

# 年率+1.6%と1次速報から変わらずと予想 (1~3月期2次QE)

調査部 経済調査チーム  
 主席エコノミスト  
 酒井才介  
 080-1069-4626  
 saisuke.sakai@mizuho-rt.co.jp

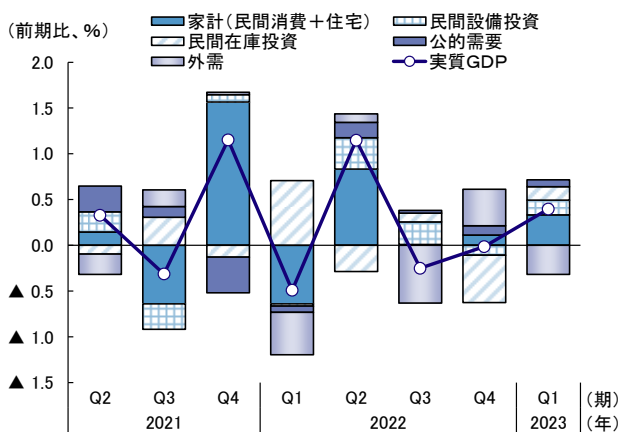
- 1~3月期の実質GDP(2次速報値)は、法人企業統計の公表などを受け、前期比+0.4%(年率+1.6%)と1次速報の前期比+0.4%(年率+1.6%)からほぼ変わらないと予測
- 公共投資がやや下振れるも設備投資・在庫投資はほぼ変わらず。海外経済減速や半導体市場低迷を受けて外需が大幅に減少したものの、個人消費を中心に内需の回復が牽引したとの構図は変わらず
- 4~6月期以降もサービス消費やインバウンド需要の回復が続く一方、欧米を中心とした海外経済の減速、半導体市況の低迷継続が下押し要因に。金融不安に伴う海外経済の下振れリスクに留意

1~3月期の実質GDP(2次速報)は1次速報からほぼ変わらないと予想。外需がマイナスの一方で国内需要が牽引との構図は変わらず

6月8日(木)に内閣府から1~3月期の「四半期別GDP速報(2次速報値)」が公表される。本日発表された法人企業統計などを受けて推計したところ、実質GDP成長率は前期比+0.4%(年率+1.6%)と、1次速報の年率+1.6%からほぼ変わらないと予想する(図表)。公共投資がやや下振れるものの、設備投資・在庫投資は大きな修正はなされないとみている。

海外経済減速を受けて輸出が大幅に減少した一方、個人消費や設備投資など国内需要が増加し、全体をけん引したとの構図は変わらないだろう。実質GDPはコロナ禍前(2019年平均)対比で▲0.6%低い水準にとどまり、経済活動の正常化は依然として道半ばであるとの見方も変わらない。

図表 2023年1~3月期GDP(2次速報)予測



	2022 4~6	7~9	10~12	2023 1~3	1次QE
実質GDP	1.1	▲0.2	▲0.0	0.4	0.4
(前期比年率)	4.7	▲1.0	▲0.1	1.6	1.6
(前年比)	1.8	1.6	0.4	1.3	1.3
内需	1.0	0.4	▲0.4	0.7	0.7
(1.1)	(0.4)	(▲0.4)	(0.7)	(0.7)	(0.7)
民需	1.2	0.5	▲0.7	0.8	0.8
(0.9)	(0.4)	(▲0.5)	(0.6)	(0.6)	(0.6)
個人消費	1.7	0.0	0.2	0.6	0.6
住宅投資	▲1.8	▲0.5	0.1	0.2	0.2
設備投資	2.1	1.5	▲0.7	0.9	0.9
在庫投資	(▲0.3)	(0.1)	(▲0.5)	(0.1)	(0.1)
公需	0.6	0.1	0.4	0.3	0.4
(0.2)	(0.0)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
政府消費	0.7	0.0	0.2	▲0.0	▲0.0
公共投資	0.6	1.1	0.2	1.6	2.4
外需	(0.1)	(▲0.6)	(0.4)	(▲0.3)	(▲0.3)
輸出	1.5	2.5	2.0	▲4.2	▲4.2
輸入	1.0	5.6	▲0.0	▲2.3	▲2.3
名目GDP	1.1	▲0.8	1.1	1.9	1.7
GDPデフレーター(前年比)	▲0.3	▲0.4	1.2	2.2	2.1

(注) 表の数値は言及しない限り実質前期比。( )内はGDPへの寄与度  
 (出所) 内閣府「四半期別GDP速報」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 設備投資、在庫投資はほぼ変わらず

法人企業統計季報によると1～3月期の設備投資（ソフトウェアを含む、金融・保険を除く全産業、季節調整値）は前期比+2.3%（10～12月期同+0.8%）と4四半期連続のプラスとなった。製造業が同+4.8%（10～12月期同+1.0%）と2期連続で増加、非製造業も同+1.0%（10～12月期同+0.7%）と4四半期連続で増加した。非製造業でサービス分野を中心に売上の回復が続いたことに加え、輸入物価の低下に伴い幅広い業種で交易条件の改善が進んだことで経常利益も同+6.2%（10～12月期同▲1.2%）とプラスに転じており、設備投資の押し上げに寄与しているとみられる。

法人企業統計の結果にサンプル調整などを施した上で推計すると、GDPベースの実質設備投資は、1次速報（前期比+0.9%）から変わらない見通しだ。欧米経済の減速や半導体市場の調整に伴い、製造業の収益環境はやや厳しいが、人手不足の深刻化を背景としたデジタル化・省力化関連のソフトウェア投資などが引き続き増加したとみられる。コロナ禍で先送りされていた投資が再開されたこと等が設備投資の増加に寄与している面もあるだろう（サービスを中心とした需要の回復を受けて非製造業の設備投資が回復に向かっていることに加え、半導体の供給制約緩和に伴う自動車生産の回復を受け、事業用自動車の支出増加も設備投資の押し上げ要因になっている）。前期のマイナスも前年度から繰り越された投資需要の顕在化により4～6月期（前期比+2.1%）、7～9月期（同+1.5%）と高い伸びが続いてきたことの反動が出た面が大きく、（海外経済減速を受けて年度後半は製造業を中心に鈍化傾向ではあるものの）均してみれば年間を通じて設備投資は堅調に推移したと見てよいだろう。日銀短観（3月調査）をみても、2022年度の設備投資計画（全規模・全産業、ソフトウェア・研究開発投資を含み土地投資を除く）は、前年度比+11.0%と高水準を維持している（なお、名目ベースの設備投資計画や法人企業統計における設備投資は資本財価格の上昇により押し上げられている面があり、実質ベースの設備投資の増勢についてはこれらの名目ベースの指標から割り引いて考える必要がある点には留意する必要がある）。

民間在庫投資は、法人企業統計による原材料在庫や仕掛品在庫の推計値が加わるが、実質GDP前期比に対する寄与度は1次速報（同+0.1%Pt）からほぼ変わらないと予想する。輸出を中心とした財需要の弱さが在庫の押し上げ要因になる一方、生産の弱い動きを受けて、前期の大幅マイナスの後にしては小さいプラス幅になった。

## 公共投資は下方修正

公共投資については、3月分の建設総合統計の結果が反映され、前期比+1.6%と1次速報（同+2.4%）からやや下方修正されると予想する。昨年に関議決定された政府の総合経済対策、並びにその財源として成立した2022年度第2次補正予算を受けて、防災・減災、国土強靱化の推進に係る公共事業

## 個人消費、外需は変更なし

が進捗したことにより、増加したとの見方は変わらない。政府消費も1次速報時点（同▲0.0%）から変わらず、医療費の増加等がプラスに寄与した一方、ワクチン接種による押し上げの一服等がマイナスに寄与したことで微減になったとみている。公的在庫変動を含めた公的需要全体では前期比+0.3%と、1次速報（同+0.4%）から小幅に下方修正されると予想する。

個人消費については、1次速報段階で明らかでなかった3月のサービス産業動向調査の結果が織り込まれるが、1次速報時点（同+0.6%）からほぼ変わらないと予想する。1次速報において、内閣府は業界統計や業界大手企業のデータ等を用いて3月値を補外する処理を行っており、2次速報での修正幅は限定的とみている。食料を中心とした物価高が財を中心に消費の下押し要因になったものの、半導体の供給制約緩和で生産が回復した自動車を中心に耐久財消費が増加したほか、ウェイトの大きいサービス消費も政府による「全国旅行支援」の1月以降の延長や感染懸念の後退（感染第8波の収束、マスク着用要請の緩和等）を受けて回復したことを再確認する結果となるだろう。

外需についても、1次速報時点で3月の国際収支統計まで反映されていることから、ほぼ修正はされないだろう。輸出については、1次速報時点（同▲4.2%）から変わらないと予想する。海外経済の減速や世界的な半導体サイクルの悪化が逆風になり財輸出が大幅なマイナスとなった一方、水際対策緩和や円安を受けた訪日外国人客数の増加でサービス輸出が回復したことを再確認する結果となるだろう。輸入も1次速報（同▲2.3%）から変わらず、純輸出の実質GDP成長率に対する寄与度も1次速報（同▲0.3%Pt）から修正はなされないと予想する。

## 4～6月期以降は引き続き対人サービス消費やインバウンド需要の回復が押し上げに寄与。人手不足を受けて設備投資もソフトウェアを中心に底堅く推移し、内需は堅調な見通し

以上より、1～3月期の実質GDP（2次速報値）は1次速報からほぼ変わらず、景気認識を変えるには至らないと予想する。昨年7～9月期、10～12月期とマイナス成長が続いたことを踏まえれば、1～3月期のプラス成長をもってしても日本経済の回復は十分ではなく、冒頭で記載したとおり経済活動の正常化までは依然として距離がある状況だ。

4～6月期以降についても、個人消費・設備投資を中心に内需が牽引役となり、経済活動は回復基調で推移することが見込まれる。

個人消費にとって引き続き下押し要因となるのが物価高だ。年度替わりのタイミングで値上げの動きが広がり、4月のコアCPIは前年比+3.4%、日銀版コアCPIは同+4.1%まで伸び幅が拡大した。これまでの原材料費高騰・円安進展を受けて価格転嫁が進展した食料や、全国旅行支援の減額・インバウンド増加による宿泊需要の改善を受けた宿泊料が全体を押し上げている。コアCPI、日銀版コアCPIいずれも季節調整値の前月比で見ると+0.5%と加速しており、単純計算で年率+6%程度と瞬間風速としては米国並みのインフ

レ圧力が発生している計算となる。株式会社ナウキャスト「日経CPINow」により飲食料品等の日用品を対象とした日次物価指数の動きをみると、5月に入ってから物価上昇圧力は根強い。5月には再生可能エネルギー発電促進賦課金の引き下げが行われることが物価押し下げ要因になる（コアCPIを▲0.3%引き下げと試算）ものの、6月には電力大手7社で14～42%の電気代値上げが予定されている（電力大手7社のウェイトを踏まえた上で、自由料金の上昇幅が規制料金に比較して限定的であることも加味するとコアCPIを0.3%程度押し上げると試算）。さらには、帝国データバンク「食品主要195社」価格改定動向調査によると6月には3,000品目を超える食品の値上げが予定されている。以上を踏まえれば、当面のコアCPI前年比は3%台で高止まる可能性が高く、物価高が引き続き下押し要因になることは避けられないことから、大幅なりベンジ消費の発現は期待しにくいだろう。

それでも、コロナ禍で積み上がった超過貯蓄（1～3月期時点で60兆円程度）が物価高の影響を和らげるほか、全国旅行支援の継続、感染懸念の後退が引き続きサービス消費の押し上げ要因になり、個人消費は腰折れを避けられるとみている。GWの鉄道・航空利用者数は一部交通機関でコロナ禍前（2018年）水準まで回復するなど、国内旅行消費は増加傾向で推移している。5月8日以降は新型コロナが感染症法上の5類に位置付けられ、感染者や濃厚接触者の外出自粛要請が撤廃されたことで、人々の外出意欲も後押しされるだろう。4月の新車販売台数は前月比+13.0%と増加しており、供給制約の緩和を受けた生産回復に伴い自動車消費も増加基調での推移が見込まれる。後述するように、2023年の春闘賃上げ率が高い伸びとなったことも4～6月期以降の個人消費の押し上げ要因となろう（例年、100人以上を雇用する企業の半分超は賃金改定の内容を4月分の所定内給与に反映し、その後夏場にかけて反映する企業が増加する傾向にある）。

インバウンドの回復が続くことも経済活動の押し上げに寄与する。4月の訪日外客数は台湾、香港、ASEANなどアジア圏の増加を主因として195万人（年率2,339万人）と、2019年（3,188万人）対比で73%の水準まで回復している。回復が遅れている中国からの訪日客も、4月時点では10.8万人（3月7.8万人）と回復は緩やかであるものの、4月29日に水際対策が前倒しで終了されたことで今後回復の加速が見込まれる。特に関西・中部地方はインバウンド消費に占める中国人観光客への依存度が高く、回復に期待が高まる状況だ。訪日外国人の一人当たり旅行支出額についても、足元で調査サンプルにバイアスが生じている可能性がある中国人観光客を除いても1～3月期は19.5万円とコロナ禍前（2019年平均）の13.9万円を約4割上回る水準となっている（ただし、円安に加えてコロナ禍の繰延需要の顕在化が影響しているとみら

れ、支出単価の上昇が一時的である可能性がある点には留意が必要だ)。現時点で、インバウンド需要の増加は2023年度のGDP成長率に対し+1.0%Pt程度の押し上げ要因になるとみている。

懸念されるのがサービス業を中心とした人手不足であり、宿泊業等の稼働率の抑制要因になるだろう。女性や高齢者の労働参加に増加余地があったアベノミクス期と異なり、現状は女性の「M字カーブ(結婚・出産に伴う退職)」がほぼ解消されるなど労働供給の増加余地が限られ、景気回復による労働需要増をカバーしきれなくなってきた。さらに、働き方改革の影響に加え、パートタイム労働者が年収に応じて税負担等が増加する「年収の壁」を意識して労働時間を抑制すること等により、平均労働時間はコロナ禍前の水準まで回復していない。人手不足が制約となって稼働率が十分に引き上げられない中では、事業者にとっては「売り」となる商品・サービスの明確化等による客単価の引き上げが収益確保の鍵になるだろう(この点は、サービスを中心とした持続的な物価押し上げ要因となる)。

一方、人手不足への対応として企業による省力化投資・情報化投資は引き続き増加が見込まれる。日銀短観(3月調査)をみると、2023年度の設備投資計画(全規模・全産業、ソフトウェア・研究開発投資を含み土地投資を除く)は、前年度比+4.4%と3月時点調査としては高い伸びとなっている。特に、中堅・中小企業や非製造業で加速感がみられる。鉱業、宿泊・飲食、石油・石炭製品といった規模が比較的小さい業種を中心に、コロナ禍前(2017~19年)に比べ利益計画に対するソフトウェア投資計画の比率が上昇しており、遅れていたDX関連投資に進展の兆しが出てきている。脱炭素化関連も含めて構造的な投資需要も顕在化している模様であり、欧米を中心とした海外経済減速を受けて計画対比では(例年の修正パターン以上に)下振れる公算が大きいものの、通年で設備投資は底堅く推移するとみている。1~3月期の機械受注(船舶・電力を除く民需)をみても前期比+2.6%と三四半期ぶりに増加しており、特に非製造業(同+3.2%)は人手不足対応に加えてサービス分野を中心とした需要回復が押し上げ要因となることで堅調に推移している(4~6月期の内閣府見通しをみても、製造業が欧米の景気悪化懸念が強まる中で前期比▲0.6%と弱含む一方で非製造業は同+9.2%と加速し、民需全体で同4.6%の増加が見込まれている)。

**コアCPI前年比は当面3%  
台前半で高止まりも年後  
半は鈍化。春闘賃上げ率  
は3%台後半での着地が  
見込まれ、年度後半には**

春闘賃上げ率が高い伸びになったことも日本経済にとって好材料となるだろう。2023年の春闘賃上げ率(連合ベース:第5回集計値)は約3.7%の高い伸びとなっており、厚生労働省ベース(大企業、8月公表)の結果も3%台後半で着地する見込みである。ベースアップ分でも2%程度の伸びを確保する可能性が高く、非常に強い内容だ。物価高や人手不足を受けて、企業間で

**実質賃金がプラスに転化し、個人消費を下支えする見通し。2024年賃上げ率も3%台を維持する可能性は十分だが2023年対比では鈍化の公算大**

賃上げの同調圧力が予想以上に働いたことが大きいだろう。帝国データバンク「2023年度の賃金動向に関する企業の意識調査」によれば、物価動向を意識して賃上げを行う企業が2023年は顕著に増加しており、特に物価上昇分を賃上げに反映する傾向が例年対比で強まった可能性が高いだろう。春闘賃上げ率の高さを踏まえると、2023年度の名目賃金上昇率（みずほリサーチ&テクノロジーズによる断層調整値）は前年比+2%台半ば程度での推移が見込まれる。

これまでの原材料費高騰・円安進展を受けた価格転嫁の動きが食料品を中心に当面続くことで、コアCPI前年比は夏場頃まで前年比+3%台前半の高い伸びが継続し、実質賃金は年度前半まで前年比マイナスでの推移が続くとみられる。一方、年度後半には輸入物価の低下を受けてエネルギーを中心にコアCPI前年比も緩やかに鈍化することが見込まれ（4月の円ベースでみた輸入物価指数は前年比▲2.9%と約2年ぶりにマイナスに転じ、ピーク時の昨年9月対比でみると▲16.3%低下している。政府による電気・ガス価格激変緩和対策事業も延長される可能性が高いとみている）、実質賃金が年度後半に前年比プラスに転化すると予想されることから、個人消費を押し上げる材料になるだろう。春闘賃上げを受けた名目賃金の上昇により、名目ベースで2023年度の個人消費は+0.6%、GDPは+0.4%程度押し上げられると試算している。

次の焦点は、2024年度以降もこの賃上げ気運が持続するかどうかである。サービス業を中心に人手不足が深刻化することに加え、2023年度の物価上昇率がこれまで想定されていた以上に高まる見通しであることを踏まえれば、2024年春闘においても例年対比で高い賃上げ率が見込まれる。一方で、2023年度の企業業績については、欧米を中心とした海外経済の減速により製造業を中心に下押しされることに加え、輸入インフレが鈍化すれば企業・家計の期待インフレ率も徐々に低下し、2023年に比して2024年の春闘では物価高に配慮した賃上げの気運は幾分か後退する可能性が高い。さらに、内閣府「企業行動に関するアンケート調査」（2022年度）をみると、企業の今後5年間の業界需要伸び率は+1.7%（前年調査：+1.3%）と改善しているものの、4~5%台の賃上げ率が実現していた90年代前半と比べると依然として力不足だ。将来の十分な成長（売上増加）が見込みづらい中では、固定費である人件費の上昇は企業収益の下押し要因になるため、2023年度と同等以上の賃上げ率が継続するハードルは高いだろう。特に中小企業において十分な賃上げが継続するかどうか大きな課題になるが、日本商工会議所・東京商工会議所が3月に公表した「最低賃金および中小企業の賃金・雇用に関する調査」によれば、2023年度に賃上げ実施予定の企業は58.2%と前年同時期調査

(45.8%)から増加した一方、そのうち「業績の改善がみられないが賃上げを実施予定」が62.2%を占めており、人員確保のために無理をして防衛的な賃上げに踏み切っている企業も多いことがわかる。2023年度のコアCPI前年比が年度後半に鈍化するとしても通年で+2%台半ば以上となる公算が高まっていることを考慮すれば、2024年春闘賃上げ率も3%を上回る可能性は十分にあるものの、2023年に比べると賃上げ率は鈍化する蓋然性が高いと現時点では予想している。

2024年以降も持続的に高い賃上げ率を実現出来るかどうか、「賃金上昇→家計の購買力増加→個人消費増加→物価上昇・企業収益増加→賃金上昇」という好循環を実現出来るかどうか、日本銀行の2%物価目標が達成できるかどうかの分岐点になるだろう。賃上げ気運を持続させるためには、その原資となる付加価値の増加が不可欠であり、中小企業を含めて各種コストの販売価格への十分な転嫁を促進することに加え、売上増加に向けた企業の業態転換・ビジネスモデル変革を政府・金融機関が連携して資金繰り面等で支援したり（事業再構築補助金の活用等）、ビジネスノウハウやベストプラクティスの共有を業界・地域ごとに図ったりする等の取組が求められる。人への投資（非正規雇用を含めた労働者のスキル獲得の支援など）の拡充等により労働生産性の引き上げを進めることも重要だ。

**欧米の景気悪化が逆風になり、財輸出・生産は弱い動きが続く公算大。サービス回復で経済活動全体としては回復基調を維持する見通しも、回復ペースは緩慢に。製造業の比重が大きい景気動向指数が低下した場合は「景気後退」が話題に浮上する可能性も**

以上のように内需は底堅い推移が見込まれる一方で、外需は当面は弱い動きとなりそうだ。これまでの根強いインフレ圧力を受けた急速な利上げの影響などにより、欧米経済は今後、一段の景気悪化が見込まれる。

米国については良好な雇用環境やインフレ調整による公的年金の給付額増加等を受けて1~3月期も個人消費が増加するなど足元の経済活動は底堅さを維持しているが、これまでの利上げや銀行の貸出態度厳格化の影響により年後半に景気後退が見込まれる（債務返済比率が歴史的低水準となっているなど家計の債務状況は健全であるほか、構造的な人手不足により失業率の悪化は限定的で良好な労働市場が景気を下支えすることから、現時点では景気後退の深さ・長さは深刻なものにはならないと予想している）。

欧州も1~3月期は暖冬や政府による物価高対策（家計向け給付）がサービス消費を押し上げたことでマイナス成長をкаろうじて回避したものの、暖冬や所得支援策による押し上げ効果は徐々にはく落が見込まれるほか、利上げや銀行の貸出態度厳格化による影響が年後半以降に顕在化することが予想される。欧米を中心とした海外経済のさらなる冷え込みが先行きの日本経済の最大の逆風になるだろう。

ゼロコロナ政策の解除・感染影響の収束に伴い経済活動が回復に向かう中国については、1~3月期はリベンジ消費を受けて堅調に推移したものの、景

気回復には早くも息切れ感がみられる。4月の製造業PMIが生産・新規受注の大幅低下を受けて50を割り込むなど、製造業の回復が足踏みしている状況だ。若年層の失業問題など厳しい雇用環境が消費を下押ししていることに加え、4月の不動産販売は前年比▲11.8%とマイナス幅が拡大するなど不動産市況の調整も長引く様相を呈しており、不動産投資の底打ちは年末頃までずれ込むと予想される。当面はサービス消費が回復の中心になり、財需要への波及効果は大きくないと見込まれることに加え、国务院常务会议でも足元の景気刺激策への言及が無いなど追加の景気対策も打ち出されない可能性が高いことを踏まえれば、中国経済が盛り返すとしても欧米を中心とした世界経済の減速をカバーするには力不足とみている。

コロナ特需の一服や海外経済減速を受けて最終製品であるPC・スマホの需要が低調な中で、メモリを中心とした世界的な半導体市況の低迷が年後半まで続く可能性が高まっていることも、日本の半導体製造装置や電子部品等の生産活動を下押ししよう（過去の半導体サイクルに基づけば2023年4～6月期が底となるが、前述のとおり今年後半にかけて米国が景気後退に陥ると予想されるほか、中国の回復も力強さを欠くことを踏まえると、今年後半も半導体市況は底這いが続く可能性が高まっている）。需要の減少を受けて電子部品・デバイスの出荷在庫バランスは大幅に悪化しており、当面は在庫調整局面が続くそう。過去の動きをみると電子部品・デバイス工業の出荷在庫バランスが底打ちしてから生産が底入れするまでのラグは7～9カ月であり、2023年2月が出荷在庫バランスのボトムだったとしても、生産の底入れ時期は少なくとも秋以降となる可能性が高い。2023年の世界半導体売上高が前年比▲15%程度のマイナスとなることを想定した場合、電気機器の輸出や電子部品デバイス工業の生産が抑制されることを通じて、2023年度の輸出が▲1.9%、GDPが▲0.3%程度下押しされると試算している。

足元の鉱工業生産は1月の大雪に伴う減産の反動や半導体不足の影響緩和等を受けて自動車を中心に持ち直しの動きがみられるものの、海外経済の減速や半導体市場の低迷継続を受けて、先行きも資本財・生産財は弱い動きが続く、全体としてみれば4～6月期も力強さを欠く公算が大きい。

日本はこれまで欧米対比で経済活動の回復が遅れてきた分、回復余地が残されているのも事実だ。前述したとおりサービス分野の回復が下支えすることで、日本経済は回復基調を維持できるとみているが、それでも海外経済の減速が財輸出や生産の逆風となることで経済活動全体としての回復ペースは緩やかにならざるを得ないだろう。足元では電子部品・デバイス・電子回路製造業を中心に製造業の新規求人数は弱い動きとなっており、製造業の不振が雇用・賃金に与える影響も懸念される。



サービス業の回復が続く一方で生産活動が弱い動きとなることで、内閣府の景気動向指数（CI一致指数）は昨秋以降低下傾向で推移している（3月のCI一致指数は生産指数や耐久消費財出荷指数等がプラスに寄与した一方、上記の製造業不振を受けた有効求人倍率の悪化等が下押しし、全体では前月から横ばいで基調判断は「足踏み」のままとなった。3月時点でマイナスに寄与する指標は7割を占め、3か月後方移動平均及び7か月後方移動平均いずれも低下が続いている）。先行きも当面の基調判断は「足踏み」が続くことが予想されるが、海外経済減速を受けて輸出・生産の弱い動きが続く中で、基調判断が「下方への局面変化」（事後的に判定される景気の山が、それ以前の数か月にあった可能性が高いことを示す）、さらには「悪化」（景気後退の可能性が高いことを示す）まで下方修正される可能性も否定出来ない（金融引き締め長期化、金融コンディション悪化による米国経済の下振れリスクについては後述）。一方で、景気動向指数の採用系列が製造業に偏っているとの批判を受けて、内閣府はサービス部門の系列を拡充した「景気を把握する新しい指数」を昨年8月より参考指標として公表しており、新指数の足元までの動きは現行のCI一致指数よりも低下幅が緩やかになっている。内閣府は、景気動向指数における毎月の基調判断や景気基準日付（景気の日谷）の判定については現行の景気動向指数を用いた従来の手法により行うこととしているが、景気の日谷の判定局面でCI一致指数と新指数の動きに違いが生じた場合に政府がどのように説明するのか不透明感が残る状況だ。現行のCI一致指数による月次の基調判断はあくまで内閣府の定義により機械的に判定されるものであり、サービス部門も含めた経済全体の動向を十分に捉えていない面があるのは否めないが、基調判断が下方修正されること自体に注目が集まる可能性もある。現時点では、上述したとおりサービス部門が牽引する形で日本経済は緩やかながらも回復基調を維持するとみているが、仮に基調判断が下方修正された場合には「日本は景気後退に陥るのではないか」との話題が広がり、政府の経済対策編成や日本銀行の金融政策を巡る議論に影響を与える可能性がある点には留意が必要だ。

**金融不安で銀行の貸出態度厳格化が長期化した場合、年後半の米国経済をさらに下押しする可能性。信用収縮の影響深刻化が实体经济に波及するリスクに留意**

海外経済に関して新たに浮上した懸念材料が、3月の米シリコンバレーバンク（SVB）の経営破たんを契機とした米欧金融システム不安の台頭である。迅速な政府当局の対応により金融市場は一旦落ち着きを取り戻した（流動性対策で中堅・中小銀行からの預金流出も一服した）ものの、5月初に米地銀のファースト・リパブリック・バンクが経営破綻し米地銀の株価が下落するなど、依然として予断を許さない状況だ。

現時点では貸出基準の厳格化を通じた企業の資金調達環境の顕著な悪化はみられないが、米連邦準備制度理事会（FRB）が5月に公表したシニア・ロ

ーン・オフィサー・オピニオン・サーベイ (SLOOS) をみると、銀行の貸出態度は（非線形的というほど大幅な変化ではないものの）厳格化している。金融不安で銀行の貸出態度厳格化が長期化した場合、年後半の米国経済をさらに下押しする要因になる可能性がある。銀行危機が再燃して信用収縮から景気が悪化するリスク、信用リスク増大を受けて海外金融セクターに影響が波及するリスクも残存している。特にノンバンク等を起点とする金融不安の懸念は引き続きくすぶっており、そのトリガーとしての不動産市況には注意が必要だ。

さらには、労働市場のひっ迫や企業の価格転嫁の動きの継続、地政学リスクの顕在化等によりインフレ圧力が継続した場合、金融引き締めが長期化することで銀行の破綻懸念が再燃するリスクも考えられる（実際、4月の米国雇用統計では時間当たり賃金の伸びが前月比+0.5%と再加速しているほか、4月のコアCPIも前年比+5.5%と減速しているものの依然として高水準であり、インフレと人手不足を背景に家計が引き続き高い賃金を要求していることも踏まえれば賃金インフレの懸念は残存していると言える。FRBが目指す4月の個人消費支出（PCE）デフレーターも前月比+0.4%と下げ渋っており、米国の金融政策は5月で利上げが終了となる可能性が高いものの、一段の利上げリスクも浮上している状況だ）。

リーマン・ショック以降の自己資本の積み増し等により（個別行の問題は抱えながらも）銀行全体でみたショックへの耐性は維持されていること等から、現時点では銀行破綻の連鎖は回避され、銀行発の極端な信用収縮には至らない（金融仲介機能低下による景気悪化幅は軽微なものにとどまる）可能性が高いとみているが、信用収縮の影響が深刻化することで实体经济への影響が拡大するリスクが残存している点には留意が必要だ。

**インフレに関する予見の不確実性を踏まえ、植田新体制の日本銀行は早めに金融政策を修正する可能性も**

米国の金融不安の一つの教訓は、インフレ（とその影響）に関する予見の難しさであろう。基調的なインフレ加速の判断が難しいことでFRBも利上げの初動が遅れ、その対処として利上げペースを加速せざるを得ず、結果として急激な金利上昇により含み損を抱えた一部銀行の懸念が拡大し預金流出・破たんにつながった。今般の金融不安の起点とも言えるインフレの予見性の難しさは日本でも同様であり、想定を上回る春闘賃上げ率や根強い企業の価格転嫁姿勢など物価上振れを示唆する材料が出てきていることは事実だ。

こうした中、大きな関心を集めているのが植田新総裁の下での日本銀行の金融政策である。現時点では2024年の賃上げ率が2023年以上となるハードルは高く2%物価目標の達成は依然として困難とみられることから、当面は緩和的な金融環境が継続される一方、先行きの不確実性に備えて異次元緩和の枠組みが早い段階で見直される可能性は否定出来ないとみている。とりわけ

植田日銀がまず対処しなければならない課題は、イールド・カーブ・コントロール（長短金利操作、YCC）の撤廃だ。これまでも、債券市場でイールド・カーブの形状が歪み、現物と先物の裁定が働きにくくなったほか、国内外の金利差の拡大が急激な円安を招き物価上昇を加速させるなど、YCCを巡る副作用は既に明らかになっている。YCCの存在により日銀と市場のコミュニケーションが難しくなっている面も大きい。

4月10日の就任会見で植田新総裁は、大規模緩和について「現状では継続する」「現在の金融緩和が非常に強力なのは間違いない」と発言し、YCCについても「現状の経済・物価・金融情勢を鑑みると、継続するのが適当」と強調した。一方で、「適切なタイミングで正常化に行かなくてはいけないし、それが難しいなら副作用に配慮しつつより持続的な枠組みを探る」とも語り、将来の政策修正に含みを持たせたほか、「急に政策を正常化することになると、非常に大きな調整をしないといけない。それに応じて市場・経済も大きな調整を迫られる。前もって的確な判断ができるようにしていかないといけない」との発言からは、ビハインド・ザ・カーブへの懸念がにじんでおり、柔軟な金融政策運営を志向する姿勢もうかがえる。

就任会見やその後の植田総裁の発言内容を受けて早期の政策修正観測は後退しているが、もともとYCCについては事前に修正や撤廃をアナウンスすることが出来ない（アナウンスした時点で長期金利の上昇圧力が発生してしまう）点も考慮する必要がある（実際、昨年12月のYCCの修正もサプライズで実施された）。前述したとおりコアCPI上昇率が前半半頃までは前年比＋3%台前半の伸びが続く可能性が高く、春闘賃上げ率の上昇など物価上昇要因も出てきている中、（未だ蓋然性は高くないものの）基調的な2%の物価上昇率の達成もしくはそれを上回る物価上昇への備えも意識する必要性が生じつつある。米欧金融システム不安を受けて長期金利が世界的に落ち着いてきたため、YCCの長期金利目標を撤廃しても長期金利が大幅に上昇する可能性が低くなったほか、足元で円安が進展していることも政策変更の可能性を高める材料となり得るのではない。

基調的な2%の物価上昇率の達成もしくはそれを上回る物価上昇の懸念が意識されてからのYCC撤廃は、長期金利の急上昇やそれに伴う金融市場の不安定化を招き、植田総裁が示唆した「非常に大きな調整」が生じる懸念もある。YCCを早期に撤廃することでこうしたリスクを軽減することが可能になり、政策の自由度が確保されることで今後の政策運営も円滑になるメリットがあることを踏まえれば、早ければ6月会合でYCC（特に長期金利目標）を撤廃する可能性も否定できないとみている（日銀が今後1年～1年半かけて実施するとしている金融政策運営の「多角的なレビュー」については、特定の目

先の金融政策の動向に紐づかない位置づけであり、レビュー作業中でも経済・物価情勢に応じて政策修正を行う可能性は排除されていない。

一方、YCC（長期金利目標）の撤廃はデメリットも伴う。足元では金利上昇圧力は低下しているものの、市場の反応については不確実性が大きい。仮に長期金利が足元の水準から0.5%Pt程度上昇した場合、マクロモデルを用いた試算では、円高進展や企業収益・賃金の下押し、資本コストの上昇等を通じて個人消費や設備投資等の需要が減少することでGDPは▲0.2%程度下押しされる計算だ。企業にとっては、負債利率・借入依存度が高く、長期負債の割合も高い運輸・郵便業や不動産業を中心に収益の下押し要因になるだろう。家計にとっても、固定金利ローンを中心とした住宅ローン返済負担の増加が見込まれる（変動金利ローンについても借入時に適用される優遇幅が縮小される可能性がある）。政府債務が膨張している日本の財政にとっても利払い費増加の影響は大きいほか、日本の金融機関への影響も懸念される。地方の金融機関を中心にこれまでの超低金利への対応として保有債券のデュレーション長期化などを図ってきたためリスク量が増加基調にあり、金利上昇により自己資本が低下するリスクは相応に高まっているとみられる

2023年は前述したように世界経済の減速が見込まれる中で日本の景気の下振れリスクが大きいことに加え、これまでの超低金利局面から金利上昇局面への移行は大きなボラティリティを伴うと予想されることから、経済・市場への影響を踏まえた政策運営が求められるだろう。インフレ期待が十分に醸成される前に金利が大幅に上昇した場合、上記のとおり債券含み損や企業の調達コスト上昇をもたらし、賃金・物価がともに上昇する好循環実現の好機を逸することにもなりかねない。YCC（長期金利目標）を撤廃する際には、長期金利の急激な上昇を避けるため、①金融緩和の「やり方」は変えるが緩和の継続に揺らぎはない（金融緩和の「出口」ではなく、「金融緩和の持続性を高める措置」との位置づけである）との姿勢を明確にする、②短期金利（▲0.1%）について「2%物価目標の達成が確実になるまで維持する」とのフォワード・ガイダンスを導入する、③長期金利の上昇圧力が強まった場合には国債の買い入れ増額や共通担保オペの拡充等により市場への安心感を与える、等の対応がなされる可能性が高いだろう。

**政府は骨太方針を6月に閣議決定予定。少子化対策は児童手当の拡充等の給付措置だけでは効果が限定的。若年世代の所得向上等の取組を合わせて**

金融政策と合わせて注目されているのが、6月に政府が閣議決定する予定の「経済財政運営と改革の基本方針（骨太の方針）」である。政府が5月26日の経済財政諮問会議で示した骨子案によれば、少子化対策・こども政策の抜本強化が柱となるほか、構造的賃上げに向けたリスクリング（学び直し）支援などの労働市場改革や「人への投資」促進等が盛り込まれる方針だ。

2022年の出生数が統計開始後初めて80万人を割り込むなど、少子化対策は

## 進めることが不可欠

待ったなしの状況である。報道によれば、政府は、先進国の家族関係支出規模等も踏まえ、2024年度以降に児童手当の拡充等で年間3兆円台半ばの予算増を検討している。財源については年末まで結論が持ち越される見通しであるが、これまでの政府・与党の議論を踏まえれば、つなぎ国債（「こども特例公債」）を24年度以降発行した上で、社会保障等の歳出削減、社会保険料の増加による「支援金」等を財源とすることで着地する公算が大きいだろう。

少子化対策は継続的な支出増を伴うことから安定財源が求められるのは言うまでもないが、歳出削減については兆円規模の財源を確保するハードルは高い（社会保障関連の支出を削減する場合は日本医師会等の利害関係者との調整が必要になる）。社会保険料上乘せについても、現役世代の負担増が少子化対策の効果を抑制する懸念があるほか、企業負担も増加すれば企業の国際競争力が削がれ、賃上げ気運に水を差す懸念もある。そもそも、社会保険料に想定されている機能はリスクのシェア（保険原理）であり、少子化対策の財源として活用する点には制度哲学上の問題もある。政治的なリスクが大きいとの判断で消費税増税が封印されている状況だが、企業にとって消費税は転嫁が予定されており企業負担が生じにくいほか、国境調整のメカニズムも存在することから競争力への影響も生じにくい。社会全体で少子化対策に取り組むという観点から、高齢者も含めて広く負担を求めることが出来る（税収を財源とした社会保障への活用により所得再分配機能も有する）という点でも、消費税を財源の選択肢から排除するのは適切ではないだろう。

財源論以上に本質的に重要なのは、少子化対策の政策効果（費用対効果）である。児童手当の拡充等の給付措置だけでは出生率の改善効果は限定的であると考えられ（政府は約5兆円の支出増による2060年時点での人口増加効果を90～180万人程度と試算している）、約20年続く子育て期間の経済的負担を和らげ、将来不安を軽減して婚姻率・出生率を向上させる観点からは、若年世代の持続的な所得向上等をあわせて推進する必要があるだろう（政府は、2%の賃上げ継続と若年層への分配強化で2060年時点の人口増加効果を370万人程度増加と試算している）。非正規雇用の待遇改善や正規雇用への転換促進、失業時のセーフティネット拡充等も必要だ。公教育の充実を通じた教育費用の負担緩和等の（一見すると少子化対策とは距離があるような印象をもたれる可能性もあるような）政策も合わせて実施することで、少子化対策の効果を高めることにつながるのではないかと。

これまでの政府の少子化対策（幼児教育無償化、保育の受け皿拡充等）の効果について十分な検証がなされておらず、対策のメリットが国民の間に共有されていないことも議論低迷の背景になっていると考えられる。EBPM（Evidence Based Policy Making）の推進という観点からは、少子化が進む

韓国など他国の事例を研究するとともに、個人・世帯を追跡したパネルデータを整備するなど、政策効果（費用対効果）を検証できる体制を構築することが急務であると考えられるだろう。

**【PR】 YouTube 動画「MHRT Eyes」・各種 調査レポート（無料）を配信中！**

～国内外の経済・金融動向など幅広い分野について、エコノミスト・研究員が専門的な知見をご提供～

▽メルマガ（登録無料）では、配信をいち早くお知らせしております。下記より是非お申込みください

<https://www.mizuho-rt.co.jp/publication/mailmagazine/research/index.html>



（QRコードはデンソーウェーブの登録商標です）

お問い合わせ：調査本部メールマガジン事務局（03-6808-9022, chousa-mag@mizuho-rt.co.jp）

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。