



日本政策投資銀行
Development Bank of Japan
産業・地域調査本部

DBJ Monthly Overview

2023
10

今月のトピックス

回復するインバウンドと需給のひっ迫懸念

* 本資料は原則として9月20日までに発表された
経済指標に基づいて作成しています。

Contents

今月のトピックス

回復するインバウンドと需給のひっ迫懸念	2
---------------------	---

今月の景気判断	7
日本経済	8
米国経済	15
欧州経済	18
中国経済	20
新興国経済	22
マーケット動向	24
産業動向	26
経済見通し	32

回復するインバウンドと需給のひっ迫懸念

経済調査室 和田 耕治

要旨

- ・コロナ禍で世界の国際観光客数は大きく落ち込んだが、足元では回復している。日本は入国制限の解除が遅れたことなどにより、回復が出遅れたが、今後の回復余地が残る。
- ・訪日外客数は2023年4～6月期にコロナ前の7割に持ち直したほか、消費総額もほぼ回復した。中国が日本向け団体旅行を解禁したことなどで先行きも増加が期待される。
- ・日本の宿泊・飲食サービス業をみると、インバウンド客の増加が期待される一方で人手不足などによる需給ひっ迫が懸念となっている。長期的な観点では、内外からの需要拡大を好機として待遇や労働生産性の改善などを図り収益力を一層高めることで、観光産業が発展することが期待される。

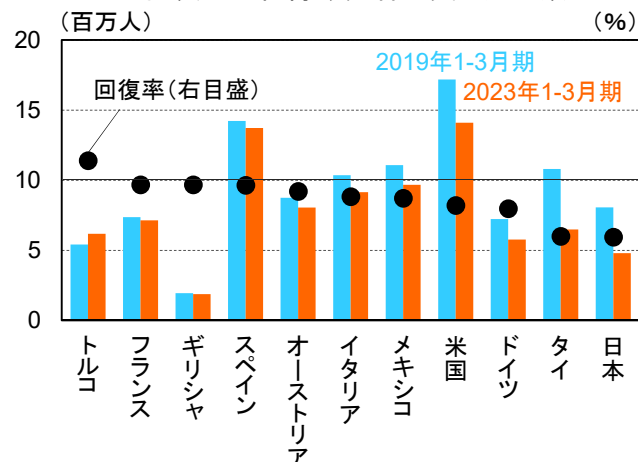
コロナ禍では世界的に国際移動が制限されたが、足元では各国で水際対策の緩和が進み、欧州などでは観光客数がコロナ前の水準をおおむね回復した。訪日外客数も今後は持ち直しが続くことが期待される一方で、観光産業ではコロナ禍からの回復に伴い人手不足が強まっているほか、他産業や海外と比較すると生産性などでも課題がみられる。本稿では、日本のインバウンドの回復状況を確認した上で、宿泊・飲食サービス業を中心とした観光業の現状と展望について考察する。

1. 国際観光の回復進むが、アジアは回復余地が残る

世界各国の2023年1～3月期の国際観光客数を見ると、比較的早く受け入れを再開した欧米などでコロナ前の8割超に回復した。コロナ禍からの回復が比較的早かった中東の中でもトルコは、ロシア人が欧米に替わる観光地として多く来訪し、コロナ前を上回る訪問外客数となっている(図表1-1)。

一方で、日本やタイなどは回復が遅れている。ともに入国制限の解除が遅れたほか、コロナ前に多かった中国人観光客について中国国内の感染影響が残る中で戻りが鈍いことが響いたとみられる(図表1-2)。

図表1-1 国際観光客の受け入れ数



(備考) 1. 国連世界観光機関(UNWTO)
2. 2019年の国際観光客受け入れ数上位国
3. 回復率は2023年1-3月期÷19年1-3月期

図表1-2 国際観光客の増減要因

地域	供給(受入国側)要因	需要(入国者側)要因
トルコ	22年6月に国際観光の受け入れ再開	ウクライナ危機により、ロシア人の代替観光先に
欧州	22年半ばまでに入国制限を撤廃	EU内の観光回復進む(制限撤廃前はデジタル証明利用)
米国	ホテル料金の高騰などが懸念	対立する中国からの直行便が減少
アジア	国境閉鎖が長らく続き、回復に遅れ	中国からの入国者ウエートが高い国で回復に遅れ

(備考) 各種報道により日本政策投資銀行作成

2. 日本の旅行・観光は、質の高いインフラや文化遺産などにより評価は高い

世界経済フォーラムの旅行・観光開発に関する評価では、日本が総合評価でトップとなった。上位10カ国には高所得国が並び、7カ国がランクインした欧州では、人や物の行き来が容易なことや文化的資源、インフラ整備が評価された(図表2-1)。

日本は、航空・鉄道インフラの利便性の高さに加え、多くの文化遺産を有することによる需要喚起が高い評価を受けた。旅行・観光政策については文化施設や国立公園などに開発余地があるとされたが、日本の評価は総じて高く、入国制限が緩和される中で、インバウンドの増加が期待される(図表2-2)。

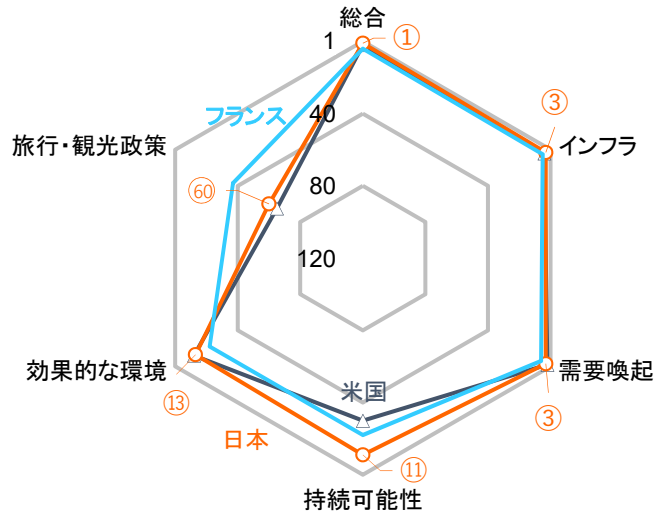
3. 日本の訪問外客数はコロナ前を上回って増加する余地がある

図表2-1 旅行・観光開発指数(2021年)

順位	国	主な評価項目
1	日本	鉄道・航空インフラの利便性
2	米国	観光、航空インフラ
3	スペイン	国際開放度など
4	フランス	自然や文化資源
5	ドイツ	国際開放度など
6	スイス	環境の維持など
7	オーストリア	自然資源など
8	英国	航空インフラ
9	シンガポール	航空、地上・港湾インフラ
10	イタリア	文化資源など

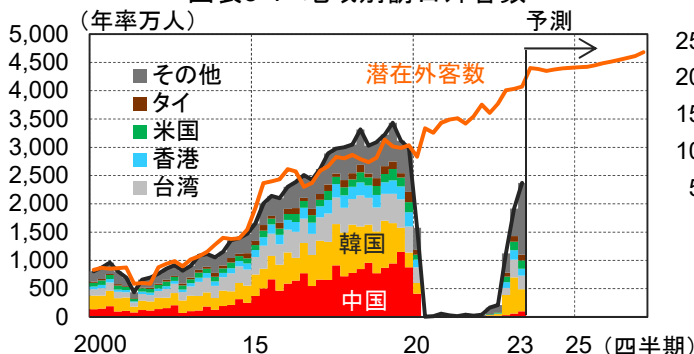
(備考) 世界経済フォーラム

図表2-2 5大項目の順位(日、米、仏)



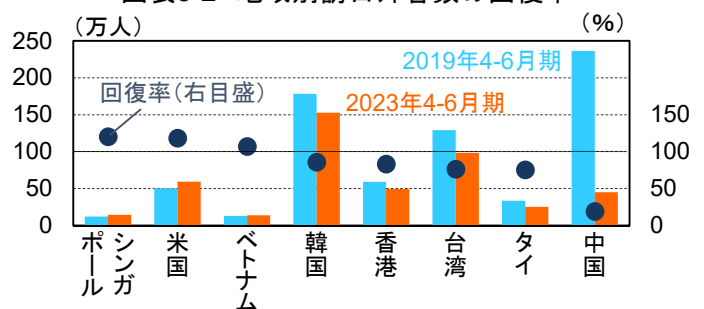
(備考) 1. 世界経済フォーラム 2. 丸囲みは日本の順位

図表3-1 地域別訪日外客数



(備考) 1. 日本政府観光局 2. 季節調整は日本政策投資銀行

図表3-2 地域別訪日外客数の回復率



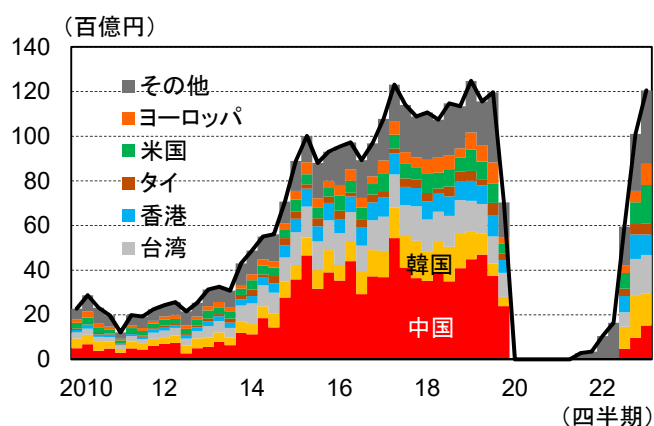
(備考) 1. 日本政府観光局
2. 回復率は、2023年4-6月期÷19年4-6月期
DBJ Monthly Overview 2023/10

4. 一人当たり消費額の増加により消費総額はコロナ前をほぼ回復

日本のインバウンド消費額をみると、2023年4～6月期にコロナ前をほぼ回復しており、渡航者数に比べて持ち直しが進んでいる(図表4-1)。

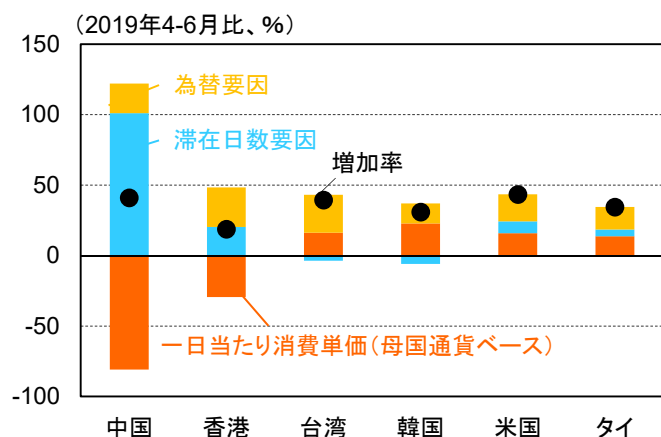
コロナ前には全体の7割超を占めた6カ国の一人当たり消費額をみると、全ての国でコロナ前を上回った。中国はコロナ前と比較して滞在日数が長い個人旅行者の割合が上昇したことで単価が増加した。それ以外の国では、円安の押し上げ要因を除いても宿泊費や飲食費への支出が増加した。飲食・宿泊やコト消費などでインバウンド消費額の拡大が期待できるとの指摘に沿った傾向がみられる(図表4-2)。

図表4-1 地域別のインバウンド消費額



(備考) 国土交通省観光庁

図表4-2 一人当たり消費額の増加率(23年4-6月期)



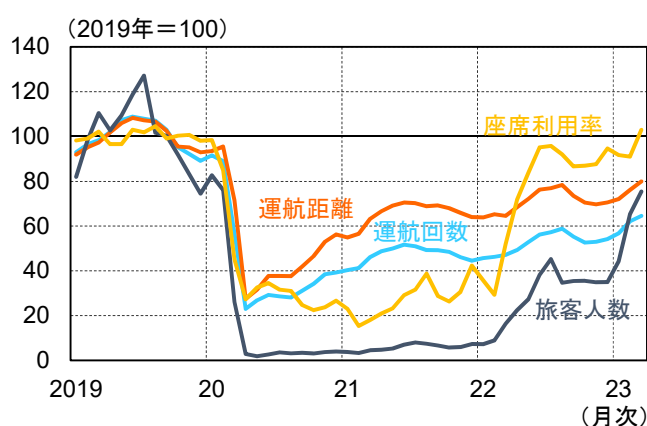
(備考) 国土交通省観光庁

5. 航空・宿泊業の回復が見込まれるが、宿泊業では需給ひっ迫が懸念

国際航空では、座席利用率はコロナ前の水準をおおむね回復したが、運航回数は6割程度の持ち直しにとどまる。運航距離に比べても運航回数の回復が遅れているが、その原因である近距離の中国便が、今後増加すると期待される(図表5-1)。

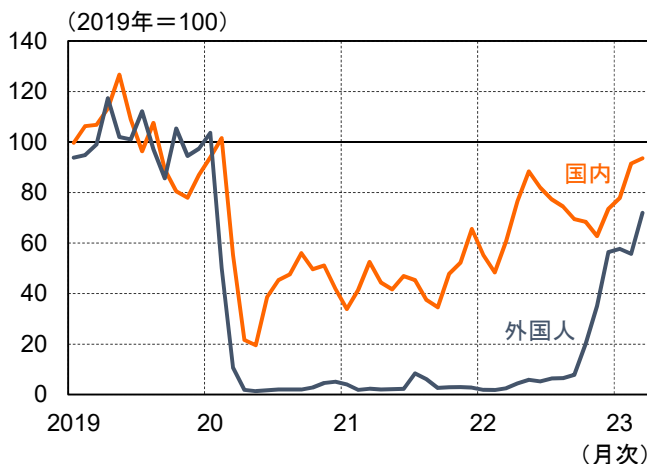
延べ宿泊者数を見ると、旅行支援策などを受けて、国内が外国人に先行してコロナ前をほぼ回復している。今後は、インバウンド客の増加に加えて、滞在長期化などが見込まれる。供給面では、コロナ禍における宿泊関連投資の先送りによって客室数の伸びが抑えられたほか、人手不足による受入制限がみられており、需給ひっ迫が懸念される(図表5-2)。

図表5-1 国際航空の運航・輸送



(備考) 1. 国土交通省 2. 季節調整は日本政策投資銀行

図表5-2 延べ宿泊者数



(備考) 国土交通省

6.日本の宿泊・飲食サービス業の人手不足は深刻

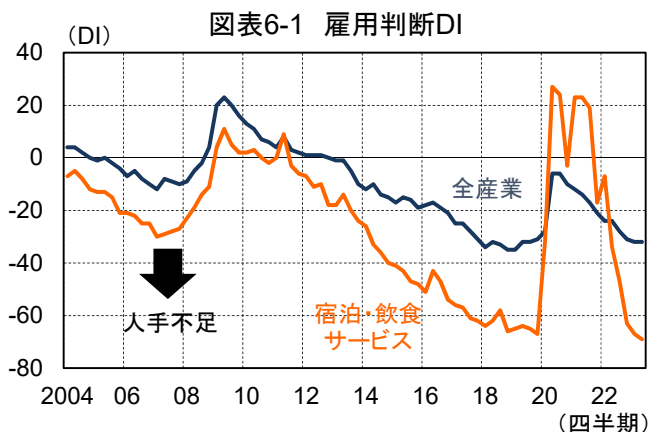
コロナ禍からの回復に伴い、国内外からの宿泊・飲食需要が増加することで人手不足が強まっている。特に宿泊・飲食サービス業ではコロナ禍で人員過剰になる中で離職も多く発生し、足元の人手不足はコロナ前よりも深刻となっている(図表6-1)。

宿泊・飲食サービス業ではパートが労働者の7割を占めており、産業別に時給を比較すると最も低くなっており、これが人手不足の主因になっていると考えられる。ただし、足元の時給上昇率は最も高くなっており、人手確保に向けた待遇改善の動きもみられている(図表6-2)。

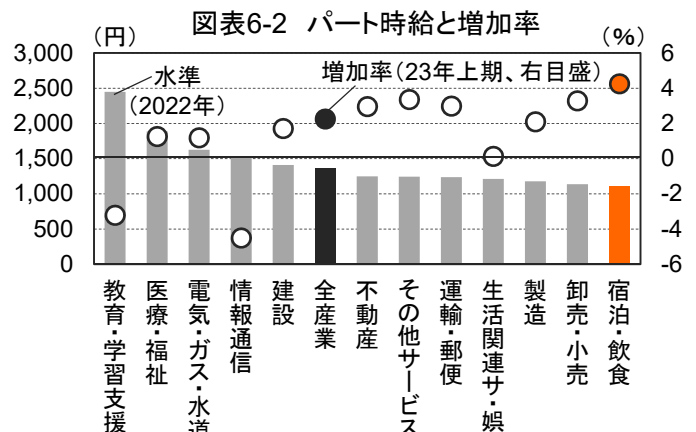
7.日本の観光産業は収益力に課題も、成長余地は小さい

産業別の労働生産性をみると、宿泊・飲食は労働集約的であり、IT・デジタル化も遅れていることから、全産業平均を大きく下回り、その差も拡大してきた。インバウンドや国内旅行の回復により需要が拡大すれば、客室単価向上などにより利益率の改善を図る好機となり得る。さらに、これを原資に待遇改善が図られれば労働者を引き付ける材料となるほか、能力増強や省力化投資を行うことで収益力を一層高め、投資家からの期待を集めることにもつながる。コロナからの回復を契機に、観光産業が旅行者、労働者、さらに投資家にとっても魅力を高めながら発展することが期待される(図表7-1)。

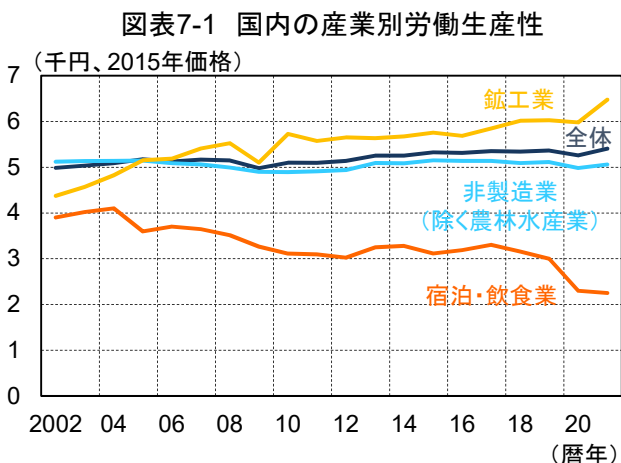
宿泊や運輸などの観光産業がGDPに占める割合はギリシャやタイなどで高いが、日本は製造業比率が高いドイツや中国と比べても低くなっている。人手不足など短期的な課題はあるものの、長期的には日本の観光産業の発展余地は小さいと考えられる(図表7-2)。



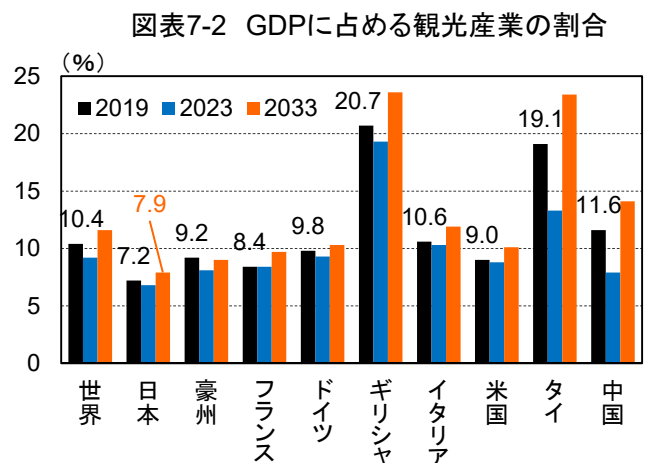
(備考) 1. 日本銀行 2. 「過剰」-「不足」



(備考) 1. 厚生労働省 2. 一時間当たり所定内給与額



(備考) 1. 内閣府
2. 労働生産性は、実質GDP÷(雇用者×労働時間数)



(備考) 1. 世界旅行ツーリズム協会 (<https://researchhub.wttc.org/>)
2. 2033年は予測

	2023年9月	2023年10月
日本	回復	回復
設備投資	持ち直し	持ち直し
公共投資	持ち直し	持ち直し
住宅	横ばい	横ばい
消費	回復	回復
輸出	横ばい	横ばい
輸入	弱含み	弱含み
生産	緩やかに持ち直し	横ばい
雇用	改善	改善
消費者物価	高い伸びが続く	高い伸びが続く
米国	減速懸念がある中、堅調が続く	減速懸念がある中、堅調が続く
欧州	緩やかに回復	緩やかに回復
中国	ゼロコロナ政策撤廃後の 持ち直しが鈍化	ゼロコロナ政策撤廃後の 持ち直しが鈍化

(備考) 上方修正の場合は赤字、下方修正の場合は青字で表記

今月の論点

日本経済は回復している

2023年4～6月期(2次速報)の実質GDP成長率は、前期比年率4.8%増となり、1次速報値(同6.0%増)から大きく下方修正された。設備投資が前期比0.0%増から同1.0%減とマイナスに転じたことが大きく、民間消費も同0.5%減から同0.6%減とマイナス幅が拡大した。ただし、外需(輸入の減少および輸出の持ち直し)がけん引し内需(消費、投資など)が弱いという傾向は変わらない。あわせて1～3月期の成長率も前期比年率3.7%から同3.2%へと下方修正され、成長率の伸びは全体的にややマイルドとなったが、伸び率は3期連続で拡大しており日本経済が回復しているという全体像にも変化はない。

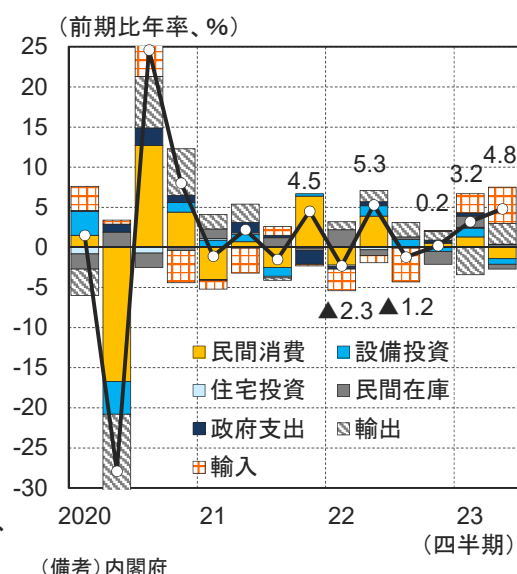
実質GDPはコロナ前の水準を超過

マイナスの需給ギャップもほぼ解消へ

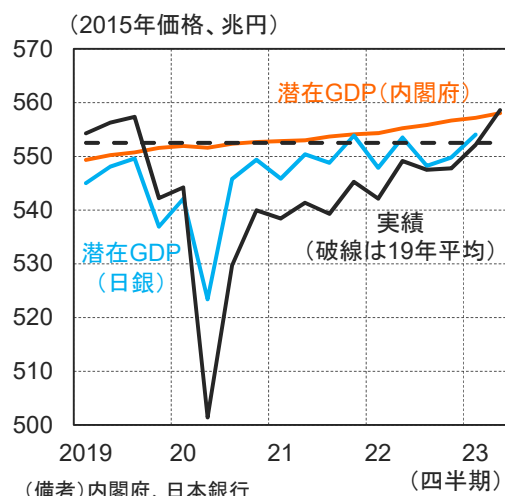
下方修正とはなったものの、成長率は2四半期連続で高い伸びとなった。この結果、実質GDPの水準は559兆円に達し、これはコロナ前である19年の水準を超過している。長かったコロナ禍のトンネルをようやく抜け出したと評価できよう。

同時に、需給ギャップも足元ではほぼ解消しているとみられる。需給ギャップとは総需要(実際のGDP)が平均的な供給力(潜在GDP)からどの程度乖離しているかを表す指標であり、両者の差(実際のGDP－潜在GDP)として表される。日本の代表的な潜在GDPの推計値である内閣府および日本銀行の潜在GDPを用いて計算すると、コロナ禍以降需給ギャップは一貫してマイナス、つまり実質GDPが潜在GDPを下回り需要不足の様相を示していた。しかしながら、23年4～6月期の実質GDPの水準をみると、マイナスの需給ギャップはほぼ解消した模様である。潜在GDPの推計値は幅を持つ必要があるものの、マイナスの需給ギャップが解消しつつあることは間違いなく、これは物価上昇圧力をもたらす。足元の物価はエネルギー価格動向などのいわば外部的な要因によって原材料価格が上昇し物価が押し上げられている面がなお強いが、今後はマクロ的な需給関係という、いわば内部的な要因による物価上昇圧力が強まることが予想される。

実質GDP成長率

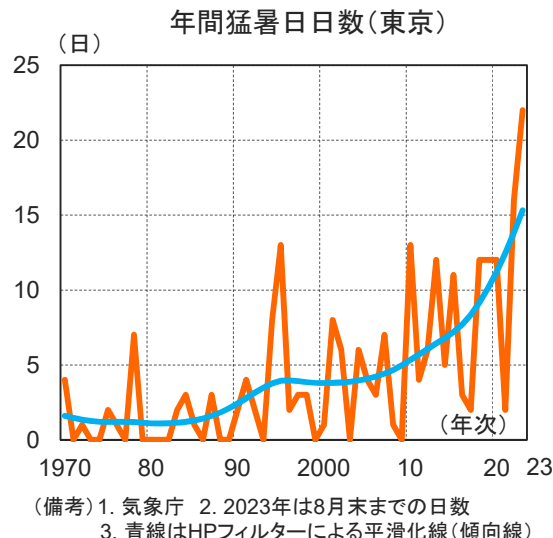


実質GDPと潜在GDP



今夏は記録的な暑さ

この夏は猛暑であった。気象庁によると、今夏の日本の平均気温は統計開始以来最高となった。猛暑日(最高気温35℃以上)も多く、東京の年間の猛暑日日数をみると、今年は8月末時点ですでに昨年を超えており、過去最多日数となった。日本のみならず世界でも記録的な猛暑が観測され、国際連合(国連)のグテーレス事務総長は「地球沸騰化の時代が到来した」と発言している。



猛暑が消費に与える影響は明確ではない

猛暑による経済への影響は「猛暑効果」と呼ばれ、かつては季節商品の売れ行きが良くなることからプラスと考えられることが多かった。しかし最近では「暑すぎると外出などが手控えられ、消費にマイナス」という声も聞かれる。そこで夏季を「猛暑日」、「真夏日(最高気温30℃以上)」、「平常日(同30℃未満)」に分け総務省『家計調査』を用いて支出状況を比較した。すると、猛暑日には真夏日・平常日に比べて果物やアイス、飲料などの季節商品の支出が増加するものの、支出額全体では猛暑日6,703円、真夏日6,518円、平常日6,529円と統計的な有意差はみられず、猛暑になったからといって人々は全体の消費額を明確に増やしたり減らしたりするわけではなく、支出品目・商品が変化するだけといえる。

猛暑に伴う天候不順に注意

むしろ猛暑がもたらす天候不順の方が経済への影響は大きいと考えられる。大雨などの天候不順日の消費支出は明確に減少することから、これをきっかけに一部消費が手控えられる可能性がある。また、生鮮食品(野菜等)が不作で値上がりするおそれもあり、これも消費に影響を与える。今年はエルニーニョ現象が発生していることから暖冬になるとの予想もあり、今後も天候不順・自然災害の増加に注意が必要である。

猛暑日と真夏日・平常日との支出比較

	真夏日との比較	平常日との比較
猛暑日に増加する品目	すいか もも アイス・シャーベット 飲料(緑茶除く) 中華麺 ガソリン	すいか アイス・シャーベット 飲料(緑茶除く) ビール・発泡酒 中華麺 ガソリン 文化施設入場料
猛暑日に減少する品目	緑茶	魚介類 緑茶 ゴルフプレー料金

天候不順日の消費支出

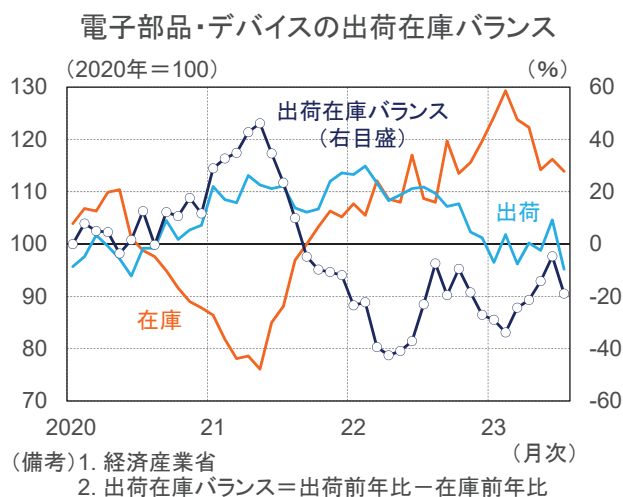
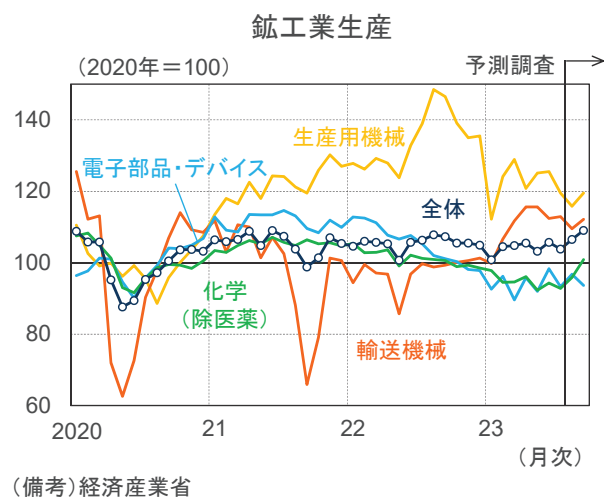
	天候不順日	それ以外
消費支出額平均	4,937円	6,473円
天候不順日に減少する項目	被服・履物、交通、耐久財	

(備考) 1. 総務省、気象庁 2. 7・8月家計調査(日別支出)の2013~2022年度のデータを対象 3. 気温・天候は東京の最高気温で判断 4. 各支出項目でWelchのt検定を実施(有意水準5%で判定)し、有意な差が認められた品目を記載 5. 消費支出は休日になくなる傾向があるが、各分類で休日・平日割合に大きな差はなく、調整は行っていない 6. 左表:猛暑日は雨の日が極端に少なく、天候影響を除くため雨の日は分析対象外 7. 右表:「大雨」「暴風雨」の日を「天候不順日」と定義。消費支出額平均は、天候不順日の方が有意に少ない(Welchのt検定。有意水準5%)

主要指標

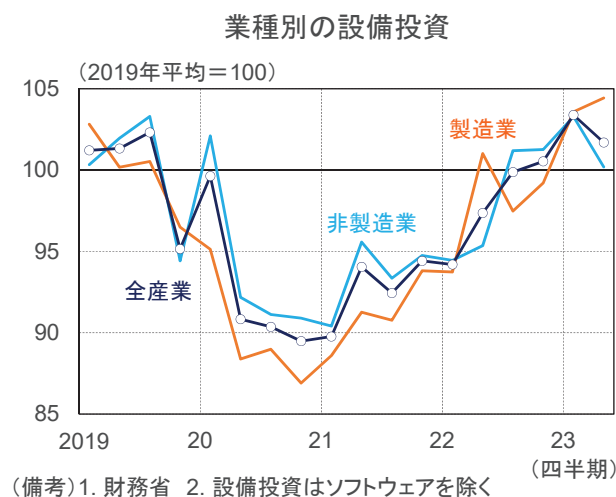
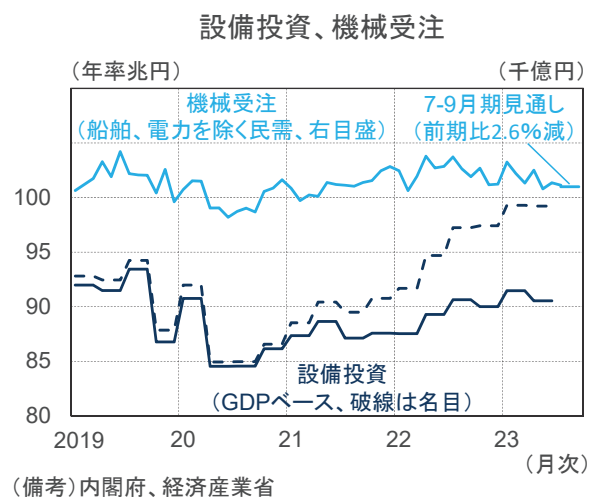
鉱工業生産は横ばい

- 7月の鉱工業生産は、自動車や航空機用部品などの輸送機械が増加したが、半導体製造装置などの生産用機械やメモリなどの電子部品・デバイスなどの減産により、減少した。先行きは、自動車などは供給制約の緩和により増産するとみられるが、鉱工業全体では在庫が増加基調にあることなどから、横ばいが見込まれる。
- このところ改善基調にあった電子部品・デバイスの出荷在庫バランスは、7月は出荷の減少などから悪化した。在庫は2月をピークに減少基調に転じたものの、5月以降下げ止まったほか、出荷は一進一退の動きとなっており、シリコンサイクルが回復に転じるには時間を要するとみられる。



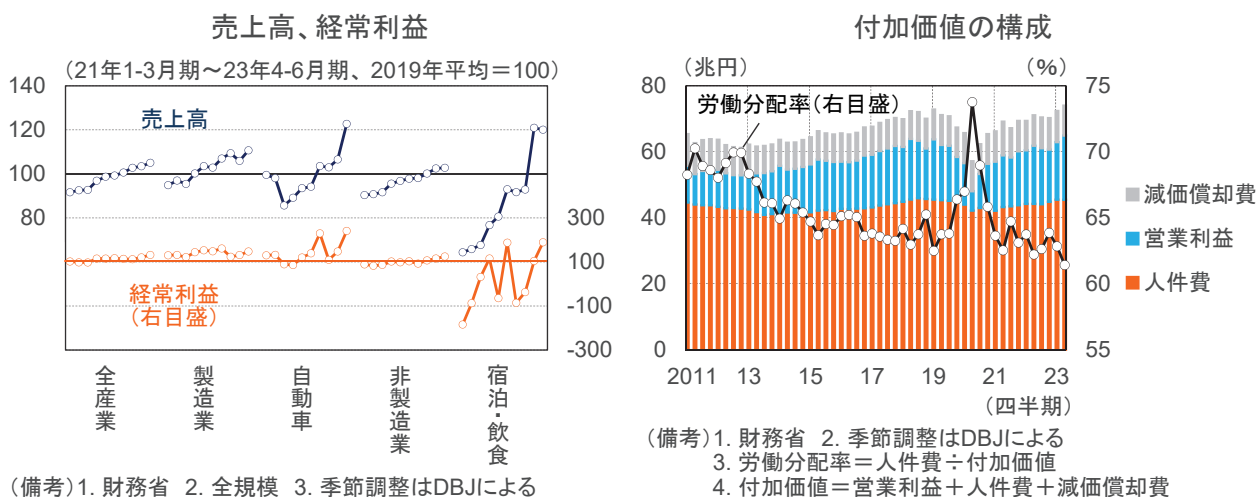
設備投資は持ち直している

- 4～6月期の実質設備投資(GDPベース)は、前期比年率1.0%減少した。先行指標である機械受注は、7月は前月比で減少し、このところ一進一退となっている。収益の改善により企業の設備投資余力は拡大しており、設備投資は今後持ち直しが期待される。
- 4～6月期の設備投資をみると、製造業は金属製品や自動車などにより、前期から増加した。一方、非製造業は、店舗の新改装や物流施設の整備がみられた卸売や小売などで増加したが、振れが大きい不動産の反動減などにより減少した。



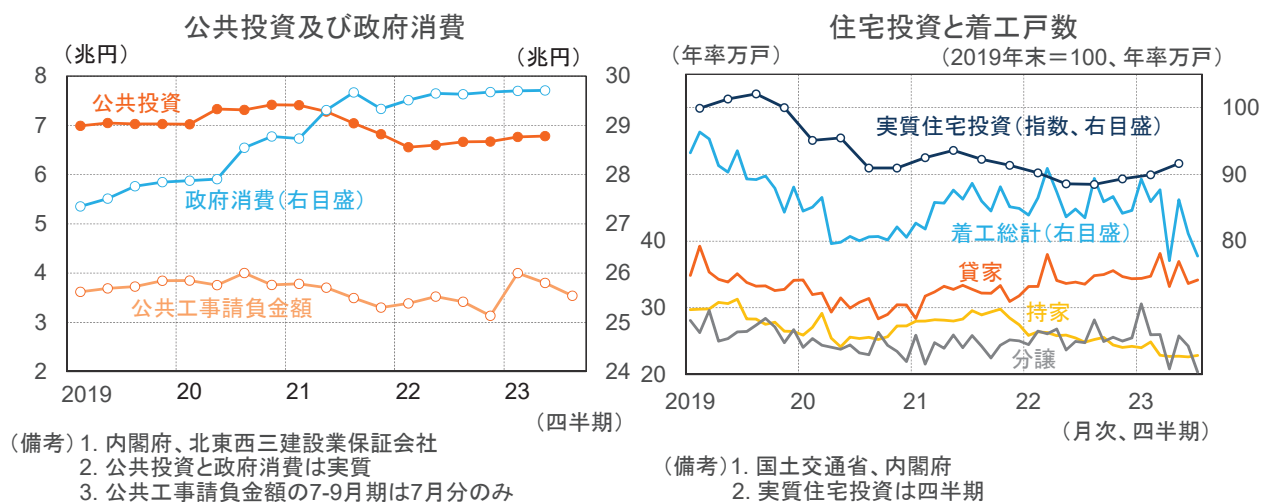
企業業績は増収増益

- 4～6月期の法人企業統計では、全産業の売上高は前年比5.8%増加したほか、経常利益は11.6%の増益で過去最高となった。製造業は、供給制約の緩和が進む自動車などが好調だった。非製造業は、人流の回復により宿泊・飲食を中心に増益となった。財需要はコロナ禍後の回復が頭打ちとなるものの、自動車などで供給制約が緩和するほか、サービスでは引き続き飲食・宿泊需要の持ち直しが期待され、今後も増益が見込まれる。
- 4～6月期の付加価値は、2期連続で増加した。他方で、このうち人件費の割合である労働分配率は低下し、直近10年で最低の水準となった。足元で企業収益が増加する中、賃上げの継続により消費や投資の回復を後押しし、成長と分配の好循環につなげられるかが今後の焦点となる。



公共投資は持ち直している、住宅投資はおおむね横ばい

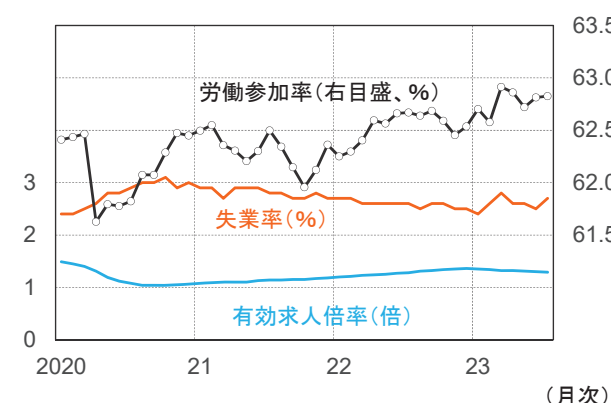
- 4～6月期の実質公共投資(GDPベース)は前期比年率1.0%増加し、持ち直している。先行指標の公共工事請負金額は、7月にかけて減少したものの、コロナ前並みの高水準を維持している。4～6月期の政府消費は同0.1%増加し、コロナ関連予算の縮小で伸びが鈍化している。
- 4～6月期の実質住宅投資(GDPベース)は前期比年率8.1%増加し、22年後半からの緩やかな増加が続いたが、先行指標の住宅着工と併せてみるとおおむね横ばいとなっている。住宅着工は23年春以降、貸家が横ばいとなる中、持家は22年以降の低迷が続いたほか、分譲は建築費高騰などによる供給制約もあり減少し、総じて弱い動きとなっている。



雇用は改善している

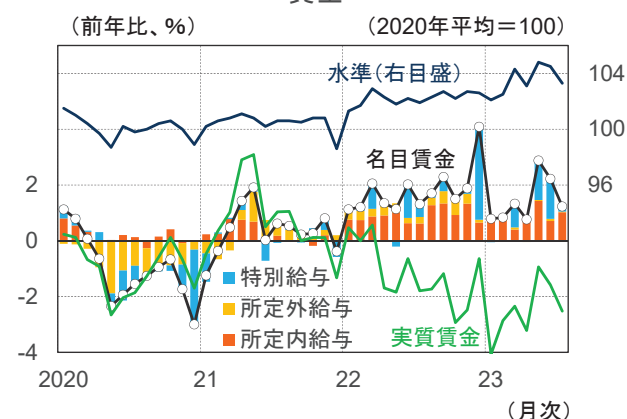
- 7月の有効求人倍率は、求職者の増加が求人数の増加をやや上回り、1.29倍と3ヵ月連続で低下した。労働参加率は2ヵ月連続で小幅に上昇したほか、失業率は2.7%に上昇したものの、失業者の増加は新たな求職や自発的な離職などによるものであり、基調として雇用は改善している。
- 7月の賃金は、前年比1.3%増加した。名目賃金の伸びは特別給与の減速により鈍化したものの、所定内給与は春闘（連合集計のベースアップ率2.12%）の反映で加速した。一般労働者の所定内給与は同1.9%（6月同1.7%）と春闘を反映して堅調に伸びており、今後はインフレ率が鈍化する中で実質賃金のマイナス幅は縮小する見込み。

失業率、労働参加率、有効求人倍率



(備考) 総務省、厚生労働省

賃金



(備考) 厚生労働省

消費は回復している

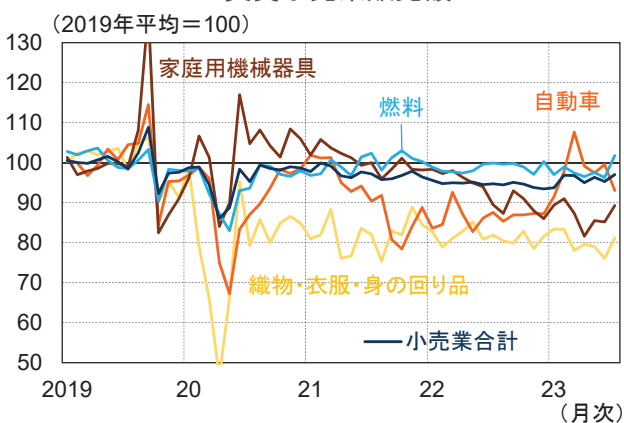
- 4～6月期の消費（GDPベース）は前期比年率2.5%減少したものの、基調として回復している。7月の月次推計は、猛暑による被服及び履物などの増加により小幅に増加した。今後は、インフレなどによる財消費の減速は懸念されるが、消費はサービスを中心に緩やかな回復が続くとみられる。
- 7月の実質小売業販売額は前月比1.8%増加した。自動車は減少したが、平年と比べて気温が高かったことから織物・衣服・身の回り品や家庭用機械器具が増加したほか、人流の回復などをを受けてガソリンなどの燃料も増加した。

消費



(備考) 内閣府、総務省

実質小売業販売額

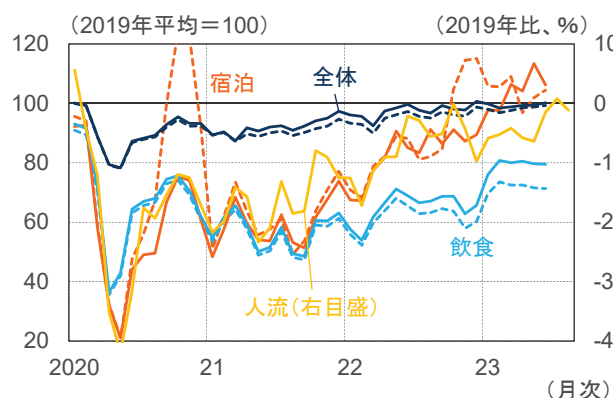


(備考) 経済産業省

サービス消費は持ち直し、消費マインドは改善

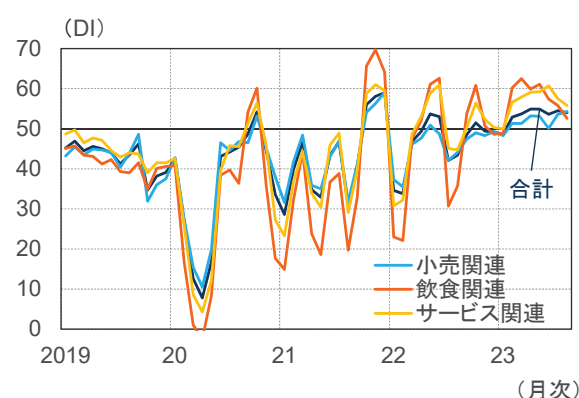
- 6月のサービス消費は前月から小幅に増加した。飲食はこのところ横ばいとなっているものの、人流がコロナ前の90%以上まで回復したことなどから、宿泊業は基調として回復している。人流は7月にコロナ前の水準を回復しており、今後もサービス消費は持ち直しが続く見込み。
- 8月の景気ウォッチャー調査(家計動向関連)は、現状判断DIが54.0となり小幅に低下したが、基調として改善している。猛暑による夏物商材の好調やインバウンドの回復で小売関連は上昇したが、猛暑による外出控えなどで飲食・サービス関連は低下した。

サービス産業売上高



(備考) 1. 総務省、V-RESAS、株式会社Agoop「流動人口データ」によりDBJ作成 2. 破線は実質

景気ウォッチャー調査(現状、家計動向関連)

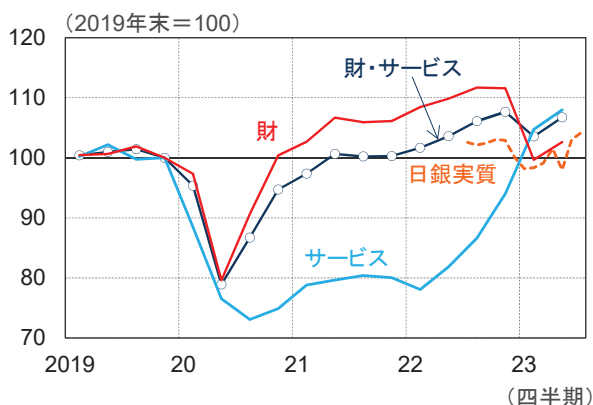


(備考) 内閣府

輸出は横ばい

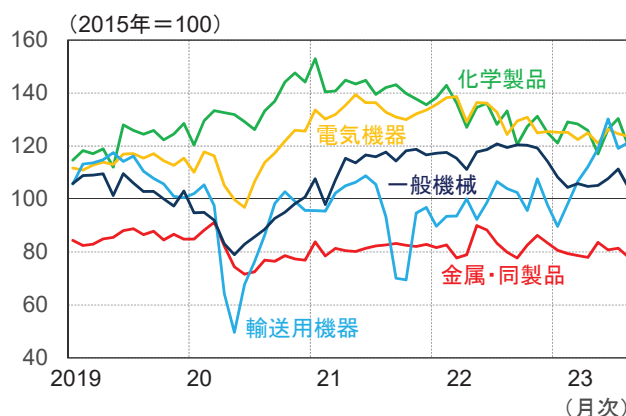
- 4～6月期実質輸出(GDPベース)は前期比年率12.9%増加した。財が供給不足の緩和により自動車などで増加したことに加えて、サービスもインバウンドの持ち直しにより増加した。米欧の景気減速などにより財を中心に弱い動きが続いたが、足元ではやや持ち直し、22年後半以降でみると横ばいとなっている。
- 8月の日銀実質輸出は前月比6.1%減、輸出数量指数は同6.8%減少した。財別では、自動車などの輸送用機器は増加したが、一般機械や化学製品などの幅広い品目で減少した。先行きは、部品の供給制約緩和による自動車などの輸送用機器を中心に増加が続くとみられる。

実質輸出(GDPベース)



(備考) 1. 内閣府、日本銀行 2. 日銀実質は月次、4-6月期平均がGDPの実質財輸出と一致するよう水準調整を行った

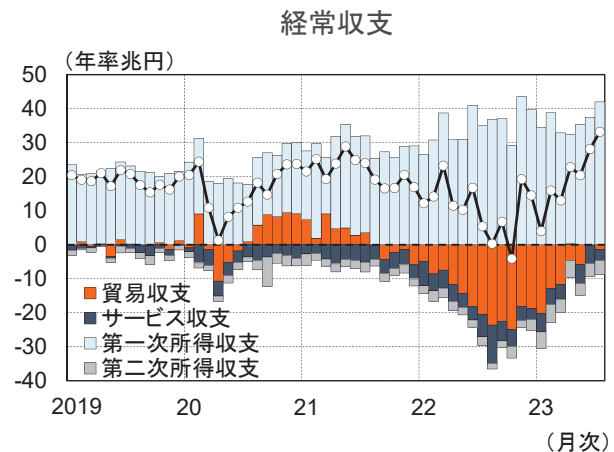
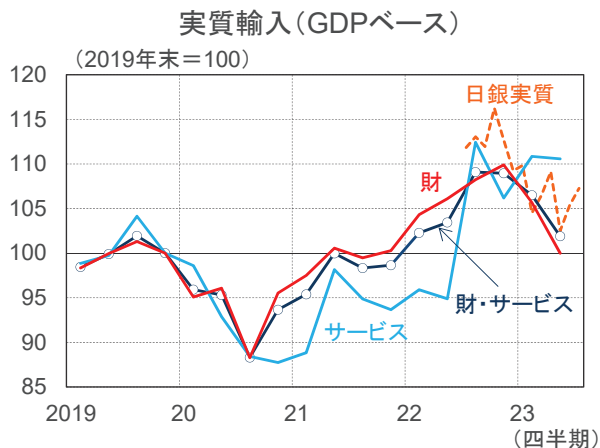
財別輸出数量指数



(備考) 1. 財務省、日銀により資産 2. 季節調整はDBJによる

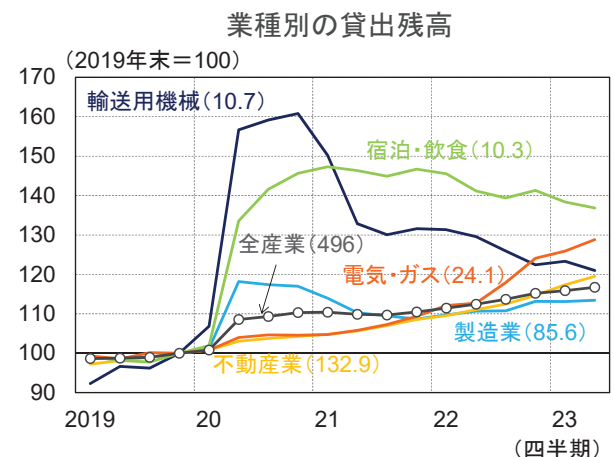
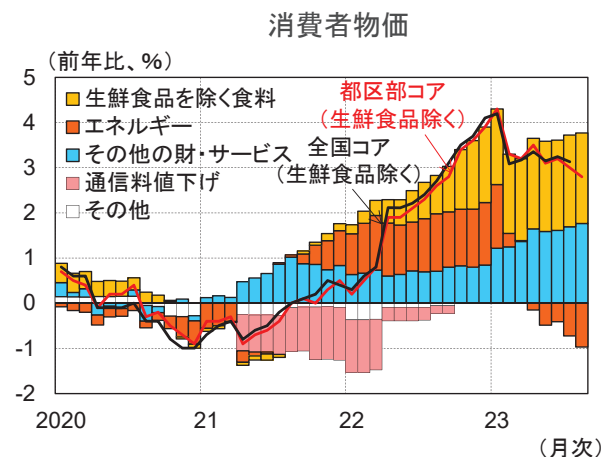
輸入は弱含み、経常黒字は拡大

- 4～6月期実質輸入（GDPベース）は、財は化学製品や電気機器などが減少したほか、サービスも知的財産権の支払いが減少し、前期比年率16.5%減少した。
- 7月経常黒字は拡大した。輸送用機器などの輸入増により貿易赤字は小幅に拡大したが、第一次所得収支の証券投資収益の黒字幅が円安進行などにより拡大したほか、インバウンドの回復などによりサービス収支の赤字もやや改善した。



消費者物価は高い伸びが続く、貸出残高は増加

- 7月消費者物価（除く生鮮食品）の伸びは前年比3.1%となり、高い伸びが続いた。8月都区部速報（除く生鮮食品）は、エネルギーや食料の鈍化などで11ヵ月ぶりに3.0%を下回った。政府は9月末に期限が到来する電気・ガス代などの物価高対策の延長を表明した。今後は、賃上げなどによるサービスの上昇が見込まれる一方、エネルギーの低下などにより消費者物価の伸びは鈍化するとみられる。
- 23年6月末の全産業貸出残高は、設備投資やインフレによる運転資金需要増もあって22年以降の緩やかな増加が続いた。製造業は輸送用機械の債務返済が続き、全体ではおおむね横ばいとなった。一方、非製造業は業績の改善などに伴う債務返済もあり宿泊・飲食が減少するものの、エネルギー価格の高止まりを背景に電気・ガスの増加が続いたほか、ウエートの大きい不動産業も堅調に増加した。



今 月 の 論 点

減速懸念がある中、堅調が続く

労働需給のひっ迫は徐々に緩和

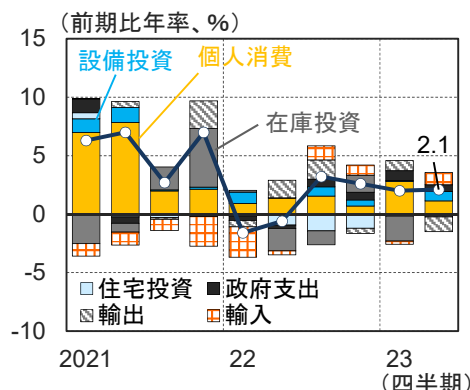
需給緩和による賃金の伸び鈍化が期待される

2023年4～6月期の実質GDP(改定値)は前期比年率2.1%増加し、米国経済は堅調が続いている。消費が堅調に増加したほか、設備投資の伸びが高まった。7～9月期も強めの成長見通しとなっており、フィラデルフィア連銀が8月上旬に集計したエコノミスト予想では1.9%増、アトランタ連銀のリアルタイムGDP予測では、7月の個人消費支出が好調だったこともあってより高い伸びが予想されている。ただし、その後は利上げの影響により、景気は減速するとみられる。

コロナからの回復局面においては、労働需要が急回復する一方、労働供給の戻りが緩慢で需給がひっ迫し賃金が急上昇した。このところは、供給面ではプライムエイジと呼ばれる25～54歳の労働参加率がリーマンショック後で最高となるなど供給が増加し、労働需給のひっ迫は緩和しつつある。依然として労働需要は22年以降横ばいとなり、労働供給を上回るものの、労働者の欠員は充足する傾向にあり、求人数は22年初をピークに減少が続いている。

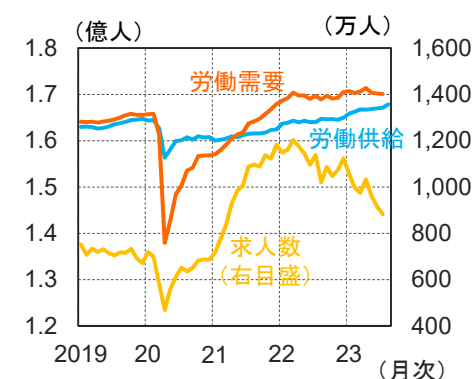
労働需給ひっ迫の解消は賃金上昇圧力の緩和につながる。Furman and Powell (2021)などのコロナ前を対象にした研究によれば、労働需給のひっ迫度合いを示す指標のうち、自発的な離職率が賃金上昇率と最も強い関係にあると指摘されている。この関係をコロナ後に延長してみると、21年以降は、離職率の上昇に伴う賃金の上昇幅がコロナ前よりも大きくなる傾向が確認できる。離職率は、コロナ後の急上昇を経て、このところは落ち着いてきており、これに伴って賃金の伸びも鈍化基調にある。足元の離職率は、コロナ前後の局面変化の水準にあり、離職率が再度高まれば賃金インフレが再加速する可能性はあるものの、労働需給が緩和する中で、賃金の一層の伸び鈍化が期待される。

実質GDP成長率



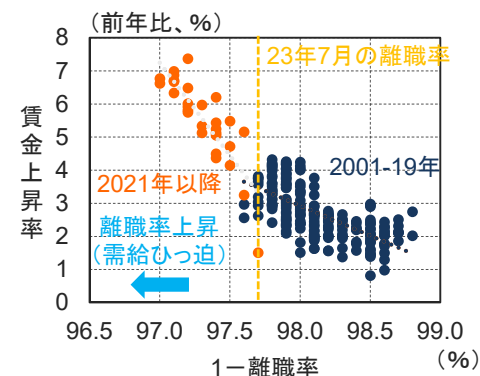
(備考)米商務省

労働需給と求人数



(備考) 1. 米労働省 2. 労働需要=雇用者数+求人数、労働供給=労働力人口

労働需給と賃金上昇率



(備考) 1. 米労働省 2. 賃金は非管理労働者
3. 2020年は除く 4. 当てはまりが最大となるようなラグを各期間ごとに設定している
(参考) Furman and Powell III (2021). "What is the best measure of labor market tightness?" Peterson Institute for International Economics blog post. November 22, 2021.

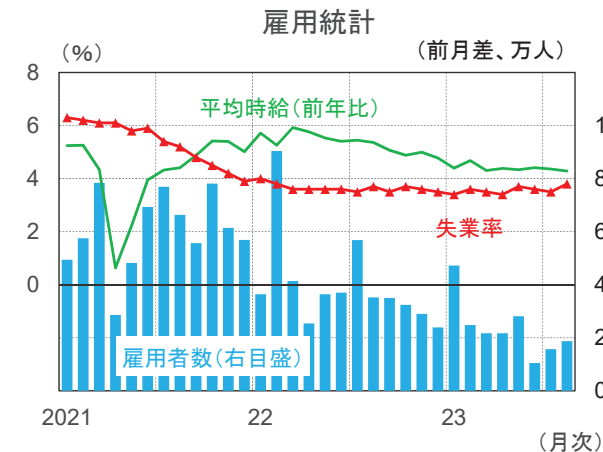
[経済調査室エコノミスト 石川 亮]

米 国 経 済

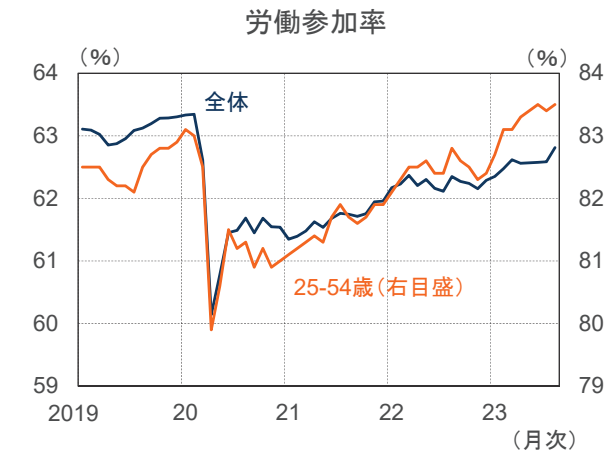
主 要 指 標

雇用は底堅い

- 8月の雇用統計は、平均時給の伸びが前年比4.3%となり小幅に鈍化したほか、失業率は3.8%に上昇する一方、雇用者数は18.7万人増加し、引き続き均衡水準を上回る底堅い結果となった。雇用は減速しているものの、依然として底堅い動きとなっている。
- コロナ後に労働市場がひっ迫した背景として、労働参加の戻りの遅さが指摘された。全体の労働参加率は高齢者の戻りの遅れにより依然としてコロナ前を下回るものの、米雇用の約6割を占めるプライムエイジ(25～54歳)の労働参加率はすでにコロナ前を上回り、労働供給の増加を支えている。



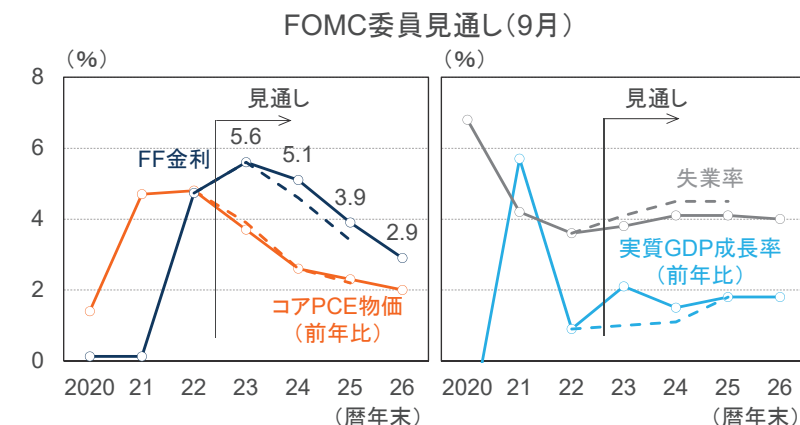
(備考) 米労働省



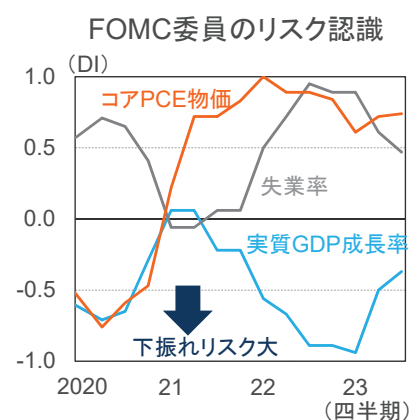
(備考) 米労働省

FRBは政策金利を据え置き

- 9月FOMCは、政策金利を据え置いた。金利見通しでは、年内にあと一回の利上げを引き続き維持したほか、24、25年を上方修正し、金利の高止まりを示唆した。経済見通しでは、堅調な労働市場などを受けて、失業率の見通しを引き下げたほか、GDP見通しを引き上げた。
- FOMC委員のリスク認識をみると、実質GDP成長率の下振れリスクが緩和した。パウエル議長は、失業率が上昇せずに労働市場が均衡しつつあるのは良い傾向である、と述べるなど、景気後退せずにインフレが落ち着くソフトランディングの期待が高まっている。



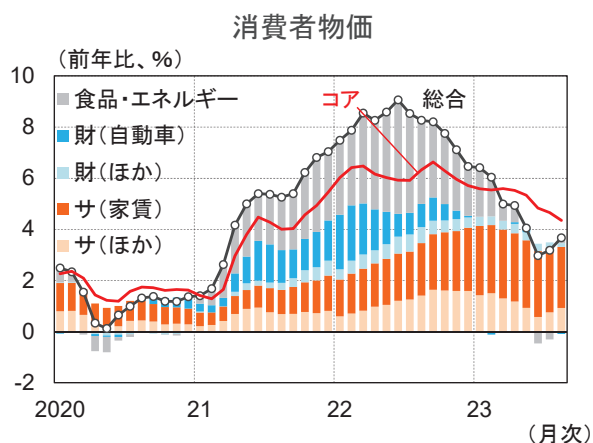
(備考) 1. FRB 2. FF金利はレンジ中心値
3. 破線は6月時点の見通し



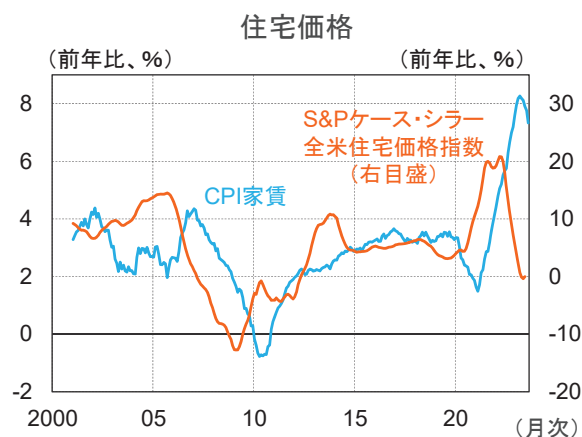
(備考) 1. FRB 2. 標準シナリオから上振れる可能性と下振れる可能性の差

消費者物価の伸びは鈍化

- 8月の消費者物価(CPI)は、前月からエネルギー価格が上昇したことなどから3.7%に伸びが高まったが、中古車価格の下落や家賃の鈍化などにより、食品・エネルギーを除いたコア物価は4.3%に伸びが縮小した。
- CPI上昇の主因である家賃と住宅価格の関係をみると、CPIの家賃指数は、住宅価格の変化を受けた家賃の既存契約の価格改定が1年～2年遅れて反映されて動いている。住宅価格の伸びは22年4月をピークに鈍化が続いており、23年3月にピークを付けたCPIの家賃指数の伸びも縮小が続くとみられる。



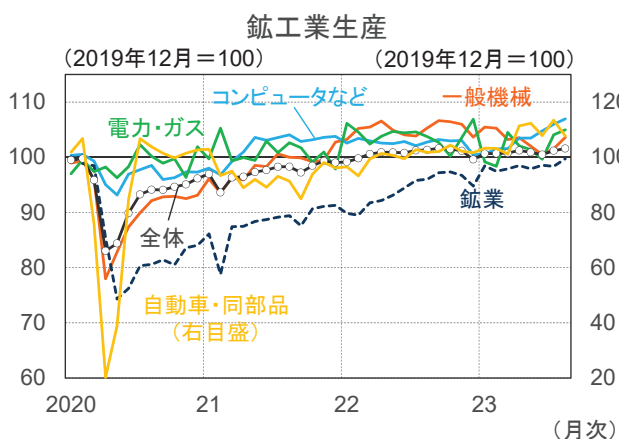
(備考) 1. 米労働省 2. 内訳は総合の寄与度



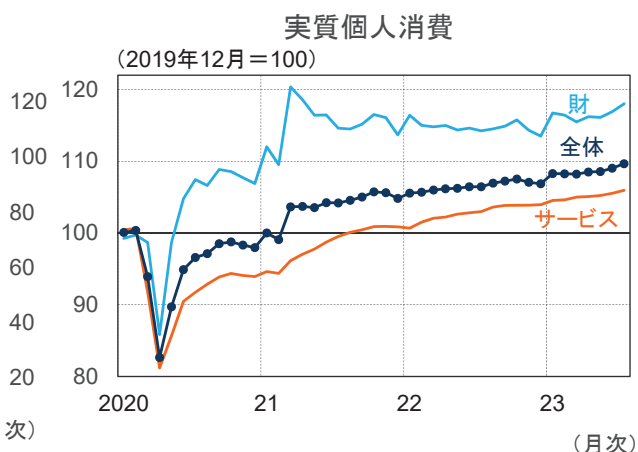
(備考) 米労働省、Refinitiv Datastream

鉱工業生産は均せば横ばい、個人消費は底堅い

- 8月鉱工業生産は、原油の増産により鉱業が好調(前月比1.4%)だったことから前月比0.4%増加した。製造業も一般機械やコンピュータ等を中心に前月比0.1%増加したが、均してみれば横ばいとなっている。
- 7月の実質個人消費は、前月比0.6%増加した。サービスの増加が続いたほか、家具や情報機器類、衣料品などの財も増加し、底堅い動きとなっている。8月の小売売上高(名目)は価格が上昇したガソリンをはじめ多くの品目で増加し、前月比0.6%増加した。



(備考) FRB



(備考) 米商務省

今月の論点

緩やかに回復している

EUの2023年4～6月期実質GDPは前期比年率0.1%増加し、緩やかな回復が続いた。輸出は海外経済の減速により弱い動きが続いたが、内需は投資を中心にわずかなプラスとなった。年後半は1%以下の低成長が続くが、インフレ率の低下や利上げの停止などにより24年以降の回復ペースは潜在成長率とされる1%台半ばに高まるとみられる。

EU最大規模のドイツ経済が低迷

欧州経済は22年10～12月期以降ゼロ近辺の成長が続き、日米よりも回復ペースが弱い。その原因としてEU最大規模のドイツ経済の低迷がある。ドイツのGDPは23年1～3月期に2期連続のマイナス成長に陥り、4～6月期も横ばいにとどまった。フランスなど他の主要国と比較しても景気回復の弱さが際立っている。

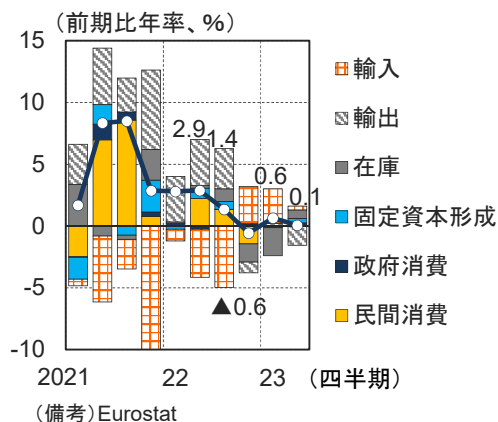
景気低迷の背景の一つに高インフレ

その背景には中国などの外需が振るわないほか、高インフレの影響が大きい。ロシア産天然ガスへの依存度が高かったドイツは、ウクライナ危機に伴い、企業のエネルギーコストが大幅に増加し、化学などのエネルギー集約産業では減産や工場閉鎖を強いられた。消費者物価も主要国の中で高い伸びとなり、消費の低迷につながった。22年後半以降、暖冬もありエネルギー価格の急騰は落ち着いたが、依然コロナ前の約2倍と高止まる中、ドイツ経済への逆風となっている。

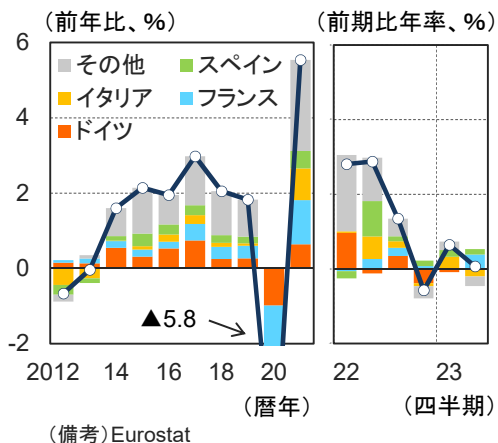
エネルギー価格の再上昇リスクに留意

ドイツ経済はインフレ率の低下に伴い来年以降本格的な回復に向かうとみられる。一方、足元では、原油価格が上昇しているほか、天然ガスは潤沢な在庫を背景に価格は落ち着いているが、寒波による需要増などで急騰するリスクも指摘されている。エネルギー価格が再び高騰する場合、景気回復の遅れだけではなく、企業の海外移転などにより投資や研究開発が縮小し、潜在成長率が鈍化することもドイツ経済の懸念材料となる。

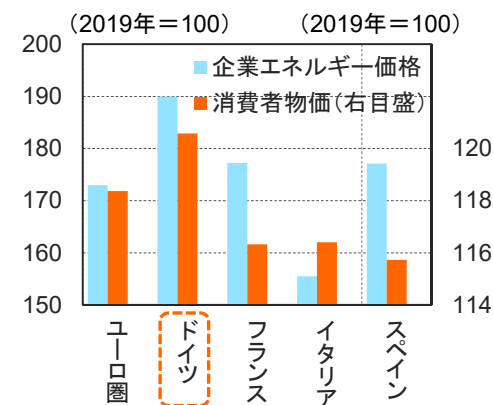
EU実質GDP成長率



EU実質GDP成長率(地域別)



物価水準

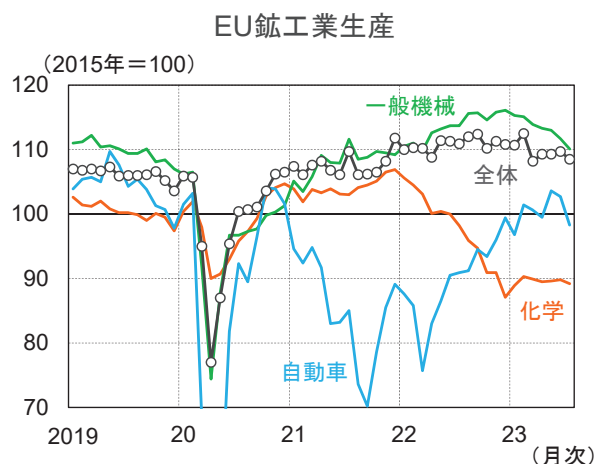


(備考) 1. Eurostat
2. 消費者物価は23年8月、企業物価は6月

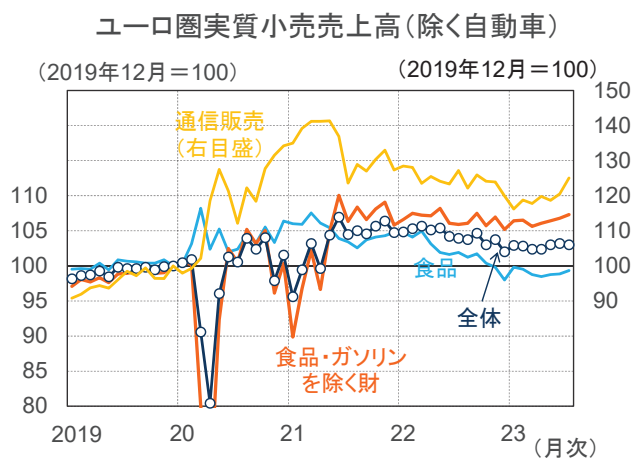
主要指標

生産は持ち直しに足踏み、小売は横ばいの動き

- 7月のEU鉱工業生産は前月から1.1%減少した。22年以降、部品不足の緩和に伴う受注残の消化や、外需の拡大などにより、生産は緩やかに持ち直してきたが、23年春以降は内外需が弱い中、足踏みの動きとなっている。
- ユーロ圏の7月の実質小売売上高(除く自動車)は、前月比0.2%減少した。巣ごもり需要の縮小や高インフレにより、22年春以降通信販売や食品が減少したが、今年に入りインフレ率の緩やかな低下に伴い下げ止まっており、23年初以降均してみると横ばいとなっている。



(備考) Eurostat

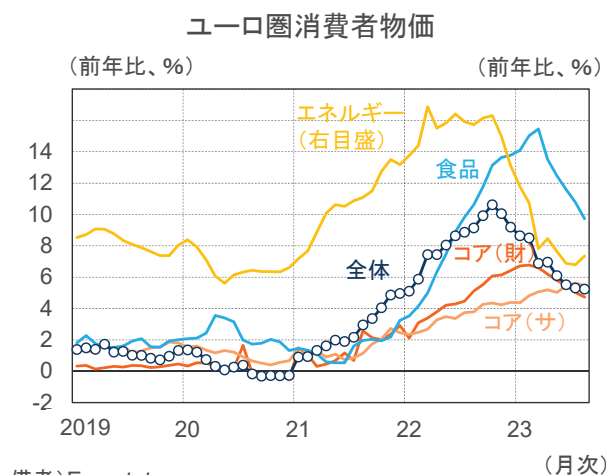


(備考) 1. Eurostat

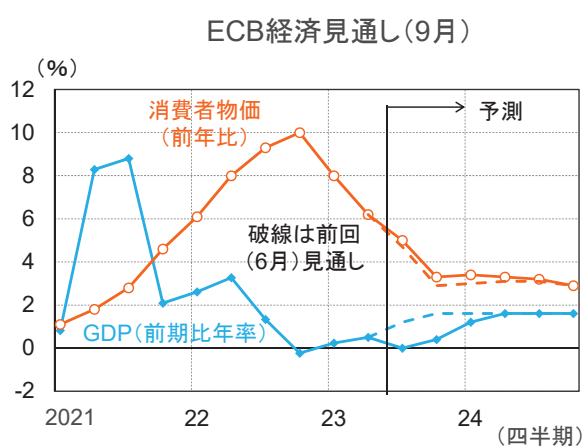
2. 通信販売は食品・ガソリンを除く財の内数

消費者物価の伸び鈍化が一服、ECBは10会合連続の利上げ

- 8月のユーロ圏消費者物価の伸びは、前月並みの前年比5.3%となった。賃金の高止まりなどを受けてサービス価格が下げ渋るほか、エネルギー価格の下落も縮小し、昨年10月をピークとする緩やかな鈍化が一服した。
- 9月ECB理事会はインフレ率が依然として高い中、10会合連続の利上げを行った(預金ファシリティ金利、3.75%→4.00%)。今後についてはデータ次第としながらも、金利はインフレ抑制に十分な水準に達したとし、利上げ打ち止めの可能性を示唆した。同時に公表された経済見通しでは、インフレ率は前回(6月)予想よりやや上方修正され、GDP成長率は高金利や外需の弱さなどで下方修正された。



(備考) Eurostat



(備考) 1. ECB 2. 見通し対象はユーロ圏

今月の論点

ゼロコロナ政策撤廃後の
持ち直しが鈍化

不動産を巡る構造改革は
端緒についたばかり

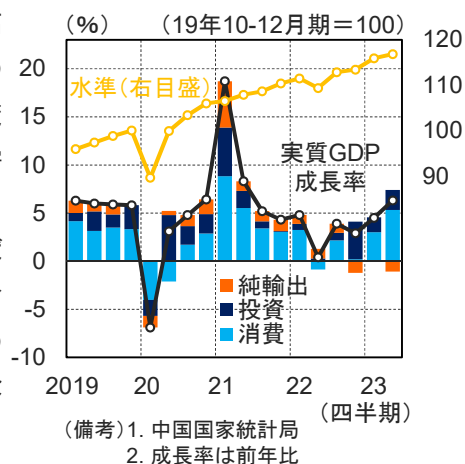
軟着陸は可能との見方が
優勢も、「日本化」に留意

2023年4～6月期の実質GDPは、上海ロックダウンがあった前年比では6.3%増となり高まったが、季節調整済み前期比は1～3月期の2.2%増から0.8%増に減速し、ゼロコロナ政策撤廃後の持ち直しが鈍化した。消費など内需の持ち直しが弱いほか、輸出も減少した。8月の経済指標でも、小売売上高は均してみれば年初以降横ばいにとどまったほか、物価もデフレーション基調を示すなど、消費の持ち直しの弱さが示された。輸出も力強さを欠く結果となり、内外需双方でさえない傾向が続いている。

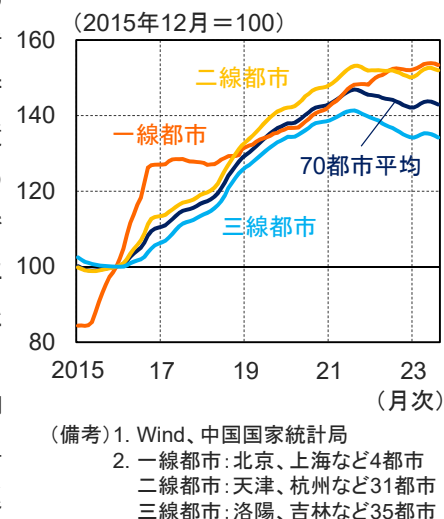
恒大集団が23年8月に米国破産法の適用を申請するなど、不動産業界で信用不安が広がっている。こうした不動産市場の調整は、景気循環よりも構造問題によるところが大きい。政府は日本のバブル崩壊を教訓に、企業の過剰債務問題や投資依存の成長からの脱却などの構造改革に取り組んできた。特に住宅市場では、抑えられていた一線都市の価格が19年に再度上昇に転じバブルの懸念が強まっていた中で、政府は20年夏から「三道紅線」など強力な規制を導入した。その結果、価格上昇は抑制されたが、不動産のレバレッジ率は上昇が横ばいに抑えられたに過ぎず、不動産を巡る構造改革は端緒についたばかりである。

政府は今後も構造改革を進めるとみられるが、全産業の不良債権比率は過去と比較して低位にとどまるほか、政府債務など財政面では余力があるとみられる。また、土地公有制のもと市場コントロールを図る政策の余地もあり、調整の軟着陸は可能との見方が優勢である。ただし、構造改革は長期戦が想定される中、投資に代わる成長の柱と期待される消費の持ち直しは弱く、輸出も力強さを欠く。人口減などバブル後の日本と類似する点がある中、潜在成長率の低下やデフレ化などのいわゆる「日本化」に陥らないか、留意を要する。

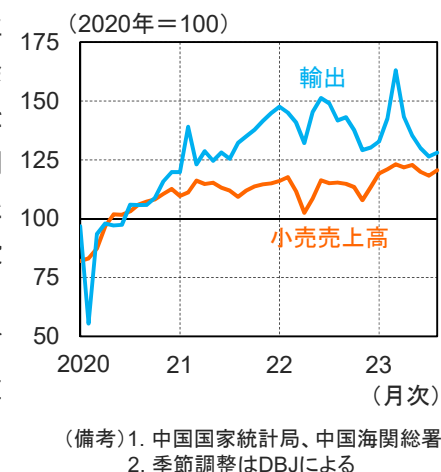
実質GDP成長率



新築住宅価格指数



小売売上高、名目輸出



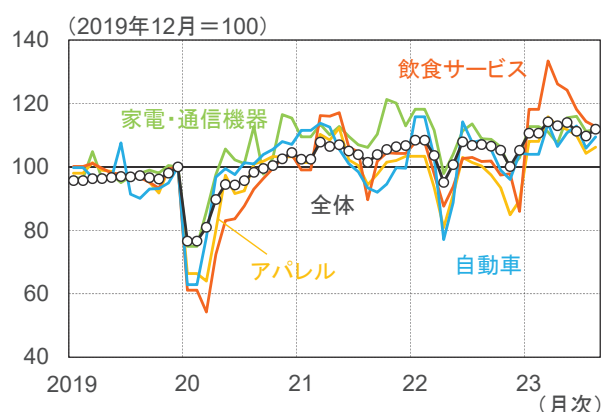
[経済調査室エコノミスト 合津 智裕]

主要指標

小売売上高は持ち直しが一服、輸出入は弱い動き

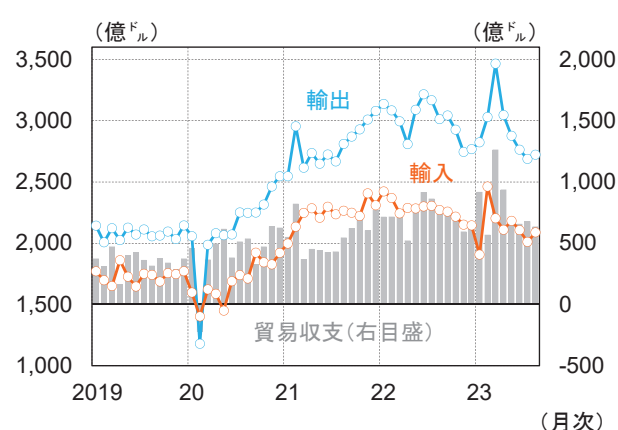
- 8月の小売売上高は、前月から増加した(前年比4.6%増)。自動車などは減税や補助金といった需要喚起策により増加したとみられるが、年初のゼロコロナ政策撤廃後でピークとなった3月の水準は下回り、均してみれば持ち直しの一服が続いた。
- 8月の輸出入は、内外需とも鈍い持ち直しが続く中、前月比で増加したものの前年割れが継続して弱い動きとなり、貿易収支の黒字幅は縮小した。国別の輸出は、米国やASEAN向けが前月から小幅に増加したが、景気回復の弱いEU向けは減少した。

小売売上高



(備考) 1. 中国国家統計局 2. 内訳は特定規模以上の企業
3. 季節調整はDBJによる

名目輸出入

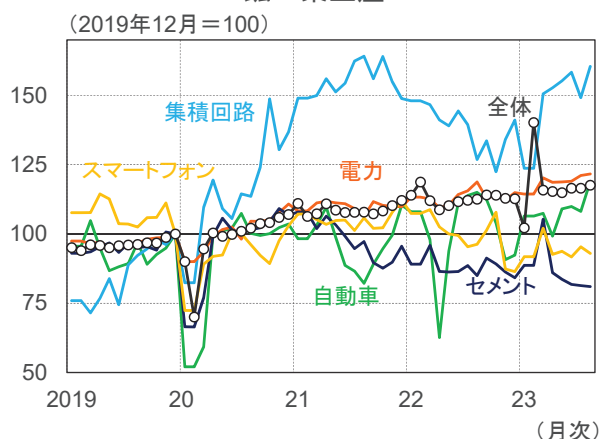


(備考) 1. 中国海関総署 2. 季節調整はDBJによる

生産は持ち直しが一服、政策金利を引き下げ

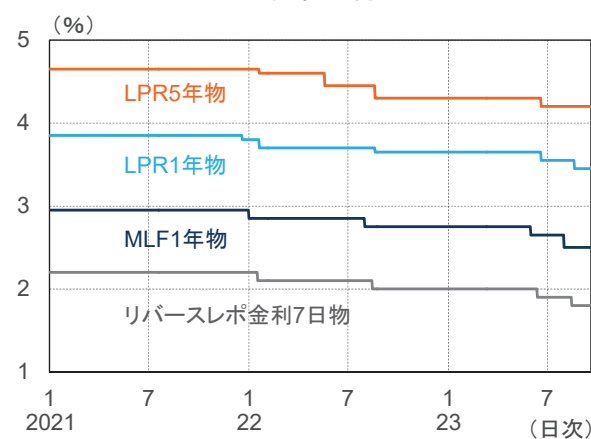
- 8月の生産は前月から小幅な増加にとどまり(前年比4.5%増)、このところの持ち直しの一服が続いた。電気自動車などの新エネルギー車を中心とする自動車や、集積回路などが増加したが、セメントなどで減少した。
- 中国人民銀行は、内外需の持ち直しを下支えするため、8月に市中銀行向け短期資金融通の基準となる1年物の中期貸出制度(MLF)や、企業向け貸出の基準となる1年物の最優遇貸出金利(LPR)などを追加利下げした。一方、住宅ローン金利の基準となる5年物のLPRは据え置いた。金利引き下げによる繰上弁済の増加で消費が抑制される影響や、銀行の利ざや確保が金利据え置き背景にあったとみられる。

鉱工業生産



(備考) 1. 中国国家統計局 2. 季節調整はDBJによる

政策金利

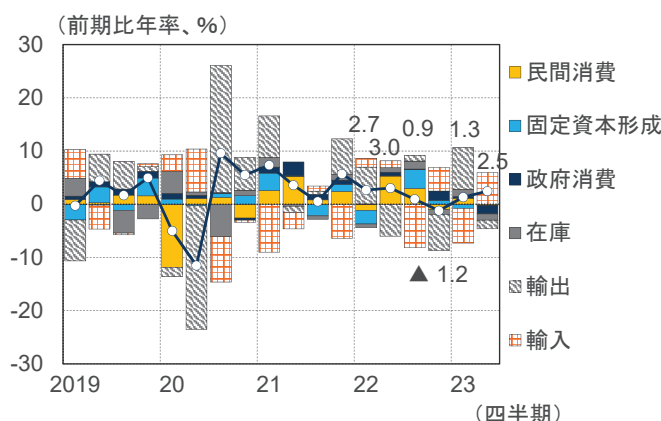


(備考) 中国人民銀行

韓国:回復が足踏みしている

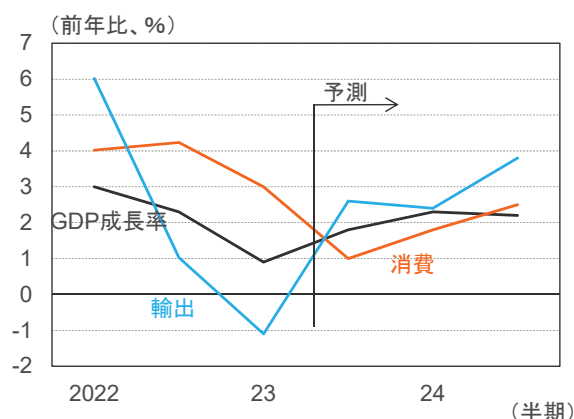
- 2023年4～6月期の実質GDPは前期比年率2.5%増加したが、輸入の減少によるものであり、回復が足踏みしている。内訳をみると、内需は民間消費や固定資本形成、政府消費などが前期から減少しており、利上げが逆風となっているとみられる。韓国経済を支える輸出も、世界的に半導体需要の調整が続く中、減少した。
- 中銀による今後の経済見通しをみると、GDPは弱い回復が続くとみられている。経済成長のドライバーである輸出は、今期を底に持ち直すものの、24年上期に米国経済の減速により足踏みして本格的な回復は24年下期以降となるほか、消費は利上げの影響などにより減速しており、緩慢な回復になるとみられている。

実質GDP成長率



(備考) 韓国銀行

経済見通し(8月時点)

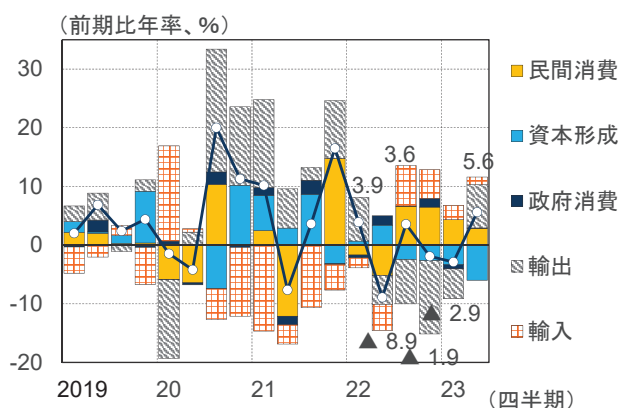


(備考) 韓国銀行

台湾:下げ止まっている

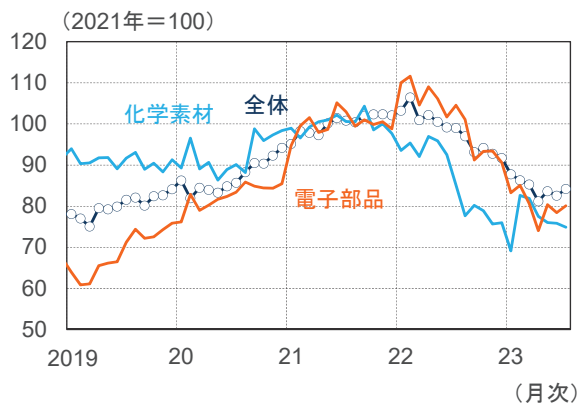
- 2023年4～6月期の実質GDPは前期比年率5.6%増加し、2期連続のマイナス成長から下げ止まっている。民間消費は、コロナ後の繰越需要が発現し好調が続いているほか、成長の支えとなる輸出は、半導体需要の調整により減少した分は取り戻していないものの、今期は大きく増加した。
- 鉱工業生産をみると、コロナ禍で急増した後、22年以降は減少基調が続いている。生産減少の主因はIT特需の調整が続く半導体関連の電子部品や化学素材であり、電子部品はピークから3割減少した。ただし、23年に入って底打ち感がみられ、今後は緩やかに持ち直すと思われる。

実質GDP成長率



(備考) 台湾行政院主計総処

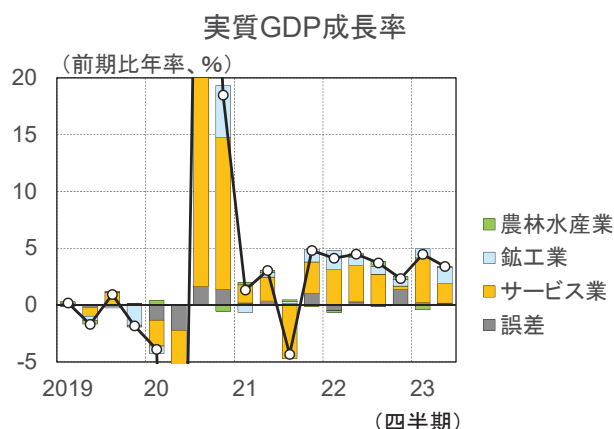
鉱工業生産



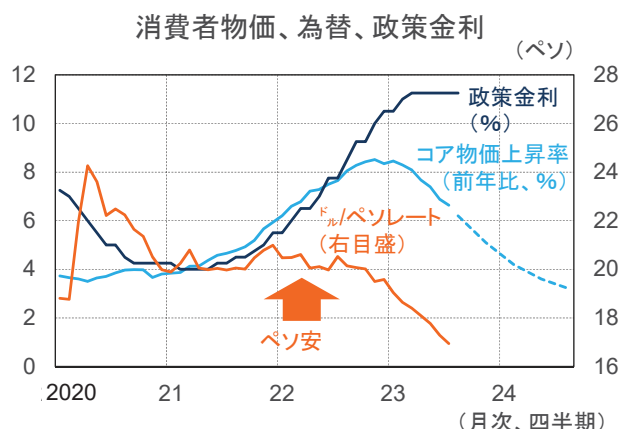
(備考) 1. 台湾経済部統計処
2. 季節調整はDBJによる

メキシコ: 緩やかに回復している

- 2023年4～6月期の実質GDPは前期比年率3.4%増加した。繰越需要や賃金上昇による実質所得の改善などからサービス業が増加したほか、米国向け輸出などを中心に製造業も堅調に増加し、緩やかに回復している。先行きは、米国経済の減速懸念はあるが、堅調な個人消費によりサービス業を中心に緩やかな回復が続くとみられる。
- 中銀は、資源価格の下落や通貨高により22年11月をピークにインフレ率が低下していることを受け、8月会合において3会合連続で政策金利を据え置いた。中銀は、24年にコア物価上昇率が目標の $3\pm 1\%$ に戻ると見込むが、労働需給のひっ迫や最低賃金の引き上げ(26.6%)などにより物価が上振れするリスクを指摘し、今後も高金利を維持することを示唆した。



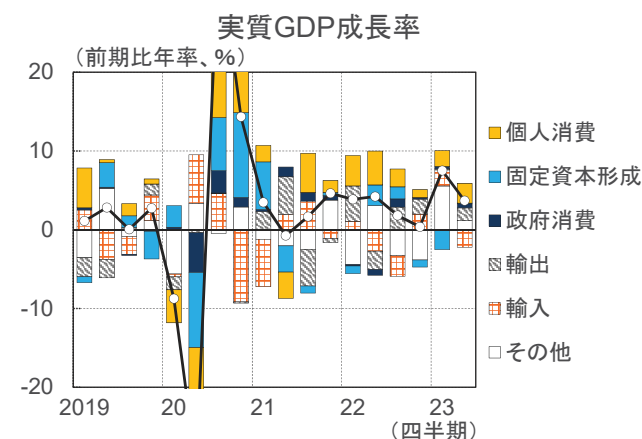
(備考) 1. メキシコ国立統計地理情報院 2. 20年4-6月期は▲53.2%、20年7-9月期は63.9%



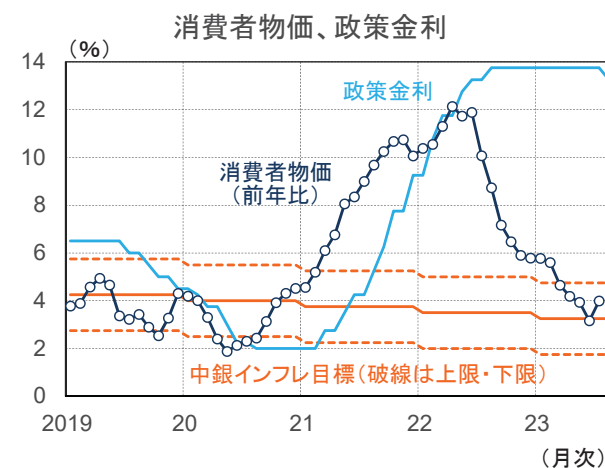
(備考) 1. メキシコ国立統計地理情報院、メキシコ中央銀行
2. 破線は消費者物価の中銀見通し(8月時点)

ブラジル: 緩やかに回復している

- 2023年4～6月期の実質GDPは、前期比年率3.7%増加し緩やかに回復した。固定資本形成は高金利などで弱い動きが続くものの、鉄鉱石などの輸出が伸びたほか、ルラ政権による現金給付策やインフレ率鈍化により個人消費が増加した。今後は、個人消費などの内需は堅調なものの、外需減速による成長の鈍化が見込まれている。
- 消費者物価の伸びは7月は前月から拡大したが、22年4月をピークに低下基調にあり、今年3月以降5ヵ月連続で中銀目標($3.25\pm 1.50\%$)におさまっている。ブラジル中銀は、インフレ率鈍化などを背景に8月会合で政策金利を3年ぶりに引き下げた(13.75%→13.25%)。今後も、インフレ率の鈍化にあわせて利下げを続けるとした。



(備考) 1. ブラジル地理統計院 2. 20年4-6月期は▲30.3%、20年7-9月期は35.7%



(備考) Refinitiv Datastream

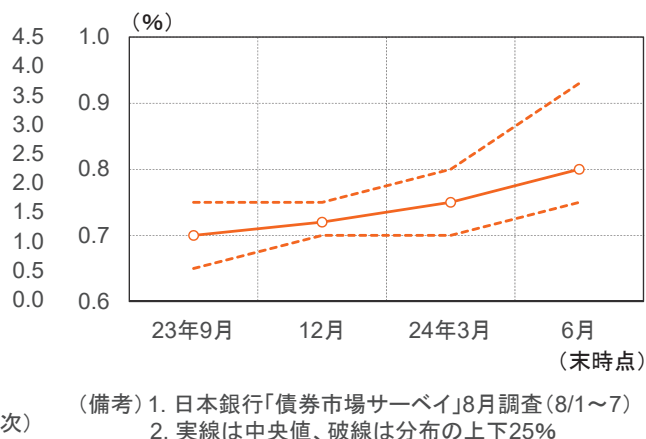
長期金利：日米で上昇

- 米国の長期金利は8月初旬に国債価格下げもあり4%台に上昇し、その後も堅調な経済指標を受けて4%台前半で推移している。日本の金利は、7月の日銀会合で長期金利の上限が事実上1%に引き上げられたことにより上昇した。日銀の臨時オペなどで一時低下したものの、9月に入り米金利上昇や、植田総裁が賃金と物価次第でマイナス金利の早期解除の可能性を示唆したことから、一時0.7%に上昇した。
- 保険会社などの大手機関投資家の8月の長期金利見通しをみると、7月日銀会合の政策修正を受けて、中央値は今年度末に0.7%台半ばに上昇するが、来年半ばでも、上位予測でみても事実上の上限である1%を下回ると予想されている。今後、マイナス金利の早期解除などによる急騰リスクは残るものの、金利は緩やかなペースで上昇するとみられる。

日米10年物長期金利



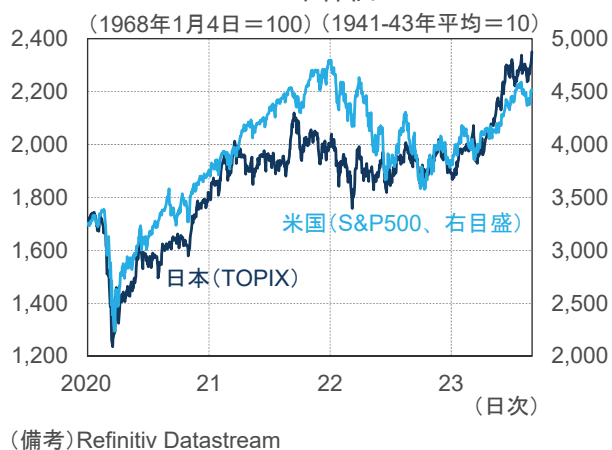
大手機関投資家の長期金利見通し(8月)



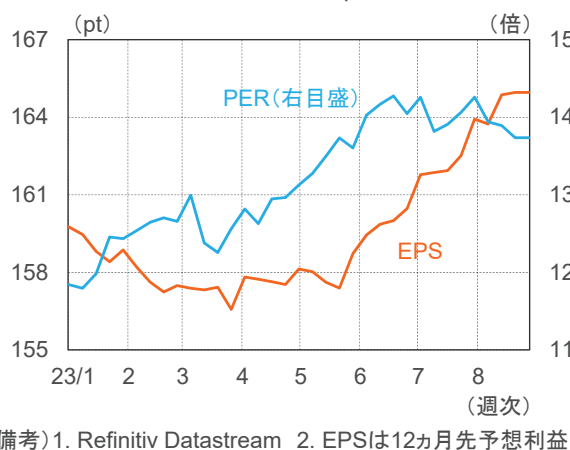
株価：米国株は下落、日本株は横ばい

- 8月の米国の株価は、追加利上げの可能性が意識されたことなどから月前半にかけて下落した。その後ジャクソンホール会議が無難に通過したことや、7月の雇用統計で労働需給の緩和が示され利上げ観測が後退したことから、月後半は上昇して下げ幅を縮めた。日本株は、月前半は米国株の下落や中国の景気減速懸念により軟調となったが、後半は米国株の持ち直しなどを背景に上昇し、月全体では横ばいだった。
- 日本の株価を、企業業績を反映するEPS(一株当たり利益)と、投資家の期待を反映するPER(株価収益率)に分解すると、PERは日銀の緩和継続姿勢などにより6月に高まったほか、EPSも企業業績の回復により6月以降上昇基調となった。今後は、非製造業を中心とした業績回復によりEPSの上昇が期待されるが、長期金利の上昇によるPERの下振れリスクには留意が必要である。

日米株価



TOPIXのEPS、PER

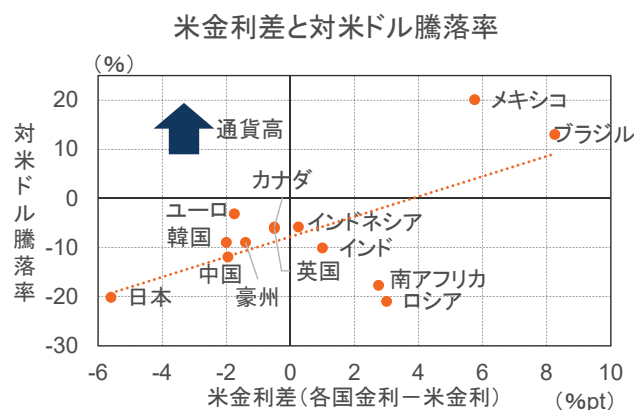


為替:ドル円レートは147円に円安が進む

- ドル円レートは、堅調な米景気を背景とした米金利上昇などにより、緩やかに円安が進み一時147円となった。9/6に神田財務官が「投機的な行動あるいはファンダメンタルズでは説明できない動きがみられており、高い緊張感を持って注視している」と述べ、為替介入の警戒感はいくすぶるものの、円安トレンドの転換に至っていない。
- 22年以降の米利上げサイクルにおける主要国の対米金利差と為替の関係をみると、多くの国で通貨が下落したが、金利を大きく引き上げた国では通貨高となる傾向がみられる。金利差の影響が大きいと、日本の対米ドルの下落率は、経済制裁の影響を受けるロシアに次ぎ20%を超えている。



(備考) 1. 日本銀行 2. 17:00現在の銀行間取引レート



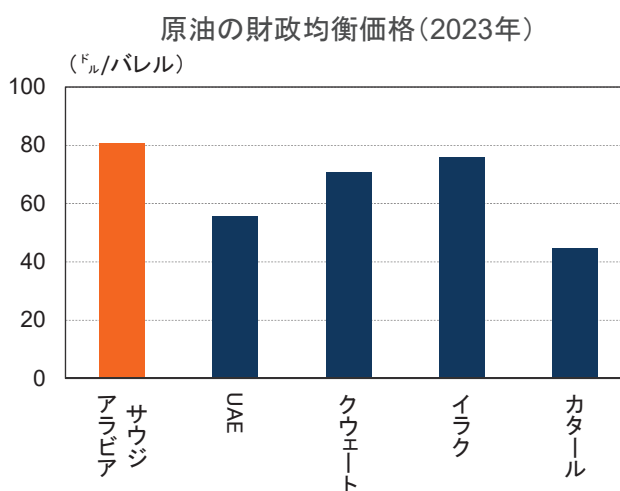
(備考) 1. Refinitiv Datastream 2. 騰落率は22年初からの変化
3. 金利差は政策金利の差 4. G20(除くサウジアラビア、アルゼンチン、トルコ)

原油価格:サウジアラビア、ロシアの減産・輸出削減継続により上昇

- WTI原油価格は、80ドルを上回って上昇した。中国の低調な景気指標や不動産セクターの経営不安などが下落要因となったが、サウジアラビアやロシアが供給削減を表明したことや、米国の指標が予測を下回り利上げ観測が後退したことなどが上昇要因となった。
- サウジアラビアの23年の財政収支が均衡する原油価格は1バレル80.9ドルとされ、他の原油生産国と比較しても高い。原油価格は、7月に米欧や中国の景気悪化への懸念から70ドルを下回り下落し、サウジアラビアは財政均衡価格を維持するため、追加減産を行っていると思われる。



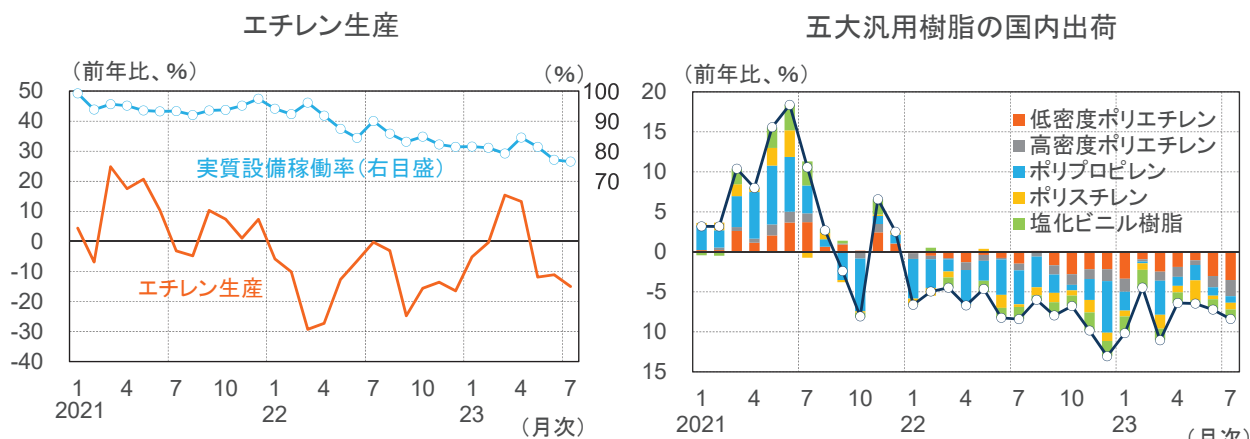
(備考) Refinitiv Datastream



(備考) IMF

石油化学:内外需の下振れにより減少

- 2023年7月のエチレン生産は前年比15%減少した。国内財消費が弱含むほか、中国の需要低迷により外需の減少基調が続いている。定修要因を除いた稼働率は76.5%となり、好不況の目安となる90%を12ヵ月連続で下回るとともに、2ヵ月連続で70%台となるのは、リーマン危機後の2009年3月以来14年ぶりとなった。
- 7月の五大汎用樹脂の国内出荷は前年比8.4%減少し、19ヵ月連続のマイナスとなった。輸送機械向けポリプロピレンやコンビニ向け容器などの発泡スチレンといった特定分野への出荷は回復基調にある一方で、ほとんどの分野では国内財消費の低迷を反映し減少が続いている。

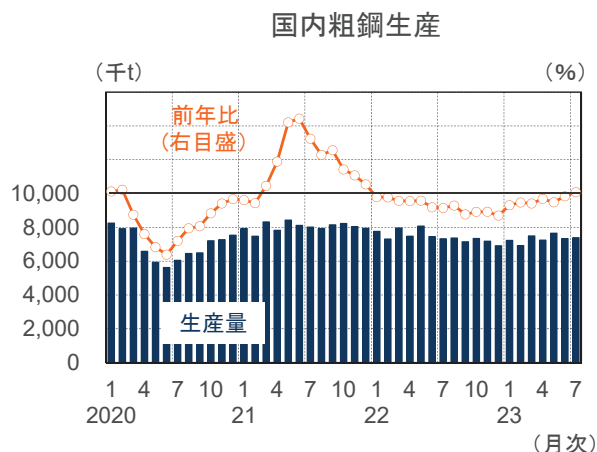


(備考) 1. 経済産業省、石油化学工業協会
2. 実質設備稼働率は定修要因を除いた稼働率

(備考) 石油化学工業協会、塩ビ工業・環境協会

鉄鋼:緩やかに持ち直し

- 2023年7月の国内粗鋼生産は、建築向けや産業機械向けは引き続き振るわないものの、自動車向けの回復などを受けて前年比0.9%増加し、19ヵ月ぶりのプラスとなった。6月の受注は2ヵ月連続でプラスを維持しており、当面は自動車向けをけん引役として緩やかな持ち直しが続く見通し。
- 国内外の鉄鋼メーカーが、製造時のCO₂排出量を大幅に削減した「グリーンスチール」を相次いで市場投入している。4月のG7気候・エネルギー・環境大臣会合では、普及に向けてCO₂排出量の測定手法や、グリーンスチールの定義の確立を進めることで合意した。日本の鉄鋼業界としては、高炉中心の業界構造や限定的な再エネポテンシャルなどの日本の特性が国際競争で不利にならないよう、マスバランス方式の活用などのルール設計への積極的な関与が求められる。



(備考) 一般社団法人日本鉄鋼連盟、経済産業省

各社のグリーンスチール

神戸製鋼	Kobenable Steel
HBI(還元鉄を押し固めたもの)の活用によるCO₂排出量の削減効果を低CO₂鋼材に割り当て	
日本製鉄	NSCarbolex Neutral
電炉活用など製造プロセスの変革・改善によって削減したCO₂排出量の総量を把握し、任意の製品に振り当て	
JFEスチール	JGreeX
さまざまなCO₂排出削減技術により創出した削減量を特定の鋼材に割り当て	
ArcelorMittal	XCarb
水素含む排ガスの活用やバイオコークス技術などによる削減効果を「Xカーブグリーンスチール証明書」として発行	

(備考) 経済産業省

- 2023年7月の国内自動車生産は、前年比9.8%増加した。半導体不足が解消に向かい、北米・欧州向けを中心に輸出が好調だった。中国向け輸出が減少するものの、輸出に占める割合は5%程度であり、半導体調達環境の改善などに伴い、今後も緩やかなペースの持ち直しが続く見通し。
- 7月の主要国・地域別販売台数は、中国を除く全地域で増加した。中国は景気停滞に加え、EV車以外も対象に減税措置が実施されていた前年対比ではわずかに減少した。その他の国・地域では供給制約の緩和と旺盛な繰越需要を受けて販売の回復が続いた。

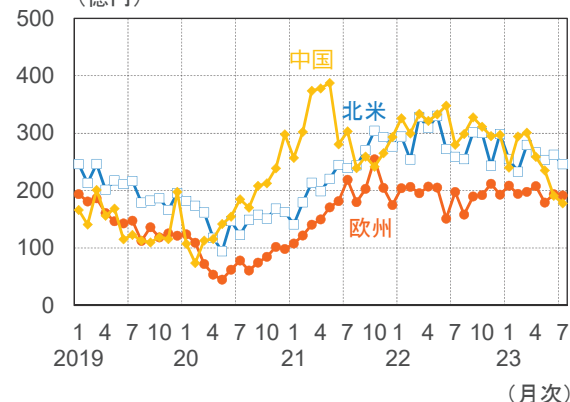
(上段:万台/下段:前年同月比、%)



(備考) 1. 各国自動車工業会 2. 乗用車・商用車合計、米国は乗用車および小型トラック 3. 23年の欧州は乗用車のみ
4. ■: 10%以上

- 2023年8月の工作機械受注額は1,147億円となり、前年比は8ヵ月連続でマイナス(18%減)となるなど、緩やかな減少が続いた。内外需ともに半導体市場調整の影響が続くほか、自動車関連の受注も伸び悩んだ。
- 7月の地域別外需受注額は、北米は微減、欧州は横ばいとなり、投資支援策の拡大によるEV関連投資などによる下支えが期待される。一方、景気減速の長期化懸念が増す中国からの受注は春以降、減少傾向が強まっている。

(億円)

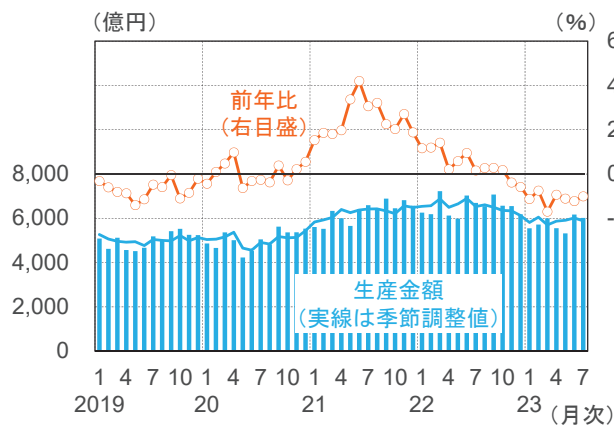


(備考) 1. 日本工作機械工業会 2. 7月が最新値

電機・半導体：メモリ需要は弱く、生産調整により減少

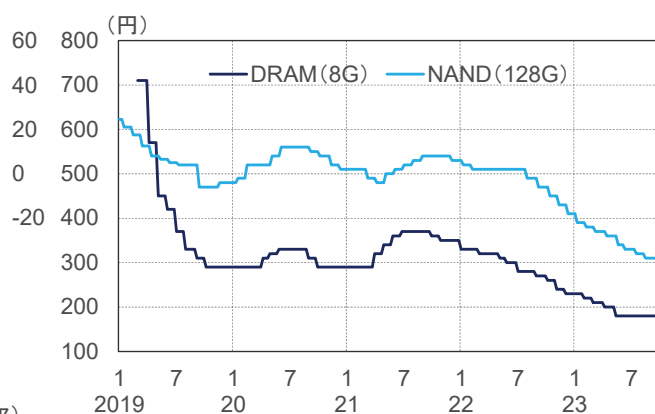
- 電子部品・集積回路・半導体素子の国内生産額は、2023年7月に前年比10.1%減少した。このところ前年比マイナス幅、季節調整値ともに横ばいとなっており、DRAMを中心に底入れの兆しがみられる。
- 2023年9月のメモリ価格は、DRAMは横ばいとなっており、年内の価格持ち直しを見込んで引き続き10nm台の先端プロセスに絞った設備投資が横行する見込み。一方でNAND価格は依然として下落基調にあり、減産が維持されている。

電子部品・集積回路・半導体素子の国内生産額



(備考) 経済産業省

メモリ価格

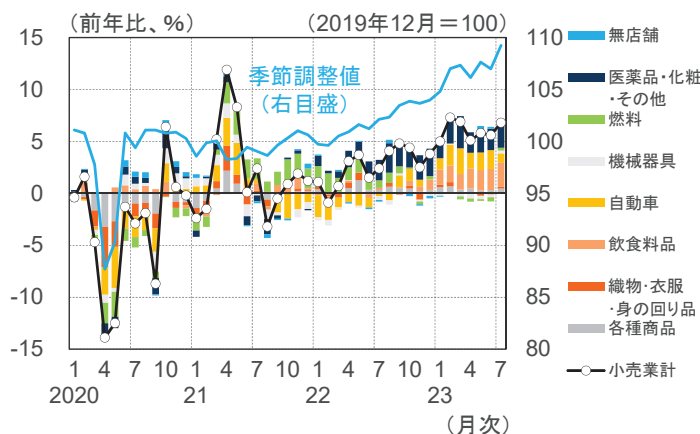


(備考) 1. 産業タイムズ社
2. DRAM(8G) データは19年3月開始

小売：外出の増加や値上げにより増加

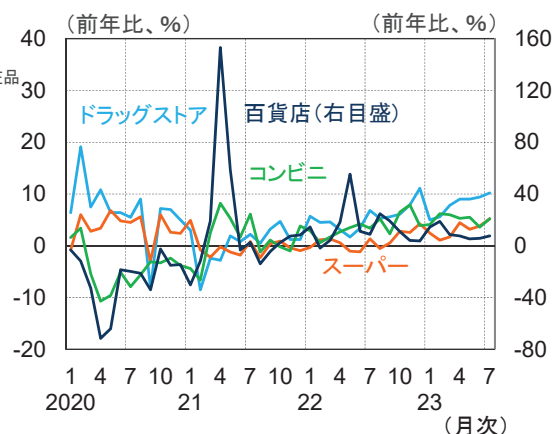
- 2023年7月の小売業販売額は、前年比6.8%増加し、17ヵ月連続のプラスとなった。値上げが進む飲食料品が増加したほか、自動車も引き続き高水準を維持している。今後も外出の増加や値上げ継続により増加基調が続く見込み。
- 業態別では、主要な業態全てで前年比プラスとなった。百貨店はインバウンド需要に加え、猛暑の影響で夏物商材が好調だった。コンビニは、飲食料品に加えて日焼け止めが好調となり、ドラッグストアは食品や化粧品などが増加した。スーパーは食品の値上げによる節約志向はあるものの、価格上昇により増加が続いた。

小売業販売額



(備考) 経済産業省

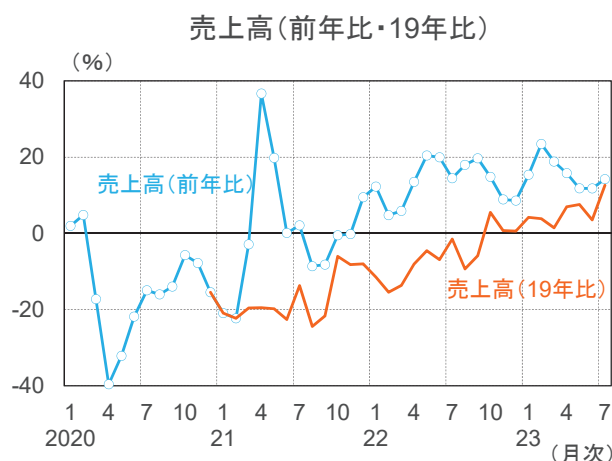
業態別小売業販売額



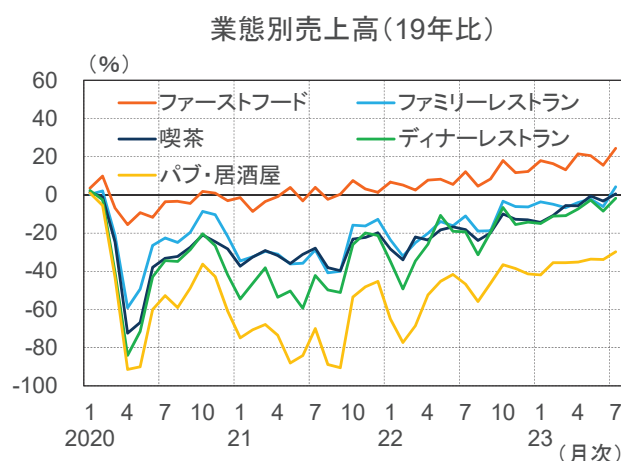
(備考) 経済産業省

外食：外出の増加により緩やかに回復

- 2023年7月の外食産業売上高は、前年比14.2%増加した。5類移行後の夏休みで外出の機会が増えたことやインバウンド需要の増加を受け、20ヵ月連続のプラスとなった。コロナ前の2019年比も12.8%増に一段と拡大した。今後もコロナ後の外食需要の高まりや値上げにより緩やかな回復が続く見込み。
- 業態別では、猛暑で冷たいメニューが好調だったファーストフード、ファミリーレストランなど、全てで前年を上回った。2019年比では、ファミリーレストランと喫茶がコロナ前を回復したものの、パブ・居酒屋は宴会需要の戻りが鈍く、繁華街やビジネス街の店舗閉鎖もあって2019年同月を3割下回り、回復が遅れている。



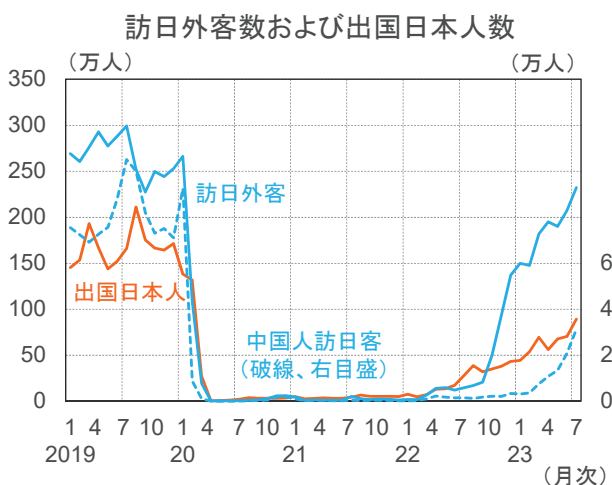
(備考)一般社団法人日本フードサービス協会



(備考)一般社団法人日本フードサービス協会

旅行・ホテル：インバウンドは持ち直し、出国日本人数は出遅れつつも持ち直し

- 2023年7月の訪日外客数(インバウンド)は232万人となり、19年同月比78%に持ち直した。中国を除くと2019年比103%に回復した。コロナ前にインバウンドの3分の1を占めていた中国が8/10に日本への団体旅行を解禁し、8連休となる10月初旬の国慶節なども契機に増加が期待される。出国日本人数は19年比54%の89万人となり、訪日客に比べて出遅れるものの、持ち直している。
- 4～6月期の一般客一人当たり旅行支出は、約20万円となった。国籍・地域別にみると、英国、中国、オーストラリアの順で高額となった。費目別では、宿泊費、交通費は英国、飲食費はフランス、娯楽などサービス費はオーストラリア、買物代は中国が最も大きくなった。



(備考)出入国在留管理庁、日本政府観光局(JNTO)

訪日外国人一人当たり旅行支出(2023年4-6月期)

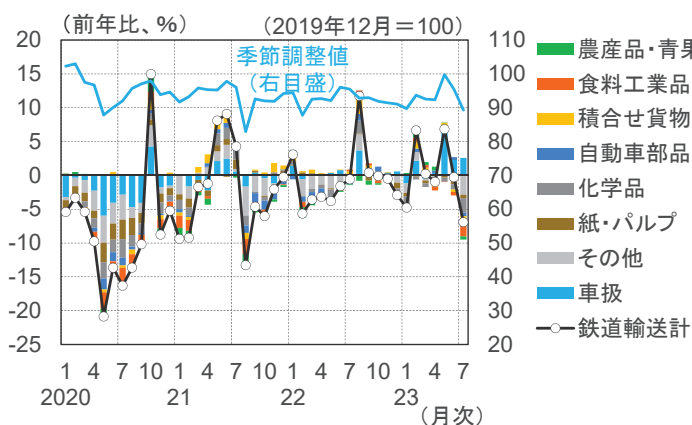
国籍・地域	支出額(円/人)	2019年比
全国籍・地域	20.5万円	132%
英国	35.9万円	151%
中国	33.8万円	151%
オーストラリア	33.7万円	144%
米国	29.2万円	154%
台湾	17.7万円	148%
韓国	9.4万円	136%

(備考)1. 日本政府観光局(JNTO) 2. ■: 上位3ヵ国

貨物輸送：横ばい基調も、7月は食料工業品の値上げなどにより減少

- JR貨物輸送量は横ばい基調にあるが、2023年7月は前年比6.9%減少した。車扱は外出の増加によりガソリンを中心に増加したが、コンテナ扱は値上げによる食料工業品の弱含みと荒天による山陽線の運休により減少となった。
- バルチック海運指数は、デルタ株の流行による滞船の影響で上昇した21年以降、コロナ収束に伴って徐々に下落している。5月にかけて豪州の鉄鉱石出荷攻勢に上昇したが、その後は中国の需要低迷により再び下落した。今後は黒海穀物イニシアチブの撤廃に伴い、トルコなどがウクライナ以外の国から穀物を輸入することによる輸送距離の増加や、新造船単価の高騰による船舶供給の減少により持ち直す見込み。

JR貨物輸送量



(備考) 1. 日本貨物鉄道株式会社 2. 各品目はコンテナ扱

バルチック海運指数の推移

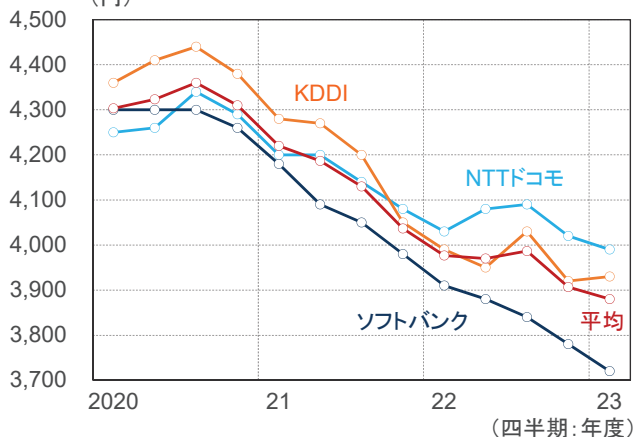


(備考)日本海事センター

通信:通信大手3社の平均ARPUは下落、デジタルライフライン整備の検討が始まる

- 2023年度第1四半期の通信大手3社の平均ARPUは前期比27円の下落となり、21年の官製値下げの影響が続いた。中・大容量プランの利用者が増加するKDDIとNTTドコモは通期での反転を見込むが、廉価なプランによるユーザー数増加を狙うソフトバンクはARPU下落が当面継続すると予想している。
- 23年6月、経済産業省は自動運転やドローンなどのデジタル技術活用のためのインフラ構築を目指す「第1回デジタルライフライン全国総合整備実現会議」を開催した。24年度からの実現を目指すアーリーハーベストプロジェクトを進めつつ10年間の全体整備計画を策定する。本会議をきっかけに都市部と地方部の双方でデジタル技術の社会実装が進むことを期待したい。

(四) 通信大手3社のARPU推移



(備考) 1. 各社公表資料 2. $ARPU = \text{Average Revenue Per User}$ (端末1ユーザー当たりの平均的売上高)

アーリーハーベストプロジェクト一覧

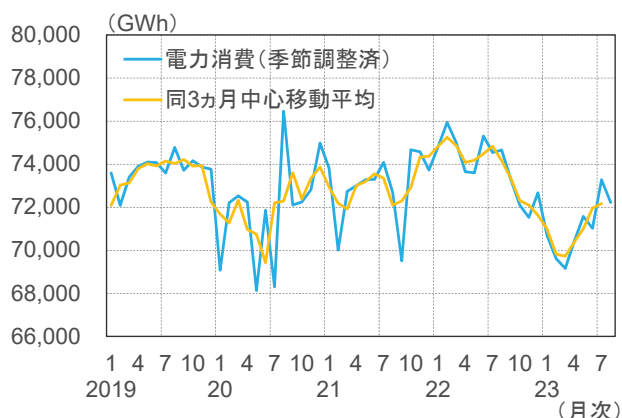
対象サービス	プロジェクト内容	対象地域
ドローン物流・点検	150km以上のドローン航路を設定	埼玉県秩父エリアなど
インフラ管理	200km ² 以上の土地の地下の通信、電力、ガス、水道などのインフラ設備をバーチャル化	関東地方の都市など
自動運転	100km以上の自動運転車用レーンを設定	駿河湾沼津・浜松など

(備考)経済産業省によりDBJ作成

電力：増加傾向は続くが、猛暑でも節電により増加抑制

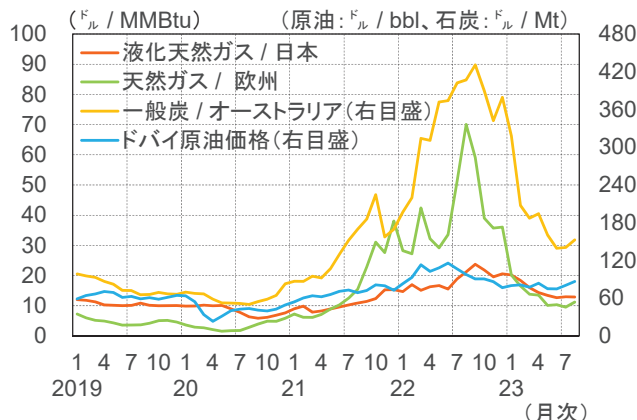
- 2023年8月も全国的に猛暑が続き、電力消費は春以降の増加傾向が続いた。ただし、電気料金が高止まる中、節電により増加は抑えられた（前年比1.1%減）。9月も厳しい暑さが続くが、電力消費の増加は限られる見込み。
- 原油価格は、9/5のサウジアラビアとロシアによる自主減産の延長発表による供給懸念により、ブレントなどの指標で90ドルを突破し、10ヵ月ぶりの高値を付けた。年末に向けても需給の緩和要因は見込まれず、在庫減少による価格上昇圧力も踏まえ、原油価格は高水準を維持することが予測されている。

電力消費量



(備考)1. 電力広域的運営推進機関「広域機関システム」[需要実績データ](2019～2023年) 2. 季節調整はDBJによる

原油価格、天然ガス価格

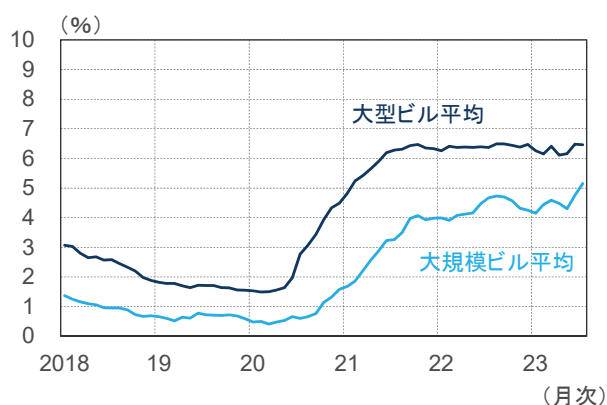


(備考)世界銀行、
独立行政法人石油天然ガス・金属鉱物資源機構

不動産:空室率は横ばい

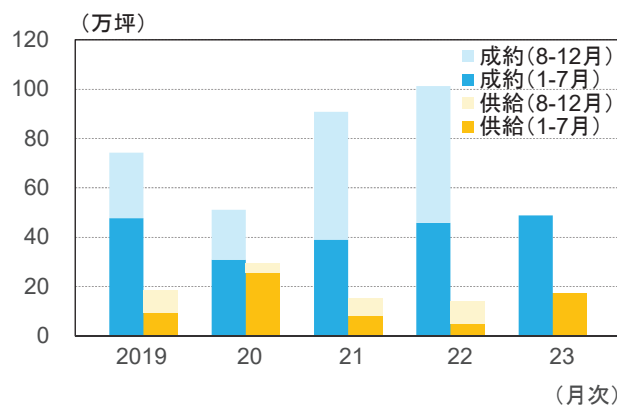
- 2023年7月の東京都心5区の大型ビル平均空室率は6.46%（前月比0.02%減少）となり、横ばい圏の動きが続いた。大規模ビルの竣工があったが、成約も多かったことから、空室面積はわずかに減少した。平均賃料は、前月より19円低い19,819円となり、36ヵ月連続で下落した。
- 23年1月から7月までの成約面積はコロナ前の19年をやや上回ったが、大型の需要は少なく、空室を抱えて竣工するビルが続いている。新規供給は今後も高水準が続く見込みであり、空室率はやや上昇が見込まれている。

東京都心5区のオフィスビル空室率



(備考)1. 三鬼商事、三幸エステート
2. 都心5区は千代田、中央、港、新宿、渋谷
3. 大型は基準階面積100坪、大規模は200坪以上の
賃貸オフィスビル

東京都心5区の成約面積と供給面積



(備考) 1. 三幸エステート
2. 都心5区は千代田、中央、港、新宿、渋谷

世界経済見通し

(%)

[2021年構成比]		IMF予測										OECD予測					
		実質GDP成長率						消費者物価上昇率				実質GDP成長率					
		2022 23/4 23/7		2023 23/4 23/7		2024 23/4 23/7		2022 23/4 23/7		2023 23/4 23/7		2024 23/4 23/7		2022 22/11 23/06		2023 22/11 23/06	
世界計		3.4	3.5	2.8	3.0	3.0	3.0	8.7	7.0	6.8	4.9	5.2	3.1	3.3	2.2	2.7	2.9
先進国・地域 [42.0]		2.7	2.7	1.3	1.5	1.4	1.4	7.3	4.7	4.7	2.6	2.8	2.8	3.0	0.8	1.4	1.4
日本 [3.8]		1.1	1.0	1.3	1.4	1.0	1.0	2.5	2.7	-	2.2	-	1.6	1.0	1.8	1.3	1.1
米国 [15.7]		2.1	2.1	1.6	1.8	1.1	1.0	8.0	4.5	-	2.3	-	1.8	2.1	0.5	1.6	1.0
カナダ [1.4]		3.4	3.4	1.5	1.7	1.5	1.4	6.8	3.9	-	2.4	-	3.2	3.4	1.0	1.4	1.4
英国 [2.3]		4.0	4.1	▲0.3	0.4	1.0	1.0	9.1	6.8	-	3.0	-	4.4	4.1	▲0.4	0.3	1.0
EU [14.8]		3.7	3.7	0.7	1.0	1.6	1.7	9.3	6.3	-	3.3	-	-	-	-	-	-
ドイツ [3.3]		1.8	1.8	▲0.1	▲0.3	1.1	1.3	8.7	6.2	-	3.1	-	1.8	1.9	▲0.3	▲0.0	1.3
フランス [2.3]		2.6	2.5	0.7	0.8	1.3	1.3	5.9	5.0	-	2.5	-	2.6	2.5	0.6	0.8	1.3
イタリア [1.9]		3.7	3.7	0.7	1.1	0.8	0.9	8.7	4.5	-	2.6	-	3.7	3.8	0.2	1.2	1.0
オーストラリア [1.0]		3.7	3.7	1.6	1.6	1.7	1.5	6.6	5.3	-	3.2	-	4.0	3.6	1.9	1.8	1.4
ニュージーランド [0.2]		2.4	-	1.1	-	0.8	-	7.2	5.5	-	2.6	-	2.1	2.2	1.0	1.0	1.2
香港 [0.3]		▲3.5	-	3.5	-	3.1	-	1.9	2.3	-	2.4	-	-	-	-	-	-
シンガポール [0.4]		3.6	-	1.5	-	2.1	-	6.1	5.8	-	3.5	-	-	-	-	-	-
台湾 [1.0]		2.5	-	2.1	-	2.6	-	2.9	1.9	-	1.7	-	-	-	-	-	-
韓国 [1.7]		2.6	2.6	1.5	1.4	2.4	2.4	5.1	3.5	-	2.3	-	2.7	2.6	1.8	1.5	2.1
新興市場国と発展途上国 [58.0]		4.0	4.0	3.9	4.0	4.2	4.1	9.8	8.6	8.3	6.5	6.8	-	-	-	-	-
アジア [32.5]		4.4	4.5	5.3	5.3	5.1	5.0	3.8	3.4	-	3.0	-	-	-	-	-	-
中国 [18.6]		3.0	3.0	5.2	5.2	4.5	4.5	1.9	2.0	-	2.2	-	3.3	3.0	4.6	5.4	5.1
マレーシア [0.7]		8.7	8.7	4.5	4.5	4.5	4.5	3.4	2.9	-	3.1	-	-	-	-	-	-
タイ [0.9]		2.6	2.6	3.4	3.4	3.6	3.6	6.1	2.8	-	2.0	-	-	-	-	-	-
フィリピン [0.7]		7.6	7.6	6.0	6.2	5.8	5.5	5.8	6.3	-	3.2	-	-	-	-	-	-
インドネシア [2.4]		5.3	5.3	5.0	5.0	5.1	5.0	4.2	4.4	-	3.0	-	5.3	5.3	4.7	4.7	5.1
ベトナム [0.8]		8.0	-	5.8	-	6.9	-	3.2	5.0	-	4.3	-	-	-	-	-	-
ブルネイ [0.0]		▲1.5	-	3.3	-	3.5	-	3.7	2.0	-	1.5	-	-	-	-	-	-
カンボジア [0.1]		5.0	-	5.8	-	6.2	-	5.3	3.0	-	3.0	-	-	-	-	-	-
ラオス [0.0]		2.3	-	4.0	-	4.0	-	23.0	15.1	-	3.5	-	-	-	-	-	-
ミャンマー [0.2]		2.0	-	2.6	-	2.6	-	16.2	14.2	-	7.8	-	-	-	-	-	-
インド [7.0]		6.8	7.2	5.9	6.1	6.3	6.3	6.7	4.9	-	4.4	-	6.6	7.2	5.7	6.0	7.0
バングラデシュ [0.8]		7.1	-	5.5	-	6.5	-	6.1	8.6	-	6.5	-	-	-	-	-	-
中東・中央アジア [7.4]		5.3	5.4	2.9	2.5	3.5	3.2	14.3	15.9	-	12.0	-	-	-	-	-	-
パキスタン [0.9]		6.0	6.1	0.5	▲0.5	3.5	2.5	12.1	27.1	-	21.9	-	-	-	-	-	-
サウジアラビア [1.2]		8.7	8.7	3.1	1.9	3.1	2.8	2.5	2.8	-	2.3	-	-	-	-	-	-
イラン [1.0]		2.5	3.5	2.0	2.5	2.0	2.0	49.0	42.5	-	30.0	-	-	-	-	-	-
エジプト [1.0]		6.6	6.7	3.7	3.7	5.0	4.1	8.5	21.6	-	18.0	-	-	-	-	-	-
ヨーロッパ [7.8]		0.8	0.8	1.2	1.8	2.5	2.2	27.9	19.7	-	13.2	-	-	-	-	-	-
トルコ [2.0]		5.6	5.6	2.7	3.0	3.6	2.8	72.3	50.6	-	35.2	-	5.3	5.6	3.0	3.6	3.7
ロシア [3.1]		▲2.1	▲2.1	0.7	1.5	1.3	1.3	13.8	7.0	-	4.6	-	▲3.9	▲2.0	▲5.6	▲1.5	▲0.4
ラテンアメリカ・カリブ諸国 [7.3]		4.0	3.9	1.6	1.9	2.2	2.2	14.0	13.3	-	9.0	-	-	-	-	-	-
メキシコ [1.8]		3.1	3.0	1.8	2.6	1.6	1.5	7.9	6.3	-	3.9	-	2.5	3.1	1.6	2.6	2.1
アルゼンチン [0.7]		5.2	5.0	0.2	▲2.5	2.0	2.8	72.4	98.6	-	60.1	-	4.4	5.2	0.5	▲1.6	1.1
ブラジル [2.3]		2.9	2.9	0.9	2.1	1.5	1.2	9.3	5.0	-	4.8	-	2.8	3.0	1.2	1.7	1.2
サハラ以南アフリカ [3.1]		3.9	3.9	3.6	3.5	4.2	4.1	14.5	14.0	-	10.5	-	-	-	-	-	-
南アフリカ [0.6]		2.0	1.9	0.1	0.3	1.8	1.7	6.9	5.8	-	4.8	-	1.7	2.0	1.1	0.3	1.0
ナイジェリア [0.8]		3.3	3.3	3.2	3.2	3.0	3.0	18.8	20.1	-	15.8	-	-	-	-	-	-

(備考) 1. IMF“World Economic Outlook”、OECD“Economic Outlook”

2. 構成比はIMF資料に基づく

政府経済見通し/ESPフォーキャスト調査

(%)

	政府経済見通し		日本経済研究センター ESPフォーキャスト調査		
	2023年度		2023年度	2024年度	2025年度
	2023/1	2023/7	2023/9		
国内総生産・実質	1.5	1.3	1.77	0.94	0.90
民間最終消費支出	2.2	1.6	0.39	1.03	-
民間住宅	1.1	0.3	2.49	0.03	-
民間企業設備	5.0	3.0	1.34	2.29	-
政府支出	▲ 1.9	0.9	0.27	0.43	-
財貨・サービスの輸出	2.4	0.8	2.00	2.15	-
財貨・サービスの輸入	2.5	1.8	▲ 2.82	2.59	-
内需寄与度	1.6	1.6	-	-	-
外需寄与度	▲ 0.1	▲ 0.3	-	-	-
国内総生産・名目	2.1	4.4	5.12	2.22	-
完全失業率	2.4	2.5	2.54	2.45	-
雇用者数	0.2	0.5	-	-	-
鉱工業生産指数	2.3	0.9	0.04	1.80	-
国内企業物価指数	1.4	2.6	-	-	-
消費者物価指数(総合)	1.7	2.6	-	-	-
同上 (除く生鮮食品)	-	-	2.76	1.88	1.46
GDPデフレーター	0.6	3.0	-	-	-

(備考) 内閣府「令和5年度の経済見通しと経済財政運営の基本的態度」(2023年1月23日閣議決定)、「令和5年度 内閣府年央試算」(2023年7月20日)、日本経済研究センター「ESPフォーキャスト調査」(2023年9月14日)

日銀 経済・物価情勢の展望(2023/7)

(%)

	2023年度	2024年度	2025年度
国内総生産・実質	1.2~1.5 (1.1~1.5)	1.0~1.3 (1.0~1.3)	1.0~1.2(1.0~1.1)
消費者物価指数(除く生鮮食品)	2.4~2.7 (1.7~2.0)	1.8~2.2 (1.8~2.1)	1.6~2.0(1.6~1.9)

(備考) 1. 日本銀行「経済・物価情勢の展望」 2. ()は前回

日銀短観(全国企業)

(%pt)

全規模合計		2023/3調査		2023/6調査			
		最近	先行き	最近	変化幅	先行き	変化幅
業況判断(良い-悪い)	全産業	5	2	8	3	7	▲ 1
生産・営業用設備(過剰-不足)	全産業	▲ 1	▲ 4	▲ 1	0	▲ 4	▲ 3
雇用人員判断(過剰-不足)	全産業	▲ 32	▲ 34	▲ 32	0	▲ 35	▲ 3
資金繰り(楽である-苦しい)	全産業	9		11	2		
金融機関貸出態度(緩い-厳しい)	全産業	16		16	0		
借入金利水準(上昇-低下)	全産業	14	24	10	▲ 4	19	9

(前年度比、%)

全規模合計		2023/6調査					
		2022年度			2023年度(計画)		
		伸び率	修正率	修正幅	伸び率	修正率	修正幅
売上・収益	売上高	全産業	8.7	0.5		1.8	1.2
	経常利益	全産業	16.2	7.6		▲ 5.8	4.2
	売上高経常利益率 (%、%ポイント)	全産業	6.64	0.43		6.15	0.2

(備考) 日本銀行「第197回 全国企業短期経済観測調査」

設備投資計画調査

(%)

		調 査 時 点	業 種	回 答 会社数	設備投資額前年度比			備 考 (対象企業など)
					2022年度	2023年度	2024年度	
大 企 業	日本政策 投資銀行	2023/6	全 産 業	1,706	10.7	20.7	▲ 0.3	資本金10億円以上
			製 造 業	797	11.2	26.5	▲ 0.0	
			非製造業	909	10.4	17.6	▲ 0.5	
	日本銀行	2023/6	全 産 業	1,814	11.7	13.4	—	資本金10億円以上 [短 観]
			製 造 業	958	6.5	19.3	—	
			非製造業	856	14.8	10.1	—	
	日本経済 新聞社	2023/4	全 産 業	857	15.6	16.9	—	上場企業と資本金1億円 以上の有力企業
			製 造 業	475	19.6	20.7	—	
			非製造業	382	9.9	10.9	—	
	内閣府 財務省	2023/8	全 産 業	3,767	—	11.8	—	資本金10億円以上 [法人企業景気予測調査]
			製 造 業	1,276	—	20.8	—	
			非製造業	2,491	—	7.6	—	
中 堅 企 業	日本政策 投資銀行	2023/6	全 産 業	3,726	1.5	14.8	▲ 11.7	資本金1億円以上10億円未満
			製 造 業	1,449	6.4	31.5	▲ 19.5	
			非製造業	2,277	▲ 1.8	3.1	▲ 5.3	
	日本銀行	2023/6	全 産 業	2,551	5.2	16.0	—	資本金1億円以上10億円未満 [短 観]
			製 造 業	1,000	10.2	19.4	—	
			非製造業	1,551	2.3	13.8	—	
	内閣府 財務省	2023/8	全 産 業	2,997	—	10.5	—	資本金1億円以上10億円未満 [法人企業景気予測調査]
			製 造 業	855	—	9.7	—	
			非製造業	2,142	—	10.8	—	
中 小 企 業	日本銀行	2023/6	全 産 業	4,782	3.9	2.4	—	資本金2千万円以上1億円未満 [短 観]
			製 造 業	1,808	17.2	▲ 3.1	—	
			非製造業	2,974	▲ 3.0	5.8	—	
	内閣府 財務省	2023/8	全 産 業	4,276	—	▲ 8.5	—	資本金1千万円以上1億円未満 [法人企業景気予測調査]
			製 造 業	1,363	—	4.3	—	
			非製造業	2,913	—	▲ 12.2	—	
金 融	日本政策 金融公庫	2023/4	製 造 業	8,336	16.9	▲ 4.9	—	従業員20人以上300人未満
	日本銀行	2023/6	(上記の外数)	257	▲ 1.5	31.8	—	[短 観]
	内閣府 財務省	2023/8	(上記の内数)	—	—	32.9	—	[法人企業景気予測調査]

地域別動向(日本政策投資銀行)

(%)

	北海道	東北	北関東 甲信	首都圏	北陸	東海	関西	中国	四国	九州
2022年度	▲ 6.8	23.0	22.4	32.0	▲ 1.6	3.7	8.2	▲ 6.2	1.5	3.0
2023年度	45.4	13.7	22.0	23.9	41.1	25.0	11.4	36.1	21.2	61.7

1. 設備投資額前年度比は、国内、工事ベース(日本公庫は支払ベース)、土地を含み、ソフトウェアは含まず、単体決算ベースで集計(日本経済新聞社は連結決算ベース)
2. 回答会社数は主業基準分類で、日本銀行については調査対象社数を記載
3. 内閣府・財務省の過年度分は実績値が公表されていない

次号「DBJ Monthly Overview2023年11月号」は、2023年11月上旬に発行予定です

「今月のトピックス」 バックナンバー（2023年3月号掲載分～）

2023年9月号	2023年度設備投資計画調査の概要 水電解装置における日本企業の競争力強化に向けて 中国不動産市場の構造的課題と調整の行方 財消費の減速と生産・物流への影響
2023年7・8月号	地域別にみるコロナ禍からの回復状況
2023年6月号	エネルギー危機が脱炭素先進国ドイツの製造業に及ぼす影響 初会合から読み取る植田日銀の政策運営
2023年5月号	人的投資はどのように効果をもたらすか コロナ禍で米国の労働力はどこに消えたのか 次世代の生活・産業基盤となる都市のデジタルツイン 自動運転時代を見据えたサプライヤーの生き残り戦略 脱炭素社会に求められる低炭素型コンクリートの普及に向けて
2023年4月号	企業との対話にみる日本企業の課題 2023 ～カーボンニュートラル・サプライチェーン強化・DX・人への投資～ サステナビリティを通じた金属産業の競争力強化
2023年3月号	2023年春闘は持続的な賃金上昇につながるか コロナ禍で高まった輸入浸透度をどうみるか 暖冬で景気後退リスクが和らぐ欧州経済

DBJ Monthly Overview

編 集 株式会社日本政策投資銀行

産業調査部長 宮永 径

発 行 株式会社日本政策投資銀行

〒100-8178

東京都千代田区大手町1丁目9番6号

大手町フィナンシャルシティ サウスタワー

電 話 (03) 3244-1840(産業調査部代表)

ホームページ <https://www.dbj.jp/>

各種お問い合わせ先

電 話 : (03) 3244-1856

e-mail(産業調査部) : report@dbj.jp

©Development Bank of Japan Inc. 2023

本資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引などを勧誘するものではありません。本資料は当行が信頼に足ると判断した情報に基づいて作成されていますが、当行はその正確性・確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しましては、ご自身のご判断でなされますようお願い致します。本資料は著作物であり、著作権法に基づき保護されています。本資料の全文または一部を転載・複製する際は、著作権者の許諾が必要です。当行までご連絡下さい。著作権法の定めに従い引用・転載・複製する際には、必ず、『出所：日本政策投資銀行』と明記して下さい。