

年率+2.4%のプラス成長を予測 (10~12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

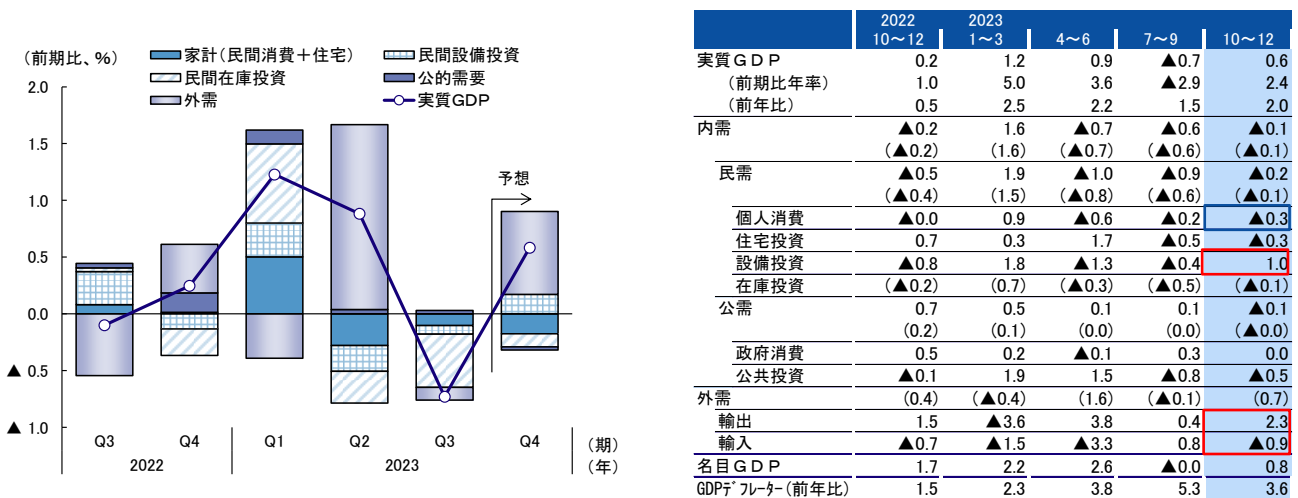
- 10~12月期の実質GDPは前期比+0.6% (年率+2.4%) とプラス成長を予測。一時的要因と思われるサービス輸出入のプラス寄与が大きく、個人消費は弱い動きが継続。「好循環」実現は遠い
- 2024年1~3月期は引き続き物価高が個人消費の重石になるほか、欧米を中心とした海外経済の減速が輸出を下押し。サービス輸出の反動減や一時的な国内の下押し要因も重なりマイナス成長に
- 高水準の企業収益や人手不足の深刻化等を受けて2024年の春闘賃上げ率は前年を上回る見通し。日本銀行は2%物価目標達成の蓋然性が高まったと判断し、4月にマイナス金利を解除する公算大

10~12月期の実質GDPは前期比+0.6% (年率+2.4%) とプラス成長を予測。一時的要因と思われるサービス輸出入がプラスに大幅寄与も、個人消費は弱い動きが継続。「好循環」が機能しているとは言いがたい

2月15日(木)、内閣府より10~12月期の「四半期別GDP速報(1次QE)」が公表される。現時点で入手可能な基礎統計を用いて推計すると、同期の実質GDPは前期比+0.6% (年率+2.4%) と予測される(図表)。

一時的な要因と思われるサービス輸出入の動きが外需寄与度を大幅に押し上げる構図となっており、内容面としては芳しくない。個人消費が3期連続で減少するなど、内需は弱い動きが続く絵姿となるだろう。個人消費は実質賃金前年比マイナスの継続、設備投資はコスト高や供給制約が下押し要因になっている。経済活動は緩やかな回復基調を維持していると評価しているが、現時点では「好循環」が機能しているとは言いがたいだろう。

図表 2023年10~12月期GDP(1次速報)予測



(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期連続のマイナス。実質賃金の前年比マイナス継続や一時的な下押し影響を受けて小幅に減少

需要項目別にみると、個人消費は前期比▲0.3%（7～9月期同▲0.2%）と3期連続のマイナスになった模様である。

4～6月期から7～9月期にかけて減少が続いた個人消費だが、10～12月期の消費関連指標は引き続き低調な推移を示している。10～11月の消費活動指数（主に供給側の統計から推計、日本銀行作成）は、多くの自治体で全国旅行支援が終了したこと等を背景にサービス消費の回復が一服したことを受け、7～9月期平均比▲0.7%と減少している。10～11月の総消費動向指数（需要・供給両面の統計から推計、総務省作成）をみても、同+0.1%とほぼ横ばいで推移している。10～12月期の新車販売台数（みずほリサーチ&テクノロジーによる季節調整値）は小幅減（前期比▲0.8%）となっており、12月は一部自動車メーカーの生産停止も影響しているとみられる。耐久財については、歴史的な猛暑を受けてエアコン等の夏物家電販売が好調だった前期からの反動が出た面もあるだろう。

消費者物価上昇率の鈍化に伴い実質賃金の前年比マイナス幅が縮小することで、消費マインドは改善に向かっているとみているが（物価や実質賃金との連動性が高い「暮らし向き」に関する消費者態度指数をみると、足元では改善傾向で推移している）、マイナス幅の縮小ペース自体は緩やかであることに加え、上記のように一時的な要因による下押し影響もあり、10～12月期も個人消費の減少に歯止めはかからなかった。

2023年は30年ぶりの高水準の賃上げが実現したことに加え、2023年春のコロナ感染症5類移行が人々の行動を非連続に変えると期待する向きもあったわけだが、結果としては、インフレによる購買力の低下により追加的な消費余力が失われたことの影響が大きかったと現時点では言わざるを得ないだろう。

また、家計調査で収入階級別に家計の平均消費性向をみると、第5分位（高収入層）の平均消費性向はコロナ禍前対比で低下している。人手不足を受けてサービス業の稼働率が低下したこと等を受けて、比較的消費余力のある家計の消費需要が顕在化しにくくなっている可能性も考えられるだろう。

設備投資は3期ぶりのプラス。設備投資計画は堅調である一方、コスト高や供給制約を受けて低い伸びにとどまる

設備投資は前期比+1.0%（7～9月期同▲0.4%）と、3期ぶりのプラスを予測する。

日銀短観（12月調査）をみると、ソフトウェア・研究開発を含む2023年度の設備投資計画は前年度比+12.6%、過去の実現率を加味しても同+7%強と堅調である。中小企業・非製造業の投資計画が急伸しており、人手不足を受けた省力化投資やDX関連投資が押し上げ要因になっている模様だ。

脱炭素化関連の構造的な投資需要も下支え要因になるとみられるほか、半導体関連需要が持ち直しつつあること、企業収益も円安等を受けて過去最高

水準で推移していること等を踏まえると、設備投資は回復基調で推移するとみてよいだろう。

ただし、4～6月期から7～9月期にかけて2期連続で減少した後としては、回復ペースは物足りないと言えるだろう。資材価格高騰に加え、部品や人手不足等に伴う供給制約が抑制要因になっているとみられることから、今後も設備投資の増加ペースは緩やかになる可能性が高い。日本銀行「地域経済報告」（2024年1月）によると、建設コスト上昇や建設業の人手不足を背景に投資の時期延期や計画見直しを行う動き等がみられる。人手不足がボトルネックとなり業容が拡大できないため、工場新設や新規出店が進められないケースもあるようだ。機械受注残高の手持月数（受注残高を解消するために要する期間）をみても増加傾向で推移している。

また、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も留意する必要がある。

住宅投資は小幅マイナス。民間在庫投資の寄与度は在庫調整の進展を受けて▲0.1%Ptを予想

民間需要のその他項目は、住宅投資が前期比▲0.3%（7～9月期同▲0.5%）と、2期連続で減少したと見込まれる。住宅建築コスト・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は小幅に減少したとみられる。

在庫投資の寄与度は▲0.1%Pt（7～9月期：▲0.5%Pt）と予測する。在庫調整の進展を受けてマイナス寄与になるとみられる。ただし、法人企業統計（3月4日公表予定）の結果が反映される2次速報値（3月11日公表予定）で修正される可能性がある。

公的需要は小幅マイナス。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は一服

公的需要は、前期比▲0.1%（7～9月期同+0.1%）と小幅マイナスでの推移が見込まれる。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%（7～9月期同▲0.8%）と2期連続で減少した模様である。政府消費については、医療費等が伸び悩み、前期比+0.0%（7～9月期同+0.3%）と横ばいで推移したとみられる。

輸出は3期連続で増加。財輸出は伸び悩むもインバウンド需要が押し上げ。外需寄与度は2期ぶりのプラス

輸出は前期比+2.3%（7～9月期同+0.4%）と3期連続のプラスを予測している。足元の輸出数量の動きをみると、景気が底堅い推移が続いた米国向けを中心に自動車が増加しているほか、シリコンサイクルのボトムアウトに伴い半導体関連装置が増加する一方、これまでの需要増の反動で中国向けの集積回路（IC）が大幅に減少しており、財輸出全体としては均してみれば一進一退の動きが続いている。

一方、サービス輸出は大幅に増加し、輸出全体を押し上げたとみられる。

1～3月期はサービス輸出の反動減が生じるほか、米国経済の減速等が外需の重石に。国内は令和6年能登半島地震や一部自動車メーカーの生産停止等も下押し要因になり、マイナス成長となる見通し

12月の訪日外客数は273万人（2019年同月対比108%）と増加基調が継続している（ただし、中国人客数は同44%と伸び悩んでいる）。10～12月期の訪日外国人1人当たり支出額は、宿泊単価上昇が押し上げ要因となり、21.8万円（2019年15.9万円）と高水準を維持している。訪日外国人旅行消費総額は2023年通年で5.3兆円と、政府の早期達成目標（5兆円）を超過した。

加えて、一時的な特殊要因と考えられるが10月に産業財産権等使用料の受取が大幅に増加しており、サービス輸出を押し上げたとみられる。

輸入は前期比▲0.9%（7～9月期同+0.8%）と2期ぶりのマイナスになったとみられる。内需の弱い動きを受けて財輸入が減少したほか、知的財産権等使用料などのサービス支払が前期に大幅に増加した反動で減少し、サービス輸入が大幅に減少した模様だ。

サービスを中心に輸出が増加する一方で輸入が減少したため、純輸出の実質GDP成長率に対する寄与度は+0.7%Pt（7～9月期▲0.1%Pt）と成長率に対して大幅なプラス寄与になったと予測される。

以上のとおり、10～12月期は年率+2.4%程度のプラス成長になる可能性が高いと予測するが、特殊要因とみられるサービス輸出の大幅増加と、前期からの反動に伴うサービス輸入の減少による外需プラス寄与が大きく、内需の弱い動きが続いている点は懸念材料だ。実質賃金の前年比マイナスが続く中で個人消費が停滞していることに加え、コスト高・供給制約で設備投資も力強さを欠き、現時点では「好循環」が十分に機能しているとは言い難いだろう。

1～3月期成長率はマイナスに転じる可能性が高いと予測する。サービス輸出の反動減が見込まれることに加え、欧米を中心とした海外経済の減速が外需の重石になるほか、国内で生じた一時的な要因による下押し影響も重なることが経済活動を抑制するだろう。

米国については、10～12月の実質GDP成長率が前期比年率+3.3%と、個人消費を中心に想定を大きく上回る伸びを維持している。移民やプライム層の労働供給が増加することで、雇用の増加と労働需給の緩和が同時に進展し、景気の強さと賃金・物価の減速が両立している状況にある。これまで大幅な利上げが行われた一方で、金融コンディションの緩和や企業債務の減少、株価上昇に伴う家計の資産効果、地方政府による支出の継続などが国内需要の下支えとなり、雇用の深刻な悪化には至らず「ソフトランディング」の可能性が高まったとみている。しかしそれでも、これまでの金融引き締めの影響が企業部門を中心に顕在化することで、2024年前半にかけて景気は減速基調で推移すると予想している。

欧州についても、金融引き締め効果が次第に顕在化し、2023年末から2024

年前半にかけて小幅な景気後退に陥ると予想している。利上げの影響等から消費者マインドは低水準が続いており、消費は当面弱含みが続く公算が大きい。需要の弱さを背景にPMIは8カ月連続で50（好不況の節目）割れとなっている。生産も輸送機械や資本財等の減産、化学等のエネルギー多消費業種の低迷が下押し要因になり、減少傾向が継続している状況だ。中東情勢緊迫化による物流網混乱が経済に影響を与えるリスクにも注意が必要だろう。

中国は、サービス消費のリベンジ需要がはく落するほか、不動産部門の調整が長期化する下で景気減速感が強まる展開となるだろう（不動産については、販売低迷により在庫調整のペースが鈍っており、過剰在庫の調整完了時期は2025年以降にずれ込む公算が大きい）。国債1兆元増発によるインフラ投資が先行きの景気下支え要因になる一方、政府は大幅な財政赤字を伴う巨額の景気刺激策に慎重なスタンスであり、成長率鈍化は避けられないとみている。

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、シリコンサイクルは好転している。一方、上記のとおり当面は米国の景気減速などが最終需要を下押しすると見込まれることから、本格回復はスマホの買い替え等が進む2024年後半以降になる可能性が高いだろう。

以上を踏まえると、1～3月期の財輸出は伸び悩む可能性が高い。インバウンド需要も、中国については国内志向や航空便制約が影響して春節休暇（2/10～17）も大幅な伸びは見込みにくいほか、ASEANや欧州の繰り越し需要も一巡すると予想され、訪日客数はいったん減速が見込まれる。1～3月期の外需に景気のけん引役は期待できないだろう。

一方、内需も緩やかな回復にとどまる見通しだ。実質賃金の前年比マイナス幅の縮小ペースが緩やかな中で、当面の個人消費は緩やかな回復にとどまる可能性が高い（消費者物価指数の前年比については、2月に政府の電気・ガス代価格抑制策による押し下げ寄与が剥落することで上昇率が高まる点に留意が必要である）。設備投資も、前述した供給制約が引き続き下押し要因となることで増加ペースが抑制されるだろう。先行指標である機械受注（船舶・電力を除く民需）をみると、10～11月平均は7～9月平均対比で▲1.0%と減少傾向での推移が継続しており、製造業を中心に機械投資の伸び悩みを示唆している。半導体関連産業の在庫調整の進展等を背景に、先行きの設備投資は回復基調を維持するとみているが、急速な回復は期待しにくいだろう。

さらに、1～3月期は令和6年能登半島地震や一部自動車メーカーの生産停止が一時的な下押し要因になるだろう。1月に発生した令和6年能登半島地震

の被害状況について、内閣府は住宅・社会インフラ等の資本ストック棄損額を1.1～2.6兆円程度と試算している。2016年の熊本地震について内閣府が資本ストック棄損額を2.4～4.6兆円程度、フローへの影響としてGDP損失額を900～1,270億円程度と推計している点を踏まえて機械的に計算すると、今回の令和6年能登半島地震におけるGDPへの影響は1,000億円程度となる可能性がある。ただし、現時点で被害状況の全容が見えているわけではなく、引き続き状況を注視する必要がある。全国の製造業の付加価値に占める主要被災地域（石川県・新潟県・富山県）のシェアは4%程度であるが、繊維工業（同8%）、生産用機械工業（同7%）、電子部品・デバイス工業（同7%）のシェアがやや大きく、部品等の生産停止が長引けば関連サプライチェーンに悪影響が拡大する可能性があるだろう（実際、足元で一部の自動車メーカーが部品不足により減産を余儀なくされるといった動きが出ている）。地震発生に伴う風評リスクがインバウンド需要の抑制につながる懸念もある。政府には、一日でも早い復旧・復興に向けた取組みが求められる。

一部自動車メーカーの生産停止については、（代替生産・代替需要の動きも出るとみられるものの）生産停止が長引いた場合の影響は相応に大きなものになる可能性がある（報道によると少なくとも2月までは当該メーカーの生産回復は期待しにくい模様である）。経済産業省が本日公表した製造工業生産予測指数をみると、1月の輸送機械工業の計画前月比は▲10.6%（2月は同+0.8%）となっているが、下振れリスクも大きい。

こうした一時的な要因の影響については不確実性が大きいですが、現時点では、上記の令和6年能登半島地震や一部自動車メーカーの生産停止により1～3月期のGDPが▲0.4%程度（年率▲1%台後半程度）下押しされると想定している。前述したとおりサービス輸出の反動減が生じることが見込まれる点も踏まえ、1～3月期は2期ぶりのマイナス成長になると予測している。

こうした中、2024年の大きな注目点となるのが春闘である。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。

これまでの（2023年度の）外部環境（①前年を上回る過去最高水準の企業収益、②前年よりも強まった人手不足感、③前年度と概ね同水準の高インフレ）を踏まえると、2024年の賃上げ率は前年を上回る高水準となる可能性が高い。実際、産業別・企業別労組の要求水準は前年よりも明確に高くなっているほか、足元でも大企業を中心に昨年を上回る賃上げを表明する動きが相次いでおり、少なくとも大企業においては2023年を上回る高水準の賃上げが実現する蓋然性が高まっている。みずほリサーチ&テクノロジーズは、現時

2024年春闘賃上げ率は前年を上回る見通し。①前年を上回る過去最高水準の企業収益、②前年よりも強まった人手不足感、③前年度と概ね同水準の高インフレが背景

点で2024年の春闘賃上げ率を3.8%（ベースアップ相当分で2.0～2.2%程度）と予測しているが、それを上回る賃上げ率（例えば4%程度）が実現する可能性も高まってきている印象である。

賃上げ率が前年を上回る高水準となることに加え、輸入物価低下に伴い消費者物価上昇率も徐々に鈍化することで、実質賃金は2024年度後半には前年比プラスに転化するだろう。こうした中、2024年の個人消費は回復基調で推移すると予想する。

もっとも、逆に言えば、2024年度前半までは前年比マイナスが継続するということであり、実質賃金の改善ペースが緩やかな中で個人消費の回復ペースも緩やかなものにならざるを得ないだろう。コロナ禍で積みあがった超過貯蓄も物価上昇により目減りしてしまい、実質ベースでみれば既に尽きてしまっていることから、個人消費の押し上げ役は期待できない。所得税減税により、2024年央にかけて個人消費の伸びがやや高まることはあっても、押し上げ効果は一時的で継続性に乏しい。アベノミクス期に雇用者数の増加をもたらした女性・高齢者の追加的な労働参加が今後は限定的になり、雇用者数が頭打ちになることも中期的な雇用者報酬の伸び悩みにつながるだろう。以上を踏まえ、実質個人消費がコロナ禍前（2019年平均）の水準を取り戻すのは2024年後半になると予測している。

「好循環」実現のためには個人消費の力強い回復が必要であり、そのためには実質賃金の上昇が不可欠であると言える。企業の賃金・価格設定行動が変化して名目賃金・消費者物価の双方が例え2%以上上昇したとしても、実質賃金の伸びが十分に加速しなければ家計の購買力が高まらず実質個人消費の拡大にもつながらないだろう。賃金と物価の「循環」は実現しても「好循環」が実現するとは限らないということである。

足元の実質賃金の低下は労働分配率の低下による下押し寄与が大きく、過去最高水準で推移する企業収益と比して、前述した3.8%程度の賃上げではまだ物足りないと言える。賃上げ余力の大きい大企業を中心に、労働分配率の引き上げが期待される。一方で、大企業に比べて元々労働分配率の水準が高い（売上高営業利益率が低い）中小企業は、労働分配率を持続的に引き上げることは現実的でなく、実質賃金の持続的な上昇のためには労働生産性の上昇が不可欠になる。中小企業のデジタル化や働く人々のスキルアップを支援して労働生産性を向上させること、事業の再構築などを通じて収益力を高めること等が（マクロでみた付加価値・労働生産性の上昇を通じて）持続的な実質賃金の上昇を実現する上で重要なポイントになるだろう。

日本銀行は4月にマイナス金利を解除すると予

2024年の春闘賃上げ率が前年を上回る水準となれば、日本銀行は2%物価安定目標達成の蓋然性が高まったと判断して、4月にもマイナス金利を解除

想。イールドカーブ・コントロールやマネタリーベース拡大方針も撤廃され、「異次元緩和」は終了する見通し。金利上昇は財政の懸念材料に

するだろう。その場合、イールドカーブ・コントロール（YCC）やマネタリーベース拡大方針も撤廃され、安倍元首相・黒田前日銀総裁のもとで始められた「異次元緩和（量的・質的金融緩和）」は終了することになるだろう。前述したように先行きの個人消費に力強さを期待しにくいことを踏まえると、マイナス金利を解除したとしてもその後に大幅な利上げが行われる可能性は低いと思われるが（植田総裁も、仮にマイナス金利解除に踏み切った場合でも極めて緩和的な金融環境が当面続くと発言している）、マイナス金利解除後の長期金利は1%台前半程度で推移するだろう。久々に「金利のある世界」が日本に到来する蓋然性が高まってきたことは間違いない。

こうした中、懸念されるのが財政の金利上昇リスクである。政府が昨年12月に閣議決定した2024年度予算政府案では、長期金利上昇を受けて想定金利が1.1%から1.9%に引き上げられたことで、国債費は27.0兆円と昨年度当初予算から約1.8兆円増加した。これまでは日本銀行の金融緩和政策により公債残高が増加する中でも国債費の増加が抑制されていたが、局面が変わりつつあることを印象付ける。

国債の平均残存期間は9年超（2022年度末時点）まで長期化しており、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。名目経済成長率が高まれば税収も増加する。ただし、債務残高が巨額な日本では徐々に国債費（利払費）が増加し、中期的には税収増を上回ってしまう可能性がある点には注意が必要だ。日本銀行が金融政策の正常化に向かう場合は、2013年の大規模緩和以降に続いた、長期金利が名目GDP成長率を下回る状況が変化する（ドーマー条件が満たされなくなる）可能性もある。

こうした金利上昇リスクを見据えた場合、歳出削減あるいは増税・社会保障料増額等により基礎的財政収支を中期的に改善させていく必要性が高まる。まずはコロナ禍以降に膨張した財政を「平時」に戻し、財政秩序の回復に向けた姿勢を示す必要があるだろう。当初予算で歳出を抑制した形にして補正予算で（補正予算の本来の趣旨に馴染まない分野の支出も含めて）歳出を膨らませる「補正回し」の常態化は是正しなければならない。

その上で、高齢化で中期的に社会保障費の増加が不可避である点を踏まえれば、歳出削減だけでは財政収支の改善効果に限界があると考えられ、消費税増税を巡る議論もいずれは避けて通れないのではないかと。

【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。