

日本経済展望

2024年2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

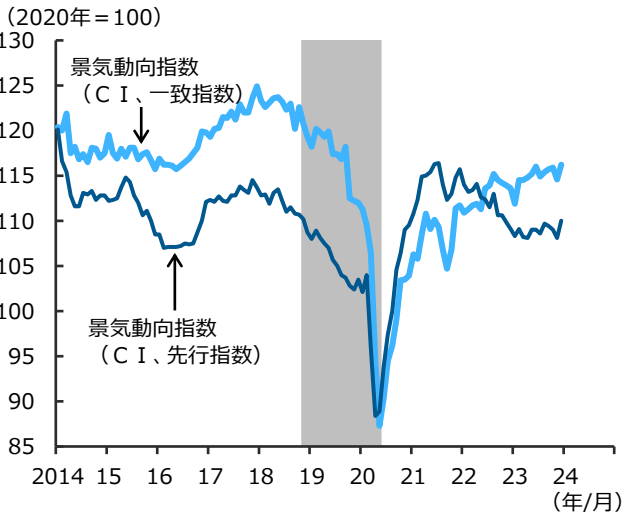
- ◆本資料は2024年2月15日時点で利用可能な情報をもとに作成しています。
- ◆従来発行していた「リサーチ・アイ日本経済予測」の公表を取り止め、本資料に2023年10～12月期1次QEを反映しています。
- ◆「[経済・政策情報メールマガジン](#)」、「[X \(旧Twitter\)](#)」、「[YouTube](#)」でも情報を発信しています。

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。

■ 概況：景気は一部で足踏みも緩やかに回復

景気

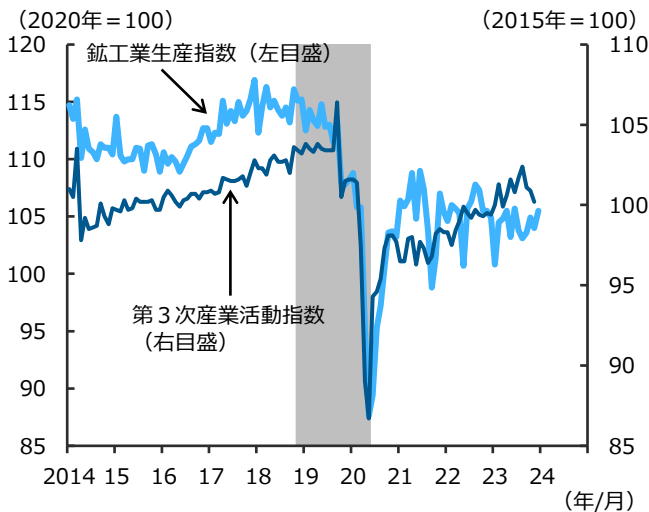
景気動向指数は、一致指数が改善傾向
先行指数は横ばい圏



(資料) 内閣府

企業

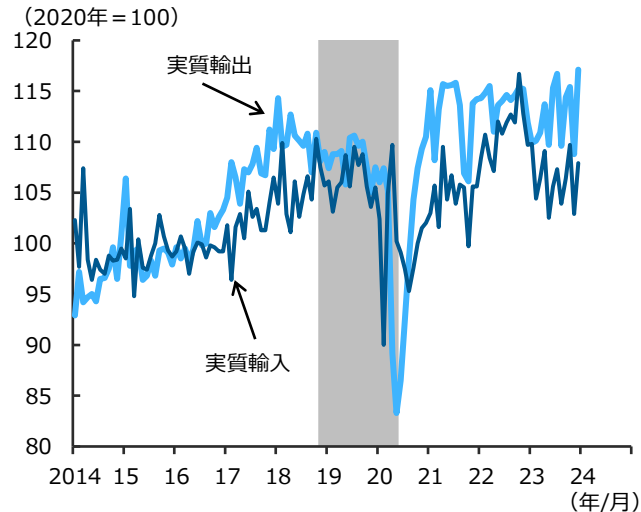
鉱工業生産は一進一退
サービス業の経済活動は昨秋から低調



(資料) 経済産業省

外需

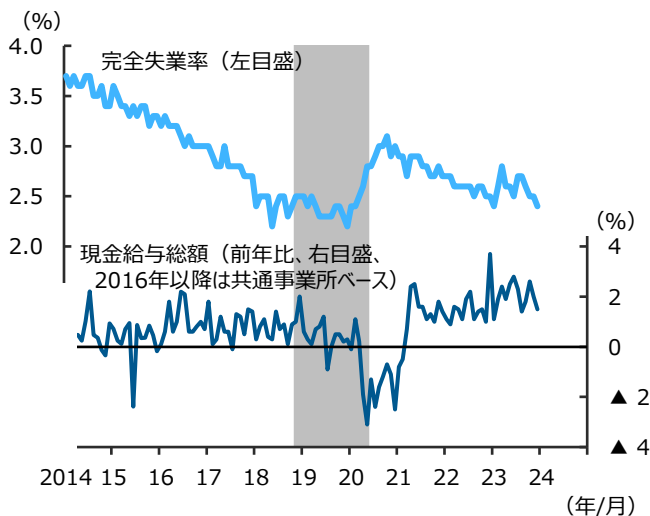
輸出は自動車関連を中心に増加
輸入は振れを伴いながら横ばい圏



(資料) 日本銀行

雇用所得

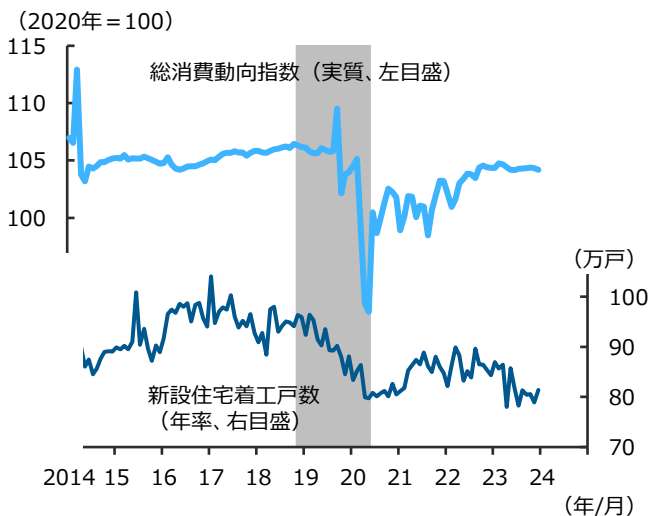
失業率は2%台半ばへ低下
名目賃金の伸びは2%近傍で推移



(資料) 総務省、厚生労働省

家計

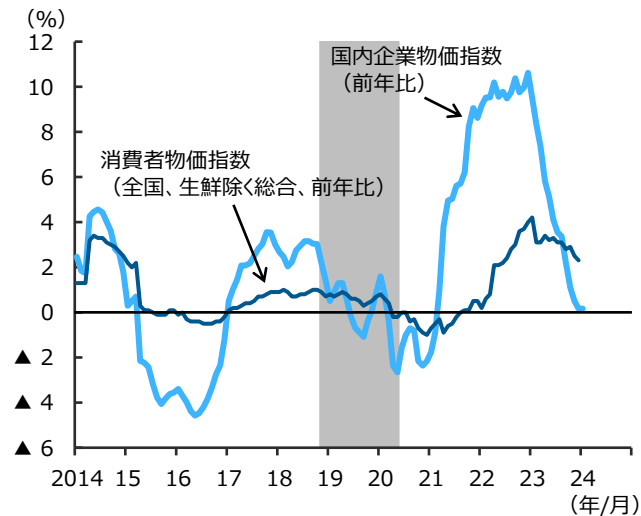
消費は回復基調が継続
住宅着工は弱い動き



(資料) 総務省、国土交通省

物価

企業物価の伸びは前年比ゼロ%台まで急低下
消費者物価の伸びも緩やかに低下



(資料) 総務省、日本銀行

2023年10～12月期GDPは2四半期連続のマイナス成長

◆内需が力強さを欠く動き

2023年10～12月期の実質GDPは前期比年率▲0.4%（前期比▲0.1%）と2四半期連続のマイナス成長。知的財産権等使用料などのサービス輸出の大幅な増加や輸送機械を中心とする財輸出の回復などを受け、外需はプラス寄与となったものの、内需が減少。個人消費は、暖冬により衣服などの半耐久財が減少したほか、物価高を受けてサービス消費も回復が一服。資材価格や労務費の上昇を受けた建設費の高騰を背景に、住宅投資も減少。

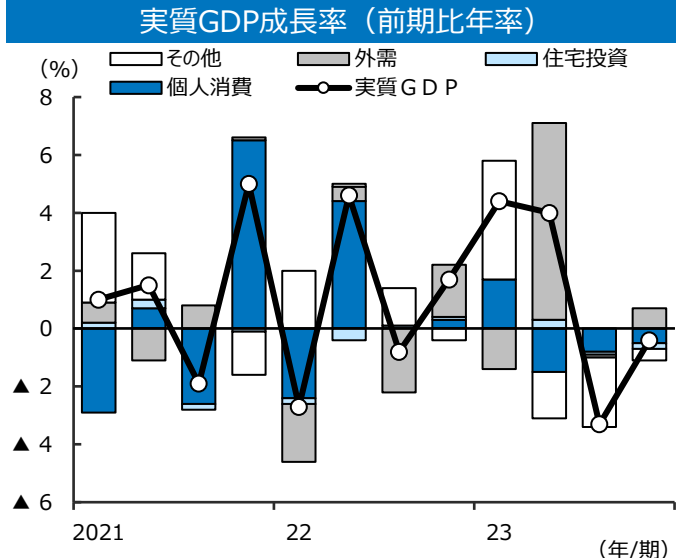
◆製造業の活動は一進一退

2023年12月の鉱工業生産指数は前月比+1.4%と、2カ月ぶりの上昇。業種別にみると、工場や物流施設向けの受注増加などを背景に汎用・業務用機械が増産となったことをはじめ、幅広い業種の生産が増加。

先行きの生産計画によると、2024年1月は同▲6.2%の減産、2月は同+2.2%の増産見込み。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一時的に生産を下押しする公算大。

◆震災の影響が景況感を下押し

1月の景気ウォッチャー調査の現状判断DIは前月差▲1.6ポイントと、4カ月ぶりの低下。地域別にみると、北陸地域が大幅に低下。能登半島地震を受けた観光客の減少や消費自粛マインドの強まりを懸念するコメントが増加。



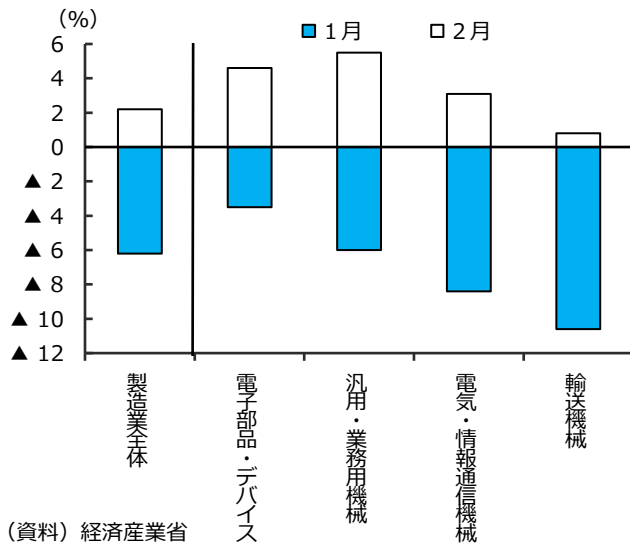
(資料) 内閣府を基に日本総研作成



(資料) 経済産業省

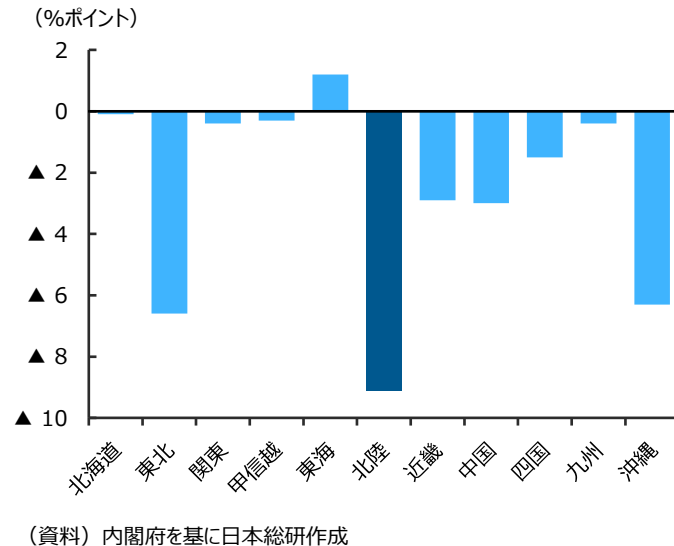
(注) 点線は、製造工業生産予測指数（1、2月）を基に先延ばし。

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（1月、前月差）



(資料) 内閣府を基に日本総研作成

◆財輸出は持ち直しへ

実質輸出は緩やかに増加。品目別では、部材不足の解消を受けて挽回生産が本格化している輸送機械が高水準を維持したほか、これまで伸び悩みが続いてきた資本財などでも反発の動き。

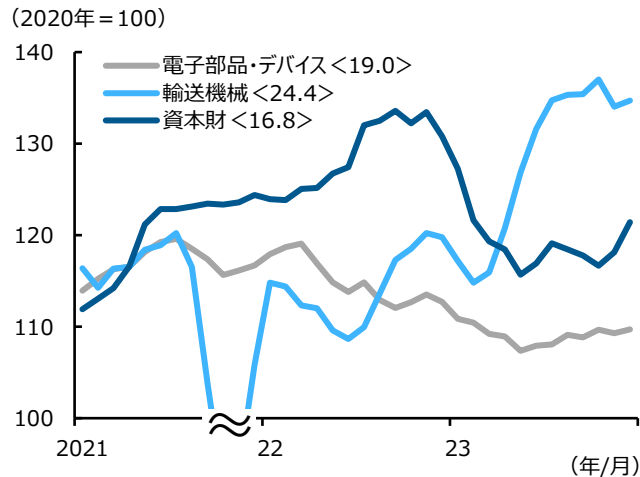
先行き、一部自動車メーカーの生産・出荷停止や能登半島地震の影響により、1～3月期の輸出は一時的に下振れる公算。その後、循環的な財需要の持ち直しに支えられ、電子部品や資本財を中心に輸出は増加基調に復する見込み。世界の半導体需要は足元で底入れしつつあるほか、抑制傾向が続いてきたグローバル企業の設備投資姿勢も改善。機械メーカーの海外受注は増加に転換。

◆中国景気の悪化による輸出下振れリスク

ただし、中国経済の一段の減速が、わが国の輸出を下押しするリスクあり。不動産市場の調整長期化などを背景に、中国の景気回復ペースは緩慢。わが国の対中輸出は、2021年初をピークに減少基調が続いている状況。足元でも、中国の製造業PMIは節目の50割れが持続。

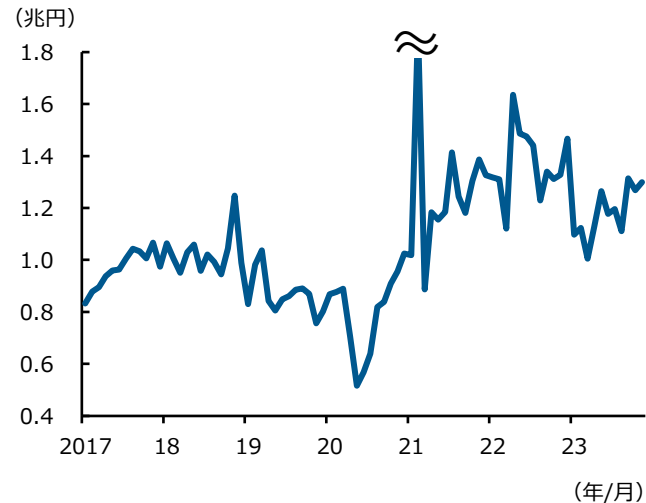
中国景気の減速は、近隣諸国の景気下振れを通じてわが国輸出の下押し圧力を増幅させる恐れも。対中輸出依存度（付加価値ベース）は台湾やシンガポールなどでとりわけ高く、中国国内の需要減少による直接的影響を受けやすい傾向。アジア域内の貿易減少が供給網を通じてわが国輸出に波及するリスクに注意。

品目別実質輸出（季調値）



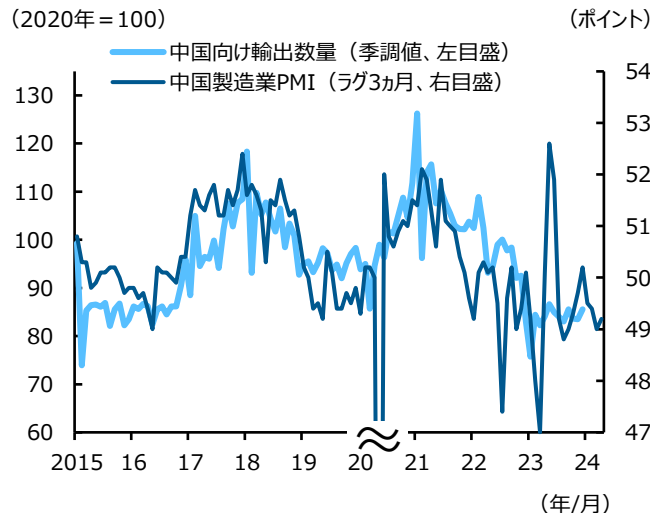
(資料) 日本銀行
(注) 後方3か月移動平均。<>内は2023年名目輸出に占めるシェア。

機械受注・外需（季調値）



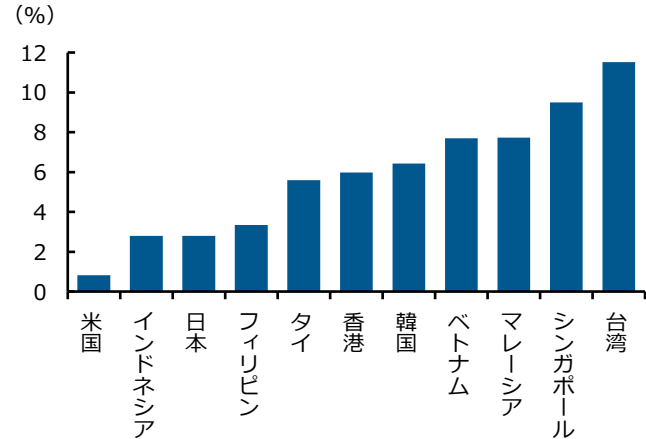
(資料) 内閣府

中国製造業PMIと中国向け輸出数量



(資料) 財務省、中国国家統計局を基に日本総研作成

対中輸出依存度（付加価値ベース、2020年）



(資料) OECD、WTO、IMFを基に日本総研作成
(注) 対中輸出依存度（付加価値ベース）＝対中付加価値輸出額／名目GDP。

◆労働組合からは昨年を上回る賃上げ要求

2023年12月の一般労働者の所定内給与は前年比+1.9%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+4.0%と高い伸びを維持。もともと、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21か月連続のマイナス。

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3.8%程度になると予想。多くの労働組合は昨年を上回る高い水準の賃上げを求める方針。

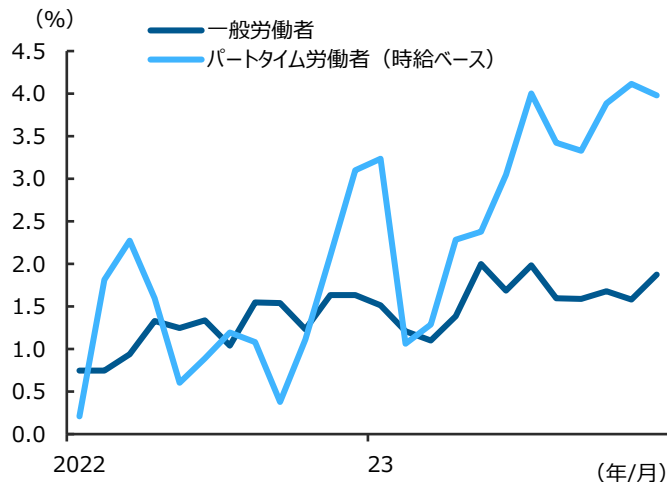
◆自動車販売は大幅に減少

1月の新車販売台数は前月比▲9.2%の減少。一部メーカーの不正を受けた出荷停止の影響で、軽自動車が大きく減少。現時点では、生産・出荷を再開する車種は限られており、今後の個人消費の重石となるリスクも。

◆消費者マインドは改善

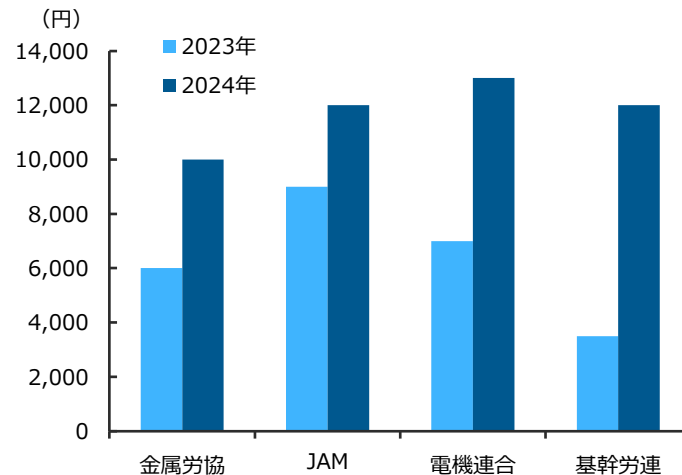
1月の消費者態度指数は前月差+0.8ポイントと、4か月連続の上昇。消費者態度指数を構成する意識指標をみると、物価上昇の落ち着きや賃上げへの期待を背景に、耐久消費財の買い時判断や暮らし向きを中心とする指標が上昇。

所定内給与（前年比）



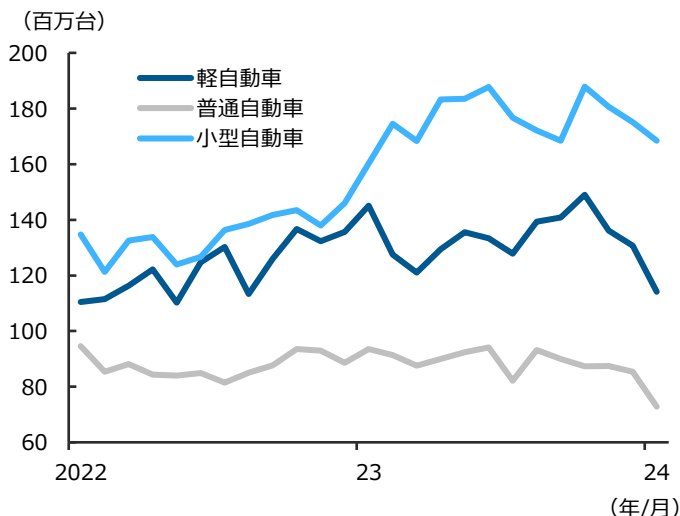
(資料) 厚生労働省を基に日本総研作成
(注) 調査対象企業の入れ替えにより生じたデータの断層を調整。

産業別労働組合のベースアップ要求額



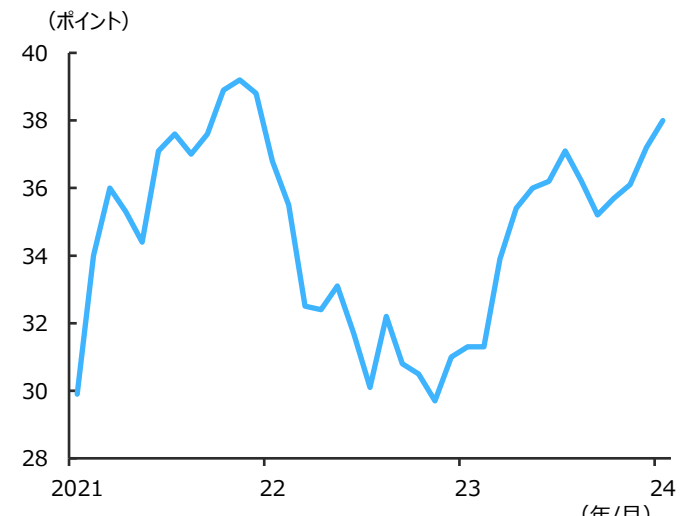
(資料) 各労働組合HP、各種報道を基に日本総研作成

新車登録台数（季調値年率）



(資料) 日本自動車販売協会連合会などを基に日本総研作成

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

2023年12月のコアCPIは前年比+2.3%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依然として多数を占めるものの、民間サービスでは前年比+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。

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見通し。一方、原材料高を理由とする値上げの動きが落ち着く見込み。

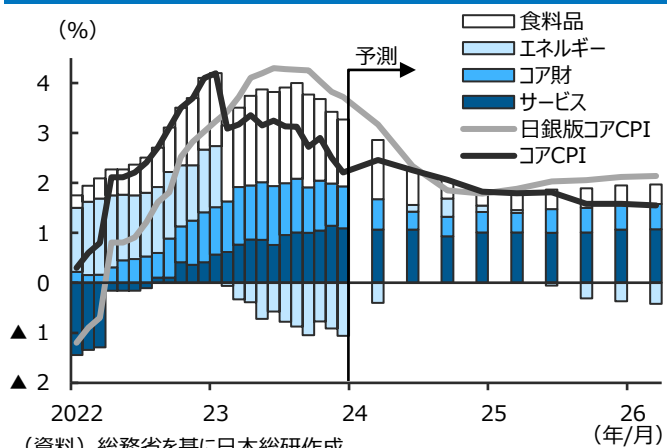
◆長期金利は緩やかに上昇へ

日銀は、2024年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。

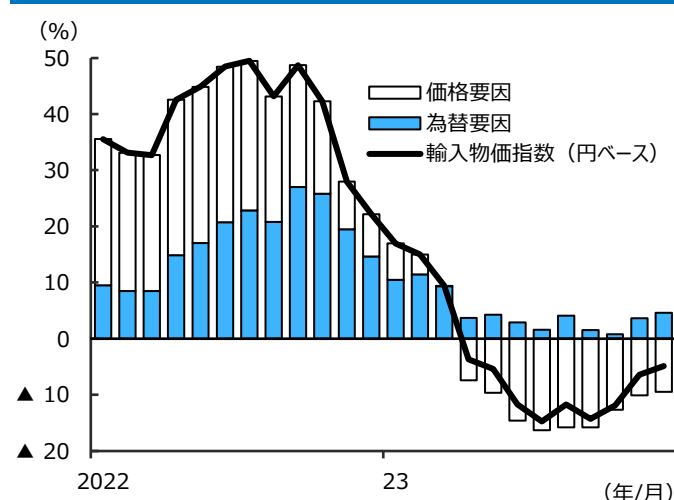
1月の長期金利は、上旬にかけて緩やかに低下した後、月半ば以降に上昇。米長期金利が上昇したほか、植田日銀総裁の発言などを受けて日銀による早期の政策変更が意識されたことなどが背景。

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、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込み。

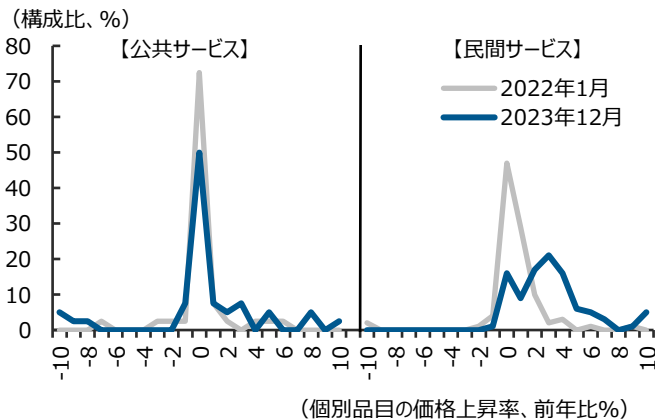
消費者物価指数（前年比）



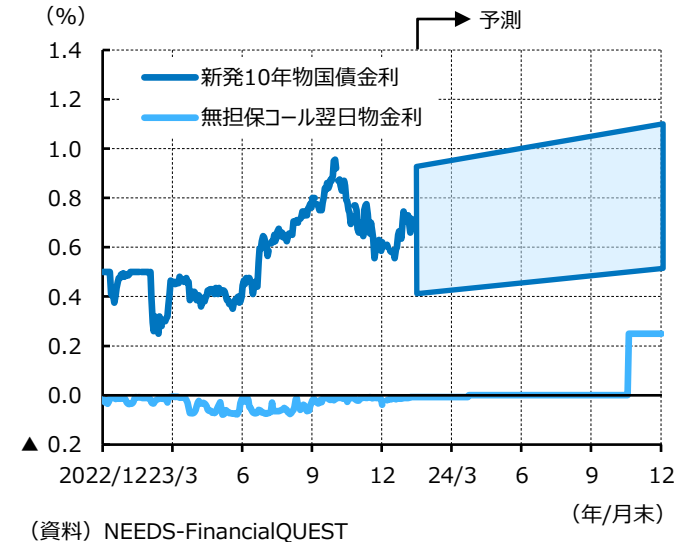
輸入物価指数の要因分解（前年比）



消費者物価上昇率の頻度分布



わが国主要金利の見通し



◆関東圏と地方の回復に格差

インバウンド需要は着実に回復しているものの、関東圏に比べ地方では回復が遅れ。外国人延べ宿泊者数を見ると、東京や栃木といった関東圏ではコロナ前対比+46.9%と大きく増加しているのに対し、それ以外の地域では同+2.8%に過ぎず。

◆地方は需要と供給の双方に課題

この背景として、以下の3点が指摘可能。

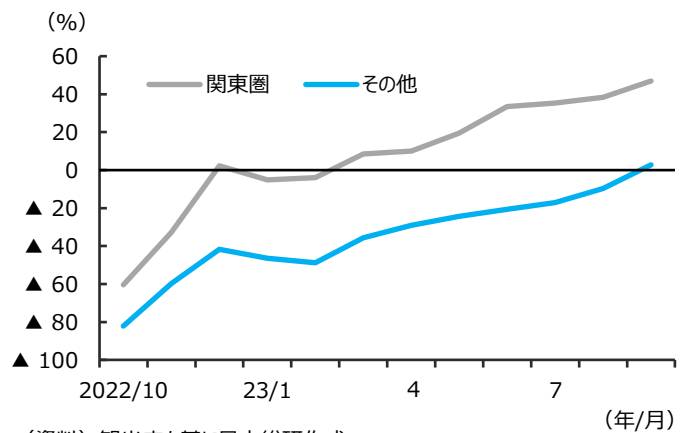
第1に、欧米などからの訪日客の増加を取り込めていない点。今次局面では、中国からの訪日客回復に遅れがみられる一方、欧米や豪州、東南アジア諸国からの訪日客が増加。もっとも、地方の訪日客は、コロナ前から中国や韓国・台湾が中心で、それ以外の地域からの訪日客が関東圏に比べて少。今次局面でもそうした構図に変化は見られず。

第2に、航空便数が回復していない点。2023年冬の国際定期便の直行便数を見ると、関東圏は2018年冬対比▲6.5%まで回復している一方、地方は同▲28.5%と回復に大幅な遅れ。

第3に、人手不足が深刻化している点。宿泊業、飲食サービス業の就業者数を見ると、地方では関東圏に比べ回復ペースが緩やか。地方における人手不足の深刻化が宿泊施設の稼働率低下などにつながっている可能性。

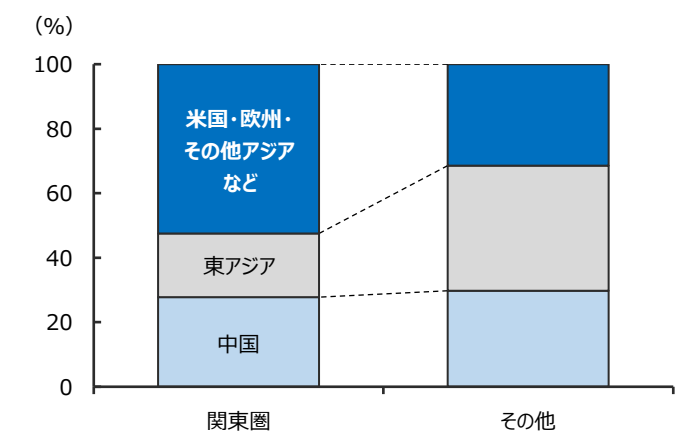
地方がインバウンド需要を本格的に取り込むには、需要面と供給面の双方に課題。需要面では欧米等からの訪日客を地方に呼び込む取り組みが必要。供給面では、地方への直行便の復便や関連サービスにおける省人化投資などを進めることで、訪日客の受け入れ態勢を整備することが不可欠。

外国人延べ宿泊者数



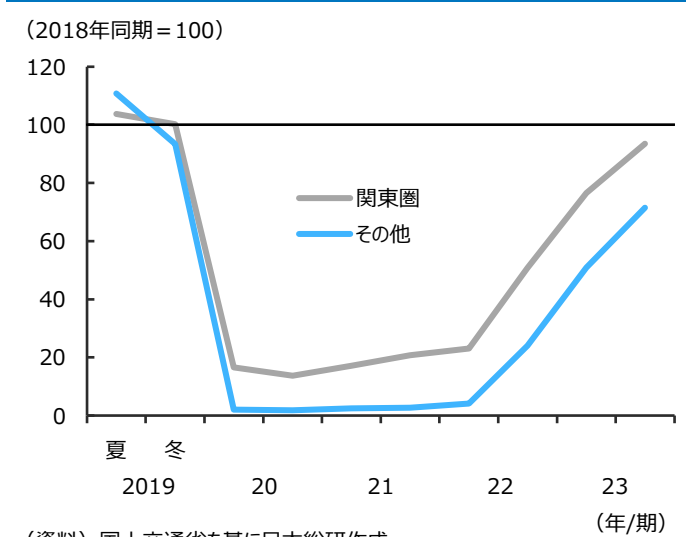
(資料) 観光庁を基に日本総研作成
(注) 2018年10月～19年9月と22年10月～23年9月の同月を比較。
関東圏は茨城県、栃木県、群馬県、埼玉県、千葉県、東京都、神奈川県。

国籍別外国人延べ宿泊者数



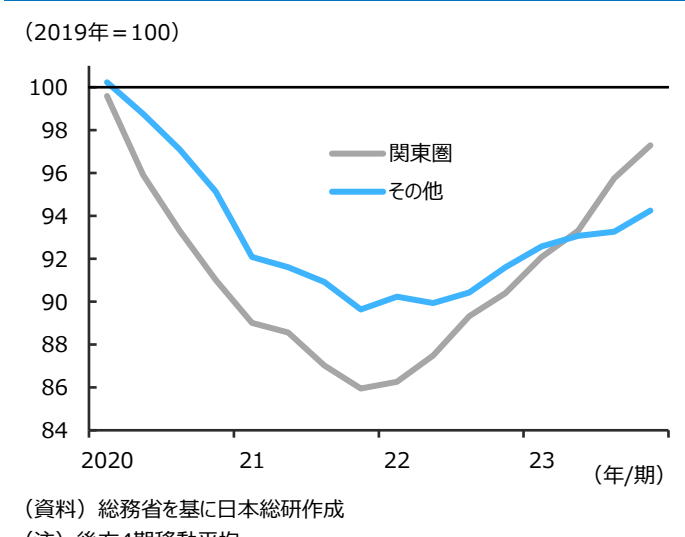
(資料) 観光庁を基に日本総研作成
(注) 2018年10月～2019年9月の合計。東アジアは韓国、香港、台湾。

国際定期便数 (直行便)



(資料) 国土交通省を基に日本総研作成

宿泊業、飲食サービス業の就業者数



(資料) 総務省を基に日本総研作成
(注) 後方4期移動平均。

◆収益性や健全性で劣る零細企業

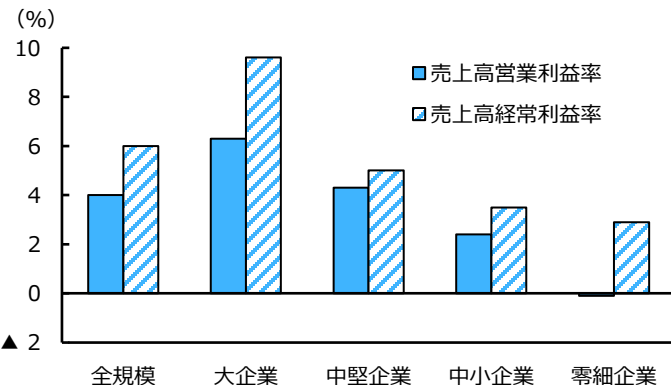
零細企業は、収益性や健全性の面で、規模の大きい企業に劣る傾向。収益性の面では、企業の総合的な収益力を示す売上高経常利益率や本業の収益力を示す売上高営業利益率は企業規模が小さいほど低水準。一方、財務健全性の面では、零細企業の有利子負債依存度（総資産に占める有利子負債の比率）は61.2%と規模の大きな企業と比べて高く、支払利息の原資となる事業利益と金融費用の比率を示すインタレスト・カバレッジ・レシオはマイナスであるなど、著しく劣っている状況。

◆人件費3%、金利2%上昇で倒産は2割増

今後、賃金の上昇で金融政策が正常化した場合、零細企業の経営環境が悪化する可能性。仮に、人件費が3%、借入金利が2%上昇した場合、規模が小さいほど経常利益の下押し幅が大。金利上昇による減益幅が大きい理由は、零細企業は債務残高が大きいことに加え、本業の収益力が低いため。また、人件費増による減益幅が大きい理由は、零細企業の労働分配率が高いため。

こうした収益の減少は倒産件数を増加させる公算大。試算によると、3%の人件費増と2%の借入金利の上昇は、企業倒産件数を前年比2割増加させるインパクト。

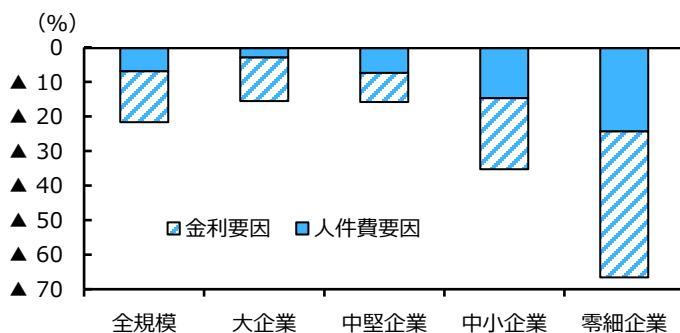
売上高営業利益率と売上高経常利益率（2022年度）



（資料）財務省を基に日本総研作成

（注）大企業は資本金10億円以上、中堅企業は資本金1億円以上10億円未満、中小企業は資本金1千万円以上1億円未満、零細企業は資本金1千万円未満。

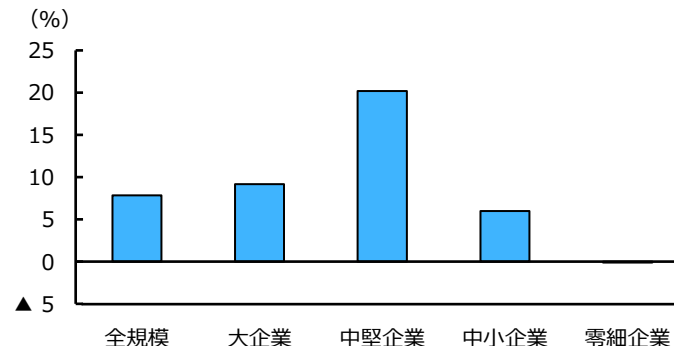
人件費3%、借入金利2%上昇が経常利益に与える影響



（資料）財務省を基に日本総研作成

（注）2022年度の法人企業統計年報を基に試算。人件費や借入金利の上昇によるコスト増加分を価格転嫁できなかった場合。大企業は資本金10億円以上、中堅企業は資本金1億円以上10億円未満、中小企業は資本金1千万円以上1億円未満、零細企業は資本金1千万円未満。

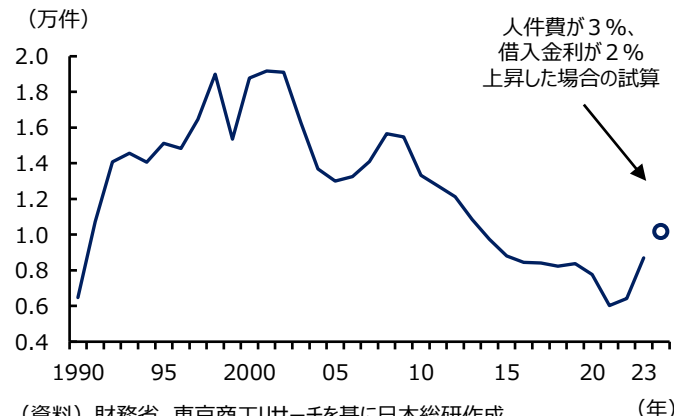
インタレスト・カバレッジ・レシオ（2022年度）



（資料）財務省を基に日本総研作成

（注）法人企業統計年報では受取利息等の金額が公表されていないため、インタレスト・カバレッジ・レシオ＝営業利益/支払利息等で計算。大企業は資本金10億円以上、中堅企業は資本金1億円以上10億円未満、中小企業は資本金1千万円以上1億円未満、零細企業は資本金1千万円未満。

企業倒産件数



（資料）財務省、東京商工リサーチを基に日本総研作成

（注）人件費や金利上昇が倒産件数に与える影響は四半期データで推計。推計式は、 ΔLN （倒産件数） $= -0.136 * \Delta$ 中小企業の売上高経常利益率 $+ 0.007$ 。推計期間は1990年1～3月期から2023年7～9月期。売上高経常利益率は後方4四半期移動平均。

◆好調な企業収益が起点に

先行きを展望すると、1～3月期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、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。

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。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。

◆2024年度の成長率は+0.7%

2023年度の実質成長率は+1.3%、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。

わが国主要経済指標の予測値（2024年2月15日時点）

	2023年	2024年				2025年				2026年	(四半期は前期比年率、%、%ポイント)		
	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	▲ 0.4	0.6	1.6	1.0	1.1	1.0	1.1	1.1	1.0	1.1	1.3	0.7	1.1
個人消費	▲ 0.9	▲ 0.2	1.9	0.6	1.0	0.9	0.8	0.8	0.7	0.7	▲ 0.4	0.5	0.8
住宅投資	▲ 4.0	0.0	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.3	▲ 0.3	▲ 0.3	1.4	▲ 0.7	▲ 0.2
設備投資	▲ 0.3	1.5	2.4	2.9	2.4	1.8	2.0	2.2	2.2	2.0	▲ 0.6	1.7	2.1
在庫投資 (寄与度)	(▲ 0.1)	(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	▲ 0.5	0.2	0.1	0.0	0.0	0.0	0.2	0.2	▲ 0.3	0.0	0.5	0.1	0.1
公共投資	▲ 2.8	1.2	1.2	1.0	0.8	0.8	0.8	0.4	0.4	0.4	2.8	0.4	0.7
純輸出 (寄与度)	(0.8)	(0.4)	(0.2)	(0.1)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(1.6)	(0.3)	(0.2)
輸出	11.0	▲ 0.0	1.8	1.7	2.2	2.7	2.9	3.1	3.4	3.5	4.4	2.8	2.9
輸入	7.0	▲ 1.9	1.2	1.3	1.5	1.7	1.8	1.9	2.0	2.0	▲ 2.6	1.6	1.8
名目GDP	4.9	4.1	2.1	2.7	2.6	2.0	1.8	2.1	2.2	2.3	5.5	2.4	2.1
GDPデフレーター	3.8	3.7	2.4	2.0	1.6	0.7	0.8	1.0	1.1	1.2	4.1	1.7	1.0
消費者物価指数 (除く生鮮)	2.5	2.5	2.3	2.1	1.8	1.8	1.8	1.6	1.6	1.5	2.8	2.0	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
鉱工業生産	▲ 0.3	0.9	1.4	2.9	2.2	3.8	2.4	2.4	2.6	2.6	▲ 0.5	2.6	2.5
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
経常収支 (兆円)	5.3	8.1	7.7	10.3	8.0	8.9	8.8	11.7	9.7	10.6	26.3	34.9	40.8
対名目GDP比 (%)	4.3	5.4	5.1	6.9	5.0	5.8	5.8	7.7	6.0	6.7	4.4	5.7	6.5
円ドル相場 (円/1ドル)	148	145	142	139	136	134	132	130	129	128	144	138	130
原油輸入価格 (ト*円/バレル)	93	80	78	80	82	81	76	74	73	72	85	80	74

海外経済の前提

	(前年比、%)		
	2023年 (実績)	2024年 (予測)	2025年 (予測)
米国	2.5	2.1	1.6
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 (予測)	2025年度 (予測)
11月号	2.0	1.2	
12月号	1.6	1.2	1.0
1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

- ▶ [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