

2023年11月17日

2023年度・2024年度の景気予測(2023年11月改訂) ～24年度前半までは緩やかな回復が続き、年度後半に成長率がやや高まる～

【要約】

2023年7～9月期の実質GDP(国内総生産、1次速報)は前期比-0.5%と3四半期ぶりのマイナス成長となった。物価高の影響などから個人消費が小幅に減少したほか、機械関連投資などが弱含み設備投資も減少が続いた。また、輸出についても、アジア向けを中心に財輸出が伸び悩むとともに、インバウンド(訪日外国人)需要の増加一服によりサービス輸出が減少した。

先行きを展望すると、2023年度後半の日本経済は内需に支えられて緩やかに回復するとみられる。個人消費は物価高の影響で財消費が伸び悩むものの、経済活動の正常化を受けてサービス消費を中心に緩やかに回復すると見込む。非課税世帯への給付金も消費を下支えしよう。設備投資については、企業収益が高水準で推移する中で、コロナ禍で抑制されていた投資などの押し上げにより底堅く推移するだろう。一方、輸出は、中国からの訪日客増加などに伴うインバウンド需要の回復でサービス輸出が増加するものの、海外景気の減速などで財輸出が減少するため、全体として弱含むだろう。23年度の実質GDPを前年比+1.5%と予測した。

続く2024年度の日本経済は、年度前半まで緩やかな回復にとどまるものの、後半には成長率がやや高まると予測した。注目される24年の春季賃上げ率については、企業の人手不足感の高まりなどを背景に、前年比+3%程度の高めの水準になると見込んだ。24年度前半の個人消費は物価高が下押しするものの、所得税減税の支えにより緩やかに増加しよう。年度後半には、所得の増加が続く中で、消費者物価の伸びが鈍化するため、個人消費の増勢が次第に強まると予測した。設備投資はデジタル化投資などがけん引し、増加するだろう。年度後半には、輸出の回復などにより企業業績が改善傾向となり、設備投資の増勢が次第に強まると見込んだ。輸出については年度前半には欧米景気の低迷を受けて低調に推移するものの、年度後半には米国景気の改善などを背景に持ち直してくると見込んだ。半導体市場の回復も輸出の下支え要因となろう。この結果、24年度の実質GDPは前年比+1.0%になると予測した。

予測結果の総括表

<前回2023年9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	1.3	1.5	1.0	1.7	1.2
民間需要*	1.9	▲ 0.2	0.9	0.3	0.9
公的需要*	▲ 0.0	0.2	0.1	0.1	0.1
輸出*	0.9	0.7	0.3	0.3	0.6
輸入*	▲ 1.5	0.8	▲ 0.2	0.9	▲ 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)菊池 祥平、小泉 司、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: s-kikuchi@yokohama-ri.co.jp

1. 2023年7～9月期の実質GDPは前期比-0.5%と3四半期ぶりのマイナス成長

11月15日に内閣府が発表した2023年7～9月期の実質GDP（国内総生産、1次速報）は前期比-0.5%と3四半期ぶりのマイナス成長となった（図表1）。個人消費や設備投資の減少により国内需要（内需）の寄与度が同-0.4%ポイントとなった。また、輸出の増加幅が縮小したことなどから海外需要（外需、輸出-輸入）の寄与度も同-0.1%ポイントとなった。物価高による消費の弱さや、アジア向けを中心とした財輸出の伸び悩みなどにより内外需ともに弱い結果となった。

需要項目別にみると、民間需要では、個人消費が前期比-0.04%と2四半期連続で減少した。夏場のレジャー消費の回復によりサービス消費は増加が続いたものの、物価高の影響などから財消費が弱い動きとなった。設備投資も同-0.6%と減少が続いた。機械投資や建設投資などが弱含んだ模様である。また、住宅投資は同-0.1%と5四半期ぶりに減少した。なお、民間在庫変動の寄与度は同-0.3%ポイントに低下した。

次に公的需要では、政府消費が前期比+0.3%と増加が続いた。一方、公共投資は同-0.5%と6四半期ぶりの減少に転じた。22年度第2次補正予算の執行が一巡したとみられる。

他方、海外需要では、輸出が前期比+0.5%と2四半期連続で増加したものの、前期に比べて増勢が鈍化した。中国などアジア向けの財輸出が伸び悩んだほか、インバウンド（訪日外国人）需要の増加一服によりサービス輸出が減少した。一方、日本人の海外旅行の増加などを受けてサービス輸入が増加したことなどから、輸入は同+1.0%と3四半期ぶりに増加した。

図表1 2023年7～9月期は内需、外需ともにマイナス寄与

（季節調整済、前期比、%）

	2022年				2023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
実質GDP	-0.6	1.2	-0.1	-0.1	0.9	1.1	-0.5
個人消費	-1.2	1.7	0.2	0.2	0.7	-0.9	-0.0
住宅投資	-1.4	-2.1	0.1	1.0	0.5	1.8	-0.1
設備投資	-0.0	1.7	1.9	-0.9	1.7	-1.0	-0.6
政府消費	0.6	0.4	-0.0	0.1	0.1	0.0	0.3
公共投資	-3.9	0.5	1.1	0.0	1.4	0.3	-0.5
輸出	1.5	1.9	2.2	1.5	-3.5	3.9	0.5
輸入	3.8	1.2	5.1	0.2	-2.1	-3.8	1.0
内需寄与度	-0.2	1.0	0.5	-0.3	1.1	-0.7	-0.4
民間需要	-0.1	0.9	0.5	-0.4	1.1	-0.7	-0.4
うち在庫	0.6	-0.2	0.1	-0.4	0.4	-0.1	-0.3
公的需要	-0.1	0.1	-0.0	0.1	0.1	0.0	0.0
外需寄与度	-0.4	0.1	-0.6	0.3	-0.2	1.8	-0.1
名目GDP	0.2	0.9	-0.8	1.3	2.3	2.5	-0.0

注：網掛け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24年夏ごろに新たな枠組みへ変更されると想定)

はじめに本予測の前提を確認することにする。まず日銀の金融政策については、緩和的な政策が24年度末まで継続されると想定した。10月31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）が再修正され、長期金利の上限のめどを1.0%とし、その水準を一定程度超えることを容認することになった。今回、長期金利の柔軟性が高まったことを踏まえると、次の日銀の政策修正の焦点はマイナス金利の解除に移っている。日銀は粘り強く金融緩和を継続していくことにより、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る。そのため、日銀は24年の春季賃上げ率などを見極めた上で、マイナス金利の解除を検討することになる。今回の予測では、日銀は24年の春季賃上げ率や多角的レビュー^(注1)の結果などを受けて、24年7～9月期にYCCの撤廃とマイナス金利の解除を決めると想定した。新しい枠組みの金融緩和策の下で、短期金利（無担保コール翌日物金利）は0%程度で推移し、長期金利（10年国債利回り）は1～1.5%程度で推移すると見込んだ^(注2)。

次に、ドル・円レートについては、24年に入ると、緩やかな円高・ドル安傾向で推移すると予測した。まず、日本の金融政策については上述のとおり、新たな枠組みの金融緩和策に変更されると想定した。その一方で、米国の金融政策については、当面、政策金利が据え置かれると想定した（4ページ参照）。その後、24年前半に米景気の減速が鮮明となり、FRB（米連邦準備理事会）は24年央に利下げに転じると見込んだ。そのため、為替レートは、24年1～3月期には、将来の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年後半のFRBの利下げペースが緩やかになると予想されることなどから、為替レートについては緩やかな円高・ドル安傾向で推移すると見込んだ。

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や中東での政情不安などにより高めの水準で推移すると見込んだ。ただし、後述のとおり、24年前半中心に欧米景気が減速することから原油の需要は高まりにくいと考えられる。このため、原油価格が一段と上昇する可能性は低いと判断し、概ね横ばい圏内での推移になると想定した。原油価格（WTI）で見ると、1バレル70～90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、物価高対策などが引き続き景気を下支えすると見込んだ。11月に岸田政権が決定した『デフレ完全脱却のための総合経済対策』では「物価高から国民を守る」、「持続的な賃上げと所得向上」、「供給力強化・投資促進」などを重点分野とした総合的な経済対策が策定された。本予測では、「物価高から国民を守る」に盛り込まれたガソリン代や電気代・ガス代の補助金延長や、23年中をめぐりに実施予定となっている非課税世帯への給付金、24年6月をめぐりに実施予定となっている所得税減税のほか、国土強靱化対策などを予測に織り込んだ。

注1：日銀は過去25年間に実施してきた各種の非伝統的金融政策手段の効果について分析する方針。第1回ワークショップを23年12月、第2回ワークショップを24年5月頃に開催する予定である。

注2：マクロ経済モデルでシミュレーションを行うと、2024年7～9月以降の長期金利が現在の水準（10/31、0.95%）から0.5%上昇すると、24年の実質GDP成長率を0.04%ポイント押し下げると試算される。

3. 海外経済の見通し

(米国経済: 景気は23年末から24年前半にかけて減速するが、後退局面入りは回避)

2023年7～9月期の米国の実質GDP（国内総生産）は前期比年率+4.9%と4～6月期の同+2.1%に比べて伸びが加速し、5四半期連続でプラス成長となった（図表2）。7～9月期の実質GDPを需要項目別にみると、個人消費が同+4.0%と堅調に推移し、成長率を押し上げた。耐久財、非耐久財、サービスのいずれもが増加した。また住宅投資が同+3.9%と10四半期ぶりに増加した。一方、企業の設備投資は同-0.1%と8四半期ぶりの減少となった。輸送機器への投資が減少に転じ、設備投資全体を押し下げた。なお、民間在庫投資は、実質GDPへの寄与度が同+1.32%ポイントとなり、成長率の押し上げに寄与した。外需については輸出と輸入がいずれも大幅な増加に転じ、純輸出（輸出－輸入）の実質GDPへの寄与度は同-0.08%ポイントとなった。

上記のように7～9月期の個人消費が堅調に推移した背景には、良好な雇用・所得情勢がある。7～9月期の非農業部門雇用者数は、月平均で前月比+23.2万人のペースで増加しており、好調の目安とされる同20万人増を上回った。ただ、10月の非農業部門雇用者数は同15万人増と、9月（同29.7人増）に比べて増勢が鈍化している。また10月の失業率は3.9%と9月の3.8%から若干上昇した。一方、10月の平均時給は前年比+4.1%と徐々に伸びが鈍化しているものの、依然として高めの上昇率を維持している。

米国のインフレに関しては、10月の消費者物価指数（CPI）が前年比+3.2%と、前月（同+3.7%）から伸びが鈍化した（図表3）。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+4.0%と、前月（同+4.1%）に比べて伸びが若干鈍化した。米国のインフレは緩やかに鈍化しているとみられる。

こうした状況下、FRB（米連邦準備理事会）は11月1日のFOMC（公開市場委員会）で政策金利を据え置いた。金利の据え置きは2会合連続である。会合後の記者会見でパウエルFRB議長は、「インフレのさらなる進展は、さらなる引き締めを正当化する可能性がある」と発言し、追加利上げの余地を残したものの、FF金利の先物市場では、次回12月のFOMCでも政策金利は据え置かれるとの見方が大勢となっている。

以上のような状況を踏まえた上で先行きを展望すると、米国経済は23年10～12月期から24年前半にかけて減速すると見込まれる。FRBの金融引き締めの影響が本格的に表れることから、耐久財消費や住宅投資、企業の設備投資が弱い動きとなろう。また米銀の企業向けの貸出態度が依然として厳しいことも、設備投資の下押し圧力になると予想される。さらに、コロナ禍で猶予されていた学生ローンの返済が23年10月から再開されたことが景気回復を抑制しよう。ただ、労働需給が依然タイトであることから今後も雇用情勢の悪化は限定的になるとみられ、この点が個人消費を下支えする要因となり、景気が後退局面入りする事態は避けられると予測した。

FRBの金融政策については、インフレの鈍化傾向を受けて、当面、政策金利が据え置きになると見込んだ。24年前半に景気の減速が鮮明となり、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、年央には利下げを開始すると予想する。

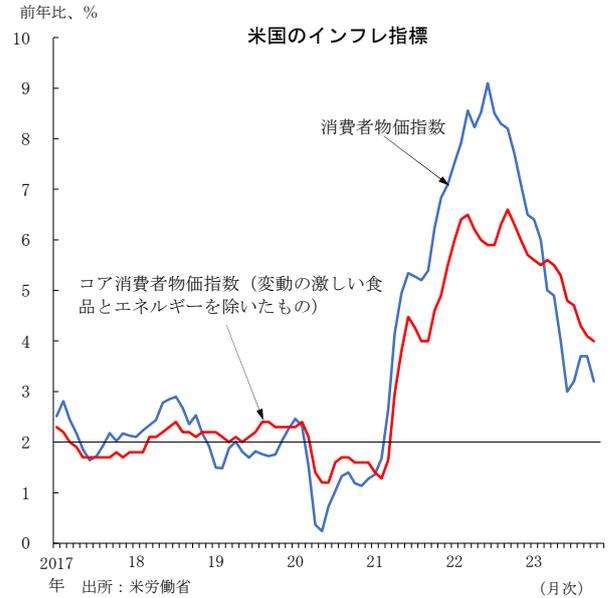
24年後半にはインフレの鎮静化を受けて、個人消費の回復テンポが徐々に高まろう。また、FRB

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+2.4%、2024年が同+1.0%になると予測した。

図表2 米国は5四半期連続のプラス成長



図表3 米国のインフレ率は鈍化傾向



（ユーロ圏経済：インフレや大幅利上げの影響により、当面、低成長が続く）

2023年7～9月期のユーロ圏の実質GDP（域内総生産）は前期比-0.1%とマイナス成長に転じた（図表4）。インフレや金利の上昇がユーロ圏景気を下押ししている。7～9月期の実質GDPを国別にみると、フランス（前期比+0.1%）やスペイン（同+0.3%）などがプラス成長を維持する一方で、ユーロ圏の中心国であるドイツ（同-0.1%）が再びマイナス成長に転じた。

月次の経済指標をみると、企業の景況感は足元で一段と悪化している。10月のユーロ圏総合PMI（購買担当者景気指数）は46.5と前月（47.2）から一段と低下し、好不調の分かれ目となる50を5か月連続で下回った。これを国別にみると、ドイツやフランスなど主要国で50を大きく下回っている（図表5）。また、ユーロ圏のPMIを業種別にみると、製造業は43.1と節目の50を16か月連続で下回り、またサービス業も47.8と3か月連続で50を下回っている。

インフレに関しては、10月のユーロ圏の消費者物価指数が前年比+2.9%となり、前月（同+4.3%）から伸びが大幅に鈍化した。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。また、同月のコアベースの消費者物価指数（エネルギー、食品、タバコを除く）も同+4.2%と、前月（同+4.5%）から伸びが鈍化した。ユーロ圏においてもインフレ率が鈍化傾向で推移している。

こうした中、ECB（欧州中央銀行）は10月26日の理事会で政策金利を据え置いた。金利据え置きは11会合ぶりである。声明では、金利をこの水準で十分に長く維持すれば、インフレ率を目標の2%に戻すことに「大きく貢献」するだろうと強調した。ユーロ圏景気の悪化が懸念される状況下、市場ではECBの追加利上げは困難との見方が広がっている。

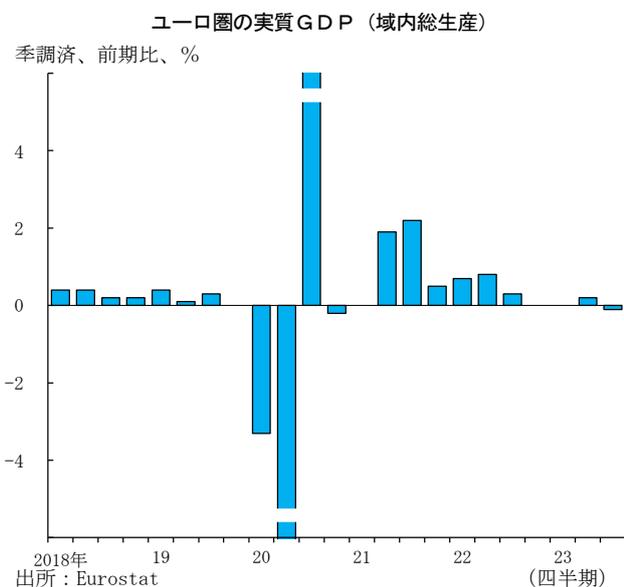
以上のような状況を踏まえた上で先行きのユーロ圏経済を展望すると、2024 年前半まで低成長が続くと見込まれる。インフレによる実質所得の抑制に加えて、ECBの大幅利上げの効果が本格的に表れることなどから、個人消費や設備投資など国内需要が弱い動きとなろう。欧州では銀行の貸出態度が一段と厳格化しており、この点も設備投資の抑制要因になると見込まれる。輸出に関しては、最大の輸出先である米国で景気の減速感が強まるため、同国向けの輸出が弱含むと見込まれる。

ユーロ圏の金融政策については、ECBが当面、政策金利を据え置き、累積的な利上げの効果を見極めると見込む。ECBが利下げに転じるのは、インフレ圧力が弱まる24年後半となろう。

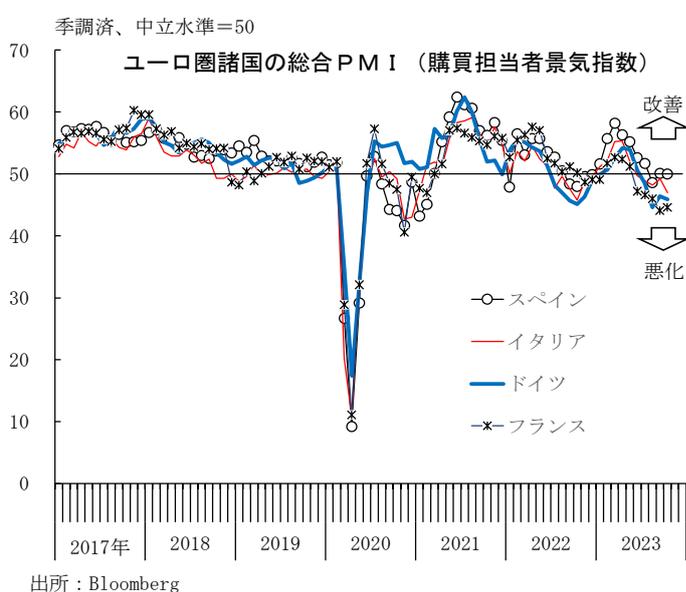
24年後半のユーロ圏景気は緩やかに回復すると見込む。インフレが鎮静化することで、家計の実質的な購買力が改善し、個人消費の回復力が徐々に高まろう。また、ECBの利下げを受けて、企業の設備投資も上向くと予想される。輸出に関しても、米国景気の持ち直しが押し上げ要因となろう。

ユーロ圏の通年の成長率は、2023年が前年比+0.4%、2024年が同+0.6%になると予測した。

図表4 ユーロ圏経済は低迷が続く



図表5 ユーロ圏企業の景況感は一段と悪化



（中国経済：財政出動の強化などから、景気の持ち直しが続く）

中国の2023年7～9月期の実質GDP（国内総生産）は前年比+4.9%と、4～6月期（同+6.3%）に比べて成長率が低下した。ただ、4～6月期の高成長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、7～9月期は前期比+1.3%と4～6月期（同+0.5%）と比べて増勢が拡大した。季調値の内訳をみると、世界景気の減速などから輸出が減少したものの、習体制による景気下支え策強化により、サービス消費や公共インフラ投資が成長率の持ち直しを支えたとみられる。

直近の月次指標では個人消費に回復の動きがみえる。個人消費の動きを表す小売売上高は、減税や補助金支給の効果により、10月に前年比+7.6%と増勢が拡大した。しかしその一方で、同月の固定資産投資は同+1.2%と減速した。内訳をみると、当局による支援の強化を背景に電力などエネルギー関連の投資が堅調に増加したものの、住宅販売の低迷を背景に住宅開発投資が大幅に減少した。また、同

月の輸出は同-6.4%と6か月連続で前年割れとなった。こうした中で、同月の総合PMI産出指数が50.7と低下し、企業の景況感の改善ペースが鈍っていることが示された。

なお、住宅市場をみると、10月の住宅販売面積は前年比-11.9%と5か月連続で2桁減となった(図表6)。内訳をみると、現物販売(販売時点で即入居可能な物件)が同+29.4%と4か月連続で2割超の増加が続いたものの、住宅販売面積の大半(22年は86%)を占める予約販売(販売時点で未完成物件)は同-18.5%と大幅な減少が続いた(注1)。

こうした中、政府は様々な経済対策を打ち出して、景気の底上げを図っている。まず、個人消費関連では、秋口以降、各地方政府が消費を支援する対策を積極的に打ち出している。例えば、9月以降、湖南省や上海市など20以上の地方政府が補助金支給などの自動車購入支援策を打ち出した。また、スマートフォンやパソコンといった電子製品や家電などの購入支援や、デジタル機器を活用した飲食や観光などのサービス消費を促進する動きも活発化している。

一方、投資関連では、各地方政府が新規の建設プロジェクトを推進する動きが相次いでいる。例えば、9月25日には、四川省が新たな建設プロジェクトの着工式を開催した。同プロジェクトの総数は1,874件、投資総額は10,808億元(22.1兆円)に達する予定である。他にも、10月には安徽省(プロジェクト数1,089件、投資増額7,075億元(14.5兆円))、深圳市(同271件、3,149億元(6.5兆円))でプロジェクトの着工式が開催された。こうしたプロジェクトは交通やエネルギー、水利、航空、医療、文化、素材、新エネルギー車(NEV)、通信、ハイテク製造など多くの分野に及んでいる。それに加えて10月には、中国政府が洪水などの災害を受けた地域の経済復興や、自然災害の防止などを目的とする公共インフラの建設を打ち出した(注2)。

他方、住宅市場については、業界最大手の碧桂园の債務不履行懸念が高まるなど、不動産企業に対する経営不安が一段と高まっている。もっとも、今後の住宅市場は、以下に述べる3つの主な理由から、次第に持ち直しに向かうと考えられる。第1に、「保交楼(住宅の引き渡し保証)」政策の進展である。2023年8月時点で、不動産会社の資金不足により中断していた住宅工事は、中国政府の資金援助によりほぼ全てが再開している。また、建設工事が遅れていた物件の引き渡し件数は8月には165万戸超、9月には293万戸超まで増加するなど、物件の引き渡しが進んでいる。この先も物件の引き渡しは着実に進むとみられ、住宅購入者が購入を手控える動きが次第に和らぐと見込まれる。

第2に、大都市におけるスラム地域の再開発プロジェクトの推進である。23年7月に習体制が同プロジェクトを決定した後、既に地方政府から162件のプロジェクトが申告されている。24年には同プロジェクトの推進に伴って、周辺道路などのインフラ建設が実施され、低所得者向けを中心とした大規模な住宅建設が進むと見込まれる。こうしたプロジェクトの進捗が、不動産企業の経営を支えることになろう。

第3に、住宅の現物販売の推進である。23年1月、中国当局は購入後すぐに入居可能な現物の住宅販売を推進すると表明した。2022年時点では、住宅販売に占める現物販売のシェアは2割程度にとどまっているものの、足元の販売は好調である。23年秋口以降には雄安新区が住宅の現物販売を全面採用し、山東省なども積極的に現物販売を推進するなど、現物販売を拡大する動きは中国全体に広がりつつある。予約販売の回復が遅れる中で、現物販売は増加傾向をたどるとみられ、こうしたことも今

後の住宅販売の持ち直しにつながろう。

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10～12月期には、実質GDP成長率のプラス幅が再び高まると見込まれる（図表7）。まず、個人消費については、地方政府による個人消費の支援策の効果で、自動車などの耐久財消費に加えて、飲食や観光といったサービス消費が一段と増加するだろう。固定資産投資も緩やかに持ち直す見込みである。住宅販売の低迷の影響で不動産投資が弱含むものの、災害地域の復興事業などにより公共インフラ投資は拡大すると見込まれる。また、個人消費や公共投資の増加を背景に、企業が新エネルギー車や建設機械などの生産拡大に向けて設備投資を増やすことも固定資産投資全体の持ち直しにつながると考えられる。他方、輸出に関しては、世界景気の減速により、減少基調で推移しよう。

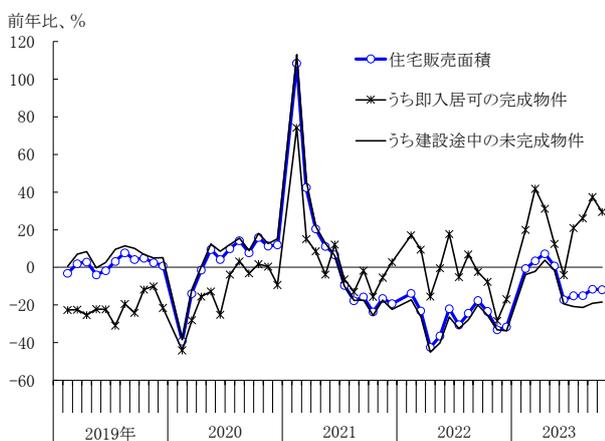
続く2024年については、景気の回復が続くと見込まれる。まず、輸出については、世界景気の回復を背景に、年末に向けて欧米向け輸出の増勢が次第に強まってくると予測する。次に、固定資産投資にも持ち直しの動きが広がろう。災害防止関連の建設プロジェクトや、大都市のスラム街の再開発プロジェクトの推進などから、公共インフラ投資が底堅く推移する見込みである。また、スラム街の再開発プロジェクトの推進や、住宅の現物販売の拡大などを通じて不動産企業に対する経営不安も次第に和らぐだろう。住宅購入者の心理が次第に改善することから、住宅販売にも持ち直しの動きが表れてくると見込んだ。さらに、個人消費も底堅く増加しよう。政府による消費支援策の押し上げ効果はく落するものの、固定資産投資の底打ちなどにより景気が持ち直す中で、雇用・賃金情勢が改善し、消費意欲も回復してくると考えられる。

以上より、2023年の実質GDP成長率を+5.3%、24年を+5.2%と予測した。

注1：現在の中国における住宅販売の方法は予約販売が主流である。2020年頃までの中国では、この販売制度の下、不動産企業が建設資金を流用し、建設工事が遅延するなどの問題がしばしば発生してきた。こうした中で、習体制が2020年後半に不動産会社への融資規制を強化すると、恒大集団などの不動産会社が相次いで資金不足に陥り、予約販売物件の建設工事を中断するケースが急増した。物件の引き渡しが遅れるケースが相次いだ結果、住宅購入者が不動産購入を控えることとなり、不動産市場を低迷させることになった。

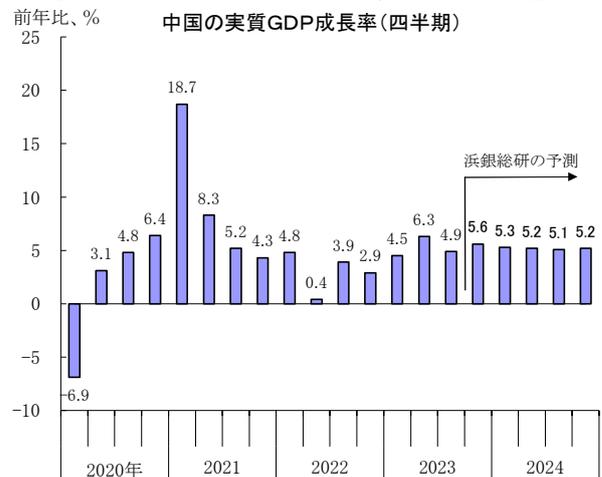
注2：これまで地方政府は、債務不安の高まりから、地方債の発行には消極的な姿勢を示していた。しかし、今回打ち出された各種のプロジェクトを円滑に実施するため、積極的に地方債を発行する姿勢に転じている。また、中国政府もインフラ建設などを目的として、新たに1兆元（20.5兆円）の国債を発行することを決定した。

図表6 住宅の現物販売は好調



注：中国国家統計局資料より前年比の月ベースの数値を試算した。前年比の各年2月は1～2月の累計値、データの無い月は線形補間した。
出所：中国国家統計局

図表7 24年は5%超の成長が続く見込み



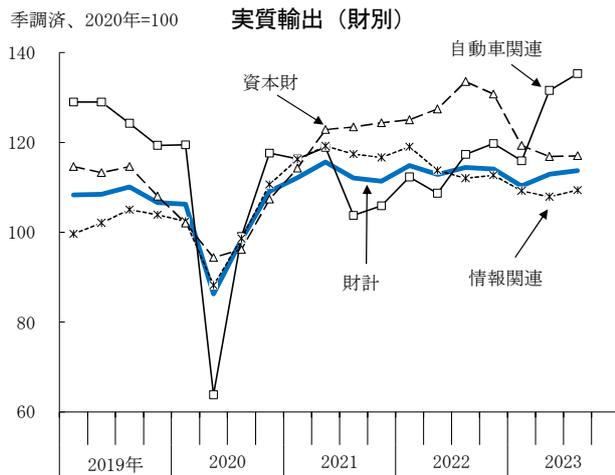
出所：中国国家統計局資料などより浜銀総研作成

4. 日本経済(主要項目)の見通し

(輸出:23年終盤から24年前半にかけては海外景気の減速で弱含み、24年後半に回復へ)

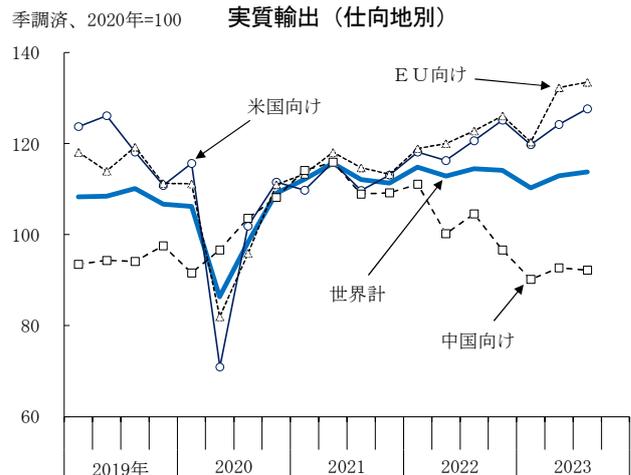
2023年7～9月期の輸出は前期比+0.5%と2四半期連続で増加したものの、前期に比べて増勢が鈍化した。日銀公表の実質輸出で同期の輸出動向を財別にみると、半導体などの部品の供給制約緩和による自動車生産の回復を受けて自動車関連の増加が続いた(図表8)。一方、仕向地別にみると、米国向け、EU(欧州連合)向けは増加が続いたものの、中国向けは引き続き低迷した(図表9)。

図表8 自動車関連輸出の増加が継続



出所：日本銀行「実質輸出入」

図表9 中国向け輸出は低迷



出所：日本銀行「実質輸出入」

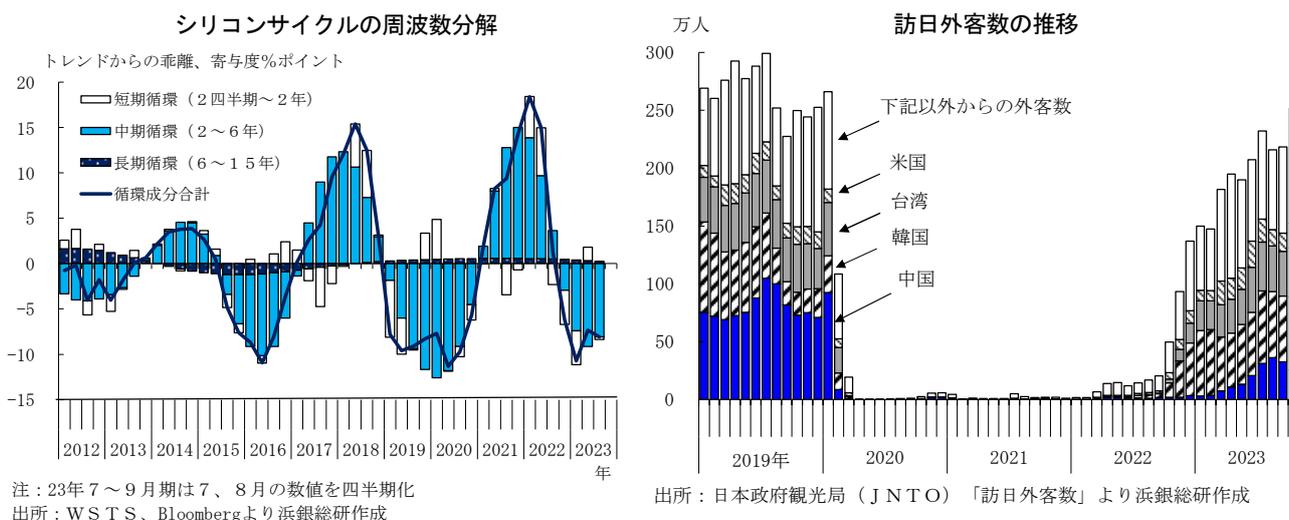
今後の輸出については、欧米などの海外景気の減速の影響を受けて、23年終盤から24年前半にかけて弱含むものの、24年後半には次第に回復すると見込んだ。仕向地別にみると、米国向け輸出は、23年終盤から24年前半にかけて鈍い動きになるだろう。米国経済は、FRBによる金融引き締めの影響が本格的に表れ、耐久財消費や住宅投資、企業の設備投資が抑制されるため、自動車や建設機械などを中心に日本からの輸出が弱含むと見込んだ。ただし、24年後半にはインフレ率が落ち着き、FRBが利下げに転じることなどを背景に、米国景気は回復の動きが徐々に明確になるだろう。このため、24年7～9月期以降の米国向け輸出は緩やかに増加すると予測した。また、EU向け輸出も、23年終盤から24年前半にかけて弱い動きとなる公算が大きい。ECBによるこれまでの大幅な利上げや、インフレによる実質所得の減少などにより、欧州の個人消費や設備投資などが低迷し、EU向け輸出は弱含むだろう。ただし、24年後半には、インフレ率が落ち着いてくることなどを背景に、欧州景気も回復の動きが徐々に明確となり、EU向けの輸出は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。足元の中国景気は回復の動きが弱いものの、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打ち出しており、今後の中国景気は緩やかに回復すると見込む。景気を持ち直しを受けて、中国向け輸出は緩やかな増加基調をたどると予測した。

財別にみると、半導体市場が次第に持ち直すことにより、半導体等製造装置を含む資本財や半導体等電子部品などを含む情報関連財などが次第に回復していくと見込む。半導体市場の循環的な好不況を示すシリコンサイクルをみると、足元で底打ちの兆しがみられる(図表10)。これまでの傾向を踏

まえると、24年度には半導体市場は回復局面入りする可能性が高いと考えられる。

なお、サービスの輸出については、インバウンド需要に相当する「非居住家計の国内での直接購入」が7～9月期に前期比-5.0%と減少に転じた。ただし、この先のインバウンド需要は回復が続くと見込んだ。日本政府観光局によると、2023年10月の訪日外客数は251.7万人となり、2019年同月を上回った（図表11）。先行きも為替相場がコロナ禍前に比べて円安となっていることなどが追い風となり、インバウンドの回復は続くだろう。また、中国からの訪日客は福島第一原発の処理水問題などの影響で回復が遅れているものの、今後は団体旅行客を中心に、緩やかに回復していくと見込んだ。

図表10 半導体市場は循環的には底打ちか 図表11 足元の訪日外客数は19年を上回る



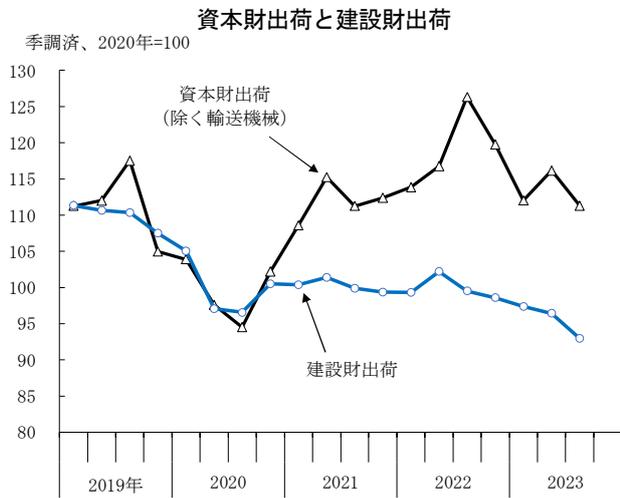
（設備投資：コロナ禍で抑制されていた投資などの押し上げで底堅く推移）

2023年7～9月期の設備投資は前期比-0.6%と2四半期連続で減少した。同期の設備投資関連の指標をみると、機械投資の動向を示す資本財出荷指数（除く輸送機械）は同-4.2%と低下に転じており、建設投資の動向を示す建設財出荷指数も同-3.5%となった（図表12）。このように、7～9月の機械投資や建設投資が弱含んだのは、海外景気の先行き不透明感が高まっていることに加えて、建設コスト高などが影響しているとみられる。日銀のさくらレポート（2023年10月）の企業ヒアリングの結果をみると、「建設費用が高騰していることもあり～中略～老朽化した既存営業施設の更新などにとどめる予定（小売業・函館）」、「EV関連の工場建設を計画しているが、～中略～資材価格高騰等による建設コスト上昇から、元請となるゼネコンが中々見つからない（電気機械業、京都）」などのコメントがみられ、投資コスト上昇を背景に設備投資を見送った企業も一定程度存在する模様である。

先行きの設備投資を展望すると、23年度後半についても、海外景気の先行き不透明感や投資コスト高などが設備投資の下押し要因となるものの、その圧力は徐々に弱まっていくとみられる。他方で企業収益が弱含みとなりながらも高水準で推移するため、設備投資は底打ちして持ち直しに向かうと見込まれる。まず、企業業績をみると、日銀短観（23年9月調査）の23年度の経常利益（全規模・全産業）計画は前年比-2.7%の小幅な減益見通しとなっている。しかし、法人企業統計の23年4～6月期の経常利益（全規模・全産業、金融保険業を除く、季調値）が調査開始以降で最高の水準になって

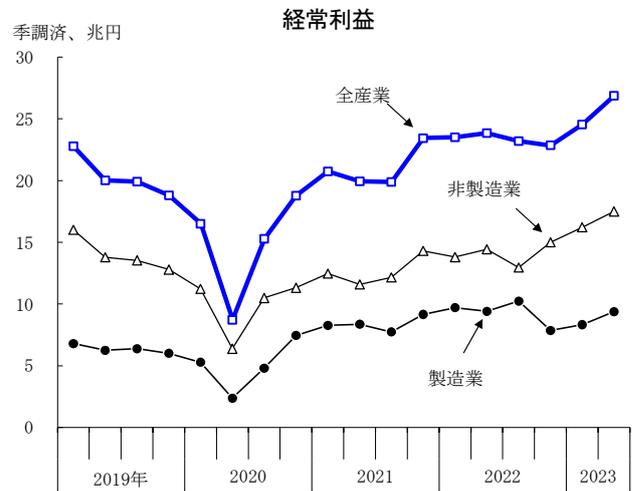
いるように、企業の利益水準は高い（図表 13）。一方、同短観によると、23 年度の設備投資計画（ソフトウェア・研究開発を含み、土地投資額を除く、全規模・全産業）は前年比+13.3%と、前年同時期調査と同様に高めの伸びとなっている（図表 14）。このように設備投資計画が高い伸びになっているのは、コロナ禍で抑制されていた設備投資ニーズが表れていると考えられる。また、同短観の設備投資計画の内訳をみると、デジタル化投資などを含むソフトウェア関連の投資ニーズが強いことがわかる（図表 15）。デジタル化投資は人手不足対応などで今後も堅調に増加するとみられ、先行きの設備投資を支えていくことになるだろう。足元で中国景気に持ち直しの兆しが表れていることや、資材価格の落ち着きなどから建設コストなどの上昇ペースが鈍化していることなどを踏まえると、23 年度後半には、年度前半に見送られた設備投資計画を実施する企業も増加すると考えられる。

図表 12 機械投資と建設投資は弱含む



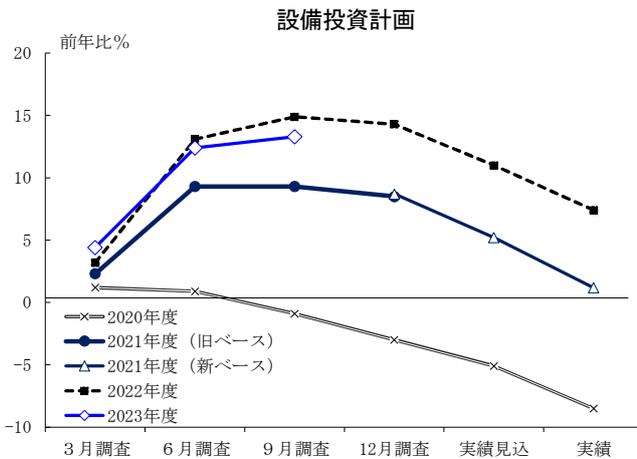
出所：経済産業省「鉱工業指数」

図表 13 経常利益は過去最高水準



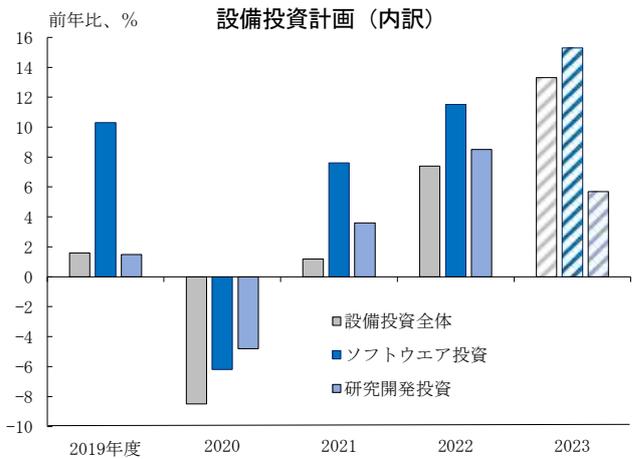
注：金融業・保険業を除くベース。
出所：財務省「法人企業統計調査」

図表 14 設備投資計画は高水準



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」

図表 15 ソフトウェア投資への意欲は強い



注：全規模・全産業ベース。設備投資全体は、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）。2022年度までは実績。2023年度は9月計画。
出所：日本銀行「短観」

続く 24 年度も、引き続きデジタル化投資などがけん引役となり、設備投資は増加すると見込まれる。年度後半になると、欧米景気が次第に回復に向かうことで海外景気の不透明感が和らぎ、輸出の持ち直しなどにより経常利益も増益に転じることから設備投資の増勢がやや強まると見込んだ^(注)。

注：なお、マクロ経済モデルによれば、2024 年 7～9 月期以降の長期金利が 0.5% 上昇すると、2024 年度の実質設備投資は 0.2% 程度下押しされると試算される。

(個人消費: 経済活動の正常化でサービス消費が堅調も、物価高により緩やかな回復にとどまる)

2023 年 7～9 月期の個人消費は前期比-0.04%と 2 四半期連続で減少した。形態別にみると、夏場のレジャー消費が増加したことを受けてサービス消費が同+0.2%と増加したものの、回復の動きは弱い(図表 16)。一方、自動車の販売台数が減少したことなどから耐久財消費は同-3.3%と減少した。物価高の影響から衣料品などの半耐久財消費も同-0.5%と減少し、非耐久財消費も同-0.1%と減少した。

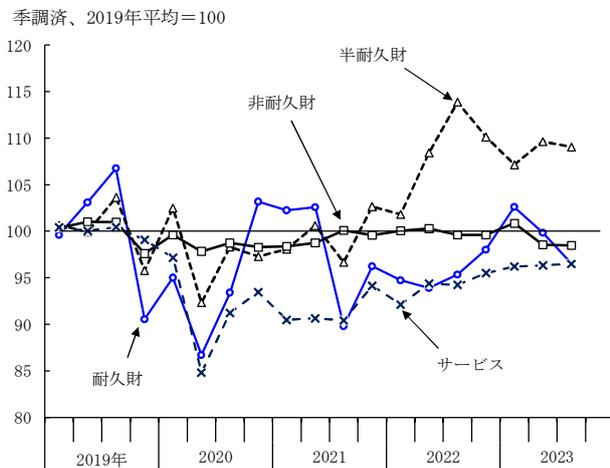
今後の個人消費を展望すると、23 年度後半はコロナ禍からの経済活動の正常化の動きが引き続きサービス関連消費などを支えることから、基調としては増加傾向をたどるとみられる。コロナ禍でレジャーや飲食などのサービス消費が抑制された結果、家計の超過貯蓄の累積額が高水準となっていることが、引き続き個人消費を支えていくことになる(図表 17)。また、政府によるガソリン代、電気・ガス代の負担緩和策や非課税世帯への給付金も下支え要因となるだろう^(注)。しかし、サービス関連消費の押し上げ効果が徐々に落ち着いてくことや、物価高の影響で家計が節約意識を強めていることなどから個人消費は小幅な増加にとどまると予想する。

続く 2024 年度は、年度前半は消費者物価が高めの伸びとなり、賃金の伸びを上回って推移する(14 ページ参照) ことなどから個人消費には下押し圧力が加わると見込まれる。ただし、所得税減税などの政府の経済対策が下支えし、消費は緩やかに増加すると見込んだ。年度後半には、後述するように実質所得が増加に転じることから、個人消費の伸びは次第に高まってくると見込んだ。

注：マクロ経済モデルによれば、所得税減税と給付金(合計約 5 兆円)により、実質個人消費が 0.3% 程度押し上げられると試算される。

図表 16 財消費は弱い動き

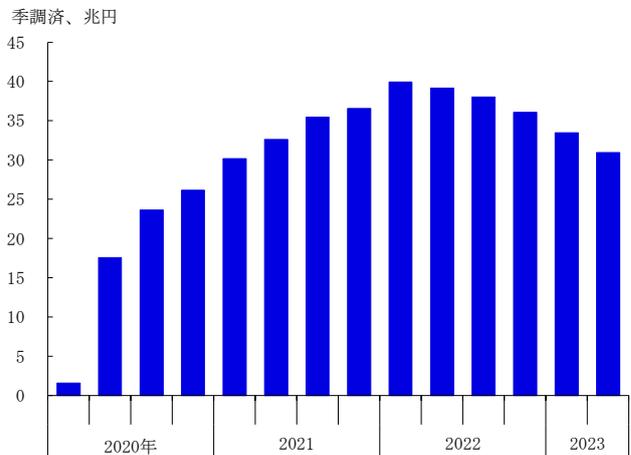
形態別個人消費



注：国内家計最終消費支出を形態別に2019年の平均を100として指数化。
出所：内閣府「四半期別GDP速報」

図表 17 超過貯蓄はなお高水準

家計の超過貯蓄の累積額(推計値)



注：2015～19年の貯蓄のトレンドを基に超過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

(住宅投資:住宅販売価格の高値推移などにより鈍い動き)

2023年7～9月期の住宅投資は前期比-0.1%と5四半期ぶりに減少した。先行きも住宅投資は鈍い動きになると見込んだ。住宅投資の先行指標である新設住宅着工戸数は、7～9月期に前期比-2.2%と2期連続で減少した。後述するように家計の実質的な購買力を示す実質所得が前年水準を下回って推移する中で、建材価格高や人件費上昇などによる建築コスト上昇を背景に住宅販売価格の高値での推移が続き、住宅取得需要が低下している。今後も、建築コストが高止まりし、実質所得の減少が続くため、全国的にみれば、23年度後半も住宅取得に対するニーズは高まりにくいと考えられる。

もっとも、足元では国際商品市況の下落により木材などの輸入物価は前年を下回る水準で推移しており、24年度には建築コストが緩やかに低下すると見込まれる。また、24年度後半には、所得情勢の改善が進むことも、住宅取得ニーズを高めることになろう。ただし、日銀のYCC撤廃を受けて固定型の住宅ローン金利が上昇することなどが住宅投資回復の下押し要因となり、住宅投資は鈍い動きになると見込んだ^(注)。

注:マクロ経済モデルによれば、2024年7～9月期以降の長期金利が0.5%上昇すると、2024年度の実質住宅投資は0.5%程度下押しされると試算される。

(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年度後半に前年比増加へ)

個人消費の先行きを予測する上で重要となる消費者物価の動向をみると、23年9月の消費者物価指数(生鮮食品を除く総合)は前年比+2.8%と、前月(同+3.1%)に比べて伸びが鈍化した。

今後の消費者物価上昇率は、次第に伸びが鈍化していくと予想される。消費者物価上昇の主因となった輸入物価は、23年4月以降、前年水準を下回って推移している。過去の経験則に従えば、輸入物価の下落は、1年程度遅れて消費者物価を押し下げることから、この先の消費者物価の伸びは次第に鈍化するとみられる。もっとも、人件費の上昇を背景としてサービス関連の物価は上昇していることから、消費者物価の鈍化ペースは緩やかなものになるだろう。24年度後半の消費者物価上昇率は前年比で2%近くになると見込んだ。

一方、先行きの所得情勢を展望すると、23年度後半の名目ベースの所得は増加が続くと見込まれる。23年の民間主要企業春季賃上げ率(定昇相当込み)が+3.60%と1993年以来の高い伸びとなったことを受けて、所定内給与は増加が続くだろう。また、前述のとおり(11ページ参照)、企業の利益水準が高いことや、賞与算定のベースとなる所定内給与が増加していることなどを受けて、今冬の賞与も増加が見込まれる。

続く24年度も名目ベースの所得は増加が続くだろう。24年の春季賃上げ率は、23年をやや下回るものの、前年比+3%程度の高めの水準になると予測した。まず、賃上げの原資となる企業業績をみると、23年度後半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ものの、高水準を維持する見込みである。また、企業の人手不足感も依然として強い。日銀短観(2023年9月調査)で雇用人員判断DI(「過剰」マイナス「不足」)をみると、全規模・全産業ベースで-33と前回調査比1ポイント低下した(図表18)。中でも、観光業や飲食業などを中心とした非製造業の同DIは-42と、コロナ禍前の2019年10～12月期(-40)を下回る水準となり、人手不足が深刻化している。その一方で、日銀のさくらレポート(2023年10月)をみると、「様々なコスト上昇が利益を下押し

しする中、今後も継続的なベアを実施できるかは不透明（食料品業、甲府）、「物価上昇率の見通しが今後大きく高まらない限り、ベア率は縮小するだろう（電気機械業、大阪）」など、賃上げについて慎重な企業のコメントが多くみられる。総じてみると、賃上げに対するプラス要因とマイナス要因が混在しているものの、1990年代後半以降では、23年に次ぐ高い伸びになると見込んだ。経済同友会の景気定点観測アンケート調査（2023年9月）をみると、24年の賃上げ率（年収ベース）を3%以上と回答した企業の割合が約43%となっている。今年と同程度の賃上げを実施する企業が相当数に及んでいることなどが、同業他社などの賃上げ機運を後押しするだろう。

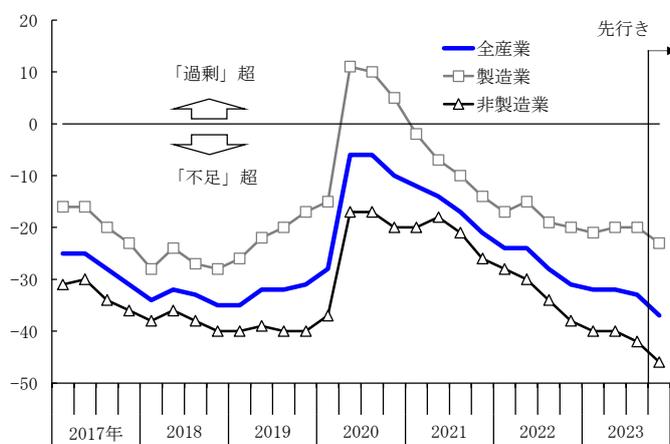
この結果、24年度の所定内給与は23年度と比べると伸びがやや鈍化するものの増加基調が続くと見込んだ。海外景気の回復を受けて製造業の生産が次第に持ち直すことなどから、年度後半には残業代などの所定外給与が増加し、現金給与総額の伸びは次第に高まると見込んだ。

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年度は賃金（現金給与総額）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、年度前半は賃金の伸びがやや鈍化するものの、年度後半には賃金の上昇が続く中で、消費者物価の伸びが鈍化するため、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 非製造業で人手不足が深刻化

雇用人員判断D I

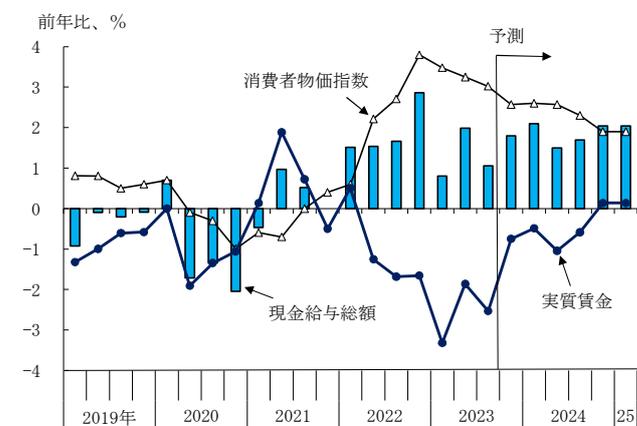
「過剰」－「不足」、回答社数構成比、%ポイント



注：全規模ベース
出所：日本銀行「短観」

図表 19 実質所得は24年度後半にプラスへ

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」より
浜銀総研作成

5. 経済成長率の見通し

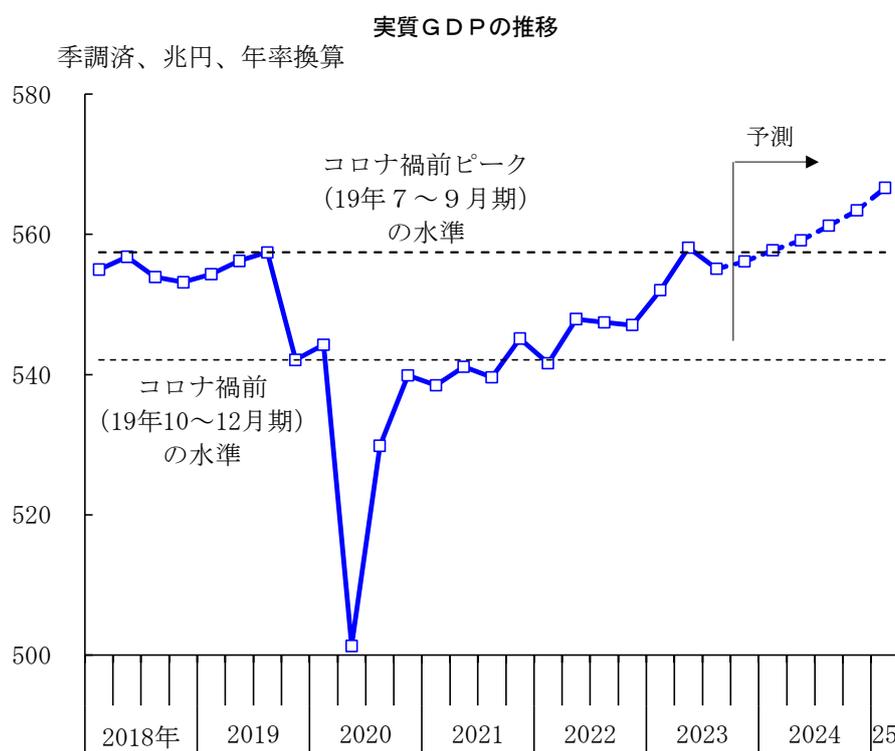
(実質GDP成長率は2023年度が+1.5%、24年度が+1.0%と予測)

こうした状況を踏まえて日本経済を展望すると、2023年度後半の日本経済は内需に支えられて緩やかに回復すると見込まれる。個人消費は物価高の影響で財消費が伸び悩むものの、コロナ禍からの経済活動の正常化を受けてサービス消費を中心に緩やかに回復すると見込む。非課税世帯への給付金も消費を下支えしよう。設備投資については、企業収益が高水準で推移する中で、コロナ禍で抑制さ

れていた投資などの押し上げにより底堅く推移するだろう。一方、輸出は、中国からの訪日客増加などに伴うインバウンド需要の回復でサービス輸出が増加するものの、海外景気の減速などで財輸出が減少するため、全体として弱含むだろう。23年度の実質GDPを前年比+1.5%と予測した（図表20、21）。

続く2024年度の日本経済は、年度前半まで緩やかな回復にとどまるものの、後半には成長率がやや高まると予測した。注目される24年の春季賃上げ率については、企業の人手不足感の高まりなどを背景に、前年比+3%程度の高めの水準になると見込んだ。24年度前半の個人消費は、物価高が消費を下押しするものの、所得税減税の支えなどにより、緩やかに増加するだろう。年度後半には、所得の増加が続く中で、消費者物価の伸びが鈍化するため、実質所得が増加に転じ、個人消費の増勢が次第に強まると予測した。設備投資は、デジタル化投資などがけん引し、増加するだろう。年度後半には、輸出の回復などにより企業業績が改善傾向となり、設備投資の増勢がやや強まると見込んだ。輸出については、年度前半には、欧米景気の低迷を受けて低調に推移するものの、年度後半には米国景気の改善などを背景に持ち直してくると見込んだ。半導体市場の回復も輸出の下支え要因となる。この結果、24年度の実質GDPは前年比+1.0%になると予測した。

図表20 実質GDPの回復ペースは24年度後半にやや高まる



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 11 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	144.2	141.0	147.5	137.0	140.5	133.5
対ユーロ円レート (円/ユーロ)	140.9	155.2	153.4	157.0	146.8	150.5	143.0
米国実質 GDP (暦年)	1.9	2.4	[2.3]	[3.1]	1.0	[▲ 0.3]	[1.3]
ユーロ圏実質 GDP (暦年)	3.4	0.4	[0.2]	[▲ 0.1]	0.6	[0.3]	[1.8]
中国実質 GDP (暦年)	3.0	5.3	5.4	5.3	5.2	5.2	5.2

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	1.3	1.5	[1.3]	[0.1]	1.0	[0.6]	[0.9]
個人消費	2.5	▲ 0.2	[▲ 0.6]	[0.3]	1.0	[0.5]	[0.7]
住宅投資	▲ 3.2	2.2	[2.0]	[▲ 0.8]	▲ 0.8	[▲ 0.5]	[0.2]
設備投資	3.0	0.0	[▲ 0.5]	[0.3]	2.2	[1.1]	[2.0]
政府消費	0.7	0.4	[0.2]	[0.3]	0.4	[0.2]	[0.2]
公共投資	▲ 3.2	1.0	[0.7]	[▲ 0.8]	0.4	[0.8]	[0.1]
輸出	4.5	2.9	[2.3]	[0.2]	1.7	[0.6]	[2.1]
輸入	7.2	▲ 3.6	[▲ 4.4]	[▲ 0.1]	1.0	[0.3]	[1.6]
寄与度							
国内需要	1.9	0.0	[▲ 0.3]	[0.2]	1.0	[0.5]	[0.7]
民間需要	1.9	▲ 0.2	[▲ 0.4]	[0.2]	0.9	[0.4]	[0.7]
公的需要	▲ 0.0	0.2	[0.1]	[0.1]	0.1	[0.1]	[0.0]
海外需要	▲ 0.6	1.5	[1.6]	[▲ 0.2]	0.1	[0.1]	[0.1]
名目 GDP	2.0	5.1	[3.7]	[0.8]	2.2	[1.2]	[1.4]
新設住宅着工戸数 (万戸) (前期比、%)	86.1	80.0	80.6	79.4	79.7	79.5	79.8
	▲ 0.6	▲ 7.1	▲ 6.7	▲ 1.4	▲ 0.4	0.2	0.4
鉱工業生産	▲ 0.3	▲ 1.2	[▲ 0.2]	[▲ 0.7]	1.1	[0.6]	[1.8]
国内企業物価	9.5	1.8	4.0	▲ 0.2	0.2	▲ 0.1	0.4
消費者物価	3.0	2.9	3.2	2.6	2.2	2.4	1.9
完全失業率 (%)	2.6	2.6	2.6	2.6	2.5	2.5	2.5

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原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。