



日本政策投資銀行
Development Bank of Japan
産業・地域調査本部

本号をもって、DBJ MonthlyOverviewの作成を終了いたします。今後はWeb (www.dbj.jp) より調査研究レポートをご覧ください。

DBJ Monthly Overview 2024 06



今月のトピックス

成長の重荷となる人手不足

* 本資料は原則として5月22日までに発表された
経済指標に基づいて作成しています。

Contents

今月のトピックス

成長の重荷となる人手不足	2
--------------	-------	---

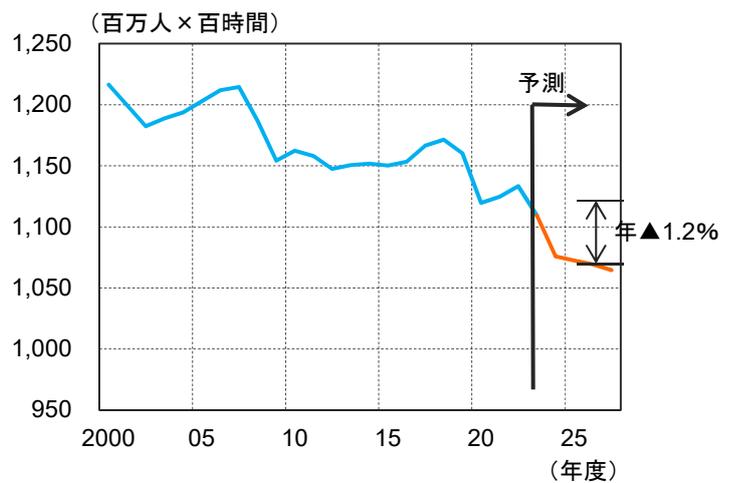
今月の景気判断	.....	21
日本経済	.....	22
米国経済	.....	29
欧州経済	.....	32
中国経済	.....	34
新興国経済	.....	36
マーケット動向	.....	38
産業動向	.....	40
経済見通し	.....	46

図表1-2 人手不足関連倒産



(備考)東京商工リサーチ

図表2 労働投入量



(備考)1. 総務省、厚生労働省、国立社会保障・人口問題研究所
2. 予測は日本政策投資銀行 3. 労働投入量はマンアワーベース(人×時間)

用人員判断DI」より確認する(図表1-1)。

長期的にみると、人手の過剰感・不足感は景気循環とおおむね連動している。すなわち、不況になると過剰感が増し、好況になると人手不足感が増すという傾向が観察される。

しかし2010年代後半以降は、不況期であってもDI水準は(過剰感・不足感の分かれ目である)0を超えず、不足超が常態化している。足元ではコロナ禍後の緩やかな景気回復に伴い人手不足が深刻化しており、過去20年で最も人手不足感が強くなっている。

人手不足の深刻化は企業活動にも影響を与えつつあり、求人難や人件費高騰などの人手不足を原因とした企業倒産は18年度頃より増加傾向にある(図表1-2)。20年度から数年間は新型コロナウイルス関連の各種支援金・給付金により倒産件数全体が抑えられていたためいったん沈静化したが、コロナ対応支援が徐々に縮小される中、人手不足倒産も再び増加傾向にあり、23年度は過去最高を記録した。特に23年度下期は100件を超過して過去にない高水準となり、人手不足を原因とした倒産が足元で急激に増加していることが分かる。

2.労働投入量は今後減少を余儀なくされる

このように、人手不足は経済活動に実際に影響を与え始めている。そこでここでは、マンアワー

ベースの労働投入量(=就業者数×労働時間)がどのように推移してきたのかについて、将来見通しも含めてみていきたい。

総務省によると、日本の人口は08年にピークとなり、それ以降人口減少局面へと突入している。これにあわせて労働投入量も、長期的なトレンドとしては減少傾向にある(図表2)。しかし10年代はほぼ横ばいで推移した。これは、高齢者・女性を中心に労働参加の増加がみられたためである。しかしながら20年にコロナ禍で急激な落ち込みをみせて以降は、かつての水準に回復することなく低位で推移している。

今後についても、労働投入量は減少を余儀なくされると推測される。これは主に、物流業、建設業、医療業などにおける時間外労働規制の適用除外措置が終了する(いわゆる「2024年問題」)ことで労働時間の減少が見込まれること(この点については第9節でも取り上げる)、労働参加率が上限に近づきつつあること、によるものである。今後5年間(23~27年度)の年平均減少率は1.2%と試算され、これは過去20年の労働投入量減少率(年0.2%)より大きい。

このうち後者の労働参加率については、①1947~49年の第一次ベビーブーム期に生まれた団塊の世代の全てが今年度中に75歳以上の後期高齢者に属することになり、年齢的にさらなる労働参加

が進むとは考えにくいこと、②女性の労働参加率が国際的にみてもすでに相応の水準に達しており参加率の上昇ペースは緩やかになると考えられることが挙げられる。

もちろん今後の労働環境の改善や外国人労働者の受け入れ増加によって労働力の維持を期待する声もある。しかし、労働市場を取り巻く環境はこれまでと比べてより厳しくなっていることは間違いのないであろう。

3.労働投入量の減少が今後の経済成長の重荷に

こうした今後の労働投入量の減少は、GDP(国内総生産)にどれだけのインパクトを与えるであろうか。まず、具体的な試算の前に今のGDPの需給状況について確認したい。

経済の供給力を表すとされる潜在GDPは、日本では内閣府による推計値と日銀による推計値が代表的であるが、足元の実質GDPは日銀の潜在GDPの水準にほぼ達しており、内閣府の潜在GDPにも近づきつつあることが分かる(図表3-1)。潜在GDPの推計に当たっては内閣府も日銀も過去の平均トレンドを基に推計していることから、これら潜在GDPは厳密な供給量の上限を表しているものではないものの、需給のひっ迫度合いを測る目安の指標として活用することができる。足元のように実際の

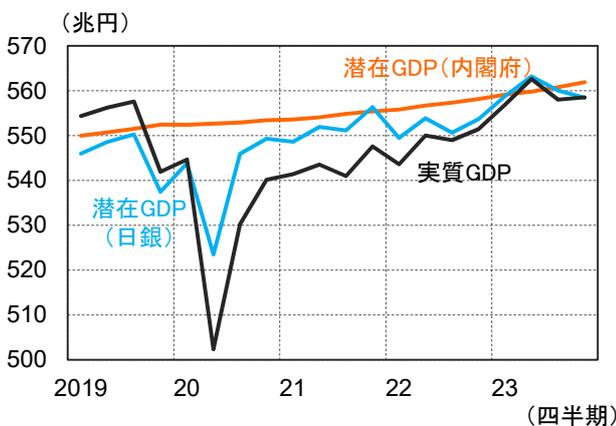
GDPが潜在GDPに近づいているという状況は、需給がひっ迫し「供給の天井」が見えつつある状態にある、と考えることができる。

人手不足は労働投入量の減少を通じて経済の供給力を低下させるので、「供給の天井」を引き下げる。仮に実際のGDPが潜在GDPよりもかなり低い水準にあるのであれば、「供給の天井」が引き下がっても実際のGDPにはほとんど影響を与えない。しかし実際のGDPが潜在GDPに近接している場合、「供給の天井」が低下するとその影響を受けやすい。つまり、こうした状況下での人手不足は、たとえ需要が増加してもそれ以上GDPが大きく増えないという「重荷」として機能してしまうおそれがあり、足元ではこのおそれが発現しやすい状況にあると言える。

次に、コブ・ダグラス型生産関数を仮定し、図表2で推計した今後の労働投入量の減少(年平均1.2%減)のみを織り込んで将来のGDPを試算した。上述の通り、足元では現実のGDPが「供給の天井」に近づいていることから、今回の試算結果は現実のGDPに直接的に影響を与えやすい状況にあるとすることができる。

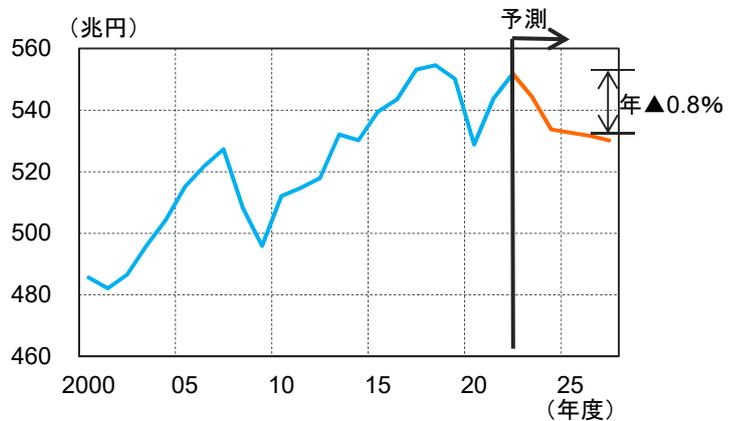
試算の結果、今後5年間で年平均0.8%のペースで実質GDPが減少するという示唆が得られた(図表3-2)。これは資本ストックや技術進歩など(全要

図表3-1 実質GDPと潜在GDP



(備考)内閣府、日本銀行

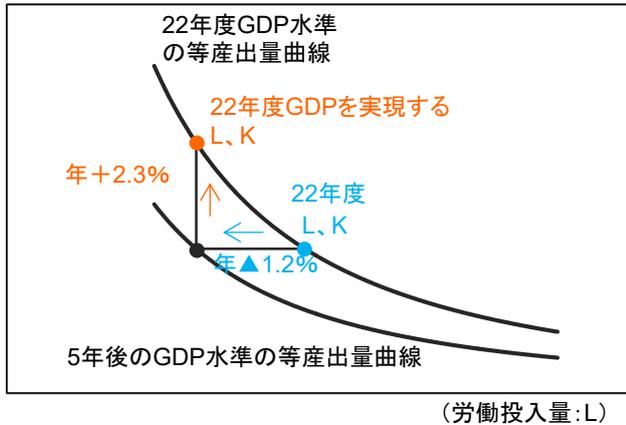
図表3-2 労働投入量減少のみを織り込んだ実質GDP



(備考)1. 内閣府、総務省、厚生労働省、国立社会保障・人口問題研究所 2. 予測は日本政策投資銀行による(コブ・ダグラス型生産関数を仮定、労働分配率は内閣府の方法(吉田(2017))に従い雇用者報酬/国民所得で算出(94~22年平均値。以下同じ)

図表4-1 労働減少を補う資本ストックの増加分

(資本ストック:K)



(備考)1. 内閣府、総務省、厚生労働省、国立社会保障・人口問題研究所 2. 予測は日本政策投資銀行 3. 縮尺の関係上横軸と縦軸の目盛間隔は異なるため、図表上縦軸と横軸が等間隔であったとしても実際の間隔は異なる

素生産性)といった他の要素を全て不変とした試算結果であるため、こうしたGDP減少が実現するということを意味していない。この結果は「今後日本経済は毎年、人手不足に起因する0.8%減という逆風を受けながら経済成長を果たしていかなければならない」ということを示唆している。

4. 人手不足に対処するための設備投資にも人手不足の影響が

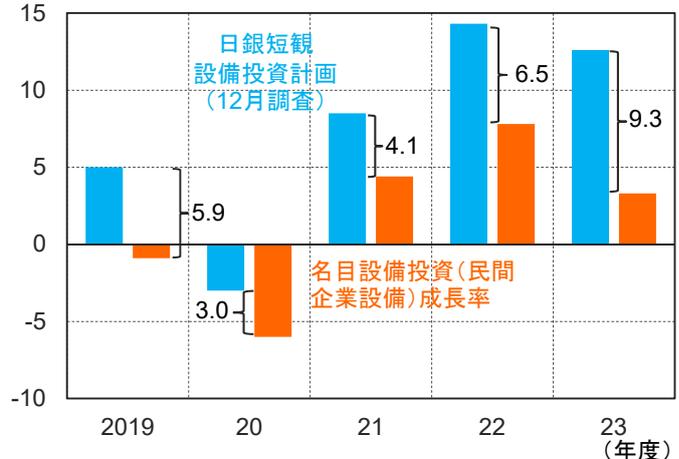
労働力減少によるGDP減少を食い止めるためには、技術進歩を促進させる、または機械設備などの資本を増加させることで、減少する労働を代替することが必要となる。

ここでは、まず技術進歩(全要素生産性)を一定とした場合に現行(22年度)のGDP水準を維持するために必要な資本ストックの伸び率を計算した。これを図示すると図表4-1のように表すことができる。

図表4-1は横軸に労働投入量、縦軸に資本ストックをとった労働-資本平面である。まず、現行(22年度)の労働投入量と資本ストックの組み合わせは青色の丸印で表される。この点を通る原点に対して凸の曲線は、コブ・ダグラス型生産関数を前提とした場合に得られる等産出量曲線であり、理論上、この曲線上のどの点(労働と資本の組み合わせ)を選んでも現行(22年度)のGDP水準を実現すること

図表4-2 設備投資の計画と実績の差異

(前年比、%、%pt)



(備考)1. 内閣府、日本銀行 2. 23年度の名目設備投資成長率は内閣府「令和6年度の経済見通しと経済財政運営の基本的態度」における政府見通しの値 3. 日銀短観の設備投資計画は土地投資を除きソフトウェア・研究開発投資を含む

ができる。

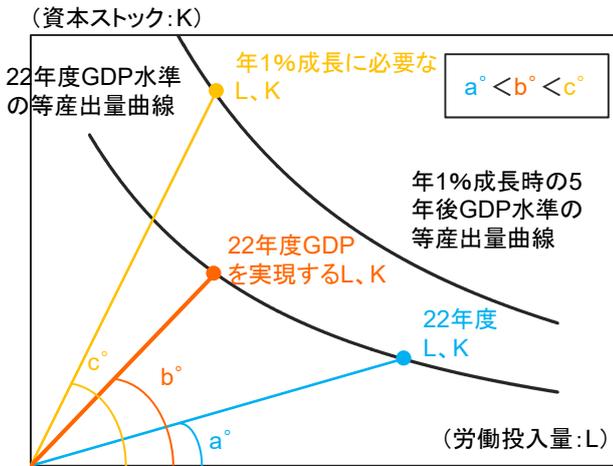
第2節では、今後5年間で労働投入量は年平均1.2%減少すると試算された。そのため、他の条件を一定とすれば今後青点は左方に平行移動し、黒色の点へとシフトする。黒点は第3節で試算された5年後のGDP水準(530兆円)の等産出量曲線上にあり、黒点のままだとGDPは減少する。

そこで資本ストックを増加させることで黒点を橙色の点にまで引き上げることを考える。橙色の点は現行(22年度)のGDP水準の等産出量曲線上にあるため、この水準まで資本ストックを引き上げることができればGDP水準を維持することができる。

そこで黒点から橙色に移るために必要な資本ストックの伸び率を計算すると、今後5年間で年2.3%の増加が必要となるという結果が得られた。これは資本ストックの過去20年平均伸び率(年0.3%増)よりもかなり大きく、技術進歩を仮定しない場合にはこれまで以上に設備投資を実施し資本ストックを増やさなければならないことが分かる。

次に技術進歩を勘案したとしてもこの結論は変わらない。今回の生産関数の推定では、技術進歩(全要素生産性)の過去20年の年平均伸び率は0.7%と計算された。仮にこの伸び率が今後も継続すると考えた場合、必要な資本ストックの伸び率はおよそ年0.4%増にとどまる(付注1参照)。しかし、

図表5-1 資本・労働比率(資本ストック/労働投入量)



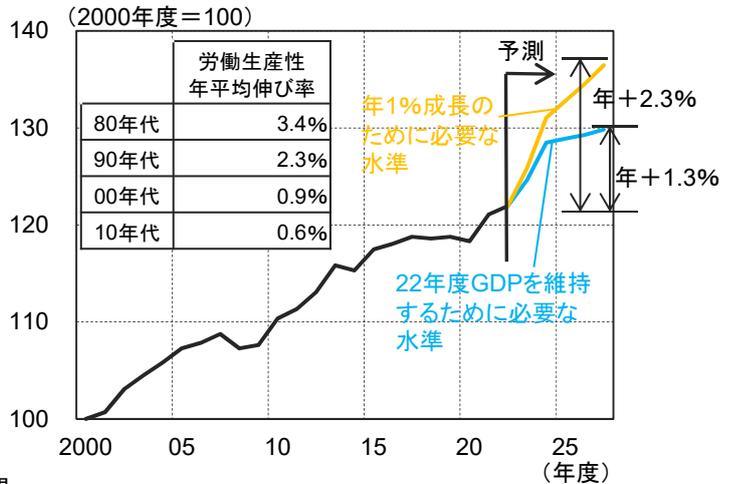
(備考) 1. 内閣府、総務省、厚生労働省、国立社会保障・人口問題研究所 2. 予測は日本政策投資銀行 3. 縮尺の関係上横軸と縦軸の目盛間隔は異なるため、図表上等間隔であったとしても実際の間隔は異なる

これでも過去20年平均伸び率をやや上回っているほか、これは現行GDP水準を維持するために必要な資本ストック成長率なので、これだけでは経済は全く成長しない(ゼロ成長となる)。そこで仮に今後年1%の経済成長を遂げようとする、必要な資本ストックの成長率はおよそ年3.1%と計算され、やはりかなり高い資本ストックの伸び率が必要ということになる。

しかし、資本ストックを増加させる手段である設備投資は、近年、計画段階の値は高いものの実績値が弱いことが指摘されている。図表4-2は、政府が経済見通し(「令和6年度の経済見通しと経済財政運営の基本的態度」)を発表した際の参考図表を加工して作成したものだが、設備投資の計画値(当図表では日銀の「短期経済観測調査(短観)」の12月調査における当年度計画値を採用)と名目設備投資(実績値)との間の乖離幅が次第に広がりつつあることを示している。この乖離の理由としては資材価格高騰のほか人手不足要因が挙げられており、人手不足に対処するために行おうとしている設備投資が、人手不足の影響を受けて思うように実施できていない可能性が示唆される。

つまり、人手不足は資本ストック積み増しの足かせにもなっているということであり、資本ストックの増加による労働の代替も容易には進まない可能性が

図表5-2 労働生産性(GDP/労働投入量)



(備考) 1. 内閣府、総務省、厚生労働省、国立社会保障・人口問題研究所 2. 予測は日本政策投資銀行

ある。

5. 資本蓄積を促進し、労働生産性を高める必要

労働力不足を資本ストックの増加で補えば一人当たりの資本ストック(資本・労働比率)は上昇する。これは労働-資本平面上では各点と原点を結ぶ直線の傾きとして表されるが、経済成長を高めようとするほど必要となる一人当たり資本ストックの上昇幅は大きくなる。

これを図示したのが図表5-1である。図表5-1は図表4-1と同じ労働-資本平面であり、青点および橙点は図表4-1のそれらと一致している(図表4-1と同様、技術進歩は一定としている)。このとき、これらの点と原点を結んだ直線の傾きが一人当たり資本ストックを表す。橙点は労働力不足を資本で代替した点であるため、一人当たり資本ストックは大きくなっており、図表上でも傾きは青点よりも大きくなっている。

さらに図表5-1では、年1%成長に必要な資本・労働水準を黄色の点としてプロットしている(黄点を通る曲線は、年1%成長時の5年後実質GDP水準(580兆円)を実現する等産出量曲線)。労働量は増えないので橙点と比べてもさらに資本ストックが増加する必要があり、その結果、一人当たり資本ストックを表す直線の傾きも大きくなる。

一人当たり資本ストックが上昇する結果、一人当たり生産量を表す労働生産性も上昇する。これまでと同様の条件で試算すると、労働生産性は現行のGDP水準を維持するだけでも今後5年間で年平均1.3%上昇する必要があり、これは過去10年の平均上昇率(年0.6%)を上回る(図表5-2)。

さらに今後年1%の経済成長を成し遂げるのであれば、過去10年平均の3倍以上に相当する年2.3%の労働生産性の上昇が必要となり、これは90年代の平均上昇率に相当する。つまり、人手不足による労働量減少を跳ね返して経済成長を遂げるには、過去10~20年を大きく超える労働生産性の向上が必要とされるということである。

これだけの生産性向上を実現するためには、やはり資本による労働の代替だけではなく、技術進歩(全要素生産性の上昇)による生産性向上が必要不可欠であろう。実際、第4節でみたように過去の技術進歩並みではかなりの量の資本ストックの積み増しが必要となることから、技術進歩自体を高めていくことが今後の生産性向上にとって必要になると考えられる。

6.人手不足は賃金に上昇圧力

人手不足の進行は、労働力を相対的に希少化させることによって賃金に上昇圧力をもたらすと考

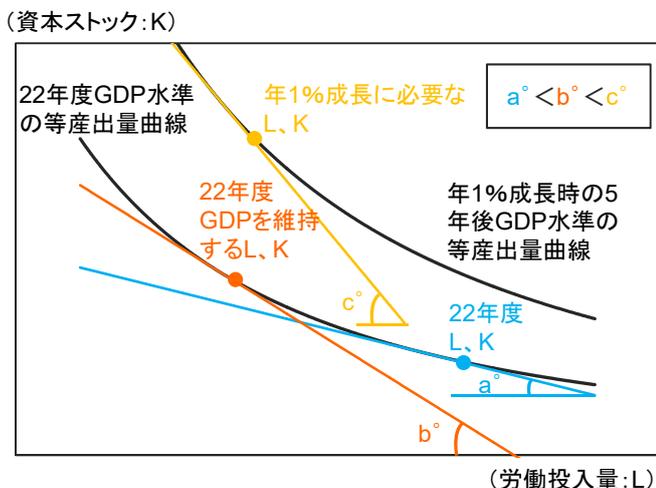
えられる。労働-資本平面上で考えると、賃金と資本コストの相対価格比である要素価格比(賃金/資本コスト)は、利潤最大化条件の下で各点における等産出量曲線の接線(これは費用関数(付注2参照)に相当する)の傾きとして表現される(図表6-1)。

経済成長を果たそうとするほど労働力の希少性は高まるので、要素価格比は大きく上昇する。実際、図表6-1からも、現行GDP水準を維持する橙点での接線の傾き(b)よりも、1%成長を達成する黄点での接線の傾き(c)の方が大きく、要素価格比が大きくなる。図表6-2からも、現行GDP水準を維持する橙点での接線の傾き(b)よりも、1%成長を達成する黄点での接線の傾き(c)の方が大きく、要素価格比が大きくなる。

さらに今回のようにコブ・ダグラス型生産関数を仮定した場合、均衡状態では実質賃金上昇率は労働生産性上昇率と一致する(詳細は付注2参照)。第5節でみた通り、経済成長を果たそうとするほど必要な労働生産性上昇率は大きくなるから、実質賃金上昇率もその分大きくなる(図表6-2)。もちろん特定の生産関数を仮定した均衡状態での理論値であるため実際にその通りの賃金上昇が実現するわけではないが、今後、人手不足を起因とする長期継続的な賃金上昇圧力が日本経済に加わることは確かである。

日本の賃金は、名目ベースでは緩やかに増加する一方で実質ベースでは依然としてマイナスの伸びが続いている。今回の試算に基づく具体的な実

図表6-1 要素価格比(賃金/資本コスト)



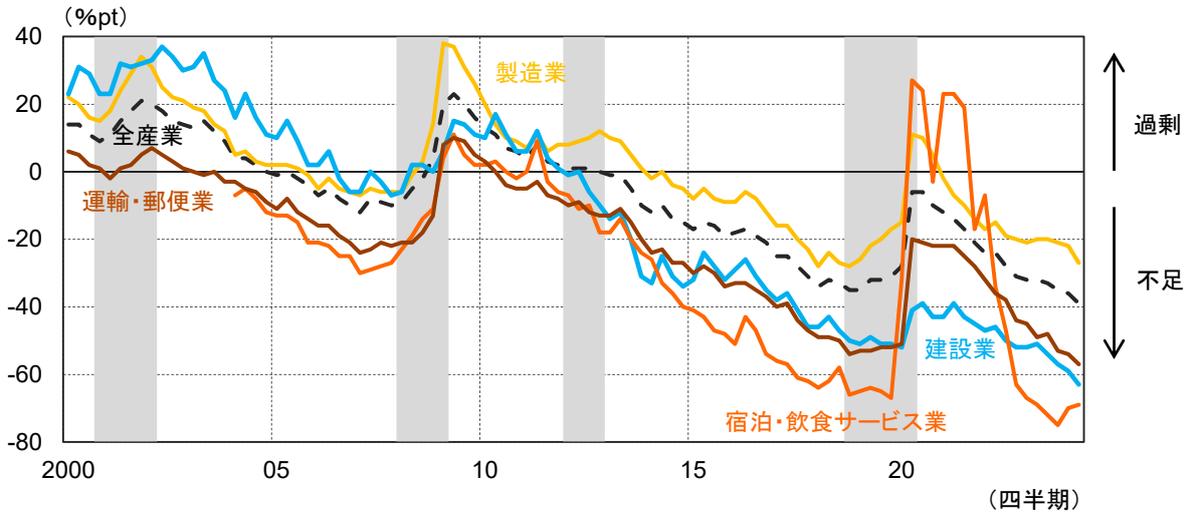
(備考)1. 内閣府、総務省、厚生労働省、国立社会保障・人口問題研究所 2. 予測は日本政策投資銀行 3. 縮尺の関係上横軸と縦軸の目盛間隔は異なるため、図表上等間隔であったとしても実際の間隔は異なる

図表6-2 均衡状態での各要素価格(賃金・資本コスト)の変化率

	22年度GDPを維持する場合 ($a^{\circ} \rightarrow b^{\circ}$)	年1%成長を果たす場合 ($a^{\circ} \rightarrow c^{\circ}$)
実質賃金上昇率 ①	年+1.3%	年+2.3%
実質資本コスト上昇率 ②	年▲3.0%	年▲3.9%
要素価格比上昇率 ①-②	年+4.2%	年+6.2%

(備考)1. 内閣府、総務省、厚生労働省
2. 予測は日本政策投資銀行

図表7 雇用人員判断DI(業種別)



(備考)1. 日本銀行、内閣府 2. 網掛け部分は景気後退期

質賃金上昇率は1~2%であり、今後は少しずつ賃金は上昇へ向かっていくものと考えられる。

7. 宿泊・飲食、建設、運輸業の人手不足が顕著

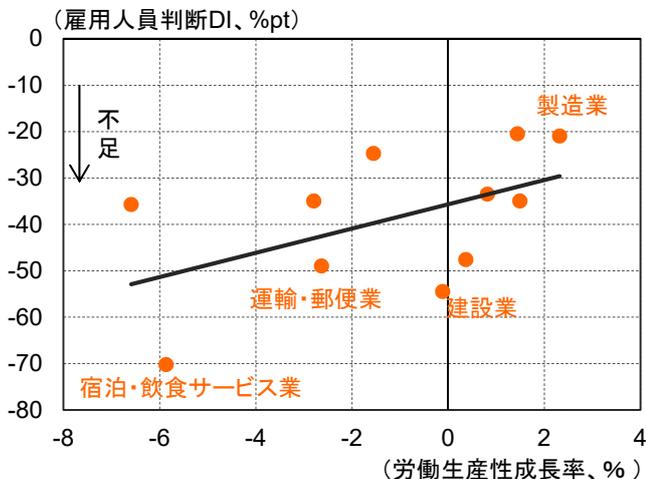
これまで、日本経済全体でみたときの人手不足の影響について考察してきた。ここからは、業種別にブレークダウンした時の人手不足の状況とその影響について考えてみたい。

まず、第1節と同様に日銀「雇用人員判断DI」より業種別の人手不足感の状況について確認する(図表7)。これをみると、全産業ベースと同様、足

元ではどの業種においてもDI水準が0を下回る「人手不足超」の状態にある。また、いずれの業種でも長期的に低下トレンドをたどっていることから、人手不足感が徐々に強まっていることがうかがえる。

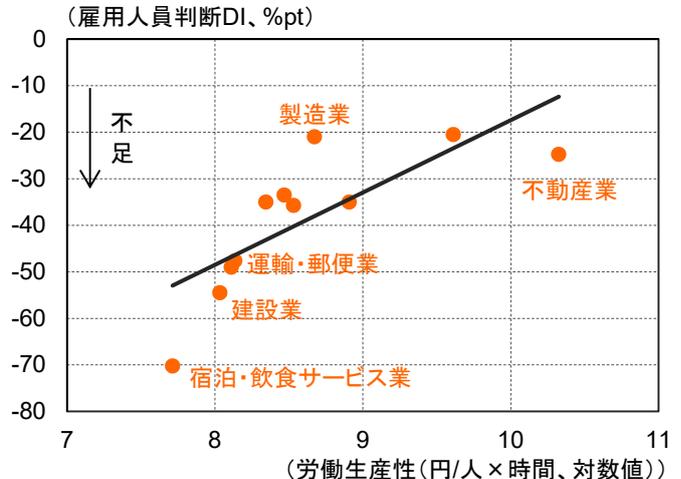
相対的には製造業の人手不足感が小さく、全産業平均より人手不足感は軽いものにとどまっている。不足感が深刻なのは非製造業であり、特に宿泊・飲食サービス業、建設業、運輸業の不足感が大きい。これらはいずれも労働集約的な産業であり、こうした業種での人手不足が顕著になっているという傾向が示唆される。

図表8-1 労働生産性成長率と雇用人員判断DI(業種別)



(備考)1. 日本銀行、内閣府 2. 労働生産性成長率は2017~2022年の5年平均成長率、雇用人員判断DIは2023年平均値 3. 黒線は傾向線で、両者の相関は0.5

図表8-2 労働生産性と雇用人員判断DI(業種別)



(備考)1. 日本銀行、内閣府 2. 労働生産性は2018~2022年の5年平均値、雇用人員判断DIは2023年平均値 3. 黒線は傾向線で、両者の相関は0.8

8.生産性の伸びが低い業種ほど人手不足感が強い

人手が足りなくても、労働生産性が上昇していれば成長は可能であり、人手不足感も解消されると考えられる。よって人手不足感は、生産性の状況とも何かしらの関連がありそうである。これを検討したものが図表8-1および8-2である。

図表8-1は、業種ごとの労働生産性の伸び率(過去5年間の年平均成長率)と雇用人員判断DIの関係をプロットした散布図である。データ制約などにより業種数(サンプル数)が限られていることに留意が必要だが、労働生産性の伸び率が低い業種ほどDI水準が低い、つまり人手不足感が強いという関係が緩やかながらも認められる。

図表7でみたように人手不足感が強い宿泊・飲食サービス業や運輸・郵便業は、労働生産性の伸び率がマイナスである。一方、相対的に人手不足感があまり強くない製造業は労働生産性成長率がプラスであり、伸び率も年平均2.3%と相対的に大きい。生産性の伸びの差異が、人手不足感の深刻度に関係している可能性がある。

図表8-2は伸び率の代わりに労働生産性の水準(5年平均値)を取り、雇用人員判断DIとの関係をプロットしたものである。これもサンプル数が限られていることに留意が必要であるものの、労働生産性

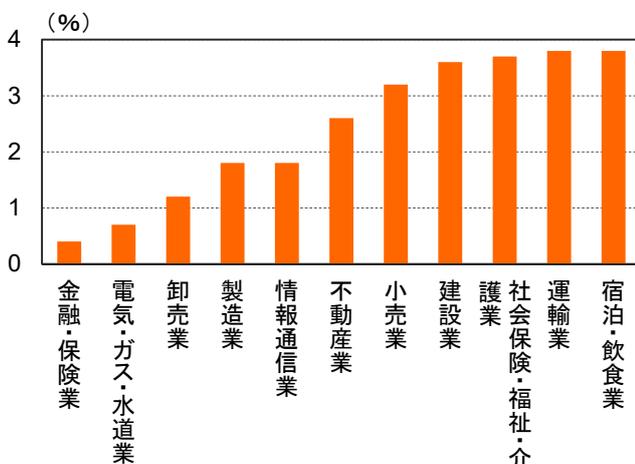
の水準が低い業種ほど人手不足感が強いという傾向が認められる。図表8-1よりも相関は高く、伸び率よりも水準との関係性の方が重要といえる。つまり、生産性水準の低い業種は、足元の生産性の伸びの大小に関係なく、人手不足感が強い状況から抜け出せていないことが示唆される。

労働生産性水準の低い業種をみると、宿泊・飲食サービス業、建設業、運輸業と、生産性の伸び率が低い業種と共通している。ここから、労働生産性水準の低い業種は生産性向上も鈍く、それがさらに人手不足感を強めるという一種の悪循環が生じている可能性が指摘できる。

こうした業種別の労働生産性の差は、業種特性によるところが大きいと考えられる。例えば、労働集約型産業であるサービス業の労働生産性が、機械化が容易な資本集約型の製造業の労働生産性水準に到達することは困難である。つまり、生産性水準・伸び率の業種間格差は容易に解消できるものではなく、宿泊・飲食サービス業、建設業、運輸業といった労働集約型産業の人手不足感は今後も長期化する可能性がある。

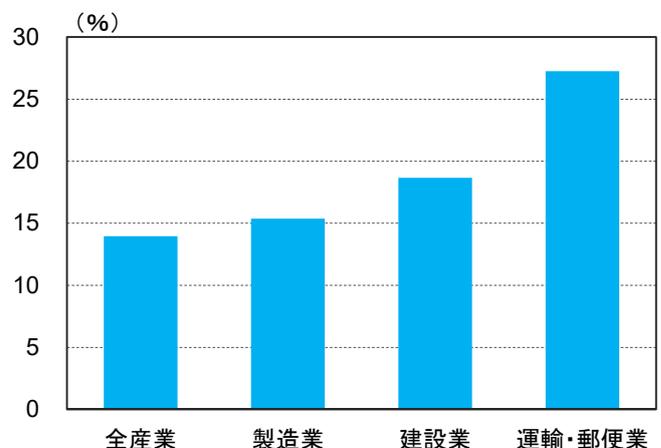
これは業種ごとの努力水準の差というよりも業種特性によるものと考えられるため、良し悪しの問題ではないが、事実として業種間で人手不足感に濃淡が出てくることは避けられないであろう。

図表8-3 欠員率



(備考)1. 厚生労働省 2. 2022年6月末時点 3. 欠員率=未充足求人数÷常用労働者数

図表9 長時間労働者の割合



(備考)1. 総務省 2. 2023年平均値 3. 月末1週間の就業時間が49時間以上の就業者数の割合(法定労働時間は週40時間)

こうした業種では、定員割れの状況を表す欠員率(未充足求人数/常用労働者数)も高くなっており、求人を出しても人手が埋まりづらいといった状況がうかがえる(図表8-3)。高い欠員率は、こうした業種において人手不足が成長制約になっていることを示唆しているが、さらにこうした業種、特に建設業および運輸業の人手不足を助長すると懸念されているのが、次に取り上げる、いわゆる「2024年問題」である。

9.「2024年問題」が人手不足に拍車をかける

2019年に行われた労働基準法改正では時間外労働の上限規制が設けられたが、その際に物流(運輸)・建設・医療業などは長時間労働が恒常化しておりその解消には時間を要することなどから、同規制の適用除外とされた。「2024年問題」とは、社会基盤(インフラ)的役割を果たしているこれらの業界にも24年4月より規制が適用されたことで人手不足に拍車がかかり、経済・社会活動に広く悪影響がもたらされることを指す。実際、こうした業界は長時間労働者の割合が他業種よりも高く(図表9)、上限規制の適用により産業活動が停滞するおそれはない。

例えば物流業界では、トラック運転手の不足により24年度に14%の輸送力不足が発生する可能性があるとされている。これまでみてきたように、運輸

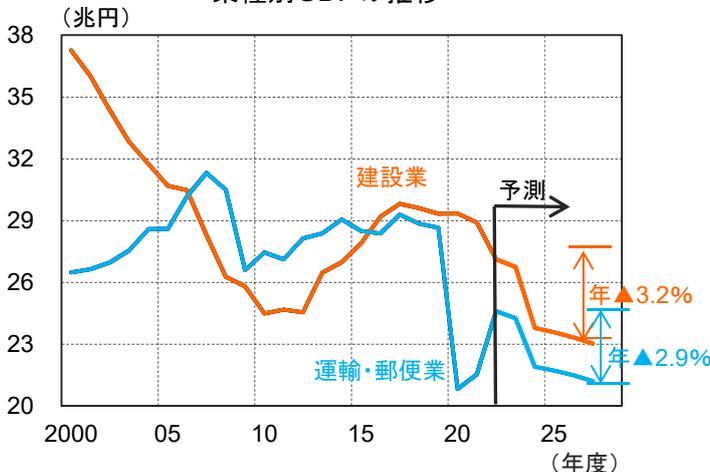
業や建設業はすでに足元で人手不足感が強く、業種特性上、生産性水準も低い。もちろんこれらの業界への上限規制適用は、長時間労働の是正や労働環境改善の観点を踏まえれば決して否定されるものではないが、現実問題としては経済活動に与える影響も無視できないと考えられ、「2024年問題」への対応が喫緊の課題となっている。

10.人手不足と「2024年問題」のダブルパンチで運輸、建設は年3%の生産量減少圧力

このように運輸業および建設業は、日本全体の人手不足の深刻化に加え、「2024年問題」が成長への大きな足かせとなる。そこで両業種について、今後の就業者数の減少および「2024年問題」による労働時間の減少を織り込んだ場合の生産量(業種別GDP)の減少インパクトを試算した(第3節と同様に、他の条件は変えずに労働投入量のみを減少させた場合の試算値。なお、労働時間減少の試算においては、「2024年問題」によって両業種の労働時間が全産業平均にまで減少するという仮定を置いた)。

その結果、今後5年間で両業種で年3%前後のGDP減少が見込まれるという試算が得られた(図表10-1)。第3節で紹介したように日本企業全体の試算結果は年0.8%の減少であったことから、両業種ではその4倍近い低下圧力が加わることになる。今

図表10-1 労働投入量減少のみを織り込んだ業種別GDPの推移



(備考)1. 内閣府、総務省、厚生労働省、国立社会保障・人口問題研究所 2. 予測は日本政策投資銀行

図表10-2 必要な労働生産性上昇率

	運輸・郵便業	建設業
22年度GDPを維持する場合	年+4.7%	年+5.2%
年1%成長を果たす場合	年+5.8%	年+6.3%
過去平均値(01~21年平均値)	年▲1.0%	年+0.5%

(備考)1. 内閣府、総務省、厚生労働省、国立社会保障・人口問題研究所 2. 予測は日本政策投資銀行

後、運輸業、建設業はこれだけの逆風を乗り越えて成長を果たさなければならない。

GDP減少を食い止めるためには労働生産性を高める必要があるが、GDPを現行水準に維持するだけでも両業種ともに年5%前後の労働生産性の上昇が必要、という試算となる(図表10-2)。さらに年1%の成長を果たすには年6%前後の労働生産性向上が必要となる。

しかしながら、過去20年間の両業種の労働生産性成長率はこうした水準に全く届いていない。それどころか運輸業にいたっては伸び率は年1.0%のマイナス、すなわち生産性水準は低下しており、上昇すら果たせてないという状況にある。

このように、両業種における生産性向上への道のりは容易ではない。しかし運輸業も建設業も、社会・経済活動にとって必要不可欠な基盤産業であることから、両業種の停滞は他産業にも悪影響を及ぼす可能性がある。例えば物流業界に関し、政府では昨年10月に「物流革新緊急パッケージ」を決定し、今年2月には中長期計画を公表しているが、このような切迫した状況が官民を挙げての取り組みが必要とされる背景にある。

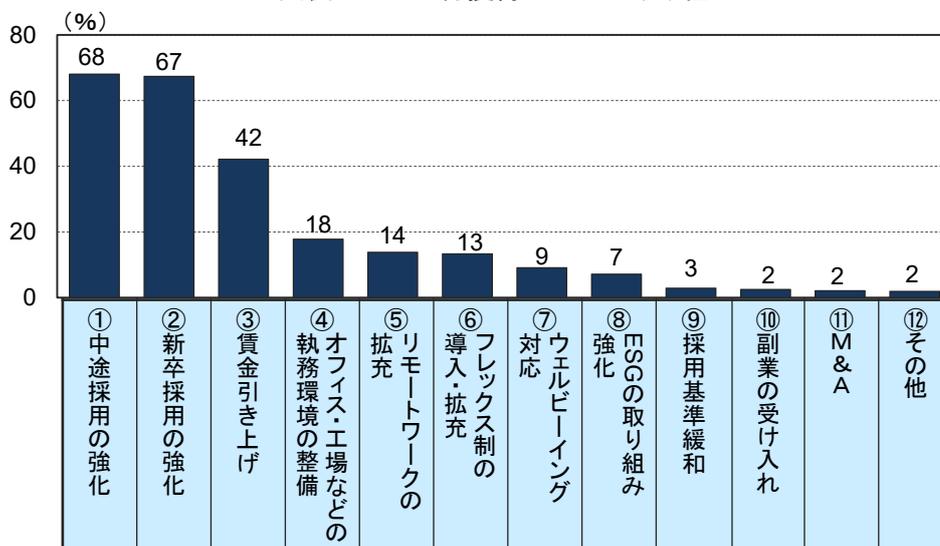
11. 人手不足への対応は新規人材確保のほか生産性向上策も

ここで、このような状況下での企業部門における人手不足への対応状況について、当行「2023年度設備投資計画調査」(2023年8月発表)において実施した特別アンケートの結果を基に概観したい(「設備投資計画調査」については当行ホームページ(<https://www.dbj.jp/investigate/equip/>)に詳細を掲載。なお以下では大企業を調査対象とした結果について取り上げるが、同時に実施している(資本金10億円未満の中堅企業を調査対象としたアンケートにおいてもほぼ同様の結果が得られている)。

まず、企業における人材獲得のための取り組みについてのアンケート結果をみると(図表11-1)、「人材の獲得のために取り組んでいる施策」としては、やはり「中途(新卒)採用の強化」を挙げる企業が多い(回答は最大三つの複数回答)。ただし、その一方で約4割の企業が「賃金引上げ」、約2割が「執務環境の整備」を挙げていることから、採用活動と同時に労働条件・労働環境の改善にも取り組まないと新規採用が難しくなっている状況がうかがえる。

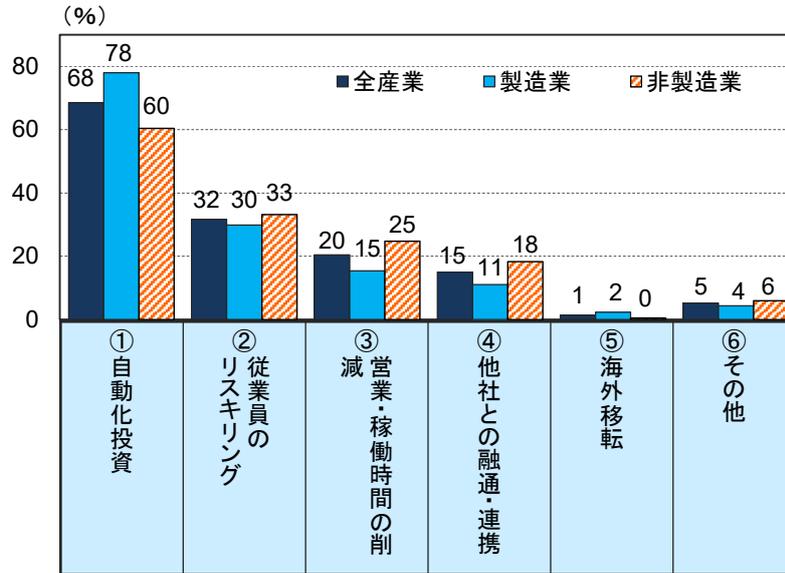
次に、人材獲得以外の人手不足対応策について質問した結果が図表11-2である。これをみると、「自動化投資」との回答が最も多く、特に製造業では8割近くの企業が選択している。このほかには、

図表11-1 人材獲得のための取り組み



(備考) 1. 日本政策投資銀行 2. 大企業対象のアンケート調査結果 3. 最大三つの複数回答

図表11-2 人材獲得以外の人手不足対応策



(備考)1. 日本政策投資銀行 2. 大企業対象のアンケート調査結果 3. 最大三つの複数回答

「従業員のリスキリング(技能再習得、学び直し)」や「営業時間・稼働時間の削減」が挙げられている。相対的には非製造業でこれらの回答割合が高く、製造業のように機械による人手作業の代替が容易ではない非製造業では、こうした施策により人手不足をカバーしようとする方法が重視されていると考えられる。いずれにしても、人手不足が進行する中ではいかなる業種も新規人材確保には限界があることから、今後こうした労働生産性向上策がより重要度を増すことになるだろう。

人手不足対応についての類似の調査は他にも散見されるが、今回紹介した当行アンケートとおおむね似たような結果が得られており、対応策としては、

- ①労働条件・労働環境の改善による人材確保
- ②自動化投資
- ③リスキリング
- ④稼働時間短縮

にはほぼ集約できる。こうした中、政府も対応策を後押ししており、23年度の経済対策(「デフレ完全脱却のための総合経済対策」)においても、主に中小企業を対象に人手不足対応(省力化投資による生産性向上)への支援が盛り込まれた。

これらの対応策を講じても一朝一夕に人手不足

が解消されるものではないが、やるべきことはある程度決まっているとも言える。個別企業レベルではこうした対応策を地道に推進していくことが取り得る道ということになるだろう。

12. 地域別では北海道・東北、中国、四国地域の労働力・GDP減少圧力が大きい

最後に、地域別にみた場合の人手不足の状況とその影響について考察する。

方法論はこれまでと同様である。ここでは、各地域の将来人口、運輸業・建設業従事者の割合、労働分配率の差異などを勘案し、地域別の労働投入量・GDP(厳密には県内総生産または域内総生産だが、ここでは便宜的に「GDP」と総称する。以下同様)の今後の減少圧力について試算した。

なお、運輸業・建設業従事者の割合が試算に影響するのは、第10節で取り上げたように今後両業種においては「2024年問題」の影響で労働時間が減少することが推測されることから、両業種従事者の割合が高い地域ほど労働時間減少が大きくなるためである(具体的な試算方法は第10節と同様)。また労働分配率は、生産関数上のパラメータとして使用されるため、GDP試算の際に影響を与える。具体的には、各地域の過去10年(2011~20年度)

の県民雇用者報酬÷県民所得 により算出し、期間中一定としている。

今後の労働投入量減少の試算結果は図表12-1に、それに基づくGDP減少圧力の試算結果は図表12-2にまとめている。

基本的には今後の労働投入量減少が大きく見込まれる地域ほどGDPの減少圧力も大きくなる傾向にあり、北海道・東北、中国、四国地域で減少圧力が相対的に大きい。全国平均を下回る減少は関東地域のみで、他の地域は全国平均を上回る減少となる。つまり、関東地域以外は全国平均よりも今後の減少圧力が高く、その分、今後の経済成長への逆風が強いとすることができる。

両図表の各数値下段のカッコ内は過去20年の労働投入量・GDPの年平均変化率である。労働投入量についてはこれまでも関東地域以外は減少傾向にあった。それが今後はより大きな減少に見舞われるということが分かる。

GDPについては、これまではどの地域もプラス成長を遂げてきた。それが今後は関東も含む全ての地域でこのままではマイナス成長に陥るということを示している。特に北海道・東北、中国、四国地域については今後のGDP減少率(の絶対値)が過去平均成長率(の絶対値)の10倍を超えており、今後

1年で過去10年分の成長を相殺しかねないという試算結果となった。

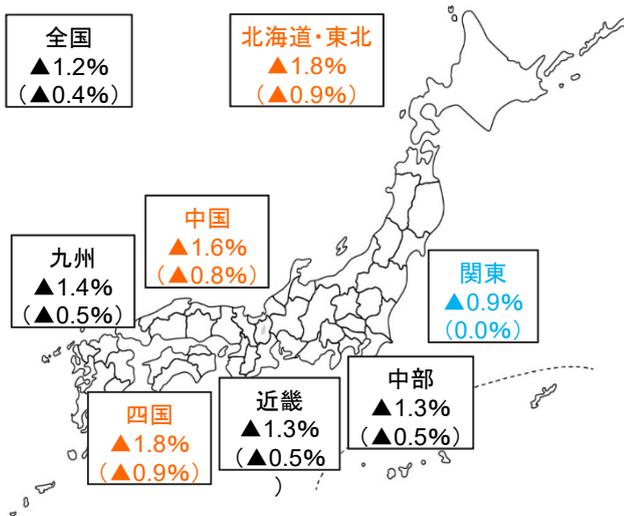
13.GDPを現状維持するだけでもこれまで以上の生産性向上が必要に

労働力減少に伴うマイナス成長を回避し、さらなる経済成長を達成するためには、労働生産性を高めるしかない。そこでマイナス成長を回避するために必要な労働生産性上昇率、および今後も経済成長を果たすために必要となる労働生産性上昇率を地域別に試算したものが、図表13-1および13-2となる。

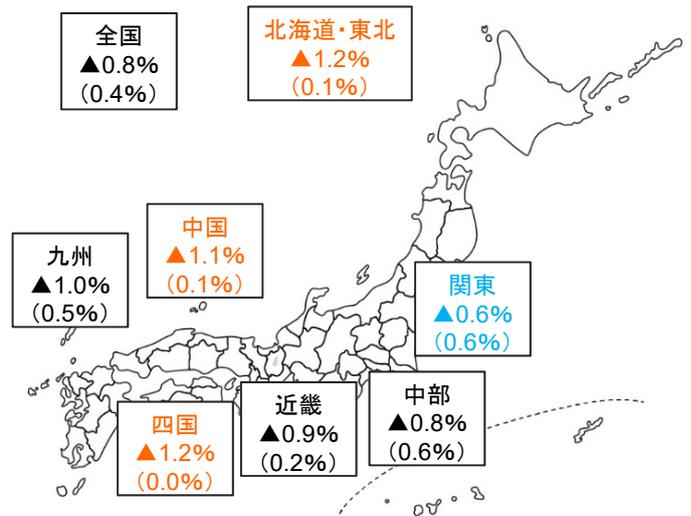
図表13-1は、現状(22年)のGDP水準を維持するために必要とされる労働生産性の上昇率である。各数値下段のカッコ内は過去20年の労働生産性上昇率(年平均)を表しているが、GDP減少圧力が大きい北海道・東北、中国、四国地域、および過去の生産性上昇率が低かった近畿地方は、およそ過去の2倍の生産性向上を果たさなければ現状のGDPが維持できない。

図表13-2はさらに今後年1%成長を果たすために必要となる労働生産性上昇率を試算した結果だが、上述の4地域に加え関東地域は、およそ過去の3倍の生産性向上を果たさなければならないこと

図表12-1 労働投入量(年平均変化率)



図表12-2 労働投入量減少によるGDP(年平均変化率)



(備考) 1. 内閣府、総務省、厚生労働省、国立社会保障・人口問題研究所により日本政策投資銀行作成 2. 上段数値は5年間(23~27年)の年平均変化率(日本政策投資銀行予測値)、下段()内数値は過去20年の年平均変化率 3. 地域割は内閣府「県民経済計算」の地域分類に基づく 4. 橙色は全国平均より減少率の大きさが目立つ地域、水色は減少率の小ささが目立つ地域を表す

が分かる。

末尾1~4には、都道府県別の試算結果を掲載した。労働投入量・GDPについては昇順(減少率が大きい順)、必要な生産性上昇率については降順(上昇率が大きい順)に並べている。これを見ると、ほとんどの都道府県において全国平均より厳しい状況になるという結果が得られている。

14.労働力不足は生産性を高めるチャンスになる可能性も

以上のように、人手不足が日本経済に与える影響はかなり大きく、この克服は容易ではないことが分かる。

しかし、労働力の不足は生産性を高めるチャンスとなるかもしれない。すなわち、経済合理性を踏まえれば相対的に希少な資源は大事に使われるように経済活動が変化していくと考えられるから、労働力不足は半ば強制的に労働節約的(=資本集約的)な生産構造へのシフトを促し、労働生産性を向上させる強力なけん引役となる可能性がある。

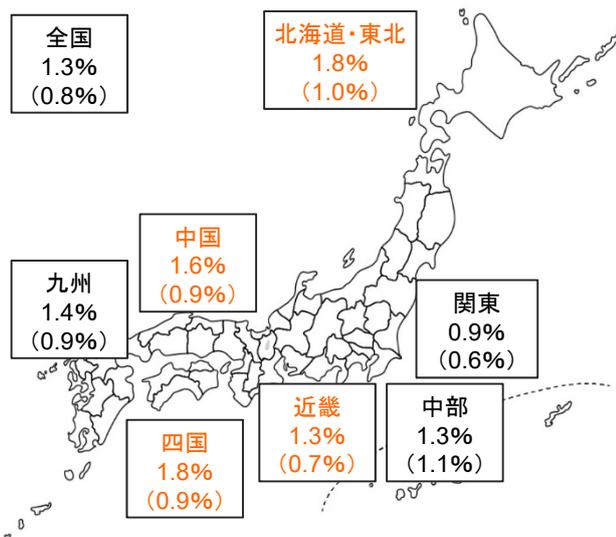
実際、都道府県別の過去20年の労働投入量と労働生産性の伸び率の関係をプロットすると、両者

には負の関係が観察された。つまり、労働力が不足している都道府県ほど生産性は伸びる傾向がある(図表14。なお、他の条件を一定とした場合、労働投入量の減少は労働生産性を上昇させるため、両者に負の関係がみられることはある意味当然とも考えられるが、仮に労働投入量減少に伴う労働生産性の自然上昇分(付注3参照)を控除しても両者の相関はマイナスであることが確認できる)。

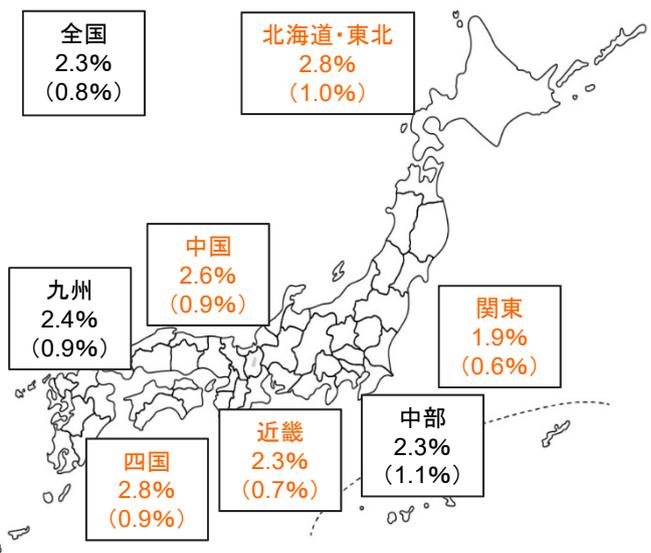
ただこうした負の関係は必然的に観察されるわけではなく、労働力不足に直面した各地域が現実を直視して生産性向上に取り組んだ結果として事後的に観察されているとみるべきである。すなわち、「今後労働量が減少しても生産性が伸びるから大丈夫」と楽観視すべきではなく、生産性向上に真摯に取り組むことで図表14の関係性のような「光」が見えてくる、と捉えるのが正しい解釈であろう。

なお両者の傾向線(回帰直線)の傾きはマイナス0.7と推計されるが、これは絶対値が1を下回る。従って、この傾向線に沿った生産性向上だけでは、GDPを維持するために必要な生産性伸び率には届かない(付注3参照)。つまり、労働投入量が減少してもGDPを維持したいのであれば、過去の傾向

図表13-1 現状のGDP水準の維持に必要な労働生産性上昇率

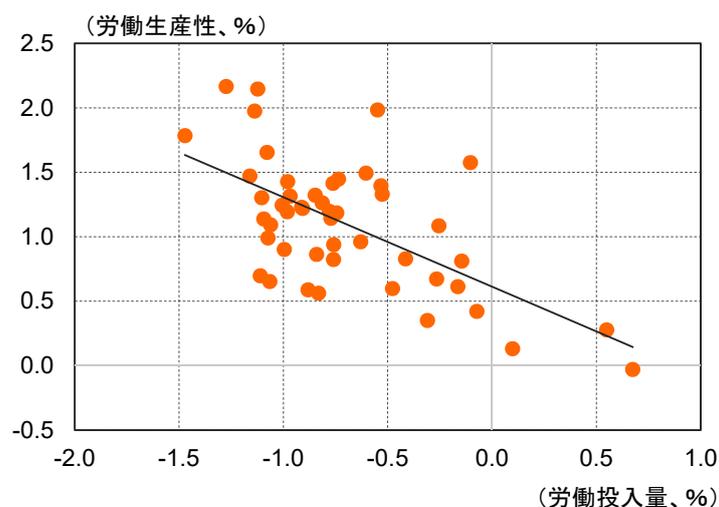


図表13-2 年1%成長に必要な労働生産性上昇率



(備考) 1. 内閣府、総務省、厚生労働省、国立社会保障・人口問題研究所により日本政策投資銀行作成 2. 上段数値は5年間(23~27年)の年平均変化率(日本政策投資銀行予測値)、下段()内数値は過去20年の年平均変化率 3. 地域割は内閣府「県民経済計算」の地域分類に基づく 4. 左図の橙色の地域は実績比約2倍、右図の橙色の地域は同約3倍の生産性向上が必要な地域を表す

図表14 労働投入量伸び率と労働生産性伸び率(都道府県別)



(備考)1. 内閣府、総務省、厚生労働省 2. 2000～20年の労働投入量・労働生産性の伸び率(実績値)の年平均を都道府県別にプロット 3. 黒線は傾向線で、両者の相関は▲0.6 4. 他の条件を不変とした場合、一般に労働投入量減少は労働生産性を上昇させる。そこで労働投入量減少に伴う労働生産性の自然上昇分を控除しても、両者の相関は▲0.4と引き続きマイナスである

を上回る生産性向上を果たす必要があるということになる。この点からも、図表14の関係性に依拠して楽観的な見通しを持つことは望ましくないと言えることができる。

このように、人手不足の深刻化に伴う労働投入量の減少をむしろ奇貨とし、生産性向上へと結びつける前向きな姿勢が必要である。

参考文献

吉田充(2017)「GDPギャップ/潜在GDPの改定について」『経済財政分析ディスカッション・ペーパー』DP/17-3

今月のトピックス

(付注1)4.の補足

本稿では下式のようなコブ・ダグラス型生産関数を仮定している。

$$Y_t = A_t K_t^{1-\alpha} L_t^\alpha$$

(Y:GDP(生産量)、A:TFP(全要素生産性)、K:資本ストック、L:労働投入量、 α :労働分配率、t:時間を表す添字)

両辺を対数化して微分し、微分係数(d)を差分(Δ)に置き換えて整理すると、

$$\frac{\Delta K_t}{K_t} = \frac{1}{1-\alpha} \left(\frac{\Delta Y_t}{Y_t} - \frac{\Delta A_t}{A_t} - \alpha \frac{\Delta L_t}{L_t} \right)$$

右辺カッコ内第二項はTFP成長率を表しており、ここには過去平均値(0.7%)を当てはめる。第三項の労働投入量成長率は▲1.2%と計算されているので、第一項のGDP成長率に任意の値を入れることで左辺の資本ストックの伸び率が得られる(ただし微分係数を差分に置き換えているため、上式は近似的な関係式である)。

(付注2)6.の補足

まず生産関数としては、付注1と同様に下式のようなコブ・ダグラス型生産関数を仮定する。

$$Y_t = A_t K_t^{1-\alpha} L_t^\alpha$$

次に生産費用をCで表すと、生産関数は

$$C_t = r_t K_t + w_t L_t$$

(r:資本コスト、w:労働コスト(賃金))

で表される。

生産物価格をp、利潤を Π とすると、利潤は以下のように表現される。

$$\begin{aligned} \Pi_t &= p_t Y_t - C_t \\ &= p_t A_t K_t^{1-\alpha} L_t^\alpha - r_t K_t - w_t L_t \end{aligned}$$

利潤最大化の時、限界利潤は0になるから、 Π を

Lで偏微分して

$$\frac{\partial \Pi_t}{\partial L_t} = \alpha p_t \frac{Y_t}{L_t} - w_t = 0$$

⇔

$$\alpha \frac{Y_t}{L_t} = \frac{w_t}{p_t}$$

左辺は労働生産性、右辺は実質賃金。両者の伸び率は

$$\frac{Y_{t+1}/L_{t+1}}{Y_t/L_t} - 1 = \frac{w_{t+1}/p_{t+1}}{w_t/p_t} - 1$$

と計算される。つまり、コブ・ダグラス型生産関数の場合、実質賃金の変化率は労働生産性の変化率に一致する。

同様に利潤の式をKで偏微分し、限界利潤は0になることを使って同じように計算すると、

$$\frac{Y_{t+1}/K_{t+1}}{Y_t/K_t} - 1 = \frac{r_{t+1}/p_{t+1}}{r_t/p_t} - 1$$

となり、実質資本コスト(r/p)の変化率は資本生産性(Y/K)の変化率に一致する。

ここで要素価格比(w/r)を考える。これを変形すると、

$$\frac{w_t}{r_t} = \frac{w_t/p_t}{r_t/p_t}$$

両辺の対数を取り、微分すると、

$$\frac{d(w_t/r_t)}{w_t/r_t} = \frac{d(w_t/p_t)}{w_t/p_t} - \frac{d(r_t/p_t)}{r_t/p_t}$$

つまり、微分を差分近似すれば、要素価格比の変化率は、実質賃金の変化率から実質資本コストの変化率を引くことによって算出できる。

実質賃金の変化率は労働生産性の変化率、実質資本コストの変化率は資本生産性の変化率から分かるので、上式を使えば要素価格比の変化率が分かることになる。図表6-2はこうした関係性に基づき作成している。

(付注3)14.の補足

付注1と同様、下式のようなコブ・ダグラス型生産関数

$$Y_t = A_t K_t^{1-\alpha} L_t^\alpha$$

を仮定し、TFPと資本ストック部分を β とまとめると、

$$Y_t = \beta_t L_t^\alpha \quad (\beta_t = A_t K_t^{1-\alpha})$$

労働生産性を1とすると

$$l_t \equiv \frac{Y_t}{L_t} = \beta_t L_t^{\alpha-1}$$

であるから、労働生産性の伸び率 γ は以下のように表される。

$$\gamma = \frac{l_{t+1}}{l_t} - 1 = \frac{\beta_{t+1}}{\beta_t} \left(\frac{L_{t+1}}{L_t} \right)^{\alpha-1} - 1 \quad \dots \dots (1)$$

他の条件を不変として労働投入量だけが減少した場合を考える。このとき β は不変となるから

$$\gamma = \left(\frac{L_t}{L_{t+1}} \right)^{1-\alpha} - 1$$

$1-\alpha > 0$ かつ労働投入量は減少すると想定しているため、右辺第一項は1以上となり、右辺は正。よって労働生産性伸び率はプラスになる。

つまり、労働分配率 α が1以下である限りにおいて、コブ・ダグラス型生産関数の下で他の条件を一定とした場合、労働投入量の減少は労働生産性を上昇させることが分かる。

労働投入量の伸び率を s とすると、

$$s = \frac{L_{t+1}}{L_t} - 1 \quad \dots \dots (2)$$

だから、上式に代入して

$$\gamma = (1+s)^{\alpha-1} - 1$$

これが、労働投入量が減少した場合に何もせずとも労働生産性が上昇する部分と解釈できる。

図表14では、実際に観察された労働生産性伸び率からこの γ を差し引いても、労働投入量伸び率と労働生産性伸び率との間に負の相関関係が認められることを確認している。

次に、労働投入量が減少した場合に、生産量を維持するために必要な労働生産性上昇率を考える。

t 期および $t+1$ 期の生産関数は、

$$Y_t = \beta_t L_t^\alpha$$

$$Y_{t+1} = \beta_{t+1} L_{t+1}^\alpha$$

となるが、 t 期と $t+1$ 期で生産量が維持されるとすると、

$Y_t = Y_{t+1}$ であるから、上2式をつなげて整理して、

$$\frac{\beta_{t+1}}{\beta_t} = \left(\frac{L_t}{L_{t+1}} \right)^\alpha$$

労働生産性の伸び率 γ は(1)式で表されるから、上式を(1)式に代入すると、

$$\gamma = \frac{L_t}{L_{t+1}} - 1$$

ここに(2)式を代入して整理すると、下式が得られる。

$$(1+\gamma)(1+s) = 1$$

これを展開すると、

$$1 + \gamma + s + \gamma s = 1$$

となるが、ここで現実的に想定している労働生産性伸び率 γ ・労働投入量伸び率 s はいずれも小さい値であるから、 $\gamma s \approx 0$ とみなせる。よって上式を整理してさらに差分化すると

$$\Delta\gamma = -\Delta s$$

つまり、労働投入量減少率の変化分と同じだけの労働生産性上昇率の変化を実現できれば、生産量を維持することができる。

図表14上でいえば、労働投入量伸び率が1単位低下したとしても、労働生産性伸び率が1単位上昇すれば生産量は維持される。つまり傾きが▲1の直線上であれば生産量は維持されるが、図表14で推計された傾向線の傾きは▲0.7であるため、労働投入量伸び率が1単位低下したときに、労働生産性伸び率は0.7単位しか上昇しない。これでは生産量は維持できないことになる。

(末尾1) 都道府県別：労働投入量減少圧力試算結果

	22～27年度 (年平均)	過去実績 (年平均)		22～27年度 (年平均)	過去実績 (年平均)
1 秋田県	-2.3%	-1.5%	25 三重県	-1.5%	-0.5%
2 青森県	-2.1%	-1.1%	26 山梨県	-1.5%	-1.1%
3 高知県	-2.0%	-1.1%	27 熊本県	-1.4%	-0.5%
4 長崎県	-2.0%	-1.0%	28 石川県	-1.4%	-0.8%
5 岩手県	-2.0%	-1.2%	29 広島県	-1.4%	-0.5%
6 山口県	-1.9%	-1.1%	30 宮城県	-1.4%	-0.3%
7 福島県	-1.9%	-1.0%	31 長野県	-1.4%	-1.1%
8 山形県	-1.9%	-1.3%	32 岡山県	-1.4%	-0.8%
9 徳島県	-1.9%	-1.1%	33 静岡県	-1.4%	-0.8%
10 新潟県	-1.9%	-1.1%	34 茨城県	-1.4%	-0.5%
11 和歌山県	-1.8%	-1.1%	35 栃木県	-1.4%	-0.6%
12 愛媛県	-1.8%	-0.8%	36 群馬県	-1.3%	-0.7%
13 島根県	-1.7%	-1.0%	37 兵庫県	-1.3%	-0.6%
14 鳥取県	-1.7%	-1.1%	38 大阪府	-1.2%	-0.3%
15 富山県	-1.7%	-0.9%	39 全国	-1.2%	-0.4%
16 北海道	-1.7%	-0.9%	40 京都府	-1.2%	-0.8%
17 鹿児島県	-1.7%	-0.9%	41 福岡県	-1.1%	-0.2%
18 福井県	-1.6%	-0.8%	42 千葉県	-1.0%	-0.1%
19 大分県	-1.6%	-0.8%	43 埼玉県	-1.0%	-0.3%
20 宮崎県	-1.6%	-0.8%	44 愛知県	-1.0%	-0.1%
21 香川県	-1.6%	-0.8%	45 神奈川県	-0.9%	0.1%
22 岐阜県	-1.5%	-1.0%	46 滋賀県	-0.9%	-0.1%
23 奈良県	-1.5%	-1.0%	47 沖縄県	-0.8%	0.5%
24 佐賀県	-1.5%	-0.7%	48 東京都	-0.5%	0.7%

(末尾2) 都道府県別：GDP(県内総生産)減少圧力試算結果

	22～27年度 (年平均)	過去実績 (年平均)		22～27年度 (年平均)	過去実績 (年平均)
1 長崎県	-1.5%	0.4%	25 長野県	-1.0%	0.6%
2 秋田県	-1.5%	0.3%	26 岡山県	-1.0%	0.2%
3 青森県	-1.4%	0.0%	27 三重県	-1.0%	1.4%
4 高知県	-1.3%	-0.4%	28 広島県	-1.0%	0.1%
5 福島県	-1.3%	0.2%	29 宮城県	-1.0%	0.4%
6 新潟県	-1.3%	0.0%	30 熊本県	-1.0%	0.8%
7 岩手県	-1.3%	0.3%	31 佐賀県	-1.0%	0.4%
8 山形県	-1.3%	0.9%	32 山梨県	-1.0%	1.0%
9 愛媛県	-1.2%	-0.3%	33 大阪府	-0.9%	0.0%
10 鳥取県	-1.2%	-0.1%	34 兵庫県	-0.9%	0.3%
11 山口県	-1.2%	0.2%	35 茨城県	-0.9%	0.9%
12 北海道	-1.2%	-0.3%	36 栃木県	-0.9%	0.9%
13 福井県	-1.1%	0.6%	37 静岡県	-0.9%	0.4%
14 大分県	-1.1%	0.5%	38 福岡県	-0.8%	0.4%
15 徳島県	-1.1%	0.8%	39 群馬県	-0.8%	0.7%
16 島根県	-1.1%	0.2%	40 千葉県	-0.8%	0.3%
17 富山県	-1.1%	0.3%	41 全国	-0.8%	0.4%
18 宮崎県	-1.1%	0.4%	42 京都府	-0.8%	0.4%
19 香川県	-1.1%	0.0%	43 埼玉県	-0.8%	0.8%
20 岐阜県	-1.1%	0.3%	44 神奈川県	-0.7%	0.2%
21 奈良県	-1.1%	-0.1%	45 愛知県	-0.6%	0.7%
22 鹿児島県	-1.1%	0.3%	46 滋賀県	-0.6%	1.5%
23 石川県	-1.0%	0.1%	47 沖縄県	-0.6%	0.8%
24 和歌山県	-1.0%	-0.4%	48 東京都	-0.3%	0.6%

(末尾3) 都道府県別：現在のGDP水準維持に必要な労働生産性上昇率試算結果

	22～27年度 (年平均)	過去実績 (年平均)		22～27年度 (年平均)	過去実績 (年平均)
1 秋田県	2.3%	1.8%	25 三重県	1.5%	2.0%
2 青森県	2.2%	1.1%	26 山梨県	1.5%	2.1%
3 高知県	2.1%	0.7%	27 熊本県	1.5%	1.3%
4 長崎県	2.0%	1.4%	28 石川県	1.5%	0.8%
5 岩手県	2.0%	1.5%	29 広島県	1.4%	0.6%
6 山口県	1.9%	1.3%	30 宮城県	1.4%	0.7%
7 福島県	1.9%	1.2%	31 長野県	1.4%	1.7%
8 山形県	1.9%	2.2%	32 岡山県	1.4%	0.9%
9 徳島県	1.9%	2.0%	33 静岡県	1.4%	1.3%
10 新潟県	1.9%	1.1%	34 茨城県	1.4%	1.4%
11 和歌山県	1.9%	0.7%	35 栃木県	1.4%	1.5%
12 愛媛県	1.8%	0.6%	36 群馬県	1.4%	1.4%
13 島根県	1.8%	1.2%	37 兵庫県	1.3%	1.0%
14 鳥取県	1.7%	1.0%	38 大阪府	1.3%	0.3%
15 富山県	1.7%	1.2%	39 全国	1.3%	0.8%
16 北海道	1.7%	0.6%	40 京都府	1.2%	1.1%
17 鹿児島県	1.7%	1.2%	41 福岡県	1.1%	0.6%
18 福井県	1.6%	1.4%	42 千葉県	1.1%	0.4%
19 大分県	1.6%	1.3%	43 埼玉県	1.0%	1.1%
20 宮崎県	1.6%	1.2%	44 愛知県	1.0%	0.8%
21 香川県	1.6%	0.9%	45 神奈川県	0.9%	0.1%
22 岐阜県	1.6%	1.3%	46 滋賀県	0.9%	1.6%
23 奈良県	1.6%	0.9%	47 沖縄県	0.8%	0.3%
24 佐賀県	1.5%	1.2%	48 東京都	0.5%	0.0%

(末尾4) 都道府県別：年1%成長に必要な労働生産性上昇率試算結果

	22～27年度 (年平均)	過去実績 (年平均)		22～27年度 (年平均)	過去実績 (年平均)
1 秋田県	3.4%	1.8%	25 三重県	2.5%	2.0%
2 青森県	3.2%	1.1%	26 山梨県	2.5%	2.1%
3 高知県	3.1%	0.7%	27 熊本県	2.5%	1.3%
4 長崎県	3.1%	1.4%	28 石川県	2.5%	0.8%
5 岩手県	3.1%	1.5%	29 広島県	2.5%	0.6%
6 山口県	3.0%	1.3%	30 宮城県	2.4%	0.7%
7 福島県	3.0%	1.2%	31 長野県	2.4%	1.7%
8 山形県	2.9%	2.2%	32 岡山県	2.4%	0.9%
9 徳島県	2.9%	2.0%	33 静岡県	2.4%	1.3%
10 新潟県	2.9%	1.1%	34 茨城県	2.4%	1.4%
11 和歌山県	2.9%	0.7%	35 栃木県	2.4%	1.5%
12 愛媛県	2.8%	0.6%	36 群馬県	2.4%	1.4%
13 島根県	2.8%	1.2%	37 兵庫県	2.4%	1.0%
14 鳥取県	2.7%	1.0%	38 大阪府	2.3%	0.3%
15 富山県	2.7%	1.2%	39 全国	2.3%	0.8%
16 北海道	2.7%	0.6%	40 京都府	2.3%	1.1%
17 鹿児島県	2.7%	1.2%	41 福岡県	2.1%	0.6%
18 福井県	2.7%	1.4%	42 千葉県	2.1%	0.4%
19 大分県	2.7%	1.3%	43 埼玉県	2.0%	1.1%
20 宮崎県	2.6%	1.2%	44 愛知県	2.0%	0.8%
21 香川県	2.6%	0.9%	45 神奈川県	1.9%	0.1%
22 岐阜県	2.6%	1.3%	46 滋賀県	1.9%	1.6%
23 奈良県	2.6%	0.9%	47 沖縄県	1.8%	0.3%
24 佐賀県	2.6%	1.2%	48 東京都	1.5%	0.0%

	2024年5月	2024年6月
日本	回復に足踏み	回復に足踏み
設備投資	回復の兆し	回復の兆し
公共投資	横ばい	緩やかに持ち直し
住宅	横ばい	弱含み
消費	回復に足踏み	回復に足踏み
輸出	横ばい	横ばい
輸入	弱含み	弱含み
生産	当面弱い動きながら横ばい	均せば横ばい
雇用	改善	改善
消費者物価	緩やかに鈍化	緩やかに鈍化
米国	減速懸念がある中、堅調が続く	減速懸念がある中、堅調が続く
欧州	回復に足踏み	回復に足踏み
中国	一部に弱さが残るものの、持ち直し	一部に弱さが残るものの、持ち直し

(備考) 上方修正の場合は赤字、下方修正の場合は青字で表記

今月の論点

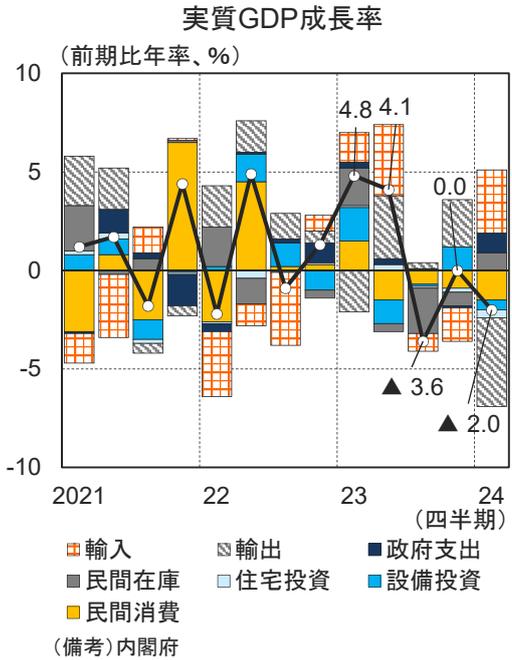
回復に足踏み

日本経済は、回復に足踏みがみられる。5/16に発表された2024年1～3月期実質GDP成長率は前期比年率2.0%減となり、2四半期ぶりのマイナス成長となった。同時期の生産活動の弱さからマイナス成長自体は事前に予想されていたものの、消費・設備投資・住宅投資といった民間内需が軒並み減少したほか、輸出が大きくマイナスとなり、事前予想よりも悪い結果であった。これに加えて今回、前期(7～9月期)の成長率が同0.4%増から同0.0%増に下方修正され、かろうじてマイナス成長は免れたとはいえ、23年度の日本経済は4～6月期以降

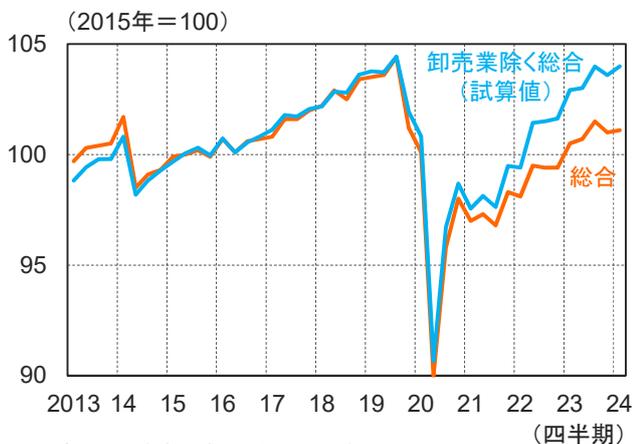
全く成長していないという絵姿へと変わった。それでも、23年度通期での成長率は、昨年度下期の成長によるいわゆる「ゲタ」の効果と4～6月期の高い成長(同4.1%増)が寄与し、1.2%を確保している。また、今回のマイナス成長は一時的なものと考えられ、足元では生産活動が持ち直し傾向にあることや、今後は春闘賃上げの良好な結果を反映して所得環境が改善し消費の増加へ結び付くことが期待され、次の4～6月期は再びプラス成長に戻るという見方が大宗である。

鉱工業生産指数のほか、第3次産業活動指数も伸び悩み

1～3月期の生産活動の弱さは、主に経済産業省「鉱工業生産指数」における製造業の活動の弱さに表れている。しかし、その陰に隠れがちであるものの、このところ非製造業の活動にも伸び悩みが垣間見える。非製造業(第3次産業)の生産活動を総合的に捉えることができる指標としては「第3次産業活動指数」があるが、その総合指数をみると、コロナ禍で急激に活動水準が低下し、その後回復傾向にはあるもの



第3次産業活動指数



(備考) 1. 経済産業省によりDBJ作成
2. 「卸売業除く総合」はDBJ試算値

第3次産業活動指数(卸売業)



(備考)経済産業省

第3次産業活動指数(卸売業:前年比)



第3次産業活動指数(機械器具卸売業)



の、コロナ前(19年)の水準にまで達することなくこのところ横ばい傾向となっている。第3次産業は日本の総生産全体の6割を占めているから、その活動水準の伸び悩みは日本経済の回復に足踏みがみられることと無縁ではない。

第3次産業活動指数の伸び悩みの主因は卸売業

第3次産業活動指数の伸び悩みの主因は、卸売業の低迷である。卸売業のみを除いた総合指数を作成すると、すでにコロナ前の水準にまで回復しており、グラフを見た時の印象が随分変わることが分かる。また、総合指数と卸売業を除く総合指数との差(乖離幅)がこのところ拡大しており、卸売業の活動水準の低下が全体の足を大きく引っ張っていることがうかがえる。実際、卸売業の活動指数はコロナ禍以降、活動水準が回復することなく低下傾向が続いている。

機械器具卸売業の活動低下が目立つ

卸売業をさらに細分化すると、ほとんどの分野で活動水準は低下基調だが、卸売業の中で約3割の最大ウエート(中分類ベース)を有する機械器具卸売業の低下寄与が特に目立つ。機械器具卸売業の活動指数は2013年からの下落率が32%に及び、卸売業全体の下落率(21%)よりも大きい。なお、当業種の活動指数は商業販売額(経済産業省「商業動態統計」)を該当品目の物価指数(日本銀行「企業物価指数」)を使って実質化することで算出されているが、基礎統計となっている商業販売額をみてもやはり低下トレンドにある。

卸売業の構造変化で非製造業の実態が見えづらくなる可能性も

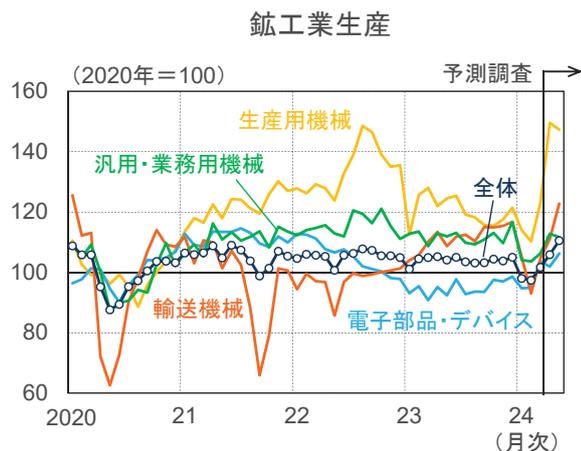
卸売業界全体では、インターネットの普及などによりメーカーの直販が進み、卸売業を介さない取引形態が増加している状況にあるが、機械器具卸売業においては企業向け製品が中心であることや、製品の専門性の高さなどからそうした影響は比較的受けにくいとされてきた。実際、2010年代の当業種の活動指数はなんとか横ばいを維持している。しかし、コロナ禍を経た後は活動水準が元に戻らず、構造的な変化が生じた可能性がある。卸売業は第3次産業活動指数の中で14%と最大ウエート(大分類ベース)を占めており、全体へ与える影響が大きい。もし卸売業で構造的な変化が生じているとすれば、仮に多くの非製造業が好調であっても総合指数で見るとその実態が見えづらくなる可能性がある。今後、非製造業(第3次産業)の基調判断をする上では卸売業を除く総合指数を見る必要もあるだろう。

[経済調査室 蜂谷 義昭]

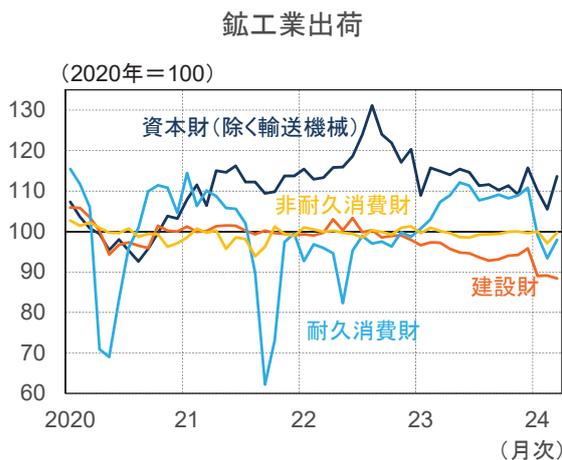
主要指標

鉱工業生産は均せば横ばい

- 3月の鉱工業生産は、2月までの落ち込みからの反動もあり増加した。工場稼働停止があった自動車の持ち直しに加え、生産用機械における半導体製造装置などが寄与した。先行きは、生産用機械の増加や自動車の挽回生産が見込まれることから、1月の落ち込み前から4、5月にかけて均せば横ばいとみられる。
- 鉱工業出荷の財別の内訳をみると、機械投資の一致指標である資本財（除く輸送機械）は、2月は生産用機械の落ち込みにより減少したものの3月は増加に転じ、基調としては横ばいが続く。耐久消費財は、1、2月は自動車生産停止の影響を受け大きく減少したが、3月は生産が再開しやや持ち直した。建設財は建設投資の弱含みなどから24年に入り減少した。



(備考) 経済産業省



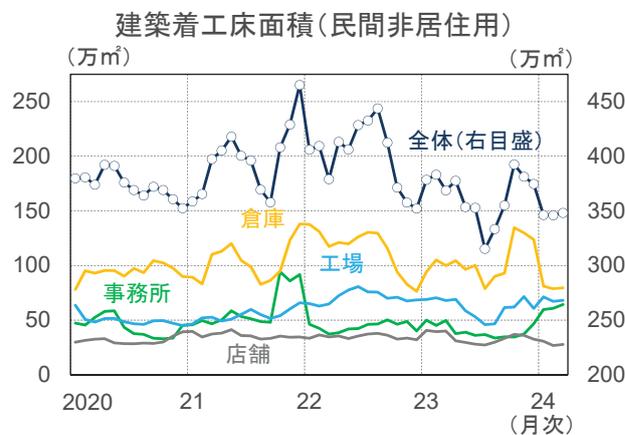
(備考) 経済産業省

設備投資は回復の兆し

- 1～3月期の実質設備投資（GDPベース）は前期比年率3.2%減少したが、企業の設備投資需要は旺盛であり、基調としては回復の兆しがみられる。機械投資の先行指標である機械受注は、製造業が大幅に伸びたことで2月に続き3月も増加し、1～3月期は前期比4.4%増加した。先行きは、4～6月期は減少する見通しとなっている。
- 建設投資の先行指標である民間非居住用の建築着工床面積は、23年秋に大型案件着工による倉庫の増加などを受け一時的に大きく増加したものの、その後は弱い動きが続いた。22年後半以降、低調となっており、資材高や人材不足などの供給制約が影響しているとみられる。



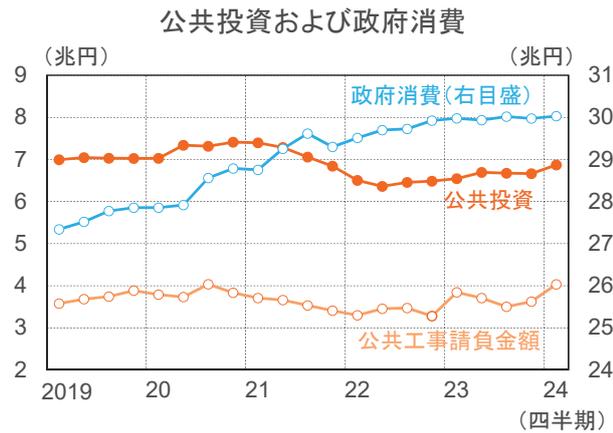
(備考) 内閣府



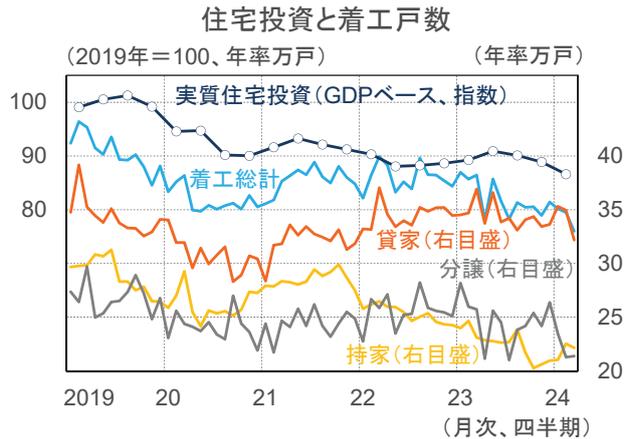
(備考) 1. 国土交通省 2. 季節調整値の3ヵ月後方移動平均
3. 用途別の季節調整はDBJによる

公共投資は緩やかに持ち直し、住宅投資は弱含み

- 1～3月期の実質公共投資(GDPベース)は、前期比年率13.1%増加して3期ぶりにプラスとなった。均すとおおむね横ばいの動きが続いていたが、足元で緩やかに持ち直している。今後も補正予算の執行や、能登半島地震の復興需要があり(1兆円規模の予備費からこれまで約4千億円を支出)、緩やかな持ち直しが続くとみられる。政府消費は、23年以降コロナ関連予算の縮小などで伸びが鈍化し、おおむね横ばいとなっている。
- 1～3月期の実質住宅投資(GDPベース)は前期比年率9.8%減少し、このところ弱含んでいる。3月の住宅着工は、貸家を中心に前月から4.4%減少した。建築費の高騰や、人手不足といった供給制約などを背景とする住宅価格の上昇が需要を下押ししており、着工は弱い動きが続いている。



(備考)1. 内閣府、北東西三建設業保証会社
2. 公共投資と政府消費は実質



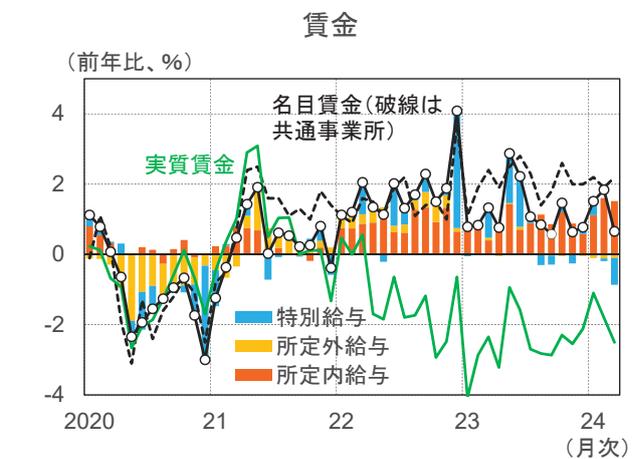
(備考)1. 国土交通省、内閣府
2. 実質住宅投資は四半期

雇用は改善している

- 3月の有効求人倍率は1.28倍と前月から上昇し均すと横ばいが続いたほか、失業率も2.6%と横ばいとなった。労働参加率は63.1%となり大きく上昇した前月から低下したものの、女性の労働参加が進む中で90年代後半以来の高水準が続いており、雇用は改善している。
- 3月の賃金は、所定内給与は前年比1.7%増となったが、サンプルバイアスの影響を受けやすい特別給与がマイナスとなり、同0.6%増と減速した。ただし、サンプル入替の影響を受けない共通事業所系列の特別給与は同2.2%となり、全体でも堅調を維持した。実質賃金のマイナス幅は拡大したが、今後は好調な春闘の結果を受けて縮小するとみられる。



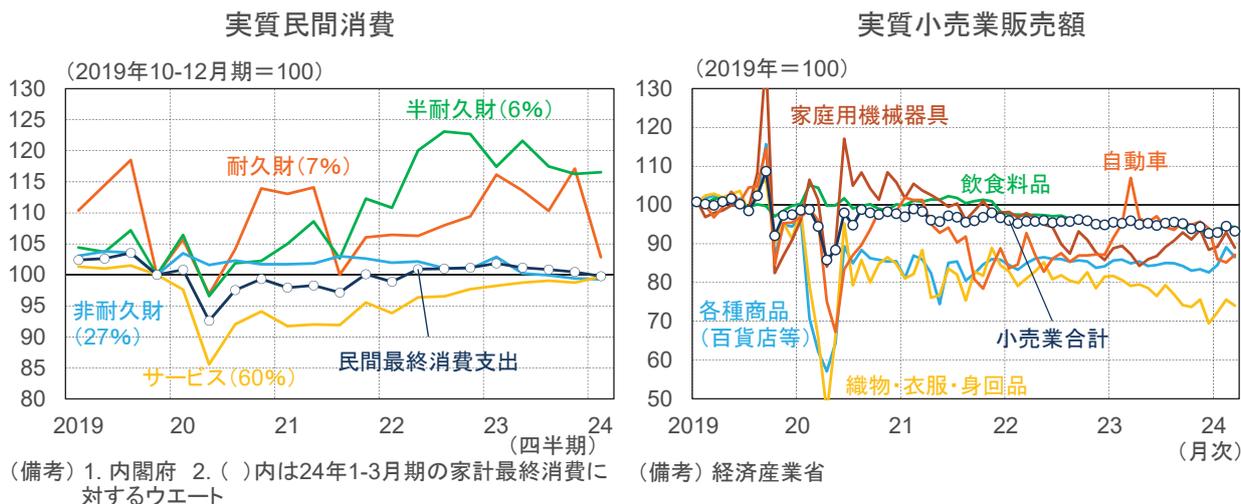
(備考) 総務省、厚生労働省



(備考) 厚生労働省

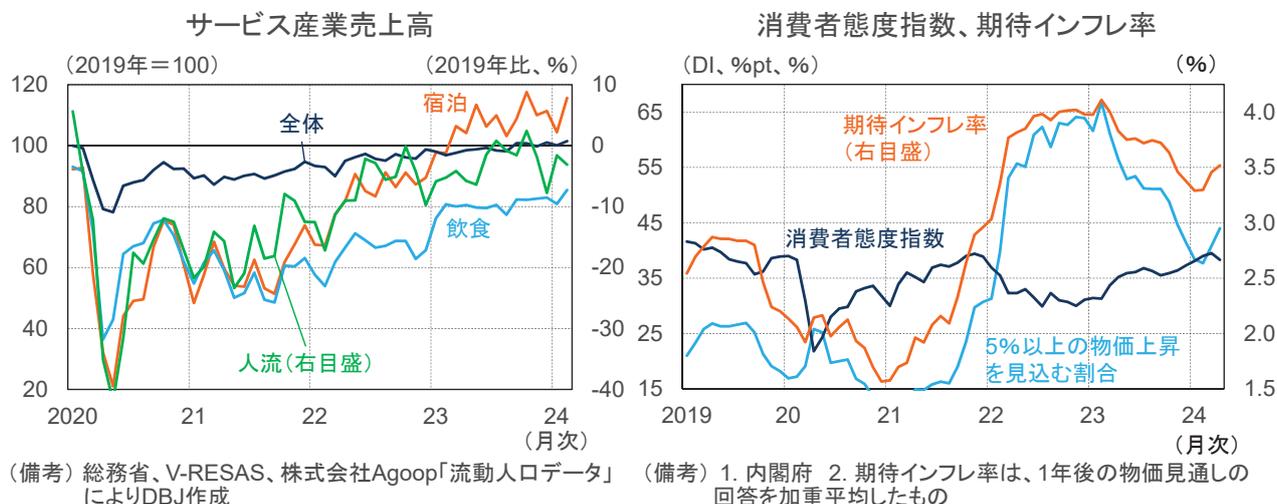
消費は回復が足踏み

- 1～3月期の実質民間最終消費（GDPベース）は前期比年率2.7%減少し、4四半期連続のマイナスとなった。サービスがやや増加したほか、好天から衣料品が好調となり半耐久財は増加したものの、一部メーカーの生産停止のあった自動車を中心に耐久財が大幅に減少した。今後は、円安もありインフレ率の高止まりは懸念されるものの、自動車の生産再開や24年春闘を受けた賃上げもあり、緩やかな回復が期待される。
- 3月の実質小売業販売額は、前月比1.4%減少した。自動車が一部メーカーの生産再開により3ヵ月ぶりに増加に転じたが、前月に大きく増加した家庭用機械器具が減少したほか、悪天候により衣料品や各種商品も減少した。



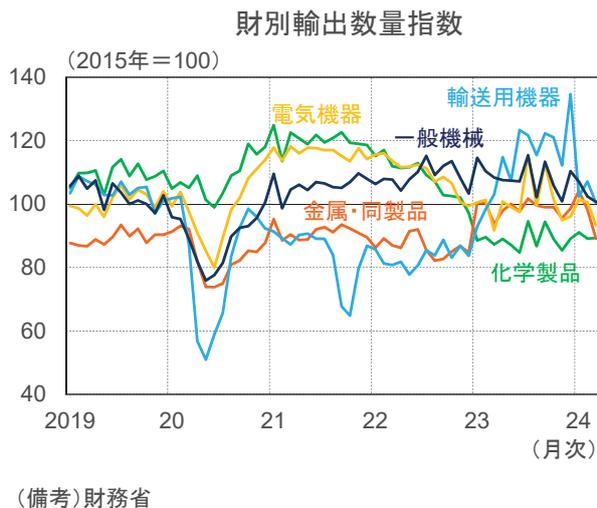
サービス消費は持ち直しが一服、消費者マインドはインフレによる懸念が残る

- 2月のサービス産業売上高は小幅に増加したが、23年後半以降均すと横ばいの動きが続いている。宿泊は、宿泊料の高騰が続くほか、インバウンドを中心とした宿泊者数の回復などから増加した。飲食は、23年初以降横ばい傾向が続いていたが、足もとで緩やかに回復している。
- 4月の消費者態度指数は38.3と、7ヵ月ぶりに前月から低下した。「暮らし向き」や「耐久消費財の買い時判断」を中心に全項目が低下した。急速な円安などによる物価上昇懸念から、5%以上の物価上昇を見込む割合が増加するなど期待インフレ率が上昇しており、消費者マインドの低下に影響を及ぼしているとみられる。



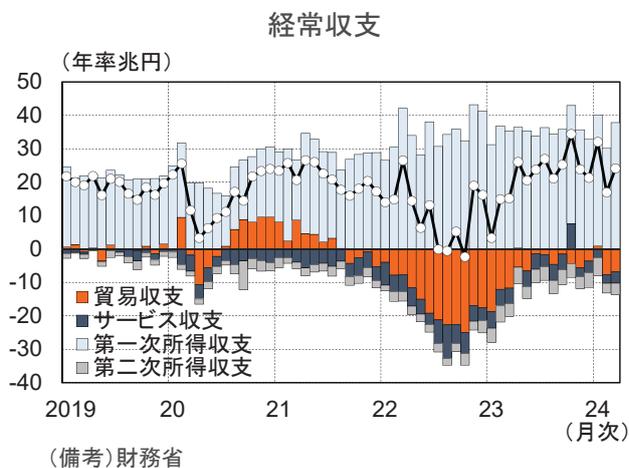
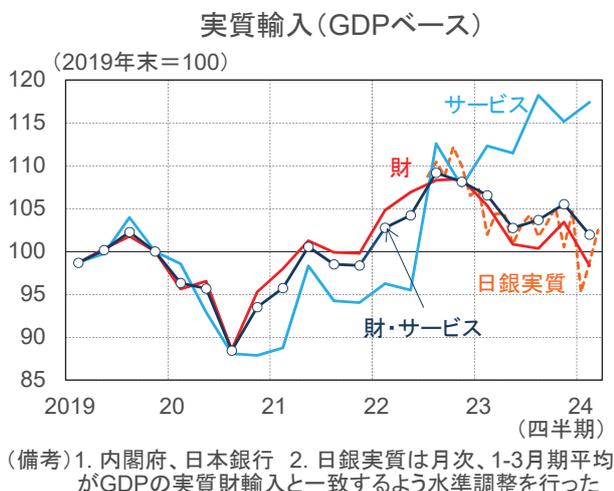
輸出は横ばい

- 1～3月期の実質輸出（GDPベース）は前期比年率18.7%減少した。サービス輸出はインバウンドの回復が続く一方、前期に大幅に増加した知的財産等使用料の受取の一服などにより減少した。財輸出も一部自動車メーカーの出荷停止などにより輸送用機器を中心に減少した。
- 3月の日銀実質輸出は前月比3.4%増、輸出数量指数は同3.4%増加した。財別では、輸送用機器や電気機器などが減少する一方、化学製品は増加した。先行きは、供給制約の緩和による輸送用機器の回復が頭打ちとなる一方、中国などの持ち直しが見込まれることで横ばい基調が続くとみられる。



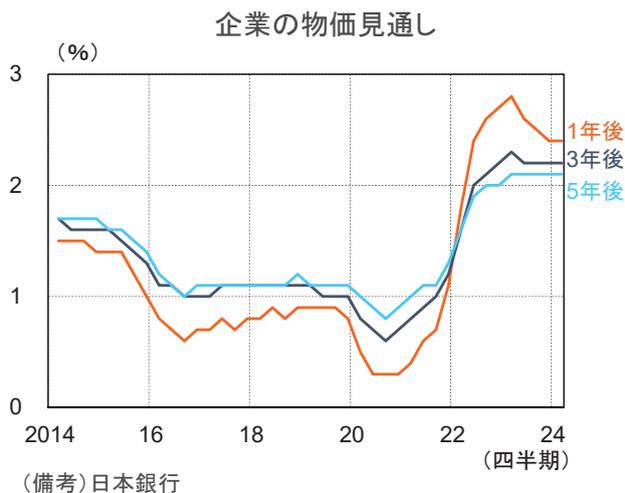
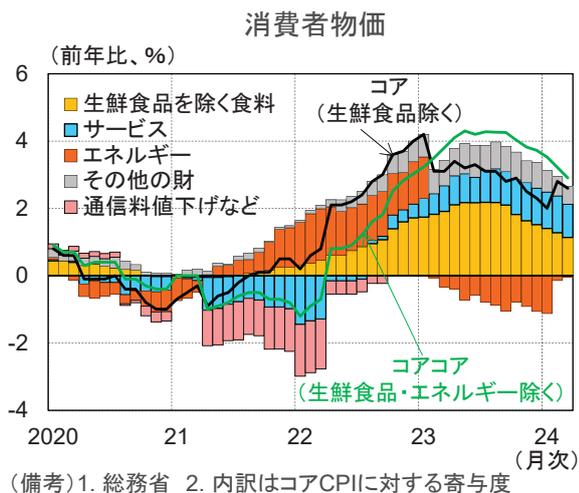
輸入は弱含み、経常黒字が続く

- 1～3月期の実質輸入（GDPベース）は、財輸入が化学製品や電気機器などで減少したことで、前期比年率12.8%減となった。一方で、サービス輸入は、日本人の海外旅行が持ち直したほか、海外に対するインターネット向けなどの広告料の支払い増により増加した。
- 3月の経常収支は黒字が拡大した。貿易収支は輸出が増加したことで赤字が縮小したほか、振れの大きい第一次所得収支も円安などによる海外子会社からの配当金の増加などで黒字が拡大した。サービス収支はデジタルサービスなどの支払い増加により赤字幅がやや拡大した。



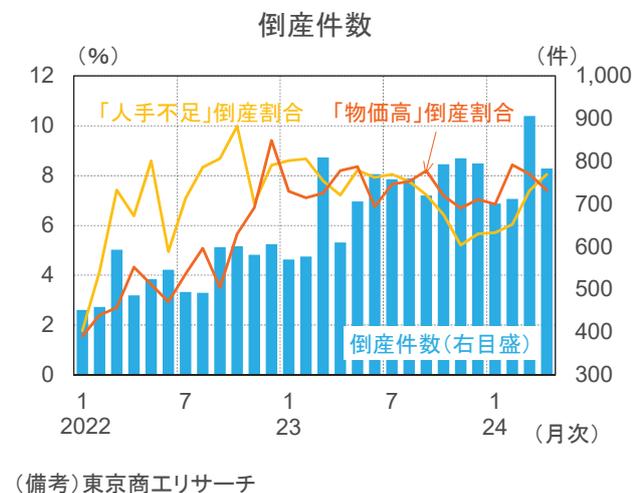
消費者物価の伸びは緩やかに鈍化

- 3月の消費者物価(除く生鮮食品)の伸びは、食料などが低下し縮小した。今後は、食料の伸び縮小が続くとみられるものの、6、7月の電気・ガス代の物価高対策終了によるエネルギーの拡大が見込まれるほか、人件費や輸送費上昇によるサービスなどの高止まりや円安を受けて、消費者物価は堅調な伸びが続くと見込まれる。
- 企業の物価見通しは、上昇ペースを維持した。1年後の物価見通しは、資源価格の下落などにより23年初をピークに低下基調だが足元で下げ止まるほか、3、5年後の物価見通しは、今後の賃上げや値上げなどの想定のもと、23年以降2%を超えて横ばいとなっている。



倒産は高止まり、企業の資金需要は緩やかに拡大

- 4月企業の倒産件数は783件となり、高止まりしている。原材料費や人件費が上昇する中、価格転嫁が進まない「物価高」を要因とする倒産の割合が、22年末にかけて上昇した後高止まっている。また、「人手不足」を理由とする倒産の割合は、23年半ば以降低下したが、今年に入り再び上昇している。
- 企業の資金需要DIは、コロナ禍での減収で資金ニーズが急拡大し、20年半ばに大きく上昇した。その後、経済活動の正常化に伴う資金繰りの好転で低下したものの、景気回復が続く中で資金需要が再度強まり、23年初頭にかけて緩やかに上昇した。23年半ば以降はやや低下したがプラス圏を維持しており、堅調な業績や設備投資の拡大などを背景に、資金需要は緩やかに拡大している。

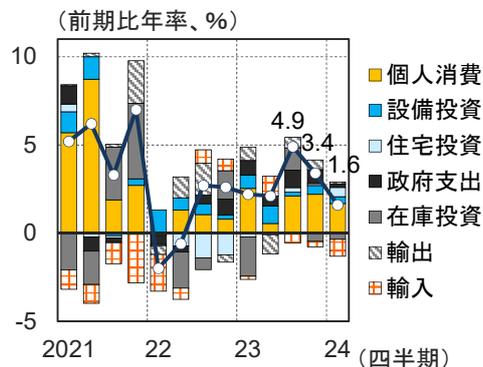


今月の論点

減速懸念がある中、堅調が続く

2024年1~3月期の実質GDP(速報値)は、前期比年率1.6%増加した。前期から伸びが縮小するものの、消費を中心に堅調に増加した。昨年後半に2%程度とされる潜在成長率を大きく超える伸びが続いたが、足元で落ち着きつつある。今後は利上げの影響などによる減速懸念はあるが、雇用や消費の好調が続く、24年も2%超の成長が続く見方が優勢である。

実質GDP成長率

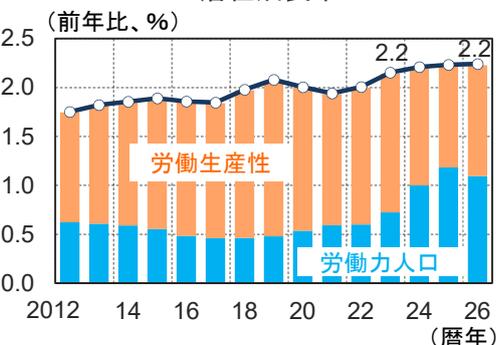


(備考)米商務省

潜在成長率は拡大

米国の潜在成長率はリーマンショック後に1.8%程度だったが、18年以降2%程度に上昇し、23年は2.2%に拡大した。潜在成長率の伸びを労働力人口と労働生産性に分けると、コロナ禍以降、労働力人口の寄与度が徐々に高まった。24年以降も労働力人口の寄与度は拡大してコロナ禍前より高い伸びが続くほか、労働生産性の向上もあり、2%超の潜在成長率が続くとみられる。

潜在成長率

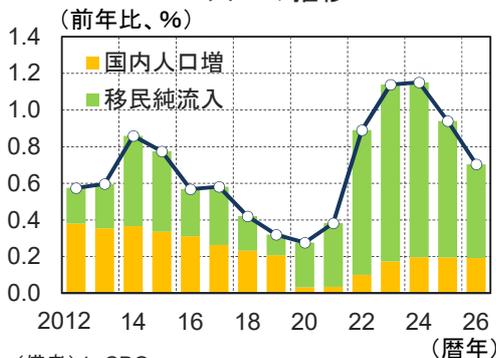


(備考)1. CBO(米議会予算局)
2. 内訳は潜在的な数値

移民が労働力人口増に貢献

近年の労働力人口増加の背景には、移民の増加と女性の労働参加の拡大がある。米国への移民は、コロナ禍以降バイデン政権の寛容な移民政策の下で大きく増加し、労働力供給の拡大に寄与した。24年以降も移民の大幅な増加が見込まれている。ただし、大統領選でトランプ氏が勝利した場合は、移民政策の厳格化により移民流入は減少する可能性がある。

人口の推移



(備考)1. CBO
2. 21年以降は予測

女性の労働参加の拡大も寄与

また、コロナ禍において、女性の労働参加率は子供の看護などの理由で大きく低下したが、22年以降、インフレによる家計圧迫や、リモートワークなどにより柔軟な働き方が進展したことで、全体を上回るペースで上昇し、労働力人口の増加に寄与した。潜在成長率の拡大は、米経済の強さを示す一方、中立金利の上昇につながり利下げ余地が小さくなっている可能性もある。

労働参加率



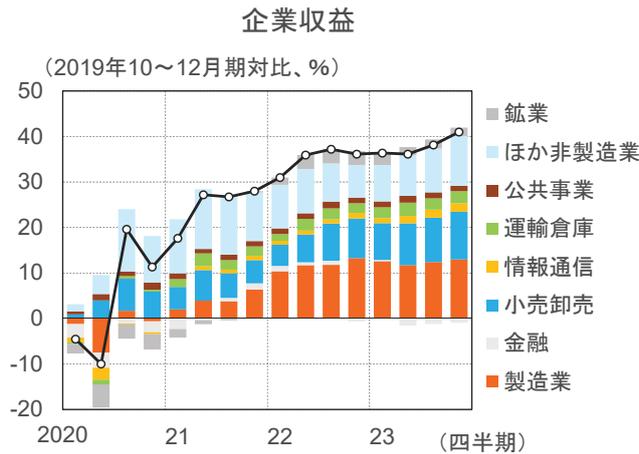
(備考)米労働省

【経済調査室エコノミスト 岳梁】

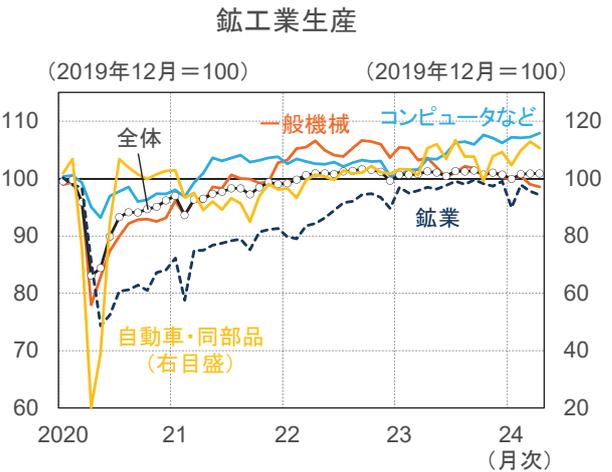
主要指標

企業収益は好調、鉱工業生産はおおむね横ばい

- 企業収益は、コロナの影響により20年上半期に大きく減少したが、その後は景気持ち直しに伴い回復した。22年半ば以降、景気の減速、利上げや仕入れ価格の高騰に伴い横ばいにとどまったが、23年に入り仕入れ価格の下落や堅調な景気などで製造業を中心に再び拡大した。
- 4月鉱工業生産は、前月比横ばいにとどまった。好調なコンピュータが増加したが、鉱業や一般機械などが弱い動きとなっており、23年以降均すとおおむね横ばいとなっている。



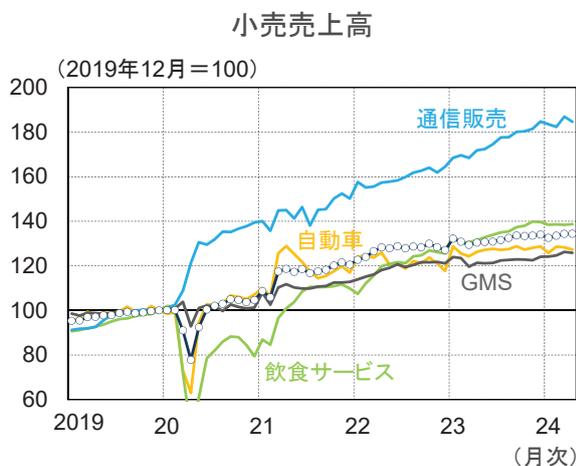
(備考) 1. 米商務省 2. 国内収益のみ



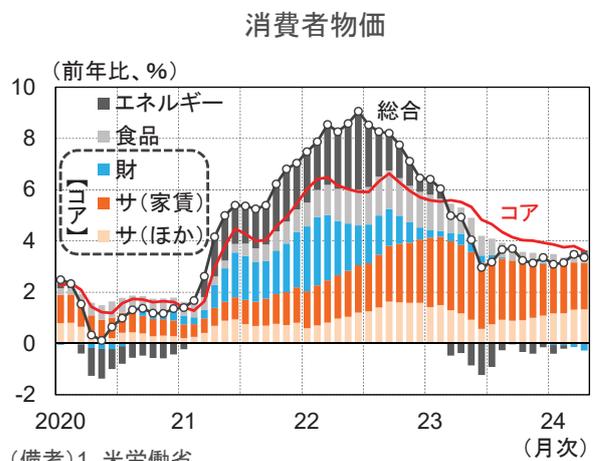
(備考)FRB

小売売上高は一服、消費者物価は3ヵ月ぶりに伸び鈍化

- 4月小売売上高は前月比横ばいにとどまり、一服感がみられる。イースターがあった前月からの反動もあり、通信販売やGMS(総合スーパー)が減少した。
- 消費者物価の伸びは昨年後半以降下げ渋っているが、4月の消費者物価は前年比3.4%上昇し、3ヵ月ぶりに伸びが鈍化した。エネルギー価格は2ヵ月連続で拡大したが、サービス価格の緩やかな鈍化に加えて、財価格のマイナス幅が拡大した。



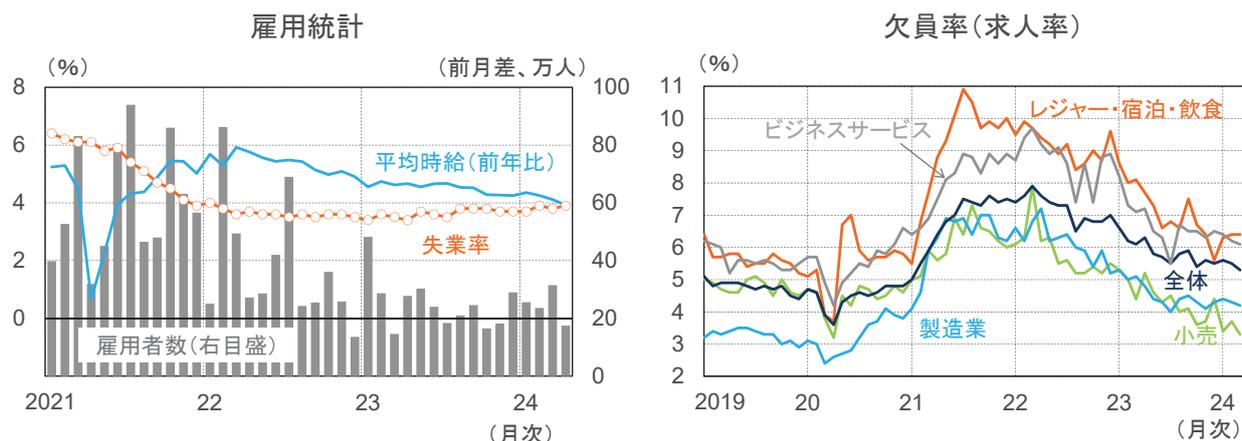
(備考)米商務省



(備考) 1. 米労働省
2. 内訳は総合に対する寄与度

労働市場は堅調も過熱感がやや和らぐ

- 4月雇用統計は、雇用の伸びが前月差17.5万人増となり堅調ながら減速した。また、失業率は3.9%と前月から上昇したほか、平均時給は前年比3.9%増となり伸びの鈍化も続いた。労働市場は引き続き堅調を維持しているが、過熱感は足元でやや和らいでいる。
- 労働需給を示す欠員率(求人率)をみると、21年以降コロナ禍からの景気回復による労働供給不足で大きく上昇したが、22年以降は労働供給が徐々に増える中、低下基調となっている。製造業のほか、レジャー・宿泊・飲食などのサービス産業は依然としてコロナ前を上回るが、全体として労働需給のひっ迫が解消されつつある。

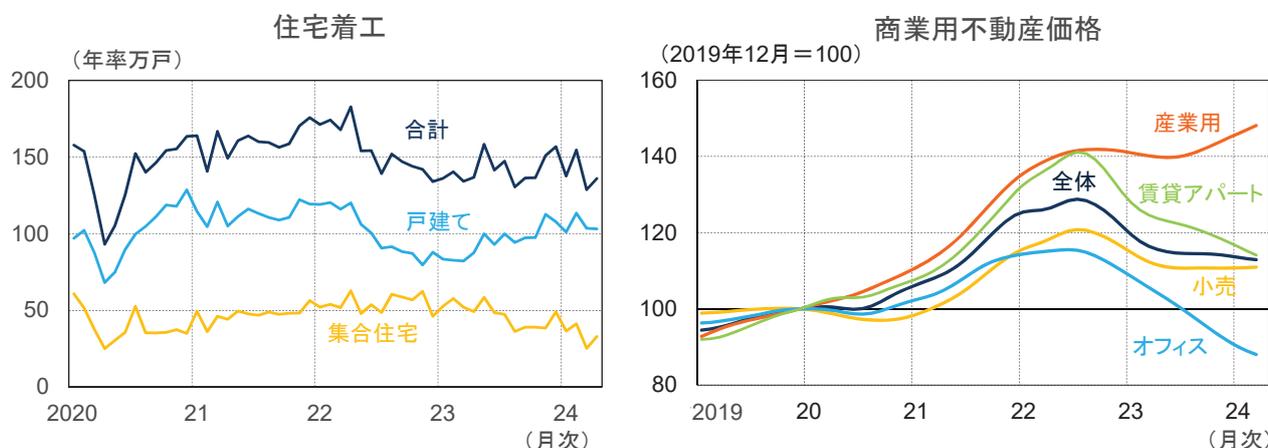


(備考)米労働省

(備考)1. 米労働省 2. 欠員率(求人率) = 求人数 / (求人数 + 雇用者数)
3. 米国の求人数は未充足の職務数とし欠員の意味合いがある

住宅着工はおおむね横ばい、商業用不動産価格は二極化

- 4月住宅着工は前月比5.7%増となったが、均すと23年以降おおむね横ばいとなっている。23年以降、集合住宅は商業用不動産への懸念が高まりアパートローンが厳しくなる中で減少した。一方、戸建ては利上げ停止に伴う長期金利のピークアウトもあり緩やかな増加基調となっている。
- 商業用不動産価格をみると、緩和的な金融環境によりコロナ禍以降高騰したが、22年以降は金利上昇に伴い下落した。その後、産業用は物流倉庫やデータセンター、ホテルなどの需要拡大もあり、価格が再び上昇した。一方、賃貸アパートは家賃規制など、オフィスはテレワークの定着などによる経営環境の悪化とともに物件への投資需要が減少し、下落している。



(備考)米商務省

(備考)LSEG Datastream

今月の論点

回復に足踏み

実質可処分所得は伸び悩み、貯蓄率は依然高水準

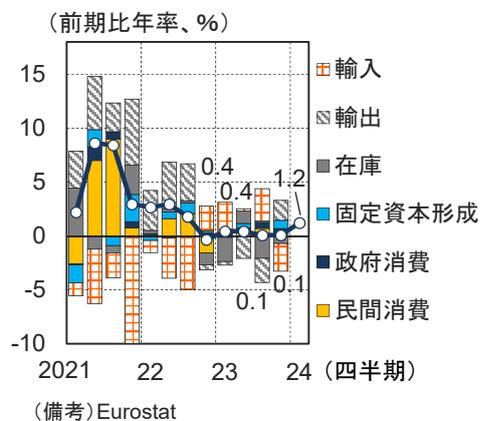
消費持ち直しに向け、過剰貯蓄の取り崩しに期待

EUの2024年1～3月期GDPは前期比年率1.2%増加した。前期マイナス成長だったドイツが増加したほか、フランスやスペインがプラス成長を維持した。22年後半以降の高インフレや金利上昇、外需の弱さから回復の足踏みが続いているが、24年はインフレ率の低下や利下げなどで成長率が徐々に持ち直し、25年以降は1%台半ばに高まるとみられる。

GDPの伸び悩みの要因の一つに消費の弱さがある。消費を所得と貯蓄から考えると、所得は21年半ばまで順調に増加したものの、21年後半からは高インフレに賃金上昇が追い付かず、名目では増加しているが実質可処分所得は伸び悩んでいる。貯蓄は、20年のコロナ感染拡大に伴う外出制限により、消費が抑制され貯蓄率が大きく上昇した。21年以降、消費の持ち直しに伴い低下したが22年後半に上昇しており、コロナ前に比べ高い水準が続く。実質可処分所得の伸び悩みに加え、景気の先行き不透明感に伴う節約志向を背景に所得が貯蓄に回っていることが欧州の消費を抑制している。

貯蓄率の高止まりにより過剰貯蓄は増加している。17～19年の平均貯蓄率で試算したフローの過剰貯蓄はコロナ禍で2千億ユーロ超となった後、貯蓄率の低下に伴い縮小したが23年に再び増加に転じた。ストックでは、23年10～12月期に1.1兆ユーロ、対名目GDP比で約7.8%まで拡大しており、消費マインド改善の遅れから過剰貯蓄の取り崩しは生じていない。ただし、インフレ率鈍化や利下げなどを契機に、景気持ち直しの兆しが見え先行きの不透明感が解消されれば、過剰貯蓄の一部が取り崩され消費持ち直しを後押しすることが期待される。

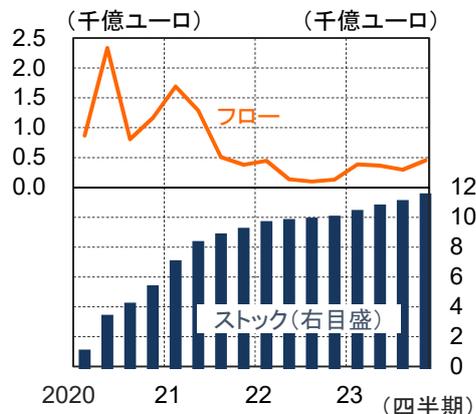
EU実質GDP成長率



可処分所得と貯蓄率(ユーロ圏)



家計の過剰貯蓄(ユーロ圏)

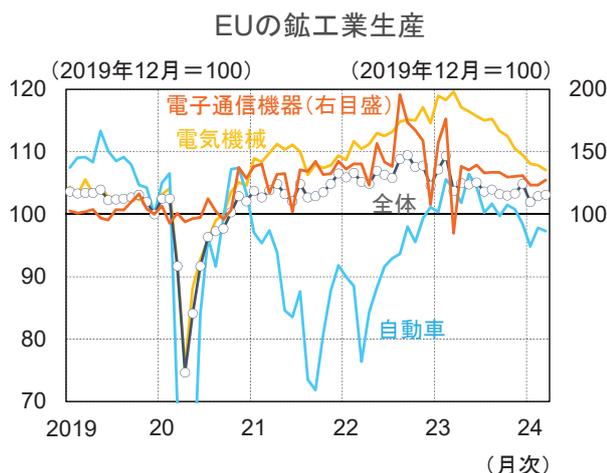


【経済調査室エコノミスト 浅井 拓也】

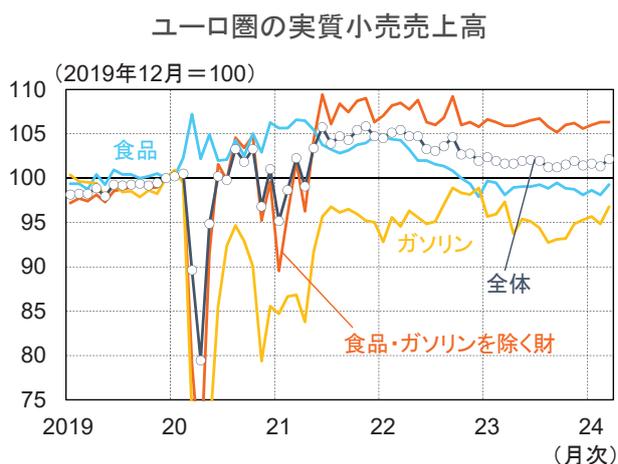
主要指標

生産はおおむね横ばい、小売は弱い動き

- 3月のEUの鉱工業生産は、自動車や電気機械の軟調が続いたが、電子通信機器の増加などで2月に続き小幅に増加した。23年3月に大きく減少してから弱い動きが続いているが、23年後半以降は均すとおおむね横ばいとなっている。
- ユーロ圏の3月実質小売売上高(除く自動車)は、前月比0.8%増加した。食品・ガソリンを除く財は横ばいだったが、ガソリンが2.0%増加したほか、食品が1.2%増加と高い伸びを示した。24年のイースター休暇が3月末から始まったことも増加の一因とみられ、基調としては弱い動きが続いている。



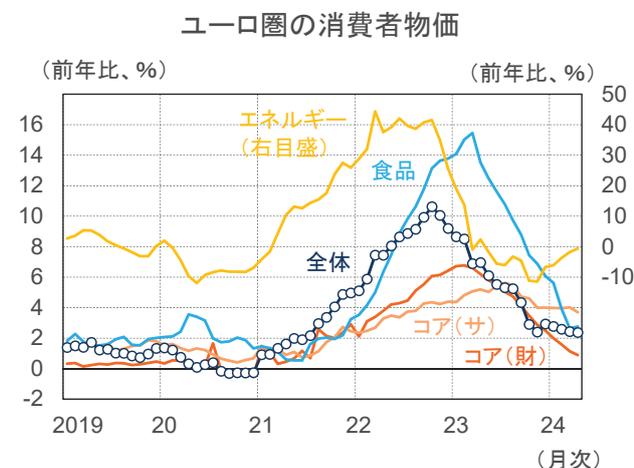
(備考)Eurostat



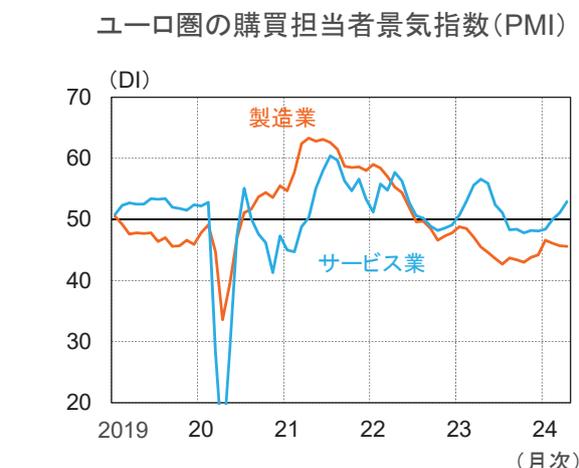
(備考)1. Eurostat 2. 自動車を除く

消費者物価の伸びは横ばい、企業景況感は持ち直しの兆し

- ユーロ圏の4月の消費者物価の伸びは、前年比2.4%と前月からほぼ横ばいだった。ただし、コアインフレ率は、財のほかこのところ下げ渋っていたサービス価格も3.7%に低下するなど着実に鈍化しており、市場ではECBが6月に利下げを実施する見方が強まる結果となっている。
- 企業の景況感を示す購買担当者景気指数(PMI)は、持ち直しの兆しがみえる。製造業は足元で足踏みしているものの23年8月を底に基調としては持ち直しに向かっている。サービス業は23年後半からのインフレ率の低下と高い賃金上昇率により消費の増加が見込まれる中、24年3月に好不況の目安である50を上回り4月は更に上昇した。今後は、インフレ率の鈍化やECBの利下げにより製造業の景況感も上向くことが期待される。



(備考)Eurostat



(備考)LSEG Datastream

今月の論点

一部に弱さが残るものの、持ち直し

2024年1～3月期の実質GDP成長率は政府目標をやや上回る前年比5.3%となり、前期比年率では前期の4.9%から6.6%に伸びが高まった。輸出が24年に入って増加基調に転じたことで、純輸出の前年比の寄与は5期ぶりにプラスに転じた。また製造業の設備投資やインフラ投資が堅調だったほか、春節期間が例年と比べて長いこともあり好調だったサービスにより、消費も底堅かった。財消費や住宅投資などの一部に弱さが残るものの、中国経済は持ち直している。

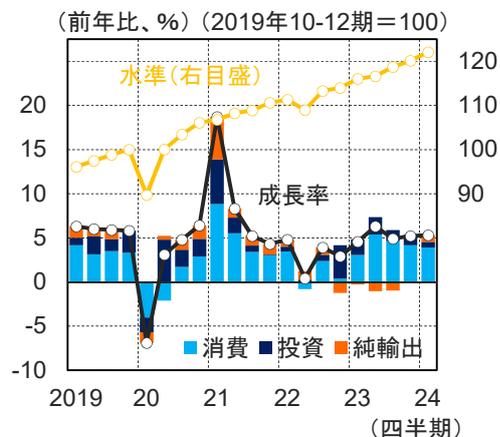
可処分所得や消費性向の弱い動きが長期化

個人消費を可処分所得と消費性向からみると、可処分所得の伸びは、コロナ前の19年までは前期比2%程度が続いたが、20年以降はコロナ禍で低下基調となった。23年にゼロコロナ政策が撤廃された後も、景気の持ち直しが緩慢な中で、弱さの残る状況が続いた。一方の消費性向は、住宅購入に資金が流入したこともあり、19年まで長期的に低下基調にあった。20年以降、政府による住宅価格の抑制策で投資対象としての住宅購入は手控えられたが、不安定な所得環境に加え、住宅不況が逆資産効果を伴ったことなどで、消費性向はコロナ前を下回り続けた。

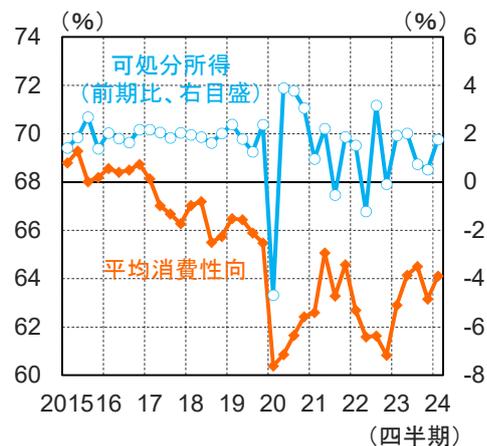
貯蓄の動機となる構造的な課題が残る

所得が消費や住宅に回らなかった結果、預金残高の名目GDP比は19年までの8割ほどから大きく高まり、足元では110%近くとなった。今後消費促進の政策なども追い風に、急増した貯蓄の一部は取り崩され、消費の原動力になる可能性がある。しかし、長期的な成長減速による将来への不安感や、住宅に代わる投資対象の少なさといった、貯蓄を動機づける構造的な課題は残る。貯蓄の取り崩しは抑制され、GDP比でみた預金残高も、19年の水準には当面戻らないとみられる。

実質GDP成長率



名目可処分所得、消費性向



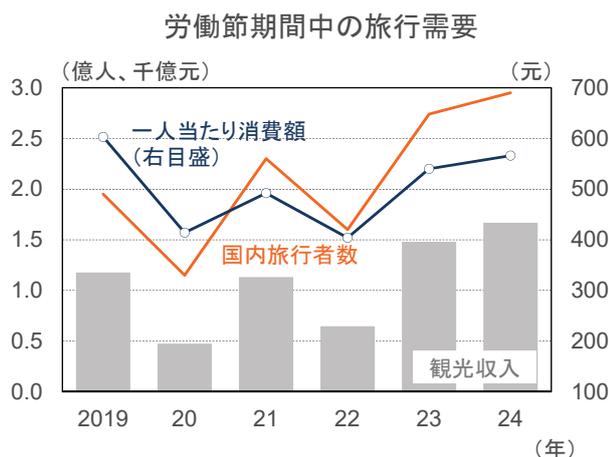
預金残高



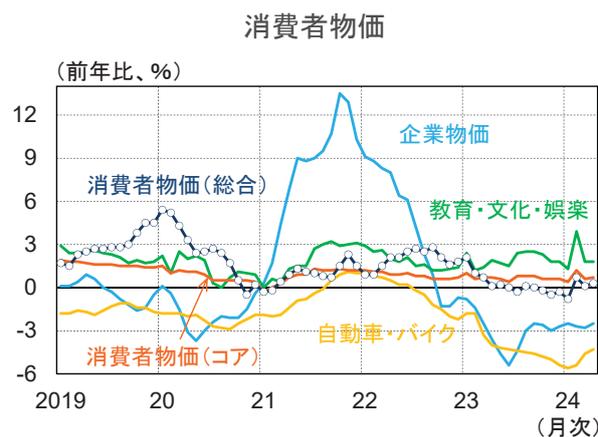
主要指標

労働節期間中の旅行需要は堅調、消費者物価は弱い動き

- 24年の労働節期間中の国内旅行者数と観光収入は、コロナ前を上回った前年から一段と増加し、堅調だった。旅行者一人当たりの消費額も、コロナ前の19年の水準は下回ったものの、前年からは緩やかに持ち直した。
- 4月の消費者物価は、エネルギー価格の高騰などにより前年比0.3%上昇し、前月から伸びは拡大したものの弱い動きが続いた。旅行需要の堅調により教育・文化・娯楽の伸びが2%近くで横ばいとなる一方、値引き競争が長引く自動車は、下落幅は縮小したもののマイナスの伸びが続いた。



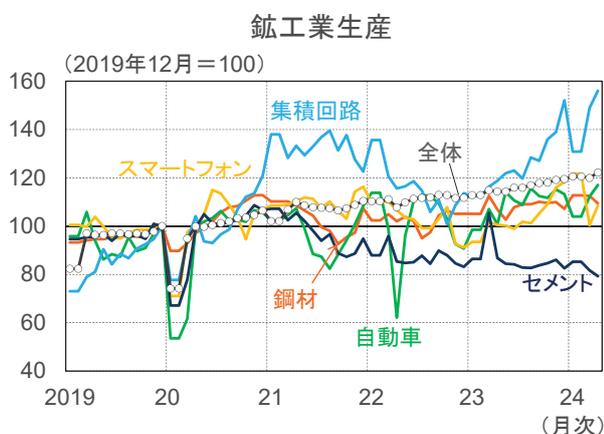
(備考) 1. 中国文化観光省、CEIC 2. 旅行者数は延べ数



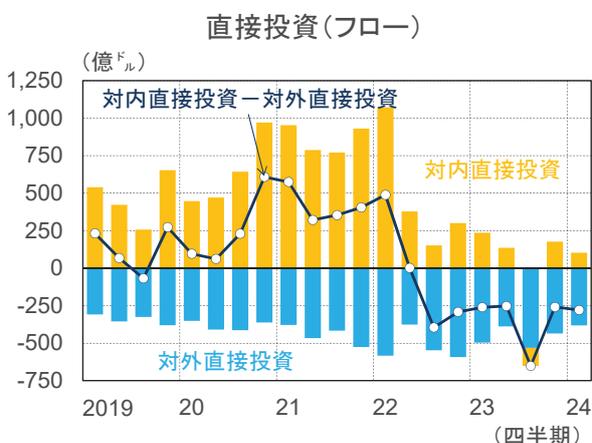
(備考) 1. 中国人民銀行、CEIC
2. コアは食品・エネルギーを除く指数

生産は緩やかに回復、対内直接投資は低迷

- 4月の鉱工業生産は前年比6.7%増加し、緩やかに回復している。自動車が増加したほか、国内生産の強化を進める集積回路の堅調が続いた。ただし住宅市況が低迷する中、セメントは低位での横ばいが続いた。
- 直接投資収支は、対外直接投資は均せば横ばいの動きが続く一方、対内直接投資の低迷により7期連続で赤字となった。対内直接投資は、ゼロコロナ政策で上海など大都市のロックダウンが行われた22年4~6月期に急減した後低調が続く、23年7~9月期は統計開始以来初めて流出超過となった。その後は幾分持ち直したが、内需回復の弱さに加え、米欧のデリスキングや改正反スパイ法への懸念もあり低迷が続いた。



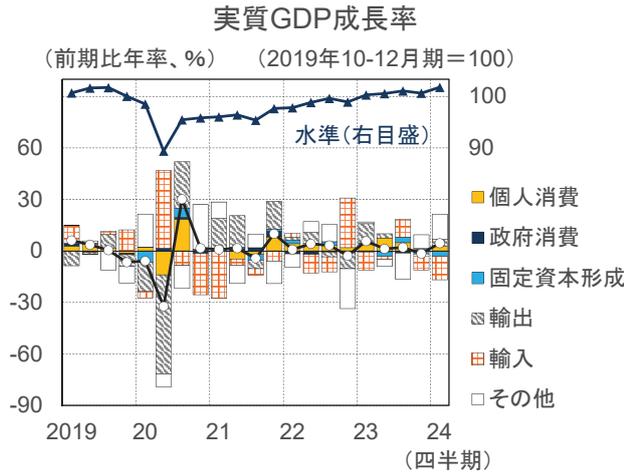
(備考) 1. 中国国家統計局、CEIC 2. 季節調整はDBJによる
3. 1、2月は年初来累計の平均値



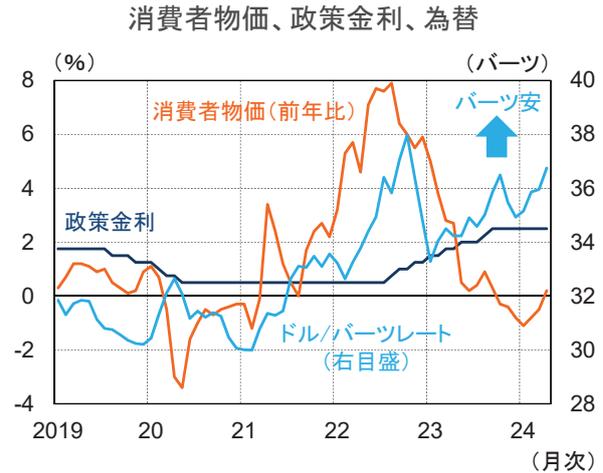
(備考) 中国国家外貨管理局、CEIC

タイ: 緩やかに回復している

- 2024年1~3月期の実質GDPは前期比年率4.6%増加し、緩やかに回復している。固定資本形成が予算編成の後ずれによる公共投資の遅れで減少する一方、サービス輸出がインバウンドの持ち直しで好調だったほか、個人消費も低インフレを追い風に増加した。
- 4月の消費者物価の伸びは、エネルギー補助金の終了や原油価格の上昇により、中銀の目標レンジ(1~3%)と比べると依然低いものの、7か月ぶりのプラスとなった。早期利下げ観測の後退に伴う米金利の上昇により通貨安圧力もかかる中、中銀は4月会合において、政策金利を3会合連続で据え置いた。



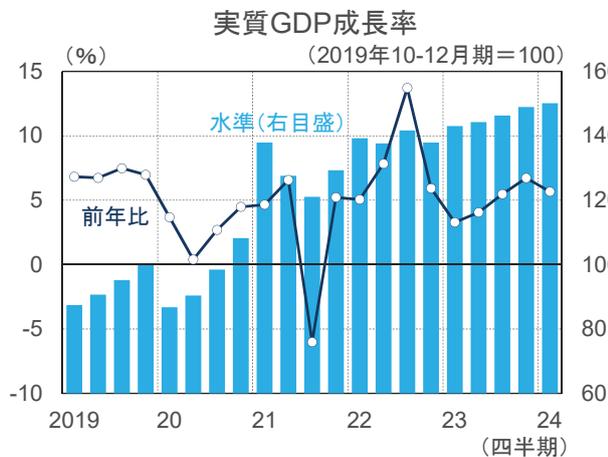
(備考)タイ国家経済社会開発委員会



(備考)タイ商務省、タイ銀行、LSEG Datastream

ベトナム: 緩やかに回復している

- 2024年1~3月期の実質GDPは、インフレ率の上昇で消費の伸びは鈍化したものの、輸出の拡大が続いたことなどで前年比5.7%増加し、緩やかに回復している。
- 輸出は23年以降増加基調が続く、貿易依存度の高いベトナム経済をけん引した。仕向け地別にみると、全体の2割弱を占める中国向けは、ゼロコロナ政策撤廃により23年前半は増加したものの、23年後半以降は内需の持ち直しが鈍化したことで減少基調に転じた。他方で、最大の輸出先である米国向けは、米国景気の堅調により24年に入っても増加基調が続いた。



(備考)1. ベトナム統計総局 2. 水準の季節調整はDBJによる

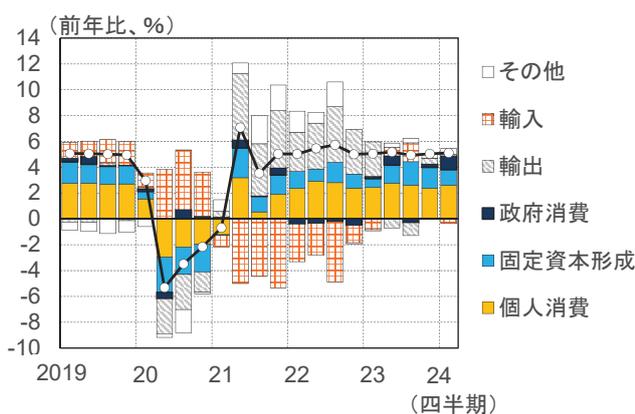


(備考)1. ベトナム税関総局 2. 季節調整はDBJによる

インドネシア:回復している

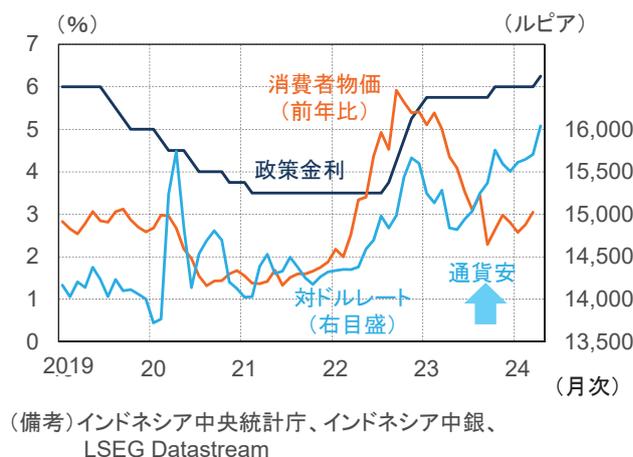
- 2024年1~3月期の実質GDPは前年比5.1%増加に伸びが拡大し、回復が続いた。2月の大統領選に向けて政府の選挙関連支出が拡大したほか、消費が活発になるラマダン(断食月)が3月上旬から始まったこともあり(昨年は3月下旬から)、消費も堅調に伸びた。
- インドネシア中銀は23年10月会合で、インフレ率は目標(2~4%)に収まるものの、通貨安の進行に伴い拡大するリスクがあるとして予防的な利上げを行った。その後は政策金利を据え置いたが、今年に入り米金利上昇を背景に通貨安が進み、インフレ率も拡大した。中銀は、通貨防衛とインフレ抑制のため、4月会合で再び利上げを行ったほか、断続的に為替介入を実施している。

実質GDP成長率



(備考)インドネシア中央統計庁

政策金利、物価、為替

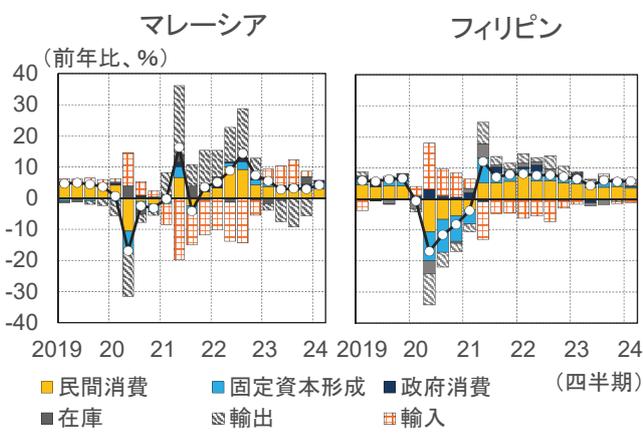


(備考)インドネシア中央統計庁、インドネシア中銀、LSEG Datastream

マレーシア、フィリピン:緩やかに回復している

- マレーシアの23年1~3月期実質GDPは前年比4.2%増加した。輸出が5四半期ぶりにプラスに転じたほか、民間消費も引き続き堅調に増加した。フィリピンも同5.7%増加し、輸出がプラスとなったほか民間消費が堅調に増加し、緩やかに回復している。先行きについては、堅調な内需に加えて、外需の持ち直しもあり、回復が続くとみられる。
- マレーシアとフィリピンの輸出をみると、コロナ禍からの景気回復に伴う世界的な財需要拡大により22年にかけて増加した。特に資源輸出の多いマレーシアは、資源高やウクライナ危機に伴う代替輸出もあり、大きく増加した。22年後半以降は資源価格の下落や中国などの景気減速で減少したが、今後は海外経済の回復により持ち直すとみられる。

実質GDP成長率



(備考)マレーシア統計局、フィリピン統計機構

輸出

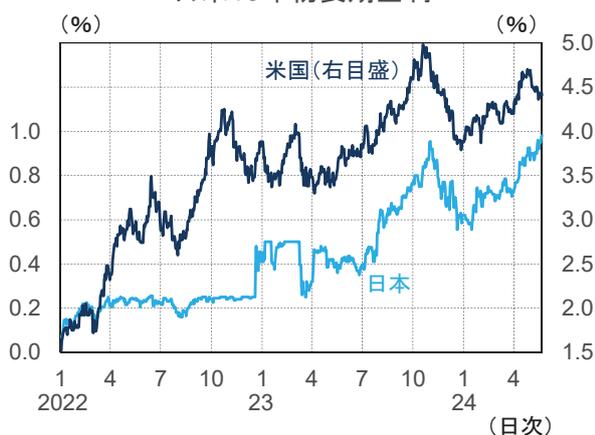


(備考)1. LSEG Datastream 2. 名目値
3. 季節調整はDBJによる

長期金利:5月に入り米国は低下、日本は上昇

- 米国の長期金利は、インフレ率の下げ渋りが意識される中、FRBによる利下げ観測が後退し、4月下旬に一時4.7%まで上昇した。5月に入ると、FOMCや消費者物価の結果を受け4.3%台に低下した。日本の長期金利は、米金利につれて0.9%に上昇し、5月中旬には日銀が予想外に国債買い入れを減額したことで、0.9%台後半へ一段と上昇した。
- 日銀は5月中旬の国債買い入れを減額した。残存期間5年超10年以下の国債の買い入れ予定額を、従来の4,750億円から500億円少ない4,250億円とした。日銀が四半期ごとに公表する買い入れ予定額のレンジ内ではあるが、市場では事実上の量的引き締めに向けた準備との受け止めが広がった。

日米10年物長期金利



(備考)日本相互証券、米財務省

日銀による長期国債の買い入れ額

残存期間	オファー金額(億円)		
	1回当たり予定 (24年4-6月)	実際のオファー	
		減額前	減額後
1年以下	1,500	1,500	1,500
1年超3年以下	3,000~4,500	3,750	3,750
3年超5年以下	3,500~5,000	4,250	4,250
5年超10年以下	4,000~5,500	4,750	4,250
10年超25年以下	1,000~2,000	1,500	1,500
25年超	500~1,000	750	750

(備考) 1. 日本銀行によりDBJ作成 2. オファー通知日は、減額前は4/24または5/7、減額後は5/13または5/17

株価:日米ともに上昇

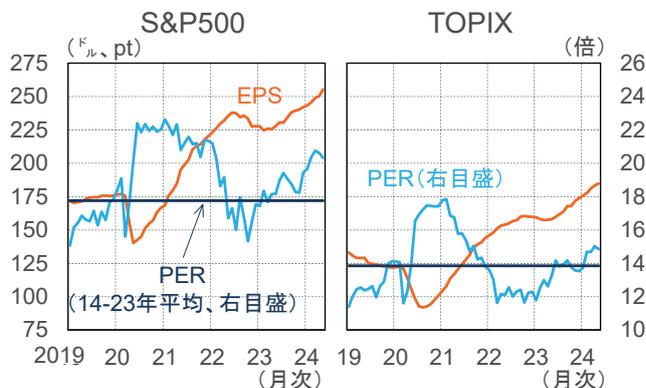
- 米国の株価は、4月中旬に中東情勢の緊迫化などにより下落したが、5月は緊迫感が和らいだほか24年後半の利下げ期待が強まったことなどから上昇した。日本株も米国株上昇につられ上昇した。
- 日米の株価を、企業業績を反映するEPS(一株当たり利益)と、投資家の期待を反映するPER(株価収益率)に分解すると、EPSは日米とも20年にコロナ禍での業績見通し悪化を受け一時的に下落したが、見直し改善とともに回復し、23年に入ってから好調な業績を受け上昇している。足元のPERは、日本株が目安とされる15倍程度の方、米国株は平均を大きく上回っており割高感がみられる。

日米株価



(備考)LSEG Datastream

日米株価の予想EPS、PER



(備考) 1. LSEG Datastream 2. EPSは12ヵ月先予想利益

為替:ドル円レートは一時160円台と34年ぶりの円安

- ドル円レートは、米金利が物価の伸び拡大で上昇し日米金利差の拡大が意識される中、4月下旬に1990年4月以来の160円台に円安が進んだ。4/29と5/1に政府日銀が円買い介入を実施したとみられる中、ドル円レートは一時153円台に急速に円高が進んだ。その後は、小売の一服やインフレ率の鈍化を受けた米金利の低下が落ち着く中、156円程度となっている。
- 円買い介入は、急激な円安を一時的に抑える効果があるが、コロナ禍以降ドル円レートはおおむね日米金利差と連動している。22年秋の円買い介入後に急速に円高となったが、その後23年初にかけては金利差の縮小により円高が進んだとみられる。足元も年初以降の金利差の拡大が円安圧力となっている。ドル円レートは米利下げ観測などで金利差が縮小すれば、円安圧力が徐々に解消されるとみられる。



(備考)1. 日本銀行 2. 17:00現在の銀行間取引レート



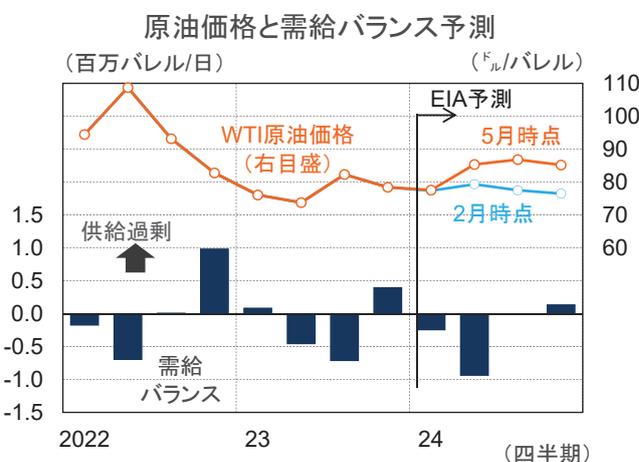
(備考)日本銀行、LSEG Datastream

原油価格:中東情勢の警戒感後退により反落

- WTI原油価格は、大きく上昇した前月から下落し80ドルを下回った。イスラエルとイランの報復攻撃が落ち着くほか、ガザ地区の戦闘休止の交渉再開などを受けた中東情勢の警戒感の後退が、下落要因となった。
- EIAの予測によると、原油需給バランスは、24年4~6月期にかけてOPECプラス加盟国の自主減産延長などによる供給不足が強まる見込みとなっている。原油価格は、24年4~6月に約85ドル/バレルまで上昇し、その後は一部加盟国の減産延長はあるものの、カナダなど非OPECの増産などで需給バランスが均衡し、年内は横ばいが続くとみられる。



(備考)LSEG Datastream



(備考)EIA(米エネルギー情報局)

外食：観光需要の好調もあり緩やかに回復

- 2024年3月の外食産業売上高は、5類移行後初めての歓送迎会シーズンを迎えたことや北陸新幹線の延伸開業などによる観光需要の好調もあり、前年比11.2%増加した。コロナ前の19年比では13.5%増となった。今後も円安によるインバウンド需要の好調や値上げなどにより、緩やかな回復が続くと見込まれる。
- 業態別では、期間限定商品が好調だったファーストフード、気温が低い中で温かいメニューが伸びたファミリーレストランなど全てで前年を上回った。パブレストラン・居酒屋は、中小規模の宴会需要が回復しつつあるものの、19年比では店舗数を含めて依然コロナ前の水準を約3割下回っている。
- 23年の海外における日本食レストラン数は、10年の約6倍に伸長し日本食への需要が高まっている。大手外食チェーンは国内市場の縮小が見込まれる中、米国などで食材調達、物流、店舗運営の足掛かりとなる企業買収を進めている。

売上高(前年比・19年比)

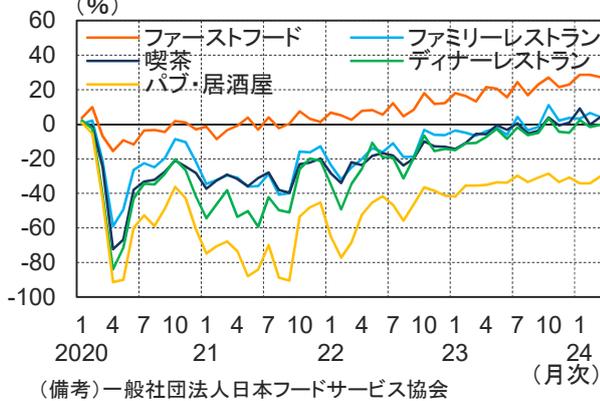


2024年3月の業態別売上高・店舗数

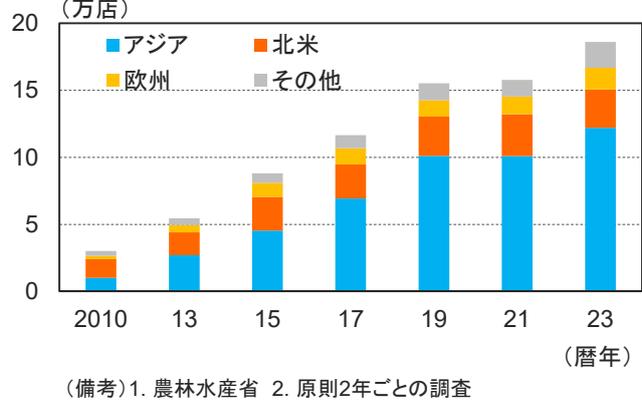
	売上高		店舗数	
	前年比	19年比	前年比	19年比
全体	11.2	13.5	▲ 0.7	▲ 8.6
ファーストフード	10.7	27.2	0.0	▲ 4.9
ファミリーレストラン	13.0	4.1	▲ 1.7	▲ 9.8
パブレストラン・居酒屋	6.2	▲ 30.2	▲ 2.9	▲ 32.5
ディナーレストラン	11.6	▲ 0.3	▲ 3.0	▲ 16.2
喫茶	10.0	4.2	0.1	▲ 7.0
その他	7.2	18.2	3.6	1.1

(備考)一般社団法人日本フードサービス協会

業態別売上高(19年比)



海外における日本食レストラン数



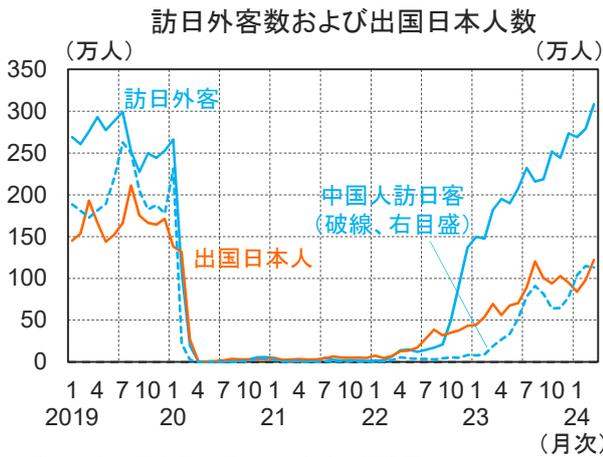
カーボン・ニュートラル(CN)や最近の話題

最近の話題	ゼンショーHD	米国・英国などで寿司テイクアウト店など約3,000店を運営する「SnowFox Topco」を買収(23年6月)
	ワタミ	米国で寿司の加工・卸売事業を展開する「Sonny Sushi Company」を買収(24年4月)
	エターナルホスピタリティグループ	米国ロサンゼルス市の焼き鳥店「HASU」を買収。海外展開を進めるため鳥貴族HDから社名変更(24年5月)
CN目標 / 進捗	日本マクドナルド	20年度約2.5万トンを削減(19年度比)。50年までに実質ゼロ(23年3月) レジ袋有料化を長崎県で先行導入(24年4月)
国内CN動向	ワタミ	22年度のスコープ3のフランチャイズ排出量は39万トンを削減(23年10月)
	ガスト(すかいらーくHD)	環境配慮型のモデル店舗を開業。太陽光発電設備とCO ₂ フリー電力などを導入し、年間約88万トンのCO ₂ 削減を見込む(23年8月)

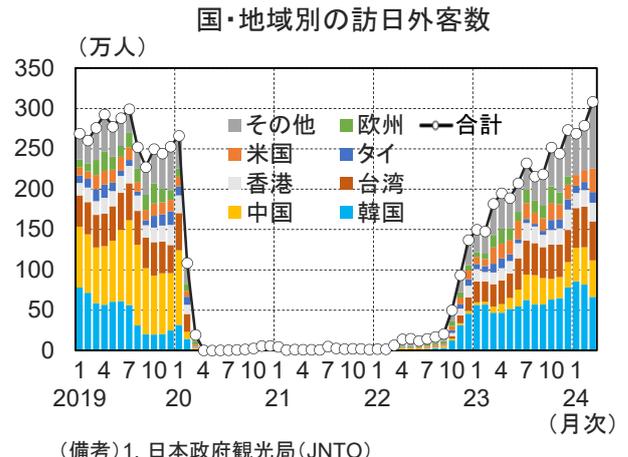
(備考)各種資料によりDBJ作成

旅行・ホテル：インバウンドは単月で過去最高の300万人を突破し、コロナ前の水準から回復

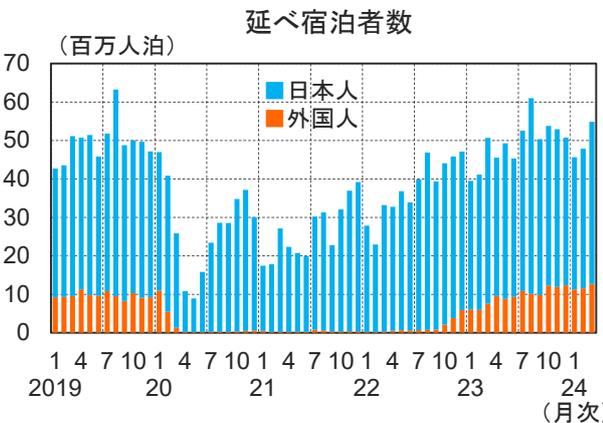
- 2024年3月の訪日外客数（インバウンド）は、今年のイースター休暇（キリスト教圏の祝日）が3月から始まったことなどにより、単月で過去最高の約308万人となり、23年10月以降はコロナ前の同月水準を上回った。中国からの訪日客は約45万人と19年同月比65%にとどまるものの、日本・中国間の24年夏期（3/31～10/26）旅客便数は23年冬期比44%増となっており、今後の緩やかな回復が見込まれる。
- 24年3月の出国日本人数は、19年同月比63%の122万人にとどまった。円安などにより足踏みが続いている。
- 24年3月の延べ宿泊者数は5,486万人泊となり、19年同月比7.2%増（外国人33.4%増、日本人1.3%増）と、外国人利用の増加が全体を押し上げた。一方、増加するインバウンド需要に対して人手不足により稼働率を上げられない宿泊施設もあったことなどから、3月の客室稼働率は59.7%となり、19年同月を3.7%下回った。



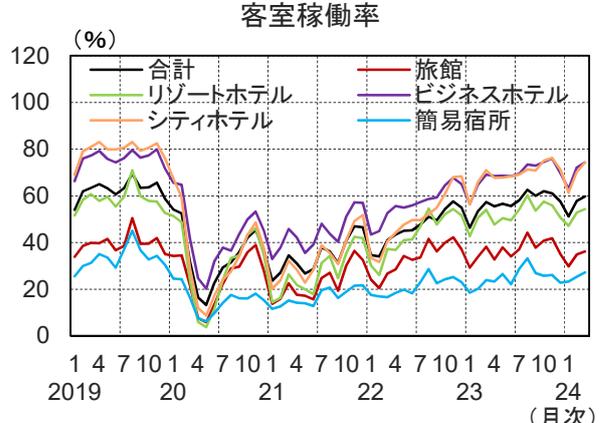
（備考）出入国在留管理庁、日本政府観光局（JNTO）



（備考）1. 日本政府観光局（JNTO）
2. 24年1月以降の「その他」には欧州を含む



（備考）1. 観光庁 2. 3月は速報値



（備考）1. 観光庁 2. 3月は速報値

最近の話題

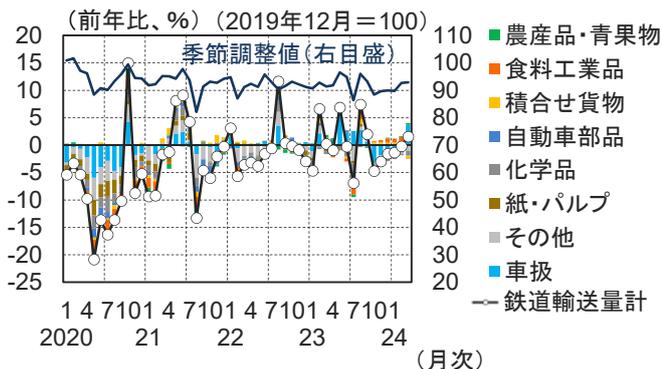
最近の話題	訪日外国人消費動向調査（24年1-3月期）	訪日外国人旅行消費額は、約1.75兆円（19年同期比52%増）と四半期として過去最高となった。国籍・地域別では、2割を占めた中国が1位となった（24年4月）
	外国人の入国者、日本渡航前に事前審査へ	政府は、米国などですでに導入されている「電子渡航認証システム」を参考に、短期ビザ免除の外国人を対象に、日本渡航前に事前審査を行う方針を固めた
	訪日デジタルノマド向けサービス開始	福岡県で、コワーキングスペースが24時間利用可能になるほか、コミュニティに関する情報などを提供する「デジタルノマドプラン」の運用を開始（24年3月） 平日連泊に特化したホテル予約サイト「Otell」が、訪日デジタルノマド向け英語サービスページをリリース（24年4月）
CN目標 / 進捗	日本ホテル協会	国内のホテル事業において、30年度までに10年度比15%削減 22年度進捗率：120%（23年9月）

（備考）経団連カーボンニュートラル行動計画23年度フォローアップ結果、各種報道によりDBJ作成

貨物輸送：陸上輸送量は横ばい基調、コンテナ運賃は高止まり

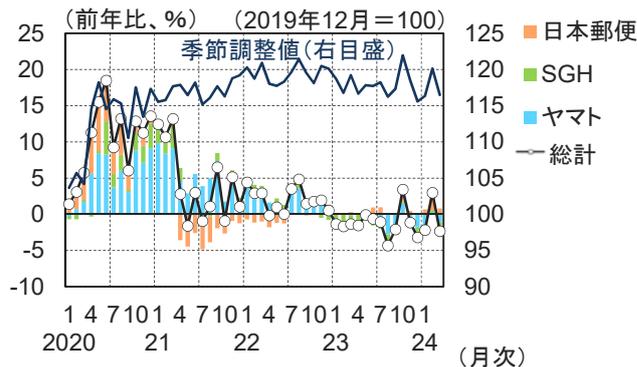
- 2024年3月のJR貨物輸送量は前年比1.6%増加したが、基調としては横ばいが続いた。コンテナ扱は地震に伴う輸送障害により減少した一方、車扱は気温が平年よりも低かったことによる燃料需要の増加により石油を中心に輸送量が一時的に増加した。
- 24年3月の宅配便取扱個数は前年比2.3%減少した。コロナからの回復に伴う実店舗への回帰による影響のほか、物価高を背景に宅配便需要の弱含みが継続した。

JR貨物輸送量



(備考) 1. 日本貨物鉄道 2. 車扱以外の各品目はコンテナ扱

宅配便取扱貨物個数



(備考) ヤマト運輸、日本郵便、SGホールディングス

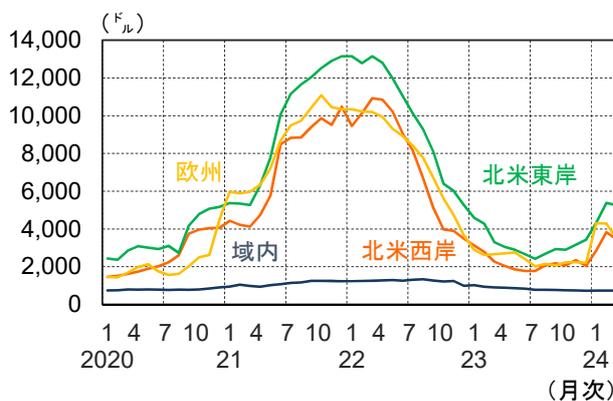
- 外航ばら積み船の運賃を示すバルチック海運指数は、3月は輸送需要の回復に伴い上昇した。コンテナ運賃は米国の堅調な輸送需要により上昇基調にあったが、紅海迂回の定着により頭打ちとなった。一方で、パナマ運河の渾水や迂回の影響が続いており、高止まりする見込み。

バルチック海運指数の推移



(備考) 日本海事センター

アジア発 コンテナ運賃推移



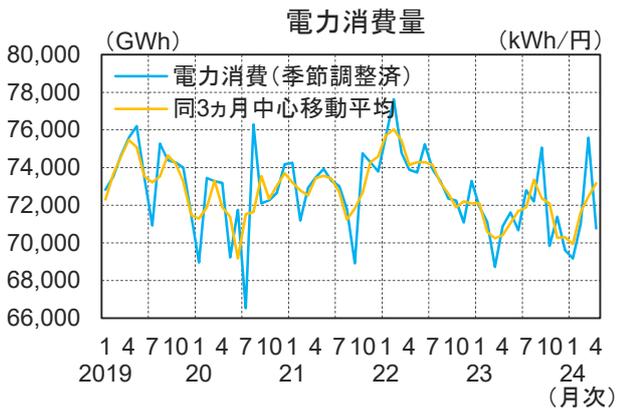
(備考) 1. 日本海事センター 2. 運賃は各コンテナサイズ・航路の平均に季節調整をし算出 3. 航路は右記の通り【北米西岸】上海・横浜/ロサンゼルス、【北米東岸】上海・横浜/ニューヨーク、【欧州】上海・横浜/ロッテルダム・ジェノバ、【域内】横浜/香港・釜山

カーボン・ニュートラル(CN)や最近の話題

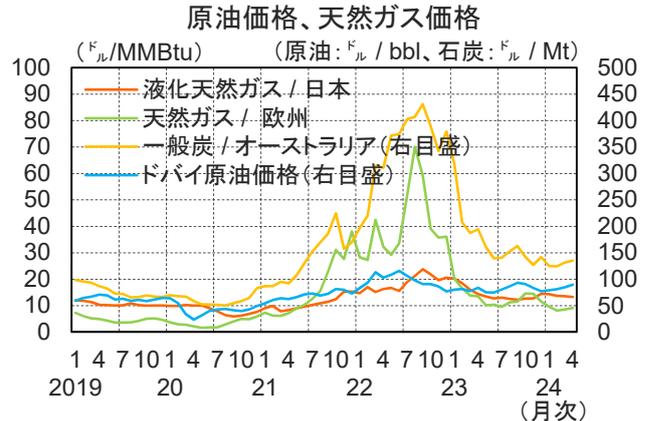
最近の話題	岸田総理が自動物流道路の基本的な枠組みのとりまとめを指示	構造的な物流危機への対応、温室効果ガス排出削減の切り札として自動物流道路の構築に向けた検討会を24年2月から開催しており、夏ごろをめどに中間とりまとめを行う予定
CN目標 / 進捗	佐川急便・ユウグレナ	消費者・荷主・運送事業者の三者が協力し、温室効果ガスの排出量削減に取り組む「サステナブル配送プロジェクト」により、配送の一部にバイオディーゼル活用し、約4.11t ₂ のCO ₂ 排出量を削減した

電力: 需要は低温により一時増加も、均せば低迷

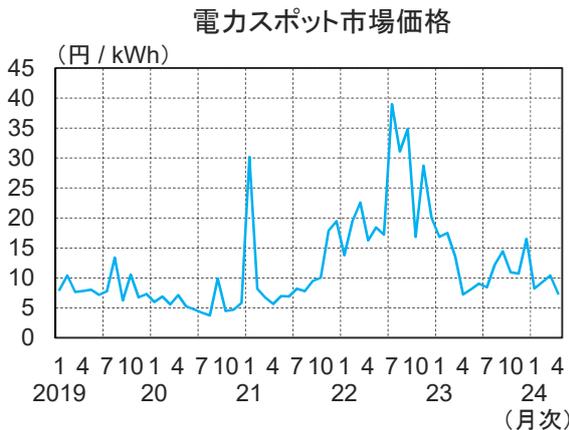
- 電力需要は、2024年3月に低温の影響で暖房需要が増加したことなどから一時増加(前年比9.9%増)したが、4月は減少。均してみれば節電志向などにより低位横ばいが続いた。
- 主要国首脳会議(G7)は、排出削減対策を取らない石炭火力発電を30年~35年までの間、あるいは各国の1.5°C目標が達成可能な期間内に段階的に廃止することで合意した。日本政府は第6次エネルギー基本計画において、石炭火力の発電電力量に占める割合を19年の32%から30年に約19%まで引き下げる目標を掲げており、非効率石炭火力のフェードアウトや石炭火力へのアンモニアなど混焼をより一層加速させる必要がある。



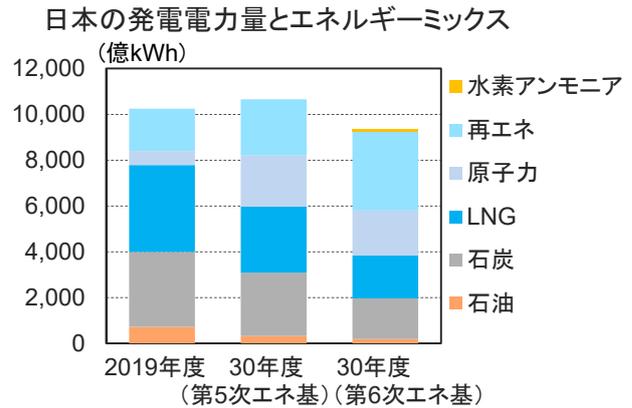
(備考) 1. 電力広域的運営推進機関「広域機関システム」[需要実績データ](19~23年) 2. 季節調整はDBJによる



(備考) 世界銀行、独立行政法人石油天然ガス・金属鉱物資源機構



(備考) JEPX「市場情報」



(備考) 経済産業省資料によりDBJ作成

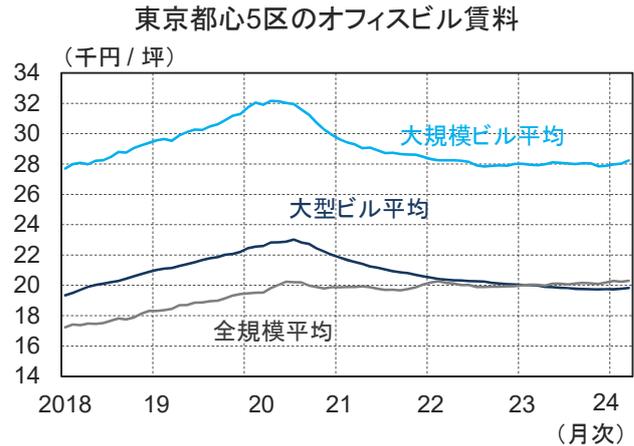
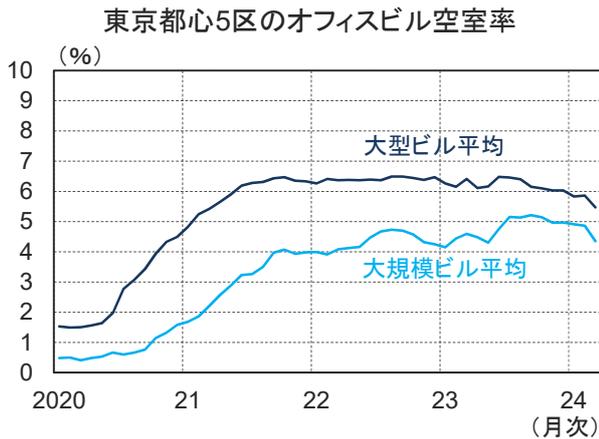
カーボン・ニュートラル(CN)や最近の話題

最近の話題	G7エネ相会合	G7は気候・エネルギー・環境相会合において、排出削減対策を取らない石炭火力発電の段階的な廃止や、変動型再エネの主電源化に伴って必要となる蓄電技術や送配電網への投資拡大に合意した。また、核融合発電が気候変動とエネルギー安全保障の課題解決になる可能性が示された(24年4月)
国内CN動向	2022年度排出量	経済産業省は22年度のエネルギー需給実績を取りまとめた。最終エネルギー消費量は製造業の生産活動縮小・省エネ進展や暖冬の影響などによって、前年度比3.3%減の11,842PJとなり、エネルギー起源CO ₂ 排出量も2.3%減の964Mt-CO ₂ となった(24年4月)
	洋上風力促進区域(第2ラウンド)	洋上風力発電の促進区域「秋田県八峰町、能代市沖」の発電事業者として、ジャパン・リニューアブル・エナジー、イベルドローラ・リニューアブルズ・ジャパン、東北電力によって構成されるコンソーシアムが選出された(24年4月)
	東京ガス	東京ガスグループはカーボンニュートラルロードマップ2050を発表し、天然ガスの高効率利用やe-methaneの導入拡大、再エネ取引量の拡大などによって、40年時点でCO ₂ 排出量6割減を目指すことを表明した(24年3月)

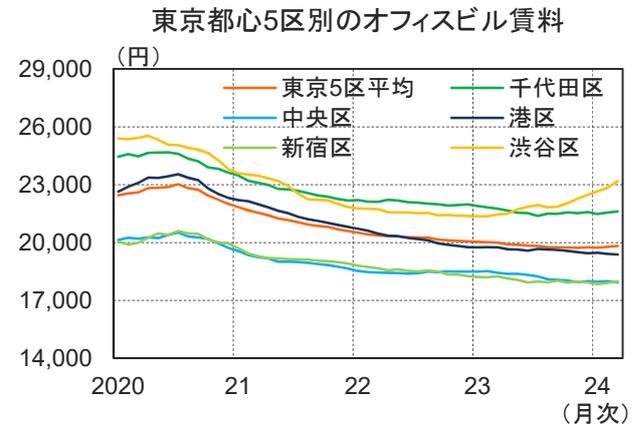
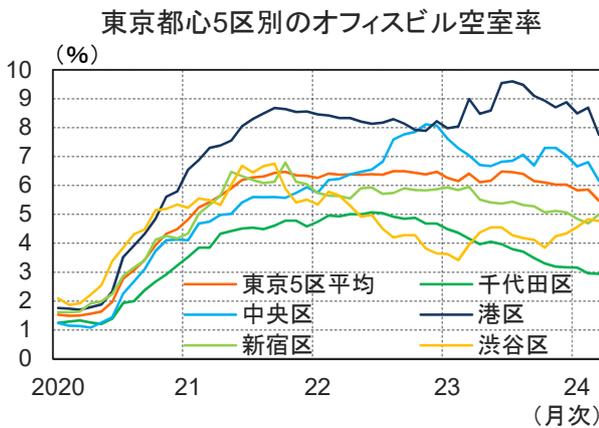
(備考) 各種報道によりDBJ作成

不動産：空室率は5%台前半に低下、平均賃料は2ヵ月連続上昇

- 2024年3月の東京都心5区の大型ビル平均空室率は5.47%（前月比▲0.39%）となり、約3年ぶりに5%台前半に低下した。新築大規模ビルの大型空室の成約が進んだことで、空室面積はこの1ヵ月で約3万1千坪減少した。平均賃料は前月に続き上昇し、19,820円（前月比+44円）となった。
- 東京都心各区の空室率をみると、港区では、大規模ビルの竣工が続き空室率が一時9%台まで上昇していたが、7%台に大きく低下し、地区全体の空室率を押し下げた。賃料をけん引したのは渋谷区で、ITやエンターテインメント系の企業を中心にオフィスの移転・拡張が活発であり、昨年からの賃料上昇が続いている。



（備考：両図共通）1. 三鬼商事、三幸エステート 2. 都心5区は千代田、中央、港、新宿、渋谷 3. 大型は基準階面積100坪、大規模は200坪以上



（備考）1. 三鬼商事 2. 大型は基準階面積100坪以上

（備考）1. 三鬼商事 2. 大型は基準階面積100坪以上の賃貸オフィスビル

カーボン・ニュートラル(CN)や最近の話題

最近の話題	デベロッパーによるLP出資	三井不動産：脱炭素に特化した国内外ベンチャーキャピタル(VC)ファンド3本に出資
CN目標 / 進捗	国土交通省 経済産業省 環境省 (21年8月)	脱炭素社会に向けた住宅・建築物における省エネ対策等のあり方・進め方 2050年 ストック平均でZEH・ZEB基準の水準の省エネ性能が確保され、導入が合理的な住宅・建築物において太陽光発電設備などの再生可能エネルギーの導入が一般的となること 2030年 新築される住宅・建築物についてZEH・ZEB基準の水準の省エネ性能が確保され、新築戸建住宅の6割に太陽光発電設備が導入
国内CN動向	デベロッパーによる発電事業 金融商品	東急不動産：自社で発電事業を有する強みで脱炭素不動産開発 ヒューリック：自前の太陽光発電所設置、全物件電力をCO ₂ ゼロの再エネ化 みずほ銀行：サステナビリティ不動産ノンリコースローン 三菱UFJ信託：省エネ不動産に特化したJ-REITの貸出債権運用商品

（備考）各種報道によりDBJ作成

世界経済見通し

(%)

[2023年構成比]	IMF予測										OECD予測				
	実質GDP成長率					消費者物価上昇率					実質GDP成長率				
	2023 24/4	2024 24/1 24/4		2025 24/1 24/4		2023 24/4	2024 24/1 24/4		2025 24/1 24/4		2023 23/11	2024 23/11 24/2		2025 24/2	
世界計	3.2	3.1	3.2	3.2	3.2	6.8	5.8	5.9	4.4	4.5	2.9	3.1	2.7	2.9	3.0
先進国・地域 [41.2]	1.6	1.5	1.7	1.8	1.8	4.6	2.6	2.6	2.0	2.0	1.7	-	1.4	-	-
日本 [3.7]	1.9	0.9	0.9	0.8	1.0	3.3	-	2.2	-	2.1	1.7	1.9	1.0	1.0	1.0
米国 [15.6]	2.5	2.1	2.7	1.7	1.9	4.1	-	2.9	-	2.0	2.4	2.5	1.5	2.1	1.7
カナダ [1.4]	1.1	1.4	1.2	2.3	2.3	3.9	-	2.6	-	1.9	1.2	1.1	0.8	0.9	1.9
英国 [2.2]	0.1	0.6	0.5	1.6	1.5	7.3	-	2.5	-	2.0	0.5	0.3	0.7	0.7	1.2
EU [14.5]	0.6	1.2	1.1	1.9	1.8	6.3	-	2.7	-	2.4	-	-	-	-	-
ドイツ [3.2]	▲0.3	0.5	0.2	1.6	1.3	6.0	-	2.4	-	2.0	▲0.1	▲0.1	0.6	0.3	1.1
フランス [2.2]	0.9	1.0	0.7	1.7	1.4	5.7	-	2.4	-	1.8	0.9	0.9	0.8	0.6	1.2
イタリア [1.8]	0.9	0.7	0.7	1.1	0.7	5.9	-	1.7	-	2.0	0.7	0.7	0.7	0.7	1.2
オーストラリア [1.0]	2.1	1.4	1.5	2.1	2.0	5.6	-	3.5	-	3.0	1.9	2.0	1.4	1.4	2.1
ニュージーランド [0.2]	0.6	-	1.0	-	2.0	5.7	-	3.1	-	2.5	1.6	-	1.3	-	-
香港 [0.3]	3.2	-	2.9	-	2.7	2.1	-	2.3	-	2.3	-	-	-	-	-
シンガポール [0.4]	1.1	-	2.1	-	2.3	4.8	-	3.0	-	2.5	-	-	-	-	-
台湾 [1.0]	1.4	-	3.1	-	2.7	2.5	-	1.9	-	1.6	-	-	-	-	-
韓国 [1.7]	1.4	2.3	2.3	2.3	2.3	3.6	-	2.5	-	2.0	1.4	1.3	2.3	2.2	2.1
新興市場国と発展途上国 [58.8]	4.3	4.1	4.2	4.2	4.2	8.3	8.1	8.3	6.0	6.2	-	-	-	-	-
アジア [33.4]	5.6	5.2	5.2	4.8	4.9	2.4	-	2.4	-	2.8	-	-	-	-	-
中国 [18.7]	5.2	4.6	4.6	4.1	4.1	0.2	-	1.0	-	2.0	5.2	5.2	4.7	4.7	4.2
マレーシア [0.7]	3.7	4.3	4.4	4.4	4.4	2.5	-	2.8	-	2.5	-	-	-	-	-
タイ [0.9]	1.9	4.4	2.7	2.0	2.9	1.2	-	0.7	-	1.2	-	-	-	-	-
フィリピン [0.7]	5.6	6.0	6.2	6.1	6.2	6.0	-	3.6	-	3.0	-	-	-	-	-
インドネシア [2.5]	5.0	5.0	5.0	5.0	5.1	3.7	-	2.6	-	2.6	4.9	4.9	5.2	5.1	5.2
ベトナム [0.8]	5.0	-	5.8	-	6.5	3.3	-	3.7	-	3.4	-	-	-	-	-
ブルネイ [0.0]	1.4	-	2.4	-	2.5	0.4	-	1.3	-	1.0	-	-	-	-	-
カンボジア [0.1]	5.0	-	6.0	-	6.1	2.1	-	2.3	-	3.0	-	-	-	-	-
ラオス [0.0]	3.7	-	4.0	-	4.0	31.2	-	21.5	-	14.7	-	-	-	-	-
ミャンマー [0.2]	2.5	-	1.5	-	2.0	27.1	-	15.0	-	7.8	-	-	-	-	-
インド [7.6]	7.8	6.5	6.8	6.5	6.5	5.4	-	4.6	-	4.2	6.3	6.7	6.1	6.2	6.5
バングラデシュ [0.8]	6.0	-	5.7	-	6.6	9.0	-	9.3	-	6.1	-	-	-	-	-
中東・中央アジア [7.5]	2.0	2.9	2.8	4.2	4.2	16.7	-	15.5	-	11.8	-	-	-	-	-
パキスタン [0.9]	▲0.2	2.0	2.0	3.5	3.5	29.2	-	24.8	-	12.7	-	-	-	-	-
サウジアラビア [1.3]	▲0.8	2.7	2.6	5.5	6.0	2.3	-	2.3	-	2.0	-	▲0.9	-	2.4	4.2
イラン [1.0]	4.7	3.7	3.3	3.2	3.1	41.5	-	37.5	-	32.5	-	-	-	-	-
エジプト [1.0]	3.8	3.0	3.0	4.7	4.4	24.4	-	32.5	-	25.7	-	-	-	-	-
ヨーロッパ [7.4]	3.2	2.8	3.1	2.5	2.8	19.4	-	18.8	-	13.1	-	-	-	-	-
トルコ [2.1]	4.5	3.1	3.1	3.2	3.2	53.9	-	59.5	-	38.4	4.5	4.1	2.9	2.9	3.1
ロシア [2.9]	3.6	2.6	3.2	1.1	1.8	5.9	-	6.9	-	4.5	1.3	3.1	1.1	1.8	1.0
ラテンアメリカ・カリブ諸国 [7.3]	2.3	1.9	2.0	2.5	2.5	14.4	-	16.7	-	7.7	-	-	-	-	-
メキシコ [1.9]	3.2	2.7	2.4	1.5	1.4	5.5	-	4.0	-	3.3	3.4	3.1	2.5	2.5	2.0
アルゼンチン [0.7]	▲1.6	▲2.8	▲2.8	5.0	5.0	133.5	-	249.8	-	59.6	▲1.8	▲1.0	▲1.3	▲2.3	2.6
ブラジル [2.3]	2.9	1.7	2.2	1.9	2.1	4.6	-	4.1	-	3.0	3.0	3.1	1.8	1.8	2.0
サハラ以南アフリカ [3.1]	3.4	3.8	3.8	4.1	4.0	16.2	-	15.3	-	12.4	-	-	-	-	-
南アフリカ [0.6]	0.6	1.0	0.9	1.3	1.2	5.9	-	4.9	-	4.5	0.7	0.5	1.0	1.0	1.2
ナイジェリア [0.8]	2.9	3.0	3.3	3.1	3.0	24.7	-	26.3	-	23.0	-	-	-	-	-

(備考) 1. IMF“World Economic Outlook”、OECD“Economic Outlook”
2. 構成比はIMF資料に基づく

政府経済見通し/ESPフォーキャスト調査

(%)

	政府経済見通し			日本経済研究センター ESPフォーキャスト調査		
	2023年度		2024年度	2023年度	2024年度	2025年度
	2023/7	2024/1		2024/5		
国内総生産・実質	1.3	1.6	1.3	1.28	0.72	1.07
民間最終消費支出	1.6	0.1	1.2	▲ 0.47	0.66	0.92
民間住宅	0.3	0.6	▲ 0.3	1.23	▲ 1.40	▲ 0.20
民間企業設備	3.0	0.0	3.3	0.65	2.37	2.18
政府支出	0.9	0.9	0.7	0.53	0.54	0.55
財貨・サービスの輸出	0.8	3.2	3.0	3.52	1.92	2.73
財貨・サービスの輸入	1.8	▲ 2.6	3.4	▲ 2.93	1.94	2.52
内需寄与度	1.6	0.2	1.4	-	-	-
外需寄与度	▲ 0.3	1.4	▲ 0.1	-	-	-
国内総生産・名目	4.4	5.5	3.0	5.34	2.75	2.52
完全失業率	2.5	2.6	2.5	2.60	2.48	2.39
雇用者数	0.5	0.7	0.2	-	-	-
鉱工業生産指数	0.9	▲ 0.8	2.3	▲ 2.00	1.40	2.06
国内企業物価指数	2.6	2.0	1.6	-	-	-
消費者物価指数(総合)	2.6	3.0	2.5	-	-	-
同上 (除く生鮮食品)	-	-	-	2.80	2.56	1.76
GDPデフレーター	3.0	3.8	1.7	-	-	-

(備考) 1. 内閣府「令和6年度の経済見通しと経済財政運営の基本的態度」(2024年1月26日閣議決定)、「令和5年度 内閣府年次試算」(2023年7月20日)、日本経済研究センター「ESPフォーキャスト調査」(2024年5月14日)
2. 「ESPフォーキャスト調査」の2023年度完全失業率、鉱工業生産指数、消費者物価指数(除く生鮮食品)は実績

日銀 経済・物価情勢の展望(2024/4)

(%)

	2023年度	2024年度	2025年度
国内総生産・実質	1.3~1.4 (1.6~1.9)	0.7~1.0 (1.0~1.2)	0.8~1.1(1.0~1.2)
消費者物価指数(除く生鮮食品)	2.8 (2.8~2.9)	2.6~3.0 (2.2~2.5)	1.7~2.1(1.6~1.9)

(備考) 1. 日本銀行「経済・物価情勢の展望」 2. ()は前回

日銀短観(全国企業)

(%pt)

		2023/12調査		2024/3調査			
		最近	先行き	最近	変化幅	先行き	変化幅
全規模合計							
業況判断(良い-悪い)	全産業	13	8	12	▲ 1	9	▲ 3
生産・営業用設備(過剰-不足)	全産業	▲ 2	▲ 3	▲ 1	1	▲ 4	▲ 3
雇用人員判断(過剰-不足)	全産業	▲ 35	▲ 38	▲ 36	▲ 1	▲ 39	▲ 3
資金繰り(楽である-苦しい)	全産業	11		11	0		
金融機関貸出態度(緩い-厳しい)	全産業	15		15	0		
借入金利水準(上昇-低下)	全産業	17	28	17	0	31	14

(前年度比、%)

		2024/3調査					
		2023年度(計画)			2024年度(計画)		
		伸び率	修正率	修正幅	伸び率	修正率	修正幅
全規模合計							
売上・収益	売上高	全産業	2.7	0.2		1.0	-
	経常利益	全産業	6.9	3.6		▲ 3.0	-
	売上高経常利益率 (%、%ポイント)	全産業	6.80		0.22	6.53	

(備考) 日本銀行「第200回 全国企業短期経済観測調査」

設備投資計画調査

(%)

	調査時点	業種	回答会社数	設備投資額前年度比			備考 (対象企業など)	
				2022年度	2023年度	2024年度		
大企業	日本政策投資銀行	全産業	1,706	10.7	20.7	▲ 0.3	資本金10億円以上	
		製造業	797	11.2	26.5	▲ 0.0		
		非製造業	909	10.4	17.6	▲ 0.5		
	日本銀行	全産業	1,734	11.7	11.5	4.0	資本金10億円以上	
		製造業	917	6.5	14.5	8.5		
		非製造業	817	14.8	9.8	1.5		[短観]
内閣府財務省	全産業	3,713	—	10.0	10.7	資本金10億円以上		
	製造業	1,260	—	13.0	22.5			
	非製造業	2,453	—	8.4	3.2		[法人企業景気予測調査]	
中堅企業	日本政策投資銀行	全産業	3,726	1.5	14.8	▲ 11.7	資本金1億円以上10億円未満	
		製造業	1,449	6.4	31.5	▲ 19.5		
		非製造業	2,277	▲ 1.8	3.1	▲ 5.3		
	日本銀行	全産業	2,594	5.2	10.7	7.7	資本金1億円以上10億円未満	
		製造業	1,062	10.2	11.8	10.8		
		非製造業	1,532	2.3	10.0	5.7		[短観]
内閣府財務省	全産業	3,007	—	3.7	▲ 1.1	資本金1億円以上10億円未満		
	製造業	870	—	3.2	15.6			
	非製造業	2,137	—	3.9	▲ 7.1		[法人企業景気予測調査]	
中小企業	日本銀行	全産業	4,790	3.9	8.4	▲ 3.6	資本金2千万円以上1億円未満	
		製造業	1,815	17.2	▲ 8.6	3.6		
		非製造業	2,975	▲ 3.0	18.9	▲ 6.9		[短観]
	内閣府財務省	全産業	4,245	—	▲ 0.4	▲ 8.0	資本金1千万円以上1億円未満	
		製造業	1,358	—	9.9	4.7		
		非製造業	2,887	—	▲ 3.6	▲ 12.9		[法人企業景気予測調査]
日本政策金融公庫	2023/9	製造業	6,198	16.9	10.0	—	従業員20人以上300人未満	
金融	日本銀行	2024/3	(上記の外数)	274	▲ 1.5	30.2	0.7	[短観]
	内閣府財務省	2024/2	(上記の内数)	—	—	39.8	▲ 14.1	[法人企業景気予測調査]

地域別動向(日本政策投資銀行)

(%)

	北海道	東北	北関東甲信	首都圏	北陸	東海	関西	中国	四国	九州
2022年度	▲ 6.8	23.0	22.4	32.0	▲ 1.6	3.7	8.2	▲ 6.2	1.5	3.0
2023年度	45.4	13.7	22.0	23.9	41.1	25.0	11.4	36.1	21.2	61.7

1. 設備投資額前年度比は、国内、工事ベース(日本公庫は支払ベース)、土地を含み、ソフトウェアは含まず、単体決算ベースで集計(日本経済新聞社は連結決算ベース)
2. 回答会社数は主業基準分類で、日本銀行については調査対象社数を記載
3. 内閣府・財務省の過年度分は実績値が公表されていない

「今月のトピックス」 バックナンバー（2023年11月号掲載分～）

2024年5月号	「段取り」から始まる物流脱炭素への道 ～2024年問題のその先へ～
2024年4月号	企業との対話にみる日本企業の課題 2024 ～設備投資・GX・DX・イノベーション・人への投資～ 米大統領選と「もしトラ」のインパクト 「強欲インフレ」にみる賃上げへの期待 テキスト分析を用いた米景気後退確率の検討
2024年3月号	負債とキャッシュが積み上がる日本企業
2024年2月号	インバウンド獲得競争の中で注目されるデジタルノマド 2040年に向けたデジタルヘルスの活用 ～高齢化が進むシンガポールと中国の先進事例～
2024年1月号	物価目標はなぜ2%なのか
2023年12月号	イスラエル経済とガザ衝突 ガザ衝突と原油価格への影響
2023年11月号	調整が続く中国不動産市場と経済への影響

DBJ Monthly Overview

編集 株式会社日本政策投資銀行

産業調査部長 宮永 径

発行 株式会社日本政策投資銀行

〒100-8178

東京都千代田区大手町1丁目9番6号

大手町フィナンシャルシティ サウスタワー

電話 (03) 3244-1840(産業調査部代表)

ホームページ <https://www.dbj.jp/>

各種お問い合わせ先

電話：(03) 3244-1856

e-mail(産業調査部)：report@dbj.jp

©Development Bank of Japan Inc. 2024

本資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引などを勧誘するものではありません。本資料は当行が信頼に足ると判断した情報に基づいて作成されていますが、当行はその正確性・確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しましては、ご自身のご判断でなされますようお願い致します。本資料は著作物であり、著作権法に基づき保護されています。本資料の全文または一部を転載・複製する際は、著作権者の許諾が必要ですので、当行までご連絡下さい。著作権法の定めに従い引用・転載・複製する際には、必ず、『出所：日本政策投資銀行』と明記して下さい。