2024. 11. 15

【日本 GDP（24 年 7－9 月期）】

2 期連続のプラスも勢いを欠く

～個人消費の大幅プラスは朗報だが持続性に疑問符～

フェロー チーフエコノミスト
小玉　祐一

ポイント

- **7－9 月期の日本の実質 GDP 成長率は前期比＋0.2%（年率換算：＋0.9%）と 2 期連続のプラスとなったが、能登半島地震直前の 10－12 月期との比較では 0.1%の増加にとどまる。景気回復基調が続いていることは示されたものの、その勢いは鈍い**
- **民間最終消費支出が前期比＋0.9%と高い伸びに。定額減税や猛暑効果が寄与した模様。ただ、実質賃金が早期にプラス圏で安定するのは難しそうで、個人消費の高い伸びの持続性には疑問符**
- **企業部門はデジタル投資等が下支えになるが、輸出の低迷が足かせに。トランプ関税や中国経済、中東情勢等不安材料は多いが、基本的には 2025 年度まで緩やかな景気回復基調が続くとみる**

１．2 期連続のプラス成長も基調は弱い

7－9 月期の日本の実質GDP成長率は前期比＋0.2%（年率換算：＋0.9%）と、2 期連続のプラス成長となった。今回の結果はほぼ市場予想通り（前期比＋0.2%、年率換算＋0.7%、当研究所の予想も同じ）だった（図表 1、2）。

4－6 月期の成長率は前期比＋0.5%と高めだったが、これは 1－3 月期が能登半島地震や一部自動車メーカーの認証不正問題の影響で同▲0.6%の大幅マイナスだった反動という面が大きかった。従って、これで 2 期連続のプラスとは言っても、地震直前の 10－12 月期の比較では 0.1%の増加にとどまる。景気回復基調が続いていることは示されたものの、その勢いは鈍い。

（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7-9月期		2024年7-9月期	
		寄与度		寄与度
実質ＧＤＰ	0.2	–	**0.2**	**–**
前期比年率	0.7	–	**0.9**	**–**
民間最終消費支出	0.2	0.1	**0.9**	**0.5**
民間住宅投資	-0.4	-0.0	**-0.1**	**-0.0**
民間企業設備	0.1	0.0	**-0.2**	**-0.0**
政府最終消費支出	0.1	0.0	**0.5**	**0.1**
公的固定資本形成	-1.0	-0.0	**-0.9**	**-0.0**
民間在庫品増加(寄与度)	–	0.0	**–**	**0.1**
純輸出(寄与度)	–	0.1	**–**	**-0.4**
財貨・ｻｰﾋﾞｽの輸出	2.8	0.6	**0.4**	**0.1**
財貨・ｻｰﾋﾞｽの輸入	2.4	-0.5	**2.1**	**-0.5**
名目ＧＤＰ	1.0	–	**0.5**	**–**
前期比年率	4.3	–	**2.1**	**–**
ＧＤＰﾃﾞﾌﾚｰﾀ(前年同期比)	2.9	–	**2.5**	**–**

（出所）内閣府公表資料より明治安田総研作成

２．個人消費は実質賃金の伸び悩みが足かせに

個人消費が大きく伸びたのは良いニュースであ

る。7－9 月期の民間最終消費支出は前期比＋0.9%で、4－6 月期の同＋0.7%から伸び幅をさらに拡大させた（市場予想は同＋0.2%）。実質雇用者報酬が伸びていないところをみると、おそらくは定額減税の効果が大きかったと推察される。ちなみに 4－6 月期の民間最終消費支出は 5 期ぶりのプラスであった

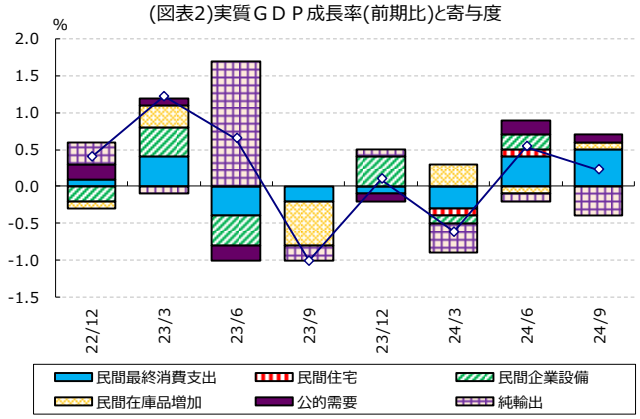
形態別国内家計最終消費支出を見ると（図表 3）、耐久財が前期比＋3.7%（寄与度：＋0.2%ポイント）、半耐久財が同▲2.8%（同▲0.1%ポイント）、非耐久財が同＋0.9%（同＋0.1%ポイント）、サービスが同＋0.2%（同＋0.0%ポイント）で、耐久財のプラス寄与が大きい。耐久財の伸びは、4－6 月期の同＋9.2%には及ばなかったが、一部自動車メーカーの認証不正問題からの回復が続いていること要因のひとつとみられる。日本自動車販売協会連合会の公表データから当研究所が季節調整を行なって求めた結果によると、7－9 月期の乗用車販売台数は前期比で＋5.1%と、4－6 月期の同＋12.7%からは鈍ったものの、回復傾向が続いている。

猛暑によりエアコンの販売も伸びたほか、他の夏物商品の売上も良好だった。日本百貨店協会によれば、高付加価値商材の好調も続いているとのことである。一方、サービス消費については、地震や台風などの自然災害が娯楽・宿泊などの足かせになった可能性がある。

今後の個人消費のカギを握るのは引き続き賃金の動向だが、今回、実質雇用者報酬は前期比＋0.0%とほぼ横ばいにとどまった。厚労省の毎月勤労統計調査によると、実質賃金は 6 月に 27 ヵ月ぶりにプラスに転じた後、プラス圏とマイナス圏を行ったり来たりする状況が続いている（図表 4）。当研究所が一定の前提を置いて試算した結果によると、実質賃金が早期にプラス圏で安定するのは難しそうである（10 月 28 日付レポート、「実質賃金プラスは 12 月までお預けか」参照：https://www.myri.co.jp/）。11 月までは、酷暑乗り切り緊急支援により物価の伸びは幾分下がるとはいえ、現金給与総額の伸びはわずかに及ばないとみられる。高めに出る速報値でプラスになっても、確報値で下方修正される可能性が高い。

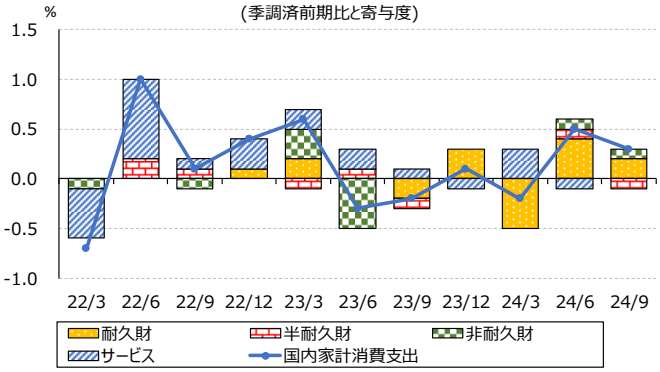
12 月は賞与の伸びによって、再度プラス転換するとみられるが、2025 年 1～3 月の現金給与総額の伸びは同＋2.5%程度に戻るとみられ、物価の伸びが同＋2%台後半であれば、実質賃金のプラス確保は微妙である。当面、個人消費は緩慢な回復にとどまるとみられる。賃金の持続的な回復のためには、労働生産性、特に小規模・中小企業の生産性向上が欠かせない。

(図表2)実質ＧＤＰ成長率(前期比)と寄与度



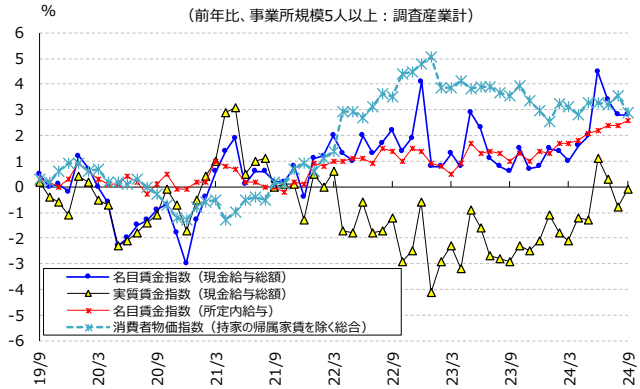
(出所)内閣府「四半期別ＧＤＰ速報」

(図表3)形態別国内家計最終消費支出の推移
(季調済前期比と寄与度)



(出所) 内閣府「四半期別GDP速報」

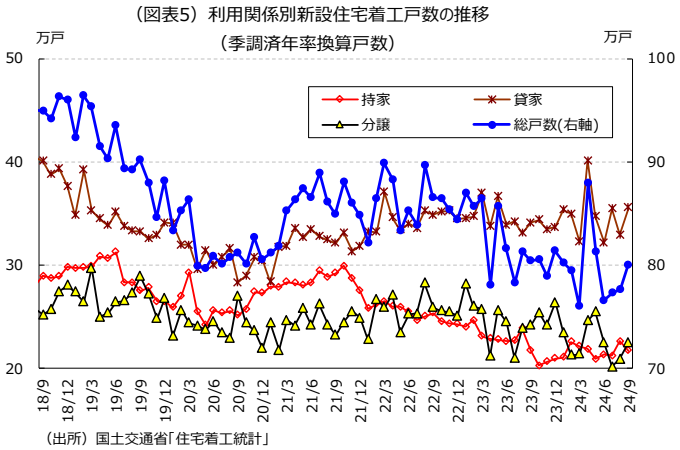
(図表4) 名目賃金指数と実質賃金指数の推移
(前年比、事業所規模5人以上：調査産業計)



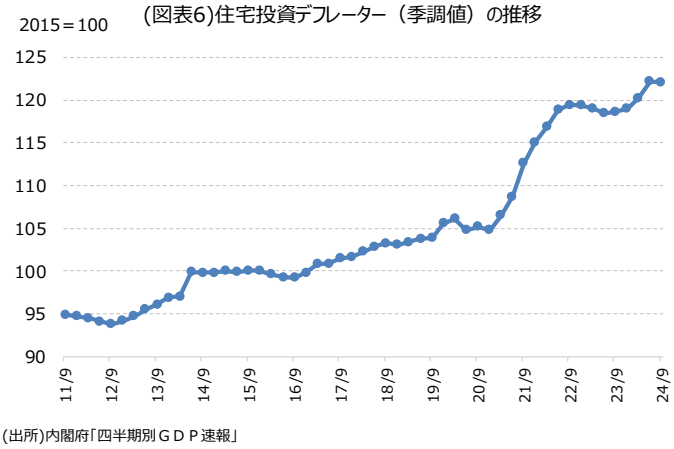
(出所) 厚生労働省「毎月勤労統計」、総務省「消費者物価指数」

３．住宅投資は冴えない

7－9 月期の民間住宅投資は前期比▲0.1％（寄与度：▲0.0％ポイント）と、4－6 月期に 4 期ぶりにプラスに転じたのもつかの間、再びマイナスとなった。10 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、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 5）。



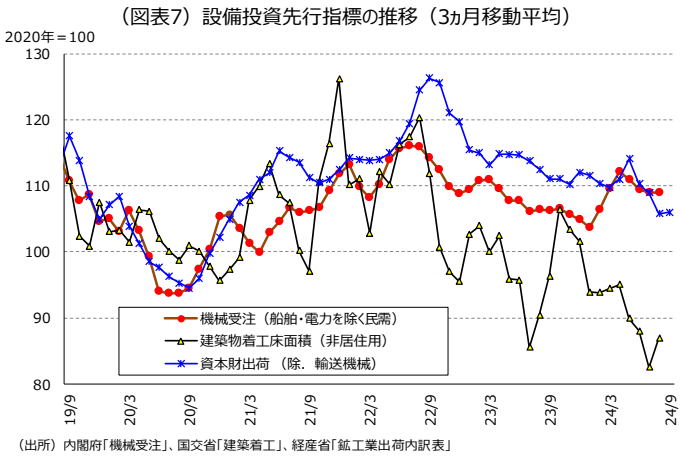
住宅販売価格の高騰が引き続き下押し要因になっている。民間住宅投資デフレーターはコロナ流行当初の 2020 年との比較で約 15％高い水準にある（図表 6）。資材価格の上昇ペースは一時より鈍っているものの、労務費や物流費も住宅販売価格の上昇圧力となっていることから、今後も容易には下がらないとみられる。日銀の利上げ継続に伴い、変動ローン金利が徐々に上昇に向かうとみられることも足かせとなる。



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．設備投資は一進一退

7－9 月期の民間設備投資は、前期比▲0.2％（寄与度：▲0.0％ポイント）と、2 期ぶりのマイナスとなった。デジタル関連投資は堅調に推移したと見込まれるが、機械投資が伸び悩んだとみられる。



設備投資の先行指標の一つである 9 月の資本財出荷（除．輸送機械）は前月比▲2.1％と、8 月の同▲4.1％に続き 2 ヵ月連続のマイナスとなった（図表 7）。そのほかの先行指標を見ると、8 月の機械受注（船舶・電力を除く民需）は前月比▲1.9％と 2 ヵ月連続のマイナスで、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」にすえ置いている。建築物着工床面積は振れが大きいが、均せば一進一退の推移で、足元では弱含んでいる。

一方、内閣府と財務省が 9 月 12 日に公表した法人企業景気予測調査（7－9 月期調査）では、2024 年度設備投資額は前年度比＋12.5％（4－6 月期調査＋12.1％）と高い伸びとなったのに続き、日銀が 10 月 1 日に公表した日銀短観における 2024 年度設備投資計画（全規模・全産業ベース）でも、前回調査の前年度比＋8.4％から同＋8.9％へと上方修正されている。

人手不足や資材価格の高騰が足かせとなり、設備投資はなかなか波に乗れない状況が続いているが、来年度

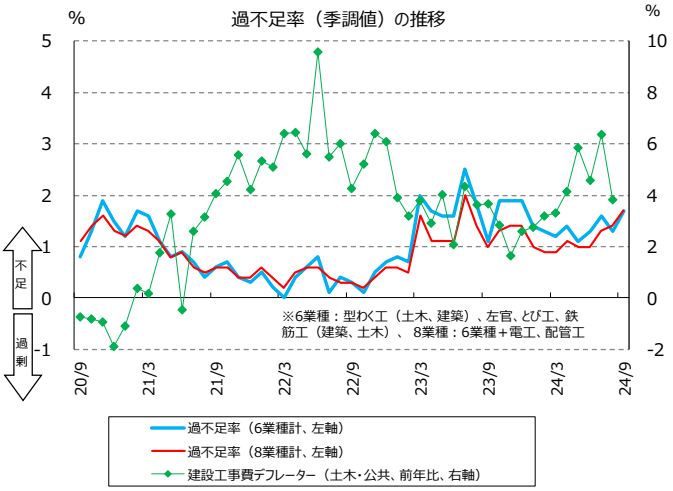
にかけては、高めの計画に従う形である程度堅調な推移が期待できるとみる。製造業では、デジタル化の加速を受けた半導体関連の能力増強投資の拡大が下支えになろう。非製造業では、人流拡大やインバウンド増加を受け、空港、ホテル、娯楽施設等の投資が見込まれているほか、都心再開発の継続もけん引役となる見通しである。

５．公共投資は均せば横ばい

7－9 月期の公的固定資本形成は、前期比▲0.9%（寄与度：▲0.0%ポイント）のマイナスとなった。4－6 月期に国土強靭化関連の防災・減災工事や災害復旧工事が進捗した反動が出た形とみられる。公共投資はもともと予算の執行時期次第で波ができやすいが、公共工事の受注は全国的に高水準で推移している。北陸地方における災害復旧工事の本格化も下支えになっている。

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見合わせるケースも増えている。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じわじわと拡大傾向にある（図表 8）。

（図表8）建設工事費デフレーターと建設技能労働者過不足率（季調値）の推移



（出所）国土交通省「建設工事費デフレーター」、「建設労働需給調査」

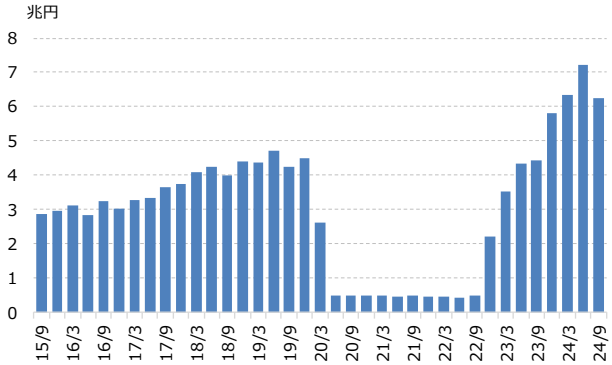
人手不足が足かせとなる状況は今後も続くとみられるが、近年、公共工事の予算に大きな変動はないことから、来年度にかけての公的固定資本形成は、均せば高水準での横ばい圏内の動きが続くと予想する。

６.インバウンドの減少がサービス輸出を押し下げ

7－9 月期の財貨・サービスの輸出は前期比＋0.4%（寄与度：＋0.1%ポイント）と小幅ながら 2 期連続のプラスとなった。財貨、サービス別では、財貨の輸出が同＋1.9%（同＋0.3%ポイント）、サービスの輸出が同＋▲4.2%（同▲0.2%ポイント）となった。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、大きく上下に振れる展開が続いている。

輸出に含まれ、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、7－9 月期は前期比▲13.3%と大幅マイナスになった（図表 9）。夏場に大きく円高が進んだ影響とみられ、これだけで GDP への寄与度が▲0.2%ポイントに達している。サービス輸出の寄与度も▲0.2%ポイントであり、ちょうどインバウンドが鈍った分だけサービス輸出がマイナスとなった計算である。海外の旅行客の日本への関心は依然として高いとみられるものの、昨年から今年にかけての伸びとの比較では、インバウンド消費はペースダウンする可能性が高まっている。

（図表9）非居住者家計の国内での直接購入(実質)

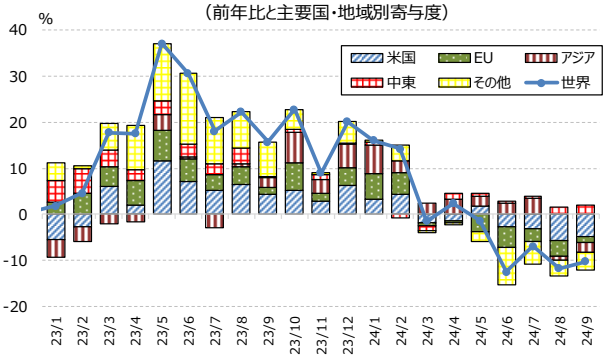


(出所)内閣府「四半期別ＧＤＰ速報」

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 10）、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、底を打ったとみられていた欧州景気も、その後の回復ペースは予想以上に鈍い。米国向けの輸出の勢いも足元では鈍っている。輸出が再び安定的な回復トレンドに向かうのは、早くても 2025 年後半以降となる可能性が高い。

(図表10)自動車輸出台数の推移
(前年比と主要国･地域別寄与度)



(出所) 財務省「貿易統計」

7．景気回復の持続を見込むが不安要素は多い

日米の政局の大転換や、中国経済の動向、地政学リスクなど、先行きの不透明要素には事欠かないが、日本経済は基本的に、来年度にかけても緩やかな回復基調を維持するとみる。大企業の賃上げ余力はなお大きく、来年も春闘を先導する展開が期待できる。バラマキ的な政策の是非はともかく、電気・ガス料金の負担軽減策、ガソリン補助金などの経済対策も目先の個人消費を支えよう。今後の中東情勢次第だが、原油価格が今のところ落ち着いていることもプラス要因である。一方で、為替相場における円売り圧力は根強く、輸入物価の高止まりが予想されることから、実質賃金は伸び悩む可能性が高い。住宅価格の高止まりや住宅ローン金利の上昇も家計にとって逆風である。

企業部門については、人手不足対応のデジタル投資、シリコン・サイクル好転に伴う半導体製造装置・半導体材料増産のための投資需要等が支えになろう。ただ、引き続き輸出は低迷が続くとみられる。トランプ政権下で米国が中国に高関税を課し、その後報復関税の応酬となった場合、米中両国の景気が悪化し日本の輸出がさらなる下押し圧力を受ける可能性もある。また、仮にトランプ減税の恒久化で財政赤字が拡大し、金利が上昇に向かえば円安ドル高が進み、日本の個人消費が押し下げられるリスクも出てくる。最悪のシナリオは米国における本格的なインフレの勃発である。

金融政策については、足元の為替相場の動向を見る限り、日銀が年内にも動く可能性が高まっているとみている。追加利上げの時期の予想は、ざっくりと 12 月が 6 割、1 月までに 8 割というところである。その後も 2025 年度中に 2 回の追加利上げを実施、日銀自身が中立金利の下限と想定している 1%に達した後は、しばらくすえ置きということになるとみている。

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