

日本経済情報 2024 年 4 月号

Summary

【内容】

景気は良好さを維持

人手不足が最大の懸念材料に

製造業や小売の一部で景況感悪化

3月の小売販売は伸び悩み

物価上昇は鈍化傾向

賃金の上昇は加速

マインド改善も加わり個人消費は拡大

設備投資は強気な計画で拡大へ

インバウンド需要は拡大持続

財の輸出は低迷続く

需給ギャップは徐々に解消へ

日銀は予想通り金融政策を現状維持

伊藤忠総研
チーフエコノミスト

武田淳
(03-3497-3676)
takeda-ats
@itochu.co.jp

マクロ経済センター長
宮崎浩
(03-3497-7354)
miyazaki-hiroshi
@itochu.co.jp

副主任研究員
中浜萌
(03-3497-2894)
nakahama-moe
@itochu.co.jp

景気拡大の阻害要因は円安よりも金利上昇への耐性

日銀短観3月調査では良好な企業景況感を確認。帝国データバンクの調査でも3月は景況感が改善したが、業績下振れ要因のトップが原材料価格の上昇から人手不足に交代。3月の景気ウォッチャー調査では製造業や小売の一部で景況感が悪化。

実際に3月の小売業界はコンビニが伸び悩み、スーパー売上は伸びたが物価上昇が主因、百貨店は好調ながら自動車販売は不振。ただ、外食は好調で、物販低調・サービス良好の構図は景気ウォッチャー調査の通り。

今後の個人消費を取り巻く環境を展望すると、物価上昇は着実に鈍化する一方、春闘賃上げ率は中小企業も高く、ベースアップ実施企業は増加しており、賃金の上昇は加速する見通し。実質賃金が4~6月期にも前年比プラスに転じるとの当社の見方に沿った動き。今後はマインド改善も追い風となり消費回復が明確となろう。

設備投資は、機械受注が持ち直し底堅さを見せる。短観の設備投資計画では企業の強気な姿勢を確認。今後の堅調拡大への期待高まる。輸出は、インバウンドの拡大続きサービス分野は好調ながら、財は米国向けが減少に転じ、EU向けは減少続くなど低調。住宅投資は価格と金利の上昇により購入者の住宅取得力が低下しており、厳しい状況。

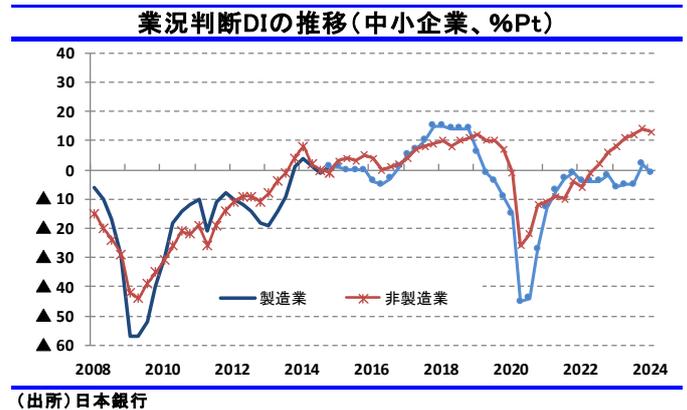
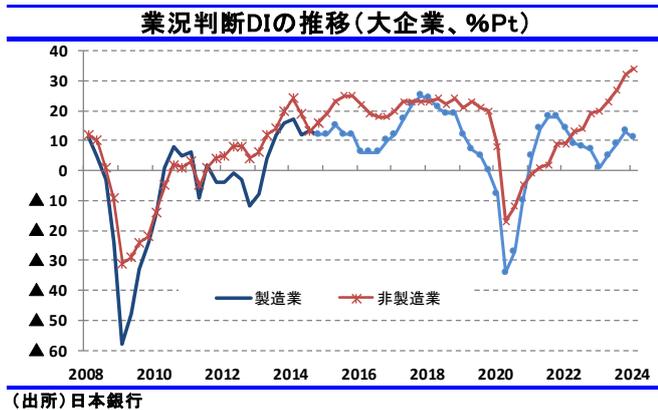
以上の状況を踏まえると、1~3月期の実質GDP成長率は前期比横ばい程度にとどまり、2023年10~12月時点で日銀が概ねゼロ、内閣府が小幅マイナスと推計する需給ギャップは改善せず。

日銀は4月25~26日の金融政策決定会合で、一部に円安への配慮を見込む向きもある中、政策金利の水準も国債買入れ額も現状維持を決定。前回会合以降、物価の「基調的な上昇率」の見通しを変える要素がなかったとし、展望レポートでは「基調的な上昇率」の概念に近いコアコア消費者物価の見通しをほぼ据え置き。

総裁会見では、今後の経済物価情勢が展望レポートで示された姿となれば、2025年度後半頃には政策金利を「中立金利」辺りまで引き上げる可能性が示された。中立金利は1~2%程度とみられ、円安阻止の利上げを求める以前に、日本経済が金利上昇に耐えられるかどうかの重要性。

景気は良好さを維持

3月調査の日銀短観は、製造業（大企業）の業況判断DI（良い－悪い）が前回（12月）調査の+13から+11へ悪化したものの、前回調査時点で予想された水準（+8）を上回っており、好調な状態を維持していると評価すべきであろう（左下図）。非製造業（大企業）に至っては、業況判断DIが12月の+32から+34へ上昇、景気が一段と改善している姿を示している。



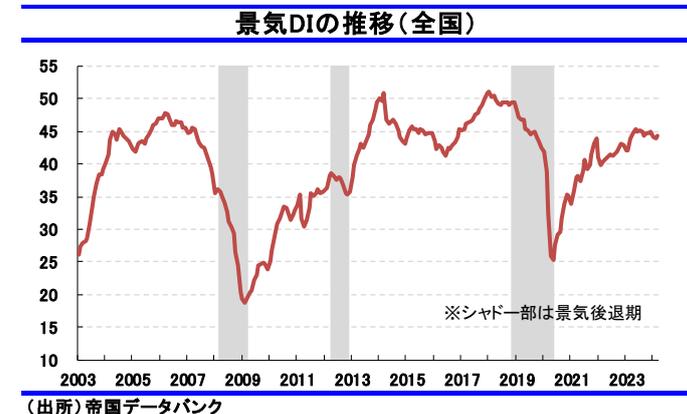
ただ、中小企業については（右上図）、非製造業（12月調査+14→3月+13）は高水準で小幅悪化しながら、製造業（+2→▲1）がマイナスに転じ、一部に停滞感も見られた。全産業（規模合計）で見ても、業況判断DIは12月の+13から3月は+12へ小幅悪化したがい依然として高い水準にあることに変わりなく、日本経済全体では年初から春にかけて景気は良好だったと言えよう¹。

人手不足が最大の懸念材料に

帝国データバンクが毎月実施している「TDB 景気動向調査」の企業景況感は、年明け以降、足踏み状態にあるが、3月の景気DIは前月比+0.5ポイントの44.4となり、3か月ぶりに改善した（右図）。

旺盛なインバウンド需要を背景に、旅館・ホテルや運輸などの景況改善が著しい。その他、金融政策正常化の恩恵を受ける金融や、大手自動車メーカーの工場が再開した輸送用機械など、幅広い業種で景況の改善が確認された。地域別に見ても、10地域中9地域で改善するなど景況改善のすそ野が広がっている。なかでも北陸は、能登半島地震からの復興や北陸新幹線の延伸などを反映して、景況が大幅に改善した。

先行きについては、人手不足に対する企業の警戒感が強まっている。帝国データバンクが毎年3月に実施している、翌年度の業績見通しに関する企業の意識調査によると、2024年度の業績見通しを下振れさせる材料として「人手不足の深刻化」と回答した企業の割合が39.4%となり、全回答の中で最大



¹ 日銀短観の結果についての詳細は、2024年4月1日付 Economic Monitor「日銀短観3月調査：景気は良好な状態を維持、円安やコスト増の価格転嫁で企業業績が改善、設備・人手不足で設備投資拡大と賃金上昇は継続」参照。

<https://www.itochu-research.com/ja/report/2024/2566/>

となった（右図）。半面、過去 2 年連続で最大の下振れ材料として挙げられていた「原油・素材価格の動向」の割合（33.3%）は、徐々に低下している。

物流業や建設業では、2024 年 4 月から時間外労働の上限規制が適用され、人手不足や物流停滞が深刻化するという「2024 年問題」が業績の懸念材料とされるが、人手不足に対する企業の警戒感はその業種に広がっている。今後は、省力化・効率化投資などの人手不足対応が一層活発化するとみられる。

製造業や小売の一部で景況感悪化

景気ウォッチャー調査が示す景況感は、改善が足踏みした。景気の現状判断 DI（水準、季節調整値）は、2 月に 50 を上回ったが（50.2）、3 月は 48.8 と再び 50 を割り込んだ。

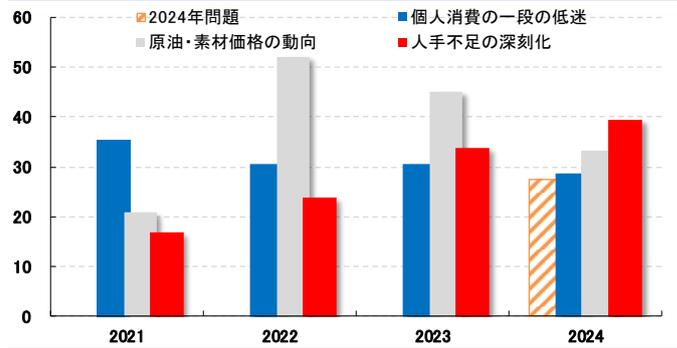
分野別に見ると、「企業動向関連」（1 月 49.5→2 月 52.1→3 月 48.8）が 50 を割れて大きく落ち込み、1 月の水準を下回ったことが目立つ。うち非製造業（52.0→54.8→50.2）は 50 超を維持したものの落ち込みが大きく、製造業（46.7→48.8→47.3）は 50 を下回る中で悪化した（右図）。製造業の活動状況を示す鉱工業生産指数は 3 月に前月比+3.8%と大手自動車メーカーの生産持ち直し²を背景に改善したが、関連分野への影響が遅れて波及している点が指摘された。

個人消費と関連の深い「家計動向関連」（1 月 47.9→2 月 49.3→3 月 48.3）も 2 月の持ち直しから悪化に転じたが、1 月の水準を小幅ながら上回り、改善傾向を維持した格好となった。内訳を見ると、「小売関連」（47.2→47.2→45.9）はコンビニを中心に悪化した、「飲食関連」（50.7→53.5→53.6）は改善、「サービス関連」（49.1→53.2→52.1）は悪化したものの 50 を上回る水準を維持しており、外食を含むサービスは良好、物販が不振だったと言える。

3 月の小売販売は伸び悩み

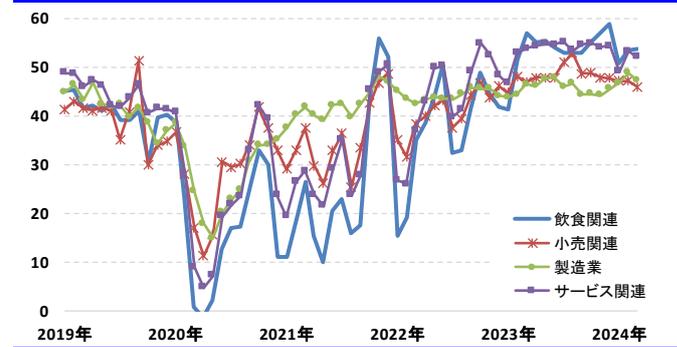
実際に販売統計を見ると、天候不順により 3 月は総じて伸び悩んでいる。3 月のコンビニ売上高（既存店）は、2 月の前年同月比+5.7%から+0.4%へ伸びが縮小した（右図）。気温の低下や降雨量の増加

業績見通しの下振れ材料（%、上位4項目）



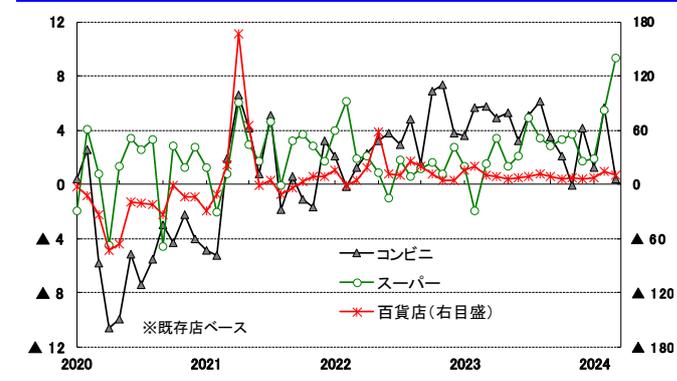
（出所）帝国データバンク

景気ウォッチャー調査（現状判断、水準、季節調整値）



（出所）内閣府

業態別の小売売上高の推移（既存店、前年同期比、%）



（出所）日本百貨店協会、日本フランチャイズチェーン協会、日本チェーンストア協会

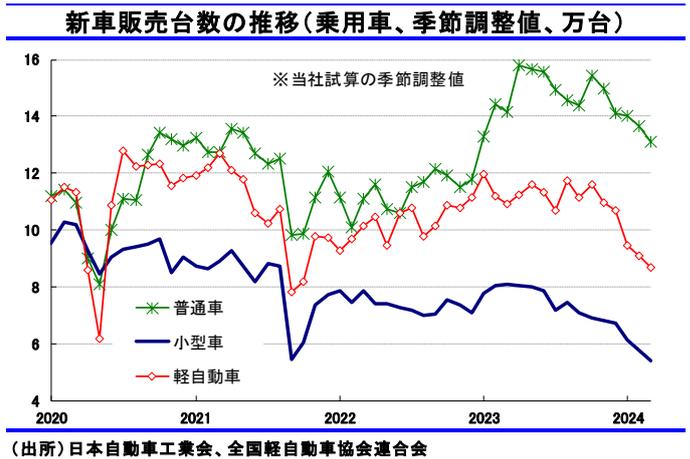
² 鉱工業生産指数のうち自動車工業の生産指数は 3 月に前月比+9.6%と大幅に改善。ただし、落ち込む前の 12 月の水準を未だ 15.3%も下回っており、完全回復には道半ばと言える。

で来客数がマイナスに転じた（2月+4.3%→3月▲0.6%）ことに加え、客単価（+1.4%→+1.0%）も伸びが鈍化した。ただ、四半期（1～3月期）で見れば、前年同期比+2.3%と前期（昨年10～12月期）の+2.1%から伸びが高まっており拡大傾向にはある。国内消費者の外出頻度や訪日外国人数の増加が背景とみられる。

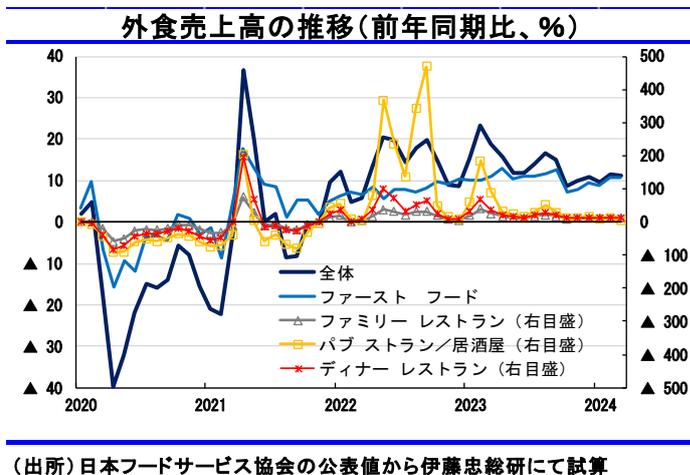
3月のスーパー売上高（既存店）は、2月の前年同月比+5.5%から+9.3%へ伸びを拡大した。主力の「食料品」（2月前年同月比+6.3%→3月+11.7%）が生鮮食品の価格上昇を主因に伸びを大きく高めた³。一方、「衣料品」（2月+3.1%→3月▲3.3%）は、気温が低く春物衣料が不振だったことからマイナスに転じた。1～3月期では前年同期比+5.6%となり、前期（10～12月期）の+2.8%から伸びを高めているが、物価上昇によるところが大きい。

3月の百貨店売上高（店舗数調整済）は、2月の前年同月比+14.0%から+9.9%へ伸びが縮小した。主力の「衣料品」（2月+15.2%→3月+5.6%）が、気温の低下を受けて春物衣料が伸び悩んだため不振だった。ただ、1～3月期で見れば、訪日外国人やリベンジ消費の増加により前年同期比+10.2%と前期（10～12月期）の+6.2%から伸びが拡大した。

3月の乗用車販売台数（新車）は、2月の前年同月比▲16.2%から▲19.6%へマイナス幅が拡大した。当社試算の季節調整値では、3月は前月比▲4.7%と昨年10月以降5か月連続でマイナス、年率換算で326万台となり、半導体不足で自動車生産が落ち込んだ2021年10月（288万台）以来の低水準まで落ち込んだ。内訳をみると（右図）、大手自動車メーカーの生産・出荷停止⁴を受けて小型車（2月前月比▲5.7%→3月▲6.9%）、軽自動車（2月▲3.7%→3月▲4.6%）で減少が続いたほか、普通車（2月▲2.8%→3月▲3.9%）も低調だった。



3月の外食売上高（全店ベース）は、2月の前年同月比+11.4%から+11.2%へ小幅に伸びが鈍化した（右図）。気温の低下や降雨量の増加を背景に、来客数は2月の+7.4%から3月は+6.6%に鈍化した³が、客単価は2月の+3.7%から3月は+4.4%に伸びが高まった。訪日外国人に高単価なメニューが人気なことに加え、歓送迎会シーズンでパブレストラン・居酒屋で客単価が伸びた。



外食売上高を1～3月期で見ると、前年同期比+

³ 消費者物価の「食料（外食を除く）」全体では、2月の前年同月比+5.2%から3月は+5.3%とさほど伸びは高まっていないが、うちスーパーの主力である「生鮮食品」は天候不順により+2.6%から+5.5%へ大きく伸びを高めている。

⁴ 2月から順次、生産を再開しているが、全車種の受注を再開できたのは4月23日。

10.7%と前期（10～12月期）の+9.8%から伸びが拡大した。来客数の伸びが高まっており（10～12月期+4.5%→1～3月期+6.4%）、訪日外国人や外出頻度の増加が外食売上高を押し上げた。

物価上昇は鈍化傾向

これまで個人消費の逆風となった物価の上昇率は、鈍化傾向が続いている。3月の消費者物価（総合）は、前年同月比+2.7%と2月（+2.8%）から伸びを縮小した（右図）。生鮮食品を除く総合（コア）でも+2.6%と2月（+2.8%）から鈍化、食料工業製品や繊維製品、生活関連品などの財を中心に、価格転嫁の動きは弱まりつつある⁵。

さらに、全国の数字に先んじて発表される東京都区部の消費者物価（中旬速報値）は、4月に総合で前年同月比+1.8%と3月（+2.6%）から上昇率が大きく鈍化、コアでも+1.6%と3月（+2.4%）から伸びを縮小した。主因は、高校授業料無償化の所得制限が撤廃されたため、私立と公立の高校授業料が大きなマイナス寄与（▲0.5%Pt）となったことであるが、食料工業製品（+1.3%Pt→+1.1%Pt）の押し上げ寄与が低下しており、価格転嫁の動きが一段と弱まりつつあることも確認された。

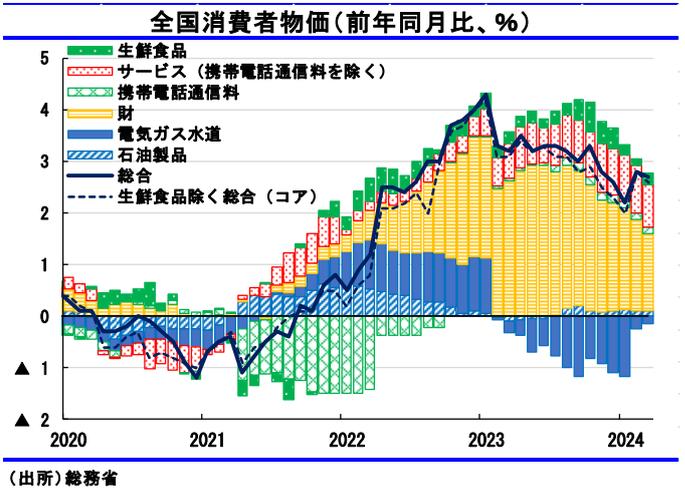
なお、高校授業料無償化の所得制限撤廃は、東京都や大阪府など一部の都道府県に限定されるため、全国の消費者物価に与える影響は東京都区部に比べると小さいが、それでもコア消費者物価を0.1～0.2%Pt程度押し下げる。そのため、4月の全国消費者物価は+2%台前半まで鈍化すると予想される。

一方で、5月から7月にかけては電気・ガス代の値上げが予定されているため、コア消費者物価は一時的に2%半ばまで伸びを高める見込み。再生可能エネルギー賦課金が5月（4月使用分・5月検針分）に一般家庭で7～8%程度値上がりするほか、電気・ガス代高騰対策の補助金が6月（5月使用分・6月検針分）に半減、7月（6月使用分・7月検針分）には完全に終了する予定である。

サービス価格については、4月の東京都区部を含め、上昇ペースの加速は見られないが、今後は賃金上昇を背景に値上がり広がる。ただ、消費者物価全体を展望すると、価格転嫁一巡による財価格の上昇鈍化がサービスの上昇加速を上回り、2024年度後半にかけてコアで+2%程度まで鈍化すると予想する。

賃金の上昇は加速

今後の消費動向を見通すうえで最も重要な賃金は、昨春闘の賃上げ実績（+3.58%）を反映して上昇率が着実に高まっている。所定内給与（基本給）は、サンプルの入れ替えの影響を受けない「共通事業所」で2月に前年同月比+2.1%と1月（+1.9%）から伸びを拡大した（次ページ左上図）。また、



⁵ 詳細は、2024年4月19日付 Economic Monitor「日本経済：全国消費者物価（2023年3月）コアの鈍化傾向続く、今後は制度要因で一旦上昇へ」https://www.itochu-research.com/ja/uploads/ec20240419_2024-019_J_cpi.pdf

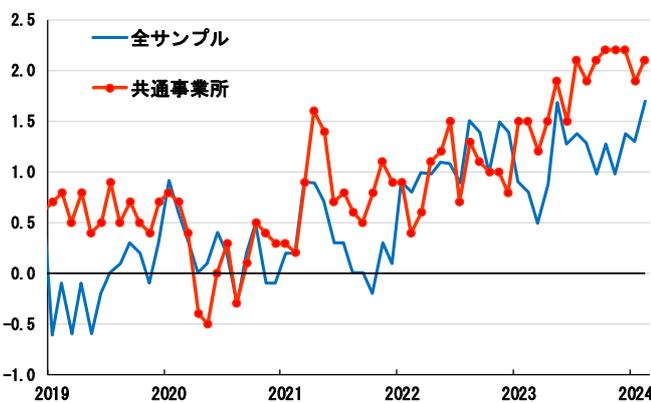
⁶ 消費者物価は、検針時点で指数に反映される。

これまで「共通事業所」と比べて低い伸びにとどまっていた「全サンプル」でも、2月は+1.7%と1月(+1.3%)から伸びを拡大している。

今後は、中途採用の募集賃金が上昇していることに加え、春闘賃上げ率（ベースアップと定昇の合計）が最終集計でも5%程度となる可能性が高いことから、賃金の上昇は加速すると予想される。

ナウキャスト社が作成・公表する「HRog（フログ）賃金 Now」によると、正社員の中途採用募集賃金は、2024年1月以降、上昇が加速している⁷（下右図）。同社によると、労働需給をより敏感に反映する募集賃金は、継続雇用者を対象とする前述の所定内給与に対して5か月程度先行関係があるとされ⁸、今後は賃金の上昇が加速することが期待される。

所定内給与(前年同月比、%)



(出所)厚生労働省

HRog賃金Now(前年同週比、%)



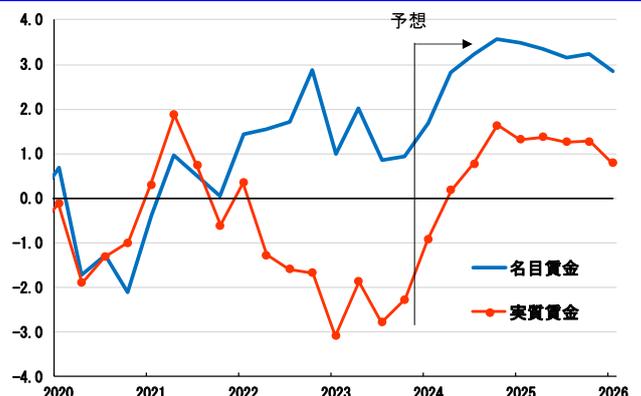
(出所)ナウキャスト社

春闘賃上げ率は、労働組合総連合会（連合）が4月18日に公表した第4回集計で、一般組合員（正社員）が平均+5.20%と第3回集計の+5.24%と概ね同程度の水準を維持、1991年（+5.66%）以来の高い上昇率となった。また、300人未満の中小組合では+4.75%と第3回集計の+4.69%から上方修正されており、特に人手不足が深刻な中小企業でも賃上げが拡大していることが改めて示された。

さらに、財務省が4月22日に公表した「地域企業における賃上げ等の動向について（特別調査）」⁹では、2024年度にベアを実施した企業の割合は70.7%と昨年度の64.4%より6.3%ポイント増加した。このうち、中堅・中小企業では8.8%ポイント増と大企業（3.2%ポイント増）を上回り、ヒアリング調査からも賃上げの広がりが確認された。

こうした状況を踏まえ、当社は引き続き、春闘の賃上

名目賃金と実質賃金(前年同月比、%)



(注)見通しは、伊藤忠総研の試算値

(出所)厚生労働省

⁷ 4月8日時点では前年同週比+2.1%と3月末(+2.3%)から伸びが鈍化、ナウキャスト社へのヒアリングによるとIT関連で高賃金の募集が減少したとのこと。データの詳細は、ナウキャスト社のHP(<https://hrogwagenow.com/>)参照。

⁸ 詳細は、2024年3月28日付「日本経済情報2024年3月号」参照。<https://www.itochu-research.com/ja/report/2024/2565/>

⁹ 2024年3月中旬から4月中旬にかけて、全国1,125社にヒアリングを実施。このうち、大企業は483社、中堅・中小企業は638社。詳細は「https://www.mof.go.jp/about_mof/zaimu/kannai/202401/tokubetsu.pdf」参照。

げ率が+5%程度で着地し、所定内給与（基本給）は前年比+3%強まで伸びを高めると予想する。前述の通り、消費者物価の上昇率は鈍化傾向が見込まれるため、実質賃金は2024年4~6月期に前年比でプラスに転じるとの予想も維持する（前ページ右下図）。10~12月期以降は、実質賃金の上昇率が1%を超え、個人消費の回復をより強力に後押ししよう。

マインド改善も加わり個人消費は拡大

物価上昇の鈍化と賃金上昇の加速を背景に、消費者マインドは改善が続いている。消費者マインドの代表的な指標である消費者態度指数は、3月に39.1と2月（38.0）から1.1%Pt上昇し、2021年12月（+38.9）以来の高水準となった（右図）。

内訳を見ると、「暮らし向き」（2月 36.4→3月 36.9）、「収入の増え方」（2月 39.9→3月 41.4）、「雇用環境」（2月 42.8→3月 44.2）のいずれも改善している。これらうち、「収入の増え方」の改善幅が最も

大きく、今春闘の高い賃上げ率が消費マインドの改善につながっている様子が窺える。今後は実際の実質賃金上昇が消費者マインドを一段と改善させ、個人消費拡大の追い風となる。

以上を踏まえ、GDPベースの個人消費の先行きを見通すと、2024年1~3月期は、大手自動車メーカーの出荷停止による自動車販売の落ち込みや天候不順の影響が出たものの、物価上昇率の鈍化や賃金の上昇加速、消費者マインドの改善によりサービス消費の改善が見られたため、4四半期ぶりに前期比プラスに転じる可能性が高い。4~6月期以降も、実質賃金がプラスに転じ、消費者マインドが一段と改善することで、個人消費の拡大が続くと予想する。

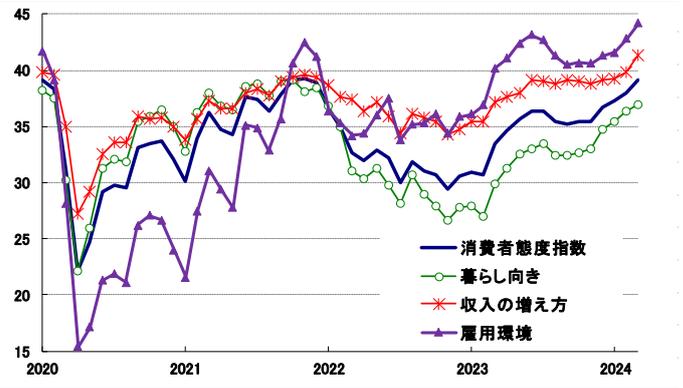
設備投資は強気な計画で拡大へ

設備投資は、拡大の勢いを取り戻しつつある。機械投資の先行指標である機械受注は、2月に前月比+7.7%と大幅に増加した。1~2月平均の水準は10~12月平均を2.1%上回っており、内閣府が予想する1~3月期の前期比+4.6%には及ばないものの、3四半期続いた機械受注の減少に歯止めがかかる可能性が高い（右図）。

1~2月平均の受注を業種別に見ると、製造業から

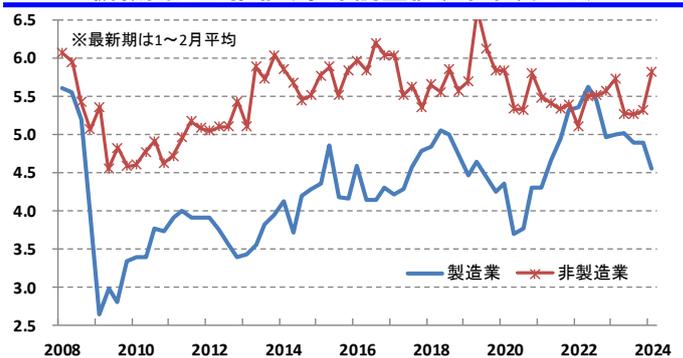
の受注は10~12月平均比▲6.8%と大幅に落ち込んだが、非製造業からの受注は9.6%上回った。内訳を見ると、製造業では化学工業（10~12月前期比▲24.9%→1~2月平均▲36.6%）からの受注が引き続き大きく落ち込んだほか、自動車（+0.3%→▲14.4%）や非鉄金属（▲9.0%→▲14.4%）、鉄鋼業（+13.8%→▲13.4%）も大幅に減少した。半面、非製造業では、農林水産（▲8.1%→+15.1%）や通信（+13.7%→+8.2%）、運輸（+0.3%→+7.6%）からの受注が大幅に増加し、全体を押し上げた。

消費者態度指数（総世帯）



（出所）内閣府

機械受注の推移（季節調整値、年率、兆円）



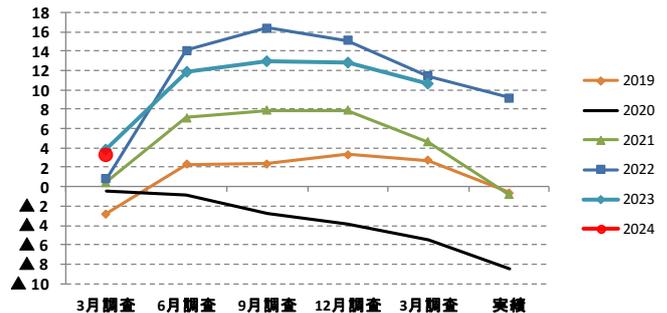
（出所）内閣府

一方、建設投資は総じて冴えない。先行指標の建設着工床面積は、2月に前年同月比▲13.2%となり、2か月連続の2桁マイナスを記録した。四半期ベースで見ると、2023年10～12月期は5四半期ぶりに前年比プラス(+7.2%)に転じたものの、2024年1～3月期は再び前年同期比マイナス圏に沈む可能性が高い。オフィスビルなどの「事務所」(10～12月期前年同期比+36.7%→1～2月前年同期比+25.2%)は高い伸びを維持し、「工場」(▲12.2%→+2.1%)はプラスに転じた半面、「倉庫」(+51.6%→▲27.4%)と「店舗」(▲0.7%→▲35.1%)は大幅に落ち込んだ。

足元ではもたつきも見られる設備投資であるが、今後については企業が強気の姿勢を見せている。3月調査の日銀短観によると、今回が最初の集計となる2024年度の設備投資計画は全規模合計・全産業で前年比+3.3%と、近年では2023年度(同+3.6%)に次ぐ高い発射台となった(右図)。

例年、設備投資計画は夏場にかけて上方修正され、最終的に当初の計画よりも高い伸び率で着地するケースも多い。設備の過剰感が解消し、かつ人手不足が一段と深刻化する中、好調な企業業績を追い風に、設備投資は2024年度にかけて堅調が続く見通しである。

設備投資計画の推移(前年比、%)

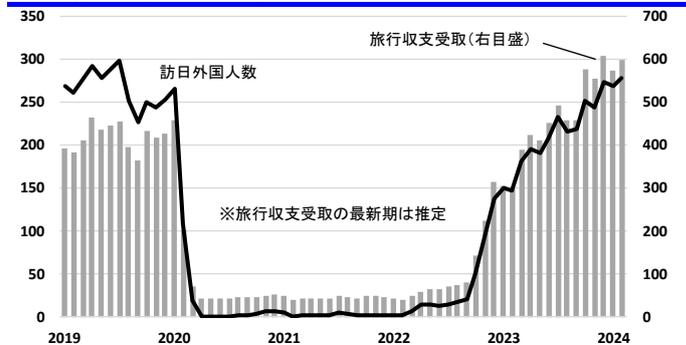


(出所)日本銀行

インバウンド需要は拡大持続

3月の訪日外国人数は308.2万人となり、2月の278.8万人から増加、コロナ前2019年の同月の水準を4か月連続で上回った(右図)。韓国(66.3万人)が全体の21.5%を占め、引き続き最も多い。以下、台湾(48.4万人)の15.7%、中国本土(45.2万人)の14.7%と続き、香港を含めた東アジアで59.4%に達している。タイ(13.2万人)やフィリピン(7.9万人)など、ASEAN主要6か国¹⁰の合計は41.8万人(シェア13.6%)と、引き続き高いシェアを誇る。こうした中、米国(29.0万人)は中国本土に続く水準となり、存在感を急速に高めている。

訪日外国人数と旅行収支受取額(万人、10億円)



(出所)財務省、日本政府観光局、推定値は伊藤忠総研による

訪日外国人による支出(旅行収支受取=インバウンド需要)は、3月の訪日外国人数を踏まえると6,600億円程度となり、2月(5,977億円)からさらに拡大した模様である。10～12月期の平均5,796億円に対して、1～3月期の平均は約6,100億円と5%程度増加する計算となり、インバウンド需要が1～3月期のGDP成長率を押し上げる見込みである。

¹⁰ シンガポール、インドネシア、タイ、マレーシア、フィリピン、ベトナムの合計。

財の輸出は低迷続く

財（モノ）の輸出の指標である通関輸出数量指数は、2月に前月比▲1.4%と3ヵ月連続で減少した（当社試算の季節調整値）。四半期ベースでも、1～3月期は前期比▲2.0%と、2四半期連続の減少である（右図）。

1～3月期の様子を主な仕向け地別に見ると、米国向け（前期比▲3.2%）は減少に転じ、EU向け（▲2.5%）は3四半期連続で減少した。半面、アジア向け（+0.8%）は、中国向け（▲1.0%→+2.6%）を中心に増加した。中国の春節（旧正月）の影響で、アジア向け輸出は1月に急増し2月に反動減となったが、均してみれば底堅く推移していると評価できる。

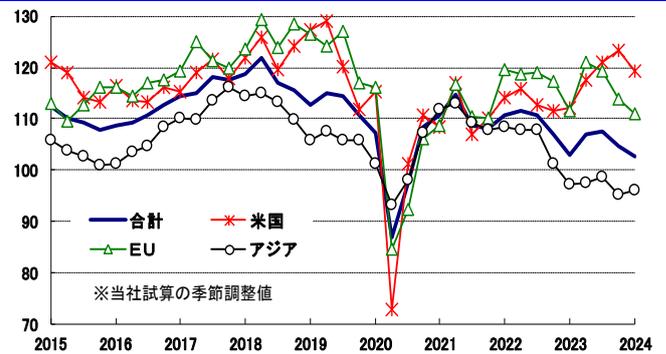
主な財の動向を見ると、自動車（10～12月期前期比▲1.0%→1～3月期同▲4.8%）や自動車部品（▲0.2%→▲2.9%）、半導体（IC、▲7.5%→▲3.0%）がいずれも2四半期連続で減少、鉄鋼（▲3.3%→▲0.8%）は3四半期連続で減少しており、全面的に冴えない。

価格と金利の上昇が住宅投資の重石に

住宅投資は減少傾向にある。先行指標の新設住宅着工戸数は2023年10～12月期に3四半期ぶりのプラスに転じたが（前期比+0.3%）、年明け以降は再び軟調に推移しており、1～2月平均の水準は10～12月平均を0.6%下回っている。持ち家（10～12月前期比▲9.4%→1～2月平均+5.7%）と貸家（+0.1%→+3.9%）がともに持ち直したものの、分譲住宅（+10.0%→▲11.6%）が大幅に減少した（右図）。建築費の上昇を受けた所有から賃貸へのシフトなどを背景に、持ち家や分譲住宅の着工戸数は相対的に力強さに欠ける。なかでも分譲住宅は、10～12月期に急増した反動も加わり、年明け以降の落ち込みが大きい。

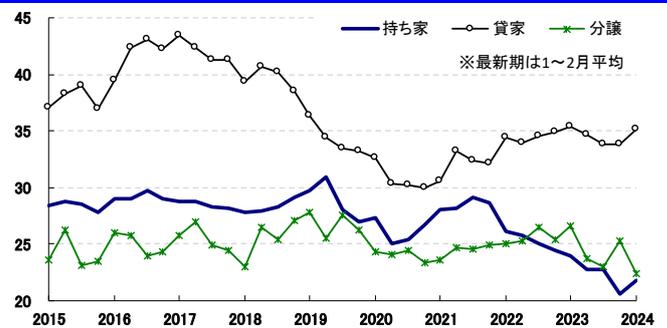
住宅価格はマンションを中心に上昇傾向を強めているため、賃上げに伴う所得環境の改善を考慮しても、住宅取得のハードルは着実に高まっている。さらに、住宅ローン金利が固定金利で上昇しているため、住宅ローンの借入可能額は減少している。これらの要素を考慮して住宅取得環境を数値化し

仕向け地別輸出数量指数の推移(季節調整値、2020年=100)



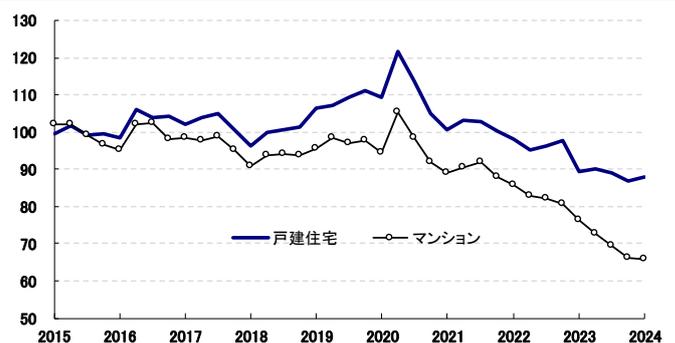
(出所)財務省

住宅着工戸数の推移(季節調整値、年率、万戸)



(出所)国土交通省

住宅取得能力指数の推移(2015年=100)



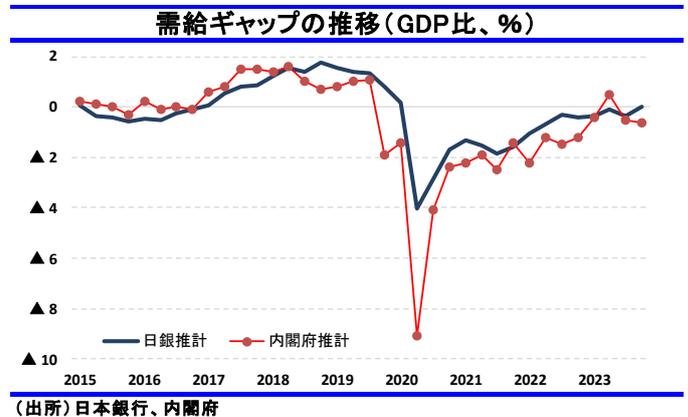
(出所)総務省、不動産流通推進センター、住宅金融支援機構から伊藤忠総研試算

た「住宅取得能力指数¹¹」の推移を見ると、2020年以降、戸建住宅・マンションともに低下傾向を辿っている。特に、価格の高騰が著しいマンションの取得能力は、2015年に比べ7割を下回る水準まで低下している（右図）。

政府は、2023年11月2日に閣議決定した総合経済対策に、子育て世帯や若者夫婦世帯の省エネ住宅の取得を支援するための1戸当たり最大100万円の補助金を盛り込んだ。予算総額2,100億円（省エネ改修事業を含む）につき、少なくとも21万戸が対象になる。年間の住宅着工戸数は約80万戸であり、恩恵を受ける世帯は少なくない。加えて、高い賃上げ率を背景とした可処分所得の増加が、当面の住宅投資を下支えしよう。ただ一方で、日銀の金融政策の変更に伴い、住宅ローン金利は固定のみならず変動金利でも上昇していくと見込まれるため、次第に金利上昇という重石の方が勝っていきことになる。

需給ギャップは徐々に解消へ

以上の状況から、まず、足元1～3月期の実質GDP成長率を展望すると、個人消費は前期比で増加に転じるが、設備投資は前期の反動もありマイナスに転じ、輸出は財の減少により前期比マイナスが見込まれるため、全体でも前期比マイナス成長となる可能性がある¹²。その結果、2023年10～12月時点で内閣府がGDP比▲0.6%、日銀が+0.02%とした需給ギャップは（右図）、2024年1～3月期の実質GDP成長率が内閣府、日銀とも0.7%程度と試算する潜在成長率を下回るため、再びマイナスとなるとみられる。



ただ、今後については、物価上昇の鈍化と賃金上昇加速により4～6月期にも実質賃金が前年比でプラスに転じ、消費者マインドに改善が続くことを背景に個人消費の拡大が加速、景気の回復を牽引しよう。輸出も夏場以降は海外経済の復調を背景に増加傾向を取り戻し、それを受けて設備投資は非製造業から製造業へ徐々に主役を移しながら拡大傾向を維持しよう。その結果、2024年度の実質GDP成長率は潜在成長率を上回り、需給ギャップはマイナス幅が徐々に縮小し、いずれプラス（需要超過）に転じ、国内の需給面からの物価上昇圧力が高まっていくと見込まれる。

日銀は予想通り金融政策を現状維持

こうした経済情勢を踏まえ、日銀は4月25～26日の金融政策決定会合において、現状の「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0～0.1%程度で推移するよう促す」方針を維持した。そして、長期国債の月間買入れ額についても3月の決定会合で決めた「概ね6兆円程度」から変更しなかった。円安の進行を受けて、一部には利上げや国債買入れ額減額の可能性を指摘する向きもあったが、大方の予想通り金融政策は現状維持となった。

¹¹ 勤労者世帯の標準的な貯蓄額と住宅ローン借入可能額の合計を、実際の住宅価格と比較したもので、住宅取得能力指数＝（貯蓄額＋借入可能額）÷住宅価格。ここでは、2015年＝100としている。

¹² 1～3月期の実質GDP成長率の予想については、別途、本日中に詳細レポートをリリース予定。

その理由は、同時に公表された「経済・物価情勢の展望（展望レポート）」における物価の見通しを見れば明確である（右表）。すなわち、日銀が掲げる 2%の物価安定目標の対象は消費者物価の「基調的な上昇率」であり、それは生鮮食品・エネルギーを除く「コアコア消費者物価」に近いが、今回の展望レポートでは2024年度を前年比+1.7~2.1%（中央値+1.9%）、2025年度は+1.8~2.1%（中央値+1.9%）としており、前回1月時点の

日銀政策委員の大勢見通し（2024年4月）

（前年比・%）

年度	実質GDP		消費者物価			
			除く生鮮食品（コア）		除く生鮮食品・エネルギー（コアコア）	
	今回（4月）	前回（1月）	今回（4月）	前回（1月）	今回（4月）	前回（1月）
2023	+1.3~1.4	+1.6~1.9	+2.8	+2.8~2.9	+3.9	+3.7~3.9
	<+1.3>	<+1.8>	-	<+2.8>	-	<+3.8>
2024	+0.7~1.0	+1.0~1.2	+2.6~3.0	+2.2~2.5	+1.7~2.1	+1.6~2.1
	<+0.8>	<+1.2>	<+2.8>	<+2.4>	<+1.9>	<+1.9>
2025	+0.8~1.1	+1.0~1.2	+1.7~2.1	+1.6~1.9	+1.8~2.0	+1.8~2.0
	<+1.0>	<+1.0>	<+1.9>	<+1.8>	<+1.9>	<+1.9>
2026	+0.8~1.0		+1.6~2.0		+1.9~2.1	
	<+1.0>		<+1.9>		<+2.1>	

（注）< >内は政策委員見通しの中央値。（出所）日本銀行

見通しからほとんど変化がない。つまり、前回の決定会合から今回にかけて、「消費者物価の基調的な上昇率」の見通しを変えるほどの要素はなく、故に金融政策を現状維持としたわけである。植田総裁は以前から、賃金と物価、特にサービス価格との好循環が強まることで金融政策の修正に必要だとしていたが、実際にこの間、強まったというほどの動きは、前述の通り確認できていない。

なお、「基調的な物価上昇率」とは、全体の物価上昇から「一時的な要因」を取り除いたものであり、生鮮食品やエネルギー価格の変動も一時的な要因に含まれ、円安の影響も一過性のものであれば取り除かれる対象となる。実際に、植田総裁は決定会合後の記者会見で、最近の円安は基調的な物価上昇率に現時点で影響を与えていないとした。

円安が「基調的な物価上昇率」に影響を与える経路は、輸入物価が上昇し、それが国内物価に波及、企業が価格転嫁を進め、また、賃上げを行い、国内物価がさらに上昇するというものであろう。そうした経路を通じて、日銀の言う物価上昇の「第二の力」が強まれば、いよいよ円安の影響が無視できない状況になる。植田総裁は、そうした円安の影響が生じる可能性が高いと判断すれば、最後の賃金上昇を待たずとも利上げに踏み切る、とも会見で明言している。

また、総裁記者会見では、今後の経済物価情勢が展望レポートで示された通りの姿となれば、2026年度までの見通し期間の後半、すなわち2025年度後半頃には「基調的な物価上昇率」が2%程度に到達し、政策金利を「中立金利」辺りまで引き上げる可能性も示された。

「中立金利」とは、景気を加速も減速もさせない中立的な金利水準のことであり、経済学でいう「自然利子率」と同様の意味を持つが、自然利子率は「実質の中立金利」とも呼ばれ、名目の世界である政策金利は、この自然利子率に期待インフレ率を加えたものと考えるのが一般的である。

植田総裁は、現在の期待インフレ率を1%台半ばとしたうえで、自然利子率については、多様な推計方法があり、その結果には幅があったとした。実際に日銀が行った『金融政策の多角的レビュー』に関するワークショップ¹³で示された最近の推計結果¹³を見ても、足元の自然利子率は▲1%程度から+

¹³ 2023年12月4日に開催された第1回ワークショップの第4セッション「非伝統的金融政策の効果と副作用」に示されて

0.5%まで相当の幅がある。仮に自然利子率がこの中で最も低い▲1%だったとしても、期待インフレ率を1%台半ばとすれば、名目の中立金利は0.5%程度となる。そして、「基調的な物価上昇」が2%となれば期待インフレも2%まで高まると考えるのが自然であり、そうなれば2025年度後半には名目の中立金利は1%程度まで上昇することになる。つまり、今後1~2年の間に政策金利が1%程度まで引き上げられるということである。

さらに、経済がデフレ下の異常な常識から脱し、正常化に向かうのであれば、自然利子率のマイナス幅は縮小、常識的に考えればプラスの領域に入っても不思議ではない。仮に自然利子率がゼロ前後まで上昇すれば、名目の中立金利も2%となる。したがって、政策金利は、2025年度後半には1%を超え、2026年度終盤には2%まで引き上げられる可能性も十分にあると考えておくべきであろう。

ただ、今後、金利が上昇していくとしても、政策金利が中立金利を下回り続ける2025年度前半までは、金融政策は緩和的な状況が維持され、理論上は景気の回復を阻害しない。もちろん、緩和の程度が縮小することは経済成長を抑えることになり、その加減を間違えれば景気が腰折れする可能性もある。そのため、今後の金融政策運営は、日本経済がどの程度のペースの利上げであれば受け入れられるのか、別の言い方をすれば自然利子率がどの程度の水準にあるのかを見極め、為替相場を通じた影響をも考慮しつつ、進められることとなろう。さらに言えば、円安阻止のため利上げを望むのであれば、利上げに耐えられる経済の体力と覚悟が必要だということである。人手不足を克服し景気を拡大させるため、生産性の向上と供給力の強化が急務であろう。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、伊藤忠総研が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠商事ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。

いる。