

日本経済展望

2024年3月



調査部 マクロ経済研究センター

<https://www.jri.co.jp/report/medium/japan/>

目次

- ◆現状……………p. 2
- ◆景気分析……………p. 4
- ◆トピックス……………p. 7
- ◆見通し……………p. 9

メルマガ	X (旧Twitter)	YouTube
 <p>経済・政策情報メールマガジン</p>	 <p>日本総研調査部X (旧Twitter)</p>	 <p>日本総研YouTube</p>

調査部 マクロ経済研究センター（国内経済グループ）

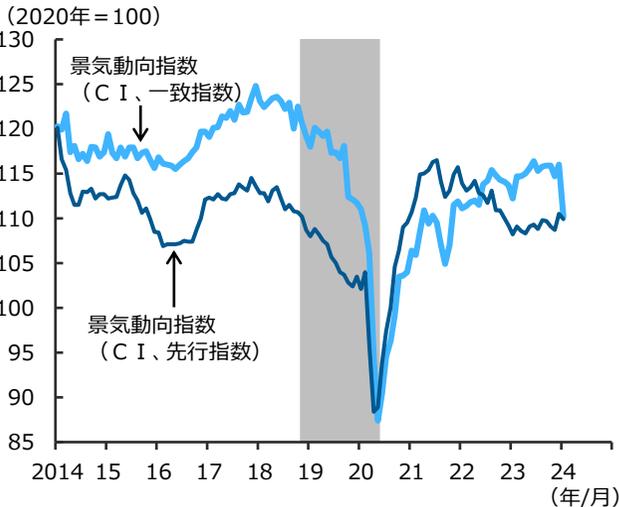
総括 北辻 宗幹 （Tel: 080-3727-6569 Mail: kitatsuji.kazuki@jri.co.jp）
現状分析 武田 昂遥
企業部門・金利 後藤 俊平

- ◆本資料は2024年3月11日時点で利用可能な情報をもとに作成しています。
- ◆従来発行していた「リサーチ・アイ日本経済予測」の公表を取り止め、本資料に2023年10～12月期2次QEを反映しています。
- ◆「[経済・政策情報メールマガジン](#)」、「[X \(旧Twitter\)](#)」、「[YouTube](#)」でも情報を発信しています。

本資料は、情報提供を目的に作成されたものであり、何らかの取引を誘引することを目的としたものではありません。本資料は、作成日時点で弊社が一般に信頼出来ると思われる資料に基づいて作成されたものですが、情報の正確性・完全性を保証するものではありません。また、情報の内容は、経済情勢等の変化により変更されることがあります。本資料の情報に基づき起因してご閲覧者様及び第三者に損害が発生したとしても執筆者、執筆にあたっての取材先及び弊社は一切責任を負わないものとします。

景気

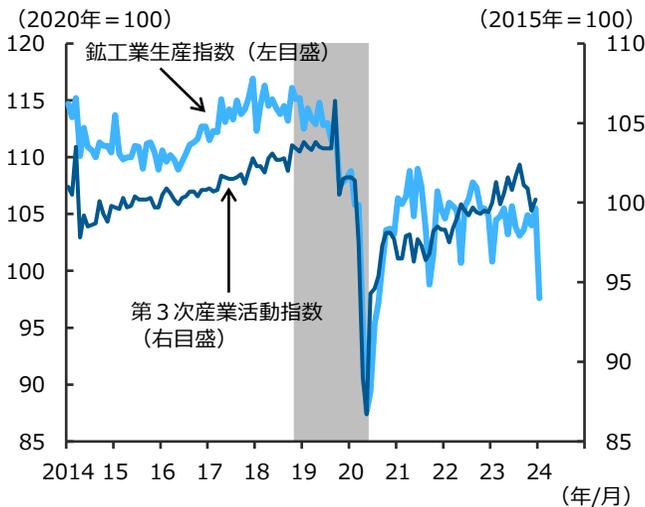
景気動向指数は、一致指数が足踏み
先行指数は横ばい圏



(資料) 内閣府

企業

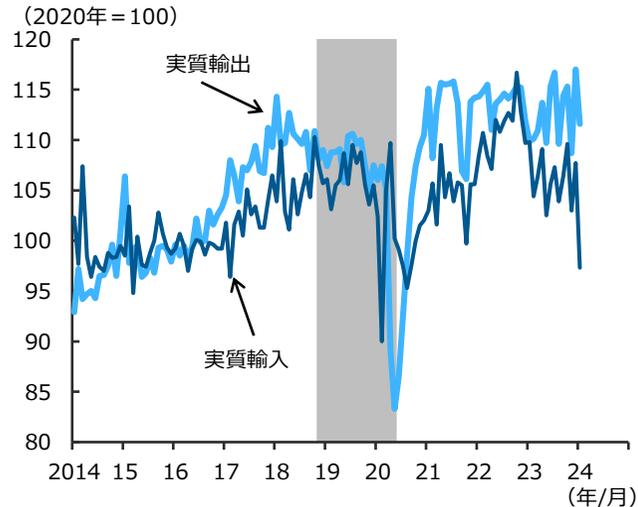
鉱工業生産は大半の業種で減少
サービス業の経済活動は昨秋から低調



(資料) 経済産業省

外需

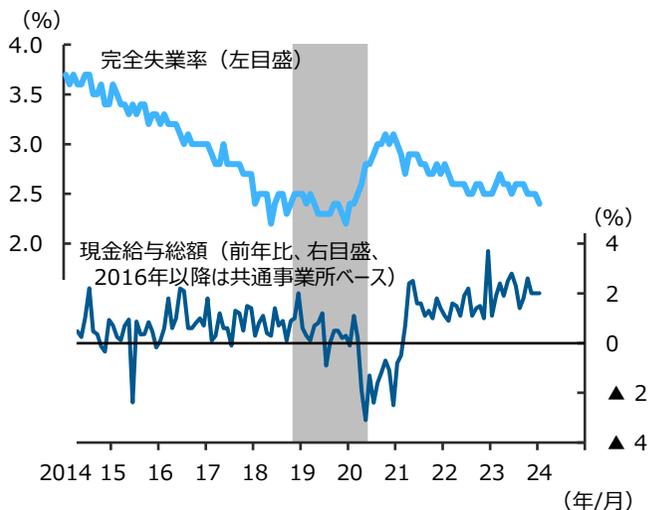
輸出は振れを伴いながら横ばい圏
輸入はエネルギー関連を中心に大幅減少



(資料) 日本銀行

雇用所得

失業率は2%台半ばへ低下
名目賃金の伸びは2%近傍で推移



(資料) 総務省、厚生労働省

家計

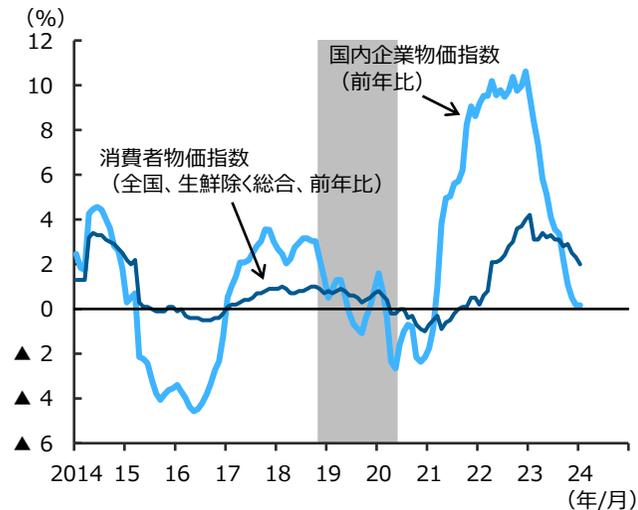
消費は足元で弱めの動き
住宅着工は低調



(資料) 総務省、国土交通省

物価

企業物価の伸びは前年比ゼロ%台へ急低下
消費者物価の伸びも緩やかに低下



(資料) 総務省、日本銀行

◆設備投資が大幅に上方修正

2023年10～12月期の2次QEでは、実質GDP成長率が前期比年率+0.4%（前期比+0.1%）と、1次QEの▲0.4%（▲0.1%）から上方改定。需要項目別では、設備投資が大幅に上方修正。プラス成長となったものの、個人消費を中心に内需は3四半期連続の減少となっており、景気の回復に足踏みがみられたという評価は不変。

◆製造業の活動は一時的に停滞

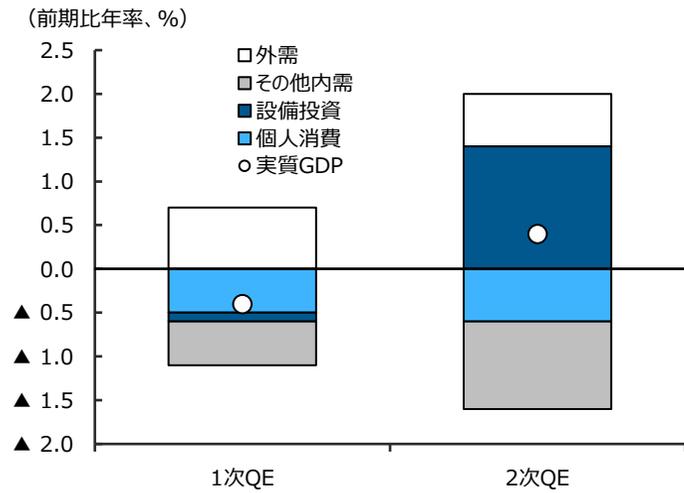
1月の鉱工業生産指数は前月比▲7.5%と、2か月ぶりの低下。業種別にみると、自動車工業を中心に幅広い業種で減産。一部メーカーの不正を受けた自動車の出荷停止などが背景。

先行きの生産計画によると、2月は同+4.8%、3月は同+2.0%の増産見込み。不正が判明した自動車メーカーでは、生産・出荷を再開する車種は限られていることから、生産活動の本格的な回復には時間を要する見込み。

◆景況感は改善

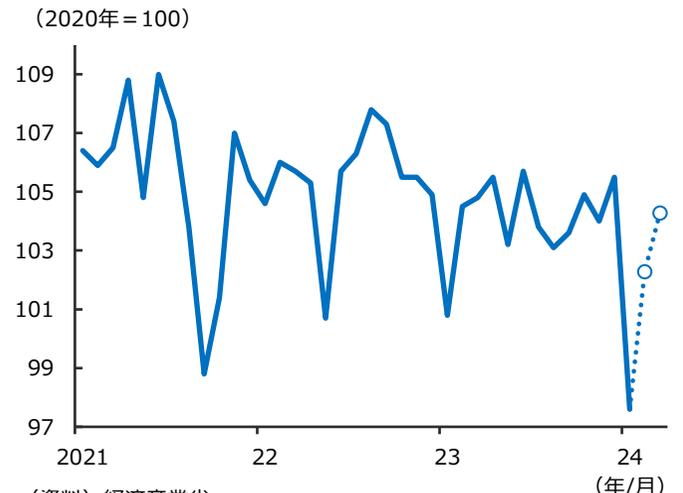
2月の景気ウォッチャー調査の現状判断DIは前月差+1.1ポイントと、2か月ぶりの上昇。内訳をみると、雇用は低下したものの、家計動向と企業動向が上昇。地域別にみると、能登半島地震の影響で前月に大幅に低下した北陸地方は同+9.2ポイント上昇し、震災前の水準を回復。

2023年10～12月期の実質GDP成長率



(資料) 内閣府を基に日本総研作成

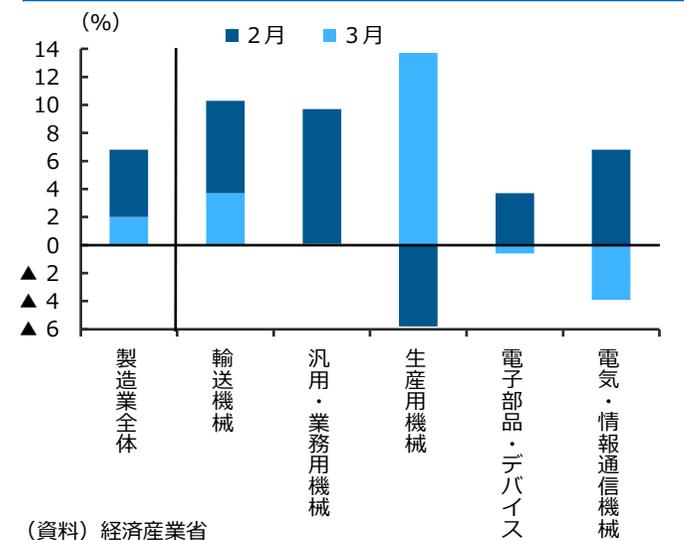
鉱工業生産指数 (季調値)



(資料) 経済産業省

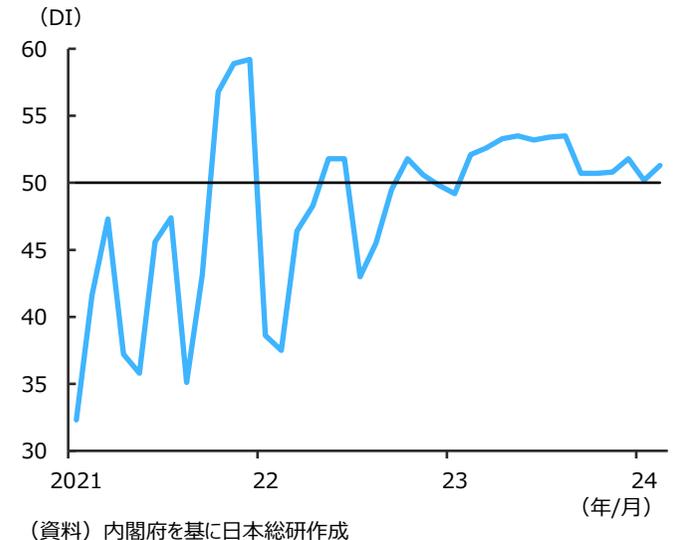
(注) 点線は、製造工業生産予測指数(2、3月)を基に先延ばし。

業種別の生産計画 (前月比)



(資料) 経済産業省

景気の現状判断DI



(資料) 内閣府を基に日本総研作成

◆ 企業収益は総じて高水準を維持

法人企業統計によると、2023年10～12月期の売上高は前期比+0.9%と、11四半期連続の増収。供給制約の解消を受けて生産・輸出が増加した輸送機械業などがけん引役に。一方、経常利益は同▲2.6%と、2四半期連続の減益。人件費の増加などが収益を圧迫。

1～3月期の企業業績は自動車の減産などが響き、一時的に下振れる公算。その後は、内外需の回復が売上を押し上げることで、企業業績は拡大傾向に復する見通し。

◆ 設備投資は大幅増加

法人企業統計によると、2023年10～12月期の設備投資は前期比+10.4%と大幅に増加。形態別では、企業の人手不足を受けた省力化ニーズの高まりなどからソフトウェア投資が好調。外需の持ち直しを背景に生産能力増強に向けた機械投資なども増加。

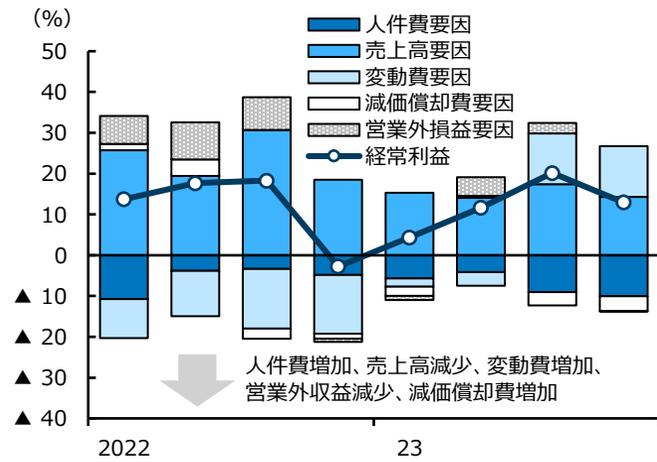
先行きの設備投資も増加基調が続く見通し。期待成長率の高まりなどを背景に、企業の設備投資意欲は中長期的にも旺盛。2023年度の企業行動に関するアンケート調査によれば、企業の今後3年間の設備投資の伸び率見通し（年度平均）は全産業で+6.8%と、1990年度以来の高い伸び。とりわけ、半導体関連を含む精密機械の分野などで高い伸びが見込まれており、今後の設備投資のけん引役に。

法人企業の売上高と経常利益（季調値）



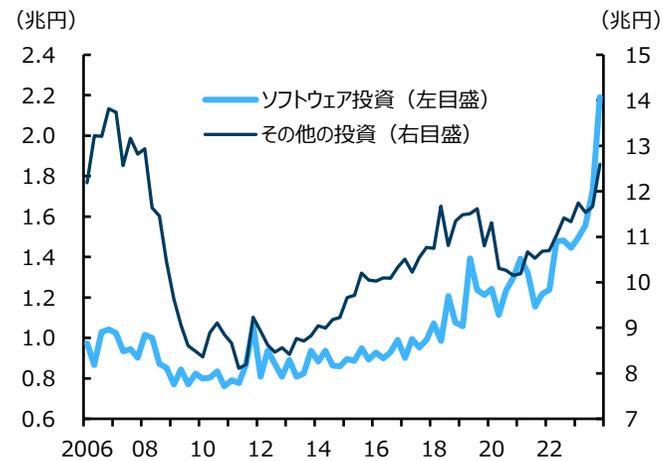
(資料) 財務省を基に日本総研作成
(注) 全規模・全産業（除く金融業、保険業）。

経常利益の変化の要因分解（前年比）



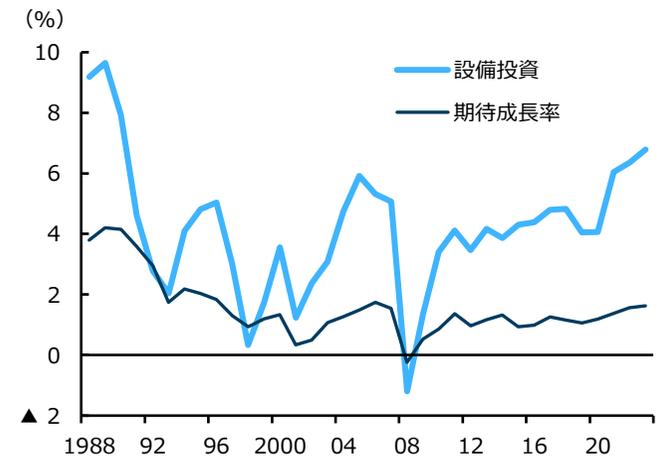
(資料) 財務省を基に日本総研作成
(注) 全規模・全産業（除く金融業、保険業）。

法人企業の設備投資額（季調値）



(資料) 財務省
(注) 全規模・全産業（除く金融業、保険業）。

期待成長率と設備投資見通し（今後3年間）



(資料) 内閣府
(注) 全産業、上場企業。期待成長率は業界需要の実質成長率。

◆労働組合からは昨年を上回る賃上げ要求

1月の一般労働者の所定内給与は前年比+1.6%と、緩やかな伸びが継続。パートタイム労働者は時給ベースで同+3.7%と、高い伸びを維持。もともと、雇用者平均の賃金の伸びは、消費者物価に追いつかず、実質賃金は同▲0.6%と22ヵ月連続のマイナス。

先行き、賃金の上昇幅は拡大する見込み。好調な企業収益や物価上昇、人手不足感の強まりを背景に、2024年の春闘で妥結される賃上げ率（定期昇給を含む）は、昨年を上回る4.2%程度になると予想。連合の集計によると、労働組合からの賃上げ要求は5.85%と昨年より強まっているほか、大企業を中心に組合からの要求に満額回答する企業が相次ぐ状況。

◆足元では耐久財消費が大幅に減少

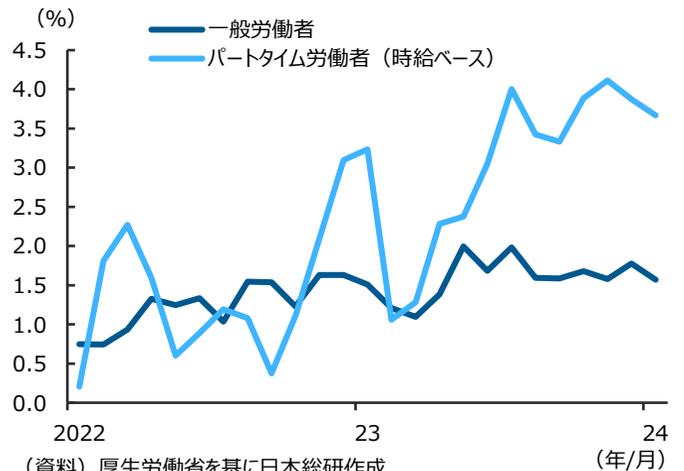
1月の消費活動指数は前月比+0.3%と、2ヵ月ぶりに増加したものの、依然として弱い動き。外食などのサービス消費が持ち直したものの、一部自動車メーカーの出荷停止を背景に耐久財消費が大幅減。

当面、自動車メーカーの出荷停止の影響が個人消費の重石となる可能性。その後は、所得環境の改善や株高による資産効果などに支えられ、個人消費は回復に向かう見通し。

◆消費者マインドは改善

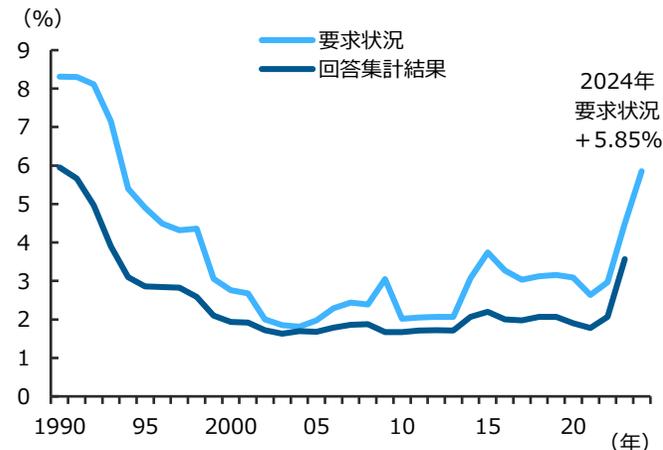
2月の消費者態度指数は前月差+1.1ポイントと、5ヵ月連続の上昇。内訳をみると、物価上昇の落ち着きや賃上げへの期待を背景に、暮らし向きや収入の増え方などの指標が上昇。

所定内給与（前年比）



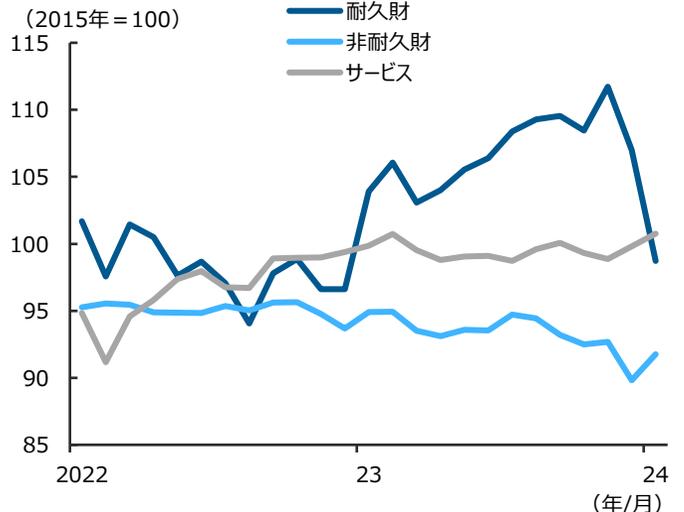
(資料) 厚生労働省を基に日本総研作成
(注) 調査対象企業の入れ替えにより生じたデータの断層を調整。なお、2024年1月分については未調整。

春闘賃上げ率（平均賃金方式）



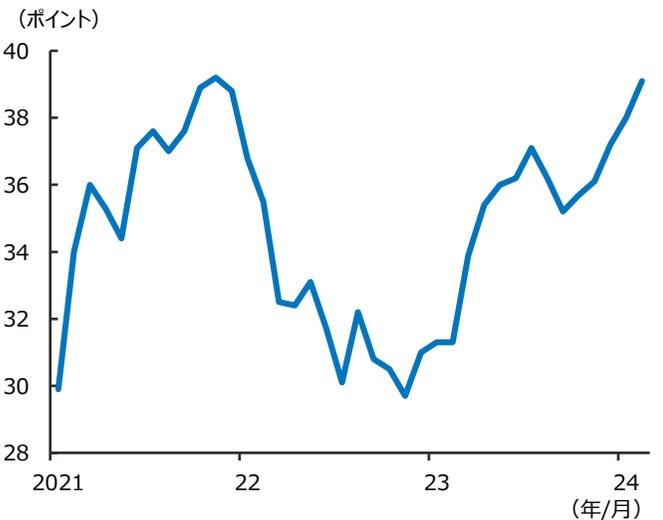
(資料) 連合
(注) 要求状況は、1998年以前は最終回答集計時点（6月）の値、1999年以降は2月末時点の値。

消費活動指数（季調値）



(資料) 日本銀行

消費者態度指数（季調値）



(資料) 内閣府

◆輸入インフレ圧力は緩和

1月のコアCPIは前年比+2.0%と、前月から伸びが縮小。前年に電気・ガス代が大幅に上昇した影響で、エネルギー価格の下落幅が拡大。さらに、輸入インフレ圧力の緩和などを背景に、その他の財品目の伸びが鈍化。一方、サービス品目は高い伸びが持続。公共サービスでは価格が据え置かれる品目が多数を占めるものの、民間サービスでは前年比+2~3%程度で上昇する品目が増加。交通や教育関連分野の民間サービスなどで賃金上昇を価格に転嫁する動きが拡大。

当面、コアCPIは2%を上回る伸びが続く見通し。原材料高を理由とする値上げの動きが落ち着く一方、賃金上昇に起因する値上げ圧力が強まる見通し。さらに、政府による物価高対策の縮小・終了などがエネルギー価格を押し上げる見込み。

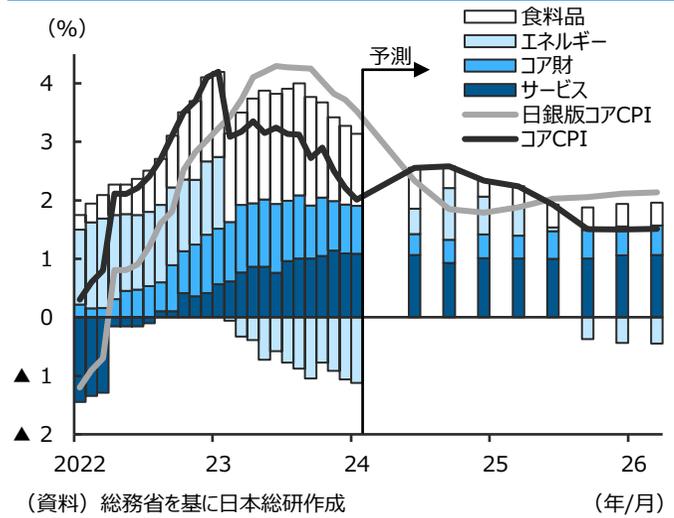
◆長期金利は緩やかに上昇へ

日銀は、1月の金融政策決定会合で、現行の緩和的な金融政策の維持を決定。

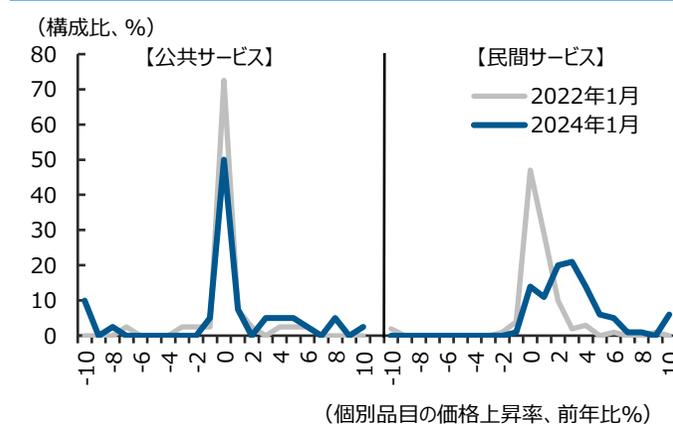
2月の長期金利は、日米の金融政策を巡る思惑が交錯するなか、横ばい圏での推移。

先行き、日銀は春闘で賃上げの持続性を確認した後、物価目標達成の確度が高まったと判断し、マイナス金利を解除する見通し。日銀による政策変更や国内景気の回復持続が意識されることで、長期金利は緩やかな上昇傾向をたどる見通し。

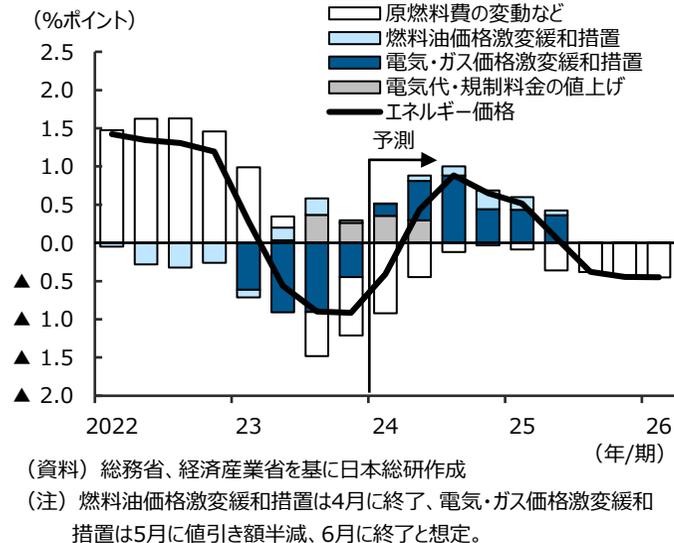
消費者物価指数（前年比）



消費者物価上昇率の頻度分布



エネルギー価格によるコアCPIへの前年比寄与度



わが国主要金利の見通し



◆不動産市場は活況

わが国の不動産価格は上昇。商業用不動産価格は全国平均で上昇しており、なかでも東京都を含む南関東圏ではオフィス価格が2010年の2倍超に。この背景として、長年の低金利政策で国内外の投資資金が流入してきた点。足元でも東京のオフィス投資で得られる収益率は国際的にみても高く、海外投資家の投資意欲も旺盛。

こうした不動産市場の活況を背景に、不動産業はオフィスや店舗などを中心に設備投資を積極化。不動産業の設備投資は、GDP比で1980年代後半のバブル期に次ぐ高水準に。

◆金利上昇が今後の懸念材料に

もっとも、今後は金利上昇が懸念材料に。オフィス市場では、在宅勤務の定着などを受けて需要の回復力が鈍く、コロナ禍以後、空室率が高止まり。実需が弱含むなか、金利上昇が借入コストの増加を通じて需要を一段と下押しすることで、設備投資の減少や不動産価格の下落を招く可能性。

不動産価格の下落は、関連企業の収益減少や担保価値の下落を通じて、金融機関経営に悪影響を及ぼす恐れあり。金融機関では、貸出総額に占める不動産業向けの割合が上昇傾向にあり、とくに信用金庫などの業態でこの傾向が顕著。市況悪化で金融機関の融資姿勢が厳格化し、中小企業などが資金調達に支障を来すリスクも。

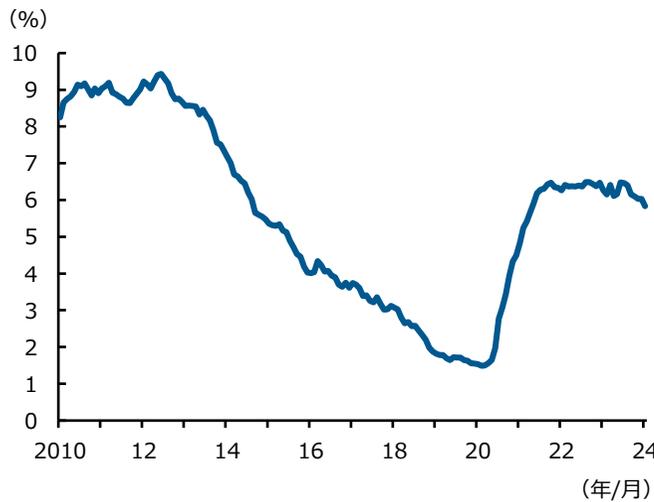
商業用不動産価格（オフィス）



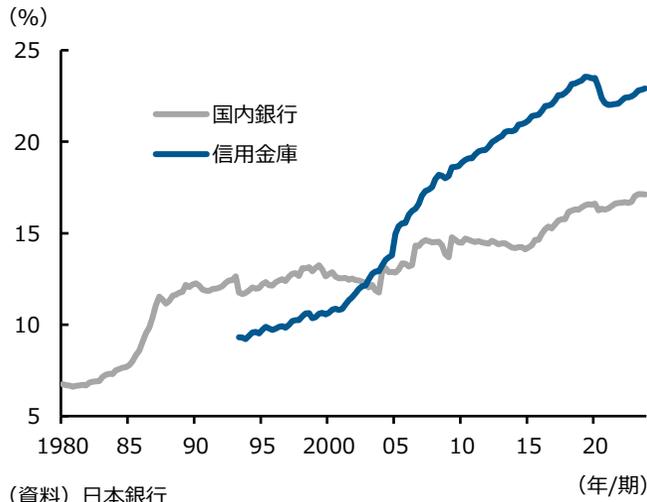
不動産業の設備投資（GDP比）



東京のオフィス空室率



貸出に占める不動産業向けの割合



◆日経平均株価は最高値を更新

日経平均株価は、2月下旬にバブル期以来となる史上最高値を更新。その後も高値圏での推移が続いており、一時は40,000円台に上昇。

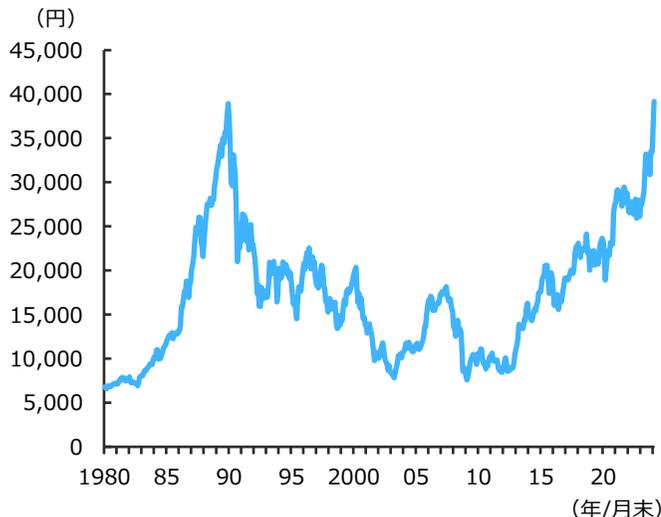
株高が、家計の保有する金融資産価値を上昇させ、資産収入の増加やマインドの改善などを通じて個人消費を押し上げる可能性（資産効果）。仮に、日経平均株価が今後も現行水準で推移した場合、個人消費は前年比で+0.8%増加すると試算。

◆幅広い世帯の消費を押し上げる可能性

資産効果は家計の属性によって大きく異なる傾向。株式などの資産価値が100円上昇した場合、高齢世帯（世帯主の年齢が60歳以上）では消費は6.0円増加するのに対し、若・中齢世帯（同59歳以下）では0.8円と限定的。これは、長らく家計における株式・株式投資信託の保有が高齢世帯に偏っており、若・中齢世帯の保有が少なかったことが要因。

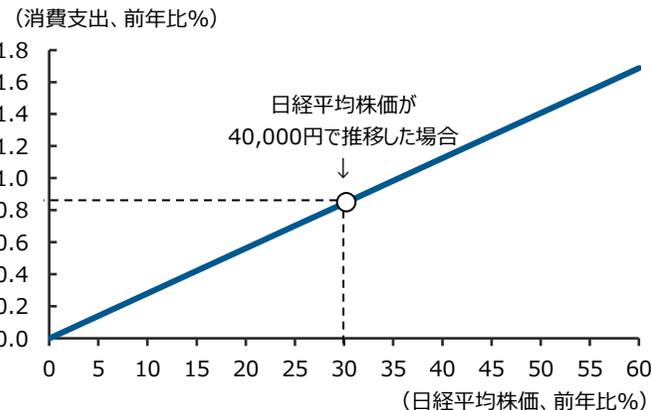
もっとも、こうした傾向は最近変化している可能性。新NISA制度の開始などを背景に、高齢層だけでなく、若・中齢層でも株式や投資信託の保有額が増加。そのため、株高が続けば資産効果が幅広い世代で高まる可能性あり。

日経平均株価



(資料) NEEDS-FinancialQUEST

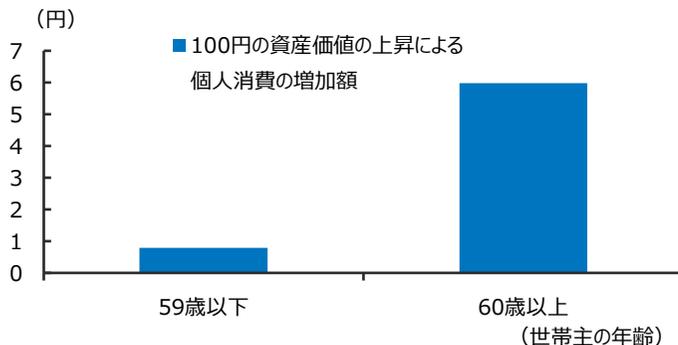
株高による個人消費押し上げ効果（2024年）



(資料) 総務省などを基に日本総研作成

(注) 左下図注釈で試算した消費の株式・株式投資信託に対する弾性値を基に算出。家計が保有する株式・株式投資信託が日経平均株価と連動すると想定。

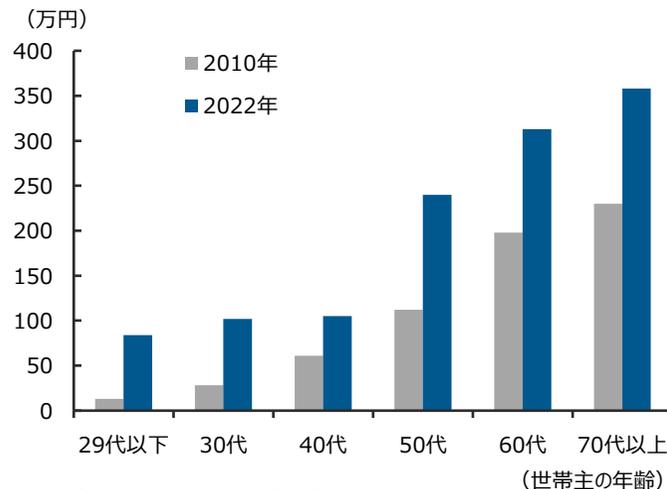
世帯タイプ別の資産効果



(資料) 総務省を基に日本総研作成

(注) 消費の株式・株式投資信託に対する弾性値に消費と株式・株式投資信託の比率を乗じることで算出。消費の株式・株式投資信託に対する弾性値は次の推計式により算出。消費支出 = a × 年間収入 + b × 株式・株式投資信託 + c × 株式・株式投資信託 × 60歳以上ダミー。世帯主の年齢階級データ（6区分）によるパネルデータ。期間は2010～22年。固定効果モデル、時点ダミーあり。

株式・株式投資信託の保有額



(資料) 総務省を基に日本総研作成

(注) 二人以上の世帯。

◆好調な企業収益が起点に

先行きを展望すると、1～3月期の景気は一時的に足踏み感が強まる見込み。一部自動車メーカーの出荷停止の影響などにより、個人消費や財輸出が弱含む可能性。

4～6月期以降は、内需主導で緩やかに回復する見通し。好調な企業収益が物価高を上回る賃上げや将来を見据えた設備投資の拡大などの前向きな動きにつながると予想。

雇用・所得環境の改善や株高による資産効果などを背景に、個人消費は緩やかに回復する見通し。今年の春闘賃上げ率は昨年を上回ると予想。春闘の影響を受けにくい非正規雇用者についても、人手不足の深刻化や最低賃金の引き上げを背景に賃金が上昇する見込み。

高水準の企業収益を支えに、企業の設備投資は増加基調が続く見通し。人手不足の深刻化を背景に省力化などに向けたデジタル投資が活発化するほか、生産拠点の国内回帰も進展する見込み。

◆2024年度の成長率は+0.7%

2023年度の実質成長率は+1.4%、2024年度は+0.7%、2025年度は+1.1%を予想。2023年度後半の景気が弱かった影響で2024年度はゼロ%台の成長にとどまるものの、2025年度は1%台の成長率へ復帰する見通し。

わが国主要経済指標の予測値（2024年3月11日時点）

	2023年 10～12 (実績)	2024年					2025年					2026年			(四半期は前期比年率、%、%ポイント)				
		1～3 (予測)					1～3					10～12		1～3		2023年度	2024年度	2025年度	
																(予測)			
実質GDP	0.4	0.4	1.7	1.0	1.1	1.0	1.1	1.1	1.0	1.1	1.4	0.7	1.1	1.4	0.7	1.1	1.4	0.7	1.1
個人消費	▲1.0	▲0.2	2.1	0.8	1.1	1.0	0.9	0.8	0.8	0.8	▲0.4	0.6	0.9	▲0.4	0.6	0.9	▲0.4	0.6	0.9
住宅投資	▲3.9	0.0	▲0.1	▲0.1	▲0.1	▲0.2	▲0.2	▲0.3	▲0.3	▲0.3	1.4	▲0.7	▲0.2	1.4	▲0.7	▲0.2	1.4	▲0.7	▲0.2
設備投資	8.4	▲0.3	2.2	2.0	2.0	1.8	2.0	2.1	2.2	2.0	0.8	2.2	2.0	0.8	2.2	2.0	0.8	2.2	2.0
在庫投資 (寄与度)	(▲0.5)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(▲0.3)	(▲0.2)	(▲0.0)	(▲0.3)	(▲0.2)	(▲0.0)	(▲0.3)	(▲0.2)	(▲0.0)
政府消費	▲0.7	0.2	0.1	0.0	0.0	0.0	0.2	0.2	▲0.3	0.0	0.5	0.0	0.1	0.5	0.0	0.1	0.5	0.0	0.1
公共投資	▲3.0	1.2	1.2	1.0	0.8	0.8	0.8	0.4	0.4	0.4	2.7	0.3	0.7	2.7	0.3	0.7	2.7	0.3	0.7
純輸出 (寄与度)	(0.8)	(0.4)	(0.1)	(0.1)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(1.6)	(0.2)	(0.2)	(1.6)	(0.2)	(0.2)	(1.6)	(0.2)	(0.2)
輸出	10.7	▲0.0	1.8	1.7	2.2	2.7	2.9	3.1	3.4	3.5	4.4	2.7	2.9	4.4	2.7	2.9	4.4	2.7	2.9
輸入	6.9	▲1.9	1.3	1.4	1.6	1.8	1.9	1.9	2.1	2.0	▲2.6	1.6	1.8	▲2.6	1.6	1.8	▲2.6	1.6	1.8
名目GDP	5.1	4.4	2.5	3.5	3.5	3.0	2.6	2.6	2.5	2.6	5.6	3.1	2.6	5.6	3.1	2.6	5.6	3.1	2.6
GDPデフレーター	3.9	3.7	2.6	2.6	2.5	1.7	1.6	1.5	1.4	1.5	4.1	2.4	1.5	4.1	2.4	1.5	4.1	2.4	1.5
消費者物価指数 (除く生鮮)	2.5	2.4	2.6	2.6	2.3	2.2	1.9	1.5	1.5	1.5	2.8	2.4	1.6	2.8	2.4	1.6	2.8	2.4	1.6
(除く生鮮、エネルギー)	3.9	3.2	2.3	1.8	1.8	1.9	2.0	2.1	2.1	2.1	3.9	2.0	2.1	3.9	2.0	2.1	3.9	2.0	2.1
鉱工業生産	▲0.4	▲3.2	0.2	1.9	1.3	7.7	2.6	2.4	2.6	2.7	▲1.6	2.7	2.6	▲1.6	2.7	2.6	▲1.6	2.7	2.6
完全失業率 (%)	2.5	2.4	2.4	2.3	2.3	2.3	2.3	2.2	2.2	2.2	2.5	2.3	2.2	2.5	2.3	2.2	2.5	2.3	2.2
経常収支 (兆円)	5.3	7.9	7.7	10.3	7.6	8.4	8.5	11.3	8.7	9.5	26.2	34.1	38.0	26.2	34.1	38.0	26.2	34.1	38.0
対名目GDP比 (%)	4.3	5.3	5.2	6.9	4.8	5.4	5.5	7.3	5.3	6.0	4.4	5.5	6.0	4.4	5.5	6.0	4.4	5.5	6.0
円ドル相場 (円/1ドル)	148	148	145	143	140	138	136	134	132	130	145	142	133	145	142	133	145	142	133
原油輸入価格 (ト*\$/バレル)	93	83	84	85	84	82	79	77	76	74	85	83	77	85	83	77	85	83	77

海外経済の前提

	(前年比、%)		
	2023年 (実績)	2024年 (予測)	2025年
米国	2.5	2.4	1.8
ユーロ圏	0.5	0.5	1.3
中国	5.2	4.4	4.4

過去の実質GDP予測値

	(前年比、%)		
	2023年度 (予測)	2024年度	2025年度
12月号	1.6	1.2	1.0
1月号	1.6	1.2	1.0
2月号	1.3	0.7	1.1

公表済みのレポート（日本経済関連）

詳細は、以下のリンクからPDF形式でご覧いただけます。

リサーチアイ

- ▶ [地方のインバウンド需要回復に遅れ — 欧米等からの訪日客の取り込みと受け入れ態勢の整備が課題 —](#) 武田昂遥 2月1日
- ▶ [能登半島地震が被災地域経済に打撃 — GDP損失は1,000億円弱と試算、求められる政府支援 —](#) 北辻宗幹 1月23日
- ▶ [物価上昇で強まる高所得世帯の節約志向 — ぜいたく品の消費を抑制 —](#) 北辻宗幹 12月25日

リサーチレポート

- ▶ [【日本経済見通し】日本経済、好循環の実現に向けて正念場～労働力の確保と生産性の向上で供給力強化を～](#) 井上肇
北辻宗幹
後藤俊平 11月30日

リサーチフォーカス

- ▶ [【金融政策正常化シリーズ③】設備投資、金利上昇が一部産業で重石 — 不動産市場や課題解決への悪影響に懸念 —](#) 西岡慎一
後藤俊平 2月22日
- ▶ [【金融政策正常化シリーズ②】「金利ある世界」が迫る中小・零細企業の再編と経営改善 — 人件費3%、金利2%の上昇で倒産は2割増 —](#) 井上肇 1月24日
- ▶ [最近の消費低迷の背景を探る — 引退世帯は堅調も勤労者世帯が下振れ —](#) 小方尚子 1月9日