
日本経済展望

2023年8月

 株式会社 **日本総合研究所**

調査部 マクロ経済研究センター

<https://www.jri.co.jp/report/medium/japan/>

目次

- ◆現状……………p. 1
- ◆景気分析……………p. 3
- ◆トピックス……………p. 7
- ◆見通し……………p. 9

調査部 マクロ経済研究センター（国内経済グループ）

総括	北辻 宗幹（Tel: 080-3727-6569 Mail: kitatsuji.kazuki@jri.co.jp）
現状分析	武田 昂遥
外需	内村 佳奈子
企業部門・金利	後藤 俊平
トピック	小方 尚子

- ◆本資料は2023年8月15日時点で利用可能な情報をもとに作成しています。
- ◆日本総研・調査部の「経済・政策情報メールマガジン」は下記urlから登録できます（右側QRコードからもアクセスできます）。
新着レポートの概要のほか、最新の経済指標・イベントなどに対するコメントや研究員のコラムなどを随時お届け致します。
<https://www.jri.co.jp/company/business/research/mailmagazine/form/>

本資料は、情報提供を目的に作成されたものであり、何らかの取引を誘引することを目的としたものではありません。本資料は、作成日時点で弊社が一般に信頼出来ると思われる資料に基づいて作成されたものですが、情報の正確性・完全性を保証するものではありません。また、情報の内容は、経済情勢等の変化により変更されることがあります。本資料の情報に基づき起因してご閲覧者様及び第三者に損害が発生したとしても執筆者、執筆にあたっての取材先及び弊社は一切責任を負わないものとします。

経済・政策情報メール
マガジン配信中！

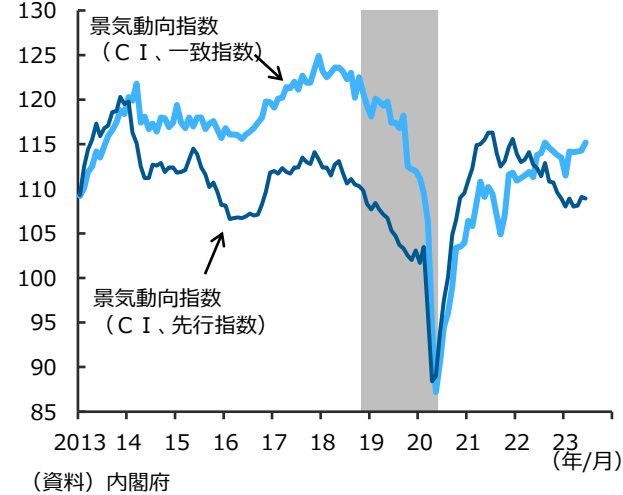


Twitterアカウントも
開設しました！

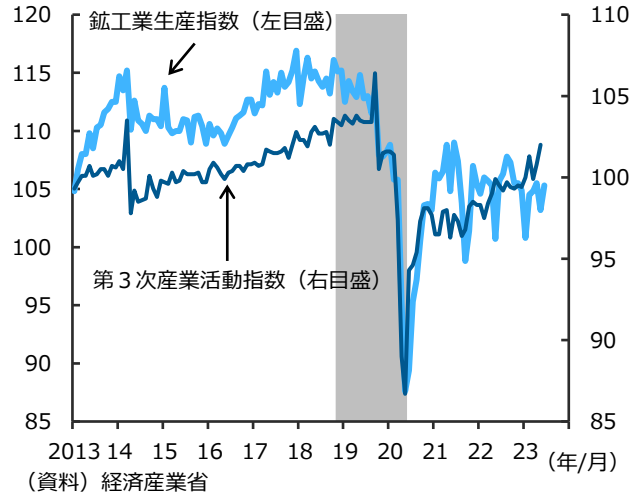


概況：景気は緩やかに回復

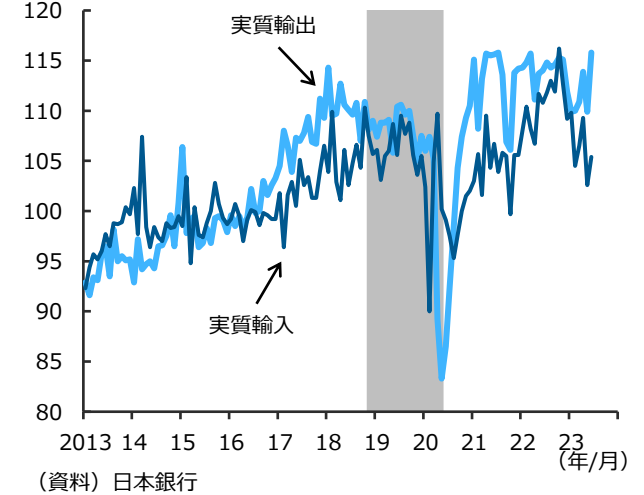
景気 景気動向指数は、一致指数が改善、先行指数は横ばい
(2020年 = 100)



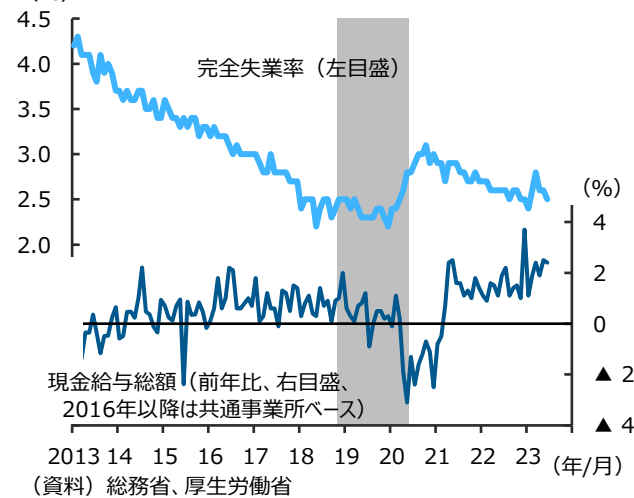
企業 鉱工業生産は緩やかな持ち直しの動き
サービス業の経済活動は回復
(2020年 = 100) (2015年 = 100)



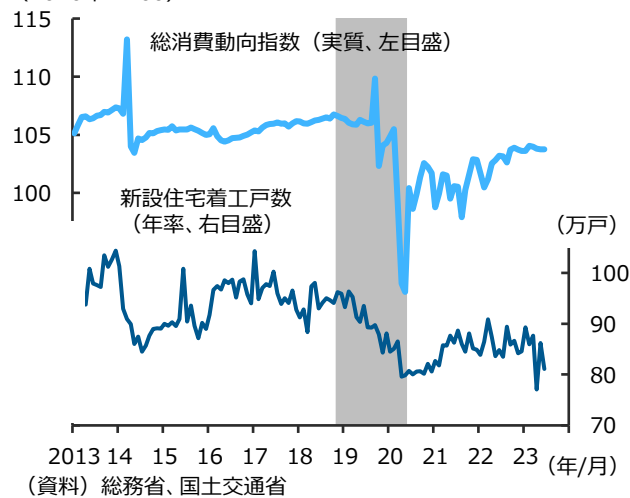
外需 輸出は輸送機械が持ち直し
輸入はハイテク関連を中心に弱い動き
(2020年 = 100)



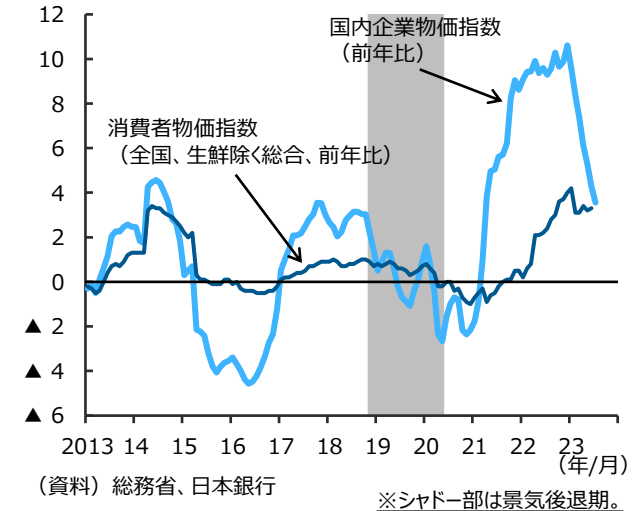
雇用所得 失業率は2%台半ばで推移
名目賃金の伸びは緩やかに拡大
(%)



家計 消費は振れを伴いながらも緩やかに増加
住宅着工は80万戸台で推移
(2020年 = 100)



物価 企業物価は伸びが縮小
消費者物価は3%超の伸びが持続
(%)



■非製造業の経済活動は一段と活発化

◆ 鉱工業生産は緩やかに持ち直し

6月の鉱工業生産指数は前月比+2.0%と、2ヵ月ぶりに上昇。業種別にみると、供給制約の緩和などを受けて自動車工業を中心に幅広い業種が増産。

先行きの生産計画によると、7月は前月比▲0.2%の減産、8月は同+1.1%の増産予定。世界的な財需要の減速が生産用機械を中心にわが国の生産活動の下押しに作用するため、力強い回復は見込み薄。

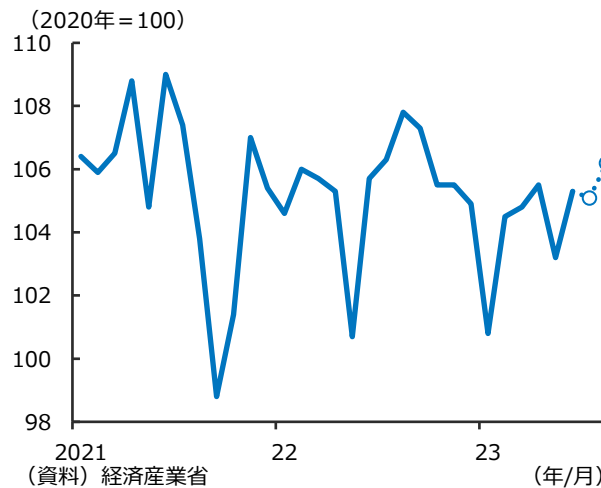
◆ 非製造業の事業活動は回復

5月の第3次産業活動指数は前月比+1.2%と、2ヵ月連続の上昇。業種別にみると、新型コロナの5類移行を受けて外出機会が増加したことから、生活娯楽関連サービスなどが上昇。

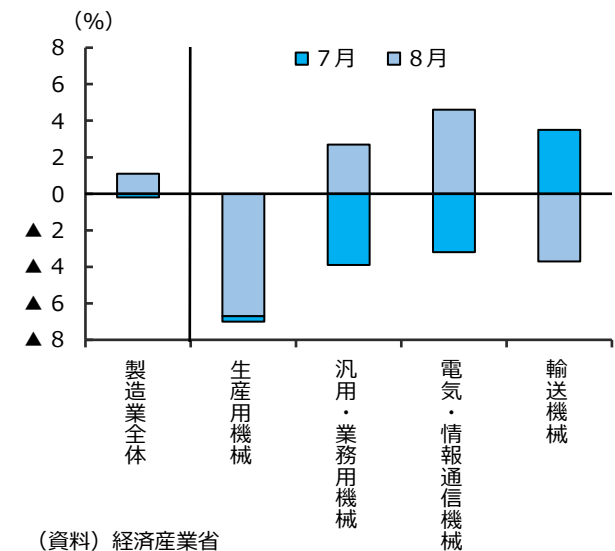
◆ 景況感は改善傾向

7月の景気ウォッチャー調査の現状判断DIは、前月差+0.8ポイントと2ヵ月ぶりの上昇。内訳をみると、家計動向関連、企業動向関連、雇用関連すべてのDIが上昇。家計動向関連では、小売関連の景況感が改善。気温の高い日が続いたことで季節商品やエアコンなどの販売が増加していることが寄与。

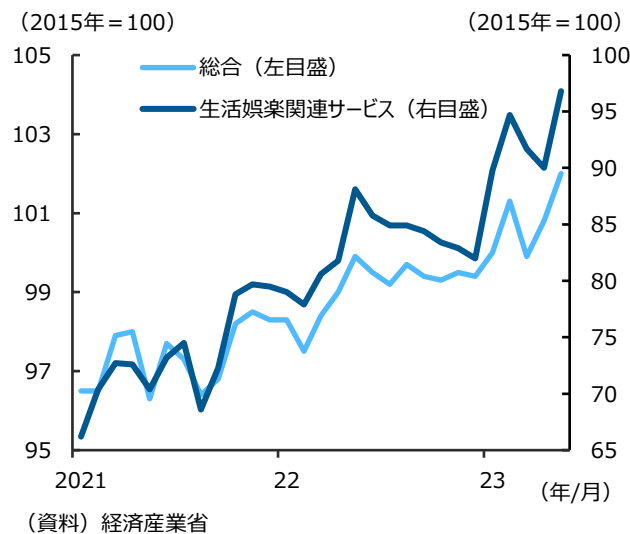
鉱工業生産指数（季調値）



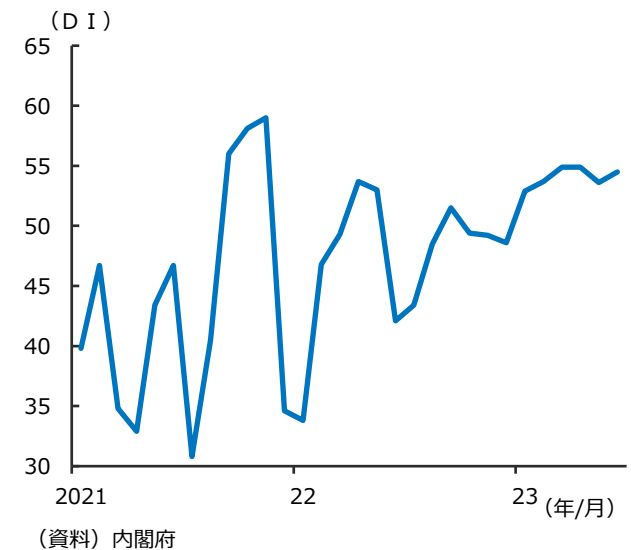
業種別の生産計画（前月比）



第3次産業活動指数（季調値）



景気ウォッチャー調査（現状判断DI、季調値）



供給制約の緩和で財輸出は反発、インバウンド需要は回復

◆ 輸出は輸送機械が下支え

6月の実質輸出は前月から増加。半導体需要の循環的な落ち込みにより電子部品・デバイスは弱い動きが続いているものの、供給制約の緩和を受けた輸送機械の増加が財輸出全体を押し上げ。

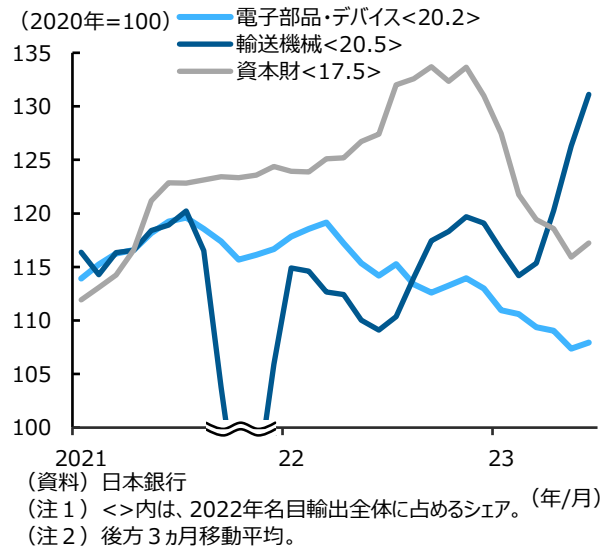
先行きを展望すると、輸送機械の増加が下支えとなるものの、海外経済の減速を背景に財輸出は伸び悩む見通し。金融引き締めにより米国・欧州の成長率は潜在成長率を下回るほか、中国経済も不動産市場の低迷により力強い回復は期待薄。新規輸出受注指数は改善・悪化の分かれ目となる50を下回る水準が持続。

◆ 訪日客1人当たりの消費額が増加

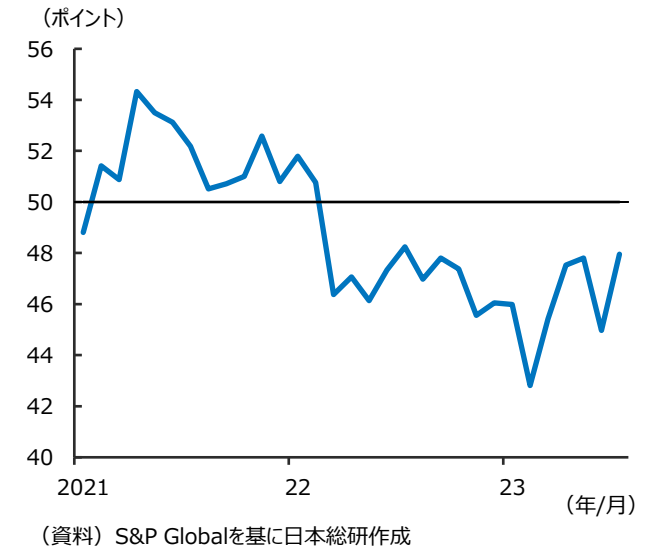
6月の訪日外国人数は、2019年対比で約7割の水準まで回復。4～6月期の1人当たりの旅行消費額は、2019年の1.3倍へ上振れ。円安などにより日本の物価が外国人観光客にとって割安であることを背景に、宿泊費などへの支出が増加。インバウンド消費額は、コロナ前の9割弱の水準まで回復。

先行きのインバウンド需要は回復が続く見通し。消費単価がコロナ前を上回って推移することに加え、外国人観光客が一段と増加するとみられるため。8月には、中国政府が日本への団体旅行を解禁したため、これまで低迷が続いていた中国からの訪日客も回復へ向かう見込み。

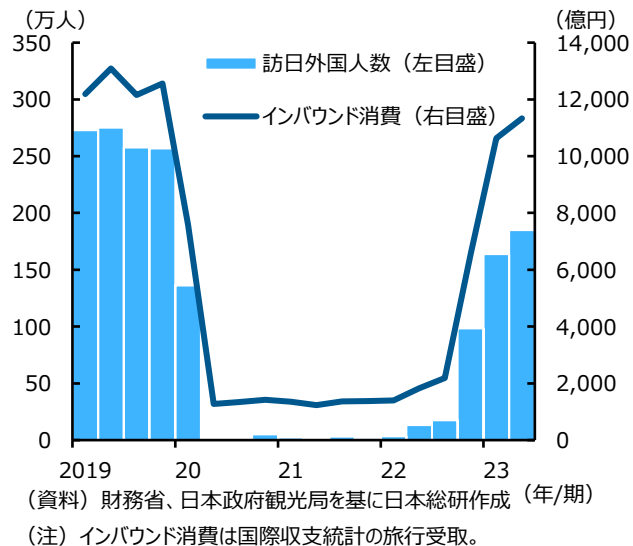
品目別実質輸出（季調値）



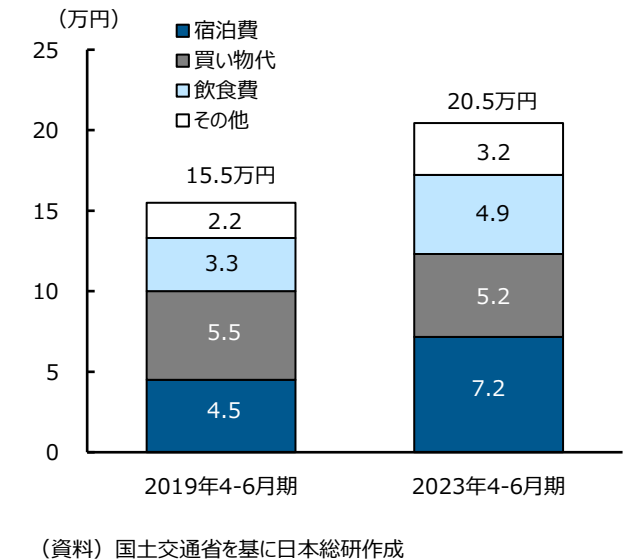
新規輸出受注指数



訪日外国人数とインバウンド消費（季調値）



訪日外国人の1人当たり旅行支出



■ 高水準の企業収益に支えられ、設備投資は先行きも増加

◆ 企業収益は高水準で推移

法人企業統計によると、1～3月期の経常利益（全産業）は前期比+6.2%と、3四半期ぶりの増益。製造業では、外需の低迷から減収となったものの、海外子会社からの配当増などが営業外収益を押し上げ。非製造業では、コロナ禍からの経済活動の再開が進んだことで、対面型サービス業を中心に増益。

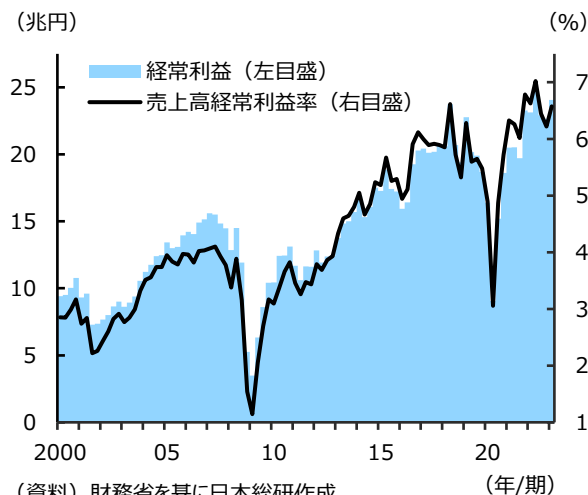
4～6月期以降も、企業収益は増加基調が続く見通し。海外景気の減速が製造業の収益を下押しする一方、サービス消費やインバウンド需要の回復が非製造業の収益を押し上げる見込み。

◆ 設備投資意欲は引き続き旺盛

設備投資は緩やかに増加。形態別にみると、機械投資や建設投資で弱い動きがみられるものの、デジタル化の進展などを背景にソフトウェア投資が堅調。

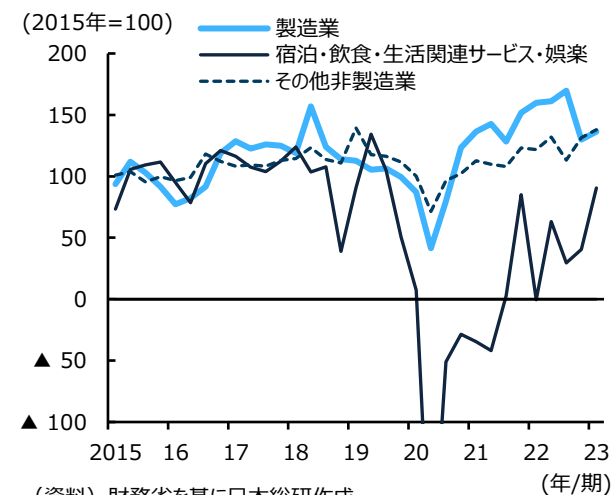
先行きの設備投資も増加する見通し。日本政策投資銀行の調査によると、今年度の大企業の設備投資計画は前年比+20.7%と例年と比較して高い伸び。当面は、供給制約やコスト高を理由に先送りされてきた投資の再開が、設備投資のけん引役に。さらに、製造業では、半導体関連などの生産能力増強に向けた投資需要が旺盛。非製造業では、首都圏を中心とした再開発事業や、省力化などを目的とするデジタル投資も拡大する見込み。

経常利益と売上高経常利益率（季調値）



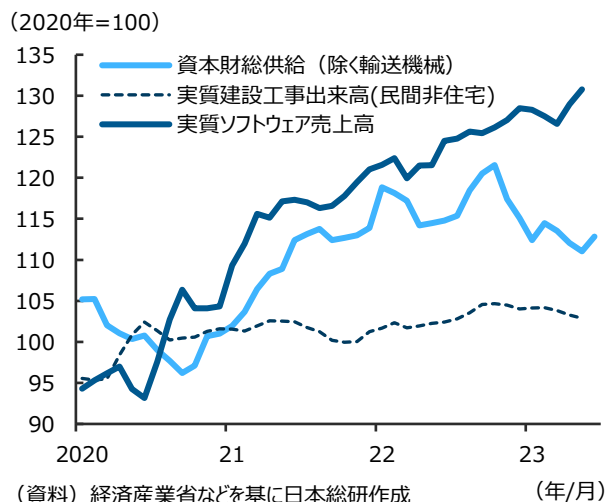
(資料) 財務省を基に日本総研作成
(注) 全規模・全産業（金融・保険業を除く）。

経常利益（業種別、季調値）



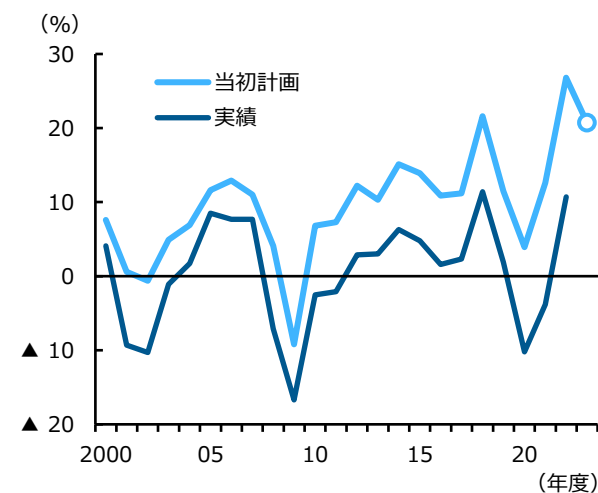
(資料) 財務省を基に日本総研作成
(注) 非製造業は金融・保険業を除く。

民間設備投資指標（季調値）



(資料) 経済産業省などを基に日本総研作成
(注) 後方3ヵ月移動平均。

設備投資計画（大企業、前年度比）



(資料) 日本政策投資銀行

雇用環境は改善、実質賃金は先行きプラスに

◆雇用環境は改善傾向

6月の失業率は2.5%と前月から小幅低下。就業者数は前月比+0.3%と、2ヵ月ぶりの増加。業種別にみると、需要が回復している宿泊・飲食サービス業や医療、福祉が増加。

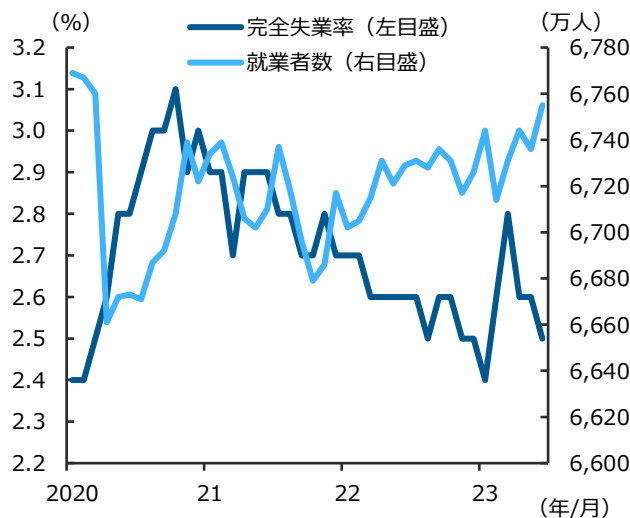
先行き、労働需給のひっ迫感が強まる見込み。経済活動の回復に伴い労働需要が増加する一方、労働供給の拡大余地は限定的。高齢者や女性の労働力率の大幅な上昇は見込みにくい状況。

◆非正規雇用者にも広がる賃上げ

名目賃金の伸びは緩やかに拡大。6月の現金給与総額は前年比+2.1%と増加。もともと、消費者物価の上昇率には追いつかず、実質賃金は同▲1.6%と15ヵ月連続のマイナス。

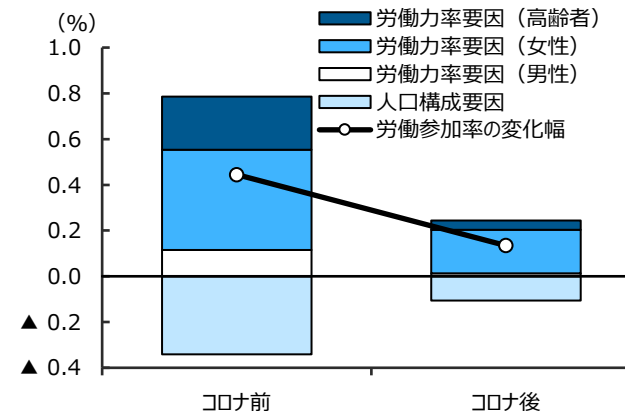
先行きは、実質賃金のマイナス幅が縮小し、2024年にかけてプラスに転じる見通し。今後、今春闘で妥結した賃上げが適用される企業が増え、正社員の所定内給与の伸びが高まるほか、非正規雇用者の賃金も人手不足の強まりや最低賃金引き上げの影響で伸びが高まる見込み。中央最低賃金審議会は、今年度の最低賃金の目安を全国平均で時給1,002円に引き上げることを決定。帝国データバンクの調査によると、約7割の企業が最低賃金引き上げへの対応として賃上げを実施予定。

失業率と就業者数（季調値）



(資料) 総務省

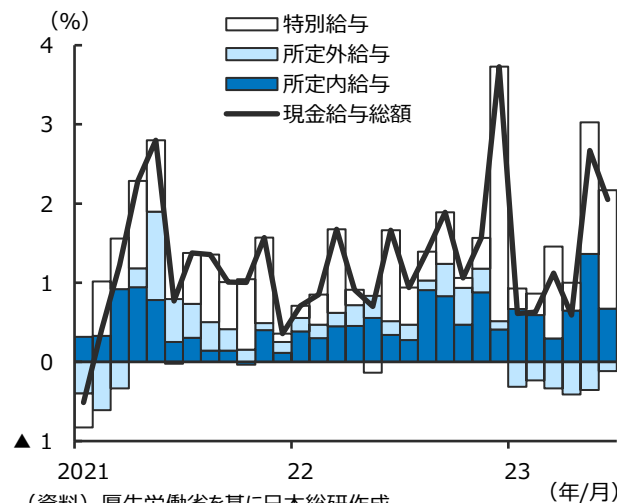
労働力率の変化幅（年率）



(資料) 総務省を基に日本総研作成

(注) コロナ前は2013年1月～19年12月の平均変化幅。コロナ後は2020年1月～23年4月。男性と女性は、15～64歳、高齢者は65歳以上の男女。

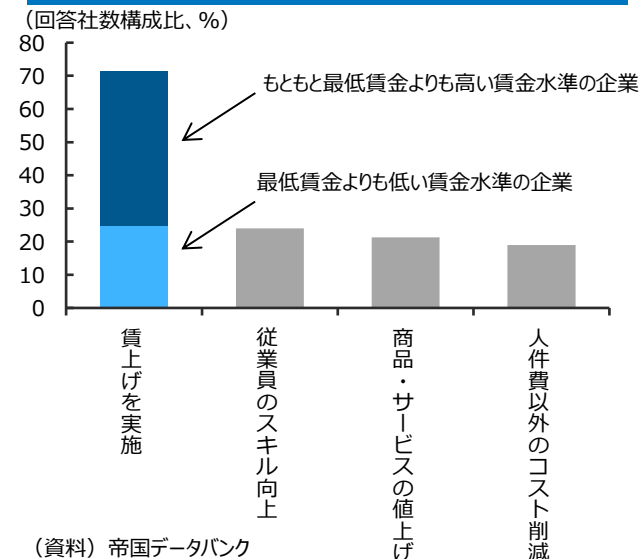
名目賃金の寄与度分解（前年比）



(資料) 厚生労働省を基に日本総研作成

(注) 調査対象企業の入替えにより生じたデータの断層を調整。

最低賃金引き上げへの対応



(資料) 帝国データバンク

個人消費は緩やかに回復、当面は過剰貯蓄が消費の原資に

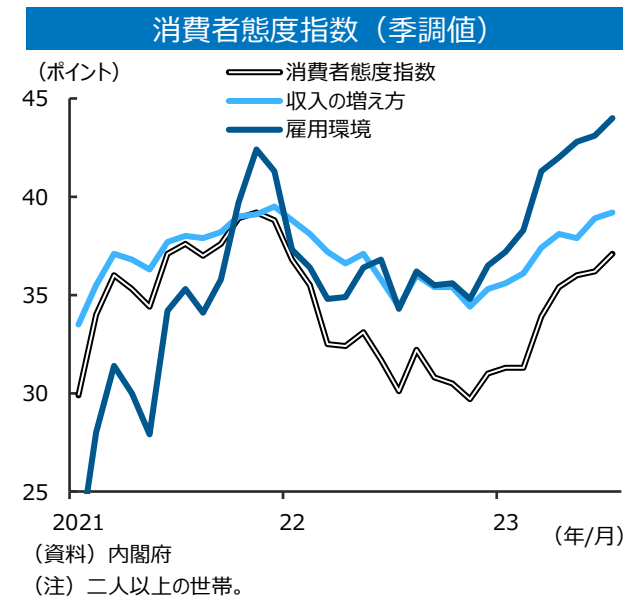
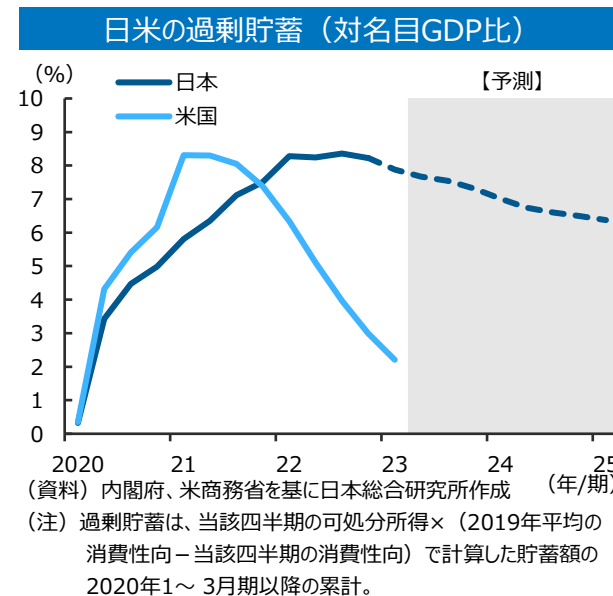
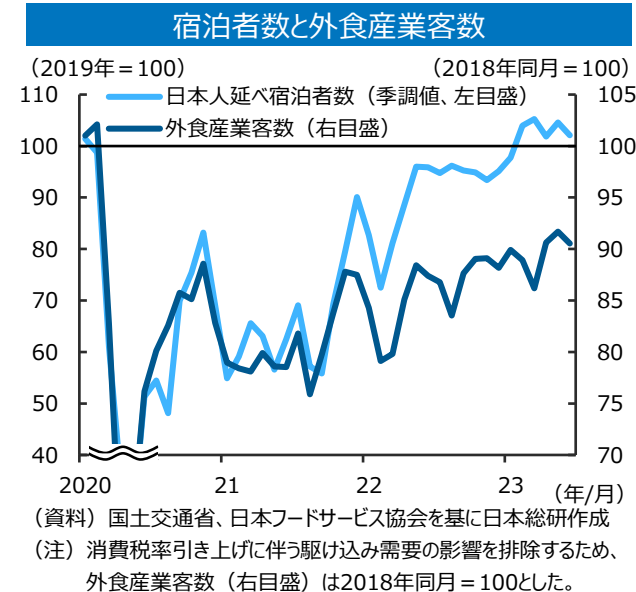
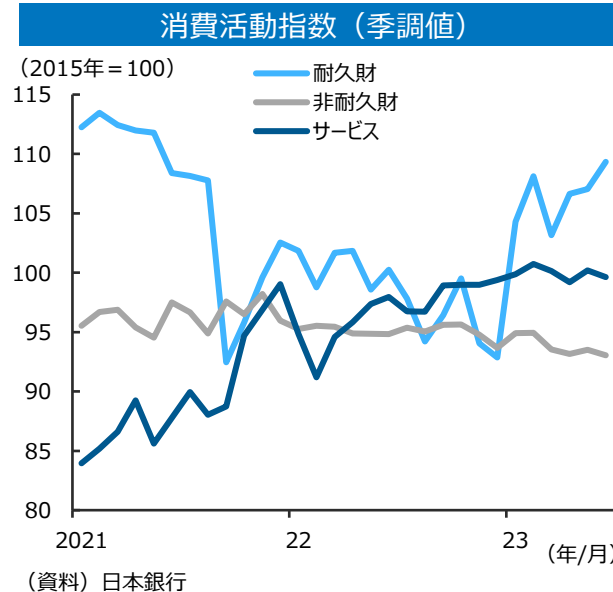
◆耐久財、サービス消費が回復

個人消費は、一部に弱い動きがみられるものの、緩やかに回復。経済活動の正常化により、外食や旅行などのサービス消費が緩やかに持ち直し。供給制約の緩和に伴い販売台数が回復している自動車を中心に耐久財消費も拡大。非耐久財は、巣ごもり需要の終息や物価高の影響から減少傾向。

◆消費者マインドは改善

先行きの個人消費は、緩やかな回復が続く見込み。コロナ禍で蓄積された過剰貯蓄は、GDP比1割近くの規模にのぼる状況。足元では物価高が家計の購買力を下押ししているものの、過剰貯蓄の取り崩しにより個人消費は落ち込みを回避する見込み。当面は、飲食などのサービス分野のリバウンド需要が回復をけん引。リバウンド需要が一巡した後も、所得環境の改善に支えられ、個人消費は回復を続ける見通し。

消費者マインドの改善も消費回復を後押し。消費者態度指数は、昨冬から改善傾向が持続。経済活動の正常化を背景とした良好な雇用環境が消費意欲を高めているほか、賃上げの広がりなどを受けた収入の増加もマインドの改善に寄与。



トピックス①：金利上昇による設備投資の下押しは限定的

◆長期金利は9年ぶりの高水準

わが国の長期金利は上昇。日銀による長短金利操作（YCC）の修正に伴い、10年国債利回りは足元で0.6%前後と、9年ぶりの高水準に。市場参加者は、今後も長期金利が緩やかに上昇していくと想定。

◆設備投資の金利感応度は低下

こうした金利上昇は企業の借入コストを押し上げるものの、設備投資の下押しは限定的となる見込み。試算では、資本コストが1%増加した場合、設備投資は年率▲0.5%減少。バブル崩壊前に比べて、下押し幅は4分の1程度に縮小。設備投資の金利感応度が低下している背景として、以下の2点が指摘可能。

第1に、借入依存度の低下。2000年代以降、企業は金融機関などからの借入を削減。自己資本の積み上げを通じて現預金の保有を増やすことで、資金調達を内部化。この結果、借入金利の上昇によるコスト増加が抑制される方向に。

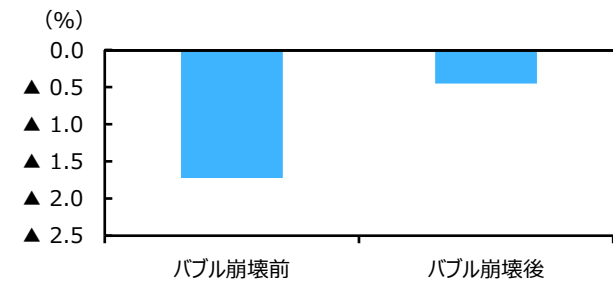
第2に、設備投資サイクルの短期化。情報通信機器やソフトウェアなど、技術の陳腐化が早い資本が増加したことで、資本ストックの減耗率が上昇。これにより、景気や金利の変動に影響を受けにくい更新投資の需要が増加。

日本の長期金利（10年国債利回り）



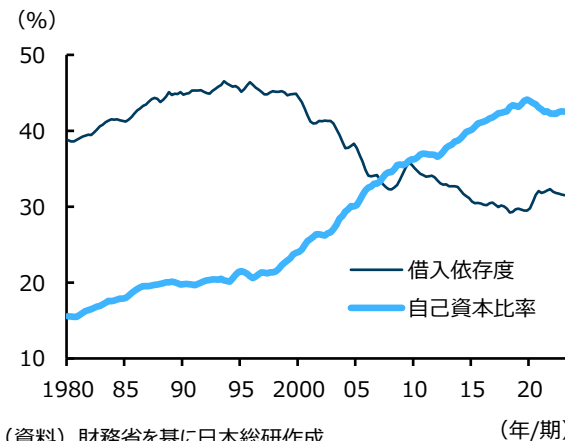
(資料) Bloomberg L.P.を基に日本総研作成

設備投資の金利感応度



(資料) 財務省、土屋（2021）「近年における中小企業の設備投資：資金繰りや信用保証の視点から」（日本銀行ワーキングペーパーシリーズ、No.21-J-4）を基に日本総研作成
(注) 資本コストが1%増加した時の設備投資の変化率。設備投資（固定資産[土地除く]に占める新設額）を被説明変数、①資本収益率、②資本コスト、③キャッシュフロー比率、④現預金比率、⑤負債比率、⑥金融危機ゲームを説明変数。バブル崩壊前を1975Q1～89Q4、崩壊後を95Q1～23Q1とするパネルデータを作成し、固定効果モデルで分析。
資本コスト=支払利息等/(長短期借入金+社債)。

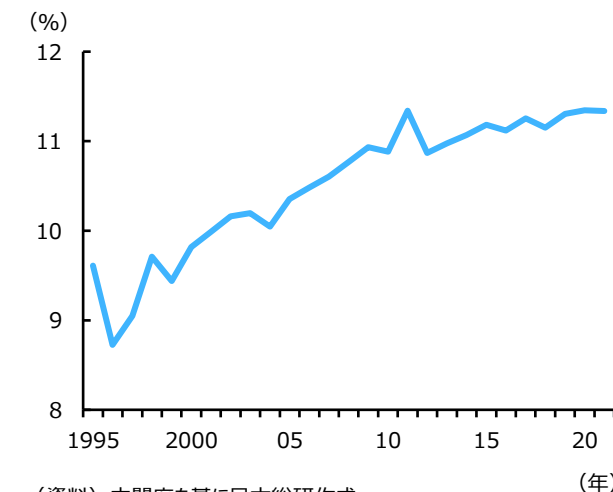
法人企業の資金調達構造（全規模、全産業）



(資料) 財務省を基に日本総研作成

(注) 金融・保険業を除く。後方4期移動平均。
借入依存度=(長短期借入金+社債)/総資産。
自己資本比率=純資産/総資産。

資本ストックの減耗率



(資料) 内閣府を基に日本総研作成

(注) 当年末の減耗額/前年末の純資本ストック。実質ベース。

トピックス②：大企業の構造的な賃金抑制局面は終焉

◆近年、企業規模間の賃金格差は縮小

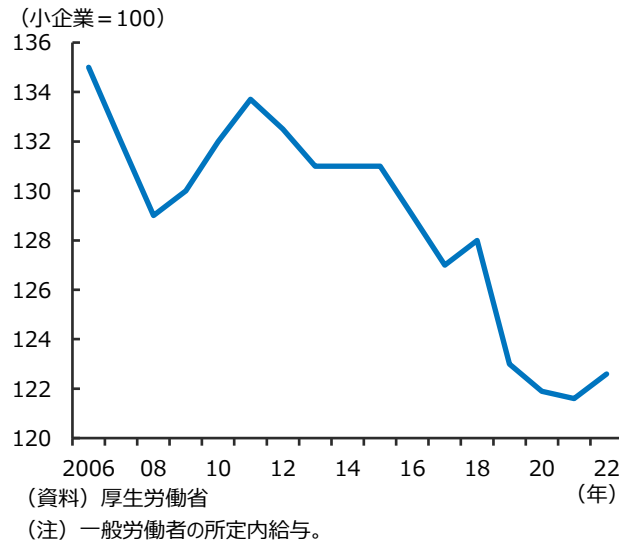
過去10年で、大企業の平均賃金は中小企業に比べ伸び悩む傾向。この結果、大企業と中小企業の賃金格差は縮小。この要因として、①大企業の中高年男性（40～54歳）の賃金が引き下げられたこと、②大企業が採用を抑制した就職氷河期（1990年代中盤～2000年代前半）世代が中高年に差し掛かり、賃金カーブのピーク近辺の労働者数が相対的に減ったこと、③賃金水準が低い女性や高齢者の活用が中小企業以上に進展したことが指摘可能。

◆大企業の賃金に構造面から上昇圧力

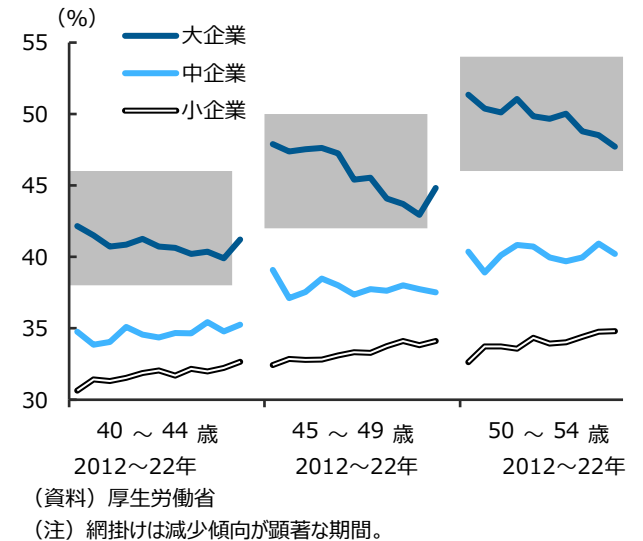
今後は、大企業の平均賃金の抑制に作用してきた構造要因が縮小することで、大企業の賃金上昇圧力が強まる見込み。35～59歳の労働者減少が本格化するうえ、女性や高齢者の労働参加の余地も縮小。このため、人手不足を背景とした賃金引き上げの動きが、若年層だけでなく中高年層にも広がっていく公算。

大企業の賃金上昇の定着は、経済全体の平均賃金の押し上げに寄与し、消費の活性化をもたらす可能性。人件費を販売価格に転嫁して利益の維持・改善を図る動きが強まる可能性も。

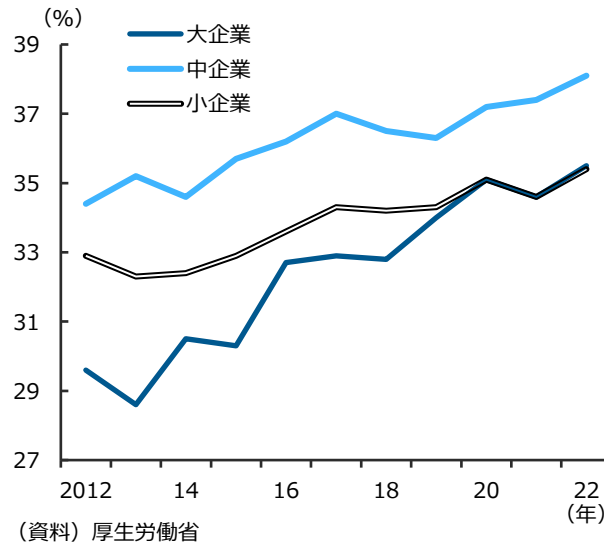
大企業／小企業賃金比率



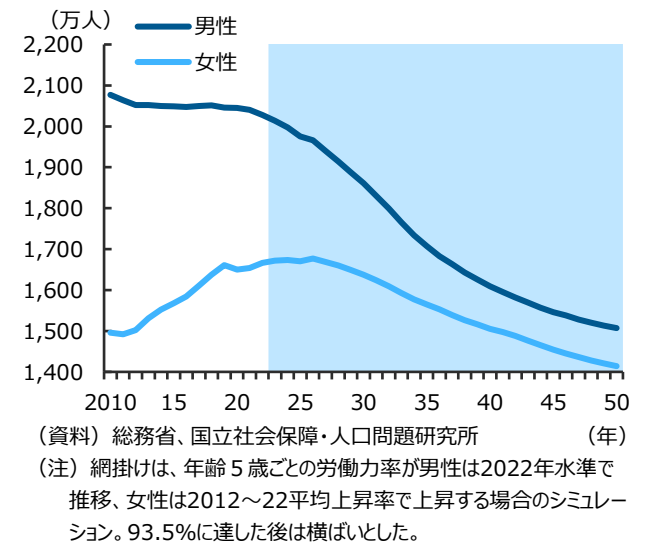
40～54歳男性一般労働者の所定内給与



一般労働者の女性比率



35～59歳の労働者数



リバウンド需要が当面の景気をけん引

わが国主要経済指標の予測値（2023年8月15日時点）

◆長期金利上昇による悪影響は限定的

先行きを展望すると、当面はリバウンド需要がけん引する形で、わが国の景気は緩やかな回復が続く見通し。景気のけん引役は、個人消費、設備投資、インバウンド需要の3つ。個人消費は、飲食などのサービスを中心に増加する見通し。設備投資もペントアップ需要を中心に堅調に推移する見込み。さらに、インバウンド需要も回復が続く見通し。中国政府が日本への団体旅行を解禁したため、これまで低迷が続いていた中国からの訪日客も回復へ向かう見通し。

リバウンド需要が一服した後も、内需主導で回復基調が続く見通し。賃金上昇が個人消費の支えに。脱炭素化、デジタル化、省力化を目的とする設備投資も引き続き増加する見込み。

長期金利は1%程度まで緩やかに上昇すると見込まれるものの、これによる景気への悪影響は限定的となる見通し。借入コストの上昇を通じ住宅投資を押し下げられるものの、企業では、借入依存度が引き下げられており、設備投資への下押し影響は過去に比べ低下。

◆2023年度の成長率は+2.5%

2023年度は+2.5%、2024年度は+1.2%と、ゼロ%台半ばの潜在成長率を上回る伸びが続く見通し。

(四半期は前期比年率、%、%ポイント)

	2023年				2024年				2025年	2022年度	2023年度	2024年度
	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	(実績)	(予測)	
	(実績)				(予測)							
実質GDP	3.7	6.0	0.9	1.2	1.1	1.1	1.1	1.0	1.0	1.4	2.5	1.2
個人消費	2.5	▲2.1	1.9	1.7	1.4	1.2	1.2	1.0	1.0	2.5	0.7	1.3
住宅投資	2.8	7.7	0.1	0.1	0.0	▲0.1	▲0.1	▲0.1	▲0.2	▲3.0	2.9	▲0.1
設備投資	7.6	0.1	3.0	2.8	2.6	2.6	2.4	2.2	2.2	3.1	2.5	2.5
在庫投資 (寄与度)	(1.5)	(▲0.7)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.2)	(▲0.1)	(▲0.0)
政府消費	0.4	0.4	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.7	0.3	0.1
公共投資	7.1	5.0	1.6	1.4	1.2	1.2	1.0	0.8	0.8	▲3.1	3.5	1.1
純輸出 (寄与度)	(▲1.0)	(7.2)	(▲0.5)	(▲0.1)	(▲0.0)	(0.0)	(0.1)	(0.1)	(0.0)	(▲0.6)	(1.5)	(▲0.0)
輸出	▲14.4	13.6	1.9	1.6	1.7	1.7	1.7	2.0	2.2	4.5	2.2	1.8
輸入	▲8.7	▲16.2	3.8	1.8	1.7	1.5	1.4	1.6	2.0	7.2	▲3.8	1.7

(前年同期比、%)

名目GDP	4.0	5.4	7.5	6.5	5.2	2.9	2.7	2.4	2.4	2.0	6.2	2.6
GDPデフレーター	2.0	3.4	4.8	3.6	2.6	1.7	1.4	1.2	1.2	0.7	3.6	1.4
消費者物価指数 (除く生鮮)	3.5	3.3	2.7	2.4	2.9	2.8	2.5	1.6	1.3	3.0	2.8	2.0
(除く生鮮、エネルギー)	3.5	4.2	3.9	2.9	2.6	1.9	1.7	1.8	1.9	2.2	3.4	1.8
鉱工業生産	▲1.4	0.9	▲1.2	0.1	2.7	1.6	0.9	0.8	1.6	▲0.3	0.6	1.2

完全失業率 (%)	2.6	2.6	2.5	2.5	2.4	2.3	2.3	2.3	2.2	2.6	2.5	2.3
経常収支 (兆円)	2.7	5.3	5.0	5.8	4.9	6.0	6.1	6.5	5.9	9.2	20.9	24.5
対名目GDP比 (%)	1.9	3.7	3.5	3.8	3.3	4.1	4.2	4.1	3.9	1.6	3.6	4.1
円ドル相場 (円/1ドル)	132	138	143	141	138	136	134	132	130	135	140	133
原油輸入価格 (ドル/バレル)	87	83	82	89	89	84	81	79	78	103	86	81

(資料) 内閣府、総務省、経済産業省、財務省などを基に日本総研作成

海外経済の前提

(前年比、%)

	2022年	2023年	2024年
	(実績)	(予測)	
米国	2.1	2.0	1.2
ユーロ圏	3.4	0.6	0.8
中国	3.0	5.1	4.7

過去の実質GDP予測値

(前年比、%)

	2022年度	2023年度	2024年度
	(実績)	(予測)	(予測)
5月号	1.3	1.4	1.3
6月号	1.2	1.4	1.3
7月号	1.4	1.4	1.3

賃金上昇がインフレ圧力に

◆広がる値上げの動き

6月のコアCPIは前年比+3.3%と、前月から伸びが小幅拡大。電気代規制料金の値上げにより、エネルギー価格のマイナス寄与が縮小。生鮮食品とエネルギーを除いた日銀版コアCPIは同+4.2%と高い伸びが持続。財価格の高い伸びが続いているほか、外食、教養娯楽などサービスでも値上げの動きが拡大。

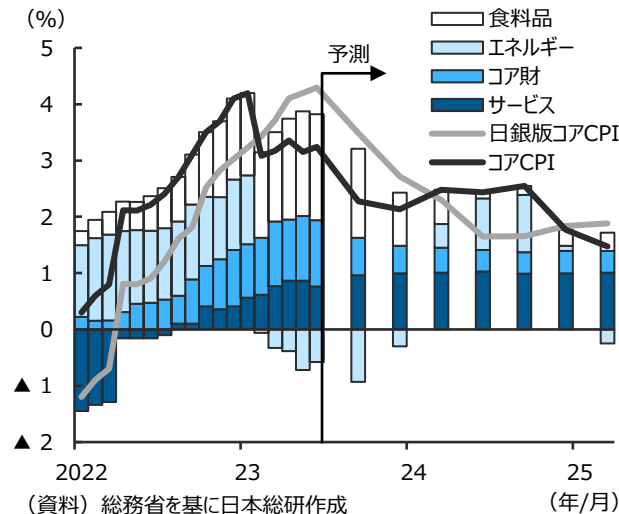
先行き、コアCPIは伸びが鈍化する見込み。川上からの物価上昇圧力はすでにピークアウトしているため、原材料高に起因する値上げの動きは次第に落ち着くと予想。今後は、賃金上昇が価格に転嫁される動きが強まり、サービス価格の上昇幅が拡大する見込み。日銀短観によると、サービス関連業種では、多くの企業が販売価格を引き上げる予定。

◆日銀の政策修正で長期金利は上昇

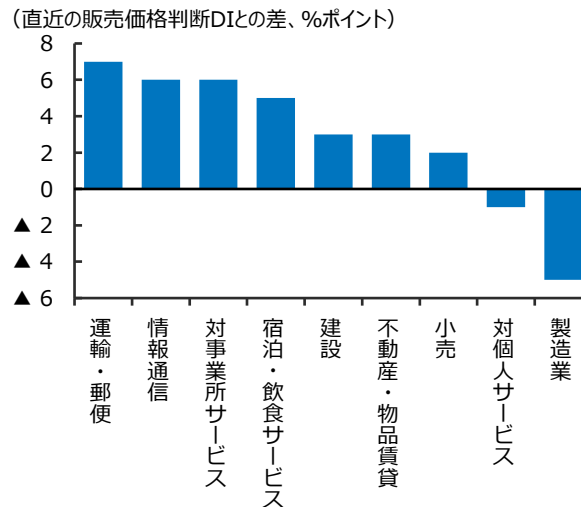
日銀は、7月末の金融政策決定会合で、長短金利操作（YCC）の運用柔軟化を決定。市場の動向に応じて、長期金利が変動幅の目途である±0.5%を一定程度上回ることを容認。これを受けて、長期金利は0.5%超へ上昇。

先行き、長期金利は国内景気が回復するにつれて、緩やかな上昇傾向をたどる見通し。来年末にかけて、長期金利は1%付近まで上昇すると予想。

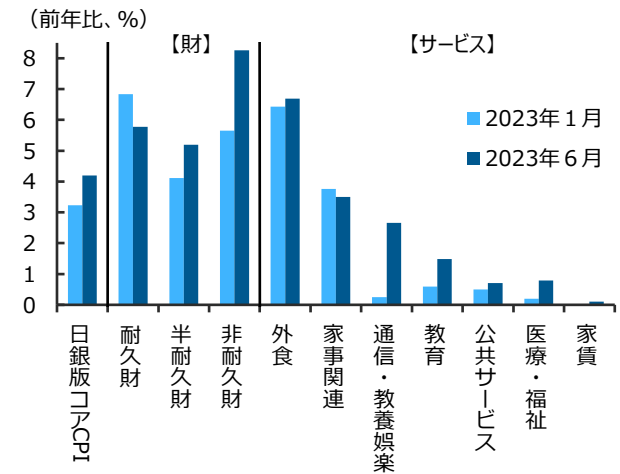
消費者物価指数（前年比）



先行きの販売価格判断DI (2023年6月調査)



財・サービス分類別の消費者物価上昇率



わが国主要金利の見通し

