

2024年2月21日

2024 年度・2025 年度の景気予測(2024 年2月改訂)

～24 年度前半は鈍い動きとなるも、年度後半から成長率がやや高まる～

【要約】

2023年10～12月期の実質GDP(国内総生産、1次速報)は前期比-0.1%と2四半期連続のマイナス成長となった。知的財産権等使用料の一時的な増加などによりサービス輸出が大幅に増加し、輸出は3期連続で増加した。その一方で、物価高の影響などから個人消費が3期連続で減少し、設備投資も機械関連投資が弱含んだことなどから3期連続で減少するなど、国内需要は弱い動きが続いた。

先行きを展望すると、2024年1～3月期も景気回復の動きは弱いものとなる公算が大きい。個人消費は物価高の影響により鈍い動きが続くと見込まれる。また、能登半島地震や大手自動車メーカーの工場稼働停止の影響で企業の生産活動が弱含み、設備投資も鈍い動きになろう。サービス輸出の一時的な増加要因が剥落することなどをを受けて、輸出も弱含むと予想される。

続く、2024年度の日本経済は、年度前半は鈍い動きとなるものの、後半には成長率がやや高まると見込んだ。注目される24年の春季賃上げ率は、企業の人手不足感の強まりなどを背景に前年を上回る水準になると予想する。物価高の影響が残る中で、年度前半の個人消費は鈍い動きになるものの、後半には所得の増加が続く一方、消費者物価の伸びが鈍化するため、実質所得が増加に転じ、個人消費は増加基調になると見込んだ。一方、輸出は、年度前半は欧米景気の減速を受けて低調に推移するものの、後半には海外景気の改善などを背景に持ち直してくと見込んだ。また設備投資は、高水準となっている機械受注残などが実施されることで年度前半から底堅く推移し、後半には輸出の持ち直しなどを背景に増加基調となるだろう。

2025年度の日本経済は、海外景気の回復により輸出が増加することなどから、成長率が次第に高まると予測した。輸出型企業を中心に企業収益が改善することにより、設備投資の増勢はやや強まるだろう。また、賃金の伸びが鈍化するものの、消費者物価の伸びも低下することから、実質所得が前年比でプラスを維持し、個人消費は緩やかな増加基調が続くと見込んだ。

以上から、実質GDP成長率は2023年度が前年比+1.2%、24年度が同+0.4%、25年度が同+1.1%になると予測した。

予測結果の総括表

<前回2023年12月予測>

単位：前年比、% (*は寄与度)	2022年度 実績	2023年度 見通し	2024年度 見通し	2025年度 見通し	2023年度 見通し	2024年度 見通し
実質GDP	1.5	1.2	0.4	1.1	1.6	1.0
民間需要*	2.0	▲ 0.5	0.2	0.8	▲ 0.0	0.8
公的需要*	▲ 0.0	0.2	0.2	0.1	0.3	0.1
輸出*	0.9	0.9	0.4	0.5	0.5	0.3
輸入*	▲ 1.4	0.5	▲ 0.3	▲ 0.4	0.7	▲ 0.2

注：輸入は控除項目。民間需要＝個人消費＋住宅投資＋設備投資＋民間在庫投資、公的需要＝政府消費＋公共投資＋公的在庫投資。

出所：内閣府「四半期別GDP速報」などより浜銀総研作成

(日本経済)菊池 祥平、小泉 司、長尾 遼也 (米国・欧州経済)北田 英治 (中国経済)白 鳳翔

TEL:045-225-2375 E-mail: s-kikuchi@yokohama-ri.co.jp

1. 2023年10～12月期の実質GDPは前期比-0.1%と2四半期連続のマイナス成長

2月15日に内閣府が発表した2023年10～12月期の実質GDP（国内総生産、1次速報）は前期比-0.1%と2四半期連続のマイナス成長となった（図表1）。サービス輸出が大幅に増加したことなどにより、海外需要（外需、輸出-輸入）の寄与度は同+0.2%ポイントとプラス寄与に転じた。その一方で、個人消費や設備投資の減少が続き、国内需要（内需）の寄与度が同-0.3%ポイントと、3四半期連続でマイナス寄与となった。内需の低迷により、日本経済はマイナス成長が続く結果となった。

需要項目別にみると、民間需要では、個人消費が前期比-0.2%と3四半期連続で減少した。耐久財消費が増加したものの、物価高などの影響で非耐久財消費と半耐久財消費の減少が続き、サービス消費も外食などが落ち込んだため7四半期ぶりに減少した。設備投資も同-0.1%と3四半期連続で減少した。海外景気の先行き不透明感が強まっていることなどにより機械関連投資などが弱含んでいる模様である。また、住宅投資は同-1.0%と2期連続で減少した。建築コストの高止まりなどが影響したと考えられる。なお、民間在庫変動の寄与度は同-0.0%ポイントとなった。

次に公的需要では、政府消費が前期比-0.1%と2期ぶりに減少した。公共投資は同-0.7%と2期連続で減少した。22年度第2次補正予算による押し上げが一巡したことなどが影響したとみられる。

他方、海外需要では、輸出が前期比+2.6%と3四半期連続で増加した。海外景気の減速を受けて、財輸出は増勢が鈍化したものの、インバウンド（訪日外国人）需要が回復したことや、知的財産権等使用料の一時的な増加などによりサービス輸出が大幅に増加した。一方、輸入は同+1.7%と2四半期連続で増加した。

図表1 2023年10～12月期は内需が3四半期連続のマイナス寄与

（季節調整済、前期比、%）

	2022年				2023年			
	1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期
実質GDP	-0.7	1.1	-0.2	0.4	1.1	1.0	-0.8	-0.1
個人消費	-1.1	2.0	0.0	0.2	0.8	-0.7	-0.3	-0.2
住宅投資	-1.2	-2.6	0.4	0.7	0.3	1.8	-0.6	-1.0
設備投資	-0.1	2.1	1.7	-0.5	1.6	-1.4	-0.6	-0.1
政府消費	0.7	0.6	0.1	0.7	0.1	-0.1	0.3	-0.1
公共投資	-4.5	-2.1	1.1	0.0	2.0	2.2	-1.0	-0.7
輸 出	1.6	2.2	2.1	1.4	-3.5	3.8	0.9	2.6
輸 入	4.3	1.4	4.8	-0.8	-1.6	-3.6	1.0	1.7
内需寄与度	-0.2	1.0	0.3	-0.0	1.5	-0.7	-0.8	-0.3
民間需要	-0.1	1.0	0.3	-0.2	1.3	-0.8	-0.8	-0.2
うち在庫	0.6	-0.4	0.0	-0.2	0.6	-0.2	-0.5	-0.0
公的需要	-0.1	0.0	0.0	0.2	0.1	0.1	0.0	-0.1
外需寄与度	-0.5	0.1	-0.6	0.4	-0.4	1.7	-0.0	0.2
名目GDP	-0.0	0.8	-0.5	1.9	2.3	2.5	-0.1	0.3

注：網掛けは伸び率がマイナスの部分。ただし、輸入はプラスの部分。

出所：内閣府「四半期別GDP速報」

2. 海外経済の見通し

(米国経済: 景気は24年前半に減速が明瞭となるものの、後退局面入りは回避)

2023年10～12月期の米国の実質GDP(国内総生産)は前期比年率+3.3%と7～9月期の同+4.9%に比べて伸びが鈍化したものの、6四半期連続でプラス成長となった(図表2)。10～12月期の実質GDPを需要項目別にみると、個人消費が同+2.8%と堅調に推移し、景気を支えた。耐久財消費、非耐久財消費、サービス消費のいずれもが堅調に推移した。また住宅投資が同+1.1%と2四半期連続で増加した。企業の設備投資も同+1.9%と底堅く推移し、9四半期連続の増加となった。建設投資が減速する一方で、機械投資が増加に転じた。外需については輸出の伸び(同+6.3%)が輸入の伸び(同+1.9%)を大幅に上回り、純輸出(輸出－輸入)の実質GDPへの寄与度は同+0.43%ポイントとなった。なお、23年通年の実質GDPは前年比+2.5%と、22年の同+1.9%から伸びが高まった。

上記のように10～12月期の個人消費が堅調に推移した背景には、労働市場が底堅く推移していることがある。10～12月期の非農業部門雇用者数は、月平均で前月比+22.7万人のペースで増加しており、好調の目安とされる同20万人増を引き続き上回っている。さらに、続く24年1月の雇用者数は前月比35.3万人増と1年ぶりの高い伸びを示した。また、1月の時間当たり平均賃金(平均時給)は前年比+4.5%と、前月(同+4.3%)に比べて伸びが高まっている。

一方、米国のインフレに関しては、1月の消費者物価指数(CPI)が前年比+3.1%と、前月(同+3.4%)から伸びが鈍化した(図表3)。また、同月のコアCPIは同+3.9%と、前月と同じ伸びとなった。1月のコアCPIの前月比が+0.4%と、12月の+0.3%に比べて伸びが高まったことも踏まえると、米国のインフレは落ち着きつつあるものの、鈍化のペースは緩やかといえよう。

こうした状況下、FRB(米連邦準備理事会)は24年1月31日のFOMC(公開市場委員会)で政策金利の据え置きを決定した。金利据え置きは4会合連続である。注目されたFOMC声明では、今回、利上げの可能性を示唆する文言を削除する一方で、代わりに今後の政策の道筋に関して偏りのない中立的な文言を採用し、将来的な利下げに向けて一步踏み出した。ただ、パウエルFRB議長は会合後の記者会見で、今後のインフレの動向を見極めたいとの姿勢を鮮明にし、次回3月の会合で利下げが適切になる可能性は低いとの考えを示した。

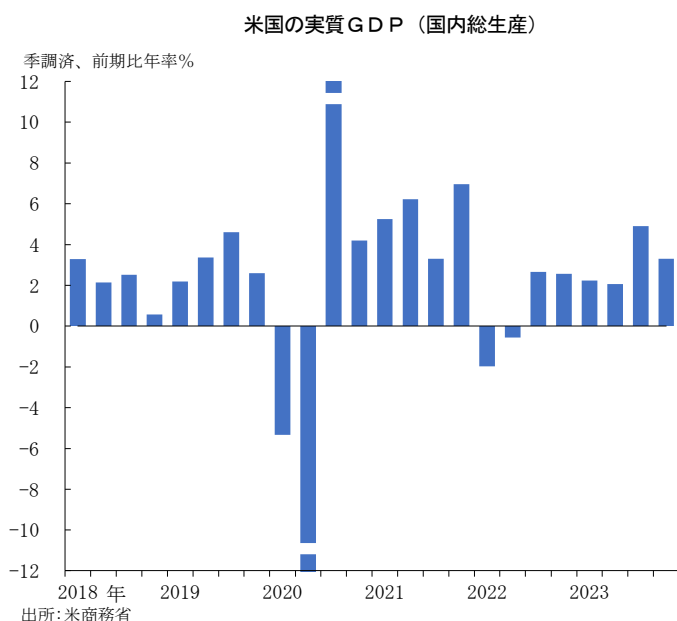
以上のような状況を踏まえた上で先行きを展望すると、米国経済は24年前半に減速基調が明瞭になると見込まれる。FRBのこれまでの累積的な金融引き締めの影響が本格的に表れることから、耐久財消費や住宅投資、企業の設備投資が弱い動きとなろう。ただ、労働需給が依然としてタイトであることから先行き雇用情勢の悪化は限定的になるとみられ、この点が個人消費を下支えする要因となり、景気が後退局面入りする事態は避けられると予測した。

FRBの金融政策については、インフレの鈍化を確実なものにするために、しばらくは政策金利が据え置きになると見込んだ。FRBは24年前半に物価が十分に落ち着いてきたことを確認した上で、年央から利下げを開始すると予想する。その後は、25年末にかけて2会合に1度のペースで0.25%の利下げを継続すると想定した。

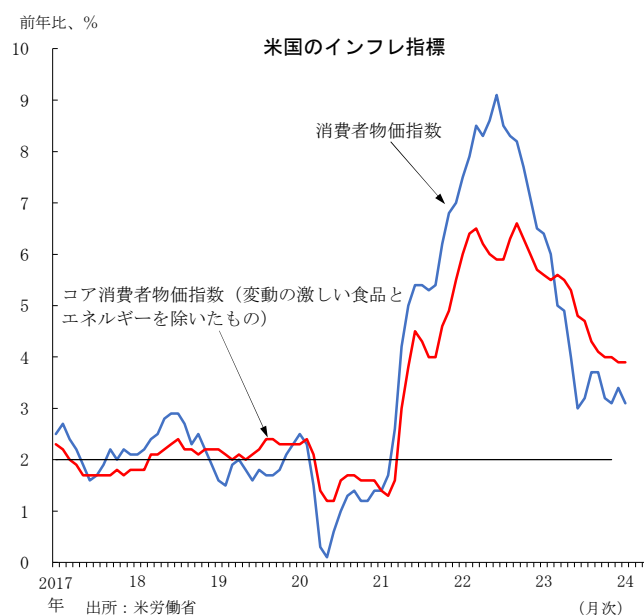
24年後半にはインフレの鎮静化を受けて、個人消費の回復テンポが徐々に高まろう。また、FRBの利下げを受けて企業の設備投資も底入れし、24年後半から25年にかけて景気は緩やかに回復する

と見込む。米国の通年の成長率は、2024 年が前年比+1.5%、2025 年が同+1.7%になると予測した。なお、24 年 11 月には米大統領選挙があり、現時点では現職大統領のバイデン氏と共和党候補のトランプ前大統領の対決となる可能性が高まっている。仮にトランプ氏が再選される場合には、①所得税減税や法人税率の引き下げによる財政赤字の拡大で米長期金利に上昇圧力がかかるリスクや、②対中関税の引き上げで国内企業の部材調達コストが増加し、インフレ圧力が高まるリスクがあり、米国経済に悪影響を及ぼす可能性がある点に注意が必要である。

図表2 米国は6四半期連続のプラス成長



図表3 米国のインフレ率は鈍化傾向



（ユーロ圏経済：インフレや大幅利上げの影響などにより、24年前半まで低成長が続く）

2023 年 10～12 月期のユーロ圏の実質 GDP（域内総生産）は前期比 0.0%（7～9 月期は同-0.1%）と、2 四半期連続のマイナス成長はかろうじて回避したものの、景気は依然として低迷している（図表 4）。10～12 月期の実質 GDP を国別にみると、ユーロ圏の中心国であるドイツ（前期比-0.3%）がマイナス成長に転じた。またフランス（同 0.0%）は 2 四半期連続のゼロ成長となった。一方、イタリア（同+0.2%）やスペイン（同+0.6%）は前期と比べて若干成長率が高まった。なお、23 年通年のユーロ圏の実質 GDP は前年比+0.5%と、22 年の同+3.4%から伸びが大幅に鈍化した。

月次の経済指標をみると、企業の景況感は依然として冴えない状況が続いている。24 年 1 月のユーロ圏総合 PMI（購買担当者景気指数）は 47.9 と前月（47.6）からやや上昇したものの、好不調の分かれ目となる 50 を 8 か月連続で下回った。これを国別にみると、ドイツやフランスなど主要国で 50 を大きく下回っている（図表 5）。また、ユーロ圏の PMI を業種別にみると、製造業は 46.6 と節目の 50 を 19 か月連続で下回り、またサービス業も 48.4 と 6 か月連続で 50 を下回っている。

インフレに関しては、1 月のユーロ圏の消費者物価指数が前年比+2.8%となり、前月（同+2.9%）

から伸びが若干鈍化した。また、同月のコアベースの消費者物価指数（エネルギー、食品、タバコを除く）も同+3.3%と、前月（同+3.4%）から伸びが若干鈍化した。ユーロ圏においてもインフレ率が鈍化傾向で推移している。ただ、紅海での地政学リスクの高まりには注意が必要である。イエメンの武装組織フシ派による船舶攻撃により、紅海経由の航路を迂回する海運会社が増えている。欧州とアジア間の運賃の高騰や輸送時間の長期化によるサプライチェーンの混乱により、ユーロ圏の生産停滞やインフレ率の再加速を招く恐れがある。

こうした中、ECB（欧州中央銀行）は1月25日の理事会で政策金利を据え置いた。金利据え置きは3会合連続である。ECBのラガルド総裁は、会合後の記者会見で、利下げ議論は時期尚早との立場が理事会のコンセンサスであるという見方を強調したものの、夏以降に利下げがあり得るとの自身の考えをあらためて示した。

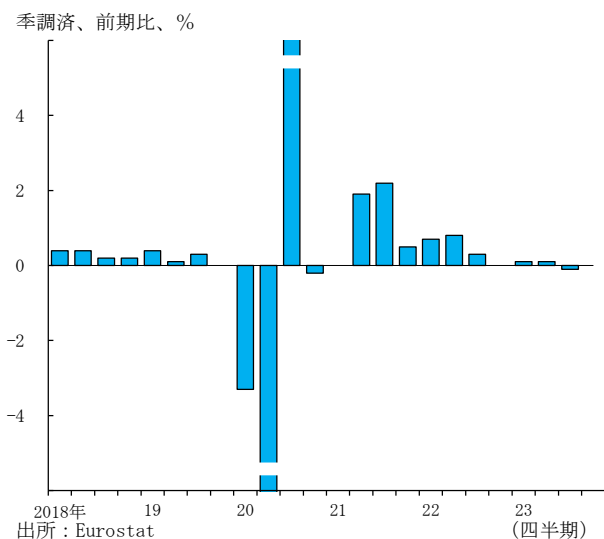
以上のような状況を踏まえた上で先行きのユーロ圏経済を展望すると、24年前半まで低成長が続くと見込まれる。インフレによる実質所得の抑制に加えて、ECBの大幅利上げの効果が引き続き表れることなどから、個人消費や設備投資など国内需要が弱い動きとなろう。また輸出に関しては、最大の輸出先である米国で景気の減速感が強まるため、同国向けの輸出が弱含むと見込まれる。

ユーロ圏の金融政策については、ECBが当面、政策金利を据え置き、累積的な利上げの効果を見極めると見込む。ECBが利下げに転じるのは、物価が十分に落ち着いてきたことを確認できる24年半ばとなろう。

24年後半から25年にかけてユーロ圏景気は緩やかに回復すると見込む。インフレが鎮静化することで、家計の実質的な購買力が改善し、個人消費の回復力が徐々に高まろう。また、ECBの利下げを受けて、企業の設備投資も徐々に上向くと予想される。輸出に関しても、米国景気の持ち直しが押し上げ要因となろう。ユーロ圏の通年の成長率は、2024年が前年比+0.5%、2025年が同+1.6%になると予測した。

図表4 ユーロ圏経済は低迷が続く

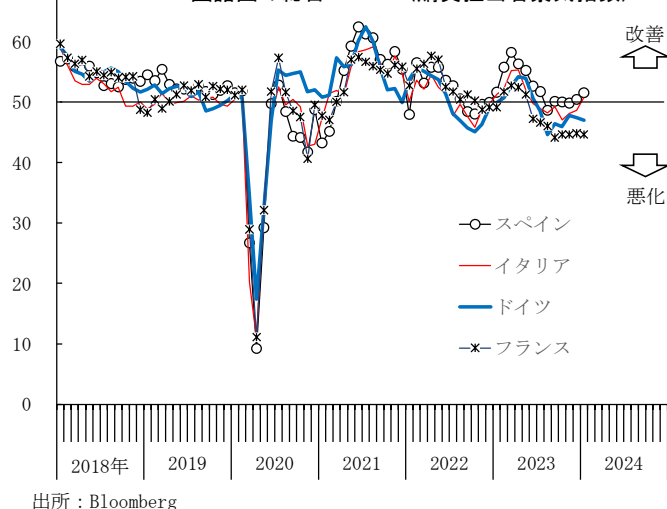
ユーロ圏の実質GDP（域内総生産）



図表5 ユーロ圏企業の景況感も依然低迷

季調済、中立水準=50

ユーロ圏諸国の総合PMI（購買担当者景気指数）



(中国経済:公共インフラ投資や不動産市場の回復支援の強化などから、2024年は5%成長へ)

中国の2023年10～12月期の実質GDP(国内総生産)は前期比+1.0%と、7～9月期(同+1.5%)に比べて増勢が鈍化した。10～12月期の需要項目の動向をみると、通関輸出(当社による季節調整値)が同+0.9%と3四半期ぶりに増加した。仕向け地別にみると、ASEAN向けが大幅に増加した。また財別にみると、新エネルギー車(NEV)を中心とする自動車などが高い伸びを示した。その一方で、個人消費の動きを表す小売売上高は同+1.1%と減速した。内訳をみると、住宅販売の低迷を背景に建築装飾資材などの減少が目立つほか、衣類や金・銀・宝石、日常用品などが減少した。株式や不動産の価格が一段と下落する中で、家計が保有する資産価値の目減りにより消費活動を控える、いわゆる逆資産効果が表れたと考えられる。また、固定資産投資は同+0.4%と小幅な増加にとどまった。習体制による財政出動の強化などにより公共インフラ投資や製造業の設備投資は増加したものの、不動産関連投資の落ち込みが続いた。

直近の不動産関連指標は、依然として弱い動きが続いている。12月の住宅販売面積は前年比-16.0%と減少幅が拡大し、また同月の主要70都市の平均新築住宅販売価格も前月比-0.45%と下落幅が一段と大きくなった(図表6)。民間不動産企業の経営難に対する懸念から、住宅購入予定者の買い控えの動きは依然として強いとみられる。

こうした状況下、習体制は景気支援策を一段と強化している。2023年12月に開かれた「中央経済工作会议」では、24年の経済運営において経済成長を最重要視する方針が示され、重点施策として国内需要の拡大を図ることや、不動産市場の悪化を防ぐことなどが掲げられた。具体的には、国内需要の拡大を目指す施策として、デジタル・グリーン・健康といった新たな個人消費の拡大を目指すことが示された。また、NEVの充電スタンドや5G通信基地といったインフラ投資のほか、省エネや脱炭素関連の投資を重点的に支援することなどが挙げられた。一方、不動産関連の施策では、住宅販売の回復を図るため、低所得者向けの住宅建設や都市部のスラム地域の再開発といった「三大工程」(注1)を加速させる施策のほか、資金不足に苦しむ民間不動産企業の資金需要に対応することなどが示された。

実際に、2024年に入って各地方政府は景気を下支えするために、公共インフラなどの建設プロジェクトに積極的に取り組んでいる。例えば、湖北省では24年1～3月期に2,412件の新たな建設プロジェクトに着手し、投資総額は1.58兆元(32.9兆円)に達する見込みである。また、江蘇省では24年に510件のプロジェクトに着手し、投資総額は6,408億元(約13.3兆円)に達する計画である。こうしたプロジェクトの内容をみると、高速鉄道などの交通関連や、火力発電所や蓄電施設といったエネルギー関連のほか、NEVの車載電池などの自動車関連、太陽光発電などの新エネルギー関連、医薬などの健康関連、光電子や新素材といったハイテク製造関連など様々な分野に及んでいる。

なお、「三大工程」に関しては、既に2023年末に、上海や済南、長沙などの都市で低所得者向けの住宅建設が始まっている。また年明け後には、北京や上海といった大都市のほか、南京や瀋陽などの地方都市でも低所得者向けの住宅建設やスラム地域の再開発事業などを強化する方針が決定されている。今後は、ほかの地方政府でもこうした事業を積極的に推進していくと考えられる。

これと同時に、習体制は金融政策による経済対策も強化している。中国人民銀行(中央銀行)は

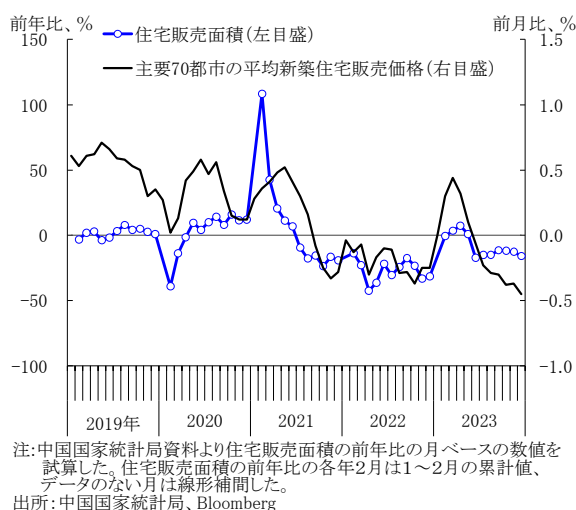
2023 年 12 月から 24 年 1 月にかけて住宅購入支援の原資となる政策銀行向け担保付き補完貸出（P S L）^{（注2）}を合計で 5,000 億元（約 10.4 兆円）拡大した。また、2 月 5 日には、市中銀行などの預金準備率を 0.5%引き下げた。引き下げ幅は約 2 年ぶりの大きさである。これにより、企業向けの貸出に充てられる市中銀行の資金が最大で 1 兆元（約 20.8 兆円）増加するとみられている。

さらに、民間不動産企業への資金支援も強化している。民間不動産企業を中心に、資金不足により多くの不動産開発プロジェクトが延期される中、各地方政府は融資対象として適格な不動産開発プロジェクトを認定し（認定リストを「ホワイトリスト」という）、銀行に融資を要請している。「中国建設報」の報道によると、1 月末には第 1 弾のホワイトリストとして、170 都市の 3,218 プロジェクトが認定された。そのうち、カントリーガーデンや融創といった民間不動産企業関連のプロジェクト数が全体の 84%に達した。1 月末時点で、既に 83 件（計 179 億元=約 3,643 億円）のプロジェクトが銀行から融資を受けており、また、今後も各地方政府はホワイトリストを拡充していく予定である。こうした支援の効果で、延期されてきた不動産開発プロジェクトが順次再開すると考えられる。

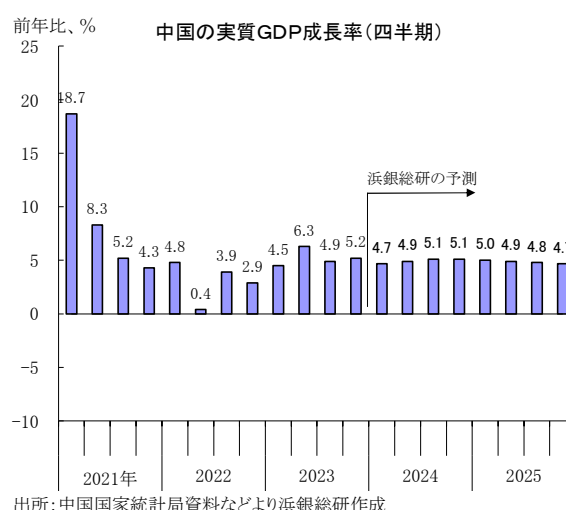
注 1：「三大工程」とは、①低所得者向けの住宅建設、②都市部のスラム地域の再開発、③災害時に避難所などとして活用する体育館などの公共施設の建設、を進める建設プロジェクト。23 年 4 月に開催された中央政治局会議で提起された。

注 2：担保付き補完貸出（P S L, Pledged Supplementary Lending）とは、国家開発銀行や中国農業発展銀行といった政策性銀行に、国債などを担保として供給される資金である。この資金は主にスラム地域の住宅改造プロジェクトに融資されている。2015～18 年に中小都市においてスラム地域の再開発プロジェクトを推進した際は、P S L の資金が多く活用された。

図表6 住宅販売面積は大幅減、
住宅価格も一段と下落



図表7 2024 年は5%成長の見込み



こうした点を踏まえて、先行きの中国経済を展望すると、2024 年末に向けて、実質 GDP 成長率のプラス幅が徐々に高まると見込まれる（図表 7）。需要別にみると、固定資産投資は緩やかに持ち直すだろう。まず、公共インフラ投資は、習体制による財政出動の強化を背景に一段と増加する見込みである。次に民間企業の設備投資は、政府の支援に加えて、インフラ投資関連材の需要増加に対応するための設備投資により、増加基調で推移する見込みである。一方、不動産投資に関しては、年末に向

けて減少幅が縮小しよう。低所得者向けの住宅建設の推進などにより不動産企業の収益が改善するほか、銀行融資の支援強化などにより、不動産企業の経営不安も徐々に和らぐと見込まれる。こうした中で住宅購入者の心理が次第に改善することに加え、投資目的の住宅購入制限の緩和や、住宅ローン金利の引き下げなどの住宅購入支援策の推進により、年後半には大都市などで住宅販売の底入れの動きが表れ、その後は全国に広がろう。次に、輸出については、緩やかな持ち直しの展開となろう。生産拠点の海外移転を背景に衣料品などの低付加価値製品の輸出が縮小する一方で、NEVなどの高付加価値製品の輸出増が輸出を底上げしていくだろう。また、年後半には欧米先進国の景気が持ち直し、輸出の回復を後押しする見込みである。一方、個人消費は緩やかに減速しよう。固定資産投資や輸出の持ち直しにより企業業績が回復し、雇用・所得情勢が緩やかに改善するものの、住宅価格の低迷などに伴う逆資産効果が個人消費回復の重荷となる見込みである。

続く2025年については、景気回復の動きが緩やかになると見込まれる。まず、固定資産投資は増勢が鈍化する見込みである。住宅販売の持ち直しを背景に不動産投資が緩やかに改善するものの、財政出動の縮小に伴って公共インフラ投資が減速するとみられる。次に、輸出は増加基調で推移しよう。世界景気の回復が見込まれることが輸出全体を下支えすると予想される。一方、個人消費は底堅く推移しよう。不動産市場の回復などを背景として企業業績が持ち直し、雇用・所得情勢が改善することが個人消費を下支えする見込みである。また、住宅販売の持ち直しにつれて住宅価格が上昇傾向に転じるため、逆資産効果も減退すると考えられる。

以上より、2024年の実質GDP成長率を+5.0%、25年を+4.8%と予測した。

3. 日本経済(主要項目)の見通し

(輸出:24年前半までは海外景気の減速で弱含み、24年後半以降に回復へ)

2023年10～12月期の輸出は前期比+2.6%と3四半期連続で増加した。財、サービス別にみると、財の輸出が同+0.2%と増勢が鈍化する一方で、サービスの輸出は同+11.3%と高めの伸びとなり、輸出全体を押し上げた(図表8)。訪日外国人の増加によるインバウンド需要の拡大や知的財産権等使用料の一時的な増加などがサービス輸出を押し上げた。なお、10～12月期の財の輸出について、日銀公表の実質輸出を財別にみると、自動車関連が高めの水準ながら減少に転じる一方、世界的な半導体市場の持ち直しなどにより資本財や情報関連財が増加した(図表9)。

今後の輸出については、欧米などの海外景気の減速の影響を受けて、24年前半は弱含むものの、24年後半からは次第に回復し、25年は緩やかに増加すると見込んだ。仕向地別にみると、米国向け輸出は、24年前半まで鈍い動きになるだろう。24年前半にはFRBによる累積的な金融引き締めの影響が本格的に表れ、米国景気の減速感が強まるため、日本からの輸出が弱含むと見込んだ。ただし、24年央には、FRBが利下げに転じ、その後米国景気の回復の動きが徐々に明確となることから、24年後半以降の米国向け輸出は緩やかに増加すると予測した。また、EU向け輸出も24年前半まで弱い動きとなる公算が大きい。ECBによるこれまでの大幅な利上げの影響などにより、欧州景気は弱含んでおり、EU向け輸出も当面弱い動きとなろう。ただし、24年後半にはインフレ率が落ち着くことで欧州景気にも回復の動きが現れ、EU向け輸出は上向いていくと予測した。他方、中国向

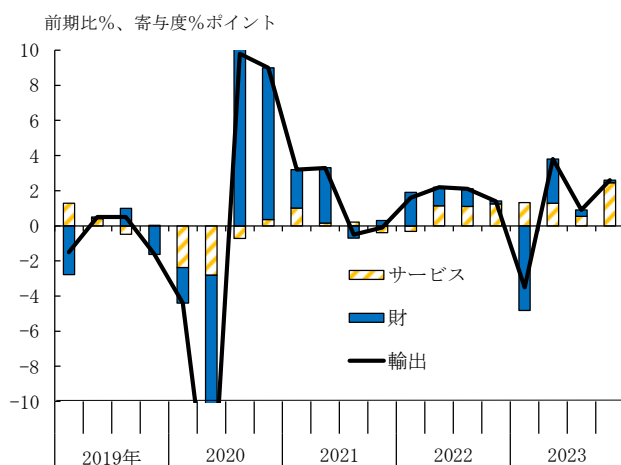
け輸出については、政府の財政出動強化などにより中国景気が 24 年後半にかけて持ち直すことから、次第に持ち直すと見込む。ただし、25 年は財政出動の規模が縮小され、景気回復が鈍化するため、中国向け輸出も小幅な増加にとどまると予測した。

また、財別にみると、半導体等製造装置を含む資本財や半導体等電子部品などを含む情報関連財などが次第に回復していくと見込む。東、河田（2017）を参考に、半導体市場の循環的な好不況を示すシリコンサイクルをみると、足元で上向いている（図表 10）。これまでの傾向を踏まえると、24 年度から 25 年度にかけて半導体市場は好況期を迎え、財輸出を下支えする可能性が高いと考えられる。

なお、サービスの輸出については、インバウンド需要の増加により回復が続くと見込んだ。日本政府観光局によると、2023 年の訪日外客数は 2,506 万人となり、2019 年比で約 8 割まで回復した（図表 11）。先行きも為替相場がコロナ禍前に比べて円安となっていることなどが追い風となり、インバウンド需要の回復は続くと見込んだ。回復が遅れている中国からの訪日客が、団体旅行客を中心に回

図表8 サービス輸出が全体を押し上げ

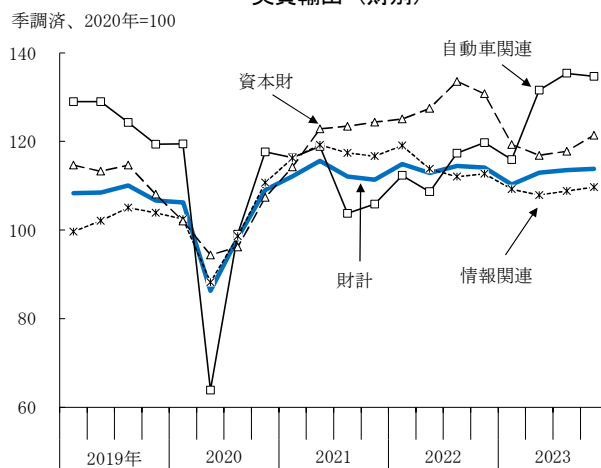
輸出（財・サービス別）



出所：内閣府「四半期別GDP速報」より浜銀総研作成

図表9 資本財輸出などが増加

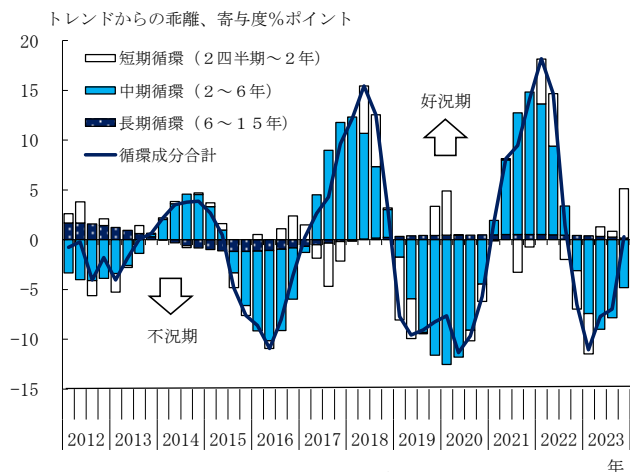
実質輸出（財別）



出所：日本銀行「実質輸出入」

図表 10 半導体市場は回復へ

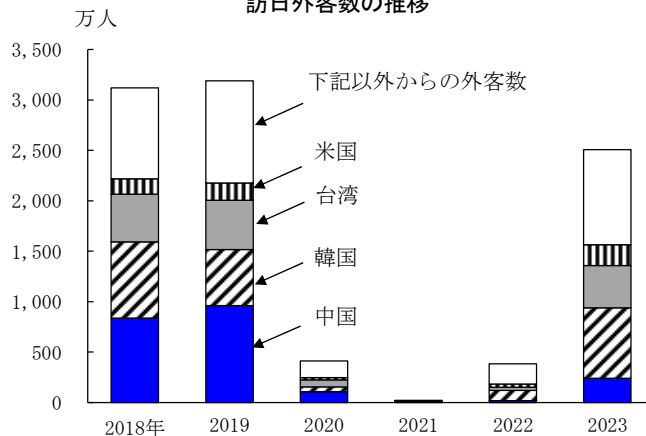
シリコンサイクルの周波数分析



出所：WSTS、Bloombergより浜銀総研作成

図表 11 23 年の訪日客数は 19 年の約 8 割

訪日外客数の推移



出所：日本政府観光局「訪日外客数」

復していくことなども押し上げ要因となるだろう。ただし、人手不足を背景とする国内の宿泊施設の供給制約などにより、今後の増加ペースは緩やかになると見込んだ。

（設備投資：海外景気の回復を受けて24年度後半から次第に増勢が強まる）

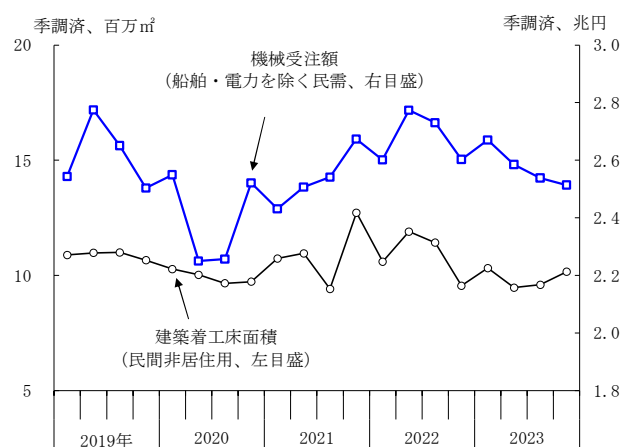
2023年10～12月期の設備投資は前期比-0.1%と3四半期連続で減少した。同期の設備投資関連の指標をみると、機械投資の動向を示す資本財総供給指数（除く輸送機械）は同-0.9%と5期連続で低下しており、機械関連投資が弱含んだ模様である。日銀短観（2023年12月調査）では、2023年度の企業の設備投資計画（ソフトウェア・研究開発を含み、土地投資額を除く、全規模・全産業）が前年比+12.6%と大幅な増加計画となっており、企業の設備投資ニーズは強い様子がうかがえる。しかし、海外景気の先行き不透明感が強まっていることや投資コストの上昇などを背景に、設備投資を先送りする動きが表れていると考えられる。

先行きを展望すると、24年1～3月期の設備投資は、鈍い動きになると見込まれる。年初に発生した能登半島地震や大手自動車メーカーの工場稼働停止の影響で、輸送機械関連を中心に企業の生産活動は弱含んでいる。部材の調達など供給面に影響が表れる可能性があるほか、工場の稼働停止への対応が優先されることなどが設備投資の下押し要因となり、鈍い動きとなるだろう。

続く2024年度の設備投資は、年度前半には海外景気の減速などが設備投資の下押し要因となるものの、高水準となっている機械受注残や手持ちの建設工事などが順次実施されることで、設備投資は底堅く推移するとみられる。機械投資の先行指標である機械受注額（船舶・電力を除く民需）をみると、23年10～12月期に前期比-1.0%と3四半期連続で減少したものの、受注残高をみると、12月末時点で33.1兆円と、近年では高水準となっている（図表12、13）。受注残高には、民需のほかに公需や外需も含まれており、幅をもってみる必要があるものの、こうした受注残が順次実施されることにより先行きの設備投資を下支えするだろう。一方、建設投資の先行指標である建築着工床面積をみると、23年10～12月期は同+10.2%と回復の兆しがみられる。内訳をみると、「倉庫」や「工場」など

図表12 先行指標はまちまちの動き

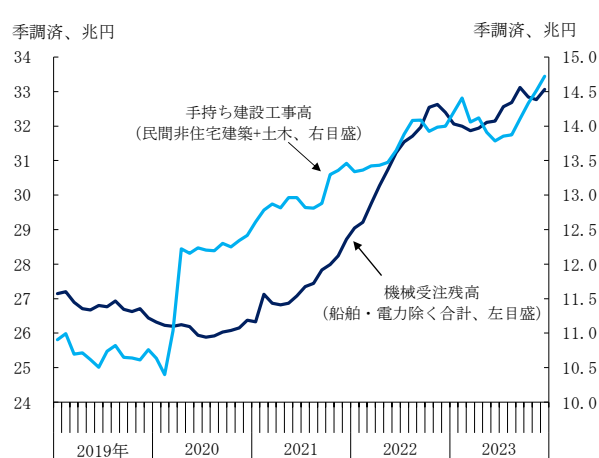
機械受注額、建築着工床面積



注：建築着工床面積の季節調整は当社で施した。
出所：内閣府「機械受注統計」、国土交通省「建築着工統計」より浜銀総研作成

図表13 受注残などは高水準

機械受注残高、手持ち建設工事高



注：手持ち建設工事高は民間建築と民間土木の合算。季節調整は当社で施した。
出所：内閣府「機械受注統計」、国土交通省「建設総合統計」より浜銀総研作成

の着工が増加しており、2024 年問題への対応を目的とした運送業の物流施設や、半導体の国内生産強化に向けた新工場の建設などが着工を押し上げている模様である。こうした中長期的な視点に基づく建設ニーズは今後も強いとみられ、先行きの建設投資を押し上げていくと見込まれる。また、24 年度後半になると、輸出の回復に伴い、輸出型企業を中心に企業業績が上向くと予想される。このため、機械投資などの製造業の設備投資も増加基調に転じてくるとみられる。続く 25 年度も輸出が回復し、企業業績も改善が続くことから、設備投資の増勢はやや強まると見込んだ。

(物価・所得:所得増が続く中で物価上昇率が鈍化し、実質所得は24年度後半に前年比増加へ)

所得情勢のカギを握る 2024 年の春季賃上げ率(民間主要企業)は、前年比+3.8%と 23 年の同+3.6%を上回る水準になると見込んだ。年明けからスタートした春季労使交渉では、昨年を上回る賃上げ目標が掲げられており、足元では、大企業を中心に、そうした目標を上回る賃上げの実施を表明する企業もみられる。また、中小企業でも昨年を上回る賃上げが実施される可能性が高まっている。商工中金が 24 年 1 月に公表した「中小企業の賃上げの動向について」によると、全従業員の定例給与(定期昇給を除く)を前年比 3 %以上引き上げると回答した企業は 47.3%となっており、23 年同時期調査の 31.2%を上回る割合となっている(図表 14)。このような賃上げ機運の高まりの背景には、まず、賃上げの原資となる企業収益が高水準となっていることがあるだろう。日銀短観(23 年 12 月調査)で 23 年度の経常利益(全規模・全産業)計画をみると、前年比+4.0%と増益を見込んでおり、高水準を維持する見込みである。また、企業の人手不足感が一段と強まっている点も賃上げ機運の高まりの背景にあるだろう。日銀短観(23 年 12 月調査)で雇用人員判断 D I(「過剰」マイナス「不足」)をみると、全規模・全産業ベースで-35 と前回調査比 2 ポイント低下した(図表 15)。中でも、観光業や飲食業などを中心とした非製造業の同 D I は-44 と、コロナ禍前の 2019 年 10~12 月期(-40)を上回る「不足」超となり、人手不足が深刻化している。厚生労働省が 23 年 11 月に公表した「賃金引上げ等の実態に関する調査」によると、賃金改定で「労働力確保」や「雇用維持」を最も重視したと回答する企業は、22 年、23 年と連続して増加している(図表 16)。24 年も、労働力や人材の流出を防ぐための賃上げが実施される可能性は高いと考えられる。日銀のさくらレポート(2024 年 1 月)をみても、「2024 年の賃上げは、業績や物価動向にもよるが、従業員のモチベーション維持・向上の観点から、少なくとも前年以上の賃上げ率を目指す(卸売・大阪)」など賃上げに前向きな企業のコメントが増加している。以上から、23 年を上回る水準での賃上げが実施されると見込んだ。

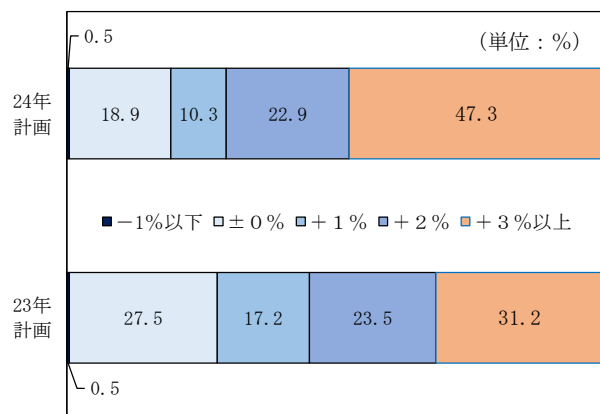
この結果、24 年度の所定内給与は 23 年度と比べて増勢が強まると予測する。24 年度後半には、海外景気の回復を受けて製造業の生産が次第に持ち直すことなどから、残業代などの所定外給与が増加し、現金給与総額の伸びは次第に高まると見込んだ。続く 25 年度は、引き続き人手不足対応などを目的とした賃上げが実施されるものの、消費者物価の伸びが鈍化することなどから、春季賃上げ率は前年比+3 %程度の水準になるとみられる。海外景気の回復により製造業を中心に残業代などの所定外給与は増加するものの、所定内給与の伸びが低下するため、現金給与総額も伸びが鈍化するだろう。

一方、物価の動向をみると、23 年 12 月の消費者物価指数(生鮮食品を除く総合)は前年比+2.3%と伸びが鈍化した。電気・ガス代が前年に大きく上昇した反動で下落率が拡大した影響が大きい。今

後の消費者物価上昇率は、前年から開始された電気・ガス代への補助金の反動が出るため、24 年前半にいったん 2 % 台後半まで伸びを高めるが、食料品の値上げが落ち着くことなどにより、次第に伸びが鈍化していくと予想される。もっとも、人件費の上昇を背景としてサービス関連の物価は緩やかな上昇が続くことから、消費者物価全体の鈍化ペースは緩やかなものとなるだろう。24 年度は前年比 +2.2%、25 年度は同 +1.5% になると予測する。

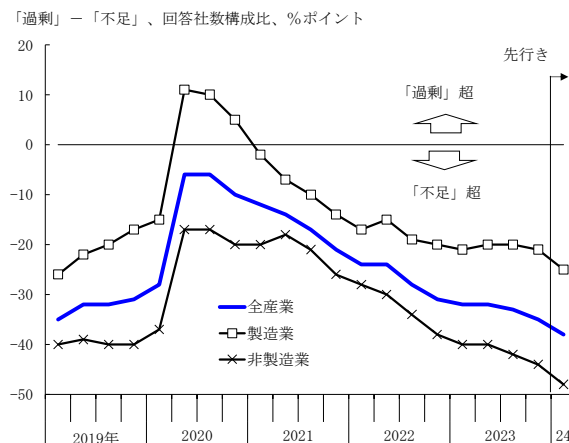
なお、消費者の購買力を示す実質ベースの所得（実質所得）については、24 年度前半は賃金（現金給与総額）の伸びを消費者物価上昇率が上回ることから、前年を下回る水準で推移すると見込んだ（図表 17）。ただし、24 年度後半になると、高い賃上げ率を背景に賃金の上昇が続く中で、消費者物価の伸びが鈍化するため、実質所得は小幅ながら前年水準を上回ると見込んだ。続く 25 年度は、賃上げ率の鈍化に伴い、賃金の伸びが鈍化するものの、消費者物価の伸びも低下することから、実質所得は小幅ながら前年比プラスを維持すると見込んだ。

図表 14 中小企業の賃上げ率が上昇
定例給与・時給の引き上げ率計画（定期昇給除く）



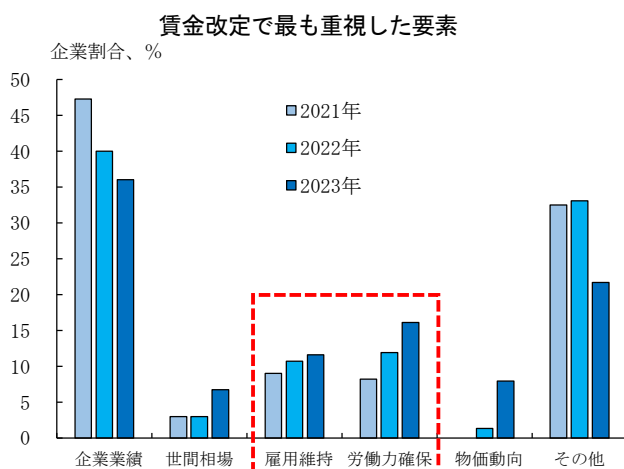
注：全従業員平均の引き上げ率にもっとも近い数値を回答。
出所：商工中金「中小企業の賃上げの動向について」

図表 15 非製造業で人手不足が深刻化
雇用人員判断 D I



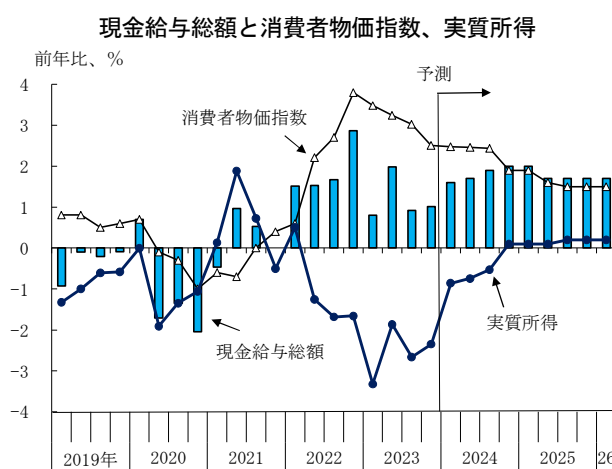
注：全規模ベース。
出所：日本銀行「短観」

図表 16 労働力確保などの理由が増加



出所：厚生労働省「賃金引上げ等の実態に関する調査」

図表 17 実質所得は 24 年度後半にプラスへ



注：消費者物価指数は生鮮食品を除く総合。
出所：厚生労働省「毎月勤労統計調査」、総務省「消費者物価指数」より
浜銀総研作成

（個人消費：24年度後半には実質所得が前年比増加に転じ、消費も増加基調へ）

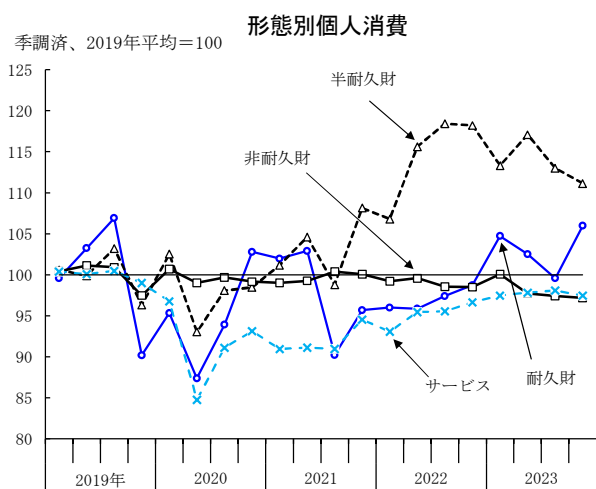
2023年10～12月期の個人消費は前期比-0.2%と3四半期連続で減少した。形態別にみると、耐久財消費が同+6.4%と増加したものの、外食の落ち込みなどを受けて、サービス消費が同-0.6%と7期ぶりに減少した。また、物価高などの影響で食料品などの非耐久財消費は同-0.3%と3期連続で減少した。また、物価高に暖冬の影響も加わり、衣料品などの半耐久財消費も同-1.7%と2期連続で減少した（図表18）。

先行きを展望すると、24年1～3月期も個人消費は鈍い動きとなる公算が大きい。一部自動車メーカーの工場稼働停止の影響から、24年1月の新車販売台数は前月比-16.2%（当社による季節調整値）と大きく落ち込んだ。今後は工場稼働の再開により生産台数が増加することから、販売も徐々に持ち直すと思われるものの、1～3月期の耐久財消費は減少に転じる可能性が高いだろう。物価高の影響からその他の財消費も弱い動きが続くとみられ、サービス関連消費も経済活動正常化の押し上げ効果が落ちてきたことから鈍い動きとなろう。年初に発生した能登半島地震による消費の下押しも見込まれることから1～3月期の個人消費は弱含むとみられる。

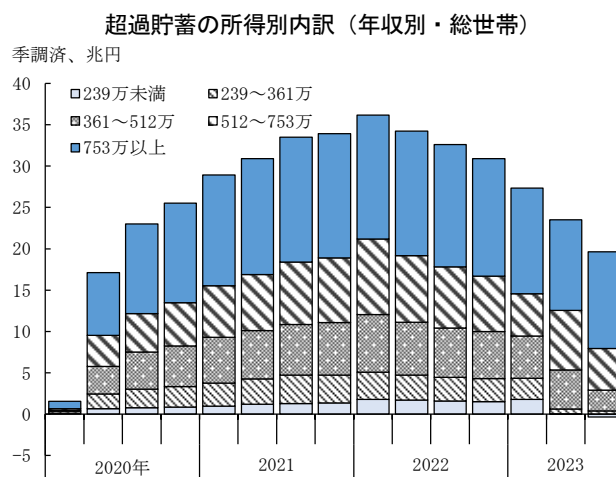
続く24年度前半の個人消費は、基調として鈍い動きになるとみられる。6月に実施される予定の所得税減税などの経済対策が下支えし、夏場の個人消費を一時的に押し上げるものの、引き続き物価高が家計の重荷となるだろう。しかしながら、24年度後半になると、高い賃上げ率を背景に実質所得が増加に転じ、物価高による消費の抑制姿勢は和らいでいくと見込まれる。この結果、消費マインドが改善し、個人消費は増加基調に転じるだろう。続く25年度も実質所得が前年を上回る水準で推移することから、個人消費は増加基調が続くと見込んだ。

なお、コロナ禍で消費機会が抑制されることなどによって積み上げられた超過貯蓄を所得別にみると、高所得世帯の貯蓄は高い水準を維持している一方、低所得世帯では減少傾向となっており、所得の少ない世帯ほど、物価高の影響を受けて超過貯蓄を取り崩していると思われる（図表19）。高所得世帯に比べて、相対的に世帯数が多い低所得世帯で超過貯蓄が取り崩されていることから、今後、超過貯蓄による個人消費の押し上げ効果は期待しにくいと考えられる。

図表18 サービス消費の増加が一服



図表19 低所得世帯の超過貯蓄は減少



（金融政策：日銀は24年4月にマイナス金利を解除へ）

日銀の金融政策については、24年4月の金融政策決定会合でマイナス金利の解除を含む政策変更が行われると予測する。日銀は1月の金融政策決定会合で、現行の金融緩和策の維持を決めたものの、日銀の植田総裁は会合後の会見で、2%の物価安定目標の実現の確度が「少しずつ高まっている」と述べた。同様の表現を会合後に公表した「経済・物価情勢の展望（展望レポート）」にも記載し、マイナス金利の解除が近づいていることを示唆したとみられる。また、「金融政策決定会合における主な意見（1月22、23日開催分）」をみると、日銀審議委員の中で、金融政策の正常化に前向きな見方が増えていることがうかがえる。また、23年10～12月期の実質GDP公表の翌日の衆院財務金融委員会において、植田総裁は「物価安定目標の持続的・安定的な実現が見通せる状況に至れば、マイナス金利を含むさまざまな大規模緩和の継続の是非を検討していく。」と発言しており、2期連続のマイナス成長下においても、1月の会合時と比べて政策姿勢に大きな変化はないとみられる。こうした点を踏まえると、日銀は、今年の春季賃上げ率の動向などを見極めた上で、4月の金融政策決定会合でマイナス金利の解除を含む政策変更を行うと想定した。

ただし、マイナス金利政策の解除後は、緩和的な政策が25年度末まで継続されると見込んだ。日銀の内田副総裁が、2月の講演で「仮にマイナス金利を解除しても、その後にどんどん利上げしていくようなパスは考えにくく、緩和的な金融環境を維持していくことになる。」と発言したように、マイナス金利解除後の利上げは、経済情勢を考慮しながら慎重に行うとみられる。今後のわが国経済が緩やかな成長にとどまる中で、25年度末まで緩和的な政策が続き、短期金利（無担保コールオーバーナイト物金利）の引き上げは行われないと想定した。

4. 経済成長率の見通し

（実質GDP成長率は2024年度が+0.4%、25年度が+1.1%と予測）

こうした状況を踏まえて日本経済を展望すると、2024年1～3月期の実質GDPも弱い動きとなる公算が大きい。個人消費は物価高の影響により鈍い動きが続くだろう。また、能登半島地震や大手自動車メーカーの工場稼働停止の影響で企業の生産活動が弱含み、設備投資も鈍い動きになるとみられる。23年10～12月期のGDPを一時的に押し上げたサービス輸出の特殊要因（知的財産権等使用料）が剥落することなどを受けて、輸出も弱含むだろう。この結果、2023年度の実質GDPは前年比+1.2%になると見込んだ（図表20）。

続く2024年度の日本経済は、年度前半は鈍い動きとなるものの、年度後半には成長率がやや高まると予測した。注目される24年の春季賃上げ率は、企業の人手不足感の強まりなどを背景に、前年比+3.8%と23年を上回る水準になると見込んだ。24年度前半の個人消費は所得税減税などの経済対策が下支えするものの、物価高の影響が続く中で基調としては鈍い動きになろう。しかし、年度後半には、春季賃上げ率の上昇を背景に所得が増加する一方、消費者物価の伸びが鈍化するため、実質所得が増加に転じ、個人消費は増加基調になると見込んだ。一方、輸出は、年度前半は欧米景気の減速を受けて低調に推移するものの、年度後半には海外景気の改善などを背景に持ち直してくると見込んだ。また、設備投資は、高水準となっている機械受注残などが実施されることで年度前半から底堅く

推移し、年度後半には輸出の持ち直しなどを背景に機械投資などが上向き、増加基調が明瞭になるとみられる。以上から 2024 年度の実質 GDP は前年比+0.4%と予測した。

2025 年度の日本経済は、海外景気の回復により輸出が増加することなどから、成長率が次第に高まると予測した。輸出型企業を中心に企業収益が改善することにより、設備投資の増勢が強まるだろう。物流倉庫や半導体工場などの中長期的な投資ニーズも設備投資を底上げしよう。また、賃金の伸びが鈍化するものの、消費者物価の伸びも低下することから、実質所得が小幅ながら前年比プラスを維持し、個人消費は緩やかな増加基調が続くだろう。この結果、2025 年度の実質 GDP は前年比+1.1%になると見込んだ。

参考文献

東将人、河田皓史（2017）「周波数分析からみた近年の耐久財消費の動向」、日本銀行調査論文、日本銀行、2017年1月

図表 20 2023 年度～2025 年度のわが国経済の見通し(2024 年2月改訂)

予測の前提条件

(前年比増減率%、カッコ内は前期比年率換算%)

	2022年度 実績	2023年度 見通し	上期	下期	2024年度 見通し	上期	下期	2025年度 見通し	上期	下期
対ドル円レート (円/ドル)	135.5	144.4	141.0	147.9	141.0	143.5	138.5	134.1	134.8	133.5
対ユーロ円レート (円/ユーロ)	140.9	156.5	153.4	159.5	152.8	155.5	150.0	145.0	146.0	144.0
米国実質GDP (暦年)	1.9	2.5	[2.3]	[3.8]	1.5	[0.8]	[0.7]	1.7	[1.9]	[2.4]
ユーロ圏実質GDP (暦年)	3.4	0.5	[0.2]	[▲ 0.0]	0.5	[0.4]	[1.3]	1.6	[1.6]	[1.8]
中国実質GDP (暦年)	3.0	5.2	5.4	5.1	5.0	4.8	5.1	4.8	4.9	4.7

予測結果の総括表

(前年比増減率%、カッコ内は前期比増減率%)

	2022年度 実績	2023年度 見通し	上期	下期	2024年度 見通し	上期	下期	2025年度 見通し	上期	下期
実質GDP	1.5	1.2	[1.1]	[▲ 0.5]	0.4	[0.4]	[0.5]	1.1	[0.5]	[0.6]
個人消費	2.7	▲ 0.4	[▲ 0.5]	[▲ 0.4]	0.4	[0.4]	[0.5]	1.0	[0.5]	[0.6]
住宅投資	▲ 3.4	1.3	[1.6]	[▲ 1.6]	▲ 1.4	[▲ 0.6]	[▲ 0.1]	0.2	[0.2]	[0.2]
設備投資	3.4	▲ 0.6	[▲ 1.0]	[▲ 0.3]	0.7	[0.5]	[0.8]	1.8	[1.0]	[1.0]
政府消費	1.4	0.5	[0.1]	[0.1]	0.3	[0.2]	[0.2]	0.4	[0.2]	[0.2]
公共投資	▲ 6.1	2.8	[2.7]	[▲ 1.3]	1.3	[1.4]	[1.3]	1.1	[0.4]	[0.2]
輸出	4.7	4.4	[2.4]	[3.1]	1.9	[▲ 0.1]	[0.9]	2.3	[1.2]	[1.4]
輸入	6.9	▲ 2.5	[▲ 3.9]	[2.2]	1.4	[0.0]	[0.6]	1.8	[1.0]	[1.2]
国内需要	2.0	▲ 0.3	[▲ 0.4]	[▲ 0.6]	0.4	[0.5]	[0.5]	1.0	[0.5]	[0.5]
民間需要	2.0	▲ 0.5	[▲ 0.5]	[▲ 0.5]	0.2	[0.3]	[0.4]	0.8	[0.4]	[0.5]
公的需要	▲ 0.0	0.2	[0.1]	[▲ 0.0]	0.2	[0.1]	[0.1]	0.1	[0.1]	[0.1]
海外需要	▲ 0.5	1.4	[1.3]	[0.2]	0.1	[▲ 0.0]	[0.1]	0.1	[0.1]	[0.1]
名目GDP	2.3	5.2	[3.6]	[0.4]	2.4	[1.6]	[1.2]	2.1	[1.0]	[1.1]
新設住宅着工戸数 (万戸) (前期比、%)	86.0 ▲ 0.6	80.6 ▲ 6.3	80.9 ▲ 5.8	80.3 ▲ 0.7	80.5 ▲ 0.1	80.4 0.2	80.6 0.3	81.0 0.6	80.8 0.3	81.1 0.4
鉱工業生産	▲ 0.3	▲ 1.0	[▲ 0.2]	[▲ 0.6]	1.0	[0.7]	[1.0]	2.2	[1.1]	[1.2]
国内企業物価	9.5	2.2	4.0	0.4	0.3	0.3	0.2	0.4	0.3	0.4
消費者物価	3.0	2.8	3.2	2.5	2.2	2.4	1.9	1.5	1.5	1.5
完全失業率 (%)	2.6	2.6	2.6	2.5	2.5	2.5	2.5	2.4	2.4	2.4

注：民間需要＝個人消費＋住宅投資＋設備投資＋民間在庫投資、 公的需要＝政府消費＋公共投資＋公的在庫投資、
国内需要＝民間需要＋公的需要、海外需要＝輸出－輸入、
消費者物価は生鮮食品を除く総合。

出所：内閣府「四半期別GDP速報」などより浜銀総研作成

本レポートの目的は情報の提供であり、売買の勧誘ではありません。本レポートに記載した内容は、レポート執筆時の情報に基づくものであり、レポート発行後に予告なく変更されることがあります。また、本レポートに記載されている情報は、浜銀総合研究所・調査部が信頼できると考える情報原に基づいたものですが、その正確性、完全性を保証するものではありません。