

◎注意事項をよくお読み下さい



りそな 経済フラッシュ

(日本7-9月期GDP：懸念された中で好調だった個人消費)

2024/11/15
りそなホールディングス 市場企画部
エコノミスト 佐藤 芳郎

要約

- ◆ 7-9月期の実質GDPは前期比0.2%（同年率0.9%）と2四半期連続のプラス成長となり、市場予測（前期比0.2%、同年率0.7%）をやや上回った。
- ◆ 項目別の内訳は経済の順調な姿を示した。特に4-6月期に前期比0.7%の増加となっていた個人消費が同0.9%と大幅な増加を続けた。実質賃金の底打ちが示唆する所得環境の改善を踏まえれば、足元でのペースとはいかずとも個人消費が回復していくとの見通しは変わらない。また、短観調査で示されている製造業の見通しに基づけば、輸出も持ち直していきだろう。
- ◆ 政府がデフレ脱却宣言に関して重視している指標の動きを踏まえると、今回のGDP統計を踏まえても需給ギャップのマイナスが継続する見込みであり、脱却宣言は難しいだろう。他方、マクロ経済環境が概ね想定どおりであることから、日銀は遅くとも1月には追加利上げに踏み切ると弊社では見ている。
- ◆ 米国で少なくとも短期的にはインフレ的な政策を志向する共和党のトランプ候補が大統領選に勝利し、また米国のハードランディング懸念も後退しており、米国債の金利上昇が日本国債金利にも影響している。更に、日本国債市場が日銀の次の利上げを織り込んでいく場合には、長期金利は1.0%を持続的に上回っていきそうだ。

- ✓ 本日公表された7-9月期実質GDPは前期比0.2%（同年率0.9%）と2四半期連続のプラス成長に転じ、市場予想（前期比0.2%、同年率0.7%）をやや上回った。
- ✓ 項目別の内訳からは、日本経済の順調な姿が示された（図表①）。特に、4-6月期には5四半期ぶりの増加となっていた個人消費は、7-9月期には前期比0.9%と変動の大きい前期比で見ても伸びが加速した。他方、設備投資は2023年7-9月期以降は増加と減少が交互しており、ほぼ横ばいの推移が続いている。外需面では、純輸出の実質GDPへの寄与はマイナスであったものの、堅調だった内需を反映した輸入増加がその背景であり、むしろ景気が好調であったことを示す内容だ。
- ✓ 個人消費は、7-9月期には台風や地震といった自然災害があった中でも、堅調であったことになる。好調だった春闘を反映して賃金は増加しており、極端なインフレが落ち着いてきたことで実質賃金は底打ちし、個人消費は概ね回復が続いていくと見ている（図表②：左図）。また、日銀短観の「海外での製商品需給判断DI」を踏まえれば、輸出は底堅さを維持してくだらう（同右図）。

【図表①：実質GDPと構成項目】

	実質GDP	個人消費	住宅投資	設備投資	在庫変動	政府支出	公共投資	輸出	輸入
	前期比	前期比	前期比	前期比	寄与度	前期比	前期比	前期比	前期比
2023年1-3月期	1.2	0.8	0.7	2.3	0.3	0.0	2.5	-2.1	-1.6
4-6月期	0.6	-0.7	1.2	-2.2	0.0	-1.2	1.0	3.1	-4.1
7-9月期	-1.0	-0.4	-0.9	-0.1	-0.6	0.5	-2.0	0.2	0.9
10-12月期	0.1	-0.3	-1.0	2.1	0.0	-0.1	-1.7	2.9	2.4
2024年1-3月期	-0.6	-0.6	-2.9	-0.4	0.3	0.3	-1.1	-4.5	-2.4
4-6月期	0.5	0.7	1.4	0.9	-0.1	0.1	4.1	2.6	2.9
7-9月期	0.2	0.9	-0.1	-0.2	0.1	0.5	-0.9	0.4	2.1

出所：内閣府、りそなホールディングス

【図表②：持ち直しが見込まれる個人消費と輸出】



備考①：実質消費活動指数は旅行収支調整済み
備考②：海外での製商品判断需給DIの最新値は9月調査での12月見直し
出所：日本銀行、厚生労働省、りそなホールディングス

◎注意事項
当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否とにかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

◎注意事項をよくお読み下さい



りそな 経済フラッシュ

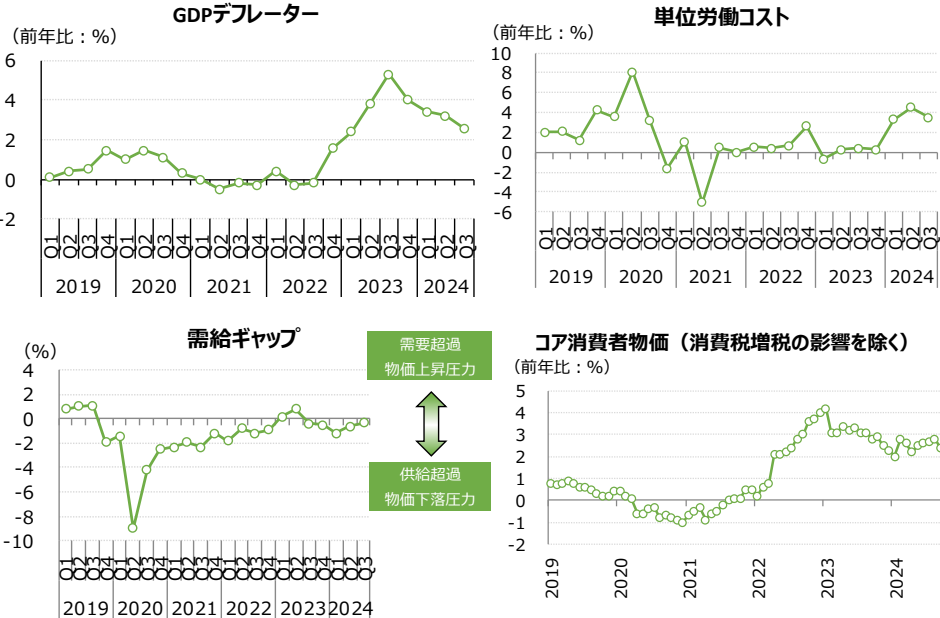
(日本7-9月期GDP：懸念された中で好調だった個人消費)

✓ 政府がデフレ脱却宣言に関して重視する4指標のうちGDP統計からわかる3指標を見ると（図表③）、GDPデフレーターは前年比2.6%と8四半期連続のプラス、単位労働コストは前年比3.5%と6四半期連続のプラスになった。一方、需給ギャップは小幅ながらマイナスに留まる見込みとなっており、今回のGDP統計を以て政府がデフレ脱却を宣言することは難しそうだ。他方、政府が依然としてデフレ脱却を宣言していない中でも、日銀は2024年に入ってから二度の利上げを実施している（3月のマイナス金利解除、7月の追加利上げ）。こうした行動を踏まえれば、政府による景気判断に配慮しつつも、日銀としては金融政策の正常化に向けて、適切と見られるタイミングを模索し続けていこう。弊社としては遅くとも1月までには追加利上げが決定されると想定している。

✓ 今回のGDP統計は、自然災害の影響が懸念された中でも、実体経済が順調であったことを示した。足元の景気は、賃金の増加が個人消費を回復させ、更に個人消費の回復による需給ギャップの改善が物価を上昇させるという好循環を想定している日銀の見通しに概ね沿っていると考えられる。更に、日銀が下振れ要因としてきた米国経済は、少なくとも短期的にはインフレ的な経済政策を志向する共和党のトランプ候補が大統領選に勝利し、むしろ上振れの可能性すら出てきている。そうした中で米国での金利上昇圧力が強まったことで、その影響が日本国債にも影響している。弊社による試算では、足元の日本国債の長期金利は、日本の政策金利と米国の長期金利の水準に概ね沿った位置にある（図表④：赤枠）。更に、日本国債市場が日銀の追加利上げを織り込んでいくとすれば、米国の長期金利の水準次第ではあるものの、日本の長期金利は1%を持続的に上回っていくことが予想される（図表④：青枠）。

✓ 総じて、国内経済では消費の持ち直しが続くことが見込まれ、製造業の景況感を踏まえれば輸出も底堅い推移となり、これらの需要が設備投資を下支えするという姿が見込めそうだ。米国では、少なくとも短期的にはインフレを志向する政権が政策を担い、足元でも実体経済が大きく崩れる様相は見られていない。また、中国経済も、政策当局が中古住宅の買取支援の強化や大手金融機関に対する大規模な資本増強支援を打ち出しており、やはり実体経済の悪化は避けられている。個人消費が足元のペースで回復を続けることは持続的ではないものの、前期比年率で見た成長率は日本の潜在成長率として推計される1%程度で安定していくと見ている（次ページ表参照）。

【図表③：デフレ脱却を判断する4指標】



備考：需給ギャップの最新値はりそなホールディングスによる試算値
出所：内閣府、総務省、りそなホールディングス

【図表④：日本の長期金利の理論値】

超過準備付利	米国長期金利							
	3.90	4.00	4.10	4.20	4.30	4.40	4.50	4.60
0.25	0.920	0.943	0.966	0.989	1.013	1.036	1.059	1.082
0.50	1.123	1.146	1.169	1.192	1.215	1.238	1.261	1.284
0.75	1.325	1.348	1.371	1.394	1.418	1.441	1.464	1.487
1.00	1.528	1.551	1.574	1.597	1.620	1.643	1.666	1.689

備考：日本の長期金利をO/Nコールレート、10年国債の日銀保有シェア、米国長期金利を用いて試算
出所：りそなホールディングス

◎注意事項

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否とにかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

◎注意事項をよくお読み下さい



りそな 経済フラッシュ

(日本7-9月期GDP：懸念された中で好調だった個人消費)

2024/11/15
りそなホールディングス 市場企画部
エコノミスト 佐藤 芳郎

【実質GDP見通し】

	2023				2024				2025	年度		
	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月 (予)	1-3月 (予)	2023	2024 (予)	2025 (予)
(前期比：%)												
実質GDP	1.2	0.6	-1.0	0.1	-0.6	0.5	0.2	0.2	0.3	0.8	0.2	1.1
前期比年率	5.0	2.6	-4.0	0.4	-2.4	2.2	0.9	0.9	1.2			
前年同期比	2.6	1.9	1.3	0.9	-0.8	-1.1	0.3	0.4	1.3			
国内需要*	1.2	-0.8	-0.8	0.1	-0.2	0.4	0.6	0.0	0.2	-0.6	0.9	1.0
個人消費	0.8	-0.7	-0.4	-0.3	-0.6	0.7	0.9	0.2	0.2	-0.6	0.8	0.7
住宅投資	0.7	1.2	-0.9	-1.0	-2.9	1.4	-0.1	0.2	0.2	0.3	-1.4	0.7
設備投資	2.3	-2.2	-0.1	2.1	-0.4	0.9	-0.2	0.4	0.4	0.3	1.8	1.5
在庫変動*	0.3	0.0	-0.6	0.0	0.3	-0.1	0.1	-0.1	0.1	-0.2	0.0	0.0
政府支出	0.0	-1.2	0.5	-0.1	0.3	0.1	0.5	0.3	0.3	-0.5	1.0	1.3
公共投資	2.5	1.0	-2.0	-1.7	-1.1	4.1	-0.9	0.5	0.5	0.6	1.7	1.7
純輸出*	-0.1	1.7	-0.2	0.1	-0.4	-0.1	-0.4	0.1	0.0	1.4	-0.7	0.1
輸出	-2.1	3.1	0.2	2.9	-4.5	2.6	0.4	1.0	0.5	2.8	1.5	2.2
輸入	-1.6	-4.1	0.9	2.4	-2.4	2.9	2.1	0.5	0.5	-3.2	4.5	1.9

*の付いた項目は前期比寄与度（%ポイント）

備考：（予）はりそなホールディングスによる予想
出所：内閣府、りそなホールディングス

◎注意事項

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否とにかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。