

# 日本経済情報 2023年7月号

## Summary

### 【内容】

企業景況感が幅広く改善

6月の景況感は改善一服も  
良好さを維持

小売販売統計は総じて堅  
調持続

春闘賃上げ率は3.58%に  
着地

サービス産業を中心に労  
働需要が増加

来年度の春闘賃上げ率は  
4%台が視野に

消費者物価はコアで2%台  
に鈍化

設備投資は拡大停止

輸出は一時的ながら増加

EUが日本産食品の輸入規  
制を撤廃

インバウンドの回復続く

4~6月期成長率は前期比  
プラスを継続

7月の金融政策決定会合  
は現状維持

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

## 景気回復続き賃金は上昇するも金融政策は不変

6月調査の日銀短観は企業景況感が幅広く改善したことを示す。帝国データバンクや内閣府の調査では6月に景況感の改善が足踏みしたもの、水準は依然として高く、先行きを悲観させる材料はない。

実体経済の指標を見ると、各種小売販売統計は気温上昇や外出増、インバウンド需要拡大により6月も総じて堅調、自動車販売や外食は増勢が一服するも、個人消費は拡大基調を維持している模様。

個人消費の先行きを左右する賃金は、今年の春闘賃上げ率が3.58%、うち中小企業は3.23%と、いずれも30年ぶりの高い伸びで着地。この結果を反映して5月に1.7%だった基本給（所定内賃金）の伸びは前年比2%程度まで高まる見込み。

景気回復を受けて雇用もサービス産業を中心に拡大、一方で労働力の供給余地は限られつつあるため、労働需給はひっ迫。これに物価上昇や企業業績の回復が加わり、来年度の春闘賃上げ率は今年を上回る可能性が高く、4%台も視野に入ると予想。実質賃金は1%程度の上昇を確保、個人消費を下支え。

なお、消費者物価は、エネルギー価格の上昇一服や輸入コスト上昇の転嫁一巡から伸びは鈍化するも、賃金の上昇が押し上げ要因となり、2%を割り込むことはない見通し。

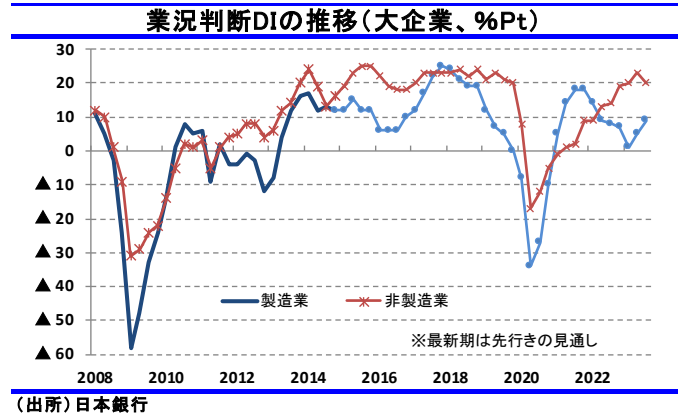
内需のもう一つの柱である設備投資は、先行指標が機械投資の増勢一服を示唆しており、しばらく停滞。ただ、企業の投資意欲は旺盛であり、輸出が回復すれば再び増勢を取り戻そう。その輸出は、自動車生産の正常化により一時的に増加しているが、当面は停滞、欧米景気の回復待ち。インバウンド需要は回復を継続。

4~6月期の実質GDP成長率は、設備投資が減少に転じるも、個人消費と輸出の拡大により、前期比プラスを維持する見通し。

日銀は7月会合でも現状維持の可能性大。物価見通しの上方修正はあっても安定的な2%の上昇を確信するに至らず。市場の副作用もなく、YCC修正も見送り。ただ、物価上昇圧力は着実に強まっており、早ければ次回9月会合にも長期金利の変動幅拡大に踏み切ろう。

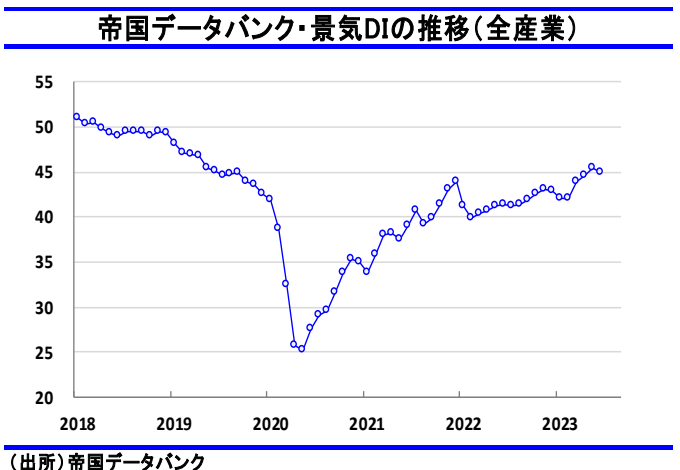
## 企業景況感が幅広く改善

7月3日に発表された6月調査の日銀短観では、景気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3月調査の+1から+5へ4ポイントも改善、非製造業（大企業）も、3月の+20から+23へ、予想をやや上回る改善となった（右図）。中小企業についても、製造業（3月調査▲6→6月▲5）、非製造業（+8→11）とも改善したため、全産業（規模合計）の業況判断DIは3月の+5から6月は+8へ改善した。すなわち、3月から6月にかけての日本経済は、回復に足踏みが見られた製造業で復調、非製造業は回復傾向を維持し、全体的に明るさが広がった、と評価できよう<sup>1</sup>。



## 6月の景況感は改善一服も良好さを維持

帝国データバンクが毎月実施する「TDB 景気動向調査<sup>2</sup>」の景気DI（水準指数）は、今年1月および2月の42.1から3月43.9、4月44.6、5月45.4と3ヵ月連続で上昇した後、直近6月は45.0へ低下した。ただ、引き続き2019年5月以来の高さ、すなわちコロナ直前だけでなく、2019年10月の消費税率引き上げ前の水準をも維持している。



6月の悪化について、帝国データバンクは、回復傾向の中での「一時的なストップ」としている。また、DI低下の主な要因として「人手不足の長期化」や

「食品や電気代など生活必需品の値上げ」を挙げている。例えば、運輸・倉庫業界（5月43.4→6月42.2）ではドライバー不足や燃料高、整備部品の高騰が業況悪化の要因となっており、小売業界（42.4→42.0）では「消費は回復しているが、必要な物しか買わない傾向が強くなった」など、嗜好品などを扱う売場を中心に物価上昇に伴う買い控えを指摘する声が目立った。

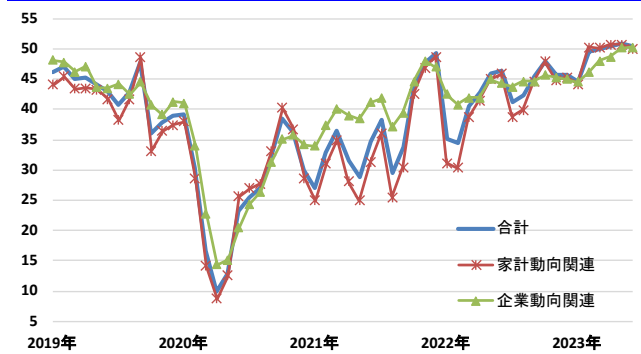
一方で、①ウィズコロナ移行に伴う人流の正常化、②インバウンド需要の回復、③半導体不足の緩和およびそれに伴う自動車販売の回復、が引き続き関連企業の景況感を押し上げている。6月は振るわなかった運輸業界の中でも「結婚式や懇親会などの復活がタクシー利用などを増やしている」「出張等で人の移動が回復」とのポジティブな見方があった。そのほか、人流の正常化や政府のDX推進策（補助金など）により企業の設備投資意欲が高まっているとの指摘もあり、7月以降のDIが改めて改善に向かう可能性を示唆する材料も少なくない。

<sup>1</sup> 日銀短観に関する詳細は、2023年7月3日付 Economic Monitor「日銀短観6月調査：景況感は予想以上に改善、価格転嫁の進捗を確認、人手・設備の不足感は強まる傾向続く」参照。<https://www.itochu-research.com/ja/report/2023/2375/>

<sup>2</sup> 「TDB 景気動向調査」は、(株)帝国データバンクによる全国企業27,771社を対象とした月次アンケート調査 (<https://www.tdb-di.com/economic-trend-survey/>)。景気DIは「現在の景況感」に関する回答を指数化したもので、50が「良い」「悪い」の分岐点。直近6月調査の有効回答社数は11,105社。

内閣府の景気ウォッチャー調査も、6月は年初からの改善が一服、景気の回復は足踏みした。景気の現状判断DI（水準、季節調整値）は5月の50.9から6月は50.5へ低下（右図）、50を上回っているため良好な状態は維持しているが、5ヵ月ぶりに低下した。うち「企業動向関連」（5月50.1→6月50.2）は5ヵ月連続で改善し50超の水準を維持したものの、「家計動向関連」（50.7→50.0）が5ヵ月ぶりに低下、50ちょうどとなった。ともに50以上の水準まで回復しているという点では、日銀短観同様、景況感の改善が広がっているという見方もできる。

景気ウォッチャー調査（現状判断、水準、季節調整値）



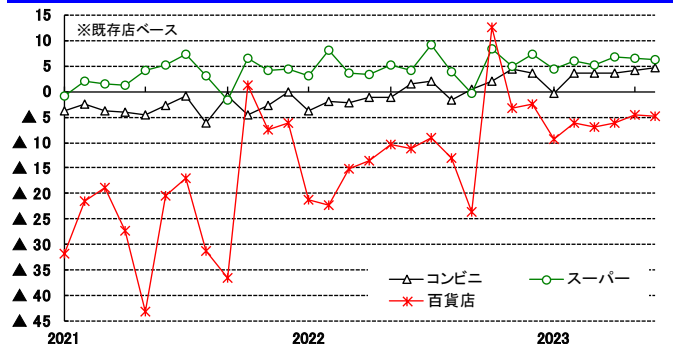
（出所）内閣府

「企業動向関連」の内訳を見ると、製造業（5月48.6→6月48.8）、非製造業（51.5→51.6）とも改善した。製造業は半導体不足解消に伴う生産の正常化や輸出の下げ止まりが貢献、非製造業は企業活動の活発化を受けて輸送業や企業向けサービス業を中心に改善したとみられる。一方で、個人消費と関係が深い「家計動向関連」の6月の悪化は、先行して改善していた外食（5月56.3→6月54.3）の悪化が主因であるが、水準は依然として高く、好調さを維持している（輸出や外食の状況は後述）。

## 小売販売統計は総じて堅調持続

個人消費の状況を各業界の販売統計で確認すると、6月のコンビニ売上（既存店）は、5月の前年同月比+5.3%から+3.2%へ伸びが鈍化したが、コロナ直前の2019年同月との比較では、5月の+4.1%から6月は+4.7%へ伸びを高めており（右図）、堅調に推移している。四半期の推移を見ても、1～3月期は2019年同期に比べ+2.2%であったが、4～6月期は+4.1%へ伸びを高めている。6月については、外出や訪日外国人数の増加により来客数が増加するなかで、気温が高く飲料やアイスクリームなどが好調だったほか、弁当や酒なども増加した<sup>3</sup>。

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

6月のスーパー売上高（既存店）は、5月の前年同月比+1.3%から+2.1%へ伸びが高まった。2019年との比較では、5月の+6.5%から6月は+6.3%へやや鈍化したが、高い伸びを維持した（上図）。四半期でも、1～3月期の2019年比+5.2%から4～6月期は+6.6%へ伸びを高めており、好調が続いている。内訳を見ると、主力の食料品（2019年比1～3月期+10.6%→4～6月期+8.8%）の伸びが鈍化した一方で、住居関連品（+3.5%→+15.8%）が大きく伸びを高め、衣料品（▲25.6%→▲15.2%）もマイナス幅が大きく縮小した。食料品の伸びの鈍化<sup>4</sup>は外食の回復を反映した部分があるとみられ、外出の回復により関連する雑貨が増加、衣料品の落ち込み幅が縮小するなど、脱コロナの動きが窺え

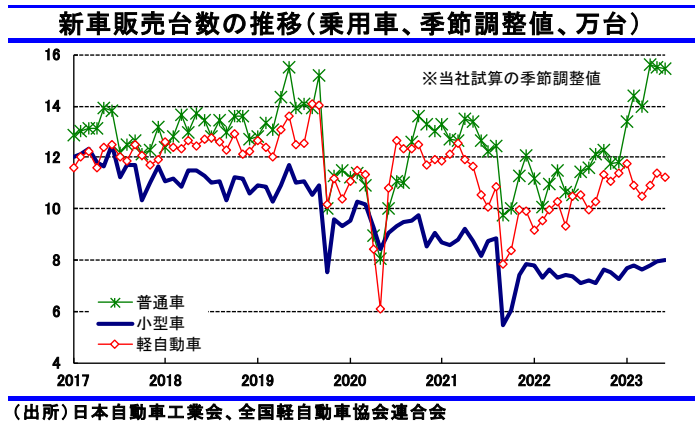
<sup>3</sup> 6月の来客数は前年同月比+0.7%、客単価は+2.5%。

<sup>4</sup> 前年同期比では、1～3月期の▲0.5%から4～6月期は+4.2%へ伸びを高めている。この間、消費者物価の食料品（含む生鮮、除く外食、当社試算による）は+7.8%から+8.9%へ伸びを高めており、価格上昇の影響に加え、節約志向がやや弱まった可能性も指摘できる。

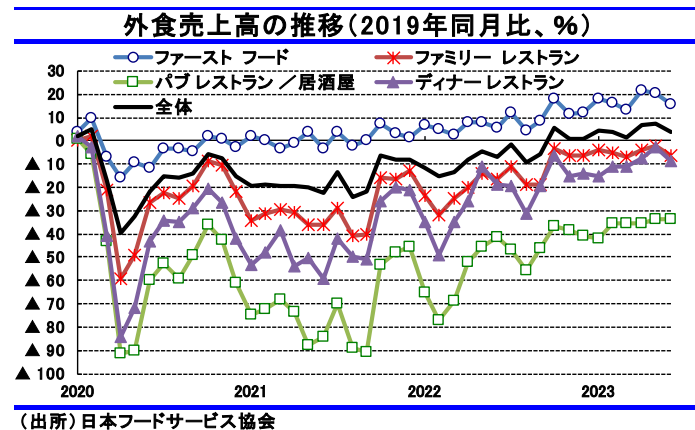
る。なお、6月はコンビニ同様、飲料やアイスクリームが好調だったほか、旅行かばんや紫外線対策商品などが売れた模様である。

6月の百貨店売上高（店舗数調整済）は、5月の前年同月比+6.3%から+7.0%へ伸びを高めた。2019年比では、5月の▲4.7%から6月は▲4.9%へややマイナス幅が拡大したが、四半期では1~3月期の▲7.5%から4~6月期は▲5.1%へ改善しており、持ち直し傾向は維持している。旅行を含めた外出やインバウンド需要の回復を背景に夏物衣料や化粧品、ブランド品、宝飾品などが好調だった。

6月の乗用車販売台数（新車）は、5月の前年同月比+28.4%から+23.9%へ伸びが鈍化した。季節調整値（当社試算）の前月比では▲0.5%と3ヵ月ぶりに減少したが、年率換算で416.3万台と高い水準を維持した。内訳を見ると、小型車はかろうじて増勢を維持したものの、普通車の足踏みが続き、軽自動車は3ヵ月ぶりに減少した（右図）。部品不足の解消に伴う自動車生産の正常化による回復がひとまず一服した模様である<sup>5</sup>。なお、四半期の推移を見れば、1~3月期の年率391.9万台から4~6月期は415.7万台へ6.1%も増加、コロナ後のピークを更新<sup>6</sup>しており、順調な回復を見せている。



6月の外食売上（全店ベース）は、5月の前年同月比+11.8%から変わらずであったが、2019年との比較では+7.6%から+3.5%へ鈍化、引き続きコロナ前の水準を上回って回復してはいるが増勢がやや鈍った（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（5月2019年比+20.5%→6月+15.6%）で拡大が鈍ったほか、ファミリーレストラン（▲2.2%→▲6.1%）やディナーレストラン（▲2.7%→▲8.5%）ではコロナ前回復を目前に足踏みした。パブレストラン/居酒屋（▲33.7%→▲33.9%）は店舗数の落ち込み<sup>7</sup>による低迷が続いている。



## 春闘賃上げ率は3.58%に着地

今後の個人消費を占う上では、賃金の行方が重要である。その基礎となる春季生活闘争（春闘）の賃上げ率は、日本労働組合連合会（連合）が7月3日に公表した最終集計（第7回集計）によると、べ

<sup>5</sup> 自動車工業の生産指数は、2023年2月に前月比+10.6%の大幅増を記録した後、3月+6.7%、4月+2.4%と上昇が続いていたが、5月は▲8.9%と増勢一服。

<sup>6</sup> それまでのピークは、半導体不足が深刻化する前、2020年10~12月期の413.8万台。

<sup>7</sup> 2023年6月時点のパブレストラン/居酒屋の店舗数は、2019年6月に比べ▲31.4%。ファーストフードの▲3.4%、ファミリーレストランの▲8.9%、ディナーレストランの▲14.0%に比べ、引き続き落ち込みが顕著。



一スアツと定昇を合わせて正社員（一般組合員）で平均 3.58%、このうち 300 人未満の中小企業では平均 3.23%と、いずれも 1993 年以来の高水準に着地した。また、パートの賃上げ率は 5.01%となり、労働需給のひっ迫を反映し、正社員よりも高い上昇率となった。

正社員の賃上げ率を業種別に見ると（右表）、製造業では大企業を中心に満額回答が相次いだことから 3.92%と全産業平均の 3.58%を上回る上昇率となったが、中小企業に限れば情報・出版（6.60%）やサービス・ホテル（3.84%）で高く、全産業（3.23%）を上回った。中小企業では、特にサービス産業などで深刻な人手不足に陥っており<sup>8</sup>、人手確保のために積極的に賃上げをせざるを得ない状況となっている。

<業種別賃上げ率・春闘第7回集計>

	全規模	中小企業
製造業	3.92	3.34
商標流通	3.54	2.98
交通運輸	2.5	2.19
サービス・ホテル	2.97	<b>3.84</b>
情報・出版	2.85	<b>6.60</b>
金融・保険	3.2	3.28
その他	3.26	3.06
合計	3.58	3.23

（出所）連合HPをもとに伊藤忠総研作成

春闘で妥結した賃上げは、例年、秋にかけて徐々に給与に反映されていく<sup>9</sup>。厚生労働省「毎月勤労統計」によると、5月の所定内給与（基本給）は前年同月比+1.7%と4月（+0.8%）から大幅に伸びを高めた。この傾向は、調査サンプルの入れ替えによる歪みを取り除き、前年と同じサンプル同士で比較した「共通事業所」で見ても同様であり、賃上げの一部が賃金に反映されつつあることが確認された（右図）。

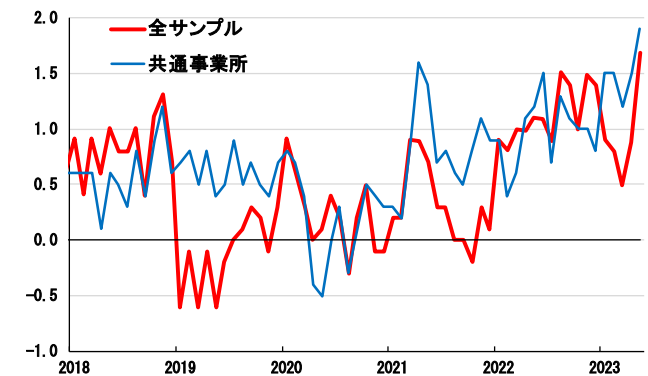
春闘の結果を受けて最終的に賃金がどれほど上昇するのか、過去の所定内給与（各年の7～9月期時点）と春闘賃上げ率の関係をを用いて推定すると（右図）、今年の3.58%の賃上げ率では、所定内給与は7～9月期に前年同期比 1.65～1.94%程度上昇すると予想される（推計期間①および②）。

最近のデータだけにに基づいた場合、1.65%にとどまると予想されるが（推計期間②）、90年代まで一般的だった賃上げを実施する動きが広がっていることを考慮すると、90年代以前のデータによる予想値 1.94%に近くなるとみて良いだろう。

## サービス産業を中心に労働需要が増加

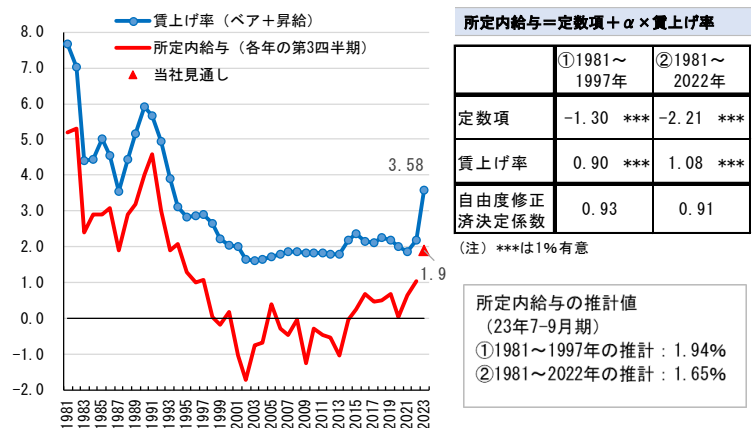
個人消費のパイの拡大には、賃金に加え、雇用（就業者の量も重要な要素である。総務省の「労働力調査」によると、2023年1～3月期の就業者数は

所定内給与（前年比、%）



（出所）厚生労働省「毎月勤労統計」

賃上げ率と所定内給与（%）



（注）所定内給与は、各年の第3四半期の数字。  
1990年以前は事業所規模30人以上、1991年以降は5人以上。  
2015年以降は、共通事業所ベース。

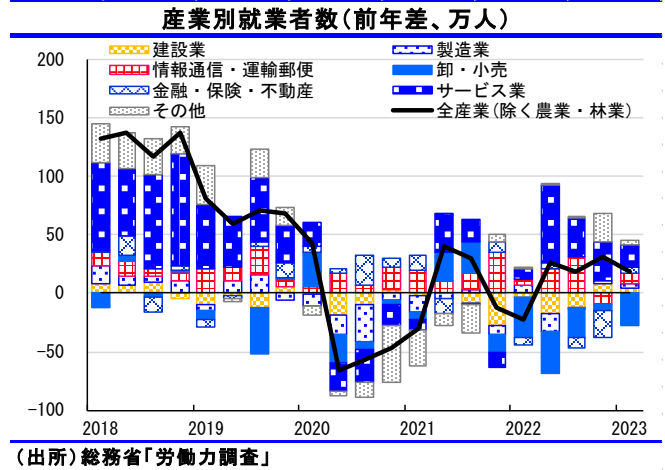
（出所）厚生労働省「民間主要企業春季賃上げ集計」「毎月勤労統計」

<sup>8</sup> 日銀短観6月調査で雇用人員判断DI（過剰-不足）は、大企業の▲23%ポイントに対して、中小企業は▲35%ポイントとマイナス幅が大きく人手不足感が強い。なかでも「対個人サービス業」では、大企業が▲38ポイント、中小企業は▲50ポイントといずれもマイナス幅が大きく、特に中小企業で人手不足感が強いことが分かる。

<sup>9</sup> 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月末までには9割程度賃金に反映される。

前年同期比で18万人増加しており、ウィズコロナが進む中で労働需要も回復している（下図）。産業別に見ると、「サービス業」や「情報通信・運輸郵便」で増加しており、「製造業」でも1～3月期は前年同期比4万人増と小幅ながら増加に転じている。今後も景気回復に伴って就業者数も増加が続き、仮に当社の予想通り実質GDP成長率が1%台半ばで推移すれば、少なくとも年間40万人程度の雇用増が見込まれる。

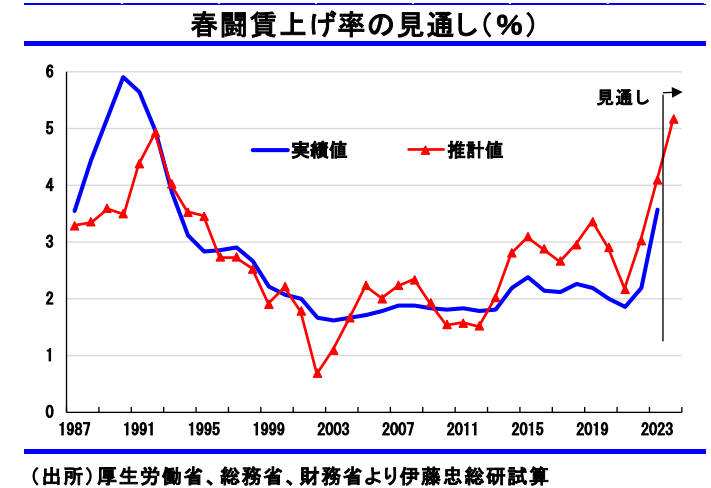
ただ、労働力供給の増加余地は限られてきている。高齢者（65歳以上）の労働力率は、コロナが「5類感染症」に移行したことで、一時的に労働市場から退出した人の労働参加は進むものの、今後は徐々に頭打ちとなるとみられる。さらに、女性の労働力率は、20代後半から50代前半で既に80%を超えており、上昇余地は小さくなっている。このため、今後は労働力需要に見合った供給量を十分に確保できなくなり、労働需給が一段とひっ迫する可能性が高い。失業率は2023年中は2%半ばで推移したあと、2024年以降は2%程度にまで低下し、これを受けて賃金への上昇圧力は一段と高まっていくと予想する<sup>10</sup>。



## 来年度の春闘賃上げ率は4%台が視野に

労働需給の引き締めを受けて、来年度の春闘賃上げ率も高い伸びが期待できそうである。かつて春闘賃上げ率は、物価動向だけでなく、企業の業績や労働需給にも大きく左右されていた。こうした関係を踏まえ、来年度の春闘賃上げ率を、企業の経常利益（変化率、前年度）、失業率（前年度）、消費者物価上昇率（過去2年平均）の3つの要因で予想すると、2023年度の実績3.58%を上回る可能性が高いことが示された（右図）。失業率は一段と低下、消費者物価上昇率は高まるためである。2024年度の春闘賃上げ率は4%台が視野に入ろう。

2025年度以降についても、仮に経常利益が横ばいで推移し、失業率が2%程度、消費者物価上昇率も2%程度となるとすれば、春闘賃上げ率は4%を超えた状態が続くと試算される。この場合、所定内給与の上昇率は+2%台後半まで、残業代やボーナス代も含めた現金給与総額（名目賃金）は3%程度まで上昇



賃上げ率(%) = 定数項 + α × 経常利益 (変化率、前年度、%) + β × 失業率(前年度、%) + γ × 消費者物価上昇率 (過去2年間の平均値、%)	①1981～ 2000年	②1981～ 2023年
	定数項	6.28 ***
経常利益 (変化率、前年度)	0.02 **	0.02 **
失業率 (前年度)	-1.06 ***	-0.35 ***
消費者物価上昇率 (過去2年間の平均)	0.49 **	0.81 ***
自由度修正済 決定係数	0.73	0.73

(注) \*\*\*は1%有意、\*\*は5%有意

<sup>10</sup> 詳細は2023年6月28日付「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（改定見通し）」参照。<https://www.itochu-research.com/ja/report/2023/2372/>

率が高まる。消費者物価上昇率を 2%とすれば、実質賃金の上昇率は 1%程度となり、雇用の拡大と相まって個人消費の安定的な拡大に寄与しよう。

## 消費者物価はコアで 2%台に鈍化

その消費者物価については、6 月に総合、生鮮食品を除く総合（コア）とも、電気代の値上げを背景に、いずれも前年同月比+3.3%と前月の+3.2%から伸びを高めた<sup>11</sup>。今後は、食料品などの財（モノ）で価格転嫁の動きがもう暫く続くものの、前年上昇の反動や、電気代が発電燃料の価格下落を受けて徐々に値下がりするため、コア消費者物価の伸びは 2%台へと鈍化していく見通しである（右図）。

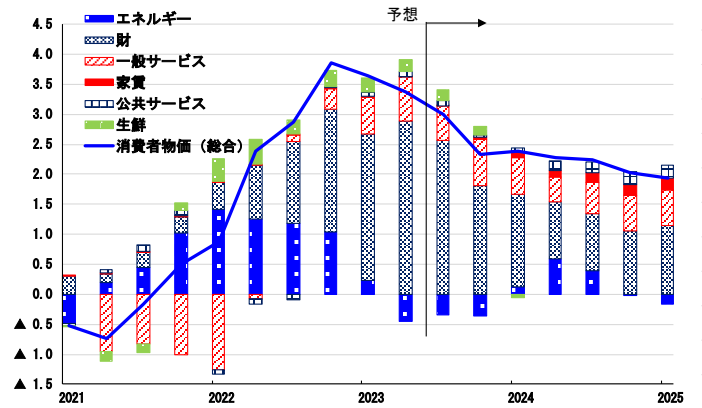
ただ、前述の通り賃金の上昇率は高まっており、サービス価格の押し上げにつながる。当社の試算<sup>12</sup>では、パートタイム労働者の時間当たり賃金が 1%上昇すると、2 四半期程度かけて一般サービス物価を 0.25%ポイント押し上げる。今年度のパート賃金の賃上げ率は 5.01%であり、一般サービス物価は 1.3%ポイント、コア消費者物価は+0.3%ポイント押し上げる計算となる。さらに、賃金の上昇は財や公共サービス分野の価格上昇にも波及するため、物価全体への押し上げ寄与はより大きくなる。

日銀は、7 月 27~28 日の金融経済決定会合において、「経済・物価情勢の展望（展望レポート）」を取りまとめるが、消費者物価の見通しが修正されるかどうか注目される。前回 4 月展望レポートでは、コア消費者物価の上昇率を 2023 年度+1.8%、2024 年度+2.0%、2025 年度+1.8%としていたが、最近の物価上振れ傾向や予想以上の賃上げを踏まえて、2023 年度は 2%台へ上方修正する可能性が高い。ただ、金融政策を判断する上で重要なのは 2024 年度以降の物価見通しである。2024 年度は賃金の面で上方修正の余地がある一方、2023 年度の上振れの反動が下方修正要因ともなる。2025 年度については、後述の通り日銀の慎重な見方を踏まえると、政策変更につながるほどの上方修正に踏み切る可能性は高くないだろう。

## 設備投資は拡大停止

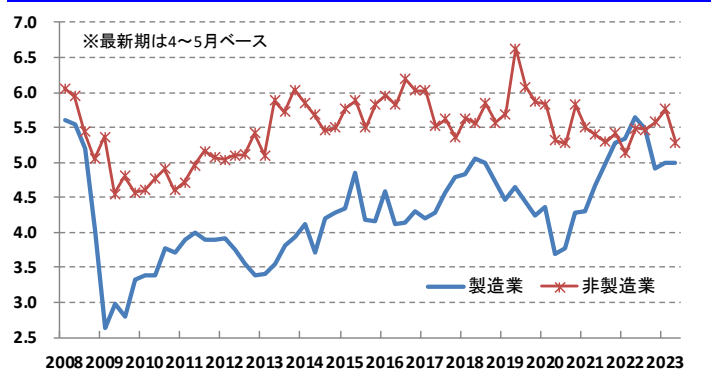
内需のもう一つの柱である設備投資は、機械投資の先行指標である機械受注（船舶・電力を除く民需）が 2023 年 5 月に前月比▲7.6%と 2 ヶ月ぶりの減少に転じたため、4~5 月平均の水準は 1~3 月期を 2.7%も下回った。内閣府による 4~6 月期の予想では前期比+4.6%と増勢加速（1~3 月期

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

機械受注の推移(季節調整値、年率、兆円)



(出所)内閣府

<sup>11</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 6 月）コアは+3.3%へ伸び拡大、今後の鈍化ペースは賃金の動向次第」参照。 [https://www.itochu-research.com/ja/uploads/ec20230721\\_2023-037\\_J\\_cpi.pdf](https://www.itochu-research.com/ja/uploads/ec20230721_2023-037_J_cpi.pdf)

<sup>12</sup> 詳細は、日本経済情報 2023 年 4 月号の p7 参照。

<https://www.itochu-research.com/ja/uploads/7a4678674466de90ad255b94b96b28aefd7beac0.pdf>

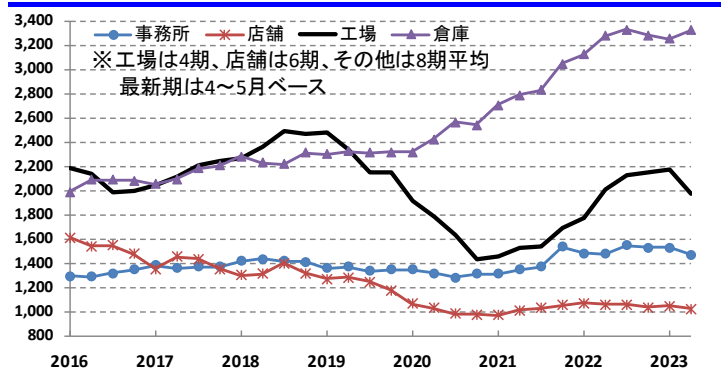
は+2.6%)が見込まれているが、実現可能性は大きく後退した。

業種別に見ると（前ページ右下図）、製造業からの受注は5月に前月比+3.2%と3ヵ月ぶりに増加、4~5月平均で1~3月期と同じ水準となり、下げ止まりから持ち直しを窺う状況となった。一方で、非製造業からの受注は、5月に前月比▲19.4%もの大幅減となり、4~5月平均の水準は1~3月期を8.2%も下回った。5月に落ち込みが目立つのは運輸業・郵便業（3月前月比+43.2%→4月+22.9%→5月▲42.8%）や金融業・保険業（+37.9%→+19.2%→▲34.6%）で、4月までの大幅増<sup>13</sup>の反動が主因である。

建設投資の先行指標である建設着工床面積は、4月の前年同月比▲3.5%から5月は▲22.5%へマイナス幅が拡大、4~5月を均しても前年同期比▲12.1%となり、1~3月期の▲3.7%からマイナス幅が拡大した。主な用途別に見ると、前年比プラスで推移していた工場（1~3月期前年同期比+4.8%→4~5月平均▲27.6%）がマイナスに転じたほか、事務所（+29.3%→▲10.6%）や店舗（+9.9%→▲15.1%）も1~3月期のプラスからマイナスに転じた。一方で、倉庫（▲13.9%→▲3.6%）はマイナス幅が大きく縮小し持ち直しの動きを見せている。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（右上図）、工場が急減、事務所や店舗が軟調に推移する中で、倉庫は持ち直している。建設投資全体としては今年に入り緩やかな減少が続いている模様である。

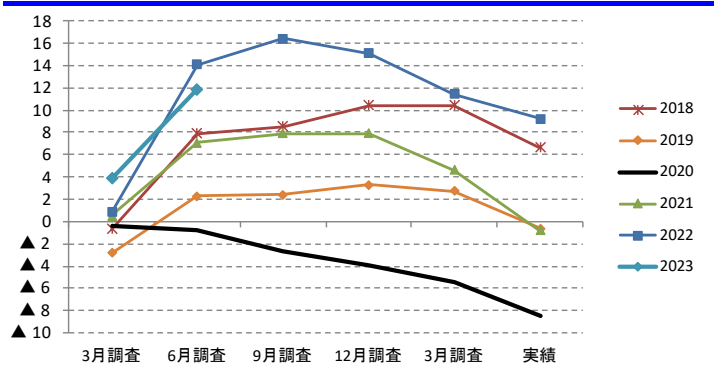
このように停滞感の見られる設備投資であるが、企業の設備投資意欲は旺盛である。日銀短観6月調査の2023年度設備投資計画は、製造業で3月調査の前年比+6.3%から+15.1%へ、非製造業でも+2.4%から+9.9%へ、それぞれ大幅に上方修正された。その結果、全産業でも3月調査の前年比+3.9%から+11.8%へ上方修正され、6月調査としては2022年度に続く高い伸びとなった（右中図）。製造業は前年度の実績が3月調査時点（見込み）の前年比+15.7%から+9.0%へ大きく下振れして着地した反動が多分に含まれているが、非製造業は3月調査の+8.9%からやや上振れて+9.3%で着地しており、実態として投資意欲が極めて強い。海外景気の悪化を受けて設備投資計画を

### 建設着工床面積の推移(千㎡)



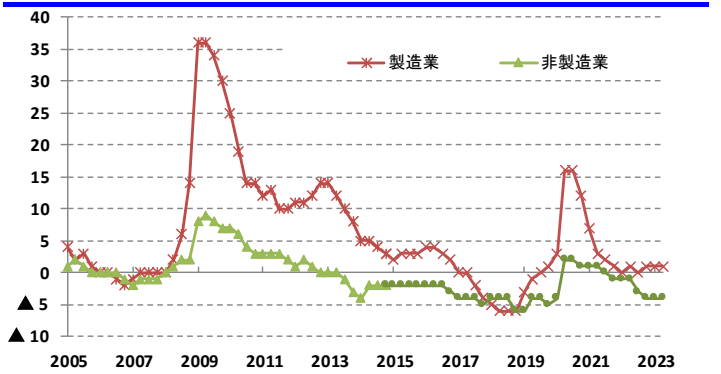
(出所)国土交通省

### 設備投資計画の推移(前年比、%)



(出所)日本銀行

### 生産・営業用設備判断DI(規模合計、過剰-不足、%Pt)



(出所)日本銀行

<sup>13</sup> 報道によると4月まではサーバーなど電子計算機の需要が旺盛だった模様。



先送りする動きが出た製造業と、国内景気の回復を背景に投資を積極化している非製造業で対照的な結果となっている。

企業が設備投資に前向きな背景には、設備不足がある。日銀短観の生産・営業用設備判断 DI (過剰-不足) は、非製造業で 6 月調査も 3 月調査と同じ▲4 と過去最低水準近くで横ばい推移となり (前ページ右下図)、9 月見通しは▲5 と設備の不足感が強まることが見込まれている。人手不足も極まっているため、設備投資を拡大しなければ、需要の回復に供給が追いつかない状況にある。製造業の生産・営業用設備判断 DI は+1 と若干ながらも過剰感を残しているが、9 月見通しは▲1 と不足に転じることが見込まれている。今後、輸出が回復に向かえば、設備投資も回復に向かう。

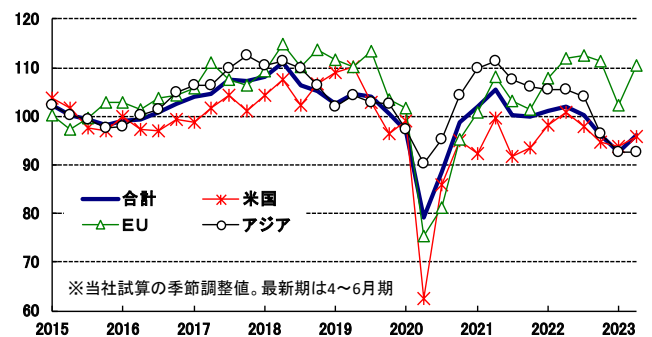
## 輸出は一時的ながら増加

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 月期まで 3 四半期連続で減少していたが、4 月は前月比+2.5%、5 月は同+1.1%、6 月も同+0.8%と増加が続き、4~6 月期では前期比+3.9%と一旦下げ止まった (右図)。

4~6 月期の状況を仕向け地別に見ると、EU 向け (前期比+7.9%)、米国向け (+2.2%)、中国向け (+4.5%) が増加した (右下図)。いずれも自動車の復調が主因である。4~6 月期の自動車輸出台数 (貿易統計ベース、当社試算の季節調整値) は年率換算で 616 万台と 1~3 月期の 536 万台を 14.8%も上回り、中でも米国向け (1~3 月期年率 131 万台→4~6 月年率 155 万台、18.4%増)、EU 向け (54 万台→66 万台、23.4%増)、中国向け (11 万台→21 万台、97.5%増) が牽引した。国内販売同様、半導体不足問題の緩和によるところが大きいとみられる。

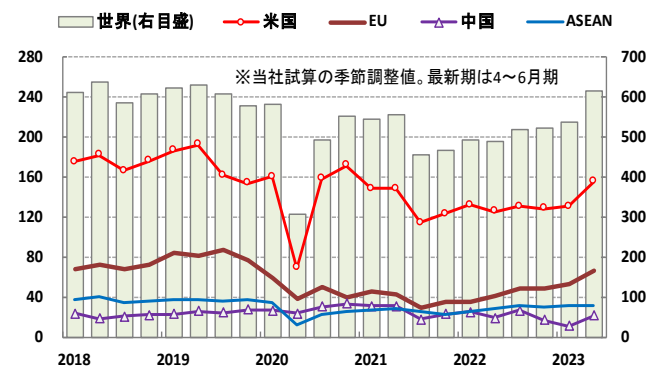
そのほか、EU 向けや中国向けでは、半導体 (IC) の増加も全体を押し上げた。ただ、アジア向け全体の 4~6 月期の伸びは前期比+0.3%にとどまり、ASEAN<sup>14</sup>など中国以外の地域向けの落ち込みが続いている。ASEAN 向けの落ち込みは半導体や半導体製造装置が中心であるが、スマートフォンをはじめとした ASEAN から欧米への電子製品輸出の低調が影響しているとみられる。なお、半導体製造装置の輸出は、ASEAN 向けのみならず中国向けも減少している。昨年 10 月、米国は先端半導体や関連する製造技術および製造装置の対中輸出規制を強化したが、その影響は、米国に代わって日本から中国への輸出が増えるのではなく、米国から技術や製造装置を調達できなくなった中国の半導体メーカーが投資計画を見直し、それに伴い日本からも製造装置の輸出が減少する形で出ている。日本政府は 7

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

自動車輸出台数の推移 (年率換算、万台)



(出所)財務省

<sup>14</sup> 本稿執筆時点で、6 月の ASEAN 向け輸出数量指数は未公表。4~5 月の 1~3 月平均比は▲2.6%。

月 23 日から、米国に追随する形で先端半導体の製造装置の輸出規制を始めたが、それ以前から輸出の減少が始まっている。

## EU が日本産食品の輸入規制を撤廃

なお、EU は 7 月 13 日、日本産食品に対する放射性物質輸入規制を 8 月より全て撤廃すると発表した。2011 年の福島原発事故を受けて、一時は 55 ヶ国・地域が日本産食品に対して何らかの輸入規制をかけていたが、豪州が 2014 年、米国が 2021 年、英国が 2022 年に撤廃するなど、解除の動きが広がりつつあった。EU は今回、東北地方産の水産物や山菜、キノコなどの輸入に義務付けていた検査証明書と産地証明書の提出を不要とし、全ての輸入規制がなくなった。

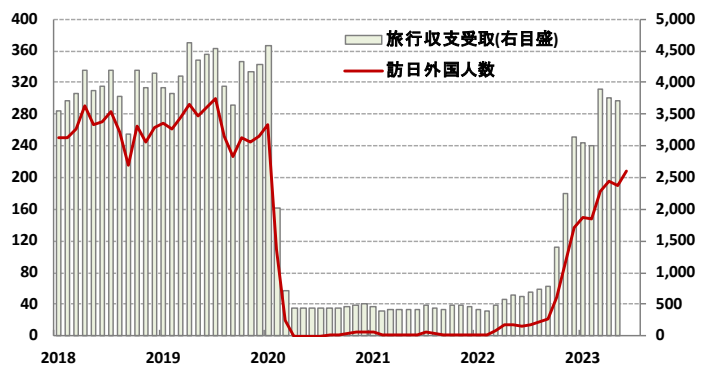
今回の撤廃された EU 規制の対象は、食品輸出のごく一部であり、直接的な輸出拡大効果は限られるが、今回の意義は、食品の安全管理に最も厳しいとされる EU が「日本産食品は全く問題ない」とのお墨付きを与えたことである。差し当たり、アイスランド、スイス、ノルウェーといった欧州近隣国の同調・撤廃を促す方向に作用しよう。さらに、何らかの規制を継続しているアジア諸国にも影響が及ぶ可能性もあり、特に、このところ様々な分野で関係改善が進んでいる韓国（福島など 8 県の水産物の輸入を禁止中）が緩和や撤廃に動くのかどうかが注目される。

## インバウンドの回復続く

サービス輸出の柱であるインバウンド需要は、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）以降の回復傾向が続いている。6 月の訪日外国人数は 207.3 万人とコロナ禍後の単月値として初めて 200 万人台を回復した。また、4~6 月期では、1~3 月期の 479.1 万人から 23.6% 増の 592.1 万人となり、年間でピークとなった 2019 年（四半期平均で 797.1 万人）の 74% まで回復した。

4~6 月期の国・地域別の内訳を見ると、最多の韓国（2019 年の四半期平均 139.6 万人→今年 4~6 月期 152.8 万人）のほか、米国（43.1 万人→59.4 万人）やフィリピン（15.3 万人→16.7 万人）、シンガポール（12.3 万人→14.6 万人）、ベトナム（12.4 万人→14.0 万人）、インドネシア（10.3 万人→11.9 万人）などで既に 2019 年の水準を超えた<sup>15</sup>。台湾（122.3 万人→98.4 万人）や香港（57.3 万人→49.4 万人）は出遅れているが、着実に水準を戻している。

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

一方で、欧州主要国（英・仏・独・伊）からの来訪者数は 4~6 月期に計 26.5 万人と、1~3 月期の 17.3 万人からは増加したが、月毎には 4 月（11.4 万人）をピークに 5 月 8.9 万人、6 月 6.2 万人と減少、2019 年（四半期平均 29.0 万人）には届かなかった。欧州景気減速の影響が出始めた可能性がある。そして、かつて圧倒的なトップだった中国本土からの訪日者数は、1~3 月期の 14.3 万人から 4~6 月期は 45.1 万人（国別 5 位）へ増加したものの、未だ 2019 年（四半期平均 233.9 万人）の 2 割

<sup>15</sup> ただ、韓国の既往ピークは 2018 年の 753.9 万人（四半期平均 188.5 万人）で、そこから見た今年 4~6 月期の回復度は 81%。

に満たない。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<sup>16</sup>ためであるが、日中間の経済安全保障に絡む摩擦など政治的な障害により解禁を見通せない状況が続いている。

先行きは、欧米景気の減速に伴い欧州のみならず米国からの訪日客が伸び悩む可能性があるが、韓国や台湾、香港のさらなる拡大が見込まれるため、中国の日本向け団体旅行解禁がなくても全体として訪日外国人数の回復傾向が続こう。

#### 4～6 月期成長率は前期比プラスを継続

以上の主な需要動向を踏まえ 4～6 月期の実質 GDP 成長率を簡単に展望すると、個人消費は物販が増勢を維持、サービス分野は 6 月に陰りが見られるものの拡大基調を維持しているとみられ、引き続き前期比で増加が見込めそうである。ただ、設備投資は、機械投資がもたついているため、前期比マイナスを覚悟する必要があるだろう。これら国内民間需要を合わせると、回復の勢いがやや鈍る姿になると予想される。

一方の海外需要は、輸出が数量指数の下げ止まりやインバウンド需要の回復により GDP ベースの実質輸出（財・サービス計）でも前期比プラスに転じたとみられる。また、輸入は 3 四半期連続の減少<sup>17</sup>となる可能性が高く、純輸出（輸出－輸入）の実質 GDP への寄与度は前期比で+0.7%Pt 程度まで高まろう。

その結果、4～6 月期の実質 GDP 成長率は、1～3 月期よりは減速するものの、前期比でプラス成長を維持すると予想する<sup>18</sup>。

#### 7 月の金融政策決定会合は現状維持

以上の通り、日本経済は輸出の一時的な増加もあり回復傾向を維持しており、賃金の上昇は加速、物価上昇率は高止まるなど、日銀が目標とする 2%の物価上昇の達成が見通せる状況は着実に近づいている。そうした中で 7 月 27～28 日に開催される金融政策決定会合において、日銀が政策修正に踏み切るのか注目が集まっている。当社は先月まで、消費者物価上昇率が来年度以降も 2%を割り込まないという見通しの下、7 月の展望レポートにおいて日銀も物価見通しを上方修正し、長期金利の上昇圧力の高まりに備えて、YCC の撤廃ないしは長期金利の変動幅拡大に踏み切ると予想していたが、下記の通り現状維持に予想を変更した。

理由の第一は、金融政策を修正する場合の選択肢が、物価目標の達成確認を受けた現行の金融緩和の縮小か、金融市場の歪みを修正する必要がある場合の YCC の微調整（長期金利の変動幅拡大）の 2 つに絞られたと判断したことである。日経新聞によるインタビュー<sup>19</sup>で、内田副総裁は「YCC はうまく金融緩和を継続するという観点から続けていく」とした。つまり、金融緩和の継続が必要なうちは、つまり物価目標の達成を確認するまでは、YCC の撤廃はないということになる。

<sup>16</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。

<sup>17</sup> 4～6 月期の輸入減は、LNG 輸入の増勢一服など鉱物性燃料の輸入減少が主因。

<sup>18</sup> 4～6 月期の実質 GDP 成長率の詳細な予想は、7 月 31 日にリリースの予定。

<sup>19</sup> 2023 年 7 月 7 日日経電子版「日銀内田副総裁『企業行動によろしく変化』 一問一答」

<https://www.nikkei.com/article/DGXZQOUB05C0G0V00C23A7000000/> など。

では、現時点で物価目標は達成が見通せず、金融緩和の継続が必要な状況なのか。これまで述べた通り、当社は景気回復と賃金上昇の持続性を根拠に、来年度以降においても2%の物価上昇が維持されると考えている。しかしながら、日銀植田総裁は6月28日のECB（欧州中央銀行）主催フォーラムでも基調的なインフレ率は目標の2%を下回っているとの見方を維持、内田副総裁も上記のインタビューで賃金や価格設定行動が物価に与える影響を精査するとはしたものの「前年比で見た消費者物価指数が少しずつ下がっていくという見方に変わりはない」とした。

また、前回6月15～16日の金融政策決定会合後の記者会見で植田総裁が「中心見通しだけで行動するわけではない」としたことをオーバーシュート型コミットメント放棄の可能性と受け止めたが、実際には植田総裁が再三述べ、内田副総裁が改めて示した通り「金融引き締めが遅れて2%を超えるインフレが継続するリスクよりも、拙速な緩和修正で2%目標の達成の機会を逃してしまうリスクの方が大きい」という考え方に変化はなく、物価上昇に対するフォワードルッキング的な対応は控えられることも確認された。そのため、今回の決定会合においても、日銀は物価の先行きを極めて慎重に判断し、金融緩和の継続が必要だという結論を下すと考えるべきであろう。

第二は、長期金利が思いのほか、上昇していないことである。5月の賃金統計（毎月勤労統計）が発表された7月7日、今年の春闘を反映して基本給（所定内給与）の伸びが前年比1.8%（速報ベース）、28年ぶりの高さとなったことを受け長期金利は上昇、日銀の政策変更期待も加わり7月18日には国債10年物利回りが0.485%まで達したが、以降、上限の0.5%に至ることなく、足元では0.45%程度まで低下している。そのため、イールドカーブに目立った歪はなく、副作用への対応は必要ない状況が続いている。

ただ、今後も賃金上昇が続き、景気回復という追い風を受けて企業は価格転嫁の動きを継続するとみられるため、近いうちに長期金利の上昇圧力が将来の金融緩和の縮小を織り込みながら再び高まり、日銀は市場の歪みという副作用への対応を迫られると予想する。その時期は、早ければ次の金融政策決定会合（9/21-22）となる。さらに次のステップであるマイナス金利の解除（金融緩和の修正）は、来年度春闘でも高い賃上げ率が継続されることが確認される来年第1四半期と、引き続き予想する。

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。