

年率▲2.9%と1次速報から 下方修正 (7~9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

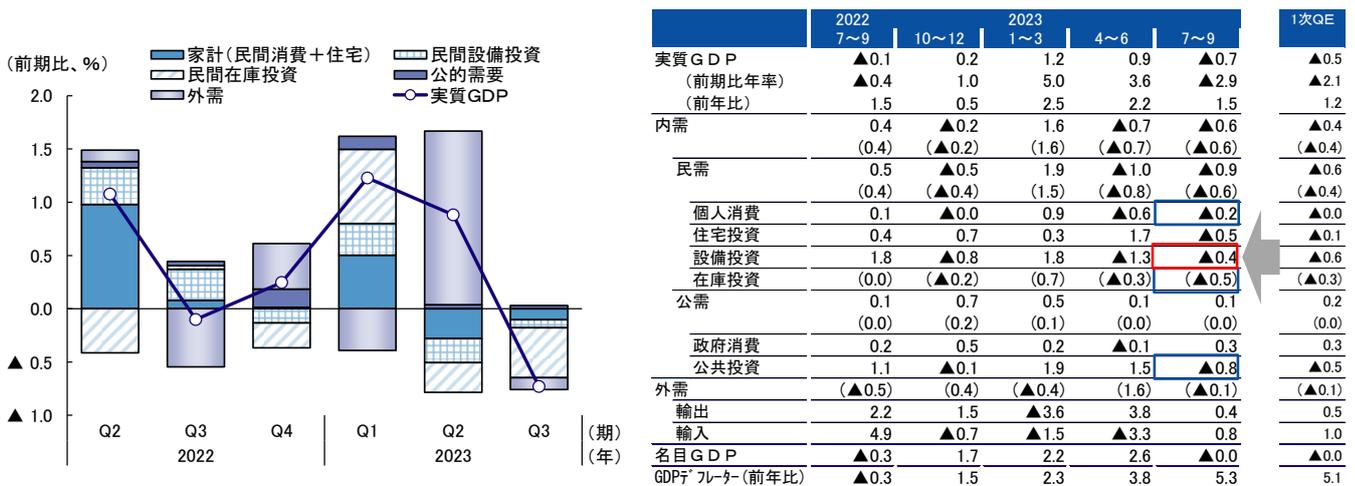
saisuke.sakai@mizuho-rt.co.jp

- 7~9月期の実質GDP (2次速報) は前期比▲0.7% (年率▲2.9%) と1次速報の前期比▲0.5% (年率▲2.1%) から下方修正。設備投資が上振れた一方、個人消費や在庫投資、公共投資等が下振れ
- 在庫投資の下振れがマイナスに寄与した面が大きいものの、個人消費が下振れるなど内需・最終需要が冴えない動きとの評価は変わらず。需給ギャップはマイナスでデフレ脱却宣言は遠のく
- 年度後半の日本経済は、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、年率+1%台前半程度の回復ペースにとどまると予測

7~9月期の実質GDP (2次速報) は1次速報から下方修正。設備投資が上振れた一方、個人消費や在庫投資、公共投資等が下振れ。内需が冴えない構図は変わらず

7~9月期の実質GDP成長率 (2次速報) は、前期比▲0.7% (年率▲2.9%) と、1次速報の年率▲2.1%から下方修正となった (図表1)。設備投資が上振れた一方、個人消費、在庫投資、公共投資等が下振れた。在庫投資の下振れがマイナスに寄与した面が大きい、最終需要も前期比▲0.3%と1次速報 (同▲0.2%) から下振れており、特に内需の柱である個人消費・設備投資の想定以上に弱い動きが懸念材料との評価は変わらない。7~9月期の需給ギャップはマイナスになり、政府のデフレ脱却宣言は遠のくだろう。

図表1 2023年7~9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

民間需要は設備投資が上方修正、個人消費・在庫投資・住宅投資は下方修正

需要項目別にみると、法人企業統計の結果などを受けて7～9月期の設備投資は前期比▲0.4%と1次速報（前期比▲0.6%）から上方修正された。

上方修正とは言え2期連続のマイナスであり、実質ベースでみた足元の設備投資が弱含んでいるとの評価は変わらない。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（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月期以降弱含んでいる）。

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面もあるとみられ、均してみれば設備投資は回復基調が続いているとみている。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・飲食といった業種では、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。7～9月期の法人企業統計をみても、非製造業のソフトウェア投資が増加していることが確認できる。

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、半導体関連の需要低迷や資材価格高騰による下押しに加え、人手不足・部品不足といった供給制約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工場等の建設投資を中心に有形固定資産投資等が抑制されている可能性が大きい。

民間在庫投資の実質GDP前期比に対する寄与度は▲0.5%Ptと1次速報（同▲0.3%Pt）から仕掛品在庫を中心に下方修正がなされ、GDPが1次速報から下振れる主因となった。自動車の輸出増加等に伴い、製品在庫を中心に減少した構図は維持された格好だ。

また、9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▲0.2%と1次速報時点（同▲0.0%）から下方修正された。耐久財・サービスが上振れた一方、非耐久財や半耐久財が下振れる格好になった。

設備投資と同様、4～6月期以降のマイナスは1～3月期までの伸びの反動が一部に出たほか、天候要因による下押しも含まれているとみられ、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。それでも、7～9月期は想定以上に冴えない動きと言わざるを得ないことを再確認する結果だ。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月確報時点で前年比▲2.9%）、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（みずほりサーチ&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・娯楽を中心に対人サービス消費は堅調に推移している。

一方、財消費については、物価高を受けて弱含んだ。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販売が減少した（7～9月平均の新車販売台数（年率403万台、みずほりサーチ&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が抑制されたことを改めて確認する内容と言えるだろう。

そのほか、住宅投資は同▲0.5%と1次速報（同▲0.1%）から下方修正がなされた。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との見方に変わりはない。

上記のとおり在庫投資や個人消費が下振れたことを主因として民間需要全体では前期比▲0.9%と1次速報（同▲0.6%）から下方修正となった。

公共投資については、9月分の建設総合統計の発表を受け、前期比▲0.8%と1次速報（同▲0.5%）から下方修正された。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。政府消費については1次速報時点（同+0.3%）から変わらなかった。

**公共投資が下振れ、公的
需要は下方修正。外需寄
与度は変わらず**

コロナ禍での受診控えが落ち着いたことに伴う医療費の増加等を受けて増加したとの見方に変わりはない。公的需要全体では前期比+0.1%と、1次速報（同+0.2%）から小幅に下方修正がなされた。

外需は、輸出は前期比+0.4%、輸入は同+0.8%とそれぞれ1次速報（輸出は同+0.5%、輸入は同+1.0%）から小幅な下方修正となったが、純輸出の寄与度は▲0.1%Ptと1次速報から変わらなかった。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、中国・ASEAN向けのIC（集積回路）の持ち直しが全体を押し上げた。ただし、海外経済の減速が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。サービス輸出は小幅に減少したが、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。7～9月期時点で中国の団体旅行再開による押し上げ効果は限定的であったが、中国・韓国を除く訪日外客数は9月時点でコロナ禍前（2019年同月）を上回る水準まで回復している（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。

輸入については、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小幅に減少した一方、著作権等使用料などサービス輸入が前期の反動もあって大幅に増加したことを受けてプラスになった（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が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）。

GDPデフレーターは前年比+5.3%と1次速報（同+5.1%）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。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（7～9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）。

今回の2次速報では、2022年度国民経済計算年次推計（支出側系列等）が反

**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。交易条件の改善は
企業収益を押し上げ**

年次推計の改定等によ

り、過年度成長率は上方修正。ゲタの拡大は2023年度成長率の押し上げ要因に

映されたほか、法人企業統計における開業準備中法人の取扱い変更を踏まえた設備投資推計方法の修正等がなされることにより、GDPが過去に遡って改定された。

その影響をみると、2021年度の成長率は+2.8%、2022年度は+1.5%とそれぞれ+0.2%Ptの上方修正がなされた（図表2）。法人企業統計における開業準備中法人の取扱い変更による影響は限定的とみられ、景気認識に影響を及ぼすほどの修正ではないと言ってよいだろう。個人消費を中心に過年度成長率が上方修正され、2023年度への成長率のゲタは+0.6%から+1.0%に拡大しており、この点は（他の条件を一定とすれば）2023年度の成長率押し上げ要因になると考えられる。

図表 2 年次改定による過年度成長率の変化幅

(年度)	2021			2022		
	改定前	改定後	変化幅	改定前	改定後	変化幅
実質GDP	2.6	2.8	0.2	1.3	1.5	0.2
内需	1.8	2.0	0.2	1.8	2.0	0.1
民需	2.0	2.3	0.3	2.6	2.7	0.1
個人消費	1.5	1.8	0.3	2.5	2.7	0.2
住宅投資	▲ 0.6	0.1	0.8	▲ 3.2	▲ 3.4	▲ 0.2
設備投資	2.3	1.7	▲ 0.6	3.0	3.4	0.4
在庫投資	(0.4)	(0.5)	(0.1)	(0.2)	(0.1)	(▲0.1)
公需	1.3	1.2	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	0.1
政府消費	3.4	3.2	▲ 0.2	0.7	1.4	0.7
公共投資	▲ 6.5	▲ 6.5	0.0	▲ 3.2	▲ 6.1	▲ 2.9
外需	(0.8)	(0.8)	(▲0.0)	(▲0.6)	(▲0.5)	(0.1)
輸出	12.4	12.4	▲ 0.0	4.5	4.7	0.3
輸入	7.2	7.1	▲ 0.0	7.2	7.1	▲ 0.1

(注) () 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

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

以上より、7～9月期の実質GDP（2次速報値）は1次速報から下方修正され、内需の弱さを主因としたマイナス成長との絵姿には変わりはない。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ものの、需給ギャップはマイナスに転じ、政府のデフレ脱却宣言に暗雲が立ち込めたことを再確認する結果と言えよう（後述のとおり、年度下期の回復ペースは緩やかになることが見込まれ、需給ギャップのプラス転化は2024年度に持ち越される可能性が高いだろう）。

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10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。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、先行きのコアCPI前年比は鈍化傾向で推移する見通しだ。

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）、資源価格の高止まり・円安等を受けて、消費者物価の鈍化ペースは緩やかになるとみられる。10月のコアCPIは政府による補助半減を受けた電気・ガス代の押し上げを主因に前月比+0.5%と大幅に加速したことに加え、これまでの燃料高・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少なくとも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月のサービス消費は前年比▲0.5%と弱含んでいる）、財分野も10月の小売業販売額が実質季節調整値で前月比▲1.6%と減少するなど弱い動きが続いている（10月の財消費は高温による秋冬物衣料の不振が影響したとみられるほか、新車販売も工場停止等による供給制約が回復のボトルネックになったとみられる）。全体としてみれば10~12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になるからだ。

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。10月の訪日外客数は252万人と回復基調が継続し、単月でコロナ禍前の水準を回復した(2019年同月対比101%)。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(10月時点で2019年同月対比35%の水準)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、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+5.2%(改定値)に

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。経済活動全体としては回復基調を維持

**するものの、年度後半の
成長ペースは年率+1%
台前半程度にとどまると
予測**

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（実際、足元の実質コア資本財出荷・受注はともに横ばい圏で伸び悩んでいる。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（消費者信用残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）。ユーロ圏鉱工業生産は減産傾向で推移しており、需要減やエネルギー高等が下押しし、自動車やエネルギー多消費業種が減産となったドイツを中心に製造業は弱い動きが続いている。11月のユーロ圏PMIをみても製造業・サービス業ともに低迷が続いており、10~12月期もマイナス成長となる可能性が高い。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とみている。

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、雇用の停滞や将来不安の高まりを背景に消費マインド浮上の兆しは見えず、消費の伸びは当面抑制される見通しだ。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。不動産開発向け国内貸出の低迷が続いていることを踏まえれば、不動産市場は当面は底ばいでの推移が続くだろう。11月の製造業PMIは外需の弱さを受けて節目の50割れが続いているほか、サービス業PMIもコロナ収束後初の50割れとなっており、リベンジ需要の効果のはく落が示唆される。在庫調整の進展や国債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の加速を受けて生産活動が堅調なほか、足元で実質輸出がエレクトロニクス製品の持ち直し等により前年比プラスで推移するなど、一部に明るい材料もみられるものの、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よう。

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）。

以上より、海外経済の減速が財輸出や生産の逆風になることが見込まれるため、年度後半の回復ペースは緩やかにならざるを得ないとみている。財輸出の持ち直しについては、米国経済の回復やシリコンサイクルの本格回復が重なる2024年後半まで待たねばならないだろう。電子部品・デバイス工業の在庫調整が進展するなど明るい材料も一部にあるものの、実質賃金の改善が緩やかな中で財消費の伸び悩みが見込まれる点を踏まえれば、生産活動も全体としてみれば力強さを欠く可能性が高い。当面は個人消費、輸出いずれにも景気回復の牽引役としての力強さは期待できず、現時点では、今年度後半の日本経済は年率+1%台前半程度と、7~9月期の落ち込みに比して物足りない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

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

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。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。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年を上回ることも十分に考えられるだろう。その場合、企業は人件費が継続的に上がる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可能性もあるが、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。

仮に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。

現時点では、個人消費が力強さを欠く中で企業の価格転嫁姿勢に慎重姿勢が残り、2%物価目標の達成は難しいとの見方がメインシナリオであるが（輸

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。今後は労働生産性の上昇に資する供給サイドの政策促進が重要に

入物価上昇の影響が剥落する2025年度以降のコアCPI前年比は2%を下回る水準まで鈍化する可能性が高いと予測している)、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、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て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。

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た経済効果としては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て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、そうした制度改正は税・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。

経済対策全体として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

懸念される財政状況の深刻化。恒久減税となる可能性が高いトリガー条項の凍結解除には財源の想定を国民に説明する必要。「金利のある世界」の到来に向けて財政秩序の回復が不可欠

者はみている)。人手不足が深刻化する中、今後は供給サイドの強化に資する政策が重要になってくる。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。

一方で、懸念されるのは深刻化する財政状況である。近年はコロナ対応等で補正予算の規模が急拡大している(2020年度は73兆円、2021・22年度も30兆円台の計上が継続している)。前述した「デフレ完全脱却のための総合経済対策」の財源の裏付けとなる2023年度補正予算についても、13兆円超の追加歳出(一般会計)を計上しており、文字通り「桁違い」(異例)だった近年の補正予算対比で見れば規模が縮小したとは言え、「平時」に戻ったとは言いがたい。

足元では、燃料油価格の激変緩和措置の終了が予定されている2024年4月以降への対応として、トリガー条項の凍結解除が与党・野党間で検討されている。予算編成・税制改正が大詰めを迎えるタイミングでトリガー条項の凍結解除の検討を岸田首相が指示したことには唐突感が否めない。仮にトリガー条項が凍結解除される場合、国・地方で1.5兆円規模の税収が減少することとなるが、財源について議論が深まっている様子はみられない。2024年5月からトリガー条項が凍結解除された場合、(トリガー条項の対象に含まれない灯油は現行の補助金が引き続き延長されると想定して)ガソリン・灯油の価格低下を通じて2024年度のコアCPIを▲0.4%程度下押しし、ガソリン価格の低下は2024年度の家計の1世帯当たりのガソリンに対する支出額を年間1万円程度抑制する効果が見込まれる。物価高に対する家計の生活支援としての効果は大きいだろうが、現行のガソリン補助金と同様に「出口」が困難になる可能性が高い。現在の仕組みでは、ガソリンの価格が1リットル=130円を3か月連続で下回らなければ元の税額に戻らないが、130円を下回るにはWTI原油価格が1バレル=40ドル以下の原油安とドル円相場が1ドル=70円以下の円高が実現する必要があり、そうした状況の実現は当面見通せない(130円のラインを法改正で引き上げる選択肢もあるが、政治的なハードルは高いのではないか)。実質的に「恒久減税」となってしまう可能性が高く、2024年度以降の予算における財源の想定については国民に丁寧な説明が必要があるだろう(2024年度予算については予備費で対応する算段かもしれないが、そうした対応は持続的ではないし、財政ガバナンスの観点からも適切で

はない)。

社会保障費に加え、少子化対策や防衛費で歳出の中期的な増加が見込まれる中、負担増の議論は避けては通れない。今後、仮に持続的な賃金・物価の上昇が実現して日本銀行の金融政策が正常化に向かった場合、名目GDPが増加して政府の想定より税収が上振れたとしても、金利が上昇すれば(国債の平均残存期間は9年超に長期化していることから短期的には金利上昇が直ちに利払費増に直結するわけではないとしても)中期的には利払い費がそれ以上に増加してしまう可能性がある。少なくとも、歳出削減あるいは増税・社会保険料増額等により基礎的財政収支(プライマリー・バランス)を黒字化しなければ、債務残高対GDP比が発散(財政破綻)してしまう可能性が高まってしまいうだろう。日本においても「金利のある世界」の到来が徐々に現実的なものになりつつある中、政府としては、財政秩序の回復に向けた取組姿勢を示す必要があるのではないか。

【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。