

国内外経済の動向

日本経済は持ち直し基調を維持するだろう

【ポイント】

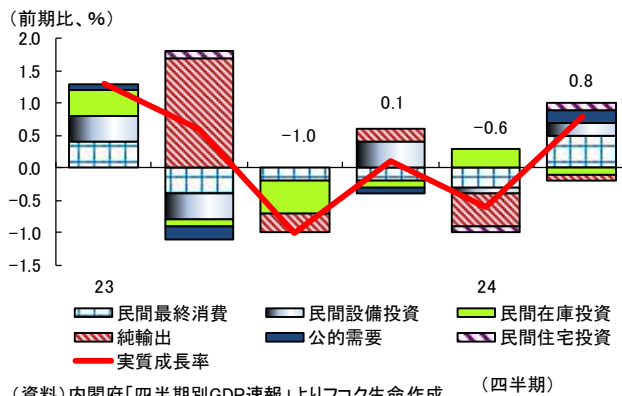
1. 日本の 2024 年 4～6 月期の実質 GDP 成長率は、個人消費の増加などにより、2 四半期ぶりのプラス成長となった。
2. 今後について、賃上げの動きが広まって給与の伸び率が一段と高まることで個人消費が引き続き増加し、緩やかな持ち直し基調を維持するだろう。6 月からの所得税・住民税の定額減税も家計支出を支えるだろう。
3. 今後のコア CPI（生鮮食品を除く消費者物価総合）の上昇率は、概ね 2%台半ばで推移するだろう。政府の電気代等の補助の再開が一時的に低下要因となる一方、一般サービス（家賃除く）のプラス寄与はやや拡大していくと見込む。

当社は、2024 年 4～6 月期の GDP 統計を踏まえて、2024・2025 年度日本経済見通しを改訂した。本稿では最大の需要項目である個人消費と、注目度の高い物価と金融政策の見直しを中心にまとめる。

1. 4～6 月期は個人消費の増加などにより 2 四半期ぶりのプラス成長

8 月 15 日に発表された 2024 年 4～6 月期の一次速報値によると、実質 GDP 成長率は前期比+0.8%、年率換算+3.1%と 2 四半期ぶりのプラス成長となった（図表 1）。需要項目別にみると、民間最終消費は前期比 1.0%増と 5 四半期ぶりの増加となった。住宅投資は同 1.6%増と 4 四半期ぶりの増加となった。設備投資は同 0.9%増と 2 四半期ぶりの増加となった。在庫投資の寄与度については、▲0.1 ポイントとなった。公的需要は、公的固定資本形成が同 4.5%増と 4 四半期ぶりの増加となり、政府消費は同 0.1%増と 2 四半期連続の増加となった。民間最終消費の増加などから内需の寄与度は同+0.9 ポイントとなった。輸出は自動車や証券手数料等の増加から同 1.4%増、輸入は電子計算機や証券手数料等の増加から同 1.7%増となった。この結果、外需寄与度は同▲0.1 ポイントとなった。なお、物価の動きを総合的に示す GDP デフレーターは前期比+1.0%となり、名目 GDP 成長率は同+1.8%（年率換算+7.4%）となった。

図表 1. 実質 GDP 成長率の推移



2. 日本経済は緩やかな持ち直し基調を維持するだろう

世界経済は、堅調な雇用・所得環境が続くなか、個人消費を中心に底堅く推移するだろう。サプライチェーンの強化を目指した生産拠点の自国回帰の動きは継続し、主要中央銀行の利下げとも相俟って、設備投資の増加に寄与するだろう。

米国におけるテクノロジー企業の株価の割高感と、雇用環境の急激な悪化への懸念など

を背景に、7月後半から世界的に株価が急落したものの、今後のFRB（連邦準備制度理事会）の利下げにより金融市場は安定化に向かうだろう。

日本経済は、賃上げの動きが広まって給与の伸び率が一段と高まることで個人消費が引き続き増加し、緩やかな持ち直し基調を維持するだろう。円安などによる物価高が実質購買力と消費マインドに悪影響を及ぼしていることは懸念材料であるものの、6月からの所得税・住民税の定額減税も家計支出を支えるだろう。輸出はインバウンドが含まれるサービス輸出が堅調に推移するなか、自動車の一部車種の出荷再開などで財輸出も持ち直しが続き、緩やかに増加するだろう。設備投資は省力化や脱炭素化のための投資など、企業の投資意欲は強いものの、建設工事などにおける人手不足もあって、緩やかな伸びにとどまるだろう。

4～6月期の成長率は当社の前回予測に概ね一致しており、2024・25年度の実質GDP成長率予測はそれぞれ+0.7%、+0.8%に据え置いた。なお、2024年7～9月期の成長率は個人消費の増加などから前期比年率+1.4%と見込んでいる。

図表2. 日本経済の見通し

	2023 年度 実績	2024年度予測		2025年度予測	
		前回 2024年5月 時点	前回 2024年5月 時点	前回 2024年5月 時点	前回 2024年5月 時点
名目国内総生産（兆円）	596.5	617.6	616.8	640.0	638.7
	4.9	3.5	3.3	3.6	3.6
実質国内総生産（兆円）	558.2	561.9	562.4	566.4	566.7
	0.8	0.7	0.7	0.8	0.8
内 需	▲ 0.5	0.8	0.6	0.7	0.6
民 間 需 要	▲ 0.5	0.5	0.4	0.5	0.5
民間最終消費	▲ 0.6	0.6	0.4	0.6	0.6
民間住宅投資	0.3	▲ 1.7	▲ 2.3	▲ 0.4	▲ 0.7
民間設備投資	0.3	1.4	1.5	1.3	1.4
公 的 需 要	▲ 0.1	0.2	0.1	0.2	0.1
政府最終消費	▲ 0.5	0.7	0.3	0.7	0.3
公的固定資本形成	0.7	1.2	1.5	0.5	0.5
財貨・サービスの純輸出	1.4	▲ 0.0	0.1	0.1	0.1
財貨・サービスの輸出	2.8	1.5	2.7	2.2	2.8
財貨・サービスの輸入	▲ 3.2	1.8	2.3	1.6	2.2

注1. 実質値は2015暦年連鎖価格

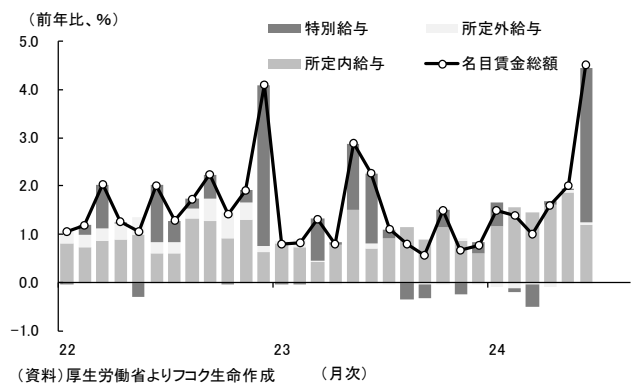
注2. 内需、民間需要、公的需要、財貨・サービスの純輸出はGDPに対する寄与度

3. 個人消費は給与の伸びが一段と高まっていくことで上向くだろう

雇用環境は緩やかに改善している。7月の失業率（季節調整値）は前月から0.2ポイント上昇したものの、2.7%と低い水準で推移している。労働参加率は僅かながら上昇傾向にあり、7月は63.3%、就業者数も緩やかな増加傾向にあり7月は6,766万人となった。労働参加率が緩やかに上昇するなかでも、低い水準にある失業率と長期的な日本の労働力人口の減少を背景に、企業の人手不足感は続くだろう。

毎月勤労統計によると、2024年6月（確報値）の現金給与総額は前年比+4.5%と1997年以来の高い伸びとなった（図表3）。ただし、一時的な要因も働いている。内訳をみると、特別給与（夏の賞与に加え、未払であった4～5月の昇給分の精算を含む）による寄与が+3.2ポイントと大きく、所定内給与による寄与は+1.2ポイントであった（伸び率は+2.2%）。厚生労働省の調査では、主要企業における2024年の春季賃上げ率は5.33%となった。また、連合の最終集計（7月3日公表）によれば、2024年春闘における主要企業のうち、ベースアップ分が明確に分かる組合のベースアップ分は3.56%となっている。春の賃上げは徐々に反映されている。

図表3. 賃金上昇率の推移



今後、実質賃金の安定的な上昇が実現していくだろう。一部の企業では2024年の春季賃上げの給与への反映が7月以降となることに加え、相対的に小規模の企業でも他社の動向を見ながら賃上げが実施されるだろう。名目賃金の上昇率は、追給戻入額（未払であった4～5月の昇給分の精算）や夏の賞与の増額（および支給時期のブレ）によって押し上げられた6月からは低下するものの、3%程度の水準が続くだろう。毎月勤労統計における実質賃金（持家の帰属家賃を除く消費者物価総合指数を使用）は6月に2年3ヵ月ぶりの

プラスとなったが、今後は再びマイナスに転じる可能性が高い。安定的にプラスとなる時期としては、2025年4～6月期と予測している。ちなみに、消費者物価指数について言及する際に広く使われるコアCPI（生鮮食品を除く総合）を用いて計算すれば、政府による電気代等の抑制策もあって、2024年度内も概ねゼロから若干のプラス圏での推移が見込まれる。

また、消費を考えるうえでは実質賃金のみならず家計の可処分所得の動向も重要である。現時点で入手可能な最新統計である1～3月期の家計の可処分所得は前年比2.3%増と2四半期ぶりのプラスとなった（図表4）。内訳をみると、雇用者報酬等の増加が可処分所得を2.0ポイント押し上げたことに加え、税・社会負担（公的年金等の受取をネットした純負担）が2年ぶりに減少し、可処分所得を押し上げたことが目立つ。

4～6月期についても、春の賃上げが徐々に反映されて雇用者報酬等による押し上げの増加が続き、所得税等の定額減税や公的年金の支給額の引き上げから税・社会負担の減少も続くと思込まれる。なお、コロナ禍による外出機会の減少などで積み上がった超過貯蓄（2020年以降の各四半期の超過貯蓄額を2019年の貯蓄率がそのまま継続した場合と実際の貯蓄率との差として累計）は、足元で年間消費額の13%程度、残っていると推計している。

4～6月期の民間最終消費支出は前期比1.0%増と5四半期ぶりのプラスとなった。旅行需要の一服もあってサービスへの支出は概ね横這いとなったものの、自動車などの耐久財への支出が同8.1%増、衣服などの半耐久財への支出が同2.0%増となった。

耐久財の消費に含まれる自動車については、一部メーカーの工場の稼働再開にともなって国内販売が4～6月期に回復している。ただし、6月からは形式指定における認証不正の問題から一部車種が出荷停止となっており、今後は国内販売への影響も出るだろう。もっとも、年率350万台（乗用車登録台数、当社による季節調整値）を下回る水準まで低下した1～3月期との比較では軽度であろう。

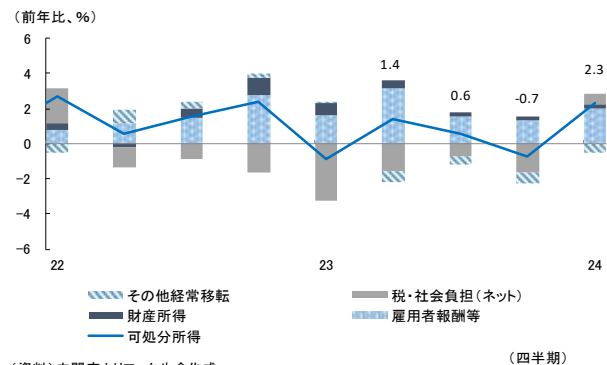
サービス消費については、日本フードサービス協会によれば7月の外食産業売上高は前年比4.3%増と、前年より土曜、日曜がそれぞれ1日少なかったにも拘わらず、堅調を維持した。街角の景気を映す内閣府による7月の景気ウォッチャー調査でも、先行き判断DIが前月比+0.4ポイントと緩やかながら上向いている。家計動向関連では、「暑さが和らげば人の動きが出てくるほか、働く人の時給が増えることで、外食の機会も増える（一般レストラン）」などのコメントが見られる。

個人消費は下げ止まりつつあり、今後は上向くと考えている。6月からの所得税・住民税の定額減税やコロナ禍での超過貯蓄の取崩しの効果が残るなか、給与の伸び率が一段と高まっていくためである。

4. 消費者物価と金融政策の見通し

消費者物価は足元で上昇率がやや高まっている。コアCPI（生鮮食品を除く消費者物価総合）の上昇率は7月に前年比+2.7%へと加速した（図表5）。政府による電気代等の抑制策は2024年5月使用分について補助額が半減され、6月使用分からは中止された（なお、CPIへの反映は1ヵ月遅れとなる）。生鮮食品、エネルギーを除く財（食料を含む）と一般サービス（家賃除く）によるプラス寄与が安定しつつあるなか、エネルギーの寄与がコアCPIを動かす主たる要因となっている。

図表4. 家計の可処分所得の推移



（資料）内閣府よりフコク生命作成

（四半期）

今後のコア CPI の上昇率は概ね 2% 台半ばで推移すると見込んでいる。政府による一般家庭向け（低圧）電力契約に対する補助は、4 月使用分まで 1kwh あたり 3.5 円だったが、5 月使用分に対して半減、6 月使用分から打ち切りとなった。ただし、この補助は再開される。政府は 8~9 月使用分に対して 1kwh あたり 4 円、10 月使用分に対して同 2.5 円の補助を行うと発表した（酷暑乗り切り緊急支援）。ガス代に対する補助についても、同様の径路を辿ることになる。消費者物価統計には 1 ヶ月遅れで反映されるため、コア CPI の前年比上昇率は 9~11 月にかけて押し下げられる。

一方、春の賃上げを受けた給与の伸び率の高まりが広汎化するなかで、一般サービス（家賃除く）のプラス寄与はやや拡大していくと見込まれる。また、2021 年から 2022 年にかけての輸入物価の急上昇（コロナ禍からの世界的な需要回復、ロシアのウクライナ侵攻、円安などが要因）は時間差を伴って国内の企業物価、消費者物価に波及した。2023 年の後半から再び輸入物価と企業物価が上向いており（中東情勢の悪化、円安などが要因）、今後は消費者物価にも影響を及ぼすだろう。

2024 年度のコア CPI の予測は酷暑乗り切り緊急支援を反映して前回 5 月予測から 0.1 ポイント下方修正し、前年比 +2.7%、2025 年度は前回から据え置いて同 +2.2% とした。

さらに、日本の物価上昇率が急上昇するリスクも小さいとはいえない。2024 年も北半球では昨年と同様に酷暑が報じられている。イスラエルとパレスチナ及び親イラン勢力との間における紛争も解決に向かっていっているとはいえず、食料やエネルギー供給への支障が大きくなれば、日本でもコストプッシュ型のインフレが一段と加速する可能性がある。

金融政策について、日銀は 7 月 31 日の金融政策決定会合で政策金利（無担保コールレート・翌日物の誘導水準）を 0.0~0.1% から 0.25% に引き上げた。決定会合後の記者会見で植田総裁は、現在の政策金利が中立金利よりもかなり下にあるため、追加利上げは賃金と物価の好循環のモメンタムがそれほど強くなくても可能である旨の発言を行い、円安の影響で物価が見通しよりも上振れする可能性にも触れた。また、今回の決定会合では、2026 年 3 月に向けて毎四半期 4,000 億円程度ずつ国債買入を減額する計画が発表された。減額ペースは事前の市場予想をやや上回ったと思われるが、それでも日銀が保有する長期国債の名目 GDP に対する比率は、2024 年末の約 94% から 2025 年末に約 83% へと低下するに過ぎないと試算する。引き続き日銀による大規模な長期国債の保有は、長期金利の上昇に対する強い抑制要因となるだろう。

日銀は 2024 年度末までに 2 回の追加利上げを行い、政策金利（無担保コール翌日物の誘導目標）を現行の 0.25% から 0.75% まで引き上げると想定している。

5. 米国の金融政策などが見通しの変動要因

米国ではインフレ率が緩やかな低下を続けるなか、労働市場は過熱から均衡に近づいている。適度な利下げが実施されれば株価や為替の変動も抑制され、日本の物価と経済への影響も限定的だろう。ただし、インフレ再燃への懸念から FRB が利下げを見送り、米国経済の先行きへの不安が再び高まれば、世界的に金融市場が混乱する可能性がある。また、米国の大統領選挙の帰趨も米国と世界経済の動向に影響を与えるだろう。

図表 5. 消費者物価指数の推移

