

Q E 予 測

2024 年 7 月 31 日

年率+2.7%のプラス成長を予測（4～6 月期 1 次QE）

調査部 経済調査チーム
主席エコノミスト

酒井才介
080-1069-4626
saisuke.sakai@mizuho-rt.co.jp

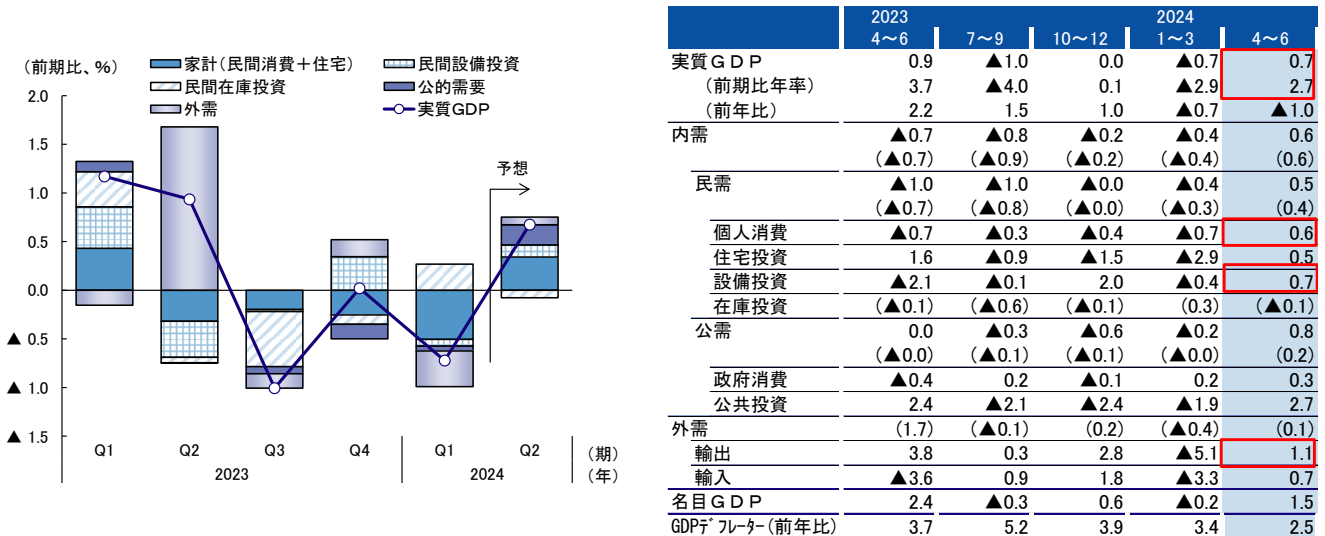
- 4～6月期の実質GDPは前期比+0.7%（年率+2.7%）とプラス成長を予測。海外経済減速や物価高が引き続き重石になる一方、前年を上回る高水準の賃上げや自動車生産の持ち直しが押し上げ
- 7～9月期は賃上げや定額減税の効果が波及することにより個人消費の増加基調が継続。持続的な投資需要等を背景に設備投資も増加し、内需が牽引する形で年率+1%台前半のプラス成長を予測
- 賃金・物価の上昇を踏まえ、日本銀行は7月決定会合で政策金利を0.25%へ引き上げ。先行きのドル円相場は米国の利下げ・日本の利上げを受け、今年度末にかけて140円台半ばへ円高進展を予想

4～6月期の実質GDPは前期比+0.7%（年率+2.7%）とプラス成長を予測。前年を上回る高水準の賃上げや自動車生産の持ち直しが押し上げ要因に

8月15日（木）、内閣府より4～6月期の「四半期別GDP速報（1次QE）」が公表される。現時点で入手可能な基礎統計を用いて推計すると、同期の実質GDPは前期比+0.7%（年率+2.7%）と予測される（図表）。

1～3月期に落ち込んだ自動車生産の持ち直しや、高水準の企業収益が賃金・設備投資に回ること等により内需が回復することが全体を押し上げるとみている。1～3月期が大幅マイナス成長となるなど2023年後半以降の日本経済は停滞感が強まっていたが、4～6月期は個人消費・設備投資を中心にプラス成長に転じる見通しだ。

図表 2024 年 4～6 月期 GDP（1 次速報）予測



(注) 表の数値は言及しない限り実質前期比。()内はGDPへの寄与度
(出所) 内閣府「四半期別GDP速報」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

個人消費は5期ぶりの増加。物価高が引き続き重石になるものの、自動車販売の持ち直しや、高水準の賃上げ等が押し上げ

需要項目別にみると、個人消費は前期比+0.6%（1～3月期同▲0.7%）と5期ぶりのプラスになった模様である。前年を大きく上回る高水準の賃上げを受けて実質賃金が改善しつつあることに加え、生産の回復に伴う自動車の国内販売の持ち直し等が押し上げ要因になった。

2024年の春闘については、高水準で推移する企業収益や人手不足の深刻化等を受けて、連合構成組合の賃上げ回答（最終集計）は+5.10%（前年同時期対比でのプラス幅は+1.52%Pt）、組合員数300人未満の中小企業も+4.45%（同+1.22%pt）と「奮闘」が目立つ結果となった。高水準の賃上げ率を受けて、共通事業所ベースでみた5月の名目賃金上昇率は前年比+2.6%（4月：同+1.8%）、所定内給与は同+2.8%（4月：同+2.2%）と伸びが大きく高まっている。例年6～8月にかけて賃上げの効果がマクロの名目賃金に波及していく傾向があることを踏まえれば、名目賃金は6月以降も一段の加速が見込まれるほか、6月には政府による定額減税の効果も加わり、実質所得の改善が個人消費を押し上げるだろう。6月は猛暑による夏物商材の販売増加もプラスに寄与したとみている（6月の景気ウォッチャー調査をみると家計動向関連の現状判断DIが前月から+2.1ptと改善しており、例年よりも梅雨入りが遅く気温が高かったことでエアコンや夏物衣料など夏物商材が好調だったことが小売の押し上げ要因になった模様だ）。

ただし、物価上昇率が高止まったことで賃上げによる押し上げ効果が減殺される点には注意が必要だ。再生可能エネルギー賦課金の引き上げや政府による電気・ガス代の価格抑制策の縮小でエネルギー価格が押し上げられたほか、円安の進行等も物価押し上げ要因になり、6月のコアCPI前年比は+2.6%、持ち家の帰属家賃除く総合ベースでみると前年比+3.3%で推移している。実質賃金は上記のとおり名目賃金の上昇を受けて改善に向かうものの4～6月期も前年比マイナスが続く絵姿となり、個人消費の回復ペースを抑制するだろう。

実際、5月の消費活動指数（主に供給側の統計から推計、日本銀行作成）をみると前月比+0.0%とほぼ横ばいで推移しており、依然として力強さに欠ける状況だ。内訳をみると、自動車販売の回復を受けて耐久財が大幅に増加しているものの、生鮮食品や輸入食料品の価格上昇など物価高を受けた節約志向の高まりが非耐久財消費の足かせになっている構図が鮮明になっている。6月の新車販売台数（みずほリサーチ&テクノロジーズによる季節調整値）は前月比+1.8%と3か月連続で増加しており（4～6月期でみると前期比+17.4%と大幅な増加）、4～6月期の個人消費は自動車を中心に耐久財消費の大幅な増加が押し上げ要因になる一方、物価高が非耐久財等の重石となり、個人消費全体としての回復ペースは前期までの落ち込みに比して物足り

設備投資は2期ぶりのプラス。高水準の企業収益や持続的な投資需要が押し上げ要因に。人手不足による建設投資の下押しが懸念材料

ないものとなるだろう。

なお、サービスや半耐久財については、1～3月期のうるう年要因（サービスや半耐久財が押し上げられていた可能性が高い）の反動減が押し下げに働く可能性が高い点に留意が必要だ。

設備投資は前期比+0.7%（1～3月期同▲0.4%）と、2期ぶりの増加を予測する。法人企業統計でみた1～3月期の経常利益は過去最高水準を更新するなど、企業の投資余力が改善していることに加え、持続的な投資需要が設備投資の押し上げ要因になったとみている。

日銀短観6月調査における2024年度の設備投資計画（全規模合計・全産業、ソフトウェア・研究開発を含み土地投資額を除くベース）は前年比+10.6%と昨年同期の計画（同+12.6%）は下回るものの堅調な伸びを維持している。資材価格高騰等を受けて2023年度に実行しきれなかった投資が2024年度に繰り越された面もあるが、EV関連投資需要の高まりや半導体市場の回復観測等を背景に、旺盛な企業の設備投資意欲が確認できる内容だ。

先行指標である機械受注（船舶・電力を除く民需）をみても、1～3月期は前期比+4.4%と非製造業を中心に持ち直している。海外経済減速が重石になる一方、インバウンド需要の回復等が押し上げ要因になるほか、DX・GX関連投資や人手不足対応の省力化投資も顕在化することで、設備投資は回復基調で推移したとみてよいだろう。

ただし、実質ベースでみた建設工事受注や建築物着工床面積（いずれも民間・非住宅。みずほリサーチ&テクノロジーズによる季節調整値）は24年1～3月期にいずれも前期比▲7%程度と弱含むなど、建設投資関連の指標はこれまで低下傾向で推移しており、建設業の人手不足が建設投資（総資本形成の3割を占める）の重石になっているとみられる点には留意だ。1～3月期の建設・採掘従事者の有効求人倍率は5.7倍（パート除く常用雇用者）と、全職種平均（1.2倍）を大きく上回っている。7月の日本銀行「地域経済報告」によると、設備投資については省力化関連を中心に投資ニーズが強い一方、建設投資は工期遅延で投資対象を選別化する動きが広まっている様子が伺える。人手不足がボトルネックとなって設備投資計画が下振れる可能性がある点は意識しておく必要があるだろう。

住宅投資は着工戸数の反動増を受けてプラス。民間在庫投資は需要の回復を受けてマイナス寄与を予想

民間需要のその他項目は、住宅投資が前期比+0.5%（1～3月期同▲2.9%）と、4期ぶりに増加したと見込まれる。人手不足を背景とした人件費上昇等により住宅建築コストが高止まりし、消費者の購買意欲が低下したことが下押し要因になる一方、3月の着工戸数が減少した反動等を背景に4月の貸家や分譲マンションの着工戸数が増加したことを受け、進捗ベースの住宅投資は増加に転じたとみられる。

公的需要はプラス。政府の「デフレ完全脱却のための総合経済対策」・2023年度補正予算を受けて公共投資は増加

輸出は2期ぶりの増加。海外経済減速を受けて財輸出は伸び悩みも、堅調なインバウンド需要を受けてサービス輸出が押し上げ。外需寄与度は2期ぶりのプラス

在庫投資の寄与度は▲0.1%Pt（1～3月期：+0.3%Pt）と予測する。個人消費を中心とした需要の回復等を受けて、流通品を中心にマイナス寄与になるとみられる。ただし、法人企業統計（9月2日公表予定）の結果が反映される2次速報値（9月9日公表予定）で修正される可能性がある。

公的需要は、前期比+0.8%（1～3月期同▲0.2%）と2期ぶりのプラスが見込まれる。1～3月期の公共投資が7月1日公表の2次速報改定値において大幅に下方修正されてマイナスになったことは（大幅なプラスで推移した2次速報時点までの動向と大きく異なる絵姿となり）衝撃的であったが、昨年11月に閣議決定された政府の「デフレ完全脱却のための総合経済対策」、並びにその財源として成立した2023年度補正予算を受けて、防災・減災、国土強靱化の推進に係る公共事業が進捗したことで、4～6月期の公共投資は前期比+2.7%（1～3月期同▲1.9%）と4期ぶりに増加したと予測する（先行指標となる1～3月期の公共工事請負金額（みずほリサーチ&テクノロジーズによる季節調整値）は前期比+10.3%と大幅に増加している）。政府消費についても、医療費等が増加し、前期比+0.3%（1～3月期同+0.2%）と増加傾向が続いたとみられる。

輸出は前期比+1.1%（1～3月期同▲5.1%）と2期ぶりの増加を予測している。4～6月期は米国経済が個人消費などの国内最終需要を中心に堅調に推移した一方、欧州経済は既往の利上げの影響が波及したこと等によりドイツを中心に鈍い動きとなっているほか、中国経済も不動産投資の不振に加えて消費が伸び悩んだことで減速するなど、全体としてみれば海外経済が緩やかな減速基調で推移していることを受けて財輸出は減少傾向が続いたとみている（4～6月期の輸出数量指数（内閣府による季節調整値）は前期比▲0.7%と小幅に減少した）。品目別にみると、半導体等製造装置が増加する一方で、自動車が横ばい圏で推移したほか、IC（集積回路）は減少した。総じてみれば、足元の財輸出は弱い動きとなっており、グローバルな製造業サイクル回復の恩恵は見られない（シリコンサイクルは回復しているが、生成AI関連の先端半導体を中心とした価格上昇が牽引する構図であり、非先端分野が中心の日本の半導体輸出の押し上げ効果は限定的である）。円安が進行しても日本の輸出企業は現地販売価格を下げずに為替差益で利益を得る傾向があり、円安による輸出数量への影響が限定的となっている。一方、サービス輸出については、インバウンド需要の回復が押し上げ要因になり、堅調に推移したとみている。6月の訪日外客数は313.5万人（2019年同月対比109%）と高水準を維持しており、欧州やASEANからの訪日客数はピークアウト感がみられるものの、米国や台湾、中国からの訪日客数の増加が全体を押し上げた。一人当たり消費単価の伸び（1～3月期：21万円 → 4～6月期：24万円）も受け

7～9月期は賃上げや定額減税による所得増の効果が顕在化すること等により、個人消費の増加が継続。内需がけん引役となり年率+1%前半程度のプラス成長を予測

て、訪日外国人旅行消費総額は2.1兆円と拡大が続いた（費目別支出では宿泊料金・飲食費に加えて、これまで伸び悩んでいた買い物物も大幅に回復している。上半期で見れば訪日外国人旅行消費総額は3.9兆円と2019年上期対比で6割増となっている）。単価拡大を中心としたインバウンド需要の増加で旅行収支のプラス幅が拡大したことに加え、知的財産権等使用料の受取拡大もプラスに寄与した模様だ。

輸入は前期比+0.7%（1～3月期同▲3.3%）と2期ぶりのプラスになったとみられる。内需・生産の回復を受けて、財輸入は燃料や電算機類等を中心に増加したほか、サービス輸入についてもデジタル関連支払の拡大傾向が続いた。

輸出の増加幅が輸入を上回ったため、純輸出の実質GDP成長率に対する寄与度は+0.1%Pt（1～3月期▲0.4%Pt）と成長率に対してプラス寄与になったと予測される。

以上のとおり、4～6月期は年率+2%台後半のプラス成長となり、経済活動が持ち直したことを示す内容になる可能性が高いと予測する。1～3月期における令和6年能登半島地震や一部自動車メーカーの生産停止といった一時的な下押し要因による影響（みずほリサーチ&テクノロジーズは、波及効果も加味して、一時的な自動車減産の影響により1～3月期のGDPが▲0.6%（年率▲2.2%）程度下押しされた可能性がある」と試算）の反動が押し上げに寄与した面が大きいと、高水準の企業収益が賃金や設備投資に回ることで、基調としても内需は回復に向かっているとみてよいだろう。

7～9月期も、海外経済減速が外需の重石になる一方で、個人消費や設備投資を中心に日本経済は回復が続く見通しだ。現時点で、年率+1%前半程度のプラス成長を予測している。

前述したとおり、高水準の賃上げ率を背景に、名目賃金（所定内給与）は夏場にかけて伸び率が一段と高まる可能性が高いことに加え、消費者物価については政府による「酷暑乗り切り緊急支援」を受けて電気代・ガス代の前年比上昇率が再び低下するため、実質賃金は改善に向かうことが見込まれる（9～10月頃には実質賃金は前年比プラスに転じると予測している）。夏のボーナスは高い伸びとなる見込みであるほか、政府による定額減税の効果も加わり、個人消費は増加傾向が継続すると予測する（なお、定額減税の効果については、減税分の2～3割が消費に回ると想定して2024年度GDPを0.1%程度押し上げると試算している。低所得世帯は相対的に限界消費性向が高いと考えられる一方、所得税の減税分を控除し切るまでに時間がかかるため、減税による効果が年度後半まで分散される点には留意が必要だ）。ただし、食料品等の身近な品目を中心とした物価上昇継続への懸念から家計の節約志

向が高止まりすることが引き続き個人消費の回復ペースを下押しする要因になる見込みだ（例えば、旅行大手の調査によると、夏休みの総旅行者数（国内＋海外）は前年比▲4.1%、総旅行消費額も前年比▲3.2%と減少が見込まれおり、旅行内容についても物価高が続く中で短日数・近場を志向する傾向が強まっている模様である）。

設備投資についても、前述したように2024年度の設備投資計画は堅調であり、資材価格高騰の一時等が先行きの押し上げ要因になるだろう。先行指標である機械受注（船舶・電力を除く民需）をみると4～5月は1～3月期平均対比でほぼ横ばい圏にとどまっているが、前述したように1～3月期が増加した反動が出た面もあるだろう。中期的な観点からは、中国・アジアの人件費上昇に伴う生産拠点としてのコスト優位性の低下、米中対立の深刻化・地政学的リスクの高まり（経済安全保障への関心の高まり）を背景としたグローバル・サプライチェーンの見直し、さらには近年の円安進行等が国内投資シフトを後押ししている面もあると考えられる。内閣府「企業行動に関するアンケート調査」（上場企業が調査対象）をみると、今後3年間の設備投資見通しは全産業で年度平均+6.8%と1990年（同+7.9%）以来の高い伸びとなっている。精密機械や輸送用機械等を中心に広がりつつある国内生産拠点の強化の動きが設備投資の持続的な押し上げ要因になるだろう。

一方、外需については当面力強い伸びは期待しにくい。海外経済の減速が引き続き財輸出の逆風になるだろう。米国経済は、個人消費や設備投資はいまだ堅調を維持しており、景気や雇用の大幅な悪化を伴う「ハードランディング」を懸念する状況ではないとみている。それでも、既往の金融引き締めの影響が企業部門（特に小売・レジャー・宿泊等の低生産性業種）を中心に徐々に顕在化することで、2024年後半にかけて緩やかな減速基調で推移すると予想している。家計部門についても、低所得層は高金利・インフレに加えて雇用環境の軟化が重石になり、個人消費が下押しされるだろう（7月地区連銀経済報告（ページブック）では「低所得層が低価格帯の小売業者を選ぶようになった」との報告もみられ、足元で消費者の価格志向は一段と高まっている模様である）。足元でハイテク株を中心に株価が急落していることも個人消費の下押し要因になり得るだろう。欧州経済については、7月のユーロ圏総合PMIをみると50.1と2か月連続で悪化しており、特に製造業の不振が継続している。先行きは、実質購買力の回復継続と利下げの影響を受けて年後半にかけて経済活動は徐々に回復に向かうとみられるものの、海外への生産拠点移管に伴うドイツを中心とした生産能力の低迷等を受けて、回復ペースは緩やかなものにとどまるだろう。7月の消費者信頼感の前月から小幅な改善にとどまり未だにコロナ禍前を下回る水準で低迷しており、長引く景

気下振れ懸念が消費者マインドの重石になっているとみられる。さらに、中国経済は雇用・所得環境の低迷が個人消費を下押しする状況が続く見通しだ。現状は価格抑制を通じた輸出攻勢で内需の弱さを補う構図となっているが、EU・米国による対中輸入関税引上げ等の外圧やマージン圧縮による企業収益の悪化が輸出ドライブの減衰要因になるだろう。不動産不況の長期化も相まって、年後半も景気減速が続く見通しだ（なお、国家発展改革委員会・財政部による耐久消費財買い替え・設備更新の促進策拡大については既存財源を転用するものであり景気押し上げ効果は限定的であるとみられる）。こうした海外経済の動向を踏まえると、財輸出の力強い回復は当面期待しにくいだろう。

一方、インバウンド需要の回復は継続が見込まれる。夏場にかけて航空便数が拡大する見込みであり、円安傾向が継続すれば先行きも訪日外客数は緩やかな増加基調が続く可能性が高い。ただし、訪日外客数については、中国等からの訪日外客数は持ち直しの動きが継続しているものの全体としては増勢が徐々に一服しつつあるほか、一人当たり消費単価についても平均泊数（観光・レジャー目的）の縮小などを通じて高水準ながらも回復ペースが鈍化する可能性が高いだろう。

短期金利はマイナス・長期金利はゼロという「金利のない世界」が続いた日本にも、徐々に「金利のある世界」が到来する。前述した高水準の賃上げに伴う人件費の上昇や人手不足を背景とした物流費の上昇、これまでの円安進展等を受ける形で、サービスを含めた幅広い品目で物価上昇圧力が強まる可能性が高まっていることを受け、日本銀行は7月の金融政策決定会合で国債買入れ額の減額方針（月間の長期国債の買入れ額を2026年1～3月期に3兆円程度とする計画）を打ち出すとともに、政策金利を0.25%まで引き上げることを決定した（事前に為替市場が利上げを織り込んでいた点を踏まえ、利上げを行わなかった場合に円安が進んでしまうリスクを考慮した面もあるとみられる）。

前述したように、5月の毎月勤労統計調査をみると名目賃金上昇率（共通事業所ベース）は前年比+2.6%（4月：同+1.8%）、所定内給与は同+2.8%（4月：同+2.2%）と伸びが大きく高まっており、33年ぶりの高水準となった春闘（ヘッドラインの賃上げ率は5%台、ベースアップ分で3%台）の結果が本格的に波及する夏場以降の名目賃金上昇率は3%台が視野に入る。物価動向については、7月の東京都区部のサービスCPIは前年比+0.5%（6月：同+0.9%）、日銀版コアCPIは同+1.5%（6月：同+1.8%）と伸びが鈍化しており（季節調整値でみた日銀版コアCPIの前月比も+0.0%と横ばいとどまっている）、現時点では「賃金→物価」の波及による「第二の力」は2%

日本銀行は7月の金融政策決定会合で政策金利の0.25%までの引き上げを決定。2025年1～3月期にも追加利上げ（7月と合わせて0.5%まで利上げ）を行う可能性が高いと予測。2%物価目標達成のハードルは高く、緩和的な金融環境は維持される見通し

物価目標達成には十分でないと思われるが、6月の企業向けサービス価格指数（総平均）は前年比+3.0%と伸びを高めており、上記の賃金上昇が今後サービスを中心としたCPI上昇率にも徐々に波及していくとみられる。インバウンド需要の増加や人手不足を背景とした需給のタイト化が宿泊・外食を中心に先行きのサービス物価を下支えすることが見込まれるほか、既往の円安は家庭用耐久財や食料品等の価格を押し上げるだろう。

金融環境面についても、日銀短観6月調査における中小企業の資金繰り判断DIは+8%Ptと、前回調査から横ばいとなっている。4月には実質無利子・無担保融資（ゼロゼロ融資）の返済開始が最後のピークを迎えたものの、中小企業全体の資金繰りは6月調査時点では悪化していない模様である。この点は、日本銀行が今後利上げを検討する上での安心材料となるだろう。

さらには、岸田首相を含む自民党の高官からも金融政策の正常化を促す趣旨の発言が最近相次いでおり、これは日本銀行にとって「拙速な利上げ」と事後的に批判されるリスクが小さくなったことを意味しよう。

本日午後の植田総裁の記者会見におけるコミュニケーションにも注目する必要があるが、本稿執筆時点（7月31日昼時点）では、日本銀行は引き続き中小企業を含めたマクロの賃金動向、企業の価格転嫁やサービス物価の動向、個人消費の動向等を見極めた上で、2025年1～3月期にも追加利上げ（7月と合わせて計0.5%の利上げ）を行う可能性が高いと予測している。

0.5%まで政策金利を上げる程度であれば、仮に中立金利を1%台半ば（自然利率を0%、予想インフレ率を1%台半ば）と見積もったとしてもその半分以下の水準であるため、「緩和的な金融環境」だと無理なく主張できるだろう。これにより、長期金利は1%台半ば程度まで上昇すると見込んでいる（利上げに加えて日本銀行による国債買入れの縮小が長期金利の上昇に寄与するとみられるが、長期金利の急激な上昇を避けるよう日本銀行が柔軟に国債買入れの縮小ペース等を調整すると想定している）。

一方、それ以上の水準まで利上げを行う蓋然性は（少なくとも短期的には）高くないと予測している。今年の賃上げ率が高水準であること自体は望ましいことだが、大企業に比べて労働分配率が高い中小企業等において、価格転嫁や生産性向上が十分に進展しなければ人件費上昇が企業収益の下押しにつながってしまう。中小企業の「賃上げ余力」が枯渇することで2025年以降の賃上げ率が大幅に鈍化してしまうことが見込まれ、2%物価目標達成のハードルは依然として高いとみている。

ターミナルレートの水準は今後の賃金・物価等の動向に左右されるため不確実性が大きい。現時点では、個人消費が力強さを欠く中で、労務費の価格転嫁は十分に進まず、中小企業を中心に賃上げ余力が低下してしまう可能

ドル円相場は足元で円高に振れるも、円安圧力は依然として根強い。日米金利差が大幅には縮まりにくいことに加えて構造的な需給要因も重なり、先行きの円高進展ペースは緩やかに。2024年度末で1ドル=140円台半ばを予測

性が高いとみている。その場合には2025年の賃上げ率が大幅に鈍化し（現時点では3%台後半まで鈍化する可能性が高いとみている）、2025年にかけて消費者物価上昇率が2%を割り込む中で、利上げは0.5%でいったん打ち止めになる公算が大きいと予測している。

こうした中、人々の大きな関心を集めているのが為替動向である。ドル円相場は7月に急速な円高が進行し、一時1ドル=151円台を記録した。本稿執筆時点（7月31日昼時点）においても1ドル=152~153円台と、100日移動平均線（155円程度）を下抜けし、円安トレンドから円高トレンドへの転換が示唆される水準で推移している。日米金利差が縮小するとの思惑が広まったこと、ドル円のインプライドボラティリティ上昇を受けてキャリー取引を一部巻き戻す動きが出たこと等が背景にあるとみられる。上記のとおり7月の金融政策決定会合で日本銀行が利上げに踏み切ったことを受けて、市場が「次の利上げ」を意識することで、一層の円高進展を招く可能性があるだろう（1ドル=150円を割り込む水準まで円高が進む可能性もあるとみている。先行きの金融政策運営についての見方と合わせて、本日午後の植田総裁の記者会見におけるコミュニケーションに注目する必要がある）。

ただし、前述したように日本銀行の利上げ幅は当面大きなものにならない可能性が高く、先行きの日米金利差が大幅には縮まりにくいことが想定されることから、（一時的にはボラティリティが高い相場が継続するとみられるものの）年後半の円高進展ペースは緩やかになると予測している。

米国では労働需給緩和に伴うインフレ減速を受けて9月に利下げの開始が見込まれる。6月の雇用統計をみると非農業部門雇用者数は前月差+20.6万人と市場予想を上回った一方で過去2カ月の数値が大きく下方修正されており、均してみると雇用の増勢鈍化が鮮明になっている。時間当たり賃金も前月比+0.3%と前月から伸びが鈍化しているほか、失業率は4.1%と前月（4.0%）から予想外に上昇して2021年11月以来の高水準となるなど、労働需給の緩和傾向が継続していることが示唆される（求人倍率をみても概ねコロナ禍前水準まで低下しており、企業は採用の抑制による雇用調整を継続している模様だ）。6月コア消費支出デフレーターも前月比+0.2%（年率2.2%）と物価目標に向けて着実に減速している。一方、家計部門には良好なバランスシートを背景に利上げの悪影響が出づらいうえ、企業部門も巨大テック等の大企業を中心にMMF等の高金利が得られる資産を保有していることで受取利息が増加し、全体としてみれば利上げの効き目を示す純支払利息の急増はみられない。米国経済が底堅くインフレ再燃リスクが意識される中で米国の利下げペースは緩やかになる公算が大きい状況だ。現時点で、FRBによる年内の利下げは9月期以降に2回を予想している（2024年度末にかけて、政策金

利は4%台半ば、長期金利は4%程度まで緩やかに低下することを見込んでい
る)。

また、円安圧力が根強い背景としては、日米金利差の動向に加えて、構造的な変化にも目を向ける必要がある。中期的にみると、ドル円相場は2010年代から日米金利差で説明される以上に円安が進行している。特に、2021年以降の円安については、日米金利差拡大要因や投機要因に加え、①貿易赤字、②サービス赤字、③対外直接投資増加を受けた円需給要因も背景にあると考えられる。

貿易収支は、国際競争力の低下に伴う電気機器等の黒字消失や、ウクライナ紛争後の資源高に伴う資源関連輸入増加等で赤字に転化している。サービス収支も、デジタル関連（OS・ソフトウェア等のライセンス料、ITサブスクリプション契約料、ウェブ広告等）の赤字がコロナ禍を経て拡大し、2023年の赤字幅は年間5兆円と旅行収支黒字（3兆円）を上回っている。さらに、直接投資（対外直接投資－対内直接投資）は、2010年代に拡大して以降年間15～20兆円程度で推移しており、これらはいずれも円売り圧力を招く材料になったと考えられる。先行きは、原油価格の上昇が一服する一方で前述したように財輸出の回復が鈍く貿易収支の改善も緩やかになることが見込まれるほか、デジタル関連赤字の継続が見込まれ、円需給の改善ペースも緩やかになるだろう。

日米金利差が大幅には縮まりにくいことに加え、こうした円需給の動向も踏まえれば、その後の円高の進展ペースも緩やかなものにとどまると考えるのが自然だろう。現時点では、2024年度末にかけて140円台半ば程度への円高進展を予想しているが、米国では景気の強さの継続・企業業績の上振れに加え、仮に2期目のトランプ政権が誕生した場合に実施が予想される政策（移民排斥・関税引き上げ・減税継続）等を起点とするインフレ再燃リスクが残存しているほか、中東情勢悪化等を背景に資源価格が高騰して貿易赤字が拡大することも懸念される。こうしたリスクが顕在化した場合には、米金利上昇によるドル買いや円需給悪化による円売りを通じて想定以上に円安が進行する可能性も否定できない点には留意が必要だ。

以上を踏まえて、年度後半も含めた2024年度の日本経済の展望について述べておきたい。

これまで述べたとおり、高水準の企業収益が賃金、設備投資に回ること、2024年度の日本経済は内需が牽引する構図が続くとみている。しかし、日本経済の回復力については慎重にみた方がよいと筆者は考えている。

個人消費については、前述したように実質賃金前年比は9～10月頃にはプラスに転じる可能性が高いとみており（ボーナスの動向次第ではそれより前

2024年度の日本経済は、高水準の企業収益が賃金・設備投資に回ることにより内需を中心に回復基調で推移。人手不足による供給制約等が下押し要因に

にプラスとなる可能性もある)、個人消費は回復基調での推移が続くだろう。ただし、2024年度中のコアCPI前年比は+2%台での推移が続くことが見込まれるなど、物価高が重石になる構図は続く(前述したように外食・宿泊等で価格転嫁の動きが常態化しつつあることに加え、食料工業製品も円安による輸入食材の上昇などを背景に10~12月期に下げ止まる見込みである。既往の円安や人件費の価格転嫁による上振れリスクにも警戒が必要な状況だ)。実質賃金は前年比プラス転化後もプラス幅自体は小さいとみられ、個人消費の回復ペースは緩やかなものにならざるを得ないだろう。2024年度の家計の実質的な生活水準は2022~23年度から改善に向かうとみているが、そもそも実質賃金がこの2年間減少トレンドで推移していたことを踏まえると、これまでの実質賃金の低下を取り戻すほどのインパクトには至らないとみている。さらに、高齢者など無職世帯には2024年の賃上げの影響が当面及ばない。2024年度の年金改定率は+2.7%と高水準ではあるものの、2024年の賃上げ率(ベア分)の着地見込み(3%台)と比べれば低く、高齢者世帯の「実質年金支給額」は前年比マイナスで推移することが見込まれる。総務省「全国家計構造調査」(2019年)によれば、65歳以上の世帯が個人消費全体の36%程度を占めており、高齢者世帯の消費が低迷すれば個人消費全体の回復ペースを鈍らせるだろう。賃金と物価の「循環」は実現しても、個人消費の増加を含めた「好循環」が実現するかどうかは依然として不確実性が大きい。内閣府が推計する需給ギャップ(この推計値の妥当性については後述)も2024年内はマイナスが続く可能性があり、実質賃金前年比がプラスに転化する時期も2024年末頃となれば、政府がデフレ脱却宣言を出すことは当面(政治的にも)ハードルが高いだろう。

また、設備投資については、前述したように構造的な投資需要の顕在化を受けて増加基調で推移する可能性が高い一方、建設業の人手不足が建設投資を下押しする可能性が高い。4月以降の建設受注は持ち直しの動きがみられるものの、均してみれば弱い動きが続いている。建設業の人手不足は構造的に継続するとみられ(4~6月期の建設・採掘従事者の有効求人倍率は5.4倍と高止まりしている)、先行きの設備投資の回復ペースを抑制する要因になるだろう。

これまで堅調で推移しているインバウンド需要についても、宿泊業等の人手不足で稼働率が引き上げられずに需要を十分に取込めないリスクも懸念される(既に地方ではオーバーツーリズムの問題も指摘されている)。都道府県別に足元の訪日外国人の訪問割合(観光・レジャー目的)をコロナ禍前(2019年)と比較すると、奈良県・愛知県・沖縄県・静岡県の訪問割合が低下するなど、地方への訪問が縮小している。国際旅客定期便の便数(2024

年夏期スケジュール)を空港別にみても、羽田・福岡以外の空港(関西や中部、新千歳、那覇等)は2019年同期を下回っている。国内線も含めた航空需要が回復する中で、グランドハンドリング人材不足や航空燃料不足の影響で地方空港では国際線の復便や増便に対応できない事例もあり、地方訪問縮小の一因になった可能性があるだろう。観光地までの二次交通の整備にも課題があり、需要の分散化もなかなか進んでいない状況だ。一方、外国人の宿泊地は三大都市圏(埼玉県・千葉県・神奈川県・東京都・愛知県・京都府・大阪府・兵庫県)に集中しているが、それらの地域の客室稼働率は人手不足を受けて伸び悩んでおり、宿泊者の受け入れ余地が縮小している。供給体制の大幅な拡充がない限り、2030年の訪日客数6,000万人を目指す政府の目標は現実的にハードルが高いと言わざるを得ないだろう。

人手不足で施設の稼働率を十分に引き上げられない中で、宿泊業事業者が売上を確保するためには単価を引き上げる必要があるが、円安を受けてインバウンド需要は堅調である一方、宿泊代の上昇が家計のサービス消費を下押ししてしまっている面もあろう(人手不足の深刻化による供給制約と円安進展を背景に国内消費がインバウンド需要によりクラウドアウトされてしまっている構図であり、家計にとっては望ましくない状況であるとも言える)。

財輸出については、2024年内の財輸出は力強さを欠くとみている。金利高が耐久財消費や設備投資を下押しする米国経済の減速や、不動産部門の調整長期化が続く中国経済の低迷が重石になるだろう。シリコンサイクルについては、年後半はAI関連需要の拡大に加えて、2020~21年のコロナ禍に購入されたスマホ・PC等の完成品の買い替え需要の循環的な持ち直しに伴い数量面の回復が本格化すること等を受けて、半導体関連の輸出は増加が見込まれる。しかし、世界的に川上の半導体の在庫消化が十分に進んでおらず、上記のとおり米国や中国の最終需要の減速が見込まれるため、財輸出に日本経済のけん引役としての力強さは期待しにくいだろう。

以上を踏まえ、現時点では、2024年度の経済成長率は0%台前半と低い伸びにとどまると予測している。2024年1~3月期が一部メーカーの生産停止による自動車減産等を受けて年率▲2.9%と大幅なマイナス成長になったことなどに伴う2023年度からの成長率のマイナスのゲタ(▲0.8%Pt)による下押し影響が大きく、これを除けば2024年度は前年度比+1%を上回る成長が見込まれるが、前述したように人手不足に伴う供給制約が成長の天井を規定しつつある中では、大幅な成長は期待しにくいとみている。

なお、日本銀行による金融政策の修正(利上げ)は設備投資や住宅投資等の下押し要因になるが、前述したとおり2024年度中に0.5%程度まで政策金利が引き上げられるとしても、その影響が顕在化するのには主に2025年度以降

となるだろう。賃金・物価の持続的な上昇を受けて期待インフレ率が高まれば実質金利の上昇幅が抑えられること等を踏まえ、現時点では2025年度の実質GDPを▲0.1%程度下押しすると見込んでいる。0.5%程度の利上げであればマクロ経済への影響は大きくないと考えられるが、債務を多く抱えるセクターには無視できない影響が生じる点には注意が必要だ。家計で言えば金融資産が少なく住宅ローン負債が多い低・中所得層や若年層で負担増が生じるほか、企業は有利子負債が多い産業（物品賃貸、電力・ガス、宿泊・飲食、農林水産、不動産や、石油・石炭製品、紙製品等）を中心に収益が下押しされるだろう。政府は低金利が国債費の増加を抑制する「金利ボーナス」の状況が解消されることを受けて、プライマリーバランスの改善が求められよう（直近で公表された内閣府の中長期試算では2025年度の黒字化が見込まれているが、2024年度の経済成長率が+0.9%（2025年度は+1.2%）と前述した筆者の予測対比で高めの成長率が見込まれているほか、追加補正予算の編成を織り込んでおらず、政治的な歳出増加圧力が根強い中で黒字化の実現については依然として不確実性が大きい）。

日本経済の本質的な課題は「デフレ脱却」から人手不足による供給制約へ変化。人手不足の深刻化が経済成長のボトルネックになることを回避するための取組みがより一層求められる

日本経済の本質的な課題は、少子高齢化が進展する中で需要不足（デフレ脱却）から人手不足へと変化しつつある。個人消費を中心に需要が力強さを欠く中でも人手不足が深刻化している現状は、供給サイドからみた経済成長の天井がそれだけ低いことを示唆している。日本経済は「インフレ下での低成長」という国民にとって望ましくない状況になりつつある点には、これまで以上に注意する必要があるだろう。前述したとおり、人手不足がボトルネックとなって設備投資が抑制されるなど、既に供給制約が需要の顕在化を妨げている面がある。

みずほリサーチ&テクノロジーズは、人口減少ペースが加速する中で人手不足がさらに深刻化し、2030年時点の人手不足が約700万人の規模に達すると推計している。女性や高齢者の労働参加が進み、追加的な労働供給が枯渇しつつあることが、構造的な人手不足感を強める要因となるだろう。これまではリモートワーク環境整備や賃金上昇等を背景に女性の労働力率の上昇傾向が続いているものの、女性や高齢者の労働参加に増加余地があったアベノミクス期と異なり、現状は団塊世代の引退に加え、女性の「M字カーブ（結婚・出産に伴う退職）」がほぼ解消されるなど労働供給の増加余地が限られてくることで、先行きは景気回復に伴う労働需要増をカバーしきれなくなる可能性が高い。さらに、働き方改革（残業規制）の適用による影響が2020年代以降に（中小企業への適用等で）広まっていることで、労働時間もコロナ禍前のトレンド以上に減少している。

物流等の「2024年問題」もあり人手不足に対する企業の問題意識も高まる

中、人手不足の深刻化が経済成長のボトルネックになることを回避するための取組みがより一層求められる。逆に、供給制約が成長の天井を規定する状況下で、政府・日本銀行がデフレ脱却・2%物価目標達成に固執して財政出動・金融緩和を継続した場合、外部環境の状況等によっては円安・交易条件の悪化等を通じてスタグフレーションの様相を強めてしまうリスクも考えられるだろう。これに関して、みずほリサーチ&テクノロジーズは、政府・日本銀行の需給ギャップ推計値は労働時間トレンドの過大評価等を通じて人手不足を過小推計しており、実態としての需給ギャップは2023年以降にプラス（需要超過）に転じている可能性もあると考察している。筆者は、人手不足に伴う供給制約を踏まえれば需要刺激的な政策の必要性は低下したと考えているが、政府の需給ギャップ推計値を前提とすれば経済対策等で需要喚起策を講じることも正当化され得る（支持率が低迷する中、岸田首相は秋にも物価高対策を中心とする経済対策を編成する方針を表明しており、「デフレ完全脱却」を目指すとして年内にも補正予算を編成する可能性が高まっている）。政策判断の根拠となる重要な指標であり、推計改善に向けた検討を期待したい。

「人への投資」による幅広い労働者のスキルアップや、企業のDX投資、省力化投資、研究開発への支援等を通じて、官民連携して生産性の向上に取り組むことが必要だ（みずほリサーチ&テクノロジーズは、企業の人的資本投資強化が労働生産性を高める上で極めて重要であると指摘し、人的資本投資を米国並みに強化すれば5年間で労働生産性が約5%向上すると試算している）。労働生産性の上昇は実質賃金の持続的な上昇につながり、個人消費の増加を含めた「好循環」の鍵になる。

生産性の上昇に向けては、成長・競争力強化に向けたヒト・モノへの投資拡大が企業に求められる。前述した国内事業の相対的な重要性の高まりや労働市場における急速な人手不足の深刻化に加え、株式市場からの資本効率化要請の強まり等の外部環境の変化が企業行動の変化を後押しするだろう。

しかし、企業行動の変化は必ずしもバラ色の未来を確約するわけではない。上記の生産性改善効果も、企業がリスクリングを有効活用するための仕組みを構築できるか、有望な設備投資・M&A案件を通じて事業再編や業績改善につながられるか、にかかっており、経済への影響には不確実性が残っている。さらに、こうしたヒト・モノへの投資拡大を全ての企業が実施できるわけではない。投資拡大により収益性を高められる企業と、そうでない企業で二極化が進むのは間違いないだろう。人手不足で賃上げ圧力が強まる中、収益力が低い企業では市場からの退出圧力が一段と強まりかねない。人件費が増加すれば、大企業に比べ人件費率が高い中小企業で利益率が大きく低下

成長・競争力強化へ向けたヒト・モノへの投資を活発化させることが求められる中、収益力に劣る企業の倒産が増えるなど、企業の優勝劣敗・二極化が鮮明に。経済全体の生産性向上につなげる上では、企業の「秩序ある再編」が重要

してしまうことは避けられないだろう。みずほリサーチ&テクノロジーズは、人件費や投資費用が5%増加すると、低生産性企業の退出により倒産件数が年間約1,800件増加すると試算している。高スキル労働者の確保、人的資本投資、設備投資による生産性向上等を実施可能かどうか企業が収益性を大きく左右するだろう。前述したように日本銀行が2024年度内に政策金利を0.5%程度まで引き上げることが視野に入っていることを踏まえると、コスト上昇を販売価格に転嫁する力に乏しい中小企業を中心に倒産が増加するリスクはさらに高まると考えてよいだろう。企業の優勝劣敗は新陳代謝のプロセスの一つであり、労働力・ノウハウ等の経営資源が高生産性企業に円滑に移動すれば、経済全体の生産性上昇に寄与すると考えられる。しかし倒産が急速に増えてしまうと、失業者の急増により円滑な労働移動が妨げられる可能性があるほか、家計の所得環境が悪化して景気にも悪影響を与えかねない。

そこで求められるのが、倒産に至る前に事業再生・再構築やM&Aを通じて企業の「秩序ある再編」を行い、企業部門を全体として活性化させることだ。行き詰った事業を立て直すか、より生産性が高い企業と一緒にすることで、企業がもつ労働力やノウハウといった資源を有効に活用する必要がある。こうした再編を円滑に進めることができれば、前述したヒト・モノへの投資拡大に加えて、経済の新陳代謝による生産性の向上や、企業それぞれの成長といったチャンスが顕在化するだろう。

今後、中小企業の事業再生・再構築を進める上では、主要なプレーヤーの一つである地域金融機関に期待される役割が大きい。例えば、昨年実施された事業再構築補助金の第11回公募（2023年10月締切）について、企業の計画内容を確認する認定経営革新等支援機関の種類別に応募・採択状況を見ると、金融機関は採択件数ベースで全体の35.3%と最も多く（特に地方銀行と信用金庫が多い）、採択率も金融機関が32.6%と最も高い。合理的で説得力ある事業計画の作成に係るノウハウが不足している中小企業も多く、採択率の引き上げには地域金融機関の支援が重要となる。中小企業活性化協議会等の支援機関とも緊密に連携し、対象企業に早い段階で経営改善のためのアプローチを行うなど、適切な支援を提供して地域経済の担い手である中堅・中小企業を下支えすることが求められる。費用対効果の面からは、単体の事業再生では割に合わなくても、企業再編を通じて地域中核企業が成長すれば新たなビジネス機会にもつながるケースは多いだろう。

労働力不足による供給面の制約が経済成長のボトルネックになる事態を回避するには、こうした「企業の秩序ある再編」により、企業が限られた資源をいかに有効に活用し、高い付加価値を生み出していくかが問われてい

る。中長期的に日本経済が本格的な「金利のある世界」に向かっていけるかどうか（生産性の改善により日本経済の潜在的な成長力（ひいては自然利子率）が高まるかどうか）を見極める上でも、企業行動変化の帰趨に注目する必要がある。

【PR】 YouTube 動画「MHRT Eyes」・各種 調査レポート（無料）を配信中！

～国内外の経済・金融動向など幅広い分野について、エコノミスト・研究員が専門的な知見をご提供～

▽メルマガ（登録無料）では、配信をいち早くお知らせしております。下記より是非お申込みください

<https://www.mizuho-rt.co.jp/publication/mailmagazine/research/index.html>



（QRコードはデンソーウェブの登録商標です）

お問い合わせ：調査本部メールマガジン事務局（03-6808-9022, chousa-mag@mizuho-rt.co.jp）

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。