



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

## ～23年9月見通しからの改訂版～

2023年12月21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～P7

- 見通しの概要(メインシナリオ)
- 前回シナリオからの変化点
- 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 …… P8～P14

- 政府支出
- 輸出
- 設備投資
- 個人消費
- CPI

# 1. 経済・物価見通し

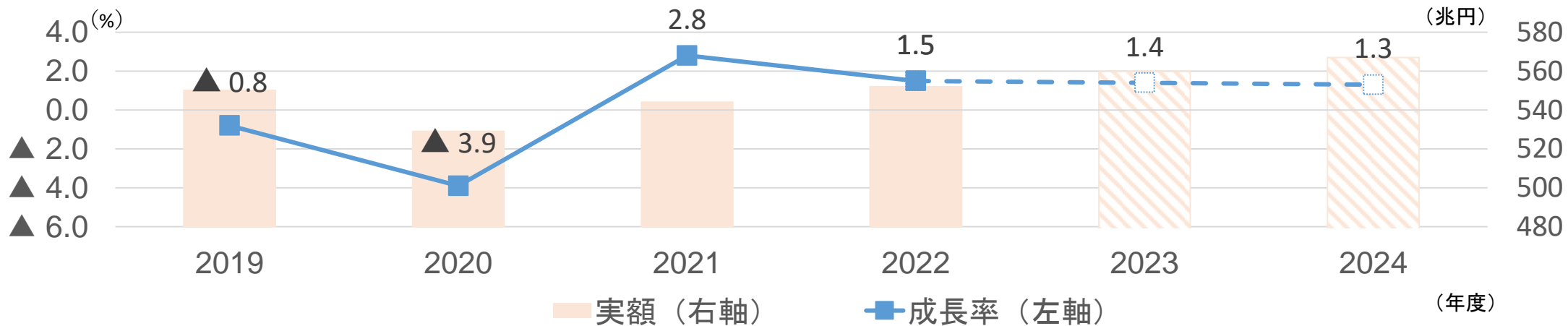
## 見通しの概要(メインシナリオ)

- ◇**実質GDP**は、内需中心の緩やかな成長を続ける(23年度+1.4%、24年度+1.3%)。今後の景気のけん引役は、経済活動の正常化から、実質賃金の改善(コストプッシュインフレ収束の一方で高めの賃上げ)に移っていく。この間、海外経済は減速するが底割れせず、外需も底堅く推移する。
- ◇**コアCPI**は、これまでの高い上昇率からは低下しつつも、政府の物価対策の反動もあって、24年度も高めの上昇を続ける(23年度+2.9%、24年度+2.0%)。財価格のコストプッシュインフレが緩やかなペースながら収束に向かう一方、サービス価格は賃金上昇に伴い、基調的な上昇率を高めていく。
- ◇**海外経済**は、緩やかな減速局面が続く。米欧は利下げを視野に入れつつも、引締め的な金融環境が暫く継続する。中国では不動産不況が成長の重石となる。ただし、米国の底堅い消費、中国政府の財政支出拡大などから、はっきりとした景気後退は回避されると想定する。**輸出**は、上記の海外経済を反映して緩やかな伸びが続く。
- ◇**設備投資**は、足もとでは弱含んでいるものの、堅調な企業業績を背景として、省力化や脱炭素対応の投資を中心に、再び回復していく。
- ◇**個人消費**は、足もとではコストプッシュインフレ長期化等の影響から回復が一服気味であるが、今後はコストプッシュインフレの収束と高めの賃上げ継続による実質賃金の改善を背景に、緩やかな回復傾向を辿る。

## 前回シナリオ(23年9月時点)からの変化点

- ◇**実質GDP**は、23年度をやや下方修正(前回+1.5%⇒今回+1.4%)、24年度を上方修正した(前回+1.1%⇒今回+1.3%)。23年度は、コストプッシュインフレ長期化の影響を受けた内需(個人消費・設備投資)を下方修正した一方、米国経済がなお底堅いことなどから、外需を小幅に上方修正した。24年度は、減税をはじめとする政策効果を幾分見込むことと、足もとは後ろ倒しされているとみられる設備投資計画が実行されていくと考え、上方修正した。
- ◇**コアCPI**は、23年度をやや引き上げた(前回+2.8%⇒今回+2.9%)。政府の物価高対策の延長は押し下げ要因となるものの、財価格のコストプッシュインフレ収束時期の後ずれをより強く反映した。また24年度は、賃上げを通じたサービス価格への上昇圧力が増すことと、上記対策の反動を踏まえ、引き上げた(前回+1.7%⇒今回+2.0%)。
- ◇**海外経済**は、想定以上に底堅い米国景気および中国の財政支出拡大を反映して、23年度の見方を引き上げた(24年度の見方はほぼ変えていない)。**輸出**は、上記の海外経済への見方を反映する形で、23年度を引き上げた一方、24年度は据え置いた。
- ◇**設備投資**は、これまでの実績値の弱さを勘案し、23年度を引き下げた。ただし、足もと先送りされている投資計画の一部は、コストプッシュインフレの収束(投資コストの低下)に連れて顕在化していくと考え、24年度を引き上げた。
- ◇**個人消費**は、コストプッシュインフレの長期化を勘案して、23年度を引き下げた。24年度は、物価見通しが上振れるものの、同時に賃上げの動きも強まることに加え、減税等の政策効果を勘案してわずかに引き上げた。

# 実質GDPの見通し



年度	今回	前回※1
2020 (実績)		▲3.9%
2021 (実績)		+2.8%
2022 (実績)		+1.5%
2023 (予測)	<b>+1.4%</b>	+1.5%
2024 (予測)	<b>+1.3%</b>	+1.1%

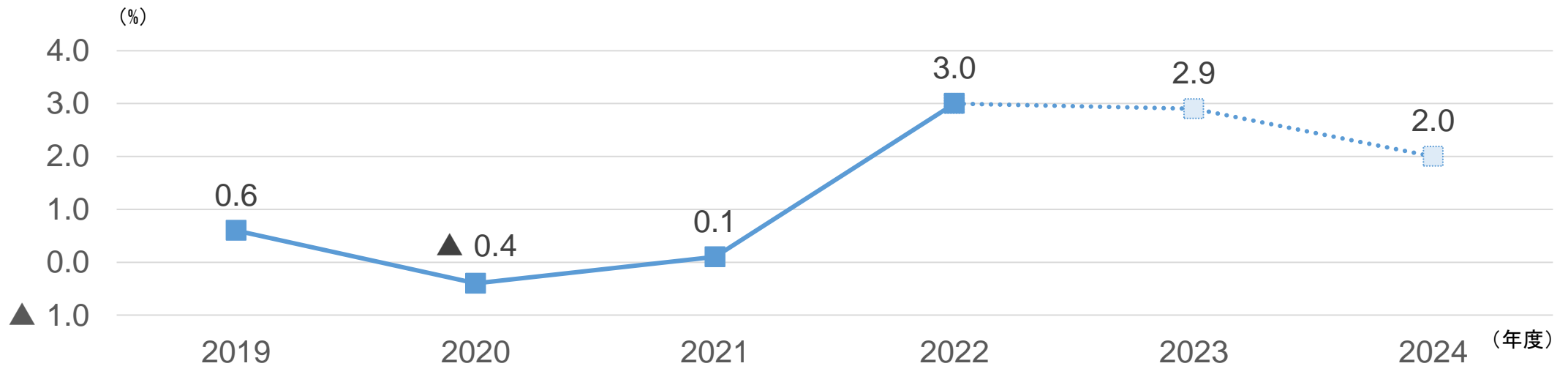
## 【寄与度】

	民間最終消費	民間設備投資	政府支出※2	輸出
2023	0.2%	0.3%	0.3%	0.6%
	0.5%	0.5%	0.2%	0.4%
2024	0.7%	0.5%	0.2%	0.4%
	0.6%	0.4%	0.1%	0.4%

※1:「前回」は9月時点当社見通し。寄与度の右下数字も同様。

※2:政府支出=政府最終消費支出+公的固定資本形成

## 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 (実績)	+3.0%	
2023 (予測)	<b>+2.9%</b>	+2.8%
2024 (予測)	<b>+2.0%</b>	+1.7%

## メインシナリオに対するリスク

### 【ダウンサイド】

- ◇ **海外経済の下振れ**。米国については、インフレ率の鈍化に想定以上の時間を要すれば、Fedの利下げ開始が遅れ、経済が下振れる可能性がある。
- ◇ **賃上げが緩慢になることによる国内消費の下振れ**。メインシナリオではコストプッシュインフレが落ち着くことに加え、来春も今春並みの高い賃上げが続くと予想しているが、賃上げ率はその想定を下回る結果になった場合、実質賃金がさほど改善せず、引き続き消費が不振となるリスクがある。
- ◇ **日銀の金融緩和修正による金融市場の動揺**。マイナス金利政策を含む、現行の金融政策が修正される際、金融市場とのコミュニケーション如何によっては、長期金利・為替・株価の動きが不安定になり、実体経済にも影響を及ぼす可能性がある。

### 【アップサイド】

- ◇ **設備投資の上振れ**。23年度の設備投資については、足もと高い計画値と弱い実績値の間にギャップがあるが、企業業績の改善等を踏まえると、予想より早く下半期から投資が大きく回復する可能性がある。また、24年度についても、景気や販売価格の改善持続などを反映して、投資が一段と上振れる可能性がある。



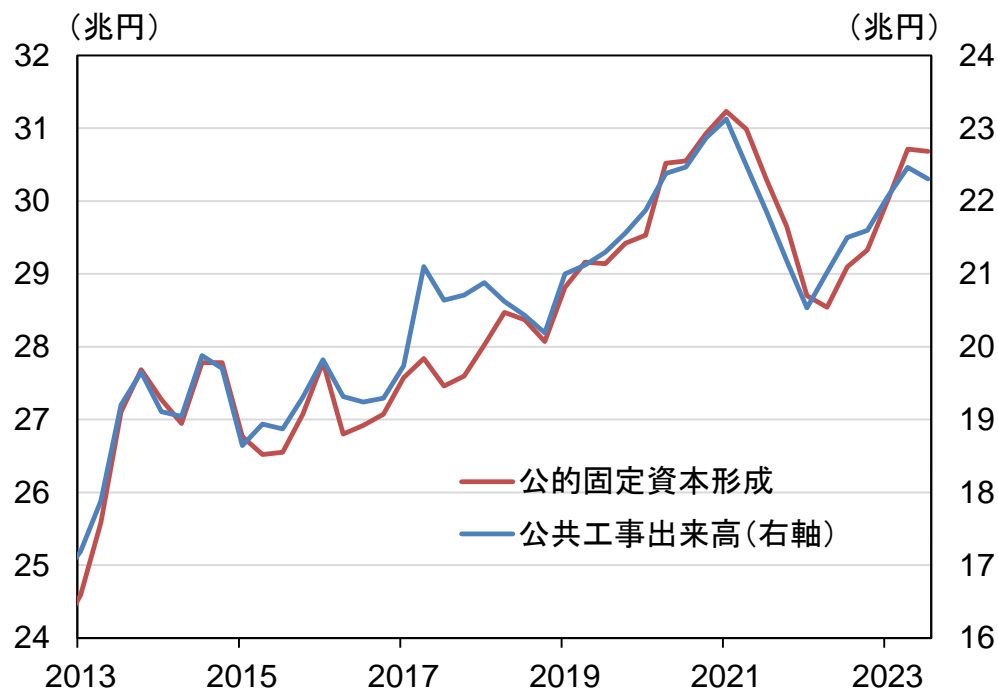


## 2. 各分野のポイント

# 政府支出

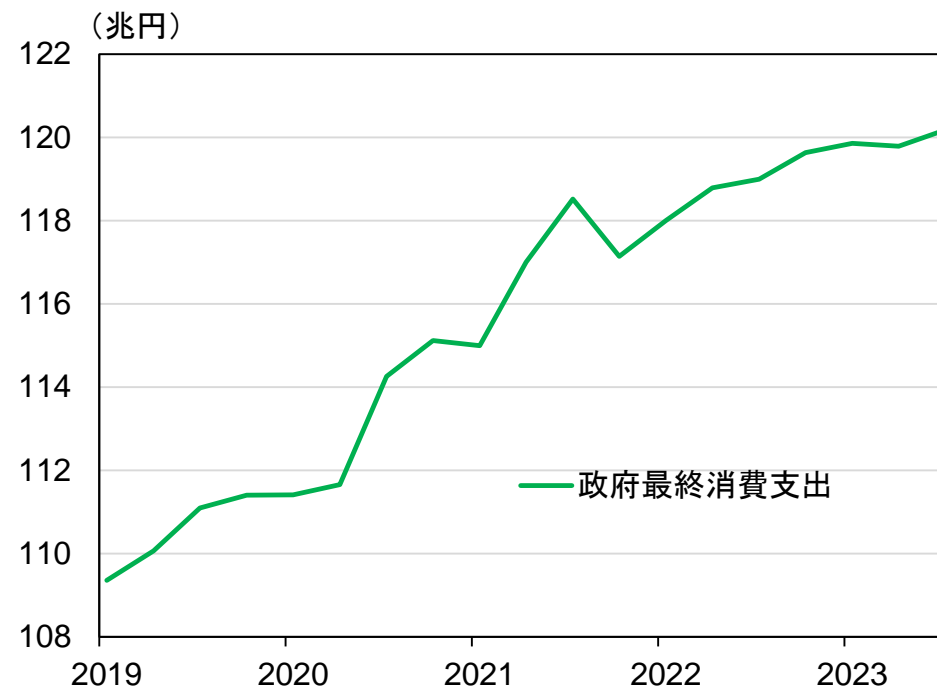
- 政府支出(公共投資+政府消費)の前年比伸び率は、23年度+1.0%、24年度+0.7%となる見通し。
- 23年度は、遡及改定に伴う実績値の上振れ、24年度は公共投資における経済対策の効果から、いずれも見通しを若干引上げ(9月時点:23年度+0.8%、24年度+0.6%)。

## 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

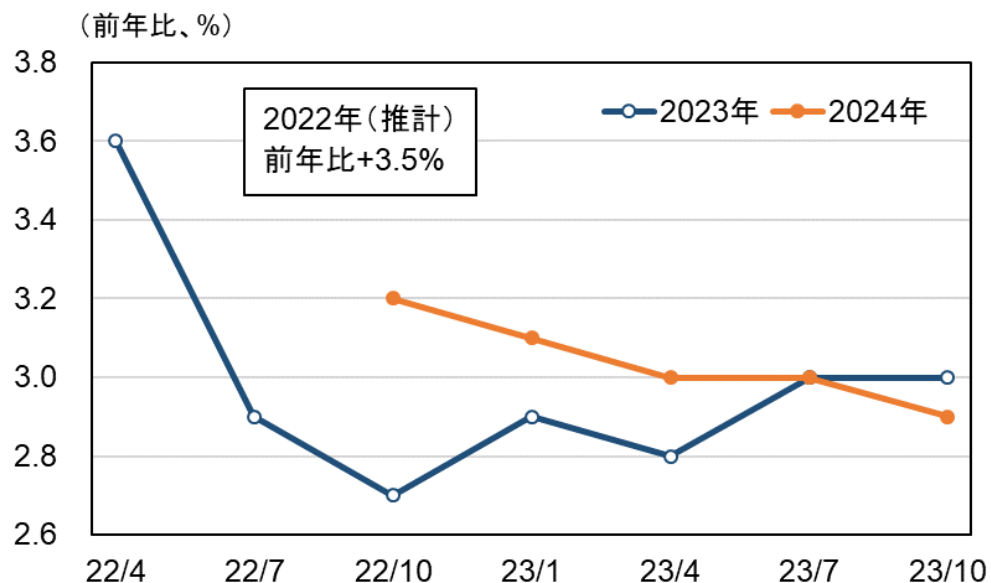


(注)実質・季節調整済年率換算  
(出典)内閣府「国民経済計算」

# 輸出

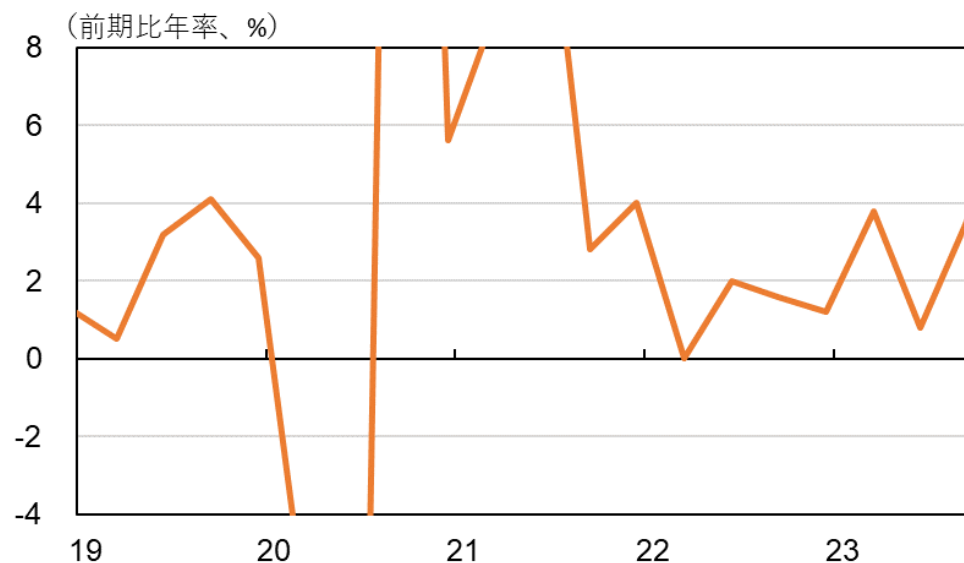
- 輸出の前年比伸び率は、23年度+3.3%、24年度+2.0%となる見通し。23年度は、底堅い海外経済やインバウンド消費回復の影響を受け、堅調な伸びとなる。24年度は、半導体需要などの回復が見込まれる一方で、米欧で利下げを視野に入れつつも引締め的な金融環境が暫く続く中、23年度を下回る伸びとなる。
- 前回見通し対比では、23年度は、米国の消費がなおも想定以上に底堅く推移している点や、中国政府の国債追加発行による財政支出拡大等、外需の上振れ要因を踏まえ、見通しを引き上げた(9月時点+2.0%)。24年度は見通しを据え置いた(9月時点+2.0%)。

### IMF経済見通し(世界)



(注)直近分は、11月の中国見通し上方修正などを反映していない  
(出典)IMF「World Economic Outlook」

### 米国の実質個人消費

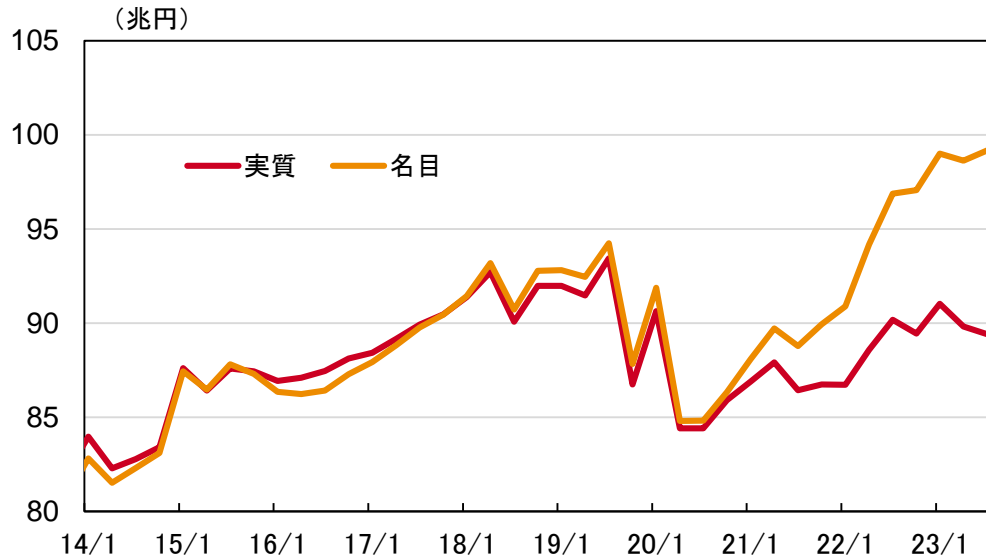


(出典)米商務省経済分析局

# 設備投資

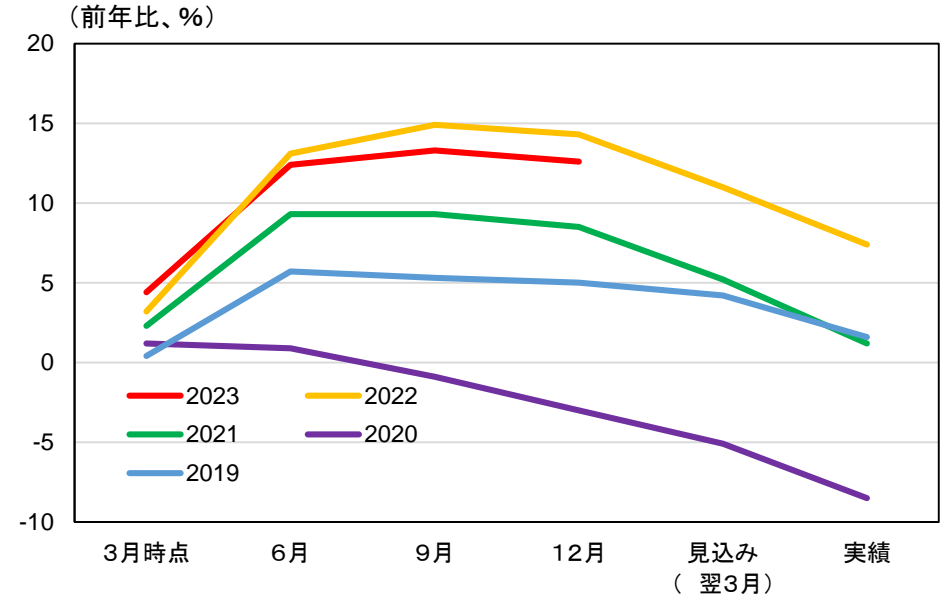
- 設備投資の前年比伸び率は、23年度+1.5%、24年度+3.1%となる見通し。23年度は企業の投資先送り(後述)を受けて減速するが、堅調な企業業績を背景に、24年度は省力化や脱炭素対応の投資を中心に再び回復していく。
- 前回見通し対比では、23年度(9月時点+2.7%)を下方修正、24年度(同+2.4%)を上方修正。上記のとおり、23年度から24年度への投資先送りの動きを反映。
- 企業の高い投資計画に対して実際の設備投資は伸びておらず、依然ギャップが存在する。投資財価格の高騰などから、企業が投資を先送りしている可能性が高い。先行きは、コスト高騰の収束を受けた投資回復を見込む。

### 設備投資額(GDPベース)



(出典)内閣府「国民経済計算(GDP統計)」

### 設備投資計画(全規模・全産業)

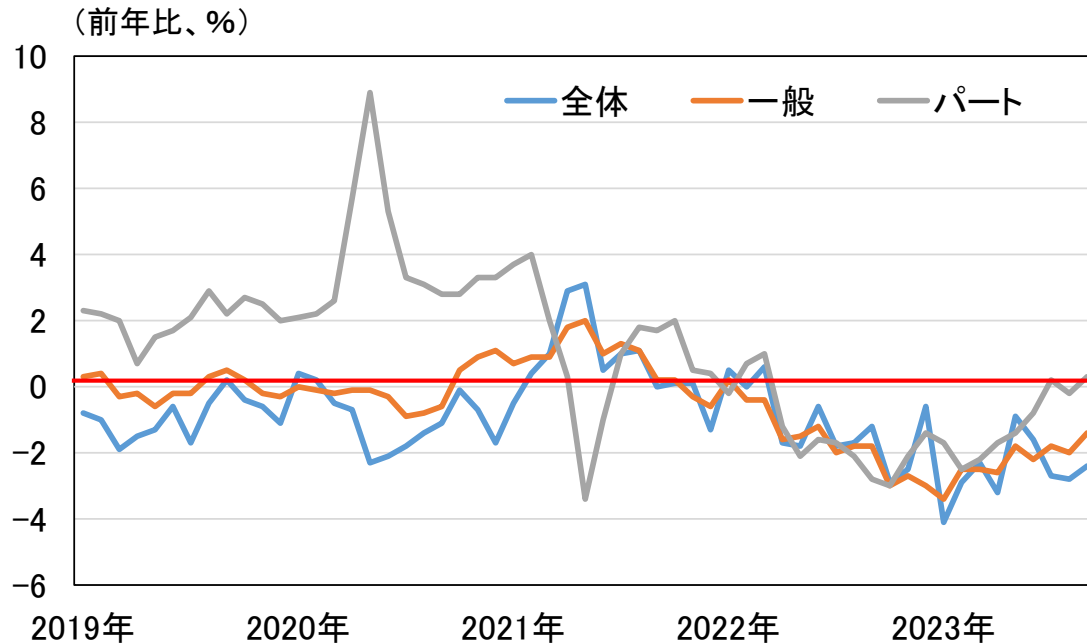


(出典)日本銀行「第199回 全国企業短期経済観測調査」

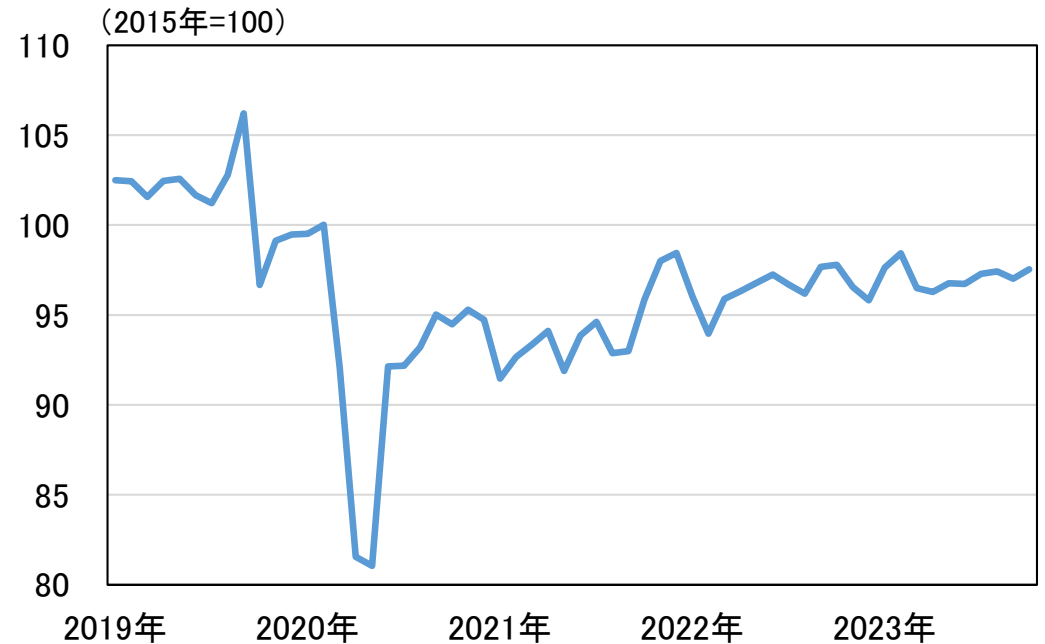
## 個人消費①

- 個人消費の前年比伸び率は、23年度+0.4%、24年度+1.3%となる見通し。
- 足もとでは実質賃金は弱い状況が続いている(もともと、パート比率上昇に伴うウェイト効果による平均賃金の押し下げもあるため、パート・一般労働者それぞれの直面する実質賃金は全体ほどは弱くない)。
- 前回見通し対比では、23年度はコストプッシュインフレが想定よりも長期化していることから、見通しを引き下げた(9月時点+0.8%)。24年度は物価見通しは上振れるが、高い賃上げ率の継続から実質賃金は改善方向に向かうことに加え、減税等の政策効果も一部織り込み、前回見通しからわずかに引き上げた(9月時点+1.2%)。

### 実質賃金



### 消費活動指数(旅行収支調整済)



(注)CPI(除く帰属家賃)で実質化。パート賃金は時間給ベース。

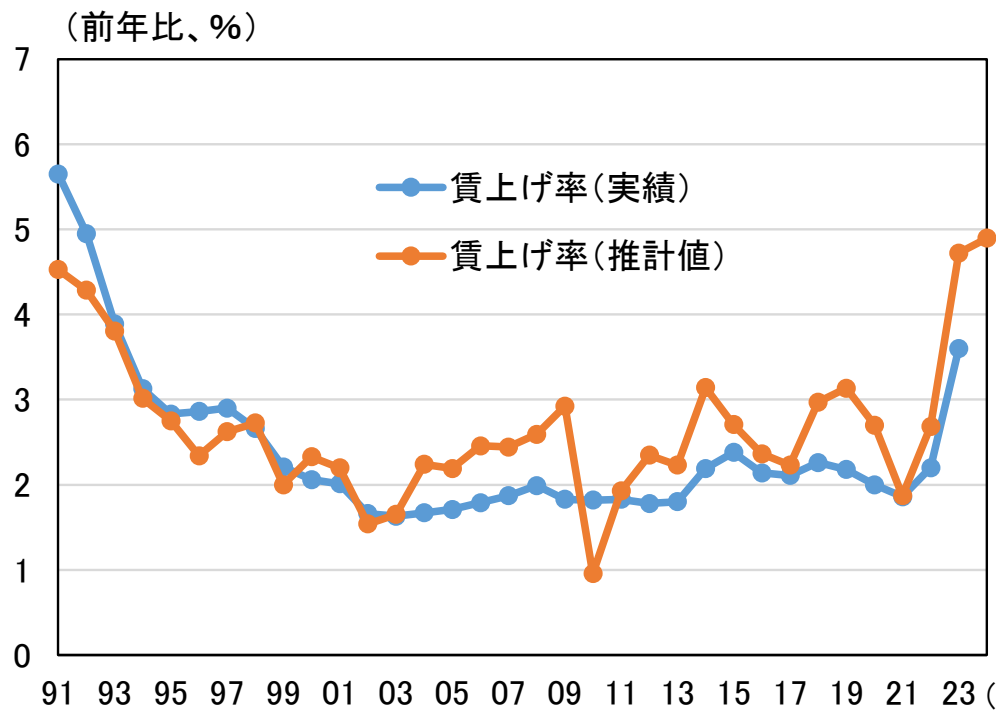
(出典)日本銀行「消費活動指数」

(出典)厚生労働省「毎月勤労統計」、総務省「消費者物価指数」© 2023 SOMPO Institute Plus Inc. All Rights Reserved.

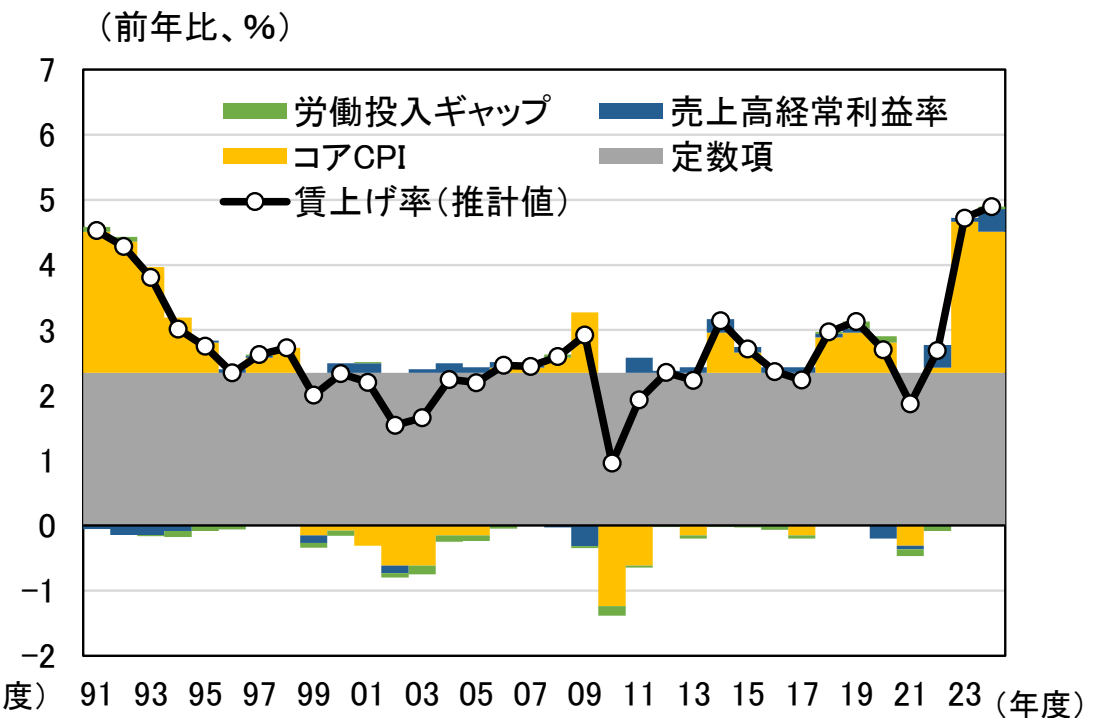
## 個人消費②

- 来春の賃金労使交渉については、既往の物価上昇と足もとの好調な企業収益を反映して、今春と同程度の賃上げ(定期昇給+ベア)を見込んでいる。シンプルな関数推計(下記)もそのことを裏付けている。
- 23年度並みの賃上げが実現すれば、24年度の実質賃金は改善に向かい、個人消費の下支え効果が期待される。

### 賃上げ率と推計値



### 推計値の寄与度分解



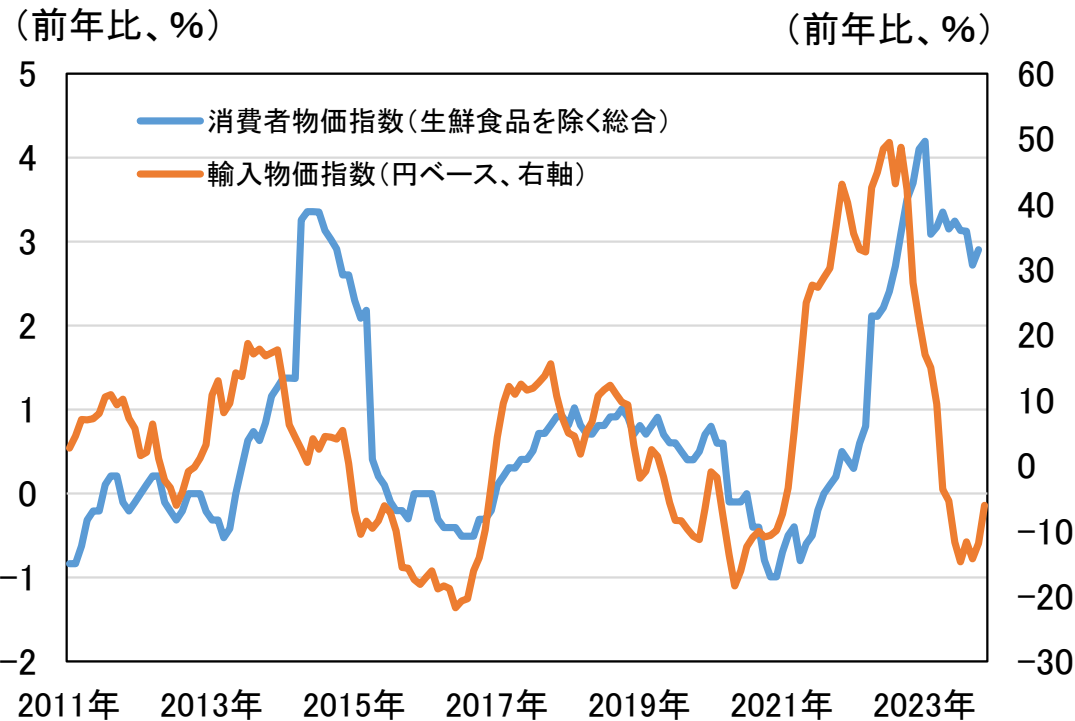
推計式:  $\text{賃上げ率} = 2.34 + 0.77 \times \text{コアCPI(前年比)} + 0.29 \times \text{売上高経常利益率(前年差)} + 0.13 \times \text{労働投入ギャップ}$

(注) CPIは消費税調整済み、説明変数は1期ラグ。労働投入ギャップは、労働力率・就業率・労働時間のスラック(実績値とトレンドの差)を足し上げたもの。

# 消費者物価

- 消費者物価指数(生鮮食品除く)は、23年度+2.9%、24年度+2.0%となる見通し。
- 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(電気・ガス料金の値上げが一部を打ち消すが)から伸び率が低下する一方で、24年度にその裏が出るが見込まれる。
- エネルギー以外の財価格については、コストプッシュインフレの収束に伴い、伸び率が低下することを見込む。一方で、サービス価格は賃金の上昇を伴いながら基調的な上昇率を高めていくことを見込む。

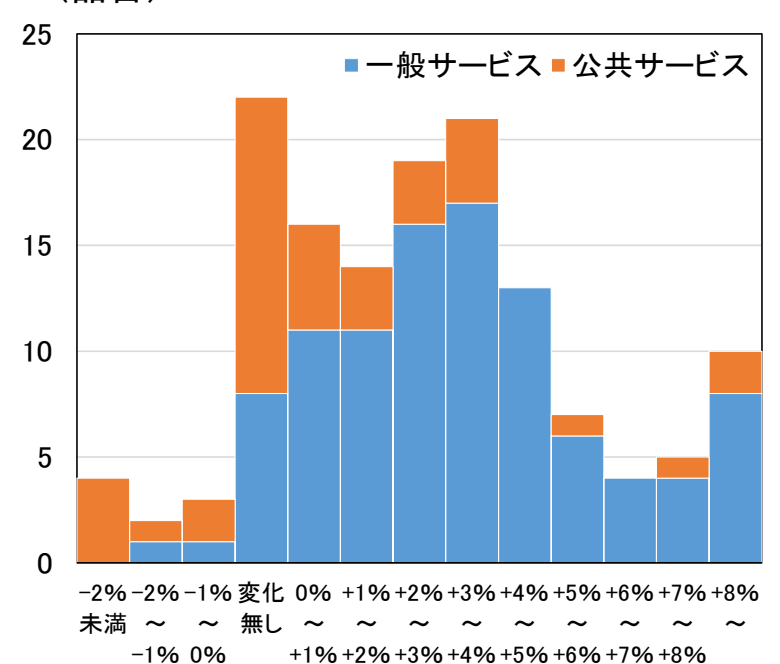
## コアCPIと輸入物価



(出典)総務省「消費者物価指数」

## CPIサービス品目の前年比の分布

(品目) (2023年10月)



(出典)総務省「消費者物価指数」



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