

## 経済レポート

# 2023／2024 年度短期経済見通し(2023年3月)(2次QE反映後) ～下振れ懸念が強まるも、アフターコロナ期に移行することで景気は緩やかな回復基調を維持～

調査部

- 3月9日発表の2022年10～12月期の実質GDP成長率(2次速報)は、前期比+0.02%(年率換算+0.1%)と1次速報の同+0.2%(同+0.6%)から下方修正された。かろうじてプラス成長は維持した形となったが、在庫寄与度が大幅なマイナスとなった影響が大きく、在庫を除いた最終需要は前期比+0.5%(年率換算+2.0%)と底堅く伸びており、1次速報値の段階の「景気は緩やかに持ち直している」との判断に変更はない。
- 1～3月期も景気の緩やかな持ち直しが続く。①感染第8波の収束、全国旅行支援の効果により、対面型サービスを中心に個人消費の増加が続く、②水際対策緩和や円安効果でインバウンド需要が伸びる、③在庫寄与度が大幅なマイナスとなった反動が出やすいなどが理由である。一方、物価高による財消費の不振や海外需要低迷による輸出の弱含みが回復の重しとなろう。この結果、2022年度の実質GDP成長率は前年比+1.2%になると予想する。
- 2023年度には、コロナ禍による経済社会活動への制約がほぼ解消され、景気が感染状況に左右されないアフターコロナ期に移行するであろう。感染症法上の分類が季節性インフルエンザと同じ5類に変更される予定である大型連休明けの5月8日が一つの目途となろう。このため、家計部門においては、これまで抑制されてきた対面型サービスへの支出増加など平時への復帰が、企業部門においては、これまで手控えられていた設備投資の再開やアフターコロナ期を見据えての前向きな投資の増加が景気を押し上げる原動力となり、基本的には内需を中心に緩やかな景気回復が続く。また、雇用情勢の改善、賃金の上昇、インバウンド需要の増加が続くこともプラス材料である。
- ただし、年度中は政策効果によって物価上昇率が抑制されると想定しているが、それでも家計のインフレ警戒感を背景に節約志向が強まる可能性があるほか、実質賃金の低迷が長期化するようであれば、個人消費の回復が遅れることになろう。リベンジ消費もいずれ一巡する見込みである。加えて、海外経済の低迷や世界的なIT関連財の需要減少で輸出が減少する、人手不足を背景に供給制約が発生する、自動車の生産制約の解消が遅れるといったマイナス材料が加わることで、景気回復テンポが大幅に鈍るリスクがある。
- 2023年度の実質GDP成長率は前年比+1.1%を予想する。物価上昇や海外経済の減速による下振れが懸念されるが、アフターコロナ期に移行する中で、内需を中心に緩やかな景気回復が続く、景気の腰折れは回避される見込みである。年度末にかけて、海外経済が回復基調に転じ、物価上昇圧力が落ち着いてくれば、次第に景気回復の足取りもはっきりとしたものになってくるであろう。
- 2024年度も前年比+1.2%とプラス成長を見込む。物価上昇率の鈍化、海外経済の回復といったプラス要因がある一方で、コロナ禍からの回復による押し上げ効果が一巡するため、引き続き緩やかな回復テンポにとどまろう。

(前年比、%)

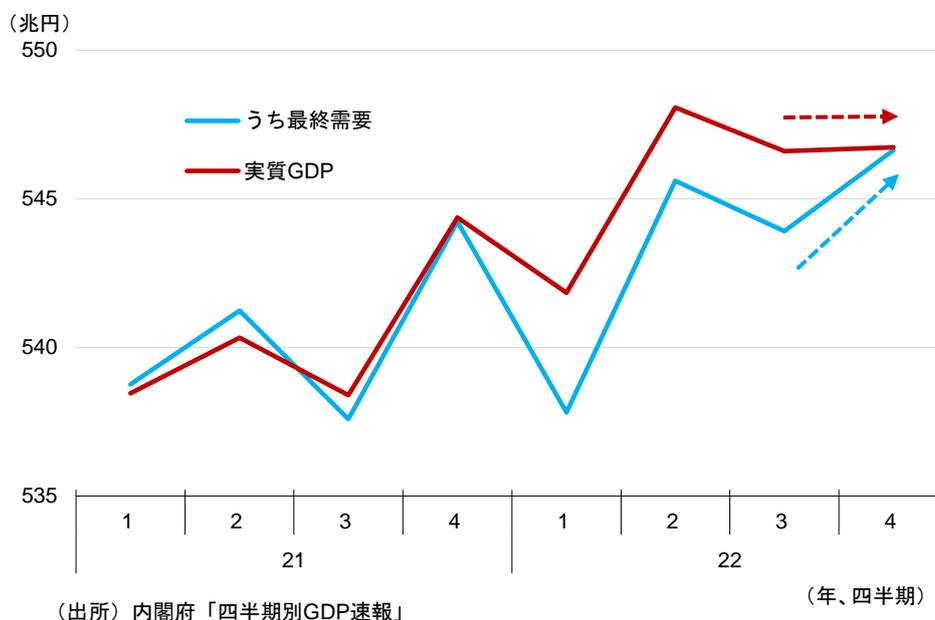
	実質GDP			名目GDP			デフレーター		
	2022年度	2023年度	2024年度	2022年度	2023年度	2024年度	2022年度	2023年度	2024年度
2月15日時点	1.2	1.3	1.2	2.2	5.1	2.6	0.9	3.8	1.3
今回	1.2	1.1	1.2	2.1	4.3	2.8	0.9	3.3	1.6

## 1. 景気の現状～緩やかに持ち直している

### 10～12月期の実質 GDP 成長率は小幅プラスにとどまるも、景気は緩やかに持ち直している

3月9日発表の2022年10～12月期の実質 GDP 成長率(2次速報)は、前期比+0.02%(年率換算+0.1%)と1次速報の同+0.2%(同+0.6%)から下方修正された。7～9月期がマイナス成長であったことを勘案すると、力強さに欠け、物足りない伸びとなった。もともと、見かけほど悪い内容ではない。ほぼゼロ成長となった最大の原因は、在庫寄与度が-0.5%と大幅なマイナスとなったためであり、在庫を除いた最終需要は前期比+0.5%(年率換算+2.0%)と底堅い伸びとなっており(図表1)、景気が緩やかな持ち直し基調を維持していることを裏付けている。

図表 1. 実質 GDP と最終需要の水準



### 個人消費は堅調に増加するがマイナス面も

需要項目ごとの動きをみていくと、内需のうち実質個人消費は前期比+0.5%と堅調に増加した(図表2)。内訳をみると、新型コロナ感染の拡大が落ち着いたことで、宿泊・飲食サービス、旅客輸送、レジャーといった対面型サービスへの需要の持ち直しが続き、サービスは同+1.4%と急増した。全国旅行支援などの政策支援も追い風となったとみられる。また、生産制約が緩和したことで自動車の販売が増加し、耐久財も同+2.7%と増加した。一方、半耐久財(被服・身の回り品など)が同-1.6%と落ち込んだほか、非耐久財(食料、エネルギー、日用雑貨類など)も同-0.3%と低迷した。いずれも価格上昇圧力が強まっており、物価上昇を受けた消費者マインドの悪化を反映して購入を控える動きが広がったと考えられる。

実質住宅投資は、資材価格の高騰で持家の着工が鈍いことなどから6四半期連続でのマイナスとなったが、前期比-0.1%と下げ止まってきた。

企業部門では、実質設備投資が前期比-0.5%(1次速報のまま据え置き)と3四半期ぶりにマイナスに転じた。年度上期の増加ペースが速かったことによる一服感が出たほか、世界経済への先行きに対して慎重な見方

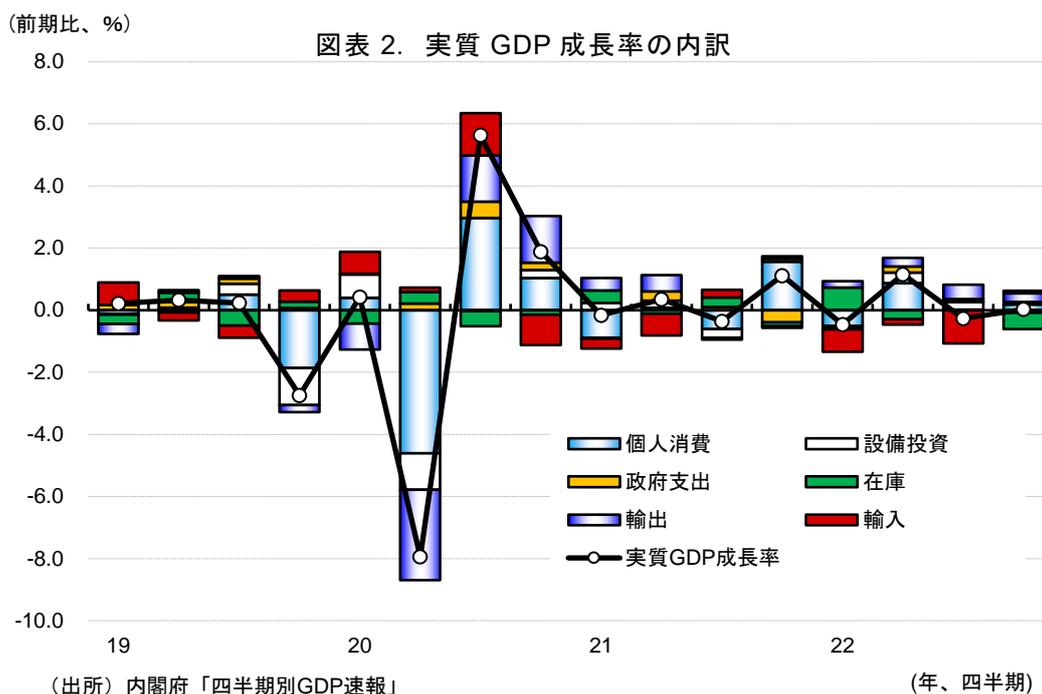
が広がっている、コスト高によって投資を控える動きが出ているなどの可能性がある。それでも業績改善を背景に企業の設備投資意欲は底堅く、水準は高い。実質在庫投資は、原料品在庫の積み増し額が小さかったことで前期比に対する寄与度は $-0.5\%$ と大幅なマイナスとなり、成長率全体の伸びを大きく押し下げた(10~12月期の法人企業統計の結果が反映されたが、1次速報のまま修正されなかった)。

政府部門では、新型コロナウイルスのワクチンにかかる費用等が増加したことで、実質政府最終消費は前期比 $+0.3\%$ と増加が続いた(1次速報のまま据え置き)。また、実質公共投資は、2021年11月にまとめられた経済対策の押し上げ効果が剥落したと考えられ、同 $-0.3\%$ と3四半期ぶりにマイナスとなった(同 $-0.5\%$ を上方修正)。この結果、内需の前期比寄与度は $-0.3\%$ と5四半期ぶりのマイナスに陥った。

実質輸出においては、供給制約が緩和した自動車を中心に財が増加したうえ、水際対策の緩和でインバウンドが急回復したことでサービスも順調に増加したため、前期比 $+1.5\%$ (1次速報の同 $1.4\%$ を上方修正)と5四半期連続で増加した(インバウンド増加の前期比寄与度は $+0.2\%$ )。一方、実質輸入においては、財は増加したものの、サービスが前期に急増した反動で大きく落ち込んだため、同 $-0.4\%$ (1次速報のまま据え置き)と5四半期ぶりにマイナスとなった。この結果、外需の前期比寄与度は $+0.4\%$ となった。

名目GDP成長率はデフレーターの上昇により前期比 $+1.2\%$ ・年率換算 $+4.7\%$ (1次速報の同 $+1.3\%$ ・ $+5.2\%$ を下方修正)と大幅なプラスとなった。物価上昇による押し上げ効果で、個人消費(同 $+1.2\%$ )が高い伸びとなったほか、実質ではマイナスだった住宅投資(同 $+0.2\%$ )、設備投資(同 $+0.4\%$ )、公共投資(同 $+0.3\%$ )はいずれも増加した。また、外需寄与度も $+0.7\%$ と、輸入物価がピークアウトしていることもあって、実質よりも高い寄与度となった。

経済全体の総合的な物価動向を示すGDPデフレーターは前年比 $+1.2\%$ と、3四半期ぶりにプラスとなった(季節調整済み前期比でも $+1.1\%$ )。資源価格上昇などを受けた輸入物価の上昇が徐々に国内物価にも浸透してきており、国内需要デフレーターでは同 $+3.4\%$ まで上昇した。



## 2. 2023/2024 年度の経済見通し

～下振れ懸念が強まるも、アフターコロナ期に移行することで景気は緩やかな回復基調を維持～

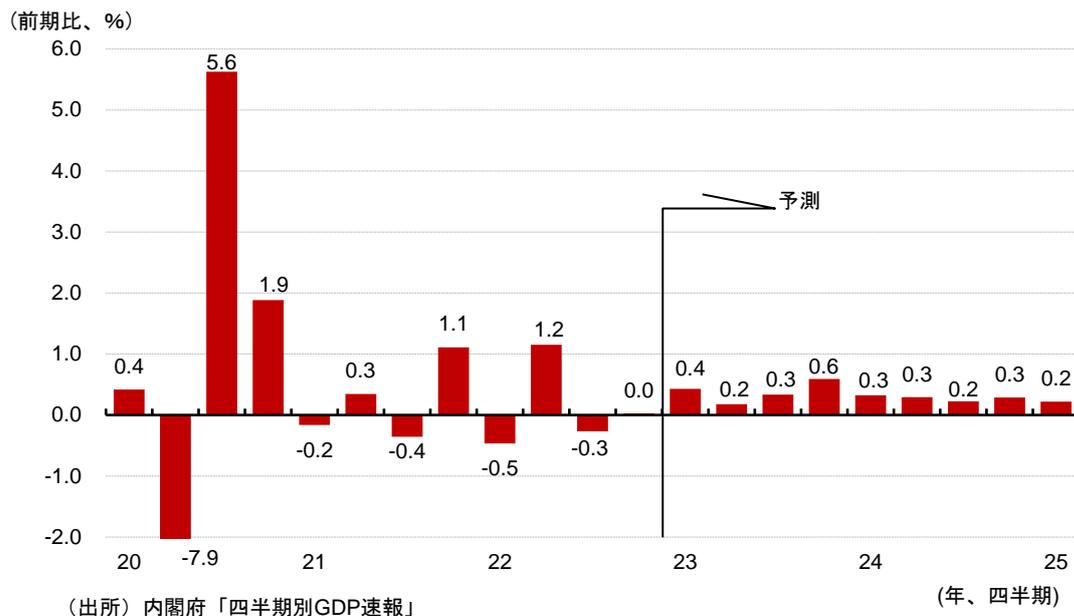
### 1～3 月期も緩やかな景気回復が続く

1～3 月期も景気の緩やかな持ち直しが続く見込みである。①感染第 8 波の収束、全国旅行支援の効果により、対面型サービスを中心に個人消費の増加が続く、②水際対策緩和や円安の効果によりインバウンド需要が増加する、③在庫寄与度が大幅なマイナスとなった反動が出やすいなどが、その理由である。

ただし、①年明け後も物価上昇の勢いが強まっており、消費者マインド悪化、実質購買力低下を通じて、財を中心に支出が抑制される、②世界的な物価上昇を背景に、米国をはじめとした各国で金融引き締め政策が進められており、金利上昇が世界経済の回復ペースを鈍らせ、輸出が減少する、といった景気下振れリスクを抱えており、回復テンポは小幅にとどまる可能性がある(図表 3)。

この結果、2022 年度の実質 GDP 成長率は前年比 +1.2%になると予想する。

図表 3. 実質 GDP 成長率 (四半期)



### 2023 年度はアフターコロナ期に移行

2023 年度には、感染拡大防止と経済社会活動の活性化のバランスを考慮することが求められたこれまでのウイズコロナ期から、コロナ禍による経済社会活動への制約がほぼ解消され、景気が感染状況に左右されないアフターコロナ期に移行すると考えられる。明確に切り替わる訳ではないが、感染症法上の分類が季節性インフルエンザと同じ 5 類に変更される予定である大型連休明けの 5 月 8 日がタイミングとしては一つの目途となる。

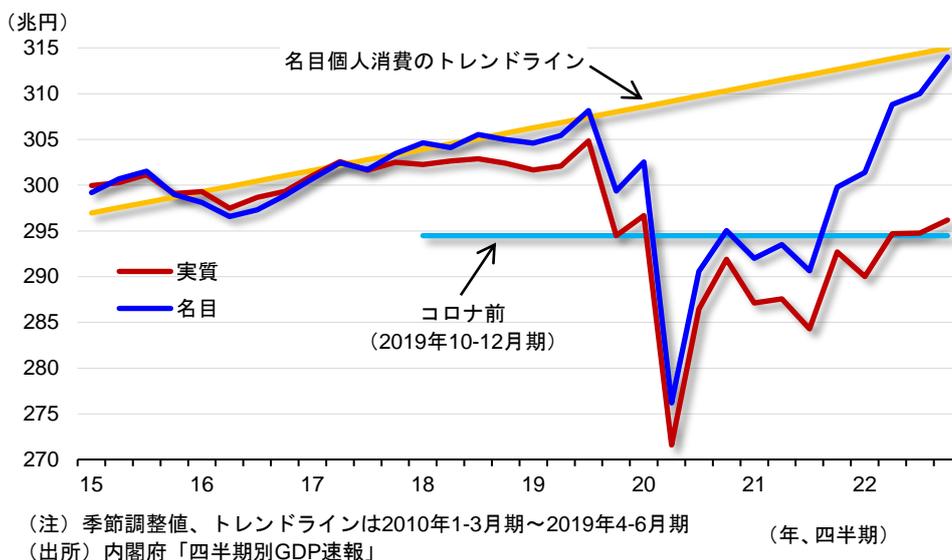
このため、家計部門においては、これまで抑制されてきた対面型サービスへの支出が増加するなど、コロナ前の生活水準に戻ろうとする力が、また企業部門においては、これまで手控えられていた設備投資の再開やアフターコロナ期を見据えての前向きな投資の増加が、景気を押し上げる原動力となる。このため、基本的には内需を中心に緩やかな景気回復が続くであろう。

## アフターコロナ期の個人消費の回復余地はどの程度あるのか

それでは、コロナ前の生活に戻ろうとする推進力はいつまで続くのだろうか。実質の個人消費の水準をみると、足元の2022年10～12月期時点でコロナ前(2019年10～12月期)を若干上回っているが、これは2019年10月の消費増税後に落ち込んだ水準に復帰したに過ぎず、コロナの発生時(2020年1～3月期)には届いていない。このため、消費増税前をコロナ前の生活水準と考えるのであれば、回復の程度は不十分であり、増加の余地は十分残されている。

一方、名目の個人消費では、すでに過去最高水準にあり、消費増税前までの個人消費のトレンドラインまでほぼ持ち直している。つまり、どれだけお金を使っているかという観点では、2022年10～12月期の時点でコロナ前を回復した状態にある。名目個人消費の増加ペースが速いのは物価上昇による押し上げ効果が大きいためであり、家計にとっては生活負担が急速に増していることを意味する。

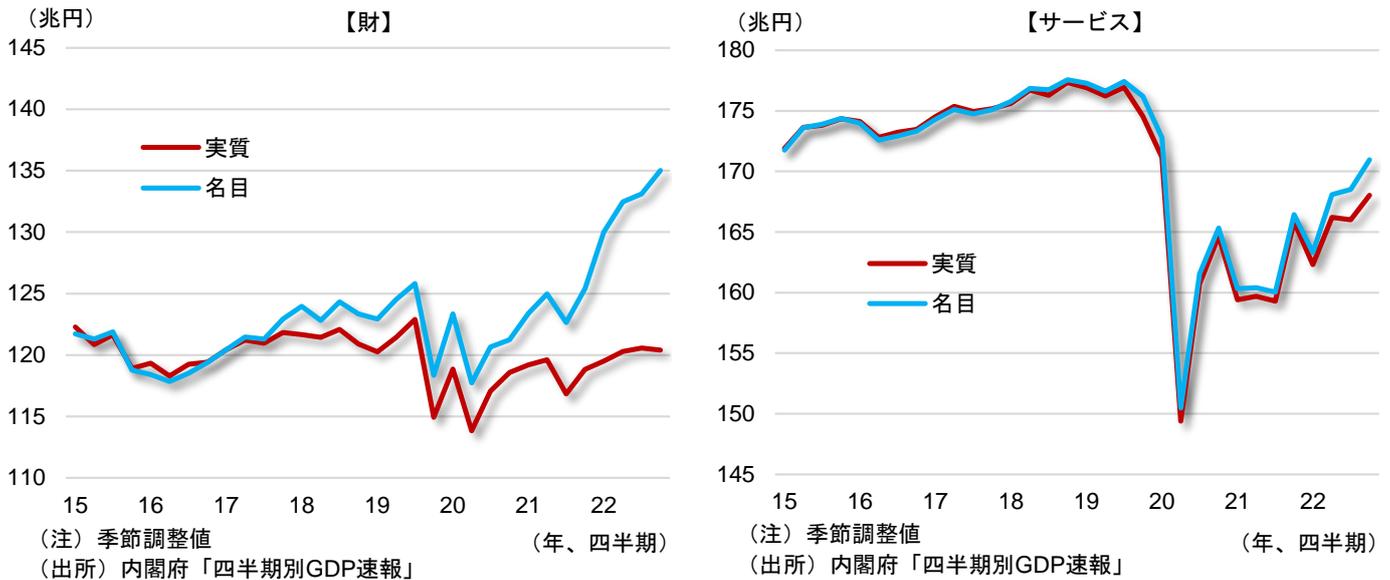
図表 4. 名目・実質個人消費の推移



家計が消費行動において意識するのは名目の金額であり、通常であれば、トレンドを超えて消費額を大幅に増やすことは難しいであろう。ただし、現在はコロナ禍からの回復過程にあり、消費の中身を財とサービスに分けて考える必要がある。

まず財の消費動向をみると、2022年に入って名目と実質のかい離が急速に進む中で、実質金額は低水準に抑制されている(図表 5)。これは、価格上昇を受けて財への支出が抑制されているためであり、今後も物価上昇が続くことを勘案すると、実質金額は抑制された状態が続く可能性がある。これに対してサービスの消費動向は、名目、実質ともコロナ前と比べると依然として低いままであり、増加の余地があると考えられる。財の支出増加分を、サービスの支出抑制で調整する動きが出ないとは限らないものの、強制的に積み上がった貯蓄が宿泊・飲食サービス、旅客輸送、レジャーといった対面型サービスへの支出の原資となるのであれば、まだしばらくはコロナ前の生活に戻ろうとする推進力が持続するものと考えられる。

図表 5. 個人消費の財・サービス別の推移



### 世界経済悪化リスクはやや後退

こうしたコロナ禍を脱する過程における景気押し上げ効果に対し、引き続き景気下振れリスクも多く、これらリスクが顕在化すれば、今後の景気回復テンポが鈍化する可能性がある。

第一に、世界経済が悪化するリスクが挙げられる。物価上昇を受けて、日本以外の主要各国では金融引き締めが実施され、金利が上昇している。物価上昇は個人消費を悪化させ、金利上昇は投資をはじめとした経済活動全般を停滞させる。また、米国の金融引き締め継続を受けて、新興国の通貨安や株安などが進み、国際金融市場が混乱に陥る懸念もある。コロナ禍で各国の債務残高が膨らんでいる中で、金利上昇が債務負担を増加させるという問題も指摘される。世界経済が減速すれば、輸出の落ち込みを通じて、日本経済の下振れにつながる。

もともと、各国の物価指標にピークアウトの兆しがうかがえる。世界的な物価高の動きは、新型コロナウイルスの感染拡大によって様々な段階で供給制限が生じる一方で、感染収束時に一気に需要が持ち直したことから、多くの財やサービスで需給バランスが崩れ、価格の上昇につながってきた。特に原油等の資源価格については、2021年に入ってから上昇ペースが高まり、ロシアのウクライナ侵攻後は、その動きが加速したことで、各国の物価を大幅に押し上げた。

しかし、世界経済の減速を受けて主要な資源価格はすでにピークアウトしており、こうした川上の物価上昇圧力の減退の効果が、川下にも徐々に波及し始めている。賃金上昇、エネルギー高、物流コスト高を反映してサービス価格も上昇しているため低下ペースは鈍いものの、それでも物価が安定に向かうことで金融引き締め局面の終焉が近づきつつあると考えられる。

その他、米欧諸国で雇用情勢の良好な状態が維持されており、物価高、金利高のマイナスの影響が軽微にとどまっている、中国のゼロコロナ政策撤廃による需要持ち直しが期待されるなども、世界経済にとっては明るい材料である。ウクライナ情勢の泥沼化など不安材料もあり、予断を許さない状況が続いているが、昨年までと比べると世界経済の悪化リスクは後退しているとみられる。

## 懸念される物価高による下振れリスク

第二に、物価上昇によるマイナス効果が指摘される。諸外国と比べると日本の消費者物価の伸び率は低位であるものの、それでも1月の消費者物価指数(生鮮食品を除く総合)で前年比+4.2%まで上昇している。特に食品、エネルギーの上昇が目立ち、食料・エネルギーでは同+9.0%の上昇である。これら身近なものの値段が上昇することで消費者マインドが悪化して節約志向が一段と強まることや、実質的な購買力が低下することを通じて、消費支出が大きく切り詰められる懸念がある。政府による物価高対策によって、少なくとも年度前半は物価上昇率が前年比で1%程度は抑制されるが、それでも上昇が続くことには変わりはなく、家計のインフレ警戒感が和らぐことは難しい。

加えて、世界的なIT関連財の需要の減少、在庫調整の長期化による輸出の減少、自動車の生産制約の解消の遅れ、台湾海峡の緊張化など地政学リスクの高まりによるサプライチェーンの停滞、寸断といったマイナス材料が加わることで、景気回復テンポが大幅に鈍るリスクがある。

また、コロナ禍からの需要の持ち直しを受けて労働需給が徐々にタイト化しつつあり、企業の人手不足感も強まりつつある。このため、コロナ禍で就業者が急減している対面型サービス業を中心に、労働力不足を背景とした供給制約が発生する懸念がある。

## 物価高、海外経済減速を受け勢いは鈍いが2023年度も景気回復は続く

2023年度には、コロナ禍による経済社会活動の制限はほぼ解消されるアフターコロナ期に移行すると想定しており、内需を中心に景気の緩やかな回復が続く。

ただし、感染拡大による景気下振れリスクがほぼなくなる一方で、物価高や海外経済の減速による景気下押し圧力が、特に年度前半に強まる可能性があり、回復テンポは緩やかにとどまるであろう。物価高対策の効果により、少なくとも夏場までは物価上昇率が抑制されるが、それでもインフレ警戒感を背景に家計の節約志向が一段と強まる可能性があるほか、リベンジ消費の勢いもいずれ一巡する。また、海外経済は、深刻な落ち込みは回避できるとしても、本格的に持ち直すまでには時間が必要であり、輸出の伸びを抑制するであろう。

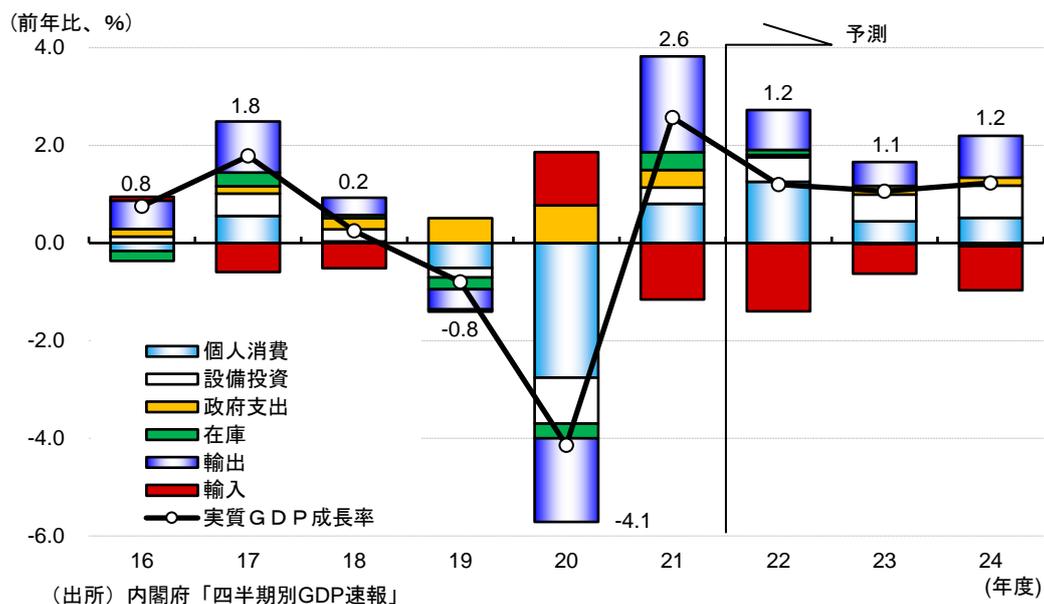
一方、雇用情勢の改善、賃金上昇が続くことや、企業の設備投資の増加が維持されること、インバウンド需要が持ち直すことは景気にとってプラス要因となる。

さらに、年度末にかけて、海外経済の減速に歯止めがかかり、物価上昇圧力が落ち着いてくれば、次第に景気回復の足取りもしっかりとしたものになってくるであろう。見通しの前提条件として、2023年1月以降の物価高対策は2023年度中は維持されるとしており、個人消費をサポートする材料となる。

2023年度の実質GDP成長率は前年比+1.1%(除くゲタでは同+0.8%)を予想する。景気の持ち直しペースが緩やかであるため、四半期ごとの実質GDPが過去最高水準(2019年7~9月期)を超えるのは、2024年4~6月期と、2024年度に持ち越しとなる見通しである。

2024年度も同+1.2%(除くゲタでは同+0.5%)とプラス成長を見込む。物価上昇率の鈍化、海外経済の回復といったプラス要因がある一方で、コロナ禍からの回復による押し上げ効果が一巡するため、引き続き緩やかな回復テンポにとどまろう。

図表 6. 実質 GDP 成長率の予測（年度）



### 3. 項目ごとの見通し

主要項目ごとの動きは以下のとおり予想した。

#### ① 家計部門

##### 雇用情勢は改善が続く

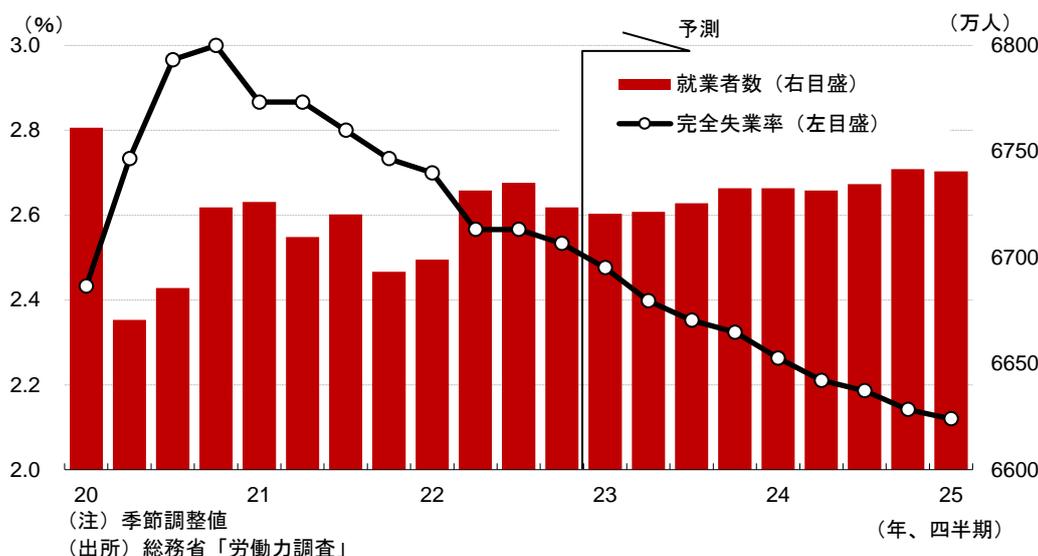
雇用情勢は改善が続いている。完全失業率は、2020年10月に3.1%まで悪化した後は低下に転じ、新型コロナウイルスの感染状況に左右されながらも、2023年1月時点で2.4%と低水準にある。この間、失業者数は着実に減少し、有効求人倍率などの雇用関連指標も軒並み改善傾向にあり、雇用情勢は近いうちにコロナ前の状態まで回復する見込みである。

コロナ禍においても雇用情勢の急速な悪化が回避された背景には、産業全体では人手不足感は依然として強く、一部の業種では引き続き深刻な人手不足の状態にあることがある。また、雇用調整助成金制度の拡充などの政策効果もあって、対面型サービス業においても、雇用人員の大幅削減に踏み切るケースは限定的であった。このため、緊急事態宣言下でも休業者が増加するにとどまり、失業者の増加にまでは至らなかった。

さらにコロナ禍において、営業活動を制限せざるを得なかった対面型サービス業から、人手不足に悩む他の業種に雇用が移動したことで、失業者の増加は限定的であった。しかし、経済社会活動の正常化が進む中、今度は宿泊・飲食業の一部が人手不足による供給制約の問題に直面している。緊急事態宣言の発出などに伴って増減していた休業者数も、おおむねコロナ前の水準に戻っており、労働力のバッファは残っていない。

こうした中で、完全失業率も低下基調を維持すると予想され、2021年度の2.8%に対し、2022年度には2.5%、さらに2023年度に2.3%、2024年度に2.2%まで改善すると予想される(図表7)。中期的にみれば、テレワークの活用拡大、副業・兼業の容認といった働き方改革の推進、外国人労働力の受け入れ拡大が人手不足の解消につながると期待されるものの、短期的な影響は軽微であろう。

図表 7. 完全失業率と就業者数の予測



## 賃金は名目で大きく増加し、実質でもプラスに転じる見込み

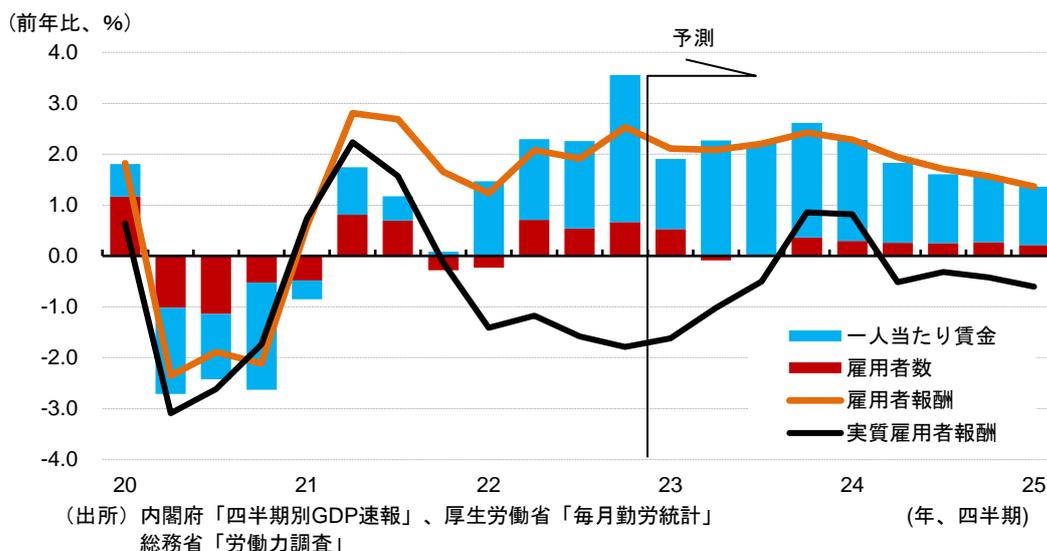
毎月勤労統計における現金給与総額(1人当たり賃金)は、景気の持ち直しを反映して多くの業種で人手不足感が強まっていることや、最低賃金が引き上げられていることから増加が続いており、2021年度の前年比+0.7%に対し、2022年4月～2023年1月期には同+2.0%に拡大した。また、2022年の夏のボーナス支給額も前年比+2.4%と順調に増加したほか、冬のボーナスではさらに増加率が拡大したと見込まれる。

今後も景気の持ち直し、労働需給のタイト化に伴って増加基調は続く見込みであるが、特に注目されるのが春闘の行方である。2022年の春闘では、連合の目指す4%程度、岸田政権から期待されている3%超には至らなかったものの、人手不足感が徐々に高まる中、業績が順調に回復している業種を中心に2.20%(定期昇給込み、厚生労働省の民間主要企業春季賃上げ要求・妥結状況ベース)の引き上げが決定された。2023年の上昇幅は、連合が5%程度の賃上げを求めているのに対し、物価の急上昇を踏まえて賃上げに積極的な企業が増えており、前年の上昇幅を大きく上回る可能性が高く、賃金の増加を促す要因となるであろう。

家計部門全体の賃金所得を示す名目雇用者報酬(1人当たり賃金×雇用者数)は、2021年度には雇用者数、1人当たり賃金ともに増加したため、前年比+2.1%と増加した(図表8)。その後も雇用・賃金情勢の改善を背景に2022年10～12月期は同+2.5%と堅調な伸びを維持しており、2022年度通年でも同+2.2%が見込まれる。2023年度も春闘での賃上げ率の拡大、夏・冬のボーナスの増加もあって同+2.3%と持ち直しが続き、2024年度も同+1.7%とプラスは維持される。

もともと、物価上昇圧力が強まっているため、実質値では2021年度の同+0.6%に対し、2022年度には同-1.5%と減少に転じる見込みである。物価高が続くため、2023年度も上期中はマイナスが続くが、下期に入ると物価の伸び率が鈍化することでプラスに転じると予想され、年度全体では同横ばいまで回復するであろう。2024年度は再びマイナスに転じる見込みだが、減少幅は同-0.5%と小幅にとどまろう。

図表 8. 雇用者報酬の予測



## 個人消費は増加傾向で推移

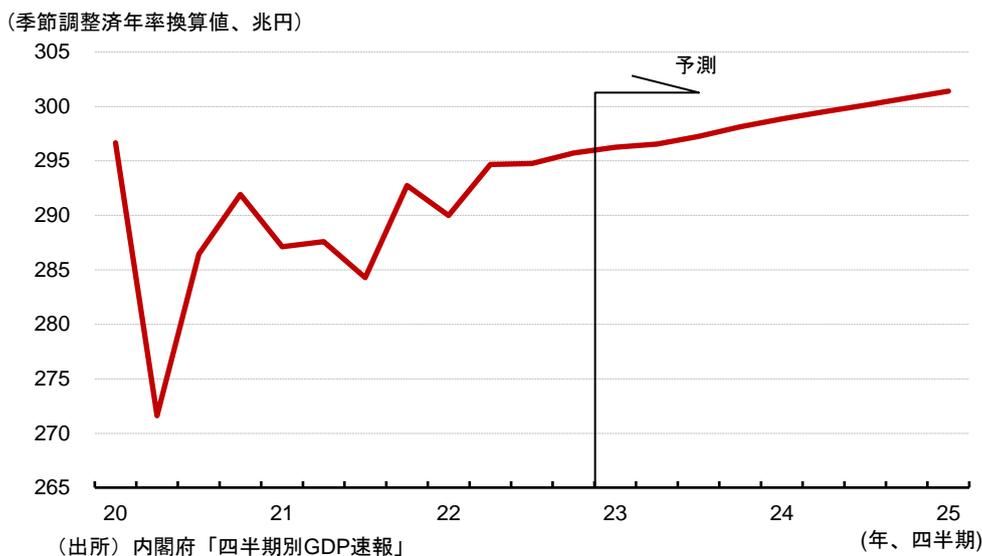
2022年10～12月期の実質個人消費（実質民間最終消費支出）は前期比+0.3%と増加した（図表9）。内訳をみると、食料品などが含まれる非耐久財は前期比-0.4%と3四半期連続で減少し、衣類などが含まれる半耐久財は同-2.1%と減少した。他方、実質個人消費に占めるウェイトが最も大きなサービスは、10月から全国旅行支援が開始されたことから宿泊サービスや外食を中心に前期比+1.2%と増加した。また、耐久財では自動車が増加し、前期比+2.4%と増加が続いた。なお、名目個人消費は前期比+1.2%と増加し、物価上昇によって実質値の増加率が抑制される状況が続いている。

今後、雇用者報酬は増加するものの、その増加率は物価上昇率を下回ると考えられ、実質所得はしばらく減少が続くだろう。2023年に入ってから、2022年10月に政府がとりまとめた「物価高克服・経済再生実現のための総合経済対策」の実施により、家計の電気料金や都市ガス料金の負担増が軽減されている。物価が上昇する中、政府による支援策は家計の所得の下支えに寄与する。

また、家計貯蓄率は、物価上昇や実質個人消費の持ち直しを背景に名目個人消費が増加していることから、2022年7～9月期は3.1%に低下した。それでも、新型コロナウイルス感染拡大前の水準（2018年度は1.4%）と比べるとまだ高い。過去の可処分所得と名目個人消費の水準の関係から考えると、消費の水準はまだ低い状況にあるといえ、今後、物価が上昇する中でも、実質個人消費は増加する余地があると考えられる。

こうしたことから、2023年1～3月期以降も実質個人消費は、増加基調を維持するとみているものの、物価上昇率が高水準で推移する中、増加のペースは鈍化するだろう。実質個人消費の増加率は、2022年度は+2.4%、2023年度は+0.8%、2024年度は+0.9%と予測している。

図表9. 実質個人消費の予測



## 建設コストの増加が重しに

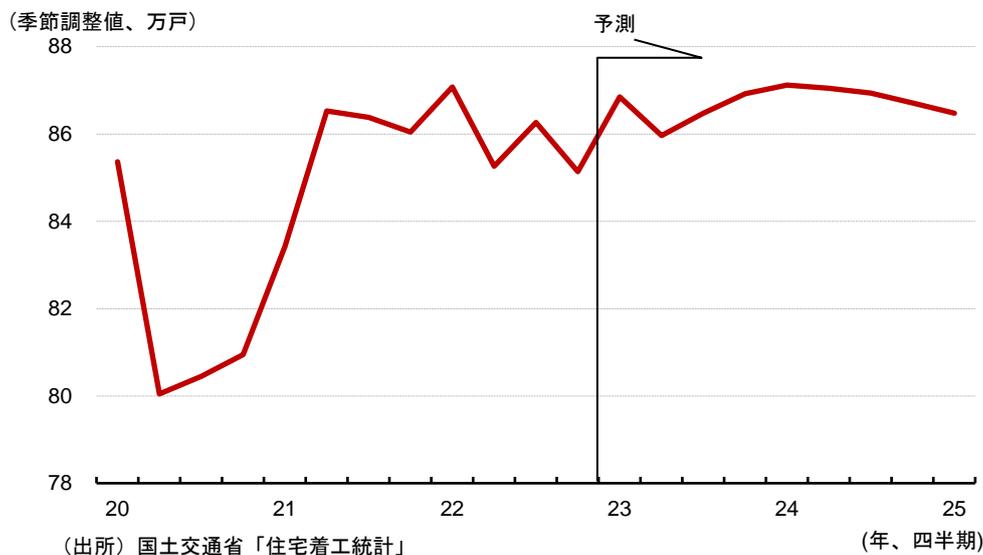
住宅着工(新設住宅着工戸数)は、2022年10~12月期に年率85.1万戸(前期比-1.3%)と2四半期ぶりに減少した(図表10)。前年比でも2四半期ぶりにマイナスとなった。

利用関係別に見ると、持家は、資材価格の高騰による住宅の建設コストの増加が住宅取得マインドの重しとなり、前期比-3.9%と5四半期連続で減少した。また分譲住宅も前期比-2.3%と、マンションを中心に2四半期ぶりに減少した。一方、貸家は堅調に推移し、前期比+1.2%と2四半期連続で増加した。

当面、資材価格の高騰による建設コストの増加が持家を中心に住宅着工を抑制する要因となるとみられるが、貸家を中心にコロナ禍でこれまで先送りされていた住宅需要がさらに顕在化していく余地もあることから、均してみれば住宅着工は底堅く推移していくと期待される。

年度ベースでは、2022年度の住宅着工は85.9万戸(前年比-0.7%)と、2020年度以来2年ぶりに前年比マイナスで着地する見込みである。貸家と分譲住宅は前年比プラスとなるものの、持家が大きく減少し、全体の足を引っ張る格好である。2023年度には貸家を中心にコロナ禍でのペントアップ需要もあって86.6万戸(前年比+0.8%)と持ち直すと思われるが、2024年度にはペントアップ需要の一巡もあり86.8万戸(同+0.3%)と持ち直しが鈍化し、徐々に長期的な減少トレンドに戻る動きが強まっていくと考えられる。

図表10. 住宅着工件数の予測



## ② 企業部門

### 企業業績は悪化

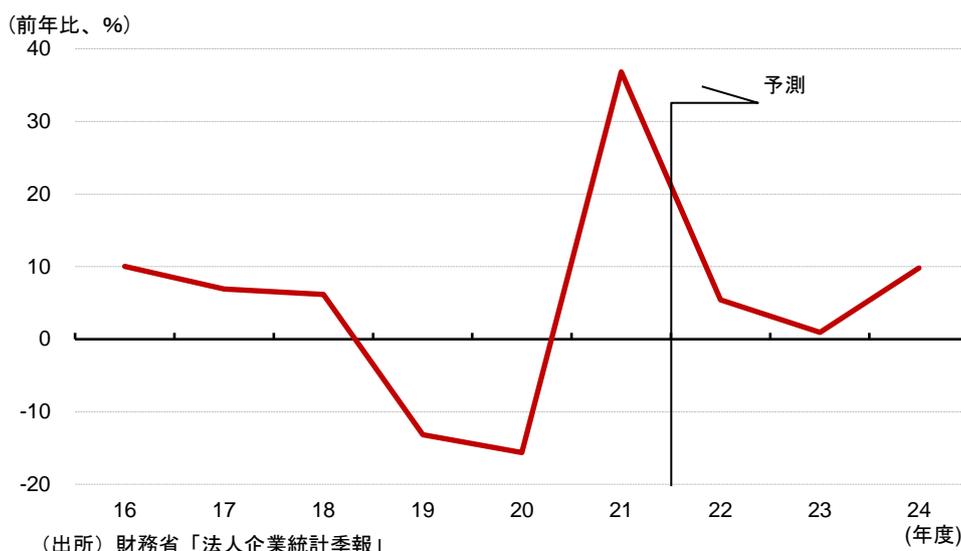
2022年10～12月期の経常利益(法人企業統計、金融業、保険業を除く)は前期比-1.4%と、2四半期連続で減少した。製造業では売上高が前期比+2.8%と5四半期連続で増加したものの、売上高経常利益率が低下したため、経常利益は同-23.7%と5四半期ぶりに減少した。一方、非製造業では売上高が前期比+2.2%と2四半期ぶりに増加し、売上高経常利益率も上昇したため、経常利益は同+16.5%と2四半期ぶりに増加した。

今後は製造業、非製造業ともに円安や原油をはじめとした資源価格の上昇等による輸入コストの増加が業績を一段と圧迫するとみられる。特に製造業では、円安のメリットを享受する業種はあるものの、半導体不足による供給制約や輸入コストの増加が重しとなるほか、素材業種では市況がピークアウトしていることも逆風となり、業績は悪化が続くと考えられる。

一方、非製造業では対面型サービス業を中心にコロナ禍からの回復過程における需要の持ち直しが売上高の増加につながると期待され、コスト負担が高まる中でも、業績は緩やかながらも改善傾向で推移するとみられる。なお、コスト増加の一部を販売価格に転嫁する動きが進むものの、業績改善への効果は限定的なものにとどまるだろう。

年度ベースでは、2022年度の経常利益は資源価格の上昇による利益率の悪化が重しとなるものの、コロナ禍からの需要の回復が押し上げ要因となり、前年比+5.4%と2年連続で増加する見通しである(図表11)。2023年度は前年比+1.0%と業績の下押し要因が多い中で緩やかな増加にとどまるとみられるが、2024年度は同+9.8%と種々のマイナス要因が薄らいでいくことから高めの伸びになると予想される。

図表 11. 経常利益の予測



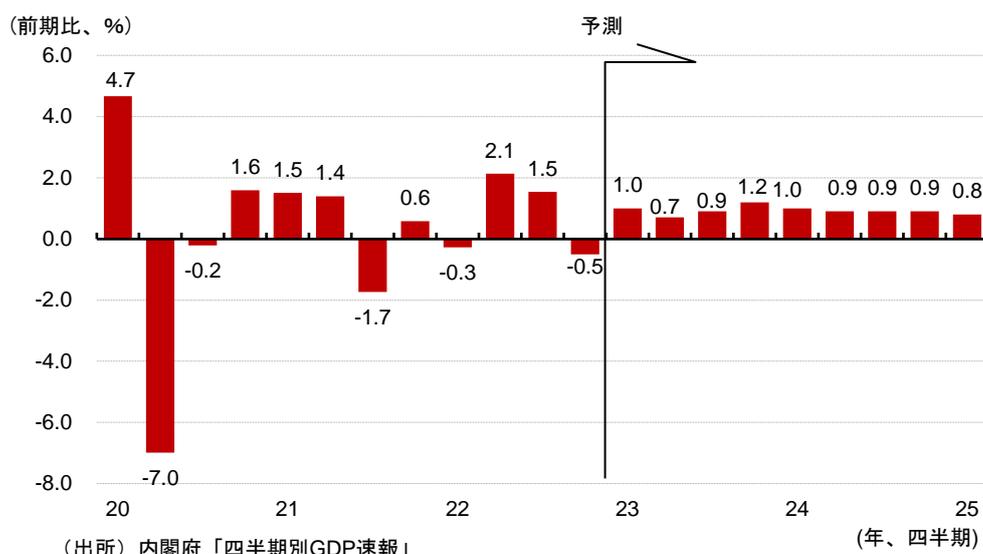
## 設備投資は緩やかな持ち直しが続く

実質設備投資は、2022年10～12月期に前期比-0.5%と3四半期ぶりに減少した(図表12)。もともと、これまで2四半期連続で増加してきた反動もあるとみられ、12月の日銀短観において2022年度の設備投資が大きく増加する計画となっていることを鑑みれば、企業の投資意欲そのものは堅調を維持していると考えられる。

先行きについては、ロシア・ウクライナ問題の長期化や欧米を中心とした海外景気の減速への懸念、資源価格の高騰による企業業績の下押し、半導体や部品不足による生産制約の問題等、企業の設備投資意欲の減退につながる要因は多いものの、国内景気の回復に支えられて、企業の設備投資は緩やかな持ち直しが続く見通しである。また、情報化投資や研究開発投資、Eコマースの拡大を背景とした先進物流施設などの建設投資、脱炭素に向けた環境対応投資など、昨今重要性が高まっている投資の増加も下支えとなるだろう。

年度ベースでは、2022年度の実質設備投資は前年比+3.0%と2年連続で増加する見通しである。翌年度以降も国内景気の回復を背景に企業の設備投資は堅調に推移し、2023年度は前年比+3.2%、2024年度は同+3.8%と増加が続くだろう。

図表12. 実質設備投資の予測



### ③ 政府部門

#### 実質公共投資は 2023 年度以降、緩やかに増加

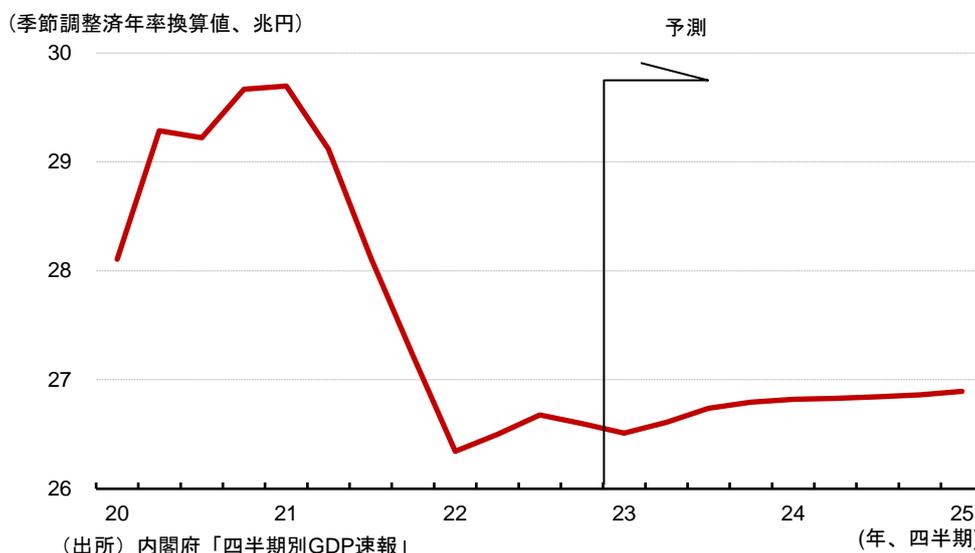
2022 年 10～12 月期の実質公共投資は前期比－0.3%と 3 四半期ぶりに減少した(図表 13)。2021 年 11 月にまとめられた経済対策に盛り込まれた公共工事による押し上げ効果が剥落したとみられる。前年比では－2.3%と 7 四半期連続で減少したものの、減少幅は縮小が続いている。名目値の前年比は＋1.9%と 6 四半期ぶりに増加しており、資材価格の上昇等により実質値が押し下げられる状況が続いている。

実質公共投資は、資材価格の上昇等を背景に 2022 年度全体では前年比－3.6%と 2 年連続で減少するだろう。もっとも、2025 年度までは「防災・減災、国土強靱化のための 5 年加速化対策」が実施されることになっており、2022 年度第 2 次補正予算においてもそのための予算が計上されている。このため、公共事業関係予算が大きく減少することはないと考えられる。実質公共投資は、2023 年度は前年比＋0.7%と増加に転じ、2024 年度は同＋0.4%と緩やかに増加すると予測している。

2022 年 10～12 月期の実質政府最終消費支出は、新型コロナウイルスのワクチンにかかる費用が増加したことから前期比＋0.3%となり、4 四半期連続で増加した。高齢化の進展を背景に、医療費や介護費は増加が続いており、今後も実質政府最終消費支出は増加傾向で推移すると見込まれる。

実質政府最終消費支出は、2022 年度は前年比＋1.2%、2023 年度は同＋0.6%、2024 年度は同＋0.6%と増加が続くと予測している。

図表 13. 実質公共投資の予測



#### ④ 海外部門

##### 物価の急上昇で景気悪化の懸念が高まるも、景気後退は回避できる見込み

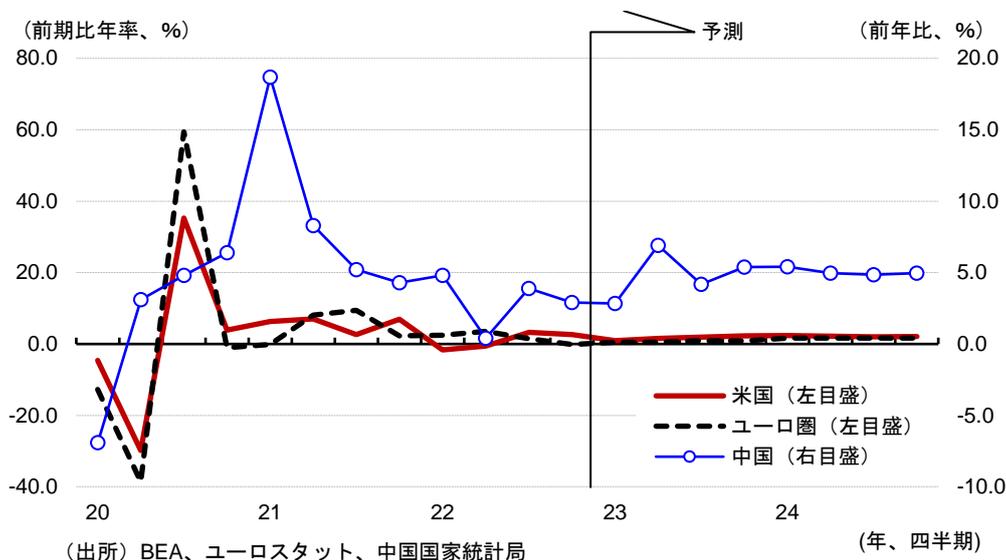
海外経済は、急激な物価上昇や金融引き締めの影響などを受けて回復ペースが鈍化している。

米国の2022年10～12月期の実質GDP成長率は前期比年率+2.7%と2四半期連続でプラス成長となった(図表14)。もともと、在庫投資の寄与度(+1.5%)と輸入減による純輸出の寄与度(+0.5%)によって押し上げられたものであり、国内最終需要の寄与度は同+0.7%にとどまった。先行きについては、コロナ禍で積み上がった貯蓄の取り崩しにより個人消費が堅調に推移するとみられ、実質GDP成長率もプラスを維持し、リセッション入りは回避できるであろう。ただし、物価高や金融引き締めの影響は今後も続くともみられ、低成長にとどまる公算が大きい。2023年の成長率は前年比+1.8%となる見通しである。

ユーロ圏の2022年10～12月期の実質GDP成長率は前期比年率-0.1%と、物価高や金融引き締めの影響などにより7四半期ぶりにマイナス成長となった。先行きについても、エネルギー問題を背景に物価上昇率が高止まりする懸念があり、ゼロ%台の低成長が続くとみられ、2023年の成長率は+0.8%にとどまる見通しである。

中国の2022年10～12月期の実質GDP成長率は前年比+2.9%と、5.5%前後としている政府目標を大きく下回った。ゼロコロナ政策の継続による経済活動の制限が散発的に続いたことなどが影響した。先行き、ゼロコロナ政策の撤廃により個人消費を中心に景気は回復するものの、不動産の低迷や輸出の停滞を背景に、景気の回復テンポは緩慢なものにとどまるとみられ、2023年の成長率は同+4.9%にとどまる見通しである。

図表 14. 海外経済の予測



## ⑤ 外需部門

**輸出入とも一時的に減少した後は緩やかな増加が続く**

2022年10～12月期の実質輸出は前期比+1.5%と、5四半期連続で増加した(図表15)。今期は、サービスの輸出の伸びが大きく、全体を押し上げた。

財貨の輸出は、前期比+0.6%と5四半期連続で増加した。地域別では欧米向け輸出が堅調に推移し、財別では部品不足緩和の動きがみられる自動車関連の持ち直しが続いた。一方、ゼロコロナ政策撤廃による混乱がもたらした中国経済減速を背景に、中国向けを中心にアジア向け輸出の減少が大きく、増加率は前四半期から縮小した。サービスの輸出は同+5.2%と3四半期連続で増加し、コロナ前(2019年10～12月期)の約9割まで回復した。10月の水際対策大幅緩和によるインバウンドの持ち直しが大きかった。

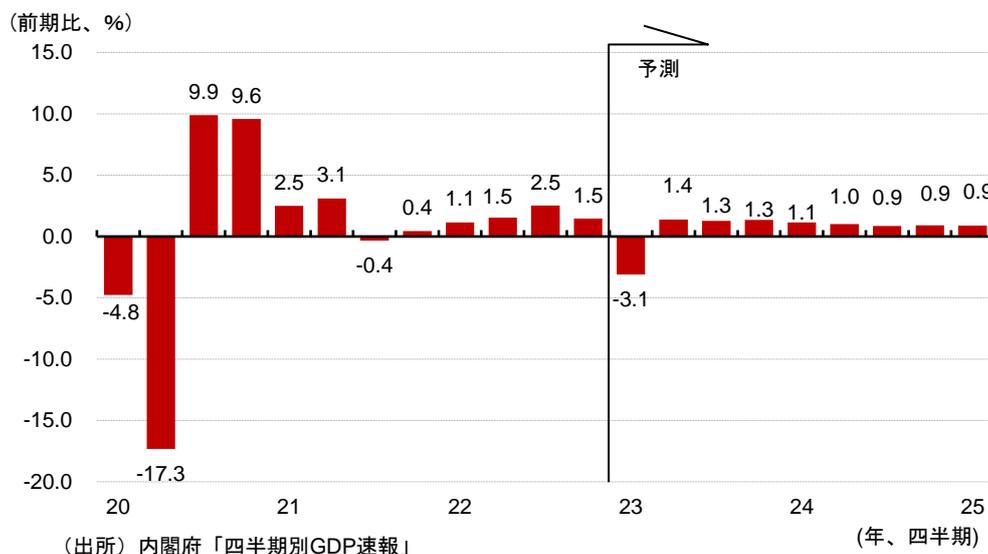
財貨の輸出は、中国をはじめ海外経済の減速を背景に、2023年1～3月期は6四半期ぶりの減少が予想される。その後、ゼロコロナ政策撤廃で経済活動正常化への期待が高まる中国向けを中心に持ち直し、再び増加基調に転じよう。サービスの輸出は、2023年中盤頃までに中国からの団体旅行が解禁され、インバウンドの持ち直しが続くとみられることから、順調な回復が見込まれる。

2022年10～12月期の実質輸入は前期比-0.4%と、5四半期ぶりに減少した。財貨の輸入(前期比+1.5%)は増加したものの、サービスの輸入(前期比-6.7%)の減少が大きかった。前期の急増をもたらした一時的な要因(広告関連の海外への支払増)の剥落が減少の主因だった。2023年1～3月期も国内需要の弱さを背景に減少が続くものの、翌4～6月期以降は増加傾向への復帰が見込まれる。

なお、外需寄与度は、2022年度は-0.6%、23年度は-0.1%、24年度は-0.0%を見込んでいる。

輸出入とも総じて緩やかな増加を見込んでいるものの、多くの下振れリスクに直面している。特に、世界的な物価上昇と金利上昇がもたらす世界経済の減速が長引くリスクや、ウクライナ危機の一段の激化や台湾有事の発生などを背景にグローバルサプライチェーンが混乱するリスクには、当面注意が必要である。

図表 15. 実質輸出の予測



## ⑥ 生産

### 2023 年前半は弱さが残るが、その後は緩やかに増加

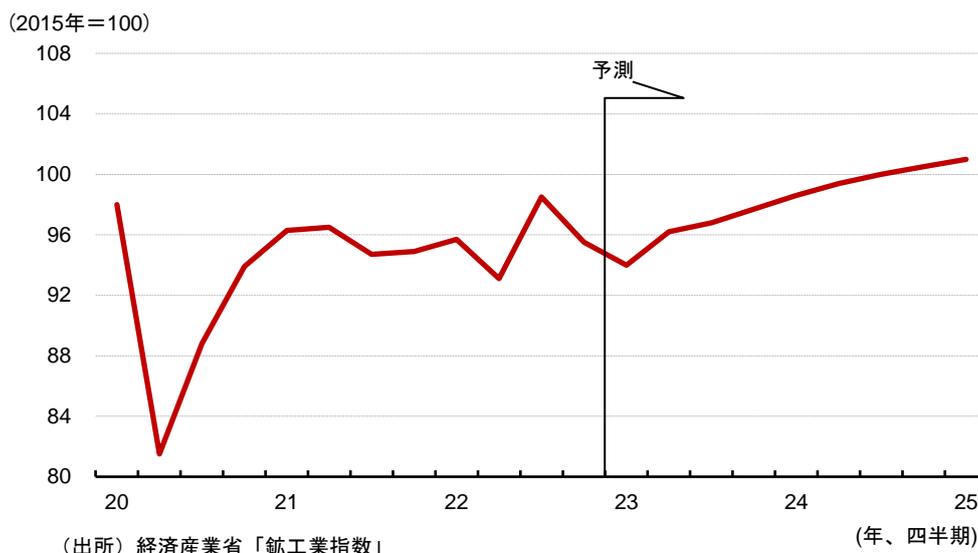
2022 年 10～12 月期の鉱工業生産は、前期比－3.0%と 2 四半期ぶりに減少した(図表 16)。業種別にみると、生産用機械工業(前期比－8.3%)や自動車工業(同－4.3%)、電子部品・デバイス工業(同－5.9%)などの業種が減少し、全体を押し下げた。

鉱工業生産の月次の動向をみると、2022 年 4 月、5 月と新型コロナの感染拡大に伴う中国の上海ロックダウンによって一時的に落ち込んだ後、ロックダウンが解除されたことを受けて、6 月から 8 月にかけて 3 ヶ月連続で増加した。しかし、9 月には、海外景気の減速を背景とした半導体や電子部品需要のピークアウト、半導体不足による自動車の生産制約の再燃等を受けて、生産は再び減少に転じた。その後、11 月、12 月と 2 ヶ月連続で増加したものの、2023 年 1 月には前月比－4.6%と再び大きく減少するなど、生産は減少傾向にある。

先行きについては、経済産業省「製造工業生産予測調査」によれば、2 月は前月比＋8.0%(同調査をもとにした経済産業省の予測は同＋1.3%)、3 月は同＋0.7%と、徐々に下げ止まりから持ち直しに向かう見通しとなっている。しかし、半導体不足による自動車等の生産制約の悪化が懸念されることや、海外景気の減速から資本財の生産が一段と下振れるリスクがあり、少なくとも 2023 年前半は弱さが残ると考えられる。ただし、年後半になると、自動車の生産制約が徐々に解消に向かうこと、世界経済の持ち直しにより輸出が増加基調を維持すること等から、緩やかに増加していこう。

年度ベースでは、2022 年度は前年比－0.4%と小幅ながら 2 年ぶりに前年比マイナスで着地する見通しである。しかし、翌年度以降は次第に持ち直しへ向かうとみられ、2023 年度は前年比＋2.3%、2024 年度は同＋3.0%と増加が続くと予想される。

図表 16. 鉱工業生産指数の予測



## ⑦ 商品市況・為替・物価

**強弱材料交錯が続く原油相場**

原油相場は、2022年3月上旬にWTIで一時1バレルあたり130.50ドル、ブレントで139.13ドルと2008年以来の高値まで上昇した後、下落傾向に転じた。9月～11月前半は方向感なく推移したが、11月後半頃から下落傾向が強まり、12月9日には、WTIが70.08ドル、ブレントが75.11ドルと2021年12月以来の安値をつけた。

12月下旬にかけては、キーストーン・パイプラインの事故の影響が懸念されたこと、中国のゼロコロナ政策の緩和が結局は石油需要の増加につながるとの見方、ロシアが西側の制裁強化への対抗措置として石油減産方針を示したことなどを背景に相場は反発した。年初にかけて、WTIは81ドル台、ブレントは87ドルまで持ち直した。

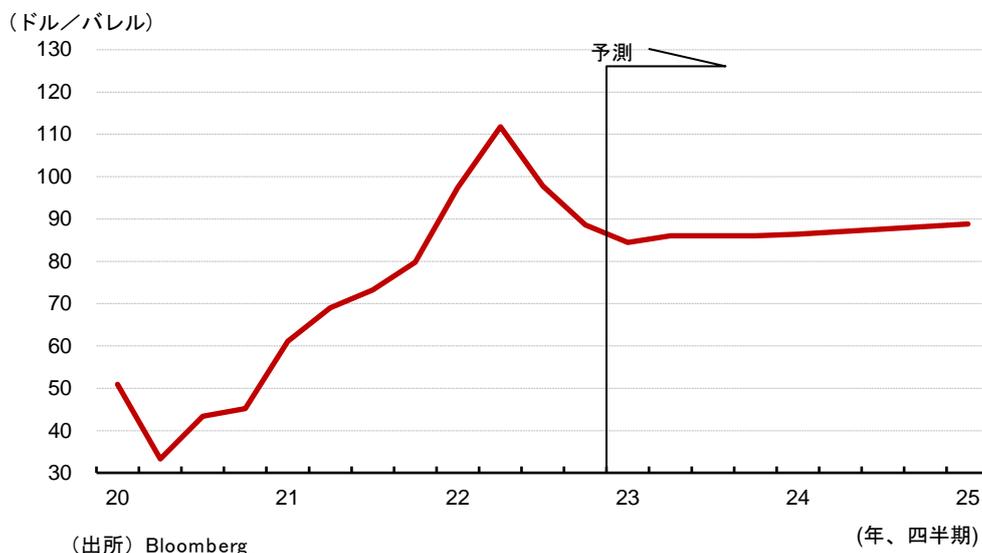
その後、中国のコロナ感染拡大や米利上げ長期化を背景とした世界景気後退懸念などから、1月3～4日には原油相場は1割程度も急落し、5日にはWTIが72ドル台、ブレントが77台ドルと12月の安値に迫った。1月下旬にかけては上昇に転じ、年初の高値を上回って12月上旬以来の高値をつけた。しかし、2月上旬にかけては1月上旬の安値に近づくなど、非常に不安定な相場動向が続いている。

強弱両方の材料が入り混じって方向感は定まりづらく、しばらく不安定な相場が続こう。つまり、ロシア産原油の供給減、米国の利上げペースの鈍化観測、中国のゼロコロナ政策撤廃の影響などが強材料として意識される一方で、米欧でのこれまでの大幅利上げによる景気後退リスクや、不動産業や輸出産業を中心とする中国景気の停滞リスクが弱材料として意識され、市場の思惑は不安定に揺らぎやすい。

米金融政策については、利上げペースの鈍化観測を背景に、為替市場でドル高の修正が起こり、原油相場の支援材料になったものの、依然として利上げ長期化に対する警戒感も根強い。

その後についても、基本的には、強弱材料が交錯し、不安定で方向感の出にくい状況が続き、おおむね横ばい圏内で推移しよう(図表17)。

図表 17. 原油価格の予測 (北海ブレント原油)



## 日米金利差縮小を材料に緩やかに円安是正が進む

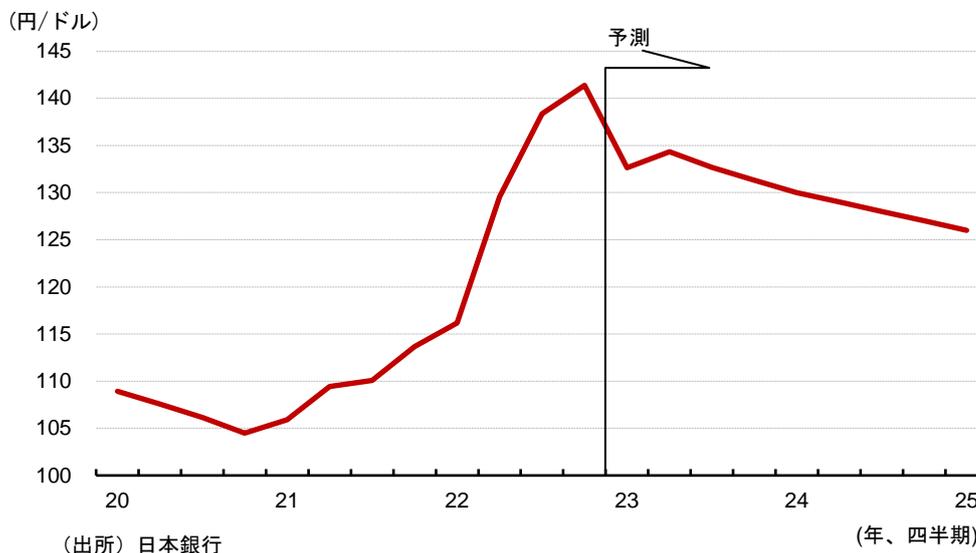
物価上昇を受けて各国で金融引き締め政策が進められ、中でも米国では、3月～11月の5回の連邦公開市場委員会(FOMC)において米連邦準備制度理事会(FRB)はFFレートの誘導目標水準を合計で3.0%引き上げた。こうした米国の動きに対し、日本では日本銀行が超金融緩和状態を維持・強化する方針を堅持し、円の下落に対しても事実上容認する姿勢を示した。このため、2022年初めに一時1ドル=115円程度であったドル円レートは、ほぼ一本調子に円安・ドル高が進み、9月22日には145円90銭台まで下落(図表18)。直後に政府・日銀による過去最大の円買い介入が実施され、いったん下落に止めがかかったが、日米金利差がさらに拡大するとの思惑から再び円安が進み、10月21日には米国市場で151.9円台まで下落した。その後、断続的に円買い介入が実施されたことで、円の下落によりやく歯止めがかかった。

こうした円安・ドル高の動きは、12月に入って急変した。まず、米国で物価上昇圧力の緩和を受けて、12月のFOMCで利上げ幅が0.5%に、続く2月には0.25%に縮小された。また、FOMCメンバーが示す政策金利の到達点の中央値も12月時点で5.1%と、利上げの打ち止めの時期が近いことを示すものとなった。一方、12月20日の日本銀行の金融政策決定会合で、長期金利の変動許容幅の拡大が決定されたことで、事実上の金融緩和策の修正が始まったとの見方が強まった。このため、日米金利差の縮小の思惑から急速に円安修正の動きが強まり、年明け後に一時1ドル=127円台まで円が反発した。もっとも、植田次期日銀総裁がこれまでの金融緩和政策を継続する姿勢を示している一方、米国で再び利上げペースが高まる可能性が指摘されており、3月に入って再び1ドル=130円後半まで円が反落している。

今後も日米両国の金融政策、金利動向を巡って、為替相場が大きく変動する可能性がある。米国では、物価指標などの数字次第で、利上げの打ち止め観測、利上げの長期化観測のいずれも高まると考えられる。一方、日本では植田新総裁の下で金融政策の在り方を巡って、様々な思惑が生じそうである。

このように、しばらくは荒っぽい動きが続きそうであるが、各国のインフレ圧力が和らぎ、実際に米国の利上げが打ち止めとなればドル高の勢いも一巡し、円が徐々に反発すると考えられる。それでも、日米両国の金利差が拡大した状態が維持されるため、円の反発力には限界があり、2023年度中は1ドル=130円を中心とした推移が続こう。

図表 18. 円/ドルレートの予測



## コスト増で物価は上昇基調を維持

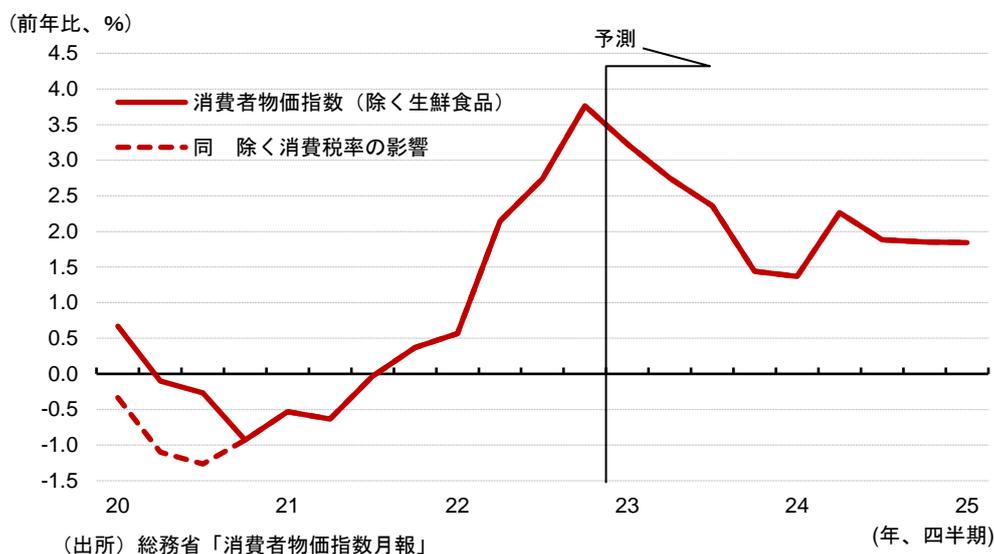
2022年10～12月期の国内企業物価は、前年比+10.0%と7四半期連続で前年比プラスとなった。引き続き、エネルギーや素材価格の上昇が押し上げに寄与し、前年比のプラス幅は前期から小幅に拡大した。また、同期の消費者物価(生鮮食品を除く総合:コア)は、前年比+3.8%と5四半期連続で前年比プラスとなり、プラス幅も前期から拡大した(図表19)。

先行きについて、国内企業物価は資源価格の上昇が一服してきていることに加え、年明けからは政府の物価高対策で電気代等のエネルギー価格が押し下げられることから、今後、前年比のプラス幅は縮小傾向で推移する見込みである。本見通しでは政府の物価高対策が2023年度末まで延長されると仮定しているため、年度を通じてエネルギー価格は抑制的に推移すると期待されるものの、2023年度前半には電力会社等による燃料調達費の上限の引き上げが進むことで、政府の物価高対策による下押し効果がある程度、相殺されるとみられ、国内企業物価の前年比の縮小ペースは緩やかなものにとどまると考えられる。

この間、消費者物価についても、政府の物価高対策によるエネルギー価格の押し下げもあり(政府試算では前年比で約1.2%の押し下げ効果)、前年比のプラス幅は縮小傾向で推移する見通しである。ただし、企業物価と同様に、電力会社等による燃料調達費の上限の引き上げが進むことで政府の物価高対策の効果がある程度、相殺されることや、原材料コストの増加を受けた価格転嫁の動きが食料品を中心に継続することから、前年比の縮小ペースは緩やかなものにとどまると見込まれる。

年度ベースでは、2022年度の消費者物価(生鮮食品を除く総合:コア)は、携帯電話料金値下げの影響一巡や景気の持ち直し、エネルギー価格の上昇や食料品等の相次ぐ値上げなどを背景に前年比+3.0%と、1990年度の同+3.3%に次ぐ実に32年ぶりの高い伸び率での着地となるだろう。2023年度中は、政策効果もあってエネルギー価格は抑制的に推移するとみられるが、需要の回復が続く中で財価格を中心にこれまでのコスト増加分の価格転嫁が継続することから、前年比+2.0%と高い伸びが続く見込みである。また、2024年度も、政府の物価高対策による押し上げ効果が剥落することもあり、前年比+2.0%と、高い伸びが維持されよう。

図表 19. 消費者物価の予測



## ⑧ 金利

### 金融緩和の修正を巡って上昇圧力がかかりやすい

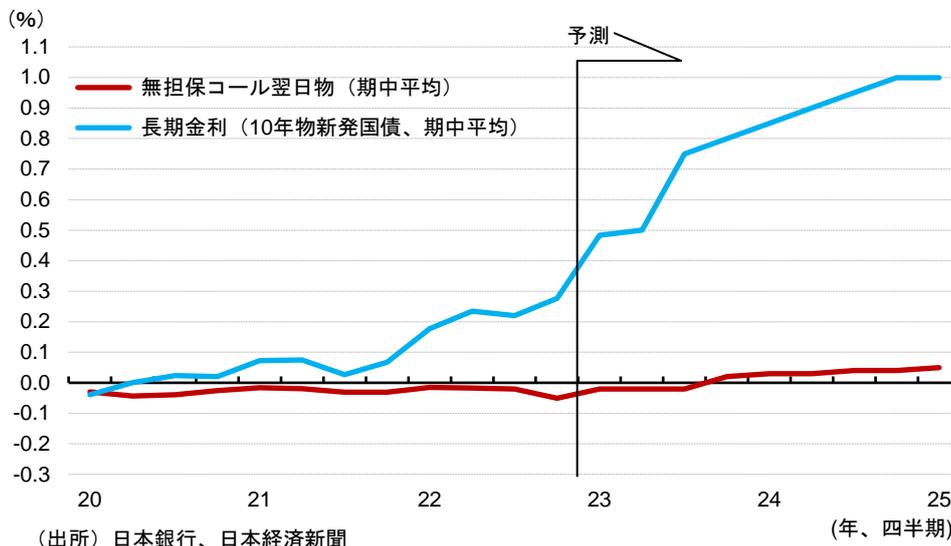
日本銀行は、2016年9月に「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を導入後、短期金利については日本銀行当座預金のうち政策金利残高に $-0.1\%$ を適用することでマイナス圏内での推移を促し、長期金利（10年物国債金利）については概ねゼロ%程度で推移するよう国債の買い入れを行うことで、イールドカーブをコントロールしてきた。

長期金利（10年物新発国債金利）は、2022年入り後は $0.1\%$ を下回っていたが、物価高に対応するために各国が金融引き締めへ転じ、中でも積極的な金融引き締め政策によって米国の長期金利が上昇した影響を受けて上昇圧力が高まり、日本銀行のターゲットの上限である $0.25\%$ に近づいた（図表20）。このため、日本銀行は2022年2月中旬及び3月下旬に $0.25\%$ で無制限に国債を買い入れる指値オペの実施に踏み切り、さらに4月の金融政策決定会合において、指値オペを毎営業日実施することを決定し、金利上昇圧力を徹底的に抑え込んだ。このため、金利上昇はいったん収まったが、買い手が日本銀行に限定される中で、10年物新発国債の取引が成立しない日が増加して市場としての機能が低下したほか、10年金利だけが低下するというイールドカーブの歪みが生じた。

少なくとも黒田総裁の任期が切れる2023年4月までは日本銀行の金融政策に変更はないと考えられていたが、12月20日の金融政策決定会合後、突如、長期金利の変動許容幅の拡大（ $\pm 0.25\%$ から $\pm 0.50\%$ ）が発表されたことで、事実上の金融政策修正に踏み切ったと金融市場では受け止められた。このため、長期金利は一気に上昇し、年明け後も $0.50\%$ の上限近辺で推移している。

今後は、植田次期総裁の下でどのような金融政策運営が行われるのかによって、長短金利の動向は大きく変わってくる。イールドカーブコントロールの撤廃、長期金利の変動許容幅の再拡大、マイナス金利政策の解除、フォワードガイダンスの修正など候補となる手段はいくつか考えられるが、金融引き締めの方向に動き始めることは間違いない。このため、長期金利は緩やかな上昇傾向が続き、短期金利については2023年度中にもマイナス金利が解除されることで小幅上昇する可能性がある。

図表 20. 長短金利の予測



図表 21. 日本経済予測総括表①

## 【GDP需要項目】

	予測											
	2021年度		2022年度		2023年度		2024年度		2021年度	2022年度	2023年度	2024年度
	上期	下期	上期	下期	上期	下期	上期	下期	(実績)	(予測)	(予測)	(予測)
名目GDP	0.1 4.3	0.5 0.7	0.8 1.3	2.0 2.9	2.8 4.7	1.1 4.0	2.1 3.2	0.5 2.4	2.4	2.1	4.3	2.8
実質GDP	0.1 4.6	0.7 0.7	0.8 1.6	0.1 0.8	0.6 0.5	0.9 1.6	0.6 1.5	0.5 1.0	2.6	1.2	1.1	1.2
内需寄与度(注1)	0.2	0.8	1.2	0.1	0.8	0.7	0.6	0.6	1.8	1.7	1.2	1.3
個人消費	-1.2 2.4	1.9 0.7	1.1 3.1	0.4 1.6	0.3 0.8	0.5 0.8	0.4 1.0	0.4 0.9	1.5	2.4	0.8	0.9
住宅投資	1.4 -0.6	-3.0 -1.6	-2.9 -5.8	-0.1 -3.0	0.8 0.7	0.3 1.1	0.1 0.3	0.1 0.1	-1.1	-4.4	0.9	0.2
設備投資	1.3 3.6	-0.4 0.7	2.8 2.4	0.8 3.5	1.7 2.5	2.2 3.8	1.9 4.1	1.8 3.6	2.1	3.0	3.2	3.8
民間在庫(注1)	0.2	0.5	0.1	-0.5	0.2	-0.0	-0.0	-0.0	0.4	0.1	-0.0	-0.1
政府支出	1.3 3.2	-1.4 -0.4	0.6 -0.6	0.4 0.9	0.3 0.6	0.3 0.6	0.3 0.7	0.3 0.5	1.3	0.2	0.6	0.6
政府最終消費	2.5 4.5	-0.1 2.3	1.0 0.9	0.4 1.4	0.3 0.7	0.3 0.6	0.4 0.7	0.3 0.6	3.4	1.2	0.6	0.6
公共投資	-3.6 -2.0	-6.4 -9.9	-0.7 -6.7	-0.1 -1.0	0.4 0.4	0.5 0.9	0.1 0.7	0.2 0.2	-6.4	-3.6	0.7	0.4
外需寄与度(注1)	-0.0	-0.1	-0.5	-0.0	-0.2	0.2	-0.0	-0.1	0.8	-0.6	-0.1	-0.0
輸出	4.2 21.0	0.8 5.0	3.4 4.3	1.1 4.4	0.4 1.4	2.6 3.3	2.0 5.1	1.8 3.2	12.3	4.3	2.3	4.1
輸入	4.7 8.0	1.5 6.1	5.7 7.1	1.1 6.8	1.2 2.2	1.5 2.7	1.9 3.5	2.0 4.0	7.0	6.9	2.5	3.8
GDPデフレーター(注2)	-0.3	0.0	-0.3	2.1	4.1	2.4	1.7	1.5	-0.1	0.9	3.3	1.6

(注1) 民間在庫、内需寄与度、外需寄与度は前期比寄与度

(注2) GDPデフレーターは前年比

## 【海外経済・金融・商品市況】

	予測											
	2021年度		2022年度		2023年度		2024年度		2021年度	2022年度	2023年度	2024年度
	上期	下期	上期	下期	上期	下期	上期	下期	(実績)	(予測)	(予測)	(予測)
米国実質GDP (前期比年率%、暦年)	5.9	4.8	0.7	2.1	1.5	1.9	2.3	2.1	5.9	2.1	1.8	2.1
ユーロ圏実質GDP (前期比年率%、暦年)	1.6	7.3	2.7	1.6	0.3	0.8	1.5	1.6	5.3	3.5	0.8	1.3
中国実質GDP(前年比、暦年)	13.0	4.7	2.5	3.4	4.9	4.8	5.2	4.9	8.4	3.0	4.9	5.0
ドル円相場(円/ドル)	109.8	114.9	134.0	137.0	133.5	130.7	128.5	126.5	112.3	135.5	132.1	127.5
無担保コール翌日物(%)	-0.025	-0.023	-0.019	-0.036	-0.020	0.025	0.035	0.045	-0.024	-0.027	0.003	0.040
TIBOR3ヶ月	-0.069	-0.057	-0.025	-0.007	0.005	0.100	0.113	0.138	-0.063	-0.016	0.053	0.125
長期金利(新発10年国債)	0.05	0.12	0.23	0.38	0.63	0.83	0.93	1.00	0.09	0.30	0.73	0.96
原油価格(WTI、ドル/バレル)	68.3	85.7	100.0	80.5	80.0	80.2	81.3	82.5	77.0	90.2	80.1	81.9
原油価格(北海ブレント、ドル/バレル)	71.1	88.6	104.8	86.5	86.0	86.2	87.3	88.5	79.9	95.7	86.1	87.9

(注) 2022年の米国実質GDP、ユーロ圏実質GDP、中国実質GDPは実績

図表 22. 日本経済予測総括表②

## 【外需(輸出入)】

予測

	2021年度		2022年度		2023年度		2024年度		2021年度	2022年度	2023年度	2024年度
	上期	下期	上期	下期	上期	下期	上期	下期	(実績)	(予測)	(予測)	(予測)
輸出額(円ベース、前年比)	34.2	15.1	19.6	11.1	-4.1	0.9	5.4	2.7	23.6	15.2	-1.6	4.0
数量(前年比)	23.3	-0.0	-1.5	-5.8	-3.1	6.2	5.6	2.5	10.4	-3.6	1.5	4.0
数量(前期比)	1.2	-1.0	-0.7	-5.1	2.1	4.3	1.2	1.2				
輸入額(円ベース、前年比)	30.4	36.0	44.3	22.0	-7.1	-3.6	0.9	0.5	33.4	32.2	-5.3	0.7
数量(前年比)	6.5	1.3	-0.1	-2.9	-0.1	5.9	3.3	1.1	3.8	-1.5	2.9	2.2
数量(前期比)	2.8	-1.2	1.0	-3.2	3.2	2.7	0.7	0.4				
輸出超過額(兆円)	-0.5	-5.0	-11.0	-10.9	-8.8	-8.3	-6.7	-7.2	-5.5	-21.9	-17.1	-14.0
経常収支(兆円)(注)	11.3	8.9	4.1	5.2	5.1	5.7	6.5	6.6	20.3	10.0	10.9	13.3
貿易収支(兆円)	0.9	-2.6	-9.3	-9.3	-7.1	-6.3	-5.4	-5.1	-1.6	-18.2	-13.5	-10.4
サービス収支(兆円)	-2.3	-2.6	-3.0	-2.0	-1.8	-1.4	-1.4	-1.4	-4.8	-4.9	-3.2	-2.8
第一次所得収支(兆円)	13.9	15.3	17.5	17.7	15.1	14.5	14.2	14.0	29.2	35.4	29.8	28.3

(注) 経常収支、貿易収支、サービス収支、第一次所得収支の半期値は季節調整値

## 【企業】

予測

	2021年度		2022年度		2023年度		2024年度		2021年度	2022年度	2023年度	2024年度
	上期	下期	上期	下期	上期	下期	上期	下期	(実績)	(予測)	(予測)	(予測)
鉱工業生産	0.5	-0.3	0.5	-1.0	1.8	1.8	1.5	1.1	5.9	-0.4	2.3	3.0
(上段は前期比%、下段は前年比%)	12.2	0.1	0.2	-0.8	1.0	3.4	3.5	2.7				
在庫指数	3.6	3.1	2.9	-0.3	0.4	0.2	0.2	0.2	6.8	4.0	1.2	0.8
(上段は前期比%、下段は前年比%、期末値)	0.4	6.8	6.1	4.0	1.5	1.2	1.1	0.8				
売上高(法人企業統計、前年比%)	7.4	6.8	7.7	5.5	5.1	3.6	2.9	2.2	7.1	6.6	4.3	2.5
経常利益(法人企業統計、前年比%)	64.5	19.0	17.9	-5.7	-5.9	8.6	11.0	8.6	36.8	5.4	1.0	9.8

## 【所得・雇用】

予測

前年同期比%

	2021年度		2022年度		2023年度		2024年度		2021年度	2022年度	2023年度	2024年度
	上期	下期	上期	下期	上期	下期	上期	下期	(実績)	(予測)	(予測)	(予測)
一人当たり賃金(注1)	0.7	0.7	1.7	2.2	2.2	2.1	1.5	1.2	0.7	1.9	2.2	1.3
所定内給与	0.4	0.5	1.2	1.4	2.0	2.0	1.4	1.1	0.4	1.3	2.0	1.2
所定外給与	10.5	4.0	5.1	3.6	2.3	2.3	2.4	1.8	7.1	4.4	2.3	2.1
実質賃金指数(注1)	1.3	-0.2	-1.4	-2.1	-0.8	0.5	-0.9	-0.9	0.6	-1.8	-0.2	-0.9
春闘賃上げ率(注2)									1.86	2.20	3.20	2.50
雇用者数	0.8	-0.3	0.6	0.6	-0.0	0.3	0.3	0.2	0.2	0.6	0.1	0.3
雇用者報酬(注3)	2.7	1.5	2.0	2.4	2.1	2.4	1.8	1.5	2.1	2.2	2.3	1.7
完全失業率(季調値%)	2.8	2.7	2.6	2.5	2.4	2.3	2.2	2.1	2.8	2.5	2.3	2.2

(注1) 「毎月勤労統計」(本系列)ベースで、対象は事業所規模5人以上

(注2) 春闘賃上げ率は厚生労働省「民間主要企業春季賃上げ要求・妥結状況について」ベース。

(注3) GDPベースで名目値

## 【物価】

予測

前年同期比%

	2021年度		2022年度		2023年度		2024年度		2021年度	2022年度	2023年度	2024年度
	上期	下期	上期	下期	上期	下期	上期	下期	(実績)	(予測)	(予測)	(予測)
国内企業物価	5.2	9.0	9.6	9.1	5.1	1.8	3.6	3.2	7.1	9.3	3.4	3.5
消費者物価	-0.4	0.7	2.6	3.6	2.6	1.4	2.0	1.8	0.1	3.1	2.0	1.9
生鮮食品を除く総合	-0.3	0.5	2.4	3.5	2.6	1.4	2.1	1.8	0.1	3.0	2.0	2.0
生鮮食品及びエネルギーを除く総合	-0.7	-0.8	1.1	2.8	2.6	1.4	0.8	0.7	-0.7	1.9	2.0	0.8

図表 23. 日本経済予測総括表③

## 【新設住宅着工】

予測 →

上段は万戸、下段は前年同期比%

	2021年度		2022年度		2023年度		2024年度		2021年度	2022年度	2023年度	2024年度
	上期	下期	上期	下期	上期	下期	上期	下期	(実績)	(予測)	(予測)	(予測)
新設住宅着工戸数	86.5	86.6	85.8	86.0	86.2	87.0	87.0	86.6	86.6	85.9	86.6	86.8
	7.6	5.6	-0.6	-0.9	0.5	1.1	0.9	-0.4	6.6	-0.7	0.8	0.3
持家	28.7	27.4	25.5	24.4	24.9	25.2	25.2	25.1	28.1	25.0	25.1	25.1
	13.3	0.6	-10.9	-11.6	-1.9	2.9	1.0	-0.6	6.9	-11.2	0.4	0.2
貸家	32.7	33.4	34.2	35.0	35.3	35.6	35.5	35.1	33.1	34.6	35.4	35.3
	8.6	9.8	4.4	4.7	3.2	1.8	0.6	-1.3	9.2	4.6	2.5	-0.3
分譲	24.4	25.3	25.6	25.9	25.3	25.5	25.7	25.7	24.8	25.8	25.4	25.7
	0.9	7.0	4.8	2.7	-0.9	-1.6	1.3	0.9	3.9	3.7	-1.3	1.1

(注) 上段が季節調整済年率換算値、下段が原数値の前年同期比

図表 24. 日本経済予測総括表（四半期ベース）①

## 【GDP需要項目】

予測

上段は前期比%、下段は前年同期比%

	2021年度				2022年度				2023年度				2024年度				
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	
名目GDP	前期比	0.4	-0.5	0.7	0.2	1.0	-0.8	1.2	2.5	1.2	0.6	0.5	0.6	1.5	0.5	0.2	0.2
	前期比年率	1.7	-2.1	2.8	1.0	4.3	-3.2	4.7	10.5	5.0	2.5	1.9	2.4	6.2	1.9	0.8	0.8
	前年比	7.2	1.5	0.5	0.9	1.5	1.1	1.6	4.2	4.0	5.4	4.7	3.3	3.6	2.8	2.4	2.5
実質GDP	前期比	0.3	-0.4	1.1	-0.5	1.2	-0.3	0.0	0.4	0.2	0.3	0.6	0.3	0.3	0.2	0.3	0.2
	前期比年率	1.4	-1.4	4.5	-1.8	4.7	-1.1	0.1	1.7	0.7	1.4	2.4	1.3	1.2	0.9	1.2	0.9
	前年比	7.7	1.8	0.8	0.5	1.7	1.5	0.4	1.2	0.2	0.9	1.6	1.6	1.8	1.2	0.9	1.0
内需寄与度(注1)	0.5	-0.5	1.1	0.0	1.0	0.3	-0.3	0.5	0.4	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	
個人消費	0.2	-1.1	3.0	-0.9	1.6	0.0	0.3	0.2	0.1	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	
住宅投資	1.5	-1.6	-1.3	-1.7	-1.9	-0.4	-0.0	0.2	0.5	0.4	0.1	0.0	0.1	0.0	0.1	0.0	
設備投資	1.4	-1.7	0.6	-0.3	2.1	1.5	-0.5	1.0	0.7	0.9	1.2	1.0	0.9	0.9	0.9	0.8	
民間在庫(注1)	-0.1	0.3	-0.1	0.7	-0.3	0.1	-0.5	0.2	0.1	-0.0	0.0	-0.1	-0.0	-0.0	0.0	-0.0	
政府支出	1.1	0.4	-1.5	-0.3	0.7	0.1	0.3	0.1	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	
政府最終消費	1.9	1.3	-1.0	0.5	0.8	0.1	0.3	0.2	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2	0.1	0.2	0.1	
公共投資	-1.9	-3.4	-3.2	-3.2	0.6	0.7	-0.3	-0.3	0.4	0.5	0.2	0.1	0.0	0.0	0.1	0.1	
外需寄与度(注1)	-0.2	0.2	0.0	-0.5	0.1	-0.6	0.4	-0.1	-0.2	0.0	0.2	0.0	-0.0	-0.1	-0.0	-0.1	
輸出	3.1	-0.4	0.4	1.1	1.5	2.5	1.5	-3.1	1.4	1.3	1.3	1.1	1.0	0.9	0.9	0.9	
輸入	4.4	-1.5	0.3	3.8	0.9	5.5	-0.4	-2.3	1.9	1.0	0.5	0.8	1.0	1.0	1.0	1.0	
GDPデフレーター(注2)	-0.5	-0.2	-0.3	0.4	-0.3	-0.4	1.2	3.0	3.8	4.5	3.1	1.8	1.7	1.6	1.5	1.4	

(注1) 民間在庫、内需寄与度、外需寄与度は前期比寄与度

(注2) GDPデフレーターは前年比

## 【海外経済・金融・商品市況】

予測

	2021年度				2022年度				2023年度				2024年度			
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3
米国実質GDP (前期比年率%)	7.0	2.7	7.0	-1.6	-0.6	3.2	2.7	1.0	1.6	1.9	2.3	2.3	2.2	2.0	2.1	
ユーロ圏実質GDP (前期比年率%)	8.1	9.4	2.2	2.5	3.6	1.5	-0.1	0.5	0.4	0.9	0.9	1.7	1.6	1.6	1.6	
中国実質GDP(前年比)	8.3	5.2	4.3	4.8	0.4	3.9	2.9	2.8	6.9	4.2	5.4	5.4	5.0	4.9	5.0	
ドル円相場(円/ドル)	109.4	110.1	113.7	116.2	129.6	138.4	141.4	132.7	134.3	132.7	131.3	130.0	129.0	128.0	127.0	126.0
無担保コール翌日物(%)	-0.020	-0.031	-0.031	-0.015	-0.017	-0.020	-0.051	-0.020	-0.020	-0.020	0.020	0.030	0.030	0.040	0.040	0.050
TIBOR3ヶ月(%)	-0.065	-0.072	-0.065	-0.049	-0.037	-0.012	-0.014	0.000	0.005	0.005	0.100	0.100	0.100	0.125	0.125	0.150
長期金利(新発10年国債)	0.07	0.03	0.07	0.18	0.23	0.22	0.28	0.48	0.50	0.75	0.80	0.85	0.90	0.95	1.00	1.00
原油価格(WTI, ドル/バレル)	66.1	70.6	77.2	94.3	108.4	91.6	82.6	78.3	80.0	80.0	80.0	80.4	81.0	81.6	82.2	82.8
原油価格(北海ブレント, ドル/バレル)	69.0	73.2	79.8	97.4	111.8	97.8	88.6	84.5	86.0	86.0	86.0	86.4	87.0	87.6	88.2	88.8

図表 25. 日本経済予測総括表（四半期ベース）②

## 【外需(輸出入)】

	2021年度				2022年度				2023年度				2024年度			
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3
輸出額(円ベース、前年比)	45.0	24.9	15.7	14.5	15.9	23.2	18.7	3.3	-2.0	-6.1	-4.5	7.2	6.4	4.4	2.8	2.7
数量(前年比)	34.5	13.6	0.8	-0.9	-3.1	0.2	-3.7	-7.9	-4.5	-1.7	3.6	9.1	6.7	4.6	2.5	2.4
数量(前期比)	1.4	-3.3	0.4	0.6	-0.9	-0.3	-3.1	-3.8	2.8	2.7	2.6	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
輸入額(円ベース、前年比)	24.0	37.1	37.6	34.6	40.8	47.6	34.0	10.5	-3.0	-10.6	-8.9	2.5	1.1	0.7	0.6	0.5
数量(前年比)	5.2	7.8	1.3	1.3	-1.2	1.1	-2.0	-3.8	-0.9	0.6	5.4	6.4	4.2	2.5	1.2	0.9
数量(前期比)	2.3	-1.8	-1.6	2.6	-0.5	0.3	-3.1	-0.5	2.5	1.8	1.5	0.5	0.3	0.2	0.2	0.2
輸出超過額(兆円)	0.4	-0.9	-1.7	-3.3	-4.6	-6.4	-5.7	-5.2	-4.3	-4.5	-4.0	-4.3	-3.1	-3.7	-3.4	-3.8
経常収支(兆円)(注)	6.3	5.0	4.7	4.2	3.1	1.0	2.5	2.7	2.5	2.6	2.8	2.9	3.2	3.3	3.3	3.3
貿易収支(兆円)	1.0	-0.1	-0.8	-1.7	-3.7	-5.6	-5.2	-4.1	-3.6	-3.5	-3.3	-3.1	-2.7	-2.6	-2.6	-2.5
サービス収支(兆円)	-1.2	-1.1	-1.1	-1.4	-1.1	-1.9	-1.2	-0.8	-1.0	-0.8	-0.7	-0.7	-0.7	-0.7	-0.7	-0.7
第一次所得収支(兆円)	7.1	6.8	7.3	8.0	8.5	9.1	9.6	8.2	7.7	7.5	7.3	7.2	7.1	7.1	7.0	7.0

(注) 経常収支、貿易収支、サービス収支、第一次所得収支は季節調整値

## 【企業】

	2021年度				2022年度				2023年度				2024年度			
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3
鉱工業生産	0.2	-1.9	0.2	0.8	-2.7	5.8	-3.0	-1.6	2.3	0.6	0.9	0.9	0.8	0.6	0.5	0.5
(上段は前期比%、下段は前年比%)	19.8	5.4	0.9	-0.6	-3.7	4.2	-0.2	-1.6	3.5	-1.4	2.1	5.0	3.4	3.4	2.8	2.5
在庫指数	1.3	2.3	2.0	1.0	-1.3	4.2	-0.6	0.3	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
(上段は前期比%、下段は前年比%、期末値)	-5.1	0.4	4.9	6.8	4.2	6.1	3.3	4.0	5.6	1.5	2.1	1.2	1.1	1.1	1.1	0.8
売上高(法人企業統計、前年比%)	10.4	4.6	5.7	7.9	7.2	8.3	6.1	4.9	5.0	5.2	3.8	3.4	3.1	2.7	2.4	1.9
経常利益(法人企業統計、前年比%)	93.9	35.1	24.7	13.7	17.6	18.3	-2.8	-8.7	-8.8	-1.9	4.7	12.9	10.4	11.9	9.3	8.0

## 【所得・雇用】

	2021年度				2022年度				2023年度				2024年度			
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3
一人当たり賃金(注1)	0.9	0.5	0.1	1.5	1.6	1.7	2.9	1.4	2.3	2.2	2.2	2.0	1.6	1.4	1.3	1.1
所定内給与	0.6	0.1	0.0	0.9	1.1	1.3	1.3	1.5	2.0	2.1	2.1	1.9	1.5	1.2	1.1	1.1
所定外給与	13.8	7.4	3.5	4.5	5.1	5.2	5.3	2.0	2.5	2.0	2.2	2.5	2.5	2.3	2.0	1.5
実質賃金指数(注1)	1.9	0.7	-0.6	0.3	-1.3	-1.6	-1.7	-2.6	-1.1	-0.6	0.6	0.4	-1.0	-0.8	-0.8	-0.9
雇用者数	0.8	0.7	-0.3	-0.2	0.7	0.5	0.7	0.5	-0.1	-0.0	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2
雇用者報酬(注2)	2.8	2.7	1.7	1.2	2.1	1.9	2.5	2.1	2.1	2.2	2.4	2.3	1.9	1.7	1.6	1.4
完全失業率(季調値%)	2.9	2.8	2.7	2.7	2.6	2.6	2.5	2.5	2.4	2.4	2.3	2.3	2.2	2.2	2.1	2.1

(注1)「毎月勤労統計」(本系列)ベースで、対象は事業所規模5人以上

(注2)GDPベースで名目値

## 【物価】

	2021年度				2022年度				2023年度				2024年度			
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3
国内企業物価	4.5	5.9	8.6	9.3	9.7	9.6	10.0	8.1	5.9	4.4	1.8	1.9	3.8	3.4	3.4	3.0
消費者物価	-0.7	-0.2	0.5	0.9	2.4	2.9	3.9	3.4	2.8	2.4	1.4	1.3	2.2	1.8	1.8	1.8
生鮮食品を除く総合	-0.6	-0.0	0.4	0.6	2.1	2.7	3.8	3.2	2.7	2.4	1.4	1.4	2.3	1.9	1.9	1.8
生鮮食品及びエネルギーを除く総合	-0.8	-0.5	-0.7	-0.9	0.8	1.4	2.5	3.0	2.8	2.3	1.6	1.1	0.8	0.8	0.7	0.8

図表 26. 日本経済予測総括表（四半期ベース）③

## 【新設住宅着工】

予測

上段は万戸、下段は前年同期比%

	2021年度				2022年度				2023年度				2024年度			
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3
新設住宅着工戸数	86.5	86.4	86.0	87.1	85.3	86.3	85.1	86.9	86.0	86.5	86.9	87.1	87.1	86.9	86.7	86.5
	8.1	7.2	6.1	4.9	-1.3	0.0	-1.6	-0.0	0.8	0.3	1.8	0.3	1.3	0.6	-0.4	-0.5
持家	28.2	29.3	28.6	26.2	25.7	25.2	24.2	24.6	24.8	25.0	25.2	25.2	25.2	25.1	25.1	25.0
	11.7	14.7	7.2	-6.9	-8.9	-12.8	-15.7	-6.3	-3.7	-0.2	3.4	2.4	1.3	0.7	-0.5	-0.7
貸家	33.1	32.4	32.0	34.8	33.9	34.4	34.9	35.0	35.2	35.4	35.6	35.6	35.5	35.4	35.2	35.0
	10.0	7.2	6.4	13.5	2.5	6.3	8.4	0.9	3.9	2.5	1.7	1.9	1.0	0.2	-1.1	-1.5
分譲	24.6	24.2	24.9	25.7	25.1	26.0	25.4	26.5	25.3	25.4	25.5	25.6	25.6	25.7	25.7	25.7
	2.1	-0.3	6.4	7.6	2.7	7.1	1.8	3.5	0.6	-2.5	0.3	-3.5	1.6	1.0	0.8	1.0

(注) 上段が季節調整済年率換算値、下段が原数値の前年同期比

## &lt; 経済見通し担当者 &gt;

小林 真一郎	主席研究員	総括
芥田 知至	主任研究員	原油
中田 一良	主任研究員	国内経済
藤田 隼平	副主任研究員	国内経済
丸山 健太	研究員	国内経済、海外経済
細尾 忠生	主任研究員	海外経済
土田 陽介	副主任研究員	海外経済

## - ご利用に際して -

- 本資料は、信頼できると思われる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。
- また、本資料は、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社の統一的な見解を示すものではありません。
- 本資料に基づくお客様の決定、行為、及びその結果について、当社は一切の責任を負いません。ご利用にあたっては、お客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。
- 本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。著作権法の定めに従い、引用する際は、必ず出所：三菱UFJリサーチ&コンサルティングと明記してください。
- 本資料の全文または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要ですので、当社までご連絡ください。