

日本経済情報 2023年12月号

Summary

【内容】

予想以上の物価上昇が逆風となった2023年

物価上昇続く中で金融緩和を継続

企業の積極姿勢は設備投資につながらず

コロナ前を回復したインバウンド需要

2024年の展望:4つの重要要素

物価上昇率はピークアウト

物価を上回る賃金上昇が実現

設備投資は非製造業が先行して回復へ

金利上昇は設備・住宅投資に逆風

財輸出は年後半に再加速

景気拡大を持続し物価上昇と金利のある「普通の経済」へ

伊藤忠総研
チーフエコノミスト
武田淳
(03-3497-3676)
takeda-ats
@itochu.co.jp

副主任研究員
中浜萌
(03-3497-2894)
nakahama-moe
@itochu.co.jp

日本経済 2023年の回顧と2024年の展望

2023年の日本経済を取り巻く環境は、ロシア・ウクライナ戦争の長期化や欧州経済の低迷といった想定通りの悪材料だけでなく、金融引き締めにもかかわらず堅調な米国経済がもたらす大幅な円安の進行、イスラエル・ハマス戦争など想定外のかく乱要因も少なくなかった。

そのため、年初に掲げた5つの景気回復の理由、すなわち①脱コロナに出遅れたことは、確かに年初の景気回復をもたらしたが、②欧米に比べ低いインフレ率、とはならず物価上昇が個人消費の停滞につながり、③金融緩和は継続され、④企業の姿勢は前向きであり、その結果、雇用は拡大し賃金は上昇したものの、設備投資の再拡大には至らなかった。ただ、⑤インバウンド需要は順調に回復し、景気を押し上げた。

つまるところ、2023年は脱コロナを原動力とする景気回復は道半ばに終わった。ただ、明るい面を挙げるとすれば、思いのほかコスト増の価格転嫁が進み、デフレ脱却の素地が整ったことであろう。

こうした現状を踏まえると、2024年を展望するにあたって重要な要素は、①物価上昇は鈍化するのか、②賃金上昇は物価を上回るのか、③企業は設備投資を再開するのか、④金利の上昇の影響はどうか、であろう。

順に見ていくと、①物価上昇はすでにピークアウトしており、エネルギー価格や円高もあって、今後も鈍化傾向が続くとみられる。②賃金上昇は来年の春闘で今年以上の賃上げ率が予想され、4~6月期にも物価上昇を上回り実質賃金はプラスに転じよう。③設備投資もすでに設備不足感のある非製造業で増加の兆しが見られており、これまで設備残高が十分に増えていないことから、再拡大は時間の問題である。④金利の上昇は、設備投資や住宅投資にマイナスであるが、設備投資は現状の不足を補うべく2024年中は拡大が続くと予想する。住宅投資は減少が続こう。

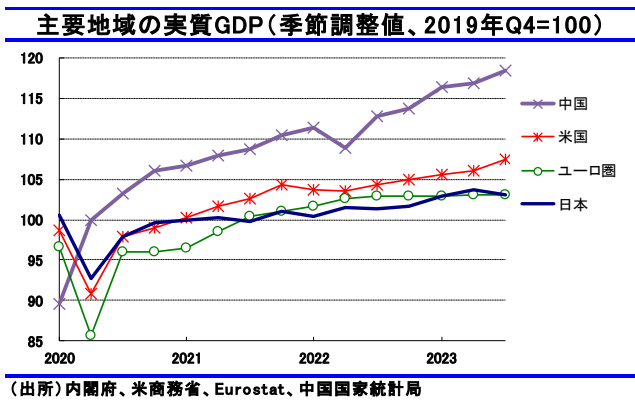
そのほか、輸出は当面、足元の弱含み状態が続くものの、欧米景気の復調が見込まれる年後半には再加速しよう。以上を踏まえると、2024年前半は内需主導の拡大が続き、年後半は金利上昇やリベンジ消費一巡により内需が減速する一方で輸出が拡大、主役を外需へ移しつつ拡大を持続しよう。そうした中、日銀は4月にマイナス金利を解除、日本はようやくデフレを完全に脱却、物価上昇と金利のある「普通の経済」に戻る。

予想以上の物価上昇が逆風となった 2023 年

2023 年の初め、当社は日本経済の回復傾向が続くと予想していた。その主な理由は、①脱コロナに出遅れたこと、②欧米に比べ低いインフレ率にとどまること、③金融緩和が継続されること、④企業の前向き姿勢が期待できること、⑤インバウンド需要が回復すること、である。

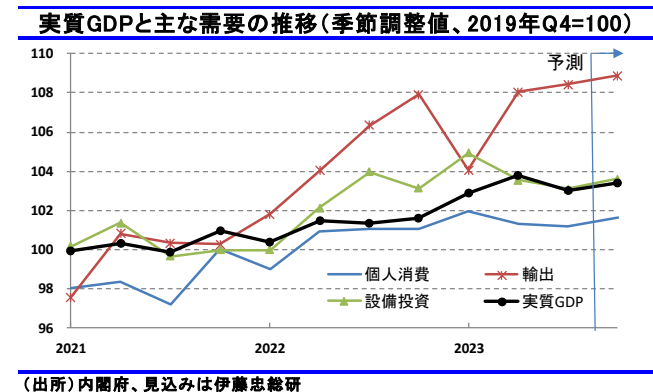
こうした予想を念頭に置いて、この 1 年を振り返ると、日本経済を取り巻く環境は、想定通りの悪材料が続いただけでなく、想定外のかく乱要因が少なくなかったように思う。まず、昨年 2 月のロシアによるウクライナ侵攻で始まったロシア・ウクライナ戦争は、6 月にウクライナが反転攻勢を開始、南部のロシア占領地の分断を試みるも、その目標を未だ達せず、戦況は膠着状態にあり、想定通り長期化している。

そして、欧米では想定以上に物価上昇が大幅かつ長期に渡って続き、欧州経済の低迷は想定内の範囲内であるが、米国では政策金利が 5% 超まで引き上げられたにもかかわらず、想定外に景気は堅調な拡大を続けた（下左図）。さらには、米国金利が長期かつ大幅に上昇する一方、4 月に就任した日銀植田新総裁は短期の政策金利（日銀当座預金金利）をマイナス、長期金利（10 年国債利回り）をゼロ% 前後とする金融緩和を継続したため、ドル円相場は 1 ドル = 150 円台という想定以上の水準にまで円安が進み（下右図）、日本の物価を想定以上に押し上げた。



10 月には、中東パレスチナ自治区の過激派組織ハマスがイスラエルを奇襲攻撃し一般市民を人質として拘束、イスラエル軍は人質奪還とハマス殲滅のため、ハマスが拠点を構えるガザ地区に侵攻、未だ激しい戦闘が続いている。新たな戦争の勃発は想定外であり、国際情勢は不安定さと不透明感を強めたまま年末を迎えようとしている。

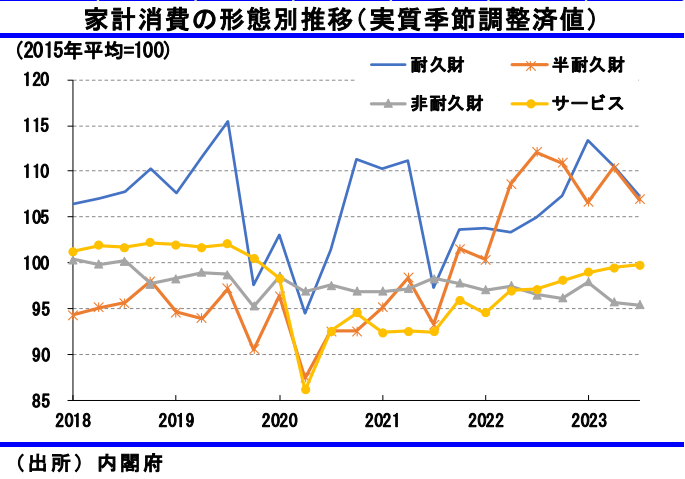
国内に目を転じ、経済情勢を実質 GDP の動きで確認すると（右図）、1～3 月期は、3 月 13 日にマスク着用が個人の判断になるなど、新型コロナウイルスへの対応がウイズコロナに移るに伴い個人消費（前期比 + 0.9%）が回復、設備投資（前期比 + 1.8%）は非製造業を中心に拡大を再開、成長率は前期比 + 1.2%（年率 + 5.0%）の高い伸びを記録した¹。その結果、コロ



¹ 詳細は 2023 年 5 月 17 日付 Economic Monitor 「日本経済：個人消費の回復加速でプラス成長に転じ、内需主導の景気回復を確認 (2023 年 1～3 月期 GDP)」参照 (数字は改定前のもの)。 <https://www.itochu-research.com/ia/report/2023/2336/>

ナ直前（2019年10～12月期）と比べた経済活動（実質GDP）の水準は（前頁左図）、脱コロナで先行するも激しいインフレにより景気停滞に陥ったユーロ圏に追いついており、脱コロナの出遅れ挽回が年初の景気を大きく押し上げたことが分かる。

ただ、続く4～6月期には、個人消費は前期比▲0.6%と早くも息切れを見せた。理由は物価の上昇と巣ごもり需要の一巡である。個人消費の内訳を見ると（右図）、食品などの「非耐久財」が4～6月期に前期比▲1.9%、パソコンや家電製品などの「耐久財」も▲2.5%と、それぞれ減少に転じている。加えて、設備投資も企業の強気な計画は実現せず前期比▲1.3%となった。それでも、自動車生産が半導体不足から立ち直ったことから輸出が急回復したことで、実質GDP成長率は前期比+0.9%（年率+3.6%）と比較的高い成長を維持した。



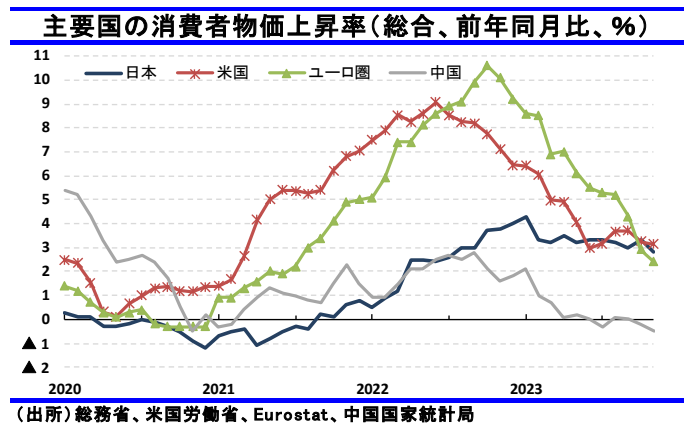
7～9月期には、食品や家事用消耗品、被覆・履物、レジャー関連（教養娯楽サービス）などの物価上昇が加速²、猛暑による外出抑制や残暑による秋物の販売不振も加わり、個人消費は前期比▲0.2%と減少が続いた。設備投資の減少も続き、輸出も伸び悩んだことから、実質GDP成長率は前期比▲0.7%（年率▲2.9%）と4四半期ぶりのマイナス成長に転じ³、景気の回復が足踏みした。

10～12月期は、輸出が欧州や中国を含むアジア向けを中心に落ち込んだものの、冬のボーナスの増加や値上げラッシュの一服を背景に個人消費が再拡大、設備投資は非製造業を中心に増加に転じ、実質GDP成長率は前期比で小幅ながらプラス成長に服したとみられる。

このように1年を通してみると、脱コロナに向けて順調にスタートを切った日本経済であったが、専ら海外の要因による想定以上の物価上昇が、景気回復の原動力として期待された個人消費の強い逆風となり、夏から秋にかけて景気は停滞色を強めた。年末にかけては復調の動きも散見されるが（詳細後述）、一方で国際情勢は米中対立も含めて一段と混迷を深めており、先行きの晴れない中で1年を終えつつある。

物価上昇続く中で金融緩和を継続

改めて年初に挙げた5つの景気回復の理由を検証すると、①脱コロナに出遅れたことは、確かに年初の好スタートの原動力になった。ただ、②欧米に比べ低いインフレ率、とはならず、むしろ逆風になったことは先に見た通りである。実際の数字を確認すると（右図）、



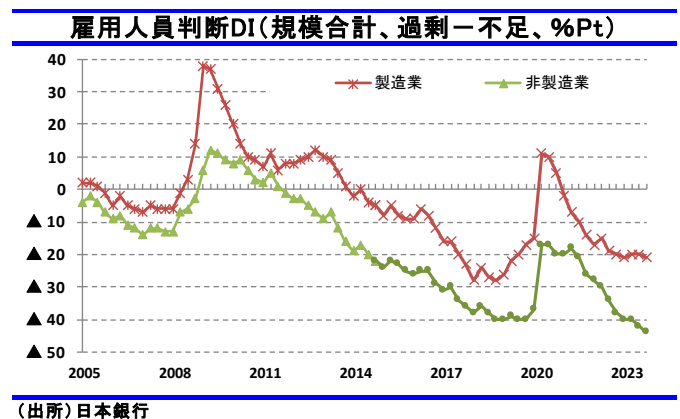
² 消費者物価指数のうち「食料」は2023年1月の前年同月比+7.3%から7月に+8.8%、9月には+9.0%へ、「家事用消耗品」は1月の+4.8%から7月に+13.8%へ、「被覆及び履物」は1月の+3.1%から8月には+4.4%へ、「教養娯楽サービス」は1月の▲0.2%から8月に+4.6%へ、それぞれ伸びを高めた。輸入コストや人件費上昇の価格転嫁が進んだことが背景。
³ 詳細は2023年11月15日付 Economic Monitor「日本経済：内需の停滞によりマイナス成長（2023年7～9月期GDP）」参照（数字は改定前のもの）。<https://www.itochu-research.com/ja/report/2023/2477/>

各国のインフレ率（消費者物価上昇率：総合）は、1月時点では米国の前年同月比+6.4%、欧州（ユーロ圏）の+8.6%に比べ、日本は+4.3%へ高まったとはいえ欧米よりは低かった。しかしながら、6月には米国が+3.0%へ低下、日本の+3.3%を下回っており（ユーロ圏は+5.5%）、10月には日本が+3.3%にとどまる一方で、ユーロ圏は+2.9%まで低下し日本を下回っている（米国は+3.2%）。11月になって、日本のインフレ率も+2.8%へ低下、ようやく上昇ペースが弱まりつつある。物価上昇のピークアウトが遅れた主因は、円安が想定以上に進んだことであり、もとを正せば想定外に強かった米国経済が原因である。

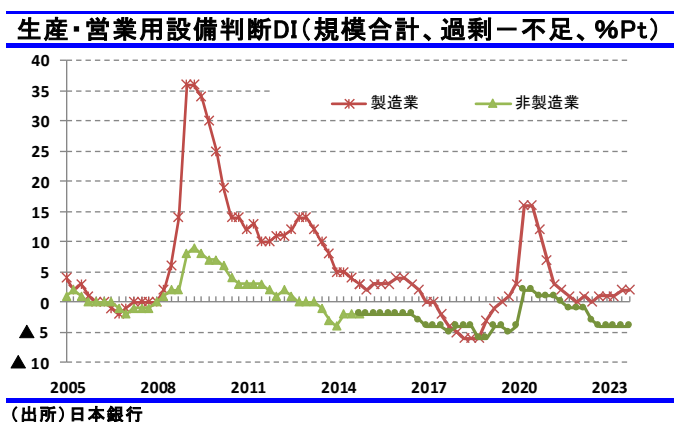
③金融緩和は予想通り継続された。長期の政策金利については、7月に事実上、上限を1%まで引き上げ、さらに10月には1%超を容認する方針を示したが、この措置は米国の長期金利の上昇を受けて日本の長期金利にも上昇圧力がかかり市場が歪むことを避けるために過ぎず、金融引き締めではない。実際に、長期の政策金利である日本国債10年物利回りは、11月初にかけて1%近くまで上昇したが、その後は米国長期金利のピークアウトとともに低下、12月下旬は0.6%程度で推移しており、年初の0.5%前後と比べ上昇幅は極めて小さい。

企業の積極姿勢は設備投資につながらず

④企業の前向き姿勢も維持された。日銀が発表する短観（全国企業短期経済観測調査）によると、企業の人手不足感を示す雇用判断DI（過剰-不足、%Pt）は（右図）、非製造業で9月調査の▲42から12月に▲44へ不足超過が拡大し過去最大のマイナス幅を更新、来年3月の見込みは▲48となり、さらに人手不足が深刻になることが予想されている。製造業も9月の▲20から12月は▲21へ悪化、3月には▲25まで不足超過幅が拡大する見通しである。こうした人手不足状態を受けて、企業の新卒採用計画（含む金融機関）は2023年度の前年比+4.2%から2024年度は+11.6%へ大幅に伸びを高める見通しである。



また、企業設備の過不足を示す生産・営業用設備判断DI（過剰-不足）は、非製造業で12月調査も9月と同じ▲4となり、過去最低水準近くでの推移が続いている（右図）。さらに、2024年3月には▲5と不足感が強まる見通しである。製造業の生産・営業用設備判断DIは+2と過剰感を残しているが、2024年3月見通しは▲1であり、先行き不足を見込んでいる。



そのため、2023年度の設備投資計画は（次ページ右上図）、製造業で9月調査の前年比+15.0%から12月調査では+14.6%へ若干下方修正されたものの、前年比二桁増という強気な計画が維持されている。非製造業も9月調査の前年比+11.8%から+11.7%へ小幅下方修正されたが、この時期の非製造業の設備投資計画は、最終着地に向けてより現実的な数字に修正される傾向があり、その意味では製造業と同様、強気な設備投資計画が維持され、その実現可能性が高まったと評価すべきであろう。

こうした企業の積極姿勢に対し、実際の雇用や設備投資の動向を見ると、雇用（就業者数）は、10月時点で前年から16万人（+0.2%）増加している。少子高齢化により労働力人口が前年比+14万人にとどまる中では健闘していると言え、失業率は2.5%まで低下、労働市場は逼迫し賃金上昇圧力が高まり、春闘の高い賃上げ率につながっている。一方、設備投資は、前述の通り4~6月期以降、停滞しており、積極的な計画は今のところ実現していない。計画の実行が待たれる状況である。

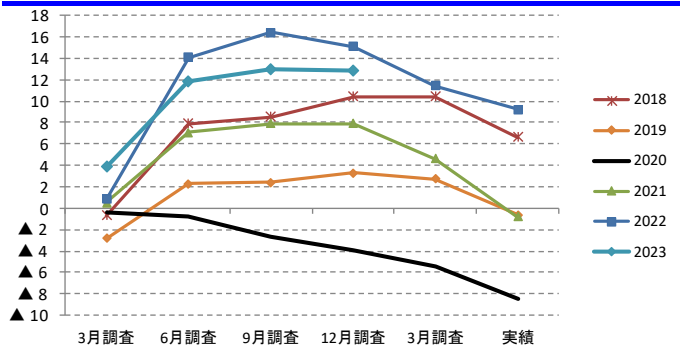
コロナ前を回復したインバウンド需要

⑤インバウンド需要は、期待通り回復した。訪日外国人数は、今年に入り1~2月の150万人前後から10月には252万人まで回復、コロナ前の2019年同月を0.8%上回り、11月も244万人と2019年同月並みを維持している（右図）。さらに、訪日外国人による支出（旅行収支受取=インバウンド需要）は、円安による単価上昇により6月にはコロナ前を上回り、10月は4,999億円（2019年同月比+15.3%）、11月も4,850億円（+16%）程度になったとみられる。仮に12月も11月と同程度になれば、2023年通年では約5兆円に達し、過去のピーク（2019年5.0兆円）と同水準に達することになる。インバウンド需要の回復は、飲食・宿泊や交通分野を中心に多大な恩恵をもたらした。

以上の通り、2023年の日本経済は、年初からのウイズコロナへの移行に伴う個人消費主導の回復が、春から夏場にかけての想定以上の物価上昇や猛暑などの天候要因により一服、順調な回復を見せたインバウンド需要や、自動車生産の正常化に伴い回復した輸出が景気を下支えしたが、企業の設備投資は期待したほどには盛り上がりせず、年末にかけて停滞気味に推移、脱コロナを原動力とする景気回復は道半ばに終わった一年だったと言える。

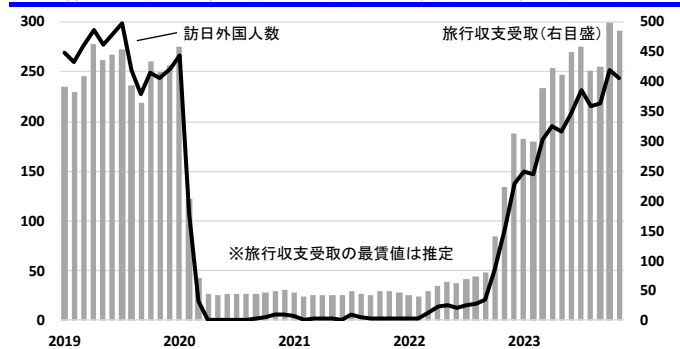
ただ、明るい面を挙げるとすれば、輸入コストや人件費の増加を販売価格に転嫁する動きが予想以上に広がったことであろう。このことは、短期的には物価を押し上げ景気回復にブレーキを掛けることになったが、やや長い目で見れば、デフレからの完全な脱却の条件である「物価上昇と賃金上昇の好循環」、より正確には、人件費を含めたコスト増を価格転嫁することで利益を確保し、その一部を賃金引き上げや生産性を高めるための設備投資に回すことで、経済活動が前向きに進む好循環が、ようやく生まれ始めたとも言える。その意味で、デフレ脱却の素地が整った一年だったという評価もできよう。

設備投資計画の推移（前年比、%）



（出所）日本銀行

訪日外国人数と旅行収支受取額（万人、10億円）



（出所）財務省、日本政府観光局、推定値は伊藤忠総研による

2024年の展望：4つの重要要素

これまでの景気の動きを踏まえると、来年を展望するにあたり重要な要素となるのは、①回復の原動力として期待された個人消費の強い逆風になった物価上昇は鈍化するのか、②個人消費の牽引力を左右する賃金は物価を上回って上昇するのか、③企業は設備投資を再開するのか、④金利の上昇は景気にどのような影響を与えるのか、であろう。

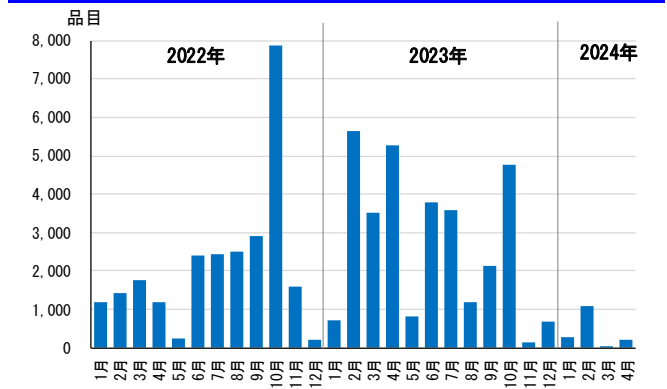
物価上昇率はピークアウト

まず、①物価の上昇については、すでに上昇率がピークアウトしており、今後も鈍化傾向が続くと見込まれる。主因は、原材料高を反映した食料工業製品への価格転嫁が一巡することである。帝国データバンクの『食品主要 195 社』価格改定動向調査（右図）によると、2024年4月までに予定されている値上げ品目数は、今年や昨年に比べ大幅に減少している。

エネルギー価格も、前年に大きく上昇した反動により、すでに前年比でマイナスに転じているが（下右図）、今後も物価上昇率を抑制する方向に働く見通しである。

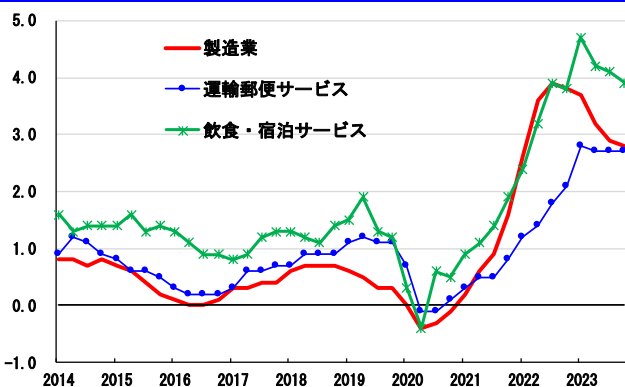
なお、政府によるエネルギー価格抑制のための補助金は、ガソリンが2024年4月末に、電気・ガスは5月使用分（6月検針分）で終了する予定であるが、ガソリンは原油価格の下落や円高が下押しするため、終了後も価格の上昇は限定的と見込まれる。一方、電気・ガスは補助金終了によって消費者物価全体（コア）を0.2～0.3%pt程度押し上げるが、その程度であれば物価の鈍化傾向を変えることはない。

食料品値上げ品目数（食品主要195社）



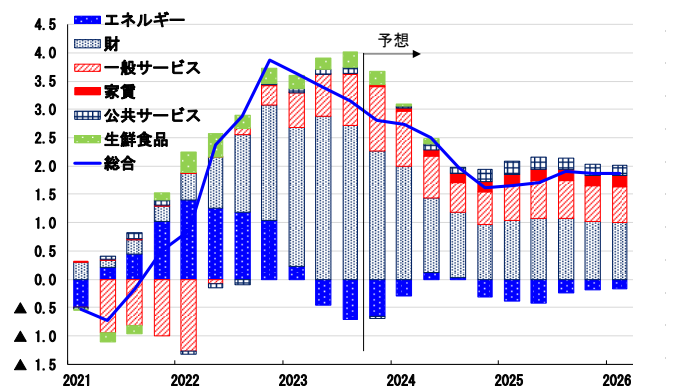
（出所）帝国データバンク

企業の販売価格見通し（1年後）



（出所）日本銀行「短観」

消費者物価の見通し（前年比、%）



（出所）総務省、予想は伊藤忠総研作成

一方、サービス価格は、人手不足が深刻な業界を中心に、高い伸びが維持されている。日銀短観の雇用人員判断DIは、全産業で12月に▲35だったのに対し、宿泊・飲食サービス業は▲75、運輸郵便サービスは▲53と極めて人手不足感が強い。そのため、企業の販売価格見通し（1年後）は（上左図）、製造業で昨年9月調査の+3.9%から今年12月調査では+2.8%へ低下したが、飲食・宿泊サービスでは今年12月も昨年9月と同じ+3.9%で高止まりしており、運輸郵便サービスも2%台後半で概ね横ばい推移である。今

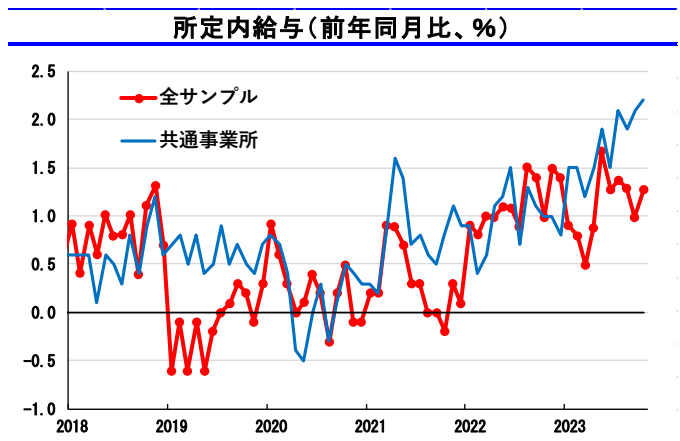
4 電気・ガス代への補助金は、2024年4月使用分（5月検針分）で終了する予定だが、緩和措置として5月使用分（6月検針分）はこれまでの半分の補助金が支給されるため、補助金が完全に無くなるのは6月使用分（7月検針分）からとなる。

後、こうした人手不足業界を中心に全体に比べ高い賃金の上昇が見込まれ、賃金上昇を価格に反映する動きが強まり、サービス価格を押し上げる可能性が高い。

以上を整理すると、今後の消費者物価は、食料工業製品などの財を中心に伸びが鈍化することで、全体でも上昇率が鈍化し、個人消費への逆風は弱まっていくと予想される（前ページ右下図）。ただ、サービス分野を中心に人件費の上昇を価格に転嫁する動きが広がるため、政府・日銀が目指す 2% の物価目標を下回る状況が長く続くようなこともないと予想する。

物価を上回る賃金上昇が実現

そうすると、賃金の上昇がいつ、物価上昇を上回るのかが、次の注目点となる。まず、賃金の最近の動向を厚生労働省「毎月勤労統計」で確認すると、正社員（一般労働者）の所定内給与（基本給）は、調査サンプルの入れ替えによる影響を受けない「共通事業所」データで、10月に前年同月比+2.2%まで伸びを高めた（右図⁵）。今年の高い春闘賃上げ率を反映して、上昇が加速している様子が確認できる。

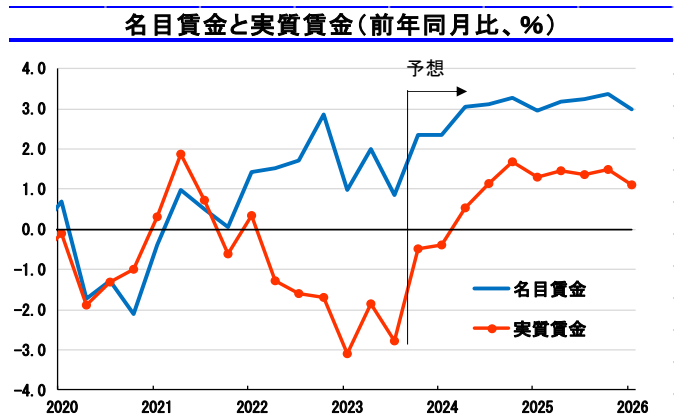


(出所)厚生労働省「毎月勤労統計」

来年の春季生活闘争（春闘）は、今年を上回る賃上げ率を実現するとみられる。これまでの春闘賃上げ率は、物価上昇率と企業業績、労働需給の3つの要素で概ね説明が可能であり⁶、物価上昇率は鈍化傾向にあるものの2023年の平均では前年比+3.2%と2022年の+2.5%を上回る上昇率が見込まれ、企業業績も改善傾向、労働需給は失業率（季節調整済値）が9月の2.6%から10月に2.5%へ低下したように、一段と引き締まっている。

労働組合総連合会（連合）は、2024年の賃上げ目標を、今年の「5%程度」から「5%以上」へ引き上げた。繊維や流通、サービス業などの労働組合で組織されるUAゼンセンも、今年の「6%程度」から「6%を基準」とし、事実上6%以上に目標を引き上げた。中小製造業の労働組合で構成されるJAMは、ベアの要求を今年の月額9,000円から過去最高水準の12,000円へ引き上げており、特に人手不足が深刻なサービス産業や中小企業では、今年を上回る賃上げの動きが広がる可能性が高い。実際に、大手外食チェーンの松屋フーズホールディングスは、今年7.5%の賃上げを実施したが、来年はさらに10.9%と過去最高の伸びに引き上げると表明している。

当社は、来春闘の賃上げ率について、今年（+3.6%）を上回る+4.1%と予想している。これが実現すれば、



(出所)厚生労働省「毎月勤労統計」。見通しは、伊藤忠総研の試算値

⁵ 「全サンプル」データでは、所定内給与は1%台半ばで伸び悩んでいるが、2023年は調査サンプル入れ替えのタイミングである1月と7月に「全サンプル」から大きく下方に乖離しており、下方にサンプル・バイアスがある可能性が示唆される。

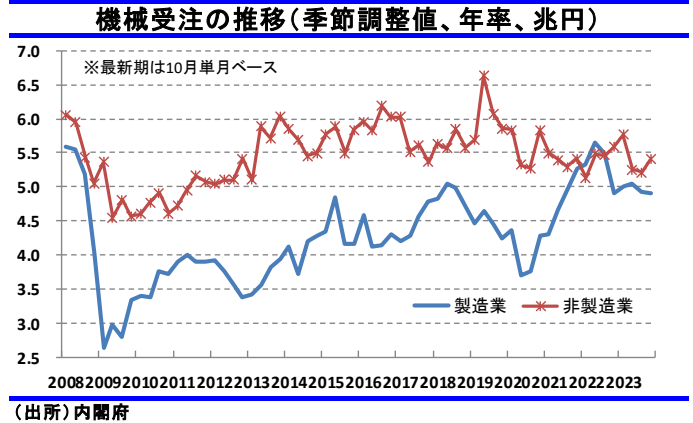
⁶ 春闘賃上げ率と、物価上昇率、企業業績、労働需給の関係については、2023年7月26日付「日本経済情報」P6参照。

<https://www.itochu-research.com/ia/uploads/bbd4ccf7d7683de6a469a4c98b9be33d74bfb8d2.pdf>

2024 年通年の所定内給与は前年比+2.4%まで伸びを高め、残業代やボーナスを含めた賃金総額の伸びは3%程度まで高まる。先述の通り、物価上昇率は2%程度へ鈍化すると見込まれるため、物価変動の影響を除いた実質賃金は、2024 年 4~6 月期には前年比でプラスに転じ（前ページ右下図）、個人消費の回復を後押しすると期待される。

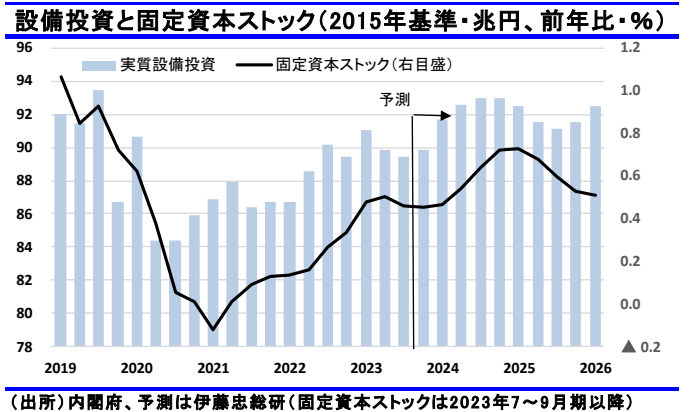
設備投資は非製造業が先行して回復へ

設備投資には、ようやく動意が見られる。設備投資のうち機械投資の先行指標である機械受注は、10 月に前月比+0.7%と 9 月（+1.4%）に続いて増加した。この結果、10 月の水準は 7~9 月平均を 1.5%上回り、設備投資の再拡大に期待がかかる。10 月の水準を業種別にみると（右図）、製造業からの受注は 7~9 月平均を 0.2%下回り低迷が続いたが、非製造業からの受注は 7~9 月平均を 3.6%上回り持ち直しの動きを見せた。



建設投資にも回復の兆しが見られる。先行指標の建設着工床面積は、10 月に前年同月比+26.9%と 9 ヶ月ぶりのプラスに転じ、7~9 月期の前年同期比▲16.7%から大幅に改善した。倉庫（7~9 月期前年同期比▲18.8%→10 月前年同月比+170.7%）が大幅に増加、店舗（▲9.4%→+26.3%）もプラスに転じ、事務所（▲30.1%→▲9.4%）はマイナス幅が縮小した。一方で、工場（▲14.5%→▲23.4%）はマイナス幅が拡大しており、機械受注が示す非製造業の復調と製造業の停滞という姿と整合的である。もちろん、毎月の振れが大きい統計であり、このまま回復に向かうかどうか予断を許さないが、明るい材料と言えよう。

設備の残高（ストック）の面からみても、設備投資が拡大に転じる条件は整いつつある。民間企業の設備残高（固定資本ストック）は、4~6 月期に前年同期比+0.5%まで伸びを高めたが、設備投資の減少により 7~9 月期は伸びが鈍化したとみられる（右図）。



設備投資を需要（実質 GDP）や固定資本ストック、長期金利、企業利益で説明するストック調整モデルの推計結果⁸によると、7~9 月期の実質 GDP 成長率（前年同期比+1.5%）に見合う固定資本ストックの伸びは 1.1%程度であり、仮に成長率が中長期的に 1%程度に収束するとしても 0.7%程度のストックの伸びが必要になる。そのため、現状の 0.5%程度の伸びは明らかに低く、今後、この伸びを高めるため積極的な設備投資計画が実行に移されていくと考えるのが適当であろう。その時期は、日銀短観で設備不足状態が確認されており、すでに復調の兆しが見られる非製造業で足元 10~12 月期から、製造業でも遅くとも欧米景気の回復が見込まれる 2024 年後半だと予想する。

⁷ 前期の除却率（2.92%）を用いて試算すると、4~6 月期の前年同期比+0.50%から 7~9 月期は+0.46%へ鈍化した模様。

⁸ 2023 年 8 月 29 日付「日本経済情報 2023 年 8 月号 2025 年度までの経済見通し〜デフレ局面に終止符」P7 参照。

<https://www.itochu-research.com/ia/report/2023/2406/>

金利上昇は設備・住宅投資に逆風

日銀は未だ金利の正常化、マイナス金利の解除に慎重な姿勢を続けているが、2024年は金利上昇が本格化する年になろう。12月18～19日の金融政策決定会合でも、日銀は現行の短期政策金利（日銀当座預金金利）を▲0.1%、長期金利（10年国債利回り）をゼロ%前後かつ上限1.0%を目途とする現行の長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）を維持した。植田総裁は、その理由として「賃金と物価の好循環をなお見極める必要がある」とし、2%の物価目標達成に未だ確信が持てないことを挙げている。

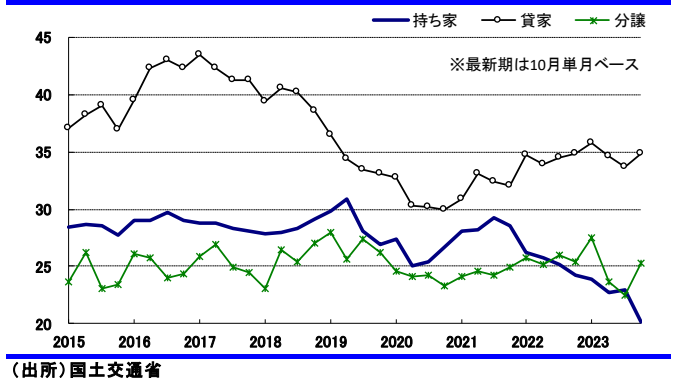
さらに、次回1月の決定会合までの間に「新しいデータはそんなに多くない」とし、1月の金融政策修正の可能性が低いと受け取れる発言をしている。日銀は、これまで何度も示唆してきた通り、来春闘で賃金の上昇が継続・加速することを確認すると同時に、人件費の上昇が特にサービス価格に順調に転嫁されることを見極めたいと、現行の金融緩和政策を出口に向けて修正するのであろう。そして当社は、その時期を、日銀が「経済・物価情勢の展望（展望レポート）」の予測期間を2026年度まで延長する2024年4月だと予想する。

その後も日銀は、政策金利を2%の物価上昇に相応しい水準、つまり2%以上を目指して引き上げていくことになるが、2016年1月から8年以上も続いたマイナス金利からプラス金利への転換であり、1999年から25年も続いた超低金利（ゼロ金利）時代からの脱却である。そのため、金融市場や景気への影響を考慮し慎重に金利水準を引き上げていくこととなろう。そのペースについて当社は、2024年末時点で無担保コール翌日物が0.1%程度、長期金利（10年国債利回り）は1.3%程度と予想する。

仮にそうなれば、長期金利は、現状の0.6%台から0.7%Pt近く上昇することになり、設備投資や住宅投資の逆風となろう。前出のストック調整モデルによると、長期金利が0.7%Pt上昇すると設備投資は3%程度押し下げられる。一方で、2024年の実質GDP成長率は1%強、企業利益は前年比+10%程度の増益が見込まれるため、それぞれ設備投資を0.9%程度、1.2%程度、合わせて2.1%程度押し上げる。これだけでは金利上昇による落ち込みをカバーできないが、これまで見た通り企業は投資不足状態の中で積極的な投資計画を維持しているため、少なくとも2024年中は金利上昇という逆風を受けながらも、企業は遅れを取り戻すべく設備投資の拡大を続けよう。

住宅投資は、すでに資材や建設コストの上昇により、特に「持ち家」で着工件数の減少傾向が堅調である（右図）。また、今後の金利上昇が見込まれるため、「貸家」は駆け込み的な一時的増加を経て減少、「分譲」も将来の販売減を見込んで着工が控えられよう。住宅着工全体では、2022年の85.8万戸から2023年は82.5万戸に減少したとみられるが、2024年はさらに78.9万戸まで減少すると予想する。

住宅着工戸数の推移（季節調整値、年率、万戸）



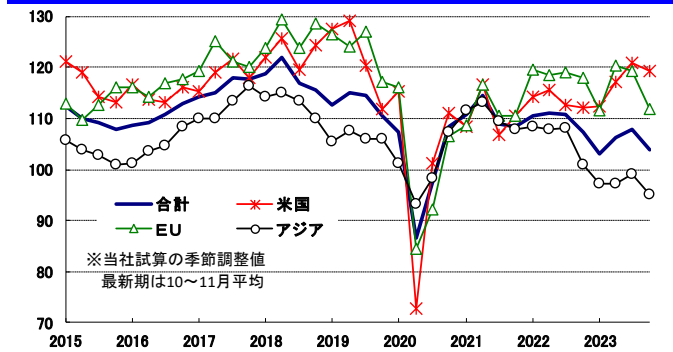
財輸出は年後半に再加速

そのほか、輸出の先行きを占う意味で、海外景気の影響にも留意が必要であろう。日本の主な輸出先の2024年の景気を見通すと、全体の15.8%（2022年）を占めるASEANはインフレが緩和し堅調な景気拡大が

期待できるが、中国（含む香港、2022年シェア23.8%）は緩やかな回復にとどまり⁹、米国（シェア18.6%）は年前半にかけて減速し、持ち直すのは年後半になるとみられ¹⁰、EU（9.5%）も年前半に下げ止まり後半に復調する程度の回復力となりそうである¹¹。

こうした景気動向に影響を受けやすい財の輸出は、春から秋口にかけて、半導体不足の緩和による自動車生産の回復や好調な米国景気により増加が続いていたが、10月以降は落ち込んでいる。財輸出の代表的な指標である通関輸出数量指数（当社試算の季節調整値）は（右図）、4～6月期に前期比+3.3%、7～9月期は+1.5%と増加が続いたあと、10～11月平均は7～9月を3.8%下回っている。10～11月の状況を仕向け地別に見ると、米国向けは7～9月を1.3%下回り頭打ちの兆し、EU向けは6.3%も下回る大幅減、アジア向けも4.0%下回っている。アジア向けのうち、中国向けは1.3%下回るにとどまったが、年初から水準を大きく落としており¹²、その低迷が年初来のアジア向け輸出不振の主因となっている。

仕向け地別輸出数量指数の推移（季節調整値、2015年=100）



（出所）財務省

こうした現状や、今後の主要地域の経済動向を踏まると、今後の財の輸出は、2024年前半においては欧米景気の減速・停滞により弱含んで推移し、年後半に欧米向けの回復により増勢を強めると予想される。

景気拡大を持続し物価上昇と金利のある「普通の経済」へ

以上を踏まえ、2024年の日本経済を展望すると、年前半は、欧米景気の減速・停滞により財の輸出が伸び悩むものの、物価上昇の鈍化と賃金上昇の加速、それに伴うマインド改善により個人消費が増勢を強め、設備投資も積極的な計画が実行に移されることから、これら国内需要の両輪が景気拡大に貢献しよう。住宅投資も金利の本格的上昇を前にした駆け込み的な動きにより減少に一旦歯止めが掛かり、インバウンド需要は一貫して景気を押し上げよう。

年後半は、春闘の高い賃上げ率が徐々に賃金に反映される一方で、物価上昇は一段と弱まることから、個人消費は堅調さを増していこう。ただ、リベンジ消費は一巡し、拡大ペースはやや鈍化するとみられる。設備投資も拡大は続くものの、金利の上昇とと

日本経済の推移と予測（暦年）

| 前年比,%,%Pt | 2021 実績 | 2022 実績 | 2023 見込み | 2024 予想 | 2025 予想 |
|-----------|------------|------------|-------------|------------|------------|
| 実質GDP | 2.6 | 1.0 | 1.9 | 1.3 | 1.0 |
| 国内需要 | 1.6 | 1.5 | 1.1 | 1.2 | 0.6 |
| 民間需要 | 1.3 | 2.2 | 1.1 | 1.6 | 0.7 |
| 個人消費 | 0.8 | 2.2 | 1.0 | 1.4 | 1.1 |
| 住宅投資 | ▲0.3 | ▲3.5 | 0.7 | ▲2.5 | ▲3.1 |
| 設備投資 | 0.5 | 1.9 | 1.6 | 3.0 | ▲0.6 |
| 在庫投資（寄与度） | (0.5) | (0.3) | (0.0) | (0.0) | (0.1) |
| 政府消費 | 3.4 | 1.7 | 1.0 | 0.8 | 0.8 |
| 公共投資 | ▲1.8 | ▲9.6 | 1.9 | ▲3.1 | ▲1.5 |
| 純輸出（寄与度） | (1.1) | (▲0.5) | (0.6) | (0.1) | (0.3) |
| 輸出 | 11.9 | 5.3 | 1.6 | 2.5 | 5.2 |
| 輸入 | 5.1 | 7.9 | ▲1.7 | 2.2 | 3.7 |
| 名目GDP | 2.6 | 1.3 | 5.9 | 3.5 | 1.8 |

（出所）内閣府ほか、予想部分は当研究所による。

⁹ 詳細は、2023年12月18日付 Economic Monitor「中国経済：2023年の回顧と2024年の展望（改定見通し）」参照。

<https://www.itochu-research.com/ja/report/2023/2494/>

¹⁰ 詳細は、2023年12月22日付 Economic Monitor「米国経済：インフレ懸念和らぎ、FRBの景気重視強まる（改定見通し）」参照。<https://www.itochu-research.com/ja/report/2023/2497/>

¹¹ 詳細は、2023年12月25日付 Economic Monitor「欧州経済：24年は後半に緩やかな回復が期待も通年で低成長に留まる（改定見通し）」参照。<https://www.itochu-research.com/ja/report/2023/2500/>

¹² 11月の輸出数量指数は、中国向けが前年同月比▲9.9%の大幅マイナス、アジア向け全体（▲7.5%）を上回る落ち込み。

もに徐々に増勢は弱まり、住宅投資は減少が加速しよう。しかしながら、この頃には欧米景気が回復、財輸出が復調するとみられ、景気は牽引役を国内民間需要から輸出にシフトしつつ、拡大基調を維持するとみられる。

人手不足の解消が容易ではない中で景気の拡大が続くことから賃金の上昇が続き、企業は人件費の増加を価格に転嫁する動きを継続、賃金上昇と安定した物価上昇という好循環は維持される。つまり、念願の「デフレからの完全脱却」を実現し、それを受けてマイナス金利が解除され、金融政策の正常化が進む。言い換えると、今後は物価の上昇が続き、金利もある「普通の経済」になり、企業は金利や賃金の上昇に耐えられるよう、適切な価格設定や労働生産性の向上によって仕入れコストや人件費の上昇を吸収し、利益を確保しないと生き残れない。

日本が目指す消費者物価の上昇率は2%であるが、前回、物価が2%上昇していた時代となると、1992年頃まで遡る必要がある。その頃の賃金上昇率は3~4%、長期金利は5%だった。すぐにそうなるわけではないが、そのような世界を目指している以上、この「普通の経済」にできるだけ早く対応できるよう、企業はビジネスモデルやコスト構造の再点検、本当の意味での事業のリストラクチャリング、投資による生産性の改善が求められ、個人にとっては労働生産性を高めるスキルアップやインフレ負けしない資産構成が課題となる、2024年はそういう一年となろう。

参考：日本経済の推移と予測（年度）

| 前年比,%,%Pt | 2021 実績 | 2022 実績 | 2023 予想 | 2024 予想 | 2025 予想 |
|-------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 実質GDP | 2.8 | 1.5 | 1.4 | 1.4 | 0.8 |
| 国内需要 | 2.0 | 2.0 | 0.5 | 1.5 | 0.5 |
| 民間需要 | 2.3 | 2.7 | 0.3 | 2.0 | 0.6 |
| 個人消費 | 1.8 | 2.7 | 0.3 | 1.5 | 1.2 |
| 住宅投資 | 0.1 | ▲3.4 | 0.7 | ▲2.8 | ▲3.2 |
| 設備投資 | 1.7 | 3.4 | 0.4 | 3.2 | ▲1.0 |
| 在庫投資(寄与度) | (0.5) | (0.1) | (▲0.1) | (0.2) | (0.1) |
| 政府消費 | 3.2 | 1.4 | 0.8 | 0.8 | 0.8 |
| 公共投資 | ▲6.5 | ▲6.1 | 1.0 | ▲2.6 | ▲2.1 |
| 純輸出(寄与度) | (0.9) | (▲0.4) | (1.0) | (▲0.1) | (0.2) |
| 輸出 | 12.4 | 4.7 | 1.6 | 3.5 | 4.3 |
| 輸入 | 7.1 | 7.1 | ▲3.3 | 4.1 | 3.2 |
| 名目GDP | 2.7 | 2.3 | 5.7 | 3.1 | 1.8 |
| 鉱工業生産 | 5.4 | ▲0.2 | ▲0.8 | 3.1 | 1.4 |
| 失業率(%、平均) | 2.8 | 2.6 | 2.6 | 2.3 | 2.2 |
| 経常収支(兆円) | 20.1 | 8.3 | 25.6 | 21.7 | 19.2 |
| 消費者物価(除く生鮮) | 0.1 | 3.0 | 2.9 | 2.0 | 1.9 |

(出所)内閣府ほか、予想部分は伊藤忠総研による。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、伊藤忠総研が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠商事ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。