

## 経済レポート

# 2023／2024年度短期経済見通し(2023年12月) (2次QE反映後) ～景気回復は続くが、コロナ禍明け後の需要回復が一巡する中で、ペースは緩やかにとどまる～

調査部

- 12月8日発表の2023年7～9月期の実質GDP成長率(2次速報)は、前期比-0.7%(年率換算-2.9%)と、個人消費や在庫投資を中心に1次速報の同-0.5%(同-2.1%)から下方修正された。景気が緩やかに回復する中でスピード調整の動きであり、景気腰折れを示唆するものではないが、内需の柱である個人消費、設備投資ともに2四半期連続でマイナスとなるなど内容も弱く、回復力は力強さに欠けることが改めて示された。マイナス成長に陥った原因として、物価高によるマイナスの効果が大きかったことが挙げられる。
- 景気回復の動きは維持されており、10～12月期以降は再びプラス成長に復帰する可能性が高い。米国を中心に海外経済の下振れリスクが薄らいでいることに加え、雇用情勢の改善・名目賃金の増加は続いており、企業の設備投資意欲も強い。また、自動車の生産制約解消で個人消費や輸出の増加が期待されるうえ、インバウンド需要が増加に転じることも、景気にとって追い風となろう。しかし、依然として物価上昇圧力は高く、消費者マインドの冷え込みが懸念されるほか、幅広い業種で人手不足が深刻化しつつあり、供給制約の問題も不安材料である。
- さらに、これまで景気を押し上げてきたコロナ禍明け後の需要回復は、ほぼ一巡したと考えられる。このため、2023年度後半の景気回復は緩やかなペースとなり、2023年度の実質GDP成長率は前年比+1.5%となろう。2022年度の同+1.5%と同じ伸びではあるが、成長のゲタの影響を除けば+0.5%と小幅であり、見た目ほど強くない。
- 2024年度も景気の緩やかな回復が続き、実質GDP成長率は前年比+1.0%と4年連続でプラス成長を達成すると見込む。もっとも、景気の下振れ要因は多く、回復ペースの鈍化が心配される。中でも物価高のマイナスの影響が当面の最大の懸念材料である。政府の物価高対策は2024年4月に打ち切りとなることを前提としており、対策効果剥落後は、人件費や物流コストの増加と相まって物価上昇圧力の強い状態が続くと予想される。このため、家計の節約志向が強まることで個人消費の伸びが抑制される可能性がある。加えて、海外経済減速や人手不足を背景とした供給制約といったマイナス材料が加わることで、景気回復テンポが一段と鈍るリスクがある。
- 2024年度に景気回復が継続できるかは、物価動向とともに、春闘での賃上げ率にも大きく左右される。企業利益の増加、労働需給のひっ迫、物価高と、賃金上昇を促す条件が整いつつあるが、多くの不透明要因がある中で、前年実績を大幅に上回る賃上げの達成は難しいだろう。また、春闘の賃上げ率が全ての企業に波及するとは限らない。
- 2025年度は同+1.5%とプラス成長が続くと見込む。同様に賃上げが継続されるのかがポイントとなるが、コストプッシュによる物価上昇圧力が一巡する中で物価上昇率も鈍化すると予想され、海外経済が失速することがなければ、内需を中心に景気回復が続くであろう。

(前年比、%)

	実質GDP			名目GDP			デフレーター		
	2023年度	2024年度	2025年度	2023年度	2024年度	2025年度	2023年度	2024年度	2025年度
11月16日時点	1.5	1.2	1.5	5.4	3.1	2.1	3.9	1.9	0.6
今回	1.5	1.0	1.5	5.5	2.8	2.4	3.9	1.8	0.9

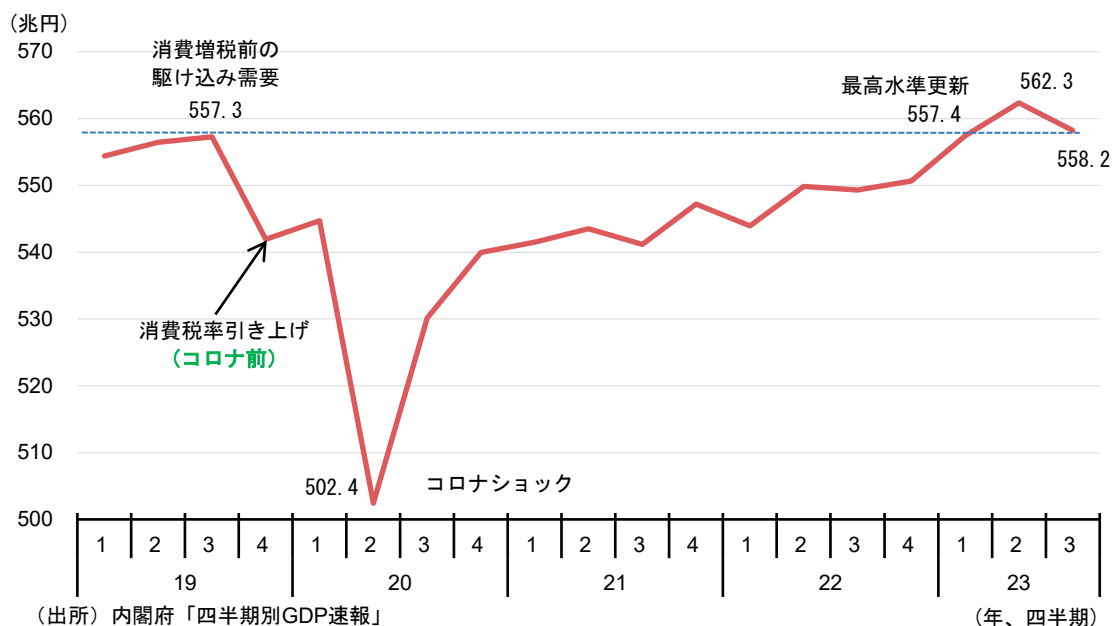
## 1. 景気の現状～緩やかに持ち直している

### 物価高の影響が大きく、マイナス成長に陥る

12月8日に公表された2023年7～9月期の実質GDP成長率(2次速報)は、前期比-0.7%(年率換算-2.9%)と1次速報の同-0.5%(同-2.1%)から下方修正された。基本的には、景気が緩やかに回復する中でスピード調整の動きであり、在庫投資のマイナス寄与度が大きいなど、景気腰折れを示唆するものではない。しかし、内外需ともにマイナスとなるなど内容が弱く、回復力は力強さに欠けることが改めて示された。マイナス成長に陥った主因として、物価高によるマイナスの効果が大きかったことが挙げられ、個人消費や設備投資が抑制された。

実質GDPの水準としては、1～3月期にコロナ前の最高額であった2019年7～9月期を上回って過去最高を更新後、4～6月期には2四半期連続で更新したものの、再びコロナ前の最高額近辺まで減少してしまった(図表1)。

図表 1. 実質 GDP の水準



### 内需は2四半期連続でマイナス

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-0.04%と横ばいに近い伸びから、同-0.2%と明確なマイナスに下方修正された(図表2)。個人消費の内訳を見ると、コロナ禍明け後の需要回復を受けて、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が増加し、サービスは同+0.4%と6四半期連続で増加した。一方、自動車の販売減などにより耐久財が同-2.9%と減少したほか、半耐久財(被服・身の回り品など)が同-3.2%、非耐久財(食料、エネルギー、日用品など)が同-0.3%とそれぞれ落ち込んだ。財については、価格上昇圧力が強まっており、消費者マインドの悪化を受けて購入を控える動き

が広がっていると考えられる。

実質住宅投資は、資材価格の高騰などの影響で持家や分譲住宅を中心に新設着工件数が緩やかに減少していることを反映して、前期比 $-0.5\%$ (1次速報の同 $-0.1\%$ を下方修正)と5四半期ぶりにマイナスに転じた。建設コストの増加がマイナス要因として効いている可能性がある。

企業部門では、1次速報時点で未公表だった法人企業統計調査の7~9月期の結果が反映され、実質設備投資は前期比 $-0.6\%$ から同 $-0.4\%$ に上方修正された。業績の改善傾向が維持されていることを背景に、企業の設備投資意欲の強さは維持されており、名目では同 $+0.5\%$ と増加したものの、オフィスビル、店舗、工場といった建物・構築物を中心に建設コストが急増しており、実質では2四半期連続で減少した。また、半導体市況の低迷の長期化を反映して、半導体製造装置等への投資も減少した模様である。実質在庫投資は、自動車を中心に製品在庫が減った影響に加え、法人企業統計調査の結果を受けて仕掛品在庫が下方修正され、前期比に対する寄与度は $-0.5\%$ (1次速報の同 $-0.3\%$ を下方修正)と2四半期連続でマイナスとなった。

政府部門では、コロナ禍での受診控えの動きが落ち着いたことを背景に一般の医療費が増加したことなどから、実質政府最終消費は前期比 $+0.3\%$ (1次速報から修正なし)と増加が続いた。また、実質公共投資は、2022年度の第2次補正予算の効果が剥落などにより、前期比 $-0.8\%$ (同 $-0.5\%$ を下方修正)と6四半期ぶりに減少した。

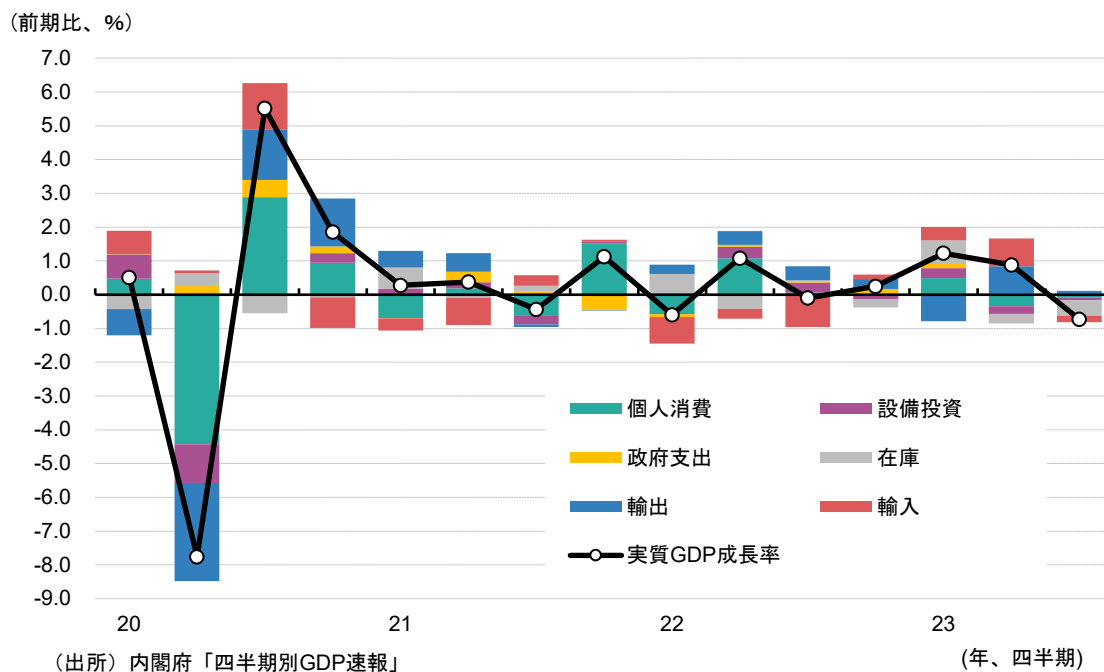
以上の結果、内需の前期比に対する寄与度は $-0.6\%$ (同 $-0.4\%$ を下方修正)と2四半期連続でマイナスとなり、コロナ禍の影響が薄らぎ、経済社会活動が正常化しつつある中であっても、改めて景気回復速度が鈍いことが示された。

これに対し、外需においては、サービス輸出に含まれるインバウンド需要が小幅ながら減少に転じたが、生産制約の解消進展を背景に自動車が増加していることや、IT関連財の底入れを受けて財輸出の増加傾向が維持されたため、実質輸出は前期比 $+0.4\%$ ( $+0.5\%$ を下方修正)と増加が続いた。一方、実質輸入は、内需の弱さを反映して財輸入の減少は続いたが、著作権等使用料などサービス輸入が増加したため、前期比 $+0.8\%$ (同 $+1.0\%$ を下方修正)とプラスとなった。この結果、外需の前期比に対する寄与度は $-0.1\%$ (1次速報から修正なし)となった。

## GDP デフレーターは歴史的な高さ

名目 GDP 成長率は、1次速報の前期比 $-0.04\%$ (年率換算 $-0.2\%$ )から同 $-0.01\%$ (同 $-0.0\%$ )に上方修正された。一方、経済全体の総合的な物価動向を示す GDP デフレーターは、資源価格上昇などを受けた輸入物価の上昇が国内物価に浸透しており、前年同期比 $+5.3\%$ (同 $+5.1\%$ から上方修正)と、統計を遡れる1981年以降で過去最高を更新した(季節調整済み前期比では $+0.7\%$ )。

図表 2. 実質 GDP 成長率の内訳



## 2. 2023/2024 年度の経済見通し

～景気回復は続くが、コロナ禍明け後の需要回復が一巡する中で、ペースは緩やかにとどまる～

### プラス成長に復帰する見込みだが、景気回復の足取りは重い

景気回復の動きは維持されており、10～12月期以降は再びプラス成長に復帰する可能性が高い。

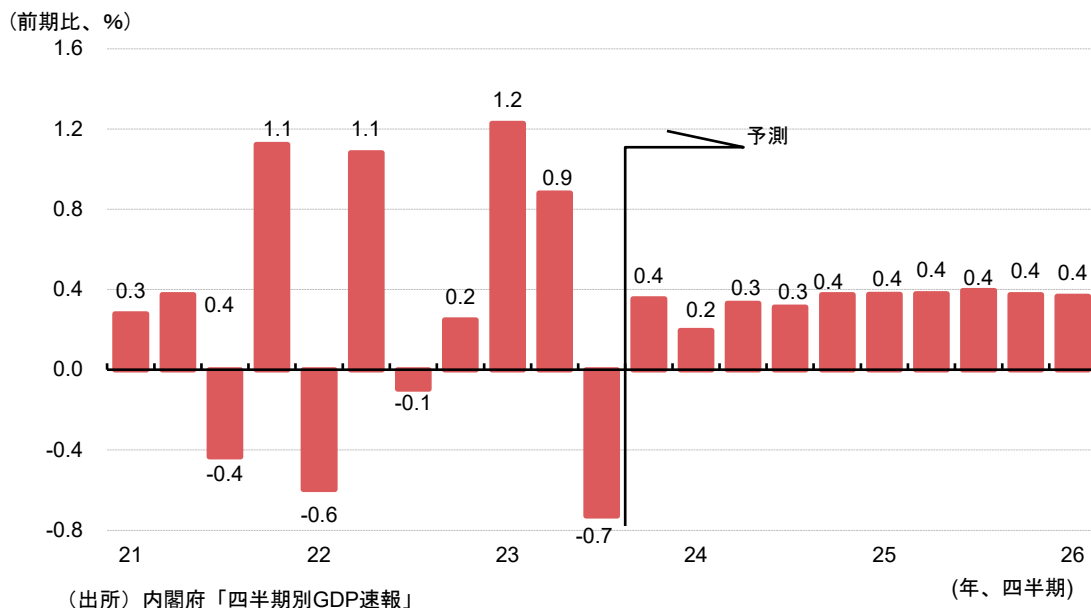
雇用情勢の改善や名目賃金の増加が続いていることや、企業の設備投資意欲が強いことは、個人消費や設備投資など内需の増加を促す要因となる。また、米国を中心に海外経済の下振れリスクが薄らいでいることに加え、自動車の生産制約解消で個人消費や輸出の増加が期待される。さらに、インバウンド需要が増加に転じることや、世界的な半導体需要が底打ちしていることなども、景気にとって追い風となろう。

しかし、依然として物価上昇圧力は高く、消費者マインドの冷え込みが懸念されるほか、これまで景気を押し上げてきたコロナ禍明け後の需要回復は、ほぼ一巡したと考えられ、個人消費が急増することは期待しづらい。また、幅広い業種で人手不足が深刻化しつつあり、供給制約の問題も不安材料である。

このため、2023年度後半の景気回復は緩やかなペースとなると見込まれ、足元の10～12月期においては、実質GDP成長率は前期比+0.4%(年率換算+1.4%)と、前期の落ち込みを取り戻せないと予想している(図表3)。年明け後の1～3月期も、大きな環境の変化はなく、緩やかな回復が続くと考えられ、結果として2023年度の実質GDP成長率は前年比+1.5%(11月時点から修正なし)と、2022年度の同+1.5%(+1.3%から上方修正)と同じ伸びとなり、コロナ禍明け後の経済社会活動が正常化する割には控えめな結果となりそうだ。なお、年次改定により2023年度の成長のゲタが+0.6%から+1.0%に大きく上方修正されており、今回の見通しは実質的には下方修正となる。

一方、景気実感に近い名目GDP成長率は、2022年度の前年比+2.3%(同+2.0%を上方修正)に対し、2023年度に同+5.5%(同+5.4%を上方修正)まで上昇しよう。これは1990年度の同+8.5%以来の高さである。このため、景気回復の足取りが重い中であっても、景気の先行きに対する悲観的な見方が広がることは避けられるであろう。

図表 3. 実質 GDP 成長率(四半期)





### より重要となる 2024 年春闘の行方

2024 年度も景気の緩やかな回復が続き、実質 GDP 成長率は前年比 +1.0% (同 +1.2% を下方修正) と 4 年連続でプラス成長を達成すると見込む (図表 4)。

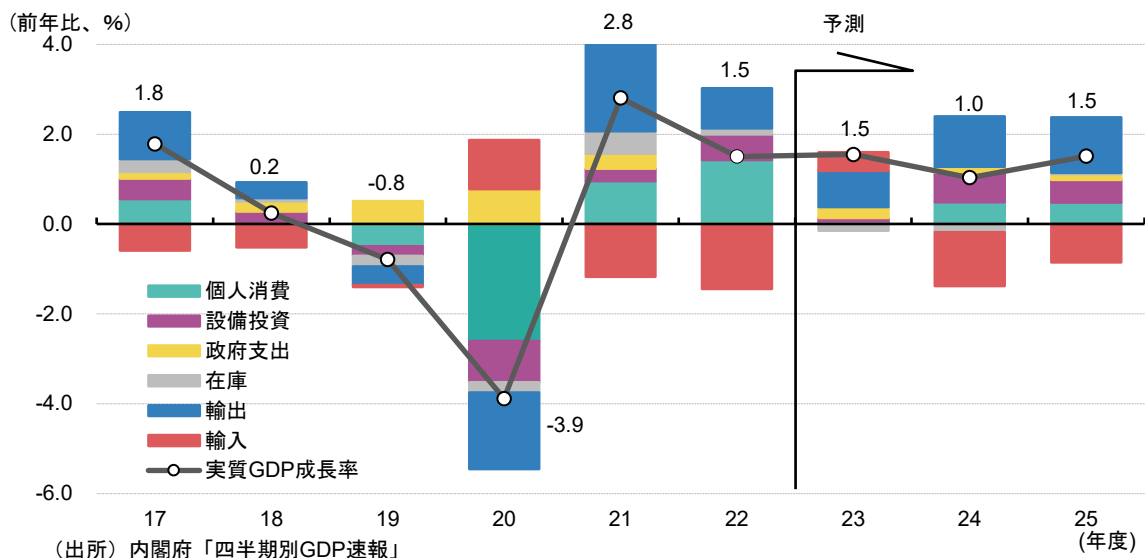
もっとも、景気の下振れ要因は多く、回復ペースの鈍化が心配される。中でも物価高のマイナスの影響が当面の最大の懸念材料である。政府の物価高対策は 2024 年 4 月に打ち切りとなることを前提としており、対策効果剥落後は、人件費や物流コストの増加と相まって物価上昇圧力の強い状態が続くと予想される。このため、家計の節約志向が強まることで個人消費の伸びが抑制される可能性がある。加えて、海外経済の減速や人手不足を背景とした供給制約といったマイナス材料が加わることで、景気回復テンポが一段と鈍るリスクがある。

こうした景気の下振れ要因が多い中で、2024 年度も景気回復を継続できるかどうかは、物価高の行方と共に、春闘での賃上げ率に大きく左右されることになる。政府からは企業に対し、高い賃上げ率を維持することが期待されており、税制面でも優遇措置がとられる。連合も、2024 年の春闘に向けた統一要求で、定期昇給分を含めた賃上げ目標を今年の「5%程度」から「5%以上」とする方針を示している。これに対し、賃上げに前向きな姿勢を示す企業が増加するなど、賃上げ実現に向けた動きが整いつつある。また、企業利益の増加、労働需給のひっ迫、物価高進展と、賃金上昇を促す条件も揃っていることも確かである。

もっとも、賃上げに踏み切った場合、コストを販売価格に転嫁できるかなど、多くの不透明要因がある中で、前年実績を大幅に上回る賃上げの達成は実際には難しいだろう。また、春闘での高賃上げ率が全ての企業に波及するとは限らないという問題もある。

2025 年度は同 +1.5% とプラス成長が続くと見込む (同 +1.5% のまま修正なし)。同様に賃上げが継続されるのがポイントとなるが、コストプッシュによる物価上昇圧力が一巡する中で物価上昇率も鈍化することがプラス要因となり、海外経済が失速することがなければ、内需を中心に景気回復が続くであろう。なお、名目 GDP 成長率は、2024 年度に同 +2.8%、2025 年度に同 +2.4% と縮小するが、比較的高い伸び率を維持すると見込んでおり、景気の実感としては、それほど厳しさを感じることはないと思われる。

図表 4. 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

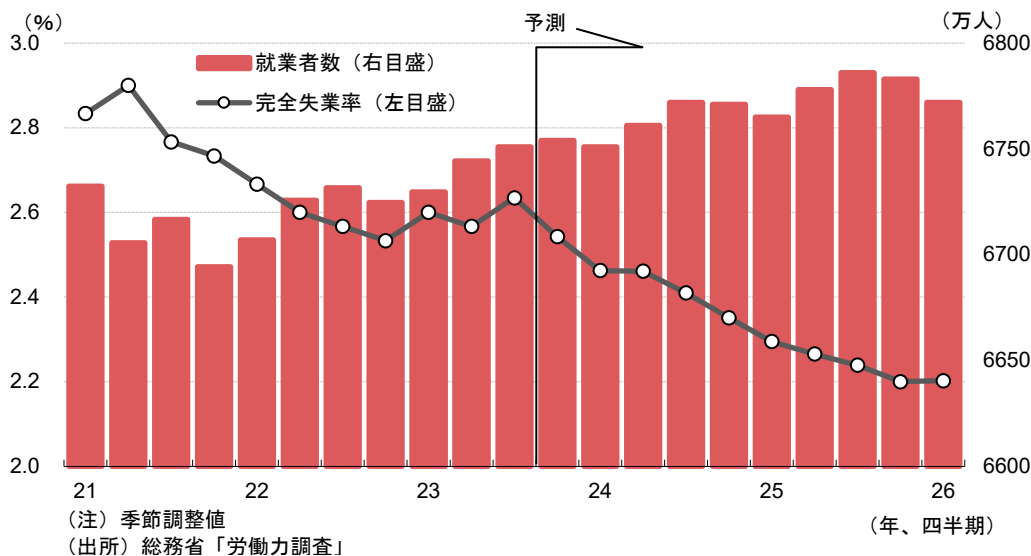
雇用情勢は改善が続いている。完全失業率は、2020年10月に3.1%まで悪化した後は低下に転じ、2023年1月に2.4%まで改善した(図表5)。その後、一時的に2.8%まで上昇したが、これはコロナ禍が終息に向かったことで職探しを再開した人や、より良好な労働条件を求めて離職する人が増えたことによる一時的な現象であり、10月には再度2.5%まで低下した。企業の人手不足感は一段と強まっており、選ばなければ即座に職に就ける状態にあり、雇用者数は9月には過去最高を更新した。

今後も景気回復が続くことで、労働需給のタイト化が一段と進むと予想される。宿泊・飲食サービス業などの一部の業種では、すでに人手不足による供給制約の問題に直面している。こうした業種では、コロナ禍において営業活動を制限せざるを得なかったことから離職者が増加し、人手不足に悩む他の業種に移動したため、営業再開時に改めて労働力を確保しようとしても、生産年齢人口が着実に減少するという構造的な要因がある中で十分に労働力を手当てできていない。

また、働き方改革関連法によって2024年4月からは時間外労働時間の上限が自動車運転業務で960時間、建設業で720時間に制限されるという、いわゆる2024年問題の影響によって、人手不足が深刻化するリスクがある。

こうした中で、完全失業率も再び低下基調をたどると予想され、2022年度の2.6%に対し、2023年度は2.6%と横ばいとなった後、2024年度に2.4%、2025年度に2.2%に低下すると見込む(図表7)。中期的にみれば、コロナ禍においてテレワークの導入が急速に浸透したことに加え、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、定年の延長・廃止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 5. 完全失業率と就業者数の予測



## 賃金は名目で堅調に増加するも、実質ではマイナスが続く

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、2023年度上期の上昇率は前年比+1.5%となった。2022年度の同+1.8%と比べると伸び率は鈍化したが、これはパートタイム労働者比率の上昇によるものである。一般労働者、パートタイム労働者とも同+2.1%と伸びは高く、実態は2022年度の伸びをやや上回る。もっとも、2023年春闘での賃上げ率が3.60%(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)と30年ぶりの高さとなった割には、伸びは緩やかであり、春闘の結果の波及が限定的である可能性がある。また、2023年夏のボーナス支給額(ボーナスが支給された事業所の1人当たり支給額)は前年比+2.0%と、企業業績が過去最高益を更新する中では緩やかな増加幅にとどまった。

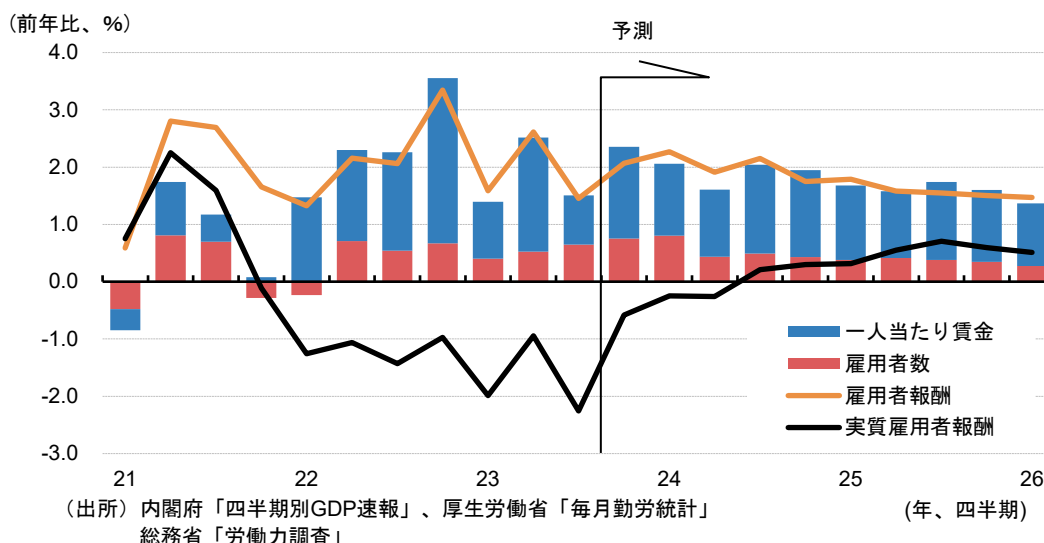
今後も景気回復、労働需給のタイト化に伴って増加基調は続く見込みである。注目される2024年春闘では、2023年の実績を大きく超えることは難しいものの、人手不足への対応、物価上昇に配慮して積極的な賃上げに踏み切る企業が増えており、3%台と高めの伸び率が実現する可能性はある。

もっとも、春闘の結果の波及が限定的である可能性があることや、パートタイム労働者比率の上昇が続くことから、2024年度の現金給与総額は、2023年度の同+1.5%に対し同+1.4%と同程度の伸びが続く見込みであり、2025年度には同+1.2%に鈍化するであろう。

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、2022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+2.4%と2年連続で増加した(図表6)。2023年度も同+2.1%と持ち直しが続き、2024年度は同+1.9%、2025年度は同+1.5%とプラスは維持される。

ただし、物価上昇圧力が強く、実質値では2022年度の同-1.3%に対し、2023年度も同-1.0%と減少が続く見込みである。また、2024年度も当初は低迷が続くが、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、個人消費にとってはプラス材料となろう。2024年度通期では同+0.1%とプラスに転じ、2025年度に同+0.6%とプラス幅が拡大しよう。

図表 6. 雇用者報酬の予測





## 個人消費は増加傾向で推移する見込み

2023年7～9月期の実質個人消費(実質民間最終消費支出)は前期比-0.2%と2四半期連続で減少した(図表7)。内訳をみると、サービスは前期比+0.4%と6四半期連続で増加した。他方、食料品などが含まれる非耐久財は前期比-0.3%、耐久財は自動車を中心に同-2.9%といずれも2四半期連続で減少した。衣類などが含まれる半耐久財は前期比-3.2%と減少した。このように物価高の影響で財向けの消費が減少した。

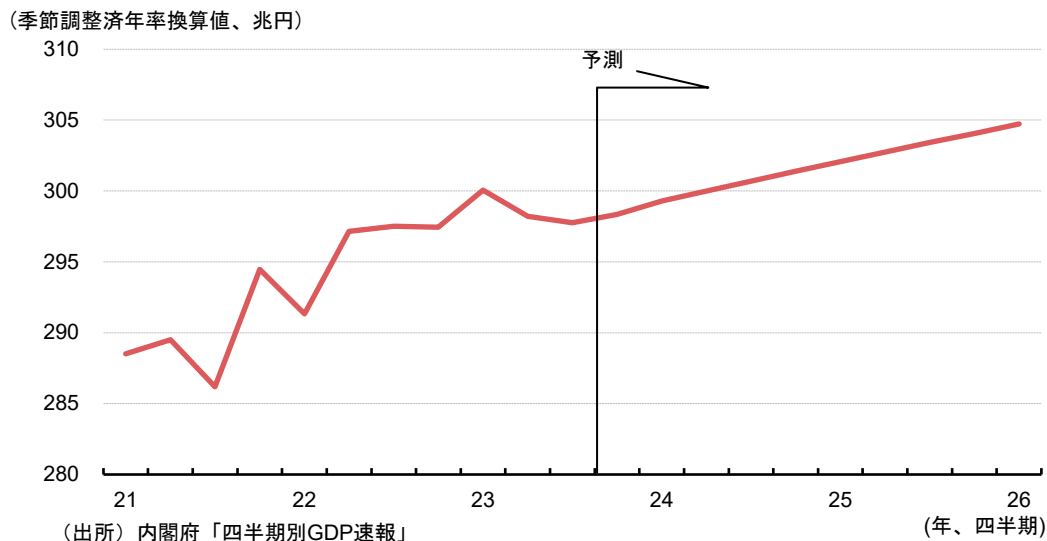
名目個人消費は前期比+0.4%と増加しており、物価上昇により実質個人消費が押し下げられる状況が続いている。なお、前年比では名目値が+3.1%であるのに対して、実質値は-0.04%であり、2021年7～9月期以来の減少となった。

当面は、雇用者報酬の前年比での増加率は物価上昇率を下回ると考えられるものの、物価上昇率は低下していくと見込まれることから、実質雇用者報酬の前年比での減少幅は縮小するだろう。政府による、電気料金やガス料金の負担増の軽減策も家計における可処分所得の下支えに引き続き寄与する。

10～12月期以降は、所得環境の改善を背景に、実質個人消費は増加基調で推移するだろう。政府が2023年11月に決定した「デフレ完全脱却のための総合経済対策」に盛り込まれている所得税・個人住民税の減税は、2024年6月から実施される予定であるが、減税分の一部は貯蓄に回ると見込まれ、個人消費を押し上げる効果はそれほど大きくないと考えられる。

実質個人消費は、2023年度には物価上昇の影響を受けて前年比+0.1%と小幅な増加にとどまるだろう。2024年度は前年比+0.9%、2025年度は同+0.9%と増加が続くと予測している。

図表7. 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、2023年7~9月期に年率79.7万戸(前期比-2.2%)と2四半期連続で減少した(図表8)。四半期の水準が年率80万戸を下回ったのは、2011年10~12月期以来11年3四半期ぶりのことである。また前年比でも2四半期連続でマイナスとなった。

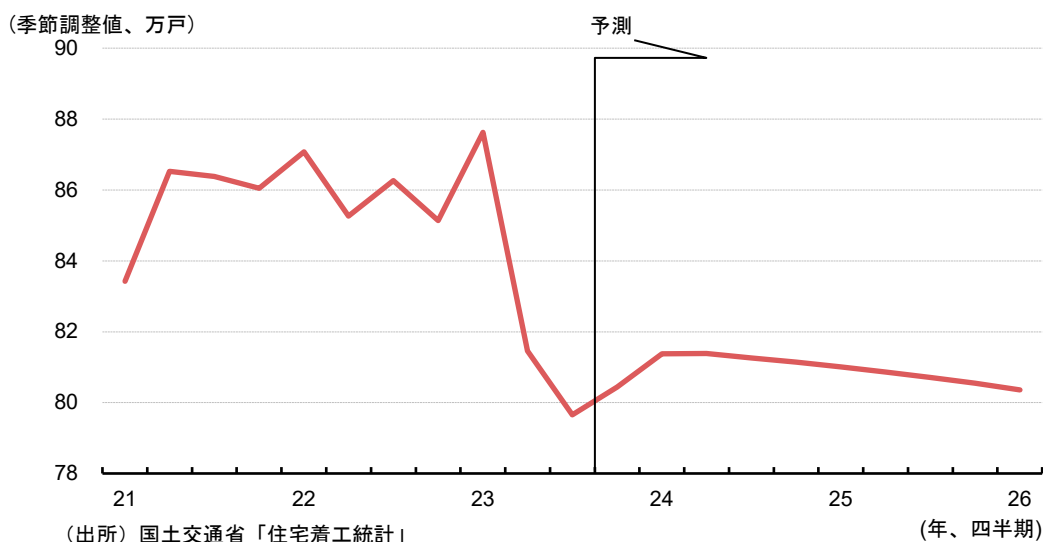
利用関係別にみると、持家は前期比+1.3%と8四半期ぶりに増加した。資材価格の高騰による住宅の建設コストの増加が住宅取得マインドの重しとなっているが、足元では下げ止まりの兆しが見られる。一方、貸家は前期比-2.6%と2四半期連続で減少した。これまで投資需要の回復を受けて持ち直してきたが、建設コストの増加が重しとなっていることもあり、弱含んでいる。同様に分譲住宅も前期比-4.7%と2四半期連続で減少した。分譲マンションの着工が低い水準で推移しているほか、分譲戸建でも減少傾向にある。

建設資材価格は上昇に歯止めが掛かっているが、労務単価の上昇もあって建設コストは高止まりしている。当面、建設コストの増加が住宅需要を抑制する状況に大きな変更はないとみられ、住宅着工は低調な推移が続くと考えられる。さらに予測期間後半にかけては次第に人口動態等を反映した中長期的な減少トレンドに戻る動きも強まっていくだろう。

なお、住宅ローン金利は、長期固定金利はすでに上昇基調に転じているが、変動金利は足元でも水準に大きな変化は出ておらず、予測期間中も着工動向に影響を及ぼすほどの変化はないと想定している。

年度ベースでは、2023年度は建設コストの増加を受けて持家を中心に弱さが続き、80.7万戸(前年比-6.3%)と2年連続で減少すると予想される。2024年度には建設コストの増加一巡により81.2万戸(前年比+0.6%)と小幅ながら反発するとみられるが、2025年度は80.4万戸(同-0.9%)と再び減少しよう。

図表8. 住宅着工件数の予測



## ② 企業部門

### コスト負担が高まる中でも、需要回復により業績は改善

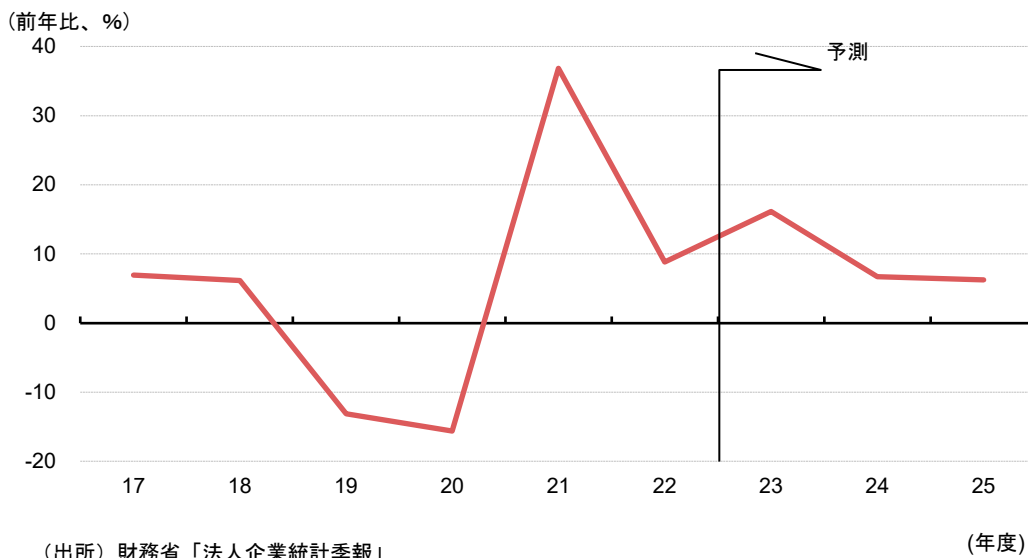
2023年7～9月期の経常利益（法人企業統計、金融業、保険業を除く）は前期比+0.8%と、3四半期連続で増加した。業種別に見ると、製造業では売上高が前期比+1.0%と2四半期連続で増加し、売上高経常利益率も前期から上昇したため、経常利益は同+4.9%と3四半期連続で増加した。他方、非製造業は、売上高が前期比+1.2%と10四半期連続で増加したものの、売上高経常利益率が前期から低下した結果、経常利益は同-1.3%と4四半期ぶりに減少した。

今後も、製造業、非製造業ともに円安や原材料高、人件費の増加といったコスト高が業績を圧迫する状況は継続するとみられる。もっとも、製造業では、国内景気の回復が続いていることや、一部に円安のメリットを享受する業種があることもあり、業績は底堅く推移すると考えられる。自動車の半導体不足による生産制約が解消していることや、次第に海外景気や世界的な半導体需要が持ち直しへ向かうことも、業績にはプラスに働こう。

また非製造業では、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、緩やかながらも業績は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、2023年度は前年比+16.2%と3年連続での増益が予想される（図表9）。コストの増加が重しとなる中、製造業、非製造業ともにコロナ禍からの需要の回復が押し上げ要因となり、増益を確保しよう。さらに種々のマイナス要因が次第に薄らいでいく中で、2024年度は前年比+6.7%、2025年度も同+6.2%と増加基調が続く、過去最高益の更新が続く見通しである。

図表9. 経常利益の予測



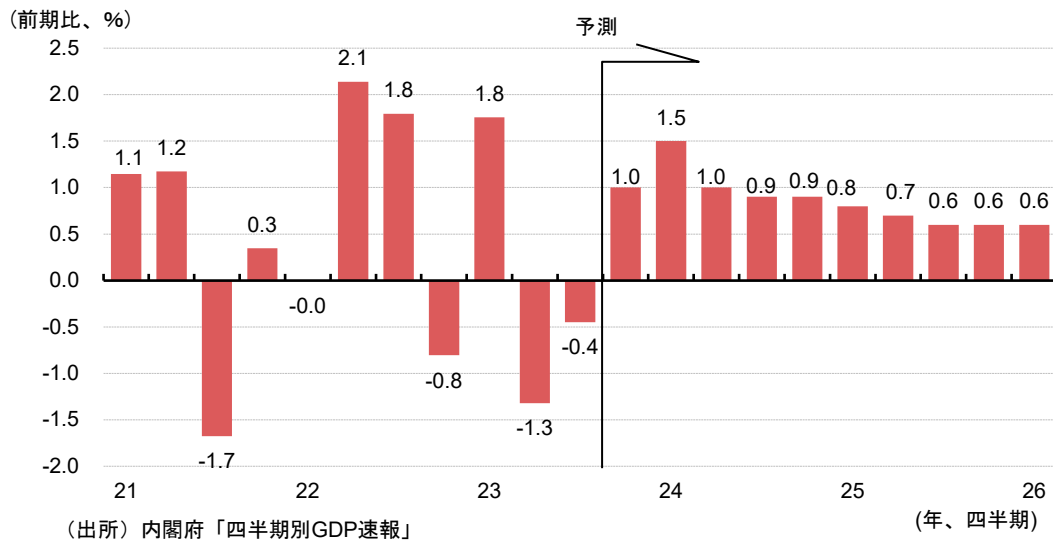
### 設備投資に弱さは見られるも、投資意欲は衰えていない

実質設備投資は、2023年7～9月期に前期比-0.4%と、2四半期連続で減少した(図表10)。資本財出荷(除く輸送機械)が前期比-4.2%と2四半期ぶりに減少するなど機械投資に弱さが見られたほか、建設財出荷も同-3.6%と5四半期連続で減少したことから、建設投資も弱い動きとなったと考えられる。

足元では、ロシア・ウクライナ問題の長期化や中東情勢の激化、欧米を中心とした海外景気の減速への懸念、人件費をはじめとした様々なコスト増加による企業業績の下押し、構築物やソフトウェア等の価格上昇による投資金額の増加等、企業の投資意欲の減退や投資計画の見直しにつながる要因は多い。しかし、国内景気の回復が続く中で設備不足感は広がりつつあり、9月調査の日銀短観で2023年度の設備投資が大企業を中心に前年比2桁プラスの計画となっており、企業の設備投資意欲は衰えていないとみられる。このため、2023年度下期にかけて、企業の設備投資は持ち直しの動きを強めると期待される。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需要の増加も下支えとなるだろう。

年度ベースでは、2023年度の実質設備投資は前年比+0.5%と3年連続で増加する見通しである。2024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、2024年度は前年比+3.9%、2025年度は同+2.9%と増加が続くだろう。

図表 10. 実質設備投資の予測



### ③ 政府部門

#### 実質公共投資は当面は横ばい圏で推移

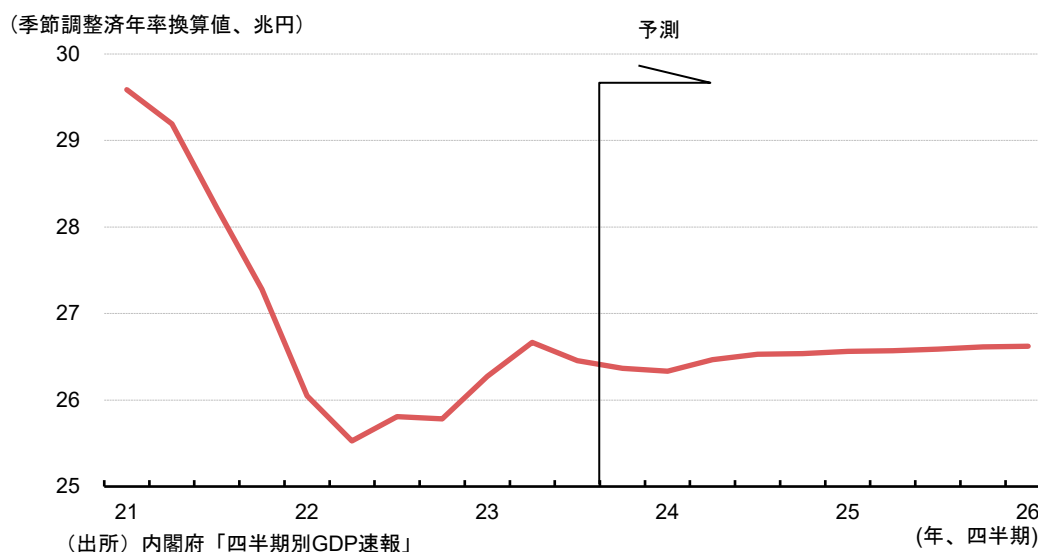
2023年7～9月期の実質公共投資は前期比-0.8%と3四半期ぶりに減少した(図表11)。2022年12月に成立した国の2022年度第2次補正予算で増額された公共事業関係費の押し上げ効果が剥落したとみられる。名目値の公共投資の前年比は+5.6%と3四半期連続で増加したものの、資材価格の上昇等を背景に公共投資デフレーターが上昇したことから、実質値の前年比は+2.6%にとどまった。

政府は、2023年7月に「国土強靱化基本計画」を閣議決定しており、2023年11月にとりまとめられた「デフレ完全脱却のための総合経済対策」では、2020年12月に閣議決定された「防災・減災、国土強靱化のための5か年加速化対策」に基づく取り組みを着実に推進するとされている。こうしたことから今後、公共事業関係の予算は大きく減少することはなさそうである。

公共投資デフレーターの上昇率は今後、低下する見込みであり、実質公共投資の年度の増加率は、2023年度は+2.2%と3年ぶりに増加し、2024年度は+0.3%、2025年度は+0.3%と予測している。

2023年7～9月期の実質政府最終消費支出は前期比+0.3%と増加した。高齢化の進展を背景に、医療給付費や介護給付費は増加傾向にあることから、実質政府最終消費支出は、2023年度は前年比+0.7%、2024年度は同+0.5%、2025年度は同+0.5%と増加が続くと予測している。

図表 11. 実質公共投資の予測





#### ④ 海外部門

##### 米国は堅調、中国も持ち直しの兆し、欧州は弱い動き

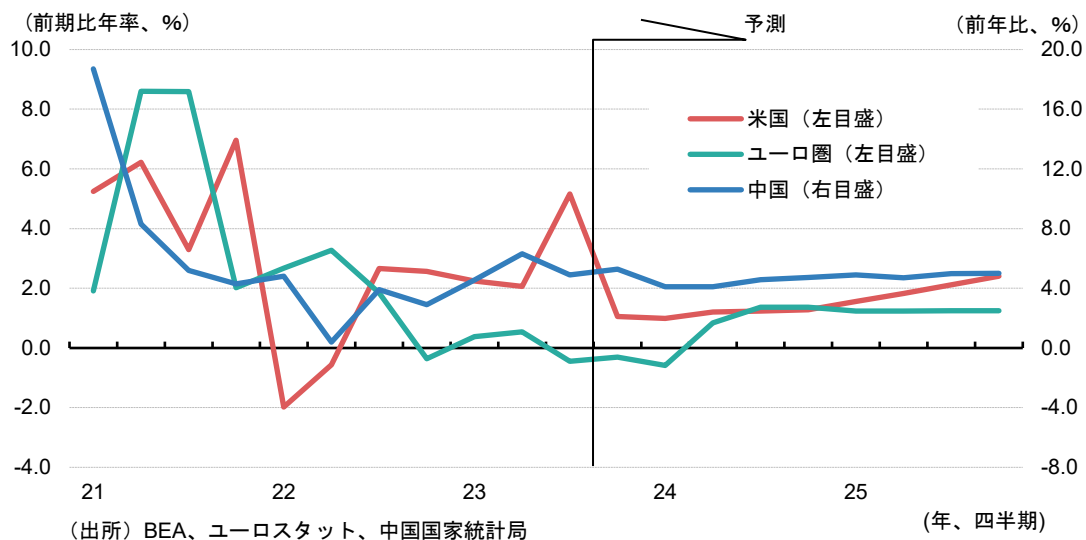
海外経済は、米国で堅調な動きが続いており、中国でも持ち直しの兆しがみられるが、欧州は弱い動きが続いている。

米国の7～9月期の実質GDP成長率は前期比年率+5.2%とおよそ2年ぶりの高成長となった(図表12)。個人消費が同+3.6%と全体をけん引したほか、設備投資、住宅投資、政府支出、輸出と最終需要が軒並み増加した。今後については、物価高や金融引き締めによるマイナスの影響がしばらく続くとみられ、潜在成長率を下回る低成長にとどまる公算が大きい。もっとも、物価上昇率の鈍化により実質可処分所得が増加に転じており、個人消費は堅調な推移が見込まれ、実質GDP成長率は、2023年の前年比+2.4%に対し、2024年は同+1.7%となる見通しである。

ユーロ圏の7～9月期の実質GDP成長率は前期比年率-0.5%と、3期ぶりのマイナス成長となった。足元10～12月期についても2期連続のマイナス成長が見込まれ、その後も政策金利の引き上げによるマイナスの効果もあって、1%程度の低成長が続くとみられる。2023年の成長率は前年比+0.5%、24年も同+0.2%にとどまる見通しである。

中国の7～9月期の実質GDP成長率は前年比+4.9%と伸び幅は縮小したが、前期比年率ベースでは+5.3%と伸びが加速した。業種別にみると、不動産業の前年割れが続いた一方、宿泊・飲食サービス業や情報サービス業の前年比での上昇幅が大きくGDP全体を押し上げた。先行きについては、経済対策による下支え効果もあり、緩やかな持ち直しの動きが続くと見込まれ、2023年の成長率は同+5.3%、24年は同+4.4%となる見通しである。

図表 12. 海外経済の予測



## ⑤ 外需部門

### 輸出入とも緩やかに増加

2023年7～9月期の実質輸出は前期比+0.4%と、2四半期連続で増加した(図表13)。サービスは減少したものの、半導体不足の緩和による自動車生産の持ち直しを背景に財貨が増加し、全体を押し上げた。

財貨の輸出は、前期比+0.5%と2四半期連続で増加した。日本銀行「実質輸出入の動向」によると、財別では自動車関連や中間財の輸出が伸びたほか、地域別では中国向けが2四半期ぶりに減少したものの、米国向けやEU向けが増加し、全体を押し上げた。

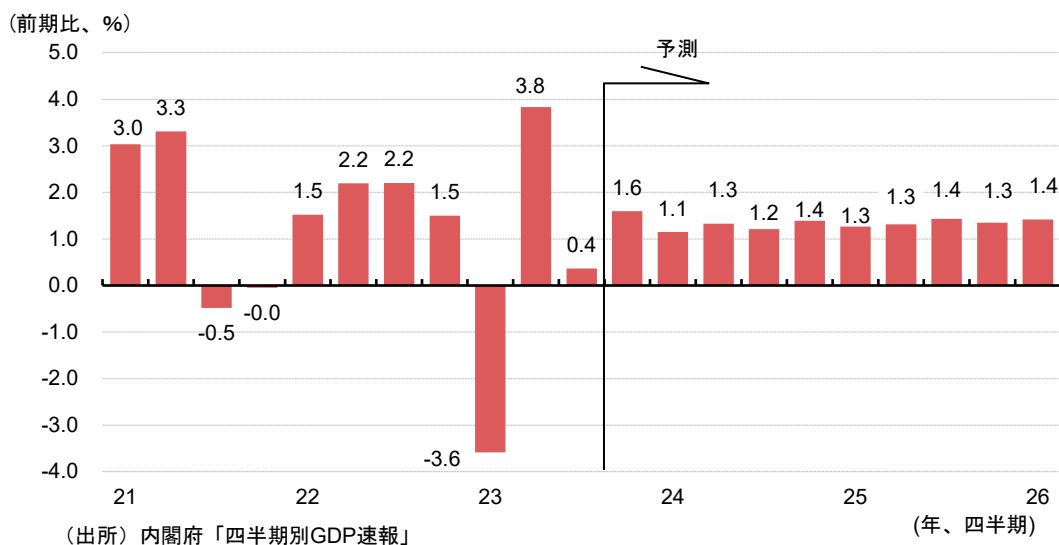
一方、サービスの輸出は前期比-0.3%と6四半期ぶりに減少した。訪日外国人数は増加が続いたものの、訪日外国人による国内消費額は5四半期ぶりに減少した。

また同期の実質輸入は前期比+0.8%と、4四半期ぶりに増加した。財貨は前期比-0.4%と3四半期連続で減少したものの、サービスが同+5.1%と3四半期連続で増加し、全体を押し上げた。財務省「貿易統計」をもとに輸入数量の動きを見ると、財貨の輸入は、化学製品や一般機械、鉱物性燃料等の品目を中心に減少したとみられる。一方、サービスの輸入は需要が高まっているクラウドサービスやネット広告といったデジタル関連を中心に増加したものと考えられる。

先行きについては、実質輸出、実質輸入ともに、緩やかな増加を続けると見込まれる。輸出については、財貨は足元で好調な自動車関連に加え、シリコンサイクルが底打ちする中で半導体・電子部品等の情報関連や半導体製造装置等の資本財も持ち直しに向かうと期待される。またサービスの輸出についても、訪日外国人の順調な回復に支えられて増加傾向で推移するとみられる。この間、輸入については、サービスが増加傾向を維持するほか、財貨も国内景気の回復に合わせて増加へ向かうと考えられる。

なお、輸出から輸入を控除した外需(純輸出)の寄与度は、2023年度は+1.2%、2024年度は-0.1%、2025年度は+0.4%を見込んでいる。

図表 13. 実質輸出の予測



## ⑥ 生産

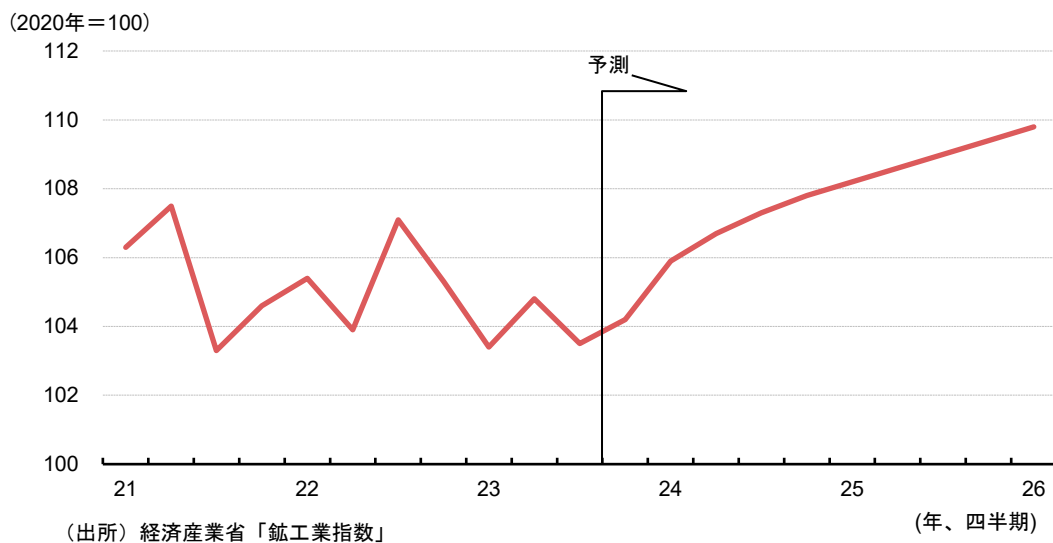
### 2024年以降は持ち直しの動きを強める

2023年7～9月期の鉱工業生産は、前期比-1.2%と2四半期ぶりに減少した(図表14)。業種別にみると、半導体不足による生産制約が緩和している自動車(前期比+0.7%)は5四半期連続で増加したものの、生産用機械工業(同-4.9%)や電気・情報通信機械工業(同-4.2%)等の業種が減少し、全体を押し下げた。月次の動向をみると、自動車は好調を維持しているものの、半導体や電子部品需要の低迷が長期化しており、生産は一進一退となっている。

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、11月は前月比-0.3%(同調査をもとにした経済産業省の予測は同-1.9%)、12月は同+3.2%と、目先は一進一退が続く見通しとなっている。2023年中は、電子部品等の在庫調整の継続や、海外景気の減速による資本財需要の低迷などの弱材料も多く、下振れリスクは大きいとみられるが、2024年以降、次第に世界経済が持ち直しに向かうことでそれらの財需要の弱さも解消に向かい、生産は持ち直しの動きを強めていくと期待される。

年度ベースでは、2023年度は前年比-0.4%と2年連続で前年比マイナスとなる見通しである。しかし、2024年度は前年比+2.8%、2025年度は同+1.6%と持ち直しに向かおう。

図表 14. 鉱工業生産指数の予測



## ⑦ 商品市況・為替・物価

**OPEC プラスの自主減産積み増しも上値重い原油相場**

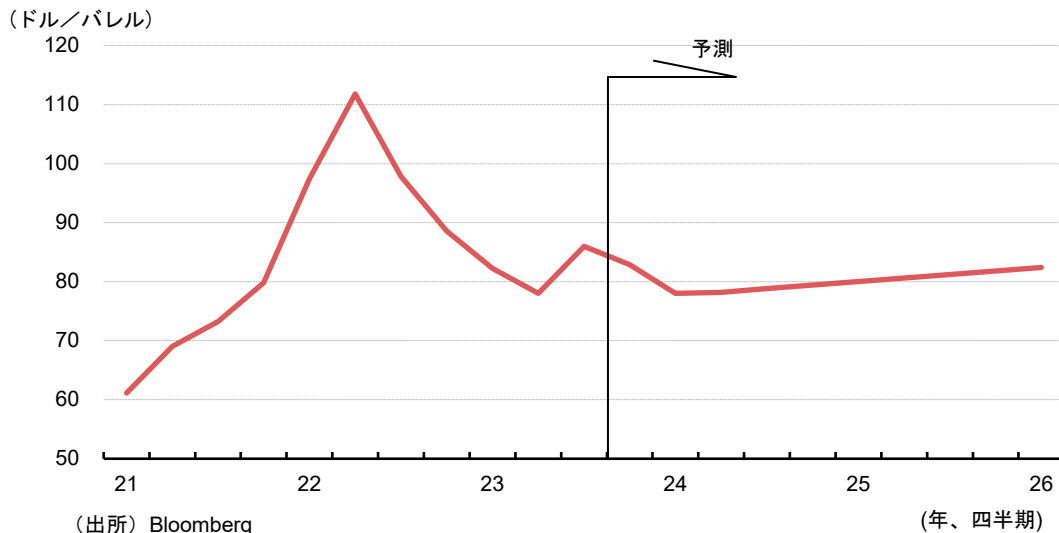
原油相場は軟調に推移している。10 月は、石油輸出国機構 (OPEC) と非 OPEC 産油国で構成する「OPEC プラス」が減産強化を見送ったうえ、堅調な米国景気を背景とした米長期金利上昇やドル高が進んだことが原油相場を下押しした。また、中国の不動産不況、全米自動車労組 (UAW) のストライキ、米国の政治混乱に伴う予算審議の難航なども需要鈍化要因として意識された。イスラム組織ハマスがイスラエルを攻撃し、中東情勢の緊迫化で原油相場が急伸する場面もあったが、周辺国への武力衝突の拡大にはつながらず、原油供給の混乱につながるような兆しはないとの見方が優勢になった。

11 月も弱めの各国の経済統計を受けて原油需要の減退観測が強まり、中東情勢への懸念が幾分後退した。こうした中で OPEC プラスは 11 月 30 日に閣僚会合を開催し、今後の原油生産方針を協議した。OPEC の盟主であるサウジアラビアは、原油需給を引き締め、価格を維持するため、協調減産を強化することを目指したとされる。しかし、閣僚級会合を延期して協議を続けたものの、OPEC プラス全体で生産目標を引き下げる追加の協調減産で合意することは見送られ、有志国による自主減産が発表されるにとどまった。

結局、1～3 月期に有志国 8 カ国で日量約 220 万バレルの自主減産を行うことが表明されたものの、全体で協調減産をまとめられなかったことや、220 万バレルのうち 130 万バレルはすでにサウジアラビアが実施していた分で、新たな減産規模が市場の期待に届かなかったことが弱材料とされた。もっとも、減産幅を積み増すことには成功しており、会合の結果は想定範囲内だったと思われる。

この会合で、アンゴラやナイジェリアが望んだ 2024 年の原油生産目標を引き上げは、結局、認められず、禍根を残し、OPEC プラスの結束力に懐疑的な見方が浮上した。先行き、OPEC プラスが供給を一定程度絞るとしても、不動産不況が続く中国経済の停滞や、これまでの利上げを受けた米国景気の減速が見込まれるため、石油需要は伸び悩み、需給は引き締まらないと考えられる。このため、原油相場は一進一退となりやすいだらう (図表 15)。サウジが減産を強化しようとする可能性もあるが、OPEC プラス内で協力を得ることは一層難しくなる。

図表 15. 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円安是正が進む

日米金利差の拡大を受けて、2022年に入って急速に円安が進み、政府・日本銀行による円買い介入が実施されたにもかかわらず、円は10月に一時対米ドルで151円台まで下落した(図表16)。その後、政府・日本銀行による断続的な円買い介入が実施されたことや、2022年12月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を受けて、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、円は2023年1月に1ドル=127円台まで反発した。

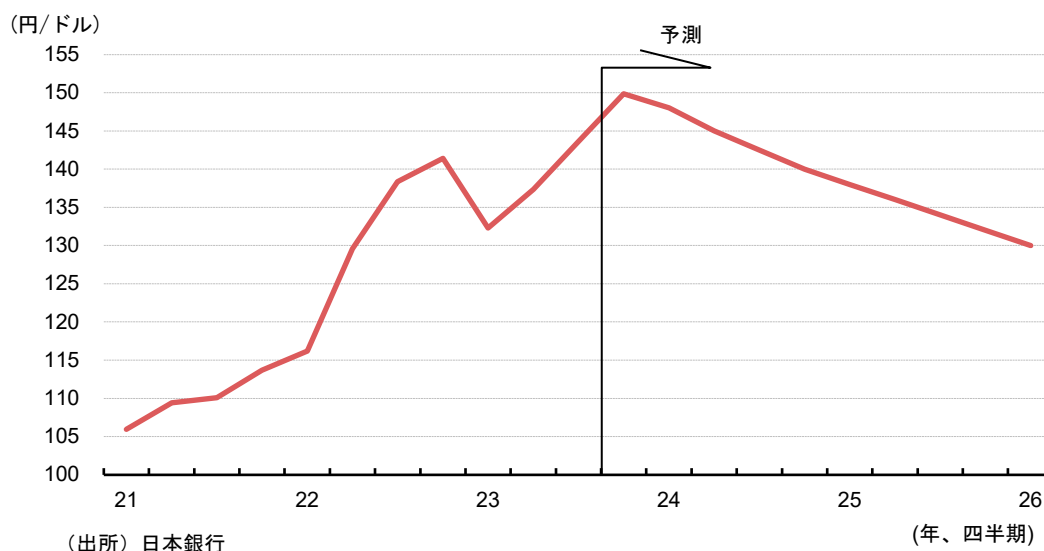
しかし、4月の植田新日銀総裁就任後の初回の金融政策決定会合で金融政策が現状維持となったことをきっかけに、当面、日本銀行の政策修正はないとの思惑が高まり、米国で追加利上げ観測が強まる中、再び円安が進行した。7月にイールドカーブコントロールの運用の柔軟化が実施され、事実上の追加金融引き締めが実施されたことで一時的に円高に振れる局面もあったが、米国の長期金利の上昇が続いたため、その後も円安の流れは続き、11月に入って1ドル=151円台まで下落した。

もっとも、米国で金融引き締めの打ち止め感が広がり、さらに早期の利下げ観測によって米長期金利が急低下したことから、12月になって円は一時141円台まで急騰した。もっとも、日米両国の金融政策の行方を見極めたとの姿勢が強まったことから、円高にもいったん歯止めがかかった。

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、今後も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、日本では金融緩和策が修正されるとの観測は根強い。円がさらに下落した局面では大規模な円買い介入が実施されるとの警戒感は強く、円の下落余地には限界がある。

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=140円台での推移が続こう。

図表 16. 円/ドルレートの予測





## 物価は高い伸びが続くも徐々に縮小へ

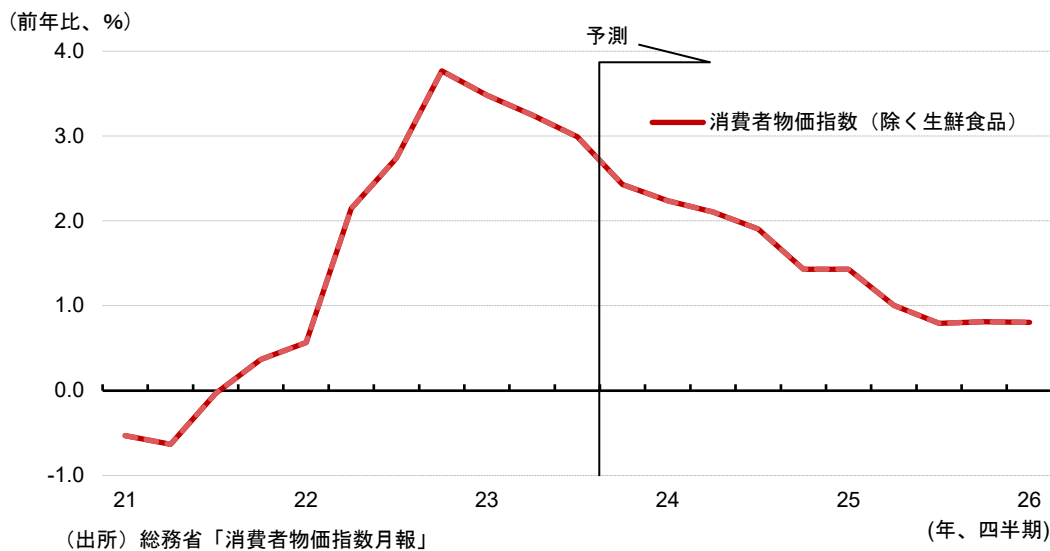
2023年7～9月期の国内企業物価は、前年比+3.0%と10四半期連続で前年比プラスとなった。飲食料品等の加工品の価格上昇が引き続き押し上げに寄与したが、電気代やガス代が前年比マイナスに転じたこともあり、前年比のプラス幅は前期から縮小した。また、同期の消費者物価(生鮮食品を除く総合:コア)は、前年比+3.0%と8四半期連続で前年比プラスとなったが、企業物価と同様にプラス幅は前期から縮小した(図表17)。

先行きについて、国内企業物価は川上の資源価格がピークアウトしていることから、前年比のプラス幅は縮小傾向で推移する見込みである。影響の大きいエネルギー価格については、円建ての原油価格が緩やかに低下していくと見込まれることに加え、2024年4月まで政府による電気代やガス代の負担緩和策、石油元売り企業への補助金が続くことから、今後も抑制的に推移する見通しである。

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、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、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と見込まれる。

年度ベースでは、2023年度の消費者物価(生鮮食品を除く総合:コア)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+2.8%と高い伸びとなる見通しである。2024年度も、政府の物価高対策による押し下げ効果が剥落することもあり、前年比+1.8%と高い伸びが維持されるが、2025年度は同+0.9%とエネルギー価格の上昇一巡により、1%程度の伸びにとどまるだろう。

図表 17. 消費者物価の予測



## ⑧ 金利

**長期金利は緩やかに上昇、短期金利引き上げには時間がかかる可能性も**

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、イールドカーブを低位に抑制してきた。しかし、2022年になって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ことを受けて、日本でも長期金利の上昇圧力が高まった（図表18）。

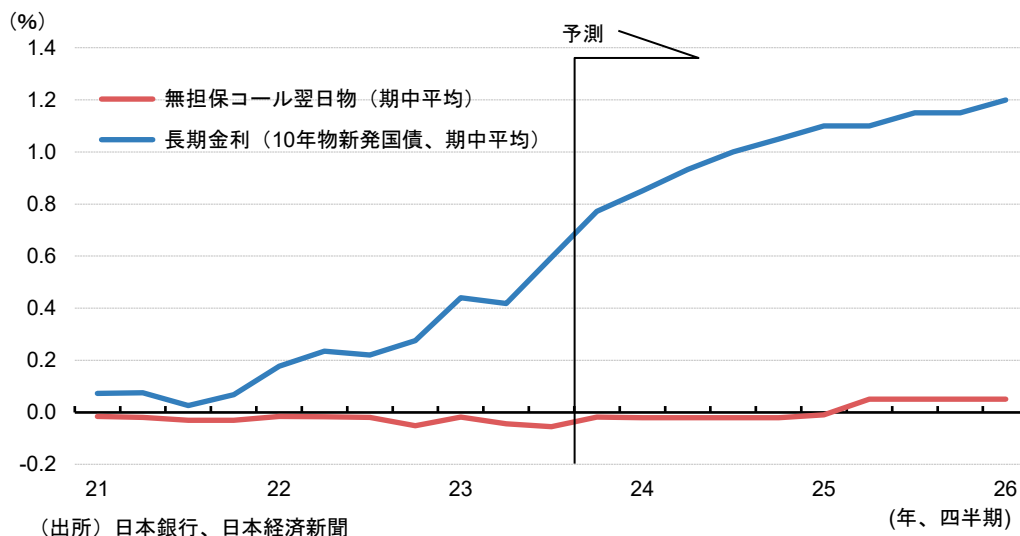
当初、日本銀行は金利上昇を徹底的に抑え込む姿勢を強めたが、イールドカーブの歪みの発生などの問題が生じたため、2022年12月の金融政策決定会合で長期金利の変動許容幅の拡大（±0.25%から±0.50%）を実施した。さらに、植田総裁の就任後、2023年7月の決定会合で指値オペの実施レートを1%に引き上げイールドカーブコントロール（YCC）の運用を柔軟化し、10月の決定会合では1%をめどとし、1%超えを容認した。

こうした修正を受けて長期金利は11月に一時0.97%まで上昇したが、米国の金融引き締め観測が後退したため上昇圧力が和らぎ、12月に入って0.6%台まで低下した。しかし、植田総裁の国会での発言から年内にもマイナス金利政策が解除されるとの思惑が高まり、金利は再び0.8%台まで上昇するなど荒っぽい動きとなった。

イールドカーブの歪みが解消しているうえ、米金利が低下する中では円金利の上昇にも限界がある。このため、日本銀行がYCC維持のために大量の国債を買い入れる必要もなくなっており、しばらくは金融政策は現状に維持されよう。しかし、長期金利の水準については、中央銀行が自由にコントロールできるものではないというのが一般的な理解であり、物価、賃金の動向を十分に確認したうえで、早ければ2023年度中にもイールドカーブコントロールは撤廃されることになるであろう。

一方、短期金利の引き上げは、明確に日本銀行の意思が示されるものであり、運用の見直しといった理由で変更できないため、引き上げのハードルは高い。2024年春闘で前年並みの高い賃上げ率が達成されれば、2024年度早々にもマイナス金利政策が解除される可能性はある。しかし、賃上げ率が緩やかにとどまる、もしくは物価上昇ペースが鈍化し、日本銀行のターゲットを下回れば、マイナス金利の解除は2025年度までずれ込む可能性がある。

図表 18. 長短金利の予測



図表 19. 日本経済予測総括表①

## 【GDP需要項目】

予測

上段は前期比%、下段は前年同期比%

	2022年度		2023年度		2024年度		2025年度		2022年度 (実績)	2023年度 (予測)	2024年度 (予測)	2025年度 (予測)
	上期	下期	上期	下期	上期	下期	上期	下期				
名目GDP	0.7 1.2	2.7 3.4	3.7 6.5	0.7 4.5	1.8 2.6	1.3 3.0	1.2 2.5	1.1 2.4	2.3	5.5	2.8	2.4
実質GDP	0.7 1.5	0.8 1.5	1.1 1.9	0.1 1.2	0.6 0.7	0.7 1.3	0.8 1.5	0.8 1.5	1.5	1.5	1.0	1.5
内需寄与度(注1)	1.1	0.8	-0.3	0.4	0.6	0.6	0.6	0.5	2.0	0.3	1.1	1.1
個人消費	1.5 3.3	0.5 2.0	-0.3 0.1	0.3 0.0	0.5 0.8	0.5 1.0	0.4 0.9	0.4 0.9	2.7	0.1	0.9	0.9
住宅投資	-3.0 -4.8	1.1 -2.0	1.6 2.7	0.8 2.4	0.7 1.6	0.2 0.9	-0.1 0.0	-0.2 -0.3	-3.4	2.5	1.2	-0.1
設備投資	3.1 2.7	1.0 4.1	-0.7 0.2	1.5 0.8	2.2 3.8	1.8 4.0	1.4 3.2	1.2 2.6	3.4	0.5	3.9	2.9
民間在庫(注1)	-0.1	0.1	-0.2	-0.1	-0.1	-0.0	0.0	0.0	0.1	-0.1	-0.2	0.0
政府支出	0.1 -1.2	1.0 1.0	0.4 1.2	0.1 0.6	0.3 0.4	0.2 0.6	0.2 0.5	0.2 0.5	-0.1	0.9	0.5	0.5
政府最終消費	1.1 1.0	0.7 1.9	0.2 0.9	0.3 0.5	0.3 0.5	0.3 0.5	0.3 0.5	0.3 0.5	1.4	0.7	0.5	0.5
公共投資	-3.7 -10.2	1.4 -2.6	2.0 3.6	-0.8 1.1	0.6 -0.1	0.2 0.7	0.1 0.3	0.1 0.2	-6.1	2.2	0.3	0.3
外需寄与度(注1)	-0.4	-0.0	1.4	-0.3	-0.0	0.1	0.2	0.2	-0.5	1.2	-0.1	0.4
輸出	4.1 4.6	0.8 4.9	2.1 3.1	2.4 4.5	2.5 5.0	2.6 5.2	2.7 5.4	2.8 5.5	4.7	3.8	5.1	5.5
輸入	6.2 6.9	0.9 7.3	-3.7 -2.9	3.4 -0.4	2.5 5.9	1.9 4.5	1.8 3.7	1.8 3.6	7.1	-1.6	5.2	3.6
GDPデフレーター(注2)	-0.3	1.9	4.5	3.2	1.9	1.7	1.0	0.8	0.8	3.9	1.8	0.9

(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

	2022年度		2023年度		2024年度		2025年度		2022年度 (実績)	2023年度 (予測)	2024年度 (予測)	2025年度 (予測)
	上期	下期	上期	下期	上期	下期	上期	下期				
米国実質GDP (前期比年率%、暦年)	0.5	1.8	2.3	3.3	1.1	1.2	1.6	2.1	1.9	2.4	1.7	1.6
ユーロ圏実質GDP (前期比年率%、暦年)	2.7	1.6	0.2	-0.2	-0.2	1.2	1.3	1.2	3.4	0.5	0.2	1.3
中国実質GDP(前年比、暦年)	2.5	3.4	5.5	5.1	4.1	4.6	4.8	5.0	3.0	5.3	4.4	4.9
ドル円相場(円/ドル)	134.0	136.8	140.9	148.1	142.5	138.0	135.0	131.0	135.4	144.5	140.3	133.0
無担保コール翌日物(%)	-0.019	-0.035	-0.049	-0.019	-0.020	-0.015	0.050	0.050	-0.027	-0.034	-0.018	0.050
TIBOR3ヶ月	-0.025	-0.009	-0.005	0.022	0.030	0.075	0.150	0.150	-0.017	0.008	0.053	0.150
長期金利(新発10年国債)	0.23	0.36	0.51	0.81	0.97	1.08	1.13	1.18	0.29	0.66	1.02	1.15
原油価格(WTI、ドル/バレル)	100.0	79.4	78.0	76.5	74.5	75.7	76.9	78.1	89.7	77.2	75.1	77.5
原油価格(北海ブレント、ドル/バレル)	104.8	85.4	82.0	80.5	78.5	79.7	80.9	82.1	95.1	81.2	79.1	81.5

図表 20. 日本経済予測総括表②

## 【外需(輸出入)】

予測

	2022年度		2023年度		2024年度		2025年度		2022年度 (実績)	2023年度 (予測)	2024年度 (予測)	2025年度 (予測)
	上期	下期	上期	下期	上期	下期	上期	下期				
輸出額(円ベース、前年比)	19.5	11.8	1.4	7.0	6.6	2.1	2.8	3.1	15.5	4.2	4.3	2.9
数量(前年比)	-0.3	-4.2	-3.3	2.2	2.9	3.0	3.2	3.4	-2.3	-0.6	3.0	3.3
数量(前期比)	-0.1	-4.1	0.9	1.4	1.5	1.5	1.6	1.8				
輸入額(円ベース、前年比)	44.5	22.3	-12.7	-4.1	4.2	-1.3	0.0	0.3	32.5	-8.4	1.3	0.2
数量(前年比)	0.2	-3.9	-5.9	-0.4	3.2	2.4	1.6	1.5	-1.9	-3.1	2.8	1.5
数量(前期比)	0.0	-3.8	-1.6	1.6	1.6	0.8	0.7	0.7				
輸出超過額(兆円)	-11.1	-10.9	-2.7	-5.0	-1.6	-3.1	-0.1	-1.7	-22.0	-7.7	-4.7	-1.8
経常収支(兆円)(注)	3.7	4.6	12.0	11.7	12.4	12.6	12.9	13.2	8.3	23.5	24.6	25.8
貿易収支(兆円)	-9.3	-8.9	-1.7	-2.1	-1.0	-0.3	0.4	1.1	-18.0	-3.5	-0.9	2.0
サービス収支(兆円)	-3.1	-2.4	-2.1	-2.5	-2.6	-2.7	-2.7	-2.8	-5.4	-4.8	-5.6	-5.9
第一次所得収支(兆円)	17.2	17.7	17.8	18.4	18.0	17.6	17.3	17.0	34.7	35.9	35.3	33.8

(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

	2022年度		2023年度		2024年度		2025年度		2022年度 (実績)	2023年度 (予測)	2024年度 (予測)	2025年度 (予測)
	上期	下期	上期	下期	上期	下期	上期	下期				
鉱工業生産 (上段は前期比%、下段は前年比%)	0.5	-1.0	-0.2	0.9	1.8	0.9	0.7	0.7	-0.3	-0.4	2.8	1.6
在庫指数 (上段は前期比%、下段は前年比%、期末値)	2.0	0.4	-0.2	-2.6	-1.2	-0.5	-0.2	-0.2	2.3	-2.8	-1.7	-0.4
売上高(法人企業統計、前年比%)	7.7	5.6	5.4	3.8	2.5	2.0	1.5	1.4	6.6	4.5	2.3	1.5
経常利益(法人企業統計、前年比%)	17.9	0.8	15.1	17.2	5.7	7.7	6.4	6.0	8.8	16.2	6.7	6.2

## 【所得・雇用】

予測

前年同期比%

	2022年度		2023年度		2024年度		2025年度		2022年度 (実績)	2023年度 (予測)	2024年度 (予測)	2025年度 (予測)
	上期	下期	上期	下期	上期	下期	上期	下期				
一人当たり賃金(注1)	1.7	2.1	1.4	1.5	1.4	1.4	1.3	1.2	1.9	1.5	1.4	1.2
所定内給与	1.2	1.0	1.2	1.3	1.2	1.3	1.2	1.1	1.1	1.3	1.3	1.1
所定外給与	5.1	3.1	0.3	0.6	0.7	0.9	0.8	0.7	4.1	0.5	0.8	0.7
実質賃金指数(注1)	-1.4	-2.3	-2.3	-1.4	-0.8	-0.1	0.2	0.2	-1.9	-1.8	-0.5	0.2
春闘賃上げ率(注2)									2.20	3.60	3.20	2.60
雇用者数	0.6	0.5	0.6	0.8	0.5	0.4	0.4	0.3	0.6	0.7	0.4	0.4
雇用者報酬(注3)	2.1	2.6	2.1	2.2	2.0	1.8	1.6	1.5	2.4	2.1	1.9	1.5
完全失業率(季調値%)	2.6	2.6	2.6	2.5	2.4	2.3	2.3	2.2	2.6	2.6	2.4	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%

	2022年度		2023年度		2024年度		2025年度		2022年度 (実績)	2023年度 (予測)	2024年度 (予測)	2025年度 (予測)
	上期	下期	上期	下期	上期	下期	上期	下期				
国内企業物価	9.8	9.1	4.0	-0.3	1.2	1.9	0.4	0.2	9.5	1.8	1.5	0.3
消費者物価	2.6	3.8	3.3	2.5	2.0	1.4	1.0	0.9	3.2	2.9	1.7	1.0
生鮮食品を除く総合	2.4	3.6	3.1	2.5	2.2	1.5	1.0	0.9	3.0	2.8	1.8	0.9
生鮮食品及びエネルギーを除く総合	1.2	3.1	4.2	3.6	1.9	1.1	1.0	1.0	2.2	3.9	1.5	1.0

図表 21. 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%

	2022年度		2023年度		2024年度		2025年度		2022年度	2023年度	2024年度	2025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	85.8	86.4	80.6	80.9	81.3	81.1	80.8	80.5	86.1	80.7	81.2	80.4
	-0.6	-0.5	-6.2	-6.3	1.0	0.1	-0.9	-0.9	-0.6	-6.3	0.6	-0.9
持家	25.5	24.1	22.8	22.2	22.6	22.5	22.4	22.3	24.8	22.5	22.5	22.3
	-10.9	-12.8	-10.2	-8.0	-1.0	1.1	-0.9	-0.9	-11.8	-9.2	-0.0	-0.9
貸家	34.2	35.3	34.1	34.2	34.1	33.8	33.6	33.3	34.7	34.2	34.0	33.4
	4.4	5.7	-0.4	-3.0	-0.2	-1.2	-1.6	-1.8	5.0	-1.6	-0.7	-1.7
分譲	25.6	26.4	23.1	24.0	24.2	24.3	24.3	24.4	26.0	23.5	24.2	24.2
	4.8	4.2	-10.0	-9.1	5.2	1.0	0.0	0.2	4.5	-9.6	3.1	0.1

(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 22. 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%

	2022年度				2023年度				2024年度				2025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	0.9	-0.3	1.7	2.2	2.6	-0.0	0.4	0.7	1.1	0.7	0.5	0.9	0.5	0.6	0.4	0.8
	前期比年率	3.6	-1.4	7.0	9.3	10.7	-0.0	1.6	2.8	4.5	2.8	2.1	3.5	1.8	2.5	1.6	3.3
	前年比	1.1	1.2	2.0	4.9	6.1	6.9	5.0	3.9	2.3	3.0	2.9	3.2	2.5	2.4	2.3	2.4
実質GDP	前期比	1.1	-0.1	0.2	1.2	0.9	-0.7	0.4	0.2	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
	前期比年率	4.4	-0.4	1.0	5.0	3.6	-2.9	1.4	0.8	1.3	1.3	1.5	1.5	1.5	1.6	1.5	1.5
	前年比	1.5	1.5	0.5	2.5	2.2	1.5	1.7	0.8	0.2	1.2	1.2	1.5	1.4	1.5	1.5	1.6
内需寄与度(注1)																	
個人消費		1.0	0.4	-0.2	1.6	-0.7	-0.6	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2
		2.0	0.1	-0.0	0.9	-0.6	-0.2	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
住宅投資		2.7	3.9	1.0	3.1	0.3	-0.0	0.3	-0.2	0.6	1.0	1.0	1.0	0.9	0.9	0.9	0.9
		-2.6	0.4	0.7	0.3	1.7	-0.5	1.0	0.2	0.5	0.2	0.1	0.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
設備投資		-5.5	-4.2	-2.8	-1.3	3.2	2.2	2.5	2.3	1.2	1.9	0.9	0.8	0.2	-0.1	-0.3	-0.4
		2.1	1.8	-0.8	1.8	-1.3	-0.4	1.0	1.5	1.0	0.9	0.9	0.8	0.7	0.6	0.6	0.6
民間在庫(注1)		1.1	4.2	2.9	5.1	1.5	-1.0	0.8	0.8	3.1	4.4	4.3	3.7	3.4	3.0	2.7	2.5
		-0.4	0.0	-0.2	0.7	-0.3	-0.5	0.2	-0.1	-0.1	-0.0	-0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
政府支出		0.2	0.1	0.7	0.5	0.1	0.1	-0.0	0.0	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
		-0.9	-1.5	0.6	1.5	1.2	1.3	0.8	0.4	0.4	0.4	0.5	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
政府最終消費		0.7	0.2	0.5	0.2	-0.1	0.3	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1	0.2	0.1	0.2	0.1
		1.5	0.4	2.1	1.6	0.8	1.0	0.5	0.4	0.6	0.4	0.5	0.5	0.6	0.5	0.6	0.5
公共投資		-2.0	1.1	-0.1	1.9	1.5	-0.8	-0.3	-0.1	0.5	0.2	0.0	0.1	0.0	0.1	0.1	0.0
		-12.3	-8.2	-5.7	0.6	4.7	2.6	2.1	0.1	-0.6	0.3	0.6	0.8	0.4	0.3	0.3	0.2
外需寄与度(注1)																	
輸出		0.1	-0.5	0.4	-0.4	1.6	-0.1	-0.2	-0.2	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
		2.2	2.2	1.5	-3.6	3.8	0.4	1.6	1.1	1.3	1.2	1.4	1.3	1.3	1.4	1.3	1.4
輸入		3.1	6.1	7.6	2.1	3.9	2.3	2.0	7.0	4.5	5.5	5.2	5.3	5.3	5.6	5.5	5.6
		1.5	4.9	-0.7	-1.5	-3.3	0.8	2.1	1.7	1.1	1.1	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
GDPデフレーター(注2)																	
		-0.3	-0.3	1.5	2.3	3.8	5.3	3.3	3.1	2.1	1.7	1.7	1.7	1.0	0.9	0.8	0.8

(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

	2022年度				2023年度				2024年度				2025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%)	-0.6	2.7	2.6	2.2	2.1	5.2	1.1	1.0	1.2	1.2	1.3	1.6	1.8	2.1	2.4	
ユーロ圏実質GDP (前期比年率%)	3.3	1.8	-0.4	0.4	0.5	-0.5	-0.3	-0.6	0.8	1.4	1.4	1.2	1.2	1.2	1.2	
中国実質GDP(前年比)	0.4	3.9	2.9	4.5	6.3	4.9	5.3	4.1	4.1	4.6	4.7	4.9	4.7	5.0	5.0	
ドル円相場(円/ドル)	129.6	138.4	141.4	132.3	137.4	144.5	149.2	147.0	144.0	141.0	139.0	137.0	136.0	134.0	132.0	130.0
無担保コール翌日物(%)	-0.017	-0.020	-0.051	-0.019	-0.044	-0.055	-0.018	-0.020	-0.020	-0.020	-0.020	-0.010	0.050	0.050	0.050	0.050
TIBOR3ヶ月(%)	-0.037	-0.012	-0.014	-0.004	-0.008	-0.003	0.014	0.030	0.030	0.030	0.050	0.100	0.150	0.150	0.150	0.150
長期金利(新発10年国債)	0.23	0.22	0.28	0.44	0.42	0.60	0.77	0.85	0.93	1.00	1.05	1.10	1.10	1.15	1.15	1.20
原油価格(WTI,ドル/バレル)	108.4	91.6	82.6	76.1	73.8	82.3	79.0	74.0	74.2	74.8	75.4	76.0	76.6	77.2	77.8	78.4
原油価格(北海ブレント,ドル/バレル)	111.8	97.8	88.6	82.2	78.0	86.0	82.9	78.0	78.2	78.8	79.4	80.0	80.6	81.2	81.8	82.4

図表 23. 日本経済予測総括表(四半期ベース)②

## 【外需(輸出入)】

	2022年度				2023年度				2024年度				2025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)	15.9	23.2	18.7	4.8	1.6	1.1	4.0	10.3	8.8	4.6	1.7	2.5	2.7	2.9	3.0	3.2
数量(前年比)	-2.6	2.1	-1.2	-7.3	-4.0	-2.6	0.1	4.5	3.3	2.6	3.0	3.0	3.0	3.3	3.3	3.5
数量(前期比)	-1.4	0.3	-2.5	-3.7	2.0	1.5	0.3	0.7	0.8	0.7	0.8	0.7	0.8	0.9	0.8	0.9
輸入額(円ベース、前年比)	41.0	47.7	34.4	10.8	-8.8	-16.1	-9.9	2.6	5.3	3.2	-1.7	-1.0	0.1	-0.1	0.2	0.5
数量(前年比)	-0.8	1.2	-3.0	-4.8	-5.3	-6.4	-2.9	2.3	3.1	3.3	2.9	1.9	1.7	1.5	1.5	1.5
数量(前期比)	-0.7	0.3	-2.4	-3.1	-0.2	0.4	0.7	1.4	0.6	0.6	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
輸出超過額(兆円)	-4.7	-6.4	-5.8	-5.2	-1.8	-0.9	-1.5	-3.5	-1.0	-0.6	-0.5	-2.6	-0.3	0.2	0.3	-1.9
経常収支(兆円)(注)	2.9	0.8	2.2	2.4	5.9	6.2	6.0	5.7	6.2	6.2	6.3	6.3	6.4	6.5	6.6	6.7
貿易収支(兆円)	-3.7	-5.6	-5.2	-3.7	-1.0	-0.7	-1.0	-1.2	-0.6	-0.4	-0.2	-0.1	0.1	0.3	0.4	0.7
サービス収支(兆円)	-1.1	-2.0	-1.1	-1.3	-0.7	-1.3	-1.3	-1.3	-1.3	-1.3	-1.3	-1.3	-1.4	-1.4	-1.4	-1.4
第一次所得収支(兆円)	8.3	8.8	9.1	8.6	8.6	9.2	9.2	9.2	9.1	9.0	8.9	8.8	8.7	8.6	8.5	8.4

(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】

	2022年度				2023年度				2024年度				2025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	-1.4	3.1	-1.7	-1.8	1.4	-1.2	0.7	1.6	0.8	0.6	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
(上段は前期比%、下段は前年比%)	-3.4	4.0	-0.2	-1.3	1.0	-3.6	-1.3	2.7	1.9	3.5	3.3	2.3	1.8	1.5	1.5	1.6
在庫指数	-1.5	3.5	-0.3	0.7	1.9	-2.1	-1.5	-1.1	-0.7	-0.5	-0.3	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
(上段は前期比%、下段は前年比%、期末値)	4.7	6.2	2.7	2.3	5.9	0.2	0.2	-2.8	-5.4	-3.8	-2.0	-1.7	-1.1	-0.7	-0.1	-0.4
売上高(法人企業統計、前年比%)	7.2	8.3	6.1	5.0	5.8	5.0	3.7	3.9	2.9	2.2	2.2	1.9	1.6	1.5	1.4	1.3
経常利益(法人企業統計、前年比%)	17.6	18.3	-2.8	4.3	11.6	20.1	20.5	14.2	4.9	6.9	7.8	7.6	6.4	6.5	6.1	6.0

## 【所得・雇用】

	2022年度				2023年度				2024年度				2025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)	1.6	1.7	2.9	1.0	2.0	0.9	1.6	1.3	1.2	1.6	1.5	1.3	1.2	1.4	1.3	1.1
所定内給与	1.1	1.3	1.3	0.7	1.2	1.2	1.3	1.3	1.1	1.4	1.3	1.3	1.1	1.3	1.1	1.1
所定外給与	5.1	5.2	5.3	1.0	0.6	-0.1	0.5	0.8	0.5	1.0	1.0	0.8	0.8	0.7	0.7	0.6
実質賃金指数(注1)	-1.3	-1.6	-1.7	-3.1	-1.9	-2.8	-1.3	-1.5	-1.1	-0.5	-0.0	-0.3	0.0	0.4	0.2	0.0
雇用者数	0.7	0.5	0.7	0.4	0.5	0.6	0.8	0.8	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3
雇用者報酬(注2)	2.2	2.1	3.3	1.6	2.6	1.5	2.1	2.3	1.9	2.2	1.8	1.8	1.6	1.5	1.5	1.5
完全失業率(季調値%)	2.6	2.6	2.5	2.6	2.6	2.6	2.5	2.5	2.5	2.4	2.4	2.3	2.3	2.2	2.2	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)GDPベースで名目値

## 【物価】

	2022年度				2023年度				2024年度				2025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	9.8	9.8	10.1	8.3	5.0	3.0	0.2	-0.8	0.9	1.4	1.7	2.2	0.7	0.2	0.2	0.2
消費者物価	2.4	2.9	3.9	3.6	3.4	3.1	2.5	2.5	2.1	1.9	1.4	1.4	1.0	0.9	0.9	1.0
生鮮食品を除く総合	2.1	2.7	3.8	3.5	3.2	3.0	2.5	2.4	2.3	2.0	1.5	1.5	1.1	0.9	0.9	0.8
生鮮食品及びエネルギーを除く総合	0.8	1.5	2.8	3.5	4.2	4.3	3.8	3.3	2.1	1.6	1.2	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0

図表 24. 日本経済予測総括表(四半期ベース)③

## 【新設住宅着工】

	2022年度				2023年度				2024年度				2025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	85.3	86.3	85.1	87.6	81.5	79.7	80.4	81.4	81.4	81.3	81.1	81.0	80.9	80.7	80.5	80.4
	-1.3	0.0	-1.6	0.6	-4.7	-7.7	-5.6	-7.1	0.0	2.1	0.9	-0.7	-0.9	-1.0	-1.0	-0.8
持家	25.7	25.2	24.2	23.9	22.7	23.0	22.0	22.5	22.6	22.6	22.5	22.5	22.4	22.4	22.3	22.3
	-8.9	-12.8	-15.7	-8.9	-11.9	-8.6	-9.6	-6.0	-0.3	-1.7	2.4	-0.4	-1.0	-0.9	-1.0	-0.8
貸家	33.9	34.4	34.9	35.7	34.6	33.7	34.2	34.3	34.1	34.0	33.9	33.8	33.6	33.5	33.4	33.2
	2.5	6.3	8.4	3.0	2.0	-2.6	-2.1	-3.9	-1.3	1.0	-0.9	-1.6	-1.5	-1.7	-1.8	-1.7
分譲	25.1	26.0	25.4	27.5	23.6	22.5	23.8	24.1	24.2	24.2	24.3	24.3	24.3	24.4	24.4	24.4
	2.7	7.1	1.8	6.5	-6.6	-13.5	-5.8	-12.1	2.6	8.0	2.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.4

(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

## ー ご利用に際して ー

- 本資料は、執筆時点で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、当社の統一した見解を示すものではありません。
- 本資料に基づくお客さまの決定、行為、およ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、お客さま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。