

## 調査レポート

## 2024／2025年度短期経済見通し(2024年12月) (2次QE反映後)

～下振れリスクを伴いつつも、景気は緩やかな持ち直しが続く～

## 調査部

12月9日発表の2024年7～9月期の実質GDP成長率(2次速報)は、前期比+0.3%(年率換算+1.2%)と1次速報の前期比+0.2%(年率換算+0.9%)から上方修正されたが、小幅であり、景気は緩やかな持ち直しを続けているとの判断に変更はない。個人消費が下方修正されたが(前期比+0.9%から+0.7%)、所得の堅調な増加、自動車の販売増、備蓄需要の高まりなどにより順調に増加している姿に変わりはない。

10～12月期もプラス成長が続こうが、高い伸びは期待できない。7～9月期に個人消費を押し上げた一時的要因が剥落するうえ、物価高への懸念やコロナ禍明け後のサービス支出の回復一巡により、個人消費の伸びは大きく鈍化するであろう。それでも、春闘の高い賃上げ率が賃金に浸透しているほか、10月から最低賃金が引き上げられたことや、冬のボーナス支給額が堅調に増加すると期待されることなど、個人消費を取り巻く環境は良好な状態にある。このため、物価上昇圧力が徐々に落ち着いてくることもあって消費者マインドも徐々に持ち直し、個人消費の減少をきっかけに景気が悪化に転じることは回避されよう。また、好業績や人手不足を背景に企業の設備投資意欲は強く、設備投資による景気下支え効果が期待される。インバウンド需要の増加が続くこと、世界的な半導体需要の回復なども景気にとってプラス材料となる。一方、政府の新たな経済対策(国民の安心・安全と持続的な成長に向けた総合経済対策)による押し上げ効果は、限定的であるとみている。

2024年度の実質GDP成長率は前年比+0.4%と4年連続でのプラス成長を見込む。2023年度の同+0.7%から伸び率は一段と縮小するが、マイナスの成長率のゲタ(-0.6%)によって見かけ上の伸び率が低い一方で、それを除けば+1.1%と底堅い伸びである。一方、人件費や物流コストの増加などによって物価上昇圧力が強い状態が続けば、消費支出が抑制される懸念があるほか、米国および中国など海外経済の減速、人手不足による供給制約といったマイナス材料が強まれば景気の持ち直しの勢いが弱まり、失速に至るリスクが出てくる。

2025年度は前年比+1.2%とプラス成長が続こう。引き続き春闘での賃上げ率の大きさ、それを受けての個人消費の動向が景気の先行きを左右するポイントとなる。前年を下回るとはいえ、好調な企業業績と深刻な人手不足を背景に2025年春闘でも高めの賃上げ率が見込まれるうえ、輸入物価の上昇圧力が一巡する中で国内の物価上昇率は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。ただし、米国のトランプ次期大統領による通商政策の行方、米中の貿易摩擦が再燃する懸念、地政学リスクの高まりなど、2025年入り後は景気に対する不確定要素が多く、これらが下振れ方向に寄与することで景気失速の懸念が高まるリスクがある。海外経済が減速し、輸出が落ち込むなどのマイナス要因が拡大すれば、国内景気に大きなダメージを及ぼすであろう。

(前年比、%)

	実質GDP			名目GDP			デフレーター		
	2024年度	2025年度	2026年度	2024年度	2025年度	2026年度	2024年度	2025年度	2026年度
11月18日時点	0.3	1.2	1.1	3.0	3.2	2.1	2.6	2.0	1.0
今回	0.4	1.2	1.1	3.2	3.1	2.0	2.7	2.0	1.0

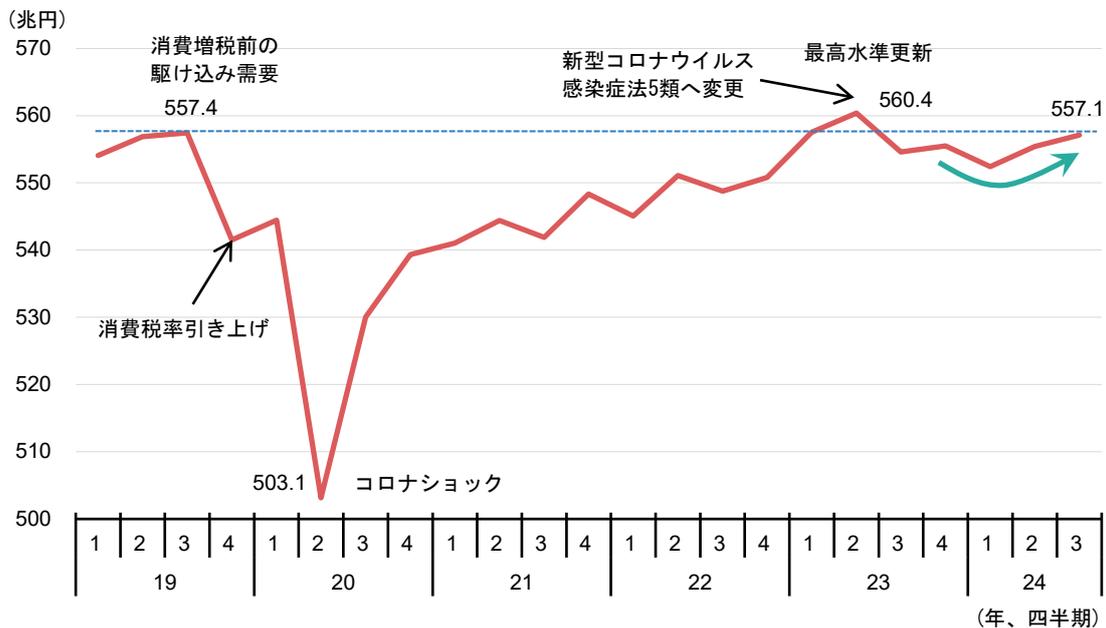
## 1. 景気の現状～緩やかな持ち直しが続く

### 小幅の伸びにとどまったが、内需は堅調

12月9日に内閣府から公表された2024年7～9月期の実質GDP成長率(2次速報値)は、前期比+0.3%(年率換算+1.2%)と1次速報の前期比+0.2%(年率換算+0.9%)から上方修正された。ただし、修正は小幅であり、景気は緩やかな持ち直しを続けているとの判断に変更はない。

実質GDPの水準はコロナ禍前の最高額であった2019年7～9月期を回復するには至っていないものの(図表1)、内需は堅調に増加しており、景気は力強さには欠けるとはいえ、持ち直し基調を維持している。

図表1. 実質GDPの水準



(出所) 内閣府「四半期別GDP速報」

### 一時的な要因も加わり、個人消費が堅調に増加

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+0.7%(同+0.9%を下方修正)と4～6月期の同+0.6%から伸び率が拡大した。個人消費については、①物価高による消費者マインドの悪化、②酷暑・大雨などの天候不順や南海トラフ地震への警戒によるレジャー・旅行などのサービス需要の抑制、③厳しい残暑による秋物衣料の販売不振、といったマイナス効果があった。その一方、プラス効果として、④6月からの定額減税開始、夏のボーナス増加、高い伸びとなった春闘賃上げ率の浸透といった所得増加、⑤自動車の販売増、⑥清涼飲料水の販売増などの猛暑効果、天災への警戒を反映した飲料水・パック米、などの備蓄需要の一時的な高まり、などが指摘でき、7～9月期においてはプラス効果の方がより大きかったようである。財別の動きを見ると、自動車や家電が含まれる耐久財が前期比+2.7%と2四半期連続で増加し、非耐久財(食料・エネルギー・日用品など)は同+0.9%、サービスは同+0.2%と底堅く推移した。一方、秋物衣料の不振などで衣料・身の回り品などを含む半耐久財は同-2.3%と低迷した。

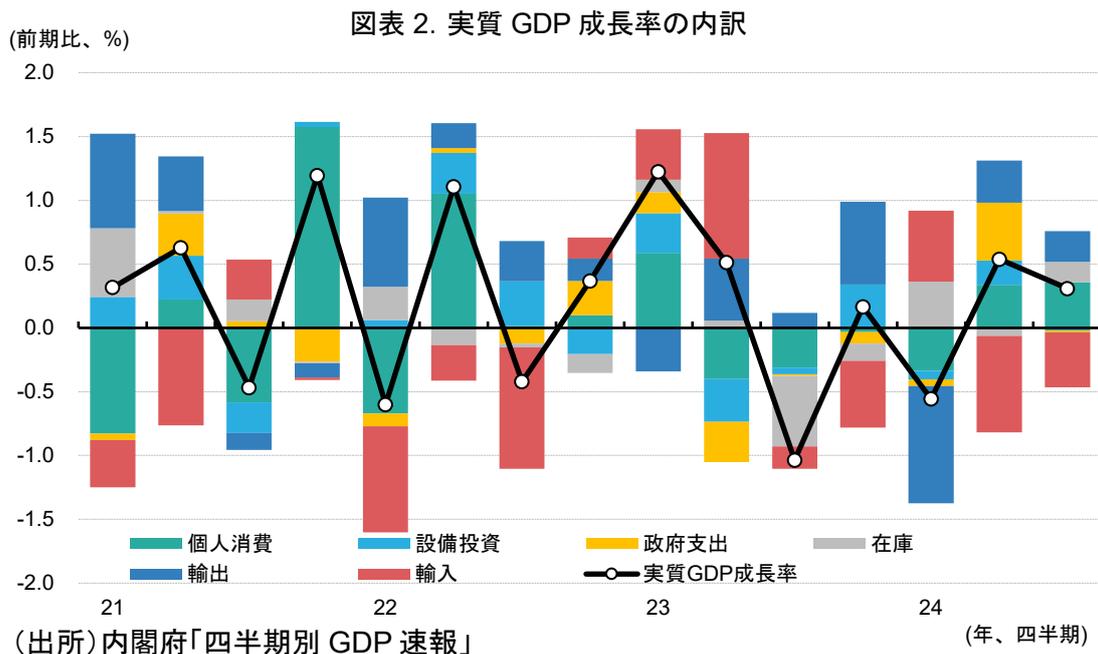
実質住宅投資は、住宅着工戸数は均してみれば横ばいにとどまっているが、落ち込みも一巡しつつあり、前期

比+0.4%(同-0.1%を上方修正)と小幅ながら2四半期連続でプラスとなった。

企業部門では、実質設備投資が前期比-0.1%(同-0.2%を上方修正)と減少したが、人手不足などを反映して企業の投資意欲は底堅いうえ、業績が好調に推移していることから、一時的な下振れであると考えられる。実質在庫投資は、前期に減少した反動もあって、前期比に対する寄与度は+0.2%(同+0.1%を上方修正)とプラスに転じた。

政府部門では、高齢化の進展を背景に一般の医療費や介護費が増加しており、実質政府最終消費は前期比+0.1%(+0.5%を下方修正)と増加が続いた。また、実質公共投資は同-1.1%(同-0.9%を下方修正)と落ち込んだが、これは2023年度の補正予算による押し上げ効果が剥落したためと考えられる。

以上の結果、内需の前期比に対する寄与度は+0.5%(同+0.6%を下方修正)と2四半期連続でプラスとなった。これに対し、外需寄与度は-0.2%(同-0.4%を上方修正)と3四半期連続でマイナスとなった。財輸出が情報関連財や資本財が増加したことで前期比+2.1%と増加したが、前期に急増した反動もあってインバウンド消費が落ち込んだことなどからサービス輸出が同-1.8%と減少したため、実質輸出は同+1.1%(同+0.4%を上方修正)の増加にとどまった。一方、実質輸入は財輸入を中心に同+1.8%(同+2.1%を下方修正)と増加し、輸出の伸びを上回った。



## 名目 GDP は順調に増加

名目 GDP 成長率は前期比+0.5%(修正なし)と順調に増加し(ただし、年率換算では+2.1%から+1.8%に下方修正)、金額(季節調整値の年率換算値)は610.2兆円と2四半期連続で節目の600兆円を超えた。経済全体の総合的な物価動向を示すGDPデフレーターは、前年比+2.4%(同+2.5%を下方修正)と2023年7~9月期の同+5.6%からピークアウトしているが、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、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+0.1%)。

## 2. 2024/2025 年度の経済見通し～下振れリスクを伴いつつも、景気は緩やかな持ち直しが続く

### 2024 年度後半もプラス成長が続く

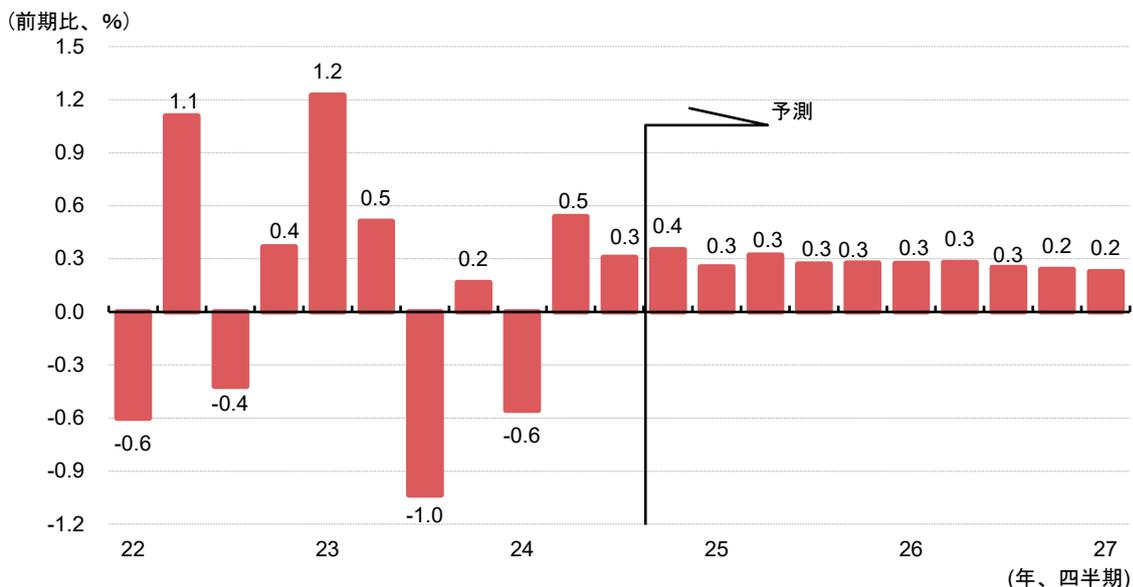
10～12 月期もプラス成長が続こうが、高い伸びは期待できない(図表 3)。7～9 月期に個人消費を押し上げた一時的要因が剥落するうえ、物価高への懸念やコロナ禍明け後のサービス支出の回復一巡により、個人消費の伸びは大きく鈍化するであろう。また、秋以降も暖かい日が続いており、季節性商品の販売不振が懸念される。

それでも、春闘の賃上げの高い伸びが賃金に浸透しているほか、10 月から最低賃金が引き上げられたことや、冬のボーナス支給額が堅調に増加すると期待されることなど、個人消費を取り巻く環境は良好な状態にある。このため、物価上昇圧力が徐々に落ち着いてくることもあって消費者マインドも徐々に持ち直し、個人消費の減少をきっかけに景気が悪化に転じることは回避されよう。

また、好業績や人手不足を背景に企業の設備投資意欲は強い。供給制約によって投資が遅れるリスクはあるものの、計画が大幅に下方修正される懸念は小さいと考えられ、2024 年度中は設備投資が景気を下支えすることが期待される。さらに、インバウンド需要の増加が続くことに加え、世界的な半導体需要の回復や熊本県での半導体の製造開始も、景気にとってプラス材料となる。このため、2025 年 1～3 月期もプラス成長は維持されよう。

一方、政府の新たな経済対策(国民の安心・安全と持続的な成長に向けた総合経済対策)による押し上げ効果は、限定的であるとみている。「103 万円の壁」の見直しの行方は依然として流動的であり、短期的な影響は軽微であろう。

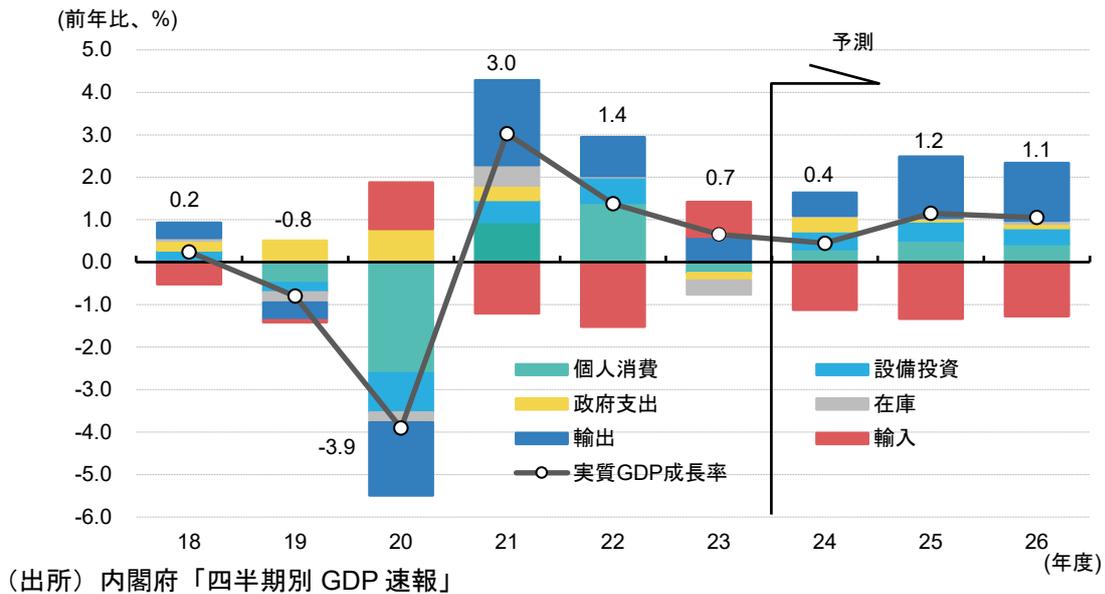
図表 3. 実質 GDP 成長率(四半期)



(出所) 内閣府「四半期別 GDP 速報」

2024 年度の実質 GDP 成長率は前年比+0.4%と 4 年連続でのプラス成長を見込む(図表 4)。2023 年度の同+0.7%から伸び率は一段と縮小するが、マイナスの成長率のゲタ(-0.6%)によって見かけ上の伸び率が低いので、それを除けば+1.1%と底堅い伸びである。

図表 4. 実質 GDP 成長率の予測(年度)



### 海外要因を中心に景気の先行き不透明感が増している

もともと、これまでと比べて、海外要因を中心に景気の先行き不透明感が増しており、これらのマイナスの側面が強まれば、景気の持ち直しの勢いが弱まり、失速に至るリスクが出てくる。

中でも、米国のトランプ次期大統領による通商政策の行方、米中の貿易摩擦が再燃する懸念、地政学リスクの高まりなど、2025 年入り後は景気に対する不確定要素が多くなる。トランプ次期大統領の主要な政策である、輸入品に対する関税の一律引き上げ、法人税率の引き下げ、所得税の最高税率を引き下げるトランプ減税の延長、不法移民対策の強化などは、いずれも物価上昇圧力の高まりと財政の悪化を通じて金利の上昇を促す政策である。このため、米国景気の拡大、企業利益の増加の期待が強まって株高が進むと同時に、長期金利は上昇に転じ、結果としてドル高が生じている。これら政策の効き方によっては、景気が順調に回復する可能性がある半面で、物価高・金利高が景気を悪化させるリスクもはらんでいる。米国ではこれまでソフトランディングが可能との見方が有力であったが、今後については様々な状況に至ることが想定される。

また、物価高の影響も引き続き懸念材料である。食料品、エネルギーなどの財については物価上昇ペースが次第に鈍ってきているが、今後は人件費や物流コストの増加などを背景にサービス分野で物価上昇ペースが高まる可能性がある。また、政府の物価高対策が年明け以降に再導入され、電気代・ガス代が抑制される見通しであるが、次第に物価押し下げの規模を縮小させていくとみられ、抑制効果は薄らいでいくであろう。加えて、最近の円安により、再び輸入物価の上昇が国内物価上昇圧力を高めることになりかねない。そうなれば、消費者マインドが悪化し、家計の節約志向が強まることで再び個人消費が低迷することになりかねない。

その他、国内要因では、金利上昇による新規設備投資や住宅購入などの需要を抑制するリスクや、人手不足による供給制約が景気の回復力を削ぐことも心配される。また、海外要因では、中国景気の減速懸念がある。中国では政府の経済対策の効果への期待はあるものの、不動産業の低迷長期化が懸念される。

## 名目 GDP は年度で 600 兆円の大台へ

名目 GDP 成長率は、実質値の緩やかな増加が続くことに加え、輸入物価上昇の国内への浸透や、人件費の増加など様々なコストが転嫁される動きが継続するため、着実な増加が見込まれる。このため、2024 年度の名目 GDP 成長率は、2023 年度の前年比+4.9%に対し、同+3.2%と 4 年連続で上昇する見込みで、金額も 2023 年度の 595.2 兆円に対し 614.2 兆円と、年度として初めて 600 兆円の台に乗る見込みである。これで、コロナ禍で大きく落ち込んだ 2020 年度からの 4 年間での伸び率は 14.0%となるが、バブル崩壊後の 1991 年度から 2019 年度までの 28 年間での伸び率が 12.3%であったことと比較すると極めて高い伸びである。

ただし、近年円安が進んでいることもあり、米ドル建てでみた場合の伸びは小幅であり、2024 年 10 月に IMF が発表した最新の世界経済見通し(名目米国ドル建て)では、2026 年にインドに抜かれて世界第 5 位に後退する予想となっている。

## 2025、2026 年度もプラス成長が維持されるが、不確定要素が増している

2025 年度は前年比+1.2%とプラス成長が続こう。引き続き春闘での賃上げ率の大きさ、それを受けての個人消費の動向が景気の先行きを左右するポイントとなる。前年を下回るとはいえ、好調な企業業績と深刻な人手不足を背景に 2025 年春闘でも高めの賃上げ率が見込まれるうえ、輸入物価の上昇圧力が一巡する中で国内の物価上昇率は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。

金融政策の正常化の進展によって長短金利が上昇する可能性があるが、上昇幅が大きいこと、企業の財務体質の健全化が進んでいることから、設備投資を抑制する効果は小さい。外需についても、物価安定や金融引き締め解除を背景に海外経済の回復が進むため、輸出の増加が期待され、景気回復を促す要因となる。

ただし、前述した通り、米国のトランプ次期大統領による通商政策の行方、米中の貿易摩擦が再燃する懸念、地政学リスクの高まりなど、2025 年入り後は景気に対する不確定要素が多く、これらが下振れ方向に寄与することで景気失速の懸念が高まるリスクがある。海外経済が減速し、輸出が落ち込むなどのマイナス要因が拡大すれば、国内景気に大きなダメージを及ぼすであろう。

2026 年度も同様に景気の持ち直し基調は維持されると予想する。ただし、2020 年 5 月に景気が底をつけた後、2026 年 7 月まで景気拡張期が続けば戦後最長の景気拡張期間であった 73 カ月に並ぶことになる。そうなるためには、成長と分配の好循環が継続する、物価が安定して推移する、海外経済の回復が続くなど、多くの条件が満たされる必要がある。



## 賃金は名目で堅調に増加、2025年春闘の賃上げ率も高い伸びが続く

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年度は前年比+1.3%となった。

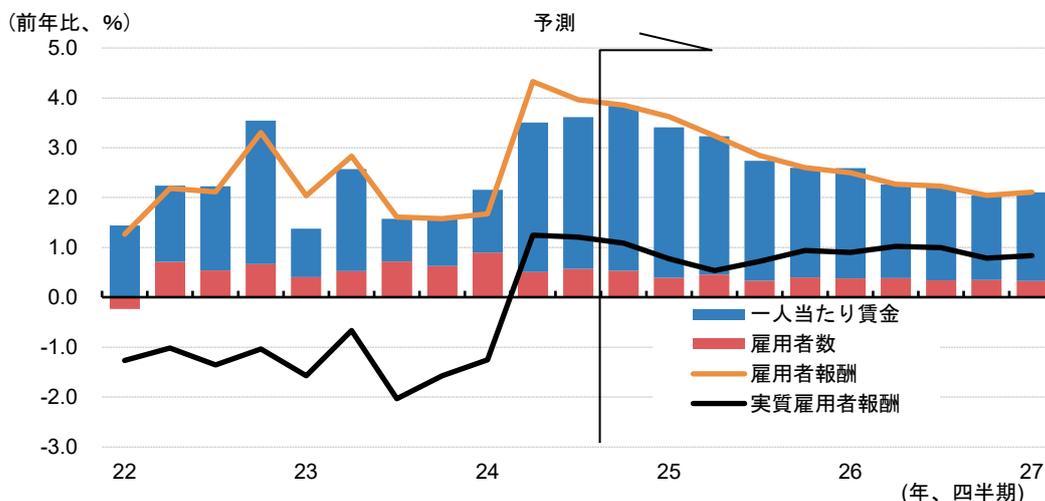
これに対して2024年度は、伸び率がさらに高まっている。2024年春闘では、人手不足への対応、物価上昇に配慮して積極的な賃上げに踏み切る企業が増加し、賃上げ率は5%を超え33年ぶりの伸びとなった。春闘の高賃上げ率に追随できない企業があるほか、パートタイム労働者比率の上昇が全体の伸びを抑制するが、ボーナス支給額が順調に増加していることもあり、2024年度の現金給与総額は前年比+3.1%に高まるであろう。

現金給与総額は月次ベースでは6、7月に伸び率が高まり、実質賃金も2カ月連続で前年比プラスとなったが、夏のボーナス支給額の押し上げ効果が剥落したため、8、9月と再びマイナスとなったが、10月には前年比横ばいに持ち直して、冬のボーナスも堅調な伸びとなりそうのため、実質賃金は2024年10~12月期にプラスとなった後、2025年も改善傾向で推移しよう。

2025年の春闘では、物価上昇率が鈍化していることもあって賃上げ率は前年実績を下回る公算が高いが、それでも4.0%台の伸びは確保される見込みである。現金給与総額については、パートタイム労働者の比率が高まると予想されること、大企業並みの賃上げ率に追随できない中小企業が増えると考えられることから、春闘の賃上げ率ほどの高い伸びには至らないものの、それでも2025年度には前年比+2.4%と底堅さは維持されよう。2026年度も同様に同+1.8%の伸びを見込む。

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、2023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+1.9%と3年連続で増加した(図表6)。2024年度には同+4.0%に伸び率が拡大し、2025年度は同+2.8%、2026年度は同+2.2%とプラスは維持される。また実質値では、物価上昇圧力が徐々に弱まることもあって、2023年度の同-1.4%に対し、2024年度に同+1.1%とプラスに転じた後も、2025年度に同+0.8%、2026年度に同+0.9%とプラスが維持され、個人消費の押し上げ要因となると期待される。

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」

## 個人消費は持ち直しが続く

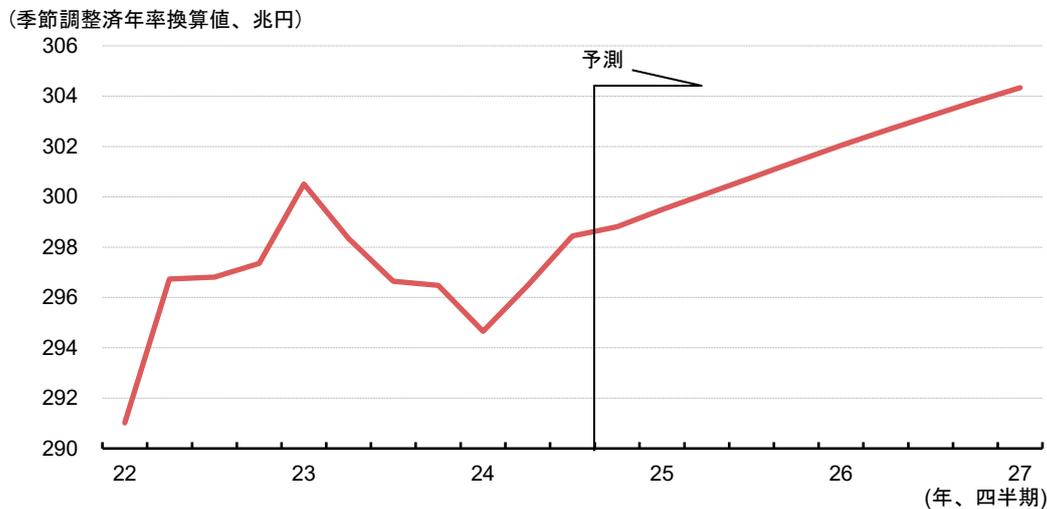
2024年7～9月期の実質個人消費(実質民間最終消費支出)は前期比+0.7%と2四半期連続で増加した(図表7)。インバウンド需要を含む実質国内家計最終消費支出の内訳をみると、耐久財は、4～6月期に続いて自動車が増加したことから、前期比+2.7%と2四半期連続で増加した。飲食料品が含まれる非耐久財は前期比+0.9%と3四半期連続で増加し、4～6月期に減少したサービスは前期比+0.2%と増加した。他方、衣類などが含まれる半耐久財は前期比-2.3%と減少した。

同期の名目個人消費は前期比+0.8%と増加が続いた。名目国内家計最終消費支出の内訳をみると、半耐久財は減少したが、耐久財、非耐久財、サービスは増加した。

家計の可処分所得は6月から定額減税が実施されたことや雇用者報酬が増加していることから高水準にあると考えられる。物価上昇によって実質可処分所得は下押しの影響を受けているものの、実質雇用者報酬は7～9月期に前年比+1.2%と増加し、今後も前年比では増加傾向で推移すると予想される。

こうした良好な所得環境の下、実質個人消費は10～12月期以降、増加傾向で推移するとみているが、自動車販売台数は認証不正問題前の水準に回復しており、2024年度前半のような押し上げ効果は今後期待しづらいこと、7～9月期の一時的な押し上げ効果が剥落することから、増加のペースは鈍化するだろう。年度ベースでは2023年度の前年比-0.4%に対し、2024年度に同+0.6%と増加に転じた後、2025年度は同+1.0%、2026年度は同+0.8%と増加が続くと予測している。

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住宅需要を抑制

住宅着工(新設住宅着工戸数)は、2024年7~9月期に年率78.3万戸(前期比-4.4%)と2四半期ぶりに減少した(図表8)。また、前年比では2四半期ぶりにマイナスとなった。均してみれば、住宅着工は横ばいとなっている。

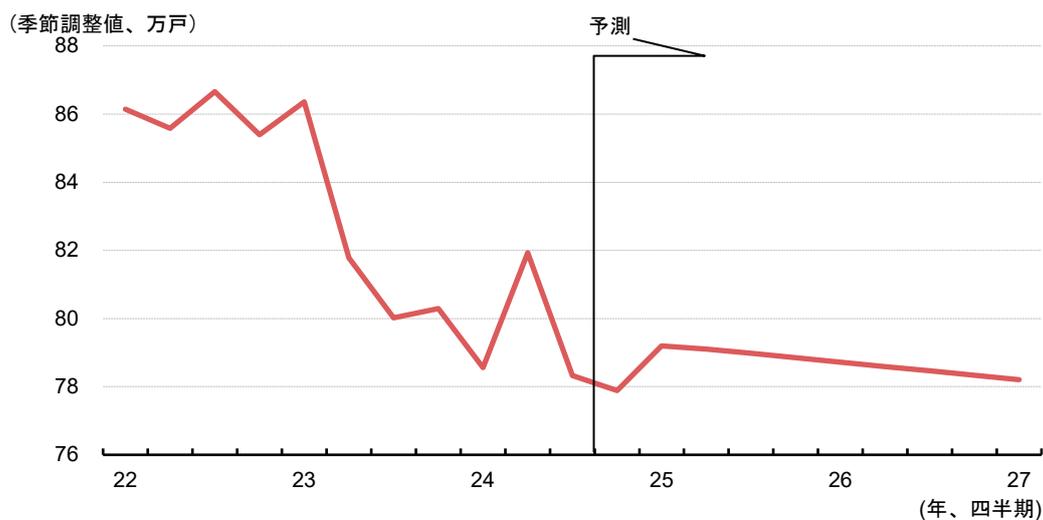
利用関係別にみると、持家は前期比+2.3%と2四半期ぶりに増加した。建設コストの増加が頭打ちとなる中、2024年に入り21万戸台で底這いが続いている。また貸家は前期比-2.9%と4四半期ぶりに減少したが、投資需要は底堅く、均して見れば横ばいとなっている。同様に分譲住宅は前期比-12.4%と2四半期ぶりに減少した。建設コストの高止まりや用地不足等が供給制約となっており、均してみれば分譲マンション、戸建てともに力強さを欠いている。

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、すでに上昇している長期固定型に加え、変動型についても日本銀行の利上げを受けて、上昇に転じている。ただし、住宅ローンは金融機関の間で競争が激しく、上昇幅は限定的とみられ、予測期間中の着工動向に影響を及ぼすほどの大幅な上昇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、80.0万戸(前年比-7.0%)と2年連続で減少した。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79.3万戸(前年比-1.0%)、2025年度は78.8万戸(同-0.6%)、2026年度は78.3万戸(同-0.7%)と80万戸を割り込んで緩やかな減少が続こう。

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

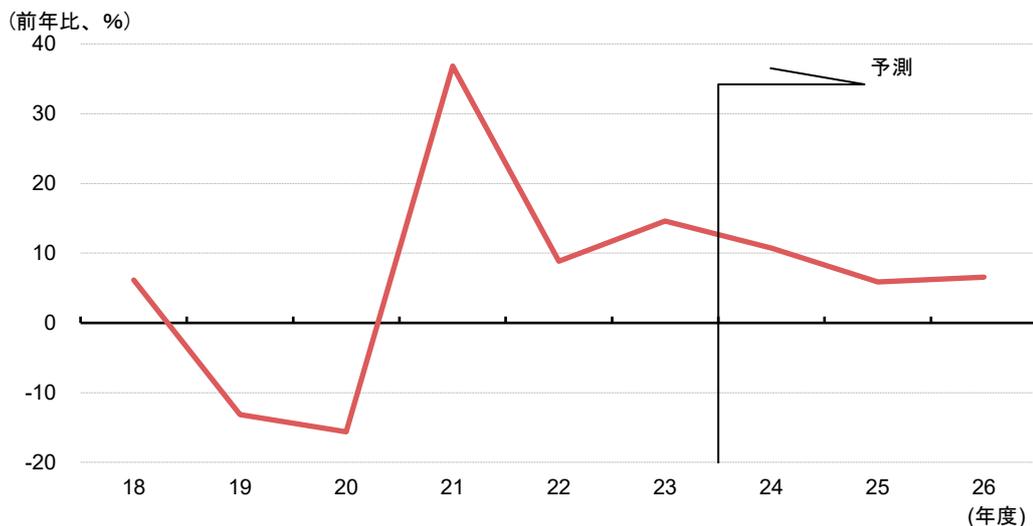
### 7～9 月期の企業業績は一時的なマイナス要因により下振れ

2024 年 7～9 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-10.6%と、3 四半期ぶりに減少した。業種別に見ると、製造業では売上高が前期比+0.5%と 2 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-19.9%と 3 四半期ぶりに減少した。同様に非製造業も、売上高が前期比+0.2%と 5 四半期連続で増加したものの、売上高経常利益率も前期から低下したため、経常利益は同-5.5%と 3 四半期ぶりに減少した。原材料高、物流コスト高、人件費増加といったコスト高が業績を下押しする要因となる中、7～9 月期は自動車の追加認証不正問題や日向灘地震、台風等の自然災害、急激な円高進行を受けた為替差損の発生等の一時的なマイナス要因が重なり、業績は弱めの動きとなった。

今後も、製造業、非製造業ともに種々のコスト高が業績を下押しする状況は変わらないものの、内外需要が持ち直す中、夏場の一時的な下押し要因は解消へ向かうことから、企業業績は再び改善へ向かうと考えられる。製造業では世界の半導体需要が回復傾向にあること、非製造業では春闘での高い賃上げ率を背景に家計の所得環境の改善が進むことや訪日外国人が増加を続けること等が、業績を下支えしよう。

年度ベースでは、2023 年度は前年比+14.6%と 3 年連続での増益となった(図表 9)。今後は種々のマイナス要因が次第に薄らいでいく中で、需要の一層の回復が見込まれることから、2024 年度は前年比+6.8%、2025 年度も同+7.2%、2026 年度も同+6.7%と増加基調が続く、過去最高益の更新が続く見通しである。なお、今後は日米の金融政策の転換を受けて金利の上昇が進み、為替も円高傾向で推移するとみられるが、いずれも見通し期間中の変化は緩やかなものにとどまると想定しており、業績に対する影響は軽微と考えている。

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

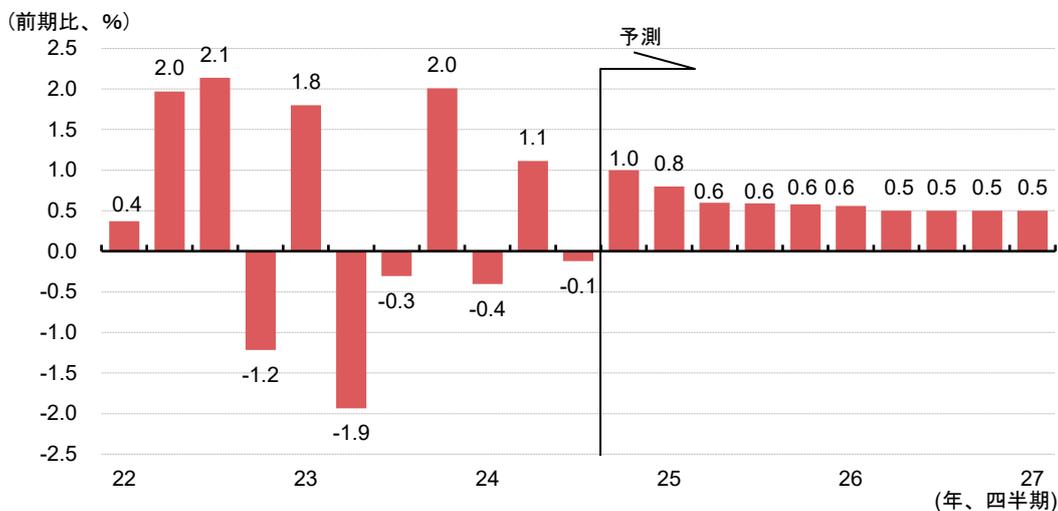
実質設備投資は、2024年7～9月期に前期比-0.1%と、2四半期ぶりに減少した(図表10)。総固定資本形成の動きを踏まえると、プラントエンジニアリング等への支出が減少したとみられるなど、一時的な要因によるところが大きい。

2024年9月調査の日銀短観で2024年度の設備投資が大企業を中心に前年比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・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、均してみ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、設備投資にとって明るい材料になり、次第に設備投資も横ばい圏内の動きから脱し、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。

年度ベースでは、2023年度の実質設備投資は前年比-0.1%と3年ぶりに減少した。しかし、設備投資が持ち直しの動きを強める中で、2024年度は前年比+2.4%とプラスに転じ、その後も2025年度は同+2.6%、2026年度は同+2.1%と堅調な増加が見込まれ、景気を下支えするだろう。

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

#### 実質公共投資は年度ベースでは横ばい圏で推移

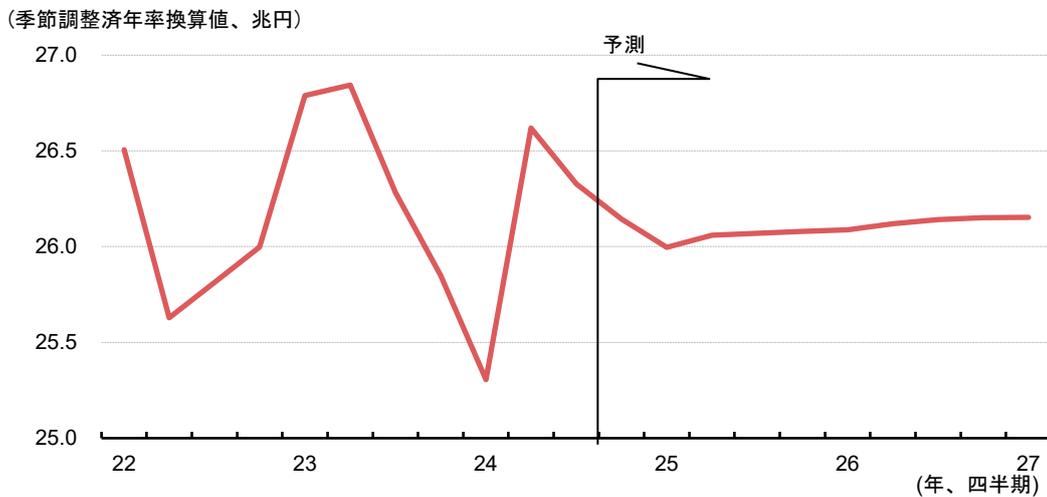
2024年7～9月期の実質公共投資は前期比-1.1%と減少した(図表11)。国の2023年度補正予算において公共事業関係費が増額されたことに伴う押し上げ効果が剥落したとみられる。前年比では+0.5%と4四半期ぶりに増加したが、名目値は前年比+3.4%の増加であり、公共投資デフレーターの上昇によって実質値の伸びが抑制される状況が続いている。

政府は2020年12月に閣議決定した「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方針であり、国の一般会計の2024年度補正予算案では公共事業関係費は当初予算比で約2.3兆円増額されている。本見通しにおいては今後も補正予算によって国土強靱化等に必要な財源が確保されると想定しており、公共投資の予算は大きく減少することはないだろう。

もともと、人件費の増加などを背景に公共投資デフレーターの上昇が続くことから、今後も実質公共投資の伸びは抑制されると考えられる。年度ベースでみた実質公共投資は、2024年度は前年比+1.0%と4年ぶりに増加した後、2025年度は同-0.6%と減少し、2026年度は同+0.3%と小幅の増加にとどまると予測している。

2024年7～9月期の実質政府最終消費支出は、医療給付費を中心に前期比+0.1%と3四半期連続で増加した。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、2024年度は前年比+1.4%、2025年度は同+0.5%、2026年度は同+0.4%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

##### 米国は堅調だが、欧州、中国は弱い動き

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

米国の7～9月期の実質GDP成長率は前期比年率+2.8%と、10四半期連続でプラス成長となった(図表12)。前期に成長率を1.1%ポイント押し上げた在庫投資がマイナス寄与に転じたものの、個人消費、設備投資などの最終需要の伸びが拡大した。今後は、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思われるものの、物価上昇率の鈍化により実質可処分所得が増加するため、個人消費は堅調な推移が見込まれる。一方、トランプ次期大統領の経済政策次第で、景気の下振れリスクが高まることには注意が必要であろう。中でも関税の引き上げや、中国との貿易摩擦については、下振れリスクが大きい。実質GDP成長率は、2023年の前年比+2.9%に対し、2024年は同+2.7%と堅調に推移すると見込まれ、2025年も同+1.8%と潜在成長率並みのペースでの成長が持続する見通しである。

ユーロ圏の7～9月期の実質GDP成長率は前期比年率+1.5%と、6四半期連続でプラス成長となった。もともと、先行きについては、政策金利の引き上げによるマイナスの効果もあり、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、24年は同+0.8%、25年は同+0.9%にとどまる見通しである。

中国の7～9月期の実質GDP成長率は前年比+4.6%と2四半期連続で鈍化した。業種別では第三次産業が、需要項目別では個人消費がGDPを押し下げた。特に、不動産業の低迷が続いている。先行き、政府の経済対策の効果は限定的にとどまり、不動産業の低迷も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+4.7%、25年は同+4.5%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**

2024年7～9月期の実質輸出は前期比+1.1%と、2四半期連続で増加した(図表13)。うち財貨の輸出は、前期比+2.1%と3四半期ぶりに増加した。日本銀行「実質輸出入の動向」によると、財別では情報関連や資本財、地域別ではNIEs・ASEAN等やEU向けの輸出が増加した。また、サービスの輸出は前期比-1.8%と2四半期ぶりに減少した。これまで増加が続いていた訪日外国人による国内消費額が前期比-3.5%と減少したことが押し下げにつながった。

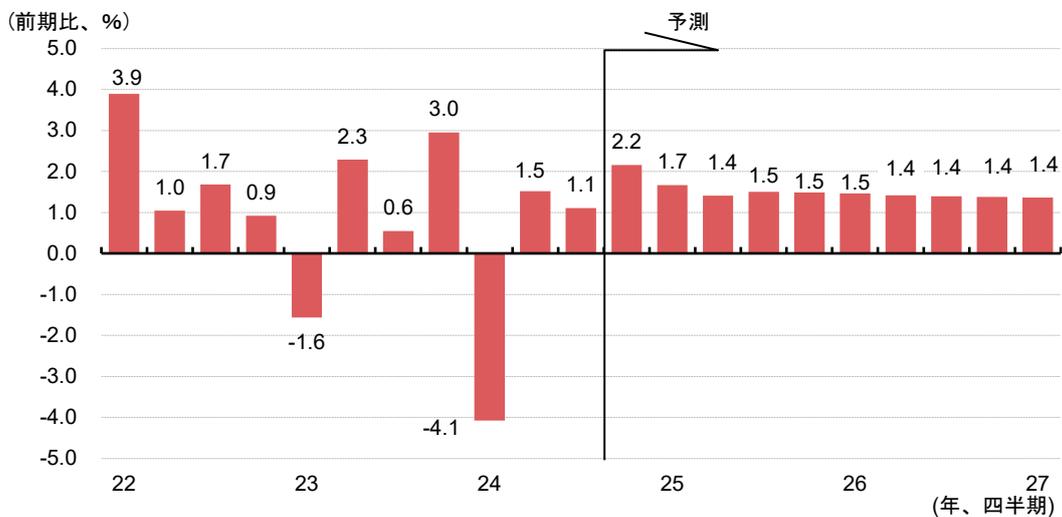
また、同期の実質輸入は前期比+1.8%と2四半期連続で増加した。財貨は前期比+2.1%と2四半期連続で増加し、サービスも同+0.9%と3四半期連続で増加した。医薬品や携帯電話機等の増加が押し上げにつながった。

先行きについては、内外需要が底堅く推移する中で、実質輸出、実質輸入ともに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、財貨は自動車関連に加え、シリコンサイクルが回復傾向にある中で半導体・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だろう。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。

ただし、中国景気の低迷やトランプ次期大統領による政策によっては、世界経済の減速が強まり、輸出、輸入共に下振れるリスクがある。また為替相場の影響については、均してみると緩やかな円高が進むと想定しているが、これまでと同様、短期的には実質輸出入の動きに大きな影響はないと考えている。

なお、輸出から輸入を控除した外需(純輸出)の寄与度は、2023年度に+1.4%と大幅なプラスとなったことから、2024年度はその反動で-0.6%と大きめのマイナスとなるものの、2025年度は+0.1%、2026年度は+0.1%と、おおむね小幅のプラス寄与で推移すると見込んでいる。

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

**自動車の品質不正問題の解消で持ち直しも力強さを欠く**

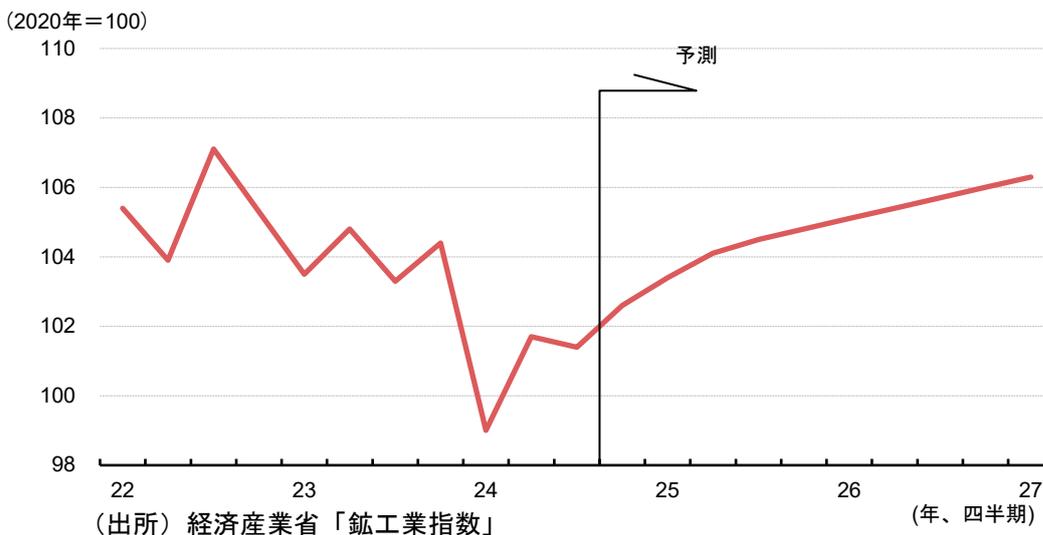
2024年7～9月期の鉱工業生産は、前期比-0.3%と2四半期ぶりに減少した(図表14)。業種別にみると、新たな認証不正問題の発覚や夏場の自然災害の影響で工場が稼働を停止した自動車工業が2四半期ぶりに減少したほか(前期比-4.1%)、生産用機械工業(同-5.6%)や石油・石炭製品工業(同-10.9%)等の業種が減少し、全体を押し下げた。

月次の動向を見ると、新たに一部自動車メーカーで認証不正問題が明らかになったことで、鉱工業生産は6月に前月比-4.2%と大きく落ち込んだ。7月に前月比+3.1%と反発した後、8月は自然災害の影響で同-3.3%と再び落ち込んだが、9月は同+1.6%とストップしていた自動車の工場の稼働が再開したことから増加に転じ、10月も同+3.0%と一時的な要因による生産用機械の押し上げもあり持ち直しが続いた。

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、11月は前月比-2.2%(同調査をもとにした経済産業省の予測は同-4.1%)、12月は同-0.5%と、均して見れば横ばいとなる計画となっている。自動車生産の持ち直しの一服や10月に生じた一時的な要因による押し上げ効果が剥落することで、力強さに欠く動きとなろう。また米国や中国景気の減速により輸出向けが伸び悩めば、生産はさらに下振れるリスクもある。

年度ベースでは、2023年度は前年比-1.9%と2年連続で前年比マイナスとなった。こうした動きは2024年度も継続し、3年連続で前年割れとなる見込みである。しかし、来年度以降は、内外需要が底堅く推移する中、熊本の本格稼働にも期待されることから、2025年度は前年比+2.3%、2026年度は同+1.2%と、持ち直しに向かう見通しである。

図表 14. 鉱工業生産指数の予測



## (7) 商品市況・為替・物価

**原油相場は米中景気や地政学リスクを材料に一進一退が続く**

原油相場は一進一退の推移となっている。9月上旬には、米国産の WTI(ウエスト・テキサス・インターミディエイト)で一時 1 バレルあたり 65.27ドルと 1 年半ぶり、欧州北海産のブレントは 68.68ドルと 3 年弱ぶりの安値をつけた。その後、イスラエルとヒズボラの戦闘激化などで反発し、10月上旬にかけて WTI が 78.46ドル、ブレントが 81.16ドルの高値をつけた。しかし、10 月半ばには、イスラエルによるイランの石油施設攻撃への懸念が後退した。26 日にイスラエルがイランのミサイル製造工場など軍事施設を攻撃し、イランは報復する構えをみせたが、これまで両者による本格的な戦闘は回避されている。

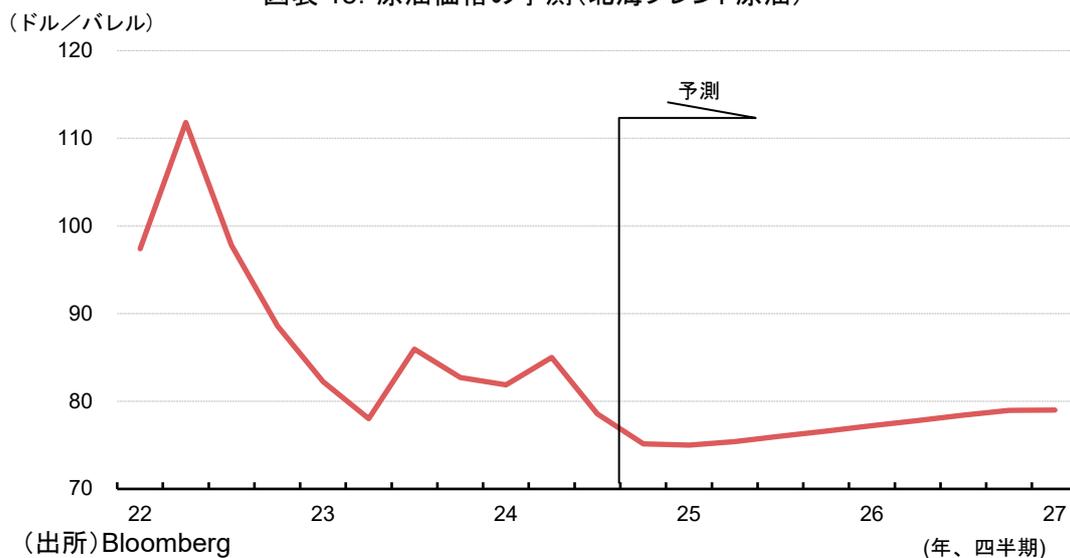
11 月 3 日に OPEC(石油輸出国機構)と非 OPEC 産油国で構成する「OPEC プラス」は、減産の緩和(=増産)開始時期を再び延期して来年 1 月とした。しかし、8 日発表の中国の景気刺激策は期待外れと受け止められ、週明けにかけて下落幅が大きくなった。

17 日にバイデン米政権が、ウクライナが長距離ミサイルでロシア本土を攻撃することを容認した後、ロシアとウクライナによるミサイル攻撃の応酬など状況は急速に緊迫化した。中国の製造業 PMI(購買担当者景況指数)が市場予想を上回ったことや、12 月 5 日に OPEC プラスが増産開始をさらに先送りしたことも相場を支援した。

しかし、トランプ次期米政権では脱炭素政策が後退することが予想される。ガソリンの需要増が見込まれる一方で、原油生産が促進されるとの思惑がある。また、次期政権の経済政策を意識して米利下げ観測が後退し、ドル高などから原油安につながる面もある。ウクライナ情勢の緊迫化の一方、イスラエルとヒズボラは停戦で合意し、合意が維持されるか不透明だが、中東の緊張が幾分緩和する動きもある。

米中の景気動向や政策対応なども変動材料となって、強弱材料の交錯が見込まれる中、原油相場は方向感が出にくいだろう(図表 15)。

図表 15. 原油価格の予測(北海ブレント原油)



## 再び円安水準にあるが、いずれ日米金利差縮小を材料に円安に向かう

日米金利差の拡大、縮小の思惑を受けて、外国為替市場では荒っぽい動きが続いている(図表 16)。2024 年 3 月の日本銀行の利上げ後も、日本では当分の間、低金利政策が続くと観測から円安が進んだ。その後、大規模な円買い介入が実施されたため、一時的に円高に向かう局面もあったが、米国の早期利下げ観測の後退を受けて、7 月 3 日には 161 円 90 銭台と約 37 年半ぶりの歴史的な安値まで下落した。

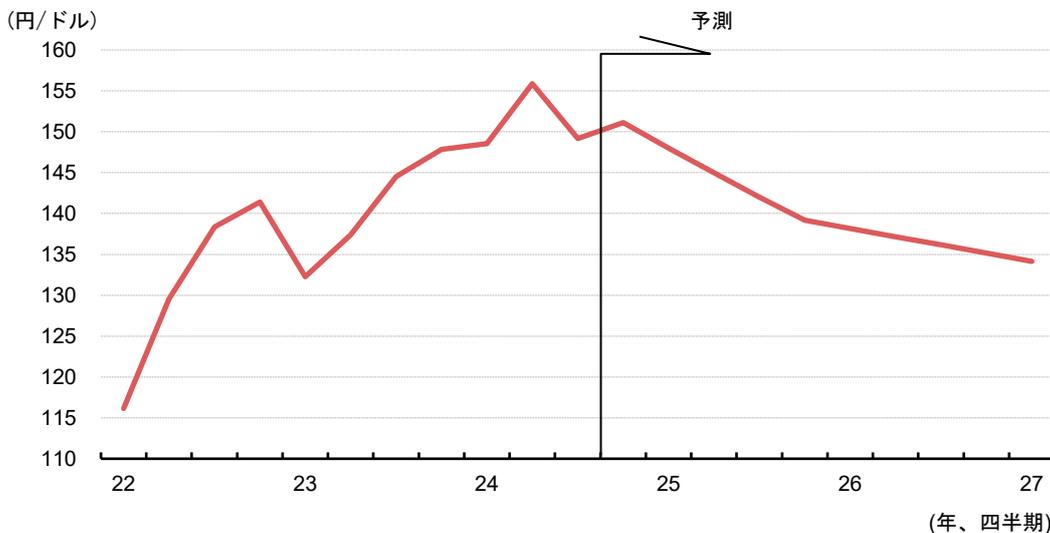
このため、7 月 11~12 日に再び円買い介入が実施されたうえ、31 日に日本銀行が利上げに踏み切ったことをきっかけに一気に円高に流れが傾き、8 月 5 日には 141 円台と約 1 カ月間で 20 円ほど円高が進行した。こうした円の急騰は株安につながり、日経平均株価は 7 月 11 日に 42,224.02 円の史上最高値を付けた後、8 月 5 日に 31,458.42 円まで下落した。

こうして短期間で急速に円安が修正されたが、9 月に米国で利下げが実施され、利下げ幅も 0.5%と大きめとなったにもかかわらず、その後は再び円安が進んでいる。米国景気が堅調であるため利下げペースが鈍っていくとの見方に加え、トランプ前大統領が再選されれば減税など景気刺激的な政策が実施され、結果として物価、金利が上昇するとの観測が強まったためである。また、10 月に実施された総選挙での与党大敗を受けて日本銀行が利上げしづらくなったとの観測が広がったことに加え、実際にトランプ前大統領が再選されたことでさらに円安が進み、11 月中旬には 1ドル=156 円台を付け、12 月に入って 150 円近辺の安値圏で推移している。

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可能性がある。日本銀行は円安の進行を受けて、次回の利上げのタイミングを前倒しする可能性がある一方、米国でも景気が堅調であること、トランプ次期大統領の経済政策による物価高観測を受けて金利に上昇圧力がかかる可能性があり、これら円高、ドル高材料のバランス次第で相場が乱高下することが予想される。

それでも、いずれ日米両国の金利差は縮小に向かうと考えられ、均してみれば円高・ドル安が進むことになろう。ただし、両国の金利差は依然として大きく、円高のペースは緩やかなものにとどまる見通しである。

図表 16. 円/ドルレートの予測



(出所) 日本銀行

## 物価は高い伸び率が続くも徐々に縮小へ

2024年7～9月期の国内企業物価は、前年比+2.9%と14四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する中、政府の物価高対策の効果が縮小したことから電気代やガス代が上昇に転じ、前年比のプラス幅は前期から拡大した。

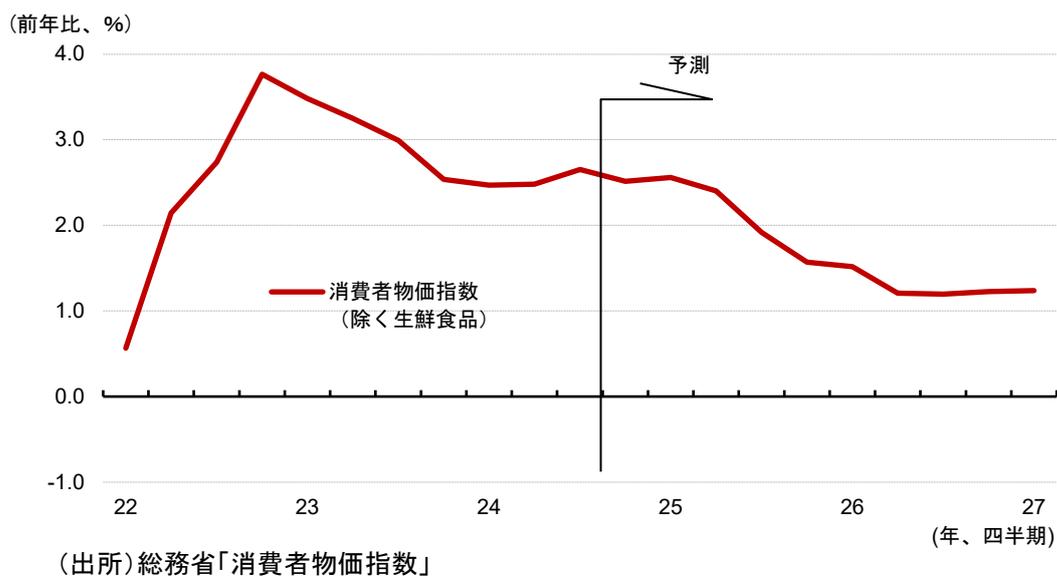
また、同期の消費者物価(生鮮食品を除く総合:コア)は、前年比+2.8%と12四半期連続で前年比プラスとなった(図表17)。食料品の値上げペースは落ち着いてきたものの、政府の物価高対策の効果が縮小したことでエネルギーが上昇に転じたことが影響し、前年比のプラス幅は再拡大した。

先行きについて、輸入コストの増加に起因する食料品等の値上げが一段と落ち着いていく中で、均してみれば、消費者物価の伸び率は縮小傾向が続く見通しである。特に2024年度中は、政府が酷暑乗り切り緊急支援として8～10月の電気代とガス代への補助を行った(物価指標への反映は9～11月)こと、さらに2025年1～3月に再び補助を行うこと(物価指標への反映は2～4月)、石油元売り企業への補助金も年度内は継続される予定であること等が下押し要因となろう。ただし、新たな物価高対策は以前よりも規模を縮小して実施される予定のため、物価の下押し効果は限定的なものにとどまる見込みである。

続く2025年度は、賃金上昇などのコスト高の一部が販売価格に転嫁されることに加え、政府の物価高対策の影響が剥落することでエネルギー価格は押し上げられるとみられる。しかし、為替が円高傾向に転じる中で輸入価格も低下すると予想されるため、値上げの動きが一段と落ち着き、2025年の夏場以降、前年比のプラス幅は日本銀行が目標とする2%を割り込んで縮小していくとみられる。ただし、為替相場や資源価格の動向、春闘での賃上げの規模次第では上振れるリスクがある。

年度ベースでは、値上げの動きが徐々に一巡する中で、2023年度の前年比+2.8%から2024年度には同+2.6%、2025年度には同+1.8%、2026年度には同+1.2%と、伸びは鈍化していく見通しである。

図表 17. 消費者物価の予測



## (8) 金利

**日本銀行は緩やかなペースで金融政策の正常化を進める**

2022 年になって、主要各国が金融引き締めに移る中で、日本銀行は金融緩和政策を継続してきたが、2023 年 4 月の植田総裁の就任後、金融政策の正常化を進めるとの方針の下で金融引き締め政策に転換した。

具体的には、2024 年 3 月 19 日の金融政策決定会合で、2%の「物価安定の目標」の持続的・安定的な実現が見通せる状況に至ったとして、マイナス金利解除、イールドカーブコントロール(YCC)廃止に踏み切り、無担保コールレート(オーバーナイト物)を 0~0.1%程度で推移するよう促すゼロ金利政策を導入した。

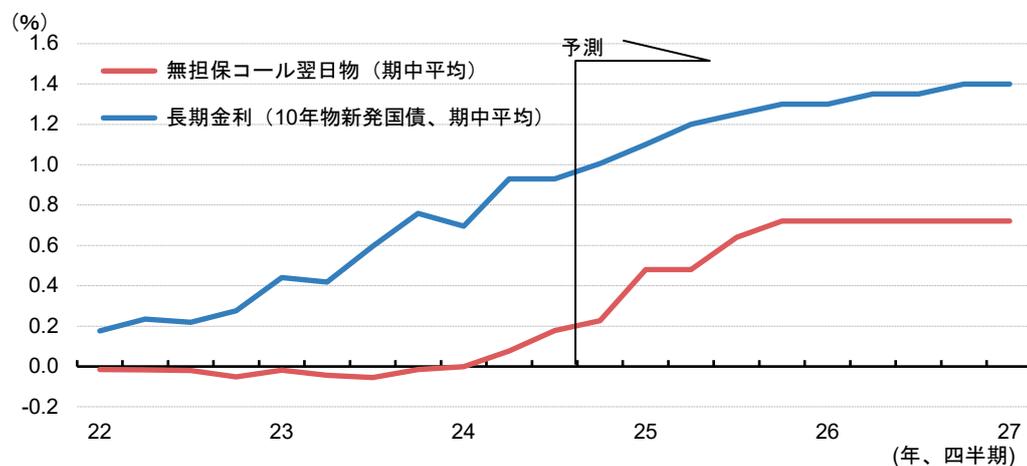
その後、円安が進んだため追加利上げが実施されるとの見方が浮上したが、4 月の決定会合で政策を据え置いたため、円安を加速させることになった。こうした経緯もあって、7 月 31 日の決定会合で、2%の「物価安定の目標」の持続的・安定的な実現のために金融緩和の度合いを調整することが適切であるとして、無担保コールレート(オーバーナイト物)の目標水準を 0.25%に引き上げた。また、今後も金融緩和の度合いを調整していくとして、追加利上げの継続を示唆した。さらに月間の長期国債の買入れ予定額を四半期ごとに 4 千億円程度ずつ減額し、2026 年 1~3 月に 3 兆円程度とする量的な引き締めにも踏み切った。

こうした金融政策の修正を受けて長期金利は上昇基調に転じ、5 月の終わりに 1.1%と 2011 年 7 月以来およそ 12 年 10 カ月ぶりの水準まで上昇した(図表 18)。その後、株価急落などを受けて 8 月には一時 0.7%台まで低下する局面があったが、米金利の上昇、日本銀行の利上げのタイミングを巡る思惑から、11 月中旬以降は再び 1%を上回って推移している。

金融政策は、今後も景気、物価動向をにらみつつ、引き締め方向への修正のタイミングが図られることになり、早ければ次回利上げは 2024 年中に実施される可能性がある。しかし、実際に米国が利下げを継続している中で、利上げを実施することは難しく、修正のペースは緩やかなものにとどまり、今回の局面では、0.25%ずつ、2 回程度の引き上げにとどまると予想する。

長期金利は、金融引き締めが実施されることは上昇要因であるが、米国金利が低下に向かう中では、上昇ペースは緩やかにとどまると考えられる。長短金利とも上昇幅は小幅にとどまり、景気を悪化させる要因にはならないであろう。

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%			
	2023年度		2024年度		2025年度		2026年度		2023年度	2024年度	2025年度	2026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	3.2 6.3	0.5 3.7	2.1 2.6	1.9 3.8	1.5 3.4	1.4 2.9	0.8 2.1	1.3 2.0	4.9	3.2	3.1	2.0
実質GDP	0.6 1.4	-0.6 -0.1	0.4 -0.2	0.6 1.1	0.6 1.2	0.5 1.1	0.5 1.1	0.5 1.0	0.7	0.4	1.2	1.1
内需寄与度(注1)	-0.8	-0.5	1.1	0.4	0.6	0.5	0.5	0.4	-0.8	1.0	1.0	1.0
個人消費	-0.5 0.2	-0.6 -1.1	0.6 -0.0	0.6 1.2	0.4 1.0	0.4 0.9	0.4 0.8	0.4 0.8	-0.4	0.6	1.0	0.8
住宅投資	1.5 3.1	-2.8 -1.3	0.0 -2.6	0.4 0.3	-0.4 -0.0	-0.2 -0.6	-0.2 -0.4	-0.2 -0.4	0.8	-1.2	-0.3	-0.4
設備投資	-1.2 -0.6	1.6 0.4	0.8 2.5	1.3 2.3	1.3 2.7	1.2 2.5	1.0 2.2	1.0 2.0	-0.1	2.4	2.6	2.1
民間在庫(注1)	-0.2	-0.2	0.2	-0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	-0.3	0.0	0.0	0.1
政府支出	-0.9 0.1	-0.5 -1.4	1.6 1.2	-0.1 1.5	0.2 0.2	0.1 0.4	0.3 0.4	0.2 0.4	-0.7	1.4	0.3	0.4
政府最終消費	-1.2 -0.7	0.3 -0.9	1.2 1.5	0.2 1.4	0.3 0.5	0.2 0.5	0.3 0.4	0.2 0.4	-0.8	1.4	0.5	0.4
公共投資	0.6 3.7	-3.7 -3.5	3.5 0.2	-1.5 1.7	-0.0 -1.3	0.1 -0.1	0.2 0.4	0.1 0.2	-0.3	1.0	-0.6	0.3
外需寄与度(注1)	1.5	-0.1	-0.7	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	1.4	-0.6	0.1	0.1
輸出	1.8 2.9	1.1 2.7	-0.0 1.3	3.6 3.6	3.0 6.5	3.0 6.1	2.9 6.0	2.8 5.7	2.8	2.4	6.3	5.8
輸入	-4.3 -3.6	1.3 -2.9	3.0 4.4	2.4 5.3	2.8 5.4	2.7 5.6	2.6 5.4	2.6 5.3	-3.3	4.9	5.5	5.3
GDPデフレーター(注2)	4.8	3.7	2.8	2.7	2.3	1.7	1.0	1.0	4.2	2.7	2.0	1.0

(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%			
	2023年度		2024年度		2025年度		2026年度		2023年度	2024年度	2025年度	2026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)	2.8	3.6	2.4	2.6	1.5	1.5	1.8	1.8	2.9	2.7	1.8	1.7
ユーロ圏実質GDP (前期比年率%、暦年)	-0.1	0.2	0.9	1.2	0.8	0.8	1.2	1.4	0.5	0.8	0.9	1.2
中国実質GDP(前年比、暦年)	5.5	5.1	5.0	4.5	4.4	4.6	4.4	4.5	5.2	4.7	4.5	4.5
ドル円相場(円/ドル)	140.9	148.2	152.5	149.6	143.5	138.7	136.7	134.7	144.6	151.0	141.1	135.7
無担保コール翌日物(%)	-0.049	-0.009	0.127	0.354	0.560	0.720	0.720	0.720	-0.029	0.240	0.640	0.720
TIBOR3ヶ月	-0.005	0.033	0.168	0.405	0.604	0.770	0.770	0.770	0.014	0.286	0.687	0.770
長期金利(新発10年国債)	0.51	0.73	0.93	1.05	1.23	1.30	1.35	1.40	0.62	0.99	1.26	1.38
原油価格(WTI、ドル/バレル)	78.0	77.6	77.8	71.1	71.7	72.9	74.1	75.0	77.8	74.5	72.3	74.5
原油価格(北海ブレント、ドル/バレル)	82.0	82.3	81.8	75.1	75.7	76.9	78.1	79.0	82.1	78.4	76.3	78.5

図表 20. 日本経済予測総括表②

## 【外需(輸出入)】

予測

	2023年度		2024年度		2025年度		2026年度		2023年度	2024年度	2025年度	2026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)
輸出額(円ベース、前年比)	1.4	6.1	6.6	3.7	3.2	3.7	3.9	3.9	3.7	5.1	3.4	3.9
数量(前年比)	-3.3	-1.4	-4.3	0.0	4.5	3.5	3.4	3.2	-2.3	-2.2	4.0	3.3
数量(前期比)	1.0	-2.3	-1.9	2.0	1.8	1.7	1.6	1.5				
輸入額(円ベース、前年比)	-12.6	-7.8	6.8	2.9	0.5	0.6	3.3	3.5	-10.2	4.8	0.6	3.4
数量(前年比)	-5.8	-4.6	-1.8	3.1	4.7	2.7	2.5	2.5	-5.2	0.6	3.7	2.5
数量(前期比)	-1.4	-2.6	-0.1	3.2	1.4	1.3	1.3	1.3				
輸出超過額(兆円)	-2.8	-3.3	-3.1	-3.0	-1.7	-1.3	-1.4	-1.1	-6.1	-6.1	-3.0	-2.5
経常収支(兆円)(注)	12.7	13.2	14.5	14.6	14.9	15.0	15.1	15.1	26.6	29.2	30.1	30.5
貿易収支(兆円)	-1.8	-2.4	-2.3	-1.8	-0.6	-0.2	-0.0	0.1	-3.7	-3.9	-0.6	0.0
サービス収支(兆円)	-1.8	-0.7	-1.6	-1.8	-2.0	-2.1	-2.2	-2.4	-2.6	-3.6	-4.0	-4.5
第一次所得収支(兆円)	18.4	18.3	20.5	20.1	19.4	19.3	19.3	19.3	37.1	40.9	38.8	39.1

(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】

予測

	2023年度		2024年度		2025年度		2026年度		2023年度	2024年度	2025年度	2026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)
鉱工業生産	-0.3	-2.3	-0.1	1.4	1.3	0.7	0.6	0.6	-1.9	-0.4	2.3	1.2
(上段は前期比%、下段は前年比%)	-1.5	-2.3	-2.1	1.4	2.8	2.0	1.3	1.1				
在庫指数	0.0	-1.0	-0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	-1.0	-0.1	0.4	0.4
(上段は前期比%、下段は前年比%、期末値)	0.0	-1.0	-1.3	-0.1	0.4	0.4	0.4	0.4				
売上高(法人企業統計、前年比%)	5.4	3.2	3.1	2.8	2.1	1.8	1.7	1.7	4.2	2.9	1.9	1.7
経常利益(法人企業統計、前年比%)	15.1	14.1	6.1	7.4	6.4	8.1	6.8	6.7	14.6	6.8	7.2	6.7

## 【所得・雇用】

予測

前年同期比%

	2023年度		2024年度		2025年度		2026年度		2023年度	2024年度	2025年度	2026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)
一人当たり賃金(注1)	1.5	1.1	3.0	3.2	2.6	2.2	1.9	1.7	1.3	3.1	2.4	1.8
所定内給与	1.3	1.4	2.2	2.8	2.6	2.5	2.1	2.0	1.3	2.5	2.5	2.0
所定外給与	0.3	-0.9	0.2	2.0	0.7	0.4	0.5	0.5	-0.3	1.1	0.5	0.5
実質賃金指数(注1)	-2.3	-2.0	-0.2	0.1	-0.0	0.4	0.5	0.3	-2.2	-0.0	0.2	0.4
春闘賃上げ率(注2)									3.60	5.33	4.00	3.50
雇用者数	0.6	0.8	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4	0.3	0.7	0.5	0.4	0.4
雇用者報酬(注3)	2.2	1.6	4.2	3.8	3.1	2.6	2.3	2.1	1.9	4.0	2.8	2.2
完全失業率(季調値%)	2.6	2.5	2.6	2.4	2.4	2.3	2.3	2.2	2.6	2.5	2.4	2.3

(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】

予測

前年同期比%

	2023年度		2024年度		2025年度		2026年度		2023年度	2024年度	2025年度	2026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)
国内企業物価	4.3	0.7	2.4	3.3	3.0	2.2	0.8	0.8	2.5	2.8	2.7	0.7
消費者物価	3.3	2.7	2.7	2.7	2.2	1.6	1.2	1.3	3.0	2.7	1.9	1.3
生鮮食品を除く総合	3.1	2.5	2.6	2.5	2.2	1.5	1.2	1.2	2.8	2.6	1.8	1.2
生鮮食品及びエネルギーを除く総合	4.2	3.5	2.1	2.4	2.0	1.2	1.3	1.3	3.9	2.2	1.6	1.3

図表 21. 日本経済予測総括表③

## 【新設住宅着工】

予測

上段は万戸、下段は前年同期比%

	2023年度		2024年度		2025年度		2026年度		2023年度	2024年度	2025年度	2026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	80.9	79.4	80.1	78.5	79.0	78.8	78.5	78.3	80.0	79.3	78.8	78.3
	-6.2	-7.9	-0.8	-1.2	-1.3	0.2	-0.6	-0.7	-7.0	-1.0	-0.6	-0.7
持家	22.8	21.3	21.6	21.8	21.8	21.7	21.6	21.5	22.0	21.6	21.6	21.5
	-10.2	-12.9	-4.9	2.5	0.8	-0.8	-0.8	-0.9	-11.5	-1.5	0.1	-0.8
貸家	34.3	34.0	35.1	33.7	33.7	33.5	33.3	33.1	34.0	34.3	33.6	33.2
	-0.4	-3.8	2.7	-1.1	-3.8	-0.4	-1.2	-1.2	-2.0	0.9	-2.2	-1.2
分譲	23.4	23.7	22.7	22.4	22.8	22.9	22.9	22.9	23.5	22.6	22.9	22.9
	-10.0	-8.9	-2.7	-5.1	0.6	2.0	0.3	0.3	-9.4	-3.9	1.3	0.3

(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】

予測

上段は前期比%、下段は前年同期比%

	2023年度				2024年度				2025年度				2026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	1.9	-0.2	0.6	-0.1	1.9	0.5	1.2	1.0	0.5	0.8	0.4	1.0	-0.1	0.8	0.4	0.9
	前期比年率	7.8	-0.7	2.6	-0.6	7.8	1.8	4.8	4.2	2.2	3.4	1.8	4.1	-0.6	3.2	1.7	3.7
	前年比	5.8	6.7	5.0	2.3	2.2	2.9	3.3	4.3	3.4	3.5	2.8	2.9	2.1	2.1	2.0	2.0
実質GDP	前期比	0.5	-1.0	0.2	-0.6	0.5	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2
	前期比年率	2.1	-4.1	0.7	-2.2	2.2	1.2	1.4	1.0	1.3	1.1	1.1	1.1	1.1	1.0	1.0	0.9
	前年比	1.7	1.1	0.7	-0.9	-0.9	0.5	0.6	1.6	1.0	1.3	1.1	1.2	1.1	1.1	1.0	1.0
内需寄与度(注1)	-0.9	-1.0	0.0	-0.2	1.0	0.5	0.1	0.2	0.3	0.3	0.2	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2	
個人消費	-0.7	-0.6	-0.1	-0.6	0.6	0.7	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	
	0.5	-0.0	-0.3	-1.8	-0.7	0.6	0.7	1.7	1.2	0.8	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8	
住宅投資	1.5	-0.9	-0.9	-2.7	1.2	0.4	0.5	-0.6	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	
	3.7	2.5	0.6	-3.3	-3.3	-2.0	-0.7	1.4	0.2	-0.2	-0.9	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4	
設備投資	-1.9	-0.3	2.0	-0.4	1.1	-0.1	1.0	0.8	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5	
	0.8	-1.9	1.6	-0.7	2.5	2.6	1.6	2.8	2.3	3.0	2.6	2.3	2.3	2.1	2.1	2.0	
民間在庫(注1)	0.1	-0.6	-0.1	0.4	-0.1	0.2	-0.2	-0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
政府支出	-1.2	-0.1	-0.3	-0.2	1.7	-0.1	-0.1	-0.0	0.2	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	
	-0.2	0.4	-1.0	-1.9	1.3	1.2	1.4	1.6	0.1	0.2	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	
政府最終消費	-1.5	0.5	-0.0	0.2	1.0	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	
	-1.1	-0.2	-1.0	-0.8	1.7	1.3	1.4	1.3	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4	0.5	0.4	0.5	
公共投資	0.2	-2.1	-1.7	-2.1	5.2	-1.1	-0.7	-0.6	0.2	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	
	5.3	2.3	-0.8	-6.2	-0.2	0.5	1.0	2.4	-1.8	-0.8	-0.3	0.2	0.4	0.4	0.2	0.2	
外需寄与度(注1)	1.5	-0.1	0.1	-0.4	-0.4	-0.2	0.3	0.1	-0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
輸出	2.3	0.6	3.0	-4.1	1.5	1.1	2.2	1.7	1.4	1.5	1.5	1.5	1.4	1.4	1.4	1.4	
	3.5	2.4	4.0	1.3	1.0	1.5	0.5	6.9	5.8	7.2	6.2	5.9	6.0	6.0	5.8	5.6	
輸入	-3.9	0.7	2.1	-2.4	3.3	1.8	0.8	1.3	1.4	1.4	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	
	-1.9	-5.3	-2.4	-3.4	3.8	4.9	3.4	7.3	5.8	5.0	5.6	5.5	5.4	5.3	5.3	5.2	
GDPデフレーター(注2)	4.1	5.6	4.3	3.1	3.2	2.4	2.7	2.7	2.3	2.2	1.7	1.7	1.1	1.0	0.9	1.0	

(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

	2023年度				2024年度				2025年度				2026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%)	2.5	4.4	3.2	1.6	3.0	2.8	1.6	1.5	1.4	1.5	1.7	1.8	1.8	1.8	1.8	
ユーロ圏実質GDP (前期比年率%)	0.2	0.2	0.2	1.2	0.8	1.5	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	1.4	1.4	1.4	1.4	
中国実質GDP(前年比)	6.3	4.9	5.2	5.3	4.7	4.6	4.5	4.4	4.5	4.6	4.5	4.4	4.5	4.5	4.6	
ドル円相場(円/ドル)	137.4	144.5	147.9	148.6	155.9	149.2	151.1	148.0	145.0	142.0	139.2	138.2	137.2	136.2	135.2	134.2
無担保コール翌日物(%)	-0.044	-0.055	-0.016	-0.002	0.077	0.177	0.227	0.480	0.480	0.640	0.720	0.720	0.720	0.720	0.720	0.720
TIBOR3ヶ月(%)	-0.008	-0.003	0.013	0.053	0.116	0.220	0.285	0.525	0.525	0.683	0.770	0.770	0.770	0.770	0.770	0.770
長期金利(新発10年国債)	0.42	0.60	0.76	0.70	0.93	0.93	1.01	1.10	1.20	1.25	1.30	1.30	1.35	1.35	1.40	1.40
原油価格(WTI、ドル/バレル)	73.8	82.3	78.3	77.0	80.6	75.1	71.2	71.0	71.4	72.0	72.6	73.2	73.8	74.4	74.9	75.0
原油価格(北海ブレント、ドル/バレル)	78.0	86.0	82.7	81.8	85.0	78.5	75.1	75.0	75.4	76.0	76.6	77.2	77.8	78.4	78.9	79.0

図表 23. 日本経済予測総括表(四半期ベース)②

**【外需(輸出入)】**

	2023年度				2024年度				2025年度				2026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)	1.6	1.1	3.7	8.8	8.8	4.5	2.6	4.8	2.7	3.6	3.2	4.2	3.8	4.0	3.9	3.9
数量(前年比)	-4.0	-2.6	-2.0	-0.7	-3.5	-5.1	-2.4	2.7	4.2	4.8	3.4	3.5	3.4	3.3	3.1	3.2
数量(前期比)	2.2	1.1	-1.2	-3.4	-0.7	1.0	1.0	1.0	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
輸入額(円ベース、前年比)	-8.7	-16.0	-10.2	-5.1	6.9	6.8	2.2	3.8	-0.7	1.7	0.5	0.8	2.6	4.0	3.6	3.3
数量(前年比)	-5.2	-6.4	-3.2	-5.9	-3.4	-0.3	1.0	5.4	6.0	3.4	2.8	2.6	2.6	2.5	2.5	2.5
数量(前期比)	0.1	-0.1	-0.9	-3.3	0.1	3.2	1.2	0.8	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
輸出超過額(兆円)	-1.8	-1.0	-1.5	-1.8	-1.5	-1.6	-1.4	-1.6	-0.5	-1.2	-0.6	-0.7	-0.2	-1.2	-0.6	-0.6
経常収支(兆円)(注)	6.2	6.5	7.0	6.2	7.1	7.3	7.4	7.2	7.4	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5
貿易収支(兆円)	-1.1	-0.7	-1.1	-1.3	-1.4	-1.0	-0.9	-0.9	-0.4	-0.2	-0.1	-0.1	-0.0	-0.0	0.0	0.0
サービス収支(兆円)	-0.8	-1.1	0.1	-0.8	-0.7	-0.8	-0.8	-0.9	-1.0	-1.0	-1.0	-1.1	-1.1	-1.1	-1.2	-1.2
第一次所得収支(兆円)	9.2	9.3	9.0	9.3	10.2	10.3	10.2	9.9	9.8	9.7	9.7	9.6	9.7	9.7	9.7	9.7

(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】**

	2023年度				2024年度				2025年度				2026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	1.3	-1.4	1.1	-5.2	2.7	-0.3	1.2	0.8	0.7	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
(上段は前期比%、下段は前年比%)	0.9	-3.9	-0.7	-4.0	-2.9	-1.4	-1.6	4.6	2.4	3.3	2.2	1.7	1.2	1.3	1.1	1.2
在庫指数	1.8	-1.8	-0.9	-0.1	0.0	-0.3	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
(上段は前期比%、下段は前年比%、期末値)	5.7	0.0	-0.5	-1.0	-2.7	-1.3	-0.3	-0.1	0.0	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
売上高(法人企業統計、前年比%)	5.8	5.0	4.2	2.3	3.5	2.6	2.6	3.1	2.0	2.2	1.9	1.7	1.8	1.7	1.7	1.7
経常利益(法人企業統計、前年比%)	11.6	20.1	13.0	15.1	13.2	-3.3	9.7	5.3	0.5	15.5	8.6	7.7	6.7	6.9	6.7	6.6

**【所得・雇用】**

	2023年度				2024年度				2025年度				2026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
一人当たり賃金(注1)	2.0	0.9	0.9	1.3	3.0	3.0	3.3	3.0	2.8	2.4	2.2	2.2	1.9	1.9	1.7	1.8
所定内給与	1.3	1.2	1.2	1.6	2.0	2.4	2.7	2.9	2.7	2.6	2.5	2.4	2.1	2.1	2.0	1.9
所定外給与	0.6	-0.1	-0.6	-1.2	0.2	0.3	1.5	2.5	0.7	0.7	0.6	0.2	0.5	0.5	0.5	0.5
実質賃金指数(注1)	-1.9	-2.8	-2.3	-1.7	-0.2	-0.2	0.3	-0.1	-0.1	0.1	0.4	0.4	0.4	0.5	0.2	0.3
雇用者数	0.5	0.7	0.6	0.9	0.5	0.6	0.5	0.4	0.5	0.3	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
雇用者報酬(注2)	2.8	1.6	1.6	1.7	4.3	4.0	3.9	3.6	3.2	2.8	2.6	2.5	2.3	2.2	2.0	2.1
完全失業率(季調値%)	2.6	2.6	2.5	2.5	2.6	2.5	2.5	2.4	2.4	2.4	2.4	2.3	2.3	2.3	2.3	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】**

	2023年度				2024年度				2025年度				2026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
国内企業物価	5.4	3.2	0.7	0.7	1.9	2.9	3.6	3.1	3.4	2.7	2.2	2.3	0.7	0.8	0.8	0.7
消費者物価	3.4	3.1	2.9	2.5	2.7	2.8	2.6	2.7	2.5	2.0	1.6	1.5	1.2	1.2	1.3	1.3
生鮮食品を除く総合	3.2	3.0	2.5	2.5	2.5	2.7	2.5	2.6	2.4	1.9	1.6	1.5	1.2	1.2	1.2	1.2
生鮮食品及びエネルギーを除く総合	4.2	4.3	3.9	3.2	2.2	2.0	2.3	2.4	2.2	1.9	1.2	1.2	1.2	1.3	1.3	1.3

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】

	2023年度				2024年度				2025年度				2026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	81.8	80.0	80.3	78.6	81.9	78.3	77.9	79.2	79.1	79.0	78.9	78.7	78.6	78.5	78.3	78.2
	-4.7	-7.7	-6.3	-9.6	0.5	-2.0	-2.9	0.7	-3.3	0.7	1.0	-0.7	-0.6	-0.7	-0.7	-0.7
持家	22.8	22.7	20.6	21.9	21.4	21.8	21.7	21.8	21.8	21.8	21.7	21.7	21.6	21.6	21.5	21.5
	-11.9	-8.6	-16.2	-9.0	-6.0	-3.9	5.3	-0.7	2.1	-0.4	-0.6	-1.0	-0.8	-0.8	-0.9	-0.9
賃貸	34.7	33.8	33.8	34.1	35.6	34.6	33.4	33.9	33.8	33.7	33.6	33.5	33.4	33.3	33.2	33.1
	2.0	-2.6	-3.3	-4.3	2.9	2.5	-1.1	-1.2	-5.1	-2.6	0.5	-1.4	-1.1	-1.2	-1.2	-1.3
分譲	23.8	23.0	25.3	22.0	24.2	21.2	22.1	22.8	22.8	22.8	22.9	22.9	22.9	22.9	22.9	22.9
	-6.6	-13.5	-0.3	-16.9	2.2	-8.1	-12.9	3.5	-5.3	7.8	3.6	0.6	0.4	0.2	0.2	0.3

(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

## &lt;経済見通し担当者&gt;

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
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
丸山 健太	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) 調査部 E-mail: [chosa-report@murc.jp](mailto:chosa-report@murc.jp) 担当: 小林 03-6733-1635