

# 日本経済情報 2024 年 7 月号

## Summary

### 【内 容】

企業景況感は総じて良好

街角景気も 6 月は改善

北陸の景況感が大幅に悪化

6 月販売統計は消費回復を示す

物価沈静化は一時的に足踏み

賃金は一段と上昇

4～6 月期の個人消費は前期比プラスへ

機械投資は底堅さを維持

インバウンド需要の拡大続く

財輸出は弱含み

7 月は利上げの条件を満たさず

9 月利上げ開始も景気は回復を継続

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

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

## 迫る利上げ、景気の回復を阻害せず

日銀短観 6 月調査では大企業製造業の景況感が改善、非製造業は小幅悪化も極めて高水準を維持。街角景気「景気ウオッチャー調査」でも 6 月は景気判断（水準）が 4 ヶ月ぶりに改善。帝国データバンク調査は 6 月も悪化した北陸の大幅悪化による部分が大。景気は総じて良好。

6 月の販売統計は、コンビニが底堅く推移、スーパーは伸びを高め、百貨店高い伸びを維持、自動車販売は減少したが外食は好調。週末の日数が前年より多かった影響はあったものの、気温上昇で夏物が好調、人出の増加も指摘されており個人消費は持ち直しの動き。

消費者物価は 6 月から 7 月にかけて補助金廃止によるエネルギー価格上昇で沈静化の動きが足踏み。利上げの条件である「賃金上昇のサービス価格への波及」は一部にとどまるが、企業向けサービス価格は上昇しており、時間の問題。一方で、財価格の値上がりは勢いが鈍化、8 月以降は補助金再開もあり、物価全体は沈静化へ。

賃金は上昇ペースが着実に加速。所定内給与（基本給）は春闘を反映して 9 月にかけて伸びを高めるため、8 月にも実質賃金が前年比プラスに転じる見込み。個人消費は実質賃金の改善のほか、自動車出荷の正常化を受けて、4～6 月期から前期比プラスに転じると予想。

設備投資は、建設投資の低迷が続くものの機械投資が底堅く推移。今後も好調な企業業績を背景に日銀短観などで確認された強気な計画が実行に移され堅調に拡大しよう。インバウンド需要も増勢を維持しており、岸田首相の 8 兆円目標が示す通り拡大余地を残す。財輸出は足元で弱含んでいるが、今年末頃から来年にかけて欧米景気の持ち直しにより拡大に転じよう。4～6 月期の実質 GDP 成長率は 2 四半期ぶりの前期比プラス成長を現時点では予想している。

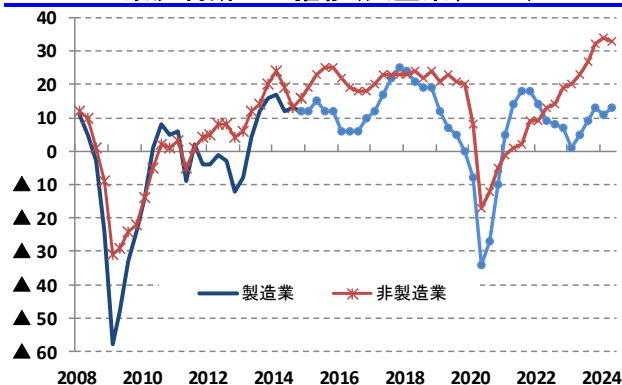
それでも、日銀は 7 月 30～31 日の金融政策決定会合において、賃金上昇のサービス価格への波及も、それを促す個人消費の回復力も十分に確認できていないとして、利上げを見送ると予想する。最近の円安修正も利上げを急ぐ必要性を後退させたと考えられる。

当社は、日銀が賃金と物価の好循環や個人消費回復の確認にもう少し時間をかけ、9 月 19～20 日の決定会合で利上げに踏み切るとの予想を維持する。その後も中立金利を目指して利上げを続けるが、少なくとも 2024 年度中の利上げは景気拡大を妨げず、日本経済は安定的な物価上昇の下で一定の金利がある正常な状態に向けて回復を続けよう。

## 企業景況感は総じて良好

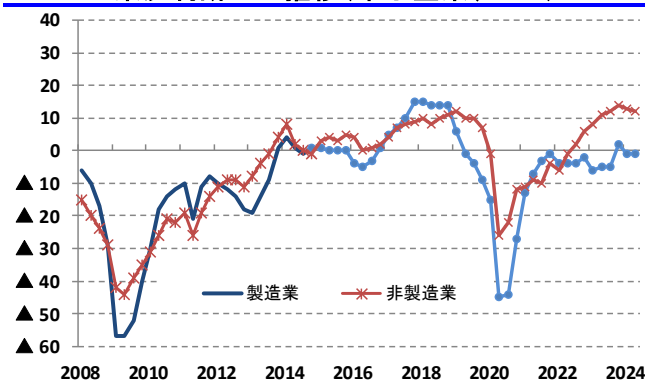
今月 1 日に発表された 6 月調査の日銀短観は、企業景況感を示す業況判断 DI（良い－悪い）が製造業（大企業）で前回 3 月調査の+11 から+13 へ 2 ポイント上昇、非製造業（大企業）の業況判断 DI は 3 月の+34 から+33 へと小幅に低下したが極めて高い水準を維持した（左下図）。

業況判断DIの推移(大企業、%Pt)



(出所) 日本銀行

業況判断DIの推移(中小企業、%Pt)



(出所) 日本銀行

中小企業についても（右上図）、製造業がゼロ付近で横ばい（3 月調査▲1→6 月▲1）、非製造業は高水準のなかで小幅悪化（+13→+12）にとどまり、企業景況感は全体として良好な状態にある<sup>1</sup>。

## 街角景気も 6 月は改善

「街角景気」とも呼ばれる景気ウォッチャー調査でも、景気の現状判断 DI（水準、季節調整値）は、全体で 5 月の 44.9 から 6 月は 46.5 へ 4 カ月ぶりに改善した。未だ好不調の境目である 50 を下回っており、3 月の水準（48.8）にも戻っていないが、悪化には歯止めが掛かった。

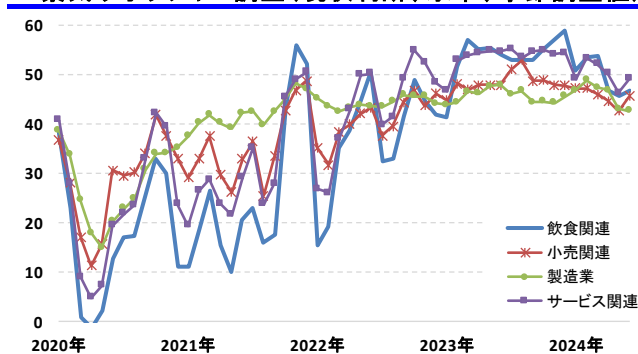
分野別に見ると、個人消費と関連の深い「家計動向関連」（5 月 43.8→6 月 46.6）の改善が全体を押し上げた。なかでも「小売関連」（42.6→45.6）や「サービス関連」（46.2→49.1）が大きく改善、「飲食関連」（45.5→46.8）も改善した。改善の判断理由を見ると、気温上昇によるエアコンなど夏物需要や来客数の増加が目立ったほか、販売単価の上昇や自動車販売の復調を指摘する声も散見された。インバウンド需要の拡大に起因する改善もあるが、個人消費が幅広く回復しつつある可能性を示した。

一方で、「企業動向関連」（5 月 46.7→6 月 45.2）は悪化が続いた。非製造業（49.9→47.0）、製造業（43.0→42.6）とも悪化しており、理由としては原材料や人件費といったコストの増加が目立った。

## 北陸の景況感が大幅に悪化

ただ、帝国データバンクの企業景況調査「TDB 景気動向調査」によると、6 月の景気 DI は前月比▲

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

<sup>1</sup> 日銀短観 6 月調査についての詳細は、2024 年 7 月 1 日付 Economic Monitor 「日銀短観 6 月調査: 17 年ぶりの借入金利水準でも、企業景況感は崩れず」参照。 <https://www.itochu-research.com/ja/report/2024/2625/>

0.2 ポイントの 43.3 となり、3 か月連続で悪化した（下図）。景気ウォッチャー調査とは異なり「サービス」と「小売」で悪化が続いたほか、飼料・農業資材の高止まりなどから「農・林・水産」が 2 か月ぶりに悪化した。両調査の結果は、個人消費の回復が心許ない状況を示していると言えよう。半面、「製造業」は 3 か月ぶりに改善した。自動車や電気機械、医療用機械器具が好調だった模様である。「建設」や「不動産」、「運輸・倉庫」も改善したが、景況感が改善した業種は 10 業種中 4 業種で、過半の 6 業種で景況感が悪化した。

地域別にみると、6 月は業種別と同様、過半の 6 地域で景況感が悪化した。うち「北陸」の悪化幅（▲1.6）が際立っている（右図）。「北陸」の景況感は能登半島地震によって 1 月から 2 月にかけて大幅に落ち込んだ後、震災復旧・復興事業の本格化から 3～4 月に回復し、震災前の水準をほぼ取り戻した。しかし 5 月には、震災関連以外の公共工事の低調などから景況感が悪化に転じ、さらに 6 月は、震災復旧・復興事業に遅れが生じたことで、景況感が大幅に悪化した模様である。一方、景況感が改善した 4 地域のうち、「東北」の改善幅が+0.6 と最も大きかった。設備稼働率の改善や工事の発注増加、近県からの旅行増などが、「東北」の景況感改善の要因として指摘されている。

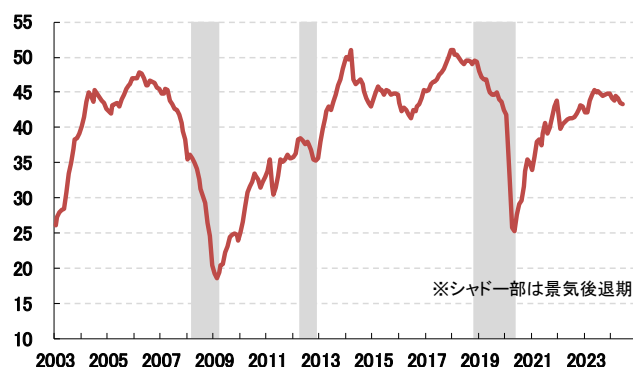
## 6 月販売統計は消費回復を示す

景気ウォッチャー調査で景況感が大きく改善した小売分野の主要業態の販売動向を見ると、6 月のコンビニ売上高（既存店）は 5 月の前年同月比+1.2%から+1.1%へ小幅鈍化したが、まずまずの伸びを維持した（右図）。気温が高くアイスクリームや飲料が好調だった。来店客数（5 月+1.7%→6 月+0.7%）は伸び悩んだが、客単価（5 月▲0.5%→6 月+0.4%）は前年比プラスに転じた。

6 月のスーパー売上高（店舗数調整済）は、5 月の前年同月比+0.1%から+4.7%へ大きく伸びを高めた（上図）。主力の「食料品」（5 月+2.2%→6 月+5.2%）が伸びを高めたことが主因である。食料品は価格上昇の影響を除いても堅調<sup>2</sup>であるが、週末の日数が前年に比べ多かったことが影響した

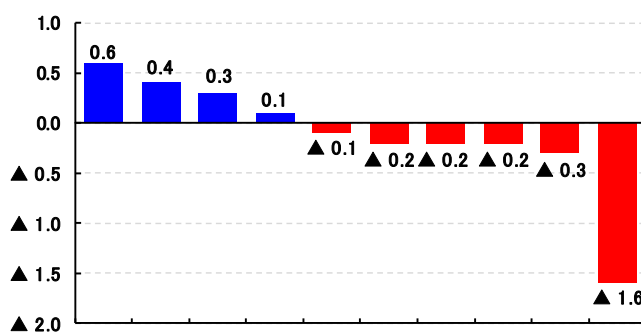
<sup>2</sup> 消費者物価の「食料」は 5 月の前年同月比+4.1%から 6 月は+3.6%へ鈍化しており、物価上昇の影響は弱まっている。

景気DIの推移（全国）



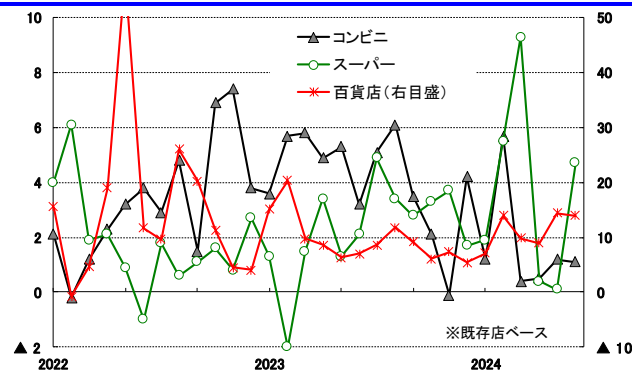
（出所）帝国データバンク

景気DIの前月差（地域別、2024年6月）



（出所）帝国データバンク

業態別の小売売上高の推移（既存店、前年同期比、%）

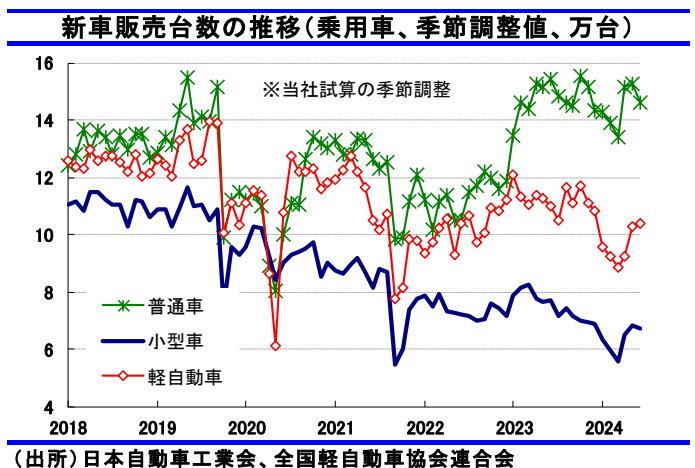


（出所）日本百貨店協会、日本フランチャイズチェーン協会、日本チェーンストア協会

可能性が高い。そのほか、「住関連品」(+0.9%→+5.8%)も紫外線ケア商品やエアコン、扇風機といった夏物製品が好調で伸びを高め、「衣料品」(▲9.0%→▲2.2%)はマイナス幅が大きく縮小し持ち直しの動きを見せた。

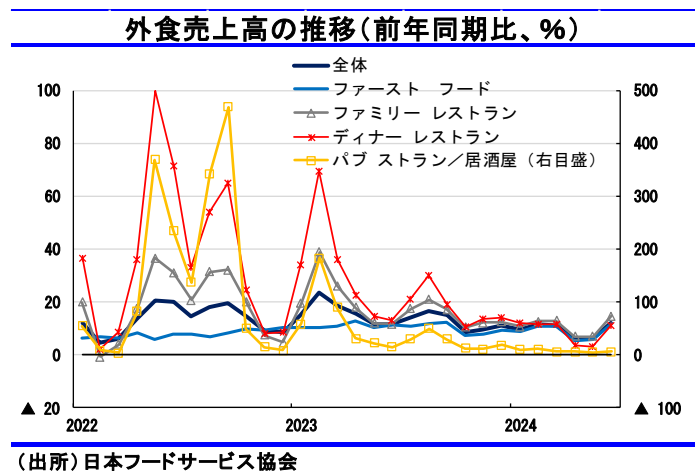
6月の百貨店売上高(店舗数調整済)は、5月の前年同月比+14.4%から+14.0%へ小幅鈍化したが高い伸びを維持した(前ページ右下図)。主力の「衣料品」(5月+13.1%→6月+15.7%)が晴天が多かったため夏物婦人服を中心に好調だった。そのほか、「身のまわり品」(+35.9%→+30.0%)はラグジュアリーブランドのバッグを中心に、「雑貨」(+23.7%→+21.7%)は主に化粧品や時計・宝飾品など高額商品の好調により、それぞれ高い伸びを維持した。

6月の乗用車販売台数(新車)は、5月の前年同月比▲3.9%から▲6.1%へマイナス幅が拡大した。季節調整値(当社試算)の前月比でも6月は▲2.0%と3ヵ月ぶりの減少に転じた。内訳を見ると(右図)、軽自動車(5月前月比+11.2%→6月+1.3%)は増加が続いたが、小型車(+5.0%→▲1.3%)は増勢が一服した。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<sup>3</sup>による押し上げが一巡しつつあるとみられる。生産・出荷停止の対象外である普通車(+1.0%→▲4.6%)は、比較的大きな落ち込みとなった。



6月の外食売上高は、5月の前年同月比+6.3%から+12.4%へ大きく伸びを高めた。前年同月より週末が多かったこともあり客数が+6.1%伸びたことに加え(5月は+3.7%)、客単価も値上げが進んだことから+5.9%へ伸びが高まった(5月+2.6%)。

業態別には、ファミリーレストラン(5月前年同月比+7.0%→6月+14.7%)やディナーレストラン(+3.3%→+11.2%)が客数を中心に伸ばし(それぞれ+3.7%→+8.9%、+3.2%→+8.5%)、ファーストフード(+6.1%→+11.9%)は客単価(+2.3%→+6.1%)の伸びが目立った。一方で、パブレストラン/居酒屋(+5.5%→+6.8%)は客数(+5.1%→+4.0%)が伸び悩み小幅な改善にとどまった。



### 物価沈静化は一時的に足踏み

個人消費によりやく回復の動きが見られたが、これまでの消費停滞の主因であった物価の上昇は未だ沈静化していない。6月の消費者物価指数(総合)は前年同月比+2.8%となり、5月から変わらずで

<sup>3</sup> 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。



あった（右図）。さらに、生鮮食品を除く総合（コア）は 5 月の+2.5%から+2.6%へ、生鮮食品とエネルギーを除く総合（コアコア）は+2.1%から+2.2%へ、いずれも小幅ながら伸びが拡大した。

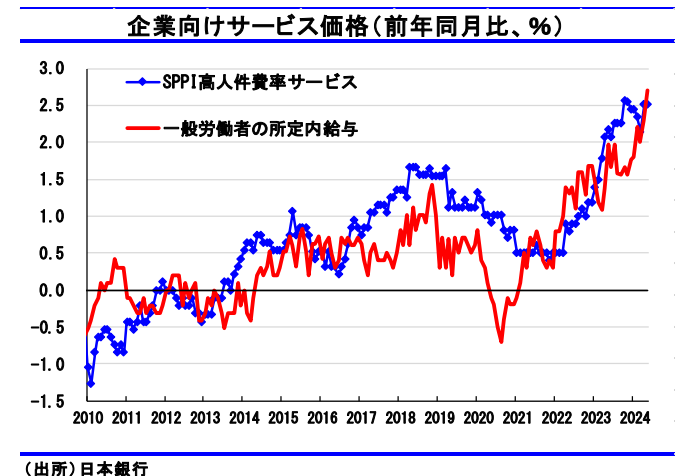
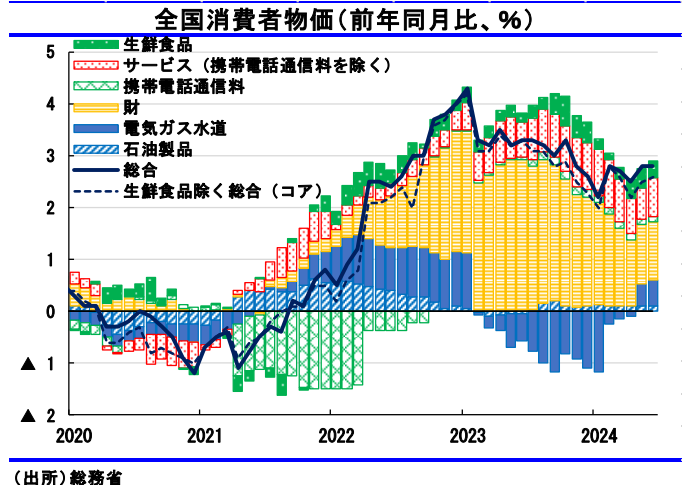
生鮮食品の伸びが 5 月の前年同月比+8.8%から 6 月は+8.0%へ鈍化し総合指数の伸びを抑える要因となったが、補助金の半減でガス代が上昇（5 月▲2.5%→6 月+2.4%）、人件費の上昇などから一般サービスの伸びが高まった（+2.2%→+2.3%）ことなどがコアやコアコアの伸びを押し上げた。財の価格上昇は鈍化しているが、サービス分野では上昇圧力が高まる兆しが見られた。

ただ、7 月は東京都区部の速報値を見る限り、サービス価格の動きは弱い。7 月の消費者物価指数東京都区部（中旬速報値）は、生鮮食品（+7.9%→+2.7%）の伸びが大きく鈍化したため、総合で 6 月の前年同月比+2.3%から+2.2%へ鈍化したが、電気・ガス代の補助金廃止によりエネルギー（+7.5%→+14.5%）の伸びが大幅に高まったためコア（生鮮食品を除く総合）では+2.1%から 2.2%へ伸びを高めた。そうした中で、コアコア（生鮮食品・エネルギーを除く総合）は一般サービス（+1.5%→+1.2%）の伸びが鈍化した影響が強く出て+1.8%から+1.5%へ鈍化した。

それでも、今後は賃金上昇を背景にサービス価格の伸びが高まる見込みである。企業向けサービス価格の参考系列「高人件費率サービス」指数は、所定内給与の伸びに追いつく形で 5 月に前年同月比+2.8%へ伸びを高め、6 月も同じ伸びを維持した（右図）。つまり、賃金上昇を背景に川中段階のサービス価格で値上げの動きが広がっている<sup>4</sup>。今後は、こうした動きが川下となる消費者物価の「一般サービス」に波及していくと予想される。

一方、財への価格転嫁は、引き続き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 7～11 月までの値上げ予定品目数は 3,436 品目と、2023 年 7～11 月の 11,837 品目と比べて大幅に減少している。さらに、政府は既に終了した電気・ガス代への補助金を 8～10 月に一時再開するとしており、この間、エネルギー価格の値下がりが見込まれる。

以上を踏まえると、消費者物価（コア）の上昇率は、7 月も 2%台半ばが続いた後、8 月以降は再び低下しよう。先述の通り、賃金上昇を背景にサービス分野で値上がりが見られるが、財価格



<sup>4</sup> 詳細は、2024 年 6 月 25 日付「日本経済情報 2024 年 6 月号」参照。  
[https://www.itochu-research.com/ja/uploads/20240625\\_JP.pdf](https://www.itochu-research.com/ja/uploads/20240625_JP.pdf)

の上昇率鈍化を打ち消すほどではなく、コア消費者物価は 2024 年度末にかけて前年比+2%程度まで伸びが鈍化するとの見通しを維持する。

### 賃金は一段と上昇

個人消費の先行きを見通すうえで重要な賃金動向は、上昇ペースが一段と速まっている。毎月勤労統計の所定内給与（基本給、右図）は、今年の春季生活闘争（春闘）の高い賃上げ率を反映し、4月の前年同月比+1.8%から5月は+2.1%へ、サンプル入れ替えの影響を除いた「共通事業所」ペースでは+2.2%から+2.8%へ伸びを高めた。

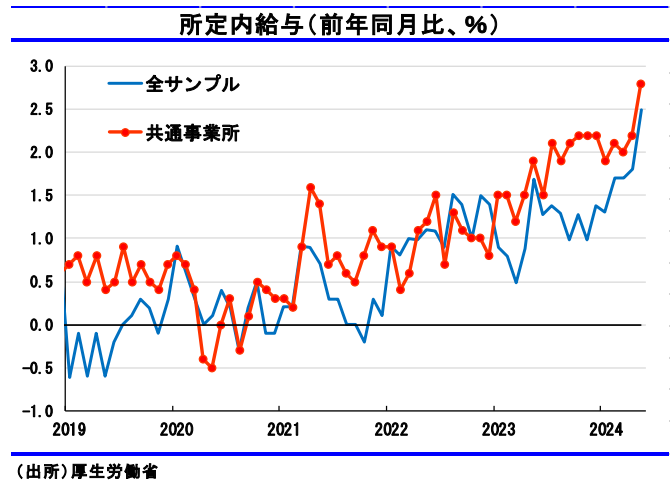
労働組合総連合会（連合）が7月3日に公表した春闘の最終集計（第7回集計）では、一般組合員（正社員）の賃上げ率（ベースアップと定昇の合計）が平均+5.10%と第6回集計（+5.08%）から小幅に上方修正され、1991年（+5.66%）以来の高水準で着地した。また、300人未満の中小組合でも+4.45%と1992年（+5.10%）以来の高い上昇率となった。例年、春闘の賃上げは大部分が9月までに給与に反映される傾向にあるため、所定内給与は9月にかけて3%程度まで伸びを高めると見込まれる。

また、夏季賞与（ボーナス）も前年対比で増加した模様である。経団連が7月12日に公表した夏季賞与・一時金の第1回集計によると、大企業の平均で前年比+4.31%と比較可能な1981年以降で最も高い上昇率となった。業種別にみると、製造業の+3.52%に比べ、非製造業は+6.79%と高く、うち商業（+5.20%）や鉄道（+11.50%）で高い伸びが目立つ。所定内給与の上昇加速に加え、ボーナスの増加も見込まれるため、6月の現金給与総額（名目賃金）は3%程度の伸びとなろう。

物価変動の影響を除いた実質賃金は、コア消費者物価で計算すれば5月は前年同月比▲0.5%、夏季賞与が反映される6月には前年比プラスに転じる可能性がある。ただし、厚生労働省が発表する実質賃金は、消費者物価の「持家の帰属家賃を除く総合<sup>5</sup>」で計算されており、これによると5月も▲1.3%と大幅マイナスが続き、6月も小幅マイナスが見込まれる。ただ、7~9月期以降は、消費者物価上昇率が「持家の帰属家賃を除く総合」でも前年比+2%台へ鈍化する一方、賃金の伸びは+3%程度へ伸びが高まるとみられるため、実質賃金は前年比プラスで推移しよう。

### 4~6月期の個人消費は前期比プラスへ

これまで物価上昇の影響により悪化が続いていた消費者マインドは、改善に転じている。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、6月に36.6となり5月（36.2）から3ヵ月ぶりに上昇した（右下図）。内訳を見ると、「収入の増え方」（5月39.9→6月40.7）が大きく改善しており、賃上げや夏季給与の増加がマインド改善に貢献したようである。そのほか、「雇用環境」（41.9→42.0）は小幅ながら上昇、「暮らし向き」（33.9→33.9）は下げ止まった。



<sup>5</sup> 5月の「持家の帰属家賃を除く総合」は前年同月比+3.2%とコアを大きく上回る伸びとなっている。

「暮らし向き」については、これまでも指摘した通り、物価の見通しと逆相関の関係があり、物価上昇が落ち着きつつあることを反映していると考えて良いだろう。今後、物価上昇のピークアウトが明確になるにつれて、消費者マインドは一段と改善、個人消費の回復を後押ししよう。

なお、6月に複数の自動車メーカーで新たな認証不正問題が明らかとなったが、生産停止の対象となった現行車種の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）であり、年間乗用車販売台数の4%程度に過ぎない。さらに、マツダは7月18日から順次生産が再開されており、今後の自動車販売への影響は限定的であろう。

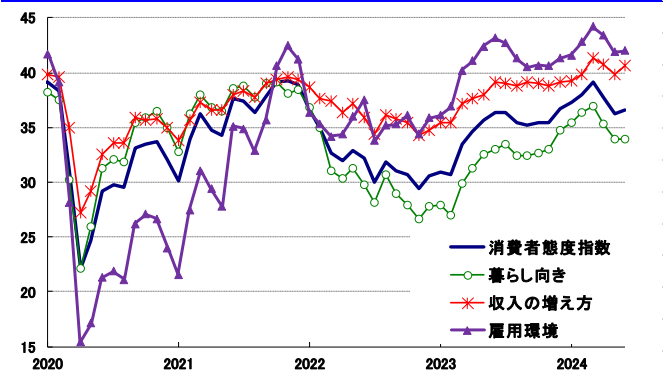
以上を踏まえると、2024年4～6月期の個人消費は、自動車出荷の正常化や実質賃金の前年比マイナス幅の縮小（改善）を背景に、販売統計の動きが示す通り持ち直し、5四半期ぶりの前期比プラスに転じたと見込まれる。7～9月期以降も、自動車メーカーの生産停止による影響は限られ、物価上昇の鈍化が実質賃金の押し上げや消費者マインドの改善につながるほか、定額減税や給付金による消費押し上げ効果<sup>6</sup>、金利の上昇による利息収入の増加を追い風に拡大が続こう。その結果、2024年度通年の個人消費は前年比+1.3%と2023年度の▲0.6%から回復、2025年度は減税の反動が見込まれるが、実質所得の増加とマインドの改善により前年比+1.1%と堅調な拡大を維持すると予想する。

### 機械投資は底堅さを維持

設備投資の先行指標が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、5月に前月比▲3.2%と4月に続き減少したが、4～5月平均の受注額は1～3月平均を0.3%下回るにとどまった。内閣府による4～6月期の受注見通し（前期比▲1.6%）ほどには落ち込んでいない。さらには、1～3月期が前期比+4.4%であったため、4～5月は高い水準を維持したとも言え、足元の機械受注は比較的底堅いと評価すべきであろう。

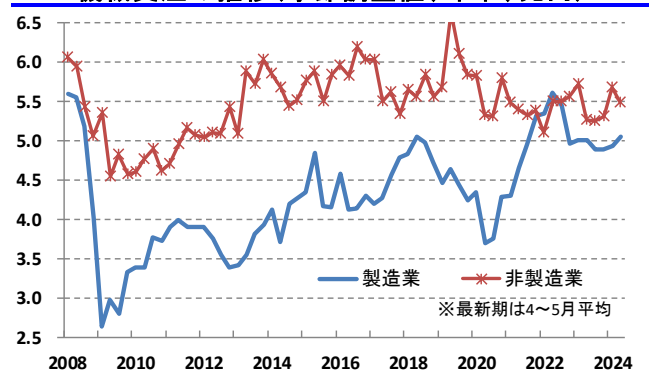
4～5月平均の機械受注を業種別に見ると（右図）、製造業からの受注が1～3月平均を2.7%上回った一方で、非製造業からの受注は3.2%下回った。内訳を見ると、製造業では、非鉄金属（1～3月期前期比▲13.9%→4～5月の1～3月平均比+102.2%）やパルプ・紙・紙加工品（▲6.1%→+80.2%）、食品製造業（+3.6%→+58.0%）からの受注が大幅に増加したほか、自動車・同付属品製造業（▲9.9%→+13.0%）からの受注も増加、製造業全体の受注

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

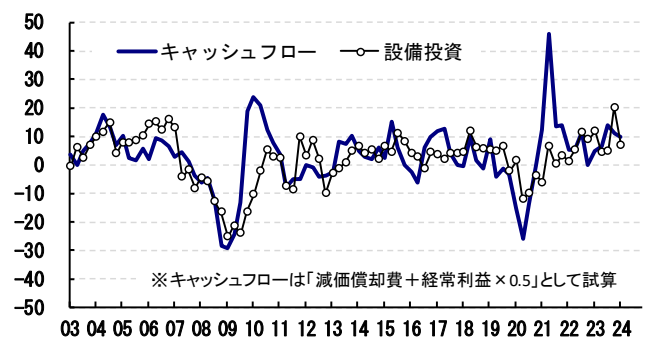
<sup>6</sup> 定額減税や給付金は、個人消費を1兆円程度押し上げる試算。詳細は、2024年5月29日付「日本経済情報 2024年5月号」p11参照。 [https://www.itochu-research.com/ja/uploads/20240529\\_JP.pdf](https://www.itochu-research.com/ja/uploads/20240529_JP.pdf)

を押し上げた。一方、非製造業からの受注では、鉱業・採石業・砂利採取業（+83.4%→▲26.2%）や通信業（+8.1%→▲15.5%）、その他非製造業（+16.5%→▲8.3%）などからの受注が大幅に減少した。

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、5月に前年同月比▲8.4%、4～5月では前年同期比▲14.3%となり、1～3月期の前年同期比▲6.8%からマイナス幅が拡大した。「倉庫」（1～3月期前年同期比▲41.9%→4～5月前年同期比▲49.5%）の大幅マイナス幅が続き、「工場」（+1.1%→▲4.0%）は前年比マイナスに転じ、オフィスなどの「事務所」（+42.3%→+18.2%）はプラス幅を大きく縮小させている。一方、「店舗」（▲28.1%→+33.2%）は前年比プラスに転じた。

設備投資は今後、好調な企業業績を背景に日銀短観などで確認された強気な計画が実行に移されよう。法人企業統計によると、設備投資の原資となる企業のキャッシュフロー<sup>7</sup>は1～3月期に前年同期比+9.9%と、順調に回復している。一方、設備投資は足元で振れが大きくなっているが（2023年10～12月期前年同期比+20.1%→2024年1～3月+6.8%）、均してみれば、企業のキャッシュフローに概ね沿った動きである（右図）。

キャッシュフローと設備投資の推移（前年比、%）



（出所）財務省

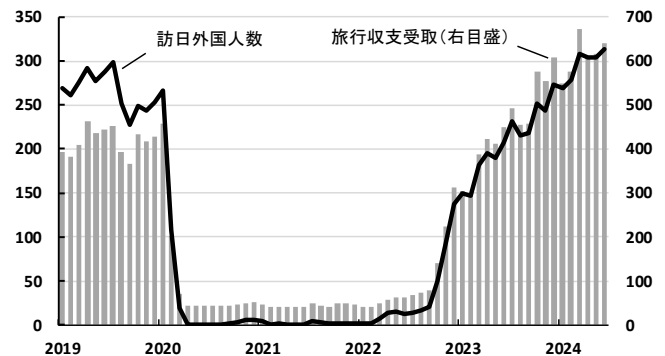
## インバウンド需要の拡大続く

インバウンド需要は増勢を維持している。6月の訪日外国人数は313.6万人となり、3月に記録した過去最高（308.2万人）を3か月ぶりに更新した（下図）。韓国（70.3万人）が全体の22.4%を占め、引き続き最も多いが、急増する中国本土（66.1万人）のシェア（21.1%）が韓国に肉薄している。台湾と香港を含めた東アジア全体のシェアは約7割（69.8%）に達した。米国（29.6万人）のシェアは9.5%と台湾（18.3%）に次ぐ4番目の大きさであり、フィリピン（6.5万人）やシンガポール（5.9万人）などASEAN主要6か国<sup>8</sup>のシェア（9.3%）は低下した。

こうした訪日外国人数を踏まえると、6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6,420億円程度となり、5月（6,156億円）から増加したとみられる。4～6月期平均の水準（6,232億円）は1～3月期平均（5,989億円）を約4%上回っており、インバウンド需要が4～6月期のGDP成長率を押し上げた可能性が高い。

年末にかけては、円高の進行に伴い、訪日外国人1人当たり消費額の減少が見込まれ、インバウンド

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

<sup>7</sup> キャッシュフローの厳密な定義は「減価償却費+内部留保（当期純利益から配当金・中間配当額を除いた金額）」だが、法人企業統計季報では当期純利益等が公表されていないため、便宜的に「減価償却費+経常利益×0.5」とした。

<sup>8</sup> 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。



需要の伸びは鈍化する見通しである。岸田首相は 2024 年通年のインバウンド需要が 8 兆円まで拡大する可能性に触れた（2023 年は 5.4 兆円）。仮に 2024 年 7 月以降の 1 人当たり消費額が 1～6 月平均と同水準（20.6 万円）を維持するとしても、訪日外国人数は 2024 年通年で 3,880 万人まで増加する必要がある（2023 年は 2,507 万人）。この数字は、1～6 月累計の 1,778 万人から 7～12 月合計で 2,100 万人強へ増加することを意味する。その実現のカギを握る中国からの訪日客数は、昨年 8 月に解禁された日本への団体旅行が戻り始めたところであり、今後も回復が続くと見込まれるが、中国以外の地域からの訪日数も増加が続かない限り、8 兆円実現のハードルは高いと言わざるを得ない。

### 財輸出は弱含み

財（モノ）の輸出は再び弱含んでいる。通関輸出数量指数（当社試算の季節調整値）で財輸出の動向を見ると、4 月（前月比+0.7%）、5 月（+2.8%）と 2 ヶ月連続で増加したものの、6 月は大幅に減少した（▲4.6%）。四半期ベースでみると、4～6 月期は前期比▲0.5%と、3 四半期連続の前期比マイナスとなった（右図）。

主な仕向け地別に見ると、4～6 月期は米国向け（前期比▲2.0%）、EU 向け（▲9.6%）、アジア向け（▲0.5%）のいずれも減少した。特に、EU 向けのマイナス幅が大きく、かつ 4 四半期連続のマイナスとなっており落ち込みが深刻である。一方、アジア向けは 2023 年 10～12 月期以降、底堅く推移している。4～6 月期は中国向けが▲3.1%と大幅に落ち込んでおり、中国以外のアジア向け（ASEAN など）が比較的好調だった可能性が高い。

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%→4～6 月期前期比+2.0%）が引き続き堅調に推移、自動車（▲4.8%→▲0.8%）の落ち込みに歯止めが掛かりつつあるが、自動車部品（▲2.9%→▲2.5%）や半導体（IC、▲2.9%→▲2.4%）、鉄鋼（▲0.9%→▲2.6%）は低迷が続いた。

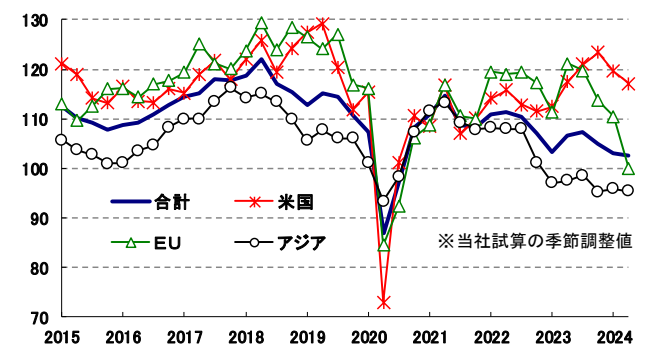
こうした財サービスの輸出動向を踏まえると、4～6 月期は全体の 8 割弱を占める財の落ち込みにより実質 GDP の前期比成長率を押し下げる要因となる可能性が高い。以降を展望すると、欧米経済は年末頃から来年にかけて成長ペースを加速させるとみられ、財輸出は欧米向けを中心に増加基調に転じると見込まれる。さらに、サービス輸出はインバウンド需要の拡大が続くとみられるため、財サービス輸出は 2024 年度下期には実質 GDP 成長率を押し上げる要因に転じると予想する。

### 7 月は利上げの条件を満たさず

これまで見た通り、足元の日本経済は、輸出が財の落ち込みで停滞しているものの、設備投資は機械投資が底堅く推移、個人消費に回復の動きが見られるため、停滞から脱しつつあると判断される。そのため、4～6 月期の実質 GDP 成長率は前期比で 2 四半期ぶりのプラス成長となろう。

とはいえ、7 月 30～31 日に予定される金融政策決定会合で日銀は、政策金利（無担保コールレート

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

<sup>9</sup> より詳細な 4～6 月期実質 GDP1 次速報の予想は 7 月末に発表の予定。

翌日物)を0~0.1%程度のまま据え置くと予想する。日銀は、従来から政策金利を引き上げる条件として、賃金上昇のサービス価格等への波及という「第二の力」により、基調的な物価上昇率が見通しに沿って2%に向けて上昇していくことを挙げている。しかしながら、先に見た通り、賃金は順調に上昇しているものの、そのサービス価格への波及は一部にとどまり現時点で十分とは言えない。

さらに、個人消費の拡大に賃金上昇の価格転嫁を後押しする役割が期待されるものの、個人消費は6月の指標で持ち直しが確認される程度であり、不十分である。日銀の植田総裁は、6月の金融政策決定会合後の記者会見において、個人消費は基本的に賃金が緩やかに増加、消費者物価が落ち着き、実質所得の低下が止まることで回復するだろう、との見方を示したが、自動車の出荷停止の影響が「もうワンラウンド来そう」であり、その動きを見極めていく必要があるとした。現時点でも、そうした不確実性を残した状況から脱してはいない。

加えて、最近の円安修正の動きが利上げの必要性を後退させている。植田総裁は6月会合後の会見で、物価見通しの上振れリスクが高まった場合も利上げの理由になるとし、「最近の円安の動きは、物価の上振れ要因」だと明言していた。ところが、一時は1ドル=160円を超えて円安が進んだドル円相場は、7月中旬の政府・日銀による円買い介入をきっかけに150円台前半まで円高方向に戻っている。

### 9月利上げ開始も景気は回復を継続

日銀にとって、賃金と物価の好循環が不十分、それを促すべき個人消費に未だ十分な強さを確認できず、しかも日米金利差の縮小期待が強まり円安のピークアウト感が出始めている現状において、利上げを急ぐ理由はない。賃金の上昇が一段と加速し、物価上昇ペースは鈍化、実質所得の改善を背景に個人消費が堅調に回復する姿を確認するまで待つ余裕はあろう。当社は、9月19~20日の決定会合で日銀が政策金利の上限を0.25%へ引き上げるという予想を維持したい。その後は、年内にも0.25%ポイントの追加利上げを実施、景気の拡大が続く限り、中立金利に向けて半年に0.25%ポイント程度のペースで利上げを継続すると予想する。

金利の上昇は経済成長の逆風となるが、利上げの背景に安定的な物価上昇と景気拡大があるわけであり、少なくとも政策金利が中立金利を超えるまで景気を失速させることはないだろう<sup>10</sup>。7~9月期以降の日本経済は、個人消費が実質賃金の増加や消費者マインド改善で拡大を続け、設備投資は企業収益の増加を背景に拡大が続き、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し、回復に向かうとみられる。2025年度に入ると利上げの影響が強まるが、個人消費や輸出の拡大を背景に景気の回復が続こう。その結果、需物価上昇と賃金上昇の好循環によりデフレリスクが大きく後退、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。

<sup>10</sup> 詳細は2024年5月29日付「日本経済情報 2024年5月号 金利上昇下で経済正常化に向けて再始動（改定見通し）」参照。<https://www.itochu-research.com/ja/report/2024/2607/>