

2024. 8. 15

【日本 GDP (24 年 4-6 月期)】

2 期ぶりのプラス、今後も回復持続を見込む

～実質賃金のプラス転換が個人消費の下支えに～



フェロー チーフエコノミスト

小玉 祐一

ポイント

- 4-6 月期の日本の実質 GDP 成長率は前期比+0.8% (年率換算：+3.1%) と 2 期ぶりのプラス。市場予想 (前期比+0.6%、年率換算+2.3%) を上回った
- 自動車メーカー等の認証不正問題や能登半島地震の影響で 1-3 月期が大幅マイナスだった反動のほか、個人消費に関しては賃上げ効果も加わったことが高めの伸びにつながった
- 実質賃金のプラス圏への浮上が年度後半の個人消費を支えよう。企業部門でも、半導体関連の生産・投資が好調である。輸出は冴えない推移が続くとみられるものの、2025 年度にかけても日本の景気は回復基調が続くと予想する

1. 2 期ぶりのプラス成長、内容もいい

4-6 月期の日本の実質 GDP 成長率は前期比+0.8% (年率換算：+3.1%) と、2 期ぶりのプラス成長となった。プラス幅は市場予想 (前期比+0.6%、年率換算+2.3%、当研究所の予想は同+0.6%、+2.5%) を上回った (図表 1、2)。

1-3 月期のマイナス成長 (前期比▲0.6%) に関しては、能登半島地震や一部自動車メーカー等の認証不正問題に伴う出荷停止といった供給サイドの要因が大きな下押し圧力となった。従って、4-6 月期はその反動増が現れることが広く予想されていた。反動増の押し上げ効果は、後述するように輸出に関してはそれほど大きくなかったが、個人消費に関しては、自動車販売の回復に加え、高めの賃上げの効果も加わったことで高い伸びをもたらした。

民間住宅、民間企業設備、公的資本形成といったほかの主要内需項目も軒並みプラスで、内需の寄与度は+0.9%と全体の伸びを上回った。内容含め、予想以上に

(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4-6月期		2024年4-6月期	
		寄与度		寄与度
実質GDP	0.6	-	0.8	-
前期比年率	2.5	-	3.1	-
民間最終消費支出	0.4	0.2	1.0	0.5
民間住宅投資	0.9	0.0	1.6	0.1
民間企業設備	0.6	0.1	0.9	0.2
政府最終消費支出	0.1	0.0	0.1	0.0
公的固定資本形成	3.5	0.2	4.5	0.2
民間在庫品増加(寄与度)	-	-0.1	-	-0.1
純輸出(寄与度)	-	0.2	-	-0.1
財貨・サービスの輸出	1.9	0.4	1.4	0.3
財貨・サービスの輸入	1.1	-0.2	1.7	-0.4
名目GDP	1.1	-	1.8	-
前期比年率	4.3	-	7.4	-
GDPデフレーター(前年同期比)	2.4	-	3.0	-

(出所) 内閣府公表資料より明治安田総研作成

良好な結果だったと言える。

このところ軟調な推移が続いていたこともあって、実質 GDP 成長率は前年同期比では▲0.8%と、まだ前年の水準は取り戻せていない。しかし、回復基調は今後も続く可能性が高い。実質賃金のプラス転換を背景に、7-9 月期以降、個人消費の回復基調がさらに鮮明になることがけん引役になると見る。企業部門でも、半導体関連の生産・投資が好調である。輸出は冴えない推移が続くとみられるものの、2025 年度にかけても日本の景気は回復基調が続くと予想する。

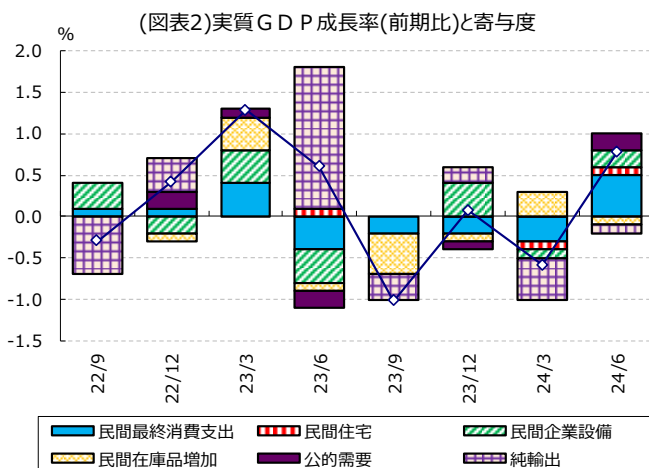
なお、4-6 月期は名目 GDP も同+1.8%（年率換算：+7.4%）と大きく伸びた。この結果、実額では 607.9 兆円と、初めて 600 兆円の大台に乗せた。

2. 個人消費は 7-9 月期以降回復基調を強める

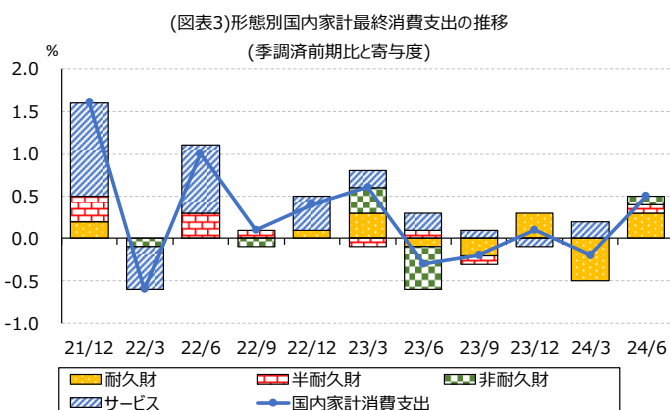
4-6 月期の民間最終消費支出は、前期比+1.0%と大きく伸びた。実に 5 期ぶりのプラス転換である。背景にある実質雇用者報酬は、昨年 10-12 月期に前期比+0.1%と 4 期ぶりにプラスに転じて以降、1-3 月期が同+0.3%、4-6 月期が同+0.8%と順調に伸び幅を拡大させている。また、日本自動車販売協会連合会の公表データから当研究所が季節調整を行なって求めた結果では、4-6 月期の乗用車販売台数は前期比で+13.2%の伸びとなっている。

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+8.1%（寄与度：+0.3%ポイント）、半耐久財が同+2.0%（同+0.1%ポイント）、非耐久財が同+0.8%（同+0.1%ポイント）、サービスが同▲0.0%（同▲0.0%ポイント）で、やはり耐久財のプラス寄与が突出している。自動車だけではなく、日本百貨店協会によれば、富裕層を中心にこの間の高額消費が堅調に推移していた模様であり、株高による資産効果が働いていた可能性を示している。サービスは伸び悩んだが、4-6 月期は耐久財支出に押された結果で、均せば回復基調にあると考えられる。円安の進展を受け、足元では海外旅行から国内旅行へのシフトが顕著になっているほか、宴会需要等も上向いている模様である。

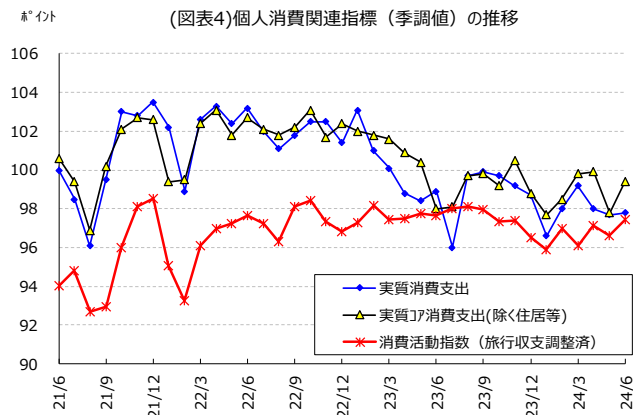
ほかの主要消費関連指標をみると、日銀の消費活動指数（旅行収支調整済）や総務省の実質消費支出（除く住居等）などは、好調とは言えないまでも、足元では底堅



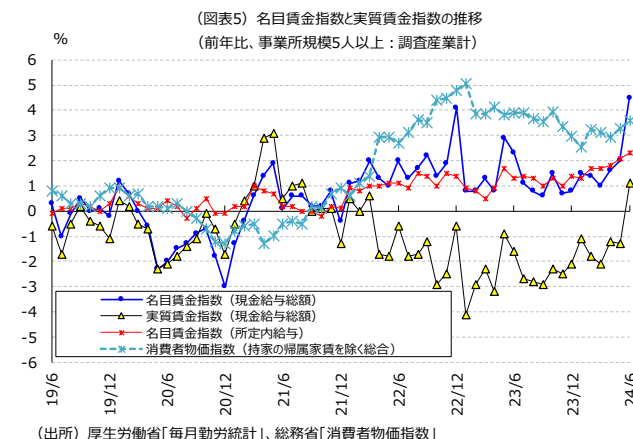
(出所)内閣府「四半期別 GDP 速報」



(出所)内閣府「四半期別 GDP 速報」



(出所)総務省「家計調査」、日銀「消費活動指数」



(出所)厚生労働省「毎月勤労統計」、総務省「消費者物価指数」

く推移している（図表 4）。

今後の個人消費は、実質賃金の回復が支えになろう。毎月勤労統計調査における 7 月の実質賃金は 27 ヶ月ぶりのプラス転換となった（図表 5）。特別給与（賞与等）の大幅増がけん引したが、所定内給与も着実に伸び幅を拡大させている。昨年 6 月の時点では、春闘の妥結結果を自社の給与に反映した企業の割合は 7 割弱だったが、9 月には約 9 割に達した。同じパターンに従えば、賃上げ率が高い分、今後所定内給与の伸び幅はさらに拡大する可能性が高い。為替相場の円高方向への反転に伴い、輸入物価の一段の上昇懸念が薄れたのも好材料である。8 月からは政府の電気・ガス代の補助も再開されることから、今後は所定内給与ベースでも、実質賃金はプラス圏内での推移が中心になると予想される。また、当研究所の経済モデル（OEGM）によれば、政府による定額減税は 2024 年度の実質 GDP を 0.25%押し上げる。7-9 月期の個人消費は持ち直し基調がさらに鮮明になろう。来年度にかけても、賃上げの継続を背景に個人消費は回復基調が続くと予想する。

3. 住宅投資は価格上昇と利上げが懸念材料

4-6 月期の民間住宅投資は前期比+1.6%（寄与度：+0.1%ポイント）と、4 期ぶりにプラスに転じたが、1-3 月期のマイナス（同▲2.6%）を取り戻すには至らなかった。前年比でも▲3.3%となっている。7 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は、全 9 地域で 4 月からすえ置かれたものの、横ばいとした近畿以外の 8 地域で、「減少」、「弱」のいずれかの言葉が入っており、基調は依然として弱い。国土交通省発表の新築住宅着工戸数を見ても、総じて冴えない推移が続いている（図表 6）。

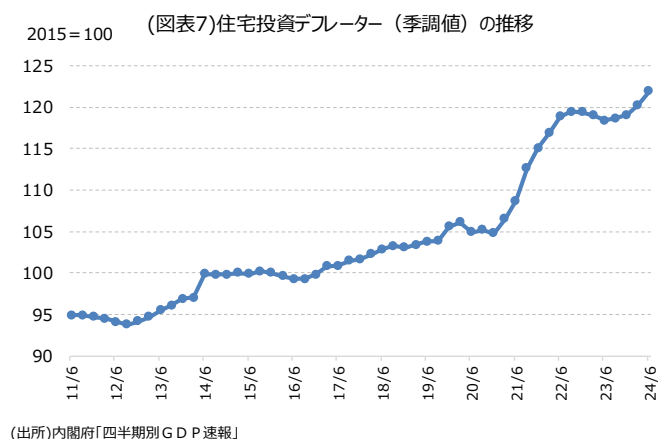
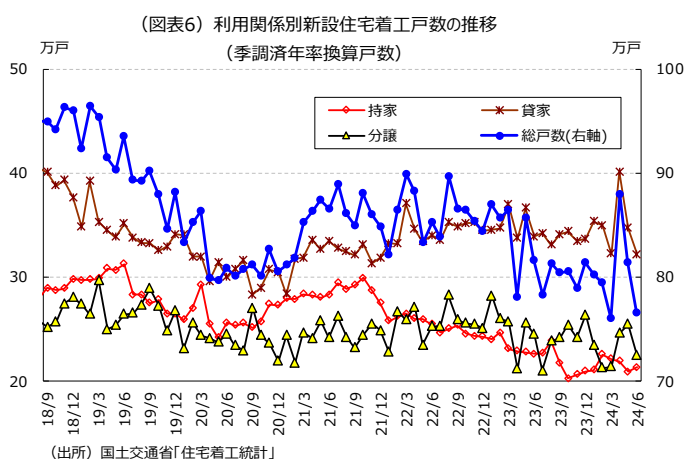
住宅販売価格の高騰が引き続き下押し要因になっている。民間住宅投資デフレーターはコロナ流行当初の 2020 年との比較で約 15%高い水準にあり、足元では再び上昇に向かう気配を見せている（図表 7）。資材価格の上昇ペースは一時より鈍っているものの、労務費や物流費も住宅販売価格の上昇圧力となっていることから、今後も容易には下がらないとみられる。日銀の利上げ継続に伴い、これまですえ置かれてきた変動ローン金利が徐々に上昇に向かう可能性が高まっていることもネックとなる。

賃上げは住宅投資に対してもプラスに働くほか、大都市におけるマンション需要や相続税対策としての貸家需要は富裕層等がある程度下支え役になるとみられるものの、全体を押し上げるには力不足で、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。

4. デジタル化の加速が設備投資をけん引

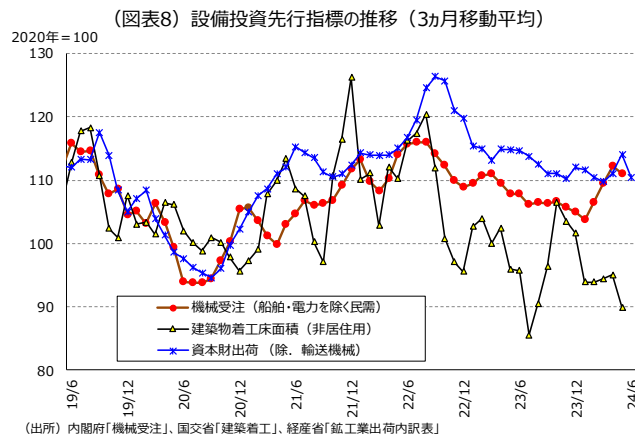
4-6 月期の民間設備投資は、前期比+0.9%（寄与度：+0.2%ポイント）と、2 期ぶりのプラスとなった。堅調なデジタル関連の投資需要に加え、能登半島地震による生産停止の影響の反動、自動車メーカー等による認証不正問題の影響が緩和したこと等が寄与したとみられる。

目先の設備投資の加速を示唆する指標は多くない（図表 8）。先行指標の一つである 6 月の資本財出荷（除、



輸送機械)は前月比▲10.5%と、5月の同+0.9%からマイナスに転じたほか、5月の機械受注(船舶・電力を除く民需)は前月比▲3.2%と2ヵ月連続のマイナスとなった。公表元の内閣府は基調判断を「持ち直しの動きに足踏みがみられる」に引き下げている。人手不足の長期化、資材価格の高止まり、海外景気の動向等が影響している可能性が高い。

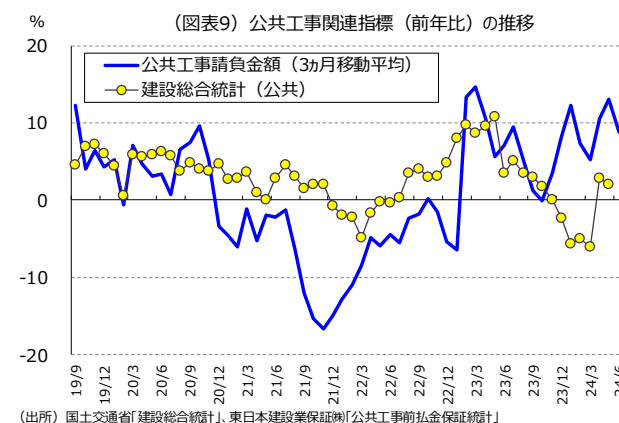
一方、日本政策投資銀行が8月6日に発表した2024年度設備投資計画調査では、2024年度の全産業ベースの設備投資計画が前年比+21.6%となるなど、計画ベースの各種データは引き続き力強い。調査結果によれば、昨年度から先送りされた投資に加え、製造業ではデジタル化の加速を受けた半導体関連の能力増強投資の拡大や、EV等の電動化投資の増加が計画されている。非製造業では、人流拡大やインバウンド増加を受け、空港、ホテル、娯楽施設等の投資が見込まれているほか、都心再開発の継続もけん引役となる見通しである。人手不足は省力化投資の誘因にもなることから、来年度にかけての設備投資は、高めの計画に従う形で均せば調な推移が期待できる。



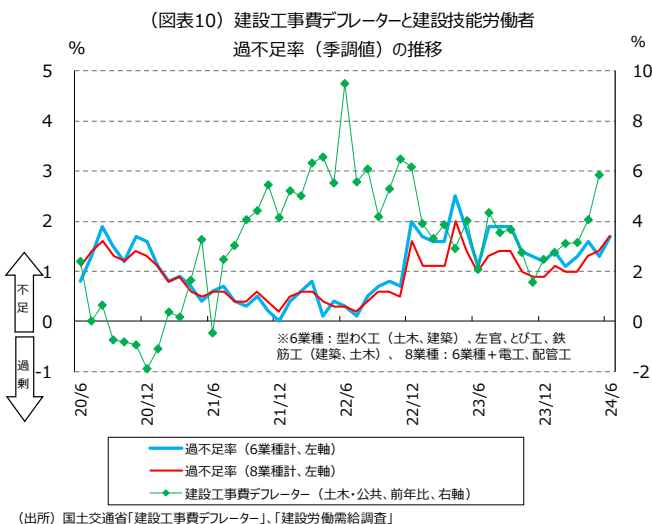
5. 公共投資は均せば横ばい

4-6月期の公的固定資本形成は、前期比+4.5%(寄与度:+0.2%ポイント)の高い伸びとなった。ただ、1-3月期まで3期連続のマイナスが続いていたことから、前年比では+0.6%と小幅の伸びにとどまる。

公共投資はもともと予算の執行時期次第で波が得意やすい。5ヵ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の、公共工事の受注は全国的に高水準で推移している。北陸地方では災害復旧工事も本格化している。公共投資の先行指標である公共工事請負金額は、前年比で二桁前後のプラスが続いており、短期的には堅調な推移が見込まれる(図表9)。



一方、資材価格の上昇や人手不足を受けて、工事進捗が遅れる状況が続いているほか、採算性が低い工事への入札を控える動きもみられる。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じわじわと拡大傾向にある(図表10)。人手不足が足かせとなる状況は今後も続くと思われるが、近年、公共工事の予算に大きな変動はないことから、来年度にかけての公的固定資本形成は、均せば高水準での横ばい圏内の動きが続くと予想する。



6. 輸出は海外景気の減速が足枷

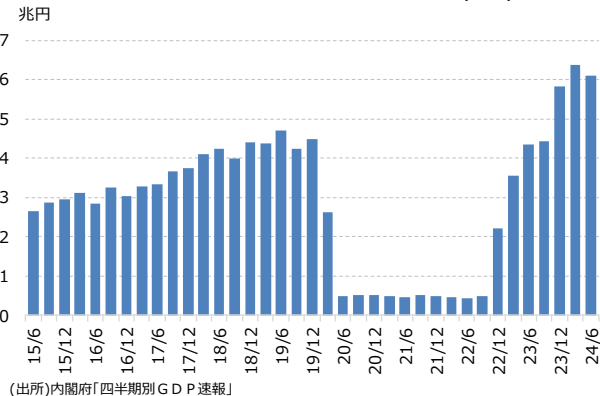
4-6月期の財貨・サービスの輸出は前期比+1.4%(寄与度:+0.3%ポイント)と2期ぶりのプラスとなっ

た。財貨、サービス別では、財貨の輸出が同+0.6%（同+0.1%ポイント）、サービスの輸出が同+4.2%（同+0.2%ポイント）で、サービスの伸びが上回った。1-3 月期は認証不正問題の影響で財貨が▲3.6%と大きく落ち込んだが、新たな不正問題の発覚も影響してか、財貨のリバウンドはそれほど大きなものにはならなかった。

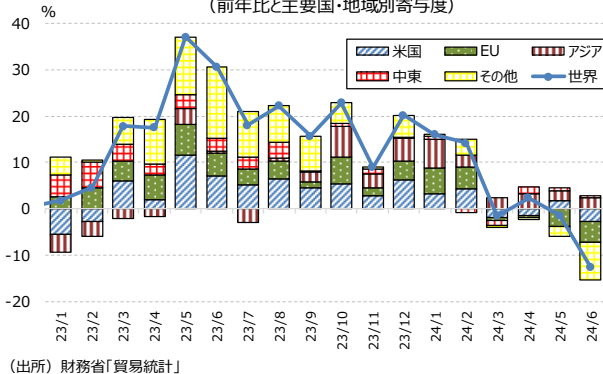
サービス輸出は、昨年 10-12 月期に、本邦の製薬会社が新型抗がん剤の開発で提携した米国企業から知的財産関連の使用料を受け取った関係で、前期比+14.7%と大きく伸びた後、1-3 月期はその反動で同▲7.9%と落ち込み、今期は再び伸びるといふ、出入りの激しい展開が続いている。今期に関して言えば、インバウンドが押し上げ要因になっているわけではない。主としてインバウンドを反映する「非居住者家計の国内での直接購入」を見ると、4-6 月期は前期比▲4.2%と 8 期ぶりに減少した（図表 11）。4 月以降、訪日外国人旅行客の伸びが頭打ちになっていることを反映していると考えられる。また、ここまでの急回復は、旅行客の数もさることながら、円安に伴う一人当たり消費額の急増が支えている面も大きかった。海外の旅行客の日本への関心は依然として高いと見られるものの、足元では円高への揺り戻しが進んだこともあり、インバウンド消費の勢いは今後鈍る可能性が高まっている。

財輸出の伸びも冴えない推移が予想される。昨年度は、部品不足の緩和に伴う自動車生産の挽回生産がけん引役だったが、認証不正問題の影響もあって失速（図表 12）、挽回生産自体も一巡しつつあることから今後も力強い回復は期待できない状況にある。海外景気も厳しい。中国景気の停滞は長期化が予想されるのに加え、米国景気も減速基調が明らかになりつつある、底を打ったと見られていた欧州景気も、その回復ペースは予想以上に鈍い。輸出が再び安定的な回復トレンドに向かうのは、欧米の利下げの効果が景気に現れ始める 2025 年以降となる可能性が高い。

（図表11）非居住者家計の国内での直接購入(実質)



（図表12）自動車輸出台数の推移
（前年比と主要国・地域別寄与度）



7. 日本経済の回復基調は途切れず

海外景気の動向に加え、地政学リスクや金融市場の不安定化など、先行きの不安材料には事欠かないが、日本経済の回復基調が続くとの見通しを現時点で変える必要はない。大企業の賃上げ余力はなお大きく、来年も大企業が賃上げを先導する展開が期待できる。今後の世界情勢次第だが、原油価格は今のところ落ち着いており、「超円安」も一巡したことから、物価も鈍化傾向が続くとみられる。この結果、実質賃金は基本的にプラス基調での推移が見込まれる。デジタル化の加速に伴い、企業部門では関連分野の投資増が見込まれるほか、欧米景気も利下げの進展で来年以降は回復が期待できる。底堅いファンダメンタルズを確認する過程で、金融市場も落ち着きを取り戻す可能性が高い。日銀にとっては、年内にも追加利上げを実施できる環境が整うとみる。

2025 年度以降、消費者物価指数は再び前年比 2%を割り込む場面があるとみられ、日銀が物価目標を達成したとは言えない状況が続くとみるが、日銀は年度内にあと 1 回、2025 年度に 2 回の追加利上げを実施、着実な正常化路線を歩むと見込む。

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