

2024・2025年度 日本経済の見通し（改訂）

～ 今春の好調な賃上げを受けて持ち直し基調を維持するだろう ～

富国生命保険相互会社（社長 米山 好映）は、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】

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

○ 1～3月期は輸出の大幅減に加えて消費も振るわず、2四半期振りのマイナス成長

2024年1～3月期の実質GDP成長率は、前期比▲0.5%（年率▲2.0%）と2四半期ぶりのマイナス成長となった。一部の自動車工場の稼働停止などにより、個人消費、輸出、設備投資が想定以上に減少し、1～3月期の成長率は当社の前回予測を下回った。しかし、4～6月期以降は、当該工場の再稼働による自動車生産の回復が見込まれる。また、前回想定を上回る5%程度での着地が見込まれる今春の主要企業における賃上げ率は、個人消費への追い風となる。このため、2024年度の成長見通しを上方修正した。

○ 日本経済は緩やかな持ち直し基調を維持するだろう

米国におけるインフレ率の低下ペースは前回の想定よりも鈍く、FRB（連邦準備制度理事会）による利下げの開始は7～9月期への後ずれを見込むものの、その背景には堅調な雇用・所得環境があり、米国経済は今後も底堅く推移すると考えている。

日本経済は、個人消費が今春の好調な賃上げを受けて上向いていくことで、緩やかな持ち直し基調を維持するだろう。円安の進行などによる物価高が実質購買力と消費マインドに悪影響を及ぼしていることは懸念材料であるものの、コロナ禍で積みあがった超過貯蓄に加え、6月からの所得税・住民税の定額減税なども家計支出を支えるだろう。輸出はインバウンドが含まれるサービス輸出が堅調に推移するなか、一部の自動車工場の再稼働などを受けて財輸出も持ち直していくため、緩やかに増加するだろう。設備投資は省力化や脱炭素化のための投資など、企業の投資意欲は強いものの、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。

○ 米国のインフレ率などが見通しの変動要因

米国のインフレ率の先行きについては、賃金や家賃の上昇率の鈍化ペースに加えて、中東・ウクライナ情勢などによる資源・食料価格への影響も変動要因となるだろう。そのインフレ率の帰趨は米国の金融政策決定と為替の変動を通じて、日本の物価と経済にも大きな影響を及ぼす可能性がある。

○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. 2024・2025年度 経済見通し

	2023 年度 実績	2024年度予測		2025年度予測	
			前回 2024年2月 時点		前回 2024年2月 時点
名目国内総生産（兆円）	597.1 5.3	616.8 3.3	610.6 2.4	638.7 3.6	628.4 2.9
実質国内総生産（兆円）	558.8 1.2	562.4 0.7	562.3 0.5	566.7 0.8	567.0 0.8
内 需	▲ 0.2	0.6	0.4	0.6	0.7
民間 需要	▲ 0.5	0.4	0.3	0.5	0.6
民間最終消費	▲ 0.6	0.4	0.2	0.6	0.8
民間住宅投資	0.6	▲ 2.3	▲ 1.9	▲ 0.7	▲ 0.8
民間設備投資	0.4	1.5	1.2	1.4	1.5
公的 需要	0.3	0.1	0.1	0.1	0.1
政府最終消費	0.5	0.3	0.3	0.3	0.3
公的固定資本形成	4.1	1.5	0.3	0.5	0.5
財貨・サービスの純輸出	1.5	0.1	0.1	0.1	0.2
財貨・サービスの輸出	3.0	2.7	3.2	2.8	3.7
財貨・サービスの輸入	▲ 3.3	2.3	2.6	2.2	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	▲ 2.0	1.1	2.4	1.6	1.6
国内企業物価指数	2.3	1.6	0.8	0.4	1.0
消費者物価指数	3.0	2.9	2.5	2.1	2.2
消費者物価（除く生鮮）	2.8	2.8	2.6	2.2	2.1
貿易収支（兆円）	▲ 3.6	▲ 1.1	▲ 4.5	5.8	▲ 1.5
経常収支（兆円）	25.3	30.0	25.8	36.5	31.0
名目賃金指数	1.2	3.0	2.4	3.0	2.8
完全失業率（％）	2.6	2.5	2.5	2.5	2.5
住宅着工戸数（万戸）	80.0	77.8	79.4	77.4	78.9
為替レート（¥/\$）	144.6	149.8	140.0	145.0	145.0
原油価格（\$/b）	85.5	87.0	90.2	82.8	85.5
米国実質成長率	2.5	2.2	2.0	1.8	1.7
中国実質成長率	5.2	4.6	4.6	4.4	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

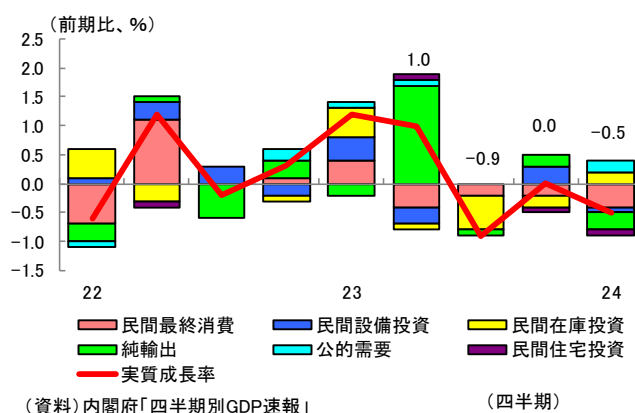
注2. 米国・中国GDPは暦年ベースの成長率

◇日本経済の現状と見通し

○1～3月期の実質GDP

5月16日に発表された2024年1～3月期の一次速報値によると、実質GDP成長率は前期比▲0.5%、年率換算▲2.0%と2四半期ぶり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0.7%減と4四半期連続の減少となった。住宅投資は同2.5%減と3四半期連続の減少となった。設備投資は同0.8%減と2四半期ぶりの減少となった。在庫投資の寄与度については、+0.2ポイントとなった。公的需要は、公的固定資本形

図表2. 実質GDP成長率の寄与度分解



成が同3.1%増と3四半期ぶりの増加となり、政府消費は同0.2%増と2四半期ぶりの増加となった。民間最終消費の減少などから内需の寄与度は同▲0.2ポイントとなった。輸出は自動車や知的財産権の使用料等の減少などから同5.0%減と4四半期ぶりの減少となり、輸入は鉱物性燃料や携帯電話機等の減少などから同3.4%減と3四半期ぶりの減少となった。この結果、外需寄与度は同▲0.3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+0.6%となり、名目GDP成長率は同+0.1%（年率換算+0.4%）となった。

○日本経済は緩やかな持ち直し基調を維持するだろう

世界経済は、堅調な雇用・所得環境が続くなか、個人消費を中心に底堅く推移するだろう。サプライチェーンの強化を目指した生産拠点の自国回帰の動きは継続し、今後の主要中央銀行の利下げとも相俟って、設備投資の増加に寄与するだろう。

米国におけるインフレ率の低下ペースは前回の想定よりも鈍く、FRB（連邦準備制度理事会）による利下げの開始は7～9月期への後ずれを見込むものの、その背景には堅調な雇用・所得環境があり、米国経済は今後も底堅く推移すると考えている。

日本経済は、個人消費が今春の好調な賃上げを受けて上向いていくことで、緩やかな持ち直し基調を維持するだろう。円安の進行などによる物価高が実質購買力と消費マインドに悪影響を及ぼしていることは懸念材料であるものの、コロナ禍で積みあがった超過貯蓄に加え、6月からの所得税・住民税の定額減税なども家計支出を支えるだろう。輸出はインバウンドが含まれるサービス輸出が堅調に推移するなか、一部の自動車工場の再稼働などを受けて財輸出も持ち直していくため、緩やかに増加するだろう。設備投資は省力化や脱炭素化のための投資など、企業の投資意欲は強いものの、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。

1～3月期の成長率は一部の自動車工場の稼働停止などにより、個人消費、輸出、設備投資が想定以上に減少し、当社の前回予測を下回った。しかし、4～6月期以降は、当該工場の再稼働による自動車生産の回復が見込まれる。また、前回想定を上回る5%程度での着地が見込まれる今春の主要企業における賃上げ率は、個人消費への追い風となる。このため、2024年度の成長見通しを上方修正した。

2024年度実質 GDP 成長率予測は+0.7%と前回2月予測（同+0.5%）から0.2ポイント上方修正、2025年度+0.8%と前回予測を据え置いた。2024年4～6月期の成長率は個人消費の増加などから前期比年率+2.9%と見込んでいる。

○米国のインフレ率などが見通しの変動要因

米国のインフレ率の先行きについては、賃金や家賃の上昇率の鈍化ペースに加えて、中東・ウクライナ情勢などによる資源・食料価格への影響も変動要因となるだろう。そのインフレ率の帰趨は米国の金融政策決定と為替の変動を通じて、日本の物価と経済にも大きな影響を及ぼす可能性がある。

◇主要な需要項目の動向

○個人消費は今春の好調な賃上げを受けて上向くだろう

雇用環境は緩やかに改善している。3月の失業率（季節調整値）は前月から横ばいの2.6%と、低い水準で推移している。労働参加率は僅かながら上昇傾向にあり、3月は63.1%、就業者数も緩やかな増加傾向にあり3月は6,760万人となった。新規求人数は製造業、サービス業ともにやや減少しているが、新規求職者数の減少ペースがこれを上回り、雇用環境の先行指数となる新規求人倍率は、足元で再び上昇している。

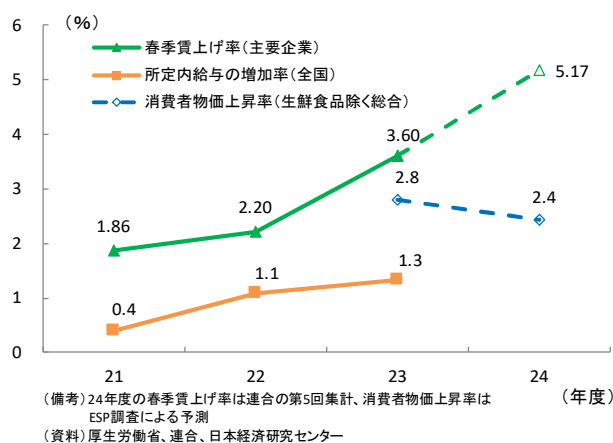
雇用環境は良好な状況が続くだろう。女性の社会参加の流れが継続し、物価上昇を受けた生活費確保のための就労もあって労働参加率が緩やかに上昇するなかでも、低い水準にある失業率と長期的な日本の労働力人口の減少を背景に、企業の人手不足感は続くだろう。日銀短観3月調査における全規模全産業の雇用判断DIは▲36と、引き続き大幅な人手不足を示している。

毎月勤労統計によると、2024年3月（速報値）の一人当たり所定内給与は前年比+1.7%となった。ただし、就業形態別にみると一般労働者は同+1.9%、パートタイム労働者は同+2.8%と、いずれも全体の伸び率を上回っている。賃金が相対的に低いパートタイム労働者の割合が増加したことが、全体の伸び率を抑制した。

この背景には物価高騰を受けて生活費確保のため、やむを得ずパートタイムで就労した人もいると考えられ、必ずしも明るいとはいえない。しかし、少なくとも一般労働者の所定内給与の増加率は2%程度まで上昇してきている。

そして今後、名目賃金の上昇率はさらに加速し、徐々に物価上昇率に追いついていくだろう。労働組合の組織である連合の第5回集計（5/8公表）では、妥結済みの組合の賃上げ率（定昇相当分を含む）は5.17%、ベア分が明確に分かる組合のベアは3.57%となった（図表3）。この数値は、前回（2月）の経済見通しにおける想定を大きく上回っている。たとえば、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では、定昇込みで+3.66%と予想されていた。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）を大きく上回り、少

図表3. 賃金上昇率の推移



なくとも 5%程度の着地が見込まれる。主要企業における 2024 年の春季賃上げは 6 月分の給与までに概ね反映され、より規模の小さな企業にも賃上げは波及していくだろう。毎月勤労統計における実質賃金（持家の帰属家賃を除く消費者物価総合指数を使用）がプラスに転じる時期としては、2025 年 4～6 月期と予測している。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）を使用して計算すれば、2024 年 6 月前後に一時的に実質賃金がプラスに転じる可能性がある（安定的にプラスに転じるのは 2024 年度後半の見込み）。

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。現時点で入手可能な最新統計である 10～12 月期の家計の可処分所得は前年比 0.6%減と 3 四半期振りのマイナスとなった。内訳では、雇用者報酬等の増加が 1.4 ポイントのプラス寄与、対して税・社会負担（公的年金等の受取をネットした純負担）の増加とその他経常移転の減少が計 2.1 ポイントのマイナス寄与である。雇用者報酬等の伸びが限定的ななか、税・社会保険料の負担などが家計を圧迫している。一方、家計の貯蓄額は 10～12 月期に約 9 千億円（季調値）取り崩され、家計の支出を支えた。なお、コロナ禍による外出機会の減少などで積み上がった超過貯蓄（2020 年以降の各四半期の超過貯蓄額を 2019 年の貯蓄率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）は、足元で年間消費額の 14%程度、残っていると推計している（図表 4）。

個人消費は 4 四半期連続のマイナスと弱含んでいるが、今後は上向くと考えている。1～3 月期の民間最終消費支出は前期比 0.7%減となった。耐久財への支出は自動車や携帯電話機等を中心に同 12.2%減と大幅に落ち込んだが、サービス消費は同 1.0%増と堅調に推移した。

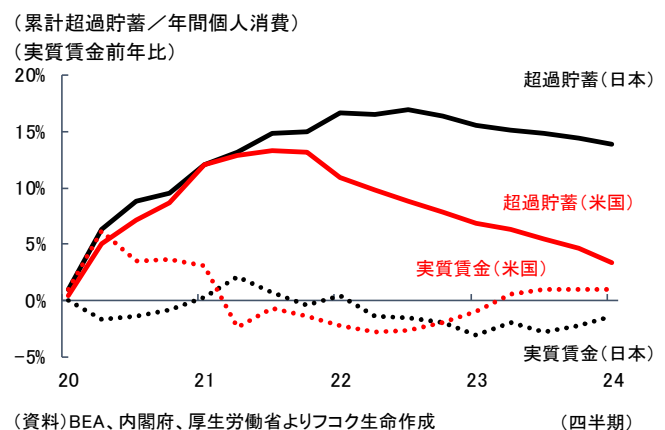
今後は、名目賃金の上昇率が加速する見込みであることに加え、6 月からの所得税・住民税の定額減税やコロナ禍での超過貯蓄の取崩しも消費を支えるだろう。

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・販売が低迷した。しかし、今後は工場再稼働にもなって徐々に年率 400 万台を超える水準へと持ち直していくだろう。

サービス消費については、日本フードサービス協会によれば 3 月の外食産業売上高は前年比で 11.2%増、2019 年対比では 13.5%増となった。5 年ぶりにコロナ禍の無い歓送迎会シーズン（2023 年 3 月には既にマスク着用は個人判断だったが、感染症 5 類への移行決定は 4 月）となって客足は堅調、「パブ・居酒屋」業態では一部で数十人規模の宴会が行われるほど回復したという。また、音楽コンサートなどイベントの活発化も続くとみられ、今後もサービス消費は堅調に推移するだろう。

ただし、このところの円安進行による物価高が、消費マインドにも悪影響を及ぼしつつあることは懸念材料だ。内閣府による 4 月の景気ウォッチャー調査では、現状判断 DI が前月から 2.4 ポイント低下した。家計部門を中心に悪化しており、「円安を受

図表 4. 家計の超過貯蓄と実質賃金



けた値上げの影響が大きい。購入量が減少している（その他飲食〔ワイン輸入〕）、「あらゆる物の価格が上昇しているため、客が出費を控えている（美容室）」などのコメントが見られる。

○金利上昇により住宅投資は減少基調が続く

1～3月期の住宅投資は前期比2.5%減と3四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78.6万戸と前期比2.2%減少した。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%程度を超える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を回避すべく需要を見ながら供給戸数を絞っている。加えて、戸建て分譲住宅も在庫調整に今しばらく時間がかかり、着工の減少傾向

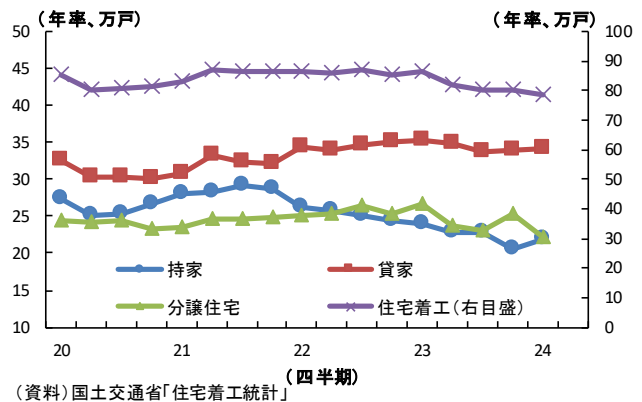
は続くだろう。持家も設備機器の価格や人件費など建築コストの上昇を受けて、着工の減少が続くだろう。住宅ローンの借入について、固定金利が上昇するなか、引き続き多くの住宅取得希望者が選択する変動金利は、金融機関のローン獲得競争を背景に低位で据え置かれている。しかし、日銀の次の利上げも意識され始めており、変動金利での借り入れにリスクを感じる人の増加が見込まれる。価格高騰で都市部での分譲マンション購入に手が届かない人々による需要を背景に、貸家の着工は相対的には底堅い動きが予想されるものの、やはり建築費の増加や金利上昇は向かい風となるだろう。なお、2024年度から住宅ローン減税において控除対象となるローン残高の上限額が引き下げられた。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、日銀による異次元緩和の終了を受けて長期金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。2024、25年度の住宅着工戸数はそれぞれ77.8万戸、77.4万戸と予測している。

○設備投資は緩やかな伸びにとどまる見込み

1～3月期の実質設備投資は前期比0.8%減と2四半期ぶりの減少となった。

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。日銀短観3月調査における全規模・全産業の2024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5.8%増と2023年

図表5. 新設住宅着工戸数の推移

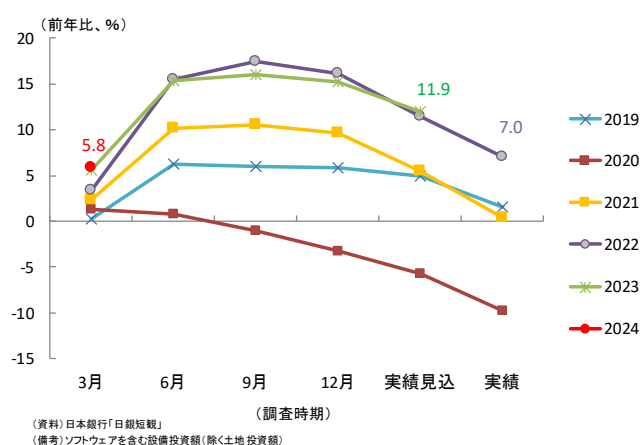


度同時期並みの高い計画が示されている（図表 6）。なお、日銀短観における最終的な着地が同 7.0%増となった 2022 年度について、GDP 統計の設備投資を参照すると名目値で同 7.8%増と近い数値になっている（実質値では同 3.4%増）。もともと、一部の自動車工場の稼働停止もあって、1～3 月期の資本財の国内向け出荷指数は前期比 7.5%減と振るわず、目先の設備投資の足踏みを示している。

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 10～12 月期（全産業ベース）は前期比では 2.6%減少したものの、前年同月比では 13.0%増と力強い伸びが続いている。5 月 16 日の日本経済新聞によれば、2024 年 3 月期の上場企業の純利益は前期比 18%増だが、2025 年 3 月期は同 4%減の見通しである。しかし実際は、企業の価格設定行動は変化しており（企業は値上げに対する需要の減少が限定的と考えるようになった）、賃上げ等を理由とした値上げの継続によって、結果的には 2025 年 3 月期の企業収益も一段と増加するだろう。

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くそう。

図表 6. 設備投資計画調査（全規模・全産業）

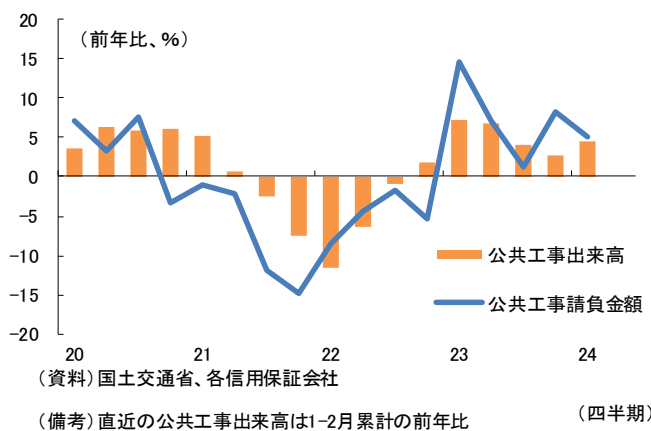


○公的固定資本形成は緩やかな増加を見込む

1～3 月期の公的固定資本形成は前期比 3.1%増と 3 四半期ぶりの増加となった。先行指標である公共工事請負金額をみると、1～3 月期が前年比 5.2%増と堅調に推移している（図表 7）。2024 年度の政府予算における公共事業関係費は前年比横ばいの 5.3 兆円となった。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、2025 年度も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。また、防衛力抜本強化のため 2024 年度の政府予算における防衛関係費は前年度から 16.6%増の 7.9 兆円となった。これは 2022 年 12 月の閣議決定（2023 年度からの 5 年間の総額を 43 兆円程度とする）に概ね沿った金額である。

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緩やかな増加を見込んでいる。

図表 7. 公共工事請負金額・出来高の推移



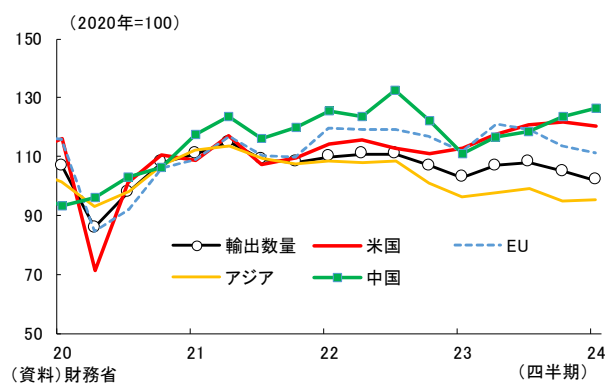
○輸出は緩やかな増加を見込む

輸出は財の輸出が足踏みしているが、サービスの輸出は増加基調にある。1～3月期の実質輸出は前期比5.0%減となり、その内訳では財の輸出が同4.1%減となった。サービス輸出は前期に急増した知的財産権の使用料等の反動減もあって、同8.0%減となった。日銀が公表する1～3月期の財の実質輸出では、前期比で1.2%減となった。財別には一部の自動車工場の稼働停止を受けて、自動車関連が大きく落ち込んだ。ただし、当該工場の再稼働にともなって、4～6月期以降は回復に向かうだろう。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向けはやや弱含んでいる（図表8）。先行きについては、地域別に強弱が出るものの、全体としては緩やかな増加に転じるとみている。米国経済が底堅く推移し、欧州経済もやや持ち直す見込みから両地域向けの輸出は緩やかな増加が予想される。アジア向けの輸出についても、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米国や韓国、台湾などからの大幅増に加え、中国からも徐々に回復していることで、コロナ禍前の2019年を1割程度上回る水準で推移している。さらに、一人当たりの消費額の大幅増によりインバウンド消費は同年の1.5倍程度水準まで押し上げられている。今後も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7.9兆円程度と想定している。

今後の輸出はインバウンドが含まれるサービス輸出が堅調に推移するなか、財輸出も持ち直していくため、全体として緩やかに増加するだろう。

図表8. 輸出数量指数の推移



○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傾向にある。コアCPI(生鮮食品を除く消費者物価総合)の上昇率は2月に前年比+2.8%へと加速したが、3月には同+2.6%へと再び減速した（図表9）。2月の上昇率の加速は、政府による電気代等の抑制策が2023年2月のCPIから反映されており、1年を経過したことでエネルギーのマイナス寄与が剥落したためであった。一方、生鮮食品・エネルギーを除く財価格の上昇率は半導体等の部品不足の緩和などを背景に減速しており、コアCPIに対する寄与は昨春の+3ポイント程度から足元では+1.5ポイントへと低下している。また、人件費の影響を受けやすい一般サービス(家賃除く)のプラス寄与は2023年11月をピークにやや縮小している。

今後のコアCPIは上昇率が+3%程度まで高まった後、2024年度の後半は再び2%台後半で推移すると見込んでいる。政府は一般家庭向け(低圧)電力契約に対する

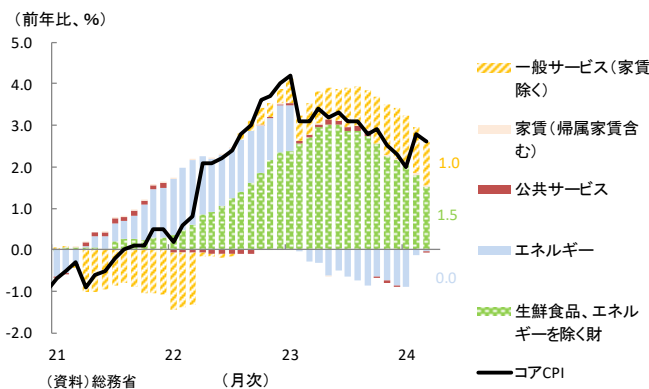
1kwhあたり3.5円の補助について、5月使用分に対しては半減した後、2024年6月使用分からは打ち切ると発表している。ガス代に対する補助についても、同様に5月使用分は半減、6月使用分から打ち切りとなる。これらの影響でコアCPIの上昇率は一時的に持ち上がり、その後は再びやや鈍化するだろう。生鮮食品・エネルギーを除く財によるプラス寄与は更なる縮小も見込まれるが、一般サービス（家賃除く）のプラス寄与の縮小は緩やかであり、今後の賃上げが価格転嫁されることでプラス寄与の拡大に転じる可能性もある。また、2021年から2022年にかけての輸入物価の急上昇（コロナ禍からの世界的な需要回復、ロシアのウクライナ侵攻、円安などが要因）は時間差を伴って国内の企業物価、消費者物価に波及した。2023年の後半から再び輸入物価と企業物価が上向いており（中東情勢の悪化、円安などが要因）、今後は消費者物価にも影響を及ぼすだろう（図表10）。2024、25年度のコアCPIの予測はそれぞれ前回2月予測から0.1ポイント上方修正し、前年比+2.8%、+2.2%とした。

さらに、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一段と加速する可能性がある。

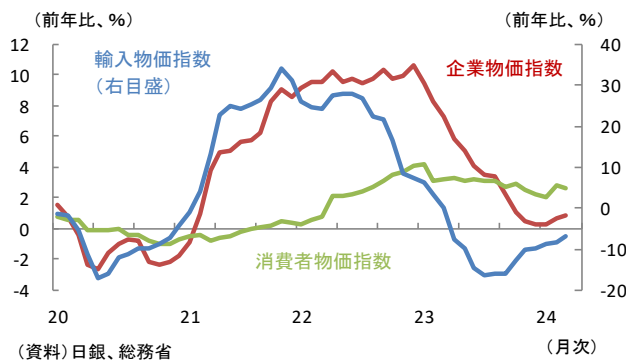
金融政策について、日銀は3月19日の金融政策決定会合でYCC（イールドカーブコントロール）を撤廃し、マイナス金利政策からも脱却して政策金利（無担保コールレート・翌日物の誘導水準）を0.0~0.1%とした。4月26日の決定会合では金融政策を維持したが、政策委員による消費者物価上昇率（生鮮食品を除く）の大勢見通し（植田総裁はこれが「基調的なインフレ見通しに近いのでは」と述べている）は1月時点の見通しから上方修正された。2024年度に2%台後半、2025・26年度も概ね2%程度での推移となり、持続的・安定的な2%の物価目標の確度の高まりが示唆されている。決定会合後の記者会見でも、植田総裁は現実が見通しに沿って動けば、更なる利上げの理由となる旨の発言を行い、また円安の影響の長期化についても来年の春闘まで判断を保留する必要はないとした。

日銀は2024年度末までに2回の利上げを行い、政策金利（無担保コール翌日物の誘導目標）を現行の0~0.1%から0.5%まで引き上げると想定している。

図表9. 消費者物価指数の推移



図表10. 輸入物価の波及



図表11. 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	4.1	2.6	2.8
民間最終消費	1.2	3.2	2.8	2.7	1.9
民間住宅投資	7.6	5.1	▲ 0.1	1.5	1.5
民間設備投資	2.6	4.3	3.3	2.6	2.1
政府最終消費	1.1	1.4	1.1	1.2	1.2
公的固定資本形成	3.4	4.7	2.8	2.4	2.0
財貨・サービスの輸出	9.4	13.4	3.7	2.8	0.7
財貨・サービスの輸入	21.5	23.7	▲ 2.8	1.0	▲ 3.6
					予測

図表12. 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	1.6	1.2	0.7	0.8
民間需要	1.7	2.0	▲ 0.5	0.4	0.5
民間最終消費	0.9	1.5	▲ 0.4	0.2	0.3
民間住宅投資	0.0	▲ 0.1	0.0	▲ 0.1	▲ 0.0
民間設備投資	0.3	0.6	0.1	0.2	0.2
公的需要	0.3	▲ 0.0	0.3	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	0.2	0.1	0.0
財貨・サービスの純輸出	0.9	▲ 0.6	1.5	0.1	0.1
財貨・サービスの輸出	2.0	0.9	0.6	0.6	0.6
財貨・サービスの輸入	▲ 1.2	▲ 1.5	0.8	▲ 0.4	▲ 0.4
					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。24年1～3月期の米国の実質GDP成長率は前期比年率+1.6%と、前期の同+3.4%から伸びが鈍化した（図表13）。輸入の増加が成長率を押し下げたものの、輸入の増加は内需の堅調さを反映しているとみられ、個人消費は堅調さを維持している。

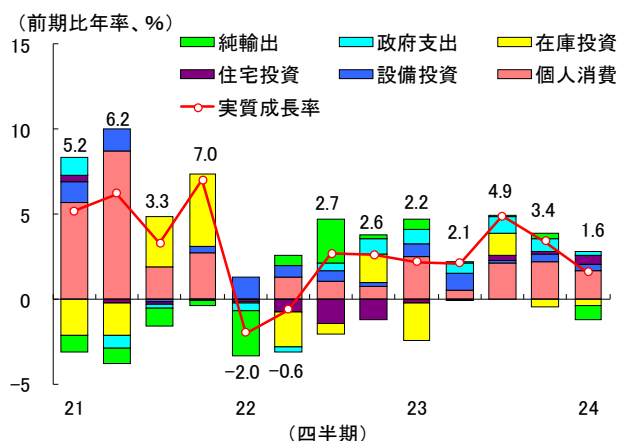
実質GDPを需要項目別にみると、個人消費は前期比年率2.5%増と、前期の同3.3%増から伸びがやや縮小したものの、サービス消費を中心に増加し、堅調に推移した。財消費は同0.4%減と、自動車や娯楽用耐久財が減少した。サービス消費は同4.0%増と、医療サービスや金融・保険サービスを中心に増加した。設備投資は同2.9%増と、前期の同3.7%増から伸びが鈍化した。工場などの構築物への投資が一服したものの、ソフトウェアなどの知的財産への投資や情報通信機器などへの投資が増加した。

住宅投資は同13.9%増と、前期の同2.8%増から大幅に拡大した。住宅着工の進展が住宅投資を支えたとみられる。在庫投資は▲0.35ポイントのマイナス寄与となった。外需について、輸出は同0.9%増と、前期の同5.1%増から鈍化した。輸入は同7.2%増と、前期の同2.2%から拡大し、純輸出の寄与度は▲0.86ポイントと、8四半期ぶりのマイナス寄与となった。輸出は財・サービスともに伸びが鈍化した。輸入は財・サービスともに増加したが、資本財などの財輸入の増加が牽引した。政府支出は同1.2%増と、前期の同4.6%から伸びが鈍化した。国防支出の減少などで連邦政府の支出が減少した。

雇用・所得環境は堅調さを維持している。ただし、過熱感は徐々に和らぎつつある。2024年4月の非農業部門雇用者数は前月差17.5万人増と、1～3月平均の26.9万人増を下回り、やや増勢は鈍化しているものの、好調の目安となる15万人増は上回っている。4月の失業率は3.9%と、2023年4月の3.4%を底に緩やかに上昇している。賃金上昇率は緩やかに鈍化している。4月の平均時給は前年比+3.9%と、前月から伸び率が0.2ポイント縮小した。24年1～3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+4.2%から横ばいとなった。4月の週平均労働時間は34.3時間と、コロナ前19年平均の34.4時間とほぼ同水準になった。また、3月の雇用動態調査では求人数の緩やかな減少が続いたほか、離職者数は520万人と、コロナ前19年平均の566万人を下回る水準まで減少し、高賃金を求めて離職する動きも一服している。

物価は、鈍化ペースが緩やかになっている。4月のコアCPI（食品とエネルギーを除く消費者物価指数）は同+3.6%と、22年9月の同+6.6%をピークに鈍化傾向が続いているものの、堅調な雇用・所得環境を背景に個人消費が底堅く推移し、サービス価格の上昇が続いていることで、鈍化ペースが緩やかになっている。

図表13. 米国実質GDP成長率の推移



(資料)米商務省

米国経済は堅調さを維持するだろう。個人消費は、超過貯蓄の減少と借入金利の高止まりはマイナス要因となるものの、実質賃金の増加を受けて底堅く推移するだろう。生産拠点の国内回帰の動きや今後のFRB（米連邦準備理事会）の利下げも景気を支えるだろう。実質GDP成長率の見通しについて、24年4～6月期は前期比年率+1.2%へ鈍化するものの、その後は持ち直しが続く、暦年ベースの成長率は24年が前年比+2.2%、25年は同+1.8%と予測する。雇用・所得環境の堅調さが続くとみられることなどを背景に、24年を0.2ポイント、25年を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。その後は、インフレ率鈍化による実質賃金の増加や、FRBが年後半に利下げを開始することなどによって持ち直すだろう。住宅投資は、住宅在庫が低水準である一方、人口増加により需要は底堅いことから新築住宅の着工・販売を中心に持ち直しが続くだろう。設備投資は、EV（電気自動車）や半導体など製造業の生産拠点の国内回帰や、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、底堅く推移するだろう。雇用コストの高止まりを設備投資で代替する動きも続くだろう。輸出は、ユーロ圏などグローバルな景気回復によって増加するだろう。輸入は、内需が底堅く推移することで増加するだろう。純輸出の実質GDPに対する寄与度は、輸出・輸入ともに増加するが、輸入の規模が大きいことからマイナスとなるだろう。

雇用・所得環境について、堅調さを維持すると見込んでいる。ただし、雇用者数の伸びや賃金の伸びの鈍化傾向が続くだろう。景気は底堅さを維持するとみられるが、FRBの金融引締め長期化や大統領選挙といったリスク要因もあり、企業は先行きに不透明感を感じているとみられる。ISM景気指数などの企業景況感において、雇用関連指数は弱めの動きとなっており、既に雇用調整を始めている企業もあるとみられる。企業は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、失業率はやや上昇するだろう。なお、雇用市場全体で見れば医療サービス業など人手不足が続いている業種もあることなどから大幅な雇用悪化までは見込みにくい。また、雇用市場全体で見れば労働需給のひっ迫はピークを過ぎたとみられ、賃金上昇率の緩やかな鈍化傾向が続くだろう。

物価について、景気が今後も堅調に推移するとみられることや、生産拠点の国内回帰の動きが財の製造コスト増加に繋がることから、鈍化ペースは緩やかにとどまるとみている。消費者物価指数（コアCPI）は23年12月の前年比+3.9%から、24年末で同+3.2%、25年末で同+2.5%に鈍化すると予測する。

金融政策について、インフレ率の鈍化ペースが遅いことから、FRBの利下げ開始は前回予測（24年2月）より後ずれし、24年7～9月期となるだろう。年度内に合計0.75%の利下げを行い、25年3月末の政策金利（FF金利の誘導レンジ）は4.50～4.75%を見込む。量的引締めはペースを減速させつつ継続すると見込む。

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、米国大統領選挙である。大統領選挙でトランプ氏が勝利する場合、国内での減税拡大や他国との軋轢の増加等で長期金利や株価、インフレ率に大きな影響を及ぼす可能性がある。なお、5月にバイデン政権は中国製EVなどへの関税引き上げを発表しており、バイデン氏が続投する場合でも関税引き上げが続く、インフレ率を高止まりさせる可能性もある。2点目は、中東・ウクライナ情勢である。情勢次第では資源価格が上下してインフレ率に影響を与え、FRBの政策判断に影響を及ぼす可能性がある。

【欧州経済】

欧州経済は持ち直しの動きがみられる。ユーロ圏の24年1~3月期の実質GDP成長率は前期比+0.3%（年率換算+1.3%）と、前期の同▲0.1%から3四半期ぶりのプラス成長となった（図表14）。

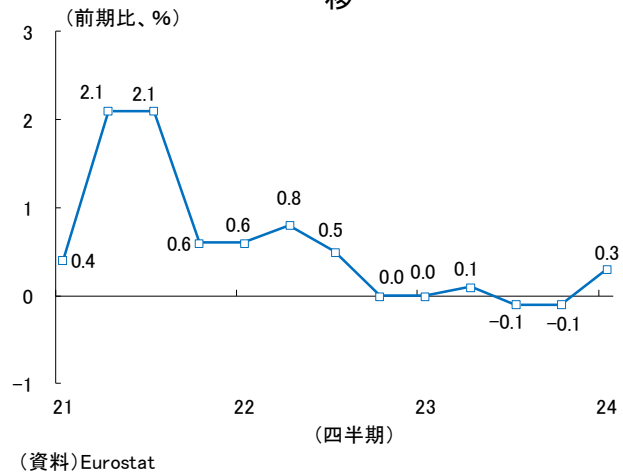
個人消費は、借入金利の高止まりなどで財消費が弱含んだ一方、実質賃金の持ち直しが支えとなってサービス消費が増加し、持ち直したとみられる。設備投資は、借入金利の高止まりなどが重石となって弱含んだとみられる。輸出・輸入はともに減少したとみられるが、輸入の減少幅が大きかったことで、純輸出は持ち直したとみられる。主要国の成長率（カッコ内：前期の成長率）は、ドイツが前期比+0.2%（同▲0.5%）、フランスが同+0.2%（同+0.1%）、イタリアが同+0.3%（同+0.1%）、スペインが同+0.7%（同+0.7%）と、南欧諸国の堅調さが続いたことに加え、主要国のドイツがプラス成長に復した。

欧州経済は緩やかな持ち直しが続くだろう。個人消費は、実質賃金の増加を受けて持ち直しが続くだろう。設備投資は、借入金利の高止まりに加えて、ウクライナや中東などの地政学リスクやドイツなどでのEV購入に対する補助金打ち切りを受けたマインド悪化によって伸び悩むだろう。輸出は、世界経済が堅調に推移することによって緩やかに持ち直すだろう。雇用・所得環境について、3月のユーロ圏の失業率は6.5%と、過去最低水準での推移が続いている。ユーロ圏の23年10~12月期の妥結賃金は前年比+4.5%と、7~9月期の同+4.7%からやや鈍化している。物価について、ユーロ圏の4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+2.7%と、鈍化傾向が続いている。景気は緩やかな持ち直しにとどまり、ユーロ圏の賃金上昇圧力は米国ほど強くないとみられる。そのため、サービス価格の伸びは緩やかに鈍化し、インフレ率も2%に向かって低下すると見込んでいる。実質賃金は、インフレ率の鈍化を受けて足元ではプラスになっているとみられ、先行きにかけても増加し、個人消費の支えとなるだろう。4月のユーロ圏非製造業PMIは3ヵ月連続で50超となり、サービス消費などの需要が増加していることが窺える。

金融政策について、ECB（欧州中央銀行）はインフレ率の鈍化を受けて24年半ばに利下げを開始し、24年度内に合計1%の利下げを行うだろう。25年3月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、中東・ウクライナ情勢である。情勢次第では資源価格が上下してインフレ率に影響を与え、ECBの政策判断に影響を及ぼす可能性がある。2点目は、EVなどを巡る中国勢との競争激化である。4月のユーロ圏製造業PMIは依然50未満で弱含んでおり、価格競争力に優れる中国企業との競争を指摘する報道もあり、中国勢との競争激化によって自動車生産・輸出などの製造部門が弱含む可能性がある。

図表14. ユーロ圏実質GDP成長率の推移



【中国経済】

中国経済は緩やかな持ち直しが続いている。24年1～3月期の実質GDP成長率は前年比+5.3%と、10～12月期の同+5.2%から伸びが拡大した。前期比では+1.6%と、10～12月期の同+1.2%から伸びが拡大している（図表15）。

1～3月期の名目小売売上高は前年比4.7%増（1～12月期同7.2%増）と前期から鈍化した。内訳では財が同2.7%増、飲食業が同6.9%増と、サービス消費の増加が個人消費を支えたとみられる。1～3月期の固定資産投資は同4.5%増（前期同3.0%増）と前期から拡大した。住宅需要低迷により不動産開発投資が同9.5%減となる一方、インフラ投資が同6.5%増、製造業が同9.9%増となった。24年は1兆元のインフラ債（専項債）を発行してインフラ投資を進めるほか、1兆元の超長期国債を発行して国家の重要プロジェクト（現時点で詳細は不明）を支援する方針であり、国策による投資増加が支えになったとみられる。1～3月期の輸出は同1.5%増（前期同4.6%減）と前期から持ち直し、純輸出はプラスになったとみられる。

中国経済は緩やかな成長が続くだろう。実質GDP成長率の見通しについて、24年は前年比+4.6%（前回2月予測：同+4.6%）、25年は同+4.4%（前回2月予測：同+4.4%）と予測する。個人消費が幾分弱めの動きとなる一方、政府のインフラ投資や製造業を中心とした投資の増加が景気を支えるとみて、前回から見通しを据え置いた。

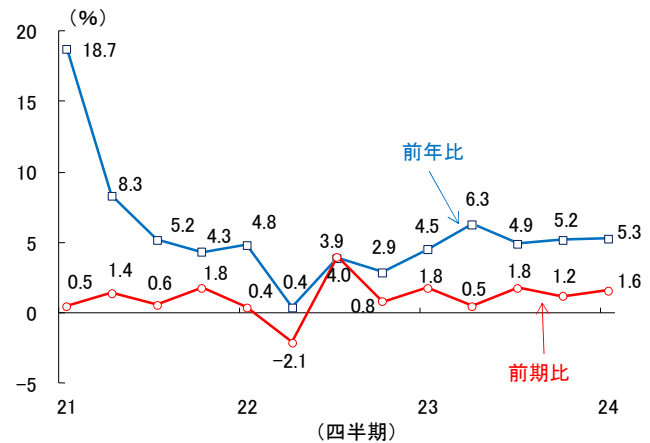
個人消費は、若年層を中心に雇用環境の改善が進まず、住宅市場の明確な持ち直しも見られないなか、将来への不安もあって弱めの動きとなるだろう。なお、政府が4月に発表した自動車や家電などを対象とした消費財の買い替え推進策は支えになるだろう。住宅投資は、明確な回復は見込みにくく、住宅購入制限の撤廃などの各種住宅購入支援策によって何とか支えられるだろう。固定資産投資は、政府のインフラ投資や半導体などの国産化や脱炭素推進といった重要プロジェクト関連の投資によって増加するだろう。輸出は、世界経済が堅調に推移することが支えとなり、緩やかに持ち直すだろう。輸入は、内需の持ち直しが緩やかにとどまり、伸び悩むだろう。

金融政策について、24年3月のコアCPIは前年比+0.6%となるなど弱めの動きが続いており、中国人民銀行は景気を支えるため、当面現在の金融緩和策を維持すると見込む。FRBやECBが利下げを開始すれば、追加緩和に踏み切る可能性もある。

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、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可能性である。2点目は、先進国による中国製品への関税引き上げである。米中対立の先鋭化で既に米国向けの輸出額は減少傾向にあるものの、バイデン政権は5月に中国製EVなどへの関税引き上げを発表したほか、11月の米大統領選挙でトランプ氏が当選すれば更なる関税引き上げの可能性もあり、輸出額が減少して成長率を押し下げる可能性がある。

以上

図表15. 中国実質GDP成長率の推移



(資料)中国国家统计局