

# 日本経済情報 2023年5月号

## Summary

### 【内容】

1～3 月期の景気回復を確認

4 月も景況感の改善続く

個人消費は 4 月以降も堅調拡大

強制貯蓄がリベンジ消費の原動力に

30 年ぶりの春闘賃上げ率で賃金上昇加速

物価上昇鈍化で実質賃金はプラスへ

設備投資も拡大基調を維持

財輸出は減少一服も回復は年終盤

中国戻らずともインバウンド需要の回復続く

物価の基調強く金融政策は修正へ

潜在成長率を上回る景気拡大が続く見通し

### 内需主導の回復続き物価上昇基調強まる（改定見通し）

1～3 月期の成長率は 3 四半期ぶりの前期比プラスに転じ、内需主導の景気回復を確認。4 月以降も、各種販売統計から個人消費の堅調拡大が確認でき、景気ウォッチャー調査の景況感も消費関連を中心に改善が続く。ゴールデンウィークの旅行も堅調。

物価上昇という逆風下で個人消費が回復した原動力は強制貯蓄の取り崩し。当社の推計では高所得者層で顕著。強制貯蓄は未だ年間所得の 1 割程度残っており、引き続きリベンジ消費の原動力に。

さらに、30 年ぶりの春闘賃上げ率が示す通り、賃金の上昇加速も消費回復の原動力に。春闘賃上げ率は 3.6%で着地、平均賃金は前年比 +2.6%へ伸びを高める見通し。一方で物価上昇率は 2%程度まで伸びが鈍化、実質賃金はプラスに転じ個人消費を押し上げよう。

設備投資は機械投資を中心に拡大基調を維持、海外景気の減速で低迷している輸出も年終盤には底入れする見通し。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 +1.7%まで高まると予想する。

内需主導の景気拡大が続く中、期待インフレや賃金で推計される物価の基調は強く、日銀が想定する一時的な物価上昇率 2%以下、という状況には至らない可能性。7 月の次回展望レポートでは物価見通しの上方修正とともに金融政策の修正が検討される可能性が高い。

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

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	1.2	1.7	1.4
国内需要	▲3.5	1.8	1.8	1.7	1.0
民間需要	▲5.7	2.0	2.3	2.0	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	▲0.6	▲0.1
設備投資	▲5.7	2.1	3.0	4.0	1.2
在庫投資(寄与度)	(▲0.3)	(0.4)	(0.1)	(▲0.0)	(▲0.1)
政府消費	2.7	3.4	1.1	1.1	1.1
公共投資	4.9	▲6.4	▲2.6	▲0.3	▲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	3.5	5.2
輸入	▲6.3	7.1	7.1	3.0	3.2
名目GDP	▲3.5	2.4	1.9	4.6	2.7

## 1～3 月期の景気回復を確認

2023 年 1～3 月期 GDP の 1 次速報値は前期比+0.4%（年率+1.6%）となり、3 四半期ぶりのプラス成長に転じた（右図）。プラス成長の主因は、個人消費がウイズ・コロナへの移行に伴って回復したことである。個人消費は、2022 年 7～9 月期の前期比横ばいから 10～12 月期は+0.2%と持ち直し、2023 年 1～3 月期はさらに+0.6%へ伸びを高め実質 GDP 成長率を 0.3%Pt 押し上げた。

加えて、1～3 月期は民間企業設備投資が前期比+0.9%と 2 四半期ぶりのプラスに転じ、実質 GDP 成長率を 0.2%Pt 押し上げた。人手不足が極まる中で個人消費の回復も加わり、非製造業を中心に企業は設備投資拡大の動きを再開したようである。

内需が景気回復を主導する一方で、輸出は前期比▲4.2%もの大幅な落ち込みを記録した。輸入も▲2.3%と減少したが輸出の減少が大きく、純輸出（輸出－輸入）は実質 GDP 成長率を 0.3%Pt 押し下げた。輸出の内訳を見ると、インバウンド需要の回復によりサービス輸出が前期比+5.6%と堅調に拡大したものの、財（モノ）の輸出は▲6.5%と大幅に落ち込んだ。米国景気の減速、欧州景気の停滞により欧米向けの落ち込みが続いたことに加え、中国景気の急回復がサービス分野中心だったため財輸出の復調につながらなかったようである。

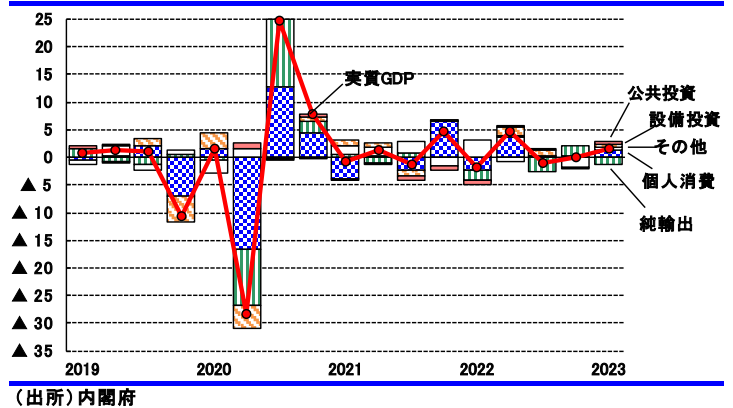
## 4 月も景況感の改善続く

景気回復は 4 月以降も続いている。4 月の景気ウォッチャー調査では、景気現状判断（水準）指数が季節調整値で 2 月の 49.4、3 月の 50.0 から 50.5 へ一段と改善した。50 を超えるのは 2017 年 12 月（52.3）以来であり、景況感はコロナ前の状態に戻っている（右図）。

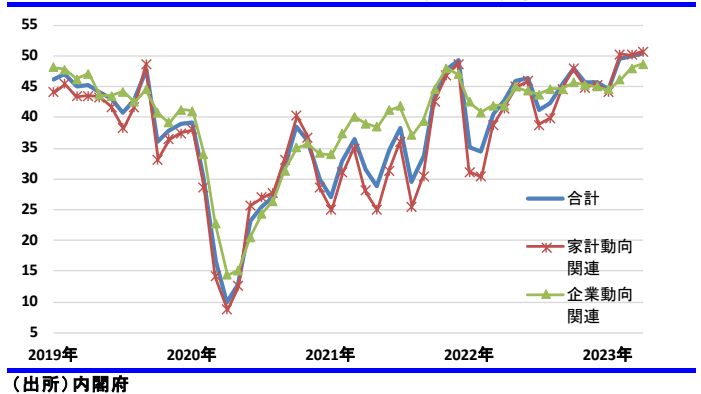
改善を先導したのは個人消費と関連の深い「家計動向関連」（3 月 50.1→4 月 50.7）である。内訳を見ると、外出の増加など消費活動の正常化により「飲食関連」（57.3→56.3）が高水準を維持、「サービス関連」（54.1→54.6）は一段と水準を高めたほか、「小売関連」（48.0→48.9）も比較的大きな改善を見せた。

一方の「企業動向関連」（3 月 48.0→4 月 48.7）も改善はしたが依然 50 を割り込んでおり、輸出の不振により製造業（46.8→46.2）は悪化した。ただ、非製造業（49.3→51.5）は大きく改善し全体を牽引しており、好調な内需と輸出の不振という構図が 4 月も続いている様子が見て取れる（詳細後述）。

実質 GDP の推移（季節調整値、前期比年率、%）



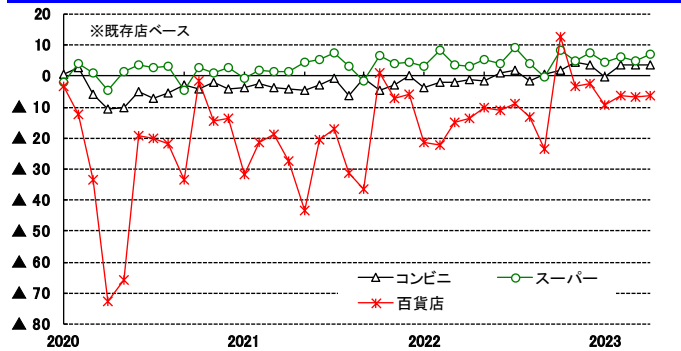
景気ウォッチャー調査（現状判断、水準、季節調整値）



## 個人消費は4月以降も堅調拡大

実体経済の動向を示す指標を確認すると、4月のコンビニ売上（既存店）は、3月の前年同月比+5.8%から+4.9%へ伸びが鈍化したが、1~3月期の前年同期比+5.0%と比べると同程度、2019年同月との比較でも3月の+3.5%から+3.6%へほぼ変わらずであり（右図）、総じて堅調な拡大が続いていると評価できる。4月は来客数、客単価とも前年同月比+2.4%と底堅い伸びを見せており、外出増にインバウンド需要の回復が加わって好調である。

業態別の小売売上高の推移（既存店、2019年同月比、%）

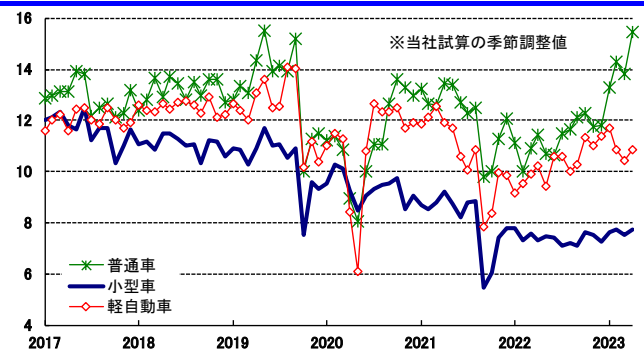


（出所）日本百貨店協会、日本フランチャイズチェーン協会、日本チェーンストア協会

4月のスーパー売上高（既存店）は、3月の前年同月比+1.5%から+3.4%へ伸びを高めた。2019年との比較でも+5.1%から+6.9%へ伸びを高めている。ただ、値上がりの目立つ食料品<sup>1</sup>（3月前年同月比▲0.6%→4月+4.9%）の押し上げが大きく、衣料品（+2.8%→+0.2%）は伸びが鈍化、住居関連品（▲0.1%→+1.2%）も伸び悩んでいることから、必ずしも個人消費の好調さを示しているわけではなく、物価上昇という逆風の影響を強く受けている模様である。

4月の百貨店売上高（店舗数調整済）は、3月の前年同月比+9.8%から+8.6%へ伸びが鈍化した。1~3月期の前年同期比+14.7%と比べると、より顕著に鈍化しており、勢いは鈍っている。ただ、2019年との比較では3月の▲6.8%から4月は▲6.1%へやや改善しており、総じてみれば順調に回復していると評価して良いだろう。外出の増加から衣料品の回復傾向が続いているほか、インバウンド需要が前年同月より3倍以上増加した。

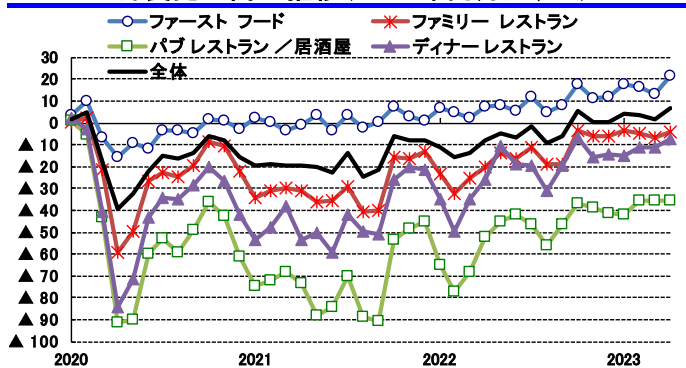
新車販売台数の推移（乗用車、季節調整値、万台）



（出所）日本自動車工業会、全国軽自動車協会連合会

4月の乗用車販売台数も、3月の前年同月比+16.0%から+25.8%へ大きく伸びを高め堅調に拡大した。季節調整値（当社試算）の前月比でも+7.0%、年率換算で408.8万台となり、2021年5月以来の400万台を超えとなった。なかでも普通車の増加が目立つ（右図）。経済産業省の鉱工業生産指数によると3月の自動車生産は前年同月比+15.6%もの大幅増となり、4月から5月にかけても拡大が見込まれている<sup>2</sup>。部品が徐々に確保され自動車生産が正常化しつつあることが、乗用車販売の拡大につながっているとみられる。

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

4月の外食売上は、3月の前年同月比+18.8%から+15.8%へ伸びが鈍化したが、2019年との比較では+

<sup>1</sup> 総務省「消費者物価指数」によると、4月の食料品物価は前年同月比+8.4%となり、物価全体の+3.5%を大きく上回る上昇となった。

<sup>2</sup> 自動車を含む輸送機械工業の生産予測は、4月に季節調整済前月比+4.3%、5月も+7.6%と増加が見込まれている。

1.5%から+7.0%へ伸びを高め、順調な回復を示した（前ページ右下図）。業態別には、外出の増加を背景にファーストフード（3月2019年比+13.2%→4月+21.5%）が大きく伸びを高め、ファミリーレストラン（▲6.7%→▲4.0%）やディナーレストラン（▲10.9%→▲7.4%）も着実な回復を見せた。ただ、パブレストラン/居酒屋（▲35.5%→▲35.2%）は低迷が続いた。この業態は特にコロナ禍の影響が大きく、未だ店舗数がコロナ前から約3割も減少したままであり、売り上げ回復の足かせになっている。

ゴールデンウィーク期間中の人出は、コロナ感染症の扱いが「5類感染症」への移行前にもかかわらず、交通機関の利用状況（右図）から判断する限り、昨年と比べて大幅に増加したようである。鉄道の利用者数は前年比+3~4割程度、飛行機（国内線）の利用者数は+1~2割程度といずれも前年を大幅に上回っている。

コロナ前の2019年との比較では、依然として鉄道で3割前後、飛行機も2~4割落ち込んでいるが、2019年のゴールデンウィークは5月1日が新天皇即位に伴う祝日となり10連休だったことから旅行需要が例年よりも盛り上がった面もある。こうした要素を取り除くため2018年と比較すると、鉄道の落ち込み幅は1割前後にとどまり、飛行機も落ち込み幅は比較的小さい。今後の旅行需要は、5月8日の「5類感染症」への移行を受けて、さらに回復すると期待される。

＜ゴールデンウィークの利用状況＞

	前年度比	2019年度比	2018年度比
<b>鉄道の利用状況</b>			
JR北海道	33%	▲37%	▲17%
JR東日本	40%	▲28%	▲9%
JR西日本	31%	▲31%	▲6%
JR四国	29%	▲29%	▲11%
JR九州	35%	▲32%	▲15%
<b>飛行機（国内線）の利用状況</b>			
JAL	11.7%	▲17.8%	1.5%
ANA	20.6%	▲39.4%	▲25.8%

（注）鉄道は、新幹線と在来線の合計

（出所）各社HPより伊藤忠総研作成

## 強制貯蓄がリベンジ消費の原動力に

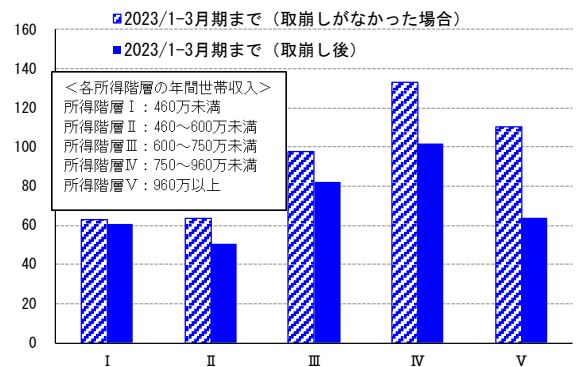
ここまで見た通り、個人消費は物価上昇という逆風にもかかわらず着実に回復しているが、その原動力はリベンジ需要であり、それを支える強制貯蓄（コロナ禍によって消費活動が制約されたことによって積み上がった貯蓄）であろう。

当社の試算<sup>3</sup>によると、物価や所得といった外部環境に基づけば強制貯蓄は2023年1~3月期時点で1世帯あたり60~130万円程度まで積み上がっていたはずであるが、実際には60~100万円程度にとどまった（右図）。その差額は強制貯蓄の取り崩しである。試算結果を見る限り、強制貯蓄は高所得者層を中心に取り崩されており、リベンジ消費の主役は高所得者層であった可能性が示されている。それでも、強制貯蓄は依然として年間可処分所得の6~17%程度残っており、引き続きリベンジ消費を支えるエンジンの一つとなる。

## 30年ぶりの春闘賃上げ率で賃金上昇加速

個人消費のもう一つのエンジンは、賃金である。連合（日本労働組合総連合会）が5月10日に公表した春闘第5回集計によると（右表）、

所得階層別の強制貯蓄額（万円）



（出所）伊藤忠総研による推計値

＜業種別賃上げ率・第5回集計＞

	全体	うち中小
製造業	3.96	3.41
商標流通	3.86	3.57
交通運輸	2.5	2.05
サービス・ホテル	2.96	<b>3.99</b>
情報・出版	2.77	<b>5.58</b>
金融・保険	3.2	3.28
その他	3.76	3.66
合計	3.67	3.35

<sup>3</sup> 強制貯蓄の試算については、2023年3月9日付 Economic Monitor「日本経済：物価上昇は消費支出にマイナスの影響、物価上昇の鈍化と強制貯蓄の取り崩しで消費の拡大続く」参照。 <https://www.itochu-research.com/ja/report/2023/2311/>

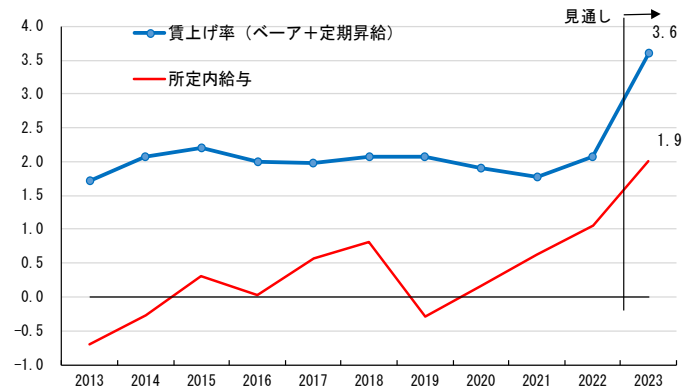


正社員（一般組合員）の賃上げ率は、ベースアップと定昇の合計で平均 3.67%と 1993 年（+3.9%）以来の高水準となった<sup>4</sup>。300 人未満の中小企業に限っても賃上げ率は平均+3.35%となり、同様に 30 年ぶりの上昇率となった。特に中小企業では、人手不足が顕著なサービスやホテル、情報や出版などの業種で賃上げ率が高く、人材確保のため積極的に賃金を引き上げている様子が窺える。

労働需給をより敏感に反映するパート賃金の上昇率も高い。リクルート社が公表する「アルバイト・パート募集時平均時給」によると、4 月は全産業で前年同月比+2.1%となり、毎月勤労統計の一般労働者の所定内給与（3 月+1.1%）を上回っている。なかでもフード系では+5.3%と伸びの高さが目立っている。今後も個人消費の回復が続けばサービス産業の労働需給はさらに逼迫し、パート賃金の上昇圧力は一段と高まろう。

これらを踏まえて今後の賃金動向を展望すると、春闘での賃上げ率が+3.6%程度に着地した場合、毎月勤労統計の所定内給与（基本給）は 2023 年度平均で+1.9%まで上昇し（右図）、残業代やボーナスを含めた現金給与総額（名目賃金）は+2.6%まで伸びを高めると予想する。

賃上げ率と所定内給与(%)



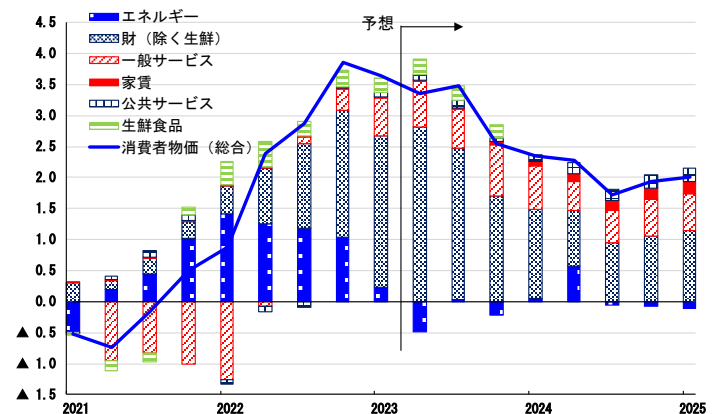
(注) 所定内給与は、各年の第2四半期の数字。  
(出所) 厚生労働省「毎月勤労統計」、連合

## 物価上昇鈍化で実質賃金はプラスへ

一方、個人消費の逆風となる物価は、依然として上昇圧力の強い状況が続いているが、今後は徐々に伸びが鈍っていくと見込まれる。5 月の全国消費者物価指数は、東京都区部の中旬速報値（5/26 発表）<sup>5</sup>を踏まえると、全体から生鮮食品を除いたコアで+3.1%と 4 月（+3.4%）から鈍化する一方で、さらにエネルギーも除いたコアコアでは 4.1~4.2%程度と高い上昇率となる見込みである。エネルギー価格が前年同月比でマイナス幅を拡大<sup>6</sup>したものの、企業による価格転嫁の動きが続き物価を押し上げている。

しかしながら、今後は資源価格上昇の一巡を受けて原材料コスト上昇の価格転嫁も一巡するとみられる。そのため、消費者物価上昇率はしばらく高止まるものの、2023 年後半から 2024 年前半にかけて 2%程度まで伸びが鈍化すると予想する（右図）<sup>7</sup>。

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

<sup>4</sup> 第 1 回集計では 3.8%、第 2 回集計では 3.76%、第 3 回集計では 3.7%、第 4 回集計では 3.69%

<sup>5</sup> 総合から生鮮食品を除いたコアで+3.2%と 4 月（+3.5%）から鈍化した。一方、総合から生鮮食品とエネルギーを除いたコアコアは+3.9%と 4 月（+3.8%）からさらに伸びを拡大

<sup>6</sup> 再生可能エネルギー賦課金の引き下げで、電気代が値下がりした。

<sup>7</sup> 詳細は、エコノミックモニター「日本経済：全国消費者物価（2023 年 4 月）インフレ圧力が高まり、コアコアは 41 年ぶりに 4%台へ」参照。 <https://www.itochu-research.com/ja/report/2023/2339/>

その結果、物価上昇分を差し引いた実質賃金は、2023年後半にはプラスに転化する見通しである（右図）。こうした状況を踏まえると、個人消費は、強制貯蓄の取り崩しを主力エンジンとするリベンジ消費中心の回復から、徐々に実質賃金の上昇に裏打ちされた持続力のある拡大に移行していくことが期待される。

## 設備投資も拡大基調を維持

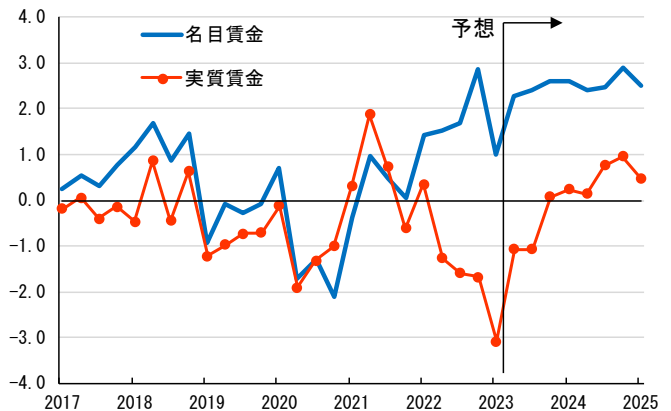
内需のもう一つの柱である設備投資は、建設投資の立ち直りは遅れているが、機械投資に復調の兆しが見られる。設備投資のうち、機械投資の先行指標である機械受注（船舶・電力を除く民需）は、2023年1月に前月比+9.5%と大幅に増加した後、2月（▲4.5%）、3月（▲3.9%）と減少したが、それでも1～3月期は前期比+2.6%と3四半期ぶりの増加に転じている。さらに、内閣府による4～6月期の予想は+4.6%と増勢加速が見込まれており、今後の機械投資の堅調拡大を示唆している。

業種別に見ると（右図）、製造業からの受注は1～3月期に前期比+1.9%と3四半期ぶりのプラスに転じ、4～6月期の内閣府予想は前期比▲0.6%と小幅減ながら、下げ止まりの動きが見込まれる。非製造業からの受注は、1～3月期に前期比+3.2%～伸びを高め（10～12月期は+2.1%）、4～6月期は+9.2%もの大幅増が予想されている。鉄道車両の大幅増が顕著であり、最近の交通利用者数の回復と整合的な動きである。

一方、建設投資は停滞状態から脱していないようである。建設投資の先行指標である建設着工床面積は、2023年1月に前年同月比+22.2%もの大幅なプラスに転じたが、2月は▲7.0%、3月には▲23.2%へ落ち込み幅が拡大、1～3月期でも前年同期比▲3.7%とマイナスにとどまった。2022年10～12月期の▲25.2%という大幅マイナスからは大きく改善したものの、反転増加には至っていない。用途別の内訳を見ると（右図）、製造業の投資抑制を反映して工場（10～12月期前年同期比+4.3%→1～3月+4.8%）が伸び悩んでいるほか、サービス中心の個人消費回復を反映して店舗（▲7.6%→+9.9%）が復調する一方で倉庫（▲45.5%→▲13.9%）は底入れの兆し程度にとどまっている。オフィスビルなどの事務所（▲55.7%→+29.3%）には下げ止まりの動きが見られた。

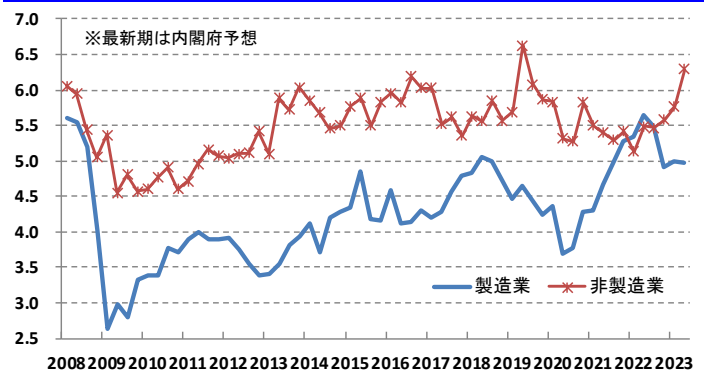
人手不足も相まって、企業の設備投資意欲は旺盛である。今後の設備投資は、当面、非製造業の機械投資

名目賃金と実質賃金（前年同月比、%）



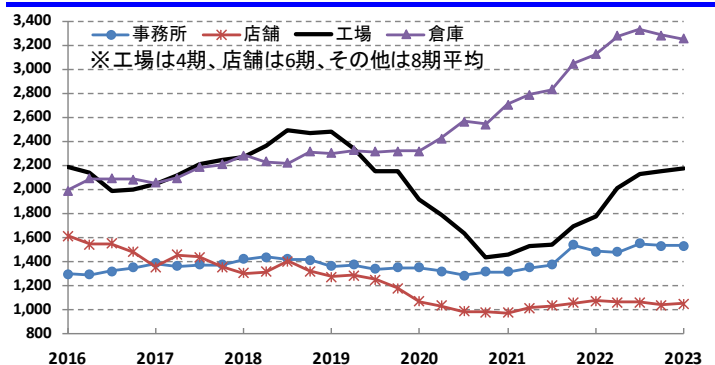
（注）見通しは、伊藤忠総研の試算値  
（出所）毎月勤労統計

機械受注の推移（季節調整値、年率、兆円）



（出所）内閣府

建設着工床面積の推移（千㎡）



（出所）国土交通省

を牽引役に拡大基調を維持し、輸出の底入れ確認が見込まれる今年後半には（詳細後述）、製造業の投資再開により拡大ペースを加速させると予想する。

## 財輸出は減少一服も回復は年終盤

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月期にかけて3四半期連続の減少となったが、4月は前月比+2.4%となり、1～3月平均の水準を3.2%上回っている（右図）。

1～3月と比べた4月の水準を仕向け地別に見ると、EU向け（+7.0%）、米国向け（+3.5%）、中国向け（+2.5%）がプラスとなり、復調の動きが見られた。いずれも自動車の増加が寄与した。しかしながら、ASEAN<sup>8</sup>など中国以外のアジアで落ち込みが続いたため、アジア向け（▲1.5%）全体では引き続き低迷した。ASEAN向けの落ち込みは半導体（IC）や自動車部品が中心であり、このうち半導体輸出の減少には、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。

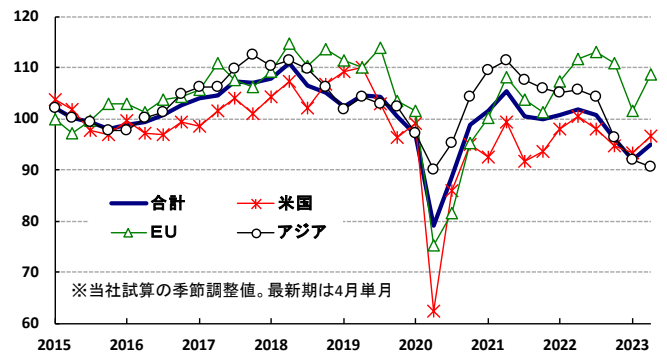
今後を展望すると、金融引き締めにより景気が減速しつつある欧米向けが回復に転じるとは見込み難い。また、輸出が伸び悩みサービス分野が景気を牽引する中国向けの回復にも多くを期待できない。さらに、ASEAN向けは、自動車部品など堅調な内需向けの財は持ち直しが見込まれるが、輸出品に組み込まれる半導体などの低調は続くと考えられる。そのため、4月の輸出数量指数の増加は一時的であり、財の輸出が全体として回復に向かうのは今年終盤から来年にかけてになると予想する。

## 中国戻らずともインバウンド需要の回復続く

一方、サービス輸出の柱となるインバウンド需要は引き続き回復している。4月の訪日外国人数は194.9万人と、年間でピークとなった2019年の月平均265.7万人の73%まで水準を取り戻した。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）の効果が続いている。

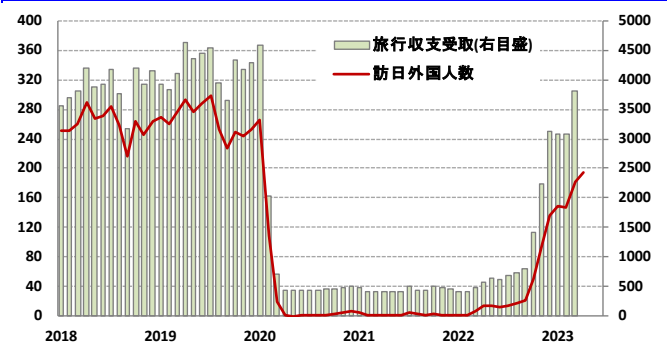
4月の訪日客の水準を国・地域別に2019年の月平均と比べると、米国（2019年の月平均14.4万人→今年4月18.4万人）や欧州主要国（英・仏・独・伊の計9.7万人→11.4万人）、タイ（11.0万人→12.1万人）、フィリピン（5.1万人→6.3万人）、豪州（5.2万人→5.6万人）など、既に2019年の水準を超えた国が相次いでいる。これらの国では、円安を背景に日本への旅行が「リベンジ消費」の対象の一つになっている可能性が高い。また、現在の国別トップである韓国（46.5万人→46.7万人）も2019年の月平均水準を回復<sup>9</sup>している。台湾（2位、40.8万人→29.2万

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

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

<sup>8</sup> 本稿執筆時点で、4月のASEAN向け輸出数量指数は未公表。

<sup>9</sup> 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月の回復度は74%である。

人) や香港 (4 位、19.1 万人→15.3 万人) は相対的に出遅れているが増加傾向にある。

一方で、かつて全体の 3 割を占め<sup>10</sup>圧倒的なトップだった中国本土からの訪日者数は、4 月に 10.8 万人と 2019 年の月平均 80.0 万人の 14%程度にとどまっている。これには、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<sup>11</sup>が強く影響している。

先行きは、韓国や台湾、香港のさらなる拡大が期待され、全体では持ち直し傾向が続くと見込まれる。ただし、欧米景気の減速に伴い欧米客が伸び悩む可能性があるほか、カギを握る中国の団体旅行解禁は、国内消費の回復を優先したいという中国政府の思惑や、日中間の経済安全保障に絡む摩擦など政治的な障害もあり、現時点で見通し難い。

それでも、訪日外国人数が 5 月以降、月 200 万人のレベルを確保し、1 人あたり支出額が 1~3 月期の平均水準 (20.8 万円) を維持すれば、それだけで 2023 年のインバウンド需要 (旅行収支の受取額) は 4.7 兆円に達する。これは 2022 年実績 (1.2 兆円) の 3.9 倍、増加幅は GDP の 0.6%分に相当する。中国の団体旅行解禁がなくても、インバウンド需要回復による景気の押し上げ効果は相当大きいものとなる。

## 物価の基調強く金融政策は修正へ

以上の通り、日本経済は個人消費の堅調拡大と設備投資の拡大基調維持により回復傾向が続いている。今後についても、今年終盤には欧米向け輸出も底入れから回復に向かうことが見込まれるため、設備投資の本格的な拡大を伴って景気の回復力は一段と強まることが予想される。

そうした中で、注目されるのは日銀の金融政策の行方であろう。4 月 27~28 日の金融政策決定会合で日銀は金融政策の現状維持、すなわち現行の短期金利 (日銀当座預金金利) を▲0.1%、長期金利 (国債 10 年物利回り) をゼロ±0.5%程度とする金融緩和の継続を決めた。その際の記者会見で植田総裁は、インフレ率が今年度後半には 2%を下回る見通しであり、その後は反転するが不確実性が

## 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			
			除く生鮮食品(コア)		除く生鮮食品・エネルギー(コアコア)	
	今回(4月)	前回(1月)	今回(4月)	前回(1月)	今回(4月)	前回(1月)
2023	+1.1~1.5	+1.5~1.9	+1.7~2.0	+1.6~1.8	+2.5~2.7	+1.7~1.9
	<+1.4>	<+1.7>	<+1.8>	<+1.6>	<+2.5>	<+1.8>
2024	+1.0~1.3	+0.9~1.3	+1.8~2.1	+1.8~1.9	+1.5~1.8	+1.5~1.8
	<+1.2>	<+1.1>	<+2.0>	<+1.8>	<+1.7>	<+1.6>
2025	+1.0~1.1		+1.6~1.9		+1.8~2.0	
	<+1.0>		<+1.6>		<+1.8>	

(注) < >内は政策委員見通しの中央値。(出所)日本銀行

高いため金融緩和を続けるとした。実際に、「展望レポート」(経済・物価情勢の展望)では 2024 年度の消費者物価上昇率をコアで+1.8~2.1%、コアコアでも+1.5~1.8%と見込んでいる(上表)。なお、フォワードガイダンスのうち「新型コロナウイルス感染症の影響を注視し」「政策金利については、現在の長短金利の水準、または、それを下回る水準で推移することを想定している」との文言を削除したが、総裁会見ではコロナ感染症のリスク後退に伴うものと説明されたこと、「必要があれば、躊躇なく追加的な金融緩和措置を講じる」との文言は残されたことから、下方バイアスは維持されていると考えるべきであろう。

また、今回の金融政策決定会合では、日本経済がデフレに陥った 1990 年代後半以降の金融政策運営につ

<sup>10</sup> 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。

<sup>11</sup> 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。



いて、1年から1年半程度かけて多角的に「レビュー」を行うことも決めた。かつて実施した「検証」や「点検」ではなく「レビュー」とし、作業期間を長期に設定したことについては、政策変更との関係づけを排除したものと説明された。ただ、植田総裁はレビューの成果を政策判断に活用するともしており、レビューの内容と今後の金融政策の間に全く関係がないわけではないだろう。

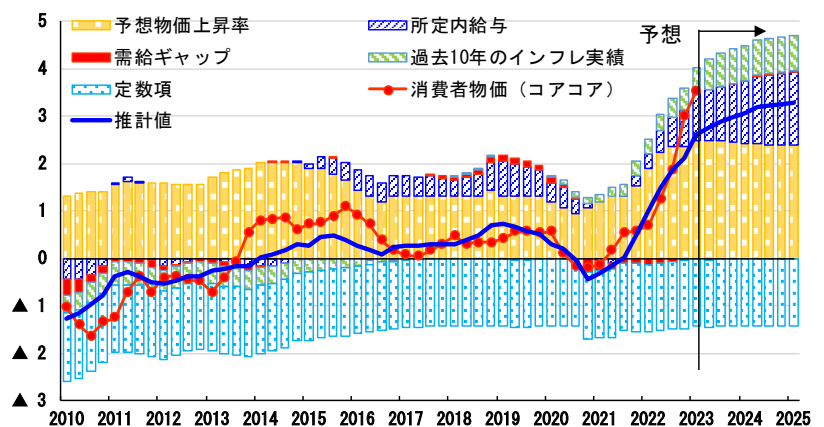
また、植田総裁は、記者会見の質疑応答で、金融政策変更の条件は、あくまでも安定的な2%の物価上昇としたが、「副作用」に対する配慮の必要性を否定しなかった。また、「副作用」は金利上昇圧力が高まった際に生じるとした。そのため、今後、物価上昇圧力が高まる局面や、米国長期金利が一段と上昇する局面では、副作用へ対応すべく金融政策の修正が検討されよう。後者の可能性は低下しているが、前者は逆に高まっているため、実際の物価動向や、それを反映した日銀の物価見通しの修正の有無が、金融政策を見極めるための重要なポイントとなる。

先に見た通り、賃金は予想以上に上昇、景気はサービス消費を中心とする内需主導で堅調に拡大、物価上昇圧力は根強い。さらに、これまでのコスト上昇を価格転嫁する余地が大きいとみられることから、日銀が想定する今年度後半の消費者物価上昇率2%以下への低下は、実現しない可能性が高まっている。2025年度の物価も同様であり、7月の展望レポートでどのような物価見通しが示されるか注目される。

それを見極める一つのカギは、日銀が当面の、そして来年度以降の「物価の基調」をどう判断するかであろう。植田総裁は今回の会見で「GDPギャップ、インフレ期待、賃金上昇率から推計される見通し値は基調に近い」とした。この考え方を踏まえ、物価の基調を示すとされる消費者物価（コアコア）上昇率を需給ギャップ、予想インフレ率、過去10年のインフレ率、賃金上昇率の4変数で推計すると（右図）、足元の物価上昇率は推計値を上回っており、仮に推計値が示す水準が基調だとすれば、一時的な上昇である可能性が示唆される。ただ、賃金上昇率に加え、予想インフレよりも過去のインフレ実績が物価の基調を着実に押し上げている様子も確認できる。

さらに、先行きについて見ると、予想インフレ率が2%程度へ低下する一方、賃金上昇率は2%台へ高まり、需給ギャップは今年度後半にプラスへ転化すると的前提を置けば、物価の基調は2025年にかけて3%程度で高止まることになる。これらの前提のうち賃金上昇率は、経験則に基づけば物価、労働需給、企業業績の3変数で概ね説明ができ、労働需給が逼迫する中で一定の物価上昇が続いているため、大きく鈍化するとは考え難い。輸入コストの低下などから予想インフレ率が1%程度まで低下したとして

**消費者物価(コアコア)の推計(前年同期比、%)**



<推計式>

消費者物価(コアコア)

$$= -1.43 + 0.07 \times \text{需給ギャップ} + 1.18 \times \text{予想インフレ率} + 1.12 \times \text{インフレ実績} + 0.77 \times \text{賃金}$$

- \*\*\*は1%有意、\*\*は5%有意、\*は10%有意
- ・推計期間は、2003年1-3月期～2022年7-9月期
- ・自由度修正済み決定係数は0.61
- ・\*\*\*は1%有意、\*\*は5%有意、\*は10%有意

- (注) 1. 消費者物価(コアコア)は全国旅行支援と携帯電話料金値下げの影響を除く  
 2. 需給ギャップは日銀の推計により、2四半期前の値(GDP比、%)  
 3. 賃金は、一般所定内給与の過去4四半期平均値(前年比、%)  
 4. インフレ実績は、コアコアの過去10年平均(前年比、%)  
 5. 予想インフレ率は、短観の5年先物価見通し。2013年以前は、販売価格判断D1で推計。  
 6. 予想部分は、①予想インフレ率は2%程度へ緩やかに低下、②需給ギャップは今年度後半にプラス転化、③賃金(上昇率)は2%台後半へ上昇、を前提とした。

(出所) 総務省、推計は伊藤忠総研による

も、一方で実際に物価の上昇が続いているという実績の積み重ねにより期待インフレは着実に高まっていくため、物価の基調が2%を下回る姿は、この推計結果からは想定できない。

そのうえ、植田総裁は5月25日、メディアのインタビューで「資源高に起因する物価高でも、賃金上昇やインフレ（物価上昇）期待があれば、政策変更になる」とし、さらに物価目標について「コンマいくつの差より、上昇率が持続的・安定的であるかどうかの判断の方が重要」とした。これは、当面の金融政策運営において「消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで」金融緩和を続けるとした、ビハインド・ザ・カーブのリスクを覚悟した「オーバシュート型コミットメント」ではなく、金融政策がフォワード・ルッキング的に修正される可能性を示唆するものである。

以上から判断すれば、7月の展望レポートにおいて2%程度の物価上昇が2025年度にかけて維持される見通しが示され、まずは金利上昇圧力の高まりに伴う副作用、つまりイールドカーブに歪が生じることを避けるため、日銀は長期金利目標を一段と柔軟化（変動幅の拡大）、ないしは廃止する可能性が高いと考えられる。また、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高まったことを確認してからになると予想する。

## 潜在成長率を上回る景気拡大が続く見通し

仮に日銀が上記のような長期の政策金利の修正を行えば、長期金利（10年物国債利回り）は現状の0.5%程度から1%前後まで上昇するとの見方が大勢である。ただ、それでも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の拡大を阻害するものではない。

そのため、今後の景気は、先述の通り、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、拡大基調を維持しよう。その結果、2023年度の実質GDP成長率は前年比+1.7%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、その観点からも物価上昇圧力は基調として高まっていくと考えるべきであろう。

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	1.2	1.7	1.4
国内需要	▲3.5	1.8	1.8	1.7	1.0
民間需要	▲5.7	2.0	2.3	2.0	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	▲0.6	▲0.1
設備投資	▲5.7	2.1	3.0	4.0	1.2
在庫投資(寄与度)	(▲0.3)	(0.4)	(0.1)	(▲0.0)	(▲0.1)
政府消費	2.7	3.4	1.1	1.1	1.1
公共投資	4.9	▲6.4	▲2.6	▲0.3	▲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	3.5	5.2
輸入	▲6.3	7.1	7.1	3.0	3.2
名目GDP	▲3.5	2.4	1.9	4.6	2.7
鉱工業生産	▲9.6	5.7	▲0.3	2.5	3.6
失業率(%、平均)	2.7	2.2	2.6	2.5	2.3
経常収支(兆円)	16.9	20.2	8.8	9.4	8.9
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。