

Economic Forecast Report

日本経済見通し(第11号):
4-6月期の反動増は期待外れ、内外需要の減速で高まる
物価2%割れリスク



PwC Intelligence シニアエコノミスト 伊藤 篤
チーフエコノミスト、上席執行役員 片岡 剛士

2024年4-6月期の実質GDP(1次速報)は前期比+0.5%、年率換算では+1.9%を見込む。プラス成長ではあるものの、前期の落ち込みを取り戻すまでには至らない。消費は5四半期ぶりの増加となるものの、耐久財の反動増の動きは鈍く、COVID-19後のサービスの伸びも鈍化しつつある。先行きの経済見通しは、2024年度+0.1%、2025年度+0.8%を見込む。2024年度は、海外経済の減速を背景とした輸出鈍化を主因として下方修正した。目下の焦点は春闘の賃上げ、定額減税などによる実質所得回復によって国内消費が回復するかに集まっているが、外需の減速が強まっている点には留意が必要であろう。こうした内外需要が弱い中での日本銀行の利上げ・量的縮小により、経済・物価の下押し圧力が強まる。物価の動きは弱く、2024年度は+2.5%、2025年度は+1.9%と2%割れとなることを見込む。

2024年4-6月期GDP(1次速報)予測:2%成長予想も、前期の落ち込み3%分の落ち込みは取り戻せず

当社では、2024年4-6月期の実質GDP(1次速報)は前期比+0.5%、年率換算では+1.9%と2四半期ぶりの増加を予測する(図表1)。もっとも前期(1-3月期)の同-0.7%、年率-2.9%の落ち込みを取り戻すには至らなかった。

消費は、前期比+0.5%と5四半期ぶりの増加を見込む。総務省の世帯消費動向指数(CTミクロ、総世帯)で、2024年1-3月期から4-5月の変化をみると、名目消費は+2.8%、実質消費は+1.6%となった。実質消費の内容をみると、食料、家具・家事用品、教養娯楽などで下落したものの、交通・通信、教育、住居などで増加した。特に交通・自動車は+2.5%と増加した。これは、2023年10-12月期から2024年1-3月期には-3.0%の下落となっていた。2023年度に入ってから消費の動きを振り返ると、4-6月期の同-0.7%、7-9月期の同-0.3%、10-12月期も同-0.4%、1-3月期の同-0.7%と4四半期連続での減少となっていた。以上の流れを踏まえると、4-6月期の+0.5%という反発は、1-3月期の減少すら取り戻せず、消費の基調が弱いという見方に変わりはない。2023年4-6月期以降はインフレによる実質所得減少の影響で消費が弱まっている。

5%を超えた春闘の賃上げ率を受けて、家計全体の名目給与が上昇するかが注目されている。毎月勤労統計の共通事業所ベースでみた5月確報値は、現金給与総額が前年比+2.6%、所定内給与が前年比+2.8%となった。それぞれ速報値の同+2.3%、同+2.7%から上方修正された。4月から大きく伸びが拡大している。もっとも、5月期の物価(持家の帰属家賃を除く総合)は、同+3.3%であり、同期の実質賃金は同-0.7%となる。マイナス幅が縮小しているものの、名目賃金の上昇が物価上昇率を下回る状況が継続していることから、消費は盛り上がり欠けている。

図表1 実質GDPの推移・予測値(2024年1-3月期1次速報)(前期比、寄与度)

		(実績値)					(予測値)	
		2022年	2023年			2024年	2024年	
		10-12月期	1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期	1-3月期	4-6月期
1	実質・国内総生産(前期比)	0.4	1.2	0.9	▲1.0	0.0	▲0.7	0.5
2	同(前期比・年率)	1.5	4.7	3.7	▲4.0	0.1	▲2.9	1.9
3	内需(寄与度)	0.0	1.3	▲0.7	▲0.8	▲0.2	▲0.3	1.1
4	民需(寄与度)	▲0.2	1.2	▲0.7	▲0.8	▲0.0	▲0.3	0.6
5	民間最終消費支出	0.1	0.7	▲0.7	▲0.3	▲0.4	▲0.7	0.5
6	民間住宅	0.5	0.8	1.6	▲0.9	▲1.5	▲2.9	2.4
7	民間企業設備	▲1.2	2.5	▲2.1	▲0.1	2.0	▲0.4	1.2
8	民間在庫変動(寄与度)	▲0.1	0.4	▲0.1	▲0.6	▲0.1	0.3	0.3
9	公需(寄与度)	0.2	0.1	0.0	▲0.1	▲0.1	▲0.0	0.3
10	政府最終消費支出	0.6	0.1	▲0.4	0.2	▲0.1	0.2	0.3
11	公的固定資本形成	0.4	2.2	2.4	▲2.1	▲2.4	▲1.9	3.9
12	外需(寄与度)	0.3	▲0.2	1.7	▲0.1	0.2	▲0.4	▲0.6
13	輸出	0.7	▲2.4	3.8	0.3	2.8	▲5.1	1.2
14	輸入	▲1.0	▲1.5	▲3.6	0.9	1.8	▲3.3	4.4
15	GDPデフレーター(前年同期比)	1.5	2.5	3.9	5.1	4.3	4.0	2.7
16	名目GDP	1.9	2.2	2.6	▲0.2	0.7	0.1	0.9

(出所) 内閣府等より、筆者作成。予測値は筆者による推計値。

次に民間住宅は、前期比+2.4%と4四半期ぶりに増加した。持ち家はやや減少したものの、分譲住宅、貸家で増加した。長めにみても分譲住宅、貸家ともにやや持ち直しの動きがみられる。過去2年以上の減少傾向を踏まえると本格的な反転となるかは不透明だが、そうした動きにつながるかを注目していきたい。

4-6月期の設備投資は前期比+1.2%と、2四半期ぶりの増加となった。機械受注統計における船舶・電力を除く民需は、2024年1-3月期から2024年4-5月期に-0.3%と微減となった。うち製造業は+2.7%と増加した。業種別にみると、電気機械、非鉄金属、食品製造業、自動車・同部品を含む10業種で増加し、造船業、石油製品・石炭製品、はん用・生産用機械など7業種で減少した。自動車による生産停止の反動増が押し上げた。一方、同期の非製造業は+34.3%と大幅な伸びとなっている。船舶・電力を含む非製造業のうち、電力業、金融業・保険業、運輸業・郵便業などの4業種で増加し、その他非製造業、通信業、建設業の8業種で減少した。その他の鉱工業生産の動向などを踏まえて、4-6月期の設備投資は増加を見込んだ。

次に2024年4-6月期の外需の伸びをみると、輸出が前期比+1.2%と2四半期ぶりに増加した。前期(1-3月期)の同一-5.1%から回復した。自動車の生産・出荷・輸出が再開したものの、海外需要の落ち込みもあり、弱めの回復となっている。4-6月期の輸入は同+4.4%となった。前期の-3.3%の落ち込みから反動増となった。

以上を踏まえて、GDPへの寄与度をみると民需が前期比+0.6%ポイント、公的需要が同+0.3%ポイント、外需が同一-0.6%ポイントとなる。民需のうち、在庫寄与度が+0.3%ポイントである。在庫を除いた民需は、1-3月期に同一-1.0%となった。4-6月期は、1-3月期からの反動増が期待されていたが、戻りは半分程度に留まり限定的なものであったといえよう。

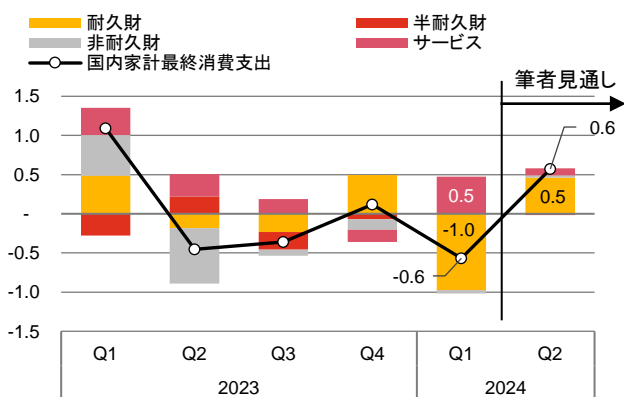
消費動向： 耐久財の反動増は弱く、サービスの伸びも鈍化

以上が2024年4-6月期(1次速報)の予測概要であるが、消費の弱さがポイントとなっているため、改めて消費の内訳を確認しておこう。図表2で国内家計最終消費支出をみると、2023年Q2(4-6月期)以降、弱含みで推移し2024年Q1(1-3月期)には、前期比-0.6%と2四半期ぶりに減少した。同期の自動車を含む耐久財消費は、前期比-11.5%、前年比-10.7%と大幅な落ち込みとなった。前期比寄与度-1.0%ポイントと押し下げた。自動車の認証問題を受けた販売停止が大きく影響した。4-6月期は自動車の販売台数の反動増が期待される。図表3で自動車販売台数をみると、1-3月期の自動車販売台数は、22.2万台となり前年比-13.6%であった。これは実質耐久財消費の-11.5%と近い程度である。4-6月期の販売台数は19.0万台、前年比-5.0%となり、前年比でみた押し下げ幅は縮小した。日本銀行の消費活動指数のうち、自動車・家電を含む耐久財消費活動指数は1-3月期に前期比-11.5%となった後、1-3月期から4-5月期にかけて6.1%増加している。

一方、図表2にある通りQ2のサービスは前期比+0.8%、前年比+1.0%となり、前期比寄与度+0.5%ポイント押し上げた。国内外の旅行動向を確認しておこう。日本人による国内旅行の延べ宿泊数は、2020年Q2にCOVID-19前の2019年対比-70.5%まで落ち込んだ後、2023年Q1(1-3月期)までは緩やかな改善傾向を辿った。もっとも落ち込んだ2020年5月単月では893万人であった。旅行のハイシーズンである2023年8月には6,435万人まで回復した。直近1年、2023年6月から2024年5月の平均では5,281万人となっている。しかし、2023年Q1以降は2019年対比プラスとマイナスを行き来する一進一退の状態に留まっている。代わりに海外旅行に向かっているかという点、そうではない。回復自体は2022年Q2から始まっているものの、2023年以降は2019年対比4割減前後でこちらも一進一退での推移となっている。

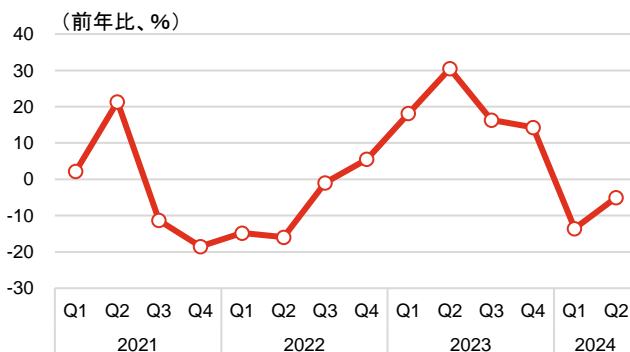
このように自動車を中心とした耐久財の反動増は弱く、サービスの伸びも鈍化しつつある。以上を踏まえ、国内家計最終消費支出は4-6月期に前期比+0.6%となったとみられる。

図表2 実質・国内家計最終消費支出の推移



(注) 数字はサービス消費の寄与度。
(出所) 内閣府「国民経済計算(GDP統計)」より筆者作成。

図表3 自動車販売台数の推移



(出所) 日本自動車販売協会連合会「車種別登録台数」より筆者作成。

2024年度、2025年度の見通し： 2024年度はゼロ%程度の成長、2025年度は潜在成長率並みを回復

図表5にあるように、当社は経済見通しを改定し、実質GDPは2024年度+0.1%、2025年度+0.8%を見込む。上記の2024年4-6月期GDP(1次速報)の予測、足元の経済状況に加えて、前回日本経済見通し(第10号)の出版後に公表された2024年1-3月期(2次速報改定値)の内容を含んでいる。2024年度は前回+0.5%から今回+0.1%へと0.4%ポイントの下方修正とした。要因の一つは輸出の減少である。

2024年度は、輸出を下方修正した。図1にある通り2024年Q2(4-6月期)の実質輸出は、前期比+1.2%と2四半期ぶりに増加した。前期(Q1:1-3月期)は同-5.1%と自動車輸出の落ち込みを反映して大幅に下落していた。財輸出は、Q2に前年比では4.6%減となった。2023年Q1以降、6四半期連続で減少となり、かつ2023年Q2の同-0.1%以降、下落幅が拡大している。日銀の実質輸出を地域別にみると、米国向けはQ2に同+3.9%(Q1:同+4.3%)となった。2022年末から徐々にプラス幅がジリジリと縮小している。米国の消費や労働市場の過熱感の後退と整合的な動きと言えよう。Q2のEU向けは前年比-16.8%と大幅に落ち込んだ(Q1:同+1.0%)。欧州経済は労働市場は堅調であるものの、ドイツを中心に消費など内需は弱い。内需の弱さを反映して日本からの輸出は弱含んでいる。中国向けは、同+0.6%(Q1:同+5.0%)と微増を維持した。また、NIEs・ASEAN向けは-0.6%(Q1:-3.5%)と下落幅が縮小した。中国・アジア向けは2023年半ばから持ち直しつつある。

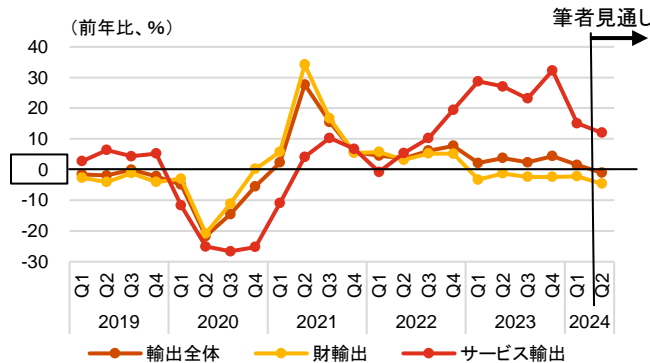
このようにアジア向けは持ち直しつつあるものの、これまで輸出を牽引してきた欧米向け輸出が減速することを見込み、見通しも下方修正とした。目下の焦点は春闘の賃上げ、定額減税などによる実質所得回復によって国内消費が回復するかに集まっているが、外需の減速が強まっている点には留意が必要であろう。

設備投資については、製造業では弱さがみられるものの、非製造業で回復の動きがみられることから、若干の上方修正とした。住宅投資は、上記の通り、分譲住宅・貸家での増加を見込んで上方修正とした。もっとも日本銀行の利上げの影響で今後住宅ローン金利が上昇することを見込んだ駆け込み需要である可能性もある。その場合の住宅の伸びは一時的なものとなるため、注意が必要であろう。

また、2025年度の実質GDP伸びは+0.8%となろう。国内需要がやや持ち直すことが見込まれる。

最後に物価は2024年度は民間需要の弱さから物価に下押し圧力がかかり、消費者物価(生鮮食品を除く総合)の前年比は2023年度の2.8%から2.5%へと鈍化する見込みである。上記の民間需要の弱さに加えて、日本銀行の利上げ・量的引き締めの実施がさらに経済・物価を押し下げ、2025年度の物価は2%割れとなる公算が高まっているとみられる。

図表4 実質輸出の推移・見通し



(出所)内閣府「国民経済計算(GDP統計)」、日本銀行「実質輸出入」より筆者作成。2024年Q2は筆者による予測値。

図表5 日本経済の見通し

	(実績)	今回(2024年8月・第11号)の予測値		前回(2024年5月・第10号)の予測値	(差) (今回-前回)
	FY2023	FY2024	FY2025	FY2024	FY2024
国内総生産(支出側)	1.0	0.1	0.8	0.5	-0.4
国内需要(寄与度)	-0.5	0.8	0.6	0.4	0.4
民間需要(寄与度)	-0.5	0.5	0.5	0.2	0.3
公的需要(寄与度)	0.0	0.3	0.2	0.2	0.1
海外需要(寄与度)	1.4	-0.7	0.2	0.1	-0.8
民間最終消費支出	-0.6	0.2	0.9	0.2	0.0
民間住宅	0.3	-0.6	1.2	-2.7	2.1
民間企業設備	0.4	3.3	2.1	2.5	0.8
民間在庫変動(寄与度)	-0.2	-0.1	-0.4	-0.2	0.1
政府最終消費支出	0.1	0.7	0.2	0.2	0.5
公的固定資本形成	0.8	2.2	2.3	4.0	-1.8
輸出	3.0	0.7	3.7	1.6	-0.9
輸入	-3.2	4.2	2.6	1.3	2.9
コアCPI(生鮮食品を除く総合)	2.8	2.5	1.9	2.1	0.4
GDPデフレーター(前年比)	4.0	1.9	1.5	1.3	0.2
名目GDP	5.0	2.0	2.4	2.2	-0.2

前回は、[日本経済見通し\(第10号\)](#)。
(出所) 内閣府等より、筆者作成。予測値は筆者による推計値。

片岡 剛士
チーフエコノミスト、上席執行役員
PwC Intelligence
PwCコンサルティング合同会社

伊藤 篤
シニアエコノミスト
PwC Intelligence
PwCコンサルティング合同会社

PwCコンサルティング合同会社

〒100-0004 東京都千代田区大手町1-2-1 Otemachi One タワー Tel:03-6257-0700