



SOMPO インスティテュート・プラス
安心・安全・健康のテーマパーク

日本経済の見通し

2024年3月29日

SOMPO インスティテュート・プラス株式会社

企画・公共政策 マクロ経済チーム

目次

1. 経済・物価見通し …… P2～P7

- 見通しの概要(メインシナリオ)、前回シナリオからの変化点
- 実質GDPとコアCPIの見通し
- メインシナリオに対するリスク

2. 各分野のポイント …… P8～P18

- 政府支出、海外経済(米国、中国)
- 主要需要項目(輸出・設備投資・個人消費)とその背景
- 消費者物価

3. トピック解説 …… P19～P22

- 旅券統計でみるアウトバウンド需要の回復ペース
- 企業の「中国離れ」の実態
- ようやく本格回復に向かう建設投資

1. 経済・物価見通し

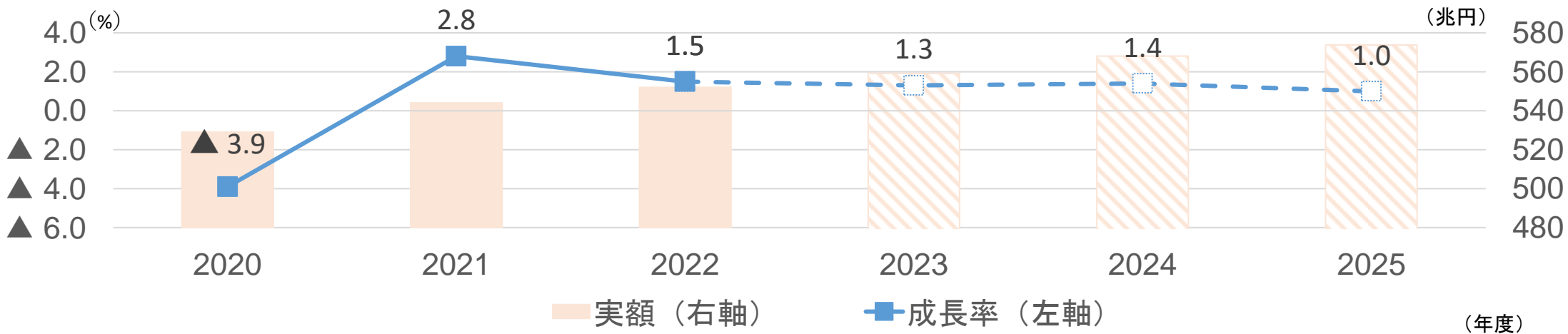
見通しの概要(メインシナリオ)

- ◇**実質GDP**は、緩やかな成長を続けると見る(23年度+1.3%、24年度+1.4%、25年度+1.0%)。24年度は実質賃金の改善(コストプッシュインフレ収束・非常に高い賃上げ)による消費の回復と、堅調な企業業績を背景とした設備投資がけん引。海外経済は米国を中心に緩やかな伸びが期待されるため、連れて外需も増加する。25年度は、賃上げ(消費)の伸びが24年度対比で鈍化するものの、緩やかな成長を維持する。
- ◇**コアCPI**は、24年度は非常に高い賃上げに加え、政府の物価対策の反動もあり、2%を超える上昇を続ける。25年度は賃上げ幅が縮小することで、物価の伸びも24年度対比で鈍化すると見るが、物価と賃金の上昇率が緩やかなプラスで推移する状況は定着する(23年度+2.8%、24年度+2.4%、25年度+1.7%)。
- ◇**海外経済**については、中国は財政支出拡大が下支えるものの、引き続き消費が低迷し、緩やかな減速を見込む。一方、米国は、利下げに転じつつも、やや引締め的な金融環境が続くが、消費の底堅さが増す中、安定的な伸びを見込む。**輸出**は、米国を中心とした堅調な海外経済を反映して、緩やかな増加傾向を辿る。
- ◇**設備投資**は、企業業績が引き続き堅調に推移する中、24年度以降は省力化や脱炭素対応の投資を中心に、緩やかな回復を続ける。
- ◇**個人消費**は、足もとでは実質賃金マイナスの影響から回復が一服気味であるが、今後はコストプッシュインフレの収束と高い賃上げによる実質賃金の改善、加えて所得減税も背景に、緩やかな回復傾向を辿る。

前回シナリオ(23年12月時点)からの変化点

- ◇**実質GDP**は、23年度を若干、下方修正した(前回+1.4%⇒今回+1.3%)一方、24年度を若干、上方修正した(前回+1.3%⇒今回+1.4%)。24年度は、賃金見通しの上振れを反映して個人消費を、また堅調な米国経済を反映して輸出を上方修正した。
- ◇**コアCPI**は、23年度を若干、下方修正した(前回+2.9%⇒今回+2.8%)。24年度は、今春の賃金交渉結果が想定以上に上振れたことで、それがサービス価格に反映されると見て上方修正した(前回+2.0%⇒今回+2.4%)。
- ◇**海外経済**は、24年度の米国経済見通しを、消費の底堅さが増している現状を踏まえ、小幅に上方修正。中国経済見通しは、財政のプラス要因・民需のマイナス要因を相殺し、前回見通しを据え置き。**輸出**は、23年度はサービス輸出の上振れを反映して上方修正、24年度も上記の米国の要因を反映して、上方修正した。
- ◇**設備投資**は、投資財価格の上昇などの影響を受けて、23年度を引き下げ。ただし、足もとようやく投資回復の兆しが見られるため、24年度については、省人化投資や脱炭素投資を中心に緩やかに回復するという前回の見通しを変えていない。
- ◇**個人消費**は、23年度は足もとの回復一服感を反映して、見通しを引き下げ。一方、24年度は賃金上昇の上振れを背景に、実質賃金が想定以上に改善し、消費に反映されると見て上方修正する。

実質GDPの見通し



年度	今回	前回※1
2021 (実績)	+2.8%	
2022 (実績)	+1.5%	
2023 (予測)	+1.3%	+1.4%
2024 (予測)	+1.4%	+1.3%
2025 (予測)	+1.0%	-

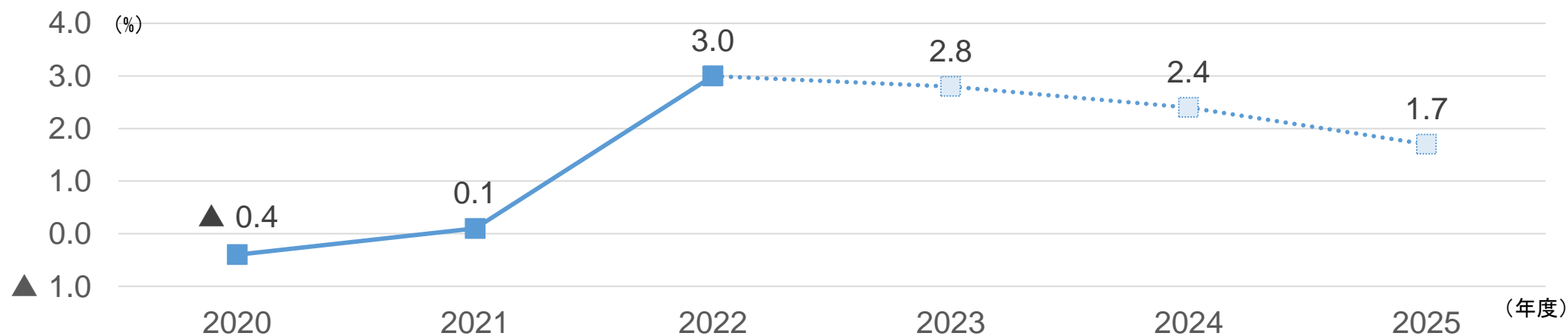
【寄与度】

	民間最終消費	民間設備投資	政府支出※2	輸出
2024	0.8%	0.5%	0.2%	0.5%
	0.7%	0.5%	0.2%	0.4%
2025	0.6%	0.3%	0.2%	0.5%
	-	-	-	-

※1:「前回」は2023年12月時点当社見通し。寄与度の右下数字も同様。

※2: 政府支出 = 政府最終消費支出 + 公的固定資本形成

コアCPI(除く生鮮食品)の見通し



年度	今回	前回※1
2021 (実績)	+0.1%	
2022 (実績)	+3.0%	
2023 (予測)	+2.8%	+2.9%
2024 (予測)	+2.4%	+2.0%
2025 (予測)	+1.7%	-

※1:「前回」は2023年12月時点当社見通し。

メインシナリオに対するリスク

【ダウンサイド】

- ◇ **物価の上振れによる消費の下振れ、日銀の利上げ早期化**。非常に高い24年度の春季賃上げ結果を受けて、サービス価格を中心に物価が想定以上に上昇すれば、実質賃金が改善せず、個人消費が下振れるリスクがある。また、それに伴い日銀の次回利上げタイミングが予想外に早期化する場合には、金融市場のかく乱要因となり得る。
- ◇ **資材価格高騰の再燃による設備投資計画実行の遅れ**。企業の設備投資意欲は引き続き高いものの、資材価格高騰が再燃した場合、設備投資の実行を見送ることで、計画対比で下振れるリスクがある。
- ◇ **海外経済の減速懸念**。11月の米大統領選挙でトランプ政権が発足すれば、強硬な通商政策などを通じて、米中摩擦の深刻化や世界貿易の縮小を招くリスクがある。また、米国については、商業用不動産市場の業況悪化などから中小銀行の経営不安が再度顕在化するリスクもある。

【アップサイド】

- ◇ **先行きの賃金上昇率の上振れ**。25年度の賃上げは、24年度対比で鈍化することをメインシナリオとしているものの、高いインフレ率が続くことなどによって、今春見られた非常に高い賃上げが継続する可能性はある。その場合、サービス価格への転嫁次第であるが、実質賃金の上昇を通じて消費をさらに押し上げる可能性がある。
- ◇ **AI等による半導体需要の一段の上振れ**。生成AI等の実需や期待によって、半導体に対する世界需要が想定以上に高まることで、日本のIT企業の生産・輸出も上振れる可能性がある。

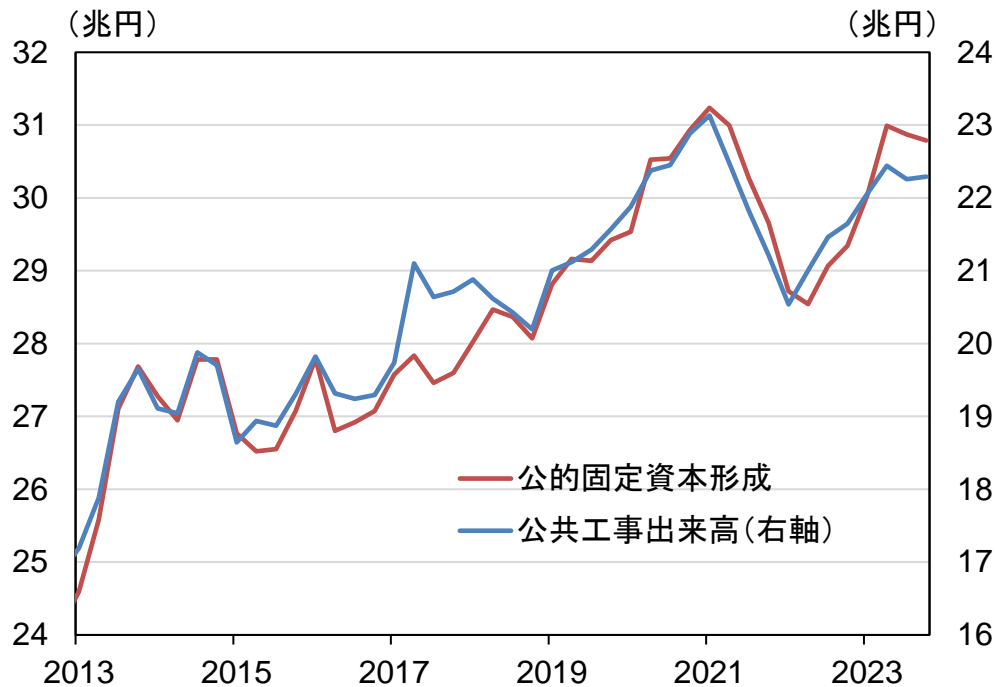


2. 各分野のポイント

政府支出

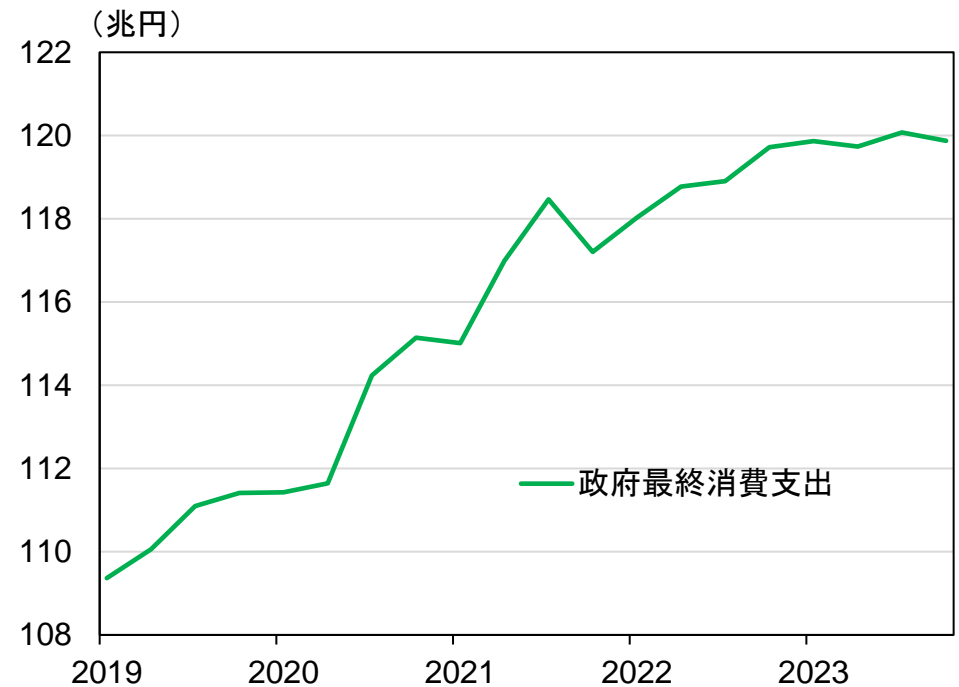
- 政府支出(公共投資+政府消費)の前年比伸び率は、23年度+1.0%、24年度+0.7%、25年度+0.6%となる見通し。公共投資は経済対策の効果から、政府消費は高齢化に伴う支出増や公務員の賃金引上げなどから、いずれも24~25年度にかけて緩やかな増加を続ける見込み。
- 前回見通し対比では、23年度、24年度とも据え置き。

公共投資



(注)名目・季節調整済年率換算
(出典)内閣府「国民経済計算」、国土交通省「建設総合統計」

政府消費

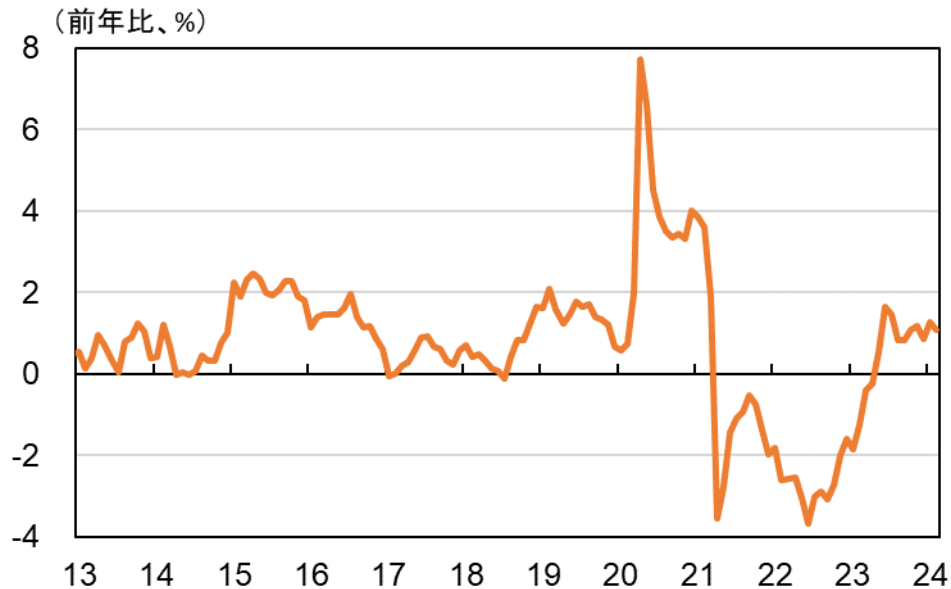


(注)実質・季節調整済年率換算
(出典)内閣府「国民経済計算」

米国経済

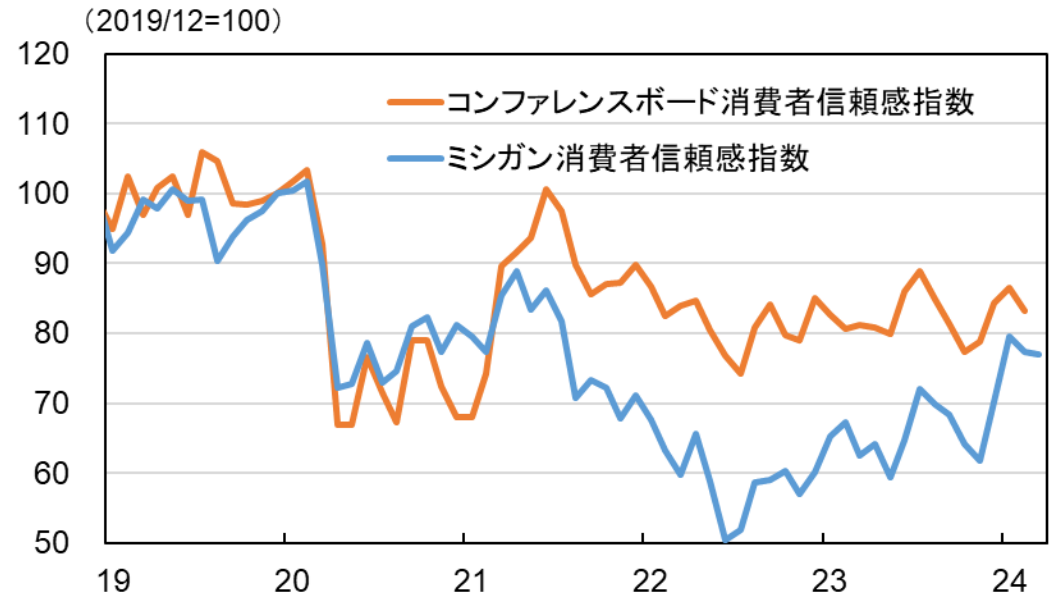
- 米国経済は、利下げに転じつつも、やや引締め的な金融環境が続くが、消費の底堅さが増す中、安定的な伸びを見込む。
- 足もとの動きをみると、実質賃金が引き続きプラス圏で横ばい推移、消費者信頼感指数は2024年に入って改善しており、堅調な個人消費を示唆。

実質賃金



(注)実質賃金の伸び率＝平均時給の伸び率－消費者物価指数の伸び率
(出典)米労働省

消費者信頼感指数

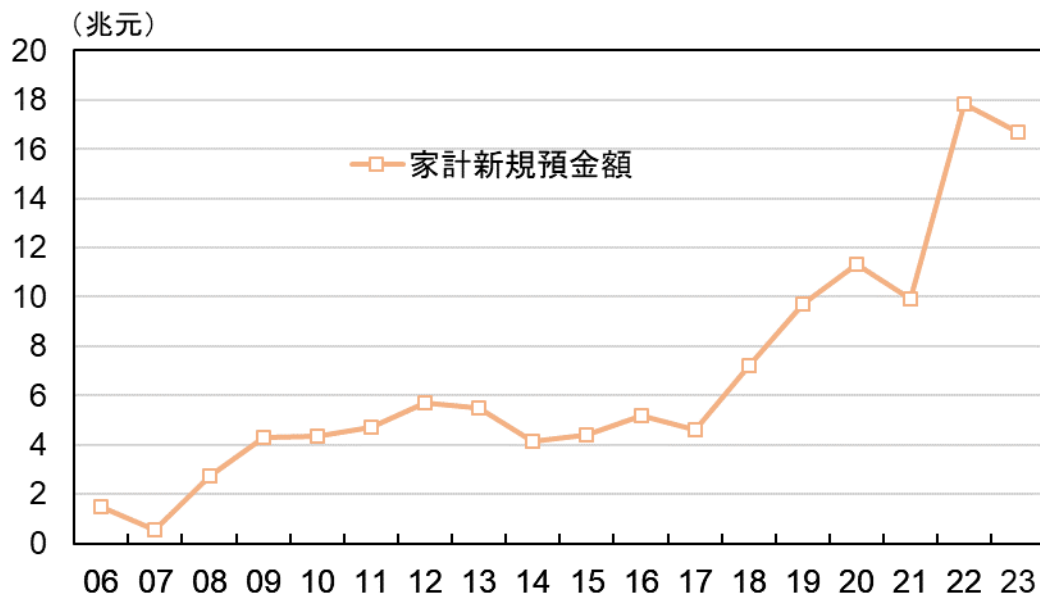


(出典)コンファレンスボード、ミシガン大学

中国経済

- 中国経済は、財政支出拡大による下支えがあるものの、引き続き停滞する不動産市況などを受けて、消費意欲が低迷し、緩やかな減速を見込む。
- 23年も家計が預金を大幅に増やしており、消費よりも貯蓄を優先する動きが継続している模様。
- 中国政府が全人代で公表した主要政策目標によると、狭義の財政赤字（一般国債と一般地方債のみ計上）の対GDP比は据え置いた一方で、特別債の枠として前年対比で発行額を上積み（計1.1兆元分）。

家計新規預金額



(出典) 中国人民銀行

2024年の主要政策目標

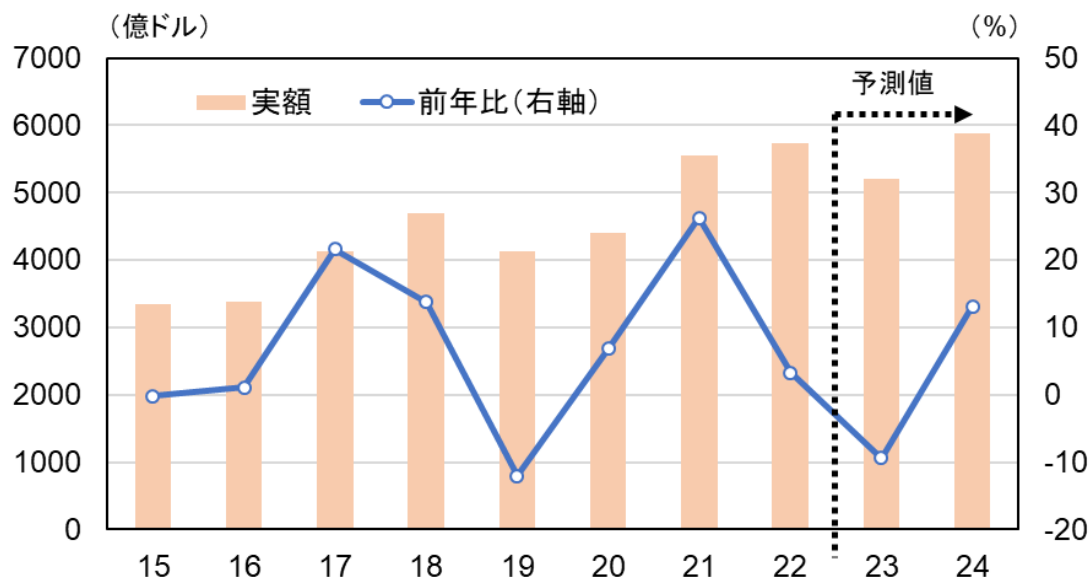
	23年		24年
	政策目標	実績	政策目標
実質GDP成長率	5.0%前後	5.2%	5.0%前後
消費者物価上昇率	3.0%前後	0.2%	3.0%前後
都市部新規就業者数	1,200万人前後	1,244万人	1,200万人以上
都市部調査失業率	5.5%前後	5.2%	5.5%前後
財政赤字	3.88兆元 (4.88兆元※)	4.88兆元	4.06兆元
財政赤字対GDP比	3.0% (3.8%※)	3.8%	3.0%
超長期特別国債	-	-	1兆元
地方政府特別債発行枠	3.8兆元	3.8兆元	3.9兆元

(出典) 政府活動報告

輸出

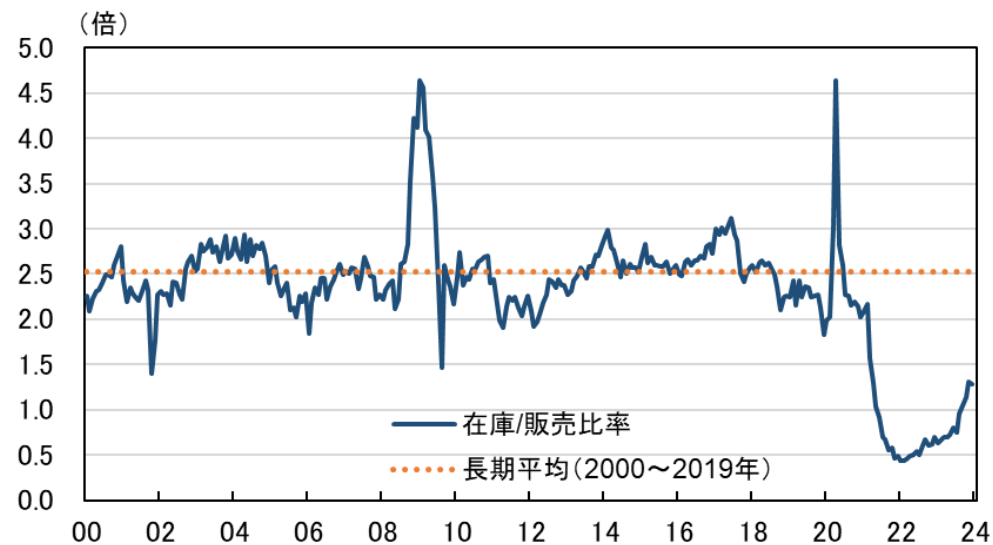
- 輸出の前年比伸び率は、23年度+4.0%、24年度+2.5%、25年度+2.4%となる見通し。24年度は、底堅く推移する海外経済や世界半導体需要の回復を受け、緩やかな伸びとなる。25年度は、足もとの自動車輸出を支えてきた米国の自動車在庫不足の解消を見込むが、海外経済の堅調持続から、輸出の伸び率の鈍化はわずかにとどまる見通し。
- 前回見通し対比では、23年度はサービス輸出の上振れを反映して上方修正（12月時点+3.3%）、24年度は米国の消費の底堅さを反映して、上方修正した（12月時点+2.0%）。

世界半導体売上予測



(出典)WSTS「WSTS Semiconductor Market Forecast Fall 2023」

米国 自動車在庫/販売比率



(出典)BEA

設備投資

- 設備投資の前年比伸び率は、23年度+0.7%、24年度+3.1%、25年度+2.1%となる見通し。建設投資が振れを伴いながらも増加基調にある中、24年度は、23年度に先送りされていた需要の発現や、脱炭素・省力化投資の積極化により、緩やかな上昇を見込む。25年度も、伸びは鈍化するものの、堅調な企業収益が下支えとなり、緩やかな成長が続く。
- 前回見通し対比では、23年度は既往の投資財価格上昇などの影響から下方修正（12月時点+1.5%）。もっとも、足もとようやく投資回復の兆しがみられることから、24年度の見通しには変更なし（後述の「3. トピック解説」参照）。

GDP実質設備投資



(出典)内閣府「国民経済計算」、Macrobond

建設工事費予定額



(出典)国土交通省「建設着工統計」、Macrobond

企業収益

- 23年度の企業収益は、資源価格の落ち着きなど交易条件の改善傾向や、既往のコスト高の国内価格転嫁を背景に、増加が続いている。ただし、足もと1-3月期には、一部自動車メーカーの減産などが下押し要因となる見込み。
- 24年度以降は、交易条件の改善は一巡するものの、内需の回復が見込まれることや、外需も半導体需要の回復等が期待されることから、緩やかな改善を続ける見込み。



(出典) 経済産業省「法人企業統計」



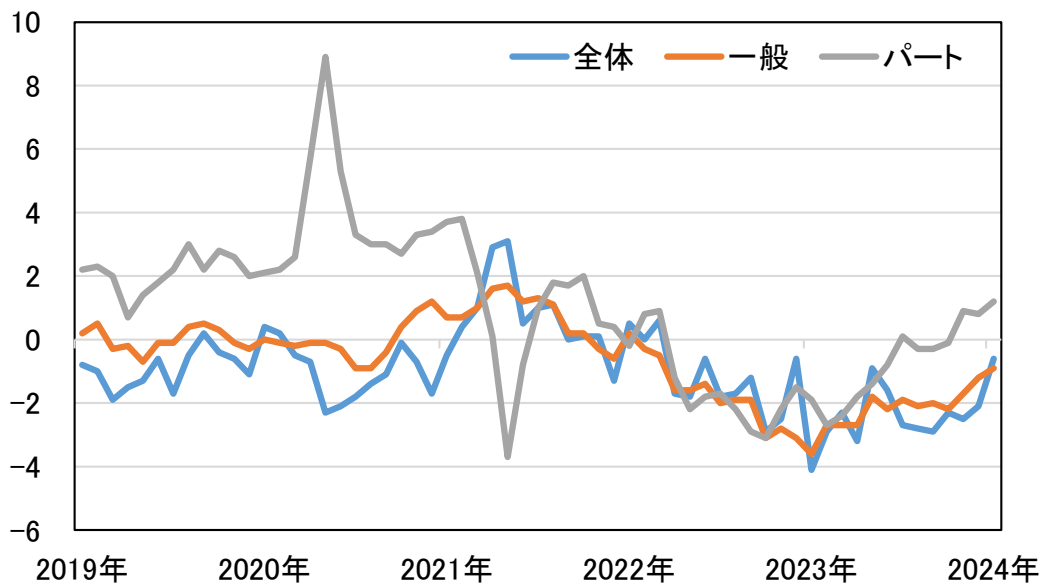
(出典) 日本銀行「企業物価指数」
(注) 契約通貨ベース。輸出物価/輸入物価。

個人消費

- 個人消費の前年比伸び率は、23年度▲0.4%、24年度+1.5%、25年度+1.1%となる見通し。足もとの消費は停滞気味であるが、24年度は、コストプッシュインフレの収束と高い賃上げによる実質賃金の改善、加えて所得減税も背景に、回復を見込む。25年度も、賃上げ幅の縮小から24年度対比で回復ペースは落ちるものの、緩やかな伸びが続く。
- 前回見通し対比では、23年度は、コストプッシュインフレの長期化から、見通しを小幅に引き下げた(12月時点+0.4%)。24年度は春季賃上げ結果が非常に強く、実質賃金が上振れると見て、見通しを引き上げた(12月時点+1.3%)。

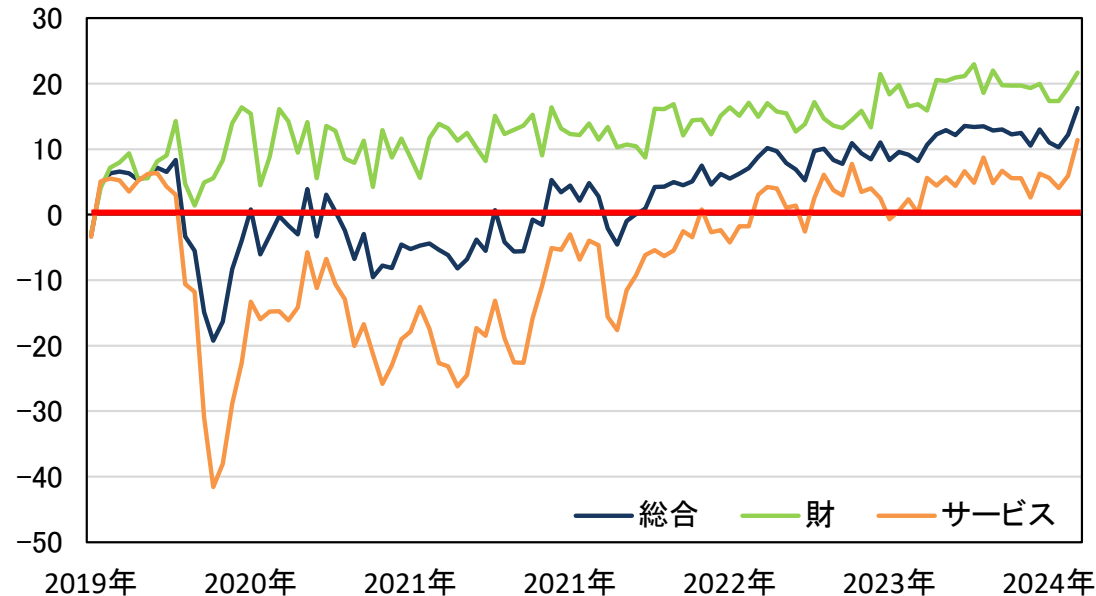
(前年比、%)

実質賃金



(%)

クレジットカード(JCB)



(出所)厚生労働省「毎月勤労統計」、総務省「消費者物価指数」より作成

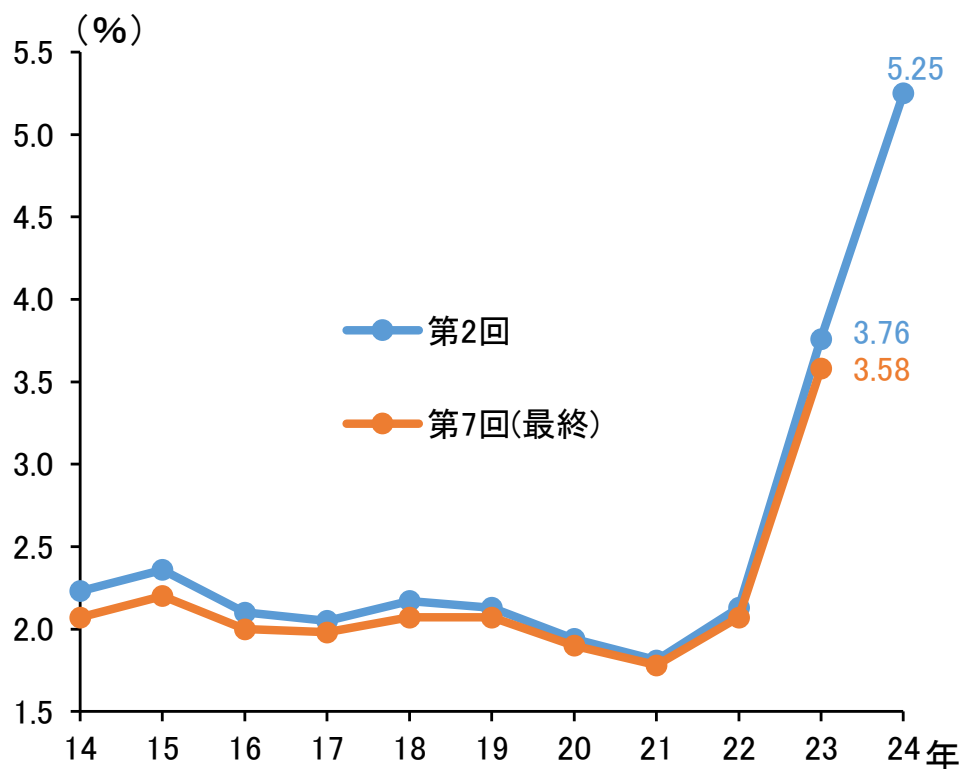
※ベースラインは2016~2018年度の当該半月の平均、直近は2月後半。

(出典)株式会社ナウキャスト「JCB消費NOW」

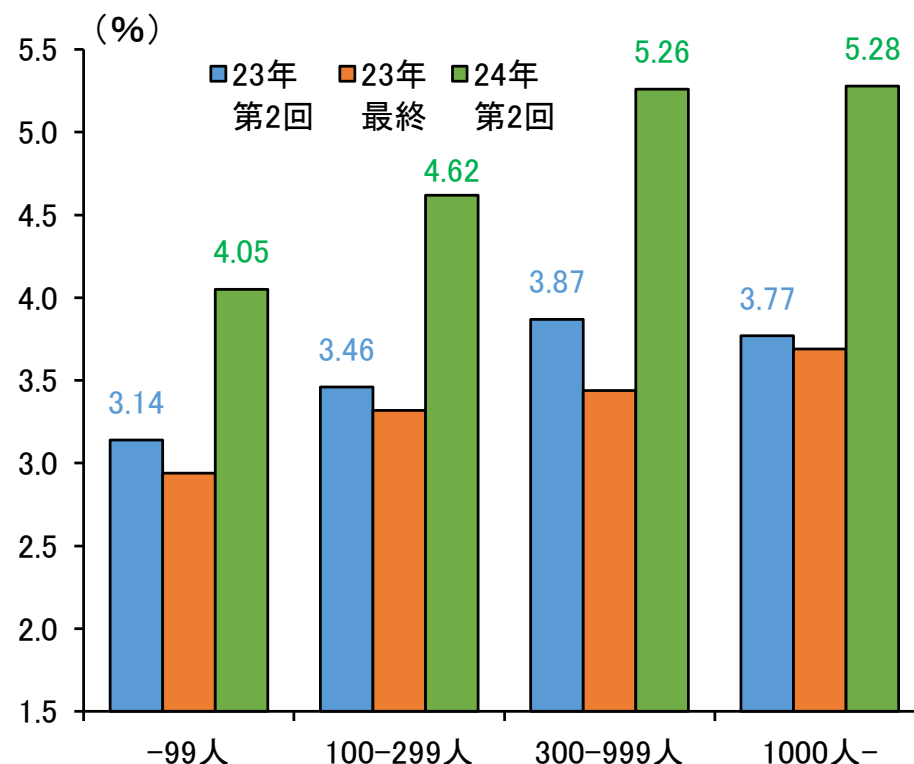
雇用・賃金

➤ 24年春の賃上げ交渉結果は、定昇込み5.3%・ベア3.6%(いずれも連合第2回集計)と、23年度の同時点(定昇込み3.8%・ベア2.3%)をはっきりと上回る非常に高い伸びとなった。大企業に加え、中小企業も昨年を明確に上回る賃上げ幅となっている。そのもとで、マクロ全体の実質賃金も、24年度には明確な前年比プラス水準へと改善する見通し。

賃上げ率(連合)



組合規模別の賃上げ率



(注) 定期昇給を含むベース。

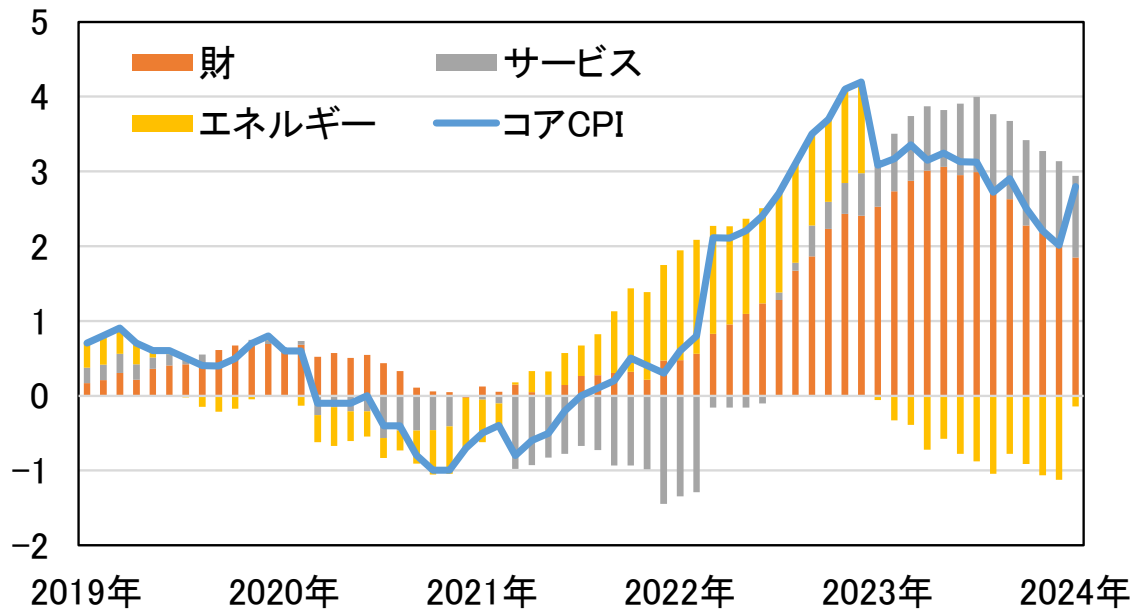
(出典) 連合

消費者物価①

- 消費者物価の前年比伸び率は、23年度+2.8%、24年度+2.4%、25年度+1.7%となる見通し。24年度は非常に高い賃上げ結果に加え、政府の物価対策の反動もあり、2%をはっきりと上回る上昇が続く。25年度は、賃上げ幅・インフレ率ともに24年度対比では鈍化するが、物価と賃金上昇率が緩やかなプラスで推移する状況は定着すると見る。
- 前回見通し対比では、23年度の見通しを若干引き下げた（12月時点+2.9%）。一方で24年度は、非常に高い賃上げ結果を受けて、見通しを引き上げた（12月時点+2.0%）。

コアCPI(全国)

(%、前年比)

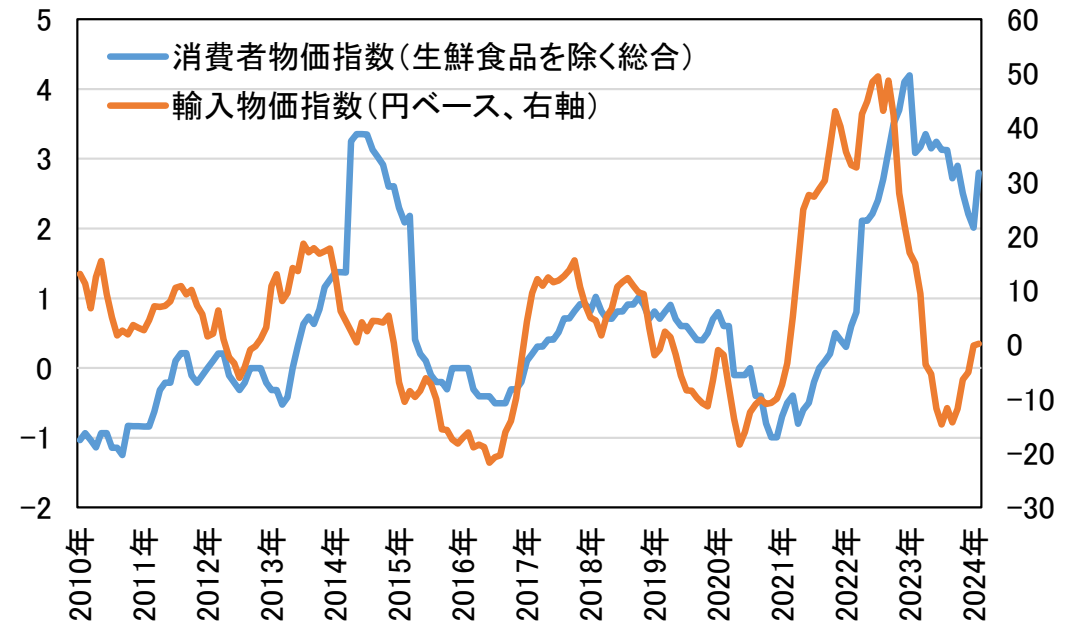


(出典)総務省「消費者物価指数」

コアCPIと輸入物価

(%、前年比)

(%、前年比)

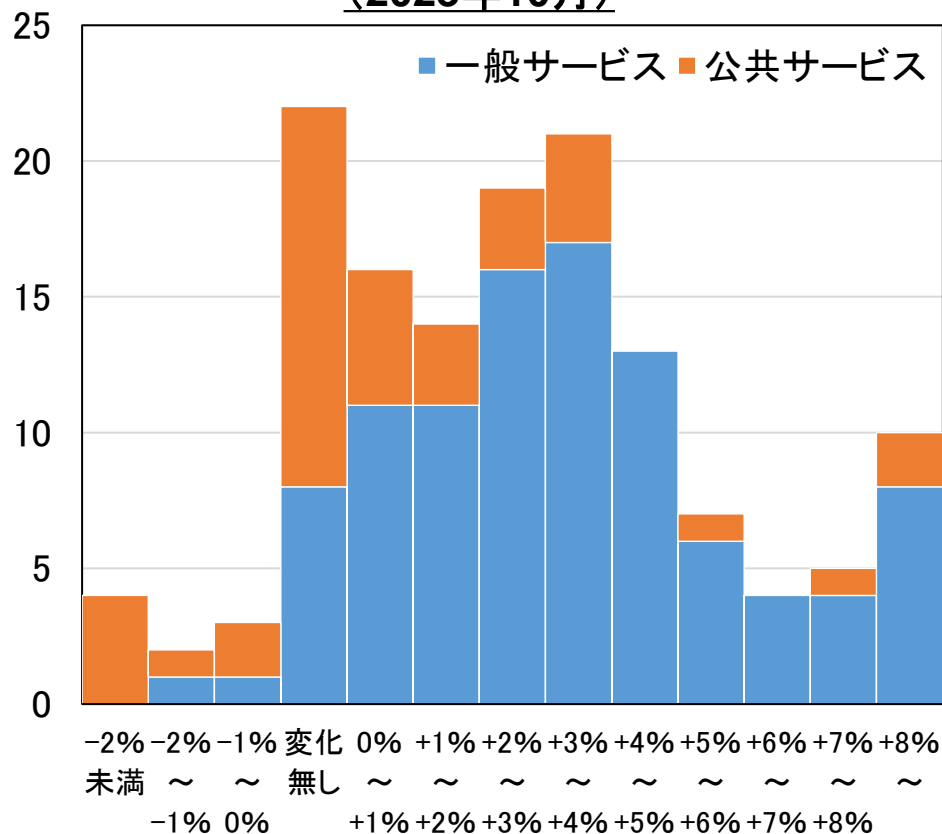


(出典)総務省「消費者物価指数」

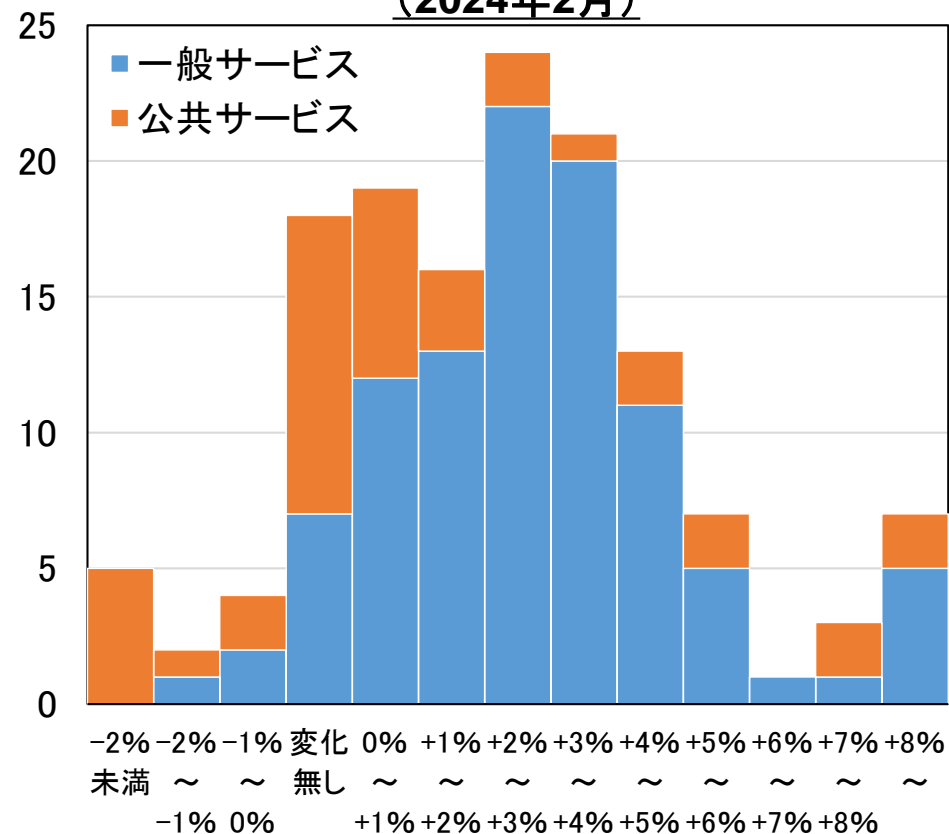
消費者物価②

- 賃金上昇の影響等を受けて、昨年以来、サービス価格のインフレも広がりを見せている。サービス品目の価格分布を4か月前と比較しても、「変化無し」の割合が低下し、上昇品目がさらに増加するなど、強い動きが継続している。

CPIサービス品目の前年比の分布
(2023年10月)



CPIサービス品目の前年比の分布
(2024年2月)



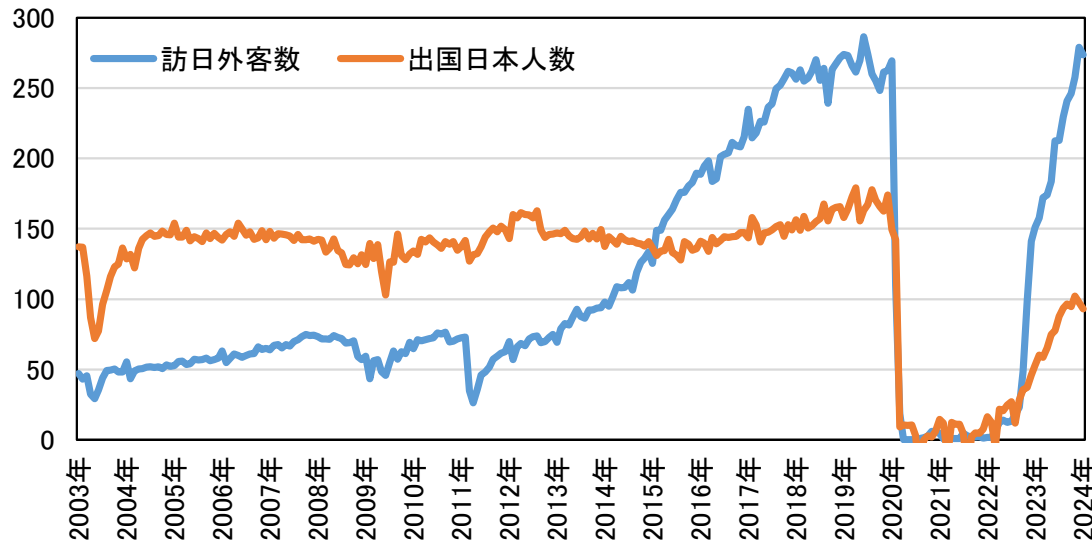
3. トピック解説

旅券統計でみるアウトバウンド需要の回復ペース

- 経済活動の正常化の下で、訪日外客数(インバウンド需要)は、コロナ前の2019年を超える水準まで回復。一方、出国日本人数(アウトバウンド需要)は、依然コロナ前を大きく下回っており、旅行収支は黒字幅を拡大している。
- 外務省が2月に公表した旅券統計によると、有効旅券数は足もとようやく下げ止まったように窺われるが、依然としてコロナ前を下回っており、日本人の出国ニーズが以前の力強さを取り戻していないことを裏付けている。
- 円安による出国日本人数への下押し圧力も残存することから、旅行収支は黒字に傾きやすい状況が続く見込み。

訪日外客数・出国日本人数の推移(季節調整値)

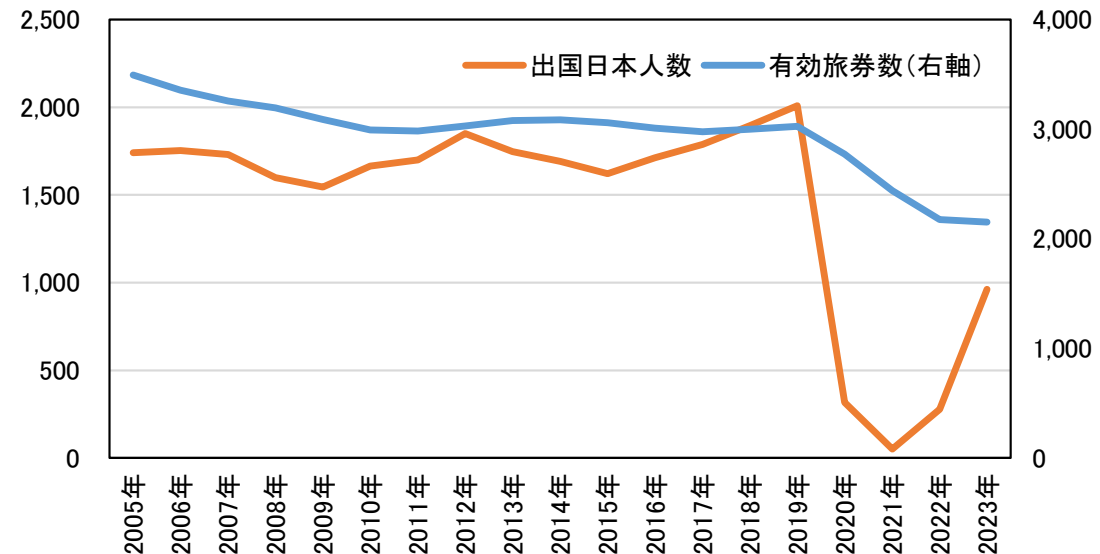
(万人)



(出典) 日本政府観光局「訪日外客数」

出国日本人数・有効旅券数の推移(暦年)

(万人)

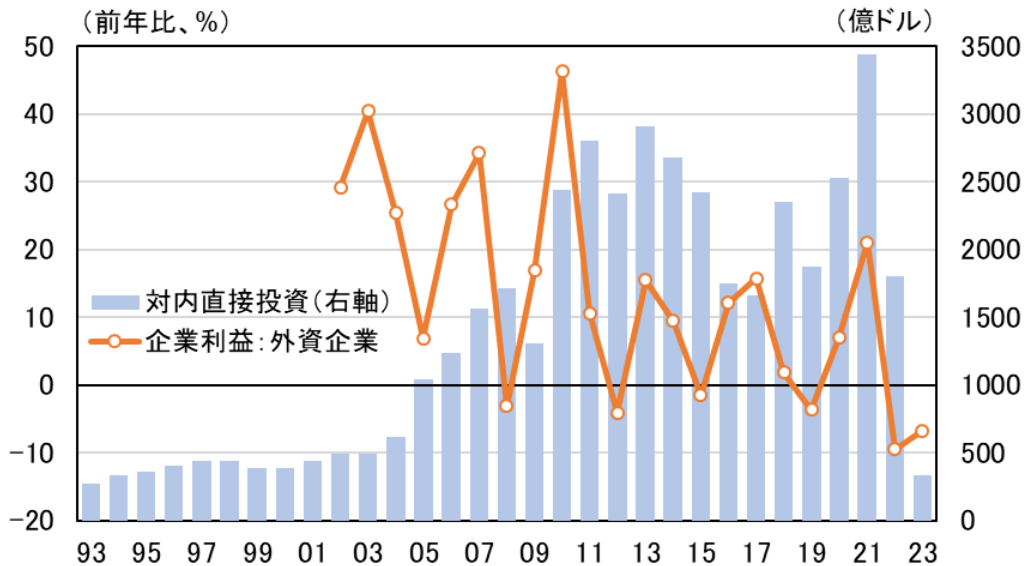


(出典) 外務省「旅券統計」

企業の「中国離れ」の実態

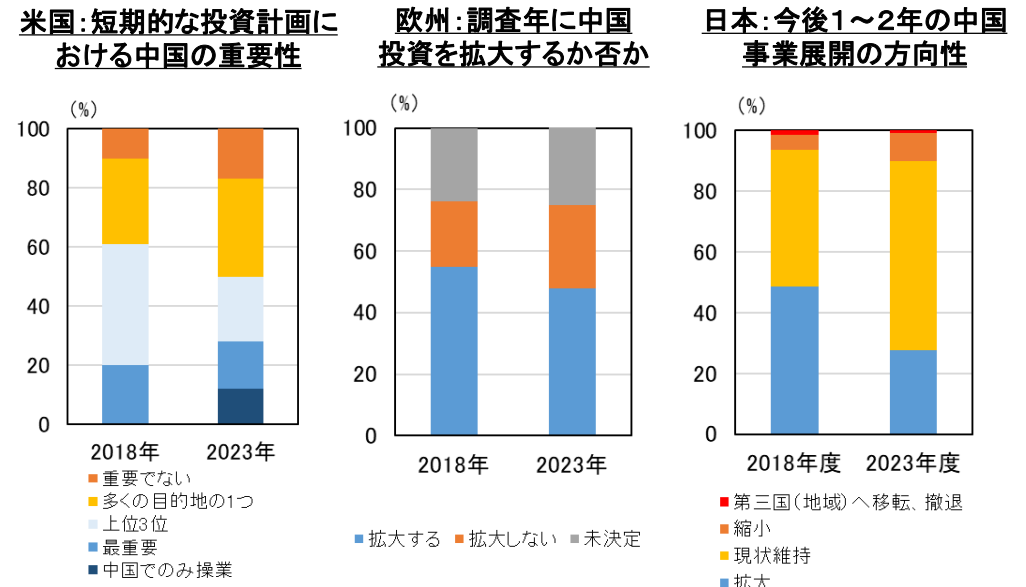
- 2023年の世界の対中直接投資は、330億ドルと30年ぶりの低水準にとどまった。短期的には、外資系企業の利益の2年連続前年割れ、中長期的には、経済安全保障の観点からの中国リスク回避の動きなどが影響しているとみられる。
- 一方、「中国離れ」を過度に大きく捉えると、情勢を見誤る可能性がある。日米欧の企業向けアンケートによると、5年前との比較において、中国の重要性は総じて低下傾向にあり、投資に消極的になりつつある様子が窺われるものの、投資先として重要でない・縮小といった回答の割合は引き続き少数派だ。とりわけ、欧州企業では投資拡大の動きが2023年でも半数近くを占めており、日米欧の中でも中国への投資意欲に濃淡が生じている可能性がある。

中国：対内直接投資、企業利益（外資企業）



(出典) 中国国家統計局、国家外貨管理局

中国投資にかかる日米欧企業アンケート

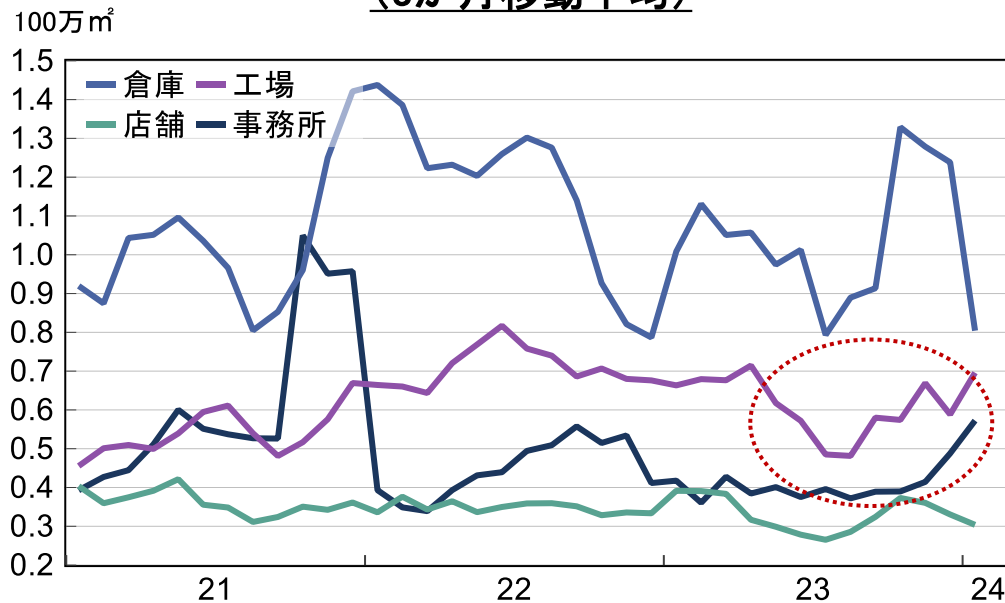


(注) 米国の「中国でのみ操業」は、2023年にのみ設けられた回答項目
 (出典) 中国米国商会、中国欧州商会、JETRO

ようやく本格回復に向かう建設投資

- 建築着工予定額は、なかなか伸びない状況が続いてきたが、23年度後半になって高い伸びを示すようになった。内訳を面積ベースで見ると、「工場」が減少基調から回復に転じたほか、「事務所」についても高い伸びが目立ってきている。
- 先行きについても、24年度には半導体工場の大型案件の着工を含め、大型案件が相次いでおり、建築投資の本格的な回復が期待される。

民間建築着工予定面積
(3か月移動平均)



(出典) 建築着工統計、Macrobond

進行中の大型案件

着工	業種(立地)	内容
23年 9月	製造業 (北海道)	先端ロジック半導体の新工場 1月本格着工
23年 10月	運輸業 (兵庫県)	マルチテナント型物流施設
今後見込まれる案件		
24年	製造業 (熊本県)	ロジック半導体の第二工場
~27年	情報通信業 (東京都・大阪府)	データセンター等のクラウドインフラ

(出典) 各種報道



SOMPO インスティテュート・プラス

安心・安全・健康のテーマパーク