

日本経済情報 2023年8月号

Summary

【内容】

内需一時停滞も7月は景況感が改善

7月販売統計は総じて好調

賃金の上昇傾向続く

消費者物価の伸びは鈍化方向

マインドの改善も消費拡大を後押し

設備投資は足踏みから拡大再開へ

財輸出は欧米景気の回復待ちに

サービス輸出はインバウンド需要が牽引

日銀は金融政策を微修正

デフレ脱却を経て安定成長を探る展開へ

2025年度までの経済見通し

4～6月期の実質GDP成長率は伸びが加速したが純輸出の拡大が主因であり国内民間需要は停滞。ただ、6月に悪化した景況感は7月には改善。7月の販売統計は小売・外食とも好調。

今後の個人消費のカギを握る賃金は、春闘の好結果を反映し上昇率が高まる傾向。来春闘ではさらなる賃上げ率上昇も。一方で消費者物価の伸びは鈍化が見込まれ、実質賃金の反転上昇とマインドの改善を通じて今後の個人消費の拡大を後押しする見込み。

設備投資は先行指標が当面の停滞を示唆するが、企業の投資意欲は旺盛、設備ストックの伸びは未だ低く投資拡大余地は大きい。今後見込まれる長期金利上昇は需要や利益の成長でカバーでき、設備投資は再拡大へ向かう見込み。輸出は、財が欧米景気の減速などにより今後の伸び悩みが懸念されるものの、インバウンド需要の拡大によりサービスが増加、景気の拡大に少なからぬ貢献をする見通し。

日銀は7月、金融政策を微修正したが、消費者物価の2%超は一時的との見方を維持。ただ、今後も労働需給は引き締まり、来春闘でも高い賃上げが見込まれるなど、2%の物価目標達成の確度は高まろう。当社は2024年4月にも現行の金融緩和は終了すると予想。

日本経済はデフレ局面に完全に終止符を打ち、個人消費を軸とする巡航速度の成長を探っていくこととなろう。

日本経済の成長率見通し(年度)

前年比,%,%Pt	2022	2023	2024	2025
	実績	予想	予想	予想
実質GDP	1.4	2.1	1.3	0.9
個人消費	2.5	0.6	1.0	1.2
住宅投資	▲3.0	▲2.1	0.1	▲0.4
設備投資	3.1	1.7	2.4	▲1.1
公共投資	▲3.1	0.5	▲0.7	▲2.5
純輸出(寄与度)	(▲0.5)	(1.5)	(0.2)	(0.3)
輸出	4.5	3.7	5.4	4.0
輸入	7.2	▲3.9	4.8	2.7
失業率(%、平均)	2.6	2.5	2.2	1.9
消費者物価(除く生鮮)	3.0	2.8	2.3	2.0

(出所) 内閣府ほか、予想部分は伊藤忠総研による。

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

内需一時停滞も7月は景況感が改善

8月15日に発表された2023年4~6月期GDPの1次速報値は前期比+1.5%（年率+6.0%）となり、前の期（2023年1~3月期）の前期比+0.9%（年率+3.7%）から成長が加速した（右図）。

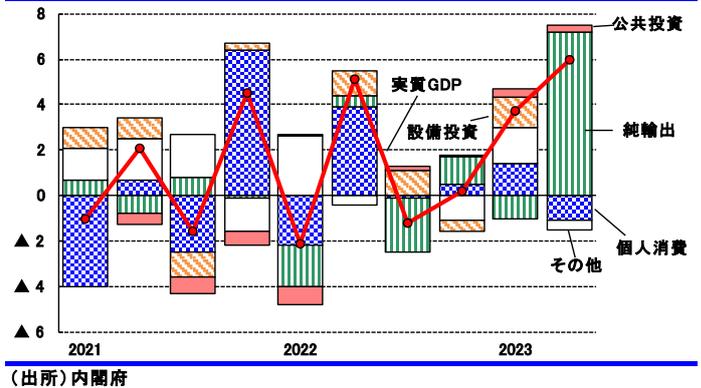
ただ、その主因は純輸出（輸出-輸入）の急拡大であり、4~6月期の前期比成長率に対する純輸出の寄与は+1.8%Ptと成長率を上回った。一方、前期の回復を主導した国内民間需要は、設備投資こそ前期比横ばいとどまったものの、個人消費が前期比▲0.5%と3四半期ぶりのマイナスに転じ、停滞した。

回復が一服した個人消費の動きを形態別に見ると（右図）、全体の約6割を占める「サービス」の拡大は続いたものの、そのペースは1~3月期の前期比+0.8%から4~6月期は+0.3%へ減速した。はっきりと落ち込んだのは食料品などの「非耐久財」であり、1~3月期の前期比+0.9%から4~6月期は▲1.9%と大きく減少した。順調に回復する外食へシフトした部分もあるだろうが、食料品物価（含む生鮮、除く外食、当社試算）は4~6月期に前年同期比+8.9%まで伸びを高めており、物価上昇による影響が大きかったとみられる。そのほか、耐久財（1~3月期前期比+5.3%→4~6月期▲3.3%）も大幅に減少した。コロナで増えた在宅勤務関連需要の盛り上がりが一巡したところに、物価上昇による購買力低下のしわ寄せが集中したと考えられる。一方で、衣料品などの半耐久財（▲2.5%→+2.8%）は、旅行など外出の回復が追い風となり、増加に転じた。

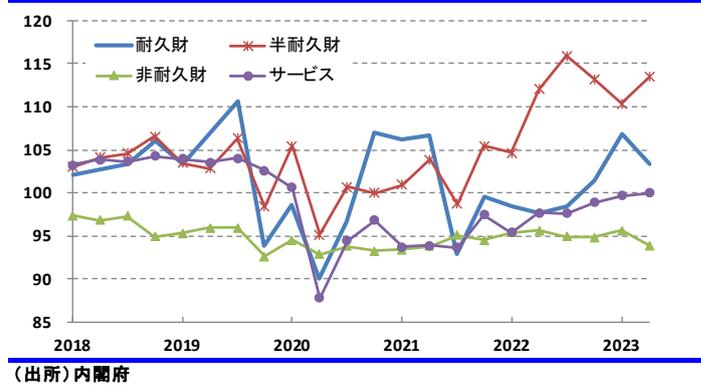
こうした状況を反映するように、内閣府の景気ウオッチャー調査は個人消費関連分野を中心に6月に年初からの改善が一服していたが、7月は景気の現状判断DI（水準、季節調整値）が52.2へ上昇（右図、6月は50.5）、2017年12月（52.3）以来の高水準を記録した。

内訳を見ると、「企業動向関連」（6月50.2→7月49.1）は製造業の悪化（48.8→46.1）により3ヵ月ぶりに50を割り込んだものの、「家計動向関連」（50.0→52.8）が大幅に改善した。なお、7月の水準（52.8）は消費増税前の駆け込み需要で小売業が盛り上がった2014年3月（53.9）に次ぐものであり、事実上、遡及可能な2002年1月以来、最も高い水準である。

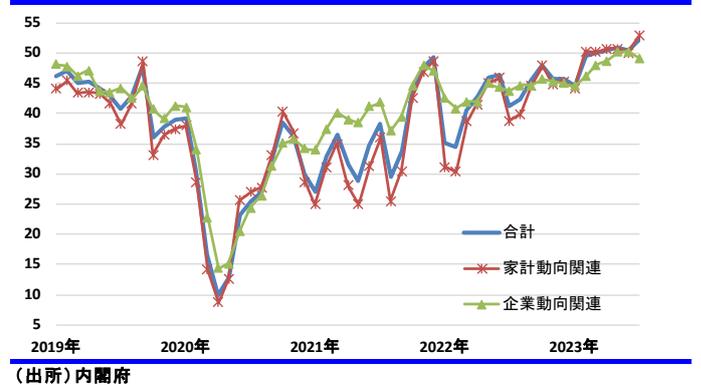
実質GDPの推移（季節調整値、前期比年率、%）



家計消費の形態別の推移（季節調整値、2013年Q1=100）



景気ウオッチャー調査（現状判断、水準、季節調整値）

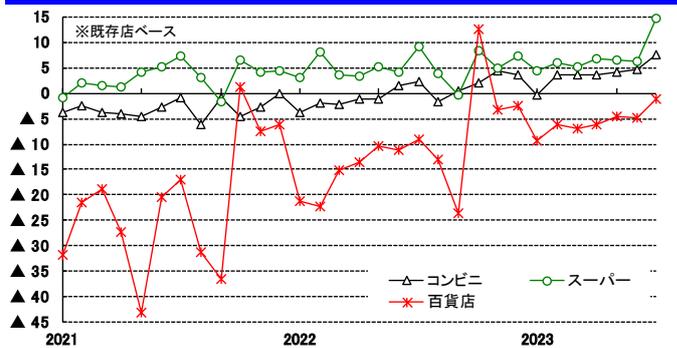


「家計動向関連」の内訳を見ると、旅行やレジャーなどの「サービス関連」(6月 55.3→7月 56.7)が水準を高めたほか、「小売関連」(47.7→51.9)が百貨店・コンビニの好調持続に家電量販店やスーパーの復調が加わり、2014年3月以来、初めて50を超えて改善した。一方で、「飲食関連」(54.3→52.5)は2ヵ月連続で悪化、依然として50は上回っているが、回復の勢いは弱まっている¹。

7月販売統計は総じて好調

実際の個人消費の状況を各業界の販売統計で確認すると、7月のコンビニ売上(既存店)は、6月の前年同月比+3.2%から+5.1%へ伸びを高めた²。コロナ直前2019年同月との比較でも6月の+4.7%から7月は+7.5%へ伸びを高めている(右図)。訪日外国人数が増加したこと、気温が高かったことのほか、イベント開催が増えたことから、お菓子や飲料、アイスクリームなどの加工食品が好調(6月前年同月比+7.3%→7月+11.1%)、チケットなどのサービス(▲6.4%→+2.3%)はプラスに転じた。

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

7月のスーパー売上高(既存店)も、6月の前年同月比+2.1%から+4.9%へ伸びを高めた。2019年との比較では、6月の+6.3%から7月は+14.6%へ、改善がより顕著である(上図)。内訳を見ると、主力の食料品(6月前年同月比+3.7%→7月+4.8%)が伸びを高めたほか、衣料品(▲2.0%→+8.6%)がプラスに転じた。食料品の伸びの高まりは物価の上昇によるところが大きい。消費者物価の食料品(含む生鮮、除く外食、当社試算)は6月の前年同月比+8.8%から7月は+9.4%へ伸びを高めた。ただ、6月、7月とも物価上昇ほど食料品の売り上げは伸びておらず、節約志向が続いている様子うかがえる。一方で、衣料品は夏物が好調であり、消費マインドは委縮一辺倒というわけでもない。

7月の百貨店売上高(店舗数調整済)も、6月の前年同月比+7.0%から+8.6%へ伸びを高めた。2019年比でも、6月の▲4.9%から7月は▲1.2%へマイナス幅が縮小、コロナ前の水準近くまで回復した。主力の衣料品が好調だったことに加え、夏物商材や旅行関連品が全体を押し上げた。また、インバウンド需要(免税売上高)は2019年7月の水準を11.4%上回り、初めてコロナ前を超えた。

7月の乗用車販売台数(新車)は、6月の前年同月比+23.9%から+11.4%へ伸びが大きく鈍化した。季節調整値(当社試算)の前月比でも▲4.4%、年率換算394.9万台と4ヵ月ぶりに400万台を割り込んだ。内訳を見ると(右図)、小型車(6月前月比+0.2%→7月▲6.6%)が4ヵ月ぶりに減少、軽自動車(▲1.6%→▲3.3%)は落ち込みが加速、普通車(▲0.2%→▲4.1%)も明確に減少した。

新車販売台数の推移(乗用車、季節調整値、万台)



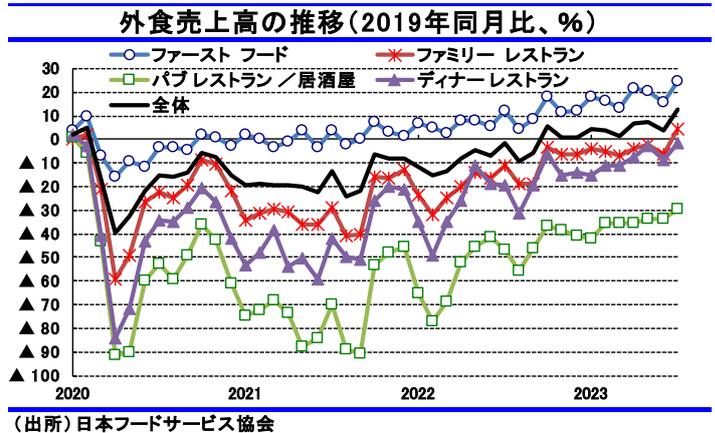
(出所) 日本自動車工業会、全国軽自動車協会連合会

¹ 判断理由を見ると、猛暑による客足の伸び悩みを指摘する声が散見された。

² 来客数は前年同月比+3.8%、客単価は+1.3%。

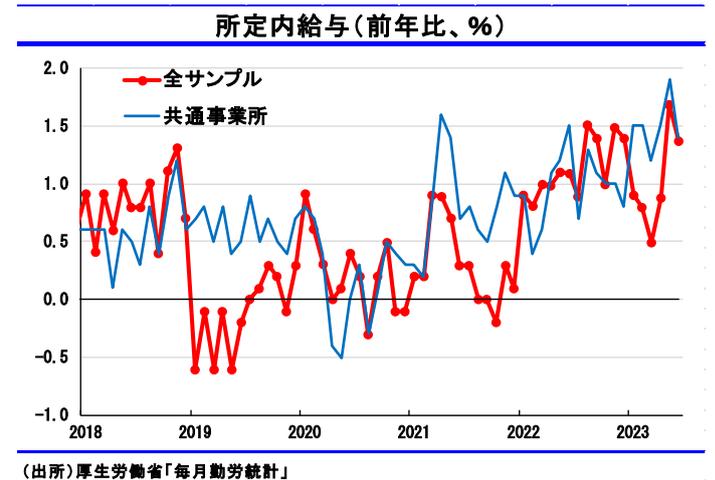
自動車生産の正常化に伴う急回復は完全に一服した模様である。

7月の外食売上（全店ベース）は、6月の前年同月比+11.8%から+14.2%へ伸びを高めた。2019年との比較では+3.5%から+12.6%へ急伸、回復がより明確である（右図）。業態別には、すでにコロナ前を大きく上回っているファーストフード（6月2019年比+15.6%→7月+24.4%）でさらに拡大したほか、ファミリーレストラン（▲6.1%→+4.2%）がコロナ前を回復、ディナーレストラン（▲8.5%→▲1.8%）はコロナ前水準に迫った。パブレストラン／居酒屋（▲33.9%→▲29.8%）は大幅減が続いたが、店舗数の落ち込み（7月コロナ前比▲31.0%）ほどではなく、1店舗あたりの売上ではコロナ前を回復、総じて順調に推移している。



賃金の上昇傾向続く

7月に復調の見られた個人消費が、今後も回復を続けられるかどうかのカギを握るのは、第一に賃金の動向であろう。厚生労働省「毎月勤労統計」によると、6月の所定内給与（基本給）は前年同月比+1.4%と5月の+1.7%から伸びが鈍化した³（右図）。ただ、毎月勤労統計は毎月の振れが大きく、5月の所定内給与は予想を上回る伸びだったことも踏まえると、その傾向は月の変化を均してから見るべきであろう。例えば、4～6月期の所定内給与は前年同期比+1.3%であり、1～3月期の+0.7%から伸びを高めている。つまり、賃金は今春闘の賃上げ率（+3.6%）を反映して着実に伸びを高めていると言える。



なお、春闘で妥結した賃上げの実施は、例年、9月までに概ね実施される⁴。そのため、賃金上昇率が高まる傾向は続き、所定内給与は7～9月期に前年同月比+1.9%まで伸びを高めると予想する。

さらに、その先の賃金の動向は、今後の労働需給や、それを受けた来年度の春闘の結果に左右される。まず、労働需要の先行きを見通すと、仮に2023年度の実質GDP成長率が2%程度、2024年度が1%強になった場合、労働需要はそれぞれ35万人、45万人程度増加するとみられる⁵。一方で、高齢者

³ 調査サンプルの入れ替えによる歪みを取り除いた「共通事業所」でも5月の前年同月比+1.9%から6月は+1.4%へ鈍化している。

⁴ 厚生労働省の「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月中旬までが89.5%となっている。

⁵ 以下の労働需要関数に基づいて予測。総労働時間はこれまでの中長期的な減少傾向が続くと想定。

労働投入量増加率 = $-0.66 + 0.59 \times \text{実質 GDP 成長率}$ 推計期間：2000～2022年度

自由度修正済み決定係数：0.72 定数項および係数は1%有為水準

や女性の労働供給の増加余地は限られており⁶、2023～2024年度に期待できる労働力供給の増加は各年30万人程度にとどまり、今後は労働需給が一段と逼迫しよう。

そして、2024年度の春闘賃上げ率は、労働需給の逼迫に加え、物価の上昇が続くことや、企業収益の改善を反映して前年比+4.1%へ伸びを高め、所定内給与は2024年度平均で前年比+2.4%まで上昇すると予想する⁷。

消費者物価の伸びは鈍化方向

賃金と並んで個人消費の動向を左右する消費者物価は、電気・ガス代などエネルギー価格の下落を受けて、伸びが鈍化している。7月の消費者物価（全体から生鮮食品を除いた「コア」）は前年同月比+3.1%と6月の+3.3%から伸びを縮小した。

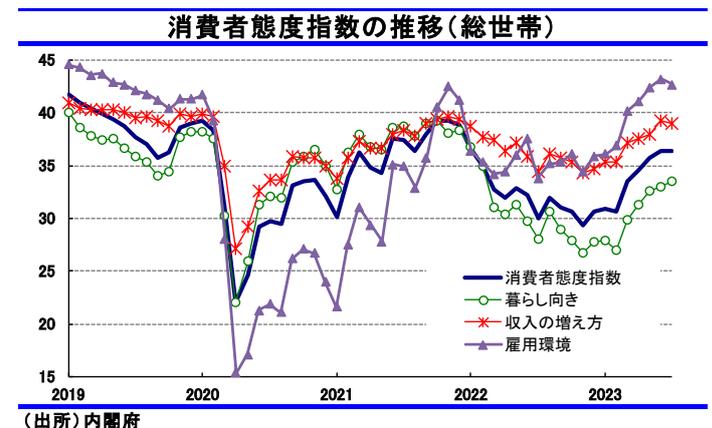
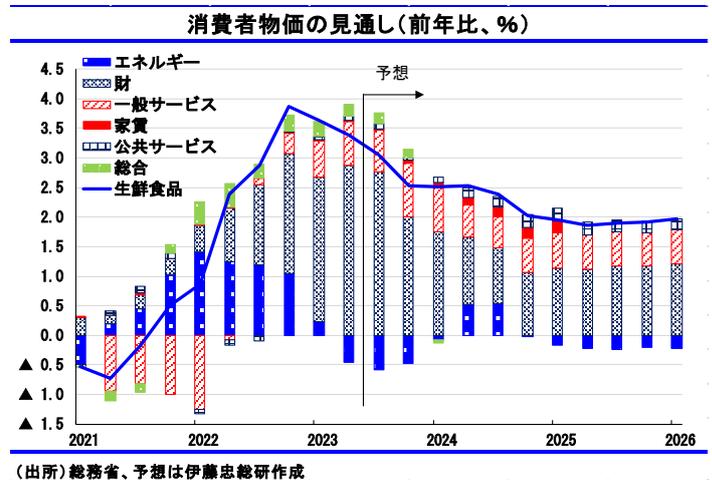
ただ、コアからエネルギーを除いた「コアコア」は、7月に前年同月比+4.3%と6月の+4.2%から伸びを拡大した。昨年来のコスト増を商品価格に転嫁する動きが未だ続いていることが、その背景にある。さらに今後は、インバウンド需要の拡大が追い風となり、上昇傾向にある賃金コストを価格に反映する動きがサービス分野で強まると見込まれる。

そのため、今後のコア消費者物価の伸びは、エネルギー価格の下落に伴って徐々に鈍化するものの、前年比2%を割り込む可能性は低いと当社は予想している。具体的な数字で示すと、2023年度のコア消費者物価は前年比+2.8%、2024年度は+2.3%、2025年度は+2.0%になると予想する⁸（右上図）。

それでも、賃金の上昇が物価の上昇を上回るため、実質賃金は2023年度後半に前年比でプラスに転じよう。その後も賃金の上昇は続き、一方の物価上昇率は一段と鈍化するため、2024年度にかけて実質賃金の上昇が加速すると見込まれる。

マインドの改善も消費拡大を後押し

加えて、賃金の上昇や物価上昇率の鈍化は、消費者マインドの改善を通じて、個人消費の拡大に貢献する。消費者マインドの代表的な指標である消費者態度指数は、今年に入り「雇用環境」や「収入の増え



⁶ 詳細は「日本経済情報 2023年6月号 経済正常化が進み金融政策の修正近づく」P6参照。

<https://www.itochu-research.com/ja/uploads/1c9ab0769a9fae6cbfee84431e149c9007419407.pdf>

⁷ 春闘賃上げ率と物価動向、労働需給、企業の業績との関係については、「日本経済情報 2023年7月号 景気回復続き賃金は上昇するも金融政策は不変」P6参照。

<https://www.itochu-research.com/ja/uploads/bbd4ccf7d7683de6a469a4c98b9be33d74bfb8d2.pdf>

⁸ 2023年9月末の終了が予定されている政府のガソリンや電気・ガス代への補助金については、ガソリン価格への補助金のみ延長すると想定。

方」に対する見方の改善に伴って上昇している（前頁右下図）。

さらに、「暮らし向き」は漠然とした景況感を示す指標であるが、過去の推移を見ると、同じ調査の「物価の見通し」と動きが反対（逆相関）の関係となっている（下図）。すなわち、今後、物価上昇率が鈍化すれば、消費者マインドの改善につながると考えられる。

以上を踏まえ、今後の個人消費の動向を展望すると、多くの消費者の主たる収入である「雇用者報酬」は雇用拡大と賃金上昇により比較的高い伸びを維持すること、年金所得も対象者の増加や物価スライドによる支給額の引上げを背景に増加が続くこと、金利の上昇により利子所得（財産所得）が多少なりとも増加することにより、消費の源泉となる可処分所得（手取り収入）は 2023 年度に前年比+2.4%、2024 年度+2.6%、2025 年度+2.4%と安定した増加が見込まれる。

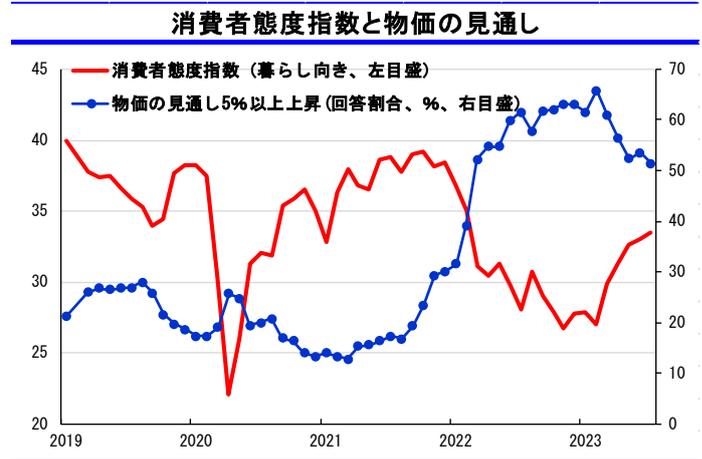
そして、可処分所得のうち、どれだけ消費に回すかの割合を表す消費性向（消費支出÷可処分所得）は、強制貯蓄⁹の取り崩しが一段落することで下押しされる部分はあるものの、消費者マインドの改善を背景に上昇しよう。その結果、個人消費は実質で 2023 年度の前年比+0.6%から、2024 年度は+1.0%へ、2025 年度は+1.2%へ伸びを高めると予想する。

設備投資は足踏みから拡大再開へ

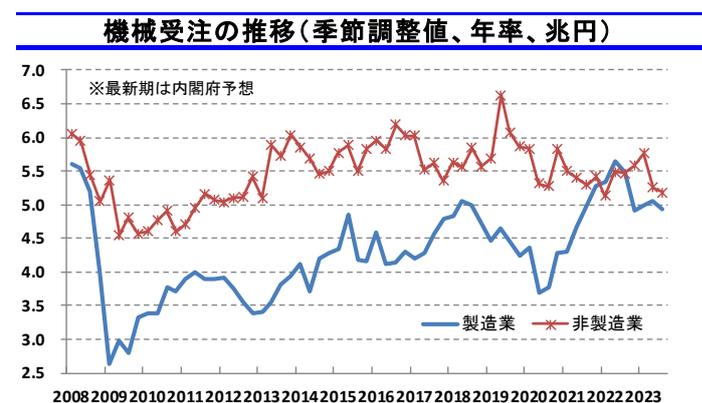
内需のもう一つの柱である設備投資は、GDP ベース（実質）で 1~3 月期の前期比+1.8%から 4~6 月期は横ばいに減速したが、7 月以降は一段と停滞感が強まっている。

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 6 月に前月比+2.7%と 2 ヶ月ぶりの増加に転じたものの、4~6 月期は前期比▲3.2%と内閣府予想の+4.6%を大きく下回った。さらに、内閣府の 7~9 月期予想は▲2.6%であり、減少が続く見通しとなっている。

業種別に見ると（右上図）、製造業からの受注は 1~3 月期の前期比+1.9%に続き、4~6 月期も+1.1%と緩やかながら増勢を維持したが、7~9 月期は▲2.3%と減少が見込まれており、2022 年後半の大幅な落ち込みは下げ止まったものの、反発の動きは未だ見られない。また、非製造業からの受注は、1~3 月期に前期比+3.2%となり拡大基調を維持していたが、4~6 月期は▲8.8%と大きく落ち込み、7~9 月期も▲1.4%と減少が続く見通しであ



(出所)内閣府「消費動向調査」



(出所)内閣府

⁹ 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/ia/uploads/20230529_JP.pdf

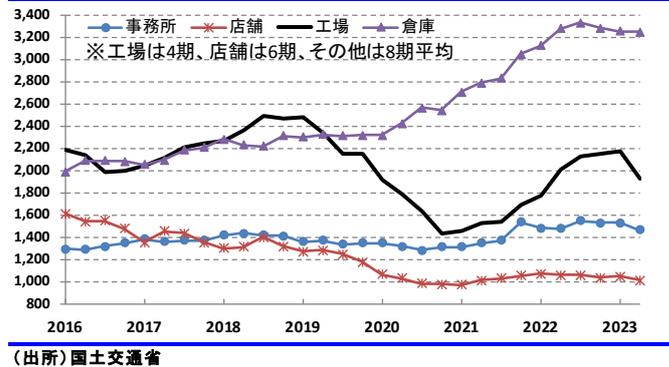
る。

建設投資の先行指標である建設着工床面積も、1～3月期の前年同月比▲3.7%から4～6月期は▲20.3%へマイナス幅が大きく拡大した。主な用途別に見ると、工場（1～3月期前年同期比+4.8%→4～6月▲33.9%）が実に10四半期ぶりのマイナスに転じたほか、事務所（+29.3%→▲15.7%）や店舗（+9.9%→▲21.4%）も2四半期ぶりのマイナスに転じた。また、倉庫（▲13.9%→▲18.9%）はマイナス幅が拡大しており、総じて軟調に推移した。この結果、工事の進捗ペースをイメージした着工床面積の移動平均は（上図）、工場が急減、事務所や店舗も下げ足を速め、倉庫も緩やかに減少しており、建設投資全体として弱含んでいる模様である。

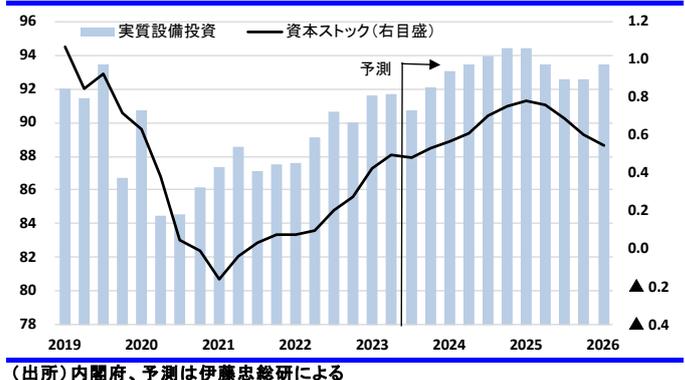
今後の設備投資を展望すると、これら先行指標の動きを見る限り、当面は横ばい推移となる可能性が高い。ただ、先月号¹⁰で示した通り、企業の設備投資意欲は旺盛であり、人手不足も相まって、設備投資の拡大が必要な状況にある。設備残高（資本ストック）の伸びは（右図）、2019年3月末の前年同期比1.1%からコロナ禍直前の12月末に+0.7%へ鈍化、2020年に入りコロナ禍で設備投資が抑制されたことから2021年2023年3月末には▲0.2%まで落ち込んだ。その後、設備投資の回復により徐々に伸びが高まったものの、2023年3月末時点でも前年同期比+0.4%にとどまっており、設備投資の積み増し余地は未だ大きい。

また、金利の上昇が今後の下押し要因となるものの、当社が見込むような景気の拡大が続く限り、その影響は需要や利益の成長によって相殺され、設備投資の拡大が続く見通しである。設備投資が、新規需要（望ましい資本ストックの水準と実際との差）と更新需要（資本ストックの一定割合）で決まると考える「ストック調整モデル」に金利や企業収益を加味したモデルを推計すると（右表）、名目長期金利（10年国債利回り）が1%Pt上昇すれば実質設備投資は4.4%押し下げられる一方、実質GDPが1%増加すれば実質設備投資は0.72%押し上げられると

建設着工床面積の推移(千㎡)



設備投資と資本ストックの見通し(季節調整値・年率・兆円・前年同期比・%)



推計されたストック調整モデル

ln実質設備投資

$$= 2.93 + 0.719 \times \ln \text{実質GDP} - 0.090 \times \ln \text{資本ストック} \\ (0.308) \quad (1.98) \quad (-0.405) \\ - 0.044 \times \text{名目長期金利} + 0.121 \times \ln \text{経常利益} \\ (-2.62) \quad (2.92)$$

・実質GDPと経常利益は4四半期平均、資本ストックは前期、lnは自然対数、()内はt値

・推計期間：2013Q1-2023Q1、補正R²R=0.937

定式化は下記のストック調整モデルをベースとした。

$$I_t = \lambda (S K_t - K_{t-1}) + \delta \cdot K_{t-1} = \alpha \cdot \lambda \cdot Y_t + (\delta - \lambda) K_{t-1} \\ S K = \alpha \cdot Y : \text{適正ストック} \quad \lambda : \text{調整速度} \quad \delta : \text{減耗率} \\ 0 \leq \lambda \leq 1 \quad \delta = 0.03 \text{程度 (実績より)} \quad \alpha = 1.38 \text{ (K/Yの10年平均)}$$

¹⁰ 2023年7月26日付「日本経済情報2023年7月号 景気回復続き賃金は上昇するも金融政策は不変」

<https://www.itochu-research.com/ia/report/2023/2388/>

という関係が導かれた。

当社は長期金利の上昇幅を2023年度中で0.4%Pt程度(0.45%→0.85%)、2024年度も同程度、2025年度はやや鈍化、実質GDP成長率は2023年度が前年比+2%程度、2024年度以降は+1%前後、企業の経常利益は2024年度から2025年度にかけて前年比1割弱の伸びを予想している(下表)。こうした情勢を前提とすれば、長期金利の上昇による設備投資の下押し圧力は、大部分が需要(実質GDP)の拡大が吸収、増益による効果を加えると設備投資への影響はプラスとなる。さらに、2023年度については、コロナ禍で控えられた投資が上積みされる。2024年度は先行きへの期待でやや過大投資となり、2025年度にその反動で減少するとみれば、実質設備投資は2023年度の前年比+1.7%から2024年度は+2.4%へ伸びを高めた後、2025年度は▲1.1%と減少局面に転じる姿が予想される。

ストック調整モデルによる各変動要因の設備投資への影響

年度	主な説明変数の変化幅			設備投資への寄与度			実際の設備投資の予測			
	長期金利 (%Pt)	実質GDP (%)	経常利益 (%)	長期金利 (%Pt)	実質GDP (%Pt)	経常利益 (%Pt)	小計 (%Pt)	前年比 (%)	小計との差 (%Pt)	理由/解釈
2023	0.39	2.1	3.5	▲1.7	1.5	0.4	0.2	1.7	1.5	投資不足
2024	0.40	1.8	8.8	▲1.8	1.3	1.1	0.6	2.4	1.7	期待超過
2025	0.25	1.1	9.9	▲1.1	0.8	1.2	0.9	▲1.1	▲2.0	反動減

(注) 実質GDPと経常利益は後方4期移動平均。伊藤忠総研による試算。

財輸出は欧米景気の回復待ちに

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、4~6月期に前期比+3.8%と4四半期ぶりの増加に転じ、7月も前月比+1.0%と増勢を維持、7月の水準は4~6月期を1.9%上回った(右図)。

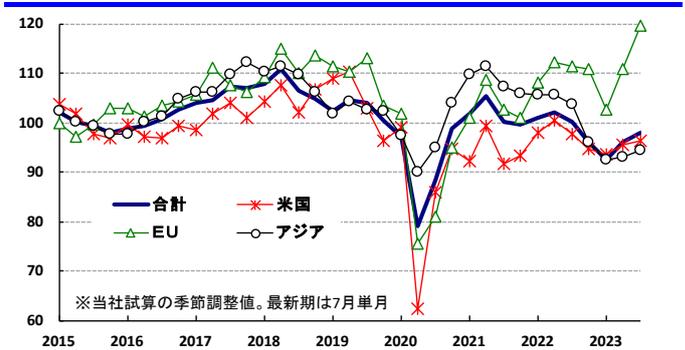
仕向け地別に見ると、EU向けが4~6月期に前期比+7.9%と急回復したあと、7月はさらに4~6月期を7.9%上回る水準へ増加した。そのほか、米国向け(4~6月期前期比+2.2%→7月の4~6月期比+0.7%)、アジア向け(+0.4%→+1.7%)とも増勢を維持した。各地域とも生産の正常化を受けて自動車や自動車部品が急回復したほか、7月は半導体(IC)の増加が目立った。

ただ、今後は自動車分野での回復が一巡すること、これまでの金融引き締めにより欧米景気の減速が見込まれることから、財の輸出は伸び悩む可能性が高い。増勢が強まるのは、欧米景気が復調に向かう2024年に入ってからであろう。

サービス輸出はインバウンド需要が牽引

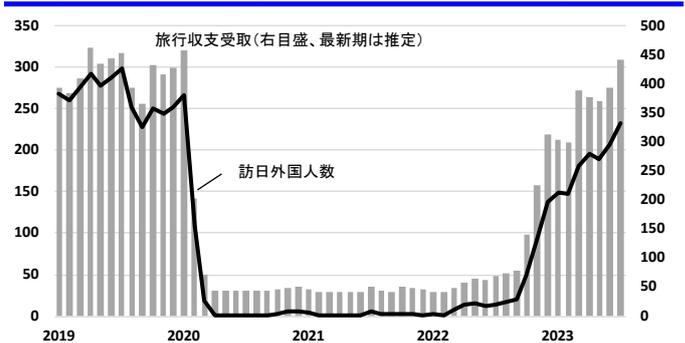
サービス輸出の柱であるインバウンド需要は、着実な回復が続いている。7月の訪日外国人数は232.1万人へ増加(右図)、コロナ禍直前の2020年1月

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、10億円)



(出所) 財務省、日本政府観光局

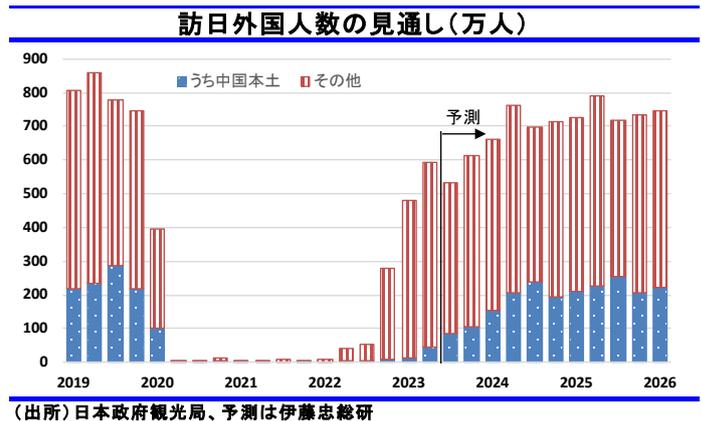
(266.1 万人) 以来の水準まで回復した。季節性を考慮せず年間ベース (12 倍) に直すと、ピークだった 2019 年の 87.3%¹¹まで回復したことになる。また、7 月のインバウンド需要 (旅行収支受取額) は未公表であるが、訪日外国人一人あたりの消費額が 6 月と同じであると仮定すれば、4,414 億円に上る。訪日外国人数同様に単純に 12 倍すれば 5.3 兆円にもなり、2019 年の 5.0 兆円を上回る。

7 月の訪日外国人数を国・地域別に見ると、最多は引き続き韓国 (62.7 万人)、以下、台湾 (42.2 万人)、中国 (31.3 万人)、香港 (21.6 万人)、米国 (19.9 万人) と続く。そのほか、ASEAN 主要 6 か国¹²の合計は 21.7 万人となり、一定の存在感を示している。

今後は、中国の団体旅行解禁を受けて、中国本土からの訪日者数の増加が見込まれる。7 月の中国からの訪日者数は未だピーク (2019 年) の 4 割程度にとどまっており、これが完全に回復すればインバウンド需要を大きく押し上げるとみられるが、当面は航空便の増便が追い付かず、緩やかな回復となる。仮に中国からの訪日者数が今後 1 年間でピークと同程度まで回復すると想定すれば、インバウンド需要 (旅行収支受取) は 2023 年度に約 3,400 億円 (GDP 比 0.06%)、2024 年度にはさらに約 8,600 億円 (0.15%) 押し上げられると試算される¹³。

一方で、中国本土以外からの訪日客数は、既に概ねピークに達していることに加え、中国本土からの旅行者の増加により宿泊施設など供給サイドの制約が強まることも考慮すると、今後の増加ペースは緩やかなものにとどまるとみておくべきだろう。

以上を踏まえると、2023 年度のサービス輸出は実質で前年比 16%程度、2024 年度は 9%程度、2025 年度は 5%程度の拡大が見込まれ、それぞれ実質 GDP 成長率に対する寄与度は 0.6%Pt、0.4%Pt、0.2%Pt となり、特に 2023 年度から 2024 年度にかけて景気の拡大に貢献しよう。



日銀は金融政策を微修正

日本銀行は、7 月 27~28 日の金融政策決定会合で、短期の政策金利 (日銀当座預金金利) を▲0.1%、長期の政策金利 (10 年物国債金利) をゼロ%程度とする基本方針は維持しつつも、「±0.5%程度」を目途としていた長期金利の変動幅を「より柔軟に運用する」とした。さらに、「1.0%の利回りでの指値オペ」を実施するとしたが、これは長期金利の上限を 1.0%に設定したに等しい。

日銀は今回の微修正の理由として、物価が 4 月の「展望レポート」 (経済・物価情勢の展望) で示した予想より上振れしているため、今後も上振れが続いた場合、長期金利の上限を今まで通り「ゼロ+

¹¹ 2023 年 7 月単月を年間ベース (12 倍) にすると 2,785 万人となり、2019 年の 3,188 万人の 87.3%に相当する。ただし、7 月は例年、旅行者の多い月であり、単純に 12 倍した場合、過大評価されている可能性がある点に留意が必要。

¹² インドネシア (2.9 万人)、マレーシア (1.7 万人)、フィリピン (5.2 万人)、シンガポール (2.5 万人)、タイ (5.0 万人)、ベトナム (4.5 万人)。() 内は各国の 7 月の数字。

¹³ 中国からの訪日外国人数が 2024 年 7~9 月期にピークだった 2019 年の四半期平均 240 万人に到達、以降はピーク直前の 2018 年と同程度のペースでの拡大にとどまり、既に概ねピークに達した中国本土以外からの訪日外国人数は、足元 2023 年 7~9 月期以降、2018 年と同程度のペースで拡大すると想定。なお、一人当たり消費額は直近 (2023 年 4~6 月期) の実績 192,742 円から不変とした。

0.5%程度」に抑えようとすれば市場に副作用が生じる恐れがあるためとしている。実際に、今回示された新たな展望レポートでは、2023年度の消費者物価（コア）の見通しを前回4月の前年比+1.8%（中央値）から+2.5%へ大幅に引き上げており、最近の物価上昇が予想以上であったことを追認した（右下表）。

しかしながら、2024年度の消費者物価は逆に前年比+2.0%から+1.9%へ下方修正、2025年度を+1.6%で据え置いている。より基調を示すとされるコアコア（除く生鮮食品・エネルギー）についても、2023年度は+2.5%から+3.2%へ大幅に上方修正したものの、2024年度は+1.7%、2025年度は+1.8%で据え置いた。すなわち、日銀が目指す2%の物価上昇は2025年度でも実現しないという見通しが示されたことになる。そのため日銀は、今回の金融政策決定会合でも現行の金融緩和の枠組みを維持し、ただ現在の「一時的な」物価上昇に対応するため、長期金利の上限を「0.5%程度」から「1.0%」へ引き上げた、という微修正を行ったわけである。

金融政策の修正を受けて、長期金利は8月に入り概ね0.6%台で比較的安定した推移を続けている。こうした状況を見る限り、今回の微修正が、変動幅を「±0.75%」ないしは「±1.0%」へ拡大することと、どう違うのか筆者には理解し難いが、少なくとも日銀は物価や長期金利の上振れリスクに強い警戒感を持っていること、長期金利が1%以上に上昇することは許容しないことだけは明らかになった。そして、展望レポートの通り、日銀は今後2年以上、短期金利をマイナスとし、長期金利を低めにコントロールするという現行の金融緩和を維持するつもりであることも再確認された。

しかしながら、当社は先述の通り消費者物価は2%以上の水準を維持し続けると予想している。そうした物価の見通しは、2024年1~3月期には、来春闘の状況や国内民間需要の持続的拡大と労働需給の引き締まり、米国経済の再加速、中国経済の底入れなどの経済情勢によって確度が高まろう。その結果、日銀は2024年4月にも現行の金融緩和と政策を終了すると予想する。

デフレ脱却を経て安定成長を探る展開へ

以上を踏ま今後の日本経済を展望すると、2023年7~9月期の実質GDP成長率は、輸出や設備投資の停滞により減速は避けられないものの、個人消費の復調により前期比プラス成長を維持しよう。さらに、2023年度下期にはインバウンド需要の拡大が続く中で欧米景気の底入れを受けて財の輸出が持ち直し、設備投資も拡大を再開、景気の回復が続こう。その結果、2023年度通年の実質GDP成長率は、前年比+2%程度まで伸びが高まると見込まれる（次ページ表）。

2024年度に入ると、海外景気が回復に向かうため、輸出は主役をサービスから財に移しつつ増勢を強めよう。個人消費は、強制貯蓄によるリベンジ消費が一巡するものの、物価上昇率が落ち着く中で賃金の上昇が続くため、良好な所得環境の下で堅調な拡大が続こう。設備投資は、若干の長期金利上昇は強い逆風とはならず製造業、非製造業を問わず拡大が続く、日銀は2%の物価目標の達成すなわち

日銀政策委員の大勢見通し

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(7月)	前回(4月)	今回(7月)	前回(4月)	今回(7月)	前回(4月)
2023	+1.2~1.5 <+1.3>	+1.1~1.5 <+1.4>	+2.4~2.7 <+2.5>	+1.7~2.0 <+1.8>	+3.1~3.3 <+3.2>	+2.5~2.7 <+2.5>
2024	+1.0~1.3 <+1.2>	+1.0~1.3 <+1.2>	+1.8~2.2 <+1.9>	+1.8~2.1 <+2.0>	+1.5~2.0 <+1.7>	+1.5~1.8 <+1.7>
2025	+1.0~1.2 <+1.0>	+1.0~1.1 <+1.0>	+1.6~2.0 <+1.6>	+1.6~1.9 <+1.6>	+1.8~2.2 <+1.8>	+1.8~2.0 <+1.8>

(注) < >内は政策委員見通しの中央値。(出所)日本銀行

デフレからの完全脱却を確認、4月にも現行の金融緩和を終了しよう。

2025年度は、緩やかな金利上昇の下で設備投資の拡大局面が終了、輸出もインバウンド需要の拡大一服により伸び悩むものの、所得環境の改善を背景に個人消費は増勢を維持し、1%程度の安定的な成長が続くと予想する。

2025年度にかけての日本経済は、長く続いたデフレ局面に完全に終止符を打ち、賃金と物価が一定の上昇を続ける下での個人消費拡大を軸とする、巡航速度の成長を探っていくこととなろう。

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	2025 予想
実質GDP	▲4.1	2.7	1.4	2.1	1.3	0.9
国内需要	▲3.4	1.9	1.9	0.6	1.1	0.6
民間需要	▲5.6	2.1	2.6	0.6	1.4	0.7
個人消費	▲5.1	1.5	2.5	0.6	1.0	1.2
住宅投資	▲7.2	▲0.6	▲3.0	▲2.1	0.1	▲0.4
設備投資	▲5.4	2.3	3.1	1.7	2.4	▲1.1
在庫投資(寄与度)	(▲0.3)	(0.4)	(0.2)	(▲0.2)	(0.1)	(0.1)
政府消費	2.7	3.4	0.7	0.4	0.7	0.8
公共投資	4.9	▲6.5	▲3.1	0.5	▲0.7	▲2.5
純輸出(寄与度)	(▲0.7)	(0.9)	(▲0.5)	(1.5)	(0.2)	(0.3)
輸出	▲9.9	12.4	4.5	3.7	5.4	4.0
輸入	▲6.3	7.1	7.2	▲3.9	4.8	2.7
名目GDP	▲3.4	2.5	2.0	6.4	2.7	2.4
鉱工業生産	▲9.6	5.6	▲0.3	0.9	3.0	0.9
失業率(%、平均)	2.9	2.8	2.6	2.5	2.2	1.9
経常収支(兆円)	16.9	20.2	9.4	27.0	21.0	20.7
消費者物価(除く生鮮)	▲0.7	0.1	3.0	2.8	2.3	2.0

(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。