寄稿
定例寄稿
(JCER)

上野（うえの）　陽一（よういち）
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 年夏）

物価上振れでも景気回復続く

―米欧の根強い物価高、引き続きわが国景気の下振れリスク―

《要　　旨》

日本経済研究センターの最新予測では、米欧での金融不安の影響が限定的なものにとどまり、海外経済が堅調に推移する中で、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、2023年度は前年比＋0.9％、2024年度が同＋1.2％と、ゼロ％台前半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。こうしたもとで、物価については、値上げの動きが広がっている中で、今後も人件費や電気代の上昇が想定されるため、消費者物価指数（生鮮食品を除く総合）について、2023年度が同＋3.0％、2024年度を同＋2.6％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、米欧における根強い物価高が一段と強力な金融引き締めを招き、金融不安を拡大させる可能性などが挙げられる。リスクが顕在化した場合には、海外経済の下振れを通じて、輸出が停滞することなどにより、わが国景気にも大きな影響を及ぼし得るため、引き続き、海外の経済・物価・金融動向を注意深く点検していく必要がある。

【経済見通しの概観と本稿の構成】

日本経済研究センターの最新予測では、米欧での金融不安の影響は限定的なものにとどまり、海外経済が堅調に推移する中で、わが国の景気は回復を続ける。すなわち、実質 GDP 成長率は、2023年度が前年比＋0.9％、2024年度は同＋1.2％と、ゼロ％台前半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、まず、海外経済見通し、具体的には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の見通しについて説明する。次に、交易条件の動向に触れたあと、企業収益および設備投資の予測値について確認する。その後、家計部門について、消費者物価と実質可処分所得、個人消費の予測値について述べる。最後に、先行きのリスクについて言及する。

図表１：わが国経済の見通し　（前年比％、寄与度％ポイント）

			2023年度	2024年度
実質国内総支出			0.9	1.2
寄与度	民需		0.7	0.9
		民間最終消費支出	0.7	0.5
		民間住宅投資	−0.0	0.0
		民間企業設備投資	0.3	0.3
	公需		0.3	0.1
	外需		−0.1	0.2
		財貨・サービスの輸出	0.2	0.5
		財貨・サービスの輸入	−0.3	−0.4

（資料）内閣府『四半期別 GDP 速報』

図表２：海外経済の見通し　（前年比％）

暦年	2023	2024
海外計	2.4	2.9
米国	1.2	1.9
ユーロ圏	0.5	0.6
中国	5.0	4.3
韓国	0.8	2.2
台湾	−0.4	3.1
ASEAN	4.8	4.9
豪州	1.9	2.0
インド	6.6	6.8
ブラジル	1.2	1.2
ロシア	0.7	1.3

（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

【海外経済見通しの概観】

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％と予測している（図表２参照）。

主要な国・地域について、米欧経済は、米国地方銀行の相次ぐ破綻などの金融不安が銀行の融資姿勢の慎重化を通じて実体経済に波及するとみられるが、その影響は限定的なものにとどまり、2024年入り後、はっきりと持ち直していくと見込んでいる。中国は、経済再開後に回復の続くサービス消費が景気をけん引する一方、不動産セクターが景気下押し要因として作用し続けるとみられる。

【米国での相次ぐ地方銀行破綻の影響は限定的なものにとどまる】

上記予測においては、３月初から相次いだ米国地方銀行の破綻などの金融不安について、定性・定量の両面からの分析にもとづいて、米国経済に及ぼす影響は限定的なものにとどまると想定している。

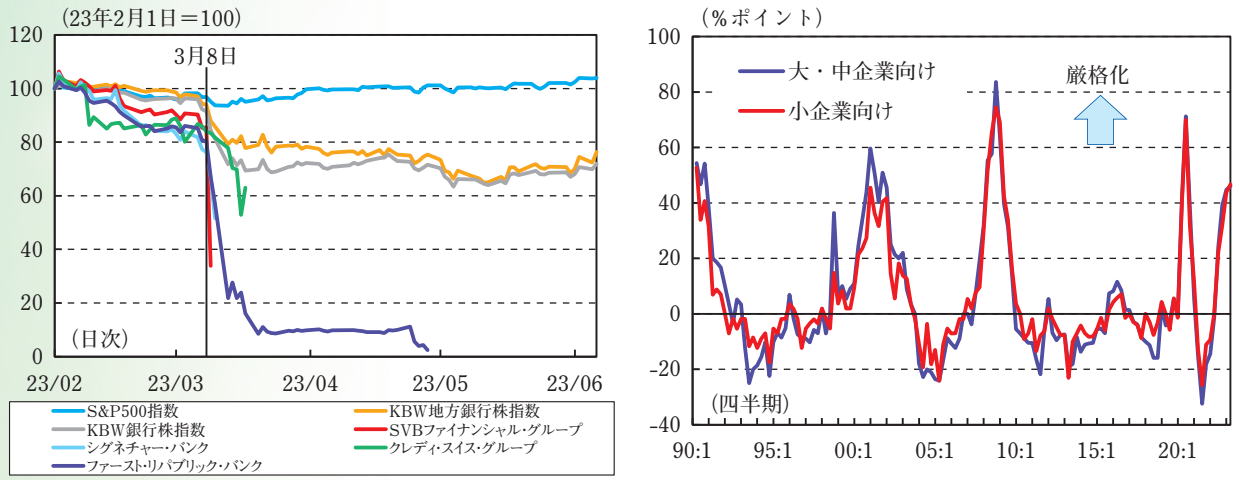
ここで、銀行業に対する市場参加者の見方を確認するため、２月以降の株価動向をみると、シリコンバレーバンクの破綻以降、大幅に落ち込んだ状態にあり、主要銀行が対象の KBW 銀行株指数や地方銀行が対象の KBW 地方銀行株指数とも、２月初から比べて、３割程度下落した状況にある（図表３左参照）。こうした中で、FRB が公表している銀行調査において、企業向け融資基準を厳格化したと回答する銀行の数も増加していることから、銀行による融資姿勢の慎重化が実体経済に及ぼす影響を懸念する声が数多く聞かれている（図表３右参照）。

銀行による融資姿勢の慎重化が実体経済に及ぼす影響は、融資姿勢の慎重化がどのような要因でもたらされたのかによって変化し得る。FRB エコノミストによる先行研究などでは、実体経済の悪化が銀行の融資姿勢を慎重化させた場合と、金融システムの問題に起因して融資姿勢が慎重化した場合とでは、実体経済への影響は異なり得ると報告されている。

ここで、融資姿勢の慎重化の背景をみるため、FRB の銀行調査において融資基準を厳格化した銀行が最も重要な理由として挙げたものを集計した。これをみると、足もとでは、景気見通しの不透明感を挙げる銀行が最も多く、自行の流動性の問題やリスク回避、自己資本への懸念など金融システムに起因する要因を指摘する向きは少数にとどまっている（図表４左参照）。2008年９月の米国大手投資銀行リーマン・ブラザーズの破産申請を契機とする金融危機時には、景気見通しの不透明感以外にも、自己資本への懸念やリスク回避を挙げる銀行も相応の数に上っていたことを踏まえると、今次局面における銀行による融資姿勢の慎重化は実体経済に端を発しており、根源的な要因は金融システムにはないと考えられる。

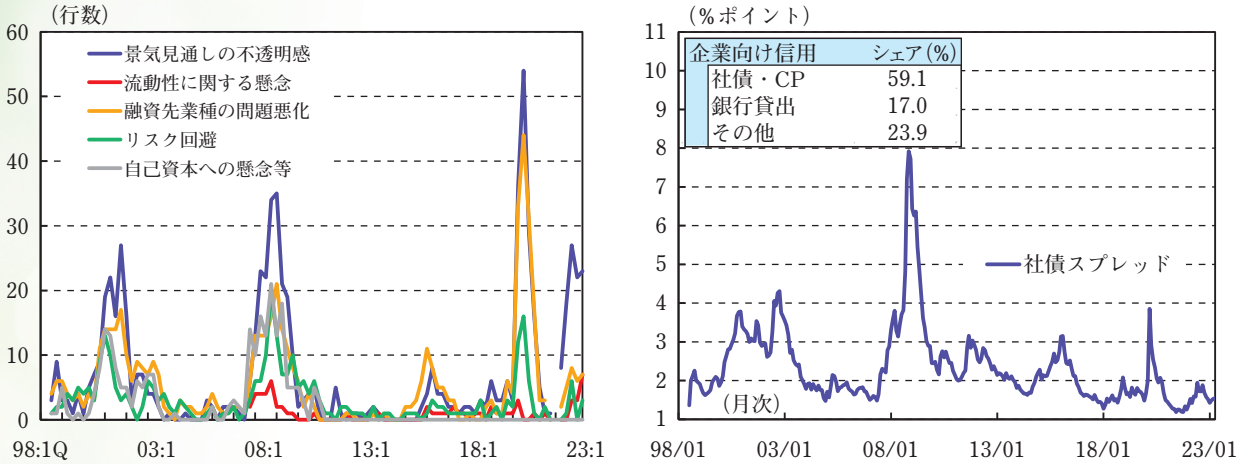
同様の構図は、米国の金融システムにおいて重要な位置を占めている社債市場の動向からも確認できる。米国における企業の負債調達手段のシェアをみると、銀行貸出の割合は２割弱にとどまっている一方、社債や CP が大半を占めているなど、社債市場が金融システムにおいて重要な位置を占めている（図表４右参照）。このため、金融面の実体経済への影響を評価するうえでは、社債市

図表３：米国の銀行株価指数（左）と企業向け融資基準の厳格化指数（右）



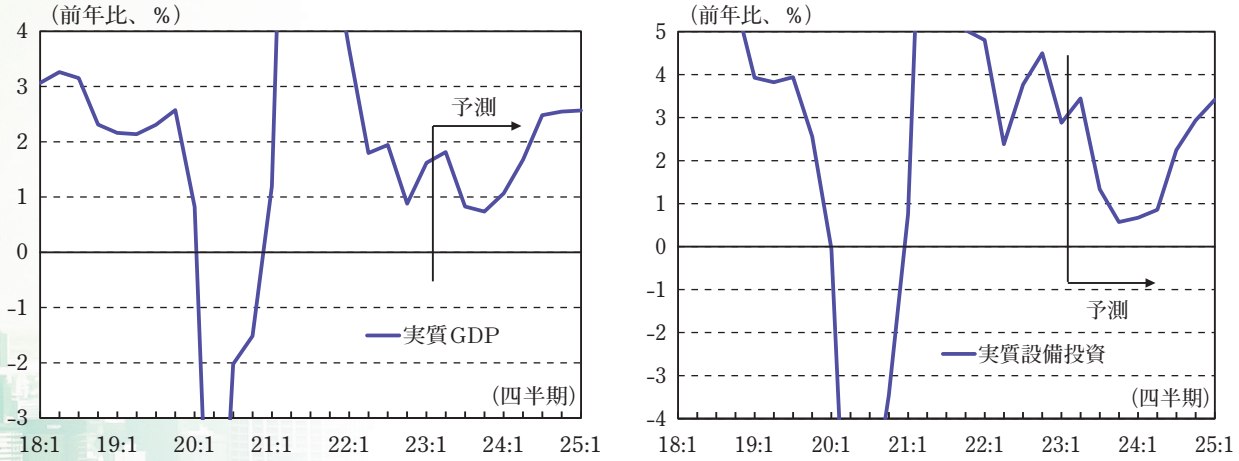
（注）左図では破綻日および買収日以降の株価は表示していない。右図は融資基準を「厳しくした」という回答割合から「緩めた」を差し引いて算出。
（資料）Bloomberg、FRB “Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices”

図表４：米国における融資基準厳格化の理由（左）と社債スプレッド（右）



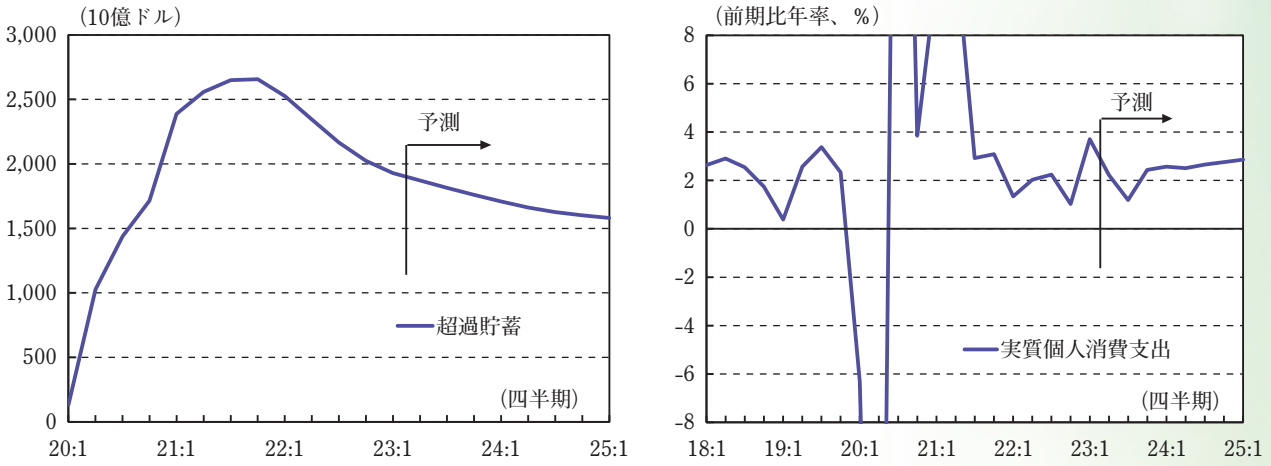
（注）左図は理由として最も重要と回答したものを集計。右図の社債スプレッドは GZ スプレッド。右図の企業向け信用は22年第4四半期。
（資料）FRB “Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices”、“Financial Stability Report”、Favara, G. et al. “Updating the Recession Risk and the Excess Bond Premium,” FED Notes (2016)

図表５：米国の実質 GDP（左）と実質設備投資（右）



（資料）Haver Analytics

図表６：米国における家計の超過貯蓄（左）と実質個人消費支出（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、Haver Analytics

場の動向が鍵になると考えられ、足もと社債スプレッドが低位で安定的に推移していることを踏まえれば、金融不安が懸念される中でも、その実体経済への影響は限定的と評価できる。

上記の定性・定量の両面からの分析にもとづき、米国の実質 GDP については、小さいながらも金融不安の影響が設備投資などに及ぶため、その前年比が一旦伸びを低めるものの、金融不安の影響が限定的なものにとどまる中で、伸びを高め、2024年後半以降には、２％台を回復すると予測している（図表５左右参照）。

米国経済を主導しているのは堅調に推移する個人消費であり、家計がコロナ禍の間に積み立てた貯蓄による下支えの影響が大きい。FRB による推計方法に倣って算出した超過貯蓄をみると、既に減少基調にはあるものの、足もとでも２兆ドル弱と相応の規模に上っているため、2025年第１四半期まで過去のトレンドを上回る水準を維持すると予測している（図表６左参照）。この超過貯蓄が、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緩衝材として作用し続ける結果、米国の個人消費は、均してみれば、コロナ禍前と同様のペースでの伸びを続ける見通しである（図表６右参照）。

ただし、こうした米国経済の頑健性が、労働市場の不均衡解消を妨げ、その結果、物価高が根強く残るリスクにも、引き続き、注意が必要である。米国では、企業の欠員率が失業率に比べてきわめて高い状況が続いており、サンフランシスコ連銀エコノミストによる先行研究にもとづけば、労働市場に不均衡が存在する限り、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へ低下するのにはかなりの時間を要することになる。

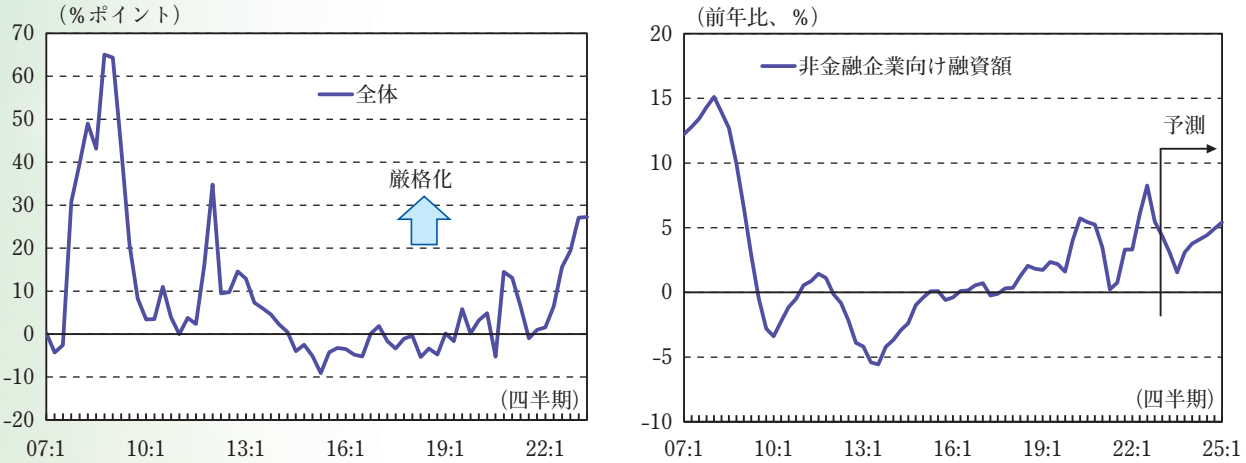
したがって、米国経済は、金融不安が広がる中でもその頑健性から景気後退を回避しているものの、賃金と物価の高めの伸びが当面継続するため、FRB による利上げペースが意識され続ける神経質な展開が続くと考えられる。

【ユーロ圏でも金融不安の影響は限定的なものにとどまる見通し】

ユーロ圏についても、ECB が公表している銀行調査をみると、米国と同様、銀行の融資姿勢が慎重化しており、その影響から、企業向けの融資額の前年比は、一旦、減速する見込みである（図表７左右参照）。もっとも、ユーロ圏でも、社債スプレッドをみると低位で安定して推移しているなど、金融不安の影響は限定的なものにとどまっているため、先行き、融資額の前年比は、持ち直していくと予測している。

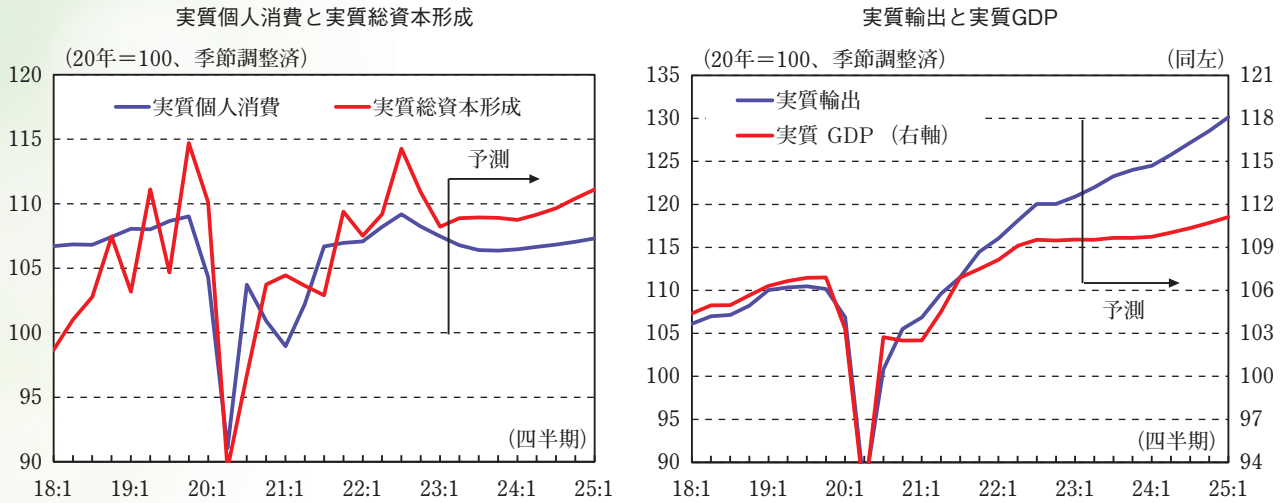
こうした金融面の動向を背景に、ユーロ圏においては、個人消費と設備投資が底堅く推移するとみている（図表８左参照）。とりわけ、個人消費については、米国と同様、超過貯蓄が下支えするとみられる。また、米国経済の改善につれて、グローバルに経済成長率が持ち直していくことから、ユーロ圏の輸出は着実に増加していく蓋然性が高い（図表８右参照）。この外需が主導するかたちで、ユーロ圏の実質 GDP についても、見通し期間の後半にかけて、踊り場から抜け出していくと予測している。

図表７：ユーロ圏の企業向け融資基準の厳格化指数（左）と非金融企業向け融資額（右）



（注）左図は融資基準を「厳しくした」という回答割合から「緩めた」を差し引いて算出。
（資料）ECB “The Euro Area Bank Lending Survey”、Haver Analytics

図表８：ユーロ圏の実質 GDP と主要コンポーネント



（資料）Haver Analytics

【中国はサービス消費が景気けん引も不動産セクターが足かせに】

中国については、ゼロコロナ政策終了による経済再開後、サービス消費、例えば飲食店収入が大幅に増加しており、足もとではコロナ禍前の2019年平均を２割程度上回っている（図表９左参照）。こうしたサービス消費の大幅増加を主因に小売売上高全体も増加傾向にある。

その一方で、個人消費以外のコンポーネントをみると、経済再開による効果が一時的なものにとどまっており、特に不動産セクターは不調が続いている（図表９右参照）。不動産販売床面積や不動産着工床面積を確認すると、経済再開直後に増加したものの、その後、再び減少に転じており、足もとではコロナ禍前の水準を大きく下回っている。近年、不動産セクターは中国経済のエンジンとしての役割を果たしてきたが、今後はハーバード大学のロゴフ教授が指摘するように構造的な問題もあって足かせとなり続ける可能性が高い。したがって、グローバル経済が本格的に持ち直し、輸出が景気を力強くけん引するまでは、実質GDP 成長率も低位で推移する見込みである。

【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、大幅に増加するインバウンド需要が、輸出全体、ひいてはわが国の景気もけん引するとみている。インバウンド需要、特に観光関連サービスの輸出の先行きを予測するにあたっては、IMF による先行研究などにもとづき、長期的な均衡水準およびその水準への回復ペースを推計している。推計結果に

よれば、観光関連サービス輸出の長期的な均衡水準が、海外経済の成長と円安の進展によって、コロナ禍でも大きく伸びていたことになる。足もとの観光関連サービス輸出の急増は、推計された長期均衡水準および回復ペースに見合ったものであるなど推計結果は妥当なものと考えられるため、今後も推計結果が示唆するように、観光関連サービス輸出は大幅な増加を続け、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た（図表10左参照）。

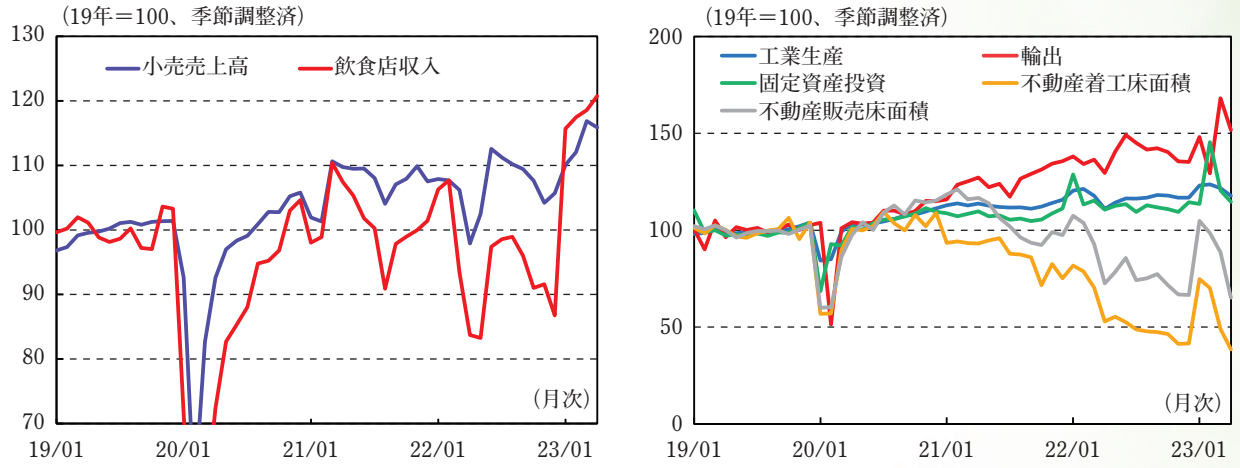
こうしたサービス輸出の増加は、輸出全体をけん引する見込みである。輸出を財・サービスに分解すると、財輸出は2023年度にマイナス転化するなど先行き厳しい状況が続くと見込まれるものの、サービス輸出が大幅に増加していくため、輸出全体でみれば、先行き増加基調を維持する見通しである（図表10右参照）

【企業収益が増加する中、設備投資は着実に増加】

コロナ禍で低迷していたインバウンド需要と同じく、これまでわが国景気を下押ししてきた交易条件も、ここにきて転換点を迎えている。すなわち、2021年以降、輸入物価の大幅上昇を受けて交易条件は大きく悪化し、海外への所得流出が内需を押し下げる方向に作用してきたが、足もとでは、輸入物価の低下を受けて、交易条件が改善に転じつつある。

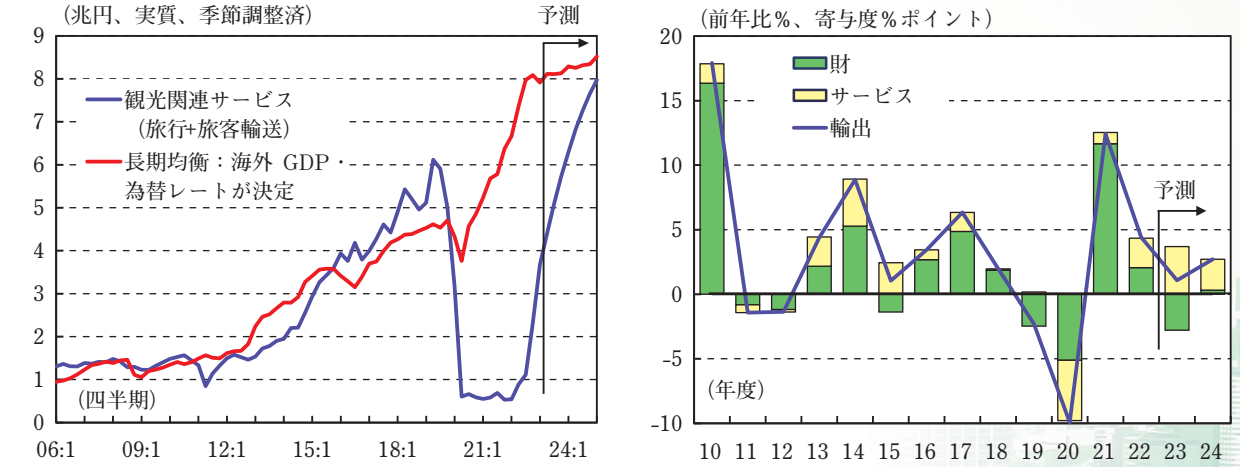
交易条件の改善は、企業収益の押し上げに寄与するとみており、サービス消費の正常化やインバ

図表９：中国における小売売上高・飲食店収入（左）と各種経済指標（右）



（注）右図の輸出は名目値。
（資料）Haver Analytics

図表10：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した。
（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』

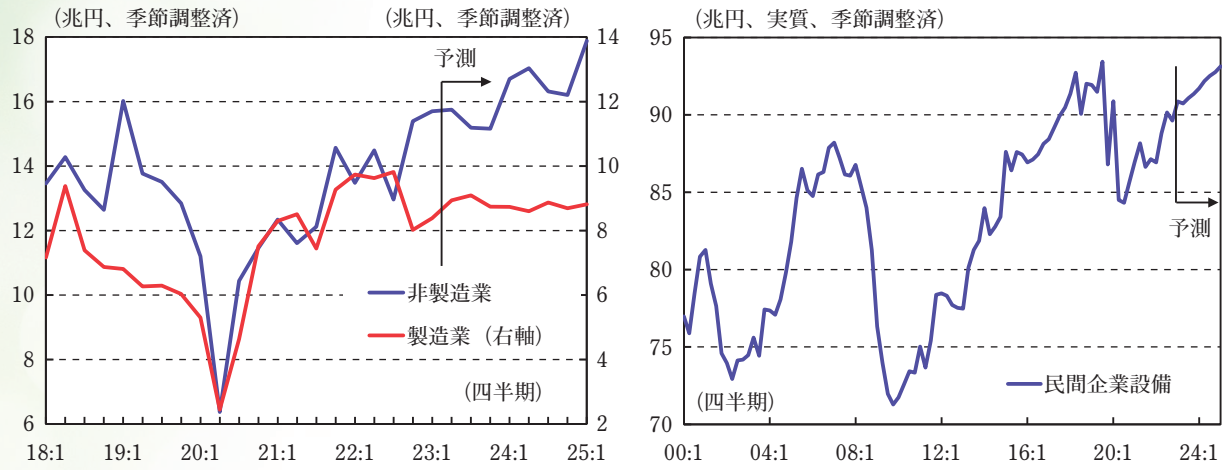
ウンド需要の拡大もあって、非製造業の経常利益は大幅に増加していくと予測したほか、製造業についても、輸出が低迷するもとでも、交易条件の改善などから、底堅く推移する見通しである（図表11左参照）。

このように、企業収益がはっきりと増加していくと見込まれる中、株価も高水準で推移すると予測していることから、設備投資については着実な増加を続け、見通し期間の終期にかけて、コロナ禍前の水準を回復していくと予測した（図表11右参照）。

【物価上昇による実質所得の弱含みを超過貯蓄が下支えする中、個人消費は正常化へ】

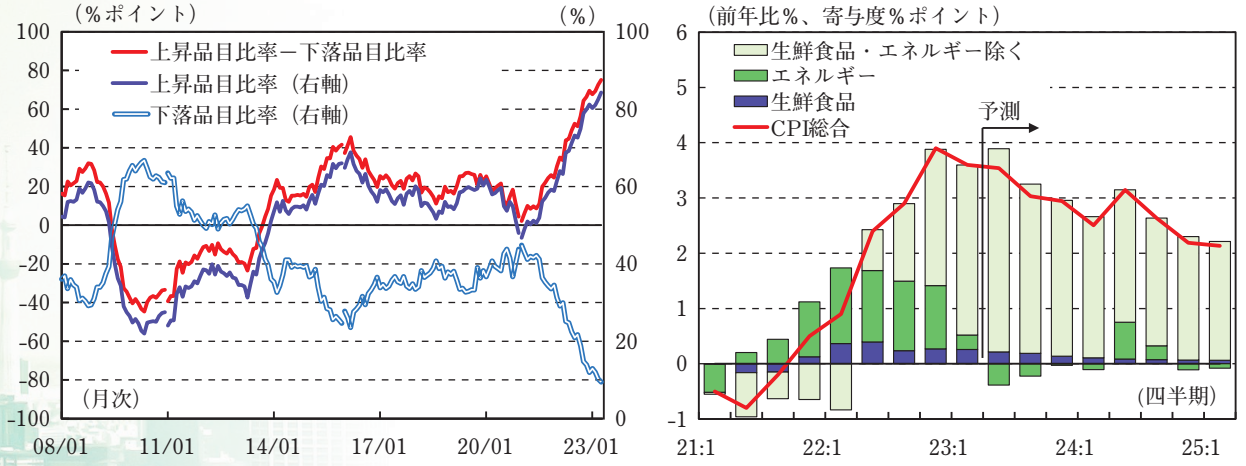
物価について、消費者物価指数に含まれる品目のうち、前年から価格が上昇した品目と下落した品目の比率を確認すると、足もとでは８割を超える品目が上昇しているなど値上げの動きが広がっている（図表12左参照）。今後、さらに人件費や電気代が現在の想定通りに上昇していけば、それに伴うコストの増加分はこれまでよりも早いペースで価格に転嫁されると見込んでいる。そのため、消費者物価指数（生鮮食品を除く総合）について、2023年度が前年比＋3.0％、2024年度を同＋2.6％と予測している（図表12右参照）。この結果、実質可処分所得は一旦弱含むとみられるが、その後

図表11：わが国の企業収益（左）と設備投資（右）



（資料）財務省『法人企業統計季報』、内閣府『四半期別 GDP 速報』

図表12：わが国における消費者物価の上昇・下落品目比率（左）と消費者物価上昇率（右）



（注）左図は前年比上昇・下落した品目の割合。総合（除く生鮮食品）。
（資料）日本銀行『基調的なインフレ率を捕捉するための指標』、総務省『消費者物価指数』

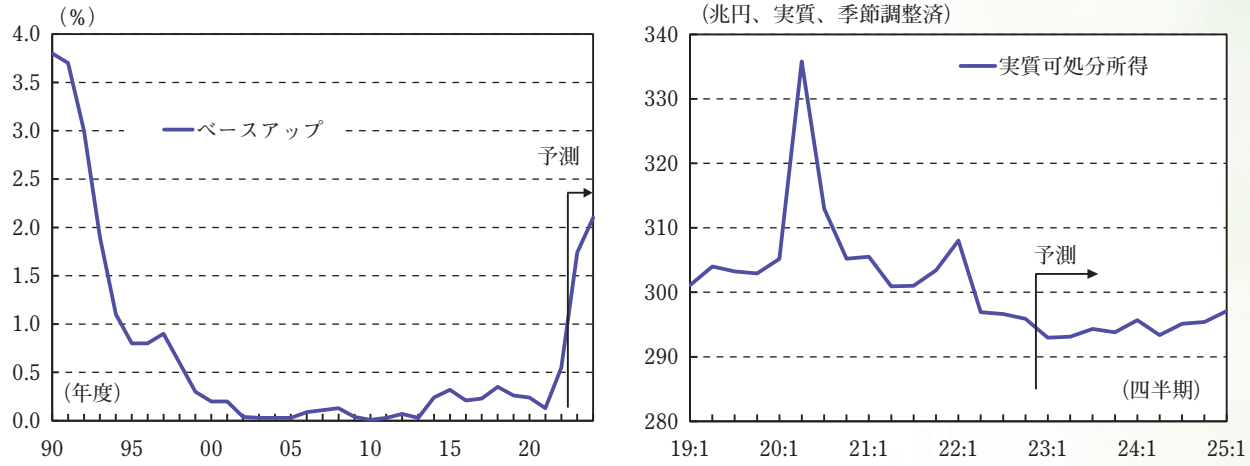
はベースアップ率が2024年には２％台に達する中で、賃金上昇率が伸びを高めることから底堅く推移するとみている（図表13左右参照）。

実質所得が個人消費のけん引役として期待できない中でも、米国と同様、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物価高の影響を緩和する緩衝材になるとみている（図表14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とどまっていることから、正常化の動きが当面続く蓋然性が高く、これを主因に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た（図表14右参照）。

【米欧における物価高が根強く続いた場合、わが国景気も下振れ】

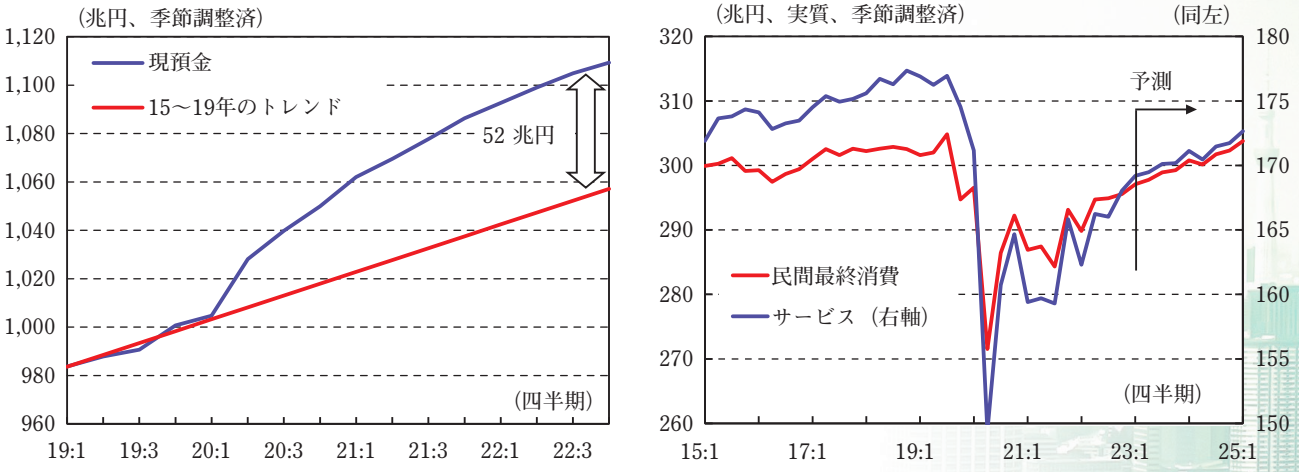
以上のように、現時点では、米欧の金融不安が懸念される中でも、その影響が限定的なものにとどまるもとで、海外経済は、本年後半以降、しっかりと持ち直していき、わが国景気も回復を続けると予測している。ただし、不確実性は高く、景気下振れのリスクが大きい。主なリスクは海外に起因しており、米欧における根強い物価高が中央銀行による一段と強力な金融引き締めを招き、金融不安を拡大させる可能性などが挙げられる。その場合には、海外経済の下振れを通じて、輸出が停滞することなどにより、わが国景気にも大きな影響を及ぼし得るため、引き続き、海外の経済・物価・金融動向を注意深く点検していく必要がある。

図表13：わが国のベースアップ率（左）と実質可処分所得（右）



（資料）労務行政研究所『2023年版モデル賃金・年収と昇給・賞与』、内閣府『家計可処分所得・家計貯蓄率四半期別速報』

図表14：わが国における家計の超過貯蓄（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。同統計の家計には雇用主、被用者、個人企業等が含まれる。
（資料）日本銀行『資金循環統計』、内閣府『四半期別 GDP 速報』