

日本経済情報 2023年11月号

Summary

【内容】

7～9 月期は予想以上のマイナス成長

10 月も景気に停滞感残る

10 月の小売販売は総じて鈍化

経済対策が景気に与える影響

賃金の上昇が続く

来春闘賃上げ率は今年を上回る

消費者物価上昇率は徐々に鈍化へ

マインド改善で消費は回復再開

設備投資は非製造業に期待

財輸出は停滞、インバウンド需要は拡大

1%台半ばの成長が続く見通し

停滞から脱し正常化に向けて回復を再開（改定見通し）

7～9 月期の実質 GDP 成長率は、個人消費の停滞や設備投資の落ち込みから予想以上のマイナス成長。10 月の景気ウォッチャー調査は景気の停滞が続いていることを示す。実際に 10 月の小売販売は物価上昇の影響などから伸びが鈍化しており、個人消費の足取りは重い。

今後の景気動向を占う上では、①個人消費は回復するのか、②設備投資は復調するのか、③経済対策が景気に与える影響、の 3 点が重要。うち経済対策は、規模や内容において疑問符が付く点が散見されるが、GDP 比 1%を超える需要が追加され、景気を押し上げる効果があることも事実。インフレ圧力を高める恐れや財政健全化の後退は要注意であり、世論調査で不評だった一因か。

今後の個人消費は、賃金が冬のボーナス増や来春闘での賃上げ加速により上昇を継続、物価上昇率が鈍化するため、実質賃金の上昇と消費者マインドの改善により回復し、拡大が続く見通し。設備投資は、当面、非製造業中心の持ち直しとなるが、欧米景気が回復する来年前半には製造業でも復調、伸びを高めよう。

その結果、実質 GDP 成長率は、2023 年度、2024 年度とも前年比 +1.6%と潜在成長率を大きく上回る伸びが続き、需給面からのデフレ圧力は解消しよう。金融政策については、2024 年 4 月のマイナス金利解除と長期金利の目標廃止という形での YCC 撤廃という予想を維持する。

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

日本経済の成長率見通し(年度)

	2022	2023	2024	2025
前年比,%,%Pt	実績	予想	予想	予想
実質GDP	1.3	1.6	1.6	0.9
個人消費	2.5	0.3	1.4	1.2
住宅投資	▲3.2	2.6	▲1.8	▲2.9
設備投資	3.0	0.8	2.9	▲1.1
公共投資	▲3.2	▲1.5	▲2.4	▲2.7
純輸出(寄与度)	(▲0.5)	(1.2)	(0.2)	(0.5)
輸出	4.5	3.1	4.9	5.0
輸入	7.2	▲2.7	4.2	2.7
失業率(%、平均)	2.8	2.6	2.6	2.4
消費者物価(除く生鮮)	3.0	2.9	2.3	1.9

(出所)内閣府ほか、予想部分は伊藤忠総研による。

7～9 月期は予想以上のマイナス成長

今月 15 日に発表された 2023 年 7～9 月期 GDP の 1 次速報値は前期比▲0.5%（年率▲2.1%）となり、大方の予想を下回った（右図、当社予想は前期比▲0.3%、年率▲1.3%）。

内訳を見ると、4～6 月期の落ち込みからの反発が期待された個人消費は小幅減（前期比▲0.0%）にとどまったほか、設備投資（▲0.6%）や住宅投資（▲0.2%）、公共投資（▲0.5%）は予想通り減少、国内最終需要が揃って減少した。

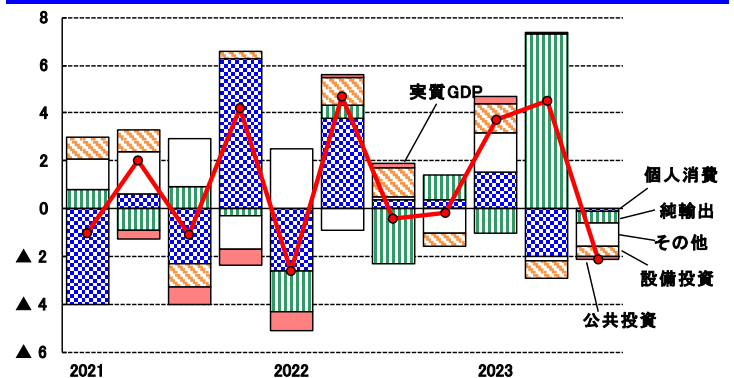
加えて、純輸出（輸出－輸入）の実質 GDP 成長率に対する寄与は、輸出が増加（前期比+0.5%）したものの、輸入が輸出を上回って増加（前期比+1.0%）したため、前期比▲0.1Pt と成長率を押し下げた。さらに、民間在庫投資のマイナス寄与（前期比▲0.3%Pt）が予想以上に大きかった。製品在庫（寄与度▲0.3%Pt）や原材料在庫（▲0.2%Pt）のマイナスが大きく、需要の停滞により通常は在庫が積み上がりそうなところを、企業が大きく生産活動を抑え在庫を圧縮していた、ということになる¹。

10 月も景気に停滞感残る

景気は 10 月も盛り上がり欠いているようである。景気ウォッチャー調査では、景気の現状判断 DI（水準、季節調整値）が好不調の境目とされる 50 を割り込んだ 9 月（49.4）から、10 月は 48.9 へさらに悪化した。全体と同様、9 月に 50 を割れた「家計動向関連」がさらに悪化（9 月 49.6→10 月 49.2）、「企業動向関連」（48.0→47.0）も製造業（43.7→44.1）は改善したが非製造業（51.1→49.3）が 50 を割り込み、悪化に歯止めが掛からなかった。

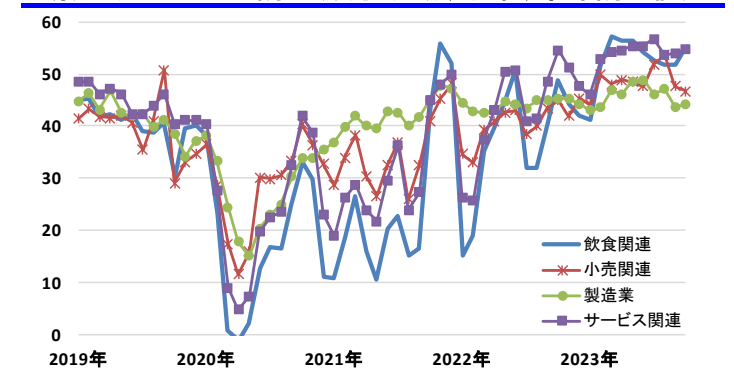
「家計動向関連」の内訳を見ると（右図）、「飲食関連」（9 月 51.8→10 月 54.9）や「サービス関連」（54.0→54.7）は改善したものの、「小売関連」（47.7→46.7）が家電量販店の落ち込みや自動車販売店の停滞により悪化したほか、「住宅関連」（43.8→39.4）が大きく落ち込んだ。家電量販店では買い替え需要の一巡や物価上昇によるマインド悪化などから来店客数が減少し売上が伸び悩み、自動車販売店では車や修理代を含めた物価上昇による悪影響が出ている、などが不振の原因として挙げられている。

実質GDPの推移(季節調整値、前期比年率、%)



(出所)内閣府

景気ウォッチャー調査(現状判断、水準、季節調整値)



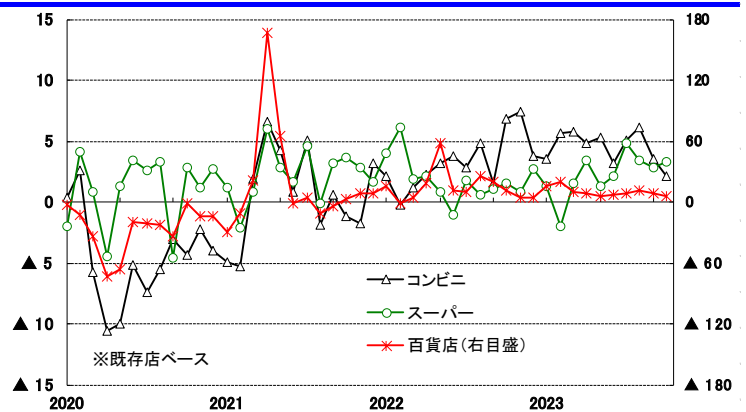
(出所)内閣府

¹ 実際に、7～9 月期の実質最終需要（GDP－在庫変動）の前期比▲0.3%に対して、鉱工業生産指数は▲1.2%とより大きく落ち込んだ。

10月の小売販売は総じて鈍化

実際に販売統計も冴えないものが多い。10月のコンビニ売上高（既存店）は、9月の前年同月比+3.5%から+2.1%へ伸びが鈍化した。外出や訪日外国人の増加を受けて来客数は増えたものの、購入点数の減少により客単価が減少した²。物価高により消費が抑えられているとみられる。商品別には、「加工食品」（9月前年同月比+10.6%→10月+6.4%）や「日配食品」（+4.2%→+3.6%）の伸びが鈍化、「サービス」は前年同月に地域プレミアム商品券の販売があった反動でマイナスに転じた（+3.8%→▲17.8%）。

業態別の小売売上高の推移（既存店、前年同期比、%）



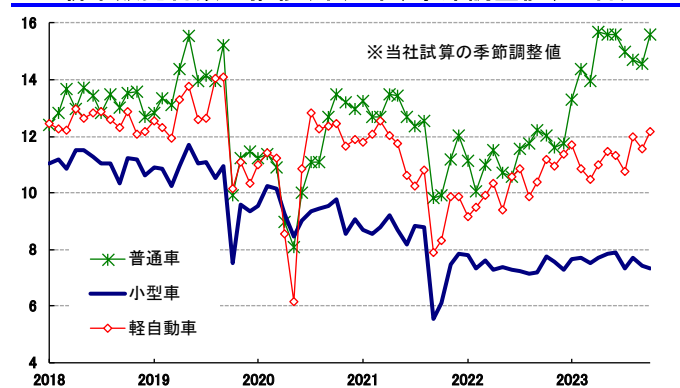
（出所）日本百貨店協会、日本フランチャイズチェーン協会、日本チェーンストア協会

10月のスーパー売上高（既存店）は、9月の前年同月比+2.8%から+3.3%へ伸びを高めた。主力の「食料品」（9月前年同月比+4.8%→10月+5.2%）のほか、日用雑貨などの「住関連品」（+2.3%→+3.0%）が外出増を背景に伸びを高めた。食料品価格は、野菜や果物などの「農産品」（9月+6.2%→10月+7.7%）で上昇したものの全体の伸びは横ばいであり³、その中で伸びを高めた食料品販売は底堅いとも言える。一方、「衣料品」（9月▲3.5%→10月▲5.9%）は気温が高く秋冬物が落ち込んだ。

10月の百貨店売上高（店舗数調整済）は、9月の前年同月比+9.2%から+6.1%へ伸びが鈍化した。「衣料品」（9月前年同月比+9.6%→10月+4.4%）で気温が高かった影響が出たほか、「身のまわり品」（+21.3%→+12.7%）も伸びを縮小した。一方、外出や訪日外国人の増加を背景に、化粧品や宝飾品などの「雑貨」（+11.6%→+12.7%）は伸びを高めた。

10月の乗用車販売台数（新車）は、9月の前年同月比+11.8%から+13.1%へ伸びが高まった。季節調整値（当社試算）の前月比でも+4.8%と2か月ぶりの増加に転じ、年率換算421.1万台となった。内訳をみると（右図）、普通車（9月前月比▲1.1%→10月+7.4%）や軽自動車（▲3.7%→+5.4%）が増加に転じ、小型車（▲3.8%→▲1.4%）もマイナス幅が縮小した。ただ、景気ウォッチャー調査では物価上昇によるマインド悪化や供給制約が残るという指摘もあり、11月以降の動向には留意が必要である。

新車販売台数の推移（乗用車、季節調整値、万台）



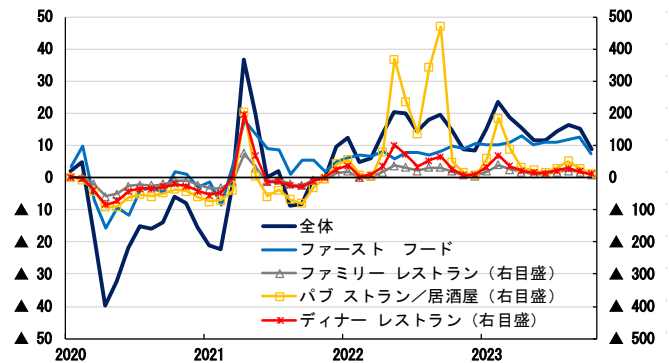
（出所）日本自動車工業会、全国軽自動車協会連合会

² 10月の来客数は前年同月比+3.0%、客単価は▲0.8%。

³ 消費者物価の大分類「食料」（外食を除く）は、9月前年同月比+9.7%→10月+9.6%と高い伸びが続く。このうち「生鮮食品」は、野菜や果物で価格が上昇し、9月+9.7%→10月+14.1%と伸びを拡大した。

10月の外食売上高（全店ベース）は、9月の前年同月比+15.0%から+8.8%へ伸びが鈍化した（右図）。来客数（9月+7.5%→10月+3.6%）の伸びが鈍化、客単価（+7.0%→+5.0%）も外食物価の上昇一服⁴が示す通り伸びが鈍化した。業態別にはファーストフード（+12.6%→+7.3%）、ファミリーレストラン（+17.3%→+10.4%）、パブレストラン（+30.0%→+12.0%）、ディナーレストラン（+19.3%→+10.7%）のいずれも鈍化した。

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

経済対策が景気に与える影響

こうした景気の現状を踏まると、今後の景気動向を占う上で注目すべき点は、第一に①個人消費は回復を再開するのか、であり、さらに②設備投資はいつ復調するのか、も重要である。加えて、③今回打ち出された経済対策は景気にどのような影響を与えるのか、についても確認が必要であろう。

これらのうち、まず③経済対策についてみていきたい。岸田政権は11月2日、「デフレ完全脱却のための総合経済対策」として、1)物価高対策、2)賃上げ・所得向上、3)成長力の強化・高度化のための投資促進、4)人口減少対策、5)国土強靱化・防災・減災対策の5つのテーマを盛り込んだ事業規模37.4兆円、財政支出21.8兆円の経済対策を閣議決定、うち新たに予算措置が必要な13.1兆円について、11月20日、今年度補正予算案（下表）として国会に提出した。

岸田政権の経済対策5本柱（2023年度補正予算）

1)物価高から国民生活を守る	2兆7,363億円	
電気・ガス・ガソリン価格抑制策の継続	7,948億円	既存予算分を含めると3.9兆円
低所得世帯向け給付金	1兆592億円	住民税非課税世帯に7万円追加支給
物価高対策（推奨事業メニュー分）	5,000億円	生活者・事業者支援事業
家庭・住宅の省エネ・再エネ推進	2,556億円	特別会計分と合わせると4,329億円
2)持続的賃上げ、所得向上と地方の成長	1兆3,303億円	
中堅・中小企業の賃上げ・人手不足対応・生産性向上	5,991億円	省力化・大規模投資補助など
地方経済対策	7,181億円	水田の畑地化、地方誘客促進など
3)成長力の強化・高度化に資する国内投資促進	3兆4,375億円	
特定半導体基金（先端半導体）	6,322億円	特別会計分と合わせると6,456億円
ポスト5G情報通信システム基盤強化研究開発基金	6,175億円	
安定供給確保支援基金（従来型半導体等）	2,948億円	特別会計分と合わせると5,754億円
「GIGAスクール構想」の推進（端末更新等）	2,761億円	
宇宙戦略基金	3,000億円	
4)人口減少を乗り越え、変化を力にする社会変革	1兆3,403億円	
自治体情報システムの標準化・共通化	5,163億円	
マイナンバーカードの取得環境の整備等	899億円	
マイナ保険証の利用促進・環境整備	887億円	
デジタル田園都市国家構想推進交付金	735億円	他の柱に整理された事業も含む
5)国土強靱化、防災・減災など国民の安心・安全	4兆2,827億円	
公共事業の追加（防災・減災、国土強靱化）	1兆3,022億円	公共事業予算全体では2.2兆円
自衛隊等の安全保障環境変化への対応	8,080億円	
新型コロナウイルス緊急包括支援交付金	6,143億円	病床の確保等
アジア等グローバルサウスにかかる支援・連携強化	3,182億円	
追加歳出合計	13兆1,272億円	

（出所）財務省資料より伊藤忠総研にて作成

⁴ 消費者物価の外食は、9月の前年同月比+5.0%から10月は+3.7%へ鈍化した。

それぞれの主な内容を見ると、1) 物価高対策としては電気・ガス・ガソリン価格の抑制策の延長（総額 3.9 兆円、今回の追加額は 0.8 兆円）や低所得世帯（住民税非課税世帯）への 7 万円の給付金（1.1 兆円）のほか、生活者・事業者支援事業（0.5 兆円）や省エネ・再エネ推進（特別会計と合わせると 0.4 兆円）なども盛り込まれ、総額 2.7 兆円を計上している。現在の物価高は資源価格高騰や円安といった外部要因によるところが大部分であるため、その緩和策は所得補填が適切な処方箋となる。しかも、物価高が景気の足枷となりつつある現状を踏まえると、物価高対策は筋の悪い話ではない。ただ、需要が刺激されればインフレが加速する恐れもあるため、必要最小限にとどめるべきであり、そうした観点からの内容の点検が必要であろう。

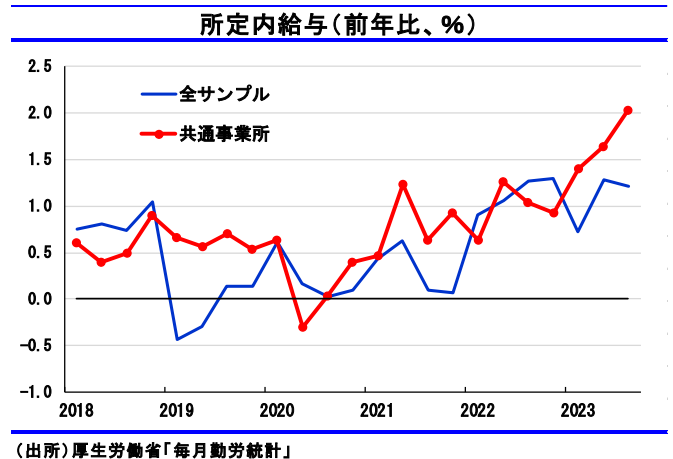
2) 賃上げ・所得向上策については、設備投資により生産性向上を促す施策（0.6 兆円）に一定の効果が期待できるものの、地方経済対策（0.7 兆円）は単なる所得補填となる恐れもあり、選挙対策という印象を拭えない。また、3) 成長力の強化・高度化のための投資促進策は総額 3.4 兆円が計上されたが、うち特定半導体（0.6 兆円）やポスト 5G(0.6 兆円)、従来型半導体（特別会計と合わせて 0.6 兆円）、宇宙戦略（0.3 兆円）など基金によるものが 2 兆円近くもあり、年度内の不足を補うことが目的であるはずの補正予算に、しかも国債の追加発行（借金）をしてまで盛り込むべきものなのか疑問が残る。

4) 人口減少対策に至っては、総額 1.3 兆円のうち自治体情報システムの標準化・共通化が 0.5 兆円も占めており、肝心の人口減少自体に対する施策が見えない。少子化対策の大部分は来年度当初予算に計上されるのであろうが、そうであれば「人口減少」をテーマとするのはミスリーディングであり、自治体情報システムの費用を補正予算に盛り込む必然性も不明である。5) 国土強靱化・防災・減災対策は、5 つのテーマのうち最大規模の総額 4.3 兆円が充てられている理由が不明確である。

財源にも問題があろう。補正予算の歳出総額 13.1 兆円に対して、前年度の剰余金は 3.4 兆円、「還元」をうたう税収増はわずか 0.2 兆円、税外収入増を加えても 4.3 兆円あまりしかなく、残る 8.9 兆円（うち赤字国債 6.4 兆円）は国債の追加発行で賄うことになる。それでも、今回の補正予算を実施すれば、給付金や物価抑制効果により個人消費が 1.7 兆円、国土強靱化策により公共投資が 2 兆円、その他諸施策により政府消費が 2.7 兆円、合計で 6.4 兆円程度（GDP 比 1.1%）の需要が追加されると見込まれる。さらに、基金による設備投資の押し上げや波及効果もあり、目先は景気の回復をサポートする要因となろう。一方で、必要以上にインフレ圧力を高める恐れもあるほか、財政健全化は明らかに後退する。今回の経済対策は、両者のバランスをどうみるかで評価が分かれ、世論調査で総じて評価を得られないのは、多くの国民にとってメリットが乏しく、マイナス面が強く意識されたためであろう。

賃金の上昇が続く

続いて、こうした経済対策の効果も踏まえて、②個人消費の回復は再開するのかどうか展望する。そのカギを握る賃金の動向は、厚生労働省「毎月勤労統計」によると（右図）、9月に所定内給与（基本給）が、前年同月比+1.0%と8月の+1.3%から鈍化し、



7～9 月期でも前年同期比+1.2%と 4～6 月期 (+1.3%) から伸びを縮小した (全サンプル)。ただ、サンプル入れ替えによる影響を受けない「共通事業所」のデータに限れば、7～9 月期で+2.0%と 4～6 月期の+1.6%から伸びを高めている。例年、春闘賃上げ率は 9 月にかけて賃金に反映される傾向があり、今春闘の高い賃上げ実績 (3.6%) を受けて賃金の上昇は加速している。

今冬のボーナス支給額も増えそうである。支給額算定の基礎となる所定内給与⁵は、今夏の賞与では前年比+1.0%であったが、冬には+2.0%へ伸びを高め、支給月数も企業の業績改善を背景に 1.12 か月へ増加 (昨年は 1.11 か月) すると予想される (右表)。法人企業統計の経常利益は、4～6 月期で前年同月比+11.6%と 1～3 月期 (+4.3%) から上昇幅を拡大し改善傾向にある。そのため、今冬のボーナス支給額は、前年比で+2.9%と昨年 (+3.2%) 並みの増加が見込まれる。

賞与支給状況

	所定内給与 (前年比・%)	支給月数 (月)	賞与支給額 (前年比・%)
夏季賞与			
2021年	1.1	1.04	▲ 0.8
2022年	0.5	1.06	2.4
2023年	1.0	1.07	2.0
冬季賞与			
2021年	0.0	1.10	0.1
2022年	2.3	1.11	3.2
2023年 (予)	2.0	1.12	2.9

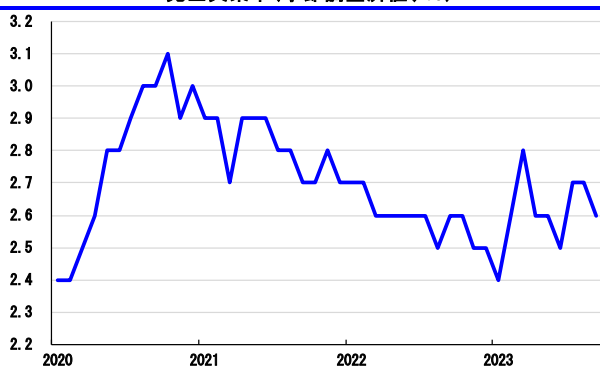
(出所) 厚生労働省、2023年冬季賞与は伊藤忠総研の予想。

(注) 支給月数は所定内給与に対する割合。集計対象は夏6～8月、冬11～1月。

来春闘賃上げ率は今年を上回る

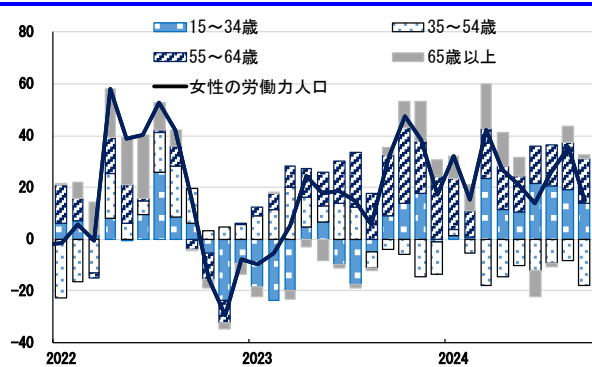
さらに先の賃金は、来春闘の行方が左右することになる。春闘賃上げ率は、過去の経験則上、物価上昇率、企業業績、労働需給の 3 要素で大部分が決まると考えられるが、これらのうち労働需給は一段と引き締まる兆しが見られる。総務省「労働力調査」によると、9 月の就業者数は前年同月比+21 万人だった一方で、労働力人口は前年同月比+16 万人にとどまった。その結果、失業者数は 5 万人減少、失業率は総務省が公表する季節調整値の四捨五入ベースでは 2.6%と同じだが (左下図)、原数値では前年 9 月の 2.69%から 2.61%へ低下している。労働力人口は、今のところ女性を中心に増加しているものの (下右図)、増加余地は小さくなっているとみられ⁶、失業率は 2024 年度末には 2%台前半へ低下、労働需給がさらに逼迫しすると見込まれる。

完全失業率(季節調整値、%)



(出所) 総務省

女性の労働力人口(季節調整値、前年差、万人)



(出所) 総務省

企業業績は先述の通り改善傾向にあり、物価上昇率はピークアウトしたとはいえ依然として高い。そのため、2024 年の春闘では今年を上回る賃上げとなる可能性が高い。労働組合の中央組織である日本

⁵ 実績は、ボーナス調査の対象企業のもの。夏季賞与は 6～8 月、冬期賞与は 11～1 月を集計対象としている。

⁶ 女性の労働力率は 2023 年 9 月時点で 25～34 歳 86.2%、35～44 歳 81.0%、45～54 歳 82.4%。いずれも過去最高水準。男性の 25～34 歳 91.0%、35～44 歳 88.9%、45～54 歳 89.2%を上限とし、出産や育児を考慮すると、上昇余地は乏しい。詳細は、「日本経済情報 2023 年 7 月号」p6 参照。

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

労働組合総連合会（連合）は、2024年の賃上げ目標を「5%以上」と、今年の「5%程度」を上回る方針を打ち出した（右下表）。また、繊維や流通、サービス業などの労働組合で組織されるUAゼンセンは、賃上げ率を今年の「6%程度」から「6%基準」とし、事実上、6%以上へ目標を引き上げ、中小製造業の労働組合で構成されるJAMは、ベア要求を今年の月額9,000円から過去最高水準の12,000円へ増額するとみられる。

さらに、春闘の本格交渉を前に賃上げを表明する大企業も出ている。複数の大手生命保険会社が賃上げ率を昨年の4~5%から7%ないしはそれ以上へ引き上げるとしたほか、サントリーホールディングスは昨年と同程度の7%の賃上げに加えて特別一時金の支給も検討している。

当社は来春闘の賃上げ率を今年（+3.6%）以上の+4.1%と予想⁷しており、所定内給与は2024年度平均で前年度比+2.4%程度まで伸びを高め、残業代やボーナスを含めた賃金総額では3%程度まで上昇するとみている。

<賃上げ方針>

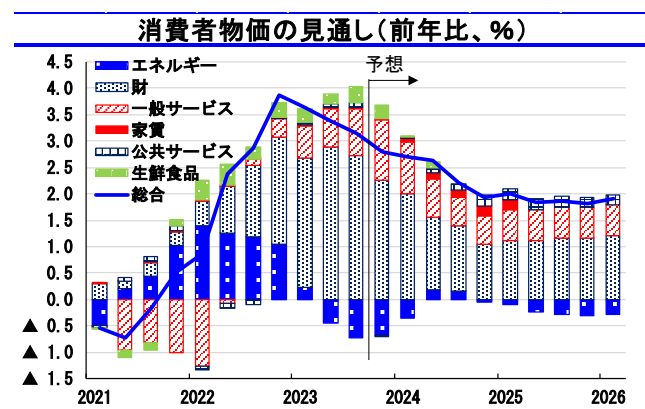
労働組合	2024年度	2023年度
連合	5%以上	5%程度
UAゼンセン	6%基準	6%程度
JAM	ベアで 1万2千円	ベアで 9千円
個別企業		
第一生命	7%	5%
住友生命	7%以上	5%
明治安田生命	7%	4% (特別手当)
サントリー	7% +特別一時金	7%

(出所) 各情報をもとに伊藤忠総研作成

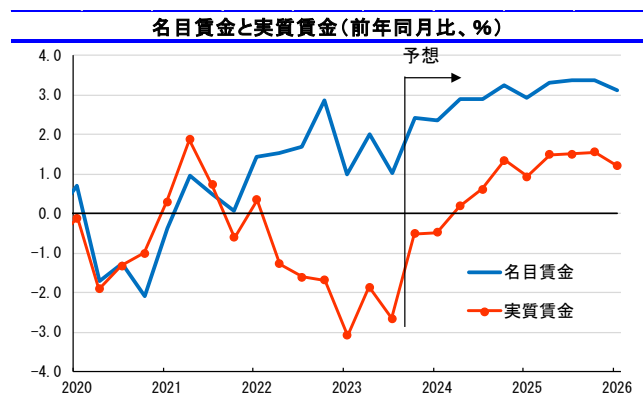
消費者物価上昇率は徐々に鈍化へ

個人消費の強い逆風となっている物価の先行きも重要である。10月の全国消費者物価（総合）は、前年同月比+3.3%と9月（+3.0%）から伸びが高まった。政府による電気・ガス代への補助金が半減したことや、前年同月に全国旅行支援で宿泊料が値下がりした反動など政策要因が押し上げ要因となった。ただ、食料工業製品などの財ではコスト増を価格転嫁する動きが落ち着きつつあり、物価上昇率は今後、徐々に鈍化していくと予想する（下左図）。一方、賃金の上昇加速を受けて、サービス業を中心に人件費上昇を製商品価格に転嫁する動きが強まっていくため、消費者物価上昇率が政府・日銀が目標とする2%を下回る可能性も低いとみられる。

なお、個人消費の動向に大きな影響を与える実質賃金の上昇率（物価上昇分を除いた賃金の上昇率）は、物価上昇率が予想以上に高止まりしているためプラス転化が遅れているが、2024年度前半にはプラスに転じると予想する（下右図）。



(出所) 総務省、予想は伊藤忠総研作成



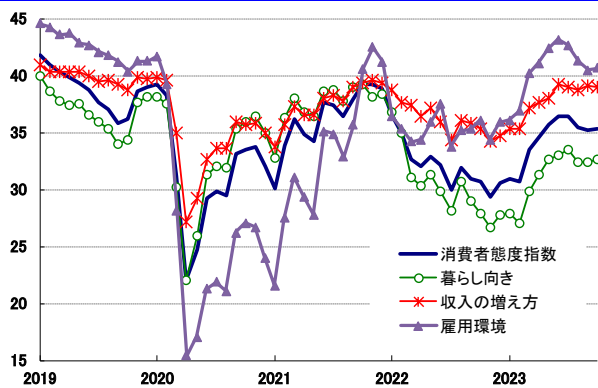
(注)見通しは、伊藤忠総研の試算値
(出所)厚生労働省「毎月勤労統計」

⁷ 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」P6参照。

マインド改善で消費は回復再開

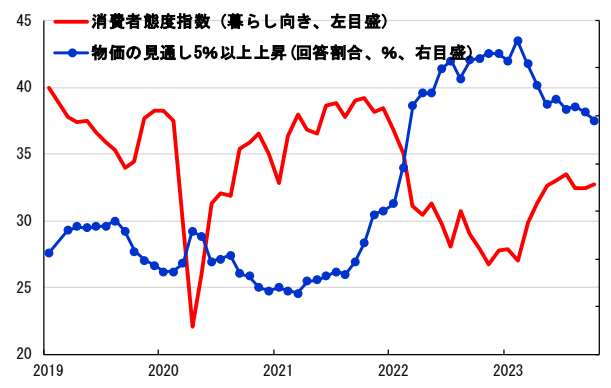
物価の上昇が弱まれば、このところの消費停滞の大きな要因である消費者マインドも悪化から反転しよう。消費者マインドの代表的な指標である消費者態度指数（総世帯）は、9月に35.2まで悪化したものの、10月は35.4とやや改善した（下左図）。内訳項目をみると、労働需給のひっ迫を背景に「雇用環境」（9月40.5→10月40.7）が改善したことに加え、「暮らし向き」（9月32.4→10月32.7）も改善している。この「暮らし向き」指数は、物価の見通しと逆相関の関係にあり（下右図）、物価上昇の鈍化が好感されたとみられる。

消費者態度指数(総世帯)



(出所)内閣府

消費者態度指数と物価の見通し



(出所)内閣府

以上を整理すると、今後の個人消費は、賃金の上昇やボーナスの増加、物価上昇率の低下に消費者マインドの改善が加わり、10～12月期には7～9月期の前期比微減からプラス成長を回復、さらに来年度前半には実質賃金がプラスに転じるため、個人消費の順調な回復が続くと予想される。

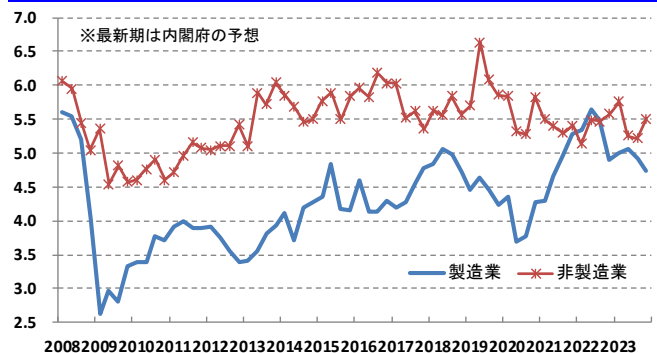
設備投資は非製造業に期待

残る②設備投資については、まず足元の状況を先行指標から見ると、うち機械投資は、機械受注（船舶・電力を除く民需）が9月に前月比+1.4%と3ヵ月ぶりに増加したが、それでも7～9月期では前期比▲1.8%と2四半期連続で減少、10月以降も機械投資の停滞が続いている模様である。内閣府は10～12月期に前期比+0.5%と増加に転じることを予想しているが、この程度の小幅な増加では停滞状態から脱することは困難であり、今のところ復調の兆しは確認できない。

業種別に見ると（右図）、製造業からの受注は9月に前月比▲1.8%と2ヵ月ぶりの減少に転じ一進一退、7～9月期は前期比▲2.5%と3四半期ぶりのマイナスに転じた。内閣府は10～12月も前期比▲3.8%と減少継続を見込んでおり、製造業の機械投資は調整が続く可能性が示唆されている。

製造業の機械投資に動意が見られないのは、設備の過剰水準が低いためであろう。製造業の稼働率指数は（次ページ右上図）、最近のピークである2022年10～12月期から4.5%も低下しており、新たな設備投資を急ぐ必要がなくなりつつあることを示し

機械受注の推移(季節調整値、年率、兆円)



(出所)内閣府

ている。冒頭で触れた通り、企業は需要が伸び悩む中で在庫を抑制する動きが見られており、製造業の機械投資が回復するには、需要復調の見通しが立つことを待つ必要がある。

一方、非製造業からの機械受注は、9月に前月比+5.7%と2ヵ月ぶりの増加に転じ、7~9月期は前期比▲0.8%と小幅減少にとどまった。内閣府の10~12月期予想は前期比+4.8%と3四半期ぶりの増加を見込んでいる。機械投資においては、非製造業に復調の先導役を期待すべきであろう。

また、建設投資の先行指標である建設着工床面積は、9月に前年同月比▲2.0%と依然マイナスながら7月の▲31.1%、8月の▲11.5%から一段と改善した。この結果、7~9月期は前年同期比▲16.7%となり、4~6月期の▲20.3%から改善した。

主な用途別に見ると、店舗（4~6月期前年同期比▲21.4%→7~9月期▲9.4%）や工場（▲33.9%→▲14.5%）でマイナス幅が大きく縮小、倉庫（▲18.9%→▲18.8%）も小幅ながら改善した。一方で、事務所（▲15.7%→▲30.1%）はマイナス幅が大きく拡大している。着工床面積の移動平均によって工事の進捗ベース（実際の建設投資）をイメージすると（右図）、倉庫は持ち直し、店舗は下げ止まり、工場も下げ止まりの兆しが見られるが、事務所は減少傾向のままである。建設工事全体では下げ止まりつつあり、倉庫や店舗といった専ら非製造業の分野で今後の回復が期待される。

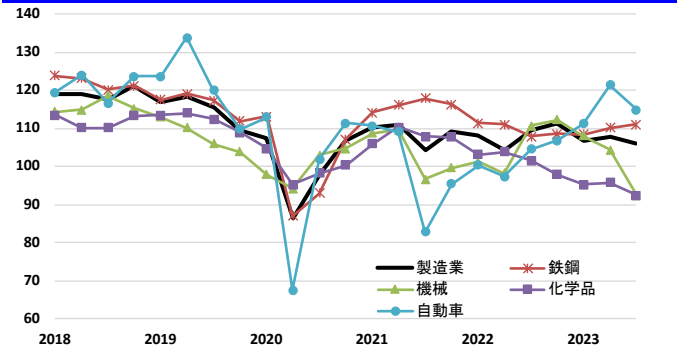
財輸出は停滞、インバウンド需要は拡大

そのほか、製造業の設備投資の復調を占う意味でも、当面の景気下支え役であるインバウンド需要の様子を確認する意味でも、輸出の動向が注目される。

輸出のうち財(モノ)の動向を示す通関輸出数量指数⁸は、9月の前年同月比+0.2%から10月は▲3.3%へ2ヵ月ぶりのマイナスに転じ（8月▲5.3%）、停滞感が見られる。自動車（10月前年同月比+22.8%）や船舶（+32.7%）が高い伸びを記録した一方で、電算機類（▲35.6%）や半導体製造装置（▲24.2%）など電気機械分野が大幅なマイナスとなっている。

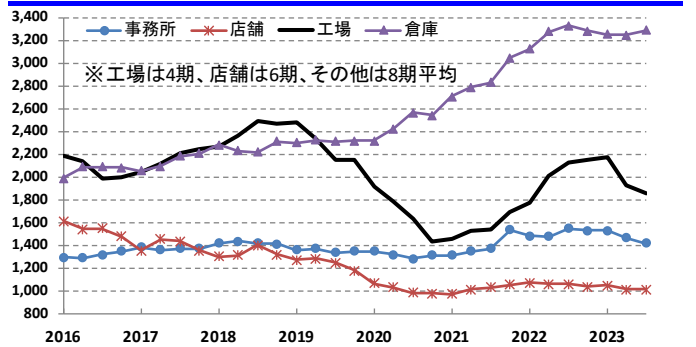
仕向け地別に見ると、米国向け（8月前年同月比+3.8%→9月+8.6%→10月+8.8%）は堅調な拡大を続けているものの、EU向け（+1.1%→▲0.6%→+0.4%）は伸び悩み、アジア向け（▲11.5%→▲3.2%→▲7.7%）はマイナス幅が拡大している。なお、アジア向けのうち、中国向け（▲15.1%→

稼働率指数の推移(季節調整値、2020年=100)



(出所) 経済産業省

建設着工床面積の推移(千㎡)



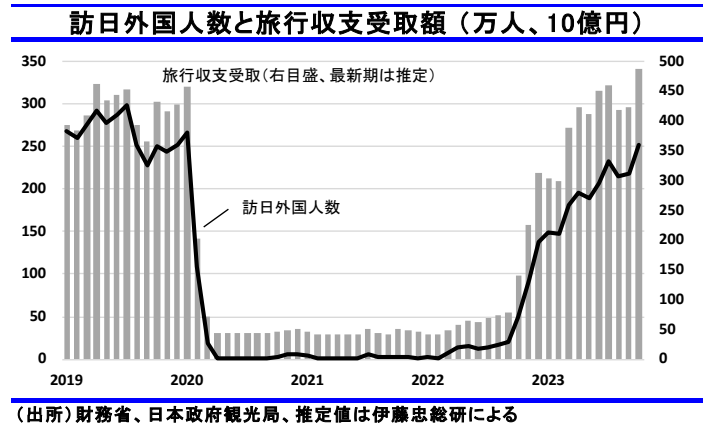
(出所) 国土交通省

⁸ 10月速報発表時に2020年基準へ改定されたが、本稿執筆時点では2022年11月以降の実績しか発表されていない（過去に遡って発表されるのは11月29日の予定）。

▲12.5%→▲9.4%) はマイナス幅が縮小しているため、10月はASEANなど中国以外向けが不振だった模様である。

今後については、米国経済が金融引き締めの影響により減速、欧州経済は停滞が続き、中国経済も回復力に欠けることを踏まえると、停滞感がより一層強まる可能性が高い。復調は欧米経済の回復が見込まれる来年春から年央にかけてとみられ、財の輸出、ひいては製造業の設備投資も、それまでは軟調推移を覚悟しておく必要がある。

一方、サービス輸出の柱であるインバウンド需要は、回復が続いている。10月の訪日外国人数は251.7万人となり、年間ピークを記録した2019年の同月(249.7万人)を0.8%上回った(右図)。10月のインバウンド需要総額(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を9月と同じと仮定すれば4,888億円となり、2019年の同月を12.7%も上回っている。



10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(63.1万人)で、以下、台湾(42.5万人)、中国本土(25.6万人)、米国(21.1万人)、香港(17.9万人)と9月から順位に変動はないが、中国本土だけが減少した。福島第一原発の処理水放出の影響が出た模様である。一方で、ASEAN主要6か国⁹の合計は8月の18.3万人から9月23.4万人、10月38.5万人と着実に増加、中国本土からの訪日数の減少をカバーしている。こうした地域の分散は、政治的な要因による変動リスクの抑制、つまりインバウンド需要の安定という意味で歓迎すべきであろう。中国本土からの旅行者が戻らずとも、日韓関係の改善やASEAN経済の持続的な成長を背景に訪日外国人数は今後も増勢が続き、景気を下支えすると予想する。

1%台半ばの成長が続く見通し

以上の状況を踏まえると、足元10~12月の実質GDP成長率は、個人消費がボーナス増や物価上昇鈍化を受けた消費者マインド改善により、設備投資は非製造業の持ち直しにより、それぞれ前期比で増加に転じることに加え、7~9月期に抑制した在庫投資の反動増が見込まれるため、2四半期ぶりの前期比プラスに転じると予想される。なお、輸出は財の落ち込みをサービスがカバーし横ばい、輸入は増加する結果、純輸出の寄与はマイナスとなる。

年明け後も、個人消費は実質賃金と消費者マインドの改善を背景に増勢を維持、財輸出が停滞する中、設備投資は当面、非製造業中心の持ち直しとなるが、製造業においても欧米など海外景気の回復が視野に入るにつれて復調に向かうとみられる。その結果、2023年度の実質GDP成長率は、前年比+1.6%と2022年度(+1.3%)より高まると予想する(次ページ表)。

2024年度に入ると、個人消費の拡大が続く中で、財の輸出が持ち直し製造業の設備投資が復調、景気

⁹ インドネシア(4.0万人)、マレーシア(4.5万人)、フィリピン(6.9万人)、シンガポール(5.5万人)、タイ(12.5万人)、ベトナム(5.0万人)。()内は各国の10月の数字。

に明るさが広がろう。当社は、日銀が4月の金融政策決定会合で、春闘賃上げ率が前年よりも高まる見通しを確認、物価目標2%の達成を確信し、短期の政策金利を▲0.1%からゼロ%へ引き上げマイナス金利を解除、長期金利の目標を廃止する形で現行のYCCを撤廃すると予想¹⁰しているが、そのシナリオを維持する。

日銀の政策変更を受けて長短金利は上昇するが、日銀は長期金利（10年国債利回り）の上昇を抑制し続けるため、2%の物価上昇率を超えて実質金利がプラスに転じるまでには時間を要し、設備投資への影響は限定的となろう。2024年度通年では、個人消費が実質所得の増加に見合った拡大となり、輸出は欧米景気の回復を背景に財でも増加、設備投資は製造業での復調から伸びを高め、実質GDP成長率は前年比+1.6%と2023年度に続き潜在成長率¹¹を大きく上回る1%台半ばの伸びが続き、需給面からのデフレ圧力は解消すると予想する。

2025年度は、個人消費はペントアップデマンドが一巡しやや減速、設備投資は金利上昇の影響もあり拡大が一服し、実質GDP成長率は前年比+0.9%へ鈍化、次第に潜在成長率へ収斂していく姿を予想する。

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	2.6	1.3	1.6	1.6	0.9
国内需要	▲3.4	1.8	1.8	0.4	1.4	0.4
民間需要	▲5.6	2.0	2.6	0.4	1.9	0.6
個人消費	▲5.1	1.5	2.5	0.3	1.4	1.2
住宅投資	▲7.2	▲0.6	▲3.2	2.6	▲1.8	▲2.9
設備投資	▲5.4	2.3	3.0	0.8	2.9	▲1.1
在庫投資(寄与度)	(▲0.3)	(0.4)	(0.2)	(▲0.1)	(0.2)	(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	▲3.2	▲1.5	▲2.4	▲2.7
純輸出(寄与度)	(▲0.7)	(0.9)	(▲0.5)	(1.2)	(0.2)	(0.5)
輸出	▲9.9	12.4	4.5	3.1	4.9	5.0
輸入	▲6.3	7.2	7.2	▲2.7	4.2	2.7
名目GDP	▲3.4	2.5	2.0	5.9	3.2	2.5
鉱工業生産	▲9.6	5.6	▲0.3	0.0	2.9	1.0
失業率(%、平均)	2.4	2.9	2.8	2.6	2.6	2.4
経常収支(兆円)	16.9	20.1	8.3	28.7	26.2	27.6
消費者物価(除く生鮮)	▲0.7	0.1	3.0	2.9	2.3	1.9

(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。

¹⁰ 詳細は2023年10月30日付「日本経済情報2023年10月号 景気は回復傾向も不確実性残し、金融政策は据え置きか」参照。 <https://www.itochu-research.com/ja/report/2023/2465/>

¹¹ 内閣府は0.5% (9/19時点)、日銀は0.62% (10/4時点)と試算。