

## 2023・2024年度 日本経済の見通し（改訂）

～ サービス消費やインバウンドの増加などで緩やかな成長が続く ～

富国生命保険相互会社（社長 米山 好映）は、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】

2023年度 +2.0%（前回+1.3%）、2024年度 +0.7%（前回+1.0%）

#### ○ 4～6月期は外需の大幅なプラス寄与により2年半ぶりの高成長

2023年4～6月期の実質GDP成長率は、前期比+1.5%（年率+6.0%）と2020年10～12月期以来の高成長となった。個人消費が振るわず内需はマイナス寄与となったが、部品不足の緩和を背景に自動車などの輸出が回復する一方、輸入が減少して外需は+1.8ポイントの寄与となった。また、4～6月期の成長率は輸入の下振れを主因に当社の前回予測を上回った。ただし、消費については値上げに対する買い控えもあって前回予測を下回った。これを受けて2023年度、2024年度の見通しをそれぞれ上方修正、下方修正した。

#### ○ 引き続きサービス消費の回復やインバウンド需要の増加で緩やかな成長を見込む

世界経済は、これまでの主要中央銀行の利上げによる借入金利上昇や中国景気の弱さがマイナス要因となるものの、生産拠点の国内回帰などによる設備投資の増加やインフレのピークアウトに伴う実質賃金の持ち直しを受けて、緩やかな成長が続くだろう。

日本経済は、新型コロナウイルス感染症対策の緩和を背景に、各地でイベントが再開されるなどサービス消費の回復が見込まれるとともに、納車待ちの解消に向けた自動車生産の増加もあって、緩やかな成長を維持するだろう。中国政府が8月10日から日本への団体旅行を解禁したことで、一段のインバウンド需要の増加も見込まれる。引き続き食料品価格などの上昇が消費者の実質購買力を削いでいるが、コロナ禍で積み上がってきた超過貯蓄が原資となり、当面の支出を支えるだろう。人手不足と物価上昇に対応した賃上げの動きは大手企業から徐々に中小企業にも波及していき、所得環境の緩やかな改善は続くだろう。

#### ○ 不動産向け投融資の不良債権化による海外の金融危機などがリスク要因

需要が低迷する米国や欧州などの商業用不動産や、中国の住宅用不動産を対象とした投融資の不良債権化が、海外での深刻な金融危機に発展するリスクがある。また、国内では今後も物価上昇に見合った継続的な賃金上昇がなければ、コロナ禍での超過貯蓄の取り崩し後には消費が失速する可能性がある。

○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. 2023・2024年度 経済見通し

	2022 年度 実績	2023年度予測		2024年度予測	
			前回 2023年5月 時点		前回 2023年5月 時点
名目国内総生産（兆円）	562.7 2.0	591.2 5.1	582.8 3.9	605.6 2.4	598.0 2.6
実質国内総生産（兆円）	549.2 1.4	560.0 2.0	555.1 1.3	563.7 0.7	560.4 1.0
内 需	1.9	1.0	1.2	0.6	0.8
民間需要	1.9	0.8	1.0	0.5	0.7
民間最終消費	2.5	0.7	1.5	0.8	0.8
民間住宅投資	▲ 3.0	2.1	▲ 1.1	▲ 0.4	▲ 0.3
民間設備投資	3.1	2.4	2.6	1.9	1.8
公的需	▲ 0.0	0.2	0.2	0.1	0.1
政府最終消費	0.7	0.1	0.1	0.0	0.0
公的固定資本形成	▲ 3.1	3.2	2.4	1.7	1.5
財貨・サービスの純輸出	▲ 0.6	0.8	0.2	0.2	0.2
財貨・サービスの輸出	4.5	2.7	4.8	3.4	5.0
財貨・サービスの輸入	7.2	▲ 1.5	3.9	2.6	3.9

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	▲ 0.3	0.9	1.6	1.8	1.6
国内企業物価指数	9.7	1.0	▲ 0.2	0.3	1.2
消費者物価指数	3.2	2.5	2.2	2.0	2.2
消費者物価（除く生鮮）	3.0	2.5	2.3	2.0	2.0
貿易収支（兆円）	▲ 18.0	▲ 9.3	▲ 15.8	▲ 8.2	▲ 15.6
経常収支（兆円）	9.4	20.0	12.3	21.5	15.0
名目賃金指数	1.9	2.4	2.6	2.4	2.4
完全失業率（%）	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6
住宅着工戸数（万戸）	86.1	84.8	85.3	84.7	84.9
為替レート（¥/\$）	135.4	136.1	127.5	133.8	135.0
原油価格（\$/b）	102.6	80.4	85.0	79.1	84.9
米国実質成長率	2.1	2.0	1.0	1.0	1.3
中国実質成長率	3.0	5.0	5.4	4.6	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



2023年度の実質 GDP 成長率予測は+2.0%と、前回 5 月予測（同+1.3%）から 0.7 ポイント上方修正、2024年度は同+0.7%と前回予測（同+1.0%）から 0.3 ポイント下方修正した。2024年 7~9 月期の成長率は前期比年率▲1.3%と見込んでいる。

### ○不動産向け投融資の不良債権化による海外の金融危機などがリスク要因

需要が低迷する米国や欧州などの商業用不動産や、中国の住宅用不動産を対象とした投融資の不良債権化が、海外での深刻な金融危機に発展するリスクがある。また、国内ではこれまでの値上げに対して一部に消費者の買い控え行動がみられる。今後も物価上昇に見合った継続的な賃金上昇がなければ、コロナ禍での超過貯蓄の取り崩し後には消費が失速する可能性がある。

### ◇主要な需要項目の動向

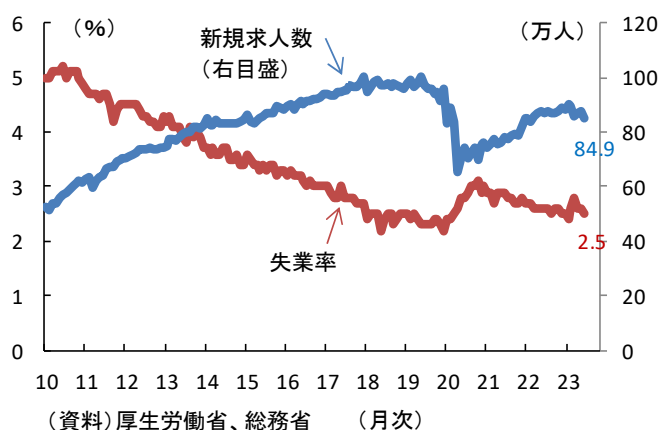
#### ○個人消費はサービス分野を中心に持ち直し基調が続く

雇用環境は緩やかな改善傾向にある。失業率は 2021 年以降、低下傾向であり足元では 6 月の失業率が 2.5%となっている（図表 3）。労働参加率と就業者数（季節調整値）はそれぞれ 63%程度、6,700 万人台半ばと 2019 年とほぼ同水準にあり、コロナ禍で失業した、もしくは職探しを諦めていた人々の職場復帰は概ね完了したとみられる。もっとも、先行きには多少の懸念材料も出てきている。雇用環境の先行指数となる新規求人数は、6 月に 84.9 万人と年初の 90 万人程度からはやや減少している。業種別にみると、インバウンドや国内旅行需要の回復により宿泊業・飲食サービス業の求人は増加を続けているが、海外需要の弱さもあって製造業の求人は減少している。

雇用環境は良好な状況が続くだろう。新規求人数がやや頭打ちとなっていることから、今後の失業率は 2%台半ばで横這い傾向となるだろう。もっとも、この水準は歴史的には低い水準であり、長期的に日本の労働力人口が減少していくなか、企業の人手不足感は続くだろう。日銀短観 6 月調査における全規模全産業の雇用判断 DI は▲32 と、引き続き大幅な人出不足を示している。

名目賃金の上昇率は高まり、徐々に物価上昇率に追いつくだろう。毎月勤労統計によると、2023 年 6 月の一人当たり現金給与総額（名目賃金）は前年比+2.3%、消費者物価の上昇を考慮した実質賃金では同▲1.6%となった。もっとも、6 月時点では 2023 年春闘の結果がまだ完全には統計値に反映されておらず、また、賃上げの動きは徐々に大手企業から中小企業にも波及していくと考えられるため、今後も現金給与総額の伸び率は緩やかに上昇するだろう。一方、エネルギー価格の低下から消費者物価の上昇率は低下するため、徐々に前者の伸びが後者の伸びに近づき、実質賃金も小幅ながらプラスに転じると見込んでいる。なお、厚生労働省が 8 月 4 日に発表した 2023 年の民間主要企業の賃上げ率は+3.60%となっている。

図表 3. 失業率と新規求人数の推移

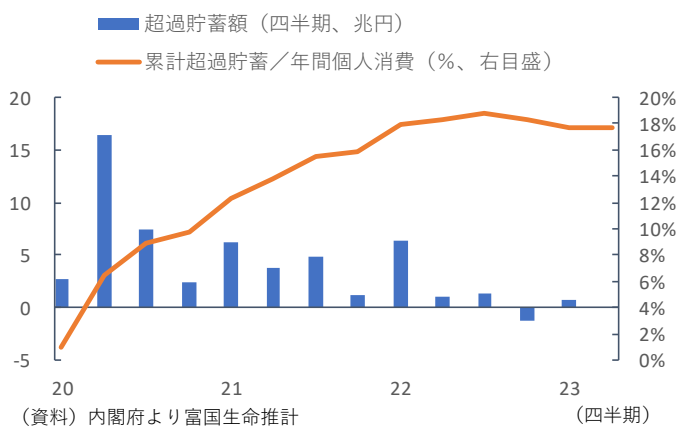


個人消費は、4～6月期に足踏みしたものの、持ち直し基調は維持していると考えている。4～6月期の民間最終消費支出は前期比0.5%減となった。外食、宿泊などサービス消費が同0.3%増となったものの、相次ぐ値上げに対する買い控えもあり飲食料品などの非耐久財への支出が同1.9%減となったほか、白物家電などの不振から耐久財への支出も同3.3%減となった。白物家電の不振の要因としては、天候不順によるエアコン販売の不調もあった。

日本フードサービス協会によれば6月の外食産業売上高は前年比で11.8%増、2019年対比では同3.5%増となった。5月8日から新型コロナウイルス感染症が5類感染症に移行し、外食は回復基調にある。ファミリーレストランでは閉店時間を遅くする店舗も増えており、パブ・居酒屋では大きめの宴会が少しずつ戻っているとのことだ。

7～9月期については地域イベントの復活などによる人出の増加に加え、猛暑効果も消費のプラス要因となるだろう。4年ぶりに開催された隅田川花火大会を始め、新型コロナウイルス感染症の感染対策の緩和を背景に各地でお祭りや花火大会などのイベントが復活しており、堅調なサービス消費が期待できる。内閣府による7月の景気ウォッチャー調査でも、「猛暑日が続き、水着、UV関連、飲料など夏物商材が売れている(スーパー)」、「地域イベントの復活傾向に伴い人流が増えるのではないか(一般レストラン)」などのコメントが見られる。

図表 4. 家計の超過貯蓄



耐久財の消費に含まれる自動車については、今後も納車待ちの解消に向けて堅調な生産・販売が続くと見込んでいる。7月の国内乗用車販売台数(季節調整値)は仕入れ先での火災発生にともなう生産の遅れもあって年率384万台となった。年率400万台を超えるペースとなった4～6月からは減少したが、基調的には中国などでの新型コロナウイルス感染症の収束によって部品不足が緩和し、国内の自動車生産は回復しつつある。

当面の消費支出を支える原資となるのは、コロナ禍での制限措置などを受けて、消費が抑制されて発生した超過貯蓄である。この超過貯蓄額を2019年の貯蓄率のまま継続した場合と実際の貯蓄率との差で推計すると、たとえば2020年4～6月期には15兆円を超える額が発生しており、足元までの超過貯蓄の累計額は年間の個人消費額の18%程度となる(図表4)。あくまで日本全体ではという計算ではあるが、物価上昇が家計の負担となるなかでも、こうした超過貯蓄の取崩しで当面は消費が支えられるだろう。

もっとも、消費が持続的に伸びるためにはフローとしての家計の可処分所得の動向が重要である。現在、入手可能な最新統計である1～3月期の家計の名目可処分所得は、前年同期比で約1.3兆円のマイナスとなった。内訳をみると税・社会負担(公的年金等の受取をネットした純負担)が約2.5兆円増加し、雇用者報酬等の増加(約1.3兆円)を大幅に上回った。税・社会負担の増加の背景にはコロナ対応の特例措置終了

にともなう雇用調整助成金の給付減もあると考えられるが、家計の可処分所得のマイナスは2021年7～9月期（前年に支給されたコロナ禍での1人当たり10万円の特別定額給付金—その他経常移転に含まれる—の反動減による）以来である。良好な雇用環境と今年の春闘の賃上げを背景に、今後も雇用者報酬の緩やかな伸びが期待できるとはいえ、4月からは雇用保険料の更なる引き上げと介護保険料の引き上げが実施された。家計に対する過度の税・社会保険料負担を回避すべく、配慮が必要だろう。

### ○高級化・高質化により住宅投資は緩やかな増加が続くと予想

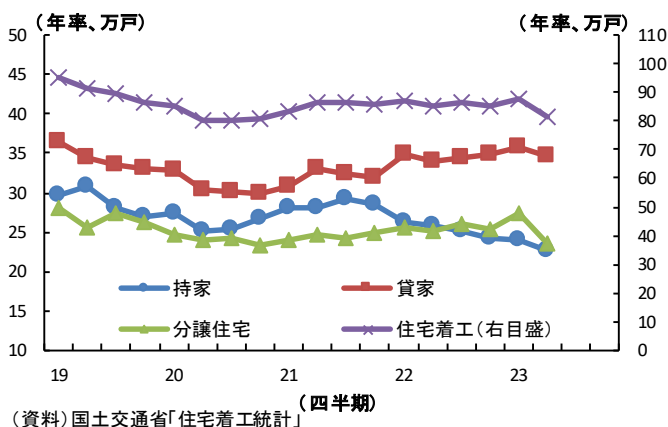
4～6月期の住宅投資は前期比1.9%増と3四半期連続の増加となった。新設住宅着工戸数は、同期に年率81.5万戸と前期比7.0%減少したものの、高級化・高質化（単位面積あたりの工事価格上昇）が住宅投資を押し上げたとみられる。利用関係別の着工戸数をみると貸家が緩やかな増加基調にあるものの、設備機器や人件費など建設コスト上昇を背景に持家の減少が続いているほか、分譲住宅もピークアウトしたように見える（図表5）。

住宅投資は、今後も新設住宅着工戸数はやや減少するが、高級化・高質化により緩やかな増加基調を維持するだろう。

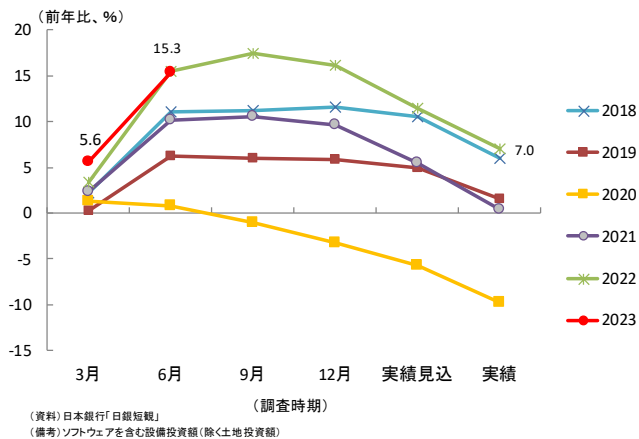
引き続き高級マンションの売れ行きは好調なようだ。また、電気代節約や地球温暖化抑制のための持家などの断熱性能の強化もあって、面積当たりの工事価格上昇はしばらく続くだろう。

一方で、新設住宅着工戸数はやや減少するとみている。新築マンションの平均価格が一般には手が届きにくい価格水準に高騰するなか、分譲マンションの着工戸数はピークアウトしたようだ。加えて、戸建て分譲住宅も在庫の積み上がりが伝えられており、今後の分譲住宅の着工は緩やかに減速すると見ている。持家の着工は設備機器の価格や人件費など建築コストの上昇を受けて、今後も減少が続くだろう。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。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維持するだろう。住宅ローン金利については、住宅取得希望者にとって好ましい状況が続いている。現行の金融緩和を粘り強く継続するとの日銀の姿勢を受けて、固定金利の上

図表5. 新設住宅着工戸数の推移



図表6. 設備投資計画調査（全規模・全産業）



昇は休止している。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も、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。もっとも、7月の日本銀行貸出動向アンケートでは、個人向け住宅ローンに対する資金需要判断DIはやや低下している。2023、24年度の住宅着工戸数はそれぞれ84.8万戸、84.7万戸と予測している。

### ○設備投資は堅調な企業収益を背景に持ち直しが続く

4～6月期の実質設備投資は前期比0.0%増となった。

今後の設備投資は値上げの浸透などにより堅調な企業収益や工場の国内回帰を背景に緩やかな増加傾向が続くだろう。日銀短観6月調査における全規模・全産業の2023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15.3%増と2022年度並みの高い計画が示されている（図表6）。なお、GDP統計による2022年度の設備投資は3.1%増となっている。先行指標である機械受注（船舶・電力を除く民需）は、4～6月期に前期比3.2%減、内閣府による7～9月期の見通しも同2.6%減と足元では振るわない。もっとも、不振が続いていた情報通信機械工業からの受注に持ち直しの兆しがあることに加え、サプライチェーン上のリスク軽減のための工場の国内回帰もあってか、建設工事受注が急増するなど明るい材料も見られる。

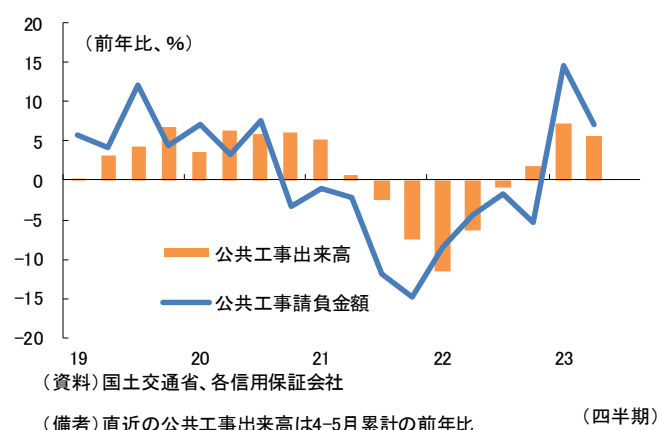
設備投資との関係が強い経常利益について、法人企業統計によって確認すると、2023年1～3月期（全産業ベース）は前期比6.2%増と増益基調を維持している。8月17日付の日本経済新聞によれば、上場企業の2024年3月期の純利益は前期比6%増え、3期連続の最高益が見込まれている。原材料費・人件費等の上昇に対する川下への価格転嫁が進捗するなか、円安効果もあって企業収益は改善傾向が続くと考えている。そのため、人手不足に対応した省力化投資、脱炭素化のための投資、国内での工場新設などを中心に設備投資は緩やかな増加傾向が続くと予想する。

### ○公的固定資本形成は増加する見込み

4～6月期の公的固定資本形成は前期比1.2%増と5四半期連続の増加となった。先行指標である公共工事請負金額をみると、4～6月期が前年比7.1%増と2期連続のプラスとなっている（図表7）。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。

公共工事に関しては請負金額の推移から増加が見込まれ、防衛費の予算増（防衛装備の調達増）もあって、今後の公的固定資本形成は増加を見込んでいる。

図表7. 公共工事請負金額・出来高の推移



## ○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

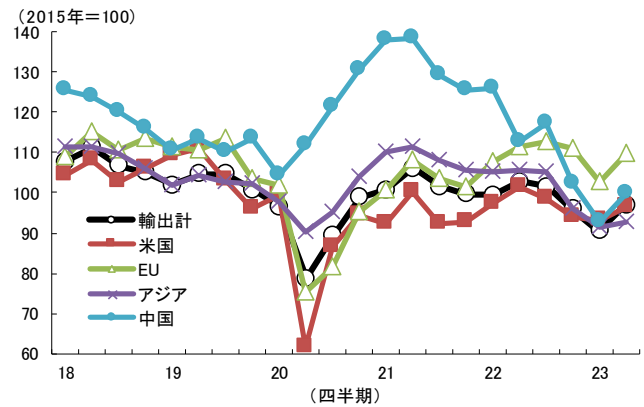
輸出は持ち直している。4～6月期の実質輸出は、部品不足の緩和を背景として自動車などの輸出が回復し、またインバウンド消費（訪日外国人の国内消費）の増加もあって前期比 3.2%増となった。日銀が公表する4～6月期の実質輸出をみると、情報関

連財などの減少は続いているものの、自動車関連財の増加が全体を牽引して前期比で 2.7%増となった。地域別には、財務省の貿易統計の数量指数を参考にすると、アジア向けの回復が鈍かったものの、米国、欧州、中国向けがそれぞれ持ち直した（図表 8）。先行きについては、地域別に強弱が出るものの、全体としては緩やかな持ち直しが続くとみている。中国向けの輸出は、不動産市場の低迷と雇用環境の悪化などにより中国経済が力強さを欠くため、伸び悩むだろう。一方、米国向けについては底固い米国経済、アジア向けの輸出については先行きの電子部品の需要の底入れから、比較的明るい見通しが描ける。

インバウンドについて、足元の訪日外客数はコロナ禍前の 2019 年対比で 8 割程度、インバウンド消費は同 9 割程度まで回復している。中国政府が 8 月 10 日から日本への団体旅行を解禁したことで、今後もサービス輸出に計上されるインバウンド消費は一段の増加が見込まれる。2023 年度後半には訪日外客数、インバウンド消費ともコロナ禍前の 2019 年のペースを上回り、2023 年度を通じての訪日外客数は 2,600 万人、インバウンド消費は 5.4 兆円程度と想定している。

今後の輸出は財輸出の持ち直しが続くなか、インバウンドが含まれるサービス輸出も堅調に推移し、全体として緩やかに増加するだろう。

図表 8. 輸出数量指数の推移

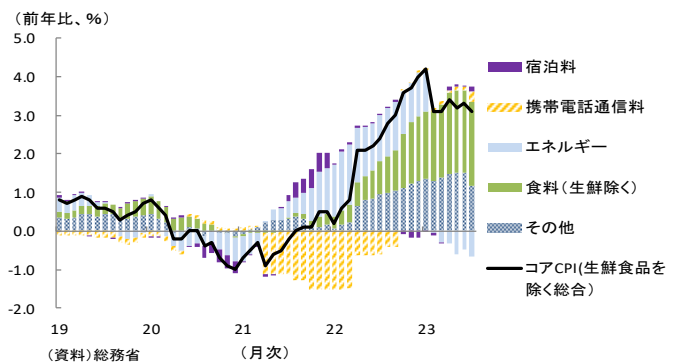


(資料)財務省より富国生命作成  
(備考)各地域の季節調整は富国生命

## ○消費者物価と金融政策の見通し

消費者物価は上昇率が鈍化している。7月のコアCPI（生鮮食品を除く消費者物価総合）は前年比+3.1%と、4%台であった年初からは低下している（図表 9）。上昇率が低下した背景には、電気・ガス価格激変緩和対策である、一般家庭向け（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ある。総務省の試算によれば、この物価高対策が 2 月以降のコアCPI を約 1 ポイント押し下げている。また、前年比でみた原油価格等の低下もあってエネルギーのマイナス寄与は拡大傾向にある。また、食料（生鮮食品を除く）価格上昇によるプラス寄与はこのところ 2 ポ

図表 9. 消費者物価指数の推移



(資料)総務省



イント程度で横這いとなっている。

今後のコア CPI は、上昇率がさらに鈍化していくだろう。一般家庭向け（低圧）電力契約に対する政府補助は現状では 9 月使用分で終了予定であるが、世界経済の減速を背景に原油価格（WTI）は 70～80 ドル程度での安定的な推移が続いており、対前年比でのエネルギー価格のマイナス寄与は拡大していくと見込まれる。コロナ収束後の工場稼働の再開により、供給面からの制約が縮小しており、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の緩和が続くだろう。もっとも、食料品については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、賃金上昇によっ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 4% 程度の引き上げが想定される。

2023 年度のコア CPI の予測は前年比 +2.5% と前回 5 月予測から 0.2 ポイント上方修正し、2024 年度は同 +2.0% と前回予測から据え置いた。

金融政策について、日銀は 7 月 28 日の金融政策決定会合で長期金利操作の「柔軟な運用」（変動幅の目途を ±0.5% 程度に据え置いたうえで、連続指値オペの実施水準を 1.0% に引き上げ）を発表した。この変更は市場機能の回復に配慮しつつ、金融緩和の持続性を高める目的といえる。一方で政策委員による大勢見通し（植田総裁はこれが「基調的なインフレ見通しに近いのでは」と述べている）は、2025 年度の消費者物価上昇率（生鮮食品を除く）が +1.6% など、依然として物価目標達成への自信が不十分であることを示し、日銀が粘り強い金融緩和を継続する根拠となっている。

今後も含めた消費者物価上昇率の実績値の推移や来年の春闘賃上げ率に対する展望をもとに、今年度内には日銀の基調的なインフレ見通しは持続的安定的な 2% 目標を満たし、イールドカーブコントロールの廃止と短期政策金利の引き上げ（マイナス金利からの脱却）が実施されると想定している。

図表10. デフレーター伸び率(2015暦年連鎖価格)

(前年比、%)

	2020年度	2021年度	2022年度	2023年度	2024年度
国内総支出	0.7	▲ 0.1	0.7	3.0	1.8
民間最終消費	0.0	1.2	3.0	2.2	1.8
民間住宅投資	0.5	7.6	4.8	1.4	1.5
民間設備投資	▲ 0.4	2.6	4.1	2.3	1.4
政府最終消費	▲ 0.9	1.1	1.4	1.4	1.2
公的固定資本形成	0.3	3.3	4.5	2.1	1.5
財貨・サービスの輸出	▲ 2.0	9.4	13.2	0.7	0.2
財貨・サービスの輸入	▲ 7.4	21.6	23.3	▲ 2.7	▲ 0.3

予測

図表11. 需要項目別の寄与度

(%)

	2020年度	2021年度	2022年度	2023年度	2024年度
実質国内総支出	▲ 4.1	2.7	1.4	2.0	0.7
民間需要	▲ 4.2	1.5	1.9	0.8	0.5
民間最終消費	▲ 2.8	0.8	1.4	0.4	0.4
民間住宅投資	▲ 0.3	▲ 0.0	▲ 0.1	0.1	▲ 0.0
民間設備投資	▲ 0.9	0.4	0.5	0.4	0.3
公的需要	0.8	0.4	▲ 0.0	0.2	0.1
政府最終消費	0.5	0.7	0.2	0.0	0.0
公的固定資本形成	0.3	▲ 0.4	▲ 0.2	0.2	0.1
財貨・サービスの純輸出	▲ 0.6	0.8	▲ 0.6	0.8	0.2
財貨・サービスの輸出	▲ 1.7	2.0	0.9	0.5	0.7
財貨・サービスの輸入	1.1	▲ 1.2	▲ 1.4	0.3	▲ 0.5

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】

米国経済は緩やかな成長が続いている。23年4～6月期の米国の実質GDP成長率は前期比年率+2.4%と、前期の同+2.0%から拡大し、4四半期連続のプラス成長となった（図表12）。企業の設備投資が増加したことや、個人消費が底堅く推移したことなどが影響している。

実質GDPを需要項目別にみると、個人消費は前期比年率1.6%増と、前期の同4.2%増から伸びは縮小したが、12四半期連続の増加となった。財消費は同0.7%増と、自動車への支出減少などにより、前期の同6.0%増から伸びが縮小した。サービス消費は同2.1%増と、飲食・宿泊サービスへの支出減少などにより、前期の同3.2%増から伸びが縮小した。設備投資は同7.7%増と、12四半期連続の増加かつ

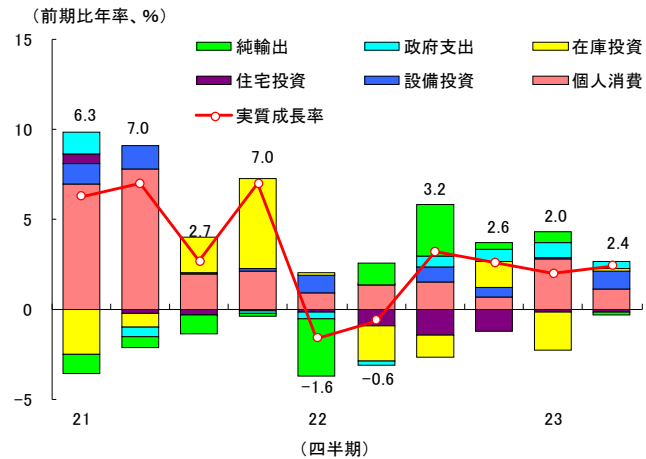
前期の同0.6%増からプラス幅が大きく拡大した。FRB（米連邦準備理事会）の利上げによる借入金利上昇は向かい風となったが、輸送用機器やソフトウェアなどの知的財産への投資が増加した。住宅投資は同4.2%減と、9四半期連続の減少となった。FRBの利上げによる住宅ローン金利上昇が重荷となった。在庫投資は+0.14ポイントのプラス寄与となった。外需について、輸出は同10.8%減と、中国やアジアなどの海外経済減速によって2四半期ぶりに減少した。輸入は同7.8%減と、国内の財消費減速などによって2四半期ぶりに減少した。純輸出の寄与度は▲0.12ポイントと、5四半期ぶりのマイナス寄与となった。

雇用・所得環境は堅調さを維持している。7月の失業率は3.5%と、低水準が続き、7月の非農業部門雇用者数は前月差18.7万人増と、増加ペースは鈍化傾向にあるが、コロナ前19年平均の同16.3万人増を上回っている。7月の労働参加率は62.6%と、3月以降横ばいが続いており、労働需給は依然としてひっ迫していることが窺える。その結果、伸び率は鈍化傾向にあるが、賃金上昇の動きが続いている。7月の平均時給は前年比+4.4%と、前月から伸び率は横ばいとなった。4～6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）は前年比+4.5%と、前期の同+4.9%から鈍化しているが、高い伸びとなった。

物価は、鈍化傾向が続いている。7月のCPI（消費者物価指数）は、エネルギー価格の下落などによって前年比+3.2%と、22年6月の同+9.1%から鈍化傾向にある。一方、7月のコアCPI（食品とエネルギーを除く）は同+4.7%と、CPI同様ピークからは鈍化しているが、サービス価格の上昇継続により、鈍化ペースは緩やかである。

米国経済の見通しについて、今後成長ペースが鈍化すると見込んでいる。実質GDP成長率について、23年7～9月期は前期比年率+1.0%、10～12月期は同+0.5%と予測する。個人消費の増加ペース鈍化や、輸出の弱含みによって成長ペースは鈍化すると見込んでいる。暦年では、23年は前年比+2.0%、24年は同+1.0%と予測する。

図表12. 米国実質GDP成長率の推移



（資料）米商務省

23年4～6月期の成長率が前回予測（23年5月）を上回り、米国景気が予想以上に堅調に推移していることなどから、23年は前回から1.0ポイント上方修正している。また、前回予測に比べ利上げ局面が長引くことなどから、24年は前回から0.3ポイント下方修正している。

個人消費は、過剰貯蓄の減少と借入金利の高止まりによって、増加ペースが鈍化するだろう。足元にかけての消費増加によって過剰貯蓄は相当減少したとみられ、今後は以前ほどの消費増加は見込みにくい。加えて、FRBの金融引締め継続によって借入金利の高止まりが続き、自動車などの耐久財消費は抑制されるだろう。個人消費の増加ペース鈍化によって、インフレ率には低下圧力がかかるだろう。一方、労働需給ひっ迫により雇用環境は底堅く推移し、賃金の緩やかな増加が続くと見込んでおり、先行きにかけて実質賃金は持ち直すだろう。そのため、個人消費は一旦増加ペースが鈍化した後、24年にかけては実質賃金の増加により再び持ち直す見込み。住宅投資は、大幅な回復は見込みにくい、次第に底打ちとなるだろう。FRBの金融引締め継続によって住宅ローン金利の高止まりが続き、住宅投資は抑制されるだろう。一方、米国は人口増加と雇用者増加が続いており、潜在的な住宅需要は底堅く、在庫も少ないことから住宅需給はひっ迫しており、住宅投資は次第に底打ちに向かうだろう。設備投資は、インフレ抑制法や半導体業界支援法を受けた製造業の国内回帰の動きなどにより底堅く推移し、景気を支えるだろう。借入金利上昇と銀行の貸出態度厳格化、内外の景気減速は設備投資の抑制要因だが、電気自動車や半導体を中心に米国への生産回帰の動きが加速するとみられることや、雇用コストの高止まりを設備投資で代替する動きなどにより、設備投資は底堅く推移するだろう。輸出は、中国の景気回復の鈍さや、ユーロ圏の景気減速などによって伸び悩むだろう。輸入は、個人消費の増加ペース鈍化などによって伸び悩むだろう。純輸出の実質GDPに対する寄与度は、輸出・輸入ともに弱含むことから横ばい程度で推移するだろう。

雇用環境について、企業は成長ペース鈍化を受けて雇用調整を進めるだろう。ただし、大幅な景気後退は見込まれないことや、コロナ禍で人手確保に苦労した経験から、企業は大幅な人員削減を行わないと見込む。解雇による人員削減に加え、定年退職による自然減や、新規採用抑制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。労働需給のひっ迫は緩やかに解消に向かうとみられるが、コロナ禍以前の状態に戻るまでには相当の時間がかかり、緩やかな賃金上昇が続くだろう。

金融政策について、米国のインフレ率は鈍化傾向にあることなどから、当社は、今後FRBが利上げを停止し、23年内は政策金利を現在の水準（FF金利の誘導レンジ上限5.50%）で維持し、量的引締めも継続すると見込む。これまでの金融引締めにより景気は幾分減速し、賃金上昇率は緩やかに鈍化し、消費者物価指数（コアCPI）の伸び率鈍化が続くと予想している。コアCPIは7月の前年比+4.7%から、23年末で同+3.5%程度、24年末で同+2.5%程度に鈍化すると予測する。インフレ率の鈍化を受け、FRBは24年1～3月期に利下げを行い、金融政策を調整すると見込む。

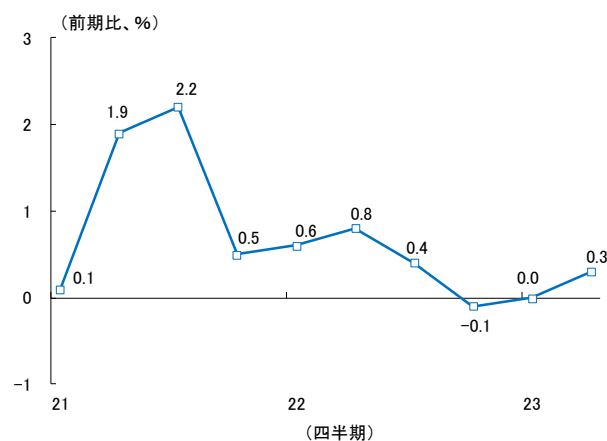
リスク要因として、以下の2点に注意が必要だろう。1点目は、インフレ率が再加速し、FRBの金融引締めが長期化するリスクである。好景気と賃金上昇継続によるサービス価格の上昇や、熱波の影響による食料価格の上昇などが想定される。2点目は、FRBの金融引締め継続により、銀行の商業用不動産向け貸出債権が不良債権化し、銀行の破綻が増加して深刻な金融システム不安に繋がるリスクである。

## 【欧州経済】

欧州経済は減速基調が続いている。ユーロ圏の23年4~6月期の実質GDP成長率は前期比+0.3%（年率換算+1.1%）と、前期の同0.0%からプラスに転じた。ただし、均してみれば22年に比べ低い伸びにとどまり、高インフレとECB（欧州中央銀行）の金融引締めによって減速基調が続いている（図表13）。

個人消費は、温暖な気候は追い風となったが、賃金上昇率を上回るインフレ率を受けて購買力は低下し、増加ペースは鈍化したとみられる。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弱含んだとみられる。住宅投資は、住宅ローン金利の上昇などによって弱含んだとみられる。主要国の成長率（カッコ内：前期の成長率）は、ドイツが前期比0.0%（同▲0.1%）、フランスが同+0.5%（同+0.1%）、イタリアが同▲0.3%（同+0.6%）、スペインが同+0.4%（同+0.5%）となった。

図表13. ユーロ圏実質GDP成長率の推移



(資料)Eurostat

欧州経済は減速基調が続くだろう。高インフレの継続によって個人消費の増加ペースは鈍化するだろう。内外経済の先行き不透明感による企業の景況感悪化と借入金利上昇によって、設備投資は弱含むだろう。借入金利の上昇によって住宅投資も弱含むだろう。中国の景気回復の鈍さから、輸出も弱含むだろう。ユーロ圏の23年7月のHICP（消費者物価指数）は前年比+5.3%と、エネルギー価格の下落によって鈍化傾向にある。ただし、サービス価格の上昇を受けて食品とエネルギーを除くコアHICPは同+5.5%と伸びが拡大傾向にある点は懸念材料である。雇用環境について、23年6月のユーロ圏の失業率は6.4%と、過去最低水準での推移が続いているが、7月のユーロ圏コンポジットPMIは48.6と、内外経済の先行き不透明感などによって、2ヵ月連続で好不況の境目となる50を下回るなど、企業の景況感は悪化している。今後、雇用環境の悪化や設備投資の減少に繋がる可能性がある。

金融政策について、ECBは賃金上昇が高インフレに結び付くことを懸念しているが、主要国の景気減速を示唆するデータがみられていることなどから、今後大幅な利上げが行われる可能性は低いとみている。当社は、今後ECBが年内にあと0.25ポイントの利上げを行い、23年12月末時点の主要政策金利は4.50%となり、当面その水準で据え置くと見込む。また、23年3月に開始した量的引締めも当面継続するだろう。

リスク要因として、以下の2点に注意が必要だろう。1点目は、ストなどの継続により賃金上昇率が更に高まり、サービス価格の上昇に繋がることや、熱波による食料品価格の上昇などにより、インフレ率が再加速し、ECBの利上げが長期化するリスクである。2点目は、欧州の商業用不動産の動向である。ECBの金融引締め継続によって不動産投資ファンド(REIFs)の調達コストの高止まりが続けば、ファンドの収益性悪化に繋がり、REIFsによる不動産の投げ売りから、深刻な金融システム不安に発展する可能性がある。

## 【中国経済】

中国経済は持ち直しの動きが緩やかになっている。 23年4～6月期の実質GDP成長率は前年比+6.3%と、1～3月期の同+4.5%から伸び率は拡大しているが(図表14)、前年に大都市でロックダウンが行われたことによる成長率急低下の反動であり、前期比では+0.8%と、1～3月期の同+2.2%から鈍化している。不動産開発投資など、投資の減少が成長率を押し下げている。

1～6月期の小売売上高は前年比8.2%増と、1～3月期の同5.8%増から伸びが拡大しており、個人消費は緩やかに持ち直している。1～6月期の固定資産投資は同3.8%増と、1～3月期の同5.1%増から伸びが鈍化している。1～6月期の不動産開発投資は同7.9%減と、1～3月期の同5.8%減からマイナス幅が拡大している。1～6月期の輸出は同3.2%減と、1～3月期の同1.5%減からマイナス幅が拡大している。

中国経済は今後も緩やかな持ち直しにとどまるだろう。 緩和的な金融政策の維持や、各種住宅購入支援策は景気の下支えとなるだろう。個人消費は、米欧に比べ過剰貯蓄が少ないことなどにより、緩やかな回復にとどまるだろう。住宅投資は、本格的な持ち直しは見込みにくいだが、各種住宅購入支援策は支えとなるだろう。設備投資は、内外経済減速などを背景に弱含むだろう。輸出は、米欧の景気減速などを背景に弱含むだろう。輸入は、内需の持ち直しが緩やかにとどまることから弱含むだろう。なお、住宅市場に関して、23年6月の住宅価格は中古・新築ともに小幅な前月比マイナスとなり、各種支援策によっても明確に個人の住宅需要が高まっていないことが窺える。今後の住宅価格上昇が見込みにくいなか、住宅を手放すことも困難であり、足元では住宅ローンを早期返済する動きもみられており、住宅市場の低迷が個人消費の抑制に繋がる可能性がある。一方、足元で中国政府は戸籍制度の緩和を打ち出し、都市部への人口流入が住宅需要回復に繋がることが期待される。

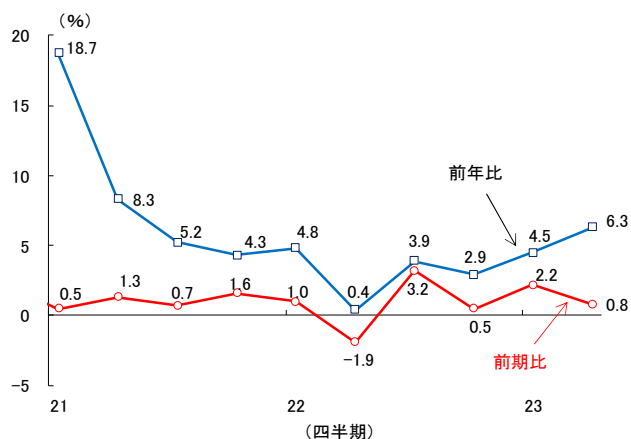
実質GDP成長率の見通しについて、23年は前年比+5.0%（前回5月予測：同+5.4%）、24年は同+4.6%（前回5月予測：同+4.6%）と予測する。 足元にかけての景気回復ペースが前回予測よりも鈍いことから、23年の成長率を下方修正している。中長期的には、人口減少や安全保障上の理由等による中国への投資減少などが向かい風となり、成長率は更に鈍化すると見込んでいる。

金融政策について、当社は、中国人民銀行が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見込む。 また、財政政策については、地方政府の財政悪化もあり、大規模な財政支援は打ち出しにくく、小幅な支援策の追加にとどまるだろう。

リスク要因は、不動産市場の低迷と若年層の雇用環境悪化の継続である。各種住宅購入支援策によって需要が支えられるかは不透明感が強いなか、若年層の失業率が過去最悪を更新しており、婚姻減少を通じて将来の住宅需要抑制や少子化の加速に繋がりが、成長率を更に押し下げる可能性がある。

以上

図表14. 中国実質GDP成長率の推移



(資料)中国国家统计局