

2023・2024・2025年度 日本経済の見通し（改訂）

～ 賃上げ率の上昇により回復基調は維持されるだろう ～

富国生命保険相互会社（社長 米山 好映）は、2023・2024・2025年度の経済見通しを改訂しました。

【実質GDP成長率予測】

2023年度 +1.3%（前回+1.6%）、2024年度 +0.5%（前回+0.7%）、2025年度+0.8%

○ 10～12月期は消費や設備投資が伸び悩み、僅かながらマイナス成長

2023年10～12月期の実質GDP成長率は、前期比▲0.1%（年率▲0.4%）と2四半期連続のマイナス成長となった。景気は腰折れしていないと考えるが、実質賃金の減少を背景に個人消費が伸び悩み、人手不足などによる設備投資の遅れもあって、10～12月期の成長率は当社の前回予測を下回った。また、2024年1～3月期には能登半島地震による被害や一部の自動車工場の稼働停止による生産への悪影響も想定される。これらを受けて2023、2024年度の見通しを下方修正した。

○ 賃上げ率の上昇により回復基調は維持されるだろう

世界経済は、インフレがピークアウトしたことで実質賃金が持ち直しており、主要中央銀行の利下げも見込まれるため、個人消費を中心に底堅く推移するだろう。また、生産拠点の国内回帰も設備投資の増加要因となるだろう。

日本経済は、コロナ禍で積みあがった超過貯蓄が消費の支えとなるなか、徐々に賃金の上昇率が物価の上昇率に追いついていくことに加え、6月からの所得税・住民税の定額減税などの効果もあって、緩やかな回復基調を維持するだろう。連合の2024年の春闘方針においては、定昇相当分も含めて5%以上の賃上げ率が目安とされている。一部企業では既に6%を超える賃上げ率が示されており、主要企業の2024年の春季賃上げ率は2023年の+3.60%（厚生労働省による集計）を上回ると見込んでいる。人手不足を背景に、賃上げの動きは徐々に中小企業にも波及していくだろう。

○ 中東情勢の更なる悪化などがリスク要因

中東やウクライナなどでの戦火の拡大がエネルギーや食糧供給の妨げとなり、世界的にインフレを再加速させるリスクがある。その場合、主要中央銀行の利下げが遠のいて世界経済へのマイナス要因となる。また、中国の住宅用不動産や欧米の商業用不動産を対象とした投融資の不良債権化が、海外での深刻な金融危機に発展する可能性も残っている。

○お問い合わせ

富国生命保険相互会社

〒100-0011東京都千代田区内幸町2-2-2

<http://www.fukoku-life.co.jp>

担当：財務企画部 高松 千之、藤巻 淳

TEL (03) 3593-7576

chiyuki.takamatsu.kh@fm.fukoku-life.co.jp

図表1. 2023・2024・2025年度 経済見通し

	2022 年度 実績	2023年度予測		2024年度予測		2025年度 予測
			前回 2023年11月 時点		前回 2023年11月 時点	
名目国内総生産（兆円）	566.5 2.3	596.5 5.3	591.0 5.1	610.6 2.4	607.4 2.8	628.4 2.9
実質国内総生産（兆円）	551.9 1.5	559.3 1.3	557.2 1.6	562.3 0.5	561.1 0.7	567.0 0.8
内 需	2.0	▲ 0.2	0.2	0.4	0.6	0.7
民間 需 要	2.0	▲ 0.5	0.0	0.3	0.5	0.6
民間最終消費	2.7	▲ 0.5	▲ 0.2	0.2	0.5	0.8
民間住宅投資	▲ 3.4	0.7	1.4	▲ 1.9	▲ 1.6	▲ 0.8
民間設備投資	3.4	▲ 0.4	0.9	1.2	2.1	1.5
公 的 需 要	0.0	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
政府最終消費	1.4	0.6	0.3	0.3	0.3	0.3
公的固定資本形成	▲ 6.1	2.7	1.6	0.3	1.2	0.5
財貨・サービスの純輸出	▲ 0.5	1.5	1.3	0.1	0.2	0.2
財貨・サービスの輸出	4.7	4.7	4.3	3.2	3.6	3.7
財貨・サービスの輸入	6.9	▲ 2.3	▲ 2.1	2.6	2.8	3.1

注1. 実質値は2015暦年連鎖価格

注2. 内需、民間需要、公的需要、財貨・サービスの純輸出はGDPに対する寄与度

（主な経済指標と前提条件）

鉱工業生産指数	▲ 0.3	▲ 1.7	▲ 0.6	2.4	1.5	1.6
国内企業物価指数	9.5	2.3	2.3	0.8	0.9	1.0
消費者物価指数	3.2	3.0	2.9	2.5	2.4	2.2
消費者物価（除く生鮮）	3.0	2.8	2.7	2.6	2.4	2.1
貿易収支（兆円）	▲ 18.0	▲ 3.5	▲ 6.0	▲ 4.5	▲ 5.1	▲ 1.5
経常収支（兆円）	8.3	26.0	24.1	25.8	25.9	31.0
名目賃金指数	1.8	1.5	1.8	2.4	2.4	2.8
完全失業率（%）	2.6	2.6	2.6	2.5	2.6	2.5
住宅着工戸数（万戸）	86.1	80.9	82.2	79.4	80.9	78.9
為替レート（¥/\$）	135.4	143.4	143.8	140.0	142.5	145.0
原油価格（\$/b）	102.6	85.0	88.0	90.2	89.9	85.5
米国実質成長率	1.9	2.5	2.4	2.0	1.2	1.7
中国実質成長率	3.0	5.2	5.2	4.6	4.6	4.4

注1. 原油価格は円ベースの入着価格を為替レート（月中平均、インターバンク中心相場）でドル換算

注2. 米国・中国GDPは暦年ベースの成長率

◇日本経済の現状と見通し

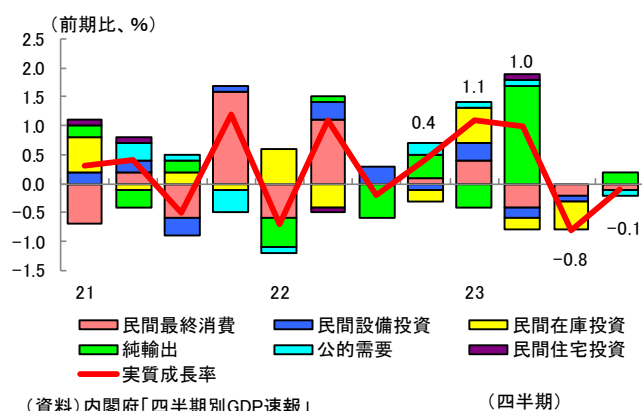
○10～12月期の実質GDP

2月15日に発表された2023年10～12月期の一次速報値によると、実質GDP成長率は前期比▲0.1%、年率換算▲0.4%と2四半期連続のマイナス成長となった（図表2）。需要項目別にみると、民間最終消費は前期比0.2%減と小幅ながら3四半期連続の減少となった。住宅投資は同1.0%減と2四半期連続の減少となった。設備投資は同0.1%減となった。在庫投資の寄与度については、▲0.0ポイントとなった。公的需要は、公的固定資本形成が同0.7%

減と2四半期連続の減少となり、政府消費は同0.1%減と2四半期ぶりの減少となった。民間最終消費と公的需要の減少などから内需の寄与度は同▲0.3ポイントとなった。輸出は知的財産権の使用料等の増加などから同2.6%増と3四半期連続の増加となり、輸入は鉱物性燃料等の増加などから同1.7%増と2四半期連続の増加となった。この結果、外需寄与度は同+0.2ポイントとなった。

なお、物価の動きを総合的に示すGDPデフレーターは前期比+0.4%となり、名目GDP成長率は同+0.3%（年率換算+1.2%）となった。

図表2. 実質GDP成長率の寄与度分解



○賃上げ率の上昇により回復基調は維持されるだろう

世界経済は、インフレがピークアウトしたことで実質賃金が持ち直しており、主要中央銀行の利下げも見込まれるため、個人消費を中心に底堅く推移するだろう。また、生産拠点の国内回帰も設備投資の増加要因となるだろう。

日本経済は、コロナ禍で積みあがった超過貯蓄が消費の支えとなるなか、徐々に賃金の上昇率が物価の上昇率に追いついていくことに加え、6月からの所得税・住民税の定額減税などの効果もあって、緩やかな回復基調を維持するだろう。労働組合の組織である連合の2024年の春闘方針においては、定昇相当分も含めて5%以上の賃上げ率が目安とされている。一部企業では既に6%を超える賃上げ率が示されており、主要企業の2024年の春季賃上げ率は2023年の+3.60%（厚生労働省による集計）を上回ると見込んでいる。人手不足を背景に、賃上げの動きは徐々に中小企業にも波及していこう。設備投資はこのところ足踏みしているが、堅調な企業収益を背景に、サプライチェーン強化のための投資もあって徐々に上向くだろう。

景気は腰折れしていないと考えるが、実質賃金の減少を背景に個人消費が伸び悩み、人手不足などによる設備投資の遅れもあって、10～12月期の成長率は当社の前回予測を下回った。また、2024年1～3月期には能登半島地震による被害や一部の自動車工場の稼働停止による生産への悪影響も想定される。

2023年度実質GDP成長率予測は+1.3%と前回11月予測（同+1.6%）から0.3ポイント下方修正、2024年度+0.5%と前回（同+0.7%）から0.2ポイント下方修正した。また2025年度の成長率を+0.8%と予測した。2024年1～3月期の成長率は在庫

投資の増加などから前期比年率+1.3%と見込んでいる。

○中東やウクライナでの戦火の拡大などがリスク要因

中東やウクライナなどでの戦火の拡大がエネルギーや食糧供給の妨げとなり、世界的にインフレを再加速させるリスクがある。その場合、主要中央銀行の利下げが遠のいて世界経済へのマイナス要因となる。また、中国の住宅用不動産や欧米の商業用不動産を対象とした投融資の不良債権化が、海外での深刻な金融危機に発展する可能性も残っている。

◇主要な需要項目の動向

○個人消費はこのところやや弱含んでいるものの、回復基調は維持

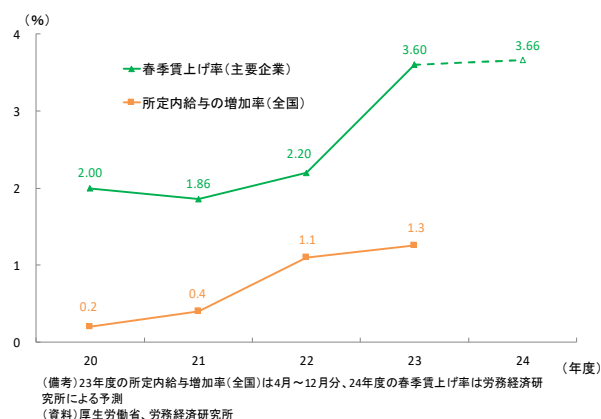
雇用環境は緩やかに改善している。失業率はこのところ若干低下しており、12月の失業率（季節調整値）は2.4%となっている。労働参加率は僅かながら上昇しており、12月は63.1%、就業者数も緩やかな増加傾向にあり12月は6,763万人となった。もっとも、先行きには多少の懸念材料もある。雇用環境の先行指数となる新規求人数は増加が一服しており、12月は前年比▲3.3%となった。業種別にみると、生産が足踏みしている製造業や工事採算の悪化が報じられる建設業の求人が減少しているほか、コロナ禍で控えられていた各種イベントの再開などに伴って増加していた生活関連サービス業・娯楽業でも減少に転じている。

雇用環境は良好な状況が続くだろう。新規求人数がやや頭打ちとなっていることから、今後の失業率は2%台半ばで横這い傾向となるだろう。もっとも、この水準は歴史的には低い水準であり、長期的に日本の労働力人口が減少していくなか、企業の人手不足感は続くだろう。日銀短観12月調査における全規模全産業の雇用判断DIは▲35と、引き続き大幅な人出不足を示している。

名目賃金の上昇は緩やかであるものの、徐々に物価上昇率に追いついていくだろう。毎月勤労統計によると、2023年12月（速報値）の一人当たり所定内給与

は前年比+1.6%、冬のボーナスなども含めた現金給与総額は同+1.0%、消費者物価の上昇を考慮した実質賃金では同▲1.9%となった。ただし、参考系列である共通事業所ベース（サンプル数は少ないものの、前年同月分と当月分がともに調査対象となった事業所）による12月の所定内給与は前年比+2.2%であり、前述の前年比+1.6%という数値は実態をやや過小評価していると思われる。主要企業の2024年の春季賃上げ率は2023年の+3.60%（厚生労働省による集計）を上回ると見込んでいる。労働組合の組織である連合の2024年の春闘方針では、定昇相当分も含めて5%以上の賃上げ率を目安としているが、一部企業では既に6%を超える賃上げ率が示されている。また、2023年12月から1月にかけて労務経済研究所が実施したアンケート調査によれば、2024年の賃上げ率（定昇込み）は+3.66%と予想されている（図表3）。

図表3. 賃金上昇率の推移



名目賃金が緩やかながらも上昇率を高めていく一方、消費者物価の上昇率は緩やかな鈍化傾向を辿るだろう。実質賃金がプラスに転じる時期としては、厚生労働省が計算に使用している消費者物価指数（持家の帰属家賃を除く総合）を基準として、2025年度に入ってからと予測している。ちなみに、消費者物価指数について言及する際に広く使われるコアCPI（生鮮食品を除く総合）を基準に計算すれば、2024年度後半には実質賃金がプラスに転じる見込みである。

また、消費を考えるうえでは実質賃金のみならず家計の可処分所得の動向も重要である。現在、入手可能な最新統計である7～9月期の家計の可処分所得は前年比+0.4%となった。内訳をみると、雇用者報酬等の増加が1.6ポイントのプラス寄与となった一方、その他経常移転の減少と税・社会負担（公的年金等の受取をネットした純負担）の増加は1.3ポイントのマイナス寄与となった。引き続き雇用者報酬等の伸びが限定的となるなか、税・社会保険料負担の増加もあって可処分所得は伸び悩んでいる。一方で、コロナ禍で積み上がった超過貯蓄の取り崩しは家計支出の原資の一部として可処分所得の伸び悩みを補っている。7～9月期には家計の貯蓄額が約7千億円（季調値）取り崩された。

個人消費は、小幅ながら三四半期連続のマイナスとなったが、持ち直し基調は維持していると考えている。10～12月期の民間最終消費支出は前期比0.2%減となった。耐久財への支出は同6.4%増となったが、外食などサービス消費が同0.6%減、衣服など半耐久財への支出が同1.7%減と冴えなかった。

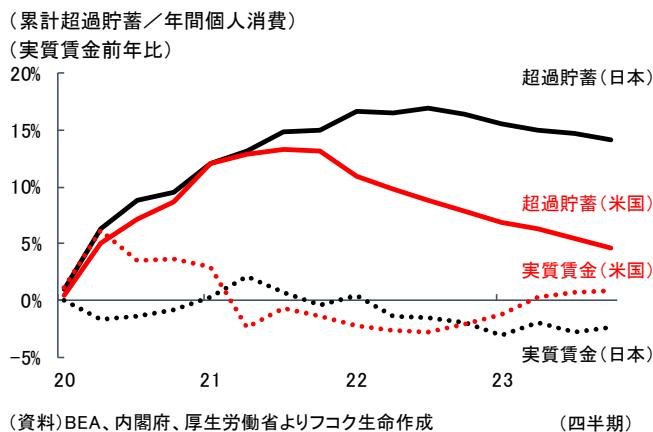
足下の消費マインドはやや悪化しているものの、先行きの見通しには明るい兆しもある。内閣府による1月の景気ウォッチャー調査では、元旦の能登半島地震や2日の航空機衝突事故の影響もあって、現状の判断指数が悪化した。

しかし、先行きの判断指数は小売関連や飲食関連などで改善しており、「一進一退ではあるものの少しずつ良くなる（百貨店）」、「賃上げムードが強くなっていることに期待している（一般レストラン）」などのコメントが見られる。

コロナ禍での制限措置などを受けて消費が抑制されて発生した超過貯蓄が消費支出の原資の一部となることで、個人消費の持ち直し基調は維持されると考えている。2020年以降の各四半期の超過貯蓄額を2019年の貯蓄率がそのまま継続した場合と実際の貯蓄率との差として累計し、2023年10～12月期における超過貯蓄の残高は年間の個人消費額の14%程度と推計している（図表4）。あくまで日本全体ではという計算ではあるが、実質賃金の前年比上昇率がマイナスのなかでも、こうした超過貯蓄の取崩しは消費を下支えするだろう。

10～12月期のGDP統計では外食などのサービス消費は減少したが、それほど弱い材料ばかりでもない。日本フードサービス協会によれば12月の外食産業売上高は前年比で11.0%増、2019年対比では同11.2%増となった。節約志向により低価格商品に対する根強い需要がある一方、年末年始には高価格のキャンペーン商品なども好調

図表4. 家計の超過貯蓄と実質賃金



だったという。

耐久財の消費に含まれる自動車については、1～3月期には一部メーカーの工場稼働停止などにもなって生産・販売が低迷すると見込まれる。ただし、半導体などの部品不足が解消に向かうなか、その後は工場再稼働により年率400万台を超える水準に持ち直すだろう。

○金利上昇により住宅投資は減少基調が続く

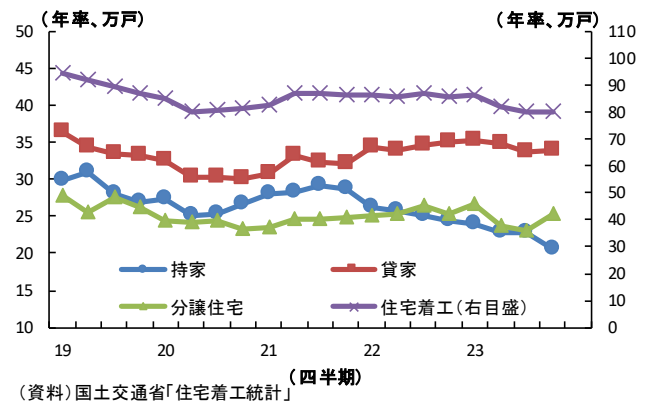
10～12月期の住宅投資は前期比1.0%減と2四半期連続の減少となった。新設住宅着工戸数は、同期に年率80.3万戸と前期比0.3%増加したものの、4～6月期から7～9月期にかけて着工戸数が減少しており、工事進捗にもなって計上されるGDP統計の住宅投資はマイナスになったとみられる。利用関係別の着工戸数をみると、持家の減少が続くなか、比較的堅調に推移してきた貸家と分譲住宅もピークアウトしたようにみえる(図表5)。

住宅投資は、金利上昇を背景に減少基調が続くだろう。

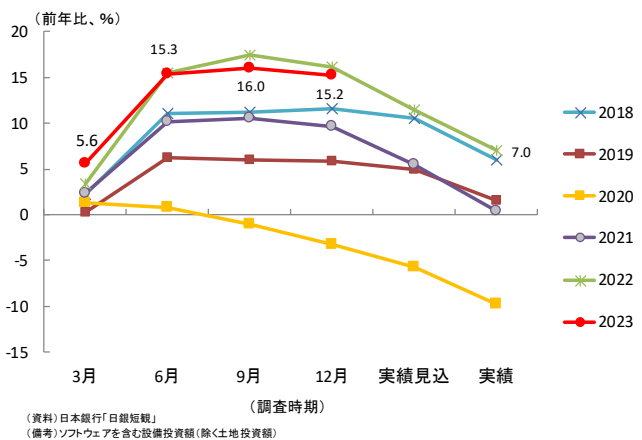
新設住宅着工戸数は減少傾向が続くとみられる。首都圏と近畿圏における分譲マンションの初月契約率は販売好調の目安とされる70%程度の水準を維持しているが、デベロッパーは在庫の積み上がり回避すべく需要を見ながら供給戸数を絞っている。不動産経済研究所の調査によれば首都圏で2023年に発売された新築マンションの平均価格が8千万円を超えるなど、一般には手が届き

にくい水準まで高騰するなか、分譲マンションの着工戸数はピークアウトしたようだ。加えて、戸建て分譲住宅も在庫の積み上がりが伝えられており、分譲住宅の着工は減少していくだろう。持家の着工も設備機器の価格や人件費など建築コストの上昇を受けて、減少が続くだろう。住宅ローンの借入について、固定金利が上昇するなか、引き続き多くの住宅取得希望者が選択する変動金利は、金融機関のローン獲得競争を背景に低位で据え置かれている。しかし今後、短期政策金利の引き上げを見据えて金融機関の審査は厳しくなると思われる。なお、2024年度から住宅ローン減税において控除対象となるローン残高の上限額が引き下げられる。ただし、一定の条件(夫婦どちらかが40歳未満、又は19歳未満の子がいる)を満たす場合には上限額が2023年度から据え置かれることとなった。この条件を満たさない場合には実質的な金利負担額の増加要因となる。貸家についても、日銀の金融正常化に向けた動きを背景に長期金

図表5. 新設住宅着工戸数の推移



図表6. 設備投資計画調査(全規模・全産業)



利が上昇基調にあるなか、企業によるマンション型を中心とした貸家着工にはブレーキがかかるだろう。2023、24、25年度の住宅着工戸数はそれぞれ80.9万戸、79.4万戸、78.9万戸と予測している。

○設備投資は緩やかな伸びにとどまると見込む

10～12月期の実質設備投資は前期比0.1%減となった。

今後の設備投資は建設工事などにおける人手不足もあって、緩やかな伸びにとどまるだろう。 サプライチェーン上のリスク軽減のための工場の国内回帰、人出不足に対応した省力化投資、脱炭素化のための投資など、企業にとって必要な投資は数多く、企業の投資意欲自体は強いと考えられる。日銀短観12月調査における全規模・全産業の2023年度設備投資計画(ソフトウェアを含む、土地投資を除く)は、前年比15.2%増と2022年度同時期並みの高い計画が示されている(図表6)。なお、GDP統計による2022年度の設備投資は3.4%増となっている。先行指標である機械受注(船舶・電力を除く民需)は、10～12月期に前期比1.0%減となったが、内閣府による1～3月期の見通しでは同4.6%増と回復する見込みであり、建設工事受注も増加基調となっている。

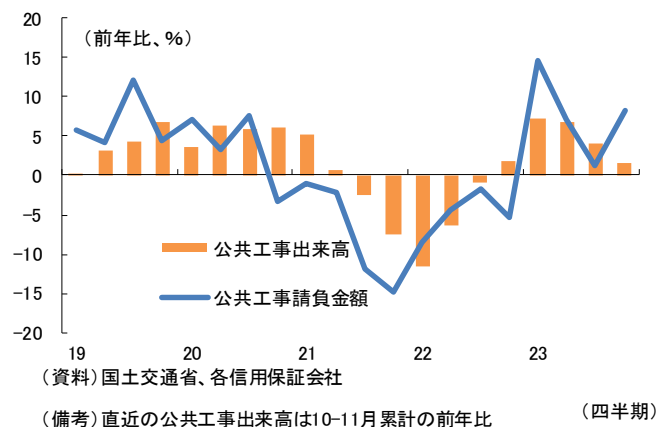
設備投資との関係が強い経常利益について、法人企業統計によって確認すると、2023年7～9月期(全産業ベース)は前期比0.8%増、前年同月比では20.1%増と力強い伸びが続いている。2月20日の日本経済新聞によれば、2024年3月期の上場企業の最終利益見通しは前期比13%増となっている。2025年3月期についても、国際商品市況の反落を受けて原材料費が圧縮され、企業収益は一段と増加すると考えている。

設備投資の実施に関わる人手不足の解消について、建設工事従事者等の賃上げは必要条件ではあろうが、それだけで解決することは難しく思える。設備投資への意欲とそのための資金はありながら、その実施が遅れる歯痒い状況が続きそうだ。

○公的固定資本形成は増加基調を見込む

10～12月期の公的固定資本形成は前期比0.7%減と2四半期連続の減少となった。先行指標である公共工事請負金額をみると、10～12月期が前年比8.3%増と4四半期連続のプラスとなった(図表7)。今後についても、2021年度からの5年間で事業規模の目途を概ね15兆円程度とする「防災・減災、国土強靱化のための5か年加速化対策」が実施されており、公共工事の予算が大きく減少することはないとみられる。昨年11月に成立した2023年度補正予算には「国土強靱化、防災・減災、国民の安全・安心確保」として4兆円程度の国の追加歳出が含まれている。また、防衛力抜本的強化のため2024年度の政府予算案における防衛費は前年度から16.6%増の7.9兆円となっている。

図表7. 公共工事請負金額・出来高の推移



公共工事に関しては請負金額の推移から増加基調が見込まれ、防衛費の予算増（防衛装備の調達増）もあって、今後の公的固定資本形成は増加を見込んでいる。

○輸出は、インバウンド消費に支えられて緩やかに増加する

輸出は財の輸出が足踏みしているが、サービスの輸出が増加している。10～12月期の実質輸出は前期比2.6%増となったが、財の輸出は同0.2%増にとどまった。一時的な要因と考えられる知的財産権の使用料等の増加もあって、サービス輸出は同11.3%増の高い伸びとなった。日銀が公表する10～12月期の財の実質輸出では、資本財や情報関連の増加から、前期比で0.8%増となった。地域別には、財務省の貿易統計の数量指数を参考にすると、中国向けの回復が続く一方で、アジア向けやEU向けはやや弱含んだ（図表8）。先行きについては、地域別に強弱が出るものの、全体としては低い伸び率にとどまるとみている。米国経済の減速や欧州経済の停滞を受けて両地域向けの輸出は足踏みが予想され、中国向けの輸出についても同国の不動産市場の低迷などを背景に建設財・資本財を中心に力強さを欠くだろう。一方、アジア向けの輸出については電子部品の需要の底入れから、徐々に上向くと期待される。なお、輸入数量については円安による価格高騰を背景に、輸出数量を下回る伸び率となるだろう。

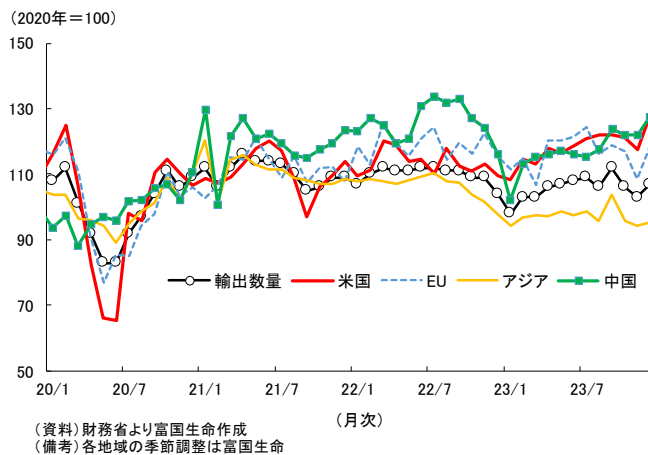
インバウンドについて、足元の訪日外客数はコロナ禍前の2019年を上回る水準まで回復し、インバウンド消費は一人当たりの消費額の増加で同年を2割近く上回る水準まで増加している。今後も中国からの訪日客数の回復は緩慢とみられるが、全体としては円安を背景にサービス輸出に計上されるインバウンド消費は一段の増加が見込まれる。2024年の訪日外客数は3,500万人、インバウンド消費額は6.2兆円程度と想定している。

今後の輸出は財輸出が伸び悩むものの、インバウンドが含まれるサービス輸出が堅調に推移し、全体としては緩やかに増加するだろう。

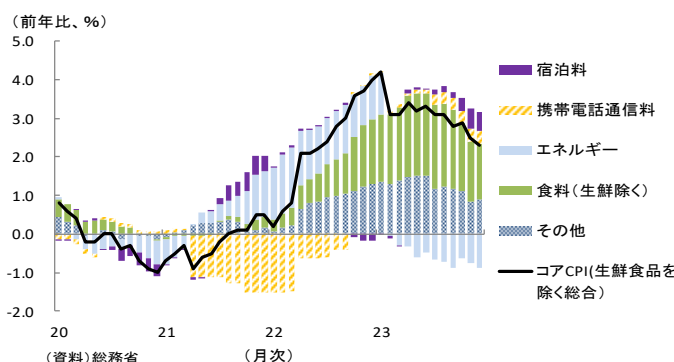
○消費者物価と金融政策の見通し

消費者物価は上昇率が鈍化している。12月のコアCPI（生鮮食品を除く消費者物価総合）は前年比+2.3%と、年初との比較では2ポイント近く減速している（図表9）。

図表8. 輸出数量指数の推移



図表9. 消費者物価指数の推移



上昇率が低下した背景には、原油価格などの上昇の一服と政府の物価高対策によるエネルギーのマイナス寄与の拡大に加え、食料（生鮮除く）やその他品目に含まれる耐久消費財などのプラス寄与の縮小がある。なお、一般家庭向け（低圧）電力契約に対する1kwhあたり7円の政府補助は9月使用分から半額に減額されたが、終了時期は2024年4月使用分まで延期された。

今後のコアCPIは上昇率が多少高まり、2024年を通じて2%台半ばを中心に推移すると見込んでいる。政府による電気代等の抑制策は2023年2月のCPIから反映されており、1年を経過することでエネルギーのマイナス寄与が剥落するためである。小麦や大豆など農産物の国際市況が総じてやや軟調に推移している食料（生鮮除く）や、部品となる半導体不足が緩和している耐久消費財などのプラス寄与は縮小が続く一方、賃金上昇を背景にサービス価格のプラス寄与は縮小しづらだろう。

2023年度のコアCPIの予測は前年比+2.8%と前回11月予測から0.1ポイント上方修正し、2024年度は同+2.6%と0.2ポイント上方修正した。また、2025年度は同+2.1%とした。

ただし、日本の物価上昇率が急上昇するリスクも小さいとはいえない。2023年に起きた世界的な異常気象（酷暑など）の再来や、中東やウクライナなどでの戦火の拡大が、食料やエネルギー供給の妨げとなれば、日本でもコストプッシュ型のインフレが再燃する可能性がある。

金融政策について、日銀は1月23日の金融政策決定会合で現行の金融政策を維持したものの、同時に公表した「経済・物価情勢の展望」（展望レポート）では、消費者物価の基調的な上昇率が物価安定の目標に向けて徐々に高まっていく確度が「引き続き、少しずつ高まっている」と明記された。政策委員による大勢見通し（植田総裁はこれが「基調的なインフレ見通しに近いのでは」と述べている）は、2024・25年度の消費者物価上昇率（生鮮食品を除く）がそれぞれ+2.4%、+1.8%と、10月時点の見通しに続いて物価目標（+2%）に近い水準となった。決定会合後の記者会見でも植田総裁からは物価上昇から賃金上昇への波及が進みつつあることを示唆する発言や、マイナス金利を解除する場合でも金融政策における大きな不連続性は回避できる見込みとの発言などがあり、金融政策の転換点が近いとの印象を受ける内容だった。

2024年の春闘賃上げ率に関する展望を踏まえ、4月26日の金融政策決定会合で日銀は短期政策金利の引き上げ（マイナス金利からの脱却）を実施すると想定している。

図表10. デフレーター伸び率(2015暦年連鎖価格)

(前年比、%)

	2021年度	2022年度	2023年度	2024年度	2025年度
国内総支出	▲ 0.1	0.8	3.9	1.8	2.1
民間最終消費	1.2	3.2	2.8	2.3	2.0
民間住宅投資	7.6	5.1	▲ 0.0	1.5	1.5
民間設備投資	2.6	4.3	3.0	2.2	1.6
政府最終消費	1.1	1.4	1.2	1.2	1.2
公的固定資本形成	3.4	4.7	2.6	1.8	1.5
財貨・サービスの輸出	9.4	13.4	3.5	▲ 0.2	3.6
財貨・サービスの輸入	21.5	23.8	▲ 2.9	0.5	1.9

予測

図表11. 需要項目別の寄与度

(%)

	2021年度	2022年度	2023年度	2024年度	2025年度
実質国内総支出	2.8	1.5	1.3	0.5	0.8
民間需要	1.7	2.0	▲ 0.5	0.3	0.6
民間最終消費	0.9	1.4	▲ 0.3	0.1	0.4
民間住宅投資	0.0	▲ 0.1	0.0	▲ 0.1	▲ 0.0
民間設備投資	0.3	0.5	▲ 0.1	0.2	0.2
公的需要	0.3	0.0	0.2	0.1	0.1
政府最終消費	0.7	0.3	0.1	0.1	0.1
公的固定資本形成	▲ 0.4	▲ 0.3	0.1	0.0	0.0
財貨・サービスの純輸出	0.8	▲ 0.5	1.5	0.1	0.2
財貨・サービスの輸出	2.0	0.9	0.9	0.6	0.8
財貨・サービスの輸入	▲ 1.2	▲ 1.4	0.5	▲ 0.5	▲ 0.6

予測

注1. 四捨五入の関係上、内数の合計は必ずしも合計項目に一致しない

◇海外経済の現状と見通し

【米国経済】

米国経済は堅調に推移している。23年10～12月期の米国の実質GDP成長率は前期比年率+3.3%と、前期から伸びは鈍化したものの、個人消費が好調を維持し、6四半期連続のプラス成長となった（図表12）。

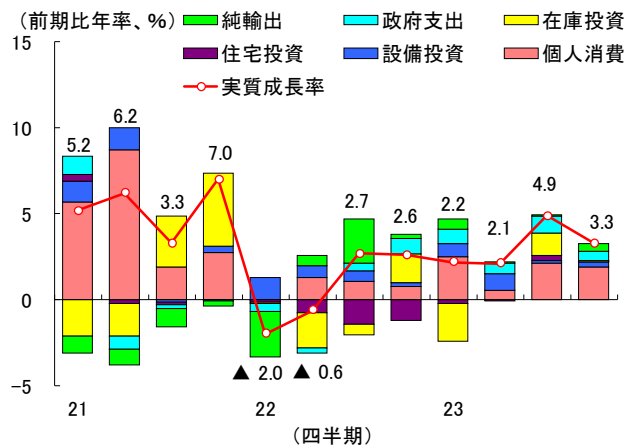
実質GDPを需要項目別にみると、個人消費は前期比年率2.8%増と、前期の同3.1%増から伸びがやや縮小したが、7四半期連続の増加となった。財消費は同3.8%増と、娯楽用耐久財や衣料品を中心に増加した。サービス消費は同2.4%増と、外食・宿泊サービスや医療サービスを中心に増加した。設備投資は同1.9%増と、9四半期連続の増加かつ前期の同1.4%増から伸びが拡大した。ソフトウェアなどの知的財産への投資が増加したほか、米国への生産回

帰の動きから工場などの構築物への投資も増加した。住宅投資は同1.1%増と、2四半期連続の増加となったが、前期の同6.7%増から伸びが鈍化した。住宅ローン金利の高止まりによって住宅販売は減少したが、新築住宅着工が持ち直していることなどが住宅投資を支えた。在庫投資は+0.07ポイントのプラス寄与となった。外需について、輸出は同6.3%増、輸入は同1.9%増と、それぞれ2四半期連続で増加した。輸出の増加幅が輸入の増加幅を上回り、純輸出の寄与度は+0.43ポイントと、7四半期連続のプラス寄与となった。政府支出は同3.3%増と、6四半期連続の増加となったが、前期の同5.8%から伸びは鈍化した。州政府及び地方政府の支出が増加した。

雇用・所得環境は堅調さを維持している。2024年1月の失業率は3.7%と、2023年4月の3.4%を底にやや上昇しているが、引き続き低水準で推移している。1月の非農業部門雇用者数は前月差35.3万人増と、コロナ前19年平均の同16.6万人増を上回っている。賃金上昇率は底堅く推移している。1月の平均時給は前年比+4.5%と、前月から伸び率が0.2ポイント拡大した。23年10～12月期の雇用コスト指数（職種・業種の構成変動による影響を除外し、賃金のほか付加給付も加算した指数）は前年比+4.2%と、前期の同+4.4%から小幅に伸びが鈍化し、10～12月期の単位労働コストは前年比+2.3%と、前期の同+1.7%から拡大した。雇用・所得環境は堅調さを維持しているが、1月の週平均労働時間は34.1時間と、コロナ前19年平均の34.4時間を下回ったほか、12月の雇用動態調査では離職者数が537万人と、コロナ前19年平均の566万人を下回る水準まで減少するなど、高賃金を求めて離職する動きは一服しており、労働需給のひっ迫は緩和しつつある。

物価は、鈍化傾向が続いている。12月のCPI（消費者物価指数）は前年比+3.4%と、22年6月の同+9.1%をピークに鈍化傾向が続いている。12月のコアCPI（食品とエネルギーを除く）は同+3.9%と、CPI同様に鈍化傾向が続いているが、帰属家賃などのサービス価格の上昇が続いており、鈍化ペースは緩やかである。

図表12. 米国実質GDP成長率の推移



(資料)米商務省

米国経済の見通しについて、今後は減速すると見込んでいる。超過貯蓄の減少や借入金利の高止まりによって個人消費が減速するだろう。実質 GDP 成長率の見通しについて、24 年 1~3 月期は前期比年率+1.5%、4~6 月期は同+0.5%に鈍化すると予測する。ただし、実質賃金が次第に持ち直すことや、生産拠点の国内回帰の動き、FRB（米連邦準備理事会）の利下げによる個人・企業の景況感の改善による消費や設備投資の持ち直しにより、24 年後半には再び成長が加速するだろう。24 年は前年比+2.0%、25 年は同+1.7%と予測する。23 年 10~12 月期の成長率が前回予測（23 年 11 月）を上回り、米国景気が予想以上に堅調に推移していることと、先行きにかけても堅調さを維持するとの見通しを踏まえ、24 年は前回から 0.8 ポイント、25 年は前回から 0.1 ポイント上方修正している。

個人消費は、超過貯蓄の減少と借入金利の高止まりによって年半ばにかけて減速するだろう。23 年末にかけて、低所得層を中心に超過貯蓄は相当減少したとみられることに加え、好調だった 23 年 12 月の年末商戦の反動減が出るだろう。その後は、インフレ率鈍化による実質賃金の持ち直しや、4~6 月期に FRB が利下げを行うことを好感し、個人消費は持ち直すだろう。住宅投資は、FRB が利下げに転じることが支えとなり、新築住宅の着工・販売を中心に持ち直しが続くだろう。設備投資は、米国への生産回帰の動きや、FRB が利下げに転じることによる企業景況感の改善が支えとなり、増加するだろう。電気自動車や半導体などの製造業の米国への生産回帰の動きや、雇用コストの高止まりを設備投資で代替する動きが続くだろう。輸出は、中国やユーロ圏などの減速によって伸び悩むだろう。輸入は、個人消費の減速や米国への生産回帰の動きを背景に伸び悩むだろう。純輸出の実質 GDP に対する寄与度は、輸出・輸入ともに伸び悩むことから横ばい程度で推移するだろう。

雇用環境について、企業は年半ばにかけての成長ペースの減速を受けて雇用調整を進めるとみられるが、その後は景気が持ち直すとみられることから、大幅な人員削減には踏み切らないだろう。解雇による人員削減に加え、定年退職による自然減や、非正規雇用の活用、新規採用抑制で従業員数を管理していくとみられ、求人数は減少し、失業率は幾分上昇するだろう。労働需給のひっ迫はピークを過ぎたとみられるが、コロナ禍で早期退職した人も相応におり、人手不足を完全に解消するのは難しく、緩やかな賃金上昇が続くだろう。物価について、年半ばにかけての成長ペースの減速や家計の期待インフレ率の低下を受けて、消費者物価指数（コア CPI）の伸び率鈍化が続くと予想している。コア CPI は 23 年 12 月の前年比+3.9%から、24 年末で同+2.9%程度、25 年末で同+2.6%に鈍化すると予測する。

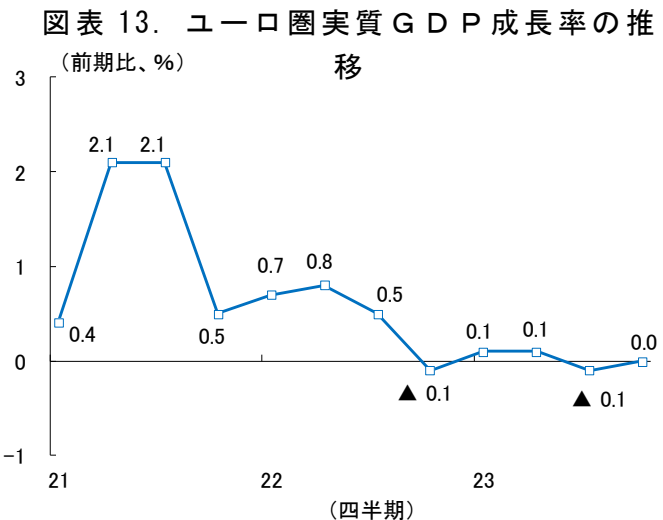
金融政策について、インフレ率の鈍化が続き、24 年前半に物価目標 2%への回帰を見通せる状況となり、FRB は 24 年 4~6 月期に利下げを開始するだろう。年内に合計 1%の利下げを行い、24 年末の政策金利（FF 金利の誘導レンジ）は 4.25~4.50%を見込む。量的引締めは、24 年 4~6 月頃から削減ペースを減速すると見込む。

リスク要因として、以下の 2 点に注意が必要だろう。1 点目は、インフレ率が想定程は低下せず、FRB の金融引締めが長期化するリスクである。賃金上昇の継続がサービス価格の再加速に繋がることや、中東情勢の悪化がエネルギー価格の上昇を通じ、様々な財・サービス価格を上昇させる可能性がある。2 点目は、FRB の金融引締めが長期化する場合、銀行などが保有する商業用不動産向け貸出債権において不良債権が増加し、銀行などの破綻が増加して深刻な金融システム不安に発展するリスクである。

【欧州経済】

欧州経済は停滞している。ユーロ圏の23年10~12月期の実質GDP成長率は前期比+0.0%（年率換算+0.1%）と、前期の同▲0.1%からプラスに転じているが、引き続き低い伸びが続いており、明確な持ち直しの動きは見られない（図表13）。

個人消費は、食品などの必需品のインフレ継続による家計負担の増加や借入金利の高止まりを受けて弱含んだとみられる。設備投資は、内外の景気減速や借入金利の高止まりによって企業の景況感が悪化したことで弱含んだとみられる。輸出は、中国向けなどが伸び悩んだことで弱含んだとみられる。主要国の成長率（カッコ内：前期の成長率）は、ドイツが前期比▲0.3%（同0.0%）、フランスが同0.0%（同0.0%）、イタリアが同+0.2%（同+0.1%）、スペインが同+0.6%（同+0.4%）と、相対的に南欧諸国が堅調に推移した。



欧州経済は停滞が続くだろう。個人消費は、借入金利の高止まりが重石となって弱含むだろう。設備投資は、借入金利の高止まりや地政学リスクによって伸び悩むだろう。ウクライナや中東における戦火の継続、紅海における混乱などが先行きへの不透明感となり、企業の投資意欲を削ぐだろう。輸出は、中国向けを中心に弱含みが続くだろう。雇用環境について、12月のユーロ圏の失業率は6.4%と、過去最低水準での推移が続いている。ユーロ圏の7~9月期の妥結賃金は前年比+4.7%と、4~6月期の同+4.4%からやや拡大している。ユーロ圏ではインフレ率の上昇を受けて賃上げを求めるストが行われ、実際に賃金が上昇してきたが、足元にかけてのインフレ率の鈍化を受けて、今後賃金上昇圧力は幾分鈍化すると見込んでいる。物価について、ユーロ圏の1月のコアHICP(食品とエネルギーを除く消費者物価指数)は前年比+3.3%と、ピークから大きく鈍化している。今後も景気の停滞を背景にインフレ率の鈍化が続くと見込んでいる。その結果、実質賃金の持ち直しが続き、先行きにかけては個人消費を中心に景気は持ち直しに転じるだろう。ただし、1月のユーロ圏コンジットPMIは47.9と、内外経済の減速などにより、8ヵ月連続で好不況の境目となる50を下回っている。今後、雇用環境の悪化などに繋がる可能性には注意が必要だろう。

金融政策について、景気減速とインフレ率の鈍化が続くことを受けて、ECB(欧州中央銀行)は24年4~6月期に利下げを開始し、年内に合計1%の利下げを行うだろう。24年末の主要政策金利は3.50%を見込む。量的引締めは当面継続すると見込む。

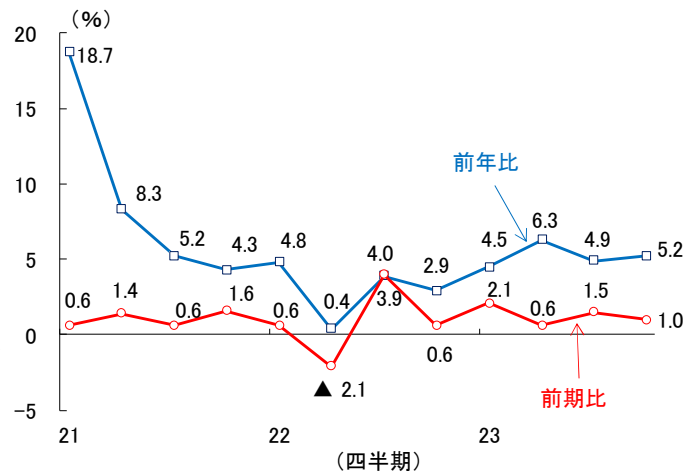
リスク要因として、以下の2点に注意が必要だろう。1点目は、賃金上昇率の拡大やウクライナ、中東などにおける地政学リスクを受けたエネルギー価格の上昇によってインフレが再加速し、ECBの金融引締めが長期化するリスクである。2点目は、ECBの金融引締めが長期化する場合、不動産投資ファンド(REIFs)などが保有する欧州商業用不動産向け貸出債権において不良債権が増加し、ファンドなどの破綻が増加して深刻な金融システム不安に発展するリスクである。

【中国経済】

中国経済は緩やかな持ち直しが続いている。 23年 10～12月期の実質 GDP 成長率は前年比+5.2%と、7～9月期の同+4.9%から伸びが拡大した。ただし、前年の22年 10～12月期が同+2.9%と低い伸びだったことの反動もあり、前期比では+1.0%と、7～9月期の同+1.5%から伸びが縮小している（図表 14）。

1～12月期の名目小売売上高は前年比 7.2%増と、前期（1～9月期）の同 6.8%増から伸びが拡大している。内訳では財が同 5.8%増、飲食業が同 18.7%増となり、サービス消費の持ち直しが支えになったとみられる。1～12月期の固定資産投資は同 3.0%増と、前期の同 3.1%増から鈍化している。住宅需要低迷により不動産業のマイナスが続くなど、第三次産業が同 0.4%増と低い伸びとなったことが影響している。1～12月期の輸出は同 4.6%減と、前期の同 5.8%減から減少幅が縮小している。

図表 14. 中国実質 GDP 成長率の推移



(資料)中国国家统计局

中国経済は緩やかな成長が続くだろう。 ただし、人口減少や住宅市場の低迷、中国への投資減少が重石となり、成長率は次第に鈍化していくだろう。 実質 GDP 成長率の見通しについて、24年は前年比+4.6%（前回 11月予測：同+4.6%）、25年は同+4.4%（前回 11月予測：同+4.5%）と予測する。 中国の23年の出生数は902万人と、3年連続で過去最低を更新した。少子化の加速は先行きにかけて成長率を押し下げると見込み、25年の成長率を前回から0.1ポイント下方修正している。

個人消費は、外出や旅行などのサービス消費や、電気自動車などの脱炭素関連の消費を中心に緩やかな持ち直しが続くだろう。 住宅投資は、大幅な回復は見込みにくく、各種住宅購入支援策などによって支えられる動きが続くだろう。設備投資は、企業が安全保障上の理由などにより中国への投資を減らす動きが重石となるが、半導体などの国産化や脱炭素関連の投資は支えとなるだろう。輸出は、電気自動車などの輸出増加は支えとなるが、中国への投資が減り、海外需要地での現地生産が増加することなどで伸び悩むだろう。輸入は、内需の持ち直しが緩やかにとどまり、伸び悩むだろう。

金融政策について、24年1月のコア CPIは前年比+0.4%となるなどデフレーション傾向が続いており、中国人民銀行は景気回復を支えるため、当面現在の金融緩和策を維持すると見込む。 FRBが利下げに転じれば、更なる緩和策をとる可能性もある。

リスク要因として、以下の2点に注意が必要だろう。1点目は、不動産市場の低迷が続き、中国の住宅用不動産を対象とした投融資の不良債権化が深刻な金融危機に発展するリスクである。2点目は、若年層を中心とした雇用環境の悪化継続が、成長率を更に押し下げるリスクである。24年1月の16～24歳（学生を除く）の失業率は14.9%と、全体の5.1%に比べると極めて高い。雇用環境悪化が婚姻減少を通じて住宅需要の抑制や少子化の加速に繋がる可能性がある。

以上