



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年夏)

わが国経済、外需低迷で低成長続く

—民間消費・設備投資は拡大—

《要 旨》

日本経済は今後、外需の低迷を背景に低成長が続く見通しだ。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年度のプラス1.2%からプラス0.2%に低下する (図表1)。前回予測 (24年春=プラス0.4%) を下回る水準で推移する公算が大きい。

米国は22年以降の利上げの効果で物価上昇率が低下してきたが、ここに来て物価上昇率が下がりにくくなっている。高い政策金利はしばらく続き、経済成長の重荷となる。中国は不動産部門の低迷が長期化し、成長率を押し下げる。海外経済の伸び悩みは日本の輸出に逆風となる。一方で、賃上げの継続で消費は回復し、デジタルトランスフォーメーション (DX = デジタル変革) のための設備投資も堅調に推移する。

一段の下振れリスクとしては、国際政治情勢の悪化が挙げられる。ウクライナ情勢や中東情勢の長期化・深刻化によってエネルギー・資源価格が高騰し、世界経済が減速感を強めるようなら、日本経済の成長率はさらに押し下げられる可能性がある。

図表1 日本経済の見通し

		2023年度	2024年度	2025年度
実質国内総支出（前年度比%）		1.2	0.2	1.1
寄与ポイント	民需	▲ 0.5	0.1	1.0
	民間最終消費支出	▲ 0.4	0.2	0.5
	民間住宅投資	0.0	▲ 0.2	0.0
	民間企業設備投資	0.1	0.3	0.4
	公需	0.2	0.1	0.2
	外需	1.5	0.0	▲ 0.1
	財貨・サービスの輸出	0.6	0.3	0.5
	財貨・サービスの輸入	0.8	▲ 0.3	▲ 0.6

（出所）2023年度は内閣府、実績値。24～25年度は日本経済研究センター予測。24年6月11日時点の予測値。▲はマイナス

【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（2024年6月10日公表の1～3月期GDP2次速報後の最新予測）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、個人消費の順で検討する。

【海外経済、米国でインフレ粘着】

日本経済研究センターの最新予測では、2024年の海外の実質GDP成長率は、23年のプラス3.2%からプラス2.9%に低下する見込みだ（図表2）。各国の高い政策金利が世界経済の重荷となっている。米国の実質GDP成長率は、24年にプラス2.4%（23年はプラス2.5%）となる見通しだ。

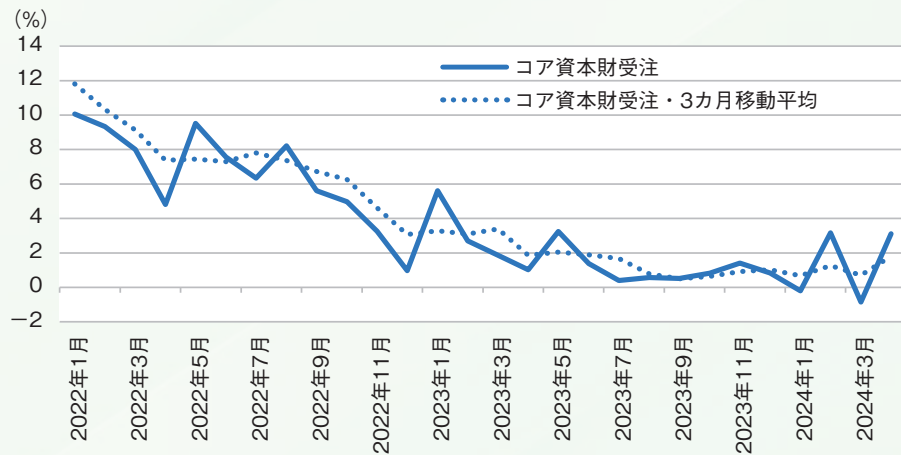
米連邦準備理事会（FRB）は22年3月に利上げを開始し、政策金利（フェデラルファンド金利

図表2 海外経済の見通し

	2023年（実績）	2024年	2025年
世界計	3.2	2.9	2.8
米国	2.5	2.4	1.7
ユーロ圏	0.4	0.9	1.3
中国	5.2	4.7	4.4
韓国	1.4	2.9	1.6
台湾	1.3	4.6	2.5
ASEAN	4.3	4.5	4.9
豪州	2.0	1.3	2.3
インド	7.7	6.6	6.6
ブラジル	2.9	2.0	2.4
ロシア	3.6	3.0	2.1

（注）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%。世界計は国際通貨基金（IMF）の世界経済見通し（WEO）より2015年の購買力平価（PPP）ベースの各国・地域のGDPで加重平均（15年固定ウェイト）。ASEANはインドネシア、フィリピン、マレーシア、タイ

図表3 米国の耐久財受注



(注) 米商務省資料を基に日本経済研究センター作成。コア資本財は非国防資本財から航空機を除く資本財。季節調整なし。前年同月比変化率

= FF 金利) を5.25~5.50%としている。これまでの利上げによって物価上昇率（インフレ率）は低下してきた。FRB が重視する個人消費支出（PCE）物価指数のコア指数（食品・エネルギー除く）は、24年4月の上昇率（前年同月比）が2.8%と、22年の5%台を大きく下回る。ただ2.8%の上昇率は3カ月連続で、下がりにくくなっているのも事実だ。市場関係者の間では「インフレの粘性」が指摘されている。FRB のインフレ目標2%までは時間がかかる見通しで、高い政策金利が続くとみられている。

FRB は6月12日、米連邦公開市場委員会 (FOMC) 参加者の政策金利見通しを公表した。年内の利下げ回数（参加者の中央値、0.25%換算）は3月時点の3回から1回に減った。日本経済研究センターは、FRB は11~12月に利下げに転じるとみている。

もっとも、現状の高い政策金利は实体经济にじわり影響を与えつつある。FRB の集計（6月7日更新）によると、米商業銀行の商工業向け融資残高は24年4月にマイナス1%と6カ月連続で前年割れとなっている。企業の設備投資が振るわない状況を映している。

設備投資の先行指標とされる耐久財受注（非国防資本財から航空機除くコア資本財）の前年同月

比変化率は4月に、3カ月移動平均でプラス2%だった（図表3）。このところ一進一退で推移しており、先行き不透明感はぬぐえない。

【米国の失業率に上昇圧力】

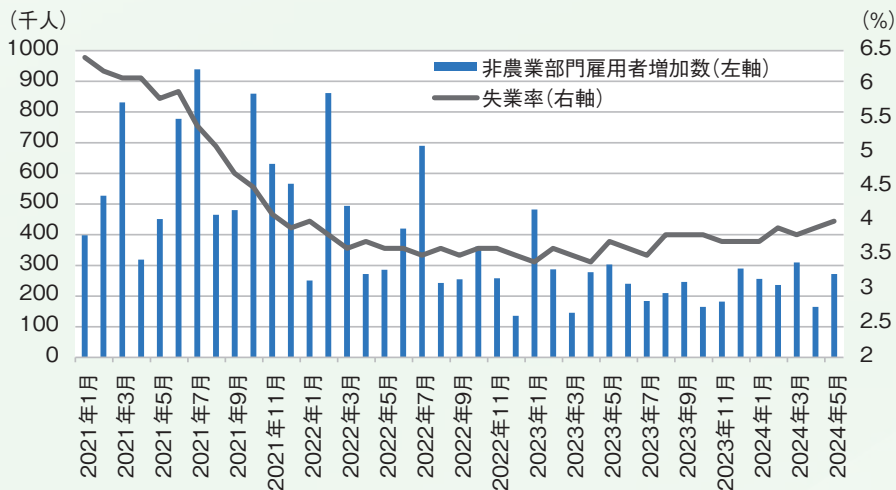
米 GDP の約7割を占める個人消費の行方はどうか。個人消費を左右するのは雇用情勢だ。5月の非農業部門の雇用者増加数（前月比）は27.2万人だった（図表4）。過去3カ月（3~5月）平均の増加数は24.9万人と、1年前（23年3~5月平均24.2万人）を上回る水準に回復してきた。一方、5月の失業率は4.0%と2カ月連続で上昇した。労働参加率が62%台と、新型コロナウイルス禍以前（19年63%前後）の状況に戻りつつあり、今後失業率には上昇圧力が強まる可能性がある。

物価変動を考慮した実質可処分所得をみると、最新の4月に前年同月比1.0%増と5カ月連続で伸びが縮小している。実質可処分所得の伸びの鈍化は個人消費を抑える要因となる。今後の動向を注視していく必要がある。

【ユーロ圏は低成長、ドイツで投資冷え込み】

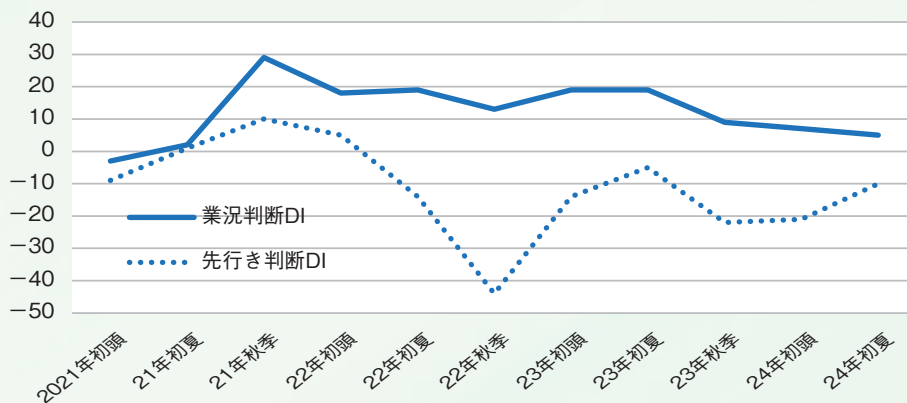
ユーロ圏経済も引き締め的な金融政策が重荷となる。欧州連合 (EU) 統計局によると、5月のユーロ圏消費者物価指数 (HICP) の前年比上昇

図表4 米国の雇用状況



(注) 米労働省資料を基に日本経済研究センター作成。雇用者増加数は前月比

図表5 ドイツ企業の景況感



(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は自社の事業状況を「良い」と回答した割合から「悪い」の割合を引いた値

率は、速報値で2.6%だった。4月の2.4%から加速したが、22年秋の10%台から大きく低下している。これまでの利上げで実体経済も弱くなっており、欧州中央銀行（ECB）は6月6日の理事会で、19年9月以来4年9カ月ぶりに利下げを決定した。今後、利下げ局面に入っていく見通しだが、実質GDP成長率は低水準が続き、24年はプラス0.9%（23年プラス0.4%）にとどまりそうだ。

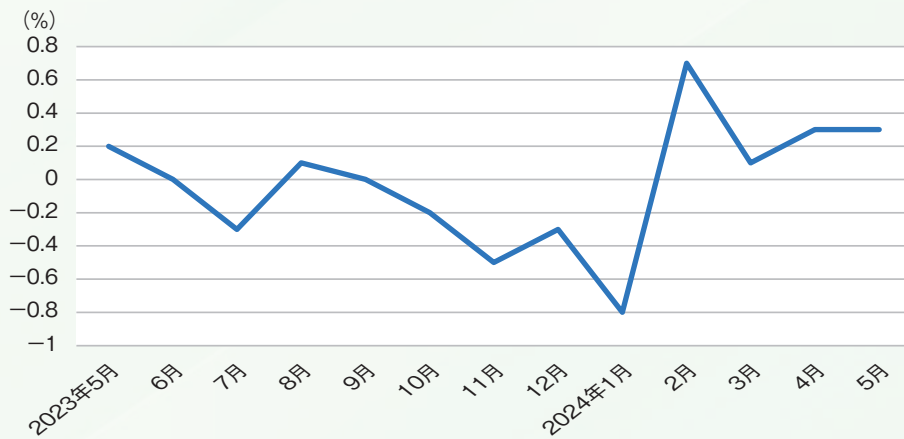
欧州最大のドイツ経済が引き続き弱い。ドイツ商工会議所連合会の24年初夏景況感調査によれば、ドイツ企業の業況判断DI（「良い」と答えた回答の割合から「悪い」を引いた値）はプラス5と、3年ぶりの低水準となった。先行き判断DIも依然としてマイナス圏となっている（図表5）。

一方、ユーロ圏では賃金が堅調に推移している。ECBが公表するユーロ圏の妥結賃金は年率4%以上の上昇が続き、個人消費を後押しする見込みだ。ただ、ユーロ圏の貯蓄性向は高く、これが個人消費を抑えるとの見方もあり、ユーロ圏経済の先行きはなお不透明だ。

【中国は不動産低迷、物価にも下落圧力】

中国経済に関しては、実質GDP成長率は23年のプラス5.2%から24年にプラス4.7%、25年にプラス4.4%に低下する見通しだ。不動産部門の低迷が景気を下押しする構図が続く。中国国家统计局によると、24年1～4月の不動産開発投資は前年同期比9.8%減と、23年通年（前年比9.6%減）

図表6 中国の消費者物価



(注) 中国国家统计局資料を基に日本経済研究センター作成。前年同月比変化率

から減少ペースが加速している。内訳をみると、住宅が10.5%、商業施設は11.9%、オフィスビルは0.8%それぞれ減少した。中国政府は不動産開発融資の支援強化に動いているが、楽観できる状況ではない。

不動産部門の低迷は企業の景況感悪化につながっている。国家统计局がまとめた5月の製造業購買担当者景気指数（PMI）は49.5だった。前月の50.4から低下し、好不況の分かれ目である50を下回った。新規受注指数が悪化しており、49.6（前月51.1）に低下した。

こうした状況の下、物価の下落圧力も強い。5月の工業生産者出荷価格の上昇率は前年同月比でマイナス1.4%とマイナス圏が続く。5月の消費者物価指数（CPI）の上昇率はプラス0.3%だった（図表6）。プラスが続いているが、1～5月の平均上昇率はわずかプラス0.1%と、いつ下落基調に戻ってもおかしくない。個人消費の弱さを反映しており、今後も引き続き警戒が必要だ。

【日本経済、設備投資・個人消費が堅調】

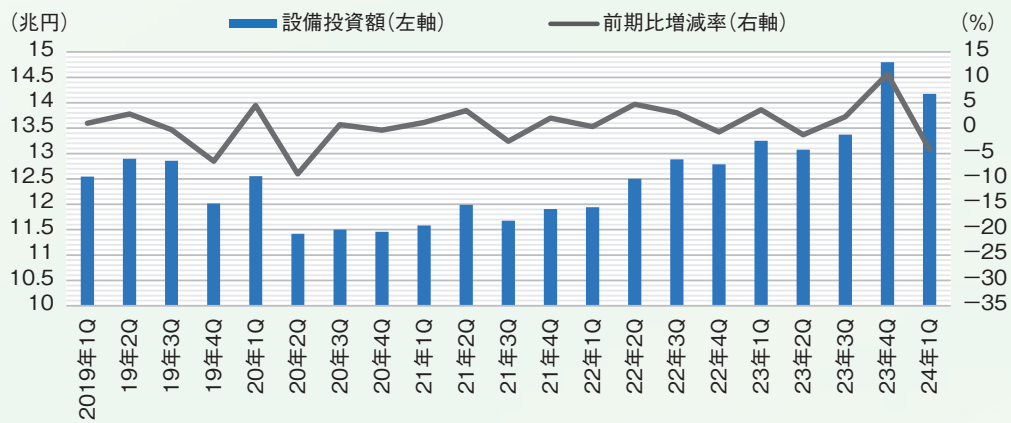
日本経済の見通しについては、実質 GDP 成長率は23年度のプラス1.2%から、24年度にプラス0.2%になり、極めて低い成長にとどまるとみている。世界経済の減速を受けて外需の寄与が低下する。

財・サービスの実質輸出は23年度の3.0%増から24年度に1.5%増へと鈍化する見込みだ。インバウンド（訪日外国人客）の観光需要が引き続き拡大し、サービス輸出の増加基調は続く。しかし一方で、財の輸出がほぼ横ばいで推移するとみられる。為替相場の円安抑制も財輸出の増加にブレーキをかける一因となる。日本経済研究センターは、日銀による年内の政策金利の変更は見込んでいないが、11～12月にFRBが利下げに転じるとみており、日米金利差の縮小を背景に為替相場がやや円高に振れると予想している。

外需を考える上では、輸入も重要な要素だ。後述するように、24年度は内需が底堅く推移するとみており、これを受けて輸入は増加する。財・サービスの実質輸入は23年度の3.2%減から24年度には1.5%増を見込む。外需のGDPへの寄与度は23年度のプラス1.5%ポイントから、24年度にはゼロ%ポイントとなる見通しだ。

外需は停滞するが、内需は底堅く推移し、企業収益を押し上げる。財務省の法人企業統計によると、1～3月期の全産業（金融・保険業除く）の経常利益は前年同期比15.1%増の27兆4,279億円と、1～3月期としては過去最高だった。情報通信機械が51.9%増と大きく伸びたほか、食料品が16.8%増と2四半期ぶりにプラスに転じた。飲食などのサービス業も29.9%増えた。原材料などコ

図表7 日本企業の設備投資（季節調整値）



(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

スト上昇に対する価格転嫁の進展を映した。

企業の設備投資も底堅い。1～3月期の設備投資額は前年同期比6.7%増えた。季節調整済みの前期比は4.2%減と3四半期ぶりにマイナスに転じたが、設備投資額は新型コロナウイルス禍前の水準を上回り続けている（図表7）。生産体制強化に向けた投資のほか、DX 関連投資が目立つ。DX 関連投資は今後も継続的に増えていく見通しだ。日本経済研究センターの予測では、24年度の実質設備投資は2.0%増（23年度は0.5%増）とみている。

【賃上げ・財政支出が後押し】

内需の柱の1つである個人消費も増加する。賃上げの継続や政府の所得税減税などを背景に、民間最終消費支出は23年度の実質0.6%減から24年度に実質0.3%増へとプラスに転換する見通しだ。

日本労働組合総連合会（連合）によると、24年の春季労使交渉の最新集計結果（第6回＝6月5日公表）では賃上げ率は5.08%と、1991年以来33年ぶりの高水準だ。基本給を底上げするベースアップ（ベア）と定期昇給を明確に区別できる3,423組合で、ベアの平均上昇率は3.54%だった。5月末時点で3%を上回ったのは15年以降で初めてだとしている。

物価高も沈静化の方向にある。輸入物価に影響

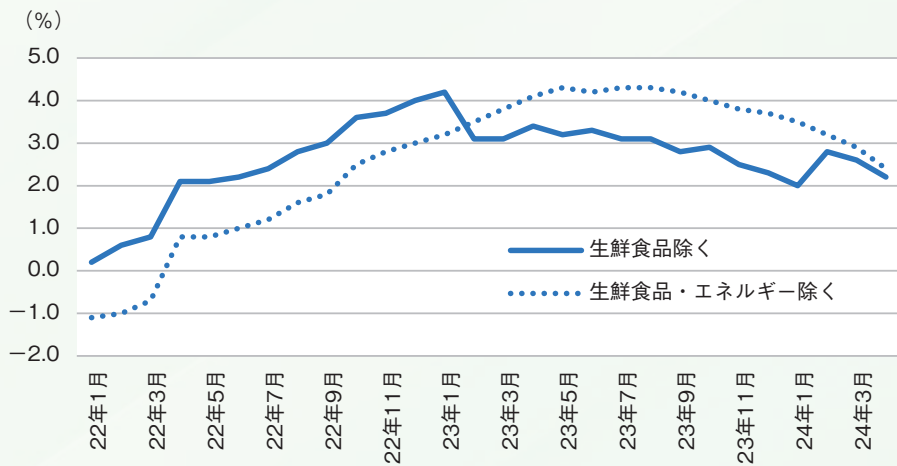
を与える世界のエネルギー・資源価格は、ロシアによるウクライナ侵攻が始まった22年に比べれば大幅に低下している。原油価格は足元では再び上昇圧力を強めており、警戒が必要だが、食料価格は低水準で推移している。国連食糧農業機関（FAO）が集計している世界の食糧価格指数は、5月に前年同月比3%下落し、18カ月連続で前年水準を下回っている。

国内の物価動向をみると、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%から24年4月には2.2%まで下がった（図表8）。25年度には2%未満に低下するとみている。

こうしたなか、物価変動を考慮した実質賃金は改善傾向を示している。厚生労働省が算出する実質賃金指数は、現金給与総額ベースで24年4月に前年同月比マイナス0.7%だった（図表9）。前年割れが続いているが、遅かれ早かれプラスになるとみられており、個人消費を押し上げる重要な原動力となる可能性がある。

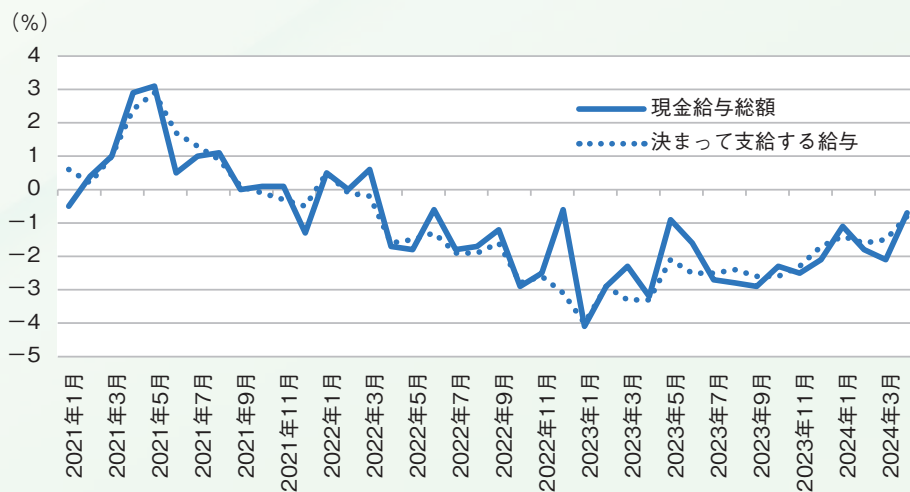
政府の経済対策も個人消費を支える。6月からは所得税減税が実施され、1人につき所得税3万円と住民税1万円の計4万円の減税となる。賃上げや政府の財政支出によって内需は伸びを高め、実質GDP成長率見通しに対する内需寄与度は23年度のマイナス0.3%ポイントから、24年度にはプラス0.2%ポイントに上向く見通しだ。

図表8 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。前年同月比変化率

図表9 実質賃金指数



(注) 厚生労働省資料を基に日本経済研究センター作成。前年同月比変化率。「決まって支給する給与」は基本給・時間外手当などを含み、賞与などを含まない

【リスクは国際情勢、米大統領選は要警戒】

以上のように、日本経済は内需が底堅く推移するものの、外需が減少するため、成長が鈍化する見通しだ。経済のさらなる下振れリスクとしては、ウクライナ情勢やイスラエル情勢の悪化、そして中国と台湾を巡る軍事的緊張が挙げられる。世界の資源価格高騰や物流停滞が経済を下押しする恐れがある。

また、11月に控える米大統領選も下振れリスクとして意識される。立候補を表明しているトランプ前米大統領は自らの不祥事により、ニューヨーク州最高裁から有罪の評決を下された。これに対してトランプ氏は評決を不服として控訴する方針だ。

もしトランプ氏が自身の意向通り大統領選に出馬して勝利した場合はどうなるか。トランプ氏は台湾問題への関心が薄いともいわれ、これが中台情勢の不安定化につながるとの見方もある。加えて、市場関係者の間では、トランプ氏が再び大統領に返り咲けば、減税と中国などへの関税強化によってインフレ率の上昇が見込まれる。FRBは利下げどころか再利上げをせざるをえない状況となり、米経済の腰折れを招く可能性がある。米中をはじめとする世界の政治情勢や金融市場の動向を引き続き注視していく必要がある。

(※本稿は2024年6月12日時点で入手可能な情報に基づいて執筆しています)