

農林中金総合研究所 2023～24年度改訂経済見通し（2次QE後の改訂）

景気のけん引役不在はしばらく続く

～ 日本経済見通し：2023年度：1.4%、24年度：1.0%（ともに据え置き※）～

※23年11月時点の当総研見通し（23年度：1.4%、24年度：1.0%）との比較

お問い合わせ先

株式会社 農林中金総合研究所
リサーチ&ソリューション第一部 マクロ経済G

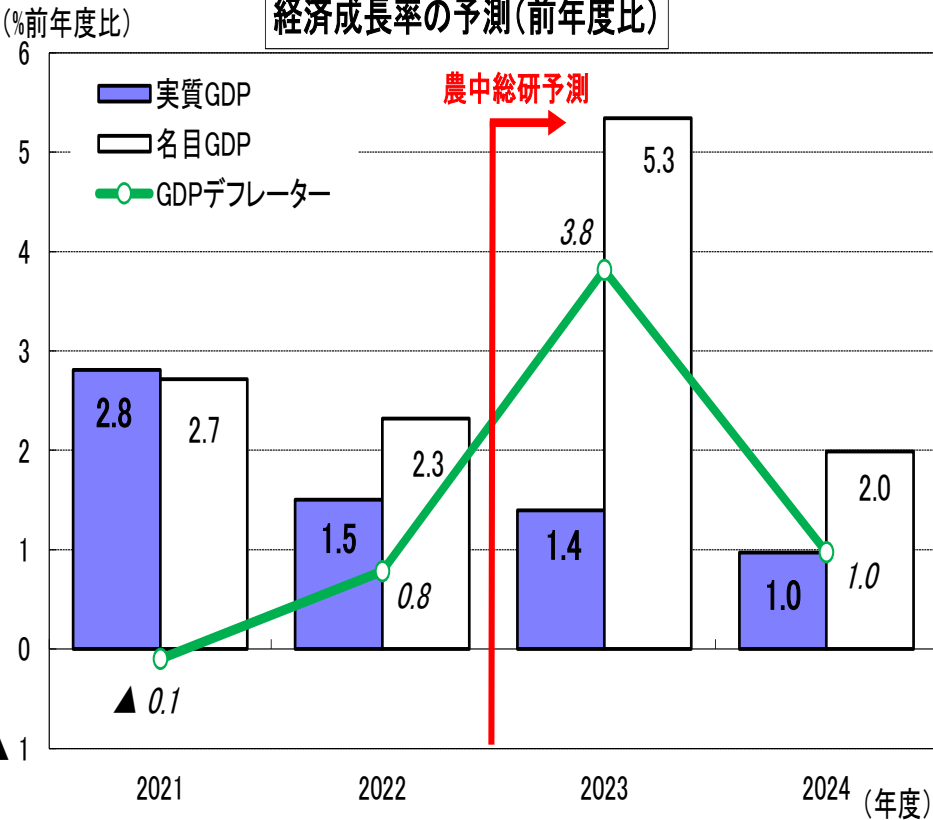
- 内容について：03-6362-7758
- その他（配送など）：03-6362-7757

無断転載を禁ず。本資料は信頼できると思われる各種データに基づき作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。本資料は情報提供を目的に作成されたものであり、投資のご判断等はご自身でお願い致します。

Norinchukin Research Institute

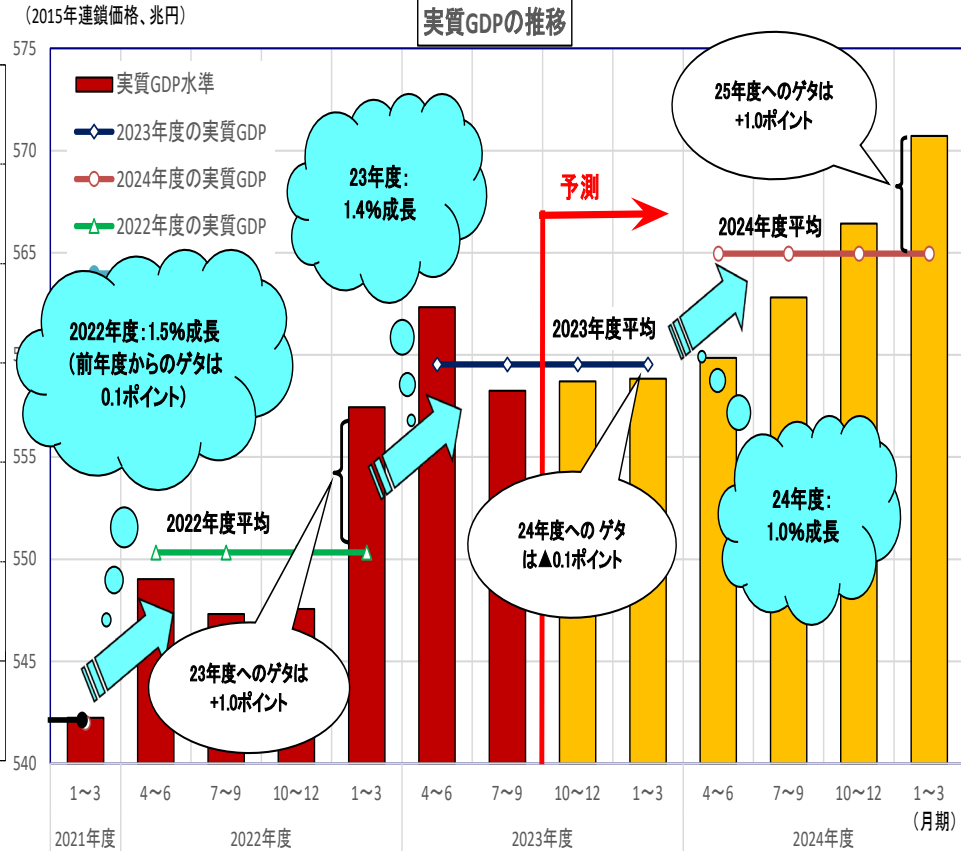
2023年12月8日

経済成長率の予測(前年度比)



(資料)内閣府「四半期別GDP速報」より農中総研作成・予測

実質GDPの推移

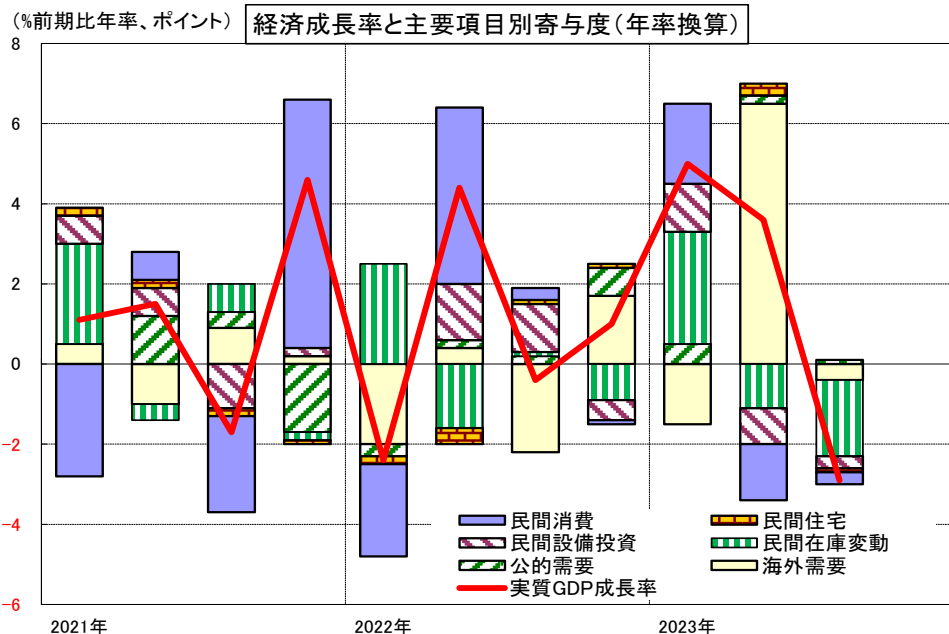


(資料)内閣府「四半期別GDP速報」より作成 (注)2023年7~9月期まで実績、それ以降は当総研予測

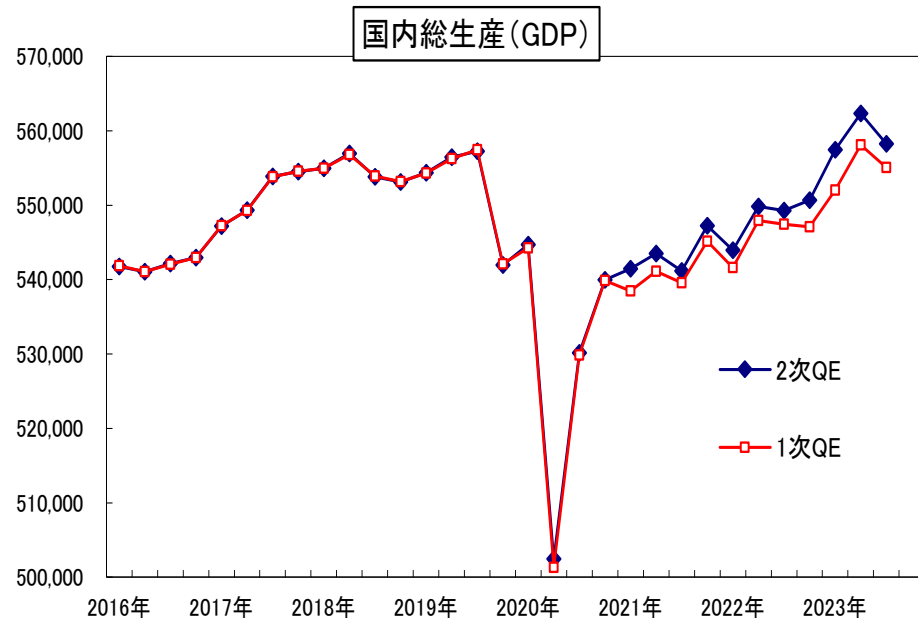
1 GDP第2次速報（2次QE）の内容

□2023年7～9月期の実質GDP成長率は下方修正（水準は上方修正）

- 実質GDP成長率は前期比年率▲2.9%（1次QE：同▲2.1%）へ下方修正、4期ぶり（1次QE：3期ぶり）のマイナス成長
 - 民間企業設備投資は上方修正されたが、民間消費、民間住宅投資、民間在庫変動、公共投資、輸出等、輸入等はいずれも下方修正
 - 内外需寄与度としては、内需が▲0.6ポイント（うち、民需：▲0.6ポイント、公需：+0.0ポイント）、外需が▲0.1ポイントで、民間最終需要は2期連続のマイナス寄与
- 一方、名目GDPは前期比年率▲0.05%（1次QE：同▲0.2%）とマイナス（4期ぶり）ながらも、上方修正
 - GDPデフレーターは前年比5.3%へ上方修正
 - 実質雇用者報酬は前期比▲0.7%へ下方修正、2期ぶりのマイナス
- 同時に公表された22年度年次推計では、20年度以降のGDP水準が上方改訂（民間企業設備投資は下方改訂）
 - 20年度の経済成長率は▲3.9%、21年度は2.8%、22年度は1.5%と、いずれも上方修正



(資料)内閣府経済社会総合研究所

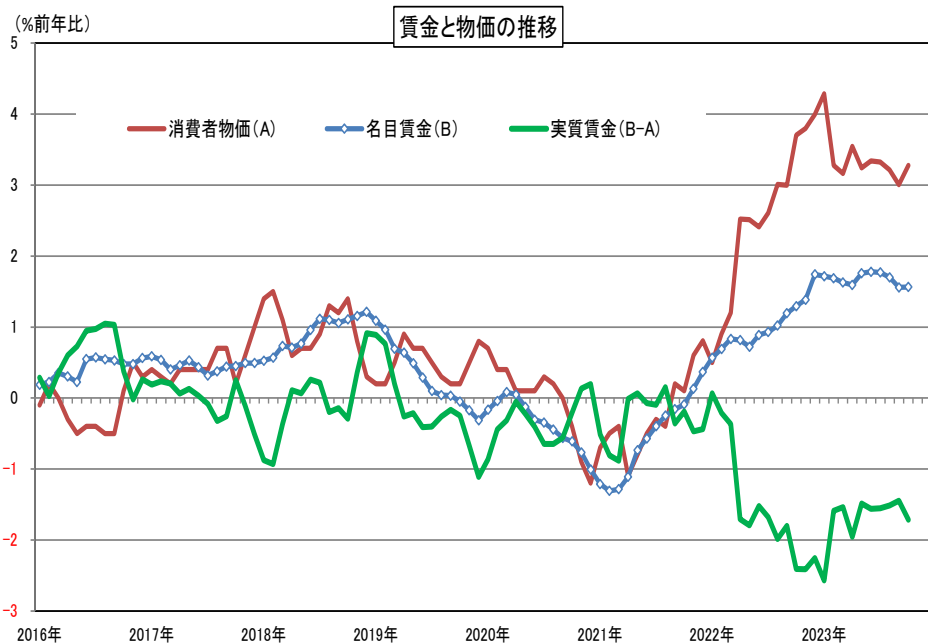


(資料)内閣府 (注)単位は10億円(2015年連鎖価格)。

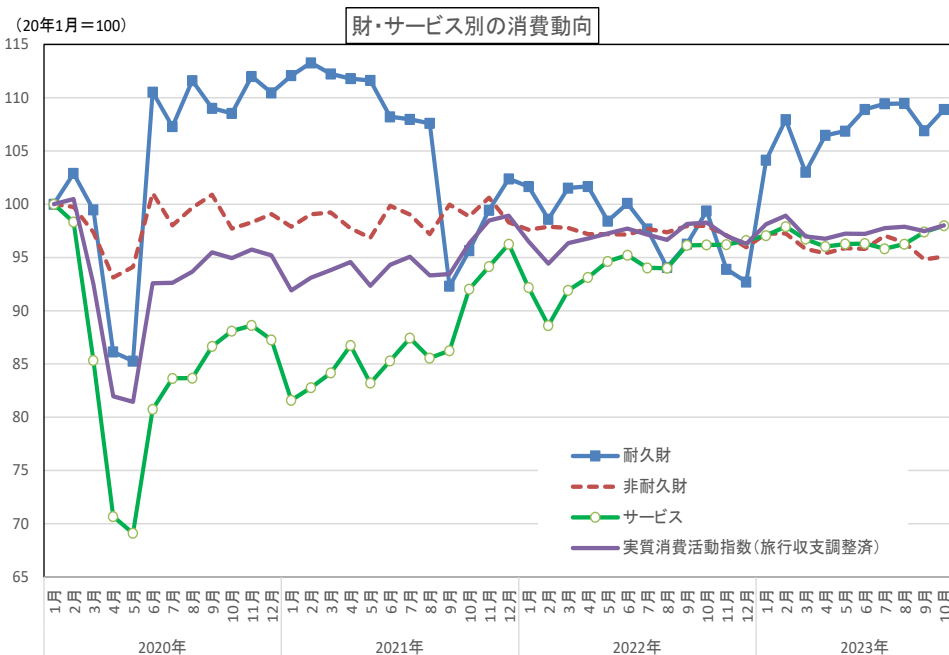
2 前回見通し発表後の経済指標の動き

□物価高止まりによる実質所得の減少が継続、消費に低調さ残る

- 10月の景気動向指数のCI一致指数は3か月連続の上昇（基調判断：改善）だが、直近ピークの6月の水準に及ばず
- 10月の実質輸出指数は前月比0.8%と2か月連続の上昇
 - 地域別には「米国向け」が底堅さを維持したほか、「中国向け」、「NIEs・ASEAN等向け」に回復の兆し
 - 財別には「自動車」が引き続き堅調だが、「中間財」、「資本財・部品」に頭打ち感
- 10月の全国消費者物価（生鮮食品を除く総合）は前年比2.9%へ再加速
 - 政府の物価高対策の規模縮小の影響や宿泊料高騰の半面、食料・日用品の値上げ圧力が緩和
 - 一方、11月（中旬速報）の東京都区部消費者物価（生鮮食品を除く総合）は前年比2.3%へ大きく鈍化
- ウィズコロナへの期待はあるが、物価高止まりの影響で消費者の節約志向は強まっており、消費全体の動きは緩慢
 - 10月の実質消費活動指数（旅行収支調整済）、総消費動向指数（CTIマクロ）ともに緩やかな上昇
 - 名目賃金は上昇傾向だが、物価高止まりによって実質賃金の減少が継続



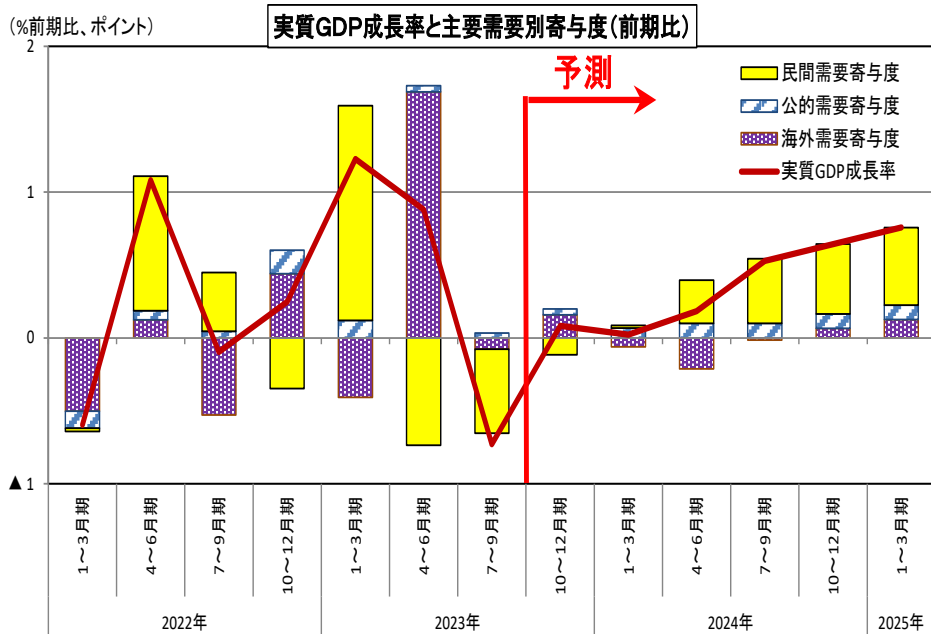
(資料)厚生労働省、総務省統計局 (注)名目賃金は現金給与総額の12ヶ月移動平均を使用。



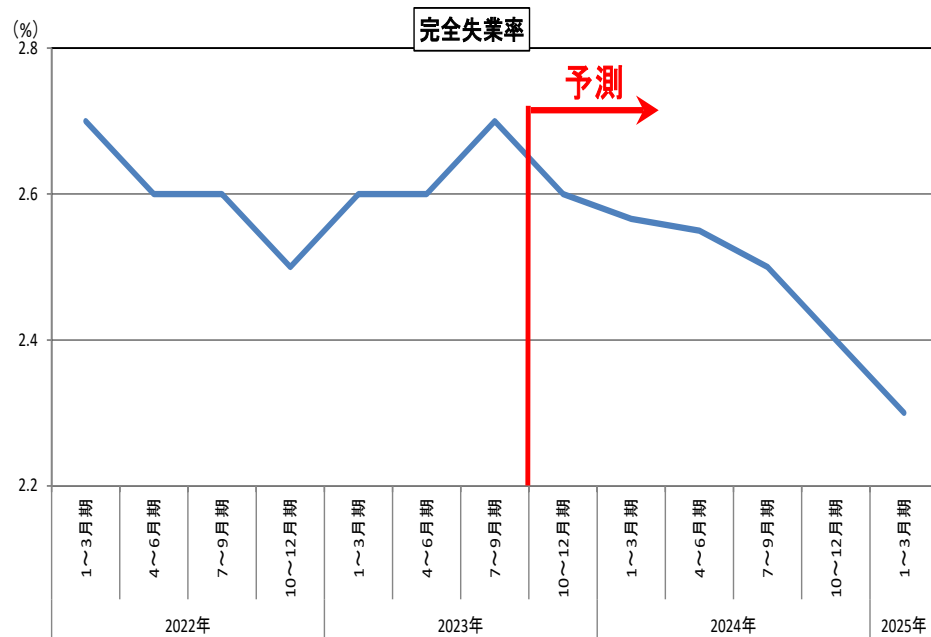
(資料)日本銀行「消費活動指数」

□経済見通し～2023年度は1.4%成長（下期はほぼゼロ成長）、24年度は1.0%成長と予想

- 足元10～12月期も、円安を背景としたインバウンド需要の堅調さ、挽回生産による自動車輸出の回復は続いているが、既に景気押し上げ効果は一巡している。一方、物価高止まりによって消費の回復が遅れているほか、世界経済の減速傾向もあり、輸出は伸び悩むと思われる。経済成長率は前期比年率0.3%と微増ながらも2期ぶりのプラスが見込まれる。
- 24年入り後も、金融引き締め継続によって欧米経済の減速傾向が一段と強まるほか、中国経済の停滞が続くことから、輸出・企業設備投資はその影響を受ける。また、消費者物価は鈍化し始めるものの、賃金の伸びを上回った状態からは脱せず、民間消費は盛り上がりを欠いた動きが予想される。その結果、23年度下期の国内景気は足踏みが続くだろう。23年度を通じては1.4%成長が見込まれる。
- 一方、24年度入り後には米国で利下げフェーズへの転換が現実味を帯び、世界的に景気底入れへの期待が高まってくる。また、人手不足を背景に23年並みの賃上げが実現、緩やかながらも国内物価の沈静化が進む中、実質所得の目減りが緩和されるだろう。その結果、民間消費が持ち直し傾向を強め、年半ば以降は景気回復が再開されると予想する（24年度は1.0%成長）。



(資料) 内閣府経済社会総合研究所データを用いて、農林中金総合研究所が作成



(資料) 総務省統計局データを用いて、農林中金総合研究所が作成

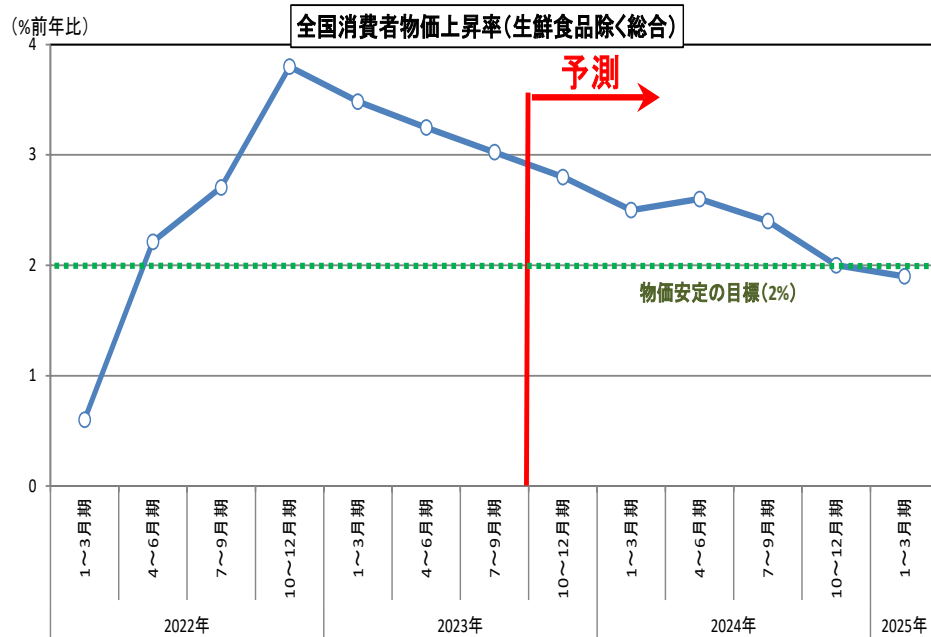
3 日本経済・物価の見通し

□物価見通し～23年度は前年度比2.9%、24年度は同2.2%（年度下期には2%割れ）

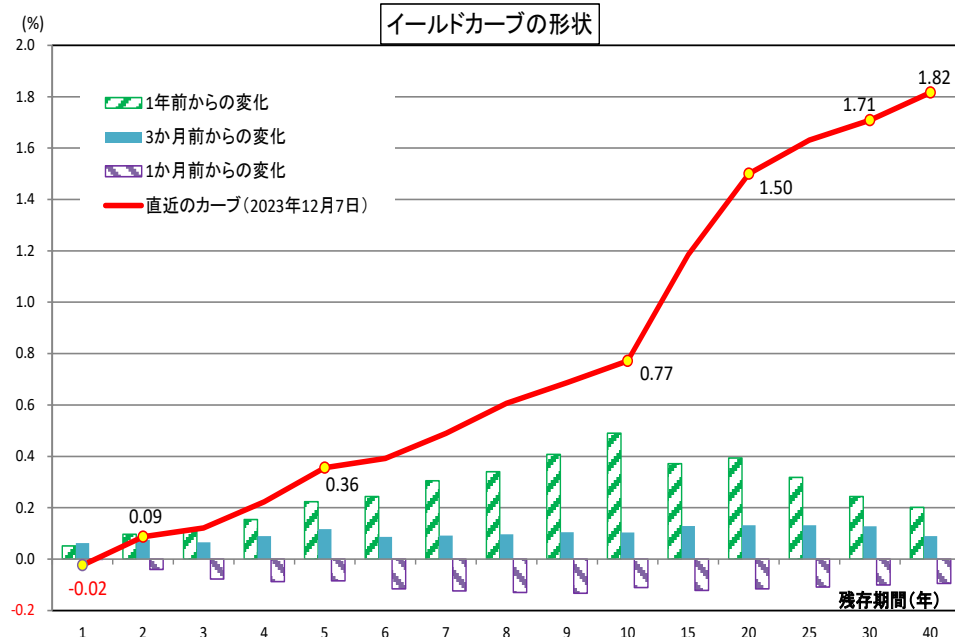
- 食料、日用品などで値上げ圧力が緩和、物価全体としては鈍化傾向に
 - 人手不足や需給逼迫を背景に、サービス分野での値上げ圧力が強まる可能性も
 - ただし、輸入物価は既に下落しているほか、消費者の節約志向の強まりやそれによる消費の低調さもあり、今後とも物価上昇率は鈍化、24年度下期には再び2%割れへ

□金融政策、長期金利～日銀は大規模緩和を粘り強く継続、金利は居所を探る展開へ

- 10月の金融政策決定会合では長短金利操作（YCC）の柔軟的な運用方針が決定され、長期金利（10年物国債金利）の1%超が容認された格好となったが、米国金利の低下もあり、11月中旬以降は0.7%前後で居所を探る展開に
- 日本銀行は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・安定的に実現することを目指す姿勢を改めて表明、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」は当面続けると予想



(資料) 総務省統計局データを用いて、農林中金総合研究所が作成



(資料) 財務省資料より作成

予測表（年度、半期）

	単位	2022年度 (実績)	2023年度 (予測)	2024年度 (予測)
名目GDP	%	2.3	5.3	2.0
実質GDP	%	1.5	1.4	1.0
民間需要	%	2.7	▲ 0.3	1.1
民間最終消費支出	%	2.7	▲ 0.0	0.9
民間住宅	%	▲ 3.4	1.7	▲ 0.1
民間企業設備	%	3.4	▲ 0.7	2.2
民間在庫変動(寄与度)	ポイント	0.1	▲ 0.2	▲ 0.0
公的需要	%	▲ 0.1	1.2	1.2
政府最終消費支出	%	1.4	0.8	1.2
公的固定資本形成	%	▲ 6.1	2.4	1.3
輸出	%	4.7	2.8	1.2
輸入	%	7.1	▲ 3.2	2.0
国内需要寄与度	ポイント	2.0	0.1	1.2
民間需要寄与度	ポイント	2.0	▲ 0.2	0.9
公的需要寄与度	ポイント	▲ 0.0	0.3	0.3
海外需要寄与度	ポイント	▲ 0.5	1.2	▲ 0.1
GDPデフレーター(前年比)	%	0.8	3.8	1.0
国内企業物価 (前年比)	%	9.5	2.3	0.1
全国消費者物価 (")	%	3.1	2.9	2.2
完全失業率	%	2.6	2.6	2.4
鉱工業生産 (前年比)	%	▲ 0.3	▲ 1.2	▲ 0.0
経常収支	兆円	9.2	26.2	26.6
名目GDP比率	%	1.6	4.4	4.4
為替レート	円/ドル	135.4	144.8	141.3
無担保コールレート(O/N)	%	▲ 0.02	▲ 0.05	▲ 0.01
新発10年物国債利回り	%	0.29	0.65	0.88
通関輸入原油価格	ドル/バレル	102.6	82.4	80.0

(資料)内閣府、経済産業省、総務省統計局、日本銀行の統計資料より作成
 (注)全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。断り書きのない場合、前年度比。
 無担保コールレートは年度末の水準。
 季節調整後の四半期統計をベースにしているため統計上の誤差が発生する場合もある。

	単位	2022年度 通期	2023年度		2024年度			
			通期	上期	下期	通期	上期	下期
実質GDP	%	1.5	1.4	1.1	▲ 0.6	1.0	0.5	1.6
民間需要	%	2.7	▲ 0.3	▲ 0.5	▲ 0.9	1.1	0.7	1.6
民間最終消費支出	%	2.7	▲ 0.0	▲ 0.3	▲ 0.1	0.9	0.5	1.1
民間住宅	%	▲ 3.4	1.7	1.6	▲ 1.1	▲ 0.1	0.1	0.5
民間企業設備	%	3.4	▲ 0.7	▲ 0.7	▲ 1.0	2.2	1.5	2.9
公的需要	%	▲ 0.1	1.2	0.4	0.4	1.2	0.7	0.9
政府最終消費支出	%	1.4	0.8	0.2	0.7	1.2	0.6	0.9
公的固定資本形成	%	▲ 6.1	2.4	2.0	▲ 1.0	1.3	1.1	1.4
財貨・サービスの純輸出	兆円	▲ 1.9	4.6	4.4	4.9	3.8	3.5	4.2
輸出	%	4.7	2.8	2.1	0.6	1.2	▲ 0.2	2.7
輸入	%	7.1	▲ 3.2	▲ 3.7	0.4	2.0	1.1	2.2
内需寄与度(前期比)	%	2.0	0.1	▲ 0.3	▲ 0.3	1.2	0.8	1.2
民間需要(")	%	2.0	▲ 0.2	▲ 0.4	▲ 0.4	0.9	0.6	1.0
公的需要(")	%	▲ 0.0	0.3	0.1	0.1	0.3	0.2	0.2
外需寄与度(")	%	▲ 0.5	1.2	1.2	0.1	▲ 0.1	▲ 0.3	0.1
デフレーター(前年比)	%	0.8	3.8	4.5	3.3	1.0	1.3	0.7
完全失業率	%	2.6	2.6	2.7	2.6	2.4	2.5	2.4
鉱工業生産(前期比)	%	▲ 0.3	▲ 1.2	▲ 0.2	▲ 0.9	▲ 0.0	▲ 0.6	2.0
住宅着工戸数(年率換算)	万戸	86.1	80.4	80.6	80.3	81.9	81.3	82.5
経常収支	兆円	9.2	26.2	12.0	14.2	26.6	13.2	13.4
貿易収支	兆円	▲ 18.1	▲ 2.5	▲ 1.7	▲ 0.8	▲ 2.3	▲ 1.2	▲ 1.1
外国為替レート	円/円	135.4	144.8	140.9	148.8	141.3	143.8	138.8
通関輸入原油価格	円/バレル	102.6	82.4	82.8	82.0	80.0	80.0	80.0

	単位	2022年度 通期	2023年度		2024年度			
			通期	上期	下期	通期	上期	下期
名目GDP	%	2.3	5.3	6.5	4.3	2.0	1.5	2.5
実質GDP	%	1.5	1.4	1.9	0.9	1.0	0.2	1.8
民間需要	%	2.7	▲ 0.3	0.3	▲ 1.0	1.1	0.2	2.1
民間最終消費支出	%	2.7	▲ 0.0	0.2	▲ 0.2	0.9	0.5	1.3
民間住宅	%	▲ 3.4	1.7	2.7	0.7	▲ 0.1	▲ 0.7	0.6
民間企業設備	%	3.4	▲ 0.7	0.3	▲ 1.5	2.2	0.6	3.8
公的需要	%	▲ 0.1	1.2	1.4	0.8	1.2	1.0	1.5
政府最終消費支出	%	1.4	0.8	0.9	0.8	1.2	1.2	1.3
公的固定資本形成	%	▲ 6.1	2.4	3.5	1.4	1.3	0.4	2.2
財貨・サービスの純輸出	兆円	▲ 1.9	4.6	4.4	4.9	3.8	3.5	4.2
輸出	%	4.7	2.8	2.9	2.6	1.2	0.2	2.1
輸入	%	7.1	▲ 3.2	▲ 2.8	▲ 3.7	2.0	1.1	2.9

国内企業物価 (前年比)	%	9.5	2.3	4.0	0.6	0.1	▲ 0.3	0.4
全国消費者物価 (")	%	3.1	2.9	3.1	2.6	2.2	2.5	2.0
完全失業率	%	2.6	2.6	2.7	2.6	2.4	2.5	2.4
鉱工業生産(前年比)	%	▲ 0.3	▲ 1.2	▲ 1.3	▲ 1.1	▲ 0.0	▲ 1.5	1.4

(注)消費者物価は生鮮食品を除く総合。予測値は当総研による。

予測表 (四半期)

(→予測)

	単位	2022年				2023年				2024年				2025年
		1~3月期	4~6月期	7~9月期	10~12月期	1~3月期	4~6月期	7~9月期	10~12月期	1~3月期	4~6月期	7~9月期	10~12月期	1~3月期
名目GDP	%	▲ 0.1	0.9	▲ 0.3	1.7	2.2	2.6	▲ 0.0	0.5	0.1	0.5	0.8	0.8	0.6
(年率換算)	%	▲ 0.4	3.6	▲ 1.4	7.0	9.3	10.7	▲ 0.0	2.2	0.3	2.0	3.2	3.3	2.5
実質GDP	%	▲ 0.6	1.1	▲ 0.1	0.2	1.2	0.9	▲ 0.7	0.1	0.0	0.2	0.5	0.6	0.8
(年率換算)	%	▲ 2.4	4.4	▲ 0.4	1.0	5.0	3.6	▲ 2.9	0.3	0.1	0.7	2.1	2.6	3.1
民間需要	%	▲ 0.0	1.3	0.5	▲ 0.5	1.9	▲ 1.0	▲ 0.8	▲ 0.2	0.0	1.0	1.3	0.7	0.7
民間最終消費支出	%	▲ 1.1	2.0	0.1	▲ 0.0	0.9	▲ 0.6	▲ 0.2	0.1	0.1	0.2	0.3	0.4	0.5
民間住宅	%	▲ 1.2	▲ 2.6	0.4	0.7	0.3	1.7	▲ 0.5	▲ 0.5	▲ 0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
民間企業設備	%	▲ 0.0	2.1	1.8	▲ 0.8	1.8	▲ 1.3	▲ 0.4	▲ 0.5	▲ 0.2	1.0	1.0	1.2	1.2
民間在庫変動(寄与度)	%pt	0.6	▲ 0.4	0.0	▲ 0.2	0.7	▲ 0.3	▲ 0.5	▲ 0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0
公的需要	%	▲ 0.3	0.2	0.2	0.6	0.5	0.2	0.1	0.2	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
政府最終消費支出	%	0.7	0.7	0.2	0.5	0.2	▲ 0.1	0.3	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
公的固定資本形成	%	▲ 4.5	▲ 2.0	1.1	▲ 0.1	1.9	1.5	▲ 0.8	▲ 0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
輸出	%	1.5	2.2	2.2	1.5	▲ 3.6	3.8	0.4	0.5	▲ 0.5	▲ 0.3	0.7	1.2	1.5
輸入	%	4.3	1.5	4.9	▲ 0.7	▲ 1.5	▲ 3.3	0.8	▲ 0.3	▲ 0.2	0.8	0.8	0.9	0.9
国内需要寄与度	%pt	▲ 0.1	1.0	0.4	▲ 0.2	1.6	▲ 0.7	▲ 0.6	▲ 0.1	0.1	0.4	0.5	0.6	0.6
民間需要寄与度	%pt	▲ 0.0	0.9	0.4	▲ 0.4	1.5	▲ 0.8	▲ 0.6	▲ 0.1	0.0	0.3	0.4	0.5	0.5
公的需要寄与度	%pt	▲ 0.1	0.1	0.0	0.2	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
海外需要寄与度	%pt	▲ 0.5	0.1	▲ 0.5	0.4	▲ 0.4	1.6	▲ 0.1	0.2	▲ 0.1	▲ 0.2	▲ 0.0	0.1	0.1
GDPデフレーター(前年比)	%	0.4	▲ 0.3	▲ 0.3	1.5	2.3	3.8	5.3	4.0	2.5	1.7	0.8	0.8	0.6
国内企業物価 (前年比)	%	9.4	9.8	9.8	10.1	8.3	5.0	3.0	1.0	0.3	▲ 0.5	▲ 0.1	0.4	0.5
全国消費者物価 (")	%	0.6	2.2	2.7	3.8	3.5	3.2	3.0	2.8	2.5	2.6	2.4	2.0	1.9
完全失業率	%	2.7	2.6	2.6	2.5	2.6	2.6	2.7	2.6	2.6	2.6	2.5	2.4	2.3
鉱工業生産 (前期比)	%	0.8	▲ 1.4	3.1	▲ 1.7	▲ 1.8	1.4	▲ 1.2	0.2	▲ 1.0	▲ 0.3	0.5	1.0	1.5
経常収支(季節調整値)	兆円	4.1	2.9	0.8	2.2	2.4	5.9	6.2	7.2	7.0	6.5	6.7	7.0	6.4
名目GDP比率	%	3.0	2.1	0.5	1.5	1.7	3.9	4.1	4.8	4.7	4.3	4.4	4.6	4.2
為替レート	円/ドル	116.2	129.6	138.3	141.5	132.2	137.3	144.6	150.0	147.5	145.0	142.5	140.0	137.5
無担保コールレート(O/N)	%	▲ 0.01	▲ 0.02	▲ 0.03	▲ 0.06	▲ 0.02	▲ 0.04	▲ 0.05	▲ 0.05	▲ 0.05	▲ 0.02	▲ 0.02	▲ 0.01	▲ 0.01
新発10年物国債利回り	%	0.18	0.23	0.22	0.28	0.44	0.42	0.60	0.80	0.80	0.80	0.85	0.90	0.95
通関輸入原油価格	円/バレル	85.5	109.1	112.1	101.8	87.3	83.0	82.6	84.0	80.0	80.0	80.0	80.0	80.0

(資料)内閣府、経済産業省、総務省統計局、日本銀行の統計資料より作成(予測は農林中金総合研究所)

(注)全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。鉱工業生産は2020年基準。断り書きのない場合、前期比。