

# 日本経済情報 2023年10月号

## Summary

### 【内容】

景気回復傾向ながら9月は陰りも

販売統計も9月は鈍化

設備投資は停滞続く

財輸出は回復傾向を維持

インバウンド需要はピークを更新

7~9月期 GDP 成長率は横ばい

賃金は所定内給与の上昇傾向続く

消費者物価は鈍化傾向

人手不足がサービス価格押し上げ

企業の投資意欲は旺盛

金融政策の再修正は時期尚早

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

## 景気は回復傾向も不確実性残し、金融政策は据え置きか

日銀短観は、6月から9月にかけて製造業で復調の動きが継続、非製造業も回復傾向を維持し、景気の拡大が続いたことを示唆。ただ、9月の景気ウォッチャー調査では景気回復の動きに一服感。

実際に9月の主要小売業態や乗用車、外食の売上は伸び悩み、物価上昇や厳しい残暑の影響で個人消費の回復にブレーキが掛かっている可能性。設備投資も先行指標が停滞の継続を示す。

一方、輸出は、財が自動車を中心に回復続き、サービスはインバウンド需要が過去最高を更新するなど好調。

7~9月期のGDP成長率は、個人消費が前期比で増加する一方、設備投資は減少、輸出は増加するが輸入も前期の反動で増えるため純輸出の寄与はゼロ前後、住宅投資も減少が見込まれるため、前期比横ばい乃至はマイナスとなる見込み。

7~9月期の成長鈍化の後、景気が停滞するか拡大傾向に戻るかは①海外景気動向、②賃金と物価、③企業の雇用・投資姿勢による。①海外景気動向は、欧米が当面減速、中国も緩慢な回復にとどまり、明るさが広がるのは来春頃となろう。

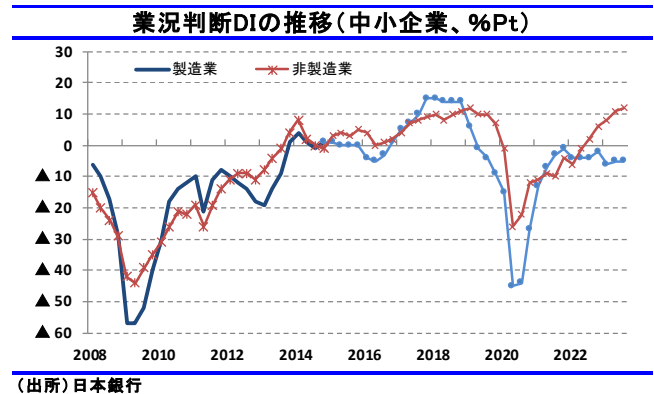
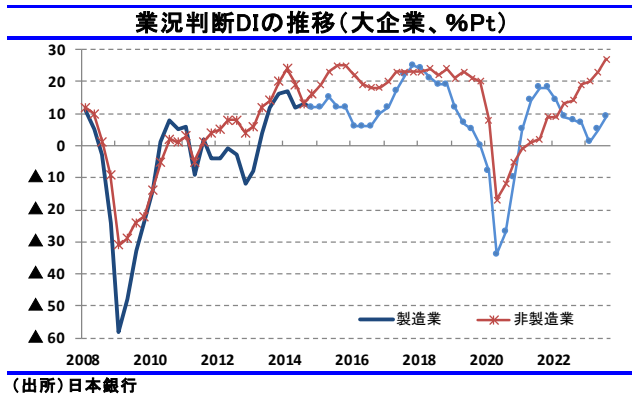
②賃金は今年度の高い春闘賃上げ率が徐々に反映され伸びが高まっている。さらに、来年度の春闘賃上げ率は今年度以上となり、賃金上昇ペースは加速の方向。一方の消費者物価上昇率は鈍化していくとみられるが、賃金上昇が下支えし前年比2%は割り込まない。実質賃金が前年比プラスに転じるのは来年前半に後ずれ。

③企業の人手不足感は極まっており、雇用は拡大するも限界近く労働需給はひっ迫し、賃金上昇圧力を一段と高める。設備も特に非製造業で不足感強まり、設備投資計画は強気。人手不足対策の観点からも設備投資の再拡大は時間の問題。

日銀は10月30~31日の金融政策決定会合で物価見通しを上方修正し2%の物価目標達成の可能性が高まっていることを示すも、当面の経済情勢の不確実性を理由に金融政策は据え置くと予想。

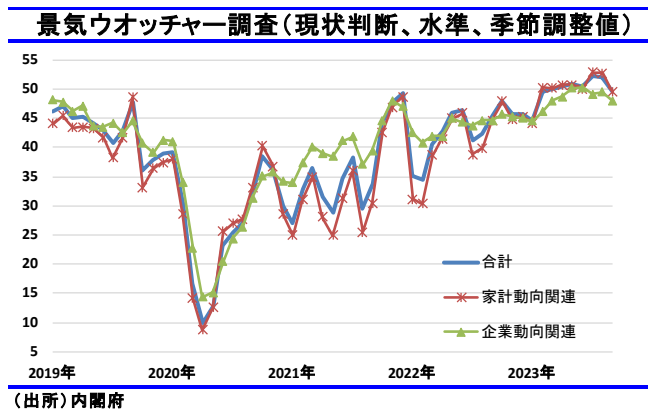
## 景気回復傾向ながら9月は陰りも

日本経済は、企業の景況感を見る限り、景気の拡大が続いている。9月調査の日銀短観は、景気（企業景況感）の代表的な指標である業況判断DI（良い－悪い）が、製造業（大企業）で前回6月調査の+5から+9へ、さらに4ポイント改善した（左下図）。非製造業（大企業）も、6月の+23から+27へ一段と上昇、現行系列（2014年12月調査～）で過去最高となった<sup>1</sup>。



ただ、中小企業については（右上図）、製造業（6月調査▲5→9月▲5）が横ばい、非製造業（+11→+12）は小幅改善にとどまり、大企業との温度差が見られた。それでも企業全体（全産業・規模合計）の業況判断DIは6月の+8から9月は+10へ改善している。つまり、日本経済は、6月から9月にかけて製造業で大企業を中心に復調の動きを継続、非製造業は回復傾向を維持し、景気の拡大が続いた、と評価できよう<sup>2</sup>。

内閣府の景気ウォッチャー調査は、景気の状態判断DI(水準、季節調整値)が8月の52.0から9月は49.4と7ヵ月ぶりに好不調の境目となる50を下回り、景気回復の動きに一服感が見られた（右図）。内訳を見ると、これまでの回復を牽引してきた「家計動向関連」（8月52.7→9月49.6）が1月以来の50割れとなり、「企業動向関連」（49.5→48.0）は製造業（47.1→43.7）が大きく落ち込み、50が遠のいた。



「家計動向関連」の内訳を見ると、「サービス関連」（8月53.6→9月54.0）が旅行・交通やレジャー施設関連の好調により改善、「飲食関連」（51.9→51.8）も50超を維持したが、「小売関連」（8月53.6→9月47.7）がスーパーや家電量販店、衣料品専門店を中心に悪化した。スーパーでは物価上昇や節約志向、家電量販店では来店客の減少や夏物販売の一巡、衣料品専門店では厳しい残暑で秋物が不振、という声が不振の原因として聞かれた。

景気の状態判断DIの四半期推移は、1～3月平均48.0、4～6月50.6、7～9月51.2と上昇傾向にあり、9月の悪化は専ら残暑による一時的なものだとの判断もできるが、物価上昇の影響が長引けば景

<sup>1</sup> 連続性はないが、旧系列で過去を遡ると1991年3月調査の+29以来の高水準となる。

<sup>2</sup> 日銀短観9月調査についての詳細は、2023年10月2日付 Economic Monitor「日銀短観9月調査：景気の拡大持続を確認、コスト増の価格転嫁は遅れ気味、設備・人手不足は強まり供給力強化が課題」参照。

<https://www.itochu-research.com/ia/report/2023/2444/>

気が腰折れする可能性もある点には留意が必要であろう。

## 販売統計も 9 月は鈍化

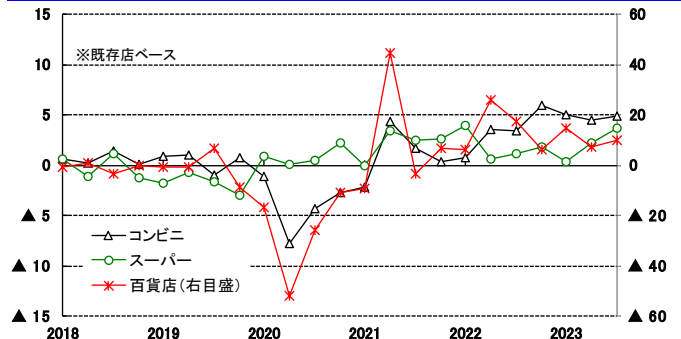
国内需要の柱である個人消費の実際の状況を各業界の販売統計で確認すると、9月のコンビニ売上（既存店）は、8月の前年同月比+6.1%から前年の反動もあり+3.5%<sup>3</sup>へ伸びが鈍化した。ただ、四半期毎の推移を見ると、それでも4~6月期の前年同期比+4.5%から7~9月期は+4.9%へ伸びを高めており、堅調な拡大傾向は維持している。外出や訪日外国人の増加により来店客数が増えたことに加え、猛暑の影響、イベント開催の復活などから、飲料やアイスクリームなどの「加工食品」とチケットなどの「サービス」が牽引役となった。

9月のスーパー売上高（既存店）も、8月の前年同月比+3.4%から+2.8%へ伸びが鈍化した。主力の食料品（8月前年同月比+4.8%→9月+4.8%）は専ら価格上昇により高い伸びを維持したが、衣料品（+8.4%→▲3.5%）は気温が高く秋物が不振で落ち込んだ。四半期推移では、4~6月期の前年同期比+2.3%から7~9月期は+3.7%へ伸びを高めている。外出の増加により衣料品のほか、行楽用品などの日用雑貨が好調であった。

9月の百貨店売上高（店舗数調整済）も、8月の前年同月比+11.8%から+9.2%へ伸びが鈍化した。主力の衣料品が子供服の落ち込みで、雑貨が化粧品を中心に、それぞれ伸びを落とした。ただ、四半期推移では、4~6月期の+7.3%から7~9月期は+9.8%へ増勢を強めている。なかでも、衣料品や身の回り品が好調であり、百貨店も外出やインバウンド需要の増加による恩恵を受けている。

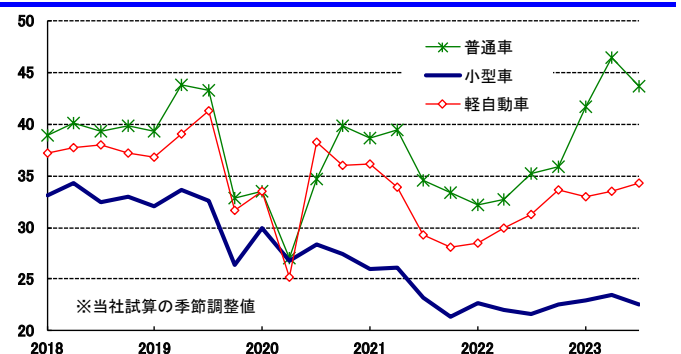
9月の乗用車販売台数（新車）も、8月の前年同月比+19.8%から+11.8%へ伸びが鈍化した。季節調整値（当社試算）の前月比でも▲2.7%と2ヵ月ぶりの減少に転じ、年率換算399.2万台と2ヵ月ぶりに400万台を割り込んだ。四半期ごとの推移を見ると、1~3月期の390.3万台から4~6月期は414.1万台と2019年10月の消費増税後では最高水準へ回復したが、7~9月期は402.0万台へ落ち込んだ。部品不足緩和による自動車生産の回復を受けた押し上げは一巡した模様である。内訳を見ると（右図）、軽自動車は回復傾向を維持したものの、普通車は急回復が一服、小型車も7~9月期は前期比で減少に転じている。

業態別の小売売上高の推移(既存店、前年同期比、%)



(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

新車販売台数の推移(乗用車、季節調整値、万台)

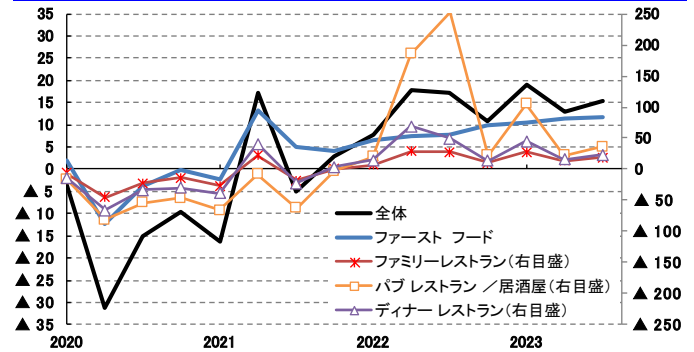


(出所)日本自動車工業会、全国軽自動車協会連合会

<sup>3</sup> 来客数は前年同月比+3.8%、客単価は▲0.3%。日経新聞(10/10)によると、単価の落ち込みは、前年に電子タバコ値上げ前の駆け込み需要があったため。

9月の外食売上（全店ベース）も、8月の前年同月比+16.6%から+15.0%へ伸びが小幅鈍化した。それでも四半期推移では4～6月期の前年同期比+13.1%から7～9月期は+15.2%へ伸びを高めており、回復傾向を維持している（右図）。価格上昇による押し上げ<sup>4</sup>もあるが、外出増やインバウンド需要の復調を背景に來客数は安定的に増加<sup>5</sup>しており、外食需要も順調に回復している。業態別に見ても、回復が先行したファーストフード（4～6月期前年同期比+11.5%→7～9月期+11.7%）は二桁増を維持、ファミリーレストラン（+13.9%→+18.6%）、ディナーレストラン（+16.1%→+23.3%）、パブレストラン／居酒屋（+22.7%→+36.1%）とも伸びを大きく高めており、いずれも業態も順調に回復している。

外食売上高の推移（前年同期比、%）



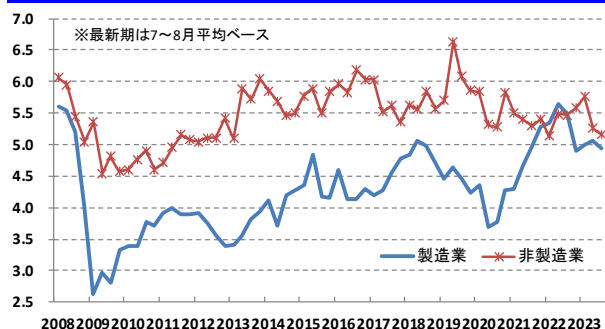
（出所）日本フードサービス協会の公表値から伊藤忠総研にて試算

## 設備投資は停滞続く

内需のもう一つの柱である設備投資は、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）が8月も前月比▲0.5%と2ヵ月連続で減少（7月は▲1.1%）、7～8月の水準は4～6月平均を2.2%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、概ねその通りとなっている。前期（4～6月期）も減少（▲3.2%）していることから、機械受注が設備投資に1四半期前後先行することを踏まえると、設備投資は7～9月期も4～6月期に続いて前期比で減少した可能性が高い。

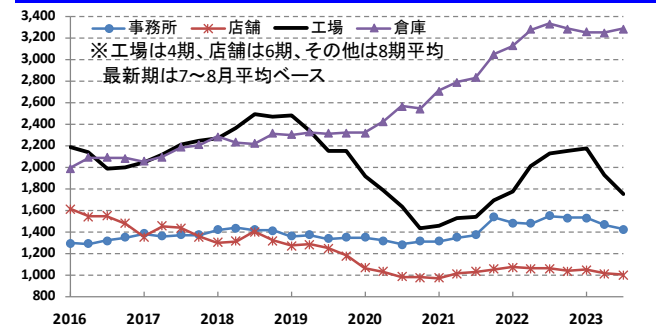
業種別に見ると（下左図）、製造業からの受注は8月に前月比+2.2%と2ヵ月ぶりの増加に転じたが、7月の落ち込み（▲5.3%）をカバーできず、7～8月平均の水準は4～6月平均を2.3%下回っている。非製造業からの受注も、6、7月と続いた前月比増加から8月は▲3.8%と減少に転じたため、7～8月の水準は4～6月平均を1.9%下回っている。

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

設備投資のうち、建設投資の先行指標である建設着工床面積は、8月に前年同月比▲11.5%と二桁マイナスながら7月の▲31.1%から大幅に改善した。ただ、7～8月平均では前年同期比▲22.4%と4～6月期の▲20.3%が若干ながら悪化している。主な用途別に見ると、店舗（4～6月期前年同期比▲

<sup>4</sup> 消費者物価指数の外食は、4～6月期の前年同期比+6.3%から7～9月期は+5.3%へ、むしろ伸びは若干鈍化している。

<sup>5</sup> 來客数は2023年7月に前年同月比+6.6%、8月+8.4%、9月+7.5%と高い伸びが続いている。

21.4%→7~8月▲17.5%)はマイナス幅が縮小、倉庫(▲18.9%→▲20.1%)は小幅な悪化にとどまったものの、事務所(▲15.7%→▲28.4%)はマイナス幅が大きく拡大、工場(▲33.9%→▲34.6%)は大幅マイナスが続いた。着工床面積の移動平均によって工事の進捗ペース(実際の建設投資)をイメージすると(前ページ右下図)、倉庫は持ち直したものの、店舗や事務所は減少傾向のまま、工場は落ち込みが加速したとみられる。建設工事全体でみれば弱含んでいる模様であり、人手不足や建設コスト上昇がその一因だと考えられる。

## 財輸出は回復傾向を維持

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月の前月比▲2.3%から9月は+4.6%と落ち込みを上回る増加を記録、その結果、7~9月期は前期比+2.0%と2四半期連続で増加した(4~6月期は前期比+3.6%、右図)。

仕向け地別に見ると、米国向け(4~6月期前期比+2.6%→7~9月期+4.0%)やアジア向け(+0.1%→+3.5%)が増勢を強め、EU向け(+7.4%→+3.2%)は減速するも拡大が続いた。米国向けにつ

いては、部品を中心に自動車分野の増加が続いたほか、鉄鋼やプラスチックといった素材分野も好調だった。なお、アジア向けのうち、中国向け(+4.3%→▲0.2%)は減少に転じており、ASEANなど中国以外向けが増加に寄与した。中国向けについては、自動車関連やIC(半導体)の増加が続いたものの、鉄鋼の落ち込みが加速、非鉄金属の減少が続き、全体を押し下げた。

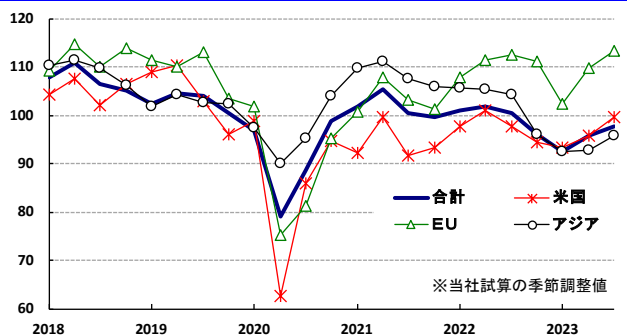
## インバウンド需要はピークを更新

サービス輸出の柱であるインバウンド需要は、順調に回復している。9月の訪日外国人数は218.4万人となり8月の216.0万人から増加(右図)、年間ピークを記録した2019年の同月と比べると8月の85.6%から9月は96.1%まで回復している。

また、9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8月と同じであると仮定すれば、4,245億円となる。この水準は2019年の同月を16.2%も上回っており、季節変動を除くと金額ベースでは過去のピークを大きく上回る水準に達している。

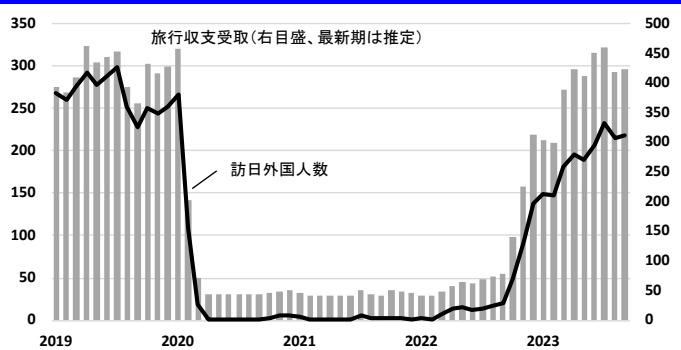
9月の訪日外国人数を国・地域別に見ると、最多は引き続き韓国(57.0万人)で、以下、台湾(38.5万人)、中国本土(32.6万人)、米国(15.7万人)、香港(15.1万人)と続き、米国が香港を上回って4位となった。中国本土からの訪日数は、中国政府が日本への団体旅行を解禁(8/10)したことを受けて8月は増加(36.4万人)したが、9月は減少した。福島第一原発の処理水放出の影響が出た

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)



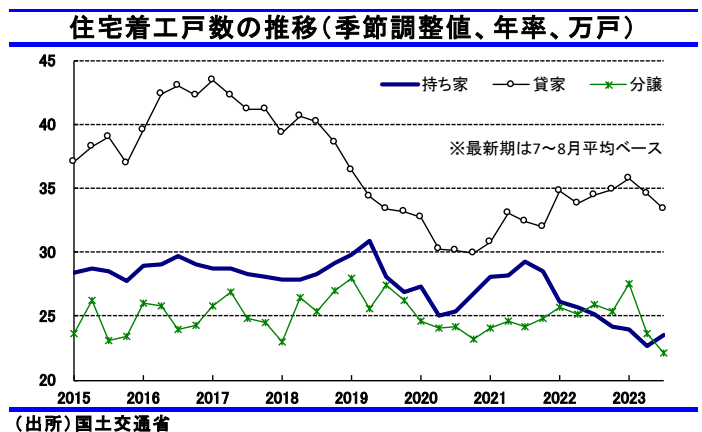
(出所)財務省、日本政府観光局、推定値は伊藤忠総研による

可能性がある。一方で、ASEAN 主要 6 개국<sup>6</sup>の合計は 23.4 万人に増加した（8 月は 18.3 万人）。韓国からの訪日数も増加しており、処理水の影響は全体で見れば軽微だったようである。

## 7～9 月期 GDP 成長率は横ばい

以上の状況を踏まえ、実質 GDP を構成する主な需要の 7～9 月期の姿を改めて確認すると、個人消費は前期比で増加に転じたとみられるが、設備投資は前期に続く減少が見込まれ、輸出は財・サービスとも増加する一方、輸入も前期に大きく落ち込んだ反動もあって増加し、純輸出（輸出－輸入）の寄与は前期比でゼロ前後となったようである。

また、住宅投資は、先行指標の住宅着工戸数（季節調整値）が 1～3 月期の年率 87.6 万戸から 4～6 月期は 81.5 万戸（前期比▲7.0%）、7～8 月平均は 79.5 万戸（▲2.4%）と減少傾向のため、前期比でマイナスであろう。なお、着工戸数の内訳を見ると、持ち家は金利上昇前の駆け込み需要により下げ止まるも、貸家の減少が続き、分譲の落ち込みが加速している（右図）。



以上の結果、実質 GDP 成長率は、4～6 月期の前期比+1.2%（年率+4.8%）という高成長から、7～9 月期は前期比で横ばい、ないしは若干のマイナスになると予想される<sup>7</sup>。

こうした成長率の鈍化の後、そのまま景気が停滞するのか、再び成長率を高め景気が拡大傾向を維持するのかどうかを見極めるための重要なポイントとしては、①輸出の先行きを左右する海外景気動向のほか、国内の要因として②賃金と物価（実質賃金）の行方、③企業の雇用・賃金や設備投資に対する姿勢、が挙げられよう。これらのうち、①今後の海外景気については、米国経済<sup>8</sup>がこれまでの利上げの効果から減速に向かい、欧州経済<sup>9</sup>はインフレと金融引き締めにより当面停滞が続き、ひとまず底入れが確認された中国経済<sup>10</sup>は政府の景気対策もあるが緩やかな持ち直しにとどまると見込まれる。そのため、輸出は今後、しばらく伸び悩むとみられ、来春頃になってようやく明るさが広がると予想される。

## 賃金は所定内給与の上昇傾向続く

②のうち、賃金は上昇が加速しよう。厚生労働省「毎月勤労統計」によると、8 月の所定内給与（基本給）は、前年同月比+1.3%と 7 月（+1.4%）から小幅に鈍化、7～8 月平均でも前年同期比+1.3%

<sup>6</sup> インドネシア（3.2 万人）、マレーシア（2.8 万人）、フィリピン（4.3 万人）、シンガポール（3.8 万人）、タイ（5.1 万人）、ベトナム（4.3 万人）。（ ）内は各国の 9 月の数字。

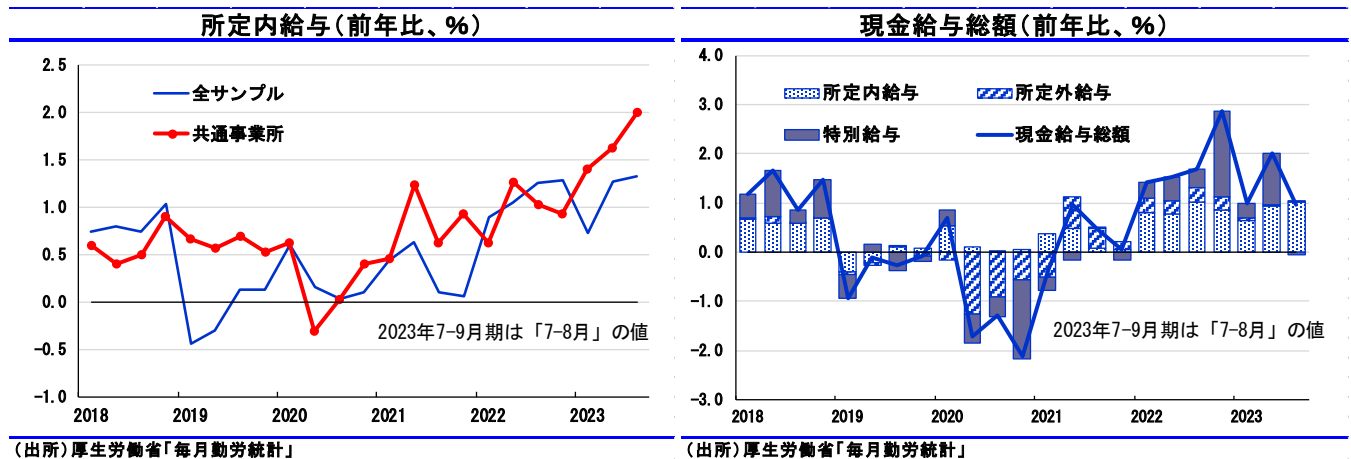
<sup>7</sup> より精緻な予想は、10 月 31 日に発表される鉱工業生産指数などを踏まえ、同日中に発表する予定。

<sup>8</sup> 米国経済については、2023 年 10 月 25 日付 Economic Monitor「米国経済：底堅い景気が長期金利の上昇を招き、新たな下押し要因に」など参照。<https://www.itochu-research.com/ja/report/2023/2460/>

<sup>9</sup> 欧州経済については、2023 年 10 月 25 日付 Economic Monitor「欧州経済：景気が上向くのは年明けか」など参照。<https://www.itochu-research.com/ja/report/2023/2461/>

<sup>10</sup> 中国経済については、2023 年 10 月 25 日付 Economic Monitor「中国経済：予想を上回る 7～9 月期 GDP で 5%成長目標の実現可能性は高まるが追加景気対策を決定」参照。<https://www.itochu-research.com/ja/report/2023/2459/>

にとどまり、4～6月期（+1.3%）から変わらずであった。ただ、この数字は調査サンプル入れ替えの影響を受けているとみられ<sup>11</sup>、その影響を受けない「共通事業所」では4～6月期の前年同期比+1.6%から7～8月は+2.0%へ伸びを高めている（下左図）。つまり、賃金（基本給）は、実際には今年の春闘賃上げ率を徐々に反映し、上昇を加速させている。こうした春闘の反映は、例年、9月頃まで続くため、基本給がもう一段上昇する可能性もあろう。

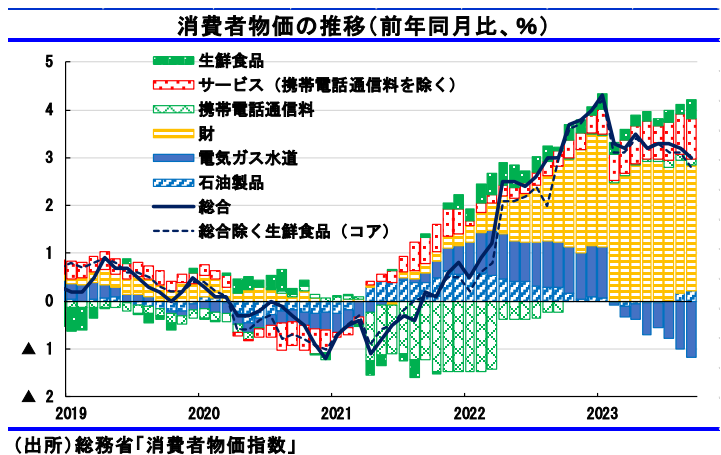


一方で、残業代や特別給与（ボーナスなど）を含めた給与総額は、特別給与のプラス寄与が剥落<sup>12</sup>した影響を受けて7～8月平均で前年同期比+1.0%と4～6月の+2.0%から伸びを縮小した（上右図）。4～6月の特別給与は、企業の業績改善を背景に夏のボーナス支給額が大きく増加したため、前年同期比+5.1%まで伸びを高めている。同様に、冬のボーナス支給期にあたる10～12月も特別給与が給与総額を押し上げよう。そのため、今後の給与総額は、実態として2%に達した基本給の伸びに残業代や特別給与の増加が加わり、平均的に前年比2%以上の伸びが期待できそうである。

## 消費者物価は鈍化傾向

②のうち消費者物価は、9月に総合で前年同月比+3.0%と8月（+3.2%）から伸びを縮小した。総合から生鮮食品を除いたコアでも+2.8%と8月（+3.1%）から鈍化した。燃料価格の下落を受けて電気代やガス代が値下がりしたほか、前年からのコスト上昇の価格転嫁が進んだため食料工業製品がプラス寄与を縮小した（右図）。

しかしながら、10月27日に発表された10月の東京都区部の消費者物価（中旬速報値）は、総合で前年同月比+3.3%と9月（+2.8%）から伸びを拡大した。電気やガス代への補助金が一旦期限を迎え半減されたことでエネルギー価格のマイナス



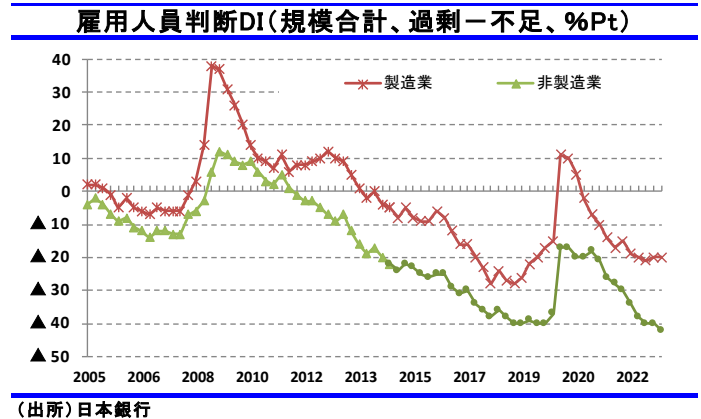
<sup>11</sup> 毎月勤労統計は、500人以上の事業所を全数調査、それ以外はサンプル調査であり、30～499人の事業所は毎年1月に半数ずつ、5～29人の事業所は毎年1月と7月に1/3ずつサンプルを入れ替える。そのため、1月と7月にサンプル入れ替えの影響が出る。

<sup>12</sup> 夏のボーナスは大部分が6月中に支給される。

幅が縮小したことに加え、前年同月に全国旅行支援が開始され宿泊料が値下がりした反動が出たことが主因である。補助金は再開されており、旅行支援の反動も徐々に弱まることを踏まえると、11月以降は再び消費者物価の上昇率が鈍化しよう。

## 人手不足がサービス価格押し上げ

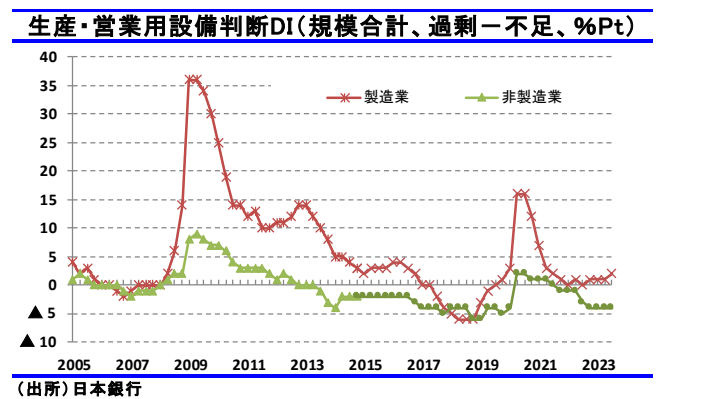
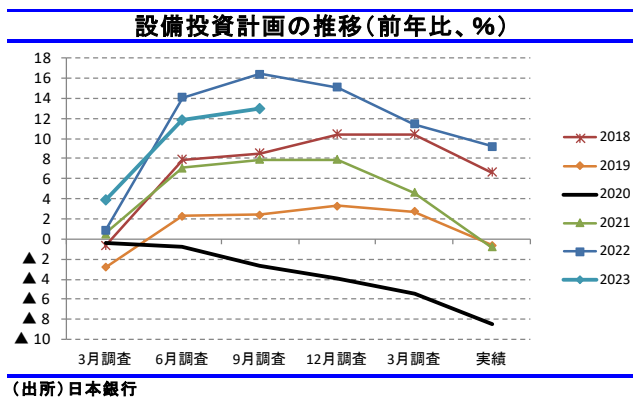
一方で、人手不足により賃金の上昇圧力は極めて高く、サービス分野を中心に人件費上昇を受けた値上げが広がっていく可能性が高い。9月調査の日銀短観では、雇用人員判断DI（過剰－不足）が非製造業で6月調査の▲40から▲42へ悪化し過去最大のマイナス幅を更新、12月には▲46へさらに拡大、人手不足の深刻さが増す見通しである（右図）。製造業も9月は6月と同じ▲20、12月には▲23へマイナス幅が拡大すると見込まれている。つまり、③のうち企業の雇用意欲は旺盛である。



さらに、こうした労働需給の引き締めは、企業に賃上げを促す。春闘賃上げ率を左右する3大要素は、消費者物価上昇率、企業の利益、労働需給であり、物価上昇率は昨年より高まっており、企業業績は改善、上記の通り労働需給はひっ迫している。そのため、来年度の春闘は今年度の3.58%を上回り4%程度になると予想する<sup>13</sup>。賃金の上昇が加速しサービス価格を押し上げるため、今後も消費者物価上昇率の鈍化傾向は続くものの2%を割り込んでいく可能性は低い。そうした中、すでに2%に達した賃金上昇率はいずれ消費者物価上昇率を上回り、実質賃金は前年比でプラスに転じるが、その時期は、物価上昇率のピークアウトが遅れた分、やや後ずれし、来年前半になると見込まれる。

## 企業の投資意欲は旺盛

③のうち設備投資についても、9月調査の日銀短観で企業の強気な設備投資計画が確認された。2023年度の設備投資計画は、全産業で6月調査の前年比+11.8%から+13.0%へ上方修正され、9月調査として昨年度に次ぐ強気の計画となった（左下図）。この時期の設備投資計画は例年大きな変化がなく、その点も踏まえると前年比大幅増という強気な計画にさらに上積みしたということになる。



<sup>13</sup> 春闘賃上げ率の予想については、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」P6参照。 <https://www.itochu-research.com/ja/report/2023/2388/>



業種別の内訳を見ると、製造業は6月調査の前年比+15.1%から9月調査では+15.0%とほぼ変わらずであったが、非製造業は6月調査の前年比+9.9%から+11.8%へさらに上方修正され、特に非製造業で設備投資意欲が極めて強いことが確認された。

この背景には、第一に設備不足がある。非製造業（規模合計）の生産・営業用設備判断DI（過剰-不足）は（前ページ右下図）、9月調査も6月調査と同じ▲4と過去最低水準近くでの横ばい推移が続き、12月見通しは▲5と不足感が強まる見通しである。製造業の生産・営業用設備判断DIは+2と予想に反し過剰感をやや強めたが、12月見通しは引き続き▲1と不足が見込まれている。第二は、深刻な人手不足である。企業は不足する労働力を補うためにも設備投資を拡大せざるを得ない状況にある。

## 金融政策の再修正は時期尚早

以上の通り、今後の海外情勢を踏まえると輸出は当面停滞、復調は来春頃となりそうである。また、個人消費の逆風となっている高い物価上昇率は徐々に鈍化するが2%は割り込まず、賃金の上昇が物価上昇を上回るのは来年前半まで待つ必要がある。企業の投資意欲は旺盛ながら、先行指標を見る限り設備投資の再拡大は年明け以降になりそうである。すなわち、今後の日本経済は、回復基調を維持はするものの、しばらくは不確実性が残り、海外景気が底入れし実質賃金が上昇に転じるなどにより不確実性が低下、それも追い風に設備投資が再拡大に向かう来春頃に、回復力を高めていくと予想される。

こうした物価や景気の状態を前提とすれば、日銀が10月31日に公表する予定の「経済・物価情勢の展望（展望レポート）」において、消費者物価については、労働需給のひっ迫を背景とする着実な賃金の上昇を踏まえて上方修正され、2%の物価目標達成の可能性が高まる姿が示されよう。具体的には、2024年度の消費者物価（コア）上昇率の見通しが前回7月の展望レポート（右表）で示した前年比+1.9%から、+2.0%ないしはそれ以上に上方修正されると予想する。

日銀政策委員の大勢見通し（2023年7月）

（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（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>

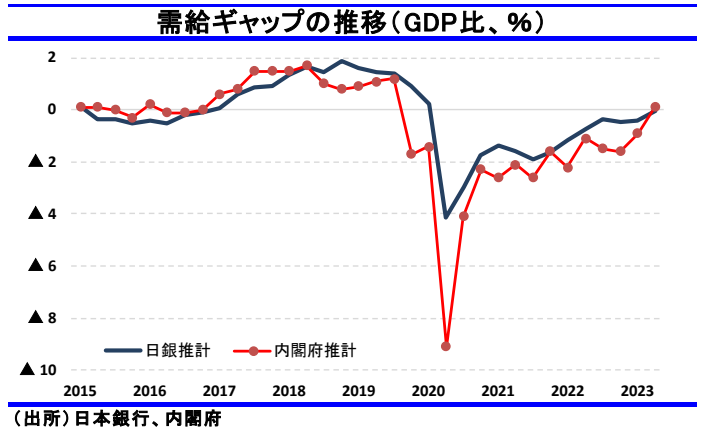
（注）< >内は政策委員見通しの中央値。（出所）日本銀行

しかしながら、なお残る景気の先行きにおける不確実性に配慮すれば、現在、事実上1%としている長期金利（10年国債利回り）の上限引き上げは時期尚早と判断されよう。さらに言えば、財政政策において物価の上昇を補助金で抑制し、追加の景気対策が検討されている中で、引き締め方向への金融政策の修正は整合性ではない。また、米国の長期金利に天井感が出始め上昇圧力が弱まる兆しがあることも、長期金利の上限を維持する時間的猶予を与えている。そもそも、長期金利の上限を1%以上に引き上げるとすれば、「ゼロ%±0.5%」としている長期金利の目標水準との乖離は常識的には許容されないだろう。

7月の会見で植田総裁が挙げた、物価変動の背後にある3つの要素、予想物価上昇率、需給ギャップ、賃金上昇率から見ても、金融政策の修正には今しばらく時間が必要なようである。予想物価上昇率については、9月調査の日銀短観「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2.5%、3年後を2.2%、5年後を2.1%としており、引き続き長期に渡って2%を超えており、機は熟しているように映る。

需給ギャップも、日銀の推計によると2023年4～6月期にGDP比▲0.1%までマイナス幅が縮小しており、内閣府の推計では4～6月期にプラスに転じている（右図）。ただ、先に見た通り、7～9月期の実質GDP成長率は潜在成長率（日銀+0.62%、内閣府+0.5%）を下回り、需給ギャップは再びマイナスに転じる可能性が高いとみられる。国内需給に起因する物価上昇圧力が持続的に強まるには、もう少し需要の拡大が必要なようである。



賃金上昇率については、先に触れた通り来年度の春闘賃上げ率が今年度を上回るとみられるが、その確信を得られるのは2024年に入ってからであろう。

そのため日銀は、経済情勢には未だ高い不確実性が残っていることを理由に、今回の金融政策決定会合では現状維持とし、年明け後に来年度の春闘賃上げ率の状況を見極め、海外経済が安定する見通しを確認したうえで、現行の金融緩和政策を終了しよう。その時期を当社は、引き続き2024年4月と予想する。

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。