

2. 日本経済

(1) 日本経済の現況

2四半期連続の高成長も、物価高が重しとなり4-6月期の消費は減少

日本経済は、2四半期連続の高成長となり実質GDPはコロナ危機前のピーク(19年7-9月期)を回復した。23年4-6月期は季調済前期比+1.5%の伸びを示した(図表2-1)。需要項目別では、輸出(同+3.2%)が、米欧向けの自動車を中心にプラスに転じた。民間最終消費(同▲0.5%)は、新型コロナ5類移行を受けてサービス消費の回復が続いたものの、食料品などの物価上昇が財消費の重しとなり、3四半期ぶりに減少した。

(2) 日本経済の先行き

賃金上昇と企業の投資拡大を背景に内需主導の景気回復へ

23年度は、大幅プラス成長の反動や輸出減速から成長率が一時低下するものの、総じてみれば内需主導の回復となる見込みだ。個人消費は、物価高による下押し圧力は続くものの、底堅く推移するとみる。コロナ禍で蓄積された貯蓄が下支えとなるほか、賃金上昇が所得・マインドの改善につながり、消費回復を後押しするだろう。設備投資も、デジタル化・脱炭素化といった中長期視点での投資拡大が続く見通しである。輸出は、米欧経済の減速が懸念材料となるが、インバウンド消費の回復で底堅く推移するとみる。23年度の実質GDP成長率は前年比+2.2%と予測する(4-6月期実績を踏まえ、前回6月時点同+1.5%から上方修正)。

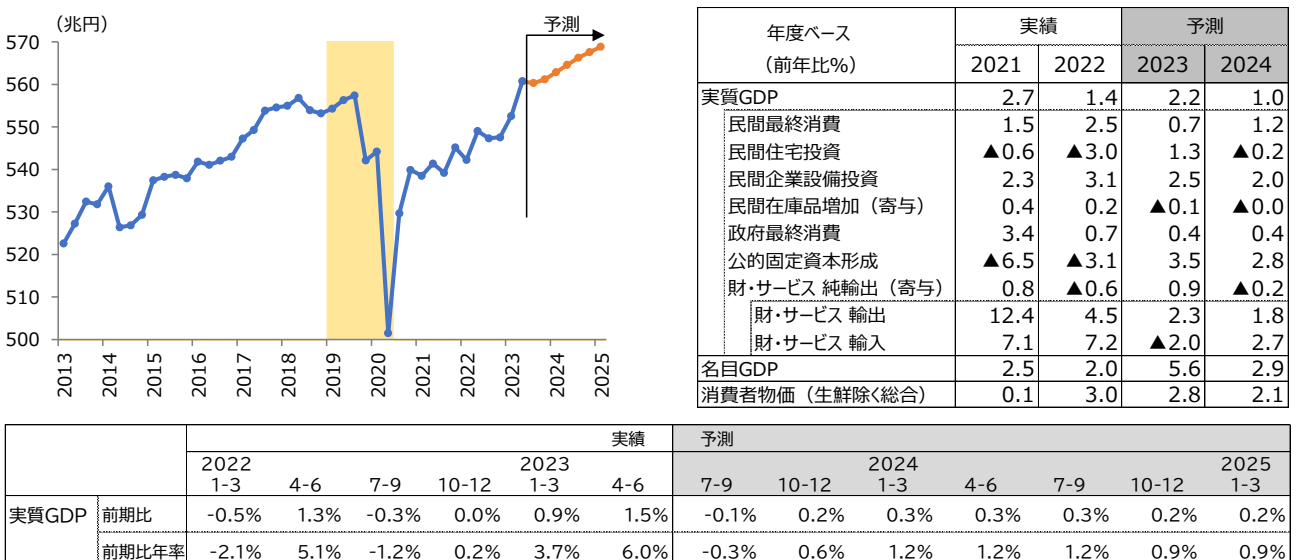
24年度も、潜在成長率(当社試算0%台半ば)を上回る成長率を見込む。個人消費は、賃金上昇を背景に増加基調を維持し、成長期待が高まるなかで設備投資も拡大が続くだろう。24年度の実質GDP成長率は前年比+1.0%と予測する(米欧経済の下振れを想定し、前回同+1.2%から下方修正)。

この間、消費者物価指数(生鮮食品を除く総合、以下「コアCPI」)は、23年度は前年比+2.8%、24年度は同+2.1%と、2%を上回る高い伸びを見込む。コストプッシュ要因・物価高抑制策の反動が剥落する24年度末には同+1%台後半まで鈍化するが、その後は物価の基調的な伸び率が高まるとみる。日本銀行は、24年の賃金動向を確認し、物価上昇の持続性に対する確信を強めた後に、金融政策の正常化(イールドカーブ・コントロール撤廃やマイナス金利撤廃)を段階的に開始するだろう。

予測の前提として、原油価格(WTI)は70ドル台後半での推移、為替レートは日本銀行の政策修正や米FRBの利下げ転換(24年半ば以降)を織り込み、24年度末にかけて120円/ドル台後半まで円高が進むと想定する。日経平均株価は、米国景気の減速や為替変動を受け一時調整する場面はあるものの、24年度末32,000円と高水準で推移する見通しである。

見通しを巡る注目点として、次の3つを挙げる。まず、個人消費の動向を分析したうえで、その回復の裏付けとなる賃金の先行きを展望する(注目点①消費回復と賃金上昇の先行き)。次に、企業の設備投資に対するスタンス変化の背景とその持続性を分析する(注目点②企業の業況改善・投資活発化の持続性)。最後に、家計と企業の動向を踏まえ、先行きの物価と金融政策の方向性を提示する(注目点③物価と金融政策の方向性)。

図表2-1 日本の実質GDP見通し



注: 黄色の網掛け期間は内閣府の基準による景気後退期。

出所: 実績は内閣府「国民経済計算」「景気基準日付」、総務省「消費者物価指数」、予測は三菱総合研究所

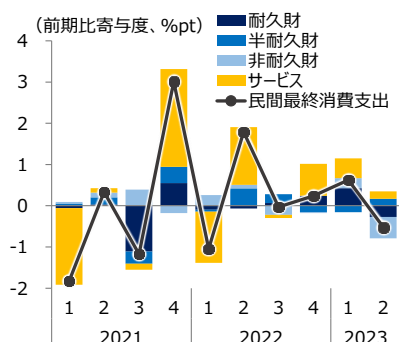
注目点① 消費回復と賃金上昇の先行き —— 持続的な賃金上昇から消費は緩やかに回復へ

新型コロナ5類移行でサービス消費は持ち直し継続も、財消費は物価高から低迷

個人消費は、弱含んでいる。4-6月期の実質民間最終消費支出は、季調済前期比▲0.5%（23年1-3月期同+0.6%）と、3四半期ぶりに減少した（図表2-2）。形態別にみると、サービス消費の回復が継続した一方、食料品など非耐久財を中心に財消費が力強さを欠いている。

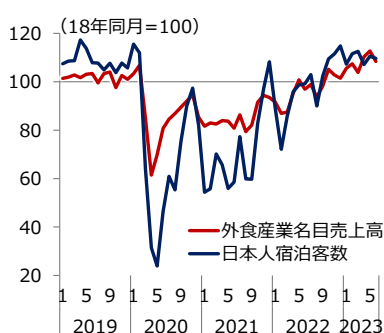
サービス消費は、5月の新型コロナ5類移行もあって回復が持続しており、日本人宿泊客数や外食産業売上高は18年同月を上回る水準で推移している（図表2-3）。一方で、長引く物価高が消費の重しとなっている。消費者物価の伸び率は、前年比+3%台の高い伸びが続いており、物価の影響を考慮した実質賃金は6月時点で15カ月連続の前年比マイナスとなった。当社の生活者市場予測システム(mif)上で実施したアンケート調査では、物価上昇を理由に消費を慎重化させた家計割合は、23年1月調査をピークに減少傾向にあるものの、依然として全体の2割以上に上る（図表2-4、「商品やサービスの価格の上昇」）。

図表 2-2 実質個人消費



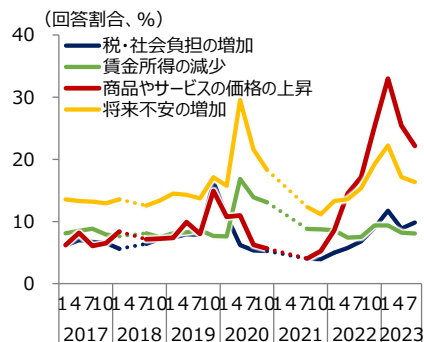
注：統計上の定義の違いから、形態別の寄与度合計と民間最終消費支出の伸び率は一致しない。
出所：内閣府「国民経済計算」より三菱総合研究所作成

図表 2-3 サービス消費動向



出所：日本フードサービス協会「外食産業市場動向調査」、観光庁「宿泊旅行統計」より三菱総合研究所作成

図表 2-4 消費慎重化理由



注：複数回答。過去3カ月の慎重化理由。
出所：三菱総合研究所「生活者市場予測システム(mif)」アンケート調査(直近は23年7月15-18日、回答者5,000人)

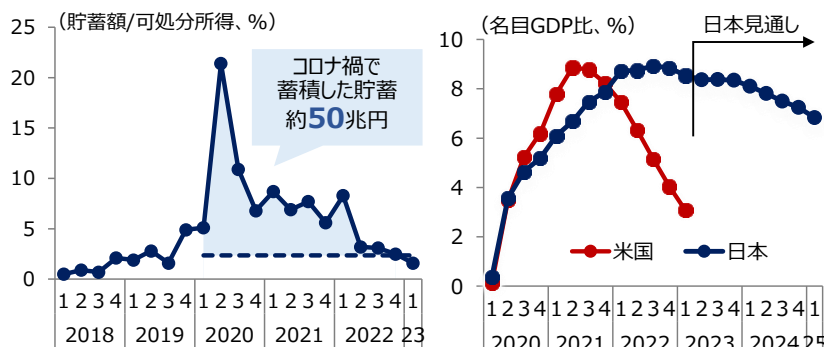
消費は先行き緩やかに回復、貯蓄や賃上げが下支え

23年7-9月期以降、個人消費は緩やかに回復し、23年度前年比+0.7%、24年度同+1.2%と予測する。この背景には、①コロナ禍で蓄積された貯蓄が家計の購買力を補うこと、②消費者マインドの改善、③賃金上昇の持続可能性が高まっていること、の3点がある。

①について、コロナ禍で蓄積された貯蓄は23年1-3月期に取り崩しが始まったとみられるが（図表2-5、左）、依然として約50兆円残っており、物価の高止まりが予想されるなかでも消費の下支えが見込まれる（図表2-5、右）。ペントアップ需要の急激な発現で貯蓄が急速に取り崩されている米国とは異なり、日本では消費性向の緩やかな上昇と貯蓄の段階的な取り崩しが続くだろう。

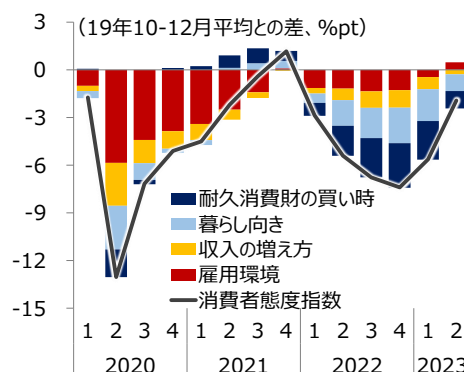
②について、消費者態度指数は、22年中は悪化傾向が続いていたが、23年に入り持ち直している（図表2-6）。特に23年4-6月期をみると、経済活動正常化に伴う人手不足を映じて、「雇用環境」がコロナ前を上回っているほか、23年春闘を受けた賃金上昇から「収入の増え方」も回復が進んだ。

図表 2-5 貯蓄率とコロナ禍で蓄積された貯蓄額



注：コロナ禍で蓄積された貯蓄は、可処分所得×貯蓄率(19年前半)を上回る貯蓄額と定義。先行きは、名目GDP・可処分所得・消費がMRI予測に沿って従う場合の見通し。
出所：内閣府「家計可処分所得・家計貯蓄率四半期別速報(参考系列)」、米国商務省より三菱総合研究所作成

図表 2-6 消費者態度指数



出所：内閣府「消費動向調査」より三菱総合研究所作成

③については、家計が賃上げ持続に対する予想を強めると、将来期待される所得の改善から消費性向が高まり、消費拡大につながる。前述のmif調査によると、23年度、3～5年後ともに高い賃金上昇を予想する人々は、今年度の賃上げが低迷した人や一時的な賃金上昇とみる人と比べて、消費意欲が強い(図表2-7)。後述するように、賃上げ期待が高まっている家計では、持続的な賃上げ期待も高まっており、消費回復を後押ししよう。

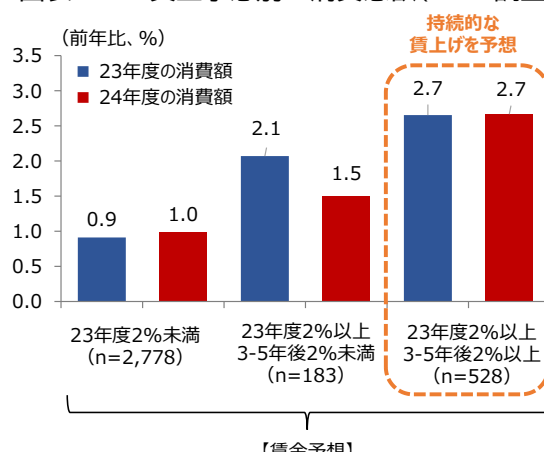
大幅な賃金上昇が実現、実質賃金は23年度末にかけてマイナス解消へ

23年春闘で妥結された賃上げ率は+3.58%(連合最終集計)と30年ぶりの高水準となり、その影響は賃金統計にも表れ始めている。一般労働者(フルタイム)の名目所定内給与(基本給に相当)が5月に約26年ぶりの高い伸びとなるなど、賃金上昇のトレンドは強まっている(図表2-8)。改定後の賃金が実際に支給されるまでには時間差があり、8月頃にかけて伸び率が高まるだろう。

加えて、7月末の中央最低賃金審議会(厚生労働相の諮問機関)の小委員会では、23年度の最低賃金(全国加重平均)の目安として、現在の961円から1,002円への引き上げが提示された。事業所規模30人未満の企業では、改定後に最低賃金を下回る労働者割合(影響率)が2割近くに上るとみられ(図表2-9)、10月の改定前後には賃金の底上げが見込まれる。

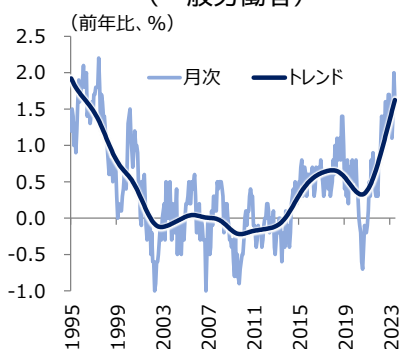
以上を踏まえると、実質賃金は23年度末にかけて前年比マイナスの解消へ向かうとみる(図表2-10)。

図表 2-7 賃金予想別の消費意欲(MRI 調査)



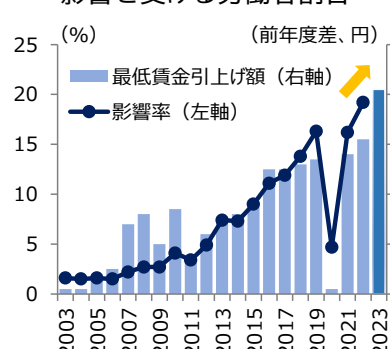
【賃金予想】
注:回答者を賃金予想でグループ分けし、「23年度・24年度の消費額が前年と比べてどの程度か」という設問に対する回答結果を平均し算出。
出所:三菱総合研究所「生活者市場予測システム(mif)」アンケート調査(23年7月15-18日、集計対象者3,489人)

図表 2-8 名目所定内給与(一般労働者)



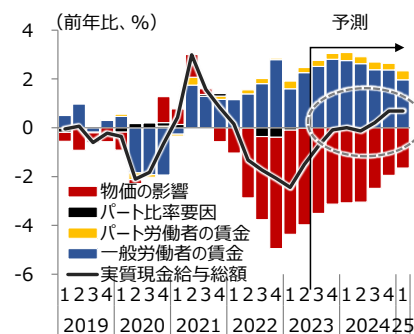
注:全ての調査対象事業所ベース。直近は23年6月。HPフィルターでトレンドを算出。
出所:厚生労働省「毎月勤労統計調査」より三菱総合研究所作成

図表 2-9 最低賃金引き上げ額と影響を受ける労働者割合



注:事業所規模30人未満が集計対象。23年は1,002円になった場合の引き上げ額。
出所:厚生労働省「最低賃金に関する基礎調査」より三菱総合研究所作成

図表 2-10 一人当たり実質賃金



注:共通事業所ベース。物価の影響は、消費者物価指数の帰属家賃を除く総合。
出所:厚生労働省「毎月勤労統計調査」、総務省「消費者物価指数」より三菱総合研究所作成

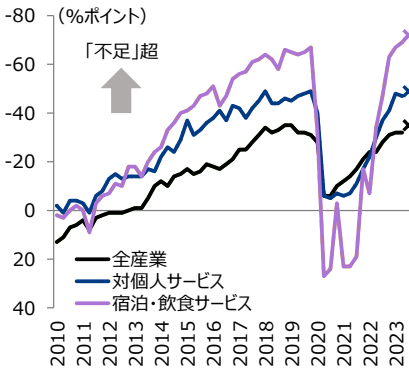
人手不足や賃上げ期待から、賃金上昇は持続的な動きに

24年度にかけて高めの賃金上昇が続き(一人当たり名目雇用者報酬は23年度前年比+2.6%、24年度同+2.3%と予測)、24年度後半には実質賃金は明確にプラス転換すると見込む。①深刻な人手不足が続いていることに加えて、②家計の賃上げ期待が高まっているためである。

①について、日銀短観の雇用人員判断DIをみると、幅広い産業で人手不足感が強まり続けている(図表2-11)。特に、経済活動の再開を受け、6月調査の人手不足感は、宿泊・飲食サービスで過去最高となった。同調査の宿泊・飲食サービスの業況判断DIは大きく改善し、コロナ前を上回ったにもかかわらず、ホテルの客室稼働率は56%と、19年平均の63%を依然として下回っている(図表2-12)。事業の活況に人手の確保が追い付いていない状況がうかがえる。人手不足の背景には、労働力人口の減少やスキルのミスマッチといった構造的な要因もあり、短期的な解消は困難だ。優秀な人材を確保するためには賃上げが不可欠となっており、一部報道によると、複数年にわたる賃上げを表明する企業も現れ始めている。従来の人手不足と賃金との連動性からは、24年には+2%程度の賃金上昇(正社員)が見込まれる(図表2-13)。

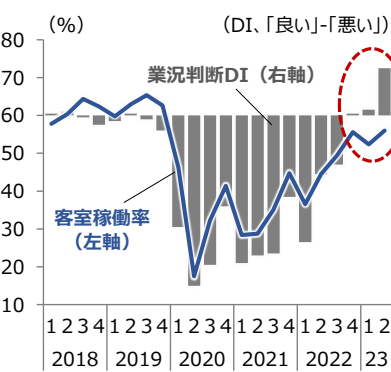
さらに、②家計の賃上げ期待の高まりから、過去の連動性以上に賃上げが進む可能性もある。売り手市場で賃上げ期待が高まると、労使交渉における賃上げ要求水準が引き上げられるからである。

図表 2-11 雇用人員判断 DI



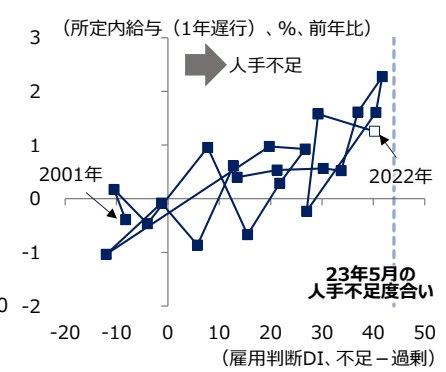
注:全規模。×は企業の先行き見通し。
出所:日本銀行「短観」より三菱総合研究所作成

図表 2-12 客室稼働率と業況判断



注:業況判断は宿泊・飲食サービス業。
出所:日本銀行「短観」、観光庁「宿泊旅行統計調査」より三菱総合研究所作成

図表 2-13 人手不足と賃金上昇率

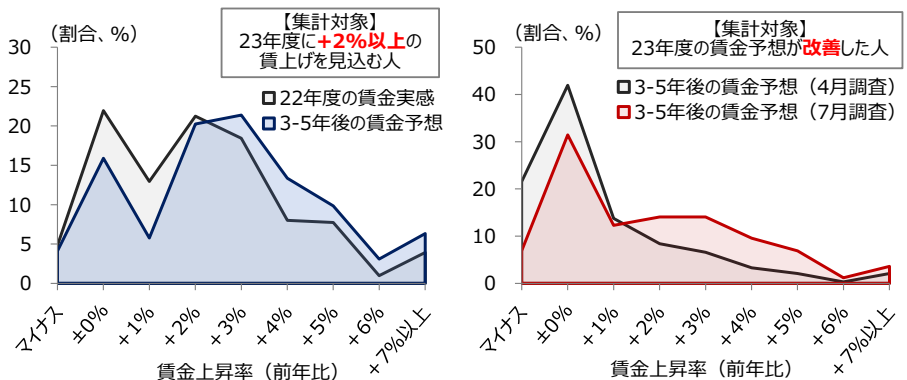


注:正社員。全規模。2001年-2022年。
出所:厚生労働省「毎月勤労統計調査」「労働経済動向調査」より三菱総合研究所作成

当社調査では、23年度賃上げ予想が高い労働者は、3-5年後も22年対比で高めの賃上げを予想しているほか(図表2-14、左)、23年度の賃上げ予想が改善した回答者は、3-5年後の予想も改善している(同右)。

もっとも、相対的に生産性の低い企業では持続的な賃上げは困難であり、賃上げの恩恵が労働者の間で二極化する恐れがある。加えて、23年度の賃金が改善していない人では、将来の賃金予想が改善していないことも課題だ。解決策の一つは、労働市場の流動性向上や労働者のスキルアップ支援など、労働市場改革を通じた生産性の向上・将来所得期待の押し上げである。岸田政権の労働市場改革に対する就労者の評価については、トピックス(P.18)で後述する。

図表 2-14 家計の中長期的な賃上げ予想(MRI 調査)

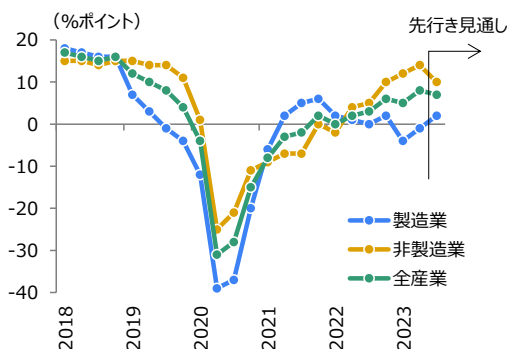


注:左図は、7月調査時点において働いており、かつ23年度の賃上げ予想が2%を上回る回答者711名を対象に集計。右図は、4月・7月調査両時点において働いており、かつ7月調査の23年度の賃金予想が、4月調査よりも改善した回答者334名を対象に集計。集計対象全体に占める割合は、それぞれ約2割程度。
出所:三菱総合研究所「生活者市場予測システム(mif)」アンケート調査

注目点② 企業の業況改善・投資活発化の持続性 — DX・GX対応を契機として投資姿勢変化の兆し
非製造業の景況感堅調が持続、製造業は一進一退が続く見通し

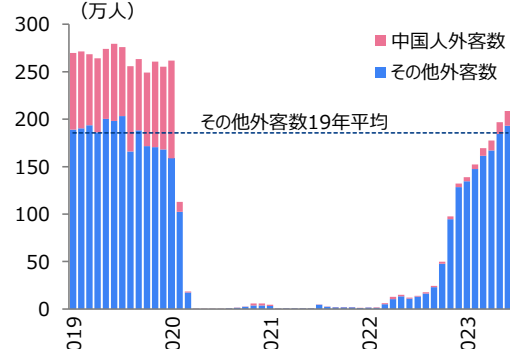
企業の景況感、新型コロナ5類移行や、供給制約の段階的な緩和、原材料コスト上昇の一服などにより、総じて持ち直している。日銀短観の業況判断DI(23年6月調査)は、全規模・全産業で+8%ポイントと、3月調査(+5%ポイント)から改善した(図表2-15)。業種別では、インバウンド需要の拡大が続くなか、非製造業の回復が鮮明だ。23年6月の訪日外客数は、中国からの外客を除けば、19年平均の水準を回復している(図表2-16)。中国人外客数も、8月の中国政府による訪日団体旅行解禁を受け、今後一段の回復に向かうだろう。非製造業の景況感、宿泊・飲食サービスを中心に先行きも堅調に推移するとみられる。

図表 2-15 業況判断 DI



注:全規模。直近は23年6月調査。
出所:日本銀行「短観」より三菱総合研究所作成

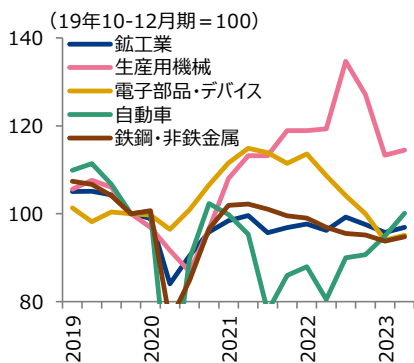
図表 2-16 訪日外客数



注:当社による季節調整値。直近は23年6月。
出所:日本政府観光局「訪日外客統計」より三菱総合研究所作成

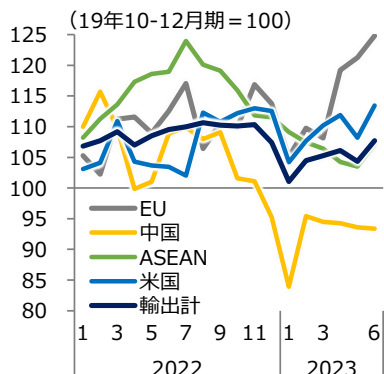
製造業の景況感は、車載半導体不足の緩和により自動車を中心に改善したものの、依然マイナス圏にある。生産動向をみると、22年入り後の減速傾向には底打ちの兆しがみられるが、力強さを欠く状況である(図表2-17)。実質輸出は、米欧向けが自動車の反動増に牽引されるかたちで持ち直しているが(図表2-18)、中国向けは、化学製品や輸送用機器を中心に、コロナ危機前を下回る水準で推移している(図表2-19)。中国の景気回復ペースが緩やかにとどまる見通しであることを踏まえると(P.28中国経済参照)、中国向け輸出は足踏みが続く可能性が高い。さらに、世界の半導体需要の本格的な回復に時間を要することも考慮すれば、当面、製造業景況感は一進一退の状況が続くだろう。

図表 2-17 鉱工業生産



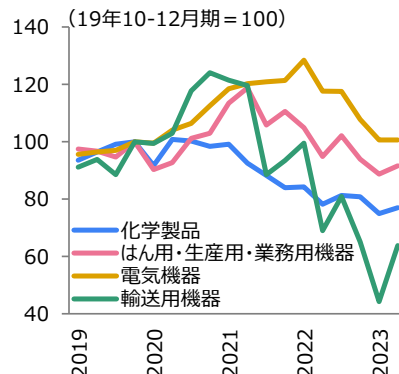
注:直近は23年6月。
出所:経済産業省「鉱工業指数」より三菱総合研究所作成

図表 2-18 地域別実質輸出



注:当社による実質・季節調整値。直近は23年6月。
出所:財務省「貿易統計」、日本銀行「企業物価指数」より三菱総合研究所作成

図表 2-19 中国向け実質輸出



注:当社による実質・季節調整値。直近は23年4-6月期。
出所:財務省「貿易統計」、日本銀行「企業物価指数」より三菱総合研究所作成

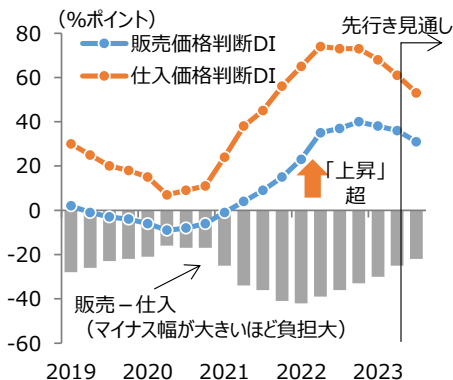
コスト増の一巡で業績は底堅さを維持

こうしたなかでも、企業業績は、総じて堅調を維持するとみる。輸入原材料価格のピークアウトに伴うコスト増の一服により、収益性の改善が見込まれるためである。

製造業の仕入・販売価格判断DIをみると、仕入価格の上昇ペースが一服する一方で、販売価格は上昇ペースが鈍っておらず、価格転嫁の動きが続いている(図表2-20)。これにより、売上高に対する売上原価(仕入コスト)の比率が低下し、収益が押し上げられるだろう。実際、売上高経常利益率の計画をみると、製造業、非製造業ともに、6月時点の計画としては過去最高が見込まれている(図表2-21)。さらに、注目点①で指摘したとおり、消費が緩やかな回復を続けることもあり、企業業績は底堅く推移するとみられる。

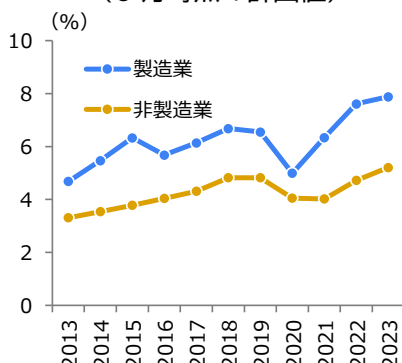
企業の資金繰りも、総じて改善が続くだろう。コロナ危機下で実質無利子・無担保融資(ゼロゼロ融資)を多く利用していた対個人サービスや宿泊・飲食サービスでも、資金繰り判断は改善傾向にあり(図表2-22)、ゼロゼロ融資の返済開始の本格化以降も中小企業の資金繰りに目立った悪化は見られていない。東京商工リサーチによれば、23年4-6月期の企業倒産の件数は約2,100件と、コロナ危機前(17-19年)の平均的な水準にまで増加しており、先行きも、返済負担増による倒産や各種支援措置の打ち切りを契機とした清算の動きが一定程度顕在化するとみられるが、経済全体への悪影響は軽微にとどまるだろう。

図表 2-20 仕入・販売価格判断 DI



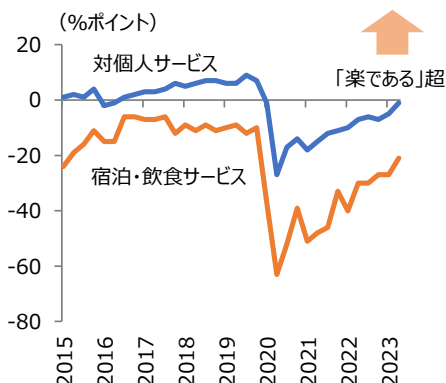
注:全規模・製造業。
出所:日本銀行「短観」より三菱総合研究所作成

図表 2-21 売上高経常利益率 (6月時点の計画値)



注:全規模。各年度6月調査時点の計画。
出所:日本銀行「短観」より三菱総合研究所作成

図表 2-22 資金繰り判断 DI



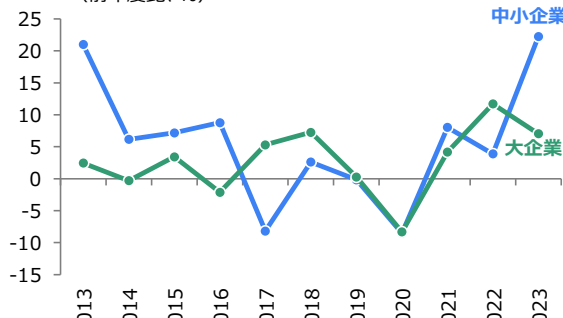
注:中小企業。
出所:日本銀行「短観」より三菱総合研究所作成

設備投資は拡大基調を維持、企業の投資姿勢に積極化の兆し

設備投資は、拡大傾向が続いている。23年4-6月期の実質民間企業設備投資は、季調済前期比+0.0%と前期から横ばいとなったものの、ならしてみれば増加傾向にある。日銀短観(23年6月調査)の23年度設備投資計画(全規模・全産業)によると、大企業の設備投資は前年度に引き続き高い伸びとなり、中小企業の設備投資は過去最高の伸び率となることが見込まれる(図表2-23)。

先行きの民間企業設備投資は、23年度前年比+2.5%、24年度同+2.0%と予測する。この背景として、企業業績が底堅く推移するなかで、DX(デジタルトランスフォーメーション)やGX(グリーントランスフォーメーション)、サプライチェーン強靱化といった中・長期的な観点で投資の拡大が続くことが挙げられる。日本政策投資銀行の調査によれば、大企業では、デジタル化の加速に伴う半導体素材の需要増や、EV(電気自動車)市場への本格参入に向けて、投資の拡大が計画されている。さらに、サプライチェーン強靱化をめぐる10年先にかけて国内生産拠点の増強を見通す企業が、比較可能な17年以降で最多の約6割にまで増加した(図表2-24)。海外拠点の分散・多様化に向けた海外向け投資にも引き続き注力する傍ら、サプライチェーンの目詰まりに備えた国内生産拠点の拡充を進める意向がうかがえる。

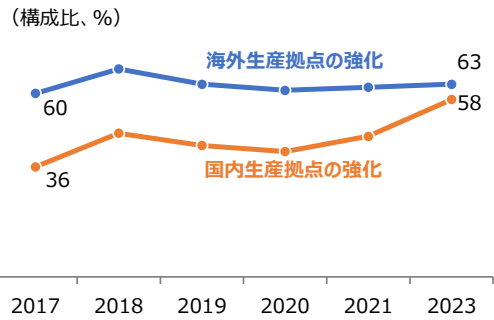
図表 2-23 設備投資計画
(前年度比、%)



注: 全産業。23年度は6月調査計画を15-19年の平均修正率で調整した試算値。

出所: 日本銀行「短観」より三菱総合研究所作成

図表 2-24 中・長期的な供給能力の見通し(製造業、10年先)

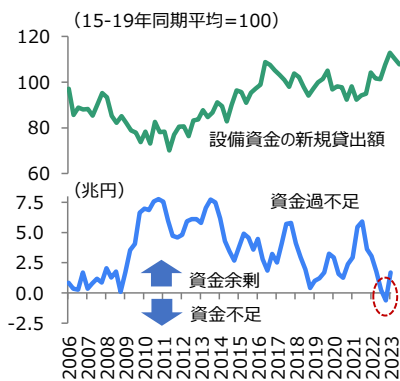


注: 22年度は欠損値。大企業のうち、国内・海外の両方で生産活動を行っている企業(2023年度: 274社)が対象。

出所: 日本政策投資銀行「設備投資計画調査」より三菱総合研究所作成

企業の投資姿勢にも前向きな変化の兆しがみられる。四半期ベースの設備資金新規貸出額は、約28年ぶりの高水準にある。資金循環における民間非金融部門の資金過不足は、世界金融危機後は資金余剰(貯蓄超)が定着していたが、直近では、資金不足(投資超)に転じる局面もみられている(図表2-25)。国内ベンチャーキャピタルの新規投資額(図表2-26)をみると、総じてコロナ危機前よりも高水準で推移しており、従来は全体に占める割合が小さかった製造工業分野(工業、エネルギー、その他産業)への投資が増加するなど、幅広い業種でスタートアップ向けの投資が拡大する兆しもある。また、製造業・素材業種(化学、鉄・非鉄金属等)や非製造業(運輸、通信等)を中心とした対内直接投資の拡大も、国内投資の増加を後押しするだろう(図表2-27)。こうした投資の拡大が奏功し、期待成長率の上昇を通じてさらなる投資増へとつながっていくかは、引き続き動向を注視する必要がある。

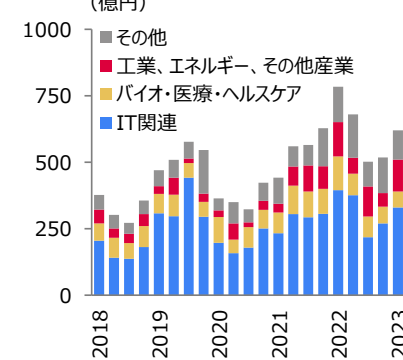
図表 2-25 設備資金の新規貸出額と企業部門の資金過不足



注: 資金過不足は民間非金融法人企業(季節調整値、4四半期移動平均)。

出所: 日本銀行「貸出先別貸出金」、「資金循環」より三菱総合研究所作成

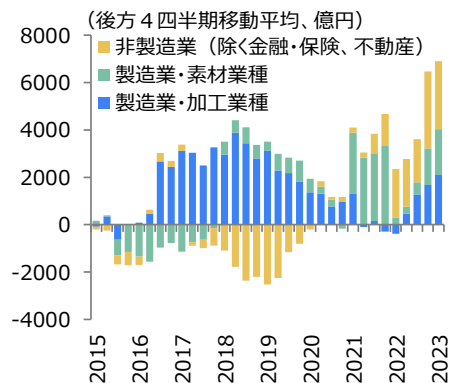
図表 2-26 国内ベンチャーキャピタル新規投資額



注: 国内に籍を置くベンチャーキャピタルの国内向け投資額。IT関連には半導体・電機一般が含まれる。合計には、その他サービス(メディア、娯楽、小売、金融・不動産)等が含まれる。

出所: ベンチャーエンタープライズセンター「投資動向調査」より三菱総合研究所作成

図表 2-27 業種別対内直接投資



出所: 財務省、日本銀行「業種別・地域別直接投資」より三菱総合研究所作成

注目点③ 物価と金融政策の方向性 — 物価は2%定着に近づく、金融緩和は徐々に正常化へ

コアCPIは高止まり、価格上昇の裾野広がる

消費者物価は、23年入り後も高止まりしている(図表2-28)。6月の消費者物価指数(生鮮食品を除く総合、以下コアCPIとする)は、前年比+3.3%と10カ月連続で+3%以上の伸びが続いている。日本銀行が物価の基調として重視する最頻値・加重中央値は、比較可能な01年以降で最高水準にある。

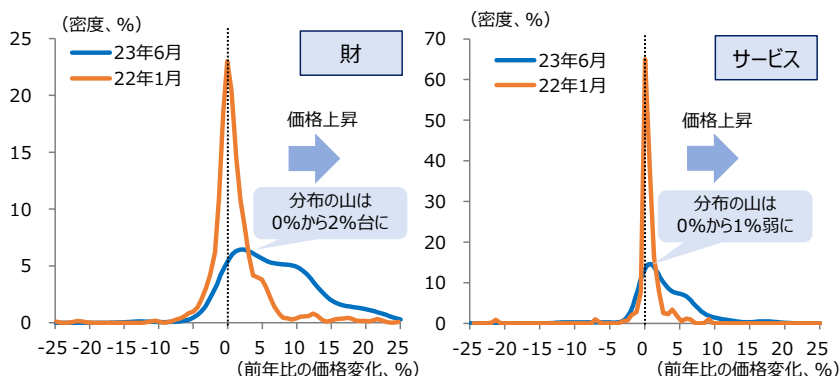
物価上昇の裾野も広がっている。品目別の価格変動に関する分布をみると、22年1月時点では財・サービスとも±0%に集中していたが(図表2-29)、直近23年6月では±0%の品目割合は大幅に低下し、分布が右側(価格上昇)に広がっている。

図表 2-28 消費者物価関連指標



注:直近は23年6月。消費税増税・幼児教育無償化の影響を除く。
出所:総務省「消費者物価指数」、日本銀行「基調的なインフレ率を捕捉するための指標」より三菱総合研究所作成

図表2-29 品目別価格変動分布



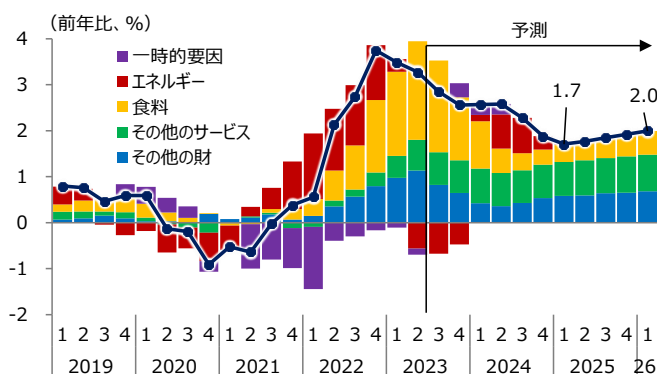
注:カーネル密度関数を用いた推計値。財は生鮮食品を除く。
出所:総務省「消費者物価指数」より三菱総合研究所作成

コアCPIはコストプッシュ・政策要因除くと2%割れも、サービス価格主導で基調的な伸びは高まる

先行きについて、コアCPIの伸び率は徐々に鈍化するものの、高めの伸びが続く見通しだ(図表2-30)。輸入物価指数の伸び率は、円安・原油高の一服から22年終盤以降に鈍化し、直近では前年比マイナスに転じている(図表2-31)。輸入物価指数の伸び率鈍化は、3四半期程度遅れて、CPIの「■その他の財」(図表2-30)のプラス寄与縮小に波及するとみられる。もっとも、「■食料」を中心に価格上昇が長引いており、コアCPIは23年度平均で前年比+2.8%と高止まりを見込む。

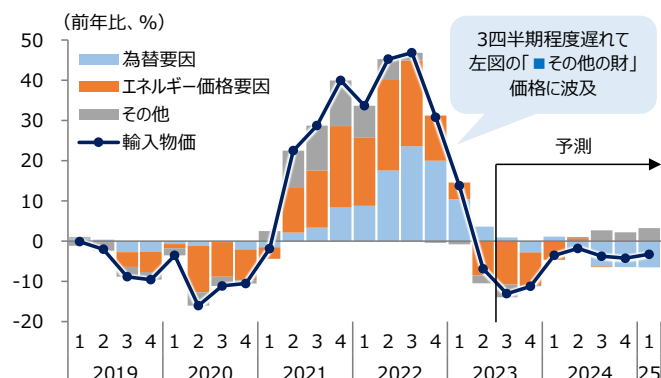
24年度も平均で前年比+2.1%と+2%超えを見込むが、電気代・ガス代抑制策の反動などにより「■エネルギー」がプラス寄与する影響が大きく、コストプッシュ要因(輸入物価上昇)・政策要因の剥落する24年度末には同+1%台後半まで鈍化する見通しである。この間、23年以降の賃金上昇を受け(注目点①参照)、「■その他のサービス」のプラス寄与が拡大し、基調的な物価の伸びは高まるだろう。

図表 2-30 コアCPI



注:電気代・都市ガス代抑制策は23年10月以降に支援幅半減した後、24年3月まで実施と想定。一時的要因は、消費税増税・幼児教育無償化、携帯電話通信用料下げ、宿泊料支援制度の影響を合算。
出所:総務省「消費者物価指数」より三菱総合研究所作成

図表 2-31 輸入物価指数



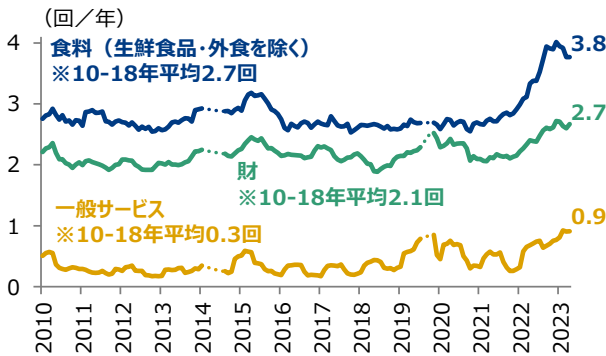
出所:日本銀行「企業物価指数」より三菱総合研究所作成

企業の価格転嫁姿勢が強まり、先行き2%上昇定着も視野に

賃金上昇に起因するサービス価格の上昇に加え、企業の価格転嫁姿勢の強まりも、基調的な物価の伸びを高めている。商品・サービスの値上げ頻度を試算すると、食料を筆頭に財の価格引き上げの頻度が高まっていることが確認できる(図表2-32)。

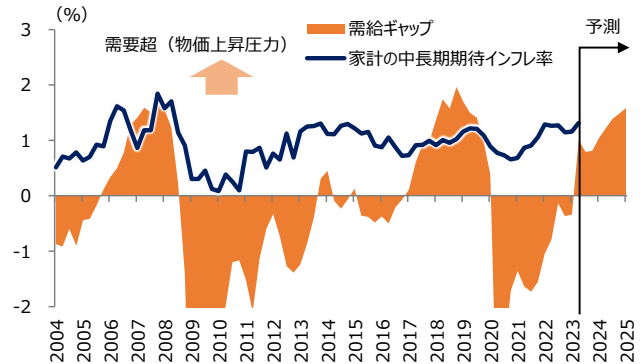
こうした環境下、①期待インフレ率の上昇と②需給ギャップの改善が進めば、日本銀行が目指す2%の物価安定目標の実現(コアCPIの+2%上昇の定着)も視野に入る。家計の中長期(5年先)期待インフレ率は、23年6月時点で+1.3%と、2%を下回っているものの08年以來の高水準にある(図表2-33)。需給ギャップは、23年1-3月期時点でマイナス圏にあるが、24年度末には+1%台半ばまで改善する見通しである。両者の高まりが波及することで、25年度末頃にコアCPIの+2%上昇が定着するとみている。

図表 2-32 小売価格の値上げ頻度(MRI 試算)



注:直近は23年6月。後方6カ月移動平均。欠損値が少ない379品目に関する政令指定都市および東京特別区部における月次の価格データから、前月比+1%以上の値上げが行われる確率を試算し、年率に換算したもの。破線は消費税率引き上げの影響を除外するため線形補完している。
出所:総務省「小売物価統計」より三菱総合研究所作成

図表 2-33 家計の期待インフレ率、需給ギャップ



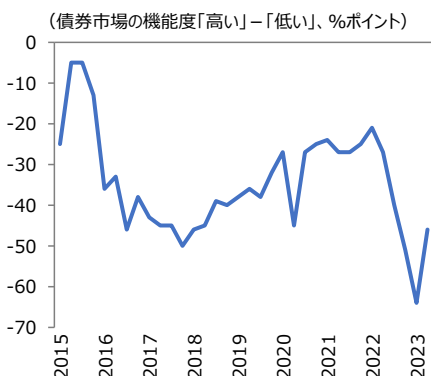
注:家計の中長期期待インフレ率は、5年先の物価見通しを基に、カーelson・パーキン法により試算。直近の実績値は、需給ギャップが23年1-3月期、家計の期待インフレ率が23年6月調査。
出所:日本銀行「需給ギャップと潜在成長率」「生活意識に関するアンケート調査」、総務省「消費者物価指数」より三菱総合研究所作成

日本銀行はYCCの運用柔軟化、金融緩和の持続性を高める方針

日本銀行は、7月27-28日の金融政策決定会合にて、イールドカーブ・コントロール(YCC)の運用の柔軟化を決定した。長期金利(10年物国債金利)の許容変動幅±0.5%程度の位置づけを「目途」に改めるとともに、連続指値オペにおいて国債買い入れを行う際の利回り水準を0.5%から1.0%に引き上げ、長期金利が0.5%を上回ることを事実上容認する格好だ。植田日銀総裁は、記者会見において、この決定は金融引き締めではなく金融緩和の持続性を高めるための措置である旨を強調した。

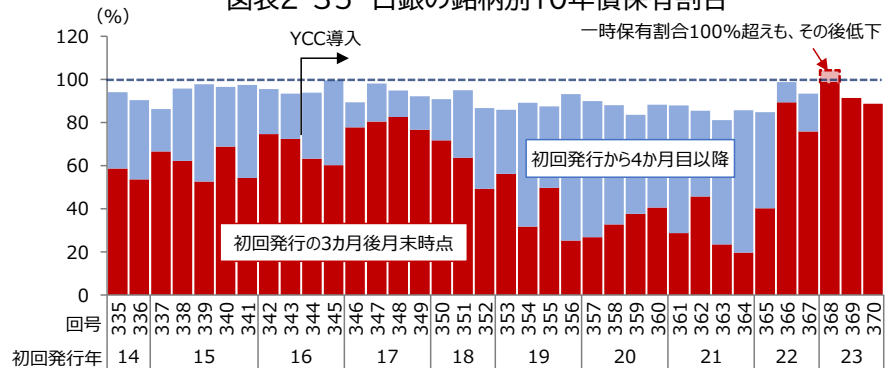
この背景には、厳格な金利抑制策により、債券市場が機能不全に陥るリスクを重く見たことがある。日本銀行の調査によると、債券市場の機能度は23年5月調査時点で前回調査(過去最低水準)から改善したものの、依然として低水準にあり、回答機関の半数弱は機能度が「低い」との認識を示している(図表2-34)。特に日銀が主な買い入れ対象とする10年物国債の取引では、市場が健全に機能しているとは言い難い。22年以降は、新発10年物国債の発行から3カ月以内に、その大半を日銀が買い入れるという状況が続いており、全体の9割程度が日銀に保有されている(図表2-35)。YCCの運用柔軟化によって、長期金利の形成を一定程度市場に委ねることとなり、金利上昇圧力が高まった場合にも、金融緩和を継続する余地が広がった。

図表2-34 債券市場サーベイ



注:直近は23年5月調査。
出所:日本銀行「債券市場サーベイ」より三菱総合研究所作成

図表2-35 日銀の銘柄別10年債保有割合



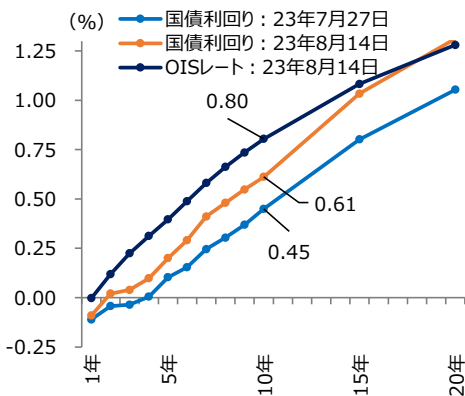
注:23年7月末時点。国債発行額には流動性供給入札は含まない。
出所:日本銀行「日本銀行が保有する国債の銘柄別残高」、財務省「国債の入札結果」より三菱総合研究所作成

24年度半ば以降、金融政策の正常化に着手

7月のYCC運用柔軟化は、政策手段の微調整に過ぎず、当面は緩和的な金融環境が続くとみられる。10年物国債金利は、一時上昇する可能性はあるものの当面0.6~0.7%程度で推移すると予想する。市場見通しを反映しやすいOIS(翌日物金利スワップ)10年物金利は、8月中旬時点で0.8%程度までの上昇にとどまっており、当面はこれを下回る水準での推移が続くだろう(図表2-36)。一方、市場の期待インフレ率(ブレイク・オープン・インフレ率)は1.2%と14年以來の水準まで上昇し、実質金利のマイナス幅はおおむね維持されている(図表2-37)。

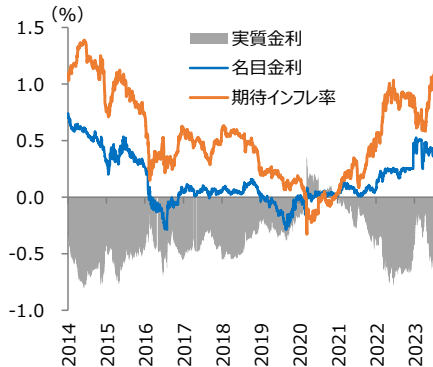
日本銀行が、金融政策の正常化を進めるのは、24年の賃金動向を確認し、物価上昇の持続性に対する確信を強めた後になるとみる。24年度半ば以降、YCCの枠組み見直しやマイナス金利撤廃を段階的に進めよう。日銀審議委員の物価見通し(見通し期間最終年度)は、中央値が+2%を下回っており、下振れリスクが大きいとの見方が残っている(図表2-38)。物価が先行き2%以上まで上昇するとの見通しを強めるにつれて、金融緩和を「異次元」の水準から「正常」な方向に近づけていくだろう。

図表2-36 国債利回りとOISレート



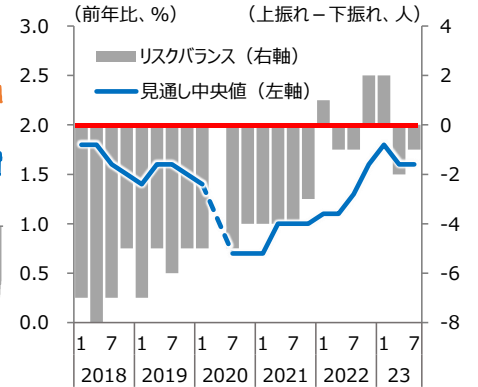
出所: Bloomberg より三菱総合研究所作成

図表2-37 実質金利 (名目金利-期待インフレ率)



注: 直近は8月14日。名目金利は10年物国債利回り、期待インフレ率はブレイク・オープン・インフレ率(10年)。
出所: Bloomberg より三菱総合研究所作成

図表2-38 日銀審議委員の物価見通し



注: 展望レポートの物価見通しについて、公表時点の最終年度(23年4月以降であれば25年度の見通し)を時系列で集計。
出所: 日本銀行「経済・物価情勢の展望」より三菱総合研究所作成

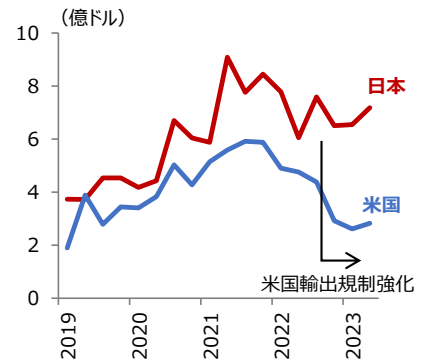
(3) 日本経済の先行きリスク —— 節約志向の高まりと輸出の底割れ

先行きの景気見通しに対する下振れリスクとして、①家計の節約志向の高まりによる内需の腰折れと、②海外経済の失速や輸出規制のエスカレートに伴う輸出の底割れ、が挙げられる。

まず、①については、23・24年度と高めの賃金上昇が続くことが内需の好循環の起点となることを想定しているが、これが個人消費の着実な回復につながらなければ、企業の投資マインドも下押しされ、内需全体が腰折れする恐れがある。家計の将来に対する不安は根強く、先行きの政策に対する不信感や金融市場における不安定な値動きなど、ささいなきっかけで節約志向が急速に高まるリスクに注意が必要だ。こうしたリスクの低減に向けて、持続的な賃上げを展望できる雇用・賃金制度への移行や、財政の持続可能性の確保に向けた社会保障改革などの取り組みを着実に進めることが一段と重要になる。

②を巡るリスク要因としては、米国における一段の金融引き締めや、債務問題を端緒とした中国の成長鈍化が挙げられる。さらに、米中対立を軸とした輸出規制のエスカレートによって輸出が大幅に下押しされるリスクにも注意が必要だ。日本政府は、7月23日に、半導体関連23品目の輸出規制措置を施行した。対象は一部の先端分野にとどまるため、メインシナリオとしては輸出への影響は限定的とみるが、米国では、既に中国向けの半導体製造装置輸出額が減少している(図表2-39)。一方、中国当局は、8月1日にガリウム・ゲルマニウム関連製品の輸出規制を施行するなど、米・日への対抗措置の導入を辞さない構えを示している。こうした貿易を巡る規制の対象が一段と拡大すれば、日本企業にとって、生産活動の萎縮や輸出の底割れにつながるリスクがあるだろう。

図表2-39 中国向けの半導体製造装置輸出額



注: HSコード8486から同848630(フラットパネルディスプレイ製造装置)を除いたもの。四半期平均。直近は23年4月単月の実績。
出所: UN Comtradeより三菱総合研究所作成

持続的な賃金上昇には能力向上支援と職務給の導入が不可欠

注目点①(P.10)で指摘したとおり、24年度にかけては、従来よりも高めの賃金上昇率が続く予想される。もっとも、労働生産性の上昇を伴うかたちで賃金上昇が持続するには、DX・GXといった時代の潮流に沿った成長分野への労働力移動や、かかる分野で活躍できる人材の確保・能力開発が肝要である。

本年5月公表の「三位一体の労働市場改革の指針」では、こうした問題意識のもと、リスクリングによる能力向上支援、個々の企業の実態に応じた職務給(年次や役職ではなく、スキルや役割に見合った給与体系)の導入、成長分野への労働移動の円滑化、を進める方針が示された。そこで、当社は、同指針に盛り込まれた各種の施策が、今後の「学び直し」に向けた意欲や転職意欲、生涯所得の見通しにどのような影響を及ぼすか、生活者向けのアンケート調査を実施した(図表2-40)。その結果から、①能力向上支援や職務給の導入は、世代を問わず働く人の学び直し意欲や生涯所得増加への期待を高めること、②労働移動の円滑化策のうち、現職にとどまるインセンティブを縮小する施策については、40-50代以降では生涯所得が減るとの見方が多い一方で、20-30代では肯定的な見方も多いこと、が示唆された。

シニアも能力向上支援・職務給の導入には前向き

能力向上支援が学び直し意欲に与える影響に関しては、いずれの世代でも、「意欲が増加する」との回答割合が「減少する」を上回る結果となった。また、転職意欲や生涯所得への影響についても、「増加」が「減少」を上回っており、能力向上支援に対する受け止めは総じて前向きと評価できる。

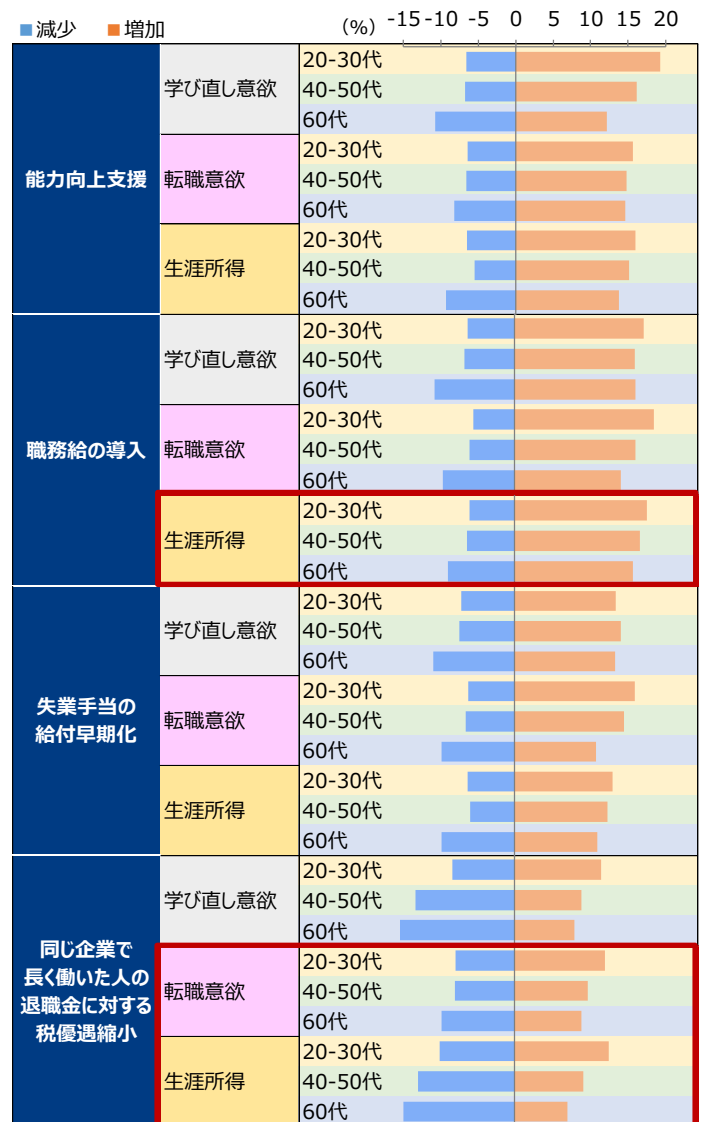
職務給の導入も、能力向上支援とおおむね同様の結果となった。特に20-30代では、「転職意欲が高まる」との回答が多くみられ、労働市場の流動性向上も期待可能だ。また、一般的に年功序列型の賃金体系による恩恵を受けるシニア世代でも、職務給の導入で生涯所得が高まるとの期待が多くみられる。企業にとっては、意欲的な人材を確保するための好機とも捉えられ、生産性向上につながる可能性もある。

一部の労働移動円滑化策が将来不安を高める恐れ

労働移動円滑化策に対する就業者の受け止めは、施策の方向性によって異なる。失業手当の給付の早期化など、転職時の不安を緩和する施策については、転職意欲や生涯所得が「増加する」との回答割合が「減少する」を上回っている。一方、同じ企業での勤続年数が長い労働者の退職金に対する税優遇の縮小のように、現職にとどまるインセンティブを縮小する施策については、転職意欲を高める効果が相対的に小さいうえ、40-50代以降では、生涯所得の減少につながるとの見方が多い。これは、従来の税制度を前提にライフプランを設計していた人が、想定外の制度変更で将来の生活に対する不安を高めていることの表れと推察される。こうした事情を踏まえると、税制度の見直しによって労働者の不安が高まることのないよう、他の改革策とあわせて生涯所得期待を上向かせることが重要といえる。

なお、どの質問項目についても、「変わらない」との回答が7割近く存在することには留意が必要だ。各種制度を浸透させ、前向きな成果を拡大していくためにも、当面は施策の周知を図る必要があるだろう。

図表 2-40 労働市場改革案に対する就業者の反応



注:現時点で働いている3,625名が対象。各施策案の、回答者自身の学び直し意欲・転職意欲・生涯所得に対する影響について、「増加する」との回答の割合と、「減少する」との回答の割合を示した(「変わらない」との回答は図示していない)

出所:三菱総合研究所「生活者市場予測システム(mif)」アンケート調査(23年7月15-18日)

図表 2-41 日本経済予測の総括表

(単位：10億円、%)

	年度				年度 (前年比)				
	2021 実績	2022 実績	2023 予測	2024 予測	2021 実績	2022 実績	2023 予測	2024 予測	
名目	国内総生産 (= GDP)	551,420	562,664	593,974	611,262	2.5%	2.0%	5.6%	2.9%
	民間最終消費支出	296,367	312,873	323,519	334,525	2.7%	5.6%	3.4%	3.4%
	民間住宅投資	21,322	21,687	21,879	21,973	6.9%	1.7%	0.9%	0.4%
	民間企業設備	90,600	97,271	101,436	104,081	5.0%	7.4%	4.3%	2.6%
	民間在庫品増加	1,125	2,634	1,636	1,400	***	***	***	***
	政府最終消費支出	118,968	121,470	123,732	124,656	4.5%	2.1%	1.9%	0.7%
	公的固定資本形成	29,807	30,170	31,706	32,879	▲3.3%	1.2%	5.1%	3.7%
	公的在庫品増加	▲ 90	▲ 242	478	753	***	***	***	***
	財貨・サービス純輸出	▲ 6,679	▲ 23,198	▲ 10,414	▲ 9,004	***	***	***	***
	財貨・サービス輸出	103,819	122,795	126,141	127,924	23.0%	18.3%	2.7%	1.4%
財貨・サービス輸入	110,497	145,992	136,555	136,928	30.3%	32.1%	▲ 6.5%	0.3%	
実質	国内総生産 (= GDP)	541,739	549,198	561,283	566,833	2.7%	1.4%	2.2%	1.0%
	民間最終消費支出	288,725	295,875	297,937	301,572	1.5%	2.5%	0.7%	1.2%
	民間住宅投資	18,811	18,250	18,480	18,447	▲ 0.6%	▲ 3.0%	1.3%	▲ 0.2%
	民間企業設備	87,674	90,406	92,699	94,507	2.3%	3.1%	2.5%	2.0%
	民間在庫品増加	1,200	2,295	1,495	1,348	***	***	***	***
	政府最終消費支出	117,816	118,661	119,129	119,571	3.4%	0.7%	0.4%	0.4%
	公的固定資本形成	27,561	26,706	27,639	28,400	▲ 6.5%	▲ 3.1%	3.5%	2.8%
	公的在庫品増加	▲ 67	▲ 104	▲ 53	▲ 53	***	***	***	***
	財貨・サービス純輸出	499	▲ 2,250	2,444	1,526	***	***	***	***
	財貨・サービス輸出	103,884	108,532	111,005	112,984	12.4%	4.5%	2.3%	1.8%
財貨・サービス輸入	103,385	110,782	108,561	111,458	7.1%	7.2%	▲ 2.0%	2.7%	
指数	鉱工業生産指数	105.2	104.9	105.7	108.6	5.5%	▲ 0.3%	0.7%	2.8%
	国内企業物価指数	107.0	117.1	120.9	123.3	7.1%	9.4%	3.3%	1.9%
	消費者物価指数 (生鮮除く総合)	99.9	103.0	105.9	108.1	0.1%	3.0%	2.8%	2.1%
	GDPデフレーター	101.8	102.5	105.8	107.8	▲ 0.1%	0.7%	3.2%	1.9%
	完全失業率	2.8%	2.6%	2.5%	2.4%	***	***	***	***
	新設住宅着工戸数 (万戸)	86.6	86.1	84.1	84.2	6.6%	▲ 0.6%	▲ 2.3%	0.1%
	対外バランス	経常収支 (10億円)	20,152	9,429	19,769	19,093	***	***	***
貿易・サービス収支		▲ 6,420	▲ 23,200	▲ 12,966	▲ 12,778	***	***	***	***
貿易収支		▲ 1,543	▲ 18,028	▲ 8,844	▲ 8,873	***	***	***	***
輸出		85,637	99,675	99,241	100,209	25.3%	16.4%	▲ 0.4%	1.0%
輸入		87,180	117,703	108,085	109,081	35.0%	35.0%	▲ 8.2%	0.9%
サービス収支		▲ 4,877	▲ 5,173	▲ 4,122	▲ 3,905	***	***	***	***
通関収支尻 (10億円)		▲ 5,587	▲ 21,755	▲ 12,291	▲ 11,472	***	***	***	***
通関輸出	85,874	99,226	99,211	99,978	23.6%	15.5%	▲ 0.0%	0.8%	
通関輸入	91,460	120,981	111,502	111,449	33.5%	32.3%	▲ 7.8%	▲ 0.0%	
為替等	国債10年物利回り	0.09%	0.30%	0.58%	0.83%	***	***	***	***
	日経平均株価	28,385	27,277	31,098	31,625	16.0%	▲ 3.9%	14.0%	1.7%
	原油価格 (WTI、ドル/バレル)	77.3	89.8	76.5	77.5	82.3%	16.2%	▲ 14.8%	1.3%
	円/ドル レート	112.4	135.5	138.4	130.0	***	***	***	***
	ドル/ユーロ レート	1.162	1.042	1.090	1.100	***	***	***	***
円/ユーロ レート	130.5	141.0	150.8	143.0	***	***	***	***	

注：国債 10 年物利回り、日経平均株価、原油価格、および為替レートは年度中平均。

出所：実績は各種統計、Bloomberg、予測は三菱総合研究所