

経済レポート

2023／2024年度短期経済見通し(2024年3月)(2次QE反映後)

～景気は一時的な足踏み状態にあるが、再び回復基調に転じる～

調査部

3月11日発表の2023年10～12月期の実質GDP成長率(2次速報)は、前期比+0.1%(年率換算+0.4%)と、1次速報値の同-0.1%(同-0.4%)から上方修正された。ただし、プラス幅が小幅であるうえ、内容の厳しさに変わりはなく、引き続き景気は足踏み状態にあると判断される。プラス成長に復帰したのは1次速報時点で未公表だった10～12月期の法人企業統計調査の好調な結果が反映され、実質設備投資が大きく上方修正されたためである。好調な業績を背景に企業の投資意欲の強さが維持されている中、これまで弱い動きが続いていたが一気に挽回する形となった。一方、個人消費は、物価高による節約志向の高まり、コロナ禍明け後の対面型サービスの需要一巡、暖冬の影響による季節性商品の販売低迷などにより減少に歯止めがかかっている。

2024年1～3月期はマイナス成長となる見込みで、景気はすでに軽い調整局面入りしている可能性がある。能登半島地震のマイナスの影響は軽微だが、①一部自動車メーカーの生産停止により、個人消費、輸出にマイナスの影響が出る、②10～12月期に全体を押し上げたサービス輸出急増の効果が剥落する、③コロナ禍明け後の対面型サービスの需要増加はすでに一巡している、などが主な理由である。2023年度の実質GDP成長率は前年比+1.2%となるが、年度前半の伸びが高かったため、成長のゲタの影響を除けば+0.3%と小幅である。

2024年度入り後、景気は再び緩やかな回復軌道に復帰する見込みである。第一に、雇用情勢の改善・人手不足の深刻化を背景に、2024年の春闘でも高い賃上げ率が期待され、物価上昇圧力の低下とも相まって実質賃金の改善が進み、個人消費の腰折れは回避できよう。第二に、業績改善を背景に企業の投資意欲の強さも維持され、設備投資は底堅さを維持しよう。こうした内需回復に加え、米国を中心に海外経済の下振れリスクが薄らいでいる、自動車の生産回復で輸出増加が期待される、インバウンド需要の増加が続く、世界的にIT関連需要が回復しているなども、景気にとって追い風となる。2024年度の実質GDP成長率は前年比+0.7%と4年連続でプラス成長となると見込む。伸び率は縮小するが、成長のゲタの影響を除けば+1.4%と底堅い伸びである。

もっとも、景気の下振れ要因は多く、回復の遅れが心配される。中でも物価高の影響が当面の最大の懸念材料である。政府の物価高対策は2024年4月での打ち切りを前提としており、対策効果剥落後は、人件費や物流コストの増加を背景に物価上昇圧力の強い状態が続くと予想される。このため、家計の節約志向が強まることで個人消費の低迷が続くリスクがある。加えて、海外経済減速や人手不足による供給制約といったマイナス材料が加わることで、景気の低迷が長期化するリスクがある。

2025年度は前年比+1.7%とプラス成長が続こう。引き続き賃上げの大きさがポイントとなるが、コストプッシュによる上昇圧力が一巡する中で物価上昇率も鈍化すると予想され、内需を中心に景気回復が続くであろう。

	実質GDP			名目GDP			デフレーター		
	2023年度	2024年度	2025年度	2023年度	2024年度	2025年度	2023年度	2024年度	2025年度
2月16日時点	1.2	0.6	1.7	5.3	2.6	2.6	4.1	2.0	0.8
今回	1.2	0.7	1.7	5.3	2.8	2.5	4.1	2.1	0.8

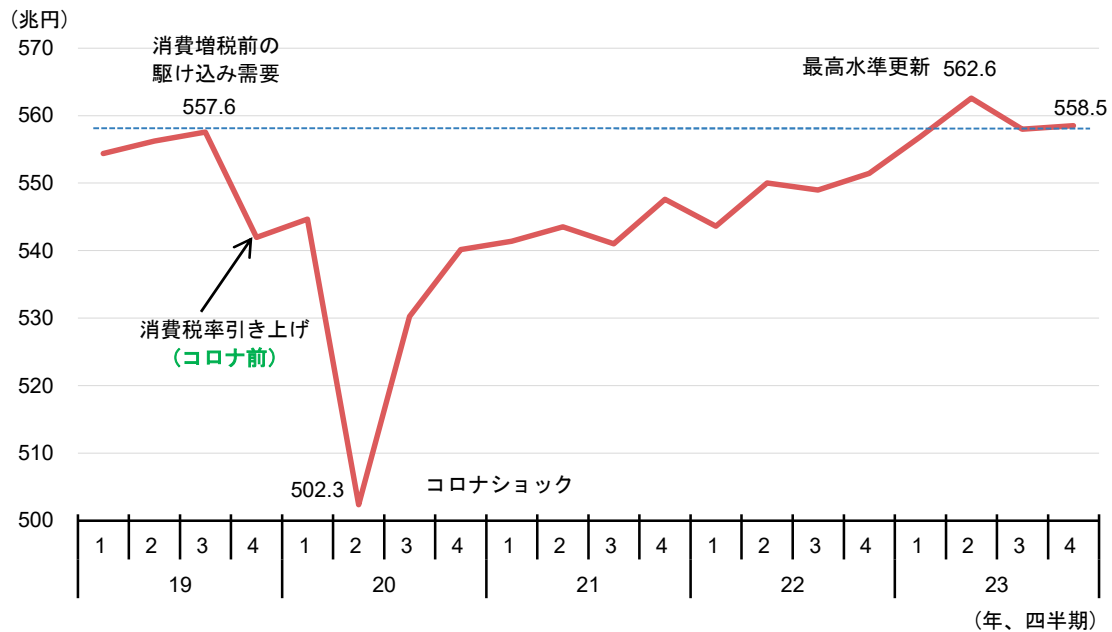
1. 景気の現状～足踏み状態にある

2 四半期連続でのマイナス成長は回避されたが…

3月11日に発表された2023年10～12月期の実質GDP成長率(2次速報)は、前期比+0.1%(前期比年率換算+0.4%)と、1次速報の同-0.1%(同-0.4%)から上方修正され、2四半期連続でのマイナスとなるテクニカルリセッションの状態からは脱した。しかし、プラス幅は小幅であり、個人消費がさらに下方修正されるなど内容の厳しさに変わりはなく、景気は引き続き足踏み状態にあると判断される。

実質GDPの水準も、2023年4～6月期にコロナ前の最高額であった2019年7～9月期を上回って過去最高を更新したが、その後再び2019年7～9月期の水準まで低下しており、コロナ禍明け後の景気回復の動きが振り出しに戻った形となっている(図表1)。

図表 1. 実質 GDP の水準



(出所) 内閣府「四半期別 GDP 速報」

内需は 3 四半期連続でマイナス

需要項目ごとの動きを見ていくと、内需のうち実質個人消費は前期比-0.3%と3四半期連続でマイナスとなるとともに、1次速報の同-0.2%からさらに下方修正された。財別の内訳を見ると、自動車の販売増加などにより耐久財が同+6.1%と増加したものの、価格高の影響による節約志向の高まりによって非耐久財(食料、エネルギー、日用品など)が同-0.5%、半耐久財(被服・身の回り品など)が同-1.3%と減少したほか、サービスは同-0.5%と7四半期ぶりに減少した。サービスについては、名目値も同-0.9%と7四半期ぶりに減少しており、コロナ禍明け後に順調に回復していた宿泊・飲食サービス、旅客輸送、レジャーといった対面型サービスへの支出が一巡した可能性が高い。

実質住宅投資は、資材価格の高騰などの影響で住宅着工戸数が弱含んでいることを反映して、前期比-1.0%とマイナスが続いた(1次速報から修正なし)。

企業部門では、1次速報時点で未公表だった10～12月期の法人企業統計調査の良好な結果が反映され、実質設備投資は前期比 -0.1% から同 $+2.0\%$ に大きく上方修正された。好調な業績を反映して企業の投資意欲の強さは維持されている中で実質設備投資は弱い動きが続いていたが、10～12月期に一気に挽回する形となった。名目でも同 $+0.7\%$ から同 $+2.9\%$ に上方修正されており、企業は積極的に投資を積み増していることがうかがえる。ただし、オフィスビル、店舗、工場といった建物・構築物を中心に建設コストの増加が続いていることを受けて実質との乖離が開いており、投資金額を増やしている割には設備の増加につながっていない。また、人手不足による供給制約が建設工事等を遅延させている状態も続いていると考えられる。一方、実質在庫投資の前期比への寄与度は、法人企業統計調査の結果を受けて -0.0% から -0.1% に若干下方修正された。

政府部門では、コロナ禍での受診控えの動きが落ち着いたことを背景に一般の医療費や介護費が増加していたが、その動きも一巡しつつあり、実質政府最終消費は前期比 -0.2% （同 -0.1% を下方修正）と減少した。また、実質公共投資は、建設コストが増加する中で、実質では前期比 -0.8% （同 -0.7% を下方修正）と減少が続いた。

以上の結果、内需の前期比に対する寄与度は -0.1% （同 -0.3% を上方修正）と3四半期連続でマイナスとなった。

外需ではサービス輸出が一時的に急増

これに対し、外需の前期比に対する寄与度は $+0.2\%$ （修正なし）となった。

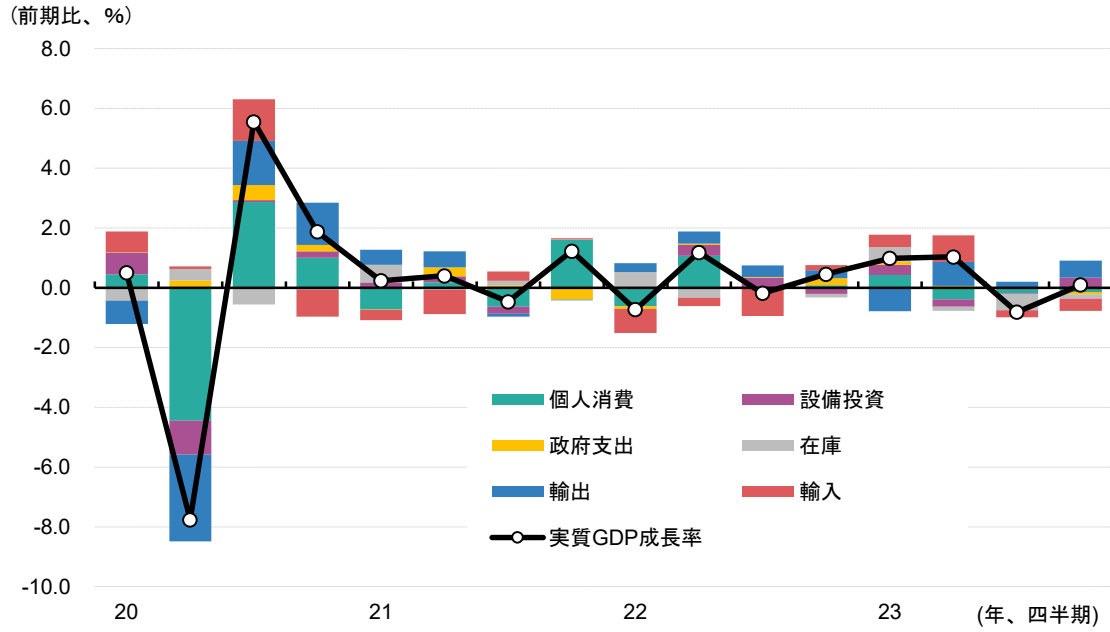
輸出においては、IT関連財や一般機械類を中心に財輸出の増加傾向が維持されことに加え、インバウンド需要が過去最高額を更新したほか、知的財産権の使用料等の受取が急増したことでサービス輸出が急増し、実質輸出は前期比 $+2.6\%$ （修正なし）と増加が続いた。なお、実質輸出の前期比寄与度は $+0.6\%$ であるが、このうち財が $+0.0\%$ であったのに対しサービス輸出は $+0.5\%$ であった。さらにサービスの内訳をみると、インバウンド需要が同 $+0.1\%$ であり、それ以外のサービスが $+0.4\%$ にものぼる。

一方、実質輸入は、財輸入が増加する一方、7～9月期に著作権等使用料の支払いが一時的に増加した効果が剥落したことでサービス輸入が減少したため、前期比 $+1.7\%$ （修正なし）と輸出の伸びを下回った。

GDPデフレーターは高い伸びが続く

名目GDP成長率も前期比 $+0.3\%$ （年率換算 $+1.2\%$ ）から同 $+0.5\%$ （同 $+2.1\%$ ）に上方修正された。経済全体の総合的な物価動向を示すGDPデフレーターは、資源価格上昇などを受けた輸入物価上昇が国内に浸透しており、前年比 $+3.9\%$ （同 $+3.8\%$ を上方修正）と7～9月期の同 $+5.2\%$ から鈍化したものの、依然として高い伸びを続けている（季節調整済み前期比では1次速報と同じ $+0.4\%$ ）。

図表 2. 実質 GDP 成長率の内訳



(出所)内閣府「四半期別 GDP 速報」

2. 2023/2024 年度の経済見通し

～景気は一時的な足踏み状態を経て、再び回復基調に転じる～

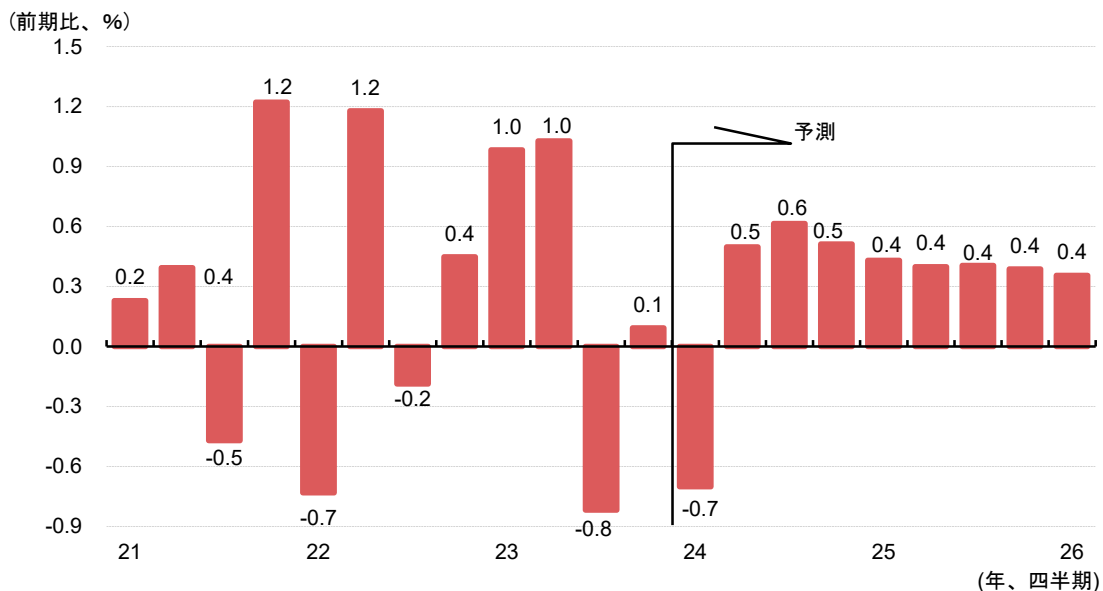
1～3 月期は再びマイナス成長となる見込み

2024 年 1～3 月期は再びマイナス成長となる見込みで、景気はすでに軽い調整局面入りしている可能性がある。能登半島地震のマイナスの影響は軽微だが、①一部自動車メーカーの生産停止により、個人消費、輸出にマイナスの影響が出る、②10～12 月期に全体を押し上げたサービス輸出の急増の効果が剥落する、③コロナ禍明け後の対面型サービスの需要増加はすでに一巡している、などが主な理由である。実際に年明け後の月次の経済指標を見ても弱いものが目立っている。

現時点では、1～3 月期の成長率は前期比 -0.7% (年率 -2.8%)を予測しており、この結果、2023 年度の実質 GDP 成長率は前年比 $+1.2\%$ となる見込みである。ただし、年度前半の伸びが高かったため高めの伸びとなっており、成長のゲタの影響を除けば $+0.3\%$ と小幅である。

一方、景気実感に近い名目 GDP 成長率は、1～3 月期も前期比 $+0.1\%$ (年率 $+0.6\%$)とプラスが続くと予想される。このため、株価の上昇が続き、春闘で高めの賃上げ率が達成されるとの観測が高まる中で、景気が足踏み状態にあっても、景気に対する悲観的な見方が広がることは避けられるであろう。名目 GDP 成長率は、2023 年度通年では、2022 年度の前年比 $+2.3\%$ に対し、同 $+5.3\%$ まで上昇しよう。これは 1990 年度の同 $+8.3\%$ 以来の高さである。

図表 3. 実質 GDP 成長率(四半期)



(出所) 内閣府「四半期別 GDP 速報」

2024 年度には回復軌道に復帰

2024 年度入り後、景気は足踏み状態を脱し、再び緩やかな回復軌道に復帰する見込みである。仮に景気後退局面入りしたとしても、軽微かつ短期間で終了すると考えられる。

第一に、雇用情勢の改善・人手不足の深刻化を背景に名目賃金が着実に上昇すると見込まれる中、物価上

昇圧力の低下とも相まって実質賃金の改善が進むため、個人消費の腰折れは回避できよう。第二に、業績改善を背景に企業の投資意欲の強さも維持され、設備投資は底堅く推移しよう。

こうした内需の回復に加え、米国を中心に海外経済の下振れリスクが薄らいでいる、自動車の生産回復で輸出増加が期待される、インバウンド需要の増加が続く、世界的に IT 関連需要が回復しているなども、景気にとって追い風となる。年度末にかけては、国内での半導体生産体制が整い、生産が本格化することもプラス材料である。

2024 年度の実質 GDP 成長率は前年比+0.7%と 4 年連続でプラス成長となると見込む。前年度と比べて伸び率は縮小するが、成長のゲタの影響を除けば+1.4%と底堅い伸びである(図表 4)。

景気再浮上のカギを握る 2024 年春闘の行方

もともと、景気の下振れ要因は多く、回復の遅れが心配される。中でも物価高の影響が当面の最大の懸念材料である。政府の物価高対策は 2024 年 4 月での打ち切りを前提としており、対策効果剥落後は、人件費や物流コストの増加を背景に物価上昇圧力の強い状態が続くと予想される。このため、家計の節約志向が強まることで個人消費の低迷が続くリスクがある。加えて、海外経済減速や人手不足による供給制約といったマイナス材料が加わることで、景気の低迷が長期化するリスクがある。

こうした景気の下振れ要因が多い中で、2024 年度も景気回復を継続できるかどうかは、物価高の行方と共に、春闘での賃上げ率がカギを握っている。政府、連合からは企業に対し、高い賃上げ率の達成が強く要望されているのに対し、賃上げに積極的な姿勢を示す企業が増加しており、高い賃上げ率の実現に向けた動きが整いつつある。また、企業利益の増加、労働需給のひっ迫、物価高進展と、賃金上昇を促す条件も揃っていることも確かである。

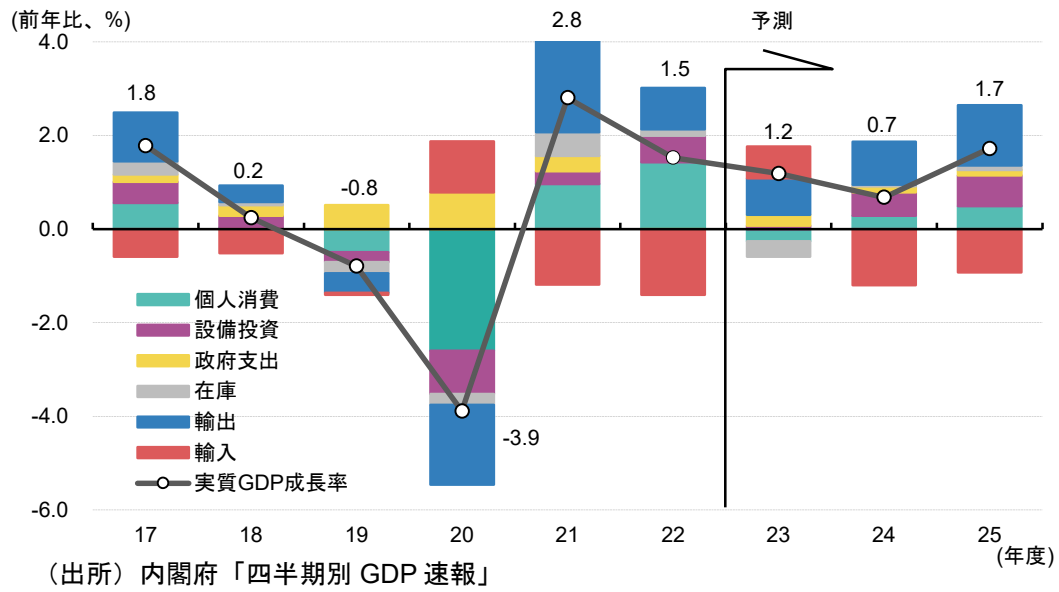
もともと、春闘はあくまで大企業を中心とした労働者の賃上げ率への影響力にとどまり、中小企業や零細企業がそれに追随できるかどうかは不透明である。また、春闘の結果が企業部門全体に反映されるまでには時間差があり、夏ごろまでは 2023 年度と同様、賃金が伸び悩む可能性がある。このため、しばらくの間、家計の物価高への警戒感が高まった状態が続き、個人消費の低迷が続く懸念がある。

2025 年度もプラス成長が維持される

2025 年度は同+1.7%とプラス成長が続くと見込む。同様に賃上げが継続されるのかがポイントとなるが、コストプッシュによる物価上昇圧力が一巡する中で物価上昇率も鈍化することで個人消費の増加の勢いが増してくることや、企業業績の改善を背景に企業の設備投資の増加も続くと見込まれる。また、物価安定を背景に海外経済の回復が進むことも、輸出の増加を通じて景気回復を促す要因となる。

なお、名目 GDP 成長率は、2024 年度に同+2.8%、2025 年度に同+2.5%と、2023 年度の高い伸びからは縮小するが、比較的高い伸び率を維持すると見込んでおり、景気の実感としては、それほど厳しさを感じることはないと思われる。

図表 4. 実質 GDP 成長率の予測(年度)



3. 項目ごとの見通し

主要項目ごとの動きは以下のとおり予想した。

(1) 家計部門

雇用情勢は改善が続く

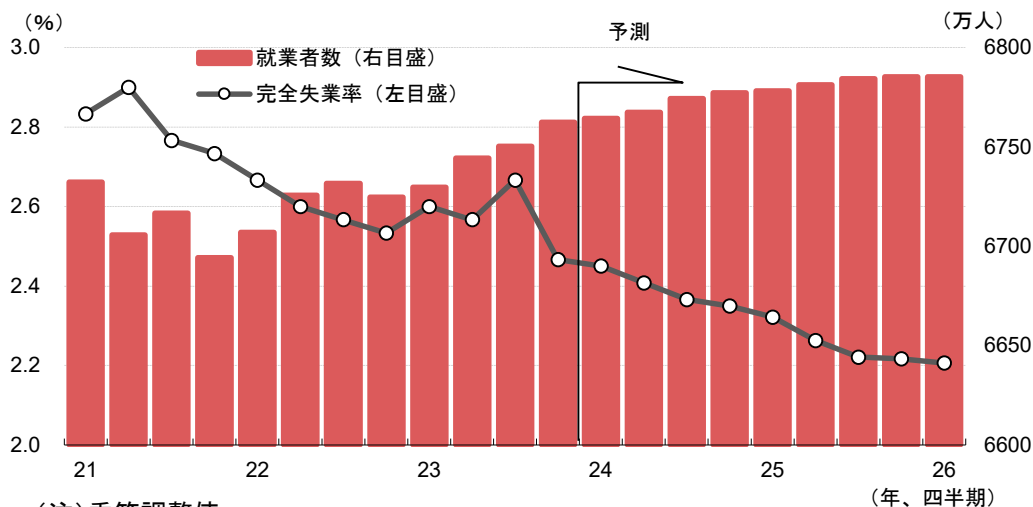
雇用情勢は改善が続いている。完全失業率は、コロナ禍にあった2020年に一時的に3.1%まで悪化した後は低下に転じた(図表5)。この間、上昇する局面もあったが、これはコロナ禍が終息に向かったことで職探しを再開した人や、より良好な労働条件を求めて離職する人が増えたことによる一時的な現象であり、2024年1月には、2020年2月以来の水準である2.4%まで低下した。企業の人手不足感は一段と強まっており、選ばなければ即座に職に就ける状態にある。

今後も景気回復が続くことで、労働需給のタイト化が一段と進むと予想される。宿泊・飲食サービス業などの一部の業種では、すでに人手不足による供給制約の問題に直面している。こうした業種では、コロナ禍において営業活動を制限せざるを得なかったことから離職者が増加し、人手不足に悩む他の業種に移動したため、営業再開時に改めて労働力を確保しようとしても、生産年齢人口が着実に減少するという構造的な要因がある中で十分に労働力を手当てできていない。

また、働き方改革関連法によって2024年4月からは時間外労働時間の上限が自動車運転業務で960時間、建設業で720時間に制限されるという、いわゆる2024年問題の影響によって、人手不足が深刻化するリスクがある。

こうした中で、完全失業率も再び低下基調をたどると予想され、2022年度の2.6%に対し、2023年度は2.5%に低下後、2024年度に2.4%、2025年度に2.2%と低下傾向が続くと見込む(図表5)。中期的にみれば、コロナ禍においてテレワークの導入が急速に浸透したことに加え、副業・兼業の容認といった働き方改革の推進、外国人労働力の受け入れ拡大、定年の延長・廃止が人手不足の解消につながると期待されるものの、短期的な影響は軽微であろう。

図表5. 完全失業率と就業者数の予測



(注) 季節調整値
(出所) 総務省「労働力調査」

賃金は名目で堅調に増加するも、実質ではマイナスが続く

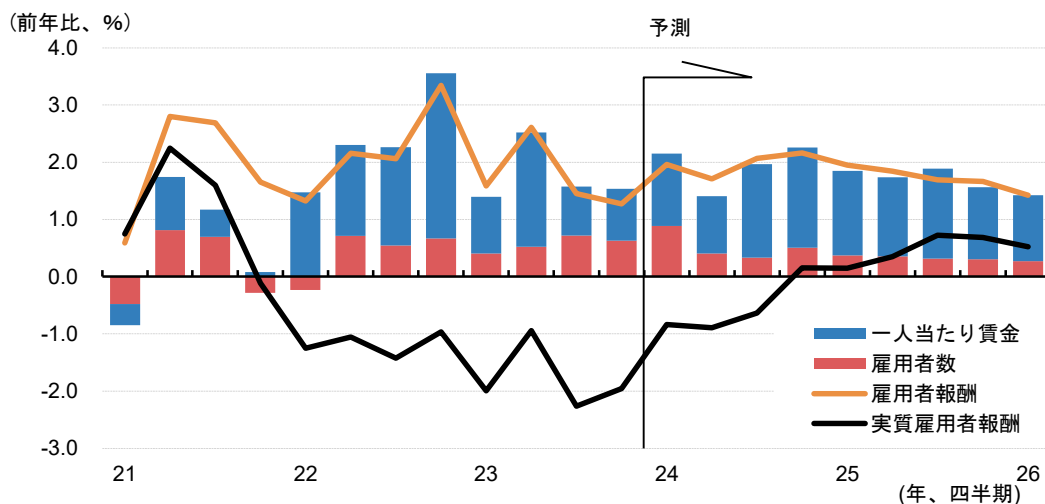
毎月勤労統計における現金給与総額(1人当たり賃金)は、景気の持ち直しを反映して多くの業種で人手不足感が強まっていることや、最低賃金が引き上げられていることから増加が続いており、2023年度4~1月期の上昇率は前年比+1.3%となった。2022年度の同+2.0%と比べると伸び率は鈍化した。これはパートタイム労働者比率の上昇によるものである。一般労働者で同+1.9%、パートタイム労働者で同+2.2%とそれぞれの伸びは高く、実態は2022年度の伸びをやや上回る。もっとも、2023年春闘での賃上げ率が3.60%(定期昇給込み、厚生労働省の民間主要企業春季賃上げ要求・妥結状況ベース)と30年ぶりの高さとなった割には、伸びは緩やかにとどまっており、春闘の結果の波及が限定的である可能性がある。また、2023年夏のボーナス支給額(ボーナスが支給された事業所の1人当たり支給額)は前年比+2.0%と、企業業績が過去最高益を更新する中では緩やかな増加幅にとどまったが、冬のボーナス支給額はさらに伸びが縮小した可能性が高い。

今後も景気回復、労働需給のタイト化に伴って増加基調は続く見込みである。注目される2024年春闘では、人手不足への対応、物価上昇に配慮して積極的な賃上げに踏み切る企業が増えており、2023年の実績を上回る伸び率となる可能性が高まっている。

もっとも、春闘の結果の波及が限定的となる可能性があることや、パートタイム労働者比率の上昇が続くことから、2024年度の現金給与総額は、2023年度の同+1.3%に対し同+1.5%と伸び率の拡大は小幅となる見込みであり、2025年度には同+1.3%に鈍化するであろう。

家計部門全体の賃金所得を示す名目雇用者報酬(1人当たり賃金×雇用者数)は、2022年度に雇用者数、1人当たり賃金ともに増加したため、前年比+2.4%と2年連続で増加した(図表6)。2023年度も同+1.8%と持ち直しが続き、2024年度は同+2.0%、2025年度は同+1.7%とプラスは維持される。一方、実質値では、物価上昇圧力が強く2022年度の同-1.3%に対し2023年度も同-1.5%と減少が続く。ただし、2024年度も当初は低迷するが、物価の伸び率鈍化により年度後半にはプラスに転じ、個人消費にとってプラス材料となろう。2024年度通期では同-0.3%とほぼ前年並みまで改善し、2025年度に同+0.6%とプラスになると予想する。

図表6. 雇用者報酬の予測



(出所)内閣府「四半期別 GDP 速報」、厚生労働省「毎月勤労統計」
総務省「労働力調査」

個人消費は 2024 年度に持ち直しに向かう

2023 年 10～12 月期の実質個人消費(実質民間最終消費支出)は前期比-0.3%と 3 四半期連続で減少した(図表 7)。インバウンド需要を含む国内家計最終消費支出の内訳をみると、耐久財は前期比+6.1%と 3 四半期ぶりに増加した。他方、食料品などが含まれる非耐久財は前期比-0.5%、半耐久財は衣類を中心に前期比-1.3%といずれも減少が続いた。サービスは外食を中心に前期比-0.5%と 7 四半期ぶりに減少した。物価高が続く中、暖冬の影響により冬物衣料などが低調だったこともあり、個人消費は弱含んでいる。

10～12 月期の名目個人消費は前期比-0.1%だった。前年比では名目個人消費が+2.2%であるのに対して、実質個人消費は-0.5%であり、2 四半期連続で減少した。物価上昇により実質個人消費が押し下げられる状況が続いている。

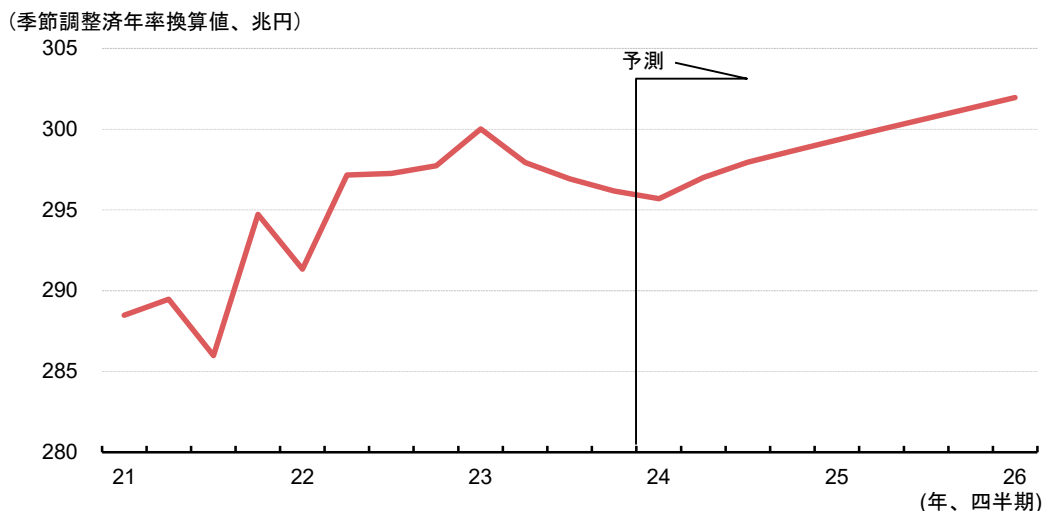
足元では一部自動車メーカーの生産停止の影響などにより、2024 年 1 月の自動車販売台数(含む軽自動車)が前年比-10.8%と 17 ヶ月ぶりに減少し、2 月も同-16.2%だった。こうしたことから、2024 年 1～3 月期の個人消費は前期比で減少が続くと予測している。ただし、4～6 月期は 1～3 月期の反動もあって増加に転じるだろう。

個人消費に影響を与える当面の所得動向については、雇用者報酬は前年比で増加が続くものの、その増加率は物価上昇率を下回り、実質雇用者報酬は減少が続くと考えられる。もっとも、物価上昇率は今後、低下していくと見込まれることから、実質雇用者報酬の減少率は縮小し、2024 年度中には下げ止まってくるだろう。

このように物価上昇の影響が今後は徐々に小さくなると考えられ、実質個人消費は 2024 年 4～6 月期以降は増加傾向で推移するとみている。政府が 2023 年 11 月に決定した「デフレ完全脱却のための総合経済対策」に盛り込まれている所得税・個人住民税の減税は、2024 年 6 月から実施される予定であるが、減税分の一部は貯蓄に回ると見込まれ、実質個人消費を押し上げる効果はそれほど大きくないと考えられる。

年度ベースでは、実質個人消費は 2023 年度には物価上昇の影響を受けて前年比-0.5%と 3 年ぶりに減少するものの、2024 年度は前年比+0.5%、2025 年度は同+0.9%と増加が続くだろう。

図表 7. 実質個人消費の予測



(出所)内閣府「四半期別 GDP 速報」

建設コストの増加が重しに

住宅着工(新設住宅着工戸数)は、2023年10~12月期に年率80.3万戸(前期比+0.3%)と3四半期ぶりに増加した(図表8)。ただし、前年比では3四半期連続でマイナスとなった。

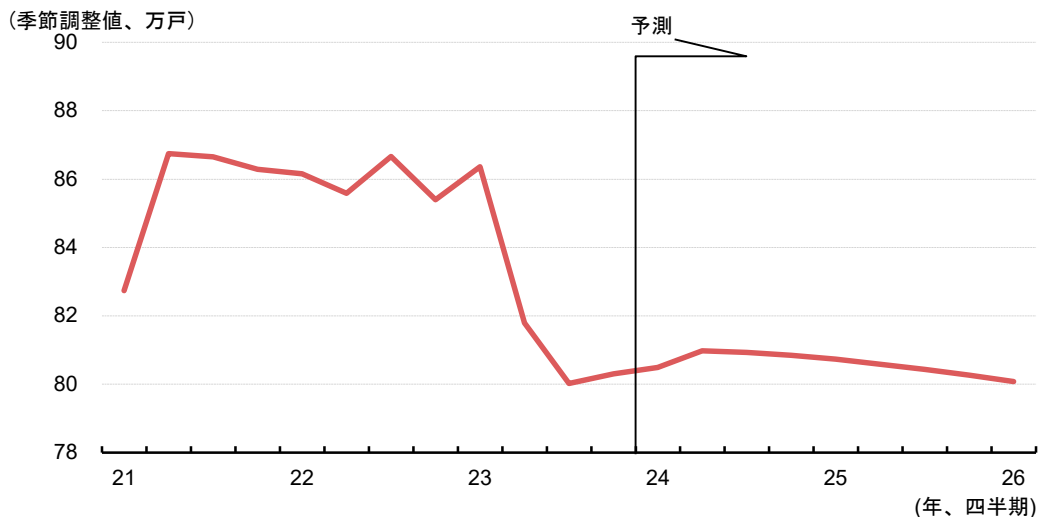
利用関係別にみると、持家は前期比-9.4%と9四半期連続で減少した。資材価格の高騰や労務費の上昇による住宅の建設コストの増加が住宅取得マインドの重しとなり、需要の低迷が長期化している。貸家は前期比+0.1%と3四半期ぶりに増加した。投資需要は底堅いものの、建設コストの増加が重しとなっていることもあり、均して見れば横ばいとなっている。一方、分譲住宅は前期比+10.0%と3四半期ぶりに増加した。このところ低調だった分譲マンションを中心に持ち直しの動きが見られるが、建設コストの増加や用地不足等が供給制約となっている。

建設資材価格は上昇に歯止めが掛かっているが、労務単価の上昇もあって建設コストは高止まりしている。当面、建設コストの増加が住宅需要を抑制する状況に大きな変更はないとみられ、住宅着工は低調な推移が続くと考えられる。さらに予測期間後半にかけては次第に人口動態等を反映した中長期的な減少トレンドに戻る動きも強まっていくだろう。

なお、住宅ローン金利は、長期固定金利はすでに上昇基調に転じているが、変動金利は足元でも水準に大きな変化は出ておらず、予測期間中も着工動向に影響を及ぼすほどの変化はないと想定している。

年度ベースでは、2023年度は建設コストの増加を受けて持家を中心に弱さが続き、80.6万戸(前年比-6.3%)と2年連続で減少すると予想される。こうした需要の弱さはすぐには解消されないとみられ、2024年度は80.8万戸(前年比+0.2%)、2025年度は80.2万戸(同-0.8%)と80万戸近傍で一進一退の動きが続こう。

図表 8. 住宅着工件数の予測



(出所)国土交通省「住宅着工統計」

(2) 企業部門

コスト負担が高まる中でも、業績には底堅さ

2023年10～12月期の経常利益(法人企業統計、金融業、保険業を除く)は前期比-2.6%と、2四半期連続で減少した。業種別に見ると、製造業では売上高が前期比+1.0%と3四半期連続で増加したものの、売上高経常利益率が前期から低下したため、経常利益は同-3.4%と4四半期ぶりに減少した。同じく非製造業も、売上高が前期比+0.8%と11四半期連続で増加したものの、売上高経常利益率が前期から低下した結果、経常利益は同-2.2%と2四半期連続で減少した。

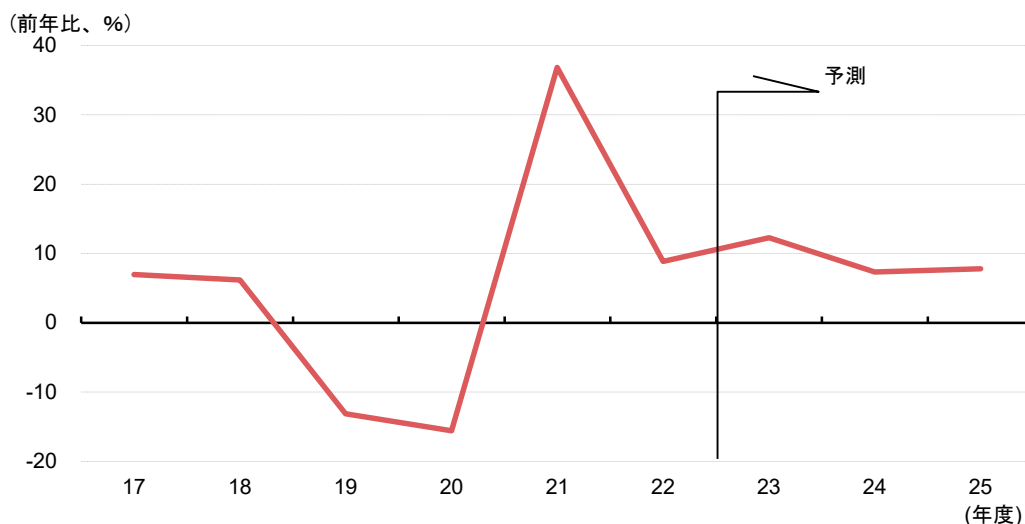
今後も、製造業、非製造業ともに原材料高や人件費の増加といったコスト高が業績を下押しする要因になるとともに、年明けには能登半島地震や自動車の品質不正問題の影響も業績に悪影響を及ぼすと考えられる。

もともと、製造業では、国内景気の回復が続いていることや、一部に円安のメリットを享受する業種があることもあり、均して見れば業績は底堅く推移すると考えられる。世界の半導体需要が底打ちしていることや、海外景気が次第に持ち直しへ向かうこともプラスに働こう。

また非製造業では、対面型サービス業を中心にコロナ禍からの回復過程における需要の持ち直しが売上高の増加につながると期待され、コスト負担が高まる中でも、緩やかながらも業績は改善傾向で推移するとみられる。コスト増加分の販売価格への転嫁の進展も、業績改善につながろう。

年度ベースでは、2023年度は前年比+12.3%と3年連続での増益が予想される(図表9)。コストの増加が重しとなるが、製造業、非製造業ともにコロナ禍からの需要の回復が押し上げ要因となり、増益を確保しよう。さらに種々のマイナス要因が次第に薄らいでいく中で、2024年度は前年比+7.3%、2025年度も同+7.8%と増加基調が続き、過去最高益の更新が続く見通しである。

図表9. 経常利益の予測



(出所)財務省「法人企業統計季報」

設備投資は横ばいも、投資意欲は衰えていない

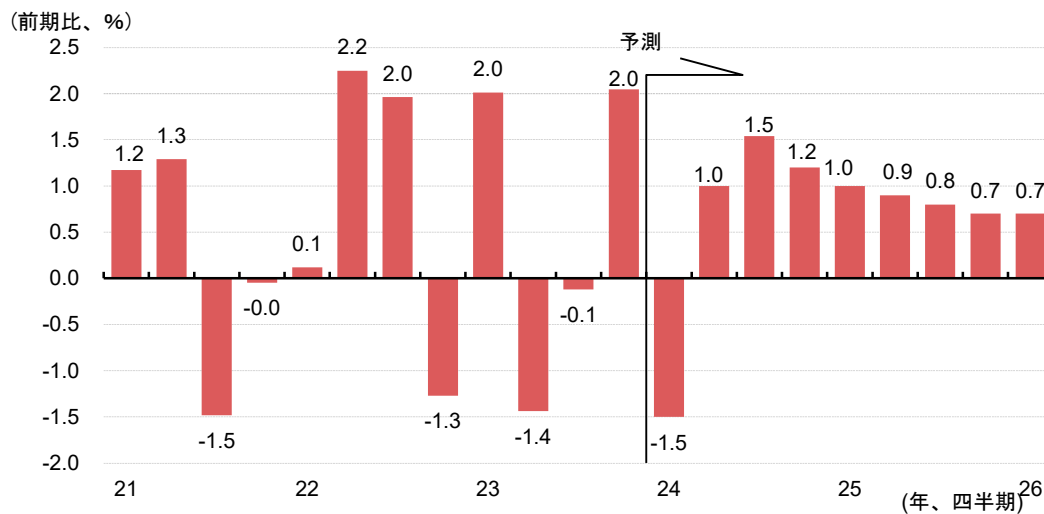
実質設備投資は、2023年10～12月期に前期比+2.0%と、3四半期ぶりに増加した(図表10)。総固定資本形成の動きを踏まえると、機械投資を中心に幅広い分野で投資が増加したとみられる。

2023年12月調査の日銀短観で2023年度の設備投資が大企業を中心に前年比2桁プラスの計画となっている通り、企業の設備投資意欲は衰えていない。しかし、機械やソフトウェアの価格上昇や建設コストの増加により、投資金額が想定よりも膨らむことで計画の見直しを迫られるケースがあることや、人手不足による供給制約の問題等から、均して見ると、実質ベースの設備投資は横ばい圏での推移にとどまっている。

先行きについては、資本財価格の上昇ペースが鈍化していくとみられることや、企業業績の改善が続くことが、設備投資にとっては明るい材料になり、次第に設備投資も横ばいの動きから脱し、持ち直しの動きを強める見込みである。情報化投資や研究開発投資、脱炭素に向けた環境対応投資など、昨今重要性が高まっている投資需要の増加も下支えとなるだろう。ただし、目先は能登半島地震や自動車の品質不正問題の影響もあり、弱めの動きが予想される。

年度ベースでは、2023年度の実質設備投資は前年比-0.8%と3年ぶりに減少する見通しである。しかし、2024年度には持ち直しへ向かい、2024年度に前年比+2.5%、2025年度に同+3.9%と増加に転じるだろう。

図表10. 実質設備投資の予測



(出所)内閣府「四半期別 GDP 速報」

(3) 政府部門

実質公共投資は当面は横ばい圏で推移

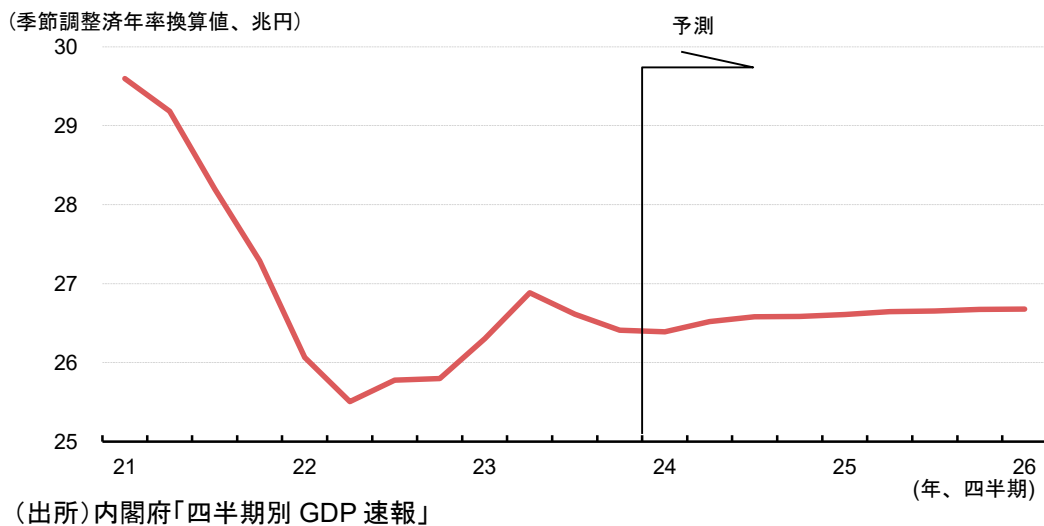
2023年10～12月期の実質公共投資は前期比-0.8%と減少が続いた(図表11)。公共投資の名目値の前年比は+4.8%と増加幅は縮小傾向にあるものの4四半期連続でプラスを維持した。もともと、資材価格の上昇等を背景に公共投資デフレーターの上昇が続いていることから、実質値の前年比は+2.3%にとどまった。

政府は、2023年7月に「国土強靱化基本計画」を閣議決定しており、2023年11月にとりまとめられた「デフレ完全脱却のための総合経済対策」では、2020年12月に閣議決定された「防災・減災、国土強靱化のための5か年加速化対策」に基づく取り組みを着実に推進するとされている。国の一般会計の2024年度予算案における公共事業関係費は2023年度当初予算と同程度となっており、今後、公共事業関係の予算は大きく減少することはなさそうである。

実質公共投資は当面、横ばい圏で推移すると見込まれ、年度の増加率は、2023年度は+2.6%と3年ぶりにプラスとなり、2024年度は+0.1%、2025年度は+0.3%と予測している。

2023年10～12月期の実質政府最終消費支出は前期比-0.2%と減少したが、前年比では+0.1%と増加が続いている。高齢化の進展を背景に、医療給付費や介護給付費は増加傾向にあることから、実質政府最終消費支出は、2023年度は前年比+0.5%、2024年度は同+0.6%、2025年度は同+0.5%と増加が続くと予測している。

図表 11. 実質公共投資の予測



(4) 海外部門

米国は堅調、欧州、中国は弱い動き

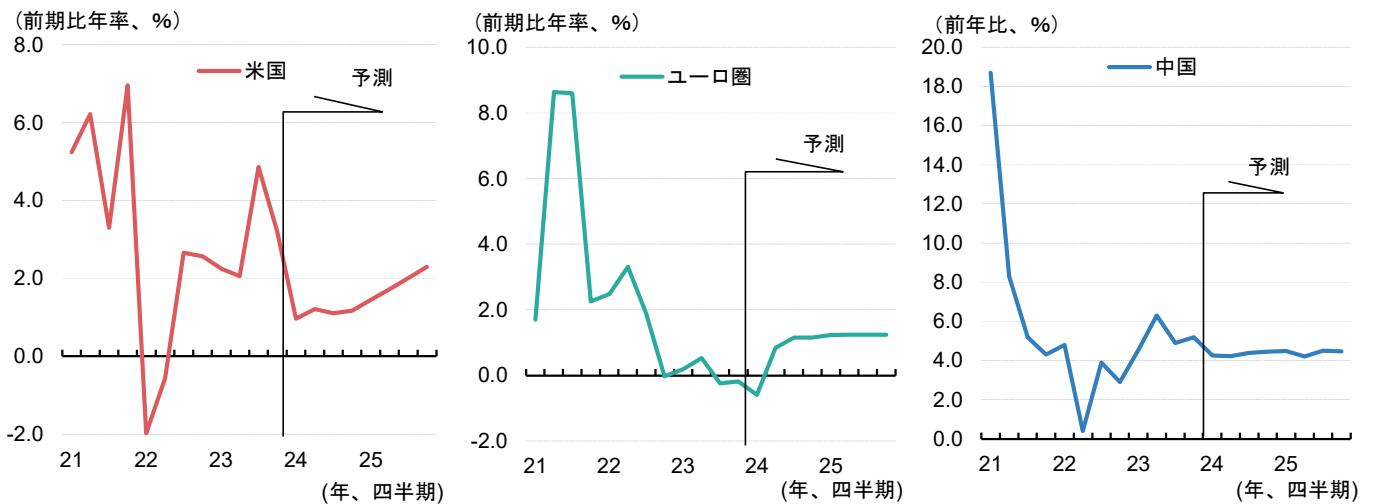
海外経済は、米国では景気が堅調に推移しているものの、欧州、中国では弱い動きが続いている。

米国の10～12月期の実質GDP成長率は前期比年率+3.2%と、6四半期連続で2%超の成長が続いた(図表12)。個人消費が同+3.0%と全体をけん引したほか、設備投資、住宅投資、政府支出、輸出と最終需要が軒並み増加した。先行き、物価高や金融引き締めによるマイナスの影響がしばらく続くともみられ、潜在成長率を下回る低成長にとどまる公算が大きい。もっとも、物価上昇率の鈍化により実質可処分所得が増加に転じており、個人消費は堅調な推移が見込まれ、実質GDP成長率は、2023年の前年比+2.5%に対し、2024年は同+2.0%と堅調さを維持する見通しである。

ユーロ圏の10～12月期の実質GDP成長率は前期比年率-0.2%と、2期連続でマイナス成長となった。今後も政策金利の引き上げによるマイナスの効果もあって、1%程度の低成長が続くとみられる。実質GDP成長率は2023年の前年比+0.5%に対し、2024年は同+0.2%にとどまる見通しである。

中国の10～12月期の実質GDP成長率は前年比+5.2%と伸び幅は小幅拡大したが、前期比年率ベースでは+4.1%に鈍化した。不動産業の低迷が続きGDP全体を押し下げた。先行きについては、経済対策による下支え効果が見込まれるものの、不動産業の低迷が長期化する公算が大きく、景気の低迷が続く見通しである。実質GDP成長率は、2023年の同+5.2%に対し、24年は同+4.3%と一段と減速する見込みである。

図表 12. 海外経済の予測



(出所)BEA、ユーロスタット、中国国家統計局

(5) 外需部門

輸出入とも緩やかに増加

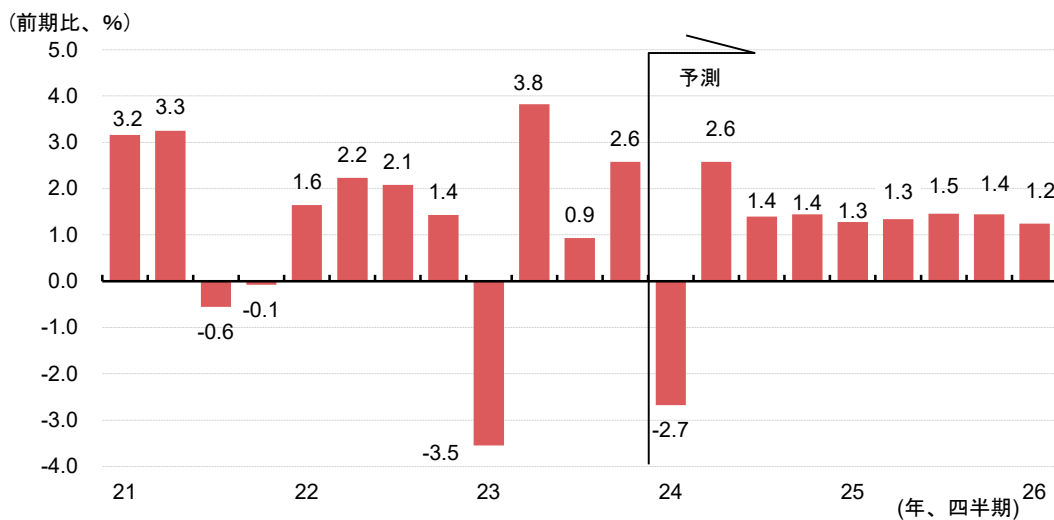
2023年10～12月期の実質輸出は前期比+2.6%と、3四半期連続で増加した(図表13)。うち財貨の輸出は、前期比+0.1%と小幅ながら3四半期連続で増加した。日本銀行「実質輸出入の動向」によると、財別では資本財や情報関連、地域別では米国向けや中国向けの輸出が増加した。また、サービスの輸出は前期比+11.3%と7四半期連続で増加し、増加幅も急拡大した。訪日外国人による国内消費額が前期比+14.1%と高い伸びとなったほか、国内の大手製薬会社が海外企業からまとまった額のロイヤリティを受け取ったことが押し上げに寄与した。

また、同期の実質輸入は前期比+1.7%と2四半期連続で増加した。財貨は前期比+3.0%と4四半期ぶりに増加したが、サービスは同一-2.8%と2四半期ぶりに減少し、全体の伸びを下押しした。財貨の輸入は、電気機器や一般機械、化学製品等の品目を中心に増加したとみられる一方、サービスの輸入はクラウドサービスやネット広告といったデジタル関連を中心に、このところ増加していた反動が生じたものと考えられる。

先行きについては、実質輸出、実質輸入ともに、能登半島地震や自動車の品質不正問題の影響で目先は一時的に落ち込むとみられるが、基調としては緩やかな増加を続けると見込まれる。輸出については、財貨は足元で好調な自動車関連に加え、シリコンサイクルが底打ちする中で半導体・電子部品等の情報関連や半導体製造装置等の資本財も持ち直しに向かうであろう。またサービスの輸出についても、訪日外国人の順調な回復に支えられて増加傾向で推移するとみられる。この間、輸入については、デジタル関連を中心にサービスが増加傾向を維持するほか、財貨も国内景気の回復に合わせて増加へ向かうと考えられる。

なお、輸出から輸入を控除した外需(純輸出)の寄与度は、2023年度は+1.5%、2024年度は-0.3%、2025年度は+0.4%を見込んでいる。

図表 13. 実質輸出の予測



(出所)内閣府「四半期別 GDP 速報」

(6) 生産

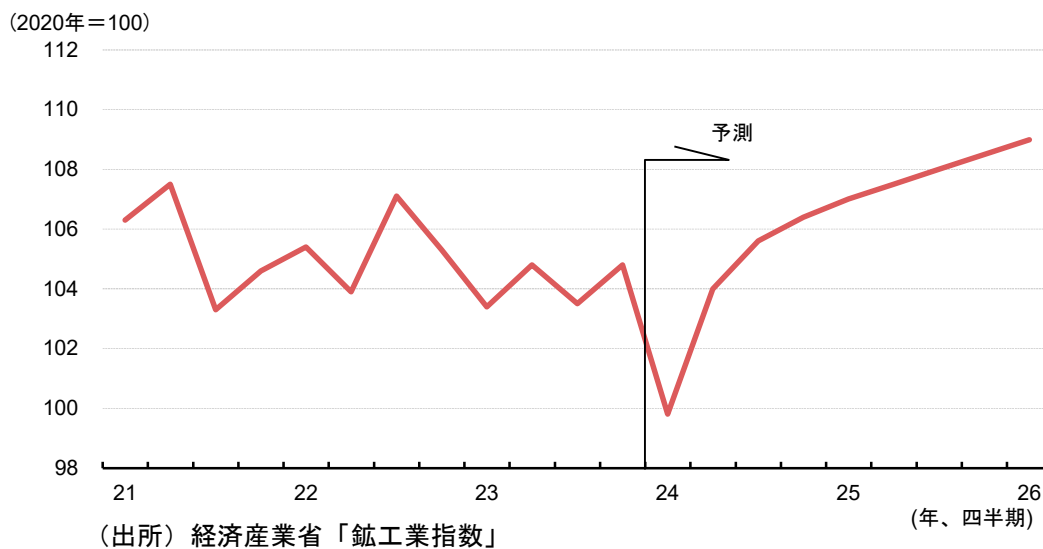
能登半島地震や自動車の品質不正問題で目先は弱含み

2023年10～12月期の鉱工業生産は、前期比+1.3%と2四半期ぶりに増加した(図表14)。業種別にみると、半導体不足による生産制約が緩和している自動車(前期比+3.2%)が6四半期連続で増加したほか、電子部品・デバイス工業(同+6.7%)や汎用・業務用機械工業(同+4.0%)等の業種が増加し、全体を押し上げた。月次の動向を見ると、2023年後半にかけては自動車の好調が維持される中、調整局面にあった半導体需要も底打ちしたことで、均して見ると生産には持ち直しの動きが生じていた。しかし、2024年に入り、能登半島地震や自動車の品質不正問題が発生したことから、1月の鉱工業生産は前月比-7.5%と大きく落ち込んだ。

先行きについて、経済産業省「製造工業生産予測調査」によると、2月は前月比+4.8%(同調査をもとにした経済産業省の予測は同+0.8%)、3月には同+2.0%と、1月の急減後は段階的に持ち直していく計画となっている。自動車の品質不正問題が長期化するリスクはあるものの、年明けに生じた種々の出来事による下押しは2023年度内にある程度解消し、2024年度に入ってから半導体需要が一段と回復していく中で、世界経済の回復にも支えられて、生産は持ち直しの動きを強めていくと期待される。

年度ベースでは、2023年度は前年比-1.6%と2年連続で前年比マイナスでの着地となる見通しである。しかし、2024年度は前年比+2.5%、2025年度は同+2.4%と、世界的な需要の回復に伴い、持ち直しに向かおう。

図表 14. 鉱工業生産指数の予測



(7) 商品市況・為替・物価

中東等の地政学リスク・米金融政策・中国景気刺激策などを材料に一進一退

原油相場は上値・下値とも限定された展開となっており、WTI は 70 ドル台、ブレントは 70 ドル台後半～80 ドル台前半を中心としたレンジで推移している。

2024 年に入ってから、パレスチナ情勢やウクライナ情勢を始めとした地政学リスクがしばしば原油価格の押し上げ要因として意識される場面があったが、一方で、堅調な米景気やインフレ率の高止まりを背景とした米早期利下げ観測の後退が景気減速や石油需要の鈍化を連想させて、原油価格の上値を抑えた。中国景気の停滞懸念も下押し材料だった。

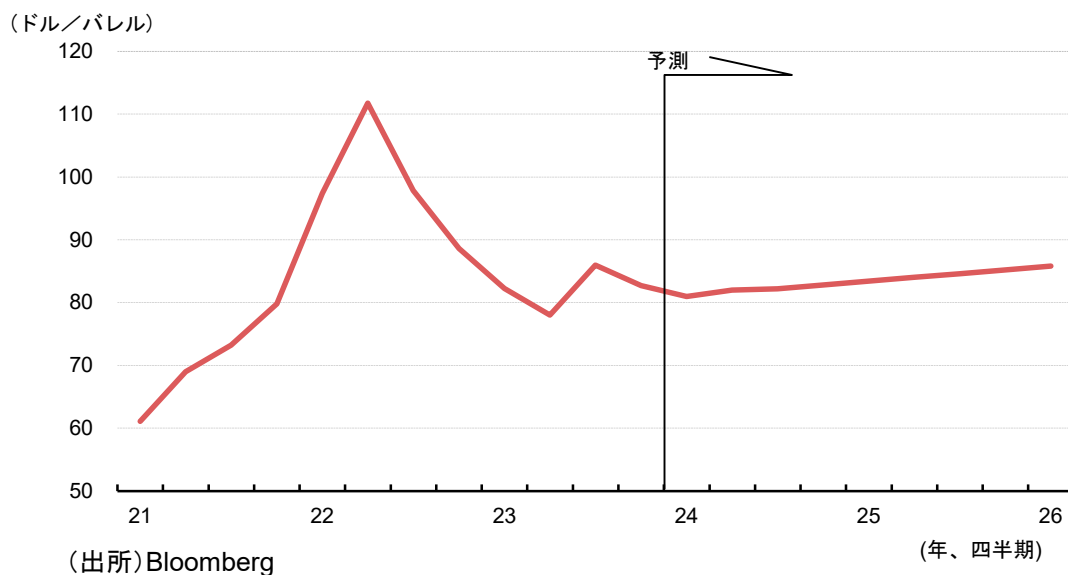
2 月前半には、イスラエルがガザ地区南部のラファへの本格侵攻の姿勢を示したことなどから地政学リスク懸念が強まり、相場水準がやや押し上げられたが、その後は横ばい圏の推移となっている。

なお、3 月 3 日に石油輸出国機構 (OPEC) と非 OPEC 産油国で構成する「OPEC プラス」が、4～6 月も日量約 220 万バレルの自主減産を延長すると発表したことを好感する場面があったが、需要鈍化への懸念もあり、翌 4 日の原油相場は利益確定売りで下落した。自主減産延長は、その前週末までに市場にはほぼ織り込まれていた模様であった。なお、ロシアは追加の供給削減幅を 4～6 月は日量 47.1 万バレルとする方針を示し、これは 1～3 月の日量 50 万バレルとほぼ変わらなかった。

5 日は、中国の第 14 期全国人民代表大会 (全人代) の第 2 回会議が開幕し、2024 年の実質経済成長率目標が 5% 前後と、2023 年と同水準に据え置かれたものの、目標達成に向けた具体的な景気刺激策が示されなかったことがやや失望と受け止められ、原油相場の下落につながった。

先行きも、地政学リスク要因や米中の景気動向を材料に一進一退が続きやすいとみられる。目先は、イスラエルとハマスの停戦交渉の行方や、米金融政策、中国当局による経済政策運営などが注目材料となるが、相場の方向性を決定づけるには至らないと思われる。原油相場は、一進一退が続き、均してみれば横ばい圏の推移が続くであろう (図表 15)。

図表 15. 原油価格の予測 (北海ブレント原油)



日米金利差縮小を材料に円安是正が進む

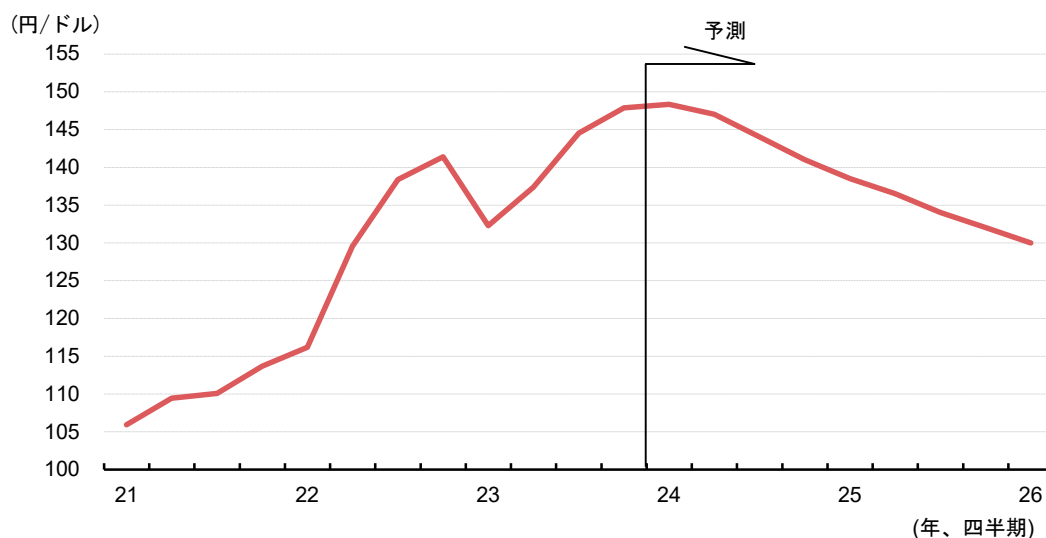
日米金利差の拡大を受けて、2022年に入って急速に円安が進み、政府・日本銀行による円買い介入が実施されたにもかかわらず、円は2022年10月に一時対米ドルで151円台まで下落した(図表16)。その後、政府・日本銀行による断続的な円買い介入が実施されたことや、2022年12月の日本銀行の金融政策決定会合で、長期金利の変動許容幅の拡大が決定されたことを受けて、急速に円安修正の動きが強まり、円は2023年1月に1ドル=127円台まで反発した。

しかし、その後も米国の長期金利の上昇が続いたため、再び円安が進み、2023年11月に1ドル=151円台まで下落した。米国で早期の利下げ観測が高まったことから、12月に円は一時140円台まで急騰する局面もあったが、2024年に入ってそうした期待感が後退したため、2月には再び150円台まで円安が進むなど、円安の流れに大きな変化は見られない。

今後も日米両国の金融政策、金利動向を巡って、為替相場が大きく変動すると予測される。米国では、物価指標などの数字次第で、今後も早期の利下げ期待の高まりと後退が繰り返される可能性があり、それが為替相場を大きく変動させよう。一方、日本では4月にもマイナス金利政策が解除される可能性が高まっているが、解除後も長期間にわたって低金利政策が維持されるのか、追加引き締めタイミングはいつかといった思惑を巡って荒っぽい動きとなることが予想される。

実際に米国が利下げに踏み切れば、ドル安・円高トレンドに転換する見込みであるが、米国金利の動向次第では、そのタイミングが後ずれする可能性がある。また、米国の利下げのペースが緩やかであれば、円の反発力にも限界があろう。

図表 16. 円/ドルレートの予測



(出所) 日本銀行

物価は高い伸びが続くも徐々に縮小へ

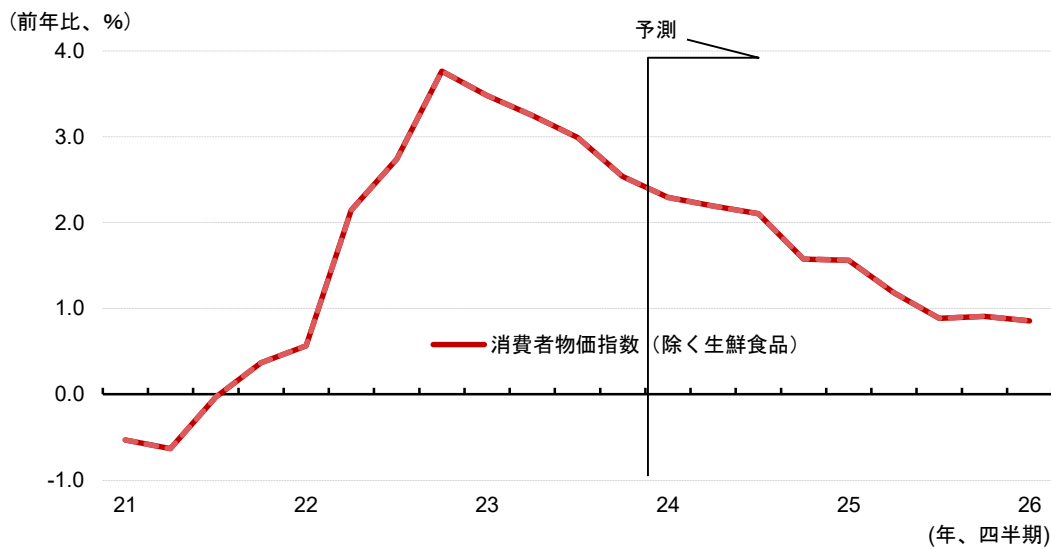
2023年10～12月期の国内企業物価は、前年比+0.6%と11四半期連続で前年比プラスとなった。飲食料品等の加工品の価格上昇が引き続き押し上げに寄与したが、電気代やガス代の下落幅が拡大したこともあり、前年比のプラス幅は前期から縮小した。

また、同期の消費者物価(生鮮食品を除く総合:コア)は、前年比+2.5%と9四半期連続で前年比プラスとなったが、企業物価と同様にプラス幅は前期から縮小した(図表17)。

今後、国内企業物価は川上の資源価格がピークアウトしていることから、2023年度中は前年比のプラス幅は縮小傾向で推移すると考えられる。しかし、2024年度に入ると、政府による物価高対策(電気代やガス代の負担緩和策、石油元売り企業への補助金)が4～6月期中に期限切れとなるため、その後はエネルギー価格の水準が切り上がることで、前年比のプラス幅は再拡大する見込みである。

一方、消費者物価(生鮮食品を除く総合:コア)については、政府による物価高対策の効果が剥落することで一時的に押し上げられるものの、輸入価格がピークアウトする中で食料品を中心とした価格転嫁の動きが一巡していくことから、前年比のプラス幅は緩やかに縮小していく見通しである。四半期ベースでは、2024年度後半には前年比で+2%を割り込む可能性が高い。年度ベースでは、2023年度に前年比+2.8%で着地した後、価格転嫁の動きが徐々に一巡する中で、2024年度には同+2.2%、2025年度には同+1.0%と、伸びは鈍化していくと見込まれる。

図表 17. 消費者物価の予測



(8) 金利

高まるマイナス金利政策解除の可能性

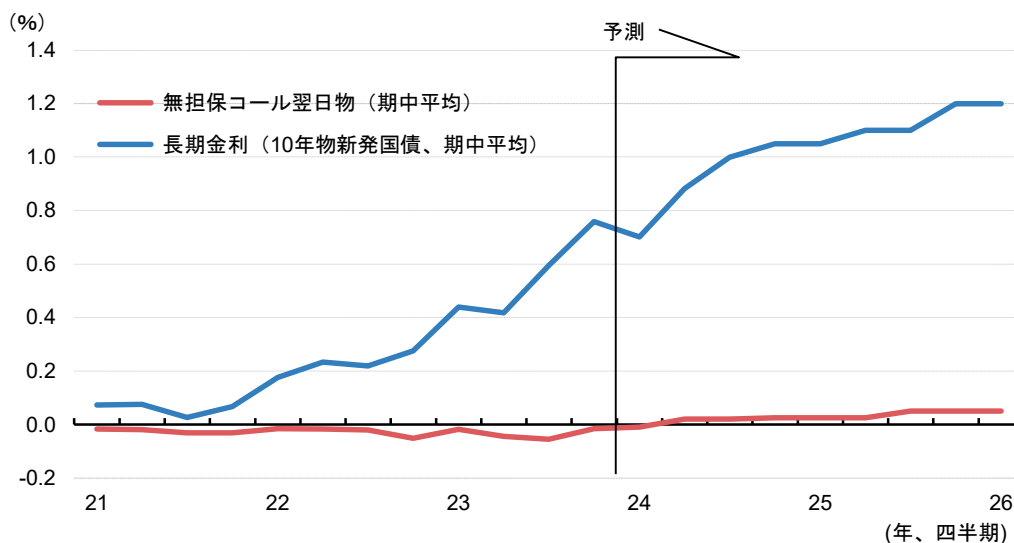
日本銀行は、2016年9月に「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を導入後、短期金利については日本銀行当座預金のうち政策金利残高に -0.1% を適用することでマイナス圏内での推移を促し、長期金利(10年物国債金利)については概ねゼロ%程度で推移するよう国債の買い入れを行うことで、イールドカーブを低位に抑制してきた。しかし、2022年になって各国が金融引き締めへ転じ、中でも積極的な金融引き締め政策によって米国の長期金利が上昇したことを受けて、日本でも長期金利の上昇圧力が高まった(図表18)。

当初、日本銀行は金利上昇を徹底的に抑え込む姿勢を強めたが、イールドカーブの歪みの発生などの問題が生じたため、2022年12月の金融政策決定会合で長期金利の変動許容幅の拡大($\pm 0.25\%$ から $\pm 0.50\%$)を実施した。さらに、植田総裁の就任後、2023年7月の決定会合で指値オペの実施レートを1%に引き上げイールドカーブコントロール(YCC)の運用を柔軟化し、10月の決定会合では1%をめどとし、1%超えを容認した。

こうした修正を受けて長期金利は2023年11月に一時 0.97% まで上昇した。その後、 0.5% 台まで低下する局面もあったが、春闘で高い賃上げ率が達成され、早期にマイナス金利政策が解除されるとの思惑が高まったことや、米国金利の上昇を受け、2024年に入って長期金利は再び 0.7% 台まで上昇している。

金融政策の修正に向けて日本銀行が地均しを進めてきた結果、マイナス金利政策の解除はすでに金融市場に織り込まれており、実際に解除に踏み切ったとしても金融市場や実体経済への影響は軽微にとどまると見込まれる。こうした中で、日本銀行は、春闘の結果を確認したうえで、4月の金融政策決定会合においてマイナス金利政策を解除するものと予想される。また、その際にはゼロ金利政策が再導入され、同時にイールドカーブコントロールも撤廃されるであろう。また、ゼロ金利政策に復帰後は、フォワードガイダンスなどの手法を使って追加の短期金利の引き上げを当分の間見送る姿勢を強調することで、長期金利の上昇を最小限にとどめる姿勢を強めると思われる。

図表 18. 長短金利の予測



(出所)日本銀行、日本経済新聞

図表 19. 日本経済予測総括表①

【GDP需要項目】

	予測								上段は前期比%、下段は前年同期比%			
	2022年度		2023年度		2024年度		2025年度		2022年度	2023年度	2024年度	2025年度
	上期	下期	上期	下期	上期	下期	上期	下期	(実績)	(予測)	(予測)	(予測)
名目GDP	0.6 1.2	2.7 3.4	3.7 6.5	0.6 4.3	1.7 2.4	1.5 3.1	1.3 2.8	1.0 2.3	2.3	5.3	2.8	2.5
実質GDP	0.7 1.5	0.8 1.6	1.1 2.0	-0.7 0.4	0.5 -0.1	1.0 1.4	0.8 1.9	0.8 1.6	1.5	1.2	0.7	1.7
内需寄与度(注1)	1.1	0.9	-0.4	-0.6	0.8	0.9	0.6	0.6	2.0	-0.3	1.0	1.4
個人消費	1.4 3.3	0.6 2.0	-0.5 0.0	-0.5 -0.9	0.5 0.0	0.5 1.0	0.4 0.9	0.4 0.9	2.7	-0.5	0.5	0.9
住宅投資	-3.0 -4.8	1.0 -2.0	1.6 2.6	-1.0 0.6	0.8 -0.2	0.3 1.1	-0.1 0.1	-0.2 -0.3	-3.4	1.6	0.5	-0.1
設備投資	3.3 2.7	0.7 4.1	-0.5 0.1	1.2 0.7	1.0 2.5	2.5 3.3	1.8 4.3	1.5 3.3	3.4	0.4	2.9	3.8
民間在庫(注1)	-0.1	0.1	-0.2	-0.5	0.2	0.1	0.0	0.0	0.1	-0.3	0.0	0.1
政府支出	0.0 -1.2	1.1 1.1	0.4 1.4	-0.2 0.3	0.4 0.3	0.2 0.7	0.2 0.5	0.2 0.4	-0.1	0.9	0.5	0.5
政府最終消費	1.0 1.0	0.8 1.8	0.1 0.9	0.1 0.2	0.4 0.5	0.3 0.7	0.2 0.5	0.3 0.5	1.4	0.5	0.6	0.5
公共投資	-3.9 -10.2	1.6 -2.6	2.7 4.4	-1.3 1.2	0.6 -0.6	0.2 0.7	0.2 0.4	0.1 0.3	-6.1	2.6	0.1	0.3
外需寄与度(注1)	-0.4	-0.0	1.5	-0.0	-0.3	0.1	0.2	0.2	-0.5	1.5	-0.3	0.4
輸出	4.1 4.6	0.7 4.8	2.4 3.3	1.7 4.0	1.9 3.7	2.8 4.7	2.7 5.7	2.8 5.6	4.7	3.7	4.2	5.6
輸入	6.1 6.9	0.7 6.9	-3.9 -3.3	1.7 -2.1	3.3 4.9	2.1 5.5	1.9 4.0	1.9 3.8	6.9	-2.7	5.2	3.9
GDPデフレーター(注2)	-0.3	1.8	4.4	3.8	2.5	1.7	0.9	0.7	0.8	4.1	2.1	0.8

(注1) 民間在庫、内需寄与度、外需寄与度は前期比寄与度

(注2) GDP デフレーターは前年比

【海外経済・金融・商品市況】

	予測								上段は前期比%、下段は前年同期比%			
	2022年度		2023年度		2024年度		2025年度		2022年度	2023年度	2024年度	2025年度
	上期	下期	上期	下期	上期	下期	上期	下期	(実績)	(予測)	(予測)	(予測)
米国実質GDP (前期比年率%、暦年)	0.5	1.8	2.3	3.7	1.6	1.1	1.4	2.0	1.9	2.5	2.0	1.5
ユーロ圏実質GDP (前期比年率%、暦年)	2.6	1.8	0.2	-0.0	-0.1	1.1	1.2	1.2	3.5	0.5	0.2	1.2
中国実質GDP(前年比、暦年)	2.5	3.4	5.5	5.1	4.2	4.4	4.3	4.5	3.0	5.2	4.3	4.4
ドル円相場(円/ドル)	134.0	136.8	140.9	148.1	145.5	139.8	135.3	131.0	135.4	144.5	142.6	133.1
無担保コール翌日物(%)	-0.019	-0.035	-0.049	-0.012	0.020	0.025	0.038	0.050	-0.027	-0.031	0.023	0.044
TIBOR3ヶ月	-0.025	-0.009	-0.005	0.024	0.050	0.088	0.150	0.150	-0.017	0.009	0.069	0.150
長期金利(新発10年国債)	0.23	0.36	0.51	0.73	0.94	1.05	1.10	1.20	0.29	0.62	1.00	1.15
原油価格(WTI、ドル/バレル)	100.0	79.4	78.0	77.2	78.1	79.1	80.3	81.5	89.7	77.6	78.6	80.9
原油価格(北海ブレント、ドル/バレル)	104.8	85.4	82.0	81.8	82.1	83.1	84.3	85.5	95.1	81.9	82.6	84.9

図表 20. 日本経済予測総括表②

【外需(輸出入)】

	2022年度		2023年度		2024年度		2025年度		2022年度 (実績)	2023年度 (予測)	2024年度 (予測)	2025年度 (予測)
	上期	下期	上期	下期	上期	下期	上期	下期				
輸出額(円ベース、前年比)	19.5	11.8	1.4	5.8	8.2	4.2	1.8	2.1	15.5	3.6	6.2	2.0
数量(前年比)	-0.3	-4.2	-3.3	-0.6	0.9	3.5	3.3	3.2	-2.3	-2.0	2.2	3.3
数量(前期比)	-0.1	-4.1	0.9	-1.0	2.0	1.7	1.6	1.7				
輸入額(円ベース、前年比)	44.5	22.3	-12.7	-7.3	2.7	2.6	-0.7	-0.1	32.5	-10.0	2.7	-0.4
数量(前年比)	0.2	-3.9	-5.9	-3.0	0.7	3.4	1.7	1.5	-1.9	-4.5	2.1	1.6
数量(前期比)	0.0	-3.8	-1.6	-1.7	2.5	1.0	0.7	0.7				
輸出超過額(兆円)	-11.1	-10.9	-2.7	-3.6	-0.0	-2.9	1.3	-1.6	-22.0	-6.4	-2.9	-0.3
経常収支(兆円)(注)	3.7	4.6	12.3	12.5	12.2	12.4	12.8	13.3	8.3	23.8	23.1	24.3
貿易収支(兆円)	-9.3	-8.9	-1.6	-2.0	-1.4	-0.8	-0.2	0.6	-18.0	-3.8	-2.7	-0.1
サービス収支(兆円)	-3.1	-2.4	-1.9	-0.9	-1.9	-2.0	-2.1	-2.2	-5.4	-3.0	-4.3	-4.7
第一次所得収支(兆円)	17.2	17.7	17.9	17.2	17.5	17.2	17.0	16.9	34.7	34.5	34.1	33.2

(注) 経常収支、貿易収支、サービス収支、第一次所得収支の半期値は季節調整値

【企業】

	2022年度		2023年度		2024年度		2025年度		2022年度 (実績)	2023年度 (予測)	2024年度 (予測)	2025年度 (予測)
	上期	下期	上期	下期	上期	下期	上期	下期				
鉱工業生産 (上段は前期比%、下段は前年比%)	0.5	-1.0	-0.2	-1.8	2.4	1.8	1.0	0.9	-0.3	-1.6	2.5	2.4
在庫指数 (上段は前期比%、下段は前年比%、期末値)	2.0	0.4	-0.2	-1.6	0.3	-0.3	0.2	0.2	2.3	-1.9	0.0	0.4
売上高(法人企業統計、前年比%)	7.7	5.6	5.4	3.5	2.5	2.7	1.8	1.4	6.6	4.4	2.6	1.6
経常利益(法人企業統計、前年比%)	17.9	0.8	15.1	9.3	2.7	12.3	8.7	6.8	8.8	12.3	7.3	7.8

【所得・雇用】

	2022年度		2023年度		2024年度		2025年度		2022年度 (実績)	2023年度 (予測)	2024年度 (予測)	2025年度 (予測)
	上期	下期	上期	下期	上期	下期	上期	下期				
一人当たり賃金(注1)	1.7	2.1	1.4	1.1	1.3	1.6	1.5	1.2	1.9	1.3	1.5	1.3
所定内給与	1.2	1.0	1.2	1.3	1.4	1.5	1.5	1.2	1.1	1.2	1.4	1.4
所定外給与	5.1	3.1	0.3	0.3	0.7	0.8	0.7	0.6	4.1	0.3	0.7	0.7
実質賃金指数(注1)	-1.4	-2.3	-2.3	-2.2	-1.6	-0.5	0.1	0.2	-1.9	-2.2	-1.0	0.2
春闘賃上げ率(注2)									2.20	3.60	3.80	3.20
雇用者数	0.6	0.5	0.6	0.8	0.4	0.4	0.3	0.3	0.6	0.7	0.4	0.3
雇用者報酬(注3)	2.1	2.6	2.1	1.6	1.9	2.1	1.8	1.6	2.4	1.8	2.0	1.7
完全失業率(季調値%)	2.6	2.6	2.6	2.5	2.4	2.3	2.2	2.2	2.6	2.5	2.4	2.2

(注1) 「毎月勤労統計」(本系列)ベースで、対象は事業所規模5人以上

(注2) 春闘賃上げ率は厚生労働省「民間主要企業春季賃上げ要求・妥結状況について」ベース

(注3) GDP ベースで名目値

【物価】

	2022年度		2023年度		2024年度		2025年度		2022年度 (実績)	2023年度 (予測)	2024年度 (予測)	2025年度 (予測)
	上期	下期	上期	下期	上期	下期	上期	下期				
国内企業物価	9.8	9.1	4.0	0.6	3.2	2.9	0.2	-0.1	9.5	2.2	3.1	0.1
消費者物価	2.6	3.8	3.3	2.7	2.5	1.8	1.1	0.9	3.2	3.0	2.1	1.0
生鮮食品を除く総合	2.4	3.6	3.1	2.5	2.5	1.9	1.1	0.9	3.0	2.8	2.2	1.0
生鮮食品及びエネルギーを除く総合	1.2	3.1	4.2	3.5	2.1	1.3	1.1	1.0	2.2	3.9	1.7	1.1

図表 21. 日本経済予測総括表③

【新設住宅着工】

	予測 →											
	2022年度		2023年度		2024年度		2025年度		2022年度	2023年度	2024年度	2025年度
	上期	下期	上期	下期	上期	下期	上期	下期	(実績)	(予測)	(予測)	(予測)
新設住宅着工戸数	86.1	85.9	80.9	80.4	80.9	80.8	80.5	80.2	86.1	80.6	80.8	80.2
	-0.6	-0.5	-6.2	-6.4	0.0	0.5	-0.8	-0.9	-0.6	-6.3	0.2	-0.8
持家	25.4	24.1	22.8	20.8	21.1	21.1	21.1	21.0	24.8	21.8	21.1	21.0
	-10.9	-12.8	-10.2	-14.3	-6.8	1.4	-0.5	-1.0	-11.8	-12.1	-3.1	-0.7
貸家	34.3	35.2	34.3	34.1	34.6	34.4	34.1	33.8	34.7	34.2	34.5	33.9
	4.4	5.7	-0.4	-3.0	1.0	1.0	-1.6	-1.7	5.0	-1.7	1.0	-1.6
分譲	25.9	26.0	23.4	24.9	24.6	24.7	24.8	24.8	26.0	24.1	24.7	24.7
	4.8	4.2	-10.0	-3.9	5.3	-0.9	0.1	0.3	4.5	-7.0	2.1	0.2

(注) 上段が季節調整済年率換算値、下段が原数値の前年同期比

図表 22. 日本経済予測総括表(四半期ベース)①

【GDP需要項目】

		2022年度				2023年度				2024年度				2025年度			
		4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3
名目GDP	前期比	0.9	-0.5	1.8	2.2	2.6	-0.0	0.5	0.1	1.0	1.2	0.4	0.9	0.5	0.6	0.3	0.8
	前期比年率	3.7	-1.8	7.6	9.1	10.7	-0.1	2.1	0.6	4.1	5.0	1.8	3.8	2.0	2.6	1.1	3.2
	前年比	1.1	1.2	2.0	4.9	6.1	6.9	5.1	3.4	1.8	3.1	2.6	3.7	3.0	2.5	2.3	2.3
実質GDP	前期比	1.2	-0.2	0.4	1.0	1.0	-0.8	0.1	-0.7	0.5	0.6	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
	前期比年率	4.8	-0.7	1.8	4.0	4.2	-3.2	0.4	-2.8	2.0	2.5	2.1	1.7	1.6	1.6	1.6	1.4
	前年比	1.5	1.5	0.5	2.6	2.3	1.6	1.2	-0.3	-0.8	0.6	0.7	2.2	1.9	1.8	1.6	1.6
内需寄与度(注1)		1.0	0.4	0.0	1.4	-0.7	-0.8	-0.1	-0.3	0.7	0.6	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
個人消費		2.0	0.0	0.2	0.8	-0.7	-0.3	-0.3	-0.2	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
住宅投資		2.8	3.9	1.0	3.1	0.2	-0.2	-0.5	-1.4	-0.3	0.3	0.8	1.3	1.0	0.9	0.9	0.9
設備投資		-2.5	0.4	0.7	0.3	1.8	-0.6	-1.0	0.6	0.3	0.4	0.1	0.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
民間在庫(注1)		-5.5	-4.2	-2.8	-1.3	3.2	2.1	0.4	0.7	-0.7	0.3	1.4	0.8	0.4	-0.1	-0.3	-0.4
政府支出		2.2	2.0	-1.3	2.0	-1.4	-0.1	2.0	-1.5	1.0	1.5	1.2	1.0	0.9	0.8	0.7	0.7
政府最終消費		1.1	4.2	2.9	5.1	1.4	-1.0	2.5	-0.9	1.4	3.6	1.5	4.9	4.7	3.9	3.4	3.2
公共投資		-0.3	-0.0	-0.1	0.5	-0.1	-0.5	-0.1	-0.1	0.2	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
輸出		0.1	0.1	0.9	0.4	0.2	0.0	-0.3	0.2	0.3	0.2	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	0.2
輸入		-0.9	-1.5	0.6	1.5	1.4	1.5	0.4	0.2	0.2	0.3	0.7	0.7	0.5	0.4	0.4	0.4
政府最終消費		0.6	0.1	0.7	0.1	-0.1	0.3	-0.2	0.2	0.2	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	0.2
公共投資		1.6	0.4	2.1	1.6	0.8	1.0	0.1	0.2	0.6	0.4	0.7	0.6	0.5	0.4	0.5	0.5
公共投資		-2.1	1.1	0.1	2.0	2.2	-1.0	-0.8	-0.1	0.5	0.2	0.0	0.1	0.1	0.0	0.1	0.0
GDPデフレーター(注2)		-12.3	-8.2	-5.7	0.6	5.6	3.4	2.3	0.2	-1.2	-0.0	0.6	0.8	0.5	0.3	0.3	0.2
外需寄与度(注1)		0.1	-0.6	0.4	-0.4	1.7	-0.0	0.2	-0.4	-0.2	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
輸出		2.2	2.1	1.4	-3.5	3.8	0.9	2.6	-2.7	2.6	1.4	1.4	1.3	1.3	1.5	1.4	1.2
輸入		3.1	6.1	7.5	2.0	3.7	2.9	3.5	4.6	3.4	4.0	2.6	6.8	5.6	5.7	5.6	5.6
輸入		1.4	4.8	-0.8	-1.6	-3.6	1.0	1.7	-1.0	3.2	1.2	1.0	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
GDPデフレーター(注2)		3.2	10.7	10.2	3.8	-1.6	-5.0	-2.4	-1.9	4.8	5.1	4.5	6.5	4.1	3.9	3.8	3.8
GDPデフレーター(注2)		-0.3	-0.3	1.4	2.3	3.7	5.2	3.9	3.7	2.6	2.4	1.9	1.4	1.0	0.8	0.7	0.7

(注1) 民間在庫、内需寄与度、外需寄与度は前期比寄与度

(注2) GDP デフレーターは前年比

【海外経済・金融・商品市況】

	2022年度				2023年度				2024年度				2025年度			
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3
米国実質GDP (前期比年率%)	-0.6	2.7	2.6	2.2	2.1	4.9	3.2	1.0	1.2	1.1	1.2	1.4	1.7	2.0	2.3	
ユーロ圏実質GDP (前期比年率%)	3.3	1.9	-0.0	0.2	0.5	-0.2	-0.2	-0.6	0.8	1.1	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	
中国実質GDP(前年比)	0.4	3.9	2.9	4.5	6.3	4.9	5.2	4.3	4.2	4.4	4.5	4.5	4.2	4.5	4.5	
ドル円相場(円/ドル)	129.6	138.4	141.4	132.3	137.4	144.5	147.9	148.3	147.0	144.0	141.0	138.5	136.5	134.0	132.0	130.0
無担保コール翌日物(%)	-0.017	-0.020	-0.051	-0.019	-0.044	-0.055	-0.016	-0.009	0.020	0.020	0.025	0.025	0.025	0.050	0.050	0.050
TIBOR3ヶ月(%)	-0.037	-0.012	-0.014	-0.004	-0.008	-0.003	0.013	0.035	0.050	0.050	0.075	0.100	0.150	0.150	0.150	0.150
長期金利(新発10年国債)	0.23	0.22	0.28	0.44	0.42	0.60	0.76	0.70	0.88	1.00	1.05	1.05	1.10	1.10	1.20	1.20
原油価格(WTI,ドル/バレル)	108.4	91.6	82.6	76.1	73.8	82.3	78.3	76.2	78.0	78.2	78.8	79.4	80.0	80.6	81.2	81.8
原油価格(北海プレント,ドル/バレル)	111.8	97.8	88.6	82.2	78.0	86.0	82.7	81.0	82.0	82.2	82.8	83.4	84.0	84.6	85.2	85.8

図表 23. 日本経済予測総括表(四半期ベース)②

【外需(輸出入)】

	2022年度				2023年度				2024年度				2025年度			
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3
輸出額(円ベース、前年比)	15.9	23.2	18.7	4.8	1.6	1.1	3.7	8.3	10.2	6.4	3.6	4.9	2.0	1.6	2.0	2.2
数量(前年比)	-2.6	2.1	-1.2	-7.3	-4.0	-2.6	-2.0	0.9	1.2	0.7	2.4	4.7	3.3	3.3	3.2	3.3
数量(前期比)	-1.4	0.3	-2.5	-3.7	2.0	1.5	-1.1	-1.3	2.2	1.0	0.9	0.7	0.8	0.9	0.9	0.7
輸入額(円ベース、前年比)	41.0	47.7	34.4	10.8	-8.8	-16.1	-10.5	-3.7	3.6	1.9	1.2	4.1	-0.2	-1.1	-0.2	-0.1
数量(前年比)	-0.8	1.2	-3.0	-4.8	-5.3	-6.4	-3.2	-2.9	0.6	0.8	2.1	4.8	1.8	1.6	1.5	1.5
数量(前期比)	-0.7	0.3	-2.4	-3.1	-0.2	0.4	-0.8	-2.3	3.3	0.6	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
輸出超過額(兆円)	-4.7	-6.4	-5.8	-5.2	-1.8	-0.9	-1.4	-2.2	-0.2	0.2	-0.8	-2.1	0.4	1.0	-0.1	-1.5
経常収支(兆円)(注)	2.9	0.8	2.2	2.4	5.9	6.4	6.3	6.2	6.1	6.1	6.2	6.2	6.3	6.4	6.6	6.7
貿易収支(兆円)	-3.7	-5.6	-5.2	-3.7	-1.0	-0.6	-1.3	-0.7	-0.8	-0.7	-0.5	-0.3	-0.2	-0.0	0.2	0.3
サービス収支(兆円)	-1.1	-2.0	-1.1	-1.3	-0.7	-1.2	0.1	-0.9	-0.9	-1.0	-1.0	-1.0	-1.0	-1.1	-1.1	-1.1
第一次所得収支(兆円)	8.3	8.8	9.1	8.6	8.6	9.3	8.4	8.8	8.8	8.7	8.6	8.6	8.5	8.5	8.4	8.4

(注) 経常収支、貿易収支、サービス収支、第一次所得収支は季節調整値

【企業】

	2022年度				2023年度				2024年度				2025年度			
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3
鉱工業生産 (上段は前期比%、下段は前年比%)	-1.4	3.1	-1.7	-1.8	1.4	-1.2	1.3	-4.8	4.2	1.5	0.8	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
在庫指数 (上段は前期比%、下段は前年比%、期末値)	-1.5	3.5	-0.3	0.7	1.9	-2.1	-0.7	-1.0	0.8	-0.5	-0.3	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
売上高(法人企業統計、前年比%)	7.2	8.3	6.1	5.0	5.8	5.0	4.2	2.8	2.7	2.4	2.1	3.2	2.1	1.6	1.4	1.3
経常利益(法人企業統計、前年比%)	17.6	18.3	-2.8	4.3	11.6	20.1	13.0	5.9	0.8	5.3	10.8	13.9	9.2	8.0	7.1	6.5

(注) 売上高、経常利益の予測は2023年10-12月期以降

【所得・雇用】

	2022年度				2023年度				2024年度				2025年度				前年同期比%
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	
一人当たり賃金(注1)	1.6	1.7	2.9	1.0	2.0	0.9	0.9	1.3	1.0	1.6	1.7	1.5	1.4	1.6	1.3	1.2	
所定内給与	1.1	1.3	1.3	0.7	1.2	1.2	1.2	1.3	1.2	1.6	1.5	1.5	1.4	1.6	1.2	1.2	
所定外給与	5.1	5.2	5.3	1.0	0.6	-0.1	-0.4	1.0	0.2	1.2	0.8	0.8	0.7	0.7	0.6	0.7	
実質賃金指数(注1)	-1.3	-1.6	-1.7	-3.1	-1.9	-2.8	-2.5	-1.8	-1.8	-1.3	-0.5	-0.5	-0.2	0.5	0.2	0.2	
雇用者数	0.7	0.5	0.7	0.4	0.5	0.7	0.6	0.9	0.4	0.3	0.5	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3	
雇用者報酬(注2)	2.2	2.1	3.3	1.6	2.6	1.5	1.3	2.0	1.7	2.1	2.2	2.0	1.8	1.7	1.7	1.4	
完全失業率(季調値%)	2.6	2.6	2.5	2.6	2.6	2.7	2.5	2.4	2.4	2.4	2.3	2.3	2.3	2.2	2.2	2.2	

(注1) 「毎月勤労統計」(本系列)ベースで、対象は事業所規模5人以上

(注2) GDPベースで名目値

【物価】

	2022年度				2023年度				2024年度				2025年度				前年同期比%
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	
国内企業物価	9.8	9.8	10.1	8.3	5.0	3.0	0.6	0.5	2.9	3.5	3.3	2.7	0.6	-0.2	-0.2	-0.1	
消費者物価	2.4	2.9	3.9	3.6	3.4	3.1	2.9	2.6	2.4	2.5	1.9	1.7	1.4	0.9	0.9	0.9	
生鮮食品を除く総合	2.1	2.7	3.8	3.5	3.2	3.0	2.5	2.4	2.4	2.6	2.0	1.8	1.4	0.9	0.9	0.8	
生鮮食品及びエネルギーを除く総合	0.8	1.5	2.8	3.5	4.2	4.3	3.9	3.2	2.3	1.9	1.4	1.3	1.1	1.1	1.1	1.0	

図表 24. 日本経済予測総括表(四半期ベース)③

【新設住宅着工】

	2022年度				2023年度				2024年度				2025年度			
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3
新設住宅着工戸数	85.6	86.7	85.4	86.4	81.8	80.0	80.3	80.5	81.0	80.9	80.8	80.7	80.6	80.4	80.3	80.1
	-1.3	0.0	-1.6	0.6	-4.7	-7.7	-6.3	-6.5	-0.9	1.0	0.8	0.2	-0.7	-0.8	-0.9	-0.8
持家	25.8	25.0	24.4	23.9	22.8	22.7	20.6	21.0	21.1	21.1	21.1	21.1	21.1	21.0	21.0	21.0
	-8.9	-12.8	-15.7	-8.9	-11.9	-8.6	-16.2	-12.1	-7.0	-6.6	2.4	0.2	-0.4	-0.6	-1.1	-0.9
貸家	34.0	34.5	34.9	35.4	34.7	33.8	33.8	34.3	34.7	34.6	34.4	34.3	34.2	34.0	33.9	33.7
	2.5	6.3	8.4	3.0	2.0	-2.6	-3.3	-2.8	-0.2	2.1	1.9	0.0	-1.5	-1.6	-1.7	-1.7
分譲	25.3	26.5	25.4	26.6	23.8	23.0	25.3	24.6	24.6	24.7	24.7	24.7	24.7	24.8	24.8	24.8
	2.7	7.1	1.8	6.5	-6.6	-13.5	-0.3	-7.2	3.7	7.2	-2.2	0.3	0.0	0.1	0.2	0.5

(注) 上段が季節調整済年率換算値、下段が原数値の前年同期比

< 経済見通し担当者 >

小林 真一郎	主席研究員	総括
芥田 知至	主任研究員	原油
中田 一良	主任研究員	国内経済
藤田 隼平	副主任研究員	国内経済
丸山 健太	研究員	国内経済、海外経済
細尾 忠生	主任研究員	海外経済
土田 陽介	副主任研究員	海外経済

— ご利用に際して —

- 本資料は、執筆時点で信頼できるとされる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。
- また、本資料は、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社の統一的な見解を示すものではありません。
- 本資料に基づくお客さまの決定、行為、およびその結果について、当社は一切の責任を負いません。ご利用にあたっては、お客さまご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。
- 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。著作権法の定めに従い、引用する際は、必ず出所：三菱UFJリサーチ&コンサルティングと明記してください。
- 本資料の全文または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要ですので、当社までご連絡ください。

ご利用に際してのご留意事項を最後に記載していますので、ご参照ください。

 (お問い合わせ) 担当: 丸山 03-6733-1630 E-mail: chosareport@murcj.jp