国内経済金融

# インバウンド需要や自動車輸出が下支えする国内景気

## ～世界経済減速や物価高止まりへの根強い懸念～

南　武志

要旨

国内景気には、ウィズコロナ浸透によるインバウンド需要やサービス消費の回復、半導体不足の解消を背景とした自動車の挽回生産・輸出増といった上向きの動きと、世界経済の減速による輸出伸び悩み、物価高による消費者の節約志向の強まりなどといった下向きの動きが混在しており、辛うじて景気後退を踏みとどまっている状況である。先行きに関しては、ウィズコロナの一巡、物価高止まりによる消費停滞、世界経済の減速を受けた輸出低迷が想定され、しばらく本格的な回復は難しいだろう。

金融市場では、日米の金融政策を巡る思惑に左右される展開となり、7 月前半は国内長期金利が上昇する場面では円高気味の展開となった。しかし、日銀は賃金上昇を伴う形で2%の物価安定目標の達成を目指す方針を崩しておらず、当面は現行の大規模緩和を継続するものと思われる。

**図表1　金利・為替・株価の予想水準**

| 項目 ＼ 年／月 | | | 2023年 7月（実績） | 2023年 9月（予想） | 2023年 12月（予想） | 2024年 3月（予想） | 2024年 6月（予想） |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 無担保ｺｰﾙﾚｰﾄ翌日物 | | (%) | −0.073 | −0.10～0.00 | −0.10～0.00 | −0.10～0.00 | −0.10～0.10 |
| TIBORユーロ円（3M） | | (%) | −0.0030 | −0.05～0.05 | −0.05～0.05 | −0.05～0.10 | −0.05～0.15 |
| 国債利回り | 20年債 | (%) | 1.055 | 0.85～1.25 | 0.85～1.25 | 0.90～1.30 | 1.00～1.40 |
| | 10年債 | (%) | 0.440 | 0.25～0.50 | 0.25～0.50 | 0.25～0.50 | 0.30～0.60 |
| | 5年債 | (%) | 0.100 | −0.05～0.25 | −0.05～0.25 | 0.00～0.30 | 0.05～0.35 |
| 為替レート | 対ドル | (円/ﾄﾞﾙ) | 141.4 | 130～150 | 130～150 | 125～145 | 120～140 |
| | 対ユーロ | (円/ﾕｰﾛ) | 156.7 | 145～165 | 145～165 | 145～165 | 140～160 |
| 日経平均株価 | | (円) | 32,700 | 31,000±3,000 | 29,000±3,000 | 29,500±3,000 | 31,000±3,000 |

（資料）NEEDS-FinancialQuestデータベース、Bloombergより作成（先行きは農林中金総合研究所予想）
（注）実績は2023年7月24日時点。予想値は各月末時点。国債利回りはいずれも新発債。

### インバウンド需要の復活

アベノミクスの下で円安が定着したほか、成長戦略として観光立国の実現を目指したこともあり、2015 年には訪日外国人数が出国日本人数を上回り、旅行収支尻も黒字となるなど、近年の日本は一定のインバウンド需要を取り込む形での経済成長を続けてきた。しかし、コロナ禍の下で国境を跨ぐ人流が厳しく制限されたことで、宿泊業や観光業、さらに百貨店売上げなどは大きな打撃を受けた。

こうしたなか、政府はウィズコロナを推し進める観点から 22 年 10 月に水際対策を大幅緩和し、訪日外国人の受け入れを積極化させた。その結果、22 年度上期の訪日外国人数は月 15 万


ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

人ペースだったが、23 年 6 月には 207 万人まで増加、19 年同月の 7 割水準まで回復している。旅行収支尻は円安などの影響で出国日本人数が伸び悩んでいることもあり、23 年上期は過去最大の黒字となっている。こうしたインバウンド需要の復活は景気牽引役の一つといえる。

とはいえ、今後ともインバウンド需要が増加を続け、国内景気の牽引役であり続けるかどうかは疑わしい。一部の観光地ではオーバーツーリズム（観光公害）が発生しているほか、労働力不足などによる宿泊施設の不足やそれに伴う宿泊費高騰なども指摘されるなど、現状のままでは増加する余地は乏しくなっているとみられる。今後、海外経済の減速、ペントアップ需要の一巡、さらには円安の修正などが起きる可能性もある。

実際、4、5 月の旅行収支受取は増加ペースが鈍っており、旅行収支も黒字は高水準ながらも、高止まり状態となっている。インバウンド需要が国内景気を押し上げる効果はかなり出尽くした可能性があるだろう。

図表2　旅行収支の推移

（資料）財務省、日本銀行　（注）季節調整値。23年第2四半期は4、5月分の四半期換算値。

## 足元の景況感は改善

以下、足元の国内景気動向について確認したい。全般的にみれば、前月までと同様、自動車の挽回生産が順調であるほか、ウィズコロナによるサービス消費の回復やインバウンド需要の増加などが国内景気を下支えしている格好であるが、自動車以外の輸出は減少傾向にあるほか、物価高が消費者の節約志向を強めるなど、国内需要は盛り上がりに欠けた状態といえる。


ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

まず、日銀短観の6月調査によれば、代表的な大企業・製造業の業況判断DIは7期ぶりに改善した。自動車の挽回生産、素材業種での交易条件改善、円安・株高進行などが支援材料と思われるが、世界経済の減速を受けた輸出環境の悪化、需給悪化、在庫積み上がり、23年度の業績悪化予想など、環境は決して良くないことから、楽観的な印象を受けた。また、非製造業の景況感は総じて良好な状態であるが、一方で慎重さも垣間見ることができた。冒頭で指摘したとおり、インバウンド需要も受け入れ態勢に限界があり、今後とも増加傾向をたどるわけではなく、むしろコスト高や人手不足などへの警戒があるように感じられる。

また、景気ウォッチャー調査（6月）によれば、景気の現状判断DI、先行き判断DIともに判断基準である50を上回っているものの、指数は前月から悪化した。特に、先行き判断DIは2か月連続の低下であり、ウィズコロナの一巡や物価高による消費者の節約志向の強まりへの警戒が指摘されている。

図表3　景気ウォッチャー調査

（資料）内閣府

**国内景気動向は緩慢**

景気動向指数を確認すると、5月のCI一致指数は前月から▲0.4ポイントの悪化（2か月ぶり）であった。景気の基調判断は「改善」で据え置かれたものの、直近ピークの22年8月の水準を下回った状態での推移が続いている。1年前から参考指標として公表されている「景気を把握する新しい指数（一致指数）」の5月分は前月と変わらずであったが、直近ピークの2


ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

月の水準を割り込んだままである。全般的にみて景気の動きは緩慢といえる。

一方、設備投資関連指標については、22 年度に続き、計画の数字は底堅い。日銀短観（6 月調査）によれば、23 年度の設備投資計画（全産業（含む金融機関・持株会社等）、ソフトウェア・研究開発を含む、土地投資額を除く）は前年度比 12.1%へ上方修正されるなど、堅調さを維持している。ただし、2 期連続の増加見込みだった機械受注（船舶・電力を除く民需）は、5 月に前月比▲7.6%と減少したことで、4～6 月期は再び前期比マイナスとなる可能性が高まるなど、下振れつつある。また、鉱工業出荷・資本財も弱含んでいる。

**自動車以外の輸出・生産は総じて弱い**

輸出関連については、挽回生産が進んだ自動車が主導する格好で持ち直しており、6 月の実質輸出指数（日本銀行試算）は前月比 5.4%と 2 か月ぶりに上昇、21 年 10 月以来の水準まで持ち直した。ただし、世界経済減速の影響もあり、欧米向けの自動車輸出を除けば、総じて鈍い動きであるのも確かである。

図表4　消費関連の主要指標

（資料）内閣府、総務省統計局、日本銀行の各資料より農林中金総合研究所作成　（注）消費総合指数は22年12月で公表終了。

**消費動向に鈍さも**

消費関連指標をみると、マインドは緩やかな改善傾向をたどっている。6 月の消費動向調査によれば、マインドを示す消費者態度指数は 4 か月連続で改善、基調判断は 3 か月連続の「持ち直している」であった。

しかし、消費全体が盛り上がる様子は一向に見えてこない。5 月の実質消費活動指数（旅行収支調整済、日本銀行）は前月


ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

比 0.8%と 2 か月連続で上昇したが、3 月に大幅低下した分（同▲1.9%）を依然として取り戻せてはいない。5 月の総消費動向指数（総務省統計局）に至っては 2 か月連続で前月比マイナスであった。このような消費回復が足踏みしている背景には、物価高による実質所得の目減りが続いていることがあるとみられる。23 年春闘は例年にない高い伸びとなったが、5 月の毎月勤労統計によれば、現金給与総額は前年比 2.9%へ加速（4 月は同 0.8%）したが、後述の通り、消費者物価が高止りしていることもあり、実質賃金は前年比▲0.9%と、マイナス幅は縮小したものの、マイナス状態が続いている。

また、第 3 次産業活動指数（5 月）は前月比 1.2%と 2 か月連続の上昇だったが、コロナ禍で打撃を受けた宿泊、飲食、娯楽などが含まれる「広義個人向けサービス業」は同 0.5%の上昇にとどまるなど、伸び悩んでいる。

**経済見通し：物価高や海外経済の減速の影響で年度下期にかけて低成長にとどまる**

以下、先行きの国内景気を展望したい。ポイントは、世界経済・貿易の動向と家計所得の目減りがいつ解消されるのか、という点であるとの見方に変わりはない。

ウィズコロナの浸透に伴い、サービス消費やインバウンド需要は当面底堅く推移する可能性がある。しかし、すでにリバウンドが一巡した可能性があるほか、物価高止まりによる消費停滞や海外経済の減速に伴う輸出減が継続するリスクがある。年度下期にかけて国内景気は低調な推移を余儀なくされると予想する。景気回復傾向が再び強まるのは、物価沈静化が進み、海外経済の底入れが想定される 24 年度入り後であろう。

**物価見通し：夏場にかけて高止まりが続くが、年度下期以降は鈍化**

6 月の全国消費者物価（生鮮食品を除く総合、以下コア CPI）は前年比 3.3%と、一旦は鈍化した 5 月分（同 3.2%）から再び加速した。今回の再加速は家庭用電気料金が値上げされた影響が出たためであり、エネルギーは前年比▲6.5%と、5 月（同▲8.2%）からマイナス幅が縮小した。一方、最近の物価押上げの主因である食料（生鮮食品を除く）は同 9.2%と相変わらず高い上昇率ではあるが、加速はひとまず止まった。こうしたことから、「生鮮食品及びエネルギーを除く総合」は前年比 4.2%へ僅かに鈍化するなど、これまでとは違った動きも散見された。

先行きを展望すると、食品を中心にもう一段の値上げが想定されるほか、足元までの円安圧力やガソリン補助金の縮小など


ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます https://www.nochuri.co.jp/

もあり、夏場にかけてはコア CPI で前年比 3%台と高止まり状態が続く可能性がある。一方で、輸入インフレはすでに沈静化したほか、例年を上回る賃上げが実現したとはいえ、足元の実質所得の目減り分を相殺するには至っておらず、需要サイドの動きは鈍いままだ。そのため、秋以降は食料、日用品などの値上げ圧力が弱まるとみられる。先行きの物価上昇率は緩やかに鈍化し、24 年入り前後には 2%に迫ると思われる。

図表5　最近の消費者物価上昇率の推移

(資料)総務省統計局の公表統計より作成

**金融政策：植田日銀も「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続**

植田日銀が発足してから 4 か月が経過しようとしている。就任前後には「代替わり」を契機に、日銀は金融政策の修正に乗り出すとの見方もあったが、これまで 2 回開かれた金融政策決定会合はいずれも「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の枠組み（短期政策金利：▲0.1%、長期金利（10 年物国債利回り：ゼロ%程度、変動幅：±0.5%程度））や長期国債以外の資産買入れ方針を維持することが全員一致で決定された。

植田日銀は粘り強く大規模な金融緩和を継続する姿勢を繰り返し表明してきた。しかし、7 月 27～28 日の決定会合を控え、金融市場では早期の政策修正の思惑が再び浮上、長期金利が上昇する場面が散見された。背景には、同時に公表される展望レポートにおいて 23 年度の物価見通しが前年比 2%台半ばまで大きく上方修正されるとの見方が浮上したことがある。植田総裁は G20 終了後の記者会見にて「持続的・安定的な 2%の


ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

インフレの達成というところにまだ距離がある」との認識の下、これまで「イールドカーブ・コントロールのもとで粘り強く金融緩和を続けていく」との決定をしてきたが、「前提が変わらない限り、全体のストーリーは不変である」と現状の大規模緩和の継続を示唆している。企業の価格設定行動や賃上げ姿勢などに前向きな動きがみられるものの、それが持続的な動きであるのか見極めたいというのが本心であろう。政策正常化に向けた議論は 24 年春闘でも「賃上げの機運」が続いているかを確認してからとの見方に変更はない。

図表6　イールドカーブの形状

（資料）財務省資料より作成

**金融市場：現状・見通し・注目点**

7 月前半の国内金融市場は、日銀の政策修正観測が浮上したことで、6 月とは一変、円高、金利上昇の動きが一時強まった。株価もバブル崩壊後の最高値を更新後は上値の重い展開が続いた。以下、長期金利、株価、為替レートの当面の見通しについて考えてみたい。

**① 債券市場**

**7 月上旬にかけて長期金利に上昇圧力**

10 年ぶりとなった総裁の交代を契機に、日銀は金融政策の修正に着手するとの見方が浮上したことから、4 月には長期金利（新発 10 年物国債利回り）は誘導レンジの上限である 0.5%に近い水準での推移が続いた。しかし、植田日銀は大規模緩和の継続を決定したこともあり、早期の正常化観測は後退、5～6 月にかけて長期金利は 0.4%前後でのもみ合いが続き、6 月下旬


ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

には一時 0.3%半ばまで低下した。

こうした中、日銀が展望レポートで 23 年度の物価見通しを上方修正するとの見方が強まり、7 月会合で政策修正を行うとの思惑が再び浮上、長期金利は 0.5%近くまで上昇したが、日銀関係者の緩和継続を示唆する発言により、上昇圧力は一旦後退している。

**先行き、金利低下圧力が再び強まる可能性も**

繰り返しになるが、植田総裁は現行の大規模緩和を粘り強く継続する姿勢を明確にしている。そのため、日銀は当面 10 年ゾーンの金利についてはゼロ%近傍（0%±0.5%程度）で推移するように操作されると予想する。先行き欧米経済においてこれまでの金融引締め効果が強まり、景気の悪化傾向が鮮明となれば、金利低下圧力が再び強まることもあり得るだろう。

図表7　株価・長期金利の推移

（資料）NEEDS FinancialQuestデータベースより作成

② 株式市場

**33 年ぶりの高値水準まで上昇後、上値の重い展開に**

3 月には金融システム不安が急浮上したことで、世界的に株価が大きく下げる場面もあったが、欧米金融当局による迅速かつ手厚い対応が好感され、その後は持ち直しに転じた。4 月以降の株価は為替レートの円安基調が好感されたほか、ウィズコロナへの期待感の高まり、さらに東京証券取引所が PBR1 倍割れの上場企業に対して改善策を求めたことが評価され、海外勢が主導する格好で上昇傾向をたどった。23 年入り直後は 26,000 円前後だった日経平均株価は 6 月中旬にかけて株価はバブル崩壊後最高値を断続的に更新、33 年ぶりとなる 33,000 円台まで


ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

上昇した。その後、7 月にかけては高値警戒感から利益確定売りが出るなど、32,000 円台でのもみ合いが続いている。

年後半にかけては欧米経済の減速が強まるとみられ、国内にもその影響が波及する可能性が高い。日銀短観 6 月調査によれば 23 年度の企業業績は減益予想となっていることもあり、年内は調整色の強い展開が予想される。

図表8　為替市場の動向

(資料)NEEDS FinancialQuestデータベースより作成　(注)東京市場の17時時点。

**再び強まった円安圧力**

③ 外国為替市場

外国為替市場では各国中央銀行の動向を見定める動きが続いている。22 年 10 月には政府が大規模な円売り介入を断行する中、32 年ぶりとなる 1 ドル＝150 円台まで円安が進行したが、その後、米国内でインフレ沈静化期待が高まり、利上げペースが鈍化するとの見通しが強まったほか、日銀が長期金利の変動許容幅を拡大（12 月）したことから、23 年 1 月には 127 円台まで円高方向に戻った。しかし、実際には米国の物価が高止まり状態となったことでさらなる利上げが必要との見方が強まり、かつ日銀は当面政策修正をしないとの認識が浸透したこともあり、23 年前半は再び円安基調となった。6 月末から 7 月初めにかけては一時 145 円台の円安水準となり、再度の市場介入の憶測を呼んだ。7 月中旬には日銀が政策修正をするとの見方が浮上し、一旦 138 円台まで円高方向に戻したが、足元では緩和修正観測が後退、再び円安が進んでいる。

先行きについては、日銀は大規模緩和を続けるとみられる半


ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

面、引締め効果が徐々に出始めてきた米国で利上げ打ち止めの思惑が浮上する可能性が高い。そのため、円安が一方的に進行する事態は想定しづらい。しばらくは円安状態が続くものの、日銀の政策修正観測が燻り続ける半面、23 年末にかけて米国では利下げ転換期待が高まるものと想定され、円高傾向が徐々に強まると予想する。

**しばらくはユーロ高基調が続く**

また、対ユーロレートについても、7 月前半はユーロ高が一旦は修正される動きとなったが、7 月後半にかけては再び円安方向に戻った。ユーロ圏の物価上昇圧力は依然高いことから、当面は欧州中央銀行の利上げ方針は継続されるだろう。それに伴う日欧金利差の拡大が意識され、しばらくユーロ高気味の展開が続くと予想する。

（23.7.25 現在）


ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます https://www.nochuri.co.jp/