

## 日本経済：2024年1～3月期 GDP2次速報は若干の下方修正ながら企業業績は好調、内需主導の景気回復を期待

1～3月期の実質GDP成長率(2次速報)は前期比▲0.5%(年率▲2.1%)と1次速報から若干下方修正の見通し。設備投資が大幅下方修正されるが、民間在庫投資や公共投資は上方修正される見込み。企業業績は好調、労働分配率は下げ止まりつつあり、今後は家計所得増による個人消費拡大と設備投資の復調に期待。

### 1～3月期の成長率は下方修正の見通し

6月10日発表予定の2024年1～3月期GDP2次速報値は、1次速報値の前期比▲0.5%（年率▲2.0%）から▲0.5%（▲2.1%）へ若干ながら下方修正されると予想する（右表）。

本日発表された2024年1～3月期の法人企業統計季報では、設備投資（名目、金融・保険業を含む全産業、除くソフトウェア）が10～12月期の前年同期比+16.4%から+6.8%へ大きく伸びが鈍化した<sup>1</sup>。これを踏まえると、設備投資は名目で10～12月期の前年同期比+5.6%から1～3月期は+1.4%へ伸びが鈍化し、実質では1次速報の前期比▲0.8%から2次速報では▲1.9%へ下方修正される見込み。

一方で、法人企業統計の結果を踏まえ、民間在庫投資は主に仕掛品の上方修正で実質GDPに対する寄与度が1次速報値の前期比+0.2%Ptから+0.3%Ptへ上方修正されよう。さらに、公的固定資本形成（公共投資）は、基礎統計となる建設工事出来高の3月実績を踏まえて、1次速報値の前期比+3.1%から2次速報値では+4.2%へ上方修正されると予想する。これらの上方修正が設備投資の下方修正を概ね相殺し、実質GDP成長率は上記の通り若干の下方修正にとどまる見通しである。

ただ、民間在庫投資の上方修正は需要と供給のバランスの中での一過性のものであり、内需主導の景気回復を目指す日本経済にとって、設備投資の下方修正をどう評価するのかが重要であろう。この予想が正

	実質GDP成長率の推移 (QE予測)					(前期比・%)	
	2023 1～3	4～6	7～9	10～12		1次QE 1～3	2次QE 1～3
<b>実質GDP</b>	1.2	1.0	▲0.9	0.0	▲0.5	▲0.5	
(年率換算)	4.8	4.1	▲3.6	0.0	▲2.0	▲2.1	
(前年同期比)	2.6	2.3	1.6	1.2	▲0.2	▲0.3	
<b>国内需要</b>	1.3	▲0.6	▲0.7	▲0.2	▲0.2	▲0.2	
<b>民間需要</b>	1.7	▲0.9	▲1.1	▲0.2	▲0.5	▲0.6	
民間最終消費支出	0.7	▲0.7	▲0.3	▲0.4	▲0.7	▲0.7	
民間住宅投資	0.7	1.8	▲0.9	▲1.4	▲2.5	▲2.5	
民間企業設備投資	2.5	▲1.7	▲0.2	1.8	▲0.8	▲1.9	
民間在庫品増加	(0.4)	(▲0.1)	(▲0.5)	(▲0.1)	(0.2)	(0.3)	
<b>公的需要</b>	0.2	0.2	0.2	▲0.2	0.8	1.0	
政府最終消費支出	0.2	▲0.1	0.3	▲0.2	0.2	0.2	
公的固定資本形成	0.9	2.2	▲0.3	▲0.2	3.1	4.2	
<b>財貨・サービスの純輸出</b>	(▲0.2)	(1.4)	(▲0.1)	(0.2)	(▲0.4)	(▲0.4)	
財貨・サービスの輸出	▲2.4	3.8	0.3	2.8	▲5.0	▲5.0	
財貨・サービスの輸入	▲1.5	▲3.6	0.9	1.8	▲3.4	▲3.4	
<b>名目GDP</b>	2.2	2.6	▲0.2	0.7	0.1	0.1	
(年率換算)	9.1	10.7	▲0.6	2.7	0.4	0.4	
(前年同期比)	4.9	6.1	6.9	5.2	3.4	3.2	
<b>デフレーター（前年同期比）</b>	2.3	3.7	5.2	3.9	3.7	3.7	

（出所）内閣府、予測は当社による

<sup>1</sup> サンプルの歪を修正すると10～12月期の前年同期比+20.2%から1～3月期は+7.8%へより大きく伸びが鈍化している。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、株式会社伊藤忠総研が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠総研ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。

しいとすれば、2023年度の設備投資は実質で前年比+0.1%とほぼ横ばい、名目でも2022年度の+7.9%から+3.4%へ大きく減速したことになる。3月調査の日銀短観設備投資計画は、2022年度の実績である前年比+9.2%から2023年度は+10.7%で着地すると見込んでいたが、法人企業統計は企業が計画通り投資を実施しなかった可能性を示すものと言える。

## 企業業績は好調

とはいっても、企業の設備投資に関する環境は良好である。法人企業統計季報によると、2024年1~3月期の売上高が全産業で前年同期比+2.3%となり、2023年10~12月期の+4.2%から伸びが鈍化、季節調整済の前期比でも▲0.4%と若干減少したが、1~3月期の経常利益は前年同期比+15.1%と10~12月期(+13.0%)から伸びを高めている。季節調整済の前期比も+6.7%の大幅増益であった。

経常利益の業種別内訳を見ると(右図)、製造業(前期比+5.1%)、非製造業(+7.6%)とも増加した。製造業では、食料品(10~12月期前年同期比▲11.7%→1~3月期+16.8%)や鉄鋼(▲31.2%→+30.0%)、情報通信機械(▲37.6%→+51.9%)が前年同期比でプラスに転じたほか、化学(+20.8%→+37.8%)の伸びが大きく高まった。また、非製造業では、卸小売業(▲6.2%→+6.4%)や不動産業(▲7.0%→+55.6%)、運輸・郵便業(▲38.5%→+57.4%)で改善が目立った。

## 労働分配率は下げ止まり、来春闘にも期待高まる

さらに、労働分配率(人件費/付加価値生産額<sup>2</sup>、当社試算の季節調整値)は、製造業(10~12月期52.5%→1~3月期50.1%)で低下、非製造業(57.3%→57.3%)は横ばいにとどまったものの、直近3四半期平均で傾向を見ると、ともに下げ止まっており(右図)、人件費の増加が企業業績の改善に追いつきつつある状況が確認できる。

企業は空前の人手不足に直面、賃金上昇圧力は高まっており、こうした動きは、業績改善に応じて人件費すなわち賃金が引き上げられやすいことを示している。当社は春闘賃上げ率を決める3大要素を①消費者物価上昇率、②労働需給(失業率)、③企業業績(経常利益)と考えているが、過去の賃上げ率とこれら3大要素との関係を踏まえると、それぞれ前年比2%、2%台前半、前年比横ばいとしても、来年度の賃上げ率は今年度の5%程度(見込み)に続き、4%を超える高い伸びが予想される。

こうした状況を踏まえると、今後は、企業業績が改善、家計所得が増加し個人消費の回復につながると同時に、足踏みする設備投資の拡大にも寄与し、プラス成長に転じるというシナリオを維持して良いだろう。

<sup>2</sup> 付加価値生産額は経常利益、減価償却費、利払い費、人件費の合計とした。

