

日銀の7月利上げの妥当性を示した4～6月期GDP統計

2024年8月19日

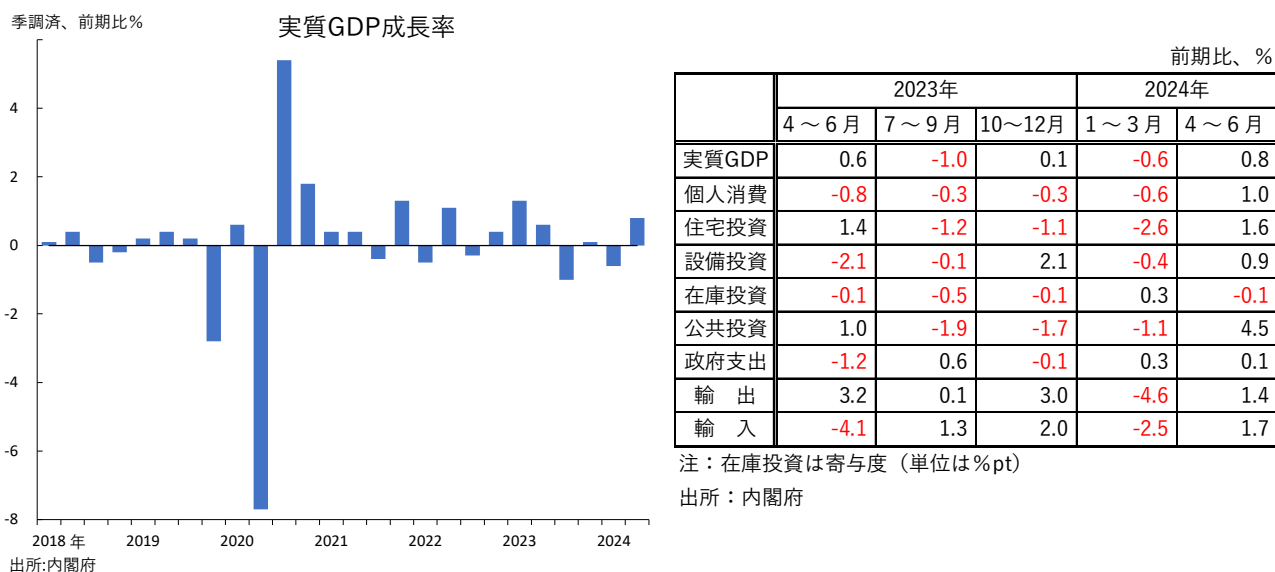
調査部 特任研究員 北田 英治

24年4～6月期の実質GDPは前期比年率+3.1%と2期ぶりのプラス成長

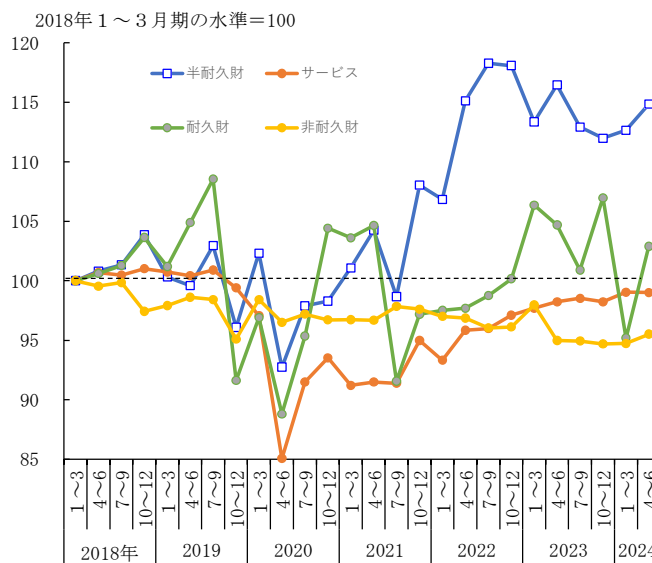
内閣府が8月15日に発表した2024年4～6月期の実質GDP（国内総生産、一次速報値）は前期比+0.8%（同年率+3.1%）と、2四半期ぶりのプラス成長となった（図表1）。これを需要項目別にみると、自動車の認証不正問題の影響が一巡したことを受けて、個人消費（前期比+1.0%）や設備投資（同+0.9%）、輸出（同+1.4%）が、いずれも増加に転じている。実質ベースの個人消費（国内家計最終消費支出）を形態別にみると（図表2）、4～6月期は耐久財消費が前期比+8.1%（実質GDPに対する寄与度は+0.3%pt）と大幅な増加に転じており、認証不正問題の影響で止まっていた自動車の生産・出荷が再開したことが成長率の押し上げに大きく寄与したことを示唆している。

もっとも、1～3月期の実質GDPが上記の特殊要因（一部自動車メーカーの認証不正問題の影響）でマイナス成長となったことが明らかになった5月中旬時点において、続く4～6月期の実質GDPがその反動でプラス成長に転じる可能性が大きいことは容易に予測できたことであり、今回、4～6月期のプラス成長について特に驚きはない。一方、今回の4～6月期のGDP統計で注目すべきは家計所得の大幅な改善である。

図表1 実質GDP成長率と需要項目別の動き



図表2 形態別に見た実質個人消費の推移

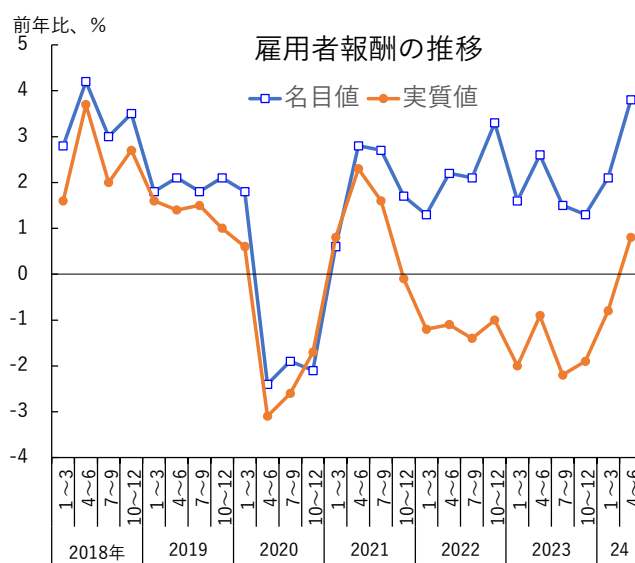


出所：内閣府「四半期別GDP速報」などより浜銀総研作成

実質ベースの雇用者報酬が11四半期ぶりに増加した点に注目

2024年4～6月期の名目ベースの雇用者報酬は前年比+3.8%と、前期（同+2.1%）に比べて伸びが大幅に高まった（図表3）。これを「雇用者数の伸び」と「一人当たり賃金の伸び」に要因分解すると、4～6月期は雇用者数の伸びが前年比+0.5%ptの寄与度、また一人当たり賃金の伸びが同+3.3%ptの寄与度となり、足元の大幅な賃金上昇が雇用者報酬の大幅な増加につながったことが分かる。こうした名目ベースの雇用者報酬の大幅な増加を受けて、4～6月期の実質ベースの雇用者報酬は前年比+0.8%と、11四半期ぶりに前年水準を上回った。

図表3 名目ベースと実質ベースの雇用者報酬



出所：内閣府「四半期別GDP速報」などより浜銀総研作成

あらためて実質ベースの個人消費（国内家計最終消費支出）を形態別にみると（図表2）、4～6月期は被服などの半耐久財消費が前期比+2.0%、食料品などの非耐久財消費が同+0.8%、外食や旅行などのサービス消費が同-0.0%と、概ね底堅く推移している。この背景には、実質ベースの家計所得の改善があると考えられる。

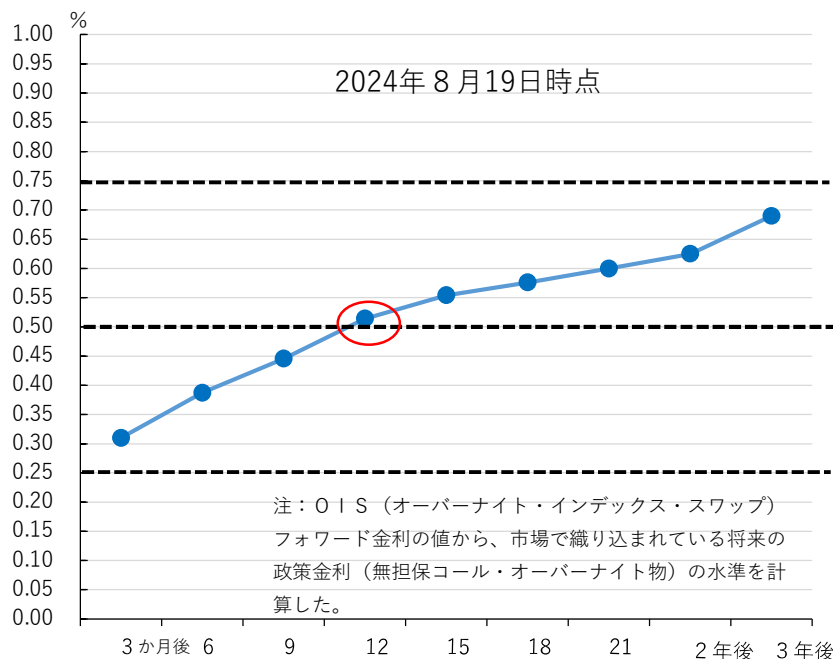
日銀の次回利上げの時期は早くて来年1月の会合か

日銀は7月31日の金融政策決定会合で0.25%の追加利上げを決定した。日銀が公表した資料「（参考）2024年7月金融政策決定会合での決定内容」によると、7月に利上げを決めた主たる理由として①「経済・物価は、これまで示してきた見通しに概ね沿って推移、賃上げの動きに広がり」と、②「輸入物価は再び上昇に転じており、先行き、物価が上振れするリスクには注意」の2点が挙げられている。本来であれば、前者①の点を今回発表された4～6月期のGDP統計で確認するという選択肢もあったと考えられるが、後者②のリスクが高まってきたため、7月末に前倒しで追加利上げを決めたと解釈できる。ちなみに、前者①の点については、植田総裁が記者会見で、「まず賃金ですけれども、4月、5月の例えば毎月勤労統計等をみますと、（中略）春闘の結果が着実に反映されつつあるというふうに判断致しました。」「それから、消費でございますが、（中略）すごい強いというわけではないですけれども、例えば、4月、5月の日銀の消費に関する指数等をみてもプラスに転じていますし、底堅いという判断をしております。」と説明している¹。今回の4～6月期GDP統計の結果は、上記の植田総裁の判断が正しかったことを裏付けるものであり、日銀の7月利上げの妥当性を示すものであると言える。

さて、気になるのは、次の日銀の追加利上げのタイミングである。日銀の内田副総裁が8月7日の講演で、「金融市場が不安定な状況で、利上げをすることはない」と明言したことなどから、金融市場の利上げ観測は大きく後退しており、オーバーナイト・インデックス・スワップ（OIS）金利が示唆する次の利上げ時期は2025年夏場となっている（図表4）。ただ、逆に言えば、金融市場が安定してくれば、日銀は再び利上げを模索していくことになる。前出の日銀資料では、「（日銀がこれまで示してきた）見通しが実現していくとすれば、引き続き政策金利を引き上げ、金融緩和の度合いを調整」と書かれており、日銀が3か月に1度発表する「展望レポート」を軸に政策変更を検討することが基本線であることが示唆されている。次回、7～9月期のGDP統計（一次速報値）が内閣府から公表されるのは11月15日（金）である。金融市場の安定が大前提であるものの、7～9月期のGDP統計で個人消費の底堅さや、実質ベースの雇用者報酬の増加継続が確認できれば、日銀の追加利上げが視野に入ってくる。『展望レポート』の発表と合わせて政策変更を行うのであれば、日銀が25年1月23日～24日の決定会合で追加利上げを決めるというのが、現時点で想定される最も早いタイミングでの政策変更ではないだろうか。

¹ 日本銀行「総裁定例記者会見（2024年7月31日）」

図表4 O I S金利が示す日本の政策金利の予想水準



出所：Bloombergより浜銀総研作成

執筆者紹介



北田 英治（きただ えいじ）

浜銀総合研究所 調査部 特任研究員

マクロ経済・金融マーケットを中心とする調査業務を担当。

各種レポートの作成や講演活動などに携わる。

F Mヨコハマの朝の番組「ちよーどいいラジオ」の経済コーナー
に毎週レギュラー出演中。

浜銀総合研究所では、景気動向に関するレポートなどの発行情報をメールにてお知らせしています。ご関心のある方は、下記のサイトより、「レポート更新情報お知らせメール」（無料）にご登録ください。

【URL】 https://www.yokohama-ri.co.jp/html/inquiry/inquiry_repo.html?nno=5

本レポートの目的は情報提供であり、売買の勧誘ではありません。本レポートに記載した内容は、レポート執筆時の情報に基づく浜銀総合研究所・調査部の見解であり、レポート発行後に予告なく変更することがあります。また、本レポートに記載されている情報は、浜銀総合研究所・調査部が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、その正確性、完全性を保証するものではありません。ご利用に際しては、お客さまご自身の判断にてお取り扱いいただきますようお願いいたします。