

2023年度 第1回大阪府・大阪市経済動向報告会

世界情勢の変化を踏まえた日本・関西経済の現状評価と展望 成長力UPに向けて拡大が求められる「人への投資」

2023.5.10

みずほリサーチ&テクノロジーズ

調査部 経済調査チーム

主席エコノミスト

服部直樹



1. 2023年の注目点

2. 世界経済の現状と先行き

3. 日本・関西経済の現状と先行き

4. 成長力UPに向けた「人への投資」

1. 2023年の注目点

2023年の世界観: ビジネス環境変化への適応力が試される年に

2022年



ロシアのウクライナ侵攻



インフレ高進と倍速利上げ



感染力強いコロナ変異株

「ま・さ・か」の連続
変化するビジネス環境

2024年

安全保障

経済成長

持続可能性

包摂性

新時代の主導権を巡る攻防
国・経済のあり方を巡る模索

根強い
インフレ圧力

グレート
モデレーション
の巻き戻し

2023年

深まる世界経済
の分断

コロナ後の新たな国際秩序へ
試される環境変化への適応力

長期化する
ウクライナ戦争

ゼロコロナ解除
後の中国経済

各国・金融市場の主な論点

米国

景気後退の時期、雇用・物価と金融政策の行方をどうみるか

- 足元の雇用は底堅いが、消費・生産は減少に転じ、**2023年春以降に景気後退入り**
- 景気後退に伴い雇用・賃金は先行き悪化するが、労働供給制約が根強いため、雇用・賃金の悪化ペースは緩慢。**インフレ率の低下も緩やかなものにとどまる**
- FRBは**雇用悪化とインフレ再燃に配慮しつつ、2023年終盤以降に慎重に利下げ**

欧州

インフレと労働市場の行方、当面の金融政策をどうみるか

- ガス不足懸念の後退は景気のプラス材料だが、当面は**高インフレが続き、消費を下押し**
- 労働需給が一段とひっ迫し、今後は賃金上昇が本格化する可能性
- 賃金インフレ定着への警戒から、ECBは**2023年春にかけ3.25%まで利上げへ**。その後、**2023年中は利下げに転じない見込み**

中国・新興国

ゼロコロナ解除後の中国経済、アジアへの影響をどうみるか

- 中国におけるゼロコロナ解除後の感染爆発はピークアウト。2023年春頃には収束へ
- 2023年の**中国経済はサービス中心に回復**も、不動産市場と輸出低迷から力強さを欠く
- 新興国では、中国からの観光需要回復の恩恵を受けやすい**ASEANが底堅い一方、NIEsは外需低迷が下押し**

日本

インバウンドの回復と人手不足、金融政策の方向感をどうみるか

- 中国の感染収束も伴い、2023年半ばにかけてインバウンド需要が大幅回復
- 人手不足が深刻な対人サービス業で値上げの動き。**今後CPI鈍化ペースは緩やかに**
- 追加的な労働供給が限られ、人手不足が深刻化し、徐々に賃金へ上昇圧力が加わる
- 日銀は**2023年4～6月期に長期金利目標撤廃、2024年10～12月期にマイナス金利解除**

金融市場

景気後退と高金利維持を受けた金融市場の行方をどうみるか

- 米国の長期金利・株式は、2023年4～6月期以降の**景気後退の影響を受けて下落**
- 日本の長期金利は、長期金利目標の撤廃・マイナス金利解除の影響を受け、**2024年末にかけて1%近傍まで上昇**
- 日米金利差縮小から**ドル円相場は先行き1ドル=120円前後の円高に**

(出所)みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

世界の2023年トップリスク

分類	リスク	①顕在化のトリガーおよび、②その影響
インフレ	米国	①賃金と物価の上昇スパイラルから高インフレ持続、②FRBの利上げが上振れ、米景気後退深刻化、新興国からの資金流出、金融市場の混乱
	欧州	①労働需給ひっ迫を受けた賃金上昇によりインフレが上振れ、②ECBは政策金利を5%まで引き上げ、欧州景気後退深刻化
	日本	①人手不足による賃金上昇圧力への認識が遅れ、賃金・物価の上昇スパイラルが発生、②長期金利の急騰が景気後退、金融システム不安に波及
中国	ゼロコロナ	①ゼロコロナ政策解除後に過剰貯蓄が追い風となり、②消費を中心に経済が過熱。資源価格を中心に世界的なインフレ圧力が上昇
地政学 ・ 政策	ウクライナ情勢	①戦争の長期化に伴い、西側諸国の対ロ制裁、ロシアによるウクライナの穀物サプライチェーンへの攻撃が激化、②世界的に食料、資源価格が上昇
	台湾有事	①米国による台湾への介入に反発して中国が台湾を占領、②戦略物資を中心に対中・台貿易が激減し、世界的な供給制約、景気後退が発生
	米中デカップリング	①国内景気低迷の批判回避から、米中双方で対外強硬姿勢が強まり、②急速にデカップリングが進むことで、サプライチェーンの混乱、インフレ圧力の上昇
	ポピュリズム台頭	①インフレに苦しむ国民の支持回復を狙うポピュリズムが台頭、②財政拡張によるインフレ圧力上昇・金融市場混乱、ウクライナ支援中止によるロシアの勢力拡大等へ波及
	グリーン	①想定以上に厳しい環境規制案の発表 ②移行リスクの高まりで座礁資産の急増、想定以上の投資負担増による企業収益悪化、雇用不安の広がり
金融市場	システムックリスク	①各国の利上げ・資産圧縮により、②デフォルト増加、高リスク商品からの資金流出、流動性低下が同時多発的に生じ、金融機関の連鎖破綻に波及

(出所)みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

2. 世界経済の現状と先行き

世界経済：停滞の2023年、緩慢な回復の2024年に

世界経済見通し総括表(2023年2月改訂版)

	2021	2022 (着地見込)	(前年比、%)		(%Pt)	
			2023 (見通し)	2024	2023 (12月見通しとの比較)	2024
世界実質GDP成長率	6.2	3.4	2.4	2.9	0.6	▲ 0.1
日米欧	5.3	2.6	▲ 0.1	0.6	0.5	▲ 0.5
米国	5.9	2.1	▲ 0.3	0.5	0.5	▲ 0.6
ユーロ圏	5.3	3.3	▲ 0.1	0.6	0.7	▲ 0.4
英国	7.4	4.1	▲ 0.7	0.9	0.2	▲ 0.3
日本	2.1	1.1	1.1	1.2	-	-
アジア	7.3	4.2	5.0	4.8	0.5	-
中国	8.4	3.0	5.3	4.9	0.5	-
NIEs	5.6	2.1	1.9	2.0	0.2	-
ASEAN5	3.3	5.9	4.7	4.5	0.5	-
インド	8.3	7.0	5.7	6.3	0.2	-
オーストラリア	5.2	3.6	1.9	2.0	0.1	-
日本(年度)	2.6	1.3	1.2	0.9	0.2	-

世界経済は2023年が停滞感の強い展開に。2024年は緩慢な回復へ

米国は金融引き締めを受け2023年は景気後退に。インフレ圧力を抑制するために利下げは緩やかなペースになり、2024年の回復は限定的

欧州の暖冬によるガス価格下落は好材料だが、利上げ・高インフレの継続から2023年はマイナス成長に

中国のゼロコロナ解除後の感染は2023年春に収束し、サービス消費中心の回復へ

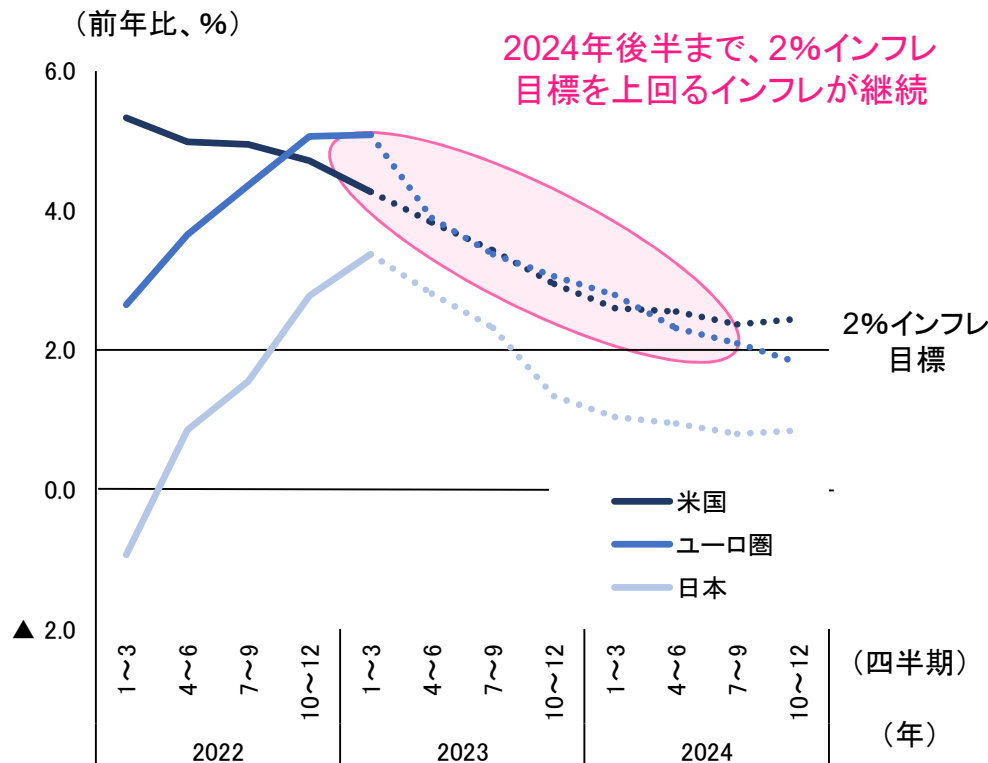
日本はインバウンド需要回復がけん引し、欧米がマイナス成長のなかでも相対的に堅調な推移に

(注)網掛け部分は予測値。予測対象地域計はIMFによるGDPシェア(PPP)により計算
(出所)IMF、各国・地域統計より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

世界経済：欧米のインフレはしぶとく、金融政策は引き締めスタンスが継続

- コアインフレ率は減速の傾向が見られるものの、**欧米では2024年後半までインフレ目標の2%を上回る状態が継続**
 - 労働時間の減少などコロナ後に生じた**構造的な労働供給制約が賃金上昇圧力に**
 - 根強いインフレに注意しつつ、**欧米では2023年末以降、慎重なペースで利下げを実施**
- 日本もデフレからインフレ環境にシフト。**緩和的な金融環境は継続も、異次元緩和は段階的に見直しへ**

日米欧のインフレ率の見通し

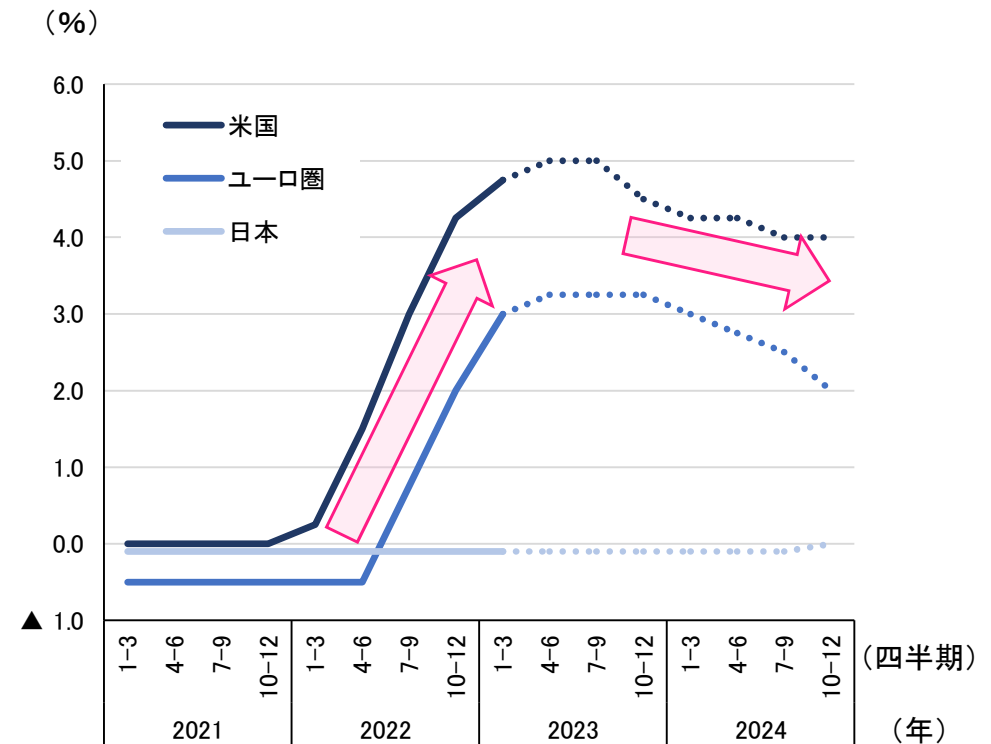


(注1) 米国・ユーロ圏は食料・エネルギーを除くインフレ率。日本は生鮮食品・エネルギーを除くインフレ率

(注2) 米国はPCEデフレーター、ユーロ圏、日本はCPI

(出所) 各国統計より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

日米欧の政策金利水準



(注) 米国の政策金利はレンジの下限を示す

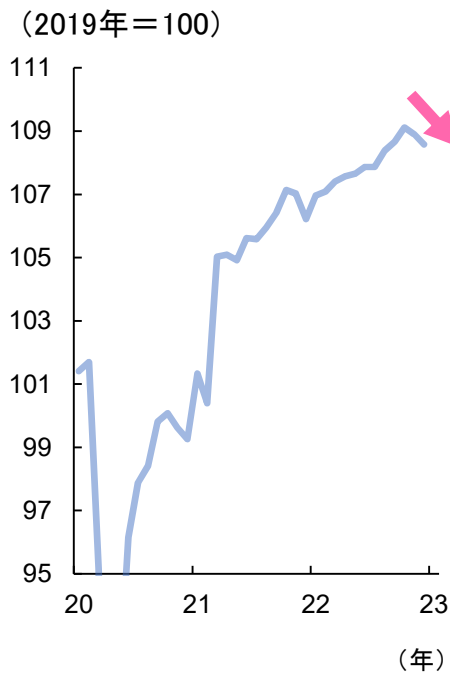
(出所) 各国統計より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

米国：消費・生産は既に下向きに転換。先行指数も今後の景気後退入りを示唆

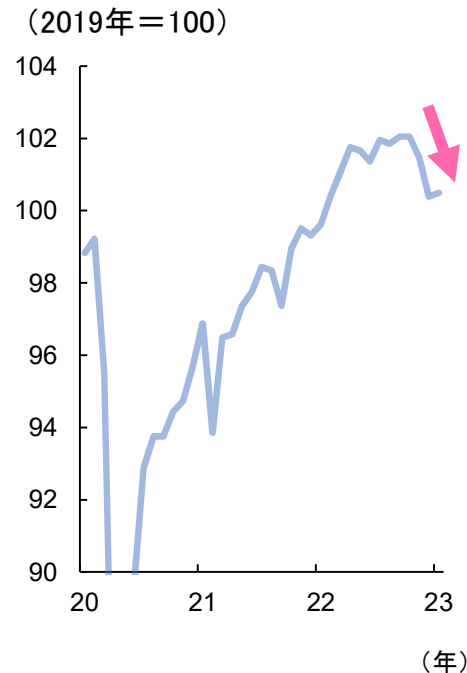
- **米国の個人消費や生産は徐々に下向きに転換。景気悪化の兆候を確認**
- 景気先行指数は2022年3月以降低下傾向が続き、先行きの景気後退入りを示唆
 - 2023年春以降に**米国経済が景気後退入りすることを示唆**する結果
 - ニューヨーク連銀が公表する1年後の景気後退確率は1月時点で57.1%に上昇。ITバブル崩壊時(最大値46.3%)やリーマンショック時(同41.7%)の最悪期を上回る水準に

米国の個人消費・生産(月次指標)

実質個人消費

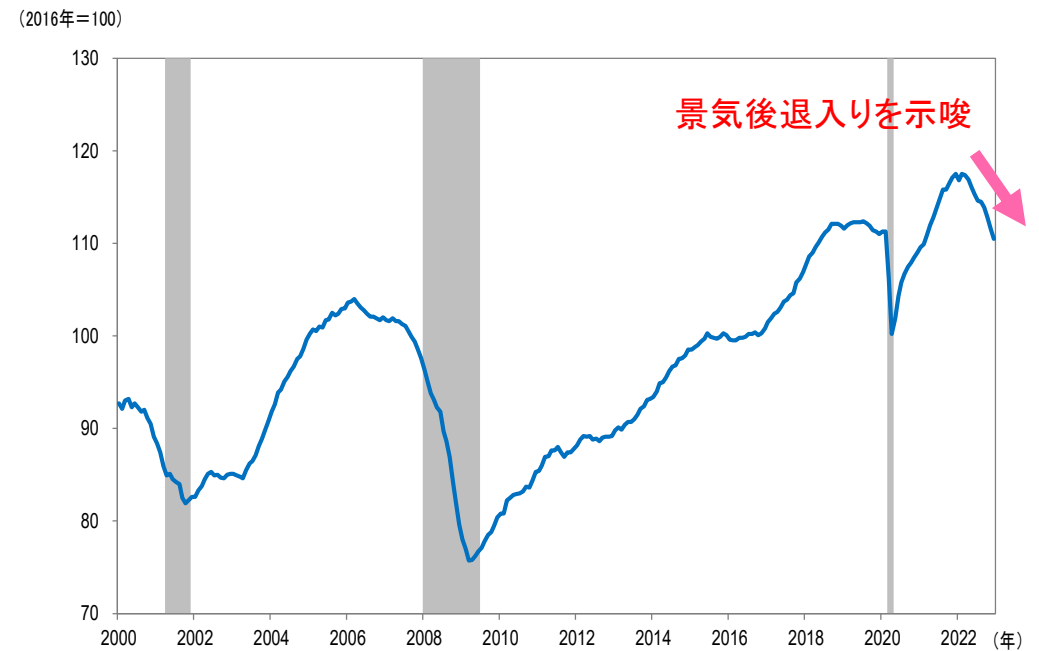


鉱工業生産指数



(出所)米国商務省、FRBより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

米国の景気先行指数

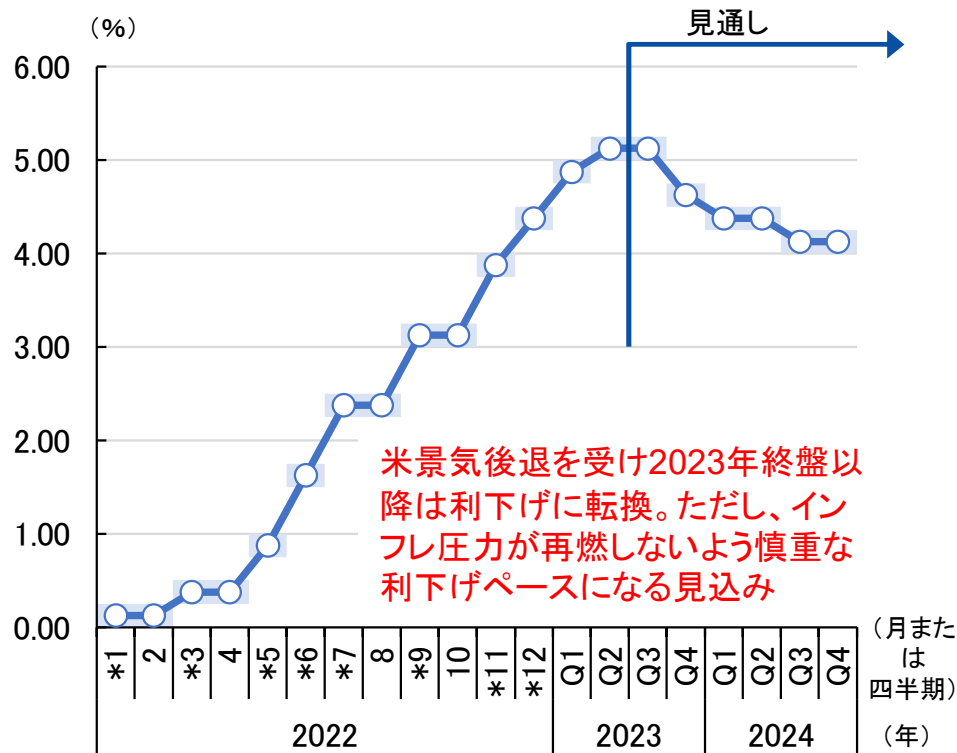


(出所)カンファレンスボードより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

米国:2023年終盤以降は利下げに転換、以後も緩やかに緩和

- **米国政策金利は2023年前半に5~5.25%まで引き上げられた後、当面据え置きとなる見込み**
 - その後、雇用環境の悪化に配慮して**2023年終盤には利下げに転じる**と予想
- 2024年は利下げによる金融コンディションの緩和から、景気回復に転じる見通し
 - **物価高騰の再燃を回避するため、景気や雇用が強まりすぎないよう、慎重なペースで利下げを進めると予想**
 - インフレが残存、金利水準も相応に高いことから、**2024年の景気回復は緩やかなもの**にとどまる見通し

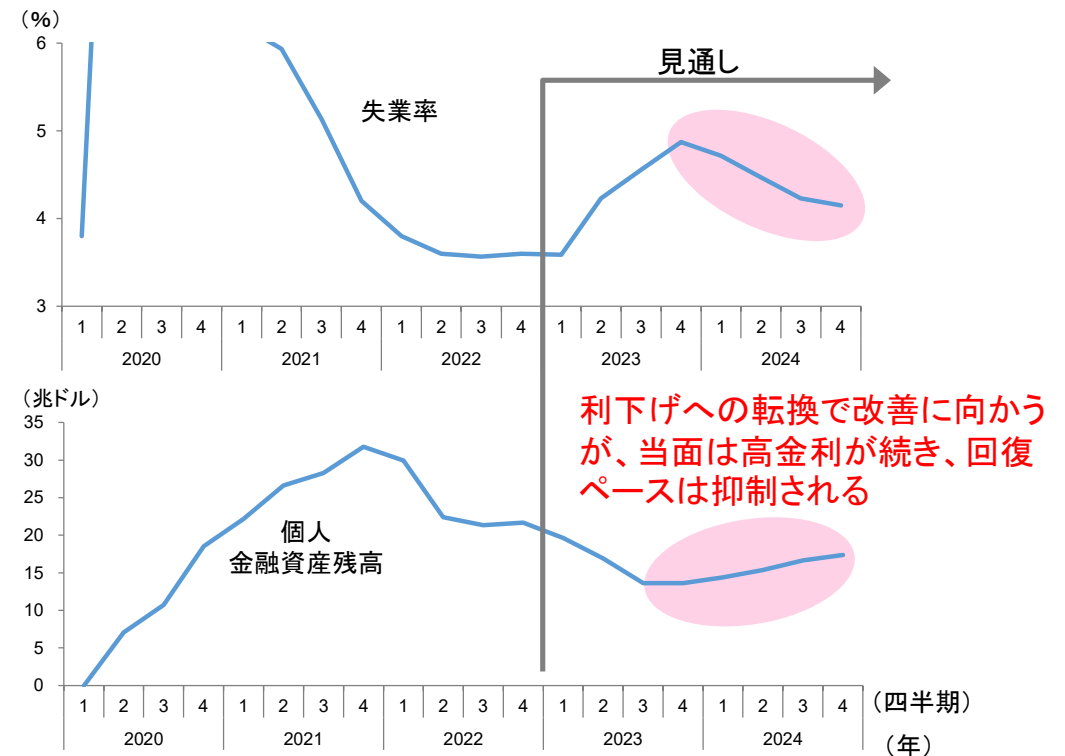
米国の政策金利見通し



(注) * はFOMC開催月

(出所)FRBより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

米国の失業率・金融資産残高の見通し

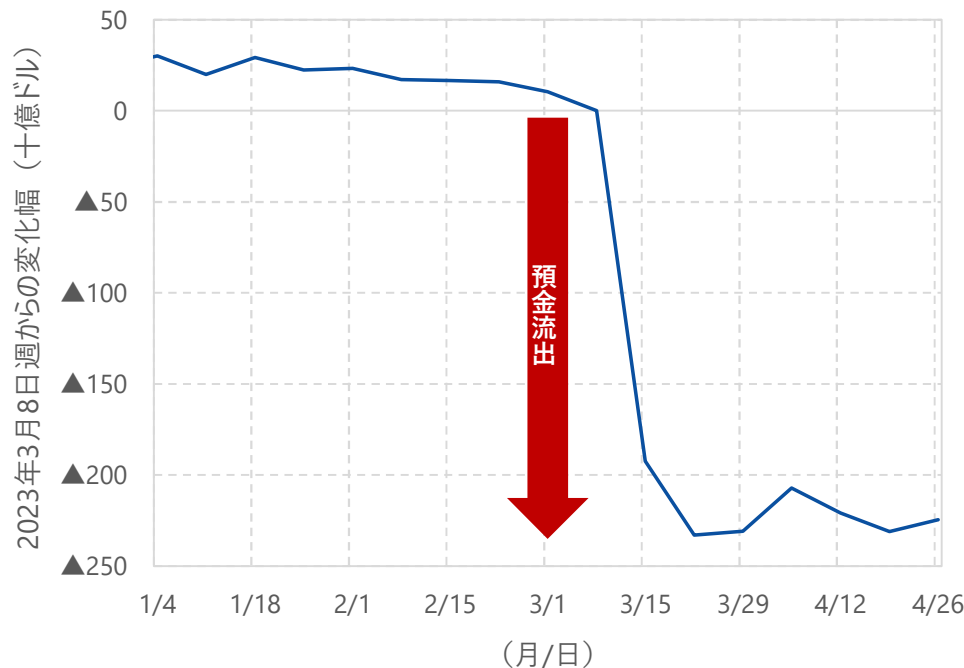


(出所)米国労働省、FRBより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

米国：足元の金融不安は貸出基準の厳格化を通じ実体経済に影響する可能性

- 3月前半のシリコンバレー銀行等の破綻をきっかけに、**米国中小銀行から大量の預金が流出**
 - **預金流出額は3月半ばの2週間で約2,400億ドル**（中小銀行預金の4%に相当）。その後は預金流出が一服
- 中小銀行の金融不安は、**銀行の企業・不動産向け貸出基準の厳格化を通じて米国の景気後退を強める**可能性
 - 米銀の商工業ローンや商業用不動産向け貸出基準は、既に過去の景気後退期並みの水準。今後、貸出基準がさらに厳格化されれば、企業倒産の増加や商業用不動産価格の下落が想定以上に強まる要因に
 - 一方、今回の問題は2008年のリーマンショック時と性質が異なり、大規模な金融危機に陥る可能性は小さい

米国中小銀行の預金額の変動



(注) 季節調整値。中小銀行は国内資産残高で上位25行以外の全ての銀行
(出所)FRBより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

米銀の中小企業向け商工業ローン貸出基準



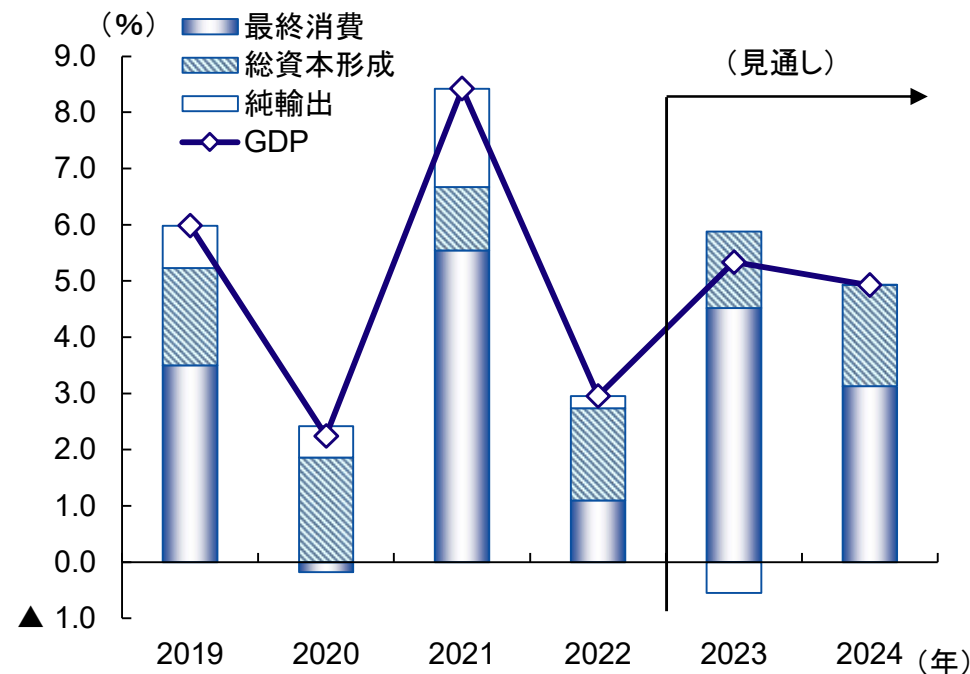
(注) 過去3カ月間に貸出基準を引き締めた銀行の割合－緩和した割合。中小企業は年商5,000万ドル未満

(出所)FRBより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

中国:2023年はサービス消費中心に回復、2024年には巡航速度並の成長へ回帰

- 2023年は、ゼロコロナ政策下で抑制されていたサービス消費主導で回復し、成長率は+5.3%を見込む
 - 12月のゼロコロナ解除で爆発した感染は既にピークアウトしており、3~4月には収束へ
 - 一方、不動産投資と輸出が低調で、地方財政難から財政による押し上げも限られ、景気のV字回復には至らず
- 2024年の成長率は、巡航速度並みの+4.9%に落ち着く見通し
 - サービス消費の反動増は一巡する一方で、不動産投資は緩やかに底入れし、外需も下げ止まる展開に

実質GDP成長率(需要項目別寄与度)



今後の見通しに関する要因別評価

要因	評価
コロナ	感染爆発はすでにピークアウトし、3~4月には収束へ。 <u>中国社会はウィズコロナに適応して感染への過度な警戒は和らいだ様子であり、今後感染が再拡大したとしても、経済的な影響は軽微</u>
不動産	デベロッパーの資金繰り支援強化と追加の需要喚起策を受け、 <u>販売は2023年後半に回復し、投資も年末に底打ちへ</u> 。ただ、人口減少と投機抑制で需給調整圧力が根強いことから、 <u>L字型の回復にとどまる見込み</u>
財政	<u>2023年の地方政府専項債の発行は前年度当初予算並みにとどまる想定</u> 。不動産低迷による収入減で地方の財政事情は厳しいため、 <u>財政による成長押し上げは限定的</u>

(出所) 中国国家统计局、CEICより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

(出所) みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

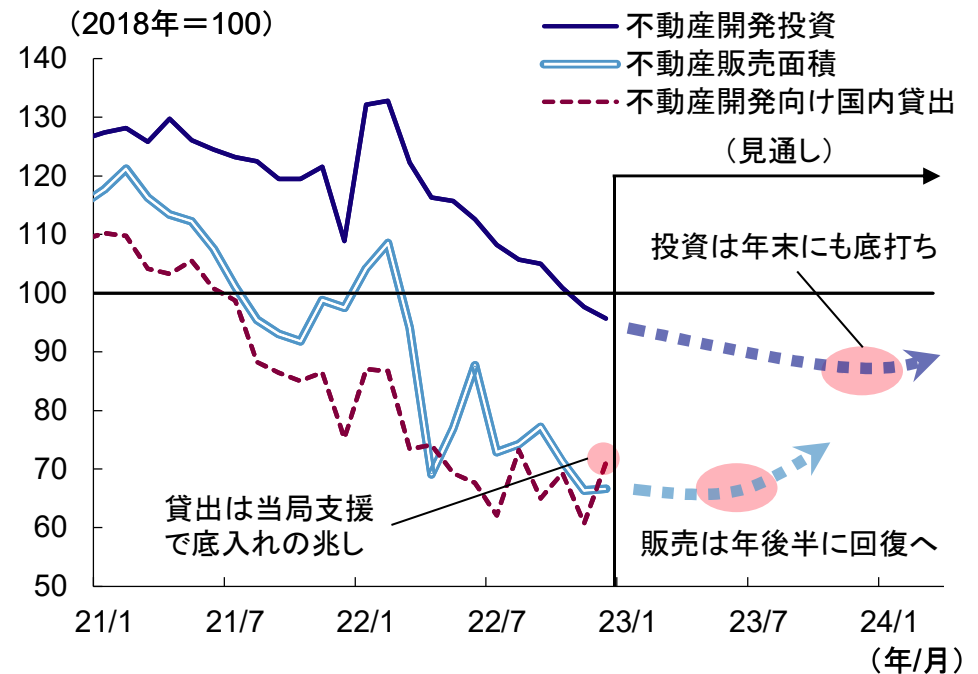
中国：不動産販売は23年後半から、不動産投資も年末からL字型回復に

- 当局は、供給中心の対策(デベロッパーの資金繰り支援による工事促進)から、一層の需要対策にも踏み込むと想定
 - 既に部分的な需要対策(住宅ローン金利引下げ)を実施、物価は安定しているためさらなる金利引下げの余地
- 工事促進による不安心理緩和と、需要刺激策を受けて、不動産販売は2023年後半に回復へ
 - 住宅投資も、タイムラグを経て同年末に底入れすると予想
- ただし、2022年の不安心理による急落が一服する程度で、2023~24年の不動産市場はL字型回復にとどまる見込み
 - これまでの過剰投資の一方、人口減少と当局の投機抑制で需給調整圧力は根強い

不動産テコ入れ策(黒字:供給対策、赤字:需要対策)

	主な支援策
実施済	<ul style="list-style-type: none"> • 【工事促進】政策銀行による特別融資(2,000億元) • 【工事促進】地方政府主導によるファンド設立 • 不動産開発資金の貸出期間延長 • 大手商銀のデベロッパー向け与信枠設定(3兆元超) • 人民銀による大手商銀への無利子再貸出(2,000億元) • 優良デベロッパーに対する資金調達規制(3つのレッドライン)の緩和 • 住宅ローン指標金利(5年物ローンプライムレート)の引き下げ • 頭金比率の引き下げ(各都市別) • 住宅ローン金利下限の引き下げ容認(各都市別)
(今予後想)	<ul style="list-style-type: none"> ○ 住宅ローン指標金利の追加引き下げ ○ 不動産購入・転売時にかかる税金の減免 例)不動産契約税の引き下げ ○ 住宅購入規制のさらなる緩和(各都市別)

不動産投資・販売の見通しイメージ



(注)みずほリサーチ&テクノロジーズによる季節調整値

(出所)中国国家统计局、CEICより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

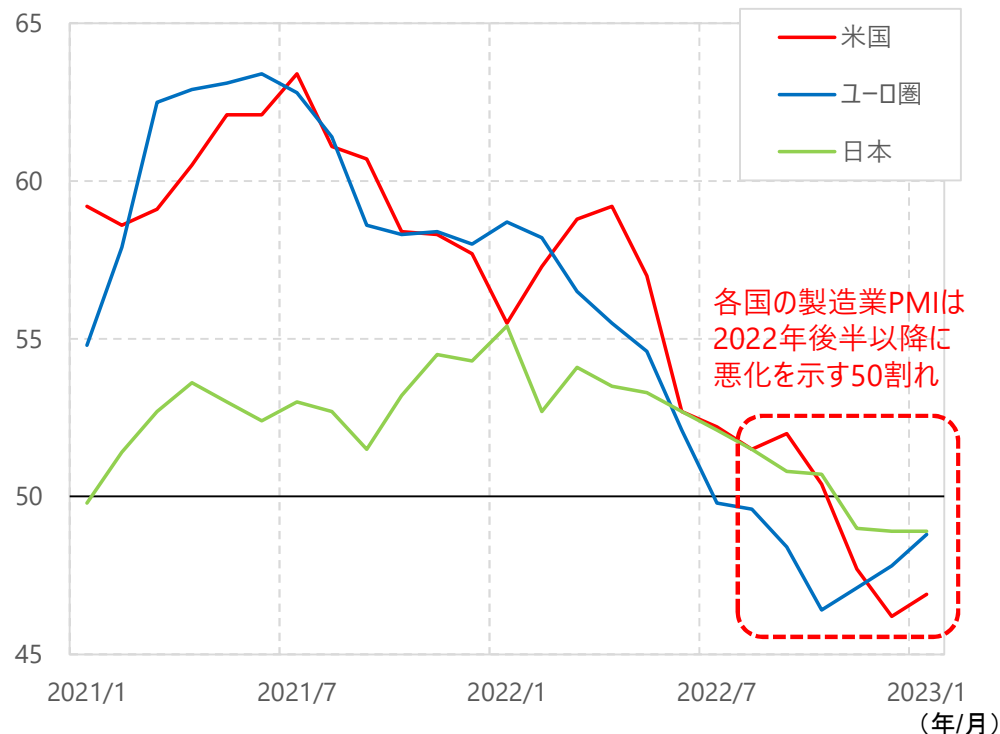
(出所)中国人民銀行、各種報道より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

3. 日本・関西経済の現状と先行き

グローバルな景気減速が、資本財を中心に日本の輸出の下押し圧力に

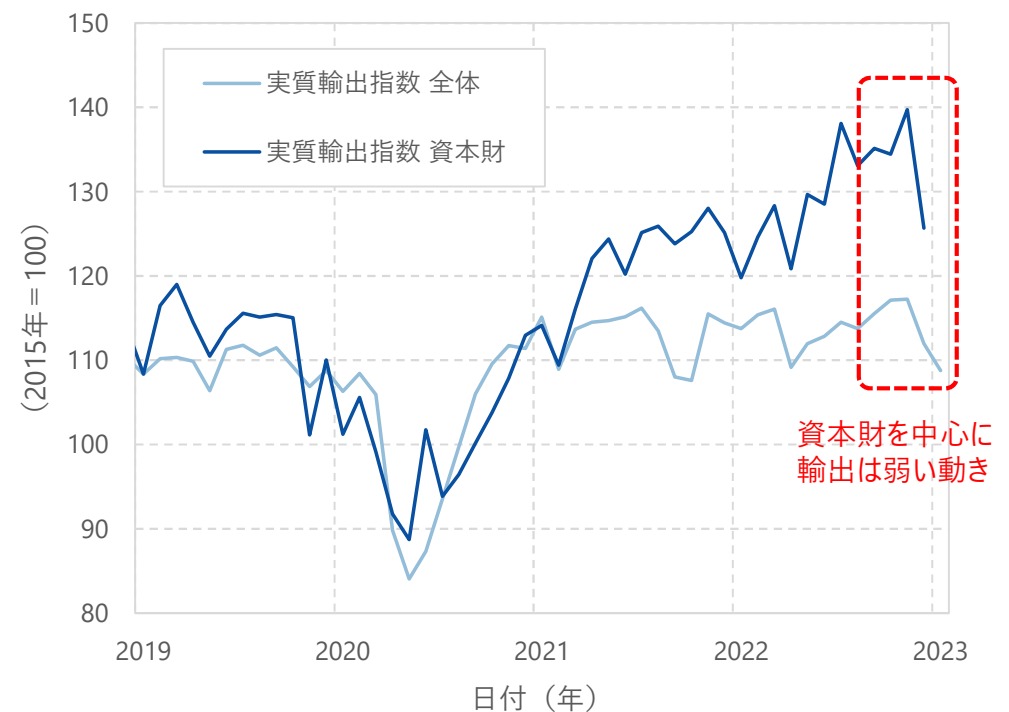
- 2022年後半には、日米欧の製造業PMIが悪化を示す50未満の水準へ低下
 - 物価上昇を受けた各国の金融引き締めの影響や、半導体サイクルの調整が背景
- 海外経済の減速を受け、日本の実質輸出は昨年末以降に減少
 - 実質輸出指数は2022年12月から2023年1月にかけて2カ月で▲7%超低下
 - 内訳では、2021年から日本の輸出全体を牽引してきた資本財輸出がピークアウト。海外で製造業の業況悪化に伴い設備投資需要が減退したことが影響している模様

日米欧の製造業PMI



(出所) S&P Global、Refinitivよりみずほリサーチ&テクノロジーズ作成

日本の実質輸出指数

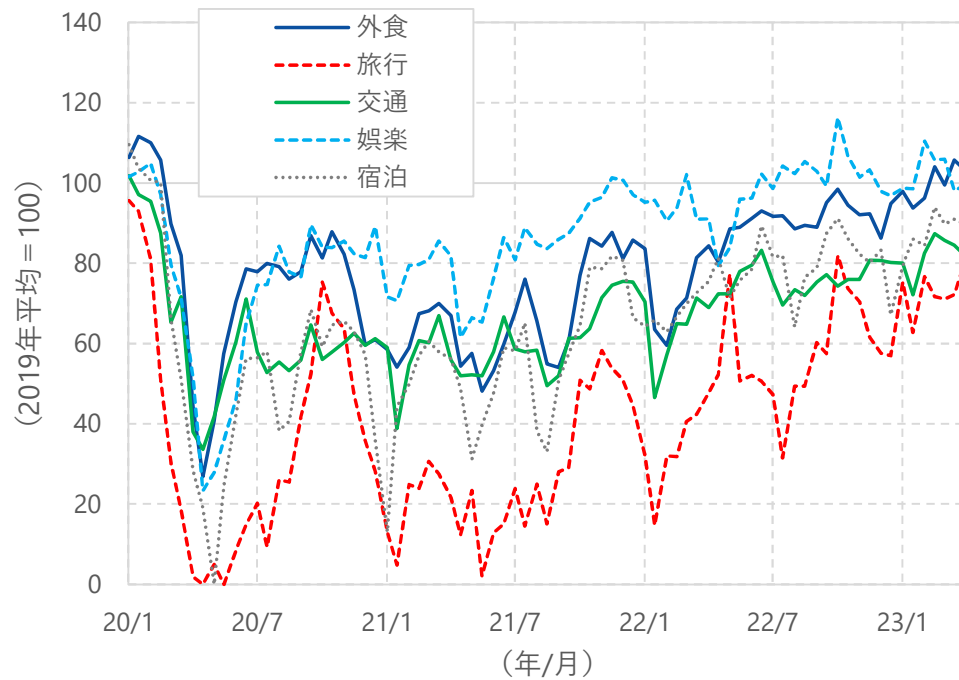


(出所) 日本銀行「実質輸出入の動向」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

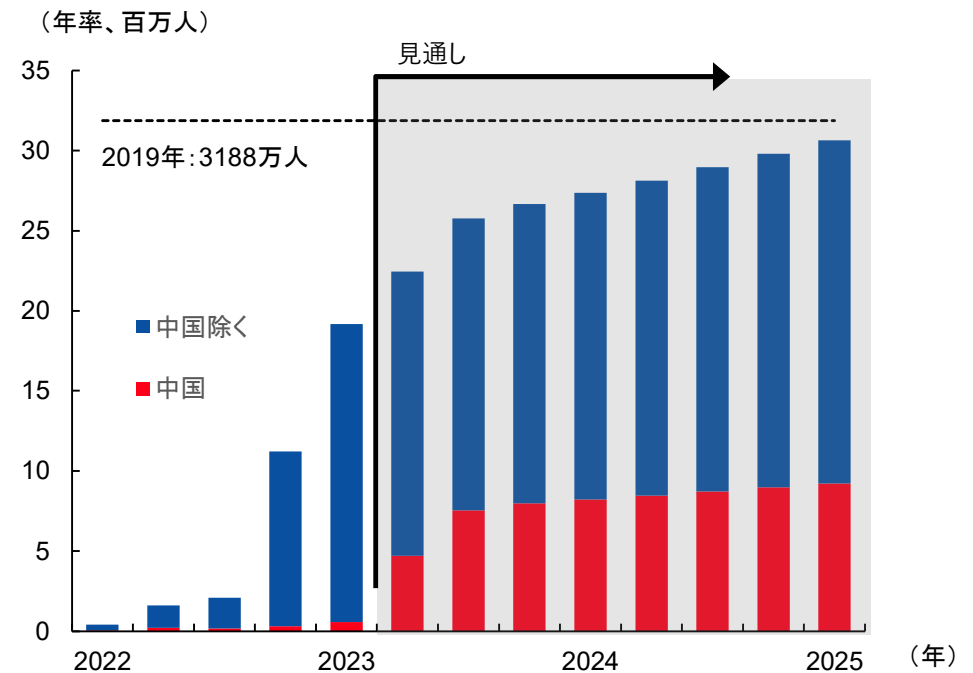
逆風下でも意外と底堅い日本経済。対人サービスの持ち直しが経済を下支え

- 感染懸念の後退に伴い、外食や宿泊などの対人サービス消費が徐々に持ち直し
 - クレジットカード支出額に基づく消費指数では、2月後半に外食が初めてコロナ禍前を上回る水準に
- 水際対策の緩和を受け、訪日外客数は2022年10～12月期以降順調に回復
 - 2023年3月の訪日外客数は182万人と、コロナ禍前比7割弱の水準まで回復。韓国、台湾、香港に加え、ASEANや米国の回復がけん引。3月には中国への水際対策が緩和され、今後は中国からの訪日客も持ち直す見通し

対人サービス関連のクレジットカード消費額



訪日外客数の実績と見通し



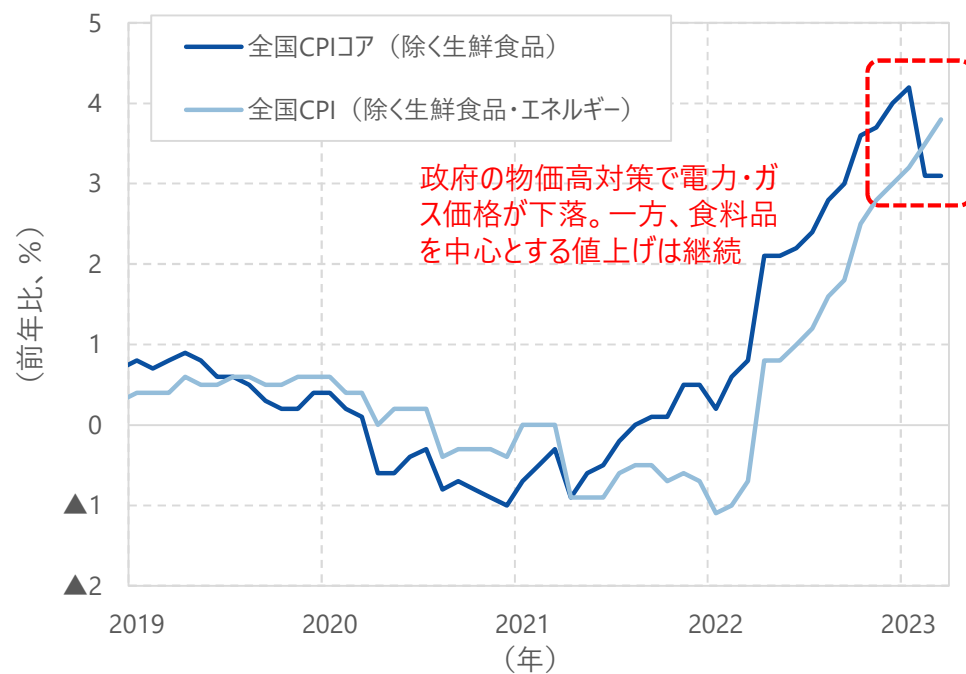
(注) 半月毎のクレジットカード支出額データをSTL分解で季節調整したもの
 (出所) JCB/ナウキャスト「JCB消費NOW」より、みずほりサーチ&テクノロジーズ作成

(出所) 日本政府観光局(JNTO)より、みずほりサーチ&テクノロジーズ作成

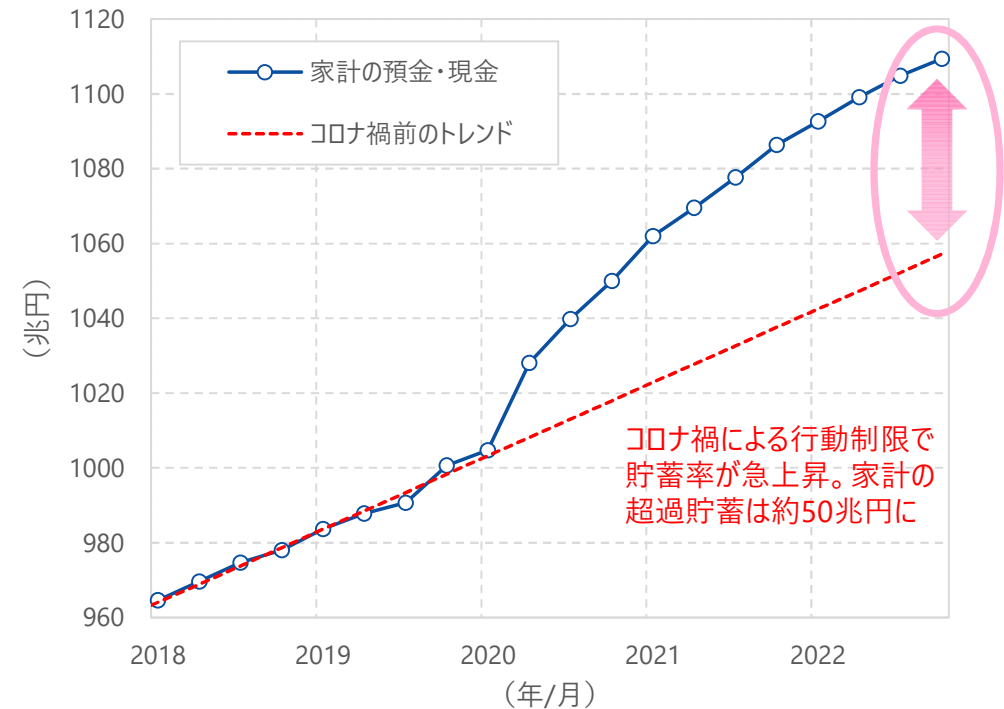
物価が急上昇するも、コロナ禍で積み上がった家計の現預金が痛みを緩和

- **コア消費者物価指数(除く生鮮食品)は2023年1月に前年比+4%を超え、約40年ぶりの水準に**
 - 政府の電気・ガス負担軽減策で2月に伸びが鈍化したが、食料品を中心とする値上げは継続
- **高所得者を中心とした家計の**超過貯蓄(現預金)**の積み上がりが、物価高による実質所得減少の影響を緩和**
 - コロナ禍による行動制限で貯蓄率が急上昇。**家計の超過貯蓄は50兆円程度に達する計算(GDPの約1割)**
 - リベンジ消費に過度な期待は禁物だが、外的ショックに対する家計の耐久力は向上

消費者物価の推移



コロナ禍で増えた家計の現預金



(注) みずほリサーチ&テクノロジーズによる季節調整値。コロナ禍前のトレンドは2015～2019年

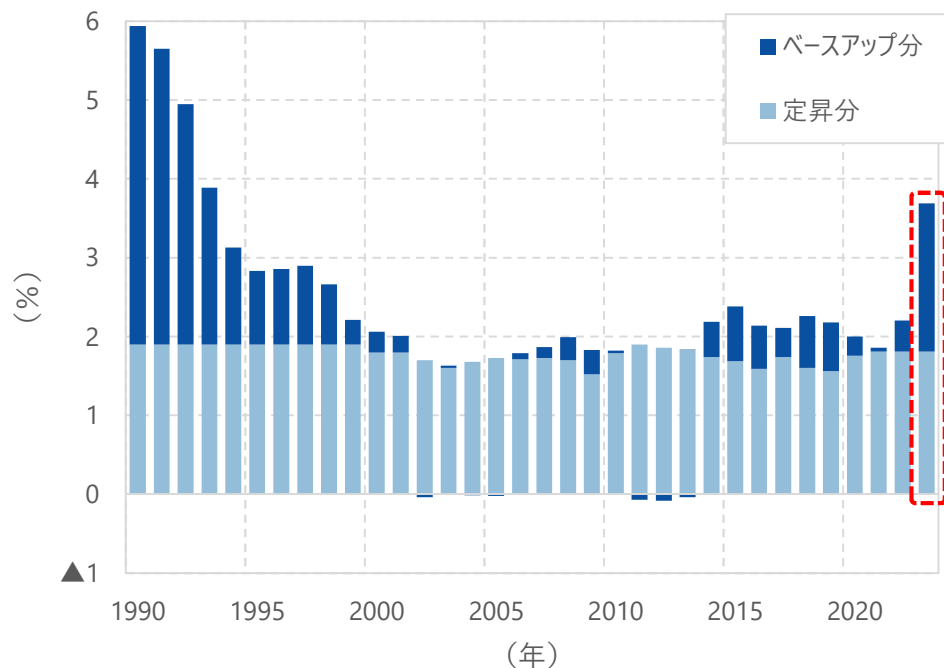
(出所) 日本銀行「資金循環統計」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

(出所) 総務省「消費者物価指数」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

2023年の春闘賃上げ率は1994年以来の3%超え

- **2023年の春闘賃上げ率(連合ベース:第4回集計値)は3.69%**と、前年(第4回集計値)の2.11%を大きく上回る
 - 春闘賃上げ率の指標になる厚労省ベース(大企業、8月公表)の結果も3%台後半で着地する見込み
 - 今回の結果は事前予想を大きく上回り、**2023年の賃金・消費が既存の経済見通し対比で上振れる要因に**
- 今後、労働供給の増加余地が乏しいことを踏まえると、**長い目では人手不足で賃金上昇圧力が徐々に高まる**公算
 - 人手不足規模は2024年に約100万人、2030年には約400万人に拡大すると試算

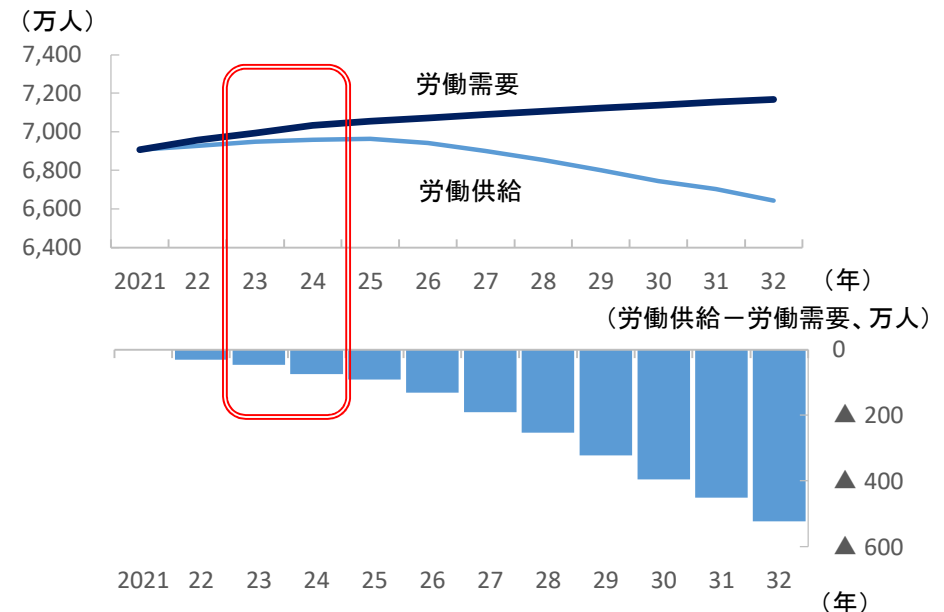
春闘賃上げ率



(注) 2023年は連合の第4回集計値。2022~23年の定昇分は2021年賃金事情等総合調査結果(1.81%)で横ばいと仮定

(出所) 厚生労働省「民間主要企業春季賃上げ要求・妥結状況」、日本労働組合総連合会「春季生活闘争最終回答集計結果」、中央労働委員会「賃金事情等総合調査」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

人手不足(労働需給)の規模感



(注) 1.労働需要はみずほリサーチ&テクノロジーズの中期予測値(GDP成長率)に対して雇用弾性値(0.5)を乗じたもの

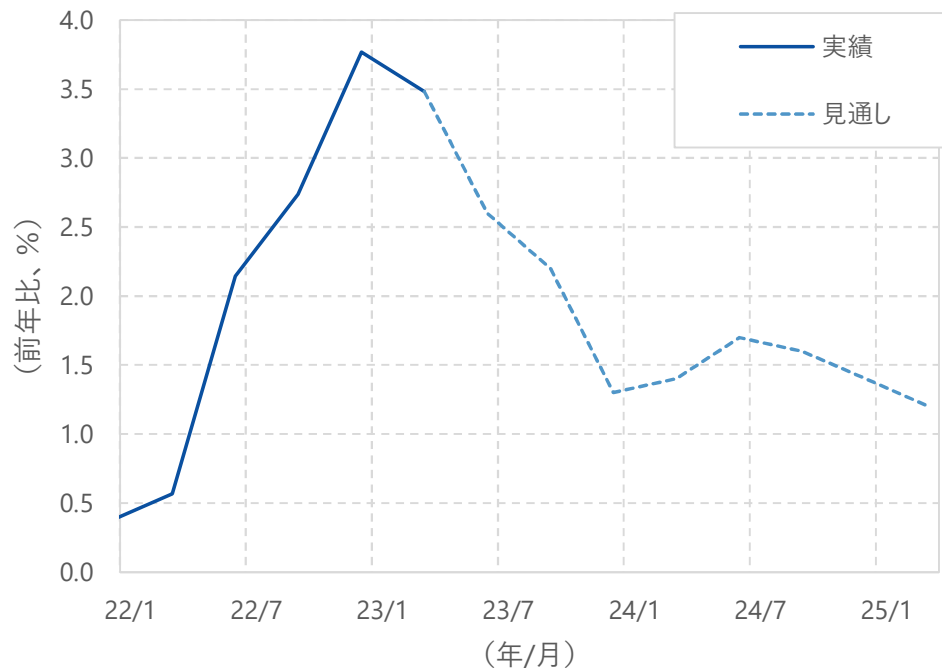
2.労働供給は性・年齢階層別の就業希望状況を踏まえた潜在就業率を上限に就業率の上昇が足元のペースで進むものと仮定し、将来推計人口をもとに就業者数を計算したもの

(出所) 総務省「労働力調査」、内閣府「国民経済計算」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

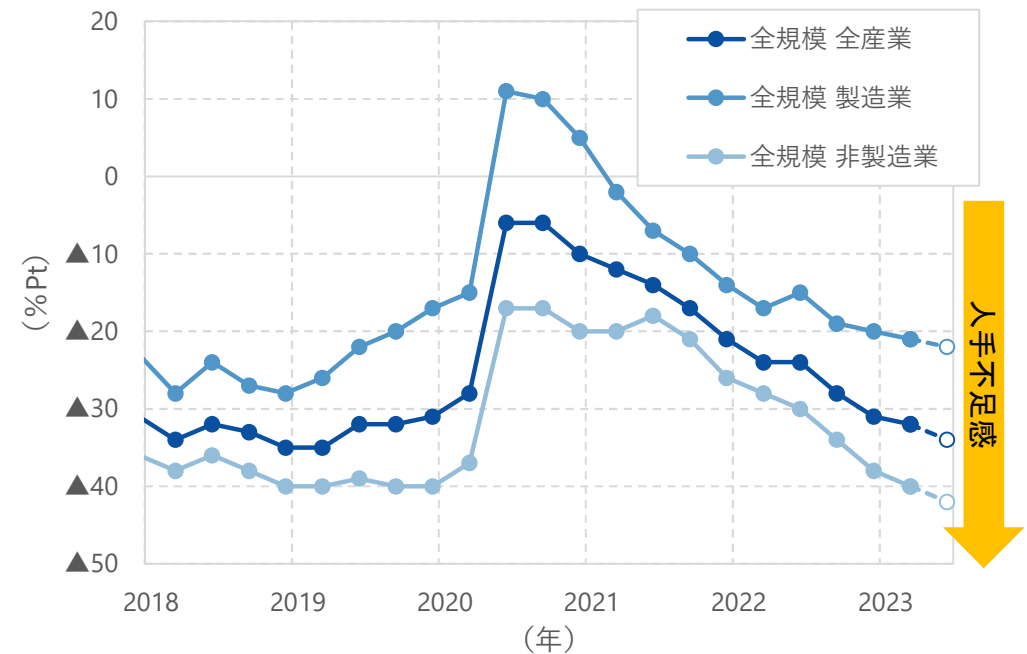
インフレは徐々に減速するが、人手不足が2024年も賃金の上昇圧力に

- 食料品等の値上げやサービス物価上昇を受け、**2023年度のコアCPI予想を前年比+1.9%に上方修正**
- 一方、資源価格の低下や円高による輸入コスト低下により、**2024年度はインフレ率が減速すると予想**
- インフレ率の低下は賃上げ率の減速要因だが、**深刻な人手不足により2024年も賃上げ圧力が続く見込み**
 - 2024年の賃上げ率は2023年対比では低下するとみられるものの、ベースアップがほぼゼロだった過去20年間に比べれば高い水準になる公算

コアCPI(生鮮食品を除く総合)の見通し



日銀短観 雇用・人員判断DI



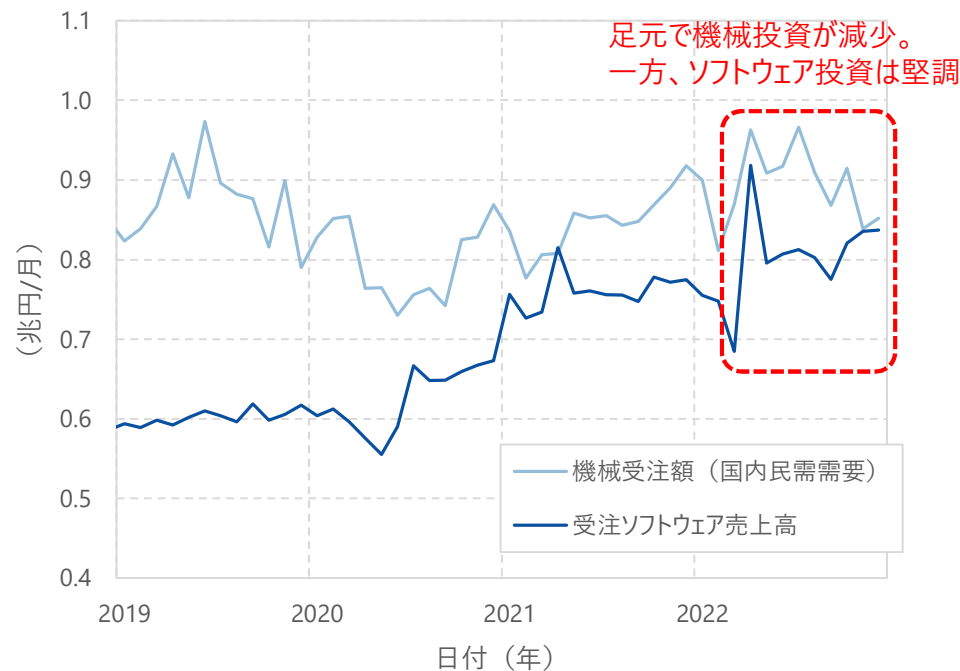
(注) 総合経済対策における電気代等の抑制策は2023年9月以降補助額を徐々に縮小し、2024年9月末まで実施されると想定
(出所)総務省「消費者物価指数」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

(注) 全規模合計。雇用人員が「過剰」と回答した割合－「不足」と回答した割合
(出所)日本銀行「全国企業短期経済観測調査」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

設備投資はデジタル・グリーン関連投資がけん引し、堅調に推移する見込み

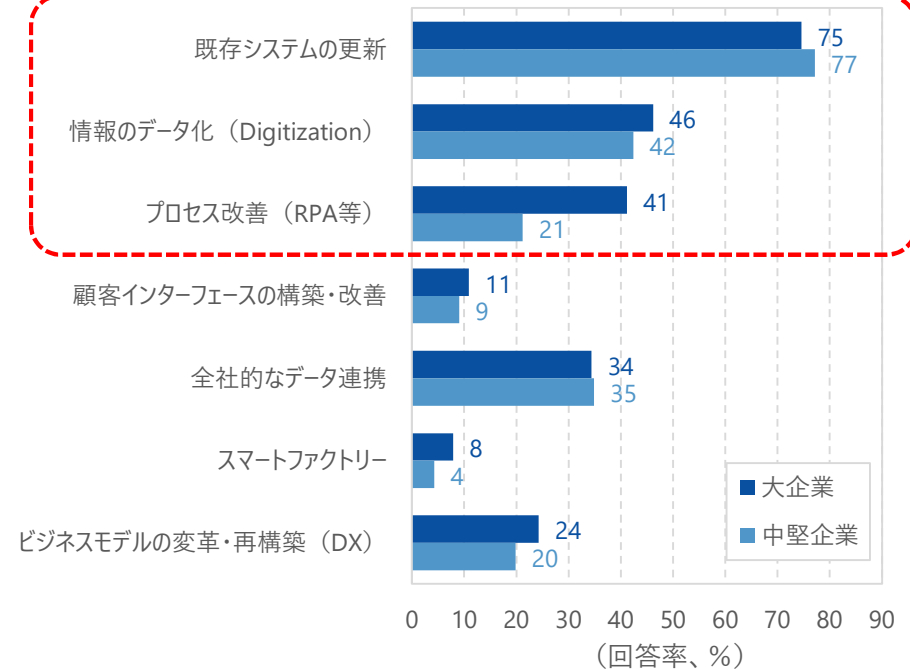
- **設備投資は欧米の景気減速で2023年に一旦調整するも、マイナス幅は小幅にとどまる見通し。**
 - 持続的なグリーン・デジタル関連投資需要が押し上げ要因になり、2024年以降は設備投資が堅調に推移する公算
- **デジタル関連投資は増加傾向にあり、グリーン関連投資(前述)と合わせて設備投資のけん引役に**
 - 機械受注がコロナ禍前からほぼ横ばい圏(足元では減少傾向)にある一方、受注ソフトウェア売上は2020年以降に増加傾向。企業は**既存システム更新に加え、情報データ化、プロセス改善、データ連携等の取組を実施**
 - 情報化投資は機械や建物に比べ減価償却率が高く、今後の更新投資を構造的に押し上げる要因に

機械受注額と受注ソフトウェア売上高



(注) 受注ソフトウェア売上高はみずほリサーチ&テクノロジーズによる季節調整値
(出所) 内閣府「機械受注統計報告調査」、経済産業省「特定サービス産業動態統計調査」
より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

デジタル化への取組に関する企業アンケート

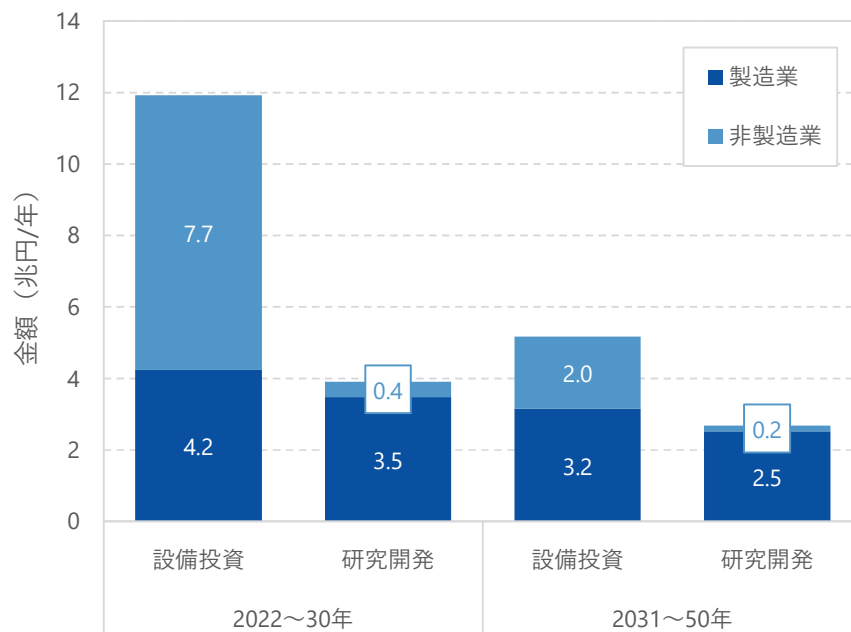


(注) 全産業合計、3つまでの複数回答方式
(出所) 日本政策投資銀行「全国設備投資計画調査(2022年6月)」より、みずほリサーチ
&テクノロジーズ作成

2020年代のグリーン関連投資は設備が年平均12兆円、R&Dが同4兆円と試算

- **2020年代の脱炭素化関連投資は、設備投資が年平均12兆円、研究開発が同4兆円規模になる可能性**
 - 企業アンケート調査をもとに、日本全体の脱炭素化関連投資額を試算。2022～30年の設備投資額は製造業が年平均4兆円強、非製造業が8兆円弱
 - 個別産業別にみると、**2030年までは電力・ガスの設備投資額が大。2031年以降は鉄鋼で投資が増加へ**

カーボンニュートラル達成に必要な投資額 (日本全体の総額の試算値)



(注) 大企業・中堅企業別、製造業・非製造業別の1社当たり平均額に日本全体の企業数を乗じて総額を試算。2031年以降は非製造業中心に投資が減少するが、実用化前の技術が多いため現時点では具体的な金額を算出できず、過少計上されている可能性がある

(出所) 日本政策投資銀行「全国設備投資計画調査(2022年6月)」、総務省「令和3年経済センサス活動調査」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

カーボンニュートラル達成に必要な設備投資額 (中堅企業、1社当たり)

(1社当たり平均、億円/年)		2022～30年	2031～50年
製造業	食品	0.6	0.5
	繊維	0.2	0.1
	紙・パルプ	0.5	0.3
	化学	0.4	0.8
	窯業・土石	0.2	0.1
	鉄鋼	6.5	10.3
	非鉄金属	0.4	0.4
	一般機械	0.2	0.2
	電気機械	0.3	0.2
	精密機械	0.1	0.1
輸送用機械	1.2	0.7	
非製造業	電力・ガス	20.6	2.9
	建設	0.2	0.1
	不動産	0.2	0.1
	卸売・小売	0.1	0.1
	運輸	1.9	1.1
	通信・情報	0.1	0.1
	リース	0.0	0.0
	サービス	0.5	0.3

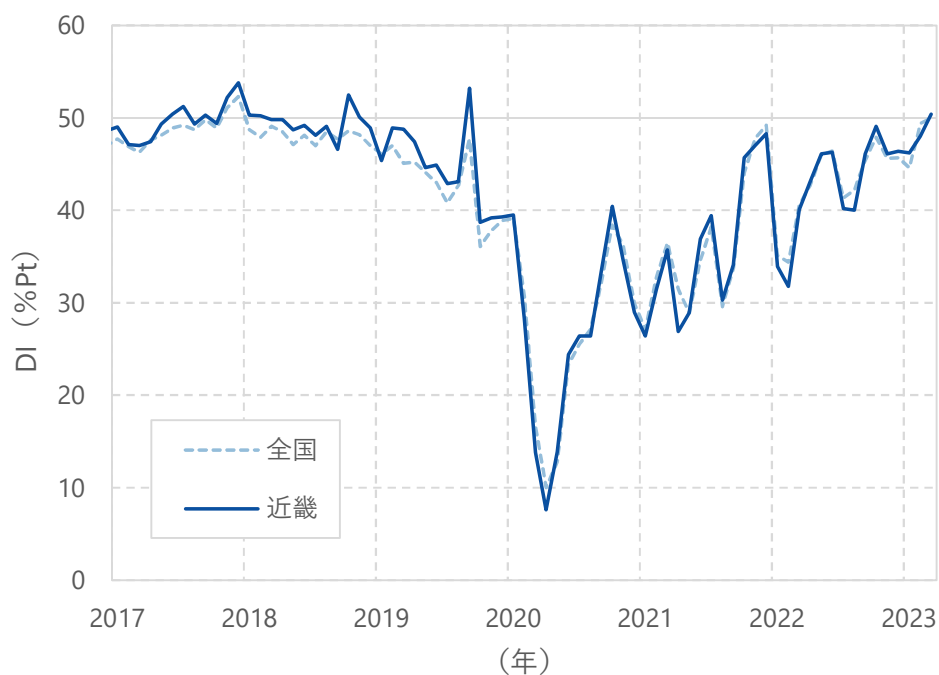
(注) 中堅企業は資本金1億円以上～10億円未満。大企業は産業別内訳が非公表

(出所) 日本政策投資銀行「全国設備投資計画調査(2022年6月)」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

関西経済：企業の景況感は順調に回復

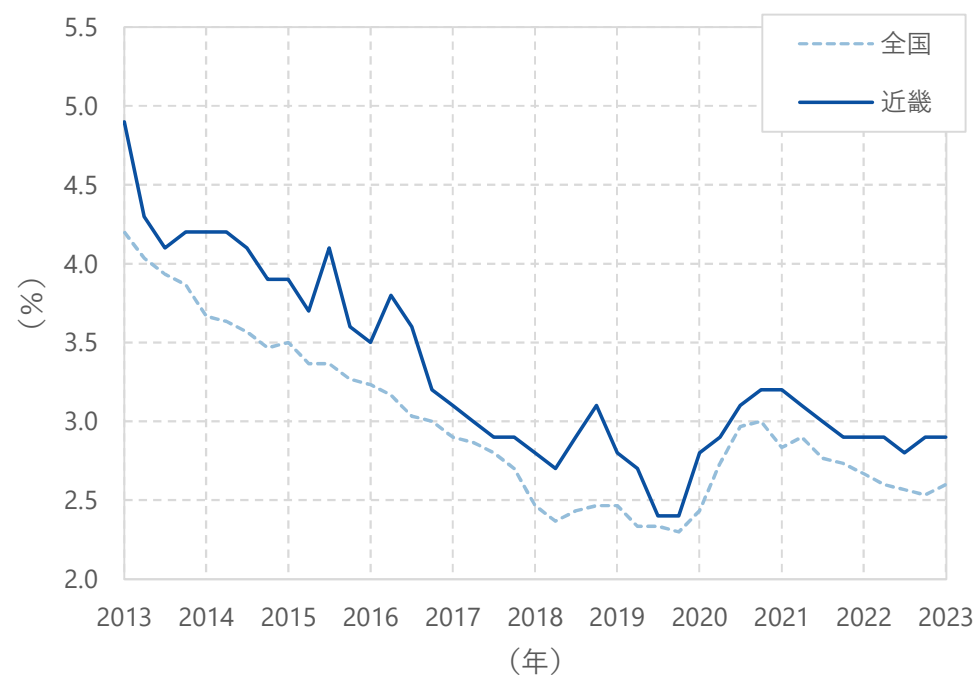
- **2022年後半以降、関西企業の景況感は順調に回復**。コロナ禍前とほぼ同水準に
 - 景気ウォッチャー調査では、コロナ禍が始まって以降初めて、現状水準判断指数が景気の良し悪しの境目である50%Ptに上昇。サービス消費やインバウンドの回復が景況感の改善を牽引
- **関西の雇用環境は緩やかな改善が継続**
 - 失業率はコロナ禍直前の水準をまだ上回っているものの、2021年以降改善が続く

企業の景況感(現状水準判断)



(注) 季節調整値。近畿地方の対象は滋賀、京都、大阪、兵庫、奈良、和歌山
(出所)内閣府「景気ウォッチャー調査」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

失業率



(注) 季節調整値。近畿地方の対象は滋賀、京都、大阪、兵庫、奈良、和歌山
(出所)総務省統計局「労働力調査」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

関西経済：インバウンドの回復が2023年の鍵に

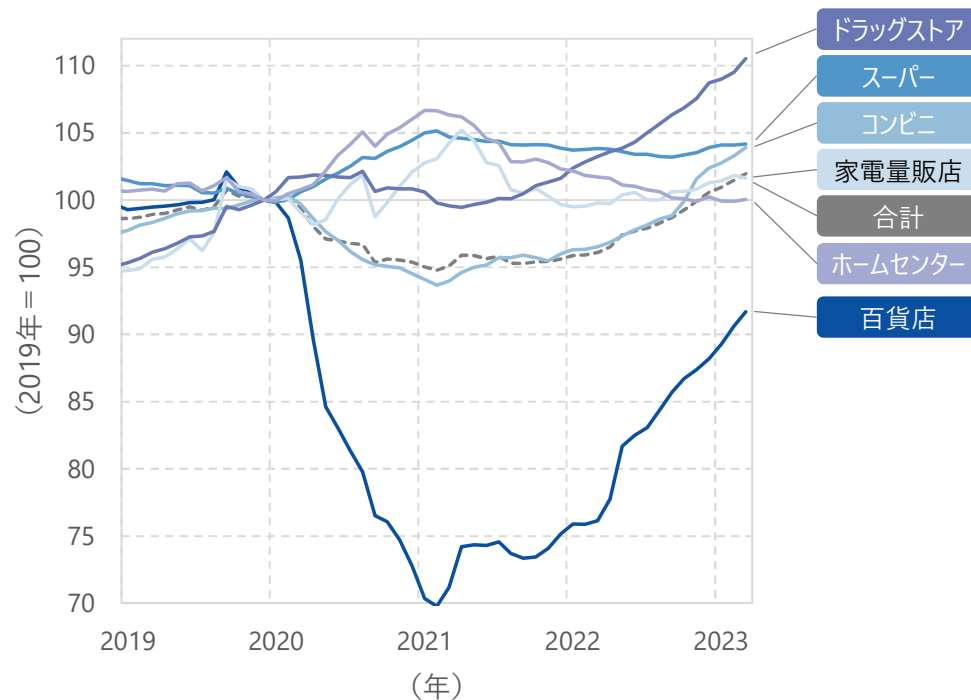
■ 小売販売額は2022年末にコロナ禍前水準を超過

— コロナ禍以降好調なドラッグストアや、コンビニの持ち直しが小売販売額全体を押し上げ。百貨店はまだコロナ禍前を下回るものの、外出機会の増加やインバウンド回復が今後の回復要因に

■ 昨年末以降、訪日外客数が急回復。関西の外国人延べ宿泊者数は2023年1月時点で2019年対比50%程度に増加

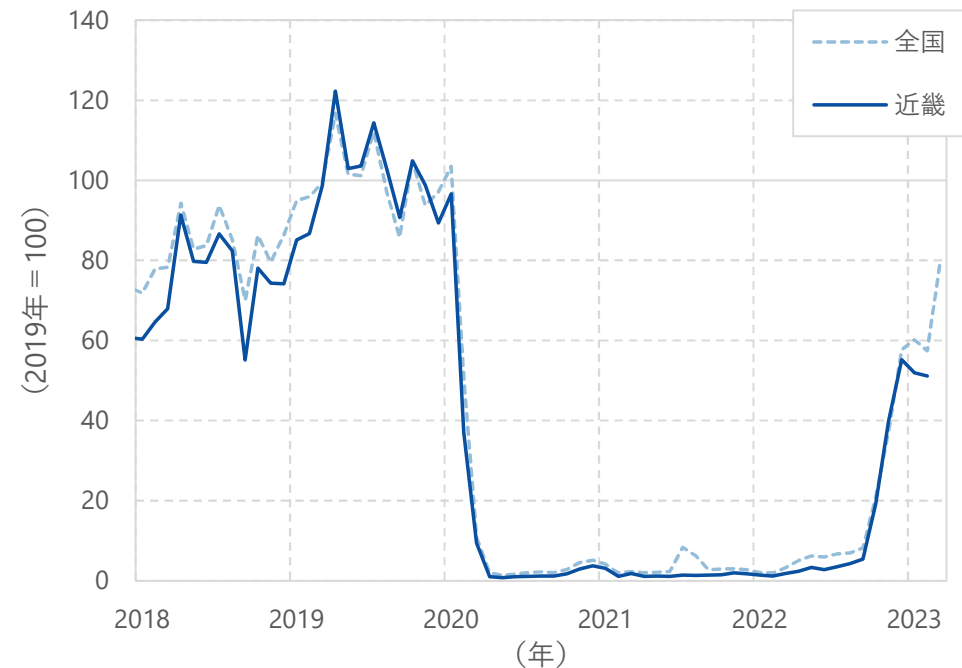
— 訪日外客数は2023年末にかけて回復傾向を維持するとみられ、**関西の2023年全体のインバウンド需要は2022年対比で約1兆円増加する可能性**。宿泊・飲食業などの人手不足による需要取りこぼしへの対応が課題

関西の業種別小売販売額



(注) 後方12カ月移動平均。対象は福井、滋賀、京都、大阪、兵庫、奈良、和歌山
(出所) 経済産業省「商業動態統計」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

外国人の延べ宿泊者数



(注) 季節調整前の原数値。近畿地方の対象は滋賀、京都、大阪、兵庫、奈良、和歌山。
最新値は「全国」が2023年3月、「近畿」が2023年2月
(出所) 観光庁「宿泊旅行統計調査」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

日銀は異次元緩和を段階的に見直しへ。副作用の大きい長期金利目標を早期撤廃

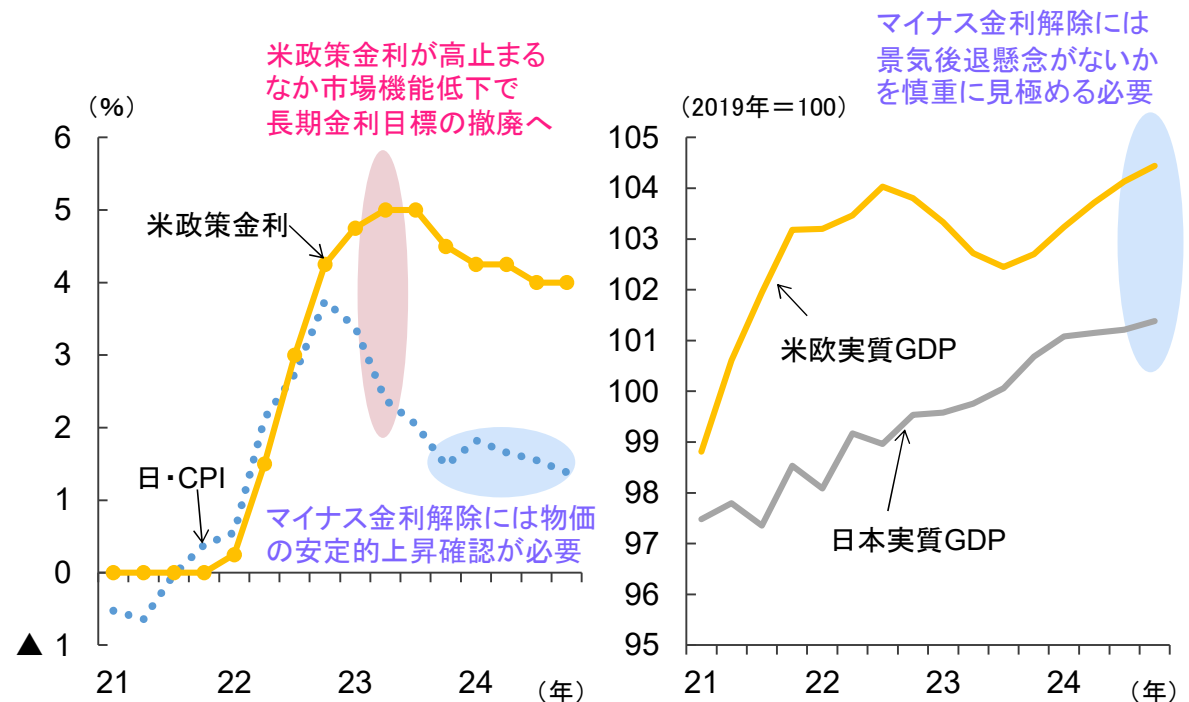
- 植田新総裁の下、異次元緩和は段階的に見直しへ。当面は緩和的な金融環境は継続
 - **長期金利目標は2023年4～6月期に撤廃**されると予想。今後、国内の物価上昇率が下げ渋り、欧米の政策金利が高止まりする中、春先にかけて金融市場で政策変更観測が浮上する公算
 - 一方、**マイナス金利解除は2024年10～12月期**を予想。賃金・物価の持続的な上昇の確認には時間を要すること、解除が国内の景気後退に繋がらない時期を慎重に見極め(国内・世界経済が回復局面であることも要件に)
 - ただし、当面は2%の物価安定目標達成に至らないとみられ、**緩和的な金融環境(ゼロ金利・量的緩和)が継続**

日銀の金融政策の想定パス

2023年 1～3月期	黒田総裁の下では金融政策不変 <ul style="list-style-type: none"> ・ イールドカーブの歪みには共通担保資金供給オペで対処
2023年 4～6月期	長期金利目標の撤廃 <ul style="list-style-type: none"> ・ 物価上昇率の下げ渋り、政策変更観測が浮上。市場機能改善が進まず ・ 实体经济に配慮し緩和は継続(マイナス金利、資産買い入れ)
2024年 10～12月期	マイナス金利解除 <ul style="list-style-type: none"> ・ 異次元緩和は見直し。ゼロ金利・量的緩和継続 ・ 賃金・物価の持続的な上昇の確認、解除が国内景気後退に繋がらない時期を慎重に見極め

(出所) みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

日銀の金融政策を巡る外部環境

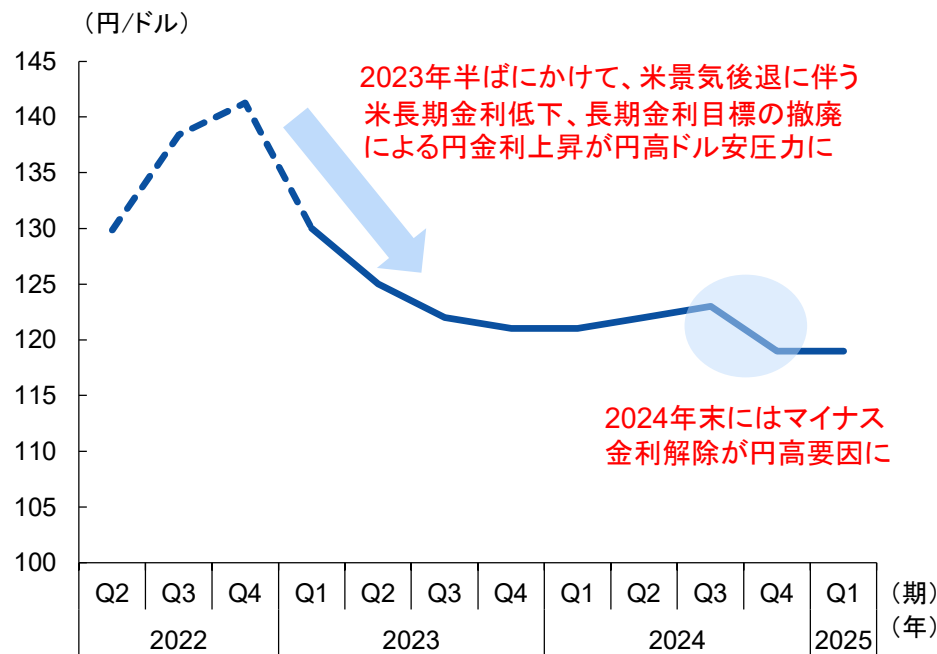


(出所) 内閣府、総務省、FRB、米国総務省、Eurostatより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

為替は日銀のYCC撤廃で2023年前半にかけ円高進展。日本株は軟調推移

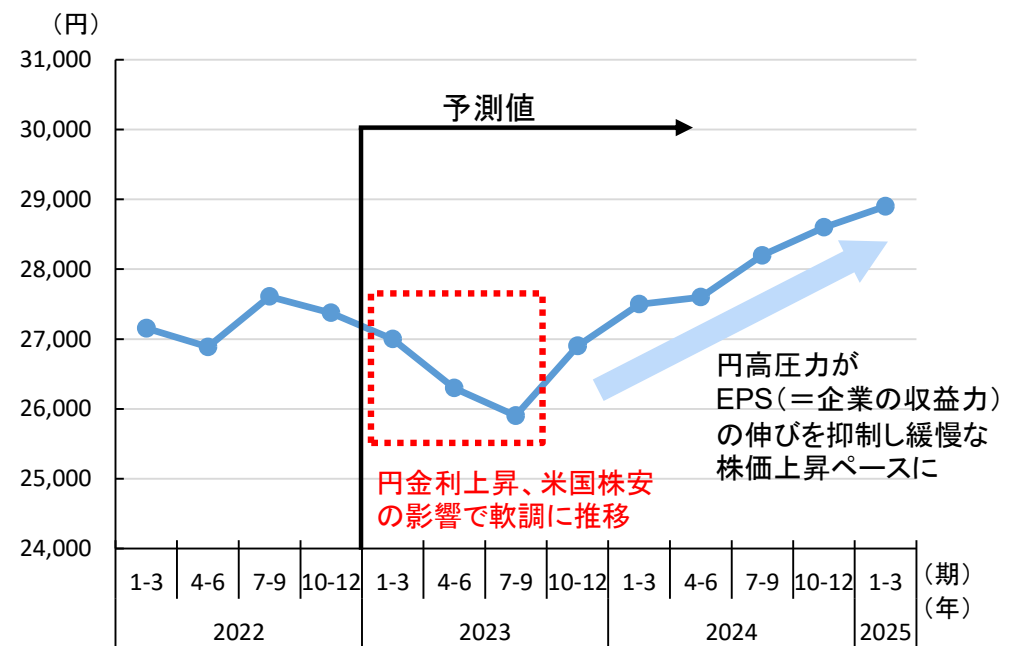
- ドル円相場はイールド・カーブ・コントロール(YCC)撤廃を受けて2023年半ばにかけ円高・ドル安を予想
 - 日本の長期金利上昇と、米国の景気後退に伴う長期金利低下に伴い、1ドル=120円前後まで円高進展へ
- 日本の金利上昇と米国の株安を受け、日本株は2023年7～9月期にかけて軟調に推移。その後は緩やかに回復
 - 2023年4～6月期の円金利の上昇や米国株安を受けて、PER(株価収益率)が低下し軟調な推移に
 - その後は米国経済の回復にあわせて株価も持ち直すが、円高・ドル安圧力がEPS(一株当たり純利益)の伸びを抑制するとみられ、日本の株価回復は緩やかに

ドル円相場の実績と見通し



(注) 点線は実績値、実線は予測値
(出所) Refinitivより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

日経平均株価の実績と見通し



(出所) みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

海外経済の減速が逆風になるが、サービス消費回復で日本はプラス成長維持

- 2023年度は前年度比+1.2%を予測
 - 欧米を中心とした海外経済減速が下押しするが、資源価格低下・円高進展に伴う物価高影響の緩和や中国等からのインバウンド需要回復が押し上げ要因になり、プラス成長を維持
- 2024年度は前年度比+0.9%を予測
 - 海外経済の回復が輸出を押し上げるほか、グリーン・デジタル関連投資需要が設備投資をけん引。一方、個人消費は実質賃金の減少継続で伸び悩み、成長率は巡行速度に向かってやや鈍化

日本経済見通し総括表

		2021 年度	2022 (見通し)	2023	2024	2022				2023				2024				2025
						1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3
実質GDP	前期比、%	2.6	1.3	1.2	0.9	▲0.4	1.1	▲0.3	0.2	0.3	0.3	0.5	0.5	0.3	0.1	0.2	0.2	0.2
	前期比年率、%	—	—	—	—	▲1.7	4.6	▲1.0	0.6	1.3	1.1	1.9	2.2	1.1	0.3	0.9	0.7	0.7
内需	前期比、%	1.8	1.8	1.2	0.8	0.1	1.0	0.4	▲0.2	0.4	0.3	0.5	0.5	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2
民需	前期比、%	1.9	2.3	1.2	0.8	0.2	1.1	0.5	▲0.4	0.5	0.2	0.4	0.5	0.2	0.1	0.2	0.1	0.2
個人消費	前期比、%	1.5	2.5	0.9	1.0	▲0.9	1.6	0.0	0.5	0.3	▲0.1	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1
住宅投資	前期比、%	▲1.1	▲4.5	0.9	▲0.6	▲1.7	▲1.9	▲0.4	▲0.1	0.2	0.5	0.6	0.2	▲0.4	▲0.3	▲0.2	▲0.2	▲0.2
設備投資	前期比、%	2.1	2.7	0.7	2.6	▲0.3	2.1	1.5	▲0.5	0.0	▲0.2	▲0.2	1.1	1.2	0.5	0.5	0.5	0.5
在庫投資	前期比寄与度、%Pt	(0.3)	(0.1)	(0.2)	(▲0.3)	(0.8)	(▲0.3)	(0.1)	(▲0.5)	(0.1)	(0.2)	(0.2)	(0.0)	(▲0.2)	(▲0.2)	(▲0.1)	(▲0.0)	(0.0)
公需	前期比、%	1.3	0.2	1.2	0.9	▲0.3	0.7	0.1	0.3	0.1	0.3	0.5	0.4	0.3	0.1	0.2	0.2	0.1
政府消費	前期比、%	3.4	1.3	1.1	1.1	0.5	0.8	0.1	0.3	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2
公共投資	前期比、%	▲6.4	▲3.9	1.3	0.1	▲3.2	0.5	0.7	▲0.5	▲0.8	0.5	1.1	0.8	0.3	▲1.0	0.2	0.2	0.1
外需	前期比寄与度、%Pt	(0.8)	(▲0.5)	(▲0.0)	(0.1)	(▲0.5)	(0.1)	(▲0.6)	(0.3)	(▲0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(▲0.0)
輸出	前期比、%	12.3	5.2	1.1	3.2	1.2	1.5	2.5	1.4	▲0.2	▲0.4	▲0.2	0.2	1.2	1.0	1.0	0.6	0.6
輸入	前期比、%	7.0	7.6	1.0	2.5	3.8	0.9	5.5	▲0.4	0.0	▲0.3	▲0.1	0.1	0.9	0.8	0.8	0.5	0.6
名目GDP	前期比、%	2.4	1.8	3.8	1.8	0.2	1.0	▲0.8	1.3	1.2	0.8	1.6	0.8	0.2	0.4	0.4	0.4	0.0
GDPデフレーター	前年比、%	▲0.1	0.5	2.5	1.0	0.3	▲0.3	▲0.4	1.1	1.6	2.1	3.9	2.7	1.8	1.5	0.6	0.7	0.6
内需デフレーター	前年比、%	1.8	2.8	0.8	0.6	2.6	2.7	3.2	3.2	2.3	1.2	0.9	0.6	0.6	0.7	0.8	0.6	0.5

(注) 網掛けは予測値

(出所) 内閣府「四半期別GDP速報」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

4. 日本の成長力UPに向けた「人への投資」

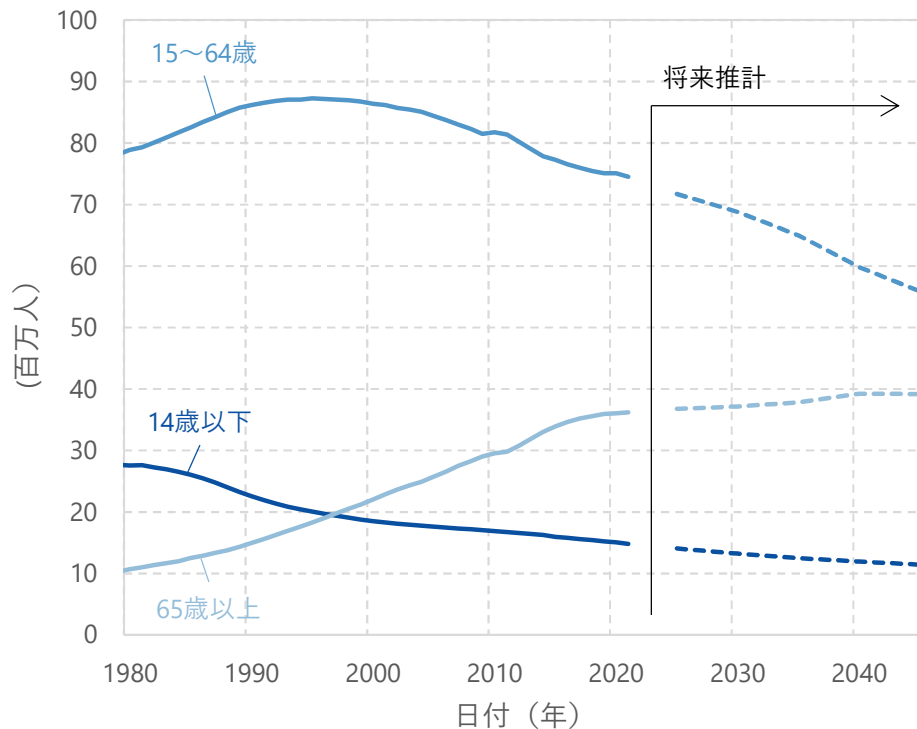
中長期的な人口動態と企業の期待成長率

■ 中長期的には人口減少が進展、企業の期待成長率も低迷

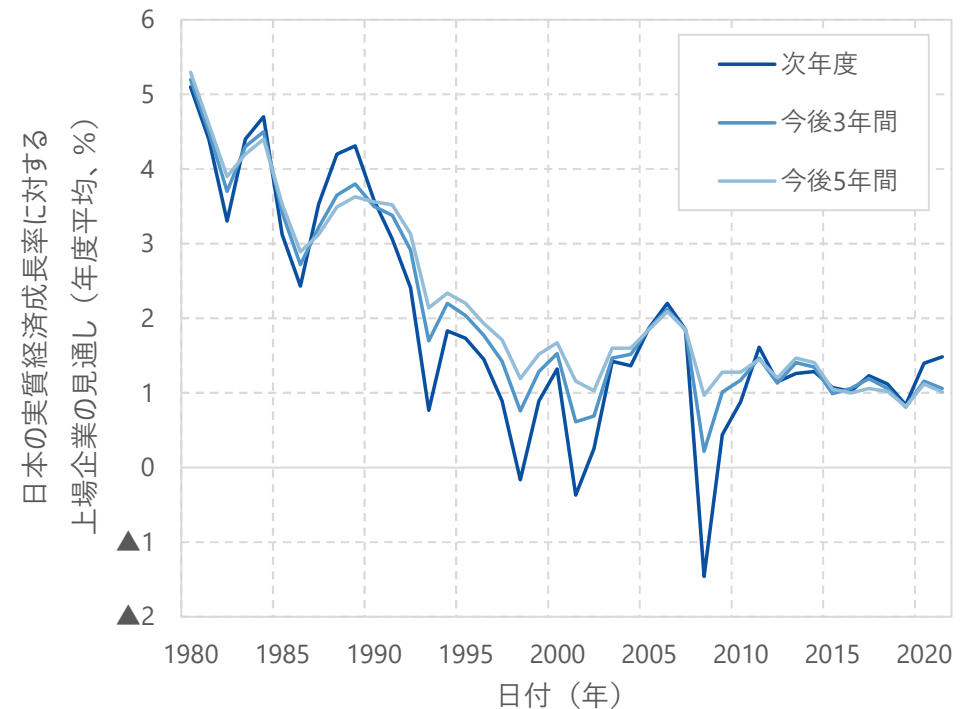
- 2030年代以降、15～64歳人口は年率▲1%超のペースで減少し、2040年には6,000万人割れ。高齢者(65歳以上)を加えても年率▲0.6～0.8%と減少傾向は変わらず
- 企業の期待成長率は1990年代に急低下。短期期待(次年度)だけでなく、中長期期待(今後3～5年間)も低下しており、日本経済に対する企業の先行き見通しが悲観的になっていることを示唆
- 国内成長期待の低さが過少投資につながり、さらに成長力を弱める縮小スパイラルが懸念される

日本の将来推計人口

企業の日本経済に対する期待成長率



(出所)総務省統計局「人口推計」、国立社会保障・人口問題研究所「日本の地域別将来推計人口(平成30年推計)」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

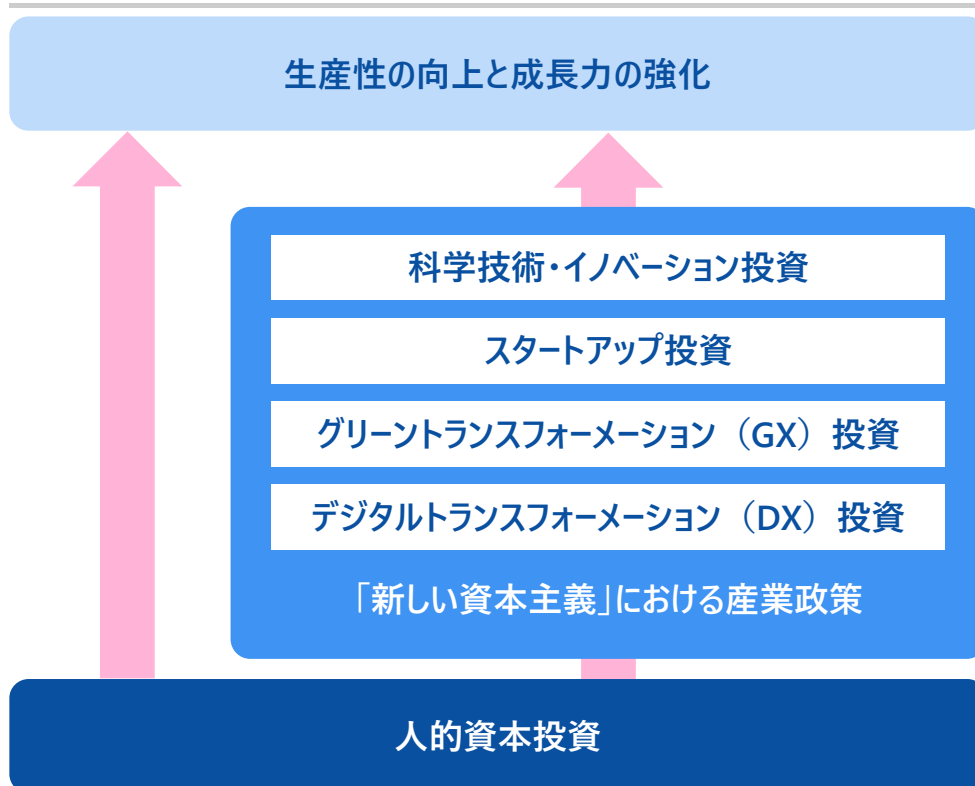


(出所)内閣府「企業行動に関するアンケート調査」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

人的資本投資の拡充が「成長と分配の好循環」の起点に

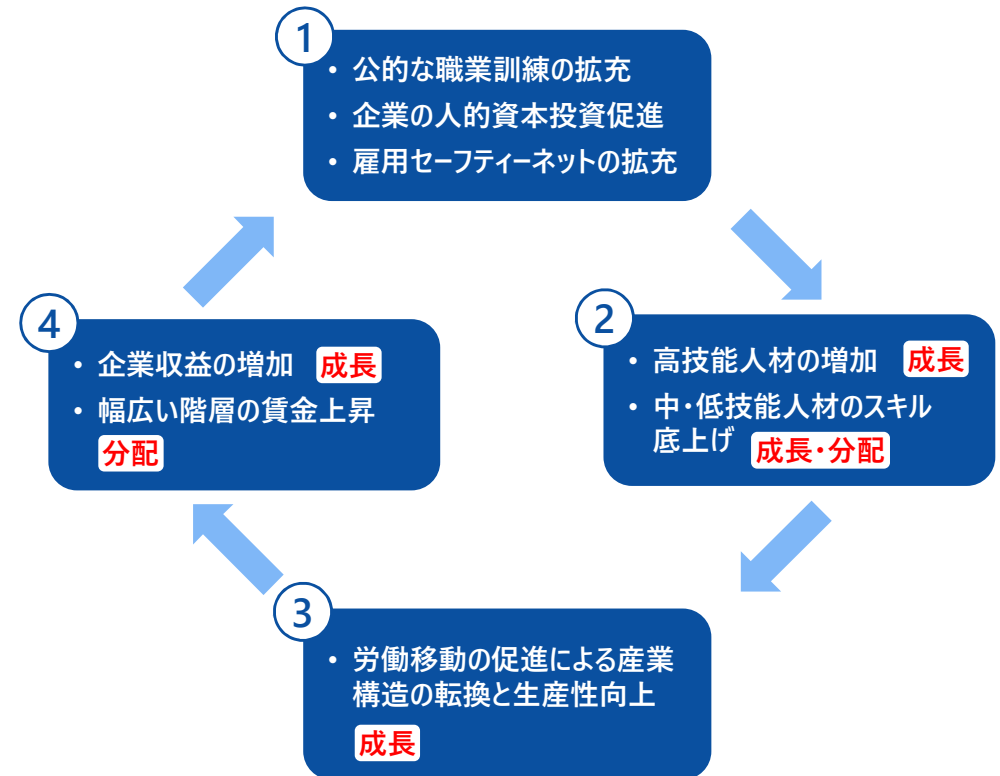
- 岸田首相は「**新しい資本主義**」における重点投資の中核に**人的資本投資**を位置づけ
 - 人的資本投資の拡充による労働者のスキルアップは、「新しい資本主義」におけるその他の産業政策の基盤
- **労働スキルの上昇と企業収益の増加による経済の好循環を起動**するうえで、**人的資本投資の拡充が重要**
 - 「人への投資が先か、企業の儲けが先か」の堂々巡り状態を打破するきっかけに

「新しい資本主義」における人的資本投資の位置づけ



(出所) 首相官邸「ギルドホールにおける岸田総理基調講演」、内閣府「経済財政運営と改革の基本方針2022 骨子案」をもとに、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

人的資本投資を起点にした成長と分配の好循環

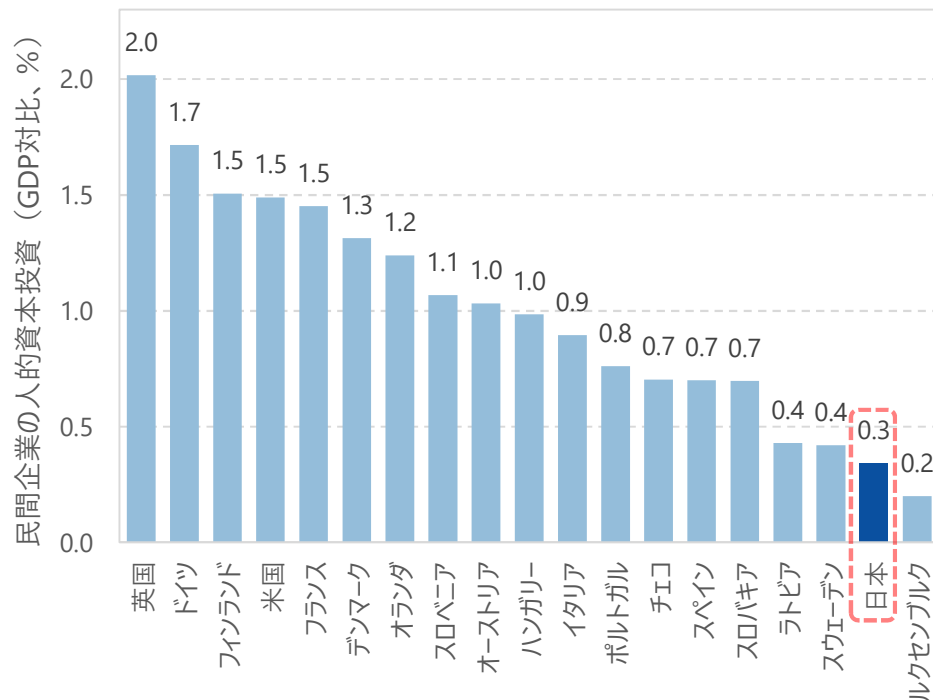


(出所) みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

日本の人的資本投資は官民ともに先進国対比で少ない

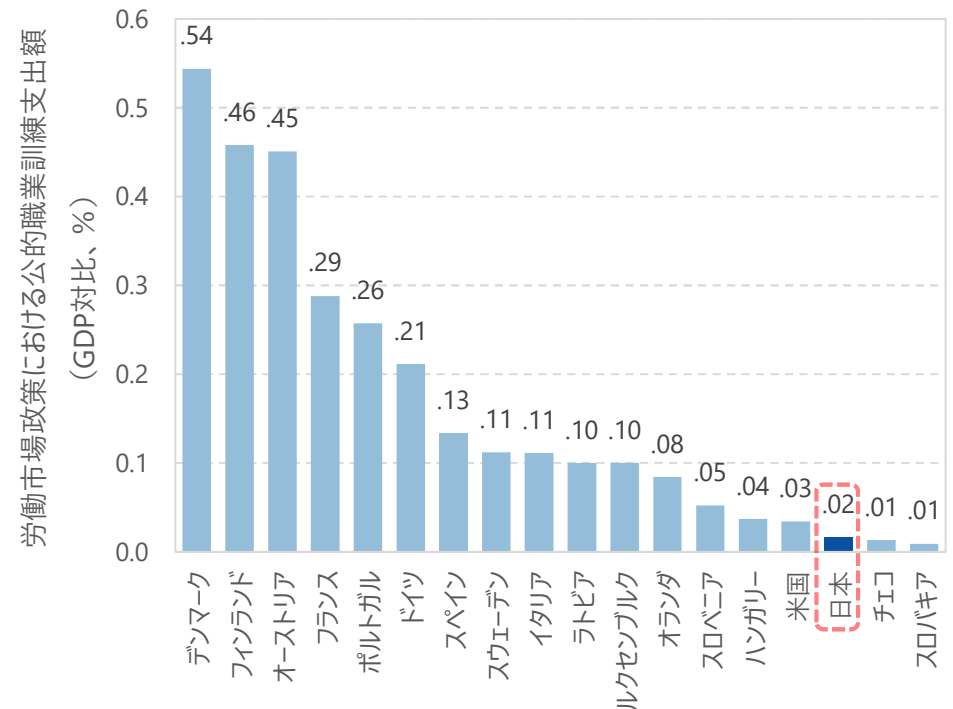
- 日本の民間企業の人的資本投資(GDP対比)は、主要先進国で最下位に近い水準
 - 最も多い英国の6分の1。一般的に生涯教育文化が弱いとされる南欧・中東欧と比較しても日本の少なさが目立つ
 - 雇用流動性が高い英米では、企業の人的資本投資の充実度が優秀な労働者を引き付ける条件になっている模様
- 民間だけでなく、公的な職業訓練支出額も主要先進国対比で見劣り
 - 上位のデンマーク、フィンランド、オーストリアは、公的な職業訓練支出の規模(GDP対比)が日本の20~30倍

民間企業の人的資本投資の国際比較(GDP対比)



(注) 2010~2018年(米国のみ2010~2017年)の平均値。民間企業部門(除く住宅・公務・分類不能)。人的資本投資は職場外研修費用(OFF-JT)でありOJTは含まない(出所)経済産業研究所・一橋大学「JIP 2021データベース」、INTAN-Invest、EUKLEMS-INTANProdより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

公的な職業訓練支出額の国際比較(GDP対比)

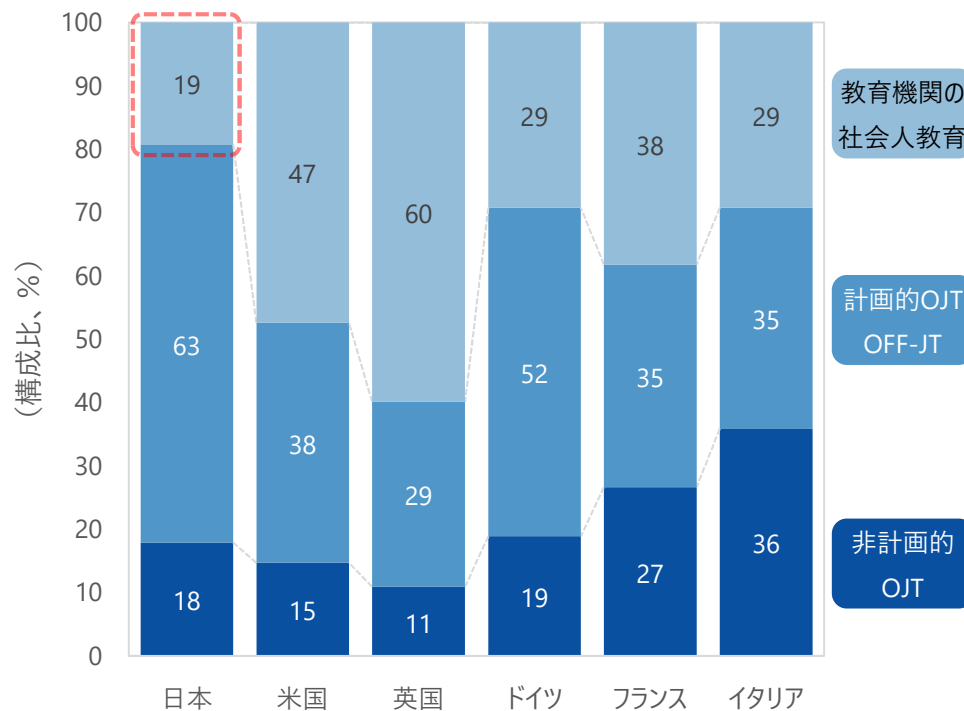


(注) 2010~2019年の平均値。英国はデータ無し。日本は公共職業訓練政策のうち直接的な訓練機会の提供に関わる支出額が計上されている(出所)OECD "Public expenditure and participant stocks on LMP"より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

日本は社会人教育のシェアが欧米対比で小さく、企業のOFF-JTも近年低調

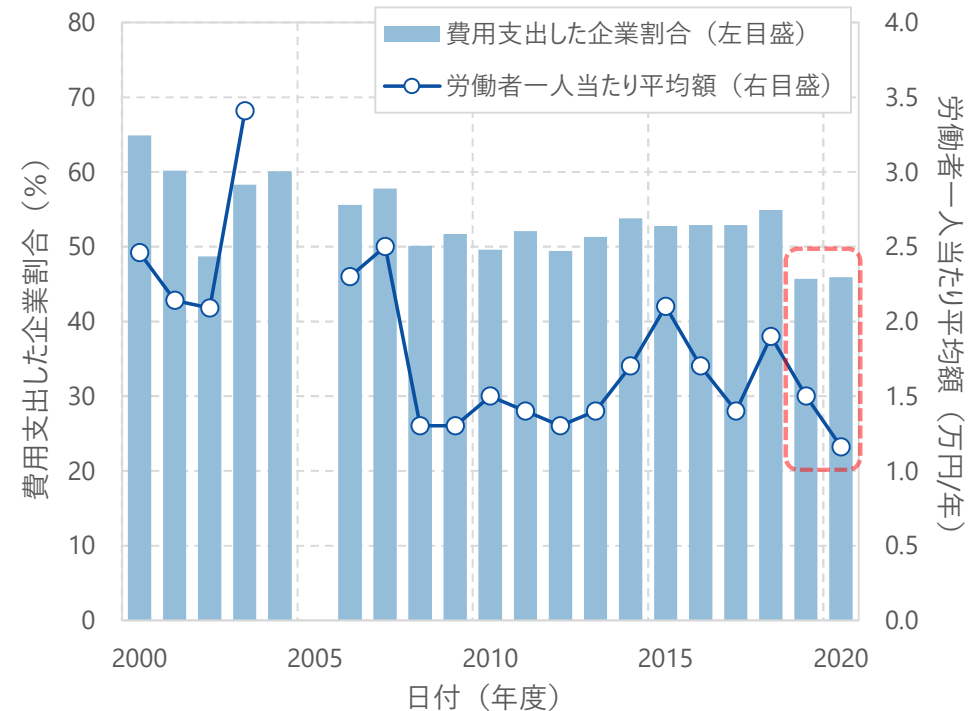
- 日本企業の教育訓練投資の内訳をみると、大学・専門学校等の社会人教育のシェアが小さい
 - 経済構造の変化に伴い、組織内キャッチアップを主目的としたOJTは相対的に重要性が低下しつつある可能性。OFF-JTや高等教育機関の社会人教育を通じて新たな技術・ノウハウを獲得する必要性が高まる
- 企業の労働者一人当たり平均OFF-JT支出額は、2020年度:1.2万円(2019年度:1.5万円)と2年連続減少
 - OFF-JT実施企業の割合は2020年度:45.9%と、2019年度(45.7%)に続き50%割れ

企業内訓練投資の種類別シェア



(注) 2011~2012年のOECD国際成人力調査(PIAAC)から推計した値。Squicciarini et al. (2015)は計画的OJTとOFF-JTを区別しておらず、同一項目に計上している
(出所) Squicciarini et al. (2015) "Estimating Cross-Country Investment in Training"より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

日本企業のOFF-JT費用支出



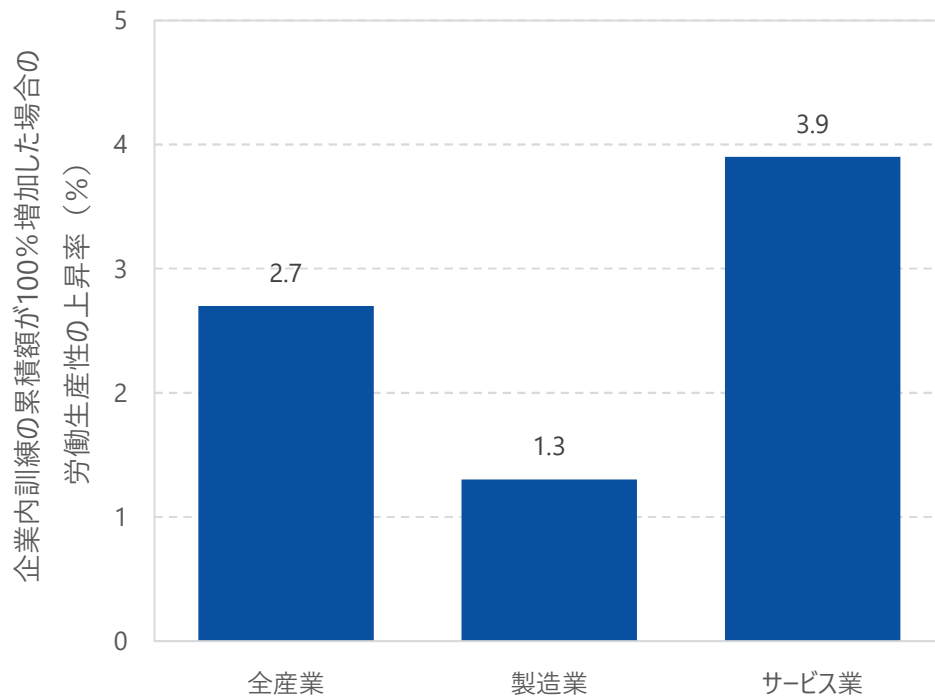
(注) 対象は、2007年度以前が「本社の常用労働者が30人以上の民間企業」、2008年度以降が「常用労働者30人以上の民間企業」。OFF-JTは業務命令に基づき通常の仕事を一時的に離れて行う教育訓練(研修)。データが無い年は図示していない
(出所) 厚生労働省「能力開発基本調査」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

人的資本投資や高スキル労働者活用には生産性・イノベーションを高める効果

- **民間企業のOFF-JT投資は生産性にプラス効果**。とりわけサービス業で生産性上昇効果が大きい
 - 研修費・大学派遣費等のOFF-JT累積額が2倍になると、労働生産性が全産業で2.7%、サービス業で3.9%上昇
- **博士号保持者が在籍する企業ではイノベーション実現率が高まる効果**あり
 - プロダクト・イノベーション実現率が4.5%Pt、プロセス・イノベーション実現率が3.8%Pt上昇。また、博士号保持者による研究開発成果の評価反映や報奨制度といった組織管理の重視も、イノベーション実現率を引き上げ

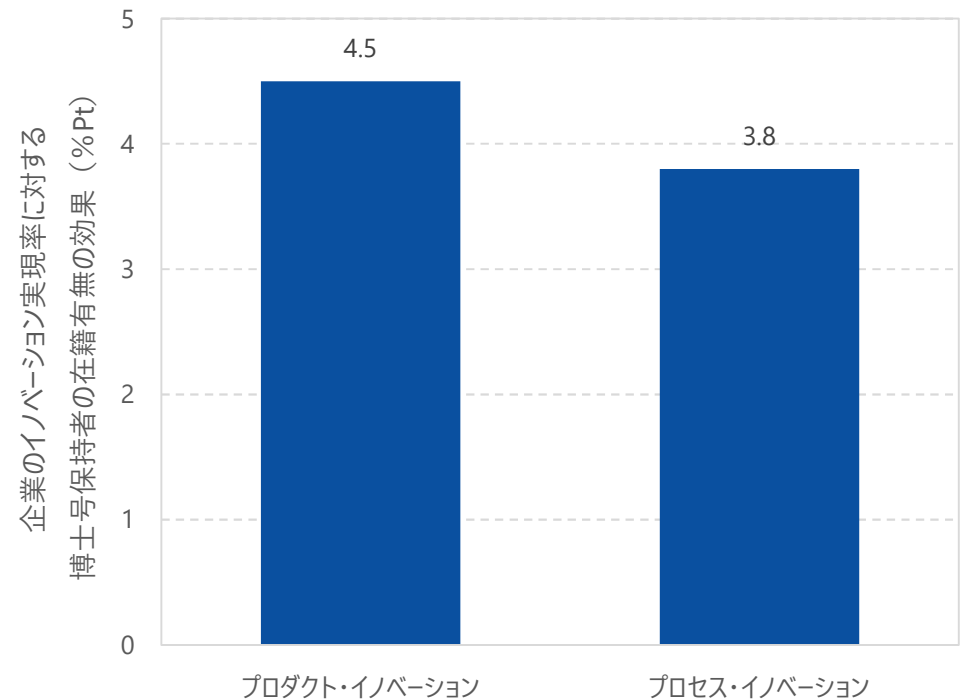
企業内訓練投資(OFF-JT)の労働生産性に対する影響

博士号保持者のイノベーション促進効果



(注) 経済産業省「企業活動基本調査」の2009～2015年度データを用い、パネル分析を行った結果。対象は講師経費、研修費、大学派遣・留学費用等のOFF-JT費用

(出所) 森川正之(2018)『生産性』より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成



(注) 文部科学省科学技術・学術政策研究所「全国イノベーション調査」を用い、博士号保持者が企業のイノベーションに及ぼす効果をパネル分析した結果

(出所) 深尾京司編(2021)『サービス産業の生産性と日本経済』第8章より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

本日のまとめ

1. 2023年の注目点

- 根強いインフレ圧力、世界経済の分断、ゼロコロナ解除後の中国経済など、これまでと環境が大きく変化
- 2023年は事業環境激変への適応力、リスクとチャンスの見極めが試される年に

2. 世界経済の現状と先行き

- 世界経済はインフレと金融引き締めにより、欧米経済を中心に景気後退局面に
- 中国は感染収束に伴いサービス消費中心に回復へ。2024年にはやや減速し巡航速度に戻る見込み

3. 日本・関西経済の現状と先行き

- 海外経済の減速が下押し要因になるものの、サービス消費やインバウンドの回復で日本はプラス成長を維持
- 金融政策は新総裁のもとで長期金利目標を撤廃へ。為替は2023年前半にかけ円高が進むと予想
- 関西経済は企業の景況感や雇用、消費が緩やかに回復。2023年はインバウンド持ち直しが鍵に

4. 日本の成長力UPに向けた「人への投資」

- 人への投資の拡充が、新しい資本主義における「成長と分配の好循環」のきっかけに
- 日本の人的資本投資は諸外国に比べ少ない。生産性UPやイノベーション促進に向けた人への投資が急務

弊社参考レポート

「2023・2024年度 内外経済見通し」 (2023年2月21日)

- 2023年の世界経済は+2.4%の低成長にとどまる見通し。インフレ・高金利持続を受け欧米は景気後退に
- 日本は海外経済減速が下押し要因となるも、サービス消費やインバウンド回復でプラス成長を維持



「内外経済の中期見通し」 (2022年12月23日)

- 中期的には、少子高齢化、グリーン化、分断化といった供給制約要因によってインフレ圧力が増す世界に
- 日本経済は、デジタル・グリーン投資増加で資本投入がプラス推移も、労働投入が制約要因になり低成長へ



「YCC見直しで強まる金利上昇圧力」 みずほインサイト (2023年1月17日)

- 長期金利が1%Pt上昇すると、個人消費や設備投資等の需要が減少し、GDPが▲0.3%下振れ
- 経済・市場への影響を踏まえた政策運営が政府・日銀には求められる



「日本の高インフレはいつまで続くのか」 Mizuho RT Express (2023年1月25日)

- コアCPIは12月に前年比+4.0%まで上昇。食料品に加え、サービスでも価格上昇
- 2023年度は輸入物価が前年比マイナスに。物価高対策も相まってCPIも徐々に鈍化



「今春から中国人訪日観光客の回復本格化へ」 Mizuho RT Express (2023年2月7日)

- 中国人訪日観光客は、中国国内の感染収束が見込まれる4~6月期から本格復調へ
- 航空関連の職種やサービス業の人手不足が今後の課題



〔本資料に関する問い合わせ先〕

みずほリサーチ&テクノロジーズ 調査本部
調査部 経済調査チーム

主席エコノミスト
服部直樹

TEL: 080-1069-4667

E-mail: naoki.hattori@mizuho-rt.co.jp

Copyright © みずほリサーチ&テクノロジーズ株式会社

本資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。