

Monthly Economist Report

解凍経済で変化する企業の価格付け・U字型に上昇した賃金体系

2024年1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

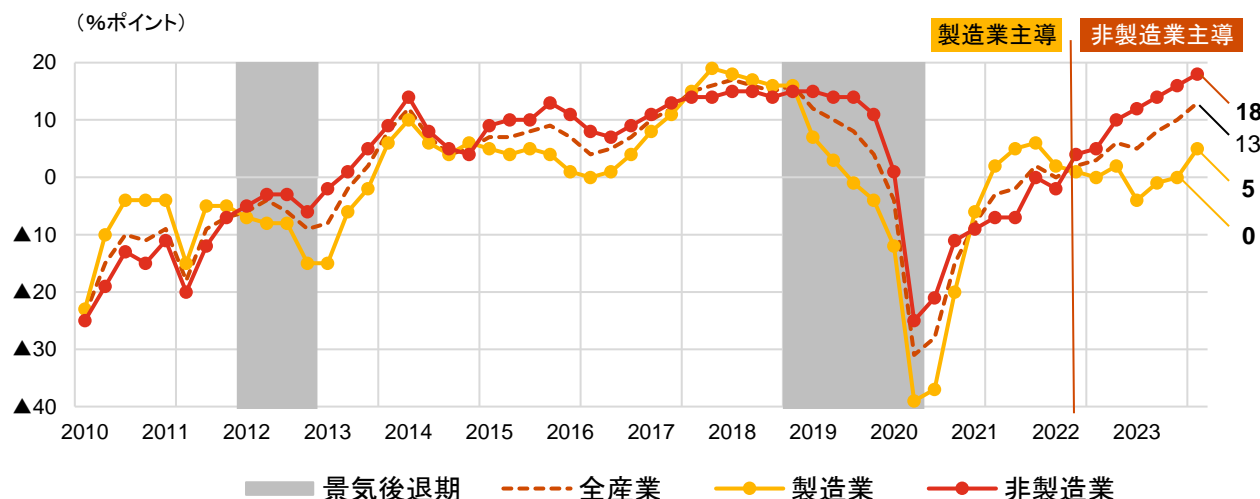
サマリー

- 足元の企業の景況感は、非製造業の回復が続く中、輸送用機械の改善で製造業も持ち直している。
- 名目インバウンド消費額は COVID-19 前を越えた。宿泊費やテーマパークなどの消費額が増加し、価格も上昇している。
- 30年ぶりの高さとなった昨年の春闘の内容が明らかとなり、中小企業、若年・高齢層の賃上げ率が高くなっている。
- 製造業では、日本の在庫循環は一進一退で在庫調整が進展していない。一方、半導体と関連の強い台湾では在庫調整を終えて景気の谷をつけるところまできている。
- 足元では、日本経済解凍の動きが続いているが、実質所得の低下、海外需要などリスク要因も多い。

2021年後半までは製造業主導、それ以降は非製造業主導

2023年10月のレポート「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」において、「日本経済は2020年のCOVID-19の影響を受けた行動制限による落ち込みの後、当初は製造業主導で回復を遂げた。2022半ば以降、半導体の供給制約による影響を受けた輸送用機械の落ち込みなどで、製造業は横ばいとなった。代わりに非製造業主導での回復を遂げていたため、この回復が継続する中で製造業が回復に転じるかが景気回復持続の鍵である」としていた。本レポートでは、10月以降の経済指標を踏まえて、足元の経済・物価動向を確認し、今後の見通しを述べたい。図表1で企業の大規模・全産業の業況判断をみると、足元の景気を牽引している非製造業は18となり、前期の16よりも更にプラス幅を拡大した。大企業非製造業でみると、地価上昇もあり取引が活発化している不動産業、インバウンド需要・国内旅行が回復している宿泊・飲食サービス、通信などが押し上げた。

図表1 日銀短観・業況判断の推移



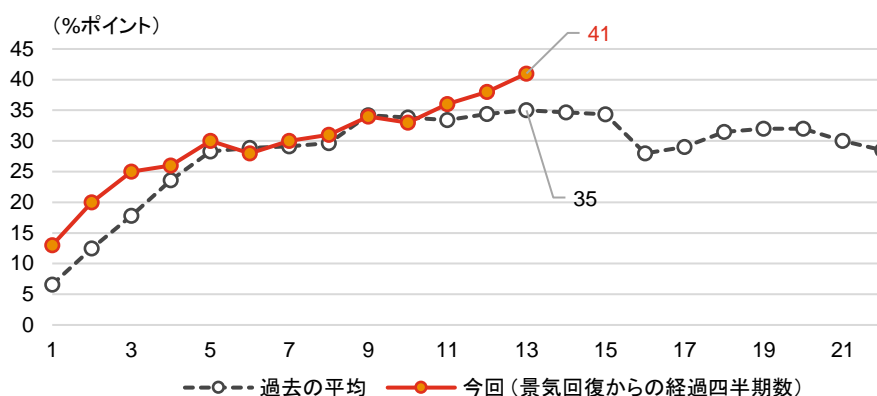
(出所) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査(日銀短観)」より筆者作成。

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を超えていた。2023年12月調査の全産業の業況判断は、製造業・全規模で5となり、前期の0から5の拡大となった。製造業のうち大企業の業況判断では、欧米向け輸出が好調な自動車、金属製品、非鉄金属などが押し上げた。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っていたが、12月調査で持ち直した。足元の日本経済では、非製造業の回復が継続する中で、製造業に持ち直しの動きがみられる。

過去の景気回復と今次景気回復局面との比較

このように景気は堅調ではあるものの、回復期間は既に3年以上に及んでいる。このため、今後の回復持続性や見通しを考えるために、過去の景気回復局面と比較してみたい。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12月調査が13四半期後である。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2**の全産業をみると、13四半期後時点で過去平均では35であったのに対して、実績では41まで拡大している。過去の傾向では15四半期まで2四半期ほど横ばいでの動きが続いた後、やや景況感が緩やかになる傾向にある。

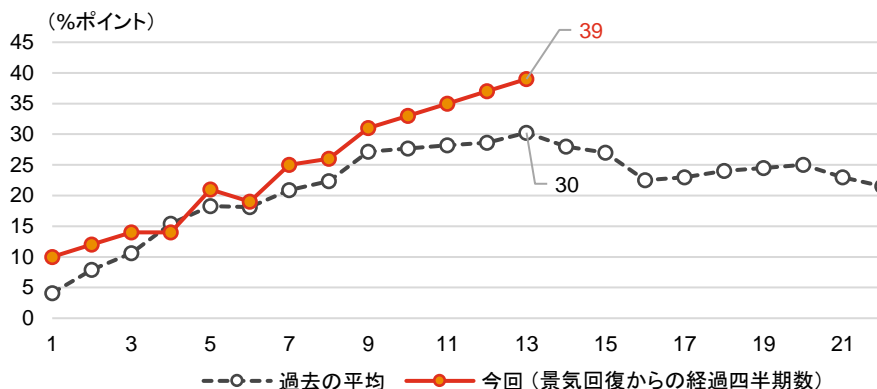
図表2 景気回復期の業況判断の推移(全産業)



(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。

次に、**図表3**の非製造業は、景気回復7四半期目から過去平均を上回り続け、13四半期目となる12月調査では+39までかなり強い回復となっている。過去平均では13四半期目に30まで回復し、その後は回復が緩やかになる傾向にあった。

図表3 景気回復期の業況判断の推移(非製造業)

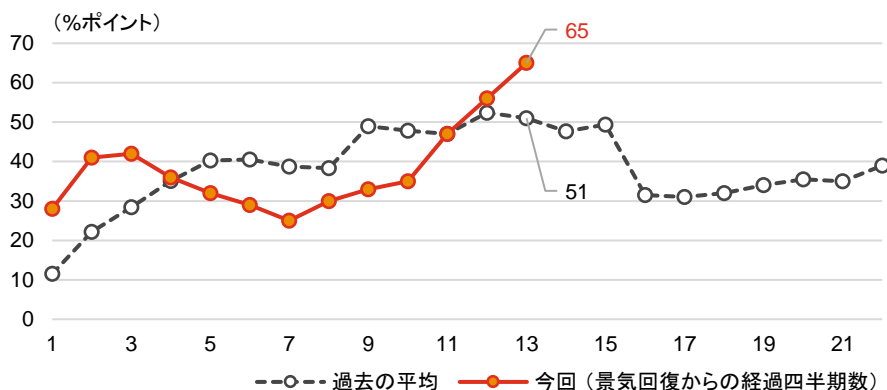


(出所) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査(日銀短観)」より筆者作成。

半導体不足で変則的な落ち込みを示した輸送用機械、製造業は過去平均を上回る

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5**)。輸送用機械は半導体不足の解消を受けて12四半期後によく過去平均を上回った。**図表4**で、13四半期目の輸送用機械の過去平均をみると累積で51までの回復であったのに対して、12月調査の実績は65と大幅に上回っている。

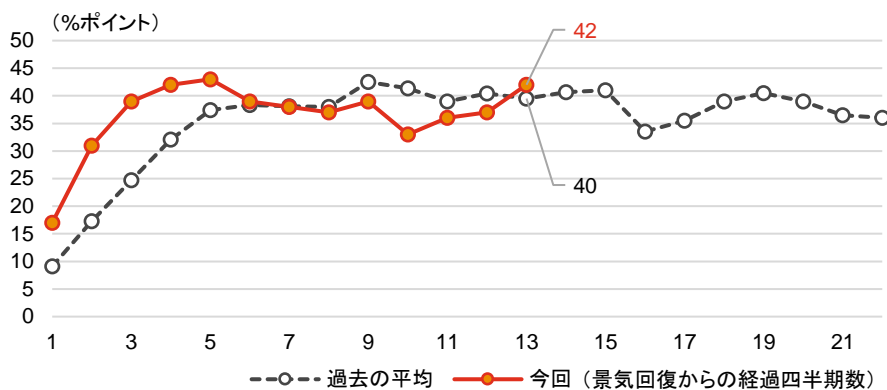
図表4 景気回復期の業況判断の推移(輸送用機械)



(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の製造業の景況感は、上記の輸送用機器の落ち込みから9~12四半期では過去平均を下回っていた。13四半期目の実績値は42となり、僅かではあるが過去平均の40を上回った。景気が失速することなく、再び持ち直した。過去平均では今後16四半期目からやや回復が鈍化する傾向がある。

図表5 景気回復期の業況判断の推移(製造業)



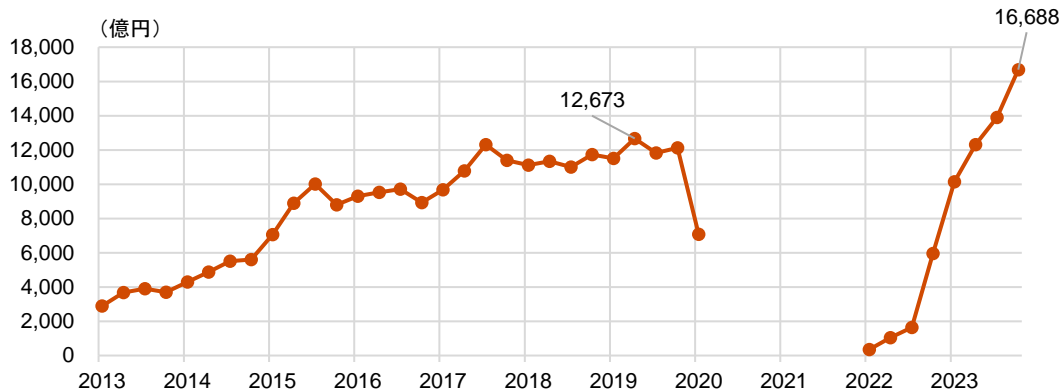
(出所)日本銀行「全国企業短期経済観測調査(日銀短観)」より筆者作成。

このように、非製造業の回復が力強さを増す中で、製造業も持ち直しつつある。依然としてCOVID-19からのペントアップ需要の発現などもあるものの、過去の景気回復局面と比較しても景気の姿は良好となっている。過去には16四半期目からは回復が鈍化する傾向があるが、今回は半導体の供給網の遅延という特殊要因の影響を受けているため、回復が持続する可能性もあろう。次に、非製造業の重要な部分であるインバウンド需要の動向について確認しておこう。

インバウンド名目消費:2023年は5.3兆円で政府目標を突破/瞬間風速は年間6.7兆円ペース

インバウンド消費額、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10-12月期には1兆6,688億円となった。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4,000億円程度上回り、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2023年に5兆2,923億円(2019年:4.8兆円)に到達し、政府目標の5兆円を上回った。2023年10-12月期の1兆6,688億円を単純に4倍すると、年間6.7兆円となる。もっともこれらは名目の金額であるため、近年のインフレの影響を受けている。この影響を除外してみるため、実質値も確認しておこう。GDPベースでインバウンド需要に該当する非居住者の実質国内消費は、2023年7-9月期に4兆1,501億円となり、COVID-19前のピークである2019年4-6月期の4兆7,133億円を下回っている。今後、名目消費額の増加が継続する中で物価上昇が落ち着きを見せれば、実質ベースでもCOVID-19前を越えて拡大するかが注目されよう。

図表6 訪日外国人の消費額の推移

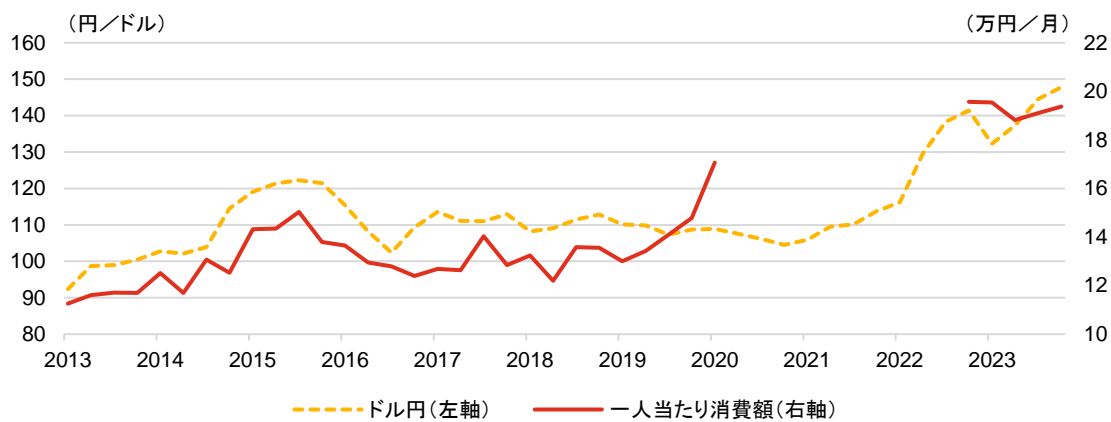


(出所)観光庁「訪日外国人消費動向調査」より、筆者作成。

訪日外国人の一人当たり消費額:13万円前後から約20万円に増加して頭打ち

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。訪日外国人の一人当たり消費額と、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、一人当たり消費額は12~14万円程度であった。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、一人当たり消費額は2022年10-12月期から2023年10-12月期平均で19.4万円と5~6万円増加した。一方、観光客数が増加していることもあってか、円安が進んでも一人当たり消費額は横ばいとなっている。

図表7 訪日外国人の一人当たり消費額と、ドル円レートの推移

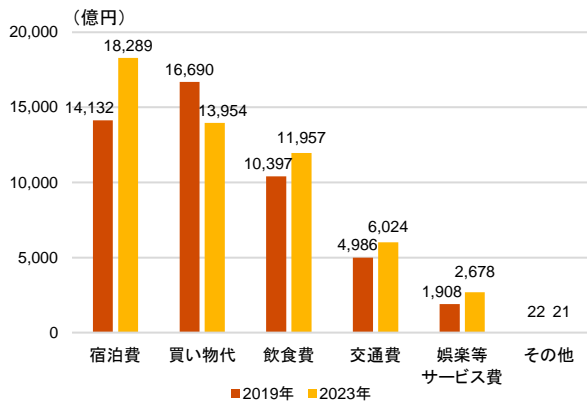


(注)「訪日外国人の一人当たり消費額」は、COVID-19の影響を受けた2020年1-3月期より、2022年7-9月期の間のデータを除く。
(出所)Macrobond、観光庁「訪日外国人消費動向調査」、日本銀行より、筆者作成。

2023年のインバウンド消費内容は、買い物代が減少、宿泊費等で増加／関連項目の値上げ圧力へ

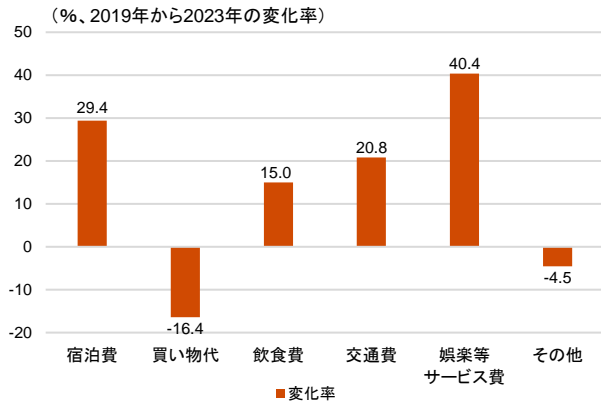
このように、名目インバウンド需要は急激に回復し2019年を上回った。またその消費内容も大きく変化している。図表8は、主な消費項目について、2023年の消費額の多い順に並べている。これによると、もっとも多いのは宿泊費で2023年に1兆8,289億円となり、2019年比+29.4%の増加となった(図表9)。2019年で最も多かった買い物代は、2023年には1兆3,954億円となり、2019年対比-16.4%と1割以上の落ち込みとなった。いわゆる爆買いで知られた中国人観光客が2023年は242.5万人と、2019年対比-74.7%と7割以上の落ち込みとなっていることが背景にある。一方、それ以外の項目は増加している。具体的には2023年の飲食費は1兆1,957億円と2019年比+15.0%、同年の交通費は6,024億円と同+20.8%、同年の娯楽等サービス費は2,678億円と同+40.4%と、軒並み1割以上の大幅な増加となっている。

図表8 外国人観光客の消費内訳



(出所) 観光庁「訪日外国人消費動向調査」より筆者作成。

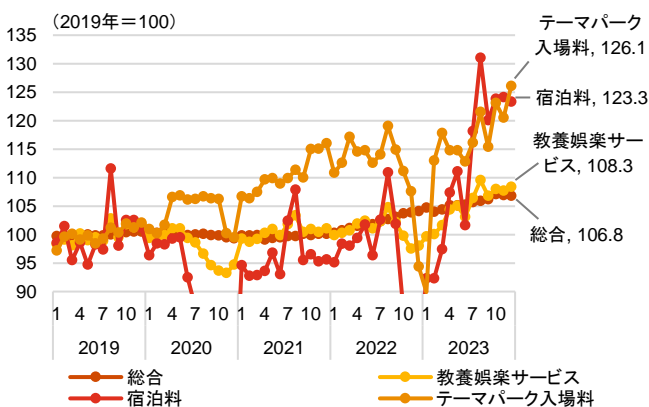
図表9 外国人観光客の消費の増減率



(出所) 観光庁「訪日外国人消費動向調査」より筆者作成。

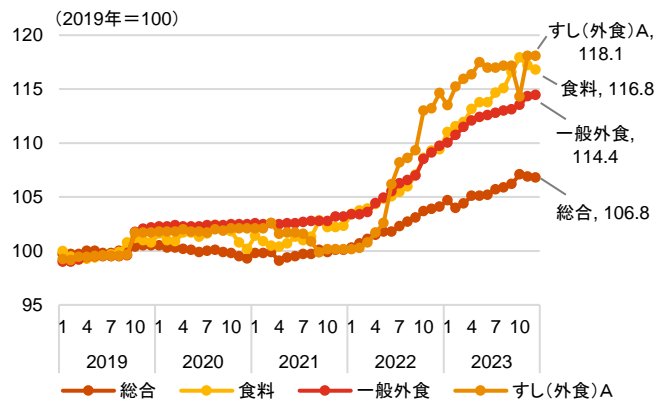
こうしたインバウンド需要の増加・内容変化は、企業の価格付けにも変化をもたらしていると思われる。図表10と11では2019年平均を100として基準化した値を示しており、グラフ中の数字は2023年12月のものである。まず、図表10で買い物代に代わって最大の支出項目となった宿泊料を確認しておこう。夏休みなどの長期休暇などの影響が大きいので、価格の変動が大きく、2023年12月には123.3と2割以上も上昇している。この間の教養娯楽サービスの伸びは+8.3%であり、総合物価指数の伸び同+6.8%を上回っている。また、インバウンド需要のうち、娯楽等サービス消費額は2019年比+40.4%となっており(図表9)、関連するテーマパーク入場料も同+26.1%となっている(図表10)。同入場料は2022年10月の前から伸びていたが、2023年後半から更に加速している。また、インバウンド需要では飲食費消費額も同+15.0%と大きく伸びている(図表9)。日本食代表として海外観光客に人気の高いすし(外食)Aをみると(図表11)、2022年10月のリオープンから伸びを高めて同+18%増加している。こうした分野では、海外旅行者向けの価格付けを実施する事例がみられており、需要の強さから企業が価格付けを積極的に変更している公算が大きい。

図表10 宿泊料・テーマパーク入場料等の価格推移



(出所) 総務省「全国消費者物価指数」より筆者作成。

図表11 すし等の価格推移



(出所) 総務省「全国消費者物価指数」より筆者作成。

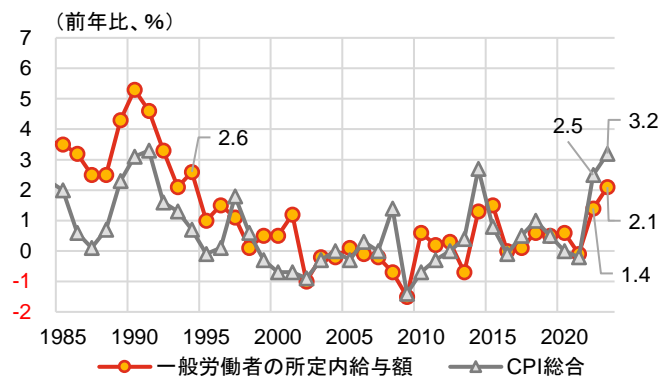
実質賃金マイナスの中で進行する企業の価格決定行動の変化

こうした価格の引き上げが、賃金上昇に結びついている。2023年を振り返ると、物価はCPI総合で前年比+3.2%となり、2022年の同+2.5%よりも加速した。一方、一般労働者の所定内賃金給与は2023年に同+2.1%となり、こちらも2022年の同+1.4%よりも加速した。実質賃金はマイナスであり、消費が拡大しにくい面があるのも事実であるが、個別の企業の価格付けの面で大きく変化している部分もある。テーマパークでは入場料の値上げと共に、アプリ上で追加料金を支払うと人気アトラクションに優先的に入場できる仕組みを導入している施設もある。この場合、アプリ開発やメンテナンスのコストはかかるものの、基本的にこれまで通りのサービス提供でより多くの収入を得ることができる。もちろん、追加料金を支払ってでも利用したい、というほど魅力的な施設である必要がある。そうした施設やアプリ開発によって利用者・消費者にとってより便利で効率的なサービスを提供し、高付加価値化を遂げていることになる。また、飲食店や宿泊施設では海外からの観光客向け用の価格付けを行う企業も増加している。また、インバウンド需要に限らず内需向けでも、ファーストフード店では同じメニューであっても時間帯や販売地域によって価格付けを変更する企業も増えている。このように、非製造業・インバウンド需要等を起点として、企業が積極的に価格を引き上げる事例が増加している。実質賃金がマイナスであるのは確かであるが、こうした前向きな動きが出ている点にも目を配るべきであろう。

2023年の企業規模別の賃上げ状況：中小企業で増加、大企業で減少

賃上げに話を戻すと、2023年の所定内給与(月給)は、前年比+2.1%の31万8,300円となり、1994年の同+2.6%に次いで29年ぶりの高さとなった(図表12)。規模別や年齢別については、例年3月に厚生労働省が公表する「賃金構造基本統計調査」を待つ必要があった。しかし、2023年分については同省が一部の指標について、速報として2024年1月に公表した。同速報値から図表13で企業規模別にみると、一般的に指摘される「賃上げは大企業に限られ中小企業は実施できていない」との見方に反し、所定内給与(月給)は従業員100~999人規模の中企業で前年比+2.7%、同10~99人の小企業で同+3.4%と規模が小さい企業ほど伸びが高くなった。むしろ、同1,000人以上の大企業で同-0.7%と減少した。ここでは所定内給与のみが対象であり、ボーナスなどの特別手当などは含まれていないことには留意されたい。

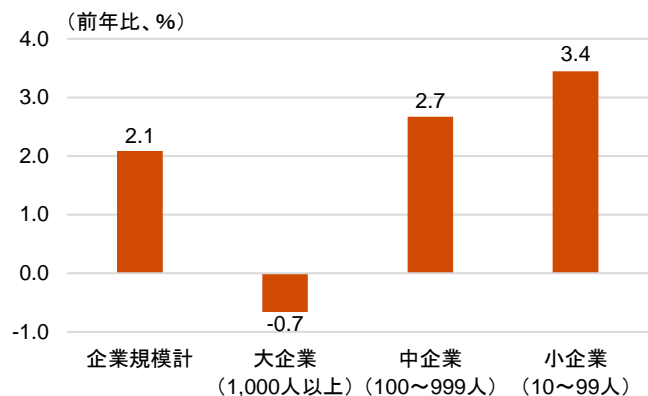
図表12 物価と賃金(月給)の推移



(注)カッコ内は、従業員数。

(出所) 総務省「消費者物価指数」、厚生労働省「賃金構造基本統計調査速報」より筆者作成。

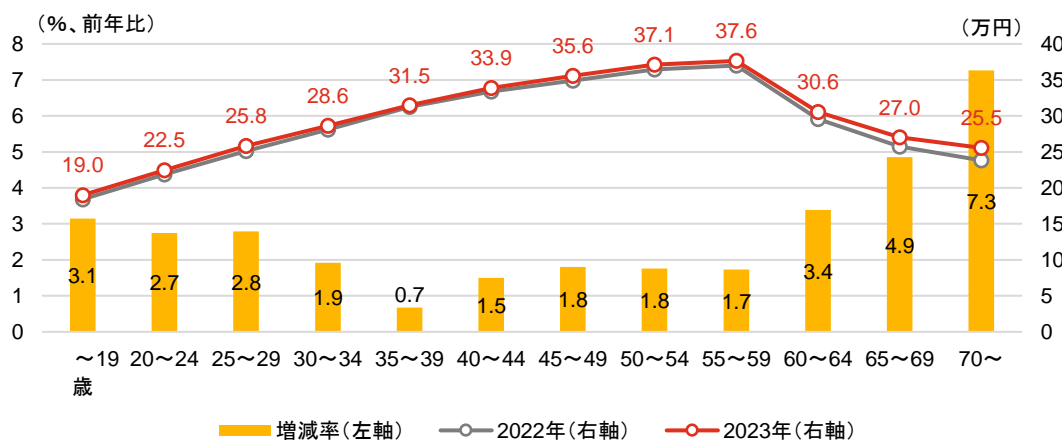
図表13 企業規模別の所定内給与額の伸び(2023年)



2023年の賃金カーブの変化: 若年層・高年層に手厚いU字型

次に、年齢別の所定内給与の伸びを確認しておこう。上記の速報値により、**図表 14**の折れ線グラフで、5歳刻みで所定内給与(月給)が判明している。日本の賃金カーブの特徴として、年功序列といわれる。所定内給与(月給)でみると、新卒の19.0万円から年齢につれて増加し、55~59歳では37.6万円と2倍程度まで増加している。それよりも高い年齢では、役職定年や定年後の再雇用などで減少し、70歳以上では25.5万円となっている。一方、**図表 14**の棒グラフで2022年から2023年までの年齢別の伸び率をみると、U字型になっている。即ち10代・20代の新卒世代の伸びが前年比+3%前後と高めの伸びとなっている。その後年齢が高くなるにつれて伸びが鈍化し、35~39歳では同+0.7%となっている。その後は年齢が高くなるにつれて伸びが高まり、70歳以上では同+7.3%となっている。つまり、企業は若年層と高齢層に手厚く賃上げを実施したことになる。

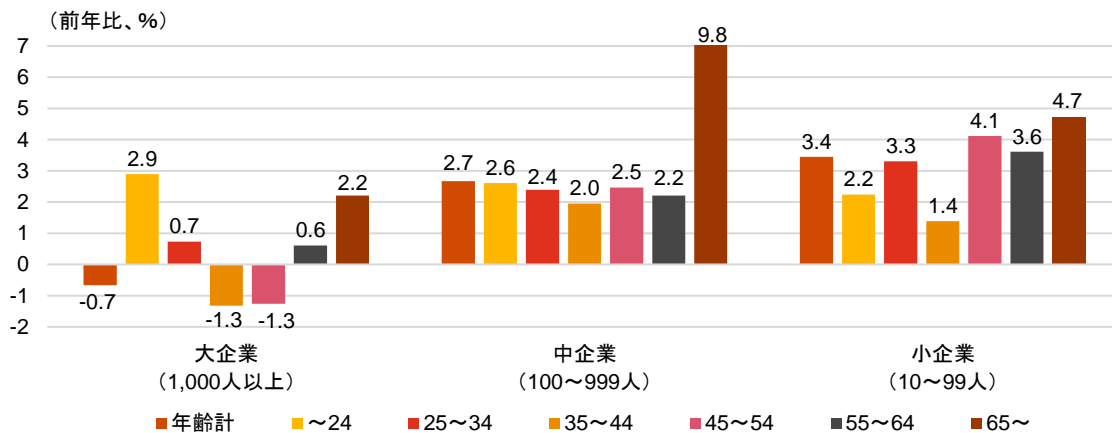
図表 14 2023年の年齢別の所定内給与(月給)



(出所) 厚生労働省「賃金構造基本統計調査速報」より筆者作成。

従業員の規模別・年齢別の賃上げ動向をみたのが**図表 15**である。この統計によると、大企業(従業員数1,000人以上)では35歳までの若年層、65歳以上の高齢層の賃上げはプラスであるものの、それ以外の伸びは限定的であり、35~54歳の中年層では減少しており、U字型が最もきつくなっている。

図表 15 2023年の規模別・年齢別の所定内給与額



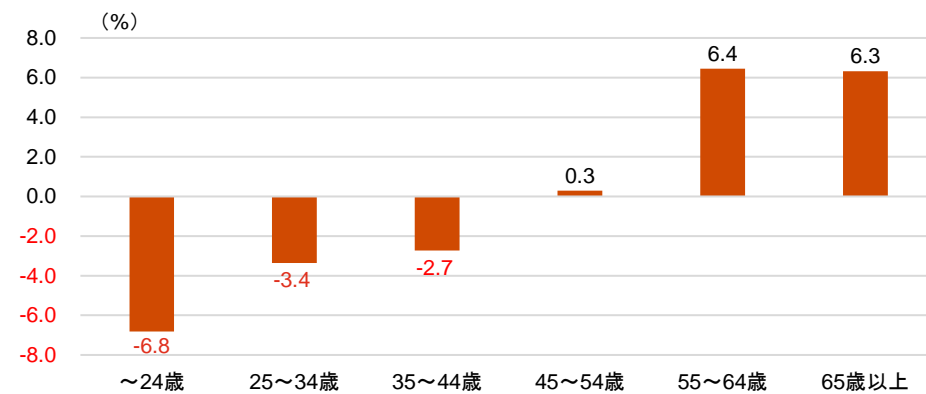
(出所) 厚生労働省「賃金構造基本統計調査速報」より筆者作成。

一方、中企業では65歳以上で前年比+9.8%と最も高い伸びとなり、小企業でも同+4.7%と高い伸びとなっている。中小企業の方が、年齢層に応じて一律の引き上げとなっている。

新規求職者数の動向：若年層で減少、高齢層で増加／労働市場に変化の兆し

このように賃金の変化がU字型となっている背景については、「賃金構造基本統計調査」の詳細結果等の今後のデータを待つ必要があるが、ここでは現在分かっているデータから背景や影響を考えてみたい。これまで日本の労働市場の特徴として、新卒で就職した会社に定年まで勤務する終身雇用制度による労働市場の硬直性が指摘されてきた。しかし、30年ぶりの賃上げをきっかけとして、より高い賃金を求めた転職活動などが活発化している可能性がある。図表16で、年齢別の新規求職者数をみると、新卒から24歳までが前年比-6.8%と最も求職者数が減少している。年齢が上がるほど求職者数の減少幅が縮小していき、45~54歳で同+0.3%と増加に転じ、55~64歳で同+6.4%、65歳以上で同+6.3%と高い伸びとなっている。

図表 16 年齢別の新規求職者数



(注) 前年比、6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。

若年層・新卒世代については、仕事内容や給与水準によって転職に前向きな場合が多く、人材流失リスクが高いため、企業が人手不足の中で優秀な人材を獲得・維持するために賃上げをしている側面がある。求人者数の動向からは、新入社員は賃上げの効果により、転職活動を抑制し、企業の人材確保策は効果が出ている可能性がある。

一方、55~60歳以上の高齢者の場合、定年後の再雇用時や役職定年をきっかけに給与水準が大きく切り下がる傾向があった。今回の賃上げでは、そうした給与の引き下げによるモチベーション低下の抑制、高齢者の持つ社内の技能維持といった目的が考えられる。しかし、求職数は増加しており、新卒・若年層と比較して、定年等の節目の時期に求職・転職活動を活発化していることも十分考えられよう。また、2023年の物価高は、食料・エネルギー価格の上昇の影響が大きかった。この影響を相殺するため、比較的所得水準の低い若年層や高年層の賃金上昇を優先させた可能性がある。

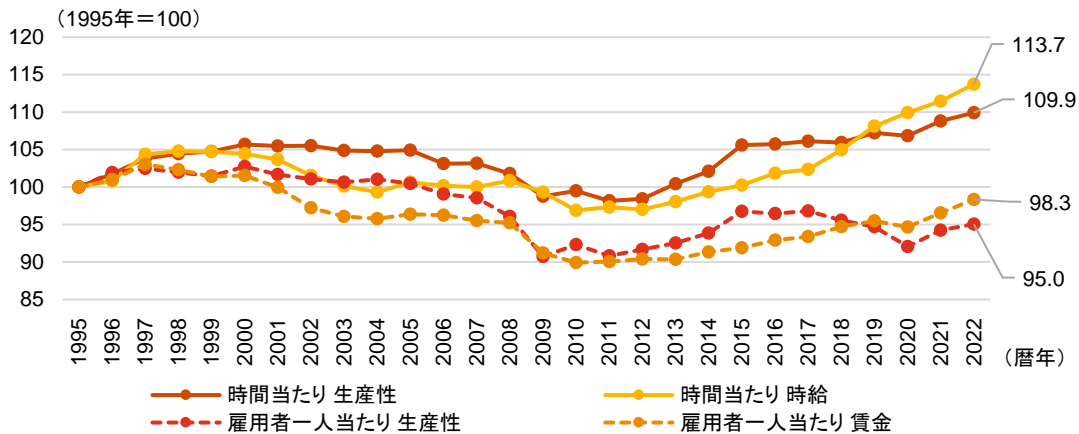
最後に30代後半から40代の中年層は大企業で賃金が減少するなど、賃上げ率が低くなっている。もともと中年層の給与水準が高いため、上記の食料・エネルギー価格の影響を比較的受けにくい側面がある。更に職務と賃金の体系についても、メンバーシップ型の管理職型から、生産性に応じたジョブ型に変化する中で、管理職が多い中年層の給与水準が見直された可能性がある。

以上のように、現状のデータから30年ぶりの賃上げによって若年層の求職活動は鈍化し、高齢層は活発化しているなど、労働市場が変化している可能性があり、今後の経済指標によって確認していきたい。

賃金と生産性：一人当たりでも時間当たりでも増加

これまでの賃上げを巡る議論では、生産性の上昇よりも賃上げの場合にはインフレになる、というロジックで賃上げが抑制されてきた。2022年まで明らかになっている「国民経済計算年報」で、生産性と賃金の状況を確認しておこう。確かに図表17の点線で示した雇用者一人当たりの生産性は、1995年の水準を下回っている。しかし、近年では女性や高齢者の短時間労働者が増えている。この影響を除外した賃金と生産性をみるために、図表17の実線で示した時間当たりの生産性と賃金をみると、生産性は同+9.9%に対して、賃金は同+13.7%増となっており、生産性と賃金は上昇しつつある。今後、持続的に生産性が増加するためには、企業が設備投資を増加させ続ける必要がある。

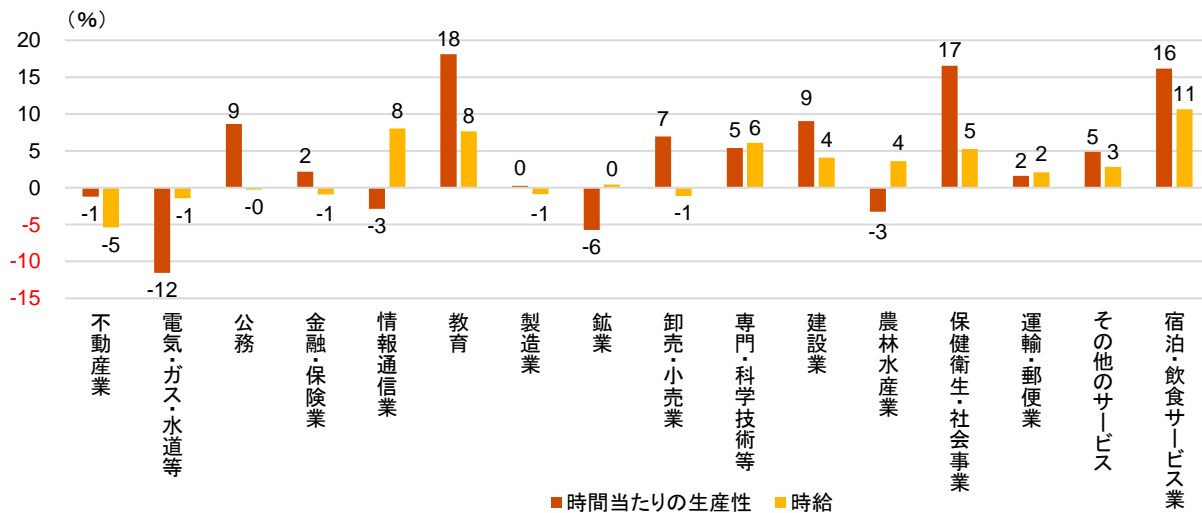
図表 17 生産性と賃金の推移



(出所)内閣府「国民経済計算年報」より、筆者作成。

次に2021年から2022年までの産業別の生産性と賃金の変化を確認しておこう。図表17でみたように経済全体としては、生産性と賃金の改善がみられる。産業別の動向をみると、図表18で生産性を押し上げたのは教育、保健衛生・社会事業、宿泊飲食サービス業などである。一方、電気・ガス・水道等の公共事業、鉱業、農林水産業が押し下げた。また、賃金については、宿泊・飲食サービス業、教育、情報通信などが押し上げている。その一方、不動産業、電気・ガス・水道等、金融保険業、製造業、卸売・小売業が押し下げた。

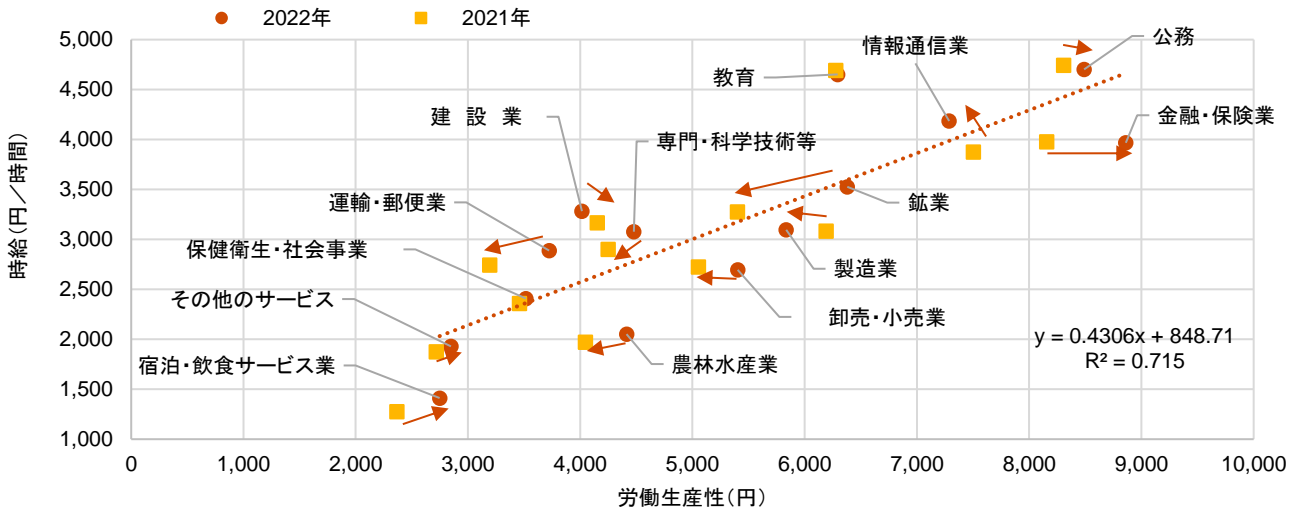
図表 18 2022年の産業別の生産性と賃金(前年比)



(出所)内閣府「国民経済計算年報」より、筆者作成。

次に図表19で2021年から2022年の生産性水準と賃金の関係を見ると、宿泊・飲食サービス、その他のサービス、保険衛生・社会事業など生産性の低い産業で生産性が改善していることがわかる。宿泊・飲食サービスは、上記でみてきた通り、インバウンド需要の影響を大きく受けていよう。日本では非製造業（サービス業）の生産性の改善が課題とされているが、特に生産性の低い産業での改善がみえることは朗報であるといえよう。

図表19 産業別の生産性と賃金（2021年⇒2022年）

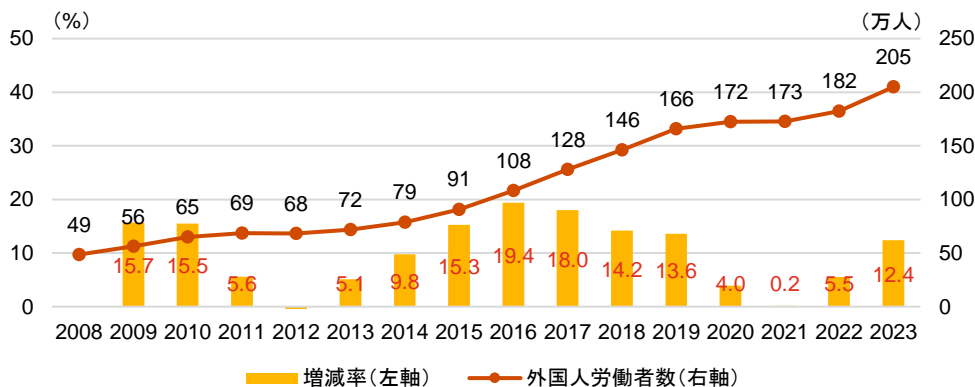


（出所）内閣府「国民経済計算年報」より、筆者作成。

外国人労働者の動向：過去最大の205万人に到達／円安でも堅調な伸び

今後、長期的な日本経済の見通しを考えると、人口が減少するため労働供給が減少することが懸念されている。また、最近の円安の影響により、外国人労働者が減少するとの懸念もみられた。しかし、図表20で2023年10月末時点の外国人労働者数は205万人、前年比+12.4%となり、過去最大となった。過去を振り返ると、2015年～2019年には、前年比で+13～+19%程度で伸びていた。2023年はその伸びは当時にはやや及ばないものの、2014年の同+9.8%に次ぐ高さとなっている。なお、国別にみると2023年はベトナム、中国、フィリピンが多くなっている。また、2022年からの伸びが高い国は、インドネシア、ミャンマー、ネパールとなっている。

図表20 外国人労働者の推移

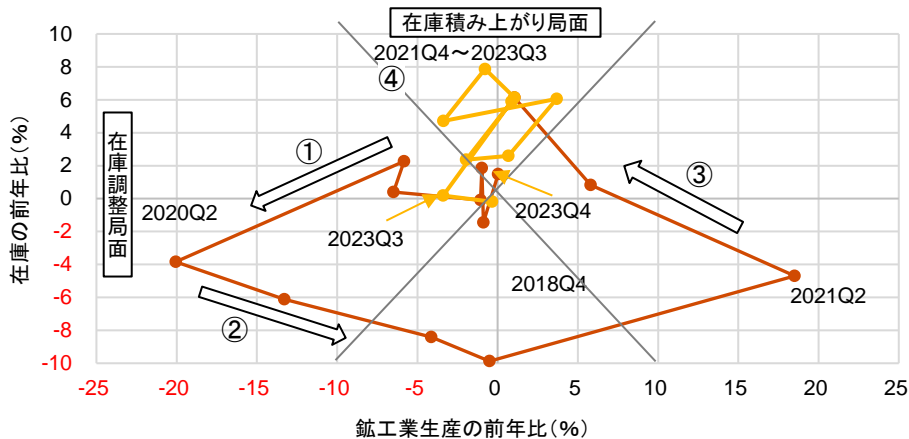


（注）各年10月末時点の数字、（出所）内閣府「外国人雇用状況」より、筆者作成。

在庫循環:在庫調整局面から在庫積み上がり局面へ後退

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 21 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。2023年 Q2 に在庫積み上がり局面から同 Q3 にかけて在庫調整局面に入った。2023年 Q4 以降、在庫調整局面に入ると左下方向、つまり生産減少、在庫減少に向かうことが予想されていた。しかし、実際には生産減少、在庫増加となり、再び在庫積み上がり局面に戻った。このように、現状の在庫循環はやや通常と異なる動きとなっている。

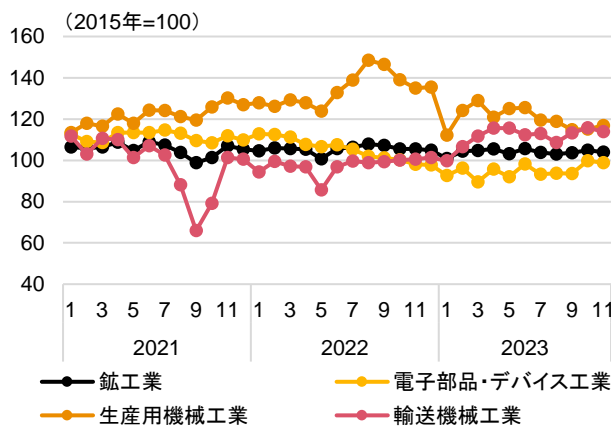
図表 21 日本の在庫循環図



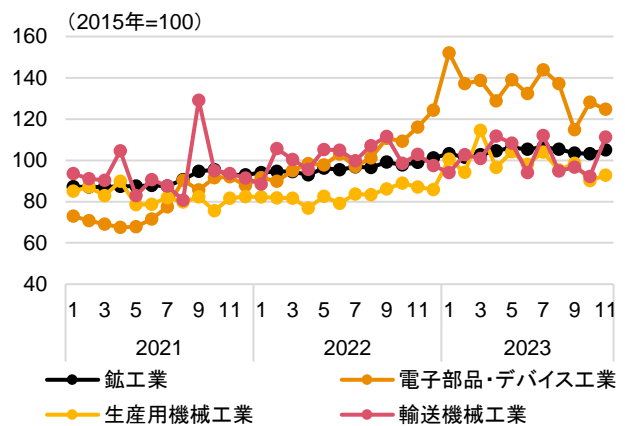
(出所) 経済産業省「鉱工業指数」より筆者作成。

そこで、改めて生産(図表 22)、出荷に対する在庫の比率を示す在庫率(図表 23)を確認しておこう。生産では、輸送機械工業が押し上げ要因となった。しかし、2022年後半以降、半導体製造装置を含む生産用機械工業、半導体・フラットパネルディスプレイ製造装置が弱含んでいることから、生産は2023年10-11月期の前年比-0.8%と減少した。在庫率では、電子部品・デバイス工業の高止まりが目立っていたが、9月に急激に低下した。一方、輸送機械工業は、図表 23 の在庫率をみると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、11月に急激に上昇(悪化)し、在庫率全体としても悪化(上昇)した。このように生産と在庫率は一進一退の状態となっている。

図表 22 業種別生産(季節調整値)



図表 23 業種別在庫率(季節調整値)

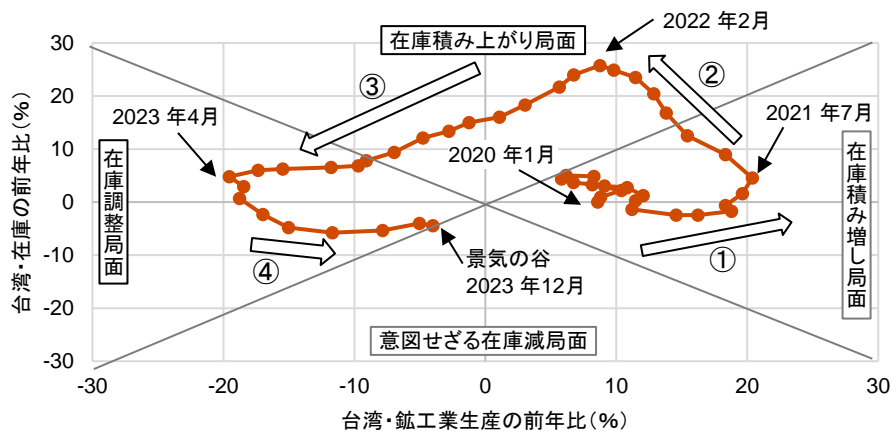


(出所) 経済産業省「鉱工業指数」より筆者作成。

景気の谷が近い台湾の在庫循環

図表 21 の日本の在庫循環図では、在庫調整局面と在庫積み上がり局面を行き来している。半導体動向に影響が大きい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 24 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。台湾の在庫循環をみると、-5%程度で減少しており、生産は-15%程度から減少幅が縮小してきている。12月には意図せざる在庫減局面に入ったところであり、在庫調整が最終局面に入り、景気の谷をつけそうな情勢である。

図表 24 台湾の在庫循環図



(出所)Macrobondより筆者作成

このように、在庫循環は日本では一進一退となっている。一方、半導体市況と連動性の高い台湾で在庫調整局面を脱し、改善が見込まれており、日本の製造業の改善を促す材料となろう。

まとめ：インバウンド需要堅調、製造業は持ち直し動き／価格・賃金で起きている変化

足元の企業の景況感は、非製造業の回復が続く中、輸送用機械の改善で製造業も持ち直している。2022年後半以降の非製造業主導での回復が継続すると共に、輸送用機械(自動車)の改善を主因に製造業の改善も進んでいる。もっとも過去の景気循環における景気回復期をみると、2023年10-12月期は13四半期目となり、15四半期目頃からは回復が鈍化する傾向がある。

インバウンド需要については、一人当たり消費額がCOVID-19前の13万円程度から円安の影響で20万円程度まで拡大した。名目のインバウンド消費額はCOVID-19前を越えた。宿泊費やテーマパークなどの消費額が増加し、価格も上昇している。インバウンド消費の中身も変わり、中国からの観光客が牽引した爆買いによる買い物代が減少した。宿泊費、教養等サービス費、交通費、飲食費の消費額が増加し、関連する国内価格も上昇している。また、海外観光客向けに値上げをするなど、企業の値付け行動にも変化が起きている。これは、値下げによって売上高を維持しようとするデフレ時代の発想から、より良いサービスをより高い価格付けで販売して売上・利益を上げようとする発想に変化していることが窺える。海外からの観光客向けだけでなく、同じ財サービスであっても、時間や顧客によって価格を変更する行動が広がっている。これは、デフレ・凍結経済時代と異なり、企業がより積極的な経営戦略を実施している点で評価できよう。

こうした凍結経済の解凍にみられる変化は賃金でもみられる。昨年の賃上げを巡って、賃上げはコストや人件費の上昇を価格に転嫁できる大企業に限られ、そうした余力の小さい中小企業の賃上げは難しい、とされてきた。しかし、今般明らかになった統計によると、むしろ中小企業での月給の賃上げが大きく、大企業の月給は減少している。また、従来、日本では年齢が上がると給与が上昇する年功序列型の賃金体系であり、必ずしも生産性に見合っていないのではないかと、との批判があった。デフレ下では年功序列に基づく定期昇給以上の賃上げが難しかったため、大きな変化がなかったが、昨年の賃金は食料・エネルギー価格を中心とした物価高の影響もあり、比較的低位賃金の若年層・高年層の賃上げ率が高かった可能性がある。一方、中年層では月給が減少した場合もあり、メリハリのついた賃上げが実施されたことが窺える。このように、30年ぶりの賃上げを受けて、従来の賃金体系が変化しつつあるとみられ、前向きの動きであるといえよう。

製造業では、日本の在庫循環は一進一退で在庫調整が進展していないものの、半導体と関連の強い台湾の在庫調整は終盤を迎えて景気の谷をつけるところまできている。

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、景気の牽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になれば、利下げに転じること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

©2024 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.