

日本経済情報 2023年2月号

Summary

【内容】

日銀が新体制に移行

植田新総裁の金融政策についての考え方

植田体制下の金融政策

景気回復余地は拡大、インバウンド需要は順調回復

企業の前向き姿勢にやや陰りも

財輸出は減少、サービス分野の景況感は悪化

上昇率高まる物価と賃金

成長率見通し

日銀は金融緩和を継続し景気回復を阻害せず（改定見通し）

日銀は総裁・副総裁の任期満了に伴い4月から新体制に移行する。植田新総裁候補のこれまでの発言などを踏まえると、新体制では政策金利を短期に一本化、マイナス金利から脱し、市場の需給動向に頑なに抗うことなく専ら時間軸効果によってイールド・カーブを望ましい姿に誘導する形に移行していくのではないかと考えられる。

ただ、それは現行の金融政策の枠組みの有効性を検証したうえで段階的に進められるだろう。まずは長期金利の目標を廃止し、現在のイールド・カーブの歪を修正、物価動向を見極めながら、あくまでも緩和的な状態のままマイナス金利の廃止に進むと予想する。

こうした金融政策を前提として、景気の先行きを展望すると、足元で景気回復の勢いがやや鈍っている点は、今後の回復余地を大きくしたという意味でポジティブとも言え、インバウンド需要が順調に回復していることは前向きに捉えられよう。

一方で、設備投資は特に製造業において先行指標の悪化が懸念材料として浮上している。海外景気の減速を受けた財輸出の減少やサービス分野の回復ペースの鈍化が背景とみられ、これらの動きには注視が必要。ただ、財輸出は中国向けの回復が期待され、サービス分野においても物価上昇のピークアウトや賃金の上昇が今後の追い風となろう。金融緩和が継続されることも安心材料となり、景気は回復傾向を維持する見通し。

日本経済の推移と予測(年度)

前年比, %, %Pt	2020 実績	2021 実績	2022 予想	2023 予想	2024 予想
実質GDP	▲4.1	2.6	1.4	1.8	1.3
国内需要	▲3.5	1.8	1.8	1.5	0.9
民間需要	▲5.7	2.0	2.4	1.8	1.1
個人消費	▲5.1	1.5	2.5	1.3	1.2
住宅投資	▲7.6	▲1.1	▲4.4	1.8	▲0.1
設備投資	▲5.7	2.1	2.7	3.8	0.4
在庫投資(寄与度)	(▲0.3)	(0.4)	(0.1)	(▲0.0)	(0.1)
政府消費	2.7	3.4	1.3	0.9	0.8
公共投資	4.9	▲6.4	▲3.9	▲1.1	▲0.8
純輸出(寄与度)	(▲0.7)	(0.9)	(▲0.4)	(0.3)	(0.4)
輸出	▲10.0	12.3	5.3	5.6	4.3
輸入	▲6.3	7.0	7.6	4.1	2.5
名目GDP	▲3.5	2.4	1.8	3.8	2.6

伊藤忠総研
チーフエコノミスト
武田淳
(03-3497-3676)
takeda-ats
@itochu.co.jp

副主任研究員
中浜萌
(03-3497-2894)
nakahama-moe
@itochu.co.jp

日銀が新体制に移行

日銀黒田総裁の任期が4月8日に、雨宮副総裁、若田部副総裁の任期は3月19日に満了する。後任候補として、新総裁に経済学者で元日銀審議委員の植田和男氏、副総裁に前金融庁長官の氷見野良三氏と日銀理事の内田真一氏とする人事案が2月14日、国会に提示された。

国会同意人事につき、衆参両院でそれぞれ過半数の賛成が必要であるが、その前に衆議院の議院運営委員会で各候補者の所信聴取が24日に実施された（参議院は27日の予定）。この中で植田新総裁候補は、現行の金融政策について副作用を指摘しつつも概ね全面的に肯定、物価安定目標の達成にはまだ時間を要するため金融緩和の継続が必要、などとした。人事案が両院本会議で採決されるのは3月上旬から中旬となる見通しである。

したがって、現行の黒田総裁体制下での金融政策決定会合は、次回3月9～10日が最後となる。4月27～28日の決定会合から新体制となるが、その方針が大いに注目される場所である。

植田新総裁の金融政策についての考え方

新体制の方針を占う手掛かりとして、今回の所信聴取の内容や、これまでの発言などから植田新総裁候補の①短期の政策金利、②長期の政策金利、③物価目標、④量的緩和に対する考え方を以下の通り整理した。

植田日銀新総裁候補の金融政策に関する考え方

	評価・スタンス	参考としたコメント・考え方
短期金利	ゼロ金利は評価 マイナス金利は不要	長期継続をコミットすればイールド・カーブのフラット化が可能 「平均してゼロ金利」を目指せば銀行間の資金調達コストの格差を解消 長期のゼロ金利コミットメントによりマイナス金利の効果を補える
長期金利	水準目標に消極的	2つ以上の名目変数を長期的にコントロールすることは困難 長期債市場を直接触らなくても将来の短期金利を約束することで同様の効果を得られる 債権市場は貯蓄と投資のコスト水準、価格水準を発見する機能を備える要の市場
物価目標	限定的に肯定 2%の目標水準も肯定的	景気やインフレ率が正常な水準に戻った後であれば、一つの政策オプションになりうる 実現すれば政策金利水準は平均的に高くなり金融緩和余地が生まれる
量的緩和	効果はあるが限定的	一段とマネタリーベースの量を増やした結果、短期金利がさらに低下 金利低下以外の経路を通じた経済へのプラスの影響は確認できない 期待インフレ率が反応した兆候は見られない

(出所)日本銀行講演録などから伊藤忠総研にて作成

まず、①短期の政策金利については、2000年9月の講演「ゼロ金利近傍における金融政策の波及メカニズム」¹の中で、「ゼロ金利政策は、多くの人々が考えていたよりもずっと大きな効果を経済に与えた」とし、ゼロ金利政策を肯定的に評価している。さらに、「ゼロ金利をある期間続けるというコミットメントが重要な役割を果たした」とし、その経済への具体的な影響の第一にイールド・カーブが一段とフラット化したこと、第二にはマイナス金利が存在しない中で「平均してゼロ金利」を達成させるため銀行の資金調達コストの格差が事実上解消したことを挙げた。そして第三として、必要以上に金融緩和が続くという期待を醸成する形で「金利引き上げが適正である状況に至った後においても、なお将来に亘りゼロ金利を維持すると約束」することで、「ゼロ金利より低い金利を必要とするような時においてそれが出来ない状態を補っている」とした。やや複雑な言い回しであるが、前半部分は「オーバーシュート型コミットメント」

¹ 2000年9月22日にスウェーデン大使館で行われたコンファランスにおける講演（日本語訳）。

https://www2.boj.or.jp/archive/announcements/press/koen_2000/ko0010e.htm

であり、それによってマイナス金利と同等の効果を得られる、つまりマイナス金利は不要であるとしたようにもとれる内容である。

ただ、2月24日の所信聴取では、「金融仲介機能に悪影響を与えてきた可能性はある」としつつも、「マイナス金利が適用されるのは、当座預金のごく一部にとどまるような工夫がなされ、副作用の緩和策が採用されている」としており、現行の方法では悪影響は限定的であり、早期に修正する必要はないという見方の方である。

②長期の政策金利については、1999年2月の講演「流動性需要・リスクプレミアムと中央銀行」²の中で、「本来金融政策は1つの名目変数をコントロールするものであり、2つ以上の名目変数を長期的にコントロールすることは困難である」とし、長期金利の水準に目標を設定することには消極的な見解を示している。また、「債券市場は貯蓄と投資がいかなるコストでマッチすべきかを探し出す、つまりコスト水準、価格水準を発見する機能を備える要の市場」とし、人為的に相場水準を決めることの問題点も指摘している。一方で、前述の2000年9月の講演では「長期債市場を直接触らなくても、将来の短期金利について約束することで同様の効果を得ることが出来るだろう」ともしており、長期金利を特定の水準に誘導すること自体を否定しているわけではない。これらから読み取れることは、金利操作は短期金利一本で行うべきであり、長期金利ないしはイールド・カーブをある程度コントロールしたいのであれば、将来の短期金利についてのコミットメントによる時間軸効果で対応可能だということであろう。

思い返せば、日銀が長期金利の水準に目標を設定したのは、短期の政策金利をマイナスにしたことに起因する。すなわち、マイナス金利が長期化する可能性を織り込んで10年物金利までマイナス圏に沈み込んだイールド・カーブを引き起こすため、10年の長期金利をゼロ%近辺に引き上げたわけである。したがって、マイナス金利の可能性を排除すれば、長期金利の目標水準を設定する必要はなくなるという考え方も成り立つであろう。

なお、所信聴取では「長期金利コントロールの誘導対象を10年から5年にするという考え方は、出口に向かうということで長期金利コントロールをやめていく場合の1つのオプションであるというふうには考えている」としており、その過程で対象とする金利を10年物から5年物などに短期化する可能性はあろう。

③物価目標（インフレターゲット）については、2001年9月の講演「流動性の罫と金融政策」³において、「景気やインフレ率が正常な水準に戻った後であれば、一つの政策オプションになりうると考えている」としており、必ずしも「インフレ率が正常な水準」に戻っているとは言えない現時点においては、有効な政策だとは考えていないように見受けられる。ただ、良く引用される2022年7月6日の日経新聞「経済教室」では「持続的な2%のインフレ率」が「実現すれば、金融政策も正常化され、政策金利水準は平均的に高くなる」「すると何らかの理由で一時的に景気が悪化し、インフレ率が低下したときに金融緩和余地が生まれる」としており、中長期的に安定した経済成長を実現するために、持続的な2%の物価上昇を目指すことを否定するものではないだろう。

² 1999年2月8日の東京外国為替市場委員会・日本フォレックスクラブ主催フォレックスセミナーにおける講演。

https://www2.boj.or.jp/archive/announcements/press/koen_1999/ko9902b.htm

³ 2001年9月29日に福島大学で開催された日本金融学会における特別講演。

https://www2.boj.or.jp/archive/announcements/press/koen_2001/ko0110a.htm

所信聴取でも「対応の余地を広げるということをよく『のりしろを確保する』と言うが、この、のりしろとして2%程度のインフレ率が適当ではないかという考え方だ」としている。

④量的緩和については、2002年5月の講演「最近の日本経済と金融政策」⁴の中で、2001年3月以来の「量的緩和策」の効果として「一段とマネタリーベースの量を増やした結果、短期金利が0.001%まで低下しうることがわかった」と金利低下効果を認めたものの、「金利低下以外の経路を通じて、それ自体で経済にプラスの影響をもたらしたかどうかという点については、これまでのところは確かめられていない」「期待インフレ率が反応しても良いはずであるが、こうした兆候は見られない」とし、この時点では効果が限定的であると評価している。今回の所信聴取でも今のところ言及はないようであり、今後どのような評価を下すのか注目したい。

植田体制下の金融政策

現在の金融政策について、植田新総裁候補は前述の「経済教室」で「現在の異例の金融緩和が微調整に向かない枠組みになっている」と問題点を指摘したうえで「異例の金融緩和枠組みの今後については、どこかで真剣な検討が必要」としていた。そして、所信聴取では「日銀は去年12月以降、副作用をなるべく緩和する意図のもと、さまざまな措置を採用し、現在はその効果を見守っている段階」との認識を示したうえで「日銀の金融市場局がどういうふうに日々、感じているのか、ほかの政策委員がどういうふうに考えているのか時間をかけて議論を重ね望ましい姿を決めていきたい」として、新たな枠組みを検討する姿勢も示した。そのため、まずは4月の就任早々にも現行の金融政策の枠組みについて、その有効性を点検し、修正の方向性を検討したうえで、その結果を踏まえ早ければ6月15～16日の決定会合にも新たな金融政策の枠組みに移行するのではないかと考えられる。

そして、ここで整理した植田新総裁の考え方を踏まえると、最終的にはゼロ金利政策と時間軸効果によるイールド・カーブのコントロールへの回帰を目指すのではないだろうか。もはやデフレではない現在の状況下でマイナス金利は必要なく、そうした枠組みで十分に対応可能であろう。ただ、マイナス金利の解除、すなわち短期の政策金利の切り上げはイールド・カーブ全体への影響が大きいため、当面は長期金利の目標水準を、必要に応じて段階を踏みながら廃止し、イールド・カーブの歪を取り除くにとどめ、将来のマイナス金利終了の条件を示すことで地均しを進めるのではないかと予想する。

その結果、長期金利（10年物国債利回り）は、現在の上限0.5%前後から、市場関係者が現状で合理的と考える水準とされる1%程度まで上昇しよう。マイナス金利の終了は既にある程度織り込まれているとみられるため、今後についての考え方を丁寧を示せば、その後の影響は限定的であろう。

景気回復余地は拡大、インバウンド需要は順調回復

続いて、こうした金融政策ないしは金融市場の見通しを前提に、今後の景気の先行きについて展望したい。その前に、まず足元の状況を確認すると、2022年10～12月期の実質GDP（1次速報値）は前期比+0.2%（年率+0.6%）と2四半期ぶりのプラス成長に転じたが、大方の予想を大きく下回る低い成長率にとどまった。個人消費はウイズコロナの移行で持ち直し、インバウンド需要も拡大したが、財の輸出は減少、そ

⁴ 2002年5月15日の日本経済研究センターにおける講演。

https://www2.boj.or.jp/archive/announcements/press/koen_2002/ko0205b.htm

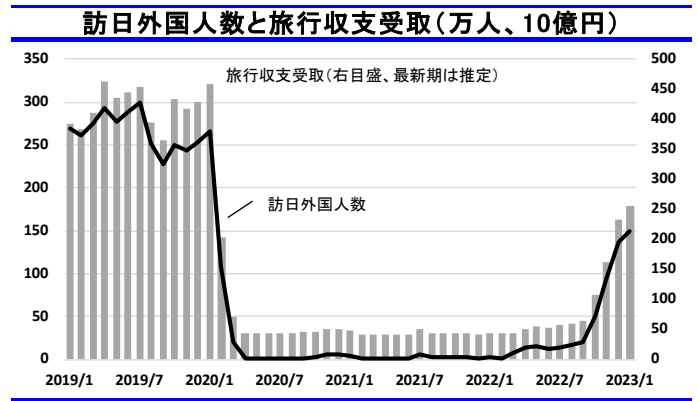
の影響もあり設備投資も停滞、公共投資も住宅投資も小幅ながら減少した⁵。

このことを、これまで示してきた景気回復 5 大要因である①回復余地、②相対的に低いインフレ率、③金融緩和の継続、④企業の前向き姿勢、⑤インバウンド需要回復、に照らして評価すると、第一に①回復余地が大きい、ということにはなる。また、⑤インバウンド需要の回復も以下の通り確認できている。

インバウンド需要のベースとなる訪日外国人数は、2023 年 1 月に 149.7 万人まで回復（右図）、年間でピークを記録した 2019 年の月平均 265.7 万人と比べると、その 56%まで水準を取り戻している。内訳を見ると、韓国（56.5 万人）が引き続きトップで、以下、台湾（25.9 万人）、香港（15.2 万人）、米国（8.8 万人）と続いている。

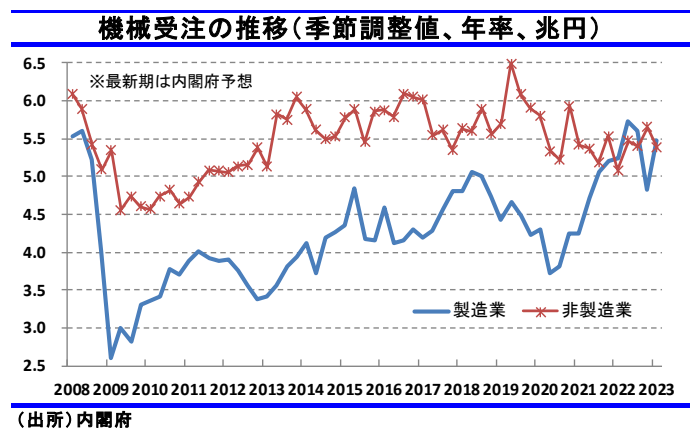
ただ、かつて圧倒的なシェアを誇っていた中国本土からの訪日客数は 1 月も 3.1 万人にとどまっている。中国政府は 2 月 6 日に海外団体旅行を解禁したが、対象は 20 カ国に限っており日本は含まれていない。インバウンド需要の本格回復は、中国の規制緩和待ちの状況にある。

それでも、訪日外国人数はピークの過半まで回復しており、仮にこの水準を 2 月以降も維持すれば、それだけで 2023 年のインバウンド需要（旅行収支の受取）は通年で 3 兆円に達する。2022 年は 1 兆円弱（9,700 億円）にとどまったことから、現状維持でインバウンド需要は年間約 2 兆円、GDP の約 0.4%増加することになる。中国からの訪日客が増えれば、当然その分上乗せされる。インバウンド需要回復による景気押し上げ効果は、かなり大きい。



企業の前向き姿勢にやや陰りも

一方で、④企業の前向き姿勢、という観点では、設備投資の停滞が懸念材料である。設備投資のうち、機械投資の先行指標である機械受注（船舶・電力を除く民需）は、2022 年 12 月に前月比+1.6%と 2 ヶ月ぶりの増加に転じたが、11 月に▲8.3%と大きく落ち込んだ後には小幅な増加にとどまった。そのため、10～12 月期では前期比▲5.0%もの大幅マイナスとなっており、当面は機械投資の停滞が続く可能性を示唆した。同時に発表された 2023 年 1～3 月期の内閣府予想では、前期比+4.3%の回復が見込まれているが、これが実現しても落ち込みを補いきれないため、今のところ再拡大の兆しは見られない。



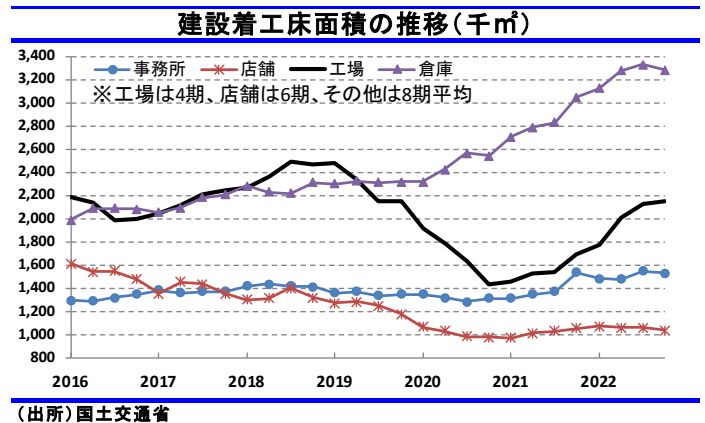
業種別に見ると（右上図）、製造業からの受注は 10～12 月期に前期比▲14.0%と大きく落ち込んだが、1～3 月期は+13.6%と大幅反発が見込まれている。ただ、それでも落ち込み前の水準は取り戻せず、弱含

⁵ 詳細は、2023 年 2 月 14 日付 Economic Monitor 「日本経済：プラス成長転化も予想を大きく下回り、企業活動の慎重化が懸念材料に（2022 年 10～12 月期 GDP）」参照。 <https://www.itochu-research.com/ia/report/2023/2296/>

みの推移が続くことになる。非製造業からの受注も、10～12月期は前期比+4.7%と堅調であったが、1～3月期は▲4.7%と一進一退が見込まれている。

建設投資についても停滞感が強まっている。建設投資の先行指標である建設着工床面積は、2022年12月も前年同月比▲29.3%と4ヵ月連続のマイナス、しかもマイナス幅が大きく拡大（11月は▲7.3%）、その結果、10～12月期でも前年同期比▲25.2%もの大幅マイナスとなった。7～9月期の+21.6%から急ブレーキが掛かっている。

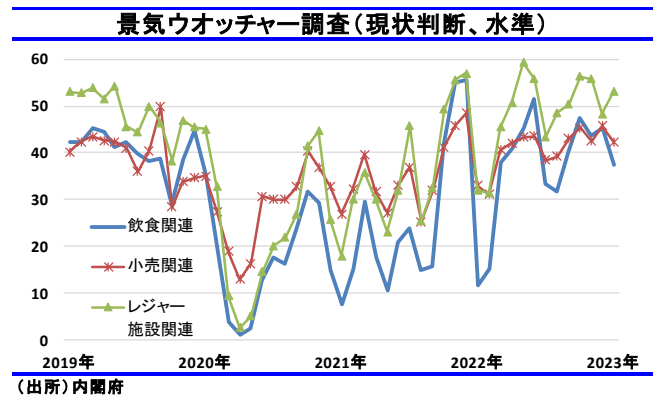
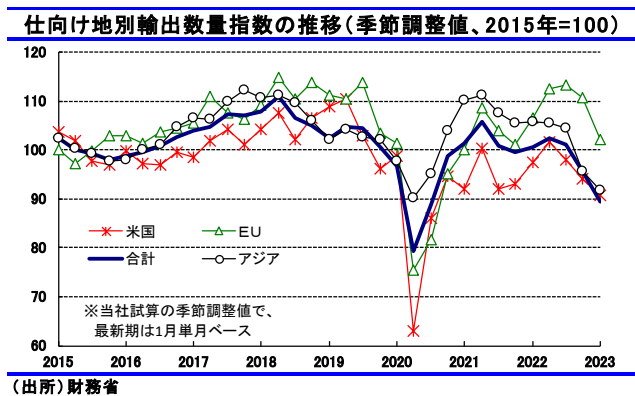
内訳を見ると、大幅増が続いていた倉庫（7～9月期前年同期比+38.7%→10～12月期▲45.5%）がマイナスに転じたほか、持ち直しの兆しが見られた事務所（+9.6%→▲55.7%）や店舗（+9.0%→▲7.6%）もマイナスに転じ、工場（+32.7%→+4.3%）も急減速している。一定の進捗期間を想定した移動平均で水準感を見ると（右図）、倉庫のピークアウトや工場の頭打ちが示唆されている。



財輸出は減少、サービス分野の景況感は悪化

こうした企業の慎重姿勢、特に製造業において顕著にそれが見られる大きな要因に、財（モノ）の輸出の減少があることは間違いないだろう。通関輸出数量指数は、1月も前月比▲3.7%と4ヵ月連続の減少を記録（当社試算の季節調整済値）、1月の水準は10～12月平均を6.6%も下回っている（次ページ左上図）。

仕向け地別に見ると、10～12月に比した1月の水準はEU向けの落ち込みが大きく（▲7.7%）、アジア向け（▲4.1%）や米国向け（▲3.5%）でも落ち込みが続いた。ただ、アジア向けは中国を中心に今年の春節（旧正月）が1月だったことによる影響も少なからずあろう。周知の通り中国経済は、コロナ感染の収束に伴い急回復しているため、春節明けの2月以降は、輸出の回復も期待できそうである。一方の欧米向けは、今後、物価上昇と利上げによる景気の悪化が本格化するに伴って、日本からの輸出もさらに減少する余地があろう。そのため、財輸出の低迷による悪影響は、中国向けの回復により弱まるものの、しばらく残るとみておくべきであろう。



非製造業の設備投資は、景気ウォッチャー調査が示す通り（右上図）、外食やレジャー関連などのサービス分野や小売業界で年末にかけて景気回復の勢いが鈍ったことも伸び悩みの一因であろう。景気ウォッチャ

一調査の景気現状判断（水準）指数は、全体で10月の47.8から12月は46.8へ低下したが、「小売関連」は概ね横ばい（10月45.3→12月45.8）、「飲食関連」（47.5→45.2）や「サービス関連」（53.2→49.1）は大きく悪化した。サービスの中では「レジャー施設関連」（56.3→48.3）の悪化が目立っており、これらの背景にはコロナ感染拡大や物価上昇があると考えられる。

1月は「レジャー施設関連」こそ持ち直したものの、「小売関連」や「飲食関連」は悪化しており未だ復調は確認できていない。ただ、コロナ感染者数は着実に減少しており、政府は3月13日からマスク着用を個人の判断に委ねる方針を示すなど、脱コロナへの方向性に変化はない。人手不足対策という喫緊の課題もあるため、今後、小売やサービス分野の復調に伴って非製造業の設備投資は復調するとみてよいだろう。

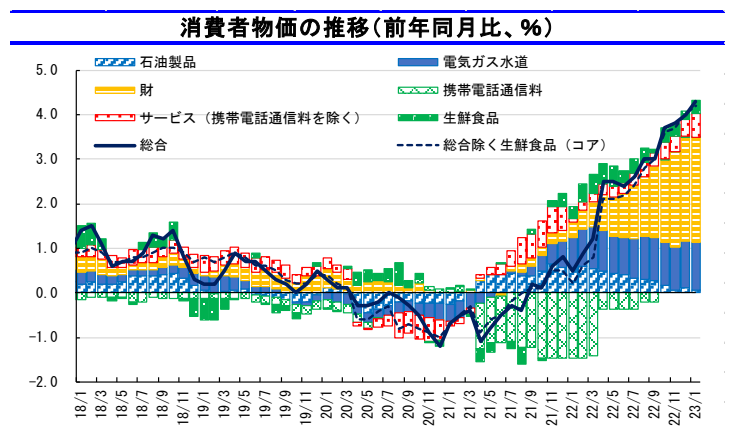
上昇率高まる物価と賃金

残るチェックポイントのうち、③金融緩和の継続は冒頭で触れた通り、多少の長期金利上昇はあっても、基本的には経済にとって極めて緩和的な状況が続こう。最後の②相対的に低いインフレ率は、足元で様子が変わってきている。1月の消費者物価上昇率（インフレ率）は、原材料高や円安を受けた財やサービスへの価格転嫁が進み、総合で前年同月比+4.3%、生鮮食品を除いた総合（コア）でも+4.2%まで高まった（右図）。

ただ、今後は政府の対策により電気代・ガス代の上昇が抑えられるため、2月にはいずれも3%程度に伸びが鈍化する見込みである。エネルギー以外の物価は、原材料高や円安による食料品価格への転嫁が続いていることに加え、サービス価格にも値上げの動きが広がっているため⁶、伸びは高まる方向にあるが、エネルギー価格低下の影響が勝り、消費者物価上昇率は総合、コアとも2023年度後半には2%程度まで低下すると見込まれる。

物価上昇の景気への影響ということでは、賃金との比較が重要となるが、賃金は人手不足の加速を受けて上昇ペースが速まっている。厚生労働省の毎月勤労統計によると、現金給与総額（基本給に残業代や特別給与を加えたもの）は、昨年12月に前年同月比+4.1%と11月の+1.9%から大幅に伸びを高めた（次ページ上左図）。内訳を見ると、基本給（所定内給与）は、前年同月比+1.4%と11月（+1.5%）に続き1%半ばで推移しており、1997年6月（+1.7%）以来の上昇率で推移している。そうした中で、ボーナスなどの「特別給与」が、企業の好業績を反映して前年同月比+6.5%と11月の+3.1%から大きく伸びを高めた。

なお、毎月勤労統計はサンプル調査につき、調査対象が入れ替わることによる歪みが生じるため、これらの要因を除いた「共通事業所」というデータも収録されている。こちらでみると（次ページ上右図）、12

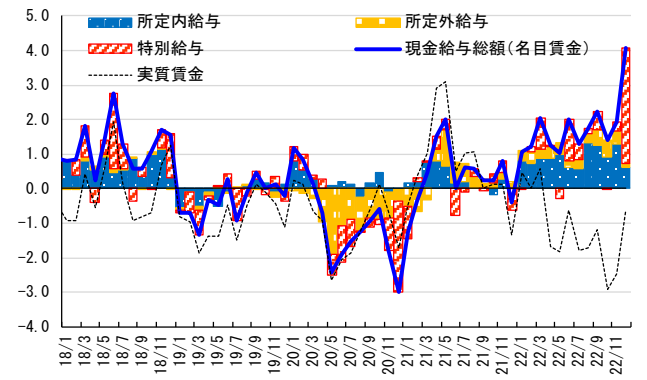


（注）2019年10月の消費増税は調整済み。伊藤忠総研の試算値。

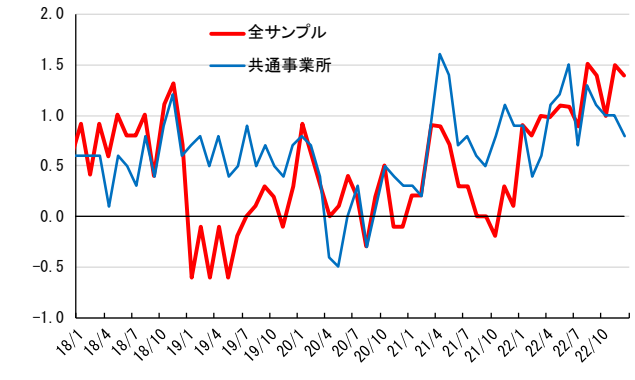
（出所）総務省「消費者物価指数」

⁶ 3月には、JR東日本や東京メトロなどの電車運賃の値上げ、外食チェーンでの再値上げ、4月には宅急便の値上げなどが予定されている。

月の基本給（所定内給与）は前年同月比+0.8%にとどまり⁷、上記の全サンプルの結果の+1.4%を下回っている。すなわち、賃金の伸びはサンプルの入れ替えによって過大となっている可能性には留意しておく必要があるということになる。とはいえ、基本給が前年比で1%前後の上昇を続けているのは久方ぶりのことであり、所得環境が確実に改善していることは間違いない。

現金給与総額(前年比、%)


(出所)毎月勤労統計

基本給(前年比、%)


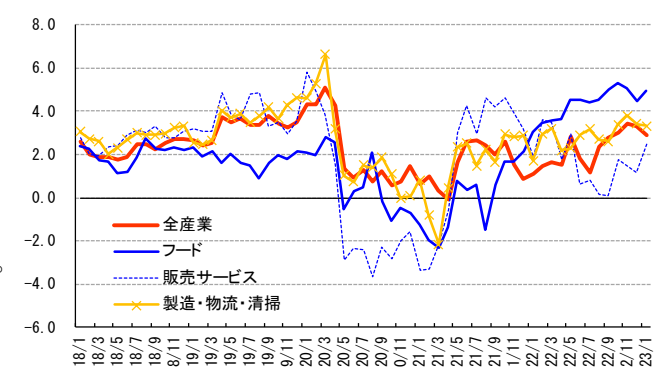
(出所)毎月勤労統計

本題に戻ると、人手不足の加速を受け、労働需給をより敏感に反映するパート労働者の賃金は、一般労働者（正社員）より高い伸びが続いている。毎月勤労統計から試算される時間当たり賃金は、12月に一般労働者で前年同月比+2.5%、パート労働者は+3.3%となっており、パート労働者は一般労働者を+0.6%ポイントも上回っている。

また、リクルートジョブズ社が公表する「パートアルバイト募集時平均時給」によると、1月のパート時給は、全産業で前年同月比+2.9%、うち外食産業（フード）は+5.0%、製造・物流・製造業は+3.3%、販売サービス業は+2.5%となっている（右図）。特に人手不足が深刻な外食産業では、2021年末ごろから上昇が加速し、足元では他産業にも波及しつつある。

一般労働者についても、今後の賃金上昇が期待できそうな状況にある。2月に入り、2023年の春季労働交渉が本格化している（次ページ表）。交渉に先んじて3~10%程度の賃上げを表明した企業もあったことも影響してか、主な労働組合は概ね3~5%の賃上げ要求を提出している。

こうした中で、トヨタ自動車は最大9,370円、Hondaは5%の満額で異例のスピード回答（2/22）に踏み切った。今後は同業の中小企業や他産業へ波及が期待される。経営体力が比較的弱い中小企業においては、

パートアルバイト募集時平均時給(前年比、%)


(注)3大都市圏は、首都圏・東海・関西。

(出所)リクルート・ジョブズリサーチセンター

⁷ ただし、従業員属性別に見ると、一般（フルタイム）の基本給（所定内給与）は11月の前年同月比+1.3%から12月は+1.4%に高まる一方で、パートタイムは+0.8%から+0.4%へ鈍化している。つまり、基本給の伸びの鈍化は専らパートタイムの賃金の伸びの鈍化によってもたらされたことになり、本文で後述する通り、パートタイム賃金の上昇率に大きな落ち込みはみられないことも踏まえ、基本給の鈍化は専ら相対的に賃金水準の低いパートタイム労働者の増加により平均賃金が押し下げられた結果だと考えられる。

賃上げ余地が限られる場合も多いとみられるが、空前の人手不足という現状において、人材の確保は企業経営の最優先課題の一つである。少なくとも、ここ数十年経験したことのない範囲と程度で賃上げの動きが広がり、そのコストを吸収するために製品・サービス価格を引き上げる動きが続けられる可能性が高いと考えておくべきであろう。

当社は、2023年度の春闘賃上げ率が2.8%（昨年実績2.2%）へ高まると予測している。これが実現すれば、平均賃金の上昇率は2%程度まで高まり、年度後半には消費者物価の上昇分を概ねカバーしよう。

成長率見通し

以上の通り、足元で景気は海外景気の悪化やコロナ感染拡大、物価上昇などの影響により、回復の勢いが鈍っている。そのことは、回復余地を大きくするという点で今後の景気にとってプラスとも言えるが、それよりも重要なのは、景気の逆風の一つである物価上昇が、2月以降は資源価格や円安のピークアウトに政府の抑制策の効果が加わって鈍化することであろう。そして、個人消費に関して言えば、企業の賃上げ積極化で賃金上昇率が高まり、年後半にも物価上昇と同等ないしは上回ると見込まれること、インフレの鎮静化や賃金の上昇が消費者マインドの改善にもつながることから、リベンジ消費にも支えられて堅調な拡大が続くと期待される。

ベア・賃上げを表明した企業		
2月3日	ノジマ	ベア4%実施
2月7日	日本電産	賃上げ平均7%実施
2月7日	任天堂	ベア10%実施
2月8日	パナソニックHD	賃上げ平均5%実施
2月9日	クラレ	賃上げ平均8%実施
2月10日	小野建	賃上げ平均7%実施
2月10日	昭和産業	ベア3~4%実施
2月14日	鹿島	賃上げ平均5%検討
2月16日	ロイヤルHD	賃上げ6.5%実施
2月23日	ワークマン	賃上げ5%実施
組合等による要求		
2月10日	重工大手3社労働組合	ベア1万4000円要求
2月14日	三菱UFJ信託労働組合	賃上げ3%要求
2月15日	自動車大手8社労働組合	賃上げ3~5%要求
2月16日	日立製作所労働組合	賃上げ3.9%要求
2月16日	シャープ労働組合	ベア7000円要求
2月17日	三菱UFJ銀行従業員組合	賃上げ5.5%要求
2月20日	KDDI労働組合	ベア5%要求
2月20日	電機連合	ベア7000円要求
2月21日	JAL労働組合	ベア6000円要求
2月21日	三井住友銀行従業員組合	ベア2.5%要求

（出所）日本経済新聞をもとに伊藤忠総研作成

設備投資は、製造業では財輸出の低迷が続き回復にやや時間を要するものの、人手不足がより深刻な非製造業では生産性を高めるための投資が不可欠であり増加傾向が続こう。金融政策は、枠組みの修正に伴って長期金利が多少上昇するかもしれないが、基本的に極めて緩和的な状況が維持されるとみられ、特に企業の設備投資に影響が大きい10年未満の金利には大きな変化はないとみられるため、その影響は限定的であろう。インバウンド需要は着実に回復しており、中国の規制動向次第で、より力強い回復も期待される。

その結果、実質GDP成長率は、足元の緩慢な景気回復ペースを反映して2022年度は前年比+1.4%にとどまるものの、2023年度は個人消費の堅調な拡大と設備投資の持ち直し、サービス分野（インバウンド需要）を中心とした輸出の拡大により、+1.8%まで伸びを高めよう。2024年度は設備投資の拡大一巡により+1.3%へ減速するも、0.5%程度とされる潜在成長率（内閣府試算）を上回る成長が続き、2022年7~9月期にGDP比2.0%だったとされる需給ギャップ⁸は、これらの試算が正しければ2024年度後半には解消されることになる。

需給ギャップと物価上昇との関係は明確ではないが、少なくとも需給ギャップが縮小に向かえば物価が上昇しやすくなることは間違いない。エネルギー価格上昇の影響が一巡したとしても、数十年ぶりの本格的な価格転嫁の動きを背景に、物価上昇圧力が思いのほか強く長く続く可能性は十分にありそう。

⁸ 内閣府の試算による。<https://www5.cao.go.jp/keizai3/getsurei/getsurei-index.html>

懸念されるリスクとしては、欧米景気の悪化が想定より深く長くなることによる財輸出の落ち込み加速や、それを受けた製造業の設備投資の減少のほか、日銀の金融政策が想定外に大きく修正され長期金利が大きく上昇、円高が加速することによる企業の業績悪化や投資抑制が挙げられる。加えて、安定的な2%の物価上昇が想定以上に早く実現することも、リスクとして意識しておくべきであろう。

日本経済の推移と予測(年度)

前年比, %, %Pt	2020 実績	2021 実績	2022 予想	2023 予想	2024 予想
実質GDP	▲4.1	2.6	1.4	1.8	1.3
国内需要	▲3.5	1.8	1.8	1.5	0.9
民間需要	▲5.7	2.0	2.4	1.8	1.1
個人消費	▲5.1	1.5	2.5	1.3	1.2
住宅投資	▲7.6	▲1.1	▲4.4	1.8	▲0.1
設備投資	▲5.7	2.1	2.7	3.8	0.4
在庫投資(寄与度)	(▲0.3)	(0.4)	(0.1)	(▲0.0)	(0.1)
政府消費	2.7	3.4	1.3	0.9	0.8
公共投資	4.9	▲6.4	▲3.9	▲1.1	▲0.8
純輸出(寄与度)	(▲0.7)	(0.9)	(▲0.4)	(0.3)	(0.4)
輸出	▲10.0	12.3	5.3	5.6	4.3
輸入	▲6.3	7.0	7.6	4.1	2.5
名目GDP	▲3.5	2.4	1.8	3.8	2.6
鉱工業生産	▲9.6	5.7	0.4	4.4	2.3
失業率(%、平均)	2.9	2.8	2.5	2.3	2.1
経常収支(兆円)	16.7	20.3	11.4	11.6	15.7
消費者物価(除く生鮮)	▲0.7	0.1	3.0	2.0	1.9

(出所)内閣府ほか、予想部分は伊藤忠総研による。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、伊藤忠総研が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠商事ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。