2023 年 11 月 20 日

２０２３－２０２５年度経済見通しについて
～消えない「インフレ制圧」後の不透明感～

株式会社明治安田総合研究所（社長　神田 智尚）は、２０２３年７－９月期のＧＤＰ速報値の発表を踏まえ、２０２３－２０２５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：２０２３年度 １．６％　２０２４年度 １．４％　２０２５年度 １．１％

名目ＧＤＰ成長率：２０２３年度 ５．３％　２０２４年度 ３．０％　２０２５年度 ２．１％

２．要点

①米国経済は、家計の信用条件の悪化や学生ローンの支払いなどが個人消費の重石になるのに加え、利上げの影響で設備投資や住宅投資も冴えない推移が続くとみられ、2024 年前半にかけて減速に向かう。欧州経済も 2024 年前半まで利上げや物価高の影響が残る。中国経済は不動産不況の長期化が避けられず、停滞気味の推移が続く。ただ、2024 年後半以降は、欧米が揃って金融緩和に転じることが世界経済の下支え要因になる。

②日本の 7－9 月期 GDP は夏場の景気が弱含んでいる様子を示したが、消費者物価にはピークアウトの兆しも見え、2024 年の個人消費は回復に向かうと予想。足元では軟調な設備投資も、企業の計画自体は強く、部品不足の緩和や原燃料費の低下とともに回復に向かうと予想。一方、輸出は低迷の持続が予想される。改善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程度とみられ、日本経済は本格回復と言える状況には至らない。

③日銀は、来年の春闘の動向を見極めたうえで、2024 年 4 月にマイナス金利を解除すると予想する。ただ、その後の利上げ幅は極めて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	
実質成長率	１．３％	１．６％	２．１％	１．４％	１．１％	１．１％
成長率寄与度						
・内需	１．９％	０．３％	１．２％	１．５％	１．４％	１．０％
・外需	▲０．６％	１．２％	０．９％	▲０．１％	▲０．３％	０．１％
名目成長率	２．０％	５．３％	５．３％	３．０％	２．２％	２．１％

※前回は２０２３年８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～P29
中国経済見通し	エコノミスト　　木村　彩月	P30～P34
豪州経済見通し	エコノミスト　　木村　彩月	P35～P36
原油相場見通し	エコノミスト　　前田　和孝	P37～P38

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	2022年度		2023年度				2024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
実質GDP	1.3%	1.6%	1.4%	1.1%	▲ 0.1%	0.9%	1.1%	▲ 0.5%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%
前期比年率	1.3%	1.6%	1.4%	1.1%	▲ 0.2%	3.7%	4.5%	▲ 2.1%	1.2%	1.6%	1.6%	1.6%	1.8%	2.0%
前年同期比	1.3%	1.6%	1.4%	1.1%	0.3%	2.0%	1.7%	1.2%	1.8%	1.3%	0.6%	1.5%	1.6%	1.8%
民間最終消費支出	2.5%	▲ 0.0%	1.4%	0.8%	0.2%	0.7%	▲ 0.9%	▲ 0.0%	0.5%	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%	0.2%
民間住宅投資	▲ 3.2%	2.7%	▲ 0.0%	0.7%	1.0%	0.5%	1.8%	▲ 0.1%	0.2%	▲ 0.1%	▲ 0.3%	0.1%	0.2%	0.2%
民間設備投資	3.0%	0.1%	2.5%	2.5%	▲ 0.9%	1.7%	▲ 1.0%	▲ 0.6%	0.5%	0.6%	0.6%	0.7%	1.1%	1.1%
政府最終消費支出	0.7%	0.4%	0.7%	0.7%	0.1%	0.1%	0.0%	0.3%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%
公的固定資本形成	▲ 3.2%	1.2%	0.6%	0.5%	0.0%	1.4%	0.3%	▲ 0.5%	▲ 0.3%	0.7%	0.5%	0.2%	▲ 0.4%	0.3%
財貨・サービスの輸出	4.5%	3.2%	2.2%	3.0%	1.5%	▲ 3.5%	3.9%	0.5%	0.5%	0.3%	0.2%	0.8%	1.0%	1.1%
財貨・サービスの輸入	7.2%	▲ 2.8%	2.8%	2.7%	0.2%	▲ 2.1%	▲ 3.8%	1.0%	0.8%	0.5%	0.6%	0.7%	0.7%	0.6%
名目GDP	2.0%	5.3%	3.0%	2.1%	1.3%	2.3%	2.5%	▲ 0.0%	0.8%	0.9%	1.0%	0.5%	0.8%	1.0%
GDPデフレーター(前年比)	0.7%	3.7%	1.7%	1.0%	1.2%	2.0%	3.5%	5.1%	3.8%	2.9%	2.0%	1.6%	1.5%	1.5%

(前期比寄与度)

	2022年度	2023年度	2024年度	2025年度	2022年度		2023年度				2024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
実質GDP	1.3%	1.6%	1.4%	1.1%	▲ 0.1%	0.9%	1.1%	▲ 0.5%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%
民間最終消費支出	1.3%	▲ 0.0%	0.8%	0.4%	0.1%	0.4%	▲ 0.5%	▲ 0.0%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%
民間住宅投資	▲ 0.1%	0.1%	▲ 0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	▲ 0.0%	0.0%	▲ 0.0%	▲ 0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
民間設備投資	0.5%	0.0%	0.4%	0.4%	▲ 0.2%	0.3%	▲ 0.2%	▲ 0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%
政府最終消費支出	0.2%	0.1%	0.2%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%
公的固定資本形成	▲ 0.2%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	▲ 0.0%	▲ 0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	▲ 0.0%	0.0%
民間在庫品増加	0.2%	▲ 0.2%	0.2%	▲ 0.0%	▲ 0.4%	0.4%	▲ 0.1%	▲ 0.3%	0.2%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
純輸出	▲ 0.6%	1.2%	▲ 0.1%	0.1%	0.3%	▲ 0.2%	1.8%	▲ 0.1%	▲ 0.0%	▲ 0.0%	▲ 0.1%	0.0%	0.0%	0.1%
財貨・サービスの輸出	0.9%	0.6%	0.4%	0.6%	0.3%	▲ 0.8%	0.8%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.2%	0.2%	0.2%
財貨・サービスの輸入	▲ 1.5%	0.6%	▲ 0.5%	▲ 0.5%	▲ 0.0%	0.5%	1.0%	▲ 0.2%	▲ 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	2022年度		2023年度				2024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
実質GDP	548.7	557.2	564.8	571.0	547.1	552.0	558.1	555.1	556.7	558.9	561.2	563.4	565.9	568.8
民間最終消費支出	295.7	295.7	299.9	302.3	295.6	297.5	294.8	294.7	296.1	297.3	298.5	299.5	300.5	301.2
民間住宅投資	18.2	18.7	18.7	18.8	18.3	18.4	18.7	18.7	18.7	18.7	18.6	18.7	18.7	18.7
民間設備投資	90.3	90.4	92.7	95.0	89.9	91.4	90.5	89.9	90.4	90.9	91.4	92.1	93.1	94.1
政府最終消費支出	118.6	119.2	120.0	120.8	118.7	118.8	118.8	119.2	119.3	119.4	119.6	119.9	120.2	120.4
公的固定資本形成	26.7	27.0	27.2	27.3	26.6	27.0	27.1	27.0	26.9	27.0	27.2	27.2	27.1	27.2
民間在庫品増加	2.3	1.4	2.6	2.5	0.8	2.6	2.0	0.5	1.4	1.8	2.6	2.6	2.6	2.7
純輸出	▲ 2.4	112.0	114.5	117.9	▲ 2.0	▲ 3.6	4.9	4.3	4.1	3.8	3.3	3.5	3.8	4.4
財貨・サービスの輸出	108.5	107.7	110.7	113.7	110.9	107.0	111.2	111.8	112.4	112.7	112.9	113.9	114.9	116.2
財貨・サービスの輸入	110.9	4.3	3.7	4.2	113.0	110.6	106.4	107.5	108.3	108.9	109.6	110.4	111.2	111.9

2. 主要指標予測

	2022年度	2023年度	2024年度	2025年度	2022年度		2023年度				2024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%	▲ 0.5%	2.1%	1.7%	▲ 0.2%	▲ 1.3%	1.0%	▲ 3.6%	▲ 0.9%	1.5%	0.6%	2.6%	2.5%	2.8%
消費者物価指数(除く生鮮食品、前年比)	3.0%	2.9%	2.1%	1.8%	3.8%	3.5%	3.3%	3.0%	2.7%	2.5%	2.5%	2.2%	2.0%	1.9%
貿易収支(季調値、兆円)	▲ 22.1	▲ 9.2	▲ 6.9	▲ 5.2	▲ 6.0	▲ 4.2	▲ 2.3	▲ 1.5	▲ 2.7	▲ 2.6	▲ 2.5	▲ 1.8	▲ 1.5	▲ 1.1
経常収支(季調値、兆円)	8.3	19.6	19.7	20.8	2.2	2.4	5.9	6.2	3.7	3.8	4.1	4.8	5.2	5.7
完全失業率(季調値:平均)	2.6%	2.6%	2.5%	2.4%	2.5%	2.6%	2.6%	2.7%	2.7%	2.6%	2.5%	2.5%	2.4%	2.4%
WTI原油価格(ﾄﾞﾙ/バレル、※)	90	77	80	85	80	76	71	91	75	75	70	75	80	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	2022年	2023年				2024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%	2.4%	1.4%	1.8%	2.6%	2.2%	2.1%	4.9%	1.2%	0.4%	0.1%	1.5%	2.2%
	個人消費支出	2.5%	2.2%	1.4%	2.0%	1.2%	3.8%	0.8%	4.0%	1.4%	0.4%	0.1%	2.2%	2.7%
	住宅投資	▲ 9.0%	▲ 10.9%	1.5%	3.1%	▲ 24.9%	▲ 5.3%	▲ 2.2%	3.9%	2.0%	0.8%	0.3%	2.7%	3.7%
	設備投資	5.2%	4.0%	0.0%	2.1%	1.7%	5.7%	7.4%	▲ 0.1%	▲ 0.8%	▲ 2.0%	▲ 0.9%	2.0%	3.0%
	在庫(寄与度)	0.6%	▲ 0.4%	0.1%	▲ 0.1%	1.6%	▲ 2.2%	0.0%	1.3%	▲ 0.4%	0.2%	0.0%	▲ 0.2%	▲ 0.2%
	純輸出(寄与度)	▲ 0.5%	0.6%	0.0%	▲ 0.2%	0.3%	0.6%	0.0%	▲ 0.1%	0.5%	0.0%	▲ 0.0%	▲ 0.3%	▲ 0.2%
	輸出	7.0%	2.5%	1.5%	2.1%	▲ 3.5%	6.8%	▲ 9.3%	6.2%	1.8%	1.6%	0.6%	2.0%	4.0%
	輸入	8.6%	▲ 1.8%	0.9%	3.0%	▲ 4.3%	1.3%	▲ 7.6%	5.7%	▲ 2.0%	1.0%	0.5%	3.8%	4.6%
	政府支出	▲ 0.9%	3.8%	1.9%	1.5%	5.3%	4.8%	3.3%	4.6%	2.5%	1.0%	0.7%	1.1%	1.5%
	失業率(※)	3.6%	3.6%	4.1%	4.0%	3.5%	3.5%	3.6%	3.8%	4.0%	4.1%	4.2%	4.1%	4.0%
	CPI(総合、※)	8.0%	4.2%	2.7%	2.1%	6.4%	5.0%	3.1%	3.7%	3.2%	3.0%	2.7%	2.5%	2.2%
	政策金利(誘導目標上限、期末値)	4.50%	5.50%	4.50%	4.00%	4.50%	5.00%	5.25%	5.50%	5.50%	5.50%	5.25%	4.75%	4.50%
ユーロ圏	実質GDP成長率(前期比)	3.4%	0.5%	0.8%	1.5%	0.0%	0.0%	0.2%	▲ 0.1%	0.0%	0.1%	0.3%	0.5%	0.6%
	家計消費	4.2%	0.3%	0.8%	1.4%	▲ 0.7%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	0.3%	0.5%	0.5%
	政府消費	1.6%	0.1%	0.6%	1.0%	0.5%	▲ 0.6%	0.4%	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.2%	0.1%
	固定投資	2.6%	0.9%	0.3%	1.6%	▲ 0.2%	0.4%	0.1%	▲ 0.1%	▲ 0.2%	▲ 0.4%	0.3%	0.8%	0.9%
	純輸出(寄与度)	0.0%	0.3%	0.1%	0.2%	0.4%	0.6%	▲ 0.4%	0.0%	0.1%	0.0%	0.1%	0.2%	0.2%
	輸出	7.2%	0.1%	0.7%	1.9%	▲ 0.1%	0.0%	▲ 0.9%	▲ 0.2%	0.1%	0.2%	0.4%	0.8%	1.0%
	輸入	7.9%	▲ 0.6%	0.7%	1.8%	▲ 1.1%	▲ 1.1%	▲ 0.2%	▲ 0.2%	0.0%	0.2%	0.3%	0.5%	0.6%
	失業率(※)	6.7%	6.7%	6.5%	6.7%	6.7%	6.5%	6.4%	6.5%	6.5%	6.6%	6.6%	6.7%	6.7%
	CPI(総合、※)	8.4%	4.8%	2.5%	2.0%	9.2%	6.9%	5.5%	4.3%	2.8%	2.7%	2.5%	2.4%	2.4%
	政策金利(期末値)	2.00%	4.00%	3.25%	2.75%	2.00%	3.00%	3.50%	4.00%	4.00%	4.00%	3.75%	3.50%	3.25%
英国	実質GDP成長率(前期比)	4.3%	0.5%	0.5%	1.4%	0.1%	0.3%	0.2%	0.0%	0.0%	0.1%	0.2%	0.2%	0.3%

※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＞

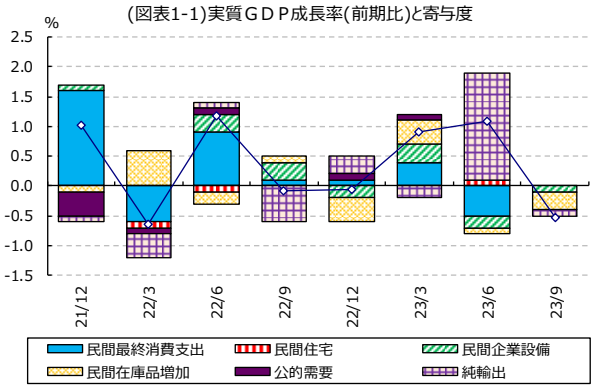
7－9 月期の日本の実質 GDP 成長率は前期比▲0.5%（年率換算：▲2.1%）と、3 四半期ぶりのマイナス成長となり、夏場の国内景気が弱含んでいる様子を示した。個人消費、設備投資という内需の両輪がいずれも 2 期連続のマイナスになっている。個人消費は主として物価高、設備投資は各種の供給制約が影響しているとみられる。

ただ、ここへきて消費者物価にはピークアウトの兆しも見えることから、年末から 2024 年前半にかけては、実質賃金の回復が個人消費を支えると予想する。設備投資も企業の計画自体は強く、今後は部品不足の緩和や原燃料費の低下とともに回復に向かおう。一方で、輸出は低迷の持続が予想される。実質賃金も前年比で小幅のプラスに浮上する程度の回復にとどまるとみられることから、日本経済は今回も本格回復と言える状況には至らないと予想する。

日銀は、実質賃金の改善傾向と、来年の春闘の動向を見極めたうえで、2024 年 4 月にマイナス金利を解除すると予想する。ただ、「物価と賃金の好循環」が力強さを欠くなかで、その後の利上げ幅は極めて限定的なものにとどまると予想する。

7－9 月期の GDP 成長率は 3 四半期ぶりのマイナス

7－9 月期の日本の実質 GDP 成長率は前期比▲0.5%（年率換算：▲2.1%）と、事前の市場予想（前期比▲0.1%、年率換算▲0.4%、当社予想は同▲0.1%、▲0.6%）を下回った（図表 1-1）。



(出所)内閣府「四半期別ＧＤＰ速報」

4－6 月期の成長率は同＋1.1%の大幅プラスだったが、これは輸入の大幅減（同▲3.8%）に伴い、外需の寄与度が＋1.8%ポイントの大幅プラスとなった影響が大きかった。4－6 月期の輸入の減少幅は、内需の弱さを考慮してもなお大きかった印象が強く、今期の GDP が反動でマイナスとなることは広く予想されていた。もっとも、7－9 月期の輸入の前期比プラス幅は＋1.0%で、反動増のレベルとしては大きいものではなく、その結果、純輸出のマイナス寄与幅も▲0.1%ポイントと小幅だった。それよりも、内需の寄与度が▲0.4%ポイントと大きめのマイナスだったことが、全体の押し下げに寄与した。

内需は 4－6 月期の前期比▲0.7%（寄与度▲0.7%ポイント）に続き 2 期連続のマイナスである。4－6 月期は民間最終消費支出の大幅マイナス（前期比▲0.9%、寄与度▲0.5%ポイント）の影響が大きかったが、今期は民間在庫のマイナス寄与が▲0.3%ポイントと大きかった。実額ベースでは 2 兆 110 億円から 4,929 億円まで減少したが、在庫削減までには至らず、9 四半期連続の積み増しとなっている。在庫変動の景気へのインプリケーションは簡単には判断できない。最終需要が強くても弱くても在庫は減少する場合があるためである。特殊要因の有無にかかわらず、もともと振れが大きい項目である点も考慮する必

要がある。今期に関しては、4－6 月期の輸入が大きく減ったことが、翌期の在庫積み増しペースの鈍化に反映された可能性もあろう。

純輸出と在庫投資を除いた国内最終需要は前期比▲0.2%（寄与度▲0.2%ポイント）とマイナスである。こちらはまぎれもなく足元の景気の弱さを示している。民需の主要項目を見ると、民間最終消費支出が前期比▲0.0%、民間住宅が同▲0.1%、民間企業設備が同▲0.6%といずれもマイナスである。公的需要については、政府最終消費支出が同＋0.3%と 4 四半期連続のプラスとなったものの、公的固定資本形成は同▲0.5%と 6 四半期ぶりのマイナスとなった。

7－9 月期の GDP 速報は、夏場の国内景気が弱含んでいる様子を示した。個人消費、設備投資という内需の両輪がいずれも 2 期連続のマイナスになっているのが苦しい。個人消費については、物価高の影響が大きいとみられる。ただ、ここへきて消費者物価にはピークアウトの兆しも見えることから、年末から 2024 年前半にかけては実質賃金の回復が個人消費を支えると予想する。設備投資も企業の計画自体は強く、今後は部品不足の緩和や原燃料費の低下とともに回復に向かおう。一方で、輸出は低迷継続が予想される。もともと外需主導の日本経済が外需に頼れない状況なのは厳しい。実質賃金も前年比で小幅のプラスに浮上する程度の回復にとどまるとみられることから、日本経済は今回も本格回復と言える状況には至らないと予想する。

経済対策の効果は

財政支出の規模で約 21.8 兆円の大型経済対策が固まった（図表 1-2）。「Ⅰ.物価高から国民生活を守る」では、住民税非課税世帯への 7 万円の追加給付に 1 兆 592 億円、エネルギー価格の激変緩和措置の支援延長で 7,948 億円が補正予算で計上される。激変緩和措置は既定経費の活用と合わせ、3.9 兆円規模となり、2024 年 5 月以降については、原則月あたり 10 分の 3 ずつ縮小する予定となっている。「Ⅱ.地方・中堅・中小企業を含めた持続的賃上げ、所得向上と地方の成長を実現する」では、中堅・中小企業の賃上げ対策や人手不足対応に 5,991 億円が計上されるほか、中小企業の省力化投資補助に 1,000 億円、介護職員の処遇改善に 581 億円などが用意される。

「Ⅲ.成長力の強化・高度化に資する国内投資を促進する」では、半導体の生産能力強化に 1 兆 5,445 億円、全小中学生の学習端末の更新費用の 2,761 億円などが計上される。「Ⅳ.人口減少を乗り越え、変化を力にする社会変革を起動・推進する」では、自治体情報システムの標準化・共通化に 5,163 億円、マイナンバーカードの取得環境の整備に 887 億円が充てられる。「Ⅴ.国土強靭化、防災・減災など国民の安全・安心を

（図表1-2）経済対策の財政支出及び事業規模の内訳

	財政支出			事業規模
		うち国・地方の歳出	うち財政投融資	
Ⅰ 物価高から国民生活を守る	6.3兆円程度	6.3兆円程度	－	12.8兆円程度
Ⅱ 地方・中堅・中小企業を含めた持続的賃上げ、所得向上と地方の成長を実現	3.0兆円程度	3.0兆円程度	－	9.1兆円程度
Ⅲ 成長力の強化・高度化に資する国内投資を促進する	4.7兆円程度	4.5兆円程度	0.2兆円程度	7.5兆円程度
Ⅳ 人口減少を乗り越え、変化を力にする社会変革を起動・推進する	1.6兆円程度	1.6兆円程度	0.0兆円程度	1.7兆円程度
Ⅴ 国土強靭化、防災・減災など国民の安全・安心を確保する	6.1兆円程度	5.4兆円程度	0.7兆円程度	6.3兆円程度
合　計	21.8兆円程度	20.9兆円程度	0.9兆円程度	37.4兆円程度

(出所)内閣府

（図表1-3）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

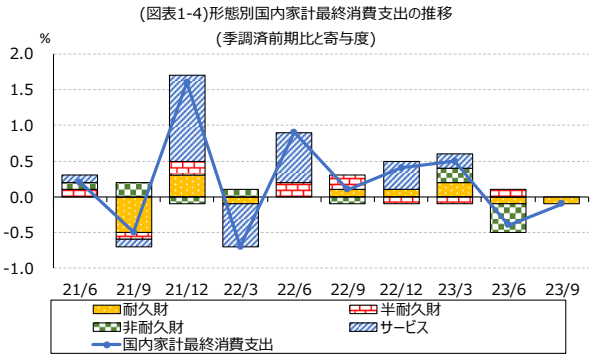
確保する」では、国土強靭化対策が 1 兆 3,022 億円で、このほか自衛隊関連で 8,080 億円、新型コロナウイルスの交付金で 6,143 億円、災害復旧で 4,259 億円等が準備される。

このうち、景気への即効性という意味では、低所得者世帯への 7 万円の追加給付金、2024 年 6 月以降に実施が予定されている所得税と住民税の定額減税、激変緩和措置、公共事業関係費が中心になると考えられる。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 1-3)。もっとも、足元の物価上昇率を 1%程度押し下げている激変緩和措置の延長や、補正予算での追加が半ば恒例になっている公共事業費がなければ、GDP は逆に大きく押し下げられていた可能性が高く、その水準との比較になる点には注意が必要である。また、需給ギャップがほぼ解消したもとで需要追加策を打ち出すことにより、物価が予想以上に押し上げられ、試算結果よりも経済効果が弱くなるリスクもある。

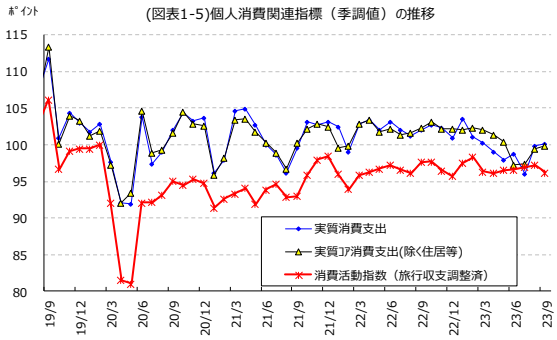
物価高が個人消費を下押し

7－9 月期の民間最終消費支出のマイナス幅は前期比▲0.0%と小幅だったが、2 期連続のマイナスとなるのは 2019 年 1－3 月期以来である。形態別国内家計最終消費支出を見ると（図表 1-4)、耐久財が前期比▲3.3%（寄与度：▲0.1%ポイント)、半耐久財が同▲0.5%（同▲0.0%ポイント)、非耐久財が同▲0.1%（同▲0.0%ポイント)、サービスが同＋0.2%（同＋0.0%ポイント）となっている。耐久財のマイナスが大きいが、これについては物価高の影響に加え、家電製品や自動車の供給制約の緩和に伴い、昨年 10 月から今年の 3 月までの半年間で直前の半年間から＋6.0%伸びた反動が現れた形と考えられる。

2022 年度の個人消費は概ね横ばい圏内の推移が続いたが、年度後半はコロナ禍からの反動増のほか、全国旅行支援などの政策効果でかさ上げされていた面もあった。こうした効果の一巡と、物価高の持続に伴い、ここへきて息切れ感が目立つようになってきている（図表 1-5)。個人消費はしばらく低迷が続く可能性が高い。



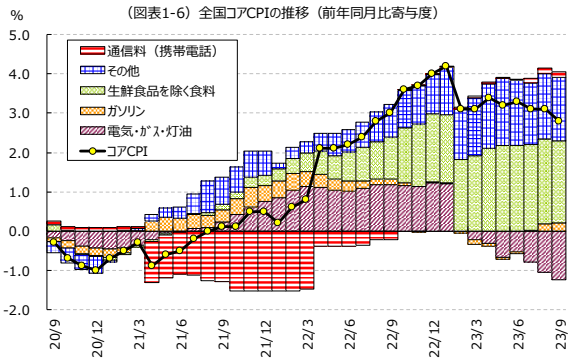
（出所）内閣府「四半期別GDP速報」



（出所）総務省「家計調査」、日銀「消費活動指数」

食品価格はピークアウトへ

9 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)は前年比＋2.8%と、伸び幅が 8 月から▲0.3%ポイント大きく縮小した（図表 1-6)。3%を下回るのは 13 ヵ月ぶりとなる。9 月は大手電力会社 10 社中 8 社が値下げを実施したことで、電気代のマイナス幅が拡大したことが主たる押し下げ要因になった。



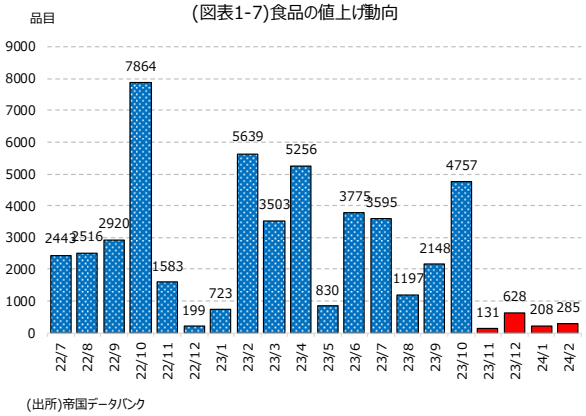
（出所）総務省「消費者物価指数」

生鮮食品を除く食料は、寄与率でコア指数の伸びの75%を占めるが、6 ヵ月ぶりに 8%台まで伸びが鈍化するなど、ピークアウトが明らかになりつつある。帝国データバンクの、「食品主要 195 社」価格改定動向調査（10 月 31 日時点速報）によると、11 月の値上げ品目数はわずか 131 品目で、その後も低位での推移が続く見通しとなっている（図表 1-7）。多くの食品メーカーがすでにここまで複数回の値上げを実施してきたのに加え、原燃料価格の落ち着きで仕入れ価格が低下していることが採算改善につながっている。10 月には政府による輸入小麦の売り渡し価格が 3 年ぶりに引き下げられた（図表 1-8）。

9 月短観からは、企業の価格転嫁が後半戦に入っている可能性がうかがえる。大企業製造業の販売価格判断 DI は 2 ポイント低下の＋32、仕入価格判断 DI は 4 ポイント低下の＋48 と、両者とも低下したが、仕入価格判断 DI の低下幅がより大きく、販売価格判断 DI－仕入価格判断 DI で示される交易条件は 2 ポイント改善した（図表 1-9）。一次産品価格の低下が、時間差をおいて仕入価格判断 DI の低下、ひいては販売価格判断 DI の低下に波及しつつある様子を示している。

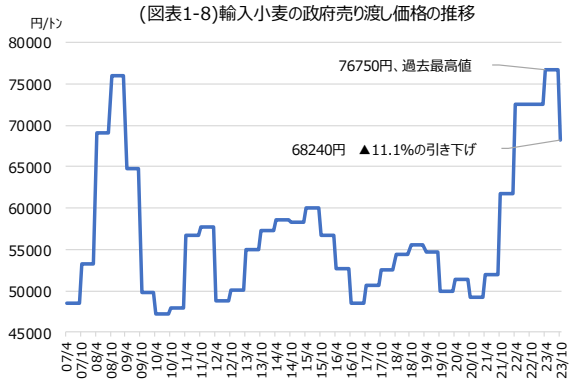
一方で、一段の円安が進む可能性に加え、中東情勢次第では原油価格が再び高騰しかねず、これらが再び物流費や包装資材の価格押し上げ要因になる可能性が残っている。輸入物価指数はここへきて再び上昇の兆しを見せている（図表 1-10）。逆に、一段の円安や原油高がなければ、年末以降の食品価格の上昇率は順調な鈍化傾向が続くとみている。

(図表1-7)食品の値上げ動向



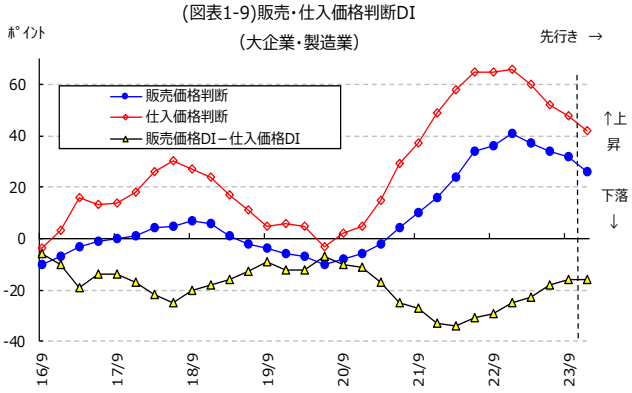
(出所)帝国データバンク

(図表1-8)輸入小麦の政府売り渡し価格の推移



（出所）農水省

(図表1-9)販売・仕入価格判断DI
(大企業・製造業)

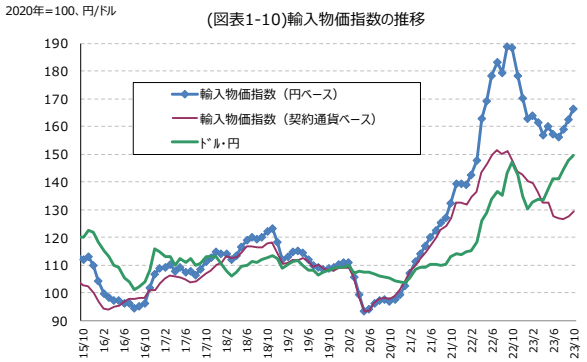


（出所）日銀「短観」

実質賃金は改善へ

厚労省の毎月勤労統計調査（以下、毎勤統計）の実質賃金はいまだにマイナス圏での推移が続いている（図表 1-11）。6 月の実質賃金指数（現金給与総額）は前年比▲1.6%と、5 月の同▲0.9%からマイナス幅が拡大した。春闘で高めの賃上げが実現しているにもかかわらず、名目賃金指数、特に所定内賃金指数が伸び悩んでいるのが要因のひとつである。9 月

(図表1-10)輸入物価指数の推移



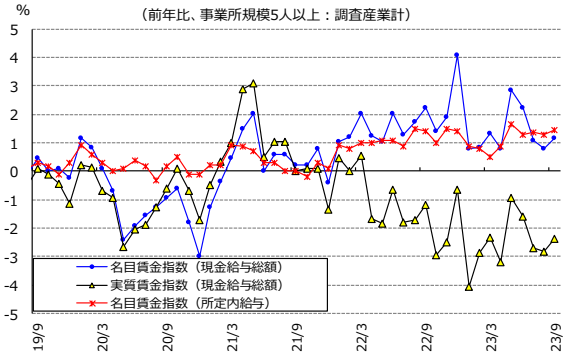
（出所）日本銀行「企業物価指数」

の名目所定内賃金指数は前年比＋1.5%だが、これは昨年後半の平均レベルの伸びにすぎず、春闘における妥結水準から見ればやや不自然な動きである。

毎勤統計と春闘で、比較的カバレッジが近いと考えられる業種を比較すると、製造業や卸売・小売で大きな差があることがわかる（図表 1-12）。このうち、製造業はここ 3 ヵ月の定期給与の伸びが 1.8%、2.0%、2.3%と徐々に伸び幅が拡大しており、8 月以降は 1998 年以来の 2%台となっている。交渉結果が実際の給与に反映されるまではタイムラグがあり、特に組合のない中小企業の賃上げ決定は遅れる傾向にあるが、エネルギー等のコスト上昇の一服も手伝って、ようやく実際の給与に反映され始めた可能性がある。

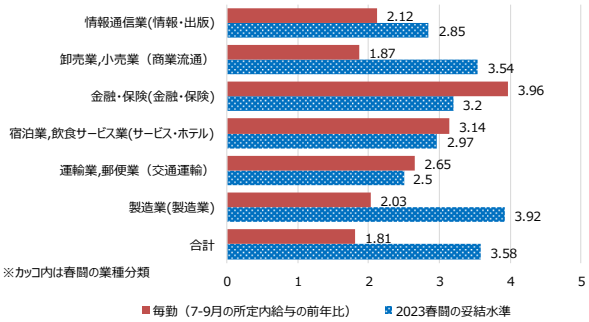
卸売・小売に関しては、今年の春闘では総合スーパーなどが早々に満額回答を打ち出すなど、相場のけん引役になった。しかし、昨年度の業績はコロナ下で厳しいなかでの決定であり、組合のない中小企業にまで賃上げの流れが十分広がっていない可能性が考えられる。ただ、商品への価格転嫁の進展に伴い、今後は賃上げの流れが徐々に波及していく可能性が高い。名目所定内賃金指数の伸びは今後、平均すれば同＋2%を上回る推移にまで拡大するとみる。現金給与総額ベースでは同＋3%を超える月が増えてこよう。年度後半はコストプッシュ圧力の緩和に伴い、物価上昇率が鈍化に向かうことで、実質現金給与総額もプラス圏での推移が中心になる可能性を見込む。

（図表1-11）名目賃金指数と実質賃金指数の推移
（前年比、事業所規模5人以上：調査産業計）



（出所）厚生労働省「毎月勤労統計」

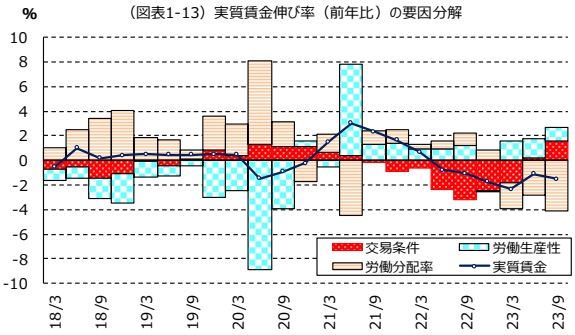
(図表1-12)毎勤統計(一般労働者の所定内給与)と春闘妥結結果の比較



（出所）厚生労働省、連合

来年以降の中期的な賃上げの持続性、特に実質賃金の持続性にはいまだ疑問符が付く。実質賃金の伸びは交易条件、労働分配率、労働生産性の 3 要素に分解できるが（図表 1-13）、このうち交易条件と労働分配率は外部環境次第で上下するもので、労働者にとって有利な方向への持続的改善が期待できるものではない。実質賃金の上昇トレンドが定着するためには、生産性の上昇トレンドが定着することが必要だが、これは日本経済の積年の課題であり、現状では実現するかどうか見通せない。2024 年の年明け以降、夏場にかけての個人消費は、実質賃金の改善や経済対策の効果により、回復基調での推移が続くが、2024 年度後半から 2025 年度にかけては再度伸び悩む可能性を見込む。

（図表1-13）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

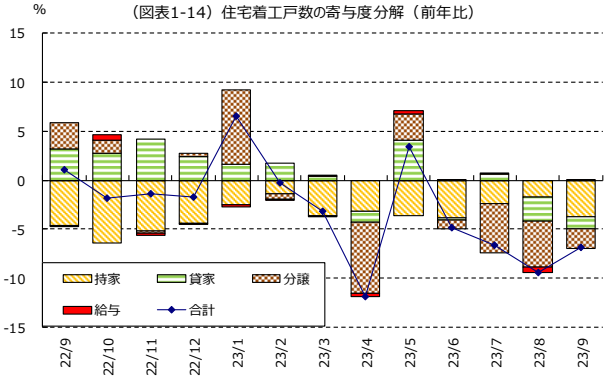
なお、経済対策については、住民税非課税世帯への 7 万円の追加給付が、2023 年度の実質個人消費を 0.14%、2024 年度の個人消費を 0.08%押し上げると予想する。電気・ガスと燃料油の価格激変緩和措置はそれぞれ 0.30%、0.47%、定額減税は 2024 年の個人消費を 0.33%押し上げると予想する。

価格高騰が住宅投資を下押し

7－9 月期の民間住宅投資は前期比▲0.1%（寄与度：▲0.0%ポイント）と、小幅ながら 5 四半期ぶりのマイナスとなった。民間住宅投資デフレーターが 4 四半期連続でマイナスとなるなど、住宅価格の高騰が一巡しつつある様子が示されているが、実際の販売価格は高止まりといった状況で、住宅市場を取り巻く環境は良好とはいえない。

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 1-14）。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、このところ前年比マイナスとなる月が増えてきた。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1-14）住宅着工戸数の寄与度分解（前年比）



（出所）国土交通省「住宅着工統計」

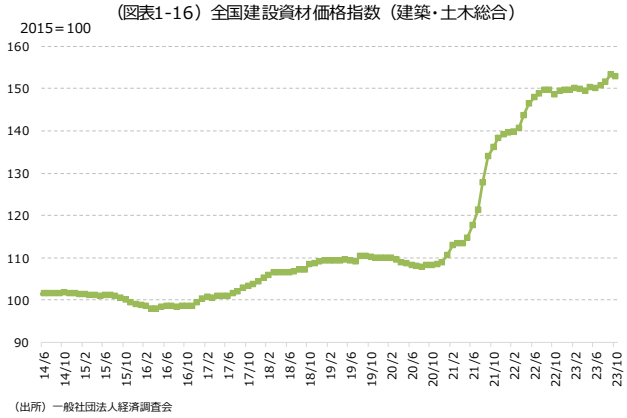
10 月のさくらレポート（日銀地域経済報告）における住宅投資の判断は、9 地域中 3 地域で引き下げ、6 地域で横ばいという結果であった（図表 1-15）。6 地域で、「減少」、「弱い」、「弱め」といった表現が用いられており、残りの 3 地域は横ばいで、方向性が上を向いているという表現を用いる地域はなくなった。アンケートでは、「住宅価格の上昇を受けて消費者の購買意欲が低下していることから、住宅展示場への来客数が減少傾向にあり、新規受注も弱含んでいる（松本支店）」、「資材価格高騰により住宅価格が上昇する一方で、所得がそれに追い付いていないため、持家の着工は弱めの動きが続いている（大阪支店）」等、各地から販売価格の上昇を指摘する声が数多く寄せられている。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、ここへきて再び上向く兆しが見える。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1-15）さくらレポートの地域別判断（住宅投資）

地域	2023年7月	2023年10月	修正方向
北海道	減少している	減少している	→
東北	弱い動きとなっている□	弱い動きとなっている□	→
北陸	減少している	減少している	→
関東甲信越	横ばい圏内の動きとなっている	弱めの動きとなっている	↓
東海	弱い動きとなっている□	弱い動きとなっている□	→
近畿	緩やかに増加している	横ばい圏内で推移している	↓
中国	横ばい圏内の動きとなっている	横ばい圏内の動きとなっている	→
四国	弱めの動きとなっている	弱めの動きとなっている	→
九州・沖縄	持ち直しの動きがみられている	横ばい圏内の動きとなっている	↓

（出所）日銀「地域経済報告（さくらレポート）」

（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

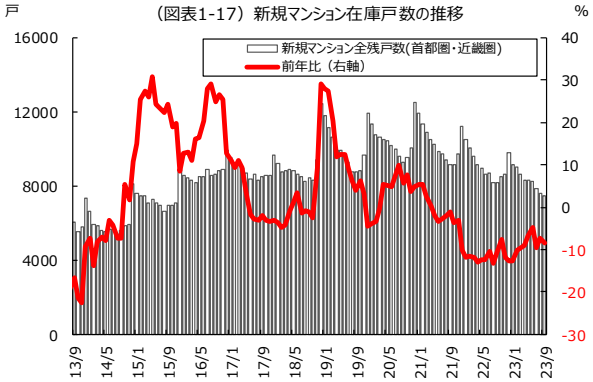
今後の資材価格の方向性は、一次産品価格と為替相場に左右される。世界的に景気が減速傾向にあるなかで、一次産品価格が大きく上昇する可能性は高くないが、為替相場については、米国の利上げ停止が示唆されるなかでも、いまだに 150 円/ﾄﾞﾙ近辺の推移となっている。資材価格は当面高値圏での推移か、低

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

日銀は 7、10 月と、間を置かず金融政策の柔軟化に動いた。住宅ローン金利のうち固定金利は長期金利に、変動金利は短期金利の動向に大きな影響を受けるが、8 月以降、固定金利の上昇が始まっている。来年はマイナス金利も解除される可能性が高く、変動金利も上昇する可能性が高い。低い潜在成長率のもとで、中長期的なインフレ期待の上昇も限定的なレベルにとどまっていることから、利上げ余地は大きくないと考えられるものの、状況次第では住宅投資の下押し圧力となる可能性もある。

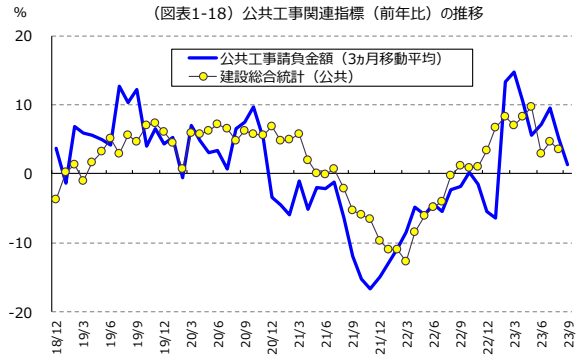
利用形態別に見ると、持家着工は今後も低迷が続くと考えられる。分譲についても一戸建ては持家同様の推移となるだろう。分譲マンションについては、首都圏、近畿圏のマンションの在庫数がピーク時から 3 割以上減少するなど（図表 1-17）、大手デベロッパーの供給調整が続くなかで、価格は高止まりする可能性が高い。こうしたなか、都市部については販売数が伸び悩む状況が続こう。1 次取得層を中心とした実需層が郊外に流れる動きが続くと考えられることもあり、全体としての着工件数は緩やかな減少にとどまると見込む。一方、貸家は堅調な推移が続くと考えられる。新規購入を諦めて同じところに住み続ける人が増える結果、リノベーシ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減少傾向が続くと予想する。



（図表1-17）新規マンション在庫戸数の推移
（出所）不動産経済研究所

公共投資は均せば横ばい

7－9 月期の公的固定資本形成は、前期比▲0.5%（寄与度：▲0.0%ポイント）と、6 四半期ぶり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いが、先行指標である公共工事請負金額は鈍化しており、当面の予算執行が一巡しつつある可能性がうかがえる（図表 1-18）。

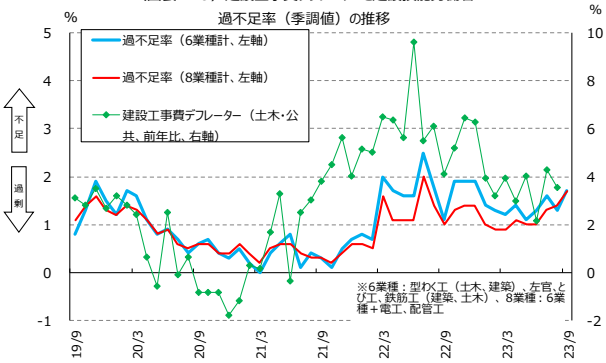


（図表1-18）公共工事関連指標（前年比）の推移
（出所）国土交通省「建設総合統計」、東日本建設業保証㈱「公共工事前払金保証統計」

10 月のさくらレポートにおける公共投資の判断は、北海道が「持ち直している」から「増加している」へ、関東甲信越と四国が「横ばい圏内の動きとなっている」から「持ち直している」へとそれぞれ上方修正されたほかは、7 月と同じ判断が示された。「弱め」との表現が用いられているのは北陸のみで、足元では鈍化の動きは広がっていない。アンケートでは、「高速道路やダム整備などの国土強靭化関連の事業が活発に発注されている（札幌支店）」や、「夏場の大雨被害への支援と復旧を目的に、防災・減災対策事業費の予算が増額されたもとで、請負金額は高水準の推移を続ける見通し（松山支店）」等、国土強靭化関連工事の恩恵を指摘する声が多い。一方、「大型工事案件がみられるが、人手不足で新規受注の獲得が十分でない（金沢支店）」と、人手不足を懸念する声が上がっている。

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（11 月）は、「困難」と「やや困難」の合計が 27.5%で、対前年同月比＋0.7%ポイントの上昇となっている。「やや容易」と「容易」の合計は 3.1%にすぎず、前年同月との比較でも▲2.4%ポイント低下した。

（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」

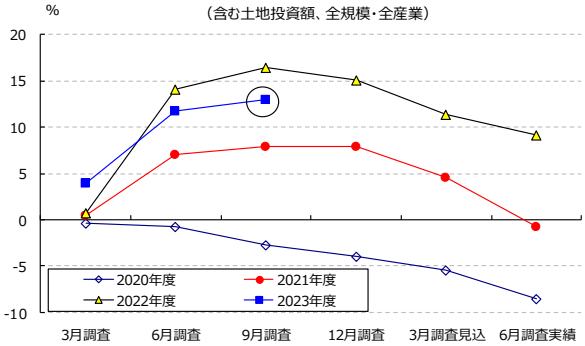
なお、経済対策では、防災・減災、国土強靭化対策で 1 兆 3,022 億円、公共事業費全体では約 2.2 兆円の予算が確保された。これが 2023 年度の実質 GDP を 0.08%、2024 年度を 0.33%押し上げると予想するが、補正予算で公共事業費が追加されるのは例年のことであり、逆にこれがなければ公共投資が前年比で大幅に減少するのは避けられなかった。今後も公共事業関係費の予算は少なくとも前年と同水準のレベルが確保される見通しである。人手不足が建築コストの増加や工期の長期化を引き起こす状況は民間設備投資と同じだが、国土強靭化計画が 5 ヵ年計画として組み込まれているなか、多少の工期の遅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

7－9 月期の民間企業設備投資は、前期比▲0.6%（寄与度：▲0.1%ポイント）と、4－6 月期の同▲1.0%に続き大きめのマイナスとなった。各種の設備投資計画では軒並み高い伸びが想定され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。

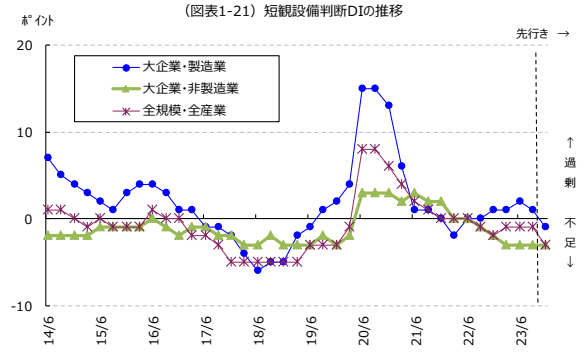
まず、9 月短観における 2023 年度の設備投資計画（全規模・全産業ベース）は、6 月調査の前年度比＋11.8%から同＋13.0%まで上方修正された（図表 1-20）。製造業（全規模ベース）は、自動車におけるパワー半導体の供給制約緩和が押し上げ要因になったとみられる反面、中国をはじめとする海外景気の減速懸念が下押し要因となったことで、同＋15.1%から同＋15.0%に小幅下方修正された。非製造業（同）では、経済活動の正常化を背景に人手不足感が強まっている業種で省力・省人化投資需要が引き続き旺盛だったと考えられ、同＋9.9%から同＋11.8%へ上方修正された。設備判断 DI を見ると、先行きも不足度が増す予想

（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」

（図表1-21）短観設備判断DIの推移



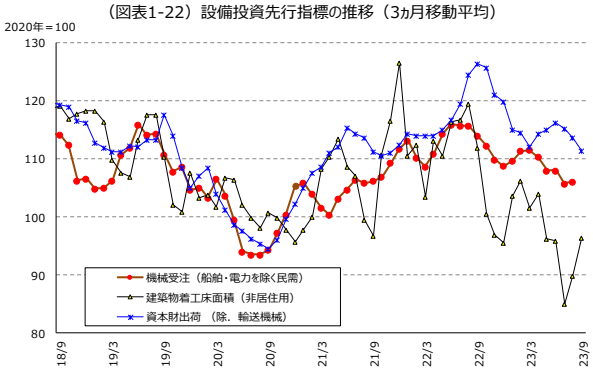
（出所）日銀「短観」

となっている（図表 1-21）。日本政策投資銀行や日本経済新聞の調査でも、企業の設備投資計画は良好である。

しかし、設備投資の先行指標の一つである資本財出荷（除. 輸送機械）は軟調な推移が続いている（図表 1-22）。9 月に前月比▲3.0%と、2 ヵ月ぶりのマイナスとなったほか、過去 12 ヵ月中 7 ヵ月がマイナスで、前年比では▲13.1%と二桁マイナスである。財別の生産を見ても、投資財（資本財＋建設財）の前年比ベースでのマイナス寄与が最も大きくなっている（図表 1-23）。

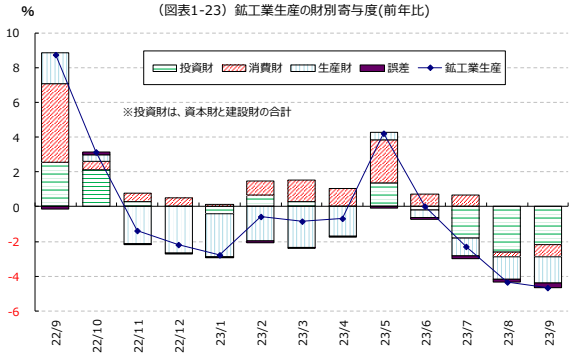
他の先行指標を見ると、9 月の機械受注（船舶・電力を除く民需）は前月比▲0.5%と 2 ヵ月連続のマイナスとなり、均せば鈍化傾向である。公表元の内閣府は、基調判断を「足踏みがみられる」で維持している。建築物着工床面積も、低水準での推移が続いている（前掲図表 1-22）。いずれの指標からも、設備投資の力強い回復は示唆されていない。部品供給の停滞や人手不足などに伴う工期の遅れ、資材価格高騰などの供給サイドの要因が計画の後ずれにつながっている可能性がある。少なくとも目先の設備投資に関しては軟調な推移が続く可能性が高い。

（図表1-22）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」、国交省「建築着工」、経産省「鉱工業出荷内訳表」

（図表1-23）鉱工業生産の財別寄与度(前年比)



（出所）経産省「鉱工業指数」

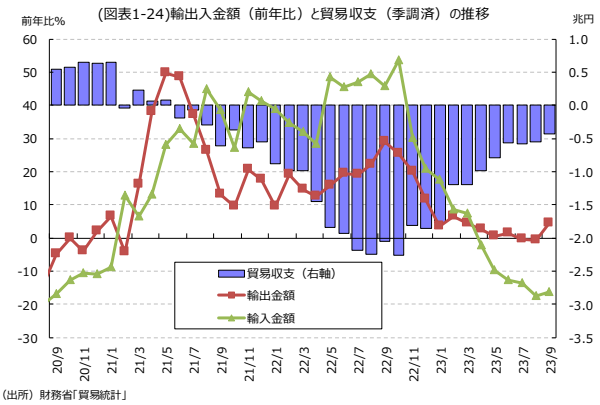
ただ、向こう 1～2 年というタームでは強めの計画に従い、ある程度堅調な推移が見込める。 製造業では、半導体の供給制約緩和や EV 対応で自動車産業の投資増が予想されるほか、デジタル化の加速に伴い半導体製造装置や半導体材料、データセンター、AI 関連の投資増が見込める。非製造業では人流の再拡大を受け、鉄道の安全対策や航空機関連、ホテル、テーマパーク関連等の投資再開が確実である。2022 年度に大きく伸びた、都心の大型ビジネス拠点の再開発投資も継続する。

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た。不動産危機の再来に見舞われている中国景気や、利上げの影響が本格化する欧米景気の動向が不安材料となる。米国景気の失速リスクはここへきて低下しつつあり、中国景気が停滞レベルで踏みとどまれば、設備投資計画の大きな下押し要因にはならないとみられる。ただ、いずれも予想以上に減速、あるいは失速の憂き目を見るということになれば、設備投資も腰折れを余儀なくされよう。先行きについての過度な楽観は禁物である。

輸出は低迷持続

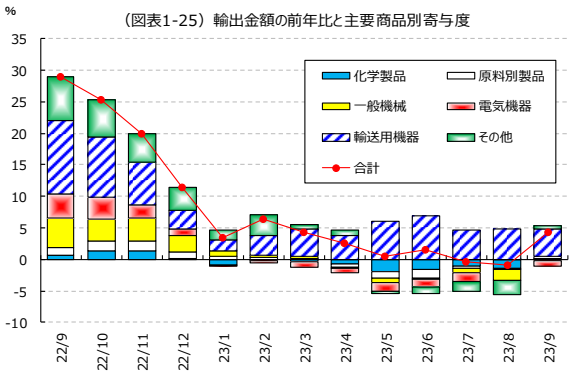
7－9 月期の輸出は前期比＋0.5%（寄与度：＋0.1%ポイント）と 2 期連続のプラスとなった。財貨、サービス別では、財貨の輸出が同＋0.7%（同＋0.1%ポイント）、サービスの輸出が同▲0.2%（同▲0.0%ポイント）となっている。財貨の伸びが大きいが、部品不足の緩和を背景に自動車の輸出が大きく伸びた影響が大きいとみられる。財務省の貿易統計によれば、7－9 月期の自動車輸出は前年比＋31.3%に達していた。自動車輸出の増勢が一服すれば、輸出は弱含む可能性が高い。

財務省から発表された 10 月の貿易統計によると、輸出金額は前年比＋1.6%（9 月：同＋4.3%）（図表 1-24）。このところ、部品不足の緩和を背景とした自動車輸出の急増が全体を大きく押し上げる構図が続いており、10 月の伸びは同＋35.4%と、プラス寄与度は＋4.8%ポイントに達している。輸送用機器全体の寄与度は＋5.4%ポイントで（図表 1-25）、輸送用機器を除けば輸出金額は前年比マイナス圏内の推移が続いている。

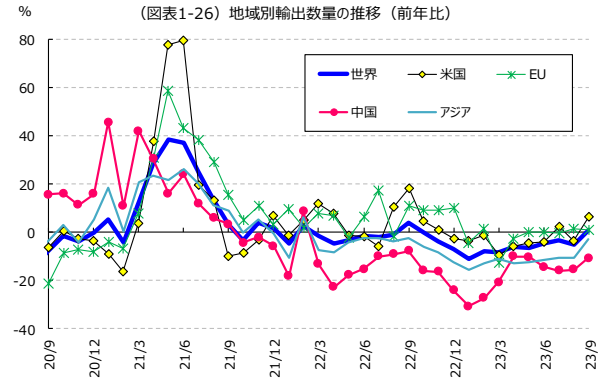


（出所）財務省「貿易統計」

輸出金額を価格指数と数量指数に分解すると、価格指数が前年比＋5.1%（9 月：同＋4.1%）、数量指数が同▲3.3%（同＋0.2%）となった。より輸出の実勢に近い数量指数だが、主要相手国・地域別に見ると、米国向けが同＋8.8%（同＋8.6%）、EU 向けが同＋0.4%（同▲0.6%）、アジア向けが同▲7.7%（同▲3.2%）と、景気が堅調な米国向けがけん引役となる反面、アジア向けが落ち込んでいる（図表 1-26）。アジア向けに関しては、中国（本土）向けのマイナス幅が同▲9.4%（同▲12.5%）と大幅マイナスになっている影響が大きいが、マイナス幅は前月からやや縮小している。ただ、中国向けが今後持続的に回復していく姿は想像しにくい。10 月の主要経済指標を見る限り、大底を打ちつつある様子がうかがえるものの、不動産大手碧桂園も依然綱渡りの経営が続くなど、長引く不動産不況のもとで、景気は良くても停滞気味の推移が続く可能性が高い。米国経済は依然底堅いが、各種ローン金利の上昇、学生ローンの返済再開、余剰貯蓄の枯渇など、ここへきて不安材料が増えてきている。先行きはソフトランディングの範疇に収まる可能性が高いとはいえ、その過程における需要鈍化は、一定程度世界経済の下押し圧力となろう。欧州経済も全体として低空飛行が続く見通しで、中核国のドイツは、2023 年はマイナス成長の見込みである。欧州は地理的に近い中東の地政学リスクの影響を受けやすいという不安材料もある。日本の輸出が今後順調に回復を続ける姿は考えにくく、当面停滞気味の推移が続く可能性が高い。2024 年度は、欧米とも利下げサイクルに舵を切るなかで、後半以降、世界景気は再び上向くと予想するが、輸出が本格回復に向かう時期はまだ見通せない。



（出所）財務省「貿易統計」



（出所）財務省「貿易統計」

インバウンドは順調に回復

政府観光局の「訪日外客統計」によれば、2023 年 10 月の訪日外客数（速報値）は 251.7 万人で、2019 年 10 月対比で＋0.8%と、コロナ禍後初めて 2019 年同月の水準を超えた（図表 1-27）。主として双方の水際規制の緩和や増便が寄与した模様である。発表元の観光局によれば、23 市場のうち 14 市場（韓国、

台湾、シンガポール、インドネシア、フィリピン、ベトナム、インド、豪州、米国、カナダ、メキシコ、ドイツ、イタリア、スペイン）において 10 月として過去最高を記録、カナダ、メキシコ、ドイツにおいては単月過去最高を更新したとのことである。

一方で、中国は 2019 年 10 月対比で▲64.9%と、大幅マイナスが続いている。中国政府は 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のに加え、日本向けは処理水問題が足枷になっている。中国からの 10 月の旅行客が全体に占める割合は 10.2%である。コロナ前は約 3 割を占めていた。その分、インバウンドは潜在的な回復力を有しているという見方もできるものの、当面の間、中国からの観光客は伸び悩む展開が予想される。

もっとも、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 7－9 月期の消費単価は 198,263 円で、2019 年同期の 26%増、平均泊数は 7.2 泊で同 13%増となっている（図表 1-28）。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。

（図表1-27）訪日外客数の推移

（出所）日本政府観光局（JNTO）

(図表1-28)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7-9月）

	消費単価（円/人）		平均泊数（泊/人）	
		対2019年7-9月比増減		対2019年7-9月比増減
全国籍･地域	198,263	26%	7.2	13%
韓国	106,363	58%	4.0	18%
台湾	169,822	54%	6.3	22%
香港	224,599	48%	6.8	19%
中国	256,207	28%	7.5	26%
タイ	182,555	50%	6.2	-4%
シンガポール	257,694	67%	8.1	-15%
マレーシア	220,586	71%	6.7	-12%
インドネシア	205,293	69%	8.5	18%
英国	335,937	54%	13.2	7%
ドイツ	304,642	25%	15.0	1%
フランス	358,224	48%	18.5	25%
イタリア	343,979	52%	12.1	-5%
スペイン	353,465	55%	15.3	8%
米国	310,964	62%	11.5	13%
カナダ	286,877	58%	12.2	4%
オーストラリア	334,891	43%	13.8	18%

※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」

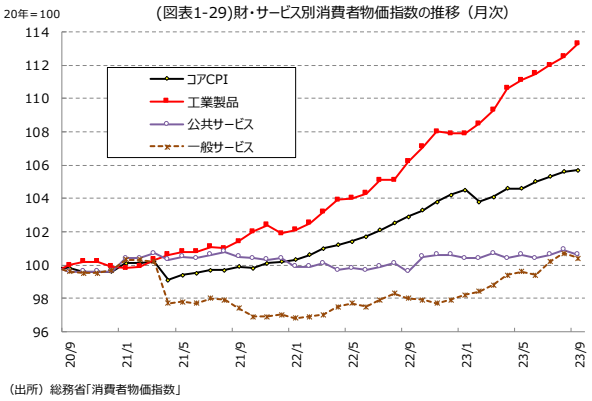
来年 4 月にマイナス金利解除か

10 月 30、31 日に開催された日銀金融政策決定会合では、7 月に続き、イールドカーブ・コントロール（YCC）のさらなる柔軟化に向けた措置が決定された。具体的には、±0.5%程度を目途としていたレンジを撤廃し、上限の目途のみ＋1.0%として残す。これまでは＋1.0%で連続指値オペを実施していたが、今後は必要に応じ実施する形に改めた。急速な動きには臨時オペ等の手段も活用して対応するが、ファンダメンタルズに沿った動きと認められれば、＋1%を超える上昇も認めるというものである。今回の変更は、事実上の 10 年国債利回りの操作目標撤廃と言ってよい。ここまでの日銀の動きは予想以上に早い印象だが、円安対策への協力を望む岸田政権、日銀に金融緩和を求める社会的圧力の解消、こうした空気に乗じ市場機能の回復を急ぎたい日銀プロパーの思惑等があいまって、こうした流れが加速したと考えられる。

次の注目点はマイナス金利の解除の時期ということになる。10 年国債利回りの操作の柔軟化については、日銀にとって利上げではないとの建前を維持することは可能だが、マイナス金利の解除は利上げそのものであることから、物価目標の達成を宣言できることが条件になる。コア CPI はすでに 9 月まで 18 ヵ月連続で目標水準である 2%を上回っているが、植田総裁は物価上昇の質を重視する姿勢を崩していな

い。

会合後の総裁定例会見では、足元の物価上昇圧力の背景について、輸入物価の上昇が国内物価に及んでいく第 1 の力、国内の賃金と物価が好循環で回っていく第 2 の力に分け、足元までの上昇は第 1 の力が大きいと整理している。好循環の具体的な基準については、「***物価上昇が、すでに今年 1 回ありましたが、賃金上昇に跳ね返るということ。これが続いていくということ。賃金が上がったことが、物価、特にサービス価格を引き上げていくということ。この両方がぐるぐる、物価で言えば 2%に近いところで回り続けるということが必要、あるいはそういう風になりそうだという見極めが必要かと思っています***」と述べている。ポイントは二つで、まずはサービス価格の上昇が確認できること、また、そうなりそうだという「見極め」がつけば必ずしも実績を待つ必要はないということである。サービス価格の上昇率は財価格に比べればはるかに鈍く、一般サービスについてはようやくコロナ前の水準を取り戻したあたりだが（図表 1-29）、前年比ベースでは公共、一般を合わせた合計ベースでまがりなりにも 2 ヵ月連続で 2.0%に乗せてきている。あと 1 回の春闘の経緯を確認したうえで、「見極め」をつけることは可能なレベルと考えられる。



春闘の最終結果を見るまで動けないのかという質問に対し植田総裁は、それまでの賃金のデータ、ヒアリング情報次第で、最終結果まで必ずしも待つ必要はないとのスタンスを示している。したがって、3 月の集中回答日の結果まで見極めたうえで、来年 4 月の会合でマイナス金利を解除するというのがメインシナリオである。ただ、「物価と賃金の好循環」が力強さを欠くなかで、その後の利上げ幅は極めて限定的なものにとどまると予想する。今回の景気拡大局面では 0.5%程度が限界ではないか。（担当：小玉）

２．米国経済見通し

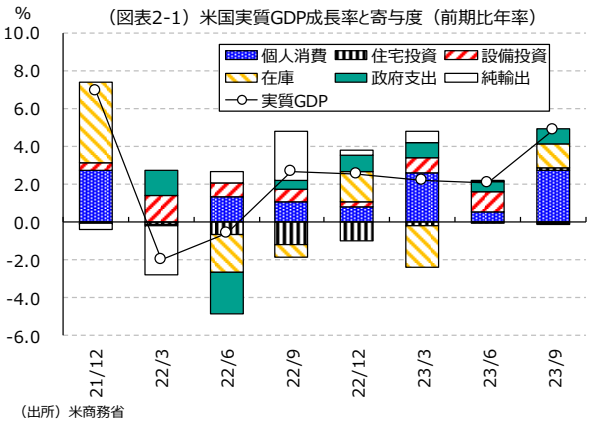
＜要　　約＞

2023 年 7－9 月期の米実質 GDP 成長率（速報値）は前期比年率＋4.9%と、前期（同＋2.1%）から伸びが拡大した。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）は前期比年率＋3.5%となり、FRB による利上げが続くなかでも、米国景気の勢いは持続している。

今後の個人消費は、家計の信用条件の悪化や学生ローンの支払いなどが重石となり、2024 年前半にかけて減速に向かうと見込む。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 年前半まで停滞気味の推移を見込む。住宅投資も軟調な動きが続くとみられ、米国景気は 2024 年前半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%前後まで伸びが鈍化すると予想する。2024 年後半以降は、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、景気は徐々に持ち直すと予想する。

足元の米国景気の勢いは持続

2023 年 7－9 月期の米実質 GDP 成長率（速報値）は前期比年率＋4.9%と、前期（同＋2.1%）から伸びが拡大した（図表 2-1）。事前の市場予想（同＋4.5%）も上回り、これで 5 四半期連続のプラスとなった。



（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

内外需別の前期比への寄与度を見ると、内需が＋4.95%ポイント、外需（純輸出）が▲0.08%ポイントで、内需が牽引役となった。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）は前期比年率＋3.5%となり、米連邦準備制度理事会（FRB）による利上げが続くなかでも、米国景気の勢いは持続している。

需要項目別に見ると、民間最終消費支出は前期比年率＋4.0%（GDP への寄与度：＋2.69%ポイント）と、前期の同＋0.8%から大幅に伸びが拡大した。個人消費だけで GDP の伸びの 5 割以上を説明できる。内訳を見ると、財消費は同＋4.8%と 3 四半期連続のプラスとなったほか、サービス消費は同＋3.6%と、前期の同＋1.0%から伸びが拡大した。

設備投資は前期比年率▲0.1%（GDP への寄与度：＋0.00%ポイント）と、小幅ながらも 2021 年第 3 四半期以来のマイナスとなった。構築物投資（同＋1.6%）と知的財産投資（同＋2.6%）はプラスだったが、機械投資（同▲3.8%）が 2 四半期ぶりのマイナスとなり、これが設備投資の足を引っ張った。金利上昇の影響に加え、半導体製造能力の強化を支援する 2022 年の CHIPS 法成立後、足元まで続いてきた半導体関連の設備投資が一巡した可能性が考えられる。

住宅投資は同＋3.9%（GDP への寄与度：＋0.15%ポイント）と、前期の同▲2.2%からプラスに転じた。住宅投資の伸びがプラスとなるのは、2021 年第 1 四半期以来となる。中古住宅の在庫減を反映し、新築

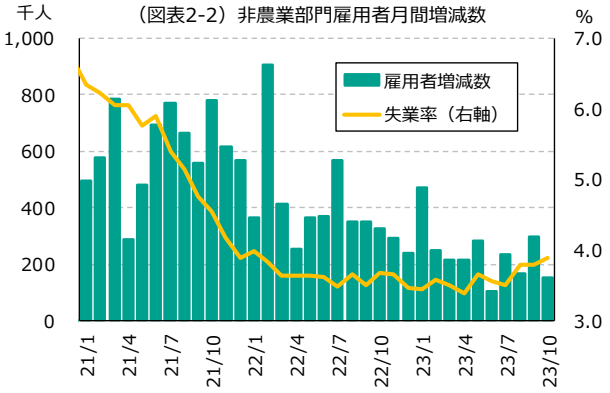
住宅の建設が進んだことなどが寄与したとみられる。在庫投資の寄与度は＋1.32%ポイントと、2 四半期連続のプラスとなった。底堅い個人消費を反映し、企業が在庫を積み増している可能性がある。政府支出は前期比年率＋4.6%（GDP への寄与度：＋0.79%ポイント）と、前期の同＋3.3%から伸びが拡大し、5 四半期連続のプラスとなった。内訳では、連邦政府支出（同＋6.2%）、州・地方政府支出（同＋3.7%）のいずれもプラスだった。

輸出は前期比年率＋6.2%（GDP への寄与度：＋0.68%ポイント）と、前期の同▲9.3%から 2 四半期ぶりのプラスに転じた。財輸出が同＋7.5%と高い伸びとなったほか、サービス輸出は同＋3.7%と 2 四半期連続のプラスだった。輸入は同＋5.7%（GDP への寄与度：▲0.75%ポイント）と 2 四半期ぶりのプラスとなった。前期の同▲7.6%からの反動増に加え、個人消費の強さを反映した可能性がある。

非農業部門雇用者数の伸びは鈍化

米国の雇用環境を見ると、10 月の非農業部門雇用者数は前月比＋15.0 万人と、事前の市場予想（同＋18.0 万人）を下回った（図表 2-2）。全米自動車労組（UAW）の米 3 大自動車メーカーに対するストライキにより、製造業の雇用者数がマイナスとなったことなどが影響した。また、過去分は 8 月が同＋22.7 万人から同＋16.5 万人へ、9 月が同＋33.6 万人から同＋29.7 万人へ、2 ヵ月合計で 10.1 万人下方修正された。8－10 月平均では＋20.4 万人となり、1－3 月（同＋31.2 万人）と比べて、雇用者数の伸びは鈍化傾向にある。

（図表2-2）非農業部門雇用者月間増減数

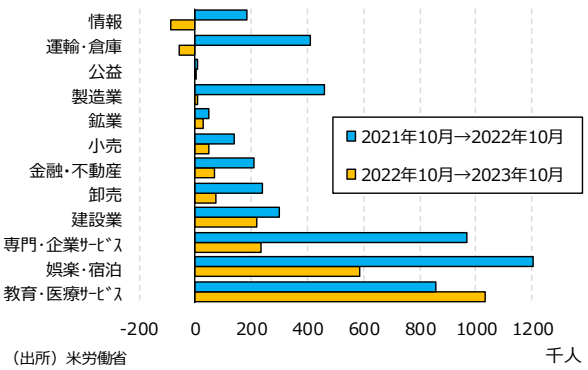


（出所）米労働省

失業率は 3.9%と前月から＋0.1%ポイント上昇した。10 月は、労働力人口が前月比▲20.1 万人減少し、労働参加率は 62.7%と前月から 0.1%ポイント低下した。労働参加率の低下は 1 年ぶりとなる。労働力人口の内訳を見ると、就業者数が同▲34.8 万人、失業者数は同＋14.6 万人となった。失業者を理由別に見ると、失職者（前月比＋20.1 万人）、離職者（同＋0.3 万人）、労働市場への再参入者（同▲15.9 万人）、労働市場への新規参入者（同＋4.4 万人）となっており、失職者が大きく増えた。UAW によるストライキの影響を見極めるため、11 月以降の数値で改めて確認する必要はあるが、企業が人員削減に動いている可能性が示された。

昨年 10 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（＋103.1 万人）、娯楽・宿泊（＋58.7 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（＋23.6 万人）や製造業（＋0.6 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（▲8.6 万人）や運輸・

（図表2-3）業種別雇用者数の変化



（出所）米労働省

倉庫（▲5.6 万人）は減少に転じている。

足元の労働市場は依然として堅調だが、失業者の平均失業期間は徐々に長期化しはじめており、職探しが少しずつ難しくなっている様子もうかがえる。また、労働市場全体の先行指標とされる人材派遣サービスの雇用者数は、今年に入って計▲10.6 万人減少しており、今後も雇用者数の伸びは鈍化傾向が続くほか、失業率も上昇に向かうと予想する。

コア CPI の伸びは鈍化傾向が続く

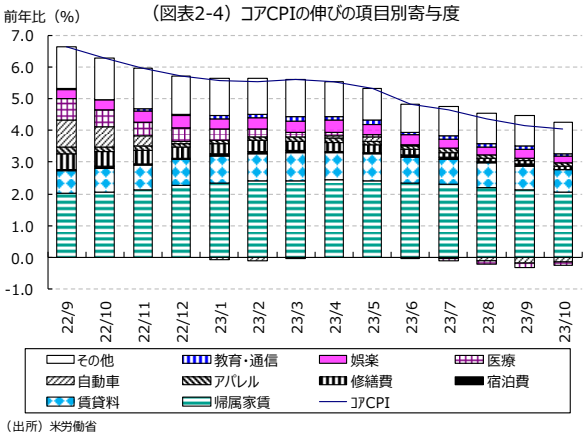
10 月の米 CPI は前年比＋3.2%と、4 ヵ月ぶりに伸びが鈍化した。食品とエネルギーを除いたコア CPI は同＋4.0%と、7 ヵ月連続で鈍化している（図表 2-4）。コア CPI を財とサービスに分けると、コア財は同＋0.1%と小幅な伸びにとどまっている。コアサービスは同＋5.5%と高めの伸びが続いているものの、8 ヵ月連続で鈍化している。

コア財の約 3 割を占める自動車（新車及び中古車）価格は 5 ヵ月連続で前年比マイナスとなっている。自動車の需要は、ローン金利の上昇などにより伸び悩むとみられ、自動車価格は今後も軟調な推移が続くと見込む。

サービス価格の動向を占ううえで重要となる賃金動向を見ると、9 月の時間当たり賃金の伸びは前年比＋4.1%と、2021 年 6 月以来の低い伸びとなった（図表 2-5）。前月比でも＋0.21%と、前月（同＋0.33%）から伸びが鈍化している。労働需給が緩やかながらも緩和していることから、今後も賃金上昇圧力は低下傾向が続くとみる。

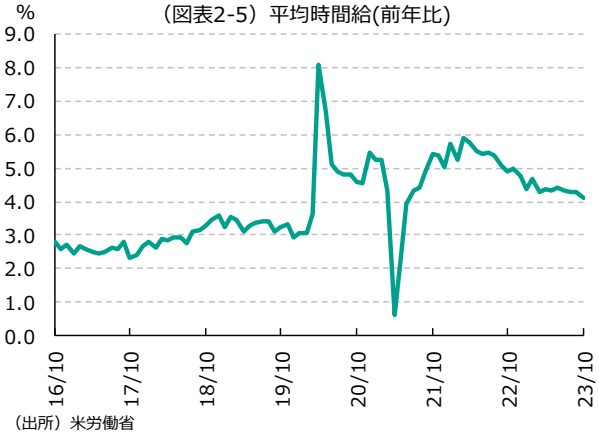
賃貸料や帰属家賃を含む住居費の寄与度は、10 月時点で 2.7%ポイントと、コア CPI の伸びの 7 割を占めている。もっとも、同項目の推移を見ると、10 月は前年比＋6.7%と 7 ヵ月連続で伸びが鈍化している（図表 2-6）。住居費の先行指標である、S&P コアロジック・ケースシラー住宅価格指数の前年比の推移を踏まえれば、住居費は 2024 年後半に前年比＋3%程度まで伸びが鈍化し、プラス寄与幅は 1%台前半まで縮小すると見込まれる。これらを踏まえ、コア CPI は、2024 年末には FRB が目標とする同＋2%前後まで鈍化すると予想する。

（図表2-4）コアCPIの伸びの項目別寄与度



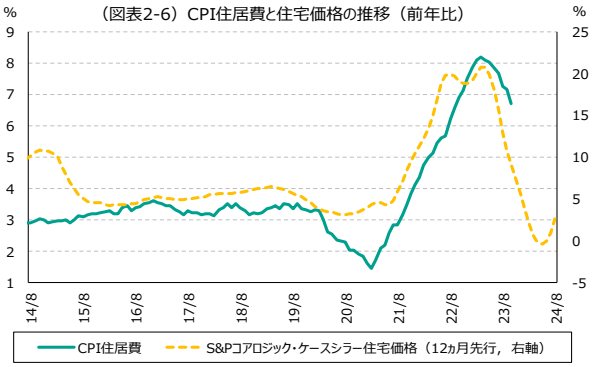
（出所）米労働省

（図表2-5）平均時間給(前年比)



（出所）米労働省

（図表2-6）CPI住居費と住宅価格の推移（前年比）



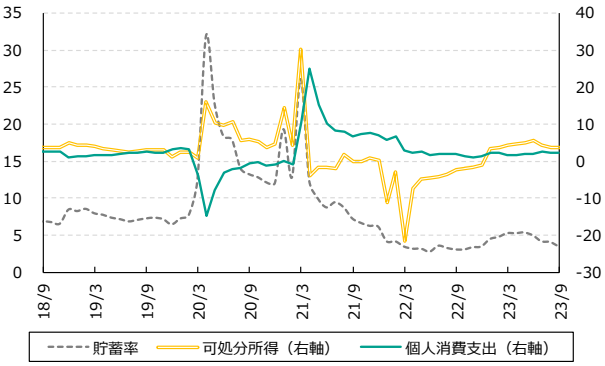
（出所）米労働省、S&Pダウ・ジョーンズ・インディシーズ公表資料より明治安田総研作成

借り入れによる消費は堅調も、延滞率は上昇

米国の９月の実質個人消費支出は前年比＋2.4%と、前月（同＋2.3%）から伸びが小幅拡大した（図表 2-7）。前月比では６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、堅調な推移が続いている。もっとも、実質可処分所得は前年比＋3.5%と 3 ヵ月連続で伸びが鈍化しており、先行きの個人消費の勢いは鈍る可能性が高い。

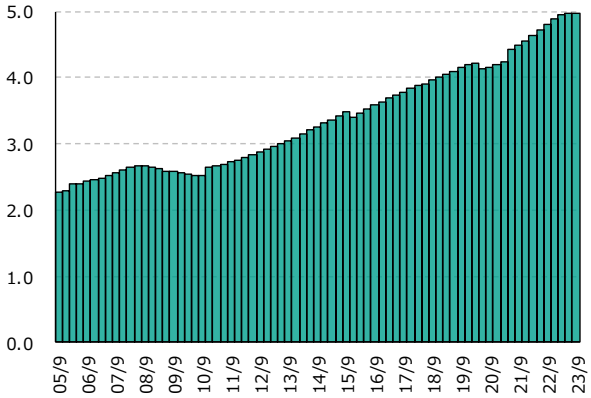
借り入れによる個人消費の指標となる消費者信用残高を見ると、2023 年 7－9 月期で約 5.0 兆ドルと依然高水準だが、増勢には頭打ち感も見られる（図表 2-8）。ニューヨーク連銀の調査によれば、信用獲得が 1 年前との比較で、「非常に困難」もしくは「やや困難」になったと回答した家計の割合は９月に計 60.8%と、2013 年６月の調査開始以来、最高となっている。1 年後の予想を見ても、昨年８月のピーク水準からはやや低下したものの、依然として高止まりが続いている。こうしたなか、延滞率も高まりつつある。ローン支払いが 30 日以上遅れた家計の割合は、2023 年 7－9 月期に 3.41%と、前年同期から＋0.76%ポイント上昇した（図表 2-9）。とりわけクレジットカードローンと自動車ローンの延滞率の上昇が顕著となっており、今後、借り入れによる消費は減少に向かうとみる。

（図表2-7）可処分所得、個人消費支出（前年比）と貯蓄率の推移



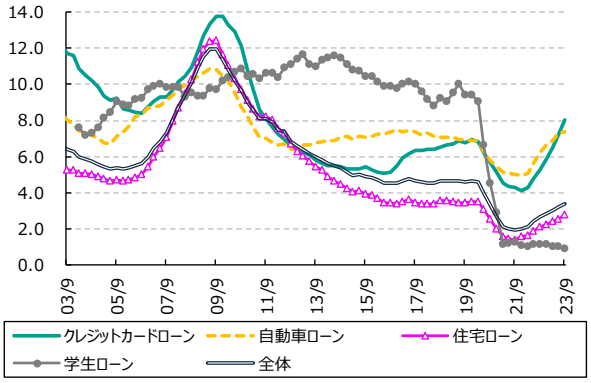
（出所）米商務省

（図表2-8）米国 消費者信用残高



（出所）FRB

（図表2-9）支払いが30日以上遅れた家計の割合



（出所）ニューヨーク連銀

学生ローンの返済再開が個人消費を下押し

学生ローンの返済再開も個人消費の下押し要因になると予想する。米国では今年６月、「財政責任法」が成立し、政府債務の上限を引き上げる一方で、学生ローンの返済猶予措置を停止することなどが決まった。この結果、学生ローンは今年９月から利息が発生し、10 月から返済が再開されている。連邦政府が提供する学生ローンの利用者は大学の学費高騰を背景に、現在では約 4,300 万人まで増加している。利用者の債務総額は 2023 年 4－6 月期時点で、約 1.6 兆ドルまで膨らんでおり、これは名目 GDP の約 7%に相当する。家計債務全体に占める割合も 9.2%まで上昇しており、クレジットカードローン（6.0%）よりも多い。

バイデン大統領は、学生ローンの返済負担を軽減すべく、学部生時代に借り入れたローンの月々の返済額を所得の 10%から 5%に半減させるなどを定めた「SAVE（Saving on a Valuable Education）」プランを正式に開始することを８月に発表している。米教育省によれば、SAVE プランによって 100 万人の利用者が改めて返済免除の対象となり、残りの利用者は年間 1,000 ドルを節約できるとしている。

10 月から約 2,600 万人が学生ローンの返済を再開している。FRB による 2019 年の調査によれば、平均

的な利用者の 1 ヵ月当たりの返済額は 200～299 ドルとされる。ただ、学生ローンの利率は、足元で 20%を上回るクレジットカードローンなどと比べて低位であることから、返済の優先順位が低くなり、返済額は 200 ドルを下回る可能性も考えられる。

SAVE プランによって利用者が年間 1,000 ドルを節約できると仮定し、月々の返済額を 150 ドル、200 ドル、250 ドル、300 ドルと分けた場合の名目個人消費と名目 GDP 成長率への影響を当研究所で試算した（図表 2-10）。月々の返済が 250 ドルで、可処分所得が減った分の 9 割消費が減ると仮定した場合、2023 年 10－12 月期の個人消費は前期比年率▲1.00%ポイント、名目 GDP は同▲0.68%ポイント下押しされる。今後は学生ローンの返済の優先順位が低下し、延滞率が高まる結果、クレジットカードや自動車ローンなどが新たに借りにくくなるなど、影響がその他の債務に広がる可能性もある。

（図表2-10）学生ローン返済による名目個人消費・名目GDP成長率の押し下げ幅（前期比年率）

		可処分所得減少に対する個人消費減少の割合		
		80%	90%	100%
個人消費	150ドル/月	▲0.35%	▲0.40%	▲0.44%
	200ドル/月	▲0.62%	▲0.70%	▲0.77%
	250ドル/月	▲0.89%	▲1.00%	▲1.11%
	300ドル/月	▲1.15%	▲1.29%	▲1.44%
GDP成長率	150ドル/月	▲0.24%	▲0.27%	▲0.30%
	200ドル/月	▲0.42%	▲0.47%	▲0.53%
	250ドル/月	▲0.60%	▲0.68%	▲0.75%
	300ドル/月	▲0.78%	▲0.88%	▲0.98%

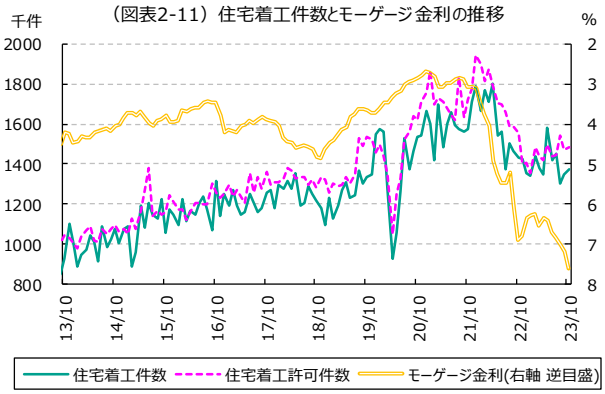
（出所）米商務省公表資料より明治安田総研作成

2024 年前半にかけての個人消費は、家計の信用条件の悪化や学生ローンの返済再開などが重石となることで減速に向かうと予想する。もっとも、2024 年後半以降は 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、少しずつ持ち直しに向かうとみる。

住宅投資は 2024 年後半に持ち直し

10 月の住宅着工件数は 137.2 万件と、2 ヵ月連続で増加した（図表 2-11）。住宅着工の先行指標とされる住宅着工許可件数も下げ止まりの兆しが見られる。中古住宅価格が在庫不足により高止まりする一方、新築価格は低下基調となっており、新築を中心に販売件数は持ち直しつつある。

（図表2-11）住宅着工件数とモーゲージ金利の推移



（出所）米商務省、ファクトセット

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、11 月は 34 と 4 ヵ月連続で低下している。モーゲージ金利が 8%近辺まで上昇していることなどから、米国の個人の住宅ローン申請件数を指数化した指標である米抵当銀行協会（MBA）住宅購入申請指数は 10 月 27 日の週には 1995 年以来の低水準となるなど、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。住宅投資は 2024 年前半まで軟調な推移が続くとみる。ただ、新築を中心に住宅価格の低下傾向が続くと見込まれるほか、FRB の利下げ以降は住宅ローン金利も低下が見込まれることから、2024 年後半以降は徐々に持ち直すと予想する。

設備投資はしばらく軟調に推移

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、10 月は 45.5 と前月から 3.7 ポイント低下し、昨年 9 月以降、14 ヵ月連続で好不況の境目である 50 を割り込んでいる（図表 2-

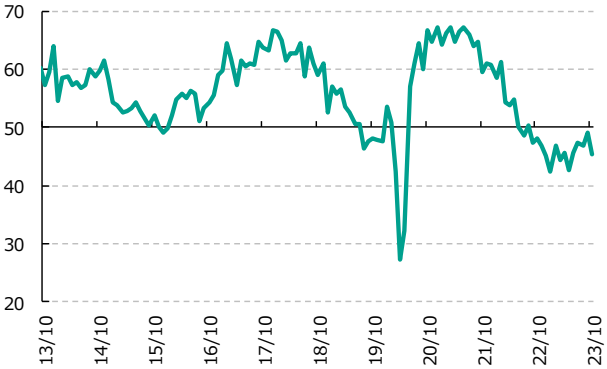
12)。

米国の大手企業経営者が所属する経済団体であるビジネスラウンドテーブルの調査によると、6ヵ月後に設備投資を増やすとの回答から、減らすとした回答を差引いた割合は下げ止まりつつあるものの、依然として低水準での推移となっている（図表2-13)。

銀行の貸出基準の厳格化も資金調達の足枷になるとみる。FRB の10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33.9%ポイント、小規模企業向けが28.3%ポイントとなっている。前回の7月調査からはやや緩和したとはいえ、過去の水準と比べれば高い水準にある。

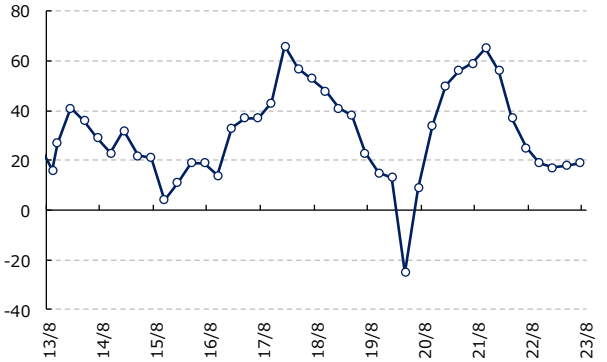
足元では長期金利が高止まりしているほか、FRB は政策金利を当面維持する可能性が高いことを考慮すると、2024年前半の設備投資は低迷を余儀なくされると予想する。もっとも、2024年後半は FRB が利下げに転じるなか、借入コストの低下を追い風に設備投資は回復トレンドに復すると見込む。

（図表2-12）ISM製造業新規受注指数の推移



（出所）ISM

（図表2-13）企業の設備投資計画



※今後6ヵ月以内に設備投資を「増やす」と回答した比率から「減らす」と回答した比率を差し引いて算出
（出所）Business Roundtable

2024 年 6 月の利下げを見込む

10 月 31－11 月 1 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 2 会合連続となった。

声明文では、家計や企業の経済活動、雇用、インフレの抑制要因として、従来の「信用環境の引き締まり」に加え、「金融環境の引き締まり」が追加された。11 月会合におけるブラックアウト期間に入る前に、ジェファーソン副議長や、ダラス連銀のローガン総裁など複数の FRB 高官が、長期金利の上昇による利上げの必要性の低下に言及していたことから、今回の声明文でこうした記述が追加されるかが注目されていた。金融政策の先行き部分では、追加の金融引き締めの程度を判断するうえで、「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」、「委員会は追加情報と金融政策への影響についての評価を継続する」と、利上げによる影響を注意深く見極めるスタンスが維持された。パウエル議長は、「長期金利の上昇やドル高、株安は将来の金融政策において重要な意味を持つ可能性がある」との見解を示しており、追加利上げのハードルは幾分上がったとみている。

中東情勢の緊迫化に伴う原油価格の上昇によって追加利上げを余儀なくされる可能性は残るが、今のところは落ち着いた推移となっているほか、世界第 2 位の石油消費量を誇る中国の景気は、不動産市況の低迷で力強さに欠ける推移が続くとみられることなどから、原油価格の上値余地は限られるとみている。加えて、今後もコア CPI の伸びは鈍化傾向で推移すると見込まれることから、当研究所では、利上げは 7 月で最後とみる。一方、FRB の物価目標である前年比＋2.0%までにはまだ距離があることから、利下げの開始時期は来年の 6 月というのがメインシナリオである。（担当：前田）

３．欧州経済見通し

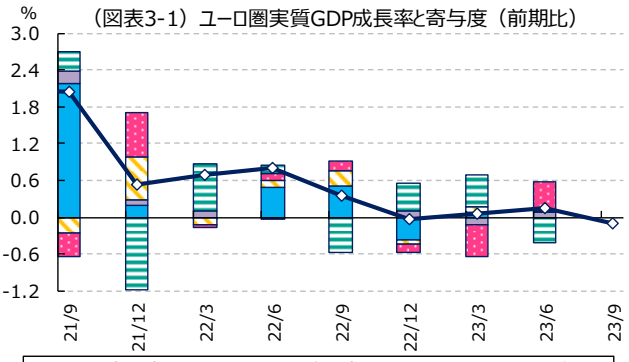
＜要　　約＞

ユーロ圏の 7－9 月期実質 GDP 成長率は前期比▲0.1%と、マイナス成長に転落した。インフレによる個人消費の低迷や、中国の景気減速などから来る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、2024 年の年明け以降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、2024 年後半は、ECB が利下げに転じることが下支え要因となり、景気が再度上向く展開を予想する。

英国の 7－9 月期実質 GDP 成長率は前期比横ばいと、前期（同＋0.2%）から伸びが縮小した。物価高による個人消費の低迷が主因である。今後は、インフレ率の低下に伴う実質賃金改善により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。イングランド銀行（BOE）が 2024 年後半に利下げに転じれば、設備投資や住宅投資は若干持ち直すとみるが、英国景気は総じて低成長が続くと予想する。

7－9 月期実質 GDP 成長率はマイナスに

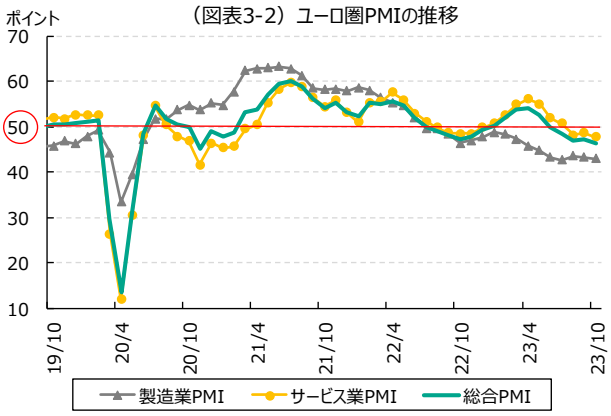
7－9 月期のユーロ圏実質 GDP 成長率（改定値）は前期比▲0.1%と、マイナス成長に転落した（図表 3-1）。物価高による個人消費の低迷が主因とみられる。主要国の成長率は、輸出が不振のドイツ（4－6 月期：同＋0.1%→7－9 月期：同▲0.1%）と消費が冷え込むイタリア（同▲0.4%→同±0.0%）が低迷する一方、観光業が堅調なフランス（同＋0.6%→同＋0.1%）とスペイン（同＋0.4%→同＋0.3%）が比較的底堅い。



（図表3-1）ユーロ圏実質GDP成長率と寄与度（前期比）

（出所）ユーロスタット

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、10 月は総合で 46.5 と、好不況の境目となる 50 を 5 ヵ月連続で下回っている（図表 3-2）。業種別では、製造業が 43.1 と、外需の低迷による受注の減少などを要因に 2020 年 5 月以来の低水準となっている。また、個人消費の低迷などを反映して、サービス業も 47.8 と、8 月以降 50 割れが続いている。



（図表3-2）ユーロ圏PMIの推移

（出所）ファクトセット

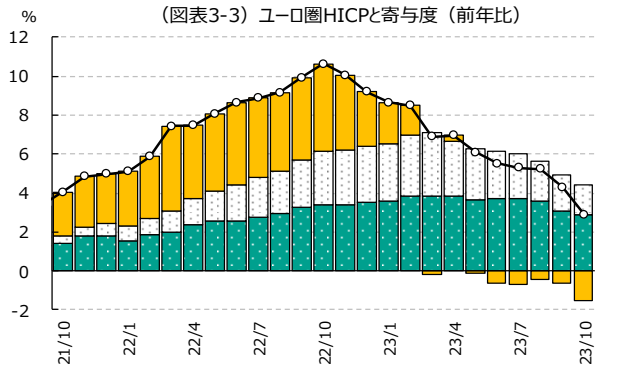
ユーロ圏景気については、インフレによる個人消費の低迷や中国の景気減速などによる外需の不振により、当面厳しい状況が続こう。個人消費は、インフレ率の鈍化傾向が続くことで実質賃金が上昇するため、2024 年に入れば徐々に持ち直すとみるが、欧州

明治安田総合研究所

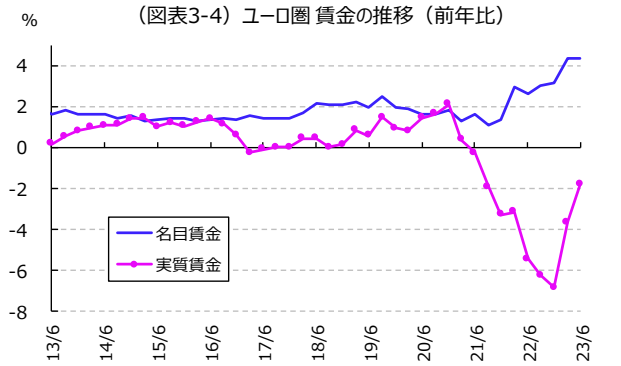
中央銀行（ECB）の利上げ効果が 2024 年前半にかけて継続し、設備投資や住宅市場の重石になるため、景気は全体として低空飛行が続くとみる。ただ、2024 年後半は ECB が利下げに転じることが下支え要因となり、再度上向く展開を予想する。

インフレ率は鈍化傾向で推移

ユーロ圏の 10 月の消費者物価指数（HICP）は前年比＋2.9%と、6 ヵ月連続で伸びが鈍化した（図表 3-3）。主要 4 分類の物価上昇率に対する寄与度を見ると、食品・アルコール・タバコ（9 月：寄与度＋1.8%ポイント→10 月：同＋1.6%ポイント、寄与度差：▲0.2%ポイント）、エネルギーを除く工業製品（同＋1.1%ポイント→同＋0.9%ポイント、同▲0.2%ポイント）が前月から低下し、エネルギー（同▲0.6%ポイント→同▲1.5%ポイント、同▲0.9%ポイント）はマイナス幅が拡大した。また、サービス（同＋2.0%ポイント→同＋1.9%ポイント、同▲0.1%ポイント）の寄与度は 3 ヵ月連続で低下し、その結果、コア HICP の伸びは同＋4.2%と前月（同＋4.5%）から鈍化した。



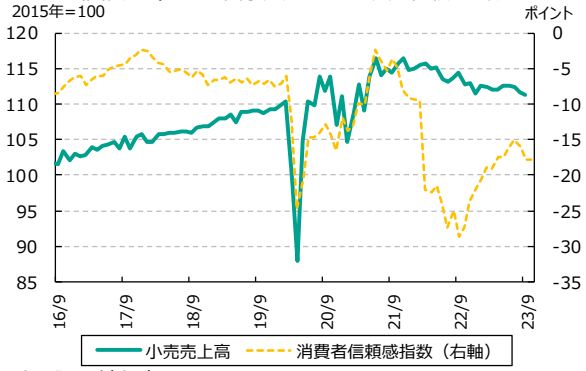
（図表3-3）ユーロ圏HICPと寄与度（前年比）
（出所）ユーロスタット



（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HICPを差し引いたもの
（出所）ファクトセット

中東の地政学リスクは今のところインフレ見通しへの大きなリスクにはなっていない。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 80 ドル/バレルを下回って推移しており、ECB の想定（82.7 ドル/バレル、2023 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。食品の寄与度に関しても、エネルギーや穀物相場の落ち着きを受け、低下傾向が続くと見込む。

ユーロ圏の 2023 年 4－6 月期の労使間妥結賃金は前年比＋4.3%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（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目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、2025 年前半に ECB の目標とする 2%近辺に収束すると予想する。

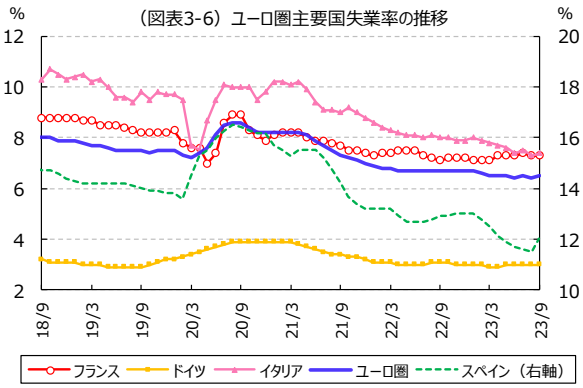


（図表3-5）ユーロ圏小売売上高と消費者信頼感指数
（出所）ファクトセット

個人消費は 2024 年初旬から徐々に持ち直しへ

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、9 月は前月比▲0.3%と、

軟調推移が続く（図表 3-5）。内訳をみると、飲食物・タバコ（同＋1.4%）が持ち直したほか、ガソリン（同▲0.9%）のマイナス幅が縮小するなど改善点もあるが、非食品（同▲1.9%）が依然冴えない。9 月に消費者マインドは急落しており、8 月から 9 月にかけての原油高に起因するエネルギー価格の上昇が消費に悪影響を与えている模様である。もっとも、10 月以降原油価格は落ち着きを見せつつあることから、消費意欲の持ち直しが期待される。

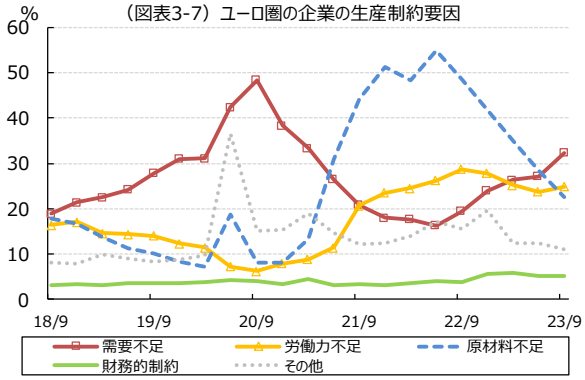


(出所)ユーロスタット

今後に関しては、新規雇用がサービス業を含め減少しつつあることから、賃金上昇ペースは緩やかになると見込まれるものの、エネルギー価格のマイナス寄与や食料品価格の伸びの鈍化により、インフレ率がより速いペースで鈍化するとみられるため、2023 年 4Q にも実質所得はプラスに転換するとみる。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。9 月のユーロ圏の失業率は 6.5%と、統計開始以来の最低水準を維持している（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 2024 年から、徐々に持ち直していくと予想する。

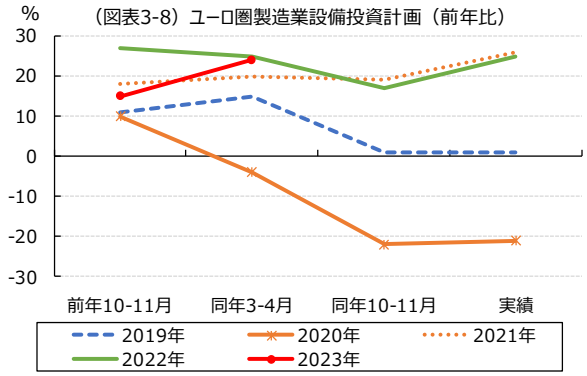
2024 年後半以降、設備投資の回復を見込む

ユーロ圏の 9 月の鉱工業生産は前年比▲6.9%と、前月（同▲5.1%）からマイナス幅が拡大した。利上げに伴う借り入れコストの高まりで設備投資需要が減少していることから、資本財（同▲9.5%）が振るわず、個人消費の低迷を反映して耐久消費財（同▲8.1%）も冴えない動きとなっている。



（出所）欧州委員会公表資料より明治安田総研作成

欧州委員会の調査によれば、2022 年は生産の制約要件として原材料不足をあげる先が多かったが、2023 年は需要不足をあげる先が増加傾向にある（図表 3-7）。海上物流のひっ迫や半導体不足といった供給制約が解消された後、足もとでは外需や個人消費の弱さが生産面の主な課題になっている。この傾向は 2024 年前半にかけて継続するとみられるため、生産意欲の低迷が続きそうで、設備投資も冴えない推移が続く可能性が高い。

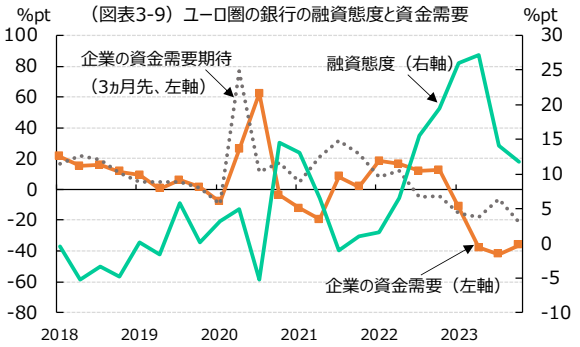


（出所）欧州委員会「Business and consumer surveys」

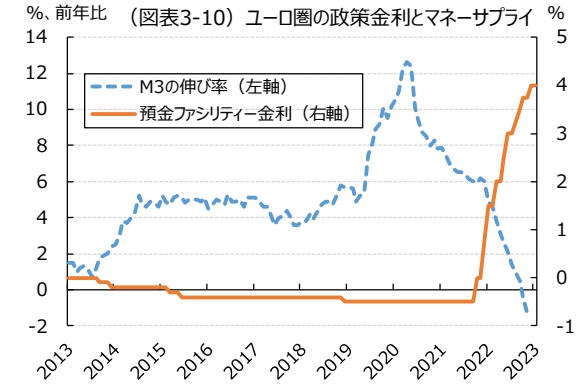
欧州委員会の設備投資サーベイ調査を見ると、2023 年の企業の設備投資計画は、3－4 月時点で前年比＋23.5%となっており、計画上は高い伸びだが、大幅な下方修正は避けられないとみる（図表 3-8）。ECB の 10 月銀行融資担当者調査によると、融資基準を厳格化させた銀行の割合から、緩和させた銀行の割合を差し引いた DI は＋11.7 と、7 月調査（＋14.1）からは低下したもの

の、依然としてプラス圏で推移している。

ユーロ圏の銀行の融資態度は依然厳しく、企業の資金需要は事前予想を下回る状況が続いている（図表 3-9）。厳しい融資態度と低調な資金需要により、ユーロ圏のマネーサプライの伸びはマイナスに転じており、利上げが本格的に景気を冷やし始めている様子が見て取れる（図表 3-10）。2023 年 4Q から 2024 年前半にかけて設備投資は停滞気味の推移を見込む。2024 年央には、ECB が利下げに転じるとみられるのに加え、外需の持ち直しも見込まれることから、回復軌道に復すると予想する。



（出所）ECB「Bank lending survey」より明治安田総研作成。融資態度は「融資基準を厳しくした先の割合」―「融資基準を緩めた先の割合」。資金需要は「需要増を報告した先の割合」―「需要減を報告した先の割合」



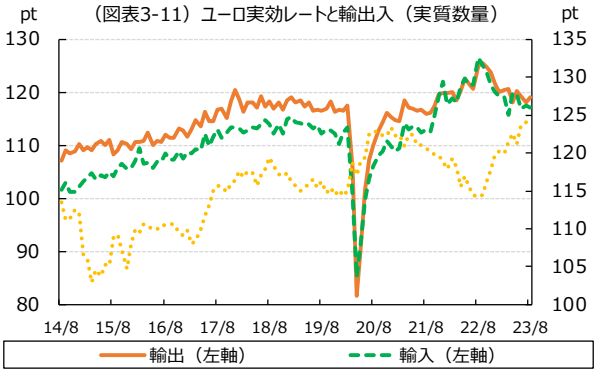
（出所）ブルームバーグより明治安田総研作成

輸出は 2024 年後半に上向くとみる

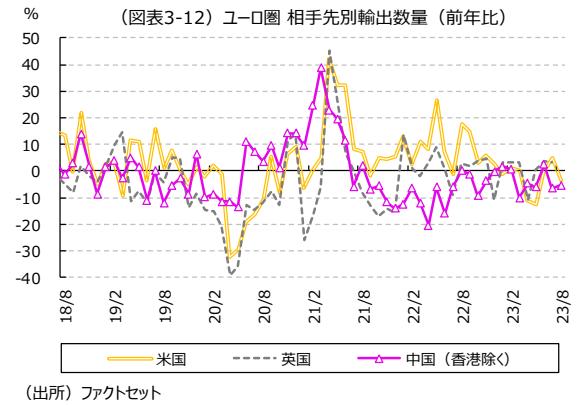
8 月のユーロ圏の輸出数量は前年比▲4.7%と、5 ヵ月連続のマイナスとなった。ユーロの名目実効レートが上昇傾向にあることや、中国景気の減速により輸出の伸びが抑えられたため、数量ベースの貿易黒字はほとんどなくなっている（図表 3-11）。国別では景気減速に悩む中国向けと、前年の好調さの反動が出ている米国向けの落ち込みが目立つ（図表 3-12）。

今後の主要貿易相手国の景気動向を見ると、米国では、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、景気は減速に向かっている。英国も、イングランド銀行（BOE）の利上げが景気の足枷になるとみる。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、中国向けが伸び悩むほか、米国向けや英国向けの低迷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 年後半にかけて輸出は上向いていくとみる。一方、一次産品の価格低下により輸入の減少傾向が続くとみられることから、貿易黒字は再び拡大していくと考えられる。



（出所）ブルームバーグより明治安田総研作成。実質数量は2010年＝100。ユーロ実効レートは1999年1Q=100



（出所）ファクトセット

ECB の利上げは終了し、2024 年 6 月から利下げ局面へ

10 月 26 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。2022 年 7 月の会合から毎回続いた利上げはいったん打ち止めとなった。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。

前回会合では声明文に、「主要政策金利は、それが十分長期間にわたって維持されるならば、インフレを目標に戻すために大きく寄与できる水準に到達した」との文言が追加され、利上げ停止の可能性が示唆されていた。よって今会合での金利すえ置きは既定路線だった。今会合の声明文にも同じ文言が残っており、ECB は当面様子見姿勢を維持するとみられる。

ラガルド総裁は会見で、今後の金利水準はデータ次第との立場を繰り返しており、追加利上げの余地は残している。しかし、外需や個人消費は低迷し、中東の地政学リスクも浮上するなど、ユーロ圏景気の足取りは不安定化していることから、今後ハト派（景気安定重視）が勢いを増す展開が想定され、追加利上げのハードルは相当高いとみておきたい。

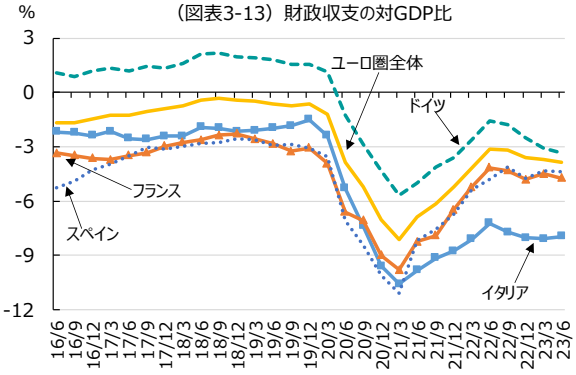
声明文は、9 月 HICP の伸びが大幅に鈍化したことに言及している。高止まりするサービス価格についても、「観光・旅行関連の上昇圧力が弱まりつつある」と記載された。さらに、「ほとんどの基調的インフレ指標は継続的に鈍化している」としたうえで、利上げ効果が融資条件などに力強く反映されることにより「需要が一段と減少しインフレ低下に寄与する」と、今後のインフレ率低下の道筋に対して自信を示す内容となっている。新規雇用がサービス業を含め減少してきているとの指摘もあり、インフレ克服への自信を徐々に深めている様子がうかがえる。

ラガルド総裁が質疑応答で PMI の弱さにふれたり、パンデミック緊急購入プログラム（PEPP）の再投資停止に向けての議論開始が今会合では見送られたりと、ECB は目先の景気動向をかなり慎重にみている様子もうかがえる。一方、インフレ率の低下に伴い実質所得が上昇していくため、向こう数年間にわたって景気は回復していくとの楽観的な中期見通しも示された。今回の会合結果を受けて、金利スワップ市場が織り込む ECB の利下げ開始時期は 2024 年 7 月から 6 月に前倒しされた。当研究所では、ECB の利上げ局面はすでに終了となり、2024 年 6 月から利下げが開始されるとみている。

ソフトランディングを想定も、財政問題がリスク要因

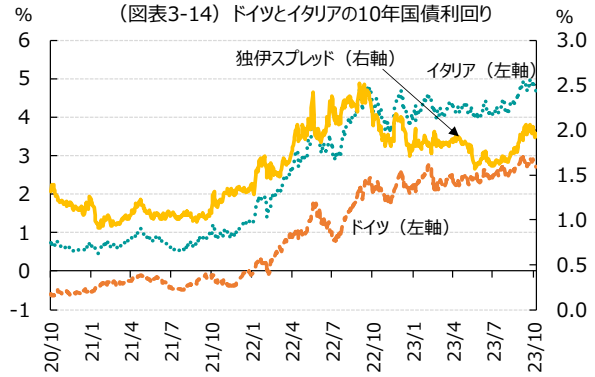
今会合では総じてハト派的なスタンスが目立った。ECB は景気の先行きへの懸念を強める一方で、インフレ抑制への自信を深めている。景気の現況判断は弱いとはいえ、域内実質 GDP が 2023 年を底に回復していく見通しは維持されており、ECB は依然ソフトランディングを想定している。一方、先行きのリスク要因としては財政問題も無視できない。コロナやウクライナ紛争への対応などを通じ、主要国の財政赤字は膨らんでおり（図表 3-13）、多くの国で財政赤字の対 GDP 比が EU の安定成長協定（▲3%以内）をオーバーしている。財政出動余地は限られるとみられ、政府に景気を下支えする余力は乏しい。特にイタリアの財政状況が厳しく、イタリアの 10 年国債利回りは一時 5%近辺まで上昇、独伊スプレッドは拡大傾向にある（図表 3-14）。

（図表3-13）財政収支の対GDP比



（出所）ブルームバーグより明治安田総研作成

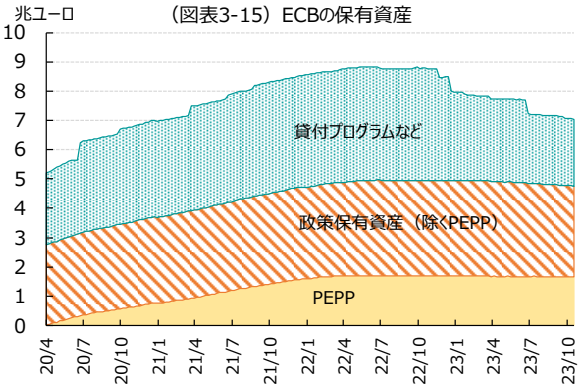
（図表3-14）ドイツとイタリアの10年国債利回り



（出所）ブルームバーグより明治安田総研作成。独伊スプレッドは「イタリア」−「ドイツ」

PEPP（図表 3-15）の再投資停止に関する議論開始は今会合では見送られたものの、タカ派（物価安定重視）による再投資停止の要求は強く、次回会合以降は議題となる可能性が高い。将来的な国債市場の需給悪化を懸念して、イタリアなどの国債利回りがさらに上昇するリスクがある。金利の域内格差是正のための「伝達保護措置（TPI）」が 2022 年 7 月に設置されてはいるものの、現状では発動要件が厳しく、機能するかどうか疑わしい。この点、発動要件緩和に向けた議論の進展が期待される。

（図表3-15）ECBの保有資産



（出所）ブルームバーグより明治安田総研作成

英国景気は 2024 年にかけて停滞気味で推移

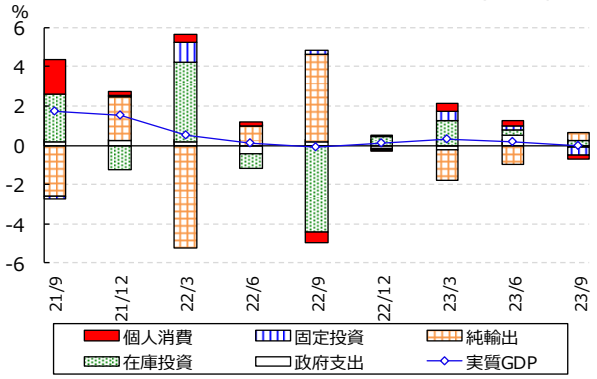
英国の 7－9 月期実質 GDP 成長率は前期比横ばいと、前期（同＋0.2%）から伸びが縮小した（図表 3-16）。英国景気は低空飛行が続いている。内訳を見ると、個人消費や固定投資の寄与度がマイナスと、内需が弱く、輸入の減少による純輸出のプラス寄与により、かろうじてマイナス成長を免れた形となっている。

PMI を見ると、輸出の不振などにより製造業が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ほか、インフレによる個人消費の冷え込みを反映して非製造業も 8 月以降 50 割れとなっている。この結果、総合 PMI も 50 を下回って推移している（図表 3-17）。BOE の利上げの累積効果が景気を冷え込ませており、PMI が 50 を安定的に上回るのは、利下げによる景気下支え効果が見込まれる 2024 年の後半以降とみられる。

労働市場をみると、7－9 月期の失業率は 4.2%と、前年同期（3.6%）以降悪化している。求人数も減少傾向にあることから、景気の悪化に伴い労働需給が緩みつつある様子がうかがえる。

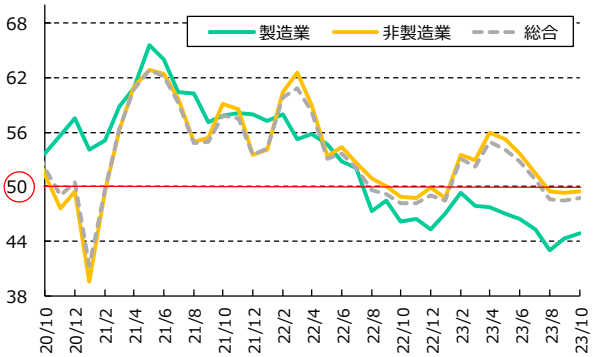
英国の CPI は、低下傾向となっているが（図表 3-18）、タカ派の BOE 政策委員はサービス価格の高止まりを引き続き警戒している。もっとも、定期賃金の伸びは大きな寄与度を占める期待インフレ率のピークアウトや、労働需給の緩和などにより低下傾向となる見通しであることから（図表 3-19）、サービス価格も徐々に軟化していく可能性が高い。

（図表3-16）英国 実質GDP成長率と寄与度(前期比)



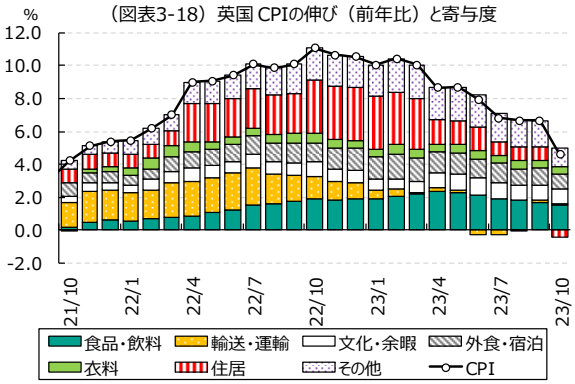
（出所）英国国家統計　※統計上の誤差あり

（図表3-17）英国のPMI



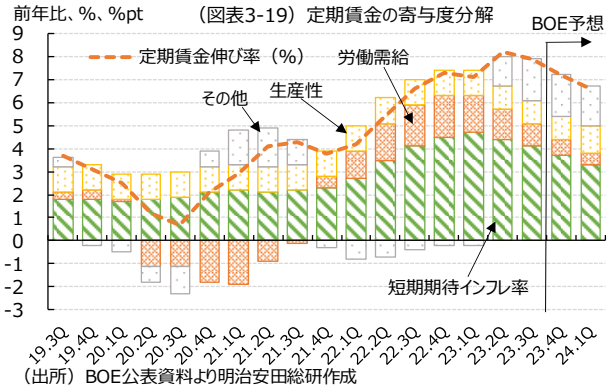
（出所）ファクトセット

（図表3-18）英国 CPIの伸び（前年比）と寄与度



（出所）英国国家統計局

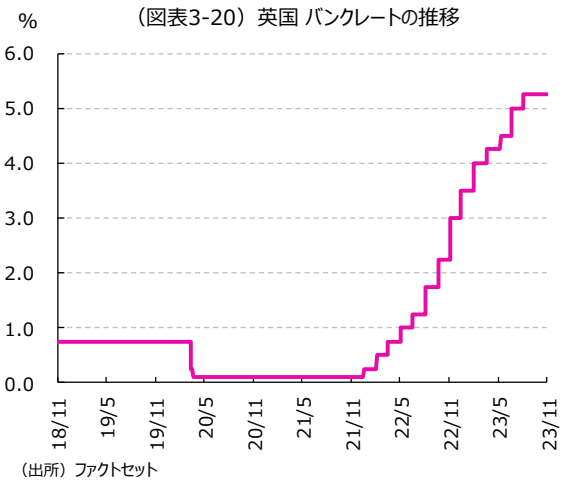
今後はインフレ率の低下による実質所得改善により、個人消費が徐々に持ち直す見込みだが、失業率悪化を伴うため回復ペースは緩慢なものにとどまろう。2024年後半以降は BOE の利下げ効果により設備投資や住宅投資が若干持ち直すとみられるが、英国景気は見通し期間を通じ、総じて低成長が続くと予想する。



（出所）BOE公表資料より明治安田総研作成

利上げ局面終了、2024年半ばから利下げへ

BOE は 11 月 1 日開催の金融政策委員会(MPC) で政策金利すえ置きを決定し、2 日に発表した。すえ置きは 2 会合連続となる（図表 3-20)。声明文では、「英国の GDP の伸びは 8 月の経済見通し時よりも弱い」と、景気への懸念を表明したほか、「雇用者数の伸びは年後半に想定よりも鈍化する」可能性が高く、「賃金の伸びは向こう数四半期にわたって減速する見込み」と、物価上昇圧力が弱まりつつあるとの見方を示した。



（出所）ファクトセット

さらに、「9 月 CPI は前年比＋6.7%と、8 月見通しを下回って」おり、「CPI の伸びは今後も継続的に縮小していく」と、インフレ抑制への自信を示した。そして、「現在の金融政策スタンスは抑制的」であり、「今会合で委員会は政策金利を 5.25%にすえ置く」と、すえ置き継続に至った背景を説明している。一方で、CPI 上昇率が 2%に戻ると想定される時期は「2025 年の終盤」と、中東の地政学リスクの高まりによるエネルギー価格上昇などを受けて、9 月会合時の「2025 年 4－6 月期」から後ろ倒しされた。「持続的なインフレ圧力の証拠が出てくれば、さらなる金融引き締めの用意がある」と、追加利上げの余地も残している。もっとも、失業率の悪化などで賃金上昇圧力の鈍化が予想されるため、基調的な物価上昇率は順調に低下する見込みである。当研究所では、BOE による利上げ局面は終了したとみている。英国景気減速懸念の高まりを踏まえ、2024 年半ばには利下げに舵を切ると予想する。（担当：吉川）

４．中国経済見通し

＜要 約＞

中国の 2023 年 7－9 月期の実質 GDP 成長率は前期比＋1.3%と、前期（同＋0.5%）から伸びが拡大した。1－9 月累積の実質 GDP 成長率は前年比＋5.2%となった。政府の通年目標である同＋5.0%を達成するには、第 4 四半期の成長率が同＋4.4%以上となればよい計算で、前年の実績（同＋2.9%）が高くないことを踏まえれば、目標達成は目前である。

10 月 24 日、全人代の常務委員会は景気支援のため 1 兆元の特別国債発行を承認した。年の途中で中央政府予算が修正されたのは過去数回しかなく、稀な決定である。足元の成長率が政府目標を上回っているなか、財政赤字の拡大も厭わず国債発行を決定したことに鑑みれば、政府当局が景気の先行きに相当の危機感を持っている様子がうかがえる。

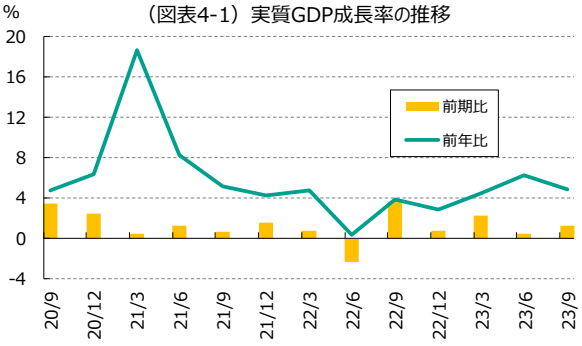
見通し期間中の景気は、政府の景気支援策、緩和的な金融環境が下支え役となろう。もっとも、中国経済にとって最大の下押し材料となっている不動産不況は長期化する可能性が高い。海外景気も力強い回復は見込めず、デリスキングの動きも輸出の足枷となる。内需・外需ともに不安材料を抱えるなか、中国景気は全体として勢いを欠く推移が続くとみる。

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。

2023 年の成長率目標は達成見込み

中国の 2023 年 7－9 月期の実質 GDP 成長率は前期比＋1.3%と、前期（同＋0.5%）から伸びが拡大し、事前の市場予想（同＋1.0%）も上回った（図表 4-1）。これで 5 四半期連続のプラスである。前年比では＋4.9%と、前期（同＋6.3%）から伸びが鈍化したが、こちらも市場予想（同＋4.5%）は上回った。19 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に、宿泊・飲食業（前年比＋12.7%）、運輸・倉庫・郵便業（同＋8.5%）が堅調な伸びを維持したほか、情報通信・ソフトウェア業（同＋10.3%）も二桁の伸びだった。一方、不動産業は同▲2.7%と、前期（同▲1.2%）からマイナス幅が拡大し、2 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

この結果、1－9 月累積の実質 GDP 成長率は同＋5.2%となった。政府の通年目標である同＋5.0%を達成するには、第 4 四半期の成長率が同＋4.4%以上となればよい計算で、前年の実績（同＋2.9%）が高くないことを踏まえれば、目標達成は目前である。

中央政府は 1 兆元の特別国債発行を承認

7 月 24 日に開催された中央政治局会議では、今年下半期の経済対策方針について議論され、耐久消費

財やサービス消費等の内需拡大策のほか、民間投資の促進など、景気浮揚に向けた施策を行なうとの方針が示された（図表 4-2）。その後、国家発展改革委員会から「消費回復・拡大に関する措置」が公告され、20 項目にわたる内需拡大策などが示されたが、全体として小粒な支援にとどまっていた。そうしたなか、10 月 24 日、全国人民代表大会（全人代、日本の国会に相当）の常務委員会は、景気支援のため 1 兆元の特別国債発行を承認した。また、地方政府が 2024 年の債券発行枠の一部を前倒し執行できるようにする法案も可決された。1 兆元の国債は 2023 年、2024 年にそれぞれ 5,000 億元ずつ、災害復旧や防災関連のプロジェクトなどに使用するとしている。年の途中で中央政府予算が修正されたのは過去数回しかなく、稀な決定である。足元の成長率が政府目標を上回っているなか、財政赤字の拡大も厭わず国債発行を決定したことに鑑みれば、政府当局が景気の先行きに相当の危機感を持っている様子がうかがえる。

（図表4-2）2023年7月に開催された中央政治局会議の要旨

足元の経済情勢	・国内経済は引き続き回復している ・内需不足、一部企業の経営難、主要分野でのリスク増加、複雑な外部環境により、新たな困難と課題に直面
経済政策方針	・改革開放の深化 ・マクロ経済政策の調整を強化し、内需拡大 、信頼感向上、リスク防止などに注力
内需拡大策	・自動車や電化製品、家具など耐久消費財の消費を促進 ・観光・レジャー、スポーツなどサービス消費の促進 ・民間投資の促進 ・地方政府の特別債発行の活用・加速
不動産政策	・不動産政策を適時に調整・最適化 ・低所得者向け住宅の建設
改革開放	・国有企業の核心的競争力の強化 ・民間企業の発展環境の最適化
リスク防止	・地方政府の債務リスクを予防・解決 ・リスクの高い中小金融機関の改革を推進

（出所）中国政府公表資料より明治安田総合研究所作成

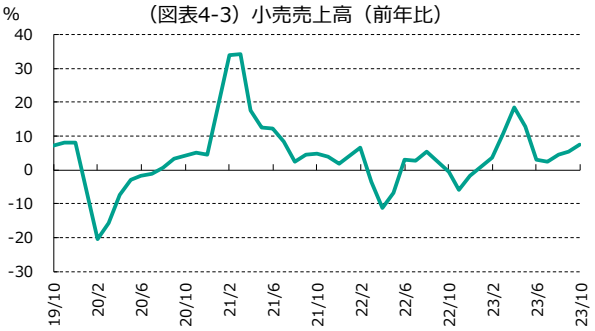
景気にとって目下最大の下押し圧力となっているのは不動産不況である。関連産業も含めれば GDP の 2～3 割を占めると言われる不動産市場の不振が景気の足枷となる状況は長期化する可能性が高い。また、かつて地方政府歳入のうち約 3 割を占めた土地使用権譲渡収入などの不動産関連税収は、不動産開発企業の資金繰り悪化に伴い大きく落ち込んでいる。地方政府の債務状況は厳しさを増し、今後の政策運営は一段と困難を極める。中央政府による特別国債発行も一時しのぎに過ぎず、これまでのような公共投資頼みの高成長は維持できなくなっている。

見通し期間中の景気は、政府の景気支援策、緩和的な金融環境が下支え役となろう。もっとも、長引く不動産不況が景気の足枷となるほか、海外景気も力強い回復は見込めず、デリスキングの動きも輸出の重石となる。内需・外需ともに不安材料を抱えるなか、景気は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。

消費者マインドは低迷、家計の貯蓄志向が強まる

10 月の小売売上高（名目）は前年比＋7.6%と、前月（同＋5.5%）から伸び幅が拡大した（図表 4-3）。前月比（季調済）でも＋0.07%と伸びたものの、弱い伸びにとどまった。

（図表4-3）小売売上高（前年比）

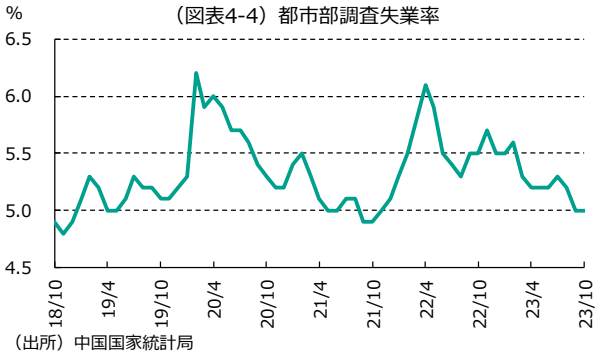


（出所）中国国家統計局　※2月の数値は1、2月の累計値

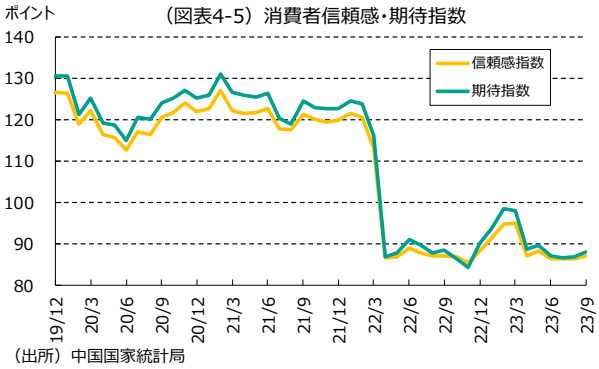
内訳の分かる前年比で見ると、外食（＋17.1%）やスポーツ・娯楽（同＋25.7%）が二桁の伸びとなったほか、宝飾品（同＋10.4%）、衣料品（同＋7.5%）といった外出に関連する品目で堅調な伸びとなった。中国文化観光省によれば、9 月 29 日～10 月 6 日にかけての国慶節・中秋節の大型連休中の国内観光収入額は昨年の 2.3 倍、コロナ前の 2019 年を＋1.5%上回ったとのことで、外出・旅行需要の回復が消費を後

押ししている模様である。一方、建築材（同▲4.8%）は昨年4月以降マイナスで、軟調な推移が続いている。家具（同＋1.7%）も弱い伸びとなっており、不動産不況が住宅関連財の消費を下押ししている様子もうかがえる。

雇用・所得環境を確認すると、10月の都市部調査失業率は5.0%と、前月から横ばいだった（図表4-4）。1－9月の都市部新規就業者数は1,022万人と、政府の通年目標（1,200万人）の約85%に達し、前年同期との比較でも＋21万人増加した。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、改善の兆しはみられない。7月分から公表が停止されてしまった若年層（16～24歳）の失業率は、大卒者の増加などを背景に、高水準で推移している可能性が高い。所得面でもやや陰りが見えており、1－9月期の都市部実質可処分所得は前年比＋4.7%と、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。



（図表4-4）都市部調査失業率
（出所）中国国家統計局

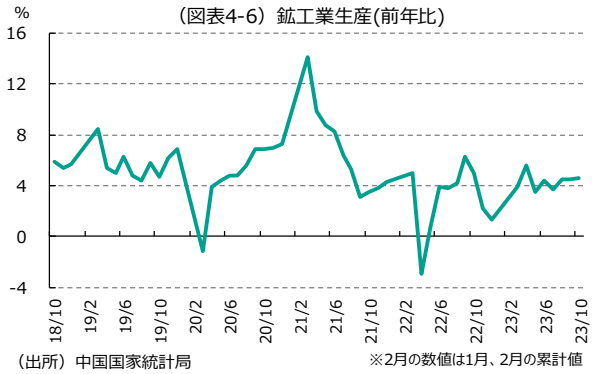


（図表4-5）消費者信頼感・期待指数
（出所）中国国家統計局

家計の預金増加額を見ると、2023年1－10月は前年同期比＋13.8兆元と、コロナ前となる2019年同期の同＋7.9兆元を上回っており、家計が貯蓄志向を強めている様子がうかがえる。そうしたなか、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はせず、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するなど低迷が続いている（図表4-5）。雇用・所得不安などを背景に、家計の貯蓄志向が強まっているとみられるなか、消費者マインドの低迷は長引く可能性が高く、今後の個人消費は緩やかな回復にとどまると予想する。

生産は安定した推移も、デリスキングや海外景気の動向に懸念

10月の鉱工業生産は前年比＋4.6%と、わずかだが前月（同＋4.5%）から伸びが拡大した（図表4-6）。このところ同＋4%前後での推移が続いている。前月比（季調済）では＋0.39%と、こちらも前月（同＋0.36%）からわずかに伸びが拡大し、6ヵ月連続のプラスとなった。もっとも、四半期毎に公表される設備稼働率を見ると、7－9月期は75.6%と、前期から＋1.1%ポイント上昇したものの、ゼロコロナ政策がとられていた時期の水準を下回っており、企業の生産活動は本調子と言える状況ではない。品目別に見ると、太陽電池（前年比＋62.8%）や新エネルギー車（同＋27.9%）など、クリーンエネルギー関連の製品が引き続き堅調だった一方、産業用ロボット（同▲17.7%）、マイコン（同▲17.9%）は二桁のマイナスとなった。また、不動産不況の影響を受けている



（図表4-6）鉱工業生産(前年比)
（出所）中国国家統計局

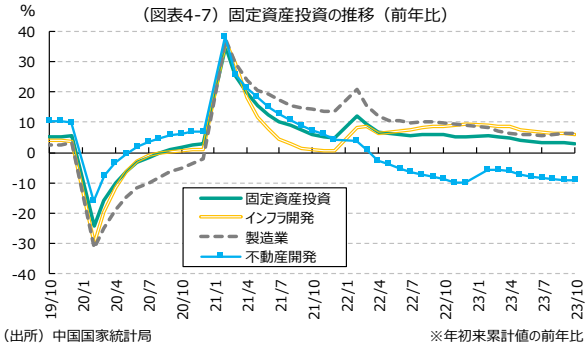
可能性があるセメント（同▲4.0%）、銑鉄（同▲2.8%）、粗鋼（同▲1.8%）もマイナスだった。

貿易統計を見ると、10 月は輸出額（米ドルベース）が前年比▲6.4%と、6 ヵ月連続のマイナスとなった。主要な輸出相手国・地域別に見ると、米国向けのマイナス幅がやや縮小する一方、EU・ASEAN 向けでは二桁のマイナスが続いている。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、ハイテク製品などへの輸出規制強化の流れは続くと考えられるほか、米国景気も今後は減速する可能性が高い。ユーロ圏景気も低空飛行が続く見通しである。国家統計局 PMI の輸出向け新規受注も 4 月以降、50 を下回る推移が続いており、輸出向けの生産は来年にかけても伸び悩む公算が大きくなっている。

今後の生産は、内需向けの持ち直しが限定的なものにとどまるほか、輸出向けが伸び悩むことで、緩やかな伸びで推移すると予想する。

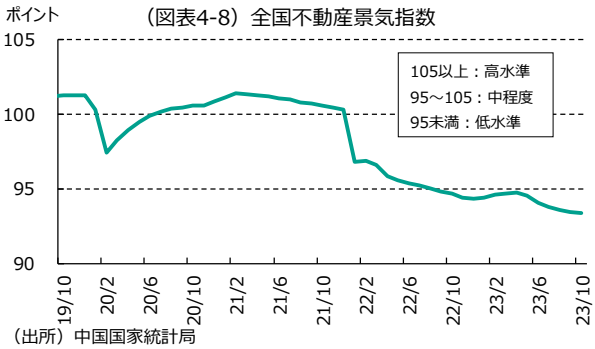
不動産不況が固定資産投資を下押しする状況が続く

1－10 月の固定資産投資（年初来累計）は前年比＋2.9%と、前月（同＋3.1%）から伸びが鈍化した（図表 4-7）。



（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

セクター別に見ると、製造業投資（同＋6.2%）、インフラ関連投資（同＋5.9%）が堅調に推移している。製造業投資の業種別内訳を見ると、電気機械器具（同＋36.6%）などが牽引役となっている。米国等との貿易摩擦が激化するなか、ハイテク産業等で自国生産強化が推進されていることが背景にある。インフラ開発投資は伸びが鈍化基調となっているものの、政府当局が 10 月に決定した 1 兆元の経済対策に下支えされることで、来年も底堅い推移が見込まれよう。



（図表4-8）全国不動産景気指数
（出所）中国国家統計局

そうしたなか、不動産開発投資（同▲9.3%）の大幅マイナスが、固定資産投資全体の足を引っ張っている。不動産開発投資は年初からマイナス幅の拡大が続いており、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、昨年 9 月以降「景気低迷」に位置づけられる 95 を下回る推移となっている（図表 4-8）。10 月は 93.40 と、前月から▲0.03 ポイント低下、悪化に歯止めがかからない状況である。政府当局は、住宅購入時の頭金比率や住宅ローン金利の下限の引き下げを決定するなど、住宅購入規制を緩和している。しかし、1 級都市などの大都市部では新築住宅価格が上昇するなど改善の兆しがみられる一方、元々購入規制の緩和が進められていた地方都市での需要喚起の効果は薄く、人口減少懸念も重石となって、不動産市場全体を好転させるには至っていない。不動産開発企業の相次ぐ経営不振も、消費者の購入意欲を減退させている。不動産開発大手の碧桂園は 9 月 17 日期日の米ドル建て社債の利払いができず、猶予期限である 10 月 18 日を迎えても支払いを完了できなかったため、債務不履行（デフォルト）状態に陥った。恒大集団も清算申し立てに関する審理を 12 月に控えている。不動産不況が固定資産投資全体を下押しする状況は当面続くとみられる。

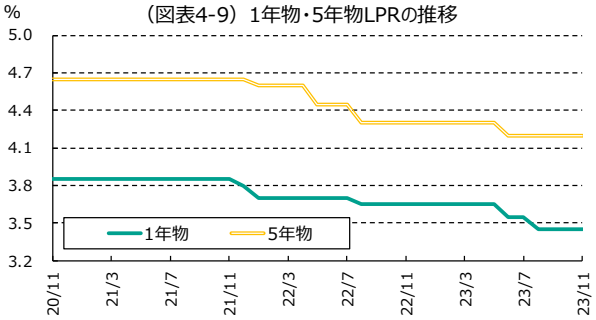
今後の固定資産投資は、製造業投資、インフラ関連開発投資で底堅い推移が見込める一方、不動産開発

投資の低迷が続くことで、緩慢な伸びにとどまると予想する。

緩和的な金融環境が景気を下支え

中国人民銀行（PBOC）は、金融緩和姿勢を強めている。8 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 1 年物が 0.1%引き下げられたほか（図表 4-9）、9 月には、預金準備率が大手銀行、中小銀行でそれぞれ 0.25%ずつ引き下げられた。PBOC は、勢いを欠く景気を支援するため、当面現在の緩和的な金融環境を維持するとみられる。もっとも、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、足元では 1 米ドル＝7.2 元近辺まで元安ドル高が進行、資金流出への警戒感がくすぶり続けている。今後、追加の金融緩和に動くとすれば、FRB の利下げに伴う金利差縮小が見通され、元安基調が一服してからになる可能性が高い。（担当：木村）

（図表4-9）1年物・5年物LPRの推移



（出所）PBOC

５．豪州経済見通し

＜要 約＞

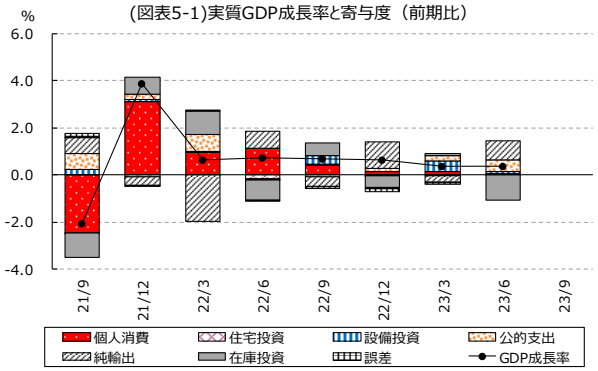
豪州の 2023 年 4－6 月期実質 GDP 成長率は前期比＋0.4%と、7 四半期連続のプラスとなった。伸びは前期と同じだった。純輸出や政府支出がプラスに寄与した。個人消費の寄与は＋0.1%と小幅プラスにとどまり、弱い伸びが続いている。

今後の個人消費は、物価高や利上げが重石となることで 2024 年前半にかけて減速するとみる。輸出も、最大の貿易相手国である中国の景気が、不動産市場の低迷などを背景に力強さを欠くとみられることから、停滞気味の推移を予想する。もっとも、先行きのインフレ率は徐々に鈍化する見通しであることから、実質所得の改善を通じた個人消費の回復などを背景に、2024 年後半以降景気は緩やかに持ち直すとみる。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。

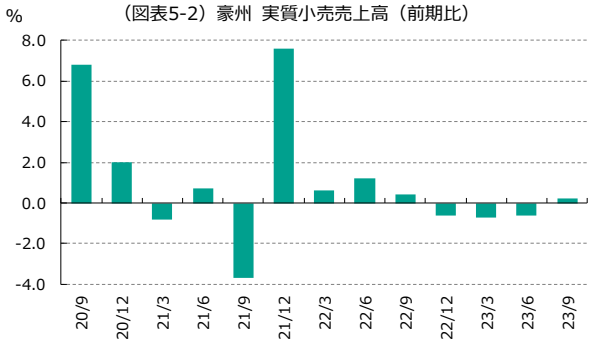
豪州の個人消費は今後減速を見込む

豪州の 2023 年 4－6 月期実質 GDP 成長率は前期比＋0.4%と、7 四半期連続のプラスとなった（図表 5-1）。伸びは前期と同じだった。純輸出や政府支出がプラスに寄与した。個人消費の寄与は＋0.1%と小幅プラスにとどまり、弱い伸びが続いている。

豪州の 7－9 月の実質小売売上高は前期比＋0.2%と、4 四半期ぶりにプラスとなったものの、弱い伸びにとどまった（図表 5-2）。豪州では物価高や利上げが個人消費の足枷となる状況が続いている。豪州の CPI（総合）は前年比＋5.4%と、3 四半期連続で鈍化したものの、依然として高い伸びとなっている。特にサービス価格は、労働需給のひっ迫による労働コストの上昇等を背景に高止まりしている。



（出所）ファクトセット

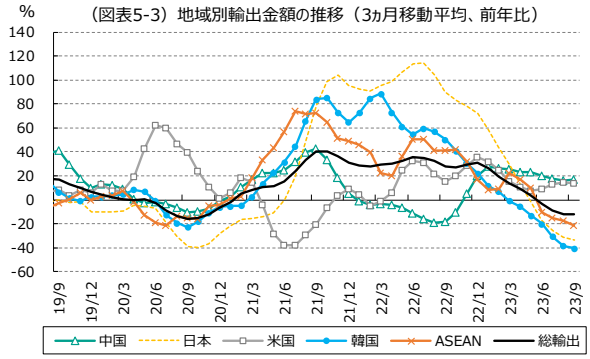


（出所）豪州統計局

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、10 月の失業率は 3.7%と、低水準を維持している。雇用者数も前月比＋5.5 万人と、均せば増加基調である。ただ、雇用者数の増加がこれまでのフルタイム雇用中心からパートタイム雇用中心となるなど、労働需給が緩和しつつある様子もうかがえる。求人数はいまだ高水準であり、企業の採用意欲はそれなりに強いとみられるものの、失業率は今後緩やかな上昇傾向をたどるとみる。2024 年前半にかけての個人消費は、物価高や利上げ、労働需給の緩和などが重石となることで、減速に向かうと予想する。もっとも、先行きのインフレ率は、利上げの影響が浸透しつつあるなか、緩やかなペースではあるものの低下するとみられることから、実質所得の改善が 2024 年後半以降の個人消費を支えるとみる。

輸出は停滞

豪州の 9 月の輸出金額の伸び（3 ヵ月移動平均）は前年比▲12.0%と、マイナス圏での推移となっている（図表 5-3）。相手国別に見ると、豪州最大の貿易相手である中国向けが底堅く推移している一方、日本や ASEAN、韓国向けなどが足を引っ張っている。中国向け輸出に関しては、2020 年に設けた豪州からの大麦、ワイン等の輸出品に対する追加関税や輸入制限の縮小・撤廃が進んでいることが、一定程度下支えするとみられる。ただし、不動産市場の低迷などを背景に中国景気は勢いを欠くとみられることから、今後の輸出は全体として停滞気味に推移すると予想する。



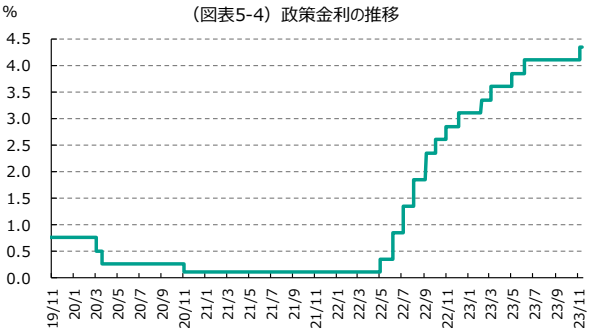
（図表5-3）地域別輸出金額の推移（3ヵ月移動平均、前年比）

（出所）豪州統計局

RBA は今後も政策金利をすえ置き

豪州準備銀行（RBA）は、11 月 7 日に開催した金融政策委員会で、5 会合ぶりに利上げを決定し、政策金利は 4.35%まで引き上げられた（図表 5-4）。

声明文では、「インフレはピークを過ぎたものの、依然として高水準であり、数ヵ月前に想定していたより粘り強い」との認識を示し、「インフレ率が妥当な期間内に目標（2～3%）まで低下することをより確実にするためには、利上げが正当であると判断した」と、利上げの決定に至った経緯を説明した。今後の政策運営方針については、「さらなる金融引き締めが必要になるかどうかは、データとリスクに対する評価の進展次第である」と、追加利上げの可能性を否定しなかった。ただ、前会合までの、「金融政策のさらなる引き締めが必要になる可能性があるが、それはデータとリスク評価の進展次第である」との表現と比較すれば、引き締めバイアスは幾分和らいだ。RBA はインフレ率の上振れリスクに警戒感を示しており、追加利上げの選択肢は当面残ると考えられる。一方、インフレ率は、緩やかなペースであるものの鈍化傾向が継続するとの見通しが示されている。9 月に一時 95 ドル/バレル近辺まで上昇した原油価格も、足元では 70 ドル/バレル台半ばまで低下した。累積的な利上げの効果が実体経済に現れつつあることも踏まえれば、追加利上げはハードルが高いとみる。今会合を最後に利上げサイクルは終了したというのがメインシナリオである。今後、政策金利は 2024 年にかけてすえ置かれると予想する。



（図表5-4）政策金利の推移

（出所）ファクトセット

豪州景気は 2024 年後半に持ち直し

見通し期間中の豪州景気は、個人消費が物価高や利上げが重石となることで減速するとみるほか、輸出も最大の貿易相手国である中国の景気が力強さを欠くとみられることから、停滞気味の推移を予想する。もっとも、先行きのインフレ率は徐々に鈍化する見通しであることから、実質所得の改善を通じた個人消費の回復などを背景に、2024 年後半以降景気は緩やかに持ち直すとみる。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。（担当：木村）

６．原油相場見通し

足元の原油価格は 75 ドル/バレル近辺で推移

2023 年後半のウエスト・テキサス・インターミディエート（WTI）原油先物価格は、サウジアラビアの自主減産とロシアの輸出制限、中東情勢の緊迫化などが下支え要因となっている。一方、欧米中央銀行の利上げによる需要の減少懸念や、中国景気の回復ペースの鈍さが足枷となり、足元では 75 ドル/バレル近辺で推移している（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

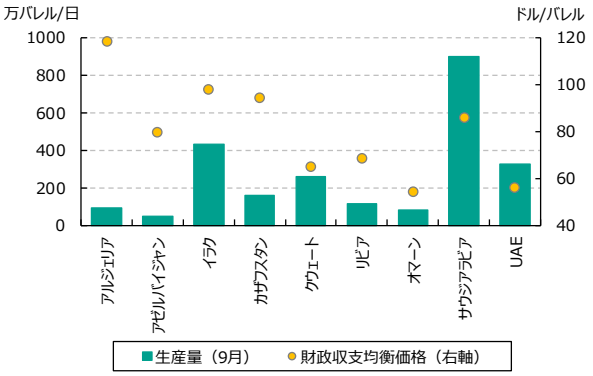
今後の需要動向を展望すると、まず、世界の石油消費の約 15%を占める中国の景気は、見通し期間にわたって力強さに欠ける推移が続くと予想する。不動産開発投資は一段と悪化が見込まれ、住宅関連財の消費も弱含むなど、不動産不況が景気の足を引っ張るとみる。

また、世界最大の石油消費国である米国では、過剰貯蓄による下支えがなくなりつつあるほか、家計の信用条件の悪化、学生ローンの返済再開など個人消費の下押し材料が増えている。FRB が政策金利を当面の間、高水準ですえ置く可能性が高く、2024 年前半にかけて景気は減速に向かうと見込む。欧州も ECB による利上げの効果が現れることで、景気は当面の間、低空飛行が続くと予想する。ただ、2024 年半ば以降、欧米中央銀行は利下げに転じるとみており、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。

サウジアラビアの自主減産、ロシアの輸出制限は来年も継続

供給面に目を転じると、サウジアラビアによる 100 万バレル/日の追加自主減産と、ロシアによる 30 万バレル/日の輸出削減は 2023 年 12 月末まで実施されることがすでに決まっている。IMF（国際通貨基金）の試算によれば、サウジアラビアが財政収支を均衡させるために必要とする原油価格は 85.8 ドル/バレルとなっており（図表 6-2）、足元の原油価格は同水準を下回っている。サウジアラビア財務省は 9 月に公表した暫定予算案で、2023 年の実質 GDP 成長率予想を前年比＋3.1%から同＋0.03%に引き下げたほか、財政収支の対 GDP 比を＋0.4%から▲2%に下方修正した。また、ロシア財務省が公表した 2023 年 1－10 月の石油・ガス収入は前年同期比▲26.3%と、3 割弱のマイナスとなっている。両国は今年 12 月に来年以降の方針を決める予定としているが、これらを踏まえれば、原油価格を下支えすべく自主減産や輸出制限は延長ないし拡大される可能性が高い。ただ、UAE やクウェートなど OPEC プラス加盟国のなかには、足元の原油価格が財政収支均衡価格を上回っている国もある。そのため、減産幅の拡大に伴う価格上昇で原油需

（図表6-2）OPECプラス主要国の原油生産量と財政収支均衡価格



（出所）IEA、IMF公表資料より明治安田総研作成

要の減少を懸念する OPEC プラス加盟国に配慮する形で、サウジアラビアとロシアの減産規模も限定的なものにとどまると予想する。

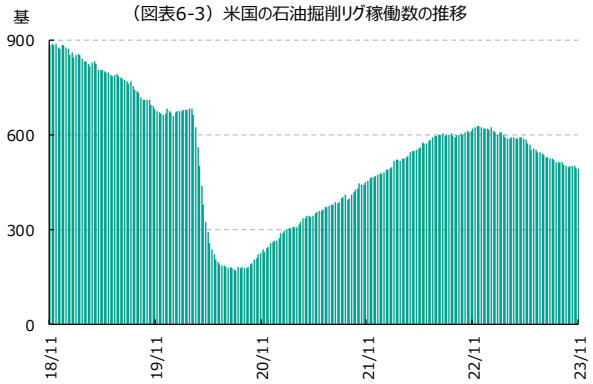
パレスチナ自治区ガザ地区を実効支配するイスラム組織であるハマスとイスラエルによる紛争の激化は原油価格の上昇要因となり得る。紛争地域に主要な油田はないため、イスラエルを支援する米国と、ハマスを支持するイランとの関係悪化がリスクとなる。米国は 2018 年に「イラン核合意」を脱退して以降、イラン産原油の輸入禁止措置を含む経済制裁を科している。11 月上旬には、米国がシリア東部にある武器庫などのイラン関連施設に空爆を実施しており、今後、制裁強化でイラン産原油の供給がさらに減少すれば、原油価格上昇につながる可能性はある。ただ、国連や EU が「人道的配慮に基づく一時停戦」を求めるなど、主要国による事態の鎮静化に向けた外交努力は今後も継続されるとみられることから、中東情勢のさらなる悪化はリスクシナリオに位置付ける。

米国シェールオイルの増産ペースは緩やか

足元の米国の原油生産量は、テキサス州パーミアン盆地での生産増を牽引役にコロナ前のピークである 1,310 万バレル/日を 3 年半ぶりに上回った。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増加を後押ししたとみる。

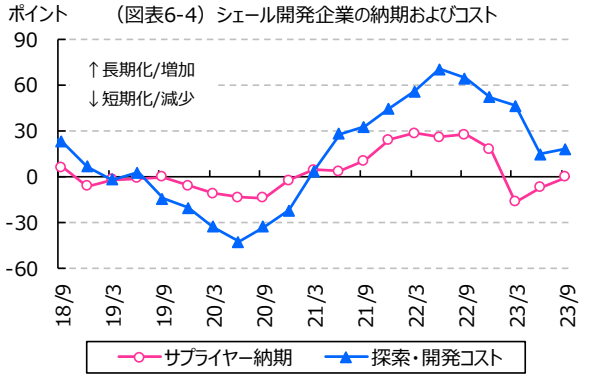
もっとも、先行きのシェールオイル生産を占ううえで重要となる掘削リグの稼働数は減少傾向が続いている（図表 6-3）。ダラス連銀の 7－9 月期のアンケート調査によれば、人手不足の問題に加え、シェール開発企業が必要とする部品が届くまでの納期が再び長期化の方向に向かっている（図表 6-4）。加えて、探索・開発コストも 5 四半期ぶりに増加に転じた。2024 年末時点の坑井当たりコストが 2023 年と比べてどうなるか尋ねたところ、回答企業の 60%が、前年より「やや増加する」もしくは「増加する」と答えており、開発に必要となるコストは高止まりが続く見込みである。これらを踏まえ、今後のシェールオイルの増産ペースは緩やかなものになると予想する。

（図表6-3）米国の石油掘削リグ稼働数の推移



（出所）ベーカーヒューズ

（図表6-4）シェール開発企業の納期およびコスト



（出所）ダラス連銀公表資料より明治安田総研作成

原油価格は 2024 年後半以降に上向く

サウジアラビアによる自主減産と、ロシアによる輸出制限の延長は 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、中国景気が力強さを欠くほか、欧米景気が減速することなどにより原油需要の増加ペースは緩慢なものにとどまることから、2024 年前半は 65－90 ドル/バレルでの動きが中心になると予想する。2024 年後半以降は、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/バレルのレンジで推移すると予想する。（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