



ふくし ゆずる  
**福士 譲**

公益社団法人  
日本経済研究センター  
研究本部主任研究員

(略歴) 2000年早稲田大学政治経済学部経済学科卒、日本経済新聞社入社。大阪経済部で記者活動をスタートさせ、東京の社会部や経済金融部、科学技術部、経済解説部などに所属。その後ヴェリタス編集部次長、証券部次長を経て、21年金融・市場ユニット金融グループ次長。23年4月から現職。金融市場やマクロ経済政策の分析、経済予測に従事。

## 景気見通し (2024年春)

# わが国経済、外需停滞で成長が鈍化

— 賃上げ継続で国内消費は底堅く —

### 《要 旨》

日本経済は今後、外需の停滞を背景に成長が鈍化する見通しだ。日本経済研究センターの最新の予測では、2024年度の国内総生産 (GDP) の実質成長率は23年度見込みのプラス1.3%からプラス0.4%に低下するとみている (図表1)。ゼロ%台後半とみられる潜在成長率を下回る公算が大きい。

米国はこれまでの利上げ効果で物価上昇率が低下してきたが、实体经济も減速する。中国は不動産部門の調整が続き、成長率が下がる。こうした海外経済の伸び悩みを受けて日本の輸出は減速する。一方で、賃上げの継続によって国内消費は底堅く推移するとみている。日銀の金融政策については、長く続けてきたマイナス金利政策を24年春に解除したものの、緩和的な金融環境は継続する見通しだ。

不確実性としては海外に起因する下振れリスクが大きい。ウクライナ情勢の長期化や中東情勢の悪化などを背景に世界経済が減速感を強めるようなら、日本経済はさらに下振れる可能性がある。国際情勢には警戒が必要だ。

図表1 日本経済の見通し

		2022年度	2023年度	2024年度	2025年度
実質国内総支出（前年度比%）		1.5	1.3	0.4	1.2
寄与度 (%ポイント)	民需	2.0	▲ 0.2	0.5	0.8
	民間最終消費支出	1.5	▲ 0.1	0.4	0.4
	民間住宅投資	▲ 0.1	0.0	▲ 0.2	0.0
	民間企業設備投資	0.6	0.2	0.5	0.4
	公需	▲ 0.0	0.3	0.2	0.2
	外需	▲ 0.5	1.2	▲ 0.3	0.2
	財貨・サービスの輸出	0.9	0.8	0.3	0.5
	財貨・サービスの輸入	▲ 1.4	0.4	▲ 0.6	▲ 0.3

(出所) 2022年度は内閣府、実績値。23～25年度は日本経済研究センター予測。24年3月12日時点の予測値。▲はマイナス

図表2 海外経済の見通し

	2023年（実績）	2024年	2025年
世界計	3.1	3.0	2.6
米国	2.5	2.1	1.5
ユーロ圏	0.4	0.6	1.2
中国	5.2	4.3	4.3
韓国	1.4	1.8	1.4
台湾	1.3	4.3	2.2
ASEAN	4.3	4.5	4.6
豪州	2.0	1.6	2.2
インド	7.7	6.5	6.4
ブラジル	2.9	1.3	1.9
ロシア	3.6	2.8	1.3

(出所) 日本経済研究センター予測。暦年ベースの実質 GDP 成長率。単位%。世界計は各国・地域の成長率を日本の名目輸出ウエイト（2015年固定）で加重平均。ASEAN はインドネシア、フィリピン、マレーシア、タイ

**【本稿の構成】**

本稿は日本経済の見通しについて、日本経済研究センターの予測（3月11日に公表された23年10～12月期の GDP 2次速報を踏まえた最新予測）を解説する。まず海外経済とその影響を受ける輸出の見通しについて説明した後、内需の予測を解説する。海外経済については米欧中3カ国・地域の予測を述べる。日本経済の内需については企業収益と設備投資、賃金・物価と個人消費の動向を踏まえて予測を示す。

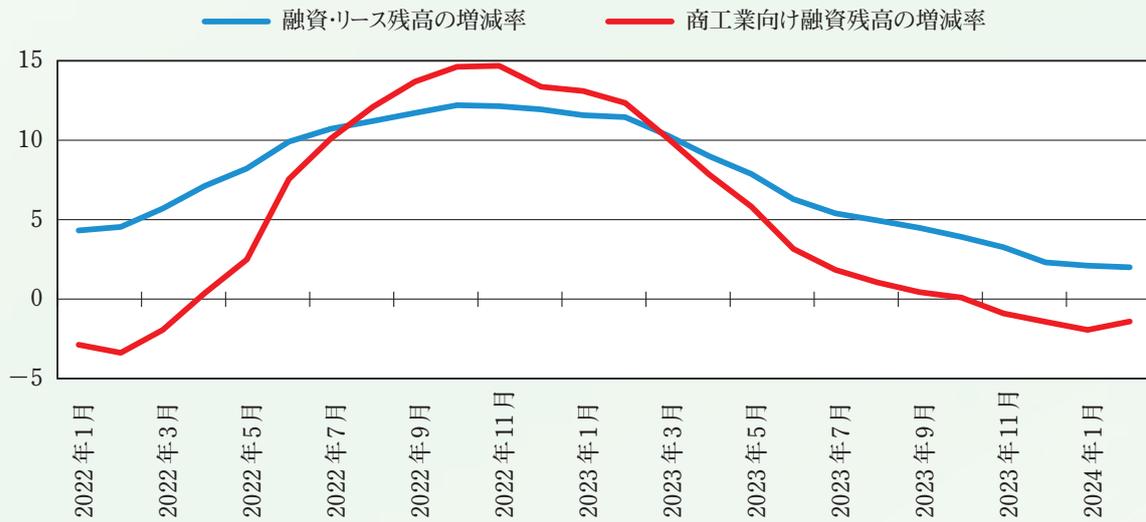
**【海外経済、米国が減速】**

日本経済研究センターの最新予測では、海外経

済は全体として伸び悩むとみている。2024年の海外の実質 GDP 成長率は、23年のプラス3.1%からプラス3.0%に低下する見込みだ（図表2）。これまでの世界各国の金融引き締めが世界経済の重荷となる。国・地域別では、米国の実質成長率が23年のプラス2.5%から24年にプラス2.1%に低下するとみられる。

米連邦準備理事会（FRB）は22年3月に利上げを開始し、政策金利は今や5%を越す。これまでの利上げによってインフレ率は沈静化に向かっている。FRBが重視するコア個人消費支出（PCE）価格指数（食品・エネルギー除く）の前年比上昇率は、24年2月に2.8%だった。FRBはインフレ

図表3 米国の融資残高



(注) FRB 資料を基に日本経済研究センター作成。季節調整前。前年同月比

目標2%に向けて、インフレ率に加え、経済・金融全体に対する引き締め効果を見極める段階に入っている。

利上げの影響で米国の銀行融資は減少している。FRBの集計によると、米国の商業銀行の融資およびリース残高は24年2月時点で前年同月比プラス2%と、直近ピークだった22年秋のプラス12%を大きく下回る(図表3)。特に商工業向け融資はマイナス1%と、4カ月連続で前年割れとなった。企業が設備投資に慎重な姿勢がみてとれる。

もちろん米国企業の設備投資は、以前に比べれば利上げ耐性が高いといわれる。工場や機械など有形資産投資から、研究開発や特許、ブランドなど無形資産投資にシフトしていることが背景にある。ある研究では、0.25%程度の利上げから2~3年後、有形資産は資本ストック対比で5%ポイント強の下振れとなる一方、無形資産は1%ポイント程度の下振れにとどまると報告されている。無形資産は融資の担保として活用されにくく、担保価値の変動の影響が小さいことなどが理由として挙げられる。

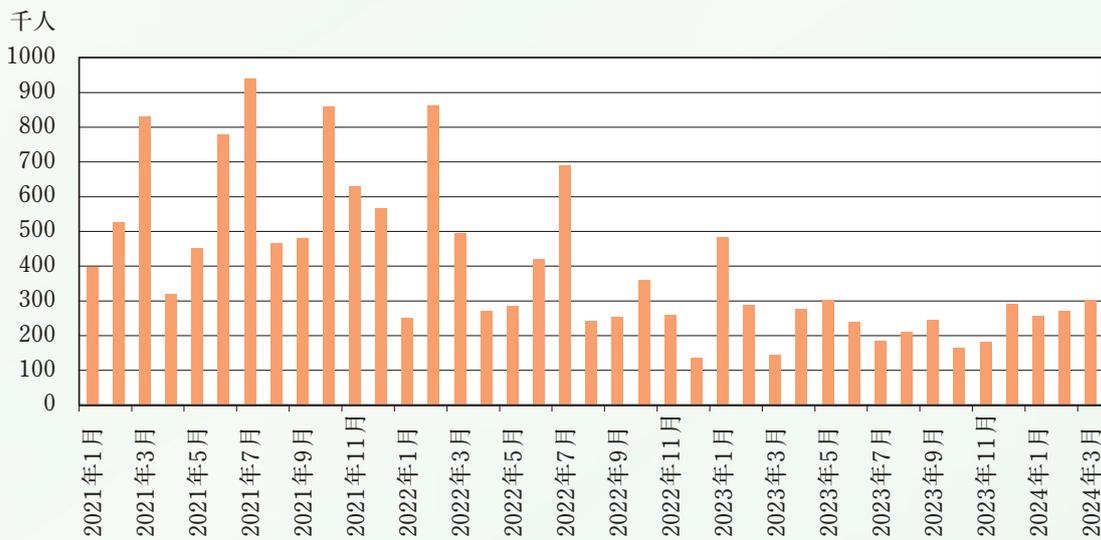
しかし、米国の利上げはこれまで、0.25%換算で20回分を超す。設備投資への影響はじりじり強まるとみられる。

住宅市場にも変調がみられる。全米不動産協会(NAR)によると、中古住宅販売件数は24年2月に年率438万戸だった。23年10月に年率385万戸まで落ち込んだ後に持ち直してきたが、21~22年(500万~600万戸台)に比べれば依然として大きく下回る水準だ。米連邦住宅貸付抵当公社(フレディマック)によれば、30年固定の住宅ローン金利は足元で6%台後半となっており、利上げ開始の2022年3月当時(3~4%台)を大幅に上回る。高金利は引き続き住宅ローン需要と住宅販売の重荷となる可能性がある。

### 【米国の雇用情勢は転換期】

個人消費も低水準で推移する見通しだ。個人消費に影響を与える雇用情勢は転換期を迎えつつある。米労働省が4月5日に発表した3月の非農業部門の雇用者増加数(前月比)は、30.3万人と市場予想(20万人程度)を上回った(図表4)。ただ、1~3月の3カ月平均の増加数は27.6万人と、1年前の23年1~3月平均(30.5万人)を下回っている。一方、3月の失業率は3.8%と前月の3.9%を下回った。低水準が続いているが、労働参加率は新型コロナウイルス禍以前のトレンドに戻りつつあり、今後失業率には上昇圧力が強まる可能性

図表4 米国の雇用者増加数



(注) 米労働省資料を基に日本経済研究センター作成。季節調整値。前月比

がある。

日本経済研究センターの予測では、FRBは24年春以降に利下げに転じるとみている。ただ、利下げペースは緩やかとなる公算が大きく、米国の実質成長率は今後低下していく可能性が高い。

### 【ユーロ圏経済、ドイツの不振続く】

ユーロ圏は低成長が続く見通しだ。日本経済研究センターは、ユーロ圏消費者物価指数（HICP）の前年比上昇率が24年前半に2%程度に低下すると予測している。欧州中央銀行（ECB）は24年半ば以降には利下げに転じるものの、それまで政策金利を高止まりさせる影響で経済成長は低水準にとどまる。実質GDP成長率は23年のプラス0.4%から24年にプラス0.6%になると予測している。

最大の経済規模を誇るドイツ経済が弱く、23年10～12月期のドイツの実質成長率はマイナス成長となっている。利上げとインフレを背景に個人消費が冷え込み、企業の設備投資意欲も弱い。ドイツ商工会議所連合会の24年初頭景況感調査によれば、今後の投資意向について「増やしたい」と回答した企業の割合は24%、「減らしたい」が33%だった。投資意向DI（「増やしたい」の割合から「減らしたい」を引いた値）はマイナス9となり、

前回の秋季景況感調査（マイナス7）からマイナス幅を広げた（図表5）。ドイツ経済の弱さがユーロ圏全体の先行き不透明感を強めている。

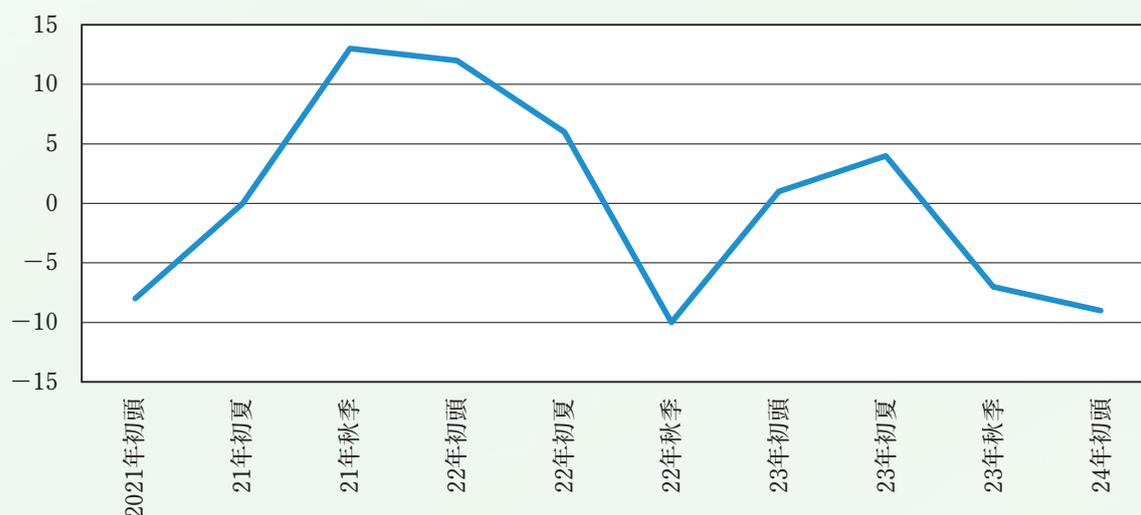
### 【中国経済、不動産部門の調整響く】

中国経済は不動産部門の調整が響く。日本経済研究センターの予測では中国の実質GDP成長率は23年のプラス5.2%から、24年にプラス4.3%に減速すると見込んでいる。

中国国家統計局によれば、1～2月の不動産開発投資は前年同期比9.0%減となり、23年（通年で前年比9.6%減）に続き、大幅なマイナスに陥っている（図表6）。住宅市場の落ち込みが大きく、1～2月の新築住宅建設面積は前年同期比で約3割減った。中国政府は住宅取得促進策も講じているが、回復軌道に戻るには時間がかかるとみられる。

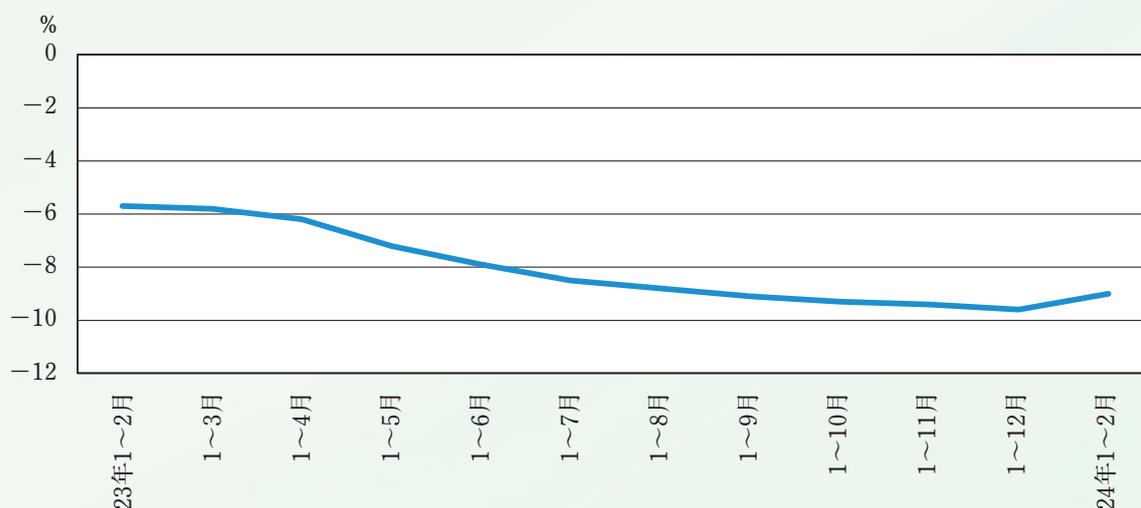
中国では個人消費も低調だ。物価には下落圧力が強まっており、2月の消費者物価指数（CPI）の前年同月比上昇率はプラス0.7%だった。23年9月（0.0%）以来5カ月ぶりにマイナスから脱したが、春節（旧正月）休暇の消費拡大が影響している。春節休暇は23年には1月だった。24年は2月中旬だったため、2月の前年同月比の上昇率が上振れした。1～2月平均では前年同期比で同

図表5 ドイツ企業の投資意向DI



(注) ドイツ商工会議所連合会資料を基に日本経済研究センター作成。DIは今後の投資について「増やしたい」と回答した割合から「減らしたい」の割合を引いた値

図表6 中国の不動産開発投資



(注) 中国国家統計局資料を基に日本経済研究センター作成。前年比増減率

じだった。物価動向には引き続き警戒が必要だ。

### 【日本経済、外需寄与度がマイナスに】

日本経済の見通しについては、実質GDP成長率は23年度のプラス1.3%から、24年度にプラス0.4%になり、極めて緩やかな成長にとどまるとみている。米中経済の減速を受けて外需の寄与が低下する。外需寄与度は23年度のプラス1.2%ポイントから、24年度にはマイナス0.3%ポイントとマイナス寄与に転じる。

財(モノ)・サービスの実質輸出の伸びは23年

度のプラス4.0%から24年度にプラス1.5%に低下する。インバウンド(訪日外国人客)の観光需要拡大でサービス輸出は増加基調が続くものの、財の輸出が振るわないことが主因だ。

金融市場の動向も注意点だ。日本銀行は3月19日、短期金利のマイナス金利政策(日銀当座預金残高の一部にマイナス0.1%の付利)の解除を決めた。翌営業日の21日から、当預残高の付利を超過準備に対してプラス0.1%としたほか、政策金利を無担保コール翌日物金利に変更してその誘導目標を0~0.1%程度とした。24年の春季労使交渉

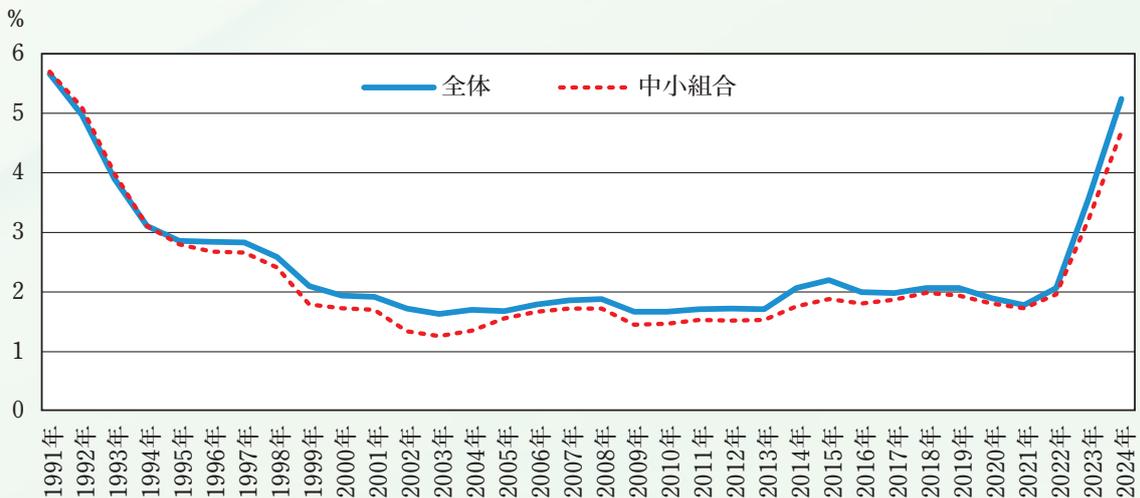
で、日本労働組合総連合会（連合）が3月15日に発表した第1回回答集計の賃上げ率は5.28%となり、1991年（最終集計5.66%）以来33年ぶりに5%台に乗せた（図表7）。日銀はこの高い賃上げ率を確認した後に利上げに踏み切った。

金融市場では無担保コール翌日物金利が19日のマイナス0.001%から、直近4月4日時点では0.077%に上昇しており、10年物国債利回りは3月19日の0.725%から4月5日には0.770%で推移している。とはいえ、日銀は今後も「当面、緩和的な金融環境が継続する」としており、為替市場では円安傾向が続いている。

こうしたなか、今後は米欧で利下げが予想されている。内外金利差の縮小で為替相場が円高・ドル安に振れる可能性がある。海外経済の減速だけでなく、為替の円高が輸出に逆風となることも想定される。

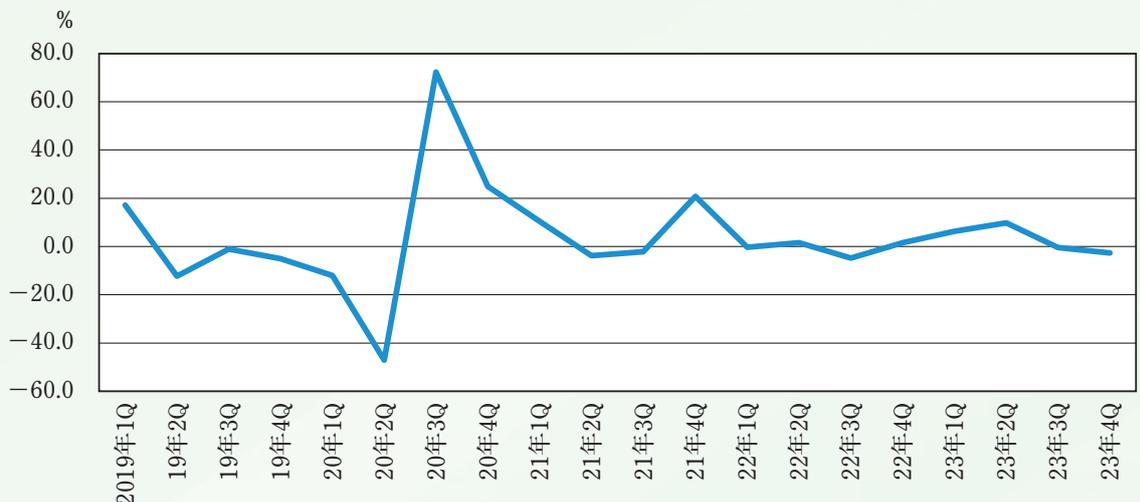
外需の低迷は企業収益の重荷となる。財務省の法人企業統計によると、直近23年10~12月期の全産業（金融・保険業除く）の経常利益は前年同期比13.0%増の25兆2,754億円だった。10~12月期としては過去最高を記録したが、前期比増減率（季節調整済み）は2.6%減と、2四半期連続で減少した（図表8）。資材価格の上昇に対して価格転

図表7 賃上げ率の推移



(注) 連合資料を基に日本経済研究センター作成。1991~2023年は各年6月末時点。24年は4月4日公表の第3回回答集計

図表8 日本企業の経常利益



(注) 財務省法人企業統計を基に日本経済研究センター作成。金融・保険業を除く

嫁が進む一方、人件費の増加などが収益に重くのしかかる。今後、海外経済が減速感を強めていくと、輸出企業を中心に収益の増加ペースはさらに鈍化する可能性がある。

一方、企業の設備投資は引き続き底堅く推移するとみている。法人企業統計における10～12月期の設備投資は前年同期比16.4%増の14兆4,823億円と、10～12月期として過去最高を更新した。前期比増減率（季節調整済み）も10.4%増と大幅に増えた（図表9）。人材不足に対応する省力化投資や、半導体関連などの生産体制強化のための投資が目立った。今後も省力化投資や能力増強投資は進むとみられる。

### 【国内物価高、沈静化】

個人消費については底堅く推移する見通しだ。すでに述べたように、賃上げ率の上昇は確実にとなり、国内の物価高も沈静化してきている。総務省が算出するコア消費者物価指数（CPI、生鮮食品除く）の上昇率は23年1月の4.2%をピークに低下傾向をたどり、24年2月には2.8%まで下がった（図表10）。政府の電気代・ガス代補助が予定通り24年5月使用分で終了すれば、その後は、CPIは一時的に上昇圧力を強めるものの、25年度

には2%未満に低下する見通しだ。物価高の影響は今後徐々に薄らぎ、実質賃金は改善に向かうとみられる。

政府の経済対策も個人消費を支える。上記のように政府の電気代・ガス代補助は5月使用分で終了するが、6月をめどに所得税減税が実施される。1人につき所得税3万円と住民税1万円の計4万円の減税となる。また、住民税非課税世帯には1人あたり7万円の給付金が決まっており、すでに順次支給が始まっている。

防衛費増額も成長に寄与する。政府は27年度までの5年間で防衛費の総額を43兆円にする方針を打ち出している。年平均8.6兆円で、年間の名目GDP（23年度見込みは約594兆円）の1.4%程度に相当する。防衛費は政府最終消費支出と公的固定資本形成の両方に計上され、経済を支える。

こうした賃上げや政府の財政支出によって内需は伸びを高め、実質GDP成長率見通しに対する内需寄与度は23年度の0.1%ポイントから、24年度には0.7%ポイントに上昇していくとみている。

### 【リスクは海外、ウクライナ・中東など警戒】

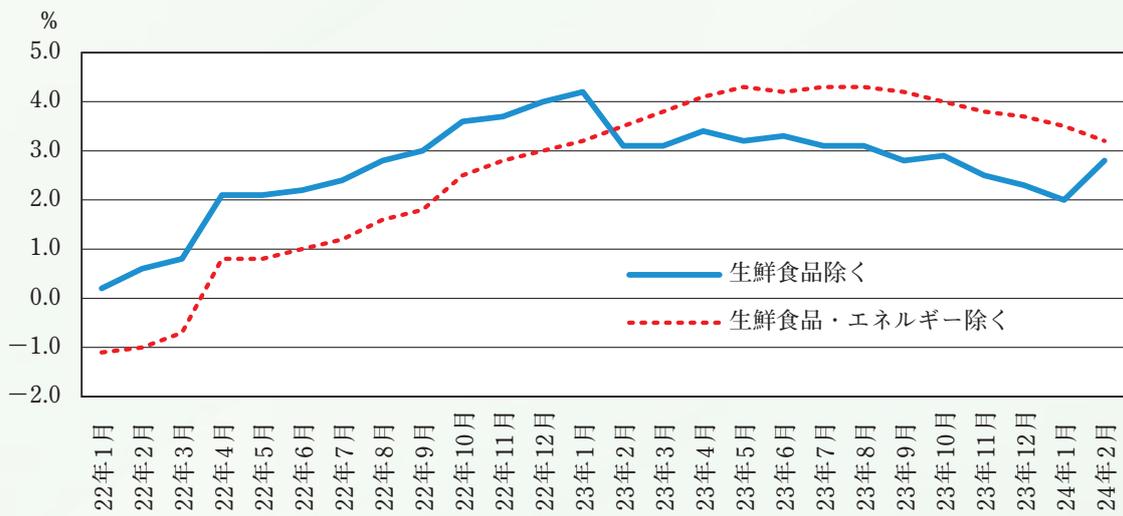
以上のように、日本経済は内需が底堅く推移するものの、外需が停滞するため、成長が鈍化する

図表9 日本企業の設備投資



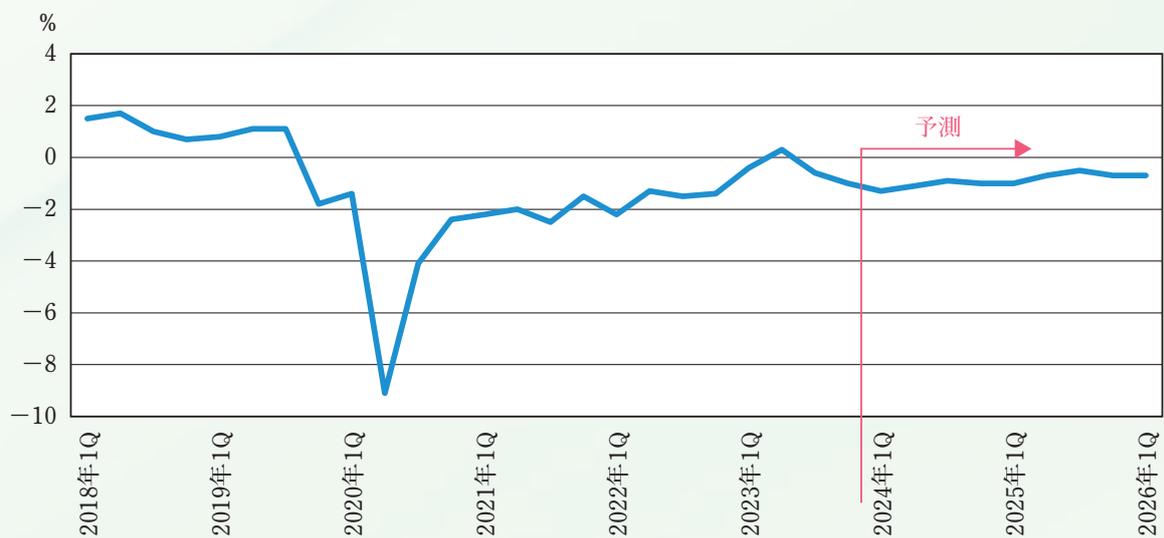
（注）財務省法人企業統計を基に日本経済研究センター作成。金融・保険業を除く

図表10 日本の消費者物価指数



(注) 総務省資料を基に日本経済研究センター作成。前年比変化率

図表11 GDP ギャップ



(注) 内閣府資料を基に日本経済研究センター作成

見通した。日本経済研究センターの予測では日本経済の需給ギャップ（GDP ギャップ）は25年度後半までマイナスが続く見通しだ（図表11）。これは供給に比べて需要が不足することを意味し、物価の重荷となる。先述のように、コアCPI上昇率は25年度に、日銀が目標とする2%を下回る。再びデフレ状態に戻る可能性がないとは言い切れない。

経済の下振れリスクとしては、ロシアによるウクライナ侵攻の長期化や、イスラエルとイスラム組織ハマスの衝突に端を発する中東情勢の悪化、あるいは東アジア情勢の悪化が挙げられる。ほかに日米欧の金融当局が金融政策変更のタイミング

を誤ることなども下方リスクだ。国際政治情勢や金融市場の動向には引き続き警戒が必要だ。

なお、1月1日に最大震度7を観測した能登半島地震の影響については、災害廃棄物処理などの政府支出を23～24年度の予測値に織り込んでいるが、年度ベースのGDPの予測値に大きな影響を及ぼすには至っていない。ただし、復旧・復興の状況次第では生産や消費への影響も変わってくる可能性があり、今後の動向を注視する必要がある。

(※本稿は2024年4月5日時点で入手可能な情報に基づいて執筆しています)