

内需が弱く年率▲0.4%のマイナス成長（10~12月期1次QE）

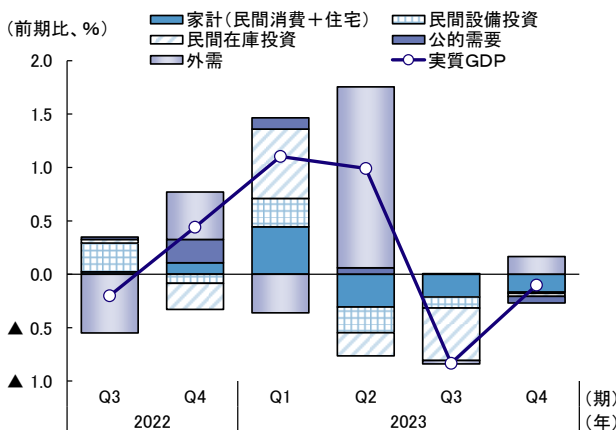
調査部 経済調査チーム
 主席エコノミスト
酒井才介
 080-1069-4626
 saisuke.sakai@mizuho-rt.co.jp

- 10~12月期の実質GDPは前期比▲0.1%（年率▲0.4%）と2期連続のマイナス成長。サービス輸出の増加等で外需がプラスに寄与した一方、個人消費・設備投資を中心に内需は弱い動きが継続
- 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ゼロ成長を予想
- 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▲0.1%（年率▲0.4%）とマイナス成長。外需がプラス寄与も、内需は弱い動きが継続。「好循環」が機能しているとは言い難い

10~12月期の実質GDP成長率（1次速報）は、前期比▲0.1%（年率▲0.4%）と2期連続のマイナス成長になった（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押し上げる構図となっており、景気の実態はヘッドラインよりもさらに悪いとみるべきだろう。個人消費・設備投資が3期連続で減少するなど、内需は弱い動きが続いた。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。現時点では「好循環」が機能しているとは言い難いだろう。

図表 2023年10~12月期 GDP（1次速報）



	2022 10~12	2023 1~3	4~6	7~9	10~12
実質GDP	0.4	1.1	1.0	▲0.8	▲0.1
(前期比年率)	1.7	4.4	4.0	▲3.3	▲0.4
(前年比)	0.5	2.6	2.3	1.7	1.0
内需	▲0.0	1.4	▲0.7	▲0.8	▲0.3
(▲0.0)	(1.5)	(▲0.7)	(▲0.8)	(▲0.3)	(▲0.3)
民需	▲0.3	1.8	▲1.0	▲1.1	▲0.3
(▲0.2)	(1.4)	(▲0.8)	(▲0.8)	(▲0.2)	(▲0.2)
個人消費	0.2	0.8	▲0.7	▲0.3	▲0.2
住宅投資	0.7	0.3	1.8	▲0.6	▲1.0
設備投資	▲0.5	1.6	▲1.4	▲0.6	▲0.1
在庫投資	(▲0.2)	(0.6)	(▲0.2)	(▲0.5)	(▲0.0)
公需	0.8	0.4	0.2	0.0	▲0.2
(0.2)	(0.1)	(0.1)	(0.0)	(▲0.1)	
政府消費	0.7	0.1	▲0.1	0.3	▲0.1
公共投資	0.0	2.0	2.2	▲1.0	▲0.7
外需	(0.4)	(▲0.4)	(1.7)	(▲0.0)	(0.2)
輸出	1.4	▲3.5	3.8	0.9	2.6
輸入	▲0.8	▲1.6	▲3.6	1.0	1.7
名目GDP	1.9	2.3	2.5	▲0.1	0.3
GDPデフレーター(前年比)	1.4	2.3	3.7	5.2	3.8

(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減少

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

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月期も低調な推移となった。耐久財は前期比+6.4%と増加した一方、半耐久財は同▲1.7%、非耐久財は同▲0.3%、サービスは同▲0.6%と減少した。記録的猛暑となった7～9月期に続き、10～12月期の平均気温も平年差+0.72度と2019年以来4年ぶりの暖かさであったため、夏物商材が好調だった前期からの反動の反動が出たことに加え、暖冬に伴う冬物商材の不振が下押し要因になったと考えられる（10～12月期の実質小売販売額は前期比▲2.5%と弱い結果であったが、そのうち衣料品・家電等といった天候要因の影響を受けやすい業種の寄与度が▲1.6%pt程度と下落幅の過半を占めている）。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にも一服感がみられる。

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。

設備投資も3期連続のマイナス。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弱い動きが続く

設備投資は前期比▲0.1%（7～9月期同▲0.6%）と、こちらも3期連続のマイナスとなった。

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。

しかし、強気の設備投資計画とは裏腹に、GDPベースでみた設備投資は弱い動きが続いている。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。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

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で住宅投資は減少。民間在庫投資は在庫調整の進展を受けて小幅マイナス寄与

公的需要はマイナス。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

輸出は3期連続で増加。財輸出は伸び悩む一方、サービス輸出が一時的な要因も受けて大幅に増加。外需寄与度は2期ぶりのプラス

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。

他の民需では、住宅投資が前期比▲1.0%（7～9月期同▲0.6%）と、2期連続で減少した。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減少した格好だ。

在庫投資の寄与度は▲0.0%Pt（7～9月期：▲0.5%Pt）と小幅マイナスになった。在庫調整の進展がマイナス要因になったとみられる。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。

民需全体では前期比▲0.3%（7～9月期同▲1.1%）と3期連続の減少になり、10～12月期GDPを▲0.2%Pt下押しした。

公的需要は、前期比▲0.2%（7～9月期同+0.0%）と減少した。昨年に関連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▲0.7%（7～9月期同▲1.0%）と2期連続で減少した。政府消費については、医療費等が減少し、前期比▲0.1%（7～9月期同+0.3%）と小幅に減少した。

輸出は前期比+2.6%（7～9月期同+0.9%）と3期連続のプラスとなった。財輸出は、前期比+0.2%と伸び悩んだ。足元の輸出数量の動きをみると、景気の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、サービス輸出は前期比+11.3%と大幅に増加し、輸出全体を押し上げた。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

GDPデフレーターは鈍化も高い伸びが継続。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

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、ゼロ成長となる見通し

取が大幅に増加しており（製薬セクターの大口取引等が影響した可能性がある）、サービス輸出を押し上げた（サービス輸出の増加だけで10～12月期GDPを0.6%Pt押し上げた格好となる）。

輸入は前期比+1.7%（7～9月期同+1.0%）と2期連続のプラスになった。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サービス輸入が前期比▲2.7%と減少した一方、過去3期の減少の反動で財輸入が同+3.0%と増加した。

輸出の増加幅が輸入を上回ったため、純輸出の実質GDP成長率に対する寄与度は+0.2%Pt（7～9月期▲0.0%Pt）と成長率に対してプラス寄与になった（GDPに対して輸出の増加が+0.6%Ptのプラス寄与、輸入の増加が▲0.4%Ptのマイナス寄与となった）。

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、GDPデフレーターは前年比+3.8%（7～9月期同+5.2%）と前期からは鈍化したものの高い伸びが継続した。交易条件の改善傾向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しよう（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）は過去最高水準で推移している）。

以上のとおり、10～12月期は2期連続のマイナス成長となり、事前予想に比して弱い結果となった。内容面としても、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に支えられた格好であり、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月期も経済活動は伸び悩み、ゼロ成長を予測する。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、実質賃金の上昇・雇用者数の増加といった良好な所得環境の継続に加え、長期金利低下や株高を背景とした金融コンディショ

ンの緩和、企業収益回復による利払い負担（インタレスト・カバレッジ・レシオ）の軽減、株価上昇に伴う家計の資産効果、州・地方政府による支出増加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（なお、1月の雇用統計は労働市場の過熱懸念が未だ燻っていることを示す結果であり、労働需要の減速基調の見極めには時間を要する点には留意が必要である）。

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。12月のユーロ圏小売売上高は前月比▲1.1%と大幅に減少しており、インフレが鈍化する中でも財消費は低調な推移が続いている。需要の弱さを背景にPMIは8カ月連続で50（好不況の節目）割れとなっているほか、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。1月の総合PMIは50.9とサービス業の持ち直しを受けていったん悪化に歯止めがかかった格好だが、製造業は49.2と4か月連続の50割れとなっており、新規受注が低迷する中で製造業の不振は継続している。

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。当面の個人消費は、株価上昇等に伴う消費者マインドの改善が好材料となるも、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、鈍い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）。JCB/ナウキャスト「JCB 消費 NOW」で足元の個人消費（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）の動向をみると、1月は10～12月平均対比で▲0.3%と引き続き弱含んでいる。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）メーカーのシェア等を勘案すると影響は相応に大きなものになる可能性がある。経済産業省が1月末に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。

**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**

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。実際、1月の新車販売台数は前月比▲10.1%と大幅な減少（1月の10～12月対比は▲12.0%）となっているほか、1月の景気ウォッチャー家計関連現状判断DIは49.5%Pt（前月差▲2.1%Pt）と飲食を中心に悪化しており、特に地震関連で景況感の悪化を懸念する企業のコメントが急増していることから、能登半島地震を受けた宴会の自粛やインバウンド需要の減少が下押し要因になるとみられる。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月期はゼロ成長と伸び悩む展開を予想している。

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。

もともと、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。

「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、前述したような4%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。社会全体で適正な価格転嫁を進めることに加え、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

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大幅な利上げが行われる可能性は低いと思われるが（内田副総裁も2月8日の講演において、マイナス金利解除の際はイールドカーブ・コントロールの撤廃の有無にかかわらず国債買い入れを通じて金利の安定化を図る方針を強調したほか、マイナス金利解除後の政策運営方針についても「どんどん利上げをしていくようなパスは考えにくい」と緩和的な金融政策を維持すると発言している）、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

**2024年の日本経済は回復
基調で推移も、サービス
分野等のペントアップ需
要が一服し、回復ペース
は緩やかに。人手不足に
よる供給制約が日本経済
の課題に**

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（特に医療・介護）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、現役世代だけでなく高齢世代にも相応の負担を求めるという観点から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。

最後に、2024年の日本経済の展望について述べておきたい。

前述したとおり、2024年前半は米国経済の減速等が財輸出の逆風になるほか、災害や一部自動車メーカーの生産停止等の一時的な国内要因の下押し影響も重なって、低調な推移となることが見込まれる。一方、年後半は米国経済の持ち直しや半導体市場の回復本格化を受けて財輸出も増加が見込まれるほか、実質賃金の改善や政府による所得税減税による一時的な押し上げ効果を受けて個人消費も緩やかながらも増加が見込まれる。高水準の企業収益も設備投資の押し上げ要因になるだろう。

ただし、感染懸念後退に伴うサービス消費・インバウンド需要の回復が一巡するほか、供給制約緩和による自動車生産の押し上げも一服するなど、2023年の日本経済の成長をけん引した要因（ペントアップ需要）が剥落することで、2024年の成長率は2023年対比で大幅に鈍化するだろう（現時点で、2024年の実質経済成長率は前年比+0%台後半を見込んでいる）。

懸念されるのは、人手不足による供給制約である。少子高齢化が進展する

中で、日本経済の本質的な課題は需要不足（デフレ脱却）から人手不足へと変化しつつある。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で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。女性や高齢者の労働参加が進み、追加的な労働供給が枯渇しつつあることが、構造的な人手不足感を強める要因となるだろう。

前述したとおり、人手不足がボトルネックとなって設備投資が抑制されているといったように、既に供給制約が需要の顕在化を妨げている面があることには留意が必要だ。建設業の人手不足で公共事業が十分に進捗しないことも考えられるほか、宿泊業等の人手不足で稼働率が引き上げられずにインバウンド需要を十分に取込めないリスクも懸念される。

物流等の「2024年問題」もあり人手不足に対する企業の問題意識も高まる中、人手不足の深刻化が経済成長のボトルネックになることを回避するための取り組みがより一層求められる。前述したような幅広い労働者のスキルアップや、企業のDX投資、省力化投資、研究開発への支援などを通じ、官民連携して生産性を向上させることが必要だ。厚生労働省「労働経済動向調査」をみると、人手不足感が特に強い宿泊・飲食、運輸・郵便といった業種で省力化投資に取り組んでいる企業は3割程度にとどまっており、中小企業を中心に資金面等が制約となっていることが考えられることから、こうした企業に対して、政府・金融機関が連携して金融面等で支援したり、ビジネスノウハウやベストプラクティスの共有を業界・地域ごとに図ったりするといった取組が求められるだろう。

長い目で見れば、企業の再編、労働移動の円滑化、外国人労働力の活用なども含め、日本で働く労働者一人ひとりが潜在力を最大限に活かせる社会の仕組みを作っていくことが求められよう。

【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。