

# 内需が弱く年率▲2.1%のマイナス成長（7~9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

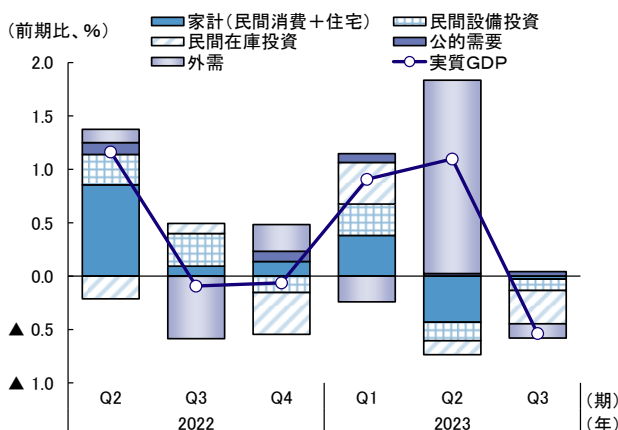
- 7~9月期の実質GDPは前期比▲0.5%（年率▲2.1%）と3期ぶりのマイナス成長。需給ギャップは再びマイナスに転じる公算が大きく、政府のデフレ脱却宣言はいったん遠のくだろう
- 均してみれば経済活動は緩やかな回復基調が続いているとみるも、物価高や海外経済減速等を受けて個人消費・設備投資を中心に内需が弱い動きとなっている点は懸念材料
- 10~12月期以降はサービス消費やインバウンド需要の回復が続く一方、引き続き物価高が個人消費の重石になるほか、欧米の景気悪化が財輸出の逆風になり回復ペースは抑制される見通し

7~9月期の実質GDPは前期比▲0.5%（年率▲2.1%）と3期ぶりのマイナス成長。均してみれば経済活動は回復基調を継続も、需給ギャップは再びマイナスに

7~9月期の実質GDP成長率（1次速報）は、前期比▲0.5%（年率▲2.1%）と3期ぶりのマイナス成長になった（図表）。輸入の増加に伴う外需のマイナス寄与に加えて、内需が弱い動きとなったことが全体を押し下げた。

均してみれば経済活動は緩やかな回復基調が続いているとみているが、内需の柱である個人消費・設備投資が想定以上に弱い動きとなっている点は懸念材料だ。7~9月期の需給ギャップは再びマイナスに転じる公算が大きく、政府のデフレ脱却宣言はいったん遠のくだろう。

図表1 2023年7~9月期GDP（1次速報）



	2022 7~9	10~12	2023 1~3	4~6	7~9
実質GDP	▲0.1	▲0.1	0.9	1.1	▲0.5
(前期比年率)	▲0.4	▲0.2	3.7	4.5	▲2.1
(前年比)	1.4	0.3	2.0	1.7	1.2
内需	0.5	▲0.3	1.1	▲0.7	▲0.4
( )	(0.5)	(▲0.3)	(1.1)	(▲0.7)	(▲0.4)
民需	0.7	▲0.5	1.4	▲1.0	▲0.6
( )	(0.5)	(▲0.4)	(1.1)	(▲0.7)	(▲0.4)
個人消費	0.2	0.2	0.7	▲0.9	▲0.0
住宅投資	0.1	1.0	0.5	1.8	▲0.1
設備投資	1.9	▲0.9	1.7	▲1.0	▲0.6
在庫投資	(0.1)	(▲0.4)	(0.4)	(▲0.1)	(▲0.3)
公需	▲0.0	0.4	0.3	0.1	0.2
( )	(▲0.0)	(0.1)	(0.1)	(0.0)	(0.0)
政府消費	▲0.0	0.1	0.1	0.0	0.3
公共投資	1.1	0.0	1.4	0.3	▲0.5
外需	(▲0.6)	(0.3)	(▲0.2)	(1.8)	(▲0.1)
輸出	2.2	1.5	▲3.5	3.9	0.5
輸入	5.1	0.2	▲2.1	▲3.8	1.0
名目GDP	▲0.8	1.3	2.3	2.5	▲0.0
GDPフレーター(前年比)	▲0.3	1.2	2.0	3.5	5.1

(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

**個人消費は2期連続のマイナス。サービス消費は回復継続も、物価高が財消費を中心に下押し**

需要項目別にみると、個人消費は前期比▲0.0%（4～6月期同▲0.9%）と2期連続のマイナスになった。

4～6月期のマイナスは1～3月期までの伸びの反動が一部に出たものとみられ、均してみれば個人消費は回復傾向で推移しているとみているが、7～9月期は想定以上に冴えない動きとなった。物価高を受けて実質賃金は18カ月連続で前年比マイナスとなっており（9月時点で前年比▲2.4%）、生活防衛意識・節約志向の高まりが個人消費を下押しする構図が続いていると言えるだろう。日本銀行「生活意識に関するアンケート調査」における家計の暮らし向き判断DIは▲54.3と2009年10～12月期以来の水準まで悪化しているほか（景気拡大局面では異例の低水準である）、猛暑による生育不良で夏場に生鮮野菜の価格が高騰したこと等を受け、景気ウォッチャー調査の現状判断DIは小売の悪化が際立っている。

品目別では、感染懸念の後退を受けてサービス消費は前期比+0.2%と回復基調が継続した。お盆期間の交通機関利用状況は、JRグループの特急・急行列車輸送量が前年比+37%、国内航空11社の国内線旅客数が同+15%とともに増加した。JCB/ナウキャスト「JCB 消費 NOW」でサービス消費（みずほリサーチ&テクノロジーズによる実質ベースの季節調整値）の推移をみると、外食・娯楽が堅調に推移し、7～9月期は4～6月期対比+3.0%と増加している。

一方、財消費については、物価高を受けて、耐久財（前期比▲3.3%）、半耐久財（同▲0.5%）、非耐久財（同▲0.1%）といずれもマイナスとなった。耐久財については、歴史的な猛暑を背景にエアコン等の夏物家電販売が好調に推移した一方、台風による工場停止等を受けて自動車消費が減少した（7～9月平均の新車販売台数（年率403万台、みずほリサーチ&テクノロジーズによる季節調整値）は4～6月平均対比▲4.7%とマイナスで推移した）こと等が影響したとみられる。半耐久財については秋物需要の弱さを受けて衣料品消費が減少したこと等が下押し要因になった。

以上のとおり、物価高が重石になる状況が継続し、財消費を中心に個人消費は小幅ながらも減少する形となった。

**設備投資も2期連続のマイナス。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増加も、海外経済の減速や半**

設備投資も前期比▲0.6%（4～6月期同▲1.0%）と、2期連続のマイナスとなった。

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下支え要因になる一方、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とみられる（先行指標である機械受注（船舶・電力除く民需）をみると4～6月期以降弱

**半導体市場の調整が下押し要因に**

含んでいる)。

個人消費と同様、4~6月期以降のマイナスは1~3月期の高い伸びの反動が一部に出たものとみられ、均してみれば設備投資は回復基調が継続しているとみている。日銀短観(9月調査)をみても、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+13.3%と引き続き堅調な伸びとなった。前年同時期の計画に比べ、製造業がやや減速した一方、非製造業が中堅・中小企業で加速している。非製造業を中心に人手不足が深刻化しており(産業別の雇用人員判断DIをみると、建設、情報サービス、対個人サービス、宿泊・飲食といった非製造業の産業では、コロナ禍前に比べても人手不足感が強まっている)、省力化投資が設備投資の押し上げ要因になっている模様だ。

ただし、名目ベースの設備投資計画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割り引いて評価しなければならない点には留意する必要がある。実質ベースでみた足元の設備投資は想定以上に弱い動きとなっており、人手不足がボトルネックになって工場や店舗の稼働率が上げられず、業容が拡大できないために有形固定資産を中心として設備投資が抑制されている可能性もあるだろう。

**住宅投資は小幅マイナス。民間在庫投資の寄与度は生産抑制を通じた在庫調整の進展を受けてマイナス寄与**

他の民需では、住宅投資が前期比▲0.1%(4~6月期同+1.8%)と、小幅に減少した。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住宅着工を下押ししたため、進捗ベースの住宅投資が抑制された格好だ。

在庫投資の寄与度は▲0.3%Pt(4~6月期:▲0.1%Pt)とマイナスになった。半導体関連を中心に生産抑制を通じた在庫調整が進展したことを受けてマイナス寄与になった。ただし、法人企業統計(12月1日公表予定)の結果が反映される2次速報値(12月8日公表予定)で修正される可能性がある。

民需全体では前期比▲0.6%(4~6月期同▲1.0%)と2期連続の減少になり、7~9月期GDPを▲0.4%Pt下押しした。

**公的需要はプラス。政府の総合経済対策・2022年度第2次補正予算を受けた公共投資が一服も、政府消費は増加**

公的需要は、前期比+0.2%(4~6月期同+0.1%)と4期連続で増加した。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増加していた防災・減災、国土強靱化の推進に係る公共事業の進捗が一服したことで、公共投資は前期比▲0.5%(4~6月期同+0.3%)と6期ぶりに減少した。一方、政府消費については前期比+0.3%(4~6月期同+0.0%)と増加し、公的需要全体を押し上げた。

**供給制約の影響が和らぐ自動車を中心に輸出は2**

輸出は前期比+0.5%(4~6月期同+3.9%)と2期連続のプラスとなった。財輸出は、供給制約の影響が和らいだ自動車輸出が堅調に推移したほか、中

**期連続で増加。輸入の増加を受けて外需寄与度はマイナス**

国・ASEAN向けのIC（集積回路）の持ち直し継続が全体を押し上げ、前期比+0.7%と2期連続で増加した。ただし、海外経済の減速や世界的な半導体市況の低迷が半導体製造装置などを中心に財輸出の逆風になる状況が続いており、回復ペースは鈍化した格好だ。

サービス輸出については、前期比▲0.2%と小幅に減少したが、前期まで高い伸びが続いたことに伴う一時的な反動であろう。9月の訪日外客数は218万人（2019年同月対比96%）と、韓国、台湾や欧米を中心に順調に回復している。中国人訪日客は33万人（2019年同月対比40%）にとどまっており、現時点で団体旅行再開の効果は限定的であると言えるが、中国・韓国を除いた訪日外客数は2019年同月対比103%とコロナ禍前を上回る水準で推移している（韓国については、2019年は日韓関係の悪化により夏場以降に訪日外客数が急減している点を考慮した）。7～9月期の訪日外国人旅行消費総額は1.4兆円と、宿泊費や飲食費を中心に1人当たり支出額が21.1万円と2019年平均（15.9万円）比で大幅に増加したことを受けて、コロナ禍前ピーク（2019年4～6月期：1.3兆円）を超過している。インバウンド需要は基調としては回復が続いているとの見方でよいだろう。

輸入は、国内の生産活動の弱さに加え、火力発電比率低下に伴い4～6月期に大幅に減少した鉱物性燃料が7～9月期も低水準で推移したことなどを受けて財輸入が前期比▲0.1%と小幅に減少した一方、サービス輸入が同+5.0%と大幅に増加したことを受けて、前期比+1.0%（4～6月期同▲3.8%）と3期ぶりのプラスになった。（なお、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月期以降もLNG・石炭の輸入は増加しにくい状況が続くとみられ、4～6月期の輸入大幅減の反動が生じる可能性は小さいと予測している。）

輸入のプラス幅が輸出よりも大きかったことを受けて、純輸出の実質GDP成長率に対する寄与度は▲0.1%Pt（4～6月期+1.8%Pt）と成長率に対してマイナス寄与になった。

**GDPデフレーターはプラス幅拡大。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**

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、GDPデフレーターは前年比+5.1%（4～6月期同+3.5%）とプラス幅が大きく拡大した。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（4～6月期の法人企業統計をみても、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等を受けて、経常利益（季節調整値）は過去最高水準を更新している）。

**10～12月期以降はプラス成長での推移を予測。内需は個人消費、設備投資ともに増加基調を維持する見通し**

以上のとおり、7～9月期はマイナス成長となり、経済活動全体としては緩やかな回復基調が継続しているとの見方を変える必要はないとみているものの、内需の想定以上の弱さが際立つ絵姿となった。

回復ペースの鈍さが懸念される内需であるが、10～12月期以降はプラス基調での推移を見込んでいる。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。夏場までに中小企業を含めた賃上げの給与への反映が進展したほか（共通事業所ベースでみた所定内給与は9月時点で前年比+2.2%と上昇基調が継続している）、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名目賃金の押し上げ要因になるだろう。所定内給与の増加を受けて冬のボーナスも3年連続の増加が見込まれる（みずほリサーチ&テクノロジーズは、民間企業の一人当たりボーナスを前年比+2.5%と予測している）。一方、円ベースの輸入物価指数は2023年4月以降前年比マイナスで推移しており（10月時点で前年比▲11.7%）、食料品など財物価の上昇率は年度後半にかけて鈍化する見通しだ（例えば、帝国データバンク「食品主要195社」価格改定動向調査（2023年11月）」によれば、原材料価格上昇の一眼に伴い、11月の飲食料品の値上げ品目数が2022年以降で最小となるなど、主要食品メーカーの値上げは10月でピークアウトした可能性が示唆されている）。実際、足元では一部の小売業でPB（プライベートブランド）の食料品価格を値下げする動きもみられる。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り、コアCPI前年比は鈍化していく見通しだ。

もともと、人件費の上昇や（主にサービス価格の押し上げ要因となる）、原油価格の上昇・円安の進展等を受けて、消費者物価の鈍化ペースは緩やかになるとみられる。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延長されることを織り込んでも、原油高・円安は年末以降の電気・ガス代の押し上げ要因になることが見込まれる。仮に2024年の春闘賃上げ率が2023年並みの水準になったとしても実質賃金の前年比マイナスは2024年度前半までは続く可能性が高く、引き続き物価高が個人消費の重石になることは避けられないだろう。年後半にかけて全国旅行支援が終了すること等を受けて、サービス分野の回復も一巡するとみられるほか（JCB/ナウキャスト「JCB消費 NOW」の10月の対人サービス消費はみずほリサーチ&テクノロジーズによる実質ベースの季節調整値で7～9月対比▲0.5%と微減となっている）、先行きの新車販売は工場停止等による供給制約が回復のボトルネックになるなど、全体としてみれば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とみている。

なお、コロナ禍で積み上がった家計の現預金（いわゆる超過貯蓄）は、2023年4～6月時点で47兆円程度残存しているとみられ（日本銀行「資金循環統計」ベース）、コロナ禍前（2019年10～12月期）の家計の現預金残高対比で4.7%に相当する規模となっているが、個人消費の押し上げ効果は期待出来ないだろう。2019年10～12月期から2023年4～6月期にかけて、消費者物価（持ち家の帰属家賃を除く家計最終消費支出デフレーター）は累積で+7.3%上昇しており、物価高で超過貯蓄は相殺されてしまった計算となるからだ。

設備投資については、先行きは非製造業を中心に増加基調での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（特に、建設、運輸、小売など人手不足感が強い業種を中心に、省力化対応の必要性から投資意欲が高まっている模様だ）、設備投資の腰折れには至らないだろう。サプライチェーン見直しに伴う国内生産拠点の強化、脱炭素化投資などの構造的な投資需要が下支えし、全体としてみれば、緩やかな増加傾向で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。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+0.5%Pt程度の押し上げ要因になるとみている。ただし、回復が遅れている訪日中国人客数については、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等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。

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。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緩やかな回復が見込まれる一方で、先行きの外需は財分野を中心に弱い動きとなりそうだ。

高金利・高インフレに伴う米欧の景気悪化が見込まれる中、世界経済は、

**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。年度後半の成長ペースは年率+1%台半ば程度を予測

2023年末から2024年にかけて停滞感が強まる展開になると予測している。

米国経済は、7～9月期の実質GDP成長率が前期比年率+4.9%に加速するなど、足元までは個人消費を中心に想定以上に底堅く推移している状況だ。しかし、これまでの大幅な政策金利引き上げの影響がタイムラグを伴って家計・企業など経済全般に広がることに加え、家計の超過貯蓄など足元までの需要を押し上げてきた要因も次第に剥落することで、2024年1～3月期には景気後退入りすると予測している。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年明け以降の個人消費は減速に向かうだろう（消費者信用高は減少に転じているほか、学生ローンの支払い再開も個人消費の逆風になるとみられる）。良好な労働市場に下支えされて景気後退の深度は浅いとみられるが、いわゆる「ノーランディング」の可能性は低いとみている。

欧州経済については、ユーロ圏の7～9月期の実質GDPが前期比▲0.1%と3期ぶりのマイナス成長となるなど、既に経済活動が弱含んでいる。米国と同様、金融引き締め効果が次第に顕在化し（金融機関の貸出残高は足元で大きく減速している）、2023年末から2024年前半にかけて景気後退に入る可能性が高いとみている。先行き不透明感や利上げによるローン返済負担増を受けて消費者マインドは停滞しており、ユーロ圏小売売上高は減少傾向で推移している（特に自動車販売は家計向け新規貸出金利の上昇が下押し要因になっている）。ドイツ・フランスを中心に製造業の減産基調が継続しており、特に足元では、エネルギーコスト増やユーロ高を受けてドイツの生産低迷が目立つ状況だ。地政学リスクの高まりによる天然ガス等の資源価格上昇も懸念される。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。

中国経済は、サービスを中心に最終消費が堅調に推移したことを受け、7～9月期の実質GDP成長率は前年比+4.9%と市場予想を上回る伸びになった。季節調整済の前期比（国家統計局参考値）も+1.3%と4～6月期（+0.5%）から加速しており、景気の底入れを示唆する内容だ（10～12月期が+4.4%以上の成長となれば政府目標「+5%前後」を達成する計算となる）。もっとも、9月の生産・投資は前月比プラスで推移する一方、小売は横ばいとどまり勢いを欠いている。不動産販売は政府の需要喚起策を受けて小幅に持ち直して

**2024年春闘が大きな焦点。連合は前年以上の賃上げ率を要求。人手不足等を受けて賃上げ率は高水準を維持する見通し。日本銀行の金融政策が来年前半に修正される可能性も**

いるものの、住宅価格の先安観が販売回復の足かせになることが見込まれるほか、不動産開発投資は緩やかな減少基調が継続している。国債1兆元増発（対名目GDP比0.8%の規模）を受けたインフラ投資が景気の下支え要因になるとみられるが、先行きの中国経済の回復力は依然として不透明であると言えるだろう。

半導体については、メモリ価格の下げ止まり・ロジック価格の上昇を受けて単価が上昇しており、シリコンサイクルに好転の兆しが見えている。一方、上記のとおり米国の景気後退など最終需要の停滞が見込まれる中で、当面の回復テンポは緩やかなものとなるだろう（本格回復はスマホの買い替え等が進む2024年後半以降を見込んでいる）。

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。現時点では、今年度後半の日本経済は年率+1%台半ば程度と、7~9月期の落ち込みに比して力強さを欠く回復ペース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緩やかなプラス成長に戻るとみているが、その中で大きな焦点となるのが、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。コストとしての人件費上昇はサービス分野を中心に物価押し上げ要因になることに加え、持続的な賃上げで家計の購買力・消費需要が高まれば、企業からみて価格転嫁をしやすくなり、「賃金と物価の好循環」が実現する可能性が高まる。

連合は2024年春闘に向けてベースアップ相当分で3%以上、定期昇給分を含めて5%以上の賃上げを要求する方針を打ち出した。2023年春闘ではそれぞれ3%程度、5%程度としていたが、それ以上の賃上げを求める内容だ。過去、賃上げ率の実績（最終集計結果）は連合の要求方針を下回る傾向があり、2024年賃上げ率も要求ほどには高まらないとみられるが、2023年に続いて高水準を維持する可能性が高い。

賃上げ交渉が本格化する今年度後半のコアCPI前年比は+2%台での推移が見込まれ、3%台後半~4%程度だった前年度後半から鈍化する見通しであることから、物価高に配慮した賃上げ気運は前年対比で幾分後退すると考えられる。また、米国経済が2024年1~3月期に景気後退入りする公算が大きい点も、輸出への悪影響が予想される製造業を中心に賃上げ姿勢を慎重化させ



**政府は物価高対策を中心とする経済対策を閣議決定。2023～24年度にかけてGDPを0.9%程度押し上げと試算。労働生産性を上昇させる供給サイドの政策促進が重要**

る要因になり得るだろう。

一方で、人手不足を受けて人材の獲得競争が激化する中、事業の存続・成長という観点から持続的な賃上げの機運が高まっているのも事実だ。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りつつあるように思える。企業収益も高水準で推移しており、足元では労働者確保・維持のため持続的な賃上げにコミットする企業も出始めている。こうした動きが企業間で同調的に広まれば、2024年の賃上げ率が2023年を上回る可能性もあるだろう。

2024年の賃上げ率が2023年以上の高い水準になり、2%物価目標達成の公算が大きくなったと日本銀行が判断した場合には、イールドカーブ・コントロール (YCC) 撤廃やマイナス金利解除といった金融政策の修正が来年前半にも実施される可能性が高まる。黒田前総裁の体制から続いた異次元緩和からの転換という点で、大きな節目と言えよう。この場合、先行きの金融政策正常化期待から長期金利は1%を上回る水準に上昇するほか、(米金利の動向にも左右されるが) ドル円相場は1ドル=130円台まで円高が進む可能性もあるとみずほリサーチ&テクノロジーズは想定している。

いずれにせよ、2024年春闘の帰趨が賃金・物価の持続的な上昇が実現するかどうかの大きな分岐点になることは間違いない。年末頃からスタートする賃金交渉の行方に注目したい。

こうした中、政府は11月2日に「デフレ完全脱却のための総合経済対策」を閣議決定した。①物価高対応、②持続的賃上げと所得向上、地方の成長、③成長力の強化・国内投資の促進、④人口減少を乗り越え、変化を力にする社会変革、⑤安全・安心の確保(国土強靱化、防災・減災等)を柱に財政支出は全体で21.8兆円となり、民間資金分も含めた事業規模は37.4兆円に上る。

特に関心が集まっているのが①物価高対策である。ガソリンなど燃料油価格の激変緩和措置と電気代・ガス代価格抑制策の延長については、足元の原油価格・円安進展等を踏まえれば避けられない面がある。筆者は、燃料油価格激変緩和措置のように高所得者まで広く恩恵が及ぶ政策は費用対効果が低く、生活必需品を中心とした価格上昇で生活がひっ迫している低所得者に的を絞って重点的に支援を行うのが望ましいと考えている。(低所得者に対する手当では別途に行った上で) ガソリン補助金は徐々に縮小させ、消費需要をガソリンからEV・省エネ製品にシフトさせる方がグリーン化の推進にもつながり、それこそが本来あるべき「出口戦略」であると考えているが、目先の物価高に迅速に対応する観点から既存施策の延長を優先するのは(政治的にも) やむを得ない面もあるだろう。先行きの原油価格や為替相場が足元の水

準程度で横ばいで推移すると想定した場合、今回の経済対策による物価高対応の延長が措置されなかった場合に比べて、燃料油価格の激変緩和措置延長により2024年1～4月のコアCPI前年比を平均で▲0.63%Pt下押しし、電気・ガス価格の激変緩和措置延長により2024年2～5月のコアCPI前年比を▲0.52%Pt下押しすると試算している（電気・ガスについては4月検針分が5月のCPIに反映されると想定）。上記のとおり政策自体の是非について議論の余地はあるものの、物価の押し下げ効果としては大きいものとなる。

さらに、政府は、こうした既存の補助金事業の延長に加えて「税収の還元策」として所得税減税、さらには低所得者向け給付を新たに実施する方針だ。所得税減税については、定額で1人当たり年4万円減税し（所得税3万円・個人住民税1万円、扶養家族も同額を人数分減税）、住民税非課税世帯には7万円を給付する（既に1世帯当たり3万円の給付措置として講じられている「重点支援地方交付金」を拡充する形で、計10万円の給付となる）。所得税減税と低所得世帯向け給付を合わせると5兆円程度の規模となり、経済効果としてはGDPを+0.2%程度押し上げると試算している。補正予算成立後の年内の早期実施が見込まれる低所得者向け給付は2023年度のGDPを+0.1%、来年6月の実施が想定されている所得税減税は2024年度のGDPを+0.1%程度押し上げる要因になるだろう。

実質賃金マイナスが続く中、家計向けの直接的な支援を行うこと自体は理解できる。実質ベースの個人消費等の回復が不十分な中で、コストプッシュを起点とした物価上昇によって税収が実体経済の強さに比して増え過ぎている面はあるだろう。原材料コスト上昇の販売価格への転嫁が進めば消費税収も増えるほか、物価上昇見合いで賃上げが行われた結果として（実質賃金は上がってなくても）名目所得が上昇すると直面する所得税の限界税率が上昇して（ブラケット・クリープ）可処分所得の伸びが抑えられてしまうため、それに対する何らかの手当では必要と考えられる。そうした観点から「税収を国民に還元」とすると説明するのであれば合理性もあると筆者は考える（本来は、税率が変化する課税所得の閾値、課税最低限など名目金額で規定されている制度について賃金・物価上昇の実勢に合わせて見直すのが望ましいが、そうした制度改革は税・社会保障制度全般に影響が及ぶため検討に時間を要する。しかし、賃金・物価が持続的に上昇する可能性が高まってきている点を踏まえれば、そうした制度変更はいずれ不可避になるのではないかとみている）。

しかし、上記のとおり一律に減税を行うよりも低所得者に対象を絞った上で一人当たり支援規模をその分厚くした方が政策の費用対効果の観点から

は望ましいだろう（この点では、行政のデジタル化が遅れ「住民税非課税世帯」という線引き以外に「困っている人」を識別するインフラが整っていないことによる制約が課題になる）。また、所得税減税の場合、税制改正が必要となり来年の通常国会で法案を成立させる必要があることから、給付に比べて実施が遅れてしまう点にも物価高対応という点では問題がある。

経済対策の経済効果については、上記の所得税減税・低所得者向け給付を含め、2023年度から2024年度にかけてGDPを0.9%程度押し上げると試算している。2023年度GDPを+0.1%程度（低所得世帯への給付等）、2024年度GDPを+0.8%程度（所得税減税、国土強靱化に係る公共事業の進捗、国内投資支援等）押し上げる効果が見込まれる（ただし、建設現場における人手不足で公共事業の進捗が後ずれした場合等には経済効果が本稿の試算を下回る可能性がある点には留意が必要だ）。

日本経済の現状を改めて評価すると、（需給ギャップが再びマイナスに転じるにしても）経済活動は回復基調を維持しており、大規模な経済対策（需要刺激策）が求められる状況ではない（足元の人手不足の深刻化と照らし合わせると、内閣府の需給ギャップは過少に推計されている可能性もあると筆者はみている）。人手不足が深刻化する中、求められているのは供給サイドの強化に資する政策である。デジタル化の推進に加え、非正規雇用者を含めた幅広い労働者を対象とするスキルアップ支援（「人への投資」）や、ジョブ型雇用など労働移動が企業業績の改善につながりやすくする仕組みを整備する等の取組みを推進し、労働生産性を中長期的に引き上げることが重要だ。それは実質賃金の持続的な上昇につながり、岸田政権の目指す「成長と分配の好循環」の実現も近づくことになるだろう。

**【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。