



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

DBJ Monthly Overview 2024 04

今月のトピックス

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

* 本資料は原則として3月19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

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～	2
米大統領選と「もしトラ」のインパクト	11
「強欲インフレ」にみる賃上げへの期待	16
テキスト分析を用いた米景気後退確率の検討	20

今月の景気判断	27
日本経済	28
米国経済	35
欧州経済	38
中国経済	40
新興国経済	42
マーケット動向	44
産業動向	46
経済見通し	52

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～

産業調査部

要旨

日本政策投資銀行では、2023年6月に実施した設備投資計画調査を題材に企業トップとの対談を実施した。22年度はウクライナ危機が1年に及ぶ中でグローバルサプライチェーンに関する話題が多く出たが、今年度は脱炭素の取り組みの進捗のほか、持続的なインフレと人手不足が及ぼす影響が広く聞かれた。これらを踏まえて、日本企業が直面する構造的な課題について以下の通り整理した。

1. 設備投資

- ・企業の国内投資意欲は旺盛だが、工事費高騰や人手不足に直面している。人手不足は特に地方で深刻であり、投資拡大には一層の自動化が求められる。建設の省人化に限界がある中では、投資優先度の見極めや業界再編の模索も必要となっている。

2. GX(グリーントランスフォーメーション)

- ・脱炭素技術の開発は進展しているが、依然経済性を見出せない段階であり、引き続き長期的支援やルール整備が必要である。
- ・グローバルに普及が進むEVについては、国内の関連部材投資が活発だが、各国の補助金競争下で投資回収に課題があり、差別化に向けた戦略・技術開発が求められる。
- ・今後Scope3の把握が進むと、輸送コストだけでなく輸送時のCO₂排出量を削減するために、海外移転が増加する可能性がある。

3. DX(デジタルトランスフォーメーション)

- ・DXが進まない要因は人材にある。特にITと経営を結び付けられる人材が必要とされる。全社的なDX推進体制の構築に加えて、自前主義に陥らず、スタートアップとの協業など外部との連携により大企業側の人材育成とITノウハウの浸透を進めることも有効となる。
- ・AI普及に伴うデータセンターの増加が見込まれるが、鉄鋼の電炉転換を含め、脱炭素による電化需要も予想されており、電力供給制約がDXの課題となる。

4. イノベーション

- ・大企業とスタートアップの連携推進には、両者の理解がある適切な仲介役が必要である。
- ・大企業が新事業として期待する分野として、ヘルスケアを挙げる企業が多い。

5. 人への投資

- ・人手不足が課題となる中で、半導体誘致もあり人材獲得競争が激化した。賃上げや中途採用に加えて、出向や兼職など雇用維持とリスクリングの両立を図る取り組みもみられる。
- ・労働関連規制の見直しによる人材の流動化が求められており、成長スピードが早いスタートアップでは特に重要である。

日本政策投資銀行が2023年6月に実施した設備投資計画調査(以下、「DBJ調査」)では、設備投資、サプライチェーン、脱炭素、DX、イノベーション、人への投資についてアンケート回答を得た(<https://www.dbj.jp/investigate/equip/index.html> 参照)。本稿では、DBJ調査を踏まえて実施した、業界を代表する企業トップとの対談(概要は下図表)で示された、日本企業の課題について示したい。

図表 対談の概要

対談先: 合計88社(時期: 2023年9月～2024年2月)

製造業: 39社

素材: 鉄鋼・非鉄・セメント11社、化学・石油・紙パ12社、
加工: 自動車6社、一般機械・電気機械・その他10社

非製造業: 43社

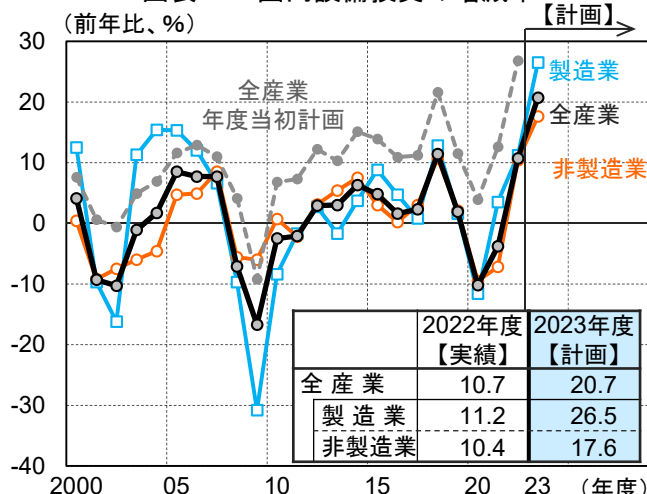
電力・ガス14社、運輸12社、不動産・建設10社、
情報通信・小売・食品・リース7社

スタートアップ: 6社

1. 設備投資

DBJ調査では、大企業の23年度国内設備投資は前年比20.7%の大幅増の計画だった。先送りされた投資に加え、EVや半導体材料などがけん引し、1980年代以降3番目の高い伸びとなった。年度当初の企業の投資意欲は堅調だった(図表1-1)。

図表1-1 国内設備投資の増減率



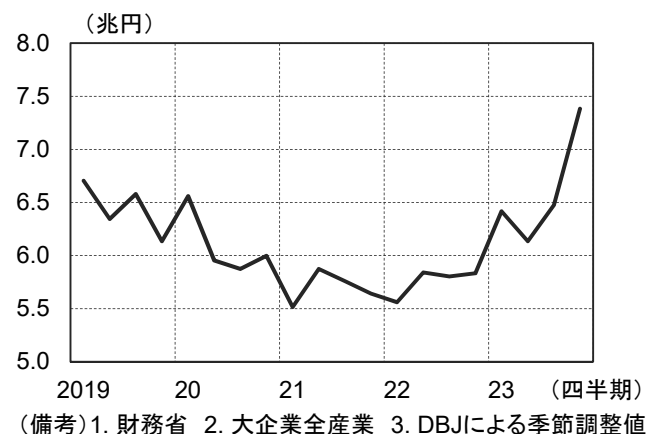
(備考) 1. 日本政策投資銀行「2023年度設備投資計画調査」
2. 大企業

ただし、企業からは、建設業の人手不足により新規工事の発注が難しくなっている、との声が多く挙がった。建屋の建築が遅れ、機械の納入にも影響が及んでいるとみられる。建設会社が発注額の大きい半導体関連工事に優先対応していることも一因のようである。また、工事費高騰を受けて設備投資の案件審査が厳しくなっているとの声もあり、工期の見直しにつながっている。

財務省の法人企業統計によれば、23年度前半の大企業設備投資は計画に比べて停滞した。10-12月期に上向いたことで意欲が確認されたが、当初計画には及ばないと見込まれる(図表1-2)。

建設分野では検査や測量などの省人化が進むものの、建設機械の自動化による本格的な省人化が進むのは2030年以降との声もあり、設備投資の供給制約が継続する可能性が高い(図表1-3)。

図表1-2 法人企業統計の設備投資



図表1-3 国内設備投資に関する意見

【化学、電気機械、鉄道、航空、不動産】

- ・ 資材高騰は設備投資に影響を及ぼしている
- ・ 設備投資案件の審査目線が厳しくなっている
- ・ 建設業の人手不足により、建屋の投資が遅れている

【非鉄金属、ガス】

- ・ 地方過疎化深刻。自動化進まないで増産投資不可能

【建設】

- ・ 測量など一部効率化は可能だが、建築作業の省力化は困難。自動化は2030年頃か。外国人採用も限界

(備考) 日本政策投資銀行

DBJ調査では中長期的な拠点の方針について回答を得ている。円安や経済安全保障、新興国との人件費格差の縮小、政策支援などのさまざまな要因により、国内拠点を3年先や10年先に強化する割合が高まった(図表1-4)。企業からは、マザー工場としての国内拠点への期待もあったが、工場の労働力確保がネックとなり国内拠点の強化は難しいのではないか、という声が多数挙がった。建設分野に限らないあらゆる分野での人手不足が、国内投資の制約要因となっている(図表1-5)。

国内投資に制約がある中で、自動化投資の一層の拡大が期待されるとともに、投資優先度の見極めや業界再編を模索する企業も少なくなかった。

海外投資について、DBJ調査では中国の22年度実績が前年比4.8%増にとどまり、中国を除くアジアなど他の地域より低かった(図表1-6)。一方で、23年度は一部の大型投資もあり高い計画となっており、グローバルサプライチェーンの中でも中国への投資方針に関する話題が多く挙がった。昨年度と違い、経済安全保障よりも中国経済への懸念が

相次いだ。若者世代などの消費意欲が減退しているほか、不動産の回復がみられないことが事業のマイナス要因になっているとの声があった。

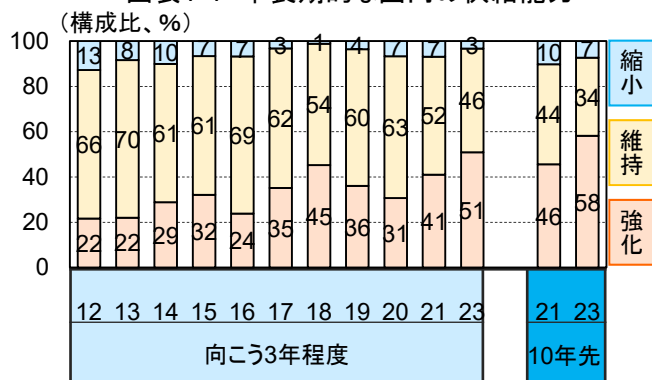
中長期的には内需の規模に期待しているとの意見もあり、中国への投資は今後も継続するとみられる。ただし、投資したとしても更新投資にとどまり、追加の能力増強投資には慎重姿勢を示す企業があった。中国投資は当面弱い伸びが続く可能性がある(図表1-7)。

2.GX

脱炭素関連投資は、23年度設備投資のうち約13%となり、相応に下支えしているものの、約15%だった22年度から拡大がみられなかった(図表2-1)。また、脱炭素関連投資の内容も、再エネ・省エネが多く、EVや資源循環が続くが、水素やアンモニア、CCUSに広がりが見られなかった(図表2-2)。

その他の脱炭素技術も含めて、GXに関する企業トップの意見を産業と技術を軸に整理したものが図表2-3である。

図表1-4 中長期的な国内の供給能力



(備考) 1. 日本政策投資銀行「2023年度設備投資計画調査」
2. 大企業製造業

図表1-5 国内拠点方針に関する意見

【鉄鋼】

- ・ 高級品の研究開発のため、日本に生産拠点が必要

【電気機械、非鉄金属、ガス】

- ・ 日本で工場新設したいが、採用がボトルネック。特に過疎化が進む地方で厳しい
- ・ 国内事業拡大の課題は人材確保

(備考) 日本政策投資銀行

図表1-6 海外投資

(前年比、%)	2022年度		2023年度
	計画 (21-22共通 655社)	実績 (21-22共通 510社)	計画 (22-23共通 611社)
全地域	29.3	35.9	21.0
北米	19.4	34.5	16.6
欧州	18.4	25.2	19.8
中国	12.1	4.8	23.7
中国除くアジア	45.0	48.8	23.6
その他	56.7	63.3	26.1

(備考) 1. 日本政策投資銀行「2023年度設備投資計画調査」
2. 大企業全産業

図表1-7 中国投資に関する意見

【小売、化学】

- ・ 中国はカントリーリスクがあるものの、中長期的に内需の規模に期待

【非鉄金属、鉄鋼、紙パ】

- ・ 内需縮小が大きなマイナス。若者の消費意欲が低い
- ・ 不動産の回復が必要
- ・ 追加投資ではなく、現行設備のフル稼働を重視

(備考) 日本政策投資銀行

以下ではこれを基に技術ごとの企業の取り組みや課題を概観する。

(1) 再エネ

再エネの中では太陽光に取り組む企業が多いが、設備費高騰や資材と設置スペースの不足などにより投資が進んでいないとの声があった。洋上風力は今後の本格化に向け徐々に普及が進み、稼働時のメンテナンスを意識するコメントもあった。そのほか、水力や地熱を検討している企業もみられたが、土地選定から資金が必要なためリスクシェアを求める声があった。土地やコスト面などの課題も多いが、再エネの必要性は広く認識され、さまざまなプロジェクトが進んでいる。

(2) EV

日本のOEMからは、グローバルでのEV普及スピードには慎重な声が多く、パワートレイン構成としてはBEV拡大に傾斜せず、ICEやHVも含めたバランスを取る方針が聞かれた。とはいえ、BEVの生産拡大は必要であり、サプライヤーを含めた協調戦略が求められるとの指摘があった。ユーザーからは乗用車だけでなくトラックやバス、船、空港車両など商用車での導入検討が進んでおり、国内のニーズ拡大も期待できる。

EV拡大に向けて、DBJ調査では電池材料など

部材投資が活発だが、投資を実施したとしても、中国をはじめとする海外との補助金競争も激しく、投資回収が難しいとの声が相次いだ。国内の補助制度も拡充されているが、差別化につながる戦略・技術開発の成否も問われている。

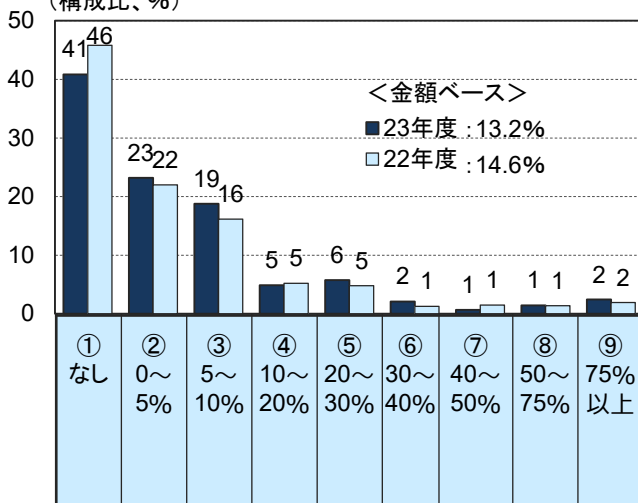
また、充電設備について、大容量ではなく、特に地方でニーズのある軽自動車向けの中容量が必要との声もあった。

(3) 水素

水素については、運搬や発電、水素還元製鉄の開発進展が聞かれ、プロジェクトによっては海外事業者からの関心も寄せられている。

一方で、インフラやルールが整備途上にあり、今後必要とされる設備投資負担も大きいと予想される中では、投資回収が見込めず、計画や方針の議論にとどまっているという意見が多かった。水素の製造技術を担う企業からは、水素自体に付加価値がなくコスト勝負となり、再エネが豊富で設備コストが安い海外で関連部材も含めて製造することになる、との指摘があった。サプライチェーンの国内完結は現実的ではないが、製造、運搬、利用に関する日本企業の技術がグローバルで競争力を発揮するために、海外事業者との連携も踏まえつつ、長期的で大規模な支援が求められる。

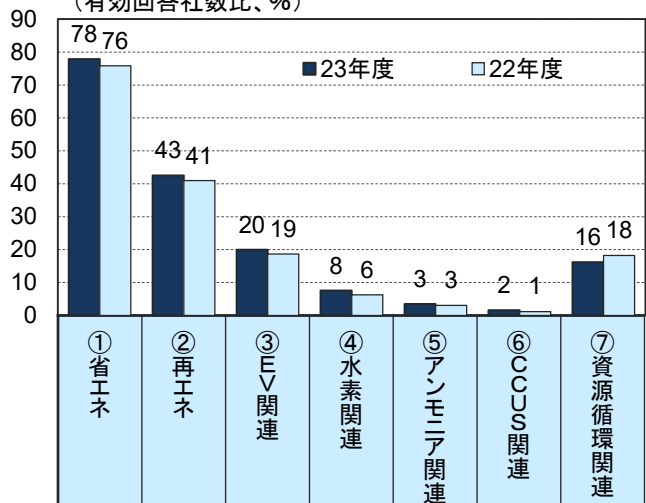
図表2-1 設備投資に占める脱炭素関連投資の割合
(構成比、%)



(備考) 1. 日本政策投資銀行「2023年度設備投資計画調査」
2. 大企業全産業

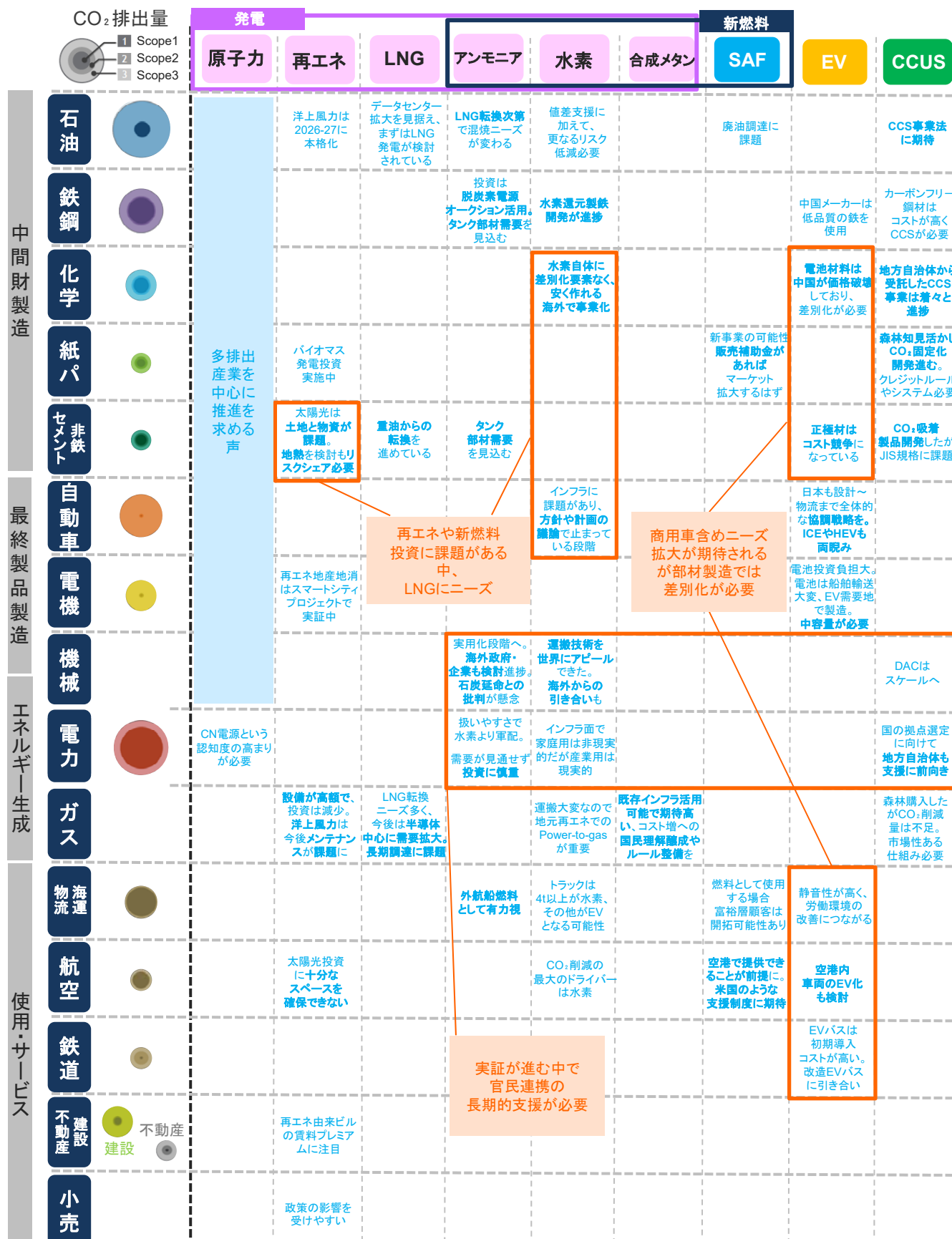
図表2-2 脱炭素関連投資の内容

(有効回答社数比、%)



(備考) 1. 日本政策投資銀行「2023年度設備投資計画調査」
2. 大企業全産業 3. 3つまでの複数回答

図表2-3 産業×脱炭素技術コメントマッピング



(備考) 1. 日本政策投資銀行 2. CO₂排出量は国立環境研究所などによる 3. 太字は本文中で言及したコメント

(4) アンモニア

アンモニア発電は2030年頃の実装が見込まれ、海外でもシンガポールやドイツなどで導入に向けた議論が進む中、電力や海運で期待の声が挙がる。

タンクなどの関連部材をビジネスチャンスと捉えている製造業もあった。石炭火力の使用が引き続き見込まれる東南アジアでの展開を見込んでいるとの意見があった。

一方で、石炭火力利用や毒性への懸念の声も残るほか、LNG転換が進んだ場合に、需要がなくなるリスクがある中で資本投下に慎重とならざるを得ない、という声もあった。

以上のように、アンモニア関連投資は早期の実装が見込まれつつも不確実性が残るため、脱炭素電源オークションの活用を見込む企業もあった。

(5) LNG

発電燃料として再エネ、水素やアンモニアの普及に課題がある中で、LNGは引き続き需要が見込まれる。特に、半導体関連での需要拡大を予想する声があった。ガス会社は、重油炊きが残る製造業のLNG転換を推進するが、グローバルで需給がひっ迫するLNGの長期調達はハードルが高いとの指摘もあった。

(6) 合成メタン

LNG調達にハードルが残る中、合成メタンも既存のインフラを使えるメリットがあり期待が高まっているとの声があったが、安定供給に向けた技術的問題の解決、コスト増に対する国民の理解醸成、CO₂カウントルールの整備などが必要との指摘があった。

(7) SAF

SAF (Sustainable Aviation Fuel: 持続可能な航空機燃料) は、空港で提供できることが国際的な前提になると意識されつつある。製造者として石油や紙パでビジネスチャンスと捉えるコメントもあり、DBJ調査でもSAF製造設備に関連する投資も確認できた。今後の普及に向けては、販売補助金など政策

支援を求める声もあった。

(8) CCUS

CCUS (Carbon dioxide Capture, Utilization and Storage: 二酸化炭素回収・有効利用・貯留) は、素材メーカーでCO₂吸着素材の開発や、森林知見を生かしたCO₂固定化など、実装に向けた進捗がみられた。今年にはCCS事業法の施行に期待する声もあったが、地域でも自治体と連携した取り組みが進むことが期待される。

また、大企業だけでなくスタートアップを中心に、藻類を活用したブルーカーボンによるオフセットや、農地へのCO₂固定化などの取り組みも拡大しており、日本企業が商用化を目指すさまざまな新技術の貢献にも期待したい。

(9) 開示対応や政策

開示対応やカーボנקレジットの裏付けとなる数値計測に向けて、Scope1、2までの把握が進んだ企業が多く、今後はScope3の把握が課題となる。サプライチェーンの把握や取引先へのヒアリングを予定している企業もあるが、今後GHG把握が進むと、輸出コストだけでなく輸送時のCO₂排出量削減が海外移転のインセンティブになる可能性がある。

24年においては、米国大統領選挙でトランプ政権が誕生した場合のIRA法 (Inflation Reduction Act: インフレ削減法) の行方について懸念する声もあった。IRA法は、共和党支持層からの支持もあり全面撤廃にはならないとみられているが、新政権のスタンスが判明するまで米国での投資が慎重になる可能性がある。

3.DX

DBJ調査では、デジタル化の取り組みの進捗を確認したが、既存システムの更新に取り組む企業が大半で、データ連携やDXに向けた動きに大きな変化がなかった(図表3-1)。

DXに進捗がみられない理由を企業に問うと、22年度に続き人材が課題との声が相次いだ。IT人材については、各社の獲得競争が激化し、高年収に

今月のトピックス

よる引き抜きが増えている。こうした中で、大企業は社内のIT人材の賃上げを検討するものの、自社の平均年収を勘案すると一部の社員だけの賃上げは難しく、IT人材の引き留めに苦労している。

また、IT部門をグループ会社として抱える企業もあるが、子会社では発想の転換に至らないため、スタートアップとの連携を求める声もあった。

海外のIT人材の中には、住みやすさを理由に日本への定住を希望する人材も多く、活用促進が有効との意見があった。

DXのインフラを担う情報通信業からは、IT人材より、ITノウハウを自社の経営と結び付けられる人材が不足しているとの声があった。IoT系のスタートアップ企業からも、現場にデジタル化を任せると現業に縛られDXに至らないため、ITに理解のある経営者が全社的にDXの号令をかける仕組みが必要、との指摘があった。

以上を踏まえると、DX推進にあたっては、ITに理解がある権限者が指揮を執る内部体制を整備した上で、スタートアップや海外人材を含む外部リソースの活用や連携を進めることが有効とみられる。

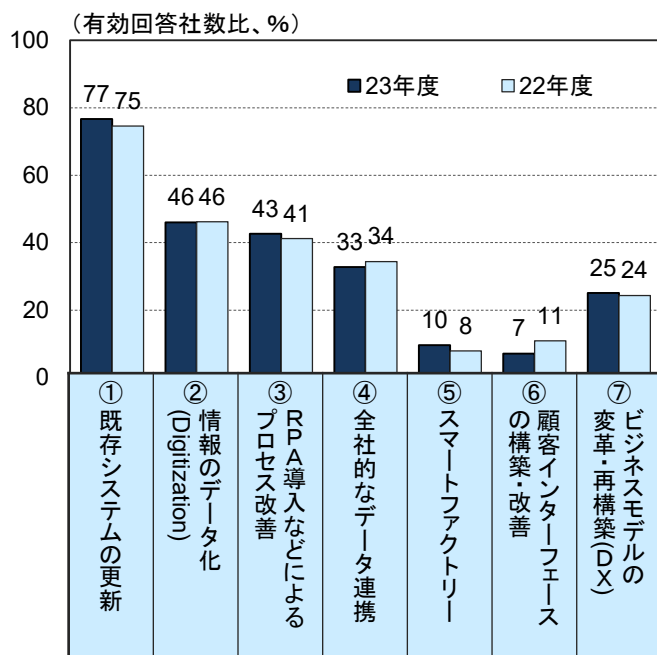
なお、今後DXが進捗すると、AI普及に伴うデータセンターの増加が見込まれるが、IT業界だけでも消費電力が不足するとの指摘があり、電力供給制約もDXの課題となることを意識しておく必要がある（図表3-2）。

4.イノベーション

イノベーションに向けた取り組みについて、DBJ調査では、社内人材の育成や推進部署の設置など、社内体制の整備から取り組んでいる企業が多かった。一方で、大企業とスタートアップの連携は劣後になっている（図表4-1）。

ただし、大企業からはどこにニーズやシーズがあるか不明なため、広く連携先を検討しておきたいとの意欲がみられた。こうした中で、金融機関など仲介役による大企業とスタートアップとのマッチングがイノベーションを促進する可能性がある。スタートアップからは、ミートアップの場は有効であるものの、企画者によってはテーマが定まらずに連携に至らないことも多々ある、との指摘もあった。マッチングする仲介役にも、技術・事業の理解や適切なテ

図表3-1 デジタル化の取り組み



(備考) 1. 日本政策投資銀行「2023年度設備投資計画調査」
2. 大企業全産業 3. 3つまでの複数回答

図表3-2 デジタル化に関する意見

【物流】

- IT人材は年収2,000万円で引き抜かれる。他の社員を考慮すると、IT人材の引き留めが困難

【セメント】

- 子会社だと発想が一辺倒になるので、スタートアップと連携したい

【小売】

- 日本に住みたいという海外ITエンジニアも多く、活用を進めるべき

【情報通信】

- ITと経営を結び付けられる人が不足している
- 今後のAI普及を踏まえると電源確保が課題

【スタートアップ】

- 現場にDXを任せると現業に縛られる。DXにはITに理解ある経営者の号令が必要

(備考) 日本政策投資銀行

ーマ設定が求められる。

また、大企業が新事業として期待するテーマとして、ヘルスケアを挙げる企業が多くあった。高齢化が進む中で、健康問題は身近で喫緊の社会的課題として捉えられやすく、案件の検討が早期に進むようだ。主に製造業において、手術支援ロボットや医療検査機器などに自社技術の転用を検討する声が目立った(図表4-2)。

5.人への投資

人手不足が課題となる中で、半導体誘致もあり人材獲得競争が激化している。人材確保のために賃上げや中途採用を強化する企業が多いが、企業からは、人材育成の観点から出向や兼職を通じて新しい発想やノウハウを取り入れようとする試みも聞かれた。これは、雇用維持とリスクリングの両立を図る工夫といえる。

スタートアップでは、技術の進化や会社の成長に応じて適切な人材の入れ替えが頻繁に必要であり、労働市場の流動性が求められる。こうした中で、政策要望として、解雇規制や三六協定などの労働規制の緩和を求める声が多く挙がった。

また、2024年問題を抱える物流においては自動

化投資が進むが、もし最低賃金が一段と高まれば、人よりロボットが安価となり、自動化が一層進む可能性があるとの声もあった(図表5)。

6.おわりに

今年度実施した企業トップとの対談から示された課題を述べてきたが、図表6-1では主要な論点について22年度との比較を行った。22年度はウクライナ危機もあって経済安全保障を理由に国内投資を再評価する兆しがみられた。しかし、23年度はインフレと人手不足などの国内投資の制約が強く意識された。DXにおいても人材面での課題が挙げら

図表4-2 イノベーションに関する意見

【情報通信】

- どこにニーズやシーズがあるか分からないため、**連携先を広めに持つのが基本**

【スタートアップ】

- ミートアップの場合には**適切な仲介が必要**

【化学、機械】

- ヘルスケア分野は社会的意義も分かりやすく**自社技術も生かせる

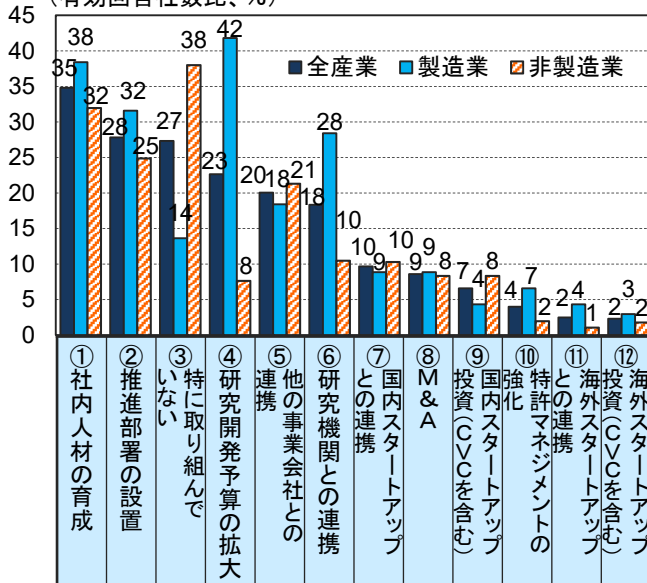
【非鉄金属】

- 医療分野でM&A**していきたい

(備考)日本政策投資銀行

図表4-1 イノベーションに向けた取り組み

(有効回答社数比、%)



(備考) 1. 日本政策投資銀行「2023年度設備投資計画調査」
2. 大企業全産業 3. 3つまでの複数回答

図表5 人への投資に関する意見

【ガス】

- 半導体誘致で人材採用困難に**
- 中途採用や外部連携、出向**を活用し新たなノウハウを取り込みたい

【化学】

- 兼職を推奨**し、幅広い経験とともに行動変容を促したい

【鉄道】

- 働き手が不足する中では、業界を超えた**合従連衡が必須**

【物流】

- 自動化投資を進める必要がある**
- 最低賃金高まれば人よりロボットが安くなる**

【スタートアップ】

- 成長スピードの早いスタートアップにおいては、**解雇規制が課題**

(備考)日本政策投資銀行

今月のトピックス

れた。人手不足を前提として業界の再編余地や合従連衡、スタートアップとの連携を模索していく必要性が高まっている。

脱炭素については、過去3年間の対談におけるコメントの変化について、テキスト分析結果を図表6-2に示した。これをみると、水素やアンモニアは3年間を通して頻出しており関心の高さがうかがえるが、今年にかけては発言頻度は低下し、SAFやCCUSに関する発言割合が高まった。また、複数の技術で「進捗」というコメントが出る頻度が増すと同時に、「コスト」と「困難」の相関が高まっている。新技術が実装に向かい新たな課題認識が高まったことが示された。GXに向け政府は2030年までに官民合わせて150兆円が必要としており、今後は企業による技術実装を後押しするための大規模なリスクマ

ネーの供給が求められる。

こうした中、当行としても、新事業創出や成長支援、SLL（サステナビリティリンクローン）、スタートアップとの協働による顧客DX支援などを継続するとともに、脱炭素へのトランジション（移行）に向けて、リスクマネー供給の拡充を予定している。日本企業のダイナミックな変化による競争力強化を促したい。

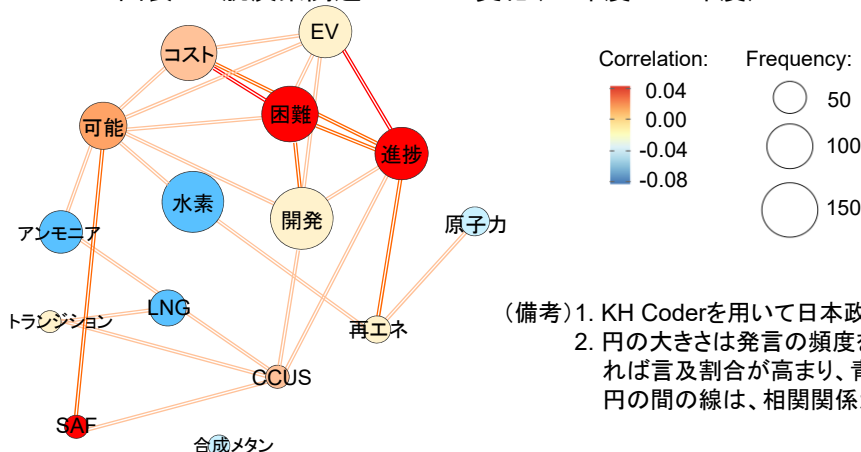
次回、24年度の設備投資計画調査では、旺盛な企業の投資意欲が、実績や新年度計画で確認できるかが注目となる。また特別アンケートにおいては重要テーマの定点観測とともに、人手不足の根源である少子化などの難題を抱える中での、企業の新しい取り組みやニーズの変化を捉えていきたい。

図表6-1 対談から示された課題の昨年度比較

	22年度	23年度
国内設備投資 サプライチェーン	・地政学リスクの高まりは新分野の国内投資の契機に	・円安や政策支援もあり国内投資の意欲は旺盛だが、 インフレと人手不足が制約 に
GX	・経済的メリットを見いだせず ・複数の脱炭素技術において海外が先行	・経済的メリットを見いだせない点は大きく変化なし ・ 日本の開発が進捗 、一部では 海外から引き合い も
DX	・M&Aや中途採用によるIT人材確保が有効 ・IT人材が企業戦略の理解必要	・IT人材確保が困難な中、 外部連携 を図る動きも ・ITと経営の結節は引き続き課題
イノベーション	・大企業の慎重姿勢や商用化のスピード感に課題	・ 脱炭素のほかヘルスケアに踏み出す 企業も ・スタートアップは適切な仲介役と労働規制改善求める
人への投資	・M&A、中途採用、出向などさまざまな工夫がみられる ・人材確保競争が環境対応やIT投資の契機に	・ 人材確保競争が激化 し、企業の工夫も継続 ・人手不足を前提に 合従連衡や業界再編 の必要性も

(備考) 1. 日本政策投資銀行 2. 橙は22年度からの変更点

図表6-2 脱炭素関連コメントの変化(21年度→23年度)



(備考) 1. KH Coderを用いて日本政策投資銀行作成
2. 円の大きさは発言の頻度を表す。色は赤に近ければ言及割合が高まり、青に近ければ低くなる。円の間の線は、相関関係が高まった言葉を結ぶ



※本レポートに関するアンケートにご協力下さい→

米大統領選と「もしトラ」のインパクト

経済調査室 岳 梁、石川 亮

要旨

- 米国では、2024年11月に大統領選を控え、共和党の候補者にトランプ前大統領が指名されることがほぼ確実となった。本選においても、現職の民主党バイデン大統領を破り、再選される可能性がある。
- トランプ氏は、大統領1期目において対中関税引き上げ、TPPやパリ協定からの脱退などを行い、世界経済や安全保障に大きな影響を与えた。2期目が実現した場合、基本的にこれらの政策を踏襲するとみられるが、一部ではさらに強硬になる可能性がある。
- また、トランプ氏は「ディール外交」を好むほか、自身のとっさの判断で動くことも多い。日本を含めて、世界は「ディール外交」への対応策を練りながら、「トランプ2.0」に備える必要があろう。

米大統領選に向け、トランプ前大統領の共和党候補指名の獲得が確実となり、11月に行われる本選でも民主党のバイデン現大統領に勝利し、大統領の座に返り咲く可能性がある。

トランプ氏は大統領1期目の時に、対中関税引き上げ、TPPやパリ協定からの脱退など世間を驚かせるさまざまな政策を打ち出し、世界経済や安全保障に大きな影響を与えた。本稿では、トランプ氏が再び大統領になった場合に考えられる政策を外交、内政、通商、経済分野別にまとめ、1期目の政策と比較しながらそのインパクトや「トランプ2.0」への対応を考察した。

1.「もしトラ」に現実味

米大統領選に向けた共和党の候補者選びではカリフォルニア、テキサスを含む十数州の予備選や党員集会が集中する、いわゆる「スーパーチューズデー」の投票が3/5に行われ、トランプ前大統領が圧倒的な勝利を収めた。この後に、トランプ氏と争っていた唯一の対抗馬であったヘイリー元国連大使が撤退を表明し、トランプ氏の共和党候補指名がほぼ確実なものとなった。

11月の本選に向けても、バイデン大統領は高齢に加え、難民、経済（インフレ）への不満などで支持率が低迷している。足元の世論調査によると、トランプ氏は、選挙結果を大きく影響する六つの激戦州のうち、五つの州でリードし、小幅ながら優位に立っている。

トランプ氏は2020年大統領選の選挙結果の転覆工作や、連邦議会襲撃の扇動などいくつかの事件で起訴されている。一部の州では、議会襲撃に関与したことで大統領選の出馬資格がないとの判決が出ていた。「スーパーチューズデー」の前日、連邦最高裁は出馬資格を認める判決を下し、トランプ氏としては司法の壁を一つ打ち破ったが、選挙結果の転覆工作などの裁判が残っている。トランプ氏はできるだけ裁判を大統領選後に遅らせる方策を取っているが、仮に大統領選前に有罪判決が出れば、支持率の低下につながる可能性がある。

それでも、トランプ氏が大統領に返り咲く可能性が十分にあるとして、以下ではもしもトランプ氏が再び大統領になった場合、すなわち「もしトラ」の場合、外交、内政、通商、経済分野において、予想される政策やそのインパクトを考えよう。

2. 外交・安全保障、内政政策において

トランプ氏は外交、安全保障面において、アメリカファーストの思想を掲げて、同盟国協力のコスト削減を主張しており、ディール外交を好む。基本的に1期目の政策が継承されるが、一部追加、強化される部分もある(図表2-1)。

中国に対しては従来の抑制策を強化し、米中対立が強まるほか、現政権とのスタンスが異なるため、ウクライナ、中東、北朝鮮情勢が大きく動く可能性がある。一方、個人のとっさの判断で動くことも多く、

予測困難な一面があるほか、米単独行動が増え、同盟国にとって対応が難しくなる。

内政面では、銃保有や性的少数者などの問題に対して基本的に保守的な政策を展開し(図表2-2)、国内の分断が強まる可能性が否定できない。特に移民問題に対して厳しい姿勢で臨むとみられる。米国への移民は1期目のトランプ政権下で減少したが、バイデン政権では大きく増加し(図表2-3)、今回の選挙の大きな焦点となっている。トランプ氏が再選された場合、不法移民の取り締まりの強化、入国やビザ発行の厳格化などが予想される。

図表2-1 トランプ氏の外交・安保政策

	1期目政策や従来のスタンス	今回の新たな主張や考えられる政策
中国	・ 通商、技術分野を中心に対中抑制 ・ 習近平主席との個人関係を強調、通商交渉が行われた ・ 蔡英文台湾総統と電話会談	・ 対中抑制を強化 ・ 台湾問題について強硬姿勢を維持も、有事への対応を明言せず
欧州	・ プーチン大統領との個人関係を強調 ・ NATO脱退や減額を主張	・ ウクライナ戦争は24時間で終わらせられると主張、ウクライナに対し一定の譲歩で停戦合意を促す可能性
中東	・ イスラエル寄り(娘婿がユダヤ人、娘はユダヤ教に改宗) ・ エルサレムをイスラエルの首都と承認、「イラン核合意」を離脱 ・ イスラエルとUAE、バーレーンとの国交正常化を実現	・ イランやパレスチナにさらに圧力をかける可能性
北朝鮮	・ 金正恩委員長との良好な個人関係を維持 ・ 初の首脳会議を開き、朝鮮半島戦争終結宣言や国交正常化を模索	・ 非核化ではなく、まずは核開発の凍結で交渉を進める可能性
軍事	・ 米軍の対外駐留費や規模を縮小 ・ 一方、圧倒的な軍事力維持のため国防費を増額	・ 対外軍事援助はすべて貸付の方式に

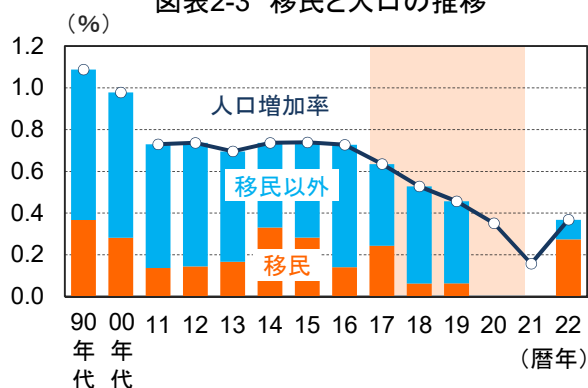
(備考) 各種資料により日本政策投資銀行作成

図表2-2 トランプ氏の主な内政政策

移民	・ メキシコ国境壁を建設(1期目で導入)、海外米軍を南部国境に派遣 ・ イスラム教徒の多い特定国からの入国禁止(1期目で実施) ・ 不法移民への市民権の付与、旅券や社会保障番号の発行を禁止 ・ 出生地主義による市民権付与の廃止
統治・行政	・ 大統領権限を強化(承認した予算の執行を停止できる) ・ ディープ・ステート(闇の政府、国を影で操っている情報機関、政府関係者、マスコミなど)の排除 ・ 一部の連邦政府機関及び職員(約10万人)をディープ・ステートの巣窟である首都ワシントンから外に移転させる(1期目で一部実施) ・ 「ならず者」官僚を解雇、機密文書の公開 ・ 公務員の天下りを禁止、連邦議員の任期に制限
その他	・ 薬物流入の取り締まり強化(1期目で導入)・麻薬犯罪者への死刑適用 ・ バイデン政権が導入した銃規制を撤廃 ・ 未成年者の性自認を尊重する医療の禁止・学校規律の見直し(マイノリティ生徒の保護措置の撤廃など)

(備考) 各種資料により日本政策投資銀行作成

図表2-3 移民と人口の推移



(備考) 1. 米センサス局により日本政策投資銀行作成
2. 20年の移民の調査は欠損
3. 1990年代、2000年代は年平均
4. 網掛けはトランプ政権

3. 通商政策において

1期目のトランプ政権下では、最大の貿易赤字相手国である中国に対し、関税引き上げなどの厳しい政策を打ち出した。今回の選挙戦では最恵国待遇の撤廃など一層強硬な政策を繰り出す方針を示している(図表3-1)。

米中貿易摩擦が強まる場合、米国の貿易相手国が中国から北米地域やASEANなどへ一層シフトする可能性があるが、これらの地域に対しても、トランプ氏は関税の引き上げなどの強硬策を打ち出すと示唆している。こうした政策は、今後の通商交渉上のカード(見せ球)にとどまる可能性もあるが、実現すれば世界貿易やサプライチェーンに大きな影響を与える。

響を与える。

米国の対中貿易赤字は、中国がWTOに加盟した2001年から1期目のトランプ政権まで、ほぼ一貫して増加してきた。米中通商摩擦やコロナにより、19年、20年に縮小した後、21年、22年は巣ごもり需要などにより増加したが、需要一服などで23年に減少し、その後も米中対立に伴い縮小傾向が続いた(図表3-2)。

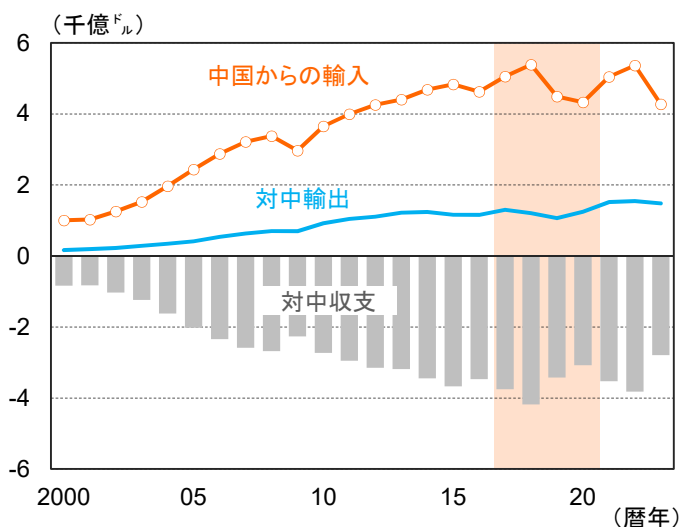
一方、北米、EU、ASEANに対する赤字が拡大している。迂回輸出の影響も指摘されるが、「漁夫の利」が大きいASEANなどに対する赤字が急拡大しており、今後これらの地域も保護主義政策のターゲットになる可能性も考えられる(図表3-3)。

図表3-1 トランプ氏の主な通商政策

	1期目政策や従来のスタンス	今回の新たな主張や考えられる政策
中国	- 関税引き上げ(3%程度→最高25%) - 為替操作国認定 - 対中輸出管理強化(半導体の禁輸など) - 中国製情報通信技術の締め出し - 中国企業による対米投資の規制強化など - TikTokの全面禁止(バイデン政権では撤回、政府機関は利用禁止。足元では再び全面禁止の動き)	- 中国最恵国待遇を撤廃 - 電子製品など重要製品の中国輸入を段階的に停止 - 一律60%の関税 - 中国へのアウトソーシングを行う企業との政府取引を停止 「国民の敵」であるフェイスブックの競争相手としてTikTokの全面禁止に懸念
他地域	- TPP脱退 - NAFTA(北米自由貿易協定)を見直しUSMCAに - 車の輸入数量規制を検討 など	10%程度の一律関税の導入(現下は約3%) - ゲール税などを導入したEUに対しても一律関税 - 外国関税が米関税より高い場合、同率まで引き上げる - 日本製鉄によるUSスチールの買収を即座に阻止と表明

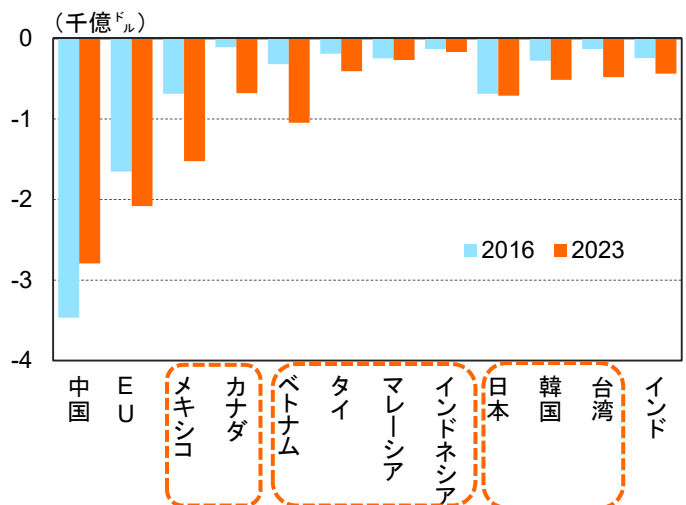
(備考)各種資料により日本政策投資銀行作成

図表3-2 米国の対中貿易



(備考) 1. 米商務省 2. 網掛けはトランプ政権

図表3-3 対地域別の貿易収支(2016→23年)



(備考)米商務省

4. 経済、金融政策において

マクロ経済運営においては、トランプ氏が好む減税や金融緩和などは株価の上昇材料になる。物価面では、通商分野で保護主義が強まる場合、高関税による輸入物価の上昇などがインフレ圧力となる一方、脱炭素に消極的であるため、グリーンフレーション圧力が和らぐ可能性がある(図表4-1)。

為替相場については、財政赤字懸念により金利上昇とともにドル高圧力がかかるが、金融緩和やドルへの信認度の低下によりドル安・円高が進む可能性がある。1期目のトランプ政権においては、大型減税の一方、好景気による税収増などで財政赤字の拡大は小幅にとどまったが、コロナ禍で大きく

悪化した。23年はバイデン政権下での補助金や利払い増などにより財政赤字はGDP比8%程度に拡大するとみられる。トランプ政権が実現した場合、減税の拡大などで大幅な財政赤字が続く可能性がある(図表4-2)。

1期目には、コロナ禍を除けば米経済は堅調な成長が続いたが、世界景気は米中摩擦の影響などにより、19年頃から軟調となった(図表4-3)。また、コロナ後の物価高は今回の選挙の論点の一つとなっているが、トランプ氏の進めるドル安や保護主義政策はインフレ要因となる可能性がある。

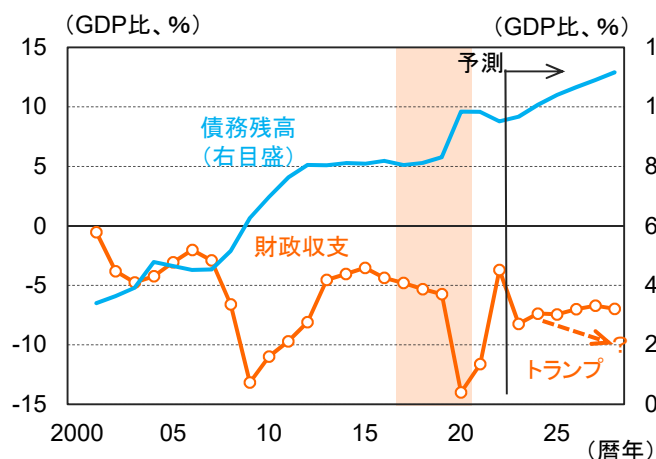
また、1期目のトランプ政権での金融市場への影響を確認すると、大統領選に勝利した16年11月には、当初はリスク回避の動きが一部にみられたが、

図表4-1 トランプ氏の主なマクロ経済・金融政策

	1期目政策や従来のスタンス	今回の新たな主張や考えられる政策
減税	- 大規模減税(法人税35%→21%) - 所得減税(25年失効)を実施	- 法人税の追加引き下げ(21%→15%) - 所得減税の恒久化 - 法人税の国境調整(輸出企業減税、輸入企業増税)
金融政策	- 低金利とドル安を好む - FRBに利下げ要求	- FRB/パウエル議長の26年再任を認めない意向 - CBDC(中銀デジタル通貨)は政府による市民への支配を強めるため、反対
気候変動	- 気球温暖化説に懐疑的 - パリ協定の離脱	- EV普及を反対、化石燃料への投資拡大 - IRA法は支持地盤にもメリットがあり全面廃止は難しいが、一部見直しの可能性
規制緩和	- 規制緩和を推進 - 新たに規制を設ける場合は、古い規制を二つ撤廃	- 連邦取引委員会(FTC)や連邦通信委員会(FCC)への大統領指揮を強化 - 規制緩和を徹底する「フリーダム・シティ」を建設

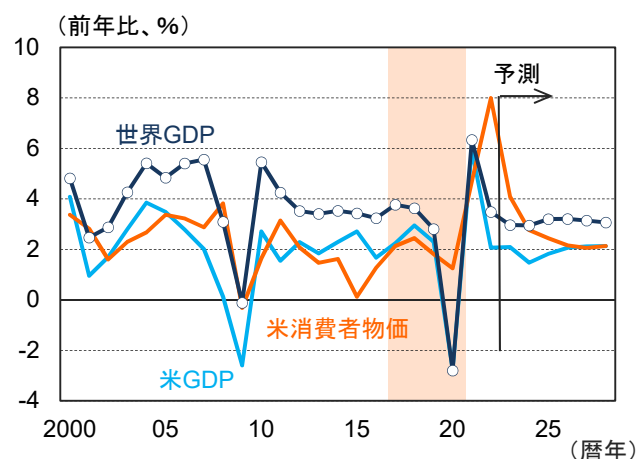
(備考)各種資料により日本政策投資銀行作成

図表4-2 政府債務



(備考) 1. IMF、予測は23年以降 2. 網掛けはトランプ政権

図表4-3 GDP成長率と物価上昇率



(備考) 1. IMF、予測は23年以降 2. 網掛けはトランプ政権

減税などによる景気拡大への期待が広がり、株高・ドル高が進んだ(図表4-4)。

大統領任期中の為替相場をみると、米保護主義への懸念などから、緩やかにドル安が進み、コロナ禍では利下げもあって一段とドル安が進んだ。株価は、18年末の米中摩擦の激化や20年初のコロナ禍で下げる場面はあったものの、総じてみれば好景気を背景に上昇が続いた(図表4-5)。

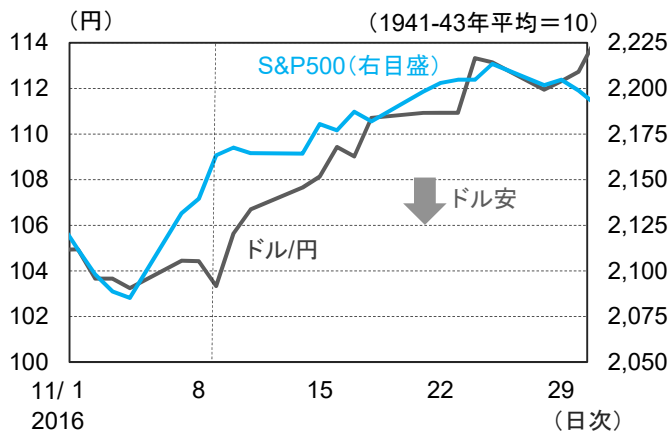
5. 「トランプ2.0」に備えよう

トランプ氏は自由尊重や一部保守的な思想を持

ちながら、MAGA(Make America Great Again)のスローガンを叫び、伝統的な共和党と異なり対外的にアメリカファーストを重視し、再選された場合の政策は基本的に1期目を踏襲するが、一部は1期目よりさらに強硬になると考えられる。

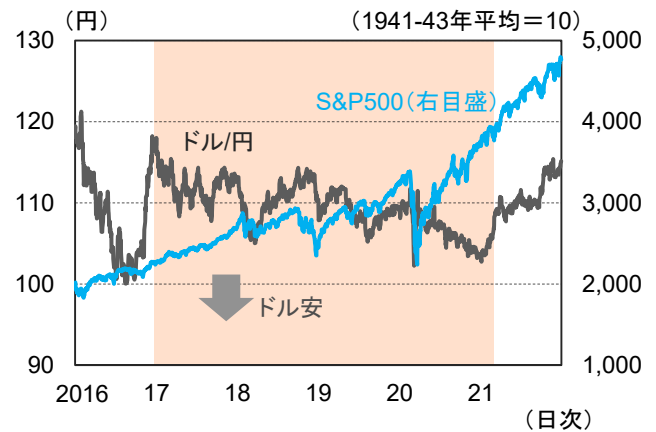
対中抑制、国内産業保護などバイデン現政権と方向性が一致する政策もあるが、安全保障のほか、通商、気候変動などの分野において大きな変化が生じるとみられている。日本を含めて、世界は「ディール外交」への対応策を練りながら、「トランプ2.0」に備える必要があろう(図表5)。

図表4-4 為替と株価(2016年大統領選直後)



(備考) 日本銀行、LSEG Datastream

図表4-5 為替と株価(1期目のトランプ政権)



(備考) 1. 日本銀行、LSEG Datastream 2. 網掛けはトランプ政権

図表5 トランプ氏の政策と日本への影響

分野	予想される内容	日本への影響
外交・安保	同盟軽視、単独行動	米軍駐留経費増や米軍防衛品輸入増
内政	保守ながらエスタブリッシュメントに抵抗	-
通商	保護主義を強化、通商再交渉	自動車などの輸出減、米企業買収に制約、農産品輸入増、国内規制緩和などの圧力
金融財政	減税、金融緩和などで好景気、インフレ圧力	米好景気による輸出増や現法収益増、円高圧力
世界経済	米中対立で貿易縮小、経済減速	間接的に輸出入や経済に下押し
気候変動	懐疑、否定的	国際枠組みや関連投資の見直しも

(備考) 各種資料により日本政策投資銀行作成

「強欲インフレ」にみる賃上げへの期待

経済調査室 和田 耕治

要旨

- ・ 欧州では急速なインフレが生じ、足元でも中銀見通しから上振れて高止まりした。企業の利潤拡大行動がインフレの持続性を高めたとの見方から「強欲インフレ(Greed-flation)」という言葉が広まった。
- ・ 日本でも米欧に遅れて物価上昇が起きており、2023年以降では上昇要因のほとんどが企業収益の増加によるものとなっている。
- ・ 賃金上昇を伴わない強欲インフレ型の物価上昇が続けば消費を通じて景気を下押しする可能性がある。企業の継続的な賃上げが家計への分配につながることで、国内消費の回復のためには望ましい。

米欧の消費者物価は、需要の急拡大や国際商品市況の高騰などを背景に21年以降、急速に伸びが拡大した。特に欧州では物価上昇の要因が企業収益の拡大によるものとの分析から、「強欲インフレ」という言葉が広まった。日本でも米欧に遅れて物価上昇が起きたほか、賃金上昇が物価高に追い付かない状況が続いている。本稿では、日米欧のデフレーター上昇を分配面から要因分解し、それぞれの特徴を比較する。その上で、国内消費の持ち直しのために期待される賃上げの水準について考察した。

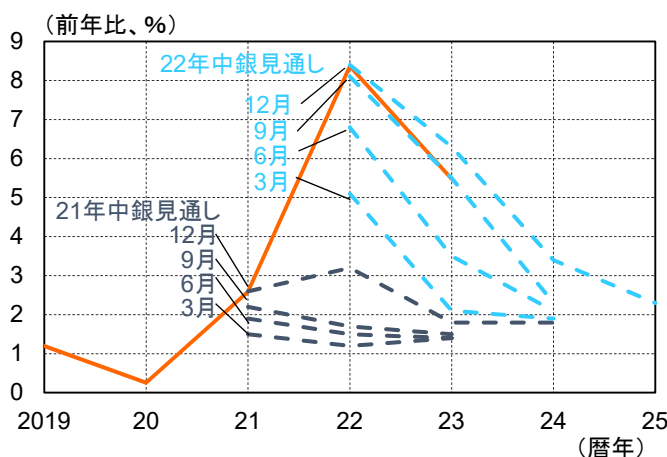
1. 欧州では強欲インフレが続いた

欧州では、コロナ禍からの回復が進むとともに急速なインフレが生じた。消費者物価の伸びはエネ

ルギーや食品を中心に22年をピークに8%超まで高まったほか、当初一時的だと思われたインフレは中銀見通しから上振れて、23年でも5%を超える水準で高止まりした(図表1-1)。

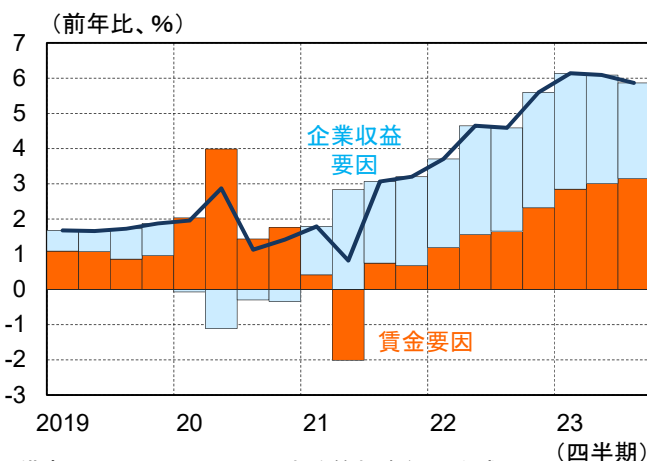
欧州における物価上昇の要因を確認するために、GDP統計において価格水準を示す指標であるデフレーター伸びを賃金要因(単位労働コスト)と企業収益要因(単位利潤)に分解すると、食品を中心に物価上昇が続いた21年以降、企業収益要因の押し上げが目立つ(図表1-2)。欧州では企業が価格決定力を持ち、値上げによる企業の利潤拡大行動がインフレの持続性を高める「強欲インフレ(Greed-flation)」という言葉がメディアなどで広まった。

図表1-1 欧州の消費者物価



(備考) Eurostat, ECB

図表1-2 欧州のデフレーター



(備考) 1. Eurostatにより日本政策投資銀行作成

2. 企業収益要因には固定資本減耗と純間接税を含む

2. 米国では賃金上昇によるインフレが続く

米国のデフレーター（消費者物価指数）の伸びは、欧州に先行して22年春をピークに縮小している。21年にインフレが進行した際には企業収益要因が拡大し、強欲インフレと呼ばれる局面もあったが、足元では落ち着いてきている（図表2-1）。賃金要因は、平均時給の伸びが高止まりしていることの影響が残り、直近でも2%近い上昇要因となっている。

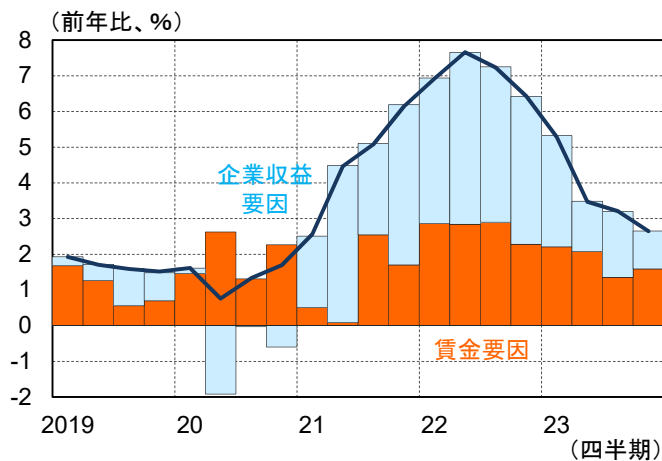
企業収益をみると、コロナ禍から経済活動が正常化した後、需要急拡大を背景に22年前半にかけて増加したが、足元では伸びが鈍化している。一方、賃金は人手不足などを背景に、物価上昇率を上回るペースで伸びが拡大しており、物価の高い

伸びが続く懸念が残っている（図表2-2）。

3. 日本でも米欧における「強欲インフレ」局面か

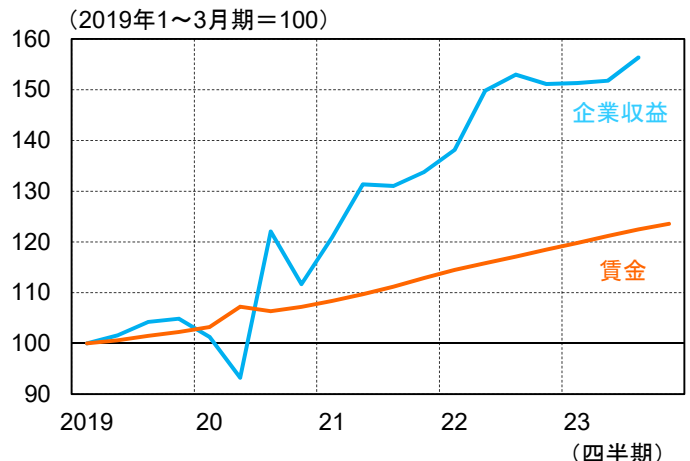
日本のデフレーター（消費者物価指数）の伸びは、米国や欧州に遅れて22年末ごろから拡大したが、23年には上昇要因のほとんどが企業収益要因の拡大によるものとなっている（図表3-1）。国際商品市況の高騰により原材料費が高止まりする中で、企業がデフレ下では難しかった価格転嫁に成功し、利潤を確保したことが要因として挙げられる。ただし、デフレーター上昇の要因の多くが企業収益要因であるという点においては、日本においても米欧で言われている、いわゆる「強欲インフレ」の状態であるという見方もできる。

図表2-1 米国のデフレーター



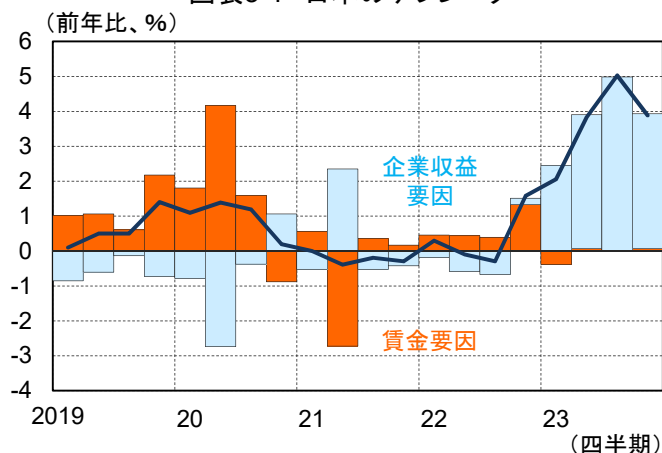
（備考）1. 米国商務省により日本政策投資銀行作成
2. 企業収益要因には固定資本減耗と純間接税を含む

図表2-2 企業収益、賃金



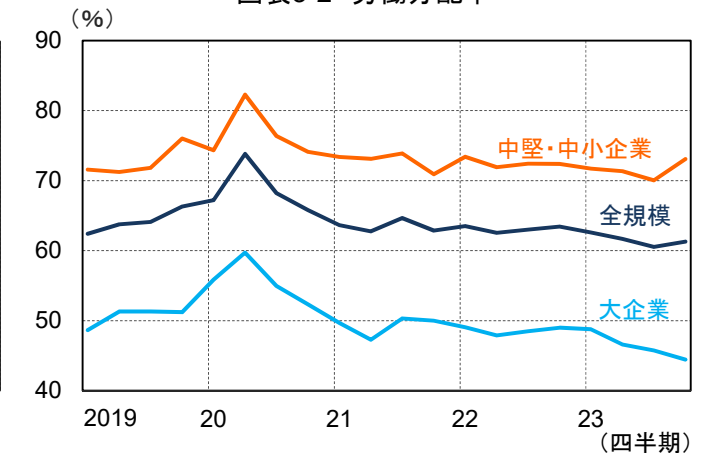
（備考）1. 米国商務省 2. 季節調整は日本政策投資銀行による

図表3-1 日本のデフレーター



（備考）1. 内閣府により日本政策投資銀行作成
2. 企業収益要因には固定資本減耗と純間接税を含む

図表3-2 労働分配率



（備考）1. 財務省により日本政策投資銀行作成 2. 労働分配率＝人件費 / （人件費＋営業利益＋減価償却費） 3. 大企業は資本金10億円以上、中堅・中小企業は資本金1千万円以上10億円未満 4. 季節調整は日本政策投資銀行による

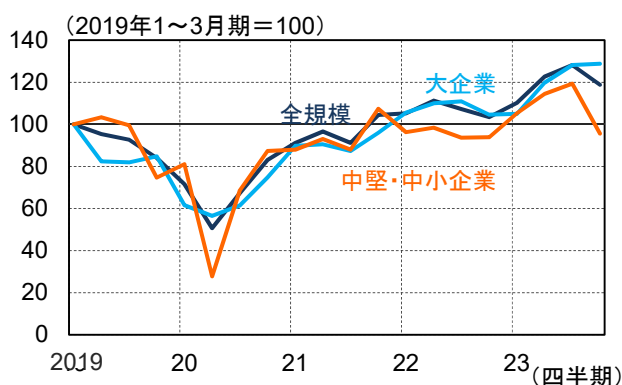
今月のトピックス

企業収益の増加に対して賃上げが追いついておらず、労働分配率はコロナ禍で一時的に上昇した後は、大企業を中心に低下基調にある(図表3-2)。足元では人手不足感が強まる中、賃上げムードが高まっており、今後の上昇余地が残されている。

4. 企業収益は好調も、賃上げへの波及は限定的

企業の業績は20年にコロナで落ち込んだ後、供給制約の緩和や人流の回復、価格転嫁の進展などを背景に、21年以降は好調である。23年10～12月期の法人企業統計では、人件費の増加や支払利息の増加などにより、中堅・中小企業を中心に前期から減少したものの、経常利益は高い水準を維持した(図表4-1)。

図表4-1 企業収益(経常利益)



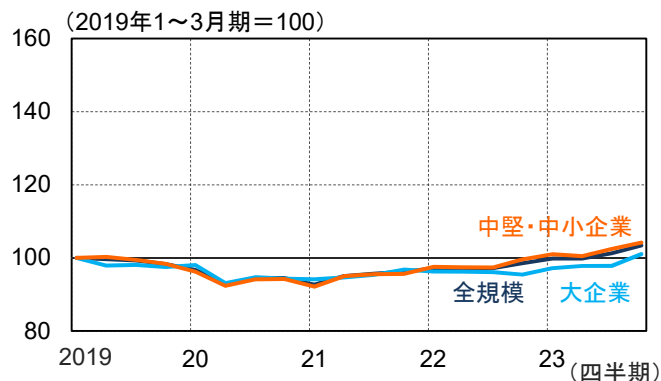
(備考) 1. 財務省により日本政策投資銀行作成 2. 金融保険業を除く全産業 3. 大企業は資本金10億円以上、中堅・中小企業は資本金1千万円以上10億円未満 4. 季節調整は日本政策投資銀行による

一方で、人件費は、インフレや足元での人手不足などを背景とした賃上げなどにより、中堅・中小企業を中心に全規模ではコロナ前の水準を回復して増加が続いているが、先行する企業収益の回復と比較すると伸びは小幅にとどまり、企業収益の回復が賃上げに与える影響は足元では限定的である(図表4-2)。

5. 強欲インフレにより景気を下押しする可能性

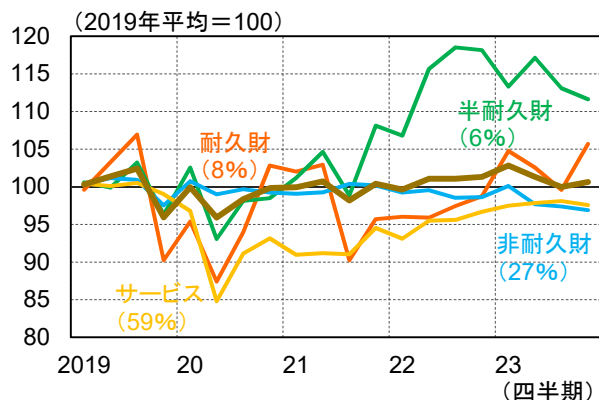
国内消費は20年のコロナによる落ち込みから基調としては回復しているが、23年以降では弱含んでいる。内訳をみると、食料などを含む非耐久財では値上げといったインフレの影響もあり23年初以降は減少している(図表5-1)。

図表4-2 賃金(人件費)



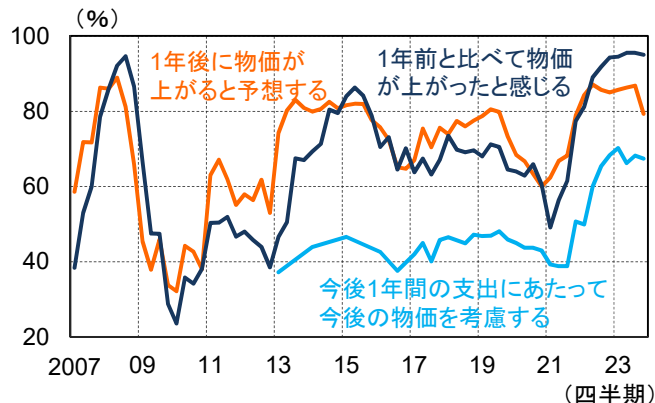
(備考) 1. 財務省により日本政策投資銀行作成 2. 金融保険業を除く全産業 3. 大企業は資本金10億円以上、中堅・中小企業は資本金1千万円以上10億円未満 4. 季節調整は日本政策投資銀行による

図表5-1 実質消費



(備考) 1. 内閣府 2. ()内は23年7～9月期の家計最終消費に対するウェイト

図表5-2 生活意識に関するアンケート調査、回答割合



(備考) 1. 日本銀行 2. 「上がる」「上がった」は「かなり上がる/上がった」と「少し上がる/上がった」の合計 3. 「今後1年間の支出にあたって今後の物価を考慮する」は13～15年は年次、16年は半期 4. 2023年12月調査

日本銀行の「生活意識に関するアンケート調査（23年12月調査）」では、1年前と比べて物価が上がったと感じる人の割合は高止まりしている。今後1年間の支出を考えるにあたって物価を考慮する人の割合も、物価上昇が続いた21年以降、高い水準が続く（図表5-2）。こうした消費マインドの動きをみても、物価高による節約志向が強まり消費を控えるといった懸念が残る。賃金上昇が伴わない強欲インフレ型の物価上昇が続けば消費を通じて景気を下押しする可能性がある。

6.消費回復のためには賃上げが求められる

日米欧のデフレーターの変動要因を比較すると、米国や欧州では企業収益の回復が続いた後に、

賃金上昇の動きがみられた（図表6-1）。雇用慣行の違いなどには留意が必要だが、日本でも企業収益の先行回復に続いて、今後は賃金が増加する可能性がある。

春闘賃上げ率の第1回連合集計は平均5.28%となり、前年（3.80%）を大幅に超える高い伸びとなった（図表6-2）。一方で、約2%の定期昇給を除いたベアは3%程度であり、労働分配率がコロナ前の19年水準に戻るために必要な賃金上昇率と試算される約12%には届いていない。今春だけでなく来年度以降も継続的に企業が賃上げを実施し家計への分配を進めることは、国内消費の拡大を通じて内需の好循環をもたらす点で、望ましいことと考えられる。

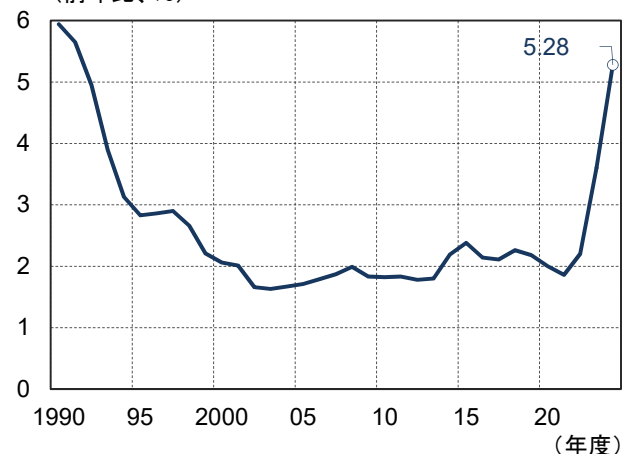
図表6-1 足元の日米欧のデフレーター動向

	デフレーター	企業収益要因 (強欲インフレ型)	賃金要因
米国	22年春をピークに伸び鈍化 ↓	値上げが一段と落ち着き伸び鈍化 ↓	労働需給ひっ迫により高止まり ↑
欧州	23年春をピークに伸び鈍化 ↓	値上げの動きが落ち着く ↓	労働需給ひっ迫により高止まり ↑
日本	23年半ばをピークに伸び鈍化 ↓	値上げの動きが広がり上昇 ↑	賃金上昇は緩やか →

(備考) 日本政策投資銀行作成

図表6-2 春闘賃上げ率

(前年比、%)



(備考) 1. 厚生労働省、日本労働組合総連合会
2. 白丸は春闘賃上げ率の第1回集計

テキスト分析を用いた米景気後退確率の検討

経済調査室 石川 亮

要旨

- ・オルタナティブデータとは、政府統計の補完が可能なデータであり、速報性や詳細性、異質性などの特徴を持つ。オルタナティブデータは、経済を多面的に分析できる可能性があり、注目されている。
- ・オルタナティブデータの一つであるテキストデータ(本稿ではページブック)に対して、機械学習の手法を用いて景気後退確率の算出を行うモデルを作成したところ、実際の景気を適切に捉えたモデルを得ることができた。また、このモデルによれば、足元の米国の景気後退確率は10%程度と考えられる。

近年、経済分析分野において、オルタナティブデータの活用が進んでいる。特にコロナ禍では、政府統計よりも公表が速いという「速報性」が注目を集め、活用が大きく進んだ。オルタナティブデータは、そのほかにも、「詳細性」や「異質性」といった特徴を有するため、利活用を進めることで経済を多面的に分析することが可能となる。本稿では、伝統的な数値データと異なるという意味での「異質性」の一つであるテキストデータを用いて、米国の景気分析を行った。

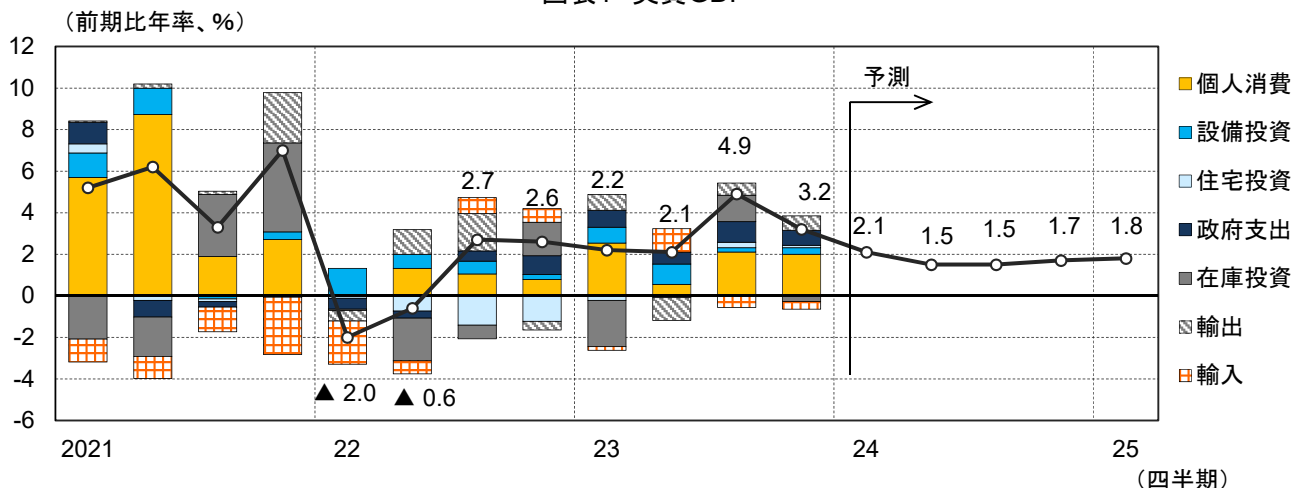
1. 堅調が続く米国経済

最初に、2020年以降の米国経済の状況を確認すると、コロナから景気が急回復する中でインフレが高進し、連邦準備制度理事会(FRB)は22年以

降、急速かつ大幅な利上げを行った。これによって景気が急減速するとの見方が広がり、22年夏にはエコノミストの半数が景気後退に陥ると予想した。ただし、22年後半以降の成長率は一貫して米国の潜在成長率とされる2%程度を上回り、予想に反して堅調を維持した。今後は、これまでの金利引き上げの影響などにより減速が見込まれているが、景気後退に陥るとの見方は少なく、軟着陸(ソフトランディング)可能であるとの予想が優勢となっている(図表1)。

こうしたシナリオには、どの程度の蓋然性があるだろうか。本稿では、通常の経済分析とは異なる「オルタナティブデータ」を用いた定量分析を複数行い、米国経済の景気後退確率の把握を試みる。

図表1 実質GDP



2.オルタナティブデータとは政府統計の補完が可能なデータ

分析に入る前に、オルタナティブデータについて簡単にまとめておく。オルタナティブデータとは、政府統計の補完が可能なデータとされる。最近では、日本経済学会や、内閣府の論文集である「経済分析」において、オルタナティブデータの特集が組まれるなど、注目が高まっている。

オルタナティブデータへの関心が高まっている理由は、オルタナティブデータが、①詳細性(細かい)、②速報性(公表が速い)、③異質性(新しいデータを扱う)などの特徴を持つためである。このうち、分析事例が多いのは、エコノミストや市場参加者などの関心に沿った②の速報性を生かした分析となっている。(図表2-1)。

オルタナティブデータ利活用の代表例に、人流を用いたサービス消費の分析がある。コロナ禍では、活動制限による飲食や宿泊などのサービス消費への影響が関心を集めたが、統計局のサービス産業売上高は公表が翌々月下旬と遅い。サービス消費と人流の動きはかなり似通っていることが確認されたことにより、携帯端末などから得られた人流データを用いて飲食、宿泊などのサービス消費を把握する試みが政府を含めて広くみられた(図表2-2)。

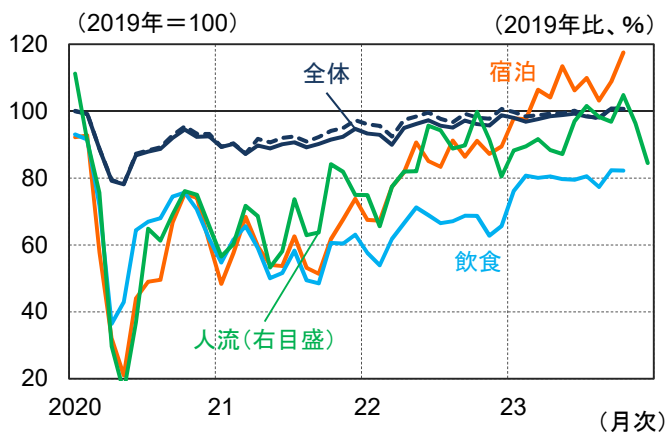
また、政府統計は基本的に数値データであるものの、テキストや画像など、数値以外の異質なデータ(③)を活用する試みも進んでいる。例えば、サンフランシスコ連銀は、新聞記事のテキスト分析を行い、日次の景気のセンチメント(景況感)指数を作成・公表している(図表2-3)。

図表2-1 オルタナティブデータの特徴と利用目的、分析例

データの特徴		分析に利用する目的	具体的な分析例
量が多い	①細かい(頻度/濃度)	政府統計よりも高頻度なデータや粒度の細かいデータを用いて、経済の状況をより詳細に把握	家計簿データを用いた定額給付金の影響分析(内閣府、2023)
	②公表が速い	政府統計の公表前に経済の状況を把握	クレジットカードデータを用いた小売売上高の予測(Dunn et al., 2020)
質が異なる	③新しいデータを扱う	分析可能なデータの幅を広げ、多面的に経済の状況を把握	人流データを用いた景気分析(日本銀行、2020年4月「経済・物価情勢の展望」) 新聞記事データを用いた景況感分析(サンフランシスコ連銀、2020)
			決算説明会の音声データを用いた景況感分析(橋本、2021) 衛星画像を用いた新興国のGDP予測(Martinez, 2022)

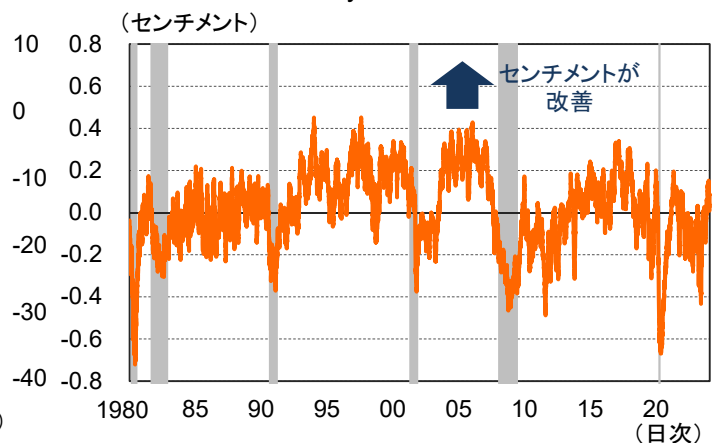
(備考) 日本政策投資銀行作成

図表2-2 サービス消費と人流



(備考) 1. 総務省、V-RESAS、株式会社Agoop「流動人口データ」により日本政策投資銀行作成 2. 破線は実質

図表2-3 Daily News Sentiment Index



(備考) 1. サンフランシスコ連銀、NBER(全米経済研究所) 2. 網掛けは景気後退期

3. テキストデータであるページブックを用いる

本稿では、オルタナティブデータの一つであるテキストデータを用いて、米国の景気分析を行った。分析データには、米FRBがFOMC（連邦公開市場委員会）の基礎資料として1ヵ月半ごとに公表するページブック（地区連銀景況報告）を用いた。これは12の地区連銀がそれぞれの地域の景況を文書形式でまとめたものであり（図表3-1）、その名前は表紙のページ色に由来する（図表3-2）。

4. 単語の出現頻度から文書の特徴を確認可能

ページブックのテキストを単語レベルに分解し、その出現頻度を確認すると、例えば、トランプ政権

になって輸入関税が大きな問題となった2018年～19年は、「tariff（関税）」という単語の出現頻度が急増した。同様に、コロナ禍では、「covid」などのコロナ関連の単語の出現数が急増した。このように、単語の出現頻度に注目することで、その時々 of 文書の特徴を掴むことができる（図表4-1）。

今回の分析の流れを整理すると、まずデータの収集・加工を行い、サンフランシスコ連銀の指数や先行研究と同様に、各回のページブックについてセンチメントを判定する。その後、文書間の内容の類似度を定量的に測定し、最後に、文書のテキストデータを用いて景気後退確率の試算を行う（図表4-2）。

図表3-1 ページブック（2023/11/29公表）の主な内容

全体として経済活動は減速した＜総括＞ （前回報告（10/18公表）では横ばい）
今後6-12カ月の経済の見通しは低下した＜総括＞ （前回報告では横ばい、もしくはわずかに軟化）
地域別にみると、経済は、4地域が緩やかに成長し、2地域がほぼ横ばい、6地域がわずかに縮小した＜総括＞
節約のため、高価な商品避けたり、ルームシェアを行う動きがみられた＜カンザスシティ＞
消費者は一層価格に敏感になっている＜フィラデルフィア＞
建設業では、高金利のために遅延、キャンセルとなった案件がある＜セントルイス＞
需要の減少などにより価格支配力が弱まった＜クリーブランド＞

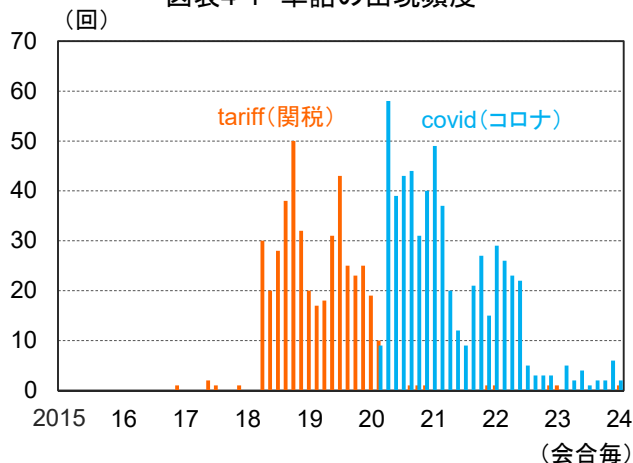
（備考）FRB資料により日本政策投資銀行作成

図表3-2 ページブック



（備考）ニューヨーク連銀

図表4-1 単語の出現頻度



（備考）1. FRB資料により日本政策投資銀行作成
2. 「tariff」は少数ながら2015年以前もみられる
22 DBJ Monthly Overview 2024/4

図表4-2 分析内容

データの収集・加工	- ページブックをPDF形式で入手 - 加工（文章を単語に分解するなど）
1 センチメント分析	文書ごとに、センチメント（景況感）を計算
2 類似度分析	文書に出現する語句をもとに、文書と文書の類似度を計算
3 景気後退確率の試算	機械学習の手法で、テキストデータから景気後退確率を試算

（備考）日本政策投資銀行作成

5. センチメント分析：ページブックから景気変動を把握

ページブックに対してテキスト分析を活用した先行研究としては、Armesto et al. (2009)やSadique et al. (2013)が挙げられ、いずれも、ページブックの出現単語を、ポジティブかネガティブか、意味によって分類し、出現頻度の差をとることで、文書のセンチメント(景況感)を確認するセンチメント分析を行っている。センチメント分析は計算が比較的容易なため、サンフランシスコ連銀のセンチメント指数を含め、経済分析に用いられる例は比較的多い(図表5-1)。

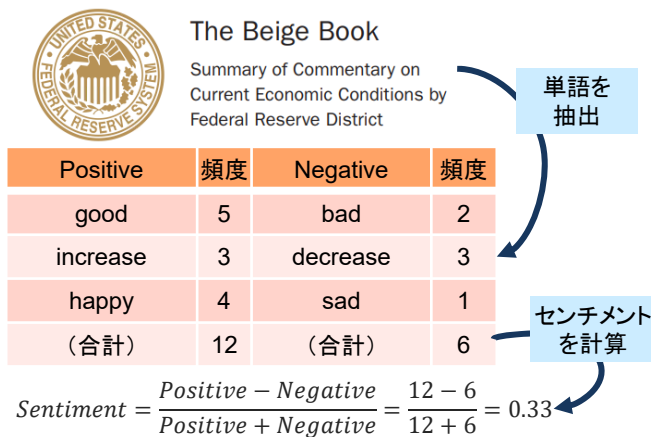
先行研究に倣って、ページブックのセンチメントを計算すると、代表的な景況指数であるISM製造

業景況指数にかなり近い動きを示し、景気後退局面においてセンチメントは悪化している。このことから、ページブックは、景気変動の把握に有用な情報を内包していることがわかる(図表5-2)。

6. 類似度分析：景気後退時には文書の類似度が高い

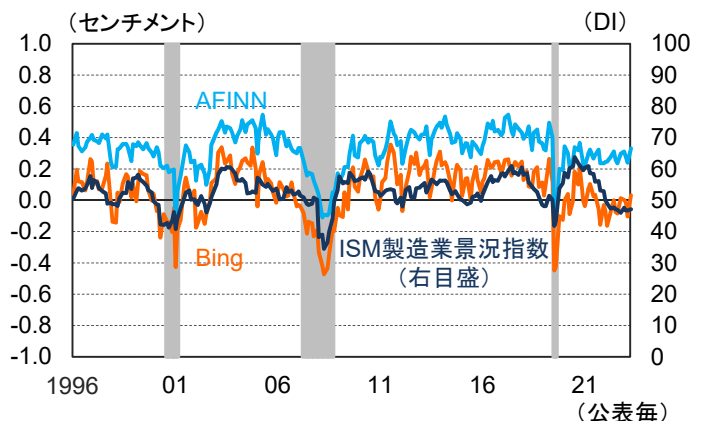
センチメント分析は計算が容易な一方、分析対象が分類可能な単語に限られるといった欠点もあるため、文書全体のデータを用いて、文書同士の類似度を計算する。最も広く用いられるコサイン類似度は、文書ごとに単語の出現頻度を成分とするベクトルを作成し、ベクトル同士の近さ(コサイン値)を測定する(図表6-1)。

図表5-1 センチメント分析の進め方(例)



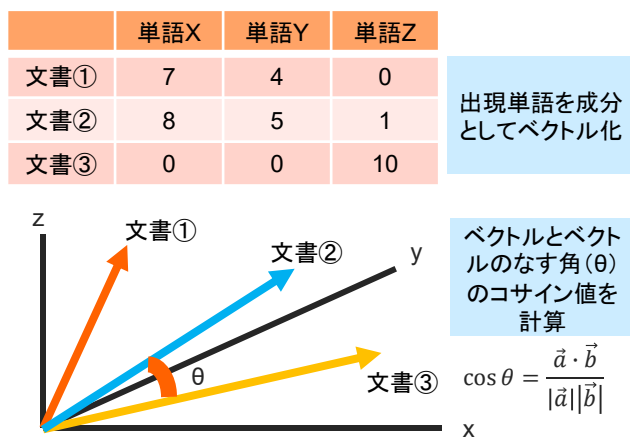
(備考) 日本政策投資銀行作成(画像はFRB)

図表5-2 ページブックのセンチメント



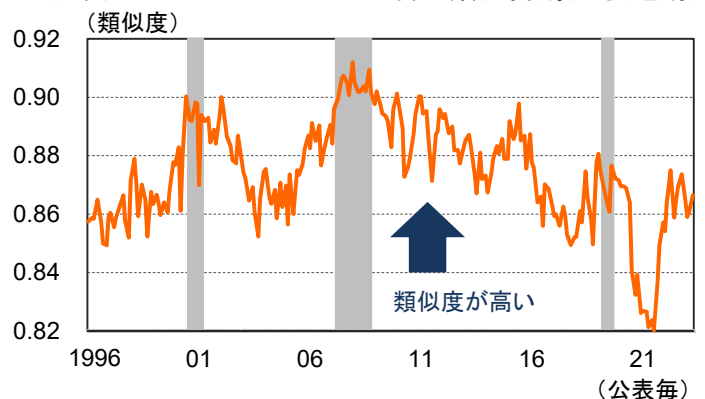
(備考) 1. FRB、NBER、LSEG Datastreamにより日本政策投資銀行作成 2. 「Bing」「AFINN」は、単語の分類に用いた辞書(詳細は参考文献を参照) 3. 網掛けは景気後退期

図表6-1 類似度の計算手法(例)



(備考) 日本政策投資銀行作成

図表6-2 ページブックの文書の類似度(景気後退期)



(備考) 1. FRB、NBER資料により日本政策投資銀行作成 2. 網掛けは景気後退期 3. 各期の文書に対して、景気後退期の21文書との類似度の平均をとった 4. 景気後退期とそうではない時の平均の差が統計的に有意であることを確認

文章のベクトル化により意味を把握する手法は機械学習分野で一般的であり、検索エンジンやレコメンド機能、生成AI(ChatGPT)などに応用されているが、経済分析分野での適用例は少ない。

ここでの分析では、景気後退時の文書同士の類似度が高いことが確認でき、ベージュブックは、景気後退判定に利用できる可能性が示唆された(図表6-2)。

7.景気後退確率分析:足元の米国では10%程度

ベージュブックの文書同士の類似度をみることで、景気後退判定を実施できる可能性が示唆されたが、最後に、景気後退判定をより正確に行うため、ベージュブックにおける単語の出現頻度を説明変数(特徴量)、景気後退かどうかを被説明変数として、ランダムフォレストの手法を用いて景気後退確率の推計を行った。ランダムフォレストは、Breiman(2001)によって提示された機械学習の手法であり、論文の引用数は12万回(24年3月時点)を超えており、内閣府(2018)の分析でも用いられるなど、幅広く利用される手法となっている。

結果をみると、過去の景気後退期に確率が上昇するモデルを得ることができた(図表7-1)。今回作成したモデルでは、足元の景気後退確率は10%程度にとどまると試算され、想定外に堅調とされる現在の米景気の認識を裏付けるものとなった。

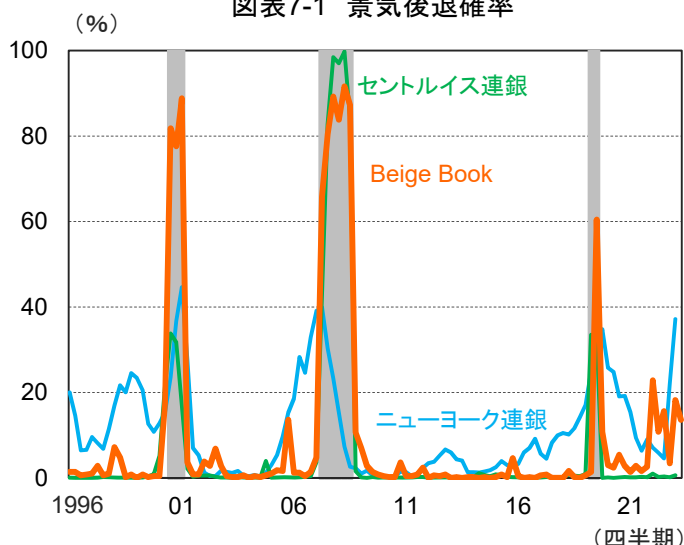
他のモデルと比較すると、ニューヨーク連銀のモデルは先行性に利点があるものの、精度の面で、①そもそも景気後退期の確率が低い、②足元でリーマンショック並みの景気後退確率にまで上昇してしまっている、などの課題がある。また、セントルイス連銀のモデルは、精度の面では信頼できるものの、公表がやや遅れるといった課題があり、本稿での分析は、先行性と精度の面でバランスの良いモデルといえる(図表7-2)。

8.重要単語を確認すれば景気後退の簡易的な予測が可能

テキスト分析では、どの単語が景気後退判定に重要視されたかを確認することができる。それを見ると、「weaken(弱まる)」や「reduce(減らす)」「close(縮小する)」などの単語が最上位に来る。なお、単語の重要度は、景気後退ではない時に特徴的に出現頻度が増加する単語(「optimistic(楽観的な)」や「standard(普通の)」など)も上位に来ることには注意が必要である(図表8-1)。

上位三つの単語について出現頻度を確認すると、景気後退期に急増する傾向が確認できる。ベージュブックをみるにあたっては、本稿で用いた分析より簡便な方法として、これらの単語の出現頻度に注目すると、簡易的に景気判断を行うことも可能であると考えられる(図表8-2)。

図表7-1 景気後退確率



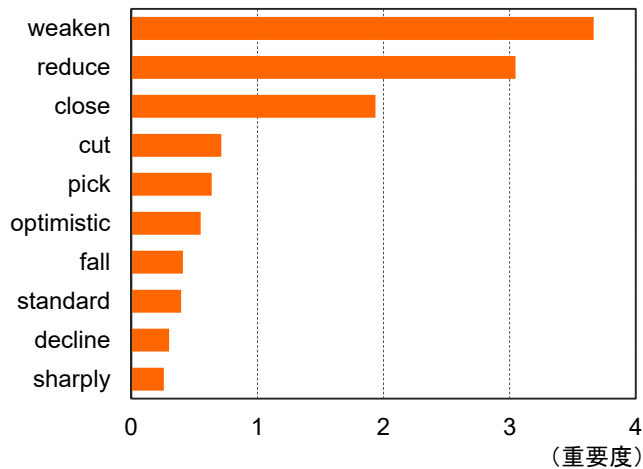
(備考) 1. FRB、ニューヨーク連銀、セントルイス連銀、NBER資料により日本政策投資銀行作成 2. 網掛けは景気後退期

図表7-2 景気後退確率モデルの比較

	ニューヨーク連銀 のモデル	セントルイス連銀 のモデル	今回のモデル
データ頻度	月次	月次	1ヵ月半
時期	月央に12ヵ月先 が更新	月初に2ヵ月前の ものが更新	FOMCの 2週間前
使用データ	長短金利差	实体经济の データ	Beige Bookの テキストデータ
先行性	◎	△	○
精度	△	○	○

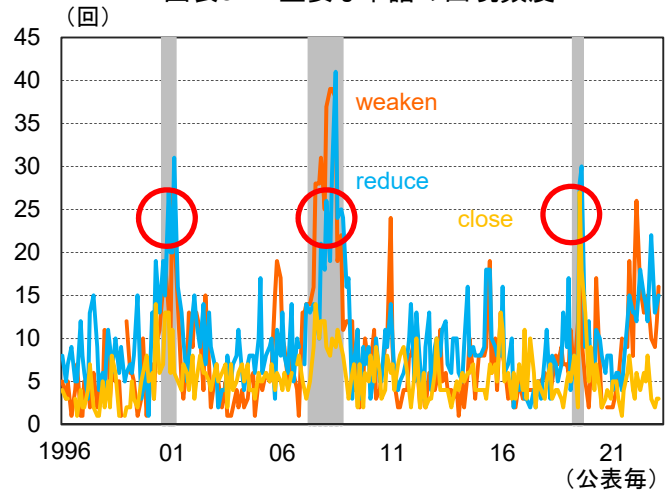
(備考) ニューヨーク連銀、セントルイス連銀資料により日本政策投資銀行作成

図表8-1 単語の重要度



(備考) 1. FRB、NBER資料により日本政策投資銀行作成
2. 上位10単語

図表8-2 重要な単語の出現頻度



(備考) 1. FRB、NBERにより日本政策投資銀行作成
2. 網掛けは景気後退期

参考文献

- Armesto, M. T., Hernández-Murillo, R., Owyang, M. T., & Piger, J. (2009). Measuring the information content of the beige book: A mixed data sampling approach. *Journal of Money, Credit and Banking*, 41(1), 35-55.
- Breiman, L. (2001). Random forests. *Machine learning*, 45, 5-32.
- Buckman, S. R., Shapiro, A. H., Sudhof, M., & Wilson, D. J. (2020). News sentiment in the time of COVID-19. *FRBSF Economic Letter*, 8(1), 5-10.
- Dunn, A., Hood, K., & Driessen, A. (2020). Measuring the effects of the COVID-19 pandemic on consumer spending using card transaction data. US Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis.
- Liu, B. (2022). *Sentiment analysis and opinion mining*. Springer Nature.

- Martinez, L. R. (2022). How much should we trust the dictator's GDP growth estimates?. *Journal of Political Economy*, 130(10), 2731-2769.
- Nielsen, F. Å. (2011). Afinn. Richard Petersens Plads, Building, 321.
- Sadique, S., In, F., Veeraraghavan, M., & Wachtel, P. (2013). Soft information and economic activity: Evidence from the Beige Book. *Journal of Macroeconomics*, 37, 81-92.
- 内閣府 (2023) 特別定額給付金が家計消費に与えた影響—リアルタイムに記録される家計簿アプリデータを活用した分析—(政策課題分析シリーズ 22)
- 内閣府 (2018) 日本経済2017—2018 —成長力強化に向けた課題と展望—
- 橋本英樹 (2021) “国内企業の決算説明会の感情分析.” 第55 回 2021 年度夏季JAFEE大会発表論文

	2024年3月	2024年4月
日本	回復に足踏み	回復に足踏み
設備投資	回復に足踏み	回復の兆し
公共投資	横ばい	横ばい
住宅	横ばい	横ばい
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	横ばい	当面弱い動きながら横ばい
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	ゼロコロナ政策撤廃後の 持ち直しが鈍化	ゼロコロナ政策撤廃後の 持ち直しが鈍化

(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。3/11に発表された2023年10～12月期(2次速報)の実質GDP成長率は前期比年率0.4%増となり、1次速報時のマイナス成長(同0.4%減)から一転してプラス成長となった。これにより2四半期連続のマイナス成長も回避され、「このまま日本経済は景気後退に陥るのではないか」という懸念はひとまず払しょくされた格好である。1次速報からの上方修正の主因は設備投資のプラス転換である。これまで各種アンケート調査では企業の強い投資意欲が垣間見られていたものの、なかなか実績として現れてこなかった設備投資がようやく目に見える形で確認できるようになったことは、今後の日本経済にとって明るい材料といえる。

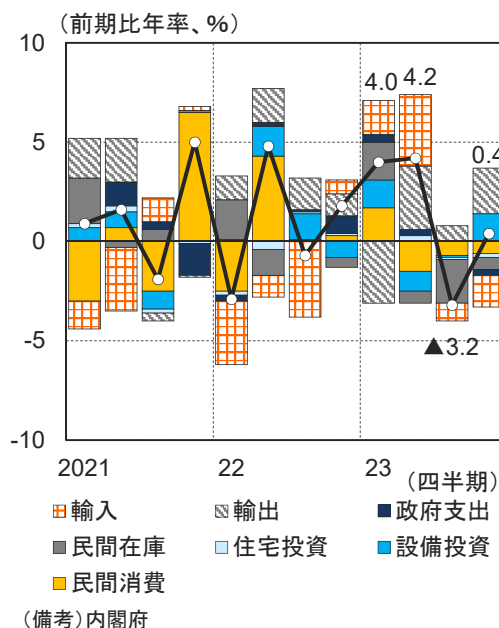
継続標本ベースでは、設備投資はさらに強かった可能性

今回の設備投資の上方修正は、3/4に発表された財務省「法人企業統計調査」における設備投資の強い結果がGDPに反映されたことによるものである。同統計では10～12月期の設備投資(除くソフトウェア、季節調整値)は前期比8.0%の増加であった。前四半期の同1.1%増から大きく伸び率が伸長しており、これがGDPベースの設備投資を押し上げる結果となった。同統計では調査サンプル替えの影響を受けない継続標本(前年同期および当期ともに標本となった企業)ベースでの前年比の結果も参考情報として公表しているが、10～12月期に関しては継続標本ベースの設備投資額前年比が正式な公表値よりも上振れている。従って、実際の企業の設備投資額は正式な公表値を上回る、さらに強いものであった可能性がある。なお、今回調査では能登半島地震の影響を受けた法人に対して調査の除外・調査期限後の提出の容認を実施したと発表されているが、能登半島地震は1月に発生したため、10～12月期数値への影響はほとんどないと考えられる。

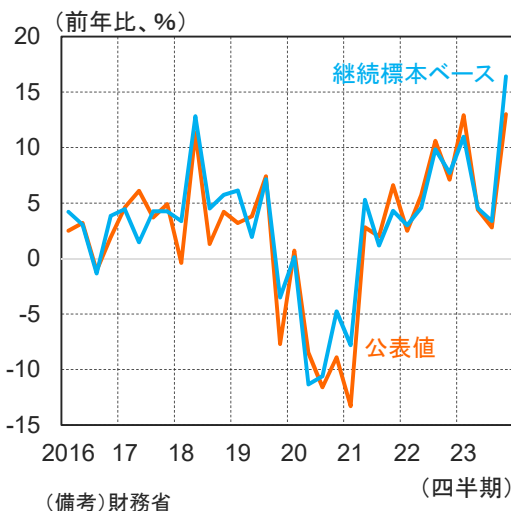
電子・通信機械を中心に機械受注残高が増加

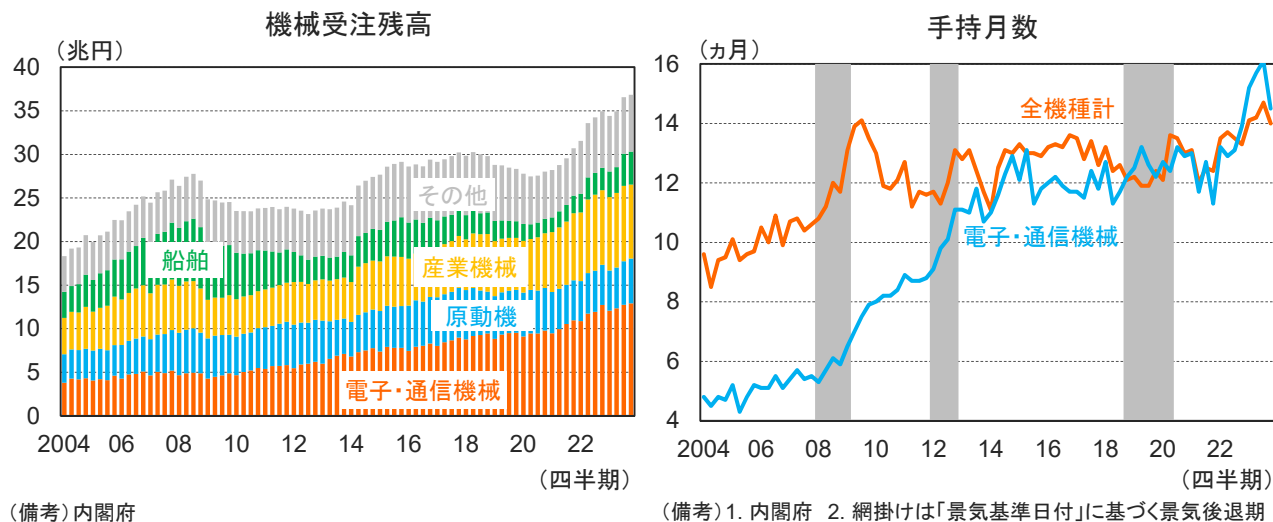
上記の通り「法人企業統計調査」の設備投資には明るさがみられた一方、機械投資の先行指標である機械受注額については横ばいの動きが続いている。こうした中、

実質GDP成長率



設備投資

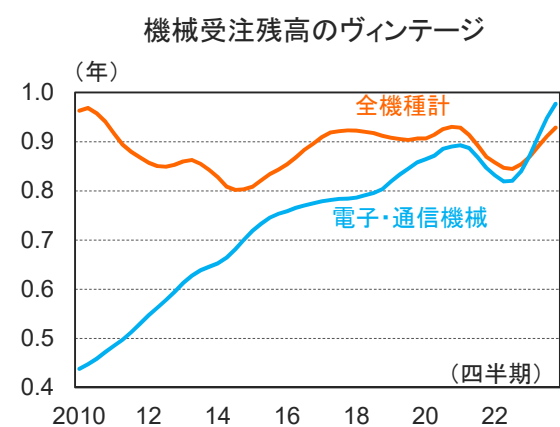




ストックである機械受注残高は足元で増加傾向にあり、大規模なキャンセルなどが発生しない限り、いずれは増加ストック部分は実際の販売（＝設備投資）として顕在化すると考えられている。これは今後の設備投資を後押しする要因となるが、確かに過去20年の機械受注残高の推移を見ると、21年頃から受注残高は増加傾向にあり足元では35兆円まで積み上がっている。機種別で見ると、「電子・通信機械」の残高の積み上がりが全体をけん引している。また、受注残高を販売額で割って求められる手持月数をみると、こちらも足元で上昇傾向にある。景気後退期には販売額が減るので手持月数は上昇する傾向があるが、直近では景気後退局面ではないにも関わらず上昇している。手持月数はここ10年以上13カ月前後で推移していることから、今後受注残高が刷けることで手持月数が低下してもおかしくない。そうした類推から、今後受注残高が実際の販売として顕在化し、設備投資の増加につながる事が予想されていることになる。

残高が刷けて設備投資につながるかは不透明

しかしそうしたシナリオが首尾よく実現するかは不透明である。前述の通り受注残高の増加は「電子・通信機械」の増加によるところが大きいが、「電子・通信機械」の手持月



$$V(t) = [(V(t-1) + 0.25) \times (K(t-1) - R(t)) + I(t) \times 0.125] \div K(t)$$

 V: ヴィンテージ、K: 受注残高、R: 販売等による受注残高減少額、I: 受注額、t: 期間 3. t=0を2003年、V(0)を任意に設定し計算 (t=4～5年あたりで初期値に関わらず一定値に収束するため、2010年以降の値を掲載) 4. 後方4期移動平均値

数は明確な上昇トレンドにあり、今後もこのトレンドが続くとすると受注残高はさらに積み増される可能性がある。この場合、残高の増加分が販売に振り向けられることはない。また、「ベンチマーク・イヤー法」により受注残高のヴィンテージ（平均年齢）を試算すると、全機種平均のヴィンテージは0.9年前後で時系列的にもほとんど変化していないが、「電子・通信機械」のヴィンテージは明確に上昇傾向にある。「電子・通信機械」の受注品目が経年的に変化し、受注から完成・販売までに時間がかかるものが増えていることが原因と考えられるが、もしそうであれば今後も「電子・通信機械」の受注残高はなかなか減らず、設備投資につながらない。機械受注統計を使って今後の設備投資を占う場合、機械受注の内部で構造変化が生じているか否かを検討することが必要であろう。

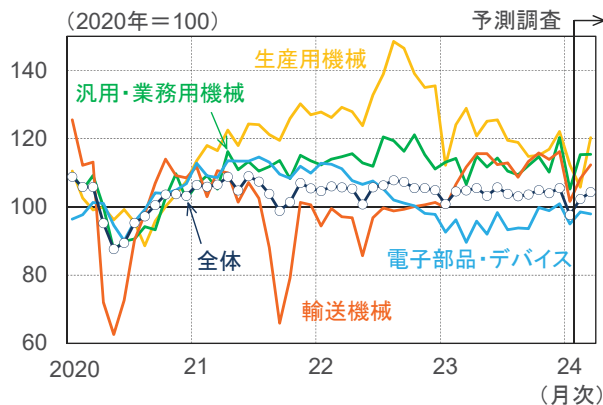
【経済調査室 蜂谷 義昭】

主要指標

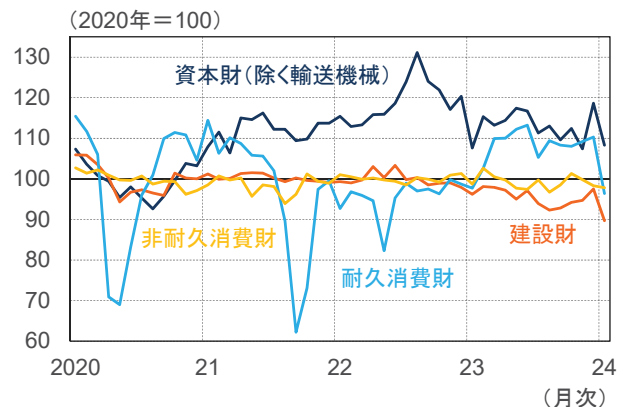
鉱工業生産は当面弱い動きながら横ばい

- 1月の鉱工業生産は、大手完成車メーカーの生産停止により大幅な減産となった輸送機械や、前月に大規模な取引のあった汎用・業務用機械を中心に減少した。先行きは、生産を停止した大手完成車メーカーでは3月中旬時点でも全面再開のめどは立っておらず、当面弱い動きとなるが見込まれるものの、生産再開に応じて緩やかに増加し、均せば横ばいが続くと思われる。
- 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、23年12月に大きく増加したものの24年1月に再度減少し、均せば横ばいとなっている。また耐久消費財は、半導体の供給制約の緩和を受けた自動車のばん回生産を背景に、23年3月以降高水準で横ばいの動きが続いた。24年1月は自動車の生産停止により大きく減少したものの、生産再開に応じて緩やかに持ち直すとみられる。

鉱工業生産



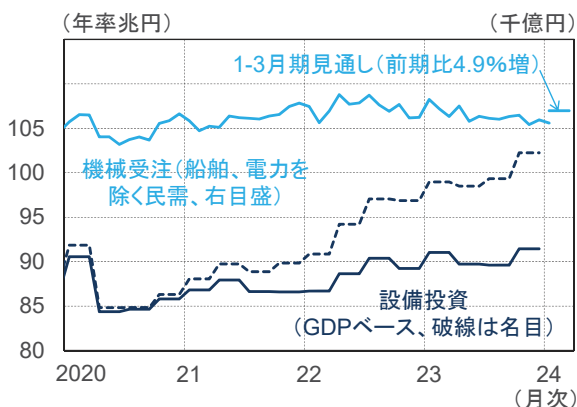
鉱工業出荷



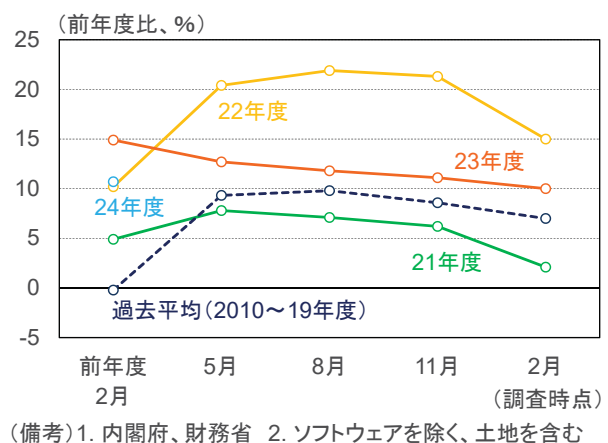
設備投資は回復の兆し

- 10～12月期の実質設備投資（GDPベース）は、前期比年率8.4%増加した。資材高のほか工期や納期の遅延などから先送りされた投資が段階的に発現し、設備投資は回復の兆しがみられる。機械投資の先行指標である1月の機械受注は減少して足元で弱い動きとなっているが、1～3月期は増加する見通しとなっている。
- 1～3月期（2月調査）の法人企業景気予測調査で、23年度の大企業設備投資計画は前年度比10.0%増加した。前回調査からの下方修正は小幅にとどまり、コロナ前を上回って堅調な計画が続いた。24年度計画も、前向きな投資意欲を反映して22年度並みの高い伸びとなっており、インフレ率の鈍化や供給制約の緩和が進むことで、設備投資は増加することが期待される。

設備投資、機械受注

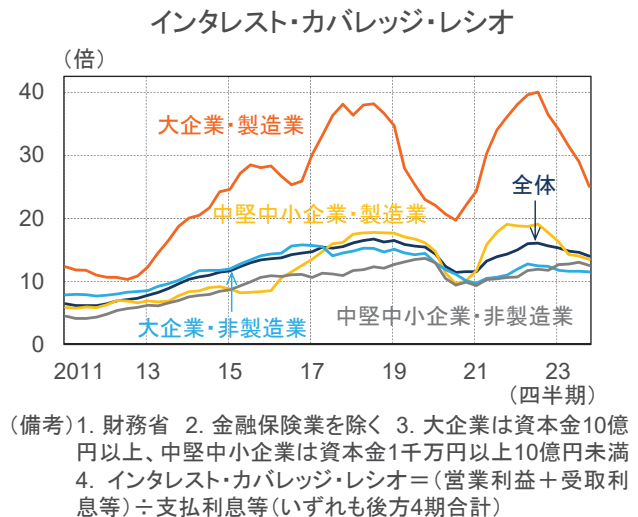
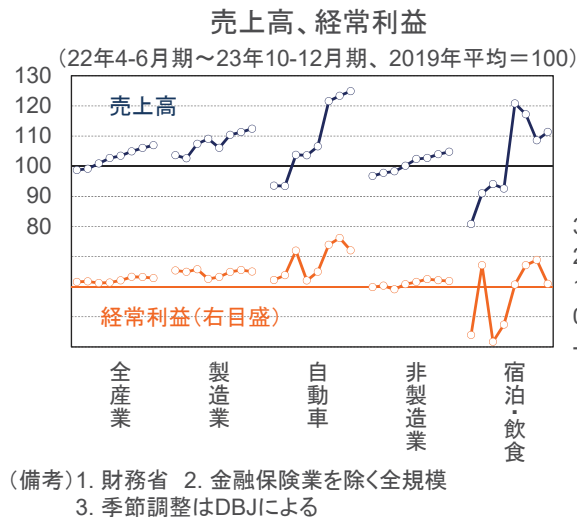


法企予測調査 大企業設備投資計画



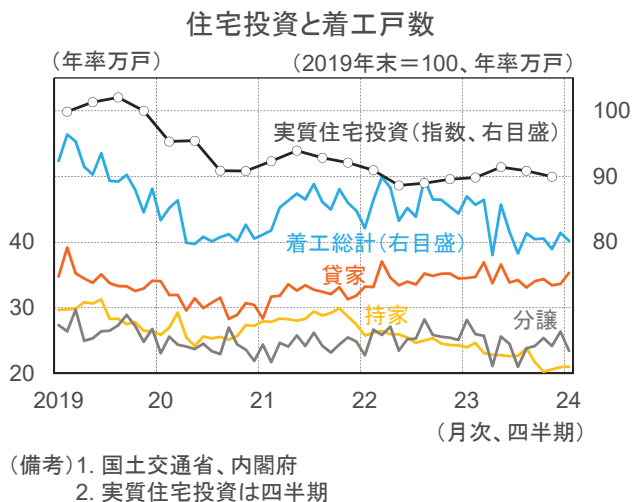
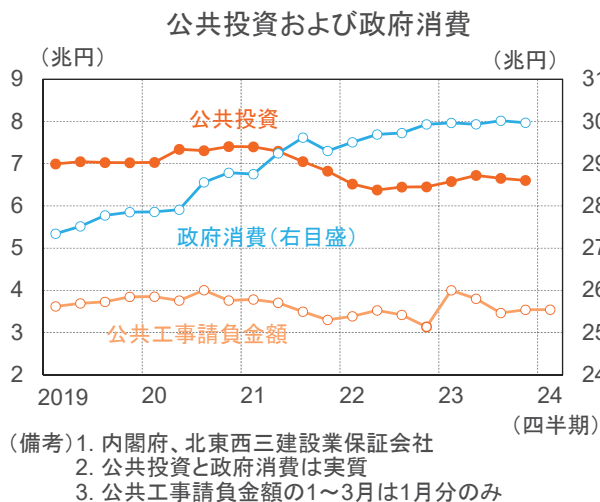
企業業績は高水準を維持

- 10～12月期の法人企業統計では、価格転嫁の進展や人流回復により、製造業、非製造業ともに増収となり、全産業の売上高は前期比0.9%増加した。一方で経常利益は、非製造業を中心に人件費が増加したほか、支払利息の増加もあり全産業で同2.6%減少したものの、過去3番目となる高い水準を維持した。
- 企業の金利負担能力を示すインタレスト・カバレッジ・レシオは、緩和的な金融環境のもとで上昇が続いてきた。コロナ禍初期は減益で低下したが、21年以降は業績回復により製造業を中心に持ち直した。22年半ば以降は支払利息の増加を背景に低下基調に転じたが、13年の異次元の金融緩和策導入前と比較して依然高い水準にあり、企業は先行きの金利上昇に耐えうる財務体質にあるとみられる。



公共投資、住宅投資はおおむね横ばい

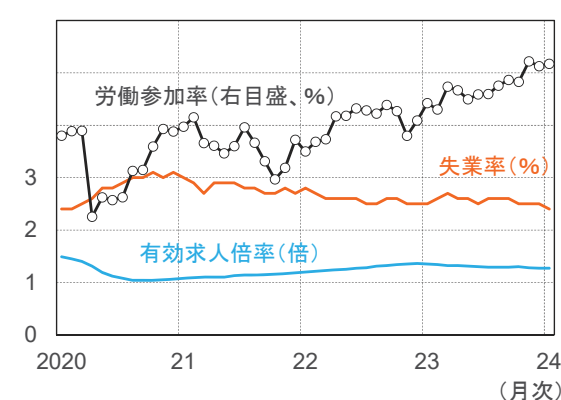
- 10～12月期の実質公共投資(GDPベース)は前期比年率3.0%減少し、2期連続のマイナスとなったが、23年上期に大型案件があったこともあり、均してみれば横ばいとなっている。今後は、1/1に発生した能登半島地震からの復興需要が出るとみられる。10～12月期の政府消費は、同0.7%減少し、均してみるとコロナ関連予算の縮小で伸びが鈍化している。
- 10～12月期の実質住宅投資(GDPベース)は前期比年率3.9%減少し、23年を均してみるとおおむね横ばいとなっている。1月の住宅着工は貸家が増加したものの、振れの大きい分譲の減少により全体では1.5%減少した。建築費の高騰や人手不足による供給制約のほか、住宅価格の上昇による需要下押しもあり、着工は弱い動きが続いている。



雇用は改善している

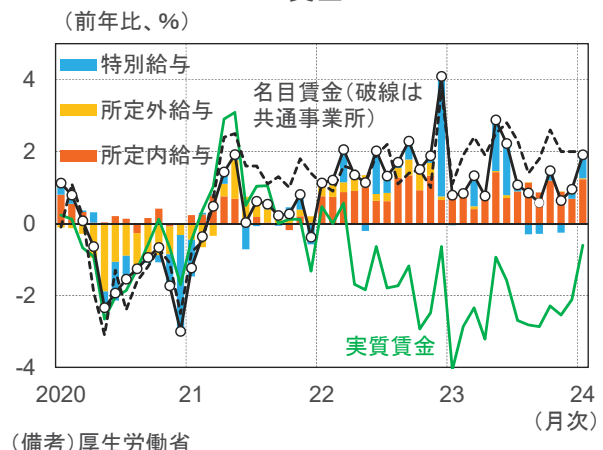
- 1月の有効求人倍率は1.27倍と前月から横ばいとなった。また、労働参加率は63.1%と前月から小幅に上昇したほか、失業率は2.4%と前月から低下しており、雇用は改善している。
- 1月の賃金は、前年比1.9%増加した。冬季賞与も一部反映される特別給与の伸びが同16.2%と前月から大幅に拡大したことが寄与した。また、所定内給与およびパートタイム所定内時給はそれぞれ同1.4%、3.7%と堅調な伸びを維持した。実質賃金は同0.6%減と、マイナス幅が大幅に縮小した。実質賃金は、物価の上昇により一時的にマイナス幅が拡大するとみられるが、その後はインフレ率の鈍化もあり縮小が続く見込み。

失業率、有効求人倍率、労働参加率



(備考)総務省、厚生労働省

賃金

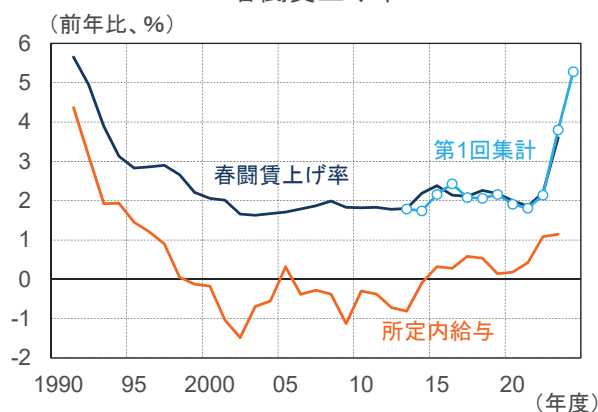


(備考)厚生労働省

春闘賃上げ率は約5%とみられる、消費は回復に足踏み

- 24年春闘では、物価高の中で実質賃金のマイナスが続いていることや人手不足などを背景に賃上げ機運が高まっている。春闘賃上げ率の第1回集計は5.28%と、前年(3.80%)を大幅に超える高い伸びとなった。定期昇給(約2%)を除くベースアップは約3%とみられ、所定内給与は前年を超える増加が見込まれるが、中小企業の賃上げ動向もポイントとなる。
- 10~12月期の消費(GDPベース)は前期比年率1.0%減少し、回復が足踏みした。1月の月次推計(総務省、CTIマクロ)は、衣料品は増加したものの自動車により減少が続いた。今後は、一部自動車の生産停止による財消費へのマイナスの影響はあるものの、インフレ率の鈍化や賃上げにより緩やかな回復が期待される。

春闘賃上げ率



(備考)1. 厚生労働省、日本労働組合総連合会
2. 23年度の所定内給与は23年4月-24年1月の平均

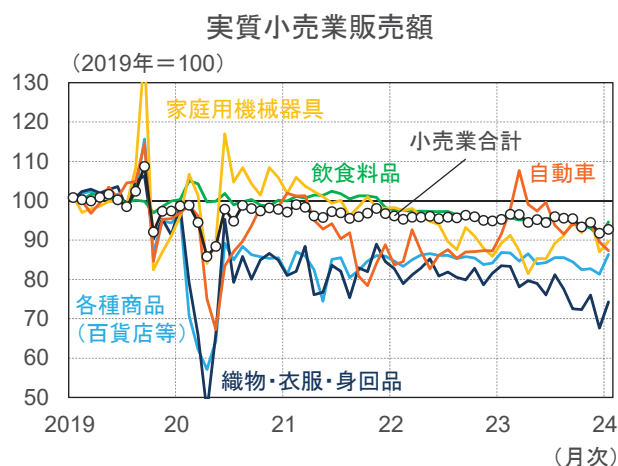
実質民間消費



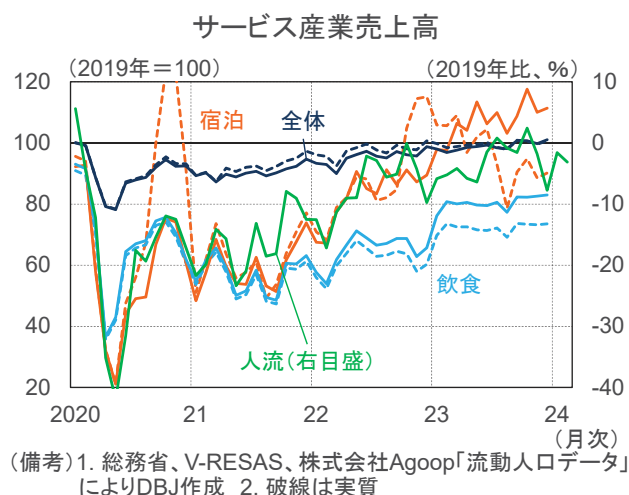
(備考)内閣府、総務省

サービス消費は持ち直しが一服

- 1月の実質小売業販売額は、前月比1.0%増加したが、基調として弱い動きが続いている。春物商品の滑り出しが好調な衣料品のほか、前月に大きく減少した反動もあり幅広い項目で増加がみられたが、一部メーカーの生産停止の影響で自動車は減少が続いた。
- 12月のサービス産業売上高は、人流が低下したなかでも小幅に増加したが、均してみると23年秋以降持ち直しが一服している。宿泊は、実質では宿泊料の高騰から持ち直しが一服しているが、インバウンドを中心とした宿泊者数の回復などから小幅に増加した。飲食は、23年初以降横ばい傾向が続いている。今後は、能登半島地震の消費マインドへの影響は限定的とみられる中、サービス産業売上高は緩やかな持ち直しが続く見込み。

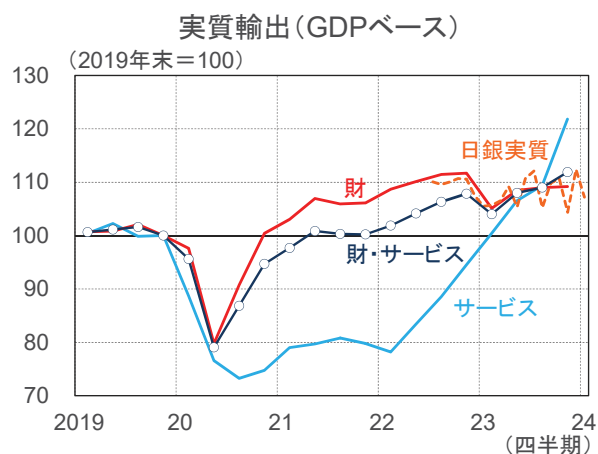


(備考)経済産業省

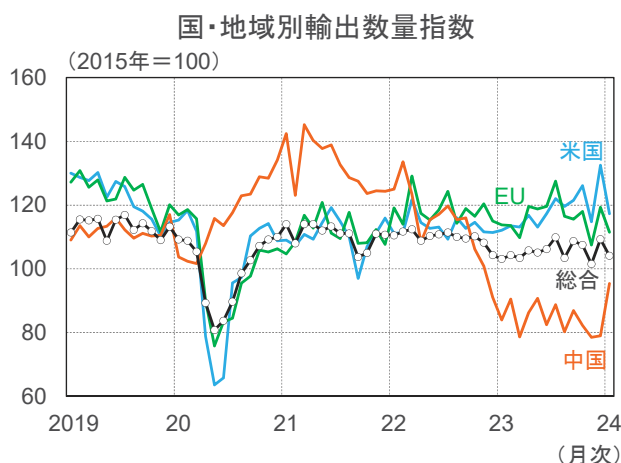


輸出は横ばい

- 10～12月期の実質輸出(GDPベース)は前期比年率10.7%増加した。サービスが知的財産等使用料の受取やインバウンドの回復などにより大幅に増加したほか、財も供給制約の緩和により輸送用機器を中心に回復し、増加した。財輸出は22年後半にピークを付けた後、足元では輸送用機器などを中心に頭打ち感が強まり、22年後半以降を均すと横ばいとなっている。
- 1月の日銀実質輸出は前月比4.6%減、輸出数量指数は同4.8%減少した。国・地域別にみると、中国向けは春節などの影響もあり増加する一方で、米国とEU向けでは輸送用機器などで大きく減少した。先行きは、米欧向けを中心とする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中、横ばい基調が続くとみられる。



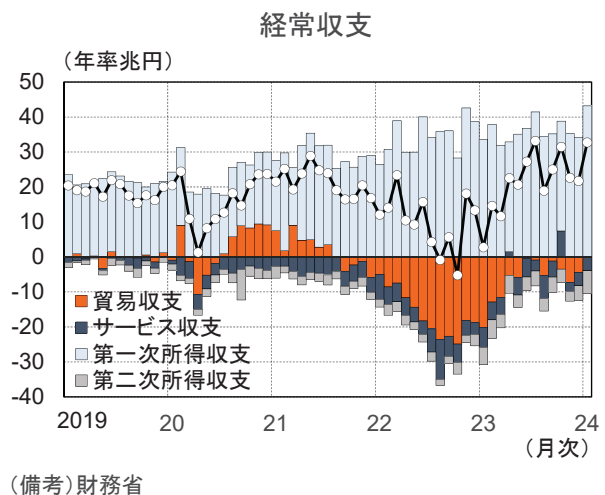
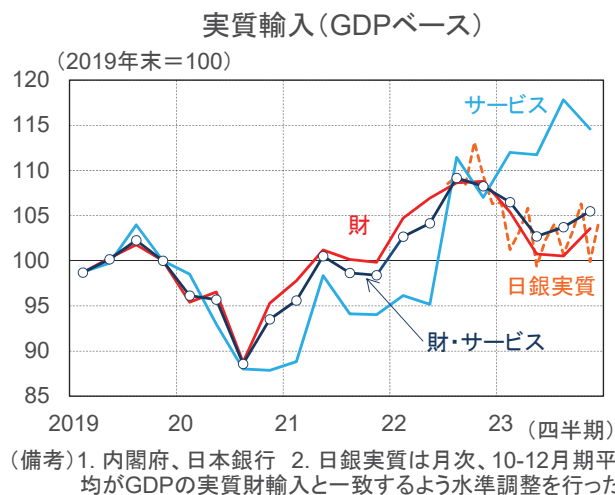
(備考)1. 内閣府、日本銀行 2. 日銀実質は月次、10-12月期平均がGDPの実質財輸出と一致するよう水準調整を行った



(備考)財務省、内閣府

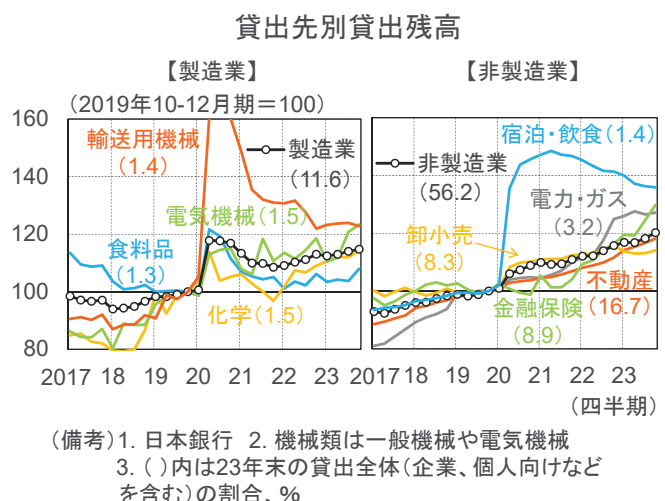
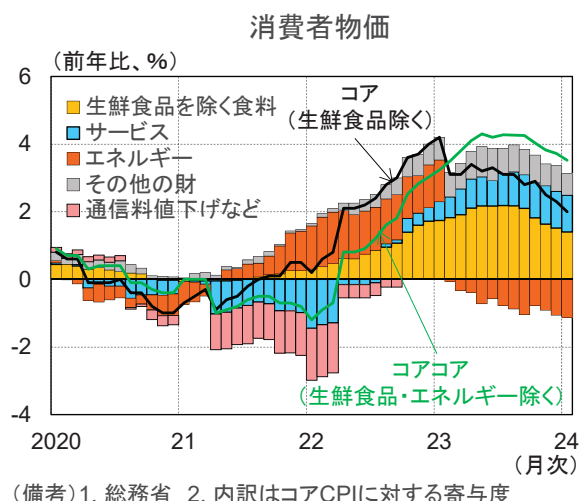
輸入は弱含み、経常黒字が続く

- 10～12月期の実質輸入（GDPベース）は、財輸入が化学製品や鉱物性燃料などで増加したことで、前期比年率6.9%増となった。一方で、サービス輸入は、日本人の海外旅行は持ち直したが、知的財産使用料や情報・通信の支払い減により減少した。
- 1月の経常収支は黒字が拡大した。貿易収支は輸入が輸出を上回って減少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。サービス収支もデジタルサービスなどその他サービス収支が小幅に改善したことなどにより赤字幅がやや縮小した。



消費者物価の伸びは緩やかに鈍化、貸出残高は増加基調

- 1月の消費者物価（除く生鮮食品）の伸びは、電気代やガス代などのエネルギーが低下したほか、食料の伸びも縮小し、鈍化した。今後の物価の伸びは、23年1月から始まった物価高対策によるエネルギーの下押し効果が一巡して2月に一時的に拡大する見込み。その後は、賃上げなどによりサービスなどが高止まりする可能性はあるが、食料の伸び縮小が続き、緩やかに鈍化するとみられる。
- 銀行貸出残高をみると、21年後半以降は売上の回復やインフレによる運転資金需要増などで増加している。製造業は自動車の返済が進むが、電気機械や化学などで増加基調が続いている。非製造業では、宿泊・飲食の返済が進んでいるが、ウエートの高い不動産や金融などの資本集約型産業は、緩和的な金融環境もあり堅調に増加している。



今月の論点

減速懸念がある中、堅調が続く

2023年10～12月期の実質GDP（改定値）は、前期比年率3.2%増加した。速報から小幅に下方修正されたものの、高い伸びとなり、米国経済は減速懸念がある中でも堅調が続いている。消費が2期連続で大幅増となったほか、輸出や政府消費も増加した。今後は利上げの影響などにより成長率は鈍化するとみられているが、このところの好調な雇用や消費を受けて、24年も年率1%超の成長が続く見方が優勢となっている。

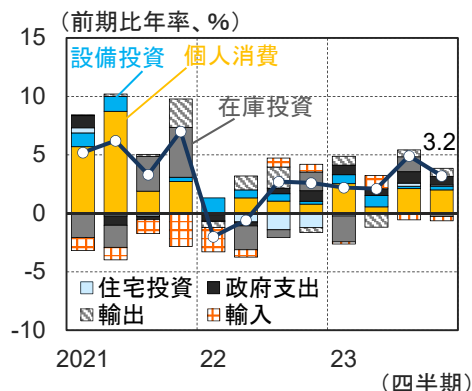
家計の株式の残高は増加

好調な消費の背景には、堅調な所得に加えて、株高などによる資産効果も指摘される。家計資産の約2割を占める株式は、コロナ禍以降に急増した後、FRBの利上げなどにより22年半ばにかけて調整したが、その後は再度増加基調となり、株価が過去最高値を更新する中、株式資産も過去最高水準になっているとみられる。

株価上昇は消費支出の下支えとなる

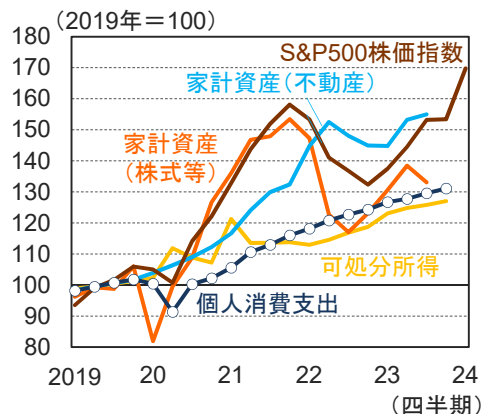
家計資産の変化は消費支出にどの程度影響を及ぼすのだろうか。先行研究などをもとに試算すると、株式の家計資産残高が1%増加したとき、家計消費支出は0.03%程度増加するとみられる。株価（S&P500指数）は前期から足元にかけて約10%上昇しており、株式資産も同様に増加したと仮定すると、今期の消費の押し上げ効果は前期比0.3%（年率1.2%）程度と試算される。所得効果に比べれば影響は小さいものの、消費支出が年率で約5%程度の伸びとなる中、相応に消費を下支えするとみられる。他方、リスクシナリオとして、一般的に株価が大きく下落する場合には、上昇時の資産効果よりも影響が大きくなるとされ（逆資産効果）、消費の減速要因となることには留意が必要である。

実質GDP成長率



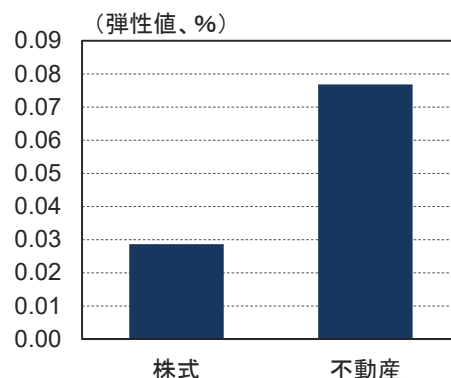
（備考）米商務省

消費支出、可処分所得、家計資産



（備考）1. 米商務省、FRB、セントルイス連銀によりDBJ作成 2. S&P500の24年は3/12までの平均

家計資産の消費支出への影響



（備考）1. 米商務省、FRBによりDBJ試算
2. 家計資産のうち、株式、不動産残高が1%増加した時の消費支出の増加率を示す
3. 推計式は、 $\ln(\text{家計消費支出}) = -0.08 + 0.79 \times \ln(\text{可処分所得}) + 0.03 \times \ln(\text{株式}) + 0.08 \times \ln(\text{その他家計資産}) + 0.08 \times \ln(\text{不動産})$ 、*は1%有意を満たす
4. 期間は90年1-3月期から19年10-12月期

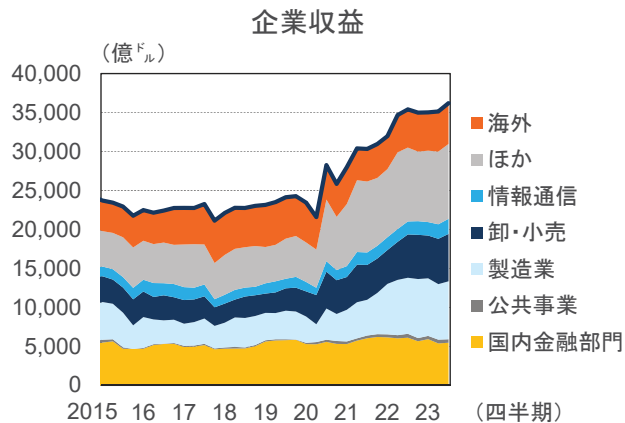
〔経済調査室エコノミスト 石川 亮〕

米 国 経 済

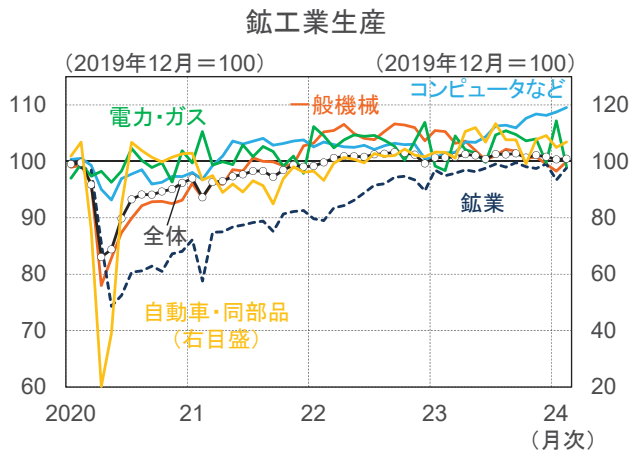
主 要 指 標

企業収益は堅調、鉱工業生産は均せば横ばい

- 企業収益はコロナ禍以降に拡大し、このところも堅調を維持している。業種別にみると、先行して製造業の収益が増加し、このところは卸・小売や情報通信業が増加している。堅調な企業業績を受け、株価も上昇が続いている。
- 2月鉱工業生産は、前月比0.1%増加し、均してみれば横ばいとなっている。電力・ガスは減少したものの、コンピュータなどの好調が続いたほか、自動車なども増加した。



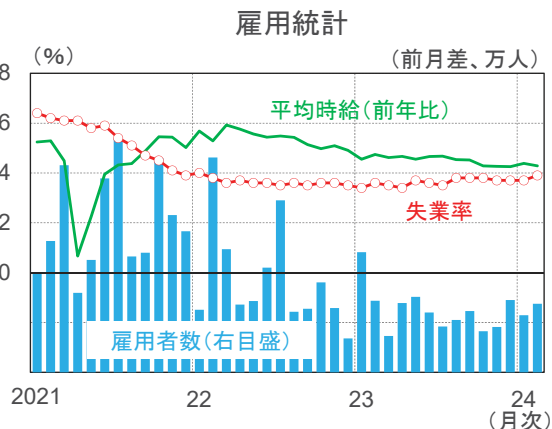
(備考)米商務省



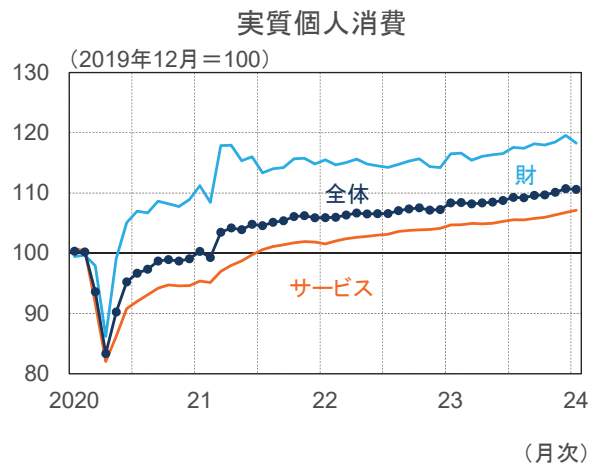
(備考)FRB

雇用、個人消費は堅調

- 2月雇用統計は、雇用の伸びが前月差27.5万人の増加となり、堅調な結果となったが、前月分は下方修正された(前月差35.3万人→22.9万人)。失業率は、プライムエイジ(25～54歳の働き盛りの世代)の労働参加が進んだこともあり、約2年ぶりに3.9%に上昇した。平均時給の伸びは、前月から小幅に伸びが鈍化し、前年比4.3%となった。
- 1月の実質個人消費は、前月比0.1%減少した。サービスの増加が続いたが、年末商戦の好調だった財が反動もあり減少した。1月の小売売上高は、前月比0.6%増加した。前月からの反動もあり、自動車や家電などが増加した。



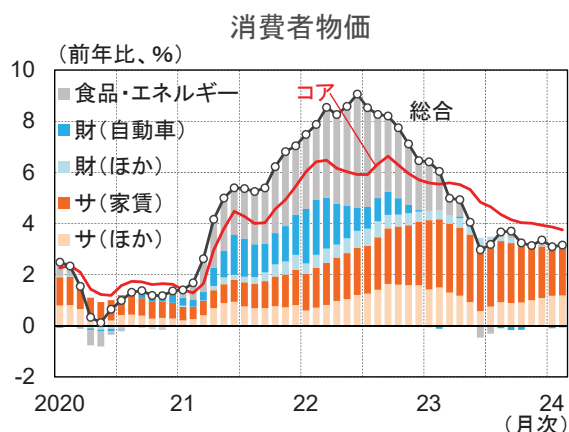
(備考)米労働省



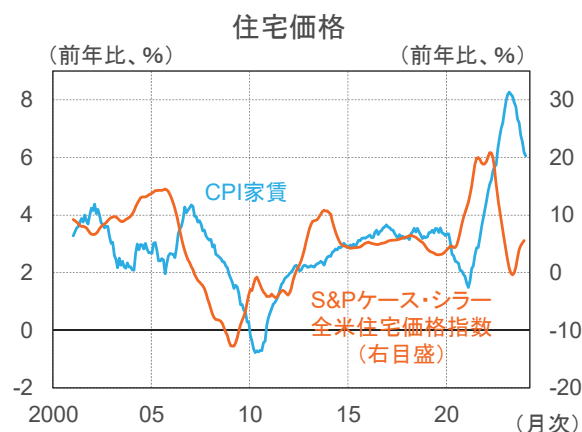
(備考)米商務省

消費者物価は上昇

- 2月の消費者物価(CPI)は、前年比3.2%上昇した。エネルギーのマイナス幅が縮小したことなどにより、予想を上回って小幅に伸びが拡大した。食品・エネルギーを除くコア物価は、家賃の伸び鈍化が続く一方、サービス価格の伸びが拡大して前年比3.8%上昇し、市場ではインフレ長期化への懸念が改めて認識された。
- CPI高止まりの主因である家賃と住宅価格の関係をみると、CPIの家賃指数は、住宅価格の変化から1年～2年遅れて動いている。このラグの背景には、CPIの家賃指数には既存契約の価格改定が遅れて反映されるなどの違いが指摘されている。住宅価格の伸びは、足元では反転上昇しているものの昨年は鈍化している。しばらくはCPIの家賃指数の伸びも縮小が続き、CPI全体の伸びの抑制要因になるとみられる。



(備考) 1. 米労働省 2. 内訳は総合の寄与度

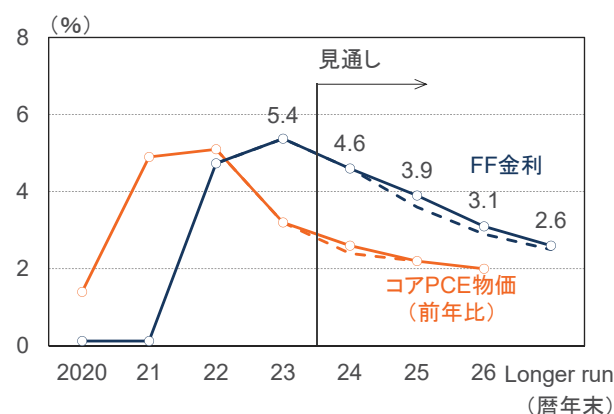
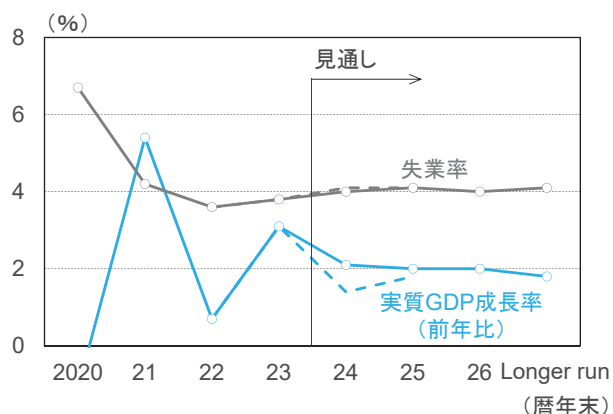


(備考) 米労働省、LSEG Datastream

FRBは利上げ見通しを据え置き

- 3月FOMCでは、政策金利が据え置かれた。同時に公表された経済見通しでは、24年のGDP成長率を引き上げて26年まで2%を上回る見通しとなったほか、低水準な失業率が続く見通しを維持し、景気は軟着陸(ソフトランディング)する見方が示された。
- 物価(コアPCE価格)は、根強いインフレ圧力を受け、小幅に見通しを引き上げた。政策金利は、24年内に3回の利下げを行う見通しが維持されたものの、長期見通し(Longer run)は小幅に上方修正され、中立金利がやや高くなる見方が示された。

FOMC委員見通し(3月)



(備考) 1. FRB 2. FF金利はレンジ中心値 3. 破線は12月時点の見通し

今月の論点

回復に足踏み

EUの2023年10～12月期GDPは横ばいにとどまった。固定資本形成の伸びがやや拡大したが、消費の伸び悩みが続いた。22年後半以降、高インフレや金利上昇、外需の弱さなどにより、回復の足踏みが続いている。24年以降の成長率は、インフレ率の低下や利上げ停止などで徐々に高まるが、1%程度にとどまるとみられる。

産業面からみるドイツ経済の低迷

欧州経済足踏みの要因にドイツ景気の低迷がある。ドイツ経済は内外需とも弱い状況が続くが、産業面からみると、廉価なロシア産エネルギーへの依存を脱却する中で化学などのエネルギー集約型産業の生産が低迷するほか、自動車も伸び悩んでいる。

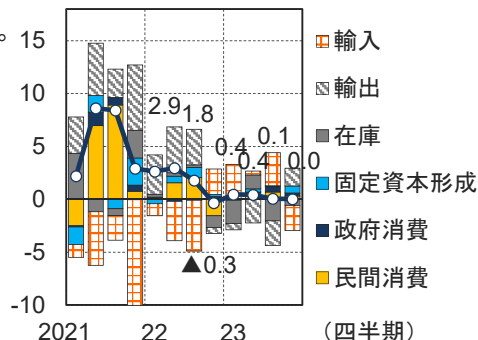
自動車産業はEVシフトの中で苦戦

ガソリン車を主力とするドイツメーカーはEVシフトの中で苦戦を強いられている。ドイツを中心とするEUの自動車生産は22年以降部品不足の解消に伴い持ち直すものの、23年以降横ばいとなりコロナ禍前を回復していない。域内消費の弱さに加えて、最大の海外市場である中国において地場EVメーカーの攻勢により販売シェアを落としており、自動車の輸出が減少している。一方、EVの開発や商品化で先行する中国からの自動車輸入が増加し、生産の伸び悩み一因となっている。

自動車の競争力向上が遅れれば、成長の重荷

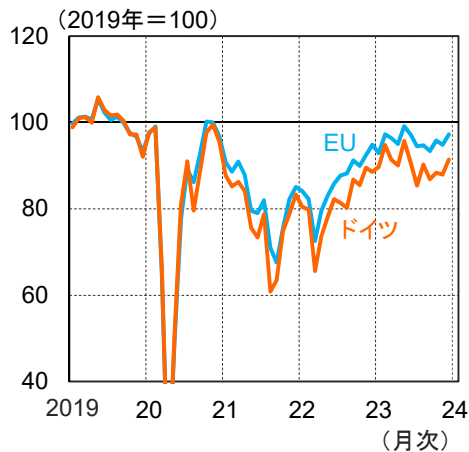
欧州では、昨年秋にドイツなどの反対もあり、35年までのガソリン車販売の禁止の方針を見直し、e-fuel(CO₂と水素を用いた合成燃料)車の販売も認めたが、ガソリン車からEVにシフトする流れは変わらない。ドイツの自動車産業は製造業の約2割、GDPの4%強を占めており、日本の同約1割、2%強を上回る重要産業である。激しい競争が続く中で自動車生産の回復が遅れれば、経済成長や景気回復の重荷になる可能性がある。

EU実質GDP成長率
(前期比年率、%)



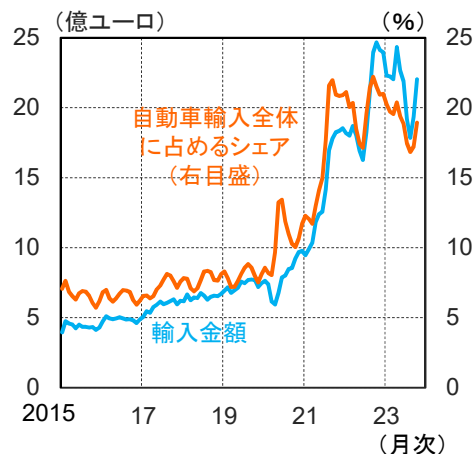
(備考)Eurostat

自動車生産



(備考)Eurostat

EUの中国からの自動車輸入



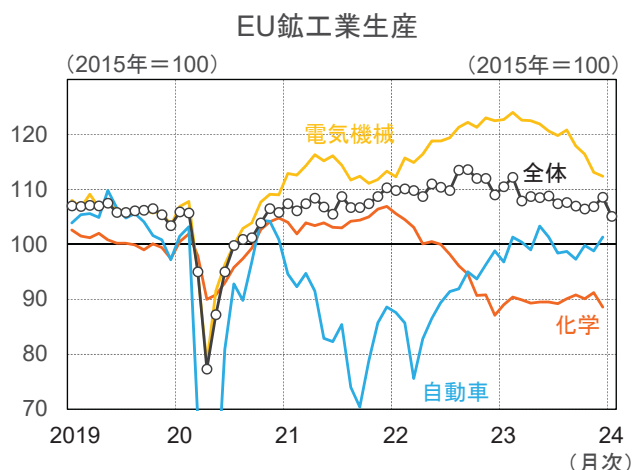
(備考) 1. EurostatによりDBJ作成、3ヵ月移動平均
2. 自動車輸入全体はEU域内輸入を除く

【経済調査室エコノミスト 岳 梁】

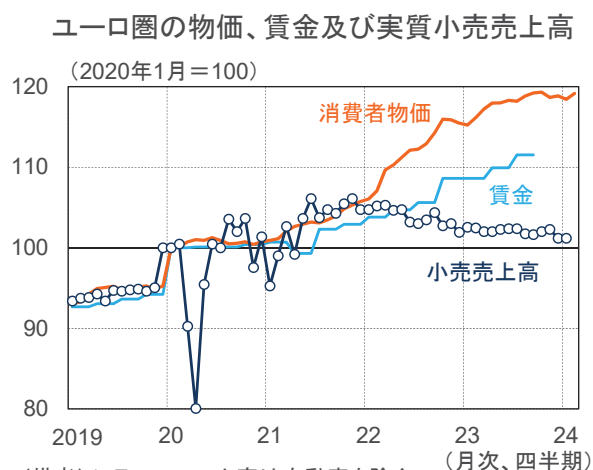
主要指標

生産はおおむね横ばい、小売は弱い動き

- EUの鉱工業生産は、23年春以降内外需の弱さから弱い動きが続いた。秋以降は統計の振れの大きいアイルランドにより大きく増減したが、均すとおおむね横ばいの動きとなっている。
- ユーロ圏実質小売売上高(除く自動車)は、巣ごもり需要の縮小や高インフレによる実質所得減少により、22年春以降減少した。足元の賃金の前年比の伸びは約5%とインフレ率(2%台半ば)を上回るものの、20年初対比の水準でみると、依然として物価を下回っている。こうした中、小売は弱い動きが続き、1月は前月比で横ばいにとどまった。



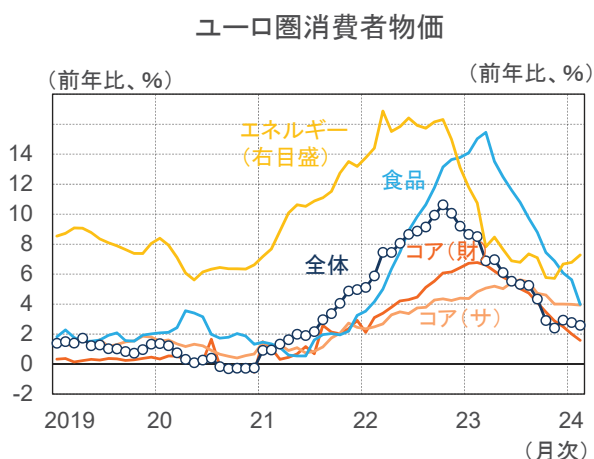
(備考) 1. Eurostat 2. 24年1月の内訳は未公表



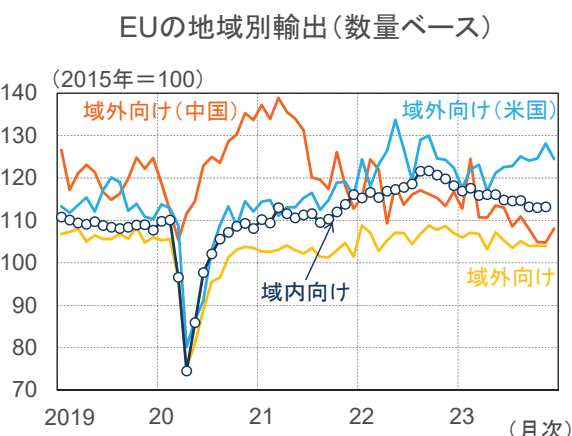
(備考) 1. Eurostat、小売は自動車を除く
2. 賃金は四半期データ、20年1-3月期=100

消費者物価の伸びは下げ渋り、輸出は弱い動き

- ユーロ圏の2月の消費者物価は前年比2.6%上昇した。22年秋をピークに伸びは鈍化してきたが、足元で下げ渋っている。エネルギー価格のマイナスの伸びが縮小するほか、賃金の高止まりなどでサービス価格の伸びもおおむね横ばいにとどまっている。
- EUの輸出(数量ベース)は、域内向けが巣ごもり需要の一服や物価高などによる財需要の弱さから22年半ば以降減少基調となっている。域外向けは、23年に入り消費が堅調な米国向けが持ち直すものの、景気の持ち直しの緩慢な中国向けが減少して横ばいにとどまり、輸出全体では弱い動きが続いている。



(備考) Eurostat



(備考) 1. Eurostat
2. 域内外向けは11月、米国、中国向けは12月まで

今月の論点

ゼロコロナ政策撤廃後の
持ち直しが鈍化

1兆元の特別国債を発行

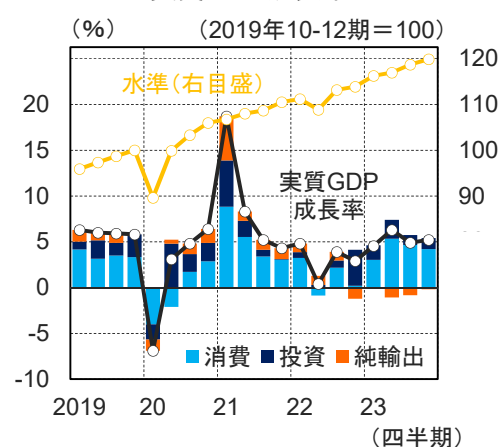
追加の政策支援が打ち
出されるとみられる

2023年10～12月期の実質GDP成長率は前年比5.2%に高まったが、前期比年率では前期の6.1%から4.1%に減速した。また23年通期の成長率は5.2%となり、前年の成長率がゼロコロナ政策下で3.0%にとどまったことを踏まえると、物足りない結果となった。IMFやOECDは24年の成長率が4%台に減速すると示すなど、先行きの成長鈍化が指摘されている。

こうした中、3月に開催された全国人民代表大会では、24年の成長目標が23年と同じ「5.0%前後」と示された。前年の成長率が低かった23年と比較すると、内外需の動きがさえない中で、達成の難易度は高まっている。このような困難な状況に対し、政府は23年10月の国債増発で調達した資金のほとんどが24年に使われると明らかにした。また24年の財政赤字目標を23年の3.8%から3.0%に引き下げ、財政規律への配慮は示しつつも、この範囲外となる特別国債について、新たに対名目GDP比0.8%に相当する1兆元の超長期債を24年内に発行すると打ち出した。

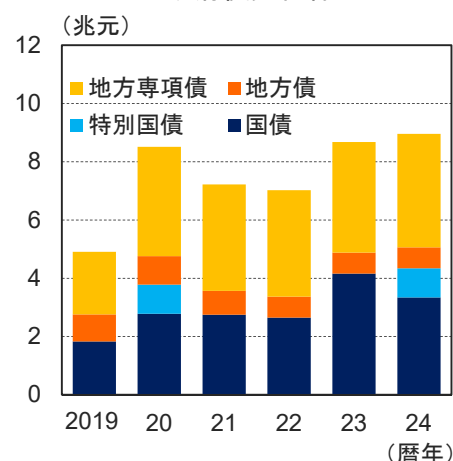
ただし長引く不動産不況に対して、経営難の不動産開発企業への公的資金の注入といった抜本的な対策には踏み込まなかった。不動産不況は、歳入の柱である土地使用権譲渡収入の減少を通じて地方政府のインフラ投資に下押し圧力をかけており、今回の政府債発行による公共投資の押し上げ効果を相殺する可能性がある。また住宅価格の停滞が逆資産効果を伴って消費マインドを抑制しているが、政府は消費拡大に向けた大規模な需要喚起策には慎重姿勢を続けている。成長目標の達成にはなお不透明感が高く、期中での予算修正といった追加の政策支援が打ち出されることになるとみられる。

実質GDP成長率



(備考) 1. 中国国家統計局、CEIC
2. 成長率は前年比

政府債発行枠



(備考) 1. 中国財政部、CEICによりDBJ作成
2. 22年と23年は期中の予算修正による増発分を含む 3. 予算ベース

土地使用権譲渡収入



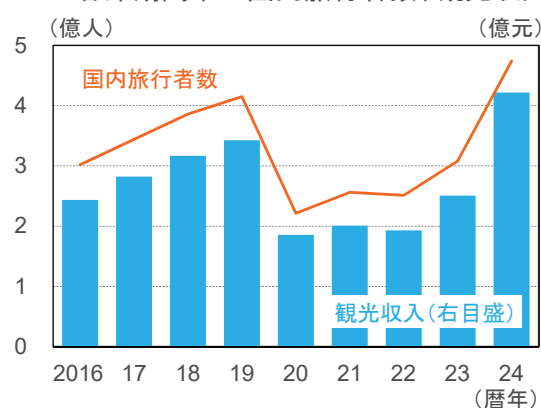
(備考) 中国財政部、CEICによりDBJ作成

主要指標

春節期間中の旅行需要はコロナ前を上回る、住宅は弱い動き

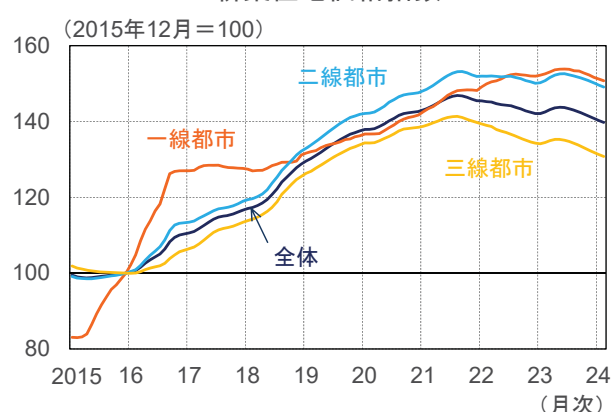
- 24年の春節期間中の国内旅行需要は、例年より1日長い8連休となったこともあり、コロナ前の19年と比較して旅行者数は19.0%、観光収入も7.7%増加するなど堅調だった。また、旅行者一人当たりの支出額もコロナ前を上回り、家計の節約志向がみられてきた中で、サービス主導による消費回復の一端が垣間見られた。
- 新築住宅価格は9ヵ月連続で下落し、弱い動きが続いた。都市別では、地方都市が分類される三線都市では特に下落が大きいほか、北京や広州といった一線都市においても緩やかな下落が続いた。価格の軟調な動きが継続する中、一層の値下がりや住宅購入規制の緩和といった追加の政策支援への期待から、家計の様子見姿勢が続いているとみられる。

春節期間中の国内旅行者数、観光収入



(備考) 1. 中国文化観光省、CEIC 2. 旅行者数は延べ数

新築住宅価格指数

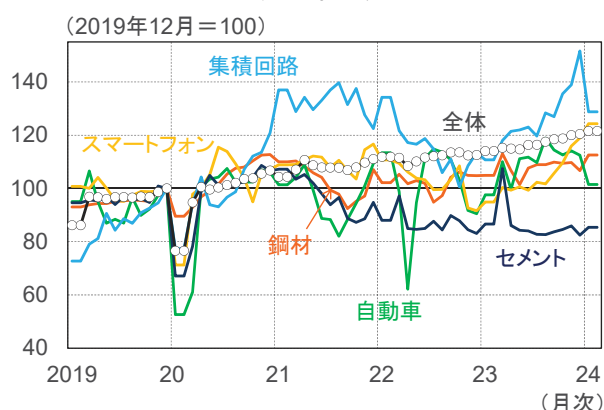


(備考) 1. 中国国家統計局、CEIC 2. 主要70都市

生産は緩やかに回復、対内直接投資は低迷

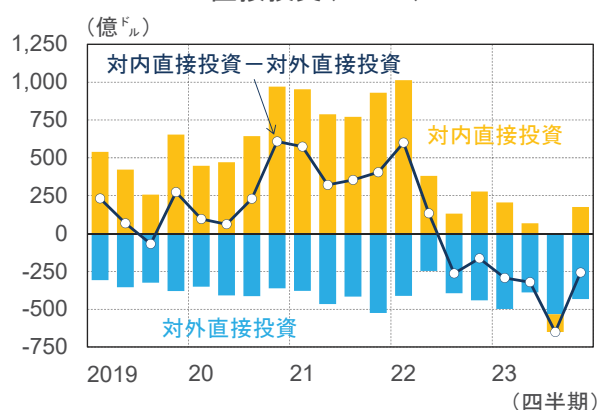
- 1～2月の鉱工業生産は前年比7.0%増加し、緩やかに回復している。23年に入って急増してきた集積回路や自動車は減少したが、23年半ば以降伸びが高まったスマートフォンが一段と増加した。
- 直接投資収支をみると、対外直接投資は均せば横ばいの動きが続く一方、対内直接投資の減少により22年7～9月期以降6期連続で流出超過となった。対内直接投資は、ゼロコロナ政策で上海など大都市のロックダウンが行われた22年4～6月期にかけて急減した。その後ゼロコロナ政策が撤廃された23年に入っても、内需回復の弱さに加え、米欧のデリスキングや改正反スパイ法への懸念もあり低迷が続いた。

鉱工業生産



(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

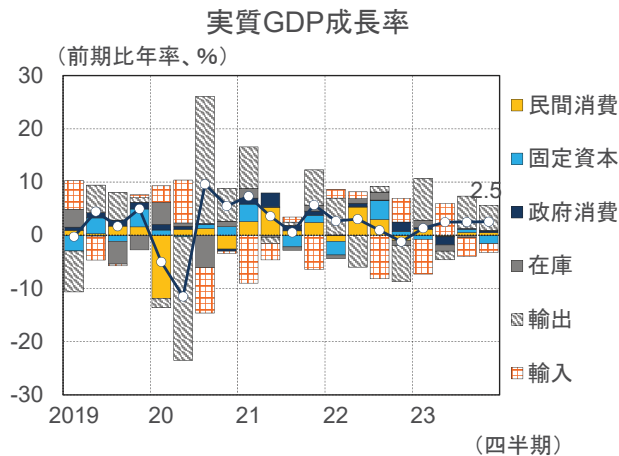
直接投資（フロー）



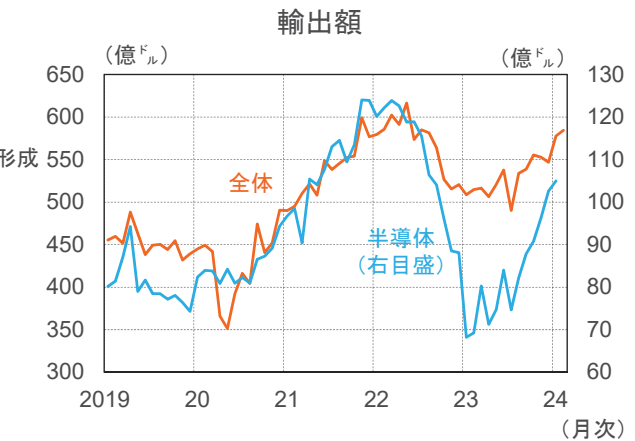
(備考) 中国国家外貨管理局、CEIC

韓国: 緩やかに回復している

- 2023年10～12月期の実質GDPは、前期比年率2.5%増加し、緩やかに回復している。利上げの影響などで固定資本形成がマイナスとなったほか、消費も小幅なプラスにとどまるなど内需は足踏みが続いたものの、輸出が2期連続で大きく増加した。
- 輸出額は22年初から減少していたが、23年半ばを底に持ち直している。輸出額の約2割を占める半導体をみると、23年初にかけてピークから4割減少したが、23年7月以降は増加が続いている。今後も、輸出の持ち直しを受けて、景気は緩やかに回復するとみられる。



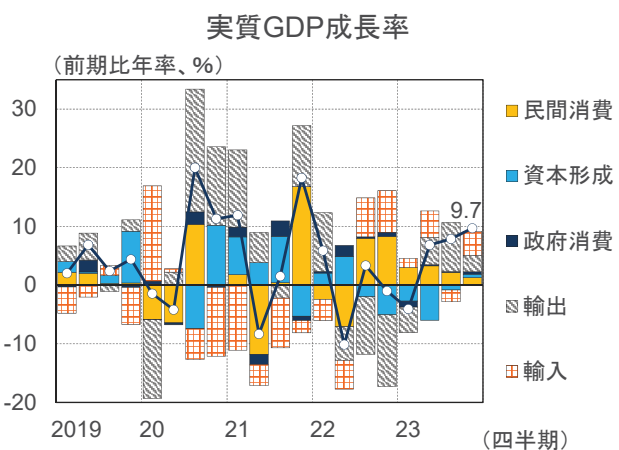
(備考) 韓国銀行



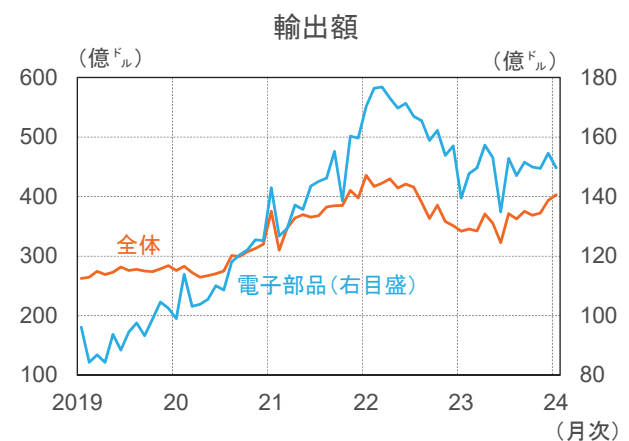
(備考) 1. 韓国関税庁 2. 季節調整はDBJによる

台湾: 回復している

- 2023年10～12月期の実質GDPは、前期比年率9.7%増と3期連続で増加し、回復している。内訳をみると、消費はサービス中心に増加が続いたほか、設備投資もプラスに転じた。また、輸出は3期連続で増加した。
- 輸出額は22年初以降減少していたが、23年後半から持ち直している。輸出額の約4割を占める電子部品をみると、23年半ばにかけてピークから約3割減少し、23年前半にかけて停滞していたが、半導体需要が底入れする中でやや上向きつつある。今後も輸出の持ち直しを受けて、景気は緩やかに回復するとみられる。



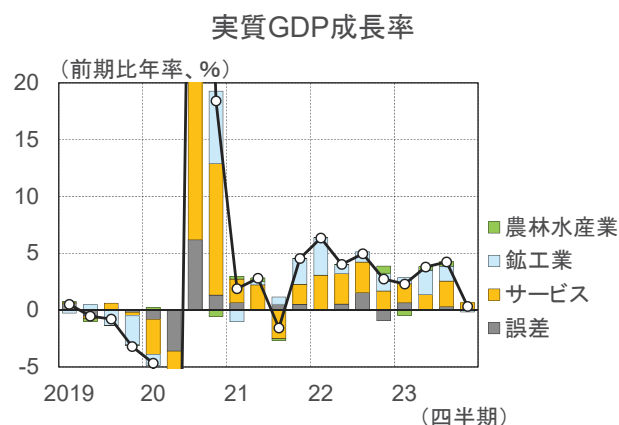
(備考) 台湾行政院主計総処



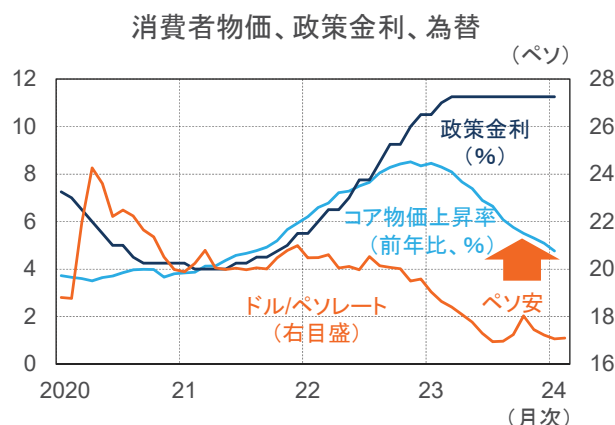
(備考) 1. 台湾財政部 2. 季節調整はDBJによる

メキシコ:回復が鈍化している

- 2023年10～12月期の実質GDPは前期比年率0.3%増加した。鉱工業が通貨高による輸出の減少などにより減少したほか、農林水産業も寒波による農作物の不作により減速した。先行きは、輸出の約8割を占める米国では経済減速が見込まれており、回復は鈍化が続く見込み。
- コア物価は、通貨高などにより23年初から低下が続いている。一方、メキシコ中銀は、コア物価が依然として高止まりしている中、12月会合において6会合連続で政策金利を据え置いた。中銀は25年前半まではコア物価上昇率が目標の3%を上回ると見込んでおり、しばらくの間は現行の水準を維持する必要があると示した。



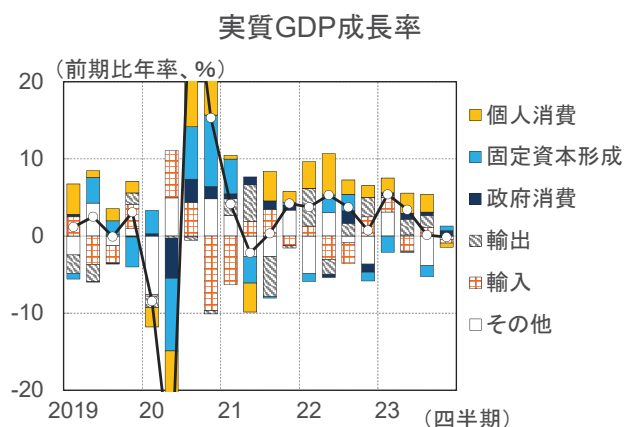
(備考) 1. メキシコ国立統計地理情報院 2. 20年4-6月期は▲57.0%、20年7-9月期は77.3%



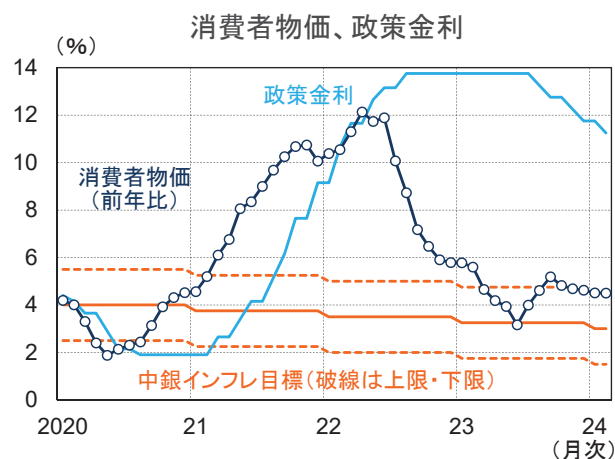
(備考) メキシコ国立統計地理情報院、メキシコ中央銀行、LSEG Datastream

ブラジル:回復が鈍化している

- 2023年10～12月期の実質GDPは、前期比年率0.1%減少し回復が鈍化した。このところの高金利により弱い動きが続いていた固定資本形成が増加する一方で、政策効果の縮小などを受けて個人消費が減少に転じたほか、農産品の輸出も大きく鈍化した。今後は、外需の持ち直しが鈍い中で、回復の鈍化が続くと見込まれている。
- 消費者物価の24年2月の伸びは、4.50%と前月から小幅に縮小した。23年9月以降鈍化傾向が続いて中銀目標（3.00±1.50%）に近づいており、ブラジル中銀は8月以降6会合連続で政策金利を0.5%ずつ引き下げた（13.75%→10.75%）。今後は、次回会合で同程度の利下げを行い、その後は利下げ幅を縮小するとの見方が強まった。



(備考) 1. ブラジル地理統計院 2. 20年4-6月期は▲30.3%、20年7-9月期は35.7%



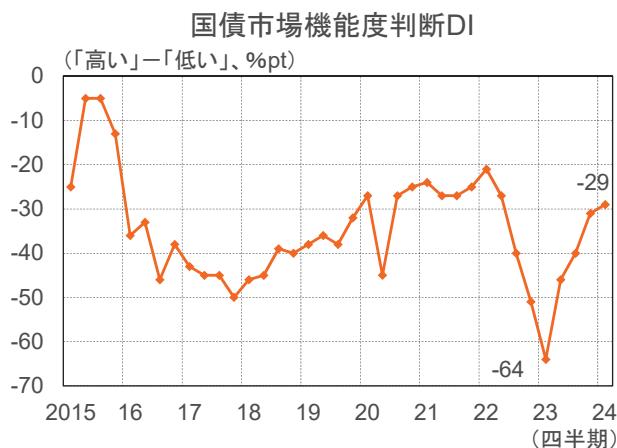
(備考) LSEG Datastream

長期金利: 日米ともに上昇

- 米国の長期金利は、3月中旬にインフレ率の下げ渋りもあり、FRBの早期利下げ観測が後退し、4.3%程度に上昇した。日本の長期金利は、日銀の政策修正観測を受けて0.8%に上昇したが、3月会合でのマイナス金利やYCC(長短金利操作)の解除決定後は緩和継続が意識される中、やや低下した。
- 国債市場の機能度(流動性など)は、日銀が22年後半以降政策修正観測に伴う金利上昇抑制のために指値オペなどを行ったことで低下し、23年2月に15年の統計開始以来の最低となった。その後は、YCC(長短金利操作)の長期金利上限の引き上げなどで日銀の国債買入が減少する中、市場機能は徐々に高まっている。今後、マイナス金利やYCC(長短金利操作)の解除に伴い、一層の改善が見込まれる。



(備考) 日本相互証券、米財務省



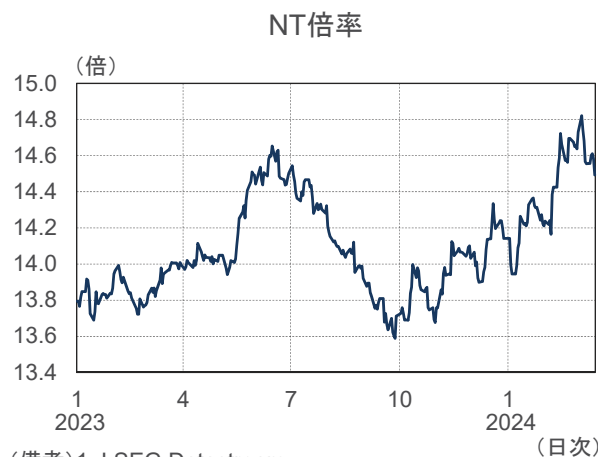
(備考) 1. 日本銀行 2. 調査時期は2月、5月、8月、11月

株価: 日米ともに上昇

- 米国の株価は、NYCB(ニューヨーク・コミュニティ・バンコプ)の業績悪化や金利上昇はあったが、AI向けの需要拡大への期待が高まった半導体関連銘柄を中心に、2月以降も上昇が続いた。日本株も、米株の上昇や円安進行が好感され、3月上旬には日経平均株価が初めて4万円の台に乗せるなど大幅高となった。
- 日本の代表的な株価指数であるTOPIXと日経平均株価を比較すると、算出方法の違いからTOPIXは時価総額の大きな銘柄の影響を受けやすく、日経平均株価は一株当たりの株価の高い銘柄、いわゆる値が株の影響を受けやすい特性がある。半導体関連などの値が株の上昇により、両指数のかい離を表すNT倍率は高水準にあり、投資資金は株価上昇の大きい一部の銘柄に集中しているとみられる。



(備考) LSEG Datastream



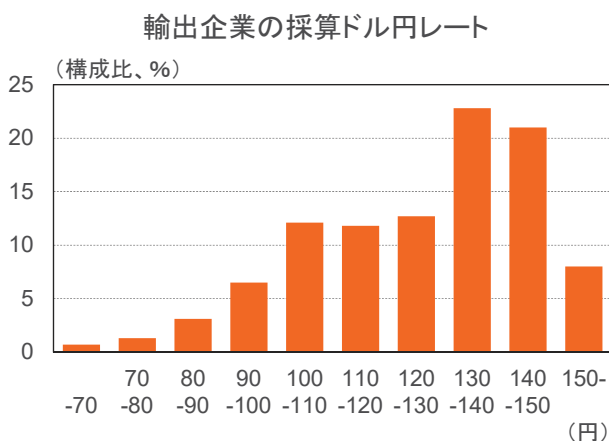
(備考) 1. LSEG Datastream
2. NT倍率=日経平均株価÷TOPIX

為替:ドル円レートは151円に円安が進む

- ドル円レートは、日銀高官が相次いで2%物価目標達成に前向きな見方を示し、マイナス金利解除観測が高まったほか、米国の金利がやや低下したことなどにより一時146円に円高が進んだが、米国で根強いインフレ圧力が意識され金利が上昇したため、150円に戻した。3/18～19の日銀会合ではマイナス金利が撤廃されたが、緩和継続が意識される中、一時151円に円安が進んだ。
- 輸出企業が想定する採算ドル円レートをみると、130～140円程度が最も多くなっており、平均は123円とされる。米金利の高止まりが見込まれ、緩やかに円高が進むとみられる中、採算計画の見直しは輸出企業の一部にとどまると考えられる。



(備考) 1. 日本銀行 2. 17:00現在の銀行間取引レート



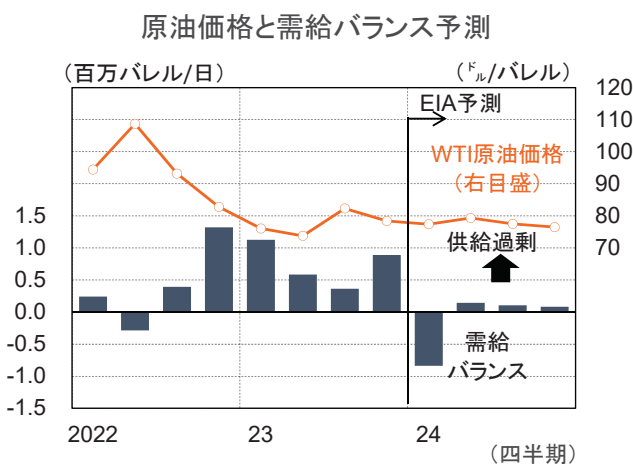
(備考) 内閣府

原油価格:OPECプラスの一部加盟国の自主減産などで小幅に上昇

- WTI原油価格は、70ドル後半に小幅に上昇した。米国の石油在庫の予想を上回る増加が下落要因となったが、中東情勢の悪化懸念やOPECプラスの一部加盟国が自主減産を24年6月まで継続すると表明したことなどが上昇要因となった。
- EIAの2月予測では、24年1～3月期の原油需給バランスは、OPECプラスの一部加盟国の自主減産などにより供給不足となるが、その後は、非OPECの増産や米国を中心とする経済減速などにより需給バランスが均衡し、価格は緩やかに低下すると見込まれる。



(備考) LSEG Datastream

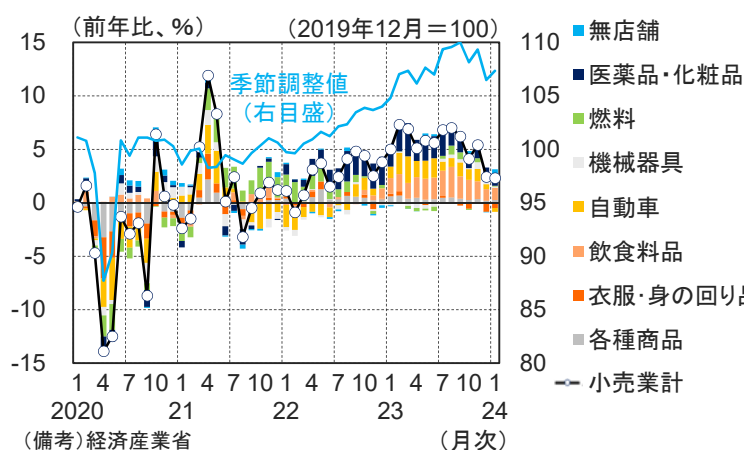


(備考) EIA(米エネルギー情報局)

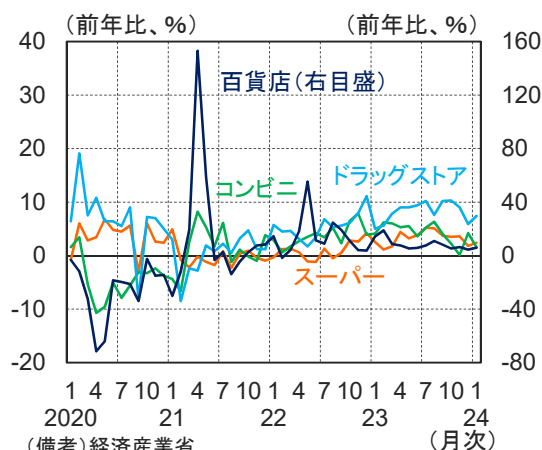
小売：値上げは続くが弱含み

- 2024年1月の小売業販売額は23ヵ月連続のプラスとなったものの、伸び率は前年比2.3%に鈍化し、水準でみると昨秋以降は弱含んでいる。原材料高に伴う飲食料品や医薬品・化粧品などの値上げペースは減速傾向にあるが、今後は物流費や人件費の上昇を背景とする値上げ基調が続くとみられ、家計の節約志向は続く見込み。
- 業態別では、主要な業態全てで前年比プラスとなった。百貨店はインバウンド需要に加え、高付加価値商材が好調だった。コンビニは飲食料品が好調となり、ドラッグストアは食品や家庭用品などで増加した。スーパーは食品の値上げで節約志向はあるものの、価格上昇による増加が続いた。
- 慢性的な人手不足が深刻化する小売業界では、給与水準の低さが人員を確保できない一因に挙げられる。人材の獲得やつなぎ留めに向けて例年より前倒して賃上げ方針を示すなど、大手企業を中心に賃上げ機運が広がっている。

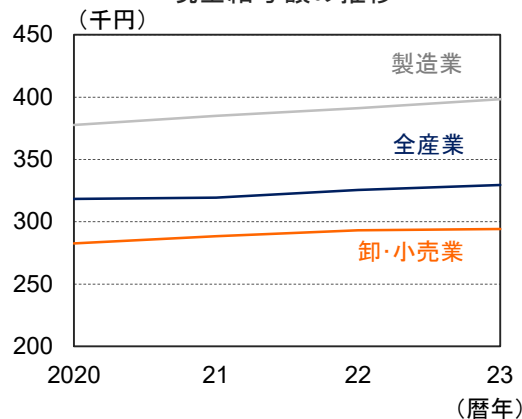
小売業販売額



業態別小売業販売額



現金給与額の推移



(備考)厚生労働省

小売業界のベースアップの動き

開始時期	企業名	改定の内容
24年 1月	ノジマ	正社員、契約社員を対象に月額1万円のベースアップを前倒しで実施
24年 4月	ニトリHD	総合職を対象に月額2.2万円で賃上げ率6%以上のベースアップ。同様にパート・アルバイトも引き上げ予定
	ビックカメラ	正社員を対象に2004年以降最大の月額2～3万円で賃上げ率7%以上を実施する予定。5ヵ月前倒しで方針を公表
	ハローズ	正社員および嘱託社員を対象に月額3万円のベースアップを実施する予定

(備考)各種資料によりDBJ作成

カーボン・ニュートラル(CN)や最近の話題

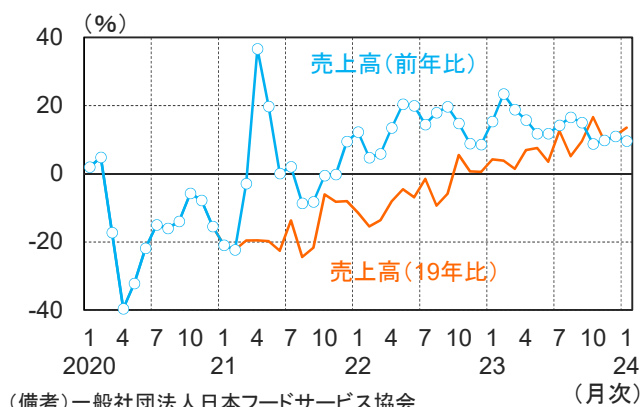
最近の話題	三菱商事とKDDIがローソンの共同経営パートナーへ	24年2月6日に、KDDIはローソンTOBを実施すると発表。KDDIは、ローソンの親会社の三菱商事以外の株式を買い付け、共同経営パートナーとなる。ローソンの企業価値向上に3社で取り組んでいく方針
CN目標 / 進捗	日本チェーンストア協会	30年度における店舗ごとのエネルギー消費原単位の平均値（二次エネルギー換算値）を、基準年度（2013年度）比5.1%削減（22年12月）
国内CN動向	パン・パシフィック・インターナショナルHD（以下PPIH）	アジア各国にて「DON DON DONKI」を展開するPPIHはオーシャン・ネットワーク・エクスプレス、NAX JAPANと共同で海外店舗向けの二温度対応CA（Controlled Atmosphere）コンテナの海上トライアル輸送を開始した。輸送効率向上・コスト削減、CO ₂ 排出量削減、在庫リスク軽減によるフードロス削減などが期待される（24年2月）

(備考)各種資料によりDBJ作成

外食：外出の増加により緩やかに回復

- 2024年1月の外食産業売上高は、前年比9.6%増加した。5類移行後初めての正月を迎えて繁華街や観光地を中心に客足が回復し、26ヵ月連続のプラスとなり、コロナ前の19年比では13.5%増加した。今後も好調なインバウンド需要や値上げによる客単価の上昇などにより、緩やかな回復が続くと見込まれる。
- 業態別では、価格改定により客単価が上昇したファーストフード、正月向けの高価格メニューが好調だったファミリーレストラン、中小規模の法人宴会需要が戻ったパブレストラン・居酒屋など、全てで前年を上回った。
- 2023年の外食売上高は、客単価が食材費や人件費、光熱費などの上昇に伴う値上げにより約2割伸長し、コロナ前を上回った。一方で、客数は約1割減少するなど、値上げによる外食控えも懸念となっている。こうした中、新メニューだけでなく、エンタメとのコラボレーションで販売促進を強化する動きも目立っている。

売上高(前年比・19年比)

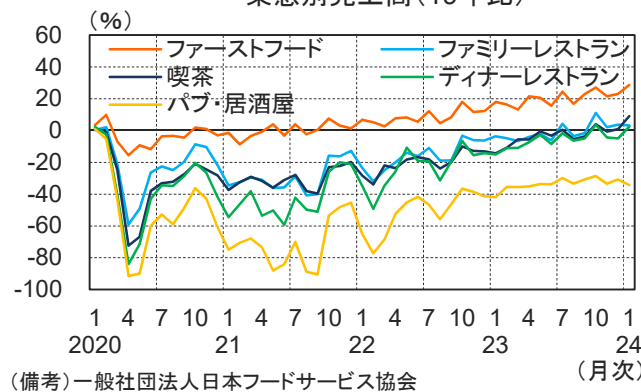


2024年1月の業態別売上高・店舗数

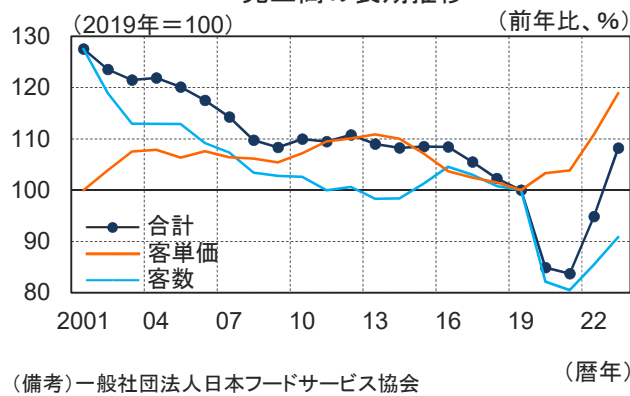
	売上高		店舗数	
		19年比		19年比
全体	9.6	13.5	▲ 0.7	▲ 8.4
ファーストフード	8.9	28.6	0.3	▲ 4.6
ファミリーレストラン	10.7	3.2	▲ 1.5	▲ 9.1
パブレストラン・居酒屋	10.1	▲ 34.3	▲ 4.2	▲ 35.0
ディナーレストラン	12.0	▲ 1.6	▲ 8.0	▲ 16.1
喫茶	10.5	▲ 0.2	0.6	▲ 7.6
その他	7.1	2.6	1.0	7.0

(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)



売上高の長期推移



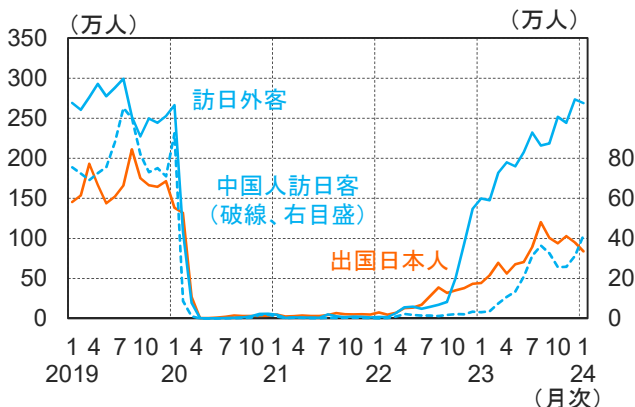
カーボン・ニュートラル(CN)や最近の話題

最近の話題	ゼンショーHD	ちいかわとのマグネット付きコラボ商品をすきすきセットで販売。2024年2月は、鬼滅の刃との限定コラボメニューを提供
	くら寿司	スパイファミリーのオリジナルグッズプレゼントキャンペーンを実施
	日本マクドナルド	ハローキティ50周年企画として、ストラップ付ぬいぐるみのハッピーセットを販売。当初予定を前倒しで終了
CN目標 / 進捗	日本マクドナルド	2020年度約2.5万トン削減(19年度比)。2050年までに実質ゼロ(23年3月)レジ袋有料化の実証を長崎県で開始予定(24年4月)
国内CN動向	ワタミ	2022年度のスコープ3のフランチャイズ排出量は39万トン削減(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

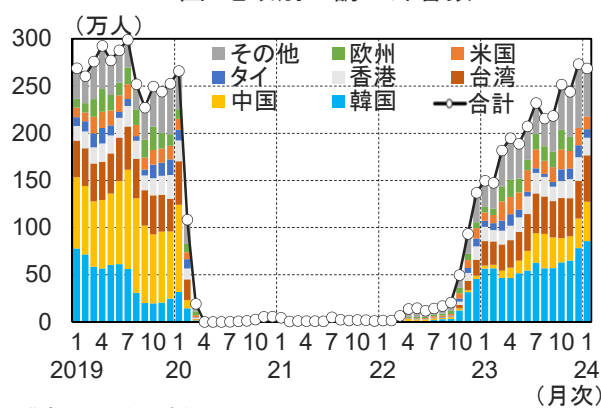
1. 1990年12月1日以前に、日本銀行法第100条第1項第1号の「日本銀行」を「日本銀行及び日本銀行の指定する銀行」と改定した。

(万人)



(備考)出入国在留管理庁、日本政府観光局(JNTO)

(万人)



(備考) 1. 日本政府観光局(JNTO)
2. 12月、1月のその他には欧州を含む

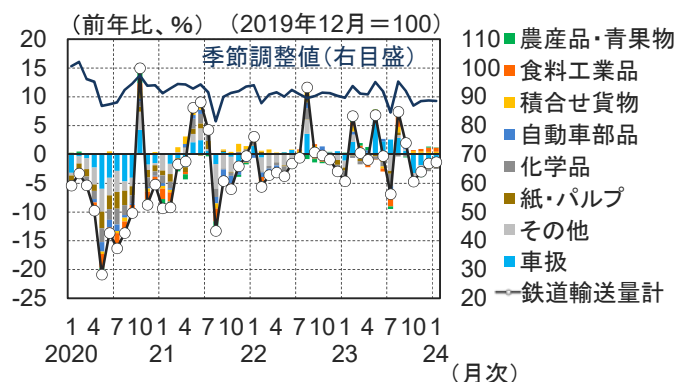
© 2015 Pearson Education, Inc. or its affiliate(s). All rights reserved. Pearson Education, Inc., publishing as Pearson Benjamin Cummings, 101 University Avenue, New York, NY 10017-2423.

(備考) 日本政府観光局(JNTO)、観光庁、出入国在留管理庁の公表資料によりDBJ作成

貨物輸送：陸上輸送量は横ばい基調、コンテナ運賃は上昇基調

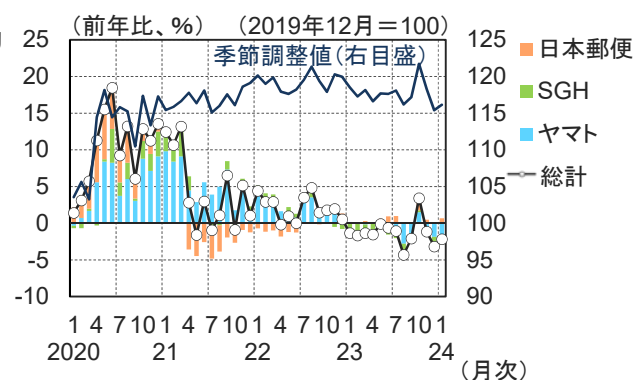
- 2024年1月のJR貨物輸送量は前年比1.3%減少したが、基調としては横ばいが続いた。2024年問題やCNによるモーダルシフトに伴い、積合せ貨物が増加した一方、車扱は暖冬により石油を中心に輸送量が一時的に減少した。
- 24年1月の宅配便取扱個数は前年比2.2%減少した。ECセールの反動が下押し要因となったほか、物価高を背景に宅配便需要の弱含みが継続した。

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

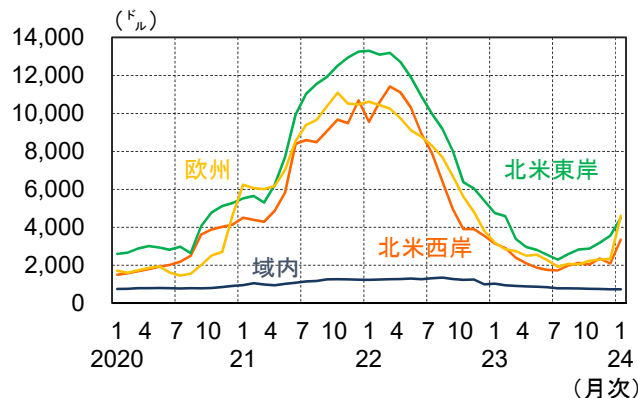
- 24年1月のバルチック海運市況は需要閑散期につき減少した。コンテナ運賃は、欧米向けを中心に上昇した。パナマ運河の渇水や紅海迂回の影響が続いており、堅調が続く見込み。

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	流通業務総合効率化法などの改正案を閣議決定	国土交通省は物流効率化に向け、規制の措置含む法案を閣議決定した。荷主や物流業者に対して物流効率化に資する措置の努力義務を課すほか、トラック事業者に対しても管理簿の義務付けを行う
CN目標 / 進捗	EV導入目標の上乗せ（ヤマト運輸）	2031年3月期までにEV23,500台導入（従来目標20,000台から修正）（24年2月）

(備考)各種報道によりDBJ作成

➤ 2024年2月にかけての電力需要は低迷した(2月前年比3.5%減)。観測史上2番目の暖冬により暖房需要が減少したほか、電気料金の高止まりに伴う節電が継続した。

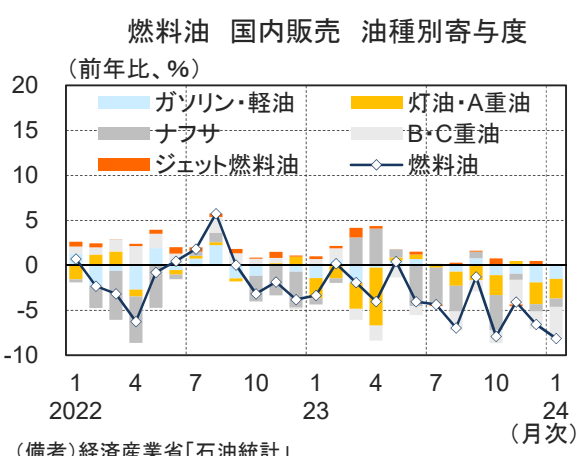
- The figure consists of two side-by-side line graphs.

Left Graph: Electricity Consumption (電力消費量)

 - X-axis:** Time from January 2019 to January 2024, labeled by quarter (1, 4, 7, 10) and year.
 - Y-axis:** Electricity consumption in GWh, ranging from 66,000 to 80,000.
 - Data Series:**
 - Blue line: Electricity consumption after seasonal adjustment (電力消費(季節調整済)).
 - Yellow line: 3-month moving average (同3ヵ月中心移動平均).
 - Trend:** Shows significant seasonal fluctuations with peaks around July/August and troughs around February/March. The overall level shows a slight upward trend over the period.

Right Graph: Energy Prices (原油価格、天然ガス価格)

 - X-axis:** Same as the left graph, from Jan 2019 to Jan 2024.
 - Y-axis:** Price in ¥/MMBtu, ranging from 0 to 100.
 - Data Series:**
 - Orange line: Liquefied Natural Gas / Japan (液化天然ガス / 日本).
 - Green line: Natural Gas / Europe (天然ガス / 欧州).
 - Yellow line: General Oil / Australia (Right Hand Scale) (一般炭 / オーストラリア(右目盛)).
 - Blue line: Dubai Crude Oil Price (Right Hand Scale) (ドバイ原油価格(右目盛)).
 - Trend:** All energy prices show a sharp increase starting in early 2022, peaking in late 2022 or early 2023, followed by a decline and stabilization. The Australian coal price (yellow) reaches the highest peak at approximately 90 ¥/MMBtu.

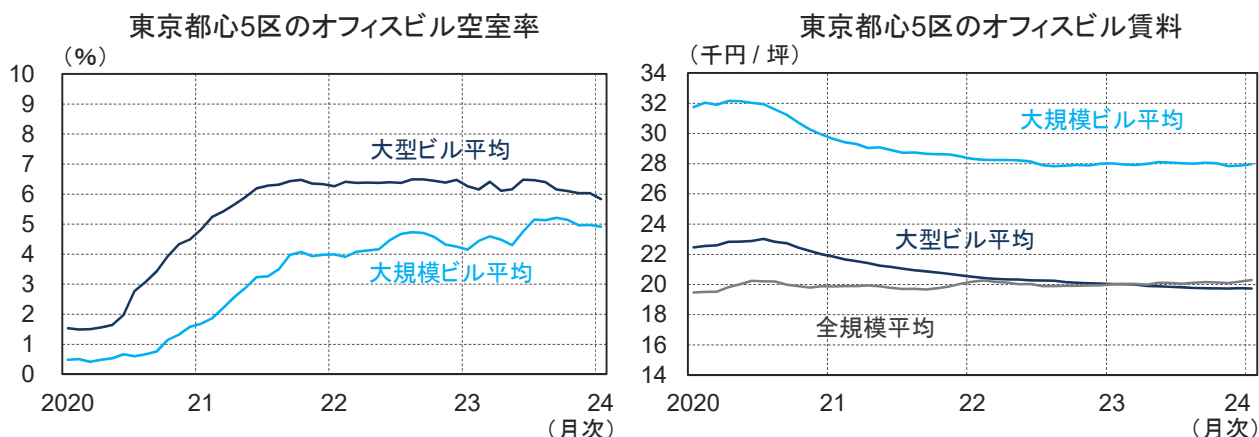


最近の話題	Renewables 2023	国際エネルギー機関(IEA)は「Renewables 2023」を発表し、既存の政策や経済状況を前提とすると、2030年の再エネ容量はCOP28で日本を含む120カ国以上が賛同した3倍の目標には達しないものの、現在の2.5倍である9,000GW程度になるとの見通しを示した(24年1月)
国内CN動向	洋上風力促進区域(第3ラウンド)	経済産業省と国土交通省は再エネ海域利用法に基づき、青森県沖日本海南側と山形県遊佐町沖の2海域で、発電事業者の公募を開始した(24年1月)
	水素・CCS	水素社会推進法案およびCCS事業法案が閣議決定された。水素およびCCS(Carbon Capture and Storage)はHard to Abate領域で重要な技術であり、来年度以降もこれらの法案に基づいたさらなる政策的支援や規制の策定が期待される(24年2月)
	容量市場	容量市場の約定結果を踏まえ、2024年4月から小売事業者を中心に容量抛出品(2024年度:1.6兆円程度)の負担が生じる。そのため、最終需要家の電気代は数円/kWh値上がりすることが想定される(24年1月)

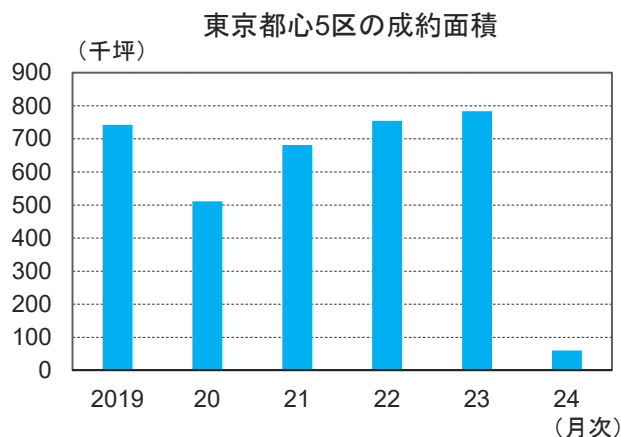
50 DBJ Monthly Overview 2024/4

不動産：空室率は2021年5月ぶりの5%台、平均賃料は前月41ヵ月ぶりに上昇

- 2024年1月の東京都心5区の大型ビル平均空室率は5.83%(前月比▲0.20%)に低下し、21年5月以来の5%台となった。23年は大型新築ビルの供給が相次いだ、年後半は供給を上回る成約により空室率は緩やかに低下していた。平均賃料は、19,730円(前月比▲18円)となった。前月には20年7月以来の上昇(前月比+22円)がみられ、40ヵ月続いた賃料低下に歯止めがかかった。
- 23年は供給過剰となったものの、コロナ禍前の19年を上回る活発な成約によりマーケットで懸念されたほどの需給バランスの緩みはみられなかった。24年の新規供給は23年の5割程度に止まる見込みだが、新築ビルの在庫や新築ビル移転に伴う二次空室の顕在化には注意が必要となる。



(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) 三幸エステート

2024年の主な新規供給予定

ビル名	所在地	竣工年月 (予定)	延床面積
住友不動産中野駅前ビル	中野区	2月	約 15,000 坪
赤坂グリーンクロス	港区	5月	約 22,500 坪
渋谷アクシュ	渋谷区	5月	約 13,500 坪
赤坂トラストタワー	港区	8月	約 63,000 坪
TODA BUILDING	中央区	10月	約 29,000 坪
WTC annex(仮称)	港区	11月	約 22,500 坪

(備考) 三鬼商事

カーボン・ニュートラル(CN)や最近の話題

最近の話題	グリーン電力の確保	大手デベロッパーのグリーン電力使用拡大 (自社部分→共用部分→賃貸部分) RE100適合基準強化により、自己発電強化
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	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
	金融商品	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

(%)

[2022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 24/1	2024 23/10	2024 24/1	2025 23/10	2025 24/1	2023 24/1	2024 23/10	2024 24/1	2025 23/10	2025 24/1	2022 23/9	2023 23/11	2023 23/9	2023 23/11	2024 23/11
世界計	3.1	2.9	3.1	3.2	3.2	6.8	5.8	5.8	4.6	4.4	3.3	3.3	3.0	2.9	2.7
先進国・地域 [41.7]	1.6	1.4	1.5	1.8	1.8	4.6	3.0	2.6	2.2	2.0	-	2.9	-	1.7	1.4
日本 [3.8]	1.9	1.0	0.9	0.7	0.8	-	2.9	-	1.9	-	1.0	0.9	1.8	1.7	1.0
米国 [15.5]	2.5	1.5	2.1	1.8	1.7	-	2.8	-	2.4	-	2.1	1.9	2.2	2.4	1.5
カナダ [1.4]	1.1	1.6	1.4	2.4	2.3	-	2.4	-	1.9	-	3.4	3.4	1.2	1.2	0.8
英国 [2.3]	0.5	0.6	0.6	2.0	1.6	-	3.7	-	2.1	-	4.1	4.3	0.3	0.5	0.7
EU [14.9]	0.6	1.5	1.2	2.1	1.9	-	3.6	-	2.4	-	-	-	-	-	-
ドイツ [3.3]	▲0.3	0.9	0.5	2.0	1.6	-	3.5	-	2.2	-	1.9	1.9	▲0.2	▲0.1	0.6
フランス [2.3]	0.8	1.3	1.0	1.8	1.7	-	2.5	-	2.0	-	2.5	2.5	1.0	0.9	0.8
イタリア [1.9]	0.7	0.7	0.7	1.0	1.1	-	2.6	-	2.2	-	3.8	3.9	0.8	0.7	0.7
オーストラリア [1.0]	1.8	1.2	1.4	2.0	2.1	-	4.0	-	3.4	-	3.7	3.7	1.8	1.9	1.4
ニュージーランド [0.2]	-	1.0	-	2.1	-	-	2.7	-	2.5	-	-	2.3	-	1.6	1.3
香港 [0.3]	-	2.9	-	2.9	-	-	2.3	-	2.4	-	-	-	-	-	-
シンガポール [0.4]	-	2.1	-	2.5	-	-	3.5	-	2.5	-	-	-	-	-	-
台湾 [1.0]	-	3.0	-	2.8	-	-	1.5	-	1.4	-	-	-	-	-	-
韓国 [1.7]	1.4	2.2	2.3	2.3	2.3	-	2.3	-	2.0	-	2.6	2.6	1.5	1.4	2.3
新興市場国と発展途上国 [58.3]	4.1	4.0	4.1	4.1	4.2	8.4	7.8	8.1	6.2	6.0	-	-	-	-	-
アジア [32.8]	5.4	4.8	5.2	4.9	4.8	-	2.7	-	2.9	-	-	-	-	-	-
中国 [18.4]	5.2	4.2	4.6	4.1	4.1	-	1.7	-	2.2	-	3.0	3.0	5.1	5.2	4.7
マレーシア [0.7]	4.0	4.3	4.3	4.4	4.4	-	2.7	-	2.3	-	-	-	-	-	-
タイ [0.9]	2.5	3.2	4.4	3.1	2.0	-	1.6	-	1.9	-	-	-	-	-	-
フィリピン [0.7]	5.3	5.9	6.0	6.1	6.1	-	3.2	-	3.0	-	-	-	-	-	-
インドネシア [2.5]	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	-	2.5	-	2.5	-	5.3	5.3	4.9	4.9	5.2
ベトナム [0.8]	-	5.8	-	6.9	-	-	3.4	-	3.4	-	-	-	-	-	-
ブルネイ [0.0]	-	3.5	-	2.8	-	-	1.5	-	1.0	-	-	-	-	-	-
カンボジア [0.1]	-	6.1	-	6.4	-	-	3.0	-	3.0	-	-	-	-	-	-
ラオス [0.0]	-	4.0	-	4.1	-	-	9.0	-	3.0	-	-	-	-	-	-
ミャンマー [0.2]	-	2.6	-	2.5	-	-	7.8	-	7.8	-	-	-	-	-	-
インド [7.3]	6.7	6.3	6.5	6.3	6.5	-	4.6	-	4.1	-	7.2	7.2	6.3	6.3	6.1
バングラデシュ [0.8]	-	6.0	-	6.6	-	-	7.9	-	6.8	-	-	-	-	-	-
中東・中央アジア [7.6]	2.0	3.4	2.9	3.9	4.2	-	15.2	-	10.5	-	-	-	-	-	-
パキスタン [0.9]	▲0.2	2.5	2.0	3.6	3.5	-	23.6	-	12.2	-	-	-	-	-	-
サウジアラビア [1.3]	▲1.1	4.0	2.7	4.2	5.5	-	2.2	-	2.0	-	8.8	-	1.9	-	-
イラン [1.0]	5.4	2.5	3.7	2.0	3.2	-	32.5	-	25.0	-	-	-	-	-	-
エジプト [1.0]	3.8	3.6	3.0	5.0	4.7	-	32.2	-	19.9	-	-	-	-	-	-
ヨーロッパ [7.4]	2.7	2.2	2.8	2.5	2.5	-	19.9	-	16.1	-	-	-	-	-	-
トルコ [2.0]	4.0	3.0	3.1	3.2	3.2	-	62.5	-	52.5	-	5.5	5.5	4.3	4.5	2.9
ロシア [2.9]	3.0	1.1	2.6	1.0	1.1	-	6.3	-	4.0	-	▲2.0	▲2.0	0.8	1.3	1.1
ラテンアメリカ・カリブ諸国 [7.4]	2.5	2.3	1.9	2.4	2.5	-	10.7	-	7.3	-	-	-	-	-	-
メキシコ [1.9]	3.4	2.1	2.7	1.5	1.5	-	3.8	-	3.1	-	3.9	3.9	3.3	3.4	2.5
アルゼンチン [0.7]	▲1.1	2.8	▲2.8	3.3	5.0	-	93.7	-	54.1	-	5.0	5.0	▲2.0	▲1.8	▲1.3
ブラジル [2.3]	3.1	1.5	1.7	1.9	1.9	-	4.5	-	3.0	-	3.0	3.0	3.2	3.0	1.8
サハラ以南アフリカ [3.1]	3.3	4.0	3.8	4.1	4.1	-	13.1	-	9.4	-	-	-	-	-	-
南アフリカ [0.6]	0.6	1.8	1.0	1.6	1.3	-	4.8	-	4.5	-	1.9	1.9	0.6	0.7	1.0
ナイジェリア [0.8]	2.8	3.1	3.0	3.1	3.1	-	23.0	-	14.7	-	-	-	-	-	-

(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		2024/3		
国内総生産・実質	1.3	1.6	1.3	1.33	0.71	1.03
民間最終消費支出	1.6	0.1	1.2	▲ 0.42	0.65	0.87
民間住宅	0.3	0.6	▲ 0.3	1.38	▲ 0.90	▲ 0.17
民間企業設備	3.0	0.0	3.3	0.66	2.24	2.05
政府支出	0.9	0.9	0.7	0.53	0.54	0.54
財貨・サービスの輸出	0.8	3.2	3.0	4.00	2.31	2.76
財貨・サービスの輸入	1.8	▲ 2.6	3.4	▲ 2.62	2.36	2.49
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	5.27	2.52	2.34
完全失業率	2.5	2.6	2.5	2.53	2.46	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	▲ 1.46	1.38	2.02
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	2.23	1.66
GDPデフレーター	3.0	3.8	1.7	-	-	-

(備考)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 内閣府年央試算」(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3月18日)

日銀 経済・物価情勢の展望(2024/1)

(%)

	2023年度	2024年度	2025年度
国内総生産・実質	1.6～1.9 (1.8～2.0)	1.0～1.2 (0.9～1.4)	1.0～1.2(0.8～1.2)
消費者物価指数(除く生鮮食品)	2.8～2.9 (2.7～3.0)	2.2～2.5 (2.7～3.1)	1.6～1.9(1.6～2.0)

(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)

		2023/9調査		2023/12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	10	8	13	3	8	▲ 5
生産・営業用設備(過剰－不足)	全産業	▲ 1	▲ 3	▲ 2	▲ 1	▲ 3	▲ 1
雇用人員判断(過剰－不足)	全産業	▲ 33	▲ 37	▲ 35	▲ 2	▲ 38	▲ 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	16		15	▲ 1		
借入金利水準(上昇－低下)	全産業	14	24	17	3	28	11

(前年度比、%)

		2023/12調査					
		2022年度			2023年度(計画)		
		伸び率	修正率	修正幅	伸び率	修正率	修正幅
売上・収益	売上高	全産業	8.7	-	2.5	0.6	
	経常利益	全産業	16.2	-	4.0	6.8	
	売上高経常利益率 (%、%ポイント)	全産業	6.64	-	6.74		0.4

(備考)日本銀行「第199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	2023/6	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	2023/12	全 産 業	1,806	11.7	13.5	—	資本金10億円以上 [短 観]
			製 造 業	956	6.5	17.9	—	
			非製造業	850	14.8	11.0	—	
	内閣府 財務省	2024/2	全 産 業	3,713	—	10.0	10.7	資本金10億円以上 [法人企業景気予測調査]
			製 造 業	1,260	—	13.0	22.5	
			非製造業	2,453	—	8.4	3.2	
中 堅 企 業	日本政策 投資銀行	2023/6	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	2023/12	全 産 業	2,531	5.2	12.8	—	資本金1億円以上10億円未満 [短 観]
			製 造 業	995	10.2	16.4	—	
			非製造業	1,536	2.3	10.6	—	
	内閣府 財務省	2024/2	全 産 業	3,007	—	3.7	▲ 1.1	資本金1億円以上10億円未満 [法人企業景気予測調査]
			製 造 業	870	—	3.2	15.6	
			非製造業	2,137	—	3.9	▲ 7.1	
中 小 企 業	日本銀行	2023/12	全 産 業	4,735	3.9	10.3	—	資本金2千万円以上1億円未満 [短 観]
			製 造 業	1,787	17.2	1.6	—	
			非製造業	2,948	▲ 3.0	15.8	—	
	内閣府 財務省	2024/2	全 産 業	4,245	—	▲ 0.4	▲ 8.0	資本金1千万円以上1億円未満 [法人企業景気予測調査]
			製 造 業	1,358	—	9.9	4.7	
			非製造業	2,887	—	▲ 3.6	▲12.9	
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	2023/12	(上記の外数)	256	▲ 1.5	30.9	—	[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

- 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)
- 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
- 内閣府・財務省の過年度分は実績値が公表されていない

次号「DBJ Monthly Overview2024年5月号」は、2024年5月上旬に公表予定です

「今月のトピックス」 バックナンバー（2023年9月号掲載分～）

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
2023年10月号	回復するインバウンドと需給のひっ迫懸念
2023年9月号	2023年度設備投資計画調査の概要 水電解装置における日本企業の競争力強化に向けて 中国不動産市場の構造的課題と調整の行方 財消費の減速と生産・物流への影響

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。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。