

Q E 解説

2024年3月11日

# 年率+0.4%と1次速報から上方修正 (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

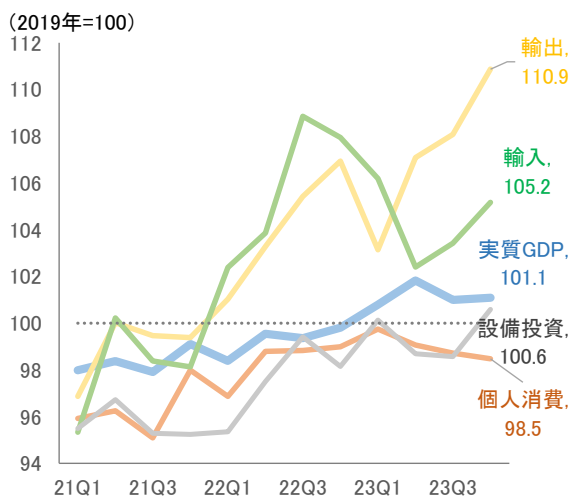
- 10~12月期の実質GDP (2次速報値) は、法人企業統計や建設総合統計の公表などを受け、設備投資を中心に前期比+0.1% (年率+0.4%) と1次速報の前期比▲0.1% (年率▲0.4%) から上方修正
- 設備投資が大幅に上振れたものの個人消費を中心に内需は冴えない動きが継続との構図は変わらず、一時的なサービス輸出の増加を除けばマイナス成長。2023年後半の停滞を再確認する結果
- 2024年1~3月期は引き続き物価高が個人消費を下押しするほか、欧米を中心とした海外経済の減速が輸出の重石に。サービス輸出の反動減や一時的な下押し要因も重なり小幅マイナス成長を予想

10~12月期の実質GDP (2次速報) は1次速報から上方修正。設備投資が大幅に上振れた一方、個人消費等が下振れ、内需が冴えない構図は変わらず、2023年後半の経済活動の停滞を再確認する結果

10~12月期の実質GDP成長率 (2次速報) は、前期比+0.1% (年率+0.4%) と、1次速報の年率▲0.4%から上方修正となった (図表)。

公共投資が下振れる一方、設備投資が大幅に上振れ、全体を押し上げた。しかし、それでも内需はマイナスであり、個人消費が下方修正される等冴えない動きが続いているとの見方は変わらない。ヘッドラインの成長率はプラスに転じたとは言え、一時的なサービス輸出の増加による押し上げを除けば10~12月期はマイナス成長だったと考えられる。均してみれば経済活動は緩やかな回復基調を維持していると見ているが、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だろう。

図表 2023年10~12月期 GDP (2次速報)



	2023 1~3	4~6	7~9	10~12	1次QE
実質GDP	1.0	1.0	▲0.8	0.1	▲0.1
(前期比年率)	4.0	4.2	▲3.2	0.4	▲0.4
(前年比)	2.6	2.3	1.6	1.2	1.0
内需	1.3	▲0.6	▲0.8	▲0.1	▲0.3
(1.4)	(▲0.7)	(▲0.8)	(▲0.1)	(▲0.3)	(▲0.3)
民需	1.6	▲0.9	▲1.0	0.0	▲0.3
(1.3)	(▲0.7)	(▲0.8)	(0.0)	(▲0.2)	(▲0.2)
個人消費	0.8	▲0.7	▲0.3	▲0.3	▲0.2
住宅投資	0.3	1.8	▲0.6	▲1.0	▲1.0
設備投資	2.0	▲1.4	▲0.1	2.0	▲0.1
在庫投資	(0.5)	(▲0.1)	(▲0.5)	(▲0.1)	(▲0.0)
公需	0.4	0.2	0.0	▲0.3	▲0.2
(0.1)	(0.1)	(0.0)	(▲0.1)	(▲0.1)	(▲0.1)
政府消費	0.1	▲0.1	0.3	▲0.2	▲0.1
公共投資	2.0	2.2	▲1.0	▲0.8	▲0.7
外需	(▲0.4)	(1.7)	(▲0.0)	(0.2)	(0.2)
輸出	▲3.5	3.8	0.9	2.6	2.6
輸入	▲1.6	▲3.6	1.0	1.7	1.7
名目GDP	2.2	2.6	▲0.0	0.5	0.3
GDPデフレーター(前年比)	2.3	3.7	5.2	3.9	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

## 設備投資は大幅な上方修正、在庫投資は下方修正

需要項目別にみると、法人企業統計の結果などを受けて10～12月期の設備投資は前期比+2.0%と1次速報（前期比▲0.1%）から大幅に上方修正された。10～12月期の増加により、これまでの2期連続の減少分を取り戻す格好となった。

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。10～12月期の法人企業統計は、設備投資の進捗を確認出来る内容となっている。内閣府「企業行動に関するアンケート調査」（2023年度調査。上場企業が調査対象）をみても、今後3年間の設備投資見通しは全産業で年度平均+6.8%と1990年（同+7.9%）以来の高い伸びとなっており、5年後の海外現地生産比率の見通しが横ばい圏で推移している点も踏まえると、中国経済の成長鈍化や経済安全保障に対する関心の高まりなどが国内への投資を後押ししている面もあると考えられる。

ただし、GDPの実質ベースでみた設備投資は、10～12月期の高い伸びを踏まえてもようやくコロナ禍前（2019年平均）の水準に戻ったに過ぎず、2023年度通年でみると前年比0%台後半の伸びにとどまる可能性が高い。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留意する必要がある。加えて、法人企業統計を仔細に見ると、企業規模別では大企業（資本金10億円以上）が前年比+31.0%と急増しているのに対し、中小企業（資本金1千万円～1億円）は同▲3.0%と2四半期連続で前年比マイナスとなっており、企業間格差が広がっている状況だ。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中小企業を中心に設備投資の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を見直す動き等がみられる。人手不足がボトルネックに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。企業全体としての設備投資は増加しているとみてよいが、企業規模によって進捗度は二極化している可能性が高いと言えるだろう。

民間在庫投資については、実質GDP前期比に対する寄与度は▲0.1%Ptと1次速報（同▲0.0%Pt）から仕掛品・製品在庫を中心に下方修正がなされた。在庫調整の進展がマイナス要因になる構図が強まった格好だ。

また、12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▲0.3%と1次速報時点（同▲0.2%）から下方修正された。半耐久財やサー

ビスが上方修正された一方、耐久財や非耐久財が下方修正された。

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。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（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年ぶりの高い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ことを再確認する結果と言わざるを得ない。個人消費の動向を踏まえれば、賃金・物価は上昇しているものの、実質賃金のマイナスが継続する中、現時点で「好循環」が機能しているとは言い難い状況だ。

そのほか、住宅投資は1次速報（同▲1.0%）から変わらなかった。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との見方にも変わりはない。

上記のとおり設備投資が大幅に上振れたことを主因として、民間需要全体では前期比+0.0%と1次速報（同▲0.3%）から上方修正された。もっとも、上方修正とは言え民間需要は横ばいにとどまっており、前述のとおり個人消費の弱さが継続している点は懸念材料である。

公共投資については、12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▲0.7%）から小幅な下方修正がなされた。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

**民間需要は上方修正も、横ばいにとどまる**

**公的需要は下方修正。外需寄与度は変わらず**

の進捗が一服した。政府消費についても前期比▲0.2%と1次速報（同▲0.1%）から下方修正がなされた。医療費の減少等を受けてマイナスとなったとの見方に変わりはない。公的需要全体では前期比▲0.3%と、1次速報（同▲0.2%）から小幅に下方修正された。

外需は、輸出・輸入いずれも1次速報（輸出は前期比+2.6%、輸入は同+1.7%）から変わらず、純輸出の寄与度も+0.2%Ptと1次速報から変わらなかった。

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、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%）と増加基調が続いている（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（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により10～12月期のGDP成長率を0.3%Pt程度押し上げたとみている）。

輸入については、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。

**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**

GDPデフレーターは前年比+3.9%と1次速報（同+3.8%）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、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を押し上げ、景況感改善や株価上昇の追い風になっている。

GDPデフレーターを単位労働コスト（ULC）と単位利潤（UP）に分解すると、2023年のGDPデフレーターの上昇はほぼUPの上昇で説明され、価格転嫁（値上げ）を行う中で企業収益（マージン）が大幅に改善していることを表している。逆に、ULCの上昇幅は小さく、経済の付加価値の分配が企業部門に偏っていることを意味しており、これが企業部門（企業収益は過去最高水準で推移、株価は歴史的な高騰、設備投資は足元で回復）と家計部門（実質賃金

**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、小幅マイナス成長を予想**

は前年比マイナスが継続、個人消費は弱含み)の鮮明なコントラストにつながっていると見える。

以上のとおり、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なされ、2期ぶりのプラス成長に転じた。それでも、民需は横ばい・内需はマイナスとなっており、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、個人消費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。GDP成長率は上方修正されたとは言え、実質賃金の前年比マイナスが続く中で個人消費は3期連続で減少しており、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だろう。

1～3月期も経済活動は停滞が続き、現時点で小幅なマイナス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。

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に推移している状況だ。

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)。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ばい圏を脱しておらず、製造業の不振は継続している。3月の全人代で李強総理が発表した政府活動報告において、2024年の成長率目標は前年同様の「+5.0%前後」に設定されたものの、李総理自身が認めているように目標達成は困難だろう。

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。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%と減少した。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弱含む可能性が高い。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、増勢には一服感がみられる。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1~3月期は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コア消費者物価指数は+2.9%まで再び上昇率が高まると予測している)。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/ノウキャスト

「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、その影響を除け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中小企業を中心に下押し要因となるとみられ、10～12月の増加ペースが持続する可能性は低い。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月期時点では加速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月期の鉱工業生産は前期比▲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が、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（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。2月の景気ウォッチャー調査をみる限り、能登半島地震による経済への影響は最悪期を脱しつつあるとみられるものの、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月期の日本経済は小幅なマイナス成長になる可能性が高いと予測している。

**2024年春闘賃上げ率は4%台半ば以上となる可能性が高まる。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。実質賃金は10～12月期、早ければ7～9月期に前年比プラス転化も**

こうした中、大きな注目点となるのが春闘の行方である。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、3月7日に公表された賃上げ要求水準（連合による集計値）は+5.85%と前年（+4.49%）を大幅に上回っており、規模別にみても大きな差はなく中小企業労働者も強気の要求スタンスを示している。「ベア分が明確に分かる組合」のベア要求水準も+4.30%と前年（+2.83%）を大幅に上回っており、これまでの想定以上に強い内容だ。集中回答日を待たずに満額回答で妥結に至っている企業もみられる点も踏まえれば、2024年の春闘賃上げ率は4%台半ば（ベア分で3%弱）以上となる可能性が出てきたと考えてよいだろう。

賃上げ率が前年を大きく上回る高水準になりそうであることに加え、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。（中小企業の賃上げ動向や物価上昇率の鈍化ペース等にもよるが）早ければ7～9月期に前年比プラスに転



化する可能性もあるとみている。こうした中、2024年の個人消費は、所得税減税による押し上げも受けて年央にかけて回復基調を強める形で推移すると予想する。

もつとも、企業収益が高水準で推移する中で賃上げ余力の大きい大企業については、これまで低下してきた労働分配率を引き上げることで高水準の賃上げが実現できる一方で、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、2025年以降も含めた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、ひいては「好循環」を実現する上で重要なポイントになるだろう。

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下させ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大きく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、今春に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。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」

**日本銀行は今春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年の日本経済は、サービス分野等のペントアップ需要が一服するも、高水準の企業収益が賃金・設備投資に回ることにより回復基調で推移**

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。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、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、低調な推移に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

**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**

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）は緩やかなペースにとどまり、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こと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るなど、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。