

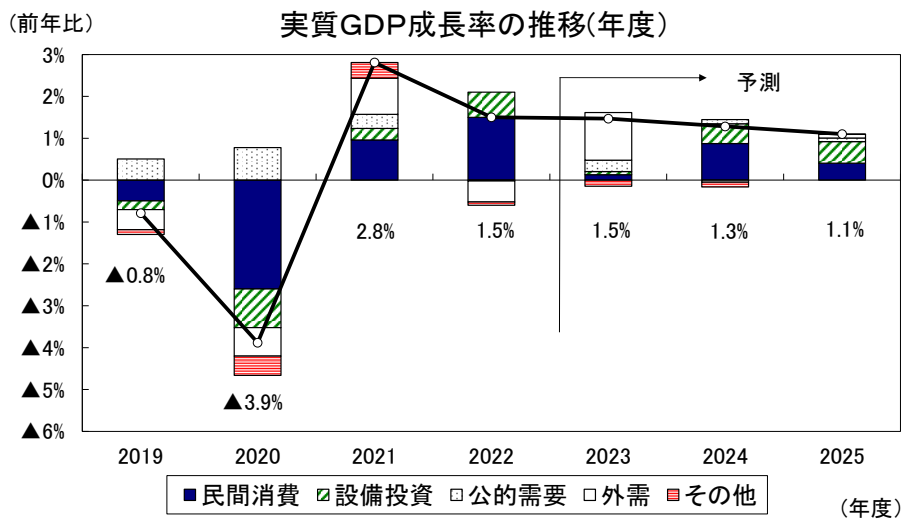
Weekly
エコノミスト・
レター2023～2025 年度経済見通し
—23年7-9月期GDP2次速報後改定

経済研究部 経済調査部長 斎藤 太郎

(03)3512-1836 tsaito@nli-research.co.jp

＜実質成長率：2023年度1.5%、2024年度1.3%、2025年度1.1%を予想＞

- 2023年7-9月期の実質GDP（2次速報値）は、1次速報の前期比▲0.5%（年率▲2.1%）から前期比▲0.7%（年率▲2.9%）に下方修正された。
- GDP2次速報の結果を受けて、11月に発表した経済見通しを改定した。実質GDP成長率は2023年度が1.5%、2024年度が1.3%、2025年度が1.1%と予想する。成長率の遡及改定を受けて、2023年度の見通しを0.1%上方修正した。民間消費、設備投資などの国内需要を中心に景気の回復基調は維持されると予想するが、内外需ともに下振れリスクの高い状態が続くだろう。
- 名目GDPは実質GDPを上回る伸びが続いており、2023年度の名目GDP成長率は5.6%と33年ぶりの高さとなることを見込まれる。名目GDPの水準は、四半期では2024年1-3月期、年度では2024年度に600兆円を超えるだろう。
- 消費者物価上昇率（生鮮食品を除く総合）は、2023年度が2.8%、2024年度が2.0%、2025年度が1.4%と予想する。円高の進行を受けて財価格の上昇率は鈍化するが、賃上げに伴う人件費の増加を価格転嫁する動きが続き、サービス価格の伸びは高止まりするだろう。



1. 2023年7-9月期の実質GDPは前期比年率▲2.9%へ下方修正

12/8に内閣府が公表した2023年7-9月期の実質GDP(2次速報値)は前期比▲0.7%(年率▲2.9%)となり、1次速報の前期比▲0.5%(年率▲2.1%)から下方修正された。

設備投資は1次速報の前期比▲0.6%から同▲0.4%へ上方修正されたが、民間消費(前期比▲0.0%→同▲0.2%)、民間在庫変動(前期比・寄与度▲0.3%→同▲0.5%)、公的固定資本形成(前期比▲0.5%→同▲0.8%)が下方修正されたため、成長率のマイナス幅は1次速報から拡大した。

マイナス成長自体は4-6月期の高成長(前期比年率3.6%)の反動という側面もあり、悲観する必要はないが、懸念されるのは社会経済活動の正常化が進む中でも消費、設備などの国内民間需要が停滞していることである。

2023年7-9月期の2次速報と同時に2022年度の第一次年次推計値が公表され、実質GDP成長率は速報値の1.3%から1.5%へ上方修正された。公的固定資本形成(前年比▲3.2%→同▲6.1%)は大幅に下方修正されたが、民間消費(前年比2.5%→同2.7%)、設備投資(前年比3.0%→同3.4%)、政府消費(前年比0.7%→同1.4%)が上方修正された。

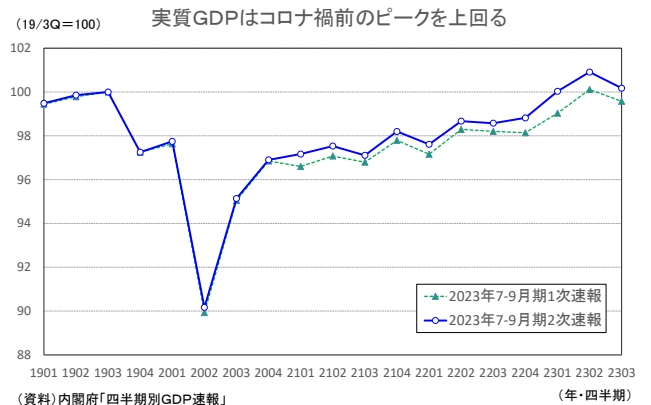
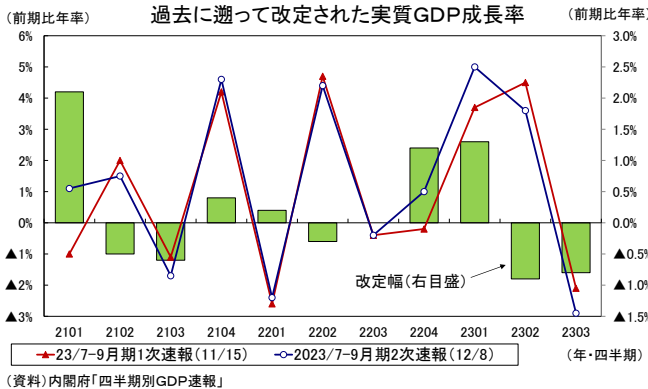
また、2021年度の第一次年次推計値が第二次年次推計値となり、実質GDP成長率は2.6%から2.8%へ上方修正された。設備投資(前年比2.3%→同1.7%)は下方修正されたが、民間消費(前年比1.5%→同1.8%)、住宅投資(前年比▲0.6%→同0.1%)が上方修正された。

四半期毎の成長率も過去に遡って改定された。2023年度入り後の成長率は下方修正されたが、2022年度後半の成長率は大きめの上方修正となり、2022年10-12月期は前期比年率▲0.2%のマイナス成長から同1.0%のプラス成長へと改められた。また、1次速報時点では2023年7-9月期の実質GDPはコロナ禍前のピーク(2019年7-9月期)を▲0.4%下回っていたが、遡及改定を受けて+0.2%と小幅ながらコロナ禍前のピークを上回った。

2022年度 GDP 年次推計の結果

	2021年度			2022年度		
	第一次 年次推計	第二次 年次推計	差	速報	第一次 年次推計	差
実質GDP	2.6	2.8	0.2	1.3	1.5	0.2
内需	1.8	2.0	0.2	1.8	2.0	0.2
(寄与度)	(1.9)	(2.0)	(0.1)	(1.9)	(2.0)	(0.1)
民間需要	2.0	2.3	0.3	2.6	2.7	0.1
(寄与度)	(1.5)	(1.7)	(0.2)	(1.9)	(2.0)	(0.1)
民間最終消費支出	1.5	1.8	0.3	2.5	2.7	0.2
民間住宅	▲0.6	0.1	0.7	▲3.2	▲3.4	▲0.2
民間企業設備	2.3	1.7	▲0.6	3.0	3.4	0.4
民間在庫変動(寄与度)	(0.4)	(0.5)	(0.1)	(0.2)	(0.1)	(▲0.1)
公的需要	1.3	1.2	▲0.1	▲0.1	▲0.1	0.0
(寄与度)	(0.4)	(0.3)	(▲0.1)	(▲0.0)	(▲0.0)	(0.0)
政府最終消費支出	3.4	3.2	▲0.2	0.7	1.4	0.7
公的固定資本形成	▲6.5	▲6.5	0.0	▲3.2	▲6.1	▲2.9
財貨・サービスの純輸出(寄与度)	(0.8)	(0.8)	(0.0)	(▲0.6)	(▲0.5)	(0.1)
財貨・サービスの輸出	12.4	12.4	0.0	4.5	4.7	0.2
財貨・サービスの輸入	7.2	7.1	▲0.1	7.2	7.1	▲0.1
名目GDP	2.5	2.7	0.2	2.0	2.3	0.3
GDPデフレーター	▲0.1	▲0.1	0.0	0.7	0.8	0.1

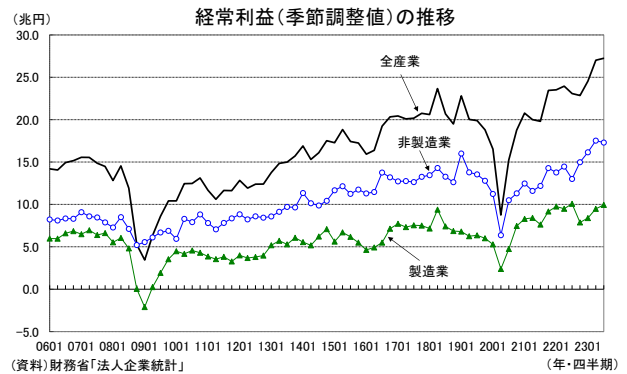
(資料)内閣府「国民経済計算(GDP統計)」



(経常利益は3四半期連続で過去最高を更新)

財務省が12月8日に公表した法人企業統計によると、2023年7-9月期の全産業(金融業、保険業を除く、以下同じ)の経常利益は前年比20.1%(4-6月期:同11.6%)と3四半期連続の増益となり、前期から伸びを高めた。製造業は前年比▲0.9%(4-6月期:同0.4%)と2四半期ぶりの減益となったが、非製造業が前年比40.0%(4-6月期:同19.0%)と11四半期連続の増益となり、前期から伸びを急速に高めた。

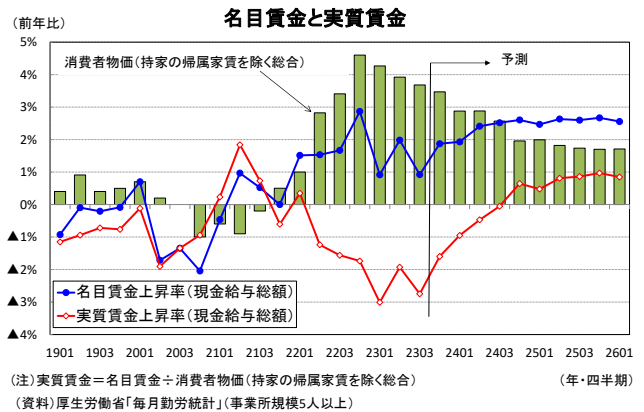
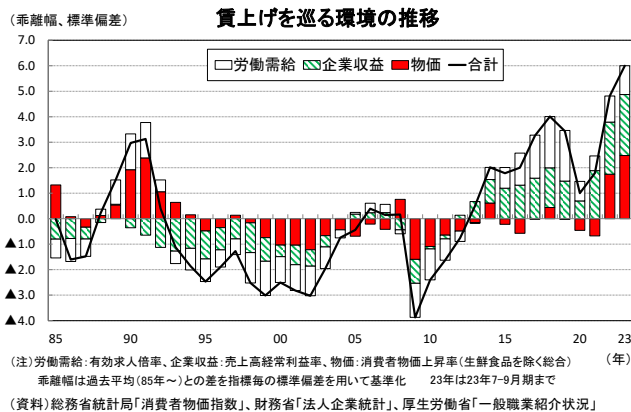
季節調整値の経常利益は27.2兆円となり、3四半期連続で過去最高水準を更新した。企業収益は、非製造業は社会経済活動の正常化、製造業は円安の恩恵を背景に好調を維持している。



(2024年の春闘賃上げ率は前年を上回る見通し)

2023年の春闘賃上げ率は3.60%(厚生労働省の「民間主要企業春季賃上げ要求・妥結状況」と30年ぶりの高水準となった。2024年の春闘を取り巻く環境を確認すると、有効求人倍率は引き続き1倍を大きく上回る水準となっており、失業率が2%台半ばで推移するなど、労働需給は引き締まった状態が続いている。また、法人企業統計の経常利益(季節調整値)は過去最高水準にあり、消費者物価上昇率は高止まりしている。

賃上げの環境を過去と比較するために、労働需給(有効求人倍率)、企業収益(売上高経常利益率)、物価(消費者物価上昇率(除く生鮮食品))について、過去平均(1985年~)からの乖離幅を標準偏差で基準化してみると、3指標がいずれもプラスとなっており、その合計は過去最高となった2022年を上回る水準となっている。賃上げの環境は引き続き良好と判断される。



連合は、2023年春闘の賃上げ要求を2015年以降掲げてきた4%程度(定期昇給相当分を含む)から5%程度に引き上げたが、2024年春闘の基本構想では、要求水準を5%以上へと若干引き上げた。また、自動車、電機などの産業別労働組合で構成される金属労協は、ベースアップの要求水準を2023年の「6,000円以上」から「10,000円以上」へと大きく引き上げた。

こうした状況を踏まえ、今回の見通しでは、2024年の春闘賃上げ率を4.00%と前年を0.40ポイント上回り、1992年以来の4%台となることを想定した。

実質賃金は消費者物価の上昇ペース加速を主因として2022年4月以降、前年比でマイナスが続いている。今後、名目賃金の伸びは高まるものの、消費者物価上昇率が高止まりするため、実質賃金の下落はしばらく続く可能性が高い。実質賃金上昇率がプラスに転じるのは、消費者物価上昇率が2%を割り込むことが見込まれる2024年度後半と予想する。

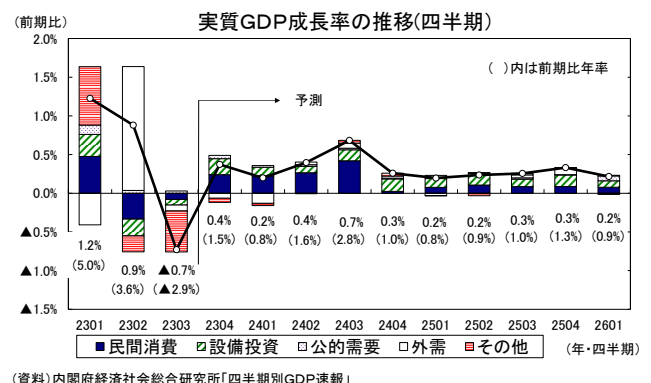
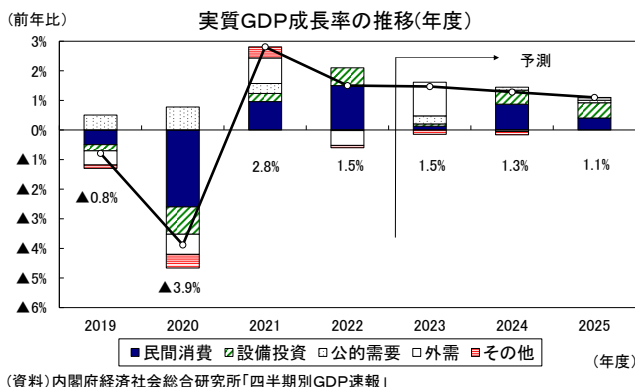
2. 実質成長率は2023年度1.5%、2024年度1.3%、2025年度1.1%を予想

2023年7-9月期のGDP2次速報を受けて、11/16に発表した経済見通しを改定した。実質GDP成長率は2023年度が1.5%、2024年度が1.3%、2025年度が1.1%と予想する。2023年7-9月期は下方修正されたが、2022年度下期の成長率が上振れ、2022年度から2023年度への発射台（ゲタ）が1次速報時点の0.6%から1.0%へ上方修正されたことが2023年度見通しの上振れにつながった。2024年度、2025年度の見通しは修正していない。

（国内需要中心の成長が続く）

2023年7-9月期は内外需ともに低迷したことから、前期比年率▲2.9%と4四半期ぶりのマイナス成長となった。2023年度後半はインバウンド需要を中心にサービス輸出の増加が続くものの、海外経済の減速を背景に財輸出は低迷する可能性が高い。輸出が景気の牽引役となることは当面期待できないだろう。一方、民間消費は雇用所得環境の改善や社会経済活動の正常化を受けて、対面型サービスを中心に回復し、設備投資は高水準の企業収益を背景に増加が続くだろう。日本経済は内需中心の成長が続くことが予想される。

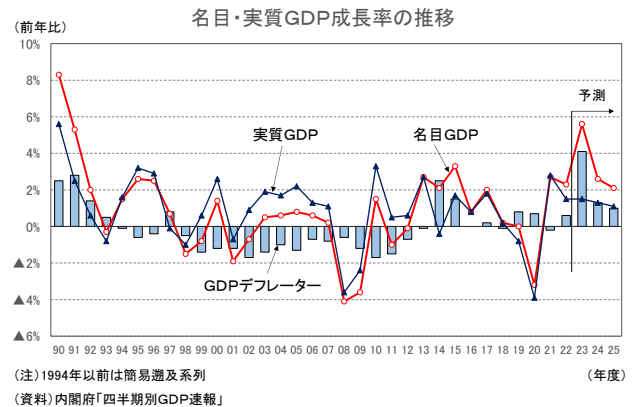
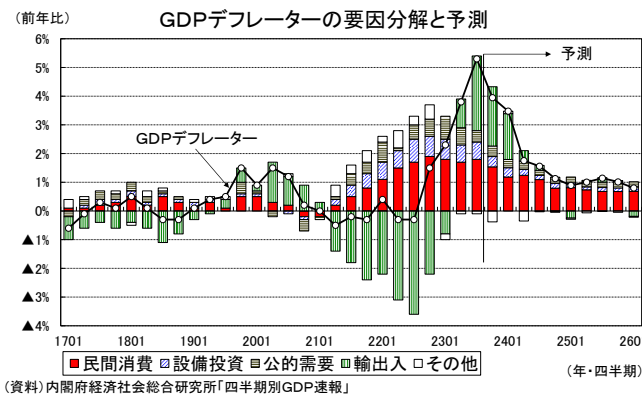
実質GDPは2023年10-12月期に前期比年率1.5%とプラス成長に復帰するが、2024年1-3月期は輸出の減少を主因として同0.8%とゼロ%台の低成長となるだろう。今回の経済対策に盛り込まれた減税は2024年6月に実施されることが予定されており、主として7-9月期の民間消費を押し上げる。2024年7-9月期は民間消費の高い伸びを主因として前期比年率2.8%の高成長となるが、減税の効果は一時的なものにとどまり、10-12月期以降は年率1%前後の成長が続くだろう。



(2023年度の名目GDP成長率は33年ぶりの高さへ)

名目GDPは実質GDPを大きく上回る伸びが続いている。GDPデフレーターは2022年10-12月期に前年比1.5%と上昇に転じた後、2023年1-3月期が同2.3%、4-6月期が同3.8%、7-9月期が同5.3%と上昇ペースが急加速している。先行きはピークアウトする公算が大きい。2023年度の名目GDPデフレーターは前年比4.1%となり、2022年度の同0.8%から大きく高まる可能性が高い。この結果、2023年度の名目GDP成長率は5.6%となり、1990年度(8.3%)以来、33年ぶりの高い伸びとなることが予想される。その後は円高による輸入物価の低下が国内物価に波及することにより、GDPデフレーターの上昇率は鈍化するが、2024年度、2025年度ともに名目成長率が実質成長率を上回るだろう。

この結果、名目GDPの水準は、四半期では2024年1-3月期、年度では2024年度に600兆円を超えることが予想される。



(物価の見通し)

消費者物価（生鮮食品を除く総合、以下コアCPI）は3%台の伸びが続いていたが、2023年9月には前年比2.8%と13ヵ月ぶりに3%を割り込んだ。しかし、コアコアCPI（生鮮食品及びエネルギーを除く総合）は7ヵ月連続で4%台の高い伸びとなっており、基調的な物価上昇圧力は高い状態が続いている。

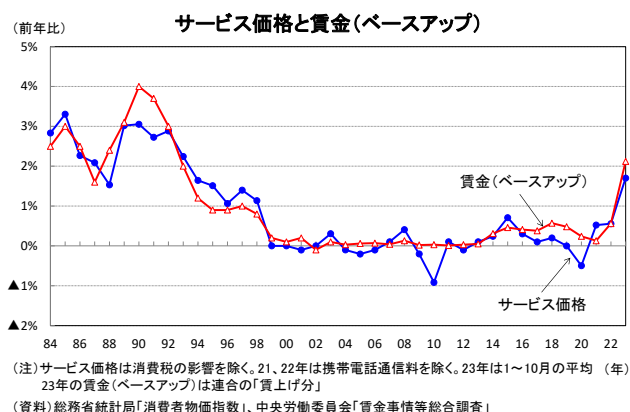
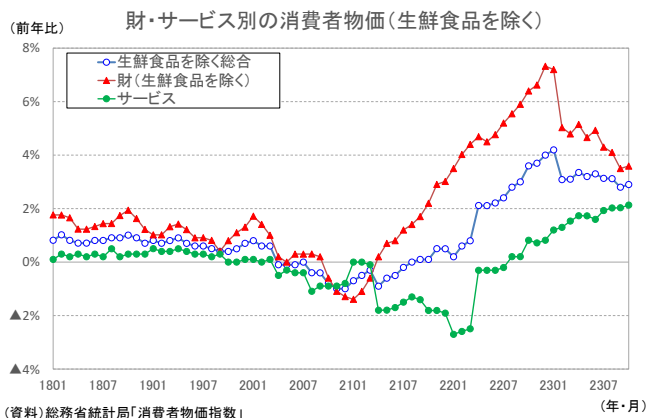
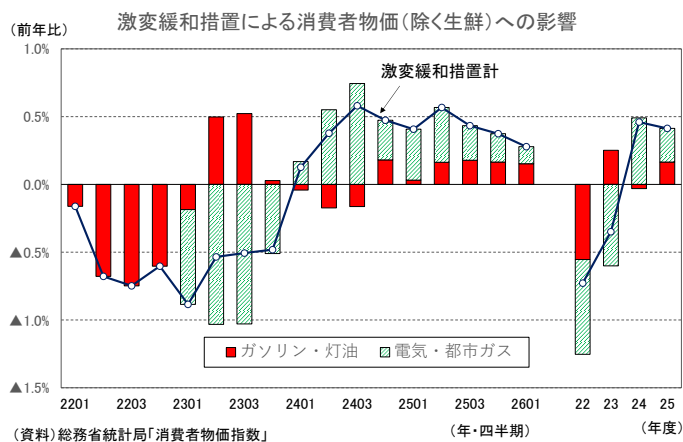
2022年1月から実施されてきたガソリン、灯油等に対する燃料油価格激変緩和措置は、2023年9月末には終了する予定となっていた。しかし、円安、原油高の再進行を受けて、政府は同措置を年末まで延長することとし、11月に策定された経済対策では4月末まで延長することとした。また、2023年2月から実施されている電気・都市ガス代の激変緩和措置は、10月に値引き額を半減した上で、2024年4月末まで延長し、5月には激変緩和の幅を縮小することとした。

足もとのガソリン店頭価格は、補助金がなければ1リットル当たり190円台となっており、円高、原油安が大きく進まない限り、2024年春頃でも政府が目標としている175円を大きく上回る。また、補助額が一定となっている電気代、都市ガス代は、燃料価格の上昇を反映し今後は上昇することが見込まれる。2024年4月末までとなっている激変緩和措置は5月以降も継続される公算が大きい。

今回の見通しでは、ガソリン補助金については、2024年5月以降も補助率を引き下げた上で2025年度末まで継続、電気・都市ガス代の激変緩和措置については、2024年度末まで補助額を縮小した上で継続し、2025年度には終了することを前提とした。

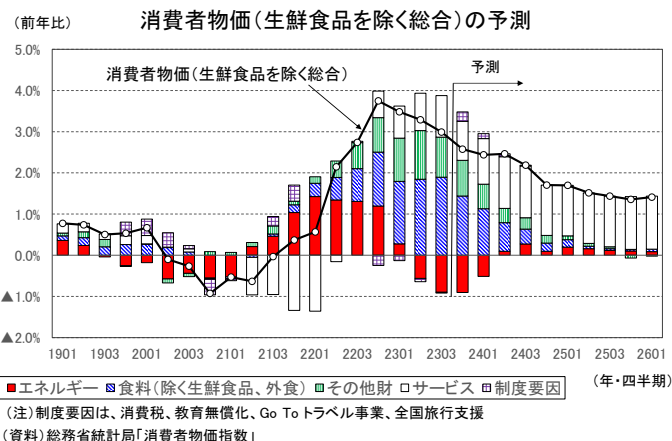
この結果、激変緩和措置による消費者物価上昇率への影響は、2023年10-12月期まではコアCPI上昇率の押し下げ要因となるが、2024年1-3月期以降は押し上げ要因となるだろう。激変緩和措置によるコアCPI上昇率への影響を年度ベースで見ると、2022年度が▲0.7%程度、2023年度が▲0.3%程度、2024年度が0.5%程度、2025年度が0.4%程度となることが見込まれる。

物価高の主因となっていた輸入物価の上昇にはいったん歯止めがかかっており、財価格の上昇率は鈍化する可能性が高い。一方、賃金との連動性が高いサービス価格は2023年10月に前年比2.1%と、2023年のベースアップと同程度の伸びとなったが、長期にわたって価格が据え置かれてきたこともあり、上昇率がさらに高まることが予想される。



コアCPI上昇率は足もとの2%台後半から徐々に鈍化するが、日銀の物価目標である2%を割り込むのは、円安による押し上げ効果が減衰し、食料品などの財価格の上昇率の鈍化が見込まれる2024年度後半となることが予想される。

財・サービス別には、2022年度は物価上昇のほとんどがエネルギー、食料(除く生鮮食品、外食)を中心とした財の上昇によるものだったが、物価上昇の中心は財からサービスにシフトしつつある。2024年度以降は、消費者物価上昇率への寄与度はサービスが財を上回るだろう。



コア CPI は、2022 年度の前年比 3.0% の後、2023 年度が同 2.8%、2024 年度が 2.0%、2025 年度が 1.4%、コアコア CPI は 2022 年度の前年比 2.2% の後、2023 年度が同 3.9%、2024 年度が同 2.0%、2025 年度が 1.4% と予想する。

日本経済の見通し (2023 年 7-9 月期 2 次 QE(12/8 発表) 反映後)

(単位: %)

前回予測 (2023.11)

	2022年度				2023年度				2024年度				2025年度						
	実績	予測	予測	予測	実績	実績	予測	予測	実績	実績	予測	予測	実績	実績	予測	予測			
実質 GDP	1.5	1.5	1.3	1.1	0.9	▲0.7	0.4	0.2	0.4	0.7	0.3	0.2	0.2	0.3	0.3	0.2	1.4	1.3	1.1
内需寄与度	(2.0)	(0.3)	(1.3)	(1.0)	(▲0.7)	(▲0.6)	(0.4)	(0.3)	(0.4)	(0.6)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.1)	(1.4)	(1.0)
内、民間	(2.0)	(0.1)	(1.2)	(0.9)	(▲0.8)	(▲0.6)	(0.4)	(0.3)	(0.3)	(0.6)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.1)	(▲0.0)	(1.3)	(0.9)
内、公需	(▲0.0)	(0.3)	(0.1)	(0.1)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.1)	(0.2)	(0.1)	(0.1)
外需寄与度	(▲0.5)	(1.1)	(▲0.0)	(0.1)	(1.6)	(▲0.1)	(▲0.1)	(▲0.1)	(0.0)	(0.1)	(0.0)	(▲0.0)	(▲0.0)	(0.0)	(0.1)	(0.0)	(1.3)	(▲0.1)	(0.1)
民間最終消費支出	2.7	0.2	1.6	0.8	▲0.6	▲0.2	0.5	0.4	0.5	0.8	0.0	0.1	0.2	0.2	0.2	0.1	0.0	1.7	0.7
民間住宅	▲3.4	1.4	▲0.5	0.1	1.7	▲0.5	▲0.8	▲0.6	▲0.1	0.5	0.6	▲0.2	▲0.4	0.4	0.1	▲0.5	2.0	▲0.4	▲0.1
民間企業設備	3.4	0.5	2.9	3.2	▲1.3	▲0.4	1.3	0.7	0.5	0.9	1.0	0.7	0.9	0.6	0.9	0.5	0.5	2.9	3.3
政府最終消費支出	1.4	0.6	0.2	0.2	▲0.1	0.3	0.0	▲0.1	0.0	0.1	0.0	0.1	0.0	0.1	0.0	0.1	0.3	0.1	0.2
公的固定資本形成	▲6.1	3.1	1.3	0.8	1.5	▲0.8	0.8	0.8	0.4	▲0.1	0.0	0.5	0.2	▲0.1	0.0	0.9	1.7	1.3	0.8
輸出	4.7	2.8	1.9	2.7	3.8	0.4	0.4	▲0.1	0.4	0.9	0.8	0.5	0.6	0.7	0.7	0.7	3.2	1.8	2.4
輸入	7.1	▲2.6	2.2	2.3	▲3.3	0.8	0.8	0.6	0.3	0.6	0.7	0.6	0.7	0.6	0.2	0.7	▲2.7	2.3	2.1
名目 GDP	2.3	5.6	2.6	2.1	2.6	▲0.0	0.7	0.8	0.7	0.9	0.3	0.5	0.7	0.5	0.3	0.3	5.4	2.8	2.1

(注) 実質 GDP の上段は前期比、中段は前期比年率、下段は前年比。その他の重要項目はすべて前期比。

<主要経済指標>

(単位: %)

	2022年度				2023年度				2024年度				2025年度						
	実績	予測	予測	予測	実績	実績	予測	予測	実績	実績	予測	予測	実績	実績	予測	予測			
鉱工業生産 (前期比)	▲0.3	▲0.8	1.1	1.5	1.4	▲1.2	0.5	0.1	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.2	▲0.8	1.0	1.5
国内企業物価 (前年比)	9.5	2.0	▲0.3	0.5	5.0	3.0	0.2	▲0.1	▲0.5	▲0.4	▲0.1	▲0.1	0.5	0.5	0.5	0.4	2.2	▲0.4	0.3
消費者物価 (前年比)	3.2	2.9	2.0	1.4	3.3	3.2	2.9	2.4	2.5	2.2	1.7	1.7	1.5	1.4	1.4	1.4	2.9	2.0	1.4
消費者物価 (生鮮食品除き)	3.0	2.8	2.0	1.4	3.3	3.0	2.6	2.4	2.5	2.2	1.7	1.7	1.5	1.4	1.4	1.4	2.8	2.0	1.4
経常収支 (兆円)	8.3	25.8	24.7	20.5	23.5	24.6	26.1	29.0	27.1	24.1	23.1	24.4	23.6	20.6	19.0	19.0	26.2	25.1	21.4
(名目 GDP 比)	(1.5)	(4.3)	(4.0)	(3.3)	(3.9)	(4.1)	(4.4)	(4.8)	(4.5)	(3.9)	(3.7)	(3.9)	(3.8)	(3.3)	(3.0)	(3.0)	(4.4)	(4.1)	(3.4)
失業率 (%)	2.6	2.6	2.5	2.3	2.6	2.7	2.6	2.6	2.6	2.5	2.5	2.4	2.4	2.4	2.3	2.3	2.6	2.5	2.3
住宅着工戸数 (万戸)	86.1	80.9	81.4	81.6	81.5	79.7	81.5	80.9	80.9	81.3	81.9	81.7	81.4	81.8	81.8	81.4	80.9	81.4	81.4
コールレート (標準目録)	--	--	0.1	0.1	--	--	--	--	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	--	--	0.1
10年国債利回り (右端半値)	0.3	0.7	1.0	1.1	0.4	0.6	0.8	0.8	0.9	0.9	1.0	1.0	1.0	1.0	1.1	1.1	0.7	0.9	1.0
為替 (円/ドル)	135	144	138	132	137	145	148	145	141	139	137	135	133	132	131	130	144	138	132
原油価格 (CIF、トナ/バレル)	102	84	88	90	83	83	91	79	84	88	90	90	90	90	90	90	85	91	92
経常利益 (前年比)	8.8	13.0	7.5	5.5	11.6	20.1	15.5	6.3	3.8	4.9	10.4	11.5	6.5	5.5	4.9	5.1	8.3	8.0	6.2

(注) 10年国債利回り、為替、原油価格は期中平均値。コールレートは無担保・翌日物の利半値 (上限)
 (資料) 内閣府経済社会総合研究所「四半期別 GDP 速報」、経済産業省「鉱工業指数」、総務省「消費者物価指数」、財務省「法人企業統計季報」他

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。