

2023年5月24日

### 2023年度・2024年度の景気予測(2023年5月改訂)

～23年度は輸出が減少する一方で、国内民需が底堅く推移しプラス成長を維持～

#### 【要約】

2023年1～3月期の実質GDP(国内総生産)は前期比+0.4%と三四半期ぶりに増加した。個人消費が耐久財やサービス消費の増加により増勢を強めた。また、企業の経常利益が高水準で推移する中で、設備投資も再び増加した。一方、輸出は海外景気の減速などにより6期ぶりに減少した。

2023年度の日本経済は緩やかな回復が続くと見込む。米欧景気が減速する中で、輸出は引き続き弱い動きとなろう。ただその一方で、国内民需が景気を支える公算が大きい。すなわち、消費者物価の高止まりを受けて家計の購買力を示す実質所得が依然として弱含むものの、新型コロナウイルスの感染症法上の位置づけが季節性インフルエンザと同じ「5類」に移行し、コロナに対する警戒感が一段と弱まる中で、個人消費はサービス消費を中心に底堅く推移すると見込まれる。また設備投資については、輸出の減少を受けて製造業を中心に企業業績が弱含むものの、脱炭素やデジタル化対応などの中期的な視点での投資が着実に増加することで、増加基調を維持しよう。以上から、2023年度の実質GDPは前年比+0.8%と、22年度(同+1.2%)から減速するものの、プラス成長を維持すると予測した。

2024年度の日本経済は成長率が次第に高まると予測した。賃金の上昇が続く一方、消費者物価の伸びが鈍化することで、年度後半には実質所得が小幅ながら前年水準を上回るだろう。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。また、米国景気が回復に向かうことで、輸出の増勢も次第に強まってくるだろう。脱炭素やデジタル関連投資が設備投資の増加を支える中で、企業業績が改善傾向に転じることから、設備投資の伸びも高まってくると見込んだ。以上から、2024年度の実質GDPは前年比+1.2%となり、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2023年3月予測>

単位：前年比、% (*は寄与度)	2022年度 実績	2023年度 見通し	2024年度 見通し	2023年度 見通し	2024年度 見通し
実質GDP	1.2	0.8	1.2	0.7	1.2
民間需要*	1.7	0.9	1.1	0.6	1.0
公的需要*	0.1	0.2	0.1	0.2	0.1
輸出*	0.9	▲ 0.4	0.4	0.3	0.5
輸入*	▲ 1.4	▲ 0.0	▲ 0.4	▲ 0.3	▲ 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

(日本経済)小泉 司、菊池 祥平、長尾 遼也 (米国・欧州経済)北田 英治 (中国経済)白 鳳翔

TEL: 045-225-2375

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

## 1. 2023年1～3月期の実質GDPは前期比+0.4%と3四半期ぶりのプラス成長

5月17日に内閣府が発表した2023年1～3月期の実質GDP（国内総生産、1次速報）は前期比+0.4%と3四半期ぶりのプラス成長になった（図表1）。欧米景気の減速などの影響で輸出が減少に転じたものの、個人消費や設備投資などの国内需要が増加した。

需要項目別にみると、民間需要では、個人消費が前期比+0.6%と22年10～12月期の同+0.2%から増勢が拡大した。部品の供給制約緩和に伴い乗用車販売が回復したことなどから耐久財消費が増加し、コロナ禍から消費活動が正常化に向かう中でサービス消費も堅調に増加した。また、住宅投資も同+0.2%と小幅ながら2四半期連続で増加した。一方、設備投資は同+0.9%と2四半期ぶりに増加した。企業の経常利益が高水準で推移する中で、中国におけるゼロコロナ解除などの影響で22年10～12月期に減少した反動が現れた模様である。なお、民間在庫変動の寄与度も同+0.1%ポイントと成長率を押し上げた。

次に公的需要では、政府消費が前期比横ばいとなった。コロナのワクチン接種の減少が伸びを抑えた模様である。公共投資は同+2.4%と増加幅が拡大した。22年度第2次補正予算の執行が進んだことなどが影響した。

海外需要では、輸出が前期比-4.2%と6四半期ぶりに減少した。財輸出については、欧米景気の減速により、米国向けやEU（欧州連合）向け輸出が弱含んだほか、中国向けも減少が続いた。一方、サービス輸出については、訪日外国人の増加によりインバウンド需要が拡大し、堅調に増加した。他方、輸入は同-2.3%と減少した。欧米からの医薬品の輸入減などが影響した。

図表1 2023年1～3月期は個人消費や設備投資が増加

(季節調整済、前期比、%)

	2021年			2022年				2023年
	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	1～3月期
実質GDP	0.3	-0.3	1.2	-0.5	1.1	-0.2	-0.0	0.4
個人消費	0.2	-1.1	3.1	-1.1	1.7	0.0	0.2	0.6
住宅投資	1.5	-1.7	-1.2	-1.8	-1.8	-0.5	0.1	0.2
設備投資	1.4	-1.7	0.5	-0.2	2.1	1.5	-0.7	0.9
政府消費	1.9	1.3	-1.1	0.7	0.7	0.0	0.2	-0.0
公共投資	-2.1	-3.0	-2.9	-4.0	0.6	1.1	0.2	2.4
輸出	3.1	-0.4	0.5	1.2	1.5	2.5	2.0	-4.2
輸入	4.7	-1.5	0.4	3.7	1.0	5.6	-0.0	-2.3
内需寄与度	0.6	-0.5	1.1	-0.0	1.1	0.4	-0.4	0.7
民間需要	0.3	-0.6	1.5	0.0	0.9	0.4	-0.5	0.6
うち在庫	-0.1	0.3	-0.1	0.7	-0.3	0.1	-0.5	0.1
公的需要	0.3	0.1	-0.4	-0.1	0.2	0.0	0.1	0.1
外需寄与度	-0.2	0.2	0.0	-0.5	0.1	-0.6	0.4	-0.3
名目GDP	0.4	-0.5	0.7	0.3	1.1	-0.8	1.1	1.7

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、5月8日には、コロナの感染症法上の位置付けが季節性インフルエンザなどと同じ「5類」に移行し、コロナの経済活動に与える影響が一段と弱まり、経済活動の正常化が進んでいる。一方、昨年からの為替レートの円安や、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、引き続き個人消費などの押し下げ要因になっている。また、4月9日には、日銀の新総裁に植田和男氏が就任し、金融政策の先行き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、今後も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。

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。4月28日の日銀の金融政策決定会合では、今後の金融政策について、「粘り強く金融緩和を継続していくことで、賃金の上昇を伴う形で、2%の「物価安定の目標」を持続的・安定的に実現することを目指していく」とし、大規模な金融緩和の維持を決定した。今後のわが国経済を展望すると、後述するように、2023年度後半には景気が減速し、24年度も緩やかな成長にとどまる見込みである。経済成長率が小幅にとどまる中で、今回の予測期間中に、日銀の目指す「物価安定の目標」を実現することは困難とみられ、現行の緩和的な金融政策が維持されると見込んだ。

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（4ページ）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月を最後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年後半にリセッション入りすると、FRBが政策の軸足を景気への配慮に移し、24年に入ると利下げに転じると予想する。こうした中で、23年7～9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。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=120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、予測期間を通じてみれば、国際商品市況は概ね横ばい圏内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ドル程度での推移を見込む。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、昨年秋の総合経済対策や今年3月の追加物価対策で打ち出された、電気・ガス料金の価格抑制策は23年度後半から縮小され、23年度末に終了すると想定した。後述（14ページ）のとおり、各種の物価高対策の効果により、消費者物価の伸びが一定程度、抑制されると想定した。

### 3. 海外経済の見通し

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

2023年1～3月期の米国の実質GDP（国内総生産）は前期比年率+1.1%と3四半期連続でプラス成長となったものの、22年10～12月期の同+2.7%に比べて減速した（図表2）。1～3月期の実質GDPを需要項目別にみると、個人消費が同+3.7%と前期（同+1.0%）に比べて伸びが高まり、景気の下支え役となった。ただその一方で、企業の設備投資は同+0.7%と、前期（同+4.0%）と比べて急減速している。また、住宅投資もローン金利上昇の影響から同-4.2%と、減少傾向が続いている。さらに1～3月期は民間在庫投資の落ち込みも成長率を大きく押し下げる要因となった（在庫投資のGDP成長率に対する寄与度は前期比年率-2.3%ポイント）。なお、外需については輸出が同+4.8%、輸入が同+2.9%と、いずれも増加に転じ、純輸出（輸出－輸入）のGDP成長率に対する寄与度は同+0.1%ポイントとなった。

月次の経済指標でも、米国景気が減速していることが確認できる。例えば、4月のISM（米供給管理協会）製造業景況指数は47.1と、6か月連続で節目の50を割り込んでおり、製造業の景況感の悪化が鮮明となっている。また、同月のISM非製造業景況指数は51.9と前月の51.2から小幅上昇したものの、節目の50に近い水準で推移しており、一時期に比べて回復テンポが鈍っていることを示唆している。

一方、4月の米雇用統計によると、非農業部門雇用者数は前月比25.3万人増となった。1～3月期の平均（月平均で29.5万人増加）と比べると、4月の増勢はやや鈍化したものの、雇用情勢は依然として良好と判断できる。また、4月の失業率は3.4%と前月よりも低下し、労働需給がタイトであることを示した。平均時給も同月は前年比+4.4%と前月（同+4.3%）から再び伸びが高まった。

米国のインフレに関しては、4月の消費者物価指数（CPI）が前年比+4.9%となり、10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+5.5%と、前月（同+5.6%）に比べて伸びが若干鈍化した。このように前年比ベースでみるとインフレ率は鈍化しているものの、前月比ベースでは4月のコアCPIが+0.4%と高めの伸びを維持しており、明確なインフレ鈍化とは言い難い状況にある。

こうした中で、FRB（米連邦準備理事会）は5月3日のFOMC（公開市場委員会）で0.25%の追加利上げを実施した（22年3月からの累計利上げ幅は5.0%）。会合後に公表されたFOMC声明文では、「追加の引き締めが適切」としていた前回会合時の表現が削除され、利上げの打ち止めが示唆された。この背景には、3月中旬に発生した米金融システム不安の影響をFRBが警戒していることがあると考えられる。すなわち米金融システム不安の発生をきっかけに、今後、米金融機関の融資態度が一段と慎重となり、企業や家計の資金調達環境が悪化するとの懸念である。パウエルFRB議長は前回3月のFOMC後の記者会見で、「企業や家計の与信条件のひっ迫は利上げと同じ効果、あるいはそれ以上の効果がある」と指摘している。実際、FRBが発表している米銀の貸出判断DIをみると、直近2023年4月調査では、「厳格化」超過の割合が一段と高まっている（図表3）。

こうした状況を踏まえた上で今後を展望すると、2023年中はFRBの金融引き締めの影響が本格的に現れることに加えて、金融機関の融資態度が厳格化することによって、耐久財消費や住宅投資、企

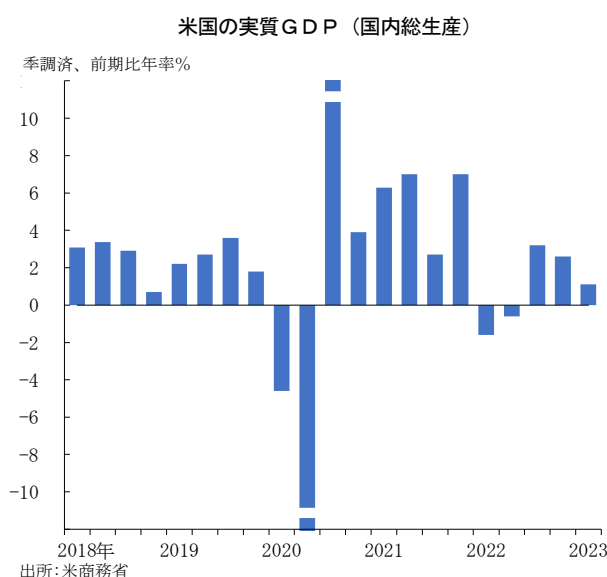


業の設備投資が弱い動きになると見込まれる。そのため、年後半には実質 GDP 成長率が前期比マイナスとなり、景気は後退局面入りすると予想される。

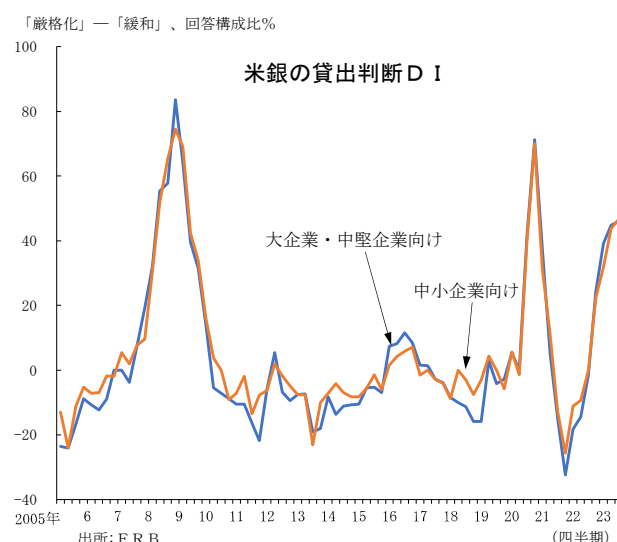
F R Bの利上げについては、23年5月のFOMCが最後となり、その後、年内は政策金利が据え置かれると見込む。ただ、米景気が年後半にリセッション入りする中で、F R Bが政策の軸足を徐々に景気への配慮に移すことから、24年1～3月期には利下げに転じると予想する。

2024年はインフレ率が落ち着いてくることや、緩やかなペースでF R Bの利下げが続くことから、それを受けて個人消費を中心に景気が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、2023年が前年比+1.1%、2024年が同+1.0%になると予測した。

図表2 米国は3四半期連続のプラス成長



図表3 米銀の貸出態度が厳格化



### (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)

2023年1～3月期のユーロ圏の実質GDP（域内総生産）は前期比+0.1%と、22年10～12月期（同0.0%）に続いて非常に低い成長率にとどまった（図表4）。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。1～3月期の実質GDPを国別にみると、ドイツ（同0.0%）やフランス（同+0.2%）など主要国で低迷している。

月次の経済指標をみると、企業の景況感サービス業を中心に底堅く推移している。4月のユーロ圏総合PMI（購買担当者景気指数）は54.1と、好不調の分かれ目となる50を4か月連続で上回った。ただこれを業種別にみると、製造業が45.8と新規受注の低迷などにより10か月連続で50を下回る一方で、サービス業は56.2とエネルギー価格の下落などを背景に4か月連続で50を上回っており、明暗が分かれている。

インフレに関しては、4月のユーロ圏の消費者物価指数は前年比+7.0%と、前月（同+6.9%）から

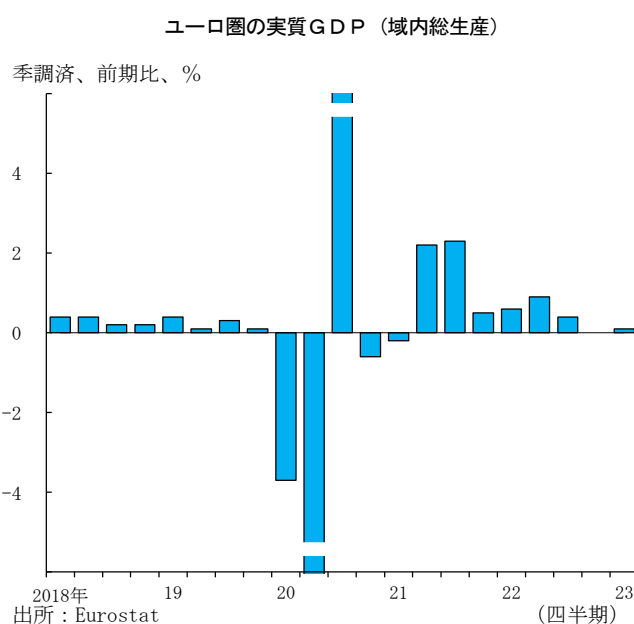
若干伸びが高まった。一方、同月のコアベースの消費者物価指数（エネルギー、食品、タバコを除いたもの）は同+5.6%と、前月（同+5.7%）から伸びが若干鈍化した（図表5）。コア物価にピークアウトの兆しが現れたことは朗報ではあるが、ユーロ圏のインフレ圧力は依然として強いといえよう。

こうした高インフレを抑制するために、ECB（欧州中央銀行）は5月4日の理事会で0.25%の追加利上げを決定した（22年7月からの累計利上げ幅は3.75%）。利上げ幅は前回3月までの0.5%から縮小したものの、ラガルドECB総裁は理事会後の記者会見で、インフレ圧力が強い中で「利上げは止めない」と語り、利上げの継続姿勢を鮮明にした。

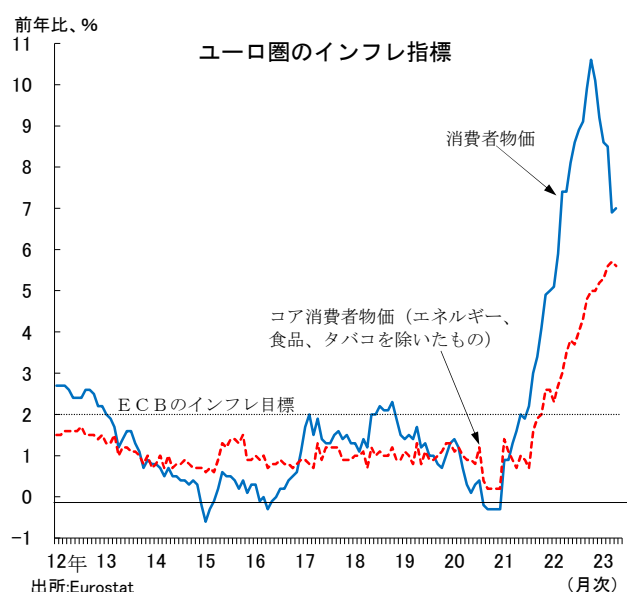
以上のような状況を踏まえた上で先行きのユーロ圏経済を展望すると、2023年中のユーロ圏景気は停滞感の強い状況が続くと見込まれる。高インフレによる実質所得の減少に加えて、22年後半からのECBの大幅利上げの効果が本格的に現れることなどから、個人消費や設備投資など国内需要が弱い動きとなろう。輸出に関しては、最大の輸出先である米国で景気の減速感が強まるため、同国向けの輸出が弱含むと見込まれる。ただその一方で、中国ではゼロコロナ政策の終了によって経済活動が正常化に向かっており、同国向けの輸出が上向くと期待される。インフレ率の水準が依然として高い中で、ECB（欧州中央銀行）は23年の半ばまで利上げを継続すると見込む。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年には高インフレが鎮静化することや、ECBが徐々に利下げを実施することから、ユーロ圏景気が持ち直しに転じると見込まれる。中国景気の回復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、2023年が前年比+0.4%、2024年が同+0.9%になると予測した。

図表4 ユーロ圏経済は低成長が継続



図表5 ユーロ圏のインフレ率は高水準



**(中国経済: 習体制による支援策もあり、23年の景気は個人消費を中心に緩やかな回復へ)**

中国の2023年1～3月期の実質GDP（国内総生産）は前年比+4.5%と、前期（同+2.9%）に比べて伸びが高まった。1～3月期は、ゼロコロナ政策の解除に伴う外出の増加を背景に小売売上高が前年比+5.8%と増加に転じるなど、個人消費の持ち直しが成長率を押し上げた。ただ、直近の月次指標をみると、景気回復には依然として力強さを欠く面がある。まず、4月の固定資産投資は前年比+3.8%と2か月連続で増勢が弱まった。季節調整値でも、4月は前月比-0.6%と2か月連続で減少している。内訳をみると、住宅販売の緩慢な回復を背景に不動産業が依然として減少基調で推移した。また、同月の工業企業の利益が前年比-19.1%となるなど企業業績が悪化しており、製造業の設備投資も伸び悩んでいる。こうした中、4月の鉱工業生産は前月比-0.5%と2022年11月以来の落ち込みとなった。さらに、同月には、製造業PMI（購買担当者景気指数）が49.2と、「生産」や「新規受注」の大幅な低下から4か月ぶりに中立水準の50を下回った（図表6）。当面は、設備投資が加速しにくい状況が続く懸念がある。この状況下、雇用情勢をみると、16～24歳の調査失業率が同月に20.4%と過去最高を記録しており、大学卒業者を中心とする若年層の就職難が際だっている。

4月28日、習体制は中央政治局会議を開催し、今後、金融と財政の両面の支援により需要を拡大させていくという方針を強調した。具体的には、所得の増加や住環境の整備を図るほか、観光消費の促進を行うなど、個人消費の回復と拡大に対する支援を継続的に行う方針が示された。また、回復の緩慢な不動産市場に対しては、実需の回復を目的に住宅購入支援を強化することや、住宅販売後に建設工事を停止した物件に対して支援を着実に継続することなどの方針が明示された。投資に関しても、民間企業の投資促進など従来の施策に加えて、NEV（新エネルギー車）の充電スタンドや蓄電設備、大都市のスラム街のリニューアル整備の強化などの公共関連施設の建設推進措置も表明された。さらに、大学卒業者の就職難問題に向けて大卒者の雇用創出効果の高い人工知能（AI）応用のビジネス拡大や、ネット通販、ネットライブ配信などのニューエコノミーの発展への支援が示された。このように、従来の景気刺激策に加えて、今回公表された需要改善策が、今後の中国経済の回復を後押ししていくことになろう。

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4～6月期以降も緩やかに景気が回復すると見込まれる（図表7）。

まず、個人消費については、2023年中は経済活動の正常化が進む中で、引き続き外食や観光などサービス分野を中心に回復すると予想される。政府による飲食や国内観光などの促進策もサービス消費を押し上げよう。また、住宅販売の緩慢な回復が家具や家電など耐久消費財の需要回復の足かせとなっているが、後述するように23年後半には住宅販売が持ち直すと予想されることから、それに伴い耐久財消費も徐々に増加すると予想される。

雇用情勢については、企業の生産活動が再開する中で、政府による農民工（農村部からの出稼ぎ労働者）の就職支援もあり、引き続き改善する見込みである。大学卒業者を中心とする若年層の就職難問題についても、経済の正常化が進み、景気回復の動きが明瞭になる中で、政府によるニューエコノミーへの支援などもあり、徐々に解決されていくことになろう。

一方、固定資産投資については、2023年中は政府の景気対策を受けて公共インフラ関連の投資が引

き続き増加しよう。23年半ば以降には、政府によるNEV（新エネルギー車）の充電スタンドや蓄電設備の建設などがインフラ関連投資を押し上げ、固定資産投資を下支えすると見込まれる。他方、民間企業の設備投資については、弱含みの動きがしばらく続くものの、年後半には景気対策の効果が本格的に表れ、企業業績が改善するにつれて民間投資が持ち直してこよう。

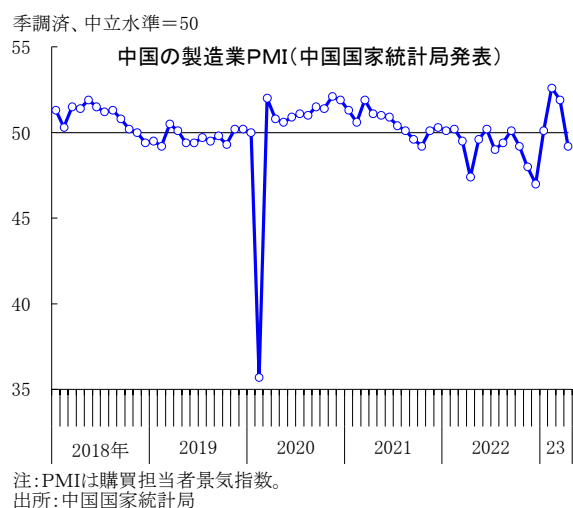
なお、不動産市場については、建設工事を中断していた物件の工事が既に再開し、物件の購入者への引き渡しも進んでいるとみられる。23年後半には物件の購入者への引き渡しが一段と進む見込みである。こうしたことから、23年後半には住宅購入に対する人々の不安が次第に和らぎ、大都市を中心に住宅販売に持ち直しの動きが表れると考えられる。

一方、輸出は、ゼロコロナの解除を背景とする国内の生産活動の正常化により、NEVや太陽光発電設備、リチウム電池など付加価値の高い輸出向け製品の生産が回復するのに伴って、この先次第に改善する見込みである。もっとも、夏場以降には、欧米先進国の景気減速を背景に、輸出全体が伸び悩むと見込まれる。

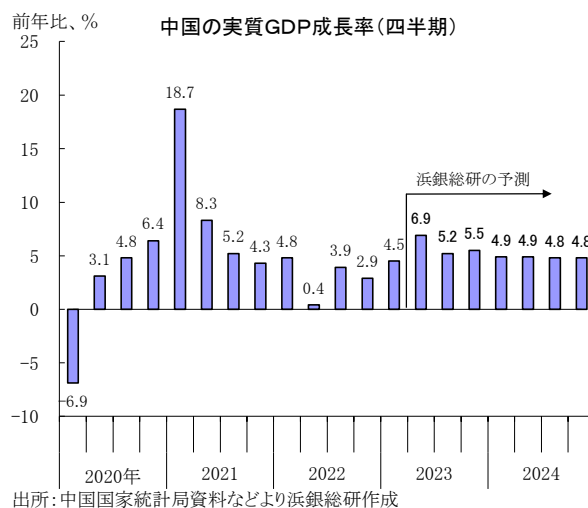
続く2024年については、前年比ベースの実質GDP成長率が小幅に低下するものの、緩やかな景気の回復が続く見込みである。まず、固定資産投資は総じてみれば改善しよう。公共インフラ関連投資は景気対策の一巡により減速する見込みであるものの、住宅販売の本格的な増加を背景に不動産業投資が増加すると考えられる。また、輸出や生産の回復を背景とした企業業績の改善などから、製造業の設備投資も増加する見込みである。次に、個人消費も引き続き堅調に推移しよう。景気が緩やかに回復する中で、企業活動が活発化し、雇用所得情勢は引き続き改善すると見込まれる。また、住宅購入の増加に伴う家電製品の需要増や、NEVシフトを目的とした政府による乗用車買い替え支援などから、耐久財消費も増加することになる。さらに、輸出に関しても、欧米景気の回復を背景に、先進国向けを中心に改善の動きが現れる見込みである。

以上より、2023年の中国の実質GDP成長率を+5.5%、2024年を+4.8%と予測した。なお、2024年に比べて、2023年の成長率が高いのは、前年（2022年）の実質GDPがコロナ禍により低水準となっていたためである。予測期間を通じてみると、緩やかな成長が続くと見込んだ。

図表6 中国の製造業の景況感が足元で悪化



図表7 中国経済は緩やかに回復する見込み





#### 4. 日本経済(主要項目)の見通し

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

2023年1～3月期の実質GDPベースの輸出は前期比-4.2%と6四半期ぶりに減少した。財、サービス別にみると、サービスの輸出はインバウンド需要の回復などにより同+5.6%と高めの伸びとなったものの、財の輸出が同-6.5%と6四半期ぶりの減少に転じた。1～3月期の財の輸出について、日銀公表の実質輸出を仕向地別にみると、米国向けが同-4.2%、EU（欧州連合）向けが同-4.5%と減少に転じた（図表8）。インフレや利上げによる欧米景気の減速が影響したと考えられる。また、中国向けも同-6.6%と2四半期連続で減少した。中国では、ゼロコロナ政策の終了後も、生産や設備投資などの回復が遅れていることが影響した模様である。

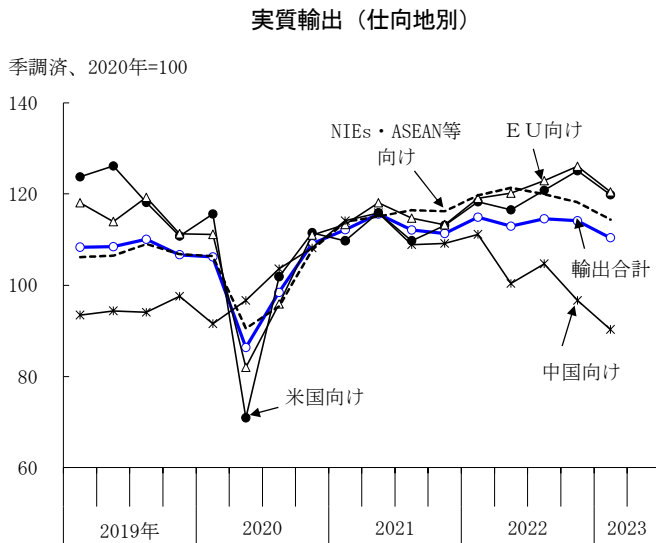
今後の輸出については、欧米などの世界経済の減速の影響を受けて、23年後半に一段と弱含んだ後、24年に入ると緩やかに増加すると見込んだ。仕向地別にみると、米国向け輸出は、23年後半には米景気後退の影響により弱い動きになるだろう。FRBによる利上げの影響で耐久財消費や住宅投資が抑制されるため、自動車や建設機械などを中心にわが国からの輸出が弱含むと予想される。ただし24年に入ると、米国の景気はインフレ率が落ち着いてくることなどを背景に持ち直し始め、次第に回復の動きが明確になってくると見込まれる。このため、24年1～3月期以降は対米輸出が緩やかに増加すると予測した。一方、EU向け輸出については、23年は弱い動きとなり、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く見込みである。欧州の景気が持ち直すとともに、対EU輸出も上向くことになろう。他方、中国向け輸出は緩やかに回復すると見込んだ。今後の中国経済は、ゼロコロナ政策の解除による経済活動の正常化などにより、緩やかな回復が続く見込みである。中国景気の持ち直しを受けて、中国向け輸出も緩やかな増加基調をたどると予測した。

なお、サービスの輸出については、インバウンド需要の増加により回復が続くと見込んだ（図表9）。コロナの感染防止を目的とした訪日客に対する水際対策が4月29日に終了したことや、為替相場がコロナ禍前に比べて円安となっていることが追い風となり、この先も訪日客の回復が続くと見込んだ。ただし、中国については、中国から日本への海外旅行制限措置が継続しており、制限措置の終了時期が見通せない状況にある<sup>(注)</sup>。このため、中国からの訪日客の回復は今後も小幅と想定し、この先の訪日客全体の戻りのペースは鈍ると予測した。

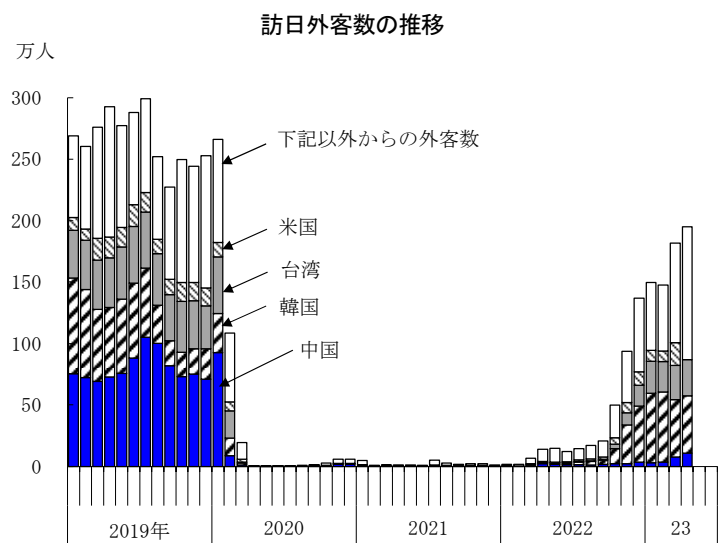
以上から、23年度の輸出については、中国向けの輸出が緩やかに回復するものの、景気の低迷による対欧米輸出の不振により、弱含むと予想される。24年度は米国経済の回復などにより、輸出の増勢が次第に強まってくると予測した。

注：中国は日本行きの海外旅行商品の販売禁止措置を継続している。米バイデン政権が主導し、日本も連携して実施している先端半導体製造装置の中国への輸出規制に対する、対抗措置としての側面もあることから、中国による早期の海外旅行商品の販売禁止措置解消は難しい状況にあると考えられる。

図表8 主要国・地域への輸出が減少



図表9 インバウンド需要は回復の動き



### （設備投資：中長期的な投資ニーズの底上げで増加が続く）

2023年1～3月期の設備投資は前期比+0.9%と2四半期ぶりに増加した。22年10～12月期には、中国におけるゼロコロナ政策の解除に伴う混乱などにより世界景気の先行き不透明感が強まったことなどから、設備投資を先送りする動きが現れた（同期の設備投資は同-0.7%）。しかし、23年1～3月期には中国の混乱が収束に向かい、先行きに対する不透明感が緩和されたことで、設備投資を実施した企業が増加したとみられる。

財務省「法人企業統計」の最新データである22年10～12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-1.4%と2四半期連続で減少した（図表10）。この先も海外景気の減速で輸出が弱含むことや、為替レートが円高傾向で推移すると予想されることなどから、輸出型製造業や海外への投資が多い大企業などを中心に企業業績が弱含む、23年度の企業収益は減益傾向で推移すると予想される。もっとも、国内ではコロナの影響が弱まり、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と見込まれる。このため国内事業中心に企業活動を行う非製造業などでは企業業績が改善するとみられ、全産業ベースでみた企業収益の減少は小幅にとどまるだろう。続く24年度には米国景気が回復に向かうことなどから輸出が上向き、輸出型製造業などでも増益に転じ、全体の企業収益は増益に転じると見込んだ。

このように2023年度の企業収益は全体で小幅な減益が見込まれるものの、国内事業を中心とした非製造業では、経済活動の正常化が後押しとなり企業業績が改善し、設備投資を実施する企業が増加すると考えられる。一方、減益が見込まれる輸出型製造業でも、以下で述べるように、コロナ禍で設備投資が控えられてきた業種で設備投資の増加が見込まれることから、予測期間を通じて設備投資は底堅く推移すると予想される。

「法人企業統計」で業種別に最近の暦年ベースの経常利益をみると、コロナ禍において、輸送用機

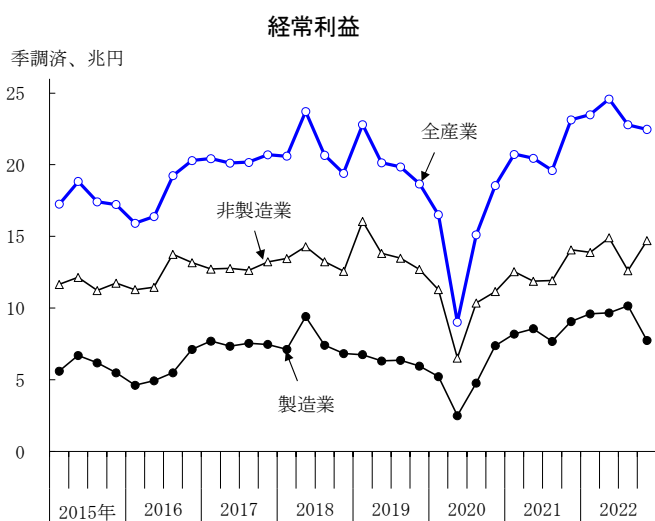
械や情報通信機械、電気機械などの業種では為替レートが円安になっていたこともあり、利益水準が高まっていたことがわかる（図表 12）。その一方で、こうした業種の設備投資キャッシュフロー比率は低下しており、利益水準に比べると、設備投資の水準は低めにとどまっていた様子がうかがえる。

一方、足元では、脱炭素関連やデジタル化、経済安全保障に対する投資など中長期的な視点で大型の投資が必要となる設備投資ニーズが高まっている<sup>(注)</sup>。日本政策投資銀行「2022 年度設備投資計画調査」で企業の設備投資の目的に関するコメントをみると、輸送機械で脱炭素関連の EV 投資、電気機械や化学などで、デジタル化の進展への対応を目的とした半導体関連投資などが目立っている。こうした中長期的な投資ニーズを持つ輸送機械や電気機械などでは、前述のとおり、ここ数年は利益水準に比べて設備投資の水準が抑えられており、投資余力となる内部留保が拡大していると考えられる。こうした点を踏まえると、輸送機械や電気機械などの輸出型製造業においては、中長期的な視点での設備投資が実施されていく可能性が高く、こうした投資が製造業全体の投資を底上げしていくと考えられる。実際に内閣府・財務省「法人企業景気予測調査（令和 5 年 1～3 月期調査）」で 2023 年度の設備投資計画を業種別にみると、自動車・同附属品や電気機械などで高い伸びとなっている（図表 11）。こうした業種の底上げにより、予測期間中の製造業の設備投資は底堅く推移すると見込んだ。

以上を踏まえて先行きの設備投資を展望すると、2023 年度の設備投資は、非製造業の設備投資が増加傾向で推移する。一方、製造業の設備投資については海外景気の減速などによる企業業績の悪化が下押し要因となるものの、上述のような中長期的な投資ニーズが支えとなることから、底堅い推移になると見込んだ。続く 2024 年度は、輸出の回復により企業収益が上向くことから、製造業を中心に設備投資の増勢が強まると見込んだ。

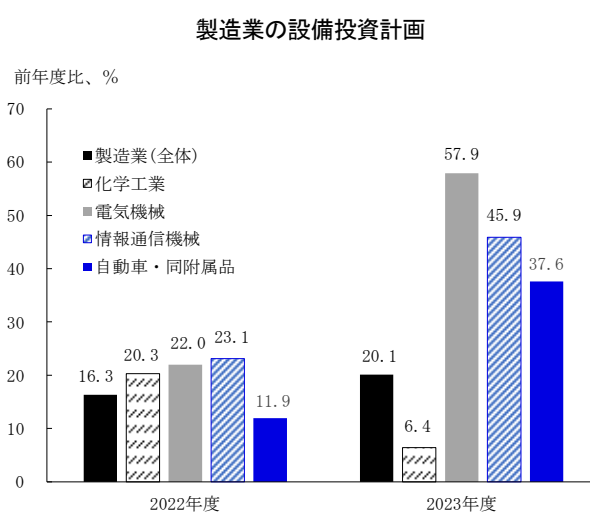
注：日本政策投資銀行「2022 年度設備投資計画調査」では、政府が示した 2030 年までのカーボンニュートラルの目標（GDP 当たりの CO<sub>2</sub>排出量を 2013 年度比で 46%削減）を達成するためには、毎年約 4 兆円の研究開発費が必要になると試算している。

図表 10 経常利益は高水準ながら下向く



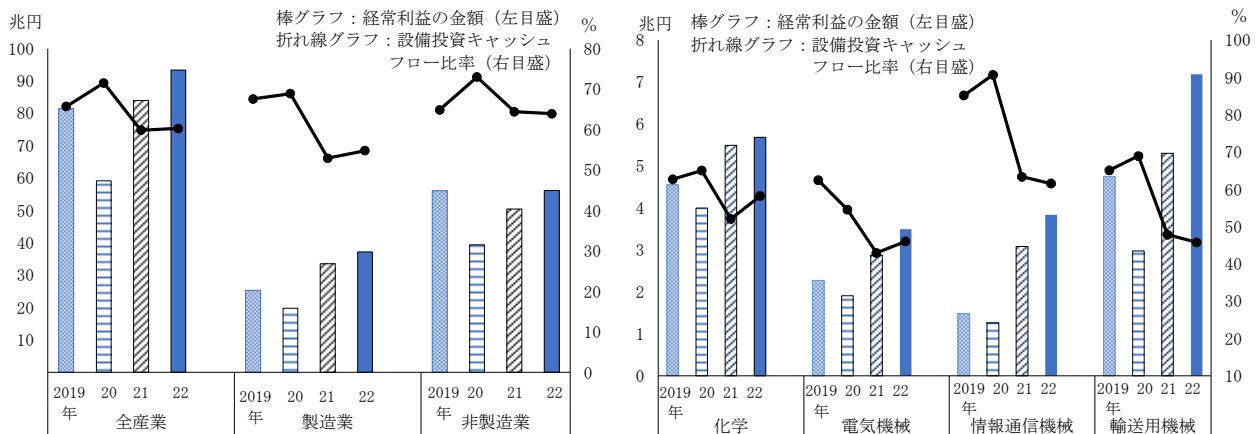
出所：財務省「法人企業統計季報」

図表 11 電気や自動車で大幅な投資増計画



出所：内閣府・財務省「法人企業景気予測調査（令和 5 年 1～3 月期調査）」

図表 12 経常利益と設備投資キャッシュフロー比率の推移(一部の業種、暦年)



注：設備投資キャッシュフロー比率 = 設備投資 / (減価償却費 + 経常利益 × 0.5)

出所：財務省「法人企業統計」より浜銀総研作成

### (個人消費:23年度前半は経済活動の正常化により、サービス消費が増加)

2023年1～3月期の個人消費は前期比+0.6%と、22年10～12月期(同+0.2%)に比べ増勢が拡大した。形態別にみると、経済活動の正常化が進む中で、旅行や外出などのサービス消費が同+0.8%と引き続き増加した(図表13)。全国旅行支援など政策面での下支えもサービス消費の増加に寄与したとみられる。また、耐久財消費も同+5.9%と大きく増加した。半導体など部品の供給制約の緩和により、乗用車販売が回復したことが、耐久財消費の増加につながったと考えられる。食料品などの非耐久財消費も同+0.7%と増加した。一方、衣料品などの半耐久財消費は同-2.6%と減少した。家計の実質的な購買力を示す実質所得が減少する中で、家計がメリハリのある消費行動を行った模様である。

個人消費の先行きを予測する上で重要となる所得情勢をみると、実質所得については、次ページで述べる通り、24年度半ばまで前年水準を下回る水準で推移し、前年を上回るのは24年度後半になると見込まれる。このため、所得面からみると、24年度半ばまでは消費に下押し圧力が加わりやすいと考えられる。その一方で、コロナ禍でレジャーや飲食などのサービス消費が抑制された結果、家計の過剰貯蓄の累積額は依然として高水準となっており、家計には消費余力があると考えられる(図表14)。5月8日には新型コロナウイルスの感染症法上の位置づけが、季節性インフルエンザなどと同じ「5類」に移行し、コロナに対する警戒感はこの先一段と弱まると見込まれる。コロナ禍で抑制されてきたレジャーや飲食などの消費活動が正常化することで、実質所得が弱含む中でも、個人消費は底堅く推移すると見込まれる。

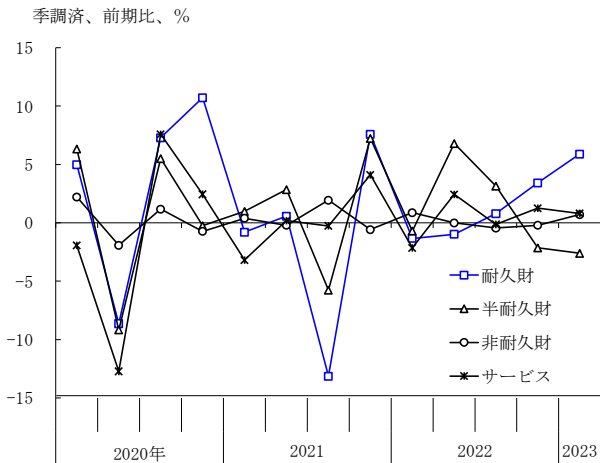
こうした点を踏まえて今後の個人消費を展望すると、2023年度前半の個人消費は回復が続くと予想する。国内航空11社が発表した今年のゴールデンウィークの国内線旅客数実績が前年比+15.2%の279.3万人となるなど、国内旅行はコロナ禍前に迫る水準まで回復した。今夏にはコロナが「5類」へ移行して初めての夏休みを迎えることから、夏場にかけて、レジャーや飲食などサービス関連を中心に家計の支出が増加すると考えられる。ただし、23年度後半には、こうしたサービス関連の需要が一巡することもあり、消費の伸びがやや鈍化する見込みである。



2024年度の個人消費は後半に伸びが高まると予測した。後述するとおり、24年度は名目ベースの賃金の増加幅が23年度に比べて縮小する一方、消費者物価の伸びも次第に鈍化することから、実質所得の前年比ベースの減少幅は次第に縮小し、24年度後半には前年水準を小幅に上回るだろう。こうした所得情勢の改善を受けて、年度後半にかけて、個人消費の伸びも高まってくると見込んだ。

図表 13 耐久財、サービス消費が増加

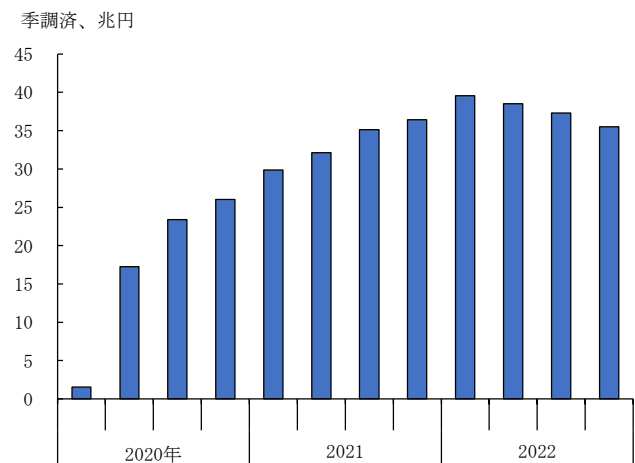
個人消費内訳（財・サービス別）



出所：内閣府「四半期GDP速報」

図表 14 コロナ禍で過剰貯蓄が積み上がる

家計の過剰貯蓄の累積額（推計値）

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

### （実質所得：賃金増が続く中で物価上昇率が鈍化し、24年度後半に前年比プラスに転じる）

個人消費の先行きを予測する上で重要となる実質所得については、24年度半ばまで前年比ではマイナスで推移し、24年度後半に前年水準を上回ると見込んだ。足元の実質所得は、名目ベースの賃金が上昇する一方で、消費者物価の上昇が賃金増を上回り、前年水準を下回って推移している（図表 15）。

まず、先行きの所得情勢を展望すると、名目ベースの賃金は増加が続くと見込まれる。連合が5月10日に公表した「2023 春季生活闘争（春闘）」第5回回答集計結果によると、2023年の春闘賃上げ率（定昇相当込み）は+3.67%となり、過去の賃上げ実績と比較すると、1993年以来の高い伸びとなった。この結果を受けて、23年度の現金給与総額については、正社員を中心とした雇用者の所定内給与が前年を上回る増加率となろう。また、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が増加すると見込まれる。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る。特別給与については、賞与算定のベースとなる所定内給与の増加が賞与支給額を押し上げるため、夏の賞与が前年の夏を上回る伸びになると予想される。ただし、海外景気減速の影響による企業業績の悪化を受けて、年末賞与の伸びは前年に比べて鈍化するだろう。

続く24年度は現金給与総額の伸びが鈍化するだろう。海外景気の減速などにより23年度の企業収益が減益に転じることや、後述のように消費者物価の上昇率が鈍化することから、24年度の春闘では、23年度のような高い賃上げ率を期待することは難しく、2%台半ばの伸びになると見込んだ。もっとも、海外景気の回復を受けて製造業の生産が次第に回復することなどから、年度後半には残業代

などの所定外給与が増加し、現金給与総額の伸びは次第に高まると見込んだ。

一方、消費者物価の動向をみると、4月の消費者物価指数（生鮮食品を除く総合）は前年比+3.4%と前月（同+3.1%）に比べて伸びが高まった。政府の価格抑制策により電気・ガス代などが物価を押し下げたものの、食料（生鮮食品を除く）や宿泊料などが物価を押し上げた。

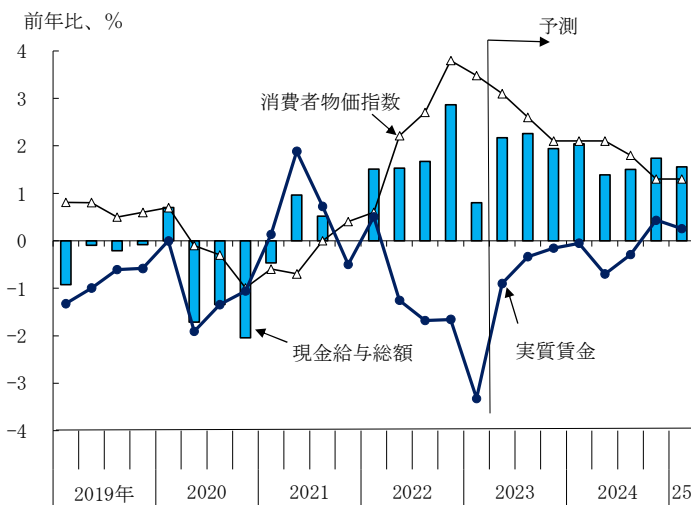
今後の消費者物価上昇率は、高めの水準で推移するものの、次第に伸びが鈍化していくと予想される。日銀短観（2023年3月調査）の販売価格判断DI（「上昇」-「下落」）をみると、足元で大幅な「上昇」超となっており、3か月先の予想も「上昇」超幅が拡大する見込みである。このため、既往のコスト高を販売価格へ転嫁する動きは今後もしばらく続くことになろう。また、人件費の上昇を背景として、サービス価格なども上昇することから、消費者物価には引き続き上昇圧力が加わっていくと考えられる。もっとも、原油などの国際商品市況は既に昨年の高値水準から低下しており、今後も安定的な推移が見込まれる。また、為替レートも今後は緩やかな円高基調になると見込まれる。このため、輸入物価上昇を通じた物価上昇圧力は弱まると見込んだ。この結果、消費者物価は基調としては伸びが鈍化し、2024年度後半には前年比で1%を小幅に上回る程度まで上昇率が低下すると見込んだ。

なお、政府は今年1月からの電気・ガス代の価格抑制策に続き、5月からは再生可能エネルギー発電促進賦課金を引き下げるなど、多様な物価高対策を講じている（図表16）。こうした対策は23年度後半には段階的に縮小されていくと見込んだ。このため、23年度後半の消費者物価上昇率の縮小ペースはいったん鈍化することになろう。

こうしたことから、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、年度後半には小幅ながら前年水準を上回ると見込んだ。

図表 15 実質所得の見通し

現金給与総額と消費者物価指数、実質賃金



注：消費者物価指数は持ち家の帰属家賃を除く総合。  
出所：厚生労働省「毎月勤労統計調査」、総務省「消費者物価指数」などより浜銀総研作成

図表 16 物価高対策がCPIに与える影響

政府の物価高対策		
項目	主な内容	押し下げ効果
燃料油価格激変緩和事業	ガソリン価格を170円程度に抑制する。2022年1月から実施し、4月には補助上限を引き上げた。	▲0.5% (22年4月時)
電気・ガス価格激変緩和対策事業	電気・都市ガスの利用料金を値引きする。2023年1月から実施し、9月まで継続。	▲1.0%
再エネ賦課金改定	ウクライナ情勢の影響から再エネ電気の取引価格が高騰したため、賦課金が低下。2023年5月から実施。	▲0.3%
小売価格低減に資する石油ガス配送合理化補助金	LPガス小売価格低減に資する取組への支援を行う。開始時期は未定。	▲0.04%
輸入小麦の価格抑制事業	輸入小麦の政府売渡価格の算定期間を変更し、価格を抑制する。2022年10月から実施し、23年4月も継続。	▲0.007%

注：物価高対策の期間は23年9月までとされているが、本予測では、現在の物価情勢を考慮し、規模を縮小しながら24年3月まで継続すると見込んだ。  
出所：経済産業省、農林水産省より浜銀総研作成

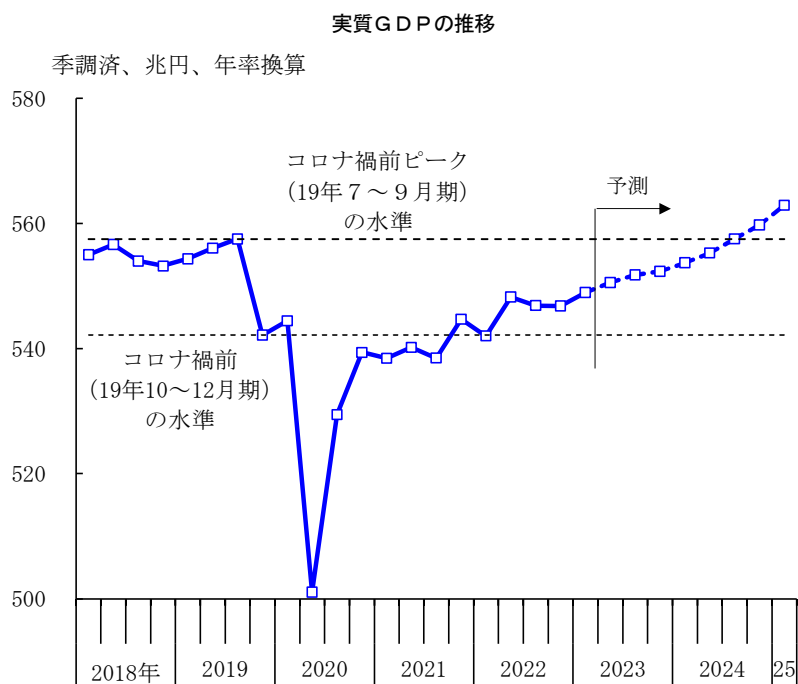
## 5. 経済成長率の見通し

### (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年度は緩やかな回復が続くと見込む。米欧景気が減速する中で、輸出は引き続き弱い動きとなろう。ただその一方で、国内民需が景気を支える公算が大きい。すなわち、消費者物価の高止まりを受けて家計の購買力を示す実質所得が依然として弱含むものの、新型コロナウイルスの感染症法上の位置づけが季節性インフルエンザと同じ「5類」に移行し、コロナに対する警戒感が一段と弱まる中で、個人消費はサービス消費を中心に底堅く推移すると見込まれる。また設備投資については、輸出の減少を受けて製造業を中心に企業業績が弱含むものの、脱炭素やデジタル化対応などの中期的な視点での投資が着実に増加することで、増加基調を維持しよう。以上から、2023年度の実質GDPは前年比+0.8%と、22年度の同+1.2%からは減速するものの、プラス成長を維持すると予測した(図表17、18)。

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。賃金が上昇する一方、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は年度後半には小幅ながら前年水準を上回ることになる。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。企業部門では、米国景気が回復に向かうことで、輸出の増勢が次第に強まってくるだろう。脱炭素やデジタル関連投資が設備投資の増加を支える中で、輸出の回復を受けて企業業績が改善傾向をたどることから、設備投資の伸びも高まってくると見込んだ。以上から、2024年度の実質GDPは前年比+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17 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



注：青破線は当社予測値。

出所：内閣府「四半期別GDP速報」などより浜銀総研作成

図表 18 2023 年度・2024 年度のわが国経済の見通し(2023 年5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%)

	2022年度 見通し	2023年度 見通し	2023年度		2024年度 見通し	2024年度	
			上期	下期		上期	下期
対ドル円レート (円/ドル)	135.5	131.3	134.0	128.5	122.3	124.0	120.5
対ユーロ円レート (円/ユーロ)	140.9	144.3	147.0	141.5	134.5	136.5	132.5
米国実質GDP (暦年)	2.1	1.1	[1.3]	[▲ 0.3]	1.0	[0.9]	[2.2]
ユーロ圏実質GDP (暦年)	3.5	0.4	[0.0]	[▲ 0.2]	0.9	[1.0]	[1.7]
中国実質GDP (暦年)	3.0	5.5	5.7	5.4	4.8	4.9	4.8

## 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%)

	2022年度 見通し	2023年度 見通し	2023年度		2024年度 見通し	2024年度	
			上期	下期		上期	下期
実質GDP	1.2	0.8	[0.6]	[0.3]	1.2	[0.6]	[0.9]
個人消費	2.4	1.4	[0.9]	[0.5]	1.2	[0.6]	[0.9]
住宅投資	▲ 4.4	0.2	[0.2]	[0.0]	0.3	[0.2]	[0.4]
設備投資	3.0	1.9	[1.2]	[0.9]	2.6	[1.3]	[1.7]
政府消費	1.1	0.4	[0.1]	[0.2]	0.4	[0.2]	[0.2]
公共投資	▲ 2.6	2.7	[1.7]	[0.0]	0.5	[0.6]	[▲ 0.3]
輸出	4.4	▲ 1.8	[▲ 2.2]	[▲ 0.2]	2.2	[1.0]	[2.5]
輸入	7.1	0.2	[▲ 0.8]	[0.5]	2.0	[0.9]	[1.9]
寄与度							
国内需要	1.8	1.1	[0.8]	[0.5]	1.2	[0.6]	[0.8]
民間需要	1.7	0.9	[0.7]	[0.4]	1.1	[0.5]	[0.8]
公的需要	0.1	0.2	[0.1]	[0.0]	0.1	[0.1]	[0.0]
海外需要	▲ 0.6	▲ 0.4	[▲ 0.3]	[▲ 0.1]	0.0	[0.0]	[0.1]
名目GDP	1.9	2.8	[1.5]	[0.5]	1.7	[0.8]	[1.3]
新設住宅着工戸数 (万戸) (前期比、%)	86.1 ▲ 0.6	87.0 1.1	86.9 0.6	87.1 0.3	87.7 0.8	87.4 0.4	87.9 0.6
鉱工業生産	▲ 0.2	▲ 1.4	[▲ 0.6]	[▲ 0.6]	2.7	[1.6]	[2.8]
国内企業物価	9.4	2.4	4.4	0.5	▲ 0.3	▲ 0.1	▲ 0.5
消費者物価	3.0	2.5	2.8	2.1	1.6	1.9	1.3
完全失業率 (%)	2.6	2.5	2.5	2.5	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。