

2023年2月20日

## 2023年度・2024年度の景気予測(2023年2月改訂)

～海外経済の減速などで23年度の成長率が低下～

### 【要約】

2022年10～12月期の実質GDP(国内総生産)は前期比+0.2%と2四半期ぶりに増加したものの、小幅な成長にとどまった。サービス消費を中心に個人消費が増加したものの、海外経済の先行き不透明感の強まりなどにより設備投資が減少に転じた。続く23年1～3月期も、経済活動の正常化が進む中で引き続きサービス消費中心に個人消費が増加するものの、欧米景気の減速の影響により輸出が鈍い動きになることから、小幅な成長が続くと見込まれる。この結果、22年度の実質GDPは前年比+1.3%となり、21年度(同+2.6%)から成長率が減速すると予測した。

2023年度の日本経済は年度前半の成長率が低めとなり、後半には成長率がやや上向くと見込んだ。個人消費はコロナ禍からの正常化に向けた動きが家計の支出を増加させるものの、物価高などを背景に実質所得が伸び悩むことから年度を通じて緩やかな増加にとどまると見込んだ。輸出は、欧米経済の停滞感が強まることで年度前半に弱含むものの、年度後半には中国経済の成長率が高まることに加えて、米景気が緩やかな持ち直しに転じるため上向くと見込んだ。なお、水際対策の緩和に伴うインバウンド需要の回復が輸出の押し上げ要因になるだろう。設備投資については、企業の設備投資ニーズは強いものの、海外経済減速の影響で企業業績が弱含むことなどから、小幅な伸びにとどまる見込みである。以上から、2023年度の実質GDPは前年比+0.8%と一段と減速すると予測した。

2024年度の日本経済は緩やかに成長率が高まると予測した。賃金の小幅な上昇が続く中で消費者物価の伸びが鈍化することで、年度半ばには実質所得が増加に転じ、個人消費の伸びも徐々に高まると見込んだ。米国景気の回復などを受けて輸出の増勢も次第に強まるだろう。企業業績が改善傾向に転じることなどを受けて、設備投資も堅調に推移すると予測した。以上から、2024年度の実質GDPは+1.2%と、23年度に比べて成長率が高まると予測した。

### 予測結果の総括表

<前回2022年12月予測>

| 単位：前年比、%<br>(*は寄与度) | 2021年度<br>実績 | 2022年度<br>見通し | 2023年度<br>見通し | 2024年度<br>見通し | 2022年度<br>見通し | 2023年度<br>見通し |
|---------------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 実質GDP               | 2.6          | 1.3           | 0.8           | 1.2           | 1.6           | 1.0           |
| 民間需要*               | 1.4          | 1.8           | 0.7           | 1.0           | 2.1           | 0.9           |
| 公的需要*               | 0.4          | 0.1           | 0.2           | 0.1           | 0.1           | 0.2           |
| 輸出*                 | 2.0          | 1.0           | 0.2           | 0.5           | 0.9           | 0.4           |
| 輸入*                 | ▲ 1.2        | ▲ 1.5         | ▲ 0.3         | ▲ 0.4         | ▲ 1.4         | ▲ 0.4         |

注：輸入は控除項目。民間需要＝個人消費＋住宅投資＋設備投資＋民間在庫投資、公的需要＝政府消費＋公共投資＋公的在庫投資。

出所：内閣府「四半期別GDP速報」などより浜銀総研作成

調査部 小泉 司、北田 英治、白 鳳翔 TEL:045-225-2375

E-mail: t-koizumi@yokohama-ri.co.jp kitada@yokohama-ri.co.jp haku@yokohama-ri.co.jp

## 1. 2022年10～12月期の実質GDPは前期比+0.2%と2四半期ぶりのプラス成長

2月14日に内閣府が発表した2022年10～12月期の実質GDP（国内総生産、1次速報）は前期比+0.2%と2四半期ぶりのプラス成長になったものの、小幅な成長にとどまった（図表1）。新型コロナウイルス（以下、コロナ）の影響が弱まり経済活動が正常化に向かう中で、サービス消費などを中心に個人消費が増加したものの、海外経済の先行き不透明感の強まりなどにより設備投資が3四半期ぶりに減少した。

需要項目別にみると、民間需要では、個人消費が前期比+0.5%と増加した。コロナ禍から消費活動が正常化に向かう中で、「全国旅行支援」の押し上げもあり、サービス消費が増加した。また、半導体不足等の供給制約の緩和により自動車などの耐久財消費も増加した。一方、食料品などに値上げの動きが広がったことで非耐久財消費は減少した。住宅投資は同-0.1%と6四半期連続で減少した。建築コスト高などが影響した模様である。一方、設備投資は同-0.5%と3四半期ぶりに減少した。海外経済の先行き不透明感が強まる中で、設備投資の実施を先送りする動きが徐々に広がっている可能性がある。なお、民間在庫変動の寄与度は同-0.5%ポイントとなり成長率を押し下げた。原材料などの積み増しが一巡したとみられる。

次に公的需要では、政府消費が前期比+0.3%と小幅に増加した。コロナ対策のための支出により高めの水準で推移している。公共投資は同-0.5%と3四半期ぶりに減少した。21年度補正予算の執行がひと段落したことなどが影響した模様である。

他方、海外需要では、輸出が前期比+1.4%と5四半期連続で増加した。ただし、7～9月に比べて伸びは鈍化した。米国向けの財貨輸出などが増加し、訪日外国人の増加によりインバウンド需要が拡大してサービス輸出が増加したものの、ゼロコロナ政策の解除に伴う混乱の影響などで中国向け財貨輸出が減少した。一方、輸入は同-0.4%と減少した。7～9月期に海外への広告関連費の支払いが大幅に増加した反動で減少に転じた。

図表1 2022年10～12月期は個人消費や輸出が増加

|       | 2021年 |       |       |         | 2022年 |       |       |         |
|-------|-------|-------|-------|---------|-------|-------|-------|---------|
|       | 1～3月期 | 4～6月期 | 7～9月期 | 10～12月期 | 1～3月期 | 4～6月期 | 7～9月期 | 10～12月期 |
| 実質GDP | -0.1  | 0.3   | -0.3  | 1.1     | -0.4  | 1.1   | -0.3  | 0.2     |
| 個人消費  | -1.6  | 0.2   | -1.1  | 3.0     | -0.9  | 1.6   | 0.0   | 0.5     |
| 住宅投資  | 1.5   | 1.5   | -1.6  | -1.3    | -1.7  | -1.9  | -0.4  | -0.1    |
| 設備投資  | 1.5   | 1.4   | -1.7  | 0.6     | -0.3  | 2.1   | 1.5   | -0.5    |
| 政府消費  | -0.2  | 1.9   | 1.3   | -1.1    | 0.5   | 0.8   | 0.1   | 0.3     |
| 公共投資  | 0.1   | -2.0  | -3.4  | -3.2    | -3.2  | 0.5   | 0.7   | -0.5    |
| 輸出    | 2.5   | 3.1   | -0.4  | 0.4     | 1.2   | 1.5   | 2.5   | 1.4     |
| 輸入    | 2.1   | 4.4   | -1.5  | 0.3     | 3.8   | 0.9   | 5.5   | -0.4    |
| 内需寄与度 | -0.2  | 0.5   | -0.5  | 1.0     | 0.1   | 1.0   | 0.4   | -0.2    |
| 民間需要  | -0.2  | 0.2   | -0.6  | 1.4     | 0.2   | 0.8   | 0.3   | -0.3    |
| うち在庫  | 0.4   | -0.1  | 0.3   | -0.2    | 0.8   | -0.3  | 0.1   | -0.5    |
| 公的需要  | -0.0  | 0.3   | 0.1   | -0.4    | -0.1  | 0.2   | 0.0   | 0.1     |
| 外需寄与度 | 0.1   | -0.2  | 0.2   | 0.0     | -0.5  | 0.1   | -0.6  | 0.3     |
| 名目GDP | -0.0  | 0.4   | -0.5  | 0.7     | 0.2   | 1.0   | -0.8  | 1.3     |

注：シャドーは伸び率がマイナスの部分。ただし、輸入はプラスの部分。

出所：内閣府「四半期別GDP速報」

## 2. 予測の前提条件など

### (日銀の金融政策は現状維持と想定し、為替レートは緩やかな円高・ドル安を見込む)

足元の日本経済を取り巻く環境をみると、コロナの経済活動に与える影響が弱まる一方、2022年春から秋にかけての為替レートの大幅な円安や、原油などの国際商品市況高を背景とした国内の物価高が、依然として個人消費などの押し下げ要因になっている。また、22年12月には日本銀行が金融政策を一部修正したことで、先行きの金融政策に対する注目も高まっている。はじめにこうしたポイントについて、先行きのシナリオ（本予測の前提）を確認することにする。

まずコロナについては、コロナ禍による日本経済への悪影響が今後一段と弱まっていくと想定した。政府はコロナの感染症法上の位置付けについて、5月8日から、季節性インフルエンザなどと同じ「5類」に移行する方針を固めた。今後もコロナの感染が拡大する局面が現れると予想されるものの、経済活動を制約するような状況には至らないと見込んだ。なお、コロナの感染防止を目的とする中国からの訪日客に対する臨時的な水際措置についても、中国における感染の鎮静化を受けて段階的に緩和される模様である。こうした入国制限が緩和されていくことで、訪日客は今後も回復軌道をたどり、2024年度の夏頃までにはコロナ禍前の水準を回復すると見込んだ（図表2）。

次に、日銀の金融政策については、現状の緩和的な政策、すなわち、イールドカーブコントロールにおける長期金利の許容変動幅を「±0.5%程度」とする方針が2024年度末まで維持されると想定した。今後の日銀の金融政策を展望すると、後述するように、わが国では2023年度には景気が減速し、24年度も緩やかな成長にとどまる見込みである。また、欧米景気の減速などを背景に国際商品市況が安定的に推移することや、為替レートが円高気味に推移することなどから消費者物価の伸びも次第に鈍化するとみられる。このため、景気に下押し圧力がかかる恐れのある金融政策の修正は見送られると想定した<sup>(注)</sup>。

ドル・円レートについては、緩やかな円高・ドル安傾向になると見込まれる。後述するように、米国の金融政策については、インフレ率の低下などを背景にFRB（米連邦準備理事会）の利上げが、23年5月に打ち止めになると予想する。その後、しばらくは政策金利が据え置かれるものの、米景気が23年前半にリセッション入りする中で、FRBが政策の軸足を景気への配慮に移し、年終盤には利下げに転じると予想する。23年4～6月期にはFRBの将来的な利下げを先取りする形で円高・ドル安傾向に転じると予測した（図表3）。24年もFRBは緩やかなペースで利下げを進めることから、緩やかな円高・ドル安傾向が続くと見込んだ。25年1～3月期平均のドル・円レートを1ドル=118円程度と予測した。

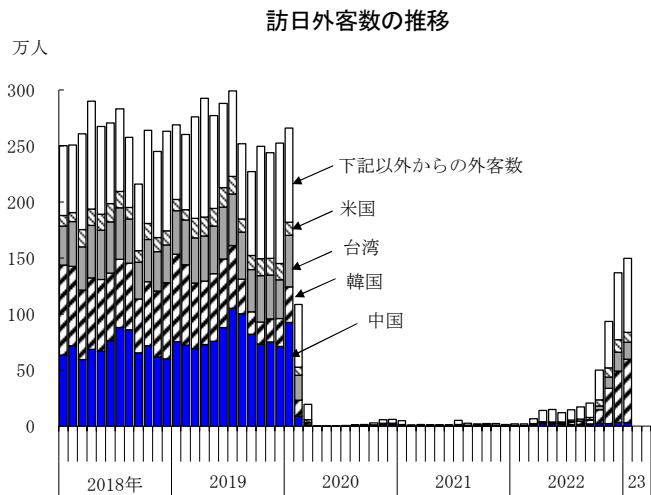
原油などの国際商品市況については、ロシアに対する経済制裁の影響などにより高めの水準で推移するものの、23年度は海外景気の減速などにより市況がやや弱含むと見込んだ。24年度には欧米景気が上向くことや、中国景気の回復基調が続くことから、価格が次第に強含むことになろう。ただし、24年度の海外景気の回復は緩やかになるため、予測期間を総じてみれば、国際商品市況は横ばい圏での推移になると想定した。原油価格（WTI）でみると、1バレル70～80ドル程度で推移すると見込んだ。原油以外の国際商品市況についても、原油と概ね同様の価格推移になると想定した。

政府の経済政策に関しては、昨年10月にスタートした「全国旅行支援」は予定通り23年3月で終

了すると見込んだ。また、昨年秋の総合経済対策で打ち出された、電気・ガス料金の価格抑制策が23年前半に実施され、期間中の消費者物価指数の上昇率が1%ポイント程度押し下げられると想定した。

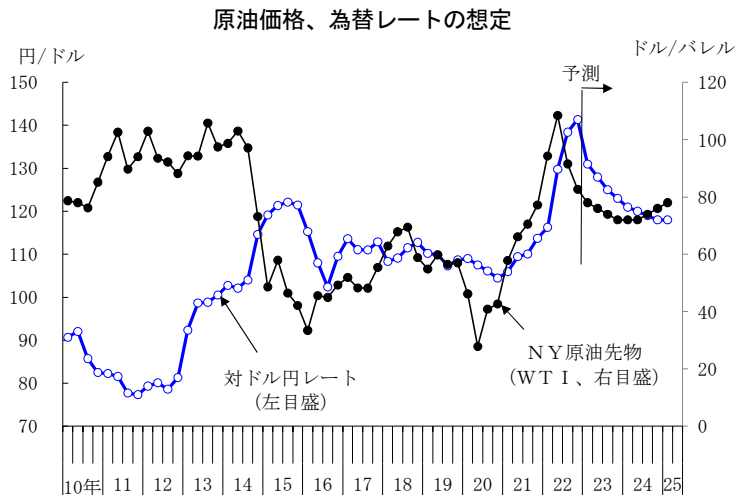
注：なお、債券市場の機能回復を目的として、イールドカーブコントロールにおける長期金利の許容変動幅が「±0.5%程度」から「±1.0%程度」に拡大されると、GDP成長率は0.06%程度押し下げられると試算される。

図表2 インバウンドは足元で急速に回復



出所：日本政府観光局（JNTO）「訪日外客数」より浜銀総研作成

図表3 為替レートは緩やかな円高に



出所：Bloombergなどより浜銀総研作成

### 3. 海外経済の見通し

#### (米国経済:23年前半に景気が後退局面入りするも、24年には景気回復へ)

2022年10～12月期の米国の実質GDP(国内総生産)は前期比年率+2.9%(7～9月期は同+3.2%)と、2四半期連続のプラス成長となった(図表4)。10～12月期の実質GDPを需要項目別にみると、個人消費が同+2.1%と底堅く推移した。形態別には、特にサービス消費が同+2.6%と相対的に高い伸びを維持した。ただその一方で、民間在庫投資の増加と輸入の減少が10～12月期の成長率を大きく押し上げており、成長率が示すほど10～12月期の景気回復の勢いが強い訳ではないといえよう。実際、企業の設備投資は前期比年率+0.7%と、前期(同+6.2%)と比べて急減速している。設備投資の内訳をみると、知的財産投資が堅調に推移したものの、構築物と機械設備への投資が弱い動きとなった。また、住宅投資もローン金利上昇の影響から同-26.7%と、前期(同-27.1%)に続いて大幅な落ち込みとなった。輸出も同-1.3%と3四半期ぶりに減少した。

月次の経済指標をみると、23年1月のISM(米供給管理協会)製造業景況指数は47.4と、3か月連続で節目の50を割り込んだ。製造業の景況感は明らかに悪化している。一方、同月のISM非製造業景況指数は55.2と、前月の49.2から急反発した。前出のGDP統計で示されたサービス消費の底堅さが、ここからもうかがえる。また、1月の米雇用統計によると、非農業部門雇用者数は前月比51.7万人増と、前月(同26万人増)から増加幅が大きく拡大した。同月の失業率は3.4%と一段と低下し、1969年5月以来の低水準となった。

米国のインフレに関しては、23年1月の消費者物価指数(CPI)が前年比+6.4%となり、7か月連続で伸びが鈍化した。また、同月のコアCPI(変動の激しい食品とエネルギーを除く指数)も同+5.6%と、4か月連続で伸びが鈍化した(図表5)。このようにインフレ率の水準は依然として高いものの、着実に鈍化している。

インフレ率が鈍化する中で、FRB(米連邦準備理事会)は利上げのスピードを緩めている。FRBは22年12月のFOMC(公開市場委員会)で利上げ幅を0.75%から0.5%に縮小したのに続き、23年2月のFOMCで利上げ幅を0.25%に一段と縮小した。ただ、注目された2月のFOMC声明文では、政策金利の先行きについて「継続的な引き上げが適切」とした前回までの表現を維持し、利上げの停止時期がまだ先であることを示唆している。

こうした状況を踏まえた上で今後を展望すると、2023年はFRBの金融引き締めの影響が広がり、財消費や住宅投資、企業の設備投資が一段と弱い動きになると見込まれる。また、世界経済の減速を受けて、輸出の伸び悩みも避けられない。そのため、年前半には実質GDP成長率が前期比マイナスに転じ、景気は後退局面入りすると予想される。ただ、23年終盤になるとインフレ率が一段と落ち着いてくることから個人消費が持ち直しに向かい、米国景気はマイナス成長から脱する見通しである。

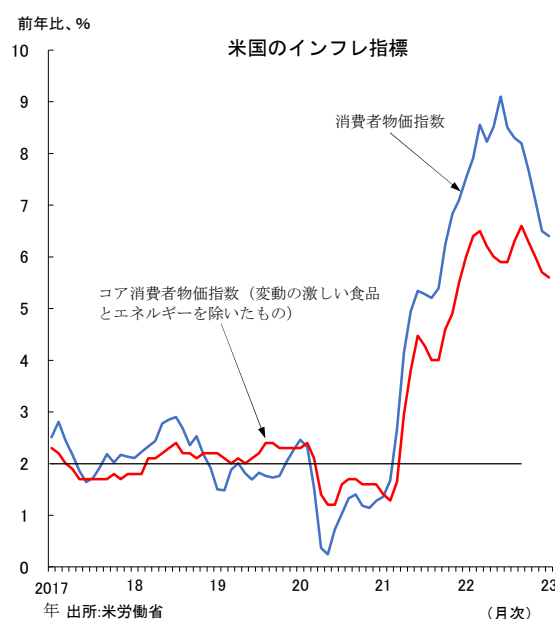
FRBの利上げは23年5月3日のFOMCで打ち止めになると見込む。政策金利(FF金利の上限)の最終到達点(ターミナルレート)は5.25%と予想する。その後、しばらくは政策金利が据え置かれるものの、米景気が年前半にリセッション入りする中で、FRBが政策の軸足を景気への配慮に移し、年終盤には利下げに転じると予想する。

2024 年は緩やかなペースで F R B の利下げが続き、それを受けて景気も緩やかに回復すると見込む。24 年 11 月には米大統領選挙があり、インフレの抑制よりも景気の回復に配慮した政策が出やすくなることも、景気にとってプラス要因となろう。米国の通年の成長率は、2022 年が前年比+2.1% (実績) の後、2023 年が+0.7%、2024 年が+1.3%になると予測した。

図表4 米国は2四半期連続のプラス成長



図表5 米国のインフレ率はピークアウト



### (ユーロ圏経済:高インフレや大幅な利上げを受けて、景気は停滞感の強い状況が続く)

2022 年 10~12 月期のユーロ圏の実質 GDP (域内総生産) は前期比+0.1%と、7~9 月期の同+0.3%に比べ成長率が一段と減速した (図表 6)。マイナス成長は回避したものの、高インフレや金利の上昇が景気を下押ししている。10~12 月期の実質 GDP を国別にみると、ドイツ (同-0.2%) やイタリア (同-0.1%) がマイナス成長に転じ、またフランス (同+0.1%) も低成長が続いている。

月次の経済指標をみると、企業の景況感には依然として弱さが残っている。23 年 1 月のユーロ圏総合 PMI (購買担当者景気指数) は 50.3 と、好不調の分かれ目となる 50 を 7 か月ぶりに上回った。暖冬によるエネルギー価格の低下や、中国のゼロコロナ政策の転換によって輸出に好影響が及ぶことへの期待感などが、景況感の改善につながったとみられる。ただ、ドイツ (49.9) やフランス (49.1) の PMI は依然として節目の 50 を下回っている。後述するように、高インフレや、それを抑制するための E C B (欧州中央銀行) による利上げが続く中で、先行きを楽観できるような状況では全くないと考えられる。

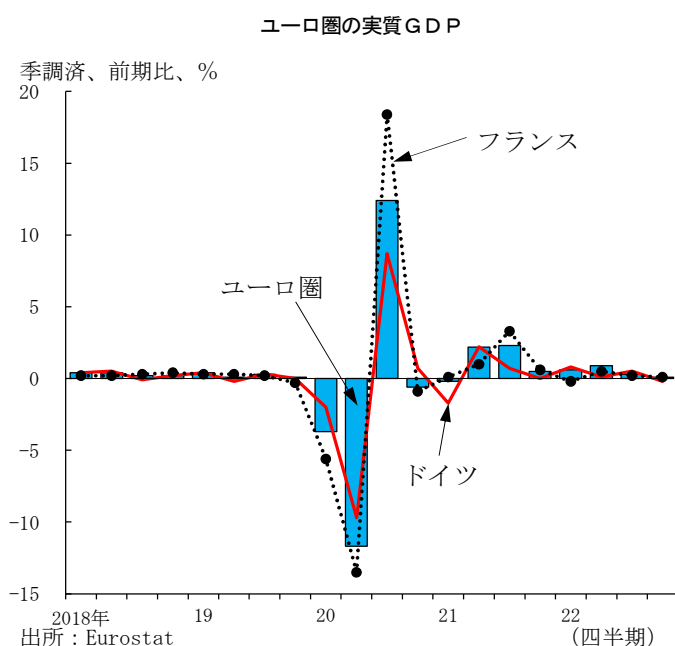
23 年 1 月のユーロ圏の消費者物価指数は前年比+8.5%と、前月よりは上昇ペースが鈍化したものの、依然として高い伸びとなっている (図表 7)。また、コアベースの消費者物価指数 (エネルギー、食品、タバコを除いたもの) は 1 月に同+5.2%と上昇基調で推移している。こうした高インフレを抑制するために、E C B は 22 年 7 月に 0.5%の利上げに踏み切り、その後、9 月と 10 月にそれぞれ 0.75%

の追加利上げ、12月と23年2月にそれぞれ0.5%の追加利上げを実施している（この間の利上げ幅は合計で3.0%）。そして、2月2日の理事会後に発表された声明文に、「インフレ圧力を考慮し、3月の次回会合で金利を0.5%引き上げる」と明記し、今後も金融引き締めを続ける方針を示した。

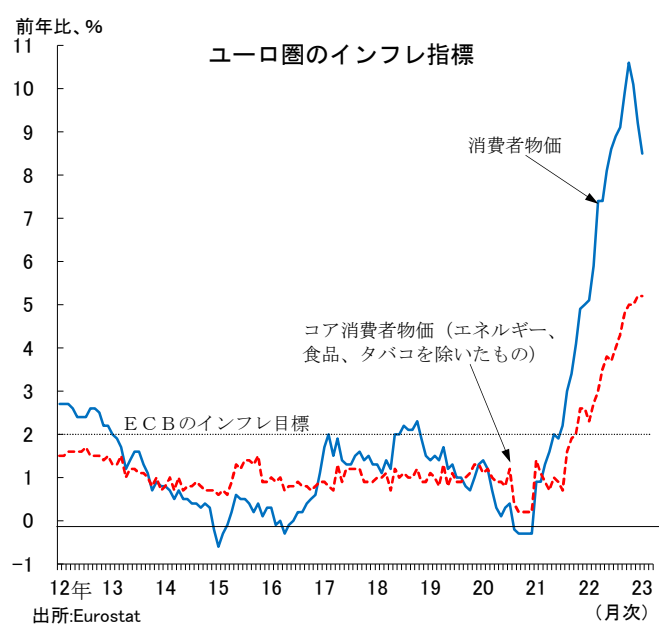
以上のような状況を踏まえた上で先行きのユーロ圏経済を展望すると、2023年のユーロ圏景気は、高インフレによる実質所得の減少に加えて、22年後半からのECBの大幅利上げの効果が本格的に表れることから、停滞感の強い状況が続くと見込まれる。また米国経済が大幅に減速して輸出を下押すことも成長率を低下させる要因となる。インフレ率の水準が依然として高い中で、ECBは23年の半ばまで利上げを継続すると見込む。政策金利（主要オペ金利）の最終到達点は4.25%と予想する。その後、ECBは政策金利を据え置き、利下げに転じるのは2024年1～3月期以降となろう。

2024年にはインフレが落ち着いてくることや、ECBが徐々に利下げを行うことから、ユーロ圏景気が持ち直しに転じると見込まれる。中国景気が底堅く推移することも輸出の押し上げ要因となり、成長率はややリバウンドしよう。ユーロ圏の通年の成長率は、2022年が前年比+3.5%（実績）の後、2023年が+0.2%、2024年が+0.8%になると予測した。

図表6 ユーロ圏経済は低成長が継続



図表7 ユーロ圏のインフレ率は高水準



**(中国経済: 習体制が政策の力点をコロナ対策から景気回復に移行し、23年の景気は回復へ)**

中国の2022年10～12月期の実質GDP（国内総生産）は前年比+2.9%と、前期に比べて成長率が低下した。習近平体制が11月中旬からゼロコロナ政策の解除を進める中で、コロナの感染が急激に拡大し、経済活動が停滞した。10～12月期の指標を確認すると、個人消費が再び前年割れに転じた。感染者の急増に伴う外出の自粛から外食などが減少した。また固定資産投資も減速した。内訳をみると、住宅市場の低迷が続く中で不動産業の投資が大幅に落ち込んだほか、工場の操業停止や物流の寸断といった供給制約から製造業と公共インフラ関連の投資も減速した。さらに、輸出についても、上述の供給制約や、欧米諸国の景気鈍化といった押し下げ要因により、前年割れに転じた。

ただ、2023年に入ってから、コロナの新規感染者数が急速に減少し、検査陽性率も大幅に低下するなど、コロナの感染が沈静化している。直近の春節期間（1月21～27日）の中国国内の旅行者数がコロナ禍前（2019年）の9割弱の水準に回復するなど、市民の生活も正常化しつつあるようである。こうした中で、中国景気にも改善の兆しがみられる。春節期間における、消費関連業界の企業の売上高は前年の春節期間に比べて+12.2%となった。国内旅行などのサービス関連企業で増加が目立つ。また、1月の総合PMI産出指数は52.9と中立水準の50を上回り、企業の景況感に持ち直しの動きが現れている（図表8）。

この状況下、習体制は政策運営の力点をコロナ対策から景気回復へ移している。2022年12月半ばに開かれた「中央経済工作会議」では、2023年の経済運営について金融と財政の両面で国内需要を拡大するという方針が強調された。具体的には、所得の増加や住環境の整備を図るほか、新エネルギー車（NEV）の購入支援を行うなど、個人消費の回復と拡大に対する支援を優先的に行う方針が示された。また、投資に関しても、第14次5か年（2021～2025年）計画で策定された高速道路や港湾といった大型建設プロジェクトの実施を加速することや、民間企業の事業拡大の支援などに取り組むことが示された。さらに、低迷が続く不動産市場に対しては、市場の回復を目的に住宅購入支援を強化することや、住宅販売後の建設工事の停止物件に対する資金支援を着実に実行すること、不動産企業の資金需要を支援する方針が明示された。

こうした点を踏まえて、先行きの中国経済を展望すると、2023年はゼロコロナ政策の解除や景気対策の強化を背景に、実質GDP成長率が回復する見込みである（図表9）。まず、固定資産投資は改善しよう。1～3月期には、コロナ感染の沈静化により経済活動の正常化が進む中で、工場の操業停止や物流の寸断といった投資の供給制約が解消されよう。加えて、財政出動の強化から公共インフラ投資が増勢を拡大する見込みである。また、国内需要の回復や、政府による民間企業の事業拡大への支援などから、増産を目的とした設備投資の増加が見込まれることも、固定資産投資を下支えすると予想される。さらに、23年7～9月期からは、不動産投資の持ち直しが固定資産投資を一段と押し上げると見込まれる。低迷していた不動産市場については、習体制による不動産市場への支援強化により、建設工事が中断していた物件の工事が再開しつつあり<sup>(注)</sup>、今後、住宅購入に対する不安が徐々に後退しよう。それに加えて、各地方政府による住宅購入支援の強化も後押しし、今春以降には、大都市を中心に住宅販売が緩やかに持ち直し始めると想定される。住宅販売に持ち直しの動きが現れることで、23年7～9月期には不動産投資にも回復の動きが現れると想定した。



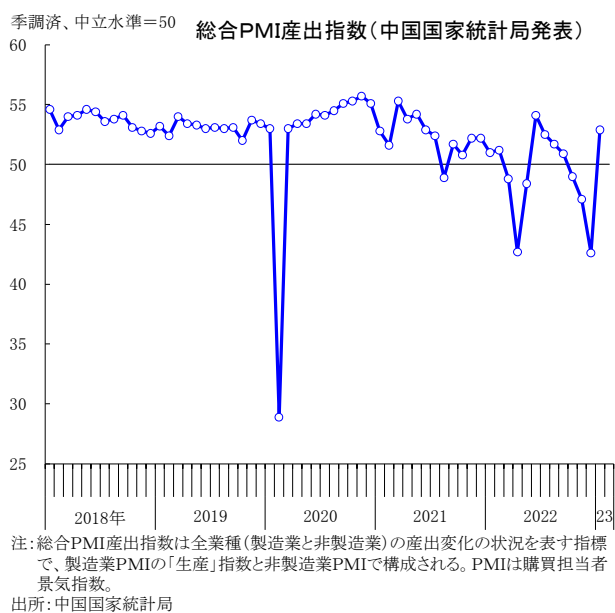
次に、個人消費も徐々に回復しよう。経済活動の正常化が進む中で、1～3月期には外食関連などの対面型消費などが徐々に回復し始める見込みである。また4～6月期に入ると、企業の生産活動再開による人員の職場復帰などから、雇用所得情勢が本格的に改善すると見込まれる。こうしたことも、個人消費のさらなる増加につながる見込みである。その後は、政府によるNEVの購入支援や、住宅販売の回復に伴う家電製品などの購入増加といった要因などから、耐久財消費の本格的な拡大も見込まれる。一方、輸出は国内の経済活動の正常化により23年1～3月期に回復した後、総じて減少基調で推移する見込みである。欧米先進国などの主要仕向け先は23年には景気の減速が見込まれているため、欧米向け輸出などが弱含むことになろう。

続く2024年については、実質GDP成長率が緩やかに低下しよう。固定資産投資が減速基調に転じ、経済成長を押し下げる見込みである。固定資産投資の内訳をみると、住宅市場の改善を背景に不動産投資が底堅く推移するものの、公共インフラ関連投資が景気対策の一巡により減速する見込みである。もっとも、個人消費は底堅く増加するだろう。民間企業を中心に企業の業績が総じて良好な水準で推移する下で雇用所得情勢の改善が続き、国民の消費活動はコロナ流行前の勢いを取り戻すと見込まれる。また、輸出は緩やかに持ち直す見込みである。欧米を中心とした世界景気の緩やかな回復に伴い、米国やユーロ圏向け輸出などが回復に向かう見込みである。また、2022年の中国の自動車輸出台数が前年比+54.4%の311万台に急増したことが示すように、ここ数年、中国企業は自動車など付加価値の高い製品の輸出に注力している。こうした取り組みの効果が表れ始めることで、輸出が堅調に推移することが期待される。こうした個人消費と輸出の下支えにより、2024年は急速な景気の減速が回避されると見込んだ。

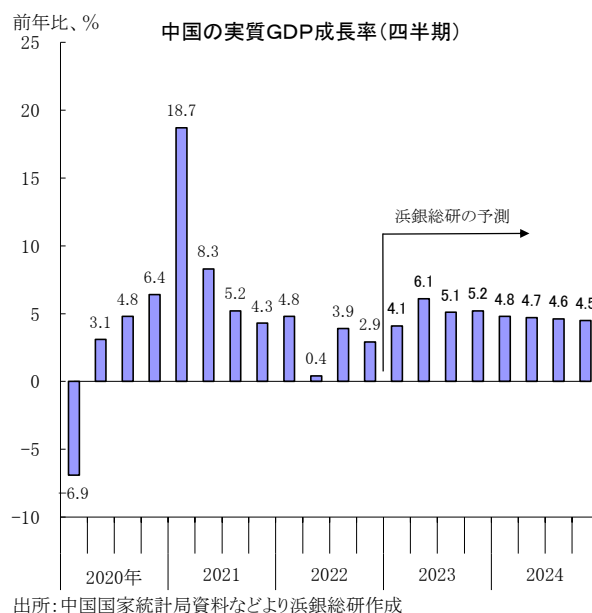
以上より、2023年の中国の実質GDP成長率を+5.1%、2024年を+4.6%と予測した。

注：中国現地の報道によると、住宅販売後に建設工事が停止した物件については、中国政府による資金支援を背景に2022年7月以降には建設工事を再開する物件が増加し、2022年末時点では、建設工事が再開した物件が全体の約6割に達した。

図表8 中国では年明け後に企業の生産・経営活動が持ち直し



図表9 中国の成長率は2023年に高まる見込み



#### 4. 日本経済(主要項目)の見通し

##### (輸出:23年度前半は欧米経済の低迷で弱含み、その後は緩やかに回復へ)

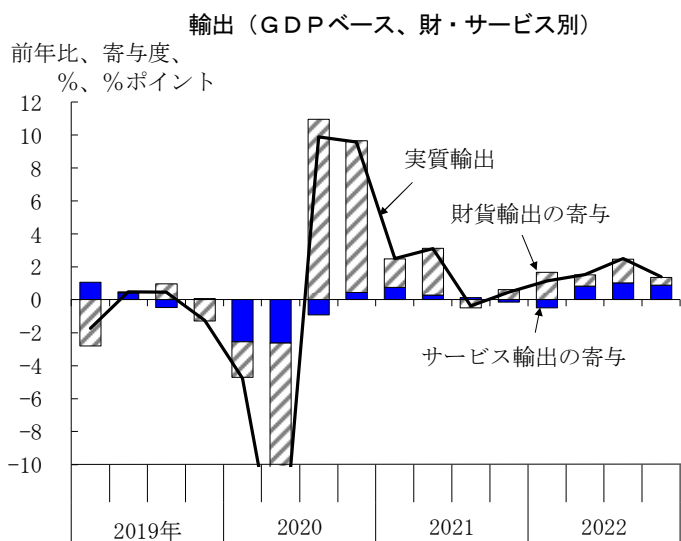
2022年10～12月期の実質GDPベースの輸出は前期比+1.4%と減速した。財貨、サービス別にみると、財貨の輸出が同+0.6%と7～9月期に比べて伸びが鈍化する一方で、サービスの輸出は同+5.2%と7～9月期に続いて高めの伸びとなった(図表10)。訪日外国人の増加によるインバウンド需要の増加がサービス輸出を押し上げた。なお、10～12月期における財貨の輸出について、日銀公表の実質輸出を仕向地別にみると、米国向けが同+4.8%、EU(欧州連合)向けが同+2.5%と増加が続いたものの、中国向けが同-8.3%と落ち込んだ(図表11)。ゼロコロナ政策の解除を巡る混乱の影響が表れたと考えられる。

今後の輸出については、欧米などの世界経済の減速の影響を受けて、23年度前半に弱含んだ後、23年度後半に上向き、24年度は緩やかに増加すると見込んだ。仕向地別にみると、米国向け輸出は、23年度前半には米景気後退の影響により鈍い動きになるだろう。FRBによる利上げの影響で耐久財消費や住宅投資が抑制されるため、自動車や建設機械などを中心にわが国からの輸出が弱含むことになりそう。ただし、米景気は、23年終盤にはインフレ率が落ち着いてくることなどで次第に持ち直し始め、24年には緩やかに回復すると見込まれる。このため、23年度後半からは対米輸出が緩やかに増加すると予測した。一方、EU向け輸出については、23年は弱い動きとなり、24年に上向きの動きが現れてくると見込んだ。ウクライナ危機やECBによる利上げの影響で23年の欧州経済は低迷する見込みである。加えて、地政学リスクが意識されることで投資活動も抑制されることから、資本財の輸出などが伸び悩むと予想される。ただし、24年にはインフレ率が落ち着いてくるため欧州でも景気が次第に上向き見込みである。欧州の景気が持ち直すとともに、対EU輸出も上向きになりそう。他方、中国向け輸出は回復に向かうと見込んだ。今後の中国経済は、コロナ感染の鎮静化により経済活動が正常化に向かうことや、政府による不動産企業への支援強化などにより、成長率が高まっていく見込みである。23年の中国経済は回復基調をたどることから、対中輸出の増勢も次第に強まっていくと見込んだ。ただし、24年になると、固定資産投資の減速により中国経済の成長率が鈍化する見込みである。そのため24年には対中輸出の伸びが鈍化することになりそう。

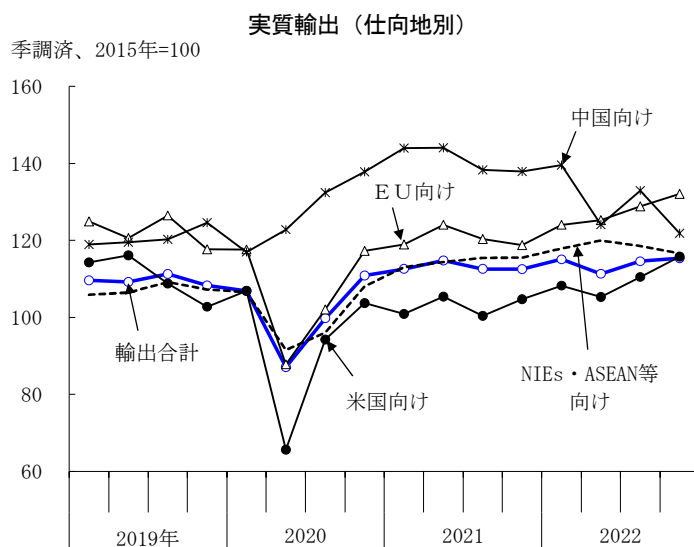
なお、サービスの輸出については、コロナ禍で大きく減少していたインバウンド需要の回復により上向いていくと見込んだ(3ページ参照)。この先、中国からの入国者の水際措置も緩和されることで、23年度にはインバウンド需要が急速に回復し、24年度も緩やかに回復すると見込んだ。

以上から、23年度の輸出については、インバウンド需要の回復が輸出の落ち込みを和らげるものの、年度前年には米国や欧州などの景気低迷を受けて弱含むと予想される。その後23年度後半には、中国経済の成長率が次第に高まることに加え、米国景気が緩やかな持ち直しに転じることなどから、輸出が上向きと見込んだ。24年度には米国経済の緩やかな回復などを受けて、輸出も増加基調をたどると予測した。

図表 10 サービス輸出が輸出全体を底上げ



図表 11 財貨輸出では中国向けが減少



### （設備投資：海外景気の減速で23年度は伸びが高まりにくい）

2022年10～12月期の設備投資は前期比-0.5%と3四半期ぶりに減少した。日銀短観(2022年12月調査)をみると、2022年度の企業の設備投資(ソフトウェア・研究開発を含み、土地投資額を除く、全規模・全産業)が前年比+14.3%と大幅な増加計画となるなど、企業の設備投資ニーズは強い様子が見えてくる。しかし、海外景気の先行き不透明感が次第に強まる中で、設備投資の実施を先送りする動きが徐々に表れてきたと考えられる。実際に設備投資の先行指標をみると、機械受注額(船舶・電力を除く民需)は、10～12月期に前期比-5.0%と2期連続で減少し、減少基調が鮮明になりつつある(図表12)。また、同期の建築着工床面積(民間非居住用)も同-15.8%と減少幅が拡大している。足元で設備投資はやや弱含んでいると判断される。

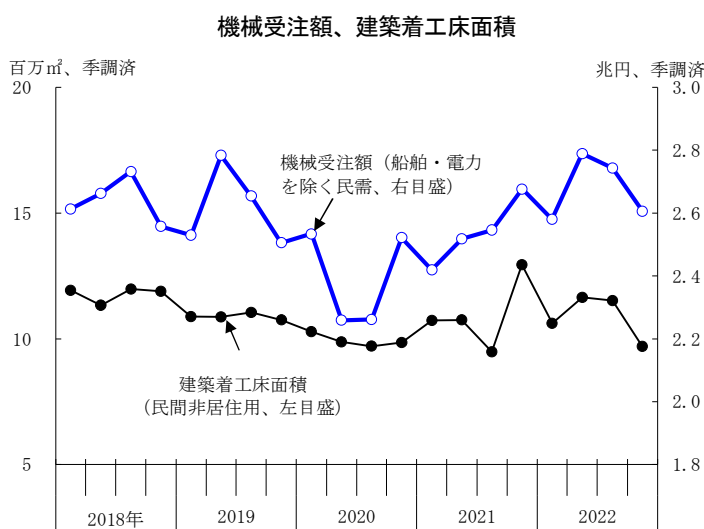
設備投資の動向に影響を与える企業収益の動向をみると、財務省「法人企業統計」の最新データである22年7～9月期の経常利益(全規模・全産業、金融保険業を除く、季調値)は、前期比-5.3%と4四半期ぶりに減少した(図表13)。10～12月期以降も海外景気の減速で輸出が弱含むことや、為替レートの円安修正が製造業の利益を押し下げることから、23年度前半にかけて企業収益は減益傾向で推移すると予想される。もっとも、国内で経済活動の正常化が進むことや、仕入れコストの販売価格への転嫁が進み企業の採算が改善することを踏まえると、企業収益の減少は小幅にとどまると予想される。23年度後半には輸出が上向くことで、企業収益も増益に転じ、24年度も業績の改善が続くと見込んだ。

他方、企業の設備投資ニーズをみると、デジタル関連や省力化に対する投資ニーズが引き続き強いと見込まれるほか、コロナ禍からの経済正常化を見込み、飲食店や小売店などサービス消費関連業種でも投資の必要性が高まると予想される。加えて、大企業中心に、戦略在庫の確保など経済安全保障に対応するための投資や脱炭素関連投資など、中長期的な視点での投資ニーズも高まっている。こう

した設備投資ニーズの高さが、今後の設備投資を底上げしていくと考えられる。

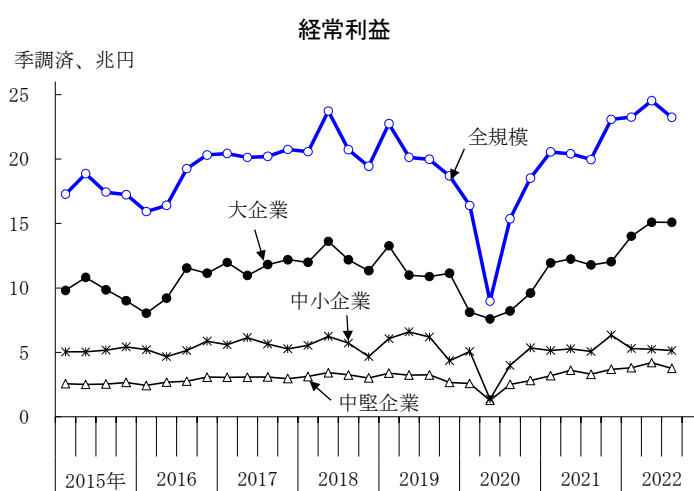
こうした点を踏まえて先行きの設備投資を展望すると、23年度前半までの設備投資は、海外景気の減速や企業業績の悪化で設備投資に対して慎重な姿勢が広がるため、鈍い動きになると見込まれる。しかし、23年度後半には、中国経済の成長率が高まり対中輸出などが持ち直してくることや、米国景気の回復期待が高まり世界経済の先行き不透明感が次第に弱まってくることから、設備投資も次第に上向いてくると予想される。24年度には、企業収益の緩やかな改善も支えとなり、デジタル関連や省力化など投資ニーズの高まっている設備投資計画が実施されることで、設備投資の増勢が次第に強まってくると見込んだ。

図表 12 設備投資の先行指標が下向く



注:建築着工床面積は当社で季節調整を施した。  
出所:内閣府「機械受注統計」、国土交通省「建築着工統計」より浜銀総研作成

図表 13 企業の経常利益は高水準



注:大企業は資本金10億円以上、中堅企業は同1億円以上10億円未満、中小企業は同1千万円以上1億円未満。金融業、保険業を除く。全規模以外の系列は当社で季節調整を施した。

出所:財務省「法人企業統計季報」より浜銀総研作成

### (個人消費:経済活動の正常化で増加基調ながらも、実質所得の低迷で緩やかな成長に)

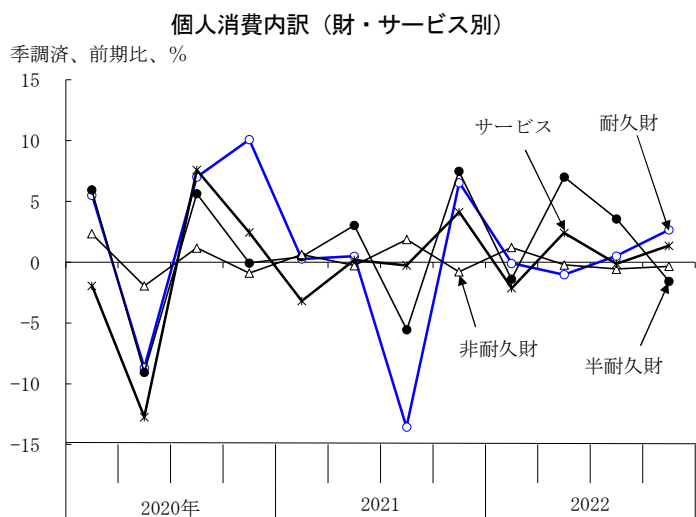
2022年10~12月期の個人消費は前期比+0.5%と増加した。形態別にみると、「全国旅行支援」の効果などでサービス消費が同+1.4%と増加に転じ、供給制約の緩和で自動車など耐久財消費も同+2.7%と伸びが高まった(図表14)。一方、食料品などに値上げの動きが広がっている影響で非耐久財消費が同-0.3%と3四半期連続で減少し、衣料品などを含む半耐久財も同-1.6%と3四半期ぶりに減少した。

1~3月期の個人消費も増加が続くと予想される。コロナの影響が弱まり、経済活動が正常化に向かう中で、サービス消費などを中心にペントアップ需要(繰越需要)が個人消費を底上げすると考えられる。今年3月まで実施される「全国旅行支援」もこうした消費を後押しするだろう。また、22年末の年末賞与が大幅に増加したことも、1~3月期の個人消費を押し上げると考えられる。もっとも、食料品など生活必需品の値上げの動きは広がっており、引き続き非耐久財消費などは弱めの動きが続くことだろう。

続く 23 年度の個人消費は、経済活動が正常化に向かう中で緩やかに増加すると予想される。5 月にはコロナの分類が「5 類」になることで、コロナに対する人々の警戒感是一段と和らぐと考えられる。日常生活に対するコロナの影響が弱まることで、レジャーや飲食などサービス関連を中心に家計の支出が増加すると考えられる。家計はコロナ禍において消費を抑制してきたことで、コロナ前に比べて多額の貯蓄を保有している（図表 15）。こうしたことも、ペントアップ需要を支えることになろう。ただし、後述のとおり、23 年度は消費者物価が高い伸びとなることで、家計の実質的な購買力を表す実質所得が弱含む見込みである。このため、個人消費の伸びは引き続き高まりにくいと見込んだ。

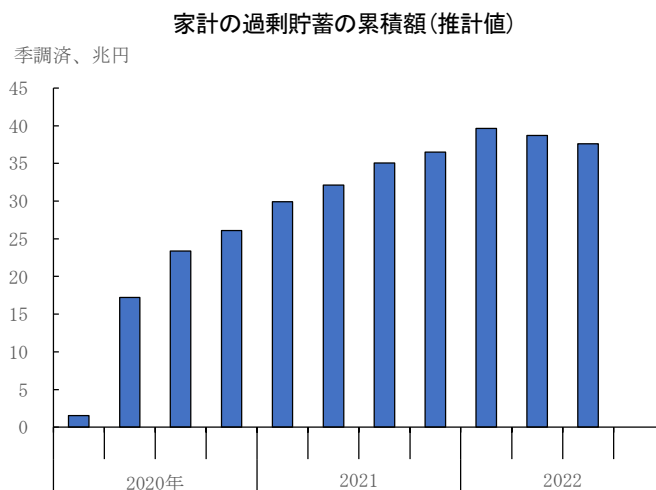
24 年度の個人消費は後半に伸びがやや高まると予測した。後述のとおり、24 年度には、賃金が小幅に上昇する一方、消費者物価の伸びが次第に鈍化し、年度後半に実質所得が前年水準を小幅に上回ると見込んだ。国内景気の回復の動きが少しずつ明確になることで、消費マインドも改善すると予想されることから、個人消費の伸びも次第に高まってくると見込んだ。

図表 14 耐久財、サービス消費が増加



出所：内閣府「四半期別GDP速報」

図表 15 コロナ禍で過剰貯蓄が積み上がる



注：2015～19年の貯蓄のトレンドを基に過剰貯蓄額の累積額を推計した。  
出所：内閣府「家計可処分所得・家計貯蓄率四半期別速報」より浜銀総研作成

### （消費者物価の伸びは次第に鈍化、賃金は小幅上昇が続き、24年度には実質賃金がプラスに）

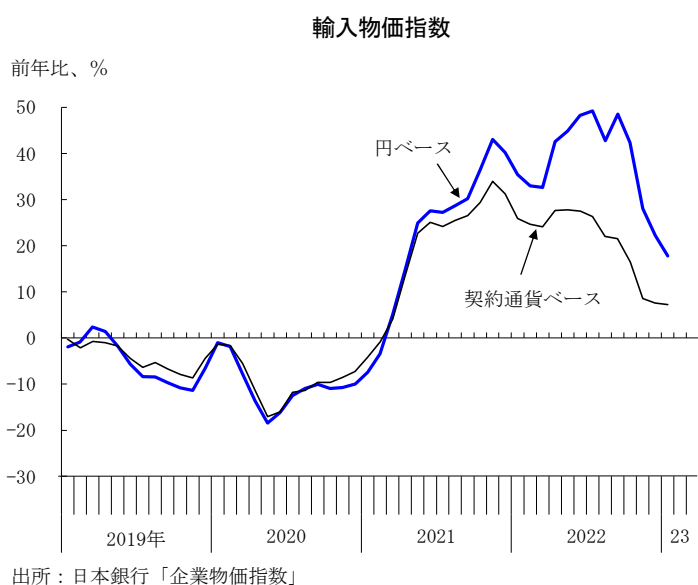
足元で上昇率が高まっている消費者物価については、今後、伸びが鈍化すると見込んだ。前述のとおり、電気・ガス代については政府の価格抑制策により 2023 年前半の消費者物価を抑制する。また、消費者物価上昇の原因となった、原油などの国際商品市況は既に昨年の高値水準から低下している。また、昨年 10 月には 1 ドル＝150 円台まで進んだ為替レートの円安も、現在は 1 ドル＝130 円程度の水準まで円高方向に修正されている。こうした動きを受けて、足元の輸入物価指数は契約通貨ベース、円ベースいずれも上昇幅が縮小している（図表 16）。今回の予測では、23 年度は国際商品市況が弱含む、為替レートは緩やかな円高基調になると想定しており、23 年半ばには輸入物価も前年水準を下回ると予想される。他方、足元の消費者物価の動きをみると、輸入物価上昇などによる仕入コストの増分を販売価格に転嫁する動きが、仕入コストの上昇に遅れて企業間で広がっているため、川下となる

消費者物価指数の上昇幅が拡大している。しかし、日銀短観（22年12月調査）の販売価格判断DIの先行きの予想はDIの小幅な低下が見込まれており、今後の販売価格への転嫁の動きの縮小が示唆されている。販売価格への転嫁の動きがひと段落することで、消費者物価の上昇圧力も次第に弱まっていくと見込まれる。23年後半には電気・ガス代の価格抑制策が終了することで消費者物価上昇率がいったん高まるものの、基調として物価の上昇率は低下し、消費者物価指数は2023年度が前年比+2.0%、24年度は同+1.0%になると予測した（図表17）。

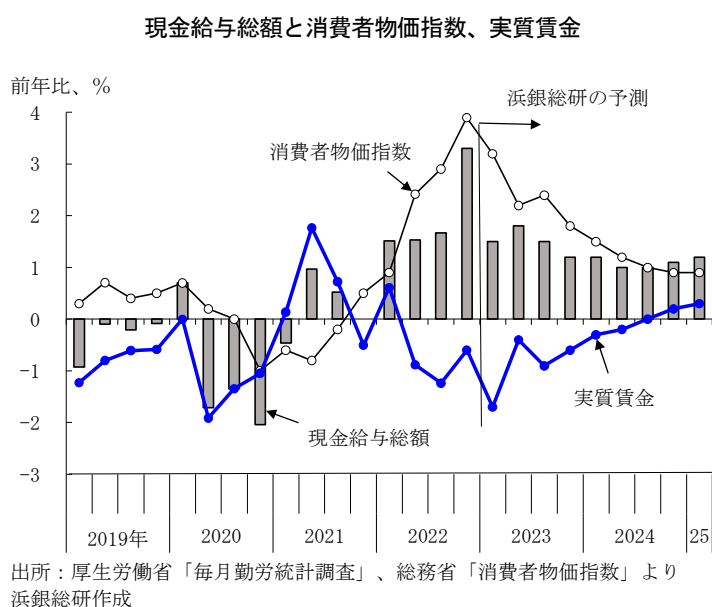
一方、先行きの所得情勢を展望すると、賃金は増加が続くと見込んだ。22年12月の現金給与総額は前年比+4.8%と大幅に増加した。内訳をみると、ボーナスにあたる特別給与が同+7.6%と高い伸びとなったほか、基本給に当たる所定内給与も同+1.8%と14か月連続で増加しており増加基調が定着している。消費者物価の上昇を受けて、賃上げに期待する声が高まっており、今年の春闘賃上げ率（民間主要企業）は22年の2.20%から2%台後半まで上昇すると予想される。このため正社員を中心とした雇用者の所定内給与は23年度も増加基調が続くと考えられる。また、コロナの影響が弱まり、経済活動が正常化する中で、飲食業や観光業などを中心にアルバイトやパート労働者に対する求人も増加が見込まれる。労働需給がタイト化することで、こうした雇用形態における賃金にも上昇圧力が加わることになろう。もっとも、賃金の原資となる企業収益については、海外景気の減速に伴う輸出の伸び悩みの影響などを受けて23年度は減益に転じると見込まれる。製造業の残業代や賞与の伸びについては22年度を下回ると予想されるため、23年度の賃金の伸びは大きくは高まらないと見込んだ。続く24年度は景気の回復を受けて企業収益が改善に向かうものの、改善のテンポが緩やかなものとなることから、賃金の伸びも小幅にとどまると予測した。

なお、消費者の購買力を示す実質ベースの所得については、23年度は消費者物価上昇率が賃金の伸びを上回ることから、弱含んで推移すると見込んだ。24年度には賃金の小幅な上昇が続く一方、消費者物価上昇率が低下することで、年度後半には実質賃金が小幅ながらも前年水準を上回ると見込んだ。

図表16 輸入物価の上昇率は急速に低下



図表17 実質所得の見通し



## 5. 経済成長率の見通し

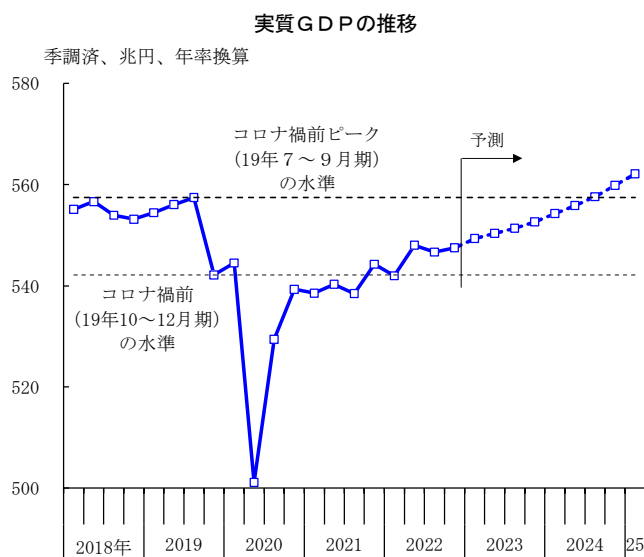
### (実質GDP成長率は2023年度が+0.8%、24年度が+1.2%と予測)

こうした状況を踏まえて日本経済の先行きを展望すると、2023年1～3月期の実質GDPは小幅な増加になると予想される。経済活動の正常化が進む中で、引き続きサービス消費が増加するものの、欧米景気の減速の影響により輸出が鈍い動きになると見込まれる。この結果、22年度の実質GDPは前年比+1.3%となり、21年度(同+2.6%)から成長率が減速すると予測した(図表18、19)

2023年度の日経経済は年度前半の成長率が低めとなり、後半にはやや上向くと見込んだ。個人消費はコロナ禍からの正常化に向けた動きが家計の支出を増加させるものの、消費者物価の上昇などを背景に実質所得が伸び悩むことから年度を通じて緩やかな増加にとどまる見込みである。輸出については、中国経済の回復により対中輸出が増加基調で推移するものの、欧米経済の停滞感が強まることで、年度前半には弱含む見込みである。ただし、年度後半には、中国経済の成長率が高まることに加えて、米国のインフレ率が落ち着いて米景気が緩やかな持ち直しに転じると見込まれることなどから、輸出も上向くと見込んだ。なお、インバウンド需要については、中国からの入国者に対する水際措置の段階的な緩和などを背景に増加することになる。他方、設備投資については、企業の設備投資ニーズは強いものの、海外経済減速の影響で企業業績が弱含む、また世界経済の先行き不透明感が強まることから、小幅な伸びにとどまると予想される。以上から、2023年度の実質GDPは前年比+0.8%と一段と減速すると予測した。

2024年度の日経経済は緩やかに成長率が高まると予測した。賃金の小幅な上昇が続く中で消費者物価の伸びが鈍化することで、家計の購買力を示す実質所得が年度半ばには増加に転じるだろう。実質所得の増加とともに個人消費の伸びも徐々に高まると見込んだ。米国景気の緩やかな回復などを受けて輸出の増勢も次第に強まってくるだろう。企業業績が改善傾向に転じることに加えて、世界経済の先行き不透明感が弱まることで、設備投資も堅調に推移すると予測した。以上から、2024年度の実質GDPは+1.2%となり、23年度に比べて成長率が高まると予測した。

図表18 実質GDPは2024年7～9月期に、コロナ禍前ピーク(19年7～9月期)の水準を回復



図表 19 2022 年度～2024 年度のわが国経済の見通し(2023 年2月改訂)

予測の前提条件

(前年比増減率%、カッコ内は前期比年率換算%)

|                  | 2021年度 | 2022年度 |       | 2023年度 |       |         | 2024年度  |       |       |       |
|------------------|--------|--------|-------|--------|-------|---------|---------|-------|-------|-------|
|                  | 実績     | 見通し    | 上期    | 下期     | 見通し   | 上期      | 下期      | 見通し   | 上期    | 下期    |
| 対ドル円レート (円/ドル)   | 112.4  | 135.1  | 134.1 | 136.2  | 124.3 | 126.5   | 122.0   | 118.8 | 119.5 | 118.0 |
| 対ユーロ円レート (円/ユーロ) | 130.6  | 140.7  | 138.7 | 142.6  | 140.7 | 136.5   | 132.0   | 128.8 | 129.5 | 128.0 |
| 米国実質 GDP (暦年)    | 5.9    | 2.1    | [0.7] | [2.2]  | 0.7   | [0.6]   | [▲ 0.4] | 1.3   | [1.5] | [2.4] |
| ユーロ圏実質 GDP (暦年)  | 5.3    | 3.5    | [2.7] | [1.6]  | 0.2   | [▲ 0.3] | [▲ 0.3] | 0.8   | [0.9] | [1.7] |
| 中国実質 GDP (暦年)    | 8.1    | 3.0    | 2.5   | 3.4    | 5.1   | 5.1     | 5.2     | 4.6   | 4.7   | 4.5   |

予測結果の総括表

(前年比増減率%、カッコ内は前期比増減率%)

|                         | 2021年度      | 2022年度        |               | 2023年度        |               |             | 2024年度      |             |             |             |
|-------------------------|-------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
|                         | 見通し         | 見通し           | 上期            | 下期            | 見通し           | 上期          | 下期          | 見通し         | 上期          | 下期          |
| 実質 GDP                  | 2.6         | 1.3           | [0.8]         | [0.2]         | 0.8           | [0.4]       | [0.5]       | 1.2         | [0.6]       | [0.8]       |
| 個人消費                    | 1.5         | 2.4           | [1.2]         | [0.6]         | 1.1           | [0.6]       | [0.5]       | 1.2         | [0.6]       | [0.8]       |
| 住宅投資                    | ▲ 1.1       | ▲ 4.5         | [▲ 2.9]       | [▲ 0.4]       | ▲ 0.2         | [▲ 0.1]     | [0.2]       | 0.5         | [0.2]       | [0.4]       |
| 設備投資                    | 2.1         | 2.8           | [2.8]         | [0.3]         | 1.2           | [0.5]       | [1.0]       | 2.5         | [1.2]       | [1.5]       |
| 政府消費                    | 3.4         | 1.2           | [1.1]         | [0.5]         | 0.8           | [0.4]       | [0.4]       | 0.7         | [0.4]       | [0.2]       |
| 公共投資                    | ▲ 6.4       | ▲ 3.8         | [▲ 0.8]       | [▲ 0.5]       | 0.0           | [0.3]       | [▲ 0.1]     | ▲ 0.6       | [▲ 0.4]     | [▲ 0.4]     |
| 輸出                      | 12.3        | 5.2           | [3.4]         | [2.7]         | 1.2           | [▲ 0.2]     | [0.3]       | 2.4         | [1.2]       | [2.0]       |
| 輸入                      | 7.0         | 7.7           | [5.7]         | [2.3]         | 1.5           | [0.2]       | [0.5]       | 2.0         | [1.0]       | [1.6]       |
| 国内需要                    | 1.8         | 1.8           | [1.3]         | [0.1]         | 0.9           | [0.5]       | [0.5]       | 1.2         | [0.6]       | [0.7]       |
| 民間需要                    | 1.4         | 1.8           | [1.1]         | [0.0]         | 0.7           | [0.4]       | [0.4]       | 1.0         | [0.5]       | [0.7]       |
| 公的需要                    | 0.4         | 0.1           | [0.2]         | [0.1]         | 0.2           | [0.1]       | [0.1]       | 0.1         | [0.1]       | [0.0]       |
| 海外需要                    | 0.8         | ▲ 0.5         | [▲ 0.4]       | [0.1]         | ▲ 0.1         | [▲ 0.1]     | [▲ 0.0]     | 0.1         | [0.0]       | [0.1]       |
| 名目 GDP                  | 2.4         | 1.6           | [0.5]         | [1.4]         | 2.0           | [0.9]       | [0.7]       | 1.8         | [0.9]       | [1.1]       |
| 新設住宅着工数 (万戸)<br>(前期比、%) | 86.6<br>6.6 | 85.5<br>▲ 1.2 | 85.8<br>▲ 0.9 | 85.2<br>▲ 0.6 | 85.4<br>▲ 0.1 | 85.3<br>0.1 | 85.4<br>0.2 | 85.8<br>0.5 | 85.6<br>0.3 | 86.0<br>0.4 |
| 鉱工業生産                   | 5.8         | 0.2           | [0.5]         | [▲ 0.0]       | 0.4           | [0.0]       | [0.8]       | 3.8         | [2.0]       | [2.8]       |
| 国内企業物価                  | 7.1         | 8.8           | 9.7           | 8.0           | 2.5           | 3.5         | 1.5         | ▲ 0.4       | ▲ 0.1       | ▲ 0.7       |
| 消費者物価                   | 0.1         | 3.0           | 2.4           | 3.5           | 2.0           | 2.3         | 1.7         | 1.0         | 1.1         | 0.9         |
| 完全失業率 (%)               | 2.8         | 2.5           | 2.6           | 2.5           | 2.4           | 2.4         | 2.4         | 2.4         | 2.4         | 2.3         |

注：民間需要＝個人消費+住宅投資+設備投資+民間在庫投資、 公的需要＝政府消費+公共投資+公的在庫投資、  
国内需要＝民間需要+公的需要、海外需要＝輸出－輸入、  
消費者物価は生鮮食品を除く総合。

出所：内閣府「四半期別 GDP 速報」などより浜銀総研作成

本レポートの目的は情報の提供であり、売買の勧誘ではありません。本レポートに記載した内容は、レポート執筆時の情報に基づくものであり、レポート発行後に予告なく変更されることがあります。また、本レポートに記載されている情報は、浜銀総合研究所・調査部が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、その正確性、完全性を保証するものではありません。