2024 年 2 月 20 日

２０２４－２０２５年度経済見通しについて

～主要中銀の政策転換が導く世界経済の行方～

株式会社明治安田総合研究所（社長　神田 智尚）は、２０２３年１０－１２月期のＧＤＰ速報値の発表を踏まえ、２０２４－２０２５年度の経済見通しを作成いたしました。
主要ポイントは以下のとおりです。

１．日本のＧＤＰ成長率予測

実質ＧＤＰ成長率：２０２４年度 ０．５％　２０２５年度 １．５％

名目ＧＤＰ成長率：２０２４年度 ２．２％　２０２５年度 ２．６％

２．要点

①米国経済は、利上げ効果がなお波及過程にあることから、当面は減速傾向が続く。一方で、インフレの沈静化も進んでいるため、6 月以降利下げに舵を切るとみる。欧州経済はすでに厳しい状況が続いているが、米国に先んじて 4 月に最初の利下げに踏み切る見込みで、欧米とも年後半の景気は徐々に上向くとみる。中国経済は大底を打った可能性が高いものの、不動産市場の低迷長期化は避けられず、停滞気味の推移が続くと予想する。

②日本の 10－12 月期 GDP は冴えない結果だったが、先行きの見通しは悪くない。理由は、昨年を上回る賃上げが有力な情勢になっていること、半導体市況の底打ちが見えてきたこと、株価が一段と上昇していること、政府の経済対策が本格稼働することの 4 点である。一方で、輸出は中国景気の停滞や欧米景気の減速に伴い、低迷継続が予想される。実質賃金も前年比で小幅のプラスに浮上するレベルとみられ、日本経済は力強さを取り戻すまでには至らない。

③日銀は、4 月にマイナス金利を解除すると予想する。ただ、「賃金と物価の好循環」が軌道に乗ったのかどうかはっきりしないなか、その後の利上げ幅は限定的なものにとどまる。

＜主要計数表＞

	２０２２年度	２０２３年度		２０２４年度		２０２５年度	
	実績		前回		前回		前回
実質成長率	１．５％	１．２％	１．６％	０．５％	１．４％	１．５％	１．１％
成長率寄与度							
・内需	２．０％	▲０．１％	０．３％	０．８％	１．５％	１．３％	１．０％
・外需	▲０．５％	１．３％	１．２％	▲０．３％	▲０．１％	０．２％	０．１％
名目成長率	２．３％	５．１％	５．３％	２．２％	３．０％	２．６％	２．１％

※前回は２０２３年１１月時点の予想

ご照会先
㈱明治安田総合研究所
経済調査部
電　話▶03-6261-7947　ＦＡＸ▶03-3511-3200
Ｅメール▶yuichi.kodama@meijiyasuda.co.jp
ホームページ▶https://www.myri.co.jp/

目次

タイトル	執筆者	ページ
ＧＤＰ成長率・主要経済指標予測	－	P3～P4
日本経済見通し	フェロー　チーフエコノミスト 小玉　祐一	P5～P16
米国経済見通し	エコノミスト　　前田　和孝	P17～P22
欧州経済見通し	エコノミスト　　吉川　裕也	P23～P28
中国経済見通し	エコノミスト　　木村　彩月	P29～P33
豪州経済見通し	エコノミスト　　木村　彩月	P34～P35
原油相場見通し	エコノミスト　　前田　和孝	P36～P37

GDP成長率・主要経済指標予測

1. 日本のGDP成長率予測

(前期比)

	2022年度	2023年度	2024年度	2025年度	2023年度		2024年度				2025年度			
					10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月
		予測				予測								
実質GDP	1.5%	1.2%	0.5%	1.5%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	0.2%	0.4%	0.5%	0.5%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%
前期比年率	1.5%	1.2%	0.5%	1.5%	▲ 0.4%	▲ 0.4%	0.6%	1.8%	2.0%	2.2%	1.3%	1.3%	1.0%	1.0%
前年同期比	1.5%	1.2%	0.5%	1.5%	1.0%	▲ 0.1%	▲ 0.9%	0.4%	1.0%	1.6%	1.8%	1.7%	1.4%	1.1%
民間最終消費支出	2.7%	▲ 0.4%	0.5%	1.2%	▲ 0.2%	0.0%	0.1%	0.3%	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%
民間住宅投資	▲ 3.4%	1.3%	▲ 0.9%	0.7%	▲ 1.0%	▲ 0.5%	▲ 0.2%	0.3%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%
民間設備投資	3.4%	▲ 0.6%	1.6%	3.0%	▲ 0.1%	0.2%	0.3%	0.7%	1.0%	1.1%	0.5%	0.6%	0.6%	0.7%
政府最終消費支出	1.4%	0.5%	0.7%	0.7%	▲ 0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
公的固定資本形成	▲ 6.1%	3.1%	0.4%	0.5%	▲ 0.7%	0.8%	0.5%	0.2%	▲ 0.4%	0.3%	0.5%	0.2%	▲ 0.3%	0.3%
財貨・サービスの輸出	4.7%	4.0%	1.0%	3.5%	2.6%	▲ 1.3%	▲ 0.9%	0.8%	1.0%	1.1%	0.8%	0.8%	0.6%	0.6%
財貨・サービスの輸入	6.9%	▲ 2.6%	2.4%	2.5%	1.7%	▲ 0.3%	0.5%	0.6%	0.7%	0.7%	0.6%	0.6%	0.5%	0.5%
名目GDP	2.3%	5.1%	2.2%	2.6%	0.3%	0.0%	1.0%	0.9%	0.5%	0.6%	0.9%	0.8%	0.3%	0.2%
GDPデフレーター(前年比)	0.8%	3.9%	1.7%	1.1%	3.8%	2.9%	2.1%	1.8%	1.4%	1.3%	1.1%	1.1%	1.1%	1.0%

(前期比寄与度)

	2022年度	2023年度	2024年度	2025年度	2023年度		2024年度				2025年度			
					10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月
		予測				予測								
実質GDP	1.5%	1.2%	0.5%	1.5%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	0.2%	0.4%	0.5%	0.5%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%
民間最終消費支出	1.5%	▲ 0.2%	0.3%	0.6%	▲ 0.1%	0.0%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%
民間住宅投資	▲ 0.1%	0.0%	▲ 0.0%	0.0%	▲ 0.0%	▲ 0.0%	▲ 0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
民間設備投資	0.6%	▲ 0.1%	0.3%	0.5%	▲ 0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
政府最終消費支出	0.3%	0.1%	0.1%	0.1%	▲ 0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
公的固定資本形成	▲ 0.3%	0.1%	0.0%	0.0%	▲ 0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	▲ 0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	▲ 0.0%	0.0%
民間在庫品増加	0.1%	▲ 0.2%	0.1%	▲ 0.0%	▲ 0.0%	▲ 0.1%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	▲ 0.0%	▲ 0.0%	▲ 0.0%	▲ 0.0%
純輸出	▲ 0.5%	1.3%	▲ 0.3%	0.2%	0.2%	▲ 0.2%	▲ 0.3%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
財貨・サービスの輸出	0.9%	0.8%	0.2%	0.7%	0.6%	▲ 0.3%	▲ 0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%
財貨・サービスの輸入	▲ 1.4%	0.5%	▲ 0.5%	▲ 0.5%	▲ 0.4%	0.1%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	▲ 0.1%

(兆円、2015年暦年連鎖価格)

	2022年度	2023年度	2024年度	2025年度	2023年度		2024年度				2025年度			
					10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月
		予測				予測								
実質GDP	551.9	558.6	561.5	570.0	557.3	556.7	557.5	560.0	562.7	565.8	567.6	569.4	570.8	572.2
民間最終消費支出	298.1	296.9	298.4	302.0	296.3	296.4	296.8	297.7	299.0	300.1	301.0	301.8	302.4	302.9
民間住宅投資	18.3	18.5	18.4	18.5	18.4	18.3	18.3	18.4	18.4	18.4	18.4	18.5	18.5	18.6
民間設備投資	89.9	89.3	90.7	93.4	89.1	89.3	89.5	90.2	91.1	92.1	92.6	93.1	93.7	94.3
政府最終消費支出	119.3	120.0	120.8	121.6	119.9	120.1	120.3	120.6	120.9	121.2	121.4	121.5	121.7	121.7
公的固定資本形成	25.9	26.6	26.8	26.9	26.4	26.7	26.8	26.8	26.7	26.8	26.9	26.9	26.8	26.9
民間在庫品増加	3.0	1.7	2.5	2.5	1.1	0.8	2.3	2.6	2.6	2.7	2.6	2.5	2.5	2.4
純輸出	▲ 1.8	113.1	114.3	118.2	6.3	5.1	3.5	3.7	4.0	4.5	4.8	5.0	5.2	5.3
財貨・サービスの輸出	108.7	107.7	110.4	113.2	115.3	113.7	112.7	113.6	114.7	116.0	117.0	117.9	118.6	119.4
財貨・サービスの輸入	110.6	5.4	3.9	5.1	109.0	108.6	109.2	109.9	110.7	111.5	112.2	112.9	113.5	114.0

2. 主要指標予測

	2022年度	2023年度	2024年度	2025年度	2023年度		2024年度				2025年度			
		→ 予測				→ 予測								
					10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月
鉱工業生産(前年比)	▲ 0.3%	▲ 0.6%	1.9%	2.1%	▲ 0.3%	0.5%	▲ 0.4%	2.2%	1.9%	3.8%	3.7%	2.4%	1.7%	0.9%
消費者物価指数(除く生鮮食品、前年比)	3.0%	2.8%	2.2%	1.5%	2.5%	2.5%	2.7%	2.5%	2.0%	1.8%	1.6%	1.6%	1.5%	1.5%
貿易収支(季調値、兆円)	▲ 22.1	▲ 6.7	▲ 5.8	▲ 4.6	▲ 1.3	▲ 1.3	▲ 1.8	▲ 1.5	▲ 1.3	▲ 1.2	▲ 1.2	▲ 1.2	▲ 1.1	▲ 1.1
経常収支(季調値、兆円)	8.3	24.9	24.8	23.6	6.3	6.3	6.3	6.3	6.2	6.1	6.0	6.0	5.9	5.9
完全失業率(季調値:平均)	2.6%	2.5%	2.5%	2.4%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	2.3%	2.3%
WTI原油価格(ドル/バレル、※)	90	78	80	88	72	75	75	80	80	85	85	85	90	90

※年度は平均値、四半期は期末値を記載

3. 海外経済指標予測総括表

		2022年	2023年	2024年	2025年	2023年	2024年				2025年			
				→ 予測			→ 予測							
						10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月
米国	実質GDP成長率(前期比年率)	1.9%	2.5%	2.1%	1.8%	3.3%	1.9%	0.4%	0.8%	1.8%	2.0%	2.2%	2.3%	2.8%
	個人消費支出	2.5%	2.2%	1.7%	2.0%	2.8%	1.8%	0.2%	0.8%	2.2%	2.3%	2.4%	2.5%	2.7%
	住宅投資	▲ 9.0%	▲ 10.7%	2.0%	3.3%	1.0%	1.2%	1.3%	2.8%	3.2%	3.4%	3.5%	3.8%	4.0%
	設備投資	5.2%	4.4%	1.9%	2.5%	1.9%	1.4%	0.7%	2.2%	2.5%	2.6%	2.7%	2.8%	3.2%
	在庫(寄与度)	0.6%	▲ 0.3%	0.1%	▲ 0.0%	0.1%	▲ 0.0%	0.0%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	0.0%
	純輸出(寄与度)	▲ 0.5%	0.6%	0.1%	▲ 0.3%	0.4%	0.3%	▲ 0.1%	▲ 0.3%	▲ 0.3%	▲ 0.3%	▲ 0.3%	▲ 0.2%	▲ 0.1%
	輸出	7.0%	2.7%	3.2%	2.5%	6.3%	5.1%	1.7%	2.0%	2.5%	2.5%	2.7%	2.9%	3.2%
	輸入	8.6%	▲ 1.7%	1.8%	3.6%	1.9%	1.8%	1.7%	3.2%	4.0%	4.0%	3.8%	3.5%	3.0%
	政府支出	▲ 0.9%	4.0%	2.6%	1.7%	3.3%	2.5%	1.2%	1.2%	1.5%	1.7%	2.0%	2.2%	2.3%
	失業率(※)	3.6%	3.6%	4.0%	4.1%	3.7%	3.8%	4.0%	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%	4.2%	4.2%
	CPI(総合、※)	8.0%	4.1%	2.7%	2.2%	3.4%	3.1%	2.7%	2.5%	2.3%	2.2%	2.2%	2.1%	2.1%
	政策金利(誘導目標上限、期末値)	4.50%	5.50%	4.75%	4.25%	5.50%	5.50%	5.25%	5.00%	4.75%	4.50%	4.25%	4.25%	4.25%
ユーロ圏	実質GDP成長率(前期比)	3.4%	0.5%	0.5%	1.6%	0.0%	0.0%	0.2%	0.4%	0.4%	0.4%	0.5%	0.4%	0.5%
	家計消費	4.2%	0.5%	1.0%	1.5%	0.2%	0.2%	0.3%	0.4%	0.4%	0.3%	0.4%	0.4%	0.5%
	政府消費	1.6%	0.2%	0.2%	0.3%	0.2%	▲ 0.1%	0.0%	▲ 0.1%	▲ 0.2%	0.3%	0.1%	0.1%	0.2%
	固定投資	2.6%	0.7%	0.0%	1.6%	▲ 0.2%	▲ 0.3%	0.2%	0.5%	0.5%	0.4%	0.3%	0.5%	0.6%
	純輸出(寄与度)	0.0%	0.2%	0.1%	0.3%	0.0%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%
	輸出	7.2%	▲ 0.8%	0.7%	3.0%	0.5%	0.2%	0.5%	0.8%	1.0%	0.5%	0.9%	0.8%	0.8%
	輸入	7.9%	▲ 1.3%	0.5%	2.5%	0.6%	0.0%	0.3%	0.5%	0.7%	0.5%	0.8%	0.7%	0.8%
	失業率(※)	6.7%	6.5%	6.5%	6.6%	6.4%	6.4%	6.4%	6.5%	6.5%	6.5%	6.6%	6.6%	6.6%
	CPI(総合、※)	8.4%	4.9%	2.4%	2.0%	2.9%	2.5%	2.4%	2.2%	2.2%	2.1%	2.1%	2.0%	2.0%
	政策金利(期末値)	2.00%	4.00%	2.75%	2.50%	4.00%	4.00%	3.50%	3.00%	2.75%	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%
英国	実質GDP成長率(前期比)	4.3%	0.3%	0.2%	1.3%	▲ 0.3%	0.1%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%	0.3%	0.5%

※暦年は平均値、四半期は期末値を記載

１．日本経済見通し

＜要　　約＞

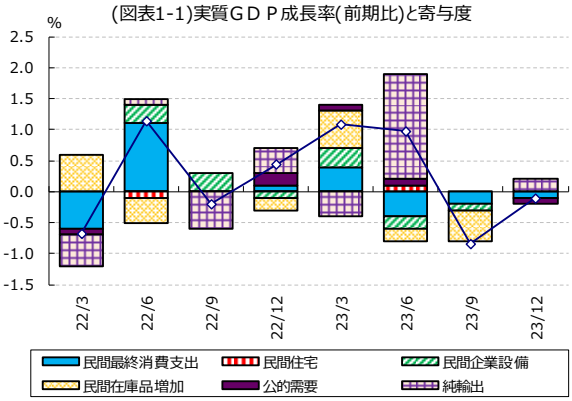
10－12 月期の日本の実質 GDP 成長率は前期比▲0.1%（年率換算：▲0.4%）と、2 期連続のマイナス成長となった。個人消費、設備投資という内需の両輪がいずれも 3 期連続のマイナスになっている。個人消費は主として物価高、設備投資は各種の供給制約が影響しているとみられる。2023 年度始以降、足元までの景気は一貫して低迷が続いていた様子を示した。

もっとも、日本経済の先行きの見通しは悪くない。理由は、昨年を上回る賃上げが有力な情勢になっていること、半導体市況の底打ちが見えてきたこと、株価が一段と上昇していること、政府の経済対策が本格稼働することの 4 点である。一方で、輸出は中国景気の停滞や欧米景気の減速に伴い、2024 年度の前半を中心に低迷持続が予想される。実質賃金も前年比で小幅のプラスに浮上するレベルとみられ、2025 年度にかけても景気は力強さを欠く推移となる可能性が高い。

日銀は、4 月にマイナス金利を解除すると予想する。ただ、「賃金と物価の好循環」が軌道にのったのかどうかが必ずしもはっきりしないなかで、その後の利上げ幅は極めて限定的なものにとどまる可能性が高い。

10－12 月期の GDP 成長率は 2 期連続のマイナス

10－12 月期の日本の実質 GDP 成長率は前期比▲0.1%（年率換算：▲0.4%）と、プラスを予想していた市場予想（前期比＋0.2%、年率換算＋1.1%、当研究所予想は同＋0.5%、同＋2.2%）を裏切るマイナス成長となった（図表 1-1）。7－9 月期の同▲0.8%に続き、2 期連続のマイナス成長となる。



(出所)内閣府「四半期別ＧＤＰ速報」

需要項目別に見ると、輸出が同＋2.6%と伸びており、これだけで寄与度が＋0.6%に達しているのが目を引くが、これは輸出の項で述べているように一時的な要因によるものである。内需の伸びは同▲0.3%で 3 期連続のマイナス。内訳を見ると民間最終消費支出、民間設備投資という内需の両輪がともに 3 期連続のマイナスとなっており、景気の基調はヘッドラインの数字以上に弱い印象を受ける。個人消費は主として物価高、設備投資は各種の供給制約が影響しているとみられる。2023 年度始以降、足元までの景気は一貫して低迷が続いていた様子を示した。

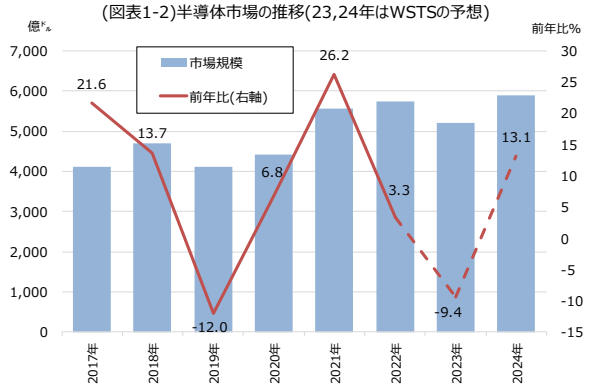
2023 年の暦年ベースの伸びは、前半の伸びが比較的高かったこともあって、前年比＋1.9%と、2022 年の同＋1.0%を上回る伸びとなった。0%台前半と考えられる潜在成長率を考えれば、実力以上の回復といえるが、これについては、2022 年に顕著となったコロナ後の反動増的な伸びの影響で、＋0.6%のゲタ（4 四半期すべてゼロ成長でも達成できる通年の伸び率）を履いてのスタートとなっていたことも影響している。

先行きの見通しは悪くない

10－12 月期 GDP は日本経済の低迷持続を示す結果だったが、先行きの見通しは悪くない。理由は大きく 4 点ある。1 点目は、後述するように、今年度を上回る春闘の賃上げ率と、物価のピークアウトに伴い、年後半にかけて実質賃金がプラス転換する可能性が高まってきたことである。前年比で 1%には届かない小幅プラスにとどまるとみられるものの、個人消費の緩やかな回復が景気を支える展開が期待できる。

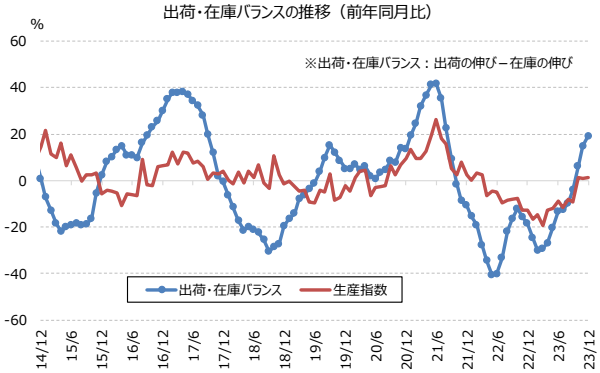
2 点目は、低迷が続いていた半導体市場の底打ちの可能性が高まっていることである。世界半導体市場統計（WSTS）が 2023 年 11 月 28 日に発表した秋季半導体市場予測によると、2024 年の半導体市場は前年比＋13.1%の 5,883 億ドルで、過去最高だった 2022 年の 5,740 億ドルを 2 年ぶりに更新する見通しである（図表 1-2）。また、電子部品・デバイス工業の在庫循環は景気に対し先行性があることで知られるが、出荷・在庫バランスを見ると、このところ急速に改善しており、生産も回復基調に転じている（図表 1-3）。足元では、生成 AI の恩恵を受けるロジック半導体の販売が伸びており、2024 年度は半導体関連の生産・投資が景気のけん引役となる展開が期待できる。

(図表1-2)半導体市場の推移(23,24年はWSTSの予想)



(出所)世界半導体市場統計（WSTS）

(図表1-3)電子部品・デバイス工業の生産指数
出荷・在庫バランスの推移（前年同月比）



(出所) 経産省「鉱工業指数」

3 点目は、上記の 2 点とも関連するが、株価が大きく上昇していることである。日本経済の本格回復への期待に加え、円安の進行、東証改革への評価、中国株からの資金シフト等、景気以外の要因も加わって、このところ上放れが明確になっている。海外投資家を中心とした日本株の見直し買いの機運は衰える気配を見せない。上昇ペースの早さを考えれば、どこかで調整局面が入ると考えるのが自然だが、ここまでくれば、年内の 4 万円到達も夢ではない状況となっている。

4 点目は、岸田政権が昨秋決定した「デフレ完全脱却のための総合経済対策」が本格稼働することである。後々の財政状態に与える悪影響という不安材料にとりあえず目をつぶれば、財政支出の規模で約 21.8 兆円の大型経済対策であり、足元の景気の押し上げ要因になることは確かである。これが物価の高止まりを招くリスクがないわけではないが、今後欧米景気の減速が見込まれることを考えれば、タイミングに恵まれたかもしれない。当研究所の経済モデル（OEGM）による試算では、これらの対策が 2023 年度の GDP 成長率を 0.33%、2024 年度を 0.85%押し上げる（図表 1-4）。

（図表1-4）経済対策の経済効果試算

	2023年度	2024年度	2年間計
7万円給付	0.08	0.03	0.06
激変緩和措置	0.18	0.25	0.21
定額減税	0.00	0.24	0.12
公共事業関係費	0.08	0.33	0.20
合計	0.33	0.85	0.59

（出所）明治安田総研作成

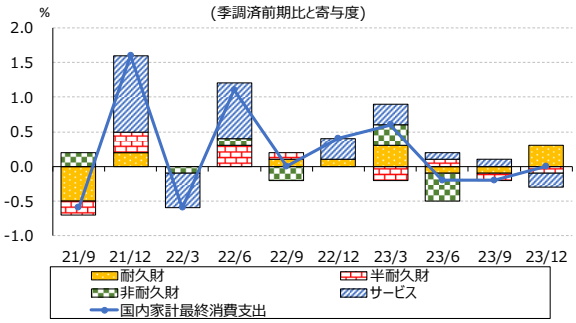
リスク要因はその海外景気の動向である。米国経済はソフトランディングの可能性が高まっているも

のの、その過程はあくまで景気減速であり、日本の外需にとってマイナスのインパクトとして働く可能性は高い。また、米国に限らず、いったん景気の逆回転が始まるとえてして加速度がつくケースが多いのは歴史の教えるところである。中国景気は大底を付けた雰囲気が漂っているものの、不動産市場の早期回復の可能性は低く、景気は停滞気味の推移が続く見通しである。特に、不動産会社や金融機関の新たな経営危機の情報には耳を尖らせておく必要がある。地政学リスクや米国大統領選の動向も景気動向に大きな影響を与えうる。

物価高が個人消費を下押し

10－12 月期の民間最終消費支出のマイナス幅は前期比▲0.2%となった。4－6 月期の同▲0.7%、7－9 月期の同▲0.3%に続き 3 期連続のマイナスである。民間最終消費支出が 3 期以上連続のマイナスとなるのは、世界金融危機の最中にあった 2009 年 1－3 月期に、4 期連続のマイナスを記録して以来である。物価高に伴う「消費疲れ」的な現象が年末まで色濃く残っていた可能性が示されている。

(図表1-5)形態別国内家計最終消費支出の推移
(季調済前期比と寄与度)

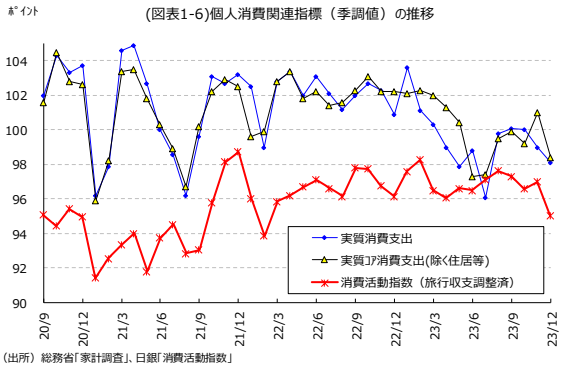


（出所）内閣府「四半期別GDP速報」

形態別国内家計最終消費支出を見ると（図表 1-5）、耐久財が前期比＋6.4%（寄与度：＋0.3%ポイント）と伸びた以外は、半耐久財が同▲1.7%（同▲0.1%ポイント）、非耐久財が同▲0.3%（同▲0.0%ポイント）、サービスが同▲0.6%（同▲0.2%ポイント）といずれもマイナスになった。耐久財のプラスについては、4－6 月期（前期比▲2.1%）、7－9 月期（同▲2.9%）と 2 期連続で大きめのマイナスだった反動という側面もあるかもしれない。家電製品や自動車の供給制約の緩和に伴い、2022 年 10－12 月期から翌期にかけての半年間で耐久財消費は直前の半年間から＋5.3%伸びていた。そうした動きが一巡している現在、耐久財消費の基調は決して強くないと考えられる。半耐久財については暖冬に伴う冬物衣料品の不振、非耐久財はアルコールやガソリンの減少が影響した可能性がある。

総務省の家計調査を見ても、実質個人消費（二人以上の世帯）は、物価上昇が顕著になった 2022 年度については、リバウンド消費や、全国旅行支援等の政府の経済対策によりなんとか横ばい圏内で持ちこたえていたものの、2023 年度に入ってからは、夏場にかけて息切れが顕著になった（図表 1-6）。その後はいったん持ち直したが、水準的には 2022 年度を下回る状況が続いている。日銀が各種の販売・供給統計を合成して作成する消費活動指数（旅行収支調整済）も、均せば横ばい圏内の推移が続いてきたが、足元ではやや弱含んでいる。

(図表1-6)個人消費関連指標（季調値）の推移



（出所）総務省「家計調査」、日銀「消費活動指数」

高まる春闘への期待

しかし、2024 年の春闘は、2023 年と同等か、それ以上の高い賃上げ率が実現しそうな勢いである。日

銀短観の 12 月調査によれば、大企業の 2023 年度の経常利益は前年比＋4.9%と、過去最高益更新が視野に入る状況である。雇用判断 DI から確認できる人手不足感も一段と強まっており、経営サイドは人材確保の観点からも賃上げに動かざるをえなくなっている。労働者サイドは、長引く物価高に対する生活防衛の意識も強く、連合は賃上げ率 5%以上、ベア 3%以上を目標に掲げているほか、主要産別労組からも昨年を上回る賃上げ要求表明が相次いでいる（図表 1-7）。

（図表 1-7）主要労組の賃上げ要求水準

労働組合		2023年	2024年
連合 （日本労働組合総連合会）		賃上げ5%程度 （ベア3%程度）	賃上げ5%以上 （ベア3%以上）
金属労協 （全日本金属産業労働組合協議会）		ベア6,000円/月	ベア10,000円/月
電機連合 （全日本電機・電子・情報関連産業労働組合連合会）	電機・電子・情報関連	ベア7,000円/月以上	ベア13,000円/月以上
JAM （ものづくり産業労働組合）	機械・金属	ベア9,000円/月	ベア12,000円/月
基幹労連 （日本基幹産業労働組合連合会）	鉄鋼・造船等	賃上げ3,500円/月以上	賃上げ12,000円/月以上
全電線 （全日本電線関連産業労働組合連合会）	電線関連	賃上げ6,000円/月以上	賃上げ10,000円/月以上
UAゼンセン （全国繊維化学食品流通サービス一般労働組合同盟）	繊維・流通・レジャー等	賃上げ6%程度	賃上げ6%基準
運輸労連 （全日本運輸産業労働組合連合会）	運輸	賃上げ13,700円/月	賃上げ15,000円/月
情報労連 （情報産業労働組合連合会）	情報通信	賃上げ5%程度 （ベア3%程度）	賃上げ5%以上 （ベア3%以上）

（出所）日本労働組合総連合会、各種報道資料より明治安田総研作成

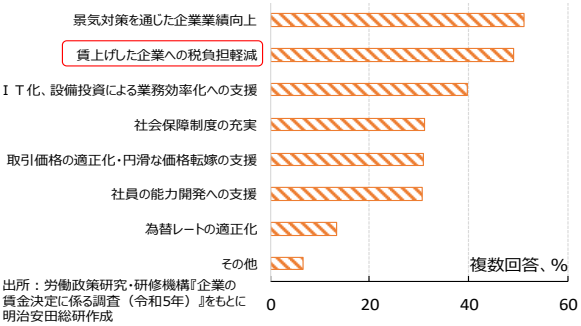
2024 年 4 月からは賃上げ促進税制が強化される。具体的には、賃上げ率 5%と 7%に対応する税額控除枠が新設され（図表 1-8）、代わりに賃上げ率 3%と 4%に対応する税額控除率が引き下げられる。特に、4%賃上げに対応する税額控除率が 25%から 15%へと大幅に引き下げられたことで、5%以上の賃上げを行なう誘因を企業が強く感じるような設計となっている。労働政策研究・研修機構の「企業の賃金決定に係る調査（令和 5 年）」によると、賃上げできる環境整備に必要な政策として、「賃上げした企業への税負担軽減」を挙げた企業の割合が 49.2%と、2 位となっており（図表 1-9）、賃上げ促進税制への企業側の関心は高い。

（図表 1-8）大企業向け賃上げ促進税制

	税額控除率（対給与等支給額の増加分、%）		
継続雇用者の給与等支給額（前年度比）	2018年4月～2021年4月	2022年4月～2024年3月	新税制（2024年4月～）
3%	15	15	10↓
4%	—	25	15↓
5%	—	—	20（新設）
7%	—	—	25（新設）

出所：財務省、各種上乗せ要件は省略

（図表 1-9）賃上げできる環境整備に必要な政策



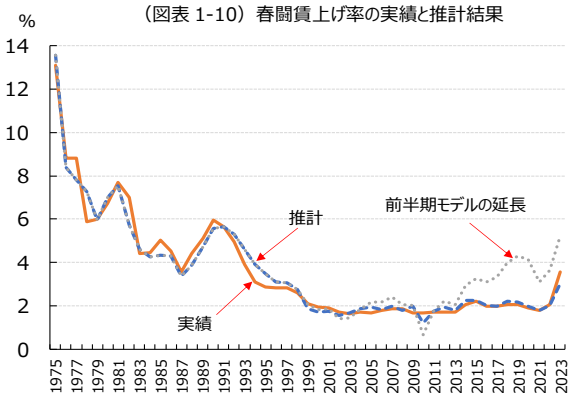
出所：労働政策研究・研修機構『企業の賃金決定に係る調査（令和5年）』をもとに明治安田総研作成

以上のような環境を踏まえ、2024 年の賃上げ水準を予想する。過去の経緯からは、前年度の生産性と物価の伸び、並びに失業率が当該年の春闘賃上げ率を決定してきた可能性が示される。また、統計的検定からは 1998 年を境に、生産性、物価、雇用情勢により機動的に賃上げ率が動いていた時代（1975～1998 年、前半期モデル）から、賃下げも賃上げも行なわれにくい時代（1999 年～、後半期モデル）への構造変化が観察される。

2 本の推計モデルによる推計結果を接続して実績値と比較したのが図表 1-10 で、概ね春闘賃上げ実績を再現できている。ただ、足元では徐々にデフレマインドが払拭され、前半期モデルのような正常な賃金決定メカニズムが復活しつつある過程と考えられる。前半期モデルを 1999 年以降にも適用すると、アベノミクス始動後は順調に伸び幅を拡大させてきた様子が確認できる。2023 年の理論値は 5.24%で、現実の妥結水準である 3.58%を大きく上回っているが、デフレ前の賃金決定メカニズムにいきなり戻ると考えるのも非現実的である。ただ、前半期モデルと後半期モデルの平均レベルで示される中間モデルの理論値であれば 2023 年、2024 年とも 4.1%と、すでに十分視野に入るレベルである。当研究所では 2024 年の春闘の賃上げ率は 4.1%、定期昇給分（2015～2023 年平均 1.46%）を除いたベアは 2.6%と予想する。

もっとも、モデルからは 2025 年春闘の賃上げ率は 3.7%（ベア：2.2%）まで下がることが示されている。インフレ率が 2%に下がり、生産性も好況時の平均伸び率（約 2%）のレベルにまで下がるとの前提のもとだが、こうした環境下でいかに賃上げのモメンタムが維持できるかが次なる課題となる。

（図表 1-10）春闘賃上げ率の実績と推計結果



出所：賃上げ実績は連合、推計は明治安田総研、1975～1998年は前半期モデル、1999～2023年は後半期モデル

（前半期モデル）：$NW_i = -0.434 + 0.075PR_{i-1} + 0.321CPI_{i-1} + 10.848/UN_{i-1}$

（i＝1975・・・1998）

(-0.365)　(1.810*)　(5.768***)　(3.415***)　【決定係数：0.94】

括弧内は t 値を表す。*は有意水準 10%、***は有意水準 1%で有意であることを示す。

（後半期モデル）：$NW_i = 1.701 + 0.027PR_{i-1} + 0.257CPI_{i-1} + 0.654/UN_{i-1}$

（i＝1999・・・2023）

(8.516)　(1.888*)　(4.977***)　(0.896)　【決定係数：0.71】

括弧内は t 値を表す。*は有意水準 10%、***は有意水準 1%で有意であることを示す。

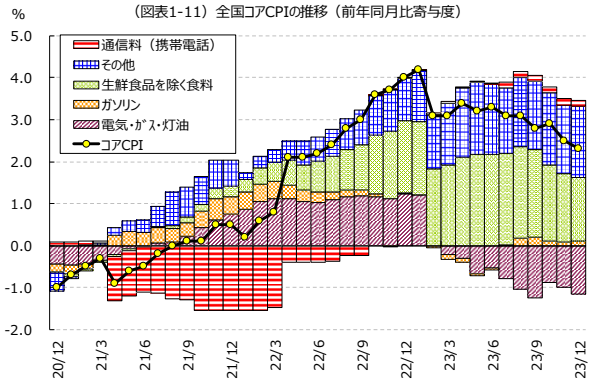
（NW_i は i 年度の春闘平均賃上げ率（1975～1988 年は厚労省、1989 年～は連合）、PR_{i-1} は（i-1）年度の一人当たり実質労働生産性（3 カ年移動平均値、大企業）の伸び率、CPI_{i-1} は（i-1）年度の消費者物価指数（除く持家の帰属家賃、消費税調整系列）の伸び率、UN_{i-1} は（i-1）年度の完全失業率である。実質労働生産性は付加価値（営業純益＋人件費＋支払利息等＋動産・不動産賃貸料＋租税公課）を消費者物価指数（除く持家の帰属家賃、消費税調整系列）で実質化し雇用者数で除して算出した）

食品価格はピークアウトへ

12 月の全国消費者物価指数（生鮮食品を除く総合指数、コア指数）は前年比＋2.3%と、伸び幅が 11 月から 0.2%ポイント縮小した（図表 1-11）。18 ヵ月ぶりの低い伸びとなる。懸案だった食品価格のピークアウトが大きい。

帝国データバンクの「食品主要 195 社」価格改定動向調査（1 月 31 日時点）によると、2 月の値上げ品目は 1,626 品目で、前年同月比で▲71.2%となっている（図表 1-12）。1－5 月に予定されている値上げは 4,556 品目で、前年同期比▲71.7%となっており、このまま前年比 7 割減のペースで推移する見通しである。コスト削減と価格転嫁の同時進行で多くの食品メーカーの採算が改善に向かっているのに加え、夏場の個人消費が軟化するなど、消費者の「値上げ疲れ」も目立つことから、さらなる価格転嫁に二の足を踏む企業が増加傾向にある模様である。根強い円安圧力や原油価格の動向が問題となるが、不安定な中東情勢にもかかわらず、今のところ原油価格が高騰する気配はない。

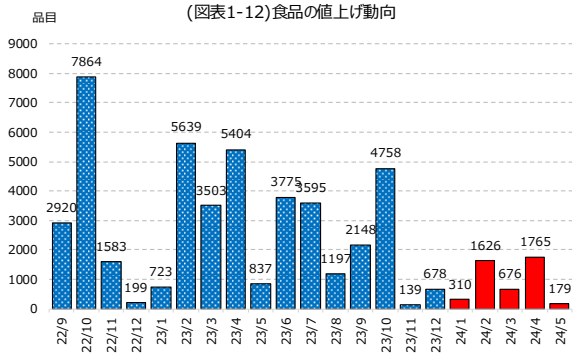
（図表1-11）全国コアCPIの推移（前年同月比寄与度）



（出所）総務省「消費者物価指数」

東京都区部の結果から見て、1 月の全国消費者物価指数（生鮮食品を除く総合指数、コア CPI）はいったん 2%以下に低下する可能性が高い。ただ、前年 2 月からエネルギー補助策が始まっており、比較対象月のエネルギー価格が大きく下がるため、2 月には再び 3%近くに急上昇する。その後は、生鮮食品を除く食料価格の鈍化に伴い、緩やかな低下トレンドが続くと考えられる。この間、予定通りならエネルギー補助は 5 月で終了することになるが、昨今の政治情勢を考えれば、延長の可能性が高い。これにより、年末までにはコア CPI は 2%を小幅下回る可能性がある。

(図表1-12)食品の値上げ動向

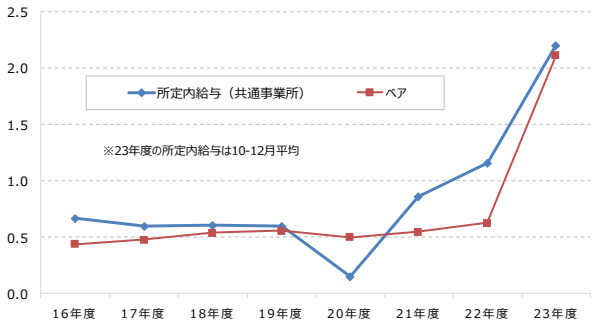


(出所)帝国データバンク

実質賃金は小幅プラス転換へ

厚労省の毎月勤労統計調査において、月例給のトレンドを比較的正確に反映すると考えられる共通事業所ベースの名目所定内給与は、12 月まで 3 ヵ月連続で前年比＋2.2%と、伸びが安定してきている。これは 2023 年のベアである前年比＋2.12%とほぼ一致する。過去の推移を見ても、両者は近い推移をたどっており、過去 7 年間の平均の乖離幅は 0.12%にとどまる（図表 1-13）。ベアが予想通り 2.6%となった場合、年末にかけて消費者物価がこの水準を下回れば、実質賃金はプラス圏に浮上する可能性が高まる。その可能性は低くないと考えられる。

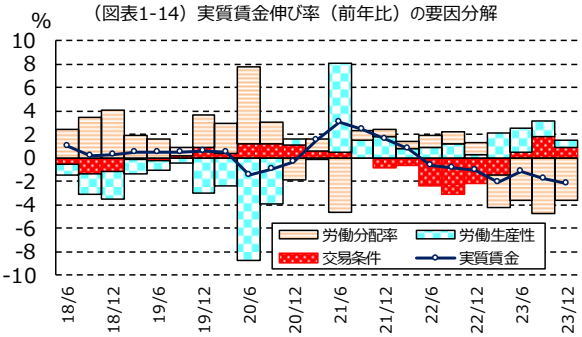
（図表1-13）所定内給与（共通事業所）とベアの比較



（出所）厚生労働省、連合

しかし、実質賃金が 2024 年の後半以降プラス圏に浮上したとしても、伸びは 1%に届かない可能性が高い。実質賃金は、労働分配率、交易条件、労働生産性の 3 つの要素に分解できる（図表 1-14）。このうち、前 2 者は労働者に有利な方向への改善が一方的に続くことが期待できる性質のものではない。唯一生産性の安定的な上昇だけが、中長期的な実質賃金の上昇トレンドを規定する。しかし、生産性の伸び悩みは日本経済の積年の課題である。積年の課題であるが故、解決は容易ではない。岸田政権が成長戦略で掲げている、三位一体の労働市場改革や、DX（デジタルトランスフォーメーション）、GX（グリーントランスフォーメーション）等への投資は、日本の課題に正しくスポットを当てている。しかし、歴代の政権が毎年新しい成長戦略を打ち出すなかで、生産性の低下傾向が続いてきた事実を考えれば、今度こそ生産性の上昇に結びつくと信じる理由はない。歴代の政権に欠けていたのは、計画よりも実行力だったかもしれない。特に、核となるべき構造改革的メニューは、政官財の利害関係が錯綜するため、政権に強い力が必要となる。現状では過大な期待はできない。

（図表1-14）実質賃金伸び率（前年比）の要因分解



実質賃金（雇用者報酬÷就業者数÷消費者物価）
＝（実質GDP÷労働者数）×（雇用者報酬÷名目GDP）×（GDPデフレーター÷CPI）（※）
＝労働生産性×労働分配率×交易条件（※）として試算
※GDPデフレーターは輸出入デフレーターを含むため、（GDPデフレーター÷CPI）の算式は交易条件とほぼ同義

（出所）内閣府「四半期別QE速報」、総務省「労働力調査」より明治安田総研作成

足元では第 4 次産業革命が大きく花開く過渡期にあり、今後数年の間に生産性革命に昇華するという楽観的な見通しが立たないわけではない。しかし、現時点でその兆しは見えない。実質賃金が 2024 年の後半以降プラス圏に浮上したとしても、その後は一進一退の推移が続き、平均的な伸びは 1%を大きく下回る推移が続くというのがメインシナリオである。結果として個人消費は力強さを欠く推移が続き、景気も緩やかな回復の域を出ない可能性が高い。

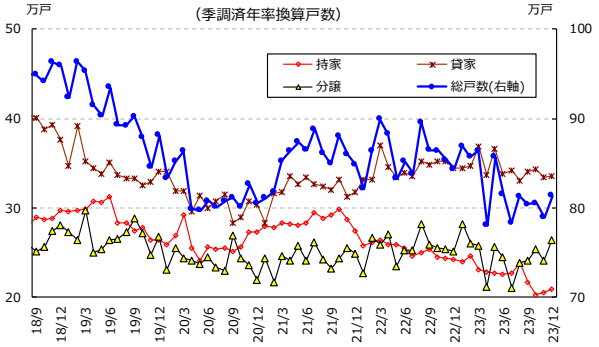
価格高騰が住宅投資を下押し

10－12 月期の民間住宅投資は前期比▲1.0%（寄与度：▲0.0%ポイント）と、2 期連続のマイナスとなった。円安の影響もあって資材価格の高止まりが続いており、民間住宅投資デフレーターも 5 四半期ぶりに前期比プラスに転じたことなどが影響していると考えられる。

国土交通省発表の新築住宅着工戸数を見ると、元々一戸当たりの単価が高い持家の減少基調が顕著で

ある（図表 1-15）。貸家は相続税対策としての需要のほか、持家からの需要シフトが支えているが、このところ 5 四半期連続で前年比マイナスとなっている。分譲は振れの大きいマンションの影響で不安定な推移が続いているが、均せばやはり冴えない推移となっている。住宅着工全体では、過去 12 ヵ月中 10 ヵ月で前年比マイナスである。

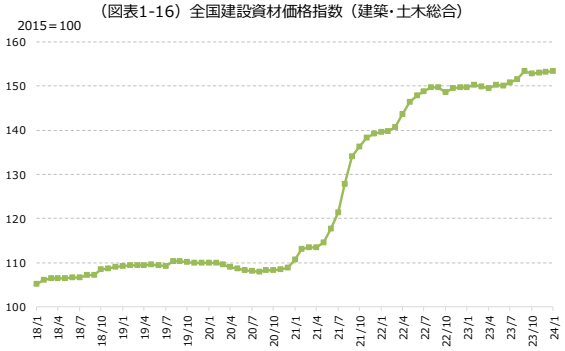
（図表1-15）利用関係別新設住宅着工戸数の推移
（季調済年率換算戸数）



（出所）国土交通省「住宅着工統計」

1 月のさくらレポート（日銀地域経済報告）における住宅投資の判断を見ると、全 9 地域中 6 地域で、「減少」、「弱い」、「弱め」といった表現が用いられており、残りの 3 地域は横ばいで、方向性が上を向いているという表現を用いる地域はない。アンケートでは、「資材価格上昇の一服もあり、販売価格をすえ置いているものの、既往の値上げにより割高感があるためか、注文住宅の受注棟数は前年を下回っている（函館支店）」等、資材価格は一服しているとの指摘もあるが、ここまでの価格上昇が重荷になっている模様で、「住宅価格の高騰を背景に、低価格帯の住宅の購入を検討していた顧客層では手が届かなくなり、購入を足踏みする動きがみられている（金沢支店）」等、同様の声が多くの支店から寄せられている。一般財団法人経済調査会が発表している建設資材価格指数を見ると、2021 年以降、わずか 1 年半の間に約 1.4 倍に上昇していた（図表 1-16）。その後しばらく横ばい圏内の推移が続いたが、ここへきてまたじりじりと上昇しつつある。現在建築中、あるいはこれから着工の物件は、値上がり後の建築資材を使ったものになるため、販売サイドとしては値下げがしにくく、今後も需要を抑える要因になり続けよう。

（図表1-16）全国建設資材価格指数（建築･土木総合）



（出所）一般社団法人経済調査会

一方で、「分譲マンションは、市街地中心部などでは、共働き世帯の需要が好調であり、成約率は前年を上回っている（神戸支店）」等、大都市部ではマンション需要が引き続き堅調との声もある。「半導体関連企業の集積地域を中心に、賃金上昇等を受けた持家購入の動きや、先行きの人口流入を見越した投資目的の戸建購入がみられている（熊本支店）」等、海外大手半導体メーカーの進出が決まった地域では経済効果が広がっているようである。

今後の資材価格の方向性は、一次産品価格と為替相場に左右される。世界的に景気が減速傾向にあるなかで、一次産品価格が大きく上昇する可能性は高くないが、為替相場については、米国の利上げ停止が示唆されるなかでも、いまだに 150 円/ﾄﾞﾙ近辺の推移となっている。資材価格は当面高値圏での推移か、低下に向かうにしてもそのペースは緩やかなものにとどまるだろう。

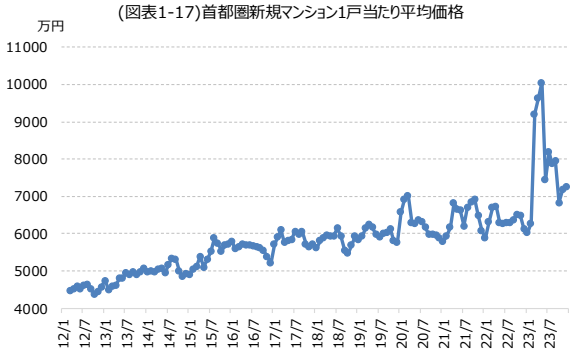
金利動向も注視が必要

今後は金利動向もポイントとなる。住宅ローンの固定金利は長期金利に、変動金利は短期金利（短期プライムレート）に連動する。すでに固定金利は 2022 年以降均せば上昇傾向にある。マイナス金利が解除され、その後日銀が複数回の利上げを行なうとの見通しが広がれば、短期プライムレートにも上昇圧力がかかり、長らく動かなかった変動金利もいよいよ上昇に向かう可能性が高まる。ただ、住宅価格の高騰

で、ただでさえ住宅投資の軟調な推移が続くなか、ローン金利の本格的な上昇が加われば市場が失速しかねない。日本経済の足取りは不安定で、金利上昇への耐性は強くない。これは逆に言えば、日銀の利上げ余地が限られることを意味している。状況次第では住宅投資の下押し圧力となる可能性はあるが、基本的には金利上昇への過度な懸念は不要と考える。

利用形態別に見ると、持家着工は今後も低迷が続くと考えられる。分譲についても一戸建ては持家同様の推移となるだろう。分譲マンションについては、いわゆるパワーカップルの増加や、海外マネーの流入などが引き続き下支えになると考えられるものの、都市部の販売価格の上昇が続いていることを考えれば（図表 1-17）、今後は伸び悩む可能性が高い。一方、1 次取得層を中心とした実需層が郊外に流れる動きが続くことが、一定の下支え要因になるとみられる。一方、貸家は堅調な推移が続くと考えられる。新規購入を諦めて同じところに住み続ける人が増える結果、リノベーションや修繕等の需要は好調な推移が見込まれるが、住宅投資全体では均せば軟調な推移が続くと予想する。

(図表1-17)首都圏新規マンション1戸当たり平均価格



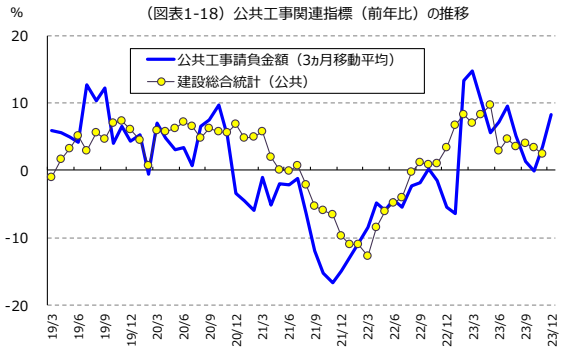
（出所）不動産経済研究所「首都圏マンション市場動向」

公共投資は均せば横ばい

10－12 月期の公的固定資本形成は、前期比▲0.7%（寄与度：▲0.0%ポイント）と、2 期連続のマイナスとなった。公共投資は補正予算の執行時期次第で波ができやすく、先行指標である公共工事請負金額は、2023 年の年初以降鈍化傾向にあった（図表 1-18）。しかし、年末には再び持ち直している。

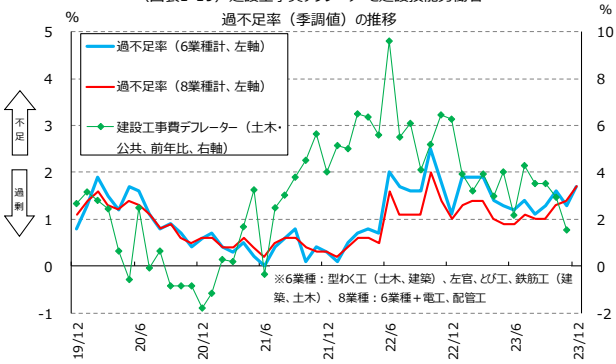
1 月のさくらレポートにおける公共投資の判断は、北陸が「弱めの動きとなっている」から「減少している」へ、近畿が「増加している」から「高水準で推移している」へとそれぞれ下方修正された。全 9 地域中 7 地域で「増加」「持ち直し」「高水準」「高めの水準」等の表現が用いられているものの、10 月から上方修正された地域はない。北陸の下方修正は、北陸新幹線の敦賀延伸工事の剥落が大きいが、「人手不足により工事進捗が遅延しているため、積極的な受注獲得に踏み切れない（金沢支店）」と、人手不足の影響を指摘する声も上がっている。

(図表1-18）公共工事関連指標（前年比）の推移



（出所）国土交通省「建設総合統計」、東日本建設業保証㈱「公共工事前払金保証統計」

(図表1-19）建設工事費デフレーターと建設技能労働者過不足率（季調値）の推移



（出所）国土交通省「建設工事費デフレーター」、「建設労働需給調査」

国土交通省が公表している「建設労働需給調査」における建設技能労働者の過不足率を見ると、6 職種、8 職種とも 2015 年後半以降は一度もマイナス（過剰超）には振れておらず、労働需給は引き締まった状態が続いている（図表 1-19）。いったん緩みかけた

時期もあったが、足元では再び不足超幅が広がっている。同調査における今後の労働者の確保に関する見通しでも、翌々月（2 月）は、「困難」と「やや困難」の合計が 29.0%で、対前年同月比＋1.7%ポイントの上昇となっている。「やや容易」と「容易」の合計は 5.0%にすぎない。

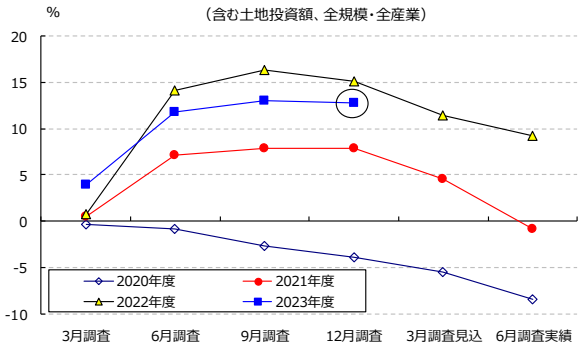
一方、建設工事デフレーターの伸び（前年比）は足元で 2%を下回っており、建設費の上昇ペースの鈍化は一定の下支えになるとみられる。また、岸田政権の経済対策では、防災・減災、国土強靭化対策で 1 兆 3,022 億円、公共事業費全体では約 2.2 兆円の予算が確保された。当研究所ではこれが 2023 年度の実質 GDP を 0.08%、2024 年度を 0.33%押し上げると予想する（前掲図表 1-4）。

今後も公共事業関係費の予算は少なくとも前年と同水準のレベルが確保される見通しである。人手不足が建築コストの増加や工期の長期化を引き起こす状況は民間設備投資と同じだが、国土強靭化計画が 5 ヵ年計画として組み込まれているなか、多少の工期の遅れがあったとしても、見通し期間内の公共投資は、均せば横ばい圏内の推移が続くと予想する。

計画と実績が乖離する設備投資

10－12 月期の民間設備投資は、前期比▲0.1%（寄与度：▲0.0%ポイント）と、小幅ではあるものの 4－6 月期の同▲1.4%、7－9 月期の同▲0.6%に続き 3 期連続のマイナスとなった。日本政策投資銀行や日本経済新聞などがアンケート調査をもとにまとめている設備投資計画は軒並み高い伸びとなっているにもかかわらず、現実の設備投資の推移は軟調で、矛盾した状態が続いている。12 月の日銀短観における 2023 年度の設備投資計画（全規模・全産業ベース）も、9 月調査の前年度比＋13.0%から同＋12.8%まで小幅下方修正されたが、依然二桁の伸びは維持している（図表 1-20）。

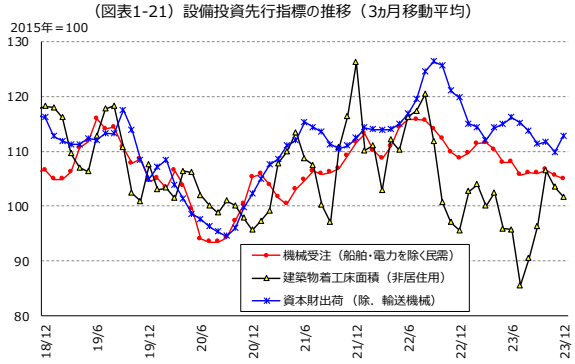
（図表1-20）設備投資計画（前年度比）
（含む土地投資額、全規模・全産業）



（出所）日銀「短観」

設備投資の各種先行指標も総じて冴えない推移となっている（図表 1-21）。資本財出荷（除．輸送機械）は前月比＋10.3%と大幅プラスとなったが、元々振れの大きい指標であり、このところ均せば軟調な推移が続いてきたことを考えれば、単月の結果で先行き楽観に転じるのは時期尚早である。12 月の機械受注（船舶・電力を除く民需）は前月比＋2.7%と、2 ヵ月ぶりに増加したものの、四半期ベース（10－12 月期）では前期比▲1.0%と 3 期連続のマイナスである。公表元の内閣府は、基調判断を「足踏みがみられる」で維持している。建築物着工床面積は足元ではやや改善しているものの、振れが大きく回復トレンドに転じたかどうかはっきりしない状況である。いずれの指標も、設備投資の力強い回復は示唆していない。人手不足の深刻化、資材価格の高止まりという供給サイドの要因がボトルネックとなっている可能性がある。

（図表1-21）設備投資先行指標の推移（3ヵ月移動平均）



（出所）内閣府「機械受注」、国土交通省「建築着工」、経済産業省「鉱工業出荷内訳表」

ただ、向こう 1～2 年というタームでは強めの計画に従い、ある程度堅調な推移が見込めるのではないか。各業種に共通している設備投資の下支え要因は、多少の業績の振れにかかわらず継続的な支出が必要

なDX・GX投資である。これを、コロナ禍の一巡に伴う設備投資意欲の改善が後押ししている。人手不足だからこそ省力化投資を進めなければならないという要素もある。

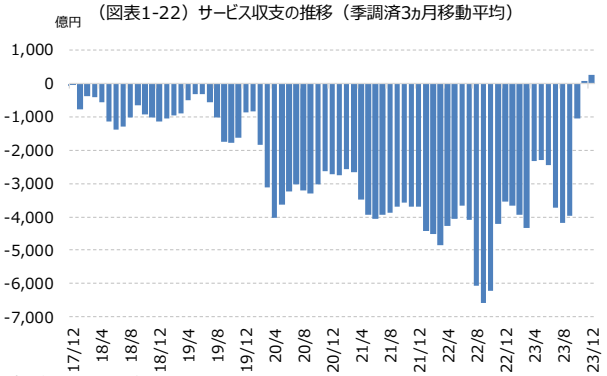
製造業では、半導体の供給制約緩和やEV対応で自動車産業の投資増が予想されるほか、デジタル化の加速に伴い半導体製造装置や半導体材料、データセンター、AI 関連の投資増が見込める。非製造業では人流の再拡大を受け、前述のとおり鉄道の安全対策や航空機関連、ホテル、テーマパーク関連等の投資再開が始まっている。都心の大型ビジネス拠点の再開発投資も継続する。

供給サイド以外のリスク要因としては、海外景気の動向が挙げられる。バブルが崩壊した1990年代以降、日本の設備投資は短期的には外需に左右される性格が強まっている。この点、利上げの影響が継続する欧米景気や、不動産不況が続く中国経済の動向が不安材料となる。

輸出は低迷持続

10－12月期の輸出は前期比＋2.6%（寄与度：＋0.6%ポイント）と3期連続のプラスとなった。財貨、サービス別では、財貨の輸出が同＋0.2%（同＋0.0%ポイント）、サービスの輸出が同＋11.3%（同＋0.6%ポイント）で、サービス輸出の伸びが大きい。ただ、内閣府によれば、本邦の製薬会社が、新型抗がん剤の開発で提携した米国企業から、知的財産関連の使用料を受け取ったという一時的な要因が大きいとのことである。主にインバウンドを反映する「非居住者家計の国内での直接購入」もサービス輸出に含まれ、前期比＋14.1%と大きく伸びてはいるものの、GDPへの寄与度は＋0.1%ポイントにとどまる。このところのサービス貿易は、米プラットフォーマーへの支払いを主因とした「デジタル赤字」の拡大に伴い、赤字トレンドが定着していた（図表1-22）。他の特殊要因がなければ、1－3月期のサービス輸出は反動でマイナス転換が見込まれる。

（図表1-22）サービス収支の推移（季調済3ヵ月移動平均）



（出所）日本銀行「国際収支統計」

財貨の輸出の伸びは小幅だが、これでも自動車の挽回生産でかなり押し上げられている。財務省の貿易統計によれば、10－12 月期の自動車輸出は、金額ベースで前年比＋28.6%の高い伸びとなっていた。自動車輸出の増勢一服後の財貨の輸出は弱含む可能性が高い。

IT サイクルがボトムアウトしつつあることもあり、半導体関連製品については全体的に高めの伸びが続く可能性が期待できるが、中国景気の停滞は長引くことが予想されるのに加え、欧米景気も減速に向かう可能性が高いことを考えれば、2024 年の輸出に大きな期待はできない。特に年前半を中心に低迷が続く可能性が高い。輸出が再び安定的な回復トレンドに向かうのは、欧米が利下げサイクルに舵を切り、さらにその効果が景気に現れ始める段階とみられ、早くても2024年の秋口以降ではないかと考える。2023年の実質輸出は、通年では前年比＋3.0%と3年連続で伸びたが、2024年は伸び幅の縮小が避けられないとみている。

インバウンドは中国の回復が鈍い

政府観光局の「訪日外客統計」によれば、2023 年12月の訪日外客数（速報値）は273.4万人で、2019年 12 月対比で＋8.2%と、コロナ後で伸びが最大となった（図表1-23）。2023 年通年では2,506.6万人

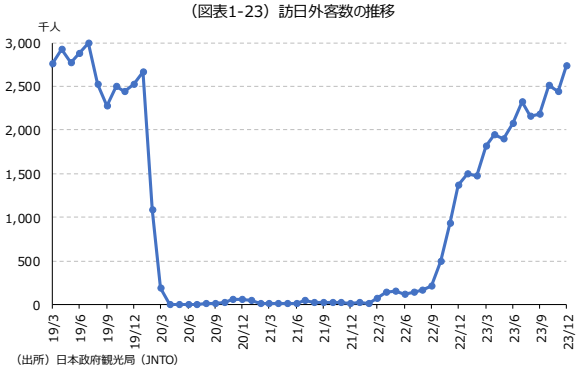
で、2019 年の 78.6%まで回復した。

12 月に関しては、韓国が 2019 年 12 月比で＋215.7%と引き続き 3 倍以上の伸びを維持しているのをはじめ、米国（同＋26.8%）、台湾（同＋14.7%）、豪州（同＋23.2%）、シンガポール（同＋13.3%）等の寄与が大きかった。韓国に関しては、2019 年 9 月以降、日韓情勢により訪日旅行を控える動きが発生していたことを割り引いて考える必要があるが、日本への直行便が前年から回復傾向にあることも寄与している。

一方、中国に関しては、2019 年 12 月対比で▲56.0%と、大幅マイナスが続いている。中国政府は昨年 8 月 10 日に日本行き団体旅行・パッケージツアー商品の販売禁止措置を解除したが、景気低迷の影響もあって海外旅行が全体的に伸び悩んでいる。中国からの 12 月の旅行客が全体に占める割合は約 11.4%で、コロナ前の約 3 分の 1 である。このまま訪日外客数が力強い伸びを続けるためには、中国人観光客のさらなる回復が必要かもしれない。

インバウンドは消費額ベースではすでにコロナ前を上回っている。観光庁の「訪日外国人消費動向調査」によると、観光・レジャー目的で来日した訪日外国人の 10－12 月期の消費単価は 191,154 円で、2019 年同期の 35%増、平均泊数は 7.2 泊で同 13%増となっている（図表 1-24）。円安の恩恵が大きいとみられ、モノの輸出が冴えないなかでも、インバウンドがサービス輸出を一定程度支える展開が期待できよう。ただ、航空・旅行会社の人手不足や、オーバーツーリズムといった問題があり、インバウンドを巡る環境も手放しで喜べる状態ではない。

（図表1-23）訪日外客数の推移



（出所）日本政府観光局（JNTO）

(図表1-24)国籍・地域別 1 人 1 回当たり旅行消費単価、平均泊数、【観光・レジャー目的】（2023年10-12月）

	消費単価（円/人）		平均泊数（泊/人）	
		対2019年10-12月比増減		対2019年10-12月比増減
全国籍・地域	191,154	35%	7.2	13%
韓国	84,862	33%	3.3	6%
台湾	146,775	76%	5.3	14%
香港	215,240	58%	6.0	9%
中国	289,295	61%	6.8	21%
タイ	168,163	66%	6.2	15%
シンガポール	296,716	51%	9.4	17%
マレーシア	180,751	70%	7.3	6%
インドネシア	192,618	51%	7.8	0%
英国	332,354	34%	13.4	10%
ドイツ	349,607	65%	16.1	11%
フランス	301,183	41%	14.8	8%
イタリア	297,096	70%	12.8	-6%
スペイン	301,994	46%	14.3	14%
米国	326,233	74%	11.2	14%
カナダ	285,320	71%	14.2	30%
オーストラリア	320,809	46%	13.5	-1%

※パッケージツアー参加費内訳を含むベース

（出所）観光庁「訪日外国人消費動向調査」

4 月にマイナス金利解除か

1 月 22、23 日に開催された日銀金融政策決定会合では、金融政策はすえ置かれた。公表文におけるフォワードガイダンスにも修正はなかった。これは大方の予想通りの結果である。ただし、展望レポートでは、賃金と物価の好循環の実現が着実に前進しつつあることを示す表現が増えたほか、会合後の総裁定例会見では、植田総裁がマイナス金利解除後の金融政策運営スタンスに言及するなど、地均しがいよいよ始まったという印象を受けた。

展望レポートでは、冒頭の「基本的見解」における物価見通しのパラグラフにおいて、前回 10 月の結論の文である「見通し期間終盤にかけて「物価安定の目標」に向けて徐々に高まっていくと考えられる」の後に、「先行きの不確実性はなお高いものの、こうした見通しが実現する確度は、引き続き、少しずつ高まっている」という一文が追加された。植田総裁がすでに会見等で再三繰り返している内容だが、展望レポートで改めて言及する意味は大きい。同趣旨の文章は、最後の金融政策運営の章における「第一の

柱」の点検のパラグラフにも追加されている。日銀が好循環の実現に自信を深めるとともに、金融政策の変更が近いというメッセージを送っているように見えた。

本文の「２．（２）物価の中心的な見通し」では、前回の「企業の賃金・価格設定行動の一部に従来よりも積極的な動きがみられ始めている」から、「一部」が取れ、「企業の賃金・価格設定行動には、従来よりも積極的な動きがみられている」へと、賃上げ、値上げへの企業の積極度が一段と増しているとの認識が示された。需給ギャップの予想も「プラスに転じ」から「改善が続き」へと修正されている。そのうえで、賃金と物価の循環については、前回の「賃金の上昇を伴う形で、物価の持続的な上昇につながっていくと考えられる」という表現が、「物価上昇を反映した賃上げが実現するとともに、賃金上昇が販売価格に反映されていくことを通じて、賃金と物価の好循環は強まっていくとみられる」へと、好循環の持続性を強調する書きぶりに改められた。

会合後の定例会見では、解除後の政策運営を問う記者の質問に対し、「***その時の経済金融物価情勢次第***」と従来のスタンスを繰り返しつつも、「***大きな不連続性が発生するような政策運営は避けられる***」、「***極めて緩和的な金融環境が当面続く***」と一歩踏み込んだ。2 月 8 日の内田副総裁の講演も、マイナス金利解除後の利上げペースは緩やかなものになるという、同様のメッセージを市場に送る内容であった。賃金と物価の好循環は胸突き八丁という段階ではあるが、金融政策の正常化に関しては、円安対策を必要としている政府との合意の下、すでにある程度既定路線になっており、あとはタイミングだけの問題になっている可能性が高い。3 月会合での解除もありうるが、直前の会合で「必要があれば、躊躇なく追加的な金融緩和」と言っておいていきなり利上げというのも違和感がある。日銀自ら、フォワードガイダンスは信じなくていいと宣言するに等しい。植田総裁がいわゆる「時間軸政策」の発案者であることを考えれば、丁寧なコミュニケーションを心がける可能性が高い。3 月の会合でこの一文を削除、4 月の会合で 2025 年度の物価見通しを 2%超に上方修正したうえで、マイナス金利を解除するという流れを予想する。

マイナス金利の解除と同時に、10 年国債利回りの操作目標の 0%の削除、オーバーシュート型コミットメントの取り下げ、ETF、J-REIT の買入れ終了等、正常化に向けた変更を一通り一回で実施するとみている。10 年国債利回りの上限の目途はなんらかの形で残す可能性が高いが、イールドカーブ・コントロール（YCC）は、この部分にわずかに痕跡をとどめるだけになるだろう。

ただ、植田総裁も示唆しているとおり、その後の利上げ幅は極めて限定的なものにとどまるだろう。ほぼ市場の力で動けるようになっているにもかかわらず、0.5～0.7%台を行き来している 10 年国債利回りは、日本の低体温経済の象徴である。金融政策の正常化に動いても長期金利がどんどん上がる可能性が低いという意味では、日銀にとって安心材料だが、継続的な利上げに対する経済の耐性は強くない。加えて、4 月以降は欧米が相前後して利下げ局面に入る展開が想定される。米国景気は最終的にソフトランディングに成功する可能性が高いにしても、減速の過程で市場における先行き不透明感が高まる可能性は否定できない。そうなれば株価もいったん調整局面を迎えることになるだろう。ゼロ金利に戻した後、0.25%程度までの利上げは比較的早期に実施されるとみるが、ターミナルレートは 0.5%にとどまるのではないか。現行の長期金利の水準が不変であれば、それ以上は逆イールドとなる。結局、金利の資源配分機能を最低限取り戻す程度の利上げが限度とみる。（担当：小玉）

２．米国経済見通し

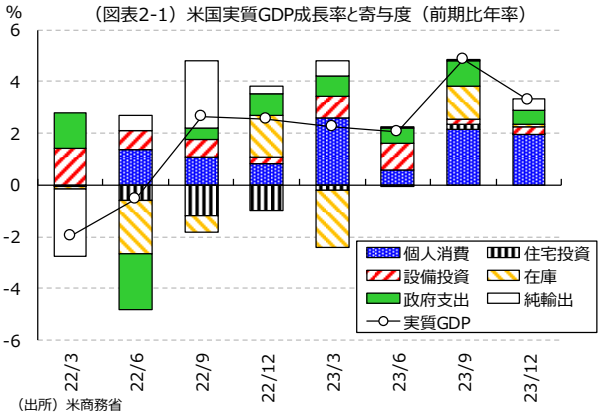
＜要　　約＞

2023 年 10－12 月期の実質 GDP 成長率（速報値）は前期比年率＋3.3%と、前期（同＋4.9%）から伸びが鈍化した。もっとも、市場予想（同＋2.0%）は上回り、これで 6 四半期連続のプラスとなった。景気の基調を見るうえで重要となる国内最終需要（在庫投資と純輸出を除く）は同＋2.7%となり、前期（同＋3.5%）から鈍化したものの、米国景気は依然として底堅い。

今後の個人消費は、家計の信用条件の悪化などが重石となり、2024 年央にかけて勢いは次第に弱まると予想する。設備投資は、FRB が政策金利を当面維持する可能性が高いことから、2024 年前半の回復ペースは緩やかなものにとどまると見込む。住宅投資も軟調な動きが続くとみられ、米国景気は 2024 年央にかけて緩やかな減速基調をたどると予想する。CPI は、賃金上昇率の鈍化に加え、住居費の寄与が徐々に低下することで、2024 年末に前年比＋2%前半まで伸びが鈍化すると予想する。物価上昇圧力が緩和するなか、FRB が 6 月に利下げに転じることで 2024 年後半以降は景気が徐々に持ち直すと予想する。

足元の米国景気は底堅い

2023 年 10－12 月期の実質 GDP 成長率（速報値）は前期比年率＋3.3%と、前期（同＋4.9%）から伸びが鈍化した（図表 2-1）。もっとも、市場予想（同＋2.0%）は上回り、これで 6 四半期連続のプラスとなった。内外需別の前期比への寄与度を見ると、内需が＋2.85%ポイント、外需（純輸出）が＋0.43%ポイントで、内需が牽引役である。景気の基調を見るうえで重要となる国内最終需要（在庫投資と純輸出を除く）は前期比年率＋2.7%となり、前期（同＋3.5%）から伸びは鈍化したものの、米国景気は依然として底堅い。



（図表2-1）米国実質GDP成長率と寄与度（前期比年率）
（出所）米商務省

需要項目別に見ると、民間最終消費支出（個人消費）は前期比年率＋2.8%（GDP への寄与度：＋1.91%ポイント）と、前期（同＋3.1%）から鈍化したが、高めの伸びを維持した。個人消費だけで GDP の伸びの 5 割以上を説明できる計算である。内訳を見ると、財消費は同＋3.8%と 5 四半期連続のプラスとなり、サービス消費は同＋2.4%と前期（同＋2.2%）から伸びが拡大した。

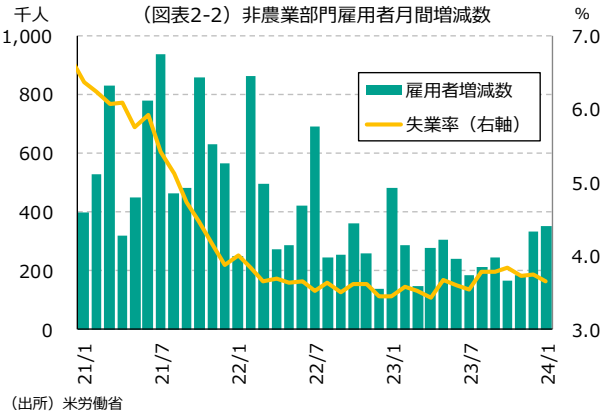
設備投資は前期比年率＋1.9%（GDP への寄与度：＋0.26%ポイント）と、9 四半期連続のプラスとなった。もっとも、年前半と比べれば伸びは鈍化傾向にある。機械投資（同＋1.0%）が 2 四半期ぶりにプラスに転じたほか、知的財産投資（同＋2.1%）は伸び幅を拡大させた。構築物投資（同＋3.2%）もプラスだったが、前期まで 3 四半期連続で二桁プラスだったことも影響し、伸びは大きく鈍化している。住宅投資は同＋1.1%（GDP への寄与度：＋0.04%ポイント）と、2 四半期連続のプラスとなった。住宅ローン金利が 11 月以降低下傾向にあり、住宅着工が持ち直していることなどが寄与したとみられる。在庫投資の寄与度は＋0.07%ポイントと小幅プラスとなった。実額ベースでは 778 億ドルから 827 億ドルまで増加し、

2 四半期連続の積み増しとなっている。底堅い個人消費を反映し、企業が在庫を積み増している可能性が高い。政府支出は同＋3.3%（GDP への寄与度：＋0.56%ポイント）と、6 四半期連続のプラスとなった。もっとも、連邦政府支出（同＋2.5%）、州・地方政府支出（同＋3.7%）のいずれも伸びは鈍化している。

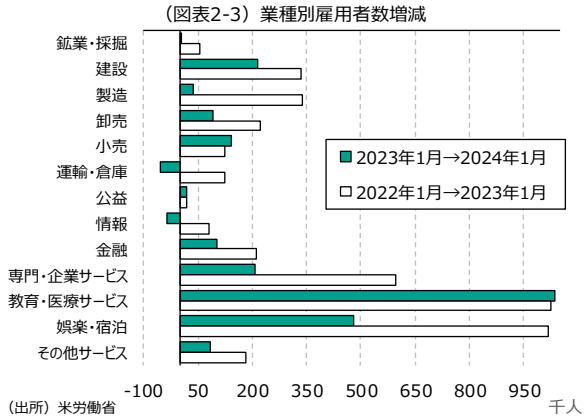
輸出は前期比年率＋6.3%（GDP への寄与度：＋0.68%ポイント）と、前期（同＋5.4%）から伸びが拡大した。内訳を見ると、財輸出は同＋4.7%と前期（同＋7.7%）から伸びが鈍化しており、今期はサービス輸出が同＋9.5%と高い伸びだったことが寄与した。財輸出に関しては、最大の貿易相手国である中国の景気が勢いを欠いているほか、安全保障上の理由による対中半導体関連規制の強化などが下押し要因となった可能性がある。輸入は同＋1.9%（GDP への寄与度：▲0.25%ポイント）と 2 四半期ぶりのプラスだったが、前期（同＋4.2%）から伸びは鈍化した。

労働需給の緩和は続く

雇用環境を見ると、1 月の非農業部門雇用者数は前月比＋35.3 万人と、市場予想（同＋18.5 万人）を上回り、1 年ぶりの高い伸びとなった（図表 2-2）。なお、1 月調査では年次改定が行なわれており、昨年 12 月時点の雇用者総数が 11.5 万人上方修正されている。改定前のデータより、雇用環境が良好だったことが示された形である。失業率は 3.7%と 3 ヵ月連続で横ばいとなり、低位での推移が続いている。1 月は労働力人口が前月比＋12.4 万人と、前月の同▲67.6 万人からプラスに転じた。労働力人口の内訳を見ると、就業者数が同＋23.9 万人（12 月：同▲68.3 万人）と増加する一方、失業者数は同▲11.6 万人（同＋0.6 万人）と減少するなど、良好な結果となった。



（出所）米労働省



（出所）米労働省

昨年 1 月からの雇用者数の増減を業種別に見ると、教育・医療サービス（＋103.7 万人）、娯楽・宿泊（＋47.9 万人）が牽引役となっている（図表 2-3）。もっとも、娯楽・宿泊の伸びは、前年の同期間と比較すると大きく鈍化している。教育・医療サービスに関しても、雇用者数はすでにコロナ前のピークを上回っており、今後も同程度の伸びを維持することは難しいとみる。その他の業種については、専門・企業サービス（＋20.7 万人）や製造業（＋3.7 万人）で前年からの伸び鈍化が顕著となっているほか、情報（▲3.5 万人）や運輸・倉庫（▲5.3 万人）は減少に転じている。大手テクノロジー企業では、今年に入ってからも人員削減が発表されているが、他業種においても採算の合わない業務をスリム化するなどの動きが広がる可能性があり、今後、雇用者数の伸びは鈍化傾向で推移すると予想する。

コア CPI の伸びは緩やかに鈍化

1 月の米 CPI は前年比＋3.1%と、2 ヵ月ぶりに伸びが鈍化した。もっとも、前月比では＋0.3%と 12 月

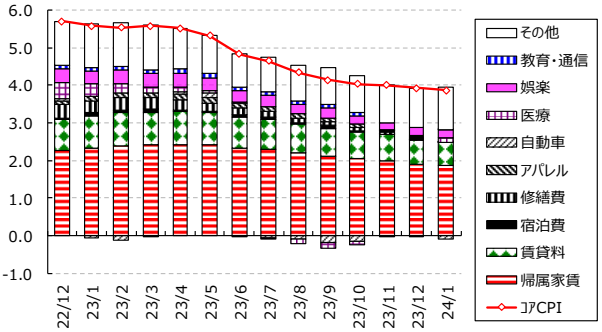
から伸びが拡大している。エネルギー（12 月：同▲0.2% → 1 月：同▲0.9%）は 4 ヵ月連続のマイナスとなったものの、食品（同＋0.2% → 同＋0.4%）が前月から伸び幅を拡大させたことが影響した。

食品とエネルギーを除いたコア CPI は前年比＋3.9%と、2 ヵ月連続で同じ伸びになった（図表 2-4）。内訳を見ると、コア財は同▲0.3%と 2020 年 7 月以来のマイナスとなった。コア財価格に影響する輸入物価指数は、ドル高やサプライチェーンの目詰まり解消に伴い、12 ヵ月連続でマイナスとなっている。コア財の約 3 割を占める自動車についても、1 月のマンハイム中古車価格指数が同▲9.3%と、4 ヵ月連続でマイナス幅が拡大するなど低下傾向にある。部品の供給制約の緩和に伴い、新車供給も増加傾向が続いており、財価格は今後も軟調な推移が続くと見込む。

一方、コアサービスは同＋5.4%と前月（同＋5.3%）から伸びが拡大している。サービス価格を左右する賃金動向を見ると、1 月の時間当たり賃金は前年比＋4.5%と、前月（同＋4.3%）から伸びが拡大した（図表 2-5）。前月比でも＋0.55%と、前月（同＋0.38%）から伸びが拡大している。ただ、1 月の伸び拡大は、寒波など悪天候による労働時間減少の影響が大きいとみる。JOLTS 求人件数の先行指標となる Indeed 求人件数は 1 月以降も低下傾向で推移していることから（図表 2-6）、労働需給の緩和傾向は今後も続き、賃金上昇圧力は緩和に向かうとみる。

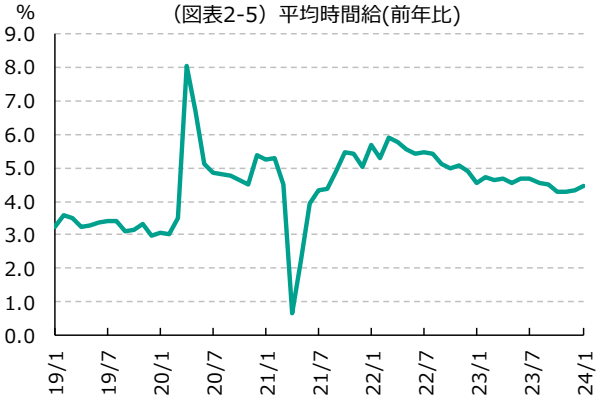
足元のコア CPI の伸びに対し寄与率ベースで 6 割を占める住居費の推移を見ても、1 月は前年比＋6.0%と 10 ヵ月連続で伸びが鈍化している。住居費に先行性を有する S&P コアロジック・ケースシラー住宅価格指数の前年比の推移を踏まえれば、住居費は 2024 年後半に前年比＋3%程度まで伸びが鈍化し、プラス寄与幅は 1%台前半まで縮小すると見込まれる。これらを踏まえ、コア CPI は、2024 年末には同＋2%前半まで鈍化すると予想する。

（図表2-4）CPIとコアCPIの伸びの項目別寄与度



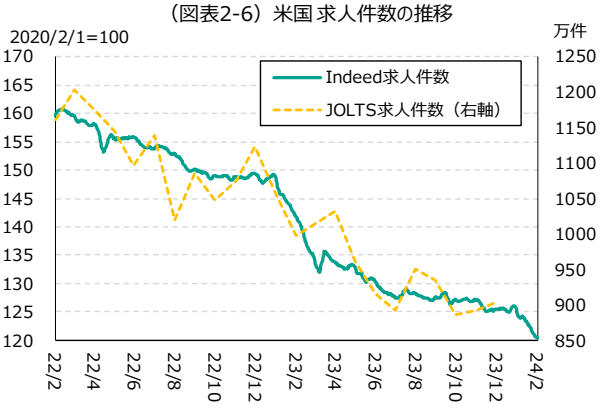
（出所）米労働省

（図表2-5）平均時間給(前年比)



（出所）米労働省

（図表2-6）米国 求人件数の推移



（出所）Indeed、米労働省公表資料より明治安田総研作成

個人消費の勢いは弱まる

12 月の実質個人消費支出は前年比＋3.2%と、前月（同＋2.7%）から伸びが拡大した。前月比では 2 ヵ月連続のプラスであり、個人消費は物価高が続くなかでも底堅い。実質賃金が昨年 5 月以降プラス圏で推移しており、個人消費の下支え要因になっているとみられる（図表 2-7）。また、家計の純資産の対可処分所得比は昨年 7－9 月期時点で約 743%と、いまだに高水準である。株高の恩恵を受けやすい高所得者層を中心に、家計のバランスシートが良好な状態を保っていることも大きい。

一方、不安材料も散見される。サンフランシスコ連銀の試算では、過剰貯蓄はピーク時の約 2.1 兆ドルから、昨年 9 月の時点で約 0.4 兆ドルまで取り崩しが進んでおり、今年前半には枯渇する見込みである。また、クレジットカードの金利は 20%を上回る推移が続いており、新たに支払いが 90 日以上遅れた割合は借入残高の 6.36%と、約 12 年ぶりの高水準に上っている（図表 2-8）。借り入れによる個人消費の指標となる消費者信用残高は依然として高水準だが、増勢には頭打ち感も見られる。

実質可処分所得と実質個人消費支出をコロナ前のトレンドラインと比較すると、可処分所得の下方への乖離幅が大きい（図表 2-9）。個人消費の伸びが可処分所得の伸びを上回る状態が今後も持続するかは疑問符が付く。利下げのための糊代が蓄積されていることを市場が意識するなかで、株価の調整が限定的なものにとどまれば、資産効果が個人消費を一定程度支える展開も期待できるが、家計の信用条件悪化により、個人消費の勢いは 2024 年央にかけて次第に弱まっていくとみる。もっとも、2024 年後半以降は米連邦準備制度理事会（FRB）の利下げに伴い、クレジットカードローンなどの借入金利が低下するなかで、再び持ち直すとみる。

住宅投資は 2024 年後半に持ち直し

1 月の住宅着工件数は 133.1 万件と、寒波の影響もあって 5 ヵ月ぶりに減少した（図表 2-10）。もっとも、住宅着工の先行指標を見ると、住宅着工許可件数は持ち直しつつあるほか、新築住宅販売にも底入れの兆しが出ており、住宅投資は最悪期を脱した可能性が高い。

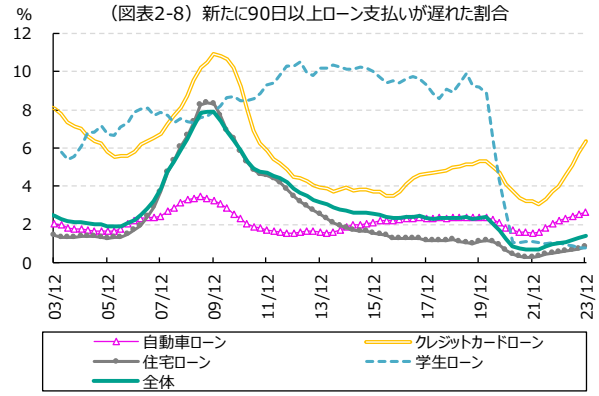
一方、住宅建設業者の景況感を示す住宅市場指数を見ると、2 月は 48 と 3 ヵ月連続で上昇したものの、好不況の境目である 50 を下回っている。モーゲージ金利は昨年 11 月以降低下傾向となっているが、まだ 6%台であることなどから、6 ヵ月以内に家を買うとする人の割合は低位となっており、住宅市場の本格回復にはもう少し時間がかかりそうである。ただ、新築を中

（図表2-7）実質賃金の推移

※名目賃金は平均時間給、物価は総合CPI

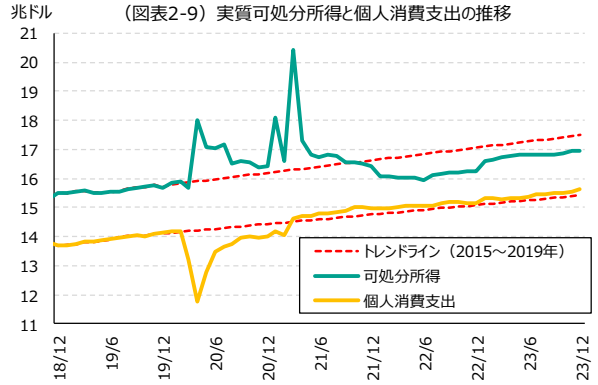
（出所）ファクトセットより明治安田総研作成

（図表2-8）新たに90日以上ローン支払いが遅れた割合



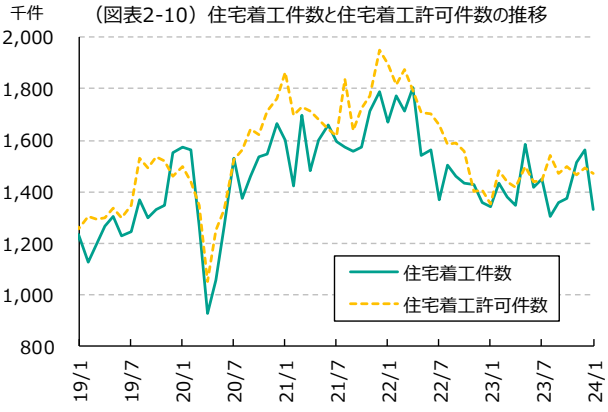
（出所）ニューヨーク連銀

（図表2-9）実質可処分所得と個人消費支出の推移



（出所）ファクトセットより明治安田総研作成

（図表2-10）住宅着工件数と住宅着工許可件数の推移



（出所）米商務省

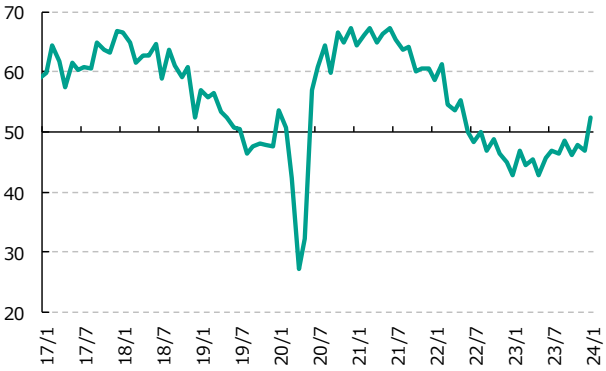
心に住宅価格の低下傾向が続くほか、FRB の利下げ以降は住宅ローン金利のさらなる低下が見込まれることから、2024 年前半の住宅投資は軟調な推移が続くと考えられるものの、後半以降徐々に持ち直すと予想する。

設備投資は 2024 年後半に回復ペースが上向く

実質 GDP の設備投資に先行する傾向がある ISM 製造業新規受注指数を見ると、1 月は 52.5 と前月から 5.5 ポイント上昇し、好不況の境目である 50 を 17 ヵ月ぶりに上回った（図表 2-11）。足元では、2022 年の CHIPS 法成立以来続いてきた半導体関連の設備投資が一巡し、機械投資は軟調な推移となっているが、底堅い DX 需要を反映し、ソフトウェアなどの知的財産投資が旺盛となっている。また、バイデン政権は今年 1 月に、電気自動車（EV）の充電網拡充に向け、約 6 億ドルの追加投資を行なうことを決めており、こうした補助金支給が設備投資を後押しすると見込む。

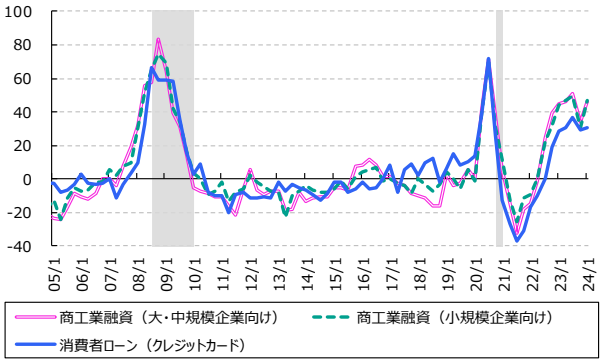
もっとも、銀行の貸出態度の厳格化が引き続き資金調達の足枷になるとみる。FRB の 1 月の調査によれば、融資基準を厳格化させた銀行の割合から緩和させた銀行の割合を差し引いた DI は、大・中規模企業向けが 46.0％ポイント、小規模企業向けが 46.7％ポイントと、いずれも高水準となっている（図表 2-12）。足元では長期金利が高止まりしているほか、FRB は政策金利を当面維持する可能性が高いことを考慮すると、2024 年前半の設備投資の回復は緩やかなものにとどまると予想する。もっとも、2024 年後半以降は FRB が利下げに転じるなか、借入コストの低下を追い風に設備投資の回復ペースは上向くとみる。

（図表2-11）ISM製造業新規受注指数の推移



（出所）ISM

（図表2-12）銀行の貸出態度（融資基準を厳格化させた銀行の割合）



（出所）FRB　※シャドー部分は景気後退期

大統領選はバイデン・トランプ再戦の可能性が高まる

11 月 5 日の大統領選挙に向けた候補者指名争いが、アイオワ州党員集会を皮切りに始まっている。共和党の指名候補はトランプ前大統領とヘイリー元国連大使に絞られたが、すでに実施済の 3 州の党員集会・予備選挙で勝利しているトランプ氏が圧倒的有利な情勢である。一方、民主党では現職のバイデン大統領が指名される見込みで、本選は前回の 2020 年と同じ顔

（図表2-13）バイデン、トランプの主な公約

バイデン	政策内容	トランプ
現行の関税、先端半導体等の輸出禁止措置を維持	対中政策	・輸入品に対して、一律60%の関税を賦課を検討 ・最恵国待遇を撤廃
現行の関税を維持	貿易政策	輸入製品に一律10%の関税賦課
中低所得者向けの減税を延長	減税	大型減税（トランプ減税）の恒久化
移民流入抑制のため「国境の壁」建設再開	移民政策	不法移民の労働許可をはく奪し、強制送還
・シェールオイル・ガスの採掘規制を実施 ・EVシフトに向け充電網整備や税制優遇を実施	環境政策	・シェールオイル・ガスの採掘規制を緩和 ・パリ協定離脱 ・EVシフトに向けた各種制度の撤廃
支援継続	ウクライナ支援	支援を終了し、ロシアとの対立を解消

（出所）各種報道資料等より明治安田総研作成

触れでの決戦となる可能性が高まっている。リアル・クリア・ポリティクスによる世論調査（1/22～2/14）では、トランプ氏の支持率は 44.9 ポイント、バイデン氏が 43.8 ポイントで僅差となっている。

両者の政策を比較すると、バイデン大統領は、対中政策や気候変動対策など概ね現行の政策を踏襲する見込みである（図表 2-13）。一方、トランプ氏は、2025 年に一部期限を迎える大型減税の恒久化や、輸入製品に対する一律 10％の関税賦課などを実施するとしている。中国製品に対して 60％の関税をかける可能性も示唆しており、保護主義的な措置を講じることが考えられる。ただ、いずれが勝利したとしても、下院を共和党、上院を民主党が多数を占める「ねじれ議会」が解消されなければ、政策を大きく変更することは難しい。トランプ氏が勝利し、同日に行なわれる議会選挙において上院・下院ともに共和党が握る“トリプルレッド”が実現した場合には、大型減税の恒久化をマーケットが好感し、株価上昇につながる展開が期待できる。一方、財政赤字の拡大による金利上昇や、輸入関税引き上げを通じた物価上昇は懸念材料となる。現段階ではリスクシナリオの範疇とみているが、インフレ再加速で FRB が再利上げに踏み切らざるを得なくなり、景気の下押し圧力が高まる可能性も考えられる。

2024 年 6 月の利下げを予想

1 月 30－31 日開催の米連邦公開市場委員会（FOMC）では、政策金利である FF レートの誘導目標を 5.25－5.50％ですえ置いた。これで利上げ見送りは 4 会合連続となった。

声明文では、金融政策の先行き部分で*「雇用とインフレの目標を達成するためのリスクがより良いバランスに移行している」*との認識を示し、*「2％のインフレ率に戻すためのいかなる追加金融引き締めの程度を判断するうえで、委員会は、累積した金融引き締め、金融政策が経済活動とインフレに及ぼす遅行効果、経済・金融の動向を考慮する」*との文言が削除された。パウエル議長も会合後の記者会見で、政策金利は今次サイクルのピークに達している可能性が高いとの見方を示しており、これで追加引き締めの選択肢は限りなくゼロに近づいた。今後については、*「委員会は、FF 金利の目標レンジのいかなる調整においても、今後入手するデータや見通しの進展、リスクバランスを注意深く評価する」*とあくまでデータ次第で判断するスタンスは崩していない。ただ、*「委員会は、インフレが持続的に 2％に向けて移行していると十分に確信するまで、現状の目標レンジを引き下げるのが適切だとはみていない」*と、利下げまでにまだ距離があることを示す文言も追加された。

声明文にも示された通り、利下げの条件としては、インフレが持続的に 2％に向けて移行していると「十分に確信」できることが必要となる。この言葉をどう解釈するかは難しいところだが、確信できたかを見極めるには少なくとも数ヵ月を要すると考えるのが自然である。FRB が重視する PCE デフレーターを見ると、12 月は前年比＋2.6％、エネルギーと食品を除いたコアは同＋2.9％と、いずれも＋2％台に入っている。もっとも、賃金上昇率の鈍化ペースは、これまでの推移を見る限り緩やかなものにとどまると予想されることから、当研究所では、5 月 FOMC までにコア PCE デフレーターが 2％台前半まで低下したのを確認したうえで、声明文にある利下げの必要条件に関する文言を削除し、6 月に利下げを開始すると予想する。その後は、四半期に 1 回のペースで 25bp の利下げを実施し、2024 年末の FF レートの誘導目標を 4.50－4.75％まで引き下げるとみる。（担当：前田）

３．欧州経済見通し

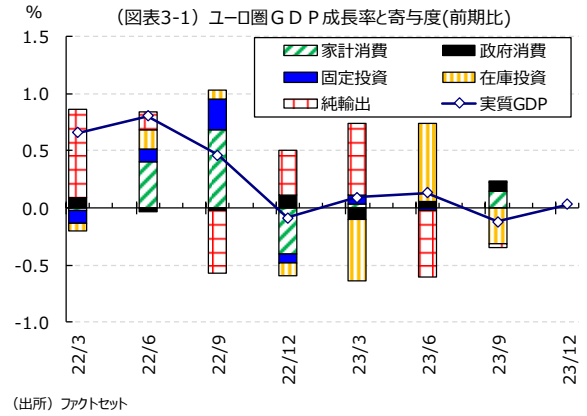
＜要　　約＞

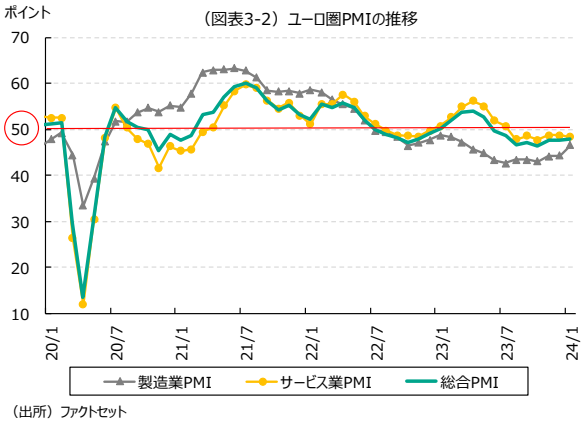
ユーロ圏の 10－12 月期実質 GDP 成長率は前期比横ばいと、辛うじてテクニカルリセッション入りを回避したが、インフレによる個人消費の低迷や、中国向けを中心とした外需の不振により厳しい経済状況が続いている。個人消費は、インフレ率の鈍化傾向が続くことで実質賃金が上昇するため、徐々に持ち直すとみるが、設備投資や住宅市場には利上げ効果が残るため、2024 年前半までの景気は全体として低空飛行が続くとみる。ただ、ECB が利下げに転じた後、2024 年後半は借り入れコスト低下が下支え要因となり、徐々に上向く展開を予想する。

英国の 10－12 月期実質 GDP 成長率は前期比▲0.3%と、前期（同▲0.1%）に続きマイナス成長となった。今後は、インフレ率の低下に伴う実質賃金改善により消費は徐々に持ち直す見込みだが、労働需給の緩和もあってそのペースは緩慢なものにとどまろう。BOE が 2024 年半ばに利下げに転じれば、設備投資や住宅投資の改善を通じ、英国景気は徐々に回復に向かうと予想する。

テクニカルリセッション入りを回避

10－12 月期のユーロ圏実質 GDP 成長率（速報値）は前期比横ばいとなった（図表 3-1）。辛うじてテクニカルリセッション（2 四半期連続のマイナス成長）入りを回避したものの、物価高による個人消費の低迷を背景に景気は厳しい状況が続いている。主要国の成長率は、内外需ともに不振のドイツ（7－9 月期：同±0.0%→10－12 月期：同▲0.3%）と設備投資が冷え込むフランス（同±0.0%→同±0.0%）が低迷しているものの、観光業が堅調なスペイン（同＋0.4%→同＋0.6%）とイタリア（同＋0.1%→同＋0.2%）が底堅く、ユーロ圏全体の景気を下支えした。





GDP 成長率と連動性が高いユーロ圏企業購買担当者景気指数（PMI）を見ると、1 月は 47.9 と、好不況の境目となる 50 を 8 ヵ月連続で下回っている（図表 3-2）。業種別に見ても、製造業が 46.6、非製造業は 48.4 といずれも 50 を下回る。製造業に関しては、米国向け輸出の持ち直し等を背景に底打ち感も出てきているが、中国向けの不振や域内の設備投資の不振もあって回復ペースは緩慢である。非製造業は、コロナ明け後の観光需要一巡や節約志向の定着による消費意欲の低下が足かせとなっている。企業景況感は、景気がしばらく低空飛行を辿る可能性を示唆しており、2024 年のユーロ圏経済は冴えないスタートを切った形であ

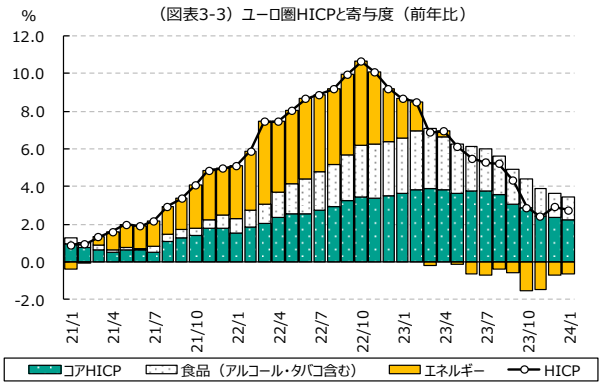
明治安田総合研究所

る。

年央にかけてのユーロ圏景気は、インフレによる個人消費の低迷や、中国の景気減速などによる外需の不振により厳しい状況が続こう。個人消費は、インフレ率の鈍化に伴い実質賃金の上昇が見込まれることから徐々に持ち直すとみるが、欧州中央銀行（ECB）の利上げ効果が 2024 年前半にかけて継続し、設備投資や住宅市場の重石になるため、景気は全体として低空飛行が続くとみる。ただ、ECB が利下げに転じた後、2024 年後半は借り入れコスト低下が下支え要因となり、徐々に上向く展開を予想する。

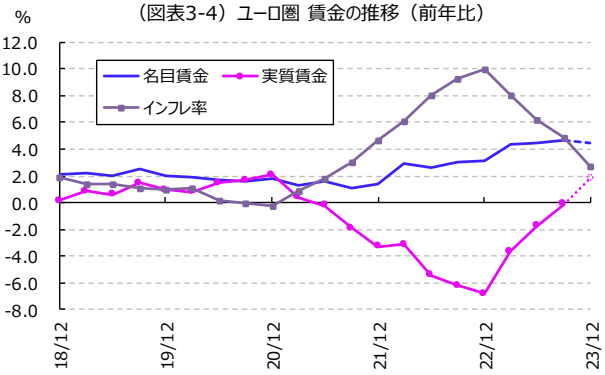
インフレ率は鈍化傾向で推移

1 月のユーロ圏消費者物価指数（総合指数、HICP）は前年比＋2.8%と前月から伸びが鈍化した（図表 3-3）。政府のエネルギーコスト対策の縮小により、エネルギーのマイナス寄与が小さくなっているのは上昇要因だが、エネルギーと食品を除くコア指数の鈍化傾向が継続しており（12 月：同＋3.4%→1 月：同＋3.3%）、物価の基調は弱含みつつある。



（図表3-3）ユーロ圏HICPと寄与度（前年比）
（出所）ユーロスタット

中東の地政学リスクは今のところインフレ見通しへの脅威にはなっていない。9 月の ECB 会合では主要産油国の減産による原油価格上昇が利上げ決定の一因となった。ただ、足もとの WTI 原油先物価格は 1 バレル当たり 70 ドル台後半を中心とした推移となっており、ECB の想定（80.1 ドル/バレル、2024 年）より低位にとどまっていることから、ECB の危機感は大きく高まっていない模様である。食料インフレに関しても、エネルギーや穀物相場の落ち着きを受け、徐々に収まっていくと見込まれる。



（図表3-4）ユーロ圏 賃金の推移（前年比）
※名目は妥結賃金、実質は妥結賃金からインフレ率（HICP）を差し引いたもの
（出所）ファクトセット、2023年10～12月の妥結賃金は当研究所予想。

ユーロ圏の 2023 年 7－9 月期の労使間妥結賃金は前年比＋4.7%と、約 30 年ぶりの高い伸びが続いており、賃金上昇圧力は根強いものがある（図表 3-4）。ユーロ圏諸国の多くは、賃金水準が低い労働者層への物価高の影響を考慮し、最低賃金の引き上げを継続している。もっとも、食品や電気代といった生活必需品の価格が時間の経過とともに落ち着くことで、最低賃金と妥結賃金の上昇モメンタムは次第に弱まるとみられ、賃金の上昇幅は少しずつ縮小に向かうと予想する。今後のユーロ圏のインフレ率は引き続き緩やかな鈍化傾向で推移し、2024 年後半に ECB の目標とする 2%近辺に収束すると予想する。

個人消費は徐々に持ち直しへ

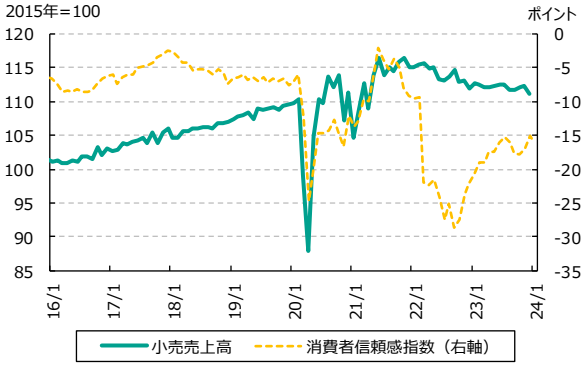
GDP 統計上の個人消費と概ね似た動きをするユーロ圏の実質小売売上高を見ると、2023 年 12 月は前月比▲1.1%と、軟調な推移が続いている（図表 3-5）。1 月ユーロ圏消費者信頼感指数は前月比 1 ポイント低下の▲16.1 と、消費意欲は落ち込んでいる。個人消費低迷の要因としては、2022 年のエネルギー価格上昇による電気代高騰などでユーロ圏の家計に浸透した節約志向、借入金利の上昇、ウクライナや中東と

明治安田総合研究所

いった地理的に近い場所での地政学的リスクの高まりなどが挙げられよう。

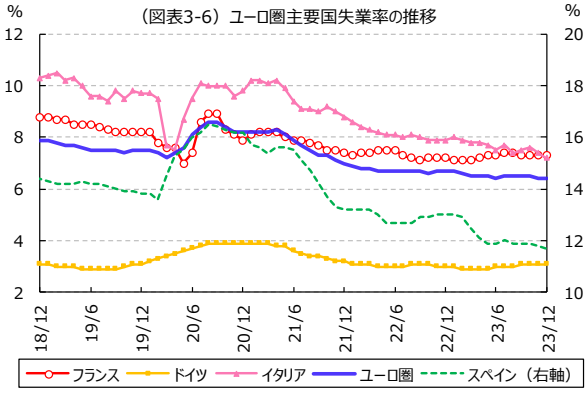
所得環境に関しては、先行指標となる求人賃金の上昇ペース鈍化などを踏まえると、妥結賃金の上昇ペースは緩やかになると見込まれる。しかし、インフレ率の伸びも鈍化するとみられるため、2023 年 10－12 月期にプラス転換したと予想される実質賃金（前掲図表 3-4）は、年明け以降も安定してプラス傾向を維持すると考える。また、雇用環境が底堅く推移していることが個人消費にとって好材料となる。12 月のユーロ圏の失業率は 6.4%と、統計開始以来の最低水準を維持した（図表 3-6）。企業の人手不足感は根強く、雇用環境は見通し期間中堅調に推移するとみられ、個人消費の下支え役になると見込まれる。個人消費は徐々に持ち直していくと予想する。

（図表3-5）ユーロ圏小売売上高と消費者信頼感指数



（出所）ファクトセット

（図表3-6）ユーロ圏主要国失業率の推移

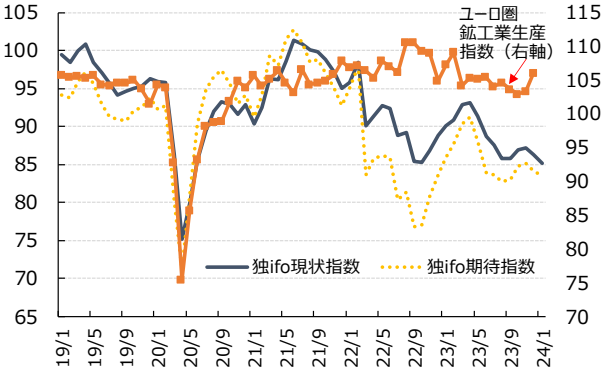


(出所)ユーロスタット

2024 年後半以降、設備投資の回復を見込む

ユーロ圏の 12 月の鉱工業生産は前年比＋1.2%と、プラス転換となったものの、減少トレンドが継続している（図表 3-7）。プラス転換の要因は資本財（同＋9.4%）の一時的な上振れであり、個人消費の低迷を反映して耐久消費財（同▲3.7%）、耐久財（同▲5.4%）ともに冴えない動きが続いている。特に、工業大国ドイツの不振が大きく影響している。ロシアからの安価なエネルギー調達が途絶えたことに加え、有力な輸出先である中国の景気低迷などが、ドイツ企業の業況を下押ししている。1 月独 ifo 企業景況感指数は期待、現状ともに前月から低下しており（前掲図表 3-7）、業況感のトレンドは依然下向きである。鉱工業生産の底打ちは当面見込めない。

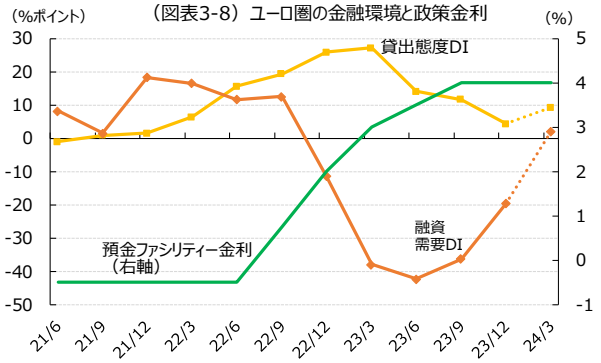
（2015年＝100）（図表3-7）独ifo企業景況感指数　（2015年＝100）



出所：独ifo経済研究所とブルームバーグのデータより明治安田総研作成

金融環境も向かい風である。ECB の 2023 年 10－12 月期ユーロ圏銀行融資担当者調査によると、融資基準を厳格化させた銀行の割合から、緩和させた銀行の割合を差し引いた DI は＋4.4 と、7～9 月期調査（＋11.7）からは低下したものの、依然としてプラス圏で推移している（図表 3-8）。ユーロ圏の銀行の融資態度は依然厳しく、企業の資金需要は弱い。ただ、ラガルド ECB 総裁は本調査結果を、引き締め効果が着実に浸透している証拠と評価している。

（図表3-8）ユーロ圏の金融環境と政策金利

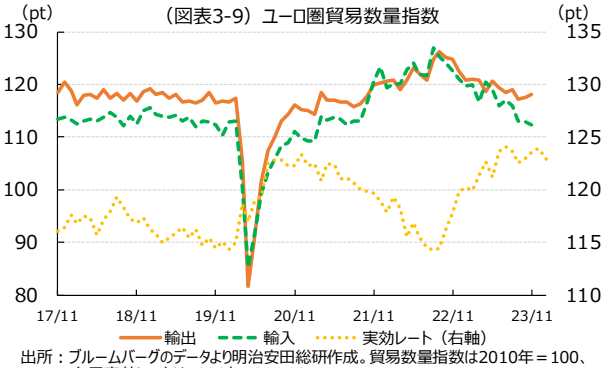


出所：ブルームバーグのデータより明治安田総研作成。2024年1～3月期の数値は融資担当者の見通し。貸出態度DIは「融資基準を引き締めた先の割合」－「緩めた先の割合」。
資金需要DIは「融資需要の増加を報告した先の割合」－「減少を報告した先の割合」

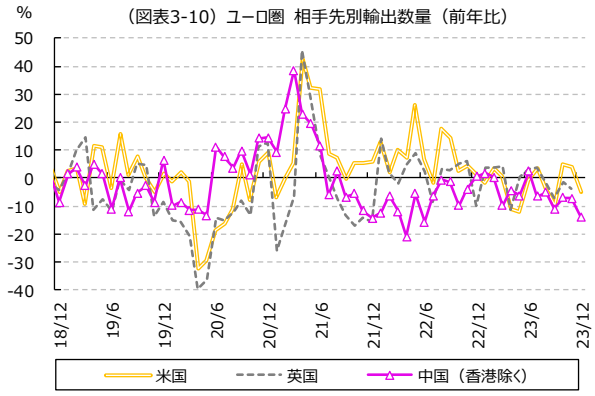
もっとも、融資担当者の 2024 年 1－3 月期の見通しに目を向けると、企業の融資需要 DI（「融資需要の増加を報告した先の割合」―「減少を報告した先の割合」）がプラス転換となっている（前掲図表 3-8）。ECB の利下げが近いとの観測から、設備投資資金をはじめとする企業の融資需要に持ち直しの兆しが見える。実際にプロジェクトが動き出すまでのラグを踏まえると、設備投資は 4－6 月期に底打ちし、外需の持ち直しも追い風になることで、7－9 月期から緩やかな回復軌道に復すると予想する。

輸出は 2024 年後半に上向くとみる

11 月のユーロ圏の輸出数量は前年比▲5.2%と、8 ヵ月連続のマイナスとなった。通貨ユーロの名目実効レートの高止まりに、中国景気の減速が加わったことで輸出は低迷している。一方で、内需の弱さを反映し、輸入がより速いペースで減少しているため、数量ベースの貿易黒字は拡大傾向にある（図表 3-9）。国別の輸出では中国向けのほか、英国向けの落ち込みも目立つ。米国向けについては、12 月に 3 ヵ月ぶりにマイナスに転じ、弱含む兆しも見える（図表 3-10）。



出所：ブルームバーグのデータより明治安田総研作成。貿易数量指数は2010年＝100、ユーロの名目実効レートは1999年1Q=100



（出所）ファクトセット

今後の主要貿易相手国の景気動向を見ると、米国景気は、FRB による利上げの影響が時間差を伴って実体経済に現れることで、減速に向かう可能性が高い。英国は、イングランド銀行（BOE）の利上げ効果が継続し、景気低迷が続くとみる。中国景気は不動産市場の低迷が続くことなどから、緩やかな回復にとどまると予想する。

ユーロ圏の輸出は、中国向けが低迷するほか、米国向けや英国向けの伸び悩みが見込まれることから、2024 年前半にかけて冴えない推移が続くと予想する。もっとも、FRB が利下げに転じた後は、米国景気の持ち直しが見込まれることから、2024 年後半にかけて持ち直すとみる。

ECB は 2024 年 4 月から利下げ局面へ

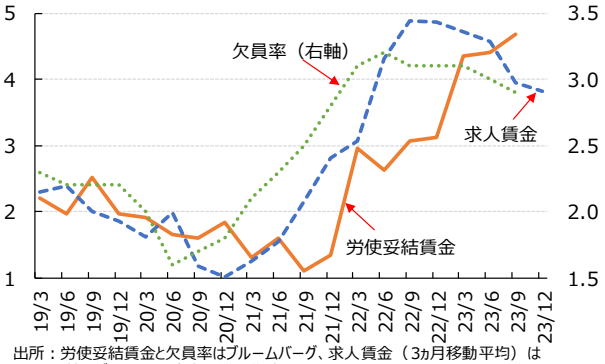
1 月 25 日開催の ECB の政策理事会は、主要政策金利すえ置きを全会一致で決定した。すえ置きは 3 会合連続。主要政策金利は預金ファシリティ金利が 4.00%、主要リファイナンスオペ金利が 4.50%、限界貸出ファシリティ金利が 4.75%である。

声明文では、「単位労働コストの強い伸びに起因するインフレ圧力は強力である」との文言が削除され、単に「インフレ率の低下トレンドは継続している」としており、インフレ抑制に手ごたえを感じている様子が見て取れる。ラガルド総裁は会見で、今後の政策金利水準はデータ次第、との立場を繰り返すとともに、「利下げの議論は時期尚早」とも述べ、市場の早期利下げ観測を牽制した。同時に、賃金以外のデータも注視しているとし、鉱工業生産や小売売上高の弱さに言及する場面もあった。利上げの効果が浸透し、インフレ率が順調に低下していることに満足している様子がうかがえるとともに、引き締め政策が効

きすぎて景気が悪化することへの警戒感も滲んでいる。

ユーロ圏の労働市場のデータを見ると、労使妥結賃金は上昇傾向にあるものの、先行指標である求人賃金の伸びは鈍化傾向に転じている（図表 3-11）。求人数の減少などを反映して欠員率も低下傾向にある。よって、発表時期が遅い労使妥結賃金を待たなくとも、他指標で賃金の伸びが鈍化していく見通しを立てることができれば、ECB は金融緩和方向に舵を切ることができる。今年に入ってからの賃金データ（2024 年 1－3 月）である労使妥結賃金の発表は、4/11 の ECB 理事会には間に合わないが、今会合での景気認識の弱さなどを踏まえれば、6 月理事会よりも前に利下げに踏み切る可能性が高い。引き締め過ぎに対する懸念は声明文に記されているが、より具体的な認識は 1/13 のレーン理事の発言から見て取れる。同理事は、2023 年 9 月の利上げ（今利上げ局面における最終利上げ）はインフレ再燃に対する「保険」という面もあったとし、金融緩和の際には考慮に入れると発言している。現行の政策金利は高すぎる、との認識が理事会内で広がっているものとみられ、ラガルド総裁が利下げの議論はしていないと述べたのは、市場の行き過ぎた織り込みを牽制するためのポーズに過ぎないとみる。さらなる景気悪化を防止するための「予防」的な利下げが 4 月に実施されると予想する。その後は、2024 年末までに累計 1.25%の金融緩和を予想する。

（前年比、%）（図表3-11）ユーロ圏の賃金動向と欠員率

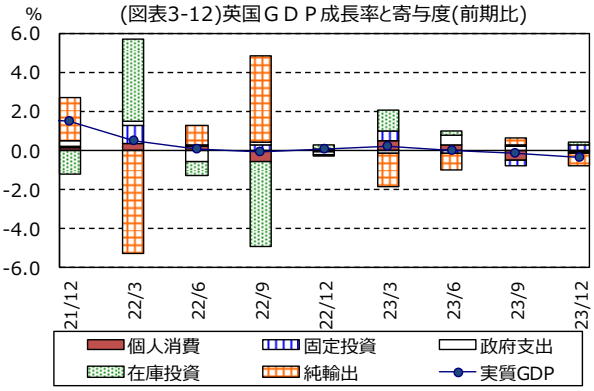


出所：労使妥結賃金と欠員率はブルームバーグ、求人賃金（3ヵ月移動平均）はindeed社のデータより明治安田総研作成

英国景気は停滞気味で推移

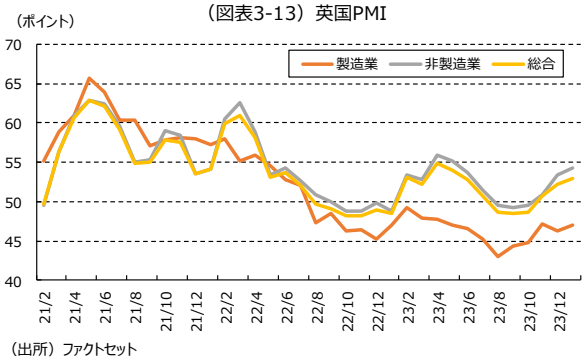
英国の 10－12 月期実質 GDP 成長率は前期比▲0.3%と、前期（同▲0.1%）から 2 四半期連続のマイナス成長となった。個人消費が同▲0.1%と前期（同▲0.5%）に続きマイナスとなった。EU 離脱の影響で人手不足感と供給制約が長引いた英国では、インフレ率が欧米主要国中で最も高い水準で推移してきたため、生活苦に陥る家計も多く、消費の低迷が続いている。輸出は同▲2.9%と、前期（同▲0.8%）からマイナス幅が拡大した。主要輸出先であるユーロ圏、特にドイツの景気低迷が外需の不振の主因である。（図表 3-12）。PMI を見ると、製造業は好不況の境目である 50 を大きく割り込む状況が続いている。ユーロ圏の景気が冴えないため、持ち直しは当面先になる可能性が高い。一方、非製造業は 11 月に 4 ヵ月ぶりに 50 を上回り、1 月分も 54.3 と改善傾向にある（図表 3-13）。9－11 月の平均賃金が前年比＋6.5%と高い伸びを維持しているのに加え、11 月以降、CPI は前年比＋4%付近まで鈍化しているため、実質賃金の改善が個人消費に波及し始め

(図表3-12)英国ＧＤＰ成長率と寄与度(前期比)



（出所）英国国家統計局（ONS）　※統計上の誤差あり

（図表3-13）英国PMI



（出所）ファクトセット

ている様子を反映している可能性がある。実際、10－12 月期 GDP では個人消費のマイナス幅が縮小している。総合指数が 11 月以降、3 ヵ月連続で 50 を上回っていることから、英国景気は 10－12 月期に底打ちした可能性が高い。

もっとも、2024 年 1 月の英金融政策委員会(MPC) で示された経済見通しによると、11 月時点で 4.2%だった失業率は 2025 年にかけて 5%まで上昇し、週平均賃金の伸びも鈍化傾向をたどる見込みとなっている（図表 3-14)。労働関連指標は遅行指標であり、金融引き締め効果が遅れて発現してくるとの想定とみられる。個人消費は今後プラス転換したとしても、0%台前半での緩慢な回復にとどまる可能性が高い。ただ、2024 年後半以降は BOE の利下げ効果により設備投資や住宅投資が若干持ち直すとみられ、英国景気は見通し期間を通じ緩やかな成長軌道をたどるとみる。

（図表3-14）金融政策委員会の経済見通し

失業率以外は前年比	24年2月見通し			（前回）23年11月見通し		
	2023	2024	2025	2023	2024	2025
実質GDP	0.25	0.25	0.75	0.50	0.00	0.25
インフレ率	4.25	2.75	2.50	4.75	3.25	2.00
週平均賃金	5.75	4.00	2.75	6.75	4.25	2.75
失業率	4.25	4.50	5.00	4.25	4.75	5.00

※インフレ率と週平均賃金は4Qの対前年同期比　　単位：%

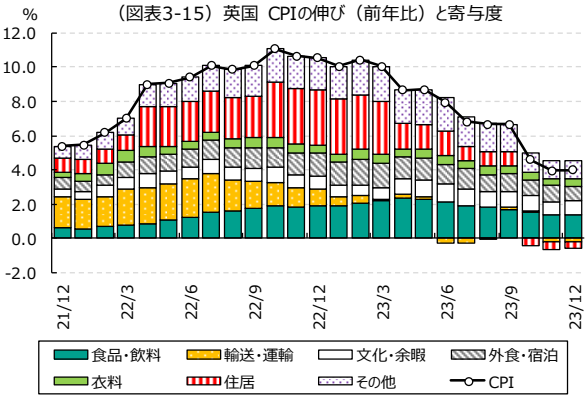
（出所）BOE

2024 年半ばから利下げへ

BOE は、1 月 31 日開催の MPC で、5.25%としている政策金利のすえ置きを決定、2 月 1 日に発表した。すえ置きは 4 会合連続。声明文では、「12 月の CPI の伸びは前年比＋4.0%まで鈍化し、11 月時点での見通しを下回った」と、インフレ抑制に対する手ごたえを表明するとともに、「賃金の伸びは向こう数四半期にわたってさらに鈍化していく」とし、国内のインフレ圧力が低下していくとの見通しを示した。「金融引き締めは実体経済の重石となり、労働需給の緩和につながって」おり、「インフレリスクは中立的になってきた」とし、インフレの上振れリスク低下を指摘。「必要があればさらなる引き締めを実行する」という追加利上げに含みを持たせる表現が声明文から削除された。金融政策は利下げ時期を探る局面へと移行した。

ベイリー総裁は声明文発表後の会見で、「直近数ヵ月間でグッドニュースが続き、インフレ率は 1 年間で 10%から 4%に低下した」と、インフレ抑制への手ごたえを表明した。「インフレ率が 2%に戻るさらなる証拠が見たい」と、慎重姿勢を維持する一方で、「今会合ではすべての選択肢を協議した」と、利下げの議論が始まったことを示唆した。インフレ率が想定以上に鈍化し（図表 3-15)、引き締め過ぎへの懸念が台頭したことが、今会合でハト派に傾いた背景にある。もっとも、ユーロ圏と比べ賃金・物価の伸びは高く、インフレへの警戒感がさらに緩むにはなお時間が掛かるとみられることから、当研究所では、利下げ開始は 2024 年 6 月と予想する。(担当：吉川)

（図表3-15）英国 CPIの伸び（前年比）と寄与度



（出所）英国国家統計局

４．中国経済見通し

＜要　　約＞

2023 年 10－12 月期実質 GDP 成長率は前期比＋1.0%と、6 四半期連続のプラスとなったが、伸びは前期（同＋1.5%）から鈍化した。2023 年通年の実質 GDP 成長率は政府目標の前年比＋5.0%前後を上回る同＋5.2%となったが、前年が同＋3.0%と、コロナ感染拡大の影響が大きかった 2020 年以来の低い伸びであったことを踏まえれば、景気の回復ペースは鈍い。

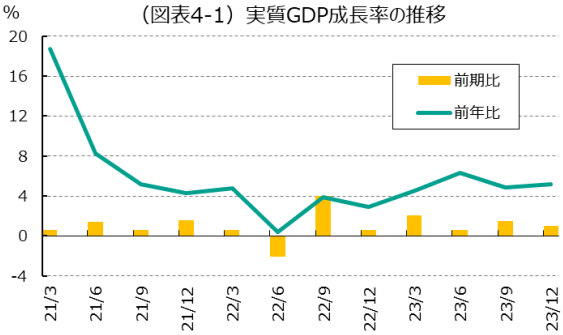
中央経済工作会議では、2024 年の政策運営方針が議論された。前年の方針をおおむね維持し、財政・金融政策はあくまでも「適度に」というスタンスである。今年に入り開催された地方レベルの人民代表大会で掲げられた 2024 年の成長率目標を確認すると、前年から下方修正した行政区が相次いでいる。3 月に開催される予定の全人代では、成長率目標が前年の「5%前後」から下方修正される可能性はあるにしても、前年を上回る目標が掲げられることはないだろう。

見通し期間中の中国景気は、政府の景気支援策、緩和的な金融環境が下支えする一方、内需・外需ともに不安材料を抱えるなか、全体として勢いを欠く推移が続こう。2024 年の実質 GDP 成長率は前年比＋4.8%、2025 年は同＋4.5%と予想する。

2023 年の成長率目標は達成も、景気回復ペースは鈍い

1 月 17 日に公表された 2023 年 10－12 月期実質 GDP 成長率は前期比＋1.0%と、6 四半期連続のプラスとなったが、伸びは前期（同＋1.5%）から鈍化し（図表 4-1）、市場予想（同＋1.1%）も小幅下回った。前年比では＋5.2%と、前期（同＋4.9%）から伸びが拡大したものの、こちらも市場予想（同＋5.3%）を小幅下回った。18 日に公表された業種別の内訳を見ると、経済活動の正常化を背景とした宿泊・飲食業（7－9 月期：前年比＋12.7%→10－12 月期：同＋14.8%）や、ソフトウェア・情報伝達サービス業（同＋10.3%→同＋11.2%）で二桁の伸びとなったほか、運輸・倉庫・郵便業（同＋8.5%→同＋9.4%）の伸びも堅調だった。一方、金融業（同＋6.4%→同＋6.0%）は前期から伸びが縮小した。不動産業（同▲2.7%→同▲2.7%）は 3 四半期連続のマイナスとなった。

（図表4-1）実質GDP成長率の推移



（出所）中国国家統計局

2023 年通年の実質 GDP 成長率は前年比＋5.2%と、政府が目標とする同＋5.0%前後を達成した。もっとも、前年が同＋3.0%と、コロナ感染拡大の影響が大きかった 2020 年以来の低い伸びであったことを踏まえれば、景気の回復ペースは鈍い。

中央経済工作会議では、2024 年の政策運営方針を議論

12 月 11、12 日に開催された中央経済工作会議では、2024 年の政策運営方針が議論された（図表 4-2）。

経済運営については「穏中求進（安定の中で前進を目指す）」との方針が維持されたほか、重点政策についても、前年の内容を踏襲したものが多かった。財政政策については、「積極的な財政政策を適度に強化し、質と効率の向上を図る」としたほか、金融政策については、「穏健な金融政策を柔軟かつ適度に、的確かつ有効に実施する」とした。前年の方針から景気支援への意向がやや強まった印象はあるが、財政・金融政策方針はあくまでも「適度に」というスタンスである。

同会議の終了後には、複数メディアから、3 月 5 日から開催される予定の全国人民代表大会（全人代、日本の国会に相当）において、2024 年の成長率目標が前年と同じ「5.0%」を目指す見込みであるとの報道がなされた。一方、今年に入り開催された地方レベルの人民代表大会で設定された成長率目標を確認すると、31 行政区のうち、前年から上方修正したのが 4 行政区にとどまる一方、下方修正したのは半数を超える 16 行政区となった（図表 4-3）。こうした点を踏まえると、前年の「5.0%前後」から下方修正される可能性はあるにしても、前年を上回る目標が掲げられることはないだろう。

内需の最大の下押し圧力となっている不動産不況については、不動産関連投資の低迷が続くなか、不動産価格の下落を通じた逆資産効果が個人消費を下押ししている可能性も指摘されている。また、かつて地方政府歳入のうち約 3 割を占めた土地使用権譲渡収入などの不動産関連収入は、不動産開発企業の資金繰り悪化に伴い大きく落ち込んだままである。地方政府の債務状況は厳しく、政策運営は困難を極めている。歳入源の確保ができない以上、昨年 10 月の中央政府による特別国債発行も一時しのぎに過ぎず、これまでのような公共投資頼みの高成長は維持できなくなっている。中長期的には、人口減少も成長率の重石となる。国家統計局の公表ベースでは、2023 年末時点の総人口は前年比▲208 万人と、2 年連続の減少となった。婚姻率の低下などを背景に出生数も 3 年連続で減少、出生率は過去最低となっている。

外需に関しても大きな期待はできない。足元では堅調な米国景気だが、今後は減速に向かう可能性が高い。欧州景気も低空飛行が続く見通しである。デリスキングの動きも輸出の重石となろう。見通し期間中

（図表4-2）中央経済工作会議で示された2024年の政策運営方針

財政政策	積極的な財政政策を適度に強化し、質と効率の向上を図る
金融政策	穏健な金融政策を柔軟かつ適度に、的確かつ有効に実施する
2024年の重点政策	・科学技術イノベーション主導の現代産業システムの構築
	・内需の着実な拡大
	・重点分野における改革の深化
	・高水準な対外開放の拡大
	・重点分野におけるリスクを継続的かつ効果的に防止・解消
	・三農（農業・農村・農民）問題への着実かつ継続的な対応
	・都市と農村の融合と地域の協調的発展の促進
	・グリーン・脱炭素化の推進
	・人々の生活の保障と改善

（出所）政府公表資料より明治安田総研作成

（図表4-3）地方政府の成長率目標

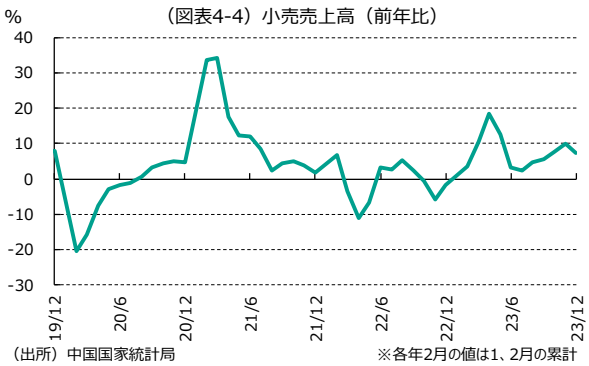
	2023年目標	2024年目標	方向性
北京市	4.5%以上	5.0%前後	↑
重慶市	6.0%以上	6.0%前後	→
上海市	5.5%以上	5.0%前後	↓
天津市	4.0%前後	4.5%前後	↑
安徽省	6.5%前後	6.0%前後	↓
福建省	6.0%前後	5.5%前後	↓
甘粛省	6.0%	6.0%	→
広東省	5.0%以上	5.0%	→
貴州省	6.0%前後	5.5%前後	↓
海南省	9.5%前後	8.0%前後	↓
河北省	6.0%	5.5%前後	↓
黒竜江省	6.0%前後	5.5%前後	↓
河南省	6.0%前後	5.5%	↓
湖北省	6.5%前後	6.0%	↓
湖南省	6.5%前後	6.0%前後	↓
江蘇省	5.0%前後	5.0%以上	→
江西省	7.0%前後	5.0%前後	↓
吉林省	6.0%前後	6.0%前後	→
遼寧省	5.0%以上	5.5%前後	↑
青海省	5.0%前後	5.0%前後	→
陝西省	5.5%前後	5.5%前後	→
山東省	5.0%以上	5.0%以上	→
山西省	6.0%前後	5.0%前後	↓
四川省	6.0%前後	6.0%前後	→
雲南省	6.0%以上	5.0%前後	↓
浙江省	5.0%以上	5.5%前後	↑
広西チワン族自治区	5.5%前後	5.0%以上	↓
内モンゴル自治区	6.0%前後	6.0%以上	→
寧夏回族自治区	6.5%前後	6.0%前後	↓
新疆ウイグル自治区	7.0%前後	6.5%前後	↓
チベット自治区	8.0%前後	8.0%前後	→

（出所）各地方政府公表資料、各種報道資料より明治安田総研作成

の景気は、政府の景気支援策、緩和的な金融環境が下支えする一方、内需・外需ともに不安材料を抱えるなか、全体として勢いを欠く推移が続くとみる。2024 年の実質 GDP 成長率は前年比＋4.8%、2025 年は同＋4.5%と予想する。

個人消費の回復ペースは緩やか

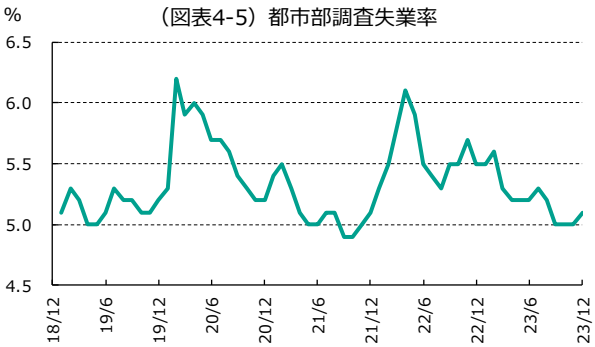
12 月の小売売上高は前年比＋7.4%と、11 月（同＋10.1%）から伸びが鈍化した（図表 4-4）。前月比（季調済）では同＋0.42%と、伸びは 11 月（同＋0.09%）から拡大、5 ヵ月連続のプラスとなった。



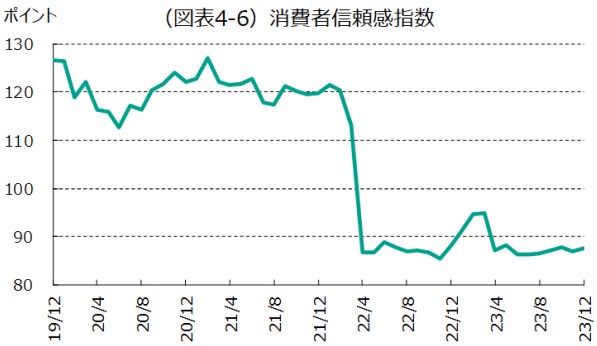
（図表4-4）小売売上高（前年比）
（出所）中国国家統計局
※各年2月の値は1、2月の累計

内訳の分かる前年比で品目別の伸びを追うと、外食（＋30.0%）が大きく伸びたほか、宝飾品（同＋29.4%）や衣類（同＋26.0%）、スポーツ・娯楽用品（同＋16.7%）など外出関連品目で二桁の伸びとなっている。もっとも、前年の 12 月は、ゼロコロナ政策で敷かれていた行動制限等が大幅に緩和され、各地でコロナ感染者が急増していたため、その反動が現れた影響も大きい。その他の品目では、医薬品（同▲18.0%）が、前年のコロナ感染拡大に伴う需要の揺り戻しで大きめのマイナスだったほか、日用品（同▲5.9%）や事務用品（同▲9.0%）、建築材（同▲7.5%）、家電（同▲0.1%）などもマイナスだった。建築材は 2022 年 4 月以降 21 ヵ月連続のマイナスである。不動産不況の影響を受け、住宅投資に関連する品目は引き続き軟調な推移が続いている。2023 年通年の小売売上高は前年比＋7.2%と、ゼロコロナ政策によるロックダウンで低迷していた 2022 年が同▲0.2%とマイナスだったにもかかわらず、コロナ前の 2019 年（同＋8.0%）、2018 年（同＋9.0%）の伸びを下回っており、回復ペースは緩やかである。

雇用・所得環境を確認すると、2023 年通年の失業率は 5.2%、都市部新規就業者数は 1,244 万人と、政府目標（5.5%前後、1,200 万人前後）を達成した。しかし、国家統計局 PMI における雇用指数は、製造業・非製造業ともに低迷しており、改善の兆しはない。12 月の都市部調査失業率は 5.1%と、前月から 0.1%ポイント上昇（悪化）した（図表 4-5）。そうしたなか、統計の調査方法の見直しを理由に昨年 7 月分から公表が停止されていた若年層（16～24 歳）の失業率の公表が再開された。12 月の失業率は 14.9%だったが、これまで調査に含まれていた学生を除いた値であるため、昨年 6 月の 21.3%と比べて改善したのか悪化したのかは不明である。もっとも、失業率悪化の一因となっている大卒者の増加などを背景に、若年層の就職難は今後も続く可能性が高いとみている。2024 年の大卒者数は過去最多の 1,179 万人（前年比＋21 万人）となる見通しである。



（図表4-5）都市部調査失業率
（出所）中国国家統計局

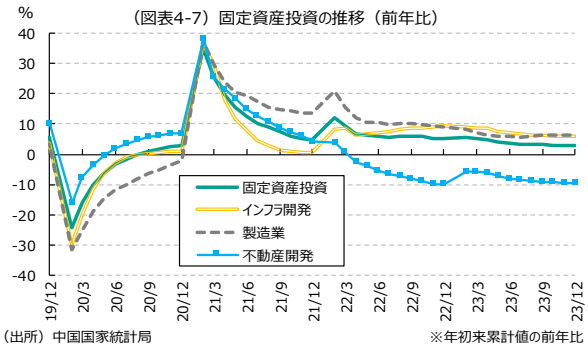


（図表4-6）消費者信頼感指数
（出所）中国国家統計局

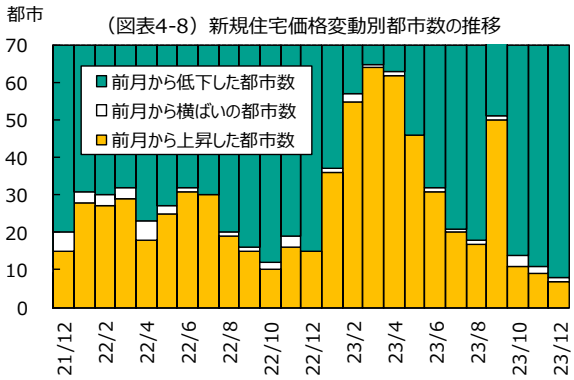
所得面では、2023 年の一人当たり都市部の実質可処分所得は前年比＋4.8%と、依然としてコロナ前の巡航速度である同＋6%程度を下回る伸びとなっている。消費者信頼感指数は、ゼロコロナ政策の解除後にいったん持ち直したものの長続きせず、足元ではゼロコロナ政策導入前を大きく下回る水準で推移している（図表 4-6）。雇用・所得不安等を背景に、消費者マインドの低迷は長引く可能性が高いと考えられ、今後の個人消費は緩やかな回復にとどまると予想する。

不動産不況が固定資産投資を下押しする状況が続く

1－12 月の固定資産投資（年初来累計）は前年比＋3.0%と、1－11 月（同＋2.9%）から伸びが小幅拡大した（図表 4-7）。セクター別に見ると、製造業投資（同＋6.5%）、インフラ関連投資（同＋5.9%）は堅調に推移している。製造業投資では、電気機械器具（同＋32.2%）や自動車（同＋19.4%）、化学（同＋13.4%）などの業種の伸びが高い。当局が昨年 10 月に決定した 1 兆元の特別国債については、すでに 8,000 億元超の割り当てが完了しており、各種インフラプロジェクト等に使用されることが決定している。インフラ関連投資は、政府支援に下支えされることで、2024 年を通じ底堅い伸びが期待できる。



（図表4-7）固定資産投資の推移（前年比）
（出所）中国国家統計局　※年初来累計値の前年比



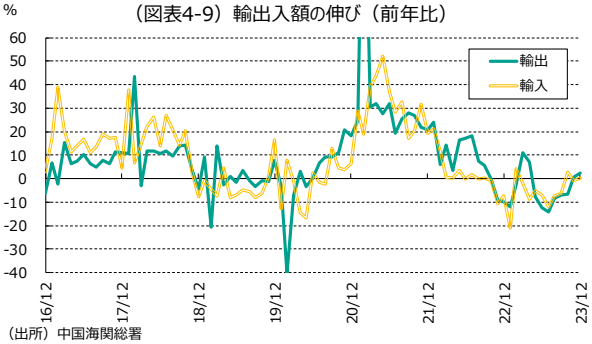
（図表4-8）新規住宅価格変動別都市数の推移
(出所)中国国家統計局

一方、不動産開発投資（同▲9.6%）は、マイナス幅の拡大が続いている。政府当局が住宅購入規制を緩和し、需要喚起に動いているにもかかわらず、主要 70 都市の新築住宅価格は前月比▲0.45%と、7 ヵ月連続のマイナスとなった。マイナス幅は、2015 年 2 月以来の水準まで拡大しており、住宅価格の下落に歯止めがかからない状況である。都市別に見ても、主要 70 都市のうち前月から住宅価格が下落した都市数が 62 都市に上っている（図表 4-8）。不動産関連指標をもとに算出されている全国不動産景気指数は、2022 年 9 月以降、「景気低迷」と位置づけられる 95 を下回る推移が続いている。住宅価格の上昇期待の剥落、不動産開発企業の信用不安が深刻さを増すなか、消費者マインドは一段と悪化しているとみられる。不動産開発投資の低迷は長引く可能性が高い。

今後の固定資産投資は、製造業投資やインフラ関連投資が堅調に推移するとみられる一方、不動産開発投資が足枷となり、緩慢な伸びの持続を予想する。

輸出は今後伸び悩む

貿易統計を見ると、12 月の輸出額（米ドルベース）は前年比＋2.3%と、11 月（同＋0.7%）から伸びが拡大した（図表 4-9）。昨年 10 月までは前年割れが続いていたものの、足元ではプラス圏まで持ち直している。主要な輸出相手国・地域別に見ると、EU 向けが同

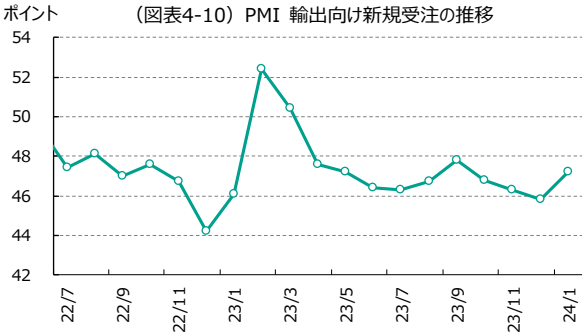


（図表4-9）輸出入額の伸び（前年比）
（出所）中国海関総署

▲1.9%と、11 月（同▲14.5%）からマイナス幅を大きく縮小させたほか、ロシア向け（同＋21.6%）も高い伸びとなっている。一方、米国向けが同▲6.9%とマイナスに転じたほか、ASEAN 向け（同▲6.1%）、日本向け（同▲7.3%）もマイナス圏での推移が続いている。2023 年通年の輸出額は同▲4.6%と、7 年ぶりに前年割れとなった。

国家統計局 PMI の輸出向け新規受注指数を見ると、昨年 4 月以降、10 ヵ月連続で好不況の境目となる 50 を下回る推移が続いている（図表 4-10）。足元では堅調な米国景気も今後は減速する可能性が高く、ユーロ圏景気も低空飛行が続く見通しである。当研究所では、2024 年後半以降、FRB や ECB が利下げに転じることで、米欧景気は緩やかに回復するとみているが、経済安全保障の観点から主要国の間でデリスキングの動きが広がるなか、ハイテク製品等に対する輸出規制強化の流れは今後も続く公算が大きい。米商務省のデータによれば、2023 年の米国の輸入額に占める中国のウェイトはメキシコに抜かれ 17 年ぶりに 2 位に転落、輸入額は前年から▲20.3%低下した。先行きの輸出は伸び悩むと予想する。

（図表4-10）PMI 輸出向け新規受注の推移



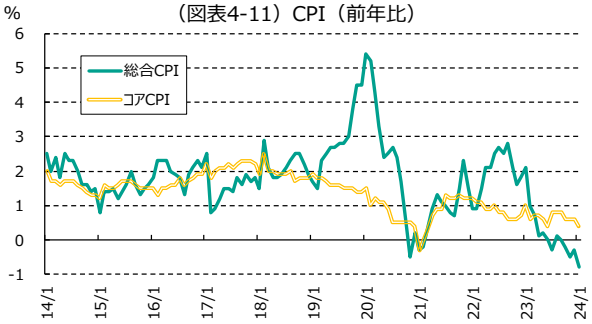
（出所）中国国家統計局

LPR は年内に追加引き下げも

1 月の総合 CPI は、前年比▲0.8%と 12 月（同▲0.3%）からマイナス幅が拡大、2009 年 9 月以来の大幅マイナスとなった（図表 4-11）。食品とエネルギーを除くコア CPI の伸びも 12 月から縮小した（12 月：同＋0.6%→1 月：同＋0.4%）。1 月の結果については、春節の時期が昨年とずれていることを考慮する必要があるものの、総合 CPI はこれで 4 ヵ月連続のマイナスであり、物価の上昇圧力は弱い。2023 年通年の CPI の伸びは同＋0.2%と、政府が目標として掲げていた同＋3.0%前後を大きく下回った。

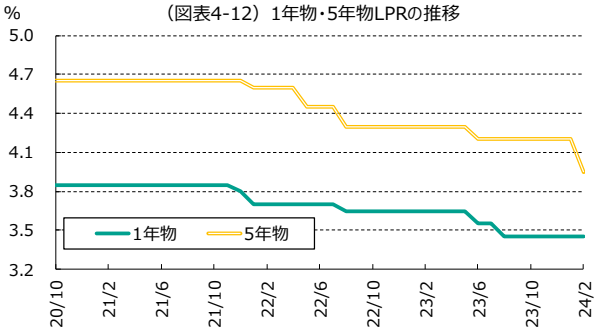
そうしたなか、中国人民銀行は、1 月に預金準備率を大手銀行、中小銀行でそれぞれ 0.50%ずつ引き下げることを決定した。資金供給を増やし、景気を下支えする狙いがある。2 月には、事実上の政策金利となるローン・プライム・レート（LPR）のうち 5 年物が 0.25%引き下げられた（図表 4-12）。昨年 8 月には 1 年物が 0.10%引き下げられていたが、5 年物の引き下げは 6 月以来 9 ヵ月ぶりである。金融引き締めを続けてきた米国との金利差拡大などを背景に元安ドル高が進行、資金流出懸念がくすぶっているものの、FRB による利上げはすでに終了したとの見方が大勢である。当研究所では、6 月に FRB が利下げを開始するとみている。今年の中央経済工作会議で、「社会の総合的融資コストの安定のなかでの低下を促進する」と述べられていることからも、勢いを欠く景気を支援するため、LPR は年内にさらに引き下げられると予想する。（担当：木村）

（図表4-11）CPI（前年比）



（出所）中国国家統計局

（図表4-12）1年物・5年物LPRの推移



（出所）PBOC

５．豪州経済見通し

＜要　　約＞

豪州の 2023 年 7－9 月期実質 GDP 成長率は前期比＋0.2%と、8 四半期連続のプラスとなったが、輸出の減少や個人消費の停滞などを背景に、伸びは前期（同＋0.4%）から鈍化した。

2024 年前半の個人消費は、物価高や利上げが重石となることで停滞気味の推移が続くとみる。輸出は、豪中関係の緊張緩和が下支え要因となるものの、中国景気は勢いを欠く推移をたどるとみられることから、緩慢な回復にとどまると予想する。もっとも、2024 年後半以降の景気は、個人消費がインフレ率の鈍化に伴う実質所得の改善を背景に回復することで、次第に持ち直すとみる。

2024 年の実質 GDP 成長率は前年比＋1.5%、2025 年は同＋2.0%と予想する。

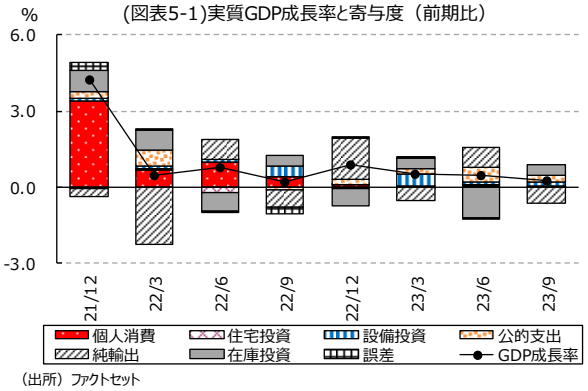
個人消費は 2024 年後半から回復

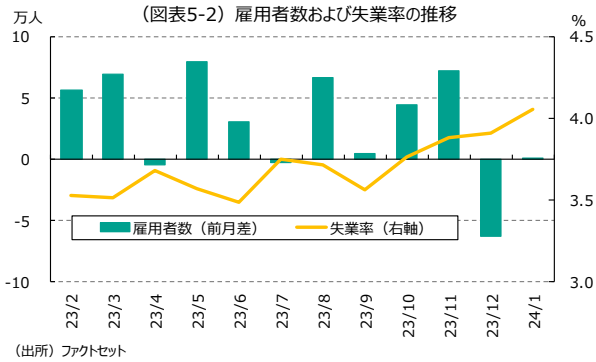
豪州の 2023 年 7－9 月期実質 GDP 成長率は前期比＋0.2%と、8 四半期連続のプラスとなった（図表 5-1）。ただ、輸出の減少や個人消費の停滞などを背景に、伸びは前期（同＋0.4%）から鈍化した。

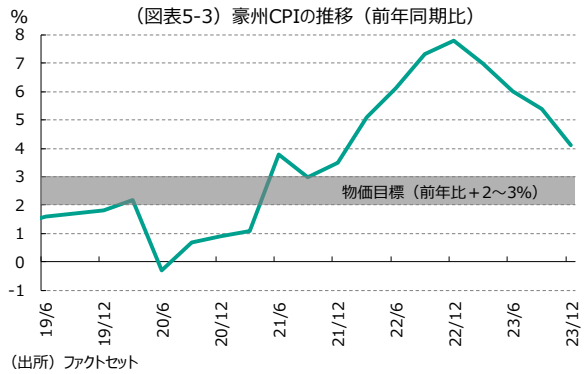
豪州の 12 月の小売売上高は、前月比▲2.7%と 2 ヵ月ぶりにマイナスとなった。11 月のブラック・フライデーセールに消費が前倒しされたことが主因だが、物価高と利上げが重石となって消費者信頼感は低迷が続いており、家計が裁量的支出を抑えていることも影響しているとみられる。

個人消費の先行きを見通すうえで重要な雇用環境を見ると、1 月の失業率は 4.1%と、過去の水準に比し依然として低水準ではあるものの、均せば緩やかに上昇している（図表 5-2）。雇用者数は前月比＋0.0 万人と横ばいだったが、昨年末までの増加数を 3 ヵ月毎に見ると、4－6 月が＋10.6 万人、7－9 月が＋6.9 万人、10－12 月が＋5.5 万人と、増加ペースは鈍くなっている。求人数も減少傾向で推移しており、労働需給は緩和に向かっている。失業率は今後緩やかながらも上昇傾向をたどるとみる。

豪州の CPI は前年同期比＋4.1%と、依然として豪州準備銀行（RBA）が目標とする＋2～3%を上回る高い伸びではあるものの、前期（同＋5.4%）から大幅に鈍化した（図表 5-3）。エネルギー価格の低下を受け、







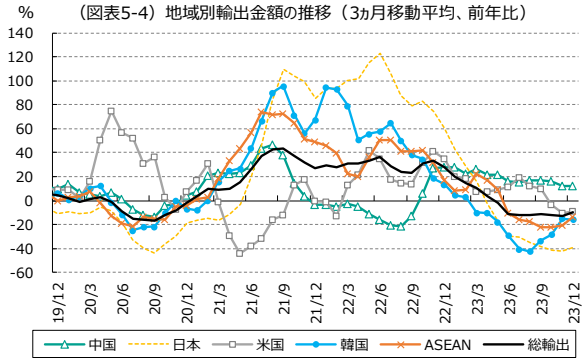
財価格の伸びが鈍化したことが主因である。一方、サービス価格は全体の伸びを上回る同＋4.6%となっている。ただ、サービス価格の動向のカギを握る賃金の伸びは、7－9 月期が前年同期比＋4.0%と上昇基調ではあるものの、今後は労働需給の緩和に伴って緩やかに低下していくとみられる。

2024 年前半の個人消費は、物価高や利上げなどが重石となることで停滞気味の推移が続くと予想する。もっとも、2024 年後半以降は、インフレ率が賃金上昇率を上回るペースで鈍化することによる実質所得の改善を背景に、次第に回復すると予想する。

輸出は緩慢な回復にとどまる

豪州の 12 月の輸出金額の伸び（3 ヵ月移動平均、前年比）は▲10.0%と、前月（同▲12.9%）からマイナス幅が縮小した（図表 5-4）。相手国別に見ると、韓国向けや ASEAN 向けが持ち直すなか、豪州最大の貿易相手である中国向けも底堅く推移している。中国向けに関しては、中国が昨年 8 月に大麦への高関税を撤廃、12 月に食肉処理業者大手 3 社に対する輸入制限措置も解除した。ワインへの高関税についてもすでに見直しに合意している。11 月、アルバニージー豪首相は約 7 年ぶりに訪中、習主席と会談し、対話の再開で合意した。豪中関係の改善は輸出を下支えするとみる。ただ、中国景気は、不動産市場の低迷などを背景に勢いを欠いた推移が続くとみられることから、今後の輸出は緩慢な回復にとどまると予想する。

（図表5-4）地域別輸出金額の推移（3ヵ月移動平均、前年比）



（出所）豪州統計局

RBA は今後も政策金利をすえ置く

RBA は、2 月 5－6 日にかけて金融政策委員会を開催し、政策金利であるキャッシュレートの誘導目標を 4.35%ですえ置くことを決定した。これで 2 会合連続のすえ置きとなる。声明文では、「*最近のデータはインフレが緩和していることを示しているが、依然として高水準にある*」との認識が示された。足元のインフレ率は RBA の 11 月時点の予測をそれなりに下回ってはいるが、先行きの見通しに対しては慎重な見方を維持している。もっとも、同日に公表された金融政策報告書では、市場予想に基づいて、政策金利が 2024 年半ばまで 4.35%付近にとどまり、その後 2026 年半ばにかけて 3.25%付近まで低下するという前提で経済見通しが作成された。この前提を置いた場合、インフレ率は 2025 年 10－12 月期に目標の＋2～3%の範囲内まで低下するとの見通しになっており、RBA が従来示してきた予測とも整合的である。今後インフレ率の上振れが懸念されるようなリスクが浮上しない限り、RBA が追加利上げの必要に迫られる可能性は低く、当研究所では、利上げは 11 月会合で最後と予想する。

会合後の総裁会見では、ブロック総裁が「*我々が期待するのは、インフレ率が妥当な期間内で目標に戻ると確信させ、安心させるデータである。利下げには CPI が継続的に＋2.5%にとどまる確信が必要だ*」と、早期利下げ期待を牽制するとともに、利下げを決断するための必要条件を示した。声明文でも、インフレ鎮静化が最優先とのスタンスを示し続けており、RBA は利下げを急いではいないとみられる。サービス価格のインフレの鈍化が緩やかなペースにとどまるとみられるなか、インフレ率が継続的に＋2.5%にとどまるという、利下げへの必要条件を満たしたことへの確信を RBA が持つためには、2024 年の終盤まで待つ必要があると考える。利下げ開始時期は、2024 年 11 月をメインシナリオとする。（担当：木村）

６．原油相場見通し

足元の原油価格は 70 ドル/バレル台後半で推移

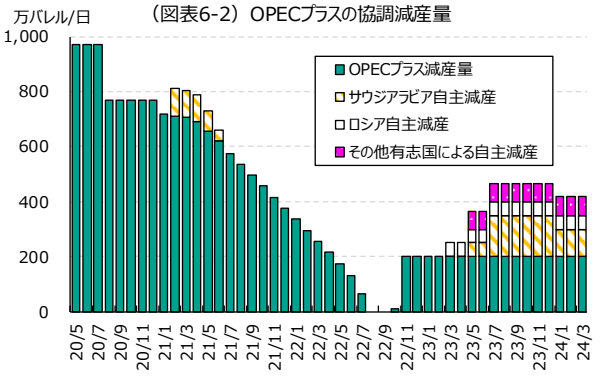
2024 年に入ってからのウエスト・テキサス・インターミディエート（WTI）原油先物価格は、中東情勢の緊迫化などが下支え要因となる一方、FRB の早期利下げ観測後退や、中国景気の先行き懸念による需要の伸び悩みが意識され、足元では 70 ドル/バレル台後半で推移している（図表 6-1）。

（図表6-1）WTI原油先物価格の推移
（出所）ファクトセット

今後の需要動向を展望すると、まず、世界の石油消費の約 15%を占める中国では、不動産開発投資の低迷が続くと見込まれることから、見通し期間にわたって景気は力強さに欠ける推移が続くと予想する。また、世界最大の石油消費国である米国では、家計の信用条件悪化などにより個人消費の勢いが次第に弱まることから、2024 年央にかけて景気は減速すると見込む。欧州も ECB による利上げの効果が現れることで、年前半の景気は低空飛行が続くと予想する。ただ、春以降、欧米中央銀行が相次いで利下げに転じることで、2024 年後半から米国、欧州ともに景気は持ち直すとみる。世界景気の推移と歩調を合わせる形で、2024 年前半の原油需要は停滞気味の推移となり、2024 年後半以降、回復基調をたどると予想する。

OPEC プラスの価格支配力は低下

供給面に目を転じると、OPEC プラスは 2 月 1 日に開催した合同閣僚監視委員会で、全体による 200 万バレル/日の協調減産と、有志 8 ヵ国による約 220 万バレル/日の自主減産を継続する方針を確認した（図表 6-2）。なお、自主減産は 3 月末に期限を迎えるため、同月上旬に延長の是非を判断する予定としている。ただ、ここにきて減産幅の拡大で価格を下支えし、財政状況の改善を図りたい加盟国と、原油需要の減少を懸念する加盟国との間で意見対立が生じている。昨年 11 月には、サウジアラビアが追加減産を求めたのに対し、アフリカ諸国の一部が反対したことなどから、協議が難航し、会合を延期する事態となった。その後、アンゴラが「自国の利益にならない」として OPEC プラスを脱退している。



（図表6-2）OPECプラスの協調減産量
※22年9月は10万バレル/日の増産
（出所）各種報道資料、OPEC公表資料より明治安田総研作成

米国におけるシェールオイルの生産増や、脱炭素化に向けた動きもあり、近年 OPEC プラスの石油生産シェアは低下傾向にある。サウジアラビアはさらなる追加減産を模索するとみられるが、再びアフリカ諸国の反対にあい、足並みの乱れが露呈すれば、OPEC プラスの価格支配力が低下する懸念が生じる。そのため、今後の追加減産については、有志による自主的なものが中心となる可能性が高く、規模は小幅にとどまると予想する。

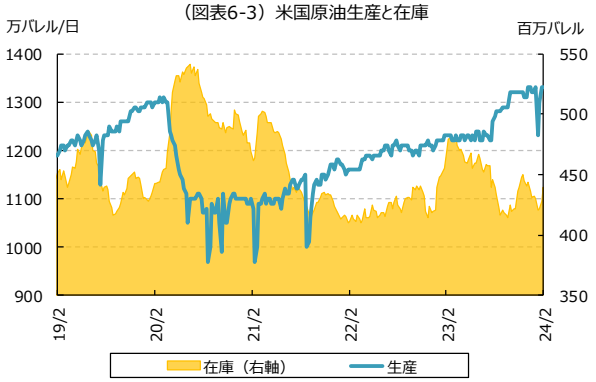
中東情勢の悪化は原油価格上昇リスク

パレスチナ自治区ガザ地区を実効支配するイスラム組織であるハマスとイスラエルによる紛争は収束の目途が立っていない。このほど米国、イスラエル、エジプト、カタールの 4 ヵ国が提案した休戦案に対するハマスの回答をイスラエルは拒否し、再び空爆が行なわれている。また、イランの支援を受けているイエメンの反政府組織フーシ派がハマスとの連帯を掲げ、紅海を航行する商船への攻撃を続けている。一方、米英軍が報復として、フーシ派の武器庫などの関連施設を攻撃しており、周辺地域の地政学リスクは高まっている。こうした事態を受け、石油タンカーを含む多くの船舶が紅海を通らず、喜望峰を迂回するルートへの航路変更を余儀なくされている。今回の紛争地域に主要な油田はないものの、こうした状況が長引けば、航海時間の長期化で原油供給が滞る事態も考えられ、原油価格の押し上げにつながる可能性が懸念される。現段階では、イランはフーシ派への関与を否定しているが、今後も紅海での攻撃が続くようなら、米国とイランの関係がさらに悪化する可能性がある。米国がイラン領土へ直接攻撃する可能性は低いとみているが、イラン産原油の輸入禁止措置を含む経済制裁を強化する可能性はあり、そうなれば原油価格急騰のリスクが高まる。

米国シェールオイル生産の回復が続く

足元の米国の原油生産量は 1,330 万バレル/日と、コロナ禍前のピークを上回っている（図表 6-3）。コロナ禍でシェールオイル関連企業のバランスシートが悪化し、債務返済や現金確保を優先する状況が続いてきたが、原油価格の上昇などによる収益回復が生産拡大を後押ししたとみる。昨年 10 月には、米石油大手のエクソンモービルがシェール専業のパイオニア・ナチュラル・リソーシズを買収することを発表するなど、さらなる増産意欲も高まっている。

（図表6-3）米国原油生産と在庫



（出所）ファクトセット

カンザスシティ連銀の調査によれば、シェールオイル生産企業の採算ライン（WTI）は 2023 年 10－12 月期時点で 64 ドル/バレルであり、足元の原油価格は同水準を上回っている。シェールオイルの開発動向を見ると、すでに掘削が終わり、仕上げ作業を施すだけで生産が開始可能となる「掘削済み・未仕上げ坑井在庫（DUC）」の取り崩しによる生産が現段階では進んでいるが、収益拡大が続けば、今後は新規の掘削が増加する展開も期待できる。先行きのシェールオイル生産は回復傾向で推移すると予想する。

原油価格は 2024 年後半以降に上向く

供給面では、中東情勢の緊迫化が 2024 年にわたって原油価格の下支え要因になると予想する。一方、OPEC プラスの価格支配力低下やシェールオイルの生産回復は下押し材料となろう。特に 2024 年前半は、中国景気が力強さを欠くほか、欧米景気が減速することにより需要の増加ペースが緩慢なものにとどまることから、原油価格は 65－90 ドル/バレルでの動きが中心になると予想する。2024 年後半から 2025 年にかけては、欧米景気の回復により需要が持ち直すことなどから、75－100 ドル/バレルのレンジ内での推移になるとみる。（担当：前田）

※本レポートは、明治安田総合研究所が情報提供資料として作成したものであり、いかなる契約の締結や解約を目的としたものではありません。掲載内容について細心の注意を払っていますが、これによりその情報に関する信頼性、正確性、完全性などについて保証するものではありません。掲載された情報を用いた結果生じた直接的、間接的トラブルや損失、損害については、一切の責任を負いません。またこれらの情報は、予告なく掲載を変更、中断、中止することがあります。

●照会先●　株式会社 明治安田総合研究所　　〒102-0073 東京都千代田区九段北3－2－11 TEL03-6261-7947