

# 日本経済情報 2024年3月号

## Summary

### 【内容】

2期連続マイナス成長を回避

昨年の個人消費はサービスまで失速

今年2月以降は景気持ち直しの動き

2月の販売統計も総じて好調

賃金上昇と物価鈍化で消費回復へ

設備投資は足元減速も拡大続く見込み

インバウンド需要は拡大傾向を維持

財の輸出は弱含み

日銀は予想に反しマイナス金利政策を3月に終了

景気は回復基調を維持しデフレ脱却へ

トピックス)金利上昇の設備投資への影響

## 金利上昇するも内需主導で景気は回復（改定見通し）

昨年10～12月期の実質GDP成長率は前期比プラス成長に改定され2四半期連続の前期比マイナスと成長を回避。昨年から今年1月にかけて個人消費の冷え込みが景気停滞の主因であったが、2月には販売統計などで個人消費の回復を確認。

今後の個人消費は、①高い春闘賃上げ率を背景に所得の増加が加速すること、②消費者物価は財分野での価格転嫁の一巡により上昇ペースが鈍化すること、③所得増と物価鎮静化で消費者マインドが改善すること、により回復傾向となろう。

設備投資は、1月の機械受注が製造業で大きく落ち込み、先行きが危ぶまれるが、企業の今年度の設備投資計画は未だ高い伸びを維持しており、一方で現実の設備資本ストックの伸びは低いため、今後の設備投資の拡大が不可避の状況にある。輸出は、インバウンド需要が1月も増加傾向を維持、財は米国向けが頭打ちし弱含みながら、今年後半には海外景気が復調し、財輸出も回復に向かおう。

以上を踏まえると、実質GDP成長率は2023年度に前年比+1.4%、2024年度も+1.5%と底堅く推移、0.7%程度とされる潜在成長率を大きく上回る状況が続こう。2022年度終盤にGDP比0.4～0.5%だったと推計される需給ギャップは、早ければ2023年度中にも解消される。

日銀の政策変更により金利は上昇傾向となり、設備投資の逆風とはなるが、そのペースは緩やかなため、当面は設備不足や景気回復期待、金利上昇観測という追い風が勝り、設備投資の拡大が続く見込み。

日本経済の成長率見通し(年度)

前年比,%,%Pt	2022 実績	2023 予想	2024 予想	2025 予想
実質GDP	1.5	1.4	1.5	0.9
個人消費	2.7	▲0.4	1.2	1.3
住宅投資	▲3.4	1.2	▲3.4	▲3.6
設備投資	3.4	0.9	3.5	▲0.4
公共投資	▲6.1	1.7	▲1.9	▲2.9
純輸出(寄与度)	(▲0.4)	(1.4)	(0.2)	(0.2)
輸出	4.7	3.8	4.0	4.4
輸入	6.9	▲3.3	3.0	3.9
失業率(%、平均)	2.3	2.9	2.8	2.6
消費者物価(除く生鮮)	3.0	2.8	2.1	2.1

(出所)内閣府ほか、予想部分は伊藤忠総研による。

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を回避

3月11日に発表された2023年10～12月期GDP2次速報値は、実質GDPが前期比+0.1%（年率+0.4%）となり（右図）、1次速報値の前期比▲0.1%（年率▲0.4%）からプラス成長に上方修正された。

内訳を見ると、事前予想通り民間企業設備投資が大幅に上方修正（1次速報値：前期比▲0.1%→2次速報値：+2.0%）された。一方で、個人消費（前期比▲0.2%→▲0.3%）のほか、公共投資（公的固定資本形成、▲0.7%→▲0.8%）や民間在庫投資（寄与度▲0.0%Pt→▲0.1%Pt）、政府消費（▲0.1%→▲0.2%）も下方修正されたため、その分、実質GDP成長率の上方修正幅は抑えられた。

それでも、1次速報時点の2四半期連続マイナス成長という状況は解消され、テクニカル・リセッションの議論も消滅した。ただ、10～12月期の実質GDP成長率は、7～9月期の前期比▲0.8%（年率▲3.2%）という大幅な落ち込みをカバーするに至っていない。そのため、景気は後退ではないが停滞はしていたとの評価が適当であろう。

## 昨年の個人消費はサービスまで失速

マイナス寄与が最も大きく景気停滞の主因となった個人消費の動向を財別に見ると、全体の約6割を占めるサービスが10～12月期に前期比▲0.5%と減少に転じた影響が大きい（右図）。サービス消費は、それまで脱コロナを追い風に回復が続いていたが、物価上昇の加速を受けた消費者の防衛的な行動がサービス分野にも波及した。

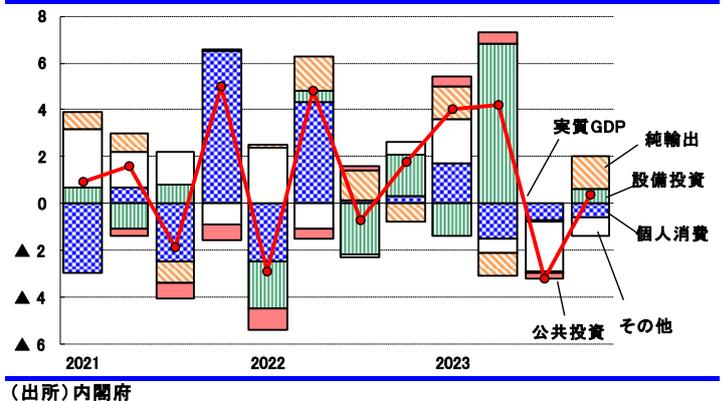
そのほか、物価上昇が特に目立つ食料品などの非耐久財（7～9月期前期比▲0.3%→10～12月期▲0.5%）の減少が続き、衣料品などの半耐久財（▲3.4%→▲1.3%）も気温が下がらず冬物が不振だったこともあって2四半期連続で減少した。

## 今年2月以降は景気持ち直しの動き

2024年に入っても、1月までは景気の停滞が続いた。その要因の一つが大手自動車メーカーの出荷停止である。1月の鉱工業生産指数は、前月比▲6.7%と大幅に減少したが（次ページ上左図）、うち自動車工業が▲15.9%もの落ち込みを記録し全体を押し下げた<sup>1</sup>。ただ、出荷停止は段階的に解除されており、2月の生産予測は自動車を含む輸送機械工業が前月比+6.6%と増加、全体でも+4.8%と持ち

<sup>1</sup> 自動車を含む輸送機械工業では前月比▲9.9%。

実質GDPの推移(季節調整値、前期比年率、%)



家計消費の形態別の推移(季節調整値、2013年Q1=100)



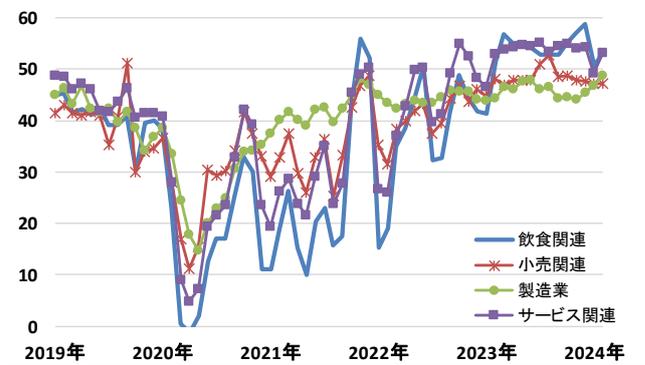
直し、3月も+2.0%（うち輸送機械工業+3.7%）と持ち直しが続く見込みである<sup>2</sup>。

**鉱工業生産指数の推移(季節調整値、2020年=100)**



(出所) 経済産業省

**景気ウォッチャー調査(現状判断、水準、季節調整値)**



(出所) 内閣府

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1月は48.5へ悪化した(12月は50.0)、2月は50.2へ改善した。地域別の内訳を見ると、能登半島地震の影響で大きく落ち込んでいた北陸が12月の水準を超えて改善しており(12月46.7→1月37.9→2月48.7)、震災のマイนด์面への影響が和らいでいる様子が見て取れる。

分野別に見ると、「企業動向関連」(12月49.1→1月49.5→2月52.1)は改善が加速、特に非製造業(51.8→52.0→54.8)の改善が目立った。製造業(45.5→46.7→48.8)も改善が続いており(上右図)、1月については鉱工業生産指数が示すほどには景況感は悪化していない。

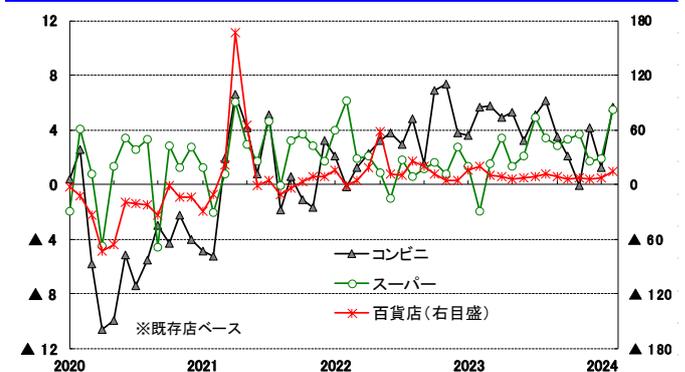
個人消費と関連の深い「家計動向関連」(12月50.0→1月47.9→2月49.3)は、1月に落ち込んだが2月は持ち直した。ただ、2月の水準は好不調の目安とされる50には届かず、景気回復は企業が先行していることを示した。内訳を見ると、「小売関連」(47.7→47.2→47.2)は足踏み状態にあるが、「飲食関連」(58.9→50.7→53.5)や「サービス関連」(54.3→49.1→53.2)は大きく改善した。

今後についても、先行き判断 DI (方向性、季節調整値) が全国で1月の52.5から2月は53.0へさらに改善している。景気の回復基調が維持されているとみて良いだろう。

## 2月の販売統計も総じて好調

実際に販売統計でも飲食やサービスでの改善が確認できる。2月のコンビニ売上高(既存店)は、1月の前年同月比+1.2%から+5.7%へ伸びを拡大した(右図)。うるう年で営業日が1日多かったことや訪日外国人の増加により来客数(1月+1.7%→2月+4.3%)が増えたことに加え、客単価もプラスに転じた(1月▲0.4%→2月+1.4%)。商品別にみると、パンやデザートなどの「日配食品」(1

**業態別の小売売上高の推移(既存店、前年同月比、%)**



(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

<sup>2</sup> 仮に2~3月の生産予測が実現したとしても1~3月期は前期比▲2.5%と比較的大きな落ち込みとなるため、1~3月期の実質GDP成長率がマイナスとなる可能性を示唆するものとされている。

月+1.0%→2月+6.4%)やソフトドリンクなどの「加工食品」(前年同月比1月+5.0%→2月+8.7%)が好調だった。

2月のスーパー売上高(既存店)は、1月の前年同月比+1.9%から+5.5%に伸びを拡大した。主力の「食料品」(1月前年同月比+3.5%→2月+6.3%)では、うるう年で営業日が1日多かったことや価格上昇により農産品や総菜で売上が増加した<sup>3</sup>。また、「衣料品」(1月▲3.0%→2月+3.1%)は、冬物衣料のセールが好調だったことに加え、春物衣料の売上も堅調だった。

2月の百貨店売上高(店舗数調整済)は、1月の前年同月比+7.1%から+14.0%へ伸びが拡大した。訪日外国人数の増加により、入店客数は前年同月比+7.2%と1月の+5.2%より上昇率が高まった。主力の「衣料品」(1月+5.3%→2月+15.2%)は、例年より気温が暖かく春物の婦人服でプラス幅が拡大した。「雑貨」(1月+11.8%→2月+22.6%)は、美術・宝飾・貴金属などの高額品や化粧品の売上が伸びた。「食料品」(1月+3.2%→2月+4.1%)は、コロナ5類移行後で初のバレンタイン商戦が好評だった。

2月の乗用車販売台数(新車)は、1月の前年同月比▲10.8%から▲16.2%へとマイナス幅を拡大した。季節調整値(当社試算)の前月比では、2月は▲3.7%と昨年10月以降4か月連続でマイナスとなっており、年率換算では347万台と2022年8月(342万台)以来の低水準となった。内訳をみると(右図)、大手自動車メーカーの生産・出荷停止を受けて小型車(1月前月比▲8.7%→2月▲5.8%)や軽自動車(1月前月比▲11.4%→2月▲3.6%)の大幅な落ち込みが続いたほか、普通車(1月前月比▲0.5%→2月▲2.7%)も低調だった。

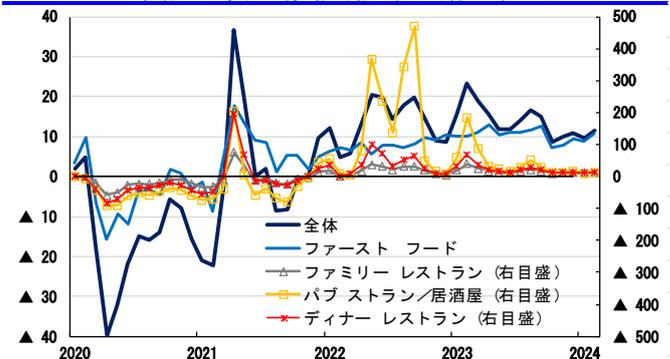
2月の外食売上高(全店ベース)も、1月の前年同月比+9.6%から+11.4%へ伸びを拡大した(右図)。訪日外国人の増加を背景に、来客数は1月の+5.2%から2月は+7.4%に上昇率が高まった。一方で、客単価は1月の+4.2%から2月は+3.7%へ小幅ながら伸びが鈍化した。訪日外国人には高単価なメニューが人気であるが、国内消費者には物価上昇を背景とした節約志向が根強く残っているとみられる。売上高の業態別内訳をみると、ファミリーレストラン(1月+10.7%→2月+12.8%)、ファーストフー

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

外食売上高の推移(前年同期比、%)



(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

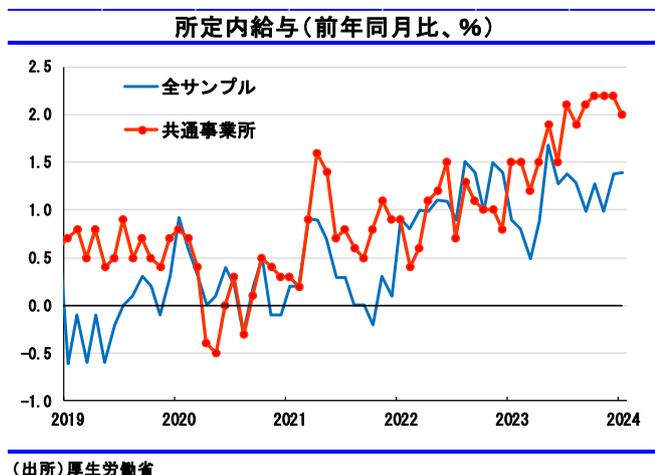
<sup>3</sup> 消費者物価の「食料(外食を除く)」は、2024年1月の前年同月比+6.1%から2月は+5.2%に鈍化した。依然として上昇率は高い。日本チェーンストア協会によると、購入点数は減少し消費者の節約志向は続いているとのこと。

ド（1月+8.9%→2月+10.7%）、パブレストラン・居酒屋（1月+10.1%→2月+10.8%）で伸びが拡大した一方で、単価の伸び悩みが顕著なディナーレストラン（1月+12.0%→2月+11.8%）では小幅に伸びが鈍化した。

### 賃金上昇と物価鈍化で消費回復へ

前述の通り、GDP ベースの個人消費は、物価上昇を背景にサービスでリベンジ消費の回復が一服したことや食料品などの非耐久財で防衛的な姿勢が強まったことにより、2023年10～12月期も落ち込んだ。しかしながら、今後は①賃金の上昇加速、②物価上昇率の鈍化、③消費者マインドの改善、により本格的な回復が期待できそうである。

まず、①の賃金について、厚生労働省の「毎月勤労統計」によると、昨年の春闘賃上げ実績（+3.58%）を反映して、一般労働者（正社員）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」で前年同月比+2%程度の高い上昇率が続いている（下左図）。



また、民間のデータ会社が作成する中途採用の募集賃金データからも、賃金上昇の加速が確認できる。オルタナティブデータを扱うナウキャスト社は、求人広告のデータをもとに新たな募集賃金指標「HRog（フログ）賃金 Now」（上右図）を作成し、2024年1月より公表を開始した<sup>4</sup>。「HRog 賃金 Now」は、データの取得から公表までに2週間程度と、毎月勤労統計の1か月以上と比べて速報性が高い。また、労働需給をより敏感に反映する募集ベースの指標であり、毎月勤労統計に対して5か月程度の先行性<sup>5</sup>を有する点が特徴である。「HRog 賃金 Now」の最新データ（3月4日時点）は前年同週比+2.3%まで上昇率が高まっており、今後、賃金の上昇が広がる可能性が示唆されている。

さらに、今後の賃金動向のカギを握る春季生活闘争（春闘）では、大企業を中心に積極的な賃上げ姿勢がみられ、賃上げ率（ベースアップと定昇の合計）は前年比+5%程度となる見通しである<sup>6</sup>。日本労働組合総連合会（連合）が3月22日に公表した第2回集計では、一般組合員（正社員）の賃上げ

<sup>4</sup> 詳細は、ナウキャスト社のHP(<https://hrogwagenow.com/>)参照

<sup>5</sup> ナウキャスト社による試算。募集賃金と毎月勤労統計の関係については、日本銀行ワーキングペーパーシリーズ「求人広告情報を用いた正社員労働市場の分析」参照 ([https://www.boj.or.jp/research/wps\\_rev/wps\\_2023/data/wp23j02.pdf](https://www.boj.or.jp/research/wps_rev/wps_2023/data/wp23j02.pdf))

<sup>6</sup> 詳細は、2024年3月15日付 Economic Monitor「春闘賃上げ率は5%前後に — 「賃上げモデル」からの示唆—」参照。  
[https://www.itochu-research.com/ja/uploads/ec20240315\\_2024-013\\_J\\_wage.pdf](https://www.itochu-research.com/ja/uploads/ec20240315_2024-013_J_wage.pdf)

率は平均+5.25%と第1回集計の+5.28%と概ね同程度の水準を維持、1991年(+5.66%)以来の高水準となった。また、300人未満の中小組合では、+4.50%と第1回集計の+4.42%から上方修正されており、特に人手不足が深刻な中小企業でも賃上げが広がっていることが確認できる。

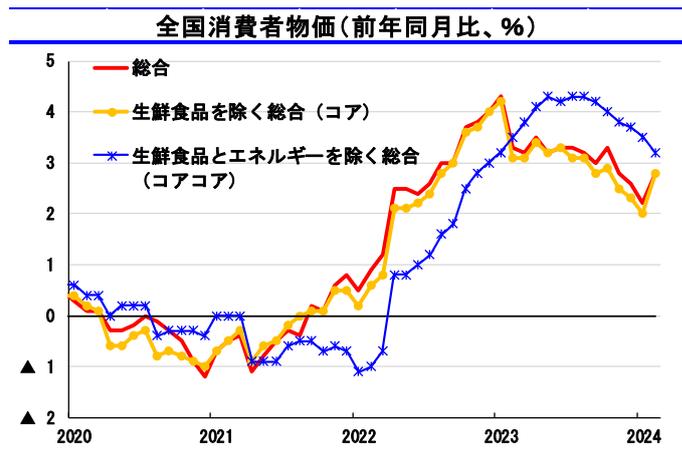
なお、連合は春闘の妥結状況について例年7月に最終集計を公表している。最終集計は第1回集計結果よりも下方修正される傾向があるが、2023年は0.22%Ptの下方修正となったことを考慮しても、今春闘の賃上げ率は+5%程度となるだろう。仮に、今春闘の賃上げ率が+5%程度となれば、毎月勤労統計の所定内給与(基本給)は+3%強まで伸びを高めると予想される。

②物価については、2月の全国消費者物価(総合)が前年同月比+2.8%と1月の+2.0%から伸びが急拡大した(右図)が、前年2月に電気・ガス代への補助金が導入された影響が一巡したことが主因であり、エネルギー価格を除けば物価上昇率の鈍化傾向は変わっていない。実際、生鮮食品とエネルギーを除く総合(コアコア)では、2月は前年同月比+3.2%と昨年8月(+4.3%)以降明確に上昇率がピークアウトしている。

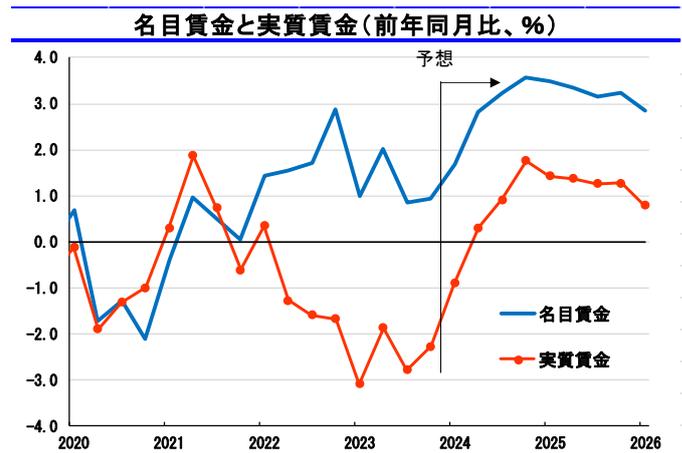
今後は、賃金上昇を背景にサービス価格で値上げの動きが広がる一方で、食料工業製品などの財分野におけるコスト増の価格転嫁の動きが一巡するとみられることから、消費者物価(総合)は、2024年後半にかけて前年比+2%程度まで鈍化すると予想する。

なお、電気代については、5月から再生可能エネルギー賦課金が引き上げられることになり(標準家庭で800円程度の負担増)<sup>7</sup>、消費者物価は0.2~0.3%Pt程度押し上げられる見通しである。ただ、政府はその影響を打ち消すため、6月に半減、7月に終了を予定している電気・ガス代への補助金を延長する可能性が高い。そのため、消費者物価の見通しへの影響は中立と考えている。

こうした賃金や物価の動向を踏まえると、物価変動の影響を除いた実質賃金は、2024年4~6月期にも前年比でプラスに転じるという従来からの見通しを実現する可能性はさらに高まった(右図)。そして、その後は一段と伸びを高め、実質賃金は前年比1%を超える伸びが続こう。



(出所)総務省

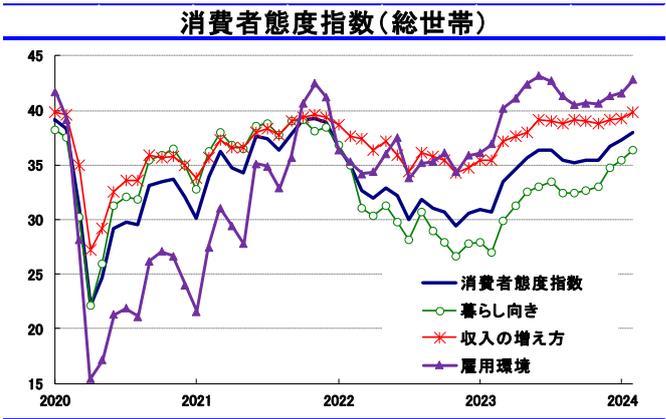


(注)見通しは、伊藤忠総研の試算値

(出所)厚生労働省

<sup>7</sup> 詳細は、経済産業省のHP (<https://www.meti.go.jp/press/2023/03/20240319003/20240319003.html>) 参照。

物価上昇率の鈍化や賃金上昇の加速を背景に、③消費者マインドは改善が続いている。代表的な指標である消費者態度指数（総世帯）は、2月に38.0と1月（37.3）から0.7%Pt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、「雇用環境」（1月41.6→2月42.8）、「暮らし向き」（1月35.5→2月36.4）、「収入の増え方」（1月39.3→39.9）の全ての要素で改善しており、特に、2月は「雇用環境」の改善幅が+1.2%Ptと最も大きい。また、「暮らし向き」も+0.9%Pt改善しており、物価上昇率の鈍化が消費者マインドの改善につなげたと思われる。今後も、物価上昇率の鈍化が続くことで、消費者マインドは改善していくと考えられ、個人消費の拡大を後押しするだろう。

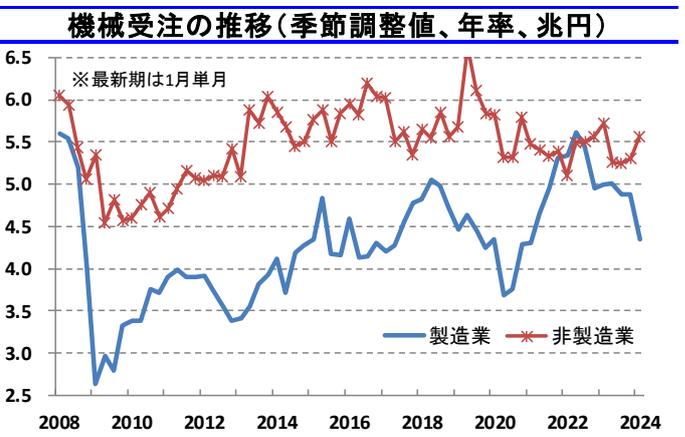


(出所)内閣府

以上を踏まえ、GDPベースの個人消費の動きを見通すと、2024年1~3月期は、大手自動車メーカーの出荷停止による自動車販売落ち込みの影響が出るものの、物価上昇率鈍化や賃金上昇加速、消費者マインドの改善により、サービス消費などその他の分野では回復が見られるため、4四半期ぶりに前期比プラスに転化すると予想する。4~6月期以降は、実質賃金がプラスに転じることで、消費者マインドは一段と改善が見込まれ、個人消費の回復が本格化しよう。

## 設備投資は足元減速も拡大続く見込み

設備投資は、冒頭で触れた通り2023年10~12月期にようやく拡大の動きが見られたものの、未だ勢いに欠ける状況にある。機械投資の先行指標である機械受注は、1月に前月比▲1.7%と2ヵ月ぶりに減少、1月の水準は10~12月平均を1.7%下回っており、内閣府が予想する1~3月期の前期比+4.6%には遠く及ばない。業種別に見ると（右図）、製造業からの受注が1月に前月比▲13.2%と大幅に落ち込み、10~12月平均の水準を11.0%も下回り、内閣府予想の1~3月期前期比+11.7%とは正反対の状況にある。内訳を見ると、前月の反動で化学工業（12月前月比+66.8%→1月▲61.5%）からの受注が落ち込んだほか、自動車（▲7.1%→▲14.7%）の減少が続き、非鉄金属（+4.8%→▲29.8%）や金属製品（+23.3%→▲35.3%）も大幅に減少した。報道によると能登半島地震や大手自動車メーカーの生産停止の影響は確認されていない<sup>8</sup>。単月で振れの大きい統計でもあり、2月以降の動向を注視したい。一方で、非製造業からの受注は1月に前月比+6.5%と4ヵ月ぶりの増加に転じ、1月の水準は10~12月平均を4.8%上回った。非製造業の機械投資は比較的堅調に推移している。



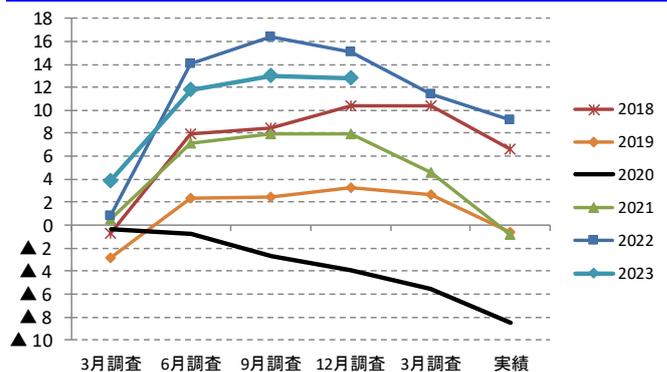
(出所)内閣府

<sup>8</sup> 2024年3月18日ロイター報。

建設投資も状況はまだら模様である。先行指標の建設着工床面積は、2023年10～12月期に前年同期比+7.2%と5四半期ぶりのプラスとなったが、2024年1月は前年同月比▲15.3%とマイナスに転じた。オフィスビルなどの「事務所」（10～12月期前年同期比+36.7%→1月前年同月比+38.9%）は高い伸びを維持し、「工場」（▲12.2%→+24.0%）はプラスに転じたが、「倉庫」（+51.6%→▲49.2%）は失速、「店舗」（▲0.7%→▲33.8%）はマイナス幅が拡大するなど、用途によってまちまちである。

回復に弾みが見つからない設備投資であるが、企業の業績は好調でキャッシュローは潤沢、設備の過剰感は概ね解消、空前の人手不足への対応も求められるという状況は変わっていないため、企業の強気な設備投資計画が実行されるに伴い、堅調さを増していくと考えるのが自然であろう。2023年12月の日銀短観でも、今年度の設備投資計画は全産業規模合計で前年比+12.8%と最近5年間では2022年度に次ぐ高い伸びであった（図表）。今後、計画の一部が来年度に先送りされたとしても、2018年度の実績である前年比+6.6%を上回る伸びで着地する可能性は高いだろう。一方で、直近（2023年10～12月期）の名目設備投資（GDPベース）は、回復したとはいえ前年同期比+5.6%にとどまっており、今後の伸びしろは十分にある。

設備投資計画の推移(前年比、%)

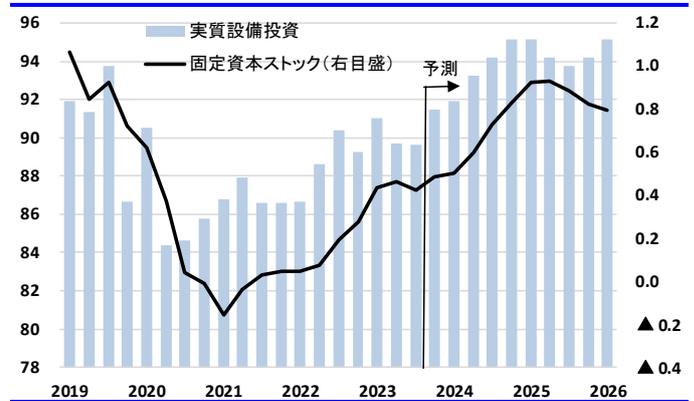


(出所)日本銀行

生産設備の残高から見ても、設備投資の一層の拡大が不可欠なことは明らかである。生産設備の総残高を示す「固定資本ストック」（民間企業）は、設備投資が増加に転じた10～12月期の実績を踏まえても前年同期比+0.5%程度にとどまるとみられ（右図、伊藤忠総研推計<sup>9</sup>）、コロナ禍前の1%前後には遠く及ばない。

過去の設備の償却ペースを考慮すると、実質GDPが1%台半ばの成長を続けるためには、固定資本ストックの伸びを前年同期比+0.9%程度まで高める必要があり、その実現のため少なくとも2024年度中は設備投資の拡大が必要となる。

設備投資と資本ストックの見通し(季節調整値・年率・兆円、前年同期比・%)



(出所)内閣府、予測は伊藤忠総研による

なお、2月29日に発表された内閣府「企業行動に関するアンケート調査」では、企業が見込む今後3年間ないしは5年間の日本経済の成長率はいずれも1.3%、自らの業界の成長率はいずれも1.6%であった。すなわち、企業の期待成長率は1%台半ばであり、その実現のため固定資本ストックの伸びを1%近くまで高めるべく今後も設備投資の拡大が続くとみて良いだろう。

<sup>9</sup> 実績は3月28日15時発表予定。

## 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。2月の訪日外国人数は278.8万人となり、1月の268.8万人から増加、コロナ前2019年の同月の水準を3ヵ月連続で上回った（右図）。

依然として韓国（81.9万人）が全体の29.4%を占め最多、以下、台湾（50.2万人）の18.0%、中国本土（45.9万人）の16.5%、香港（20.6万人）の7.4%と続き、これら東アジアで71.2%に達している。次いで米国（14.9万人）、タイ（10.1万人）と続き、ASEAN主要6か国<sup>10</sup>の合計は36.2万人（シェア13.0%）と存在感を増している。

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、2月の訪日外国人数を踏まえると5,950億円程度となり、1月（5,739億円）からさらに拡大した模様である。10～12月期の平均5,139億円に対して、1～2月平均の水準は5,845億円と13.7%も増加しており、1～3月期もインバウンド需要がGDPの前期比成長率を押し上げる見込み。

## 財の輸出は弱含み

財（モノ）の輸出は、停滞感が強まっている。通関輸出数量指数で財輸出の動向を見ると、2月は前月比▲1.4%と2ヵ月連続で減少した（当社試算の季節調整値）。この結果、1～2月平均の水準は10～12月平均を0.8%下回った（右図）。

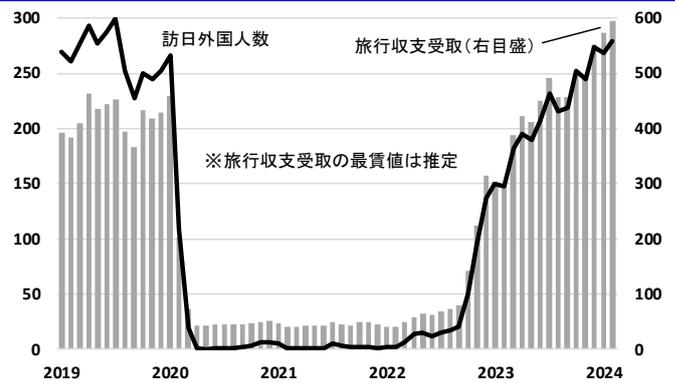
主な仕向け地別に見ると、堅調な拡大が続いていた米国向けは1～2月平均の水準が10～12月平均を0.7%下回り頭打ち感が見られた。一方で、10～12月期に大きく落ち込んだEU向け（10～12月期前期比▲4.8%→1～2月平均の10～12月比+1.5%）やアジア向け（▲3.6%→+1.4%）はリバウンドした。ただ、アジア向けは中国向け（▲0.9%→+5.8%）を中心に春節前の駆け込み的な輸出増の反動が3月にも見込まれる点に留意が必要であろう。

また、主な財の動向を見ると、減少傾向にあった鉄鋼（10～12月期前期比▲3.5%→1～2月の10～12月比+2.0%）が下げ止まった一方で、自動車（▲0.7%→▲3.4%）や自動車部品（0.0%→▲1.6%）、半導体（IC、▲7.4%→▲1.2%）は減少した。

## 日銀は予想に反しマイナス金利政策を3月に終了

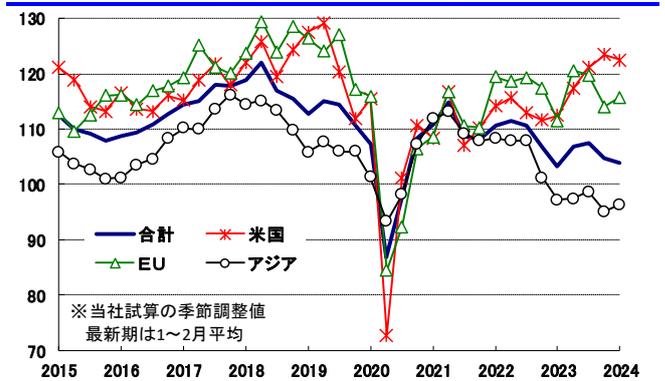
以上の通り、景気の足取りが必ずしも芳しくない中、当社の予想に反し、日銀は3月18～19日の金融政策決定会合において、マイナス金利政策および「長短金利操作付き量的・質的緩和」の枠組み、

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>10</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。

つまり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）を終了した（下表）。

4月を予想する向きが大勢だった中で3月の政策変更に踏み切った理由について、決定会合後の記者会見で植田総裁は、賃金と物価の動向をしっかりと点検、春闘やヒアリングの結果も踏まえて、2%の物価安定目標の達成が見通せる状況に至ったことを挙げた。

ただ、これまで日銀が政策変更の条件としていたと考えられる①十分な賃上げの中小企業への広がりと②人件費上昇のサービス価格への転嫁の2点については、確証を得られたとは言えない。まず、①賃上げについては、連合が3月15日に発表した第一回集計の時点で中小企業はわずか358社の結果に過ぎず、実績を見極められたわけではない。また、②人件費上昇のサービス価格への転嫁についても、代表的なサービス価格である消費者物価の「一般サービス」は2月も前年同月比+3.0%で1月と変わらず、しかも外食などで値上げの動きが一巡<sup>11</sup>しているため、十分に転嫁されているとは言いきれない。そのうえ、物価と賃金の好循環を支えるはずの個人消費は、回復を期待できる状況にはあるものの、実績は未だ低迷している。

賃上げについて植田総裁は、中小企業において広がっていくかどうかは未だ不確実であるが、大企業の賃上げが大幅であったことに加え、ヒアリングによって小規模の企業でも半数以上が賃上げを計画していること、大企業の賃上げを参考にすることを確認できたとした。また、サービス価格については、全般的にしっかりとした動きを続けている、と1月の会合時点より踏み込んだ判断を示した。個人消費については、若干の弱さが見えるものの、物価上昇が落ち着いており、賃金が上昇、マインドも改善傾向にあることを理由に、回復するとの見通しを示した。つまり、総じて言えば、実績を「見極めた」というよりは、推測や予想を踏まえて「見切った」という印象が強い。

これまで物価目標の達成に確信が持てなかった日銀の判断を大きく前進させたのが、予想を大きく上回る春闘賃上げ率であることは言うまでもない。ただ、日銀ウオッチャーの多くは4月会合まで見極め続けることに違和感がなかったであろうにもかかわらず、しかも年度末という慎重さを求められるこのタイミングで日銀が政策変更に踏み切った背景には、米国のインフレ懸念再燃を背景とする円安ドル高地合いがあったのではないか。

仮にそうであれば、今回の決定会合後に意に反して1ドル=151円台まで円安が進んだことをどう受け止めるのか。もし今回の会合で現状維持としていれば、ドル円相場はより大きく円安が進んだ可能性が高い。それを封じただけでも、日銀の今回の判断は適正だったのであろう。ただ、年度末近くというタイミングもあり債券相場への影響を意識したのか、金利の先高観を封じ込めようとしたことが、思いのほか円安を進めた面もあろう。

### 金融政策の枠組みの見直し

	修正前	修正後
<b>短期金利</b>		
対象金利	日銀当座預金 (政策金利残高)	無担保コール 翌日物
目標水準	▲0.1%	0~0.1%程度
<b>長期金利</b>		
目標水準	ゼロ%前後	撤廃
上限	1%	撤廃

(出所) 日銀資料を基に伊藤忠総研作成

<sup>11</sup> 詳しくは2024年3月22日付 Economic Monitor「日本経済：全国消費者物価（2024年2月）コアは+2.8%へ伸び拡大も、物価上昇率の鈍化傾向変わらず」参照。 <https://www.itochu-research.com/ja/report/2024/2559/>

改めて今回の決定を評すれば、あくまでも短期のマイナス金利政策と長期金利の水準目標を伴うワールドカーブコントロールという「異次元の金融緩和の終了」であり、利上げ局面の入り口に立ったに過ぎない。次の政策変更が利上げ局面のスタートであり、日本経済はいよいよ金利のある世界に入っていくことになる。

会見で植田総裁は、短期政策金利をどこまで引き上げるのか、いわゆる「ターミナルレート」の参考となる中立金利（名目）について、予想物価上昇率と実質の中立金利との和であり、予想物価上昇率は1~1.5%くらいであるとした。同時に、実質の中立金利は特定が難しいとしたが、経済が正常な状態であれば大幅なマイナスとはならないだろう。そのため、デフレ状態から完全に脱却し経済が正常化すれば、実質の中立金利がゼロ以上となり、名目の中立金利は1%を超えても不思議ではない。すなわち、当面は政策金利が目指す水準を1%程度と考えておけば良いだろう。まずは、4月の展望レポートで、今回の春闘の結果を踏まえてどのような景気や物価の見通しが示され、そこから中立金利の水準や今後の利上げに対する考え方を計り知ることができるか注目したい。

## 景気は回復基調を維持しデフレ脱却へ

以上の状況を踏まえると、まず、足元1~3月期の実質GDP成長率は、個人消費が前期比で増加に転じるものの、設備投資は横ばい圏にとどまり、輸出は財の低迷により減少するとみられるため、前期比ゼロ前後にとどまると予想される。

その結果、2023年度の実質GDP成長率は前年比+1.4%となり（右表）、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0.7%Ptほど上回る。その結果、2022年度終盤にGDP比0.4~0.5%だったと推計される<sup>12</sup>需給ギャップは、早ければ2023年度中にも解消されることになる。

2024年度に入っても、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、景気の回復を牽引しよう。輸出も夏場以降は海外経済の復調を背景に増加傾向を取り戻し、それを受けて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。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となり供給不足の度合いを増していくことになる。すなわち、日本経済は需給面からもデフレから完全に脱却するということである。

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	1.4	1.5	0.9
国内需要	▲3.2	2.0	2.0	▲0.1	1.2	0.7
民間需要	▲5.4	2.3	2.7	▲0.4	1.6	0.9
個人消費	▲4.8	1.8	2.7	▲0.4	1.2	1.3
住宅投資	▲7.4	0.1	▲3.4	1.2	▲3.4	▲3.6
設備投資	▲5.6	1.7	3.4	0.9	3.5	▲0.4
在庫投資(寄与度)	(▲0.2)	(0.5)	(0.1)	(▲0.4)	(0.1)	(0.2)
政府消費	2.7	3.2	1.4	0.6	0.6	0.8
公共投資	4.8	▲6.5	▲6.1	1.7	▲1.9	▲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	5.5	3.4	2.3
鉱工業生産	▲9.5	5.5	▲0.3	▲1.1	2.2	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	22.6
消費者物価(除く生鮮)	▲0.7	0.1	3.0	2.8	2.1	2.1

(出所)内閣府ほか、予想部分は伊藤忠総研による。

<sup>12</sup> 2023年1~3月期の需給ギャップは、内閣府の試算によるとGDP比▲0.4%、日銀の試算では▲0.45%だった。その後、マイナス成長もあったため、内閣府試算の最新値は2023年10~12月期時点でGDP比▲0.6%、日銀の試算では2023年7~9月期時点で▲0.37%と概ね横ばい。

トピックス) 金利上昇の設備投資への影響

設備投資の水準が、設備の新規需要（望ましい設備資本ストックの水準と実際との差）と更新需要（設備資本ストックの一定割合）で決まると考える「ストック調整モデル」をベースとした設備投資関数を推計すると（右表）、名目長期金利（10年国債利回り）が1%Pt上昇すれば実質設備投資は4.4%押し下げられる一方、実質GDPが1%増加すれば実質設備投資は1.04%押し上げられるという関係が導かれた。

当社は長期金利の上昇幅を2024年度に年度平均で0.5%Pt程度（0.63%→1.13%）、2025年度はやや鈍化し、実質GDP成長率は2024年度+1~1.5%程度、企業の経常利益は2025年度にかけて前年比1割弱の伸びを予想している（下表）。こうした情勢を前提とすれば、長期金利の上昇による設備投資の下押し圧力を、2023年度は需要（実質GDP）や企業利益の拡大で吸収できたが、2024年度は金利上昇による押し下げ（▲2.2%）を実質GDPと増益による押し上げ（計+1.8%）では吸収できなくなる。つまり、自然体でみれば2024年度の設備投資は金利上昇により前年比でマイナスになる可能性があるという結論とになる。

それでも当社は2024年度の設備投資を前年比3.5%増加すると見込んでいる。その理由は、①前述の通り設備ストックの不足を補う必要があること、②先行きの金利上昇が見込まれるため投資の前倒しが起こりやすいこと、③期待成長率は1%半ば程度であり2024年度については実績の成長率よりも高く、その分投資が押し上げられ易いこと、を考慮したためである。一方で、2025年度はその反動により設備投資は前年比で減少に転じると予想する。

推計されたストック調整モデル

ln実質設備投資  
 = 0.138 + 1.039 × ln実質GDP - 0.246 × ln資本ストック  
 (0.024) (2.718) (-1.224)  
 - 0.044 × 名目長期金利 + 0.086 × ln経常利益  
 (-3.600) (1.927)  
 ・実質GDPと経常利益は後方4四半期移動平均、資本ストックは前期、lnは自然対数、( )内はt値  
 ・推計期間：2013年Q1～2023年Q4、補正R<sup>2</sup>=0.858

定式化は下記のストック調整モデルをベースとした。  
 $I_t = \lambda(SK_t - K_{t-1}) + \delta \cdot K_{t-1} = \alpha \cdot \lambda \cdot Y_t + (\delta - \lambda)K_{t-1}$   
 SK=α・Y: 適正ストック λ: 調整速度 δ: 減耗率  
 0 ≤ λ ≤ 1 δ=0.03程度(実績より) α=1.38(K/Yの10年平均)

ストック調整モデルによる各変動要因の設備投資への影響

年度	主な説明変数の変化幅			設備投資への寄与度			設備投資の予測		
	長期金利 (%Pt)	実質GDP (%)	経常利益 (%)	長期金利 (%Pt)	実質GDP (%Pt)	経常利益 (%Pt)	合計 (%Pt)	前年比 (%)	差 (%Pt)
2023	0.32	1.7	10.1	▲ 1.4	1.8	0.9	1.2	0.9	▲ 0.3
2024	0.49	1.0	9.4	▲ 2.2	1.0	0.8	▲ 0.4	3.5	3.9
2025	0.25	1.5	7.6	▲ 1.1	1.5	0.7	1.1	▲ 0.4	▲ 1.5

(注) 実質GDPと経常利益は後方4期移動平均。伊藤忠総研による試算。

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。