

## 2022・2023・2024年度 日本経済の見通し（改訂）

～ 新型コロナの影響低下を受けた人出の増加などで緩やかな成長を維持 ～

富国生命保険相互会社（社長 米山 好映）は、2022・2023・2024年度の経済見通しを改訂しました。

### 【実質GDP成長率予測】

2022年度 +1.6%（前回+1.9%）、2023年度 +0.7%（前回+0.6%）、2024年度 +0.8%

#### ○ 10～12月期は2四半期ぶりのプラス成長となるも、前回の当社予測を下回る

2022年10～12月期の実質GDP成長率は、前期比+0.2%（年率+0.6%）と2四半期ぶりのプラス成長となった。在庫投資の減少を受けて内需はマイナスとなったが、外需はインバウンド消費の回復から+0.3ポイントと2四半期ぶりのプラス寄与となった。また、10～12月期の成長率は個人消費の伸びの下振れなどから前回の当社予測を下回った。これを受けて2022年度、2023年度の見通しをそれぞれ下方修正、上方修正した。

#### ○ 2023年度は新型コロナの影響低下を受けた人出の増加などで緩やかな成長を維持

世界経済は、高インフレとこれまでの主要中銀の利上げを受けた借入金利上昇、中国のゼロコロナ政策とその解除後の感染者数急増などから当面は低迷するものの、こうした逆風は徐々に弱まる見込みであり、年後半には回復に向かうだろう。

日本経済は、生活必需品の値上がりによる消費者の購買力低下や中国などへの輸出の停滞が重石となっているが、新型コロナの影響低下を受けた人出の増加、インバウンド消費のさらなる回復、部品不足の緩和による自動車の生産回復などにより緩やかな成長を維持するだろう。また、2023年度後半には海外経済の回復を受けて生産と輸出が上向くとともに、人手不足と物価上昇に対応した賃上げの動きが徐々に中小企業にも波及し、個人消費を支えるだろう。食料品価格の上昇に加え、賃金上昇を受けたサービス価格の上昇から、2023年度も2022年度と同じく3%程度の物価上昇率を見込んでいる。

#### ○ 中国の不動産バブル崩壊、欧米などでの物価上昇率の再加速がリスク要因

中国における不動産需要の低迷が長引いている。不動産業者の倒産を防ぐための資金繰り支援などは打ち出されているが、失業率上昇もあって個人の住宅取得への意欲は盛り上がりがない。中国政府の舵取り如何によっては不動産バブルが崩壊し、深刻な金融危機に発展するリスクがある。また、上昇が一服したかに見える欧米などでの物価上昇率が、賃金とサービス価格のスパイラル的な上昇などから再加速すれば、市場の想定を上回る主要中銀の利上げにつながり、金融市場の混乱につながる可能性がある。

#### ○お問い合わせ

富国生命保険相互会社

〒100-0011東京都千代田区内幸町2-2-2

<http://www.fukoku-life.co.jp>

担当：財務企画部 高松 千之、藤巻 淳

TEL (03) 3593-7576

[chiyuki.takamatsu.kh@fm.fukoku-life.co.jp](mailto:chiyuki.takamatsu.kh@fm.fukoku-life.co.jp)

図表1. 2022・2023・2024年度 経済見通し

	2021 年度 実績	2022年度予測		2023年度予測		2024年度 予測
			前回 2022年11月 時点		前回 2022年11月 時点	
名目国内総生産（兆円）	550.6 2.4	564.7 2.6	553.9 2.3	584.6 3.5	570.5 3.0	591.7 1.2
実質国内総生産（兆円）	540.9 2.6	549.6 1.6	547.2 1.9	553.6 0.7	550.4 0.6	557.8 0.8
内 需	1.8	2.1	2.4	0.2	0.5	0.4
民間需要	1.4	2.0	2.3	0.2	0.5	0.4
民間最終消費	1.5	2.4	3.1	1.0	0.9	0.4
民間住宅投資	▲ 1.1	▲ 4.6	▲ 4.1	▲ 2.0	▲ 1.7	▲ 1.0
民間設備投資	2.1	2.7	3.4	1.3	1.9	0.9
公的需	0.4	0.1	0.2	0.1	0.0	0.0
政府最終消費	3.4	1.2	1.3	0.1	▲ 0.2	0.0
公的固定資本形成	▲ 6.4	▲ 3.7	▲ 2.3	0.8	1.5	0.5
財貨・サービスの純輸出	0.8	▲ 0.5	▲ 0.4	0.5	0.1	0.4
財貨・サービスの輸出	12.3	5.3	6.0	3.1	3.6	3.2
財貨・サービスの輸入	7.0	7.8	8.3	0.4	3.2	1.3

注1. 実質値は2015暦年連鎖価格

注2. 内需、民間需要、公的需要、財貨・サービスの純輸出はGDPに対する寄与度

（主な経済指標と前提条件）

鉱工業生産指数	5.8	▲ 0.1	2.0	1.0	2.7	1.6
国内企業物価指数	7.1	8.0	7.2	▲ 0.3	0.9	1.2
消費者物価指数	0.1	3.2	3.2	2.8	2.0	2.0
消費者物価（除く生鮮）	0.1	3.0	2.7	3.0	2.1	1.9
貿易収支（兆円）	▲ 5.4	▲ 16.2	▲ 17.3	▲ 13.3	▲ 15.3	▲ 19.3
経常収支（兆円）	12.6	12.1	11.3	16.0	15.7	12.3
名目賃金指数	0.7	2.1	1.6	2.4	1.6	2.3
完全失業率（%）	2.8	2.5	2.6	2.4	2.5	2.4
住宅着工戸数（万戸）	86.6	85.8	85.9	85.2	85.3	84.7
為替レート（¥/\$）	112.4	134.8	139.5	127.5	140.0	135.0
原油価格（\$/b）	76.4	100.7	103.6	80.8	98.1	80.8
米国実質成長率（年率）	5.9	2.1	1.9	0.6	0.4	1.3
中国実質成長率	8.1	3.0	3.3	5.4	5.0	4.6

注1. 原油価格は円ベースの入着価格を為替レート（月中平均、インターバンク中心相場）でドル換算

注2. 米国・中国GDPは暦年ベースの成長率

## ◇日本経済の現状と見通し

### ○10～12月期の実質GDP

2月14日に発表された2023年10～12月期の一次速報値によると、実質GDP成長率は前期比+0.2%、年率換算+0.6%と2四半期ぶりのプラス成長となった(図表2)。需要項目別にみると、民間最終消費は前期比0.5%増と3四半期連続の増加となった。住宅投資は同0.1%減と6四半期連続の減少となった。設備投資は同0.5%減と3四半期ぶりの減少となった。在庫投資の寄与度については、▲0.5ポイントとなった。公的需要は、公的固定資本形成

が同0.5%減と3四半期ぶりの減少となり、政府消費は同0.3%増となった。在庫投資の減少を主因に内需全体では同0.2%減となった。輸出は旅行(訪日外国人の国内消費)などの増加から同1.4%増と5四半期連続の増加となる一方、輸入は広告サービス等の減少から同0.4%減と5四半期ぶりの減少となった。この結果、外需寄与度は同+0.3ポイントとなった。

なお、2022年10～12月期の実質GDP水準は、コロナ感染拡大前のピークである2019年7～9月期を1.8%下回る水準にとどまっている。また、物価の動きを総合的に示すGDPデフレーターは前期比+1.1%となり、名目GDP成長率は同+1.3%(年率換算+5.2%)となった。

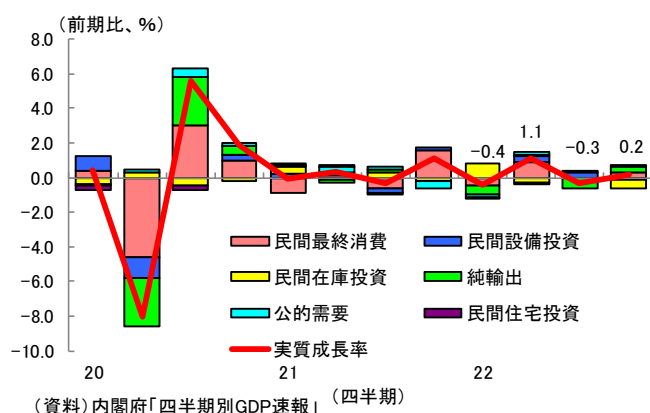
### ○2023年度は新型コロナの影響低下を受けた人出の増加などで緩やかな成長を維持

世界経済は、高インフレとこれまでの主要中銀の利上げを受けた借入金利上昇、中国のゼロコロナ政策とその解除後の感染者数急増などから当面は低迷するものの、こうした逆風は徐々に弱まる見込みであり、年後半には回復に向かうだろう。

日本経済は、生活必需品の値上がりによる消費者の購買力低下や中国などへの輸出の停滞が重石となっているが、新型コロナの影響低下を受けた人出の増加、インバウンド消費のさらなる回復、部品不足の緩和による自動車の生産回復などにより緩やかな成長を維持するだろう。また、2023年度後半には海外経済の回復を受けて生産と輸出が上向くとともに、人手不足と物価上昇に対応した賃上げの動きが徐々に中小企業にも波及し、個人消費を支えるだろう。食料品価格の上昇に加え、賃金上昇を受けたサービス価格の上昇から、2023年度も2022年度と同じく3%程度の物価上昇率を見込んでいる。

2022年10～12月期の実質GDP成長率の実績値は、個人消費を中心に前回の当社予測を下回った。生活必需品の値上がりによる実質購買力低下もあって、コロナ感染第7波の影響を受けた7～9月期からの回復が想定をやや下回った。これを受けて2022年度の見通しを下方修正する一方、新型コロナの感染症5類への分類変更を受けた人出の増加やインバウンド消費の更なる回復などを見込み、2023年度の見通しは上方修正とした。

図表2. 実質GDP成長率の寄与度分解



2022 年度の実質 GDP 成長率予測は+1.6%と、前回 11 月予測（同+1.9%）から 0.3 ポイント下方修正、2023 年度は同+0.7%と前回予測（同+0.6%）から 0.1 ポイント上方修正した。2023 年 1～3 月期の成長率は前期比年率+1.7%と見込んでいる。なお、実質 GDP がコロナ前のピークである 2019 年 4～6 月期の水準に到達する時期は 2024 年 10～12 月期と予想する。

### ○中国の不動産バブル崩壊、欧米などでの物価上昇率の再加速がリスク要因

中国における不動産需要の低迷が長引いている。不動産業者の倒産を防ぐための資金繰り支援などは打ち出されているが、失業率上昇もあって個人の住宅取得への意欲は盛り上がらない。中国政府の舵取り如何によっては不動産バブルが崩壊し、深刻な金融危機に発展するリスクがある。また、上昇が一服したかに見える欧米などでの物価上昇率が、賃金とサービス価格のスパイラル的な上昇などから再加速すれば、市場の想定を上回る主要中銀の利上げにつながり、金融市場の混乱につながる可能性がある。

### ◇主要な需要項目の動向

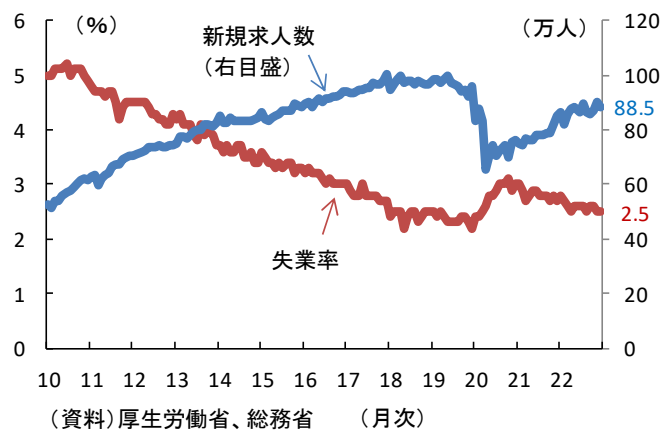
#### ○個人消費は新型コロナの影響低下などに支えられて緩やかな伸びに

雇用環境は緩やかに改善している。12 月の失業率は 2.5%と、コロナ前の水準は若干上回るものの、歴史的にも低水準で横這い傾向にある（図表 3）。就業者数（季節調整値）は 9 月にはコロナ前の水準に近い 6,743 万人まで回復したが、コロナ感染第 8 波の影響を受けた労働市場からの退出もあってこのところやや減少し、12 月には 6,719 万人となっている。

雇用環境は引き続き緩やかに改善するだろう。新規求人数は依然として水準はやや低い、持ち直しが続いている。2022 年の春から夏にかけて前年比 5 割近く増加していた宿泊業・飲食サービス業では伸びが鈍化し、建設業では減少に転じているものの、生活関連サービス業・娯楽業を含めた幅広い業種で堅調な増加傾向が続いている。今後も就業者数は緩やかに増加し、失業率は 2%台半ばで推移しよう。

名目賃金の上昇率はやや高まるものの、物価上昇率を下回る伸びが続くだろう。労働組合の全国中央組織である連合は 2023 年の春季労使交渉で、基本給を一律に上げるベースアップ（ベア）と定期昇給を合わせた賃上げ要求を 5%程度にすると発表した。アパレル製造・販売企業が発表した最大 4 割の賃上げは極端にせよ、大手企業の経営側からも物価高に配慮し、ベア中心の賃上げを支持する声が出ている。労務行政研究所が 2022 年 12 月 2 日から 2023 年 1 月 16 日にかけて実施したアンケート調査でも、上場企業等の経営者による 2023 年の「実際の賃上げ見通し」は 2.75%と、厚生労働省調査による 2022 年の主要企業の賃上げ実績の 2.20%を 0.55 ポイント上回っている。中小企業について、商工組合中央金庫が昨年 11～12 月に実施した調査によ

図表 3. 失業率と新規求人数の推移



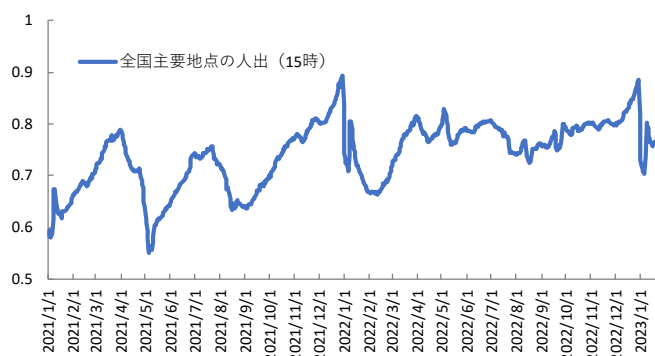
れば 2023 年の賃上げ率は 1.98%となっている。しかし、食料品価格の上昇が続くなかでは労働者は賃金上昇を求め、人材確保のためには収益的に厳しい中小企業といえども、実際にはこの数字を超える賃上げを実施すると考えている。

もっとも、現時点では雇用者全体として物価上昇に見合って賃金が上昇しているとは言い難い。12月の毎月勤労統計によると、一人当たり現金給与総額（名目賃金）は前年比+4.8%となった。消費者物価の上昇を考慮した実質賃金でも前年比+0.1%と9か月振りのプラスである。しかし、内訳をみると特別給与の寄与が大きい。所定内給与の寄与は+0.8ポイントに過ぎず、2022年に入ってから+1ポイント程度というトレンドに変化はみられない。1月からは実質賃金も再び前年比マイナスに戻ると見込まれる。特別給与も2022年12月だけで見れば大幅な増加だが、2020・21年の同月には大幅に減少しており、コロナ前の2019年の水準を1%程度上回っただけに過ぎない。コアCPIは前年比+3%台半ばで推移すると見込んでおり、名目賃金の伸びが物価上昇率を下回る状況はしばらく続くと考えている。

個人消費は、新型コロナの影響低下を受けた人出の増加などを受けて緩やかに増加している。10~12月期の民間最終消費支出は前期比0.5%増となった。外食、

宿泊などサービス消費が同1.4%増、自動車など耐久財への支出が同2.7%増となった。日本フードサービス協会によれば10月の外食産業売上高は、全国旅行支援の開始や出入国時におけるコロナ感染の水際措置の緩和により客数が増加し、価格改定の寄与もあって売上高は前年同月比で+14.8%、コロナ感染拡大前の2019年同月比でも+5.5%と、初めてのプラスとなった。その後、年末にかけても個人客や家族客が増え、クリスマス前後の季節商品や年末の回転ずしなどを中心に堅調に推移した。もっとも、パブ・居酒屋などではコロナ第8波への警戒もあって、年末の企業の大口宴会にキャンセルが続くなど、全面的な回復とまではいえない。また、全国百貨店協会が発表した12月の全国百貨店売上高（店舗数調整後）は前年比+4.0%と堅調に増加した。高額品消費（ラグジュアリーブランドのバッグ、宝飾品など）の好調が続いているほか、月平均気温が東・西日本とも低かったことで、コートやジャケット、防寒商材などの売れ行きも良かった。水際措置の緩和や円安による割安感を背景に、インバウンド消費はコロナ前の2019年対比で7割程度まで回復、国内市場も2019年とほぼ同じ水準まで回復したとのことだ。新型コロナの影響低下による人出の増加に加え、自動車の生産回復による納期短縮への期待もあり、1月の内閣府「景気ウォッチャー調査」において先行き判断DIが2.5ポイント上昇するなど、景況感には明るい兆しも見える。内閣官房の統計を用いて、全国主要地点の15時の人出をみると（コロナ前のピーク日の人出を1とした数値）、コロナ感染第7波が峠を越えた2022年10月以降は増加基調となっている（図表4）。正月明け直後は例年通りに人出が落ち込んだが、1月中旬以降についても昨年同時期（第6波の時期ではあるが）と比較すれば人出は増加している。もっとも、新型コロナがまだ深刻でなかった2020年の同時期（0.8~0.9程

図表 4. 全国主要地点の人出の推移



(資料) 内閣官房

(備考) 全国主要地点 (15時) における2019年ピーク値に対する割合

度)との比較では、まだ戻りきっていない。

また、物価高への懸念が消費者の心理面を悪化させている点には引き続き留意が必要だ。内閣府「消費動向調査」によると、消費者心理を表す消費者態度指数(二人以上の世帯)は2023年1月に前月比+0.7ポイントの31.0となったが、水準としては依然低い。構成指標をみると「暮らし向き」、「耐久消費財の買い時判断」の低下傾向が顕著である。

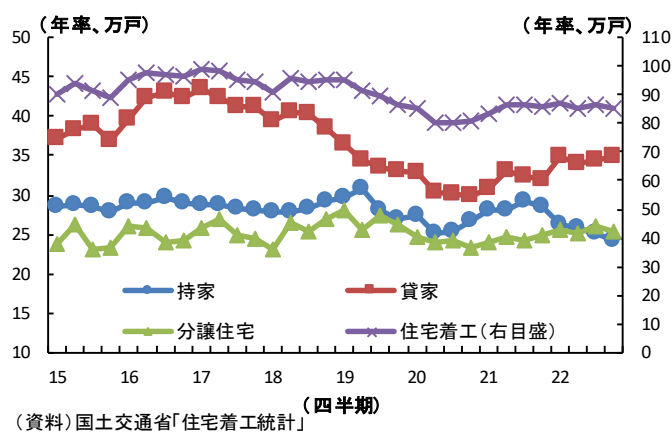
新型コロナの感染症5類への移行による一段の人出の増加や良好な雇用環境に支えられ、今後も個人消費は緩やかな伸びが見込まれる。

## ○新設住宅着工戸数は、やや減少と予想

10~12月期の住宅投資は前期比0.1%減と6四半期連続の減少となった。住宅投資に先行して動く新設住宅着工戸数は、10~12月期が年率85.1万戸と前期比で小幅な減少となった。利用関係別にみると貸家が緩やかな増加基調にあり、分譲住宅も底堅く推移する一方で、旧住宅ローン減税の適用期限(2021年12月までの入居)に向けた駆け込み需要の反動減や資材価格上昇を背景に持家が弱含んでいる(図表5)。

今後の新設住宅着工戸数は、やや減少すると予想する。住宅ローン金利については、2022年12月に日銀の金融政策決定会合で10年国債金利の変動許容幅が拡大された後、市場では金融緩和策の修正が早まるとの見方が一段と強まり、スワップ金利の上昇とともに住宅ローン借りに適用される固定金利も上昇している。引き続き多くの住宅取得希望者が選択する変動金利については、金融機関のローン獲得競争を背景に低位で据え置かれるケースが多いものの、借りに対する心理的ハードルは相応に上がっていると思われる。1月の日本銀行貸出動向アンケートにおいても、個人向け住宅ローンに対する資金需要判断DIは減少超過で推移している。加えて、住宅価格は土地や木材など資材価格の値上がりもあって、やや手が届きにくいものとなったのかもしれない。持家の着工戸数はやや軟調に推移しそうだ。なお、2024年から現行の住宅ローン減税において控除対象となるローン残高の上限が引き下げ予定であり、実質的な金利負担額の増加要因となる。分譲マンションについても、マンション価格の高騰が需要を抑える要因となるなか、資金調達金利の上昇がデベロッパーにとっても徐々に重石となるだろう。一方、貸家の着工は比較的堅調に推移している。首都圏を中心にマンション価格が高騰したことで、貸家に住む選択をする世帯数の一定の増加が見込まれ、企業によるマンション型を中心とした貸家着工は緩やかな増加傾向を当面は維持するだろう。2022、23、24年度の住宅着工戸数はそれぞれ85.8万戸、85.2万戸、84.7万戸と予測している。

図表5. 新設住宅着工戸数の推移



## ○設備投資は円安効果が下支えする企業収益を背景に持ち直しが続く

10～12月期の実質設備投資は前期比0.5%減と3四半期ぶりの減少となった。半導体製造装置等への支出が減少に寄与したものとみられる。

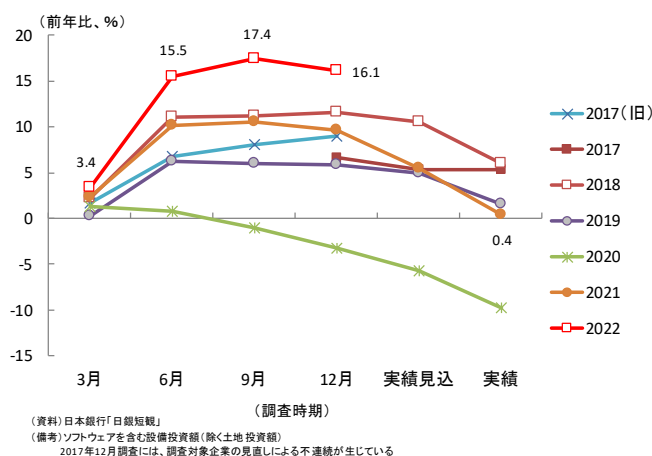
今後の設備投資は円安効果が下支えする企業収益を背景に緩やかな増加傾向が続くだろう。日銀短観12月調査における全規模・全産業の2022年度設備投資計画（ソフトウェアを含む、土地投資を除く）は、前年比16.1%増と9月計画から1.3ポイント下方修正されたが、引き続き過去の年度と比較しても同時期として高い計画が示されている（図表6）。もっとも、先行指標である機械受注（船舶・電力を除く民需）は半導体製造装置など、製造業を中心にややブレーキが掛かっている。10～12月期の受注額は前期比5.0%減となった。また、1～3月期の受注額見込みは同4.3%増となっている。

設備投資との関係が強い経常利益について、法人企業統計によって確認すると、2022年7～9月期（全産業ベース）に前期比5.3%減と4四半期ぶりのマイナスに転じた。もっとも、このマイナスは電気業・建設業に集中しており、広汎な悪化とは言えなさそうだ。先行きについて、米国など海外経済の減速はマイナス要因であるものの、原材料価格高騰に対する川下への価格転嫁にも一定程度の進捗がみられるなか、円安効果もあって企業収益は改善傾向が続くと考えている。そのため、製造業の機械投資が続くとみられるほか、データ解析の高度化や営業活動の効率化などに向けたデジタル関連投資、脱炭素化のための投資などを中心に設備投資は緩やかな増加傾向が続くと予想する。

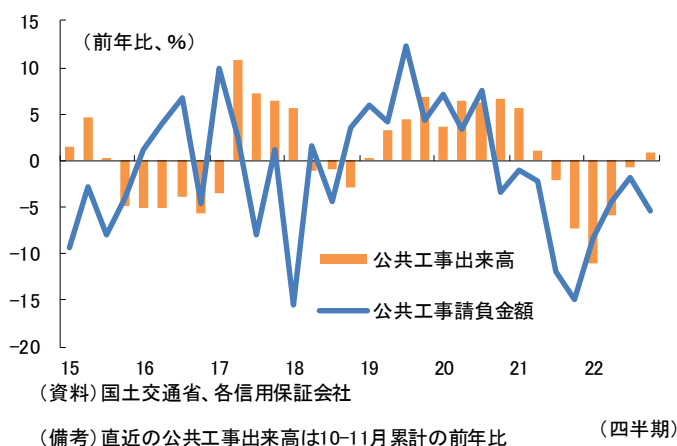
### ○公的固定資本形成は緩やかに増加する見込み

10～12月期の公的固定資本形成は前期比0.5%減と3四半期ぶりの減少となった。先行指標である公共工事請負金額をみると、10～12月期が前年比5.4%減と前期からマイナス幅がやや拡大している（図表7）。地域別にみると、東北地方の減少が大きく、東日本大震災からの復興需要の一服の影響も考えられる。もっとも、2021年度からの5年間で事業規模の目途を概ね15兆円程度とする「防災・減災、国土強靱化のための5か年加速化対策」が実施されており、公共工事の予算が大きく減少することはないとみられる。また、2023年度予算案では防衛力抜本的強化のため、2022年度当初予算比で防衛費が約1.4兆円増額されている。

図表6. 設備投資計画調査（全規模・全産業）



図表7. 公共工事請負金額・出来高の推移

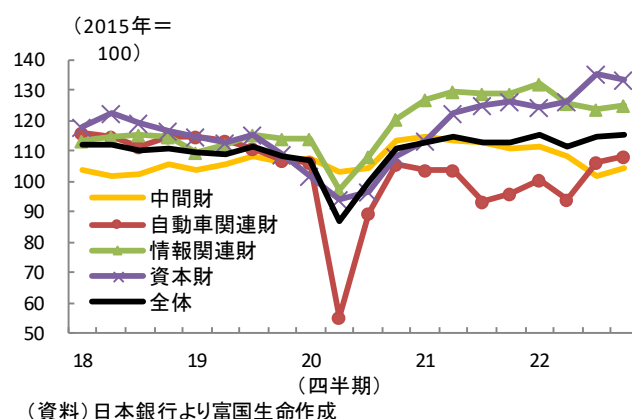


公共工事に関しては請負金額の推移から横ばい圏と見込まれるものの、防衛費の予算増（防衛装備の調達増）を受けて、今後の公的固定資本形成は緩やかな増加を見込んでいる。

### ○輸出は、インバウンド消費に支えられて緩やかに増加する

輸出は緩やかに増加している。10～12月期の実質輸出は旅行（訪日外国人の国内消費）等の増加により前期比1.4%増と5四半期連続の増加となった。また、日銀が公表する10～12月期の実質輸出は自動車関連財、中間財を中心に前期比で0.7%程度増加となったが、海外経済の減速を背景として資本財には鈍化の兆しもみられる（図表8）。一方、サービス輸出に計上されるインバウンド消費の回復は明るい材料である。10月11日から実施された1日当たり入国者数上限の撤廃、短期滞在のビザ免除プログラムの再開、観光目的の個人旅行の解禁など水際措置の大幅緩和を背景に、日本政府観光局の推計では12月の訪日外客数（外国人旅行者の数）は137万人と、コロナ前の2019年対比で半分程度まで回復した。また全国百貨店協会によれば、12月の全国の百貨店におけるインバウンド売上はコロナ前の水準近くまで戻しているという。今後も訪日外客数とインバウンド消費の更なる回復が期待される。

図表 8. 日銀実質輸出（財別）の推移

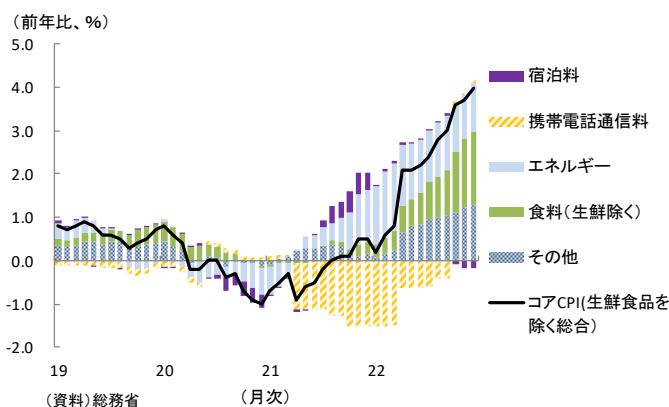


今後も輸出は緩やかな増加を続けるだろう。2023年前半は米国経済などの低迷を背景に財の輸出が伸び悩むと考えるが、中国におけるコロナ感染のピークアウトにより、中国人観光客も含めて訪日外客数・インバウンド消費のさらなる増加が見込まれる。加えて2023年後半には海外経済も持ち直すと予測しており、日本からの財輸出も上向いていくだろう。

### ○消費者物価と金融政策の見通し

消費者物価は上昇率が高まっている。12月のコアCPI(生鮮食品を除く消費者物価総合)は前年比+4.0%と、1981年12月以来の高い上昇率となった(図表9)。上昇率が加速した背景には、10月にマヨネーズ、ビール、ハム、コーヒーなど多くの食料品で値上げが実施されたあとも、鶏卵などさらに幅広い品目に値上げの広がりが見られている食料(生鮮食品を除く)による押し上げに加えて、電力会社が任意に設定できる家庭向け自由料金の上昇などを受

図表 9. 消費者物価指数の推移





けた、このところのエネルギーによるプラス寄与の再拡大などがある。

今後のコア CPI は、上昇率がやや鈍化するだろう。昨年 10 月 28 日に閣議決定された「物価高克服・経済再生実現のための総合経済対策」にある、一般家庭向けの「低圧」電力契約に対する 1kwh あたり 7 円の補助など、政府の物価高対策が 2 月からコア CPI を 0.7 ポイント程度押し下げると想定するためである。その後、春頃からは各電力会社による経済産業省への規制料金の値上げ申請が承認・実施されて電力料金を押し上げるものの、一方で原油価格は世界経済の減速を背景にこのところ 80 ドル前後で安定的に推移しており、対前年比でのエネルギー価格のプラス寄与は徐々に縮小すると見込まれる。中国におけるゼロコロナ政策の事実上の終了とコロナ感染者数の急増（そして、その後の減少）は工場閉鎖（そして再開）など供給と需要の両面から間接的に日本の物価にも影響を及ぼすが、食料品以外の財については一般に、世界経済の減速を背景として品不足による価格上昇圧力が緩和していくだろう。もっとも、食料品については昨年 10 月の広汎な値上げ実施後も、更なる値上げの動きが続いており、最近でもスナック菓子、缶コーヒー、麺類などの値上げが報道されている。異常気象やウクライナ情勢など供給面での懸念材料が多く、今後も食料品価格は物価上昇の鍵を握ると思われる。また、米国などと比較すれば限定的とはいえ、賃金上昇を通じてサービス価格にも一定の上昇圧力がかかるだろう。企業は人材確保に向けて物価高騰に対応した賃上げを迫られるとともに、最低賃金も 10 月には昨年と同率程度の引き上げが想定される。

2022 年度のコア CPI の予測は前年比 +3.0% と前回 11 月予測から 0.3 ポイント上方修正し、2023 年度は同 +3.0% と前回から 0.9 ポイント上方修正とした。なお、2024 年度は同 +1.9% と予測している。

金融政策について、足元のコア CPI の前年比上昇率が 2% を超えているとはいえ、日銀はその持続性への懸念を理由に 2023 年 4 月の黒田総裁の任期満了まで、現行の金融政策を維持するだろう。昨年 12 月に日銀は 10 年国債金利の変動許容幅を ±0.25% 程度から ±0.50% 程度に拡大したが、現行のイールドカーブコントロールの方針である「10 年物国債のゼロ% 程度での推移」が変更されない限り、更なる変動許容幅の拡大は困難だろう。黒田総裁の後任として現在、国会で植田和男氏を次期総裁とする人事案を審議中である。植田氏は次期総裁候補に関する報道後、「現在の日銀の政策は適切だ。現状では金融緩和の継続が必要だ」と述べている。しかし同氏はこれまで、金利上昇抑制のための日銀の買いオペ継続がハイパーインフレにつながるリスク、イールドカーブコントロールが債券市場の価格発見機能を低下させる副作用などについて発言している。また、イールドカーブコントロールは微調整に向かない仕組みとも述べたが、既に実施されている以上、段階的な出口戦略にならざるを得ないと思われる。その廃止に向けてはまず、長期化した金融緩和政策の「点検」を実施するなど市場とのコミュニケーションにも配慮するだろう。

先に述べたように、食料品価格を中心とした物価上昇が賃金上昇を通じてサービス価格上昇にも波及する結果、持続的な 2% の物価上昇目標が見通せる状況になると予測していることから、2023 年度中には金融政策の変更が開始されるだろう。第一段階としては「(中略) 政策金利については、現在の長短金利の水準、または、それを下回る水準で推移することを想定している」と述べられているフォワードガイダンスの修正、政策金利のマイナスからの脱却とイールドカーブコントロールにおける対象年限

の短期化がメインシナリオである。金融市場においては、先んじて日銀の金融緩和政策の変更への思惑が強まり、10年超の超長期金利には上昇圧力が強まっていくだろう。

図表10. デフレーター伸び率(2015暦年連鎖価格)

(前年比、%)

	2019年度	2020年度	2021年度	2022年度	2023年度	2024年度
国内総支出	0.8	0.7	▲ 0.1	0.9	2.8	0.4
民間最終消費	0.6	0.0	1.2	3.1	2.6	2.1
民間住宅投資	1.6	0.5	7.5	5.4	2.2	2.0
民間設備投資	0.4	▲ 0.4	2.6	4.2	2.6	1.9
政府最終消費	0.4	▲ 0.9	1.1	1.4	1.4	1.2
公的固定資本形成	1.5	0.3	3.3	4.6	2.7	2.0
財貨・サービスの輸出	▲ 3.2	▲ 2.0	9.4	14.7	▲ 2.4	2.0
財貨・サービスの輸入	▲ 4.3	▲ 7.4	21.6	23.7	▲ 3.2	7.7
					予測	

図表11. 需要項目別の寄与度

(%)

	2019年度	2020年度	2021年度	2022年度	2023年度	2024年度
実質国内総支出	▲ 0.8	▲ 4.1	2.6	1.6	0.7	0.8
民間需要	▲ 0.9	▲ 4.3	1.4	2.0	0.2	0.4
民間最終消費	▲ 0.5	▲ 2.8	0.8	1.3	0.5	0.2
民間住宅投資	0.1	▲ 0.3	▲ 0.0	▲ 0.2	▲ 0.1	▲ 0.0
民間設備投資	▲ 0.2	▲ 0.9	0.3	0.4	0.2	0.1
公的需要	0.5	0.8	0.4	0.1	0.1	0.0
政府最終消費	0.4	0.5	0.7	0.3	0.0	0.0
公的固定資本形成	0.1	0.3	▲ 0.4	▲ 0.2	0.0	0.0
財貨・サービスの純輸出	▲ 0.4	▲ 0.6	0.8	▲ 0.5	0.5	0.4
財貨・サービスの輸出	▲ 0.4	▲ 1.7	1.9	1.0	0.6	0.7
財貨・サービスの輸入	▲ 0.0	1.1	▲ 1.2	▲ 1.5	▲ 0.1	▲ 0.3
					予測	

注1. 四捨五入の関係上、内数の合計は必ずしも合計項目に一致しない

## ◇海外経済の現状と見通し

### 【米国経済】

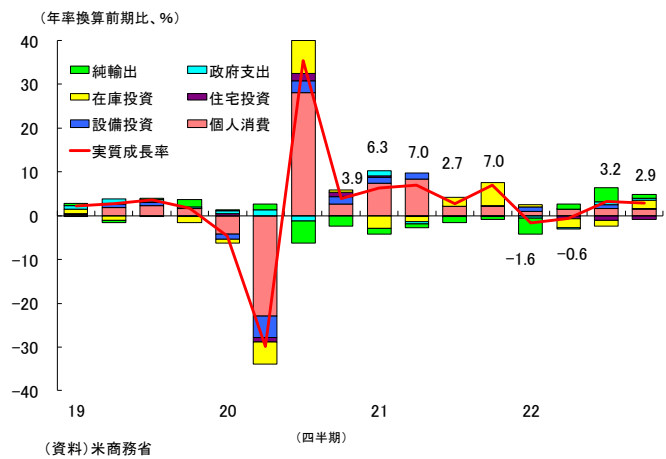
米国経済は、減速している。22年10～12月期の米国の実質GDP成長率は前期比年率+2.9%と、2四半期連続のプラス成長となった（図表12）。ただし、内訳をみると内需の減速による在庫積み上がり（在庫投資拡大）や、輸入減少による純輸出拡大が寄与しており、米国経済は高インフレとFRB（米連邦準備制度理事会）の金融引締めによって減速している。

実質GDPを需要項目別にみると、個人消費は前期比年率2.1%増と、10四半期連続の増加となったが、前期の同2.3%増から伸びが鈍化した。財消費は同1.1%増と、2四半期ぶりの増加となった。自動車などの増加で、耐久財が同0.5%増と3四半期ぶりの増加となったほか、食品やガソリンなどの増加で非耐久消費財が同1.5%増と4

四半期ぶりの増加となった。サービス消費は同2.6%増と、ヘルスケアや住宅関連の支出が増加し、10四半期連続の増加となったが、前期の同3.7%増からは伸びが鈍化した。住宅投資は同26.7%減と、7四半期連続の減少かつ前期の同27.1%減とほぼ同程度のマイナス幅となり、低迷が続いている。FRBの利上げによって住宅ローン金利が急騰し、個人の住宅購入意欲は冷え込んでいることが影響している。設備投資は同0.7%増と、10四半期連続の増加となったが、前期の同+6.2%からは大幅に鈍化した。FRBの利上げの影響が顕在化しつつあるとみられる。在庫投資は+1.46ポイントの寄与と、前期の▲1.19ポイントから一転してプラスとなった。個人消費や設備投資の増加ペース鈍化による在庫積み上がりの動きが出ているとみられる。輸出は、供給制約の緩和は追い風となったものの、中国や欧州の景気減速が向かい風となり、同1.3%減と、3四半期ぶりの減少となった。一方、輸入は個人消費など内需の減速によって同4.6%減と、2四半期連続の減少となり、純輸出の寄与度は+0.56ポイントと、前期の+2.86ポイントから縮小したものの、プラス寄与が続いた。

足元では物価や賃金に鈍化の兆しもみられている。22年12月のコアCPI（食品とエネルギーを除く消費者物価指数）は前年比+5.7%と依然として高いものの、22年9月の同+6.6%をピークに鈍化傾向にある。雇用・所得環境をみると、23年1月の失業率は3.4%と、前月から0.1ポイント低下し、事業所調査ベースの非農業部門雇用者数は23年1月に前月差+51.7万人増加し、労働市場は依然堅調さを維持している。ただし、家計調査ベースの非農業部門雇用者数をみると、足元で非正規雇用が増加する一方、正規雇用は増加しておらず、企業は景気後退時に雇用調整しやすい非正規雇用に切り替える動きを進めている可能性もある。賃金は、23年1月の平均時給は前月比+0.3%と、上昇が続いているが、前月の同+0.4%から伸びは鈍化している。10～12月期の雇用コスト指数（職種・業種の構成変動による影響を除外し、賃金のほか付加給付も加算した指数）は前期比+1.0%と、前期の+1.2%から鈍化している。

図表12. 米国実質GDP成長率の推移



今後米国経済は更に減速すると見込んでいる。23年1～3月期は前期比年率+0.6%に鈍化し、4～6月期は同▲1.8%、7～9月期は同▲1.4%のマイナス成長を予測する。  
これまでのFRBの利上げが個人消費や設備投資、住宅投資を抑制するだろう。また、海外経済の減速も下押し圧力となるだろう。個人消費は、物価が高止まるなか、過剰貯蓄が減少したことに加え、金利上昇によって利息収入を得られる資産への選好が強まることや、借入金利上昇によって借入を控える動きなどによって減少するだろう。住宅投資は、引き続き低迷が続くと考えられるが、FRBの利上げの到達点が見えてきたことに加え、住宅価格が幾分下落していることが追い風となり、次第に底打ちとなるだろう。設備投資は、脱炭素に向けた投資や、雇用コストの高止まりを設備投資で代替する動きは支えとなるが、利上げによる借入金利上昇と、内外の景気減速によって減少に転じるだろう。輸出は、ユーロ圏や中国の景気減速によって当面伸び悩むものの、中国はゼロコロナ政策を終了し、今後景気は緩やかに持ち直すとみられることから、輸出は次第に持ち直すだろう。なお、供給制約回避や安全保障上の理由によりグローバル貿易が縮小するリスクには注意が必要だろう。輸入は、個人消費や設備投資などの内需が減速することによって当面弱い動きとなるだろう。純輸出の実質GDPに対する寄与度は、輸出の持ち直しに合わせて次第にプラスとなるだろう。

雇用環境について、内外の景気減速によって、企業は徐々に雇用の調整を進めていくだろう。ただし、企業はコロナ禍で削減した従業員を再雇用するのが困難だった経験から、過去に比べて人員削減に消極的であり、リーマンショック時やコロナショック時のような失業率の急上昇には繋がらず、大幅な景気後退には繋がらない可能性があるだろう。企業は解雇などによる人員削減以外では、定年退職による自然減や、新規採用を抑制することで従業員数を管理していくとみられ、求人数は徐々に減少していくだろう。雇用の過熱感が解消されていく過程で賃金上昇圧力も次第に落ち着いていき、賃金上昇による消費拡大も次第に抑制されていくだろう。

実質GDP成長率の予測について、23年は同+0.6%、24年は同+1.3%を予測している。なお、23年は前回予測（22年11月）から0.2ポイント上方修正し、24年は0.1ポイント上方修正している。23年の予測値の上方修正は、前回予測以上に米国景気が底堅く推移していることなどが影響している。24年の予測値の上方修正は、国内景気減速によって物価上昇率が鈍化し、FRBの金融引締めの変換点が23年末に訪れ、24年は景気持ち直しに転じると想定していることなどが影響している。

金融政策について、FRBは、22年3月から23年2月にかけて4.5%の利上げを行い、2月上旬時点でFF金利の誘導レンジの上限は4.75%となった。22年6月から始まったバランスシート縮小による量的引締めも続いている。当社は、今後FRBは23年3月と5月に0.25ポイントの利上げを行い、FF金利の誘導レンジの上限を5.25%とし、その後はしばらくその水準を維持すると見込んでいる。また、量的引き締めも継続すると見込んでいる。積極的な金融引締めを受けて景気は減速し、賃金上昇率も次第に落ち着き、米国の消費者物価指数（コアCPI）は鈍化していくと予想している。コアCPIは22年末の前年比+5.7%から、23年末で同+2.8%程度、24年末で同+2.2%程度で推移すると予測している。景気減速と物価上昇率の鈍化を受け、FRBは23年12月に0.25ポイントの利下げを行い、金融政策を調整すると見込んでいる。なお、想定以上に景気が強く、物価の伸びが加速する場合は、FRBは更なる利上げと引締めの長期化を強いられ、景気が大幅に冷え込むリスクには注意が必要だろう。

## 【欧州経済】

欧州経済は、減速している。ユーロ圏の22年10～12月期の実質GDP成長率は前期比+0.1%（年率換算+0.5%）となった。プラス成長を維持したが、高インフレとECB（欧州中央銀行）の金融引締めによって前期（同+0.3%）から減速した（図表13）。

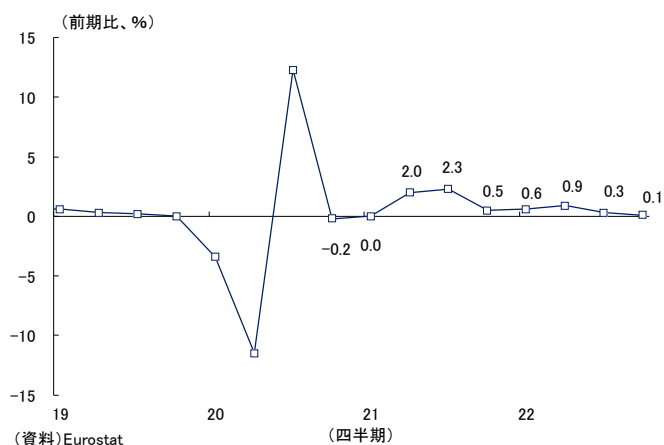
個人消費は、雇用・所得環境の改善は追い風となったが、食品やエネルギー価格高騰による購買力低下で、増加ペースは鈍化したとみられる。22年12月のユーロ圏の失業率は6.6%と、低い水準が続いている。22年7～9月期のユーロ圏妥結賃金は前年比2.9%増と、消費者物価指数（HICP）の伸び（23年1月前年比+8.5%）を下回っている。設備投資は、海外経済減速による先行き不透明感や借入金利上昇などによって減少したとみられる。輸出は、供給制約の緩和によって幾分持ち直したとみられる。主要国の成長率（カッコ内は前期の成長率）は、ドイツが前期比▲0.2%（同+0.5%）、フランスが同+0.1%（同+0.2%）、イタリアが同▲0.1%（同+0.5%）、スペインが同+0.2%（同+0.2%）と、マイナス成長の国もあり、総じて低調だった。

今後も、欧州経済は更に減速するだろう。ECBの金融引締め継続による借入金利上昇が個人消費、住宅投資、設備投資を抑制するだろう。ユーロ圏の23年1月のHICPは前年比+8.5%と、エネルギー価格の下落によって鈍化傾向にあるが、サービス価格は同+4.2%と、22年初の+2%程度から拡大している。雇用・所得環境の改善が続いており、また、高インフレのなか賃上げを求めるストライキが各国で行われている。今後賃金上昇圧力が高まり、個人消費を支える可能性があるが、同時に物価も押し上げるリスクがある。ECBは22年7月から23年2月にかけて計3%の利上げを行ったが、賃金上昇が高インフレに結び付くことを防ぐために今後も利上げを続けるだろう。

金融政策について、当社は、ECBが高インフレを抑制するため、23年3月に0.50ポイント、5月に0.25ポイントの利上げを行い、23年5月末時点の主要政策金利は3.75%となり、当面その水準で据え置くと想定している。23年1～3月期にバランスシートの縮小も開始し、その後量的引締めを当面継続するだろう。

エネルギー市場の動向や不動産市場の動向がユーロ圏のリスク要因となる可能性があるだろう。ユーロ圏では再生可能エネルギー導入が進んでいるが、引き続き天然ガスなどの海外依存も続いている。中国経済が急回復する場合などには天然ガス需給がひっ迫して再度価格上昇が起これ、ユーロ圏のインフレ率が押し上げられるリスクがあるだろう。不動産市場について、ECBの低金利政策もあり、過去10年程度で見るとユーロ圏の住宅価格は大きく上昇している。しかし、足元では利上げによってユーロ圏各国の住宅ローン金利は上昇し、多くの国で住宅価格の伸びが急速に鈍化している。ECBが利上げを続けることで住宅ローン金利が更に上昇し、住宅需要が落ち込むことや、住宅ローンの焦げ付きが発生する可能性があるだろう。金融機関は商業用不動産への投資を増やしており、商業用不動産の動向にも注意が必要だろう。

図表13. ユーロ圏実質GDP成長率の推移



## 【中国経済】

中国経済は、成長ペースが鈍化している。中国の22年10～12月期の実質GDP成長率は前年比+2.9%と、7～9月期の同+3.9%から鈍化した（図表14）。前期比ベースでは0.0%（7～9月期同+3.9%）となった。22年通年の実質GDP成長率は前年比+3.0%と、3月の全人代における目標+5.5%を大幅に下回った。ゼロコロナ政策による需要抑制や不動産市場の低迷によって、低い成長率となった。

1～12月期の小売売上高は前年比0.2%減（1～9月期同0.7%増）と低迷した。1～12月期の固定資産投資は同5.1%増（1～9月期同5.9%増）と、インフラ投資の増加によって底堅く推移した一方、1～12月期の不動産開発投資は同10.0%減（1～9月期同8.0%減）と減少幅が拡大しており、不動産市場の低迷が続いている。1～12月期の輸出は同7.0%増（1～9月期同12.5%増）と足元で鈍化しており、欧米など海外経済減速の影響が顕在化しつつある。

今後はゼロコロナ政策の解除によって持ち直すだろう。中国政府は22年12月7日に突如ゼロコロナ政策を解除した。都市部を中心に感染者数・死者数が急増した。23年1月下旬の春節による帰省で感染は全土に拡大したとみられ、1～3月期は感染拡大による混乱を伴いつつ次第に感染は収束し、景気は持ち直しに転じるだろう。個人消費は、ゼロコロナ政策解除によるペントアップ需要の発現が追い風となるが、コロナ禍で失業者が急増したことによって景気の先行き不安を感じる個人も多く、緩やかな持ち直しにとどまるだろう。住宅投資は、銀行による住宅ローン下限金利引き下げや、事業者による販売促進の値引きが需要を喚起し、幾分持ち直すだろう。足元ではそうした値引き等も影響し、主要70都市住宅価格指数は22年12月まで9か月連続で前年比マイナスとなっている。また、政府は22年の人口が61年ぶりに減少したとの推計を発表しており、今後住宅が過剰となる懸念もある。個人は今まで住宅価格の値上がりに期待して不動産を購入していたため、各種支援策でどれだけ需要を喚起出来るかは不透明であり、住宅市場の急回復は期待出来ず、深刻な金融危機に繋がるリスクには引き続き注意が必要だろう。輸出は、欧米の景気減速によって当面弱い動きとなるだろう。輸入は、内需の緩やかな持ち直しを反映して次第に持ち直すだろう。

実質GDP成長率の予測について、23年はゼロコロナ政策解除によって景気は持ち直しに転じるが、中長期的には人口減少や安全保障上の理由等による生産拠点の中国国外への移管などが向かい風となって次第に成長率は鈍化していくと見込み、23年は同+5.4%（前回11月予測：同+5.0%）、24年は同+4.6%（前回11月予測：同+5.0%）と予測している。

金融政策について、景気回復を支えるため、当面現在の金融緩和策を維持するとみられる。米国の利上げ停止が視野に入ってきたことから、更なる金融緩和を行う可能性もあるだろう。また、政府による財政支援も行われる可能性があるだろう。

以上

図表14. 中国実質GDP成長率の推移

