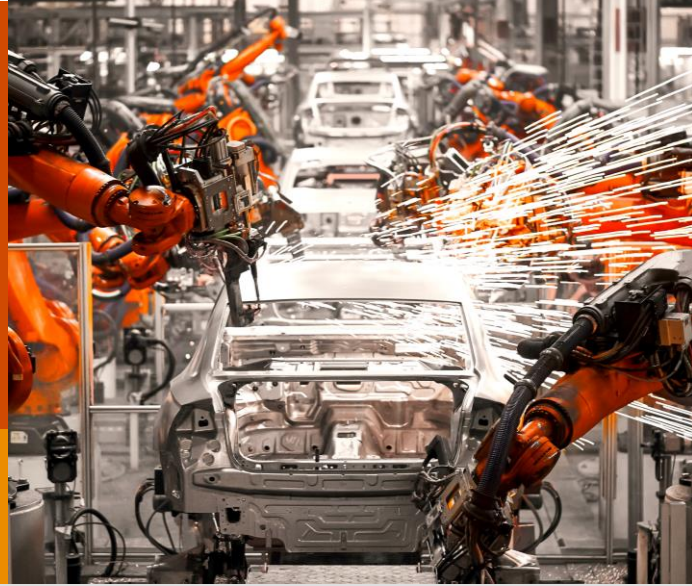


Monthly Economist Report

日本の景気循環：インバウンド需要 堅調の内に製造業が回復するかが鍵

2023年10月

PwC コンサルティング合同会社
PwC Intelligence シニアエコノミスト 伊藤篤



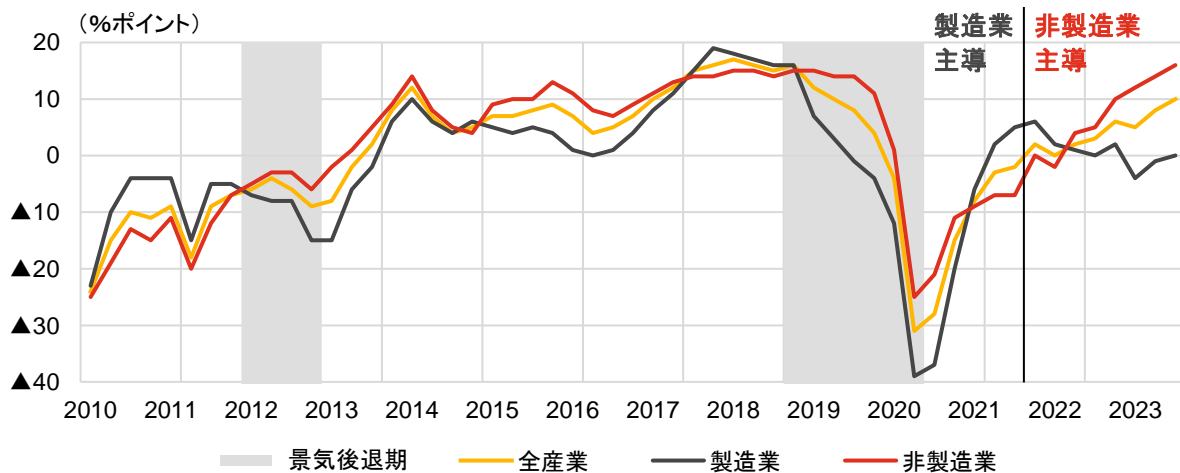
サマリー

- 足元の景気回復局面は、製造業主導で始まり、2021年以降はインバウンド需要を含む非製造業主導へとバトンが渡った。
- インバウンド需要は、円安効果がやや減退し、今後は、設備投資拡大による売上高・生産性の向上が求められる。
- 在庫循環は日本では在庫調整局面に一步踏み入れ、半導体に影響の大きい台湾では在庫調整局面が終了しつつある。
- 今後、非製造業主導で景気が拡大している間に、製造業が回復してバトンが渡れば、景気拡大期は長期化しえよう。
- しかし、利上げによる欧米経済減速、不動産市場が悪化する中国経済、実質所得がマイナスとなる日本の内需によってこうしたシナリオがとん挫するリスクもある。

2021年後半までは製造業主導、それ以降は非製造業主導

本レポートでは、足元のインバウンド需要を中心とした非製造業、製造業の回復状況を確認した上で、今後の見通しを述べたい。足元の日本経済はCOVID-19による落ち込みからの回復過程にある。この間、2021年後半までは製造業、それ以降は非製造業主導での回復となっている。図表1で企業の全規模・全産業の業況判断をみると、COVID-19の影響で大幅に落ち込んでマイナス圏に沈んだ後、2022年後半からプラスに転換している。製造業は2021年6月調査でプラスに転じ、2021年12月調査の+6までプラス幅が拡大した。その後は半導体不足による輸送用機械などの落ち込みにより、やや横ばいの動きとなり、2023年9月調査では+0となった。一方、非製造業では2021年12月調査以降、一貫して回復し、製造業の1年遅れの2022年6月調査でプラスに転じた。2023年9月調査では+16となり、COVID-19前のピークである+15を超えた。

図表1 日銀短観・業況判断の推移

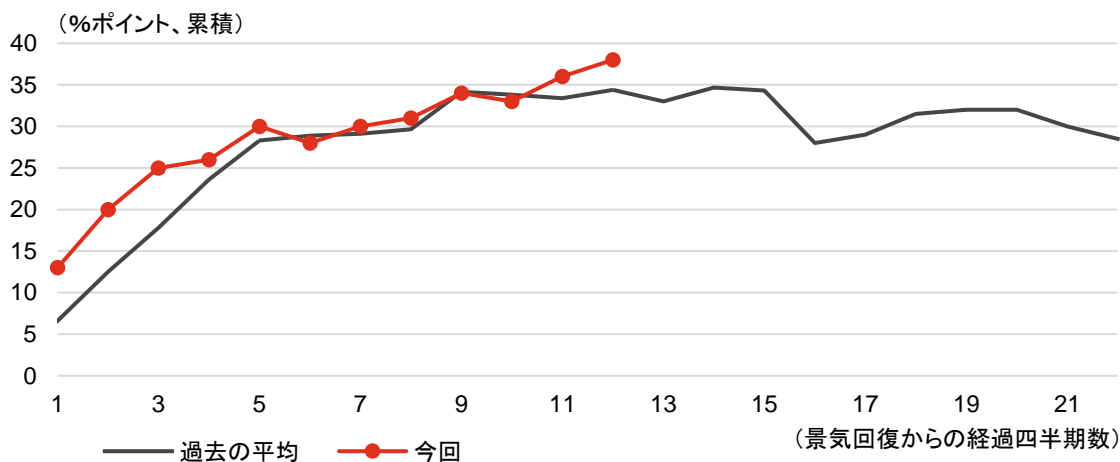


(出所) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査(日銀短観)」より筆者作成。

過去の景気回復と今次景気回復局面との比較

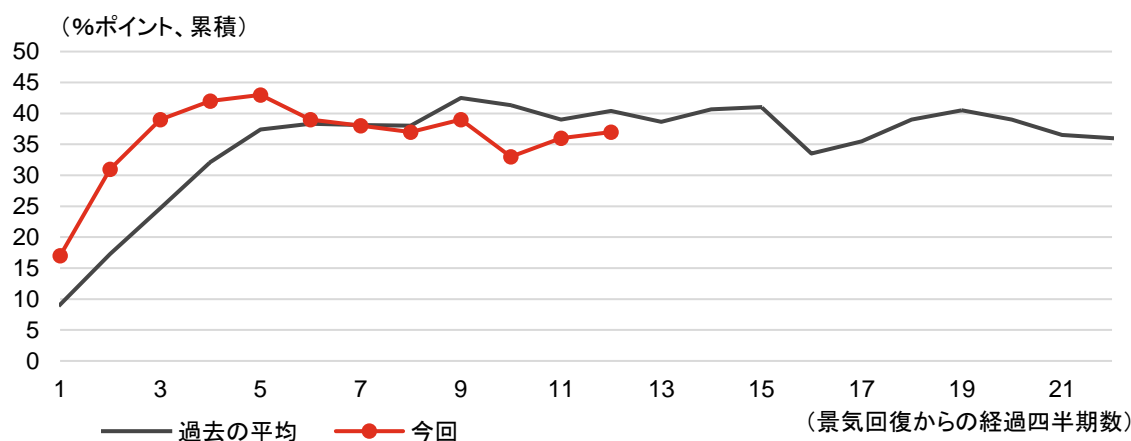
ここで、日銀短観の業況判断でみた足元の景気回復について、過去の景気回復期と比較してみよう。直近の景気後退期は、2018年10-12月期から2020年4-6月期である。2020年7-9月期から景気回復期に入り、日銀短観の直近のデータがある2023年9月調査が12四半期後である。日銀短観が遡れる1975年以降の景気回復期に業況判断がどの程度回復したのかをみたのが、**図表2～図表5**である。横軸は、景気回復に入ってから経過した四半期の数を示している。縦軸は、業況判断が景気回復から累積で何ポイント回復したかを示している。**図表3**の製造業をみると、景気拡大開始から5四半期まで過去の平均を大きく上回るペースで回復した。これはCOVID-19の影響があっても、生産活動の再開がスムーズだったことを反映していよう。この製造業の回復を受けて、**図表2**の全産業でも5四半期まで過去平均を上回っている。

図表2 景気回復期の業況判断の推移(全産業)



(出所) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査(日銀短観)」より筆者作成。

図表3 景気回復期の業況判断の推移(製造業)



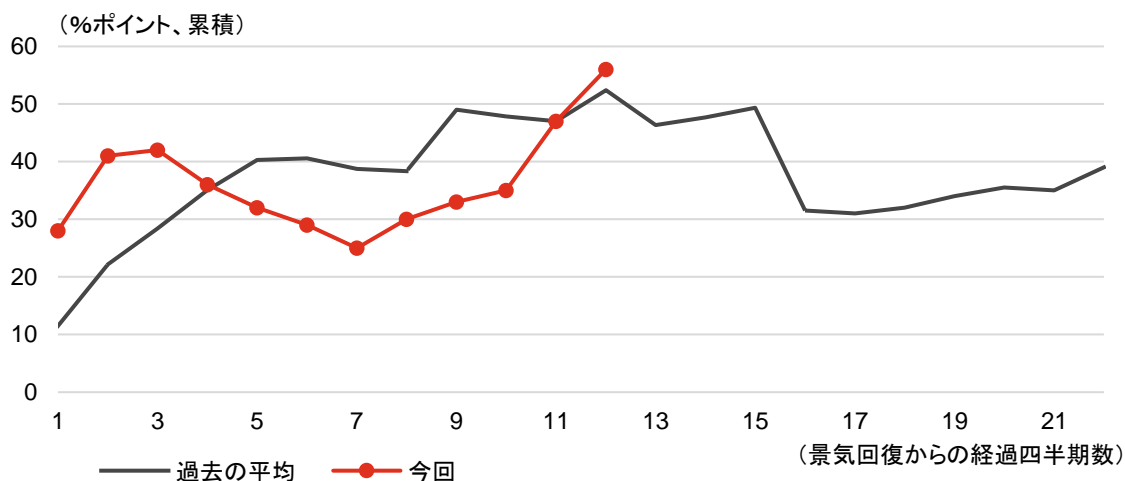
(出所) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査(日銀短観)」より筆者作成。

半導体不足で変則的な落ち込みを示した輸送用機械、大幅に上振れる非製造業

製造業のうち、**図表4**の輸送用機械では、半導体不足によって4四半期以降から回復ペースが鈍化しており、これが製造業の回復も妨げた(**図表3**)。輸送用機械は半導体不足の解消を受けて12四半期後にはようやく過去平均を上回った。**図表5**の非製造業は、人流・経済活動の回復によって7四半期以降に過去平均を上回るペースで回復しており、直近の12四半期後では過去平均を大きく上回っている。この非製造業の回復、インバウンド需要拡大を受けて、12四半期後には過去平均を5ポイント以上、上回っている。**図表2**の全産業においても、11・12四半期で過去平均を上回った。

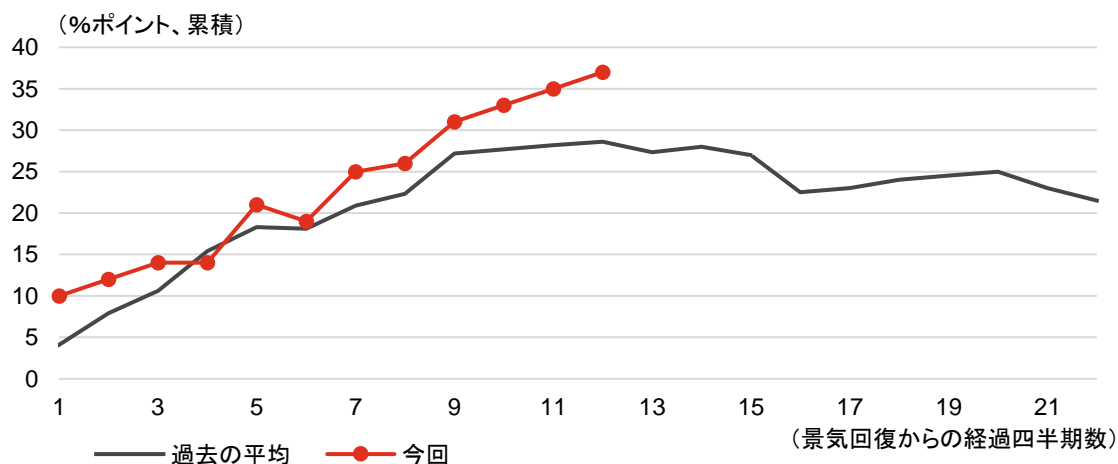
先行きについて、上図の**図表2**~**図表5**をみると、過去平均では13四半期以降は、全産業・製造業・非製造業・輸送機器のいずれもここから業況判断のプラス幅は横ばいとなっている。もちろん、ここまでの動きが過去と異なっているように、先行きも過去と同じ動きをすることは限らない。今後を考えるために、まずは非製造業を牽引するインバウンド需要の動向を確認しておこう。

図表4 景気回復期の業況判断の推移(輸送用機械)



(出所) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査(日銀短観)」より筆者作成。

図表5 景気回復期の業況判断の推移(非製造業)

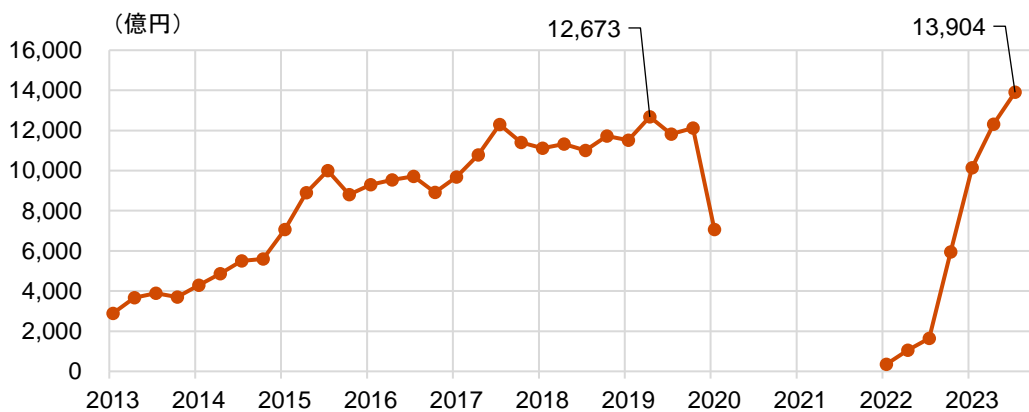


(出所) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査(日銀短観)」より筆者作成。

COVID-19 前を上回るインバウンド消費総額

訪日外国人の消費額(図表 6)は、2022年10-12月期以降、急激に拡大し2023年7-9月期には1兆3,904億円となった。COVID-19影響拡大前のピークであった2019年4-6月期の1兆2,673億円を上回り、現行統計において過去最大となった。同消費額は年間ベースでは2019年に4.8兆円であり、政府はこれを5兆円まで引き上げる目標を掲げている。直近のインバウンド需要1兆3,904億円を単純に4倍すると、年率5.5兆円となり、瞬間風速としては政府目標を達成している。もっとも現状は円安の効果も大きく、国内ではオーバーツーリズムによる外国人観光客のインフラ整備が課題となるほどである。観光客の急増に対して、タクシー運転手の担い手はCOVID-19で人の移動量が減少した際に離職が相次いだため、現状では運転手不足となっている。観光地等ではタクシーが捕まらないため、担い手を広げるためのライドシェア解禁なども課題となっている。

図表 6 訪日外国人の消費額の推移

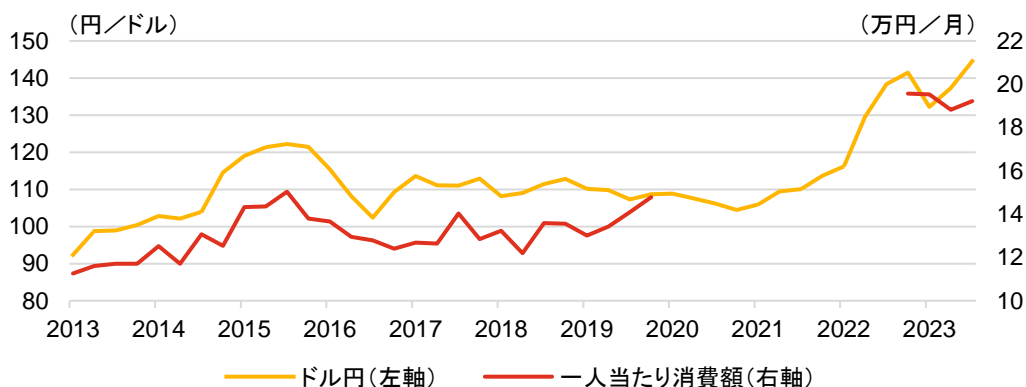


(出所)観光庁「訪日外国人消費動向調査」より、筆者作成。

訪日外国人の1人当たり消費額:13万円前後から19万円に増加して頭打ち

このような訪日外国人消費額の増加の背景には、円安があるとされる。訪日外国人の1人当たり消費額とドル円レートの関係(図表 7)をみると、COVID-19前にはドル円レートが110円前後で推移し、1人当たり消費額は13万円程度であった。昨年10月のリオープン以降は、ドル円が130~150円前後と20~40円の円安となり、1人当たり消費額は2022年10-12月期から2023年7-9月期平均で19.3万円と6万円程度増加した。一方、観光客数が増加していることもあってか、円安が進んでも1人当たり消費額は横ばいとなっている。現状の為替水準・傾向が継続すれば、今後のインバウンド需要の増加には観光客数を増加させる必要があろう。

図表 7 訪日外国人の1人当たり消費額と、ドル円レートの推移



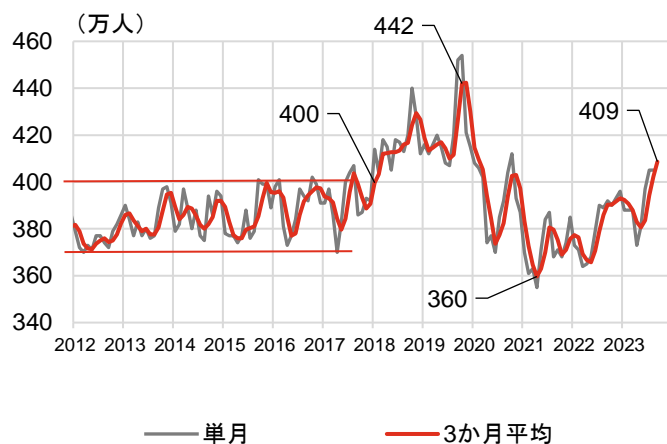
(注)「訪日外国人の1人当たり消費額」は、COVID-19の影響を受けた2020年1-3月期より、2022年7-9月期の間のデータを除く。

(出所)観光庁、日本銀行より、筆者作成。

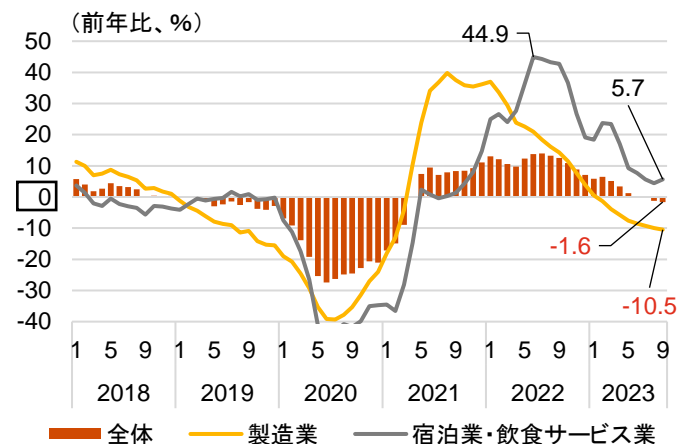
宿泊業・飲食業は、人手不足で設備投資拡大に注目

図表8で日本のインバウンド需要の受け皿となる宿泊業・飲食業の就業者数の状況(3か月平均)を確認すると、2012年から2017年までは370万人から400万人前後で推移していた。インバウンド需要の拡大を受けて、2018年1月に400万人を突破すると、2019年10月・11月に442万人まで拡大した。その後、COVID-19の影響を受けて2021年4月には360万人まで80万人ほど減少した後、人流・インバウンド需要の回復を受けて2023年9月には409万人となったが、ピークよりも30万人ほど少なくなっている。なお、訪日観光客数は2023年9月に218.4万人となった。2019年9月の227.3万人をわずかに3.9%だけ下回る水準であり、ほぼ2019年並みに回復した。このため、現状では宿泊業、飲食サービス業の就業者1人当たりの観光客数は増加しており、求人数は増加していることが想定される。図表9で新規求人数をみると、宿泊業・飲食サービス業の新規求人数は、2021年末から増加に転じ、2022年6月には前年比(3か月平均)+44.9%とピークを付けた。その後は増加ペースが鈍化し、2023年9月には同+5.7%までプラス幅が縮小している。

図表8 宿泊業・飲食サービス業の就業者数の推移



図表9 業種別の新規求人数の推移

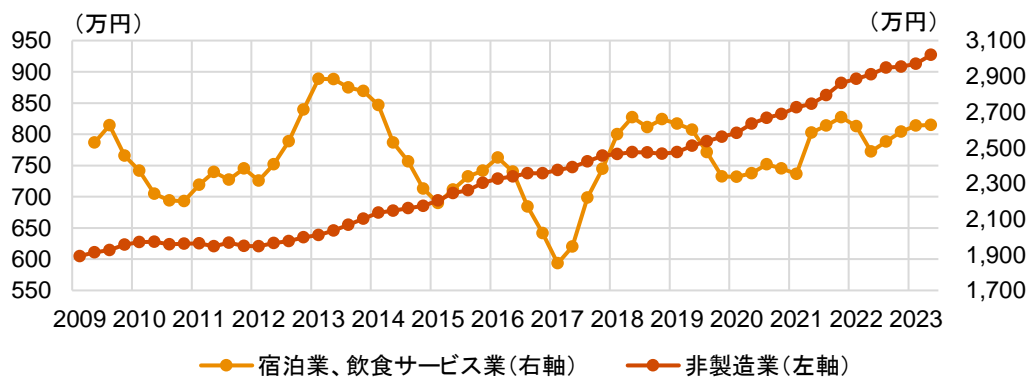


(注) 3か月移動平均。
(出所) 総務省「労働力調査」より筆者作成。

(注) 前年比、3か月移動平均。
(出所) 厚生労働省「一般職業紹介状況」より筆者作成。

こうした就業者の減少、求人の鈍化等を受けて、宿泊業におけるオンラインでの予約システムの導入、飲食サービス業における注文・会計のタッチ式パネル、ロボットの配膳システムなどの設備投資事例がみられる。しかし、図表10で同業種全体の1人当たりの固定資産額(資本装備率、4四半期移動平均)は、宿泊業、飲食サービス業ではこの間600万円から850万円までの間で横ばいでの推移となっている。一方、非製造業では2012年10-12月期の1,998万円から2023年4-6月期の3,019万円まで51.1%の増加となっている。宿泊業、飲食サービス業では1人当たりの資本が小さく、今後、設備投資の増加によって付加価値の高い財・サービスの提供による単価引き上げ、売上高や生産性の向上の余地があるといえよう。

図表10 1人当たり固定資産額の推移(非製造業および宿泊業、飲食サービス業)

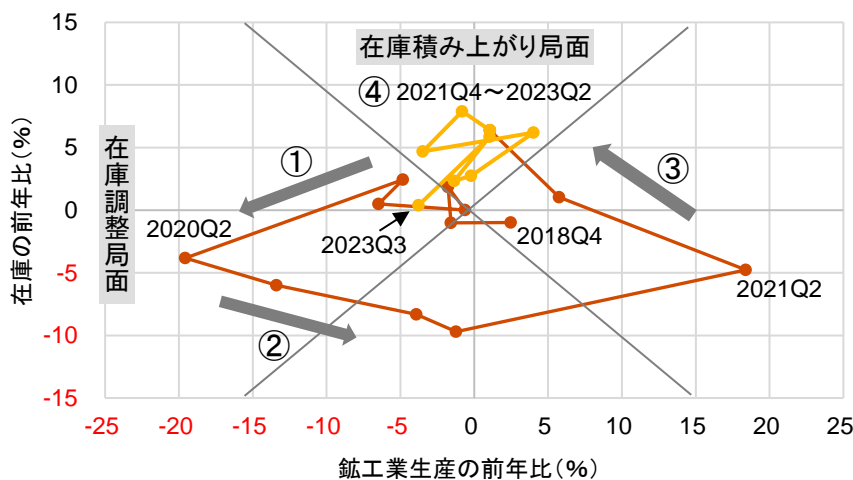


(注) 4四半期移動平均。(出所) 財務省「四半期別法人企業統計調査」より筆者作成。

在庫循環:在庫積み上がり局面から、在庫調整局面に一步踏み込む

次に製造業の動きをみるために鉱工業生産の生産・在庫の状況を確認しておこう。図表11は、横軸に生産の増減、縦軸に在庫の増減をとった在庫循環図を示している。生産と在庫の動きは反時計回りの動きをするとされる。①前回の景気後退期が始まった2018年Q4(10-12月期)以降、2020年4-6月期Q2(4-6月期)までは消費増税後の需要減少、COVID-19による需要減少を受けて、生産が前年比-20%まで落ち込んだ。②COVID-19の影響下での需要減少に対応するため、企業は在庫を減らし、生産も減らしていった。③2021年Q2(4-6月期)以降は、人流制限の緩和・経済活動の再開に備えて徐々に生産を増やして在庫を増加させていった。④2021年Q4(10-12月期)期から2023年Q2(4-6月期)の1年半ほどは、在庫が増加する中で、生産は増減を繰り返して大きく変化しておらず、在庫積み上がり局面が継続していた。⑤2023年Q3(7-9月期)には在庫を減らすために生産が減少に転じる在庫調整局面に入った。現状は、在庫循環図上、①の2018年Q4から2020年Q2にかけての景気後退期と同じところに位置している。

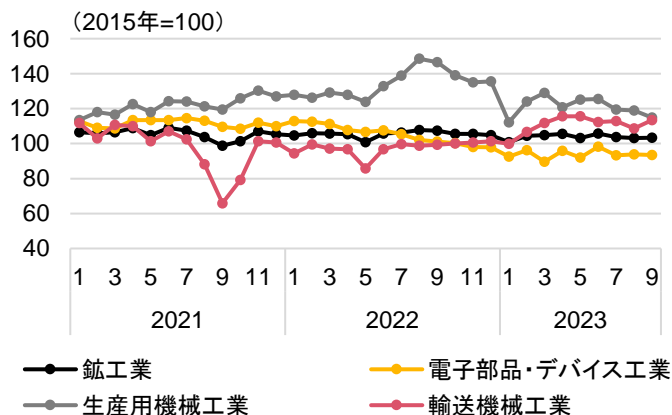
図表11 日本の在庫循環図



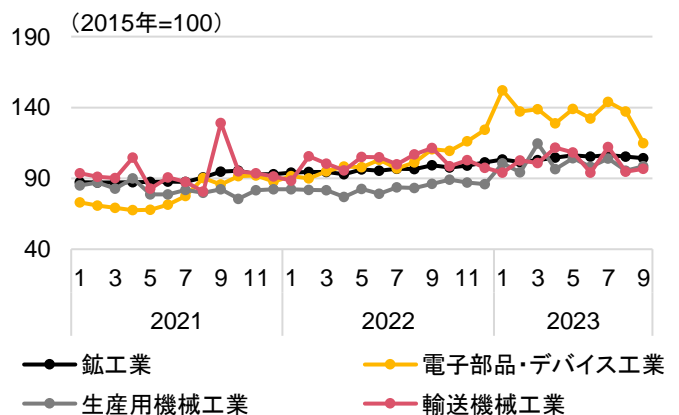
(出所) 経済産業省「鉱工業指数」より筆者作成。

そこで、改めて生産(図表12)、出荷に対する在庫の比率を示す在庫率(図表13)を確認しておこう。生産では、2022年後半以降、半導体製造装置を含む生産用機械工業が弱含んでいる。在庫率(図表13)では、電子部品・デバイス工業の高止まりが目立っていたが、上記の減産の動きもあり、9月に急激に低下した。一方、輸送機械工業は、図表12の生産をみると2023年に入り半導体の供給制約が緩和して持ち直したものの、年央以降はやや弱めの動きとなっていたが、9月に入り再び強含んでいる。

図表12 業種別生産(季節調整値)



図表13 業種別在庫率(季節調整値)



(出所) 経済産業省「鉱工業指数」より筆者作成。

もっとも今後、必ず在庫調整局面に入るとは限らない。海外経済での回復が継続した輸送用機械の増産、半導体サイクル回復による半導体電子部品・デバイス工業の在庫率の更なる低下などが起きる可能性がある。次に、こうした点を確認していこう。

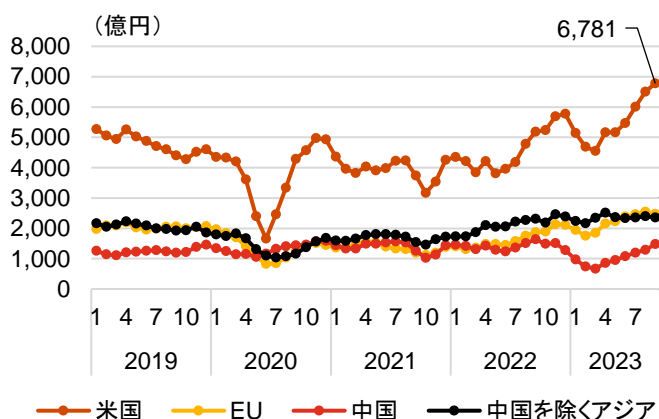
輸送用機械の輸出動向：欧米向けが持ち直し、米国向けは過去最高を更新／中国・アジアは軟調

まず輸送用機械について、地域別の輸出金額の推移(3か月移動平均)をみたのが図表14・15である。COVID-19の影響拡大前から、米国向けが4,000～5,000億円規模で最も大きかったが、2023年以降特に増加し、2023年9月には6,781億円に到達した。リーマンショック前にあたる2006年12月の6,443億円を超えて、現行統計の1988年1月以降で最大となった。米国の2023年7-9月期の実質GDPは前期比+4.9%となり、うち消費が同+4.0%と大幅に押し上げた。財が同+4.8%、耐久財が同+7.6%、非耐久財が同+3.3%、サービスが同+3.6%と全般的な増加となった。利上げによる景気減速が懸念されているが、労働市場が逼迫している状態が継続し、求人が減少する中で物価の増加ペースが鈍化していることで、消費の伸びが維持されている模様だ。もっともこうした消費を支える一因とされる株価の上昇による資産効果については、足元株式市場がやや下落しており、逆資産効果による消費の落ち込み、利上げ、金利上昇の影響による自動車購入への下押し圧力には警戒が必要であろう。

また、近年増加しているのはEU向けで、2023年9月には2,500億円程度まで拡大している。COVID-19前の2,000億円程度から増加している。欧州景気は、利上げやエネルギー価格の上昇もあって7-9月期もマイナス成長となることが懸念されている。ECBは景気減速が強まったことから10月の利上げを見送った。また、中東地域の地政学リスクの高まりによってエネルギー価格が上昇すれば、エネルギー輸入地域のEUは大きなダメージを受ける。日本からの自動車輸出の好調さが堅調に推移するかは注視してみていくべきであろう。また、COVID-19前には中国を除くアジア向けも2,000億円程度でEU向けと同程度であった。同地域向け輸出は2021年頃からの回復過程ではEU向けを上回るペースで回復していたが、2022年後半頃から伸びが鈍化し、足元では再びEUと同程度の2,500億円程度となっている。

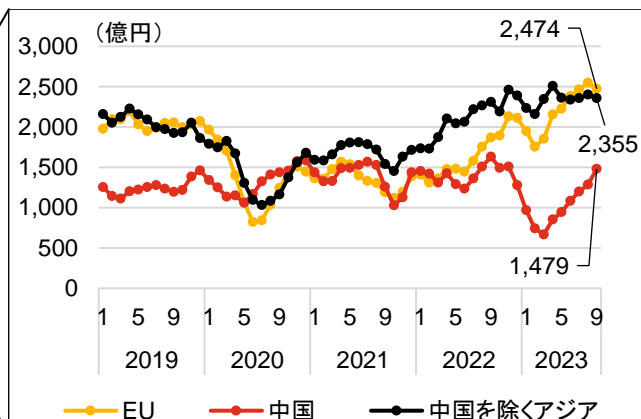
次に、中国向け自動車輸出はCOVID-19前の1,200億円程度から、1,500億円の壁をなかなか超えられず、ここで取り上げた4地域の中で最も回復が緩慢であった。2022年末にかけては中国政府が自動車購入をサポートする政策を実施していた。2023年に入って下支えがなくなったことで輸出金額も668億円にまで減少した。その後は、経済活動の再開の影響などで戻しているものの、2023年9月で1,479億円までの回復に留まっている。2020年～2022年前半までは、中国向けとEU向けが1,300億円程度で、ほぼ同程度であったが、足元では中国向けの方が1,000億円程度低く、中国の内需の弱さが伺える。中国では財政赤字の規模を3.0%から4%弱に広げる決定をし、これによる内需の回復を意図しているとされる。また、中国国内の景気循環とは別途、この間に米国による半導体規制の導入・強化、原発の処理水を巡る中国による水産物輸入規制の導入など、貿易を制限する動きが続いている。中国国家計の日本製品に対する需要が変化しないかも注目であろう。

図表14 輸送用機械の輸出金額(米欧中ア)



(注) 3か月移動平均。
(出所)財務省より筆者作成。

図表15 輸送用機械の輸出金額(欧中ア)

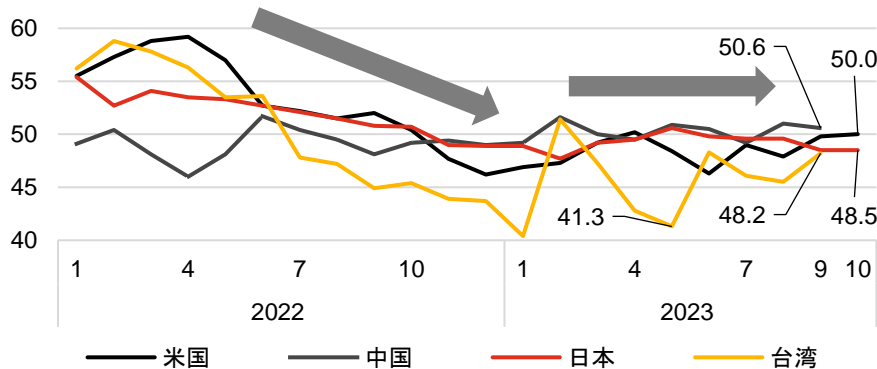


(注) 3か月移動平均。
(出所)財務省より筆者作成。

回復の芽がみられるグローバルの製造業

次に各国の製造業の動向を、PMI でみたのが図表 16 である。米国、日本、台湾については、2022 年から悪化し、2023 年以降は横ばいで推移していた。米国の製造業 PMI は、10 月に景気の節目となる 50 を回復した。米国の製造業 PMI は昨年 11 月以降、今年 4 月を除いて 50 を下回るなど、米国の製造業は停滞気味となっていた。日本は、2022 年 11 月以降、概ね 50 を下回っている。一方、半導体関連で大きな影響を与える台湾の製造業 PMI は 5 月に 41.3 まで落ち込んだ後、9 月に 48.2 まで持ち直している。

図表 16 各国の製造業 PMI の推移

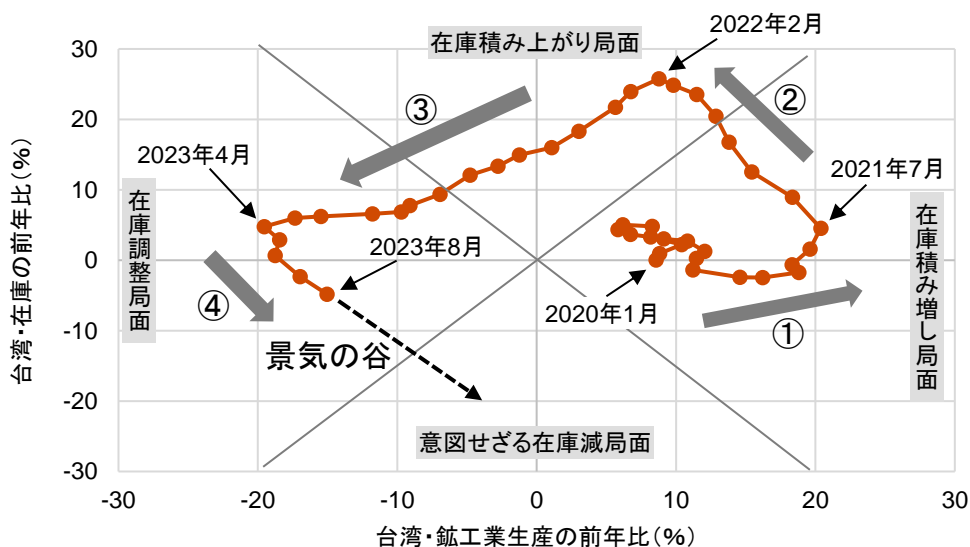


(出所) Macrobond、S&P Globalより筆者作成。

景気の谷が近い台湾の在庫循環

図表 11 の日本の在庫循環図では、在庫調整局面に一步踏み込んでいた。台湾の在庫循環図を、直近の動きを細かくみるために月次でみたのが図表 17 である。①2020 年 1 月から 2021 年 7 月までは、日本と同様に生産が拡大する局面であった。次に②2021 年 7 月から 2022 年 2 月まで生産が増加して、在庫を積み増す局面となった。③在庫が増加する中で、生産が増加から減少に転じ、2023 年 4 月まで減産の拡大が継続していた。2023 年 4 月に減産の動きが一服し、減産幅が縮小し、7 月・8 月は在庫が減少に転じている。このように台湾では日本に先んじて在庫調整が進展している。今後、点線で示したように減産幅の拡大と在庫減少が継続して、45 度線を横切れば、在庫循環は谷を迎えて回復に向かう局面となる。

図表 17 台湾の在庫循環図



(出所) Macrobondより筆者作成。

まとめ：日本の景気循環：インバウンド需要堅調の内に製造業が回復するかが鍵

本レポートでは、2020年Q3(7-9月期)以降の今次景気回復局面の非製造業・製造業の状況を確認してきた。2021年後半までは製造業の回復が主導し、2022年以降は人流・経済活動の回復につれて非製造業の回復にバトンタッチしてきた。インバウンド需要については、1人当たり消費額がCOVID-19前の13万円程度から円安の影響で19万円程度まで拡大した。しかし、足元では増加ペースが鈍化しており、同消費額の更なる拡大余地は限定的にもみえる。今後は観光客数が2019年を上回ることによってインバウンド需要全体が拡大する余地があろう。同業の就業者数はCOVID-19拡大前を10%下回っている中で、求人数の伸びは鈍化している。今後は設備投資の増加により、停滞していた1人当たり資本を増加させ、高付加価値の財・サービスの提供、売上や生産性の拡大が求められよう。

製造業の動向について、在庫循環図をみると、COVID-19後の在庫循環は既に一巡している。2021年Q4から2023年Q2までのほぼ1年半は、在庫積み上がり局面に留まっていた。2023年Q3に、在庫を減少させるため減産する在庫調整局面に一步踏み込んだ。

輸出の柱の一つである輸送用機器の動向をみると、米国向けの輸出金額が堅調に増加し、過去最高となった。欧州向けも回復基調にあるものの、同地域の景気後退が懸念されており、地政学リスクの影響と併せて慎重にみる必要があろう。中国を除くアジア向けはこのところ伸びが鈍化しており、同じ回復が鈍い中国向けと共に動向が注目される。

輸出のもう一方の柱である半導体関連では、グローバルで製造業は下げ止まりつつあり、景気拡大に転じる兆しがある。半導体の動向に大きな影響を与える台湾の在庫循環は、在庫調整局面にあるものの、減産の幅が転じて在庫調整局面が終了に向かいつつある。今後、景気の谷を迎えて、徐々に増産に転じていく公算が大きくなっている。こうした半導体サイクルが上向きに転じれば、日本の在庫調整が更に進展していく可能性もある。

以上を踏まえて、今後の景気見通しを考えると、現状はインバウンド需要による非製造業の回復が継続しており、この動きが継続している間に製造業が在庫調整を経て増産に向かう、つまり、景気のけん引役が非製造業から製造業へと再びバトンタッチすれば景気拡大が長期化する可能性がある。一方、利上げによる欧米経済の減速、不動産市況の悪化による国内経済への下押しが大きくなっている中国経済の減速の影響が大きくなれば、このようなバトンタッチが起こらずに、現在の在庫調整局面が進展する可能性もある。また、現状の為替市場の円安は、米国の利上げを受けた米・長期金利の上昇、日米金利差の拡大によるものである。現状ではまだ見通せないが、今後米国の物価が2%に低下していく道筋が明確化していけば、利上げの終了を織り込んで日米金利差が縮小に転じ、円高に転じていく可能性もある。その場合は、インバウンド需要にも下押し圧力となろう。上記でみた海外経済や半導体サイクルの影響を考慮することも重要であるが、国内ではインフレに負けない賃上げの継続、実質所得の拡大によって内需を拡大し、自律的な回復を目指すことが肝要であろう。

伊藤 篤
シニアエコノミスト

PwC Intelligence
PwC コンサルティング合同会社

PwC Intelligence 統合知を提供するシンクタンク

<https://www.pwc.com/jp/ja/services/consulting/intelligence.html>

PwC コンサルティング合同会社

〒100-0004 東京都千代田区大手町 1-2-1 Otemachi One タワー Tel:03-6257-0700

©2023 PwC Consulting LLC. All rights reserved. PwC refers to the PwC network member firms and/or their specified subsidiaries in Japan, and may sometimes refer to the PwC network. Each of such firms and subsidiaries is a separate legal entity. Please see www.pwc.com/structure for further details.

This content is for general information purposes only, and should not be used as a substitute for consultation with professional advisors.