

Q E 解説

2024年8月15日

内需が牽引して年率+3.1%の プラス成長（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

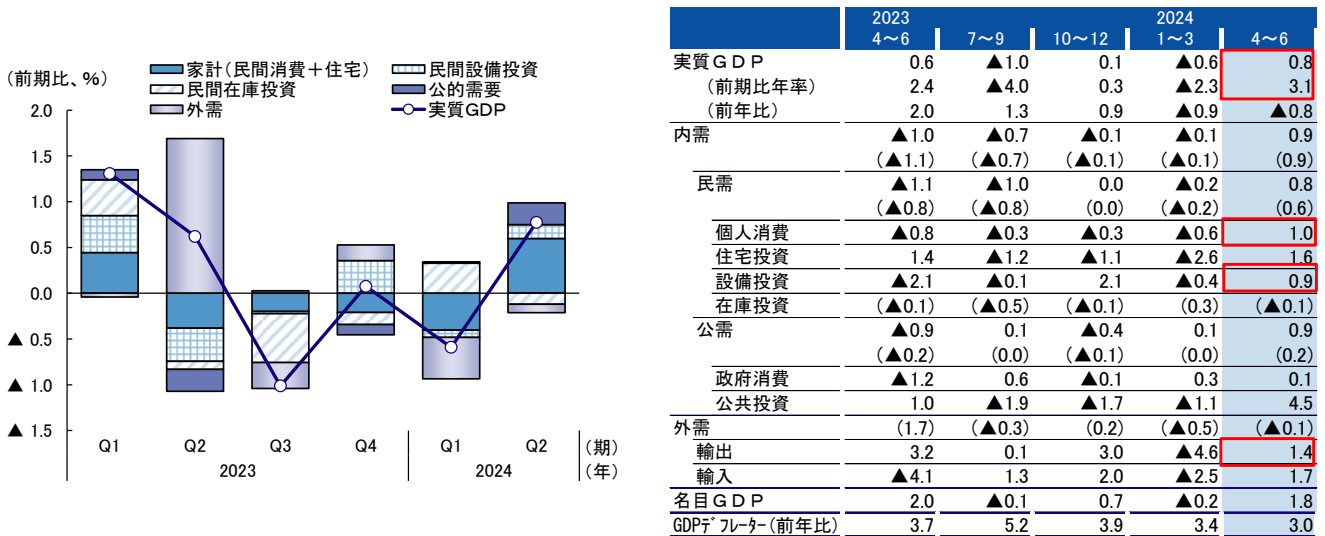
saisuke.sakai@mizuho-rt.co.jp

- 4~6月期の実質GDPは前期比+0.8%（年率+3.1%）のプラス成長。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
- 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%程度のプラス成長を予測
- 賃金上昇を受けて日本銀行は0.25%までの利上げを決定するも、2%物価目標達成は依然として不確実性が高いことに加え、米国の景気悪化懸念と不安定な金融市場が追加利上げのハードルに

4~6月期の実質GDPは前期比+0.8%（年率+3.1%）のプラス成長。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

4~6月期の実質GDP成長率（1次速報）は、前期比+0.8%（年率+3.1%）と2四半期ぶりのプラス成長になった（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したことが全体を押し上げた。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格好となった。前期の大幅な落ち込みの反動でヘッドラインの成長率が高めに出た面はあるが、経済活動が回復に向かっていることが確認できた点は好材料と言えるだろう。

図表 2024年4~6月期 GDP（1次速報）



(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、生産回復に伴う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+1.0%（1～3月期同▲0.6%）と5期ぶりのプラスになった。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%、厚労省「主要企業賃上げ妥結状況」における賃上げ率は+5.33%と「奮闘」が目立つ結果となった。高水準の賃上げや夏のボーナス増加を受けて、共通事業所ベースでみた6月の名目賃金上昇率は前年比+5.4%（5月：同+2.6%）に伸びが高まり、実質賃金上昇率も同+2.1%と2022年3月以来のプラス転化となった。6月の名目賃金については夏のボーナスを含む特別給与の大幅な増加（共通事業所ベースで同+9.1%）が押し上げている面が大きく、民間のアンケート調査結果と比べても出来過ぎ感があることから、6～7月を均して評価する必要がある点には留意が必要だが、賃上げの効果がマクロの名目賃金に波及していることが確認できるほか、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たとみられる。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（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）。

一方、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は一部減殺されたとみられる。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。物価高の継続が実質賃金の改善ペースを鈍らせたことで、個人消費も前期まで4期連続で減少していた点を踏まえればまだ物足りない水準（2019年平均対比で▲1.1%、前年比でみても▲0.2%）にとどまった格好だ（4～6月期の実質雇用者報酬は前期比+0.8%と持ち直しているものの、2019年平均対比で▲2.8%とコロナ禍前対比で低水準にとどまっており、過去2年続いた低下に比して反発が十分でないことが個人消費の重石になっていると考えてよいだろう）。

個人消費の内訳をみると、自動車販売の回復や猛暑を受けたエアコン販売の増加等を受けて耐久財が前期比+8.1%（1～3月期同▲11.0%）と大幅に増加し、これだけで4～6月期GDPを+0.3%Pt押し上げている。好調な夏物衣料販売等を受けて半耐久財についても同+2.0%（1～3月期同+0.6%）と増

設備投資は2期ぶりに増加。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

加したほか、非耐久財も同+0.8%（1～3月期同+0.0%）と増加した。一方、食料品や電気代等を中心とした物価高継続による節約志向の高まりが足かせとなり、サービスは同▲0.0%（1～3月期同+0.8%）とほぼ横ばいにとどまった（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の反動減が押し下げに働いた可能性もある）。

設備投資は前期比+0.9%（1～3月期同▲0.4%）と、2期ぶりに増加した。法人企業統計でみた1～3月期の経常利益が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ほか、日本政策投資銀行「全国設備投資計画調査」をみても2024年度の設備投資計画（大企業ベース）は前年度比+21.6%と3年連続で20%越えの計画値となっている（過去の修正パターンを踏まえても前年比+7.6%と、昨年実績（同+6.9%）を上回る強い計画である）。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とみられるが、製造業では化学・自動車・精密機械等で半導体・EV関連投資が活発になっているほか、非製造業ではインバウンド需要の増加を背景とした空港機能拡張・宿泊施設投資に加え、情報通信業ではAI関連等のデジタルインフラ向け投資、運輸業では物流の2024年問題を背景に省力化投資への意欲が強まっている模様だ。

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、上記のとおりインバウンド需要の回復等が押し上げ要因になったほか、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2024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いる。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が必要だ。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

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

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むも、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期連続のマイナス

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。

民間需要のその他項目は、住宅投資が前期比+1.6%（1～3月期同▲2.6%）と、4期ぶりに増加した。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もあって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。

在庫投資の寄与度は、▲0.1%Pt（1～3月期：+0.3%Pt）と仕掛品や流通品を中心にマイナスになった。個人消費を中心とした最終需要の回復（前期比+0.9%）等を受けてマイナス寄与になった格好だ。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。

民需全体では前期比+0.8%（1～3月期同▲0.2%）と2期ぶりの増加となり、4～6月期GDPを+0.6%Pt押し上げた。

公的需要は、前期比+0.9%（1～3月期同+0.1%）と2期連続のプラスとなった。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「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+4.5%（1～3月期同▲1.1%）と大幅に増加した。政府消費についても、医療費等が増加し、前期比+0.1%（1～3月期同+0.3%）と2期連続で増加した。

輸出は前期比+1.4%（1～3月期同▲4.6%）と2期ぶりに増加した。4～6月期は米国経済が個人消費など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たほか、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。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たことを受けて財輸出は前期比+0.6%（1～3月期同▲3.6%）と前期まで3期連続で減少した後としては低い伸びにとどまった。品目別では、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へ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（非居住者家計の国内での直接購入）は前期比▲4.2%（1～3月期同+9.2%）と減少したものの、知的財産権等使用料の受取拡大等がプラスに寄与し、前期比+4.2%（1～3月期同▲7.9%）と堅調に推移した。6月の訪日外客数は313.6万人（2019年同月対比109%）とコロナ禍前を上回る水準で推移しているが、米国や中国、台湾からの訪日客数は増加している一方、欧州やASEANからの訪日客数にはピークアウト感がみられる。円安等を受けてインバウンド需要は高水準を維持しているが、4～6月期は増勢に一服感が出た格好だ。

輸入は前期比+1.7%（1～3月期同▲2.5%）と2期ぶりのプラスになった。内需・生産の回復を受けて、財輸入は燃料やデータセンター向けとみられる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。

輸入の増加幅が輸出を上回ったため、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▲0.5%Pt）と成長率に対して2期連続でマイナス寄与になった。

GDPデフレーターは前年比+3.0%（1～3月期同+3.4%）と前期からは鈍化したものの高い伸びが継続した。

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った格好だ。

以上のとおり、4～6月期は年率+3%強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った。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（みずほりサーチ&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試算）の反動が押し上げに寄与した面が大きく、前年比で見ると▲0.8%の水準にとどまっているのは事実であるが、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（なお、6月にも一部自動車メーカーで認証不正問題が発生したが、1～3月期の自動車減産に比べると生産・GDPへの影響は大きくないと考えられる）。

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基調が続く見通しだ。現時点で、年率+1%程度のプラス成長を予測している。

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

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%程度のプラス成長を予測

個人消費については、7月の各種指標をみると持ち直し基調が継続している。7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）は普通乗用車が減少した一方で軽乗用車が増加し、4カ月連続で回復しているほか、JCB/ナウキャスト「JCB消費NOW」をみると7月前半のサービス消費も外食を中心に底堅く推移している。高水準の賃上げ率を背景に、名目賃金（所定内給与）は7～8月にかけて伸び率が一段と高まると予想され、前年比+3%台が視野に入る状況だ。消費者物価についても政府による「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、実質賃金の更なる改善が見込まれ、（前述した6月の夏のボーナスによる押し上げ影響が剥落する7～8月に再び前年比マイナスに転じる可能性があるものの）9～10月以降の実質賃金は前年比プラスで推移すると予測している。夏のボーナスは6～7月を均してみても例年対比で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みてよいだろう（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根強く残り、引き続き個人消費の回復ペースを阻害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）。7月の景気ウォッチャー調査における家計動向関連の現状判断DIや消費者態度指数をみても、改善ペースは鈍いものになっている。一部自動車メーカーにおける認証不正を受けて自動車生産が下押しされることも、耐久財消費の重石になるだろう。

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。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月平均は1～3月期対比で▲0.3%とほぼ横ばい圏にとどまっているが、前述したように1～3月期に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・アジアの人的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、7月のISM製造業景況指数が低下するなど、既往の金融引き締めの影響が企業部門(特に中小企業)を中心に徐々に顕在化しており、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。7月の雇用統計は失業率が4.3%に上昇するなど労働市場の軟化を示唆する内容となっており、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ることで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強まっている模様である。クレジットカードローン延滞率が10~30代の若年層を中心に高水準で推移している点も懸念材料だ)。米国の景気悪化懸念を受けて足元で株価が急落したことも、逆資産効果を通じて高所得層を中心に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が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 は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、長引く景気不振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・所得環境の悪化が個人消費を下押しする状況が続く見通しだ。7月の総合PMIをみてもサービス業を中心に低下しており、内需の低迷が示唆されている。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。

日本銀行は7月の金融政策決定会合で政策金利の0.25%への引き上げを決定。2%物価目標達成は依然として不確実性が高いことに加え、米国の景気悪化懸念、不安定な金融市場が今後の追加利上げのハードルに

インバウンド需要については回復の継続が見込まれる。夏場にかけて航空便数が拡大する見込みであり、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一服しつつある。円高進展等を受けて、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）の縮小等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。

こうした中、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、久々に「金利のある世界」が到来した。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ったことを受け、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、利上げしなかった場合に円安が進んでしまうリスクを日本銀行が考慮した面もあるとみられる。さらには、岸田首相を含む自民党の高官から金融政策の正常化を促す趣旨の発言が相次いだことも、（事後的に「拙速な利上げ」と政治サイドから批判されるリスクが小さくなったことで）日本銀行の政策修正を後押しした面もあっただろう。植田総裁は、決定会合後の記者会見において、現在の実質金利の水準は極めて低いとの認識の下で、経済・物価情勢が日本銀行の想定から下振れない（オントラックで推移する）限り、政策金利を引き上げていくとの姿勢を示した。

経済・物価情勢については、前述したように、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）を受けて名目賃金が前年比+3%近くまで上昇していることはデータ上で確認できており（6月の所定内給与（共通事業所ベース）は同+2.7%（5月：同+2.8%）と前月から概ね横ばいにとどまった点は気になるところだが、例年の傾向を踏まえれば前述したように7～8月にかけてもう一段の加速が見込まれる）、これが先行きの個人消費や消費者物価に波及していく可能性は高いとみられる。個人消費については前述したとおり実質賃金の改善を受けて回復基調で推移することが見込まれる。消費者物価についても、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、既往の円安が家庭用耐久財や食料品等の価格を押し上げるだろう（日本銀行は、円安が基調的な物価上昇率に与える影響を従来よりも重視する姿勢を鮮明にしている）。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（季節調整値のみ日銀版コアCPIの前月比も+0.0%と横ばいにとどまっている）、現時点では「賃金→物価」の波及は2%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）が前年比+3.0%と伸びを高めるなど、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。

しかし、足元の米国の景気悪化懸念の広まりと金融市場の急激な変動（急速な株安・円高）を受けて、当面は追加利上げのハードルが高くなったと言わざるを得ない。米国の7月の雇用統計で失業率が予想以上に悪化（景気後退入りを示唆するサム・ルールに抵触）するなど、米国の景気悪化懸念が市場で意識されたことに加え、日本銀行の金融政策運営が従来の市場の想定対比でタカ派寄りに受け止められたことも相まって、円キャリー取引を巻き戻す動きが急速に広まり、7月末から8月初にかけて円高が進展するとともに株式相場も「売りが売りを呼ぶ」パニック相場となった。円高は物価上昇圧力を和らげることで家計の実質所得の押し上げ要因になる一方、急速な株価の下落（不確実性の高まり）は個人消費（消費マインド）の下押し要因になり得る。想定為替レート（日銀短観6月調査時点で2024年度は144.77円（全規模・全産業ベース））以上に円高が進展するような場合には、企業業績の下振れを通じて来年の賃上げ率の鈍化にもつながりかねない。金融市場の不安定な状況を受けて、8月7日に内田副総裁が講演で利上げに対する慎重な姿勢を示したように、米国の景気悪化懸念を背景にリスクオフの動きが広まることで円高・株安が進行するような状況が続いた場合には、日本銀行も追加利上げを見送らざるを得ないだろう。

現時点では、足元の金融市場の反応は過剰であり、米国経済は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。7月の雇用統計は確かに失業率が上昇するなど事前予想より弱い内容だったが、職場復帰を前提とする一時的な離職も一定数存在しており、景気後退のサインとみるのは時期尚早であると判断している（政府は否定しているものの、ハリケーン「ベリル」が影響した可能性もあるとみている）。足元の個人消費の動向をみても腰折れと言えるほどの弱さは観察されず、前述したとおり米国経済は今年後半にかけて減速に向かうものの、ソフトランディングシナリオを変更する必要はないと現時点では考えている。ただし、「質への逃避」加速に伴う株価急落（逆資産効果）や、クレジット・タイト化を通じた企業収益の悪化といったリスク要因も考えられる。米国経済の底堅さが今後の経済指標等で確認されるにつれて金融市場も落ち着きを取り戻す

とみているが、それには時間を要するだろう。内田副総裁も前述した講演で「円安が修正された結果、輸入物価を通じた物価上振れのリスクはその分だけ小さくなった」「一定のペースで利上げをしないとビハインド・ザ・カーブに陥ってしまうような状況ではない」「金融市場が不安定な状況で利上げをすることはない」と発言して追加利上げを急がない姿勢を強調しており、日本銀行は、今後の追加利上げについては米国経済や金融市場の動向も見極めた上で慎重に判断するとみられる。

さらに、筆者は、2%物価目標達成についてもハードルは依然として高い（米国経済がソフトランディングに成功したとしても、いずれ日本銀行が経済・物価情勢が「オントラック」であると主張し続けることは難しくなる）と考えている。今年の賃上げ率が高水準になった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。現時点では、前述したように既往の円安や労務費の上昇等が消費者物価の押し上げに寄与する一方で、個人消費が力強さを欠く中では中小企業を中心に労務費の価格転嫁が十分に進まず、輸入物価上昇を通じた物価上昇圧力も一服することも受けて2024年度後半に日銀版コアCPI前年比が2%を割り込む可能性が高いと予測している。中小企業を中心に賃上げ余力が低下することで、2025年の賃上げ率が大幅に鈍化する可能性が高く（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）、追加利上げのハードルは徐々に高くなっていくと予測している。

以上を踏まえ、現時点では、年度内に1回程度（0.5%まで）の追加利上げを想定しているが、海外経済や金融市場、国内経済・物価動向を巡る不確実性は大きく、当面はボラタイルな相場が続くと予想されることから、引き続き状況を注視していく必要がある。まずは8月中旬以降に公表される米国の経済指標（小売売上高や鉱工業生産、各種の企業景況感指標、新規失業保険申請者数、さらには8月分の雇用統計等）の動向に注目したい。

最後に、以上の議論を踏まえ、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で、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あまり楽観視しない方がよいと筆者は考えている。

前述したように実質賃金前年比は（7～8月に再び前年比マイナスに戻ったとしても）9～10月頃にはプラスに転じる可能性が高いとみており、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

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で、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

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」が十分に機能するかどうかは依然として不確実性が大きい。

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ことが懸念される。4月以降の建設受注に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)。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、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点を踏まえれば、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前年度比+0%台半ば程度と予測している。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▲2.3%と大幅なマイナス成長になったことに伴う2023年度からの成長率のマイナスのゲタ（▲0.7%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（下振れリスクとしては、南海トラフ地震や台風等の大災害が発生した場合の生産活動や消費活動の停滞、中東情勢緊迫化等の地政学リスクが顕在化した場合の資源価格の高騰による交易条件の悪化等が懸念材料として燻っている点にも留意が必要だ。災害リスクやエネルギー供給不足等が不安材料として再認識されることで前述したような生産拠点として国内を重視する企業の動きが慎重化してしまう可能性も否定は出来ない）。

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、前述したとおり仮に2024年度中に0.5%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。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）に転じた可能性もあると考察している（足元は自動車減産の影響で一時的にマイナスに転じた可能性が高いものの、2024年後半にはプラスで推移する可能性があるとみている）。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」実現の鍵になるだろう。

8月14日に岸田首相が「自民党が変わることを示す」ためとして自民党総裁選に出馬しない意向を表明したが、誰が次の首相になっても、少子高齢化が進展する中で、生産性の上昇等を通じた日本経済の成長力向上は難しい課題になる。

筆者は、これまでの岸田政権の経済政策について、政治的に歳出膨張圧力が働く中で財政健全化は道半ばである（EBPM（エビデンス・ベースト・ポリシー・メイキング）の徹底に加え、社会保障の受益と負担に関する国民的な議論を深める必要がある）といった課題が残されているものの、「人への投資」（リスキリング等の人的資本投資）の拡充を中心とした労働市場改革をはじめとして、設備投資・M&A支援等を通じた中堅・中小企業の活性化、官民で連携したDX・GXの推進等、全体としてみれば施策の方向性は正しかったと評価している（新NISAの活用等を通じて「貯蓄から投資へ」の流れを加速

岸田首相は自民党総裁選への不出馬を表明。岸田政権の経済政策の方向性は全体としてみれば正しいと評価。次の新政権にとっても、生産性上昇に向けた取組の促進が引き続き重要な課題に

させる方針「資産所得倍増計画」についても、足元では前述したとおり金融市場の急激な変動が懸念されている状況であるが、労働所得（賃金）以外の経路で家計が購買力を高める選択肢を用意することは、中期的には可処分所得の上昇を通じて個人消費の底上げにつながる効果が期待できる。家計のリスク資産保有が米国等に比して少ない中、これまで物価高を受けて実質賃金の前年比マイナスが継続したことで個人消費が低迷した点を踏まえれば、物価上昇が持続する経済において株価上昇による資産所得増加のメリットを享受できる選択肢を政策的に用意することには重要な意義があると筆者は考える）。

特に、政策・制度面から成長・競争力強化へ向けた企業のヒト・モノへの投資を後押しした点は評価できると考えている。例えば「企業買収における行動指針」において経済・社会にとって望ましい企業買収を活性化し、事業再編を通じて企業の成長を促す姿勢を示すことで企業のM&Aに係る決断を後押ししたほか、これまで「中小企業向けの手厚い優遇措置が逆に企業の成長を抑制している」とされた問題についても、新たに「中堅企業」の法的位置づけを設けて支援することにより中小企業からのステップアップを促すなど、岸田政権は企業の成長促進に向けた環境整備を着々と進めてきた。税制では優遇措置のメリハリ強化、金融面でも資金繰り支援から事業再生支援への方針転換が行われており、企業にとって「何もしないことの言い訳」がしにくい環境を作り出したと言える。もちろん、賃上げや投資拡大といった企業行動の変化の背景には、前述した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）や労働市場における急速な人手不足の進展、株式市場からの資本効率化要請の強まり等もあったと考えられるが、こうした政府の政策・制度の転換も大きな外部環境の変化要因として企業行動に影響しているだろう。

次の新政権にとっても、引き続き、人的資本投資や省力化投資の促進に加え、新陳代謝・統廃合を通じた企業部門の再編や、労働移動の円滑化など、経済全体で限られた資源を有効に活用して高い付加価値を生み出していくための取組を一層推進していくことが必要だ。合わせて、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ための取組を検討していくことが中期的に求められるだろう。

【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。