

## 2. 日本経済

### (1) 日本経済の現況

#### 日本経済は、経済活動正常化に伴い緩やかに回復

日本経済は、緩やかな持ち直し傾向にある。22年10-12月期の実質GDPは、季調済前期比+0.2%（年率+0.6%）と、2四半期ぶりのプラス成長となった（図表2-1）。需要項目別にみると、経済活動の正常化を受け民間最終消費（季調済前期比+0.5%）が回復したほか、インバウンド消費の急回復などから純輸出（季調済前期比寄与度+0.3%ポイント）が成長率を押し上げた。一方、在庫投資（同▲0.5%ポイント）の下押しが大きく、全体としては緩やかな伸びにとどまった。

### (2) 日本経済の先行き

#### 賃上げ起点の内需好循環に漸進、緩やかな回復が持続

23年1-3月期は、経済活動の正常化を背景に、コロナ禍で抑制されていた需要の回復が続き、22年度のGDP成長率は前年比+1.3%と見込む（前回12月時点の同+1.7%から下方修正、図表2-2）。

23年度も、+1%台半ばの着実な成長が続く見込みだ。消費は、コロナ禍からの回復一巡から徐々に減速するものの、人手不足を背景とする賃金上昇を受けて、底堅く推移するとみる。設備投資も、デジタル化・脱炭素化など、中長期視点での投資が拡大するとみる。米欧経済の減速は輸出を下押しするが、ゼロコロナ政策解除に伴う中国経済の持ち直しやインバウンド消費の回復が成長率を押し上げる。23年度の実質GDP成長率は前年比+1.5%と予測する（前回12月見通しから上方修正）。

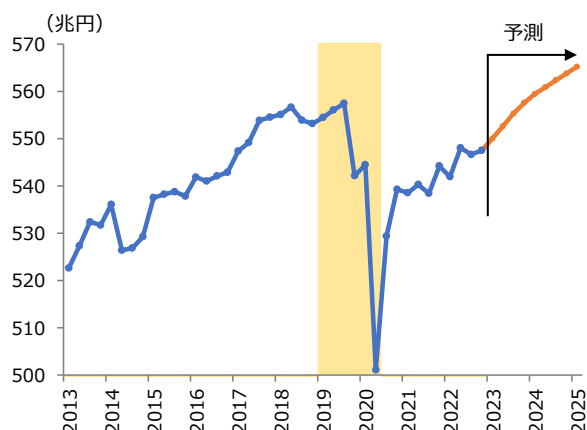
24年度は、潜在成長率（0%台半ばと想定）を上回る成長率を見込む。消費は、賃金上昇を背景に増加基調が続くとみる。海外経済の持ち直しや、半導体を中心とする供給制約の緩和を背景に、生産は底堅く推移する見込みだ。24年度の実質GDP成長率は前年比+1.2%と予測する。

この間、消費者物価指数（生鮮食品を除く総合、以下「コアCPI」）は、円安・資源高の一服から徐々に鈍化するものの、23年度同+2.3%、24年度+1.8%と高めの伸びを見込む。こうしたなか、日本銀行は、24年初めにも、長期金利の誘導目標の撤廃に踏み切ると予測する。物価・賃金の持続的な上昇が展望できる状況下で、長期金利を強制的に抑え込む必要性が低下しているためだ。

予測の前提としては、原油価格（WTI）は80ドル程度で横ばい、為替レートは日本銀行の政策修正を受けて一時1ドル110円台後半まで円高に振れるものの、24年度末にかけて120円/ドル程度に収束すると想定した。日経平均株価については、24年度末にかけて30,000円程度まで緩やかに上昇すると想定する。

以上の見通しを巡る日本経済の注目点は、①物価・賃金上昇の持続性、②個人消費の回復ペース、③コロナ後を見据えた企業の動向、④金融政策の先行き、の4つである。

図表2-1 日本の実質GDP見通し



図表2-2 日本の実質GDP見通し（需要項目別）

年度ベース (前年比%)	実績		予測	
	2021	2022	2023	2024
実質GDP	2.6	1.3	1.5	1.2
民間最終消費	1.5	2.5	1.7	0.9
民間住宅投資	▲1.1	▲4.5	▲0.4	▲0.4
民間企業設備投資	2.1	3.0	2.4	1.9
民間在庫品増加（寄与）	0.4	0.1	▲0.1	0.0
政府最終消費	3.4	1.2	0.5	0.4
公的固定資本形成	▲6.4	▲3.4	3.6	2.9
財・サービス 純輸出（寄与）	0.8	▲0.5	0.0	0.2
財・サービス 輸出	12.3	4.9	1.9	2.3
財・サービス 輸入	7.0	7.7	1.7	1.3
名目GDP	2.4	1.8	4.0	3.5
消費者物価（生鮮除く総合）	0.1	3.0	2.3	1.8

図表2-3 日本の実質GDP見通し（四半期ベース）

		実績				予測				2025 1-3				
		2022 1-3	4-6	7-9	10-12	2023 1-3	4-6	7-9	10-12		2024 1-3	4-6	7-9	10-12
実質GDP	前期比	-0.4%	1.1%	-0.3%	0.2%	0.5%	0.5%	0.5%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
	前期比年率	-1.7%	4.6%	-1.0%	0.6%	1.8%	1.9%	2.0%	1.6%	1.4%	1.0%	1.1%	1.0%	1.0%

注：黄色の網掛け期間は内閣府の基準による景気後退期。

出所：実績は内閣府「国民経済計算」「景気日付基準」、総務省「消費者物価指数」、予測は三菱総合研究所

## 注目点① 物価・賃金上昇の持続性 —— 23年度後半から賃金上昇ペースが物価上昇を上回る

### 広がる価格転嫁、消費者物価は石油危機以来の伸び

消費者物価は、想定を上回るペースで上昇している。22年12月のコアCPIは、前年比+4.0%と、石油危機時以来約41年ぶりの伸びとなった(図表2-4)。変動の大きい品目を除いた「刈込平均値」も同+3%を超えており、価格上昇が広範な品目に及んでいることがわかる。実際、食料及びエネルギーを除く総合指数でみても、消費税の影響を除けば約30年ぶりの伸びとなっている。

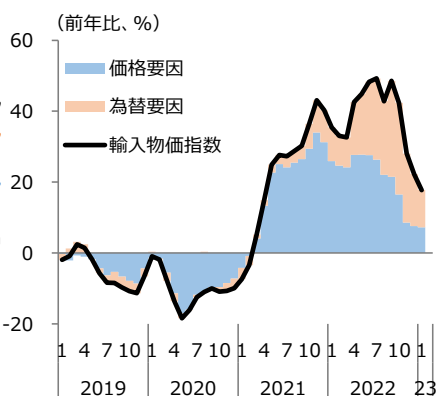
物価上昇の背景として、①輸入コストの急増と、②価格転嫁の広がりが見られる。輸入物価指数は、円安・資源高の一服で上昇ペースが鈍化しているものの、依然として前年比+20%程度の高水準にある(図表2-5)。既往の輸入コスト増加を受け、価格転嫁は川上から川下へと波及している。需要段階別の物価動向をみると、川下・最終需要段階で財価格上昇が顕著となっている(図表2-6)。一方、サービスについては緩やかな伸びにとどまり、コストプッシュ以外の物価上昇圧力は今のところ小さいとみられる。

図表2-4 消費者物価関連指標



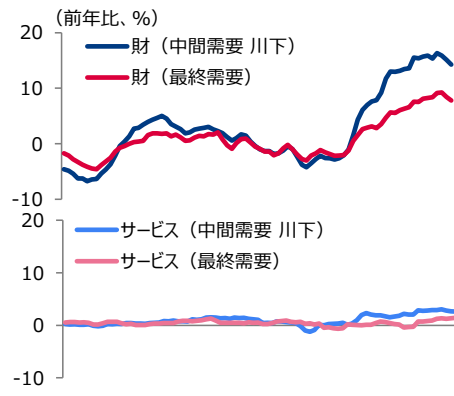
注:消費税増税、幼児教育無償化の影響は除く。  
出所:総務省「消費者物価指数」、日本銀行「基調的なインフレ率を捕捉するための指標」より三菱総合研究所作成

図表2-5 輸入物価



出所:日本銀行「企業物価指数」より三菱総合研究所作成

図表2-6 需要段階別の物価



注:川下は、中間需要における「ステージ3」と「ステージ4」の平均。サービス(最終需要)は通信料(携帯電話)を除く。  
出所:日本銀行「最終需要・中間需要物価指数」より三菱総合研究所作成

### コストプッシュ型の物価上昇圧力は緩和も、需要拡大に伴い物価の基調は高まる

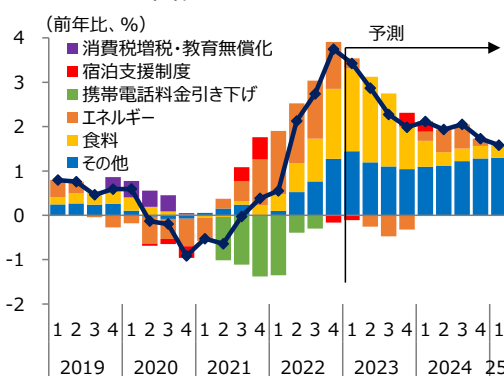
23年度のコアCPIは、上昇ペースが鈍化するものの、おおむね前年比+2%を超える伸びが続くと予測する。食料を中心に、既往の原材料高の価格転嫁が続くだろう。エネルギーは、大手電力会社による規制料金値上げの影響はあるが、政府の電気代・都市ガス代軽減策を受けてマイナス寄与に転じる見通しだ。

24年度は、コスト高の一服により同+2%前後にまで緩やかに鈍化するものの、物価の基調的な上昇率(「**■その他**」)は徐々に高まるとみる(図表2-7)。その背景として、①インフレ期待の上昇と、②需給ギャップの改善が見られる。

まず、①インフレ期待の上昇は、需要の前倒しを通じて、24年度末にかけて物価の基調を押し上げる。家計のインフレ予想は、コアCPIの伸びに追随するかたちで上昇しており、日本銀行のアンケート調査では比較可能な2006年6月以来で最も高い(図表2-8)。企業の販売価格見通しも、1年後・5年後ともに、調査が開始された14年3月以来で最高水準だ(図表2-9)。

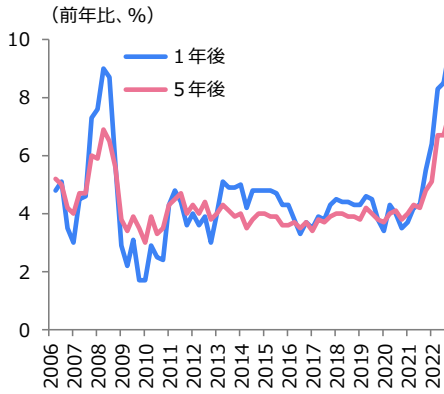
また、②需給ギャップは、24年にかけて徐々にプラス幅を拡大していくとみる。コロナ禍からの景気回復の遅れを取り戻すかたちで内需が着実に回復すれば、需給ギャップは24年にかけて1%台半ばまで拡大するだろう(図表2-10)。以上を踏まえ、コアCPIは、23年度前年比+2.3%、24年度同+1.8%と予測する。24年度は、物価安定目標である同+2%を下回るものの、需給ギャップの改善による物価押し上げ効果が時間差を伴って顕現することを考慮すれば、24年以降の賃金動向次第では一段の上昇も視野に入るだろう。

図表2-7 コアCPI



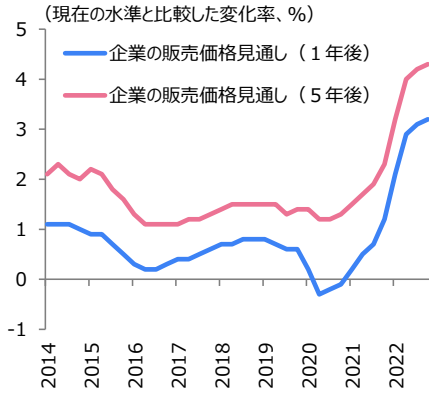
注:電気代・都市ガス代軽減策は23年2月より反映し、同年10月以降に支援幅縮小。ガソリン補助金は23年6月以降に支援幅縮小。ともに24年3月まで実施と想定。  
出所:総務省「消費者物価指数」より作成、予測は三菱総合研究所

図表2-8 家計のインフレ予想



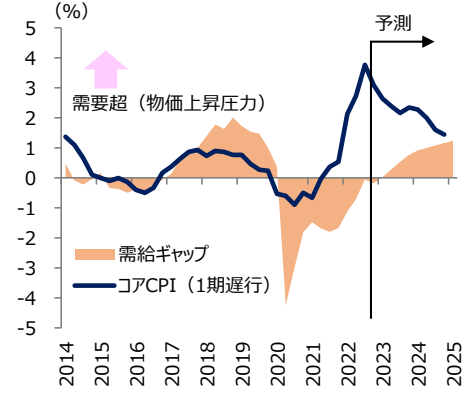
注: 平均値。  
出所: 日本銀行「生活意識に関するアンケート調査」より三菱総合研究所作成

図表2-9 企業の販売価格見通し



出所: 日本銀行「短観」より三菱総合研究所作成

図表2-10 需給ギャップ



注: 実績の直近値は、需給ギャップが22年7-9月期、コアCPIが22年10-12月期。コアCPIは消費税増税の影響を除く。  
出所: 日本銀行「需給ギャップと潜在成長率」、総務省「消費者物価指数」より作成、予測は三菱総合研究所

### 実質賃金は23年度後半にプラスに転じる見通し

物価の影響を考慮した実質賃金は、①企業の賃上げの動きと、②物価上昇ペースの鈍化により、23年後半にはプラスに転じるとみる。

第一に、23年春闘では、前年比+3%程度の賃上げが実現する見通しだ。労働組合は、物価上昇を踏まえて例年よりも高めの賃上げを要求しており、経済団体からもベースアップを含む賃上げに積極的な姿勢が示されている。賃上げに関するアンケートでは、労働組合側と経営側のいずれも、2.7%程度の高い伸びを予測している(図表2-11)。

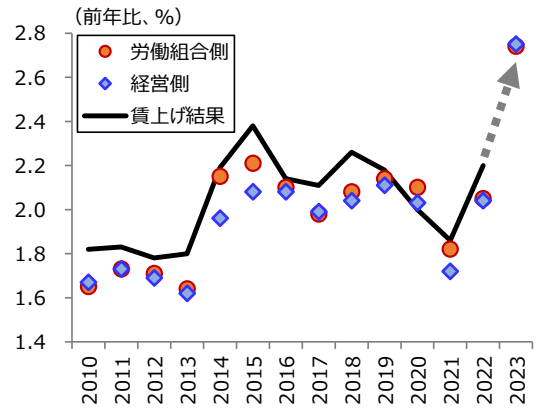
賃上げの動きは、大企業を起点に中小企業にも波及する見通しだ。この背景には、中小企業が価格転嫁を行いやすい環境が醸成されてきたことがある。経済界は近年、取引先との取引慣行を適正化すべく「パートナーシップ構築宣言」の普及に努めており、23年1月には、経団連・日商・経済同友会の3団体が会員企業に適切な価格交渉を促す姿勢を示した。一人当たり所定内給与の動向をみると、人材確保が困難な中小企業では、大企業を上回る伸びとなっている。環境の後押しによって、中小企業の価格転嫁が進めば、賃上げの動きは一段と広がり、持続性も高まっていくだろう(図表2-12)。

労働需給の逼迫も、構造的な賃上げ要因となっている。日本銀行「短観」の雇用人員判断DIをみると、非製造業、とりわけ外出関連業種に該当する「対個人サービス」や「宿泊・飲食サービス」の人手不足感が一段と強まっている状況だ(図表2-13)。

第二に、円安・資源高による輸入コスト増の影響が剥落し、物価上昇ペースが鈍化することで、実質賃金(一人当たり実質雇用者報酬)が改善する見通しだ。実質賃金を労働分配率・労働生産性・交易条件(輸出物価と輸入物価の比であり、その悪化は国外への所得流出を示す)で要因分解すると、22年入り後は輸入物価上昇に伴う交易条件の悪化による下押し幅が大きいことがわかる。今後、上述の賃上げによる労働分配率の改善も見込まれるなか、交易条件による下押し影響が剥落すれば、実質賃金は押し上げられる(図表2-14)。

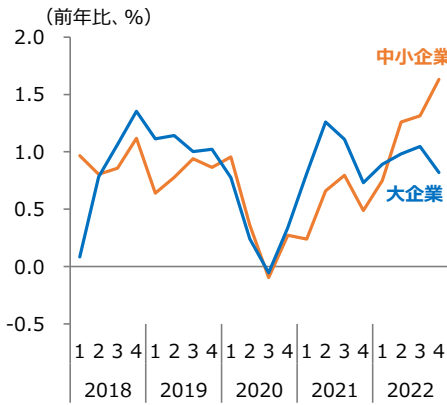
このように、賃金上昇率の拡大と物価上昇ペースの鈍化によって、23年度後半には実質賃金がプラスに転じよう。24年度には、物価高対応としての賃上げ分は剥落するものの、人手不足や価格転嫁の進展による賃金上昇圧力は残る。女性・高齢者の労働参加の拡大が頭打ちとなることに加え、運輸業などにおける自動車運転業務の時間外労働の上限規制(年間960時間未満)の適用開始(いわゆる「2024年問題」)といった制度要因も、人手不足に拍車をかけるだろう。以上を踏まえ、経済全体でみた名目雇用者報酬は、23年度前年比+2.8%、24年度同+2.3%と予測し、実質雇用者報酬は23年度+0.6%、24年度+0.5%のプラスを見込む。

図表2-11 賃上げ見通し



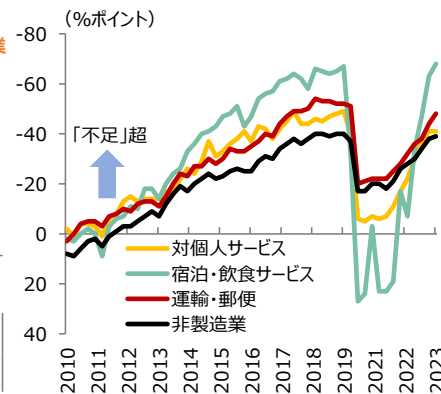
注: ベースアップと定期昇給分を合わせた見通し。  
出所: 労務行政研究所「2023年賃上げの見通し」より三菱総合研究所作成

図表2-12 一人当たり所定内給与  
(一般労働者)



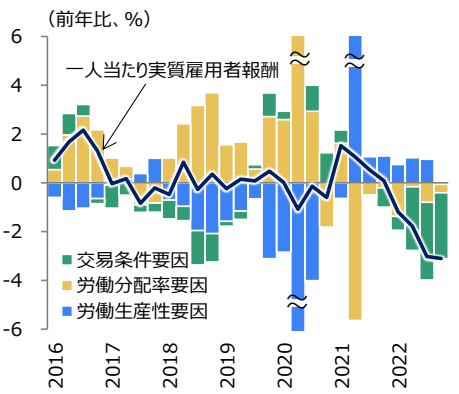
注:従業員5~499人を中小企業、500人以上を大企業とした。  
出所:厚生労働省「毎月勤労統計」より三菱総合研究所作成

図表2-13 雇用人員判断DI



出所:日本銀行「短観」より三菱総合研究所作成

図表2-14 一人当たり実質雇用者報酬



注:交易条件要因にはGDPデフレータを消費者物価指数で除した値を用いている。  
出所:内閣府「国民経済計算」、総務省「労働力調査」「消費者物価指数」より三菱総合研究所作成

### 持続的賃上げに向けて、リスキリングを通じた生産性引き上げが不可欠

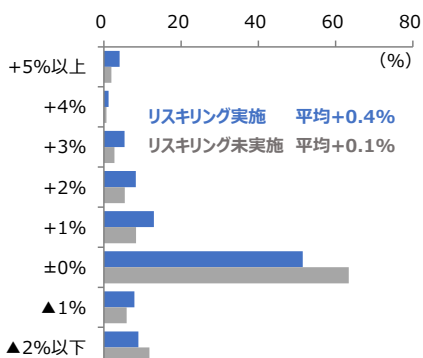
23年春闘で見込む高めの賃上げは、物価高対応としての側面も大きく、実質賃金の増加が定着するには、労働生産性の底上げ(図表2-14)が必要だ。この観点から、企業にとっては、従業員のリスキリング(学び直し)などの「人への投資」の拡大が喫緊の課題となる。

当社が実施した生活者アンケートでは、勤労者のうちリスキリングを実施している人は、全体の約4割にとどまった。23年の賃金上昇率見通しを比べると、リスキリングを実施している人の見通しは、未実施の人よりもわずかに高いが、いずれも「不変(±0%)」との回答が過半数を占める(図表2-15)。スキル向上による処遇改善への期待を高めることが、リスキリング促進を通じた労働生産性の押し上げ、ひいては賃金上昇につながる。

そのためには、①スキルに応じた人事・給与制度の確立、②転職を含めたキャリアパスの整備、が必要だ。同アンケートによると、リスキリングを実施している人ほど、スキルアップの効果としての昇給を期待している割合が高いが、図表2-15に示された結果もあわせて考慮すると、期待の高さに賃金見通しが追いついていないとみられるのが実状だ(図表2-16)。また、リスキリングを実施している人は、年齢層によらず「職務給(職務に応じた賃金制度)の方が望ましい」と考えている割合が高い。これを踏まえれば、期待と見通しのギャップ解消に向けては、スキルを適正に評価し、職務に見合った給与を支払う制度の導入が求められる。リスキリング促進を単なる呼びかけに終わらせないためにも、企業内での制度的な対応が急務となるだろう。加えて、転職を含めたキャリアパスの広がり、労働者・企業双方の生産性向上につながる。リスキリングを実施している人は、現職での昇給だけでなく、転職での昇給を目指す割合も高いため、高い生産性が求められる産業への労働移動が促されうる。他方、企業は、高い賃金を提示することで、生産性の高い人材の獲得が可能になるだろう。

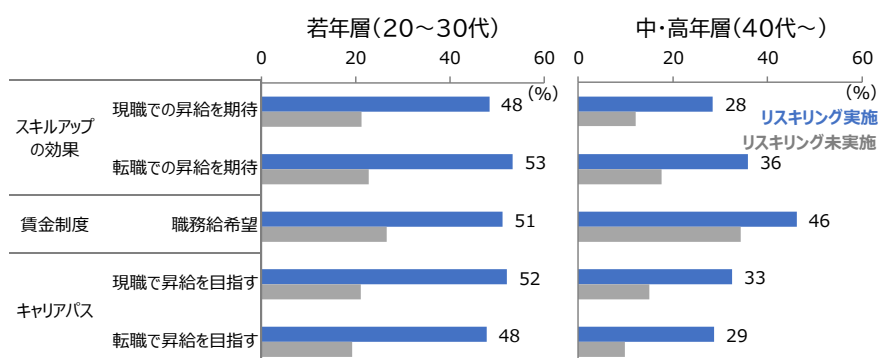
岸田政権は、持続的賃上げに向け労働市場改革を進める意向を示しており、6月までに労働移動円滑化の方針を取りまとめる方針だ。23年の賃上げを契機に、労働市場を通じた生産性引き上げが期待される。

図表2-15 23年の賃金上昇率見通し



注:「勤務先の指定で行っている自己研鑽」、「自主的に行っている自己研鑽」のいずれかを実施していればリスキリング実施と定義した。  
出所:三菱総合研究所「生活者市場予測システム(mif)」アンケート調査(23年1月24-25日、22・23年とも勤労を想定した3,590人を対象に集計)

図表2-16 労働者の意向(年代・リスキリング有無別)



注:リスキリング実施の定義は図表2-15と同一。リスキリング実施者の比率は、若年層:47.5%、中・高年層:38.1%。  
出所:三菱総合研究所「生活者市場予測システム(mif)」アンケート調査(23年1月24-25日、22年に勤労していた3,629人を対象に集計)

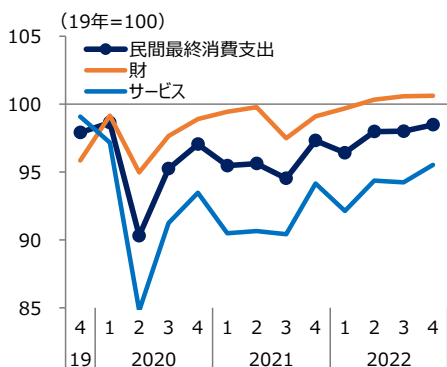
## 注目点② 個人消費の回復ペース —— コロナ禍前ピーク回復は25年初頭、過剰貯蓄が当面下支え

### 行動抑制緩和からサービス消費が回復

個人消費は、新型コロナ拡大に対する家計の行動抑制の緩和から、サービス関連を中心に回復した。10-12月期の実質民間最終消費支出は、季調済前期比+0.5%と増加傾向が続き、特にサービス消費が全体を牽引した(図表2-17)。感染者数は11月以降に拡大したものの、経済活動制限は課されず、先送りされていた対面型サービス消費への需要が顕現した(図表2-18)。政府の全国旅行支援も宿泊需要を押し上げた。

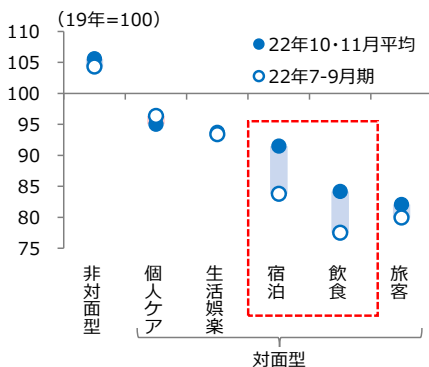
23年1-3月期以降も、コロナ対策と経済・社会活動の両立が進むことで、個人消費はサービスを中心に回復が続くとみる。景気ウォッチャー調査の先行きに関するコメントを集計すると、これまでの感染拡大期には過半数を占めていた新型コロナ関連のコメントが、9月以降は3割程度で安定している(図表2-19)。政府が5月8日から新型コロナの感染法上の位置づけを「2類(結核、SARS並み)」から「5類(インフルエンザ並み)」に移行する方針を示していることもあり、感染動向の景気への影響は縮小していくだろう。

図表 2-17 実質個人消費



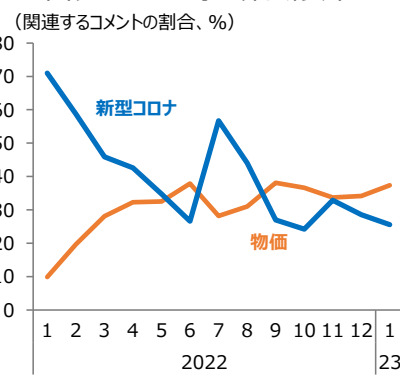
出所:内閣府「国民経済計算」より三菱総合研究所作成

図表 2-18 サービス消費



注:非対面型は、広義対面個人サービスから小売業、国際航空旅客運送業、外人旅行を除く。  
出所:経済産業省「第3次産業活動指数」より三菱総合研究所作成

図表 2-19 景気判断要素

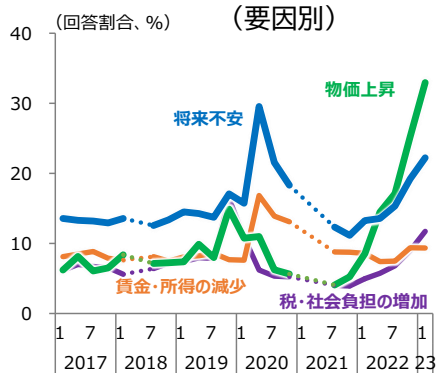


注:景気の先行きの判断理由に関するコメントの内、各要素に言及するものの割合。  
出所:内閣府「景気ウォッチャー調査」より三菱総合研究所作成

### 物価上昇によりマインドは悪化、蓄積された貯蓄で購買力の低下を補う

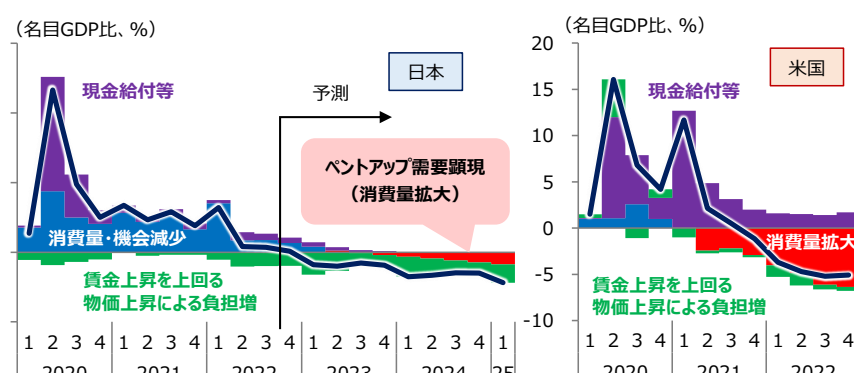
感染動向に代わり、個人消費の先行きを左右する最大の要因は、物価上昇とそれに対する家計の耐性だ(図表2-19)。当社のアンケートによると、1月時点で全体の約1/3の世帯が物価上昇を理由に消費を慎重化させており(図表2-20)、物価高の消費に対する下押し圧力は強まっている。もっとも、コロナ禍の間に蓄積された過剰貯蓄が購買力の低下を補い、当面の個人消費を下支えするだろう。23年の春闘後は、持続的な賃上げに対する家計の期待が徐々に高まり、**ペントアップ需要(■)**が顕現化してくるとみる(図表2-21)。以上を踏まえ、**実質民間最終消費支出は、23年度前年比+1.7%、24年度同+0.9%と、25年1-3月期にコロナ禍前のピーク(19年7-9月期)を回復するとみる。ただし、予測期間内の賃上げでは既往の物価高による負担増(■)は補いきれず、先行して消費が回復した米国ほどのペントアップ需要拡大は見込み難い。将来不安を背景に消費を慎重化させた家計も増えており、その傾向が強まる展開にも注意が必要だ。**

図表 2-20 消費慎重化世帯の割合



注:複数回答。  
出所:三菱総合研究所「生活者市場予測システム(mif)」アンケート調査(直近は23年1月24-25日、回答者5,000人)

図表 2-21 過剰貯蓄の増減(日米)



注:過剰貯蓄は、恒常所得×貯蓄率(19年1Q~2Q平均)を上回る貯蓄額。従来の賃金・物価の関係性から乖離した物価上昇分を「賃金上昇を上回る物価上昇による負担増」と定義。  
出所:内閣府「国民経済計算」「家計可処分所得・家計貯蓄率四半期別速報(参考系列)」、総務省「労働力調査」、米商務省、米労働省より三菱総合研究所作成

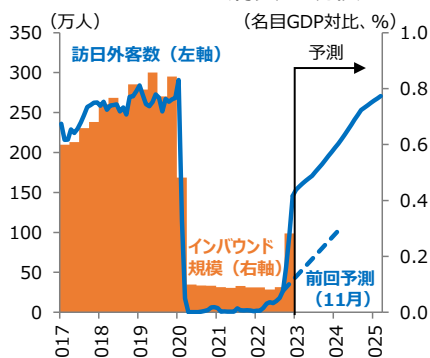
### 注目点③ コロナ後を見据えた企業の動向 —— 外需の下押しは徐々に緩和、中長期視点で投資拡大

#### インバウンド消費は回復前倒し

個人消費の持ち直しに遅れて、22年10月の水際対策緩和を契機にインバウンド消費も急速に回復した。12月の訪日外客数は146万人(当社試算の季節調整値)と、コロナ禍前の19年に比べて54%まで回復した(図表2-22)。地域別にみると、中国からの来訪は少数にとどまるものの、韓国を筆頭に中国以外のアジアからの回復が全体を牽引している(図表2-23)。

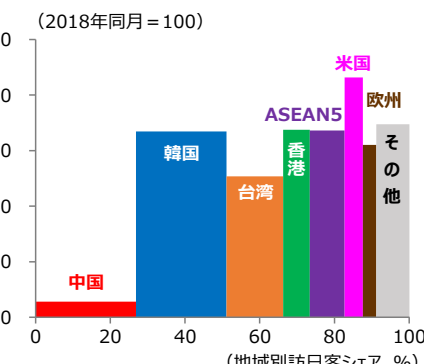
中国からの来訪もゼロコロナ政策の解除を契機に今後は回復が見込まれ、全体の訪日外客数は見通し期間終盤の25年1-3月期にはコロナ禍前の水準(19年平均)を回復するとみる。中国政府は、1月8日から中国入国時の隔離措置を撤廃し、海外旅行を事実上解禁した。中国の感染拡大を踏まえ、日本政府は中国からの水際対策を強化しており、目先は緩やかな来訪にとどまるものの、感染法上の分類が見直される5月に向け水際対策も緩和が進むと想定される。中国から日本への観光意欲はコロナ禍前から引き続き強く(図表2-24)、規制緩和に伴い他地域に遅れて回復が見込まれる。インバウンド消費の回復は、想定より大きく前倒しされ、実質GDP成長率を23年度に+0.3%ポイント、24年度に+0.2%ポイント押し上げる見通しだ。

図表2-22 訪日外客数とインバウンド消費の規模



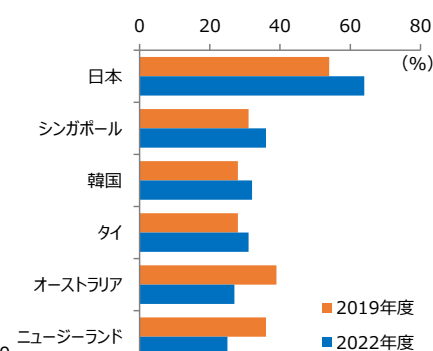
注: 訪日外客数の季節調整値は当社試算。インバウンド消費の規模=非居住家計の国内での直接購入/GDP。  
出所: 政府観光局「訪日外客統計」、内閣府「国民経済計算」より三菱総合研究所作成

図表2-23 地域別訪日外客数



注: 欧州は、独・仏・西・伊・英の5カ国合計。22年12月時点。  
出所: 政府観光局「訪日外客統計」より三菱総合研究所作成

図表2-24 中国人が次に旅行したい国

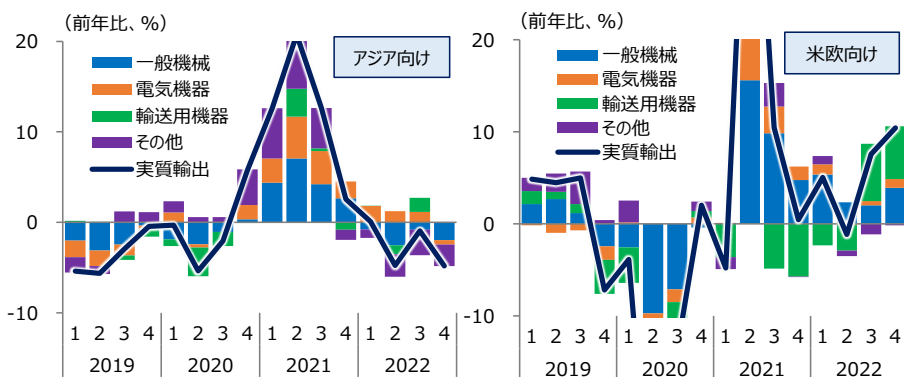


注: 22年度は5つまで、19年度は上限なしの複数回答。  
出所: 日本政策投資銀行「DBJ・JTBF アジア・欧米豪 訪日外国人旅行者の意向調査」より三菱総合研究所作成

#### 海外経済減速の悪影響は23年後半以降に緩和、輸出は徐々に復調へ

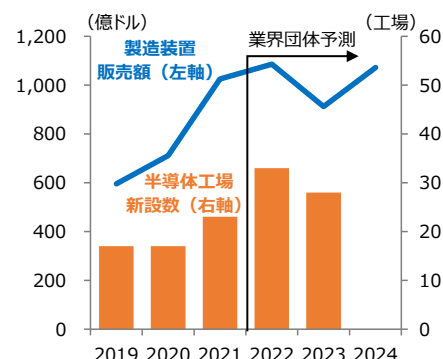
インバウンド消費を中心にサービス輸出が堅調の一方、財輸出は増勢が鈍化している。GDPベースの実質サービス輸出は22年10-12月期に季調済前期比+5.2%(7-9月期同+6.0%)と堅調に増加した一方、実質財輸出は10-12期に同+0.6%(7-9月期同+1.8%)と減速した。実質財輸出について、地域別・品目別に変動要因を分析すると、22年後半にかけては中国を含むアジア向けの電気機器・一般機械(半導体製造装置など)が弱く、中国経済の減速や半導体の在庫調整が主な下押し要因だ(図表2-25)。金融引き締めによる景気減速が懸念されていた米欧向けの輸出は想定以上に底堅く、特に輸送用機器が牽引して増加した。

図表2-25 実質輸出(地域別・品目別)



注: 欧州はEU加盟27カ国。  
出所: 財務省「貿易統計」、日本銀行「企業物価指数」より三菱総合研究所作成

図表2-26 半導体製造装置需要と半導体工場新設数



注: 工場新設数は23年まで。  
出所: 国際半導体製造装置材料協会(SEMI)より三菱総合研究所作成

財輸出は23年前半まで既往の下押し圧力が続き弱含むものの、それ以降は徐々に復調する見通しだ。その背景として、①中国経済の持ち直し、②半導体サイクルの好転、③米国経済の底打ちがあげられる。第一に、中国経済は昨年12月のゼロコロナ政策解除を受けて正常化に動き出しており、23年の成長率は上向くと考えられる(P.27、中国経済参照)。第二に、半導体関連輸出の減少はコロナ禍で急増したパソコン・スマートフォン需要の一服を背景とした在庫調整によるものであり、経験則に従えば23年後半以降は半導体サイクルの底打ちが見込まれる。実際、22年以降、多数の半導体量産工場の新設が予定され、半導体製造装置需要も24年には回復が見込まれている(図表2-26)。中長期的な半導体需要の増加傾向は崩れていない。第三に、米国経済減速の反面で高インフレ抑制の兆しも表れつつあり、FRBによる利上げが23年前半に打ち止めとなれば、23年中に景気底打ちが見込まれる(P.19、米国経済参照)。インバウンドを中心とするサービス輸出回復による押し上げもあり、実質輸出(財+サービス)は、23年度前年比+1.9%、24年度同+2.3%と底堅い推移を見込む。

### 生産も輸出見合いで増加を見込むが、経済安全保障や技術革新への対応が必須

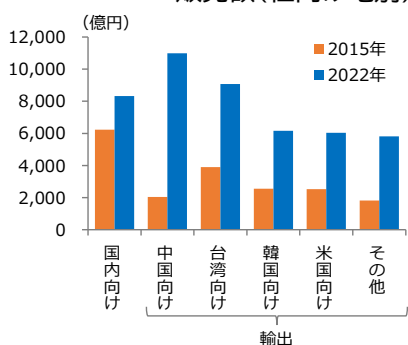
鉱工業生産は、22年を通じて一進一退で足踏みが続いたが、個人消費を中心とする内需の回復に加え、財輸出(外需)の復調に伴い、増産傾向で推移するとみる(23年度前年比+1.4%、24年度同+3.1%)。もっとも、不確実性も高く、短期的には①供給制約の帰趨、②半導体規制の動向、中長期的には③EV化(電気自動車の普及)への対応、に見通しは左右される。

第一に、自動車生産の制約となっていた車載半導体不足は段階的解消を見込む。23年中は生産への制約は残るが、蓄積された受注残に 대응する形で増産傾向が続くとみる。

第二に、米国の対中半導体規制強化による日本への悪影響は限定的とみる。米国は22年10月以降、先端半導体に関する技術や製造装置などの対中取引を事実上禁止する方針を示し、同盟国にも同調を求めている。現時点では、規制の対象は一部の先端分野にとどまり、大幅な輸出減少には至らないと想定している。もっとも、日本の中国向け半導体製造装置輸出は近年急拡大しており、輸出額は22年に約1.1兆円と最大の輸出先だ(図表2-27)。広範な規制が課されれば生産・輸出の下押しは拡大する。

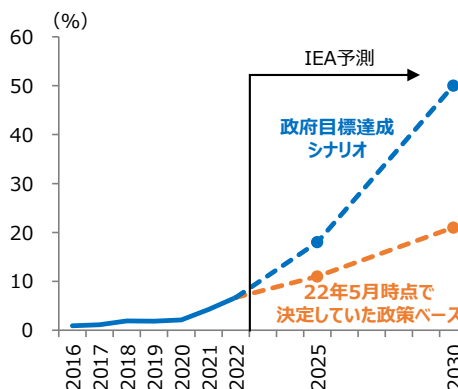
第三に、世界的にEV普及の流れが加速しており、日本メーカーは早急な対応を求められる。特に販売先に占める割合が大きい米国市場でのEV普及率(新車販売に占めるEVの割合)は22年時点で約7%にとどまるが、30年にかけて急拡大が見込まれる。国際エネルギー機関(IEA)の22年5月時点予測では、従来の政策の下では20%程度まで緩やかに上昇するとみられていたが、8月のインフレ抑制法成立を受け、政府目標の50%に向け普及が前倒しされる可能性が高まっている(図表2-28)。同法にはEV新規購入に対する税額控除が盛り込まれ、米国における自動車の電動化を後押しするとみられる。短期的にはプラス効果(EV関連需要拡大)とマイナス効果(日本メーカーのハイブリッド車から海外メーカーのEVへの需要シフト)が相殺するかたちで、日本の輸出・生産・企業収益への影響は限定的と想定するが、中長期的には大きな影響が生じうる。日本メーカーはEV生産・販売に出遅れており(図表2-29)、世界的な競争力維持には、EV向けの技術開発に向けた投資拡大や事業提携などが求められる。加えて、税額控除の対象となるには北米内での車体組み立てやバッテリー原材料の調達求められる可能性があり、サプライチェーン見直しも視野に入れる必要が生じる。

図表2-27 国内製半導体製造装置 販売額(仕向け地別)



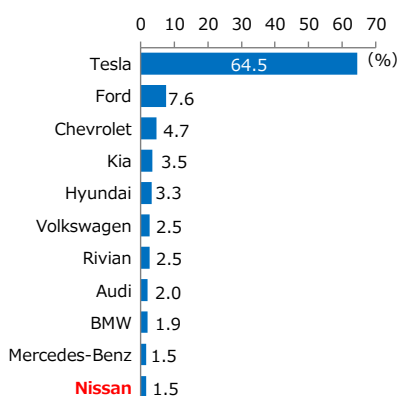
注: FPD製造装置を除く。  
出所: 財務省「貿易統計」、総務省「産業連関表」、日本半導体製造装置協会「半導体・FPD製造装置需要予測」より三菱総合研究所作成

図表2-28 米国のEV普及率



注: EVは、バッテリーEVとプラグインハイブリッド車の合計。  
出所: アルゴンヌ国立研究所、国際エネルギー機関(IEA)より三菱総合研究所作成

図表2-29 米国EV販売のシェア



注: 2022年のバッテリーEV販売。上位11社まで。  
出所: Cox Automotiveより三菱総合研究所作成



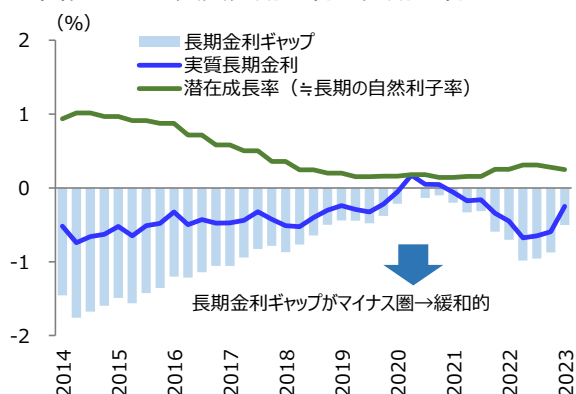


には、こうしたゆがみへの対応として長期金利の誘導目標(ゼロ%)からの変動許容幅が上下0.25%から0.5%へと拡大されたが、イールドカーブの屈曲は依然として大きく、追加の対応が不可欠である。

第二に、注目点①(P.10～12)で述べた通り、24年度にかけては従来に比べて高めの物価・賃金上昇率が見込まれ、長期金利を操作対象とする強力な金融緩和策でなくとも、2%の物価安定目標は十分実現可能と判断される可能性が高い。これらの理由を踏まえ、日本銀行は、24年度以降の物価・賃金を展望するための材料が出そろった24年初めにも、長期金利目標の撤廃に踏み切るとみる。

ただし、物価の影響を考慮した実質金利が自然利子率(インフレ率を加速も減速もさせない金利の水準)を下回るという意味では、緩和的な金融環境が続くとみる。実質長期金利(名目長期金利－期待インフレ率)は、22年12月の長期金利の変動幅拡大以降も、マイナス圏での推移が続いている。長期の自然利子率が潜在成長率(中・長期的な経済成長の実力)に等しいとみなすと、金融緩和の度合いを示す金利ギャップ(実質長期金利と自然利子率の差)は現在▲0.5%程度である(図表2-34)。先行きも、市場が予想する期待インフレ率の上昇に伴って実質長期金利は低位に抑えられ、景気への下押し圧力は軽微にとどまるとみる。

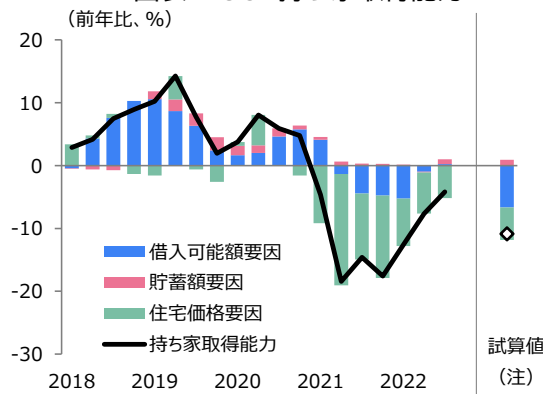
図表2-34 実質長期金利と長期金利ギャップ



注:実質長期金利は10年国債金利からブレイク・イーブン・インフレ率(10年利付債の流通利回りと10年物価連動債の差)を差し引いたもの。潜在成長率は日本銀行による推計値。長期金利ギャップは実質長期金利－潜在成長率。

出所: Bloomberg、日本銀行より三菱総合研究所作成

図表2-35 持ち家取得能力



注:30代二人以上勤労者世帯。固定金利、35年の元利均等返済を想定。持ち家取得能力=(借入可能額+貯蓄額)÷住宅価格。借入可能額は、可処分所得の25%を元利金の返済に充てると仮定して算出。試算値は、22年9月から長期プライムレートが0.5%ポイント上昇し、他の条件が一定と想定。

出所:総務省「家計調査」、日本銀行「長期プライムレート」、東日本不動産流通機構「月例マーケットウォッチ」より三菱総合研究所作成

実質金利上昇の影響は、経済全体で見れば軽微にとどまるが、セクターごとに影響の大きさが異なる。一般的には、金融機関の貸出金利の引き上げなどを通じた設備投資や住宅投資への下押し影響が大きい。このうち、設備投資については、円高を起点とする企業収益の減少を通じた悪影響も想定されるが、企業の手もとと資金が潤沢であることや、デジタル化・脱炭素などに向けた投資需要が根強いことから、金利上昇による設備投資への下押し効果は限定的とみる。

住宅投資に関しては、実質金利の上昇による下押し圧力が徐々に顕在化するだろう。当社の試算では、長期金利が0.5%ポイント上昇すると、主な住宅購入層である30代の世帯の借入可能額は約8%押し下げられ、持ち家の取得能力(平均的な住宅価格に対する借入可能額と貯蓄の合計額の比率)は低下する(図表2-35)。これを踏まえ、実質住宅投資は23年度前年比▲0.4%、24年度同▲0.4%と、減速傾向が続くと見込む。

### (3) 日本経済の先行きリスク — 世界経済の失速と個人消費の腰折れが懸念

先行きのリスクは、世界経済の失速と個人消費の腰折れである。

急激な金融引き締めを背景とする米国経済の失速や、不動産市況の低迷を主因とする中国経済の減速、エネルギー不足や過去最大の利上げによる欧州経済の落ち込みなどは、輸出産業の影響が大きい日本経済にとって強い逆風となる。さらに、米中対立の強硬化など、世界経済の分断が進めば、経済合理性を無視した産業構造や通商関係への転換を迫られ、長期間にわたり成長機会を逃しかねない。

個人消費は、メインシナリオでは回復を見込むものの、物価上昇に対する節約意識の高まりなど、下振れリスクも大きい。企業の先行き不透明感から賃上げが物価上昇ペースに追いつかない、もしくは一時的な手当の支給にとどまれば、実質所得の低迷や将来不安の高まりを通じて家計の節約意識は本格的に高まるだろう。海外経済が減速するなか、内需の柱である個人消費の回復が腰折れすれば、景気後退入りが視野に入る。コロナ禍からの回復が遅れるばかりでなく、低インフレ・低賃金からの脱却の好機を逃し、政策正常化への道筋を再び見失うことになるだろう。

図表2-36 日本経済予測の総括表

(単位：10億円、%)

		年度				年度 (前年比)			
		2021 実績	2022 予測	2023 予測	2024 予測	2021 実績	2022 予測	2023 予測	2024 予測
名目	国内総生産 (=GDP)	550,561	560,673	583,292	603,423	2.4%	1.8%	4.0%	3.5%
	民間最終消費支出	296,283	313,091	325,274	334,346	2.7%	5.7%	3.9%	2.8%
	民間住宅投資	21,129	21,202	21,316	21,362	6.3%	0.3%	0.5%	0.2%
	民間企業設備	90,078	96,631	100,411	102,907	4.7%	7.3%	3.9%	2.5%
	民間在庫品増加	1,104	2,173	931	879	***	***	***	***
	政府最終消費支出	118,968	122,032	123,779	124,740	4.5%	2.6%	1.4%	0.8%
	公的固定資本形成	29,807	30,048	31,584	32,794	▲3.3%	0.8%	5.1%	3.8%
	公的在庫品増加	▲90	▲248	84	219	***	***	***	***
	財貨・サービス純輸出	▲6,718	▲24,256	▲20,087	▲13,824	***	***	***	***
	財貨・サービス輸出	103,637	123,352	121,453	123,359	22.8%	19.0%	▲1.5%	1.6%
財貨・サービス輸入	110,355	147,608	141,540	137,183	30.1%	33.8%	▲4.1%	▲3.1%	
実質	国内総生産 (=GDP)	540,922	548,060	556,244	563,059	2.6%	1.3%	1.5%	1.2%
	民間最終消費支出	288,638	295,967	300,978	303,786	1.5%	2.5%	1.7%	0.9%
	民間住宅投資	18,650	17,809	17,742	17,673	▲1.1%	▲4.5%	▲0.4%	▲0.4%
	民間企業設備	87,177	89,808	91,942	93,647	2.1%	3.0%	2.4%	1.9%
	民間在庫品増加	1,178	1,764	1,066	1,114	***	***	***	***
	政府最終消費支出	117,817	119,250	119,880	120,319	3.4%	1.2%	0.5%	0.4%
	公的固定資本形成	27,563	26,624	27,576	28,378	▲6.4%	▲3.4%	3.6%	2.9%
	公的在庫品増加	▲67	▲101	▲38	▲38	***	***	***	***
	財貨・サービス純輸出	443	▲2,384	▲2,160	▲1,078	***	***	***	***
	財貨・サービス輸出	103,697	108,773	110,886	113,490	12.3%	4.9%	1.9%	2.3%
財貨・サービス輸入	103,255	111,157	113,046	114,568	7.0%	7.7%	1.7%	1.3%	
指数	鉱工業生産指数	95.5	95.7	97.1	100.1	5.7%	0.2%	1.4%	3.1%
	国内企業物価指数	107.5	116.6	120.4	122.5	7.3%	8.5%	3.2%	1.8%
	消費者物価指数 (生鮮除く総合)	99.9	102.9	105.3	107.3	0.1%	3.0%	2.3%	1.8%
	GDPデフレーター	101.8	102.3	104.9	107.2	▲0.1%	0.5%	2.5%	2.2%
	完全失業率	2.8%	2.5%	2.4%	2.4%	***	***	***	***
	新設住宅着工戸数 (万戸)	86.6	85.4	84.8	84.8	6.6%	▲1.3%	▲0.7%	▲0.0%
	対外バラ	経常収支 (10億円)	20,275	8,129	10,079	13,804	***	***	***
貿易・サービス収支		▲6,462	▲24,978	▲18,928	▲12,624	***	***	***	***
貿易収支		▲1,619	▲19,771	▲16,500	▲11,424	***	***	***	***
輸出		85,562	101,010	98,296	99,839	25.2%	18.1%	▲2.7%	1.6%
輸入		87,181	120,780	114,796	111,263	35.0%	38.5%	▲5.0%	▲3.1%
通関収支戻 (10億円)		▲5,491	▲22,401	▲18,905	▲13,693	***	***	***	***
通関輸出		85,878	101,056	99,468	101,032	23.6%	17.7%	▲1.6%	1.6%
通関輸入	91,368	123,457	118,373	114,725	33.4%	35.1%	▲4.1%	▲3.1%	
為替	国債10年物利回り	0.09%	0.30%	0.64%	0.88%	***	***	***	***
	M2	1,172,808	1,210,176	1,245,576	1,280,358	5.0%	3.2%	2.9%	2.8%
	日経平均株価	28,385	27,385	28,450	29,650	16.0%	▲3.5%	3.9%	4.2%
	原油価格 (WTI、ドル/バレル)	77.3	90.8	80.0	80.0	82.3%	17.5%	▲11.9%	0.0%
	円/ドル レート	112.4	134.9	124.0	119.7	***	***	***	***
	ドル/ユーロ レート	1.162	1.033	1.049	1.056	***	***	***	***
円/ユーロ レート	130.5	139.2	130.0	126.4	***	***	***	***	

注：国債10年物利回り、M2、日経平均株価、原油価格、および為替レートは年度中平均。

出所：実績は各種統計、Bloomberg、予測は三菱総合研究所