

日本経済情報 2023年9月号

Summary

【内容】

7月以降も景気拡大続く

8月の販売統計は小じっかり

賃金は上昇傾向を維持

労働需給のひっ迫が賃金を押し上げ

物価上昇は鈍化し実質賃金はプラスへ

強制貯蓄の取り崩が個人消費を押し上げ

設備投資の停滞続く

財輸出は回復一服の兆し

インバウンド需要は過去のピークに到達

金融政策は不変ながら出口は確実に接近

金利と賃金上昇への耐性強化が不可避

改定経済見通し～デフレ脱却が迫る正常経済への耐性強化

4～6月期の実質GDP2次速報では設備投資が下方修正され、外需のみに依存する成長の姿がより鮮明に。ただ、7月以降の景況感的良好、販売統計も7～8月の個人消費が堅調であったことを示す。

今後の個人消費のカギを握る賃金は、統計の癖を考慮すれば春闘を反映し7月にかけて上昇率が高まっている模様。労働需給はひっ迫しており、来春闘でも高い賃上げ率となる見込み。消費者物価の伸びは鈍化が見込まれるため、足元で伸び悩む実質賃金もいずれ反転上昇し、個人消費の拡大を後押ししよう。

設備投資は先行指標が当面の停滞を示唆、財輸出には自動車生産の正常化に伴う回復が一服する兆しが見られるものの、インバウンド需要は過去のピークを回復、今後も景気押し上げに貢献する見通し。

日銀は9月の決定会合で金融政策を予想通り現状維持とした。マイナス金利解除の前倒しを期待させる発言の真意を巡って注目された植田総裁の記者会見では、むしろ物価目標達成への距離感の遠さが強調され、市場の期待は後退。ただ、ファンダメンタルズについての認識は距離の縮小を感じさせる面も。当社は2024年4月にも現行の金融緩和が終了するとの予想を維持。

デフレ脱却は経済の正常化であり、物価上昇下で一定の金利と賃金上昇がある本来の姿への対応を企業にも政府にも迫る。その対応策は「リストラ」ではなく生産性向上のための再構築であろう。

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

日本経済の成長率見通し(年度)

前年比,%,%Pt	2022 実績	2023 予想	2024 予想	2025 予想
実質GDP	1.4	2.0	1.4	0.9
個人消費	2.5	0.5	1.1	1.2
住宅投資	▲3.0	1.5	▲2.5	▲2.9
設備投資	3.1	1.4	2.5	▲1.1
公共投資	▲3.1	0.7	▲0.8	▲2.5
純輸出(寄与度)	(▲0.5)	(1.2)	(0.3)	(0.4)
輸出	4.5	3.5	5.4	4.0
輸入	7.2	▲2.7	3.8	2.1
失業率(%、平均)	2.6	2.5	2.2	1.9
消費者物価(除く生鮮)	3.0	2.9	2.2	2.0

(出所)内閣府ほか、予想部分は伊藤忠総研による。

7月以降も景気拡大続く

9月8日に発表された2023年4~6月期GDP2次速報値は、実質GDPが前期比+1.2%（年率+4.8%）となり（右図）、1次速報値の前期比+1.5%（年率+6.0%）から比較的大きな下方修正となった。それでも高成長であり、景気の拡大ペースはむしろ加速しているが、その中身は、設備投資がマイナスに転じたことで国内民間需要の回復一服がより鮮明となり、外需のみに依存した景気拡大は、その持続力に懸念を抱かせる。

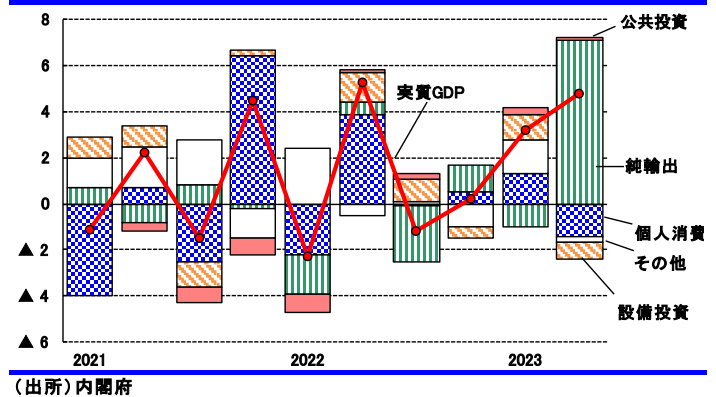
ただ、内閣府の景気ウォッチャー調査は、7月以降も景気の拡大が続いている可能性を示している。景気の現状判断DI（水準、季節調整値）は7月の52.2から8月は52.0へ小幅低下したものの、2017年11~12月¹以来となる高水準を維持した（右図）。内訳を見ると、「企業動向関連」（7月49.1→8月49.5）は製造業の改善（46.1→47.1）により上昇したものの、「家計動向関連」（52.8→52.7）が小幅に悪化した。

「家計動向関連」の内訳を見ると、「小売関連」（7月51.9→8月53.6）が百貨店やコンビニの好調持続により一段と改善したが、「サービス関連」（56.7→53.6）がレジャー施設関連を中心に高水準ながら低下したほか、「飲食関連」（52.5→51.9）も50超を維持しているが3ヵ月連続で悪化した。レジャー関連では物価高や猛暑、飲食店はコスト高やガソリン高、猛暑、台風を悪化の理由として散見された。

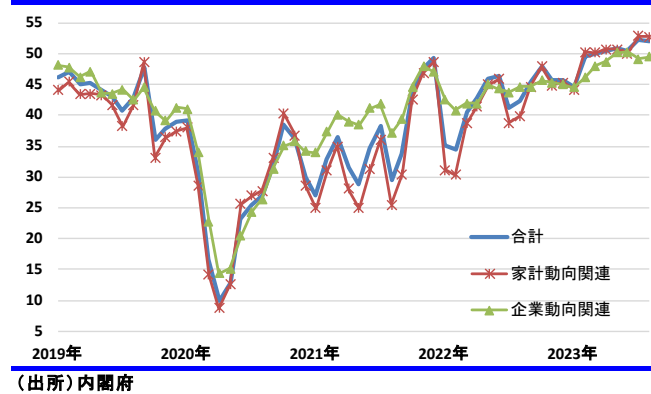
8月の販売統計は小じっかり

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、8月のコンビニ売上（既存店）は、7月の前年同月比+5.1%から+6.1%へ伸びを高めた²。コロナ直前2019年同月との比較では（右図）、7月の+7.5%から8月は+4.6%へ伸びが鈍化した²が、5月（+4.1%）や6月（+4.7%）と同程度を維持しており、7~8月を均せば堅調に拡大したと評価すべきであろう。お菓子や飲料、アイスクリームなどの加工食品（7月前年同月比+11.1%→8月+13.3%）やチケットなどのサービス（+2.3%

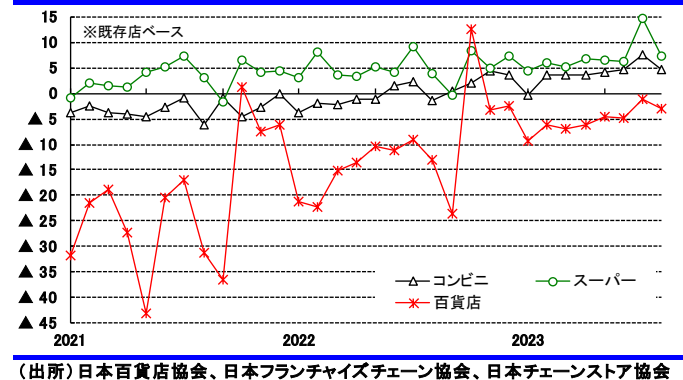
実質GDPの推移（季節調整値、前期比年率、%）



景気ウォッチャー調査（現状判断、水準、季節調整値）



業態別の小売売上高の推移（既存店、2019年同月比、%）



¹ 2017年11月は51.1、12月は52.3だった。

² 来客数は前年同月比+5.1%、客単価は+0.9%。

→+4.9%) が伸びを高めており、訪日外国人数の増加や気温の高さのほか、夏祭りなどのイベント開催復活により夏休みの外出が増えたことも追い風となったようである。

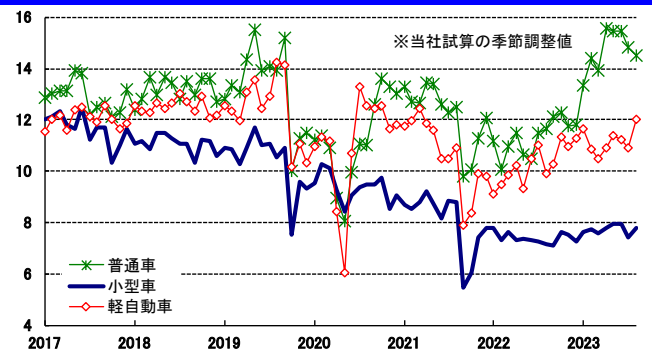
8月のスーパー売上高(既存店)は、7月の前年同月比+4.9%から+3.4%へ伸びが鈍化した。2019年との比較でも、7月の+14.6%から8月は+7.3%へ鈍化している(上図)。ただ、内訳を見ると、主力の食料品(7月前年同月比+4.8%→8月+4.8%)は伸びが変わらず、衣料品(+8.6%→+8.4%)は小幅鈍化、住居関連品(+4.4%→+4.4%)も行楽用品の好調により変わらずであり、「その他」(+4.9%→▲15.5%)の落ち込みという特殊要因によるところが大きい。食料品の売上増は価格上昇を背景とする部分が大いいため業績が好調だとは言いが、売り上げは堅調な伸びが続いている。

8月の百貨店売上高(店舗数調整済)は、7月の前年同月比+8.6%から+11.8%へ伸びを高めた。2019年比では、7月の▲1.2%から8月は▲2.9%へマイナス幅が若干拡大³したが小幅なマイナスにとどまっており、6月までよりは好調で、概ねコロナ前の水準を回復している。2019年との比較では、インバウンド需要の回復や外出の増加、猛暑効果で「身の回り品」が大幅に増加、「雑貨」が回復してきているが、主力の「衣料品」や家具などの「家庭用品」は相対的に回復が遅れている。

8月の乗用車販売台数(新車)は、7月の前年同月比+11.4%から+19.8%へ伸びが高まった。季節調整値(当社試算)の前月比でも+3.5%と3ヵ月ぶりの増加に転じ、年率換算411.5万台と2ヵ月ぶりに400万台を回復した。内訳を見ると(右図)、小型車(7月前月比▲6.6%→8月+5.0%)や軽自動車(▲3.1%→+10.1%)が復調し、普通車(▲4.1%→▲2.1%)の落ち込みをカバーした。ただ、7~8月平均では404.5万台であり、4~6月期の414.9万台から減少している。自動車生産の状況を見ると、自動車を含む輸送用機械工業の生産予測指数が8月は前月比▲3.0%、9月は+2.4%と均せば概ね横ばい推移であり、部品不足緩和に伴う自動車生産正常化の動きはひとまず一服した模様である。それでも稼働率から判断する限り拡大余地は残っている⁴とみられ、今後も部品不足の確保に障害が生じなければ供給制約が自動車販売の増加を抑えることは避けられそうである。

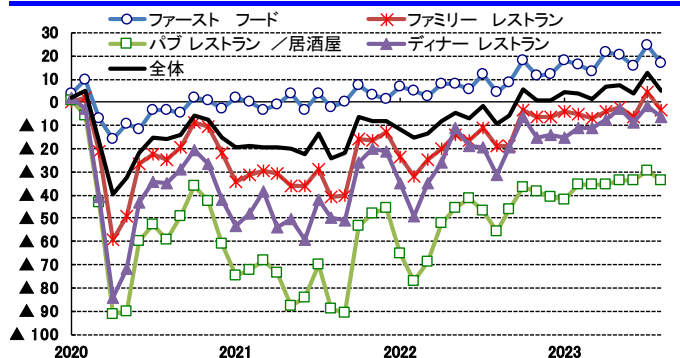
8月の外食売上(全店ベース)は、7月の前年同月比+14.2%から+16.6%へさらに伸びを高めたが、2019年との比較では+12.6%から+5.2%へ鈍化している(右図)。景気ウオッチャー調査で指摘された通り物価高や猛暑、台風の影響が出た可能性がある。ただ、6月の+3.5%は上回っており、均して見れば回復傾向は維持しているとみて良い

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

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 2019年8月の売上が10月の消費増税を前に駆け込み需要で水準がやや高まっていた影響もあると考えられる。

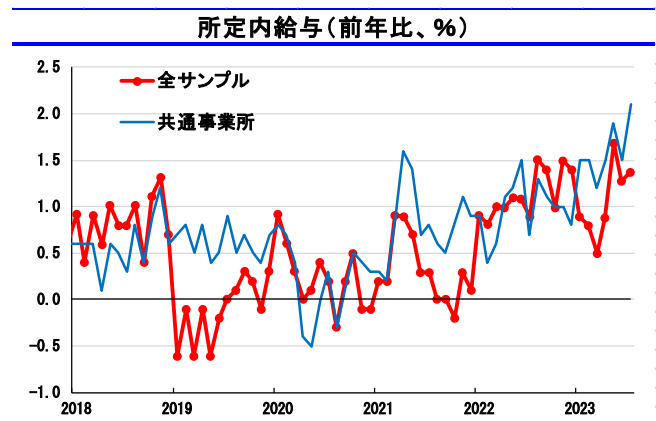
⁴ 輸送用機械工業の稼働率指数は7月時点で季節調整値114.3(原数値120.2)であり、今年のピーク水準である3月の120.7(134.2)、4月の126.7(110.1)を下回っている。

だろう。

業態別に見ても8月は2019年比の伸びが悪化しているが、ファーストフード(6月2019年比+15.6%→7月+24.4%→8月+16.8%)はコロナ前を大幅に上回る状況が続いており、ファミリーレストラン(▲6.1%→+4.2%→▲3.6%)もコロナ前を概ね回復、ディナーレストラン(▲8.5%→▲1.8%→▲6.4%)もコロナ前の水準に近付いている。一方で、パブレストラン/居酒屋(▲33.9%→▲29.8%→▲33.5%)は店舗数の落ち込み(8月コロナ前比▲30.9%)を主因に大幅減が続いており、引き続き出遅れが目立っている。

賃金は上昇傾向を維持

以上の通り、販売統計を見る限り、個人消費は7月以降、概ね好調であるが、今後の動向を見通すにあたっては、まず賃金の行方が重要である。「毎月勤労統計」によると、7月の所定内給与(基本給)は、前年同月比+1.4%と6月(+1.3%)から伸びを小幅に拡大した(右図、「全サンプル」)。また、調査サンプル入れ替えの影響を受けない「共通事業所⁵⁾」だけの数字を見ると、7月は+2.1%と6月+1.5%から伸びがより大きく高まっている。



(出所)厚生労働省「毎月勤労統計」

調査方法の違いから2つの数字の特徴を挙げると、

①「共通事業所」はほぼ全てが500人以上の事業所すなわち大企業であり、②「全サンプル」の数字にはサンプル入れ替えにより前年比に歪が生じる可能性がある、となる。そのため、①大企業では今年の春闘賃上げ率の反映が進んでおり、②サンプル入れ替えのタイミングに当たる7月に、所定内賃金の両者の伸びの差が0.2%ポイントから0.7%ポイントに拡大したことは、サンプル入れ替えによって全サンプルの数字が下方に0.5%程度シフトした可能性を示している、と言えそうである。

これらを前提にすると、実際の所定内給与は7月に前年同月比+1.9%近くまで伸びを高めた可能性がある。さらに今後、9月にかけて今年の春闘賃上げ率が反映されていくと見込まれる⁶⁾。当社は、所定内給与が7~9月期に前年同月比+1.9%まで伸びを高め、所定外給与やボーナスなどの特別給与を含めた現金給与総額では2%半ばまで上昇すると予想⁷⁾しているが、7月時点では概ねその通りとなっている。

⁵⁾ 毎月勤労統計では、500人以上の事業所は全数調査、それ以外の事業所はサンプル調査しており、30~499人の事業所は毎年1月に半数、5~29人の事業所は毎年1月と7月に1/3のサンプル入れ替えを実施する。「共通事業所」とは、前年も調査対象となった事業所だけを集計したものであり、サンプル入れ替えの影響を受けないが、対象の大部分は必然的に500人以上の事業所となる(約99%)。

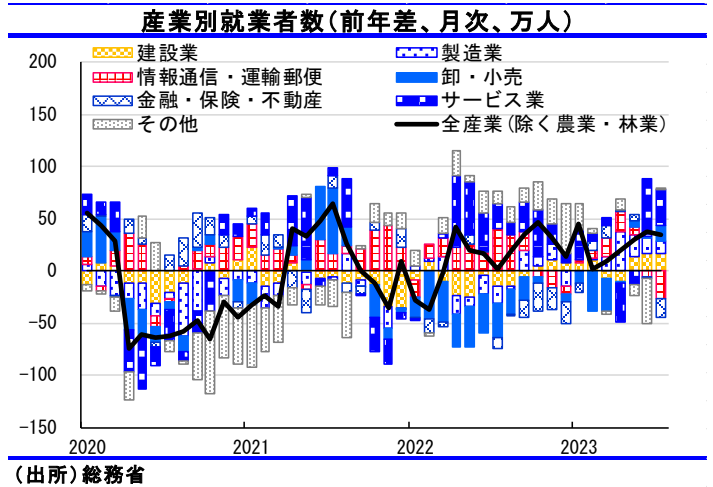
⁶⁾ 厚生労働省が公表する「賃金引上げ等の実態に関する調査」によると、2022年の「賃金改定後の初回支給時期」は5月中旬までが43.1%、9月中旬までが89.5%となっており、9月頃にかけて賃金に反映されていくとみられる。

⁷⁾ 詳しくは、2023年8月29日付「日本経済情報2023年8月号 2025年度までの経済見通し~デフレ局面に終止符」参照。

<https://www.itochu-research.com/ia/report/2023/2406/>

労働需給のひっ迫が賃金を押し上げ

雇用（労働需要）の動向も個人消費の行方を占う上で重要な要素であるが、コロナ禍を脱し経済活動の正常化が進む中で、労働需要の回復が続いている。「労働力調査」によると、2023年7月の就業者数は、前年同月比+35万人と大きく増加した（右図）。産業別に見ると、「サービス業」が前年同月比+34万人、「卸・小売」+16万人、「建設業」+16万人、「製造業」+12万人となっており、サービス消費の堅調拡大を反映してサービス産業が増加の中心であるが、その他コロナ禍で落ち込んだ業種にも回復が広がっている様子が窺える。一方、高齢者の労働市場への復帰や女性の労働参加が進んでいることを背景に労働供給も増加しているが、7月の労働力人口は前年同月比+24万人、うち女性が+27万人で増加の大部分を占めた。労働力人口の増加は就業者数の増加に追いついておらず、労働需給はひっ迫している⁸。



これまで指摘した通り⁹、中長期的には高齢者や女性の労働供給の増加余地は限られているため、今後は一層、労働需要の増加に見合う労働供給の確保が難しくなり、失業率は低下、労働需給はひっ迫し、賃金上昇圧力は高まっていくとみられる。そのため、来年以降の賃金動向のカギを握る春闘賃上げ率は、物価の上昇や労働需要の逼迫、企業収益の改善を受けて、前年度比+4.1%まで上昇し、所定内給与は2024年度平均で前年比2.4%程度まで上昇するとの予想を維持する。

物価上昇は鈍化し実質賃金はプラスへ

個人消費回復の最大の逆風となる消費者物価は、ようやく上昇に頭打ちの兆しが見られる。8月の消費者物価（総合）は、生鮮食品価格の上昇が鈍化したことから、前年同月比+3.2%と7月の+3.3%から小幅ながら鈍化した。ただ、生鮮食品を除いたコアでは+3.1%と7月と同じ上昇率であり、ピークアウトには至っていない。

今後は、リベンジ消費の継続やインバウンド需要の増加を背景にサービス価格で上昇が続くものの、政府によるエネルギー価格への補助金延長¹⁰や、昨年大きく上昇した反動により、コア消費者物価は2%台へ鈍化していくと予想する（次ページ左上図）。先述の通り、賃金は前年比2%半ばまで上昇率を高めていくとみられるため、物価変動を除いた実質賃金は、2023年度後半にはゼロ%程度に、来年度以降はプラスに転化し伸びを高めると予想する（次ページ右上図）。前月の見通しと比べ、物価が上振れしたことから実質賃金の改善がやや遅れるが、実質賃金が増えれば個人消費の安定的な拡大に大きく貢献しよう。

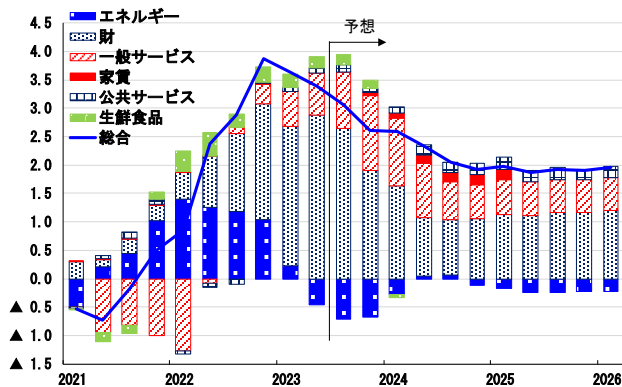
⁸ ただ、7月の失業率（季節調整値）は6月の2.5%から2.7%へ上昇、労働力人口の増加が主因であり、足元では就職環境の改善を背景に労働力供給が増加する動きも見られる。

⁹ 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>

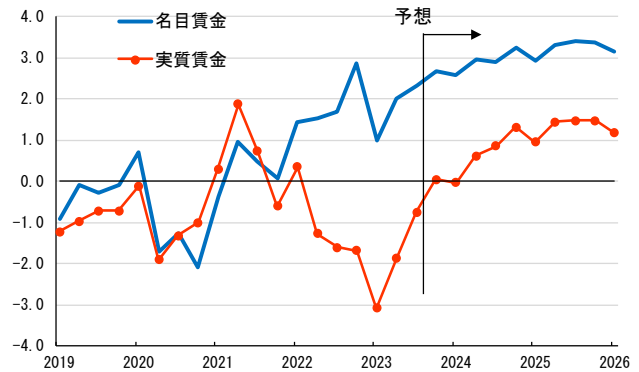
¹⁰ 政府は、9月末に終了予定だったガソリンや電気・ガス代への補助金を2023年末まで延長した。

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

名目賃金と実質賃金(前年同月比、%)

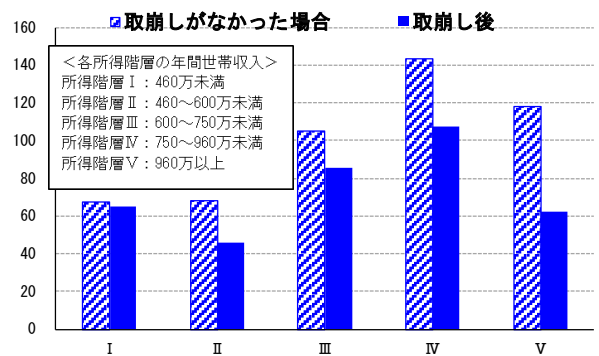


(注)見通しは、伊藤忠総研の試算値
(出所)毎月勤労統計

強制貯蓄の取り崩しが個人消費を押し上げ

足元では依然として実質賃金の落ち込みが続く中で、先に見た通り7月以降、個人消費が堅調に推移しているのは、いわゆる「強制貯蓄」の取り崩しによるものが大きいと考えられる。コロナ禍で消費活動が制約されたことによって積みあがった「強制貯蓄」は、今年に入り取り崩しが進み、リベンジ消費の拡大に貢献している。当社の試算¹¹によると、強制貯蓄は2023年4～6月期時点では、1世帯当たり60～140万程度積みあがっていたはずだが、実際には40～100万程度となっており、その差額は取り崩しによるものである(右図)。所得階層別にみると、所得階層Vの高所得者層では、半分程度取り崩されている。一方で、所得階層Iの低所得者層では取り崩し額が小幅にとどまっており、物価上昇を受けて低所得者層ほど節約志向がより強まった模様である。今後、物価上昇が鈍れば、幅広い所得階層で強制貯蓄の取り崩しが進み、個人消費の回復に弾みをつけると期待される。

所得階層別の強制貯蓄額(23/4-6月期時点、万円)



(出所)伊藤忠総研による推計値

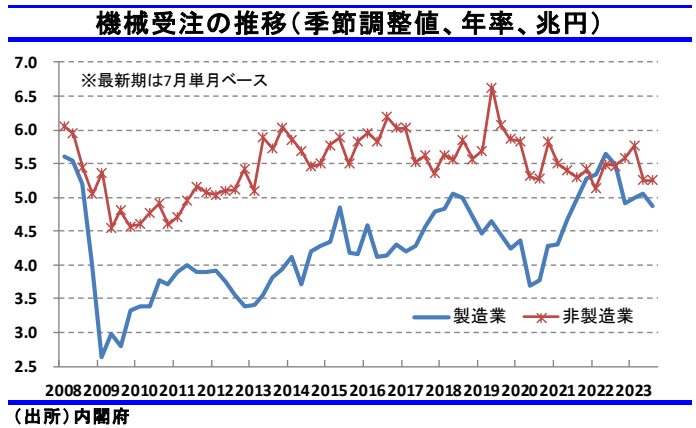
設備投資の停滞続く

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▲1.0%と減少に転じたが、先行指標は7月以降も軟調に推移する可能性を示している。

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7月に前月比▲1.1%と2ヵ月ぶりの減少に転じ、7月の水準は4～6月平均を2.0%下回った。内閣府は7～9月期を前期比▲2.6%と予想しているが、概ねその通りの動きとなっている。7月だけの数字で判断するのは早計であるが、機械受注は4～6月期も前期比▲3.2%と減少しており、設備投資に1四半期前後先行する傾向を踏まえると、設備投資は7～9月期も前期比で減少が続く可能性があると言える。

¹¹ 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/ia/report/2023/2311/>

業種別に見ると（右上図）、製造業からの受注は7月に前月比▲5.3%と3ヵ月ぶりの減少に転じた。その結果、7月の水準は4～6月平均を3.4%も下回っており、7～9月期の内閣府予想（前期比▲2.3%）以上の落ち込みである。一方、非製造業からの受注は、6月の前月比+9.8%に続き7月も+1.3%と増加、7月の水準は4～6月平均並みにとどまり、7～9月期は内閣府の予想（前期比▲1.4%）を上回る可能性を示した。

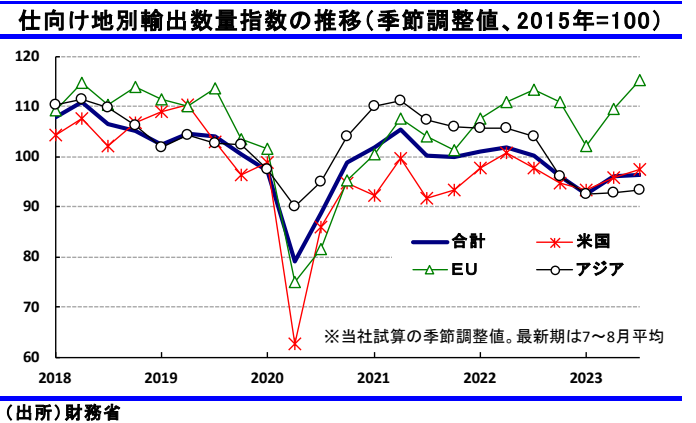


建設投資の先行指標である建設着工床面積も、7月は前年同月比▲31.1%もの大幅マイナスとなり、6月の▲35.1%からは若干改善したものの、4～6月期の前年同期比▲20.3%から大きく悪化している。主な用途別に見ると、工場（4～6月期前年同期比▲33.9%→7月▲22.6%）はマイナス幅が縮小したものの、事務所（▲15.7%→▲27.2%）や店舗（▲21.4%→▲34.4%）、倉庫（▲18.9%→▲45.0%）はマイナス幅が拡大している。単月では振れの大きい統計であり、今後の動向を注視する必要があるが、当面は建設投資全体として弱含みで推移する可能性がある。

財輸出は回復一服の兆し

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、8月に前月比▲2.5%と5ヵ月ぶりの減少に転じた。その結果、7～8月平均の水準は4～6月平均を0.4%上回るにとどまり、回復が一服する可能性が示された（右図）。

仕向け地別に見ると、EU向けが8月に前月比▲12.7%もの落ち込みとなったが、それまで大幅に増加していたため、7～8月平均は4～6月期を5.2%上回っている。米国向けは7月の前月比+1.6%に続き8月も+1.4%と増加し、7～8月平均は4～6月を1.8%上回った。アジア向けは8月に前月比▲1.5%と減少に転じたが、EU向け同様、それまでの増加の範囲であり7～8月平均は4～6月を0.6%上回っている。うち中国向けは、7月の前月比▲0.9%から8月は+0.6%と下げ止まったが、7～8月平均では未だ4～6月を1.8%下回っており、アジア向けの増加は専らASEANなど中国以外向けによるものである。



今後は、自動車生産の正常化に伴う回復が一巡する中で、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、財の輸出は欧米向けを中心に伸び悩む可能性が高い。中国向けは下げ止まりの動きも見られるが、中国経済の回復力は弱く、緩慢な持ち直しにとどまろう。財輸出全体の増勢が強まるのは、欧米景気が復調に向かう2024年半ば以降になると見込まれる。

インバウンド需要は過去のピークに到達

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。8月の訪日外国人数は215.7万人となり7月の232.1万人から減少したが（右図）、例年7月が多くなる傾向があるため、季節的な要素が強い。年間ピークを記録した2019年の同月と比べると7月の77.6%に対して8月は85.6%とむしろ良好であり、訪日外国人数は順調に回復している。

また、8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7月と同じであると仮定すれば、4,274億円に上る。2019年の同月を8.5%上回っており、過去最高水準に達していることになる（7月は2019年比+1.4%）。

8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（56.9万人）で、以下、台湾（39.6万人）、中国本土（36.4万人）、香港（20.6万人）、米国（13.8万人）と続く。ASEAN主要6か国¹²の合計は18.3万人に上り、存在感を高めている。また、8月の訪日外国人数では、全体が減少する中で、中国本土から台湾に迫る規模まで増加したことが注目される。中国政府が8月10日に日本への団体旅行を解禁したことが一因とみられ、今後も中国本土からの訪日者数の増加が見込まれる。一方で、福島第一原発の処理水放出を受けて中国からの旅行者にキャンセルが出ているという報道もある。

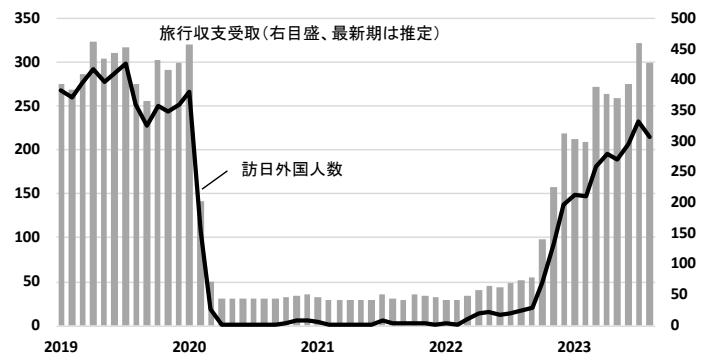
仮に中国からの観光客が伸び悩んだとしても、これまで見た通り、韓国や台湾、ASEANなどからの旅行者の増加や円安による一人当たり消費額の増加により、インバウンド需要はすでにピークを上回る水準を回復しており、今の水準を維持するだけでも景気押し上げに大きく貢献することは間違いない。景気回復を受けて人手不足が極まり、国内旅行者の回復もあって旅行関連分野でのサービス供給余力が乏しくなっていることも考慮すると、訪日観光客数の増加よりも単価引き上げを図るべきだという考え方もあろう。

金融政策は不変ながら出口は確実に接近

景気が底堅く推移する中で、日本銀行は9月21～22日の金融政策決定会合において、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を維持、長期金利の上限を事実上1.0%で据え置いた。ここまでは事前予想通りであり、決定会合後の植田総裁の会見で最大の注目点は、読売新聞が9月9日に報じた総裁へのインタビューにおいて、賃金と物価の自律的な好循環、ひいては物価目標達成のカギを握る来春の賃上げが「十分だと思える情報やデータが年末までにそろふことも可能性としてはゼロでない」という発言の真意であった。

結論から言えば、「年内にないと言え、決定会合の議論に縛りをかけてしまう」ことを懸念した

訪日外国人数と旅行収支受取額（万人、10億円）



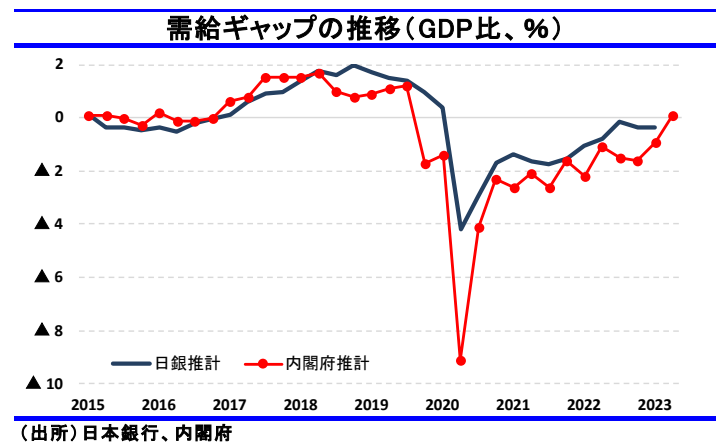
（出所）財務省、日本政府観光局

¹² インドネシア（2.1万人）、マレーシア（1.9万人）、フィリピン（3.9万人）、シンガポール（2.0万人）、タイ（3.3万人）、ベトナム（5.1万人）。（ ）内は各国の8月の数字。

けだと説明、加えて、物価目標達成の見通しが立ちマイナス金利を解除するまでの距離が縮まったわけではないとして、会見ではむしろ、物価目標達成まで距離があることが改めて強調された印象であった。そのため、0.745%まで上昇していた国債10年物利回りは、翌営業日の25日には0.73%へ低下、市場の金融緩和終了への期待感は後退した。

ただ、会見では、個人消費は7月の家計調査が示すほど悪くはなく緩やかに増加していると判断していること、企業収益は好調で春闘に向けて好材料であること、など物価目標達成に向けてポジティブな見方も示された。また、植田総裁は、物価変動の背後にある3つの要素として、需給ギャップ、予想物価上昇率、賃金上昇率を挙げた。

これらのうち、需給ギャップは、日銀の推計によると2023年1~3月期にGDP比▲0.3%までマイナス幅が縮小しており、内閣府の推計では1~3月期の▲0.9%から4~6月期はプラスに転じている（右図）。前提とする潜在成長率は日銀の方が内閣府より低いとみられる¹³ことを踏まえると、日銀が推計する需給ギャップも4~6月期にプラスに転じている可能性が高い。もちろん、下記に詳述する通り7~9月期の実質GDP成長率は潜在成長率を下回り、需給ギャップが一旦は再びマイナスに転じる可能性が高いとみられるが、景気の拡大基調が維持されるのであれば10~12月期にも需給ギャップは再びプラスに転じ、物価を押し上げる方向に寄与しよう。そのことは、10~12月の実質GDP1次速報が発表される2023年2月15日にも確認できよう。



予想物価上昇率は、日銀短観6月調査の「企業の物価見通し」で全産業全規模合計の「物価全般の見通し」が1年後を前年比2.6%、3年後を2.2%、5年後を2.1%としており、下方修正されてはいるが長期に渡って2%を超えている。10月2日発表予定の日銀短観9月調査で、改めて確認することとなる。

賃金上昇率は、前述の通り今年の春闘賃上げ率が9月にかけて概ね反映されるため、今後も伸びを高める傾向にあるとみられる。さらに、継続的な賃金上昇という観点では、来年度の春闘賃上げ率の水準感がある程度見通せるようになる2024年1~3月期中が一つの確認のタイミングとなる。当社では、春闘賃上げ率を決定する三大要素と考えられる企業業績（経常利益）、労働需給（失業率）、消費者物価上昇率（前年度ないしは過去2年平均）のいずれもが、今後、年末にかけて、高い賃金上昇率を促す状況になるとみており、これらの状況を見極めたうえで、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の予想を維持する。

¹³ 日銀の推計による潜在成長率は2023年1~3月期時点で前年比+0.32%、内閣府の推計は前期比年率+0.5%（1~3月期、4~6月期とも）であり、単純に比較はできないが、日銀推計の2022年10~12月期が前年比+0.21%であることを踏まえると、少なくとも日銀の試算する潜在成長率が前期比年率でも内閣府の試算を大きく上回るとは考え難い。

金利と賃金上昇への耐性強化が不可避

今後の日本経済を展望するうえで、まずは足元 7～9 月期の状況を整理しておくこと、注目は①個人消費は拡大傾向を取り戻すのか、②設備投資は増加に転じるのか、③外需の寄与はどうなるのか、の 3 点であろう。

まず、①個人消費については、これまで見た通り販売統計は 7～8 月の状況が 4～6 月期より改善していることを示しており、その裏付けとして、実質賃金は未だ伸び悩んでいるものの、強制貯蓄の取り崩しがリベンジ消費の原動力となっている可能性も指摘できた。そのため、7～9 月期の個人消費は前期比プラスに転じたとみられる。さらに先を見れば、10～12 月期以降は実質賃金の改善に伴って拡大基調を維持しよう。②設備投資については、先行指標が当面の軟調を示唆しているため、7～9 月期はせいぜい前期比で横ばい程度となろう。すなわち、7～9 月期の国内民間需要は小幅な増加にとどまったとみておくべきである。

③外需については、輸出よりもむしろ輸入の動向が注目される。GDP 統計の財・サービス輸入は 4～6 月期に前期比▲4.4%もの大幅な落ち込みを記録、輸出が+3.1%と比較的大きく増加したことと相まって、純輸出（輸出－輸入）の実質 GDP への寄与度は前期比で+1.5%ポイントにもなり、成長率のほぼ全てを説明する形となった。4～6 月期の財・サービス輸入のうちサービス輸入は前期比▲0.2%とほぼ横ばいであり、大幅な輸入の落ち込みは専ら財輸入の前期比▲5.5%によるものである。ただ、通関輸入数量指数の動きを当社試算の季節調整値で見ると、4～6 月期は▲0.4%と小幅なマイナスである。名目ベースで見ても財輸入の前期比▲9.3%に対して通関輸入額は▲4.7%であり、両者の差は主に季節調整など統計処理の違いによる部分と大きいと考えられる。そのため、7～8 月の実績が確認できる通関輸入額の前年同期比▲15.7%を参考にして、7～9 月期の名目財輸入も同程度の前年同期比になると想定することで季節性を排除すると、実質の財・サービス輸入は前期比で 2%程度増加すると見込まれる。結論を簡潔に示せば、7～9 月期の輸入は前期の大幅減の反動により、ある程度の増加が見込まれるということになる。さらに、輸出は財の増勢が鈍化しているため、これらの差し引きである純輸出は 7～9 月期の実質 GDP 前期比成長率をある程度押し下げるとみておくべきであろう。

以上を踏まえると、2023 年 7～9 月期の実質 GDP 成長率は、設備投資の停滞や純輸出のマイナス寄与により大幅減速が避けられず、個人消費の復調の状況次第では前期比マイナス成長に転じる可能性もあろう。少なくとも、内閣府が試算する潜在成長率の前期比年率 0.5%は下回る可能性が高いと言える。

ただ、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

日本経済の推移と予測(年度)

	2020	2021	2022	2023	2024	2025
前年比,%,%Pt	実績	実績	実績	予想	予想	予想
実質GDP	▲4.1	2.7	1.4	2.0	1.4	0.9
国内需要	▲3.4	1.9	1.9	0.7	1.1	0.4
民間需要	▲5.6	2.1	2.6	0.7	1.4	0.6
個人消費	▲5.1	1.6	2.5	0.5	1.1	1.2
住宅投資	▲7.2	▲0.6	▲3.0	1.5	▲2.5	▲2.9
設備投資	▲5.4	2.3	3.1	1.4	2.5	▲1.1
在庫投資(寄与度)	(▲0.3)	(0.4)	(0.2)	(▲0.1)	(0.1)	(0.1)
政府消費	2.7	3.4	0.7	0.5	0.7	0.6
公共投資	4.9	▲6.5	▲3.1	0.7	▲0.8	▲2.5
純輸出(寄与度)	(▲0.7)	(0.9)	(▲0.5)	(1.2)	(0.3)	(0.4)
輸出	▲9.9	12.4	4.5	3.5	5.4	4.0
輸入	▲6.3	7.1	7.2	▲2.7	3.8	2.1
名目GDP	▲3.4	2.5	2.0	6.1	2.8	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	26.4	22.6	23.5
消費者物価(除く生鮮)	▲0.7	0.1	3.0	2.9	2.2	2.0

(出所)内閣府ほか、予想部分は伊藤忠総研による。

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の見通しは、前月と同様である（前ページ表）。

さらに、2024年度に入ると海外景気が回復に向かい輸出が増勢を強め、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、実質賃金の増加を背景に堅調な拡大が続き、設備投資は若干の長期金利上昇を苦にせず拡大が続く姿も変わらず、日銀が4月にも2%の物価目標の達成を確認し金融緩和を終了するという予想も維持する。

ようやく実現するデフレ脱却は、経済が正常化することを意味するが、それは企業に対して安定的な物価上昇に見合った金利と賃金上昇に耐え得る覚悟を迫る。デフレ突入に至った90年代と決定的に異なるのは、コストの削減を生産性の上昇のみに頼る覚悟が必要なことであろう。行き過ぎた円安により国際市場でのモノやヒトの調達力が低下する中で、経済安全保障の観点からコスト最優先のサプライチェーンは見直しを迫られ、人手不足が極まり人材確保のコストは一段と上昇している。このような環境では、ただコストをカットするだけの「リストラ」による業績改善策は機能しない。生産性の向上に向けた真の経営資源の再構築が求められよう。莫大な有利子負債を抱えた政府においては、金利上昇下で歳出構造の抜本的な見直しが不可避であることは言うまでもない。

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。