

## 日本経済：2024年4～6月期 GDP2 次速報は下方修正見通しながら企業業績は好調持続、賃金上昇余地残し、内需主導の景気回復は実現可能

4～6月期の実質 GDP 成長率(2次速報)は前期比+0.6%(年率+2.6%)と1次速報から下方修正の見通し。設備投資が下方修正されるほか、個人消費も下方修正の可能性。企業業績は好調持続ながら労働分配率は低下。その分、賃金上昇余地を残しており、景気が内需主導で回復するとの見方は維持可能。

### 4～6月期の実質 GDP 成長率は下方修正の見通し

9月9日発表予定の2024年4～6月期 GDP2 次速報値は、1次速報値の前期比+0.8%(年率+3.1%)から+0.6%(+2.6%)へ下方修正されると予想する(右表)。

本日発表された2024年4～6月期の法人企業統計季報では、設備投資(名目、金融・保険業を除く全産業、含むソフトウェア)が1～3月期の前年同期比+6.8%から+7.4%へ小幅な伸びの拡大にとどまった<sup>1</sup>。これを踏まえると、設備投資は名目で1～3月期の前年同期比+3.1%から4～6月期は+5.7%への伸びの拡大にとどまり(1次速報は+6.3%)、実質の前期比では1次速報の+0.9%から2次速報では+0.3%へ下方修正される見込み。

一方で、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6月実績を踏まえて、1次速報値の前期比+4.5%から2次速報値では+5.0%へ上方修正されるが、個人消費は供給側統計がサービス消費の下振れを示唆しており、1次速報値の前期比+1.0%から2次速報値では+0.9%へ下方修正されると予想する。

### 実質 GDP 成長率の推移 (QE 予測)

	2023				2024		
	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	1次QE 4～6	2次QE 4～6
実質 GDP	1.3	0.6	▲ 1.0	0.1	▲ 0.6	0.8	0.6
(年率換算)	5.2	2.4	▲ 4.0	0.3	▲ 2.3	3.1	2.6
(前年同期比)	2.6	2.0	1.3	0.9	▲ 0.9	▲ 0.8	▲ 1.0
国内需要	1.3	▲ 1.0	▲ 0.7	▲ 0.1	▲ 0.1	0.9	0.9
民間需要	1.6	▲ 1.1	▲ 1.0	0.0	▲ 0.2	0.8	0.8
民間最終消費支出	0.7	▲ 0.8	▲ 0.3	▲ 0.3	▲ 0.6	1.0	0.9
民間住宅投資	0.9	1.4	▲ 1.2	▲ 1.1	▲ 2.6	1.6	1.6
民間企業設備投資	2.3	▲ 2.1	▲ 0.1	2.1	▲ 0.4	0.9	0.3
民間在庫品増加	(0.3)	(▲0.1)	(▲0.5)	(▲0.1)	(0.3)	(▲0.1)	(▲0.1)
公的需要	0.4	▲ 0.9	0.1	▲ 0.4	0.1	0.8	0.9
政府最終消費支出	0.0	▲ 1.2	0.6	▲ 0.1	0.3	0.1	0.1
公的固定資本形成	2.6	1.0	▲ 1.9	▲ 1.7	▲ 1.1	4.5	5.0
財貨・サービスの純輸出	(▲0.1)	(1.4)	(▲0.2)	(0.2)	(▲0.5)	(▲0.1)	(▲0.1)
財貨・サービスの輸出	▲ 2.1	3.2	0.1	3.0	▲ 4.6	1.4	1.4
財貨・サービスの輸入	▲ 1.7	▲ 4.1	1.3	2.0	▲ 2.5	1.7	1.7
名目 GDP	2.4	2.0	▲ 0.1	0.7	▲ 0.2	1.8	1.6
(年率換算)	9.8	8.2	▲ 0.3	2.8	▲ 1.0	7.3	6.7
(前年同期比)	5.0	5.8	6.6	4.8	2.5	2.1	2.0
デフレーター (前年同期比)	2.4	3.8	5.2	3.9	3.4	3.0	3.0

(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1～3月期の前年同期比+7.8%から4～6月期は+10.1%への伸びの拡大であった。

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。見直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。

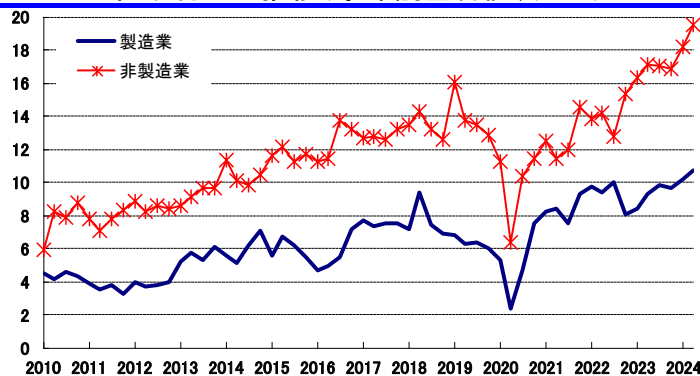
全体として下方修正されたとはいえ、実質 GDP 成長率が前期比プラスに転じたことに変わりはない。より詳細に言えば、1～3 月期に自動車の出荷停止により個人消費が落ち込み前期比でマイナス成長となった反動、つまり 4～6 月期の日本経済は持ち直したに過ぎないという評価は変わらない。4～6 月期は前年同期比では 1 次速報値と同じくマイナスのままであり、回復と呼べる状況にはない。

### 企業業績は好調持続ながら家計への波及は不十分

その意味で、7～9 月期以降、日本経済が回復に向かうかどうかの大きなカギを握るのは、企業業績とその家計部門への波及であろう。結論から言えば、企業業績の改善が人件費に波及する動きは継続しており、景気回復に向けた好循環は確認できたものの、回復に至らせるには不十分であった。

法人企業統計季報によると、2024 年 4～6 月期の売上高は全産業で前年同期比+3.5%となり、1～3 月期の+2.3%から伸びを高めた。そうした中で、経常利益は 1～3 月期の前年同期比+15.1%から 4～6 月期は+13.2%へ伸びが鈍化した。非製造業（1～3 月期前年同期比+11.5%→4～6 月期+13.3%）は伸びを高めたものの、製造業（+23.0%→+13.0%）の伸びが鈍化したことが主因である。ただ、季節調整値では非製造業（4～6 月期前期比+7.5%）だけでなく製造業（+4.8%）も増加しており（右上図）、企業業績は総じて好調だったと言える。

経常利益の推移(季節調整済値、兆円)



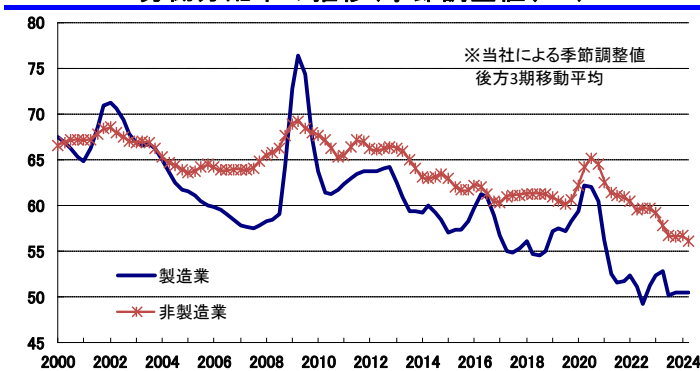
(出所)財務省

### 労働分配率は低下、今後の賃金上昇余地は大

増収増益を受けて、人件費も全産業で伸びを高め（前年同期比+4.2%→+4.8%）、企業業績の改善が人件費の増加につながる動きは続いた。しかしながら、人件費の伸びの拡大は小幅であり、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）は当社試算の季節調整値で大きく低下（全産業：1～3 月期 54.4%→52.9%）、趨勢を見るため 3 期移動平均をとっても、製造業で底這い（2023 年 10～12 月期 50.5%→2024 年 1～3 月期 50.5%→4～6 月期 50.4%）、非製造業は低下傾向（56.6%→56.7%→56.1%）を脱していない。

すなわち、現状は企業業績の改善が人件費に十分に波及していないということであり、個人消費が持ち直しの範囲にとどまった一因になったと言えよう。ただ、逆に言えば賃金の上昇余地は大きい。しかも、労働市場は空前の人手不足である。そのため、今後も賃金の上昇が続き、来春闘も高い賃上げ率が実現、景気は内需主導で回復に向かうという見方を維持して良いだろう。

労働分配率の推移(季節調整済値、%)



(出所)財務省 (注)資本金1,000万円以上の企業

<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。