

QE 解説

2024年6月10日

年率▲1.8%と1次速報から小幅な上方修正 (1~3月期2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

- 1~3月期の実質GDP(2次速報値)は、法人企業統計や建設総合統計の公表などを受け、前期比▲0.5% (年率▲1.8%) と1次速報の前期比▲0.5% (年率▲2.0%) から小幅な上方修正
- 設備投資・在庫投資が上振れたが全体として大きな修正はなされず。個人消費を中心に内需は冴えない動きが継続との評価は変わらず、日本経済の停滞感が強まっていることを再確認する結果
- 4~6月期は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要因になり、年率+2%程度のプラス成長に転じると予測

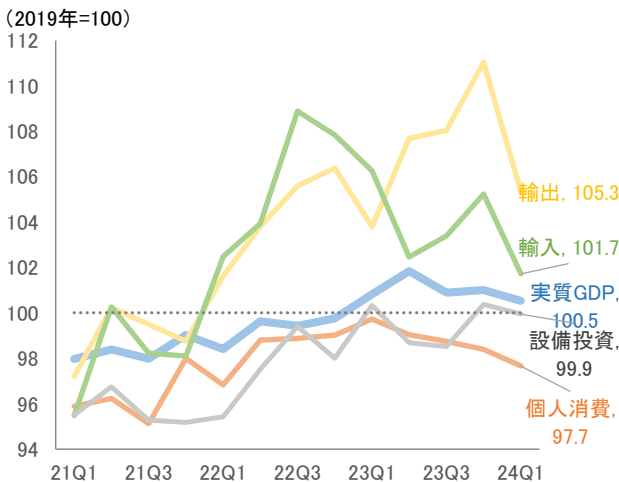
1~3月期の実質GDP (2次速報) は1次速報から小幅な上方修正。設備投資・在庫投資が上振れるも、景気認識への影響は限定的。「好循環」実現は遠く、日本経済の停滞感が強まったことを再確認する結果

1~3月期の実質GDP成長率 (2次速報) は、前期比▲0.5% (年率▲1.8%) と、1次速報の年率▲2.0%から小幅な上方修正となった (図表)。

設備投資・在庫投資が上振れたものの、全体として1次速報から大きな修正はなく、景気認識を変えるには至らない。一部自動車メーカーの生産停止など一時的な要因に加え、サービス輸出の反動減もあって、内需・外需いずれも弱い動きとなっており、特に物価高を受けて個人消費の弱さが際立つ構図になっている。

依然として「好循環」の実現は遠く、2023年後半以降、日本経済の停滞感が強まっていることを再確認する結果と言えよう。

図表 2024年1~3月期 GDP (2次速報)



| | 2023 1~3 | 4~6 | 7~9 | 10~12 | 2024 1~3 | 1次QE |
|----------------|----------|--------|--------|--------|----------|--------|
| 実質GDP | 1.1 | 1.0 | ▲0.9 | 0.1 | ▲0.5 | ▲0.5 |
| (前期比年率) | 4.3 | 4.1 | ▲3.7 | 0.4 | ▲1.8 | ▲2.0 |
| (前年比) | 2.6 | 2.2 | 1.5 | 1.1 | ▲0.1 | ▲0.2 |
| 内需 | 1.2 | ▲0.6 | ▲0.8 | ▲0.1 | ▲0.1 | ▲0.2 |
| | (1.2) | (▲0.7) | (▲0.8) | (▲0.1) | (▲0.1) | (▲0.2) |
| 民需 | 1.5 | ▲0.8 | ▲1.0 | ▲0.0 | ▲0.4 | ▲0.5 |
| | (1.2) | (▲0.6) | (▲0.8) | (▲0.0) | (▲0.3) | (▲0.4) |
| 個人消費 | 0.7 | ▲0.7 | ▲0.3 | ▲0.4 | ▲0.7 | ▲0.7 |
| 住宅投資 | 0.7 | 1.8 | ▲0.9 | ▲1.4 | ▲2.5 | ▲2.5 |
| 設備投資 | 2.4 | ▲1.6 | ▲0.2 | 1.9 | ▲0.4 | ▲0.8 |
| 在庫投資 | (0.4) | (▲0.1) | (▲0.6) | (▲0.1) | (0.3) | (0.2) |
| 公需 | 0.2 | ▲0.0 | 0.1 | ▲0.1 | 0.8 | 0.8 |
| | (0.0) | (▲0.0) | (0.0) | (▲0.0) | (0.2) | (0.2) |
| 政府消費 | 0.1 | ▲0.4 | 0.2 | ▲0.1 | 0.2 | 0.2 |
| 公共投資 | 1.0 | 2.2 | ▲0.3 | ▲0.2 | 3.0 | 3.1 |
| 外需 | (▲0.2) | (1.7) | (▲0.1) | (0.2) | (▲0.4) | (▲0.3) |
| 輸出 | ▲2.4 | 3.8 | 0.3 | 2.8 | ▲5.1 | ▲5.0 |
| 輸入 | ▲1.5 | ▲3.6 | 0.9 | 1.8 | ▲3.3 | ▲3.4 |
| 名目GDP | 2.2 | 2.5 | ▲0.2 | 0.7 | 0.0 | 0.1 |
| GDPデフレーター(前年比) | 2.3 | 3.7 | 5.2 | 3.9 | 3.4 | 3.6 |

(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

設備投資・在庫投資は上方修正

需要項目別にみると、法人企業統計の結果などを受けて1～3月期の設備投資は前期比▲0.4%と1次速報（前期比▲0.8%）から上方修正された。前期の反動に加え、既往の資材価格上昇や海外経済の減速、資材等の部品不足・人手不足に伴う供給制約等が引き続き下押し要因になったとの見方は変わらない。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により事業用車両の購入が減少したほか、部品メーカー等の事業計画の先行き不透明感の高まりを通じて、設備投資先送りの動きが広まったことも影響しているだろう。

先行指標である機械受注（船舶・電力を除く民需）をみると、10～12月は前期比▲1.3%と減少傾向が続いており、中国経済の停滞等を受けて製造業を中心に弱い動きとなっている。また、日本銀行「地域経済報告」（2024年4月）によると、建設コスト上昇や建設業の人手不足等を背景に投資時期の延期や計画見直しを行う動き等がみられる。省力化投資やDX関連投資が押し上げ要因になる一方、足元では人手不足がボトルネックとなり業容が拡大できないため、工場新設や新規出店が進められず建設投資を先送りするケースもあるとみられる。第三次産業活動指数の受注ソフトウェアも足元は横ばい圏にとどまっており、ソフトウェア投資についてもIT関連産業（情報サービス業等）の人手不足等がボトルネックになっている可能性があるだろう。

民間在庫投資については、実質GDP前期比に対する寄与度が+0.3%Ptと1次速報（+0.2%Pt）から仕掛品在庫を中心に上方修正された。最終需要の弱さ（前期比▲0.7%）を受けて在庫投資がプラス寄与になる構図であり、内容としては芳しくないと言えるだろう。

また、3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、1次速報時点（前期比▲0.7%）から変わらなかった。耐久財が上振れた一方、半耐久財・非耐久財・サービスについては下方修正された。

1～3月期のマイナス幅が大きいことに加え、4期連続のマイナスであり、2023年度を通じて個人消費は弱さが目立つ格好だ。賃金上昇が物価高に追いつかず実質雇用者報酬が前期比▲0.3%と弱含む中で、基調としての個人消費の回復は鈍い。2023年度は30年ぶりの高水準の賃上げが実現したことに加え、コロナ感染症5類移行が人々の行動を非連続に変えると期待する向きもあったわけだが、結果としては、インフレによる購買力の低下に伴い追加的な消費余力が失われた負の影響がこれまでのところ大きかったと言わざるを得ない。もっとも、2023年度の実質雇用者報酬が前年比▲1.5%と2022年度（同▲1.3%）に続いて2年連続で減少した中では、個人消費が弱いのはある意味で「当然」とも言える。

さらに、一部自動車メーカーの出荷停止も下押し要因になった。自動車の

国内販売減少を受けて耐久財消費が大幅に減少した影響が大きいのは確かだが、これには前述した物価上昇の影響も含まれるだろう。サービス消費は回復傾向で推移するも依然としてコロナ禍前の水準を取り戻せず、半耐久財、非耐久財も冴えない動きが続き、（自動車減産の下押し影響がなければ個人消費は前期比プラスだった可能性があるものの）個人消費の基調としても実質購買力の弱さを受けて軟調な推移が続いていることを再確認する結果であった。

なお、1～3月期の個人諸費は、うるう年要因によりサービスや半耐久財が押し上げられている可能性が高い点には留意が必要だ（内閣府は3月値の補外推計において「そう菜・すし・弁当」「道路輸送」「郵便・信書便」の本年の計数に28/29を乗じる形で対応するが、それ以外の品目でもうるう年要因による影響が生じていた可能性が高い）。

そのほか、住宅投資は1次速報（同▲2.5%）から変わらなかった。住宅建築コスト・住宅価格の高止まりや物価高による消費者の住宅購入マインドの低下が住宅着工を下押ししたため、進捗ベースの住宅投資は減少が続いたとの見方にも変わりはない。

民間需要は上方修正

上記のとおり設備投資・在庫投資が上振れたことを主因として、民間需要全体では前期比▲0.4%と1次速報（同▲0.5%）から上方修正された。もっとも4期連続の減少で冴えない動きが継続しているとの見方は変わらず、1～3月期GDPを▲0.3%Pt下押しした。

公的需要は変わらず。外需寄与度は下方修正

公共投資については、3月分の建設総合統計の発表を受け、前期比+3.0%と1次速報（同+3.1%）から小幅な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、公共投資が大幅に増加したとの見方に変りはない。政府消費についても1次速報（前期比+0.2%）から変わらず、医療費・介護費等の増加を受けてプラスとなったとの見方に変化はない。公的需要全体でも1次速報（前期比+0.8%）から変わらない結果となった。

外需は、輸出が前期比▲5.1%と1次速報（同▲5.0%）から小幅に下方修正された一方、輸入が同▲3.3%と1次速報（同▲3.4%）から小幅に上方修正され、純輸出の寄与度は▲0.4%Ptと1次速報（同▲0.3%Pt）から下振れる格好となった。

財輸出は、世界的な半導体市場（シリコンサイクル）の回復に伴い半導体関連（半導体製造装置等）が増加する一方、海外経済の減速（高金利継続による耐久消費財や設備投資等の需要の伸び悩み）や国内の自動車生産の減少等を受けて自動車関連や資本財が低下し、全体として大幅に減少した。サー

ビス輸出についても、インバウンド需要の回復が押し上げ要因になる一方で、前期の製菓セクターの大口取引による一時的な産業財産権等使用料受取の大幅増加の反動が下押し要因になり（1～3月期のGDP成長率を▲0.2～0.3%Pt程度押し下げたと試算している）、大きく減少した。前期の反動によるサービス輸出のマイナス自体は想定されていたところであるが、インバウンド需要の堅調な回復が続いていることは日本経済にとって好材料と評価してよいだろう。3月の訪日外客数は308万人（2019年同月対比112%）と過去最高水準で推移した。例年より時期が早かったイースター休暇の影響による欧米からの旅行者増加を割り引いて考える必要はあるものの、全体として堅調な増加基調が続いている。また、回復が遅れていた中国からの訪日客数も、持ち直し傾向が続いている。訪日外客数が過去最高水準になったことに加え、一人当たり消費単価も20.9万円とコロナ禍前（2019年度平均：15.9万円）対比で3割超高い水準を維持しており、1～3月期の訪日外国人旅行消費総額は1.8兆円と拡大傾向で推移した。費目別にみると、宿泊（2019年対比+64.1%）と飲食（同+44.0%）の増加が顕著である。

輸入については、サービス輸入が研究開発サービスやデジタル関連項目の支払い拡大等を受けて増加した一方、内需・生産の弱い動きを受けて、財輸入は鉱物性燃料等を中心に幅広い品目で減少した。

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

GDPデフレーターは前年比+3.4%と1次速報（同+3.6%）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前年比がプラスに転化した一方、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を背景に、前期からは鈍化したものの高い伸びが継続したとの見方は変わらない。交易条件の改善傾向は企業収益を押し上げ、景況感改善や株価上昇の追い風になっている。

4～6月期は賃上げによる所得増の効果が徐々に顕在化するほか、自動車生産の持ち直し等を受けて、年率+2%程度のプラス成長を予測。自動車メーカーの認証不正問題による生産・GDPへの影響は大きくないと現時点で評価

以上のとおり、1～3月期の実質GDP（2次速報値）は設備投資・在庫投資の上振れを中心に1次速報から小幅な上方修正がなされたものの、内需・外需はいずれもマイナスであり、個人消費を中心に経済活動が停滞したことを示す内容との見方は変わらない。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が大きいのは確かであるが（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して試算している）、自動車減産の影響がなかったとしてもほぼ横ばい圏での推移にとどまった可能性が高く、前期も小幅なプラス成長にとどまっていることを踏まえると、日本経済の回復力に弱さは否めない。経済活動は緩やかな回復基調を維持しているとみているが、「好循環」の実現はまだ遠いと言わざるをえない。

こうした一時的な下押し影響が一服する4～6月期は、プラス成長に転じるとみられる。自動車生産が持ち直すことに加え、春闘賃上げの効果が徐々に顕在化することが押し上げ要因になるだろう。

自動車生産については、4月時点で普通自動車が小幅に減少するなど想定より回復が鈍い印象であり、一部自動車メーカーの生産停止も重石になっている点には留意が必要だが、生産再開に伴い徐々に水準が回復していくとみられる（ただし、昨年末以上に稼働率を引き上げる余地は小さく、一時的な下押しが顕在化する前の水準には回復するとしても、それ以上の大幅な挽回生産は見込みにくいとみている）。なお、足元で報じられている一部自動車メーカーの認証不正問題については、自動車の国内販売や輸出を若干下押しするものの、1～3月期の自動車減産に比して生産・GDPへの影響は大きくないとみている。出荷停止車種がすべて生産停止になると仮定した場合、（過去の車種別の生産台数の実績値等を踏まえると）1カ月当たり1～2万台程度が生産停止となる計算だが、1カ月当たりの全体でみた自動車生産台数（60～70万台程度）に比べると出荷停止車種の減産規模自体は大きくはない。他産業への波及効果を含めても、GDPの下押し影響は▲0.1%未満にとどまる可能性が高い。ただし、悪質性が小さいと判断されれば出荷停止の長期化は避けられる可能性が高い一方、仮に国土交通省による処分が厳しいものとなり、出荷停止対象の拡大や出荷停止期間が長期化する場合には、サプライヤーも含めて影響が大きくなるリスクがある点には留意が必要だ。

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、前年を大きく上回る賃上げ率が実現しそうな状況だ。連合構成組合の賃上げ回答（第6回集計）は5.08%と5%台を維持しており、筆者が想定していた以上に強い数字だ（組合員数300人未満の中小企業も4.45%と依然として高水準で「奮闘」しており、これも想定外の強さである）。人手確保を目的に中小企業でも賃上げに取り組む企業の裾野が広がっていることを確認できる内容であり、最終集計も前年を大きく上回る水準（賃上げ率は5%台、ベアは3%台）で着地する蓋然性が大きくなっている。高水準の賃上げ率を背景に、所定内給与も徐々に伸び率を高め、実質賃金は改善に向かうことが見込まれる（ただし、大企業中心の連合集計値と比して毎月勤労統計は中小企業の割合が高いため、名目賃金の伸び率はやや抑制される可能性が高い点には留意が必要である。なお、4月の共通事業所ベースでみた所定内給与の前年比は+2.1%と3月（同+2.0%）から小幅な拡大にとどまっており、4月時点では春闘賃上げの反映は限定的であるとみられる）。6月には定額減税が実施されるほか、生産回復に伴う自動車の国内販売持ち直し等も受けて、4～6月期の個人消費は増加に転じると予測している。

ただし、各種物価押し上げ要因により、物価上昇率が当面高止まることで賃上げによる押し上げ効果が減殺されてしまう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代・ガス代支援策の終了を背景にエネルギー価格の再上昇が見込まれるほか、賃上げに伴う人件費の上昇はサービス物価を中心に物価押し上げ要因になる。いわゆる「2024年問題」の影響もあって運送業の人手不足深刻化により物流費の上昇が見込まれることに加え、昨秋以降の円安や原油価格上昇に伴う輸入物価再上昇によるコストプッシュ（いわゆる「第1の力」）が食料品など財価格の下げ渋りにつながる公算が大きくなっており、コアCPIベースのインフレ率は夏場にかけて前年比+2%台後半～+3%前後で推移する可能性が高まっている。持ち家の帰属家賃除く総合ベースのCPIは前年比+3%台前半～半ば程度まで高まる可能性があり、実質賃金の前年比マイナスは当面継続すると見込まれることから、個人消費の回復ペースも抑制される可能性が高い（実際、内閣府「消費動向調査」における消費者態度指数は「暮らし向き」を中心に4月・5月と2か月連続で悪化しており、足元で生鮮食品の価格が高騰していることに加えて、円安進展や電気代上昇等を受けたインフレ再加速への懸念が家計の消費マインドを悪化させていることが示唆される）。また、サービスや半耐久財については、前述した1～3月期のうるう年要因の反動減が押し下げに働く可能性が高い点にも留意が必要だ。

設備投資についても、4～6月期はプラスに転じるとみている。法人企業統計季報によると1～3月期の経常利益（季節調整値）は限界利益率の上昇等を受けて過去最高水準を更新しており、高水準の企業収益が設備投資に回ることで、4～6月期以降の設備投資は増加傾向で推移するであろう。日銀短観3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・研究開発を含む）をみても前年比+4.5%と、3月調査時点としては高い伸びとなっている。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、自動車や化学、生産用機械（半導体製造装置含む）等では過去の実績を大きく上回る設備投資計画になっており、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4四半期ぶりに増加している。需要業種別にみると、はん用・生産用機械器具、情報通信機械器具、電気機械器具向けの受注が大幅に増加しており、半導体関連産業やEV関連産業（電池等）向けの投資意欲が高まっている可能性が高い。後述の海外経済減速が重石になる一方、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、先行きの設備投資は回復基調で推移するとみてよいだろう。

輸出については、自動車生産の持ち直しが押し上げ要因になる一方、海外経済の減速が財輸出の逆風になるだろう。米国経済は、良好な雇用所得環境を背景に個人消費など内需は堅調な推移がこれまで続いている。それでも、既往の金融引き締めの影響が企業部門を中心に徐々に顕在化することで、2024年前半にかけて景気は緩やかな減速基調で推移すると予想している。足元の経済指標をみると、求人動向等に労働需給が徐々に緩和しつつあることが窺える点に加え、製造業の出荷に先行するISM製造業・新規受注は5月に悪化した。4月の実質個人消費も前月比▲0.1%と小幅に減少するなど、景気減速を示唆する材料が増えている（特に低所得層は高金利・インフレに加えて雇用環境の軟化が消費の重石になっているほか、金利上昇が企業の景況感を下押ししている模様である）。大幅な減速には至らず米国経済はソフトランディングする可能性が高いとみているが、ここにきて金融引き締めの効果が徐々に顕在化しつつあるように思える。欧州経済については、実質賃金回復を背景に足元で個人消費に底打ちの兆しがみられる点が好材料である一方、金融引き締め効果の顕在化を受けて、2024年前半は軟調に推移する可能性が高い。中国企業との競争激化などを受けて低迷が長期化する自動車を中心に、生産の回復は鈍い状況だ。特にドイツでは、安価なロシア産ガスからの切り替えに伴う採算性の悪化等を受けた構造的な競争力の低下が今後も生産回復の足かせとなる可能性が高い。中国経済は、4月の小売売上高は横ばい、固定資産投資は小幅マイナスで推移するなど、内需の弱い動きが続いている。不動産市場は販売・投資ともに底ばいの動きが継続しているほか、新築住宅価格は前月比▲0.6%とマイナス幅が拡大しており、住宅価格下落に歯止めがかかっていない。政府は地方国有企業に住宅在庫の買い取りを促す支援策を発表したが、対策規模からすると在庫縮減等の効果は大きくないとみられる。シリコンサイクルについても、足元の半導体市場（出荷額）の回復は生成AI向け半導体の値上がり等による単価上昇が押し上げに寄与している面が大きく、PC・スマホなど最終製品の需要回復が遅れていることが日本の半導体関連輸出の重石になる可能性が高い。

こうした海外経済・シリコンサイクルの動向を踏まえれば、財輸出の力強い回復は当面期待しにくい。実際、4月の輸出数量をみると、欧州向けを中心に自動車が持ち直しているほか、半導体製造装置も均してみれば回復基調を維持している一方で、集積回路は2カ月連続の減少と盛り上がり欠ける状況である（足元で特に中国向けの輸出が落ち込んでいる）。電子部品・デバイスの出荷内訳をみても、国内向け出荷に比べて輸出向け出荷の回復が鈍く、半導体関連輸出に過度な期待は禁物と言えよう。機械受注（外需）をみても、1～3月期は前期比▲4.7%と弱含んでおり、先行きの資本財輸出も伸

び悩む可能性があるだろう。

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一段と鈍化するほか、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）が徐々に縮小するなど、高水準ながらも回復ペースが鈍化する可能性が高い。また、中国方面の定期航空便数は2019年対比6割程度にとどまっており、中国からの訪日外客数が今後伸び悩んだ場合は訪日外客数全体の回復ペースが鈍いものになる可能性がある点には留意が必要だ。

さらに、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4～6月期も一段と進捗することが見込まれる。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+11.0%と大幅に増加しており、公共投資は増加傾向で推移しよう。

以上を踏まえ、4～6月期の日本経済は、海外経済の減速が輸出を下押しするものの、自動車生産が持ち直すほか、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持ち直し、年率+2%程度のプラス成長になると現時点で予測している。

マイナス金利解除後の日本銀行の金融政策は、高水準の賃上げを受けて2025年前半までに2回程度の利上げを予測

前述したように前年を上回る高水準の賃上げが実現することで、コストとしての人件費上昇はサービス分野を中心に物価押し上げ要因になることに加え、家計の購買力・消費需要が高まることで企業からみて価格転嫁をしやすくなれば「賃金と物価の好循環」の実現が近づく。日本銀行は、今春闘の賃上げ動向等を踏まえて2%物価安定目標達成の蓋然性が高まったと判断し、3月の金融政策決定会合でマイナス金利解除を決定した。同時に、イールドカーブ・コントロール（YCC）やマネタリーベース拡大方針も撤廃され、安倍元首相・黒田前日銀総裁のもとで始められた「異次元緩和（量的・質的金融緩和）」は終了した。2024年は日本の経済・金融界にとって重要な節目の年になったと言えるだろう。

日本銀行のこれまでの情報発信を踏まえれば、当面は大幅な利上げが行われる可能性は低いと思われる（日本銀行はマイナス金利政策解除の前後で金融緩和継続の姿勢を強調しており、結果として長期金利の上昇は小幅にとどまり、それが足元の円安にも寄与している）。一方で、日本銀行「生活意識に関するアンケート調査」（2024年3月調査）によると、春闘の力強い賃上げの動きを受けて、家計の1年後の収入予想（DI）は過去最高水準まで上昇

しており、物価上昇に対する家計の許容度が高まりつつある可能性を示唆している。4～6月期以降、賃上げに伴う人件費の上昇や人手不足等を背景とした物流費の上昇、足元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いだろう。

ただし、個人消費の基調が力強さを欠く中では価格転嫁が十分に進まない可能性もあることから、4月以降の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（「賃金→サービス物価」の波及を通じた「第二の力」の高まり度合い）を見極めていく必要がある。4月時点の消費者物価指数は幾分か値上げ品目の裾野に広がりが見られた一方、高校授業料の実質無償化を除いてもサービス全体としてはまだ物価上昇率の明確な高まりが見られない状況である。特に、価格改定頻度が低い「岩盤」品目（一般サービスのうち授業料・家賃など約30品目）について前年比変動率の分布をみると、品目数構成比でみたピークは1%近傍で1年前に比べてやや上方シフトする傾向が見られるものの、ウェイト構成比でみたピークはなお0%近傍にとどまる結果になっている。「岩盤」品目の価格改定が4月に集中する傾向がある点を踏まえると、前年を上回る高水準の賃上げ率対比でみて現時点のサービス物価上昇には力不足感が否めず、日本銀行が目指す2%物価目標達成に向けた不確実性はまだ大きいと言えよう。5月の東京都区部の消費者物価指数をみてもサービス物価の明確な上昇が見られない点は概ね同様であり、基調的な物価上昇率の見極めには当面時間を要することから、日本銀行の利上げは本年9月以降になる可能性が高いとみている。

現時点では、夏場にかけて賃金・物価の動向等を確認した上で、2025年前半までに日本銀行が2回程度の利上げに踏み切る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（自然利子率を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）。

ただし、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い場合、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可能性があることから、2025年の賃金・物価動向と日本銀行の金融政策を見通す上でも、4～6月期以降の価格転嫁や企業収益の動向

ドル円相場は日米金利差に加えて構造的な需給要因も重なり、円安基調が継続。先行きは円高に向かうとみられるものの、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

を注視していく必要がある。

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ある）、2025年に消費者物価上昇率が2%を割り込む中で、利上げは0.5%程度で打ち止めになる公算が大きい。

足元で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4月26日の金融政策決定会合後に円安が進展し、29日には一時1ドル＝160円台に乗せ、34年ぶりの円安水準を更新した。日本銀行は金融政策の現状維持を決定したが、記者会見で植田総裁が「足元の円安は基調的物価に大きな影響を与えていない」と発言したことも円安を助長した面があった。その後は財務省による円買い介入で円高方向に幾分戻したが、投機筋の円売りポジション解消の動きは限定的であり、足元でも円安地合いが継続している。日米金利差が拡大した状況に加え、為替のボラティリティ低下（投資リスクの緩和）がキャリートレードを後押ししている可能性が高いだろう。

ただし、円安継続の背景としては、それ以外の構造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ていると考えられる。

年後半のドル円相場は、米国の労働需給緩和に伴うインフレ減速と利下げの開始、日本銀行の利上げで日米金利差が縮小すること等により円高に向かうとみている。米国の雇用関連指標をみると、求人の先行指標となるリアルタイムデータは5月も減少基調を維持しているほか、各地区連銀が行う調査でも雇用関連のソフトデータ（雇用景況感指数）は非製造業を中心に低調であり、企業の採用意欲が減退する中で労働需給が緩和に向かっていることが

示唆される。5月の雇用統計は時間当たり賃金が前月比+0.4%と再加速したが、労働需給が緩和へ向かう中で先行きの賃金の伸びは徐々に減速していく可能性が高い。省力化投資等による労働生産性の向上も、賃金上昇によるコスト増を吸収することでインフレ率鈍化に寄与しよう。サービスを中心にインフレ率は緩やかに鈍化することが見込まれ、FRB（米連邦準備制度理事会）は今年後半には利下げを開始する可能性が高いとみている。一方、家計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、政府の拡張的な財政政策なども受けて、高金利下でも米国景気は大幅な減速に至らない可能性が高い。企業部門についても、コロナ禍の低金利環境で増えた債務が借り換え時期を迎えることで利払い負担の増加が重石となる一方、受取利息の増加が緩衝材となり大幅な業績の悪化は避けられる公算が大きい。堅調な景気を受けた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7～9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）。

先行きの日米金利差が大幅には縮まりにくく、キャリートレードが持続する可能性が高いことに加え、前述した円需給の動向も踏まれば、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・企業業績の上振れや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、2024年の日本経済の展望について述べておきたい。

前述したとおり、4～6月期以降は高水準の企業収益が賃金、設備投資に回ることによって内需が持ち直すとみている。前年を大きく上回る賃上げを受けて基本給が増加することに加え、夏のボーナスも高い伸びが見込まれる（みずほリサーチ&テクノロジーズは、2024年夏の民間企業の一人当たりボーナス支給額を前年比+3.2%と予測している）。実質賃金が改善に向かうことに加え、所得税減税による一時的な押し上げ等を受けて、個人消費は4～6月期から7～9月期にかけて伸びをやや高めることが見込まれる（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

2024年の日本経済は、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も、2023年対比では成長率が鈍化する見通し。交易条件悪化でスタグフレーションの色彩が強まるリスクに留意が必要

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、減税による効果が分散される点には留意が必要だ)。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、資材価格高騰の一服等が先行きの押し上げ要因になるだろう。また、中期的な観点からは、中国経済の成長鈍化や経済安全保障に対する関心の高まりなど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一方、5年後の海外現地生産比率の見通しは横ばい圏で推移している。サプライチェーン見直しに伴う国内生産拠点の強化が設備投資の持続的な押し上げ要因になるだろう。

さらに、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、半導体関連を中心に財輸出も増加が見込まれる(もともと、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、スマホ・PCの市場規模の回復力には不透明感が強い点には留意が必要だ。一方で、生成AI機能を搭載した新モデルにより需要が喚起される可能性もあり、この点は上振れ要因になり得る)。

ただし、前述したように夏場にかけて電気代の値上げ等に伴いコアCPIベースのインフレ率が+2%台後半~+3%弱(持ち家の帰属家賃除く総合ベースで前年比+3%台前半程度)まで上昇する可能性が高く、物価高が回復の阻害要因になるだろう。2024年は大幅な円高進展が見込みにくく、中東情勢の緊迫で原油価格が高止まりする状況が続けば、先行きの消費者物価上昇率は下げ渋り、個人消費の重石となろう(みずほリサーチ&テクノロジーズは、足元の水準程度の円安や原油高が続いた場合、物価上昇に伴う家計の支出負担は1世帯当たりで前年度から+10万円以上増加すると試算している)。高水準の賃上げが実現しても実質賃金前年比がプラスに転じるのは2024年10~12月期頃になることが見込まれ、かつプラス幅も小さいとみられる。2024年度の家計の実質的な生活水準は2022~23年度よりは改善するとみているが、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だろう。さらに、高齢者など無職世帯には2024年の賃上げの影響が及ばない。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」は勤労者世帯の実質賃金よりも前年比マイナス幅が大きくなるが見込まれる。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。

これらを踏まえると、2024年度を通じてみた個人消費の回復ペースは高水準の賃上げで期待されたほど力強いものにはならない可能性が高い。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、円安・原油高を受けた交易条件の悪化は、家計の負担となるだけでなく、内需に依存するサービス業・中小企業等を中心に企業収益の下押し要因にもなる。仮に1ドル140円から160～170円程度に円安が進行した場合、（円安に伴う数量変化を想定しなければ）輸出差益は6～9兆円、輸入差損は7～10兆円となる計算であり、経常収支を▲1.2～1.7兆円下押しすることを通じて企業収益を圧迫する（輸出差益はグローバルに事業を展開するような一部の企業に集中する格好となる）。4月の景気ウォッチャー調査の現状判断DIをみると、家計動向関連（前月差▲2.8ポイント）、企業動向関連（同▲1.1ポイント）、雇用関連（同▲2.5ポイント）の全てで低下するなど弱い結果となっており、特に家計関連・企業関連とも円安進行と物価上昇を関連付ける声が多くみられ、急速に進展する円安が街角景気（中小企業の景況感）を下押しした模様だ。

円安による日本経済への影響については、これまでの趨勢的な海外生産比率の上昇や新興国のキャッチアップ（エレクトロニクス分野等の国際競争力の低下）を背景に円安が輸出数量を押し上げる度合いは低下してきており、足元では輸入価格上昇による交易条件悪化を通じた負の影響の方が顕在化しやすい状況にある。先行きの為替相場や資源価格の動向については、中東情勢等の不確実性が大きい。仮に円安・原油価格上昇が続いた場合、食料品やエネルギーなど頻繁に購入する財の価格上昇により、体感物価の上昇を通じて家計の節約志向を強めるリスクが懸念される。個人消費を中心に経済活動の回復が鈍り、スタグフレーション的な状況に陥るリスクが懸念される点には留意が必要だ。

さらに、サービス消費・インバウンド需要のコロナ禍からの回復が一巡するほか、供給制約緩和による自動車生産の押し上げも一服に向かうなど、2023年の日本経済の成長をけん引した要因（ペントアップ需要）が剥落することで、2024年の成長率は+0%近傍と2023年（+1.9%）対比で大幅に鈍化する可能性が高いと現時点ではみている（年度ベースでは2024年度の成長率

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

は+0%台後半程度を見込んでいる)。

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%の利上げが行われるとしても、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。

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。建設業の人手不足で企業の建設投資や政府の公共事業が十分に進捗しなくなる可能性があるほか(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、2024年1~3月平均)と、全職種平均(1.2倍)を大きく上回っており、総固定資本形成の約3割を占める建設投資への影響が懸念される)、宿泊業等の人手不足で稼働率が引き上げられずにインバウンド需要を十分に取り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)。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、宿泊費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るだろう(人手不足の深刻化と円安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だろう)。前述したようにIT関連産業の人手不足で企業のソフトウェア投資による省力化が十分に進まない場合、「人手不足により人手不足への対応が進捗しない」という悩ましい構図が強まる可能性がある点にも注意しなければならない。

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（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、景気回復に伴う労働需要増をカバーしきれなくなりつつある）。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、「デフレ完全脱却」を目指すとして年内に補正予算を編成することもあり得るだろう）。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。

前述したような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、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。一方、厚生労働省「労働経済動向調査」をみると、人手不足感が特に強い宿泊・飲食、運輸・郵便といった業種で省力化投資に取り組む企業は3割程度にとどまっており、中小企業を中心に資金面等が制約になっている模様である。こうした企業に対して、政府・金融機関が連携して金融面等で支援したり、ビジネスノウハウやベストプラクティスの共

有、ビジネスマッチングを業界・地域ごとに図ったりするといった取組みが求められる。

その上で、長い目で見れば、企業の再編（新陳代謝や統廃合の促進）、労働移動の円滑化、健康寿命の延伸を踏まえた高齢労働者の活用、リモートワーク等を通じた多様な働き方の実現、移民受け入れ拡大による外国人労働力の活用等も含め、労働者一人ひとりが潜在力を最大限に活かせる社会を構築していくことが求められよう。

【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。