



SOMPO インスティテュート・プラス
安心・安全・健康のテーマパーク

日本経済の見通し

2023年3月31日

SOMPO インスティテュート・プラス株式会社

企画・公共政策 マクロ経済チーム

目次

1. 経済・物価見通し …… P2～P6

- 見通しの概要(メインシナリオ)
- 実質GDPとコアCPIの見通し
- メインシナリオに対するリスク

2. 各分野のポイント …… P7～P19

- 海外経済、金融・商品市場、政府支出
- 主要需要項目(輸出・設備投資・個人消費)とその背景
- 消費者物価

3. トピック解説 …… P20～P23

- 中国不動産市況の低迷
- 中国人観光客の往来再開効果
- 転職市場は拡大するか

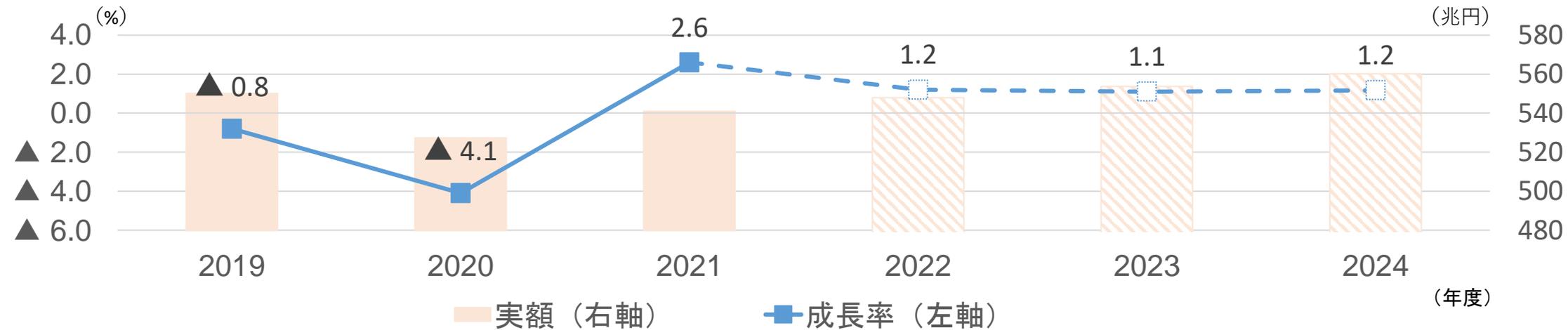


1. 経済・物価見通し

見通しの概要(メインシナリオ)

- ◇**実質GDP**は、外需減速の影響を受けるものの、当面は経済活動の正常化、その後はコストプッシュインフレの収束等を背景に、内需中心の緩やかな成長を続ける(2022年度+1.2%、23年度+1.1%、24年度+1.2%)。
- ◇**コアCPI**は、エネルギー価格の振れを伴いつつ、財価格中心のコストプッシュインフレが徐々に収束に向かうことから、前年比上昇率が低下する(22年度+3.0%、23年度+2.1%、24年度+1.3%)。この間、サービス価格は賃金上昇に伴い緩やかに加速するが、コストプッシュインフレ収束の影響を打ち消すほど強い動きにはならない。
- ◇**海外経済**は、米欧を中心とする引き締めの金融環境の継続から減速感を強めるが、米国景気の底堅さや中国の経済成長などから大規模な景気後退は回避されると想定する。
- ◇**輸出**は、サービス輸出(インバウンド消費)は回復を続けるが、海外経済減速から全体では緩やかな伸びに止まる。
- ◇**設備投資**は、輸出向けの弱さもあって、高い伸びでの着地が見込まれる22年度対比では幾分減速するが、省力化や脱炭素対応の投資を中心に緩やかな回復を続ける。
- ◇**個人消費**は、ペントアップ需要の増加ペース鈍化から22年度対比では減速するものの、賃金上昇とコストプッシュインフレの低下により実質賃金の悪化が徐々に和らぐことから、緩やかな回復を続ける。

実質GDPの見通し



年度	今回	前回※1
2020 (実績)	▲4.1%	
2021 (実績)	+2.6%	
2022 (予測)	+1.2%	-
2023 (予測)	+1.1%	-
2024 (予測)	+1.2%	-

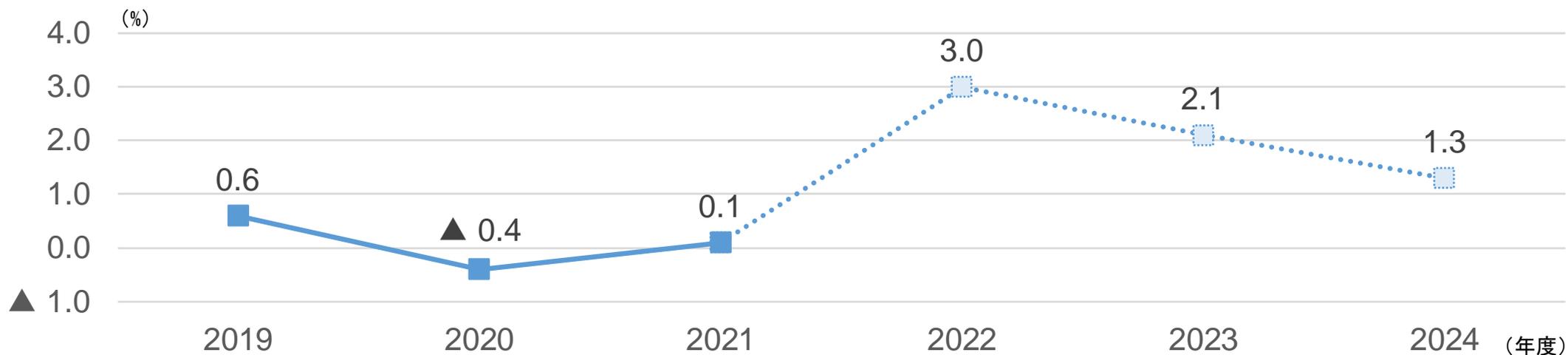
	民間最終消費	民間設備投資	政府支出※2	輸出
2023	0.72%	0.30%	0.18%	0.38%
2024	0.63%	0.38%	0.16%	0.46%

※1: 前回見通しはない

※2: 政府支出 = 政府最終消費 + 公的資本形成

※3: 民間最終消費・民間設備投資・政府支出・輸出は寄与度

コアCPI(除く生鮮食品)の見通し



年度	今回	前回※1
2020 (実績)	▲0.4%	
2021 (実績)	+0.1%	
2022 (予測)	+3.0%	-
2023 (予測)	+2.1%	-
2024 (予測)	+1.3%	-

メインシナリオに対するリスク

【ダウンサイド】

- ◇**米国経済のオーバーキル**。メインシナリオでは、FRBは引き締め的な金融環境を維持しつつも、2023年度前半の利上げ停止により大幅な景気後退や破綻金融機関の続出を回避すると想定しているが、仮にFRBが国内インフレ率の低下をより優先する場合には、米国、ひいては世界景気が想定以上に悪化するリスクがある。
- ◇**中国経済の下振れ**。ゼロコロナ政策終了の効果等から中国政府が掲げる5%前後成長(23年)は達成可能と想定するが、不動産市況の低迷や若年層の雇用回復の遅れが消費者マインドの慎重化につながるリスクはある。
- ◇**日銀の金融緩和修正による金融市場の動揺**。日銀は現行政策の修正に段階的に動くものの、緩和的な金融環境の維持には引き続き注力すると想定しているが、修正のタイミングやその際の市場とのコミュニケーション次第では、意図せざる長期金利の急騰や急激な円高、株価の大幅下落を招くリスクを伴う。

【アップサイド】

- ◇**中国経済の上振れ**。22年の成長率が低めで着地したこと(3%)などを踏まえると、中国の経済成長率にはアップサイドのリスクも存在する。
- ◇**個人消費の上振れ**。高い賃上げが23年春以降も続く場合や、経済活動水準の正常化後もペントアップ需要の増加が根強く続く場合には、23~24年度の個人消費(ひいては24年度のコアCPI)が上振れる可能性がある。

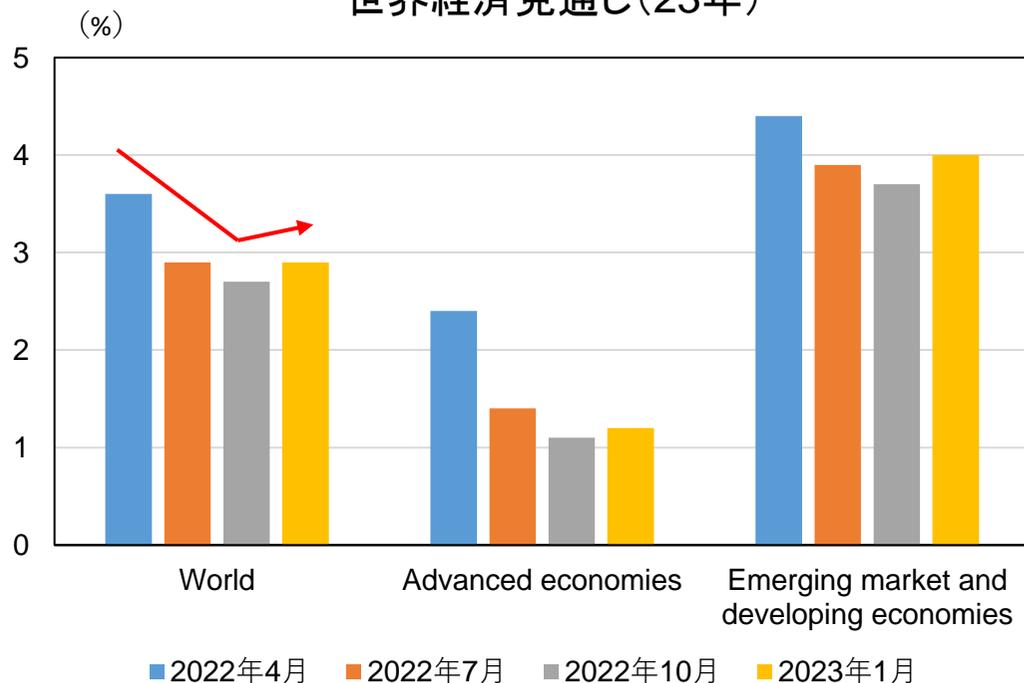


2. 各分野のポイント

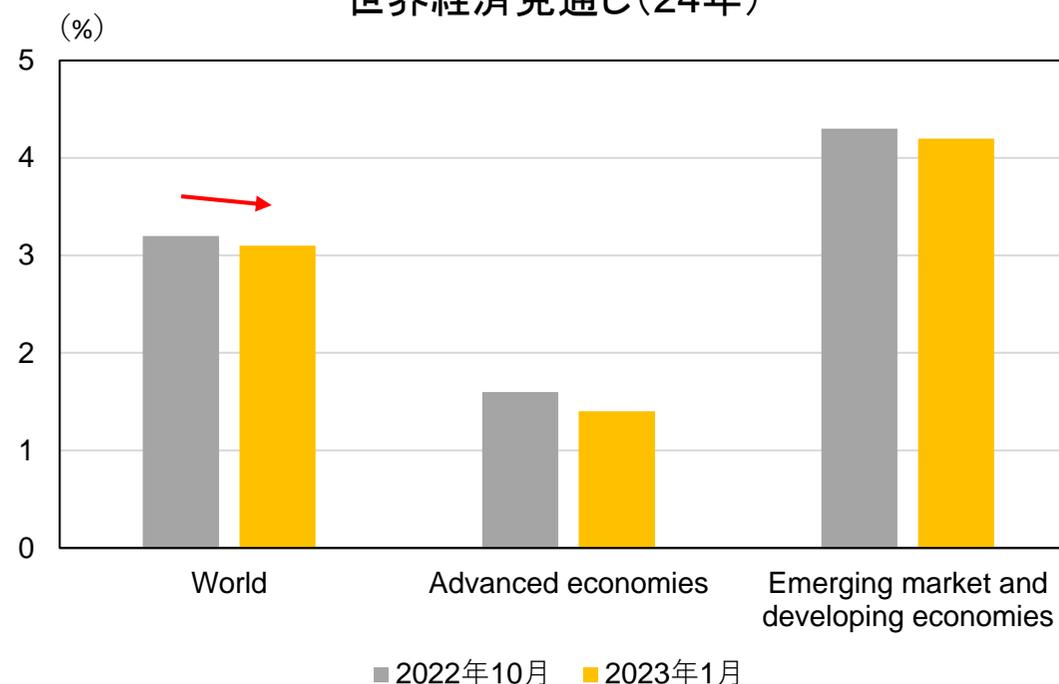
海外経済

- IMFの23年1月時点予測では、23年の世界経済成長率は2.9%と、前回22年10月時点からは幾分上方修正されているが、22年実績見込みの3.1%からは小幅鈍化する見通し。24年の成長率は3.1%に戻る見通しであるが、はっきりとした加速感には欠ける展開。
- 中国はゼロコロナ政策の終了を受けて景気が再び回復軌道に乗る見込み。一方、インフレ高進に対応した米欧の利上げは世界景気の減速要因。また、足もとの米欧金融不安は、さらなる景気抑制要因になり得る。

世界経済見通し(23年)



世界経済見通し(24年)

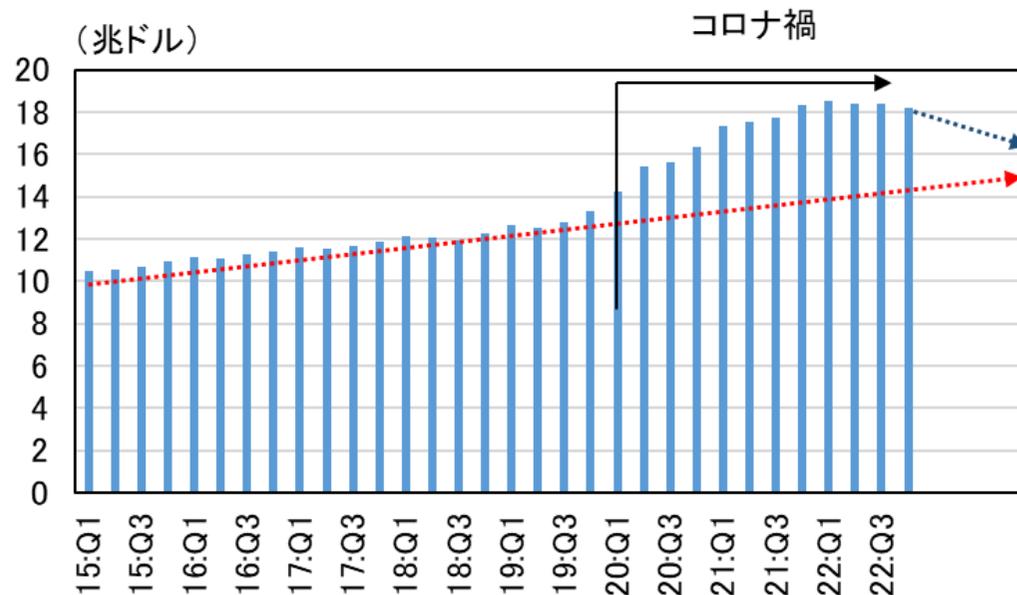


(出典)IMF「World Economic Outlook」

米国経済

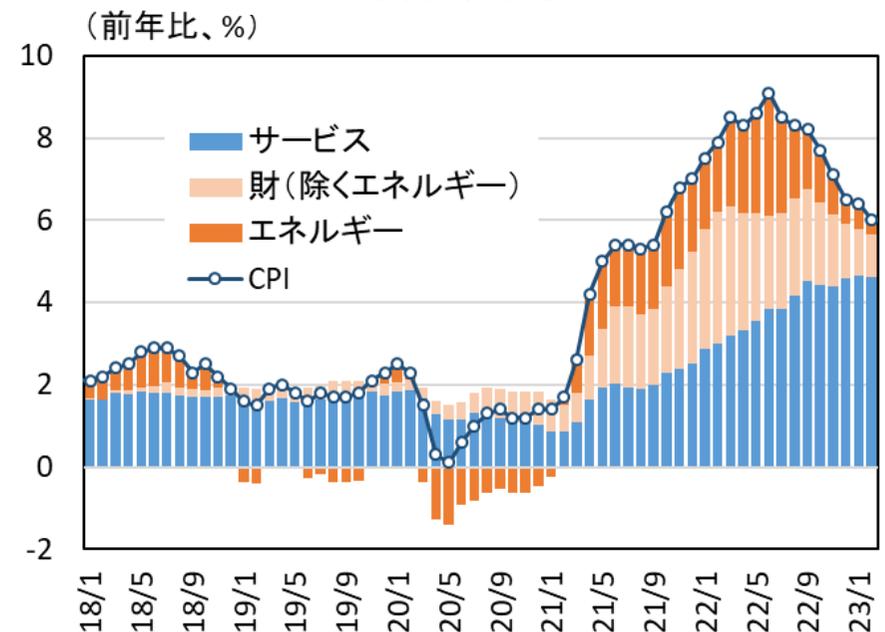
- 米国経済については、度重なる利上げなどを背景に減速局面を続けるものの、個人消費の底堅さなどからプラスの成長率は維持すると見込む。新型コロナの流行下で積み上がった過剰貯蓄の残存やタイトな雇用環境が、個人消費を下支える。
- 米国の消費者物価については、既にピークアウトしている財・エネルギー価格を中心に引き続き上昇率が低下する見通し。ただし、賃金上昇を背景としたサービス価格の上昇が落ち着くまでには時間がかかるため、FRBが目標とする2%は引き続き上回って推移する可能性が高い。

米国 家計貯蓄額の推移



(出典)米国連邦準備制度理事会(FRB)

米国 消費者物価指数(CPI)



(出典)米労働省

国際金融市場

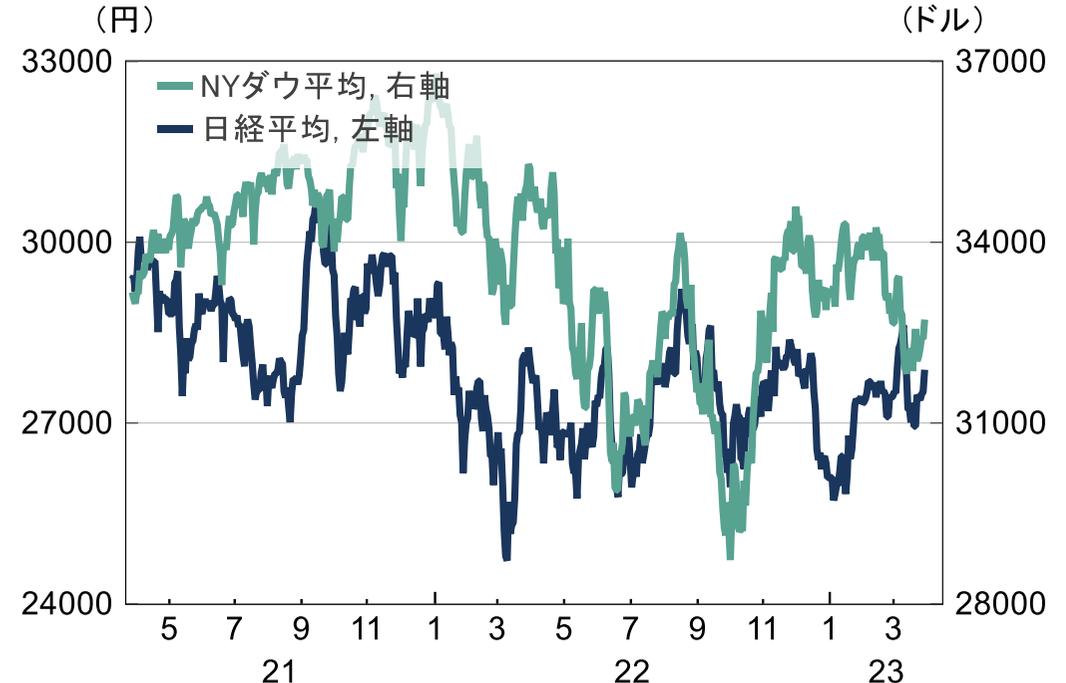
- 米国金利は、足元の金融不安が和らぐにつれて再び上昇するが、FRBがインフレ抑制と同時に急激な景気後退や金融不安再燃の回避にも配慮した政策運営を行うことを前提に、上昇余地は限られる、と考える。
- 国内金利についても目先の上昇モメンタムは一旦失われているが、23年度中の日銀の政策修正などを見越して、再び徐々に上昇すると予想する。内外金利差は幾分縮小方向となり、為替は緩やかな円高進行を見込む。
- 株式市場は、上記の金融政策と景気減速懸念を反映して、上値の重い展開を見込む。

日米金利差と為替レート



(出典) Macrobond

日米の株式市場



(出典) Macrobond

国際商品市場

- 国際商品市況は、世界経済の減速下で落ち着いた動きを辿るとみられる。ただし、ロシア・ウクライナ情勢など地政学リスクの顕在化による乱高下の可能性は引き続き存在する。

原油・天然ガス



(出典) Macrobond

銅・穀物



(出典) Macrobond

政府支出

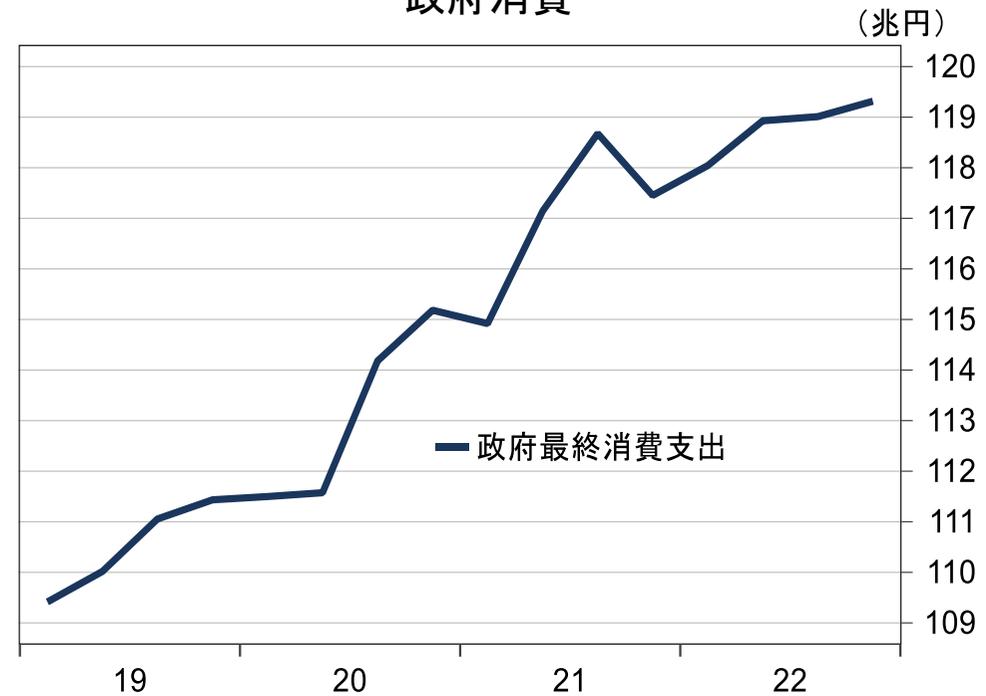
- 公共投資は、22年度補正予算の効果などが発現する中で、23・24年度にかけて緩やかな増加を見込む。
- 政府消費は、感染症対策関連の支出が減るものの、高齢化に伴う社会保障関連支出の増加基調は続くことから、全体でも緩やかな増加を見込む。

公共投資



(注)名目・季節調整済年率換算
(出典)内閣府「国民経済計算」、国土交通省「建設総合統計」

政府消費

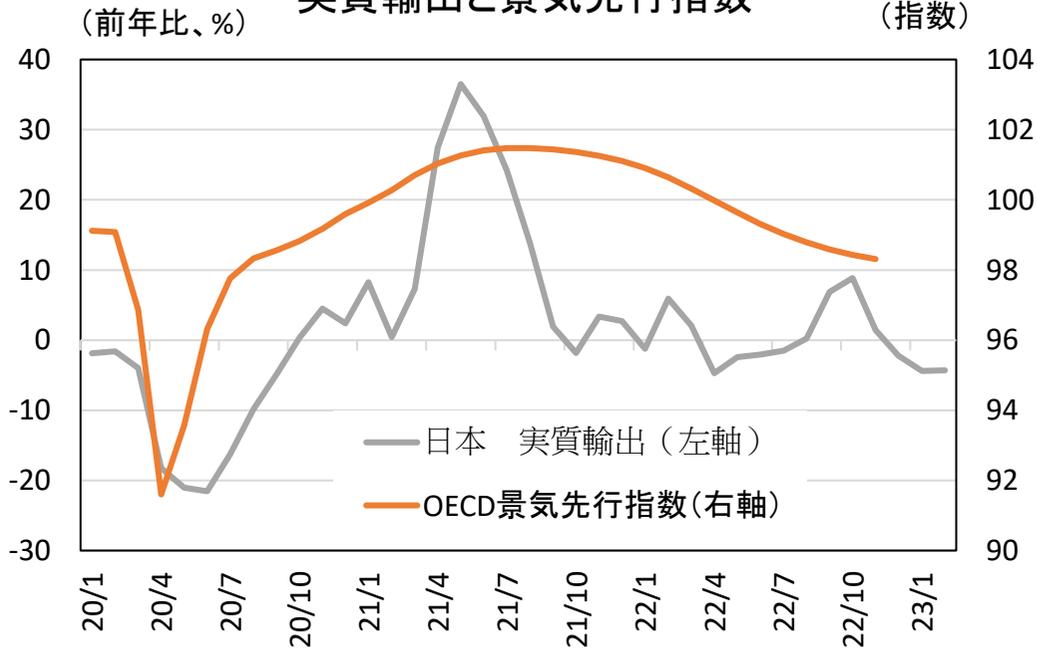


(注)実質・季節調整済年率換算
(出典)内閣府「国民経済計算」

輸出

- 輸出の前年比伸び率は、22年度+5.1%、23年度+1.9%、24年度+2.3%となる見通し。
- 輸出は、海外経済の減速の影響から、23・24年度ともに緩やかな伸びに止まる。24年度の後半頃からは、海外経済に合わせて再び伸び率を高めていく。
- この間、生産の停滞をもたらしていた供給制約の改善は、一定程度、輸出の回復を下支えする。

実質輸出と景気先行指数



(出典) 日本銀行「実質輸出入の動向」、OECD

米国 製造業PMI 入荷遅延指数

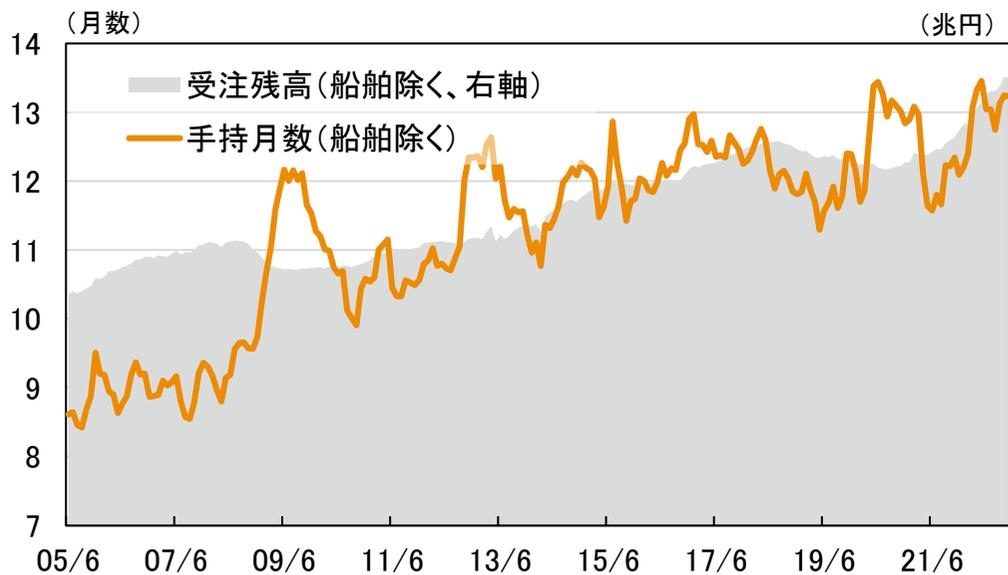


(出典) 全米供給管理協会 (ISM)

設備投資

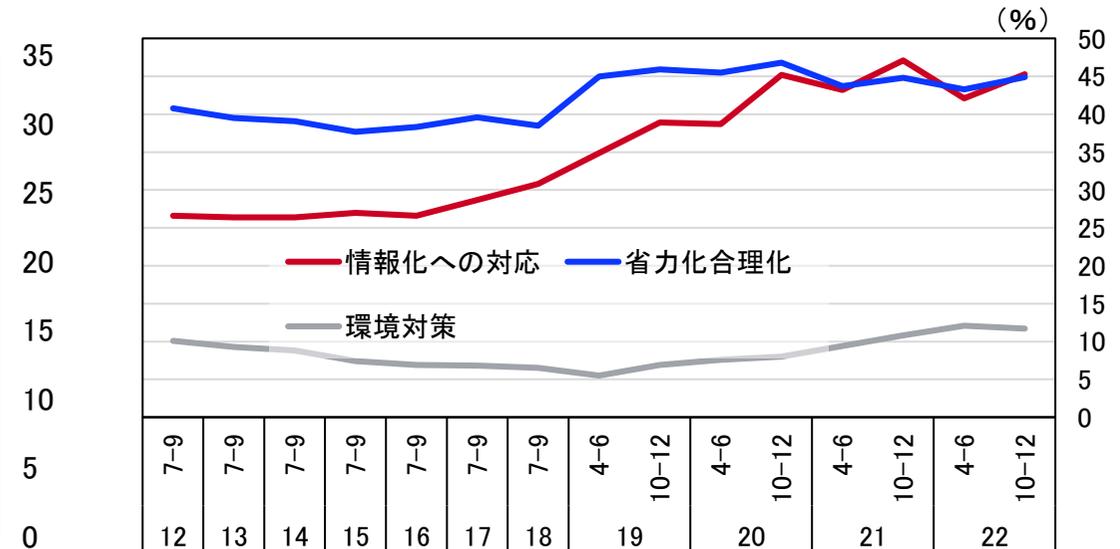
- 設備投資の前年比伸び率は、22年度+2.8%、23年度+1.8%、24年度+2.3%となる見通し。
- 23年度の設備投資は、海外景気減速や金融市場の不確実性の高まりが下押し圧力となる中で、新型コロナ下で抑制されていた投資案件の進捗が大きくみられた22年度対比では、減速する。もっとも、内需企業を中心に企業収益の改善が見込まれることや、一部の機械投資では供給制約の解消とともに高水準の受注残も減少していくことから、緩やかな回復は続く。24年度は、人手不足に対応した省力化投資や脱炭素対応関連の投資を中心に、コロナ前のトレンド並みの伸び率となる。

機械受注残高と手持月数



(出典)内閣府「機械受注統計」

大企業の設備投資のスタンス

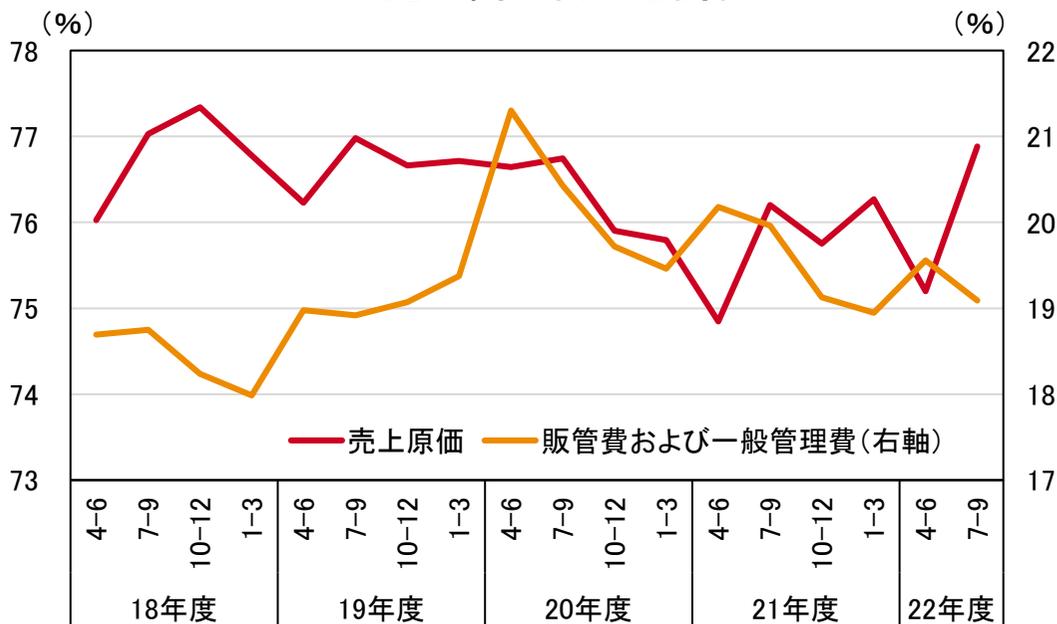


(出典)内閣府・財務省「法人企業景気予測調査」

企業収益

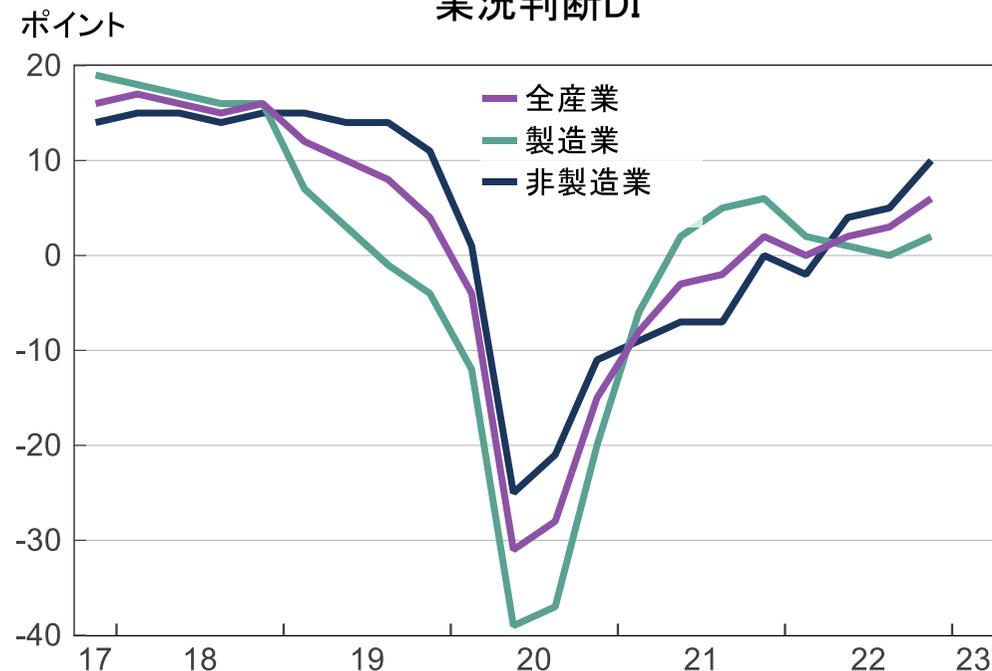
- 23年度の企業収益は、海外景気の減速の影響を受けるものの、22年度中盤から急拡大していた原材料コスト高が徐々に解消されていくことや、非製造業等の内需企業を中心にコロナによる落ち込みからの回復が続くことから、緩やかな改善が続くと予想する。
- 24年度も、国内消費が底堅く推移することに加え、年度後半からの輸出の伸びの回復に支えられ、改善を続けると予想する。

売上高に占める割合



(出典)財務省「法人企業統計」

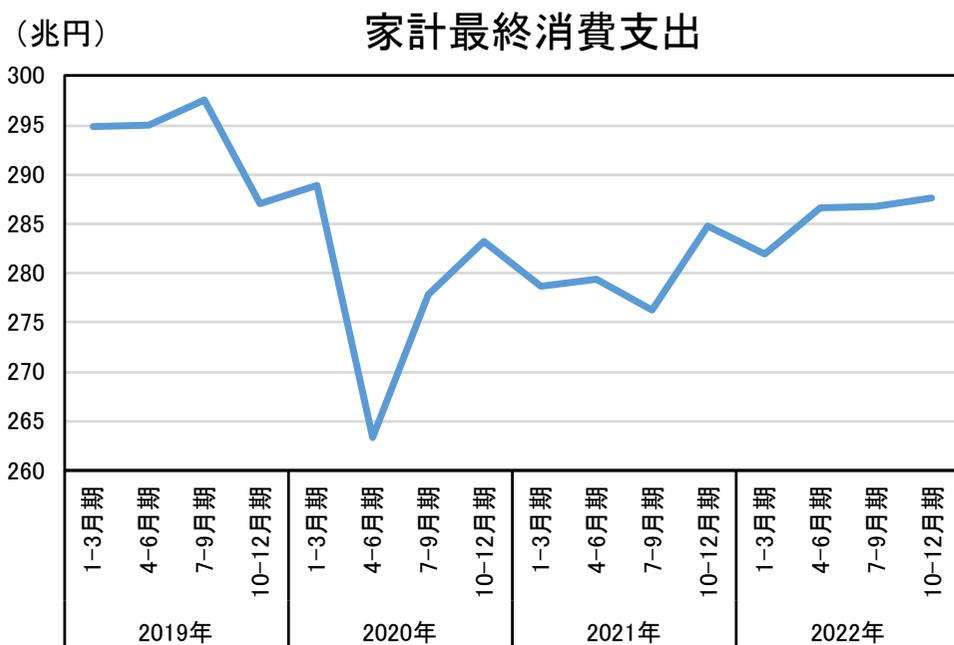
業況判断DI



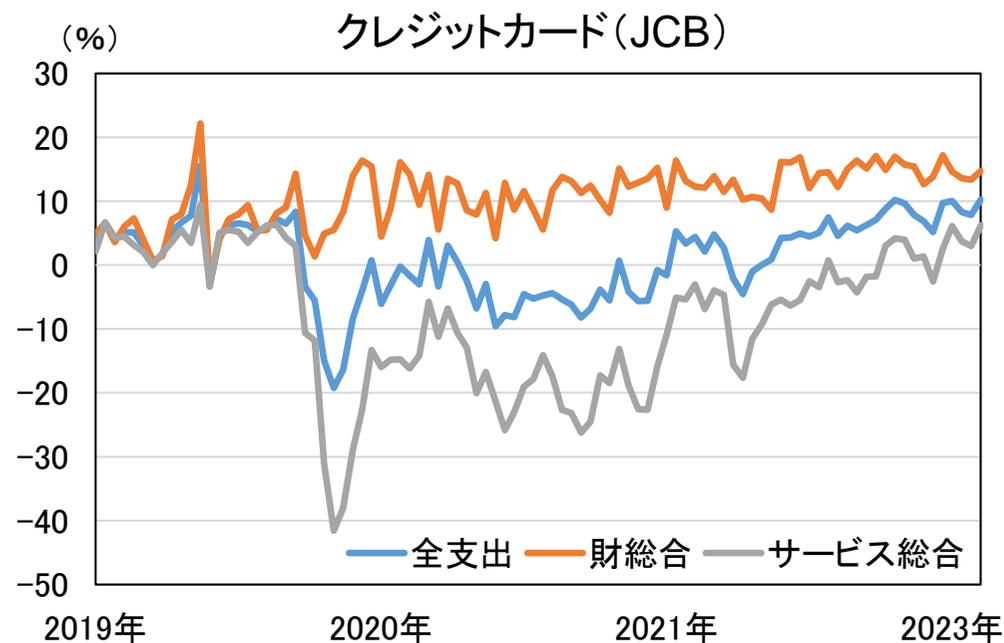
(出典)日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

個人消費

- 個人消費の前年比伸び率は、22年度+2.4%、23年度+1.3%、24年度+1.2%となる見通し。
- 23年度の前半には経済活動の正常化が進展し、引き続きペントアップ需要が見込まれることから、消費回復の動きが続く。23年度の後半以降にはペントアップ需要の影響が徐々に剥落していくものの、賃上げの進展により、物価高に伴う実質購買力の低下が和らぐことで、個人消費は緩やかな回復を続ける。24年度も、コストプッシュインフレの収束等を背景とした実質購買力の改善により、緩やかな回復が継続する。



(出所)内閣府「国民経済計算」



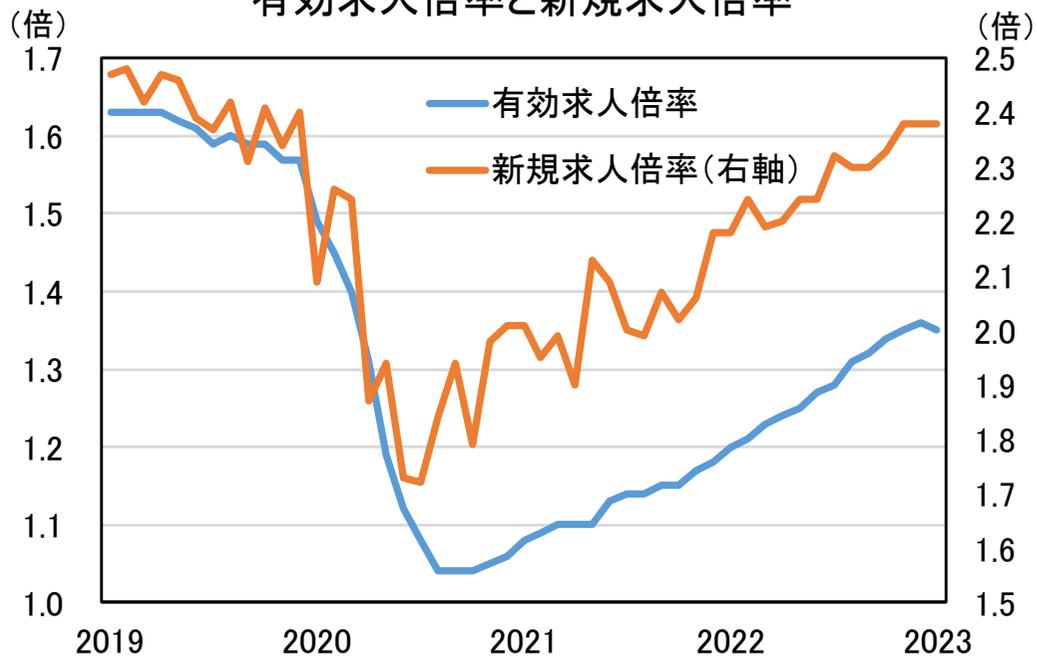
※ベースラインは2016~2018年度の当該半月の平均、直近は2月後半

(出所)株式会社ナウキャスト「JCB消費NOW」

雇用・賃金

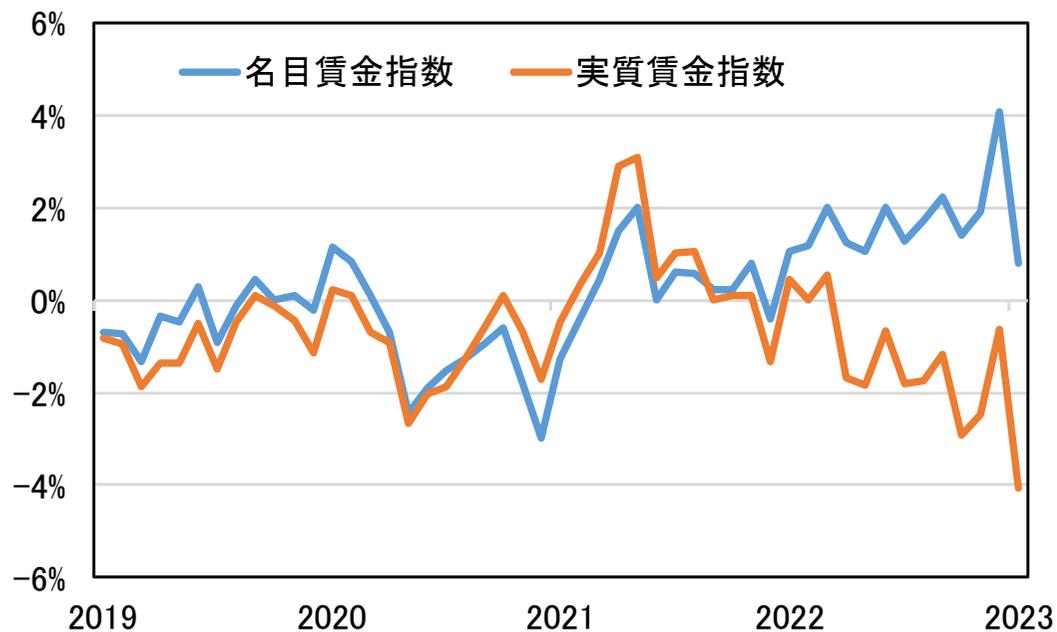
- 足元再びタイト化してきている労働需給については、海外経済の減速による外需の鈍化はマイナス材料であるものの、基本的には内需の回復傾向が続くことを反映して、一段と引き締まっていくことが予想される。この点は、やや長い目でみても、賃金上昇圧力として働く。
- 23年度は、政府の掛け声も含めた賃上げ気運の高まりもあって、既存のインフレをフルカバーするには至らないものの、近年にない大幅な賃上げが実現される見込み。ただし、構造的な生産性上昇が確認できない中、コストプッシュインフレが収まっていく24年度も大幅な賃上げが持続するとは限らない。

有効求人倍率と新規求人倍率



(出典)厚生労働省「一般職業紹介状況」

名目賃金指数と実質賃金指数(全体、前年比)



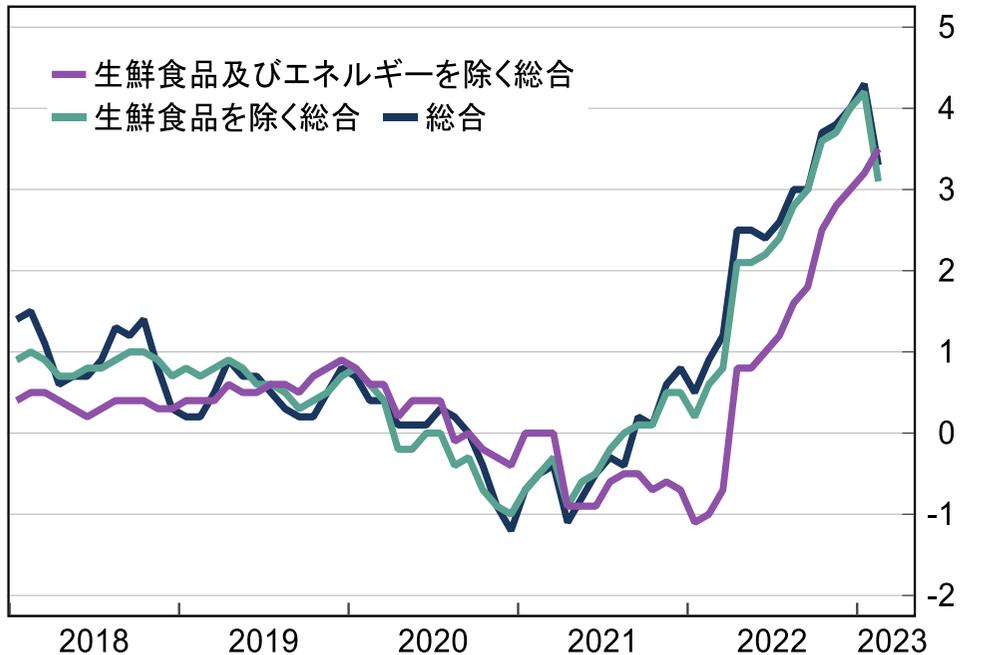
(出典)厚生労働省「毎月勤労統計」

消費者物価①

- 消費者物価のうちエネルギー価格は、23年度に政府の抑制策の影響（各社申請中の電気・ガス料金の値上げが一部を打ち消すが）から前年比上昇率が低下し、24年度にはその反動で上昇率が再び高まる。
- エネルギー以外の財価格については、食品・日用品等の値上げがなお続くことから、23年度の前半頃までは高い前年比上昇率となる。その後はコストプッシュインフレの収束に伴い、上昇率がはっきりと低下する。
- この間、エネルギー以外のサービス価格の伸び率は、賃上げを受けて緩やかな上昇基調を辿る。

CPI

% (前年比)

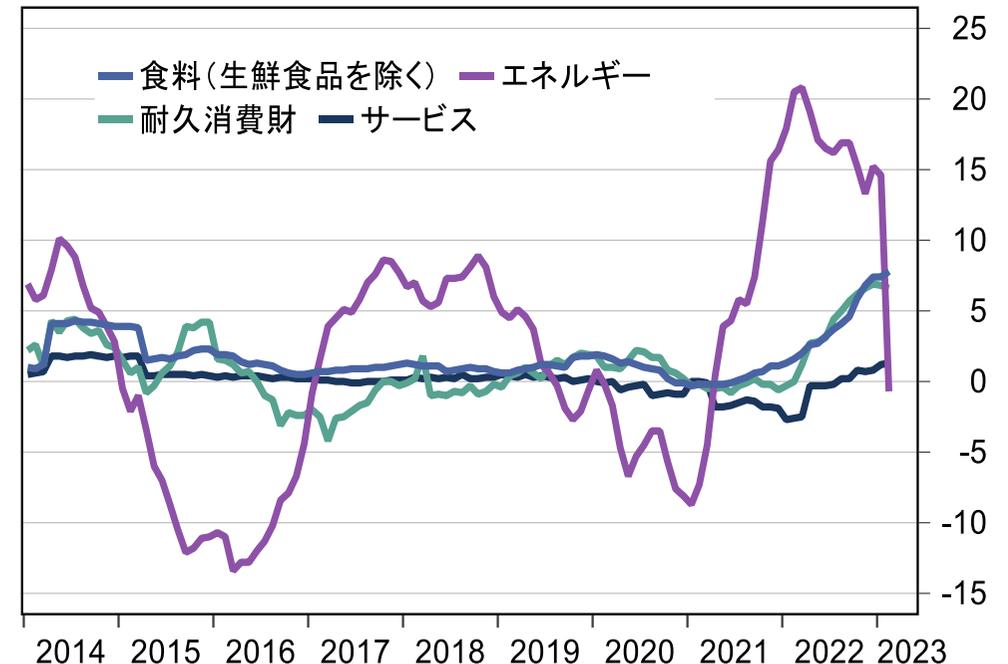


(出典)総務省「消費者物価指数」

© ZUZZ SUMPO Institute Plus Inc

CPI内訳

% (前年比)



(出典)総務省「消費者物価指数」

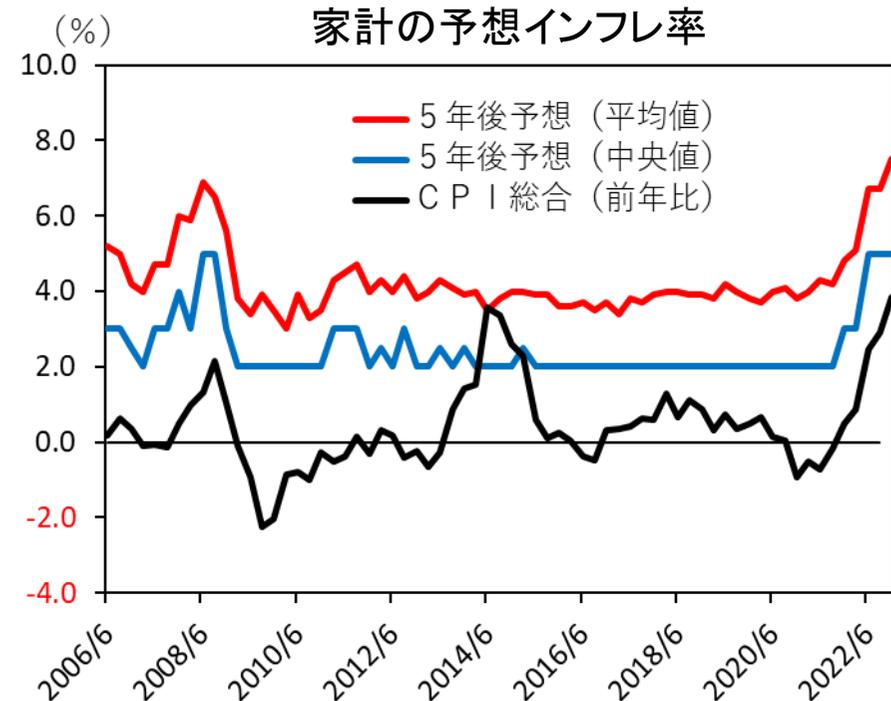
消費者物価②

- サービス価格については、足元、財価格のコストプッシュに連動して上昇している品目も多く、これらはコストプッシュインフレの収束に伴い、財価格と同様に上昇率を低下させる可能性が高いことにも留意したい。
- 家計の予想インフレ率は中長期も含めて上昇しているが、2007～08年前半当時の予想インフレ率上昇は、その後のリーマンショックと国際商品市況の反落に伴い、再び低下していった。今回、予想インフレ率が、先行き幾分低下しても過去平均よりも高めの水準を維持する(高めの水準でアンカーされる)かどうかは、未だ不透明。

価格上昇率の高いサービスの例示

ハンバーガー（外食）	24.6
ドーナツ（外食）	18.0
壁紙張替費	15.7
すし（外食）A	14.9
火災・地震保険料	12.2
ピザ（配達）	11.8
コーヒー（外食）B	9.9
ふすま張替費	9.1
外壁塗装費	8.9
水道工事費	8.8

(注)前年同月比上位10項目を抽出。
(出典)総務省「消費者物価指数」



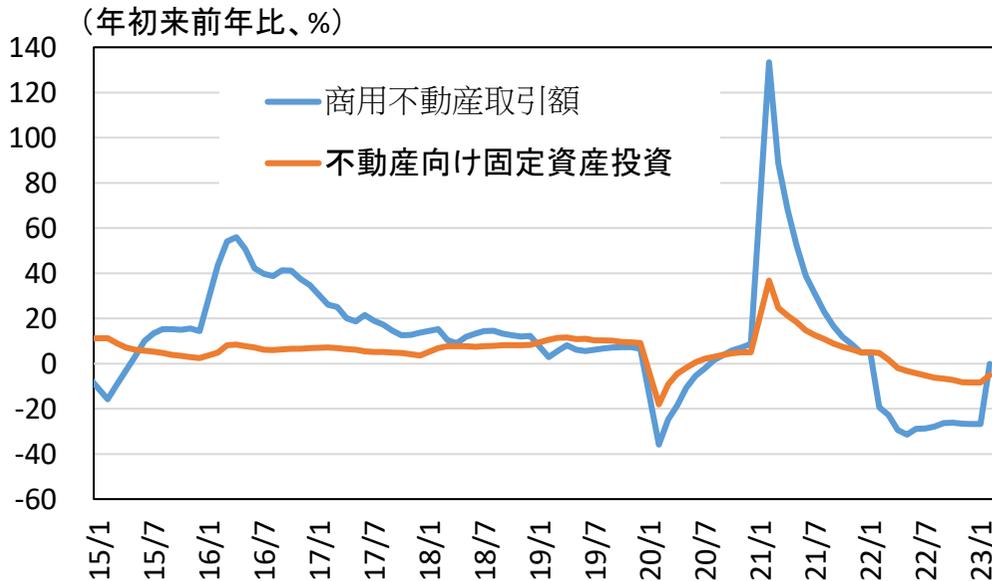


3. トピック解説

中国不動産市況の低迷

- 中国の不動産市況は足元で回復の兆しが見られるものの、不動産向け投資の持ち直しには時間を要する見込み。
- 22年の不動産販売や不動産向け投資はいずれも前年に比べて減少。住宅ローン参照金利の引き下げなど、政府が不動産購入を促す姿勢に転換したことで回復の兆しはみられるが、ディベロッパーの資金不足による建設工事の中断も指摘されており、この問題が解消されるまで新たな投資の増加は見込みづらい状況。
- 地方政府は、不動産建設のための土地の使用権をディベロッパーに売却することで収入を得ていることから、不動産向け投資が伸び悩んだ場合、地方政府の歳入回復の遅れにもつながる見込み。

中国 不動産販売、投資



(出典) 国家統計局

中国 不動産ディベロッパーによる土地使用権購入額

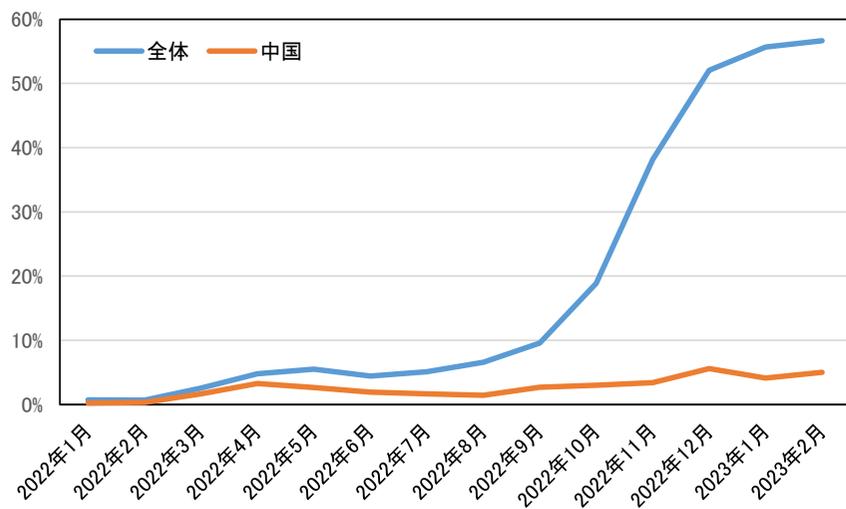


(出典) 国家統計局

中国人観光客の日本への往来再開による消費額の推計

- 足元の訪日外客数全体(2月)はコロナ前の2019年比で56.6%の水準にまで回復しているが、水際対策の影響で訪日中国人観光客は同5.0%の戻りに止まっている。
- 3月1日以降、中国からの水際対策が緩和されることにより、訪日中国人数の回復が期待される。仮に23年末の中国人観光客が2019年比80%まで回復する場合(※)、訪日中国人が2019年比で5.0%のまま推移する場合と比較して、7,123億円(8,131億円－1,008億円)のインバウンド消費(GDP輸出全体の0.69%)の押し上げにつながる。

訪日外客数の推移(2019年比)



(出典) 日本政府観光局「訪日外客数」よりSOMPOインスティテュート・プラス作成

訪日中国人旅行消費額推計(暦年)

	訪日中国人数	訪日中国人旅行消費額
回復	3,820,602人	8,131億円
変化無し	473,433人	1,008億円

(出典) 日本政府観光局「訪日外客数」「訪日外国人消費動向調査」よりSOMPOインスティテュート・プラス作成

$$3,820,602人 \times 212,810円 (\text{訪日中国人(一般客)の旅行単価}) = \underline{8,131億円}$$

$$473,433人 \times 212,810円 (\text{訪日中国人(一般客)の旅行単価}) = \underline{1,008億円}$$

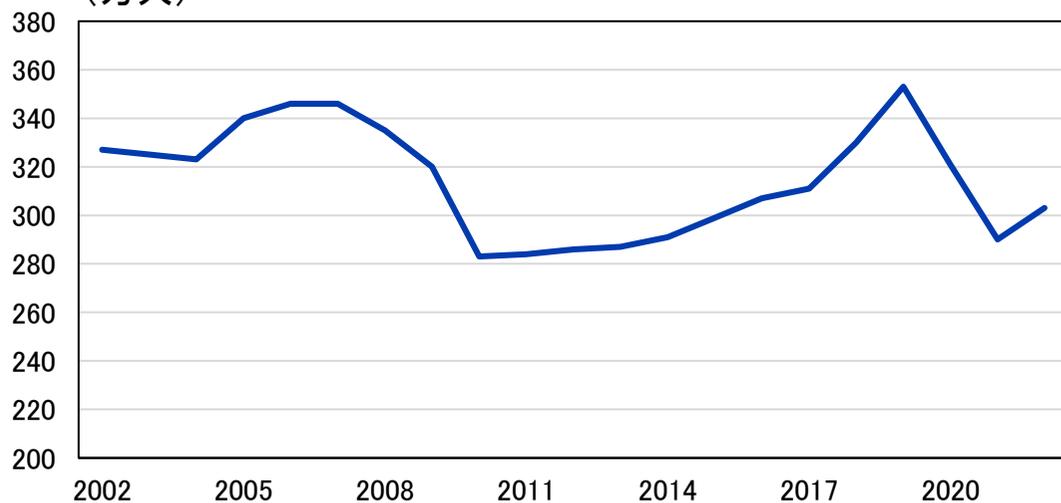
※ UNWTO(国連世界観光機関)による「国際観光客数がコロナ禍以前の観光客数の80～95%の水準まで回復する」という見通しの最小値を置いている。3月以降は直線的な回復を前提としている。その場合、2023年(暦年)での2019年比での訪日中国人数は39.8%と算出される。

転職市場は拡大するか

- 部門間移動の少なさなど、わが国の労働市場の硬直性は、労働生産性低迷の一因とも指摘されてきた。雇用の流動性確保や、「ジョブ型雇用」の定着には、転職市場の拡大が必要条件となる。
- わが国の転職者数をみると、根強い終身雇用制を背景に低位で推移し、リーマンショックやコロナショックといった大きな経済ショック時には、企業による労働保蔵の動きなどから、むしろ落ち込む傾向がみられた。ただし、22年には底を打つとともに、転職希望者は右肩上がりに増えている。コロナ禍を経て、今の職場・産業に限界を感じるケースが増え、加えてリモートワークの普及や、企業の副業解禁の影響とされており、先行き、転職市場の拡大に弾みが付いていくか、注目される。

転職者数の推移

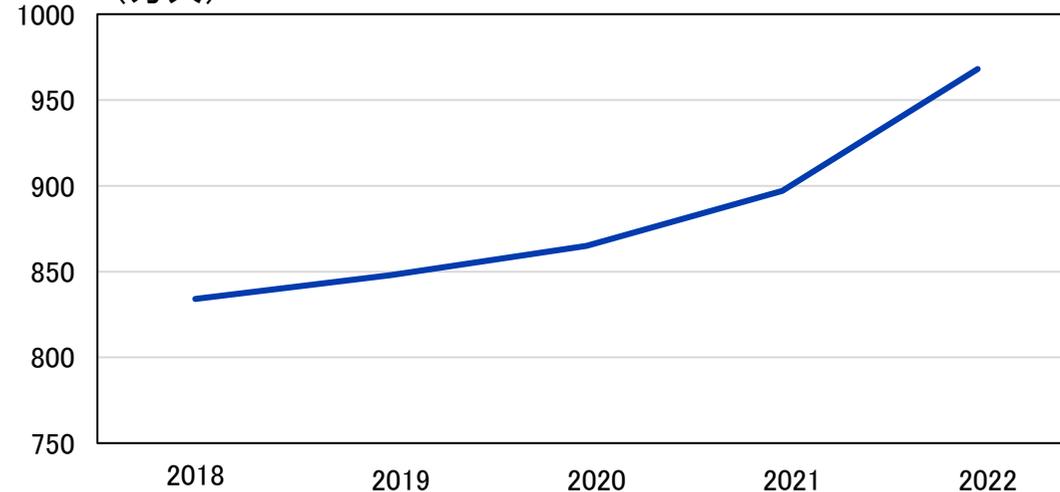
(万人)



(出典)総務省「労働力調査」

転職希望者数の推移

(万人)



(出典)総務省「労働力調査」



SOMPO インスティテュート・プラス

安心・安全・健康のテーマパーク