Jun25,2024

伊藤忠総研

日本経済情報 2024 年 6 月号

Summary

【内 容】

1～3 月期は景気足踏み

景況感は 4 月以降も悪化続く

小規模企業の景況感が特に悪化

5 月の販売統計は好調

物価上昇加速は一時的

賃金の上昇は加速

個人消費は 4～6 月期に回復へ

設備投資は底堅さを維持

住宅投資は一旦下げ止まり

インバウンド需要も堅調

財輸出は持ち直す

利上げ開始は 9 月

日本経済は回復基調を取り戻し正常化へ

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
宮嵜浩
(03-3497-7354)
miyazaki-hiroshi
@itochu.co.jp

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

経済正常化の確度上昇を確認し 9 月利上げ（改定見通し）

2024 年 1～3 月期 GDP2 次速報値は前期比年率▲1.8%。2 四半期ぶりのマイナス成長は 1 次速報から変わらず、景気は足踏み状態。個人消費や輸出が減少、設備投資も小幅減。

4 月以降も、景気ウオッチャー調査は 5 月にかけて家計動向関連が物価上昇の影響で小売、飲食、サービスとも悪化。帝国データバンクの景気動向調査も不動産やサービス、小売を中心に 2 ヵ月連続の悪化。特に小規模企業で悪化が目立った。ただ、小売販売は 5 月に総じて改善しており、マインド悪化の先行という面も。

景況感の悪化をもたらした物価上昇は、5 月についてはエネルギーに関する政策的な部分が大きく、7 月まで続く見込み。8 月以降は人件費上昇によるサービス価格の上昇加速が見込まれるものの、価格転嫁一巡の影響が勝り、消費者物価上昇率は 2%程度に落ち着く見込み。

加えて、今後は春闘を反映し賃金上昇が加速、実質賃金は上昇に転じ、個人消費は 4～6 月期から回復に向かおう。設備投資も、先行指標の機械受注が底堅く推移しており、企業の増益基調にも後押しされ拡大基調となろう。輸出はインバウンド需要の拡大が続き、財も 2024 年終盤以降は欧米景気の復調により増加傾向を取り戻すと予想する。

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、7～9 月期以降もプラス成長を維持、2024 年度通年の成長率は潜在成長率を上回る前年比＋1.2%と予想する。今年の夏頃には経済正常化の確度が高まったと政府が判断できる状況に至り、日銀は 9 月に利上げを開始しよう。

日本経済の成長率見通し（年度）

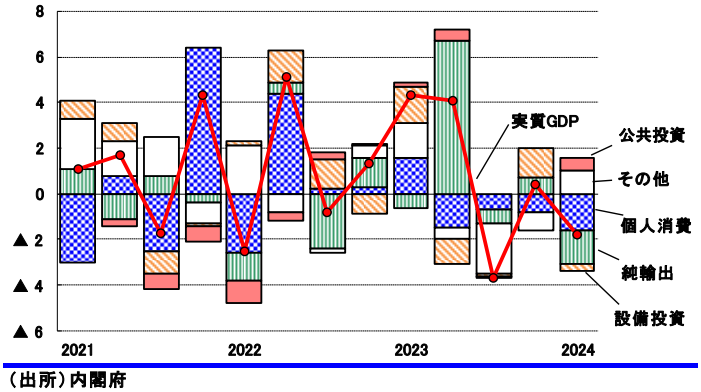
前年比,%,%Pt	2022 実績	2023 実績	2024 予想	2025 予想
実質GDP	1.6	1.2	1.2	0.9
個人消費	2.7	▲0.6	1.1	1.2
住宅投資	▲3.4	0.6	▲2.9	▲0.8
設備投資	3.4	0.5	3.3	▲0.8
公共投資	▲6.1	4.0	▲2.3	▲2.7
純輸出(寄与度)	(▲0.4)	(1.2)	(0.1)	(0.3)
輸 出	4.9	3.0	2.9	5.8
輸 入	6.9	▲3.2	2.7	4.7
失業率(%、平均)	2.6	2.6	2.5	2.3
消費者物価(除く生鮮)	3.0	2.8	2.3	1.9

（出所）内閣府ほか、予想部分は伊藤忠総研による。

1～3 月期は景気足踏み

今月 10 日に発表された 2024 年 1～3 月期 GDP2 次速報値は、実質 GDP が前期比▲0.5 %（年率▲1.8%）となり（右図）、1 次速報値の前期比▲0.5%（年率▲2.0%）から小幅に上方修正された。ただ、2 四半期ぶりの前期比マイナス成長だったことは変わらず、景気は足踏み状態にあったことが再確認された。

実質GDPの推移（季節調整値、前期比年率、%）



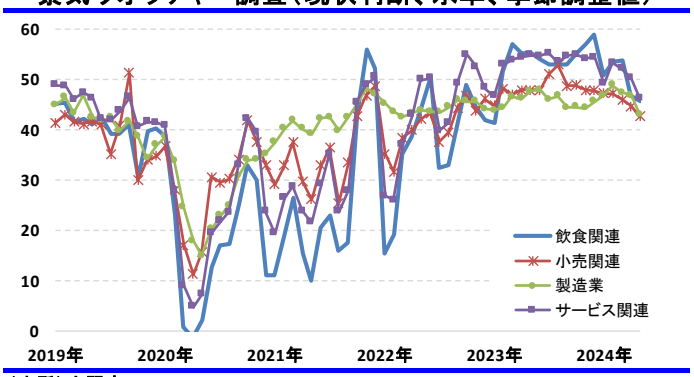
（出所）内閣府

修正の内容を見ると、民間在庫投資（1 次速報値：寄与度＋0.2%Pt→2 次速報値：＋0.3%Pt）や民間企業設備投資（前期比▲0.8%→▲0.4%）が上方修正されたものの、輸出（▲5.0%→▲5.1%）や公共投資（公的固定資本形成、＋3.1%→＋3.0%）のほか、個人消費の大部分を占める家計消費（前期比▲0.7%→▲0.8%）も若干ながら下方修正され、実質 GDP 成長率の上方修正幅が抑えられた。

景況感は 4 月以降も悪化続く

景気ウオッチャー調査によると、景気の現状判断 DI（水準、季節調整値）は、全体で 3 月に 48.8 と好不調の目安である 50 を割り込んだが、4 月は 47.1 に、5 月は 44.9 へ一段と悪化した。

景気ウオッチャー調査（現状判断、水準、季節調整値）

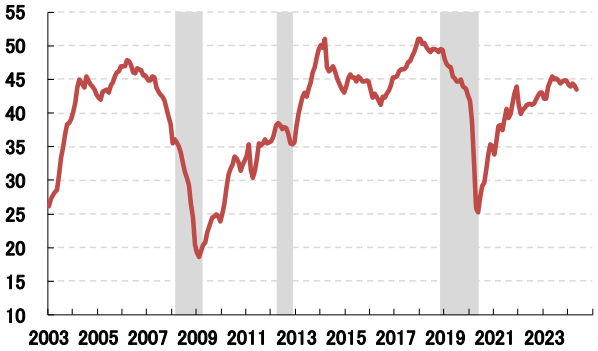


（出所）内閣府

分野別に見ると、個人消費と関連の深い「家計動向関連」（3 月 48.3→4 月 46.2→5 月 43.8）の落ち込みが顕著である。なかでも「小売関連」（45.9→44.6→42.6）の低迷が目立ち、「飲食関連」（53.6→46.8→45.5）も 2 ヵ月連続の低下、「サービス関連」（52.1→50.1→46.2）も 50 を割り込んだ。悪化の判断理由を見ると、物価上昇により節約志向が強まっているとの指摘が目立った。ゴールデンウィーク後の客足の落ち込みなどリベンジ消費の一巡を感じさせるコメントも散見された。

また、「企業動向関連」（3 月 48.8→4 月 48.1→5 月 46.7）も落ち込みが続いているが、うち非製造業（50.2→49.6→49.9）は若干ながらも改善、製造業（47.3→46.7→43.0）が大きく悪化した。製造業では、原材料などのコスト増や受注減が理由に挙げられていた。

景気DIの推移（全国）



（出所）帝国データバンク

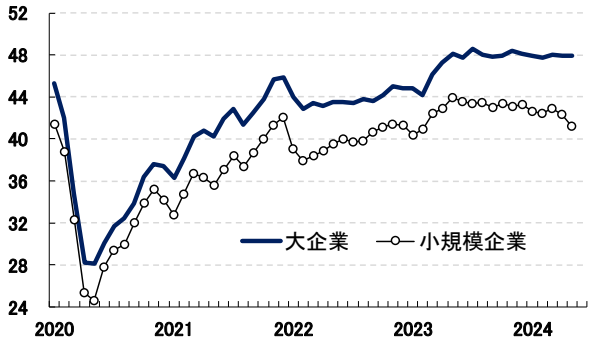
小規模企業の景況感が特に悪化

帝国データバンクの企業景況調査「TDB 景気動向調査」でも、企業景況感の改善は足踏みしている。5 月の景気 DI は前月比▲0.6 ポイントの 43.5 となり、2 か月連続で悪化した（右図）。建築資材価格の高騰や借入金利の上昇に直面している「不動産」

が悪化したほか、人件費高騰や光熱費値上げが収益の重荷となっている飲食店などの「サービス」、物価高による買い控えが指摘されている「小売」などが悪化した。半面、好天候で収穫が良好だった「農・林・水産」と、価格改定で収益が改善した「運輸・倉庫」は改善したが、景況感が改善した業種は 10 業種中 2 業種にとどまり、それ以外の 8 業種は悪化した。

企業規模別にみると、大企業の 5 月の景気 DI は前月比横ばいだったが、中小企業では▲0.8 ポイントだった。小規模企業に限れば▲1.1 ポイントと、新型コロナ（オミクロン株）の感染が拡大した 2022 年 2 月（同▲1.2）以来の大幅な悪化となった（右図）。燃料高に加え、運輸業等の残業上限規制により物流が滞る「2024 年問題」が、小企業企業の「運輸・倉庫」の大幅な悪化をもたらしたとみられる。その他、小規模企業の「不動産」は在庫の積み上がりが悪化につながった模様である。

景気DIの推移（大企業と小規模企業）



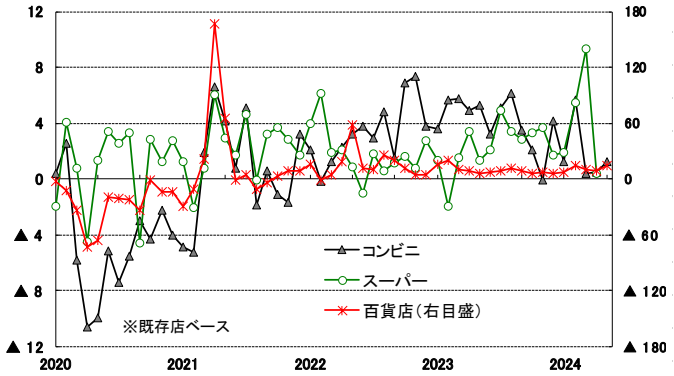
（出所）帝国データバンク

一方、大企業に関しては、資材価格高騰によって「建設」の景況感が悪化した半面、自動車生産の再開や荷主の業績好調を反映して、「運輸・倉庫」が改善した。

5 月の販売統計は好調

景気ウオッチャー調査で景況感の悪化が目立った小売分野の実際の販売動向を見ると、5 月のコンビニ売上高（既存店）は、4 月の前年同月比＋0.5%から＋1.2%へ伸びが拡大した（右図）。新型コロナウィルス 5 類移行後、初めてのゴールデンウィークとなったことで行楽需要が増加し、来店客数（4 月＋0.9%→5 月＋1.7%）は前年比でプラス幅を拡大した。一方、客単価（4 月▲0.4%→5 月▲0.5%）は前年比マイナスが続いたが、特殊要因[1]によるところが大きく、実態は改善していたとみられる。

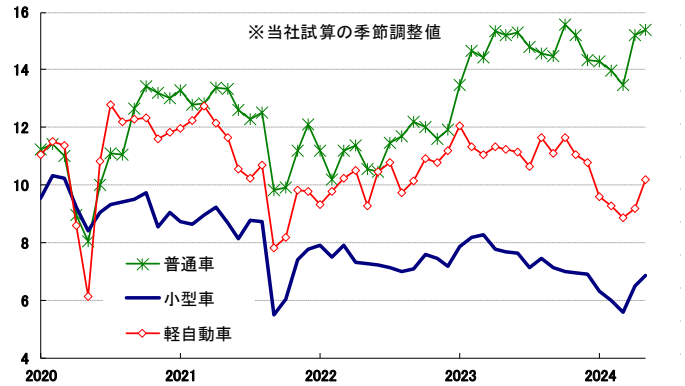
業態別の小売売上高の推移（既存店、前年同期比、%）



（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

5 月の百貨店売上高（店舗数調整済）も、4 月の前年同月比＋8.9%から＋14.4%へ伸びが拡大した。主力の「衣料品」（4 月＋6.4%→5 月＋13.1%）は気温上昇により夏物衣料の売上が伸びた。また、「身のまわり品」（＋23.3%→＋35.9%）はラグジュアリーブランドのバッグが好調だったほか、「雑貨」（＋15.0%→＋23.7%）は時計や宝飾品など高

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

[1] 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、5 月も単価の高い「POSA」カードの売上が減少した。

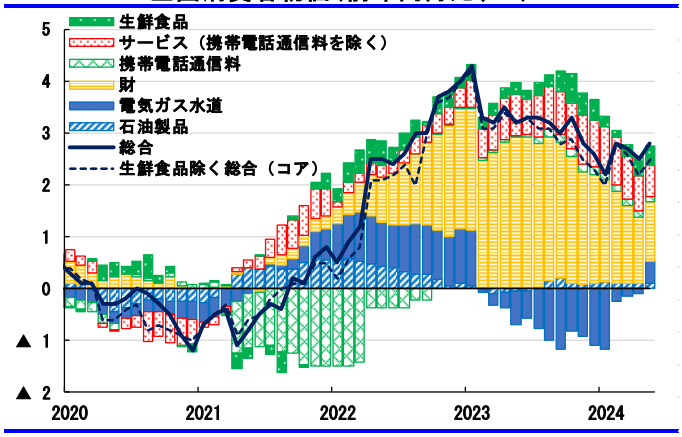
額商品の売上が増加した。

5 月の乗用車販売台数（新車）は、4 月の前年同月比▲10.6%から▲3.9%へとマイナス幅を縮小した。季節調整値（当社試算）の前月比では、5 月は＋4.7%と 4 月（＋10.8%）に続いて 2 か月連続で増加し、年率換算では 389 万台と 2023 年 11 月（393 万台）以来の水準を回復した。内訳をみると（前ページ右下図）、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[2]を受けて、小型車（4 月＋16.6%→5 月＋5.0%）や軽自動車（＋3.6%→＋10.8%）の増加が続いたほか、普通車（＋13.2%→＋1.0%）も増加した。なお、今回の問題の主な対象となった軽自動車は、未だ水準を完全に回復しておらず、拡大余地を残しているとみられる。

物価上昇加速は一時的

これまで縮小傾向が続いた消費者物価の伸びは、再び拡大している。5 月の消費者物価指数（総合）は前年同月比＋2.8%となり、4 月（＋2.5%）から伸びが拡大、生鮮食品を除く総合（コア）でも＋2.5%と 4 月（＋2.2%）から伸びが拡大した（右図）。年に一度改定される再生可能エネルギー賦課金が引き上げられた[3]ことを受けて、電気代（4 月前年同月比▲1.1%→5 月＋14.7%）がプラスに転じたことが主因である。

全国消費者物価（前年同月比、%）



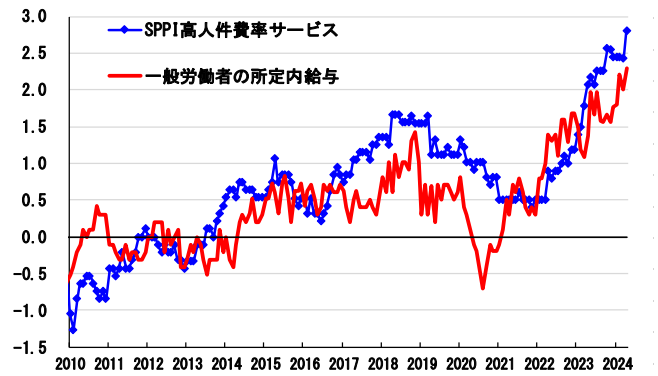
（出所）総務省

一方、生鮮食品とエネルギーを除く総合（コアコア）は、5 月に前年同月比＋2.1%と 4 月（＋2.4%）から伸びを縮小し、エネルギーを除いてみれば、財を中心に価格転嫁の動きは落ち着きつつある。

今後も、コア消費者物価の上昇率は、政府による電気・ガス代への補助金が 6 月に半減、7 月には完全に終了する予定につき、一時的に＋2%台後半へ伸びを高める可能性が高い。

また、サービス価格では、賃金上昇を背景に値上げの動きが広がる見込みである。日本銀行は、6 月 18 日に、企業向けサービス価格（SPPI）の新たな指標である「人件費投入比率に基づく分類指数」[4]を公表した。これは、企業向けサービス価格を「高人件費率サービス」と「低人件費率サービス」に分けたものであり、このうち「高人件費率サービス」は（右図）、2024 年 4 月に前年同月比＋2.8%と 3

企業向けサービス価格（前年同月比、%）



（出所）日本銀行

[2] 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。
[3] 太陽光や風力などの再生可能エネルギー普及のため、買い取り費用を毎月支払う電気代に上乗せする制度。上乗せ金額は、2024 年 4 月まで 1.40 円/kWh、5 月からは 3.49 円/kWh。この結果、標準家庭の電気代は月 7～8%程度増加する。
[4] 詳細は、日銀レビュー「企業向けサービス価格指数（SPPI）の人件費投入比率に基づく分類指数」参照。
（https://www.boj.or.jp/research/wps_rev/rev_2024/data/rev24j09.pdf）

月（＋2.4%）から伸びが拡大し、1992 年 6 月（＋3.1%）以来の高い上昇率となっている。「高人件費率サービス」は、毎月勤労統計の一般労働者の所定内給与（基本給）と相関が高く[5]、賃金の上昇を反映して、川中段階のサービス価格で値上げが広がっている。また、「高人件費率サービス」は、消費者物価の「一般サービス」に対して先行する関係[6]があり、年後半には川下段階の消費者物価でも賃金上昇による価格上昇の動きが広がる可能性が高い。

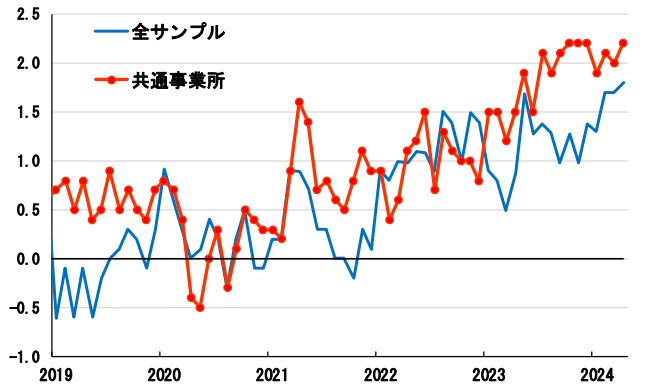
一方、財への価格転嫁は落ち着く方向にある。帝国データバンクの「『主要 195 社』価格改定動向調査」によると、2024 年 6～10 月までの値上げ予定品目数は 2,242 品目と、2023 年 6～10 月の 15,473 品目と比べて大幅に減少している。また、政府は、既に終了が予定されていた電気・ガス代への補助金を 8～10 月に再び実施することを表明したことを受けて、電気・ガス代が再び値下がりすることが予想される。

以上を踏まえ、コア消費者物価の上昇率を見通すと、7 月にかけて前年比＋2%台後半に伸びを高めるものの、8 月以降は政府による電気・ガス代への補助金が再び実施されるため、＋2%台前半へ鈍化する見込みである。また、年後半以降は賃金上昇を背景にサービス価格で値上がりが広がる可能性が高いが、財価格の上昇率鈍化がサービス価格の上昇率加速を上回り、コア消費者物価の上昇率が 2024 年度末にかけて＋2%程度まで鈍化するとの従来見通しを維持する。

賃金の上昇は加速

個人消費の先行きを見通すにあたって、最も重要となる賃金は、上昇が加速している。毎月勤労統計の所定内給与（基本給）は、今年の春季生活闘争（春闘）の高い賃上げ率を反映し、4 月に前年同月比＋1.8%と 3 月（＋1.7%）から伸びが拡大、サンプル入れ替えの影響を除いた「共通事業所」ベースで見ても、4 月は＋2.2%と 3 月（＋2.0%）から上昇率を高めた。

所定内給与（前年同月比、%）



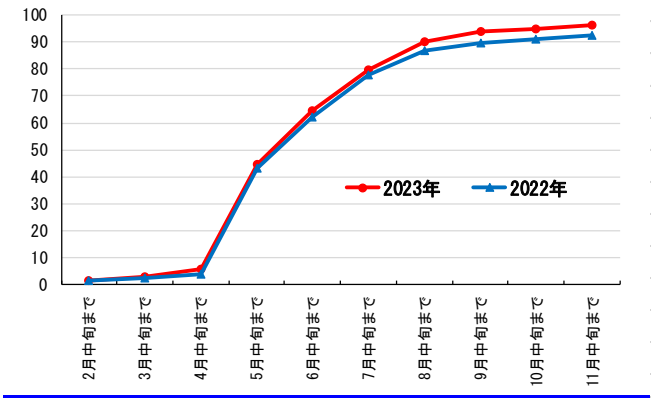
（出所）厚生労働省

今春闘では、積極的な賃上げ姿勢が大企業のみならず中小企業にも広がっている。労働組合総連合会（連合）が 6 月 5 日に公表した第 6 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＋5.08%と 1991 年（＋5.66%）以来の高水準となったが、300 人未満の中小組合でも＋4.45%と 1992 年（＋5.10%）の高い上昇率であった。連合の集計は、7 月初に予定される次回の第 7 回で最終となる。昨年度は第 6 回集計から第 7 回集計にかけて 0.08%Pt の下方修正となったことを踏まえると、今年度の賃上げ率は 5%程度の高水準で着地する可能性が高い。その場合、毎月勤労統計の所定内給与は＋3%強まで伸びが拡大すると予想される。

[5] 相関係数は、1982 年 1 月から 2024 年 4 月の期間で 0.76 となっている。
[6] 「高人件費率サービス」は、消費者物価の「一般サービス」（携帯電話通信料と宿泊料除く）に対して、7 カ月程度先行する関係がある。相関係数は 1982 年 1 月から 2024 年 4 月の期間で 0.76 となっている。

なお、春闘の賃上げ率は、9 月にかけて実際に支払われる給料に反映される。厚生労働省の「賃金引上げ等の実態に関する調査」によると（右図）、2023 年の「賃金改定後の初回支給時期」は 5 月中旬までが 44.7%、9 月中旬までが 93.8%となっており、 9 月までに 約 9 割が反映された。したがって、毎月勤労統計の所定内給与は、9 月にかけて徐々に上昇率が拡大していくことになろう。

賃金改定後の初回支給時期（累積割合、%）



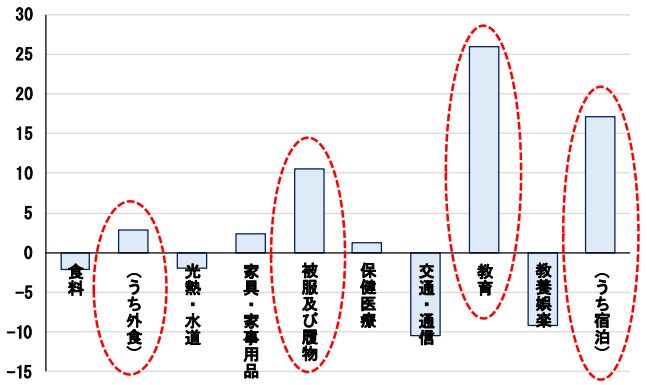
（出所）厚生労働省「賃金引上げ等の実態に関する調査」

以上を踏まえ、物価変動の影響を除いた実質賃金上昇率を展望すると、消費者物価の上昇率は電気・ガス代の値上げによる影響で 7 月にかけて一時的に高まるものの、今春闘の高い賃上げ率を反映して所定内給与も上昇が加速するため、実質賃金は 2024 年 4～6 月期に前年比でプラスに転じ、7～9 月期以降は消費者物価上昇率が＋2%前半に鈍化する一方で、所定内給与の上昇が 3%強へと上昇が加速するため、実質賃金は 1%に向けて伸びを拡大すると予想する（従来予想通り）。

個人消費は 4～6 月期に回復へ

これまで物価高の逆風を受けていた個人消費は、回復の兆しがみられる。総務省の「家計調査」によると、4 月の実質消費支出（2 人以上の世帯）は前年同月比＋0.5%と 2023 年 2 月（＋1.6%）以来 14 カ月ぶりにプラスに転じた。内訳をみると（右図）、教育費（前年同月比＋25.9%）が増加したほか、外食（＋2.8%）や被服及び履物（＋10.6%）、宿泊（＋17.1%）など外出や行楽に関する項目で増加が顕著であり、リベンジ需要が活発化している様子が窺われた。

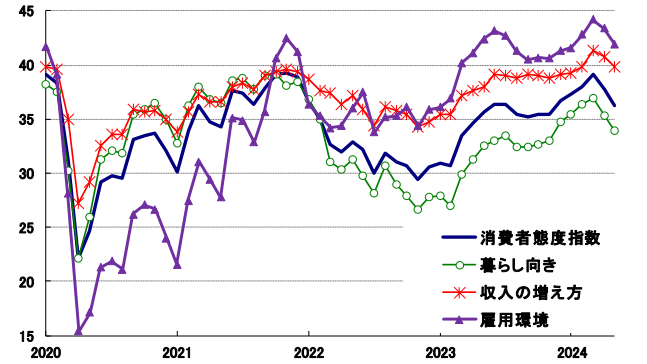
4月の消費支出（前年同月比、%）



（注）2人以上の世帯
（出所）総務省「家計調査」

ただ、消費者マインドは悪化している。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、5 月に 36.2 と 4 月（37.8）から更に 1.6%Pt 下落した（右図）。このうち「暮らし向き」は、同じ調査の「物価見通し」と逆相関の関係があり（次ページ右上図）、再生可能エネルギー賦課金の引き上げにより電気代が値上がりしたほか、円安の進行で価格転嫁が一段と進むとの懸念が消費者マインドを悪化させた可能性が高い。

消費者態度指数（総世帯）

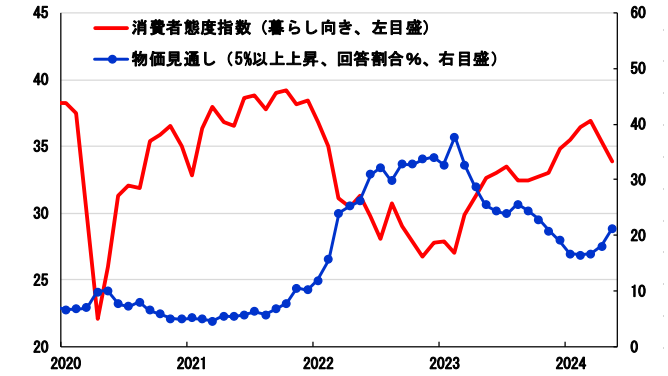


（出所）内閣府

今後も先述の通り 7 月までは消費者物価（コア）の上昇率が高まり、消費者マインドには逆風となるが、8 月以降は電気・ガス代への補助金再開もあり物価上昇が鈍化、消費者マインドも改善に向かい、個人消費の回復を後押ししよう。

なお、6 月には、複数の自動車メーカーで認証不正問題が明らかとなった。ただ、今回、生産停止の対象となる現行車種の 2023 年の販売台数は約 15 万台（トヨタ 12 万台、マツダ 2.9 万台）、年間乗用車販売台数の 4%程度に過ぎない。さらに、在庫による対応や、他の車種での代替の可能性も考慮すると、耐久財消費への影響は限定的であろう。

消費者態度指数と物価の見通し



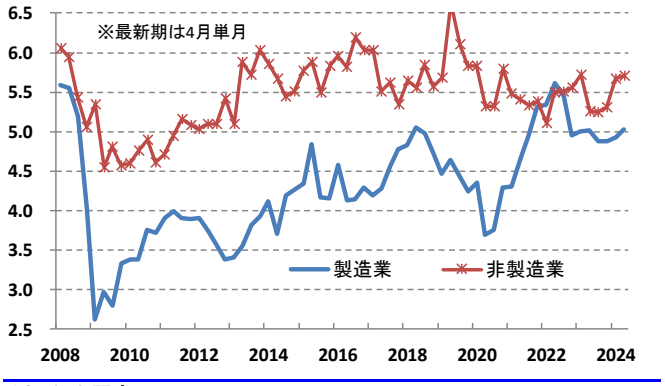
（出所）内閣府

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 4～6 月期は、実質賃金が前年比でプラスに転じることを主因に 5 四半期ぶりの前期比プラスに転じると予想する。7～9 月期以降は、物価上昇率が鈍化し消費者マインドが改善するほか、実質賃金のプラス幅拡大や金利上昇を受けた利息収入の増加、さらには、定額減税や給付金による消費押し上げ効果[7]も期待される。新たに発生した複数自動車メーカーの生産停止による影響は軽微とみられ、個人消費の拡大傾向が続こう。その結果、2024 年度の個人消費は前年比＋1.1%、2025 年度は＋1.3%へ伸びを高めるとの従来見通しを維持する。

設備投資は底堅さを維持

1～3 月期に前期比で減少した設備投資だが、先行指標は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、4 月に前月比▲2.9%と 3 か月ぶりに減少したが、4 月の受注額は 1～3 月平均を 1.3%上回っている。内閣府による 4～6 月期の受注見通しは前期比▲1.6%と、1～3 月期の同＋4.4%から再び減少すると見込まれているが、4 月時点では 2 四半期連続の増加に向け、順調な滑り出しとなった。

機械受注の推移（季節調整値、年率、兆円）



（出所）内閣府

4 月の機械受注を業種別に見ると（右図）、製造業からの受注は 1～3 月平均に比べ＋2.2%、非製造業からの受注は＋0.5%と、ともに 1～3 月平均を上回った。内訳を見ると、製造業では、非鉄金属（1～3 月前期比▲13.9%→4 月の 1～3 月平均比＋142.2%）やパルプ・紙・紙加工品（▲6.1%→＋88.7%）、食品製造業（＋3.6%→＋50.8%）からの受注が大幅に増加したほか、自動車・同付属品製造業（▲9.9%→＋17.3%）や、はん用・生産用機械器具製造業（＋2.7%→＋5.1%）からの受注も、製造業全体の受注を押し上げた。一方、非製造業からの受注は、不動産業（＋11.8%→＋48.1%）や金融業・保険業（▲11.5%→＋45.4%）などで大幅に増加したものの、リース業（▲17.3%→▲19.8%）や建設業（＋3.5%→▲5.4%）などからの受注は減少した。

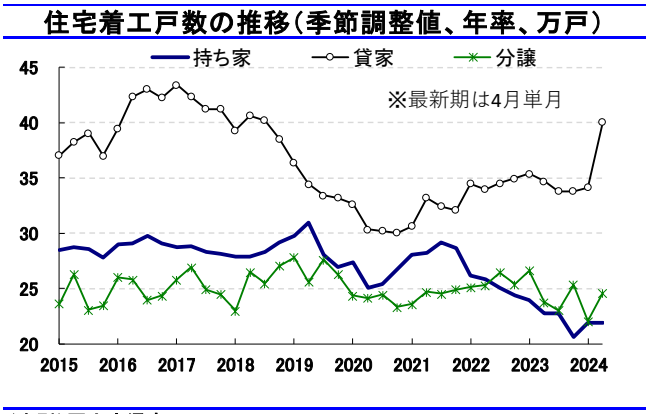
[7] 定額減税や給付金は、個人消費を 1 兆円程度押し上げる試算。詳細は、2024 年 5 月 29 日付「日本経済情報 2024 年 5 月号」p11 参照。https://www.itochu-research.com/ja/uploads/20240529_JP.pdf

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、4 月に前年同月比▲18.2%と大幅なマイナスを記録した。1～3 月期の前年同期比▲6.8%から、マイナス幅が拡大した格好である。「倉庫」（1～3 月期前年同期比▲41.9%→4 月前年同月比▲60.3%）が一段と落ち込んだほか、「工場」（＋1.1%→▲7.6%）は前年比マイナスに転じ、オフィスなどの「事務所」（＋42.3%→＋3.4%）の前年比プラス幅が大きく縮小した。一方、「店舗」（▲28.1%→＋62.2%）は前年比プラスに転じている。

当社は設備投資の先行きについて、機械投資にけん引される形で 4～6 月期に前期比プラスに転じ、その後も企業収益の順調な改善を追い風に拡大が続くと予想している。先行指標である機械受注の 4 月にかけての動きは、この見通しと整合的である。ただし、建設投資については、停滞が長期化するリスクを残している。前掲の TDB 景気動向調査では、建設資材の価格高騰が建設工事の減少や見直し・延期につながると指摘されている[8]。さらに、設備投資に占める建設投資の割合が相対的に高い非製造業において、「設備投資にかかるコストの増大」を設備投資の計画未達の理由に挙げている企業が増えている[9]ことも、資材価格高騰による建設投資の下振れのリスクを示唆している。当社は、今後、ドル円相場が円高に転じ、輸入建材の価格上昇が一服、建設業の事業環境が改善し、建設投資も徐々に持ち直すと見込んでいるが、現在の円安水準が維持された場合は、建設投資の停滞が続く可能性に留意する必要があろう。

住宅投資は一旦下げ止まり

住宅投資が下げ止まりの兆しを見せている。先行指標の新設住宅着工戸数は、年明け以降、減少傾向が続いていたが、4 月は前月比＋15.8%と急増し、4 月の水準は 1～3 月平均を 12%上回った。



（出所）国土交通省

利用関係別に見ると、持ち家（1～3 月前期比＋6.3%→4 月の 1～3 月比▲0.1%）は概ね横ばいだったものの、貸家（＋1.0%→＋17.4%）と分譲住宅（▲12.9%→＋11.7%）がともに大きく増加した（右図）。分譲住宅は 1～3 月期に落ち込んだ反動の範囲内であるが、貸家についても 4 月の前月比＋24.5%は 3 月の大幅減（▲7.9%）の反動という面が大きい[10]。貸家着工件数の 3 月と 4 月を合算すると、前年同期を 2.5%上回る水準にとどまっていることからも、4 月は 3 月分の着工がずれ込んだことによる一時的な動きとみて良いだろう。すなわち、4 月の住宅着工は、数字が示すほど強いわけではないということになる。

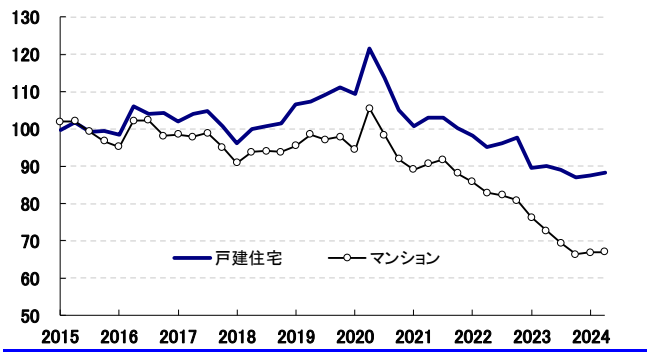
[8] TDB 景気動向調査（2024 年 5 月）の企業コメント欄では、建設業による「資材高騰により、工事量の減少や工事の見直し・延期が発生（鉄骨工事）」、「コロナで中断していた現場が動き出すかと思いきや、円安などによる予定外の資材高騰で足踏み状態となっている（塗装工事）」、「資材価格や労務費の高騰によって建築自体の中止案件が散見され始めている（型枠大工工事）」とのコメントが紹介されている。

[9] 内閣府・財務省「法人企業景気予測調査」の特別調査『今年度における設備投資計画（方針）と実績見込みとのかい離の理由』によると、大企業・非製造業において「設備投資にかかるコストの変化」回答割合が大幅に上昇しており、直近 23 年度調査では、「計画通り」を除き回答率トップに浮上している（21 年度 23.8%→22 年度 29.8%→23 年度 33.2%）。

[10] 国土交通省は、2024 年 4 月の貸家着工の急増について、工事時期の平準化が進んでおり、3 月が少なかったために 4 月が増加した、と分析している（2024 年 6 月 4 日付「住宅新報」より）。

今後の住宅投資の行方を展望するため、住宅価格と調達可能資金の比率で表される住宅取得能力[11]を見ると（右図）、住宅価格はマンションを中心に上昇傾向を強めているが、一方で、賃上げに伴い所得環境は改善、住宅ローン金利（30 年固定）の上昇も一服しているため、足元では下げ止まっている。

住宅取得能力指数の推移（2015年=100）



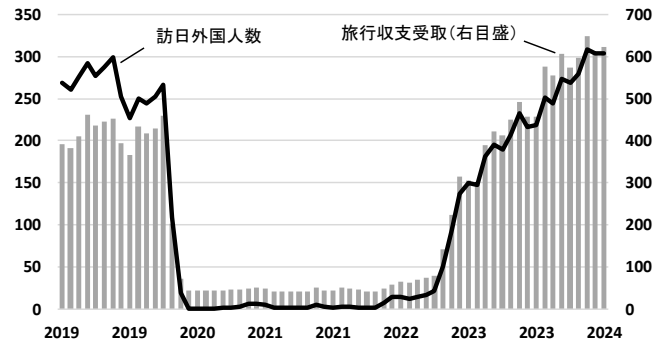
（出所）総務省、不動産流通推進センター、住宅金融支援機構から伊藤忠総研試算

今後は賃上げが加速し住宅取得能力が高まることに加え、政府が昨年 11 月の総合経済対策で決定した住宅取得支援補助金（予算総額 2,100 億円、1 戸当たり最大 100 万円）の効果も期待されるため、住宅投資は当面、底堅く推移するとみられる。ただ、その先は住宅ローン金利の上昇が見込まれるため、住宅投資が拡大していく展開は見込めない。

インバウンド需要も堅調

インバウンド需要は引き続き高水準で推移している。5 月の訪日外国人数は 304.0 万人となり、4 月の 304.3 万人を若干下回ったが、コロナ前 2019 年の同月の水準を 4 ヵ月連続で上回っている（右図）。韓国（73.9 万人）が全体の 24.3%を占め、引き続き最も多いが、急増する中国本土（54.5 万人）が韓国に次ぐシェア（17.9%）を占めた。台湾と香港を含めた東アジア全体のシェアは、64.7%に達している。一方、タイ（9.7 万人）やフィリピン（6.7 万人）など、ASEAN 主要 6 か国[12]のシェア（11.8%）は低下している[13]。半面、米国（24.7 万人）のシェアは 8.1%と、香港（7.2%）を上回る大きさとなっており、アジア以外の中では際立っている。

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

こうした訪日外国人数を踏まえると、5 月の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 6,220 億円程度となり、4 月（6,122 億円）から増加したとみられる。4～5 月平均の水準（6,172 億円）は 1～3 月期平均（6,065 億円）を約 2%上回っており、インバウンド需要が 4～6 月期の GDP 成長率を押し上げる可能性は高い。

7～9 月期以降も、中国本土からの訪日客数の増加が、インバウンド需要の追い風になるとみられる。中国からの訪日客数は、昨年後半の月平均 30 万人程度から、今年に入り 1 月 41.6 万人、2 月 45.9 万人、3 月 45.3 万人、4 月 53.4 万人、5 月 54.5 万人と着実に回復しているが、未だコロナ前 2019

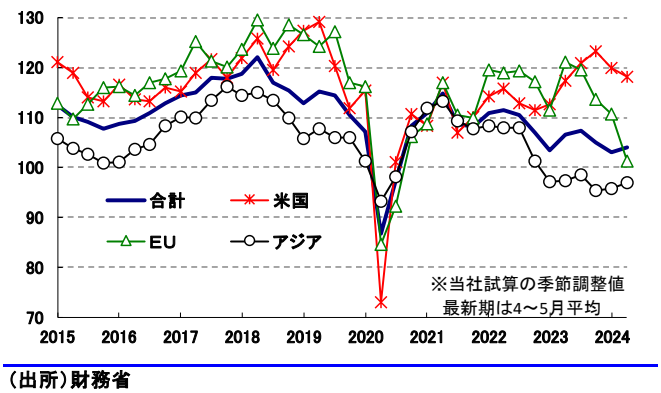
[11] 勤労者世帯の標準的な貯蓄額と住宅ローン借入可能額の合計を、実際の住宅価格と比較したもので、住宅取得能力指数＝（貯蓄額＋借入可能額）÷住宅価格。ここでは、2015 年＝100 としている。
[12] シンガポール、インドネシア、タイ、マレーシア、フィリピン、ベトナムの合計。
[13] ASEAN 主要 6 か国からの訪日外国人数は、例年 4 月から 5 月にかけて減少しやすいという季節要因がある。

年の 7 割程度の水準にとどまっており、拡大余地を残している。

財輸出は持ち直す

財（モノ）の輸出は増加に転じつつある。通関輸出数量指数で財輸出の動向を見ると、5 月は前月比＋2.7%と 2 ヵ月連続で増加し（当社試算の季節調整値）、4～5 月平均の水準は 1～3 月期平均を 0.8%上回った（右図）。そのため、4～6 月期の財輸出は 3 四半期振りに前期比プラスとなる可能性がある。

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

主な仕向け地別に見ると、4～5 月平均の米国向けの水準は 1～3 月平均を 1.3%下回り、EU 向けも 8.5%下回ったが、アジア向けは 1.3%上回っている。うち中国向けは 1～3 月平均を 0.4%下回っていることから、中国以外の ASEAN・NIES 向けの輸出が比較的堅調だったとみられる。

主な財の動向を見ると、プラスチック（1～3 月期前期比＋0.5%→4～5 月の 1～3 月比＋2.1%）が引き続き堅調に推移したほか、自動車（▲4.7%→＋1.9%）が持ち直した。一方で自動車部品（▲3.0%→▲2.4%）や半導体（IC、▲3.0%→▲2.1%）、鉄鋼（▲0.7%→▲1.0%）が減少した。

今後については、欧米景気の動向に左右されよう。米国経済は、当面、景気の減速が見込まれるが、インフレ圧力の後退により FRB は年内に利下げに転じ、景気は年末近くには加速していくとみられる。欧州経済も、インフレ率の鈍化に伴う実質所得の改善や利下げを追い風に、景気は回復に向かおう。そのため、財輸出は当面伸び悩むものの、年終盤には欧米景気の復調を背景に増加基調に転じると予想する。

利上げ開始は 9 月

日銀は、6 月 13～14 日に開催された金融政策決定会合で政策金利（無担保コールレート翌日物）を 0～0.1%程度で据え置いた。また、長期国債および CP 等・社債等の買入れ額についても、3 月の決定会合で決めた方針に沿って実施するとし、金融政策を事実上、現状維持とした。ただし、次回 7 月 30～31 日の決定会合以降については、長期国債の買入れ額を減額するとし、その 1～2 年程度の計画を次回会合で決めるとした。つまり、8 月以降、長期国債の買入れ額を減額し始めることとなる。

市場では、6 月会合から長期国債の買入れ減額が始まるとの見方もあったが、それは見送られた。会合後の記者会見で植田総裁は、その理由について「市場参加者の意見等も伺って、丁寧に進めたい」と説明した。ただ、極端な言い方だと前置きしたうえで「1 か月、2 か月先になるということ自体のコストはそれほどない」ともしており、先送りしたという意識はなく、純粋に債券市場への影響に配慮し慎重に進めようとした、と考えるべきであろう。

また、注目された為替相場との金融政策との関係については、「為替の変動が物価に影響を及ぼしやすくなっている面がある」としたうえで、「最近の円安の動きは、物価の上振れ要因であり、政策運営上十分に注視」しているとし、4 月の会見での「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」という判断に比べると、円安への配慮に一歩踏み込んだ形となった。

そして、利上げについて植田総裁は、7 月に長期国債買入れ減額の具体案を示すと同時に「短期金利を引き上げて金融緩和度合いを調整するということは当然あり得る話」とし、経済・物価の状況次第では 7 月に利上げを行う可能性を否定しなかった。しかしながら、当社は、従来通り 9 月利上げ予想を維持する。その理由は、賃金上昇率は高まっているものの消費者物価のサービス価格は伸びが鈍化傾向[14]にあり続けており、7 月時点点でも賃金上昇と物価上昇の好循環を確信するに至らないとみられること、その下地となるべき個人消費に現時点では力強さが確認できないことである。

日本経済は回復基調を取り戻し正常化へ

以上の状況を踏まえると、まず、足元 4～6 月期については、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、設備投資も機械投資の牽引により前期比で増加するとみられる。さらに、輸出も財・サービスとも前期比で増加が見込まれるため、実質 GDP も前期比プラス成長を取り戻すという従来予想を維持できそうである。

7～9 月期以降も、個人消費が実質賃金の増加や消費者マインドの改善により拡大を続け、景気の回復を牽引しよう。設備投資は、建設投資には多くを期待できないが、企業収益の改善を背景に全体として拡大が続こう。輸出も年末頃から欧米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（前回見通しから変更なし、上表）。

日本経済の推移と予測（年度）

前年比,%,%Pt	2021 実績	2022 実績	2023 実績	2024 予想	2025 予想
実質GDP	2.8	1.6	1.2	1.2	0.9
国内需要	2.0	2.0	▲0.2	1.1	0.6
民間需要	2.3	2.7	▲0.5	1.5	0.8
個人消費	1.8	2.7	▲0.6	1.1	1.2
住宅投資	0.2	▲3.4	0.6	▲2.9	▲0.8
設備投資	1.7	3.4	0.5	3.3	▲0.8
在庫投資(寄与度)	(0.5)	(0.1)	(▲0.2)	(0.1)	(0.1)
政府消費	3.2	1.4	0.1	0.5	0.8
公共投資	▲6.5	▲6.1	4.0	▲2.3	▲2.7
純輸出(寄与度)	(0.9)	(▲0.4)	(1.2)	(0.1)	(0.3)
輸　出	12.4	4.9	3.0	2.9	5.8
輸　入	7.2	6.9	▲3.2	2.7	4.7
名目GDP	2.7	2.4	5.2	3.5	3.1
鉱工業生産	5.5	▲0.3	▲1.9	5.2	1.4
失業率(%、平均)	2.8	2.6	2.6	2.5	2.3
経常収支(兆円)	20.1	9.1	25.1	25.6	28.4
消費者物価(除く生鮮)	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。

2025 年度は、利上げの継続により金利が一段と上昇し設備投資が一旦ピークアウト、住宅投資の減少が続こう。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。そのため、実質 GDP 成長率は前年比＋0.9%と 2024 年度から若干減速はするものの、日銀・内閣府とも 0.7%程度とする潜在成長率を上回る状況が続く。その結果、需給ギャップの改善が続き、物価上昇と賃金上昇の好循環を維持しデフレに後戻りすることはなく、安定的な物価上昇の下で一定の金利がある正常な経済が定着していくと予想する。

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。

[14] 消費者物価の一般サービスは、2023 年 12 月の前年同月比＋3.2%から 2024 年 4 月には＋2.4%へ、5 月には＋2.2%へ伸びが鈍化している。