

日本経済情報 2024 年 5 月号

Summary

【内 容】

個人消費を中心に需要の停滞続く

個人消費は耐久財の落ち込みが顕著

景気ウオッチャー調査は4月も悪化

業種間の景況感格差が広がる

販売統計も伸び悩み

金利上昇が経済に与える影響

日本経済の金利上昇への耐性

賃金の上昇と物価鈍化で消費は回復

設備投資に底堅さ

インバウンド需要は引き続き高水準

財輸出は引き続き低迷

景気は回復基調を取り戻し経済正常化へ

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

金利上昇下で経済正常化に向けて再始動（改定見通し）

2024 年 1～3 月期 GDP1 次速報値は前期比年率▲2.0%と 2 四半期ぶりのマイナス成長。個人消費や住宅投資の減少が加速、輸出や設備投資も減少に転じた。個人消費は自動車など耐久財が大幅減、食料品など非耐久財も物価上昇で減少が続いたが、サービスは持ち直す。

4 月の指標も総じて悪化。景気ウオッチャー調査では小売が一段と落ち込み、飲食やサービス関連も悪化。帝国データバンクの景気動向調査も 2 ヶ月ぶりの悪化。自動車関連を中心に製造業で悪化が目立つ。主な小売業態ではコンビニ、スーパー、百貨店とも伸び悩み、外食も伸びは鈍化。ただ、自動車販売は生産回復で持ち直しつつある。

今後の日本経済を展望するにあたり、金利上昇への耐性を確認しておく必要があるが、仮に今後 1 年間で政策金利が 1%まで引き上げられ、長期金利が 2%まで上昇すれば、企業は金利負担の増加もあいまって設備投資を抑制、家計は利子所得の増加で個人消費を多少増やすとしても、住宅投資が大きく落ち込む。これらを合わせると GDP の 0.7%に相当するマイナス・インパクトになると試算される。

ただ、利上げは景気拡大や賃上げを伴う「良い物価上昇」が前提であり、その場合、家計は所得増加で個人消費を拡大、住宅投資にもプラスとなり、企業は増益となり設備投資の落ち込みが緩和されよう。これらによるプラス・インパクトは GDP の 0.5%程度とみられ、金利上昇の影響は差し引き 0.2%程度にとどまる。実際には、利上げペースはこの前提より緩やかになり、景気の失速に至る可能性は低い。

今後は、春闘を反映し賃金上昇がさらに加速、物価上昇ペースは鈍化するため、実質賃金は上昇に転じ、個人消費は回復に向かう。設備投資は、足元で底堅さも見られており、当面は金利水準が低い中で増益基調に後押しされ拡大しよう。輸出はインバウンドの堅調拡大が続く、財も 2024 年終盤から 2025 年にかけて、欧米景気の持ち直しを背景に増加基調に転じると予想する。

その結果、実質 GDP 成長率は、足元 2024 年 4～6 月期に個人消費や設備投資の復調で前期比プラスに転じ、景気は回復に向けて再始動する。その後もプラス成長が続く、2024 年度通年の成長率は前年比+1.2%と潜在成長率を上回り、政府がデフレ脱却の判断で重視する需給ギャップは早ければ 7～9 月期にも解消する。同じく単位労働コストは既に 1～3 月期に前年比+2.3%まで伸びを高めており、今年の夏頃には日本経済が正常化したと政府が判断できる環境は整う見込み。

個人消費を中心に需要の停滞続く

今月 16 日に発表された 2024 年 1～3 月期の GDP1 次速報値は、前期比 ▲0.5%（年率 ▲2.0%）と 2 四半期ぶりかつ大方の予想を上回るマイナス成長となった（右図）。加えて、2023 年 10～12 月期は前期比ゼロ成長に下方改定¹されており、日本経済が 2023 年後半以降、停滞が続いていたことが示された。

内訳を見ると、個人消費（10～12 月期前期比 ▲0.4%→1～3 月期 ▲0.7%）や住宅投資（▲1.4%→▲2.5%）の減少幅が拡大、輸出（+2.8%→▲5.0%）や設備投資（+1.8%→▲0.8%）が減少に転じるなど、公共投資（▲0.2%→+3.1%）を除き最終需要は幅広く低迷した。

同時に発表された 2023 年度の実質 GDP 成長率は前年比+1.2%となり、2022 年度の+1.6%から減速した。ただ、名目 GDP 成長率は+2.4%から+5.3%へ大幅に伸びを高めている。すなわち、物価の上昇がほぼ年間を通じて経済成長を大きく下押ししたということになる。なかでも個人消費への影響が目立っており、2023 年度の個人消費は名目では前年比+2.2%とプラス成長だったが、実質では前年比 ▲0.6%と落ち込んだ。資源価格上昇や円安に起因し、所得の海外流出を伴う「悪い物価上昇」が国内需要を減退させた 1 年だったと評価できよう。

個人消費は耐久財の落ち込みが顕著

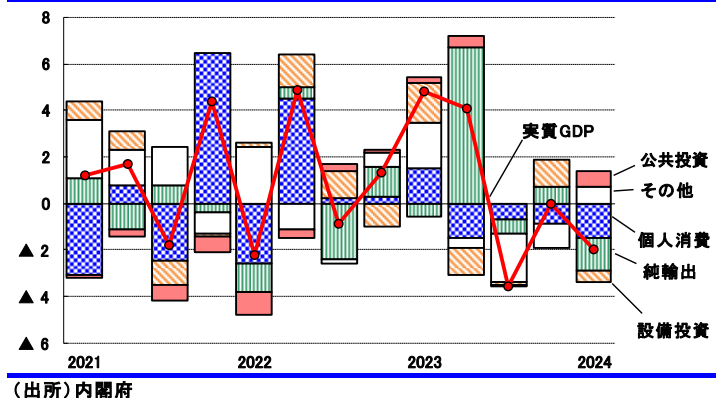
回復が遅れている個人消費について形態別の動きを見ると（右図）、大手自動車メーカーの出荷停止により自動車販売が落ち込んだ影響で耐久財が大幅に落ち込んだ（10～12 月期前期比+6.2%→1～3 月期 ▲12.2%）。また、物価上昇の影響で食料品を中心とする非耐久財（▲0.5%→▲0.1%）の減少が続いた。

一方、天候不順という逆風の中でも衣料品などの半耐久財（▲1.0%→+0.2%）が小幅ながらも増加に転じた。また、消費全体の約 6 割を占めるサービス（▲0.3%→+1.0%）が 7 四半期ぶりの減少となった前期から復調しており、多分に一時的な要因で落ち込んだ耐久消費財を除けば、個人消費の地合いは悪くない。

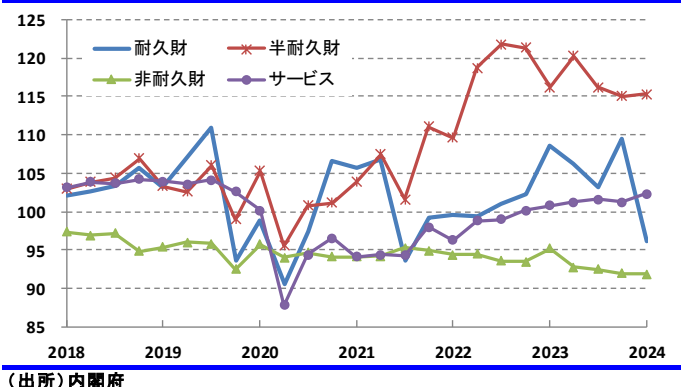
景気ウォッチャー調査は 4 月も悪化

ただ、4 月の景気ウォッチャーは、そのサービス消費の分野においても、悪化が目立った。景気の現状判断 DI（水準、季節調整値）は、全体で 2 月の 50.2 から 3 月は 48.8 と好不調の目安である 50 を割り込み、4 月は 47.1 へさらに悪化した。

実質GDPの推移(季節調整値、前期比年率、%)



家計消費の形態別の推移(季節調整値、2013年Q1=100)



¹ 改定前は前期比+0.1%、年率+0.4%。

分野別に見ると、個人消費と関連の深い「家計動向関連」（2月 49.3→3月 48.3→4月 46.2）が一段と落ち込んでおり、うち「小売関連」（47.2→45.9→44.6）は悪化が続き、「飲食関連」（53.5→53.6→46.8）が 50 を割り込んで急落、「サービス関連」（53.2→52.1→50.1）も 50 をかろうじて上回るところまで悪化した。判断理由を見ると、円安の進行などを理由に物価上昇の影響を懸念する声が目立った。

また、「企業動向関連」（2月 52.1→3月 48.8→4月 48.1）も一段と落ち込み、うち非製造業（54.8→50.2→49.6）も 50 を割り込み、サービス分野での悪化を反映した動きとなった。大手自動車メーカーの出荷停止の影響が緩和しつつある製造業（48.8→47.3→46.7）についても、輸出の落ち込みもあり悪化が続いた。

業種間の景況感格差が広がる

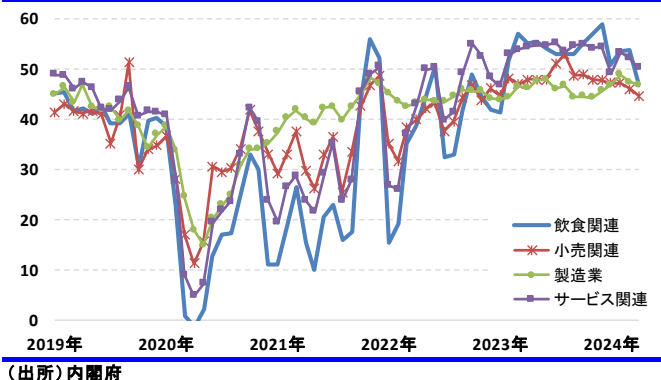
帝国データバンクの企業景況調査「TDB 景気動向調査」でも、4月の景気 DI は前月比▲0.3 ポイントの 44.1 と 2 か月ぶりに悪化した（右図）。2020 年の後半から始まった企業景況感の改善は、昨年半ば以降、足踏み状態にある。

歓送迎会など飲食機会の増加により「飲食店」で改善、好調なインバウンド消費を反映して「小売」でも改善した半面、「製造業」や「卸売」、「建設」などで悪化した。大手自動車メーカーの出荷停止が響いたほか、原材料価格の高騰や人手不足による工事の遅れなどが景況感を冷え込ませた。なお、景況感が悪化した業種は 10 業種中 6 業種で、改善は上記 2 業種、残る 2 業種は横ばいだった。

直近 4 月時点で、景気 DI の水準が最も低い「製造業」（+39.7）と最も高い「サービス」（+50.9）との格差は 11.2 ポイントまで拡大した（右図）。製造業の景気 DI は 4 月に再び 40 を割り込み、コロナ禍で経済活動が委縮した 2021 年 5 月（+29.0）以来の低水準まで落ち込んだ。「製造業」の景気を「悪い」と判断した理由をみると、自動車の中国向け輸出減および自動車メーカーによる不正問題、消費者の買い控えの動き、工作機械受注高の激減などが挙げられている。

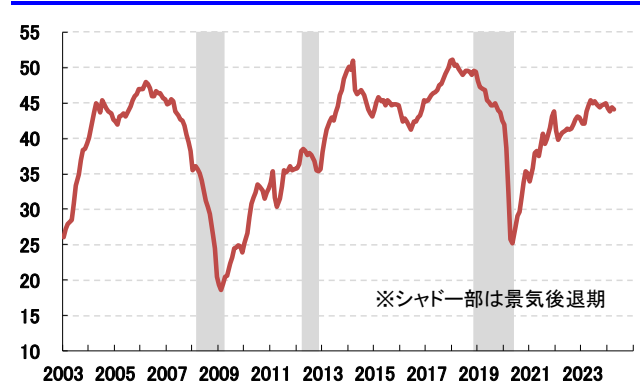
一方、「サービス」の判断理由をみると、「良い」と判断した理由として、人材派遣の問い合わせの増

景気ウォッチャー調査（現状判断、水準、季節調整値）



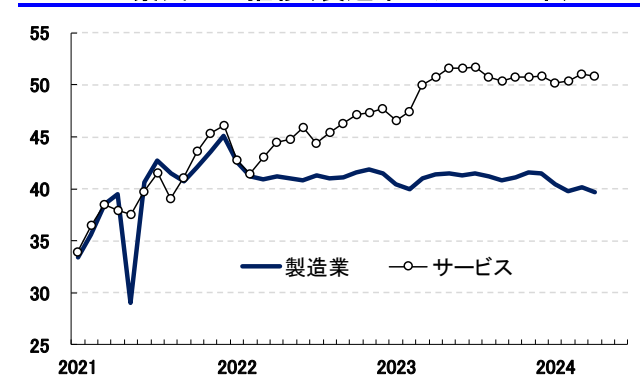
（出所）内閣府

景気DIの推移（全国）



（出所）帝国データバンク

景気DIの推移（製造業とサービス業）



（出所）帝国データバンク

加や、半導体関連の広告の活況などが挙げられた半面、人手不足や人件費上昇、物価高騰による経費増などが「悪い」理由に挙げられている。

販売統計も伸び悩み

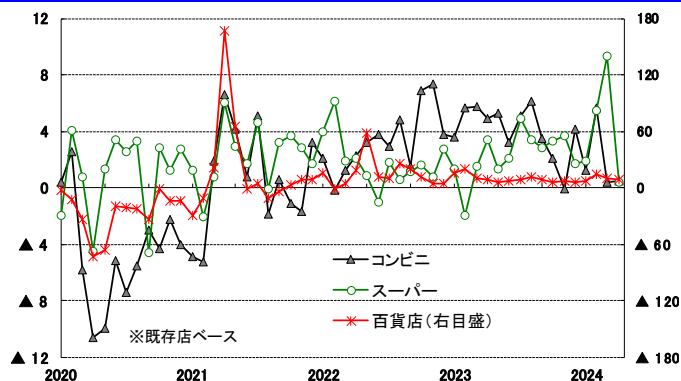
主な小売業態の販売統計は、サービスを中心に弱い動きとなっている。4月のコンビニ売上高（既存店）は、3月の前年同月比+0.4%から+0.5%への小幅な伸び拡大にとどまった（右図）。気温の上昇を受けて花見などの行楽需要が増加し、来店客数（3月▲0.6%→4月+0.9%）は前年比でプラスとなったが、客単価（3月+1.0%→4月▲0.4%）は前年比でマイナスに転じた²。

4月のスーパー売上高（既存店）は、3月の前年同月比+9.3%から+0.4%に伸びが大きく鈍化した。主力の「食料品」（3月前年同月比+11.7%→4月+1.4%）が、価格上昇による買い控えにより伸び悩んだことが主因³。「衣料品」（3月▲3.3%→4月▲19.0%）も、春物は気温の上昇を受けて堅調だったものの、スーツや礼服が落ち込んだ。

4月の百貨店売上高（店舗数調整済）は、3月の前年同月比+9.9%から+8.9%へ伸びが縮小した。主力の「衣料品」（3月+5.6%→4月+6.4%）は、気温上昇により春物衣料で売上が伸びたほか、「身のまわり品」（3月+20.8%→4月+23.3%）がラグジュアリーブランドのバッグなどで好調だったが、「食料品」（3月+1.9%→4月▲1.3%）が価格上昇による影響を受けて生鮮食品が不振だった。

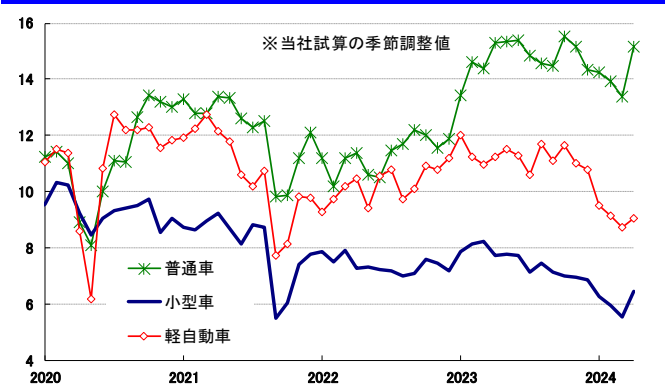
4月の乗用車販売台数（新車）は、3月の前年同月比▲19.6%から▲10.6%へマイナス幅を縮小した。当社試算の季節調整値でも、4月は前月比+10.9%と6カ月ぶりにプラスに転じ、年率換算で368万台と2024年1月（361万台）以来の水準に回復した。内訳をみると（右図）、生産・出荷を停止していた大手自動車メーカーの受注再開⁴を受けて、小型車（3月▲6.9%→4月+16.6%）、軽自動車（▲4.5%→+3.8%）でプラスに転じた。そのほか、普通車（▲3.7%→+13.1%）も増加している。

業態別の小売売上高の推移（既存店、前年同月比、%）



（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

新車販売台数の推移（乗用車、季節調整値、万台）



（出所）日本自動車工業会、全国軽自動車協会連合会

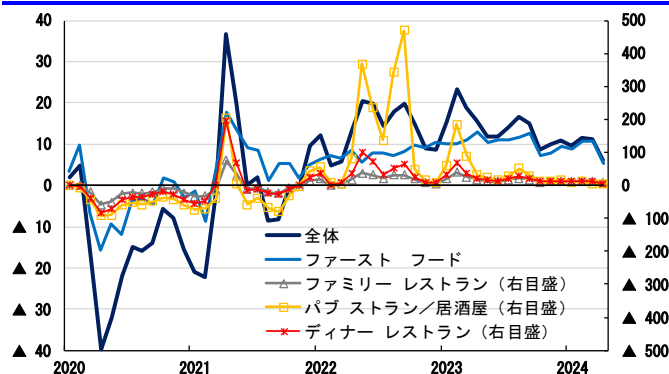
² 日本フランチャイズチェーン協会へのヒアリングによると、4月は「POSAカード」売上が一時的に減少した。

³ 消費者物価の「食料（外食を除く）」は、2024年3月の前年同月比+5.3%から4月は+4.8%に鈍化したが、スーパーの主力である「生鮮食品」は天候不順により+5.5%から+9.1%へ大きく伸びを高めている。日本チェーンストア協会によると、消費者の節約志向が続き購入点数が減少しているとのこと。

⁴ 2月から順次生産を再開、4月には全車種の受注を再開した。

4月の外食売上高（全店ベース）は、3月の前年同月比+11.2%から+6.0%に伸びが大きく鈍化した（右図）。花見などの行楽需要やインバウンド需要は堅調だったものの、利用客数（3月前年同月比+6.6%→4月+3.0%）、客単価（+4.4%→+2.9%）とも伸びが鈍化しており、消費者の節約志向が強まっている様子がみられた。

外食売上高の推移（前年同期比、%）



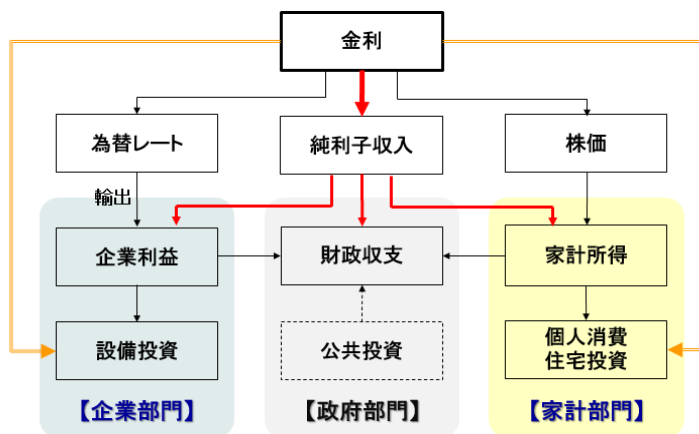
（出所）日本フードサービス協会の公表値から伊藤忠総研にて試算

金利上昇が経済に与える影響

今後の日本経済を展望するにあたり、前月号⁵でも指摘した通り、金利上昇への耐性を点検しておく必要がある。すでに将来の利上げを織り込む形で長期金利の上昇が加速、10年物国債利回りは5月24日に約12年ぶりに1%を超えた。今後、2%の物価安定目標の実現可能性が高まるにつれて、日銀は政策金利を引き上げ、長期金利は一段と上昇するとみられる。

金利上昇の直接的な影響は、利払負担の増加や利子所得の増加であり（右図赤線部分）、純利子収入（ネット：利子所得－利払負担）の増減は負債と金融資産の残高の多寡に左右される。すなわち、企業部門や政府部門は金融資産よりも負債の方が大きいため、ネットでは利子収入は減り、家計部門は金融資産の方が大きいためネットの利子収入は増加する。間接的には（図中オレンジ線部分）、企業の借入金コストが増加するため、借入を伴う投資案件は採算が悪化、既存の借入負担の増加による利益の減少と相まって、設備投資にはマイナスとなる。家計においては、利子収入はネットで増加するものの、貯蓄性向が高まること、ローンの返済負担が大きくなることから、自動車など耐久財の消費にはマイナスであり、住宅投資にはより大きなマイナスとなる。

金利の波及経路



（出所）伊藤忠総研作成

そのほか、日本の金利が上昇すればドル円相場にとって円高圧力となり、輸出の下押しを通じて企業利益にはマイナスとなるが、最近は輸出の為替レートに対する数量面での感応度は極めて小さく、専ら価格面を通じた影響に限られることに加え、行き過ぎた円安の修正というメリットもあるため、当面は両者が相殺され影響は中立となろう。また、金利の上昇は、理論的には株価を下押しし、いわゆる「逆資産効果」を通じて個人消費にマイナスとなるが、現在、日本では株価の金利感応度は小さく、

⁵ 2024年4月30日付「日本経済情報 2024年4月号 景気拡大の阻害要因は円安よりも金利上昇への耐性」。

<https://www.itochu-research.com/ja/report/2024/2583/>

資産効果はあまりないとみられるため、この経路での金利上昇の影響は限定的とみられる。

仮に日銀が今後1年間に政策金利（無担保コール翌日物金利）を1%まで引き上げ、長期金利が2024年度末（2025年3月）に2%まで上昇すると想定した場合、以上の経路を通じた金利上昇のマイナス面とプラス面により、実質GDP成長率は0.7%Pt押し下げられると試算される（右図、詳細は後述）。

0.7%という押し下げインパクトは、内閣府や日銀が試算する潜在成長率と同程度であり、これだけ見れば、今後1年間に1%まで利上げをすれば景気は腰折れする可能性が高い、という結論になる。しかしながら、今後の利上げは景気拡大や賃上げを伴う「物価の上昇」が前提である点に留意が必要である。

こうした「良いインフレ」の下では、国内の製品需給が引き締まり、企業にとっては価格転嫁が進めやすく、家計にとっては賃金上昇が期待できる。仮に2%の消費者物価上昇率が実現し、賃金上昇率（現金給与総額）は前年比3%になると想定すれば、実質GDP成長率は0.5%Pt押し上げられ（右図、詳細は後述）、利上げによる影響の大部分を減殺することになる。

企業部門における影響

金利上昇の影響を部門別に見ると、企業部門に関しては、まず、利払い負担が2023年度の8.5兆円（実績見込み）から2024年度には9.7兆円へと1.2兆円増加し、企業の利益を下押しすると試算される⁶。さらに、金利の上昇による投資採算の悪化と、上記の利払い負担増（利益減）により、設備投資にマイナスの影響が生じる。当社が推計した設備投資関数⁷によると、長期金利が1%上昇すると設備投資は4.4%減少する。本試算の前提では、長期金利（期中平均）が0.63%から1.37%へと0.74%ポイント上昇することになるため、設備投資（実質）は3.3%押し下げられる。これに利払い負担増で下押しされる分の0.1%と合わせて、設備投資は計3.4%減少すると試算される。

⁶ 企業の利子受取額については、資産利回りの金利感応度（長期金利、政策金利とも）が小さかったことから、利子受取額は金利変動に対し中立として、試算では利子支払い額のみ考慮した。

⁷ 詳しくは2024年3月28日付「金利上昇するも内需主導で景気は回復（改定見通し）—日本経済情報2024年3月号」参照。<https://www.itochu-research.com/ja/report/2024/2565/>

金利上昇の日本経済への影響

前提				
政策金利：現状0～0.1%→今後1年間で0.75～1.00%へ引き上げ（2025年4月に）				
長期金利（10年物国債利回り）：現状0.9%→2024年度末（2025年3月）2%				
		2023年度	2024年度	
家計	利息収入	7.7兆円	9.0兆円	1.3兆円増加
	貯蓄率			0.3%Pt上昇
	実質個人消費			0.1%変化
	実質住宅投資			▲6.8%変化
企業	金利負担	8.5兆円	9.7兆円	1.2兆円増加
	実質設備投資			▲3.4%変化
				▲0.5%Pt
政府	純利子負担	1.2兆円	2.3兆円	1.1兆円増加
				▲0.7%Pt
合計				▲0.7%Pt

（出所）伊藤忠総研作成

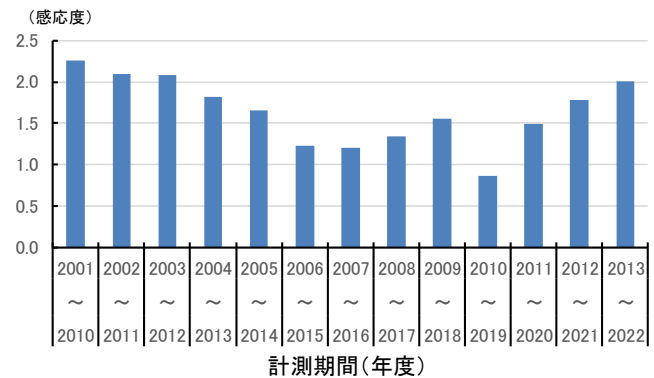
物価上昇の日本経済への影響

前提				
消費者物価上昇率：前年比2%（良いインフレ中心）				
賃金上昇率：前年比3%				
		2023年度	2024年度	
家計	雇用者報酬	301.8兆円	310.9兆円	9.1兆円増加
	実質個人消費 ※物価・貯蓄率の上昇を考慮			0.6%増加
	実質住宅投資			0.4%変化
企業	経常利益	107.6兆円	120.7兆円	13.1兆円増加
	実質設備投資			1.1%変化
				0.2%Pt
政府	税金	108兆円	112兆円	4兆円増加
				0.5%Pt
合計				0.5%Pt

（出所）伊藤忠総研作成

一方、物価の上昇に伴って売上高が増加し、人件費などのコストの増加が吸収される面もある。名目 GDP の増加に対応する売上高の感応度は、デフレが深刻だったリーマンショック直後以降、コストの価格転嫁の進展などを反映して徐々に高まる傾向が見られ（右図）、名目 GDP の 1% の変化に対する売上高の変化率は 1% 弱から 2% 程度へ上昇している。

名目 GDP 成長率に対する売上高（前年度比）の感応度



（出所）財務省、内閣府から伊藤忠総研試算

この結果を用いると、2024 年度の売上高は前年比+8%程度まで伸びが高まるが、コストは固定

費の大部分を占める人件費の伸びが 3%にとどまることもあり、経常利益は前年より 13 兆円程度（前年比+12%程度）増加すると試算される。前述の設備投資関数における経常利益の感応度（0.086）を用いると、物価上昇による増益が設備投資を約 1%押し上げる計算となり、前述の金利上昇による設備投資の落ち込み（▲3.3%）のうち 3 分の 1 程度を減殺することになる⁸。

家計部門における影響

家計部門においては、金利上昇により利子所得が増加する。10 年国債利回りが来年 3 月に 2%まで上昇した場合、金利上昇による利息収入の増加は 1.3 兆円程度と試算される⁹。一方で、貯蓄率は 0.3%Pt 程度上昇¹⁰するとみられ、両者の結果、個人消費は 0.1%押し上げられることになる。

その反面、住宅ローンの金利が上昇すると、ローン返済額の増加により住宅を取得する「能力」が低下し、住宅投資は減少する。こうした「能力」は、貯蓄額とローン借入可能額の合計を住宅価格と比較した指数（住宅取得能力指数¹¹）で表されることが多いが、この指数に対する住宅投資の感応度（0.70）に基づいて計算すると、住宅投資は 6.8%減少すると見込まれる。

一方で、物価の上昇に伴う賃金の上昇（3%）によって、雇用者報酬は 9 兆円増加する。その結果、物価上昇や貯蓄率の上昇によるマイナスの影響を考慮しても、個人消費は 0.6%押し上げられると試算される。住宅投資は、こうした所得増により 0.4%程度¹²押し上げられよう。

⁸ 設備投資関数では、経常利益の 4 四半期後方移動平均値を用いているため、本試算では増益分の半分しか反映されていない点に留意が必要。

⁹ 家計の現預金の利回りは 10 年国債利回りの 4 年平均と相関が高く、その弾力性は 0.77。本試算の前提に基づく 10 年国債利回りの 4 年平均は 0.15%Pt 上昇するため、家計の現預金の利回りは 0.11%Pt 上昇する。なお、家計の現預金残高は 1,116 兆円（2022 年末時点、SNA ベース）。

¹⁰ 消費性向を消費者物価（前年比）、10 年国債利回り（4 年平均）、実質可処分所得（前年比）、高齢者比率、コロナダミーで説明する回帰式を推定すると、10 年国債利回りの係数は -1.96 となった（推計期間：1995～2022 年度）。これに、10 年国債利回り（4 年平均）の変動幅 0.15%Pt を掛けると、金利上昇により貯蓄率（消費性向の逆数）は 0.3 ポイント押し上げられる計算となる。

¹¹ 住宅取得能力指数の詳細は 2024 年 4 月 30 日付「景気拡大の阻害要因は円安よりも金利上昇への耐性—日本経済情報 2024 年 4 月号」参照。<https://www.itochu-research.com/ja/report/2024/2583/>

¹² 所得増の 4 分の 1 が返済に回されると想定。

政府部門における影響

政府部門に関しても、企業と同様、債務残高が金融資産残高を上回っている¹³ことから、金利が上昇すればネットの利払い負担も増加する。具体的には、1,400兆円あまりの債務残高に対して2023年度の利払い額は8.1兆円（利回り0.58%）であったものが、2024年度には10.0兆円（利回り0.7%）へ増加すると試算される。対する利子所得は、社会保障基金などの金融資産が650兆円程度あるため、2023年度の7.0兆円（利回り1.04%）から2024年度に7.8兆円（利回り1.15%）へ増加するとみられる。したがって、差し引き1兆円あまりの利子負担増となる。

一方で、物価の上昇は、企業利益の増加に伴い法人税収を、家計所得の増加に伴い個人所得税収を、消費額の増加に伴い消費税収を、それぞれ増加させる。本試算の前提に基づけば、法人税収（含む地方税）は2兆円程度、個人所得税（含む地方税）は7,500億円程度、消費税は8,500億円程度増加し、その他税収を合わせると、国と地方の税収総額は4兆円程度増加すると試算される。つまり、税収の増加は金利負担の増加を補って余りある状況となるが、これは債務が長期国債中心につき、金利の上昇が反映されるまで時間がかかり、利払い負担の増加が税収の増加に遅れているだけであることには注意が必要であろう。

日本経済の金利上昇への耐性

以上の通り、金利上昇による成長率の押し下げと、物価上昇を起点とする押し上げを差し引きすると、0.2%Pt程度のマイナスにとどまるため、今後1年間で政策金利が1%まで引き上げられたとしても、当社を含め1%以上の成長を見込む向きが多い2024年度については、潜在成長率を下回る低成長に陥り景気が失速するような事態には至らないだろう。

そのカギを握るのは企業部門であり、設備投資にどの程度積極的になるのか、脱デフレのメリットをどう活かしていくのかが、景気の足腰を左右する大きな要因となる。前者について、理論上は期待インフレ率が金利を上回る（実質金利がマイナスである）限り設備投資に逆風とはならないわけで、結局は企業がそれを認識し、金利負担を上回る増益を見込んで投資を積極化するかどうかなとなる。後者については、企業が部分最適、つまり自社の利益だけを求めて値下げ競争に走れば、デフレに後戻りするリスクを高めるため、中小企業も含めた全体で人件費などのコスト増をしっかりと価格に転嫁し、収益環境を好転させていくことが、日本経済の金利上昇への耐性を高める大きな要素となろう。

政府に関しては、すでに5兆円に上る所得減税・給付金により今年度の税収増のメリットは使い果たしているが、税収が増えるからといって「景気回復を確実なものに」という名目で財政支出を拡大させると、いたずらに将来世代へ負担を先送りし、遅れてやってくる金利上昇の負担増に耐えられない恐れがあることに留意すべきであろう。

このところ、日銀の利上げを巡る議論は、地ならしとともとれるほど活発化しており、10年国債利回りは1%を上回って上昇が続いている。それでも、植田総裁が「注意深く進んでいく」とした通り、日銀は慎重な姿勢を維持していることから、今後の実際の利上げペースは年内に1~2回、今後1年

¹³ 内閣府「国民経済計算」によると、一般政府（国と地方自治体、社会保障基金の合計）の負債残高（2022年末）1,422兆円に対して金融資産残高（除く株式）は651兆円にとどまる。

間で多くても3回、政策金利の上限は0.75%が精一杯であろう。一方で、2%の物価上昇は後述の通り実現する可能性が高いと考えられる。つまり、今後の金利上昇は、上記の試算ほど日本経済を下押しすることはなく、以下に示す通り、景気は回復基調を維持するとみて良いだろう。

賃金の上昇と物価鈍化で消費は回復

話を景気の現状に戻すと、前述の通り、個人消費は2024年1～3月期も耐久財や非耐久財の減少で落ち込みが続いたが、個人消費の約6割を占めるサービスは外出頻度の増加や行楽需要の高まりを背景にプラスに転じている。今後は、①実質賃金が物価上昇率の鈍化や賃金の上昇加速により4～6月期にも前年比でプラスに転じること、②消費者マインドが改善傾向を維持することから、コロナ期間中に積み上がった「強制貯蓄」の取り崩しも原動力として個人消費は拡大すると予想する。

まず、これまで個人消費の逆風となった物価上昇率は、鈍化傾向が続いている。4月の消費者物価（総合）は、前年同月比+2.5%と3月（+2.7%）から伸びを縮小した。また、生鮮食品を除く総合（コア）でも+2.2%と3月（+2.6%）から鈍化した。サービス価格の値上げも加速せず、財を中心

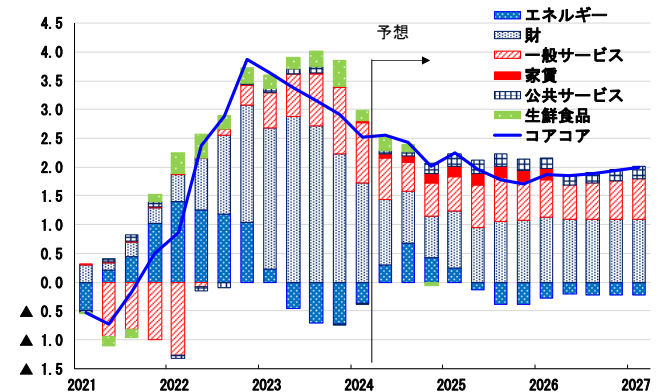
に価格転嫁の動きは落ち着く方向にあることが改めて確認された¹⁴。今後、5月から7月にかけて電気・ガス代で値上げが予定されているため、コアの上昇率は一時的に2%台半ばへ伸びを高める可能性が高い。電気代の再生可能エネルギー賦課金が7～8%程度上昇するほか、電気・ガス代の補助金が6月に半減、7月には完全に終了するためである。

さらに、賃金上昇を背景にサービス価格の値上げが広がるとみられるものの、より長い目で見れば、従来予想通り、価格転嫁一巡による財価格の上昇鈍化がサービス価格の上昇加速を上回り、消費者物価

（コア）は2024年度後半にかけて+2%程度まで前年比が鈍化すると見込まれる。その結果、2024年度のコア消費者物価は前年比+2.3%、2025年度は+1.9%、2026年度は+2.0%と予想する（右図）。

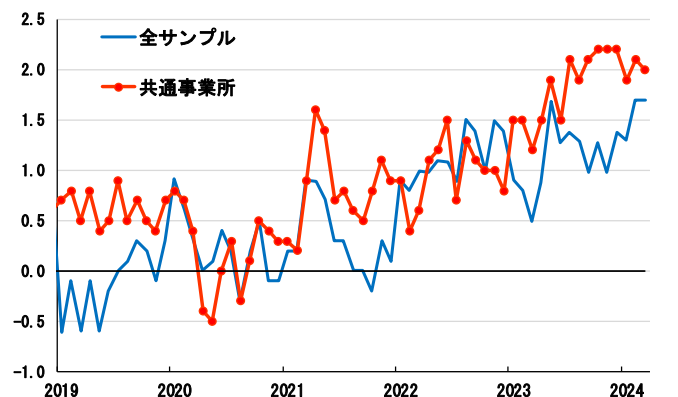
一方で、賃金の上昇ペースは、着実に加速している。毎月勤労統計によると、昨春闘の賃上げ実績（+3.58%）を反映して、所定内給与（基本給）は、調査サンプルの入れ替えの影響を受けない「共通事業所」で前年同月比+2%程度の高い上昇率が続いている（右図）。また、これまで「共通

消費者物価の見通し(前年比、%)



(出所)総務省、予想は伊藤忠総研作成

所定内給与(前年同月比、%)



(出所)厚生労働省

¹⁴ 詳細は、詳細は、2024年5月24日付 Economic Monitor「日本経済：全国消費者物価（2024年4月）コアの鈍化続く、サービスで値上げ加速見られず」参照。<https://www.itochu-research.com/ja/report/2024/2602/>

事業所」と比べて伸び率が低かった「全サンプル」でも、3月は前年同月比+1.7%となり、1月以降、伸びの拡大が続いている。

今後も、中途採用の募集賃金の上昇や、春闘賃上げ率がベースアップと定昇の合計で5%程度に着地する可能性が高いことから、賃金の上昇ペースの加速が続こう。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、正社員の募集賃金は、5月13日時点で前年同週比+2.3%と2024年1月以降上昇が加速している（右図）。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毎月勤労統計に対して5か月程度先行関係があるとされ¹⁵、今後の賃金上昇加速を示唆している。

HRog賃金Now(前年同週比、%)

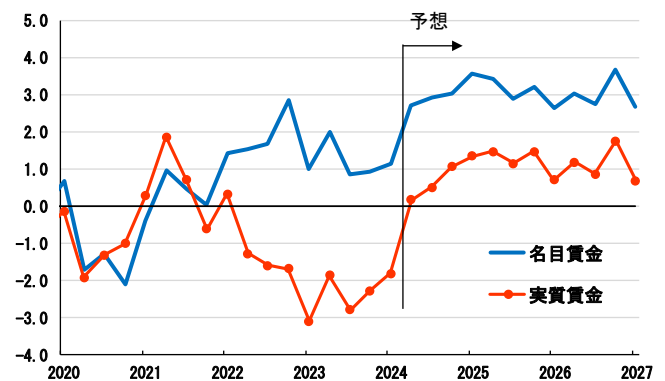


(出所) ナウキャスト社

また、今年の春季生活闘争（春闘）では、大企業を中心とした積極的な賃上げ姿勢が中小企業にも広がった。労働組合総連合会（連合）が5月8日に公表した第5回集計では、一般組合員（正社員）の賃上げ率（ベースアップと定昇の合計）は平均+5.17%と第4回集計の+5.20%と同程度を維持、300人未満の中小組合でも+4.66%と第4回集計の+4.75%と概ね同程度の水準を維持している。したがって当社は、春闘の賃上げ率が+5%程度に着地し、毎月勤労統計の所定内給与（基本給）は+3%強まで伸びを高めるとの予想を維持する。

さらに先の賃金動向は、今後の労働需給や、それを受けた来年度の春闘の結果に左右される。当社が推計した「賃上げモデル」¹⁶を用いて、2025年度の春闘賃上げ率を試算すると、失業率が2%前半に低下し、消費者物価の上昇率が2%に鈍化した場合の賃上げ率は4.3%となると見込まれる。これが実現すれば、毎月勤労統計の（所定内給与）は+2%後半の上昇率となり、残業代などの所定外給与やボーナスなどの特別給与を含めた名目賃金は+3%程度となる。

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

以上を踏まえ、①実質賃金の先行きを展望すると（上図）、2024年4～6月期に前年比でプラスに転じるとの当社予想通りとなる可能性が高い。さらに10～12月期には上昇率が1%を超え、その後も1%前後で推移しよう。

¹⁵ 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/>

¹⁶ 詳細は、2024年3月15日付 Economic Monitor「春闘賃上げ率は5%前後に一賃上げモデルからの示唆」参照。

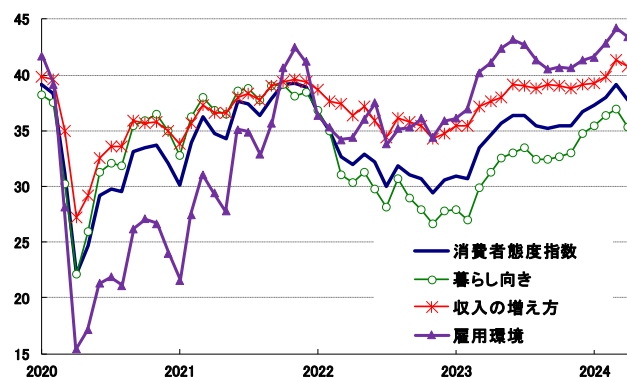
<https://www.itochu-research.com/ja/report/2024/2556/>

また、②消費者マインドについては、概ね改善傾向を維持している。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、昨年 10 月から今年の 3 月にかけて改善が続いていた（右図）。4 月は価格改定期の値上げが影響し、37.8 と 3 月（38.0）から小幅悪化したものの、依然として高い水準を維持している。今後は、賃金の上昇加速や物価上昇率の鈍化を背景に、消費者マインドは再び改善に向かうと見込まれ、個人消費の拡大を一段と後押ししよう。

消費者マインドが改善すれば、コロナ期間に消費活動が制約されたことによって積み上がった「強制貯蓄」¹⁷を取り崩す動きも一段と加速するとみられる。家計調査の年収五分位階級別データ¹⁸を用いて試算すると（右図）、2020 年 4～6 月期から 2024 年 1～3 月期までの 4 年間で「強制貯蓄」は 1 世帯あたり 80～170 万円程度積み上がるべきところが、実際には 40～110 万円程度にとどまっている。この差額は「強制貯蓄」を取り崩したことを意味するが、高所得者層（所得階層 V）では取り崩し額が 97 万円と大きい一方で、低所得者層（所得階層 I）では取り崩し額は 9 万円と小幅にとどまっており、物価上昇を受けて低所得者層ほど消費を控えた様子が見て取れる。先述の通り、今後も消費者マインドの改善傾向が続けば、これまで慎重な消費行動が見られた低所得者層でも「強制貯蓄」の取り崩しが進み、サービスを中心にリベンジ消費の更なる拡大が期待できよう。

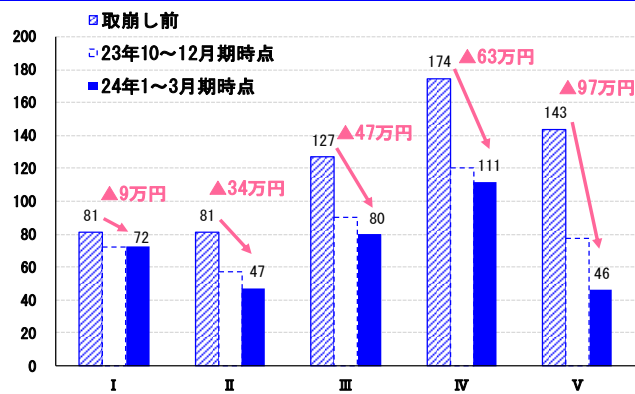
なお、政府は 6 月から 1 人 4 万円（所得税 3 万円、住民税 1 万円）の定額減税を実施する。年収 2,000 万円以下が対象となるが、所得税非課税世帯には 1 世帯当たり 7 万円を給付、さらに住民税非課税世帯には 1 世帯当たり 10 万円の給付が予定され、これらの世帯には子供 1 人当たり 5 万円の追加給付も実施される。政府の発表によると、定額減税と給付金の合計で 5 兆円程度となる見込みであり、さらに個人消費を押し上げることが期待される。最近の事例から推定される限界消費性向（追加的な所得 1%の増加に対する消費の増加率）は勤労世帯で 0.2 だった¹⁹ことを踏まえると、今回の定額減税と給付金により個人消費は 1 兆円程度押し上げられる計算となる。

消費者態度指数（総世帯）



(出所) 内閣府

所得階層別の強制貯蓄額（万円）



(出所) 伊藤忠総研による推計値

¹⁷ 詳細は、2024 年 5 月 17 日付 Economic Monitor「日本経済：『強制貯蓄』は高所得者層で取り崩し進み、サービス消費の拡大に貢献」参照。<https://www.itochu-research.com/ja/report/2024/2596/>

¹⁸ 各所得階層の世帯収入は、2024 年 1 月時点で、所得階層 I は 500 万円未満、II は 500～638 万円未満、III は 638～780 万円未満、IV は 780～998 万円未満、V は 998 万円以上。

¹⁹ 2020 年に 10 万円の特別定額給付金が支給された際の限界消費性向を計算。家計調査によると、2 人以上の勤労世帯では、2020 年 4 月から 8 月にかけて可処分所得が 25.3 万円増加したのに対し、消費支出は 5 万円増にとどまるため、限界消費性向は 0.2 となる。

以上を踏まえ、個人消費の先行きを展望すると、2024 年 4～6 月期は、自動車販売の落ち込みや天候不順などの一時的な下押し要因が剥落することに加え、実質賃金が前年比で増加に転じることから、5 四半期ぶりに前期比でプラスに転じよう。7～9 月期以降は、実質賃金のプラス幅の拡大に加え、金利上昇を受けた利息収入の増加による可処分所得の増加も見込まれる。10～12 月期までは定額減税・給付金による押し上げも加わる。その結果、GDP ベースの個人消費は実質で 2024 年度の前年比+1.1%から 2025 年度は+1.3%へ伸びを高め、2026 年度も+1.4%と高い伸びを維持すると予想する。

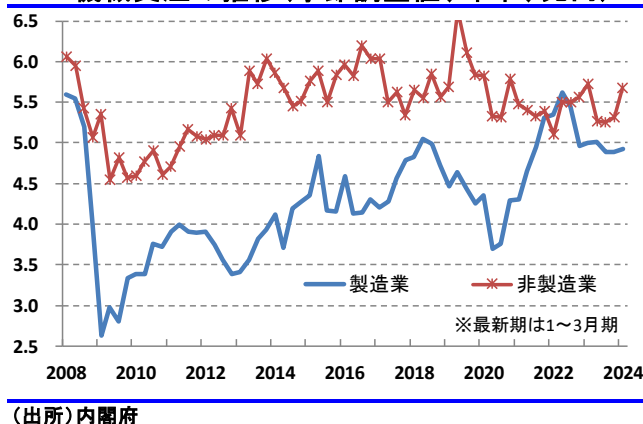
設備投資に底堅さ

設備投資は、機械投資を中心に底堅く推移している。機械投資の先行指標である機械受注は、3 月に前月比+2.9%と 2 か月連続で増加した。四半期ベースで見ると、1～3 月期は前期比+4.4%と、内閣府による 1～3 月期見通し（前期比+4.6%）には及ばなかったものの、3 四半期続いた機械受注の減少に歯止めがかかった格好である（図表）。

1～3 月期の機械受注を業種別に見ると、製造業からの受注が前期比+0.9%、非製造業からの受注は前期比+6.8%と、ともに前期比で増加した。内訳を見ると、製造業では、情報通信機械（10～12 月前期比▲20.6%→1～3 月期前期比+53.7%）や電気機械（▲5.6%→+27.7%）からの受注が大幅に増加した半面、化学工業（▲24.9%→▲31.0%）や鉄鋼業（+13.8%→▲14.0%）からの受注が落ち込んだ。一方、非製造業からの受注は、不動産業（+35.7%→+11.8%）や情報サービス業（▲15.6%→+11.0%）などで大幅に増加し、年明け以降の機械受注全体を押し上げた。なお、鉱業・採石業・砂利採取業（▲5.8%→+83.4%）の受注額は小さいものの、大幅な増加率を記録している。

先行き 4～6 月期に関して、内閣府は前期比▲1.6%と予想している。機械メーカーによる 4～6 月期の受注見通しは前期比+5.3%と大幅増を見込んでいるが²⁰、見通しの達成率（受注実績÷機械メーカーの受注見通し）が 100%を下回る状況が続いているためである（右図）。もっとも、設備投資に用いられる資本財の生産の実現率（生産実績÷生産見込み）は、マイナス幅が縮小傾向にあり、直近 2024 年 3 月は+1.8%と、12 か月ぶりのプラスに転じている。機械受注についても、資本財出荷と同様、見通しからの下振れが上振れに転じ、1～3 月期に続いて 4～6 月期も前期比プラスとなる可能性はあろう。

機械受注の推移（季節調整値、年率、兆円）



機械受注の達成率と資本財生産の実現率



²⁰ 内閣府の受注見通しは、機械メーカー各社の受注見通しに過去 3 四半期の平均達成率（93.4%）を乗じて算出されている。

一方、建設投資は引き続き低調である。先行指標の建設着工床面積は、3月に前年同月比+13.2%と大幅なプラスであったが、四半期ベースでみると1～3月期は前年同期比▲6.8%とマイナス圏にとどまっている。オフィスビルなどの「事務所」（10～12月期前年同期比+36.7%→1～3月期+42.3%）は高い伸びを維持、「工場」（▲12.2%→+1.1%）はプラスに転じたが、「倉庫」（+51.6%→▲41.9%）と「店舗」（▲0.7%→▲28.1%）は大幅なマイナスとなっている。

今後も建設投資は引き続き力強さに欠けるとみられるが、底堅い機械受注の動きから判断すると、設備投資は機械投資に牽引される形で、4～6月期に前期比でプラスに転じるとみられる。その後も、金利上昇が逆風とはなるが、売上の増加に伴い企業収益が順調に増加、設備投資の拡大を後押しし、2024年度の設備投資は前年度比+3.6%と、2023年度の同+0.4%増から伸びが高まると予想する。2025年度以降については、コロナ禍で先送りされた更新投資の回復が一巡することもあり、設備投資の伸びは鈍化しよう。

インバウンド需要は引き続き高水準

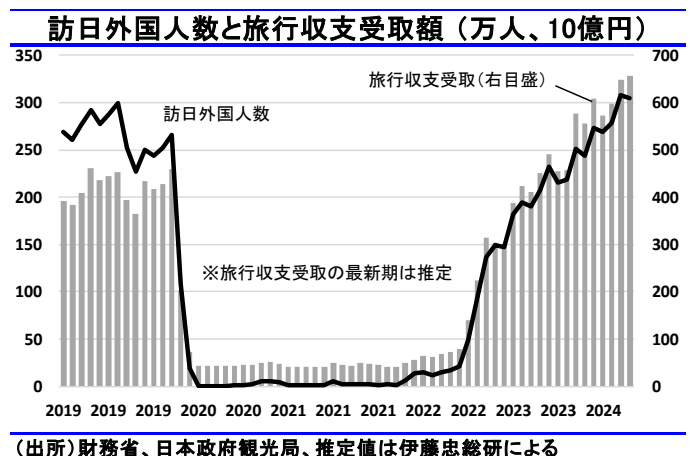
インバウンド需要は高水準を維持している。4月の訪日外国人数は304.3万人となり、3月の308.2万人を下回ったが、コロナ前2019年の同月の水準を5ヵ月連続で上回っている（右図）。

韓国（66.1万人）が全体の21.7%を占め、引き続き最も多いが、中国本土（55.3万人）が急増して台湾（46.0万人）を上回り、韓国に次ぐシェア（17.5%）となった。香港を含めた東アジア全体のシェアは、60.4%に達している。そのほか、タイ（14.3万人）やフィリピン（6.9万人）など、ASEAN主要6か国²¹の合計は42.7万人（シェア14.0%）と、引き続き高いシェアを誇る。米国（22.9万人）は台湾に次ぐ規模となっており、アジア以外の中では突出して多い。

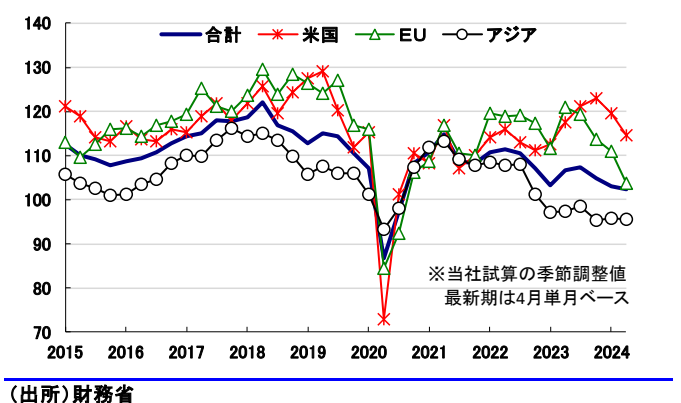
上記の通り、4月の訪日外国人数は3月に比べ減少したが、訪日外国人による支出（旅行収支受取＝インバウンド需要）は円安の進行により3月の6,479億円から6,560億円程度へ増加する見込みである。1～3月期平均（6,065億円）と比較しても約8%上回っており、インバウンド需要が景気を下支えする状況が続いている。

財輸出は引き続き低迷

財（モノ）の輸出は、低迷を続けている。通関輸出数量指数で財輸出の動向を見ると（右図）、4月は前月比+0.7%と4ヵ月ぶりに増加した（当社



仕向け地別輸出数量指数の推移（季節調整値、2020年=100）



²¹ 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。

試算の季節調整値)。ただし、四半期ベースでみると、4月は1～3月期平均を0.7%下回っており、財輸出の基調は依然として弱い。

主な仕向け地別に見ると、4月の米国向けの水準が1～3月平均を4.2%下回ったほか、EU向けも1～3月平均を6.4%下回っている。一方、アジア向けについても、中国向けが1～3月平均を3.9%下回ったが、アジア全体では0.4%の下振れにとどまっていることから、中国以外のASEAN・NIES向けの輸出は、比較的堅調だったとみられる。

また、主な財の動向を見ると、自動車（1～3月期前期比▲4.8%→4月の1～3月比+0.8%）が品質不正問題の影響一服から持ち直したほか、プラスチック（+0.4%→+1.2%）が引き続き堅調に推移したが、半導体（IC、▲3.4%→▲9.0%）や自動車部品（▲3.2%→▲6.3%）、鉄鋼（▲0.8%→▲1.3%）の低迷が続いた。

今後の輸出を展望すると、サービス輸出については、引き続きインバウンド需要が牽引し拡大傾向が続くと予想する。ドル円相場は円高傾向に転じると見込まれるものの円安水準が続き、日本への旅行の割安感は維持されよう。中国本土からの旅行客に回復の兆しがある点も、インバウンド需要に拡大余地が残ることを示唆している。一方の財輸出は、2024年終盤から2025年にかけて、欧米景気の持ち直しを背景に増加基調に転じよう。その結果、2024年度の輸出は前年比+3.1%となり、2023年度（+3.0%）と同程度の伸びにとどまるが、2025年度は+5.8%へ増勢が加速すると予想する。

景気は回復基調を取り戻し経済正常化へ

以上の状況を踏まえると、まず、足元4～6月期は、個人消費が実質所得の増加を受けて前期比で増加に転じ、設備投資も企業の今年度の強気な計画が実行に移されるに伴い前期比で増加すると見込まれる。さらに、輸出も前期の大幅な落ち込みから多少は持ち直すため、実質GDP成長率は前期比でプラスを回復すると予想する。

7～9月期以降も、物価上昇の鈍化と賃金上昇加速を背景に個人消費の拡大が続き、景気の回復を牽引しよう。設備投資は金利上昇という逆風はあるものの金利の水準は依然と低く、昨年度の積み残しもあるため、当面は拡大が続こう。輸出も年末から年明けにかけて海外経済の復調を背景に増加傾向を取り戻すとみられる。その結果、2024年度の実質GDP成長率は、2023年度と同程度（前年比+1.2%）を維持すると予想する（右上表）。

デフレ脱却の目安の一つとなる需給ギャップは、内閣府の推計によると2023年10～12月期時点でGDP比▲0.6%、潜在成長率は0.7%であり、前期比マイナス成長となった2024年1～3月期には

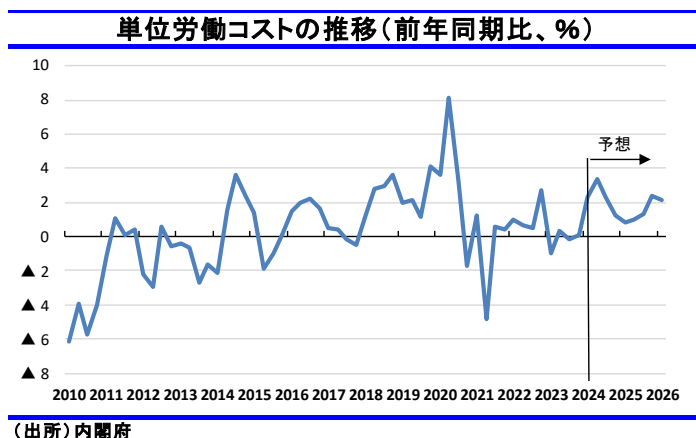
日本経済の推移と予測（年度）

前年比,%,%Pt	2020 実績	2021 実績	2022 実績	2023 予想	2024 予想	2025 予想
実質GDP	▲3.9	2.8	1.6	1.2	1.2	0.9
国内需要	▲3.2	2.0	2.0	▲0.1	1.1	0.6
民間需要	▲5.4	2.3	2.7	▲0.6	1.4	0.7
個人消費	▲4.8	1.8	2.7	▲0.6	1.1	1.2
住宅投資	▲7.4	0.2	▲3.4	0.6	▲2.9	▲0.8
設備投資	▲5.6	1.7	3.4	0.4	3.4	▲0.8
在庫投資(寄与度)	(▲0.2)	(0.5)	(0.1)	(▲0.3)	(0.0)	(0.1)
政府消費	2.7	3.2	1.4	0.5	0.5	0.8
公共投資	4.8	▲6.5	▲6.1	4.1	▲2.2	▲2.7
純輸出(寄与度)	(▲0.7)	(0.9)	(▲0.4)	(1.2)	(0.1)	(0.3)
輸出	▲9.9	12.4	4.9	3.0	3.0	5.8
輸入	▲6.3	7.2	6.9	▲3.3	2.6	4.7
名目GDP	▲3.2	2.7	2.4	5.3	3.5	3.1
鉱工業生産	▲9.5	5.5	▲0.3	▲1.9	5.2	1.3
失業率(%、平均)	2.9	2.8	2.6	2.6	2.5	2.3
経常収支(兆円)	16.9	20.1	9.1	25.0	25.5	28.2
消費者物価(除く生鮮)	▲0.6	0.1	3.0	2.8	2.3	1.9

（出所）内閣府ほか、予想部分は伊藤忠総研による。

1%を超えるマイナスになったとみられる。ただ、4～6 月期以降は潜在成長率を大きく上回る成長が続くと見込まれるため、早ければ 7～9 月期にも需給ギャップは解消しよう²²。

政府は、デフレ脱却を判断する指標として消費者物価や GDP デフレーターのほか、需給ギャップと単位労働コスト（実質 GDP1 単位あたりの雇用者報酬）を挙げている。これらのうち、消費者物価上昇率は前述の通り、GDP デフレーターについても当社は 2023 年度の前年比+4.1%から 2024 年度は+2.4%、2025 年度は+2.2%と多少落ち着くものの 2%を超える状態を維持すると予想している。単位労働コストも、賃金上昇率の高まりを受けて既に 2024 年 1～3 月期に前年同期比+2.3%へ伸びを高めており、今後は賃金の上昇率が一段と高まるため、均せば 2%程度の伸びを維持する可能性が高い（右図）。そのため、今年の夏頃には日本経済がデフレから脱却したと政府が判断できる環境は整う見込みである。



2025 年度の日本経済は、設備投資が減少に転じ、住宅投資の減少が続くなど、金利上昇の影響が強まろう。一方で、個人消費は賃金上昇とマインド改善による回復が続き、輸出は海外景気の復調を背景に増勢を強めるため、実質 GDP 成長率は前年比+0.9%と若干減速するものの、潜在成長率を上回る状況が続くと予想する。そのため、需給ギャップが再びマイナス（需要不足）となりデフレ圧力が強まることはなく、物価と賃金の安定的な上昇が続き、一手の金利がある正常な経済が定着していくと期待される。

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。

²² 日銀の推計によると、需給ギャップは 2023 年 10～12 月期時点で GDP 比 0.02%と解消しており、潜在成長率は内閣府とほぼ水準の 0.68%であることから、需給ギャップ解消時期についての見方は変わらない。