

Q E 予測

2024年9月2日

年率+3.8%と1次速報から上方修正を予測 (4~6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

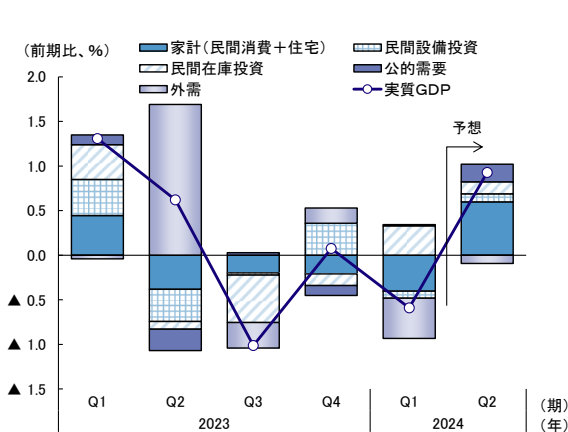
saisuke.sakai@mizuho-rt.co.jp

- 4~6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+0.9% (年率+3.8%) と1次速報の前期比+0.8% (年率+3.1%) から上方修正を予測
- 設備投資・公共投資が下振れる一方、在庫投資が上振れ。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る構図は変わらず
- 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

4~6月期の実質GDP(2次速報)は1次速報から上方修正を予想。設備投資・公共投資が下振れる一方、在庫投資が上振れ。高水準の賃上げや自動車生産の持ち直しが押し上げる構図は不変。均してみれば景気回復は道半ば

9月9日に内閣府から4~6月期の「四半期別GDP速報(2次速報値)」が公表される。本日発表された法人企業統計などを受けて推計したところ、実質GDP成長率は前期比+0.9%(年率+3.8%)と、1次速報の年率+3.1%から上方修正を予想する(図表)。設備投資・公共投資が下振れる一方で生産活動の停滞を受けて在庫投資が上振れ、内容面は芳しくない。前期の落ち込みからの自動車生産の回復に加え、高水準の企業収益が賃金・設備投資に回ること等による内需の回復が全体を押し上げたとの構図は変わらない。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ている格好であり、均してみれば経済活動の回復は依然として道半ばである点には留意が必要だ。

図表 2024年4~6月期GDP(2次速報)予測



	2023 4~6	7~9	10~12	2024 1~3	4~6	1次QE
実質GDP	0.6	▲1.0	0.1	▲0.6	0.9	0.8
(前期比、%)						
(前年比)	2.4	▲4.0	0.3	▲2.3	3.8	3.1
(前年比)	2.0	1.3	0.9	▲0.9	▲0.6	▲0.8
内需	▲1.0	▲0.7	▲0.1	▲0.1	1.0	0.9
(▲1.1)	(▲0.7)	(▲0.1)	(▲0.1)	(1.0)	(0.9)	
民間	▲1.1	▲1.0	0.0	▲0.2	1.1	0.8
(▲0.8)	(▲0.8)	(0.0)	(▲0.2)	(0.8)	(0.6)	
個人消費	▲0.8	▲0.3	▲0.3	▲0.6	1.0	1.0
住宅投資	1.4	▲1.2	▲1.1	▲2.6	1.6	1.6
設備投資	▲2.1	▲0.1	2.1	▲0.4	0.5	0.9
在庫投資	(▲0.1)	(▲0.5)	(▲0.1)	(0.3)	(0.1)	(▲0.1)
公需	▲0.9	0.1	▲0.4	0.1	0.8	0.9
(▲0.2)	(0.0)	(▲0.1)	(0.0)	(0.2)	(0.2)	
政府消費	▲1.2	0.6	▲0.1	0.3	0.1	0.1
公共投資	1.0	▲1.9	▲1.7	▲1.1	3.8	4.5
外需	(1.7)	(▲0.3)	(0.2)	(▲0.5)	(▲0.1)	(▲0.1)
輸出	3.2	0.1	3.0	▲4.6	1.4	1.4
輸入	▲4.1	1.3	2.0	▲2.5	1.7	1.7
名目GDP	2.0	▲0.1	0.7	▲0.2	2.1	1.8
GDPデフレーター(前年比)	3.7	5.2	3.9	3.4	3.0	3.0

(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

設備投資は下方修正、在庫投資は上方修正を予想

法人企業統計季報によると4～6月期の設備投資（ソフトウェアを含む、金融・保険を除く全産業、季節調整値）は前期比+1.2%（1～3月期同▲3.9%）と2期ぶりの増加となった。製造業が同▲3.2%（1～3月期同▲3.0%）と2期連続で減少した一方、非製造業は同+3.5%（1～3月期同▲4.4%）と増加した。経常利益は前期比+6.6%と増加し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ほか、インバウンド需要の拡大・省力化投資ニーズの高まり等がサービス業を中心に設備投資を押し上げたとみられる。

法人企業統計の結果にサンプル調整などを施した上で推計すると、GDPベースの実質設備投資は前期比+0.5%と1次速報（前期比+0.9%）から下方修正される見通しだ。下方修正ではあるが、上記のとおり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り、設備投資は緩やかながらも増加傾向で推移しているとの見方は変わらない。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るが、原材料在庫が仮置き値から上方修正されること等により、実質GDP前期比に対する寄与度は+0.1%Ptと1次速報（▲0.1%Pt）から上方修正されると予想する。個人消費を中心に最終需要が回復したものの、一部自動車メーカーにおける認証不正・生産停止等を受けた原材料在庫の積み上がりがプラスに寄与する格好だ。

公共投資は下方修正を予想

公共投資については、6月分の建設総合統計の結果が反映され、前期比+3.8%と1次速報（同+4.5%）から下方修正されると予想する。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「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わりはない。

政府消費は1次速報時点（同+0.1%）からほぼ変わらず、医療費の増加等を受けてプラスで推移したとみている。公的需要全体では前期比+0.8%と、1次速報（同+0.9%）から下方修正されると予想する。

個人消費は変更なしと予想

個人消費については、1次速報段階で明らかでなかった6月のサービス産業動向調査の結果が織り込まれるが、1次速報時点（同+1.0%）からほぼ変わらないと予想する。1次速報において、内閣府は業界統計や業界大手企業のデータ等を用いて6月値を補外する処理を行っており、2次速報での修正幅は限定的とみている。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を受けた耐久財消費の増加が全体を押し上げたとの見方も変わらない。

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%、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にとどまった格好だ(実質雇用者報酬は持ち直しつつあるものの、依然として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)。

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。

外需も変更なしを予想

外需についても、1次速報時点で6月の国際収支統計まで反映されていることから、ほぼ修正はされないだろう。

輸出については、1次速報時点(前期比+1.4%)から変わらないと予想する。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弱い伸びにとどまったとみている。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

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

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、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。

輸入についても、1次速報時点（前期比+1.7%）から変わらないと予想する。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。

純輸出の実質GDP成長率に対する寄与度も1次速報（同▲0.1%Pt）から修正はなされないと予想する。

以上のとおり、4～6月期の実質GDP（2次速報値）は1次速報から上方修正され、1次速報と同様に経済活動が内需を中心に持ち直したことを示す内容になると見込まれる。ただし、上方修正の主因自体は在庫投資の上振れであり、内容面としてはポジティブなものではない。ヘッドラインの成長率は高いが、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く、仮に本稿の予測値どおりとしても前年比でみると▲0.6%の水準にとどまっており、経済活動の回復は依然として道半ばである点には留意する必要がある。

それでも、高水準の企業収益が賃金や設備投資に回ること、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ほか、台風が生産活動を下押しすることが見込まれるものの、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。

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月のサービス消費（みずほリサーチ&テクノロジーズによる実質ベースの季節調整値）も猛暑

の影響で外食が減少する一方で交通・娯楽が増加し、4～6月平均対比で増加している。商業動態統計をみても7月の実質小売業販売額は前月比+0.2%と持ち直し基調が継続している。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%と減少が見込まれており、旅行内容についても物価高が続く中で短期・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7～8月の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。8月には株価が急落したことが消費マインドを下押ししたとみられるほか（8月の消費動向調査をみると「資産価値」に関する意識指標が前月差▲5.3ptと大幅に低下している）、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が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が堅調であることに加え、資材価格高騰の一服等が先行きの押し上げ要因になり、増加基調での推移が続くだろう。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、先行指標である機械受注（船舶・電力を除く民需）をみると4～6月期は前期比▲0.1%、実質ベース（みずほリサーチ&テクノロジーズによる試算値）でみると同▲1.0%と減少したほか、建設着工床面積も同▲8.1%と大幅に減少している。受注ソフトウェア売上高（実質）は省力化ニーズが後押しする形で増加しているほか、7月の資本財総供給（除く輸送機械）は前月比+6.1%、建設財総供給は同+6.2%と増加しており、7～9月期の設備投資は増加傾向が継続するとみているが、前述した建設業の人手不足等が下押し要因となることで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月の実質個人消費支出が小売企業の値引き等を受けて前月比+0.4%と増加するなど、足元の個人消費は堅調に推移している。Indeed社の求人件数をみても足元で減速基調の一服が鮮明になっており、企業の採用意欲の根強さが示唆され、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。それでも、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することで、2024年後半にかけて米国経済は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株価が一時的に下落したことも、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、8月のユーロ圏総合PMIは改善したものの、フランスを除くサービス業はほぼ横ばいにとどまったほか製造業も50割れでの推移が継続しており、パリ五輪という特殊要因を除けば景況感は伸び悩んでいる。特に製造業は不振が続いている。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・所得環境の悪化が個人消費を下押しする状況が続く見通しだ。7月小売売上高は伸び率が小幅に拡大したものの個人消費が力強さを欠く状況は変わっていない。7月の不動産販売・投資は前月から減速しており、政府の住宅在庫買い取り策発表後も市況改善の兆しは見えない状況だ。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。住宅価格の先安観等を背景とした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。

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。7月の輸出数量指数（内閣府による季節調整値）をみても前月比+1.3%と上昇したものの、均してみれば一進一退の動きが続いている。半導体製造装置が減少していることに加えて自動車や集積回路（IC）も伸び悩むなど、足元の財輸出は力強さに欠ける状況だ。先行きは一部自動車メーカーの認証不正問題の影響緩和や半導体関連の需給改善が押し上げ要因になることが見込まれるが、回復ペースは緩やかなものにとどまるとみている。

インバウンド需要についても、高水準での推移が継続するものの増勢は鈍化するとみられる。7月の訪日外客数は約329万人（2019年同月対比110%）と2カ月連続で過去最多を更新した一方、中国からの訪日客は2019年同月対比70%台半ば程度の水準で4月以降ほぼ横ばいで推移するなど、増勢には一服感がみられる。中国との旅客便数は2019年冬ダイヤ比およそ7割の水準にとどまっており、中国からの訪日客数が伸び悩んでいる背景には旅客便回復の遅れがあるとみられる。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。

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、不安定な金融市場が追加利上げのハードルに

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、徐々に「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3兆円程度まで減らす計画）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。事前には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）。8月の東京都区部の日銀版コアCPI（生鮮食品・エネルギーを除く総合）は前年比+1.6%（7月は同+1.5%）、季節調整値の前月比は+0.4%と伸びが拡大している。夏場にかけて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、特に、価格改定が集中しやすい10月の物価動向は注視する必要があるだろう（サービス分野では既に郵便料金等の値上げが予定されている。帝国データバンク「食品主要195社：価格改定動向調査」をみると10月は2000品目を超える食品の値上げが予定されており、財分野でも原材料高に加えて人件費負担増を製品価格へ転嫁する動きが広がりつつある模様だ）。

しかし、8月入り後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すなど、当面の追加利上げは難しくなったと言わざるを得ない。8月中旬以降は良好な経済指標や企業決算を受けて米国株が持ち直したほか、米景気後退懸念の緩和とともに円高も一服したことで日本株も38,000円台まで回復しており、植田総裁も8月23日の国会閉会中審査において「日本銀行の経済・物価の見通しが実現する確度が高まると確認できれば金融緩和の度合いを調整していく」との基本的な政策スタンスは不変である

との説明を行った。筆者も、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く8月上旬の金融市場の反応は過剰であったとみており（実際、Indeed社の求人件数をみると足元で減速基調が一服しており企業の採用意欲の根強さが示唆されているほか、新規失業保険申請件数も足元は横ばい圏で推移しており失業の急増も今のところ生じていないとみられる）、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、それにはまだ時間を要するだろう。円安が一服すれば政治サイドの利上げ容認論も後退する可能性が高く、日本銀行は、今後の追加利上げについては為替の動向（円高が急速に進展するリスク）等も見極めた上で慎重に判断することになるとみられる（米国の利下げ期待等を受けて足元のドル円相場は1ドル＝140円台半ば程度で推移しているが、企業の想定為替レート（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））以上の水準で急速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）。

さらに、筆者は、日本銀行が目指す2%物価目標についても達成されない可能性が高い（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は企業収益の下押しにつながる。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労務費の価格転嫁が十分に進まず、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いとみている（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）。日米金利差縮小に伴う円高進展等を背景に輸入物価の上昇圧力が一服することも受けて、日銀版コアCPIは2024年後半から2025年にかけて前年比+1%台で鈍化していくとの見方が現時点でのメインシナリオである。

そもそも日本銀行が目指す2%物価目標の達成は一般国民（家計）にとってはさほど重要ではなく（家計にとって重要なのは消費者物価の上昇ではなく実質賃金の上昇である）、後述するように2%物価目標の達成にこだわって金融緩和を続けることは供給制約が経済成長の天井を規定する状況下でむしろ副作用を招きかねない（実質賃金・潜在成長率引き上げに資する労働生産性の上昇に向けた施策が必要である）と筆者は考えるが、いずれにせよ、上記のとおり2%物価目標の達成が遠のく中で追加利上げのハードルは徐々

**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**

に高くなっていく公算が大きい。

これらの状況を鑑みて、現時点では、年度内にあと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。まずは今週公表される米国の8月分の雇用統計に注目したい。

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によって、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。前述したように2%以上の基調的な物価上昇が来年度も持続する可能性は低いと現時点ではみているが、今年度中については既往の円安や人件費・物流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く、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ほか、資本財価格の上昇一服が押し

上げ要因になる一方、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。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。

これまで堅調に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み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る（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、大型台風や南海トラフ地震等の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

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

めの取組みがより一層求められる

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（自動車減産の影響で1~3月期は一時的にマイナスに転じた可能性が高いものの、4~6月期は再びプラスで推移した可能性がある）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が正当化され得る（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既に表明しており、9月の自民党総裁選を経て決まる新しい首相の下でも「デフレ完全脱却」を目指すとして新たな経済対策が編成される可能性がある）。需給ギャップは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

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

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」ために自民党総裁選に出馬しない意向を表明して以降、自民党総裁選をめぐる動向が関心を集めている。誰が次の自民党総裁・首相になっても、現在報じられている自民党総裁選の各候補者の主張等を踏まえると、各論では政策スタンスに違いがみられるものの大枠では現政権の政策路線が継承される形となり、少なくとも短期的には急激な政策変更が行われる可能性は低いとみている。いずれにせよ、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ことは間違いないだろう。

筆者は、これまでの岸田政権の経済政策について、後述するような課題が残されているものの、「人への投資」(リスク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、全体としてみれば打ち出された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、政策スタンスが分配重視だった当初の姿勢から成長・分配のバランスを意識した形へ転換される中で、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。

一方、少子化対策や財政健全化など、積み残された中期的な課題もある。少子化対策については、児童手当の拡充等を軸とした「異次元の少子化対策」が掲げられたが、先行研究等を踏まえると子育て世帯への給付による出生率改善効果は不透明であり、現役世代の期待所得上昇、働きながら子育てできる環境整備等が求められる。財政については、岸田政権では例年対比で規模の大きい補正予算の編成が継続され、コロナ禍後も財政は「平時」に戻っておらず、財政健全化は道半ばであると言える。防衛や少子化対策等の分野で中期的な支出増加にコミットする一方、財源については決算剰余金のように不確定な財源に依存する面がある点は懸念材料だ。物価高を受けて実施されたガソリン代や電気・ガス代に対する補助金、定額減税は高所得者も含めて家計全体に恩恵が及ぶという点で「バラマキ」色が強く、行政のデジタル化の推進で財政による所得再分配機能を高めるためのインフラを整備するとともに、EBPM（エビデンス・ベースト・ポリシー・メイキング）の促進が求められるだろう。高齢化により社会保障費用の増加が見込まれる中（2025年にはいわゆる「団塊の世代」の全員が75歳以上の後期高齢者になるが、75歳以上になると1人当たりの医療や介護費用が急増するため、社会保障給付の増加が加速することが予想される）、受益と負担に関する議論も深める必要がある。

次の新政権も、引き続き、こうした課題への対応が求められる。日本経済の成長力を高めるという観点では、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み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みを強め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。