

2023年5月26日

各位

会社名 株式会社 SBI 新生銀行
代表者名 代表取締役社長 川島 克哉
(コード番号 : 8303 東証スタンダード市場)

**「コロナ禍からの回復局面が続く日本経済: +1%台の成長が続く見通し」
日本経済見通し(第50号)の発行について
～ 2023年1-3月期 GDP(1次速報) ～**

ポイント

- 2022年度の日本経済の実質成長率(前年度比)は+1.2%にとどまった。日本経済は依然として負のショックからの回復局面にある。先行きについては、2023年度が+1.1%、2024年度が+1.4%、2025年度が+1.1%になると予測する。当行の見通しに沿えば、日本経済正常化は2024年度が目安となろう。
- 消費者物価指数(生鮮食品を除く総合、前年度比)は、2023年度が+2.5%、2024年度が+1.6%、2025年度が+1.4%と予測する。コストプッシュ・インフレの様相が強い状況が続くと予想されるが、その要因は輸入インフレから人件費上昇に移行していくとみている。需要不足が続くとみられる中、需要要因のインフレは限定的となろう。
- 2023年度の日本経済は、金融引き締め等を映じた海外景気の減速に伴い、財の輸出減少が予想される一方、回復余地が大きいサービス消費、供給サイドの抑制要因緩和が想定される設備投資、急速に回復しているインバウンド需要が成長を主導しよう。
- 2023年の春闘は、約30年ぶりの賃上げとなる見通しである。しかし、物価の基調も強く、実質賃金のプラス転化は2023年10-12月期と想定される。名目GDPや企業業績の改善が進む一方で、家計部門の景況感の本格回復には時間を要しよう。企業部門から家計部門への適切な分配(賃上げ)の継続が重要となろう。

以上

お問い合わせ先
SBI新生銀行 グループ IR・広報部
報道機関のみなさま: SBIShinsei_PR@sbishinseibank.co.jp
株主・投資家のみなさま: SBIShinsei_IR@sbishinseibank.co.jp

コロナ禍からの回復局面が続く日本経済: +1%台の成長が続く見通し

1. 日本経済見通し(2023年1-3月期1次速報後改訂)

経済見通し: 2023年度以降は+1%台の成長が続くと予測 当行では、2023年1-3月期のGDP1次速報結果、最近の内外経済情勢等を踏まえて、日本経済見通しを改訂した。日本の実質GDP成長率(前年度比)は、**図表1**に示す通り、2023年度が+1.1%、2024年度が+1.4%、2025年度が+1.1%になると予測する。海外需要の下振れリスクは大きいものの、回復余地が大きいサービス消費を中心とした個人消費の持ち直しや、コスト上昇圧力や供給制約の低減・緩和による設備投資の増加などにより、日本経済は内需主導の回復が続こう。急速に回復しているインバウンド需要も日本経済の押し上げに寄与しよう。

物価見通し: 2023年度も2%を上回る見通し 消費者物価指数(生鮮食品を除く総合(コアCPI)、前年度比)については、2023年度が+2.5%、2024年度が+1.6%、2025年度が+1.4%と予測する。引き続き供給要因の物価上昇が主因とみているが、価格転嫁の理由としては、輸入インフレ対応から賃上げ・人手不足対応に移行していくとみている。詳細は**6章**にて後述する。引き続きコストプッシュ・インフレの様相が強い状況が続こう。

金融緩和は継続見通し 徐々に需要回復や賃金上昇によるインフレ圧力も高まっていくとみられるが、後述の通り、日本経済は未だに負のショックからの回復途上にある。2023年度は需要不足の状況が続く見通しであり、2024年以降の賃上げの持続性も不透明である。日本銀行が安定的・持続的な物価目標達成を判断するためには時間を要するとみられる。2023年度における金融政策の微修正の可能性は小さくないものの、基本路線としては、金融緩和と政策が維持されよう。

図表1 2023~2025年度の経済・物価見通し

	経済成長率(実質GDP、%)			
	日本銀行(注1)	ESPフォーキャスト(注2)	SBI新生銀行	
	(2023年4月27日~28日会合)	(2023年5月調査)	経済見通し(第50号) 2023年1-3月期(1次速報時点)	経済見通し(第49号) 2022年10-12月期(2次速報時点)
2023年度	1.4	1.0	1.1	1.2
2024年度	1.2	1.1	1.4	1.4
2025年度	1.0	-	1.1	1.3

	物価(コアCPI、%)			
	日本銀行(注1)	ESPフォーキャスト(注2)	SBI新生銀行	
	(2023年4月27日~28日会合)	(2023年5月調査)	経済見通し(第50号) 2023年1-3月期(1次速報時点)	経済見通し(第49号) 2022年10-12月期(2次速報時点)
2023年度	1.8	2.3	2.5	2.0
2024年度	2.0	1.5	1.6	1.2
2025年度	1.6	-	1.4	1.2

(注1) 日本銀行の見通しは、上記の会合時に公表となる「経済・物価情勢の展望(展望レポート)」における、政策委員見通しの中央値。

(注2) ESPフォーキャスト調査(2023年5月調査)の調査期間は、2023年4月27日~5月9日(回答数36社)。

(出所) 日本銀行、日本経済研究センター、SBI新生銀行金融調査室

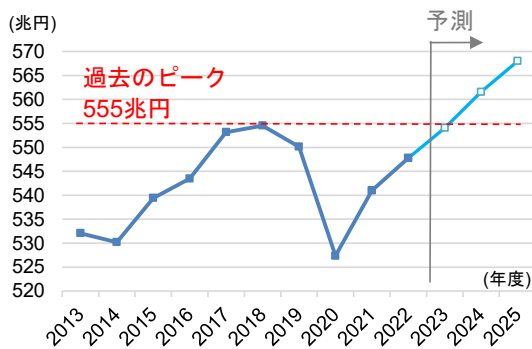
日本経済は引き続きショックからの立ち直り局面 日本の潜在成長率(+0.3%程度と推計)を考えると、+1%台の成長が続くとの見通しは、やや楽観的に捉えられるかもしれない。しかし、「日本経済正常化」の観点で、仮に当行の見通しに沿った成長率が実現したとしても、日本経済の勢いが必ずしも強いとは言えない点には留意されたい。日本経済正常化の判定基準は様々あると考えられるが、当行では①経済水準と②需給ギャップ(GDPギャップ)が重要な目安になると考えている。

①経済水準: 過去のピーク水準とは未だに距離 ①経済水準回復の観点では、日本経済は**2章**で示すように、2019~2020年度の消費税率引き上げとコロナ禍という、大きな負のショックによる経済水準の縮小に対して、2021~2022年度におけるショックからの回復過程での回復ペースは緩慢であった。正常化の目安としては、過去の経済水準のピークへの復帰が一つの目安となるが、実質GDPベースでは、2018年度の555兆円となる。2022年度の実質GDPは1次速報時点で548兆円である。上記のピーク水準には復帰しておらず、復帰するた

めには+1.2%以上の成長が必要となる。当行の見通しでは、2023年度の成長率が、この必要な成長率を下回るため、経済水準の観点での正常化は2024年度に持ち越しとなると考えている(図表2)。

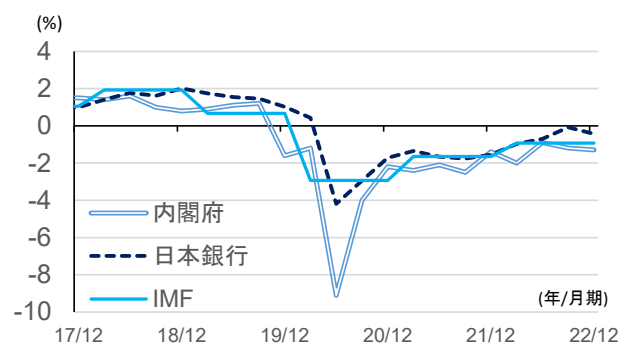
②需給ギャップ:依然としてデフレ・ギャップの状態 ②需給ギャップについては、その算出方法によって水準が異なるが、各機関の需給ギャップを確認すると、内閣府が-1.3%(2022年10-12月期)¹、日本銀行が-0.4%(2022年10-12月期)、IMF(国際通貨基金)が-0.9%(2022年、2023年4月世界経済見通し時点)と推計している(図表3)。いずれも需給ギャップはマイナスであり、総合的に考えると、日本経済は依然として-1%程度のデフレ・ギャップが残っていると想定される。2023年度を想定した場合、潜在成長率を+0.3%と仮定すると、簡便的な計算で、デフレ・ギャップ解消のためには+1.3%程度の成長が求められよう。当行の見通しに沿えば、この点でも、2023年度のデフレ・ギャップ解消、すなわち、正常化は難しいと判断される。

**図表2 実質 GDP のピーク回復は 2024 年度に
持ち越しの予想:日本の実質 GDP の見通し**



(出所) 内閣府、SBI 新生銀行金融調査室

**図表3 日本経済は依然デフレ・ギャップが残る
:各機関による需給ギャップの推計値**



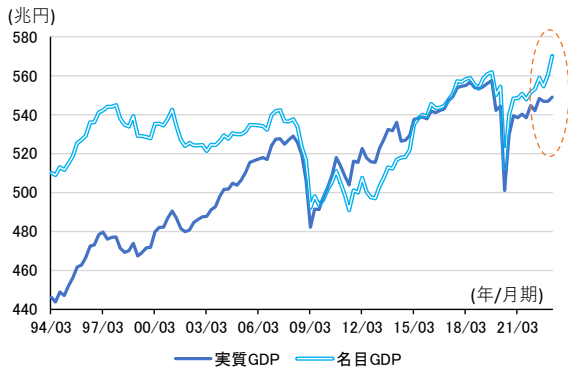
(出所) 内閣府、日本銀行、IMF、SBI 新生銀行金融調査室

回復余地の大きい日本経済 日本経済が引き続きショックからの回復過程にあるということは、裏を返せば、回復余地があるということになる。特に、個人消費については、3章で触れるように、サービス消費について、実質 GDP を+1.2%程度押し上げるほどの回復余地がある。これまでは消費機会の逸失等により、費消されなかったサービス消費が、感染症法上の5類移行という公衆衛生政策の大きな転換を機に、どの程度復調するかは大きな焦点となろう。4章で示す通り、設備投資の供給側の抑制要因も2023年度は幾分緩和が見通され、5章で見るように、輸出についても、財輸出の減少をインバウンド消費が下支えする格好で、大幅な減少は回避されると想定している。海外経済を中心に下振れリスクは大きい、上振れリスクも相応にあるとみている。

企業部門から家計部門への適切な分配の継続が引き続き重要 前向きな動きとして、2023年1-3月期において、四半期・季節調整値ベースの名目 GDP が過去最高を更新したことがある(図表4)。通常、経済成長率や豊かさの変化を捉えるにあたっては実質 GDP を見ることが多いが、企業の収益や家計の賃金等は名目値であり、各経済主体にとっては、名目ベースでの回復が進むことが、豊かさを実感する上では重要となろう。名目 GDP が最高値を付けたのと同様、足元の決算の状況を見るに、2023年3月期の企業収益も総合的に見れば改善が続いているとみられる。物価上昇下において、家計部門への価格転嫁を進めることができたことも、企業部門の収益改善に寄与していよう。その反面、家計部門の実質所得は物価上昇下で減少が続いており、景気回復の実感は乏しいと推察される。こうした中で、今後の注目点となるのは、家計部門が景気回復感や豊かさを実感できるようになるかどうかであろう。名目雇用者報酬/名目 GDP で計算した労働分配率は、直近2四半期は低下傾向にある(図表5)。今年の賃上げを映じて労働分配率は先行き改善していくとみられるが、やはり重要なのは、企業部門による家計部門への適切な分配の継続(賃上げの継続)であろう。2023年の春闘後も賃上げが持続するかどうかは、2023年度以降の日本経済を見通す上での大きな注目点となろう。

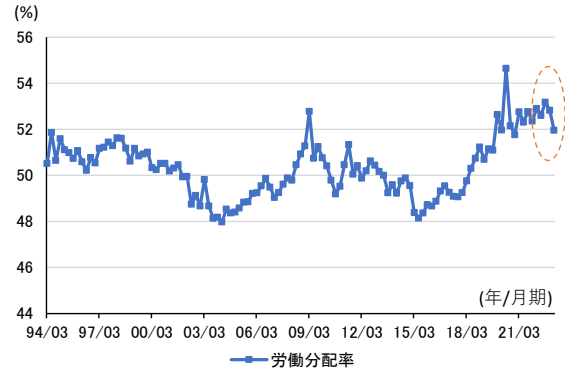
¹ 内閣府は、2023年5月12日、GDPギャップ推計におけるコロナ禍での暫定的な処理の見直しを実施したと公表した(<https://www5.cao.go.jp/keizai3/shihyo/2023/0512/1310.pdf>)。暫定的な処理として、潜在的な労働参加率や労働時間を、2020年4-6月期以降はコロナ前の水準に固定する処理等を実施していたが、その処理を見直したことにより、主に潜在労働時間の減少等を理由に、潜在 GDP が下方改定された。この結果、2022年10-12月期の GDP ギャップの推計結果は-1.3%となり、暫定的な処理による推計結果である-2.0%から上方修正された。

図表 4 名目 GDP は過去最高を更新
: 実質 GDP と名目 GDP



(注) 両指標とも季節調整値。
(出所) 内閣府、SBI 新生銀行金融調査室

図表 5 労働分配率は2四半期連続で低下
: 労働分配率(名目雇用者報酬/名目 GDP)の推移



(注) 四半期・季節調整値で計算。
(出所) 内閣府、SBI 新生銀行金融調査室

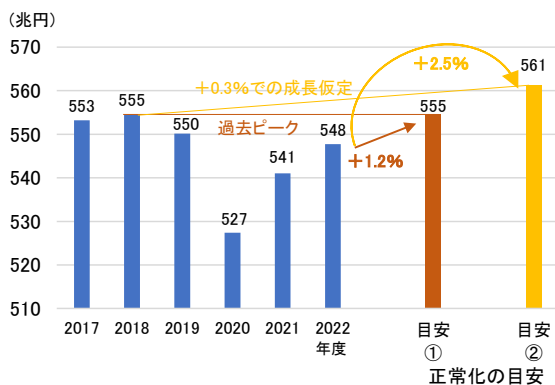
2. 2022 年度の日本経済の振り返り

停滞感が強かった 2022 年度の日本経済 日本経済の回復が遅れている。5 月 17 日に公表された、2023 年 1-3 月期の四半期別 GDP 速報(1 次速報値)では、2022 年度の実質成長率(前年度比)は+1.2%となった。足元の日本の潜在成長率は+0.3%程度と推計されるため、潜在成長率を大幅に上回る成長となる。しかし、2022 年度は、消費税率引き上げ、コロナ禍による大幅な落ち込みからの回復途上であったため、潜在成長率を上回る成長率となったこと自体は、日本経済の回復力の強さを示すものではないだろう。2019 年度以降の実質成長率(前年度比)を確認すると、2019 年度が-0.8%、2020 年度が-4.1%、2021 年度が+2.6%、2022 年度が+1.2%である。すなわち、2019~2020 年度の 2 年間における計-5%近い経済水準の縮小に対して、2021~2022 年度の 2 年間の回復は+4%弱にとどまっている。

年度の実質 GDP 水準は 2019 年度に届かず 実質 GDP の水準で見た場合、2022 年度は約 548 兆円であった。2018 年度の過去最高の経済水準(約 555 兆円)はもとより、消費税率の 10%への引き上げで落ち込んだ 2019 年度の経済水準(約 550 兆円)にも復帰していない。2018 年度の実質 GDP 水準に復帰するためには、+1.2%程度の成長が必要である(図表 6・正常化の目安①)。なお、負のショックが起こらずに、2019 年度以降、+0.3%のペースで成長が続いた場合の 2022 年度の実質 GDP 水準は 561 兆円と推計される。この水準に達するにはおおよそ+2.5%の成長が必要である(図表 6・正常化の目安②)。

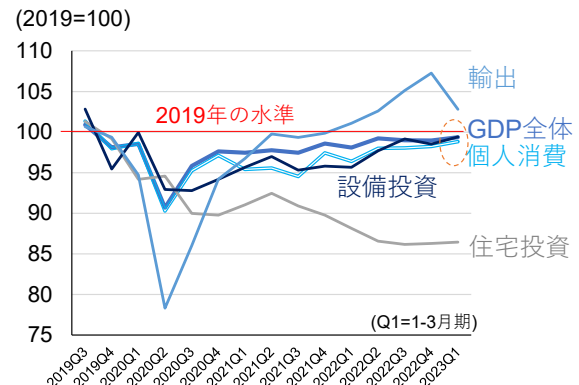
個人消費と設備投資の回復が焦点 各需要項目の推移を四半期ベースで見ると、回復が遅れているのは民間需要と考えられよう。個人消費、設備投資、住宅投資は、いずれも 2023 年 1-3 月期の時点で 2019 年平均の水準を回復していない(図表 7)。先行きは、個人消費と設備投資の回復が日本経済にとって重要となろう。以降では、両者の回復可能性を検証する。

図表 6 正常化までは最低限+1.2%の成長要
: 日本の実質 GDP の推移と経済正常化の目安



(出所) 内閣府、SBI 新生銀行金融調査室

図表 7 民間需要は 2019 年水準に依然復帰していない
: 実質 GDP と主要需要項目の水準推移



(出所) 内閣府、SBI 新生銀行金融調査室

3. アフターコロナ移行後の個人消費の回復余地

個人消費：増勢維持も 300 兆円台は未だ回復せず 2023 年 1-3 月期の個人消費(季節調整値、年率)は約 297 兆円となった。2022 年度は概して回復基調で推移したが、回復ペースは押し並べて緩やかであり、10%への消費税率引き上げ後の消費水準には復帰しているが、引き上げ前の 300 兆円台には未だに回復していない。

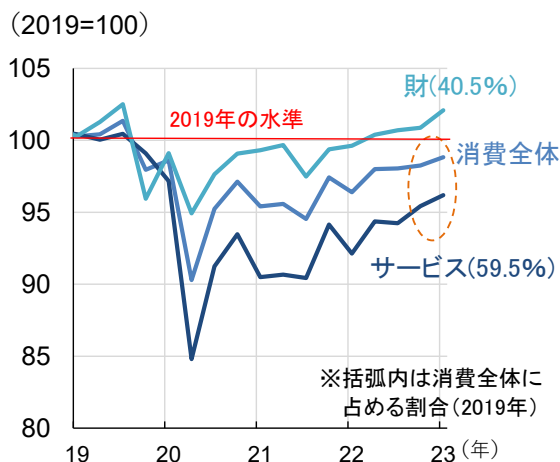
サービス消費はコロナ禍前を依然大きく下回る 財・サービス別に見ると、財消費はコロナ禍前の 2019 年の水準を+2.1ポイント上回る一方、サービス消費は同一-3.8ポイントと2019年水準から大きく乖離している(図表8)。図表は指数で見ているが、水準で見た場合、サービス消費は 2019 年平均が約 176 兆円に対し、2023 年 1-3 月期は約 169 兆円であり、約-7 兆円もの負のギャップがある。仮に 2019 年平均の水準にサービス消費が復帰した場合、実質 GDP 全体を+1.2%程度押し上げるほどの回復余地がある。

昨年度までは家計の消費自粛傾向が相当程度残ったとみられる 2022 年度の個人消費の回復停滞の背景としては、①感染症拡大と②物価上昇による消費の下押し圧力が大きかったことが主な要因と考えられる。財消費が物価上昇局面でも底堅さを示したのは、2022 年末時点で 45 兆円と推計される家計の超過貯蓄が、相応に物価上昇の影響を緩和したものと考えられる。しかし、サービス消費については、公衆衛生上の政策は段階的な緩和が進んだものの、感染拡大時等の家計の消費自粛傾向が、2022 年度は相当程度継続し、サービス消費の下押し圧力として残存し続けたと考えられよう。あるいは、コロナ禍を経た家計の消費行動の変化の影響も含まれるかもしれない。

5 類移行後は本格的なアフターコロナ局面へ 感染症の影響については、5 月 8 日の感染症法上の 5 類移行を機に、いよいよ本格的なアフターコロナ局面に移行していくとみられ、サービス消費が大きく持ち直す期待感は大い。実際に、2023 年 4 月の家計部門に対する景況感調査は、景気ウォッチャー調査、消費者態度指数ともに改善している(図表9)。同月の景気ウォッチャー調査では、「5 類」、「マスク」といったキーワードでコメントを見ると、経済活動正常化を期待する前向きなコメントが多く確認できる。5 類移行を機に、家計の消費行動がどのように、またどのようなペースで変化していくか(コロナ禍前に戻っていくか)については、当面の消費動向を見極めていく必要がある。消費が緩やかな回復にとどまったり、停滞するリスクには引き続き留意が必要と言えるが、メインシナリオとしては、個人消費はサービス消費を中心に回復していくとみている。

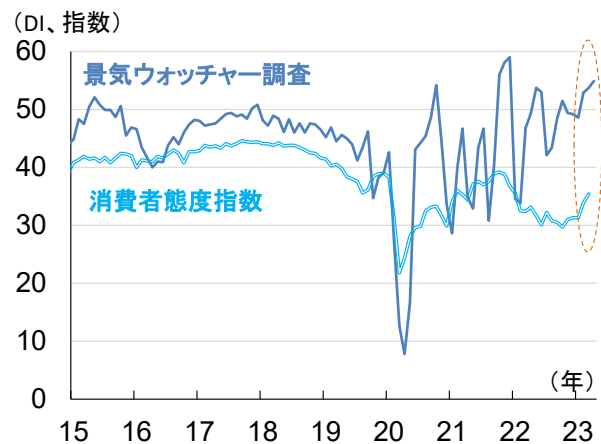
個人消費見通し：段階的な回復を見込む 当行では、個人消費の成長ペース(前年度比)について、2023 年度が+1.4%、2024 年度が+0.9%、2025 年度が+0.5%と予測する。アフターコロナ局面でのサービス消費正常化が個人消費の回復を牽引しよう。6 章で後述の通り、実質賃金のプラス転化は 2023 年 10-12 月期になると想定され、当面は実質賃金の減少が個人消費の下押し要因となるものの、これまでに蓄積された超過貯蓄がその影響を相応に相殺しよう。300 兆円台への復帰時期は 2023 年 10-12 月期と想定している。

図表 8 回復が遅れるサービス消費
：個人消費(財・サービス別、実質)の推移



(出所) 内閣府、SBI 新生銀行金融調査室

図表 9 家計関連の景況感は改善基調
：景気ウォッチャー調査と消費者態度指数



(注) 両指数とも季節調整値。景気ウォッチャー調査は、家計動向関連 DI。
(出所) 内閣府、SBI 新生銀行金融調査室

4. 強気な設備投資計画の実現可能性

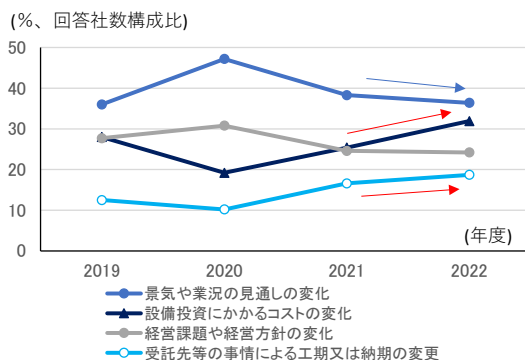
2023 年度は過去最高の設備投資計画 先行きの企業の設備投資について考えると、日銀短観の 2023 年 3 月調査では、2023 年度の設備投資計画(全規模・全産業、ソフトウェア含む・土地投資除くベース)が、前年度比 +5.6%と、3 月調査時点としては過去最高となった²。こうしたデータは、企業の設備投資マインドが崩れていないことを示唆している。もっとも、同様に強い設備投資計画が示されていた 2022 年度においては、徐々に設備投資の先送り傾向が強まったとみられ、実績見込みは大きく下方修正された。したがって、2023 年度についても同様に、強気な設備投資計画が実現しないリスクがある。

2022 年度は供給サイド要因の設備投資先送りが相応にあった模様 2022 年度において、設備投資計画の先送り傾向が強まった背景を考えると、景気や業績に対する先行き不透明感もやはり主な要因であったとみられるが、設備投資に必要な投資財の価格上昇や供給不足といった供給側要因も相応に大きかったと考えられる。内閣府・財務省が四半期ごとに公表している「法人企業景気予測調査」では、年度末(1-3 月期調査)のタイミングで、「今年度における設備投資計画(方針)と実績見込みとの乖離の理由」を調査している(図表 10)。この調査によると、「当初計画(方針)どおりのため、特に理由なし」との回答を除き、複数回答による回答社数構成比が最も多かったのは、4 年連続で「景気や業況の見通しの変化」であった。しかし、その回答社数構成比は 2022 年度に低下し、36.4%となっている。反面、回答社数構成比が上昇しているのは、「設備投資にかかるコストの変化」と「受託先等の事情による工期又は納期の変更」である。回答社数構成比はそれぞれ、31.9%、18.7%であり、複数回答の集計値ではあるが、両者で約 5 割を占める。この結果は、2022 年度の設備投資の先送りの理由として、供給側要因が相応に大きかったことを示唆している。

投資財価格上昇圧力やサプライチェーンの圧力は緩和傾向 こうした供給側要因については、足元でその影響が低下している。すなわち、投資財指数は、前年比ベースの伸び率がピークアウトしている。また、ニューヨーク連邦準備銀行が公表している、グローバルなサプライチェーンの圧力動向を示す「Global Supply Chain Pressure Index(GSCPI)」を見ると、平均からの乖離で計算される指数の水準がマイナス圏まで低下しており、サプライチェーンの圧力は緩和していると推察される(図表 11)。したがって、2023 年度以降は、供給側要因による設備投資の抑制圧力は相当程度低減されるものと考えられる。外部環境の不確実性は高いものの、設備投資マインドの強さに準ずる形で、設備投資の回復基調は維持されると想定している。

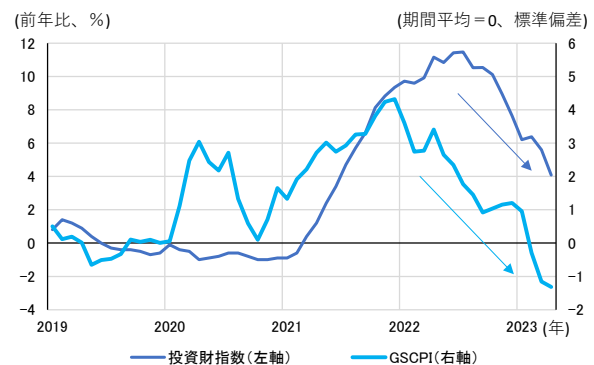
設備投資見通し:回復基調維持を見込む 当行では、設備投資の成長ペース(前年度比)について、2023 年度が +2.5%、2024 年度が +1.8%、2025 年度が +1.7%と予測する。人手不足を背景とした省力化投資や、事業のデジタル化・業務効率化のための DX(デジタル・トランスフォーメーション)関連の投資、脱炭素やエネルギーの安定供給の実現に向けた GX(グリーン・トランスフォーメーション)関連の投資など、中期的な企業の経営課題を見据えた設備投資需要が高まっていく。経済安全保障の観点等から、内外企業を問わず、日本の投資対象としての優位性が高まっていくことも想定される。

図表 10 2022 年度は投資財の価格上昇や供給制約による設備投資先送り傾向が強まった模様 :設備投資の計画と実績見込みの乖離理由



(注) 10 項目中 3 項目以内の複数回答による回答者数構成比。
(出所) 内閣府・財務省、SBI 新生銀行金融調査室

図表 11 投資財の価格上昇圧力や世界的なサプライチェーンの圧力は緩和傾向 :投資財指数と GSCPI(Global Supply Chain Pressure Index)



(出所) 日本銀行、ニューヨーク連邦準備銀行、SBI 新生銀行金融調査室

² 詳細は、『エコノミックコメンタリー「日銀短観(2023年3月調査)」』をご参照ください。

5. 輸出見通し: 財輸出減少もサービス輸出が回復し、小幅なマイナス成長見込み

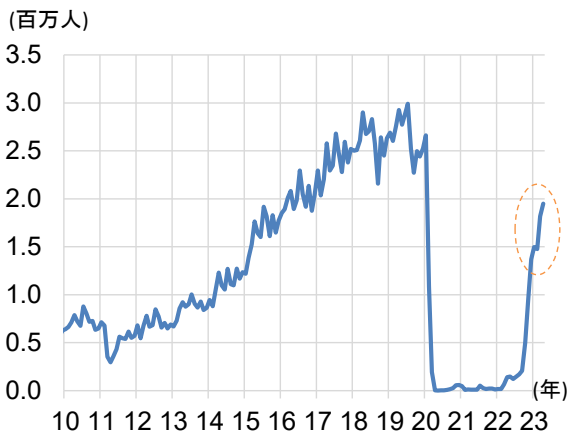
足元の輸出は大幅減少 2023年1-3月期の輸出は前期比-4.2%の大幅な減少となった。財・サービス別に見ると、財の輸出は同-6.5%と大きく落ち込んだ一方、サービス輸出は前期比+5.6%となり、大幅な回復が続いた。サービス輸出に含まれるインバウンド消費の回復が背景にある。

財輸出は 2023 年度に減少見込み 財輸出については、金融引き締めの影響で、主要国の経済成長の減速が見込まれる中、軟調な推移を辿ると見込む。当行では、主要貿易相手国・地域の成長率(暦年・前年比)について、米国は2023年が+1.1%、2024年が+0.7%、欧州(EU)は2023年が+0.6%、2024年が+1.0%、中国は2023年が+5.5%、2024年が+5.0%になると想定している。これらの経済成長率見通しを、2022年の日本からの通関輸出額をもとにした輸出ウエートで加重平均して算出した「輸出ウエート加重成長率」は、2023年が+2.8%、2024年が+2.5%と推計され、コロナ前の+4%近傍の推移と比較して減速する見通しである。海外の財需要の低迷を背景に、2023年度の財輸出は減少すると予測している。また、低成長が続くと予想される2024年度についても、財輸出の回復ペースを慎重に見ておく必要がある。

インバウンド需要は回復が継続する見通し 2023年4月の訪日外国人客数は速報ベースで195万人となった(図表12)。2019年4月対比で67%の水準まで回復した。昨年10月の水際対策緩和以降、急速な回復が続いている。また、客数の増加だけでなく、観光庁「訪日外国人消費動向調査」によると、2023年1-3月期における一人当たりの旅行支出額は、2019年1-3月期対比+43.8%となったとのことであり、こうした面もインバウンド消費額を押し上げていよう。5月8日以降の水際対策撤廃を受け、先行きもインバウンド消費は回復基調が続くとみられ、サービス輸出は増加傾向を辿ると予想している。

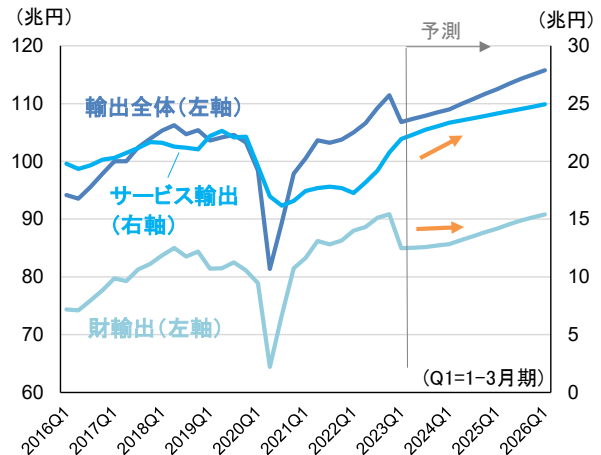
2023年度はサービス輸出が下支えし、輸出は小幅減少にとどまる見通し 財・サービス別輸出見通しは図表13の通りである。当面は財輸出が軟調に推移する一方、サービス輸出の回復が輸出全体を下支えしよう。当行では、2023年度の輸出は前年度比-0.3%と小幅な悪化にとどまると予測している。

図表 12 訪日外国人客数は195万人に回復
: 訪日外国人客数の推移



(出所) 日本政府観光局(JNTO)、SBI 新生銀行金融調査室

図表 13 財輸出の低迷をサービス輸出が下支え
: 財・サービス輸出(実質)の見通し



(出所) 内閣府、SBI 新生銀行金融調査室

6. 物価・賃金(名目・実質)見通し

賃金見通し: 約30年ぶりの大幅賃上げの公算大 2023年春闘(春季労使交渉)の動向を確認すると、連合による第5回回答集計(5月8日時点)では、賃上げ率(定期昇給含む)は3.67%に達している(図表14)。最終集計までに多少の下方修正が想定されるが、1993年の3.9%以来、およそ30年ぶりの大幅賃上げとなる公算が大きい。こうした動きを受け、当行では、2023年度の名目賃金が2%台中盤で安定的に推移すると見込む。

強い物価の基調 2023年4月の消費者物価指数は、コアCPI(生鮮食品を除く総合)で+3.4%となり、再加速した。欧米型コアCPIの動向を見ても、物価の基調は上向きである³。企業によるコスト上昇分の価格転嫁が継

³ 詳細は、『エコノミックコメンタリー「消費者物価指数(2023年4月)」』をご参照ください。

続していよう。

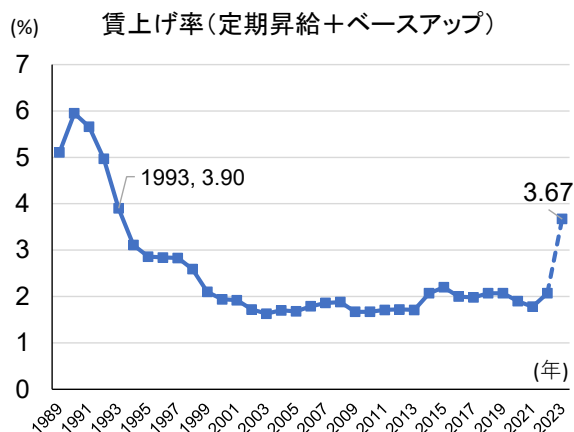
輸入物価は約 2 年ぶりのマイナスに 2023 年 4 月の輸入物価指数は前年比 -2.9% となった。輸入物価がマイナスとなるのは、2021 年 2 月以来、2 年 2 か月ぶりである。企業物価指数は同 +5.8% となり、底堅さを示したが、輸入インフレ圧力が低減していくも、徐々に輸入コストを価格転嫁していく傾向は薄れていくとみられる。

今後は人件費増加分の価格転嫁が物価押し上げ要因となる見込み その一方で、今後進展していくとみられる賃上げは、企業にとってはコスト増加要因となる。人手不足の状況も相まって、今後は人件費の上昇分を販売価格に転嫁していく動きが強まっていくとみられる。そのほか、輸送費や電気代等のコスト転嫁も引き続き実施されるとみられる。当面、企業による価格転嫁が継続する下で、物価の基調は強い状況が続こう。

物価見通し: 2023 年度も 2% 超の見通し 当行では、消費者物価見通しについて、コア CPI の前年度比ベースで、2023 年度が +2.5%、2024 年度が +1.6%、2025 年度が +1.4% になると予測する。物価の基調の強さを踏まえ、前回見通しから上方修正した (P1・図表 1)。2022 年度に続き、2023 年度も日本銀行の物価目標である 2% を超える見通しである。ただし、引き続きコストプッシュ・インフレの色彩が強い状況が続くと想定され、需要回復による物価押し上げは限定的と見ている。

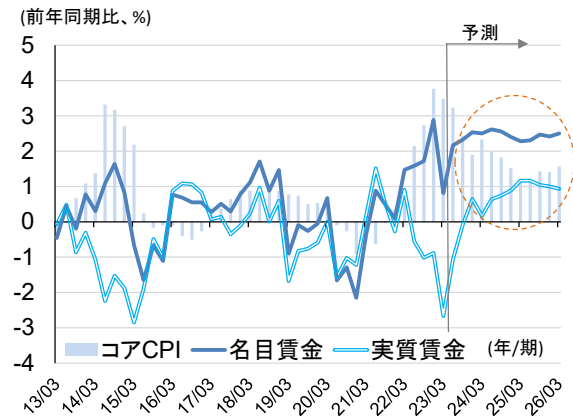
実質賃金見通し: 2023 年 10-12 月期よりプラス転化見込み 賃金・物価ともに前回見通しより上振れる見通しであるが、物価見通しの相対的な強さを受けて、実質賃金のプラス転化は 2023 年 10-12 月期に後ずれすると見込む (図表 15)。家計にとっては、実質的な購買力の目減りが当面続くこととなり、消費の下押し圧力となる。

図表 14 30 年ぶりの大幅賃上げとなる見込み
: 春闘賃上げ率の推移



(注) 2023 年は第 5 回回答集計結果。
(出所) 連合、SBI 新生銀行金融調査室

図表 15 実質賃金のプラス転化は 2023 年末見込み
: 名目・実質賃金と物価の見通し



(注) 実質賃金は、実績・予測ともにコア CPI によって実質化した数字であり、実績は毎月勤労統計調査の公表値とは一致しない。
(出所) 厚生労働省、総務省統計局、SBI 新生銀行金融調査室

(本稿執筆時点: 5 月 23 日)

～経済レポート配信サービスのご案内～

SBI 新生銀行金融調査室では、経済レポートの発表時に、レポートの題名と URL を E メールでお知らせする「経済レポート配信サービス」を実施しております。配信をご希望の方は、以下のリンクの新規登録フォームからお申込みください。

[経済レポート配信サービス | SBI 新生銀行](#)



予測表

図表 16 日本経済見通し(年度・半期)

系列名	単位	年度			単位	半期						系列名
		予測 2023年度	予測 2024年度	予測 2025年度		予測 2023年度 上期	予測 2023年度 下期	予測 2024年度 上期	予測 2024年度 下期	予測 2025年度 上期	予測 2025年度 下期	
1 実質GDP	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1 実質GDP
2 実質GDP	前年度比 (%)	1.1	1.4	1.1	前期比 (%)	0.8	0.7	0.6	0.8	0.5	0.5	2 実質GDP
3 内需	寄与度 (%)	1.3	1.0	0.7	寄与度 (%)	1.0	0.6	0.4	0.6	0.3	0.3	3 内需
4 民需	寄与度 (%)	1.1	0.9	0.6	寄与度 (%)	0.9	0.6	0.4	0.5	0.2	0.2	4 民需
5 実質民間最終消費支出	前年度比 (%)	1.4	0.9	0.5	前期比 (%)	0.9	0.6	0.3	0.7	0.1	0.1	5 実質民間最終消費支出
6 実質民間住宅投資	前年度比 (%)	0.6	0.9	0.9	前期比 (%)	0.4	0.4	0.4	0.6	0.4	0.3	6 実質民間住宅投資
7 実質民間企業設備投資	前年度比 (%)	2.5	1.8	1.7	前期比 (%)	1.6	1.2	0.9	0.8	0.9	0.9	7 実質民間企業設備投資
8 実質民間在庫変動	寄与度 (%)	▲0.0	0.1	▲0.0	寄与度 (%)	0.1	0.0	0.0	▲0.0	▲0.0	▲0.0	8 実質民間在庫変動
9 公需	寄与度 (%)	0.2	0.1	0.2	寄与度 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	9 公需
10 実質政府最終消費支出	前年度比 (%)	2.3	0.4	0.6	前期比 (%)	0.1	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	10 実質政府最終消費支出
11 実質公的資本形成	前年度比 (%)	2.5	0.8	0.6	前期比 (%)	1.4	0.4	0.5	0.3	0.3	0.3	11 実質公的資本形成
12 実質公的在庫変動	寄与度 (%)	0.0	0.0	0.0	寄与度 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	12 実質公的在庫変動
13 外需	寄与度 (%)	▲0.2	0.3	0.4	寄与度 (%)	▲0.2	0.0	0.2	0.2	0.2	0.2	13 外需
14 実質財貨・サービスの輸出	前年度比 (%)	▲0.3	2.8	3.1	前期比 (%)	▲1.4	1.0	1.5	1.6	1.6	1.4	14 実質財貨・サービスの輸出
15 実質財貨・サービスの輸入	前年度比 (%)	0.6	1.1	0.9	前期比 (%)	▲0.5	0.9	0.4	0.4	0.4	0.5	15 実質財貨・サービスの輸入
16 実質GDP	前年度比 (%)	1.1	1.4	1.1	前期比 (%)	0.8	0.7	0.6	0.8	0.5	0.5	16 実質GDP
17 内需	寄与度 (%)	1.3	1.0	0.7	寄与度 (%)	1.0	0.6	0.4	0.6	0.3	0.3	17 内需
18 民需	寄与度 (%)	1.1	0.9	0.6	寄与度 (%)	0.9	0.6	0.4	0.5	0.2	0.2	18 民需
19 実質民間最終消費支出	寄与度 (%)	0.7	0.5	0.3	寄与度 (%)	0.5	0.3	0.2	0.4	0.1	0.1	19 実質民間最終消費支出
20 実質民間住宅投資	寄与度 (%)	0.0	0.0	0.0	寄与度 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	20 実質民間住宅投資
21 実質民間企業設備投資	寄与度 (%)	0.4	0.3	0.3	寄与度 (%)	0.3	0.2	0.1	0.1	0.2	0.2	21 実質民間企業設備投資
22 実質民間在庫変動	寄与度 (%)	▲0.0	0.1	▲0.0	寄与度 (%)	0.1	0.0	0.0	▲0.0	▲0.0	▲0.0	22 実質民間在庫変動
23 公需	寄与度 (%)	0.2	0.1	0.2	寄与度 (%)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	23 公需
24 実質政府最終消費支出	寄与度 (%)	0.1	0.1	0.1	寄与度 (%)	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	24 実質政府最終消費支出
25 実質公的資本形成	寄与度 (%)	0.1	0.0	0.0	寄与度 (%)	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	25 実質公的資本形成
26 実質公的在庫変動	寄与度 (%)	0.0	0.0	0.0	寄与度 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	26 実質公的在庫変動
27 外需	寄与度 (%)	▲0.2	0.3	0.4	寄与度 (%)	▲0.2	0.0	0.2	0.2	0.2	0.2	27 外需
28 実質財貨・サービスの輸出	寄与度 (%)	▲0.1	0.5	0.6	寄与度 (%)	▲0.3	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	28 実質財貨・サービスの輸出
29 実質財貨・サービスの輸入	寄与度 (%)	▲0.1	▲0.2	▲0.2	寄与度 (%)	0.1	▲0.2	▲0.1	▲0.1	▲0.1	▲0.1	29 実質財貨・サービスの輸入
30 名目GDP	前年度比 (%)	4.2	3.4	2.8	前期比 (%)	2.7	1.4	2.2	1.1	1.8	0.8	30 名目GDP
31 GDPデフレーター	前年度比 (%)	3.0	2.0	1.6	前期比 (%)	1.9	▲1.0	▲0.2	▲0.5	▲0.2	0.0	31 GDPデフレーター
32 名目雇用者報酬	前年度比 (%)	2.1	2.6	2.1	前期比 (%)	2.1	2.1	2.7	2.5	2.1	2.2	32 名目雇用者報酬
33 消費者物価(生鮮食品除く総合)	前年比 (%)	2.5	1.6	1.4	前年比 (%)	2.8	2.1	1.9	1.3	1.3	1.5	33 消費者物価(生鮮食品除く総合)
34 完全失業率	%	2.6	2.6	2.5	%	2.6	2.6	2.6	2.6	2.5	2.5	34 完全失業率
35 鉱工業生産指数	前年比 (%)	1.2	3.6	2.3	前期比 (%)	▲0.0	3.4	1.0	1.6	0.5	1.8	35 鉱工業生産指数
36 貿易収支(通関ベース)	兆円	▲18.1	▲13.7	▲10.0	兆円	▲9.1	▲9.0	▲7.0	▲6.7	▲5.0	▲5.0	36 貿易収支(通関ベース)
37 経常収支	兆円	10.2	16.7	23.1	兆円	5.8	4.4	8.7	8.0	12.1	10.9	37 経常収支
38 円相場(対米ドル)	円/ドル	131.25	125.50	122.50	円/ドル	133.50	129.00	126.50	124.50	123.50	121.50	38 円相場(対米ドル)
39 日本円TBOR(3ヶ月物)	%	0.07	0.07	0.07	%	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07	39 日本円TBOR(3ヶ月物)
40 国債流通利回り(10年物)	%	0.46	0.59	0.73	%	0.43	0.50	0.56	0.63	0.69	0.76	40 国債流通利回り(10年物)
41 マネーストック(新M2)	前年比 (%)	3.1	2.9	3.0	前年比 (%)	3.0	3.3	2.9	2.8	3.0	3.1	41 マネーストック(新M2)
42 米国債10年金利	%	3.33	3.10	3.10	%	3.44	3.22	3.11	3.10	3.10	3.10	42 米国債10年金利
43 米国実質GDP(暦年)	前年比 (%)	1.1	0.7	1.7	-	-	-	-	-	-	-	43 米国実質GDP(暦年)
44 EU実質GDP(暦年)	前年比 (%)	0.6	1.0	1.9	-	-	-	-	-	-	-	44 EU実質GDP(暦年)
45 中国実質GDP(暦年)	前年比 (%)	5.5	5.0	5.0	-	-	-	-	-	-	-	45 中国実質GDP(暦年)
46 NY原油価格(WTI, 暦年)	ドル/バレル	76.6	74.3	71.0	-	-	-	-	-	-	-	46 NY原油価格(WTI, 暦年)

(注1) 本表の数値はすべて当行による予測値であり、伸び率、寄与度等の計算もすべて当行による。

(注2) 半期及び四半期のうち、失業率は季節調整済み値、前年比のものは季節調整前の値、前期比・寄与度は季節調整済み値。

(注3) Q1=1-3 月期、Q2=4-6 月期、Q3=7-9 月期、Q4=10-12 月期

(出所) 日経 NEEDS、SBI 新生銀行金融調査室

図表 17 日本経済見通し(四半期)

系列名	単位	四半期												系列名
		2023年Q2	2023年Q3	2023年Q4	2024年Q1	2024年Q2	2024年Q3	2024年Q4	2025年Q1	2025年Q2	2025年Q3	2025年Q4	2026年Q1	
1 実質GDP	前期比、 年率 (%)	1.8	1.2	1.6	0.9	1.2	1.7	1.8	1.0	0.9	1.2	1.1	0.4	実質GDP
2 実質GDP	前期比 (%)	0.5	0.3	0.4	0.2	0.3	0.4	0.5	0.2	0.2	0.3	0.3	0.1	実質GDP
3	内需	0.4	0.3	0.4	0.2	0.2	0.3	0.3	0.1	0.1	0.2	0.2	0.0	内需
4	民需	0.4	0.3	0.4	0.1	0.1	0.3	0.3	0.1	0.1	0.2	0.1	▲0.0	民需
5	実質民間最終消費支出	0.4	0.3	0.4	0.1	0.1	0.4	0.4	0.2	▲0.0	0.1	0.1	▲0.1	実質民間最終消費支出
6	実質民間住宅投資	0.2	0.2	0.2	0.1	0.2	0.3	0.3	0.3	0.2	0.1	0.2	0.1	実質民間住宅投資
7	実質民間企業設備投資	0.8	0.6	0.6	0.6	0.3	0.5	0.4	0.3	0.5	0.5	0.5	0.4	実質民間企業設備投資
8	実質民間在庫変動	0.1	0.0	0.1	▲0.0	0.0	0.0	▲0.0	▲0.0	▲0.0	0.0	▲0.0	▲0.1	実質民間在庫変動
9	公需	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	公需
10	実質政府最終消費支出	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1	0.2	0.1	0.1	実質政府最終消費支出
11	実質公的資本形成	0.1	0.2	0.2	0.2	0.3	0.2	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1	0.2	実質公的資本形成
12	実質公的在庫変動	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	実質公的在庫変動
13	外需	0.0	▲0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	外需
14	実質財貨・サービスの輸出	0.5	0.5	0.5	0.5	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.7	0.6	実質財貨・サービスの輸出
15	実質財貨・サービスの輸入	0.5	0.5	0.5	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.2	0.2	実質財貨・サービスの輸入
16 実質GDP	前期比 (%)	0.5	0.3	0.4	0.2	0.3	0.4	0.5	0.2	0.2	0.3	0.3	0.1	実質GDP
17	内需	0.4	0.3	0.4	0.2	0.2	0.3	0.3	0.1	0.1	0.2	0.2	0.0	内需
18	民需	0.4	0.3	0.4	0.1	0.1	0.3	0.3	0.1	0.1	0.2	0.1	▲0.0	民需
19	実質民間最終消費支出	0.2	0.2	0.2	0.1	0.0	0.2	0.2	0.1	▲0.0	0.0	0.1	▲0.0	実質民間最終消費支出
20	実質民間住宅投資	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	実質民間住宅投資
21	実質民間企業設備投資	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	実質民間企業設備投資
22	実質民間在庫変動	0.1	0.0	0.1	▲0.0	0.0	0.0	▲0.0	▲0.0	▲0.0	0.0	▲0.0	▲0.1	実質民間在庫変動
23	公需	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	公需
24	実質政府最終消費支出	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	実質政府最終消費支出
25	実質公的資本形成	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	実質公的資本形成
26	実質公的在庫変動	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	実質公的在庫変動
27	外需	0.0	▲0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	外需
28	実質財貨・サービスの輸出	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1	実質財貨・サービスの輸出
29	実質財貨・サービスの輸入	▲0.1	▲0.1	▲0.1	▲0.1	▲0.0	▲0.0	▲0.0	▲0.0	▲0.0	▲0.1	▲0.0	▲0.0	実質財貨・サービスの輸入
30 名目GDP	前期比 (%)	1.9	▲0.1	1.1	0.7	1.9	▲0.3	1.1	0.2	1.9	▲0.5	1.0	0.2	名目GDP
31 GDPデフレーター	前年比 (%)	3.5	3.7	2.9	2.1	2.4	2.1	2.0	1.6	1.6	1.5	1.6	1.7	GDPデフレーター
32 名目雇用者報酬	前年比 (%)	2.0	2.3	2.0	2.4	2.7	2.7	2.5	2.4	2.0	2.2	2.1	2.2	名目雇用者報酬
33 消費者物価 (生鮮食品除く総合)	前年比 (%)	3.2	2.4	1.9	2.3	2.0	1.8	1.5	1.1	1.1	1.4	1.4	1.6	消費者物価 (生鮮食品除く総合)
34 完全失業率	%	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	完全失業率
35 鉱工業生産指数	前期比 (%)	0.4	1.0	2.1	1.6	▲0.1	0.6	0.9	0.9	▲0.2	0.5	1.0	1.0	鉱工業生産指数
36 貿易収支(通関ベース)	兆円	▲4.7	▲4.4	▲4.1	▲4.9	▲3.6	▲3.5	▲2.8	▲3.9	▲2.3	▲2.7	▲1.9	▲3.1	貿易収支(通関ベース)
37 経常収支	兆円	2.4	3.4	1.0	3.4	3.9	4.8	2.9	5.1	5.9	6.2	4.4	6.5	経常収支
38 円相場(対米ドル)	円/ドル	135.00	132.00	130.00	128.00	127.00	126.00	125.00	124.00	124.00	123.00	122.00	121.00	円相場(対米ドル)
39 日本円TBOR (3ヶ月物)	%	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07	日本円TBOR (3ヶ月物)
40 国債流通利回り (10年物)	%	0.41	0.45	0.48	0.51	0.54	0.58	0.61	0.64	0.68	0.71	0.74	0.78	国債流通利回り (10年物)
41 マネーストック (新M2)	前年比 (%)	2.8	3.1	3.1	3.4	3.2	2.7	2.8	2.9	3.0	3.0	3.0	3.3	マネーストック (新M2)
42 米国債10年金利	%	3.51	3.38	3.27	3.17	3.12	3.10	3.10	3.10	3.10	3.10	3.10	3.10	米国債10年金利
43 米国実質GDP(暦年)	前期比、 年率 (%)	0.4	▲0.6	▲0.4	1.0	1.5	1.5	1.6	1.5	1.7	2.0	2.1	2.1	米国実質GDP(暦年)
44 EU実質GDP(暦年)	前期比、 年率 (%)	0.0	0.0	0.2	1.6	1.4	1.4	1.4	2.2	2.2	2.2	2.2	1.4	EU実質GDP(暦年)
45 中国実質GDP(暦年)	前年比 (%)	6.9	4.8	5.8	4.9	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	4.6	中国実質GDP(暦年)
46 NY原油価格 (WTI、暦年)	ドル /バレル	74.5	78.6	77.5	76.5	75.0	73.6	72.2	71.7	71.3	70.8	70.3	69.8	NY原油価格 (WTI、暦年)

(注1) 本表の数値はすべて当行による予測値であり、伸び率、寄与度等の計算もすべて当行による。

(注2) 半期及び四半期のうち、失業率は季節調整済み値、前年比のものは季節調整前の値、前期比・寄与度は季節調整済み値。

(注3) Q1=1-3月期、Q2=4-6月期、Q3=7-9月期、Q4=10-12月期

(出所) 日経 NEEDS、SBI 新生銀行金融調査室

- この資料の無断での複写、転写、転載、改竄、頒布または配布は、形式の如何を問わず、厳しく禁止されています。
- この資料は、情報の提供を唯一の目的としたもので、特定の金融商品取引又は金融サービスの申込み、勧誘又は推奨を目的としたものではありません。
- この資料に述べられている見通しは、執筆者の見解に基づくものであり、弊行の売買・ポジションを代表した公式見解ではありません。
- この資料は公に入手可能な情報・データに基づくものですが、弊行がその正確性・完全性を保証するものではなく、その内容を随時変更することがあります。
- この資料に述べられている見通しは実際の市場動向とは異なる可能性があり、今後の推移を弊行ならびに執筆者が約束するものではありません。
- 金融商品取引を検討される場合には、別途当該金融商品の資料を良くお読みいただき、充分にご理解されたうえで、ご自身の判断と責任においてお取引をなさるようお願いいたします。
- 金融商品によっては所定の手数料等をご負担いただく場合があります。また金融商品によっては証拠金や担保をご提供いただく場合があります。なお、具体的な金融商品が定まっていないため、現時点では手数料・証拠金・担保等の額または計算方法およびその比率をお示しすることはできません。
- 金融商品によっては、金利水準、為替相場、株式相場等の金融商品市場における相場その他の指標にかかる変動により、お客様に損失が生じることがあり、またこの損失がお客様からご提供いただいた証拠金・担保(もしあれば)の額を上回るおそれがあります。
- 商号等／株式会社 SBI 新生銀行 登録金融機関 関東財務局長(登金)第 10 号。
加入協会／日本証券業協会、一般社団法人金融先物取引業協会