

2024. 2. 15

【日本 GDP (23 年 10-12 月期)】

物価高が重石となり 2 期連続のマイナス成長

～ただし先行きの見通しは逆に改善～



フェロー チーフエコノミスト

小玉 祐一

ポイント

- 10-12 月期の日本の実質 GDP 成長率は前期比▲0.1% (年率換算：▲0.4%) と、市場予想 (前期比+0.2%、年率換算+1.1%) を下回った
- 内需の伸びは同▲0.3%で、3 期連続のマイナス。内訳を見ると民間最終消費支出、民間設備投資という内需の両輪がともに 3 期連続のマイナスとなっており、景気の基調はヘッドラインの数字以上に弱い印象。物価高が内需の重石になり続けている様子がうかがえる
- ただ、先行きの見通しはここへきて逆に改善している。要因は、昨年を上回る賃上げ見通し、半導体市場の底打ち、株価の一段の上昇、政府の経済対策の 4 点で、2024 年の日本経済は回復基調が続くと予想

1. 景気実態はヘッドラインの数字以上に弱い

10-12 月期の日本の実質 GDP 成長率は前期比▲0.1% (年率換算：▲0.4%) と、プラスを予想していた市場予想 (前期比+0.2%、年率換算+1.1%、当研究所予想は同+0.5%、+2.2%) を裏切るマイナス成長となった (図表 1、2)。7-9 月期の同▲0.8%に続き、2 期連続のマイナス成長となる。

需要項目別に見ると、輸出が同+2.6%と伸びており、これだけで寄与度が+0.6%に達しているのが目を引くが、後述する通り一時的な要因によるものである。内需の伸びは同▲0.3%で3 期連続のマイナス。内訳を見ると民間最終消費支出、民間設備投資という内需の両輪がともに 3 期連続のマイナスとなっており、景気の基調はヘッドラインの数字以上に弱い印象を受ける。年末まで、物価高が内需の重石となり続けていた様子が示されている。

2023 年通年の伸びは、年前半の伸びが比較的高かったこともあって、前年比+1.9%と、伸び幅は 2022 年の同+

(図表1) 当研究所の実質 GDP 成長率予想と実績

(前期比, %)	当研究所予想		実績	
	2023年10-12月期		2023年10-12月期	
		寄与度		寄与度
実質 GDP	0.5	-	-0.1	-
前期比年率	2.2	-	-0.4	-
民間最終消費支出	0.1	0.1	-0.2	-0.1
民間住宅投資	-1.0	-0.0	-1.0	-0.0
民間企業設備	0.9	0.1	-0.1	-0.0
政府最終消費支出	0.1	0.0	-0.1	-0.0
公的固定資本形成	-0.5	-0.0	-0.7	-0.0
民間在庫品増加(寄与度)	-	-0.1	-	-0.0
純輸出(寄与度)	-	0.5	-	0.2
財貨・サービスの輸出	1.7	0.3	2.6	0.6
財貨・サービスの輸入	-0.6	0.1	1.7	-0.4
名目 GDP	0.9	-	0.3	-
前期比年率	3.6	-	1.2	-
GDP デフレーター(前年同期比)	3.7	-	3.8	-

(出所) 内閣府公表資料より明治安田総研作成

1.0%を上回った。0%台前半と考えられる潜在成長率を考えれば、実力以上の回復といえるが、これについては、2022年に顕著となったコロナ後の反動増的な伸びの影響で、2023年は+0.6%のゲタ（4四半期すべてゼロ成長でも達成できる通年の伸び率）を履いてのスタートとなっていたことも影響している。

2. 個人消費は低迷だが今後は回復へ

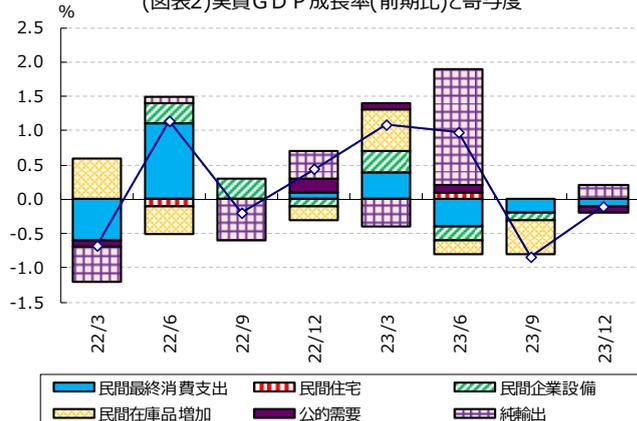
10-12月期の民間最終消費支出のマイナス幅は前期比▲0.2%となった。4-6月期の同▲0.7%、7-9月期の同▲0.3%に続き3期連続のマイナスである。民間最終消費支出が3期以上連続のマイナスとなるのは、世界金融危機の最中にあった2009年1-3月期に、4期連続のマイナスを記録して以来である。物価高に伴う「消費疲れ」的な現象が年末まで色濃く残っていた可能性が示されている。

形態別国内家計最終消費支出を見ると（図表3）、耐久財が前期比+6.4%（寄与度：+0.3%ポイント）と伸びた以外は、半耐久財が同▲1.7%（同▲0.1%ポイント）、非耐久財が同▲0.3%（同▲0.0%ポイント）、サービスが同▲0.6%（同▲0.2%ポイント）といずれもマイナスになった。耐久財のプラスについては、4-6月期（前期比▲2.1%）、7-9月期（同▲2.9%）と2期連続で大きめのマイナスだった反動という側面もあるかもしれない。家電製品や自動車の供給制約の緩和に伴い、2022年10-12月期から翌期にかけての半年間で耐久財消費は直前の半年間から+5.3%伸びていた。そうした動きが一巡している現在、耐久財消費の基調は決して強くないと考えられる。半耐久財については暖冬に伴う冬物衣料品の不振、非耐久財はアルコールやガソリンの減少が影響した可能性がある。

総務省の家計調査を見ても、実質個人消費（二人以上の世帯）は夏場にかけて息切れが顕著になっていた（図表4）。その後はいったん持ち直したが、水準的には2022年度を下回る状況が続いている。日銀が各種の販売・供給統計を合成して作成する消費活動指数（旅行収支調整済）は、均せば横ばい圏内の推移が続いてきたが、年末はやや弱含んでいる。

ただ、2024年の春闘では、2023年以上の高い賃上げ率が実現しそうな勢いである。企業業績は好調を維持する一方、人手不足感は一段と強まっており、経営サイドは人材確保の観点からも賃上げに動かざるをえなくなっている。労働者サイドは、長引く物価高に対する生活防衛の意識が強く、連合は賃上げ率5%以上、ベア3%以上を目標に掲げているほか、各産別労組からも昨年を上回る賃上げ要求が相次いでいる。2024年4月からは賃上げ促進税制が強化されることも追い風である。当研究所では2024年の春闘の賃上げ率は4.1%、定期昇給分（2015~2023年平均1.46%）を除いたベアは2.6%

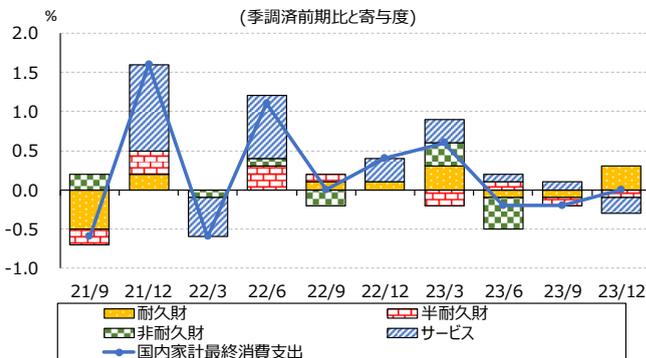
（図表2）実質GDP成長率(前期比)と寄与度



（出所）内閣府「四半期別GDP速報」

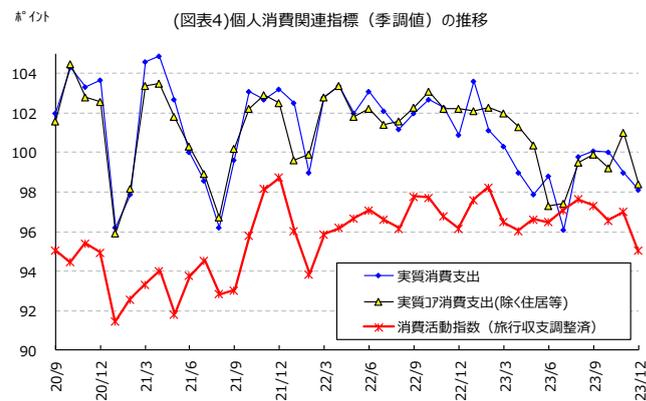
（図表3）形態別国内家計最終消費支出の推移

（季調済前期比と寄与度）



（出所）内閣府「四半期別GDP速報」

（図表4）個人消費関連指標（季調値）の推移



（出所）総務省「家計調査」、日銀「消費活動指数」

と予想している。一方で、食品価格の落ち着きに伴い、物価は徐々に鈍化に向かう可能性が高く、年末にかけて実質賃金は前年比プラス圏に浮上する可能性があるかとみている。1%に満たない小幅回復となる可能性が高いものの、個人消費の緩やかな回復が景気を支える展開が期待できる。

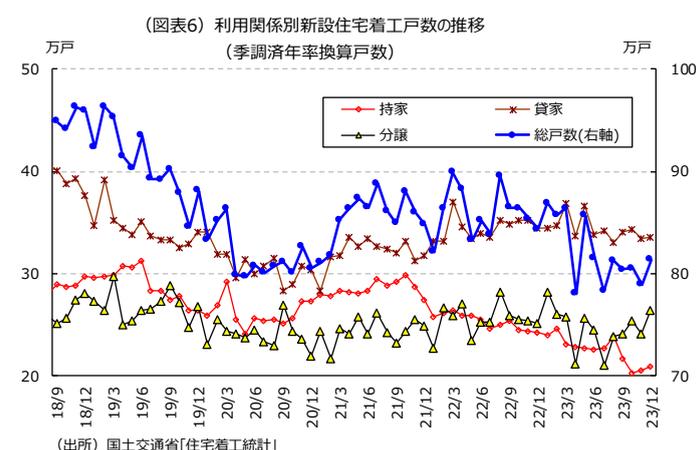
3. 住宅投資は低迷持続か

10-12月期の民間住宅投資は前期比▲1.0%（寄与度：▲0.0%ポイント）と、2期連続のマイナスとなった。円安の影響もあって資材価格の高止まりが続いており、民間住宅投資デフレーターも5四半期ぶりに前期比プラスに転じたことなどが影響していると考えられる（図表5）。

国土交通省発表の新築住宅着工戸数を利用形態別に見ると、元々一戸当たりの単価が高い持家の減少基調が顕著である（図表6）。貸家は相続税対策としての需要のほか、持家からの需要シフトが支えているが、このところ5ヵ月連続で前年比マイナスとなっている。分譲は振れの大きいマンションの影響で不安定な推移が続いているが、均せばやはり冴えない推移となっている。

1月のさくらレポート（日銀地域経済報告）における住宅投資の判断を見ると、全9地域中6地域で、「減少」、「弱い」、「弱め」といった表現が用いられており、残りの3地域は横ばいで、方向性が上を向いているという表現を用いる地域はない。アンケートでは資材価格や住宅販売価格の高止まりを販売不振の理由として指摘する声が多く寄せられている。

持家着工は今後も低迷が続くと考えられる。分譲についても一戸建ては持家同様の推移となろう。分譲マンションについては、首都圏を中心に価格上昇が続くなかで、販売は伸び悩むだろう。貸家については相続税対策や持家からの需要シフトで相対的には底堅い推移が続くと考えられる。新規購入を諦めて同じところに住み続ける人が増える結果、リノベーションや修繕等の需要は好調な推移が見込まれるが、住宅投資全体では均せば停滞気味の推移が続くと予想する。



4. 好調な計画と軟調な実績の乖離が埋まらぬ設備投資

10-12月期の民間設備投資は、前期比▲0.1%（寄与度：▲0.0%ポイント）と、小幅ではあるものの4-6月期の同▲1.4%、7-9月期の同▲0.6%に続き3期連続のマイナスとなった。日本政策投資銀行や日本経済新聞などがアンケート調査をもとにまとめている設備投資計画は軒並み高い伸びとなっているにもかかわらず、現実の設備投資の推移は軟調で、矛盾した状態が続いている。12月の日銀短観における2023年度の設備投資計画（全規模・全産業ベース）も、9月調査の前年度比+13.0%から同+12.8%まで小幅下方修正されたが、依然二桁の伸びは維持していた（図表7）。

設備投資の各種先行指標も総じて冴えない推移となっている（図表8）。人手不足の深刻化、資材価格の高止まりという供給サイドの要因がボトルネックとなっている可能性がある。ただ、向こう1~2年というタームで

は強めの計画に従い、ある程度堅調な推移が見込めるのではないかと。各業種に共通している設備投資の下支え要因は、多少の業績の振れにかかわらず継続的な支出が必要なDX（デジタルトランスフォーメーション）・GX（グリーントランスフォーメーション）投資である。これを、コロナ禍の一巡に伴う設備投資意欲の改善が後押ししている。人手不足だからこそ省力化投資を進めなければならないという要素もある。

製造業では、半導体の供給制約緩和やEV対応で自動車産業の投資増が予想されるほか、デジタル化の加速に伴い半導体製造装置や半導体材料、データセンター、AI関連の投資増が見込める。非製造業では人流の再拡大を受け、前述のとおり鉄道の安全対策や航空機関連、ホテル、テーマパーク関連等の投資再開が始まっている。都心の大型ビジネス拠点の再開投資も継続する。

供給サイド以外のリスク要因としては、海外景気の動向が挙げられる。バブルが崩壊した1990年代以降、日本の設備投資は短期的には外需に左右される性格が強まっている。この点、利上げの影響が本格化する欧米景気や、不動産不況が続く中国経済の動向が不安材料となる。

5. 公共投資は均せば横ばい

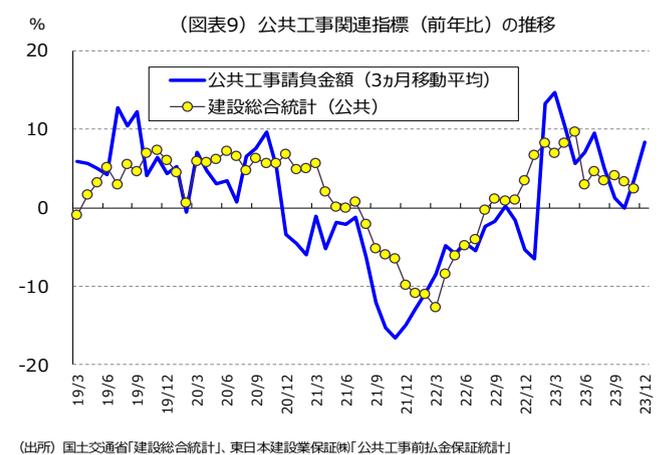
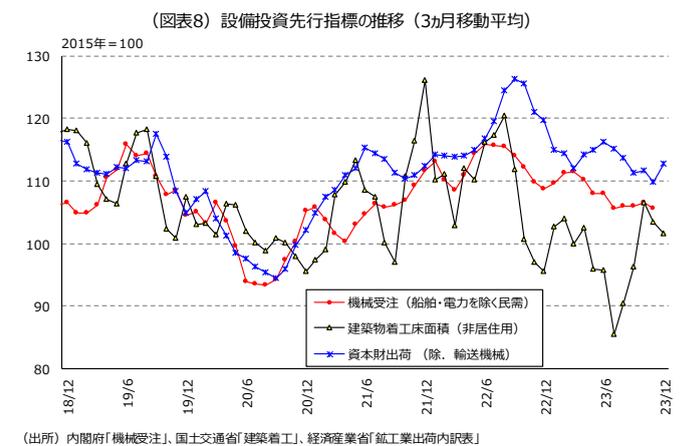
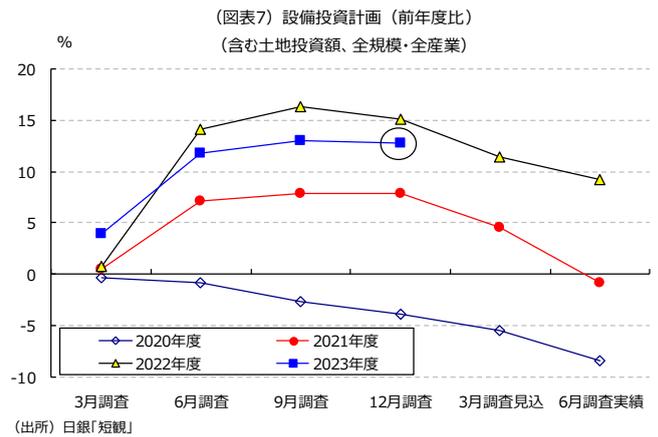
10-12月期の公的固定資本形成は、前期比▲0.7%（寄与度：▲0.0%ポイント）と、2期連続のマイナスとなった。公共投資は補正予算の執行時期次第で波ができやすく、先行指標である公共工事請負金額は、2023年の年初以降鈍化傾向にあった（図表9）。しかし、年末には再び持ち直している。これまでと同様、公共事業関係費の予算は少なくとも前年と同水準のレベルが確保される可能性が高い。人手不足が建築コストの増加や工期の長期化を引き起こす状況は民間設備投資と同じだが、国土強靱化計画が5ヵ年計画として組み込まれているなか、

多少の工期の遅れがあったとしても、見通し期間内の公共投資は、均せば横ばい圏内の推移が続くと予想する。

また、岸田政権の経済対策では、防災・減災、国土強靱化対策で1兆3,022億円、公共事業費全体では約2.2兆円の予算が確保された。当研究所ではこれが2023年度の実質GDPを0.08%、2024年度を0.33%押し上げると推計している。

6. 輸出の伸びは一時的、今後は軟化へ

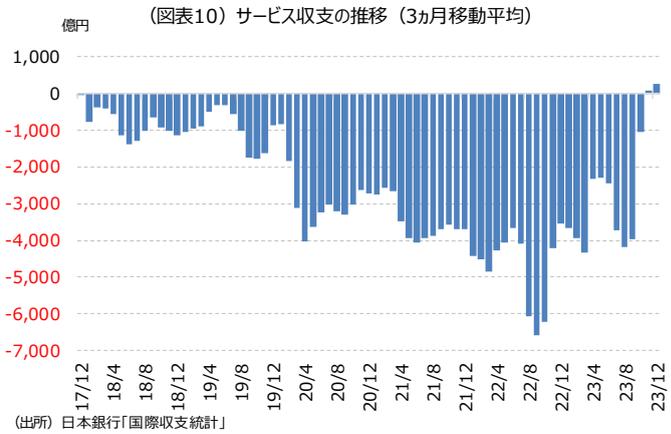
10-12月期の輸出は前期比+2.6%（寄与度：+0.6%ポイント）と3期連続のプラスとなった。財貨、サー



ビス別では、財貨の輸出が同+0.2%（同+0.0%ポイント）、サービスの輸出が同+11.3%（同+0.6%ポイント）で、サービス輸出の伸びが大きい。ただ、内閣府によれば、本邦の製薬会社が、新型抗がん剤の開発で提携した米国企業から、知的財産関連の使用料を受け取ったという一時的な要因が大きいとのことである。主にインバウンドを反映する「非居住者家計の国内での直接購入」もサービス輸出に含まれる。これも前期比+14.1%と大きく伸びてはいるものの、GDPへの寄与度は+0.1%ポイントにとどまる。このところのサービス貿易は、米プラットフォームへの支払いを主因とした「デジタル赤字」の拡大に伴い、赤字トレンドが定着していた（図表10）。他の特殊要因がなければ、1-3月期のサービス輸出は反動でマイナス転換が見込まれる。

財貨の輸出の伸びは小幅だが、これでも実態を過大評価している。財務省の貿易統計によれば、10-12月期の自動車輸出は、挽回生産の継続に伴い金額ベースで前年比+28.6%の高い伸びとなっていた。自動車輸出の増勢一服後の財貨の輸出は弱含む可能性が高い。

中国景気の停滞は長引くことが予想されるのに加え、欧米景気も減速に向かう可能性が高いことを考えれば、2024年の輸出に大きな期待はできず、特に前半を中心に低迷が続く可能性が高い。輸出が再び安定的な回復トレンドに向かうのは、欧米が利下げサイクルに舵を切り、さらにその効果が景気に現れ始める段階とみられ、早くても2024年の秋口以降ではないかと考える。2023年の実質輸出は、通年では前年比+3.0%と3年連続で伸びたが、2024年は伸び幅の縮小が避けられないとみている。



7. 先行きの見通しは逆に改善

10-12月期のGDP速報は、国内景気の低迷が続いている様子を示したが、先行きの見通しは、ここへきて逆に改善しつつある。理由は大きく4点である。

まず1点目は、前述のとおり、昨年を上回りそうな春闘の賃上げ率と、物価のピークアウトに伴い、年後半にかけて実質賃金がプラス転換する可能性が高まってきたことである。

2点目は、半導体市場が底打ちする可能性が高まっていることである。世界半導体市場統計(WSTS)は、2024年の半導体市場が過去最高を記録するとの見通しを示している。景気に対し先行性があることで知られる電子部品・デバイス工業の出荷・在庫バランスもこのところ急速に改善している。

3点目は、株価が大きく上昇していることである。日本経済の本格回復への期待に加え、円安の進行、コーポレートガバナンス改革に向けた企業努力への評価、中国株からの資金シフト等、景気以外の要因も加わって、このところ上放れが明確になっている。海外投資家を中心とした日本株の見直し買いの機運は今のところ衰える気配を見せない。

4点目は、2024年に岸田政権が昨秋決定した「デフレ完全脱却のための総合経済対策」が本格稼働することである。後々の財政状態に与える悪影響という不安材料にとりあえず目をつぶれば、財政支出の規模で約21.8兆円の大型経済対策であり、足元の景気の押し上げ要因になることは確かである。これが物価の高止まりを招くリスクがないわけではないが、今後欧米景気の減速が見込まれることを考えれば、タイミングに恵まれたかもしれない。

上記の理由から、2024年の景気は基本的に回復基調が続くというのがメインシナリオである。リスク要因としては、米国経済のソフトランディングの失敗、中国景気の再度の腰折れ、地政学リスクの深刻化に伴う原油

価格の急上昇が3大リスクとして挙げられるが、現時点で顕在化しているものはない。ただ、足元では一段の円安が物価の高止まりを招くリスクに警戒が必要な状況になりつつある。賃金も、物価と企業収益がいずれも落ち着くなかで迎える可能性がある 2025 年の春闘で、賃上げのモメンタムを維持できるかがポイントになるかもしれない。

※本レポートは、明治安田総合研究所が情報提供資料として作成したものであり、いかなる契約の締結や解約を目的としたものではありません。掲載内容について細心の注意を払っていますが、これによりその情報に関する信頼性、正確性、完全性などについて保証するものではありません。掲載された情報を用いた結果生じた直接的、間接的トラブルや損失、損害については、一切の責任を負いません。またこれらの情報は、予告なく掲載を変更、中断、中止することがあります。

●照会先● 株式会社 明治安田総合研究所 〒102-0073 東京都千代田区九段北3-2-11 TEL03-6261-6411