

日本経済情報 2024年9月号

Summary

【内容】

- 4～6 月期はプラス成長で変わらず
- 街角景気の改善続く
- 企業景況感の改善も続く
- 8 月小売は底堅く推移
- 物価上昇は小幅加速
- 賃金の上昇続く
- 来年度も高い賃上げ続く
- 個人消費は回復へ
- 設備投資は底堅き維持
- 政府の促進策が下支え
- 円高は企業収益にプラス
- 住宅投資は減少基調
- インバウンドは増勢鈍化
- 財輸出は軟調続く
- 12 月利上げ予想を維持
- 自民党総裁選は不確実要素だが景気回復は続く

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

上席主任研究員
 藤本 啓
 (03-3497-2894)
 fujimoto-kei@itochu.co.jp

経済正常化に向けた回復が続く（改定見通し）

4～6 月期の実質 GDP 成長率 2 次速報値は 2 四半期ぶりの前期比プラスで 1 次速報から変わらず。主因は個人消費が前期に大きく落ち込んだ反動だが、景気を持ち直しは確認。7 月以降は景気ウォッチャー調査で個人消費関連が改善、帝国データバンクの企業景況調査も改善続く。8 月の小売統計でもコンビニや百貨店、家電販売の底堅さを確認。

個人消費の逆風だった物価上昇は、8 月に若干加速したが主因の電気ガス代は補助金再開で 9 月から鈍化が見込まれ、サービス価格の上昇は賃金上昇の転嫁という好循環の産物につき、懸念材料とはならず。賃金の上昇は続き、懸念された中小企業も夏のボーナスは高い伸び。来年度の春闘でも 5%近い高い賃上げ率が見込まれ、物価の落ち着きも期待でき、消費者マインドの改善も加わって個人消費の回復が続こう。

設備投資は、機械投資が底堅く推移し増勢を維持。今後は金利上昇が逆風となるが企業業績改善や政府の投資促進策が追い風に。最近の円安修正は人手不足極まる非製造業の業績を押し上げ、設備投資の拡大にも寄与しよう。住宅投資は減少傾向が続く見込み。インバウンド需要は増勢鈍化、財輸出は米中向け中心に軟調推移。今後も当面は外需の回復を期待できず、復調は年明け以降。

日銀は 9 月 19～20 日の金融政策決定会合で政策金利を据え置いたが、その理由は金融市場の不安定化であり、利上げを探る姿勢は維持。12 月には金融市場の落ち着きを確認し追加利上げに踏み切ると予想。自民党総裁選は経済・金融政策が修正される要素となり得るが、誰が勝利しても当面の景気回復を妨げない。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。

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 | 2026 予想 |
|-------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 実質GDP | 1.6 | 0.8 | 0.9 | 1.0 | 1.0 |
| 個人消費 | 2.7 | ▲0.6 | 1.1 | 1.2 | 1.0 |
| 住宅投資 | ▲3.3 | 0.3 | ▲1.1 | ▲2.9 | ▲1.3 |
| 設備投資 | 4.1 | 0.3 | 3.4 | ▲0.7 | 1.5 |
| 公共投資 | ▲6.1 | 0.7 | ▲2.0 | ▲3.1 | ▲2.9 |
| 純輸出(寄与度) | (▲0.4) | (1.2) | (▲0.2) | (0.4) | (0.2) |
| 輸出 | 4.9 | 2.8 | 1.5 | 6.0 | 4.3 |
| 輸入 | 7.3 | ▲3.2 | 2.8 | 4.0 | 3.6 |
| 失業率(%、平均) | 2.6 | 2.6 | 2.5 | 2.3 | 2.3 |
| 消費者物価(除く生鮮) | 3.0 | 2.8 | 2.2 | 1.9 | 2.0 |

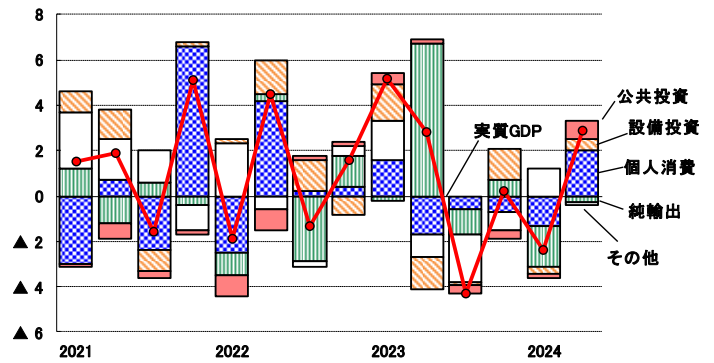
(出所)内閣府ほか、予想部分は伊藤忠総研による。

4～6 月期はプラス成長で変わらず

今月 9 日に発表された 4～6 月期の実質 GDP 成長率（2 次速報）は前期比 +0.7 %（年率 +2.9%）となり（右図）、1 次速報値の前期比 +0.8%（年率 +3.1%）から小幅に下方修正された。ただ、2 四半期ぶりの前期比プラス成長だったことは変わらず、日本経済は 1～3 月期までの停滞から 4～6 月期は持ち直しの動きを見せたことが改めて確認された。

修正の内容を見ると、個人消費（1 次速報値：前期比 +1.0%→2 次速報値：+0.9%）や民間企業設備投資（+0.9%→+0.8%）が下方修正され、民間需要の寄与度（+0.8%Pt→+0.7%Pt）が低下したことが実質 GDP 成長率の下方修正の主因であるが、民間需要の拡大が成長を支えている姿も変わらない。

実質GDPの推移(季節調整値、前期比年率、%)



(出所)内閣府

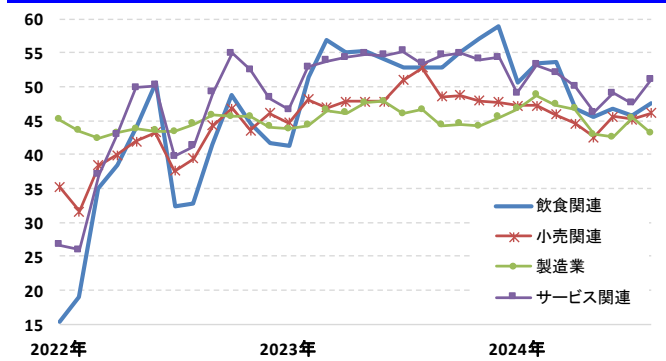
街角景気の改善続く

7 月以降の景気動向を各種指標で確認すると、「街角景気」とも呼ばれる景気ウォッチャー調査は、景気の現状判断 DI（水準、季節調整値）が全体で 6 月の 46.5 から 7 月は 46.6 へ小幅上昇のあと、8 月は 47.8 へ改善が加速した。

内訳を見ると（右図）、個人消費と関連の深い「家計動向関連」（6 月 46.6→7 月 45.9→8 月 47.5）が大きく改善、個人消費が回復に向かいつつある可能性を示した。なかでも「サービス関連」（7 月 47.5→8 月 51.0）が 4 月以来の 50 超となり、「飲食関連」（45.8→47.5）も大幅に改善するなど、4～6 月期に停滞したサービス消費に復調の動きが見られた。猛暑や自然災害の影響はあったものの、ホテルやレストラン、レジャー関連を中心に来客数や単価の増加により好転したとの指摘が見られた。「小売関連」（45.2→46.1）もサービス関連ほどではないが改善した。コンビニやスーパーで好調さを示すコメントが目立った。客数増のほか、米や防災用品の購入が増えたとの指摘もあった。

一方で、「企業動向関連」（6 月 45.2→7 月 48.3→8 月 47.8）は悪化に転じた。非製造業（7 月 50.2→8 月 51.4）が一段と改善したものの、製造業（45.4→43.2）は悪化した。非製造業では建設業や輸送業で良好な評価が散見されたが、製造業では受注の落ち込みを指摘する声が目立った。

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

企業景況感の改善も続く

帝国データバンクの企業景況調査「TDB 景気動向調査」でも、8 月の景気 DI は前月比 +0.5 ポイントの 44.3 となり、2 か月連続で改善した（次ページ右上図）。7～8 月にかけて、地震・台風や金融市場の混乱（円高・株安）などの悪材料が重なったにもかかわらず、企業の景況感は比較的良好であった。

業界別にみると（右下図）、8月は「運輸・倉庫」（前月差+2.4ポイント）や「農林水産」（+2.1ポイント）で景況感が大幅に改善した。「運輸・倉庫」では、トラック運賃の値上げなど価格転嫁が進んだことやインバウンド需要の好調が指摘されている。「農林水産」では、米価や肉豚価格の上昇が景況感の改善に寄与した模様である。半面、景況感の悪化幅が最も大きかった「不動産」（▲0.7ポイント）では、土地価格や建築費用の高騰に実需がついてきていない、との声が寄せられた。

地域別にみると、10地域中「東海」を除く9地域で景況感が改善した。6月以降、景況感が改善した地域の数が増加しており、景気の改善が全国に広がっている。なお、景況感が8月に唯一悪化した「東海」では、主要産業である自動車の減産に加えて、8月6日に発表された南海トラフ地震臨時情報（巨大地震注意）が15日まで継続されたことが旅館・ホテルや小売の客足に響いたという指摘もあった。

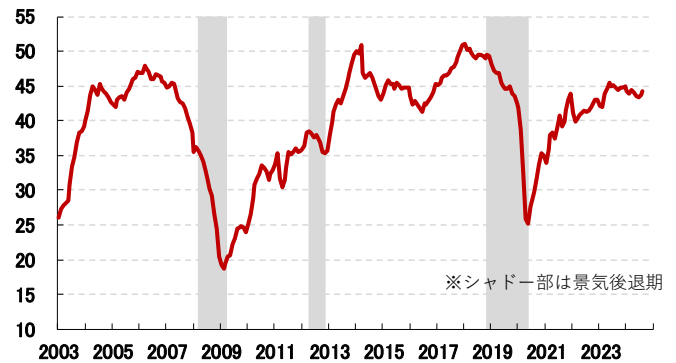
8月小売は底堅く推移

景気ウォッチャー調査で8月の景況感が改善した小売分野の販売動向を見ると、現時点で確認できる指標に限れば、台風の影響などの下押し要因を除けば底堅く推移している。

8月のコンビニ売上高（既存店）は、7月の前年同月比+0.4%から+0.2%と概ね前月並みを維持した（右図）。来店客数は3月以来5か月ぶりに前年割れ（+0.4%→▲0.5%）となったが、客単価（7月前年同月比0.0%→8月+0.8%）が上昇したことで前年比プラスを維持した。売上の内訳を見ると、弁当やおにぎりなどの日配食品（▲0.5%→▲1.5%）、宅急便やチケットなどのサービス（▲7.3%→▲9.0%）はマイナス幅が拡大したが、非食品（+1.9%→+2.5%）、飲料や菓子などの加工食品（+1.2%→+1.5%）は伸びを高めた。災害用の備蓄食料としてカップ麺や飲料などの販売が増加し、台風の影響による来客数の減少の影響をある程度補った。

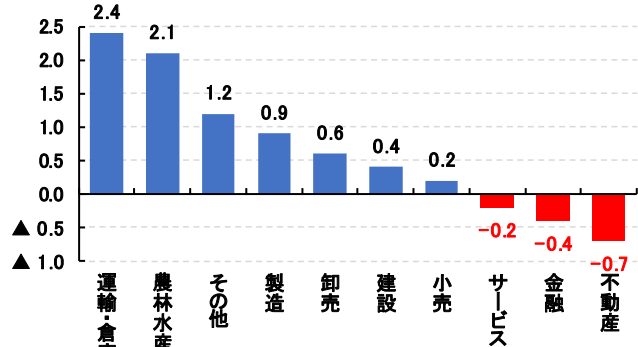
8月の乗用車販売台数（新車）は、7月の前年同月比+5.5%から▲3.2%と、再びマイナスに転化し

景気DIの推移(全国)



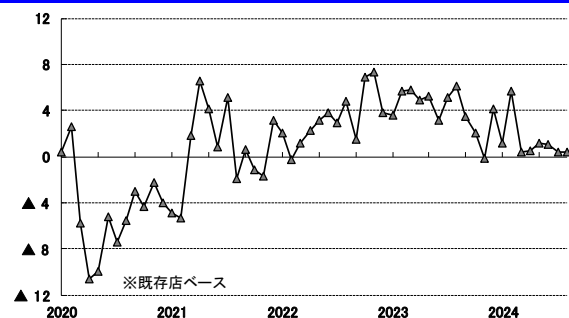
(出所) 帝国データバンク

業界別の景気DI(前期差、2024年8月)



(出所) 帝国データバンク

コンビニ売上高の推移(既存店、前年同期比、%)



(出所) 日本フランチャイズチェーン協会

た。季節調整値（当社試算）の前月比でも7月は▲3.4%と2ヵ月ぶりに減少した。内訳を見ると、軽自動車（7月前月比+5.5%→8月▲3.7%）が3月以来の減少、小型車（+4.7%→▲1.5%）や普通車（+3.0%→▲4.1%）も2ヵ月ぶりの減少と、すべてのクラスで減少した（下図）。台風など天候不順が影響した可能性がある。

ただ、軽自動車については、ダイハツ工業の出荷停止の影響縮小¹に伴う回復傾向を維持している。8月の軽自動車販売台数は年率128.5万台（当社試算の季節調整値）となり、7月の133.5万台からは減少したものの、6月（126.5万台）以前の水準を上回っている。

8月の主要百貨店4社の売上高は、台風による臨時休業の影響が下押し要因となり、7月の前年同月比+11.1%から+9.3%へ小幅鈍化した²。ただ、各社ともインバウンド需要の大幅増が続き、宝飾品やラグジュアリーブランドなどの高額品や夏物衣料品も好調であった。8月の主要5社の家電売上高は、エアコンなど白物家電の販売が好調であったことから、前年同月比+3.0%と概ね前月並みの伸びを維持した（7月は+3.4%）。

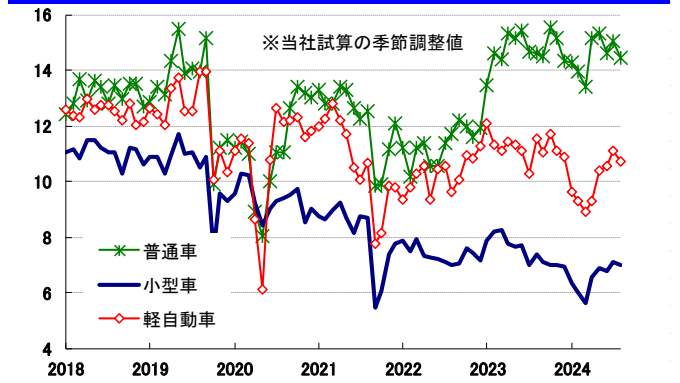
物価上昇は小幅加速

8月の消費者物価指数は、「総合」で前年同月比+3.0%（7月前年同月比+2.8%）、「コア（生鮮食品を除く総合）」では+2.8%（+2.7%）、コアコア（生鮮食品とエネルギーを除く総合）」は+2.0%（+1.9%）と、いずれも前月から小幅に伸びを高めた。食料工業製品を中心に財のプラス寄与が縮小傾向にある一方、電気ガス水道やサービス価格が寄与を拡大させた（右図）。

詳細に見ると、電気ガス水道を含む「光熱・水道」は、7月の+12.9%から+15.0%へ伸びを高めた。前年8月に電気料金が値下がりしていたことの裏が出たためであり、補助金の終了により前年比で大幅なプラスが続く中で、さらに伸びが拡大する形となった。

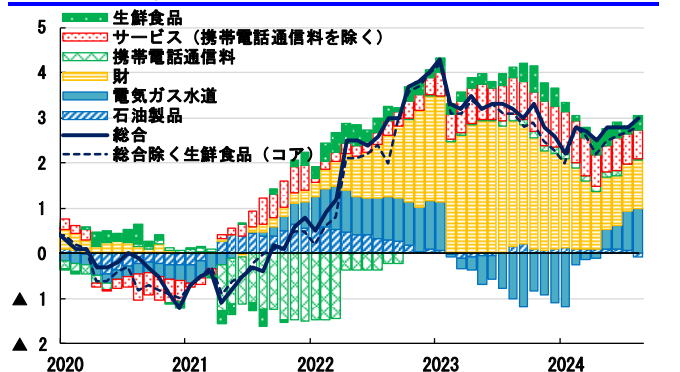
また、「一般サービス」は7月の+1.8%から+2.0%へ伸びが拡大した。宿泊料、外国パック旅行、家事関連サービス、外食などが、それぞれ小幅に前月からプラス寄与を高めた。賃金上昇のサービス価格への転嫁が徐々に進んでいる可能性が示唆された。

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

消費者物価の推移（前年同月比、%）



（出所）総務省

¹7月中には対象全車種で出荷再開したが、8月の販売に若干影響が残っている模様。

²主要4社の前年同月比は、各社の前年同月比を2024年3月期売上高で加重平均。

今後については、電気・ガス代への補助金が8月から10月までの使用分（9月から11月検針分）について再開されることから、その影響が反映される9月から11月は、「光熱・水道」が物価上昇を下押しする。昨年導入された補助金が消費者物価上昇率に与えた影響をもとに試算すると、1kWhあたり4円値引きされる8月、9月使用分は0.6%Pt程度、2.5円の値引きとなる10月使用分は0.3%Pt程度、「総合」の上昇率が押し下げられると見込まれる。

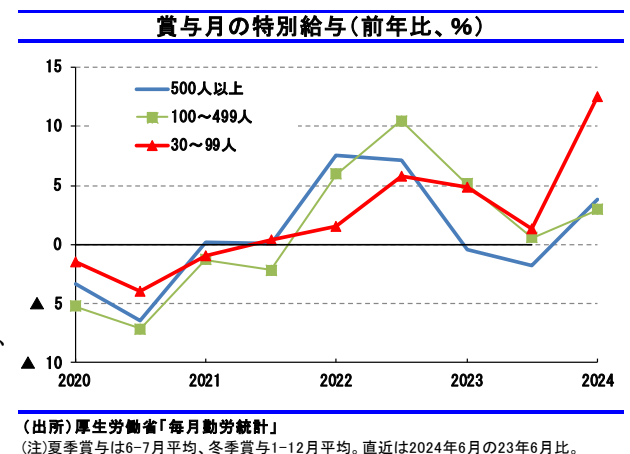
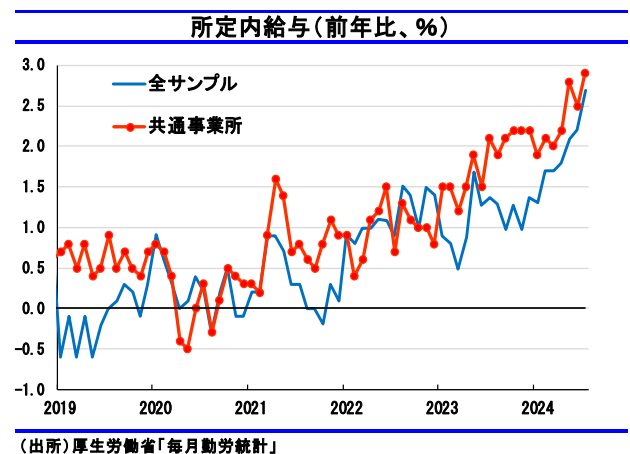
さらに、8月以降の大幅な円安の修正も、輸入物価の下落を通じて消費者物価を下押しする要因となる。仮に2024年末にかけてドル円レートが現在の1ドル140円前後で推移する場合、「総合」は0.2%Pt程度下押しされると見込まれる³。ただ、12月以降は補助金が終了し「光熱・水道」が再びプラスに寄与するほか、「一般サービス」の価格上昇が徐々に進捗することから、消費者物価は2024年度末にかけて総合やコアでも概ね2%台半ばで推移すると見込まれる。

賃金の上昇続く

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。毎月勤労統計によると、現金給与総額のうち所定内給与（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、6月の前年同月比+2.2%から7月は+2.7%（速報）へ伸びを高めた。サンプル入れ替えの影響を除いた「共通事業所」ベースでは+2.5%から+2.9%へ伸びを高め、上記の「全サンプル」ベースを上回る高い伸びを維持している。

物価上昇分を差し引いた実質賃金は、7月は前年比+0.4%と、前月の+1.1%からは減速したものの前年比プラスを維持した。上記の通り所定内給与の伸びが高まったことに加え、特別給与（主にボーナス）が6月の+7.6%に続き7月も+6.2%と高い伸びとなったことも影響した。8月以降は特別給与の増加による押し上げが剥落する一方で、所定内給与の伸びが高まり、消費者物価上昇率は鈍化するため、実質賃金は一時的に前年比マイナスとなることはあっても、基本的にプラスを維持すると予想される。

こうした賃金の上昇傾向は、大企業だけでなく中小企業においても見られている。特に最近では、中小企業（事業所規模100人未満）の特別給与の伸びが大企業を上回る状況が続いている（右上図）。人手不足が極まる中、人員確保がより困難な中小企



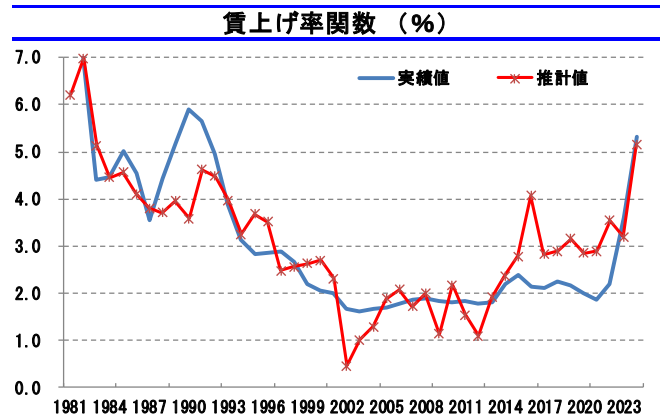
³ 酒巻哲朗ほか（2022）「短期日本経済マクロ計量モデル(2022年版)の構造と乗数分析」ESRI Research Note No.72)によると、ドル円相場が10%円安となれば民間最終消費支出デフレーターは0.16%上振れるとの結果が示されている。ここでは、円高方向においても同程度の影響があり、消費者物価指数（総合）が消費デフレーターと同程度に変化すると仮定、ドル円相場が2024年第2四半期（1ドル156円）から年末に1ドル140円まで約10%円高方向に動く想定した。

業において、賃金を大幅に引き上げている様子が窺われる。

来年度も高い賃上げ続く

春闘賃上げ率は、物価動向だけでなく、企業の業績や労働需給にも大きく左右される。こうした関係を踏まえ、来年度の春闘賃上げ率を、企業の経常利益（変化率、前年度）、失業率（前年度）、消費者物価上昇率（前年度）の3つの要因で予想すると、2024年度に続き、2025年度も高い伸びとなることを見込まれる（右図）。

具体的な数字で示すと、2024年度の消費者物価上昇率（総合）が+2%台半ば（2023年度+3.0%）、失業率が2.5%（2.7%）、企業収益（経常利益）は前年比+27%（+12%）へ高まるとすれば、2025年度の春闘賃上げ率は4.9%程度になると予想され、2024年度の実績5.1%からは低下するものの高い伸びが続くことになる。



（出所）厚生労働省、総務省、財務省より伊藤忠総研試算

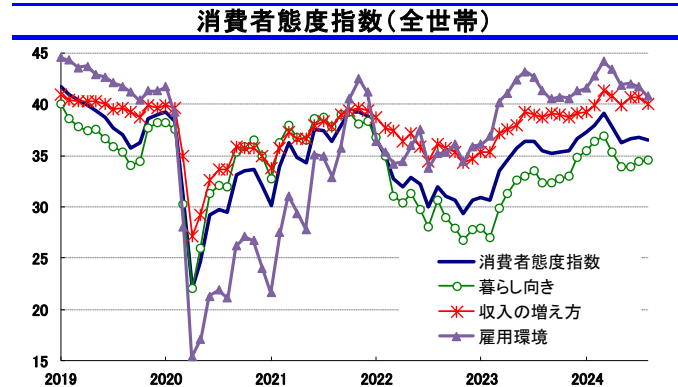
| 賃上げ率 (%) =定数項 + α × 経常利益 (前年度、%) + β × 失業率 (前年度、%) + γ × 消費者物価総合 (前年度、%) | 推計期間 | ①1981 ~2000 | ②1981 ~2024 |
|---|------|----------------|----------------|
| | 定数項 | | 6.98 *** |
| 経常利益 (変化率、前年度) | | 0.05 *** | 0.03 *** |
| 失業率 (前年度) | | -1.38 *** | -0.64 *** |
| 消費者物価上昇率 (前年度) | | 0.36 *** | 0.47 *** |
| 自由度修正済み 決定係数 | | 0.75 | 0.71 |

（注）***は1%有意

個人消費は回復へ

今後の消費動向を左右するもう一つの重要な要素である消費者マインドについて、その代表的な指標である消費者態度指数をみると、8月は36.5と、7月（36.8）から低下したものの、5月（36.2）を底とした改善傾向は維持している。（右図）。

内訳を見ると、「収入の増え方」（40.7→40.0）、「雇用環境」（41.7→40.8）は高い水準を維持、「暮らし向き」（7月34.5→8月34.6）は2期連続で改善した。賃金（収入）の増加に加え、電気・ガス代の補助金再開や為替円安の修正によって目先の物価上昇の一服が見込まれることが、消費者マインドを下支えしているとみられる。



（出所）内閣府

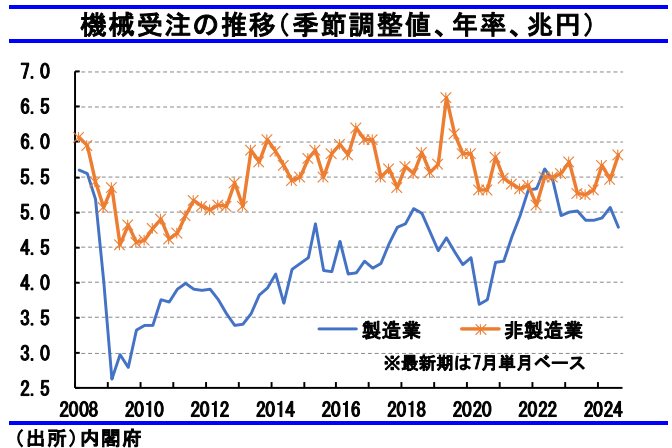
今後も、物価の上昇が落ち着くにつれ消費者マインドは改善し、個人消費を後押しすると予想される。さらに、来年度の春闘でも高い賃上げが実現、実質賃金の増加が続くと見込まれるため、来年度も個人消費の回復が続くと予想する。

設備投資は底堅さ維持

機械投資の先行指標である機械受注（船舶・電力を除く民需）は、7月に前月比▲0.1%とほぼ横ばいだった。7月の受注額は4~6月平均を0.2%上回っており、内閣府による7~9月期の受注見通し（前期比+0.2%）に沿った動きである。四半期ベースでみると、4~6月期は前期比▲0.1%と概ね横ばいだったが、1~3月期に+4.4%と大幅に増加したことを踏まえると、機械受注は底堅く推移し

ていると評価できる。

7月の機械受注を業種別にみると、製造業からの受注は4~6月平均に比べ5.6%下回ったが、非製造業（船舶・電力を除く）は4~6月平均を6.4%上回る好調ぶりを示した（右図）。内訳をみると、製造業では、食品製造業（4~6月期前期比+32.0%→7月の4~6月平均比▲45.4%）やパルプ・紙・紙加工品（+46.4%→▲44.9%）、金属製品（+12.7%→▲24.8%）からの受注が大きく落ち込んだほか、化学（+27.2%→▲3.9%）や自動車（+14.8%→▲1.1%）も減少した。一方、非製造業では、卸小売（+1.8%→+31.8%）や運輸（+12.2%→19.5%）、情報サービス（+13.5%→+15.6%）が大幅に増加した。



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、7月に前年同月比▲10.3%と2か月振りのマイナスとなり、4~6月期の前年同期比▲8.8%からはマイナス幅が拡大した格好となった。「店舗」（4~6月期前年同期比+26.2%→7月前年同月比+19.2%）が2桁のプラスを維持しつつも伸びは大きく鈍化、「工場」（▲2.9%→▲2.6%）は小幅マイナスが続いた。一方で、「倉庫」（▲30.5%→▲18.2%）は2桁マイナスながらマイナス幅は縮小、オフィスなどの「事務所」（+7.5%→+25.0%）はプラス幅が大幅に拡大しており、形態によって状況はまちまちであった。

以上の状況を踏まえると、設備投資は当面、建設投資に弱さが残るものの、設備投資に占めるシェアが相対的に高い機械投資がけん引する形で、底堅く推移しよう⁴。

政府の促進策が下支え

ただし、やや長い目でみると、金利上昇に伴う投資採算の悪化が、設備投資の逆風となる。当社が推計した設備投資関数⁵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。長期金利（期中平均）は2024年度と2025年度に、それぞれ0.5%Pt上昇する見通しで、これにより設備投資（実質）は2024年度、2025年度ともに2.2%ずつ押し下げられる。もっとも、企業収益および需要（実質GDP）の拡大による設備投資の押し上げ効果が、2024年度に+2.2%、2025年度には+2.9%生じると見込んでいる。

2024年度に関しては、金利上昇による設備投資の下押し圧力が企業収益および需要の増加による押し上げにより概ね相殺され、コロナ禍で先送りされた更新投資や政府の積極的な国内投資促進策が設備投資を押し上げよう。

政府は現在、経済安全保障の観点から、先端半導体や蓄電池などの国内投資を推進している。2023年度の補正予算では、先端半導体の国内生産拠点の確保に6,322億円が計上された。また、車載用蓄

⁴ 内閣府「2022年度国民経済計算年次推計」によると、2022年暦年の民間総固定資本形成94.6兆円のうち「機械・設備」は42.5兆円（シェアは44.9%）、「建物・構築物（住宅を除く）」は24.1兆円（25.5%）。

⁵ 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>

電池の製造に対しても、経産省が経済安全保障推進法に基づき補助金を支給している。

各種報道によると、AI で必要となる最先端のロジック半導体や、半導体画像センサーの増産に向けて 1 兆円を超える投資計画を打ち出す企業があるほか、複数の自動車メーカーが蓄電池（リチウムイオン電池）の増産に向けて、経済産業省の助成金をテコに国内投資を計画している模様である（右表）。

政府が支援する主な投資案件（2024年1月以降）

| 企業名 | 投資金額(億円) | 補助金額(億円) | 業種 |
|----------------------|----------|----------|--------|
| ラピダス | 20,000 | 9,200 | 半導体 |
| ソニーグループ | 16,000 | — | 電気機器 |
| キオクシア・ 米ウエスタンデジタル | 7,290 | 2,430 | 半導体 |
| パナソニックHD | 5,500 | 1,850 | 電気機器 |
| 東芝・ローム | 3,883 | 1,294 | 電気機器 |
| トヨタ | 2,500 | 850 | 自動車 |
| 日産 | 1,500 | 550 | 自動車 |
| KDDI | 1,000 | 102 | 情報・通信業 |
| 三菱電機 | 1,000 | — | 電気機器 |

（出所）各種報道より抜粋 （注）補助金額が不明な企業は「—」と表記

円高は企業収益にプラス

円高が企業収益に及ぼす影響を、2023年度の法人企業統計をもとに売上高と変動費のドル建て部分に関する直接的な押し下げに限定して試算⁶すると、製造業と非製造業で対照的な結果となった（右表）。

売上高に関しては、製造業では全体の約 4 分の 1 が輸出であるが、

非製造業では 2%程度に過ぎないため、10%の円高・ドル安による影響は、製造業の▲5.9 兆円に対して、非製造業では▲1.2 兆円にとどまる。一方、円高は輸入原材料コストの減少につながり、10%の円高・ドル安によって製造業の変動費は▲4.4 兆円、非製造業では▲5.0 兆円となる。

以上の結果、製造業では売上高の減少を変動費の減少で補いきれず、差し引きで利益が 1.4 兆円押し下げられる。半面、非製造業では、変動費の減少が売上高の減少を大幅に上回り、差し引き 3.8 兆円の利益押し上げとなる。両者合わせるとプラスであり、最近の円安修正（円高）は企業収益全体にプラスの影響を及ぼした可能性が高い。特に、人手不足が相対的に深刻な非製造業においては、円安の修正に伴う粗利益の増加が、人件費コスト増大による収益圧迫を軽減し、設備投資にもプラスの影響を及ぼそう⁷。

住宅投資は減少基調

住宅投資の先行指標である新設住宅着工戸数は、7 月に前月比+1.0%と 3 か月ぶりに増加した。た

10%円高・ドル安が企業収益に及ぼす影響（2023年度）

| | 製造業 | | 非製造業 | | 試算の前提 |
|---------|-------|-------|---------|-------|---|
| | | 10%円高 | | 10%円高 | |
| 売上高(兆円) | 447.3 | -5.9 | 1,052.1 | -1.2 | 輸出比率： 製造業25.7%、非製造業2.2% 輸出のドル建て取引比率は51.0% |
| 変動費(兆円) | 338.3 | -4.4 | 821.0 | -5.0 | 中間投入に占める輸入品の比率： 製造業18.9%、非製造業8.8% 輸入のドル建て取引比率は69.3% |
| 利益(兆円) | 109.0 | -1.4 | 231.0 | 3.8 | 売上高一変動費 |

（注）売上高、変動費、利益は法人企業統計。輸出比率は日銀短観をもとに算出

中間投入に占める輸入品の比率は産業連関表（取引表、輸入表）をもとに算出

（出所）日本銀行、財務省、経済産業省、試算は伊藤忠総研による

⁶ 近年、輸出の為替レートに対する数量面での感応度が小さいことから、価格面を通じた影響に限定している。

⁷ 日銀短観の雇用人員判断 DI（過剰-不足）をみると、非製造業の「不足」超幅が製造業を大幅に上回っている。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>

だ、7月の水準は4～6月平均を5.7%下回っている。利用関係別に見ると、持ち家（4～6月期前期比▲2.5%→7月の4～6月平均比▲0.7%）、貸家（+4.4%→▲0.7%）、分譲住宅（+9.6%→▲16.8%）のいずれも減少している（右図）。特に、分譲住宅は6月（前月比▲11.7%）、7月（▲10.4%）と2か月連続で大幅に落ち込んだ。金利や地価の上昇により供給が減少傾向にあることに加え、4～5月に大規模分譲マンションの着工が一時的に増加した反動が出たとみられる⁸。

住宅市場の先行きについて景気ウォッチャー調査の先行き判断DI（住宅関連）で見ると、8月は前月比+4.8ポイントと3か月ぶりに上昇したが、7～8月平均の水準は4～6月とほぼ同水準にとどまっている（右図）。多くの住宅販売会社が、住宅ローン金利の先高観や、物件価格の上昇に伴う住宅購入意欲の減退を指摘している。

インバウンドは増勢鈍化

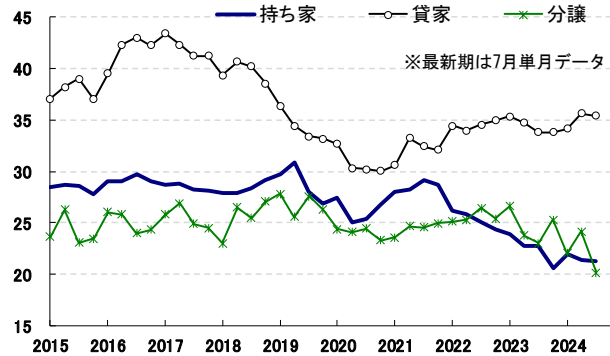
インバウンド需要は増加が一服している。8月の訪日外国人数は293.3万人となり、3か月ぶりに前月の水準（329.3万人）を下回った（右図）。ほとんどの国・地域で前月から減少した。

国別に見ると、中国本土（77.7万人）が全体の25.4%を占め、前月に続き最多となった。2位の韓国（61.2万人）、3位の台湾（56.4万人）、4位の香港（24.7万人）を含めた東アジア全体のシェアは7割超（73.9%）、5位の米国（17.4万人）はシェア7.6%となった。ベトナム（5.2万人）やフィリピン（3.9万人）などASEAN主要6か国⁹のシェアは6.5%に低下したが、ベトナムは主要国・地域の中で唯一、前月比で増加した。

訪日外国人数の減少に加え、円高進行に伴う訪日外国人1人当たり支出額の減少を反映して、8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6,030億円程度と、7月（7,303億円）から減少したとみられる。

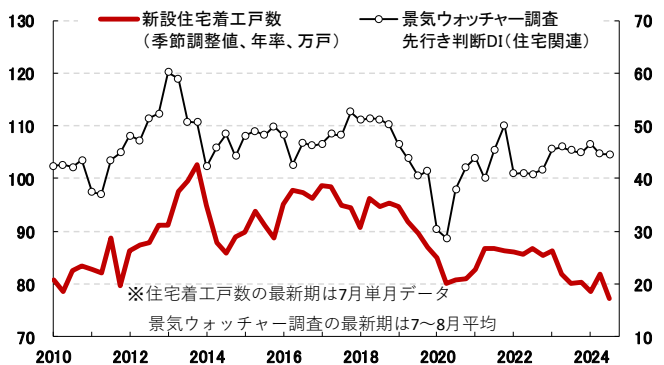
ただ、8月の訪日外国人数は前月比マイナスとなることが多く、季節性が見られるため、前年同月比

住宅着工戸数の推移(季節調整値、年率、万戸)



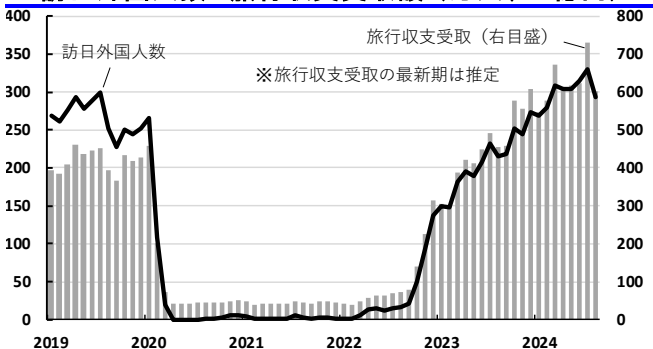
(出所)国土交通省

住宅着工戸数と先行き判断DI(住宅関連)の推移



(出所)国土交通省、内閣府

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

⁸ 分譲マンションの着工戸数は2024年4月に前年同月比+69.0%と3月の▲21.1%から急増。5月は+13.2%と縮小し、6月は▲2.1%、7月は+4.7%にとどまっている。

⁹ 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。

を見ると、6月の+51.5%から7月は+41.9%、8月は+36.0%と鈍化傾向にある。当社試算の季節調整値でも8月は前月比▲4.7%と9か月ぶりの減少、7~8月平均では4~6月平均比+3.4%と増加しているが、1~3月期（前期比+11.1%）や4~6月期（+10.3%）に比べ、増加ペースが明らかに鈍化している。

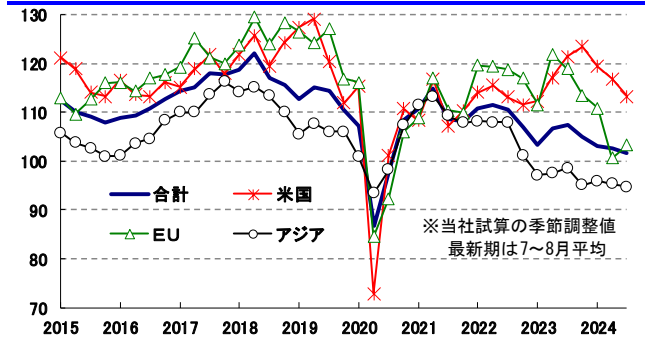
年末にかけては、中国本土からの旅行客数が未だコロナ禍前ピーク（105.0万人、2019年7月）の7割程度にとどまっているため増加余地はあるものの、円高進行により訪日外国人1人当たり消費額の減少により、インバウンド需要の急減速が見込まれる。2025年に入ると、海外景気の持ち直しに伴う非居住者の所得環境の改善から訪日外国人数は再び増勢を取り戻すが、円高傾向の継続により1人当たり消費額は伸び悩むため、インバウンド需要の増加ペースは緩やかにとどまる見通し。

財輸出は軟調続く

財（モノ）の輸出は低水準で推移している。通関輸出数量指数で財輸出の動向を見ると、8月は前月比+0.9%と2ヵ月連続で増加したが、7~8月平均では4~6月の水準を1.0%下回っている（当社試算の季節調整値、右図）。

主な仕向け地別に見ると、米国向け（4~6月期前期比▲2.1%→7~8月の4~6月比▲3.1%）、アジア向け（▲0.7%→▲0.5%）とも低迷しているが、アジア向けに関しては、中国向け（▲3.0%→▲7.0%）が大幅に落ち込んでいるものの、NIEsやASEAN向けが下支えしている模様である。一方、4~6月期まで4四半期連続で減少していたEU向け（▲9.2%→+2.6%）は、7月に下げ止まりの兆しを見せた。

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

主な財の動向を見ると、鉄鋼（4~6月期前期比▲2.3%→7~8月の4~6月比+5.8%）や半導体（IC、▲2.1%→+2.7%）、自動車部品（▲2.4%→+1.6%）が増加した半面、自動車（▲0.1%→▲2.5%）、プラスチック（+2.1%→▲2.5%）は減少した。

12月利上げ予想を維持

日銀は、9月19~20日の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0.25%程度で据え置いたが、景気の現状認識は緩やかに回復、先行きも潜在成長率を上回る成長が続くとした。そして、物価は価格転嫁の影響が減退しているものの賃金上昇等を受けたサービス価格の緩やかな上昇が続いており、予想物価上昇率も緩やかに上昇していると判断したうえで、消費者物価の基調的な上昇率は徐々に高まっていくとの予想を示している。にもかかわらず据え置きとしたのは、円安が修正されたことのほか、金融市場が依然として不安定さを残していることが理由であろう。

実際に、決定会合後の記者会見で植田総裁は、金融情勢が不安定であるという認識を示したうえで、当面は日本の経済情勢や、金融市場に大きな影響を与えている米国の経済情勢を見極めていく必要があるとあり、円安修正によって物価上振れリスクが低下したため、その点検のための「時間的な余裕がある」とした。政策金利を中立水準まで引き上げることが基本路線である点は変わらないが、円安に歯

止めが掛かったことに加え、金融政策が転換点を迎え米国経済情勢が不安定化しているため、利上げを急ぐ必要性が低下したということである。

とはいえ、実質金利が極めて低い状態を長期間放置することもリスクであろう。円安修正により物価上昇が抑制され、需給の引き締まり、つまり景気の過熱によって高まるインフレ圧力を覆い隠す恐れがあり、その場合、必要以上に低金利が継続され、資産バブルに至る可能性を高めるためである。

では、金融市場の安心材料である「米国経済のソフトランディング」の可否を見極めるには、どの程度の時間が適当なのだろうか。まずは、米国の金融政策の方針に関する不透明性を払拭するため、11月5日の大統領選を待つ必要はあろう。さらに、金融政策自体については、11月6~7日、12月17~18日のFOMCで今後の利下げペースについてより明確になり、長期金利の安定につながろう。

国内に目を向ければ、11月22日に10月の全国消費者物価が、29日には東京都区部の11月中旬速報が発表され、賃金の上昇が着実にサービス価格に転嫁されている状況が確認されよう。12月2日には7~9月期の法人企業統計で企業業績や労働分配率を確認、9日には法人企業統計や2023年度の確認をベースにした7~9月期のGDP統計2次速報が発表され、景気が回復に向かいつつあることが確認されよう。これらを最終チェックする形で13日には12月調査の短観が発表される。当社は、12月18~19日の金融政策決定会合で日銀が追加利上げに踏み切るという予想を維持する。

自民党総裁選は不確実要素だが景気回復は続く

今月27日に予定されている自民党総裁選は候補者が9人にも上り、どの候補が勝利し次期首相となるか未だ見通し難いが、石破元幹事長、小泉元環境相、高市経済安全保障担当相の3名に絞られたとの見方が有力である。

金融政策についての3氏の考え方は、石破氏が「独立性を重視」するも経済や国民生活に支障が生じない範囲・ペースでの正常化を期待するとし、どちらかと言えば慎重、小泉氏は「日銀の独立性を尊重すべき」としている一方で、高市氏は「金利を今、上げるのはあほやと思う」と強く否定、日銀への圧力は3者3様である。

また、経済政策については、石破氏が「早急に経済対策を策定」、小泉氏も「直ちに経済対策の検討を指示」と景気対策の実施に前向きな姿勢を示し、高市氏も「何よりも経済成長が必要」とするなど、まずは積極的に財政出動を行うという点で共通している。ただ、中身には違いがあり、財政健全化についての姿勢も異なっている。石破氏は「財政状況の改善を進める」と財政健全化に一定の配慮を示す一方、小泉氏は「経済なくして財政なし」と経済成長を優先、高市氏に至っては政府債務をネット（債務－資産）で見れば健全だとし、現状認識の時点で大きく相違している。

このように、次期首相が誰になるのかによって、財政金融政策に大きな違いが出る可能性があり、長い目で見れば経済情勢への影響も大きく異なるとみられるが、少なくとも当面の景気回復を阻害する政策を選択しそうな候補はおらず、日本経済は今後も内需主導の景気拡大を維持しよう。

その場合、仮に日銀の独立性がある程度尊重され、2025年末までに2回の緩やかな利上げが実施されると想定しても、景気は一時的に拡大ペースが鈍化する局面はあっても回復基調を維持する、という従来の見通しを変える必要はないと考えられる。

すなわち、実質 GDP 成長率は 7~9 月期以降も前期比プラスを維持し、2024 年度通年では 2023 年度の前年比+0.8%から+0.9%へやや加速。2025 年度は、利上げの継続により金利が上昇し設備投資は一旦ピークアウト、住宅投資の減少が続く一方で、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+1.0%へ若干高まり、日銀・内閣府とも 0.6%程度とする潜在成長率を上回る状況が続く。その結果、2025 年度中に需給ギャップは解消、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が定着していくという姿である。リスクを挙げるならば、引き続き米国経済のハードランディングであり、国内に関しては新首相による政策の急変を受けた金融市場の混乱であろう。

日本経済の推移と予測(年度)

| 前年比,%,%Pt | 2022 実績 | 2023 実績 | 2024 予想 | 2025 予想 | 2026 予想 |
|-------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 実質GDP | 1.6 | 0.8 | 0.9 | 1.0 | 1.0 |
| 国内需要 | 2.1 | ▲0.5 | 1.2 | 0.5 | 0.8 |
| 民間需要 | 2.9 | ▲0.6 | 1.6 | 0.7 | 1.1 |
| 個人消費 | 2.7 | ▲0.6 | 1.1 | 1.2 | 1.0 |
| 住宅投資 | ▲3.3 | 0.3 | ▲1.1 | ▲2.9 | ▲1.3 |
| 設備投資 | 4.1 | 0.3 | 3.4 | ▲0.7 | 1.5 |
| 在庫投資(寄与度) | (0.1) | (▲0.2) | (0.0) | (0.1) | (0.1) |
| 政府消費 | 1.4 | ▲0.5 | 0.7 | 0.8 | 0.7 |
| 公共投資 | ▲6.1 | 0.7 | ▲2.0 | ▲3.1 | ▲2.9 |
| 純輸出(寄与度) | (▲0.4) | (1.2) | (▲0.2) | (0.4) | (0.2) |
| 輸出 | 4.9 | 2.8 | 1.5 | 6.0 | 4.3 |
| 輸入 | 7.3 | ▲3.2 | 2.8 | 4.0 | 3.6 |
| 名目GDP | 2.5 | 4.9 | 3.5 | 2.5 | 2.8 |
| 鉱工業生産 | ▲0.3 | ▲1.9 | 3.9 | 2.5 | 1.4 |
| 失業率(%、平均) | 2.6 | 2.6 | 2.5 | 2.3 | 2.3 |
| 経常収支(兆円) | 9.1 | 24.8 | 19.8 | 22.8 | 19.2 |
| 消費者物価(除く生鮮) | 3.0 | 2.8 | 2.2 | 1.9 | 2.0 |

(出所)内閣府ほか、予想部分は伊藤忠総研による。

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。