

農林中金総合研究所 2024～25年度改訂経済見通し（2次QE後の改訂）

2024年前半にかけて国内景気の足踏み続く

～日本経済見通し：2024年度：0.4%、25年度：1.2%（ともに据え置き※）～

※24年2月時点の当総研見通し（24年度：0.4%、25年度：1.2%）との比較

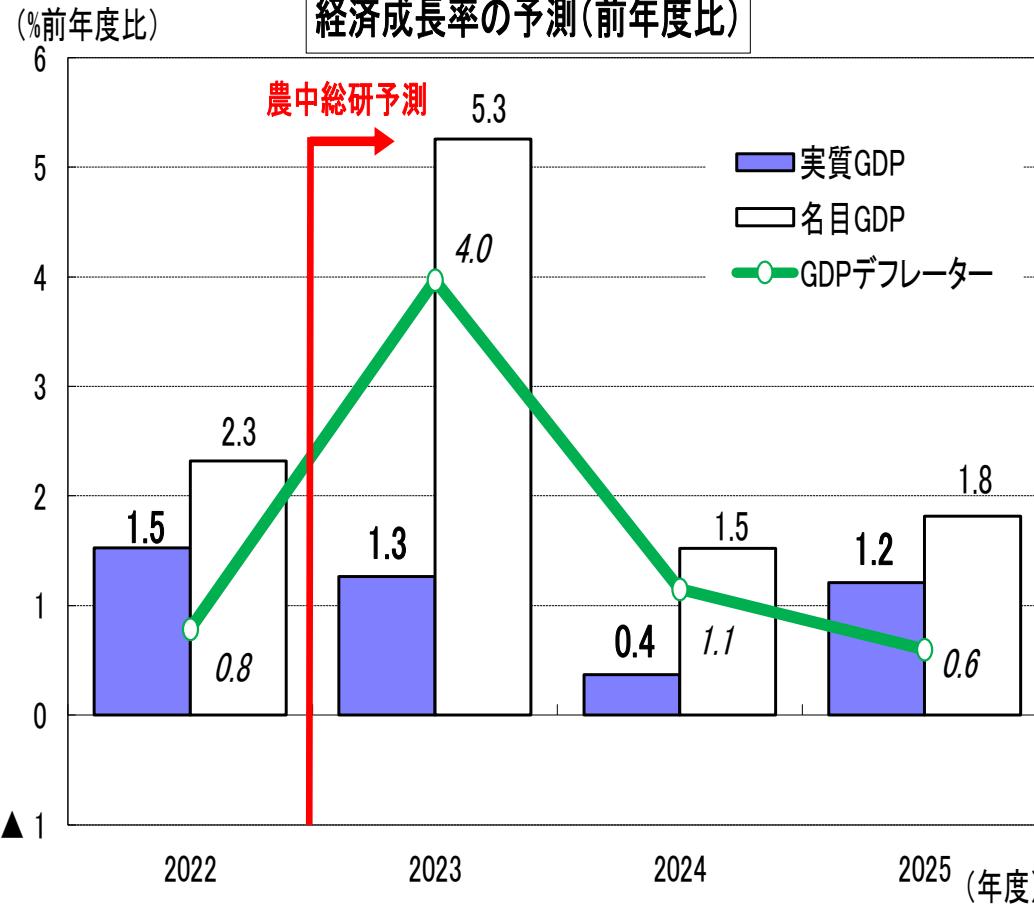
お問い合わせ先

株式会社 農林中金総合研究所
リサーチ＆ソリューション第一部 マクロ経済G

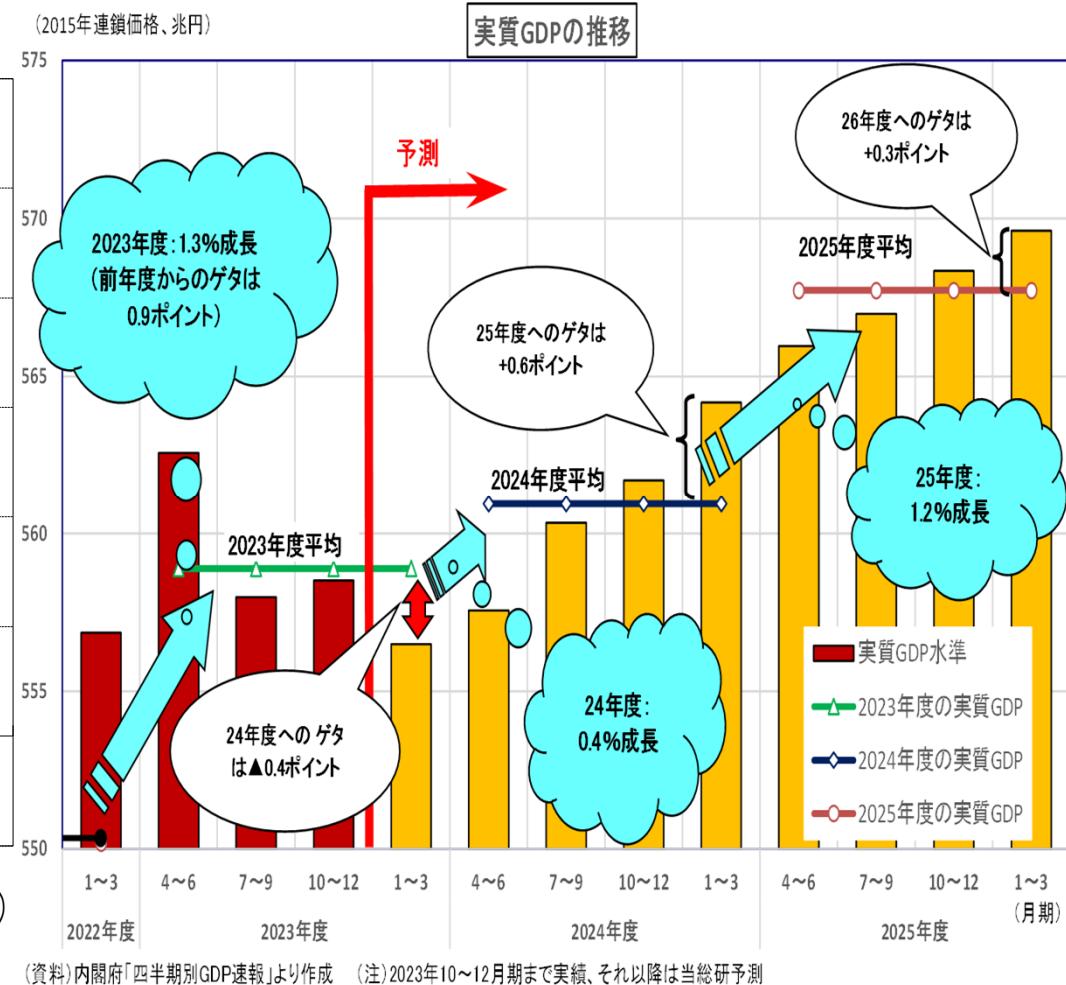
- 内容について：03-6362-7758
- その他（配送など）：03-6362-7757

無断転載を禁ず。本資料は信頼できると思われる各種データに基づき作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。本資料は情報提供を目的に作成されたものであり、投資のご判断等はご自身でお願い致します。

Norinchukin Research Institute



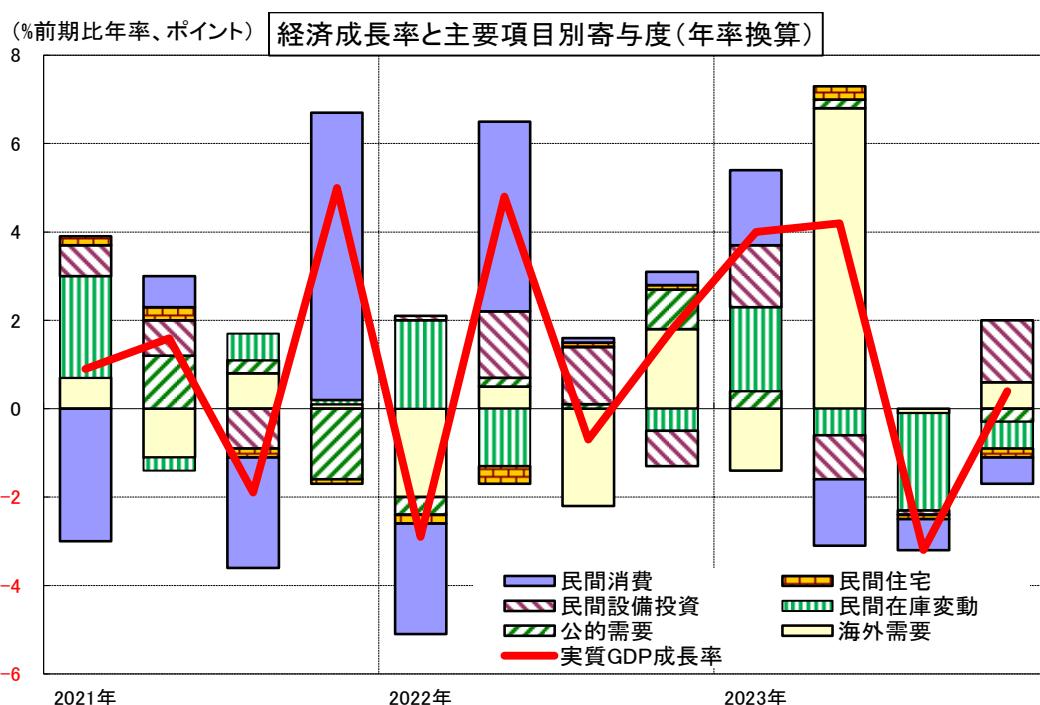
(資料)内閣府「四半期別GDP速報」より農中総研作成・予測



(資料)内閣府「四半期別GDP速報」より作成 (注)2023年10~12月期まで実績、それ以降は当総研予測

□2023年10～12月期の実質GDP成長率は2期ぶりのプラスへ上方修正

- 実質GDP成長率は前期比年率0.4%（1次QE：同▲0.4%）へ上方修正、2期ぶりのプラス成長
 - とはいえ、大きく落ち込んだ7～9月期（同▲3.2%）からのリバウンドは限定的で、実態は底ばい
 - 民間企業設備投資は大きく上方修正された半面、民間消費、民間在庫変動、政府消費、公共投資は下方修正
 - 内外需寄与度としては、内需が▲0.1ポイント（うち、民需：0.0ポイント、公需：▲0.1ポイント）、外需が▲0.2ポイント、民間最終需要は3期ぶりのプラス寄与
- また、名目GDPは前期比年率0.5%（1次QE：同0.3%）へ上方修正（同じく2期ぶりのプラス成長）
 - GDPデフレーターは前年比3.9%（1次QE：同3.8%）へ上方修正
 - 実質雇用者報酬は前期比0.1%で変わらず（2期ぶりのプラス）、単位労働コストは前年比0.1%へ下方修正（2期ぶりのプラス）
- この結果、23暦年の経済成長率は実質1.9%、名目5.7%（ともに1次QEと変わらず）と、いずれも3年連続のプラス
 - GDPデフレーターは前年比3.8%（1次QE：同3.7%）へ上方修正



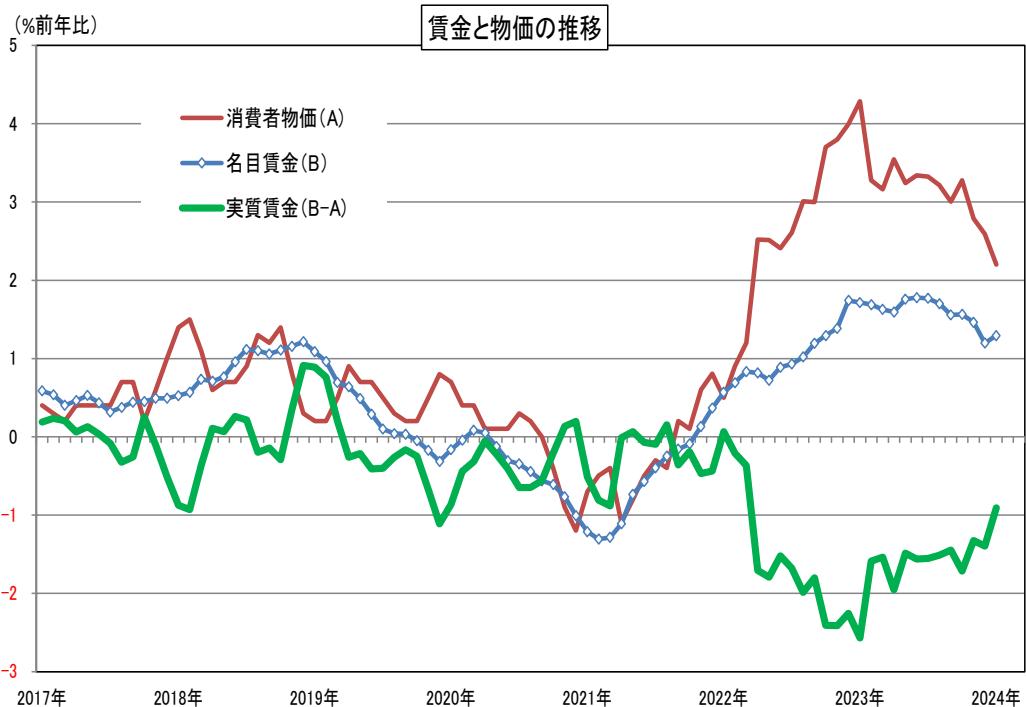
(資料)内閣府経済社会総合研究所



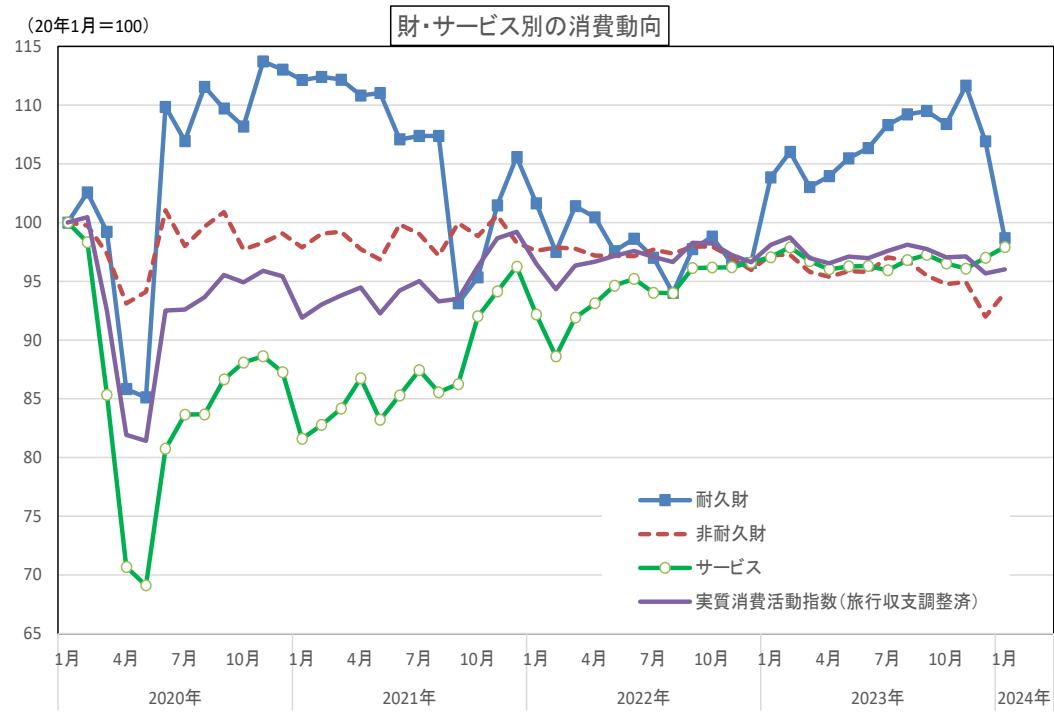
(資料)内閣府 (注)単位は10億円(2015年連鎖価格)。

□実質賃金の減少継続で消費に低調さが残ったまま

- 自動車減産などの影響で、1月の景気動向指数のCI一致指数は2か月ぶりかつ大幅な低下、21年10月以来の低水準
 - 基調判断は「足踏み」へ下方修正
- 1月の実質輸出指数は前月比▲4.6%と2か月ぶりの低下
 - 地域別には「米国向け」、財別には「自動車関連」、「資本財・部品」の悪化が目立つ内容
- 1月の全国消費者物価（生鮮食品を除く総合）は前年比2.0%へ鈍化
 - ただし、電気・都市ガス代の負担軽減措置の効果が一巡した2月（中旬速報）の東京都区部消費者物価（生鮮食品を除く総合）は前年比2.5%へ上昇率が再拡大
- 物価高止まりによる実質賃金の減少が継続、消費回復を抑制しているほか、自動車販売など耐久財消費も不振
 - 1月の実質消費活動指数（旅行収支調整済）は2か月ぶりの上昇ながらも大幅に低下した12月からの戻りは限定的だったほか、総消費動向指数（CTIマクロ）は3か月連続の低下
 - 名目賃金は上昇傾向ながらも、物価高止まりによって実質賃金の減少が継続



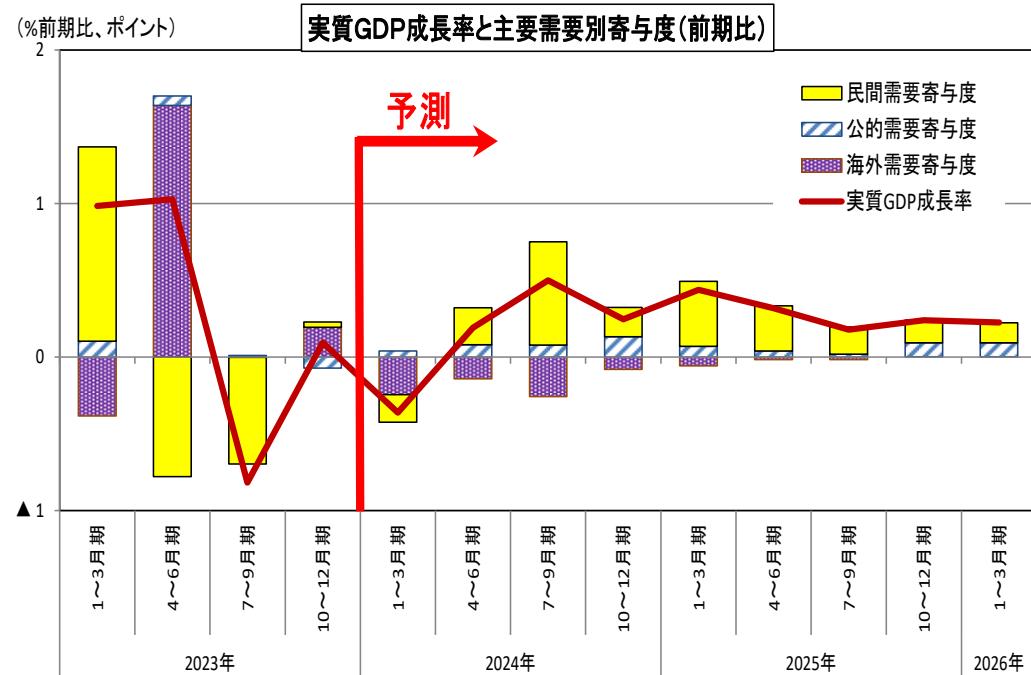
(資料)厚生労働省、総務省統計局 (注)名目賃金は現金給与総額の12ヶ月移動平均を使用。



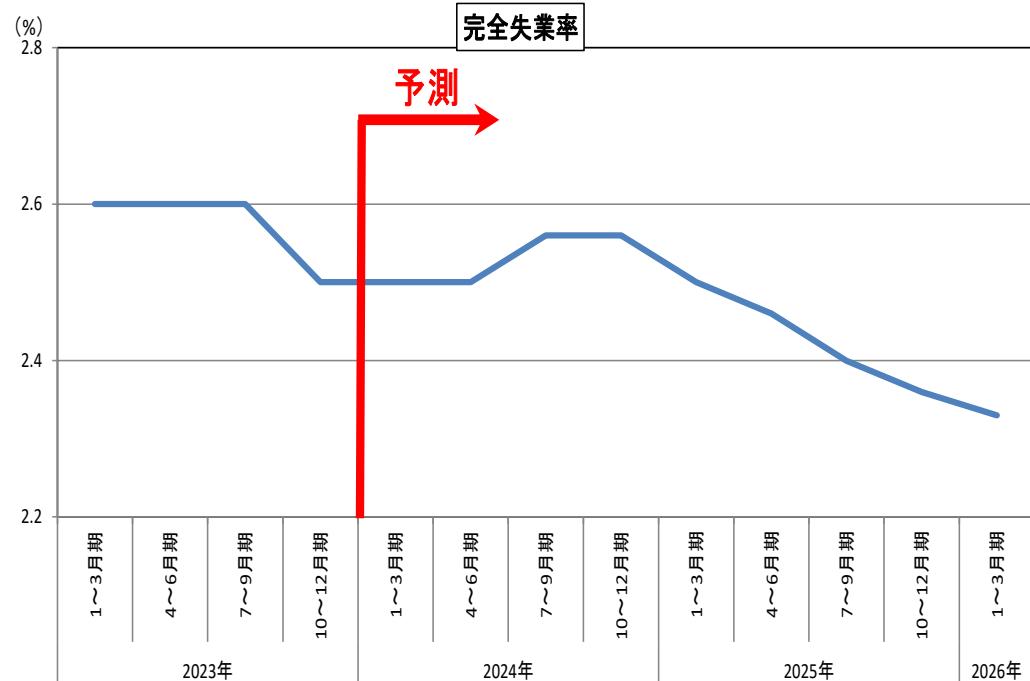
(資料)日本銀行「消費活動指数」

□経済見通し～2024年夏場まで景気の足踏み継続、回復は24年度下期と予想

- 足元1～3月期は、インバウンド需要は底堅く推移するものの、物価高止まり停滞が続くほか、世界経済の減速基調が継続することから輸出も低調に推移するだろう。さらに、一部の自動車メーカーの生産・出荷停止の影響も出るとみられる。経済成長率は前期比年率▲0.2%と2期ぶりのマイナスが見込まれる。その結果、23年度は1.3%成長となるだろう。
- 24年度入り後も金融引き締めを続ける欧米経済の減速が続くほか、不動産問題を抱えた中国経済も回復ペースが高まらず、輸出・生産はその影響を受けるだろう。24年春闘は23年実績を上回るとみられるが、24年度上期にかけて消費者物価は高止まり状態が見込まれるため、実質賃金のマイナス状態は消えず、民間消費は盛り上がりを欠いた動きが予想される。
- 一方、24年夏場には所得税・住民税減税が実施されるほか、年度下期には物価沈静化によって消費持ち直しが本格化し、国内景気の回復傾向を強めていく。また、欧米中銀が利下げに転換するほか、中国政府の景気テコ入れもあって、世界経済の先行き回復期待が高まっていく。ただし、24年度は発射台が低く、0.4%成長へ鈍化すると見込まれる。
- 25年度も民間需要が牽引する形での景気回復が継続、後半にはGDPギャップもプラス転換が見込まれる。25年度は1.2%成長と予測する。



(資料) 内閣府経済社会総合研究所データを用いて、農林中金総合研究所が作成



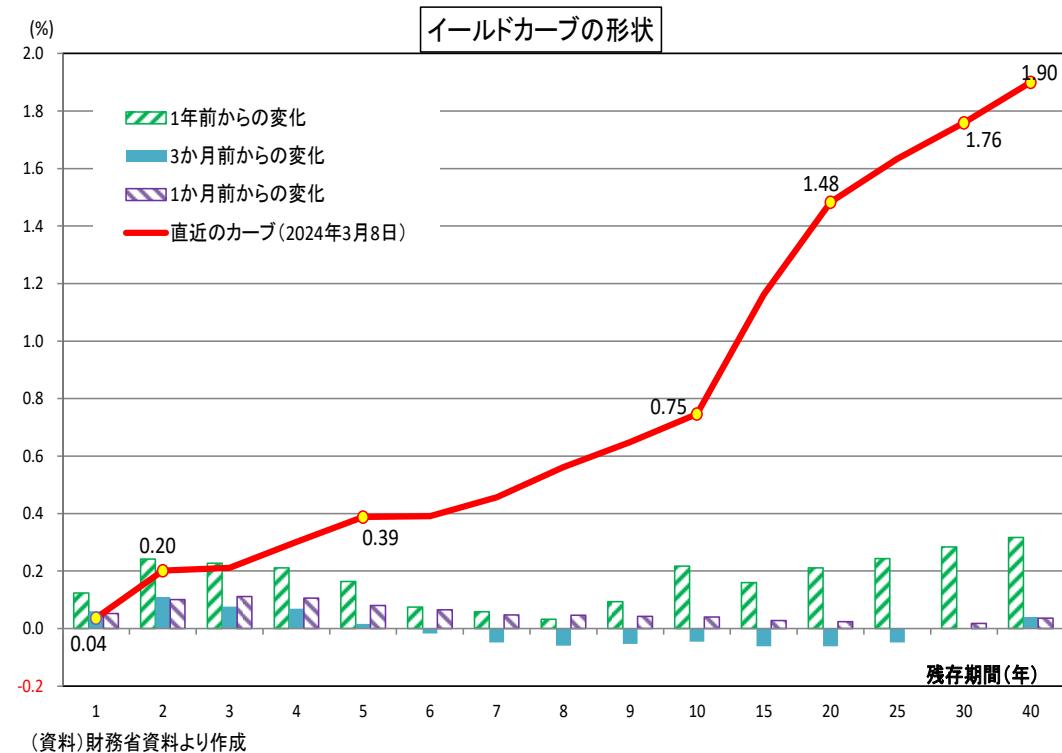
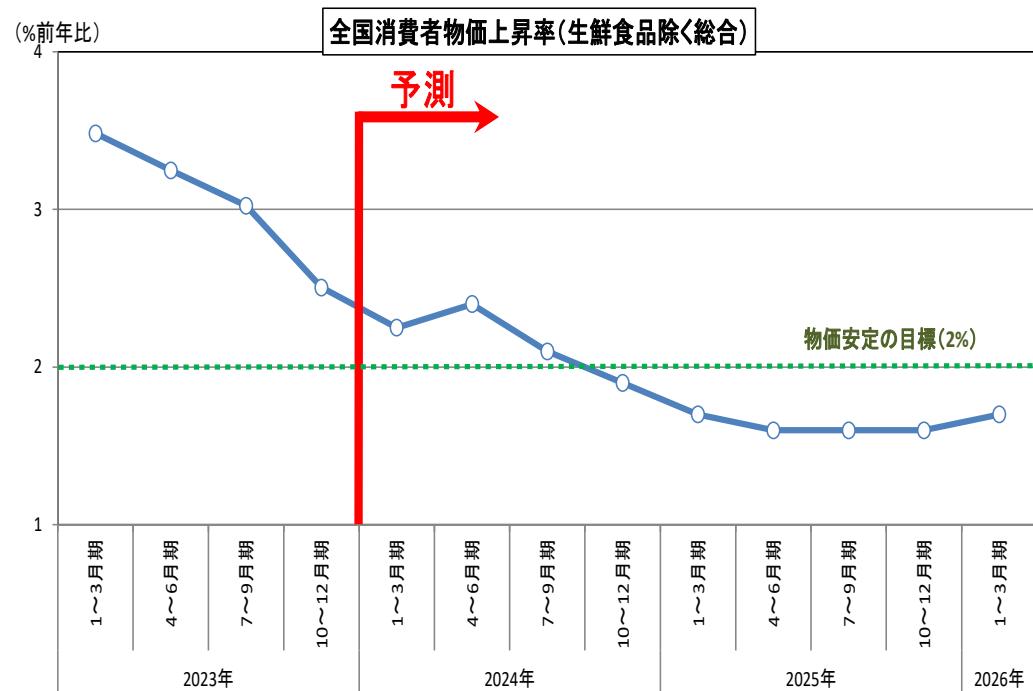
(資料) 総務省統計局データを用いて、農林中金総合研究所が作成

□物価見通し～24年度は前年度比2.0%（年度下期に2%割れ）、25年度は同1.6%へ鈍化

- 政府の物価高対策の効果が一巡するものの、輸入インフレの終息によって食料、日用品など財分野の値上げ圧力が弱まり、物価全体は鈍化傾向をたどる
 - 物流コストの上昇が見込まれるほか、人手不足や需給逼迫を背景にサービス分野で一定の値上げが続く可能性もある
 - とはいえ、24年度下期には物価は2%割れとなり、その後もそれが常態化すると見込まれる

□金融政策、長期金利～3月か4月にはマイナス金利政策などを解除

- 24年春闘が前年実績（厚生労働省調べ、3.60%）を上回る可能性が高いこともあり、日銀は「賃金上昇を伴う物価安定2%目標の持続的・安定的な実現」が見通せる状況に至ったことを理由に、3月か4月の金融政策決定会合において、マイナス金利政策の解除や長短金利操作（YCC）の撤廃など、金融政策の正常化に踏み出す可能性が高い
- ただし、日銀はマイナス金利政策の解除後も緩和的な金融環境を継続する方針を表明しており、イールドカーブ全体が大きく上方シフトする可能性は小さいだろう



(資料) 総務省統計局データを用いて、農林中金総合研究所が作成

予測表（年度、半期）

	単位	2022年度 (実績)	2023年度 (実績見込)	2024年度 (予測)	2025年度 (予測)
名目GDP	%	2.3	5.3	1.5	1.8
実質GDP	%	1.5	1.3	0.4	1.2
民間需要	%	2.7	▲0.5	0.9	1.5
民間最終消費支出	%	2.7	▲0.5	0.6	1.6
民間住宅	%	▲3.4	1.3	▲1.1	▲0.3
民間企業設備	%	3.4	0.5	1.5	2.1
民間在庫変動(寄与度)	ポイント	0.1	▲0.3	0.1	▲0.1
公的需要	%	▲0.1	1.0	0.8	1.0
政府最終消費支出	%	1.4	0.5	1.0	1.1
公的固定資本形成	%	▲6.1	2.7	0.3	0.4
輸出	%	4.7	4.1	0.1	2.4
輸入	%	6.9	▲2.4	2.6	3.3
国内需要寄与度	ポイント	2.0	▲0.1	0.9	1.4
民間需要寄与度	ポイント	2.0	▲0.3	0.7	1.2
公的需要寄与度	ポイント	▲0.0	0.3	0.2	0.3
海外需要寄与度	ポイント	▲0.5	1.3	▲0.5	▲0.2
GDPデフレーター(前年比)	%	0.8	4.0	1.1	0.6
国内企業物価(前年比)	%	9.5	2.2	0.3	▲0.0
全国消費者物価(〃)	%	3.1	2.8	2.0	1.6
完全失業率	%	2.6	2.6	2.5	2.4
鉱工業生産(前年比)	%	▲0.3	▲1.2	▲0.3	3.3
経常収支	兆円	9.2	25.3	25.0	24.2
名目GDP比率	%	1.6	4.2	4.1	3.9
為替レート	円/ドル	135.4	144.4	141.3	131.9
無担保コールレート(O/N)	%	▲0.02	▲0.00	0.05	0.10
新発10年物国債利回り	%	0.29	0.64	0.81	0.98
通関輸入原油価格	ドル/バレル	102.6	84.6	81.3	81.9

(資料)内閣府、経済産業省、総務省統計局、日本銀行の統計資料より作成

(注)全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。断り書きのない場合、前年度比。

無担保コールレートは年度末の水準。

季節調整後の四半期統計をベースにしているため統計上の誤差が発生する場合もある。

(前期比)	単位	2022年度 通期	2023年度		2024年度		2025年度 通期		
			通期	上期	下期	通期			
			上期	下期	上期	下期			
実質GDP	%	1.5	1.3	1.1	▲0.9	0.4	0.3	1.0	1.2
民間需要	%	2.7	▲0.5	▲0.6	▲1.0	0.9	0.7	1.5	1.5
民間最終消費支出	%	2.7	▲0.5	▲0.5	▲0.7	0.6	0.4	1.4	1.6
民間住宅	%	▲3.4	1.3	1.6	▲1.8	▲1.1	▲0.4	0.0	▲0.3
民間企業設備	%	3.4	0.5	1.4	1.5	1.5	0.2	1.3	2.1
公的需要	%	▲0.1	1.0	0.4	▲0.2	0.8	0.5	0.9	1.0
政府最終消費支出	%	1.4	0.5	0.1	0.3	1.0	0.6	0.8	1.1
公的固定資本形成	%	▲6.1	2.7	2.7	▲2.0	0.3	0.5	1.6	0.4
財貨・サービスの純輸出	兆円	▲1.8	5.3	5.1	5.5	2.7	3.3	2.0	1.7
輸出	%	4.7	4.1	2.4	3.0	0.1	▲1.0	▲0.3	2.4
輸入	%	6.9	▲2.4	3.9	2.8	2.6	0.9	1.6	3.3
内需寄与度(前期比)	%	2.0	▲0.1	▲0.4	▲0.5	0.9	0.7	0.9	1.4
民間需要(〃)	%	2.0	▲0.3	▲0.5	▲0.4	0.7	0.5	0.7	1.2
公的需要(〃)	%	▲0.0	0.3	0.1	▲0.0	0.2	0.1	0.2	0.3
外需寄与度(〃)	%	▲0.5	1.3	1.3	0.1	▲0.5	▲0.4	▲0.2	▲0.2
デフレーター(前年比)	%	0.8	4.0	4.4	3.5	1.1	1.5	0.8	0.6
完全失業率	%	2.6	2.6	2.6	2.5	2.5	2.5	2.5	2.4
鉱工業生産(前期比)	%	▲0.3	▲1.2	▲0.2	▲0.9	▲0.3	▲0.9	2.1	3.3
住宅着工戸数(年率換算)	万戸	86.1	81.8	83.1	80.5	79.5	80.0	79.0	78.0
経常収支	兆円	9.2	25.3	12.3	13.0	25.0	12.6	12.4	24.2
貿易収支	兆円	▲18.1	▲3.4	▲1.6	▲1.8	▲3.5	▲2.1	▲1.4	▲3.8
外国為替レート	ドル/円	135.4	144.4	140.9	147.9	141.3	143.8	138.8	131.9
通関輸入原油価格	ドル/バレル	102.6	84.6	82.8	86.5	81.3	82.5	80.0	81.9

(前年同期比)	単位	2022年度 通期	2023年度		2024年度		2025年度 通期		
			通期	上期	下期	通期			
			上期	下期	上期	下期			
名目GDP	%	2.3	5.3	6.5	4.1	1.5	1.2	1.8	
実質GDP	%	1.5	1.3	2.0	0.6	0.4	▲0.2	1.0	1.2
民間需要	%	2.7	▲0.5	0.1	▲1.2	0.9	0.1	1.7	1.5
民間最終消費支出	%	2.7	▲0.5	0.1	▲1.0	0.6	▲0.1	1.3	1.6
民間住宅	%	▲3.4	1.3	2.6	0.0	▲1.1	▲1.9	▲0.4	▲0.3
民間企業設備	%	3.4	0.5	0.2	1.0	1.5	1.7	1.3	2.1
公的需要	%	▲0.1	1.0	1.5	0.3	0.8	0.4	1.3	1.0
政府最終消費支出	%	1.4	0.5	0.9	0.2	1.0	0.7	1.3	1.1
公的固定資本形成	%	▲6.1	2.7	4.3	1.1	0.3	▲1.1	1.6	0.4
財貨・サービスの純輸出	兆円	▲1.8	5.3	5.1	5.5	2.7	3.3	2.0	1.7
輸出	%	4.7	4.1	3.1	5.0	0.1	1.5	▲1.1	2.4
輸入	%	6.9	▲2.4	▲3.2	▲1.7	2.6	3.2	2.0	3.3

国内企業物価(前年比)	%	9.5	2.2	4.0	0.4	0.3	0.4	0.1	▲0.0
全国消費者物価(〃)	%	3.1	2.8	3.1	2.4	2.0	2.2	1.8	1.6
完全失業率	%	2.6	2.6	2.6	2.5	2.5	2.5	2.5	2.4
鉱工業生産(前年比)	%	▲0.3	▲1.2	▲1.3	▲1.1	▲0.3	▲1.8	1.2	3.3

(注)消費者物価は生鮮食品を除く総合。予測値は当総研による。

予測表（四半期）

(→予測)

	単位	2023年				2024年				2025年				2026年
		1~3月期	4~6月期	7~9月期	10~12月期	1~3月期	4~6月期	7~9月期	10~12月期	1~3月期	4~6月期	7~9月期	10~12月期	1~3月期
名目GDP (年率換算)	%	2.2	2.6	▲ 0.0	0.5	▲ 0.1	0.5	0.7	0.4	0.5	0.5	0.3	0.5	0.4
	%	9.1	10.7	▲ 0.1	2.1	▲ 0.6	1.9	3.0	1.5	2.1	1.8	1.3	1.9	1.6
実質GDP (年率換算)	%	1.0	1.0	▲ 0.8	0.1	▲ 0.4	0.2	0.5	0.2	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2
	%	4.0	4.2	▲ 3.2	0.4	▲ 1.4	0.8	2.0	1.0	1.8	1.3	0.7	1.0	0.9
民間需要	%	1.6	▲ 0.9	▲ 1.0	0.0	▲ 0.2	1.0	1.3	0.3	0.6	1.0	1.3	0.2	0.2
	%	0.8	▲ 0.7	▲ 0.3	▲ 0.3	▲ 0.2	0.0	1.0	0.2	0.5	0.4	0.4	0.3	0.3
	%	0.3	1.8	▲ 0.6	▲ 1.0	▲ 0.5	▲ 0.2	0.2	▲ 0.2	0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.2	▲ 0.2
	%	2.0	▲ 1.4	▲ 0.1	2.0	▲ 1.0	0.5	0.4	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5	0.4
	%pt	0.5	▲ 0.1	▲ 0.6	▲ 0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1
公的需要	%	0.4	0.2	0.0	▲ 0.3	0.2	0.3	0.3	0.5	0.3	0.2	0.1	0.3	0.3
	%	0.1	▲ 0.1	0.3	▲ 0.2	0.3	0.3	0.2	0.5	0.2	0.3	0.2	0.3	0.3
	%	2.0	2.2	▲ 1.0	▲ 0.8	▲ 0.5	0.3	0.7	0.5	0.5	▲ 0.5	▲ 0.5	0.5	0.5
輸出	%	▲ 3.5	3.8	0.9	2.6	▲ 1.0	▲ 0.4	▲ 0.3	▲ 0.2	0.5	0.9	0.9	0.8	0.7
	%	▲ 1.6	▲ 3.6	1.0	1.7	0.2	0.3	1.0	0.2	0.8	1.0	1.0	0.8	0.7
国内需要寄与度	%pt	1.4	▲ 0.7	▲ 0.8	▲ 0.1	▲ 0.1	0.3	0.8	0.3	0.5	0.3	0.2	0.2	0.2
	%pt	1.3	▲ 0.7	▲ 0.8	0.0	▲ 0.2	0.2	0.7	0.2	0.4	0.3	0.2	0.1	0.1
	%pt	0.1	0.1	0.0	▲ 0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.1	0.1
海外需要寄与度	%pt	▲ 0.4	1.7	▲ 0.0	0.2	▲ 0.2	▲ 0.1	▲ 0.3	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.0	▲ 0.0	0.0	0.0
	%	2.3	3.7	5.2	3.9	3.0	1.8	1.2	0.9	0.8	0.6	0.5	0.6	0.7
国内企業物価 (前年比)	%	8.3	5.0	3.0	0.6	0.2	0.5	0.4	0.5	▲ 0.3	▲ 0.5	▲ 0.3	0.3	0.5
全国消費者物価 (〃)	%	3.5	3.2	3.0	2.5	2.3	2.4	2.1	1.9	1.7	1.6	1.6	1.6	1.7
完全失業率	%	2.6	2.6	2.6	2.5	2.5	2.5	2.6	2.6	2.5	2.5	2.4	2.4	2.3
鉱工業生産 (前期比)	%	▲ 1.8	1.4	▲ 1.2	1.3	▲ 3.0	0.5	0.2	1.5	1.0	0.5	1.0	0.5	1.0
経常収支(季節調整値)	兆円	2.4	5.9	6.4	6.3	6.7	6.2	6.4	6.3	6.1	5.8	6.3	6.1	6.0
名目GDP比率	%	1.7	3.9	4.3	4.2	4.5	4.1	4.2	4.1	4.0	3.8	4.1	4.0	3.9
為替レート	円/ドル	132.2	137.3	144.6	147.8	148.0	145.0	142.5	140.0	137.5	135.0	132.5	130.0	130.0
無担保コールレート(O/N)	%	▲ 0.02	▲ 0.04	▲ 0.05	▲ 0.02	▲ 0.00	0.00	0.00	0.00	0.05	0.05	0.05	0.05	0.10
新発10年物国債利回り	%	0.44	0.42	0.60	0.76	0.80	0.80	0.80	0.80	0.85	0.90	0.95	1.00	1.05
通関輸入原油価格	ドル/バレル	87.3	83.0	82.6	92.9	80.0	85.0	80.0	80.0	80.0	80.0	80.0	82.5	85.0

(資料)内閣府、経済産業省、総務省統計局、日本銀行の統計資料より作成(予測は農林中金総合研究所)

(注)全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。鉱工業生産は2020年基準。断り書きのない場合、前期比。