

Q E 解説

2024年12月9日

年率+1.2%と1次速報から 上方修正（7~9月期2次QE）

調査部
チーフ日本経済エコノミスト

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

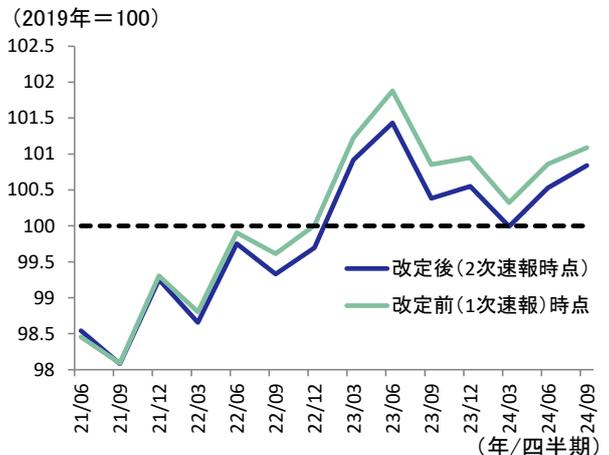
- 7~9月期の実質GDP成長率（2次速報値）は、法人企業統計や建設総合統計の公表等を受け、前期比+0.3%（年率+1.2%）と1次速報の前期比+0.2%（年率+0.9%）から上方修正
- 個人消費や公的需要が下振れた一方、在庫投資や外需等が上振れ。個人消費が大幅に増加するも設備投資が冴えないとの構図は変わらず。過去系列の下振れも踏まえれば、回復ペースは物足りない
- 10~12月期は海外経済の減速等で外需は伸び悩む一方、好調な冬のボーナス等を受けて個人消費は増加継続。持続的な投資需要等を背景に設備投資も増加し、年率+1%程度のプラス成長を予測

7~9月期の実質GDP（2次速報）成長率は1次速報から上方修正。個人消費や公的需要が下振れた一方、在庫投資や外需等が上振れ。個人消費は大幅増加も、全体としてみれば回復ペースは物足りないとの見方は変わらず

7~9月期の実質GDP成長率（2次速報）は、前期比+0.3%（年率+1.2%）と、1次速報の年率+0.9%から上方修正となった（図表1）。個人消費や公的需要が下振れた一方、在庫投資や外需が上振れた格好だ。輸出がサービスを中心に上方修正されたことはプラス材料だが、内需は一時的な押し上げ要因等を受けて個人消費が大幅に増加した一方で設備投資が冴えないという構図は変わらない。2023年度国民経済計算年次推計が反映されGDPが過去に遡って改定された結果、7~9月期のGDPの水準はコロナ禍前（2019年平均）対比で+0.8%と1次速報時点（同+1.1%）から下振れている点も踏まえると、依然として日本経済の回復ペースは物足りないとの見方も変わらない。

図表1 2024年7~9月期 GDP（2次速報）

	2023		2024			1次QE
	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	
実質GDP	▲1.0	0.2	▲0.6	0.5	0.3	0.2
（前期比年率）	▲4.1	0.7	▲2.2	2.2	1.2	0.9
（前年比）	1.1	0.7	▲0.9	▲0.9	0.5	0.3
内需	▲0.9	0.0	▲0.2	1.0	0.5	0.6
	(▲1.0)	(0.0)	(▲0.2)	(1.0)	(0.5)	(0.6)
民需	▲1.3	0.2	▲0.2	0.7	0.7	0.7
	(▲1.0)	(0.1)	(▲0.1)	(0.5)	(0.5)	(0.6)
個人消費	▲0.6	▲0.1	▲0.6	0.6	0.7	0.9
住宅投資	▲0.9	▲0.9	▲2.7	1.2	0.4	▲0.1
設備投資	▲0.3	2.0	▲0.4	1.1	▲0.1	▲0.2
在庫投資	(▲0.6)	(▲0.1)	(0.4)	(▲0.1)	(0.2)	(0.1)
公需	▲0.1	▲0.3	▲0.2	1.7	▲0.1	0.3
	(▲0.0)	(▲0.1)	(▲0.1)	(0.5)	(▲0.0)	(0.1)
政府消費	0.5	▲0.0	0.2	1.0	0.1	0.5
公共投資	▲2.1	▲1.7	▲2.1	5.2	▲1.1	▲0.9
外需	(▲0.1)	(0.1)	(▲0.4)	(▲0.4)	(▲0.2)	(▲0.4)
輸出	0.6	3.0	▲4.1	1.5	1.1	0.4
輸入	0.7	2.1	▲2.4	3.3	1.8	2.1
名目GDP	▲0.2	0.6	▲0.1	1.9	0.5	0.5
GDPデフレーター(前年比)	5.6	4.3	3.1	3.2	2.4	2.5



(注) 表の数値は言及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

設備投資は小幅な上方修正。在庫投資寄与度も上方修正

需要項目別にみると、法人企業統計の結果などを受けて7～9月期の設備投資は前期比▲0.1%と1次速報（前期比▲0.2%）から小幅な上方修正がなされた。

上方修正とは言っても前期比小幅マイナスでの動きにとどまる格好であり、持続的な投資需要が設備投資の押し上げ要因になった一方、海外経済減速が製造業を中心に機械投資等を下押ししたほか、人手不足による供給制約が建設投資やソフトウェア投資等の重石になったとの見方は変わらない。資本財総供給は8月に大きく落ち込んでおり、台風等による工場停止といった一時的な下押し要因による影響もあるだろう。

日銀短観9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+10.1%と前回調査（同+10.6%）から小幅に下方修正された。9月調査での下方修正はコロナ禍の2020年度以来のことであり、水準をみても2022・23年度対比でやや控えめな計画と言えるが、建設・IT業界の人手不足が建設投資やソフトウェア投資の下押し要因となった模様だ。実際、建設・情報サービスの人手不足は深刻であり、雇用判断DIは既往統計で過去最大のマイナス水準（不足超）となっている。実質ベースでみた建築物着工床面積（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）をみると2024年上期は弱含んで推移している。

機械受注（船舶・電力を除く民需）をみても、4～6月期は前期比▲0.1%、7～9月期は同▲1.3%と弱い動きが続いている。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非製造業の設備投資は回復基調で推移しているとみているが、海外経済減速に加え、人手不足による供給制約で業容が拡大しにくいことが投資の重石になっているとみられる。

民間在庫投資については、法人企業統計による原材料在庫や仕掛品在庫の推計値が加わり、原材料在庫が上振れたこと等を主因として、実質GDP前期比に対する寄与度は+0.2%Ptと1次速報（+0.1%Pt）から上方修正された。

個人消費は下方修正。住宅投資は上方修正

また、9月のサービス産業動向調査の結果などが反映された個人消費は、前期比+0.7%と1次速報時点（前期比+0.9%）から下方修正された。耐久財の下振れが全体を押し下げた格好となった。

下方修正とは言え高い伸びだが、賃金上昇や定額減税による所得環境の改善に加え、自動車販売の回復、防災需要や米の買い占めといった一時的な押し上げ要因もプラスに寄与したとみられ、基調としては割り引いて評価すべきとの見方は変わらない。

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9月の名目賃金上昇率は前年比+2.9%、一般労働者の所定内給与も同+2.8%と概ね+3%前後の伸びが継続している。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、春闘の賃金への反映は概ね終了したと考えてよいだろう。実質賃金（共通事業所ベース）は前年比0%程度の推移が続いており、依然として十分な改善とまでは言い難いものの、均してみれば回復傾向で推移している。6月以降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の押し上げ要因になったとみている。

ただし、7~9月期の個人消費は防災需要や米の買い占めといった一時的な要因で押し上げられたことで「出来過ぎ」のプラス幅になっていると考えられ、物価上昇率が高止まりしていることで賃上げによる押し上げ効果が一部減殺されたとみられる点には注意が必要だ。生鮮野菜価格や米類など購入頻度の高い食料品の価格上昇が家計の節約志向を強めた点は意識しておく必要がある。

賃上げを「一時的な動き」とみなす家計が依然として多いことも、消費マインドの伸び悩みに影響しているだろう。日本銀行「生活意識に関するアンケート調査」をみると、「1年前と比べて世帯収入が増加した」と認識する家計が足元で増加する一方、「1年後に今よりも世帯収入が増える」と予想する家計の増え方は相対的に鈍い。

以上を踏まえると、7~9月期の個人消費の大幅なプラスに持続性があるとは考えにくく、基調としての個人消費の力強い拡大には、先行きの所得増に対する家計の自信の高まりが不可欠であると言えよう。

そのほか、住宅投資は前期比+0.4%と1次速報（同▲0.1%）から上方修正された。4月に貸家・分譲マンションの着工戸数が一時的に上振れたことが押し上げ要因になったものの、資材価格の高止まりや人件費上昇を背景とした住宅建築コスト上昇による消費者の購買意欲低下を受けて足元の住宅着工戸数は弱含んでおり、進捗ベースの住宅投資も前期から鈍化した。

上記のとおり個人消費が下振れた一方で設備消費・在庫投資・住宅投資がそれぞれ上振れたことで、民間需要全体では前期比+0.7%と1次速報（同+0.7%）からほぼ変わらない格好となった。

公共投資については、9月分の建設総合統計の結果が反映され、前期比▲1.1%と1次速報（同▲0.9%）から下方修正がなされた。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

民間需要はほぼ変わらず

公的需要は下方修正。公共投資・政府消費いずれも下振れ

**外需寄与度は上方修正。
輸出が上振れた一方、輸
入は下振れ**

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前期まで進捗していたが、7～9月期は前期の大幅増加の反動が出たことで減少に転じた。

政府消費も前期比+0.1%と1次速報（同+0.5%）から下方修正され、公的需要全体では前期比▲0.1%と、1次速報（同+0.3%）から大幅に下振れる結果となった。

外需は、輸出が前期比+1.1%と1次速報（同+0.4%）からサービスを中心に大幅に上方修正された一方、輸入は同+1.8%と1次速報（同+2.1%）から下方修正され、純輸出の寄与度は同▲0.2%Ptと1次速報（同▲0.4%Pt）から上振れる結果となった。

財輸出は前期比+2.1%と増加傾向で推移した。台風による工場の稼働停止の影響もあり米国やアジア向けの自動車輸出が減少したほか、半導体工場の投資一服を受けて中国向け半導体製造装置輸出も縮小したことが重石になった一方、グローバルな半導体市場の回復を受けた電子機器等の需要の高まりや中国からASEANへの輸出拠点シフトによる生産の持ち直しを受けて、アジア向けの半導体等電子部品や中間財（鉄鋼・非鉄金属・化学製品）輸出が増加した。

ただし、日本の財輸出を地域別にみると、中国向けの不振継続が際立った点には留意が必要だ。中国の不動産関連指標は引き続き低調であり、住宅価格の調整が続く先安観が根強い中、販売回復の兆しは見えない。こうした中国経済の低調継続に加え、中国当局による国産化推進の影響も無視は出来ない。中国の内製化志向（生産指数÷輸入数量指数）はコロナ禍以降に上昇基調で推移しており、足元の日系海外現地企業のアジア市場向け売上高をみると、中国向けはコロナ禍前対比で2～3割低い水準で推移している。「自立自強」の方針のもと、政府主導で海外輸入品の国産品への置き換えが進展している模様だ。今後は半導体関連製品など日本企業の主力輸出品への波及に警戒が必要だろう。

サービス輸出については、インバウンド需要の回復一服等を受けて前期比▲1.8%と減少したが、マイナス幅は1次速報（同▲4.2%）からは大きく縮小した。訪日外客数は高水準を維持した一方、7～9月期の訪日外国人旅行消費総額は1.9兆円と前期（2.1兆円）からやや減少した。8月以降の円安一服を受けた買い物代縮小による消費単価の下落が主因である（7～9月期の一人当たり支出額は22万円と4～6月期（24万円）から減少した）。もっとも、消費単価は2019年平均（15.9万円）を大きく上回っており、平均泊数（観光・レジャー目的）も横ばいで推移している。2024年の旅行消費総額は8兆円到達も視野に入るだろう。

GDPデフレーターは鈍化も高い伸びが継続。価格転嫁の広がりを受けた国内物価の上昇が継続。単位労働コストは高い伸びが継続、今後の価格転嫁の動向が焦点に

年次推計の改定等により、過年度成長率は下方修正。コロナ禍後の日本経済の回復ペースは改定前と比較して下振れ。一方、ゲタの上振れは2024年度成長率の押し上げ要因に

輸入については、通信機や自動車（EV等）を中心に増加した。

GDPデフレーターは前年比+2.4%と1次速報（同+2.5%）から小幅に下振れた。これまでの資源高・円安を受けて輸入デフレーターが前年比プラスで推移した一方、価格転嫁の広がりを通じて国内物価の上昇が継続していることが押し上げ要因になり、高い伸びが継続しているとの見方は変わらない。

なお、前年を上回る賃上げが名目雇用者報酬を押し上げたことで、単位労働コスト（名目雇用者報酬÷実質GDP）は前年比+3.4%と高い伸びが継続している。2024年度に入って一人当たり名目賃金の上昇率が一人当たり生産量（労働生産性）の伸び以上に高まっており、人件費からみた物価上昇圧力が高まっていることが確認できるが、これがサービス分野等において十分な価格転嫁につながるかどうか企業が収益や来年の賃上げ余力を左右する重要なポイントとなる。特に、大企業と比べて賃上げ余力が大きい中小企業の動向は重要だ。中小企業庁「価格交渉促進月間（2024年9月）フォローアップ調査結果」によれば、労務費の価格転嫁率は改善傾向で推移しており、遅ればせながら中小企業における価格転嫁は徐々に進展しつつある模様だ。同調査では、価格転嫁率が高くなるほど賃上げを実施する企業の割合が高まる傾向が示唆されており、今年度後半の価格転嫁の動向が来年春闘の賃上げの動向、ひいては賃金・物価の「好循環」実現の可否にも大きく影響しよう。

なお、今回の2次速報では、2023年度国民経済計算年次推計（支出側系列等）が反映されたほか、季節調整に係るダミー変数の設定が修正されたこと等により、GDPが過去に遡って改定された。その影響をみると、2022年度の成長率は+1.4%、2023年度は+0.7%とそれぞれ▲0.2%Ptの下方修正がなされた（図表2）。コロナ禍後の日本経済の回復ペースが改定前と比較して下振れた絵姿となっている。一方、2024年度への成長率のゲタは▲0.7%から▲0.6%に上振れており、この点は（他の条件を一定とすれば）2024年度成長率の押し上げ要因になると考えられる。

図表 2 年次改定による過年度成長率の変化幅

(年度)	2022			2023		
	改定前	改定後	変化幅	改定前	改定後	変化幅
実質GDP	1.6	1.4	▲0.2	0.8	0.7	▲0.2
内需	2.1	1.9	▲0.2	▲0.5	▲0.7	▲0.2
民需	2.9	2.6	▲0.3	▲0.6	▲0.7	▲0.1
個人消費	2.7	2.6	▲0.1	▲0.6	▲0.4	0.1
住宅投資	▲3.3	▲2.6	0.7	0.3	0.8	0.5
設備投資	4.1	3.6	▲0.5	0.3	▲0.1	▲0.3
在庫投資	(0.1)	(0.0)	(▲0.1)	(▲0.2)	(▲0.4)	(▲0.1)
公需	▲0.0	▲0.2	▲0.2	▲0.3	▲0.7	▲0.3
政府消費	1.4	1.1	▲0.3	▲0.5	▲0.8	▲0.3
公共投資	▲6.1	▲5.5	0.6	0.6	▲0.3	▲0.9
外需	(▲0.5)	(▲0.5)	(▲0.0)	(1.4)	(1.4)	(0.0)
輸出	4.9	4.9	▲0.0	2.8	2.8	0.1
輸入	7.3	7.3	0.0	▲3.2	▲3.3	▲0.0

(注) () 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

10～12月期は個人消費の増加が継続、設備投資もプラスに転じる見通し

10～12月期は、実質賃金の回復を受けて、個人消費は緩やかながらも増加基調が継続するとみている。高水準の賃上げによる所定内給与への波及は一巡する一方、最低賃金の引上げや人事院勧告の公務員給与への反映が今年度後半にかけて名目賃金の押し上げ要因になることに加え、高い伸びが見込まれる冬のボーナスが個人消費のプラス材料になるだろう（ボーナス算定基準となる所定内給与が堅調に増加することに加え、堅調な企業収益を受けてボーナスの支給月数も増加するとみられ、みずほリサーチ&テクノロジーズは冬の民間企業の一人当たりボーナス支給額について前年比+3.5%と予測している）。一方、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10～11月の電気代・ガス代の前年比上昇率が下押しされ、10～12月期の実質賃金前年比は（11月は一時的にマイナスになる可能性があるが四半期ベースで均してみれば）プラス圏で推移すると予測している。ただし、定額減税や防災需要・米の買い占め等による一時的な押し上げ影響が徐々に剥落するとみられるほか、実質賃金前年比のプラス幅は小さく（10月の実質賃金（共通事業所ベース）は+0.1%）、これまで2年以上続いた実質賃金の低下に比して反発力は十分なものとは言えないことから、個人消費の伸びは7～9月期から大きく鈍化する可能性が高いとみている。実際、米類を中心とした食料品の価格上昇等を受けて10～11月の消費者態度指数は弱い動きとなっており、消費マインドの改善には足踏み感がみられる。

設備投資については、前述したように2024年度の設備投資計画が堅調であることに加え、これまでの世界的な半導体市場の回復等が押し上げ要因になり、10～12月期はプラスに転じるとみている。10月の資本財総供給は7～9月期平均対比+8.1%、建設財総供給は同+3.6%の増加となっており、10～12月期の設備投資は好調な滑り出しと言ってよいだろう。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。また、日本政策投資銀行「2024年度設備投資計画調査」をみても、コロナ禍前対比で国内の生産拠点を強化する動きが継続していることが確認できる。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強化の動きが設備投資の持続的な押し上げ要因になろう。

ただし、7～9月期の企業収益は製造業・非製造業ともに前期対比で減少し

外需に景気の牽引役は期待しにくい。海外経済の減速や中国の輸出ドライブが財輸出の逆風に

た点は懸念材料だ。特に製造業では営業外費用の増加を受けて経常利益が大幅に減少しており、円高進行が一時的な下押し要因になった可能性がある。前述した建設業等の人手不足に加え、海外経済の減速や企業業績の足踏みが下押し要因となることで、先行きの設備投資は強気な計画対比でみると低い伸びとなりそうだ。

一方、外需については景気の牽引役は当面期待しにくい。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、雇用関連指標はハリケーンやストライキ等の影響で10月に下振れたものの、11月の雇用統計では非農業部門雇用者数が増勢を回復しているほか、足元の新規失業保険申請件数も低位で推移しており、労働市場の悪化懸念は一先ず緩和された格好だ。企業の値下げ戦略が奏功し、家計の消費は大幅な悪化を回避するほか、インフレ減速に伴い仕入れコストが抑制されることで企業業績も底堅く推移し、雇用が下支えされるなどソフトランディングが現実のものになりつつある。年末商戦もオンライン売上を中心に堅調な結果が見込まれる。一方で、既往の高金利政策の余波が低所得層・中小企業を中心に及ぶことで2025年前半にかけて小幅な減速が見込まれる（FRBの利下げで金融環境は徐々に緩和に向かうものの利下げの恩恵が顕在化するまでにタイムラグがある）。

欧州経済は、製造業の低迷が続くドイツを中心に低成長が続く見通しだ。既往の利上げによる需要減少に加えて、エネルギー価格上昇を主因とした競争力の低下が不振の背景にあり、ドイツの製造業の弱さは物流やリースなど製造業の影響を受けやすいサービス業にも波及していることも踏まえると、2025年にかけて回復ペースは鈍いものになる可能性が高い。11月のユーロ圏総合PMIは再び50割れとなっており、景況感の低迷が続いている。10月のユーロ圏小売売上高をみても前月比▲0.5%と減少しており、インフレ減速等を受けて個人消費は持ち直しつつあるものの回復ペースは緩慢であると言わざるを得ない。

中国経済は、不動産過剰在庫の調整が完了し、価格が底入れして住宅販売や不動産投資が上向くまで3年以上かかる公算が大きい。雇用や所得の先行き不安に加え、住宅不況による逆資産効果が消費回復の足かせになるだろう。これまでの景気刺激策の効果等を受けて11月のPMIは製造業が持ち直しつつあるものの小幅な改善にとどまっており、輸出数量拡大を企図した単価切り下げの動きを受けて企業の収益環境は厳しい状況が続いている。

こうした海外経済の動向を踏まえると、財輸出の大幅な回復は当面期待しにくい。特に中国は内需の不振を輸出ドライブ（価格引き下げによる輸出促進）でカバーする構図が2023年半ば以降続いており、中国製品との競争激化

**10～12月期は内需が牽引
して年率+1%程度のプ
ラス成長を予測**

が日本の輸出の伸び悩みにつながることも懸念される（特に近年はNIEs・ASEANといった市場で幅広い日本製品が中国製品に割り負けしている模様だ）。10月の輸出数量指数（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+2.2%と改善したものの、対中輸出は底ばい圏の動きであり、財輸出は依然として力強さに欠ける。

一方、インバウンド需要については、円安継続もあって高水準での推移が継続するとみられる。10月の訪日外客数は331万人と単月の過去最高を更新し、1～10月期累計で3,000万人を突破した。定期便運航数の回復の遅れから中国からの訪日客数は国慶節の大型連休効果が期待された中で横ばいにとどまった一方、韓国・ASEANからの訪日客が大きく増加した。冬の定期便運航をみても5,178便/週と2019年冬（5,219便/週）の水準程度まで回復している。訪日外客数の年間3,500万人超えは確実な情勢と言えるだろう。

以上のおおりに、10～12月期は、既往の利上げの影響で緩やかな減速が見込まれる米国、ドイツの不振を中心に力強さを欠く欧州、不動産部門の調整長期化が予想される中国など海外経済の減速が外需の重石になることが見込まれる（グローバルな景況感をみると、特に欧州の弱さが目立つ）。

一方、高水準の企業収益が賃金や設備投資に回ることで、内需を中心に日本経済は回復基調で推移する見通しであり、現時点で年率+1%程度のプラス成長を予測している。

【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ーブの登録商標です）

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。