寄稿
定例寄稿
（JCER）

福士（ふくし）　譲（ゆずる）
公益社団法人
日本経済研究センター
研究本部主任研究員

（略歴）2000年早稲田大学政治経済学部経済学科卒、日本経済新聞社入社。大阪経済部で記者活動をスタートさせ、東京の社会部や経済金融部、科学技術部、経済解説部などに所属。その後ヴェリタス編集部次長、証券部次長を経て、21年金融・市場ユニット金融グループ次長。23年４月から現職。金融市場やマクロ経済政策の分析、経済予測に従事。

景気見通し（2023年秋）

わが国経済、外需堅調で成長継続

―米欧の物価高、海外経済の下振れリスクに―

《要　　旨》

日本経済研究センターの最新予測では、わが国経済は海外経済の堅調を背景に成長が続くとみている。2023年度の国内総生産（GDP）の実質成長率は、2022年度実績のプラス1.4％からプラス2.0％に伸びる見通しだ。2024年度にはプラス0.9％に鈍化するものの、ゼロ％台前半とみられる潜在成長率を上回り、底堅く推移すると予測している。

海外経済の堅調を受けて、輸出は増加を続ける見込みだ。インバウンド（訪日外国人）の消費意欲は強く、サービス輸出が大きく増える。企業収益が増加を続けるなか、株価も高水準で推移する見通しで、企業の設備投資も着実に増加していくと見込まれる。賃上げの流れを背景に個人消費も増加基調で推移する。

ただし、景気の下方リスクは大きい。米欧の根強い物価高がさらなる金融引き締めを招き、海外経済が下振れするリスクには注意が必要だ。日本経済にとっては輸出の減少などを通じて成長率を押し下げる可能性がある。海外経済の動向には引き続き警戒しておく必要がある。

【本稿の構成】

本稿は日本経済の見通しについて日本経済研究センターの予測を解説する。まず海外経済の見通しを説明した後、日本経済の見通しを述べる。海外経済と密接に関係する日本の輸出見通しを示したうえで、貿易の稼ぎやすさを表す交易条件（輸出価格を輸入価格で割って算出）の動向を確認する。次いで企業収益、設備投資の見通しを示し、最後に先行きのリスクを説明する。

図表１　日本経済の見通し

			2022年度	2023年度	2024年度
実質国内総支出（前年度比％）			1.4	2.0	0.9
寄与度（％ポイント）	民需		2.0	0.5	0.8
		民間最終消費支出	1.4	0.4	0.5
		民間住宅投資	▲0.1	0.1	▲0.0
		民間企業設備投資	0.5	0.2	0.3
	公需		▲0.0	0.3	0.1
	外需		▲0.6	1.1	▲0.0
		財貨・サービスの輸出	0.9	0.6	0.7
		財貨・サービスの輸入	▲1.4	0.5	▲0.7

（出所）2022年度は内閣府、23～24年度は日本経済研究センター予測。▲はマイナス。

図表２　海外経済の見通し

暦年	2023年	2024年
海外計	2.5	2.7
米国	1.8	1.7
ユーロ圏	0.6	0.5
中国	4.9	4.4
韓国	1.0	1.9
台湾	▲0.2	2.4
ASEAN	4.5	4.7
豪州	1.9	1.8
インド	6.9	6.8
ブラジル	2.7	0.9
ロシア	1.5	1.3

（出所）日本経済研究センター予測。実質 GDP 成長率。単位％。▲はマイナス。海外計は各国の成長率を日本の輸出額で加重平均した値。ASEAN はインドネシア、フィリピン、マレーシア、タイ。

【海外経済の見通し】

日本経済研究センターの予測では海外の実質GDP成長率は2023年にプラス2.5％、2024年にプラス2.7％となる見通しだ。米国経済は、米連邦準備理事会（FRB）による金融引き締めにもかかわらず、想定を上回る成長を続けている。利上げの影響が限定的なのはなぜか。背景の１つには、米金融環境がなお緩和的であるという実態がある。シカゴ連銀が算出する全米金融環境指数（ゼロを超えると引き締め的、ゼロ未満が緩和的）をみると、足元でもゼロを下回っており、緩和的な状態が続いている。

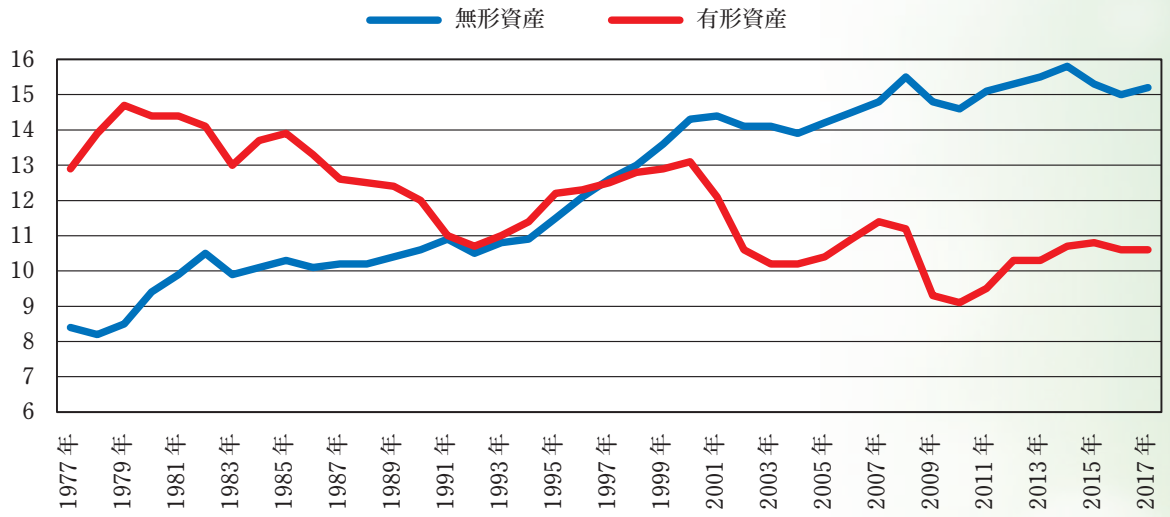
利上げ耐性の背景には米国の経済構造の変化もある。構造変化とは、企業の投資が工場や機械などの有形資産投資から、研究開発や特許、ブランドなどの無形資産投資にシフトしていること。

国際通貨基金（IMF）のエコノミストによる最新の研究では、無形資産投資へのシフトは利上げへの影響を弱めると報告されている。具体的には、0.25％の利上げから２～３年後、有形資産投資は資本ストック対比で５％ポイント強低下する一方、無形資産投資の低下幅は１％ポイント程度にとどまる。無形資産投資に対する利上げの影響が小さい背景には、①融資の際に担保として活用されにくく、担保価値の変動による影響が小さい②償却年数が短い――といったことが指摘されている。こうしたことから、米企業の設備投資は底堅く推移するとみられる。

米国では個人消費も堅調だ。要因の１つは、家計がコロナ禍の間に積み立てた貯蓄、すなわち超過貯蓄の存在だ。日本経済研究センターがFRBの推計方法にならって算出した超過貯蓄は、足もとでも約1.7兆ドルに達する。コロナ禍が広がり始めた2020年１～３月期（約0.1兆ドル）をはるかに上回る。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なり、米個人消費は引き続き堅調に推移するとみられる。

米国の政策金利（９月上旬時点で5.25～5.50％）については、おおむね横ばいで推移しそうだ。中央銀行は政策金利を自然利子率（実質中立金利）やインフレ率、失業率を踏まえて決定すべきとの

図表３　米国の設備投資比率



（注）コラード氏らの研究論文を基に日本経済研究センター作成。企業部門の付加価値に占める設備投資の割合、単位％。

主張が多くみられる。米国の自然利子率について、日本経済研究センターはニューヨーク連銀の推計手法と日本経済研究センター独自の米経済・物価予測を用いて推計した。米自然利子率は先行き1.5％程度で推移し、ほぼ横ばいで動くとの結果が得られた。

そのうえで、日本経済研究センターは、FRBが政策金利をその時点の自然利子率やインフレ率、失業率に加えて、過去の政策金利に基づいて決定すると想定し、FRBの行動様式を推計した。これを踏まえると、米政策金利は先行き５％台前半から半ばで推移する見通しだ。

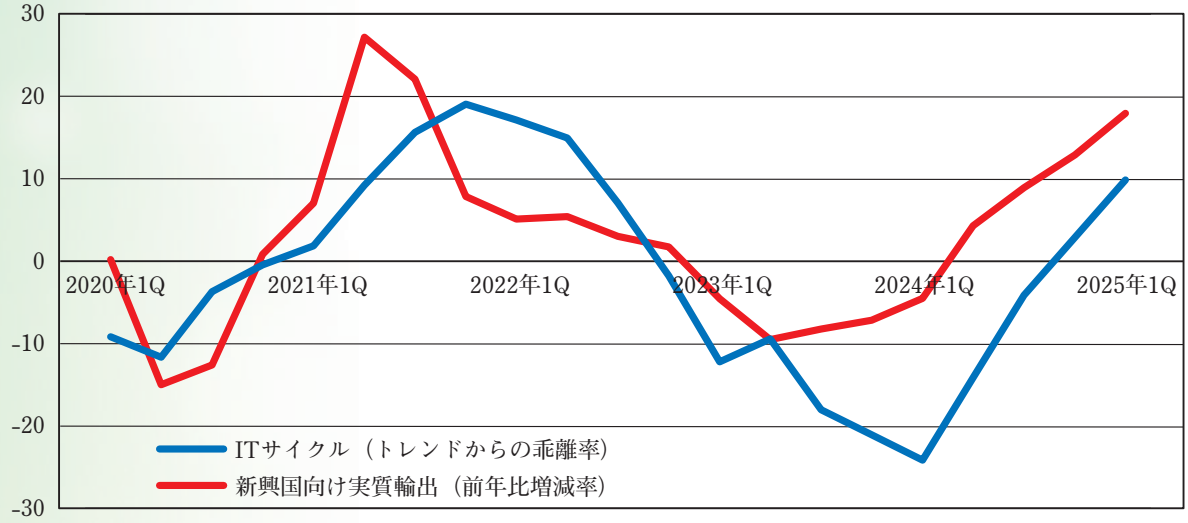
ユーロ圏でも米国と同様に、大幅な利上げが実施されている。その影響から、企業向けの融資額の前年比増加率は小さくなっているが、今後、利上げ効果が一巡すれば、融資額の伸び率は持ち直していくとみられる。こうした金融面の動向を背景に、ユーロ圏の個人消費と設備投資は底堅く推移するとみている。特に個人消費は米国と同様、超過貯蓄が下支えするとみられる。また、グローバルな経済成長を背景にユーロ圏の輸出は着実に増加していく可能性が高く、ユーロ圏経済は向こう１～２年の間に踊り場から抜け出していくとみている。

中国経済は不動産部門の不調が目立つ。不動産販売床面積や不動産新規着工床面積は、「ゼロコロナ政策」終了後の経済再開で回復したものの、その後減少に転じ、足もとではコロナ禍前の水準を大きく下回る。不動産大手の中国恒大集団は８月、米ニューヨークで破産を申請した。中国不動産最大手の碧桂園は８月に発表した2023年１～６月期連結決算で、過去最大の最終赤字を計上した。碧桂園では資金繰り不安がくすぶっている。これまで不動産部門は中国経済のエンジンとしての役割を果たしてきたが、不動産不況が金融システムや経済全体に悪影響を及ぼす懸念も出ている。

【日本経済は成長継続、ITサイクルの調整は長期化】

米国を中心に海外経済は当面、堅調に推移する見通しだ。これを受け、2023年度の日本経済は成長の速度を高めるとみられる。日本経済研究センターの予測では、2023年度の実質GDP成長率は、

図表４　IT サイクルと新興国向け実質輸出



（注）世界半導体市場統計、日本銀行資料を基に日本経済研究センター作成。単位％。新興国は NIEs・ASEAN 等。

2022年度実績のプラス1.4％からプラス2.0％に伸びる見通しだ。2024年度にはプラス0.9％に鈍化するものの、ゼロ％台前半とみられる潜在成長率を上回り、底堅い成長が続くと予測している。

すでにみたように、堅調な外需を背景に日本の輸出は増加基調で推移する見通しだ。外需については、海外のマクロ経済情勢に加えて、IT セクターの動向も重要なカギを握る。世界半導体市場統計（WSTS）によると、世界の半導体市場規模は2021年には前年比26％増と高い伸びを記録したが、2022年には同３％増にとどまり、2023年には同10％減に落ち込む見込みとなっている。半導体関連企業の直近の決算会見などでは、半導体出荷高の回復にはしばらく時間がかかるとの見通しが示されている。

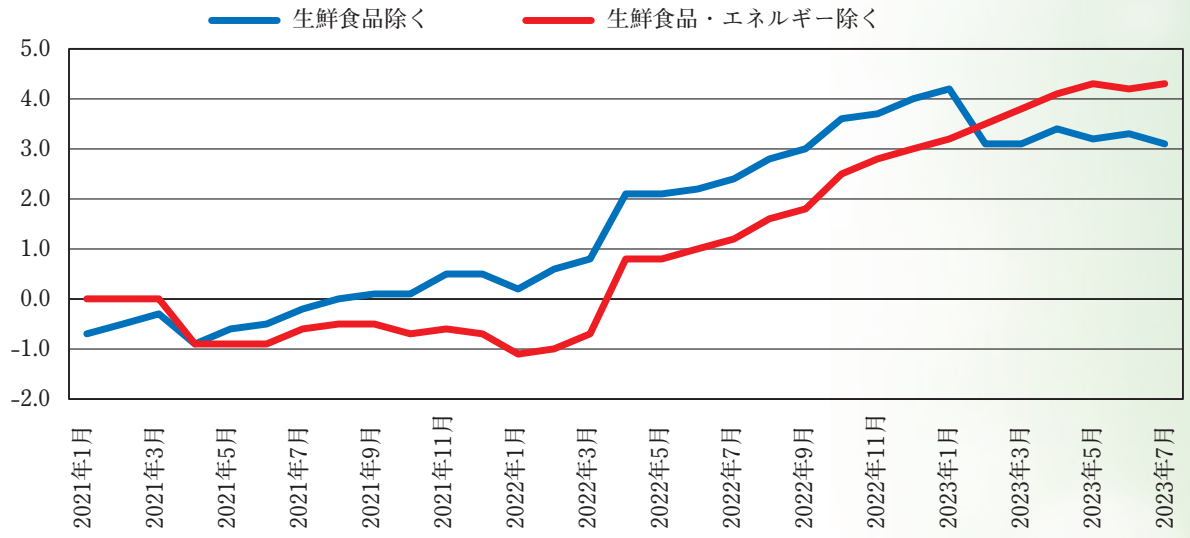
日本経済研究センターでは、半導体部門の生産動向が回復に転じる時期を予測するため、その循環的な動き（IT サイクル）を定量的に抽出した。足もとで半導体出荷高の減少に寄与しているのは、短期循環（２四半期～２年）と中期循環（２～６年）であり、スマートフォンなどの新商品の投入による変動や中期的な IT 需要の動向とみられる。一方で長期循環（６～20年）は半導体出荷高を押し上げており、その背景には車載や人工知能（AI）に関連した需要が拡大しているなど、半導体の用途が拡大していることが挙げられている。

IT サイクルはこれまで、調整期間の平均は６四半期程度だが、今回の調整局面は2021年末から始まり、すでに７四半期経過している。調整期間の長期化のケースを集計すると、その平均は９四半期程度で、これに基づけば今回の調整局面のボトムは2024年１～３月期となる。新興国（NIEs・ASEAN 等）向け実質輸出については、IT サイクルと強く連動する傾向にあることから、2023年中は前年を下回るものの、2024年以降は高い伸びを示す可能性がある。

【インバウンド需要の増加は輸出をけん引】

輸出のうち、サービス輸出は力強く推移しそうだ。インバウンド（訪日外国人）需要、特に観光関連サービスの輸出は海外経済の成長と円安の進展によって先行きも堅調に増加を続けるとみてい

図表５　日本の消費者物価指数



（注）総務省資料を基に日本経済研究センター作成。前年比変化率、単位％。

る。コロナ禍に対する入国制限は2023年春に解除されたこともあり、インバウンド需要には今後ますます期待がかかる。

一方、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ている。交易条件の改善は、企業収益の押し上げに寄与する。企業収益の増加に伴い、株価も高水準で推移するとみられる。設備投資についても着実な増加を続け、2025年にかけてコロナ禍前のピークと同様の水準にまで達する可能性が高い。

実質所得も底堅く推移するとみている。実質所得の構成要素である消費者物価指数（生鮮食品を除く総合）の前年比上昇率は、当面３％前後で推移した後、緩やかな低下基調をたどるとみられる。他方、労働市場は需給ひっ迫が続き、ベースアップ率は来年も伸びを高め、２％を上回るとみられる。これを受けて実質可処分所得は緩やかな増加基調に転じるとみている。

また、日本でもコロナ禍で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。足元の家計の現預金残高は、過去（2015～19年）のトレンドを延長した金額より約49兆円多く保有している計算になる。一方、サービス関連の個人消費はコロナ禍前に比べ引き続き低水準であり、正常化の動きが当面続く。このため個人消費全体もコロナ禍前の水準に向けて回復していく見通しだ。

【リスクはグローバルな株価調整】

以上のように、海外経済の堅調を受け、日本経済も底堅く推移する。しかし不確実性は高い。中国経済の下振れのほか、米欧の根強い物価高が一段と強力な金融引き締めを招き、金融市場が大きく調整するリスクには注意が必要だ。先行きの日米株価は上昇基調で推移するとみられるが、米国の物価高が想定以上に根強い場合などには、金融引き締めの強化と米経済悪化への懸念から、世界的に株価が急落するリスクもある。

世界的な株安は、海外経済の下振れを通じて日本の輸出を減らす。先行きの収益期待の低下から設備投資も落ち込む。海外の経済・物価・金融動向には引き続き警戒が必要である。