

Q E 予 測

2024年3月4日

年率+0.7%に上方修正 を予測（10~12月期2次QE）

調査部 経済調査チーム
主席エコノミスト

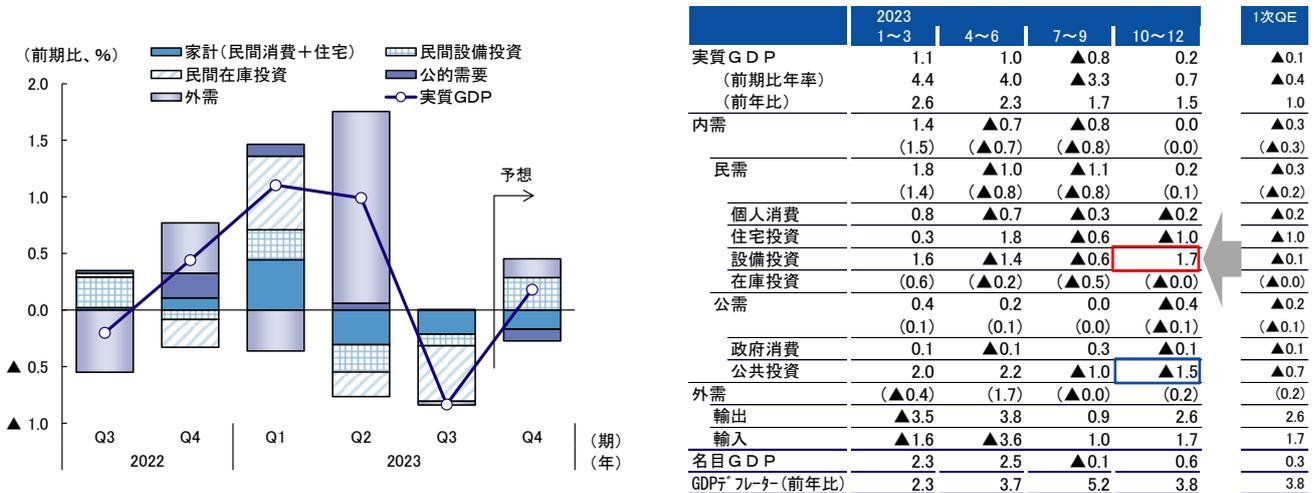
酒井才介
080-1069-4626
saisuke.sakai@mizuho-rt.co.jp

- 10~12月期の実質GDP（2次速報値）は、法人企業統計や建設総合統計の公表などを受け、前期比+0.2%（年率+0.7%）と1次速報の前期比▲0.1%（年率▲0.4%）から上方修正を予測
- 公共投資が下振れた一方、設備投資が上振れ。個人消費を中心に内需は冴えない動きが継続との評価は変わらず。「好循環」が実現しているとは言い難く「インフレ下での低成長」の構図が強まる
- 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

10~12月期の実質GDP（2次速報）は1次速報から上方修正を予想。公共投資が下振れた一方、設備投資が上振れ。内需が冴えず「好循環」実現はまだ遠いとの評価は変わらず。「インフレ下での低成長」の構図が強まる

3月11日（月）に内閣府から10~12月期の「四半期別GDP速報（2次速報値）」が公表される。本日発表された法人企業統計などを受けて推計したところ、実質GDP成長率は前期比+0.2%（年率+0.7%）と、1次速報の年率▲0.4%から上方修正を予想する（図表）。公共投資が下振れる一方、設備投資が大幅に上振れるとみられる。しかし、それでも内需は横ばいにとどまり、個人消費を中心に冴えない動きが続いているとの見方は変わらない。現時点で「好循環」が実現しているとは言い難い。供給制約が需要の顕在化を抑制することを通じて経済活動が停滞することで「インフレ下での低成長」という望ましくない構図になりつつある点に注意する必要があるだろう。

図表 2023年10~12月期GDP（2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

設備投資は大幅な上方修正、在庫投資はほぼ変わらずと予想

法人企業統計季報によると10～12月期の設備投資（ソフトウェアを含む、金融・保険を除く全産業、季節調整値）は前期比+10.4%（7～9月期同+2.3%）と2期連続のプラスとなった。製造業が同+11.7%（7～9月期同+0.7%）、非製造業はソフトウェアを中心に同+9.6%（7～9月期同+3.2%）とそれぞれ大幅に増加した。

法人企業統計の結果にサンプル調整などを施した上で推計すると、GDPベースの実質設備投資は前期比+1.7%と1次速報（前期比▲0.1%）から大幅に上方修正される見通しだ。これまでの2期連続の減少分を概ね取り戻す格好になるだろう。

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比較すれば、GDPベースでみた設備投資は冴えないとの評価は変わらない（10～12月期が本稿の予測通りだとしても、2023年度の実質ベースの設備投資は前年比で小幅なプラスにとどまる可能性が高い）。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。

民間在庫投資については、法人企業統計による原材料在庫や仕掛品在庫の推計値が加わるが、実質GDP前期比に対する寄与度は1次速報（▲0.0%Pt）からほぼ変わらないと予想する。在庫調整の進展が原材料を中心にマイナス要因になる構図が維持されるだろう。

公共投資は下方修正を予想

公共投資については、12月分の建設総合統計の結果が反映され、前期比▲1.5%と1次速報（同▲0.7%）から下方修正されると予想する。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。

政府消費は1次速報時点（同▲0.1%）からほぼ変わらず、医療費の減少等

個人消費、外需は変更なしと予想

を受けて小幅に減少したとみている。公的需要全体では前期比▲0.4%と、1次速報（同▲0.2%）から下方修正されると予想する。

個人消費については、1次速報段階で明らかでなかった12月のサービス産業動向調査の結果が織り込まれるが、1次速報時点（同▲0.2%）からほぼ変わらないと予想する。1次速報において、内閣府は業界統計や業界大手企業のデータ等を用いて12月値を補外する処理を行っており、2次速報での修正幅は限定的とみている。

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月期も低調な推移となった。物価高が引き続き重石になったことに加え、天候要因も下押しに寄与した。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。

外需についても、1次速報時点で12月の国際収支統計まで反映されていることから、ほぼ修正はされないだろう。輸出については、1次速報時点（同+2.6%）から変わらないと予想する。財輸出については、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たほか、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した一方、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、全体としては一進一退の動きが続いた。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。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

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、ゼロ成長を予測。マイナス成長も否定できず

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（製薬セクターの大口取引が影響したとみられるが、一時的なサービス輸出の増加要因となり10～12月期のGDP成長率を0.3～0.4%Pt押し上げたとみている）。

輸入についても、1次速報時点（前期比+1.7%）から変わらないと予想する。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減少した一方、過去3期の減少の反動等で鉱物性燃料等を中心に財輸入が増加した。

純輸出の実質GDP成長率に対する寄与度も1次速報（同+0.2%Pt）から修正はなされないと予想する。

以上のおおりに、10～12月期の実質GDP（2次速報値）は設備投資の上振れを中心に1次速報から上方修正が見込まれ、プラス成長に転じる可能性が高い。それでも、内需は横ばいにとどまり、個人消費を中心に冴えない動きが続いているとの構図は大きく変わらない。特に、内需の柱である個人消費と設備投資が未だにコロナ禍前（2019年平均）の水準を下回っている点は、コロナ禍後の日本経済の回復力の弱さを象徴している。実質賃金の前年比マイナスが続く中で個人消費の減少が続いており、現時点では「好循環」は機能しておらず2023年後半に日本経済の停滞感が強まったことを再確認する結果と言える範疇だろう。

1～3月期も経済活動は停滞が続き、現時点でゼロ成長を予測している。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も重なることが経済活動を抑制するだろう。

米国経済については、10～12月期までは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燃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）。

欧州経済についても、金融引き締め効果が次第に顕在化し、2023年末から2024年前半にかけて停滞が続くと予想している。中東情勢悪化に伴う物流の混乱が現時点で見られない点は好材料だが、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、消費は当面弱含む公算が大きい。需要の弱さを背景にPMIは50（好不況の節目）割れが継続しているほか、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、ドイツを中心に低調な推移が継続している状況だ。

中国経済は、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当面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。2月の総合PMIは50.9と前月から横ばいで推移しており、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PMIは49.2と引き続き低調だ。均して見ると国内外の新規受注は底這い圏を脱しておらず、製造業の不振は継続している。

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。1月の輸出数量指数（みずほリサーチ&テクノロジーズによる季節調整値）は前月比▲2.8%と減少しており、韓国・ASEAN向けを中心に半導体等製造装置の輸出が増加している一方、米国・中国向けを中心に自動車輸出が減少している。前述したとおり欧米経済や中国経済の減速が見込まれる中で当面の財輸出は横ばい圏での推移が続く可能性が高い。外需向け機械受注をみても、1～3月期の内閣府見通しは前期比▲13.7%の大幅マイナスとなっており、海外経済の減速が2024年前半の輸出の重石になることを示唆している。

インバウンド需要についても、1月の訪日外客数は269万人（2019年同月対比100%）とコロナ禍前水準でほぼ横ばいでの推移となっている。韓国・台湾・香港・米国など幅広い地域でコロナ禍前の水準を上回っているものの増勢に一服感がみられる。中国については2019年同月対比55%まで持ち直したが、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。現地報道によれば、観光地の海南島と北京・上海を結ぶ直行

便のチケットが売り切れるなど、中国の国内旅行需要は堅調である模様だ。一方で海外旅行については、現地旅行会社によると査証なしで渡航可能な東南アジアが人気を集めている模様であり、査証が必要な日本向けの急回復は見込みにくいとみられる。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。

また、内需についても低調な推移が続く見通しだ。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、基調として力強い回復は期待できないだろう（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+3%近傍まで再び上昇率が高まるとみられる点に留意が必要である）。1月の小売業販売（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）は10～12月平均対比で▲1.2%と引き続き弱含んでいるほか、JCB/ナウキャスト「JCB 消費NOW」の1月の消費総合指数（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）をみても10～12月平均対比で▲0.7%と減少している。後述の一部自動車メーカーの生産停止等による一時的な影響も含まれており、その影響を除いてみれば物価上昇率の鈍化を受けて衣料品や食料品等を中心に持ち直しの動きが出ているものの、全体としてみれば1～3月期の個人消費は低迷が続くとみている。設備投資も、前述した既往の資材価格高騰や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、10～12月期は前期比で▲1.0%と3期連続で減少しており、製造業を中心に機械投資が伸び悩んでいることを示唆している。資材価格の高騰一服や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で推移するとみているが、1～3月期時点では大幅な増加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、当該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高い。1月の鉱工業生産は前月比▲7.5%の大幅マイナスとなっており、特に自動車工業が同▲17.8%と大きく減少している。製造工業生産予測指数をみると、2月の輸送機械工業の計画前月比は+6.6%(3月は同+3.7%)となっており、2~3月の生産計画は1月の落ち込みを取り戻すには至っていない。海外経済の減速に加え、一部自動車メーカーの工場稼働停止や能登半島地震の影響が引き続き顕在化すること等により、生産計画対比でさらに下振れるリスクもあるだろう。1~3月期の生産は前期比▲5%に近いマイナス幅となる可能性がある。

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。裾野が広い自動車産業の動向は他産業への波及も大きく、現時点では、一連の一部自動車メーカーの生産停止の影響により1~3月期のGDPが▲0.5%程度下押しされる可能性がある。試算している(代替生産・代替需要の動きが出ることで本稿の試算より下押し影響が緩和される可能性も考えられる)。実際、1~2月平均の新車販売台数(みずほリサーチ&テクノロジーズによる季節調整値)は10~12月平均対比▲15.7%と大幅に落ち込んでいる。そのほか、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見込まれる点も踏まえ、現時点では、1~3月期の日本経済はゼロ成長と予測しているが、自動車の輸出・国内販売の動向等によってはマイナス成長になるリスクもある。

2024年春闘賃上げ率は4.0%と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

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

背景。実質賃金のプラス 転化は2024年度後半か

高い。実際、産業別・企業別労組の要求水準は前年より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4.0%（ベースアップ相当分で2.2~2.4%程度）と予測している。

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。

「好循環」実現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。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、労働分配率の一層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

なお、足元では日経平均株価が34年ぶりに史上最高値を更新するなど、企業収益の増加等に伴い株価が上昇しているが、日本の家計は株式・投資信託等のリスク性資産保有比率が米国等に比して低いため、株価上昇による恩恵が中間層など家計に十分に回っていない（相対的に株式・投資信託比率が高い高齢者層を中心に消費マインドの押し上げ要因になるものの、家計全体でみた資産効果による個人消費の押し上げ効果は大きくないとみている）。「貯蓄から投資へ」の流れを加速させ、家計が金融資産から所得を確保できる環境を整えることで、労働所得（賃金）以外の経路でも家計の購買力を高めることが中期的な個人消費の底上げ、ひいては「好循環」の実現に必要であろう（ただし、短期的には家計のリスク性資産への投資増加が消費性向を低めることで個人消費の下押し要因になり得る点には留意が必要だ）。

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%台前半程度まで上昇するだろう。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、日本銀行が金融政策の正常化を進めた場合には、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。

**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**

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。

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・社会保険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みている。

最後に、以上を踏まえて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、年後半は米国経済が持ち直すことに加え、AI関連需要の拡大やスマホの買い替え等循環要因の回復に伴い半導体市場の回復が本格化すること等を受けて、半導体製造装置等を中心に財輸出も増加が見込まれる。高水準の賃上げを受けた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、前年比+2.7%の年金改定による高齢者の消費押し上げ等を背景として、個人消費も緩やかながらも増加が見込まれるほか、設備投資についても、資材価格高騰の一服、半導体関連産業の在庫調整の進展（2024年度は「在庫積み増し」局面入りが見込まれる）が先行きの押し上げ要因になるだろう。日本銀行による金融政策の修正（利上げ）は緩やかなペースとなることから、実体経済への下押し影響も限定的だろう。総じてみれば、高水準の企業収益が賃金・設備投資に回ることで、4～6月期以降の日本経済は回復に向かう可能性が高いとみている。

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に向かうなど、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（みずほリサーチ&テクノロジーズは+1.9%と予測）対比で大幅に鈍化するだろう。前述のとおり1～3月期に大幅な減産が見込まれる自動車生産については4～6月期以降に回復に向かうとみられるものの、昨年末以上に稼働率を引き上げる余地は小さく、大幅な

日本経済の本質的な課題は「デフレ脱却」から人手不足による供給制約へ変化

挽回生産は見込みにくい。

現時点で、2024年の実質経済成長率は前年比+0%台後半を予測しているが、後述するとおり人手不足がボトルネックとなって需要の顕在化を抑制する可能性が懸念される状況であり、リスクバランスとしては下振れリスクの方が大きいとみている。

日本経済の本質的な課題は、少子高齢化が進展する中で需要不足（デフレ脱却）から人手不足へと変化しつつある。日本経済の現状は「インフレ下での低成長」という国民にとって望ましくない状況になりつつある点には、これまで以上に注意する必要があるだろう。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が考えられるほか、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。

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。

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（逆に、供給制約が成長の天井を規定する状況下で、政府・日本銀行がデフレ脱却・2%物価目標達成に固執して財政出動・金融緩和を継続した場合、外部環境の状況等によっては円安・交易条件の悪化等を通じてスタグフレーション的な様相を強めてしまうリスクも考えられるだろう）。

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の向上に取り組むことが必要だ。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になっていると考えられる。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、ビジネスマッチングを業界・地域ごとに図ったりするといった取り組みが求められるだろう。

その上で、長い目で見れば、企業の再編（新陳代謝や統廃合の促進）、労働移動の円滑化、健康寿命の延伸を踏まえた高齢労働者の活用、リモートワ

ーク進展等による多様な働き方の実現、移民の受け入れ拡大による外国人労働力の活用等も含め、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を構築し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。