

SCB

SHINKIN
CENTRAL
BANK



信金中央金庫

SCB 地域・中小企業研究所

〒103-0028 東京都中央区八重洲 1-3-7
TEL. 03-5202-7671 FAX. 03-3278-7048
URL <https://www.scbri.jp>

経済見通し

No. 2023-1

(2023. 5. 19)

実質成長率は23年度1.1%、24年度1.3%と予測

—物価高と世界経済の減速が景気の回復ペースを抑える要因に—

< 要 旨 >

1. 23年1~3月の実質GDPは前期比0.4%増(年率1.6%増)

感染が沈静化したことで外出行動が回復し、外食やレジャーなどを中心に個人消費は前期比0.6%増と22年10~12月の0.2%増から加速した。住宅投資(0.2%増)と設備投資(0.9%増)もプラスとなった。一方、輸出は前期比4.2%減と大きく落ち込んだ。訪日観光客数の回復を受けてサービス輸出は上向いたものの、世界経済の減速で機械類や電子部品の需要が減少した。国内生産活動の減速で輸入も前期比2.3%減とマイナスになったが、輸出から輸入を差し引いた純輸出は年率換算の実質成長率を1.3%ポイント押し下げた。

2. 経済活動は正常化に向かうも物価高と世界経済の減速が下押し要因に

感染沈静化を受けてサービス関連を中心に個人消費は上向いているが、昨年来のインフレ圧力の高まりで食料や日用品などの消費が押し下げられている。世界経済の減速に伴う輸出の減少や製造業を中心とした設備投資の抑制も景気の下押し要因になっている。23年度は、新型コロナウイルスの感染症法上の分類が季節性インフルエンザと同等の5類に移行され、経済活動の正常化が本格化するものの、世界経済の停滞が続くことやインフレ圧力の高まりなどが景気の回復ペースを抑える要因になるとみている。

3. 実質成長率は23年度1.1%、24年度1.3%と予測

23年度の実質成長率は1.1%と前回予測を据え置いた。経済活動の正常化を反映して個人消費の回復が続く一方、世界経済の減速が輸出や設備投資の下押し要因になるとの見方を維持している。24年度の実質成長率は1.3%と予測した。コロナ禍で落ち込んだ反動増が一巡することで個人消費は巡航速度の増加ペースに鈍化するものの、輸出の回復で経済成長ペースはやや高まると想定している。

(注)本稿は2023年5月17日時点のデータに基づき記述されている。

(図表1) GDP成長率の推移と予測

(単位: %)

	2020年度	2021年度	2022年度	2023年度	2024年度	前回(23年2月)	
	〈実績〉	〈実績〉	〈実績〉	〈予測〉	〈予測〉	23年度(予)	24年度(予)
実質GDP	▲4.1	2.6	1.2	1.1	1.3	1.1	1.2
個人消費	▲5.1	1.5	2.4	1.4	1.0	1.3	1.0
住宅投資	▲7.6	▲1.1	▲4.4	0.1	1.2	1.1	2.0
設備投資	▲5.7	2.1	3.0	1.8	2.1	2.1	1.4
公共投資	4.9	▲6.4	▲2.6	2.8	▲2.4	1.2	▲2.0
純輸出(寄与度)	(▲0.6)	(0.8)	(▲0.6)	(▲0.3)	(0.2)	(▲0.2)	(0.3)
名目GDP	▲3.5	2.4	1.9	3.3	2.0	2.9	1.8

(備考)内閣府「四半期別GDP速報」より作成。予測は信金中金 地域・中小企業研究所

1. 23年1～3月の実質GDPは前期比0.4%増（年率1.6%増）

23年1～3月のGDPは、物価変動の影響を除いた実質で前期比0.4%増、年率に換算すると1.6%増となった。原油価格の下落などで輸入デフレーターが前期比で大幅に下落したことから、名目GDPは前期比1.7%増、年率では7.1%増と高い伸びになった（図表2）。

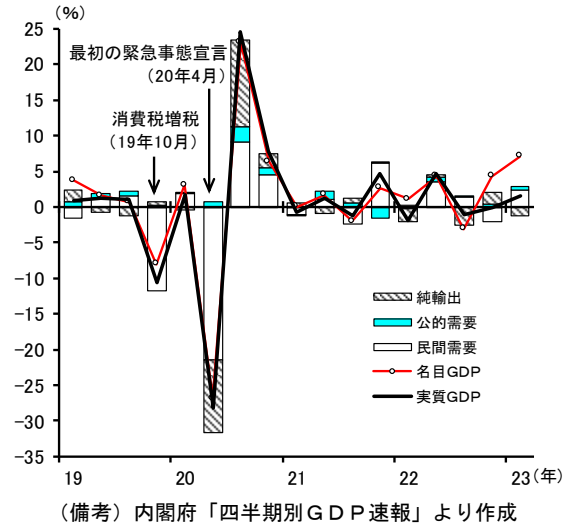
1～3月の実質GDPを需要項目別にみると、GDPの5割強を占める個人消費は前期比0.6%増と22年10～12月の0.2%増から加速した。新型コロナウイルスの感染が沈静化したことで外出行動が回復し、外食やレジャーなどのサービス消費が好調だった。また、半導体不足の緩和を受けて乗用車の販売も回復した（図表3）。

住宅投資は前期比0.2%増と2四半期連続で増加した。貸家建設の増加が続いていることに加え、木材などの資材価格の高騰が一服したことも寄与している。

設備投資は前期比0.9%増と2四半期ぶりのプラスとなった。人手不足対策を目的とした省力化投資が続いていることに加え、供給制約の緩和を受けて企業の自動車購入が増加した。在庫投資は前期比ベースの成長率を0.1%ポイント押し上げた。公共投資は前期比2.4%増加した。22年度補正予算に計上された「防災・減災、国土強靱化」に関する工事が進捗している。ワクチン接種費用が減少したことで政府消費は前期比横ばいにとどまった。

輸出は前期比4.2%減と6四半期ぶりに減少した。訪日観光客数の回復を受けてサービス輸出は上向いたが、世界経済の減速で機械類や電子部品の輸出が減少した。国内生産活動の減速で輸入も2.3%減少したが、輸出から輸入を差し引いた純輸出の寄与度は前期比マイナス0.3%ポイント、年率換算の実質成長率を1.3%ポイント押し下げた。

(図表2) GDPの前期比年率と寄与度



(図表3) 個人消費関連指標（前年比増減率）

(単位：%)

	22年			23年			22年			23年			
	4～6月	7～9月	10-12月	1～3月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月
全世帯実質消費	0.3	3.6	▲0.5	▲0.4	3.4	5.1	2.3	1.2	▲1.2	▲1.3	▲0.3	1.6	▲1.9
平均消費性向(勤労者)	64.5	64.8	63.7	64.6	66.0	64.2	64.3	65.0	63.4	62.8	67.0	63.2	63.6
乗用車販売	▲14.4	2.1	10.7	16.7	▲6.9	▲11.2	26.4	28.3	5.6	1.5	17.4	22.9	12.1
(普通+小型乗用車)	▲15.9	▲1.0	5.5	18.1	▲12.2	▲12.1	24.7	23.6	2.2	▲5.5	11.2	28.1	16.0
(軽乗用車)	▲11.7	8.3	20.8	14.1	4.8	▲9.4	29.9	37.2	11.9	16.5	29.9	13.8	4.2
百貨店販売額	25.8	17.2	6.0	14.5	9.4	25.4	19.9	11.2	4.3	4.0	14.8	20.3	9.9
スーパー販売額	▲1.4	▲0.5	2.3	0.8	0.5	▲1.4	▲0.5	1.6	1.6	3.5	1.6	0.0	0.7
商業動態・小売業	2.8	3.7	3.6	6.4	2.4	4.1	4.8	4.4	2.5	3.8	5.0	7.3	6.9
(衣類・身の回り品)	6.9	2.0	▲1.3	3.6	1.1	7.8	▲2.3	4.6	▲8.8	0.8	4.1	8.9	▲0.5
(飲料・食料品)	▲0.2	0.1	2.1	5.3	0.5	▲0.1	▲0.1	1.4	1.6	3.2	5.0	5.5	5.4
(自動車)	▲8.8	0.7	5.9	15.7	▲2.3	▲6.3	10.2	12.2	6.1	0.4	10.7	17.0	18.2
(家庭用機械)	▲0.5	▲3.1	▲2.6	▲2.2	▲5.5	▲6.3	3.0	▲1.0	▲2.9	▲3.7	▲3.3	1.4	▲3.9
(燃料)	13.5	8.7	0.8	▲0.9	7.9	10.8	7.5	1.6	▲2.6	3.0	0.0	0.2	▲2.7
外食産業売上高	—	—	—	—	14.5	18.0	19.7	14.8	8.9	8.6	15.3	23.5	18.8

(備考) 1. 平均消費性向は季節調整済みの実数。百貨店、スーパーは既存店。外食産業売上高は全店ベース

2. 総務省「家計調査」、経済産業省「商業動態統計」などより作成

2. 経済活動は正常化に向かうも物価高と世界経済の減速が下押し要因に

(1) 物価高が食料、日用品などの消費を下押し

経済活動が正常化に向かい始めたことで23年1～3月のGDP統計は堅調な結果を示したが、22年7～9月と10～12月がともにマイナス成長だったことを考慮すると回復の勢いは弱いと言わざるを得ない。感染一服を受けてサービス関連を中心に個人消費が上向いているものの、世界経済の減速に伴う輸出の減少や製造業を中心とした設備投資の抑制が景気の本格回復を阻む要因になっている。昨年来のインフレ圧力の高まりで食料や日用品、衣類などの消費が押し下げられているといった側面もある。23年度は、新型コロナウイルスの感染症法上の分類が季節性インフルエンザと同等の「5類」に移行され、経済活動の正常化が本格化するものの、世界経済の停滞が続くことやインフレ圧力の高まりなどが景気の回復を抑える要因になるとみている。

22年11月中旬から再拡大した新型コロナウイルスの感染は23年2月にかけて沈静化した。感染への警戒感が薄れるにつれて人々の外出行動は回復し、外食やレジャーなどサービス関連消費は回復に向かった。全国旅行支援が延長されたことで宿泊旅行も順調な回復を続けている。

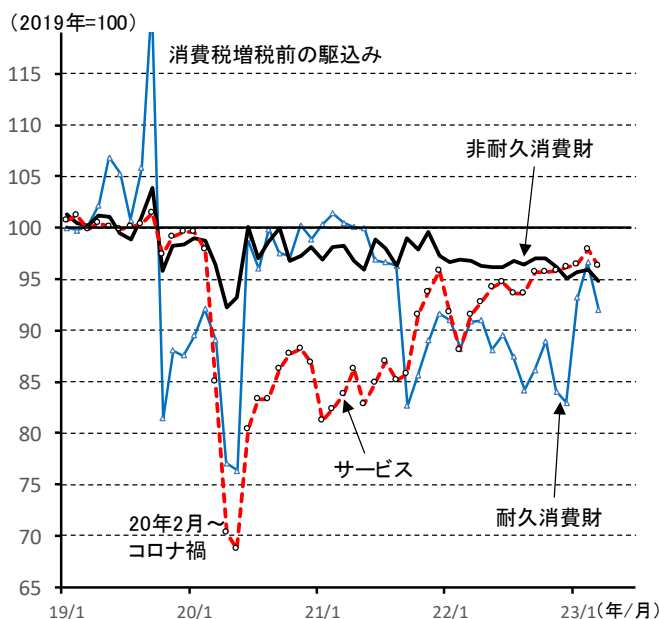
ゴールデン・ウィーク明けの5月8日には、新型コロナウイルスの感染症法上の分類が季節性インフルエンザと同等の「5類」に移行された。マスク着用が個人の判断に委ねられ、原則7日間となっていた感染時の待機期間は撤廃された。「5類」に変更されたことで感染への警戒感は一段と後退するとみられ、サービス関連消費はコロナ禍前の水準に向けて回復を続けると予想される。今後もインフルエンザと同様に流行と沈静化を繰り返す可能性は否定できず、感染拡大局面では外出行動が慎重化することも考えられるが、家計の消費活動は振幅を伴いつつも正常化に向かうと想定している。

もっとも、コロナ禍前の消費水準まではなお距離がある。23年1～3月に持ち直した個人消費は、4～6月も回復基調を維持すると予想しているが、その場合でもコロナ禍前の水準(2019暦年)を0.7%下回る見込みである。

コロナ禍前の水準を取り戻しきれない最大の要因が物価高である。日銀から公表されている消費活動指数をみると、感染に対する警戒感の後退を反映して実質サービス指数は回復基調で推移しているが、非耐久消費財指数は弱い動きになっている(図表4)。

非耐久財指数の主要品目は食料品や電気代など光熱費であり、物価高が加速した昨年後半頃から水準を切り下げている。値上げの動きは食料品から日

(図表4)消費活動指数の推移



(備考) 1. 非耐久消費財にはGDP統計で半耐久消費財に分類される衣料品などが含まれる
2. 日本銀行「消費活動指数」より作成

用消耗品や衣類・身の回り品にも広がるなど新年度入り後も物価上昇の勢いは衰えていない。

23年度は、日常を取り戻そうとする家計行動が広がることで個人消費は徐々に水準を切り上げていくと予測しているが、インフレが非耐久財の消費を下押しする要因となるため、個人消費全体で見ると緩やかな回復にとどまると予想している。

（2）世界経済の減速が輸出の下押し要因に

世界経済の減速も正常化に向かいつつある日本経済の下押し要因となっている。主因は世界的な製造業の減速で、資本財を中心とした日本の輸出が影響を受けている。財別の実質輸出指数をみると、昨年夏頃をピークに資本財の輸出が減少しており、輸出全体を押し下げている（図表5）。半導体サイクルが調整局面に入っていることもマイナス要因で、電子部品・デバイスの生産や輸出も振るわない状態が続いている。

今後、世界経済が深刻な不況期に入る可能性は低いとみているが、主要国・地域の中央銀行による利上げの影響で欧米の製造業を中心に引き続き減速傾向で推移する可能性は高い。機械類や電子部品の輸出は弱い動きが続くとみられる。

一方、中国政府はゼロコロナ政策を解除し、経済活動の回復を優先する姿勢に転換している。世界的な製造業の減速で中国においても生産活動の回復は遅れているが、中国経済が回復に向かうことで、日本経済にもその恩恵が徐々に波及してくると予想される。

車載用の半導体不足も解消に向かっている。依然として十分な在庫を確保できない状況ではあるが、自動車の挽回生産の動きは広がり始めている。当面も機械類や電子部品の需要が弱く、輸出は弱い動きが続くとみられるが、自動車の挽回生産を受けて自動車輸出が持ち直すことで輸出の下振れは回避できると予想している。

（3）製造業の投資意欲は慎重化しているが設備投資は中期的に増勢を維持

輸出の減速を受けた生産調整で製造業の投資スタンスが慎重化している。設備投資の先行指標とされる機械受注（船舶・電力を除く民需）の動きをみると、22年7～9月は前期比1.6%減、10～12月は4.7%減と2四半期連続で減少した。直近の公表値である23年1～2月の平均は、10～12月平均に比べて4.7%増と持ち直しているが、業種別にみると製造業は1.1%増にとどまっている（図表6）。輸出が落ち込んだことで一般機械や電気機械を中心に投資計画を先送りする動きがある。サービス消費の回復を受けて非製造業の投資意欲が上向いていることから設備投資が大きく落ち込むリスクは小さいが、当面の設備投資は力強さを欠いた動きになると予想される。

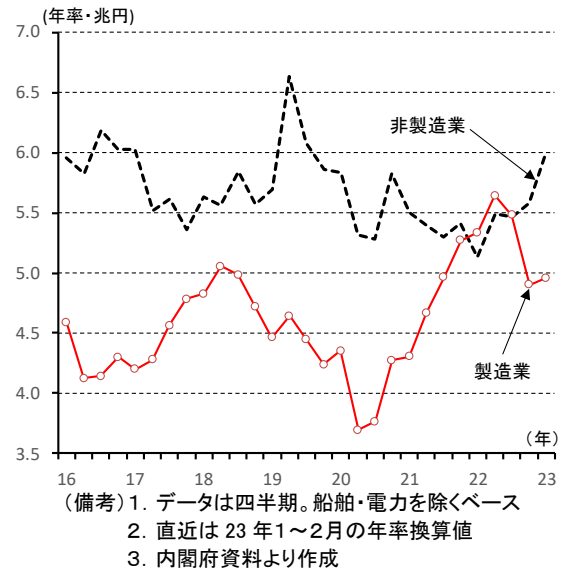
（図表5）月次の実質輸出指数の推移



もっとも企業の投資スタンスが極端に冷え込んでいるわけではない。23年4月3日に公表された日銀短観3月調査によると、企業は23年度の設備投資（全規模全産業）を前年度に比べて3.9%増やす計画である。22年度（実績見込み）の11.4%増に比べて低い伸びだが、3月調査は計画が固まっていないなどの理由で低い伸びになりやすい。22年度の3月調査時点の当初計画が0.8%増だったことと比較すると、23年度の3.9%増は高めの伸びといえる。

製造業の投資スタンスの慎重化で、当面の設備投資は伸び悩むものの、中期的には上向きの動きを維持すると考えられる。コロナ禍で表面化した供給制約リスクや、米中対立を受けた地政学リスクが意識されるなか、企業はサプライチェーンの再構築を進め始めており、その選択肢として国内投資を拡充しようとする動きが原動力となろう。また、循環的な景気変動に左右されにくいグリーン（GX）とデジタル（DX）に関連した投資需要も下支えになるとみられる。

（図表6）業種別機械受注の推移（年率換算）

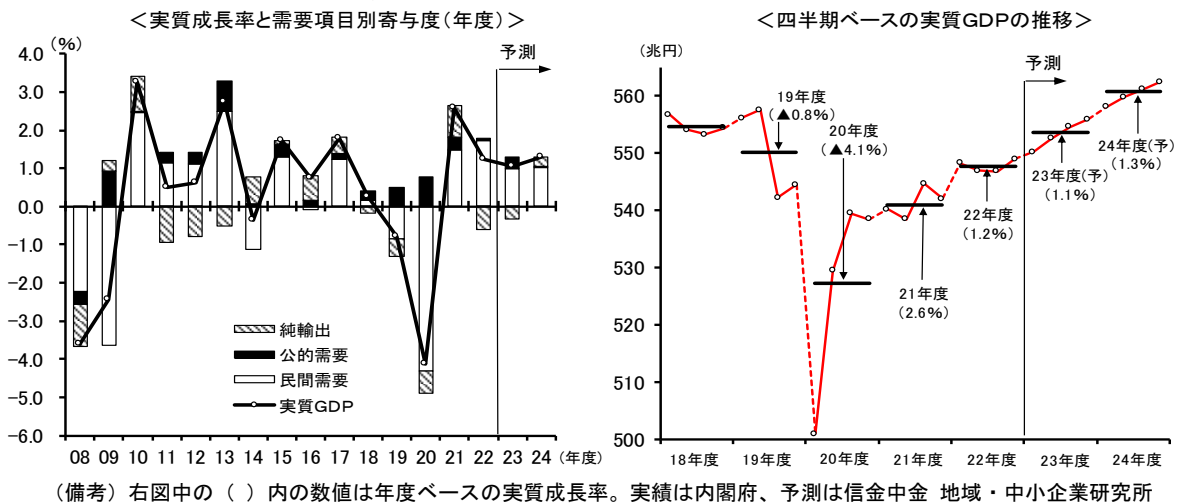


3. 実質成長率は23年度1.1%、24年度1.3%と予測

23年度の実質成長率は1.1%と前回予測を据え置いた。経済活動の正常化を反映して個人消費の回復が続く一方、世界経済の減速が輸出や設備投資の下押し要因になるとの見方を維持している。24年度の実質成長率は1.3%と予測した。コロナ禍で落ち込んだ反動増が一巡することで個人消費は巡航速度の増加ペースに鈍化するものの、輸出の回復で経済成長ペースはやや高まると想定している（図表7）。

23年度も新型コロナの感染一服と再拡大が繰り返される可能性は残るが、感染症法上の分類が「5類」に変更されたことで人々の感染への警戒感は後退しよう。コロナ禍で

（図表7）実質GDP成長率の推移と予測



抑制されてきた外食やレジャーといったサービス関連消費の回復が続くと見込んでいる。ただ、値上げの動きが広がっていることから食料や日用消耗品など非耐久財の消費が伸び悩むとみられる。23年度の個人消費は前年比1.4%増と22年度の伸び(2.4%増)を下回ると予測した。

設備投資は製造業を中心に当面、抑制的な動きが続くとみられるが、コロナ禍で必要な投資を先送りしてきたこともあって、計画の見直しは一部に限られよう。循環的な景気変動に左右されにくいグリーン(GX)とデジタル(DX)に関連した投資需要は底堅く、23年度全体の設備投資は前年比1.8%増と3年連続で増加する見通しである。減少が続いてきた公共投資は、補正予算の効果などから足元では増加に転じており、23年度は前年比2.8%増と3年ぶりのプラスが見込まれる。

一方、世界経済の減速や半導体サイクルの調整を受けて輸出が伸び悩むとみられ、外需は景気を下押しする要因となる。機械類や基礎素材、電子部品の輸出が停滞しよう。ただ、自動車は世界的にバックオーダー(注文残数)が積み上がっており、生産体制が整うにつれて、輸出も通常のレベルまで回復すると予想している。また、世界的な行動規制の緩和を受けてインバウンド需要が持直しに向かうことも外需のプラス要因になる。輸出から輸入を差し引いた純輸出は引き続き成長率の押下げ要因となるが、マイナス寄与度は0.3%ポイントに縮小しよう(22年度の純輸出は0.6%ポイントの押下げ要因)。なお、実質GDPが、コロナ禍前の平均的な経済活動レベルと考えられる19年(暦年)の水準を上回るのは23年7~9月とみているが、10~12月にずれ込む可能性もある。

24年度には正常な経済活動を取り戻し、個人消費はコロナ禍前の水準を明確に上回ると予測している。世界経済が持直しに向かうことで輸出が回復し、輸入を差し引いた純輸出の寄与度はプラスに転じると予想される。コロナ禍の落込みに伴う反動増が一巡するため、個人消費の伸び率は鈍化しようが、実感を伴った景気回復局面を迎えると想定している。

<海外経済>

<米国>…23年1~3月の実質GDP(事前推定値)は前期比年率1.1%増と3四半期連続のプラス成長となった。ただ、22年7~9月の3.2%増、10~12月の2.6%増に比べて成長ペースは鈍化している。個人消費が前期比年率3.7%増と底堅く推移したものの、設備投資は0.7%増と10~12月の4.0%増からスローダウン、金利上昇の影響で住宅投資は8四半期連続で減少した。米経済はプラス成長を維持しているものの、利上げの効果がタイムラグを伴って経済活動を抑制し始めている。世界的な製造業の減速で輸出も伸び悩んでおり、当面の景気は潜在成長率(年率1.7%程度)を下回る弱めの動きが続く見通しである。一方、雇用環境は良好な状態を維持しており、賃金の増加も続いている。昨年6月に1ガロン5ドルに達したガソリン価格は3.5ドル程度で安定しており、個人消費が大きく下振れする可能性は小さい。もっとも、利上げの影響が顕在化することやコロナ禍で落ち込んだ反動増が一巡することで成長ペースは鈍化しよう。実質成長率は23年が1.2%、24年が0.8%と予測した。

<欧州>…23年1～3月のユーロ圏の実質GDPは前期比0.1%増、年率では0.3%増とプラス成長に転じた（10～12月は前期比年率0.2%減）。国別ではフランスが前期比0.2%増、スペインが0.5%増とプラス成長を維持した。ユーロ圏最大の経済規模を持つドイツは、22年10～12月にマイナス成長となった後、1～3月には悪化に歯止めがかかったが、伸び率は前期比0.0%増（年率0.2%増）と横ばい圏にとどまった。世界的な製造業の減速がドイツ経済の下押し要因になっている。もっとも、物価高や利上げの影響などでリセッション（景気後退）入りが懸念されていたことを考えると、ユーロ圏経済は底堅く推移しているといえる。1～3月は記録的な暖冬の影響でエネルギー価格が大きく下落するなど気候に恵まれた側面もあるが、堅調な雇用情勢を支えにサービス消費の回復が続いていることが背景にある。一方、インフレ圧力は根強く、欧州中央銀行（ECB）による利上げ継続が下押し要因になる。景気後退は回避されるとみているが、ユーロ圏経済は当面も低空飛行が続くと予想される。23年のユーロ圏の実質成長率は0.7%、24年は1.0%と予測した。

<中国>…23年1～3月の中国の実質GDPは前年比4.5%増と22年10～12月の2.9%増から加速した。先進国で一般的に用いられる前期比ベースでも2.2%増と10～12月（0.6%増）に比べて伸びが高まった。ゼロコロナ政策が終わり、外食や旅行などのサービス消費が持ち直したことが主因である。ただ、政府が目指す「5%前後」の成長には届いていない。先行きについては、世界経済の減速や世界的なIT機器需要の落ち込みが回復に向けた逆風になる。1～3月の輸出は、前期に下振れした反動もあって持ち直した格好だが、当面の輸出は緩やかな回復にとどまろう。ゼロコロナ政策の解除に伴う個人消費の回復は明るい材料だが、米中対立の激化やサプライチェーンの再構築に伴う脱中国の動きなどもあり、先行きは楽観視できない。23年はゼロコロナ政策の反動が寄与し、実質成長率は5.1%に高まるものの、反動が一巡した後は成長ペースが鈍化してくると予想される。

4. 23年度も高めの物価上昇が続く見通し

（1）経済正常化で値上げの動きに広がり

23年3月のコア消費者物価（生鮮食品を除く総合）は前年同月に比べて3.1%上昇した。直近のピークである23年1月（4.2%の上昇）に比べると伸びは鈍化しているが、これは政府による電気・ガス代の負担軽減策の効果でエネルギーの物価が大きく押し下げられたためである。エネルギー品目のコア消費者物価上昇率への寄与度は、政策実施前の23年1月にはプラス1.2%ポイントと大幅な押し上げ要因となっていたが、2月にはマイナス0.1%ポイントとなり、3月はマイナス0.3%ポイントと負担軽減策の適用以降は押し下げ方向に寄与している（図表8）。

もっとも、電気代などの影響を含まない「生鮮食品・エネルギーを除く総合指数」の前年比上昇率は、23年1月が3.2%、2月が3.5%、3月が3.8%と加速するなど、物価上昇圧力はむしろ高まっている。

23年度入り後も物価上昇の主因となっている食料品の値上げが続いているうえ、日用消耗品や衣料、補習教育費など幅広い品目において値上げが実施されている。全国指数に先行して公表された東京都区部のコア消費者物価の前年比上昇率は、23年3月の3.2%から4月には3.5%に加速、生鮮食品・エネルギーを除く指数は3.4%から3.8%に加速している。昨年来のコストアップ分の価格転嫁が十分に進んでいないこともあって、メーカー・小売店各社は需要動向を睨みながら今後も段階的に価格を引き上げていくとみられる。

エネルギー価格は政策効果で値下げとなったが、電力料金を算定する燃料費調整が上限に達していることから大手電力10社中、中部、関西、九州を除く7社が規制料金の値上げ申請に踏み切った。消費者庁が安易な値上げに難色を示すなど認可を巡る協議が難航したため、予定していた23年4月からの値上げは先送りされたが、6月使用分から電力料金は大幅に引き上げられる。政府による物価高対策は、この値上げに先んじて講じられているとはいえ、地域によっては規制料金の引上げで政府による支援策が打ち消される格好となる。物価指数には検針ベースで反映されるため、今年7月にはエネルギー物価の押下げ効果が縮小すると予想される。なお、23年1月（2月検針分）から始まった負担軽減策は、9月使用分（10月検針分）までを期限としているが、インフレ圧力が高まっていることなどを理由に延長される可能性が高いと想定している。

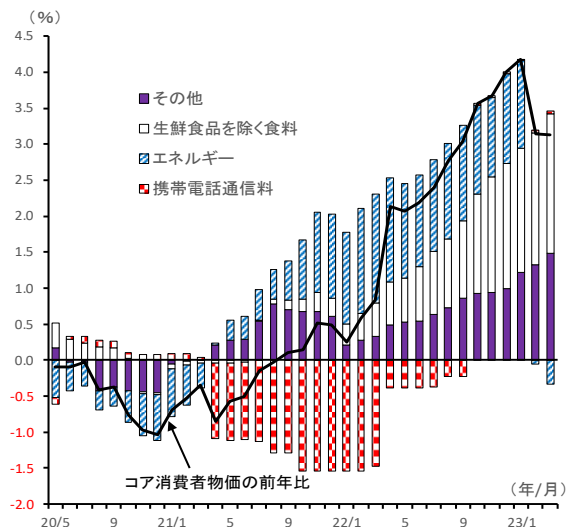
23年度は世界経済の減速を受けて原油価格が前年水準を大幅に下回ると想定している。電力の規制料金が大幅に引き上げられるものの、年度平均でみたエネルギー品目は物価を押し下げる方向に寄与すると予想される。ただ、多くの品目で値上げの動きが広がっており、エネルギーを除く物価上昇率は加速するとみられる。23年度のコア消費者物価は前年比2.5%の上昇と高い伸びが続くと予測した。

もっとも、賃金の伸びを伴った安定的な物価上昇の実現までにはなお距離がある。23年度は大企業を中心に賃上げの動きが広がっているが、中小・零細企業を含めた日本全体でみると、賃金上昇率は緩やかなペースにとどまると予想される。食料品の値上げが一服するとみられる24年度には、コア消費者物価の前年比上昇率は1.5%に鈍化すると予想している。

（2）植田日銀新体制は現状の大規模緩和を維持

23年4月9日、日銀の新総裁に植田和男元審議委員が就任した。植田総裁は「前体制からの大規模緩和を現状では継続する」と述べ、「現行のYCC（長短金利操作）を継続するということが適当」と黒田体制の大規模金融緩和策を引き継ぐ姿勢を強調した。

（図表8）コア消費者物価の前年比上昇率と主な品目の寄与度



（備考）総務省「消費者物価指数」より作成

植田総裁就任後の最初の金融政策決定会合は4月27～28日に開催された。日銀は同会合で、現状の大規模緩和の維持と、YCCの運用における長期金利の変動幅（±0.5%程度）の据置きを決めた。一方、90年代後半以降、25年間にわたる金融緩和策の効果や副作用を1年から1年半程度かけて多角的にレビューすることを表明した。また、フォワードガイダンスは、「新型コロナの影響を注視し」の文言や政策金利の緩和バイアスを削除した一方、「粘り強く金融緩和を継続していくことで、賃金の上昇を伴う形で、2%の「物価安定の目標」を持続的・安定的に実現する」と、賃金上昇を伴うまで粘り強く緩和を継続すると明確化した。

植田総裁は、「基調的なインフレ率が安定的に2%に達するまでには時間がかかるため、現行の金融緩和を継続するのが基本」と述べており、4月の会合後は早期の政策修正観測が後退した。また、欧米の金融不安が意識されるなか、安全資産とされる国債が買われ、長期金利はYCCの上限である0.5%を下回って推移するなど落ち着いた動きになっている。

ただ、日銀による大量の国債購入による債券市場の機能低下といった問題は解決していない。この先、基調的なインフレ率が高まることでYCCの副作用が再び表面化してくるリスクもある。植田総裁は、拙速な金融引締めで2%を実現できなくなるリスクを警戒しているとはいえ、「長期金利コントロールは微調整には向かない仕組み」とも述べており、比較的早い段階でなんらかの政策修正が打ち出される可能性が高い。

日本経済研究センターのESPフォーキャスト5月調査によると、回答があったエコノミスト34人のうち17人が今年7月までにYCCの修正または撤廃が決まると想定している。具体策としては、長期金利誘導目標の変動幅拡大が最多だが、誘導目標の対象年限短期化や撤廃なども挙げられている。

昨年来の物価上昇の主因はあくまでもコストプッシュによるものであり、2%の物価安定の目標が達成できたわけではないが、少なくともデフレ状況からは脱却している。金融政策の持続性という観点からも現行の緩和政策を修正する時期を迎えている。一方、世界経済の先行き不透明感が強まっていることもあり、緩和政策を大きく転換するリスクも小さくない。当研究所では、YCCを維持しつつ、変動幅の拡大や対象年限の短期化などでイールドカーブの歪みを修正していくような政策修正を想定している。

以上
(角田 匠)

本レポートは、情報提供のみを目的とした標記時点における当研究所の意見です。投資等に関する最終決定は、ご自身の判断でなさるようお願いいたします。また当研究所が信頼できると考える情報源から得た各種データなどに基づいてこの資料は作成されていますが、その情報の正確性および完全性について当研究所が保証するものではありません。加えて、この資料に記載された当研究所の意見ならびに予測は、予告なしに変更することがありますのでご注意ください。

<23年度、24年度の日本経済予測（前年度比）>

（単位：％、10億円）

	20年度 <実績>	21年度 <実績>	22年度 <実績>	23年度 <予測>	24年度 <予測>
名目GDP	▲3.5	2.4	1.9	3.3	2.0
実質GDP	▲4.1	2.6	1.2	1.1	1.3
国内需要	▲3.5	1.8	1.8	1.2	1.0
民間部門	▲5.7	2.0	2.3	1.3	1.3
民間最終消費支出	▲5.1	1.5	2.4	1.4	1.0
民間住宅投資	▲7.6	▲1.1	▲4.4	0.1	1.2
民間企業設備	▲5.7	2.1	3.0	1.8	2.1
民間在庫品増加	▲763	1,194	1,701	1,144	1,397
政府部門	3.1	1.3	0.3	1.1	0.2
政府最終消費支出	2.7	3.4	1.1	0.7	0.8
公的固定資本形成	4.9	▲6.4	▲2.6	2.8	▲2.4
財・サービスの純輸出	▲4,092	499	▲2,292	▲3,622	▲2,148
財・サービスの輸出	▲9.9	12.4	4.4	0.2	3.5
財・サービスの輸入	▲6.3	7.1	7.1	1.4	2.1

（備考）内閣府資料より作成。在庫投資、財貨・サービスの純輸出は実額。予測は信金中金 地域・中小企業研究所

<実質成長率の需要項目別寄与度>

（単位：％）

	20年度 <実績>	21年度 <実績>	22年度 <実績>	23年度 <予測>	24年度 <予測>
実質GDP	▲4.1	2.6	1.2	1.1	1.3
国内需要	▲3.5	1.8	1.8	1.3	1.1
民間部門	▲4.3	1.4	1.7	1.0	1.0
民間最終消費支出	▲2.8	0.8	1.3	0.8	0.6
民間住宅投資	▲0.3	▲0.0	▲0.2	0.0	0.0
民間企業設備	▲0.9	0.3	0.5	0.3	0.4
民間在庫品増加	▲0.3	0.4	0.1	▲0.1	0.0
政府部門	0.8	0.4	0.1	0.3	0.1
政府最終消費支出	0.5	0.7	0.2	0.1	0.2
公的固定資本形成	0.3	▲0.4	▲0.1	0.2	▲0.1
財・サービスの純輸出	▲0.6	0.8	▲0.6	▲0.3	0.2
財・サービスの輸出	▲1.7	2.0	0.8	0.1	0.7
財・サービスの輸入	1.1	▲1.2	▲1.4	▲0.4	▲0.5

（備考）内閣府資料より作成。予測は信金中金 地域・中小企業研究所

<前提条件>

	20年度 <実績>	21年度 <実績>	22年度 <実績>	23年度 <予測>	24年度 <予測>
為替レート(円/ドル)	106.1	112.4	135.4	130.0	123.0
原油価格(入着価格、ドル/バレル)	43.3	77.4	102.6	79.0	83.0
（前年比、％）	▲36.2	78.9	32.6	▲23.0	5.1

（備考）日本銀行資料などより作成。予測は信金中金 地域・中小企業研究所

<主要経済指標の推移と予測>

	20年度 <実績>	21年度 <実績>	22年度 <実績>	23年度 <予測>	24年度 <予測>
鉱工業生産指数 (前年比、%)	90.3 ▲9.6	95.5 5.8	95.3 ▲0.2	96.5 1.3	99.2 2.8
第3次産業活動指数 (前年比、%)	95.3 ▲6.8	97.5 2.3	99.6 2.2	101.1 1.5	101.9 0.8
完全失業率(季調済、%)	2.9	2.8	2.6	2.5	2.3
国内企業物価(前年比、%)	▲1.4	7.1	9.4	2.0	1.8
コア消費者物価(前年比、%)	▲0.4	0.1	3.0	2.5	1.5
消費増税の影響を 除く前年比、%	▲0.9	—	—	—	—

(備考) 22年度の第3次産業活動指数は実績見込み。経済産業省、総務省資料より作成。予測は信金中金 地域・中小企業研究所

<経常収支>

(単位：億円、%)

	19年度 <実績>	20年度 <実績>	21年度 <実績>	22年度 <実績>	23年度 <予測>	24年度 <予測>
経常収支	186,712	169,459	201,522	92,256	149,319	168,760
前年差	▲7,125	▲17,253	32,063	▲109,265	57,062	19,441
名目GDP比(%)	3.4	3.2	3.7	1.6	2.6	2.9
貿易・サービス収支	▲13,548	2,571	▲64,202	▲233,367	▲196,758	▲190,657
前年差	▲7,034	16,119	▲66,773	▲169,165	36,609	6,102
貿易収支	3,753	37,853	▲15,432	▲180,602	▲151,070	▲148,742
前年差	▲1,905	34,100	▲53,285	▲165,170	29,532	2,328
サービス収支	▲17,302	▲35,282	▲48,770	▲52,765	▲45,688	▲41,915
前年差	▲5,130	▲17,980	▲13,488	▲3,995	7,076	3,774
第1次所得収支	215,978	194,709	290,083	355,591	372,187	380,747
前年差	▲2,626	▲20,368	95,374	65,508	16,596	8,560
第2次所得収支	▲14,817	▲27,821	▲24,360	▲29,968	▲26,110	▲21,331
前年差	2,536	▲13,004	3,462	▲5,608	3,858	4,779

(備考) 日本銀行「国際収支統計」より作成。予測は信金中金 地域・中小企業研究所

<主要国の実質成長率の推移と予測>

(単位：前年比、%)

国名	19年	20年	21年	22年	23年(予)	24年(予)
米 国	2.3	▲2.8	5.9	2.1	1.2	0.8
ユ ー ロ 圏	1.6	▲6.1	5.4	3.5	0.7	1.0
ドイツ	1.1	▲3.7	2.6	1.8	0.1	1.1
フランス	1.8	▲7.8	6.8	2.6	0.7	1.2
イギリス	1.6	▲11.0	7.6	4.1	▲0.1	0.9
中 国	6.0	2.2	8.4	3.0	5.1	4.5

(注) 各国資料より作成。予測は信金中金 地域・中小企業研究所