP を大きく押し上げた。そのため、プラス成長ではあったが、個人消費や輸入の減少から内需の弱さが目立つ結果であった。なお、実質 GDP 水準はコロナ禍前の最高水準(2019 年 7～9 月期)を上回ったが、7～9 月期は 4～6 月期に急落した輸入の反発からマイナス成長が予想される(図表 2)。

図表 1 実質 GDP 成長率

	2022		2023	
	7-9	10-12	1-3	4-6
実質GDP	▲0.3	0.0	0.9	1.5
個人消費	▲0.0	0.2	0.6	▲0.5
住宅投資	▲0.1	0.9	0.7	1.9
設備投資	1.7	▲0.7	1.8	0.0
民間在庫変動	-	-	-	-
政府消費	0.0	0.2	0.1	0.1
公共投資	1.1	0.3	1.7	1.2
輸出	2.4	1.5	▲3.8	3.2
(▲輸入)	5.5	▲0.1	▲2.3	▲4.3

(資料)内閣府「四半期別GDP速報」

図表 2 実質 GDP 水準



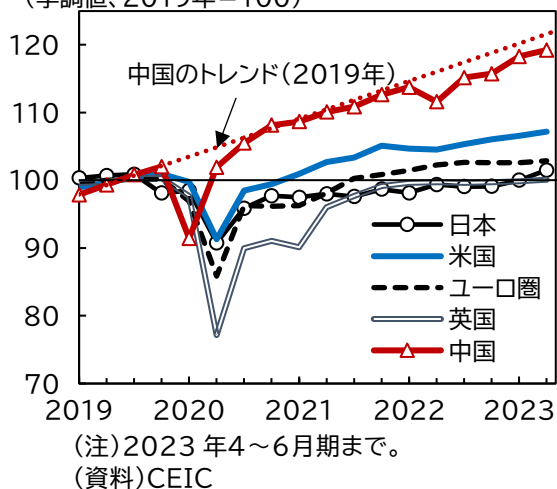
2. 主要国・地域経済の動向と見通し

主要国・地域経済は、2023 年 4～6 月期において総じてプラス成長となったものの、欧米の底堅さに対して、中国の減速感が目立った(図表 3)。米国は、雇用・賃金の強さを背景にサービスを中心とした個人消費の拡大が続き、輸送用機械の供給制約の緩和やサプライチェーン組替を促す補助金政策の効果等もあって設備投資が増加し、景気は堅調さを維持している。ユーロ圏・英国は、根強い高インフレと急速な利上げが重石となっているが、高い賃金上昇率を背景にサービス消費など一部に底堅さがみられる。一方、中国は不動産市況の低迷が続き、ゼロコロナ政策解除後のペントアップ需要も一服して景気の減速感が強まっており、デフレ懸念も生じている。

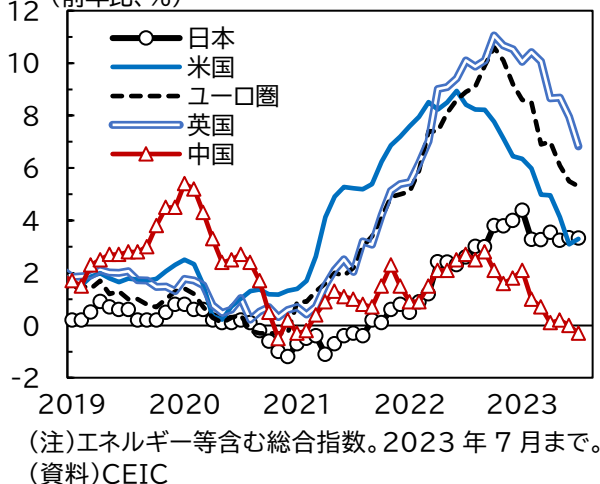
先行き、米国はインフレ率が 2.0%へ減速する軌道にあるが、堅調な雇用・賃金動向を背景に根強いインフレ圧力が残り、利下げ局面は 2024 年以降と予想され、また銀行貸出態度の悪化がタイムラグを伴って実物資産投資を下押しするため、景気は 2023 年度後半にかけて減速基調で推移するとみる。ユーロ圏・英国では、強い賃金動向が景気を下支えすると同時に、サービス価格のインフレ圧力と金融引締め局面の長期化要因となり、低成長が続くとみる。中国は、政府の財政余力の低下や債務膨張への慎重姿勢を背景に大規模な景気刺激策は期待できず、当面景気の持ち直しは見込み難い。その先、インフレの鎮静化に伴って、2024 年前半には米国、後半にはユーロ圏・英国も順次利下げに転じていき、欧米経済は 2024 年度にかけて徐々に回復基調に復していくとみる。

まとめると、主要国・地域経済は、2023 年度後半にかけて減速した後、2024 年度以降は持ち直していくと予想する。こうした外需環境を前提に、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
(季調値、2019年=100)



図表 4 主要国のインフレ率(CPI)
(前年比、%)



3. 日本経済の現状と見通し

(1) 輸出

2023 年 4～6 月期の実質輸出(SNA)は、前期比+3.2%と財・サービスが共に大幅な増加となった。形態別にみると、財輸出(同+3.3%)では、海外経済の減速などを背景に情報関連財や資本

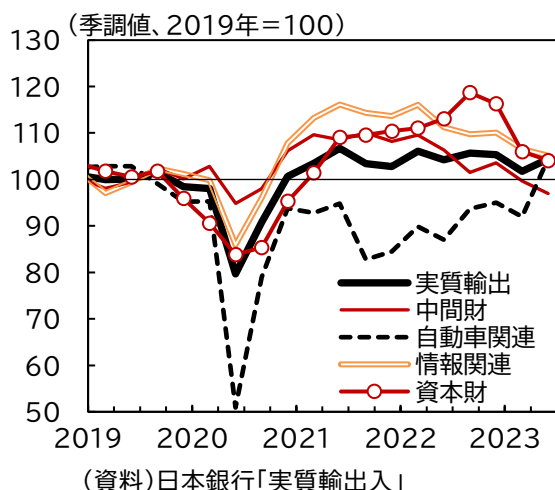
財の減少基調は変わらないものの、供給制約の緩和によって自動車関連が急増した(図表 5)。

一方、サービス輸出(同+2.9%)では、訪日客数の増加に伴うインバウンド消費の回復が大きく寄与した。コロナ前と比べて(2019 年同期比)、訪日客の回復が約 7 割であるのに対し、インバウンド消費の回復はそれを上回る約 8 割となっており、円安による訪日客の購買力向上がインバウンド消費を押し上げた側面もある(図表 6)。

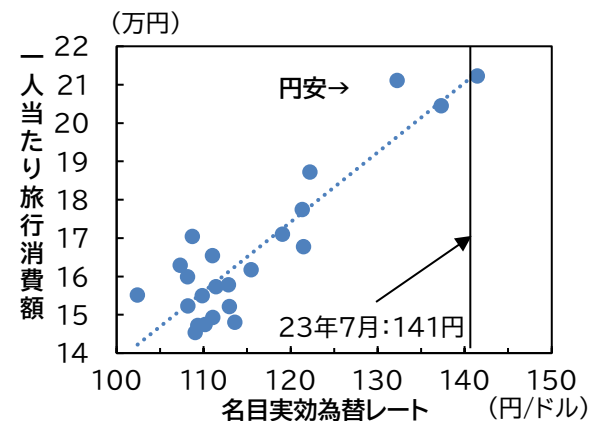
先行き、財輸出は、自動車関連財の増加が供給制約の緩和に伴う一時的なものであることに加え、海外経済の減速が続くことで 2023 年度末にかけて停滞した後、欧米経済の復調に伴って 2024 年度以降徐々に持ち直していくとみる。一方、サービス輸出は、足下の円安基調に加え、8 月に入り中国政府が日本への団体旅行を解禁したこと、少なくとも 2023 年度内はインバウンド消費の持ち直しに支えられよう。

以上より、実質輸出(SNA)は、2023 年度内は財輸出の弱さをサービス輸出が補完し、2024 年度以降は海外経済の復調に支えられ、2023 年度+2.1%、2024 年度+1.2%と予測する。

図表 5 実質輸出



図表 6 ドル円レートと訪日客 1 人当たり旅行消費額



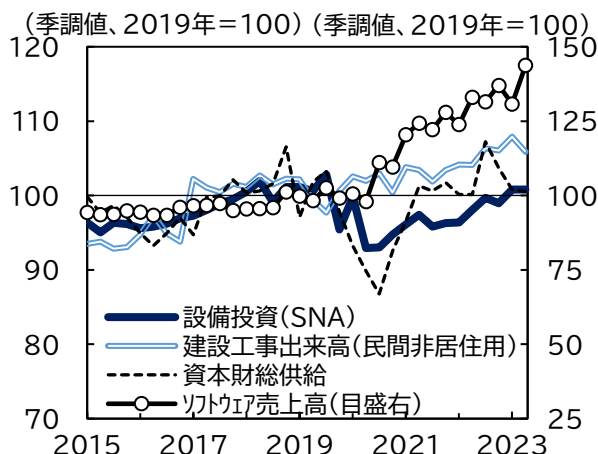
(注)サンプルは 15 年 1～3 月期から 19 年 10～12 月期と 22 年 10～12 月期から 23 年 4～6 月期まで。
(資料)観光庁

(2)設備投資

2023 年 4～6 月期の設備投資は、前期比+0.0%と前四半期(同+1.8%)からの反動で横ばい推移となったものの、増加基調は維持している(次頁図表 7)。形態別の投資について一致指標からみると、ソフトウェア投資はコロナ禍以降のデジタル化の進展で増勢が続いており、機械投資は省力化・効率化投資などが下支えとなって底堅く推移している。また建設投資は、建築着工が低調に推移しているものの、積みあがった受注残を背景に緩やかな増加基調を維持している。

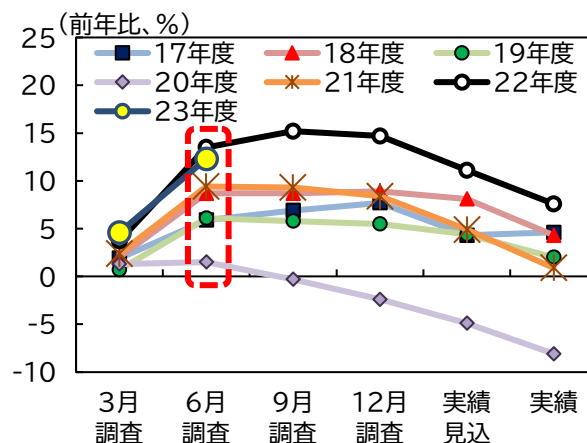
日銀短観(6 月調査)では、2023 年度の設備投資計画が前年比+12.3%と昨年度並の高水準に上方修正された(次頁図表 8)。コロナ禍で進んだ経費削減や経済活動の正常化、値上げの広がり等で企業収益は高水準で推移しており、海外経済の減速や内需に弱さが見られる中でも、企業の設備投資意欲は維持されている。2024 年度の設備投資も、人手不足に伴う省力化・効率化投資やデジタル化投資、気候変動対応の研究開発投資など、企業の構造的な課題解決に向けて増加基調が続くとみる。以上より、設備投資(SNA)は 2023 年度+2.9%、2024 年度+3.1%と予測する。

図表 7 実質設備投資(SNA)と一致指標



(注)2023 年 4～6 月期まで。ソフトウェア売上高と建設工事出来高は実質化のうえ独自の季調値。
また建設工事出来高の最新値は 4～5 月平均値。
(資料)内閣府、経済産業省、国土交通省、日本銀行

図表 8 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」

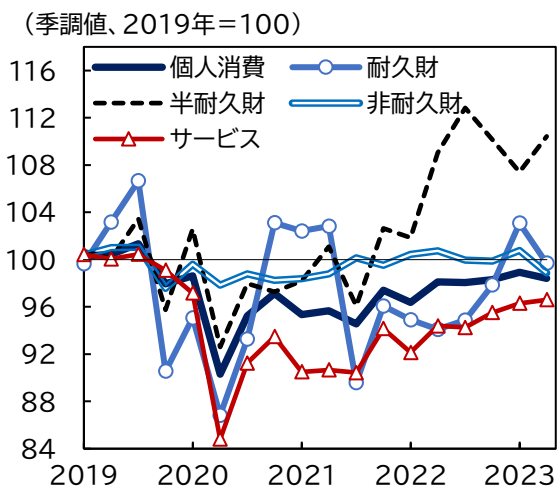
(3) 個人消費

2023 年 4～6 月期の個人消費(SNA)は、前期比▲0.5%の減少となった。新型コロナの 5 類への移行に伴う経済活動の正常化で個人消費の盛り上がり期待されたものの、内需の弱さを示す結果となった。形態別にみると、サービス消費は減速しながらも増加基調を維持し、衣服などを含む半耐久財も前四半期から幾分反発した一方、耐久財は供給制約の緩和で自動車が増加した前四半期から反落し、非耐久財はインフレが重石となる中で減少基調を示した。

先行き、2023 年度前半までは、新型コロナの 5 類移行に伴う経済活動の正常化余地が個人消費を下支えしよう。年度後半は、後述の通りインフレ率が 2.0%超で推移することからインフレが個人消費の重石となるものの、名目賃金の上昇と雇用の回復によって実質所得が辛うじてプラス転換することで、個人消費の底割れは回避するとみる。2024 年度以降は、インフレ率が低下してくることで実質所得の改善が続き、個人消費は弱いながらも回復基調を維持しよう。

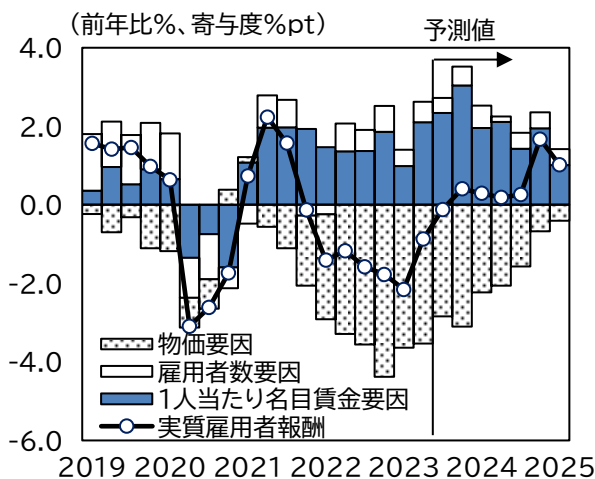
以上を踏まえ、個人消費(SNA)は、2023 年度+0.3%、2024 年度+0.4%と予測する。

図表 9 実質個人消費(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) 物価情勢と金融政策

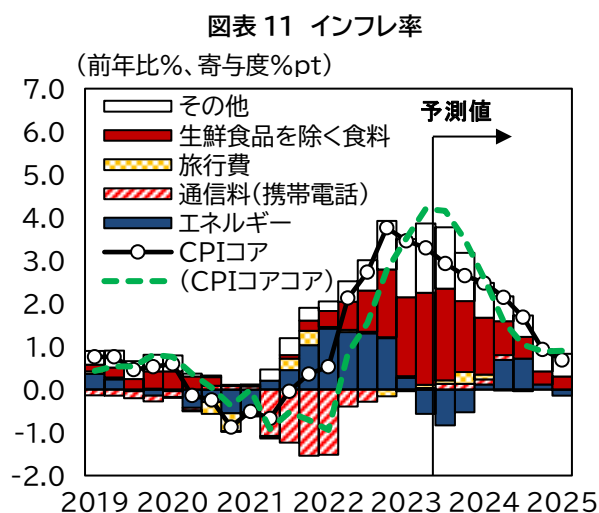
インフレ率は、消費者物価指数の生鮮食品を除く総合(CPI コア)でみると、2023 年 7 月に前年比+3.1%となった(図表 11)。コモディティ価格がピークアウトした後も、食料品価格の値上げが長期化していることや、財からサービスに値上げの動きが広がりつつあることが背景にある。

先行き、足下で「燃料油価格激変緩和補助金」の縮小によりガソリン代が上昇し始めていることや、「電気・ガス価格激変緩和対策」による電気代・ガス代の負担緩和策が 9 月で期限を迎えること、食料品の値上げが 10 月頃まで積み上がっていることなどから、インフレ率は 2023 年度末にかけて 2.0%超で推移しよう。しかし、訪日客が需要を押し上げるサービス消費を除けば、内需に力強さはみられず、2024 年度にインフレ率は 2.0%以下へと低下していくとみる。以上により、インフレ率は 2023 年度+2.8%、2024 年度+1.4%と予測する。

そのため、インフレ率が 2.0%に定着する姿は未だ見通せず、2.0%の物価安定目標の達成を金融緩和から金融引締めへと転じる条件とする日本銀行の下では、引き続き緩和的な金融環境が維持されるであろう。

しかし、日本銀行は 7 月の金融政策決定会合でイールドカーブ・コントロール(YCC)の柔軟化を実施した。具体的には、短期金利▲0.1%、長期金利の誘導目標「ゼロ%程度」は据え置いたが、長期金利の変動許容幅「±0.50%程度」の位置づけを“目途”に緩めることで実勢の長期金利が 0.5%を超過することを容認した。また連続指値オペの水準を 0.5%から 1.0%へと引き上げることによって事実上の長期金利の上限は 1.0%となった。今般の措置は、債券市場の機能低下や為替のボラティリティ上昇など異次元緩和の副作用に対処する側面がある。

今後、金融緩和環境は維持されるとみるものの、デフレ下で実施されてきた金融緩和政策のレビューにおいて異次元緩和の長期化に伴う副作用の検証がさらに進められ、マイナス金利の解除を含め金融緩和政策の正常化が進む可能性が高いと予想する。



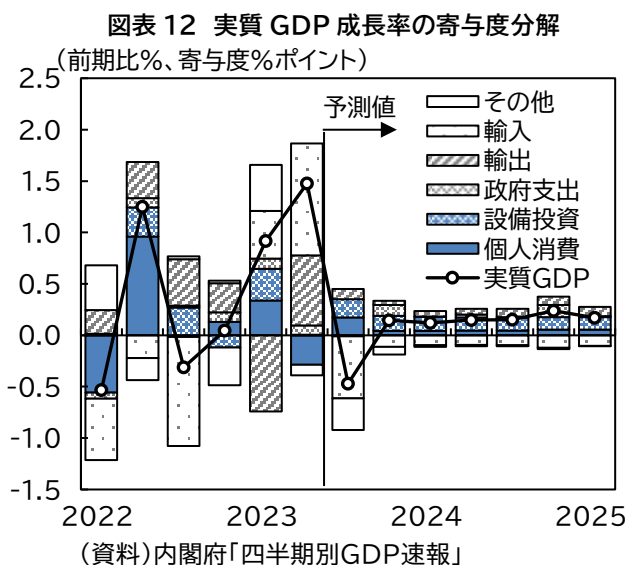
(注)旅行費は宿泊料とパック旅行費。CPI コアは生鮮食品を除く総合、CPI コアコアは生鮮食品及びエネルギーを除く総合。

(資料)総務省「消費者物価指数」

(5) 総括

経済見通し全体を総括すると、2023 年 7～9 月期は輸入の反発からマイナス成長となるものの、新型コロナの 5 類移行が個人消費を支えよう。2023 年度後半は、経済活動の正常化が一服するものの、実質所得がプラス転換することで個人消費の底割れは回避されるとみる。この間、2023 年度を通じて省力化・効率化などの設備投資やインバウンド消費が堅調に推移し、弱いながらも景気回復基調は維持されると予想する。2024 年度以降は、実質所得の改善基調の下で個人消費の回復が続くほか、人手不足やデジタル化など構造的な需要から設備投資も拡大基調で推移し、欧米のインフレ抑制の進展と利下げによって外需環境が好転することで、徐々に財輸出も増加基調を取り戻そう。

以上より、日本の景気回復基調は維持され、実質 GDP 成長率は 2023 年度+1.8%、2024 年度+0.5%と予測する(図表 12・図表 13)。



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 14 に挙げた項目がある。賃上げについては、2023 年度の春闘にて 2.0%超の賃上げ率(ベア)が達成された。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すれば、個人消費の回復を後押しする材料になる。実際、名目賃金上昇率は 2.0%前半まで高まっている。

しかし、足下でインフレ率が 3.0%超で推移していることから、実質賃金の伸び率はマイナスの状態が続いている。先行き、コストの価格転嫁の動きが更に長期化することや、人手不足の深刻な対面型サービスにおいて人件費を価格に転嫁する動きが広がり、それを購買力の高いインバウンド需要が支えることで、インフレ率が上振れるリスクがある。これによって、実質所得のプラス転換が 2024 年度以降に後ろ倒しとなり、個人消費は腰折れる可能性がある。

さらに中国では、住宅価格の値下がり広がっており、住宅バブルの崩壊から地方政府の財政が悪化し、有効な景気対策も打ち出せず、失業の増加や家計のマインド悪化から景気減速感が

更に深まるリスクが急速に高まっている。中国は依然として重要な消費市場であり、米国に並ぶ日本の最大輸出先であることから、輸出の下振れを通じて日本経済を下押しする可能性がある。

また、欧米では強い賃金動向が続いており、サービス価格への根強いインフレ圧力となっている。そのため、更なる追加利上げや利下げの後ろ倒しなどから、なお欧米経済が下振れるリスクは残っている。

したがって、足下のリスク認識としては、国内のインフレ上振れにより個人消費が腰折れるリスクや中国および欧米経済の減速感が強まるリスクなど、内外要因ともに下振れリスクの方が大きい。

図表 14 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(※2023年8月解禁済み)
下振れ要因	・コストの価格転嫁長期化および人件費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 ・中国経済の減速深化や中国不動産バブルの崩壊 ・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・貸出態度悪化に伴うローン市場の引き締め ・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)による世界貿易の停滞

(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8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(%)	0.9	1.5	-0.5	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	1.4	1.8	0.5
	前期比年率(%)	3.7	6.0	-1.9	0.6	0.5	0.6	0.6	1.0	0.7			
	民間最終消費	前期比(%)	0.6	-0.5	0.3	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	2.5	0.3	0.4
	民間住宅投資	前期比(%)	0.7	1.9	-2.5	-0.3	0.2	0.0	-0.2	-0.2	-3.0	0.8	-1.0
	民間設備投資	前期比(%)	1.8	0.0	1.0	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7	3.1	2.9	3.1
	民間在庫変動	前期比寄与度 (%ポイント)	0.3	-0.2	-0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2	-0.3	-0.1
	政府最終消費	前期比(%)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.7	0.4	0.6
	公的固定資本形成	前期比(%)	1.7	1.2	-0.7	1.5	-0.5	0.0	-0.5	1.6	-3.1	3.0	0.5
	財貨・サービス輸出	前期比(%)	-3.8	3.2	0.5	0.2	0.2	0.3	0.4	0.4	4.5	2.1	1.2
	財貨・サービス輸入	前期比(%)	-2.3	-4.3	2.5	0.5	0.4	0.4	0.4	0.5	7.2	-2.6	2.3
	内需寄与度	前期比寄与度 (%ポイント)	1.2	-0.3	0.0	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	2.0	0.7	0.8
	外需寄与度	前期比寄与度 (%ポイント)	-0.3	1.8	-0.5	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.6	1.1	-0.2
<名目>													
国内総支出	前期比(%)	2.3	2.9	0.8	0.9	0.4	0.7	0.3	0.2	0.1	2.0	6.2	2.0
GDPデフレーター	前年同期比(%)	2.0	3.4	5.6	4.8	3.7	2.8	1.8	0.9	0.6	0.7	4.4	1.5
鉱工業生産指数	前期比(%)	-1.8	1.3	0.4	0.4	0.4	0.2	0.4	0.5	0.4	-0.3	0.4	1.5
企業物価指数	前年同期比(%)	8.4	5.2	2.1	-1.1	-2.0	-2.0	-1.4	-1.0	-0.7	9.4	1.0	-1.3
輸出物価指数	前年同期比(%)	8.6	1.7	0.4	-0.6	2.0	-1.4	-3.7	-3.1	-2.4	15.0	0.9	-2.7
輸入物価指数	前年同期比(%)	13.7	-6.9	-16.6	-17.5	-11.5	-10.7	-9.2	-6.8	-5.1	33.2	-13.3	-8.0
消費者物価指数(生鮮食品除く)	前年同期比(%)	3.5	3.2	2.9	2.7	2.5	2.2	1.7	0.9	0.7	3.1	2.8	1.4
完全失業率	%	2.6	2.6	2.5	2.5	2.5	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	0.5	0.4	0.5	0.6	0.1	0.4	0.4	0.4	0.6	0.5	0.3
1人当たり名目賃金	前年同期比(%)	0.9	2.0	2.6	3.3	2.1	2.3	1.6	2.1	1.1	1.8	2.5	1.8
名目雇用者報酬	前年同期比(%)	1.4	2.6	2.7	3.5	2.5	2.3	1.8	2.4	1.4	2.0	2.9	2.0
新設住宅着工戸数	季調済年率(万戸)	87.6	81.5	82.2	81.7	81.7	81.4	81.6	80.1	80.1	86.1	81.8	80.8
貿易収支	兆円	-4.2	-1.0	-0.3	0.0	-0.3	-0.4	0.3	0.2	-0.1	-18.0	-1.6	0.0
輸出	兆円	23.3	24.1	25.0	25.8	24.8	24.0	24.3	25.2	24.4	99.7	99.7	98.0
輸入	兆円	27.5	25.1	25.3	25.8	25.1	24.4	24.0	25.0	24.6	117.7	101.3	98.0
第一次所得収支	兆円	9.1	8.4	10.9	8.3	9.7	8.3	10.4	8.2	9.7	35.6	37.3	36.7
経常収支	兆円	2.7	5.3	8.4	7.1	7.9	6.3	8.8	7.3	8.0	9.4	28.6	30.4
米国実質GDP(暦年ベース)	前期比年率(%)	2.0	2.4	0.9	0.6	0.6	1.4	2.0	2.0	1.9	2.1	1.9	1.2
中国実質GDP(暦年ベース)	前年同期比(%)	4.5	6.3	5.0	5.0	4.5	5.0	5.1	5.1	5.0	3.0	5.2	4.9
無担保コールレート翌日物	平均値、%	-0.02	-0.04	-0.08	-0.08	-0.08	-0.08	-0.08	-0.08	-0.08	-0.03	-0.07	-0.08
10年国債利回り	平均値、%	0.45	0.43	0.53	0.65	0.65	0.68	0.70	0.70	0.70	0.30	0.56	0.69
ドル円レート	平均値、円/ドル	132.2	137.3	141.0	136.2	133.5	131.5	130.0	129.2	128.5	135.4	137.0	129.8
WTI原油価格	平均値、ドル/バレル	76.0	73.5	78.3	77.9	76.7	75.5	74.3	73.2	72.1	89.8	76.6	73.8

→予測値

→予測値

