

<目次>

① 日本経済..... 1  
国際収支 / 貿易統計 / 訪日外客 / 訪日消費

② 米国経済..... 2  
小売売上高 / 鉱工業生産

③ 中国経済..... 3  
2023年10~12月期GDP / 2023年GDP / 2024年見通し

④ 欧州経済（ドイツ）..... 4  
実質GDP / 輸出入 / 消費者物価指数 / 小売売上高

⑤ 金融・信用（為替、金利、株式、信用等）..... 5

⑥ 特集..... 6  
2024年の商品市況見通し

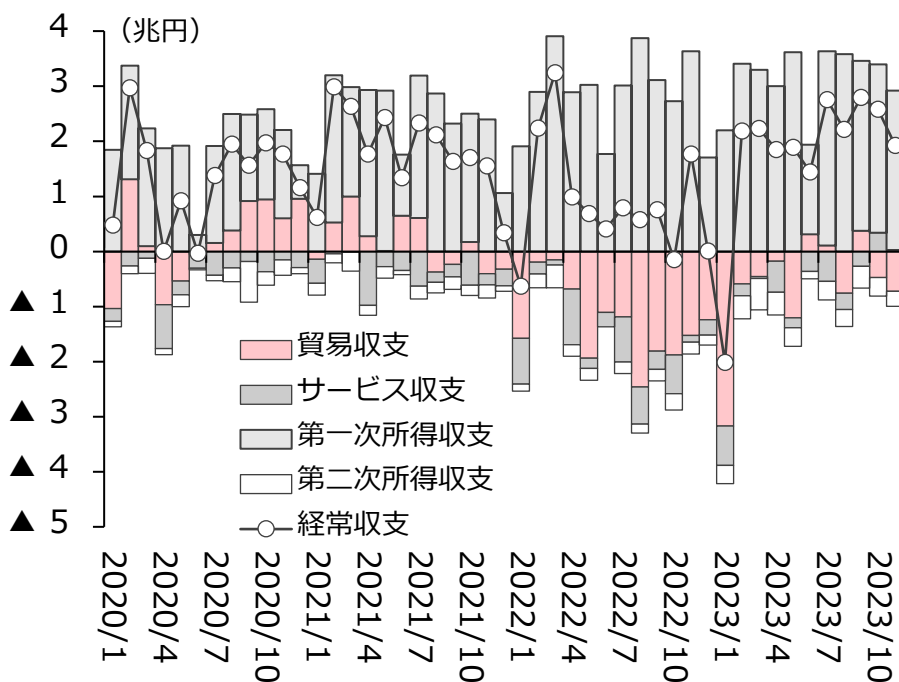
# ① 日本経済

(シニア・エコノミスト 浦野 愛理)

## 貿易収支の赤字縮小や旅行収支の黒字拡大などを主因に、経常収支は黒字拡大

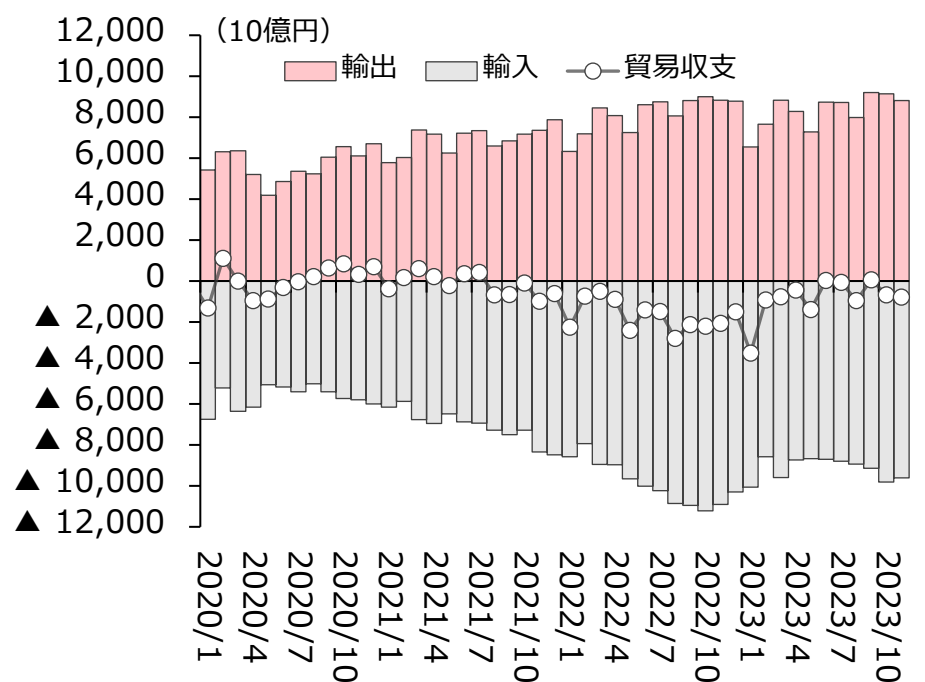
- 国際収支**：11月の経常収支は+1兆9,256億円と、黒字幅は前年から拡大。輸入の減少が輸出の減少を上回り、貿易収支が▲7,241億円と赤字幅が縮小したことに加えて、旅行収支の黒字拡大を主因にサービス収支が+247億円と黒字に転化したことが全体を押し上げた。一方、第一次所得収支（利子、配当等）は、証券投資収益の黒字縮小を主因に+2兆8,949億円と黒字幅が縮小した。
- 貿易統計**：11月の貿易収支（通関ベース）は▲7,769億円の赤字。輸出は前年比▲0.2%と3カ月ぶりの減少。地域別では、米国向け（同+5.3%）の増加が続いた一方、EU向け（同▲0.0%）は横ばい、中国（同▲2.2%）は減少が続いた。品目別では、半導体不足の緩和を背景に自動車輸出が回復、輸送用機械の増加が続いた一方、半導体等製造装置を含む一般機械や化学製品の減少が続いた。輸入は同▲11.9%と8カ月連続の前年割れ。鉱物性燃料を中心に減少が続いたものの、資源価格の一服を背景に減少幅は縮小傾向にある。
- 訪日外客**：12月の訪日外客数は約273万人（2019年同月比+8.2%）とコロナ前を上回る水準まで増加した。コロナ前に全体の3割を占めた中国からの訪日客数は約31万人（同▲56.0%）と2023年8月の団体旅行解禁後も回復が鈍い状況が続いている一方で、その他の国・地域からの訪日客数は約242万人（同+33.3%）と円安などを追い風にコロナ前を大幅に上回る傾向が続いている。12月の日本人出国者数は約95万人（同▲44.6%）とコロナ前水準を大きく下回り、円安などが日本人の海外渡航の回復のネックになっている模様。
- 訪日消費**：10～12月期の訪日外国人旅行消費額は1兆6,688億円。コロナ前の2019年同期比では+37.6%と、円安や物価高などを背景に訪日外客数の回復を上回る伸びとなった。国・地域別では、中国が同▲40.4%にとどまった一方、その他の台湾、韓国、米国、香港などは総じてコロナ前を大きく上回る水準に。

▽ 経常収支



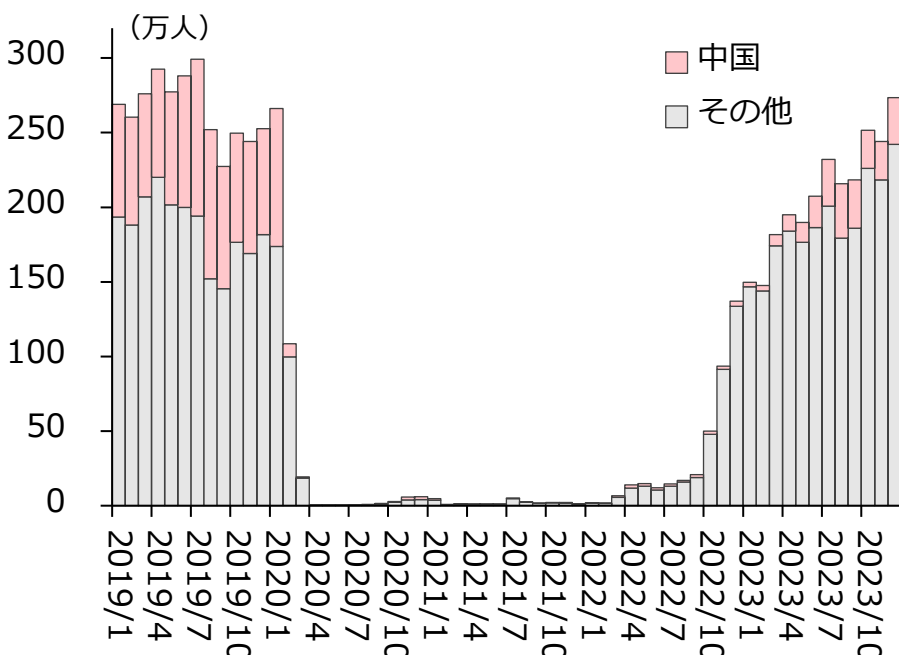
(出所) 財務省

▽ 貿易収支（通関ベース）



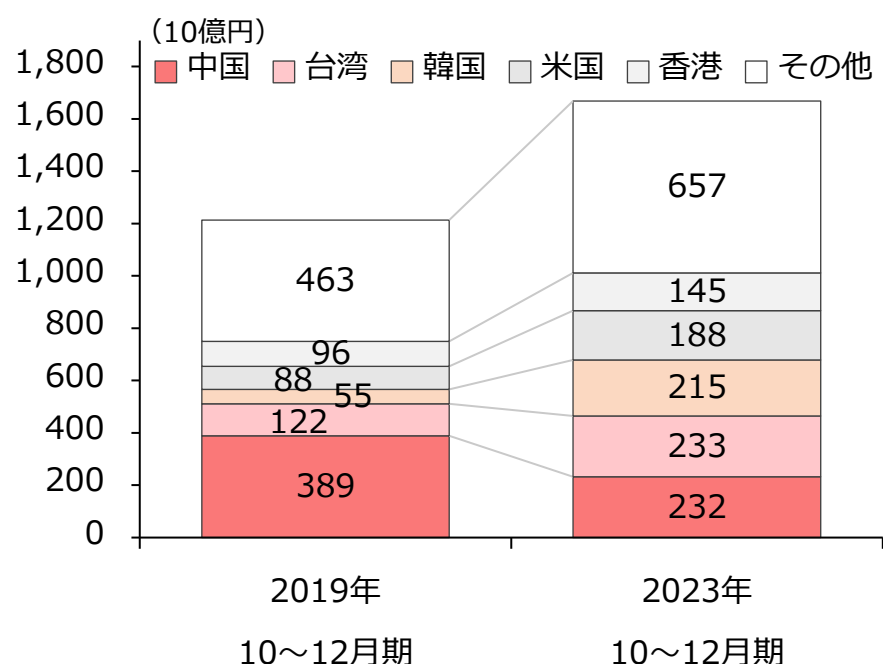
(出所) 財務省

▽ 訪日外客数



(注) 直近2カ月は速報値  
(出所) 日本政府観光局

▽ 訪日外国人消費額



(出所) 観光庁

## ② 米国経済

(エコノミスト 清水 拓也)

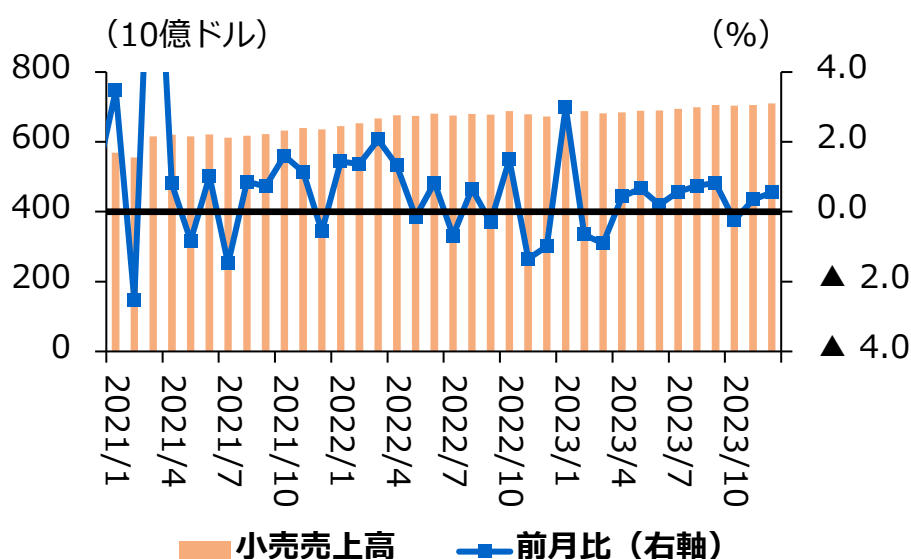
### 主要指標の動向

- 小売売上高**：12月の小売売上高は前月比+0.6%（11月同+0.3%）と増加した。13部門中9部門が増加し、特に総合小売店（同+1.3%、百貨店含む）や無店舗販売（同+0.7%、電子商取引含む）の売上増が目立った。物価上昇分を差し引いても底堅く、年末商戦の好調ぶりをうかがわせる内容。
- 鉱工業生産**：12月の鉱工業生産指数は前月比+0.1%（11月▲0.0%）とやや上昇した。ただし、四半期で見ると10-12月期は前期比年率▲3.1%（7-9月期同+1.8%）と減速。主要産業別では、鉱業（前月比+0.9%）、製造業（同+0.1%）が増加した一方、ユーティリティ（同▲1.0%）は低下した。ウエイトの大きい製造業では、自動車・同部品（同+1.6%）が昨年9、10月に発生したストライキに伴う減速から立ち直りつつあるほか、ハイテク産業の好調ぶりが継続。一方、その他多くの製造業では伸びが停滞している。

### 基調判断・展望

- 個人消費に腰折れの兆候は見られず**：米国における個人消費の先行きを巡っては、連邦準備制度理事会（FRB）による金融引き締め策の効果が波及する過程で減速感が強まるとの見方がある。ただし、主に財消費動向を反映する小売売上高については昨年末時点で底堅く推移しており、目立った変調の兆候は見られず。
- 実質賃金のプラス転化が押し上げ要因に**：2023年を通じて個人消費が堅調に推移した要因として、超過貯蓄の取り崩しといったコロナ禍以降の下支え要因が残存したことに加え、高インフレの沈静化に伴う実質賃金のプラス転化が挙げられる。労働市場の急減速が無い限り、実質賃金は当面プラス圏で推移する見込み。
- 消費者の景況感が改善**：昨年夏以降は低迷していた消費者信頼感指数が、12月に大きく上昇した。景況感が上向いた要因として、早期利下げ観測の台頭に伴う金融市場の見通し改善（金利低下・株高期待）が挙げられる。ただし、利下げ時期を巡る不確実性は大きく、マインド改善は一時的なものに留まる可能性も。
- 展望**：現状、①個人消費を含む総需要、及び②労働市場の急減速、を伴わずに③インフレ率が低下する、いわゆる「ソフトランディング」がメインシナリオだが、先行きにはリスクも存在する。特に②について、企業に対するアンケート調査で一部業種での解雇増が報告されていることも踏まえると、景気悪化に伴い企業による余剰人員整理の動きが急激に拡大するリスクには注意したい。

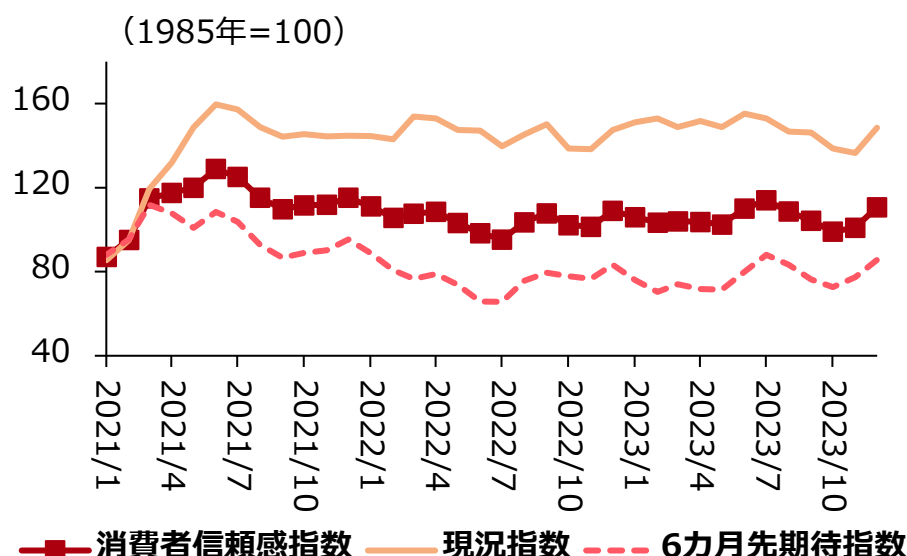
#### ▽小売売上高



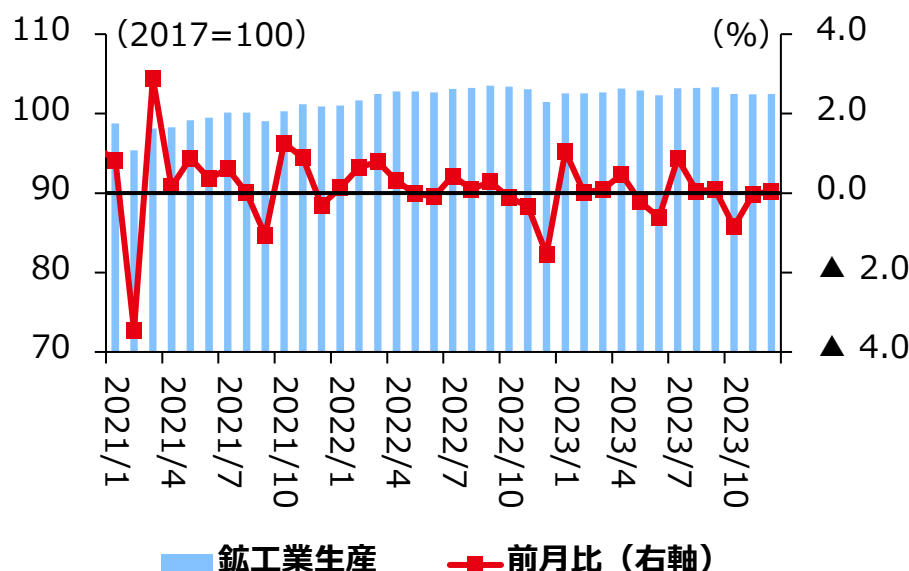
#### ▽実質平均時給



#### ▽消費者信頼感指数



#### ▽鉱工業生産指数

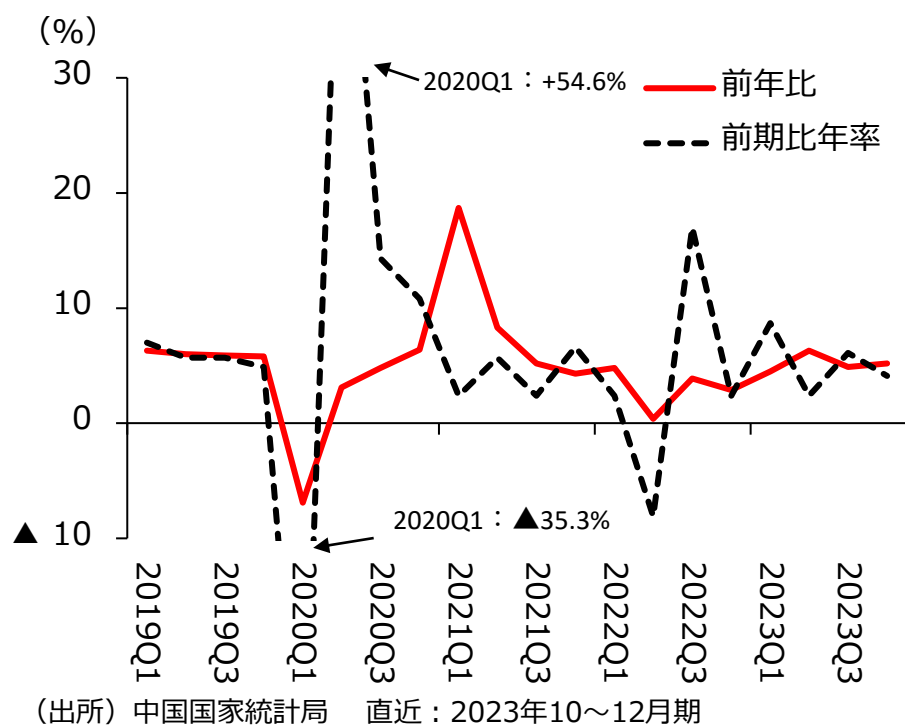


### ③ 中国経済

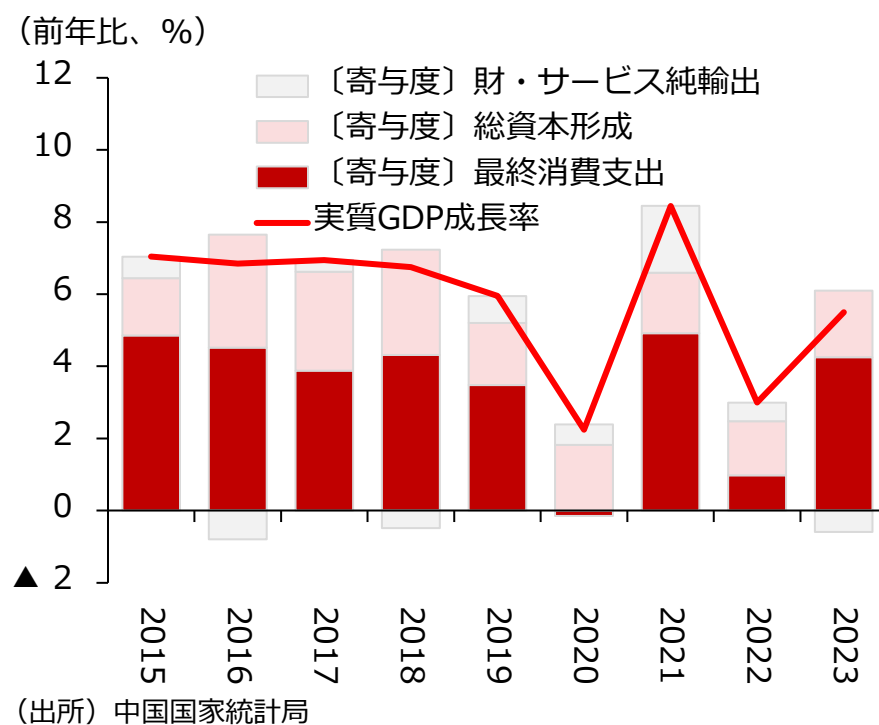
(シニア・アナリスト 李 雪連)

- 2023年10～12月期GDP**：前年比+5.2%（7～9月期+4.9%）と前年の感染急拡大による経済活動の停滞期からの反動で、上昇率が拡大した形。産業別では、第3次産業（GDP全体の5割強）が前年比+5.3%（7～9月期+5.2%）と、対人サービス業を中心に高めの伸びを維持。第2次産業（同4割弱）も前年比+5.5%（7～9月期+4.6%）と、追加財政出動等を受けたインフラ建設向け需要の拡大や、電気自動車（EV）を中心とした自動車製造の増加を受け、やや高めの成長率となった。第1次産業（同1割弱）は前年比+4.2%（7～9月期+4.2%）と比較的安定している。なお、前期比年率では+4.1%（7～9月期+6.1%）と減速した。
- 2023年GDP**：2022年低成長からの反動もあり、前年比+5.2%（22年+3.0%）と政府目標（前年比+5%程度）が達成された。寄与度では、最終消費支出が+4.3%pt（22年+1.0%pt）と、5.2%の成長率に対して8割以上の貢献となった。2023年の旅客輸送量は前年の倍以上に拡大し行動制限解除を受けた旅行などサービス消費の拡大が成長を大きくけん引した。一方、総資本形成の寄与は+1.5%pt（22年+1.5%pt）にとどまり、財政出動等を受けたインフラ需要の拡大が住宅投資の減少を穴埋めする形となった。輸出から輸入を差し引いた純輸出の寄与は▲0.6%pt（22年+0.5%pt）で、原油や金属資源関連の輸入拡大および海外の需要不足が影響した。また、住宅不況や輸出の低迷など内外の需要不足を受け、GDPの成長率は8年ぶりに名目が実質を下回る「名実逆転」となり、デフレ圧力が強まることが懸念される。
- 2024年見通し**：2024年の中国各地の成長率目標が1月下旬に出揃い、その状況を踏まえ3月の全人代（国会）で2024年成長率の政府目標が決定される段取り。政府高官を中心に、昨年と同じく前年比+5%程度の目標が設定される可能性があるとの発言が目立つ。しかし、ペントアップ需要の一巡を受け、成長に最も貢献したサービス消費が鈍化の傾向にある。また、住宅開発企業の経営悪化や、不確実な輸出環境下での製造業の低稼働、近年の拡張的な財政運営を要因とする財政政策余地の狭まりなどを背景に、国際通貨基金（IMF）を始め同+4%半ばへの成長の減速を予想する向きが増加している。また、22年末に約60年ぶりに減少に転じた人口は、23年にも減少が続いており、中長期的には潜在成長率の低下が懸念される。

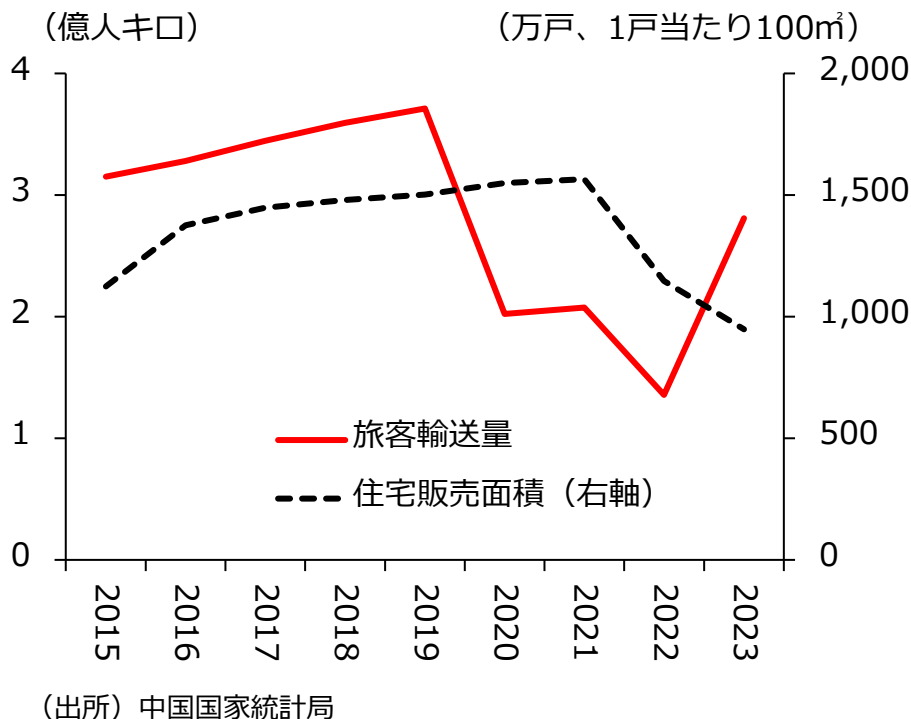
▽実質GDP成長率（四半期）



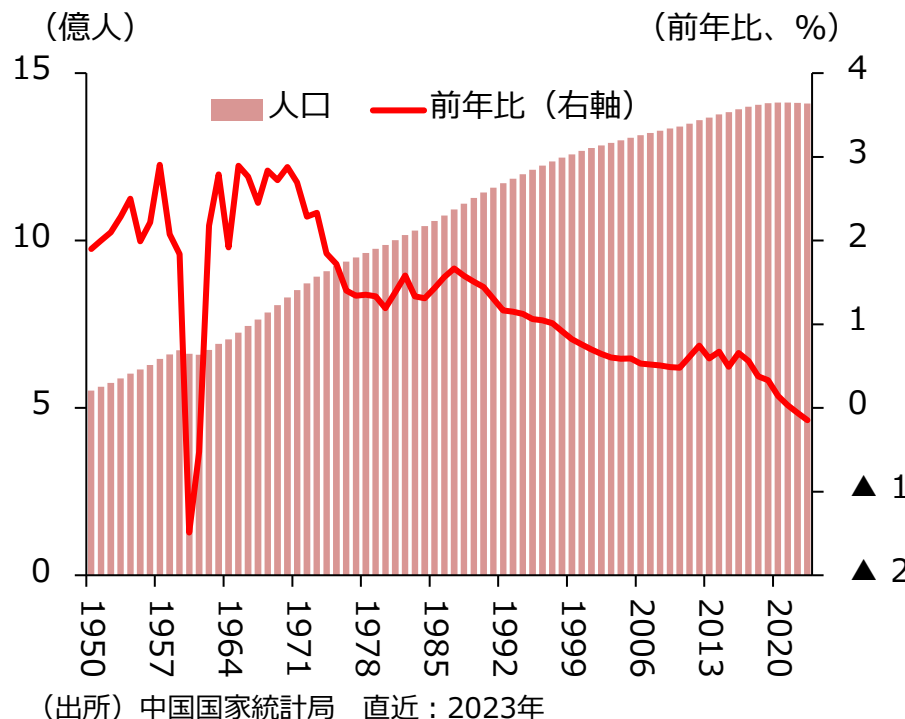
▽実質GDP成長率・需要項目別寄与度



▽旅客輸送・住宅販売



▽人口



## ④ 欧州経済（ドイツ）

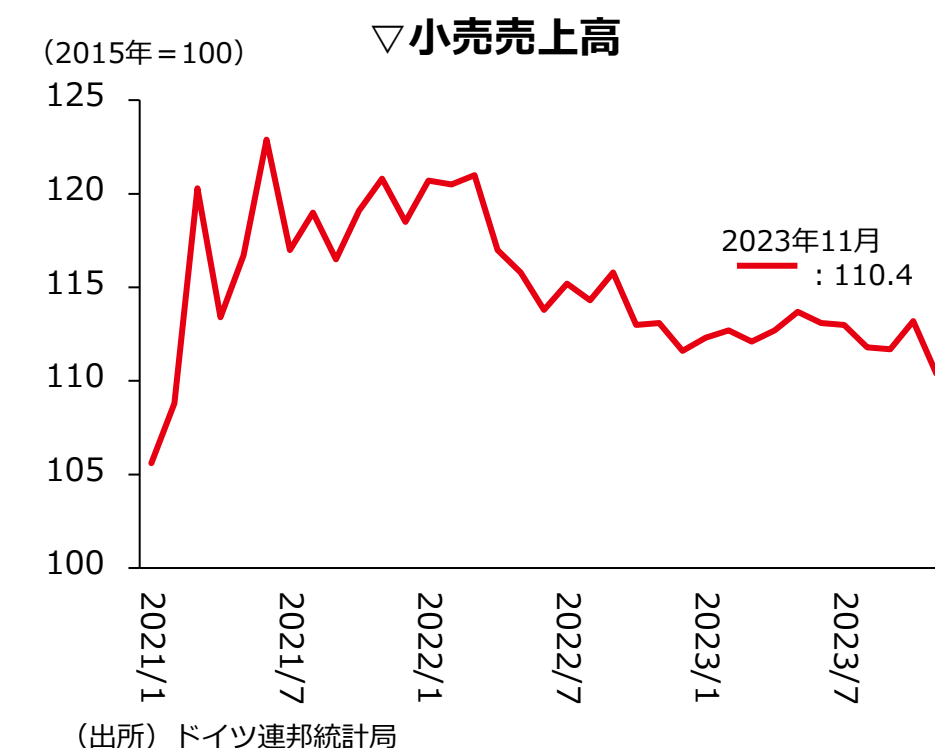
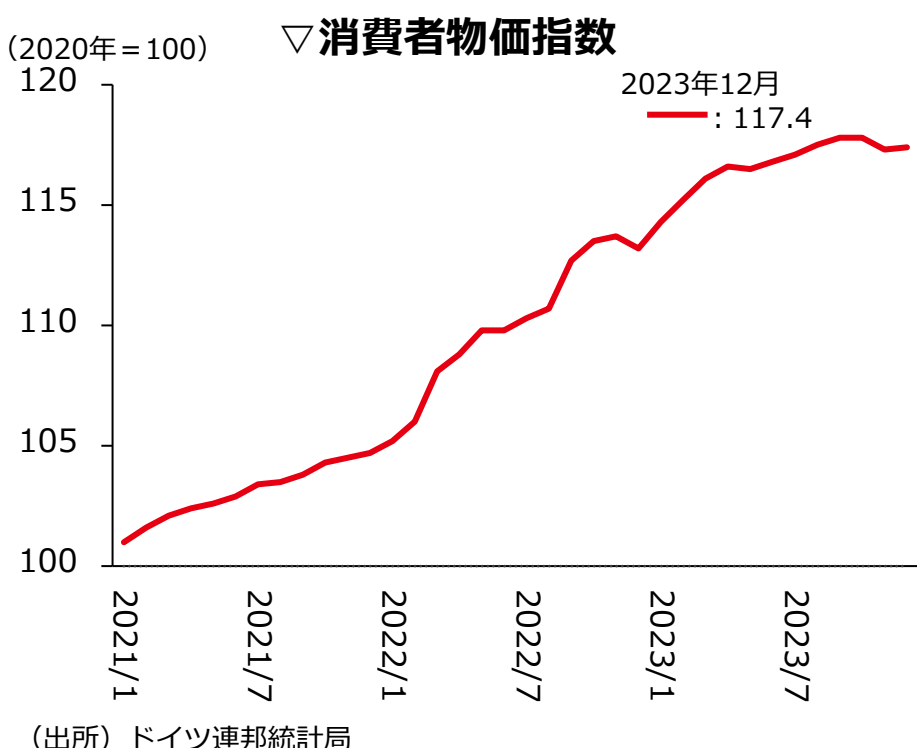
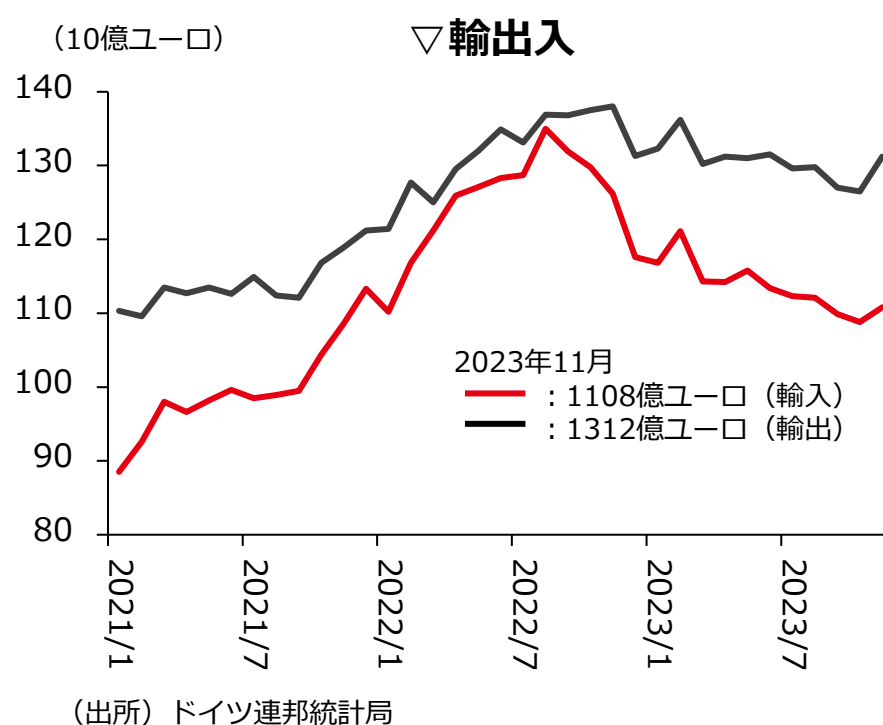
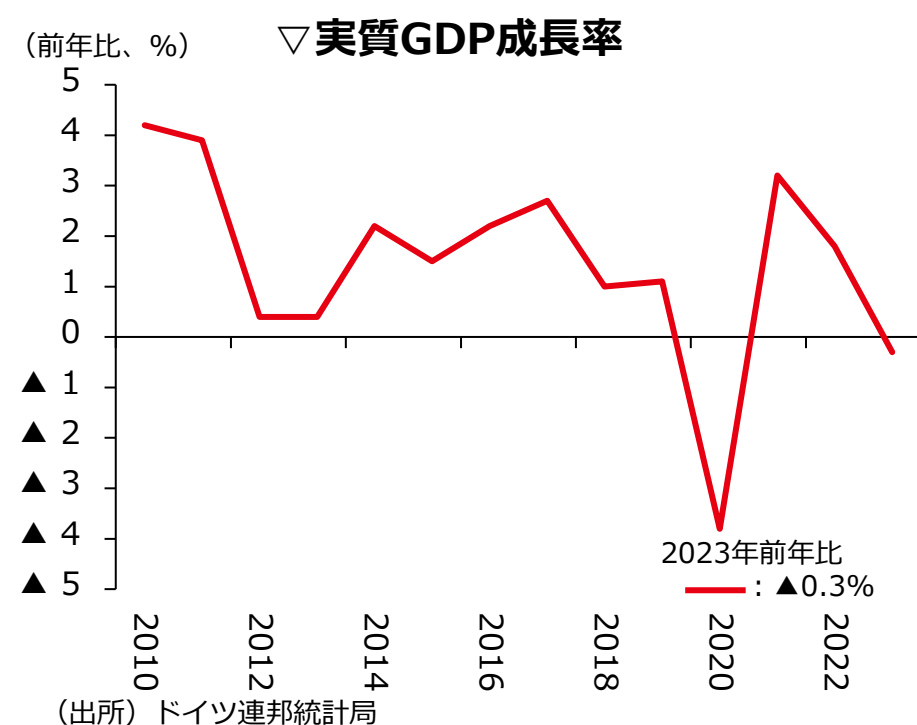
（シニア・エコノミスト 佐藤 洋介）

### 主要指標の動向

- 実質GDP**：2023年実質GDP成長率（1次速報値）は前年比▲0.3%（前年同+1.8%）と3年ぶりのマイナス成長。需要項目別では、政府最終消費支出が前年比▲1.7%（前年同+1.6%）、個人消費が同▲0.8%（前年同+3.9%）、総固定資本形成が同▲0.3%（前年同+0.1%）、輸出が同▲1.8%（前年同+3.3%）などと前年割れ。
- 輸出入**：11月の輸出は、1312億ユーロ（10月1265億ユーロ）と3カ月ぶりに増加し、2023年6月並みの水準に。地域別では、欧州連合（EU）域内が715億ユーロ（前月比+5.4%）、EU域外が597億ユーロ（同+1.8%）と増加。11月の輸入は、1108億ユーロ（10月1088億ユーロ）と6カ月ぶりに増加。地域別では、EU域内が589億ユーロ（前月比+2.8%）、EU域外が519億ユーロ（同+0.8%）と増加。
- 消費者物価指数・小売売上高**：12月の消費者物価指数（CPI）上昇率が前年比+3.7%（前月同+3.2%）と6カ月ぶりに拡大。主要項目別では、食料品が前年比+4.6%、レストラン・宿泊サービスが同+5.6%などと上昇。なお、2023年の年間でのCPI上昇率は前年比+5.9%（食料品・エネルギーを除く：同+5.1%）と高水準。11月小売売上高（実質、2015年=100）は110.4（10月113.2）と低下。CPI上昇率が鈍化傾向にあるが、小売売上高の低下傾向が継続。

### 基調判断・見通し

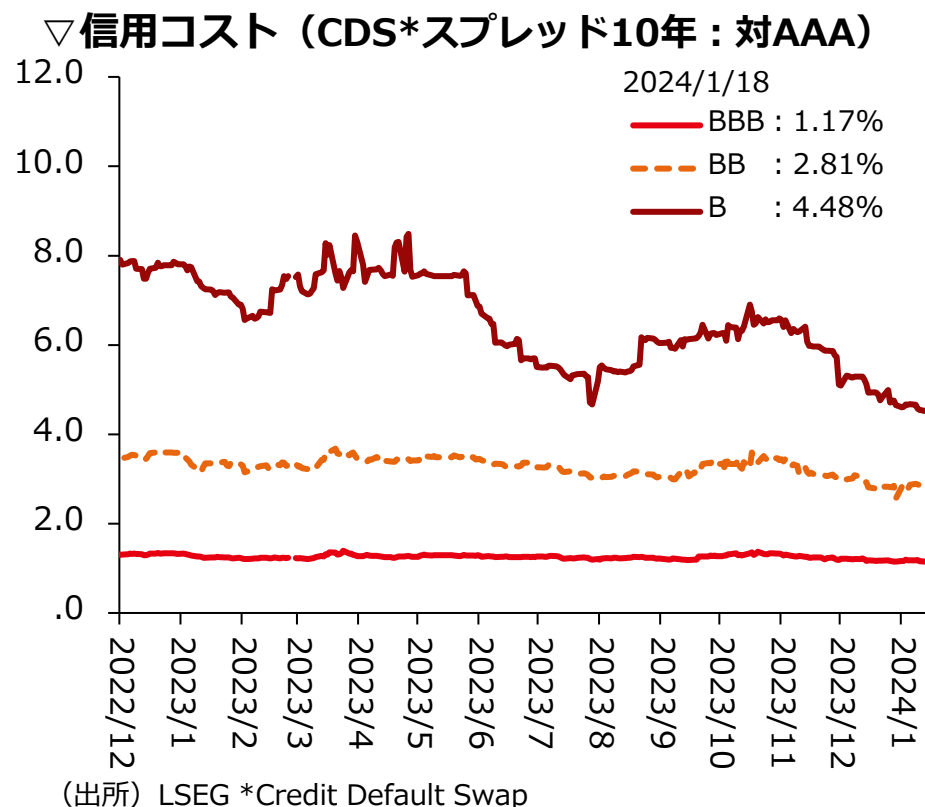
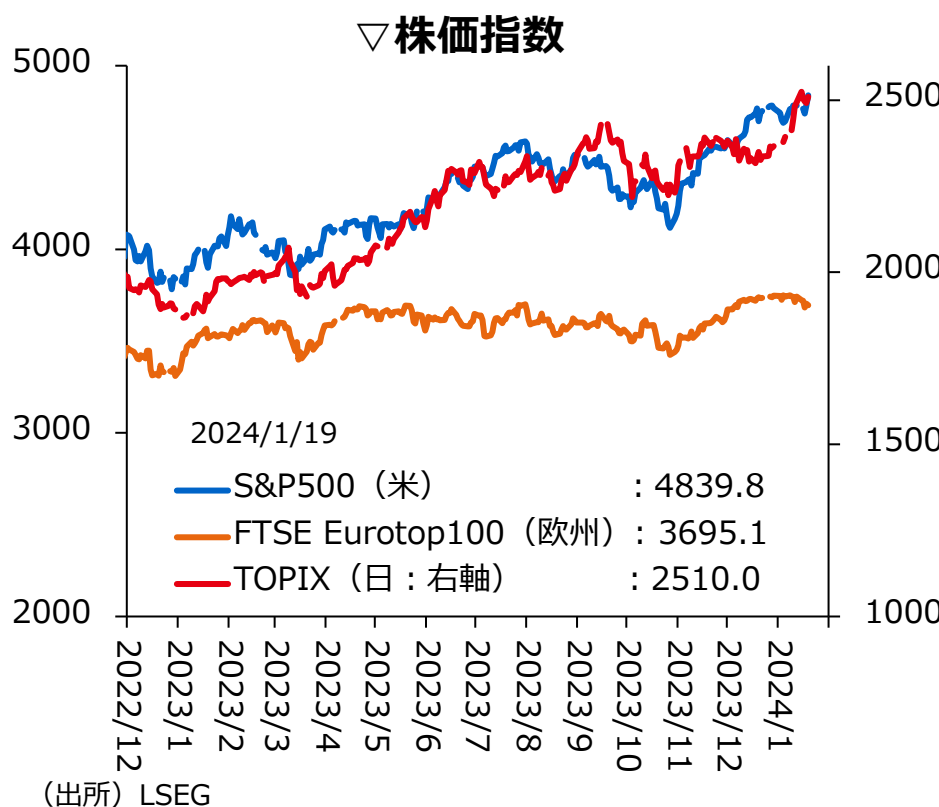
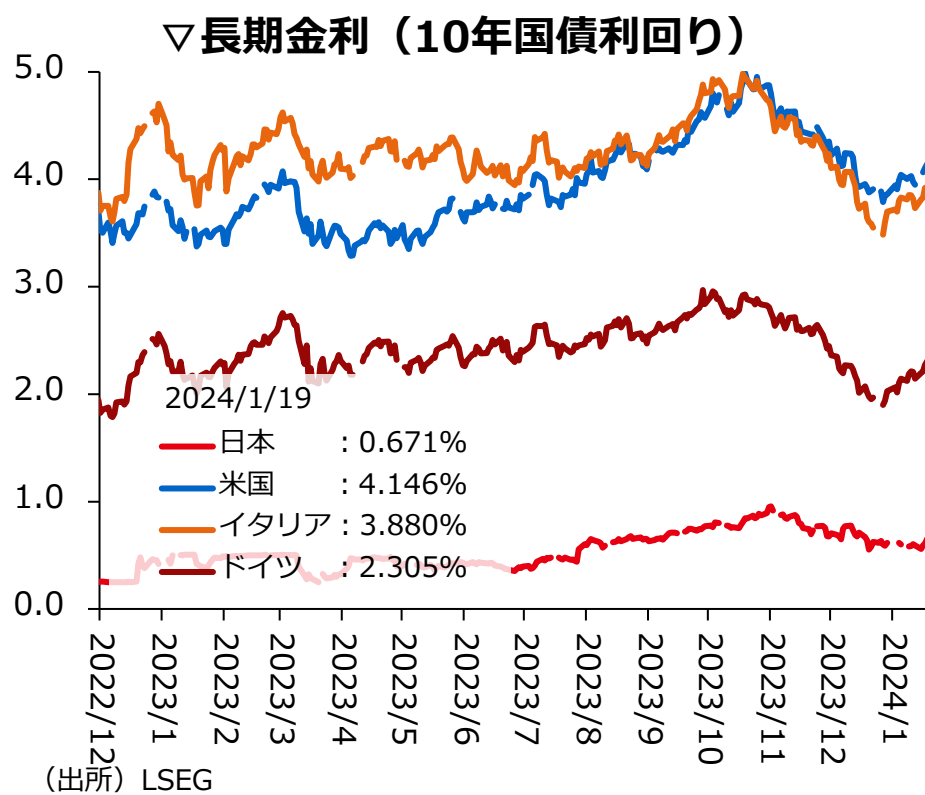
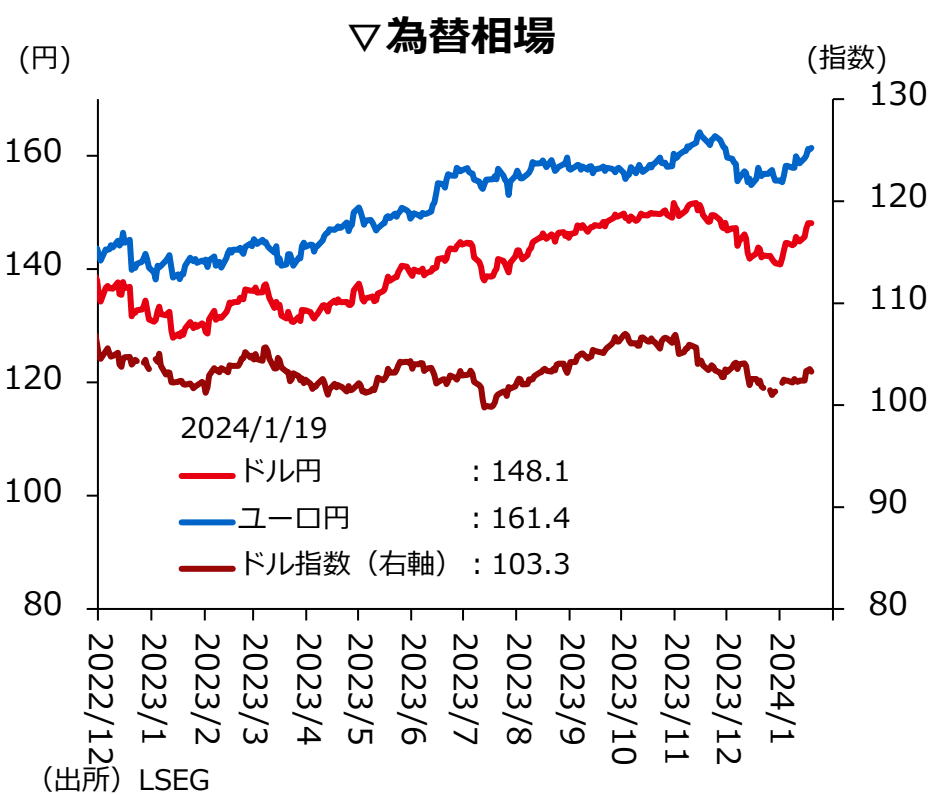
- 2023年のドイツ経済は、物価の高止まりによる個人消費の低迷や政策金利の高止まりなどによる企業の設備投資の停滞、外需の減少などを受け、マイナス成長。欧州主要国の中では、唯一のマイナス成長になると見られており、ユーロ圏経済の足かせになった。
- 市場では、2024年に欧州中央銀行（ECB）による利下げが実施されるとの見方があるが、足元では長期金利が高止まりし、利下げ時期が当初想定と比較し、後ろ倒しされるとの見方が強まっている。そのため、高金利状態がさらに長期化し、ドイツの個人消費や設備投資などの回復時期がさらに遅れると見られる。



## ⑤ 金融・信用（為替、金利、株式、信用等）

（副所長 田川 真一）

- 為替**：為替市場では円安が進行。昨年終盤に高まった欧米における早期利下げ期待が、年明け以降急速に後退していることが主因とみられ、ドル円、ユーロ円とも前週末比3円前後の円安水準で越週。年明けの日本株の好調さがリスク選好を促しているという見方もあり、円安が企業業績の改善期待から株高をもたらし、リスク許容度の拡大が対外投資を通じ一段の円安を招くという連鎖的な資本フローを指摘する向きも。月末にかけては各国中銀の政策決定会合が相次ぐため、当面はその動向に一喜一憂する市場環境が続くそう。
- 金利**：長期金利（10年国債利回り）は欧米で年初来の上昇基調が継続。利下げ時期に関わる当局筋からの言及は米連銀（FED）、欧州中銀（ECB）ともミックスだが、共通点として市場の利下げ期待が金融環境を緩和的にし、結果的にインフレを長期化させる（よって利下げ時期は後ずれする）リスクを指摘する声が散見されるように。こうした発信を意識してか、米金融市場では3月の米連邦公開市場委員会（FOMC）での利下げ織り込みが急速に剥落、初回利下げは5月初旬となるという予測が優勢となった。当面は1/25のECB理事会、および1/30-31のFOMCを受けての両中銀の市場とのコミュニケーションが注目される。円長期金利は欧米金利の上昇に追随する形で、0.6%後半まで上昇。1/23には今年最初の日銀政策決定会合の結果が判明する。
- 株式**：株式市場は日米でしっかり、欧州ではややさえない動きに。少額投資非課税制度（NISA）の条件改善をきっかけに急伸した日本株は勢いを保ち、週中にはバブル後の戻り最高値を更新。米株が利下げ期待後退による金利上昇にも関わらず前週末より値を上げる中、同様の状況下にある欧州株は上値を抑えられた格好となった。米国では各種指標から経済の底堅さが見え、ソフトランディングへの期待を示す向きも。
- 企業信用**：米ドル建CDSスプレッド（信用コスト）は、大きな動きにはなっていないながらも縮小基調が継続。前週から市場金利は上昇を見せているが、その中でも株式は堅調さを保っているなど、企業部門にまつわる信用状況の先行きに対しては、楽観的な見方が支配的になっている模様。



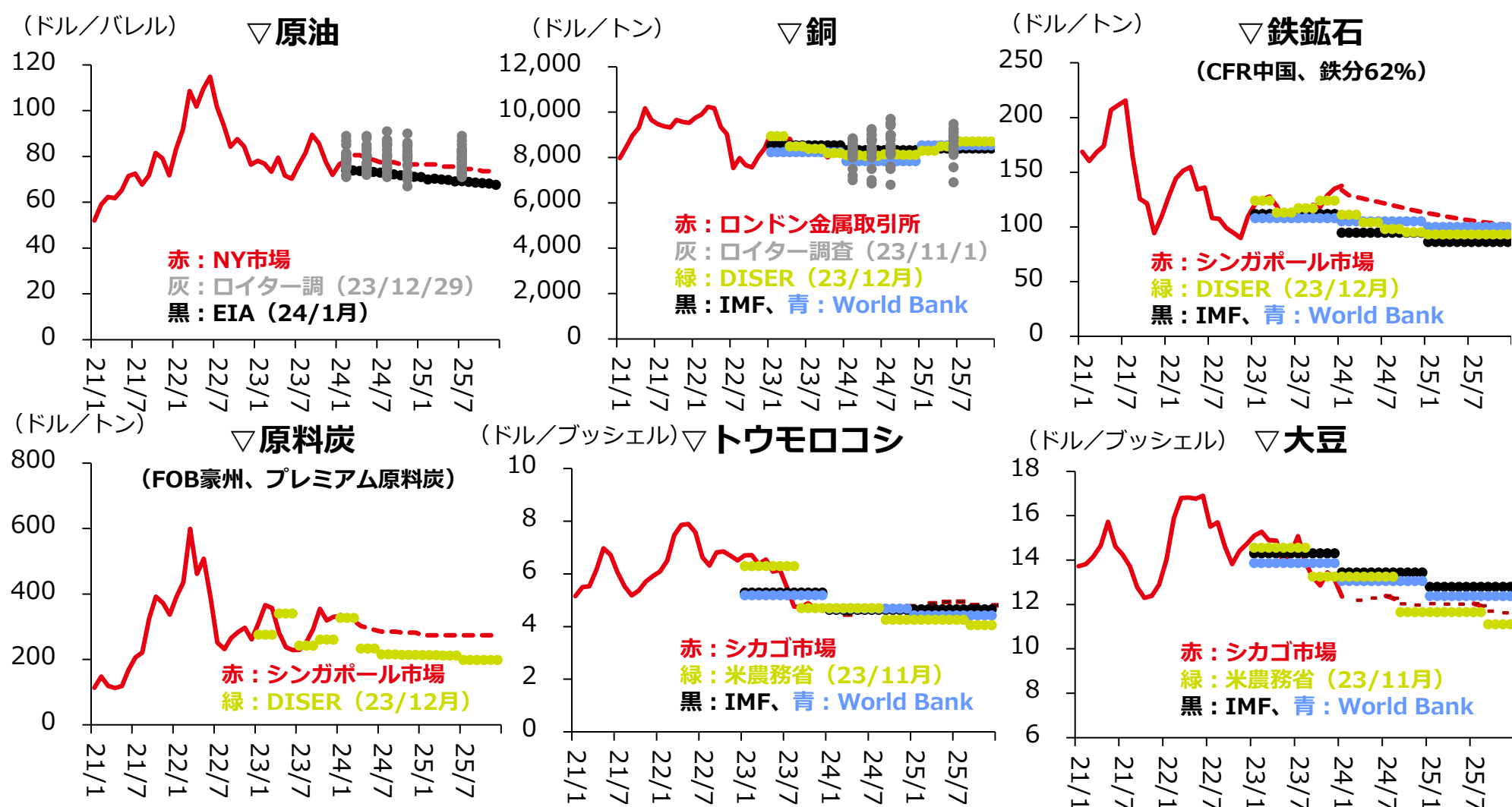
# ⑥ 2024年の商品市況見通し

(シニア・アナリスト 村井 美恵)

**世界経済の減速から下押し圧力がかかるものの、緩和的な金融環境や供給制約から下値は限定的  
地政学リスク、天候リスク、主要国・地域の選挙が想定以上の変動幅をもたらす可能性に留意**

- 原油**：原油は需要が伸び悩むものの、OPECプラスの協調減産や地政学リスクの継続などを背景に底堅く推移。2024年の需給バランスは、OPECプラスによる協調減産を背景に第1四半期は需要超過となるが、世界経済の減速に伴う需要の伸び悩みや米国など非OPEC国の生産増を受けて第2四半期以降は概ね均衡に向かう見込み。そうした中でも中東やロシア情勢などの地政学リスクによる供給面の不確実性は継続。また、年前半にも見込まれる米国の利下げ開始や、脱炭素に向けた上流投資の減速などが支持要因となり、需給の緩みの中でも価格は比較的底堅い推移が予想される。一方、需給の引き締め要因であるOPECプラスの協調減産が崩れ、事実上の増産となるようなケースでは、想定を超える価格下落も。また、主要国・地域の選挙、特に米国の大統領選挙の行方が為替やリスク許容度の変化などを通じて価格の変動幅を大きくする要因となりうる点には留意。
- 銅**：鈍い需要と生産増を背景に供給過剰となろうが、エネルギー転換需要への期待などから下値は限定的。世界経済、特に最大需要国の中国の成長鈍化に伴い需要の伸びは低調。一方、鉱山生産は、チリ、DRコンゴなどを中心に計画に沿った形での増産が見込まれる。国際銅研究会（ICSG）によると、需給バランスは供給超過となる見通し。また、LME（ロンドン金属取引所）在庫が高位であることも、価格の下押し材料。一方、エネルギー転換向けの需要は引き続き高く、短期的な価格下落はあっても先高感は継続するとみられる。また、開発プロジェクトの遅れやストライキなど、鉱山オペレーション上の懸念に加え、鉱石の銅含有量の低下に伴う生産減や開発コスト増、生産時の環境負荷低減のためのコスト増といった中長期的な課題も引き続き存在しており、価格の下値は限られよう。
- 鉄鉱石・原料炭**：世界の鉄鋼需要は住宅不況を抱える中国を中心に低調、脱炭素に向けた動きが重し。鉄鉱石は、ブラジルや豪州の供給増が見込まれる一方、需要は中国を中心に低調となる見込みで価格は弱含み。原料炭は、インドの強い需要が下支え要因となる一方、中国での需要停滞や粗鋼生産抑制策が下押し要因。主なアップサイド要因は、エルニーニョ現象やサイクロン（豪州）などの天候や、突発的な事故やストライキに起因する供給不安。また、最大需要国の中国において景気対策の強化が示されれば、新たな需要回復期待も。原料炭（豪州産）は、豪中関係の改善による需要拡大も価格上昇に寄与。一方、脱炭素に向けた動き（電炉での粗鋼生産拡大など）は引き続き価格の抑制要因として存在。
- トウモロコシ・大豆**：供給増を受けて下押し圧力が継続。トウモロコシは、世界的な豊作や高水準の米国在庫を背景に売り圧力がかかりやすい。一方、生産量で世界第1位の米国において、この春に作付する面積の一部がトウモロコシから大豆へシフトする見通しであることは一定の買い材料。また、底堅い原油価格がエタノール用需要を下支えするという観測も価格のサポート要因。大豆は、4年連続の米国の低在庫が当面の価格の下支え要因に。一方、南米での増産と米国での作付面積拡大を受けて、米国の収穫期である9月限月以降は、作柄次第ではあるが一段安となる展開も。変動要因は、足元ではブラジル産地の天候、春先以降は米国の天候。トウモロコシは輸出国であるウクライナの情勢、大豆は世界最大の輸入国である中国と、ブラジルに次ぐ世界第2位の輸出国である米国の関係に留意。

※赤の点線は24/1/19時点の先物価格、黒のIMFと青のWorld Bankはいずれも23/10月時点の発表



(出所) LSEG、EIA、IMF、World Bank、豪州産業・科学・エネルギー・資源省 (DISER)、米農務省、経済研究所

**お問い合わせ：丸紅経済研究所 経済調査チーム [TOKB4A1@marubeni.com](mailto:TOKB4A1@marubeni.com)**

(監修)	副所長		田川真一
	所長代理		榎本裕洋
(日本経済)	経済調査チーム	シニア・エコノミスト	浦野愛理
(米国経済)	経済調査チーム	エコノミスト	清水拓也
(中国経済)	産業調査チーム	シニア・アナリスト	李雪連
(欧州経済)	経済調査チーム	シニア・エコノミスト	佐藤洋介
(金融・信用)	副所長		田川真一
(特集)	企画・渉外チーム	シニア・アナリスト	村井美恵

本シリーズは丸紅経済研究所HP上からも参照可能です（最新号は水曜日に掲載）  
(<https://www.marubeni.com/jp/research>)

**丸紅経済研究所**

〒100-8088 東京都千代田区大手町一丁目4番2号  
<https://www.marubeni.com/jp/research/>

**(免責事項)**

- 本資料は公開情報に基づいて作成されていますが、当社はその正当性、相当性、完全性を保証するものではありません。
- 資料に従って決断した行為に起因する利害得失はその行為者自身に帰するもので、当社は何らの責任を負うものではありません。
- 本資料に掲載している内容は予告なしに変更することがあります。
- 本資料に掲載している個々の文章、写真、イラストなど（以下「情報」といいます）は、当社の著作物であり、日本の著作権法及びベルヌ条約などの国際条約により、著作権の保護を受けています。個人の私的使用及び引用など、著作権法により認められている場合を除き、本資料に掲載している情報を、著作権者に無断で複製、頒布、改変、翻訳、翻案、公衆送信、送信可能化などすることは著作権法違反となります。