日本経済情報 2023 年 6 月号

Summary

【内 容】

1～3 月期の景気は順調に回復

4 月以降の景気も内需関連中心に改善

販売統計は総じて好調

春闘賃上げ率は高水準で着地

労働需給はひっ迫、賃金上昇圧力は一段と高まる

物価上昇率は当面鈍化し個人消費を後押し

設備投資も拡大基調を維持

財輸出の下げ止まりは一時的、本格回復は年終盤

インバウンド需要は引き続き景気回復に貢献

7 月の金融政策修正予想を維持

潜在成長率を上回る景気拡大が続く見通し

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

マクロ経済センター長 石川誠
03-3497-3616
ishikawa-ma@itochu.co.jp

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

経済正常化が進み金融政策の修正近づく（改定見通し）

1～3 月期は内需が堅調に拡大、在庫積み増しの動きも加わり、実質 GDP は予想以上の高成長を記録。4 月以降も各種景気指標が回復持続を示し、販売統計は物販、飲食とも総じて好調、脱コロナ進む。

景気回復の主役、個人消費を支える賃金は、春闘賃上げ率が 30 年ぶりの高水準である 3.6%程度で着地の見通し。7 月にかけて基本給に反映され、賃金の伸びは高まる方向。今後は労働需給が一段とひっ迫、賃金上昇圧力の高まりを背景に来年度の春闘も高水準となろう。

消費者物価は来年度にかけて上昇率が鈍化、実質賃金は今年度後半にも前年比で上昇に転じ個人消費を下支え。ただ、賃金上昇が反映されるため、物価 2%割れはあっても一時的となる見通し。

設備投資は機械投資が拡大基調を維持、設備ストックの伸びは大きく落ち込んでおり、今後の拡大余地は未だ大きい。輸出は財が年終盤の本格回復待ち、サービスはインバウンドが拡大を牽引。以上より、日本経済は今後も回復傾向を維持、年終盤には回復力を一段と強め、2023 年度の成長率は前年比＋1.6%まで高まると予想。

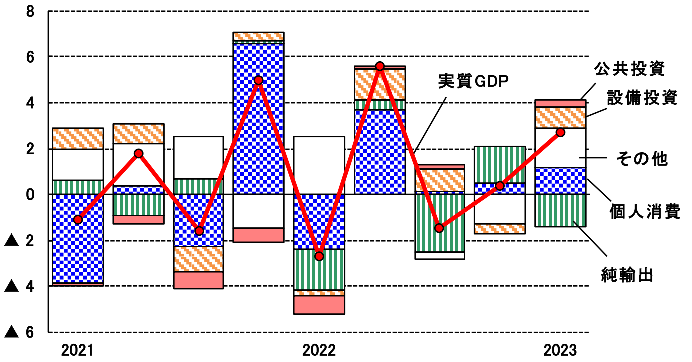
日銀は 6 月会合でも政策変更に慎重姿勢ながら、物価の上振れを認識、副作用の状況次第で YCC 見直しの可能性も。7 月の次回展望レポートで物価見通しを上方修正し、金融政策の修正が検討されよう。

日本経済の推移と予測（年度）

前年比,%,%Pt	2020 実績	2021 実績	2022 実績	2023 予想	2024 予想
実質GDP	▲4.1	2.6	1.4	1.6	1.4
国内需要	▲3.5	1.8	1.9	1.6	1.0
民間需要	▲5.7	2.0	2.5	1.8	1.1
個人消費	▲5.1	1.5	2.4	1.4	1.4
住宅投資	▲7.6	▲1.1	▲4.4	▲0.7	1.4
設備投資	▲5.7	2.1	3.1	3.9	1.1
在庫投資(寄与度)	(▲0.3)	(0.4)	(0.2)	(▲0.1)	(▲0.1)
政府消費	2.7	3.4	1.1	1.2	1.1
公共投資	4.9	▲6.4	▲3.0	▲0.8	▲2.3
純輸出(寄与度)	(▲0.7)	(0.9)	(▲0.5)	(0.1)	(0.4)
輸　出	▲9.9	12.4	4.4	3.4	5.2
輸　入	▲6.3	7.1	7.2	3.0	3.2
名目GDP	▲3.5	2.4	2.0	4.5	2.7

1～3 月期の景気は順調に回復

実質GDPの推移（季節調整値、前期比年率、%）



（出所）内閣府

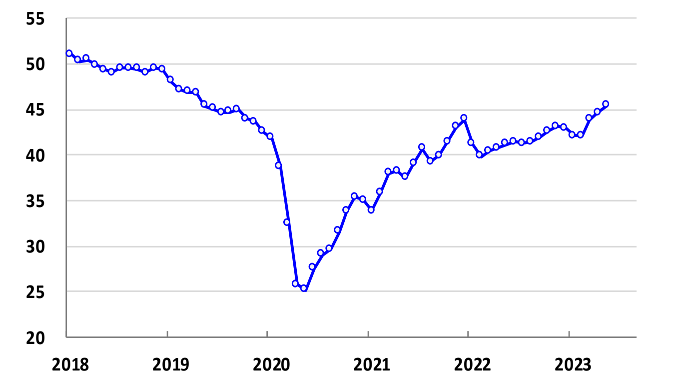
6 月 8 日に発表された 2023 年 1～3 月期 GDP2 次速報では、実質 GDP が前期比＋0.7 %（年率＋2.7%）となり（右図）、1 次速報値の前期比＋0.4%（年率＋1.6%）から大幅に上方修正された。

修正の内容を見ると、事前予想通り民間企業設備投資が小幅上方修正され、公共投資（公的固定資本形成）が若干下方修正された。予想外だったのは民間在庫投資であり、主に仕掛品在庫の上方修正により実質 GDP 前期比に対する寄与度が＋0.1%Pt から＋0.4%Pt へ大幅に引き上げられた。そのほか、個人消費（民間最終消費支出）が下方修正されたが、依然として堅調な拡大を示しており、脱コロナに伴って消費活動が正常化しつつあるという評価は変わらない。

改定された GDP で改めて 1～3 月期の景気の状況を確認すると、個人消費と設備投資という内需二本柱が堅調に拡大、先行きの需要回復を睨んだ在庫積み増しの動きも加わって予想を上回る高成長を記録、景気の順調な回復を示した、ということになろう。

4 月以降の景気も内需関連中心に改善

帝国データバンク・景気DIの推移（全産業）



（出所）帝国データバンク

景気の回復傾向は 4 月以降も続いている。帝国データバンクが 3 万社近い企業に対して毎月実施している「TDB 景気動向調査 [1]」の景気 DI（水準指数）は、昨年 12 月の 43.0 から今年 1 月は 42.1 へ悪化、2 月は横ばいにとどまったが、3 月 43.9、4 月 44.6、直近 5 月は 45.4 と 3 ヵ月連続で上昇し、2019 年 5 月以来の水準を回復した（右図）。つまり、企業の景況感はコロナ直前どころか 2019 年 10 月の消費税率引き上げ前の状態をも取り戻したことになる。

5 月の DI 改善の原因として、帝国データバンクは、4 年ぶりとなる行動制限のないゴールデンウィークや、新型コロナの「5 類」移行、インバウンド需要回復などから経済・社会の正常化が加速したことを挙げている。特に、飲食・宿泊など観光産業の景況感（1 月 40.1→4 月 48.4→5 月 49.9）が 2002 年の調査開始以来で最高となり、その好影響が飲食料品関連の製造・卸売・小売分野にも波及しているとした。そのほか、輸送用機械・器具製造業（1 月 38.7→4 月 41.5→5 月 43.0）の業況も半導体不足の緩和により改善した。

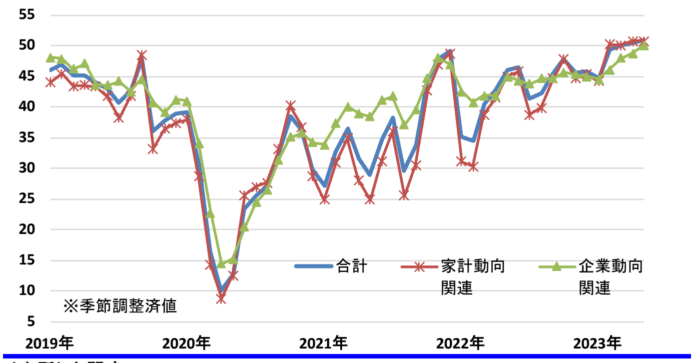
もっとも、製造業全体を見渡すと業況はまだら模様であり、輸送用以外の機械メーカー（一般機械、

[1] 「TDB 景気動向調査」は、(株)帝国データバンクによる全国企業 27,930 社を対象とした月次アンケート調査（https://www.tdb-di.com/economic-trend-survey/）。景気 DI は「現在の景況感」に関する回答を指数化したもので、50 が「良い」「悪い」の分岐点。直近 5 月調査の有効回答社数は 11,420 社。

電気機械、精密機器）や鉄鋼業では低調のままである。これらの業界では、1～2 月に景況感が停滞した主因である①海外経済の減速、②資材価格の上昇、③販売先への価格転嫁の遅れ、による影響が依然として重石になっているとみられる。

内閣府の景気ウオッチャー調査でも、景気の現状判断 DI（水準、季節調整値）が 4 月の 50.5 から 5 月は 50.9 へ一段と改善（右図）、景気回復が続いていることが確認できる。5 月の改善に貢献したのは主に「企業動向関連」（4 月 48.7→5 月 50.1）であり、うち非製造業は 50 超ながら 51.5 で横ばいにとどまる中、製造業が 4 月の 46.2 から 5 月は 48.6 へ改善した。依然として 50 を下回ってはいるものの、1～3 月平均の 44.5 から大きく上昇、景況感は着実に改善している。

景気ウオッチャー調査（景気の現状判断、水準）



（出所）内閣府

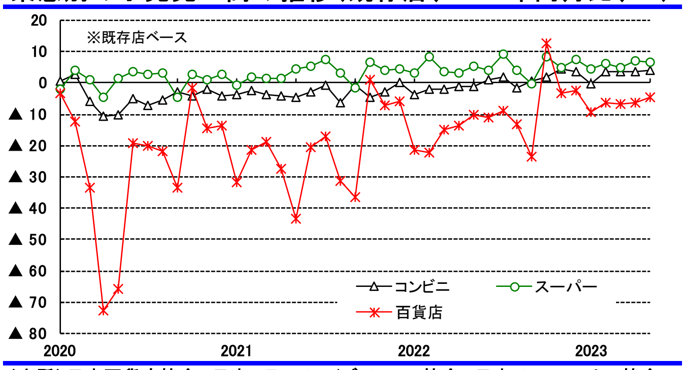
実体経済の指標である鉱工業生産指数も、改定された 2020 年基準の新系列で 4 月は前月比＋0.7%と 3 ヵ月連続のプラスとなり、4 月の水準は 1～3 月期を 2.1%上回っている。また、前基準ベースながら生産予測指数は 5 月から 6 月にかけての拡大持続を示唆 [2]、製造業の生産活動は持ち直しつつある。その背景として、部品不足で低迷していた自動車産業の生産が正常化しつつあることに加え、輸出に下げ止まりの動きがみられることが指摘できよう（詳細後述）。

一方で、個人消費と関係が深い「家計動向関連」は 4 月と同じ 50.7 だったが 50 超を維持、1～3 月平均の 48.0 を大きく上回っている。以上の通り、4 月から 5 月にかけての景気は、個人消費の回復傾向を背景に非製造業が好調を維持、製造業にも底入れの動きが見られ、明るさが広がりつつあるという評価ができよう。

販売統計は総じて好調

景気の回復を牽引する個人消費の状況を各業界の販売統計で確認すると、5 月のコンビニ売上（既存店）は、4 月の前年同月比＋4.9%から＋5.3%へ伸びを高めた。4～5 月平均で見ても前年同期比＋5.1%と 1～3 月期の＋5.0%をやや上回り堅調である。ただ、来客数は 1～3 月期の＋3.3%に対して 4～5 月平均は＋2.2%にとどまっており、客単価の上昇が売上増に寄与する部分が増えている。物価上昇の影響もあるが、行楽やインバウンド需要の回復が専ら客単価の上昇という形で貢献しているとみられる。なお、コロナ直前の 2019 年同月との比較では、1～3 月期の＋2.2%から 4～5 月平均は＋4.6%へ水準を高めており（右上図）、コンビニ売上はコロナ禍から完全に脱したと言えそうである。

業態別の小売売上高の推移（既存店、2019年同月比、%）



（出所）日本百貨店協会、日本フランチャイズチェーン協会、日本チェーンストア協会

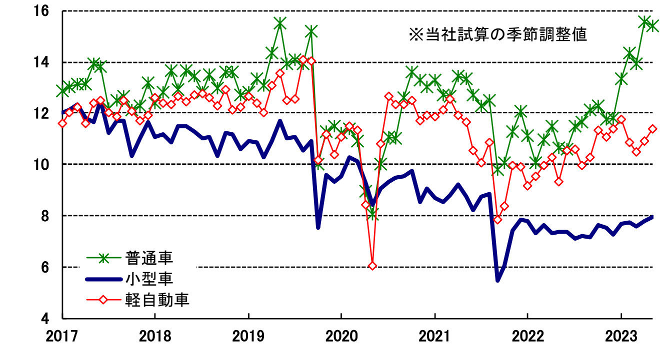
[2] 5 月の見込みは前月比＋1.9%、6 月見込みは＋1.2%。

5 月のスーパー売上高（既存店）は、4 月の前年同月比＋3.4％から＋1.3％へ伸びが鈍化した。主力の食料品（4 月前年同月比＋4.9％→5 月＋4.0％）は比較的高い伸びながら鈍化、住居関連品（＋1.2％→0.0％）も家電製品の落ち込みなどから伸び悩んだ。ただ、4～5 月平均では前年同期比＋2.3％と 1～3 月期の＋0.3％から伸びを高め、2019 年との比較でも 1～3 月期の＋5.2％から 4～5 月期は＋6.6％へ伸びを高めている。内訳を見ると、価格上昇もあり食料品の大幅増が続く中、住宅関連品が急回復、衣料品の落ち込み幅は縮小[3]しており、コロナ禍を脱し正常化が進んでいる様子が窺える。

5 月の百貨店売上高（店舗数調整済）は、4 月の前年同月比＋8.6％から＋6.3％へ伸びが鈍化した。その結果、4～5 月平均は前年同期比＋7.4％にとどまり、1～3 月期の前年同期比＋14.7％から大きく鈍化した。ただ、2019 年との比較では 1～3 月の▲7.5％から 4～5 月は▲5.1％へ改善している。外出やインバウンド需要の回復を背景に、身の回り品が好調に推移する中、化粧品などの雑貨や衣料品が持ち直している。

5 月の乗用車販売台数は、4 月の前年同月比＋18.5％から＋28.4％へ一段と伸びを高めた。季節調整値（当社試算）の前月比では 5 月は＋1.4％と小幅な伸びにとどまったが、年率換算で 417.1 万台となり 2020 年 10 月（430.2 万台）以来の水準に達した。内訳を見ると、これまで急回復していた普通車が 5 月に頭打ちした一方で、小型車や軽自動車は持ち直しの動きが続き、全体を押し上げた（右図）。部品不足が徐々に解消し自動車生産が正常化しつつある様子が販売面からも確認できる。

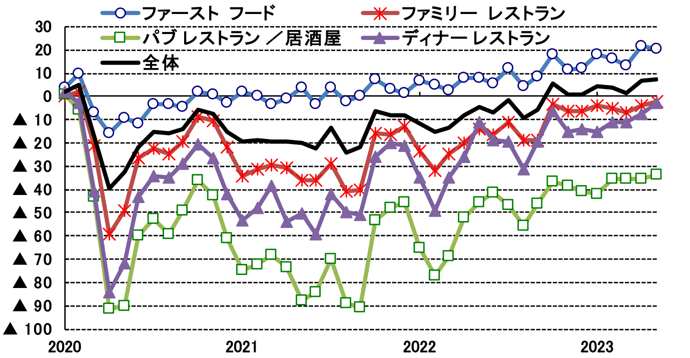
新車販売台数の推移（乗用車、季節調整値、万台）



（出所）日本自動車工業会、全国軽自動車協会連合会

5 月の外食売上（全店ベース）は、4 月の前年同月比＋15.8％から＋11.8％へ伸びが鈍化したが、2019 年との比較では逆に＋7.0％から＋7.6％へ伸びを高めており、回復の動きが続いている（右図）。業態別には、回復が先行していたファーストフード（4 月 2019 年比＋21.5％→5 月＋20.5％）で一服感が見られたものの、ファミリーレストラン（▲4.0％→▲2.2％）やディナーレストラン（▲7.4％→▲2.7％）は概ねコロナ前の水準に戻りつつある。ただ、パブレストラン／居酒屋（▲35.2％→▲33.7％）は、店舗数がコロナ前から約 3 割も減少[4]しており、復調ペースは緩慢なままであった。

外食売上高の推移（2019年同月比、％）



（出所）日本フードサービス協会

[3] 当社の試算によると、食料品は 1～3 月の 2019 年同期比＋10.6％に対して 4～5 月は＋9.9％と同程度の伸びを維持、同様に住宅関連品は＋3.5％から＋11.0％へ伸びが拡大、衣料品は▲25.6％から▲15.0％へマイナス幅を縮小。

[4] 2023 年 5 月時点のパブレストラン／居酒屋の店舗数は、2019 年 5 月に比べ 31.5％も減少している。ファーストフードの▲4.3％、ファミリーレストランの▲8.9％、ディナーレストランの▲12.9％を大きく上回る落ち込みであり、この業態においてコロナ禍の影響が際立って大きかったことが示唆される。

春闘賃上げ率は高水準で着地

回復続く個人消費の先行きを見通すためには、言うまでもなく賃金の行方が重要である。日本労働組合総連合会（連合）の第6回集計（6月5日公表）によると、春季生活闘争（春闘）のベースアップと定昇を合わせた賃上げ率は、正社員（一般組合員）で平均3.66%、第5回集計から小幅下方修正にとどまり、1993年（+3.9%）以来の高水準となった（右表）。

＜2023年春闘の集計結果、%＞

	第1回	第2回	第3回	第4回	第5回	第6回
正社員の賃上げ率	3.8	3.76	3.7	3.69	3.67	3.66
うち中小	3.45	3.39	3.42	3.39	3.35	3.36
パートの賃上げ率	5.91	―	5.55	5.36	5.35	5.01

また、300人未満の中小企業の賃上げ率は3.36%と第5回集計（3.35%）からむしろ上方修正された。一部で懸念する向きもあった中小企業の賃上げであるが、日銀短観など各種調査でも明らかなように人手不足は中小企業の方が深刻であり、人材確保のため積極的に賃上げせざるを得ない。

＜春闘・中小企業の業種別賃上げ率＞

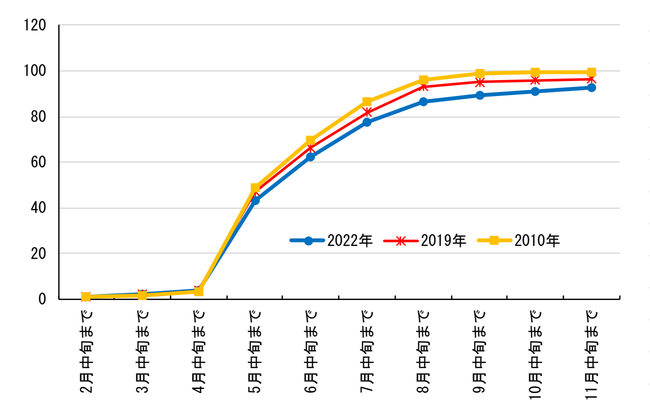
	第5回	第6回
製造業	3.41	3.4
商標流通	3.57	3.73
交通運輸	2.05	2.16
サービス・ホテル	3.99	3.99
情報・出版	5.58	4.32
金融・保険	3.28	3.28
その他	3.66	3.55
合計	3.35	3.36

（出所）連合HPをもとに伊藤忠総研作成

連合の集計は7月初に予定される次回の第7回で最終となり、今年度の賃上げ率は3.6%台の高水準で着地する可能性が高まってきた。仮にそうなれば、これまで示してきた通り、勤労者全体の所定内給与（基本給）は2023年度後半にかけて前年比で1.9～2.0%程度上昇し、景気回復に伴う残業時間の増加や企業業績改善に伴う残業代やボーナスの増加も加わって、給与総額の伸びは2%半ばまで高まろう。

なお、春闘の最終集計が7月であることからも容易に想像できる通り、春闘で決まった賃上げが4月時点で実際に支給される賃金に全て反映されるわけではない。厚生労働省が公表する「賃金引上げ等の実態に関する調査」によると、2022年の「賃金改定後の初回支給時期」は5月中旬までが43.1%、9月中旬まででで89.5%であった（右図）。コロナ前の2019年は、もう少し早かったようであるが、いずれにしても春闘の賃上げが実際の賃金に反映されるのは9月までで概ね9割程度という点に留意が必要である。

賃金改定後の初回支給時期（累積割合、%）



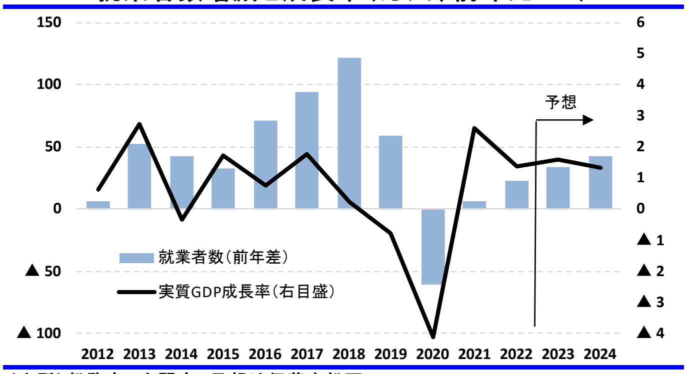
（出所）厚生労働省「賃金引上げ等の実態に関する調査」

労働需給はひっ迫、賃金上昇圧力は一段と高まる

日銀の金融政策変更をめぐる思惑もあり、早くも来年度の春闘の議論が出始めているが、労働需給の先行きを見通す限り、賃金上昇圧力はさらに高まるとみられ、来年度も高い賃上げ率が維持されよう。

まず、ここ数年の労働需要の動きをみると（右図）、就業者数はコロナ禍に突入し実質GDP成長率が大幅マイナス（▲4.1%）となった2020年度に前年比

就業者数増減と成長率（万人、前年比・%）



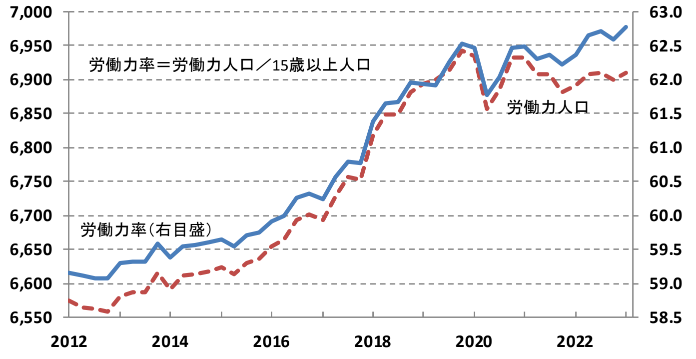
（出所）総務省、内閣府、予想は伊藤忠総研

で 61 万人も減少、翌 2021 年度は成長率が前年比＋2.6%にリバウンドしたものの、コロナ禍で先行き不透明感が強い中で企業は雇用を抑制、労働者も高齢者を中心に労働市場から一時的に退避する動きもあり、就業者数は 7 万人の増加にとどまった。2022 年度になって成長率は＋1.4%へ減速したが、就業者数は逆に 22 万人増へ加速、徐々に脱コロナが進んでいると考えられる。

ただ、かつて成長率が 1%前後で推移していた 2015 年度から 2017 年度の間は、就業者数が年平均 66 万人増加していたことと比べると、ある程度の生産性の上昇を考慮しても、22 万人という数字は、1%台の成長に対する労働需要の増加としては少ない。2023 年度から 2024 年度にかけて 1%台半ばの成長が続くことを前提とすれば、就業者数は少なくとも年間 40 万人程度は増加すると予想される。

一方、労働力供給を示す労働力人口は、そのベースとなる 15 歳以上人口が明確な減少に転じた 2018 年度以降も、女性や 65 歳以上の高齢者を中心に労働市場へ参加する割合（労働力率）を高めることで、2019 年度までは増加傾向を維持していた（右図）。しかしながら、2020 年度初にコロナ禍で大きく減少、その後は一進一退が続き、2022 年度に入り緩やかな持ち直し傾向となっている。

労働力人口と労働力率（万人、%）

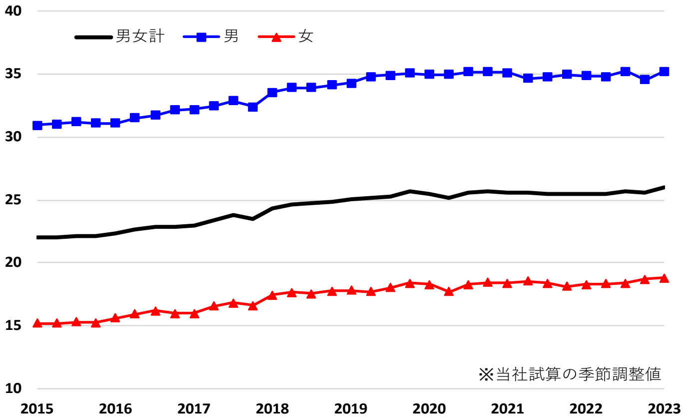


（出所）総務省

持ち直しの原動力は、女性の労働力率の上昇である。2022 年度の労働力率は男女計で 62.7%となり、2021 年度の 62.3%から 0.4%ポイント上昇したが、男性は 0.1%ポイントの上昇（71.5%→71.6%）にとどまった一方で、女性が 0.6%ポイントも上昇（53.8%→54.3%）し全体を押し上げた。女性の労働力率の変化を年齢階層別に見ると、25～34 歳や 35～44 歳の年齢増で上昇幅が大きい[5]。コロナ感染症の拡大を機にリモートワークが普及、20 代後半から 30 代が中心となる出産・子育て世代の就業継続が増加したことも一因であろう。

一方、高齢者の労働力率は、コロナ感染拡大により労働市場から一時的に退出する動きもあり、2020 年にはそれまでの増加基調が頭打ちし、男性は 35%程度で、男女計では 25%程度で横ばい推移となっている（右図）。

高齢者の労働力率（季節調整済値、65歳以上、%）



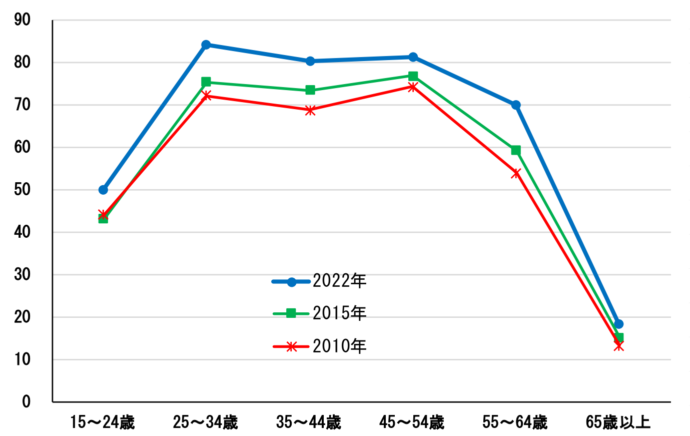
（出所）総務省「労働力調査」

こうした労働需給を反映して、失業率はコロナ直前の 2019 年 12 月に 2.2%まで低下したあと、コロナ禍で労働力需要が大きく落ち込んだことから 2020 年 10 月には 3.1%まで上昇、その後は労働力需要の回復に供給が追いつかず低下、2022 年半以降は概ね 2%台半ばで推移している。

[5] 2023 年第 1 四半期の労働力率は、25～34 歳で前年同期比＋1.1%ポイント、35～44 歳では＋1.3%ポイントであり、45～54 歳（＋0.4%ポイント）や 65 歳以上（＋0.5%ポイント）よりも上昇幅が大きい。

今後も、労働需要は上述の通り景気の回復に伴って増加を続けると見込まれる一方、労働力供給は、これまで拡大を支えてきた女性の労働力率が 20 代後半から 50 代前半で既に 80%を超えるなど拡大余地が乏しくなっているため（右図）、労働需要の拡大に見合った増加が期待し難くなっている。高齢者については、コロナが「5 類感染症」へ移行したことから労働力率は一旦上昇すると見込まれるが、一巡後は上昇余地が次第に限られていくと見込まれる。

女性の労働力率（%）

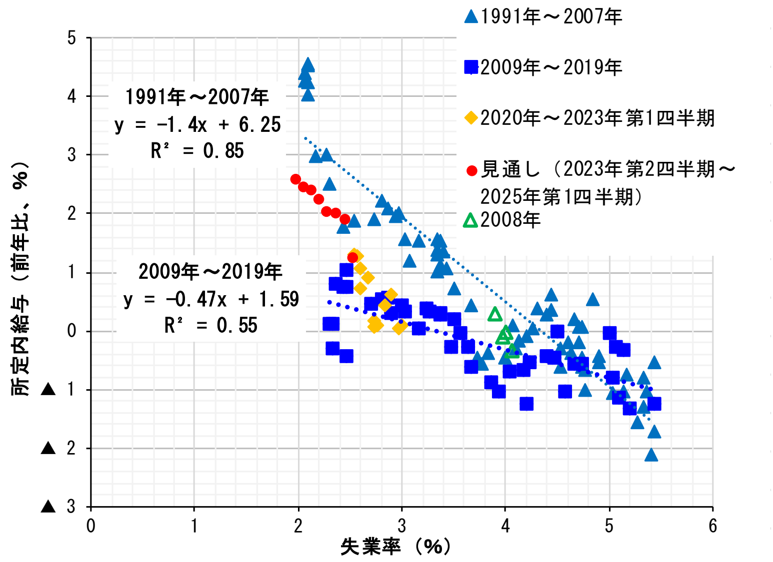


（出所）総務省「労働力調査」

その結果、失業率は 2023 年度中こそ高齢者の労働市場への復帰もあり 2%半ばでの推移が続くものの、2024 年度に入ると労働力供給が細り 2%程度に向けて低下していくと予想する。

このような失業率の低下、労働需給のひっ迫は、賃金上昇圧力を高める。失業率と賃金上昇率の関係を示す「賃金版フィリップス曲線」を見ると（右図）、失業率が低下すると所定内給与の伸びが高まる明確な関係があることが分かる。

賃金版フィリップス曲線



（出所）厚生労働省「毎月勤労統計」、総務省「労働力調査」

また、両者の関係は時期によって異なる。1991 年からリーマン・ショック前の 2007 年までにおいては、失業率が 2%台前半に入ると所定内給与の上昇率は前年比で2%を超え、失業率が 2%に近づくと上昇率は 3%以上になる関係が見られた。ところが、リーマン・ショックによりデフレが深化した 2009 年以降では、失業率が 2%台前半まで低下しても所定内給与の上昇率はせいぜい 1%にとどまっている。

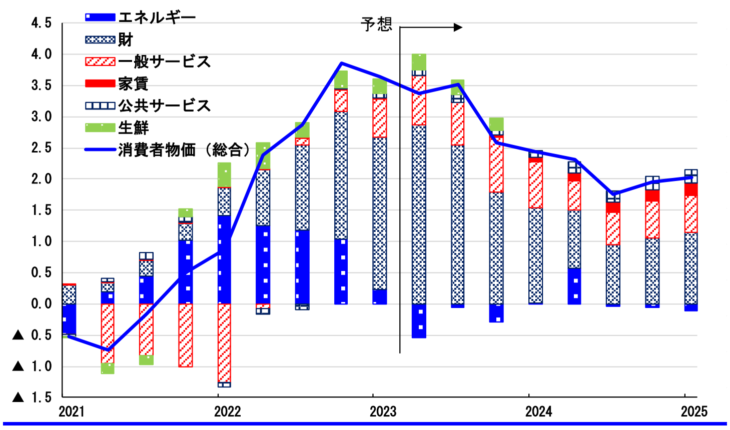
足元 4 月の状況も、失業率 2.6%に対して所定内給与は前年同月比＋0.9%であり、これまでの関係性からさほど変化は見られない。ただ、前述の通り、今後 9 月にかけて、所定内給与には今春闘の結果が徐々に反映され、上昇率は 2%近くまで高まっていく見通しである。すなわち、労働需給（失業率）と賃金（所定内給与）の関係は、かつての「失業率 2%で賃金上昇 3%以上」の世界へ、つまり賃金版フィリップス曲線が上方へシフトする可能性が高いと考えられる。

こうした状況を踏まえ、当社は所定内給与が 2024 年度末頃には前年比 2%半ばまで、残業代やボーナスを含めた給与総額では 3%程度まで伸びを高めると予想する。

物価上昇率は当面鈍化し個人消費を後押し

賃金とともに個人消費の動向を左右する物価は、企業の積極的な価格転嫁姿勢により高い上昇率が続いている。5 月の消費者物価指数[6]は、全体から生鮮食品を除いたコアで前年同月比＋3.2％と 4 月の＋3.4％から鈍化したものの、コアからエネルギーを除いたコアコアでは、前年同月比＋4.3％と 4 月の＋4.1％から加速した。今後も、当面はコアで3％台、コアコアで 4％台の推移が見込まれる。ただ、年度後半には原材料価格上昇の転嫁が一巡し、コアで2％台へ徐々に伸びが鈍化、一時的には2％を割れる局面もあると予想する（右図）。

消費者物価の見通し（前年比、％）



（出所）総務省、予想は伊藤忠総研作成

そのため、物価上昇分を除いた実質賃金は、2023 年度後半に前年比でプラスに転じるとの見通しを維持する。さらに、2024 年度にかけては、労働需給が一段と引き締まり賃金上昇は加速、実質賃金も上昇率を高めよう。

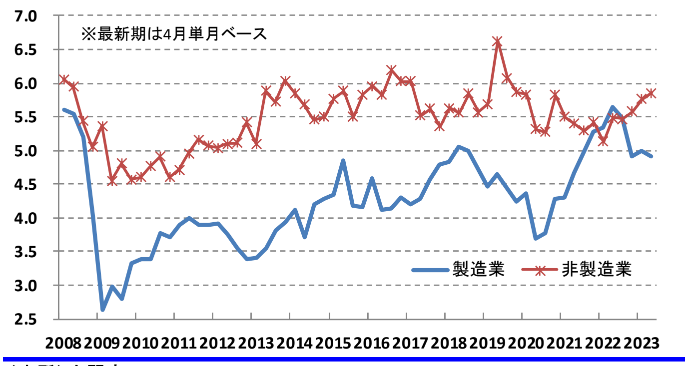
賃金の上昇はタイムラグをおいて販売価格（消費者物価）へ転嫁される傾向があり、当社の試算[7]では、パートタイム労働者の時間当たり賃金が 1％上昇すると、以降 2 四半期にかけてサービス価格を＋0.25％ポイント押し上げる。ただ、物価の押し上げ幅は賃金の上昇幅を下回るため、実質賃金の上昇を妨げない。

以上を踏まえて個人消費の先行きを見通すと、当面は強制貯蓄[8]の取り崩しを原資とした回復が見込まれるが、今年度後半以降は実質賃金が増加に転じることで賃金上昇を原動力とする拡大に移行し、2024 年度も個人消費の拡大が続くと期待される。

設備投資も拡大基調を維持

内需のもう一つの柱である設備投資は、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）が 2023 年 4 月に前月比＋5.5％と 3 ヵ月ぶりの増加に転じ、4 月の水準は 1～3 月期を 1.1％上回った。内閣府による 4～6 月期の予想では前期比＋4.6％と増勢加速（1～3 月期は＋2.6％）が見込まれているが、まずまずの出足を見せている。

機械受注の推移（季節調整値、年率、兆円）



（出所）内閣府

業種別に見ると（右図）、製造業からの受注は 4 月も前月比▲3.0％と 2 ヵ月連続で減少し、4 月の水

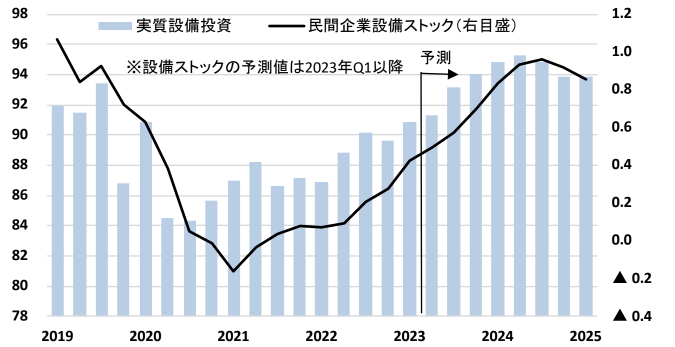
---

[6] 詳細は 2023 年 6 月 23 日付 Economic Monitor「日本経済：全国消費者物価（2023 年 5 月）企業の積極的な価格転嫁のもとで、コアコアは+4.3%に加速」参照。https://www.itochu-research.com/ja/report/2023/2367/
[7] 詳細は「日本経済情報 2023 年 4 月号　根強いインフレ圧力と賃金上昇で金融政策は変わるのか」P7 参照。https://www.itochu-research.com/ja/report/2023/2329/
[8] 詳細は「日本経済情報 2023 年 5 月号　内需主導の回復続き物価上昇基調強まる（改定見通し）」P4 参照。https://www.itochu-research.com/ja/report/2023/2352/

準は 1～3 月期を未だ 1.5%下回っているが、2022 年終盤の大幅な落ち込みには歯止めが掛かっている。非製造業からの受注は、4 月に前月比＋11.0%もの大幅増を記録、4 月の水準は 1～3 月期を 1.6%上回っており、増加基調を維持している。製造業は輸出の停滞を、非製造業は個人消費の拡大傾向を反映した動きと言えよう。

マクロ的な視点で見れば、設備投資の拡大余地は未だ大きい。内閣府の固定資本ストック速報によると、民間企業設備ストック（設備の残高）は 2022 年末時点で前年末からわずか 0.3%しか増えておらず（右図）、2023年3月末時点でも前年同期比＋0.4%程度の低い伸びにとどまったとみられる（当社試算）。コロナ前の 2019 年 3 月末は＋1.1%であったが、コロナ禍による先行き不透明感から企業が設備投資を抑制したため、伸びが鈍化した。

設備投資と設備ストック（2015年価格・年率・兆円、前年比・%）



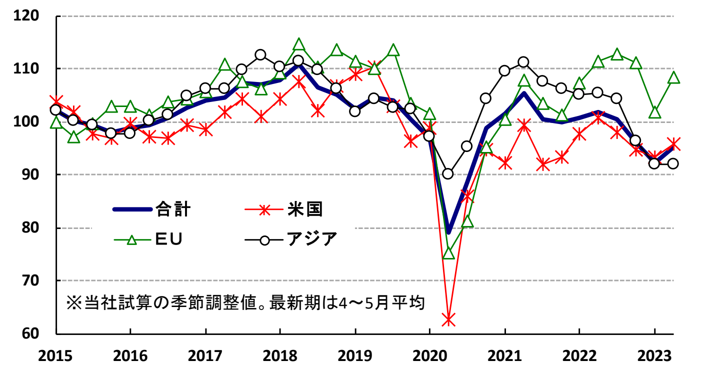
（出所）内閣府、予測は伊藤忠経済研究所による

今後、仮に 2024 年度にかけて設備ストックの伸びを 1%程度まで高めるとすれば、設備投資を 2023 年度通年で前年比＋4%程度に高める必要があり、そのためには設備投資の持続的な拡大が求められる。ましてや、人手不足で労働力の確保が困難となりつつある一方、DX や脱炭素への対応など投資ニーズは拡大している。今後も設備投資の拡大基調が続くとみておくべきであろう。

財輸出の下げ止まりは一時的、本格回復は年終盤

財の輸出動向を示す通関輸出数量指数（当社試算の季節調整値）は、1～3 月期まで 3 四半期連続で減少していたが、4 月は前月比＋2.4%、5 月も＋0.7%と増加が続き、4～5 月平均は 1～3 月を 3.2%上回り一旦下げ止まった（右図）。

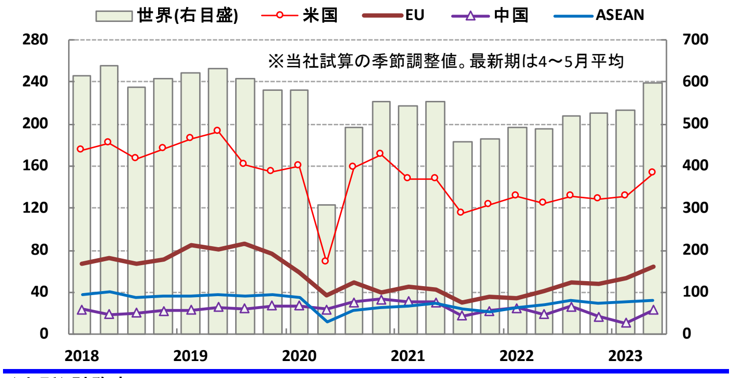
仕向け地別輸出数量指数の推移（季節調整値、2015年=100）



（出所）財務省

4～5 月平均の水準を主な仕向け地別に 1～3 月期と比べると、EU 向け（＋6.5%）、米国向け（＋2.5%）、中国向け（＋5.2%）とも増加しており、いずれも自動車の復調が押し上げた。4～5 月の自動車輸出台数（当社試算の季節調整値）は年率換算で 599 万台と 1～3 月期の 534 万台を 12.1%も上回り、増加の大部分を米国向け（1～3 月期年率 131 万台→4～5 月 153 万台、16.9%増）、EU 向け（53 万台→65 万台、20.8%増）、中国向け（11 万台→23 万台、110.0%増）が占めた。国内販売同様、半導体不足問題の緩和によるところが大きいとみられる。

自動車輸出台数の推移（年率換算、万台）



（出所）財務省

そのほか、EU 向けや中国向けは半導体（IC）

の増加も全体を押し上げた。ただ、アジア向け（▲0.2%）全体では低迷が続いており、ASEAN[9]など中国以外の地域向けの落ち込みが続いている。ASEAN 向けの落ち込みは半導体や半導体製造装置が中心であるが、うち半導体についてはスマートフォンをはじめとした ASEAN から欧米への電子製品輸出の低調が影響しているとみられる。

今後の財輸出を展望すると、自動車の回復が一巡した後は、金融引き締めにより景気が減速しつつある欧米向けは伸び悩むとみられる。また、景気の減速が顕著な中国[10]向けの回復にも多くを期待できない。さらに、ASEAN 向けは、建設機械や自動車部品など堅調な内需向けの財は持ち直しが見込まれるが、電子製品などの輸出品に組み込まれる半導体の低調は続くと考えられる。以上より、輸出数量指数の下げ止まりは一時的なものにとどまり、夏場には再び弱含み、本格的に回復するのは今年終盤から来年にかけてとなろう。

インバウンド需要は引き続き景気回復に貢献

サービス輸出の柱であるインバウンド需要は、昨年 10 月の水際対策の大幅緩和（個人旅行受け入れ再開など）以降の回復傾向が続いている。5 月の訪日外国人数は 189.9 万人と 4 月の 194.9 万人から減少したが、4 月の祝祭日に伴う旅行需要増の反動による欧・米・豪・東南アジアからの訪日客の減少を韓国･中国･台湾の増加が概ねカバー[11]し、むしろ小幅減にとどまったと評価できる。

訪日外国人数と旅行収支受取額（万人、億円）

（出所）財務省、日本政府観光局

4～5 月平均の 192.4 万人は、年間でピークとなった 2019 年の月平均 265.7 万人の 72%に相当する。国・地域別の内訳を見ると、最多の韓国（2019 年の月平均 46.5 万人→今年 4～5 月平均 49.1 万人）のほか、米国（14.4 万人→18.4 万人）や欧州主要国（英・仏・独・伊の計 9.7 万人→10.2 万人）、フィリピン（5.1 万人→5.6 万人）、ベトナム（4.1 万人→5.1 万人）、シンガポール（4.1 万人→4.6 万人）などで既に 2019 年の水準を超えた[12]。台湾（40.8 万人→29.7 万人）や香港（19.1 万人→15.4 万人）は出遅れているが、着実に水準を戻している。

一方で、かつて全体の 3 割を占め[13]圧倒的なトップだった中国本土からの訪日者数は、2 月 3.6 万人、3 月 7.6 万人、4 月 10.8 万人、5 月 13.4 万人（国別 5 位）と底離れはしたものの、2019 年の月平均 80.0 万人には程遠い。主因は中国政府が日本向け団体旅行の解禁を見送り続けていること[14]である。ただ、コロナ禍以降では国内初となる中国発クルーズ船が福岡・博多港に寄港（5/28）、6 月も中国

---

[9] 本稿執筆時点で、5 月の ASEAN 向け輸出数量指数は未公表。
[10] 中国経済の状況については、2023 年 6 月 23 日付 Economic Monitor「中国経済：景気減速を受けて、下支え策を強化」参照。https://www.itochu-research.com/ja/report/2023/2365/
[11] 米国・豪州・欧州主要 4 ヵ国（英・仏・独・伊）・ASEAN5（インドネシア・タイ・マレーシア・フィリピン・ベトナム）からの訪日客合計は前月比▲12.7 万人（4 月 68.2 万人→5 月 55.5 万人）、韓国・台湾・中国・香港からの合計は同＋8.8 万人（102.0 万人→110.8 万人）。
[12] ただ、韓国の既往ピークは 2018 年の 753.9 万人（月平均 62.8 万人）で、そこから見た今年 4～5 月の回復度は 78%。
[13] 2019 年の訪日外国人数 3,188 万人のうち、中国本土からの訪日者数は 959 万人（シェア 30.0%）であった。
[14] 中国政府は 2 月 6 日に海外への団体旅行を一部解禁したが、日本は解禁の対象に含まれず、現在も解禁されていない。

から複数のクルーズ船が「テスト運行」として日本各地に寄港したほか、中国の航空各社が 7 月から成田や新千歳など日本便の増便を予定するなど、解禁を先取りするような中国側の動きも見られる。

先月も示した通り、仮に訪日外国人数が 6 月以降、毎月 200 万人、1 人あたり支出額が 1～4 月の平均水準（20.4 万円）で推移すれば、2023 年のインバウンド需要（旅行収支の受取額）は 4.6 兆円に達し、GDP を 0.6%も押し上げる。さらに中国から日本への団体旅行が解禁されれば、GDP 押し上げ効果はより高まる。インバウンド需要は、中国の日本向け団体旅行解禁がなくてもアジアから訪日客が牽引し回復傾向が続くと見込まれるが、引き続き中国当局の動きに注目したい。

7 月の金融政策修正予想を維持

以上の通り、日本経済は内需主導の回復傾向が続いており、今後も今年終盤には輸出の回復や設備投資の拡大加速が見込まれるなど、順調な回復が予想される。そうした中で、注目されるのは日銀の政策変更の有無であろう。6 月 15～16 日の金融政策決定会合においても、日銀は金融政策を現状維持した。6 月 26 日に公表された「主な意見」によると、その根拠は「ようやく訪れた日本経済の変化の芽を（中略）大切に育てていくべき」「賃上げのモメンタムを支え続けることが重要」「中小企業の多くは（中略）賃上げや投資への意欲を高めつつあり、これに水を差すような政策修正は時期尚早」「中期的な下方リスクは依然大きい」「拙速な政策転換によって目標達成の機会を逃すリスクは大」など、景気の回復傾向を認識しつつも、政策変更によって回復の動きを止めてしまうことへの懸念であった。

会合後の記者会見においても、植田総裁は「内外の経済や金融市場を巡る不確実性がきわめて高い中」「粘り強く金融緩和を継続していくことで、賃金の上昇を伴うかたちで、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していく」とした。そのうえで、質疑応答の中では、物価の「下がり方が思っていたよりもやや遅いかなという感触」はあるとし足元の物価上振れを認めたものの、その背景を「価格上昇の転嫁の動きが思っていたよりも強い」と評価しつつ「不確実性が高い」とし、「次回 7 月の展望レポートで数値的な見通しを出す（中略）そこに向けて丹念に精査していきたい」と説明、物価の動向次第で見通しを修正する可能性を示した。

また、注目の長期金利操作（YCC＝イールド・カーブ・コントロール）の見直しについては、6 月会合の「主な意見」で「イールドカーブの歪の解消が進んだ」ため「YCC の運用を見直す必要はない」という見方がある一方で、「早い段階で、その扱いの見直しを検討すべき」という意見もあり、意見が分かれたようである。また、植田総裁は会見で「政策の効果と副作用についてきちんと比較衡量」する方針を示すとともに、毎回の決定会合で決めていくため「前回とは違った結果になるということも含めて、ある程度のサプライズが発生するということも」やむを得ないとした。一般論と取れる内容ではあるが、副作用の状況次第では 7 月に何らかの修正が行われる可能性に触れたとも解釈できよう。

そのほか、質疑応答の中で、円安については、「為替の水準、変動理由、その評価」について具体的にコメントしないという姿勢を改めて確認したうえで「為替レートが安定的に動いていくということが重要」だとし、輸入物価を通じた影響の主因は「海外発のコストプッシュ・インフレ」であり、既にマイナスに転じていると説明、現状の円安進行を懸念しないとも受け止められる反応であった。また、株高については、金融緩和よりも「経済や企業収益の見通しの方の変化」の影響が大きいとし、同様に問題視する様子はなかった。

これまでも示した通り、当社は今後、消費者物価が前年比で 2%を大きく割り込むことを想定していない。それを前提とすれば、日銀は次回 7 月 27～28 日の金融政策決定会合に合わせて公表される「展望レポート」（経済・物価情勢の展望）で、消費者物価上昇率の見通しを上方修正する可能性が高い。その際、2024 年度から 2025 年度にかけて消費者物価上昇率がコアでもコアコアでも 2%がレンジ内に入るような状況となれば、植田総裁が「中心見通しだけで行動するわけではない」とコメントしたように、2%の物価目標が達成できる状況になったという判断も可能であろう。当社は、これまで 7 月の決定会合において、長期金利目標の撤廃ないしは変動幅拡大により、事実上 YCC を撤廃すると予想していたが、そのシナリオを維持したい。

なお、さらに次のステップであるマイナス金利の解除（短期期政策金利の引き上げ）は、来年度の春闘で物価目標達成の確度がより高まったことを確認できる来年第一四半期を予想している。

潜在成長率を上回る景気拡大が続く見通し

仮に日銀が 7 月に長期金利操作を修正したとしても、債券市場では長期金利（10 年物国債利回り）が現状の 0.4%程度から 1%前後まで上昇する程度だとの見方が大勢である。その程度であれば、物価上昇率を差し引いた実質の長期金利は依然として大幅なマイナスであり、設備投資や住宅投資に与える影響は限定的であろう。

そのため、それでも今後の景気は、当面は内需主導で、今年終盤以降は徐々に輸出が持ち直し、設備投資が増勢を強めながら、拡大基調を維持するとみられる。2023 年度の実質 GDP 成長率は前年比＋1.6%まで高まると予想する。

2024 年度に入ると、設備投資の拡大は一巡するが、個人消費は実質賃金の増加を背景に増勢を維持、世界経済の回復[15]に伴って輸出は増勢を強めよう。実質 GDP 成長率は前年比＋1.4%へやや鈍化するが、日銀、内閣府とも 2022 年 10～12 月期時点で 0.3%程度と推計する潜在成長率を 1%Pt 以上上回る成長が 2 年続くことになり、その間に需給ギャップは解消、物価上昇圧力は基調として高まっていくと見込まれる。企業には、恒常的な物価と賃金の上昇、金利水準の上方シフト、現状水準より円高方向に振れるドル円相場への対応が求められよう。

日本経済の推移と予測（年度）

前年比,%,%Pt	2020 実績	2021 実績	2022 実績	2023 予想	2024 予想
実質GDP	▲4.1	2.6	1.4	1.6	1.4
国内需要	▲3.5	1.8	1.9	1.6	1.0
民間需要	▲5.7	2.0	2.5	1.8	1.1
個人消費	▲5.1	1.5	2.4	1.4	1.4
住宅投資	▲7.6	▲1.1	▲4.4	▲0.7	1.4
設備投資	▲5.7	2.1	3.1	3.9	1.1
在庫投資(寄与度)	(▲0.3)	(0.4)	(0.2)	(▲0.1)	(▲0.1)
政府消費	2.7	3.4	1.1	1.2	1.1
公共投資	4.9	▲6.4	▲3.0	▲0.8	▲2.3
純輸出(寄与度)	(▲0.7)	(0.9)	(▲0.5)	(0.1)	(0.4)
輸　出	▲9.9	12.4	4.4	3.4	5.2
輸　入	▲6.3	7.1	7.2	3.0	3.2
名目GDP	▲3.5	2.4	2.0	4.5	2.7
鉱工業生産	▲9.6	5.7	▲0.2	3.1	3.7
失業率(%、平均)	2.9	2.8	2.6	2.4	2.1
経常収支(兆円)	16.9	20.2	9.2	9.7	9.2
消費者物価(除く生鮮)	▲0.7	0.1	3.0	2.9	2.1

（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。

[15] 世界経済の見通しについては、2023 年 6 月 2 日付 Economic Monitor「2024 年にかけての世界経済見通し～金融引き締め効果の本格化で減速のあと、インフレ沈静化で持ち直しへ」参照。https://www.itochu-research.com/ja/report/2023/2361/