

2023年8月22日

2023年度・2024年度の景気予測(2023年8月改訂)

～23年度後半には景気回復が鈍るが、24年度には次第に回復の動きが強まる～

【要約】

2023年4～6月期の実質GDP(国内総生産)は前期比+1.5%と高い伸びになった。自動車輸出の回復やインバウンド需要の増加により輸出が増加に転じ、一方で輸入が減少したことから海外需要(輸出-輸入)が成長率を大幅に押し上げる形となった。一方、物価高などの影響で個人消費が3四半期ぶりに減少し、設備投資の伸びも横ばいに低下するなど、国内需要は弱めの動きとなった。

2023年度の先行きの景気は鈍い動きになると見込まれる。家計部門では、コロナ禍からの経済活動の正常化が引き続きサービス消費などを支えるものの、物価高の影響で家計の節約意識は強く、個人消費は小幅な伸びにとどまるだろう。企業部門では、企業収益が高水準で推移する中、企業のデジタル化やEV関連などへの投資ニーズは強く、設備投資が増加基調で推移すると見込まれる。輸出に関しては、インバウンド需要を含むサービス輸出が引き続き拡大するものの、米欧景気の減速などにより財輸出が減少することから、全体としては弱含むと見込んだ。23年度後半にかけての日本経済は低成長にとどまるものの、4～6月期が高成長になったことから、23年度通期の実質GDPは前年比+2.0%となり、22年度(同+1.4%)に比べて成長率が高まると予測した。

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。家計部門では、所得の増加が続く一方、消費者物価の伸びが鈍化することで、家計の節約意識が次第に和らぎ、個人消費の伸びが徐々に高まると見込んだ。一方、企業部門では、米国景気が回復に向かうことなどから、輸出が次第に持ち直してくるだろう。輸出の回復などを受けて企業業績が改善傾向となる中で、企業の設備投資ニーズが顕在化し、設備投資の増勢も強まってくるとみられる。この結果、24年度の実質GDPは前年比+1.2%になると予測した。24年度の成長率は、通年でみると23年度を下回るものの、四半期ベースの成長率は次第に高まると想定した。

予測結果の総括表

<前回2023年6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	1.4	2.0	1.2	1.0	1.2
民間需要*	1.9	0.5	0.9	1.2	1.1
公的需要*	▲ 0.0	0.2	0.1	0.2	0.1
輸出*	0.9	0.3	0.6	▲ 0.4	0.4
輸入*	▲ 1.4	0.9	▲ 0.4	▲ 0.0	▲ 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4～6月期の実質GDPは前期比+1.5%と伸びが高まる

8月15日に内閣府が発表した2023年4～6月期の実質GDP（国内総生産、1次速報）は前期比+1.5%と3四半期連続のプラス成長になった（図表1）。個人消費や設備投資などの国内需要（内需）の寄与度が同-0.3%ポイントとマイナスに転じる一方、輸出の増加などを受けて海外需要（外需、輸出-輸入）の寄与度が同+1.8%ポイントとなり、全体の成長率を押し上げた。

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3四半期ぶりの減少となった。経済活動の正常化が進む中でサービス消費の増加が続いたものの、物価高の影響で食料品などの財消費が落ち込んだ。一方、住宅投資は同+1.9%と3四半期連続で増加した。また、設備投資は同横ばいとなった。ソフトウェア関連投資が堅調に推移したものの、機械投資が弱含んだ模様である。なお、民間在庫変動の寄与度は同-0.2%ポイントと成長率を押し下げた。

次に公的需要では、政府消費が前期比+0.1%と小幅な伸びとなった。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+1.2%と増加した。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と考えられる。

海外需要では、輸出が前期比+3.2%と増加に転じた。自動車生産の持ち直しを受けて財輸出が増加したほか、インバウンド（訪日外国人）需要の回復によりサービス輸出が増加した。一方、輸入は同-4.3%と3四半期連続で減少した。国内需要の鈍さや、コロナワクチンの輸入減などが減少に寄与した模様である。

4～6月期の実質成長率は2020年10～12月期（同+1.9%）以来の高成長になったものの、落ちていた自動車輸出の回復や輸入の減少などに伴う外需のけん引に支えられたものとなっている。内需が落ち込んだことを踏まえると、国内景気の回復の動きは鈍っていると考えられる。

図表1 2023年4～6月期は外需の押し上げで高成長に

（季節調整済、前期比、%）

	2021年		2022年				2023年	
	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	4～6月期
実質GDP	-0.4	1.1	-0.5	1.3	-0.3	0.0	0.9	1.5
個人消費	-1.2	3.0	-1.0	1.8	-0.0	0.2	0.6	-0.5
住宅投資	-1.4	-1.0	-1.2	-1.8	-0.1	0.9	0.7	1.9
設備投資	-1.6	0.5	0.1	1.7	1.7	-0.7	1.8	0.0
政府消費	1.2	-1.1	0.6	0.4	-0.0	0.2	0.1	0.1
公共投資	-3.2	-3.0	-3.7	0.1	1.1	0.3	1.7	1.2
輸出	-0.4	0.1	1.4	1.9	2.4	1.5	-3.8	3.2
輸入	-1.6	0.3	3.7	1.1	5.5	-0.1	-2.3	-4.3
内需寄与度	-0.6	1.1	-0.1	1.1	0.3	-0.3	1.2	-0.3
民間需要	-0.7	1.5	-0.0	1.0	0.3	-0.4	1.1	-0.4
うち在庫	0.3	-0.1	0.6	-0.1	0.0	-0.4	0.4	-0.2
公的需要	0.1	-0.4	-0.1	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1
外需寄与度	0.2	-0.0	-0.4	0.1	-0.6	0.3	-0.3	1.8
名目GDP	-0.6	0.7	0.3	1.0	-0.8	1.2	2.3	2.9

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)

はじめに本予測の前提を確認することにする。まずドル・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、インフレの鈍化傾向などを背景に23年7月のFOMC(公開市場委員会)が最後の利上げになると見込んだ。FRB(米連邦準備理事会)は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10~12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=128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が継続される影響などにより高めの水準で推移するものの、23年度後半に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。

日銀の金融政策については、現状の緩和的な政策が24年度末まで維持されると想定した。7月28日の日銀の金融政策決定会合では、イールドカーブ・コントロール(YCC)の運用柔軟化が決まったものの、今回の金融政策の修正は金融緩和の持続性を高めることが目的で、今後も粘り強く金融緩和を継続するという点が強調された。当社の予測では今回の予測期間となる24年度までに、日銀が掲げる「物価安定の目標」である2%の持続的な物価上昇は見通せないことから、大規模な金融緩和策が継続されると見込んだ。

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。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: 景気は23年末に向けて減速するが、後退局面入りは回避)

2023年4～6月期の米国の実質GDP(国内総生産)は前期比年率+2.4%と1～3月期の同+2.0%に比べて伸びが加速し、4四半期連続でプラス成長となった(図表2)。4～6月期の実質GDPを需要項目別にみると、個人消費が減速した。前期に大幅に増加した自動車などの耐久財消費の伸びが大幅に鈍化した。また、住宅投資はローン金利上昇の影響などから9四半期連続で減少した。ただその一方で、企業の設備投資は伸びが急加速した。輸送機器への投資が大幅な増加に転じ、設備投資全体を押し上げた。また1～3月期に成長率を大幅に押し下げた民間在庫投資が、4～6月期は小幅ながらも成長率の押し上げに寄与した。なお、外需については輸出と輸入がいずれも大幅な減少に転じ、純輸出(輸出-輸入)がGDP成長率を小幅に押し下げた。

上記のように4～6月期の実質GDPは前期に比べて伸びが加速した。ただ、在庫投資と外需の影響を除いた国内最終需要の伸びが鈍化しており、米国における国内需要の基調は弱くなっているといえよう。

月次の経済指標でも、米国景気が減速方向にあることが確認できる。例えば、7月のISM(米供給管理協会)製造業景況指数は46.4と、9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(図表3)。また、同月のISM非製造業景況指数は52.7と前月の53.9から低下した。サービス業の景況感は依然として良好ながらも、回復テンポが徐々に鈍っている。

一方、7月の米雇用統計によると、非農業部門雇用者数は前月比18.7万人増と、6月に続いて好調の目安とされる20万人増をやや下回った。他方、7月の失業率は3.5%と前月よりも若干低下し、労働需給がタイトであることを示した。同月の平均時給も前年比+4.4%と前月と同じ伸びを維持している。

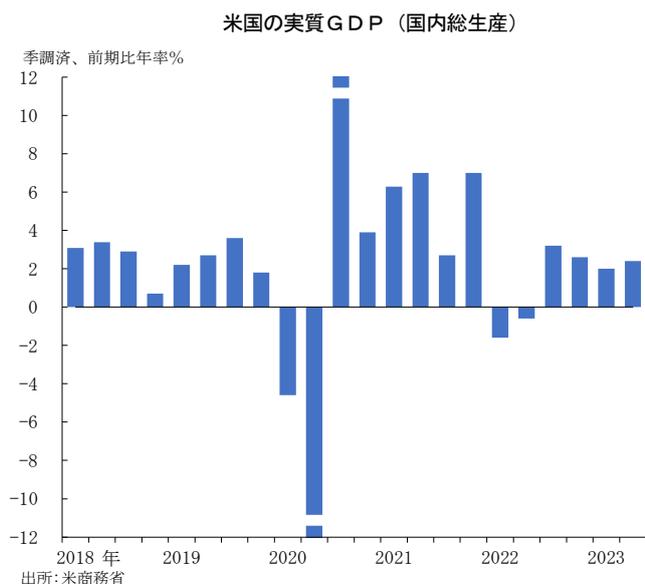
米国のインフレに関しては、7月の消費者物価指数(CPI)が前年比+3.2%となり、13か月ぶりに伸びが加速した。一方、同月のコアCPI(変動の激しい食品とエネルギーを除く指数)は同+4.7%と、前月に比べて伸びがやや鈍化した。コアCPIは前月比ベースでも2か月連続で小幅な伸びとなっており、米国のインフレは緩やかに鈍化しているとみられる。

以上のような状況を踏まえた上で、先行きの米国経済は軟着陸(ソフトランディング)に向かうと予測する。2023年後半にはFRBの金融引き締めの影響が本格的に現れることなどから、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。米銀が企業向けの貸出態度を厳格化していることも、設備投資の下押し圧力となろう。そのため、23年10～12月期には実質GDP成長率が前期比マイナスに転じると予想される。ただ、労働需給がタイトであることから雇用情勢の悪化は限定的であり、サービス消費主導で個人消費が底堅く推移することによって、景気は後退局面入りを回避しよう。

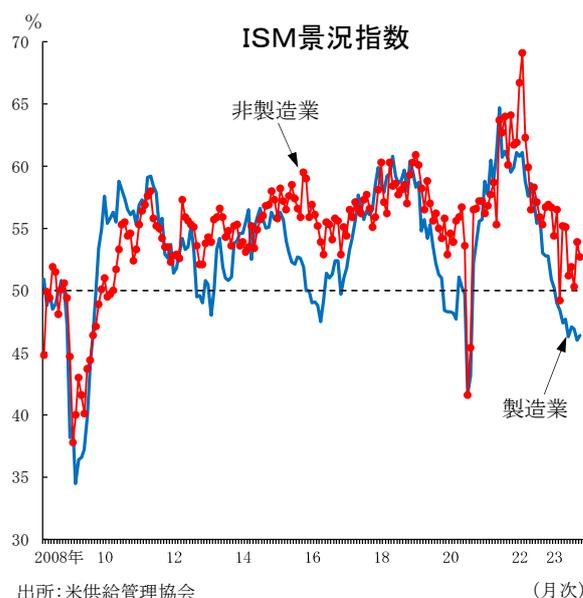
FRB(米連邦準備理事会)の金融政策については、インフレの鈍化傾向を受けて、今後、政策金利が据え置きとなり、結果として23年7月のFOMCが最後の利上げになると見込んだ。24年に入ると、FRBが金融政策の軸足を「物価の抑制」から「景気への配慮」に移すことから、春ごろには利下げを開始すると予想する。

2024年はインフレの鎮静化を受けて、個人消費の回復テンポが徐々に高まろう。また、FRBの利下げを受けて企業の設備投資も底入れし、景気は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+1.8%、2024年が同+1.0%になると予測した。

図表2 米国は4四半期連続のプラス成長



図表3 製造業の景況感悪化が鮮明



(ユーロ圏経済：高インフレや大幅な利上げの影響により、当面、低成長が続く)

2023年4～6月期のユーロ圏の実質GDP（域内総生産）は前期比+0.3%と、1～3月期（同0.0%）のゼロ成長から持ち直したものの、依然として低成長にとどまった（図表4）。高インフレや金利の上昇が、引き続きユーロ圏景気を下押ししている。4～6月期の実質GDPを国別にみると、観光や輸出の回復を背景にスペイン（前期比+0.4%）やフランス（同+0.5%）がプラス成長を維持した一方で、ユーロ圏の中心国であるドイツ（同0.0%）はゼロ成長にとどまった。

月次の経済指標をみると、企業の景況感は足元で悪化している。7月のユーロ圏総合PMI（購買担当者景気指数）は48.6と、好不調の分かれ目となる50を2か月連続で下回った。これを国別に見ると、ドイツやフランス、イタリアなど主要国で50を下回っている（図表5）。また、ユーロ圏のPMIを業種別にみると、製造業は42.7と2020年5月以来の水準まで低下し、景況感の悪化が鮮明となっている。また、サービス業は50.9と4か月連続で低下しており、節目の50に接近している。

インフレに関しては、7月のユーロ圏の消費者物価指数は前年比+5.3%と、前月から伸びが鈍化した。エネルギー価格の下落幅が拡大したことが、全体の物価上昇率を押し下げた。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+5.5%と、前月と同じ伸びとなった。ユーロ圏の基調的なインフレ圧力は依然として強いといえよう。

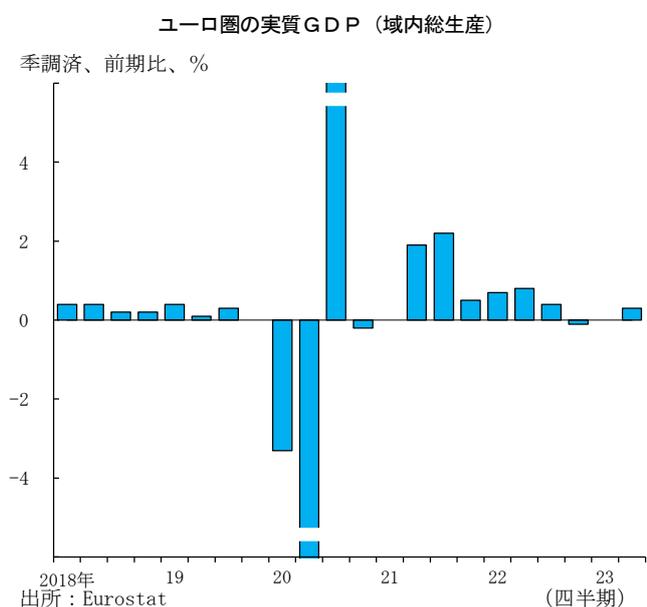
インフレを抑制するために、ECB（欧州中央銀行）は7月27日の理事会で0.25%の追加利上げを決定した。利上げは9会合連続である。ただ、ラガルドECB総裁は理事会後の記者会見で、次回9月の会合における利上げはデータ次第であることを強調した。

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年中は低成長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、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。欧州でも銀行の貸出態度が厳格化しており、この点も設備投資の抑制要因になると見込まれる。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。基調的なインフレ圧力が根強いことから、ECB（欧州中央銀行）は23年9月の次回理事会でも0.25%の追加利上げを決定すると予想する。その後、ECBは政策金利を据え置き、累積的な利上げの効果を見極める姿勢に転じると見込む。ECBが利下げに転じるのは、インフレ圧力が弱まる2024年春以降となろう。

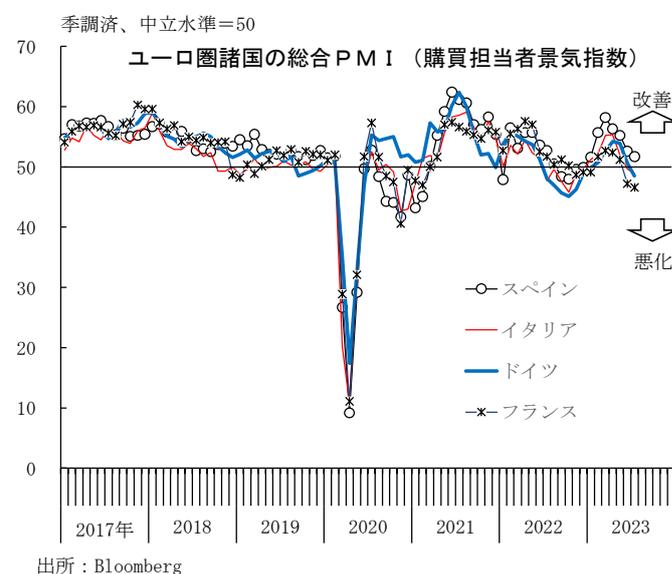
2024年のユーロ圏景気は緩やかに回復すると見込む。高インフレが鎮静化することで、家計の実質的な購買力が改善し、個人消費の回復力が徐々に高まろう。また、ECBの利下げを受けて、企業の設備投資も上向くと予想される。輸出に関しても、米国景気の持ち直しが押し上げ要因となろう。

ユーロ圏の通年の成長率は、2023年が前年比+0.5%、2024年が同+0.8%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 ユーロ圏企業の景況感は悪化



(中国経済: 習体制による景気下支え策の強化を受けて、先行き景気は緩やかに回復)

中国の2023年4～6月期の実質GDP（国内総生産）は前年比+6.3%と、前期（同+4.5%）に比べて成長率が高まった。ただ、これは比較の対象となる前年同期の実質GDPが上海市の都市封鎖の影響などにより大きく減速していたためである。そこで季節調整値をみると、4～6月期は前期比+0.8%と1～3月期（同+2.2%）と比べて増勢が大幅に鈍化している。4～6月期は、個人消費の動きを表す小売売上高が前期比+1.2%と緩やかに持ち直したものの、固定資産投資が同-0.6%と不動産業を中心に減少に転じた。また、世界景気の減速などから同期の通関輸出（当社による季節調整値）が同-2.3%と減少したことも経済成長率を押し下げた。直近の月次指標をみても、7月の小売売上高が前月比-0.06%と雇用・所得情勢の弱含みなどから減少に転じた。また、同月の総合PMI産出指数が51.1と4か月連続の低下となり、企業の景況感の改善ペースが一段と鈍っていることが示された（図表6）。さらに、住宅市場に目を転じると、7月の住宅販売額は前年比-19.3%と大幅な前年割れとなった。足元で不動産企業に対する経営不安が再び高まっており、住宅購入予定者の購入手控えによる住宅市場の低迷の長期化が懸念されている（注1）。

こうした中、7月24日に開かれた中央政治局会議において、習体制は2023年後半の経済運営の方針を表明した。内容をみると、金融緩和（注2）や財政出動の強化などを通じて、個人消費や固定資産投資などの国内需要の拡大を図る方針である。

具体的な施策をみると、まず個人消費に関連する内容については、景気対策の実施による企業業績の改善を通じて雇用情勢を改善し、賃金などの収入増加を図る方針が示された。また、減税や補助金の支給を通じて、自動車や家電などの耐久財の購入拡大を図ることとされた。さらに、レジャーや旅行などのサービス消費についても、補助金などを活用し、さらなる押し上げを図ることとした。

一方、固定資産投資に関しては、地方政府の財政負担によりインフラ関連投資を拡大することなどが示された。足元の景気減速を受けて、習体制は地方政府の債務拡大問題をいったん棚上げしたと考えられる。具体的な内容をみると、スラム地域の再開発プロジェクトの推進など不動産関連の開発を進めることが盛り込まれた点が注目される。実際に、今回の中央政治局会議に先立って7月21日に開催された国務院常務会議では、今後上海市などの大都市でスラム地域の再開発を進め、低所得者向けの住宅を大規模に建設することなどが決定している。中国人民網の報道によると、同プロジェクトの投資額は少なくとも2兆元（約39兆円、22年のGDPの1.7%）に上るといふ。

また、住宅市場については、今回公表の方針から、4月28日開催の中央政治局会議で示された「住房不炒（住宅が投機のためのものではない）」という文言が削除され、全国で不動産取引の引き締め策を緩和するとされた。不動産取引に対する習体制の方針転換や、上記のような不動産関連の投資拡大などを契機に、不動産市場が回復に転じることが期待される。

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年後半には景気が緩やかに持ち直す見込まれる（図表7）。まず、個人消費については、雇用・所得情勢の弱含みにより7～9月期にいったん増勢が鈍化するものの、その後は緩やかに回復するだろう。習体制による減税や補助金の支給開始により、国内観光などのサービス消費が増加するほか、乗用車や家電などの耐久財消費の持ち直しが期待される。

一方、固定資産投資に関しても、徐々に持ち直しの動きが現れてこよう。住宅販売の落ち込みを背景に不動産投資が減少するものの、公共インフラ投資の拡大などが固定資産投資全体を押し上げよう。公共インフラ投資に関しては、財政出動強化の一環として7～9月以降は交通やエネルギーなどの投資が拡大する見込みである。また、年末までには、スラム街の再開発プロジェクトが始動し、インフラ整備や低所得者向けの住宅建設が公共インフラ投資を押し上げることになるだろう。こうした需要の増加を背景に、乗用車や家電などの耐久財のほか、建設資材や建設機械などの生産が拡大し、民間企業の設備投資意欲も高まると予想される。他方、輸出については、欧米先進国の景気減速の影響で、減少基調で推移すると見込んだ。

続く2024年についても、緩やかな景気回復が続く見込みである。まず、個人消費は堅調に増加しよう。景気回復に伴う雇用増や賃上げの動きが消費を押し上げることになるだろう。次に、固定資産投資も徐々に回復の動きが広がる見込みである。大都市のスラム街の再開発プロジェクトの本格化に伴って公共インフラ投資が加速しよう。不動産企業の経営不安が次第に後退し、夏場以降には住宅購入予定者の買い控えの動きが縮小し、住宅販売が改善することになると予測した。他方、輸出に関しては、世界景気の回復を背景に、年後半以降には持ち直しの展開となると見込んだ。

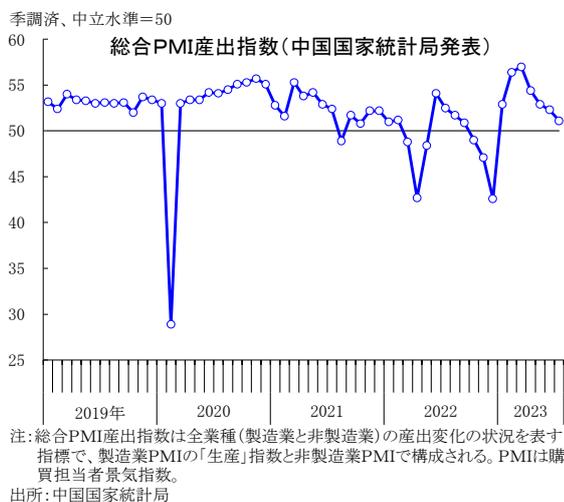
以上より、2023年の実質GDP成長率を+5.3%、24年を+5.1%と予測した(注3)。

注1：なお、2023年8月時点で、恒大集団など不動産会社の資金不足を背景に建設工事を中断していた住宅物件の工事は、中国政府の支援によりほぼすべてで再開している。恒大集団が8月17日に米裁判所に破産申請するなど、足元で不動産会社の経営不安が表面化したものの、中国政府の支援などにより、建設工事は継続され、23年後半以降には物件の購入者への引き渡しが着実に進むと見込まれる。

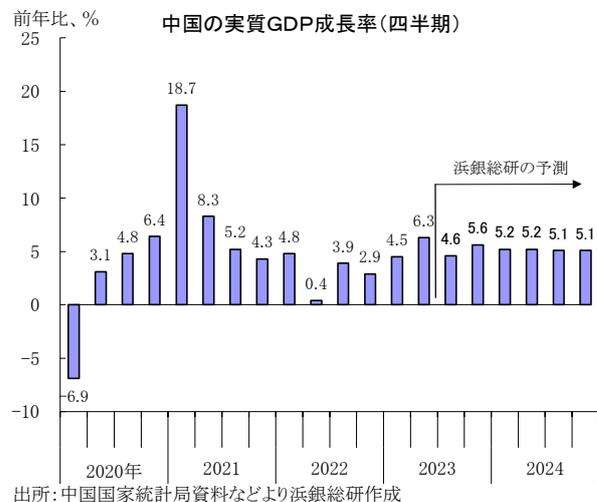
注2：今回の中央政治局会議に先立って6月20日には中国人民銀行(中央銀行)が平均LPR(最優遇貸出金利)の1年物に加えて、住宅ローン金利の基準となる5年以上物の金利を0.1%引き下げた。その後、8月21日には平均LPRの1年物の金利を追加で0.1%引き下げている。金融当局は利下げを通じて、企業の設備投資や家計の住宅購入などの需要の喚起を図っているとみられる。

注3：2024年の前年比ベースの実質GDP(国内総生産)成長率は2023年に比べて小幅に低下する。これは2023年の比較対象となる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まれる。

図表6 企業の景況感の改善ペースが鈍る



図表7 中国景気は緩やかな改善の見通し

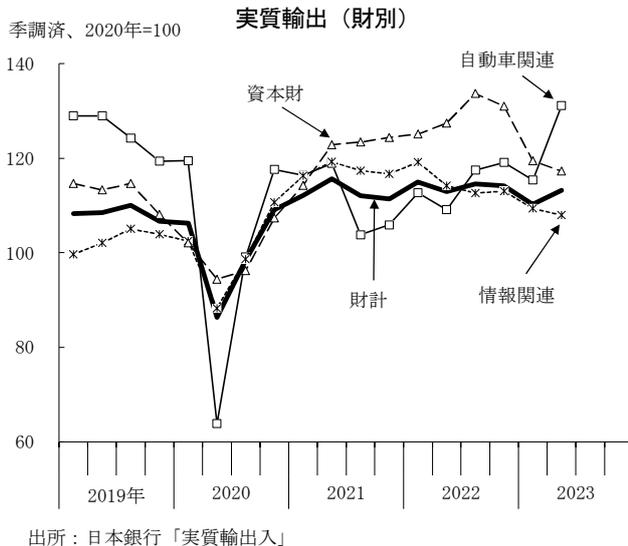


4. 日本経済(主要項目)の見通し

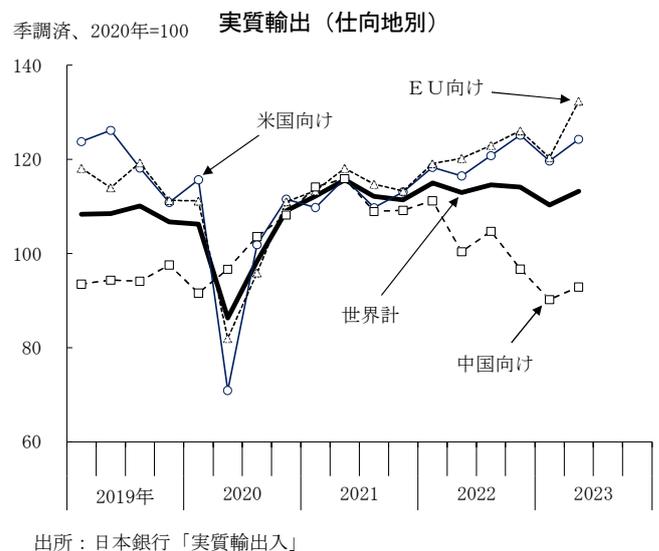
(輸出:23年後半は欧米経済の減速で弱含み、24年は緩やかに回復へ)

2023年4～6月期の輸出は前期比+3.2%と2四半期ぶりに増加した。財、サービス別にみると、サービスの輸出はインバウンド(訪日外国人)需要の回復などにより同+2.9%と増加が続いた。また、財の輸出も同+3.3%と増加に転じた。日銀公表の実質輸出で同期の輸出動向を財別にみると、半導体などの部品の供給制約緩和による自動車生産の持ち直しを受けて自動車関連が大幅に増加し、財輸出をけん引したことがわかる(図表8)。しかし、世界的な半導体関連財の在庫調整の影響を受けて、半導体等電子部品を含む情報関連や、半導体製造装置を含む資本財の減少が続いた。一方、日銀の実質輸出を仕向地別にみると、米国向け、EU(欧州連合)向け、中国向けといった、主たる地域向けの輸出は増加に転じた(図表9)。ただし、1～3月期の落ち込みに比べると、米国向けや中国向けの輸出の戻りは弱い。

図表8 自動車関連輸出が大幅増



図表9 米国、中国向け輸出の戻りは弱い



輸出の先行きを展望すると、23年後半の財輸出は弱含むことになろう。仕向地別にみると、米国向け輸出が、23年後半に弱い動きとなるだろう。FRBによる金融引き締めの影響が本格的に現れることなどから、米国の耐久財消費や住宅投資、設備投資が抑制されるため、自動車や建設機械などを中心に輸出が弱含むと予想される。また、EU向け輸出も、23年後半は弱い動きとなる公算が大きい。ECBによるこれまでの大幅利上げや、高インフレによる実質所得の減少などにより個人消費や設備投資などの需要が低迷する見込みであり、米国同様に輸出は弱含むだろう。ただし、24年に入ると、インフレ率が落ち着いてくることなどを背景に、欧米景気は回復の動きが徐々に明確になると見込まれる。このため、24年1～3月期以降は欧米向けの輸出が緩やかに増加すると予測した。他方、中国向け輸出は緩やかに回復すると見込んだ。固定資産投資の減少などにより、足元の中国景気は弱い動きとなっている。しかし、中国政府は財政出動強化により国内需要の拡大を図る方針を表明してお

り、今後の中国景気は、政府による景気下支え策により緩やかな回復が続くと見込む。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。

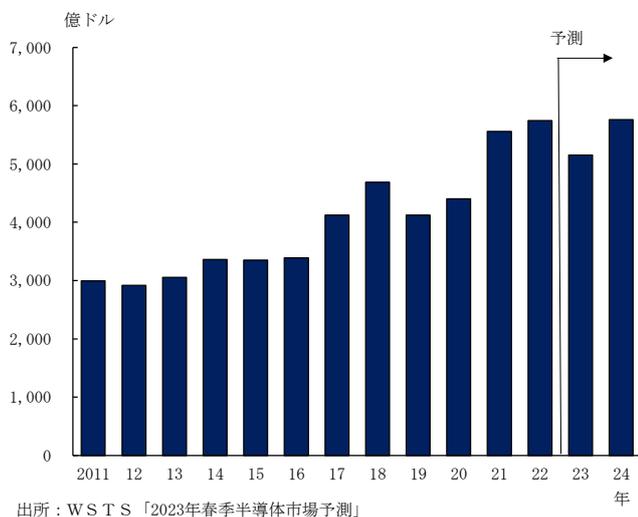
財別にみると、23 年後半の輸出は、供給制約緩和による自動車生産の回復により、輸送機械関連が下支えすることになろう。続く 24 年の輸出は、半導体市場の持ち直しにより、資本財や情報関連財がけん引すると見込む。W S T S（世界半導体市場統計）の半導体市場予測をみると、23 年の世界半導体出荷額は 2019 年以来 4 年ぶりに減少する見通しとなっている（図表 10）。テレワーク普及などによるコロナ特需が一服したことや、海外景気の減速により半導体市場が調整局面を迎えていることなどが背景にあるとみられる。もっとも、欧米を含めた世界経済が次第に回復することなどを見込み、24 年には出荷額が増加に転じる見通しとなっている。

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。J N T O（日本政府観光局）によると、2023 年 7 月の訪日外客数は 232.1 万人となり、2 か月連続で 200 万人を上回った（図表 11）。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、この先もインバウンドの回復が続くと見込む。また、8 月に中国政府が日本への団体旅行の制限措置を解除することを表明したことから、これまで小幅な増加にとどまっていた中国からの訪日客についても今後は増加することになろう。J N T Oによると、2019 年の中国からの訪日客数は 959 万人で、月平均にすると 79.9 万人（ $=959 \text{ 万人} \div 12 \text{ か月}$ ）となっていた。直近（23 年 7 月）の中国からの訪日客数は 31.3 万人であったことから、仮に、2019 年並みの水準に訪日客が回復すると想定すると月平均では 48.6 万人の増加となる。観光庁によると、2019 年の訪日中国人の 1 人当たり消費額は 21.3 万円であったことから、中国の訪日客が 2019 年並みに回復すれば、インバウンド需要が年間では 1.2 兆円（ $=21.3 \text{ 万円} \times 48.6 \text{ 万人} \times 12 \text{ か月}$ ）増加すると試算される。

以上から、23 年度の輸出については、インバウンド需要の増加によりサービス輸出が増加し、また、中国向けの財輸出が緩やかに回復するものの、欧米向けの財輸出が減少することから、総じてみると弱含むと予想する。続く 24 年度の輸出は、欧米経済の回復や、半導体市場の回復、中国からの訪日客数の本格的な回復などにより増勢が次第に強まると予測した。

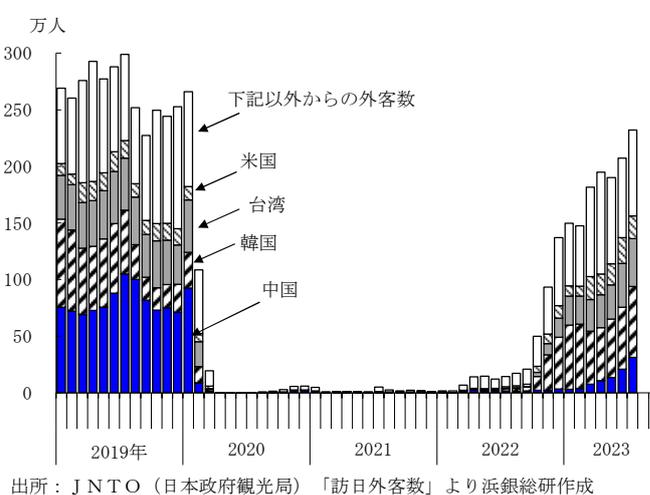
図表 10 半導体市場は 2024 年に回復へ

世界半導体出荷見通し



図表 11 訪日外客数は増加が続く

訪日外客数の推移

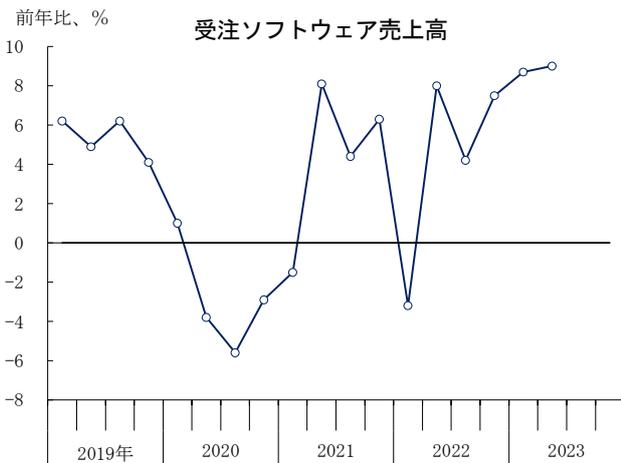


(設備投資:高水準の企業収益などを背景に増加が続く)

2023年4～6月期の設備投資は前期比+0.0%と横ばいとなった。1～3月期(同+1.8%)が高い伸びとなり、高めの水準を維持したことを考慮すると、基調としては持ち直しの動きが続いていると判断される。もっとも、経済産業省が公表した資本財総供給指数(除く輸送機械)で機械投資の動向をみると、4～6月期は同-0.6%と3四半期連続の減少となり、機械関連の投資は弱含んだ模様である。一方、同省が公表した特定サービス産業動態調査で受注ソフトウェア売上高をみると、4～6月期は前年比+9.0%と3四半期連続で増加幅が拡大した(図表12)。デジタル化などの投資ニーズの高まりからソフトウェア投資は増加しているとみられる。

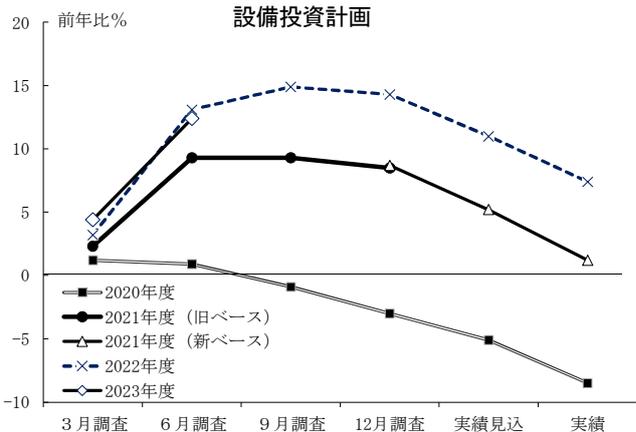
日銀の短観(2023年6月調査)によると、2023年度の設備投資計画(ソフトウェア・研究開発を含み、土地投資額を除く、全規模・全産業)は前年比+12.4%と、前年同期(22年6月)の調査とほぼ同程度の高い伸び率となっている(図表13)。また、日本政策投資銀行「全国設備投資計画調査(2023年6月)」では、23年度の大企業(資本金10億円以上)の設備投資が同+20.7%と大幅な増加になると見込まれている。同調査によると、コロナ禍で先送りされていた設備投資に加え、半導体の製造能力増強投資や、EV(電気自動車)関連投資などが計画されている模様である。

図表12 ソフトウェア投資は増加傾向



注：2023年4～6月期の6月は速報値。
出所：経済産業省「特定サービス産業動態統計調査」

図表13 23年度の計画は高い伸びに



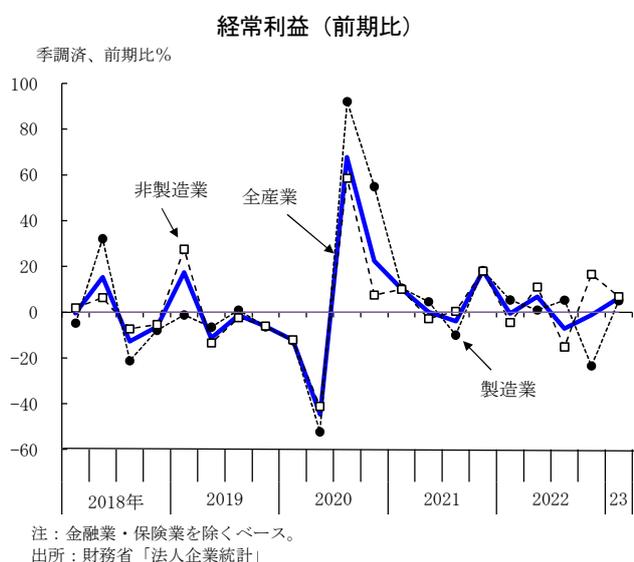
注：全規模・全産業ベース。ソフトウェア・研究開発を含む設備投資額(除く土地投資額)。2021年12月調査は新旧併記、それ以降は見直し後の新ベース。
出所：日本銀行「短観」

設備投資の動向に影響を与える企業業績の動向をみると、財務省が公表した法人企業統計の23年1～3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+6.2%と増益に転じた(図表14)。製造業と非製造業がいずれも増加し、総額では24.0兆円と22年4～6月期(24.7兆円)に次ぐ高さとなった。四半期別の経常利益を合算すると、22年度の経常利益(全規模・全産業、金融保険業を除く、季調値)は94.3兆円に上る(図表15)。ただし、増収増益となった22年度とは対照的に、23年度は増収減益が見込まれている。日銀短観(23年6月調査)で23年度の売上・収益計画(全規模・全産業)をみると、売上高が前年比+1.8%と増収となる一方、経常利益は同-5.8%と減益計画になっている。海外景気の減速により輸出が弱含むことなどから、輸出型製造業や海外への投

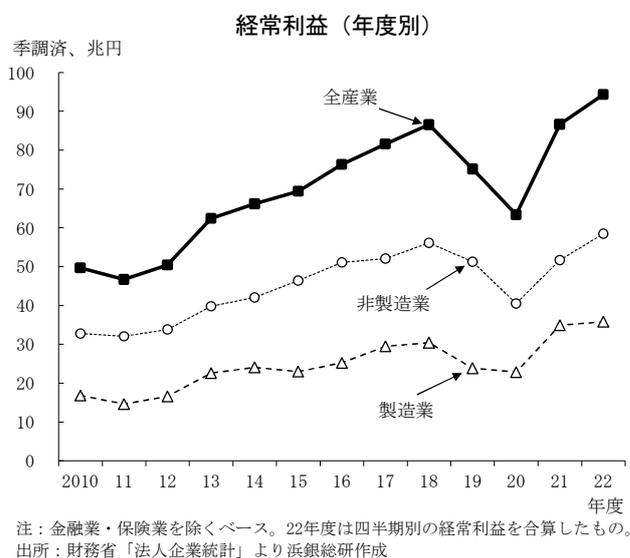
資が多い大企業などを中心に企業業績が弱含むと予想される。もっとも、高水準となっていた 22 年度からの減益であり、23 年度も経常利益の水準は高い状態が続く。24 年度は、欧米景気が回復に向かうことなどから輸出が上向き、輸出型製造業などが増益に転じることから、全体の企業収益も増益に転じると見込んだ。

以上を踏まえて設備投資の先行きを展望すると、23 年度は、企業収益が高水準を維持する中で、コロナ禍で先送りされていた設備投資を再開する動きや、半導体の製造能力増強投資や E V 関連投資などの旺盛な設備投資意欲の押し上げにより、設備投資は持ち直しの動きが続くことになろう。ただし、海外景気の減速などによる企業業績の減益見通しが下押し要因となり、増加ペースは緩やかになると見込む。続く 2024 年度は、輸出の回復などにより企業業績が回復することから、設備投資の増勢が次第に強まると見込んだ。

図表 14 2023 年 1～3 月期は増益に



図表 15 2022 年度の経常利益は高水準



（個人消費：物価高により節約意識が高まり、小幅な伸びに）

2023 年 4～6 月期の個人消費は前期比-0.5%と 3 四半期ぶりの減少に転じた。形態別にみると、新型コロナウイルスの感染症法上の分類が「5 類」に移行し、外出の機会が増えたことで衣料品などの半耐久財消費が 3 四半期ぶりの増加に転じた。また、旅行や飲食などを含むサービス消費も小幅ながら増加が続いた。その一方で、白物家電などの購入減により耐久財消費は 1 年ぶりの減少に転じ、食料品の値上げなどを受けて非耐久財消費も落ち込んだ。経済活動の正常化を受けてサービス消費などに回復の動きがみられるものの、総じてみれば、物価高による節約意識の高まりが消費回復の重荷となっている様子が見える。

今後の個人消費を展望すると、足元の 23 年 7～9 月期はサービス消費の押し上げで個人消費は増加に転じると見込む。J T B の「2023 年夏休みの旅行動向」によると、今年の夏休み期間（7 月 15 日

～8月31日)の国内旅行者数は7,250万人とコロナ禍前の2019年(7,240万人)を上回る水準まで回復する見込みになっている。今年の春闘で高い賃上げが実現し、今夏の賞与が堅調に増加したとみられることも追い風となり、レジャーなどのサービス関連中心に夏場の個人消費は増加するだろう。

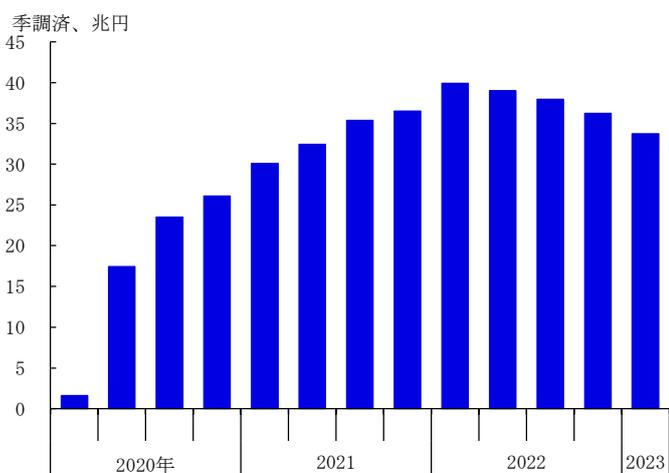
秋口以降の個人消費についても、コロナ禍からの経済活動の正常化の動きが引き続きサービス関連消費などを支えることから、基調としては増加傾向をたどるとみられる。今年の春闘賃上げ率が高い伸びとなり、その効果が本格的に表れることも家計の消費意欲の支えになると見込まれる。また、コロナ禍でレジャーや飲食などのサービス消費が抑制された結果、家計の過剰貯蓄の累積額が高水準となっていることも、引き続き個人消費を支えていくことになろう(図表16)。

しかし、夏場のレジャー関連支出の押し上げが一服するため、秋口以降の個人消費は物価高の影響で増勢が鈍化すると予想される。実際に、物価高により家計が節約意識を強めている様子はアンケート調査からもうかがえる。日本銀行「生活意識に関するアンケート調査(2023年6月調査)」をみると、暮らし向きDI(「ゆとりが出てきた」-「ゆとりがなくなってきた」、%ポイント)は、昨年秋以降、「ゆとりがなくなってきた」との回答の増加により、大きく低下している(図表17)。また、「ゆとりがなくなってきた」と回答した理由をみると、「物価が上がったから」との回答が大幅に増加している。この結果は、物価高が家計を圧迫し、消費者が節約意識を高める結果をもたらしていることを示唆していると言えよう。

続く2024年度も、年度前半には消費者物価が高めの伸びとなり、所得の伸びを上回って推移することから(次ページ参照)、個人消費は鈍い動きになると予測した。ただし、年度後半になると、物価上昇のペースが次第に鈍化する一方、海外景気を持ち直しを受けて残業代などの所得増が見込まれることから、家計の節約意識が緩んでくると予想される。このため、個人消費の伸びも高まってくると見込んだ。

図表16 過剰貯蓄はなお高水準

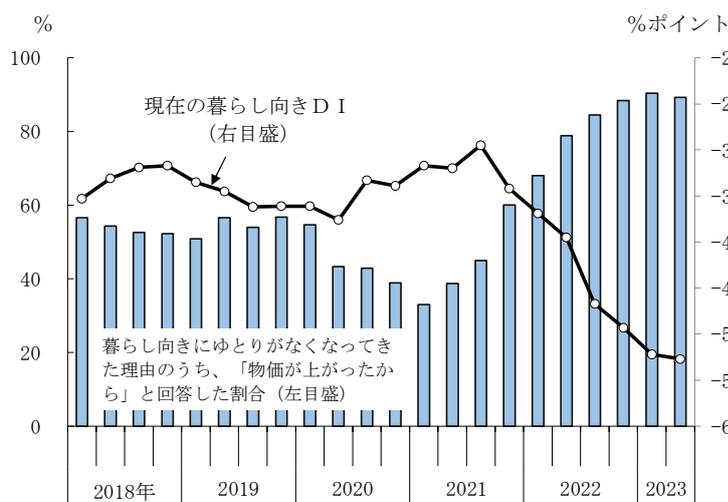
家計の過剰貯蓄の累積額(推計値)



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」より浜銀総研作成

図表17 物価高が家計のゆとりを圧迫

現在の暮らし向きDI



注：DIは「ゆとりが出てきた」-「ゆとりがなくなってきた」。
出所：日本銀行「生活意識に関するアンケート調査」より浜銀総研作成

(物価・所得: 所得増が続く中で物価上昇率が鈍化し、実質所得は24年度後半に前年比プラスへ)

家計の節約意識に大きな影響を与えている消費者物価の動向をみると、23年7月の消費者物価指数（生鮮食品を除く総合）は前年比+3.1%となり、3%を上回る高めの水準で推移している。

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6月調査）の販売価格判断DI（「上昇」-「下落」、%ポイント）をみると、足元で大幅な「上昇」超となっており、仕入れコスト上昇分を販売価格に転嫁する動きは今後も続くことが予想される。ただし、企業の仕入れコストについては、国際商品市況の安定などによる輸入物価の下落を受けて、この先上昇のテンポが鈍化するとみられる。また、消費者物価上昇を通じて消費者の節約意識が足元で高まっていることも、今後は一定程度、企業の値上げの制約になると考えられる。この結果、消費者物価は基調としては伸びが鈍化し、24年度後半には前年比で1%半ば程度まで上昇率が低下すると見込んだ。

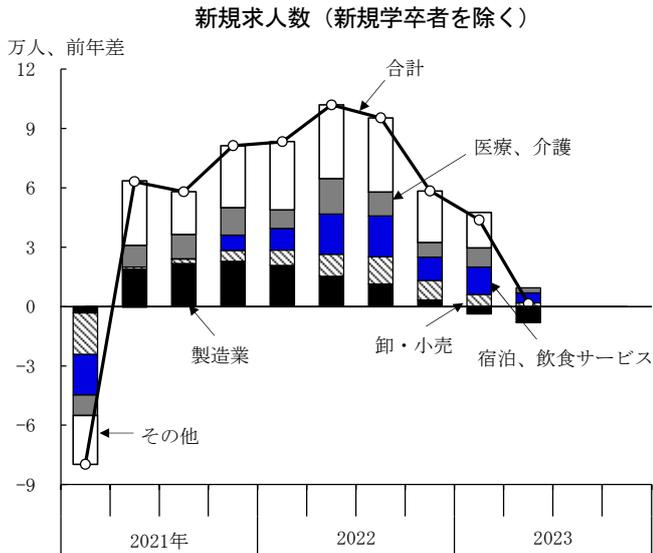
一方、先行きの所得情勢を展望すると、名目ベースの所得は増加が続くと見込まれる。連合の「2023 春季生活闘争」第7回（最終）回答集計結果によると、2023年の春闘賃上げ率（定昇相当込み）は+3.58%と1993年以来の高い伸びとなった。この結果を受けて、23年度の現金給与総額については、所定内給与を中心に高めの伸びになるだろう。

もっとも、2024年の春闘では企業の賃上げ機運がやや弱まると予想される。まず、賃上げの原資となる企業業績をみると、23年度の企業の経常利益は海外景気の減速の影響などを受けて減益に転じる見込みである（11ページ参照）。また、23年の春闘では物価高を背景に賃上げに踏み切った企業も多くみられたことから、先行き消費者物価の伸びが鈍化すると予想されることを踏まえると、物価高を理由に賃上げを実施する企業は減少することになるだろう。加えて、労働需給からの賃金上昇圧力も低下することになるだろう。新規求人（新規学卒者）の動向を前年差ベースでみると、足元では製造業が減少に転じており、宿泊、飲食サービスなどでも増加数が縮小している（図表18）。今後も、経済活動の正常化が進む中で、観光業や飲食業などでは求人ニーズは強い状況が続くとみられるものの、海外景気の減速による輸出の弱含みを受けて製造業などでは求人意欲がやや弱まると見込まれる。このため全体としてみれば、賃金の引上げによって不足する労働人員の充足を図ろうとする企業は減少すると考えられる。

この結果、24年度の現金給与総額の伸びが鈍化するだろう。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持ち直すことなどから、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。

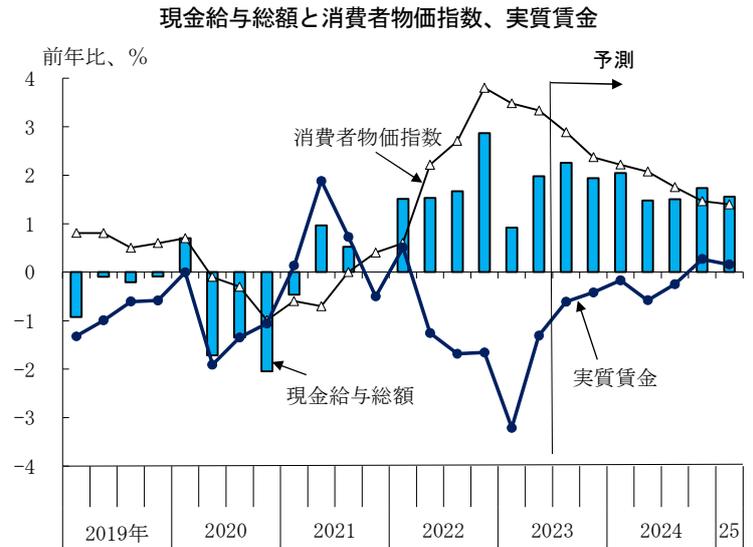
なお、消費者の購買力を示す実質ベースの所得（実質所得）については、23年度は所得の伸びを消費者物価上昇率が上回ることから、前年を下回る水準で推移すると見込んだ（図表19）。24年度については、所得の伸びがやや鈍化するものの、消費者物価の上昇率も次第に低下すると予想される。このため、年度後半には、所得の伸びが物価上昇率を上回り、実質所得は小幅ながら前年水準を上回ると見込んだ。

図表 18 新規求人数の増勢が鈍化



出所：厚生労働省「一般職業紹介状況」より浜銀総研作成

図表 19 実質所得は 24 年度後半にプラスへ



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」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+2.0%、24年度が+1.2%と予測)

こうした状況を踏まえて日本経済を展望すると、2023年度の先行きの景気は鈍い動きになると見込まれる。家計部門では、コロナ禍からの経済活動の正常化が引き続きサービス消費などを支えるものの、物価高の影響で家計の節約意識は強く、個人消費は小幅な伸びにとどまるだろう。企業部門では、企業収益が高水準で推移する中、企業のデジタル化やEV関連などへの投資ニーズは強く、設備投資が増加基調で推移すると見込まれる。輸出に関しては、インバウンド需要を含むサービス輸出が引き続き拡大するものの、米欧景気の減速などにより財輸出が減少することから、全体としては弱含むと見込んだ。23年度後半にかけての日本経済は低成長にとどまるものの、4～6月期が高成長になったことから、23年度通期の実質GDPは前年比+2.0%となり、22年度(同+1.4%)に比べて成長率が高まると予測した。

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。家計部門では、所得の増加が続く一方、消費者物価の伸びが鈍化することで、家計の節約意識が次第に和らぎ、個人消費の伸びが徐々に高まると見込んだ。一方、企業部門では、米国景気が回復に向かうことなどから、輸出が次第に持ち直してくるだろう。輸出の回復などを受けて企業業績が改善傾向となる中で、企業の設備投資ニーズが顕在化し、設備投資の増勢も強まってくるとみられる。この結果、24年度の実質GDPは前年比+1.2%になると予測した。24年度の成長率は、通年でみると23年度を下回るものの、四半期ベースの成長率は次第に高まると想定した。

図表 20 実質GDPは23年4～6月期に、コロナ禍前ピーク(19年7～9月期)の水準超え



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 21 2023 年度・2024 年度のわが国経済の見通し(2023 年8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	2023年度			2024年度		
		見通し	上期	下期	見通し	上期	下期
対ドル円レート (円/ドル)	135.5	139.5	139.9	139.1	130.3	131.8	128.8
対ユーロ円レート (円/ユーロ)	140.9	153.2	153.3	153.0	143.1	145.0	141.3
米国実質GDP (暦年)	2.1	1.8	[2.2]	[0.6]	1.0	[0.6]	[2.2]
ユーロ圏実質GDP (暦年)	3.4	0.5	[0.2]	[0.1]	0.8	[0.8]	[1.7]
中国実質GDP (暦年)	3.0	5.3	5.4	5.1	5.1	5.2	5.1

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	2023年度			2024年度		
		見通し	上期	下期	見通し	上期	下期
実質GDP	1.4	2.0	[1.8]	[0.1]	1.2	[0.7]	[0.9]
個人消費	2.5	0.3	[▲ 0.1]	[0.3]	0.9	[0.5]	[0.7]
住宅投資	▲ 3.0	2.1	[1.7]	[▲ 0.5]	0.1	[0.2]	[0.4]
設備投資	3.1	2.0	[1.1]	[0.7]	2.2	[1.2]	[1.5]
政府消費	0.7	0.4	[0.2]	[0.2]	0.4	[0.2]	[0.2]
公共投資	▲ 3.1	2.2	[1.8]	[▲ 0.8]	0.4	[0.8]	[0.1]
輸出	4.5	1.3	[1.1]	[▲ 0.3]	2.9	[1.6]	[2.9]
輸入	7.2	▲ 4.5	[▲ 5.3]	[0.5]	1.9	[0.9]	[1.6]
国内需要	1.9	0.7	[0.3]	[0.4]	1.0	[0.5]	[0.6]
民間需要	1.9	0.5	[0.2]	[0.4]	0.9	[0.4]	[0.6]
公的需要	▲ 0.0	0.2	[0.1]	[0.0]	0.1	[0.1]	[0.0]
海外需要	▲ 0.6	1.3	[1.5]	[▲ 0.3]	0.2	[0.2]	[0.3]
名目GDP	2.0	5.4	[3.8]	[0.7]	2.0	[1.0]	[1.4]
新設住宅着工戸数 (万戸) (前期比、%)	86.1 ▲ 0.6	83.3 ▲ 3.2	82.7 ▲ 4.3	83.9 1.5	84.2 1.1	84.0 0.2	84.3 0.4
鉱工業生産	▲ 0.3	▲ 0.2	[0.2]	[0.2]	2.7	[1.6]	[1.9]
国内企業物価	9.4	2.4	4.3	0.5	▲ 0.3	▲ 0.2	▲ 0.5
消費者物価	3.0	2.7	3.1	2.3	1.7	2.0	1.5
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。