

日本経済情報 2023 年 1 月号

Summary

【内 容】

景気回復基調が続く 5 つの理由

理由①: 脱コロナ／ウイズコロナに出遅れ

理由②: 欧米に比べ低いインフレ率

理由③: 金融緩和の継続

理由④: 企業の前向き姿勢

理由⑤: インバウンド需要の回復

輸出減の影響は懸念されるも回復シナリオを維持

日本経済回復シナリオの再点検

昨年 9 月、日本経済の先行きについて、①脱コロナ／ウイズコロナで出遅れていること、②欧米に比べ低いインフレ率、③金融緩和の継続、④企業の前向き姿勢、⑤インバウンド需要の回復、という 5 つの理由により、景気は腰折れせず回復基調が続くと予想した。以下、これらを再点検する。

理由①の脱コロナ／ウイズコロナについては、2022 年 10～12 月時点でも米国やユーロ圏に追いついておらず、それまでの平均成長率は 0.5%にとどまっていることから、回復の余地は十分。

理由②のインフレ率は、今年 1 月に一段と高まるが、それでも欧米より低く、さらに今年度後半にかけて 2%程度まで鈍化する見込み。一方で、賃金上昇率は 2%程度まで高まり、物価上昇を概ねカバーする見込み。さらに、物価上昇率の鈍化が消費者マインドの改善につながり、強制貯蓄がリベンジ消費に結び付くと期待される。

理由③の金融緩和は、長期金利のさらなる上昇を日銀が若干は容認する可能性があるものの、物価安定目標の達成は当分見込めないことから金融緩和は継続、引き続き設備投資や住宅投資を後押しし続ける。

理由④の企業の前向き姿勢については、雇用拡大余地が乏しいため、人手不足は専ら企業に賃金上昇を促す形で個人消費の回復を後押しする。海外景気の悪化は企業に設備投資を一旦様子見させる恐れがあるものの、設備・人出不足や脱炭素、サプライチェーン見直しなどが引き続き設備投資の拡大を迫ると考えられる。

理由⑤のインバウンド需要回復は、水際対策の緩和を受けて訪日外国人数が既に着実に増加しており、中国のコロナ感染状況次第では加速も。

そのほか、海外景気の悪化を受けた財輸出の大幅減が景気下押し材料として懸念されるが、補正予算で具体化された政府の大規模経済対策がその悪影響を緩和する。そのため、日本経済は腰折れせず拡大基調を続けるとの見方を修正する必要はなさそうである。

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

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

景気回復基調が続く 5 つの理由

当社は昨年 9 月、日本経済の先行きについて、コロナ感染が収束、円安に歯止めが掛かるとの前提の下、①脱コロナ／ウイズコロナで出遅れていること、②欧米に比べ低いインフレ率、③金融緩和の継続、④企業の前向き姿勢、⑤インバウンド需要の回復、という 5 つの理由により、景気は腰折れせず回復基調が続くと予想した¹。

先月 12 月時点でも、日銀の金融政策の行方に不透明さが出たものの、インフレ率は近くピークアウトする一方で賃金の上昇が見込まれること、企業の人手不足感が強まり設備にも不足感がみられること、インバウンド需要に回復の動きがみられること、「総合景気対策」が今年度 2 次補正予算成立により具体化されることから、その見方を維持した²。

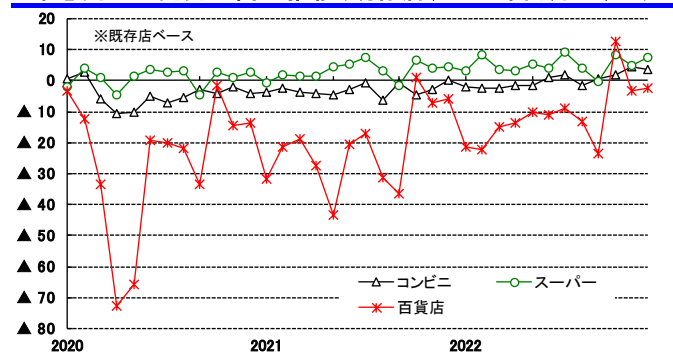
以下では、これら 5 つの理由を最近の情勢を踏まえて再点検し、今後の日本経済の姿を展望する。

理由①：脱コロナ／ウイズコロナに出遅れ

まず、①脱コロナ／ウイズコロナについてみると、日本の実質 GDP の水準がコロナ禍直前（2019 年 10～12 月期）を上回った時期は、米国（2021 年 1～3 月期³）から 3 四半期遅れ、ユーロ圏と同じ 2021 年 10～12 月期だったが、2022 年に入りコロナ感染拡大の度に景気が停滞、実質 GDP は一進一退となり、欧米に大きく出遅れた。10 月になって感染第 7 波が収束、政府は水際対策を緩和、全国旅行支援を開始するなど、ようやくウイズコロナへ移行、感染第 8 波の中でも個人消費を中心に景気は回復に向かいつつある。

最近の個人消費の状況を見ると、百貨店売上（店舗数調整済）は 10 月の前年同月比+11.4%から 11 月+4.5%、12 月+4.0%と伸びは鈍化しているがプラスを維持している。その要因として、ウイズコロナで客足が戻ったこと、インバウンド売上が増加したこと、年末にかけて冬物が好調に推移したことが挙げられている。ただ、コロナ前となる 2019 年の同月と比べると（右図）、10 月こそ消費増税直後の数字との比較になるため+12.7%と大幅プラスだったが、11 月は▲3.2%、12 月と▲2.3%と十分に戻り切っていない。国内客向けは回復しているが、インバウンド需要が 7 割程度の回復にとどまっている模様である。

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

スーパー売上（既存店）も、10 月の前年同月比+1.6%から、11 月+0.8%、12 月+2.7%とプラスが続いた。食料品価格の上昇によるところが大きいですが、衣料品が復調、住居関連品は好調さを維持している。コロナ前の 2019 年との比較でも 10 月+8.3%、11 月+4.9%、12 月+7.3%とプラスが続き堅調である。

コンビニ売上（既存店）は、10 月の前年同月比+6.9%から 11 月+7.9%、12 月+8.9%と伸びを高めてお

¹ 2022 年 9 月 27 日付「日本経済情報 2022 年 9 月号 日本経済の回復が続く 5 つの理由（改定見直し）」参照。

<https://www.itochu-research.com/ja/report/2022/2241/>

² 2022 年 12 月 21 日付「日本経済情報 2022 年 12 月号 日本経済 2022 年の回顧と 2023 年の展望」参照。

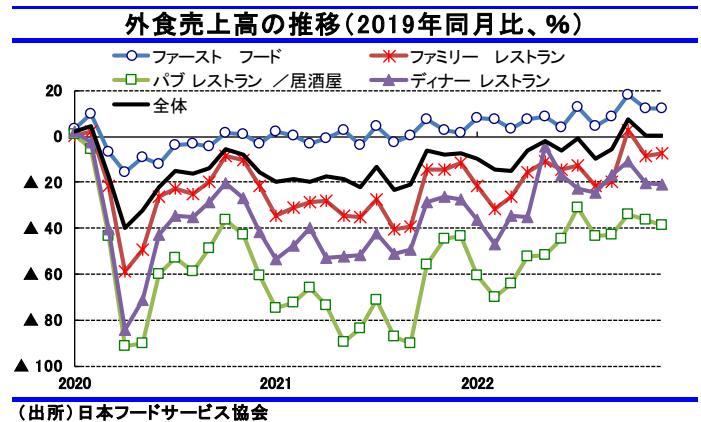
<https://www.itochu-research.com/ja/report/2022/2276/>

³ 2022 年 10～12 月期の速報値発表の際に遡及改定された結果、それまでの 2021 年 4～6 月期から 1 四半期前倒しになった。

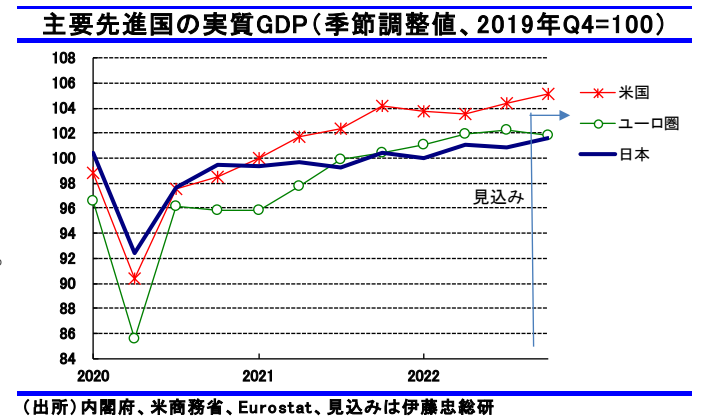
り、2019年との比較でも10月+2.0%、11月+4.4%、12月+3.7%と好調である。12月は旅行関連の弁当や飲料のほか、クリスマス需要のケーキやチキンの販売増が押し上げた。

物販は総じて好調であったが、外食は伸び悩んだ。

外食売上（全店）は、10月の前年同月比+14.8%から11月+8.9%、12月+8.6%と伸びが鈍化、2019年との比較では10月に+7.7%とコロナ禍前で初めてのプラスとなったが、11月は+0.2%、12月も+0.5%と小幅プラスにとどまった。ファーストフード（2019年同月比：10月+17.8%→11月+12.3%→12月+12.4%）は高い伸びを維持したが、パブレストラン／居酒屋（▲34.0%→▲36.5%→▲38.8%）やディナーレストラン（▲10.7%→▲20.1%→▲21.1%）ではコロナ感染への懸念が残り人数の多い宴会や遅い時間帯の来客が減っているほか、人手不足の影響も出ているようである。



個人消費の持ち直しもあり、当社の試算では10～12月期の実質GDP成長率は前期比+0.8%程度（年率+3%程度⁴）になったとみられるが、それでも実質GDPの水準はコロナ禍直前から3年間で1.6%、年平均では0.5%程度の増加ペースにとどまり、コロナ前の平均的な成長率1%程度⁵を大きく下回っている。そのため、10～12月期の実質GDPの水準を欧米と比べると、前期比マイナス成長になったユーロ圏に依然届かず、米国の水準を3.3%も下回っている（右図）。今後の回復余地はまだ大きいと言えよう。



コロナに関する懸念材料としては、感染が再拡大し死者数が過去最高を更新、一部の地方では医療体制の余力が乏しくなりつつあるため、政府が何らかの行動制限を実施する可能性があったが、1月上旬をピークに感染者数が、死者数も中旬にはピークアウトしたとみられること、政府は新型コロナウイルスの感染症法上の位置付けを季節性インフルエンザと同等の「5類」に5月8日から引き下げる方針を決めたことから、行動制限が実施される可能性は大きく低下した。今後もウイズコロナへの移行が進み、コロナが経済活動の足枷となる程度は低下していくと考えて良いだろう。

理由②：欧米に比べ低いインフレ率

日本のインフレ率、つまり消費者物価の上昇率は、原材料高や円安の製品・サービス価格への転嫁が進み、12月に前年同月比+4.0%まで高まった⁶。さらに、全国の数字に先行して発表される東京都区部の消費者

⁴ 12月の鉱工業生産指数などを踏まえたより精緻な予測は1月31日にリリース予定。

⁵ リーマンショックから落ち着いた2011年度からコロナ前の2018年度までの7年間の平均成長率は1.1%。

⁶ 詳細は、エコノミックモニター「日本経済：全国消費者物価（2022年12月）コアは1月にピーク、コアコアは3月ピーク」参照。 https://www.itochu-research.com/ja/uploads/ec20230120_2023-001_J_cpi.pdf

物価は、12月の前年同月比+3.9%から1月（中旬速報値）は+4.4%へ上昇率を高めた。この動きを踏まえると、全国の消費者物価も1月には+4.3%程度へ伸びを高める可能性が高い。

それでも、12月のユーロ圏(+9.2)や米国(+6.5%)を大きく下回る。しかも、2月以降は政府の物価抑制策により電気代・ガス代の上昇が抑えられるため、+3%程度に伸びが鈍化すると見込まれる。その先を展望すると、これまでの原材料高や円安を転嫁する動きは夏頃には一巡するとみられ、インフレ率は2023年度後半には前年比2%前後に鈍化すると見込まれる（右図）。

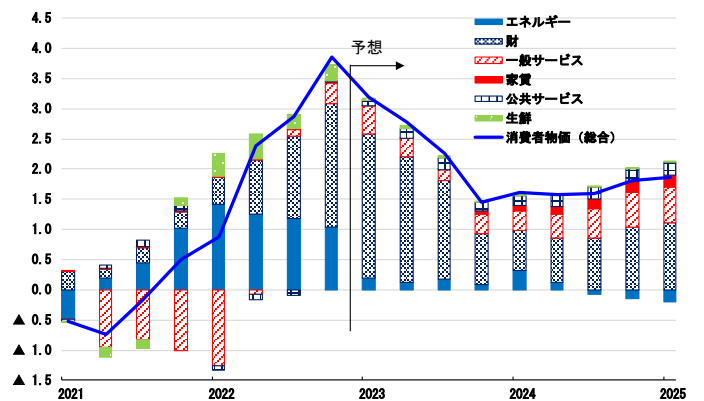
一方、賃金の上昇率は、人手不足を背景に高まりつつある。厚生労働省の毎月勤労統計によると、名目賃金（残業代やボーナスを含む現金給与総額）は10月の前年同月比+1.4%から11月には+1.9%へ伸びを高めている。うち基本給（所定内給与）は11月に前年同月比+1.5%となり、1997年6月（+1.7%）以来の上昇率となった。

今後の賃金動向は、春季労使交渉の行方がカギを握る。日本労働組合総連合会（連合）は早々と定期昇給とベアを合わせて5%程度の賃上げを要求、これに対して5~8%程度の賃上げの意向を交渉に先んじて表明する企業が散見される⁷など、春闘賃上げ率（ベア+定期昇給）は昨年の実績2.2%を大きく上回る可能性が高まっている。

当社は、2023年度の春闘賃上げ率が+2.8%へ高まり（右図⁸）、この結果、名目賃金（平均賃金）の上昇率は2%程度まで高まると予想している。その通りとなれば、2023年後半には賃金の上昇が物価上昇をカバーできる状況となる。

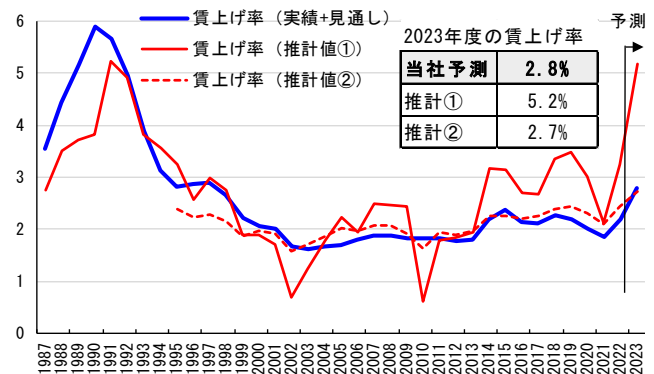
そうなれば、あとは悪化傾向にある消費者マインドが回復し、強制貯蓄を取り崩してリベンジ消費が本格化することを待つのみである。消費者マインドの代表的な指標である消費者態度指数（次ページ左上図）

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

賃上げ率(%)



(出所)厚生労働省、総務省、財務省より伊藤忠総研試算

＜推計① 推計期間1980年度～2022年度＞

$$\begin{aligned} \text{賃上げ率}(\%) &= 3.9 + 0.012 \times \text{前年度の経常利益}(\%) * \\ &\quad - 0.43 \times \text{前年度の失業率}(\%) ** \\ &\quad + 0.73 \times \text{前年度の消費者物価(総合、}\%) *** \\ \text{自由度修正済み決定係数} &= 0.77 \end{aligned}$$

＜推計② 推計期間1995年度～2022年度＞

$$\begin{aligned} \text{賃上げ率}(\%) &= 2.8 + 0.005 \times \text{前年度の経常利益}(\%) \\ &\quad - 0.19 \times \text{前年度の失業率}(\%) ** \\ &\quad + 0.11 \times \text{前年度の消費者物価(総合、}\%) \\ \text{自由度修正済み決定係数} &= 0.35 \end{aligned}$$

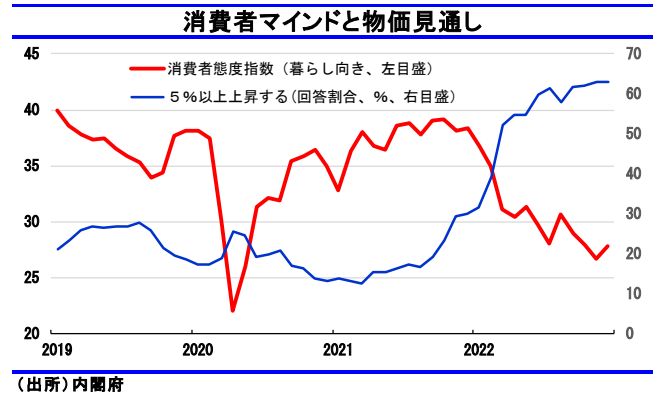
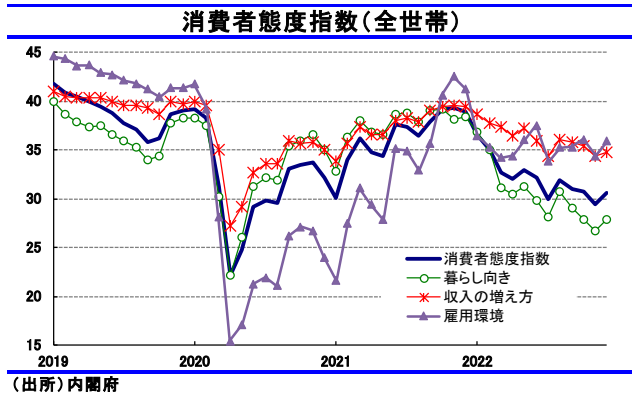
なお、*は10%有意、**は5%有意、***は1%有意水準を表す

⁷ 2023年1月24日日経電子版「賃上げ、前倒し表明相次ぐ」

<https://www.nikkei.com/article/DGKKZO67826770T20C23A1EA1000/>

⁸ 春闘賃上げ率の推定値は、1995年度以降のデータに基づく推計②で2.7%、1980年代を含む推計①では5.2%となる。両者の間で最も異なるのは物価の影響（係数）であり、今年度の春闘において物価上昇への注目が高まっていることを踏まえると、推計②（2.7%）を上回る賃上げ率が適当と考えられる。

は、2022年に入り悪化傾向にある。特に「暮らし向き」の落ち込みが目立つが、この動きは物価が「5%以上上昇する」とした回答割合と逆相関にあり、物価上昇がマインドの悪化に強く影響した可能性を示唆している（下右図）。



今後、予想通り物価の上昇が鈍化していけば、将来の物価上昇懸念も後退し、消費者マインドが改善に向かうと期待できそうである。当社は「強制貯蓄」の規模を年間消費額の1割程度と推計⁹しているが、その場合、強制貯蓄の取り崩しによりサービス分野を中心にリベンジ消費が本格化し、個人消費の拡大を牽引しよう。

理由③：金融緩和の継続

金融緩和の継続については、昨年12月の金融政策決定会合で日銀が長期金利（10年国債利回り）の上昇を容認、事実上の利上げを行ったため雲行きが怪しくなったが、続く1月の決定会合では金利操作、資産買い入れ方針とも現状維持とし、改めて金融緩和を継続する方針を示した。

今回の決定会合では、「経済・物価情勢の展望(展望レポート)」で政策委員の消費者物価見通しが上方修正されるかどうかについても注目されたが、コアについては2023年度を前年比+1.6%のまま据え置き、2024年度は+1.8%へ上方修正（前回10月は+1.6%）、コアコア（食品・エネルギーを除く総合）は2023年度を+1.8%へ上方修正したものの（前回は+1.6%）、2024年度は+1.6%で据え置き、基本的には物価の見方に大きな変化はなかったと言える（上表）。

日銀政策委員の大勢見通し

(前年比・%)

年度	実質GDP		消費者物価(コア)		消費者物価(コアコア)	
	今回(1月)	前回(10月)	今回(1月)	前回(10月)	今回(1月)	前回(10月)
2022	+1.9~2.0	+1.8~2.1	+3.0~3.0	+2.8~2.9	+2.1~2.1	+1.8~1.9
	<+1.9>	<+2.0>	<+3.0>	<+2.9>	<+2.1>	<+1.8>
2023	+1.5~1.9	+1.5~2.0	+1.6~1.8	+1.5~1.8	+1.7~1.9	+1.5~1.8
	<+1.7>	<+1.9>	<+1.6>	<+1.6>	<+1.8>	<+1.6>
2024	+0.9~1.3	+1.3~1.6	+1.8~1.9	+1.5~1.9	+1.5~1.8	+1.5~1.8
	<+1.1>	<+1.5>	<+1.8>	<+1.6>	<+1.6>	<+1.6>

(注) < >内は政策委員見通しの中央値。(出所)日本銀行

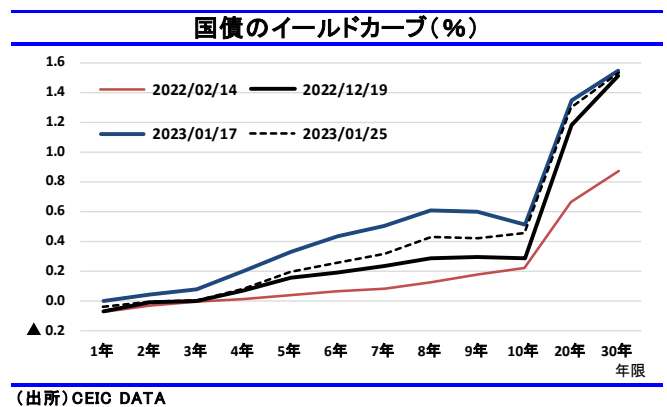
その背景として、日銀が景気の先行きを慎重にみていることが指摘できる。展望レポートの実質GDP成長率の見通しは、2023年度を前年比+1.9%から+1.7%へ、2024年度も+1.5%から+1.1%へ、ともに下方修正されたが、その理由はペントアップ需要（リベンジ消費）の一巡や経済対策効果の反動ということ

⁹ 詳細は、エコノミックモニター「『強制貯蓄』は勤労者世帯のみで約20兆円一家計調査を用いた所得階層別消費支出の分析と試算」https://www.itochu-research.com/ja/uploads/ec20220617_2022-030_J_Cons.pdf

のようである。そのため、リベンジ消費の持続性や政府の追加対策の有無が、今後の物価動向、少なくとも日銀の物価見通しのカギを握る大きな要因だと意識しておくべきであろう。

いずれにしても、現時点で日銀は、依然として2%の物価上昇目標は2024年度中も達成しないどころか、近づく可能性すら低いため、現行の大規模な金融緩和の継続が必要だと判断していることは間違いない。そして、今回の会合では、国債などを担保に金融機関へ資金を貸し出す「共通担保資金供給オペ」の拡充を決めた。その狙いは、金融機関に日銀が望む利回りでの国債購入を促し、長短金利操作、つまりイールドカーブ・コントロール（YCC）の強化を図ることである。

実際のイールドカーブの変化を見ると（右図）、前回12月19～20日の決定会合を市場は金利上昇の容認と受け止め、会合後に10年未満の年限で顕著に利回りが上昇した。12月の会合で日銀は2年債や5年債の買い入れ増額も決めたが、日銀による国債買い入れの限界が意識され売り圧力が高まった。それに対する日銀の答えが「共通担保資金供給オペ」を通じて金融機関に中期ゾーンの国債購入拡大を促すことだと言えよう。1月会合後は、10年未満の年限の利回りが大きく低下しており、今のところ日銀の狙い通りとなっている。



前回12月と今回の決定会合から日銀の姿勢を読み取ると、あくまでも現行の量的緩和の枠組みであるYCCを維持しつつ金利上昇を抑えるため大量の資金供給を続けるが、YCC維持のためならある程度の長期金利上昇を排除しない、ということであろう。そして、4月ないしは3月の副総裁交代時にも退任する黒田総裁の後任新総裁にとっても、最大の役割は現行の枠組みを維持し長期金利の上昇を抑止しながら出口戦略への地ならしを進めることになるのではないかと。

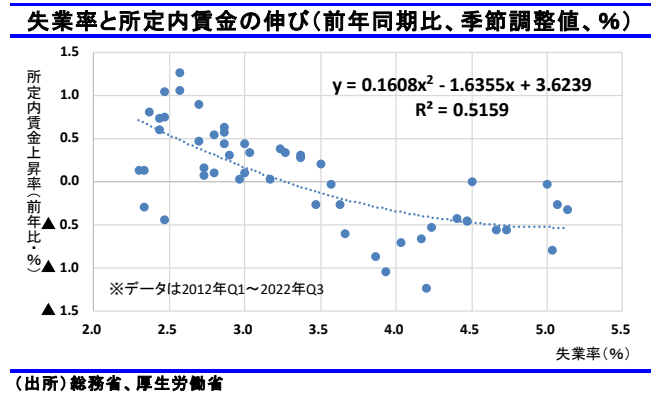
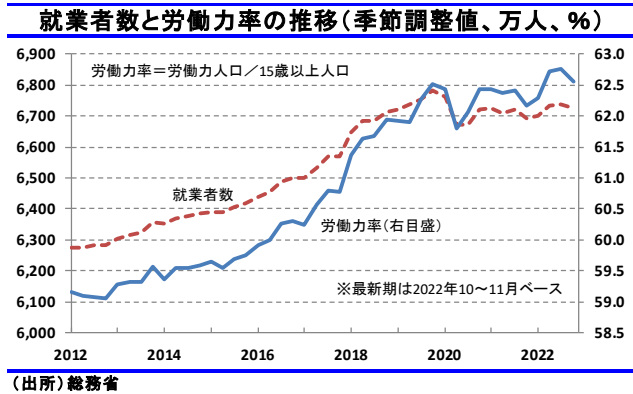
すなわち、日銀は年内にも、市場の金利上昇圧力に押される形で、10年国債利回りの一段の上昇を容認する可能性はあり、その水準は、現状で適正とされる1%程度まではあり得よう。ただ、短期の政策金利については、消費者物価上昇率が2%の目標を安定的に超える姿が展望できない限り、現状の▲0.1%を据え置くだろう。当社は引き続き、物価目標の達成時期を2024年に入ってからと考えており、それに基づけば来年を通して短期の政策金利はマイナス、長期は1%以下の金利の下で金融緩和が継続されることになる。そのため、今後も緩和気味の金融政策が企業の設備投資や住宅投資、高額消費の追い風となろう。

理由④：企業の前向き姿勢

人手不足、設備不足を背景とする企業の雇用拡大、賃金引上げ、設備投資拡大は、景気回復の柱として期待される場所であるが、人手不足に関しては、雇用の拡大余地が乏しくなっているため、専ら労働需給の逼迫を通じた賃金上昇圧力の高まりという経路で景気回復に貢献することを期待すべきかもしれない。

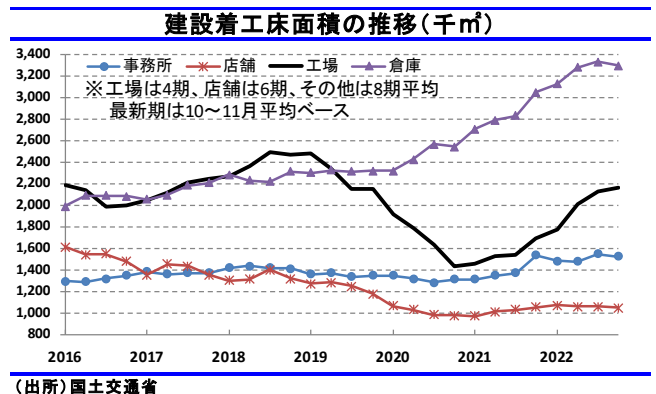
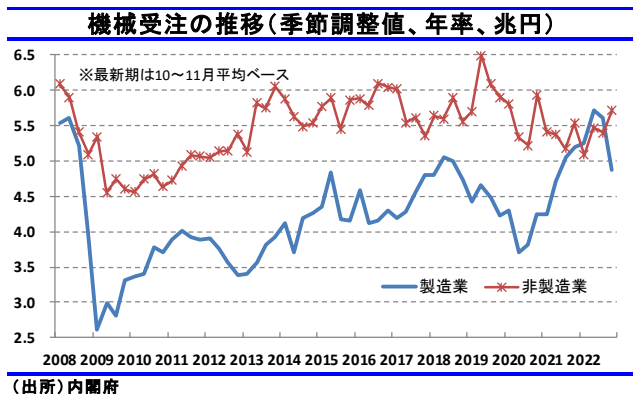
就業者数は2022年7～9月期に6,736万人まで回復したが、コロナ禍直前のピーク6,783万人（2019年10～12月期）には及ばず、しかも、景気が持ち直したとみられる10～11月には平均6,725万人へ減少し

ている（次ページ上左図）。労働力のベースとなる15歳以上人口が増えない¹⁰中で、コロナ禍前まで就業者数を押し上げていたのは労働力人口の拡大¹¹であり、より正確に言えば労働力率（＝労働力人口／15歳以上人口）が上昇したためである。ところが、コロナ禍の中で主に高齢者の労働市場からの退避が目立ち、労働力率の上昇が足踏みしていることが、就業者数の増加を妨げている。



11月は労働力人口が就業者数を上回って減少したことから、失業率は2.5%へ低下、労働需給は逼迫、賃金上昇圧力が高まりつつある。2012年以降の失業率と所定内賃金は、失業率が2.5%の場合、0.1%Pt低下すれば所定内賃金の上昇率は0.08%Pt押し上げられ、失業率が2.0%の場合、その幅が0.10%Ptに拡大する関係にある（右上図）。今後も労働力の拡大に多くを期待できない中で就業者数を増やそうとするため、失業率は2023年度に0.2%Pt低下、さらに2024年度も同程度低下すると見込まれる。こうした労働需給の逼迫は、各年0.2%Ptほどの賃金上昇圧力になり、所得増を通じて個人消費の回復を下支えしよう。

設備投資は足元で勢いが鈍っている。設備投資のうち、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）は、11月に前月比▲8.3%と比較的大きな落ち込みとなった。その結果、10～11月を均した水準は7～9月期を4.1%も下回った。12月の実績次第とはいえ、10～12月期が7～9月期に続く前期比マイナスとなる可能性が高まっており、機械投資の先行き停滞を示唆する動きとなっている。



内訳を見ると（上左図）、製造業からの受注が11月に半導体製造装置など電機分野を中心に前月比▲9.3%

¹⁰ 総務省「労働力調査」によると、15歳以上人口は、2012年1～3月期の1億1,111万人から2019年10～12月期は1億1,103万人へ約8年間で8万人の減少にとどまった。

¹¹ この間、就業者数は6,277万人から6,783万人へ506万人も増加した。高齢者と女性中心に

と大幅に減少、10月（前月比▲8.5%）、11月（▲6.4%）に続く落ち込みとなり、10～11月の水準は7～9月期を13.2%も下回る急減ぶりである。米欧に続いて中国の景気も減速するなど海外景気の先行きに不透明感が強まっていることが主因とみられる。

一方、非製造業からの受注は、11月の減少（前月比▲3.0%）が小幅にとどまったことから、10～11月の水準は7～9月を6.1%上回っている。最終需要が国内中心の非製造業においては、引き続き企業の投資意欲が旺盛、機械投資は堅調拡大が期待できそうな状況である。

ただ、設備投資のうち建設投資については、これまでの堅調な拡大が頭打ちしつつある。建設投資の先行指標である建設着工床面積（民間非住宅）は、9月に前年同月比▲0.3%とマイナスに転じたあと、10月に▲33.9%と大幅なマイナスを記録、11月も▲7.3%とマイナスが続いた。その結果、10～11月平均は前年同期比▲23.0%となり、7～9月期の+21.6%から大きくマイナスに転じた。大幅マイナスの背景には前年10～12月期の水準が高かった¹²こともあるが、建設投資の停滞を示唆していることは確かである。

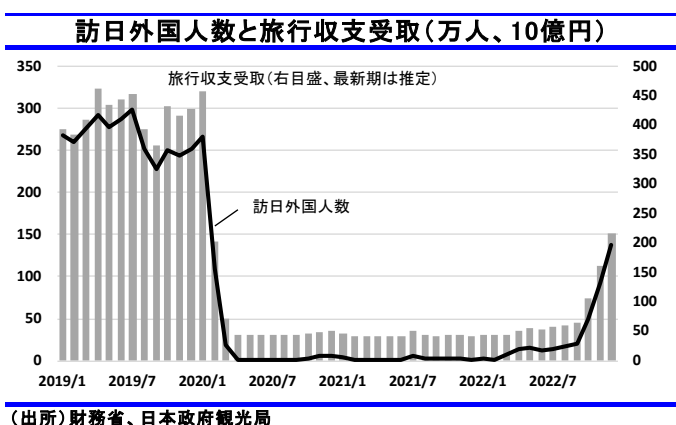
用途別に想定される建設期間の移動平均をとることで工事の進捗ペースをイメージすると（前ページ右下図）、これまで全体を牽引してきた「倉庫」は頭打ち、「工場」も増勢が鈍っており、「事務所」は一進一退、「店舗」は軟調推移が続くなど、建設投資は牽引役不在の状況にある。

重要なことは、このように設備投資の停滞を示す指標が散見されることが、拡大局面の終了を意味するのか、一時的なものなのかである。マクロ的には、設備の量（ストック）が不足状態にあること、人手不足の代替が必要であるという点が、設備投資の拡大局面継続を支持する要因として挙げられる。また、脱炭素やデジタル化、サプライチェーン見直し、経済安全保障政策の強化に伴う国内生産シフト、インバウンド需要の回復など、設備投資の拡大につながる具体的なテーマが多いことも同様である。そのため、設備投資の停滞は一時的であり、しばらく踊り場的な状況が続いたとしても、海外景気の先行きが晴れば再び増勢を強めると考えて良いだろう。

理由⑤：インバウンド需要の回復

インバウンド需要は、昨年10月の水際対策緩和以降、回復傾向にある。訪日外国人数は、9月の20.7万人から10月は49.9万人、11月は93.5万人、12月は137万人と着実に回復、旅行収支の受取、つまりインバウンド需要の額は、10月に1,069億円、11月には1,616億円となり、12月は2,000億を突破した模様である。

それでもインバウンド需要は2022年通年で9,500億円程度にとどまり、過去のピークとなる2019年の5兆204億円と比べると5分の1にとどまる。そのため、今後、インバウンド需要が2024年末にかけて元の水準へ戻るとすれば、2022年の1兆円弱から2023年は3兆円強へ拡大、GDPは年間0.4%程度押し上げられる。中国のコロナ感染からの立ち直り次第では、ピーク回復の前倒しもあろう。



¹² 2021年10～12月期はコロナ禍からの急回復により前年同期比+32.0%もの大幅増となった。

輸出減の影響は懸念されるも回復シナリオを維持

以上の通り、景気回復が続く 5 つの理由を点検すると、①未だ脱コロナ/ウイズコロナに出遅れており回復の余地は十分に残されており、②インフレ率はピークでも欧米より低く、今年度後半にかけて伸びが鈍化し賃金の上昇で概ねカバーされるうえ、物価上昇率の鈍化が消費者マインドの改善につながり、強制貯蓄がリベンジ消費に結び付くと期待され、③日銀は長期金利のさらなる上昇を若干は容認する可能性があるが金融緩和は継続し設備投資や住宅投資を後押しし続け、④人手不足は専ら賃金上昇を通じて個人消費の回復を後押しし、企業の設備投資は海外景気の悪化を受けて一旦停滞する可能性があるが拡大局面は継続し、⑤インバウンド需要は着実な回復が見込まれる。

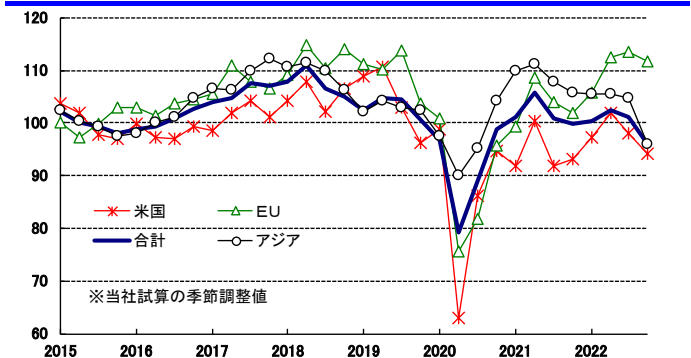
一方で、景気の下押し材料として懸念されるのは、既に設備投資に悪影響を及ぼし始めている財（モノ）の輸出の減少である。通関輸出数量指数は、当社試算の季節調整値で10月に前月比▲2.9%と減少に転じた後、11月▲1.3%と減少が続き、12月には▲3.5%へ落ち込みが加速、10～12月期は前期比▲5.0%と大幅に減少した（右図）。

仕向け地別には、利上げにより景気減速の動きが見られる米国向けが7～9月期の前期比▲3.6%から

10～12月期は▲4.0%へやや下げ足を速め、コロナ感染爆発で景気が停滞した中国向けの大幅減（7～9月期前期比+3.9%→10～12月期▲14.7%）によりアジア向けも落ち込みが加速（▲0.7%→▲8.3%）、インフレに歯止めが掛からない EU 向けは減少に転じた（+0.8%→▲1.6%）。

ただ、こうした下押し圧力は、昨年12月時点で見込んだように、政府の経済対策の実行によって大きく緩和されよう。そのため、日本経済は腰折れせず拡大基調を続けるとの見方を修正する必要はなさそうである。

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

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。