

Q E 予 測

2024年10月31日

年率+0.7%の緩やかなプラス成長を予測（7~9月期1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

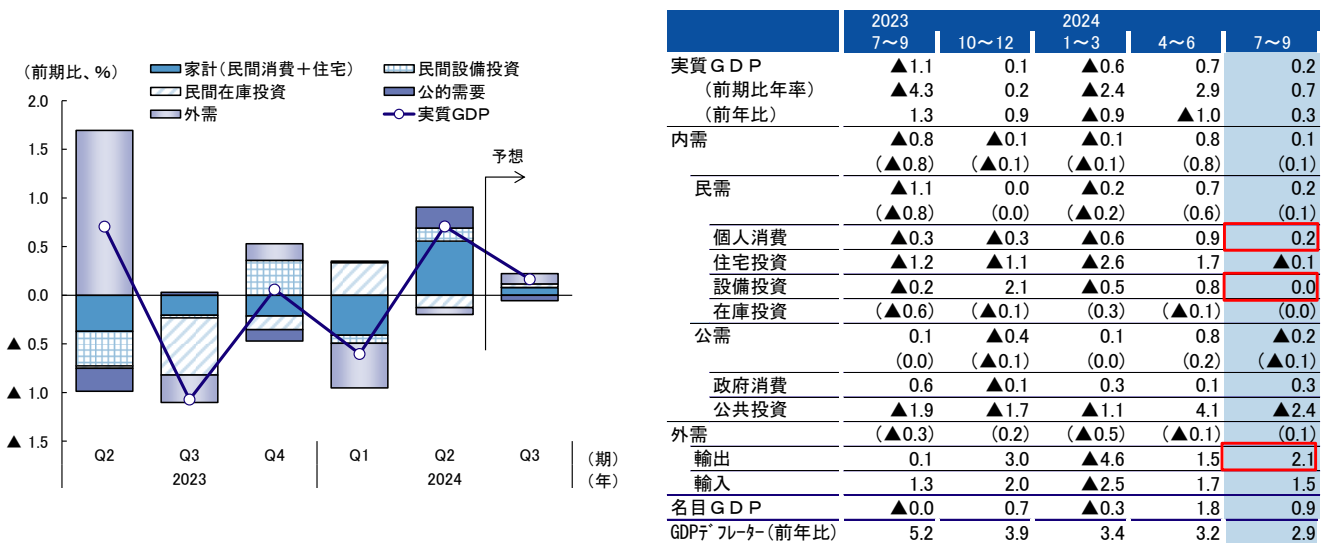
- 7~9月期の実質GDPは前期比+0.2%（年率+0.7%）と緩やかなプラス成長を予測。実質所得改善で個人消費は増加、供給制約や台風等で設備投資は横ばい。輸出はアジア向け半導体関連等が増加
- 10~12月期も実質賃金の回復基調を受けて個人消費の増加が継続。外需は伸び悩む一方、持続的な投資需要等を背景に設備投資も増加し、内需が牽引する形で年率+1%程度のプラス成長を予測
- 日本銀行は24年度下期と25年度上期に計2回（0.75%まで）利上げを行い、その後は様子見姿勢に転じると予想。当面は円安加速リスクに配慮したコミュニケーションとなる見通し

7~9月期の実質GDPは前期比+0.2%（年率+0.7%）と緩やかなプラス成長を予測。物価高に加え、地震・台風が重石となり、回復ペースは緩やか

11月15日（金）、内閣府より7~9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+0.2%（年率+0.7%）と予測される（図表）。

家計の賃金上昇等が押し上げ要因になる一方、引き続き物価高が個人消費の重石になることに加え、地震・台風といった一時的な要因も下押し材料となり、7~9月期は緩やかなプラス成長となる見通しだ。日本経済は2023年後半以降の停滞からは持ち直している一方、前年比は+0.3%にとどまり、経済活動の回復ペースとしては物足りないと言えるだろう。

図表 2024年7~9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2期連続の増加。高水準の賃上げが押し上げ。自動車販売の持ち直しや猛暑効果もプラスに寄与。ただし米類等を中心とした物価高が重石に

需要項目別にみると、個人消費は前期比+0.2%（4～6月期：同+0.9%）と2期連続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、自動車の国内販売の持ち直しや猛暑による押し上げ等を受けて増加傾向で推移したとみられる。

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8月（確報）の名目賃金上昇率は前年比+3.5%、所定内給与は同+2.8%と伸びが高まっている。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、春闘の賃金への反映は概ね終了し、2024年度中の所定内給与の伸びはこれでほぼ定まっ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%近傍と前月から鈍化したが、前月・前々月の特別給与による押し上げ効果の剥落が主因であり、均してみれば基調としての実質賃金は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。自動車の国内販売が回復したことに加えて（7～9月期の新車販売台数（みずほリサーチ&テクノロジーによる季節調整値）は前期比+6.0%と増加している）、猛暑の影響で夏物衣類が好調だったほか、地震・台風の影響で防災用品・保存食の需要が高まったこと等が財消費の押し上げ要因になっただろう。サービスも南海トラフ地震臨時情報や台風の影響が重石になったものの、実質所得の改善を受けて増加傾向で推移したとみられる（JCB/ナウキャスト「JCB 消費NOW」でみると7～9月期のサービス（みずほリサーチ&テクノロジーによる実質ベースの季節調整値）は前期比+2.6%と増加している）。

ただし、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る点には注意が必要だ。政府による「酷暑乗り切り緊急支援」を受けて9月の全国総合CPIの前年比は+2.5%と前月から鈍化したものの、生鮮野菜価格や米類など家計にとって購入頻度の高い品目の価格が高騰しており、購入頻度の高い食品の価格上昇が家計の節約志向を強めることで非耐久財消費を中心に下押ししたとみられる。9月の消費者態度指数をみても「雇用環境」や「収入の増え方」が改善する一方で「暮らし向き」が悪化したため、総合指数は小幅な改善にとどまっている。9月の景気ウォッチャー調査の現状判断DI（家計動向関連）も小売やサービスを中心に前月から悪化するなど、家計の消費マインドは伸び悩んでいる様子がうかがえる。

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個人消費

設備投資は横ばい。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なる一方、人手不足による供給制約に加え、台風等の一時的な要因が下押し材料に

の回復ペースの鈍さ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。さらに、消費者態度指数について世帯主の年齢別に「収入の増え方」をみると、39歳以下が改善する一方で40歳以上59歳以下は足元で弱含んでおり、若年層に比べて中年層は収入増に対して自信を持っていない模様だ。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。

なお、10月の日本銀行の地域経済報告（さくらレポート）をみると、個人消費は様々な面で「二極化」が顕著になっていることが確認出来る。個人消費関連コメントをみると、所得層・価格帯別では、富裕層・インバウンド客による高額消費が堅調である一方、一般消費者層では節約志向が強い様子が見え始める。年齢層別では、賃上げを受けて若年層の消費が積極化しつつある一方、高齢者の消費は伸び悩んでいる模様だ。企業側とすれば、こうした動向を意識してきめ細かな価格設定・商品戦略を検討する必要があるだろう。

設備投資は前期比+0.0%（4～6月期：同+0.8%）と、横ばいでの推移を予測する。法人企業統計でみた4～6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みられる。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、実質ベースで4～6月期は前期比▲0.9%、7～8月平均の4～6月平均対比は▲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

住宅投資は住宅建築コスト上昇を受けて小幅マイナス。民間在庫投資の寄与度は+0.0%Pt

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。

民間需要のその他項目は、住宅投資が前期比▲0.1%（4～6月期：同+1.7%）と、2期ぶりに減少したと見込まれる。4月は貸家・分譲マンションの着工戸数が一時的に上振れたものの、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推移しており、進捗ベースの住宅投資も小幅な減少を予想する。

在庫投資の寄与度は+0.0%Pt（4～6月期：▲0.1%Pt）と予測する。仕掛品（内閣府推計値）等が押し上げに寄与した一方、製品在庫が下押しに寄与した模様だ。ただし、法人企業統計（12月2日公表予定）の結果が反映される2次速報値（12月9日公表予定）で修正される可能性がある。

公的需要はマイナス。政府消費は増加の一方、公共投資は前期の大幅増の反動でマイナス

公的需要は、前期比▲0.2%（4～6月期：同+0.8%）と3期ぶりのマイナスが見込まれる。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ることで、公共投資は前期比▲2.4%（4～6月期同+4.1%）と2期ぶりに減少したと予測する（先行指標となる4～6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▲4.5%と減少している）。政府消費については、医療費等が増加し、前期比+0.3%（4～6月期：同+0.1%）と増加傾向が続いたとみられる。

輸出は2期連続の増加。財輸出はアジア向けの半導体関連等を中心に増加。インバウンド需要は伸び悩み。外需寄与度は3期ぶりのプラス

輸出は前期比+2.1%（4～6月期：同+1.5%）と2期連続の増加を予測している。

7～9月期の財輸出は、台風の影響による工場の稼働停止や海外経済の減速等が自動車等の重石になった一方、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等を受けて、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）等を中心に増加した。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ている点には留意が必要だ。中国は7～9月期の実質GDP成長率が前年比+4.6%と前期比小幅減速となり、政府目標（「+5%前後」）の達成が危ぶまれる状況だ。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出来ない。中国の内製化性向（生産指数÷輸入数量指数）はコ

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が一服し、伸び悩んだとみられる。9月の訪日外客数は287万人と高水準を維持しており、2024年内の訪日外客数の3,500万人超えが現実味を帯びてきた状況である一方、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。

輸入は前期比+1.5%(4〜6月期:同+1.7%)と2期連続のプラスになったとみられる。通信機や自動車(EV等)を中心に増加した。

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(4〜6月期▲0.1%Pt)と成長率に対してプラス寄与になったと予測される。

10〜12月期は実質賃金の改善を受けて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

以上のとおり、7〜9月期はプラス成長で推移するものの、海外経済減速や物価高に加え、地震・台風も重石になり、夏場の経済活動の回復ペースが緩やかであったことを示す内容になる可能性が高いと予測する。

10〜12月期は、既往の利上げの影響で減速が見込まれる米国、ドイツを中心に不振が続く欧州、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一方、高水準の企業収益が賃金や設備投資に回ること、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。

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)は前年比+3%程度の伸びが続くことが見込まれる一方、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9月以降の電気代・ガス代の前年比上昇率が再び低下するため、10〜12月期の実質賃金は前年比プラスで推移すると予測している(10月には昨年10月にガソリン代・都市ガス代の補助金が半減されたことの裏が出る影響もあり、エネルギーの伸び率はさらに縮小する見込みである)。基調的な実質賃金の回復を受けて、個人消費も増加基調で推移するとみている。ただし、実質賃金前年比のプラス幅は0%台半ば程度が見込まれ、これまで2年以上過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ず、個人消費の回復も緩やかなものになるとみている。米類を中心とした食料の価格上昇等を受けて10月の消費者態度指数は低下しており、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、世界的な半導体市場の回復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るだろう。ただし、前述した建設業等の人手不足が下押し要因となることで強気な計画対比で見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、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に成功する可能性は高いとみている。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）。欧州経済についても、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年にかけて低成長が続く可能性が高い。10月のユーロ圏総合PMIも2カ月連続で50割れとなっており、景況感の低迷が続いている。さらに、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。特に中国

日本銀行は10月の金融政策決定会合は現状維持を決定。メインシナリオとして次の追加利上げは来年1～3月期を予想も、円安が進展すれば12月利上げの可能性も

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）。

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。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等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。中国からの訪日客数が伸び悩んでいる背景に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買い物代や平均泊数（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。

前述したように賃金の上昇が確認される中、市場では日本銀行の追加利上げの時期に関心が集まっている。日本銀行は本日の金融政策決定会合で金融政策の現状維持を決定した。（追加利上げを判断するのに）時間的な余裕はある、といったこれまでの植田総裁の説明を踏まえれば、今回の現状維持決定は事前に想定されていたことである。米国経済・金融市場の動向等を引き続き慎重に見極めたいと日本銀行は考えたということだろう。

経済・物価動向については、現時点では概ね日本銀行の想定内（オントラック）で推移していると言える。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）を受けて一般労働者の所定内給与（共通事業所ベース）が前年比+3.0%まで上昇しており、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十分に考えられる（筆者も、前述したように実質賃金の改善を受けて個人消費は回復基調で推移するとみている）。ただし、「本丸」の消費者物価については、今のところ賃金上昇が十分に波及しているとは言い難い点には注意が必要だ。企業の価格改定が集中するタイミングであるということで注目された10月の東京都区部の消費者物価指数は、日銀版コアCPI（生鮮食品・エネルギーを除く総合）は同+1.8%（9月：同+1.6%）と加速した。特に上昇が目立ったのは食料であり、同+62.3%と高騰した米類を中心に、生鮮食品を除く食料は同+3.8%と上昇率が大きく拡大した。一方で、一般サービスは同+1.1%（9月：同+1.2%）と減速しており、期待されていたほど労務費上昇分を価格に転嫁する動きは広がっていないことが示唆される。足元では大手牛丼チェーン店が期間限定で値下げを行うなど、価格を引き下げること顧客を取り込む動きも一部にみられた。個人消費が力強さを欠く中で、価格転嫁に対する企業の慎重姿勢は依然として根強いということなのだろう

う。今回の都区部の結果は、日本銀行にとって「オフトラック（日本銀行の経済・物価見通しから外れている）」とまではいかないまでも、利上げを後押しするほどの材料にはならないと言えるだろう。

当面の日本銀行の金融政策運営は、経済・物価動向よりも、為替相場に左右される展開となりそうだ。後述するように衆院選結果を受けて与党の政権基盤が不安定な状況であることに加え、足元までの経済・物価動向を見る限り利上げを急ぐ必要はないと考えられるが、（海外要因も相まって）円安が進展した場合には12月の金融政策決定会合で利上げが行われる可能性も否定できない。この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したい（特に、「時間的な余裕はある」という表現が使用されるかどうか注目点であろう。本稿執筆時点では、ハト派的な情報発信で円安が加速するリスクに配慮し、「時間的な余裕はある」との表現を使用しないなど、12月利上げの可能性を排除しないようなコミュニケーションになるのではないかと予想している）。

筆者は、日本銀行が目指す2%物価目標は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いずれ難しくなる）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。今後の企業収益の動向や2025年春闘に向けての動き（12月頃に決定される連合の「方針（春季生活闘争方針）」等）に注視する必要があるが、現時点では、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年の賃上げ率が鈍化する可能性が高いとみている。4～6月期の法人企業統計で経常利益が売上高の増加・限界利益率の上昇により過去最高水準を更新した点は好材料だが、中堅・中小規模の製造業の限界利益率は水準が低く、原材料費上昇を十分転嫁し切れていないことがうかがえるほか、相対的に限界利益率の改善幅が大きい中堅・中小規模の非製造業も業種別にみるとバラつきが大きく、特に運輸・郵便や飲食サービス、生活関連サービス、医療・福祉等は価格転嫁が遅れている模様だ。大企業を含めた企業全体としてみれば企業収益は堅調に推移しているが、円安一服や人件費上昇等を受けて増益率は（2桁増益を記録した22～23年対比で）減速に向かうことが見込まれ、現時点では2025年の賃上げ率は4.3%（中小企業は3%台）と例年対比では高水準ながらも前年対比でみれば鈍化すると予想している。コスト要因として賃上げを捉えると2%物価目標達成のためには定期昇給分込みで4%台後半以上の賃上げ率が必要と考え

られるが、来年の賃上げ率はやや物足りない水準での着地となるだろう。日米金利差縮小に伴う緩やかな円高進展等を背景に輸入物価の上昇圧力が一般化するほか、外国パック旅行費による押し上げ効果（特殊要因）のはく落等も踏まえ、コアCPI前年比は2025年後半に+2%を割り込むとの見方が筆者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、次回利上げは来年1～3月期（前述したように円安が進展した場合は今年12月もあり得る）、7～9月期の計2回（0.75%まで）を想定している（後述するように先行きの日本経済の回復ペースは緩やかなものになることが見込まれ、半年ごとに1回の緩やかな利上げペースとなる可能性が高いとみている）。前述したように来年後半にはコアCPI前年比が+2%を割り込むとすれば、日本銀行も来年7～9月期に0.75%まで政策金利を引き上げた後は様子見姿勢に転じざるを得ないと予想している（なお、政策金利の引上げを受けて長期金利は2025年度にかけて1%台前半まで上昇し、日米金利差の縮小のもとでドル円相場は2024年度末に140円台前半、2025年度末に130円台半ばまで緩やかに円高が進展することを見込んでいる）。

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なり、回復ペースは緩やかに

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ベースでみた所定内給与前年比は9月以降にプラスで推移す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、物価高が重石になる構図は続く（前述したように2%以上の基調的な物価上昇が来年度まで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跳ね返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(ベア分で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。建設業の人手不足は構造的に継続するとみられ、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、北海道・奈良県・沖縄県・愛知県・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。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欧米経済の減速や、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▲2.4%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、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等が懸念材料として燻っている点に留意が必要だ。後述するトランプ氏が大統領に就任する場合の政策変化も相まって米国のインフレが再燃すれば、米国の利下げ停止・利上げ再開で円安が急激に進展し、日本の交易条件が悪化してしまう可能性も考えられる）。

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、2025年度上期までに0.75%までの緩やかな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。みずほリサーチ&テクノロジーズは中期的な期待インフレ率（合成予想物価上昇率（10年後））は足元で1%台半ば～後半程度で推移していると推計しているが、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0.75%はその半分程度の水準であるため、日本銀行としても「緩和的な金融環境」だと無理なく主張できるだろう。ただし、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、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る（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

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

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、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。日銀短観9月調査における雇用人員判断DI（「過剰」－「不足」）は、全規模・全産業で▲36%Ptと大幅なマイナス（不足超）が継続しており、1991年以来約33年ぶりのマイナス幅となっている。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「低成長下の高インフレ」、あるいは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（4～6月期時点で▲0.6%の需要不足）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（石破首相は秋にも編成が見込まれる経済対策について、前年を上回る規模の経済対策を編成するとの考えを既に表明しておく）。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。

日本経済のみならず世界経済への影響が大きいイベントとして、11月に控える米大統領選に注目が集まる。日本企業としても、民主党ハリス氏と共和党トランプ氏のいずれの候補者が勝利するパターンも想定しながら、ビジネス計画を組むことが求められる。

インフレや高金利により低・中所得層の生活は困窮しており、格差拡大に対する不満から米国民は自身の生活を第一優先とする「内向き」な政策を要求する意向を強めている。これを受けて、アプローチは異なるものの両候補は米国民、特に低・中所得層を最優先する政策に傾倒している。ハリス氏は米国の「公平性の維持」を目的に、富裕層から低・中所得層への所得移転を促す分配政策を推進する方針を掲げる一方、トランプ氏は米国人の「経済的利益」を追求し、関税等で外国製品を排除し製造業者の生活の保護を図る方針を掲げている。外交・通商政策については、両候補ともにこれまでの保護主義的な政策を踏襲する見込みであり、特にトランプ氏の閉鎖的な通商・移民政策は国内のインフレを再び押し上げるリスクが考えられる。

両者の政策は、米国の低・中所得層の利益を追求することが目的であり、富裕層や大企業、もしくは、日本を含めた外国企業は恩恵を受けにくい。日本企業は、いずれの政権となった場合でも、法人税や関税の負担増が予想される。両者の内向き政策がもたらすコストの所在や大小に注意を払いながら、大統領選後の変化に備えておく必要がある。特にトランプ氏が当選する場合は、政策予見性が低下することに加えて、通商政策や為替の変化にも警戒が必要だろう。

日本の投資残高と輸出額を国別にみると、いずれも米国が最大のパートナ

米大統領選を受けて米国の経済政策は米国内の低・中所得層の利益を追求する内容に傾倒。日本企業は、いずれの政権となった場合でも法人税や関税の負担増が予想される。両者の内向き政策がもたらすコストの所在や大小に注意を払いながら、大統領選後の変化に備えておく必要

一であり、投資・輸出ともに自動車産業の結びつきが強い。トランプ氏が普遍関税を導入する場合は、日米間の貿易取引には大きな影響が生じるだろう。在米日本企業の海外調達率は50%（うち中国は1.5%）に上り、在米日本企業は関税引き上げに伴う悪影響を受けやすい構造にある（みずほリサーチ&テクノロジーズの試算では、仮にトランプ氏が日本に対して+1%PTでも関税を引き上げた場合、トランプ減税の恩恵は帳消しになる）。

また、トランプ氏が当選し、閉鎖的な通商・移民政策が実施されればインフレ圧力が再燃し、FRBは利下げ停止を求められるリスクが高まるだろう。その場合、長期金利は4%半ばまで上昇し、ドル円相場も1ドル=160円程度まで円安が進展することも考えられる。輸出比率が高い上に海外子会社からの配当も円安で膨らむ大企業・製造業の利益率が大きく改善する一方、価格転嫁が十分にできない中小・製造業、内需に依存するサービス業等を中心に企業収益が下押しされるだろう。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が強まることで個人消費が停滞してしまうことも懸念される。

産業との関連では、トランプ氏が掲げる政策の中でも環境・エネルギー政策、とりわけインフレ抑制法（IRA）の修正は影響が大きい。中長期的に環境対策が進む流れは変わらないだろうが、投資時期の見極め等が一層重要になるだろう。対中政策についても、大きな方向性は変わらないものの、自国主義がさらに先鋭化する中で、日本企業は、米国にコミットして米国で稼ぐか、米国を離れ米国以外で稼ぐか選択を迫られるリスクがあるだろう。

10月27日に投開票が行われた衆院選は、自民・公明両党の獲得議席数が過半数を割り込み、与党の大敗となった。石破首相は国民民主党や日本維新の会など一部の野党との政策的な連携（パーシャル連合）を模索しながら政権の維持を目指すことになることが見込まれるが、石破政権が継続するとしても国民民主党等にキャスティングボートを握られる内閣となり、政策運営の不安定性は高まる。国民民主党や日本維新の会は所得税・消費税の減税や金融緩和継続をこれまで主張しており、こうした野党の意向にも配慮する形で大規模な財政出動・金融緩和が継続される公算が大きいだろう（特に、今回の選挙で躍進が目立った国民民主党との連携を石破首相としても重視することが見込まれ、国民民主党が掲げる政策をどこまで受け入れるかが今後の焦点になるだろう）。

前述したように、日本経済は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求められる状況であり、今後策定が予想される経済対策においては、「完全なデフレ脱却」を目指して過度な需要刺激策を打ち出すようなことは控え、供給力強化に資する施策にフォーカス

総選挙は与党が大敗。石破首相は国民民主党など一部の野党との政策的な連携を模索するが、政策運営の不安定性は高まる。野党の意向にも配慮する形で大規模な財政出動・金融緩和が継続される公算が大きい。労働生産性・実質賃金の上昇に向けた取組みに加え、少子化対策・財政健全化といった中期的な課題への対応を忘れてはならない

すべきであると筆者は考える。一方で、与党の政治基盤が不安定な状況では、効果が出るまでに時間がかかるような成長戦略よりも、大規模な財政出動・金融緩和といった政策が優先されやすい（実際、今回選挙後に金融市場は株高・円安が進んだが、今後の財政出動や金融緩和の継続が市場で意識された面もあるだろう）。石破首相はこれまでに「前年を上回る規模の補正予算を編成」する意向を示している。前年の補正予算の追加歳出規模は約13兆円であり、今秋に編成が見込まれる経済対策はそれを大幅に上回る大規模なものになる可能性が高い。

なお、筆者は大規模な財政出動の必要性は低いと考えており、特に消費税減税は税収の減少幅に照らして慎重に判断すべきとの立場だが、国民民主党が主張する基礎控除等の引上げについては一定の合理性があるとみている。物価上昇見合いで賃上げが行われた結果として、実質賃金は上がってなくても名目所得が上昇することで直面する所得税の限界税率が上昇し（ブラケット・クリープ）、可処分所得の伸びが抑えられてしまうため、個人消費の引上げのためには何らかの手当ては必要と考えられる。その点で、税率が変化する課税所得の閾値、課税最低限など名目金額で規定されている制度について賃金・物価上昇の実勢に合わせて見直すことは自然であろう。基礎控除等を103万円から178万円に引き上げることで国・地方の合計で年間7.6兆円程度の減税規模になるとの政府試算が報じられており、マクロモデルを用いた試算では、約7.6兆円の所得税減税により実質GDPを+0.3%程度押し上げる計算となる。「（103万円の）年収の壁」への対応となることで労働供給にもプラスの効果が期待できる。ただし、社会保険料の支払いが発生することで手取り額への影響がより大きくなる「130万円の壁」は残っており、名目の金額ベースで設定されている社会保障制度の改革も合わせて検討する必要があるだろう。また、税率の高い高所得者ほど減税額が大きくなり、税収の減少幅も巨額となるため、上記の「130万円の壁」との整合性も含めて178万円の水準まで引き上げるのが妥当かどうか、所得階層別に基礎控除額の差を設けるのか等については（他の物価高対策との関係をどう整理するかも含めて）検討する必要があるだろう。いずれにせよ、減税策については税制改正が必要となり、具体的な制度設計（上記の社会保障制度との整合性の検討等）についてはこれから検討が進んでいくとみられ、経済対策の動向について引き続き状況を注視していく必要がある。

一方で、石破政権は、労働生産性の上昇を通じて日本経済の成長力を中期的に高める取組み、さらには岸田政権が積み残した課題への対応を怠ってはならない。日本経済の成長力を高める観点では、人的資本投資や省力化投資の促進等による労働生産性・実質賃金の上昇が重要であり、特に中小企業の

生産性上昇が大きな鍵になる。これまで石破首相は「物価上昇を上回る賃金上昇」実現のため労働分配率の引き上げの必要性を主張しており、その一環として最低賃金を2020年代に1,500円まで引き上げる方針を掲げているが、今後5年間で平均7%を上回る引き上げ幅が必要となり、現実的には非常にハードルが高い目標と言える。(最低賃金の引上げ目標の実現可能性の議論はいったん脇に置くとしても)人手不足で賃金上昇圧力が高まる中で、中小企業の労働生産性の上昇が不可欠であることは間違いないだろう。

近年の実質賃金の低下は交易条件悪化や労働分配率低下による面が大きく、まずは賃上げ余力が十分な大企業を中心とした労働分配率の引き上げで経済全体の購買力・消費需要が増加すれば中小企業の売上増加期待・賃上げ余力の拡大にもつながるだろう。一方で、大企業と中小企業の収益力(売上高経常利益率)の格差が拡大しており、大企業に比して中小企業は賃上げ余力が乏しい点を踏まえれば、同時に中小企業の労働生産性を高めることが重要だ。省力化投資補助金の使い勝手を向上させるほか(省力化製品の購入だけでなくリース・レンタルも含めた支援を拡充する等)、政府・金融機関が連携して金融面等で支援することが重要であろう。加えて、中小企業の「稼ぐ力」を高めるためには、ビジネスモデルの転換も必要になると考えられ、ビジネスノウハウ(事業再構築補助金の活用に向けた事業計画の作成ノウハウ等)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、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。

岸田政権が積み残した課題としては、少子化対策や財政健全化など、中期的な構造問題への対応を忘れてはならない。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(先行研究においては、男性の家事参加や若年世代の所得向上が子育て世帯向けの給付以上に出生率改善につながる可能性が示されている)。「人への投資」の促進や、働きながら子育てできる環境整備により、中期的に家計所得を増加させるとともに出生率を改善させることができれば、長い目でみれ

ば財政・社会保障制度の持続可能性を高めることにも寄与するだろう（ただし、少子化対策の効果が顕在化するまでには長期間を要するため、移民の受け入れ拡大に向けた社会的な環境整備を進めることも重要になる）。

財政については、岸田前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。前述したとおり政治情勢が不安定な状況下で財政出動の規模が膨らむ可能性が高い点も懸念材料だ。ガソリン代や電気・ガス代に対する補助金は延長される可能性が高いとみているが、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」色が強い（この点では前述したように基礎控除等の引上げによる所得税減税についても同様の側面が発生してしまう）。国民民主党が主張するトリガー条項の凍結解除についても、（ガソリン代補助と同様に）低所得者ほど負担軽減額が少なくなることや、そもそもガソリン車を所有していない世帯には直接恩恵がないことなど政策としての効率性・公平性の観点から問題がある点には留意する必要がある。物価高に対する家計の生活支援という観点からは、低所得者に対する手当は別途給付措置などにより行ったうえで、ガソリン補助金を段階的に縮小させ、消費需要をガソリンからEVや省エネ商品に向かわせる等の政策を検討することが望ましい。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ことで、真に支援が必要な家計に重点化した施策にシフトしていくことが必要だ。石破首相が掲げる地方創生についても、交付金を倍増する方針が掲げられる一方で具体的な施策内容は不透明であり、単なる地方へのバラマキにならないよう、これまでのデジタル田園都市国家構想に係る取組みも含めて施策の費用対効果の検証が必要になる。EBPM（エビデンス・ベースト・ポリシー・メイキング）の促進が一層求められるだろう。

賃金・物価が持続的に上昇するとなれば前述したように課税最低限の引上げ等の税制改正が行われる可能性があることに加え、人件費等の上昇に伴い公共事業関係費や文教及び科学振興費等の歳出額（名目額）にも増加圧力が働く。さらには高齢化により社会保障費用の増加が見込まれる点を踏まえれば（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を深める必要がある。様々な分野で歳出増加圧力は高まることが予想される一方、政策運営が不安定な状況の中で、こうした中期的な課題への対応が遅れ

ることが日本経済の大きなリスクになり得ると筆者は考える。

【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。