

# 日本経済情報 2024年2月号

## Summary

### 【内容】

2期連続マイナス成長も  
後退局面にあらず

1月も景気停滞続く

足元の個人消費は伸び  
悩み

今後は物価鈍化と賃金  
上昇で消費回復へ

インバウンド需要は拡大  
傾向を維持

財の輸出は横ばい

設備投資は復調の兆し

景気は回復基調を取り  
戻しデフレ脱却へ

4月マイナス金利解除の  
予想を維持

トピックス)日独 GDP 逆  
転

### 景気は後退局面にあらず、4月にマイナス金利解除(改定見通し)

昨年10~12月期の実質GDP成長率は予想に反し2四半期連続の前期比マイナスとなったが、欧米の「テクニカル・リセッション」という考え方は日本では採用されていない。景気の基調を示す景気動向指数CI一致指数は少なくとも景気後退局面入りの可能性を示唆していない。

ただ、1月の経済指標も景気停滞を示すものが少なくない。12月に改善を見せていた景気ウオッチャー調査は、能登半島地震の影響もあり1月に再び悪化。個人消費関連指標も、1月は伸び悩んでいる。

一方で、消費者マインドは物価上昇の鈍化を受けて改善しつつある。今後の物価は、サービス分野で上昇が見込まれるが、財の価格上昇は一段と弱まり、さらに落ち着きを見せよう。さらに、今年の春闘賃上げ率は中小企業を含め昨年を上回るとみられ、賃金の上昇加速が期待される。そうなれば実質賃金は4~6月期にも前年比プラスに転じ、マインド改善と相まって個人消費の回復を後押ししよう。

インバウンド需要は1月も高水準を維持し、今後はペースを落としつつも拡大を続けよう。ただ、財の輸出は横ばいにとどまっており、輸出全体が景気押し上げに寄与するのは海外景気の復調が見込まれる今年半ば以降となろう。

設備投資は、機械受注が非製造業で回復、先行きは製造業の回復を示唆しており、建設投資も着工ベースでは回復しつつある。これら先行指標の動きを踏まえれば、今後の設備投資は、まず非製造業の機械投資中心に持ち直し、徐々に製造業や建設投資が回復していく姿が見込まれる。

以上を踏まえると、今後は個人消費や設備投資が回復に向かい、2023年度の実質GDP成長率は前年比+1.3%で着地、2024年度は+1.5%に伸びを高めよう。その結果、0.7%程度と試算される潜在成長率を大きく上回る状況が続き、2024年度初めには需給ギャップが解消、日本経済がデフレから完全に脱却する素地が需給面からも整うことになる。

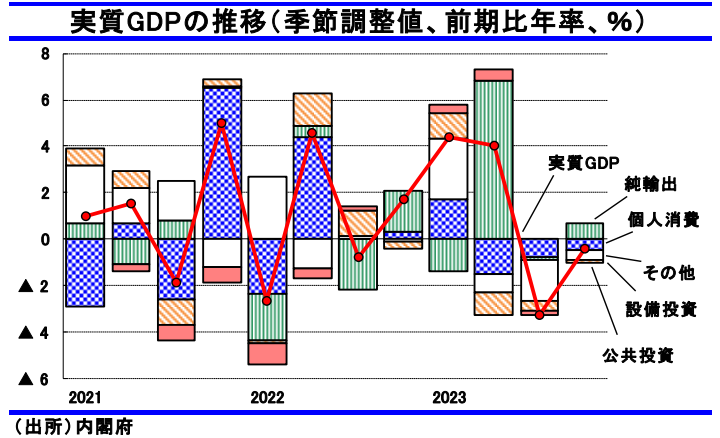
こうした経済情勢を前提に、日銀は賃金上昇のサービス価格への着実な転嫁や春闘の結果を確認し、4月にマイナス金利の解除とYCCの撤廃に踏み切るという予想を維持する。

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

## 2 期連続マイナス成長も後退局面にあらず

2月15日に発表された2023年10～12月期の実質GDP成長率（1次速報値）は、前期比▲0.1%（年率▲0.4%）と小幅ながらもマイナス成長となり、大方の予想を下回った（右図）。3四半期ぶりの増加が期待された個人消費が前期比▲0.5%と減少、設備投資（前期比▲0.1%）や住宅投資（▲1.0%）、公共投資（▲0.7%）も減少するなど、内需の落ち込みが足を引っ張った。実質GDPの前期比マイナス成長は2四半期連続であり、日本経済は2023年後半に停滞していたことを示した。



2四半期連続のマイナス成長は、欧米では「テクニカル・リセッション」とされ、景気が後退局面に入ったサインと捉えられるが、日本では、そうした考え方は採用されていない。確かに、2018年10月を「景気の山」として始まった前回の後退局面においては、それに先立つ2018年7～9月期に実質GDP成長率が前期比でマイナスに転じ（年率▲2.2%）、10～12月期もマイナスが続いており（年率▲0.5%）、景気後退局面入りのサインとして有効な時もあった。しかしながら、例えば2010年10～12月期から2011年4～6月期にかけて3四半期連続でマイナス成長だった際は、政策効果の剥落という外的な需要減が主因で影響が限定的だったことや、輸出や設備投資の拡大により下支えされていたことから、停滞局面という評価にとどまり、景気後退とは認定されなかった<sup>1</sup>。そのほか、2005年10～12月期から2006年1～3月期にかけてや、2004年1～3月期から4～6月期など、2四半期連続のマイナス成長が景気後退とされなかった例は少なくない。

日本における景気の基調判断では、実質GDP成長率よりも景気動向指数CI一致指数の動きが参考になる（右図）。これまでの景気後退局面においては、CI一致指数が明確かつ継続的に下降しているが、今回の2四半期連続マイナス成長の期間（2023年7～9月期～10～12月期）においては、緩やかながらも上昇傾向を維持しており、景気後退局面に入ったとは判断できない。



なお、東日本大震災の発生に伴い景気が冷え込んだ

2011年3月以降や、消費増税に伴い景気が落ち込んだ2014年4月以降からの数か月など、過去においてCI一致指数が短期的に低下する場面もあったが、一時的であったため、その期間が後退局面と認定されることはなかった<sup>2</sup>。かように、景気後退局面入りかどうかの判断は、その落ち込みが一時的

<sup>1</sup> 詳しくは、2011年1月27日付「日本経済情報2011年1月号」参照。

[https://www.itochu.co.jp/ja/files/20110127\\_JP.pdf](https://www.itochu.co.jp/ja/files/20110127_JP.pdf)

<sup>2</sup> 2014年のケースについては、大きく低下した後、しばらく横ばいで推移し、再び低下傾向となっているため、「後退局面ではない」という評価に対して賛否両論あった。

なものではないか、幅広い分野で落ち込んでいるのか、近い将来に回復の見込みはないのか、など総合的な評価が必要とされる。単に2四半期連続マイナス成長というだけで後退局面入りとするのは安直かつ景気復調の芽を摘みかねない無責任な判断であろう。

## 日本の戦後の景気循環

	通称	谷	山	谷	期間(月)		
					拡張	後退	全循環
第1循環			51年6月	51年10月		4	
第2循環		51年10月	54年1月	54年11月	27	10	37
第3循環	神武景気	54年11月	57年6月	58年6月	31	12	43
第4循環	岩戸景気	58年6月	61年12月	62年10月	42	10	52
第5循環	(ポスト岩戸景気)	62年10月	64年10月	65年10月	24	12	36
第6循環	いざなぎ景気	65年10月	70年7月	71年12月	57	17	74
第7循環		71年12月	73年11月	75年3月	23	16	39
第8循環		75年3月	77年1月	77年10月	22	9	31
第9循環		77年10月	80年2月	83年2月	28	36	64
第10循環	(ハイテク景気)	83年2月	85年6月	86年11月	28	17	45
第11循環	平成景気(バブル景気)	86年11月	91年2月	93年10月	51	32	83
第12循環		93年10月	97年5月	99年1月	43	20	63
第13循環	(IT景気)	99年1月	00年11月	02年1月	22	14	36
第14循環	(いざなぎ景気)	02年1月	08年2月	09年3月	73	13	86
第15循環		09年3月	12年3月	12年11月	36	8	44
第16循環		12年11月	18年10月	20年5月	71	19	90
第17循環		20年5月			43		
平均(除く17循環)					38.5	16.3	54.9

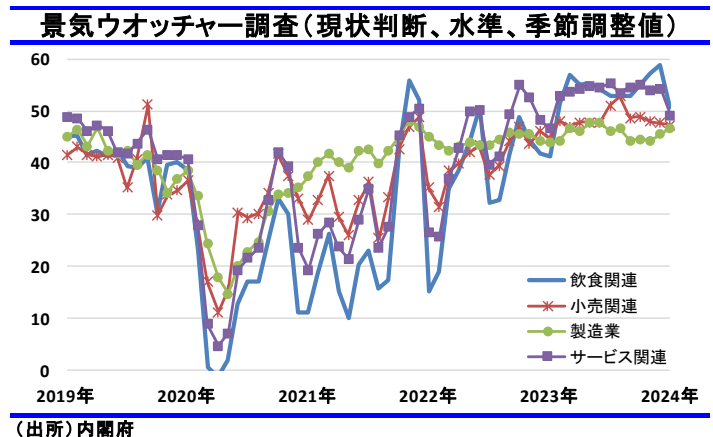
(注) 通称の( )書きは俗称。平均は第2~15循環。(資料)内閣府ホームページ

### 1月も景気停滞続く

ただ、1月の景気も停滞感を払拭できない状況にある。元日の夕方に発生した能登半島地震は震源近くを中心に甚大な被害をもたらしたが、直接的な影響はGDPシェア0.8%の石川県内に概ね限定され、サプライチェーンを通じた他地域への影響も現時点では限られるようである。ただ、消費者マインドの悪化や北陸三県の観光地への旅行客減少など、間接的な影響が一部で確認されている。

景気ウォッチャー調査でも、景気の現状判断DI(水準、季節調整値)が12月に50.0へ改善<sup>3</sup>、3ヵ月ぶりに50台を回復していたところから、1月は48.5へ悪化した。地域別の内訳を見ると、北陸(12月46.7→1月37.9、前月差▲8.8)の落ち込みが北陸以外の平均(50.7→48.6、▲2.1)を大きく上回っており、震災の影響が見て取れる。

分野別の内訳を見ると、「企業動向関連」(12月49.1→49.5)は改善が続いたものの、「家計動向関連」(50.0→47.9)が悪化した。うち、12月まで4ヵ月連続で改善していた「飲食関連」が大幅に悪化(12月58.9→1月50.7)、高水準を維持していた「サービス関連」(54.3→49.1)は1年ぶりに50を割り込んだ(右図)。「小売関連」は3ヵ月連続



<sup>3</sup> 1月分発表と同時に年に1度の季節調整替えがあり、2023年12月以前の実績が修正されている。

で悪化（47.7→47.2）した。その一方で、「企業動向関連」では「製造業」（45.5→46.7）、「非製造業」（51.8→52.0）とも改善が続いた。

今後については、先行き判断 DI（方向性、季節調整値）が北陸（12月 52.6→1月 47.9）と沖縄（62.1→58.0）を除く全地域で上昇、全国では 52.5 と 50 を超えている。1月の悪化が北陸地域中心であること、全体として先行きの改善が期待されていることから、景気の回復基調は維持されているとみて良いだろう。

## 足元の個人消費は伸び悩み

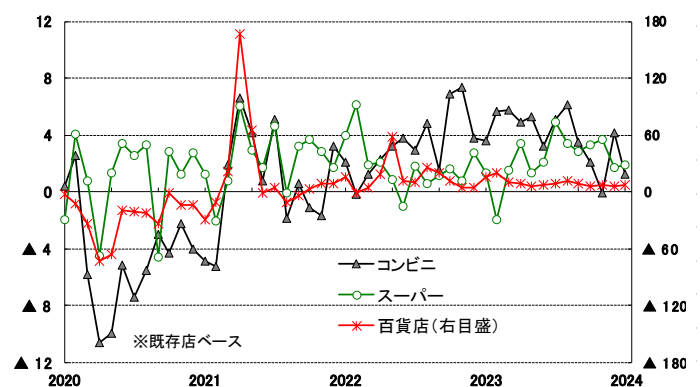
現時点で確認できる主要業態の1月の販売動向で個人消費の動きを確認すると、コンビニ売上高（既存店）は12月の前年同月比+4.2%から+1.2%へ伸びを縮小した（右図）。内訳をみると、来客数は前年同月比+1.7%と12月の+2.7%から鈍化、客単価も▲0.4%と12月の+1.5%からマイナスに転じた。正月休暇中の帰省や旅行の人出は堅調だったものの、その後は伸び悩んだほか、プレミアム付き地域商品券のプラス寄与が剥落した模様である。

1月のスーパー売上高（既存店）は、12月の前年同月比+1.7%から+1.9%へ伸びが高まった。ただ、主力の「食料品」（12月前年同月比+2.4%→1月+3.5%）の伸びの高まりは価格上昇によるところが大きく<sup>4</sup>、衣料品（▲8.8%→▲3.0%）は前年比マイナス幅は縮小したものの気温の高さにより冬物が苦戦するなど、総じて振るわなかった。

1月の百貨店売上高（店舗数調整済）は、12月の前年同月比+5.4%から+7.1%へ伸びを高めた。「衣料品」（12月前年同月比+7.2%→1月+5.3%）は気温が高かった影響を受けて冬物を中心に伸び悩んだが、「雑貨」（12月+9.4%→1月+11.8%）のプラス幅が拡大、「食料品」（12月▲0.7%→1月+3.2%）は初売りの好調や土産需要の増加などから2か月ぶりにプラスに転じた。

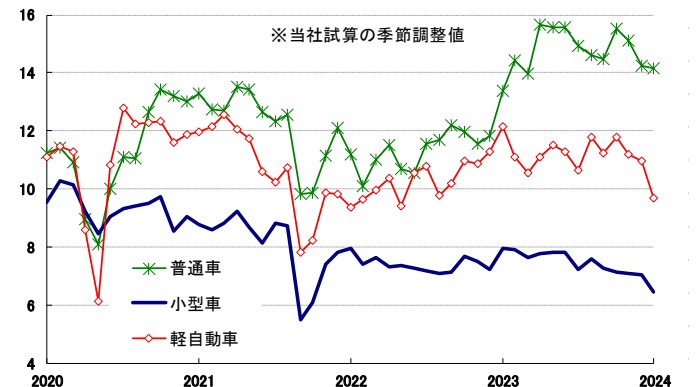
1月の乗用車販売台数（新車）は、12月の前年同月比+6.1%から▲10.8%と17か月ぶりにマイナスに転じた。季節調整値（当社試算）の前月比では、1月は▲6.0%と12月の▲3.5%からマイナス幅を拡大、年率換算では363万台と2022年11月（359万台）以来の低水準となった。内訳をみると（右図）、一部自動車メーカーの生産・出荷停止の影響を受けて軽自動車（12月前月比▲2.1%→1月▲11.4%）や小型車（12月前月比▲0.7%→1月▲8.7%）が大幅に減少した。

業態別の小売売上高の推移（既存店、前年同期比、%）



（出所）日本百貨店協会、日本フランチャイズチェーン協会、日本チェーンストア協会

新車販売台数の推移（乗用車、季節調整値、万台）



（出所）日本自動車工業会、全国軽自動車協会連合会

<sup>4</sup> 消費者物価の「食料（外食を除く）」は、2023年12月の前年同月比+7.4%から2024年1月は+6.1%へ鈍化したが、未だ伸びは高く、日本チェーンストア協会によると購入点数は減少したとのことである。



1月の外食売上高（全店ベース）は、12月の前年同月比+11.0%から+9.6%へ伸びが鈍化した（右図）。好天が多く客足は悪くなかったが、能登半島地震を受けたキャンセルが居酒屋などに見られ、来客数は12月の+5.3%から1月は+5.2%へ小幅に伸びが鈍化した。客単価も12月の+5.4%から1月は+4.2%へ伸びが鈍化した。物価上昇は落ち着きつつあるが、未だ節約志向が根強く残っているようである。業態別にみると、パブレストラン・居酒屋（12月+18.2%→1月+10.1%）、ディナーレストラン（12月+13.9%→1月+12.0%）、ファミリーレストラン（12月+12.4%→1月+10.7%）、ファーストフード（12月+9.5%→1月+8.9%）のいずれも伸びが鈍化した。

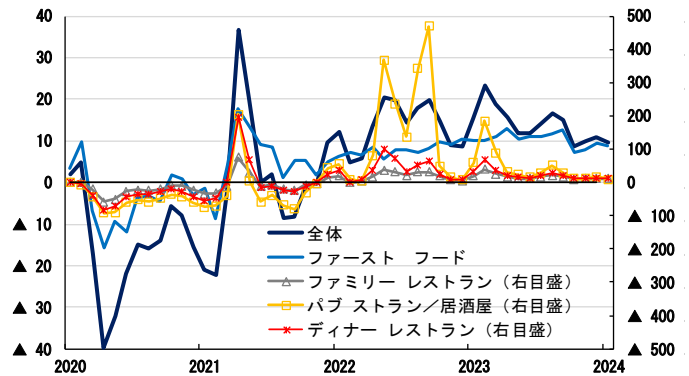
## 今後は物価鈍化と賃金上昇で消費回復へ

前述の通り、2023年10～12月期の個人消費は、旅行などサービス消費の落ち込みにより前期比で減少が続き、1月も総じて冴えない動きとなったが、物価上昇の鈍化により消費者マインドは改善しており、今後の個人消費は回復が期待できそうである。

代表的な消費者マインドの指標である消費者態度指数（総世帯）は、1月に37.3と12月（36.7）から0.6Pt上昇し、2021年12月（38.9）以来の高水準となった（右図）。内訳をみると、「暮らし向き」や「収入の増え方」「雇用環境」の全ての要素で改善しており、うち「暮らし向き」は2か月連続で改善幅が最も大きい。この「暮らし向き」は、同じ調査の「物価見通し」と逆相関の傾向があり、物価上昇率の鈍化が生活環境（暮らし向き）の改善期待を通じて消費者マインドの改善につながったとみられる。

このように消費者マインドを大きく左右する物価動向については、上昇率のピークアウトが明確となっている（右図）。全国消費者物価（総合）は、2024年1月に前年同月比+2.2%となり、2023年12月（+2.6%）から伸びを縮小、2022年4月以来の伸びの低さとなった。食料工業製品で値上げの動きが落ち着いたらほか、宿泊料<sup>5</sup>では前年に上昇が加速した反動によりプラス寄与を縮小、固定電話通信料は料金体系の変更により値下がりした。

外食売上高の推移（前年同月比、%）

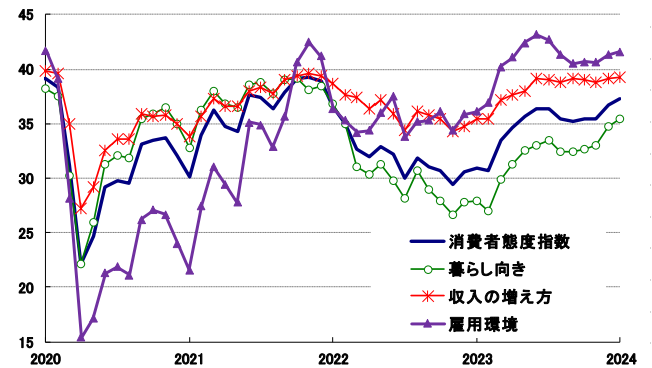


（出所）日本フードサービス協会の公表値から伊藤忠総研にて試算

ファミリーレストラン（12月+12.4%→1月+10.7%）、ファーストフード（12月+9.5%→1月+8.9%）

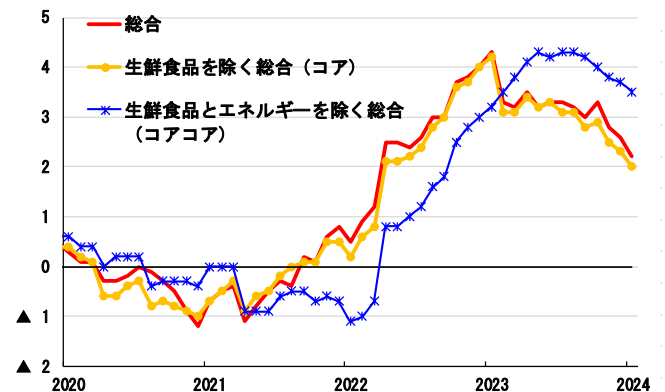
のいずれも伸びが鈍化した。

消費者態度指数（総世帯）



（出所）内閣府

全国消費者物価（前年同月比、%）



（出所）総務省

<sup>5</sup> 2023年1月に全国旅行支援の割引額が半減されたため、宿泊料が値上がりした。

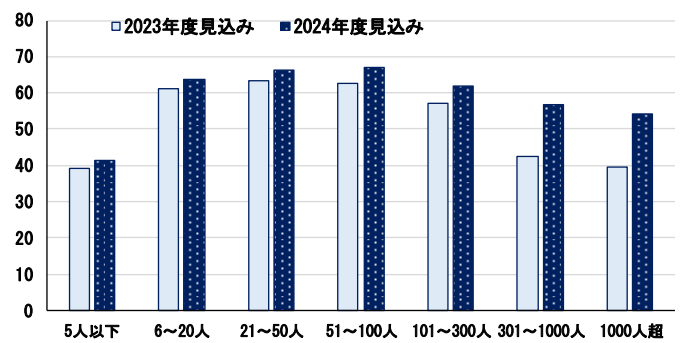
今後は、食料工業製品などの財で価格転嫁の動きが弱まる一方で、賃金上昇を背景にサービス分野では値上げの動きが広がると見込まれる。それでも、2024年通年でみれば、財価格の上昇鈍化がサービスの上昇加速を上回り、生鮮食品を除く総合（コア）は前年比+1.9%と2023年（+2.8%）から鈍化すると予想する。物価上昇の鈍化は、消費者マインドのさらなる改善につながり、個人消費の回復を後押ししよう。

さらに、賃金の上昇加速も期待できる。今年の春季労使交渉では、日本労働組合総連合会（連合）が賃上げ率「5%以上」と昨年の「5%程度」を上回る目標を掲げ、これを受けて各産業や企業別労働組合でも昨年より高い賃上げ率を要求している。また、一部大手自動車メーカーでは、3月中旬の集中回答日を前に早期に満額回答を示す動きも出ており、ホンダは1989年以来最大の賃上げ幅（月2万1,500円）で決着、マツダも組合要求（月1万6,000円）への満額回答を示すなど、企業の積極的な賃上げ姿勢がみられる。

さらに、人手不足がより深刻なサービス産業では、人材確保のためにパート従業員にも賃上げの動きが広がっている。イオンの総合スーパーを運営するイオンリテールでは、パート従業員の時給を昨年の7.00%を上回る7.02%引き上げることで決着、同社の正社員の平均6.39%を上回る上昇率となった。

中小企業でも賃上げの動きが期待できるだろう。帝国データバンクが2月に公表した「2024年度の賃金動向に関する企業の意識調査」<sup>6</sup>によると、2024年度に賃金改善の予定がある企業は全体の59.7%と前年の56.5%から上昇し、調査開始の2007年以降最高水準となった。従業員人数別にみると、全ての企業規模で上昇しており（右図）、このうち「6~20人」「21~50人」「51~100人」「101~300人」の企業では60%超と全体の59.7%を上回っている。また、賃金を改善する理由として75.3%が「労働力の定着・確保」を挙げており、中小企業では深刻な人手不足を主因に賃上げが行われる見込みである。

従業員別の賃金改善実施割合（%）



（出所）帝国データバンク「2024年度の賃金動向に関する企業の意識調査」

以上を踏まえ、当社は春闘賃上げ率が昨年の+3.6%から今年は+4.1%へ高まり、所定内給与は2024年度平均で前年比+2.4%程度まで上昇、残業代やボーナスを含めた賃金総額は3%程度まで伸びを高めるとの従来予想を維持する。一方で、物価上昇率は前述の通り前年比+1.9%へ鈍化し、その結果、物価変動の影響を除いた実質賃金は2024年度前半にプラスに転じると予想する。

GDPベースの実質個人消費の動きを見通すと、2024年1~3月期は、一部大手自動車メーカーでの生産停止によるマイナスの影響が出るものの、物価上昇率の鈍化により消費者マインドが改善してい

<sup>6</sup> 調査は2024年1月18日から31日の間に実施。調査対象は全国2万7,308社、有効回答企業数は1万1,431社。このうち、大企業は1,722社と全体の15.1%に対して、中小企業は9,709社と84.9%を占め（うち小規模企業は3,865社）、中小企業の賃上げ動向も把握できる。

るため、前期比でプラスに転じ、4～6月期以降は実質賃金がプラスに転化、消費者マインドの改善が継続、個人消費の回復が続くと予想する。

## インバウンド需要は拡大傾向を維持

インバウンド需要は高水準を維持している。2024年1月の訪日外国人数は268.8万人となり、2023年12月の273.4万人から若干減少したものの、コロナ前2019年の同月の水準を2ヵ月連続で上回った（右図）。

懸念された能登半島地震の影響は一部に見られたものの、韓国や台湾、米国、豪州、シンガポール、インドネシア、フィリピンなど10地域で1月として過去最高を記録しており、大部分をカバーした模様である。

引き続き韓国（85.7万人）が全体の31.9%を占め最多、以下、台湾（49.2万人）の18.3%、中国本土（41.6万人）の15.5%、香港（18.6万人）の6.9%と続き、これら東アジアで72.6%に達している。次いで米国（13.2万人）、豪州（10.4万人）と続き、ASEAN主要6か国<sup>7</sup>の合計も30.0万人（シェア11.1%）と存在感を維持している。

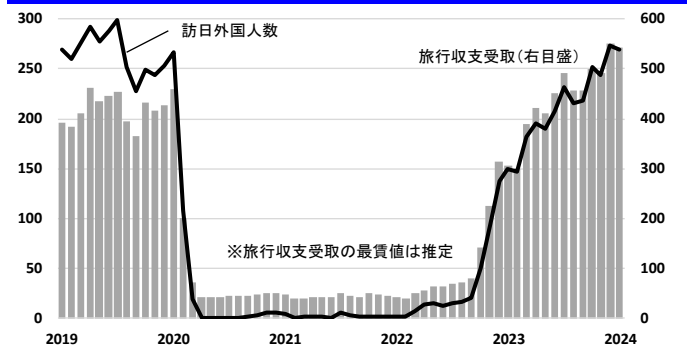
訪日外国人による支出（旅行収支受取＝インバウンド需要）は、1月の訪日外国人数を踏まえると5,400億円程度、12月（5,512億円）に続いて5,000億円を超えた模様である。10～12月期は月平均5,139億円につき、1月の水準を維持できれば、1～3月期もインバウンド需要は前期比で拡大、GDP成長率を押し上げることになる。

## 財の輸出は横ばい

財（モノ）の輸出も、1月は昨年終盤の水準を維持した模様である。通関輸出数量指数で財輸出の動向を見ると、1月は前月比▲2.2%となり、2ヵ月ぶりに減少した（当社試算の季節調整値）。ただ、12月に前月比+5.4%と大幅に増加した反動減という部分もあり、1月の水準は10～12月から横ばいにとどまっている（右図）。

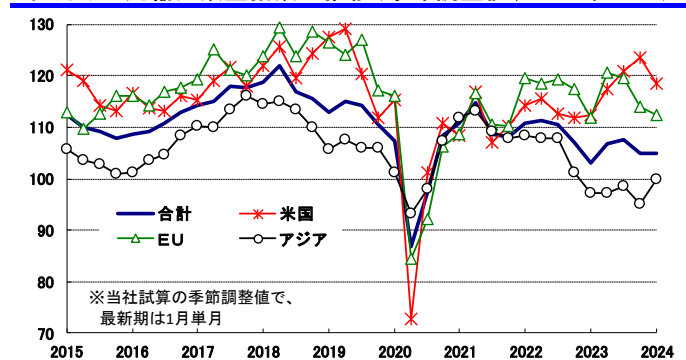
主な仕向け地別に見ると、堅調な拡大が続いていた米国向けは1月の水準が10～12月平均を4.2%も下回り、景気の低迷が続くEU向けは減少傾向が続いた（10～12月期前期比▲4.8%→1月の10～12月比▲1.3%）が、アジア向け（▲3.5%→+5.0%）の増加が欧米向けの落ち込みをカバーした形となっている。ただ、アジア向けは中国向け（▲0.3%→+11.9%）を中心に春節前の駆け込み的な輸出増

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

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

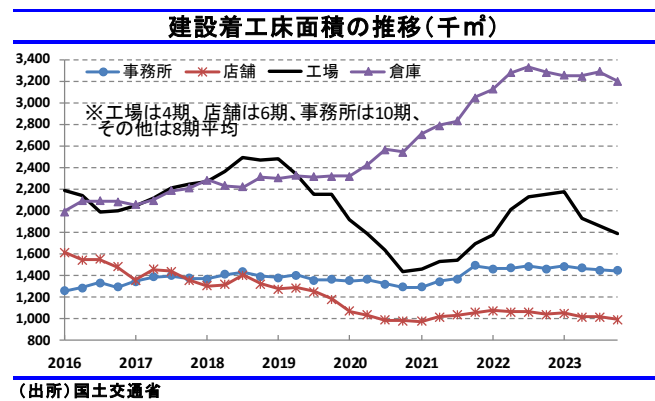
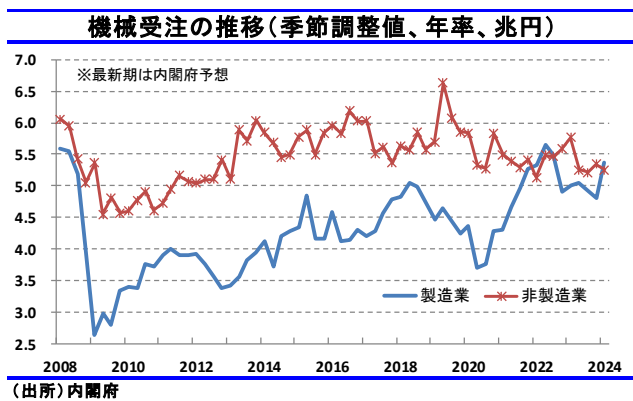
<sup>7</sup> シンガポール、インドネシア、タイ、マレーシア、フィリピン、ベトナムの合計。

によって押し上げられた部分大きいとみられる点に留意が必要であろう。

また、主な財の動向を見ると、減少傾向にあった鉄鋼（12月前月比▲1.9%→1月+8.1%）が持ち直した一方で、前月大幅に増加した自動車（+7.2%→▲8.0%）が落ち込んだ。そのほか、自動車部品（+0.8%→▲0.5%）は概ね横ばい推移が続き、半導体（IC、▲11.1%→+0.6%）は下げ止まった。

## 設備投資は復調の兆し

設備投資は、うち機械投資によく復調の兆しが見え始めた。機械投資の先行指標である機械受注は、2023年12月に前月比+2.7%と2ヵ月ぶりに増加、10~12月期は前期比▲1.0%へマイナス幅を縮小した（7~9月期は▲1.8%）。さらに、内閣府の予想によると2024年1~3月期は前期比+4.6%と4四半期ぶりの増加が見込まれている。業種別にみると（下左図）、製造業からの受注が10~12月期は前期比▲2.3%と2四半期連続で減少したが、1~3月期は+11.7%もの大幅増加が見込まれている。非製造業からの受注は、10~12月期に前期比+2.5%と3四半期ぶりの増加に転じ、1~3月期は▲1.8%と減少が見込まれているが、10~12月の増加の範囲にとどまっているため、持ち直し傾向が続くという評価が妥当であろう。



建設投資にも復調の兆しが見られる。先行指標の建設着工床面積は、12月に前年同月比+0.8%と小幅プラス、10~12月期でも前年同期比+7.2%と5四半期ぶりのプラスに転じた。「工場」（7~9月期前年同期比▲14.5%→10~12月期▲12.2%）はマイナス幅が若干縮小することどまったが、「店舗」（▲9.4%→▲0.4%）は大幅に縮小、オフィスビルなどの「事務所」（▲30.1%→+36.7%）や「倉庫」（▲18.8%→+51.6%）は急回復し、全体を押し上げた。ただ、進捗ベースをイメージした移動平均で見ると、いずれも弱含みの推移から脱しておらず、着工の回復が投資拡大につながるには今しばらく時間が必要なようである。

## 景気は回復基調を取り戻しデフレ脱却へ

以上の需要動向を踏まえて、まず、足元1~3月期の景気の状態を見通すと、個人消費は物価上昇の鈍化やマインド改善により4四半期ぶりの前期比プラスに転じ、設備投資も非製造業の機械投資を中心に増加に転じると予想される。輸出は10~12月期の反動で減少が見込まれるが、輸入も落ち込んでいる模様<sup>8</sup>であり、純輸出（輸出-輸入）の実質GDP成長率への寄与度はゼロ前後となる。住宅

<sup>8</sup> 1月の輸入数量指数は当社試算の季節調整値で前月比▲2.1%と3ヵ月連続で減少、1月の水準は10~12月平均を3.1%も下回っている。



投資や公共投資は前期比で減少する可能性があるが、1～3月期の実質 GDP 成長率は個人消費や設備投資の回復により3四半期ぶりの前期比プラス成長となる可能性が高いと予想する。その結果、2023年度の実質 GDP 成長率は前年比+1.3%となり（下表）、内閣府が前期比年率0.7%程度、日銀も前年同期比+0.7%程度と試算する潜在成長率を0.6%Ptほど上回り、2023年1～3月期時点でGDP比0.4～0.5%だったと推計される<sup>9</sup>需給ギャップは解消されることになる。

2024年度は、物価上昇の鈍化と賃金上昇加速を背景に個人消費の回復が続き、輸出も夏場以降は海外経済の復調を背景に増加傾向が定着、こうした状況を背景に設備投資は非製造業から製造業へ徐々に主役を移しながら拡大傾向を維持しよう。

インバウンド需要は、回復が遅れている中国本土からの旅行客に拡大余地がある一方、単価押し上げに貢献してきた円安がピークアウトすると見込まれること、国内の宿泊施設や飲食店の供給余力が人手不足により限られることから、これまでのような急回復は期待できず緩やかな拡大にとどまろう。

その結果、2024年度の実質 GDP 成長率は前年比+1.5%へ高まり、引き続き潜在成長率を上回るため、需給ギャップは需要超過ないしは供給不足の度合いを増していくことになる。すなわち、日本経済がデフレから完全に脱却する素地が需給面からも整うということである。

## 4月マイナス金利解除の予想を維持

こうした経済情勢を前提に、当社は日銀が4月25～26日の金融政策決定会合において、現行のマイナス金利政策と、長期金利の目標水準を設定する形でのイールド・カーブ・コントロール（YCC）を終了するとの予想を維持する。

これまでの総裁発言などを踏まえれば、日銀に2%の物価目標達成を確信させる条件は、足元で懸念が生じている「個人消費の持続的な拡大」が前提となることは言うまでもないが、①今年の春闘で賃上げ率が昨年と同等以上になることと、②人件費の上昇がサービス価格に順調に転嫁されていること、の2点の確認であることに変化はないだろう。

春闘については3月13日の集中回答日に大企業の大勢が判明するため、3月18～19日の金融政策決定会合にもマイナス金利の解除に踏み切るのではないかと、この見方もある。しかしながら、これまでの日銀の慎重な姿勢を踏まえれば、中小企業の賃上げ動向まで見極めたいと考えるのが自然であり、

日本経済の推移と予測（年度）

前年比,%,%Pt	2020 実績	2021 実績	2022 実績	2023 予想	2024 予想	2025 予想
実質GDP	▲3.9	2.8	1.5	1.3	1.5	0.9
国内需要	▲3.2	2.0	2.0	▲0.2	1.3	0.8
民間需要	▲5.4	2.3	2.7	▲0.6	1.7	1.0
個人消費	▲4.8	1.8	2.7	▲0.3	1.1	1.3
住宅投資	▲7.4	0.1	▲3.4	1.0	▲4.0	▲3.6
設備投資	▲5.6	1.7	3.4	▲0.4	4.3	▲0.0
在庫投資(寄与度)	(▲0.2)	(0.5)	(0.1)	(▲0.3)	(0.1)	(0.2)
政府消費	2.7	3.2	1.4	0.5	0.7	0.8
公共投資	4.8	▲6.5	▲6.1	2.6	▲2.0	▲2.9
純輸出(寄与度)	(▲0.7)	(0.8)	(▲0.4)	(1.4)	(0.2)	(0.2)
輸出	▲9.9	12.4	4.7	3.8	4.0	4.4
輸入	▲6.3	7.2	6.9	▲3.3	3.0	3.9
名目GDP	▲3.2	2.7	2.3	5.2	2.9	2.2
鉱工業生産	▲9.5	5.5	▲0.3	▲1.1	2.0	1.7
失業率(%、平均)	2.9	2.8	2.6	2.5	2.3	2.2
経常収支(兆円)	16.9	20.1	8.3	26.2	23.0	22.7
消費者物価(除く生鮮)	▲0.7	0.1	3.0	2.8	1.9	2.0

（出所）内閣府ほか、予想部分は伊藤忠総研による。

<sup>9</sup> 2023年1～3月期の需給ギャップは、内閣府の試算ではGDP比▲0.4%、日銀の試算では▲0.45%。

そのためには少なくとも大企業の結果を受けて中小企業の大勢が決まっていく3月いっぱいまで待つ必要がある。

しかも、4月には「経済・物価情勢の展望（展望レポート）」の予測期間が2026年度まで延長され、より明確に物価の安定が実現される見通しかどうかを示される。足元で景気動向に若干の懸念が生じていること、1月の実績ではサービス価格の上昇が加速している様子はいかががえなかったことも考慮すると、あとわずか1か月で金融政策の変更を決断するのは難しいと思われる。

## トピックス) 日独 GDP 逆転

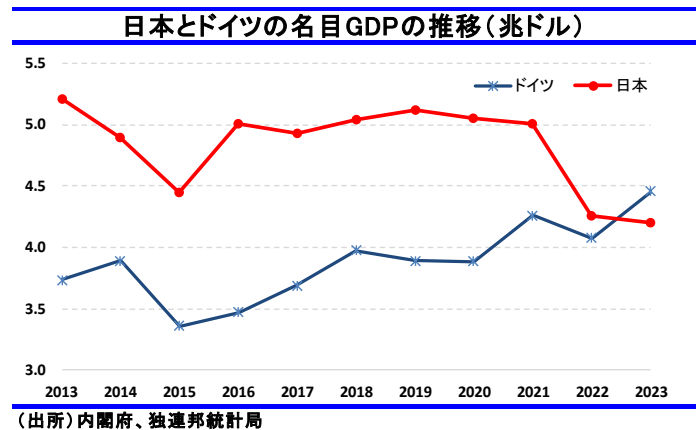
10～12月期のGDP発表に伴い明らかになった2023暦年の実質GDP成長率（速報値）は、前年比1.9%と比較的高い成長となり、0.7%程度と試算される潜在成長率を大きく上回った。すなわち、需給ギャップを1年間でGDP比1.2%Pt程度縮小させたことになり、デフレからの完全脱却に向けて大きく前進したと言える。

また、2023年の名目GDP成長率は前年比+5.7%にまで高まった。つまり物価（GDPデフレーター）の上昇により3.7%Ptも押し上げられたことになる。なお、GDPデフレーターは理論的にはホームメイド・インフレの指標であり、輸入コストの上昇により押し上げられた部分は除かれている。その意味では、すでにデフレではないことになるが、その持続性に確信が持てないため「完全な脱却」には至っていないということである。

ただ、物価の上昇を上回って円安が進んだ<sup>10</sup>ため（その分、日本の購買力が低下したことになる）、ドルベースの名目GDPは前年比▲1.3%と減少した。その結果、2023年のGDPは4.2兆ドルとなり、周知の通り前年比9%を超える増加となったドイツの4.5兆ドルを下回り、日本の経済規模は世界4位に転落した（右図）。

なお、自国通貨建てでは、2023年ドイツの名目GDPは6.3%の増加、日本も上記の通り6%近く増加しており、大差はない。したがって、2023年の逆転の原因は、ほとんどが円とユーロの対ドル相場の差である。ユーロの対ドル相場は2023年平均で前年比3%程度上昇した一方、円は7%下落しており、日独のドルベースのGDPに約10%の差を生じさせたわけである。

過去10年間（2013～2023年）を振り返れば、ドイツのドル建て名目GDPは19.4%増加、一方の日本は奇しくもほぼ同じ19.3%減少しており、その結果、2013年時点で1.4倍あった日独のGDP格差は解消、逆転に至った。この間、実質GDPはドイツの11.4%増加に対して、日本は5.8%の増加にとどまっており、成長率格差は5.6%Ptとなる。同じ時期の人口はドイツの4.0%増に対して日本は



<sup>10</sup> 採用する相場や計算方法により異なるが、2022年平均のドル円相場を1ドル=131.4円、2023年平均を140.7円とすれば、変化率は7.1%となる。

2.1%減少であり、人口の変化の差がほぼ成長率格差に匹敵している。つまり、労働力の増減の違いが実質成長率の差に大きな影響を与えたと言える。

ただ、実質成長率よりもドルベース GDP の違いに大きな影響を与えたのは、物価（GDP デフレーター）上昇率の 21%Pt の差（ドイツ 31%上昇、日本 10%上昇）と、対ドル相場の 22%Pt の差（ユーロ 19%下落、円 31%下落）である。つまり、過去 10 年で日本とドイツのドルベース GDP が約 4 割の差を逆転した主因を挙げるとすれば、円安とデフレの影響が同程度であり、人口の増減の違いが若干影響した、という整理になる。

今後を展望すると、日本では外国人技能実習制度を廃止して新制度「育成就労」を創設、事実上の移民拡大に踏み切るため、労働力の減少は抑制される。一方で、ドイツは人口増が頭打ちしており、労働力の確保については、日独間で大差ないとみられる。そのため、潜在成長率も、ゼロ%台に低下したと試算<sup>11</sup>されるドイツに対し、日本も前述の通り 0.7%で同程度となっている。物価動向についても、脱デフレを実現する日本は、ユーロ圏と同様、上昇率が 2%程度に収れんする見込みである。そのため、日独の経済規模 3 位争いは、引き続き円とユーロの対ドル相場が大きなカギを握り、今後、日本経済がどの程度の金利上昇に耐え、どこまでの円高を許容できるのかが、その行方を左右することになる。

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。

<sup>11</sup> ドイツ経済諮問委員会の試算によると、潜在成長率はすでに 1%を割り込み、2028 年にかけて就業者数の減少を主因に 0.4%近辺まで低下する見込み。