

年率+4.8%と1次速報から 下方修正 (4~6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

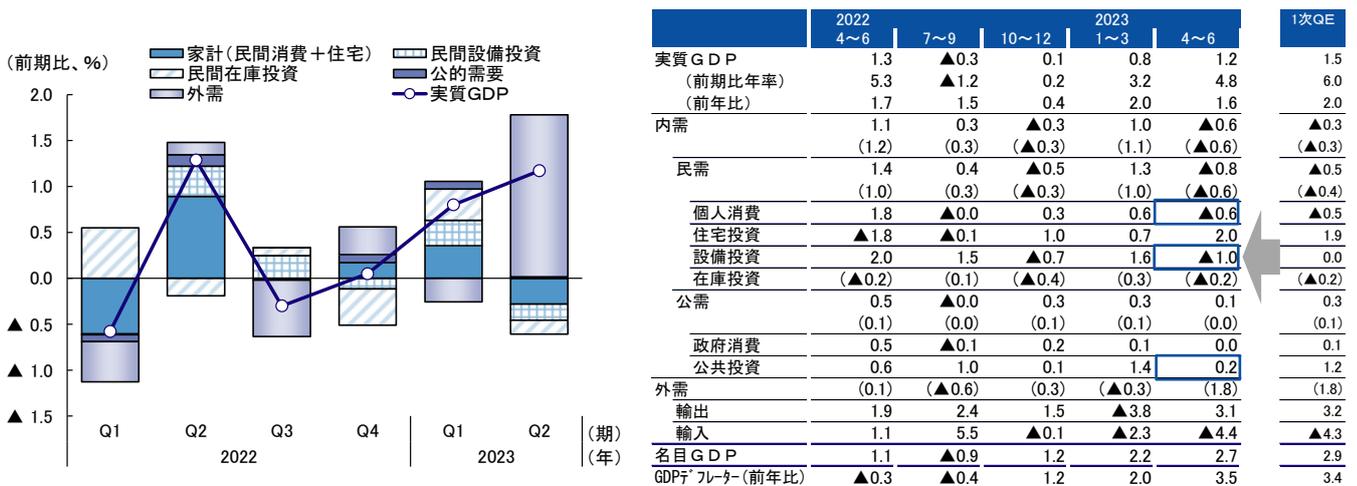
- 4~6月期の実質GDP (2次速報) は前期比+1.2% (年率+4.8%) と1次速報の前期比+1.5% (年率+6.0%) から下方修正。個人消費や設備投資、公共投資等が下振れ
- 外需の大幅プラス寄与により高成長との構図は変わらないものの、個人消費に加えて設備投資も減少に転じるなど内需のマイナス幅は拡大。1次速報以上に冴えない内容
- 7~9月期は外需の反動で小幅なマイナス成長の公算が大きい。10~12月期以降も欧米を中心とした海外経済の減速、半導体市況の低迷継続が下押し要因になり、年率+0%台半ばの低成長を予測

4~6月期の実質GDP (2次速報) は1次速報から下方修正。個人消費、設備投資や公共投資等が下振れ。内需は1次速報以上に冴えない動き

4~6月期の実質GDP成長率 (2次速報) は、前期比+1.2% (年率+4.8%) と、1次速報の年率+6.0%から下方修正となった (図表1)。個人消費や設備投資、公共投資等が下振れ、内容も悪化した。

輸出の増加・輸入の減少による外需の大幅プラス寄与を受けて高成長との構図は変わらないものの、個人消費に加えて設備投資も減少に転じるなど内需は1次速報時点以上に冴えない動きとなっている。ヘッドラインの成長率ほど日本経済の基調は強くないと言わざるを得ないだろう。

図表1 2023年4~6月期 GDP (2次速報)



(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

民間需要は個人消費、設備投資が下方修正、在庫投資は変わらず

需要項目別にみると、法人企業統計の結果などを受けて4～6月期の設備投資は前期比▲1.0%と1次速報（前期比+0.0%）から大きく下方修正された。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ほか、非製造業でも不動産・電気業等でこれまでの増加の反動が出たと考えられる。

前期の大幅プラスの反動を考慮すると、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を維持することに加え、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。

民間在庫投資の実質GDP前期比に対する寄与度は1次速報（▲0.2%Pt）からほぼ変わらない結果となった。原材料在庫が上振れた一方、仕掛品在庫が下振れた。

そのほか、6月のサービス産業動向調査の結果などを受けて個人消費は前期比▲0.6%と1次速報時点（同▲0.5%）から下方修正された。耐久財が上振れた一方、非耐久財やサービスが下振れる格好になった。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月には電気代が値上げされるなど、物価高が幅広い品目の消費を下押ししたことを再確認する結果と言えるだろう。食料品など非耐久財消費が前期比▲2.1%と大きく減少したほか、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、それ以外は巣ごもり需要の一服等が下押しに寄与する形で同▲2.7%と弱含んだ。サービス消費についても同+0.1%と小幅な伸びにとどまった。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類に位置付けられた中で予想外の物足りない動きと言える。

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、実質賃金は前年比マイナスでの推移が続き、家計の

生活水準が切り下がっている点は気がかりだ。コロナ禍で積み上がった超過貯蓄（みずほリサーチ&テクノロジーズによる試算では2023年1～3月期時点で50兆円程度）が下支え要因になることで個人消費は腰折れするまでには至っていないものの、物価高が家計の節約志向を強め、個人消費の重石になっていることを改めて確認する内容と言えよう。

また、住宅投資は同+2.0%と1次速報（同+1.9%）から小幅な上方修正がなされた。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との見方に変わりはない。

上記のとおり設備投資が下振れたことを主因として民間需要全体では前期比▲0.8%と1次速報（同▲0.5%）から下方修正となった。

公共投資・政府消費が下振れ、公的需要は下方修正。外需寄与度は変わらず

公共投資については、6月分の建設総合統計の発表を受け、前期比+0.2%と1次速報（同+1.2%）から下方修正された。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次補正予算を受けた防災・減災、国土強靱化の推進に係る公共事業が進捗しているが、伸びは一服しつつある。政府消費についても前期比+0.0%と1次速報時点（同+0.1%）から下方修正された。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、横這いとどまった。公的需要全体では前期比+0.1%と、1次速報（同+0.3%）から下方修正となった。

外需は、輸出は前期比+3.1%、輸入は同▲4.4%とそれぞれ1次速報（輸出は同+3.2%、輸入は同▲4.3%）から小幅な下方修正となったが、純輸出の寄与度は+1.8%Ptと1次速報から変わらなかった。輸出については、供給制約の影響が和らいだ自動車輸出が欧米向けを中心に増加したほか、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てサービス輸出も増加傾向が継続した。輸入については、昨年度前半まで大幅な増加が続いた反動が出ているほか、財消費や生産活動の弱さも下押し要因になったと考えられる。品目別では、液化天然ガス（LNG）や石炭などの鉱物性燃料が大幅に減少しており、春先の暖房需要減等で電力需要が減少する中で原子力や水力の発電量が増加したことで火力発電量が前期から約3割減少した（みずほリサーチ&テクノロジーズによる試算）ことも影響したとみている。

GDPデフレーターは加速。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

GDPデフレーターは前年比+3.5%と1次速報（同+3.4%）から小幅に上振れた。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、プラス幅は拡大傾向で推移している。

実質GDIは前期比+2.0%（年率+8.4%）と、1次速報（同+2.3%）から下

**実質GDIは大幅増との構
図は変わらず**

**7～9月期は外需の反動で
小幅マイナス成長となる
可能性が高いものの、均
してみれば経済活動は回
復基調を維持。個人消費
は物価高が重石となり回
復ペースは緩やかながら
もサービスを中心に回復
基調を維持。設備投資も
人手不足を受けてソフト
ウェアを中心に増加傾向
で推移し、7～9月期以降
の内需は底堅い見通し**

振れたものの、交易条件（交易利得）が改善したことでGDP以上に大幅に増加しており、この点は日本経済にとって好材料と言えるだろう。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ことが見込まれる。

以上のとおり、今回の2次速報値において下方修正がなされたが、外需を中心に高成長との構図は変わらず、景気認識を大きく変えるには至らない。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再確認する結果と言えるだろう。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、個人消費や設備投資を中心に内需は一時的にせよ減少しており、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月期については、水力発電の反動減に伴い再び火力発電が増加するとみられ、4～6月期に大幅に減少したLNG・石油輸入も増加に転じる可能性が高い。外需が4～6月期の反動でマイナスに寄与して小幅なマイナス成長になる可能性が高いものの、経済活動全体としては回復基調が継続しているとの見方を変える必要はないだろう（輸入については、2024年にかけて原子力発電所の再稼働が進展し、電源構成に占める火力のシェアは徐々に低下する見込みであることから、10～12月期以降のLNG・石炭の輸入は増加しにくい状況が続くと予測している）。

7～9月期以降の内需は底堅い推移が見込まれる。個人消費については、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。夏場にかけて中小企業を含めた賃上げの給与への反映が進展するほか、最低賃金の引上げや人事院勧告の公務員給与への反映が今年度後半にかけて押し上げ要因になることで、名目賃金は2%台半ば程度で推移するであろう。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は年度後半にかけて鈍化する見通しだ（帝国データバンク「食品主要195社」価格改定動向調査（2023年9月）」によれば、主要食品メーカーの値上げ品目数は2022年以降で初めて2カ月連続で前年同月から減少している）。政府による物価高対策が10月以降延長される点も物価の押し下げ要因になる。みずほリサーチ&テクノロジーズは、燃料油価格激変緩和補助金によりガソリン・灯油の小売価格が抑制されることで2023年度のコアCPIが▲0.24%下押しされる（補助が延長されない場合と比べると▲0.14%程度下押しされる）と試算している。

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している模様である。JCB/ナウキャスト「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&テクノロジーによる季節調整値）の推移をみると、7～8月前半は外食・娯楽を中心に4～6月期対比+6.0%と増加している。また、主要企業の7月売上高（月次IRベース）も家電やドラッグストア、スーパーを中心に堅調に推移しており、猛暑による夏物消費も押し上げに寄与したとみられる。

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）、円安の進展や原油価格の上昇等を受けて、今後の消費者物価の鈍化ペースは緩やかになるとみられる。8月の東京都区部の日銀版コアCPI（生鮮食品・エネルギーを除く総合）は前月比+0.3%（年率換算では+3.5%）と根強い上昇圧力が残存している。燃料油価格激変緩和補助金や電気・ガス代の価格抑制策が10月以降も延長されるとしても、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は避けられない。8月の消費者態度指数をみても36.2Pt（前月差▲0.9Pt）と9か月ぶりに低下しており、消費マインドに頭打ち感がみられる状況だ。年後半にかけて全国旅行支援が終了する自治体が増加する（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、サービス分野の回復も一巡するとみられることから、7～9月期以降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、非製造業を中心に底堅い推移を予測している。前述の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。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が続き、全体としてみれば堅調に推移するであろう。先行指標を確認すると、4～6月期の機械受注（船舶・電力を除く民需）は前期比▲3.2%と弱含んだものの、同期の受注ソフトウェアの活動指数は前期比+10.0%と大幅に増加している。

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。回復が遅れている訪日中国人客数については、8月10日に日本への団体旅行が解禁されたことで回復ペースが早まる見通しだ。2023年度通年の訪日中国人客数は605万人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292万人程度上振れると試算している。ただし、後述の中国の雇用所

得環境・消費マインドの悪化に加え、原子力発電所の処理水を巡る問題を受けて下振れるリスクがある点には留意する必要がある)。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、景気回復に伴う労働需要増をカバーしきれなくなりつつある。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。

欧米を中心とした海外経済の減速が逆風になり、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たが、年度後半の成長ペースは年率0%台半ば程度と緩慢に

以上のように内需は底堅い推移が見込まれる一方で、先行きの外需は財を中心に弱い動きとなりそうだ。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、足元の实体经济は底堅く推移している。4~6月期の個人消費は、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局面で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。足元で住宅ローン金利は7%超まで上昇しており、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、中古住宅市場で在庫不足が

発生する一方で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実体経済に波及することで、年末～来年初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は当面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（2024年以降はコロナ禍で企業が発行した社債が償還期を迎え、高金利に直面する企業の資金繰りが悪化するとみられる）。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、高金利に伴う借入環境の悪化も相まって個人消費が下押しされるだろう。良好な労働市場に下支えされて景気後退の深度は浅くなるものの、いわゆる「ノーランディング」の可能性は低いとみている。なお、7月のコア個人消費支出（PCE）デフレーターは前月比+0.2%と減速基調を維持したものの、住居費を除くコアサービスは同+0.5%（6月：同+0.3%）と伸びが加速しており、インフレ圧力が依然として残存している点には留意が必要だろう。

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落ち込みは回避しているものの、既に経済活動は弱含んでいる。8月のユーロ圏総合PMIは47.0と悪化傾向が続いており、企業の景況感は低調だ。サービス業も50割れとなっており、観光需要の一服に加えて、製造業の不振が物流や人材サービスに波及したことが下押し要因になっている。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、景気は弱含みそうだ。8月のユーロ圏消費者信頼感は▲16.0と低迷しており、先行き不透明感が消費者心理の改善を阻害している。欧州経済は、今冬にかけて小幅ながらも景気後退に陥る可能性が高いとみている。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。

中国については、4～6月期のGDPは大幅に減速しており、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。7月の小売も財消費の弱さを受けて前月比マイナスとなった。7月の不動産関連指標は悪化が継続しており、不動産販売面積は2020年1月の武漢ロックダウン時を下回る水準まで低下したほか、販売不振や不動産事業

者向け貸出の抑制を受けて開発投資も弱含んでいる。未竣工物件は今もなお高水準であり、市場は中国不動産開発事業者の資金繰り悪化を懸念している。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の本格回復は見込みがたい。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こだわらない姿勢であることから、追加の財政出動もあまり行われな可能性が高い。中国の製造業や建設・不動産業の低迷は建設資材等の需要下押しを通じて日本の素材・機械関連業種の逆風になることに加え、雇用所得・消費マインドの悪化は中国からのインバウンド需要の下押し要因にもなり得るだろう。

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、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～来年初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、世界的な最終需要の低迷を受けて今年後半も半導体市況の回復は鈍いものになるだろう。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持ち直しの動きがみられるものの、生産用機械や電子部品・デバイスは弱い動きとなっている。海外経済の減速や半導体市場の低迷継続を踏まえれば、先行きも資本財・生産財は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、年度後半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、今年度後半の日本経済は年率+0%台半

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

ば程度の低成長にとどまると予測している。

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（9月）によれば、原材料価格高騰による影響が一服しつつあり、企業の価格転嫁のモメンタムが徐々に弱まっていく可能性を示唆している。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）、引き続き企業が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年の賃上げ率はやや鈍化すると予測している。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にコミットする企業が現れるなど、人手不足を受けて企業の賃金設定行動に変化の兆しがみ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。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（販売価格も引き上げざるを得ない）な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）、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」）における長期金利の変動幅について、±0.5%程度を目途としながらも一定の上昇を容認する運用の柔軟化を決定した。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。

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

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だが、物価上振れリスクにも留意が必要

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政策が継続される可能性が高いと考えられる。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、日本銀行は、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。「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&テクノロジーズは、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）。

一方、物価上振れリスクが高まっていることも事実である（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）。8月の全国の日銀版コアCPIを都区部と同様に前月比+0.3%と想定すると、9月以降横ばいで推移したとしても、2023年度は前年比+3.5%と7月の日銀展望レポートで示された政策委員の見通し中央値である+3.2%を上回る計算だ。インフレ率の減速ペースが鈍ければ前年比+4%も視野に入り、期待インフレ率の上振れにつながる可能性がある（適合的期待）。2023年度後半の物価・賃金の動向次第では金融政策変更の時期が早まる可能性もあるため、内外の景気情勢に加えて、資源価格や為替レートのような外部環境も合わせて注視していく必要があるだろう。

【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。