

外需の押し上げで年率+6.0%の高成長（4~6月期1次QE）

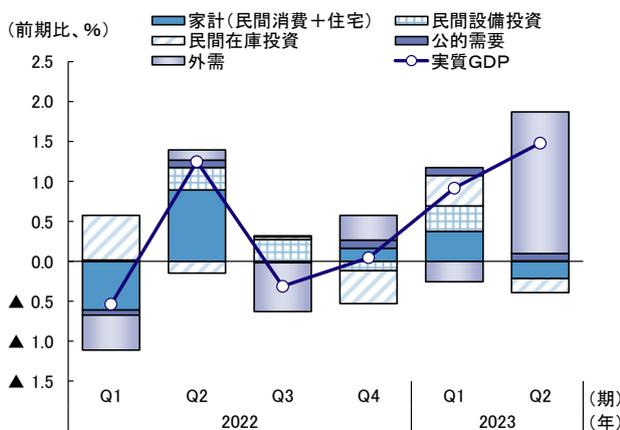
調査部 経済調査チーム
 主席エコノミスト
酒井才介
 080-1069-4626
 saisuke.sakai@mizuho-rt.co.jp

- 4~6月期の実質GDPは前期比+1.5%（年率+6.0%）と予想を上回る高成長。輸出増・輸入減を受けた外需の大幅プラス寄与が押し上げ。コロナ禍前（2019年平均）を上回る水準まで回復
- 物価高が重石となり個人消費が減少するなど、内需はマイナス。内需・生産の弱さを受けた輸入の大幅減がプラスに寄与しており、景気の基調はヘッドラインから割り引いて評価する必要
- サービス消費やインバウンド需要の回復が続く一方、引き続き物価高が個人消費の重石になるほか、欧米を中心とした海外経済の減速を受けて、年度後半の成長率は年率+0%台前半に

4~6月期の実質GDPは前期比+1.5%（年率+6.0%）と高成長。個人消費が減少するなど内需はマイナスの一方、外需の大幅プラス寄与が全体を押し上げ

4~6月期の実質GDP成長率（1次速報）は、前期比+1.5%（年率+6.0%）と事前予想を大きく上回る高成長になった（図表）。輸出の増加・輸入の減少を受けて外需が大幅なプラス寄与となったことが全体を押し上げた。実質GDPの水準をみると2019年平均対比+1.5%とコロナ禍前の水準を上回っている。ただし、物価高が重石になった個人消費が減少するなど内需はマイナスとなっており、内需・生産の弱さを受けた輸入の大幅減少がプラスに寄与している面も踏まえれば、ヘッドラインほど内容は強くないと言えよう。

図表1 2023年4~6月期GDP（1次速報）



	2022 4~6	7~9	10~12	2023 1~3	4~6
実質GDP	1.3	▲0.3	0.0	0.9	1.5
(前期比年率)	5.1	▲1.2	0.2	3.7	6.0
(前年比)	1.7	1.5	0.4	2.0	2.0
内需	1.1	0.3	▲0.3	1.1	▲0.3
(前年比)	(1.1)	(0.3)	(▲0.3)	(1.2)	(▲0.3)
民需	1.4	0.4	▲0.5	1.4	▲0.5
(前年比)	(1.0)	(0.3)	(▲0.4)	(1.1)	(▲0.4)
個人消費	1.8	▲0.0	0.2	0.6	▲0.5
住宅投資	▲1.8	▲0.1	0.9	0.7	1.9
設備投資	1.7	1.7	▲0.7	1.8	0.0
在庫投資	(▲0.1)	(0.0)	(▲0.4)	(0.4)	(▲0.2)
公需	0.3	0.0	0.4	0.4	0.3
(前年比)	(0.1)	(0.0)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
政府消費	0.4	▲0.0	0.2	0.1	0.1
公共投資	0.1	1.1	0.3	1.7	1.2
外需	(0.1)	(▲0.6)	(0.3)	(▲0.3)	(1.8)
輸出	1.9	2.4	1.5	▲3.8	3.2
輸入	1.1	5.5	▲0.1	▲2.3	▲4.3
名目GDP	1.0	▲0.8	1.2	2.3	2.9
GDP+フレート(前年比)	▲0.3	▲0.4	1.2	2.0	3.4

(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

個人消費は3期ぶりのマイナス。感染懸念の後退でサービス消費は回復継続も、物価高が財消費を下押し

需要項目別にみると、個人消費は前期比▲0.5%（1～3月期同+0.6%）と3期ぶりに減少に転じた。

政府による「全国旅行支援」が4月以降も延長されたほか、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ることで人々の外出意欲も後押しされ、旅行や外食といった対人接触型サービス（以下、「対人サービス」）を中心にサービス消費は前期比+0.3%と回復傾向が続いた。

一方、4月の年度替わりのタイミングで食料品などに値上げの動きが広がったほか、6月には電気代値上げが行われるなど、物価高が引き続き下押し要因になり、食料品など非耐久消費財が前期比▲1.9%と減少した（GDPに対して▲0.3%Ptの押し下げ要因となった）。耐久財消費についても、半導体の供給制約の緩和を受けた生産回復に伴い自動車購入は増加したものの、それ以外の財については単箆もり需要の一服や物価高を受けて弱含み、前期比▲3.3%と減少した。

前期の大幅プラスの反動もあり、均してみれば個人消費は回復基調を維持しているとみているが、実質賃金が15カ月連続で前年比マイナスとなるなど、物価高を受けて生活水準が切り下がる状況が続いていることが個人消費の重石になっていることを示唆する内容だ。

設備投資は横這い。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も、海外経済の減速や半導体市場の調整が下押し要因に

設備投資は前期比+0.0%（1～3月期同+1.8%）と、横這いで推移した。人手不足の深刻化を背景とした省力化投資や、デジタル化・脱炭素化関連の構造的な投資需要が押し上げ要因になった一方、海外経済の減速や半導体市場の調整に伴い、製造業の機械関連を中心に設備投資が抑制されたことが下押し要因になった。

前期の大幅プラスの反動もあったとみられ、均してみれば設備投資は増加基調で推移しているとみている。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傾向で推移していることに加え、供給制約緩和に伴う自動車生産の回復を受け、事業用車両の購入増加も設備投資の押し上げ要因になっているだろう。日銀短観（6月調査）をみると、2023年度の設備投資計画（ソフトウェア・研究開発含む、全規模・全産業）は、前年度比+12.4%と堅調な伸びとなった。更新投資の増加に加え、省力化・情報化投資や自動車産業のEV関連投資等が活発化しているとみられる。特に中小企業は非製造業を中心に人手不足感が強く、2024年度スタートの時間外労働の上限規制強化等を背景に運輸・郵便、建設等では省力化・省人化に向けたデジタル投資等が計画されている模様だ。

住宅投資は引き続き増

他の民需では、住宅投資が前期比+1.9%（1～3月期同+0.7%）と、3期連

加。民間在庫投資は前期の反動でマイナス寄与

続で増加した。資源高を受けた住宅価格の高止まりや物価高による消費者の住宅購入マインドの低下が持家を中心に押し下げ要因になった一方、低価格帯の分譲住宅や貸家を中心に建設が増加した。

在庫投資の寄与度は▲0.2%Pt（1～3月期：+0.4%Pt）とマイナスになった。前期の大幅プラスの反動が出た格好だ。ただし、法人企業統計（9月1日公表予定）の結果が反映される2次速報値（9月8日公表予定）で修正される可能性がある。

個人消費や在庫投資がマイナスに寄与したことで、民需全体では前期比▲0.5%（1～3月期同+1.4%）の減少になった。

公的需要はプラス。政府の総合経済対策・2022年度第2次補正予算を受けて公共投資が増加継続

公的需要は、前期比+0.3%（1～3月期同+0.4%）と5期連続のプラスになった。昨年に閣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が進捗したことで、公共投資は前期比+1.2%（1～3月期同+1.7%）と5期連続で増加した。政府消費は、医療費の減少やワクチン接種による押し上げの一服等を受け、前期比+0.1%（1～3月期同+0.1%）と小幅な伸びにとどまった。

供給制約の影響が和らぐ自動車を中心に輸出は2期ぶりに増加。インバウンド需要回復でサービス輸出も増加継続。外需寄与度は大幅なプラス

輸出は前期比+3.2%（1～3月期同▲3.8%）と2期ぶりに増加した。供給制約の影響が和らいだ自動車輸出の増加が欧米向けを中心に全体を押し上げたことで、財輸出は前期比+3.3%（1～3月期同▲6.1%）と2期ぶりに増加した。もっとも、海外経済の減速や世界的な半導体市況の低迷が半導体関連を中心に財輸出の逆風になる状況は続いており、前期の大幅な落ち込みの後としては物足りない反発力と言えるだろう。サービス輸出についても、水際対策の緩和・撤廃に伴うインバウンド需要の回復を受け、前期比+2.9%（1～3月期同+6.0%）と1～3月期に引き続き増加した。6月の訪日外客数は207万人（2019年同月対比72%）と、欧米主要国や（中国を除く）アジアからの訪日客数を中心に回復が継続しているほか、訪日外国人一人当たり消費額も4～6月期で20万円と、2019年（16万円）を上回る水準を維持している。

輸入は、財消費と生産活動の弱さや省燃料化等を背景に鉱物性燃料や原材料などが減少したことを受けて、前期比▲4.3%（1～3月期同▲2.3%）と3期連続のマイナスになった。

輸入が大幅に減少する一方で輸出が増加したため、純輸出の実質GDP成長率に対する寄与度は+1.8%Pt（1～3月期▲0.3%Pt）と成長率に対して大幅なプラス寄与になった（GDPに対して輸出の増加が+0.7%Pt、輸入の減少が+1.1%Ptのプラス寄与となった）。

GDPデフレーターは加速。

これまでの資源高・円安を受けた仕入価格上昇が価格転嫁を通じて国内物

輸入物価が低下する一方、価格転嫁の広がりを受けた国内物価の上昇が継続。交易条件の改善で実質GDIは大幅に増加

7～9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

価に波及していること、輸入デフレーター前年比がマイナスで推移していることにより、GDPデフレーターは前年比+3.4%（1～3月期同+2.0%）とプラス幅が大きく拡大した。

交易条件（交易利得）が改善したことで、実質GDIは前期比+2.3%（年率+9.7%）とGDP以上に大幅に増加し、こちらも2019年平均対比+0.1%とコロナ禍前の水準を取り戻した。交易条件の改善は企業収益の押し上げ要因となり、企業の景況感を下支えするだろう（1～3月期の資金循環統計をみても、輸入コスト上昇圧力の緩和や価格転嫁の進展によるマージンの改善を受けて企業部門は資金余剰に転じている）。

以上のように、4～6月期の日本経済は、感染懸念の後退、供給制約の緩和、インバウンド需要の回復等を受け、経済活動の回復が続いたことを確認する結果となった。ただし、輸出の反発力は前期の落ち込みに比して十分ではないことに加え、物価高が重石となった個人消費を中心に内需が減少しており、外需寄与度の押し上げ要因となった輸入減は内需や生産の弱さを反映している面もあることから、景気の実態としては高成長となったヘッドラインから割り引いて評価する必要があるだろう。

7～9月期以降については、内需を中心に回復継続を見込んでいる。個人消費については、夏場にかけて中小企業を含めた賃上げの反映が進展することで名目賃金が2%台半ば程度で推移する一方、輸入物価の低下を受けて食料品を中心に消費者物価の上昇率が年後半にかけて鈍化に向かう見通しであり（帝国データバンク「食品主要195社」価格改定動向調査（2023年8月））によれば、主要食品メーカーの8月の値上げ品目数はと7カ月ぶりに前年同月から減少している）、実質賃金の前年比マイナス幅が縮小傾向で推移すると見込まれることが好材料だ。感染懸念の後退に加えて夏のボーナス増加が押し上げ要因となり、夏場のサービス消費は堅調に推移するだろう。JCB/ノウキャスト「JCB 消費 NOW」で対人サービス消費（新系列基準、みずほリサーチ&テクノロジーズによる季節調整値）の推移をみると、7月は外食・娯楽が牽引して2019年平均対比101.2%（6月対比+3.5%）とコロナ前を上回る水準まで回復している。お盆期間の主要交通機関の予約状況が順調であることを踏まえれば、これまで回復が遅れ気味だった旅行・交通や宿泊についても、増加が期待できる。JTBの「2023年夏休み（7月15日～8月31日）の旅行動向」によれば、国内旅行者数はコロナ禍前と同水準まで回復するほか、国内旅行平均費用もコロナ禍前対比で1割弱の増加が見込まれている。前年に引き続き国内旅行は長期化・遠距離化が加速しているほか、同行者も近い家族から友人・知人に拡大する傾向が続いており、コロナ禍前の観光風景に戻りつ

つある。

もともと、人件費の上昇（主にサービス価格の押し上げ要因となる）、円安、原油価格の上昇や燃料油価格激変緩和補助金の縮小に伴うガソリン価格の上昇等を受けて、消費者物価の鈍化ペースは緩やかになるとみられる。実質賃金の前年比マイナスは2024年度まで続く可能性が高く、引き続き物価高が個人消費の下押し要因になることに変わりはない（電気・ガス代の価格抑制策については10月以降も延長される可能性が高いが、補助額が縮小されることも考えられる。補助額が半減されれば、CPIの押し下げ幅は現状の▲1.0%Ptから▲0.5%Ptまで縮小する）。年後半にかけて全国旅行支援が終了する自治体が増加していく（個人旅行は7月末、団体旅行は9月末までに多くの自治体で終了予定）こと等を受けて、感染懸念後退に伴うサービス分野の回復も一巡するとみられることから、年度後半の個人消費の回復ペースは緩やかなものになる可能性が高いだろう。

設備投資については、前述したとおり設備投資計画（日銀短観ベース）は省力化・省人化に向けたデジタル投資など持続的な投資需要を受けて高い伸びが見込まれている。4～6月期の機械受注が弱含むなど、欧米を中心とした海外経済減速（詳細は後述）を受けて製造業を中心に計画対比で（例年の修正パターン以上に）下振れるとみられるものの、サービスを中心とした需要の回復・人手不足深刻化を受けて非製造業の設備投資は増加基調で推移し、全体としてみれば底堅く推移するとみている。

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しよう。観光・レジャー目的の訪日中国人の2019年対比回復率（単月）は6月時点で12%と低迷が続いているが、8月10日に日本への団体旅行が解禁されたことで回復が本格化する見通しだ。2023年通年の訪日中国人は447万人と、2019年対比47%の水準まで回復すると予測している（団体旅行が再開されない場合と比較して198万人程度上振れると試算している）。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。円安を受けて一人当たり旅行支出額も当面はコロナ禍前を上回る水準で推移する可能性が高い。現時点で、インバウンド需要（非居住者家計の国内での直接購入）の増加は、2023年度のGDP成長率に対し+0.6%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の深刻化である。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りつ

欧米の景気減速が逆風になり、輸出・生産は力強さを欠く公算大。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、年度後半の回復ペースは年率0%台前半と緩慢に

つある。帝国データバンク「人手不足に対する企業の動向調査」によると、7月調査時点で「正社員が不足」と回答した割合が旅館ホテル・飲食店とも2019年を超過するなど、人手不足は既に深刻化している。東京商工リサーチ「TSRデータインサイト」によれば、上半期の飲食業倒産は2020年（418件）を上回って過去30年間で最多の424件に達しており、電気・ガス料金の値上げに加え、人手確保難（人件費高騰）が経営を圧迫している様子が見えてくる。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今後の収益確保の鍵になるだろう。

以上のように内需は底堅い推移が見込まれる一方で、外需は当面は力強さを欠く動きとなりそうだ。コロナ特需（巣ごもり需要）の反動が世界の製造業に波及したこと等により、2022年9月をピークに世界の貿易数量は減少に転じている。コロナ禍の物流混乱で在庫を増やした反動や、金利上昇（機会費用の上昇）の中で在庫保有に関するコスト意識が高まったことにより、主要国・地域の製造業で在庫調整が続いている状況だ。さらに、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、足元の实体经济は想定以上に底堅い状況だ。1～3月期のGDP成長率が3次推計で前期比年率+2.0%に上方修正されたほか、4～6月期も同+2.4%と加速している。個人消費は在宅志向の継続を受けて娯楽財（PC・AV機器等）が増加したほか、サービス消費も堅調に推移している。リーマン・ショック以降の低金利環境を受けて多くの家計が固定金利ローンに乗り換えた結果、利上げ環境下でも家計の債務負担は増えづらくなっているとみられる。既存住宅の保有者が高い借り換えコストを負担して住宅を買い替えることに消極的になっているため、住宅市場では在庫不足が発生し、結果的に新築住宅への需要が刺激されている。さらには、供給制約の緩和やバイデン政権による生産支援策を受けて設備投資も増加した。

それでも、利上げや銀行の貸出態度厳格化の影響が实体经济に波及することで、年末ごろには景気後退入りする可能性が高いとみずほリサーチ&テクノロジーズは予測している。FRBは7月の利上げ後、当面は高い政策金利を据え置く見通しであるほか、貸出態度も既に過去の景気後退局面並みに厳格化しており、企業業績の悪化を通じて先行きの設備投資や労働者の採用意欲も減退に向かうとみている。家計部門の超過貯蓄も2023年後半には枯渇する見込みであり、個人消費も下押しされるだろう。良好な労働市場が景気を下支えすることで景気後退の深さは浅くなるものの、いわゆる「ノーランディン

グ」の可能性は低いとみている（また、景気・物価の減速が十分でない場合はFRBが一段の利上げに踏み切るリスクも残存している。7月の消費者物価は前月比+0.2%と2カ月連続で年率換算2%近傍の伸びまで鈍化しているものの、コアサービス・住居費とも上昇ペースは加速しており、インフレ高止まりの懸念は残存している。7月の雇用統計をみると依然として求人倍率は1.6倍と高水準であるほか、時間当たり賃金も前月比+0.4%と高止まりするなど労働市場はタイトな状況が続いている。FRBがインフレ鎮静化に成功するか、依然として不確実性は大きい状況だ）。

欧州は、政府の物価高対策（家計給付金等）による下支えもあって大幅なマイナス成長は回避しているものの、既に経済活動は弱含んでいる。足元では6月のユーロ圏総合PMIが6カ月ぶりに好不況の節目（50）を割り込むなど、企業の景況感は急速に悪化している状況だ。ガス価格が高止まりしていることによるコスト増加を受け、製造業の競争力低下が生産の下押し要因になっているほか、経済活動再開効果のはく落等に伴い対人サービス消費も減少している。先行きも、高インフレを受けた個人消費の低迷、利上げによる設備投資・住宅投資の減少、米国経済の悪化に伴う輸出の減速等が下押し要因になりそうだ。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。

中国については、1～3月期はゼロコロナ政策解除・感染影響収束にともなう経済活動の再開を受けて景気回復の動きがみられたものの、足元では既に息切れ感がみられる。4～6月期のGDPは季節調整値で前期比+0.8%と1～3月期（同+2.2%）から減速し、輸出低迷に起因する内需減速に加え、リベンジ消費の勢いが鈍りつつあることが示唆される。政策の不透明感（政府による経済政策の突然の変更や反スパイ法改正など「国家安全」の重視姿勢）が民間部門の投資・採用意欲を下押ししているとみられ、若年層を中心とした雇用改善の鈍さが消費マインドの下押しにもつながっている。不動産販売面積は前年比マイナス幅が拡大しているほか、新規着工の抑制で不動産開発投資の減少基調が続くなど、不動産市場も調整が長引く様相を呈している。販売低迷で在庫調整圧力は2024年末まで残存することが見込まれ、それまでは新規着工抑制が続いて不動産投資回復は見込みがたい状況だ。習近平政権は「質の高い発展」を強調し、足元の経済成長率にはこだわらない姿勢であることから、追加の財政出動も行われぬ可能性が高い。

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。みずほリサーチ&テクノロジーズによる周期解析や先行指標によると半導体サイクルは2023年央に底入れが見込まれるが、前述のとおり年末ごろに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の回復は鈍いものになろう。世界半導体売上が本格的な回復局面に入る時期は2024年後半まで後ズレする可能性が高まっている。こうした中で日本の電子部品・デバイス工業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だろう。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早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踏まえば、先行きも資本財・生産財は力強さを欠く公算が大きいだろう。

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、年度後半の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。現時点では、今年度後半の成長率は年率+0%台前半まで鈍化すると予測している。

このように、先行きの日本経済は、外需が抑制される一方で内需が下支えしプラス成長を維持できるとみているが、その中で特に関心を集めているのが賃金・物価上昇の持続性である。

前述したとおり、輸入物価が低下していることを受けて（7月は円ベースで前年比▲14.1%のマイナス、水準でみてもピーク時点である昨年9月対比で▲16.7%低下）、コストプッシュ要因による物価上昇圧力は和らいでいくことが見込まれる。これまでの物価高を受けた消費者の「値上げ疲れ」（「生活防衛」志向、節約志向の高まり）を企業は警戒しているとみられ、足元ではプライベートブランドで消費頻度の高い加工食品・日配品（冷凍食品等）を中心に低価格商品の販売を強化する動きもみられる。帝国データバンクの「食品主要195社」価格改定動向調査「傾向データ分析編」（7月）によれば、食品の1回の値上げにおける平均値上げ率は年後半にかけて縮小傾向が見込

現時点では企業の価格設定行動には依然として慎重姿勢がみられる。人手不足を背景に複数年の賃上げにコミットする動きも一部にみられるが、2%物価目標達成のハードルは依然として高い

まれており、企業の価格転嫁のモメンタムが徐々に弱まっていることを示唆している。日銀短観（6月調査）の企業の販売価格見通し（回答企業の主要製商品の国内向け販売価格・主要サービスの国内向け提供価格について現状の水準と比較した変化率）をみても、全規模・全産業では1年後に+3.0%、3年後で+3.8%、5年後で+4.4%の上昇が見込まれているが、2014年以降の過去調査と比較しても中期的な販売価格の上昇幅は過去のレンジの範囲内であり（年当たりの上昇率に換算すると平均で+0%台前半の上昇しか見込まれていない計算になる）、引き続き企業は販売価格の持続的な上昇に自信を持っていない様子が見えらる。

こうした企業の価格設定行動における慎重姿勢を踏まえれば、日本銀行の目指す2%物価目標の達成（基調的な2%の物価上昇率の実現）は依然としてハードルが高いと考えられるだろう。

最大の焦点は、2023年に盛り上がった賃上げ気運が2024年以降も持続するかどうかである。賃金が持続的に上昇することで家計の購買力が高まれば、企業からみても価格転嫁をしやすくなることに加え、コスト面からも人件費の持続的な上昇はサービス業を中心に物価の押し上げ要因となる。

しかしながら、みずほリサーチ&テクノロジーズは、2023年の賃上げ率が大きく高まったのは物価上昇を賃上げに反映する動きが例年以上に広がったことが主因であると考えている。今後は、2023年度の消費者物価上昇率が年度後半にかけて鈍化していくに伴い、物価高に配慮した賃上げ気運が幾分後退することで、2024年以降の賃上げ率は鈍化していくと予測している。企業の価格設定行動に慎重姿勢が残るのであれば、売上が十分に伸びずに賃上げの原資が確保しにくくなることにもつながるだろう。特に、資金余力や価格転嫁力に乏しい中小企業で十分な賃上げが続くかどうかは不透明感が大きい（みずほリサーチ&テクノロジーズは、ベア等により人件費が2%増加した場合、企業の経常利益は約4%減少すると試算している。特に人件費率が高い中小企業やサービス業を中心に利益圧迫度合いが強い傾向があり、宿泊・飲食サービスでは大企業でも利益が2桁減、中小企業は赤字転落する計算となる）。持続的な賃金上昇を確固たるものにするには、①企業が賃上げによるコスト上昇分を適切に価格転嫁できる環境整備、②ロボット、AI、ソフトウェア等の活用による生産性向上、③労働者のリスクリング等の人的資本投資拡充、といった取り組みを官民挙げて推進していくことも必要だろう。

一方で、足元では人材確保の観点から複数年の賃上げ実施にコミットする企業もみられるなど、人手不足を受けて企業の賃金設定行動に変化の兆しが見られることも事実である。みずほリサーチ&テクノロジーズは、人口減少

日本銀行は基調的物価の見極めに慎重なスタンス。YCCやマイナス金利解除は2024年後半以降を予想。2%物価目標達成のハードルは高く、緩和的な金融政策継続がメインシナリオ

ペースが加速する中、女性・高齢者・外国人労働力を活用しても人手不足がさらに深刻化し、2030年時点の人手不足が約700万人の規模に達すると推計している。こうした労働市場のひっ迫が続く中で、労働者側の賃金交渉力が強まり、賃金の決定権が企業から労働者に移っていくことも考えられる。そうした状況下で、企業は人件費が継続的に上がっていくことを前提とした経営に舵を切るようになるかもしれない。企業の省力化投資・人的投資が促されることで労働コスト上昇の一部は生産性向上で吸収されることも考えられるが、賃金（労働コスト）の上昇に合わせて販売価格も持続的に上昇するのが当たり前（販売価格も上昇させざるを得ない）という社会に変化していくというシナリオも考えられる。

企業の価格・賃金の設定行動に慎重姿勢が残る中で2%物価目標の達成は難しいというのが現時点でのメインシナリオであるが（2024年度にはコアCPI前年比は2%を下回る水準まで鈍化すると予測している）、企業における賃上げの動向、人件費等の価格転嫁の広がりや継続性について、引き続き注視が必要だ。

こうした中、大きな関心を集めているのが植田総裁の下での日本銀行の金融政策である。7月の金融政策決定会合では、イールド・カーブ・コントロール（長短金利操作、以下「YCC」）について、長期金利の変動幅に関しては±0.5%程度を目途として一定の上昇を容認する運用の柔軟化を決定した。

現時点では前述したとおり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可能性が高いと考えられる。日本銀行としても、展望レポートにおける2024～25年度の消費者物価上昇率見通しは2%を下回っており、まだ2%物価目標の達成（基調的な2%の物価上昇率の実現）には十分に自信を持っていないとみられる。長期金利上昇の目途として「0.5%程度」という水準自体は維持していることから、今回の措置は金融政策の大枠を修正したものではなく、金利をすぐに引き上げたいという意図があるわけでも無いと考えられる。

一方、物価上振れリスクが高まっていることも事実であり（展望レポートにおける消費者物価上昇率見通しについて、2024年度は上振れリスクが指摘された一方、2025年度はこれまで記載されていた下振れリスクの指摘が削除されている）、今般のYCC運営柔軟化の狙いは、金融緩和を継続していく上で、先行きの経済・物価情勢等に応じて長期金利の上昇圧力が高まった場合に、長期金利の上限を厳格に運用することで市場機能が過度に歪んでしまうことや円安が急速に進展してしまうことの防止という面が大きいだろう。

先行きの金融政策の「出口」までは依然として距離があると考えられる。「引き締めが遅れて2%を超えるインフレ率が持続するリスクよりも、拙速な引き締めで2%を実現できなくなるリスクの方が大きい」「企業の価格設定や賃金引き上げの影響を含め、きわめて不確実性が高い状況にあり、物価安定の目標の持続的・安定的な達成には、なお時間がかかるとみている」といったこれまでの植田総裁の発言を素直にとらえれば、日本銀行は上振れ・下振れリスクの双方を警戒しているものの、基調的物価の見極めに慎重なスタンスと考えられる。

こうした状況を踏まえれば、来年の春闘の動向を見極めるまで、日本銀行が政策変更動くことは考えにくいであろう。みずほリサーチ&テクノロジーは、YCCの撤廃やマイナス金利解除といった政策変更の実施時期について、現時点で2024年後半以降を予想している（日米経済が回復局面にあり金利上昇に景気が耐えうること、米国が利下げに転じ急激な円金利上昇リスクが小さくなっていること等が政策変更の条件になるとみている）。前述したとおり当面は2%物価目標の達成には至らない可能性の方が高いとみており、緩和的な金融政策は2024年以降も継続されると予想している。

【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。