

## 2024 年度の神奈川県内経済見通し

— 輸出回復や原材料価格ピークアウトで 24 年度の成長ペースはやや加速 —

2023年12月27日 調査部 白須 光樹

T E L 045-225-2375

E-mail: [m-shirasu@yokohama-ri.co.jp](mailto:m-shirasu@yokohama-ri.co.jp)

### 【要約】

2023年6～12月の神奈川県内経済は回復基調にあるものの、そのペースは次第に鈍化した。輸出は、世界的に製造業が調整局面にあったため、財輸出が伸び悩んだ。また、個人消費も増勢が緩やかになった。物価高の長期化などにより、財消費に加えて、サービス消費の回復ペースも鈍化したためである。ただ、供給制約の緩和により自動車の輸出や県内の新車販売が押し上げられたことは景気の下支えになった。

最新の経済情勢を踏まえながら、先行きの神奈川県内経済を展望すると、2023年度の実質県内経済成長率を+1.1%、24年度を+1.3%と予測した。23年度終盤の県内経済は、海外経済の減速を受けて、引き続き輸出が伸び悩むとみる。また、個人消費は物価高の長期化が重荷となり、増勢は引き続き緩やかなものにとどまると予想する。

一方、2024年度の神奈川県内経済は回復ペースがやや加速すると見込んだ。半導体市場を中心とした世界的な製造業の調整局面が終了し、年度後半には米欧経済の回復が再び明確化することから、神奈川県からの輸出は持ち直すとみている。また、個人消費は物価高が落ち着き、雇用所得情勢も改善が見込まれるため、徐々に回復ペースを強める展開を予想する。

なお、本県は現在でも、全国に比べれば輸出回復の恩恵を受けやすい地域が多い。また、資源価格がピークアウトしており、為替レートも緩やかに円高に向かっていくと見込まれるため、仕入コスト高は一段と落ち着くと考えられる。本県の産業構造を踏まえれば、輸入物価上昇の逆風がなくなることは、県内企業の業績回復を支える要因になると考えられる。これらを踏まえて、2024年度の本県の成長率は、全国を上回ると予測した。

### 1. 予測の前提条件

(2024 年前半まで海外経済は減速感が強い、円高見通しは変わらないが進行ペースは緩やかに)

物価高の長期化や国内外の金融政策の変化など、最新の経済情勢を踏まえて、浜銀総合研究所は2023 年度と 24 年度の神奈川県内経済の予測値を改訂した。

まず、前提条件とした国内経済の見通しについて確認する。当社が 2023 年 12 月に公表した日本経済の予測<sup>1</sup>では、23 年度の個人消費（前年比+0.1%）や設備投資（同-0.0%）といった国内需要が、ほぼ横ばいにとどまる見通しである。23 年度に景気回復の勢いが鈍化した背景には、物価高の長期化や設備投資コストの上昇がある。ただ、輸入物価の下落により物価高は 24 年度には落ち着くとみており、個人消費（前年比+1.0%）や設備投資（同+2.3%）は次第に回復テンポが速まると予測している。

<sup>1</sup> 当社の日本経済の最新の予測値は、菊池（2023）を参照。予測シナリオについての詳細は、菊池、小泉、長尾、北田、白（2023）を参照。

他方、海外経済については、2023年に想定外に堅調だった米国経済も、24年前半には、これまでの利上げの効果が明確化することから、いったんは弱含むとみている。ただ、同年後半には物価上昇率の鈍化や利下げの実施を受けて、再び回復軌道に復帰しよう。また、23年に弱い動きが続いた欧州経済も、米国同様、24年後半には物価高の落ち着きや利下げを受けて、持ち直すと予想している。中国経済も24年には米欧向け輸出の増加や政府による景気対策を支えに、回復基調で推移するとみる。

また、本レポートでは、当社の日本経済の予測の前提条件の通り日本の金融政策について、2024年7～9月期に「長期金利操作の撤廃」と「マイナス金利政策の解除」が実施されることを織り込んでい。もっとも、足元の金融市場では、この想定よりもより早期、かつ、一段と踏み込んだ金融政策の正常化を織り込み始めている。12ページのトピックス②では、金融政策正常化の影響について簡単に整理した。

以上のような国内外の経済見通し、金融政策の見通しを踏まえながら、県民経済計算の需要項目や、企業収益、雇用所得情勢について予測を行った。

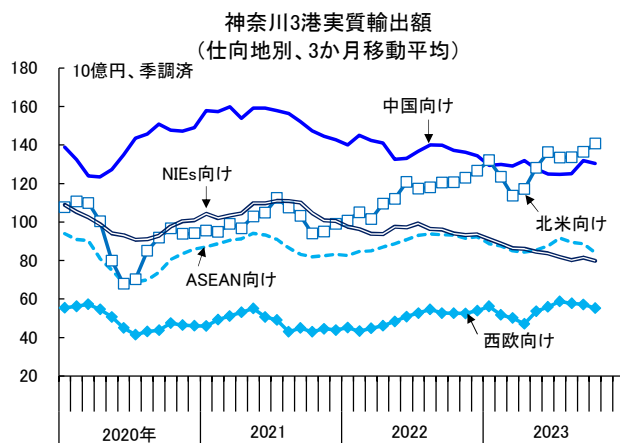
## 2. 各需要項目などの見通し

### (輸出:2024年度の財輸出は回復基調に復帰へ、インバウンド需要も堅調に推移する見込み)

2023年6～12月の神奈川3港（横浜港、川崎港、横須賀港）の実質（≡数量ベース）輸出は、基調としては弱い動きが続いた。仕向地別では、中国向け、NIEs向け、ASEAN向けといったアジア地域向けの輸出が伸び悩んだ（図表1）。中国経済の回復の遅れに加えて、半導体市場が循環的な調整局面にあったため、アジア向けの半導体製造装置や工作機械といった一般機械の輸出が弱含んだ。ただ、北米向けの輸出は高めの水準で推移した。自動車部品の供給制約が緩和したことにより、自動車の輸出が押し上げられたとみられる。実際、財別にみると、自動車を含む輸送用機器の輸出が高水準で推移してきたことが確認できる（図表2）。

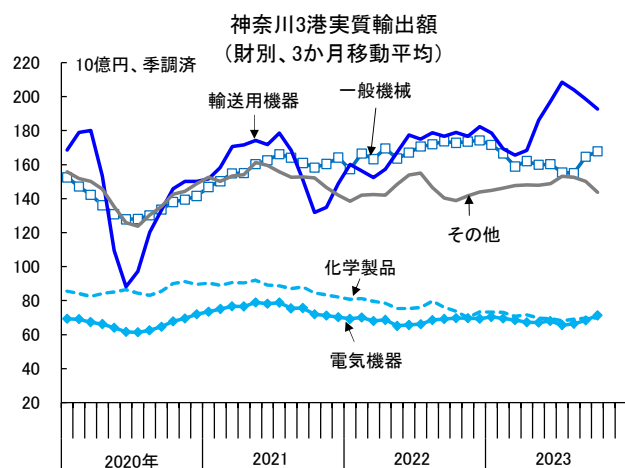
2024年年明け以降の3港の実質輸出は、1～3月期までは弱い動きとなるものの、4～6月期以降は次第に回復基調が明確化すると予測する。トピックス①（9ページ）で後述するが、既に世界の半導体市場は底打ちしたとみられ、先行き半導体製造装置など半導体産業に関連する財の輸出が増加すると予想される。実際、3港の一般機械の輸出に先行する海外製造業の景気指数（本レポートでは海外

図表1 アジア向けの輸出は弱含み



注1: 季節調整は当社で施した。3か月移動平均。  
注2: シンガポールはNIEsに含み、ASEANからは除いた。  
出所: 財務省「貿易統計」、日本銀行「企業物価指数」より浜銀総研作成

図表2 輸送用機器は上昇一服も高水準

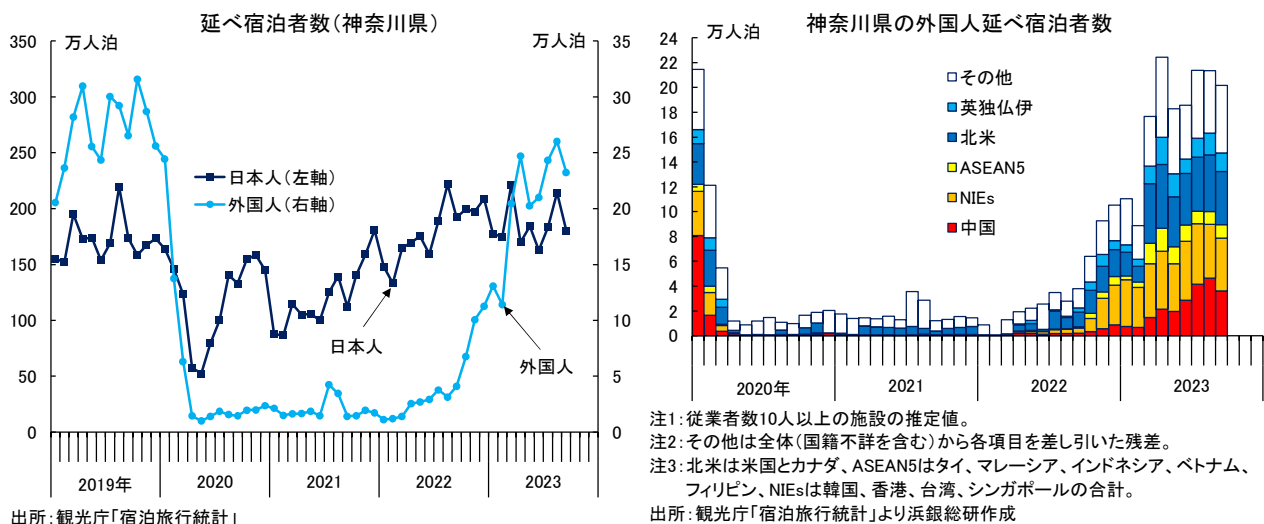


注: 季節調整は当社で施した。3か月移動平均。  
出所: 財務省「貿易統計」、日本銀行「企業物価指数」より浜銀総研作成

製造業と連動性が高いとみられる、米国のISM製造業景気指数を使用)は23年6月を大底として底打ちの兆しを見せている。過去のサイクル通りであれば、3港の輸出は今冬が底になると推測される。また、自動車などの輸送用機器の輸出は、供給制約解消による増加の動きが一巡するため、いったんは弱含むとみる。ただ、主要な輸出先である米欧の景気が回復の勢いを取り戻す24年度後半には、輸送用機器の輸出も再び回復すると見込まれる。

他方、サービス輸出に含まれるインバウンド需要は、概ねコロナ禍前水準を取り戻した。神奈川県内の外国人延べ宿泊者数をみると、2022年秋以降に回復が顕著となり、23年半ばにはコロナ禍前に近い水準で推移している(図表3)。内訳をみると、中国客の回復が遅れているものの、NIEs客や北米客が顕著に増加し、全体の宿泊者数を押し上げている(図表4)。9ページのトピックス①で後述するように、22年以降の歴史的な円安により、外国人にとって日本旅行が相対的に割安となったことが、県内インバウンド消費にも追い風になっていると考えられる。24年度は為替レートが緩やかに円高基調で推移するため、北米客などの増勢は鈍化するとみられるが、一方で中国客の回復が本格化し、インバウンド消費全体でみれば堅調な推移が続こう。

図表3 県内のインバウンド需要は概ねコロナ 図表4 中国以外の地域からの訪日客が先行して回復  
 禍前の水準を取り戻した



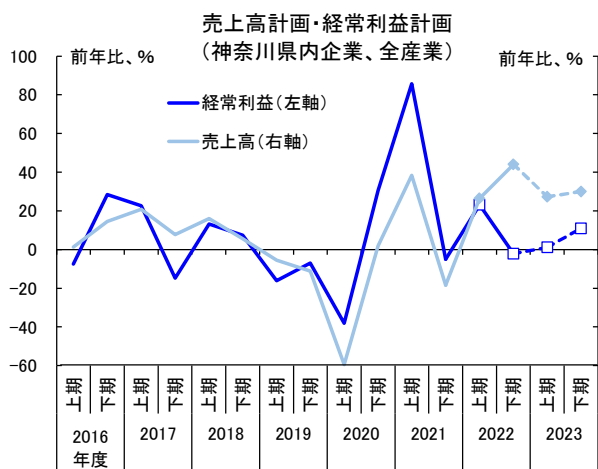
### (企業収益:輸出回復や原材料価格ピークアウトで、24年度も県内企業は増益を維持するとみる)

2023年度上期の神奈川県内企業の業績は増収増益となった。日本銀行横浜支店の「短観(2023年12月調査、神奈川県分)」では、22年からの急激な仕入コスト上昇を受けて企業が価格転嫁を少しずつ進めてきた結果、23年度上期の売上高(全産業)が前年比+6.8%となった(図表5)。しかし、前回7月の当社予測で述べたように企業の価格転嫁は未だ十分とは言えないため、経常利益(全産業)は同+1.1%となり、増収率の大きさに割に小幅な伸びにとどまった。

2023年度下期の県内企業の業績も増益が続いたとみられる。仕入コストの上昇圧力はピークアウトしつつあり、「短観」の仕入価格判断DIをみると、足元で製造業が低下傾向にある(図表6)。このため、下期は製造業を中心にこれまでの価格転嫁の効果で増収となる分、経常利益も増えやすいと予想される。

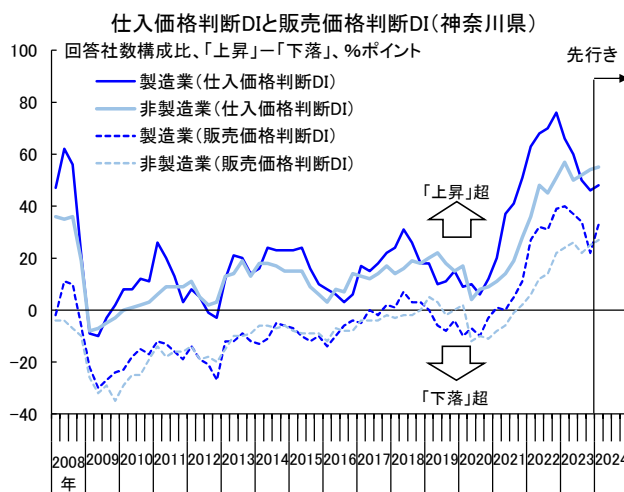
2024年度の神奈川県内企業の業績も、増収増益になると見込む。当社では、資源価格が先行き横ばい圏内で推移すると予想している。こうした中、米国では利下げの実施が見込まれる一方、日本では金融政策の正常化が予想されるため、為替レートは円高に向かうと考えられる。これらを踏まえると、輸入物価の低下が続くと予想されるため、原材料高で県内企業の利益が圧迫される状況は解消へ向かうだろう。白須（2023b）で述べたように、このことは、輸入物価上昇による負の影響を相対的に受けやすい産業が集積している神奈川県内経済にとって強い追い風となろう。また、24年度は輸出が回復することも県内企業の業績を押し上げると考えられる。

図表 5 23年度は、コスト高が響き増収率の大きさに割に増益率は小幅



注：2023年度は23年12月調査時点の計画。  
出所：日本銀行横浜支店「短観（神奈川県）」

図表 6 仕入コストの上昇圧力はピークアウトしつつある

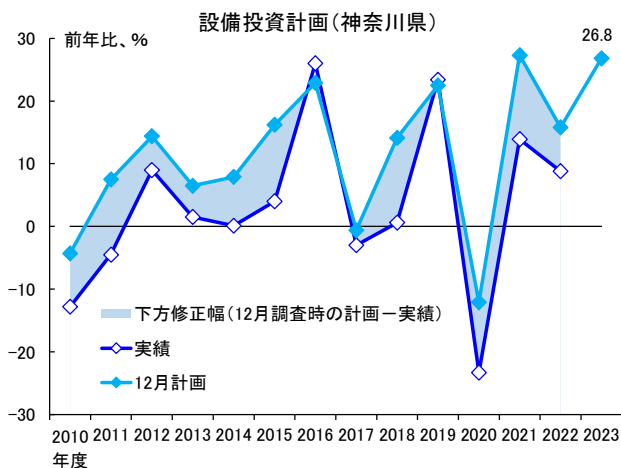


出所：日本銀行横浜支店「短観（神奈川県）」

### （設備投資：2024年度は能力増強投資や省力化投資への期待が高まる）

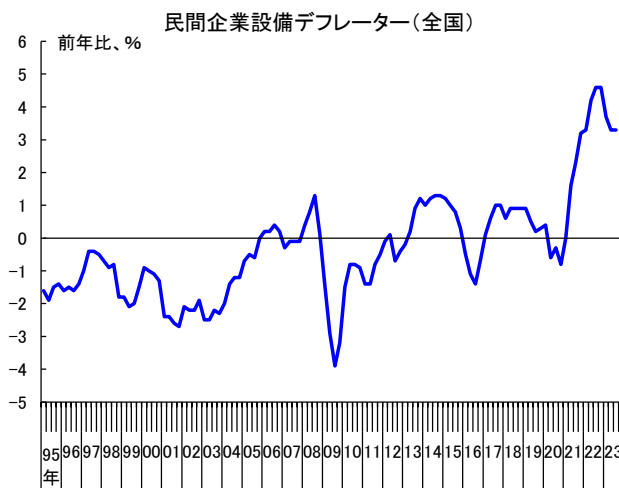
2023年度の神奈川県内企業の設備投資は前年比増加で着地するとみられる。「短観（2023年12月調査、神奈川県分）」をみると、設備投資計画（土地投資額を含み、ソフトウェア・研究開発投資を含まない、全産業）は前年比+26.8%となり、前年同期（22年12月）の調査を上回った（図表7）。例

図表 7 23年度の設備投資計画は22年度に比べて高い伸びが予想されている



注：全産業ベース。土地投資額を含み、ソフトウェア・研究開発投資を含まない。  
出所：日本銀行横浜支店「短観（神奈川県）」

図表 8 設備の価格が大幅に上昇



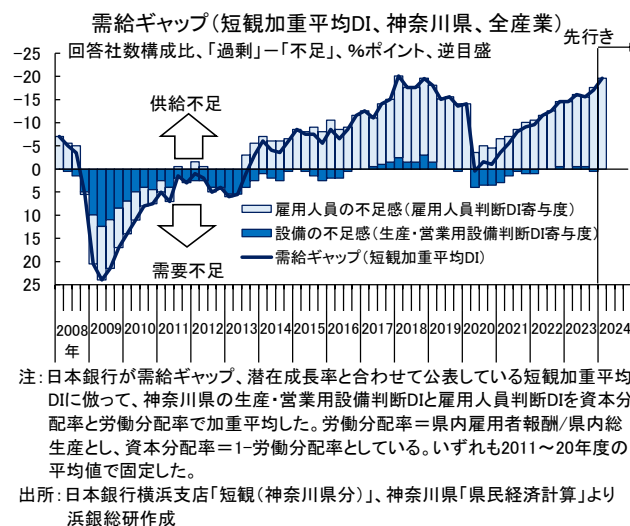
出所：内閣府「四半期別GDP速報」

年通り、12月調査から実績にかけて設備投資計画が下方修正されたとしても、23年度の設備投資は22年度に比べて高い伸びで着地すると予想される。ただ、様々な設備の価格を総合した指標である民間企業設備デフレーターが足元で前年比+3.3%となったように、設備の価格は大きく上昇している（図表8）。このため、数量（本レポートの予測値と同じく実質ベース）でみた設備投資は、「短観」の計画（金額ベース）から想定されるほどには伸びないとみられる。

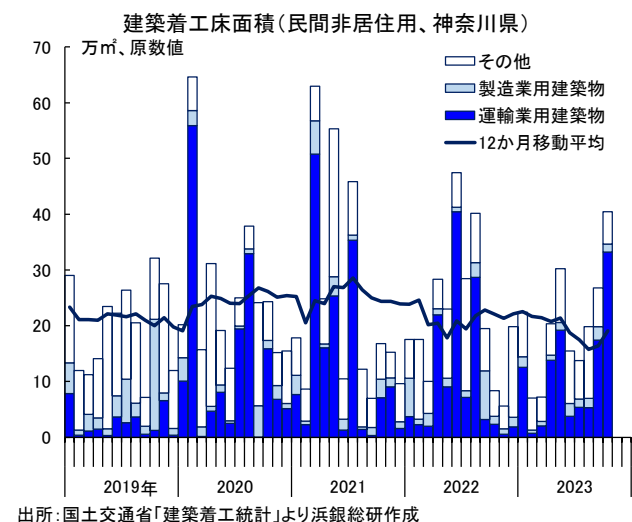
2024年度の神奈川県内企業の設備投資も、緩やかな増加を予想する。設備の不足感と雇用人員の不足感を合成した需給ギャップ（神奈川県、全産業）をみると、足元で雇用人員の不足が、供給制約となっていることを示唆している（図表9）。今後、県内企業は供給力を高めるべく、ソフトウェアの導入などの省力化投資を実施することが期待される。白須（2023a）で分析したように、神奈川県も働き手の数（就業者数）が増えづらくなっていくことを踏まえると、先行きも人手不足はより一層深刻化すると予想される。生産性の向上が県内企業にとっても急務となっており、省力化投資への需要は長期的にも増加するだろう。また、24年度後半には輸出の回復を受けて、製造業を中心に生産設備の不足感も本格的に高まり、需給ギャップは一段と供給不足を示す展開になると見込まれる。このため、能力増強投資も年度後半には実施されやすくなると予想する。

他方、建設投資も底堅い展開になるとみる。先行指標となる神奈川県の建築着工床面積（民間非居住用）をみると、足元では運輸業用建築物が、なおも指標全体を押し上げている（図表10）。eコマースの拡大で、物流施設のニーズは高いようである。また、資材価格が既にピークアウトしているため、今後は資材高が制約となる状況が緩和すること、建設投資に追い風となろう。

図表9 足元では、人手不足が供給の制約に



図表10 運輸業用建築物の着工が建設投資全体を押し上げる状況が継続



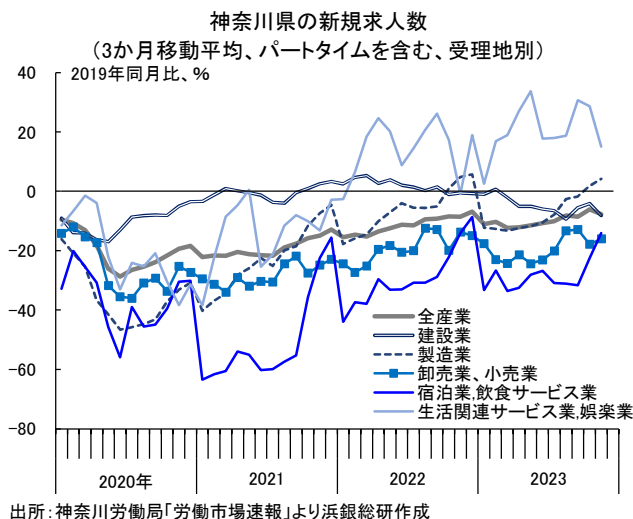
### （雇用所得情勢：実質ベースの雇用者報酬は緩やかに増加）

2023年6～12月の神奈川県内の雇用者報酬（1人当たり賃金×雇用者数）は、物価上昇を考慮した実質ベースでは弱い動きが続いたと考えられる。県内の雇用情勢をみると、輸出が弱かったため、22年に堅調だった製造業の新規求人数が伸び悩んだ（図表11）。ただ、非製造業では、新規求人数が高水準を維持した業種もあり、全体としてみれば、雇用情勢は良好であったといえる。一方、所

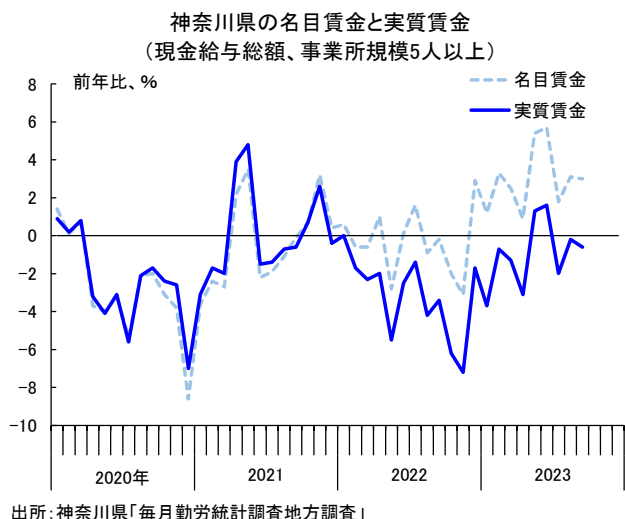
得情勢は、家計の購買力という観点からは弱かったと評価できる。今春以降、県内企業の間でも賃上げの動きが広がった。23 年の夏と冬のボーナスも増加したとみられ<sup>2</sup>、物価上昇による家計の購買力低下を一部相殺した。しかし、円安などの影響で消費者物価上昇率は高止まりしており、賃上げを実感できていない家計が多いとみられる。実際、神奈川県の実質賃金(家計の購買力に相当)をみると、足元でも依然として前年比マイナスとなる月が多い(図表 12)。

2024 年年明け以降の県内雇用者報酬は、実質ベースでも緩やかな増加基調に転じると見込む。人口動態を踏まえれば、全国ほどではないにせよ神奈川県でも働き手の減少圧力は次第に強まると予想される(詳細は白須(2023a))。従って、雇用を取り巻く環境が良好であっても、雇用者数の増勢は緩やかになると考えられる。一方、所得は、急激な物価高を起点とした 23 年度のような大幅な賃上げは難しいものの、企業業績の改善や深刻な人手不足を受けて、前年比増加が続くと考えられる。24 年度は企業の仕入コストの低下が見込まれるため、物価高は 23 年度に比べて和らぎ、実質ベースでみた所得も緩やかに増加すると予想される。

図表 11 新規求人数は回復傾向



図表 12 実質賃金は依然として前年を下回る



### (個人消費：実質ベースの雇用所得情勢の改善で、緩やかに回復へ)

2023 年 6～12 月の神奈川県内の個人消費は回復が続いたものの、物価上昇の影響を受けて増勢は鈍化した。消費者物価指数(横浜市、総合)の推移をみると、上昇率が高止まりしている(図表 13)。エネルギー価格が下落しているものの、食料やその他の品目で値上がりが続いており、消費者物価指数全体を押し上げていることが分かる。

こうした中で、旅行や外食といったサービス消費はコロナ禍の反動による需要の押し上げ効果が剥落し、雇用所得情勢に沿ったペースに減速した。実際、神奈川県内 3 政令市におけるレジャー関連消費の実質支出額(19 年同期比)をみると、7～9 月期にはほぼ横ばいとなっている(図表 14)。

また、財消費の動向については、値上げの影響が響き、食料品などの非耐久財消費は弱い動きとな

<sup>2</sup> 2023 年冬のボーナスについては、遠藤裕基(2023)を参照。民間企業に勤める神奈川県民 1 人当たりの 23 年冬のボーナスは、前年比 2.7%増と予測している。

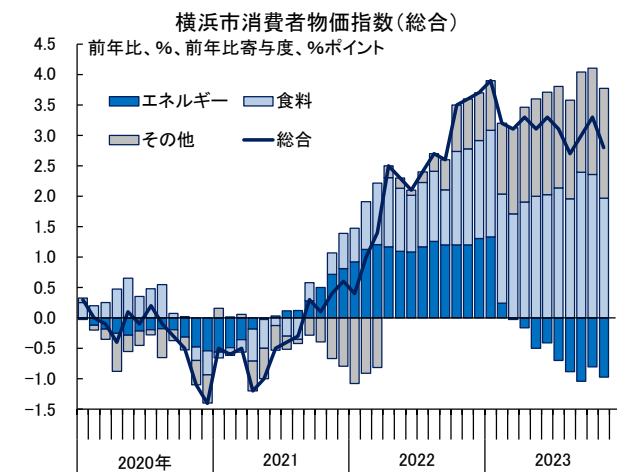
った模様である。実際、販売額に占める食料品の比率が高いスーパーは、実質（≡数量ベース）販売額が伸び悩んでいる（図表 15）。もっとも、耐久財消費は、半導体の供給制約が緩和した自動車の販売が高水準で推移した。また、2023 年夏は酷暑となりエアコンなど白物家電の販売が伸びたとみられ、家電の実質販売額は 7～9 月期にいったんは持ち直した。

2024 年年明け以降の神奈川県内の個人消費も、緩やかな回復が続くと予想する。雇用所得情勢が緩やかに持ち直す中で、それに沿ったペースで個人消費も増加するとみる。

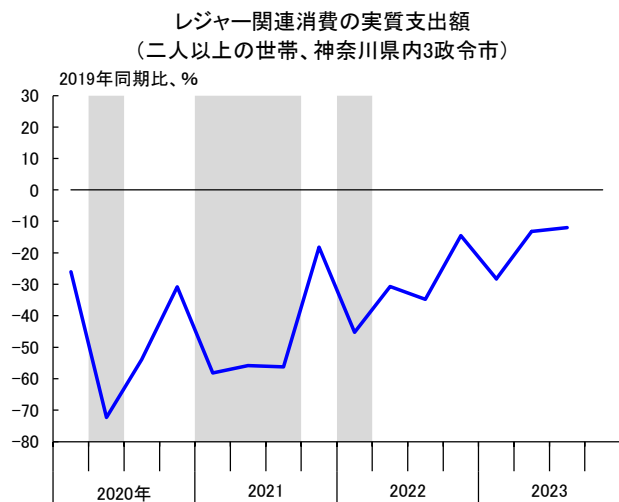
まず、サービス消費は先行き緩やかに増加する。宿泊料などの旅費にかかわるサービス価格は人件費の上昇を映じて押し上げられると見込まれる。旅費の負担が高まる中では、湘南地域への日帰り旅行や、箱根などの県内温泉地への宿泊旅行は、遠距離の旅行に比べて魅力が高まる。観光に関わるサービスの価格が十分には下がらない 2024 年度前半については、県民は県内でのレジャー消費を相対的に増やすことが見込まれる。

また、財消費も増加するとみる。物価高が次第に落ち着く中で、家計は食料品や衣料品の購入を増やしやすいだろう。また、2019 年と 20 年に OS のサポート終了やテレワークの普及、特別定額給付金の効果などで買い替えが進んだ PC などの家電製品が、早ければ 24 年度に買い替えの時期を迎えると考えられる。図表 16 では、神奈川県の家電量販店の実質販売額の周期変動を、東、河田(2017)を参考に分解した。これをみると、PC やスマートフォンなどの情報通信機器の買い替え需要を含むと考えられる 2～7 年周期の中期循環が、足元で上向いている。他地域に比べてテレワーカーの多い本県では、テレワークに関連する家電製品の買い替え需要が予測期間の終盤にかけて耐久財消費を下支えしよう。

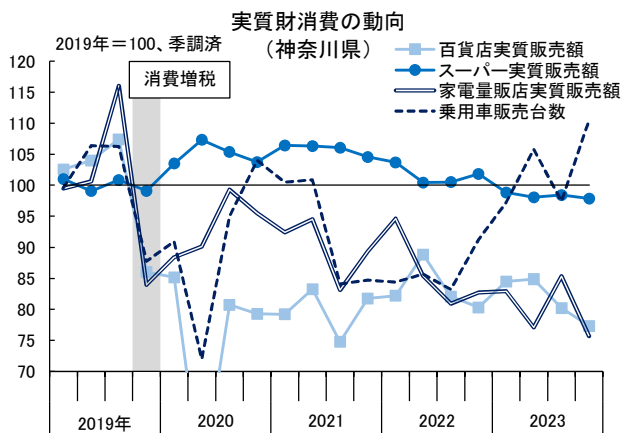
図表 13 消費者物価上昇率は高止まり



図表 14 今夏のレジャー消費は横ばいで推移

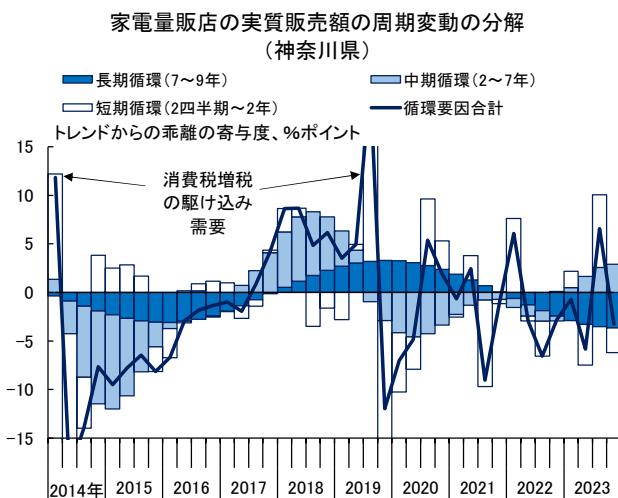


図表 15 乗用車販売は高水準にあるものの、他の財消費は伸び悩み



注1: 季節調整は当社が施した。  
 注2: 百貨店とスーパーのそれぞれの月次販売額を、衣料品、飲食料品、家具・家庭用電気機械器具、その他の4つの項目に分けて実質化をし、合計値に季節調整を施した。各項目の概念に近い消費者物価指数（横浜市）を用いて簡易的に実質化をしている。  
 注3: 家電量販店実質販売額は家電大型専門店の月次販売額を、横浜市の家庭用耐久財、教養娯楽用耐久財の消費者物価の加重平均値で簡易的に実質化している。  
 注4: 2023年10～12月期は10月値が3か月続いた場合を示している。  
 出所: 経済産業省「商業動態統計」、総務省「消費者物価指数」、神奈川県自動車販売店協会資料、全国軽自動車協会連合会資料より浜銀総研作成

図表 16 足元の家電販売は中期循環が上向き



注1: 家電量販店の実質販売額は、神奈川県の家電大型専門店販売額を横浜市の家庭用耐久財、教養娯楽用耐久財の消費者物価の加重平均で実質化し、季節調整を施した。  
 注2: 周期変動の分解はChristiano Fitzgerald filterによる。東、河田（2017）では、長期循環は7～12年と設定されているが、データの系列が短いため、7～9年とした。また、2023年10～12月期は23年10月値が3か月継続すると仮定した。  
 出所: 経済産業省「商業動態統計」、総務省「消費者物価指数」より浜銀総研作成

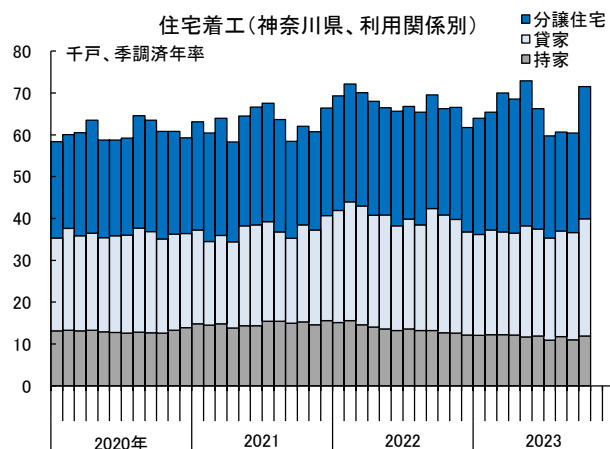
### （住宅投資:金利上昇はリスク要因だが、人口の転入が多い地域では住宅ニーズが強い）

2023年6～12月の神奈川県内の住宅投資は弱い動きが続いた。先行指標である住宅着工戸数（季節調整、3か月移動平均）は、大型分譲マンションの着工が急増した直近を除けば、夏場以降、減少傾向にある（図表 17）。これまでの資源高を受けて、住宅販売価格も上昇を継続しているため、住宅投資が抑制されたとみられる。

2024年年明け以降の神奈川県内の住宅投資は、24年度末にかけて持ち直していくと予想する。海外での供給制約の緩和を受けて、先行き資材価格は下落すると見込まれる。田口（2023）が述べているように、20年の年央以降、住宅販売価格が大きく上昇した背景には、住宅の原価が急上昇したことがある。先行き資材価格が下落すれば、住宅販売価格にも引き下げ余地が生まれよう。また、本県の中でも人口の転入が多い地域では、販売価格が高値圏で推移する中でも住宅ニーズは底堅いと予想される。

なお、住宅投資に影響を与える住宅ローン金利は、緩やかに上昇すると予想する。12ページのトピックス②において詳述したが、本レポートでは、予測期間中の「長期金利操作の撤廃」と「マ

図表 17 足元では分譲住宅が住宅着工全体を押し上げ



注: 季節調整は当社が施した。3か月移動平均。値の小さい給与住宅は図表への掲載を省略している。  
 出所: 国土交通省「住宅着工統計」より浜銀総研作成

イナス金利政策の解除」を織り込んだ。この想定の下では、金利上昇が住宅投資に与える影響は比較的軽微である。ただし、日本銀行が「ゼロ金利政策の解除（無担保コールレート（オーバーナイト物）の誘導目標を+0.25%前後へ引き上げる<sup>3)</sup>」に踏み切った場合には、住宅投資が明確に下押される可能性が高いことには注意が必要である。

### 3. 成長率の見通し

#### (2023 年度の実質県内経済成長率を+1.1%、24 年度を+1.3%と予測)

以上を踏まえて、2023 年度の神奈川県の実質県内経済成長率を+1.1%、24 年度を+1.3%と予測した（最終ページの図表 29）。23 年度終盤の県内経済は、海外経済の減速を受けて、引き続き輸出が伸び悩むとみる。また、個人消費は物価高の長期化が重荷となり、増勢は引き続き緩やかになると予想する。22 年度（同+1.7%、実績見込み）に比べて、23 年度の成長率は減速するだろう。

一方、2024 年度の神奈川県内経済は回復ペースがやや加速すると見込んだ。半導体市場を中心とした世界的な製造業の調整局面が終わり、年度後半には米欧経済の回復が再び明確化することから神奈川県からの輸出は持ち直すとみている。また、個人消費は物価高が落ち着き、雇用所得情勢も改善が見込まれる中で、緩やかに回復すると予想する。

なお、神奈川県は現在でも全国比で輸出回復の恩恵を受けやすい地域が多いと考えられる。また、資源価格がピークアウトしており、為替レートも緩やかに円高に向かっていくと予想されるため、仕入コスト高は一段と落ち着くと考えられる。本県の産業構造を踏まえれば、輸入物価上昇の逆風がなくなることは、県内企業の業績回復を支える要因になると考えられる。これらを踏まえて、2024 年度の本県の成長率は、全国を上回ると予測した。

### 4. 先行きのトピックス

#### (①海外製造業の調整局面は 2024 年前半に終了へ、本県の輸出回復の恩恵は全国以上)

2023 年は半導体市場を中心に世界的に製造業が循環的な調整局面に入った。実際、世界の半導体の売上高や日本の工作機械受注（外需）は、23 年前半まで弱い動きが続いた（図表 18）。この結果、神奈川 3 港の実質輸出は、自動車部品の供給制約緩和による減産の挽回があった自動車を除けば、伸び悩んだ。

しかし、足元の半導体市場や工作機械市場は、底打ちの兆しをみせている。また、全国の鉱工業指数をみても、半導体を含む電子部品・デバイス工業の在庫調整の進捗がうかがえる。過去のサイクル通りであれば、2024 年入り後には半導体市場や工作機械市場の底入れが明確化しよう。

こうした中で、海外製造業の景況感も 2024 年は持ち直しに転じるとみている。海外メーカーの景況感の改善は設備投資需要を生むため、神奈川県からも半導体製造装置や工作機械などの一般機械の実質輸出が増加すると見込まれる。図表 19 に示しているように、3 港の一般機械の実質輸出は海外製造業の景況感に連動すると考えられる米 ISM 製造業景気指数に遅れて動く性質がある。今後、同指

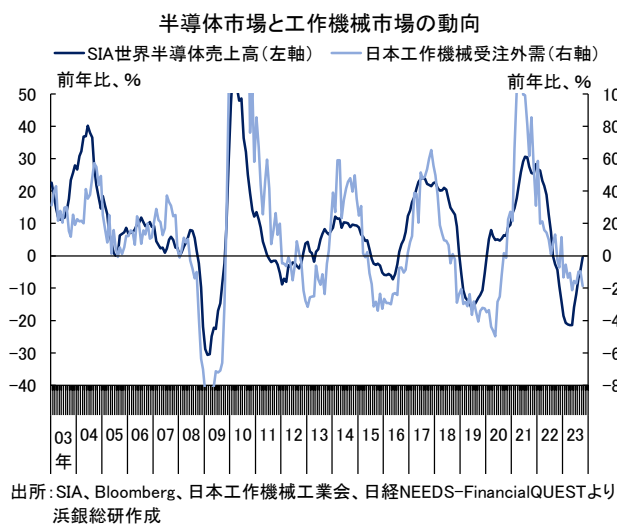
<sup>3)</sup> 前回 2006 年の日本銀行によるゼロ金利政策の解除時には、無担保コールレート（オーバーナイト物）の誘導目標が「概ねゼロ%」から「0.25%前後」に引き上げられた。政策金利を変更する際には、1 回当たり 0.25%が日本でも 1 つの目安になっていると考えられるため、ここではゼロ金利政策の解除を 0.25%の利上げと定義した。

数が底打ちすれば、1～2 四半期程度遅れて 3 港の一般機械の実質輸出も底打ちすると予想される。一般機械は 3 港の輸出に占めるウエートが高いため、このことは 3 港の実質輸出全体をけん引しよう。

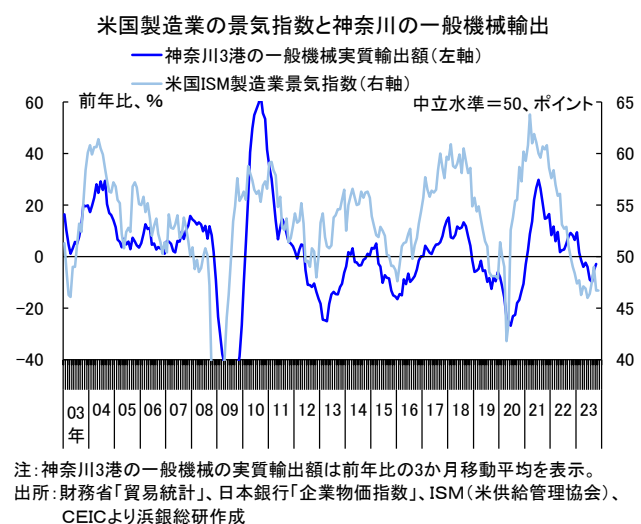
ここで、神奈川県内で輸出の恩恵を受けやすい地域について確認をする。本県は 1990 年代以降、製造業の生産拠点の海外移転等が進み、製造業のウエートは低下してきた。しかしながら、主要な輸出業種の特化係数<sup>4</sup>を計算すると、1 を上回っている地域が多い。生産拠点は減少したものの、研究開発拠点などを含めて考えれば、なお全国に比べれば輸出の恩恵を相対的に受けやすい経済構造が維持されている。図表 20 では、主要輸出業種の特化係数が 1 を上回る地域を水色で表示した。これをみると、県内の多くの地域が水色となっている。世界的に製造業が調整局面にあった 2023 年は、輸出の恩恵を受けやすい神奈川県にとって逆風だったといえる。しかし、2024 年は、実質輸出の回復が県内景気の追い風となろう。

ところで、2024 年は為替レートが円高基調で推移する想定である。海外製造業が回復に転じて、実質輸出が伸びないことを懸念する見方もあるかもしれない。しかし、22、23 年と 2 年間にわたり歴史的な円安水準が続いたにもかかわらず、3 港の実質輸出は伸び悩んでいた。この理由を検討するために、為替レートと財の実質輸出との関係を簡単に推計すると、為替レートの円安進行が 00 年代までは財の実質輸出の増加に寄与したものの、10 年代以降は寄与しなくなっていることが確認できる<sup>5</sup>（図表 21）。これは、製造業企業の価格設定行動の変化や、製造品の高付加価値化の進展により、実質輸出が価格競争に左右されにくくなっていることが背景にあると推察される。この推計結果を踏まえれば、円高が実質輸出を下押しする力も限定的と考えられる<sup>6</sup>。

図表 18 半導体、工作機械市場に底打ちの兆し



図表 19 3 港の一般機械輸出も 24 年に底打ちへ

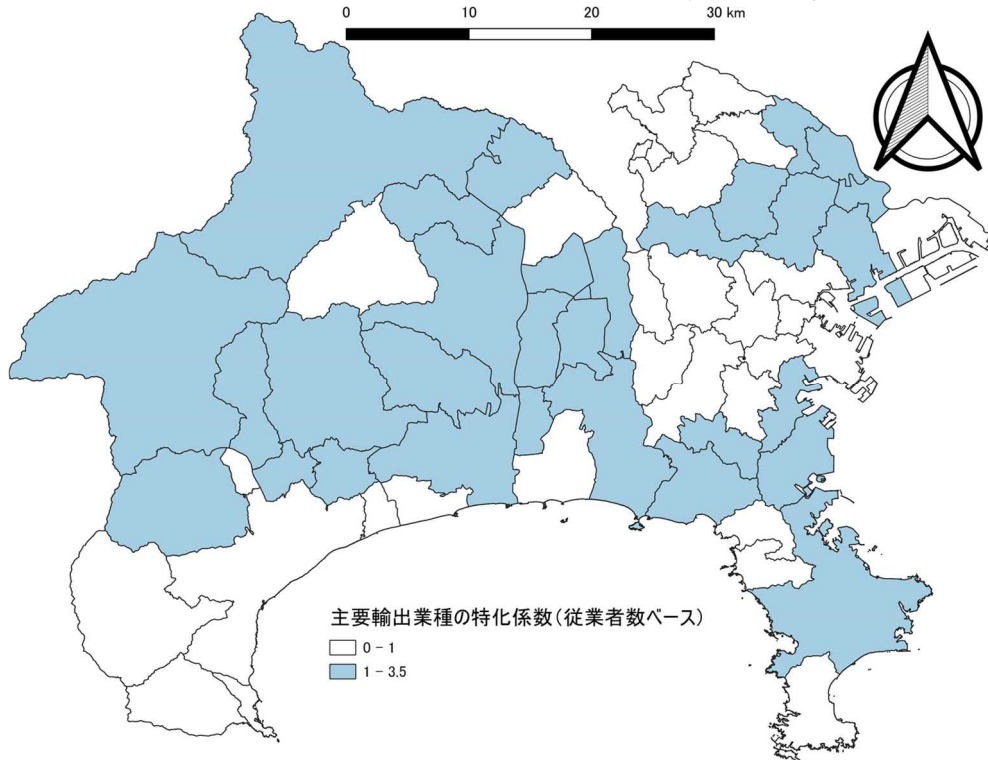


<sup>4</sup> 本レポートでは、神奈川 3 港からの輸出が多い一般機械、電気機器、輸送用機器の 3 項目に、製品の概念に近い次の業種を主要輸出業種とした。すなわち、「はん用機械器具製造業」、「生産用機械器具製造業」、「業務用機械器具製造業」、「電子部品・デバイス・電子回路製造業」、「電気機械器具製造業」、「情報通信機械器具製造業」、「輸送用機械器具製造業」である。これらの業種が全産業（除く公務）に占める従業者数割合が、全国の割合を上回る地域を図表 20 では水色で表示した。なお、化学製品も 3 港からの輸出が多いものの、国内需要向けの生産も多いと考えられるため、分析の都合上、除外した。

<sup>5</sup> 財の実質輸出の為替弾性値は、推計値が非常に不安定である。しかし、倉知、安藤、庄子（2015）でも、より精緻な推計により、財の実質輸出の為替弾性値が年を追うごとに低下する一方、訪日外国人数の為替弾性値が上昇しているとの結果を得ている。この結果は、本レポートの推計結果とも整合的である。

<sup>6</sup> 言うまでもなく、円安は円建て輸出価格を押し上げるため、名目輸出（金額ベースの輸出）は円安により増加しやすい。

図表 20 製造業のウエートは縮小しているものの、神奈川県は輸出の恩恵を受けやすい

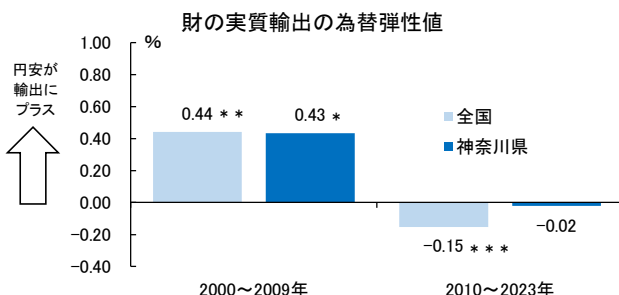


注: 計算方法は脚注 4 を参照。

出所: 国土交通省「国土数値情報」、総務省・経済産業省「2021 年経済センサス活動調査」より浜銀総研作成

なお、同様の推計を、全国の訪日外客数と、神奈川県は外国人延べ宿泊者数に当てはめると、2010 年代に入っても円安の進行がこれらを明確に押し上げていたことが分かる（図表 22）。23 年は、コロナ禍前にインバウンド消費の主役だった中国客の回復が鈍かった。それにもかかわらず、インバウンド消費が順調に回復したのは、歴史的な円安によって、外国人にとっては日本への旅行が相対的に割安

図表 21 近年は円安が財輸出を押し上げない



注1: 為替弾性値は、 $\log(\text{実質輸出}) = \alpha + \beta \log(\text{世界GDP}) + \gamma \log(\text{実質実効為替レート})$  の回帰モデルにおける  $\gamma$  の符号を反転させた値。\*\*\*、\*\*、\*はそれぞれ1%、5%、10%有意であることを示す。データは四半期。

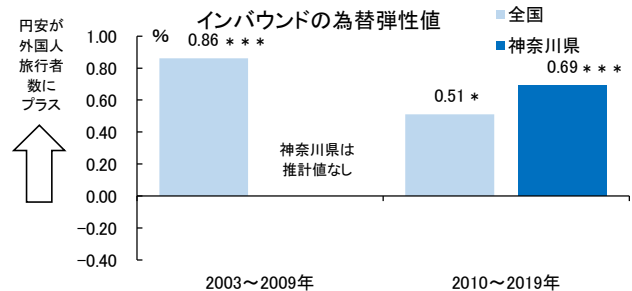
注2: 世界GDPは、OECDのHPから取得したOECDとG20実質GDP成長率(前期比)を用いて、1962年1~3月期=100としたときの指数を算出した。

注3: 神奈川県の実質輸出は神奈川3港(横浜港、川崎港、横須賀港)の輸出額を当社が実質化し、季節調整をかけた試算値。

注4: リーマンショックダミーを2009年1~3月期、東日本大震災ダミーを2011年4~6月期、コロナショックダミーを2020年4~6月期とした。いずれも各ショックの後、全国の実質輸出の落ち込みが最も大きかった時期としている。

出所: OECD、財務省「貿易統計」、日本銀行「実質輸出入の動向」、「企業物価指数」、「実効為替レート」より浜銀総研作成

図表 22 円安はインバウンド需要を押し上げる



注1: 為替弾性値は、 $\log(\text{インバウンド}) = \alpha + \beta \log(\text{世界GDP}) + \gamma \log(\text{実質実効為替レート})$  の回帰モデルにおける  $\gamma$  の符号を反転させた値。\*\*\*、\*はそれぞれ1%、10%有意であることを示す。

注2: 世界GDPは、OECDのHPから取得したOECDとG20実質GDP成長率(前期比)を用いて、1962年1~3月期=100としたときの指数を算出した。

注3: 全国のインバウンドのデータは訪日外客数、神奈川県は外国人延べ宿泊者数とした。

注4: SARS(重症急性呼吸器症候群)ダミーを2003年4~6月期、リーマンショックダミーを2009年4~6月期、東日本大震災ダミーを2011年4~6月期とした。いずれも各ショックの後、全国の訪日外客数の落ち込みが最も大きかった時期としている。なお、コロナショックは各国の出入国が事実上停止されたため、推計期間から除いた。

出所: OECD、日本銀行「実効為替レート」、観光庁「宿泊旅行統計」、日本政府観光局(JNTO)「訪日外客数」より浜銀総研作成

になった効果が大きかったと考えられる。反対に、為替レートが緩やかな円高基調となる 24 年のインバウンド消費は、増勢が鈍化しやすいと予想されることに注意が必要である。

## ②金融政策の正常化は住宅投資に影響するが、円安修正によるコスト高一巡にも期待できる)

今回予測では、当社の日本経済見通しに合わせて、日本銀行が 2024 年 7～9 月期に、目標をゼロ%程度、上限の目途を+1.0%とする長期金利（日本 10 年国債利回り）の操作を撤廃することを織り込んだ。また、マイナス金利政策（日本銀行当座預金の一部に-0.1%の付利金利を課す政策）の解除も想定している。

しかしながら、足元の金融市場は、本予測期間中に当社の日本経済見通しでの想定以上に、金融政策がより早期、かつ、一段と踏み込んで正常化されることを織り込み始めている。実際、長期金利は、本来の目標であるゼロ%程度という水準からの乖離が常態化している（図表 23）。さらに足元では、1 年物の OIS 金利が+0.1%、2 年物が+0.25%を超えることも増えており、金融市場ではマイナス金利政策の解除を見込むとともに、2 年以内の追加利上げの実施（ゼロ金利政策の解除）を織り込み始めている（図表 24）。他方、金融政策の決定で最も重要な物価情勢に目を向けると、全国の消費者物価指数（生鮮食品を除く総合）の上昇率は 2023 年 11 月に 20 か月連続で日本銀行の物価安定目標である +2%を上回っている。さらに、23 年 10 月に公表された日本銀行の政策委員の見通し（中央値）では、24 年度の物価上昇率は前年比+2.8%（生鮮食品を除く総合）となっている。この見通し通りであれば、仮に 24 年度にゼロ金利政策を解除し、無担保コールレート（オーバーナイト物）が+0.25%前後に上昇したとしても、実質金利（名目金利－期待物価上昇率）は大幅なマイナスとなるため、緩和的な政策は維持されていると解釈できる<sup>7</sup>。つまり、金融市場が金融政策の正常化を先取りしすぎているとは断言できないということである。

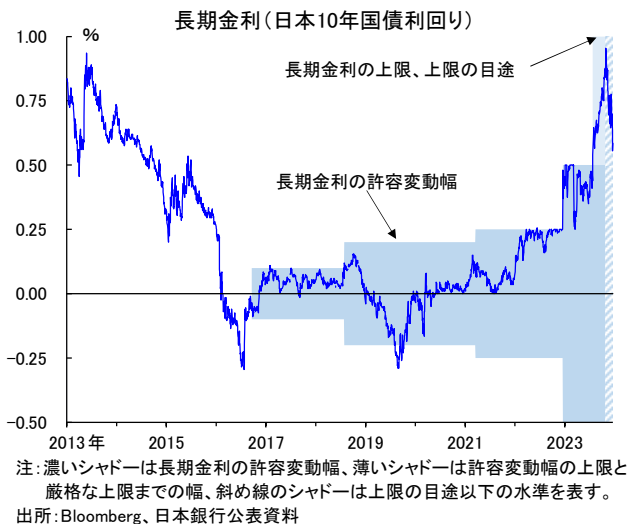
そこで以下では、金融政策の正常化が当社見通し以上に進んだ場合に備えて、その影響を強く受けやすい住宅投資について、金利上昇の影響を簡単に整理する。

まず、「長期金利操作の撤廃」による長期金利の上昇が、住宅投資へ与える影響は限定的と考えられる。日本では、長期にわたって緩和的な金融政策が続いてきたため、住宅ローンを長期金利の影響を受けやすい固定金利で借りる人が減少しているためである。住宅金融支援機構（2023）によれば、足元では住宅ローンを借り入れた人の 7 割超が「変動型」を選択している。

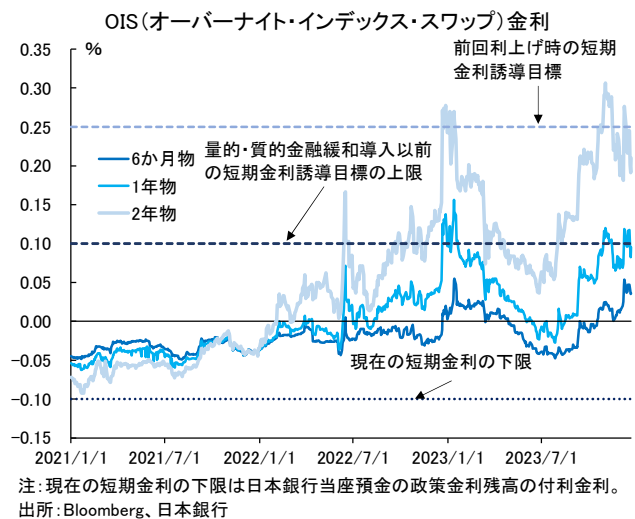
一方、「マイナス金利政策の解除」や「ゼロ金利政策の解除」による短期金利の上昇は、住宅ローンの変動金利に影響を与えるため、住宅投資を押し下げると考えられる。民間銀行の短期の貸出金利の基準となる短期プライムレートと住宅着工戸数の動向をみると、利下げが限界（ゼロ金利制約）に近づき始めた 1990 年代半ば以前は、短期プライムレートの変動と住宅着工戸数には逆相関の関係があった（図表 25）。当時の経済構造が現在に必ずしも当てはまるわけではないが、この関係を利用して、簡単な試算（最小二乗法による単回帰）を行うと、「マイナス金利政策の解除（ここでは、短期金利の

<sup>7</sup> 2023 年 12 月の当社の見通しでも、24 年度の消費者物価指数（生鮮食品を除く総合）の上昇率は前年比+2.2%となっている。日本銀行の政策委員の見通しに対して保守的に見積もられている当社見通しの通りになったとしても、ゼロ金利政策の解除が直ちに金融引き締め策への転換を意味するわけではない。

図表 23 足元の長期金利は、目標のゼロ%程度から大きく乖離



図表 24 市場は半年後のマイナス金利解除を織り込み、1～2年以内のゼロ金利解除を織り込み始めている



0.1%の上昇)」は、全国の住宅着工戸数を-0.2%程度、神奈川県住宅着工戸数を-0.1%程度押し下げる<sup>8</sup> (図表 26)。さらに、「ゼロ金利政策の解除 (ここでは、短期金利の 0.25%の上昇)」は、全国の住宅着工戸数を-0.5%程度、神奈川県住宅着工戸数を-0.3%程度押し下げる計算となる。これらを踏まえると、マイナス金利政策解除の影響は比較的軽微であるものの、ゼロ金利政策解除後には、住宅投資が明確に下押される可能性が高いことに注意が必要である。

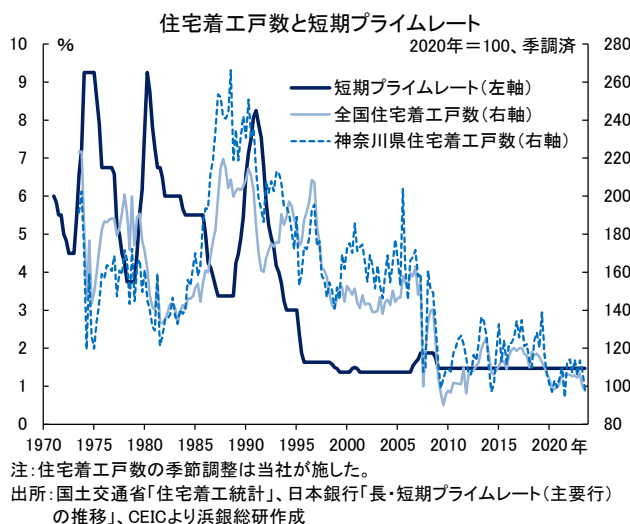
このように、金融政策の正常化は住宅投資の抑制要因となるものの、デメリットばかりではない。金利上昇のメリットの 1 つは、足元の過度な円安が修正されると考えられる点である<sup>9</sup>。ここ 2 年間のドル円レートは日米の長期金利差と強く相関しており、日米金利差の急拡大が円安の主要因だった (図表 27)。従って、日本銀行が金融政策を正常化すれば、日米金利差は拡大しづらくなり、円安の進行を抑制できると考えられる。これまで企業と家計は仕入コスト高、必需品の価格上昇に悩まされてきたが、これは輸入物価の急上昇が一因だった。実際、2022 年は為替レート要因 (円安だと押し上げ要因、円高だと押し下げ要因) により輸入物価が大きく押し上げられ、23 年入り後も押し上げ要因として残っている (図表 28)。金融政策の正常化により過度な円安が修正され、輸入物価が下落することは、企業と家計にメリットがあることも見逃せないといえよう。さらに、資材価格の下落を促す

<sup>8</sup> まず、①1985 年 7～9 月期から 95 年 10～12 月期のデータ (CEIC から取得) を用いて、短期プライムレートを無担保コールレート (オーバーナイト物) で単回帰した。次に、②1974 年 7～9 月期から 95 年 10～12 月期のデータ (国土交通省「住宅着工統計」と CEIC から取得) を用いて、全国と神奈川県住宅着工戸数の前年比を短期プライムレートで単回帰した。最後に①、②で得られた説明変数の推計値を用いて、「マイナス金利政策の解除」、「ゼロ金利政策の解除」の利上げ幅から住宅着工戸数の押し下げ効果を計算した。なお、ここでは、無担保コールレート (オーバーナイト物) と短期プライムレートが完全に連動するものと想定している。

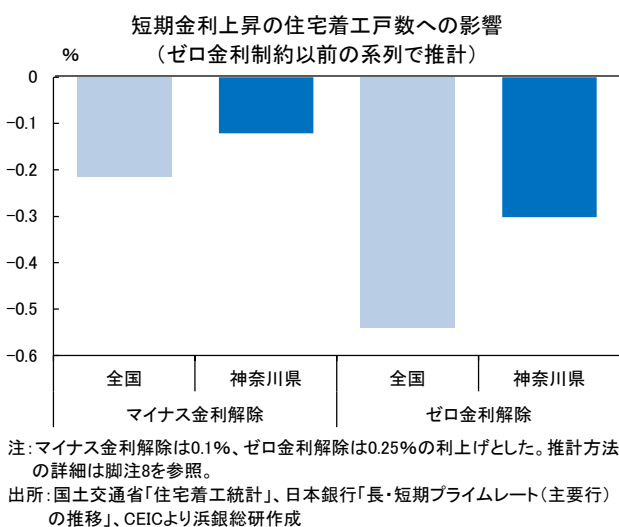
<sup>9</sup> 経済学の教科書に従えば、為替レートの理論値は購買力平価である。OECD によれば、2022 年の円の購買力平価は 1 ドル 97 円 57 銭である (OECD (2023), Purchasing power parities (PPP) (indicator). doi: 10.1787/1290ee5a-en (Accessed on 12 December 2023)). さらに、日本銀行によれば、ドル以外の通貨や各国の物価も考慮した総合的な為替レートである円の実質実効為替レート (2020 年=100 とした指数) は、23 年 11 月に 71.62 となった (2023 年 12 月 26 日取得)。これは統計を遡る 1970 年以降で最低水準である。

ということを考慮すれば、販売価格の下落を通じて、住宅投資にも一定の押し上げ効果があるとみることもできる。

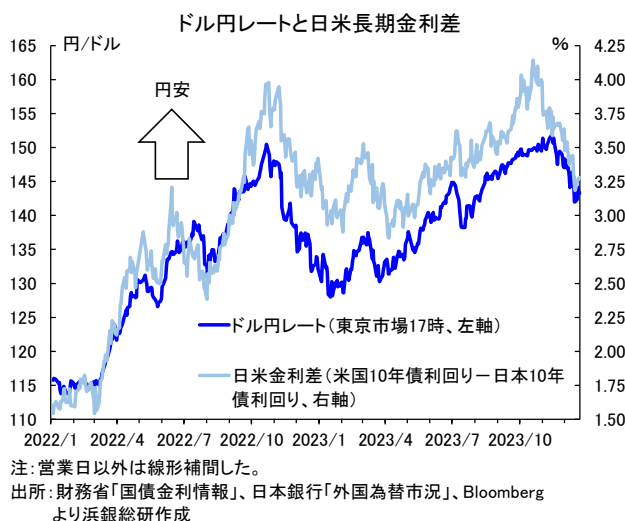
図表 25 90年代半ば以前は、金利変動に住宅着工戸数が大きく左右されていた



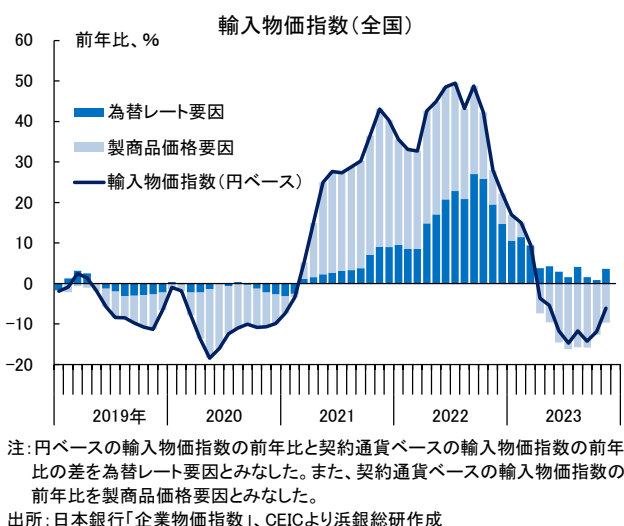
図表 26 短期金利上昇は住宅着工に負の影響



図表 27 ドル円レートと日米金利差は強く相関



図表 28 円安はなおも輸入物価を押し上げ



## 参考文献

- 東将人、河田皓史（2017）「周波数分析からみた近年の耐久財消費の動向」、日本銀行調査論文、日本銀行、2017年1月
- 遠藤裕基（2023）「2023年冬の神奈川県民ボーナスの見通し－賞与算定の基礎となる基本給の増加で民間ボーナスは前年比増の見込み－」、浜銀総研 News Release、浜銀総合研究所
- 菊池祥平、小泉司、長尾遼也、北田英治、白鳳翔（2023）「2023年度・2024年度の景気予測（2023年11月改訂）～24年度前半までは緩やかな回復が続き、年度後半に成長率がやや高まる～」、Economic View No.70、浜銀総合研究所
- 菊池祥平（2023）「2023年度・2024年度の景気予測（2023年7～9月期2次QE後改訂）」、浜銀総研 News Release、浜銀総合研究所
- 倉知善行、安藤雅俊、庄子可那子（2015）「わが国の輸出を取り巻く環境変化：世界貿易量と輸出シェアからのアプローチ」、日銀レビュー・シリーズ、2015-J-6、日本銀行、2015年3月
- 住宅金融支援機構（2023）「住宅ローン利用者の実態調査【住宅ローン利用者調査（2023年4月調査）】」、2023年6月30日
- 白須光樹（2023a）「コロナ禍前水準を回復できない就業者数－人手不足が一層深刻化する中、企業にとっては生産性向上が急務となる－」、Economic View No.64、浜銀総合研究所
- 白須光樹（2023b）「2023年度・2024年度の神奈川県内経済見通し－原材料高の緩和、観光需要回復で県経済はプラス成長を維持－」、Economic View No.67、浜銀総合研究所
- 田口恵理子（2023）「神奈川県内の建売住宅販売市場の現状と展望－24年度には住宅取得環境の改善で成約件数が持ち直しへ－」、かながわ経済情報、2023年11月号、浜銀総合研究所

## 参考図表 予測前提条件

| 前提条件項目       |          | 単位    | 23年12月の当社予測 |        | 23年6月の当社予測 |        |
|--------------|----------|-------|-------------|--------|------------|--------|
|              |          |       | 2023年度      | 2024年度 | 2023年度     | 2024年度 |
| 実質GDP<br>成長率 | 日本       | 前年比、% | 1.6         | 1.0    | 1.0        | 1.2    |
|              | 米国(暦年)   | 前年比、% | 2.4         | 1.0    | 1.1        | 1.0    |
|              | ユーロ圏(暦年) | 前年比、% | 0.4         | 0.6    | 0.4        | 0.9    |
|              | 中国(暦年)   | 前年比、% | 5.3         | 5.2    | 5.5        | 4.8    |
| 為替レート        | 対ドル円レート  | 円/ドル  | 144.2       | 137.0  | 134.2      | 125.3  |
|              | 対ユーロ円レート | 円/ユーロ | 155.2       | 146.8  | 144.9      | 135.3  |
| 消費者物価        | 日本       | 前年比、% | 2.9         | 2.2    | 2.5        | 1.6    |

注1:「23年12月の当社予測」は2023年12月8日時点、「23年6月の当社予測」は2023年6月8日時点の予測値である。

注2:青字は2023年6月予測に比べて下方修正した項目(為替レートは円安修正)、赤字は上方修正した項目(為替レートは円高修正)。

出所: 浜銀総合研究所

図表 29 2024 年度の神奈川県経済の見通し(2023 年 12 月 27 日時点)

| 前年度比、%<br>寄与度、%ポイント | 2020年度<br>実績 | 2021年度<br>実績見込み | 2022年度<br>実績見込み | 2023年度<br>予 測 | 2024年度<br>予 測 |
|---------------------|--------------|-----------------|-----------------|---------------|---------------|
| 実質県内総生産(億円)         | 332,649      | 341,670         | 347,575         | 351,385       | 355,853       |
| 実質県内経済成長率           | ▲ 4.3        | 2.7             | 1.7             | 1.1           | 1.3           |
| 個人消費                | ▲ 4.4        | 2.0             | 2.8             | 0.8           | 1.4           |
| 住宅投資                | ▲ 14.7       | ▲ 2.1           | 0.2             | ▲ 0.3         | 0.8           |
| 設備投資                | ▲ 4.7        | 1.3             | 3.9             | 1.7           | 2.4           |
| 政府消費                | 2.1          | 4.6             | 1.4             | 0.8           | 0.8           |
| 公共投資                | 9.4          | ▲ 9.9           | 1.0             | 0.2           | 0.4           |
| 移出・輸出               | ▲ 10.1       | 8.9             | 5.2             | 2.7           | 4.1           |
| 移入・輸入               | ▲ 5.5        | 5.8             | 6.1             | 2.3           | 4.1           |
| 実質成長率に対する需要項目別増加寄与度 |              |                 |                 |               |               |
| 県内需要                | ▲ 5.4        | 3.5             | 2.8             | 0.9           | 1.5           |
| 民間需要                | ▲ 6.0        | 3.2             | 2.5             | 0.8           | 1.4           |
| 公的需要                | 0.6          | 0.3             | 0.2             | 0.1           | 0.1           |
| 県外需要                | 1.1          | ▲ 0.8           | ▲ 1.0           | 0.2           | ▲ 0.2         |

注1: 2021、2022年度の実績見込み、移出・輸出と移入・輸入の数値は当社による推計。

注2: 県外需要(移輸出－移輸入)には、統計上の不突合・開差が含まれている。

注3: 実質県内経済成長率は連鎖方式(平成27暦年連鎖価格)による実質県内総生産の対前年度増減率。記載していない項目があること、四捨五入の影響があることから、各年度の需要項目別の寄与度を足し合わせても合計と一致しない。

本レポートの目的は情報の提供であり、売買の勧誘ではありません。本レポートに記載されている情報は、浜銀総合研究所・調査部が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、その正確性、完全性を保証するものではありません。また、本レポートに記載した内容は、レポート執筆時の情報に基づくものであり、レポート発行後に予告なく変更されることがあります。