

2024・2025年度の日本経済見通し

～実質所得のプラス転化に向け春闘結果は好材料～

<要旨>

2024年1～3月期の実質GDPは、一部自動車メーカーの出荷停止の影響が幅広く波及したほか、引き続きインフレが個人消費の重石となり、前期比▲0.5%(年率▲2.0%)のマイナス成長となった。実質所得の動向に景気が左右される状況は続く。

先行き、2024年度の春闘賃上げ率が高水準となり、家計の実質所得が2024年度半ばまでにプラス転化する確度は高まった。一時的ながら6月からの定額減税も家計の購買力を押し上げる。自動車生産の回復も相まって個人消費は上向こう。2025年度は、構造的な人手不足が続く中、伸び率を鈍化させながらも賃上げの動きは継続し、個人消費の回復基調は維持されるとみる。海外経済の持ち直しも輸出・設備投資の追い風になろう。以上を踏まえ、実質GDP成長率は2024年度+0.4%、2025年度+0.9%と予測する。

但し、円安進行が輸入インフレを再発させ、また春闘結果が中小企業の賃上げに十分に波及せず、実質所得のプラス転化時期が後ずれするリスクは高い。中国経済の減速感の強まりやトランプ氏再選に伴う国際貿易の混乱で外需が下振れるリスクもある。

1. 実質GDPの動向

2024年1～3月期の実質GDPは、前期比▲0.5%(年率▲2.0%)のマイナス成長となった(図表1、2)。項目別にみると、インフレの影響で実質所得が減少する中、非耐久財を中心に個人消費(前期比▲0.7%)が4四半期連続で減少した。また一部自動車メーカーの認証不正問題に伴う出荷停止の影響が、輸出(同▲5.0%)・設備投資(同▲0.8%)・個人消費のうち耐久財(同▲12.2%)に幅広く及んだ。住宅投資(同▲2.5%)も価格上昇を背景に3四半期連続で減少した。総じて内需の弱い状況が続いており、2023年度平均の成長率は1.2%で着地したものの、年度内成長率(2023年1～3月期と2024年1～3月期の比較)は前年比▲0.2%とマイナスであった。

図表1 実質GDP成長率

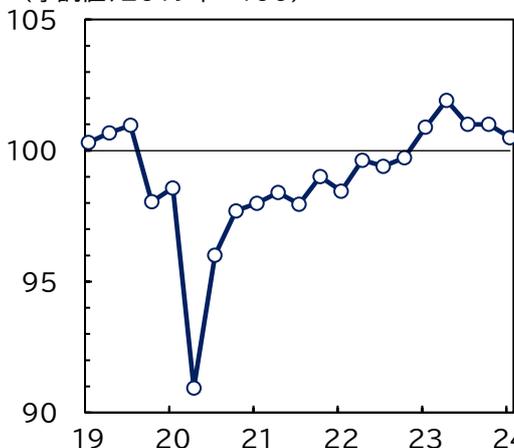
(前期比%) (寄与度%pt)

	2023			2024
	4-6	7-9	10-12	1-3
実質GDP	1.0	▲0.9	0.0	▲0.5
個人消費	▲0.7	▲0.3	▲0.4	▲0.7
住宅投資	1.8	▲0.9	▲1.4	▲2.5
設備投資	▲1.7	▲0.2	1.8	▲0.8
民間在庫変動	-	-	-	-
政府消費	▲0.1	0.3	▲0.2	0.2
公共投資	2.2	▲0.3	▲0.2	3.1
公的在庫変動	-	-	-	-
輸出	3.8	0.3	2.8	▲5.0
(▲輸入)	▲3.6	0.9	1.8	▲3.4
内需	▲0.6	▲0.7	▲0.2	▲0.2
外需	-	-	-	-

(資料)内閣府「四半期別GDP速報」

図表2 実質GDP水準

(季調値、2019年=100)



(資料)内閣府「四半期別GDP速報」

2. 主要国・地域経済の動向と見通し

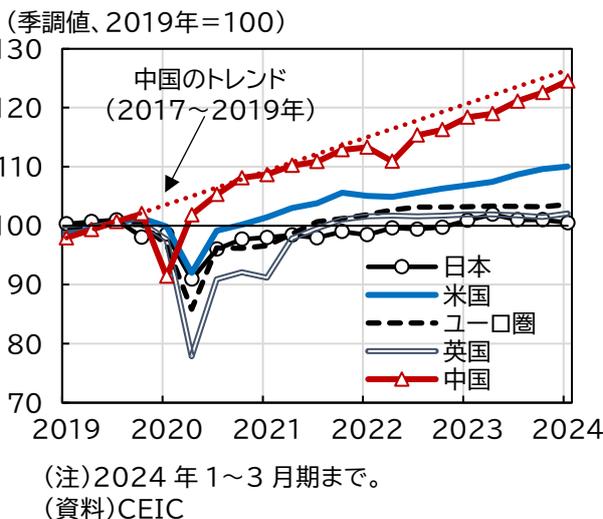
外需環境に目を向けると、2024年1～3月期の主要国・地域経済は、引き続き米国の堅調さが目立つ結果であった(図表3)。米国は、金融引き締め局面が長期化する中でも、良好な雇用・賃金や株高による資産効果などを背景に、個人消費が堅調に推移し、潜在成長率(2.0%前後)を上回る成長率を維持してきた。1～3月期の成長率は前期比年率+1.6%と潜在成長率をやや下回ったが、輸入の増加が主因であり内需の堅調は続いている。一方、クレジット面では低格付け企業のデフォルト率が上昇しているほか、家計では自動車ローン・クレジットカードローンの延滞率が高まっている。コロナ禍に積み上がった超過貯蓄も底をついたとみられ、今後は投資や消費の勢いが鈍化していくだろう。但し、良好な雇用・賃金環境が続く中、景気の急減速は予想されず、底堅く推移するとみる。現時点で2024年7～9月期と想定するFRBの利下げ開始も下支えとなるだろう。

欧州は、金融引き締めが重石となり停滞が続いてきたが、インフレ鈍化に伴う実質賃金の回復を受けて、漸く景気は底入れしつつある(図表4)。インフレ率の低下が順調に進んでいることもあり、ユーロ圏・英国ともに2024年度上期にも利下げが実施される公算が高まっており、年度後半の景気回復に追い風となるだろう。

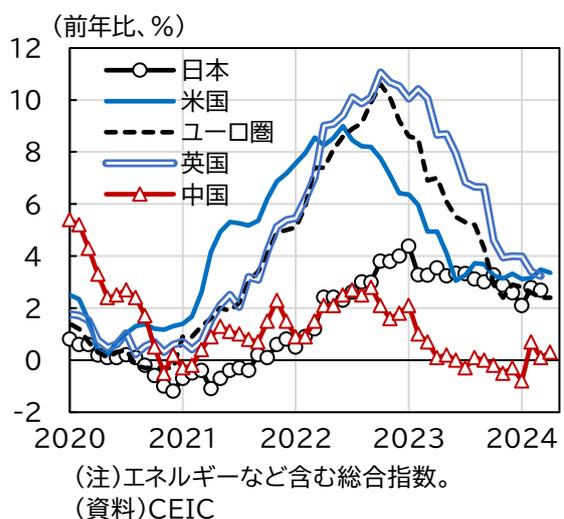
中国は、元安などを背景とする輸出回復のほか、インフラや製造業の固定資産投資の増加に牽引され、1～3月期の成長率は前年比+5.3%と前期から加速した。しかし、住宅市況の低迷は底入れの兆しが見られず、GDPデフレーターが4四半期連続で前年比マイナスとなるなどデフレ懸念は強まっており、景気実態の弱さが窺われる。先行き、住宅市況の低迷に伴う地方財政の悪化や過剰債務問題を背景に、大規模な景気刺激策を打つこともできず、中国経済は減速基調で推移しよう。

まとめると主要国・地域経済は、中国経済の減速基調および不透明感が残り続けるものの、2024年度は欧州経済が利下げに転じることで徐々に持ち直していき、米国経済も減速基調ながら底堅く推移するとみる。さらにFRBの利下げ開始が2025年度の米国経済の下支えとなるだろう。こうした外需環境を前提に、以下で日本経済の現状と見通しを示す。

図表3 主要国・地域の実質 GDP



図表4 主要国・地域のインフレ率(CPI)



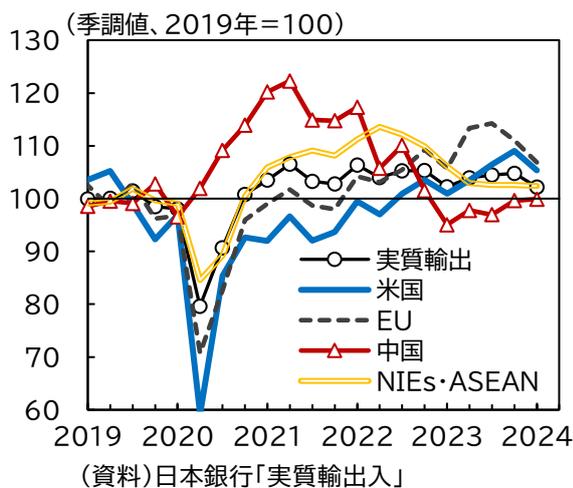
3. 日本経済の現状と見通し

(1) 輸出

2024年1～3月期の実質輸出(SNA)は、前期比▲5.0%と4四半期振りの減少となった。財・サービス別にみると、財輸出(同▲4.1%)が一部自動車メーカーの認証不正問題に伴う出荷停止の影響から大幅な減少となった。もともと、足下では当該メーカーの自動車出荷は再開されており、4～6月期には財輸出の反発が予想される。一方、サービス輸出(同▲8.0%)は、円安を追い風にインバウンド消費(同+11.6%)が増加したものの、前四半期に上振れた知的財産権等使用料の反落から8四半期振りの減少となった。

先行き、中国経済の不透明感が残るが、欧米経済が底堅く推移することやITサイクルが底打ちしたことから、財輸出は緩やかな増加基調で推移するとみる(図表5)。一方、サービス輸出は、足下の150円を超える円安進行が訪日旅行の魅力を高め、目先は増勢維持が期待される(図表6)。しかし、訪日客数はコロナ禍前水準を回復済みであり、2024年度内には欧米の利下げに伴ってドル円レートが円高方向へ幾分調整されるとみており、増加ペースは鈍化していこう。以上を踏まえ、実質輸出(SNA)は2024年度+0.9%、2025年度+2.1%と予測する。

図表5 仕向国別の実質財輸出



図表6 訪日外国人数と出国日本人数



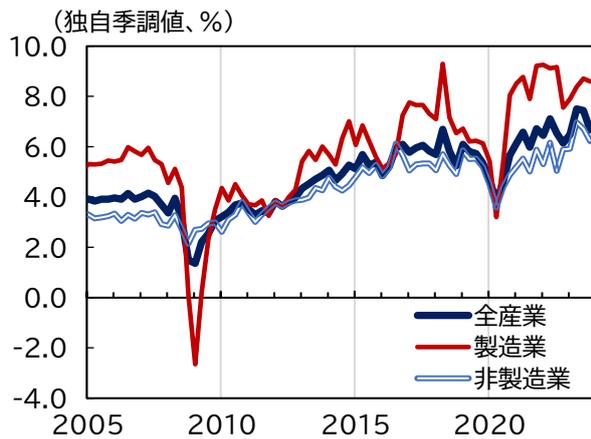
(2) 設備投資

設備投資(SNA)は、2024年1～3月期に前期比▲0.8%の減少となり、2023年度の通年でも+0.4%に留まった。名目ベースでは2023年度+3.7%で着地したことから、企業は設備投資額を増やしているものの、資材価格等の高騰に伴う物価上昇で実質ベースの設備投資は下押しされた。また建設業などにおける人手不足が供給制約となり投資計画の進捗が抑制された可能性があるほか、一部自動車メーカーの出荷停止の影響が資本財の輸送機械にも及んだとみられる。

先行き、企業収益は人件費の増加が下押し要因となるが、値上げの浸透から製造業・非製造業ともに高水準にあり(次頁図表7)、2024年度の設備投資計画も昨年に続いて過去平均を大きく

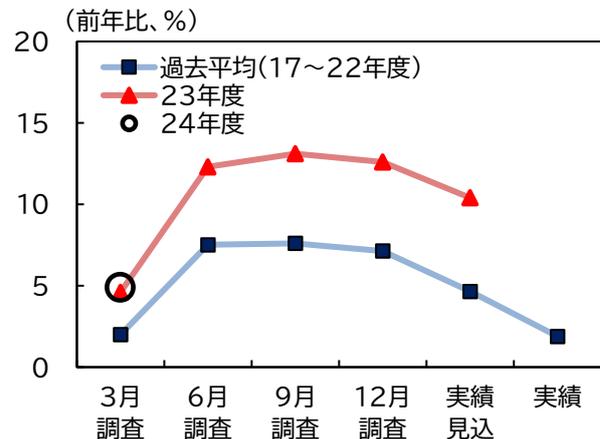
上回っていることから(図表 8)、設備投資は増加基調で推移するとみる。2025 年度も財輸出の増加基調が続く下で、設備投資の増勢は維持されると予想する。高い伸び率を示す投資計画の背景には、デジタル化投資や人手不足に伴う省力化投資、気候変動対応の研究開発投資、経済安全保障に伴うサプライチェーンの組替など景気動向に左右されにくい構造変化に対応するための投資需要も挙げられよう。以上より、設備投資(SNA)は 2024 年度+2.7%、2025 年度+3.0%と予測する。

図表 7 企業収益(売上高経常利益率)



(資料)財務省「法人企業統計季報」

図表 8 設備投資計画の修正パターン



(注)ソフトウェア・研究開発投資を含み、土地投資を除く。全規模全産業(金融機関を含む)。
(資料)日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

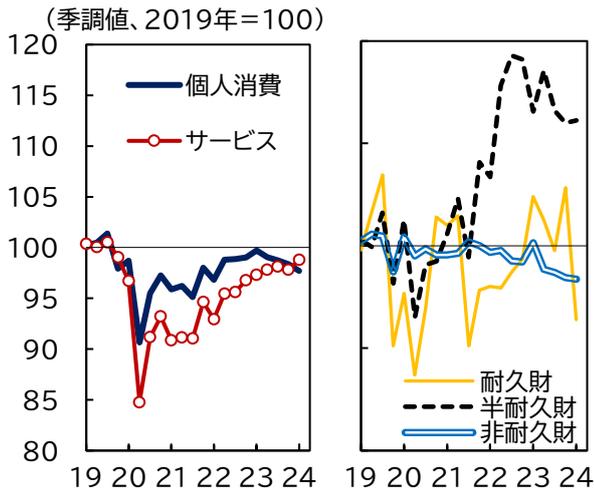
(3)個人消費

個人消費(SNA)は、2024年1~3月期に前期比▲0.7%と4四半期連続で減少した。形態別にみると、サービス消費(同+1.0%)は増加したが、非耐久財(同▲0.1%)が4四半期連続の減少となったほか、一部自動車メーカーの出荷停止の影響から耐久財(同▲12.2%)が大幅に減少した(次頁図表 9)。耐久財の大幅減少は一時的な要因であるため反発が予想されるが、非耐久財の減少は家計が購入点数を減らしたり、割安品を選択したりする家計の節約志向の高まりを示している。個人消費が自律的な回復基調を取り戻すためには、実質所得の改善が不可欠である。

その観点からは、2024年度の春季労使交渉(春闘)にて賃金上昇率が昨年を上回る高水準になったことは好材料となる。特に定昇部分を除くベアの賃上げ率は3.5%前後で着地する見込みである。春闘での賃上げは夏場にかけて手取りに反映され、実質所得は2024年度半ばまでにプラス転化する見込みである(次頁図表 10)。また6月から実施される1人当たり4万円の定額減税も家計の購買力を一時的に押し上げる。

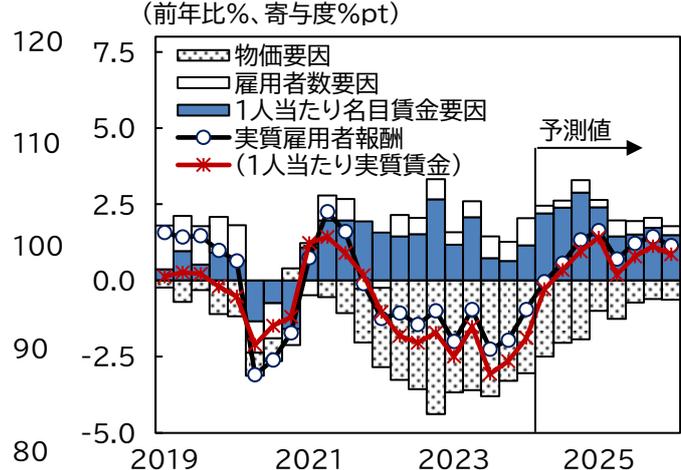
先行きの個人消費は、足下の4~6月期は自動車生産の再開が耐久財消費を押し上げることや定額減税に支えられ増加に転じ、夏場以降は実質所得がプラス転化することで、回復基調を示すとみる。その先も、人手不足が深刻化する中、上昇ペースを鈍化させながらも継続的な賃上げが続くことで、個人消費は回復基調を維持しよう。以上を踏まえ、個人消費(SNA)は、2024年度+0.3%、2025年度+0.5%と予測する。

図表9 個人消費(SNA)



(注)個人消費は民間最終消費支出の値。
(資料)内閣府「四半期別 GDP 速報」

図表10 実質所得(実質雇業者報酬)



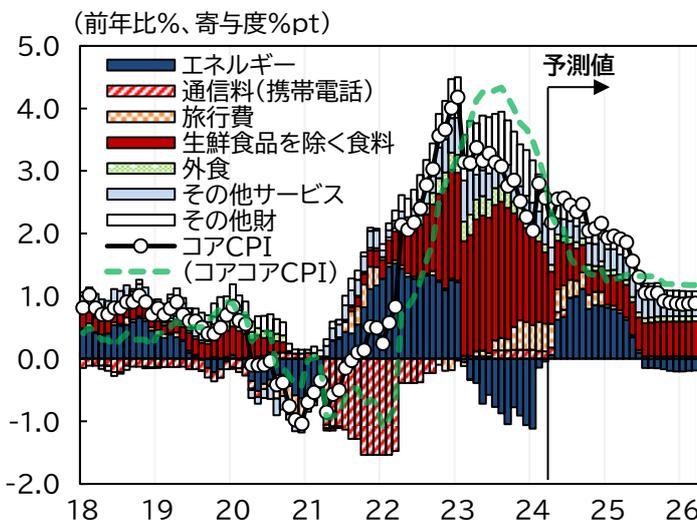
(注)1人当たり実質賃金は、1人当たり名目雇業者報酬伸び率から雇業者報酬デフレーター伸び率を控除して算出。
(資料)内閣府「四半期別 GDP 速報」、総務省「労働力調査」

(4)物価情勢と金融政策

インフレ率は、消費者物価指数の「生鮮食品を除く総合(コア CPI)」で見ると、2024年3月時点で前年比+2.6%となり、2023年度平均では+2.8%で着地した(図表11)。食料品などを中心に値上げの勢いは鈍化してきていることからインフレ率は低下基調で推移しているが(図表12)、昨年開始された電気代・ガス代への補助金によるエネルギー価格の押下げ寄与が一巡したことなどからインフレ率は+2.0%台で足踏みしている。

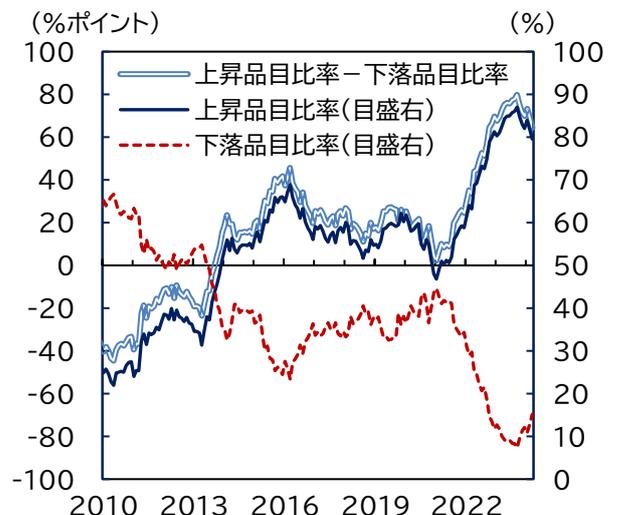
先行き、5月以降もガソリン代を抑制する補助金が延長された一方、電気代・ガス代の補助金は5月末で期限を迎える予定であり、インフレ率は政策効果の剥落から上昇し2024年内は+2.0%超での推移が続こう。但し、内需に力強さがみられない中、基調的なインフレ率を示すコアコア CPIは2024年度前半にも+2.0%以下への鈍化を見込む。その結果、インフレ率(コア CPI)は2024年度+2.2%、2025年度+1.1%と予測する。国内のインフレ率が+2.0%に定着する姿は見通せない。

図表11 インフレ率(CPI)



(注)旅行費は宿泊料とバック旅行費。CPI コアは生鮮食品を除く総合、CPI コアコアは生鮮食品及びエネルギーを除く総合。
(資料)総務省「消費者物価指数」

図表12 CPIの上昇・下落品目比率



(注)上昇・下落品目比率は、前年比上昇・下落した品目の割合。総合(除く生鮮食品)。
(資料)日本銀行「基調的なインフレ率を捕捉するための指標」

このような情勢下、日本銀行は 2024 年度の春闘賃上げ率が非常に強い結果となったことを受けて、3 月の政策決定会合でマイナス金利政策を解除し、同時にイールドカーブ・コントロールも撤廃して、短期金利操作を中心とする「普通の金融政策」に回帰した。4 月会合では展望レポートにて日銀の見通し通りに基調的な物価上昇率が上昇していけば、「金融緩和度合を調整していく」と日銀の基本的な政策スタンスが利上げであることが示された。そのため、従前の「マイナス金利政策の解除後、政策金利は当面ゼロ近傍に据え置かれる」との見方を改め、「日銀は政策金利が中立金利を下回る範囲内で慎重に利上げを進めていく」と予想する。最初の利上げは、春闘結果の中小企業への波及状況を確認した上で 2024 年 10 月を見込む。但し、インフレ率の 2.0% 定着が見通せない中、現時点でターミナルレートは 1.0% 弱であろう。

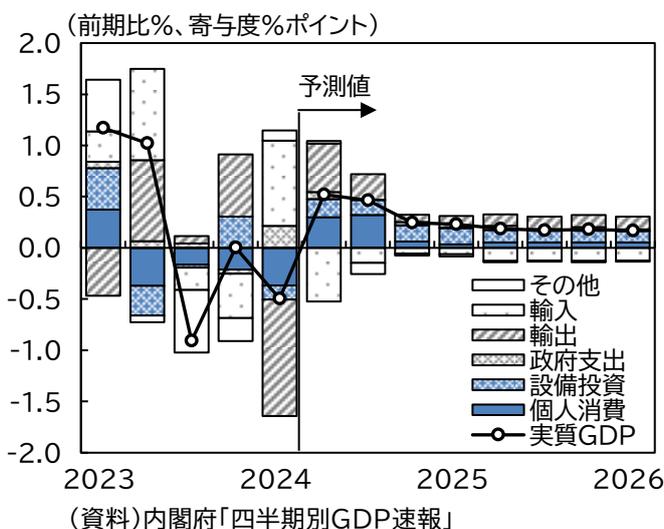
(5) 総括

経済見通し全体を総括すると、足下の 2024 年 4～6 月期は、自動車の出荷再開から輸出・設備投資・耐久財消費の反発が見込まれる。また春闘の賃上げが夏場にかけて雇用者の手取りに反映されていくことで 2024 年度半ばまでに実質所得がプラス転化し、個人消費は持ち直そう。6 月からの定額減税も一時的ながら個人消費の押し上げに寄与するとみる。2024 年度後半には、中国経済の先行きには不透明感が残るものの、底堅い欧米景気を背景に輸出も増加基調で推移し、それに伴って生産・設備投資も増加するとみる。

2025 年度は、構造的な人手不足と 2024 年度のインフレ率の実績が 2.0% を超える中、前年度からは勢いを鈍化させながらも賃上げの動きは続き、個人消費の緩やかな回復基調が続くと予想する。底堅い海外経済が輸出を支え、デジタル化投資や人手不足に伴う省力化投資などが継続的に設備投資を支えたとみる。

以上より、日本の景気回復基調は弱いながらも維持され、実質 GDP 成長率は 2024 年度 +0.4%、2025 年度 +0.9% と予測する(図表 13、14)。なお、各年度内の成長率を示す最終四半期の前年比は、それぞれ 2025 年 1～3 月期 +1.6%、2026 年 1～3 月期 +0.8% となる。

図表 13 実質 GDP 成長率の寄与度分解



図表 14 実質GDPの予測パス



4. リスク要因

上述の日本経済の見通しから外れるリスク要因としては、図表 15 に挙げた項目がある。まず賃上げについて、2024年度の春闘結果は大方の事前予想を上回り、上振れリスクが顕在化したといえよう。今後の論点は、春闘の賃上げは労働組合を有する大企業を中心としたものであり、夏場にかけて大企業の賃上げが人手不足を背景に中小企業にも波及していくかである。大企業と同様に中小企業の労働分配率も低下基調ではあるが、賃上げ分の価格転嫁の難しさや円安に伴うコストの先高感などから、中小企業の慎重姿勢が強まり想定通りに賃上げが波及せず、日本企業全体でみると賃金上昇率が予想から下振れるリスクがある。

また堅調な米国経済を背景に年明けから米国のインフレ率の上振れが続き、FRBの利下げ期待は後退してきた。今後もインフレ率の上振れが続き、年内の利下げが遠のくことで150円を超える円安が定着する可能性がある。その場合、輸入物価の上振れから再び国内の物価情勢にコストプッシュ圧力が強まり、実質所得のプラス転化時期が2023年度後半以降に後ずれして、個人消費が下振れるリスクがある。なお円安の進行を背景に日本銀行の利上げ時期が7月に前倒しされるリスクもある。しかし、力強さに欠ける内需の下で追加的な利上げ余地は限られることから、ドル円レートの行方は米国のインフレ・金利動向次第になる。

海外に目を向けると、中国景気の不透明感が高い。住宅市況が低迷する中、地方政府は主要な財源である土地所有権の売却収入が急減し、3月に打ち出された企業や家計への需要喚起策も財政的な裏付けを伴っていない。財政の足枷から有効な景気対策が打ち出せず、住宅市況低迷が長期化し、企業・家計のマインドがさらに悪化して景気減速感が一段と深まるリスクがある。

最後に2024年の米大統領選挙は、バイデン現大統領(民主党)とトランプ前大統領(共和党)の構図が固まり、スイングステートを巡って接戦となっている。現大統領のバイデン氏に比べて、トランプ氏再選の政策不確実性は大きい。トランプ氏は、国内雇用・生産の推進のため一律10%の輸入関税(対中国には60%)を課すなどの急進的な貿易政策を打ち出しており、国際貿易の混乱を通じて日本の輸出を下振れさせるリスクがある。

したがって、リスク認識としては内外要因ともに下振れリスクが大きいとみている。

図表 15 リスク整理

上振れ要因	<ul style="list-style-type: none"> ・2024年度春闘における賃上げ率の上振れ(顕在化)と、中小企業への賃上げの波及
下振れ要因	<ul style="list-style-type: none"> ・欧米のインフレ率の上振れ、金融引締め局面の長期化、円安に伴う輸入インフレの再加速 ・中小企業の賃上げ不発に伴う実質所得のプラス転化時期の後ずれ ・中東情勢(イスラエル・パレスチナ)やロシアのウクライナ侵攻のエスカレーションによるコモディティ価格の上振れ ・住宅市況低迷長期化を背景にした中国経済の減速深化 ・米中摩擦の悪化(貿易、安全保障、人権問題、ハイテク覇権、トランプ氏の再選等)による世界貿易の停滞 ・国内外経済の不確実性上昇による設備投資計画の下方修正 ・日米金融政策スタンスの違いに伴う急激な円高進行

(調査部 シニアエコノミスト 岩橋 淳樹)

※ 本レポートは作成時に入手可能なデータに基づく情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解ではありません。ご質問等はchosainfo@smtb.jpまでご連絡ください。

日本経済見通し 総括表

(作成日：2024年5月22日)

	単位	2024				2025				2026	2023	2024	2025
		1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	年度	年度	年度
<実質・2015年基準>													
国内総支出	前期比(%)	-0.5	0.5	0.5	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	1.2	0.4	0.9
	前期比年率(%)	-2.0	2.1	1.9	1.0	0.9	0.7	0.7	0.7	0.7			
民間最終消費	前期比(%)	-0.7	0.6	0.6	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	-0.6	0.3	0.5
民間住宅投資	前期比(%)	-2.5	-0.6	0.0	0.0	-0.3	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4	0.6	-3.5	-1.2
民間設備投資	前期比(%)	-0.8	1.1	0.9	0.9	0.9	0.7	0.7	0.6	0.6	0.4	2.7	3.0
民間在庫変動	前期比寄与度 (%ポイント)	0.2	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.3	-0.1	0.0
政府最終消費	前期比(%)	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.5	0.4	0.5
公的固定資本形成	前期比(%)	3.1	0.8	-0.3	0.1	-0.3	0.3	-0.2	0.1	-0.3	4.1	2.7	-0.1
財貨・サービス輸出	前期比(%)	-5.0	2.2	1.1	0.3	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	3.0	0.9	2.1
財貨・サービス輸入	前期比(%)	-3.4	2.3	0.6	0.2	0.3	0.5	0.5	0.5	0.5	-3.3	1.5	1.9
内需寄与度	前期比寄与度 (%ポイント)	-0.2	0.6	0.4	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	-0.3	0.6	0.8
外需寄与度	前期比寄与度 (%ポイント)	-0.3	-0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.5	-0.2	0.0
<名目>													
国内総支出	前期比(%)	0.1	1.1	0.7	1.1	0.3	0.9	-0.3	0.9	0.2	5.3	2.7	2.1
GDPデフレーター	前年同期比(%)	3.7	2.5	2.3	2.5	1.8	1.8	1.2	1.0	0.9	4.1	2.3	1.2
鉱工業生産指数	前期比(%)	-5.4	3.0	0.5	0.4	0.5	0.6	0.5	0.4	0.4	-2.0	-0.4	1.9
企業物価指数	前年同期比(%)	0.7	1.6	1.6	1.1	0.3	-0.8	-1.0	-0.9	-0.7	2.3	1.2	-0.8
輸出物価指数	前年同期比(%)	8.9	9.7	6.2	3.2	1.6	-2.8	-3.4	-2.8	-2.1	4.2	5.1	-2.8
輸入物価指数	前年同期比(%)	0.5	7.5	6.3	0.0	-1.5	-6.8	-7.2	-5.8	-4.5	-7.2	3.0	-6.1
消費者物価指数(生鮮食品除く)	前年同期比(%)	2.5	2.4	2.4	2.1	1.9	1.6	1.1	0.9	0.9	2.8	2.2	1.1
完全失業率	%	2.6	2.6	2.6	2.5	2.5	2.4	2.4	2.4	2.4	2.6	2.5	2.4
雇用者数	前年同期比(%)	0.9	0.3	0.2	0.4	0.3	0.5	0.4	0.3	0.3	0.7	0.3	0.4
1人当たり名目賃金	前年同期比(%)	1.2	2.4	2.6	3.2	2.6	1.6	1.7	1.9	1.6	1.3	2.7	1.7
名目雇用者報酬	前年同期比(%)	2.1	2.5	2.6	3.3	2.7	2.0	2.0	2.1	1.8	1.8	2.8	1.9
新設住宅着工戸数	季調済年率(万戸)	78.6	78.7	78.5	78.2	77.8	77.0	76.4	76.0	75.5	80.0	78.2	76.0
貿易収支	兆円	-1.5	-2.0	-0.3	-0.2	-0.3	-0.8	0.7	0.4	0.4	-3.8	-2.8	0.7
輸出	兆円	24.6	25.6	26.8	27.6	26.1	25.5	26.6	27.5	26.2	101.7	106.1	105.7
輸入	兆円	26.1	27.6	27.1	27.8	26.4	26.4	25.8	27.0	25.8	105.5	108.9	105.0
第一次所得収支	兆円	10.6	9.8	11.4	7.6	10.9	9.7	11.1	7.5	10.9	36.5	39.7	39.3
経常収支	兆円	7.4	6.7	9.4	6.9	9.2	8.1	10.3	7.4	9.6	26.2	32.2	35.4
米国実質GDP(暦年ベース)	前期比年率(%)	1.6	1.3	0.8	1.1	1.8	1.9	1.9	1.9	1.8	2.5	2.2	1.6
中国実質GDP(暦年ベース)	前年同期比(%)	5.3	4.8	4.7	5.0	5.0	4.8	4.7	4.7	4.6	5.2	4.9	4.8
無担保コールレート翌日物	平均値、%	0.00	0.07	0.08	0.16	0.25	0.38	0.50	0.63	0.75	-0.03	0.14	0.56
10年国債利回り	平均値、%	0.70	0.76	0.83	0.90	0.97	1.01	1.04	1.06	1.09	0.62	0.86	1.05
ドル円レート	平均値、円/ドル	148.5	153.2	153.4	150.5	147.8	146.0	145.1	144.1	143.2	144.6	151.2	144.6
WTI原油価格	平均値、ドル/バレル	77.0	82.5	80.3	78.3	76.5	75.0	73.8	72.7	71.7	77.9	79.4	73.3

→予測値

→予測値