

2024. 5. 16

【日本 GDP（24 年 1－3 月期）】



フェロー チーフエコノミスト  
小玉 祐一

## 2 期ぶりのマイナスも今後は回復へ ～実質賃金の動向がカギを握る～

### ポイント

- 1－3 月期の日本の実質 GDP 成長率は前期比▲0.5%（年率換算：▲2.0%）と 2 期ぶりのマイナス。市場予想（前期比▲0.3%、年率換算▲1.2%）をも下回った
- 物価高の影響が尾を引いているが、今期に関しては自動車メーカー等の認証不正問題や、前期の輸出の高い伸びの反動、能登半島地震といった特殊要因もあった。先行きの見通しは逆に上向きつつある
- 米国経済の安定、昨年を上回る賃上げ、半導体市況の底打ち、株価の上昇、政府の経済対策等が 2024 年度の日本経済を支えると予想。リスクは、中国景気の再度の腰折れ、地政学リスクの深刻化、一段の円安進行など。中期的には賃上げの持続性が焦点に

### 1. 2 期ぶりのマイナス成長に

1－3 月期の日本の実質 GDP 成長率は前期比▲0.5%（年率換算：▲2.0%）と、2 期ぶりのマイナス成長となった。10－12 月期は同+0.1%から同+0.0%へと下方修正されたものの、かろうじてプラス圏に踏みとどまったため、3 期連続のマイナスは免れた。ただ、マイナス幅は市場予想（前期比▲0.3%、年率換算▲1.2%）を上回り、当研究所の予想（同▲0.5%、▲2.1%）にはほぼ一致する結果となった（図表 1、2）。前年比でも▲0.2%と、2021 年 1－3 月期以来 3 年ぶりのマイナスとなった。

2023 年度通年の伸びは前年比+1.2%と、伸び幅は 2022 年度の同+1.6%を下回ったものの、3 年連続のプラスとなった。ただ、これについては 2022 年度に顕著となったコロナ禍後の反動増的な伸びの影響で、2023 年度は+1.0%のゲタ（2023 年度が 4 四半期すべて前期比ゼロ成長でも達成できる通年の伸び率）を履いてのスタートとなっていたことも大きい。

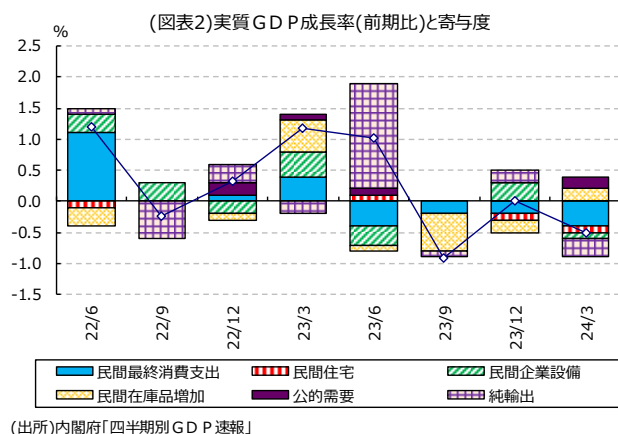
直近 3 四半期の数字を見る限り、すでに景気後退入り

（図表 1）当研究所の実質 GDP 成長率予想と実績

| (前期比, %)          | 当研究所予想     |      | 実績         |      |
|-------------------|------------|------|------------|------|
|                   | 2024年1-3月期 |      | 2024年1-3月期 |      |
|                   |            | 寄与度  |            | 寄与度  |
| 実質 GDP            | -0.5       | -    | -0.5       | -    |
| 前期比年率             | -2.1       | -    | -2.0       | -    |
| 民間最終消費支出          | -0.3       | -0.2 | -0.7       | -0.4 |
| 民間住宅投資            | -1.8       | -0.1 | -2.5       | -0.1 |
| 民間企業設備            | -1.2       | -0.2 | -0.8       | -0.1 |
| 政府最終消費支出          | 0.2        | 0.0  | 0.2        | 0.0  |
| 公的固定資本形成          | 1.0        | 0.0  | 3.1        | 0.2  |
| 民間在庫品増加(寄与度)      | -          | 0.1  | -          | 0.2  |
| 純輸出(寄与度)          | -          | -0.3 | -          | -0.3 |
| 財貨・サービスの輸出        | -3.5       | -0.7 | -5.0       | -1.1 |
| 財貨・サービスの輸入        | -2.3       | 0.4  | -3.4       | 0.8  |
| 名目 GDP            | -0.1       | -    | 0.1        | -    |
| 前期比年率             | -0.5       | -    | 0.4        | -    |
| GDP デフレーター(前年同期比) | 3.1        | -    | 3.6        | -    |

（出所）内閣府公表資料より明治安田総研作成

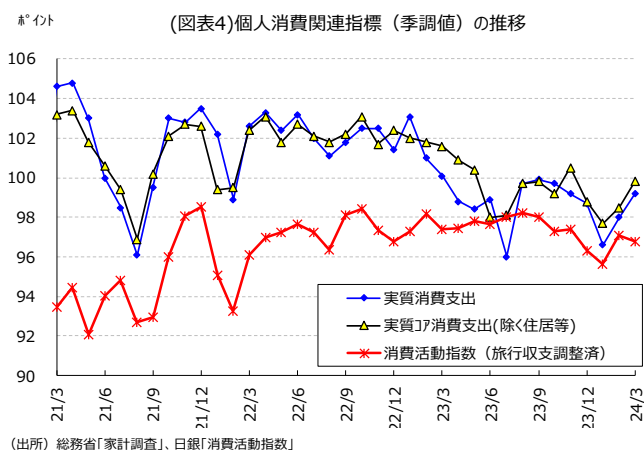
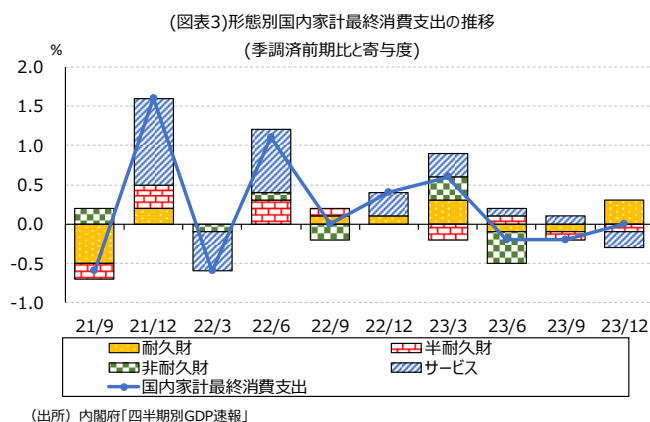
していると判断されてもおかしくないほどの弱さだが、今期に関しては特殊要因も働いている。一部自動車メーカー等の認証不正問題に伴う出荷停止の影響が内需の両輪である個人消費と設備投資を下押ししたほか、10-12月期に特殊要因で伸びた反動で、輸出が大幅マイナスとなったことが大きかった。ここへきて、先行きの見通しはむしろ改善している。4-6月期の成長率は5四半期ぶりのプラス転換が有力で、その後も2025年度にかけて回復基調が続くとみる。



## 2. 個人消費は4-6月期以降回復へ

1-3月期の民間最終消費支出は前期比▲0.7%の大幅マイナスとなった。これで4期連続のマイナスで(2023年4-6月期:同▲0.7%、7-9月期:同▲0.3%、10-12月期:同▲0.4%)、世界金融危機の最中にあった2009年1-3月期に、同じく4期連続のマイナスを記録して以来のこととなる。継続的な物価高の下押し圧力に加え、今期に関しては一部自動車メーカー等の認証不正問題がダブルパンチとなった結果である。

形態別国内家計最終消費支出を見ると(図表3)、耐久財が前期比▲12.2%(寄与度:▲0.6%ポイント)、半耐久財が同+0.2%(同+0.0%ポイント)、非耐久財が同▲0.1%(同▲0.0%ポイント)、サービスが同+1.0%(同+0.3%ポイント)で、耐久財のマイナス寄与が突出している。これは自動車の販売不振によるものである。逆にサービスのプラス幅は5四半期ぶりの大きさとなった。2月までの暖冬による外出需要の増加等を反映した可能性があるが、暖冬は一方で冬物衣料等の季節性消費の抑制につながっている。他の主要消費関連指標をみても、日銀の消費活動指数(旅行収支調整済)や総務省の実質消費支出(除く住居等)はいずれも冴えない動きとなっている(図表4)。コロナ禍後の反動増的局面の一巡に伴い、物価高の影響がより目立つ形になってきた結果である。



ただ、4月以降はいよいよ2024春闘の結果が個別企業の給与に反映され始める。5月8日に公表された春闘の第5回回答集計結果は、定期昇給を含めた賃上げが5.17%、ベアが3.57%といずれも高水準を維持している。160円/ドルを大きく超えるような円安や、原油価格の高騰がなければ、実質賃金は7-9月期にもプラス転換する可能性が高い。6月からは政府による定額減税もスタートする。3.6兆円前後の規模と見込まれ、当研究所の経済モデル(OEGM)によれば2024年度の実質GDPが0.25%押し上げられる。家計の消費マインドも改善傾向にある。3月の消費者態度指数は39.5ポイントと前月から0.5ポイント改善した。これで6ヵ月連続の改善となる。個人消費は4-6月期以降徐々に持ち直し、来年度にかけても、実質賃金のプラス基調が続く下で底堅い推移が続くと予想する。

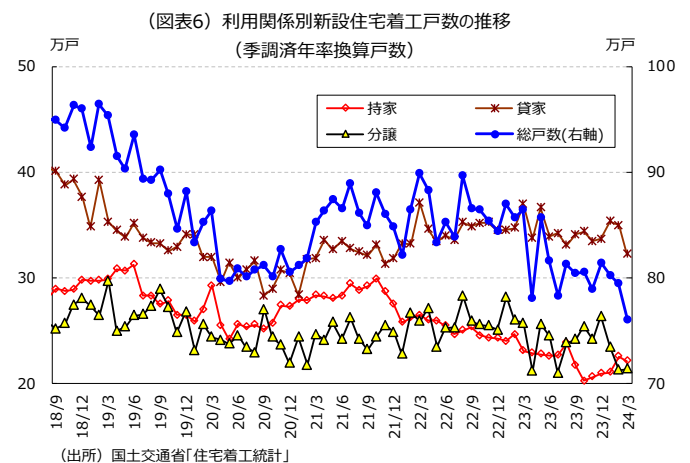
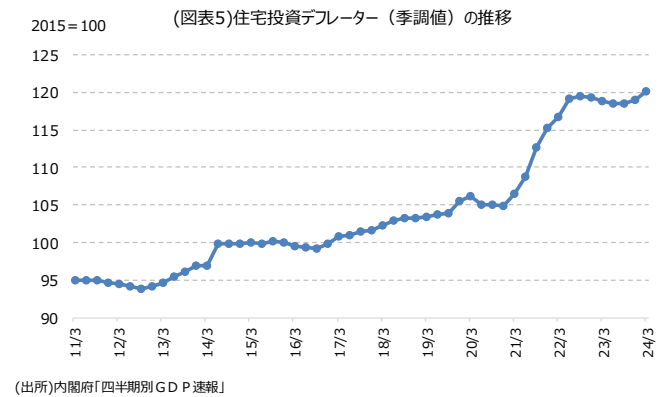
### 3. 住宅投資は低迷持続か

1－3月期の民間住宅投資は前期比▲2.5%（寄与度：▲0.1%ポイント）と、3期連続のマイナスとなり、マイナス幅も拡大した（2023年7－9月期：同▲0.9%、10－12月期：同▲1.4%）。住宅販売価格が高騰している影響が大きい。民間住宅投資デフレーターはコロナ流行当初の2020年との比較で約15%高い水準にあり、足元では再び上昇に向かう気配を見せている（図表5）。

国土交通省発表の新築住宅着工戸数を利用形態別に見ると、元々戸当たりの単価が高い持家の減少基調が顕著である（図表6）。4月のさくらレポート（日銀地域経済報告）における住宅投資の判断を見ると、全9地域中3地域で下方修正された。近畿が横ばい圏内としている以外、すべての地域で「減少」、「弱い」、「弱め」という表現が用いられている。

資材価格の上昇ペースは一時より鈍っているものの、人件費や物流費も住宅販売価格の上昇圧力となっており、住宅取得を見合わせる層が増えている。持ち家は今後も低迷が続く可能性が高い。分譲も、元々低価格が武器の建売住宅の価格上昇などが販売件数の低下につながっている。ただ、一部大都市では富裕層を中心に分譲マンションの販売が好調で、分譲住宅にとっては一定の下支えになるとみられる。貸家はこれまで相続税対策としての底堅い需要が支えていたが、借入金利の上昇に伴う投資利回りの低下で、投資家のスタンスが慎重化する兆しが見える。

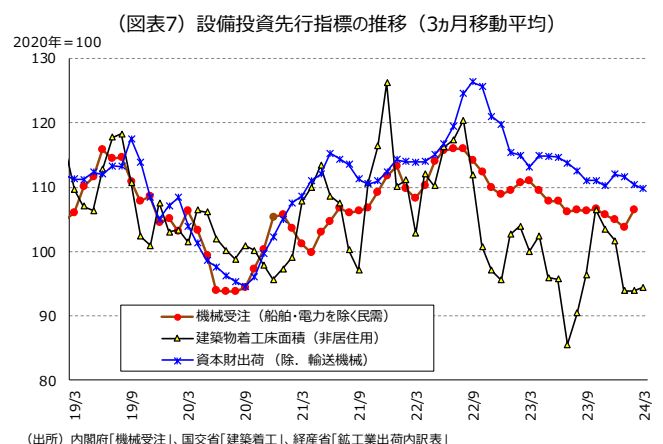
新規購入を諦めて同じところに住み続ける人が増える結果、リノベーションや修繕等の需要は好調な推移が見込まれるが、住宅投資全体では均せば停滞気味の推移が続くと予想する。こうした住宅市場の現状は、日銀が利上げに際し慎重なスタンスで臨む理由になると考えられる。



### 4. 人手不足のなかで設備投資は回復へ

1－3月期の民間設備投資は、前期比▲0.8%（寄与度：▲0.1%ポイント）となった。2期ぶりのマイナスだが、直近1年で3回目の前期比マイナスである（2023年4－6月期：同▲1.7%、7－9月期：同▲0.2%、10－12月期：同+1.8%）。今期は能登半島地震による生産停止や、自動車メーカー等の認証不正問題の影響による機械投資の不振などが影響した。

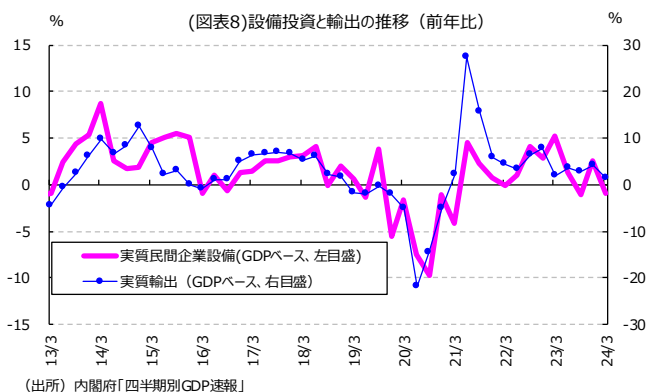
設備投資の先行指標である資本財出荷（除、輸送機械）や機械受注（船舶・電力を除く民需）、建築物着工床面積等は総じて一進一退の推移が続いている（図表7）。ただ、3月の月例経済報告では、内閣府と財務省の調



査で 2024 年度の設備投資計画が高水準となったことを受け、設備投資を「持ち直しに足踏みがみられる」から「持ち直しの動きがみられる」に上方修正した。日銀短観をはじめ各種調査で示されている設備投資計画も引き続き好調である。

製造業では、部品の供給制約緩和や EV 対応で自動車産業の投資継続が予想される。デジタル化の加速に伴い半導体製造装置や半導体材料、データセンター、AI 関連の投資増も見込める。非製造業では人流の再拡大を受け、鉄道の安全対策や航空機関連、ホテル、テーマパーク関連等の投資が拡大している。都心の大型ビジネス拠点の再開発投資も継続する。

リスク要因としては、人手不足の長期化、円安に伴う資材価格の再上昇、海外景気の動向等が挙げられる。1990 年代以降、日本経済が外需主導の様相を強めるなかで、設備投資も外需に連動する傾向が強まった（図表 8）。半面、人手不足は省力化投資の誘因にもなる。また、デジタル・脱炭素関連の投資は多少の業績の振れにかかわらず継続的な支出が必要な分野でもあることから、来年度にかけてもある程度堅調な推移が期待できる。

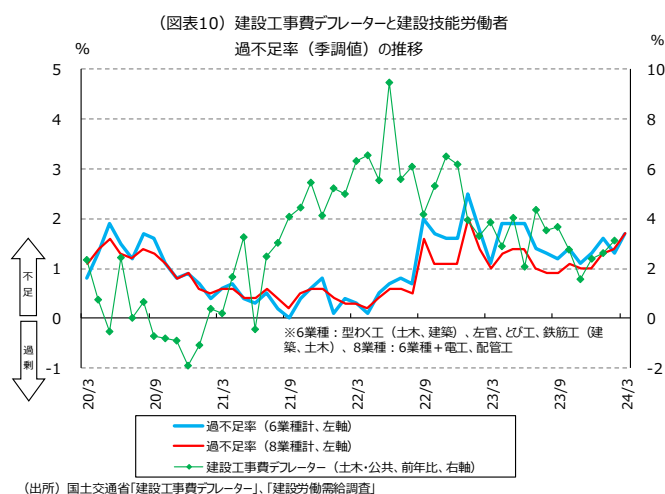
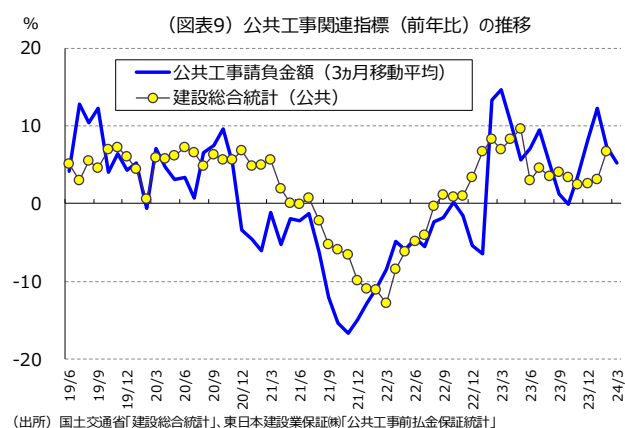


## 5. 公共投資は均せば横ばい

1－3 月期の公的固定資本形成は、前期比+3.1%（寄与度：+0.2%ポイント）と、3 期ぶりのプラスとなった。公共投資は補正予算の執行時期次第で波が得意すが、先行指標である公共工事請負金額は、昨年末以降前年比でプラス圏での推移が続いている（図表 9）。

5 カ年計画である国土強靱化計画に基づく予算執行が進むもとで、公共工事の受注は総じて高水準で推移している。公共事業関係費の予算は今後も前年とほぼ等しい水準が確保される可能性が高い。地域によっては、過去の台風や地震の災害復旧工事も押し上げ要因になっている。一方で、資材の高騰や業者の人手不足を背景とした入札不調や着工遅れが続いている。建設技能労働者過不足率を見ると、足元では不足超幅が再び拡大傾向にある（図表 10）。現場作業員の休日数増加や労働時間短縮といった取組みも工期の長期化につながっている。来年度にかけての公的固定資本形成は、高水準ながらも一進一退の推移が続くと予想する。

なお、政府最終消費支出は、コロナワクチンの接種費用が減少する一方、一般の医療費や介護費が増加したとみられることなどから、10－12 月期：前期比▲0.2%→1－3 月期：同+0.2%とプラスに転じた。



## 6. 輸出はしばらく低迷



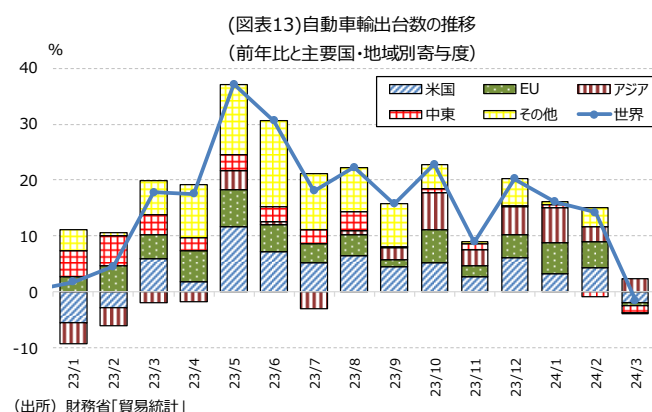
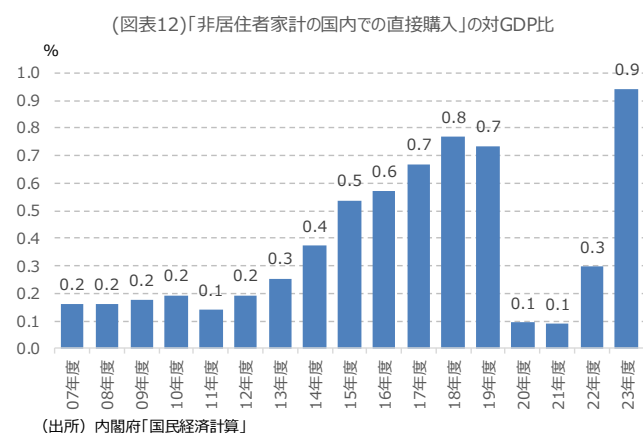
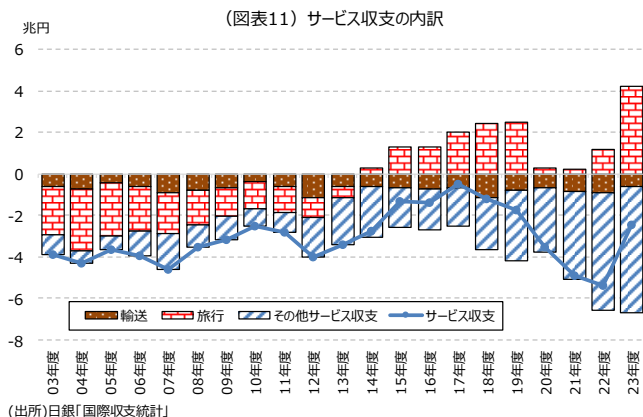
1-3 月期の財貨・サービスの輸出は前期比▲5.0%（寄与度：▲1.1%ポイント）と 4 期ぶりのマイナスとなった。輸出だけでGDP を 1.1%ポイントも押し下げている。財貨、サービス別では、財貨の輸出が同▲4.1%（同▲0.7%ポイント）、サービスの輸出が同▲8.0%（同▲0.4%ポイント）となった。財輸出のマイナスは、不正問題に絡む自動車輸出の落ち込みによるもの。サービス輸出のマイナスは、10-12 月期の高い伸びの反動である。10-12 月期は、本邦の製薬会社が、新型抗がん剤の開発で提携した米国企業から知的財産関連の使用料を受け取った関係で、サービス輸出が大きく伸びていた。

日銀の国際収支統計によれば、このところのサービス収支は、米プラットフォームへの支払いを主因とした「デジタル赤字」の拡大に伴い、赤字トレンドが定着していた。2023 年度のデジタル収支（通信・コンピュータ・情報サービス、著作権等使用料、専門・経営コンサルティングサービスの合計）の赤字幅は 2022 年度の▲5.1 兆円から▲5.6 兆円まで拡大している。ただ、インバウンドの回復に伴う旅行収支の黒字が相殺した結果、2023 年度のサービス収支の赤字幅は前年度の▲5.4 兆円から▲2.5 兆円まで半分以下に縮小した（図表 11）。

GDP 統計では「非居住者家計の国内での直接購入」が主にインバウンドを反映する。サービス輸出に含まれるが、前期比+11.6%と 7 期連続で伸びており、国際収支統計と整合性がとれている。前年比では+83.6%の高い伸びである。この結果、2023 年度の実質 GDP への寄与度は、2022 年度の 0.3%から 0.9%へと大きく拡大し、過去最高となった（図表 12）。

今後もこうした傾向が続くとみられ、サービス輸出は堅調推移が予想される。デジタル赤字の存在にもかかわらず、サービス収支の赤字幅が拡大の一途をたどる可能性も低い。ただし、財輸出の伸びはさらに鈍化する可能性が高い。財務省の貿易統計によれば、1-3 月期の自動車輸出（金額ベース）は前年比+17.6%で、10-12 月期の同+28.6%から大幅に鈍化した。ここまでは部品不足の緩和に伴う挽回生産がけん引役だったが、月次ベースでみるとその勢いが大きく鈍っている様子が確認できる（図表 13）。

中国景気の停滞は長引くことが予想されるのに加え、欧米景気も減速に向かう可能性が高いことを考えれば、2024 年度の輸出に大きな期待はできない。輸出が再び安定的な回復トレンドに向かうのは、欧米が利下げサイクルに舵を切り、さらにその効果が景気に現れ始める 2025 年以降となる可能性が高まっている。2023 年度の通年ベースの輸出は前年比+3.0%と 3 年連続で伸びたが、2024 年度は伸び幅の縮小が避けられない情勢である。



## 7. 先行きの見通しは改善

1-3 月期の GDP 速報は、国内景気の低迷が続いている様子を示したが、先行きの見通しはむしろ改善しつつある。理由は大きく5点である。

まず1点目は、米国経済が安定感を増してきたことである。不安材料が消えることはないにせよ、米経済を巡る「失速か軟着陸か」といった議論はすでに下火になっている。軟着陸はコンセンサスで、それを前提としたうえでの金融政策の行方が目下の焦点である。

2点目は前述のとおり、昨年を大きく上回る春闘の賃上げ率と、物価のピークアウトに伴い、夏場以降実質賃金がプラス転換する可能性が高まっていることである。この点については為替相場の動向にも警戒が必要である。当研究所の試算では、170 円/ドルまで円安が進んだ場合、実質賃金の安定的なプラス転換は実現しない。ただし、財務省は160 円/ドルを大幅に超える円安は許容しない可能性が高い。

3点目は、半導体市況の底打ちである。景気に対し先行性があることで知られる電子部品・デバイス工業の出荷・在庫バランスもこのところ急速に改善している。おりしも生成 AI 関連の需要が急速に伸びており、製造装置や材料等の半導体関連製品が鉱工業生産のけん引役になる展開が期待できる。

4点目は、株価の上昇である。足元では調整局面にあるが、昨年の年初時点の日経平均が2万5千円台だったことを考えれば、この間の貯金は大きい。株高の背景には景気回復期待があるが、上昇した株価が景気を支えるという好循環が実現しつつあるように見える。コーポレートガバナンス改革に向けた企業努力への評価、中国株からの資金シフト等、景気以外の要因も下支えになった。円安による割安感もあり、海外投資家の日本株の見直し買いの機運も衰えていないとみられる。

5点目は、2024年に岸田政権が昨秋決定した「デフレ完全脱却のための総合経済対策」が本格稼働することである。財政面からのべき論はあるにせよ、財政支出の規模で約21.8兆円の大型経済対策であり、足元の景気の押し上げ要因になることは確かである。

リスク要因としては、中国景気の再度の腰折れ、地政学リスクの深刻化に伴う原油価格の急上昇、一段の円安進行等が挙げられる。好調な賃金も、問題は持続性である。物価と企業収益の伸びがいずれも鈍化するなかで迎える可能性がある2025年の春闘で、賃上げのモメンタムを維持できるかが次なる関門となる。いずれにせよ、生産性の持続的な回復がなければ実質賃金の持続的な回復もない。政府としては短期的な景気下支え策のみならず、中長期的な成長戦略にしっかりコミットしていく必要がある。

本レポートに関するご取材やお問い合わせは以下までご連絡ください

明治安田総合研究所 フェロー チーフエコノミスト 小玉 祐一

電話番号：03-6261-7947

e-mail：yuichi.kodama@meijiyasuda.co.jp

※本レポートは、明治安田総合研究所が情報提供資料として作成したものであり、いかなる契約の締結や解約を目的としたものではありません。掲載内容について細心の注意を払っていますが、これによりその情報に関する信頼性、正確性、完全性などについて保証するものではありません。掲載された情報を用いた結果生じた直接的、間接的トラブルや損失、損害については、一切の責任を負いません。またこれらの情報は、予告なく掲載を変更、中断、中止することがあります。

●発行元● 株式会社 明治安田総合研究所 〒102-0073 東京都千代田区九段北3-2-11 TEL03-6261-6411