

日本経済展望

2024年1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

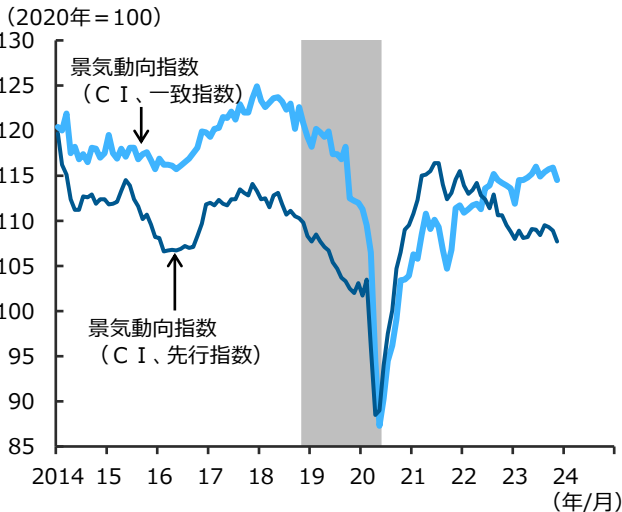
- ◆本資料は2024年1月16日時点で利用可能な情報をもとに作成しています。
- ◆「[経済・政策情報メールマガジン](#)」、「[X \(旧Twitter\)](#)」、「[YouTube](#)」でも情報を発信しています。

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。

■ 概況：景気は一部で足踏みも緩やかに回復

景気

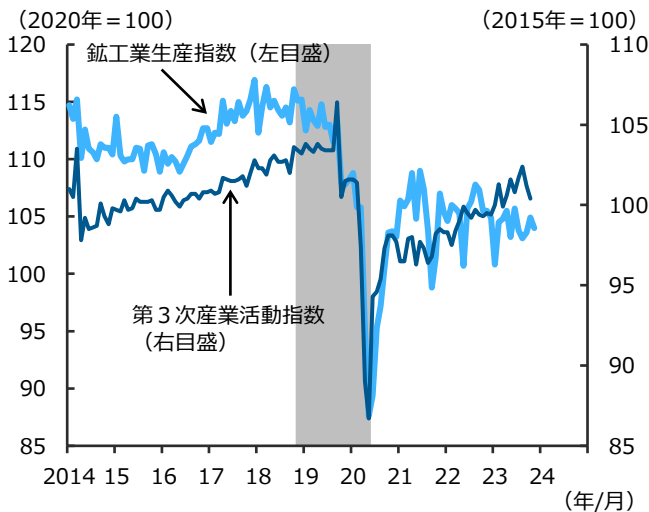
景気動向指数は、一致指数が改善傾向
先行指数は横ばい圏



(資料) 内閣府

企業

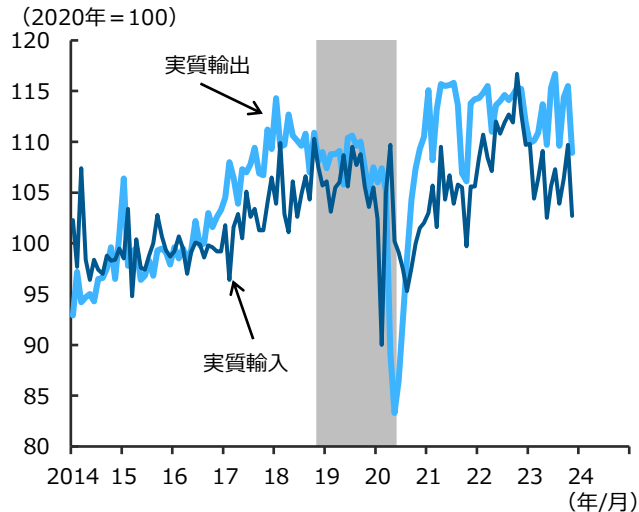
鉱工業生産は一進一退の動き
サービス業の経済活動は回復基調



(資料) 経済産業省

外需

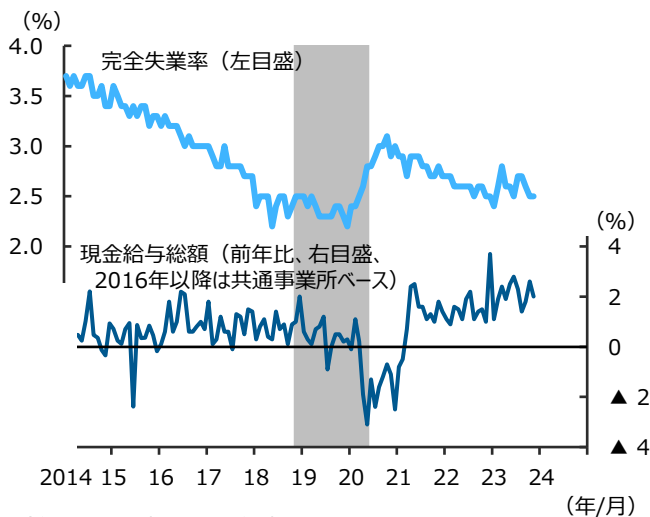
輸出は世界的な財需要の低迷を受けて減少
輸入はエネルギー関連を中心に減少



(資料) 日本銀行

雇用 所得

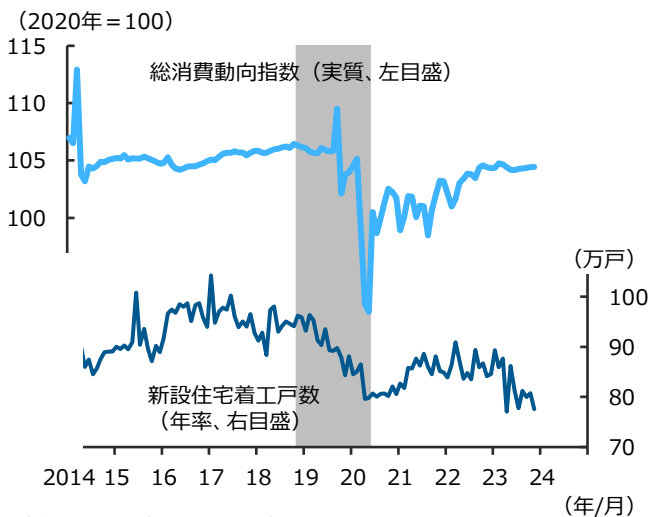
失業率は2%台半ばで推移
名目賃金の伸びは2%台で推移



(資料) 総務省、厚生労働省

家計

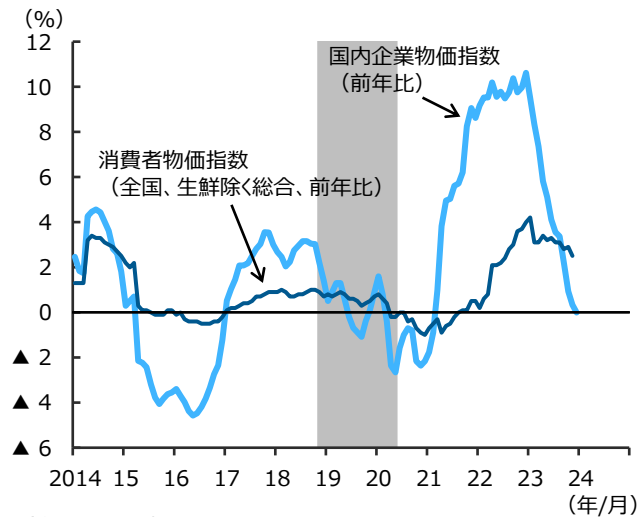
消費は回復基調が継続
住宅着工は弱い動き



(資料) 総務省、国土交通省

物価

企業物価は伸びが急低下
消費者物価の伸びも緩やかに低下



(資料) 総務省、日本銀行

◆自動車、宿泊・飲食サービスがけん引

企業の景況感は改善。日銀短観2023年12月調査では、大企業・製造業の業況判断D Iは前回調査対比+3%ポイントと、3四半期連続の上昇。販売が堅調な自動車が全体をけん引。大企業・非製造業は同+3%ポイントと、7四半期連続の上昇。需要が回復している宿泊・飲食サービスが好調を維持したほか、価格転嫁の進展などから幅広い業種で改善。

◆製造業の活動は一進一退

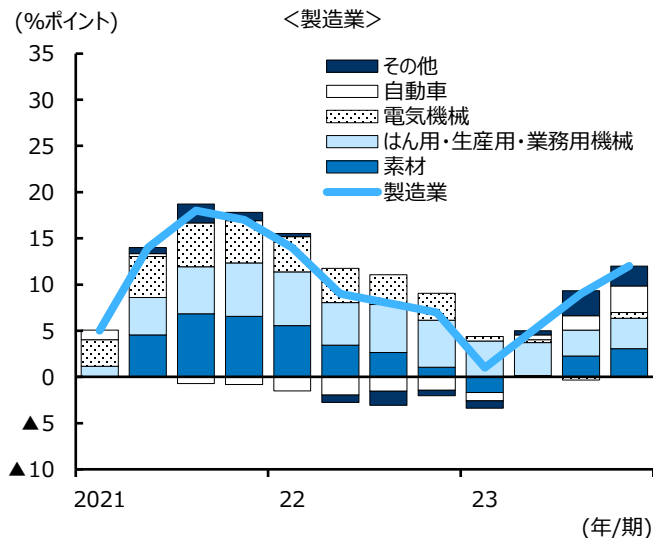
2023年11月の鉱工業生産指数は前月比▲0.9%と、3ヵ月ぶりの低下。業種別にみると、世界的な財需要の低迷を受けて電気・情報通信機械などを中心に幅広い業種で減産。

先行きの生産計画によると、2023年12月は同+6.0%の増産、2024年1月は同▲7.2%の減産見込み。もっとも、生産計画に織り込まれていない一部自動車メーカーの生産・出荷停止や能登半島地震の影響が生産の下押しに作用する可能性。

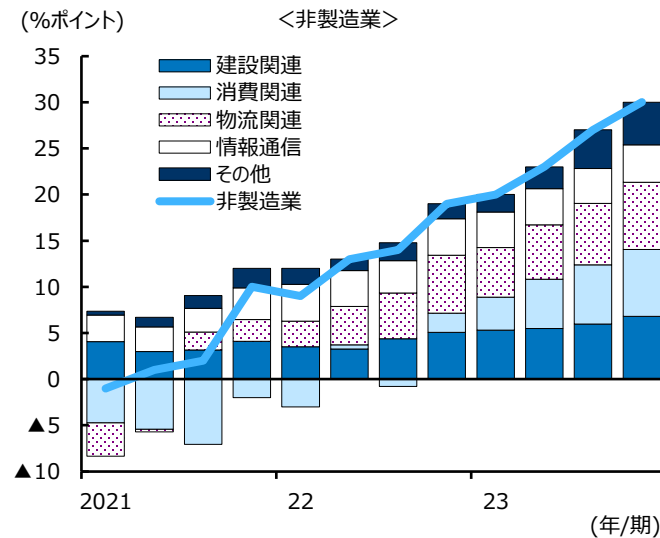
◆インバウンド需要は回復

2023年11月の訪日外国人数は244万人と、コロナ前と同水準に回復。中国からの訪日客は回復が遅れているものの、中国を除く東アジアや米国からの観光客は増勢が持続。

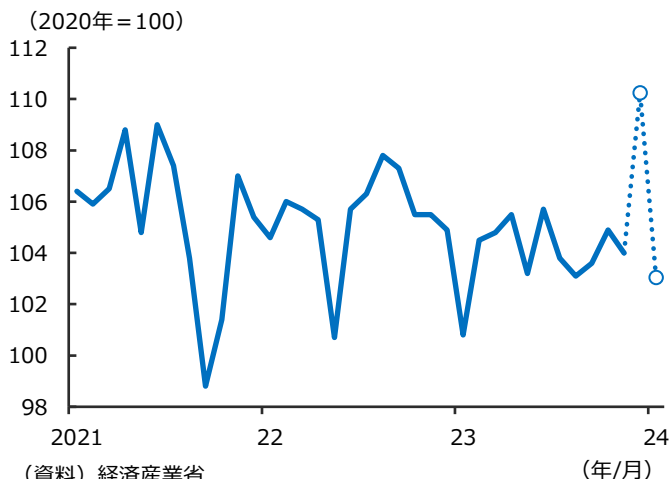
大企業の業況判断D I



(資料)日本銀行を基に日本総研作成



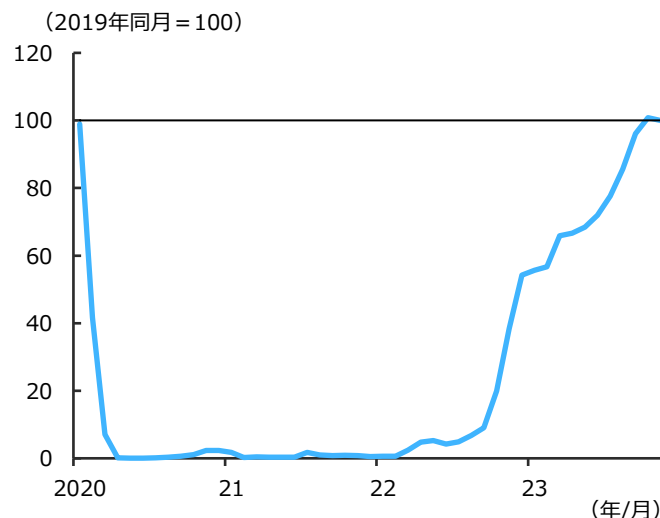
鉱工業生産指数（季調値）



(資料) 経済産業省

(注) 点線は、製造工業生産予測指数（2023年12月、2024年1月）を基に先延ばし。

訪日外国人数（2019年同月対比）



(資料) 日本政府観光局を基に日本総研作成

◆外需の低迷が設備投資の重石に

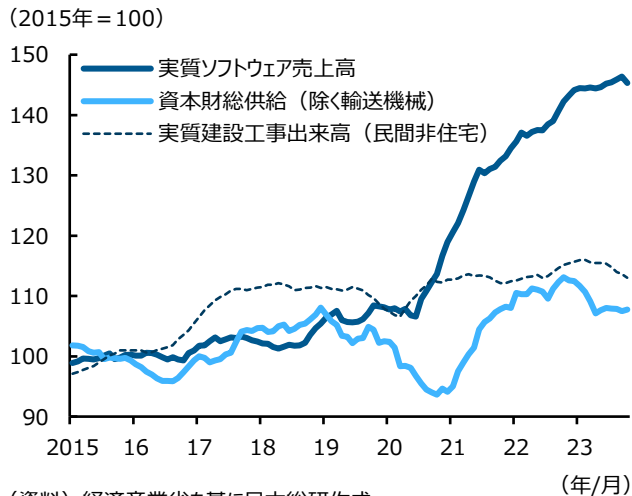
設備投資は緩やかに回復しているものの、一部に弱い動き。省力化や情報化対応などに向けた投資需要の高まりから、ソフトウェア投資は堅調。一方、機械投資や建設投資は不振。世界的な財需要の低迷を背景に、電気機械や一般機械など外需依存度の高い業種を中心に設備過剰感が強まっており、生産能力増強に向けた投資拡大を抑制している状況。

◆設備投資は堅調に増加へ

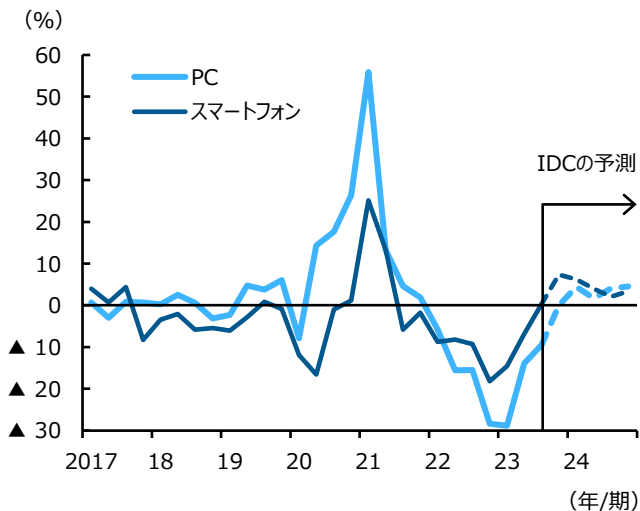
先行きの設備投資は堅調に推移する見通し。高水準の企業収益を原資に、企業の設備投資意欲は旺盛。2023年10～12月期の法人企業景気予測調査によれば、2023年度の設備投資計画（ソフトウェア含む、土地除く）は前年比+11.1%と、例年と比較して高い伸び。とりわけ、人手不足の深刻化などを背景に、企業は省力化・合理化に向けたデジタル投資に積極的。

循環的な財需要の持ち直しも、輸出増加を通じて設備投資の追い風に。コロナ禍で巣ごもり需要が拡大したパソコンやスマートフォンが買い替え時期を迎えているほか、生成AI需要の高まりなどがけん引役となり、世界の半導体需要は足元で底入れ。また、グローバル企業の設備稼働率も最悪期を脱しており、世界的な設備投資循環は増加局面に向かう公算。わが国が競争力を有する生産設備や半導体製造装置などへの需要が増加するにつれて、生産能力拡大に向けた設備投資が活発化する見込み。

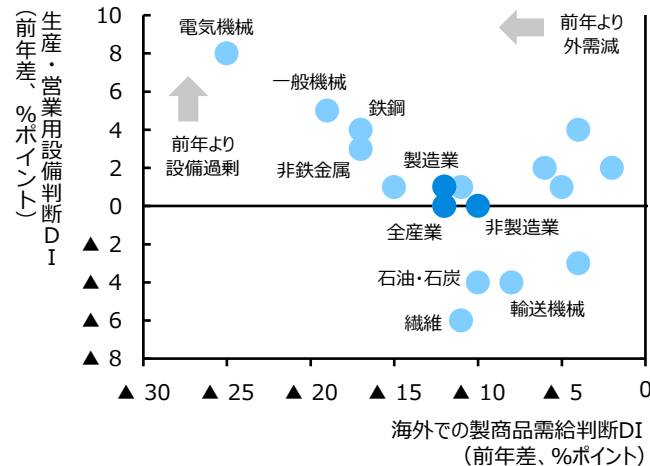
形態別民間設備投資関連指標（季調値）



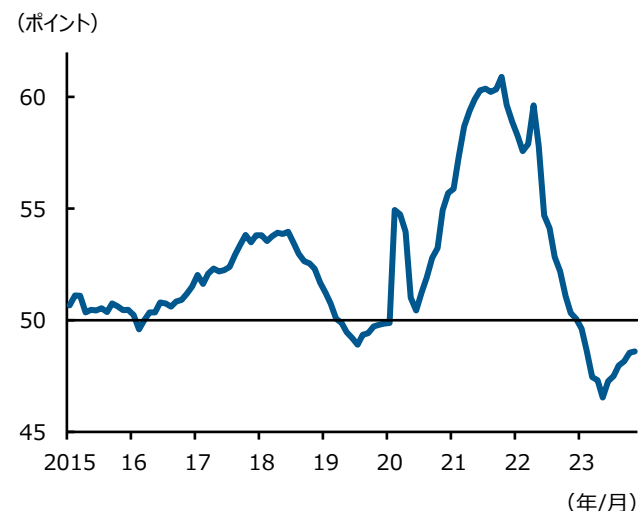
全世界のPC・スマートフォン出荷台数（前年比）



企業の外需判断と設備過不足感



グローバル製造業PMIの設備稼働率指数



◆名目賃金の伸びは拡大

2023年11月の一般労働者の所定内給与は前年比+1.5%と伸びが横ばい。パートタイム労働者は時給ベースで同+4.6%と、振れを伴いながら伸びが拡大。もっとも、消費者物価の上昇率には追いつかず、実質賃金は同▲3.0%と20ヵ月連続のマイナス。

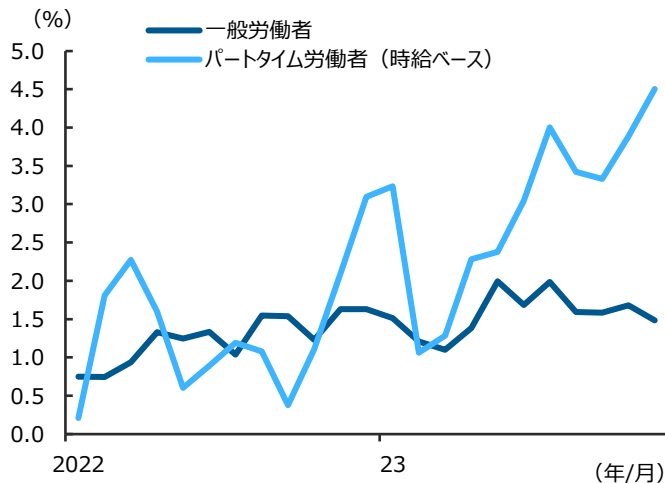
先行き、賃金の上昇幅は拡大する見込み。好調な企業収益や物価上昇、人手不足感の強まりを背景に、2024年の春闘で妥結される賃上げ率（定期昇給を含む）は2023年を上回る3.8%程度になると予想。最低賃金の上昇や労働需給の逼迫に伴い、パートタイムなどの非正規雇用者についても賃金が上昇する見通し。すでに、2024年度の大規模な賃上げを表明する企業が相次いでいるほか、継続的な賃上げを実施する方針を示す企業も。

◆住宅着工は持家を中心に弱含み

2023年11月の新設住宅着工戸数は、前月比▲4.0%と2ヵ月ぶりの減少。利用関係別にみると、貸家は底堅く推移した一方、持家の落ち込みが顕著。資材価格や労務費の上昇を受けた建設費の高騰が需要を下押し。

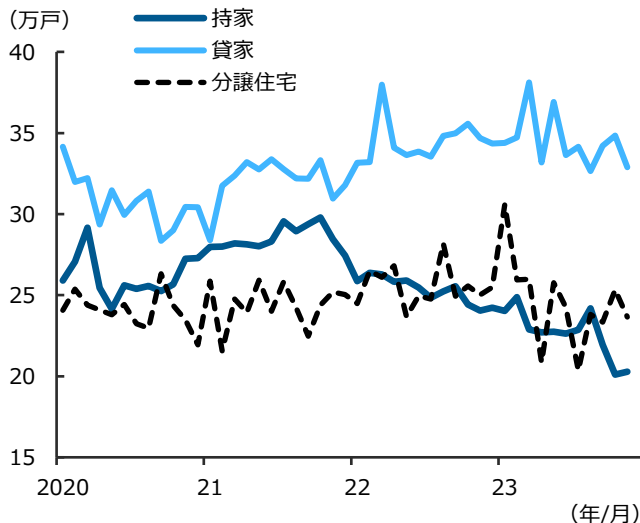
先行き、住宅着工は力強さを欠く展開が続く見通し。家計の所得環境の改善が下支えとなるものの、世帯数の減少や金融政策正常化に伴う金利上昇が住宅投資の重石となる見込み。

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。

住宅着工件数（年率季調値）



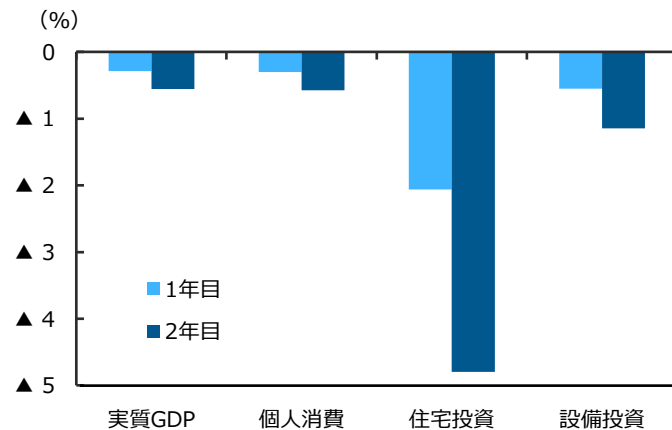
(資料) 国土交通省

2024年度以降の主な賃上げ動向

A社 (金融業)	2024年度に7%以上の賃上げを検討。
B社 (小売業)	2024年春にパートタイム労働者の時給を平均7%引き上げ。
C社 (飲食業)	2024年4月に正社員を対象に、10.9%の賃上げを実施。
D社 (製造業)	2024年4月に入社する新入社員の初任給を一律で約4割引き上げ。
E社 (製造業)	原則として2030年までベースアップを含む賃上げを継続的に実施する方針。
F社 (製造業)	少なくとも2027年まで4%の賃上げを実施する方針。

(資料) 各種報道を基に日本総研作成

1%の短期金利上昇による影響



(資料) 日本経済新聞社を基に日本総研作成

(注) NEEDS日本経済モデルを基に試算。金利上昇がなかった場合の水準からの乖離率。

◆ サービス品目では値上げの動きが拡大

2023年11月のコアCPIは前年比+2.5%と、前月から伸びが縮小。2023年夏場にかけての資源価格下落が燃料費調整制度を通じて遅れて反映されたことで、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、その他の財品目についても上昇幅が鈍化。一方、賃金上昇に起因するインフレ圧力の強まりを受け、サービス品目では高い伸びが持続。サービスの価格上昇率の頻度分布をみると、価格が据え置かれる品目が減少し、価格上昇品目が増加。

2024年後半にかけて、コアCPIの伸びは2%程度に鈍化する見通し。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ほか、賃金上昇に起因する値上げ圧力が強まるものの、原材料高を理由とする値上げの動きが落ち着く見込み。

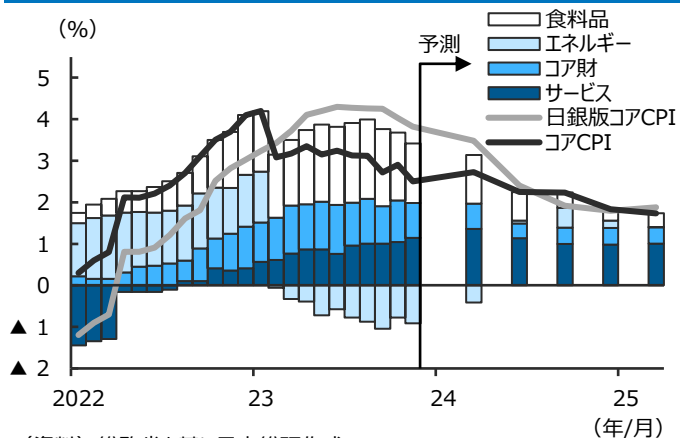
◆ 長期金利は緩やかに上昇へ

日銀は、2023年12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。

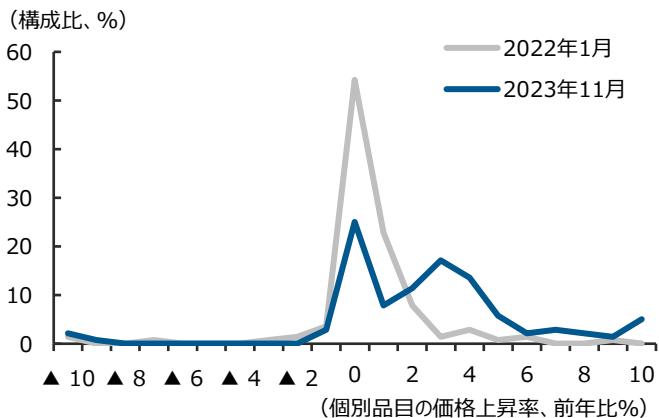
長期金利は低下基調。米長期金利が低下したほか、日銀会合の結果を受けて早期の政策修正観測が後退したことなどが背景。

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、春先にかけてマイナス金利を解除する見通し。長期金利は、国内景気の回復持続や日銀による金融政策修正が意識されることで、緩やかな上昇傾向をたどる見込み。

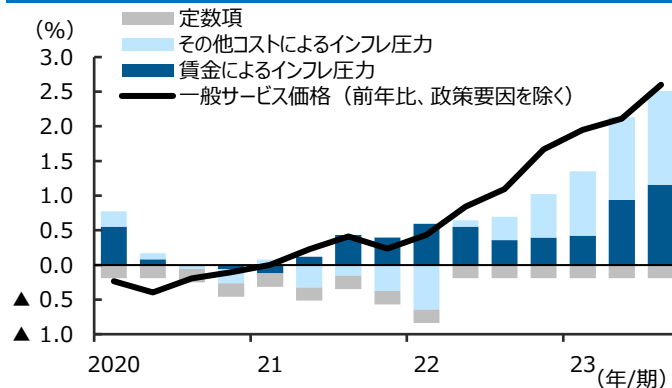
消費者物価指数（前年比）



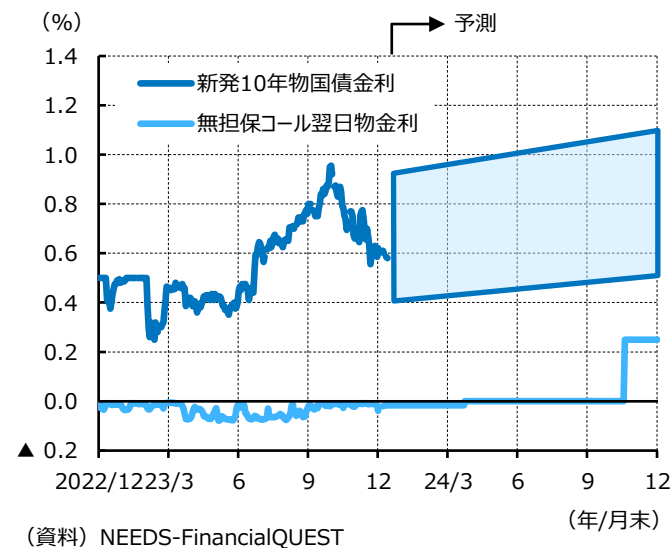
消費者物価上昇率の頻度分布（サービス）



サービス分野の価格上昇の要因分解



わが国主要金利の見通し



◆輸出数量の為替感応度は低下

為替相場は円高方向に転換。ドル円相場をみると、米長期金利の低下を受けた内外金利差の縮小などを受けて、2023年11月に円安がピークアウト。市場参加者は、今後も緩やかな円高基調が続くと予想。

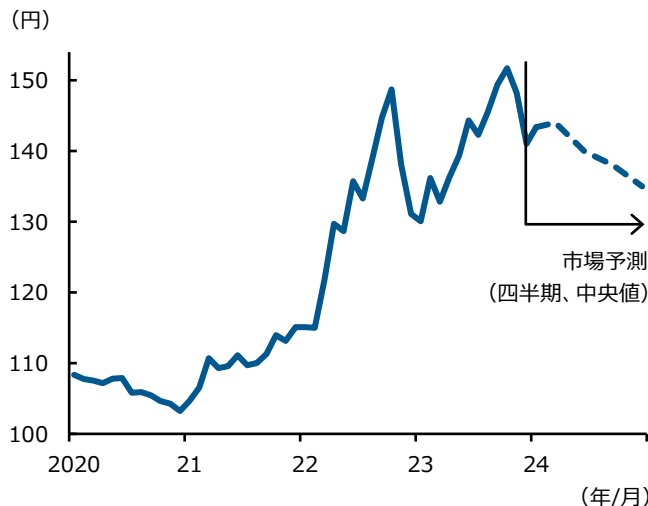
一般的に、円高は外貨建て輸出価格の引き上げを通じて、輸出数量の下押しに作用。しかし、近年では、その効果が低下。1%の円高による輸出数量の下押し幅は、2010年以降で▲0.1%ポイント程度と、2000年代の4分の1程度に。

◆背景には生産・輸出構造の変化

輸出数量の為替感応度が低下した要因として、為替転嫁率の低下が指摘可能。企業が為替変動の影響を外貨建て輸出価格に反映させる動きは、過去40年で趨勢的に後退。近年では、1%の円高ショックに対する輸出物価のパススルーはゼロ近傍での推移に。

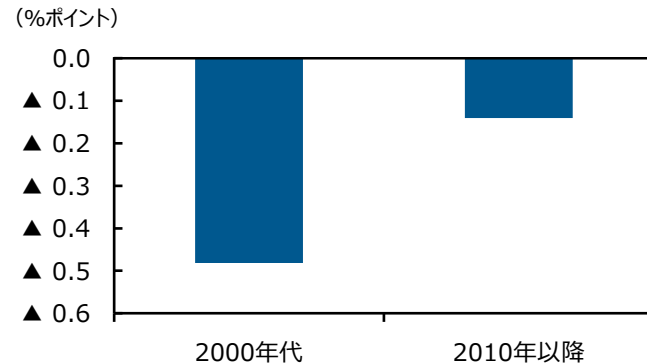
この背景には、わが国企業の生産・輸出構造の変化。生産拠点の海外シフトや国際分業体制の構築を通じて、自社グループ内での越境取引が拡大したことなどにより、企業の輸出が為替変動の影響を受けにくい構造に。さらに、海外市場の競争激化に伴い企業の価格支配力が低下したことなども、円高対応として価格を引き上げにくい一因に。

ドル円相場の推移



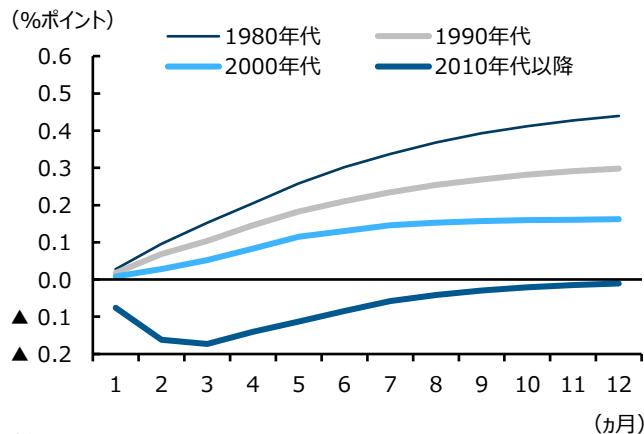
(資料) Bloomberg

1%の円高ショックによる輸出数量の下押し幅



(資料) 財務省、日本銀行、オランダ経済分析局を基に日本総研作成
(注) 輸出数量、世界輸入量(除く日本)、実質実効為替レートと3つのダミー変数(リーマンショック、東日本大震災、コロナ禍)からなるVARモデルのインパルス応答関数から試算。1%の円高ショックによる輸出数量の12か月後の累積反応。

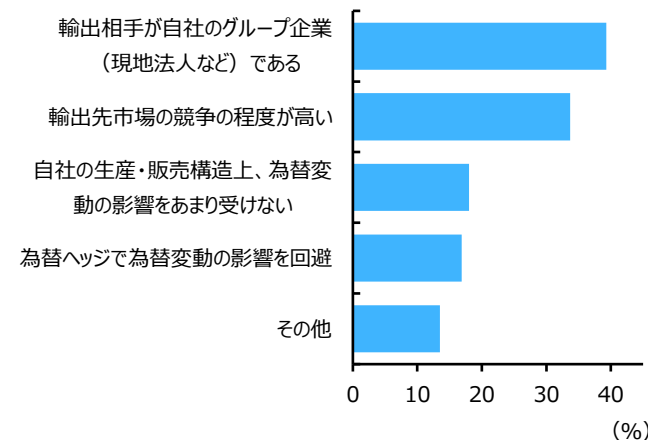
1%の円高ショックによる輸出物価へのパススルー



(資料) 日本銀行を基に日本総研作成

(注) 輸出物価(契約通貨建て)、名目実効為替、企業物価(最終財国内品)の3変数からなるVARモデルのインパルス応答関数から試算。1%の円高ショックに対する輸出物価の累積反応。

円高対応として輸出価格の変更を行わない理由



(資料) RIETI「2017年度日本企業の貿易建値通貨の選択に関するアンケート調査」を基に日本総研作成

(注) 複数回答可。製造業・全規模。

◆生産・事業活動と観光需要に打撃

2024年1月に発生した能登半島地震による深刻な被害が、被災地域の経済活動を下押し。影響を与える主要な経路としては以下の2点。

第1に、生産・事業活動の停滞。被災地域での工場や道路などの資本ストックの毀損や被災者の労働復帰の遅れなどにより企業の生産・事業活動が停滞。過去に震度7の地震が発生した後の製造業の生産活動をみると、東日本大震災では、サプライチェーンを通じた影響や電力供給制約により持ち直しに時間を要した一方、熊本地震や北海道胆振東部地震では、一時的に落ち込んだ後、数カ月程度で震災前の水準に回復。今回は、すでに一部の企業が生産活動を再開するなど、復旧に向けた動きもみられており、低迷の長期化は避けられる見込み。

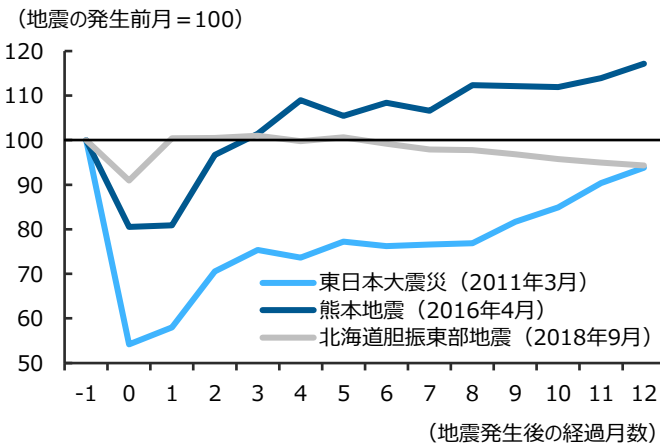
第2に、観光需要の減少。足元では、石川県や富山県を中心に宿泊のキャンセルが増加。過去の例をみると、日本人の旅行需要の落ち込みは早期に解消したものの、外国人の落ち込みは長期化する傾向。

熊本地震などを参考にした試算によると、GDPの損失額は▲974億円程度。わが国全体への影響としては、対GDP比▲0.02%と限定的。

◆サプライチェーンを通じた悪影響波及に注意

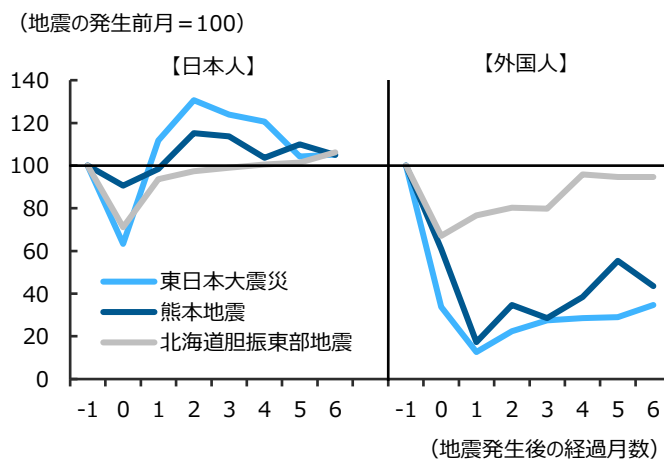
ただし、サプライチェーンを通じた生産・事業活動の停滞には要注意。サプライチェーンの途絶効果を勘案した試算では、石川県での生産・事業活動の停滞によるGDPの減少幅は▲2,240億円に拡大。製造業などを中心に幅広い業種に悪影響が波及。

被災地域の鉱工業生産（季調値）



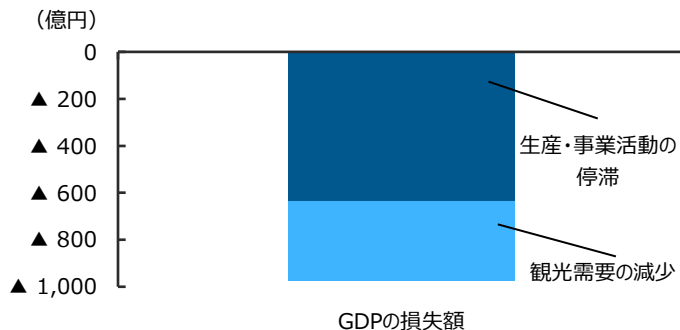
(資料) 内閣府、各都道府県を基に日本総研作成
 (注) 凡例 () 内は地震の発生日。東日本大震災は岩手県・宮城県・福島県、熊本地震は熊本県、北海道胆振東部地震は北海道。

被災地域の延べ宿泊者数（季調値）



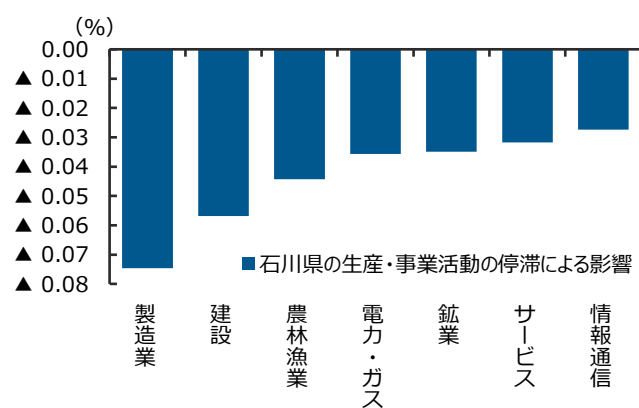
(資料) 国土交通省を基に日本総研作成
 (注) 東日本大震災は岩手県・宮城県・福島県、熊本地震は熊本県、北海道胆振東部地震は北海道。

能登半島地震による直接的なGDPの下押し影響



(資料) 内閣府、国土交通省、石川県などを基に日本総研作成
 (注) 生産・事業活動の停滞による影響は、堤ほか(2016)「平成28年熊本地震の影響試算について」を基に試算。石川県の経済活動が1か月間で▲15%下振れ。ストック損壊率は、熊本地震と同程度と想定。インフラ復旧率と労働復帰率は1か月後に100%に回復すると想定。観光需要の減少は、北陸地域の観光需要が熊本地震と同程度落ち込むと想定。

サプライチェーンの途絶によるGDPの減少率



(資料) 総務省、佐野・長町(2022)「供給ショックの生産・雇用への波及に関する分析フレームワークの提案」などを基に日本総研作成
 (注) 産業連関表を用い前方連関効果を試算。石川県の生産の減少率は左下図表の想定から算出。

◆好調な企業収益が起点に

先行きを展望すると、わが国景気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支出につながると予想。

コロナ禍で積み上がった過剰貯蓄の取り崩しや雇用・所得環境の改善などにより、個人消費は緩やかに回復する見通し。サービス消費のリバウンドの余地は限られる一方、価格上昇が落ち着く耐久財消費が回復をけん引。

高水準の企業収益を支えに、企業の設備投資は増加する見通し。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。

なお、能登半島地震の悪影響は、現状までのところ限定的と判断。

◆2023年度の成長率は+1.6%

2023年度の実質成長率は+1.6%、2024年度は+1.2%、2025年度は+1.0%を予想。足元の潜在成長率はゼロ%台半ばとみられるものの、労働生産性の向上に伴い、2025年にかけて1%程度まで上昇していく見込み。

わが国主要経済指標の予測値（2024年1月16日時点）

	2023年		2024年					2025年				2026年	(四半期は前期比年率、%、%ポイント)		
	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	2023年度	2024年度	2025年度	
	(実績)	(予測)	(予測)												
実質GDP	▲2.9	1.7	1.6	1.6	0.9	1.1	1.0	1.0	1.0	0.9	0.9	1.6	1.2	1.0	
個人消費	▲0.6	2.0	1.5	1.8	0.6	1.0	0.9	0.8	0.8	0.7	0.7	0.3	1.2	0.8	
住宅投資	▲2.1	0.1	0.0	▲0.1	▲0.1	▲0.1	▲0.2	▲0.2	▲0.3	▲0.3	▲0.3	2.0	▲0.2	▲0.2	
設備投資	▲1.8	2.8	3.0	3.5	3.1	2.4	1.8	2.0	2.2	2.2	2.0	0.2	2.7	2.1	
在庫投資 (寄与度)	(▲1.9)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(▲0.2)	(▲0.1)	(▲0.0)	
政府消費	1.3	0.3	0.2	0.1	0.0	0.0	0.0	0.2	0.2	▲0.3	0.0	0.7	0.2	0.1	
公共投資	▲3.1	2.2	1.2	1.2	1.0	0.8	0.8	0.8	0.4	0.4	0.4	2.8	1.0	0.6	
純輸出 (寄与度)	(▲0.4)	(0.0)	(0.3)	(0.1)	(0.1)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(1.4)	(0.1)	(0.2)	
輸出	1.5	4.6	3.1	1.7	1.7	2.2	2.6	2.8	3.0	3.2	3.2	3.4	2.4	2.8	
輸入	3.2	4.3	1.6	1.2	1.4	1.4	1.6	2.0	2.1	2.3	2.3	▲2.5	1.8	1.9	
名目GDP	6.9	6.0	5.0	2.8	3.7	3.0	2.6	2.2	2.1	1.9	2.1	6.0	3.0	2.1	
GDPデフレーター	5.3	4.3	3.8	2.3	2.1	1.7	1.3	1.1	1.1	0.9	1.0	4.3	1.8	1.0	
消費者物価指数 (除く生鮮)	3.0	2.6	2.7	2.2	2.2	1.8	1.7	1.8	1.5	1.6	1.7	2.9	2.0	1.7	
(除く生鮮、エネルギー)	4.3	3.9	3.5	2.4	1.9	1.8	1.9	2.0	2.0	2.1	2.1	4.0	2.0	2.1	
鉱工業生産	▲3.7	▲0.1	0.9	1.5	2.9	2.0	3.9	2.5	2.6	2.7	2.6	▲0.5	2.6	2.6	
完全失業率 (%)	2.6	2.5	2.5	2.5	2.4	2.4	2.3	2.3	2.3	2.3	2.2	2.6	2.4	2.3	
経常収支 (兆円)	7.5	6.7	7.2	6.5	7.1	7.4	6.9	7.7	7.4	7.0	7.0	26.5	27.8	29.0	
対名目GDP比 (%)	5.2	4.3	4.7	4.3	4.7	4.6	4.4	5.0	4.8	4.2	4.4	4.5	4.5	4.6	
円ドル相場 (円/ドル)	145	148	142	139	136	134	132	131	130	129	128	143	135	130	
原油輸入価格 (ドル/バレル)	83	91	81	80	81	77	75	74	74	73	72	84	78	73	

海外経済の前提

	(前年比、%)		
	2023年 (予測)	2024年	2025年
米国	2.4	1.8	1.6
ユーロ圏	0.5	0.5	1.5
中国	5.3	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
10月号	2.1	1.2	
11月号	2.0	1.2	
12月号	1.6	1.2	1.0

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

- ▶ [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
- ▶ [住宅ローンの変動金利上昇、消費減少効果は20年前の2.4倍 — 2%の金利上昇で消費を▲0.5%下押し —](#) 北辻宗幹 11月6日
- ▶ [半導体関連で増加する製造業の建設投資 — 労働力不足がボトルネックに —](#) 後藤俊平 10月23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

- ▶ [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
- ▶ [【金融政策正常化シリーズ①】利上げ効果強める住宅ローン変動金利：中長期の消費押し下げ、20年前の2.4倍](#) 西岡慎一
北辻宗幹 11月8日