



うえの よういち 上野 陽一 公益社団法人 日本経済研究センター 短期経済予測主査・主任研究員

(略歴) 2002年3月一橋大学商学部卒、2003年3月一橋大学商学研究科経営学修士コース修了、2003年4月日本銀行入行。金融市場、金融政策、ならびに国内・海外景気動向に関する調査・分析や学術研究に従事。2009年ウィスコンシン大学マディソン校にて経済学修士号取得。2022年6月より現職。

景気見通し (2023年春)

景気回復、インバウンド需要がけん引

―米欧の利上げ再加速・国内外の長期金利上昇がリスク―

《要旨》

米欧経済の想定を上回る頑健性や、中国における「ゼロコロナ」政策の終了が、海外経済成長率の持ち直しにつながる中で、わが国の景気はインバウンド需要によってけん引され、回復を続けるとみている。実質 GDP 成長率は、2022年度に前年比+1.2%、2023年度は同+0.9%、2024年度が同+1.0%と、+0.5%程度とみられる潜在成長率を上回って推移すると予測している。

わが国の景気は回復を続けるとみているが、不確実性は高く、景気下振れのリスクが大きい。主なリスクは海外に起因しており、米欧でインフレ高進が想定以上に長期化し、一段と強力な金融引き締めが実施されることで金融環境が大幅にタイト化するリスクや、中国において新型コロナウイルスの感染が再び拡大するリスクなどがある。これらに加えて、昨年12月に上昇に転じた長期金利についても、一段と上昇すれば実体経済を相応に下押しする。長期金利の上昇は海外要因が契機となり得るため、グローバルな要因が様々な経路を通じて、わが国に影響を及ぼし得る点を念頭に置きつつ、海外の経済・物価・金融動向を注意深くみていく必要がある。

【経済見通しのポイント】

日本経済研究センターの最新予測では、米欧経済の想定を上回る頑健性や、中国における「ゼロコロナ」政策の終了が、海外経済成長率の持ち直しにつながる中で、わが国の景気はインバウンド需要によってけん引され、回復を続ける。実質GDP成長率は、2022年度に前年比+1.2%、2023年度は同+0.9%、2023年度が同+1.0%と+0.5%

程度とみられる潜在成長率を上回って推移すると 予測している(図表1参照)。

本稿では、海外経済見通し、とくに米欧中の予測値について述べた後、それとの関連性が強い輸出について説明する。さらに、設備投資および個人消費の予測値について言及する。最後に、先行きのリスクとして、長期金利が上昇した場合の影響について確認する。

図表1:わが国経済の見通し

(前年比%)	、寄与度%ポイ	ハン	F)

			2022年度	2023年度	2024年度
実質国内総支出		国内総支出	1.2	0.9	1.0
民需			1.6	0.4	0.6
		民間最終消費支出	1.2	0.5	0.5
寄		民間住宅投資	-0.2	-0.0	-0.0
 与		民間企業設備投資	0.4	0.2	0.2
7	1	公需	0.0	0.3	0.2
度	ħ	十需	-0.4	0.1	0.2
		財貨・サービスの輸出	0.9	0.0	0.7
		財貨・サービスの輸入	-1.3	0.1	-0.5

(資料)内閣府『四半期別 GDP 速報』

図表2:海外経済の見通し

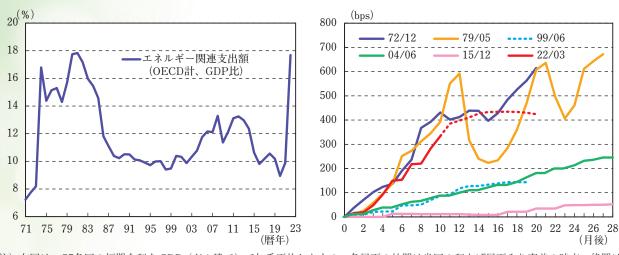
(前年	EH	%)

暦年	2022	2023	2024
海外計	3.2	2.4	2.9
米国	2.1	1.0	2.0
ユーロ圏	3.5	0.2	0.5
中国	3.0	4.9	4.3
韓国	2.6	1.0	2.2
台湾	2.5	0.8	3.1
ASEAN	5.7	4.7	4.8
豪州	3.6	2.0	2.0
インド	6.7	6.8	7.1
ブラジル	2.9	1.0	1.2
ロシア	-2.1	0.3	2.1

(注) 海外計は、各国の成長率を日本の輸出額で加重平均 (15年固定ウエート) したものであり、上記の国々の ほかに英国等を含む。ASEAN は、インドネシア、 フィリピン、マレーシア、タイ。

(資料) Haver Analytics 等

図表3:先進国のエネルギー関連支出額(左)と利上げ局面の比較(右)



(注) 右図は、G7各国の短期金利をGDP(ドル建て)で加重平均したもの。各局面の始期は米国の利上げ局面入り直前の時点。終期は加重平均がピークに達した時点。直近局面の点線は市場に織り込まれた予想にもとづく。

(資料) OECD "OECD Economic Outlook, November 2022"、World Bank "Global Economic Prospects, January 2023"

【海外経済の見通し】

わが国に大きな影響を及ぼす海外経済の実質 GDP 成長率については、2023年は前年比+2.4%、 2024年が同+2.9%と予測した(図表2参照)。

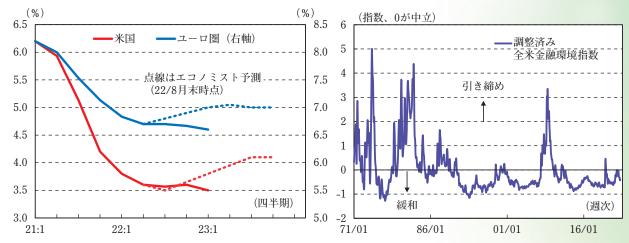
主要な国・地域のうち、米国やユーロ圏については、物価高騰による家計の購買力減退や中央銀行による強力な金融引き締めの影響がみられる中でも、実体経済が想定を上回る頑健性を示している。こうした足もとの動向を踏まえて、実質GDP成長率は、2023年後半以降持ち直し、2024年の成長率が2023年を上回ると予測している。

米欧経済の先行き見通しに関しては、その頑健性がどの程度維持されるのかが主要な論点であり、 その意味では頑健性をもたらしている要因につい

ての理解が重要である。

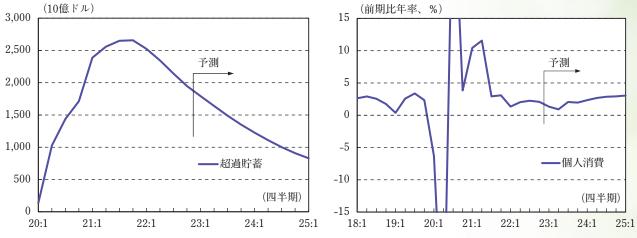
ここで、米欧経済の頑健性の度合いを確認するために、OECD 諸国のエネルギー関連支出額とG7における利上げ局面入り後の短期金利の引き上げ幅をみると、双方ともに、過去の2度の石油危機後と同様の水準となっている(図表3参照)。すなわち、エネルギー価格の高騰を受けて、2022年時点でOECD 諸国のエネルギー関連支出額がGDP 比で18%程度まで上昇しているほか、今次の利上げ局面(2022年3月以降)では、市場予想も含めると、1年間で4%を超える利上げが実施される見通しである。エネルギー関連支出の拡大とインフレ沈静化のための利上げ幅が今次局面と同程度であった過去の2度の石油危機後には世界

図表4:米欧の失業率(左)と全米金融環境指数(右)



(注)左図の点線のエコノミスト予測は Bloomberg による調査。23: 1 は、米国は $1\sim2$ 月の平均値、ユーロ圏は 1 月の値。 (資料) Bloomberg、Haver Analytics、シカゴ連銀

図表5:米国における家計の超過貯蓄(左)と個人消費(右)



(資料) Aladangady, A. et al. "Excess Savings during the COVID-19 Pandemic," FEDS Notes (2022)、米商務省経済分析局

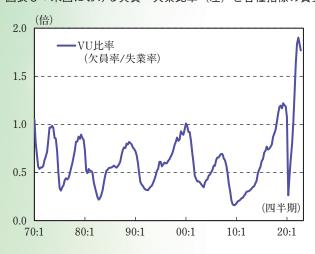
的な景気後退が生じたのと対照的に、足もとでは 米欧ともに失業率が約半年前時点の市場予想に反 して低下基調を維持しており、米欧経済はエネル ギー価格高騰や大幅利上げに対して強い耐性を示 している(図表4左参照)。

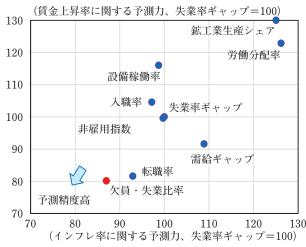
米国と欧州には共通点が多く、頑健性をもたらしている要因もその1つであることから、米国についてのみ確認すると、第一に、大幅な利上げにも関わらず、金融環境が緩和的な状態を維持していることが指摘できる。米国シカゴ連銀算出の全米金融環境指数をみると、石油危機後の利上げ局面では、リーマン・ショック後を超える程度まで大幅に上昇(タイト化)していた一方、足もとではマイナス圏内で推移しており、緩和的な状態が維持されている(図表4右参照)。大幅な利上げにも関わらず、金融環境のタイト化がみられない

のは、インフレ率がピークアウトするなか、利上 げの再加速に対する思惑がそれほど高まっていな いためとも考えられる。したがって、今後、金融 環境が緩和的な水準で推移するかどうかは、FRB による金融政策運営やそれを左右するインフレ動 向次第と言える。

第二に、家計部門の頑健さを指摘できる。このところ、個人消費関連の経済指標が事前の市場予想を上回ることがみられており、こうした堅調な個人消費の要因の1つとして引き続き指摘されているのが、家計がコロナ禍の間に積み立てた貯蓄の存在である。FRBによる推計方法に倣って過去のトレンドからの乖離として超過貯蓄を定義すると、超過貯蓄の推計値は減少に転じてはいるものの、足もとでも2兆ドル規模に上っており、今後も2025年第1四半期まで超過状態を維持すると

図表6:米国における欠員・失業比率(左)と各種指標の賃金・物価に関する予測力(右)





(資料) Haver Analytics、Barnichon, R. "Building a Composite Help-Wanted Index," Economics Letters 109.3 (2010)、Barnichon, R. & Shapiro, A. H. "What's the Best Measure of Economic Slack?," FRBSF Economic Letter 4 (2022)

図表7:米国の賃金上昇率(左)とインフレ率(右)



(資料) Haver Analytics

見込まれる(図表5左参照)。このように超過貯蓄が、物価高騰による実質所得の押し下げや利上げの影響に対するクッションとして作用し続ける結果、個人消費はコロナ禍前と同様のペースでの伸びを続けるとみている(図表5右参照)。

このように、米国は、緩和的な金融環境や家計の超過貯蓄が頑健性につながっているため、深刻な景気後退を回避できると考えられる。その一方で、頑健性が、労働市場の不均衡や、それに伴うインフレ高進が長期化するリスクにもつながり得ることには注意が必要である。

ここで、労働市場の不均衡の度合いについて、 企業の欠員数と失業者数の比率を確認すると、歴 史的な高水準での推移が続いている(図表6左参 照)。サンフランシスコ連銀エコノミストによる 研究では、この欠員・失業比率は、多くの類似指 標の中で、賃金や物価に対する予測力が最も高いとの結果が得られている(図表6右参照)。今後も、労働参加率がコロナ禍前を回復するには相応の時間を要すると考えられ、欠員・失業比率は当面歴史的な高水準を維持するとみられることから、賃金上昇率とインフレ率が、FRBの2%のインフレ目標と整合的な水準まで低下するにはある程度の時間が必要になると見込んでいる(図表7参照)。また、今後、インフレ率の基調が低下から上昇へと転じた場合には、利上げの再加速に対する思惑が高まる結果、金融環境が大幅にタイト化し、米国景気を急速に冷やすリスクは念頭に置く必要がある。

中国については、「ゼロコロナ」政策の終了 や米欧経済の頑健性を踏まえて、2023年の実質 GDP成長率見通しを前年比+4.9%と予測してい る。第14期全国人民代表大会(全人代)で公表された2023年の経済成長率目標である「5%前後」とほぼ同程度の水準を見込んでいる。企業の景況感(PMI)をみると、「ゼロコロナ」政策終了に伴う経済再開後、非製造業を中心に、景況感が大きく改善している(図表8左参照)。その改善幅をみると、上海の都市封鎖が解除された2022年6月頃を上回っていることから、今次局面でも、経済再開後、実質GDPの伸び(前期比年率)は一時的に大きく高まると見込んでいる(図表8右参照)。ただし、これは一時的なものに止まり、その後は、米欧を中心に中国にとっての外需の減速が当面続くとみられることなどから、5%を下回る成長がしばらく続くと予測している。

【インバウンド需要増加はわが国の輸出を けん引】

上記のように海外景気が展開する中で、インバウンド需要(訪日外国人客による消費)の増加がわが国の輸出をけん引するとみている。観光関連のサービス輸出をみると、水際対策が大幅に緩和された昨年10月以来、はっきりと増加に転じており、中国における「ゼロコロナ」政策の終了なども相まって、今後もこうした傾向が続くとみている(図表9左参照)。

インバウンド需要の先行きを見通すうえでは、 コロナ禍前の水準を回復するペースのみならず、 コロナ禍前を超えた後でも増加が持続するかも重 要なポイントとなる。そこで、IMFの研究成果 などを参考に、インバウンド需要の長期的な均衡 水準およびその水準への回復スピードを試算した。 インバウンド需要の長期的な均衡水準が海外経済 の規模と為替レート水準によって決定されると想 定し推計すると、海外経済の成長や円安の進展に よって、インバウンド需要の長期均衡水準はコロ ナ禍でも大きく伸びていた可能性が示唆される。 それにもかかわらず、コロナ禍でインバウンド需 要が低迷したのは、移動制限のためと解釈できる。 今後は、昨年10月の水際対策の大幅な緩和や、3 月1日からの中国を対象にした水際措置の緩和な どを受けて、インバウンド需要は、長期的な均衡 水準へと、過去と同様のペースで回帰し、見通し 期間の終期には、コロナ禍前をはっきりと上回る と予測している。

このようにサービス輸出が大幅に増加すると見込まれるため、グローバルに IT セクターなど製

造業の活動が軟調に推移し、財輸出が2023年度にマイナス転化するなど厳しさをみせるもとでも、輸出全体は先行き増加基調を維持するとみている(図表9右参照)。

【株価が堅調に推移するなか、設備投資は 着実に増加】

景気回復のけん引役の1つである設備投資については、高水準の企業収益を背景に底堅く推移する株価と整合的なかたちで着実に増加していくと予測している(図表10左参照)。具体的には、株式時価総額などからなる市場に織り込まれた企業価値と企業の実物資産などから構成される資本ストックの再取得額の比率(トービンのQとして知られる)は、設備投資・資本ストック比率と理論的にも実証的にも連動する傾向にあることにもとづいて予測している(図表10右参照)。

【ベースアップ率が伸び悩み、物価上昇に 見合う賃金上昇は困難】

個人消費の決定要因の1つである雇用者所得に ついて、その動向に関心の高まっているベース アップ率は日本労働組合総連合会(連合)の目 標である+3%には届かず、2023年度は+1.0%、 2024年度が+1.3%となるとみている。(図表11左 参照)。この予測は企業収益やインフレ率にもと づくものではあるが、労務行政研究所が1974年か ら毎年実施している「賃上げ等に関するアンケー ト調査 | の2023年分でも同様の結果が得られてい る。同調査では、足もとの急速な物価上昇への対 応方法について労使双方から回答を得ており、労 働側はベアで対応すべきとの回答が8割を超えて いる一方、経営側をみるとベアで対応する方針と の回答が3割程度に過ぎないほか、対応予定なし も3割以上に上っている(図表11右参照)。この ように、経営側において、物価高をベースアップ 率に反映する慣行が普及していないことが物価上 昇に見合う賃金上昇を妨げるとみている。

【物価上昇による実質所得の弱含みを超過 貯蓄がカバー】

こうしたなか、消費者物価の前年比は、先行き低下傾向をたどるとはみられるものの、政府による電気代補助が2023年度後半以降に予定通り縮小していくと想定すると、+2%強で推移するとみられる(図表12左参照)。結果として、実質可処

図表8:中国の企業景況感(左)と実質 GDP 成長率(右)

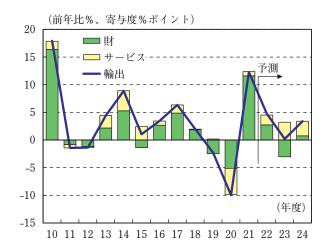




(資料) Haver Analytics

図表9:わが国のインバウンド需要(左)と財・サービス輸出(右)





(注) 左図はサービス輸出デフレーターを用いて実質化。

(資料) Nguyen, A. T. N. "Japan's inbound tourism boom: lessons for its post-COVID-19 revival," IMF Working Paper No. 2020/169 (2020)、財務省・日本銀行『国際収支統計』、内閣府『四半期別 GDP 速報』

図表10:わが国における設備投資(左)、トービンのQと設備投資・資本ストック比率(右)

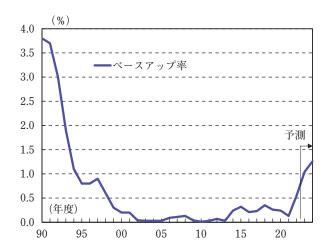




(資料)内閣府『四半期別 GDP 速報』、『固定資本ストック速報』、日本銀行『資金循環統計』、日本経済新聞社

18 ● 福島の進路 2023.04

図表11:わが国のベースアップ率(左)と物価上昇への対応方法に関する調査結果(右)



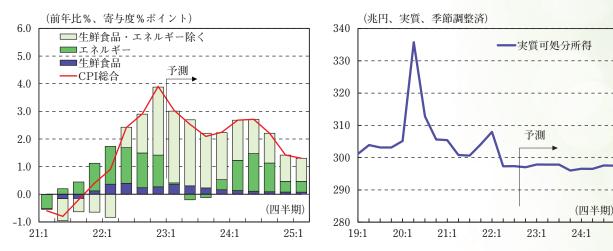
「2023年賃上げ等に関するアンケート調査」 調査時期:2022年12月2日~23年1月16日

(割合、%、複数回答)

区分	労働側	経営側
ベア	83.0	31.5
賞与・一時金	39.6	24.6
インフレ手当等	32.2	11.5
対応の必要/ 予 定 な し	0.7	33.1
その他	4.1	12.3

(資料) 労務行政研究所「2023年版モデル賃金・年収と昇給・賞与」、株式会社労務行政「労政時報第4050号」

図表12:わが国の消費者物価上昇率(左)と実質可処分所得(右)



(資料) 総務省『消費者物価指数』、内閣府『家計可処分所得・家計貯蓄率四半期別速報』

分所得は、低めの水準での横ばい推移が続くと予 測している(図表12右参照)。

弱含む実質所得は個人消費を押し下げる方向に 作用するが、米国と同様に、わが国でもコロナ禍 中に積み上がった家計の超過貯蓄が、足もとでは 50兆円規模に上ると推計されることから、物価高 による負の影響に対する緩衝材になるとみている (図表13左参照)。さらに、サービス関連の個人消 費は、コロナ禍前に比べ、依然として低水準に止 まっており、これが正常化していくだけで、全体 の個人消費を押し上げ得る。こうしたことを踏ま え、見通し期間終期には、個人消費がコロナ禍前 と同様の水準にまで回復すると予測している(図 表13右参照)。

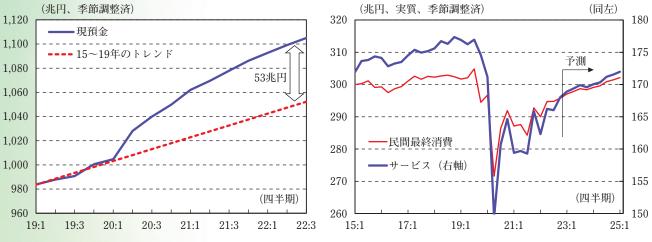
【長期金利の上昇は実体経済を相応に下押 U.

以上のように、わが国の景気は回復を続けると みているが、不確実性は高く、景気下振れのリス クが大きい。主なリスクは海外に起因しており、 米欧でインフレ高進が想定以上に長期化し、一段 と強力な金融引き締めが実施されることで金融環 境が大幅にタイト化するリスクや、中国において 新型コロナウイルスの感染が再び拡大するリスク などがある。これらに加えて、昨年12月に上昇に 転じた長期金利についても、一段の上昇リスクが 懸念されている。

そこで、長期金利上昇による実体経済への定量 的な影響を把握するために、マクロ経済モデルを 用いた分析を実施した(図表14参照)。具体的に

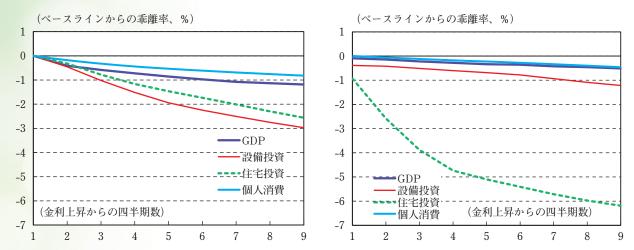
25:1

図表13:わが国の超過貯蓄(左)と個人消費(右)



(注) 左図の「現預金」は資金循環統計より作成。家計には雇用主、被用者、個人企業等を含む。 (資料) 日本銀行『資金循環統計』、内閣府『四半期別 GDP 速報』

図表14:わが国における長期金利上昇の影響:Q-JEM(左)と日経 NEEDS モデル(右)



- (注) 左図では長期 (10年) および中期 (3~5年) の国債金利がシミュレーション期間中、ベースライン対比 1% ポイント上昇。右図では長期国債金利および長期プライムレートがシミュレーション期間中、ベースライン対比 1% ポイント上昇。
- (資料) Hirakata, N. et al. "The quarterly Japanese economic model (Q-JEM): 2019 version," Bank of Japan Working Paper Series No.19-E-7 (2019).

は、わが国でよく知られたマクロ経済モデルであり、詳細が公表されている2つのモデルを活用した。1つは日本銀行が開発したハイブリッド型日本経済モデルのQ-JEMであり、もう1つは日経NEEDSのNEEDS日本経済モデルである。これらを活用して、ベースライン対比で長期金利が1%ポイント上振れした場合のシミュレーションを実施したところ、モデルの技術的な面に違いが存在していることから、定量感に幾分かの相違はあるものの、基本的には金利感応的な設備投資や住宅投資の落ち込みなどから、実質GDPの水準が、金利上昇から8四半期後には0.5~1%、ベースラインから下振れるとの試算結果が得られた。

わが国の潜在成長率が+0.5%程度と推計されていることを踏まえれば、長期金利上昇による影響は小さくないと評価できる。

このように長期金利上昇は実体経済を相応に下押しするとみられるが、長期金利が上昇するリスクを、昨年の経験を踏まえて展望すると、政府支出の大幅な拡大などの国内要因よりも、海外におけるインフレ高進や金利上昇などの海外要因が契機となると考えられる。したがって、グローバルな要因が様々な経路を通じて、わが国に影響を及ぼし得る点を念頭に置きつつ、引き続き、海外の経済・物価・金融動向を注意深くみていく必要がある。

20 ● 福島の進路 2023.04