

2023年12月21日 全11頁

2024年の日本経済見通し

緩やかな景気回復と金融政策の転換を見込むも海外経済リスクに注意

経済調査部 シニアエコノミスト 神田 慶司
エコノミスト 田村 統久

[要約]

- 2023年は、日本経済にとって前向きな変化が多く見られた一年であった。経済正常化が大幅に進み、賃上げや価格転嫁が加速した。もっとも、物価高に賃上げが追い付かず、実質賃金は前年比マイナス圏で推移した。中東情勢やウクライナ情勢が緊迫する中、金融引き締めが続く米国経済が想定以上に堅調に推移したことは日本経済を下支えした。2023年の日本の実質GDP成長率は+2.1%となる見込みだ。
- 2024年の実質GDP成長率は+1.3%と見込んでいる。「成長のゲタ」を除くと+0.9%であり、実態としては緩やかな回復を想定している。経済正常化の「伸びしろ」が残っていることに加え、春闘での賃上げ率の前年超え、政府の総合経済対策の効果発現、実質賃金の前年比プラスへの転換などが経済の下支え・押し上げ要因となる。日本銀行は2024年4月にイールドカーブ・コントロールの撤廃とマイナス金利政策の解除に踏み切るとみている。ゼロ金利政策へ移行し、緩和的な金融環境は当面維持されるだろう。
- 2024年は引き続き海外経済を中心に下振れリスク要因が多い。具体的には、①米銀行の貸出態度の厳格化による米国景気の大規模な悪化、②中東情勢・ウクライナ情勢の緊迫化、③中国の過剰債務問題の顕在化、④米中対立の激化（経済安全保障リスクの発現）などが挙げられる。原油価格が150ドル/バレルに上昇し、ドル円レートが120円/ドルに増価すると、日本の実質GDPへの影響（年間ベース）はそれぞれ▲0.6%、▲0.7%と試算される。テールリスクではあるが、米国や中国で金融環境が急激に悪化すると、日本など多くの国でマイナス成長に転じる恐れもある。

1. 2023 年の日本経済の回顧

株高・経済正常化・賃上げ加速など好材料の多かった年

2023 年は、日本経済にとって前向きな変化が多く見られた一年であった。象徴的なのは株価だろう。年初で 2 万 5,700 円程度だった日経平均株価は 11 月から 12 月にかけて一時 3 万 3,800 円台に乗せ、約 33 年ぶりに高値を更新した。

図表 1 は 2023 年の日本経済の状況を概観したものである。国内では賃上げと価格転嫁が加速した。春闘での定昇込み賃上げ率は 30 年ぶりの高水準となった一方、後述するように幅広い業種で価格転嫁が進んだことで物価高が継続した。もっとも、物価高に賃上げが追い付かず、実質賃金は前年比マイナス圏で推移した。

新型コロナウイルス感染症の感染症法上の扱いは 5 月に「5 類」に移行し、3 年超ぶりに対面や移動での制限がなくなった。インバウンド需要は大幅に回復し、10 月には訪日外客数が 2019 年同月の水準を上回った。自動車の生産を抑制してきた半導体不足は解消し、受注残に対応するための挽回生産が 4 月頃から始まったとみられる。

図表 1 : 2023 年の日本経済の状況

国内	海外
<ul style="list-style-type: none"> ✓ 賃上げ・価格転嫁の加速 ✓ 新型コロナウイルス「5類移行」 ✓ インバウンドの大幅回復 ✓ 自動車の半導体不足の解消 ✓ 物価高による実質賃金の下落 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 欧米での金融引き締め ✓ 米国経済が想定以上に堅調 ✓ 中国の不動産不況の深刻化 ✓ ロシアのウクライナ侵略が継続 ✓ 中東情勢の緊迫化

- ✓ 23年の日本の実質GDP成長率は+2.1%の見込み
⇒G7の中では米国に次いで2番目の高さだが、前年の経済正常化の遅れが主因
- ✓ 日本企業の経常利益は23年7-9月期に過去最高を更新（全規模・全産業、季節調整値）
⇒22年10-12月期比で+20%程度、コロナ禍直前の19年10-12月期比で+50%程度の増益

金融市場・商品市況

- ✓ 株式：日経平均株価は一時約33年ぶりの高値更新
- ✓ 債券：長期金利（新発10年物国債利回り）は一時約10年ぶりの0.9%台まで上昇
- ✓ 為替：円の実質実効為替レートは一時約52年ぶりの円安水準に
- ✓ 商品市況：23年の原油価格（WTI）は振れを伴いつつ横ばい圏で推移

（出所）大和総研作成

海外に目を向けると、欧米では利上げの効果もあってインフレ率は低下傾向が続いた。春には米銀行の経営破綻が相次ぎ、強い信用収縮の発生が懸念されたものの、個人消費が底堅く推移したことで米国景気は拡大基調を維持した。背景には、コロナ禍で生じた労働市場のミスマツ

チが緩和し、失業率の大幅な上昇を伴うことなく賃金上昇率が低下したことや¹、家計の健全なバランスシート²などがある。中国では「ウィズコロナ」政策に転換したことで個人消費の加速が当初期待されたものの、若年層を中心とした雇用情勢の悪化などを受けて振るわず、不動産不況も重なって景気の回復ペースは鈍かった。それでも 2023 年の実質 GDP 成長率は政府目標 (5%前後) を達成するとみられる。

2022 年 2 月に始まったロシアのウクライナ侵略は 2023 年も続き、10 月にはパレスチナ・ガザ地区を実効支配するハマスとイスラエルとの軍事衝突が発生した。中東情勢の緊迫化により、原油価格は WTI ベースで一時 90 ドル/バレル台に乗せたものの上昇は続かず、直近では 70 ドル/バレル前後で推移している。2022 年に深刻化した資源高は 2023 年に一服し、交易条件の悪化による日本から海外への所得流出額 (GDP 統計上の「交易損失」) は減少した。2022 年で 15.9 兆円だった日本の交易損失は 2023 年 1~9 月で同 11.3 兆円 (年率換算額) となり、国内の経済活動を下支えした。

「3つの経済正常化」が 2023 年の景気回復に大きく寄与

当社では 2023 年の日本の実質 GDP 成長率を +2.1% と見込んでいる³ (前掲図表 1)。主要 7 カ国 (G7) の中では、米国に次いで 2 番目の高さだ⁴。

だが、高成長の主因は前年の経済正常化の遅れにある。日本経済の成長力の高まりを示すものではない。2022 年における日本の実質 GDP の水準は、コロナ禍前の 2019 年を 100 として 98.8 であった。経済協力開発機構 (OECD) 加盟国のうち、経済規模で上位 15 カ国の中では最も低い水準だ。2023 年の日本経済の「発射台」はかなり低かったといえる。

景気回復をけん引したのは、インバウンド・乗用車生産・サービス消費である (図表 2)。2022 年と 2023 年の水準 (季節調整した実績値の平均) を比較すると、実質インバウンド消費は 4.5 倍 (金額では +3.1 兆円)、乗用車生産は 1.2 倍 (同 +2.9 兆円、付加価値額ベース)、実質サービス消費は +1.4% (同 +2.3 兆円) である。このうち実質サービス消費の回復ペースは 2022 年から大幅に減速しており、実質賃金の減少などが影響したとみられる (後掲図表 5)。

景気回復や価格転嫁の進展、円安などにより、日本企業の経常利益は 2023 年 7-9 月期に過去最高を更新した (全規模・全産業、季節調整値)。2022 年 10-12 月期比で約 20% の増益率だ。

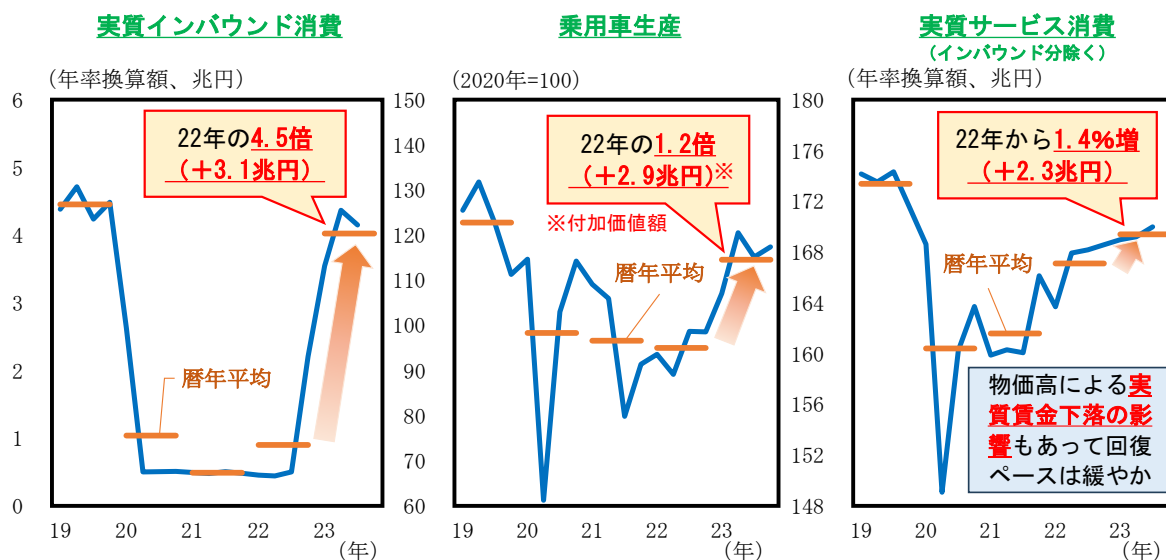
¹ 労働需要を表す欠員率と、労働供給を表す失業率を散布図にして傾向線を引くと、原点に凸型のベバレッジ曲線 (UV 曲線) を描くことができる。米国では 2020 年春にコロナ禍によって労働需給のミスマッチが発生し、UV 曲線は右上にシフトした。2022 年秋まではこの曲線上でおおむね推移したが、2022 年末から 2023 年にかけてミスマッチが緩和し、失業率が小幅な上昇にとどまる中で欠員率が大幅に低下した。

² 家計の純資産対可処分所得比は、リーマン・ショック前の最高値で 670% (2006 年 12 月末、非営利団体を含む) だった。それがコロナ禍でのサービス消費の抑制や給付金、株価上昇などにより 2022 年 3 月末で同 839% まで上昇し、直近の 2023 年 6 月末でも同 775% と高水準にある。

³ 2023 年 7-9 月期の実質 GDP は 4 四半期ぶりのマイナス成長となったが、10-12 月期は前期比年率 3% 弱のプラス成長を見込んでいる。自動車の挽回生産やインフレ率の低下が個人消費の回復に寄与するとみられる。また、設備投資は 2 四半期連続で減少した反動や、中国経済の回復もあって増加に転じるだろう。

⁴ 当社の直近見通しに基づく (ただしカナダは IMF による直近見通し)。

図表 2 : 2023 年の日本経済の回復をけん引した「3 つ経済正常化」



(注1) 季節調整値。図表中に記載した変化率(額)は、2022年と2023年(インバウンド消費とサービス消費は1~9月、乗用車生産は1~10月の季節調整値の平均)を比較したもの。

(注2) 乗用車生産は経済産業省「鉱工業指数」における軽、小型、普通の3つの乗用車の生産指数の加重平均で(直近の2023年10-12月期は10月の値を記載)、図表中に記載した2022年からの増加額は基準年の販売金額を基に試算。実質サービス消費のうちインバウンド分は観光庁「訪日外国人消費動向調査」を基に試算。

(出所) 内閣府、経済産業省、観光庁統計より大和総研作成

企業の価格改定行動が変化し、インフレの持続性が高まる

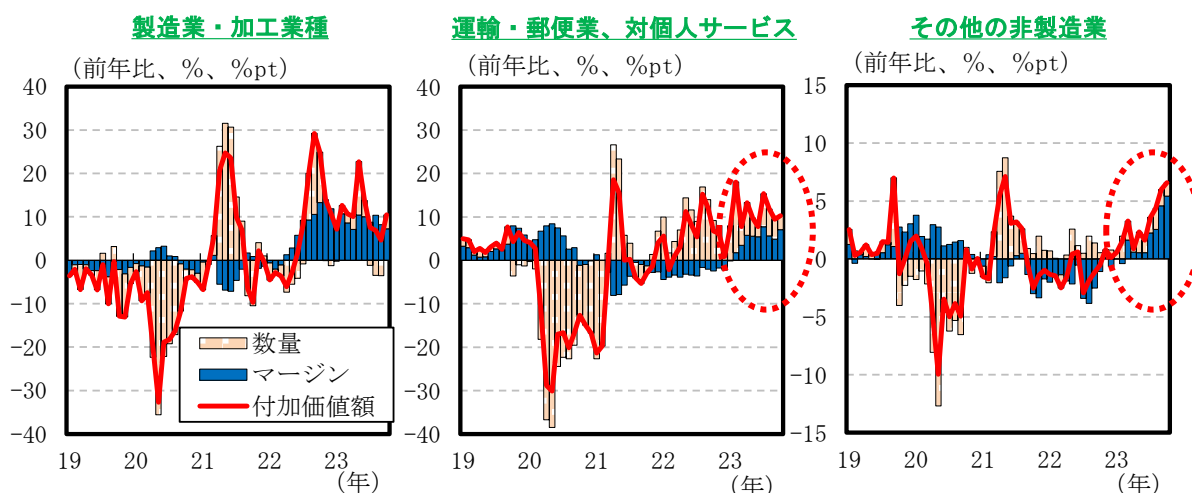
企業の価格設定行動が幅広い業種で変化したことも、2023年の日本経済の大きな特徴といえる。2022年にかけて発生した輸入物価の高騰は、国内の原材料価格やエネルギー代などを大幅に押し上げた。デフレ期では、自社だけが値上げを行うと価格競争力が低下し、販売数量が大きく減少する傾向にあった。そのためコストの増加が小幅であれば企業努力で対応し、販売価格は据え置くことが一般的であった。だが今回は、コストの増加度合いがあまりにも大きかったため企業努力だけでは吸収しきれず、多くの企業は値上げに踏み切った。結果として、値上げによる販売数量への影響は限定的となり、価格転嫁を行いやすい環境に変わったとみられる。

企業の価格転嫁動向を定量的に把握するため、業種別に名目付加価値額を試算し、前年比変化率を「数量」と「マージン」(産出額と投入額の差)に要因分解したのが図表3である。試算方法については当社の「[日本経済見通し：2023年3月](#)」で述べたが、内閣府が公表する生産側系列の付加価値額の四半期速報値(生産QNA)の動きをおおむね捉えており、速報性も高い(生産QNAの直近値は2023年4-6月期だが、当社試算の付加価値額の直近値は2023年10月)。

2022年は製造業の加工業種で価格転嫁が進み、マージンが拡大した。2023年に入ると非製造業でもマージンが拡大し、卸売・小売業や情報通信業など「その他非製造業」でその傾向が顕著に見られた。日本銀行(日銀)が公表する企業向けサービス価格指数は上昇基調が強まっており、直近の2023年10月で前年比+2.3%と3年9カ月ぶりの高い伸びを記録した。人件費の増加分を価格転嫁する動きが広がり、賃金と物価の循環的上昇が徐々に加速している。

こうした中で日銀は 2023 年 4 月に就任した植田和男総裁の下、7 月と 10 月に長短金利操作（イールドカーブ・コントロール、YCC）の運用の更なる柔軟化を図った。誘導目標をゼロ％程度としている長期金利の上限を「1.0％を目途」としたことで、長期金利は一時約 10 年ぶりの 0.9％台まで上昇した。

図表 3：業種別に見た月次ベースの名目付加価値額変化率（当社試算）の要因分解



(注 1) 直近値は 2023 年 10 月。データ制約により建設業、公務は含まない。

(注 2) 日本銀行「最終需要・中間需要物価指数」を参考に、CGPI、CPI、企業向けサービス価格指数、輸出入物価指数を構成する計 1,600 品目程度の価格指数を 2015 年産業連関表に基づいて統合し、産出・投入物価指数を算出。これに鉱工業生産指数や第 3 次産業活動指数などを組み合わせることで業種別の名目付加価値を月次ベースで試算。詳細については当社の「日本経済見通し：2023 年 3 月」を参照。

(出所) 日本銀行、経済産業省、総務省統計より大和総研作成

2. 2024 年の日本経済の展望

実質 GDP 成長率は+1.3%の見込みだが「成長のゲタ」を除くと+0.9%

2024 年の日本経済はどのように推移するだろうか。当社のメインシナリオでは、2024 年の実質 GDP 成長率を+1.3%と見込んでいる。「成長のゲタ」（各四半期の前期比の伸び率がゼロで達成できる実質 GDP 成長率）を除くと+0.9%であり、実態としては緩やかな回復を想定している。

インフレの持続性が一段と高まり、日銀の大規模金融緩和策は春闘の結果がある程度判明する 2024 年 4 月に転換するとみている。また、政府は早ければ実質賃金の前年比がプラスに転換する 2024 年度後半にも、デフレ脱却を宣言する可能性がある。海外経済の下振れリスクには細心の注意が必要で、国内の金利上昇や円高のリスクも高まるだろう。

以下では、**図表 4** で示したように 2024 年の日本経済のポイントを、(1) 経済正常化、(2) 経済の下支え・押し上げ、(3) 経済の主な下振れリスク、の 3 つに分けて順に述べる。

図表 4 : 2024 年の日本経済のポイント

(1) 経済正常化 ○自動車の挽回生産（受注残の消化）：24年前半に終了へ ○インバウンド：中国人訪日客を中心に回復余地 ○個人消費：サービスを中心に回復余地	✓ 24年の景気は緩やかにながらも回復基調が続く <small>（「成長のゲタ」を除く実質GDP成長率は+0.9%）</small> ✓ インフレの持続性が高まり、日銀は24年4月に政策転換、政府は24年度後半にもデフレ脱却宣言か ✓ 海外経済の下振れリスクには細心の注意が必要 ✓ 国内の金利上昇や円高のリスクも高まる
(2) 経済の下支え・押し上げ ○24年春闘：賃上げ率は前年並みかそれを上回る見込み ○財政・金融政策：経済対策の効果と緩和的な金融環境 ○家計貯蓄：コロナ禍以降に発生した「過剰貯蓄」（約35兆円） ○シリコンサイクル：24年に回復局面入りの可能性	
(3) 経済の主な下振れリスク ○米国の深刻な景気後退入り（米銀の貸出態度の厳格化による景気悪化） ○中東情勢・ウクライナ情勢の緊迫化 ○中国の過剰債務問題の顕在化 ○米中対立の激化（経済安保リスクの発現など） ○国内の長期金利高・円高の急伸	

（出所）大和総研作成

(1) 経済正常化要因

自動車の挽回生産は 2024 年前半まで続き、インバウンドは中国人を中心に回復が継続

前述のように経済正常化は 2023 年に大きく進展したが、それでも「伸びしろ」が残っている。2024 年も一定程度の経済の下支え効果が見込めるだろう。具体的には、家計向けの自動車のペントアップ（繰越）需要は 2023 年 11 月末時点で約 35 万台（約 0.9 兆円）に上り、2024 年前半にかけて挽回生産の継続が期待できる。他方、中国人訪日客数は直近の 11 月で 2019 年同月比 ▲64%であり、中国人以外の同+29%とは対照的だ。2024 年は中国人訪日客が本格回復することで、訪日外客数は 3,600 万人（前年差+1,090 万人）、実質消費額は 5.0 兆円（同+0.9 兆円）まで増加すると見込んでいる。

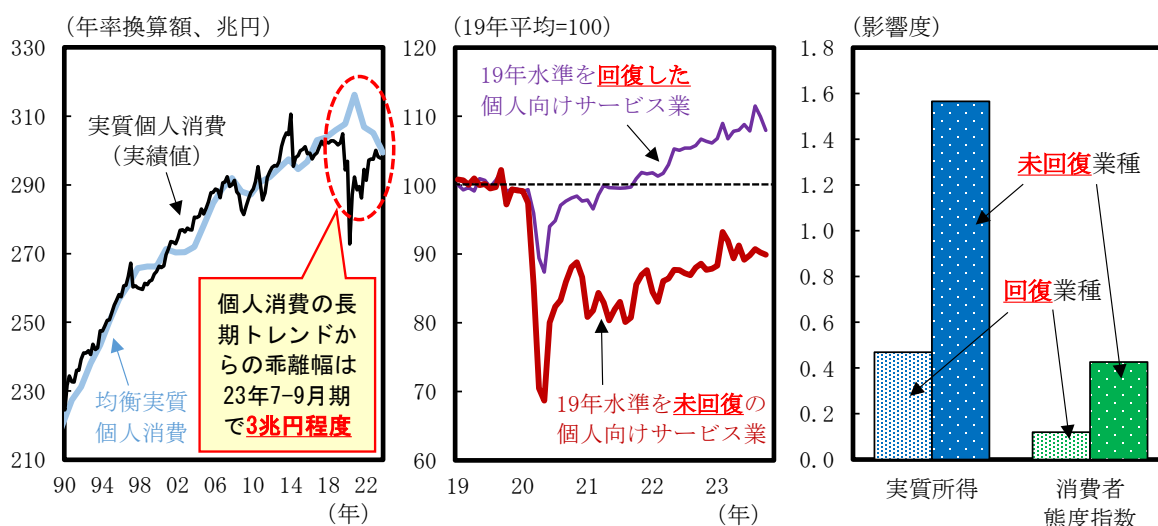
所得環境等の改善によりサービス消費の回復は加速する見込み

サービス消費も回復余地があるとみられる。年齢構成や可処分所得、実質金利ギャップ、純金融資産を基に個人消費の理論値（長期トレンド）を推計すると、実績値はこれを 2023 年 7-9 月期で 3 兆円程度下回る（年率換算額、**図表 5 左**）。個人消費の回復はファンダメンタルズから見て十分に進んだとはいえず、その主因はサービス消費にある。

経済産業省「第 3 次産業活動指数」の「広義対個人サービス」に該当する業種を対象に、活動指数が 2019 年平均の水準を回復した業種（回復業種）とそうでない業種（未回復業種）に分けると、未回復業種はコロナ禍直後に大きく落ち込み、その後の回復ペースも鈍い（**図表 5 中央**）。回復業種の活動指数は直近の 2023 年 10 月で 2019 年平均を 8%程度上回ったのに対し、未回復

業種では 10%程度下回った。内訳を見ると、回復業種では景気変動の影響を受けにくい医療・福祉や趨勢的に利用拡大が進む金融関連のサービスがけん引役となった一方、未回復業種では飲食、旅行関連の低迷が目立つ。

図表 5：個人消費の長期トレンドと実績値（左）、個人向けサービス業のコロナ禍からの回復度（中央）、個人向けサービス業の活動指数に対する所得と消費者マインドの影響（右）



(注) 左図の推計式の詳細は「第202回日本経済予測（改訂版）」（2019年9月9日）を参照。中央図は、第3次産業活動指数の「広義対個人サービス」に該当する業種を2019年平均からの回復度で分類し、それぞれ各業種のウェイトで加重平均した系列の推移を示している。右図は、第3次産業活動指数の広義対個人サービスに該当する業種ごとに実質所得と消費者態度指数の影響を推計し、各業種のウェイトで加重平均した。外れ値の影響を除くため、上下10%に該当する業種は集計対象から外した。

(出所) 内閣府、総務省、財務省、厚生労働省、経済産業省、V-RESAS より大和総研作成

未回復業種の伸び悩みの背景には、実質所得や消費者マインドの低迷がある。この点、**図表 5 右**で示した推計結果によると、未回復業種は個人向けサービス業の中でも実質所得と消費者マインドの動向の影響を受けやすく、とりわけ実質所得に対する感応度が高い。物価高による実質所得の減少がこうしたサービス消費の回復を抑制した可能性がある。

後述するように、当社では2024年秋に実質賃金が上昇に転じると見込んでいる。所得環境の改善は消費者マインドの改善を促す可能性もあり、これまで回復ペースの鈍かったサービスでも消費支出が増加しやすくなるとみられる。

(2) 経済の下支え・押し上げ要因

今後3年で9兆円弱の総合経済対策の効果や約35兆円の「過剰貯蓄」などが経済を下支え

2024年の経済の下支え・押し上げ要因としては、2023年11月2日に岸田文雄政権が閣議決定した総合経済対策の効果発現（今後3年程度で9兆円弱）や、コロナ禍以降に発生した「過

剰貯蓄」⁵（2023年9月末で約35兆円）の取り崩しなどが挙げられる。また、世界半導体販売額に先行して動く台湾や韓国の電子部品・デバイス工業の出荷・在庫バランスは明確に改善しており、シリコンサイクルは2024年に回復局面に入る公算が大きい。

春闘での賃上げ率は前年を上回り、実質賃金は2024年秋にも前年比で上昇する見込み

名目賃金上昇率は緩やかに高まっていくとみている。2023年春闘では、定期昇給（定昇）込みの賃上げ率（加重平均）は3.58%と、30年ぶりの高水準となった⁶。企業業績や労働需給、消費者物価指数（CPI）上昇率、交易条件（いずれも前年の値）などを説明変数として推計すると、2024年春闘での賃上げ率は3.8%と前年の水準をやや上回るとの結果が得られた。労働者側だけでなく、経済団体などの使用者側からもこのところ賃上げに前向きな発言が目立つことを踏まえると、2024年春闘での賃上げ率が前年を上回る可能性は高まっている。

さらに、インフレ率の低下もあって実質賃金（1人あたり実質雇用者報酬）は2024年7-9月期にも前年比プラスに転じる見込みである。その後はゼロ近傍へと低下するものの、2024年6月に開始予定の所得減税の効果を加えれば、同+1%程度の伸びで推移するだろう。

実質賃金は2022年1-3月期以降、前年比マイナス圏で推移してきた（**図表6左**）。その要因を整理すると、2022年に主に実質賃金を押し下げたのは交易条件要因であった。ただし2023年に入ると押し下げ幅が縮小し、4-6月期からは押し上げ要因となった。対照的に実質賃金を押し下げるようになったのが労働分配率要因である。労働分配率は2022年7-9月期で53.0%（季節調整値）と、コロナ禍で景気が大幅に悪化した2020年4-6月期を除けば過去40年超で最高水準にあった。その後、前述のように企業の価格転嫁が積極化した一方、名目賃金の引き上げペースは比較的緩やかだったことから、2023年にかけて人件費の実質的な調整が進んだ。

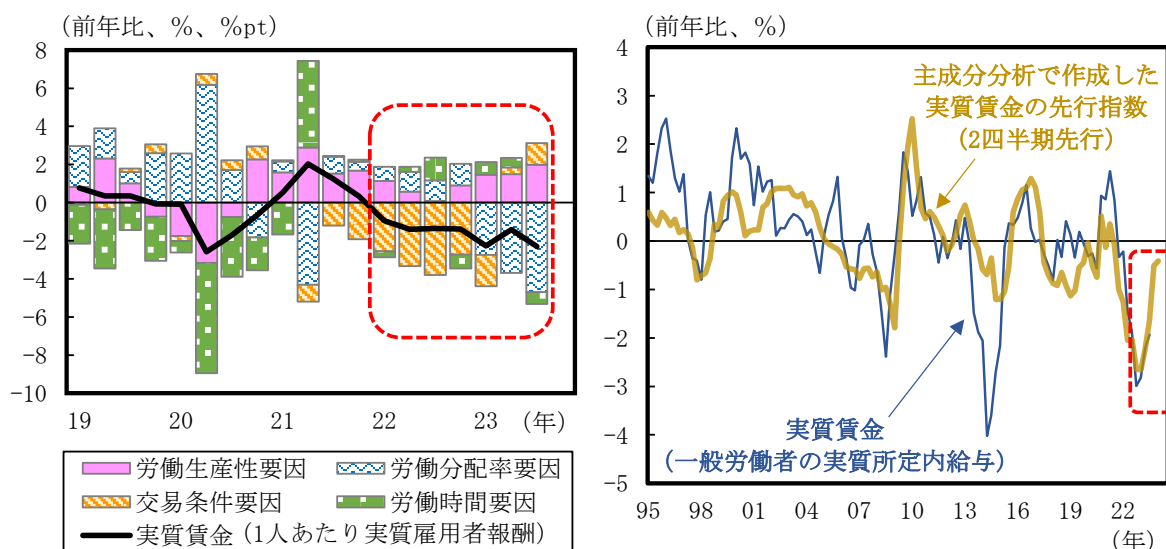
労働分配率は長期的には50%前後で推移してきた。当面は人件費の調整が続く可能性はあるものの、2023年7-9月期で50.6%まで低下したことに鑑みると、労働分配率要因による実質賃金の押し下げ幅は2024年にかけて縮小していくだろう。

また、主成分分析を用いて実質賃金に2四半期先行する傾向のある指数を作成すると**図表6右**のようになる。先行指数は新規求人倍率や雇用人員判断DI（先行き）などの雇用・賃金関連の先行指標から抽出した第一主成分と、企業物価指数などCPIの先行指標から抽出した第一主成分から算出したものだ。**図表6右**では実質賃金の基調を見るために、一般労働者の実質所定内給与を掲載している。過去30年ほどの推移を見ると、先行指数は実質所定内給与の動きをおおむね捉えている（2012~14年は円安・資源高・消費増税の影響で大きく乖離）。先行指数は実質所定内給与の前年比のマイナス幅が2024年春にかけて急速に縮小することを示唆しており、実質賃金の2024年中のプラス転換に期待がかかる。

⁵ 2015~19年（消費増税や自然災害の影響を強く受けた2019年10-12月期を除く）に見られた家計貯蓄額のトレンドからの乖離分を「過剰貯蓄」とみなして試算。

⁶ 日本労働組合総連合会（連合）「『[未来につながる転換点](#)』となり得る高水準の回答~2023春季生活闘争第7回（最終）回答集計結果について~」（2023年7月5日）参照。

図表 6：実質賃金の要因分解（左）と先行指数（右）



(注) 左図の「労働生産性要因」は就業者1人1時間あたり実質GDP成長率で、実質賃金は雇用者報酬と混合所得の合計額を実質化して就業者数で除したもの。「交易条件要因」は個人消費デフレーターとGDPデフレーター比率の変化。右図の「主成分分析で作成した実質賃金の先行指数」は、新規求人倍率や雇用人員判断DI（先行き）などの雇用・賃金関連の先行指標から抽出した第一主成分と、企業物価指数などCPIの先行指標から抽出した第一主成分から算出。

(出所) 内閣府、総務省、厚生労働省、日本銀行統計より大和総研作成

日銀は2024年4月にゼロ金利政策に移行し、当面は緩和的な金融環境が続く見込み

金融政策に関して当社では、春闘での結果がある程度判明する2024年4月の金融政策決定会合において日銀は物価見通しを引き上げつつ、YCCの撤廃とマイナス金利政策の解除（ゼロ金利政策へ移行）に踏み切ると見込んでいる。2024年春闘での賃上げ率が想定したように高水準で着地すれば、2%の物価安定目標を達成する確度は一段と高まる。YCCやマイナス金利政策といった「異例の緩和策」の必要性は低下し、「通常の緩和策」へと移行するだろう。

YCCの撤廃時には、投機的な動きにより長期金利が急上昇する恐れがある。経済や物価などのファンダメンタルズに基づき長期金利が緩やかに上昇するのは好ましいことだが、投機的な動きによる長期金利の急上昇は实体经济や金融市場に悪影響を及ぼす。こうした状況を回避して長期金利の安定化を図るため、日銀はYCC撤廃後も指値オペを残すとみられる。

前述のように、マイナス金利政策の解除後はゼロ金利政策への移行を想定している。実質金利はマイナス圏で推移するなど、当面は緩和的な金融環境が維持されるだろう。日銀は経済・物価情勢を注視しつつ、緩和の度合いを段階的に縮小させていくとみている。不確実性が大きいものの、当社では2024年10-12月期に0.25%の利上げを想定している。

(3) 経済の主な下振れリスク要因

日本の実質 GDP は原油急騰で 0.6%、円高急進で 0.7~1.5%下振れする可能性

2024 年は引き続き海外経済を中心に下振れリスク要因が多い。具体的には、①米銀行の貸出態度の厳格化による米国景気の大幅な悪化、②中東情勢・ウクライナ情勢の緊迫化、③中国の過剰債務問題の顕在化、④米中対立の激化（経済安全保障リスクの発現）などが挙げられる。

②は資源価格の高騰につながる恐れがあり、仮に原油価格が 150 ドル/バレルに上昇するケースをマクロモデルで試算すると、日本の実質 GDP への影響（年間ベース、以下同じ）は▲0.6%程度となる。④については、中国依存度の大きいレアメタルなどの重要物資の調達に支障をきたしたり、米国が準備を進めている対中投資規制に日本も参加したりすることで、日本企業の生産活動に影響が及ぶ可能性がある。

国内に関わる要因では前述の長期金利高のほか、円高リスクにも警戒が必要だ。2024 年には日米両国の金融政策の転換で金利差が縮小し、ドル円レートは円高基調に転じる可能性がある。その際、市場参加者の関心が購買力平価（PPP）に移れば円高が加速するかもしれない。1973 年基準の相対的 PPP（CPI、企業物価、単位労働コストそれぞれで試算）や OECD の絶対的 PPP を集計すると、1 ドル 90~120 円程度と直近の市場レートを大幅に上回る円高水準にあるからだ。仮にこうした水準まで円高が進んだ場合の実質 GDP への影響をマクロモデルで試算すると、1 ドル 120 円となるケースで▲0.7%程度、同 90 円のケースで▲1.5%程度と試算される。

米中のテールリスクが発現すれば 2024 年の日本経済はマイナス成長に転じる恐れ

最後に、テールリスクではあるが、米中における金融環境等の急速な悪化（前述の海外経済にかかる下振れリスクの①、③）を取り上げたい。



当社のメインシナリオでは、米中いずれも経済成長が 2024 年も続く見込みだ（直近の実質 GDP 成長率見通しは米国で+1.5%、中国で+5.0%。詳細は各国経済見通しを参照）。だが、米国ではサービス物価上昇率の高止まりなどにより金融引き締めが長期化し、強い信用収縮が発生する可能性も否定できない。中国では不動産不況が長期化しており、過剰債務のリスクが徐々に高まっているように見える。資本係数の長期トレンドからの乖離分を過剰資本ストックと見なすと、その規模は 2,840 兆円程度に上る。

そこで仮に、米中で金融環境等が急速に悪化した場合の各国・地域の実質 GDP への影響を試算した結果が**図表 7**である。ここでは米銀行の貸出態度が、①現水準で推移するケース、②リーマン・ショック時並みに厳格化するケース、の 2 つを想定した。また中国では、①不動産市場が大幅に縮小するケース（リーマン・ショック時の 2 倍の下振れ⁷⁾、②銀行貸出が 2 割減少するケース（日本の 1997~2005 年の減少幅と同規模）、の 2 つを想定した。

⁷⁾ 不動産投資額（前年比）のトレンドからの下振れ幅を、リーマン・ショック直後の 1 年間（2008 年 9 月~2009 年 8 月）における下振れ幅の 2 倍（24.6%pt）と想定。詳細は「[第 215 回日本経済予測（改訂版）](#)」（2022 年 12 月 8 日）を参照。

米国でリスクシナリオが発現する場合、米国の実質 GDP は年間で 1.7~4.9% 下振れする。中国の場合、下振れ幅は同 2.5~7.4% に達する。米中それぞれのリスクシナリオにおける日本経済への影響は同程度で、実質 GDP を同 1~3% 程度押し下げる。当社のメインシナリオにおける日本の 2024 年実質 GDP 成長率は +1.3% であり、こうしたテールリスクが発現すればマイナス成長に転じる恐れもある。米中の金融環境等の急変には引き続き注意が必要だ。

図表 7：米中でテールリスクが発現した場合の実質 GDP への影響（年間ベース）

		世界経済					
		世界経済	日本	米国	中国	ユーロ圏	新興国 (除く中国)
	<米国リスクシナリオ①> 銀行の貸出態度が 現水準で推移	▲ 1.3	▲ 1.1	▲ 1.7	▲ 0.8	▲ 1.2	▲ 1.5
	<米国リスクシナリオ②> 銀行の貸出態度が リーマン・ショック時並みに厳格化	▲ 3.9	▲ 2.9	▲ 4.9	▲ 2.2	▲ 3.5	▲ 4.3
	<中国リスクシナリオ①> 不動産市場が大幅縮小 (リーマン・ショック時の2倍の下振れ)	▲ 1.4	▲ 1.1	▲ 0.4	▲ 2.5	▲ 0.4	▲ 1.6
	<中国リスクシナリオ②> 銀行貸出が2割減少 (日本の97~05年の減少幅と同規模)	▲ 4.0	▲ 2.8	▲ 1.1	▲ 7.4	▲ 1.3	▲ 4.7

(注) 試算方法の詳細は「第 215 回日本経済予測 (改訂版)」(2022 年 12 月 8 日)、「第 217 回日本経済予測 (改訂版)」(2023 年 6 月 8 日) を参照。中国リスクシナリオ①の「リーマン・ショック時の 2 倍の下振れ」では、不動産投資額 (前年比) のトレンドからの下振れ幅を、リーマン・ショック直後の 1 年間 (2008 年 9 月~2009 年 8 月) における下振れ幅の 2 倍 (24.6%pt) と想定。

(出所) IMF、Haver Analytics より大和総研作成

図表 8：日本経済見通し<第 219 回日本経済予測 改訂版 (2023 年 12 月 8 日)>

	2022			2023				2024				2025	2022	2023	2024
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	年度 (暦年)	年度 (暦年)	年度 (暦年)
実質 GDP (年率、兆円)	549.8	549.3	550.7	557.4	562.3	558.2	562.1	565.1	566.7	568.3	569.6	570.8	551.8	561.8	568.8
<前期比、%>	1.1	-0.1	0.2	1.2	0.9	-0.7	0.7	0.5	0.3	0.3	0.2	0.2			
<前期比年率、%>	4.4	-0.4	1.0	5.0	3.6	-2.9	2.8	2.1	1.2	1.1	0.9	0.8			
<前年同期比、%>	1.5	1.5	0.5	2.5	2.2	1.5	2.1	1.4	0.8	1.9	1.3	1.0	1.5	1.8	1.3
民間消費支出 (前期比、%)	2.0	0.1	0.0	0.9	-0.6	-0.2	0.7	0.6	0.3	0.3	0.2	0.2	2.7	0.4	1.4
民間住宅投資 (前期比、%)	-2.6	0.4	0.7	0.3	1.7	-0.5	0.3	-0.3	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	-3.4	2.1	-1.5
企業設備投資 (前期比、%)	2.1	1.8	-0.8	1.8	-1.3	-0.4	0.7	0.7	0.6	0.6	0.5	0.5	3.4	0.1	2.0
政府消費支出 (前期比、%)	0.7	0.2	0.5	0.2	-0.1	0.3	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	1.4	0.8	0.8
公共投資 (前期比、%)	-2.0	1.1	-0.1	1.9	1.5	-0.8	0.9	0.8	0.4	0.3	0.3	0.3	-6.1	3.3	1.6
輸出 (前期比、%)	2.2	2.2	1.5	-3.6	3.8	0.4	1.0	0.3	0.4	0.5	0.5	0.4	4.7	3.3	1.9
輸入 (前期比、%)	1.5	4.9	-0.7	-1.5	-3.3	0.8	0.1	0.2	0.4	0.4	0.3	0.3	7.1	-3.0	1.4
名目 GDP (前期比年率、%)	3.6	-1.4	7.0	9.3	10.7	0.0	4.8	5.2	3.5	3.6	3.3	3.2	2.3	6.0	3.8
GDP デフレーター (前年同期比、%)	-0.3	-0.3	1.5	2.3	3.8	5.3	4.0	3.5	2.6	2.3	2.5	2.5	0.8	4.1	2.5
鉱工業生産 (前期比、%)	-1.5	3.1	-1.7	-1.8	1.4	-1.2	0.7	0.6	0.3	0.5	0.5	0.5	-0.3	-0.6	1.6
コア CPI (前年同期比、%)	2.1	2.7	3.8	3.5	3.2	3.0	2.6	2.2	2.6	3.0	2.7	3.0	3.0	2.8	2.8
失業率 (%)	2.6	2.6	2.5	2.6	2.6	2.7	2.6	2.5	2.4	2.4	2.4	2.4	2.6	2.6	2.4
貿易収支 (兆円、年率)	-14.8	-22.3	-20.6	-14.9	-3.9	-2.7	-4.0	-2.1	-1.9	-1.7	-1.9	-1.8	-18.0	-3.2	-1.8
経常収支 (兆円、年率)	11.8	3.0	8.7	9.7	23.5	24.6	28.2	29.4	29.5	29.6	29.9	29.9	8.3	26.3	29.6
前提															
原油価格 (WTI、ドル/バレル)	108.5	91.4	82.6	76.0	73.6	82.2	77.7	69.4	69.4	69.4	69.4	69.4	89.6	75.7	69.4
為替レート (円/ドル)	129.8	138.4	141.6	132.4	137.5	144.6	148.9	147.3	147.3	147.3	147.3	147.3	135.4	144.6	147.3

(注) 網掛け部分は大和総研予想。

(出所) 大和総研