

2. 日本経済

(1) 日本経済の現況

23年1-3月期は、輸出減少も内需中心に回復

日本経済は、緩やかに持ち直している。23年1-3月期の実質GDPは、季調済前期比+0.4%（年率+1.6%）と、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+0.6%）が回復したほか、設備投資（同+0.9%）など内需の拡大がプラス成長を主導した。一方、輸出（同▲4.2%）は6四半期ぶりに減少し、外需の低迷が成長率を下押しした。

(2) 日本経済の先行き

ポストコロナ移行で家計・企業の前向きな動きが強まる、内需主導の景気回復が継続

23年度は、内需主導の着実な回復が続く見込みだ。個人消費は、コロナ禍からの回復が一巡し減速するものの、賃金上昇期待が消費マインドの改善を後押しし、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予測する。輸出は米欧経済の減速により下押しされるが、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だろう。23年度の実質GDP成長率は前年比+1.5%と予測する（前回3月見通しから変更なし）。

24年度は、潜在成長率（当社試算0%台半ば）を上回る成長率を見込む。個人消費は、賃金上昇を背景に増加基調が続くとみる。設備投資は、成長期待の高まりから拡大が続くとみる。海外経済の底打ちに伴い、輸出も持ち直すだろう。24年度の実質GDP成長率は前年比+1.2%と予測する（前回から変更なし）。

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年度は前年比+2.3%、24年度は同+2.0%を見込む。政策支援（物価高抑制）により23年度は実態より低め、24年度は政策の反動により実態より高めの伸びとなるが、2%以上の物価上昇が続く格好だ。物価・賃金の持続的な上昇への道筋を確認した後、日本銀行は23年内にも長期金利の変動許容幅再拡大、または誘導目標（0%）の撤廃を実施すると予測する。

予測の前提として、原油価格（WTI）は70ドル台後半で横ばい、為替レートは日本銀行の政策修正や米FRBの利下げ転換（24年入り後）を織り込み、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円程度での推移を想定する。

このような見通しを巡る日本経済の注目点として、次の3つを挙げる。まず、景気回復の牽引役となる個人消費の動向と、その回復の強さを左右する賃金の先行き（注目点①消費拡大・賃金上昇の持続性）。次に、コロナ禍による制約や政府支援が終了した後の企業の投資や事業活動の見通し（注目点②ポストコロナの企業活動）。最後に、こうした家計と企業の動向を踏まえた、先行きの物価と金融政策の方向性である（注目点③物価と金融政策の方向性）。

図表2-1 日本の実質GDP見通し



		実績				予測								
		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	2025 1-3
実質GDP	前期比	-0.5%	1.1%	-0.2%	-0.0%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
	前期比年率	-1.9%	4.7%	-1.0%	-0.1%	1.6%	2.1%	2.0%	2.1%	1.1%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%

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」「景気基準日付」、総務省「消費者物価指数」、予測は三菱総合研究所

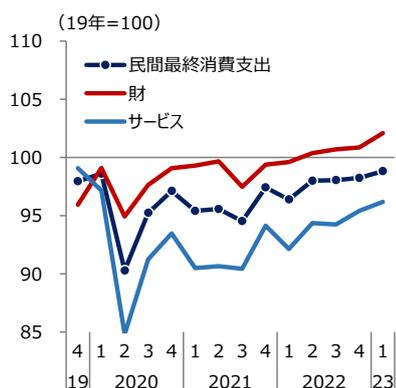
注目点① 消費拡大・賃金上昇の持続性 — 賃上げを起点に経済の好循環実現へ

経済活動正常化に伴い個人消費が回復も、物価高が重し

個人消費は、コロナ禍で抑制された経済活動の正常化に伴い、回復している。23年1-3月期の実質民間最終消費支出は、季調済前期比+0.6%（22年10-12月期同+0.2%）と増加傾向が続いた（図表2-2）。財・サービス別にみると、回復の遅れていたサービス消費の持ち直しが続いている。供給制約緩和により自動車販売が回復しており（図表2-3）、財消費も底堅い。

もっとも、消費者物価の上昇率は3月時点で前年比+3%を上回る高い伸びが続いており、消費回復の重しとなっている。名目消費（23年1-3月期）の回復度合いを所得階層別に比較すると、低所得層は18年同期並みの水準にとどまり、節約傾向が顕著である（図表2-4）。食料やエネルギーの消費額が価格上昇により増加するなか、その他の品目の消費が抑制されている様子が見えてくる。

図表 2-2 実質個人消費



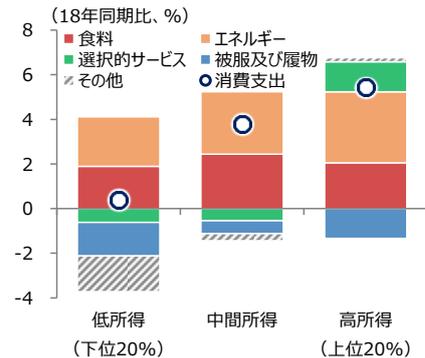
出所：内閣府「国民経済計算」より三菱総合研究所作成

図表 2-3 新車販売台数



注：当社による季節調整値。乗用車（軽自動車を含む）。
出所：日本自動車販売協会連合会、全国軽自動車協会連合会より三菱総合研究所作成

図表 2-4 名目消費（23年1-3月期）



注：二人以上勤労者世帯。選択的サービス＝外食、交通、宿泊料、バック旅行費、月謝類、他の教養娯楽サービスの合計。消費支出は、変動の大きい自動車購入、設備修繕・維持、仕送り金、贈与金、教育を除く。
出所：総務省「家計調査」より三菱総合研究所作成

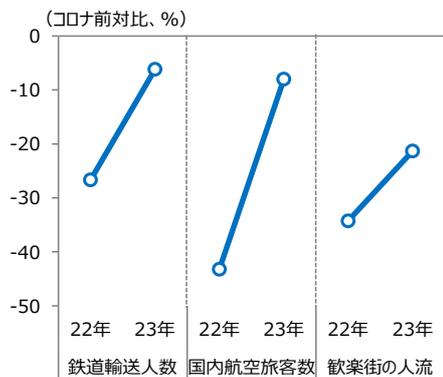
ペントアップ需要は依然旺盛、賃金上昇期待から消費マインド改善へ

4-6月期以降も個人消費は回復が続き、23年度前年比+1.7%、24年度同+0.9%と予測する。その背景は次の2点である。

第一に、サービス消費について、旅行・飲食関連など対面型サービスの需要増加が見込まれる。5月上旬の大型連休（GW）には、鉄道・飛行機の利用人数や歓楽街の人流が前年よりも大幅に増加した（図表2-5）。

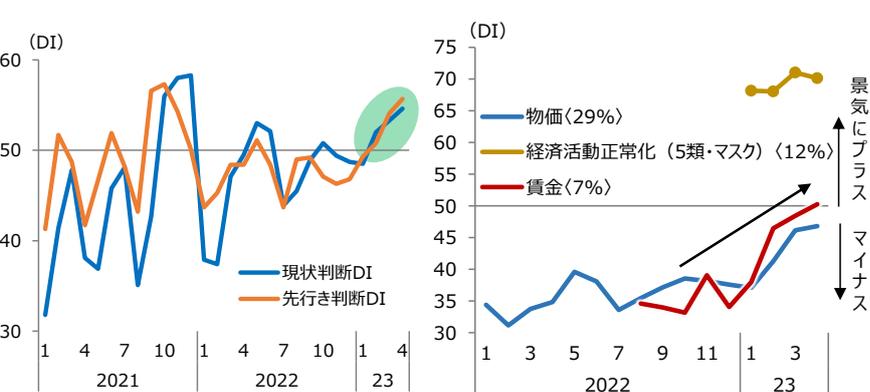
第二に、マインド改善が消費の回復を後押しする。景気ウォッチャー調査の景気判断DIは現状・先行きともに23年入り後に改善傾向が鮮明だ（図表2-6）。先行き判断に関するコメントから物価・経済活動正常化・賃金の3要素を抽出したDIを算出すると、1月以降、マスク着用ルール緩和や新型コロナ5類移行発表により経済活動正常化DIが大幅プラスとなった。加えて、賃金DIが50超えに転じるなか、物価DIのマイナス傾向が緩和している。

図表 2-5 GW中の人の移動



注：鉄道輸送人数は大手6社合計を18年と比較。航空旅客数は大手2社合計を22年は19年、23年は18年と比較。人流は期間内平均を19年と比較。
出所：各社プレスリリース、内閣官房「各都道府県の主要地点・歓楽街の人流」より三菱総合研究所作成

図表 2-6 景気ウォッチャー調査（左：全体、右：要素別）



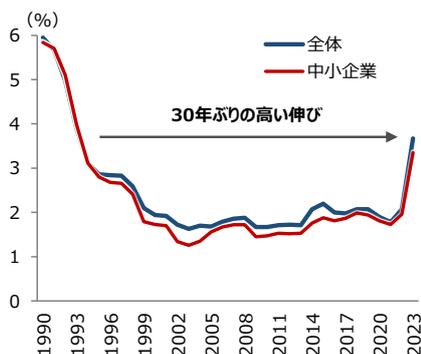
注：左図は季節調整値。右図は先行き判断に関するコメントから各項目に関連するものを抽出して作成したDI（原数値）。全コメントに占める関連コメントの割合が2%を下回る期間は欠損値としており、凡例の数値は各項目に関連するコメントの割合を示す（23年4月時点）。
出所：内閣府「景気ウォッチャー調査」より三菱総合研究所作成

春闘では大幅な賃上げが実現、実質賃金は23年度後半にプラスへ

個人消費が堅調を維持すると見込む背景として、物価の影響を考慮した実質賃金が前年比マイナスから好転する兆しがみられることもある。23年春闘において妥結された賃上げ率(ベースアップ、定期昇給の合計)は、+3.7%(連合集計、5月8日時点)と30年ぶりの高い伸びとなった(図表2-7)。組合員数300人未満の中小企業でも、+3.4%の高い伸びとなっている。名目賃金の伸びは一般労働者(フルタイム)が牽引する形で拡大し、実質賃金は23年度後半に前年比プラス圏に転じると見込む(図表2-8)。

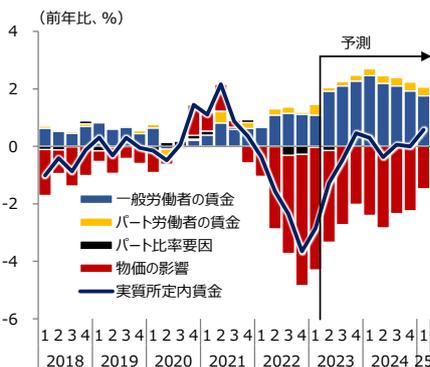
この背景には、既往の物価上昇を踏まえて賃上げ機運が高まったこともあるが、企業が人材確保のために高賃金を提示する必要性が高まった側面も大きい。労働者の不足感は経済活動正常化に伴い高まっており、特に正社員の不足感は調査開始の1999年以降で過去最高となった(図表2-9)。

図表 2-7 春闘の賃上げ率



注: 中小企業は組合員数300人未満。23年は5月8日時点で、22年までは6月末時点の最終集計結果。
出所: 連合「2023年春季生活闘争 第5回回答集計」より三菱総合研究所作成

図表 2-8 一人当たり実質賃金



注: 共通事業所ベース。物価の影響は、消費者物価指数の帰属家賃を除く総合。
出所: 厚生労働省「毎月勤労統計調査」、総務省「消費者物価指数」より三菱総合研究所作成

図表 2-9 労働者過不足判断 DI



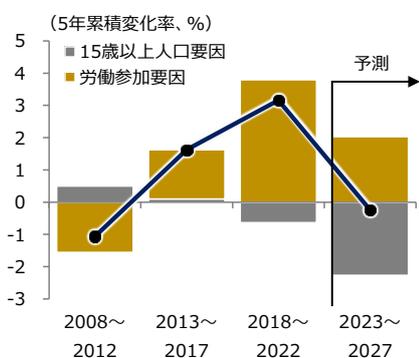
注: 直近は23年2月調査。
出所: 厚生労働省「労働経済動向調査」より三菱総合研究所作成

持続的賃金上昇を示唆する「変化」と上昇を阻む「課題」

23年度の大規模賃上げを契機に、長年変化の乏しかった日本の賃金が持続的に上昇するかが内需拡大の強さを左右する。先行きを展望すると、賃金上昇が続くと考えられる2つの「変化」と上昇を阻む「課題」がある。

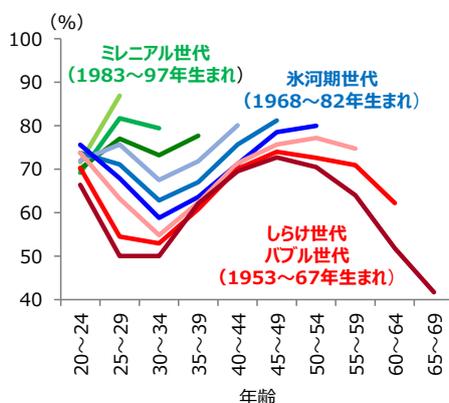
第一の変化は、過去10年間で増加傾向にあった労働力人口が、今後は減少に転じることだ(図表2-10)。人口減少が進むなか、労働参加率の拡大では労働力の減少を食い止められなくなる。女性(15~64歳)の労働参加率を生年別にみると、若い世代ほどいずれの年齢時点でも労働参加が高い傾向があり、多少の労働参加率上昇余地が残っているが(図表2-11)、人口減少要因を相殺するには至らない。高齢者(65歳以上)の労働参加率は頭打ちとなる見込みであり(図表2-12)、人口ボリュームの厚い団塊の世代が労働市場から退出する影響も大きい。こうした労働力人口の減少は、労働需給の逼迫を通じて、賃金上昇圧力となる。

図表 2-10 労働力人口



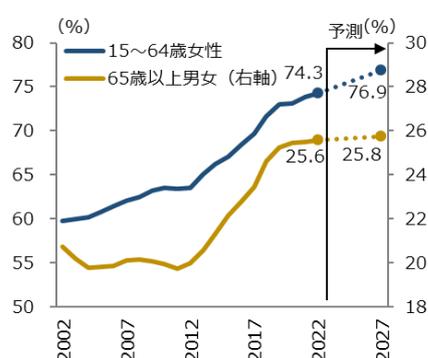
出所: 総務省「労働力調査」、国立社会保障・人口問題研究所「日本の将来推計人口」より三菱総合研究所作成

図表 2-11 労働参加率(女性・生年別)



注: 折れ線は生年5年ごとに分かれており、右側ほど先に生まれた世代を意味する。各折れ線の右端は直近2022年時点。
出所: 総務省「労働力調査」より三菱総合研究所作成

図表 2-12 労働参加率

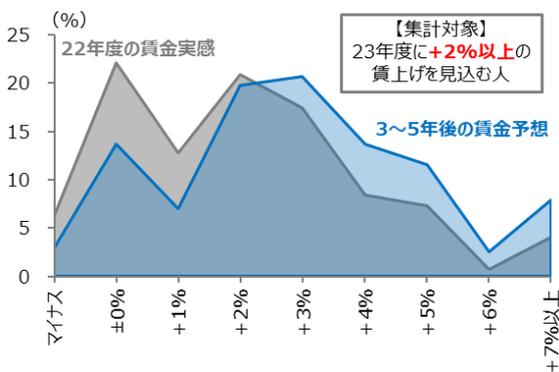


注: 労働参加率=労働力人口/人口。
出所: 総務省「労働力調査」、国立社会保障・人口問題研究所「日本の将来推計人口」より三菱総合研究所作成

第二の変化は、「賃金は上がらない」という人々のノルム(社会規範・通念)の変化だ。当社の生活者市場予測システム(mif)上で実施したアンケート調査によると、23年度に+2%以上の賃上げを見込む回答者は、3~5年後に従来よりも高めの賃金上昇を見込む割合が高まっている(図表2-13)。今年度の高めの賃金上昇により、労働者の中長期的な賃金見通しも上振れしつつあり、企業は人材確保のために賃金上昇を重視し続けることになろう。

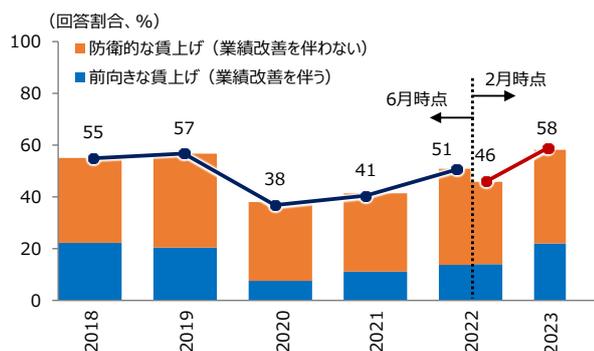
ただし、現在の経済構造のままでは持続的な賃金上昇は見込み難く、特に中小企業の収益改善が課題だ。23年度に賃上げを予定する中小企業は、東京商工会議所の調査によると、2月時点で全体の58%と幅広い企業で賃上げが実施される見込みだ(図表2-14)。しかし、そのうち6割強は業績改善を伴わない「防衛的賃上げ」であり、持続性は乏しい。また、ものづくり産業労働組合(JAM)の労使交渉妥結状況から賃上げ水準の分布をみると、中小企業のなかでも大幅な賃上げに踏み切る企業がみられる一方で、例年並みの賃上げ額にとどまる企業も多く、企業間格差は大きい(図表2-15)。持続的な賃金上昇に向けては、中小企業が、デジタル技術の積極的な活用や商品・サービスの付加価値向上を通じて生産性を高め、価格転嫁・収益改善につなげていくことが必要だ。

図表 2-13 家計の賃金予想分布(MRI 調査)



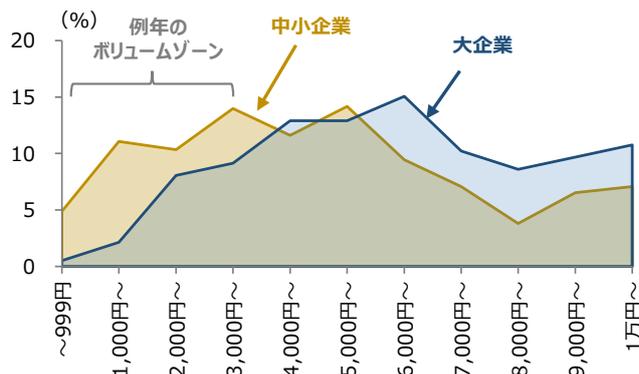
注:賃金見通しを回答した3,487人のうち、23年度に+2%以上の賃上げを見込む回答者は666人。
出所:三菱総合研究所「生活者市場予測システム(mif)」アンケート調査(23年4月15-16日)

図表 2-14 賃上げ実施企業割合(中小企業)



注:2月時点は東京商工会議所、6月時点は日本商工会議所による調査であり、単純比較できない点には留意。
出所:日本商工会議所「商工会議所LOBO調査」、東京商工会議所「最低賃金および中小企業の賃金・雇用にに関する調査」より三菱総合研究所作成

図表 2-15 賃上げ水準の分布(機械・金属産業)



注:中小企業は組合員300人未満。5月12日時点。
出所:ものづくり産業労働組合(JAM)「2023年春季生活闘争情報 No.18」より三菱総合研究所作成

注目点② ポストコロナの企業活動 —— 環境変化を見据え投資拡大が継続、生産性向上の好機に

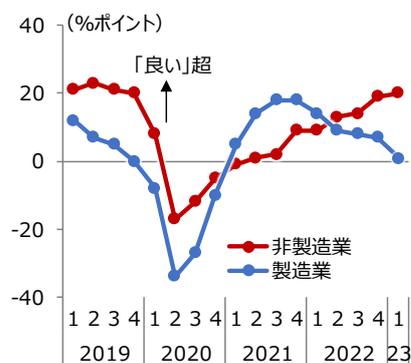
堅調な個人消費とインバウンド需要が非製造業の回復を主導

非製造業の企業景況感、個人消費の持ち直しを背景に改善している。非製造業の業況判断DI(日銀短観)は、4期連続で改善し、コロナ危機前(19年10-12月期)の水準を回復した(図表2-16)。先行きも、景況感は底堅く推移するとみる。その背景として、新型コロナの5類移行などポストコロナにおける行動・意識変化の影響が大きく、外出の増加から宿泊・飲食サービスや対個人サービスを中心に回復が続くだろう。

加えて、インバウンド需要の回復も、非製造業の景況感改善を後押ししよう。23年1-3月期の訪日外客数は、韓国やASEANからの訪問が増加し、コロナ危機前(19年同期)の6割程度まで回復した(図表2-17)。

先行きのインバウンド需要は、中国人観光客の回復と旅行単価の増加によって、一段の回復が進むとみる。中国人観光客はいまだ少数にとどまっているが、今後日本への団体旅行が解禁されれば、他地域に遅れて回復することが期待される。

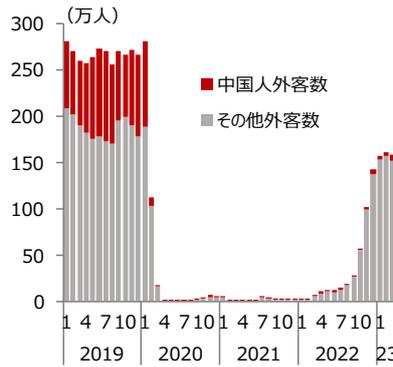
図表 2-16 業況判断 DI



注:全規模。
出所:日本銀行「短観」より三菱総合研究所作成

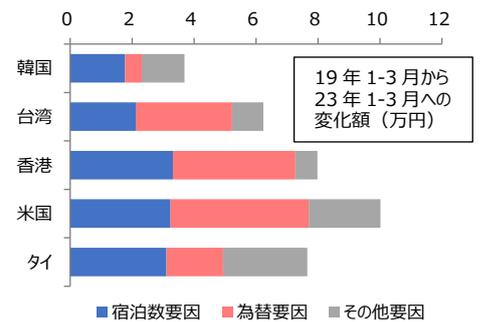
訪日客の一人当たり消費額も、円安や宿泊日数の長期化を背景に、19年と比べて増加している(図表2-18)。23年3月に閣議決定された「観光立国推進基本計画」では、25年度までに旅客者一人当たり消費額を20万円(23年1-3月期18.6万円)にすることを目標に掲げている。付加価値の高いサービスの提供により旅行単価の増加傾向が続けば、景気押し上げ効果は拡大するだろう。これらを織り込み、インバウンド消費は実質GDP成長率を23年度に0.4%ポイント、24年度に0.2%ポイント押し上げるとみる。

図表 2-17 訪日外客数



注:当社による季節調整値。直近は23年3月。
出所:JNTO「訪日外客統計」より三菱総合研究所作成

図表 2-18 訪日客一人当たり消費額の変化



注:観光・レジャー目的。23年1-3月期の訪日客数が多い上位5カ国。
出所:観光庁「訪日外国人消費動向調査」、Bloombergより三菱総合研究所作成

製造業は米欧経済減速が下押しも、中国経済回復や自動車生産の供給制約緩和が下支え

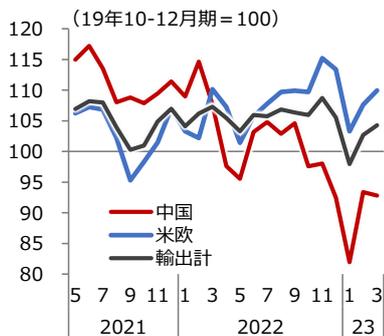
一方、製造業の景況感海外経済減速を背景に悪化傾向が続いている(図表2-16)。実質財輸出は、23年1-3月をならしてみると、中国向け・米欧向けともに落ち込んでいる(図表2-19)。

先行きの製造業の景況感は、外需の下押しが続くものの、大幅な悪化には至らないとみる。①中国経済の回復が輸出を下支えすることに加え、②供給制約緩和から自動車生産の回復が見込まれるためだ。

①について、米欧経済は既往の利上げに加え、金融市場混乱の影響もあり、23年内は低成長が続く見込みだ。一方、ゼロコロナ政策を解除した中国では経済活動の回復が進んでいる。特に投資センチメントが持ち直し傾向にあり(図表2-20)、中国向け資本財輸出の回復が期待される。

②について、生産の制約となっていた車載半導体不足の緩和に伴い、蓄積された受注残へ対応する形で増産が続くだろう。実際、輸送用機械工業の予測実現率(生産計画と生産実績のかい離幅)は、22年後半以降、大幅マイナス傾向から脱しており、計画並みの生産が可能になりつつある(図表2-21)。鉱工業生産は、23年度前年比+2.5%、24年度同+3.2%と、回復が続くとみる。

図表 2-19 地域別実質輸出



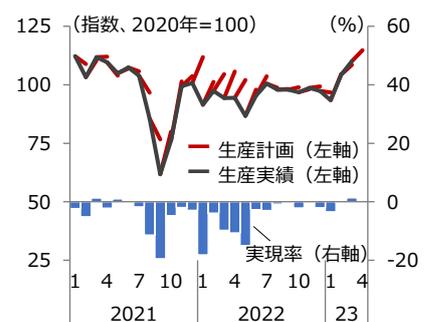
注:当社による季節調整値。米欧は米国とEU加盟27カ国の加重平均。
出所:財務省「貿易統計」、日本銀行「企業物価指数」より三菱総合研究所作成

図表 2-20 中国の投資センチメント



出所:長江商学院「Business Conditions Index」より三菱総合研究所作成

図表 2-21 生産計画と生産実績 (輸送用機械)



注:生産計画は当月上旬における計画。
出所:経済産業省「鉱工業指数」「製造工業生産予測指数」より三菱総合研究所作成

中小企業も含めて投資姿勢が積極化、中長期的成長を見据え好循環実現に前進

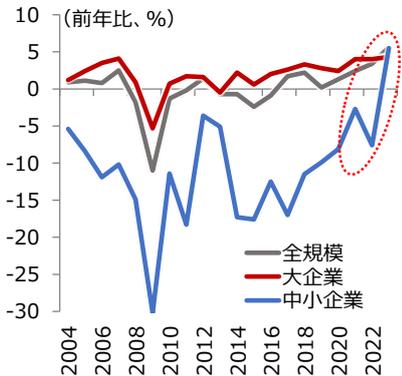
企業の設備投資は、22年度を通じて持ち直し傾向が続いた。23年1-3月期の実質民間企業設備投資は、季調済前期比+0.9%(22年10-12月期同▲0.7%)と2四半期ぶりに増加に転じた。

先行きの投資意欲も旺盛であり、設備投資は拡大基調が続くとみる(23年度前年比+2.5%、24年度同+2.0%)。23年度の設備投資計画(全規模・全産業)は前年比+5.3%と、3月調査としては過去最高の伸びとなった(図表2-22)。

積極的な投資姿勢は、中小企業にも広がっている。中小企業の23年度の設備投資計画は、前年比プラスと、3月調査としては異例の高さだ。中小企業では従来、利益を「内部留保」に積み上げる傾向が強かったが、近年は「従業員への還元」や「設備投資」を重視する傾向が強まっている(図表2-23)。帝国データバンクの調査

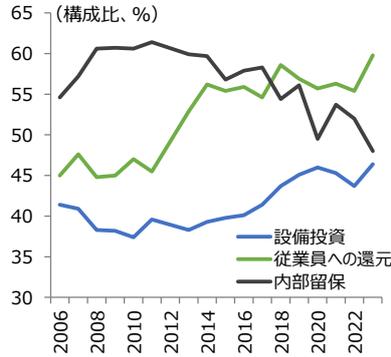
では「設備投資」などを重視する企業は売上高の伸びが高い傾向がある(図表2-24)。設備投資を通じて生産性の向上・収益力の強化が実現できれば、持続的な賃上げも可能になるだろう。

図表 2-22 設備投資計画
(3月調査・全産業)



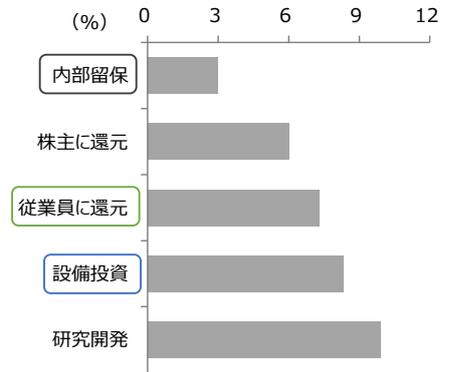
注:直近は23年度。ソフトウェアを含み、土地を除く。
出所:日本銀行「短観」より三菱総合研究所作成

図表 2-23 利益配分スタンス
(中小企業)



注:上位3項目までの複数回答。11年までは10-12月期調査、13年以降は1-3月期調査(12年は欠損値)。
出所:内閣府・財務省「法人企業景気予測調査」より三菱総合研究所作成

図表 2-24 利益配分スタンス別の売上高増加率(中小企業)



注:2015-20年にかけての増加率。
出所:帝国データバンク「中小企業の経営力及び組織に関する調査」より三菱総合研究所作成

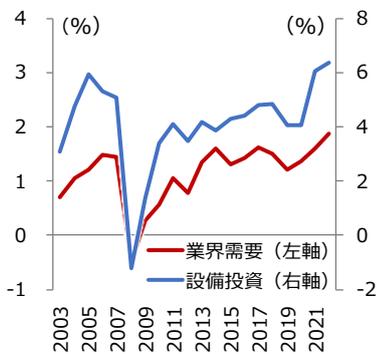
こうした設備投資の強さは、中長期的な成長投資という側面が強い。企業の3年先の業界需要と設備投資見通しは高水準にあり、特に前者は集計が開始された2003年以降で最高水準だ(図表2-25)。特に投資拡大が期待される分野は以下の3つだ。

第一に、人手不足対応のための省力化・合理化投資や、事業のDX化に向けたデジタル投資だ。前者については、人手不足の深刻化が予想されるなかで、賃上げなどの人材獲得策に加えて、ITツールの活用や社員の能力開発といった、省力化・合理化による生産性の向上を図る動きが加速していきだろう。また、後者について、当社が22年12月に実施した調査では、3割弱の回答者が「投資が大きく増額した」と回答しており、「投資が十分ではない」「今後投資を行う予定」といった、先行きの投資拡大を示唆する回答も多い(図表2-26)。

第二に、脱炭素(GX)関連投資だ。EVの普及など構造変化を見据えた、研究開発などが進展している。さらに、23年5月に成立した「GX推進法」では、10年で20兆円規模のGX経済移行債を政府が発行し、企業の脱炭素化を支援する方針が示されており、企業の取り組みを後押しするだろう。

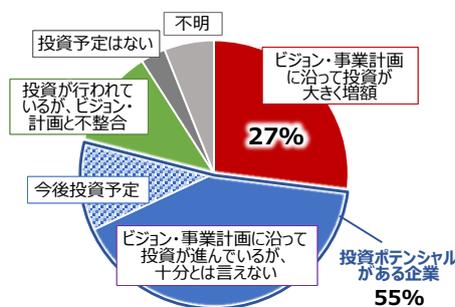
第三に、供給網強靱化を目的とした国内生産能力の増強だ。特定国に対する供給依存の懸念から調達先を国内に切り替える動きが進みつつあり、海外生産を想定する企業割合は低下している(図表2-27)。戦略物資など経済安全保障に関連する品目では、国内投資の重要性が高まるだろう。例えば、日本銀行福岡支店の分析によると、21年に台湾TSMCが熊本県への新工場建設を公表して以来、九州地域で計画・実行中の半導体関連投資額は、3月時点で約1.5兆円に上る(19年同地域の投資総額の約2割)。

図表 2-25 設備投資・業界需要見通し



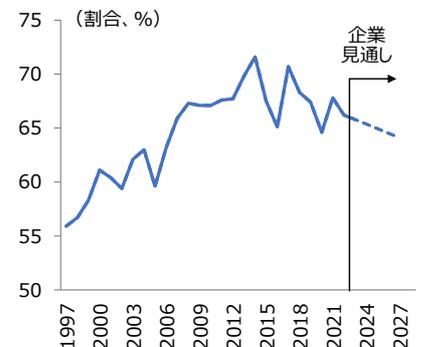
注:3年先の見通し。直近は2022年度。
出所:内閣府「企業行動に関するアンケート調査」より三菱総合研究所作成

図表 2-26 DX投資の現状
(MRI調査)



注:売上高100億円超の企業の従業員で、社内のデジタル化・DXの取り組みに関わる千名を対象に実施。22年12月に調査を実施。
出所:三菱総合研究所「DX推進状況調査(https://www.mri.co.jp/news/press/20230405.html)」より作成

図表 2-27 海外現地生産を行う企業の割合



注:製造業。22年度は実績見込み。
出所:内閣府「企業行動に関するアンケート調査」より三菱総合研究所作成

注目点③ 物価と金融政策の方向性 — 2%近傍の物価上昇が持続、金融政策は年内にも修正へ

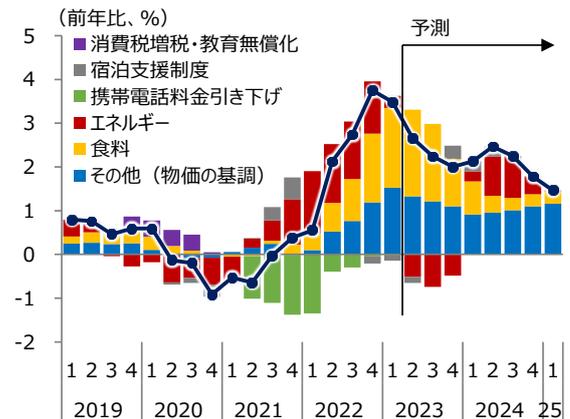
続くコストプッシュ型インフレ、価格転嫁も一層進捗

消費者物価は、コストプッシュ型の高い伸びを続けている(図表2-28)。23年3月の消費者物価指数(生鮮食品を除く総合、以下コアCPIとする)は、前年比+3.1%となった。政府の電気・ガス料金抑制策により、1月(同+4.2%)をピークに鈍化しているものの、変動の大きい品目の影響を除いた「生鮮食品及びエネルギーを除く総合」は3月同+3.8%、「食料及びエネルギーを除く総合」では3月同+2.3%と伸びが加速しており、物価の基調は着実に高まりつつある。

この背景として、価格転嫁の動きが一段と広がっていることが挙げられる。企業の販売価格と仕入価格(当社推計値)の差をみると製造業・非製造業ともに、大企業が仕入価格以上に販売価格を引き上げていることがわかる(図表2-29)。中小企業では、製造業の価格転嫁は依然として不十分だが、非製造業では販売価格の伸びが仕入価格の伸びに追い付きつつある。

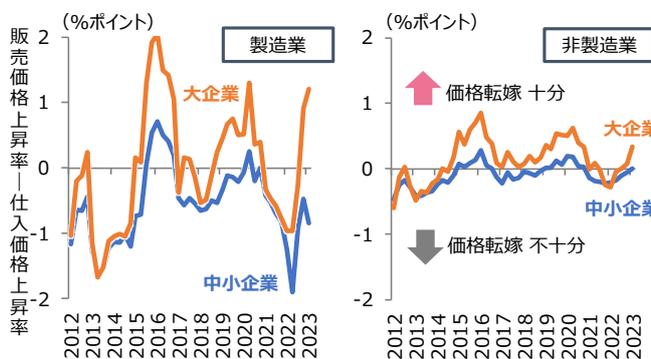
賃金上昇で家計の値上げに対する防衛的な反応が和らげば、価格転嫁は一段と進む可能性がある。当社が実施したアンケート調査によれば、22年に高めの賃金上昇を経験した人は、そうでない人に比べて、「予定通りの商品・サービスを購入する」との回答割合が高い(図表2-30)。外食や宿泊料など、外出関連の品目でもこの傾向が鮮明だ。

図表2-28 コアCPI上昇率



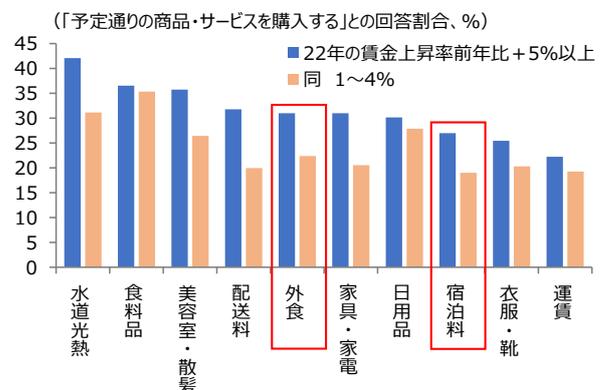
注: 23年6月に電力会社の規制料金引き上げを想定。料金電気代・都市ガス代抑制策は23年10月以降に支援幅縮小、ガソリン補助金は23年6月以降に支援幅縮小。ともに24年3月まで実施と想定。
出所: 総務省「消費者物価指数」より作成、予測は三菱総合研究所

図表 2-29 企業の販売・仕入価格上昇率の差(MRI 推計)



注: 日銀短観の販売価格・仕入価格DIを用いて販売価格上昇率と仕入価格上昇率を推計し、その差を示したものの。直近は23年3月。
出所: 鎌田・吉村(2010)「企業の価格見通しの硬直性: 短観DIを用いた分析」、財務省「法人企業統計」、日本銀行「短観」「企業物価指数」「企業向けサービス価格指数」より三菱総合研究所作成

図表2-30 値上げに対する反応(MRI調査)



注: 22年の賃金が前年比で上昇したと回答した842名(うち、+5%以上との回答は126名)を対象に、価格が5%上昇した場合に「予定通りの商品・サービスを購入する」と回答した割合を集計。その他に「品質や知名度の劣る他の安い商品・サービスに切り替える」、「同じ商品・サービスの購入量・頻度を減らす」、「商品・サービスの購入を諦める」、の選択肢を提示。
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4月15-16日)

政策要因と賃金増の影響で、コアCPIは24年度も2%近傍

先行きも当面、コアCPIは前年比+2%を上回る伸びを維持する見通しだ(前掲図表2-28)。24年入り後は、コストプッシュ圧力が一巡することで食料の上昇ペースが鈍化し、コアCPIの伸びは緩やかに低下するものの、電気・ガス料金抑制策や宿泊支援制度といった政策効果の反動が押し上げ要因となるほか、物価の基調(図表2-28の「■その他」に相当)が底堅いプラス寄与を維持するとみる。

この背景には、①期待インフレ率の上昇と需給ギャップのプラス幅拡大(デマンドプル型の物価上昇への移行)があるほか、②高めの賃金上昇がサービス価格に波及することもある。

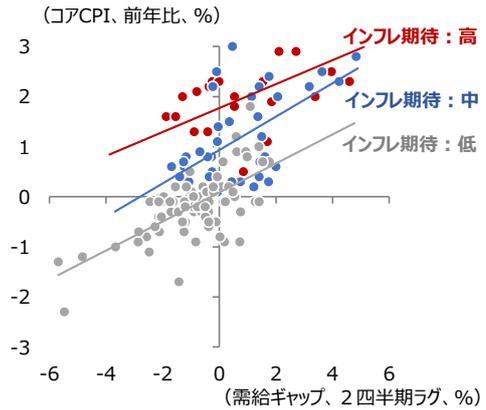
まず、①に関して、家計のインフレ期待の高低で分けたフィリップス曲線(物価上昇率と需給ギャップの関係)をみると、現在のようにインフレ期待が高い局面では、その他の局面よりも曲線が上方に位置していることがわ

かる(図表2-31)。今回の成長率見通しに基づくと、需給ギャップは24年度末にかけて1%近傍にまで上昇するとみられ、物価上昇率は、図中「インフレ期待:高」の線に沿う形で高まっていくだろう。

さらに、②に関しては、注目点①(P.11)で示した23年の高い賃上げ率が、サービス価格の押し上げに寄与する。名目賃金とサービス価格には、長期的に正の相関が確認されるが、22年には、いずれも高い伸びを記録した1980年～90年代前半のような局面に移行する兆しがみられた(図表2-32)。賃金上昇からサービス価格への影響をVARモデルで推計すると、賃金上昇率の伸びはタイムラグを伴う形でサービス価格、ひいてはコアCPIを押し上げる(図表2-33)。具体的には、非製造業の賃金上昇率が1%ポイント上昇すると、コアCPIの前年比伸び率が累積的に0.4%ポイント程度押し上げられる。

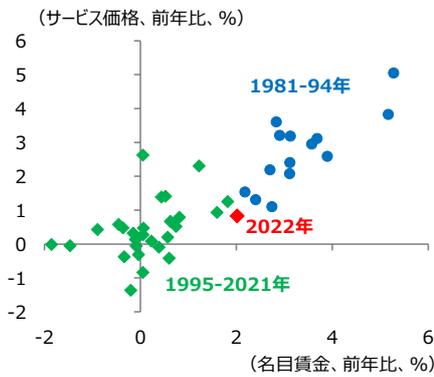
以上を踏まえ、コアCPIの先行きは、23年度は前年比+2.3%、24年度は同+2.0%と予測する。

図表2-31 物価と需給ギャップ



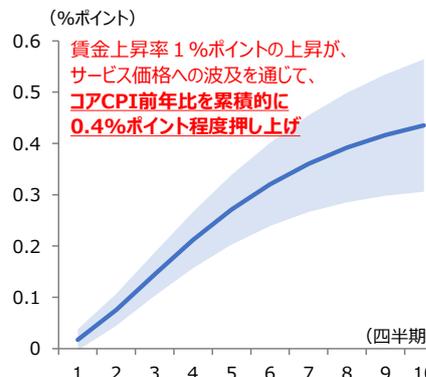
注:期間は82年3月～19年12月。内閣府(2017)をもとに推計した家計のインフレ期待1.5%以上の時を「高」、0.5%未満の時を「低」、それ以外を「中」として分割。
出所:総務省「消費者物価指数」、日本銀行「需給ギャップと潜在成長率」、内閣府(2017)「日本経済2016-2017」「消費動向調査」より三菱総合研究所作成

図表2-32 名目賃金とサービス価格



注:サービス価格はCPI(サービス)、名目賃金は名目賃金指数(所定内給与)。CPIは家賃と通信料(携帯電話)の影響を除く。
出所:総務省「消費者物価指数」、厚生労働省「毎月勤労統計」より三菱総合研究所作成

図表2-33 賃金上昇の物価押し上げ効果(MRI推計)



注:賃金上昇率は、非製造業各業種の名目賃金指数(定期給与)を常用雇用者数で加重平均して算出。CPIは通信料(携帯電話)を除く。バンドは上下2標準偏差。
出所:IMF、厚生労働省「毎月勤労統計」、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」より三菱総合研究所作成

【推計の概要】
・以下の4変数からなるVARモデルを推計。
①実質有効為替レート(前年比,%)
②名目賃金指数(非製造業,前年比,%)
③需給ギャップ(%)
④CPI(一般サービス,前年比,%)
・ショックの識別:上記順のコレスキー分解
・ラグ:1期
・推計期間:03年1-3月期～23年1-3月期
※左図は、②名目賃金指数のショックに対する、④CPIの累積インパルス応答を、コアCPI前年比への寄与度に換算して表示。

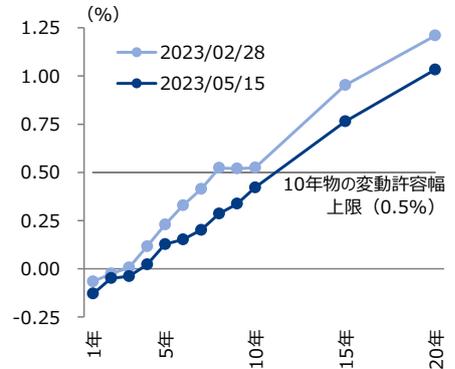
副作用に配慮し、日本銀行は23年内にもYCCの修正へ

先行きの金融政策については、日本銀行は、23年10-12月期に、長短金利操作(イールドカーブ・コントロール、以下「YCC」)を修正すると予測する。具体的には、長期金利の変動許容幅の再拡大、または誘導目標(0%)の撤廃を実施するとみる。この背景として、①前述の通り、24年度の物価上昇率が目標(2%)付近で推移するなか、現行のYCCほどの強力な金融緩和策を続ける必要性が低下していることに加え、②市場機能低下への懸念が急速に強まっていること、がある。

従来、YCCの副作用としては、10年物国債金利の抑制によるイールドカーブのゆがみに注目が集まってきた(図表2-34)。直近では、米欧で長期金利への上昇圧力が緩和し、海外投資家が日本国債の買い越しに転じたこともあり(図表2-35)、ゆがみは幾分解消しているが、海外市場の動向次第では、ゆがみが再び拡大する懸念も残る。

さらに、直近では、債券市場の機能度低下に対する懸念も強まっている。日本銀行が機関投資家などを対象に実施した調査によれば、債券市場の機能度DI(「高い」-「低い」)は、調査開始以降で最低のマイナス64%ポイントとなった(図表2-36)。買い手と売り手の提示価格の差であるビッド・アスク・スプレッド(差が小さいほど市場の流動性が高い)の拡大や、意図した通りの価格で取引ができないことが問題視されている状況だ。債券市場の機能度が一層低下すれば、金融市場の不安定な値動きや、金融機関の流動性リスクに対する

図表2-34 日本国債のイールドカーブ



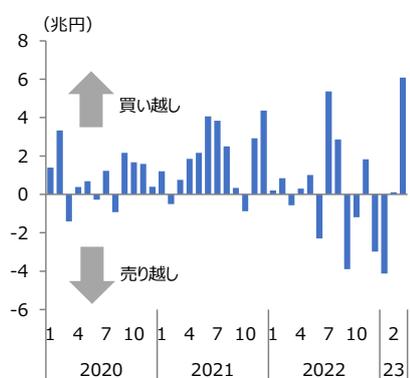
出所:財務省より三菱総合研究所作成

懸念などにつながる恐れもある。

日本銀行は、今後1年から1年半程度の時間をかけて、過去25年間にわたる非伝統的な金融政策についての多角的なレビューを行うとしているが、この間においても、経済・物価・金融情勢次第では必要に応じて政策を修正する意向を示している。先行きの物価・賃金の見通しが固まってくる23年10-12月期には、上述の副作用への対応を通じて金融緩和の持続性を高める観点から、経済・金融市場への影響にも目配りしつつ、YCCの修正に踏み切るだろう。

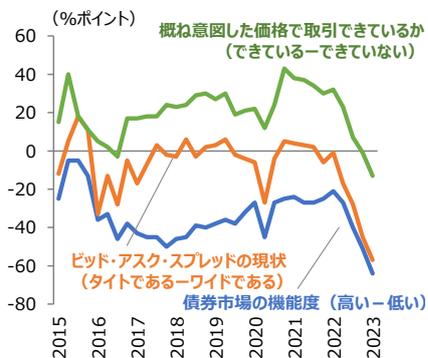
なお、米欧における金融不安が日本銀行の金融政策運営に与える影響については、現時点では軽微であるとみている。この理由として、①邦銀の資金調達基盤は、粘着性が高い小口の家計預金であるほか、特定のセクターに対する過度なリスクテイクの動きも見受けられず、金融システムの健全性が維持されていること、②日本の銀行間市場は安定しており、米欧の金融不安が波及している様子はみられないこと、がある。このうち、②について、銀行市場の不安の度合いを示すOISスプレッドを日米で比較すると、米国では22年以降振幅の大きい展開が続いている一方で、日本では総じて低位で安定していることがわかる(図表2-37)。個別行ベースでは、運用難から外債投資を拡大してきた銀行などで債券含み損が拡大し、業績が下押しされる可能性もあるが、金融システム全体への悪影響は限定的とみる。

図表2-35 海外投資家の日本国債売買



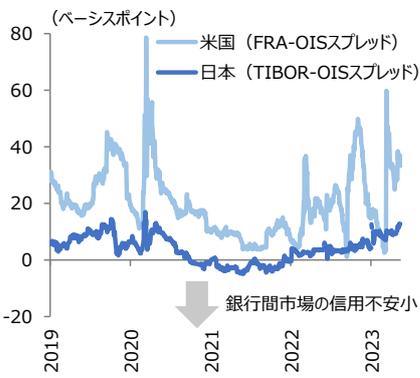
注: 国庫短期証券を除く。
出所: 日本証券業協会より三菱総合研究所作成

図表2-36 債券市場サーベイ



注: 直近は23年2月調査。
出所: 日本銀行「債券市場サーベイ」より三菱総合研究所作成

図表2-37 OISスプレッド



注: 直近は5月15日、期間は3カ月。
出所: Bloombergより三菱総合研究所作成

(3) 日本経済の先行きリスク —— 海外経済の失速・半導体関連輸出の減少・個人消費の腰折れが懸念

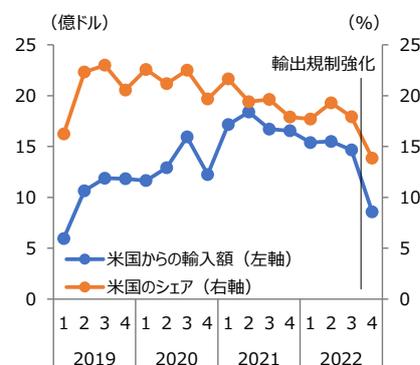
先行きの景気見通しは下振れリスクが大きく、主に①海外経済の下振れ、②半導体規制の影響、③賃金抑制による個人消費の低迷である。

まず、①については、米欧の金融引き締め長期化による景気失速や、中国の不動産市況悪化による成長鈍化により、輸出が減少するシナリオが想定される。当面の間は、米欧金融機関の経営不安の影響も注意する必要があるだろう。とりわけ、米国においては、株価急落・預金流出から破綻に至る銀行が相次いでおり、今後もこうした動きが拡大すれば、グローバルな金融市場の混乱が实体经济にも悪影響を及ぼしかねない。

②について、日本政府は3月末に、半導体関連23品目の輸出規制強化を決定した。対象は一部の先端分野にとどまっており、現段階での影響は限定的とみるが、関連品目にも輸出減少が波及するおそれもある。米国では、昨年10月に対中輸出規制が強化された後、中国向けの半導体製造装置の輸出が減少している(図表2-38)。日本の輸出規制は米国と足並みをそろえた側面もあり、今後規制が強化される可能性も拭えない。

最後に③について、賃上げが定着せず、24年以降に賃金上昇率が再び低迷すれば、個人消費の抑制が想定される。家計が賃上げを一時的なものとして認識すれば、将来不安の解消にはつながらず、節約志向が強まるだろう。海外経済が減速するなか、個人消費の回復が息切れすれば、景気後退りも視野に入る。23年の高い賃金上昇を内需起点の好循環実現につなげられなければ、従来の低賃金・低インフレに戻り、財政・金融政策運営の正常化も遠のくだろう。

図表2-38 半導体製造装置の米国からの輸入額(中国)



注: HSコード8486から同848630(フラットパネルディスプレイ製造装置)を除いたもの。
出所: UN Comtradeより三菱総合研究所作成

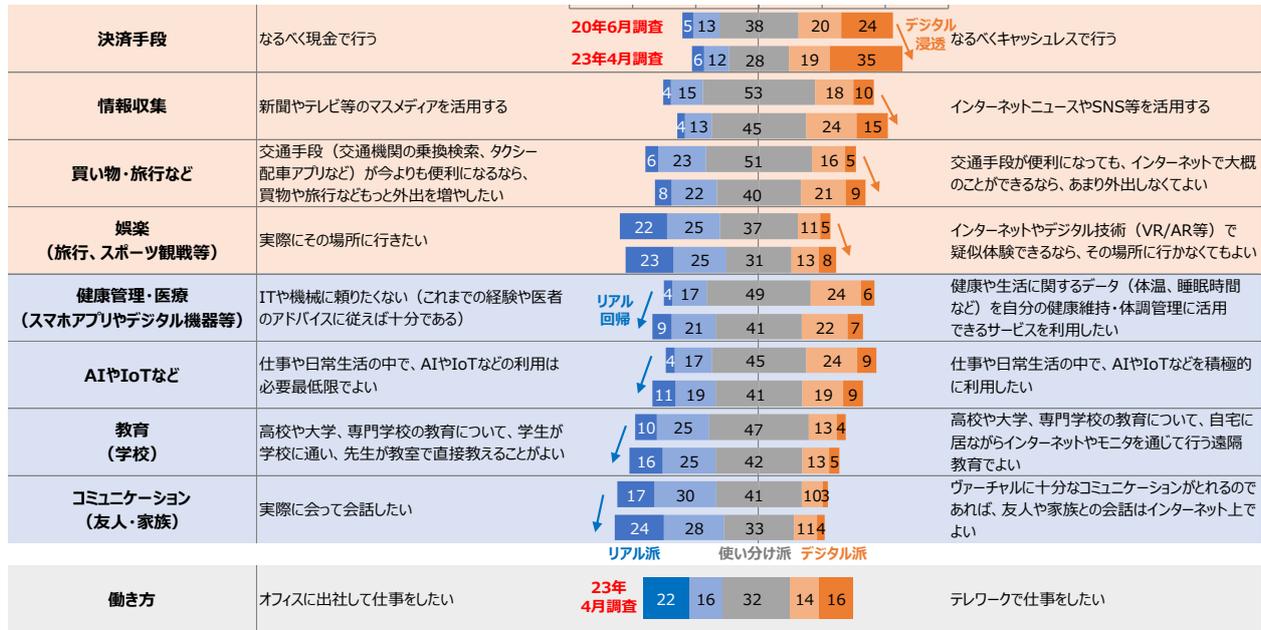
トピックス: ウイズコロナで生じた変化と今後の課題

コロナ危機を経て、我々の社会生活は様々な面で大きく変化した。本トピックスでは、(1)デジタル技術の活用、(2)地方移住、(3)中小企業支援策に焦点を当て、過去3年間で生じた変化と今後の課題を指摘する。

(1)分野によりデジタル技術の浸透に濃淡

当社は、コロナ感染初期段階(20年6月)において、コロナ終息後のデジタル技術利用に関する希望を調査していたが、23年4月にも同様の調査を実施し、比較を行った(図表 2-39)。

図表 2-39 コロナ終息後のデジタル技術利用に関する希望



注: 回答者割合、%。積み上げ棒グラフの淡色は、ややリアル(ややデジタル)派を示す。「働き方」は、23年4月のみ調査。四捨五入の影響から、合計が100%にならない場合がある。
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(2020年6月23-25日、2023年4月15-16日に実施 回答者はいずれも5,000人)

デジタル技術の利用意向(図中 ■・■)が拡大した分野としては、「決済手段」、「情報収集」、「買い物・旅行」、「娯楽」がある。コロナ危機下で実際にデジタルサービスを体験する局面が増え、その利便性を多くの人が認識したとみられる。一方、「コミュニケーション」や「教育」、「健康管理・医療」などでは、リアル回帰の意向(図中 ■・■)が強まった。これらの分野に関しては、現時点の技術では、対面の機会から得られる価値をオンラインで代替しきれないという実感が広がったと考えられる。

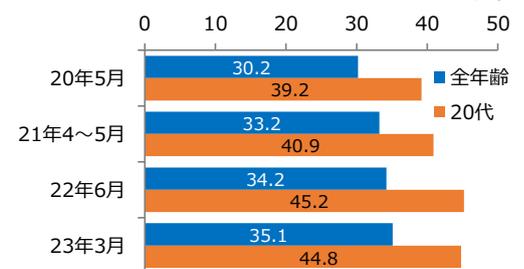
全ての分野に共通している点は、「デジタル・リアルを使い分ける」という回答の割合(図中 ■)が減少し、いずれか重点的に利用する意向が強まったこと確認されたことである。分野ごとの個人の選好を踏まえて、デジタル技術とリアルな機会を適切に活用することが、ポストコロナの社会価値向上の一助となるだろう。

(2)東京一極集中の是正にはデジタル化のさらなる進展が必要

コロナ禍当初には、地方分散が進み、これまでの東京一極集中が見直されるとの期待が高まった。首都圏在住者の3割以上が地方移住に関心を持ち、特に20代でその傾向が顕著だった(図表2-40)。その理由には、都心部におけるコロナ感染リスクへの警戒感もあるが、テレワークの普及で、地方移住後も従来の仕事を続けられる可能性・魅力が高まったことが大きい。一部の企業は、本社機能を地方に移転する方針を示すなど、地方分散の動きが社会の潮流となる兆しもみられた。新型コロナ5類移行を目前に控えた23年3月時点でも、地方移住に対する関心は依然として高い。

しかし現実には、首都圏からの人口流出は定着せず一時的にとどまった(図表2-41)。人口流入のペースは19年の水準を下回るものの、地方分散が進んだとは言えない状況だ。

図表 2-40 首都圏在住者の地方移住に対する関心度 (%)



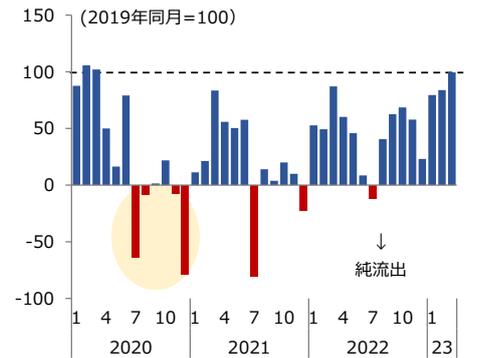
注: 首都圏は東京・神奈川・埼玉・千葉。程度を問わず「関心がある」との回答割合。
出所: 内閣府「新型コロナウイルス感染症の影響下における生活意識・行動の変化に関する調査」より三菱総合研究所作成

この背景には、①雇用や学業の中心地としての首都圏の魅力の強さ、②テレワークの限界、がある。

①について、地方移住に関心の高いはずの20代では、首都圏への人口流入がコロナ危機前に比べてむしろ増加している。大学や大企業の拠点が首都圏に集中している影響は依然として大きい。

②について、テレワークの限界も地方移住を阻んでいる可能性がある。前述のアンケートでは、コロナ収束後に「テレワークで仕事をしたい」との回答は30%と、「オフィスに出勤して仕事をしたい(38%)」を下回った(前掲図表2-39)。コミュニケーション機会の減少や生産性の低下など、テレワークの課題も認識されつつあり、テレワークを前提とした地方移住は容易ではない。今後、地方分散の動きを進めるには、デジタル技術の進展とその効果的な活用を通じて、こうした課題を克服していくことが求められるだろう。

図表 2-41 首都圏の人口純流入



注：首都圏は東京・神奈川・埼玉・千葉。
出所：総務省「住民基本台帳人口移動報告」より三菱総合研究所作成。

(3) 中小企業に対する政策支援が残した課題

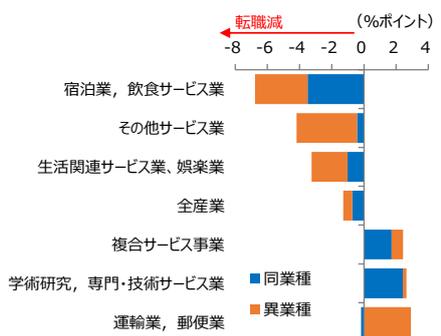
コロナ禍で政府が実施した企業向けの経営支援策、特に①雇用調整助成金と②実質無利子・無担保融資(以下、ゼロゼロ融資)は、失業や企業倒産の増加を抑えた面もあるが、経済への副作用も残した。

①雇用調整助成金は、特例措置として支給要件の緩和・支給上限の拡大が実施され、主に中小企業を対象に、23年3月末までに累計6.4兆円が支給された。厚生労働省³は、この措置で失業率の上昇が最大2.1%ポイント抑制されたと試算している。一方で、本来生じたはずの労働移動の機会が失われた可能性もある。20~22年の転職率をコロナ危機前(17~19年)と比較すると、助成金の支給割合が大きい宿泊・飲食サービス業などで、他社・他業種に転職する動きが減少したことが確認できる(図表2-42)。

②ゼロゼロ融資は、企業の手元流動性の確保を通じて、企業倒産の抑制に寄与した。20~22年の企業の倒産件数は、年平均約6,700件と、コロナ危機前(17~19年：同約8,300件)を大幅に下回る(図表2-43)。一方、収益力が低く、正常な経済構造のもとでは存続困難な「ゾンビ企業」を延命・増加させた可能性も大きい。植杉他⁴によると、もともとのゾンビ企業の方が非ゾンビ企業に比べて、ゼロゼロ融資の利用率が高いことが示されている(図表2-44)。Hong 他⁵は、コロナ禍において、①不健全な企業退出の減少、②長期借入増加、に伴いゾンビ企業数が増加したと指摘している。

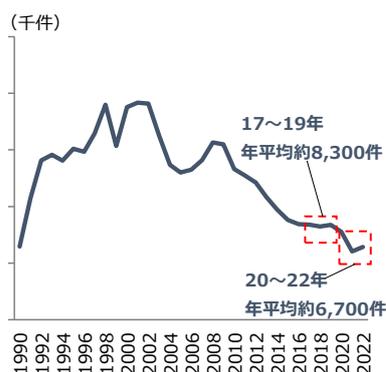
今後は、企業の存続支援から、円滑な労働移動や、経営者の再スタート促進に政策の軸足を移すことが重要になるだろう。前者に向けては、労働者のリスキング支援などの取り組みを一段と加速させる必要がある。後者に向けては、清算や事業譲渡に係る手続きなど経営者の負担を軽減することが肝要だ。

図表 2-42 転職率の変化 (17~19年→20~22年)



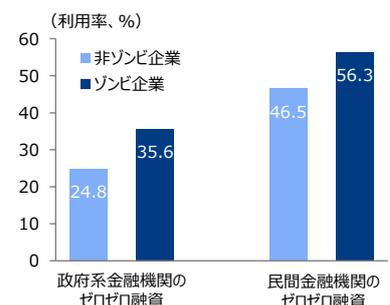
注：転職率=転職者数/就業者数。上位・下位3業種ずつと全産業の実績を示した。
出所：総務省「労働力調査」より三菱総合研究所作成

図表 2-43 倒産件数



出所：東京商工リサーチより三菱総合研究所作成

図表 2-44 ゼロゼロ融資の利用率



注：ゾンビ企業の定義は、次のいずれかを満たす企業。①借入金利が最優遇金利未満、かつ、ROAが最優遇金利以下。②ROAが最優遇金利以下、かつ、負債比率50%超、かつ、借入残高が前年比増。
出所：植杉他「新型コロナウイルス感染症下における企業実態調査の概要」

³ 厚生労働省(2021)、「令和3年版 労働経済の分析 -新型コロナウイルス感染症が雇用・労働に及ぼした影響-」

⁴ 植杉他(2022)、「新型コロナウイルス感染症下における企業実態調査の概要 (改訂版)コロナショックへの企業の対応と政策支援措置：サーベイ調査に基づく分析」, RIETI Discussion Paper Series

⁵ Hong, Ito, Nguyen, Saito(2022)、「Did the COVID-19 Pandemic Create More Zombie Firms in Japan?」, RIETI Discussion Paper Series

図表2-45 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 実績	2023 予測	2024 予測	2021 実績	2022 実績	2023 予測	2024 予測	
名目	国内総生産 (= GDP)	550,664	561,197	579,724	600,641	2.4%	1.9%	3.3%	3.6%
	民間最終消費支出	296,323	312,663	325,289	335,220	2.7%	5.5%	4.0%	3.1%
	民間住宅投資	21,129	21,178	21,166	21,193	6.3%	0.2%	▲0.1%	0.1%
	民間企業設備	90,084	96,533	100,176	102,782	4.7%	7.2%	3.8%	2.6%
	民間在庫品増加	1,122	2,157	1,026	1,091	***	***	***	***
	政府最終消費支出	118,968	121,915	123,793	124,775	4.5%	2.5%	1.5%	0.8%
	公的固定資本形成	29,807	30,317	31,582	32,760	▲3.3%	1.7%	4.2%	3.7%
	公的在庫品増加	▲ 90	▲ 255	618	753	***	***	***	***
	財貨・サービス純輸出	▲ 6,679	▲ 23,312	▲ 23,925	▲ 17,932	***	***	***	***
	財貨・サービス輸出	103,819	122,700	120,228	122,038	23.0%	18.2%	▲2.0%	1.5%
財貨・サービス輸入	110,497	146,012	144,153	139,970	30.3%	32.1%	▲1.3%	▲2.9%	
実質	国内総生産 (= GDP)	541,037	547,749	555,763	562,339	2.6%	1.2%	1.5%	1.2%
	民間最終消費支出	288,680	295,675	300,579	303,347	1.5%	2.4%	1.7%	0.9%
	民間住宅投資	18,649	17,837	17,793	17,708	▲1.1%	▲4.4%	▲0.2%	▲0.5%
	民間企業設備	87,182	89,774	92,008	93,820	2.1%	3.0%	2.5%	2.0%
	民間在庫品増加	1,194	1,701	989	1,037	***	***	***	***
	政府最終消費支出	117,817	119,078	119,665	120,139	3.4%	1.1%	0.5%	0.4%
	公的固定資本形成	27,563	26,851	27,690	28,468	▲6.4%	▲2.6%	3.1%	2.8%
	公的在庫品増加	▲ 67	▲ 113	▲ 83	▲ 83	***	***	***	***
	財貨・サービス純輸出	499	▲ 2,292	▲ 2,580	▲ 1,799	***	***	***	***
	財貨・サービス輸出	103,884	108,481	110,347	112,852	12.4%	4.4%	1.7%	2.3%
財貨・サービス輸入	103,385	110,773	112,927	114,650	7.1%	7.1%	1.9%	1.5%	
指数	鉱工業生産指数	95.5	95.3	97.6	100.8	5.8%	▲0.2%	2.5%	3.2%
	国内企業物価指数	107.0	117.1	120.6	122.8	7.1%	9.4%	3.1%	1.8%
	消費者物価指数（生鮮除く総合）	99.9	103.0	105.3	107.4	0.1%	3.0%	2.3%	2.0%
	GDPデフレーター	101.8	102.5	104.3	106.8	▲0.2%	0.7%	1.8%	2.4%
	完全失業率	2.8%	2.6%	2.5%	2.4%	***	***	***	***
	新設住宅着工数（万戸）	86.6	86.1	84.8	84.6	6.6%	▲0.6%	▲1.4%	▲0.3%
	対外バランス	経常収支（10億円）	20,152	9,226	9,635	12,291	***	***	***
貿易・サービス収支		▲6,420	▲23,337	▲22,363	▲15,881	***	***	***	***
貿易収支		▲1,543	▲18,060	▲19,786	▲14,982	***	***	***	***
輸出		85,637	99,621	95,975	97,420	25.3%	16.3%	▲3.7%	1.5%
輸入		87,180	117,681	115,761	112,402	35.0%	35.0%	▲1.6%	▲2.9%
サービス収支		▲4,877	▲5,276	▲2,578	▲899	***	***	***	***
通関収支戻（10億円）		▲5,587	▲21,751	▲22,204	▲17,278	***	***	***	***
通関輸出	85,874	99,226	97,149	98,599	23.6%	15.5%	▲2.1%	1.5%	
通関輸入	91,460	120,977	119,354	115,877	33.5%	32.3%	▲1.3%	▲2.9%	
為替等	国債10年物利回り	0.09%	0.30%	0.68%	0.80%	***	***	***	***
	日経平均株価	28,385	27,277	29,125	30,125	16.0%	▲3.9%	6.8%	3.4%
	原油価格（WTI、ドル/バレル）	77.3	89.8	77.5	77.5	82.3%	16.2%	▲13.7%	0.0%
	円/ドル レート	112.4	135.5	131.3	122.3	***	***	***	***
	ドル/ユーロ レート	1.162	1.042	1.090	1.100	***	***	***	***
円/ユーロ レート	130.5	141.0	143.1	134.5	***	***	***	***	

注：国債10年物利回り、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