2024 年 11 月 20 日

２０２４－２０２６年度経済見通しについて

～日米の政局大転換で潮流は変わるか～

株式会社明治安田総合研究所（社長　森本 律子）は、２０２４年７－９月期のＧＤＰ速報値の発表を踏まえ、２０２４－２０２６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 ０．３％　２０２５年度 １．３％　２０２６年度 １．０％

名目ＧＤＰ成長率：２０２４年度 ２．９％　２０２５年度 ２．９％　２０２６年度 １．９％

２．要点

①米国経済は、インフレ率の鈍化に伴い当面は底堅い推移が続くとみる。トランプ政権の政策の影響を現時点で見極めるのは難しいが、もし公約通りの政策が実行されるなら、当初は景気回復が続いても、見通し期間の後半にかけてインフレ再加速のリスクが増す。欧州経済はドイツの不振を背景に力強さを欠く展開。中国経済は、不動産不況と米国の高関税策の影響で、政府が経済対策を強化する下でも停滞気味の推移を脱しきれないとみる。

②日本の景気は基本的に緩やかな回復基調が続くが、見通し期間の後半は米国経済の趨勢がリスク要因となる。個人消費は、実質賃金のプラス幅が限定的で緩やかな回復にとどまる。住宅投資は、住宅価格の高止まりと住宅ローン金利の上昇により低迷持続。設備投資は、デジタル関連投資をけん引役に堅調推移を予想。輸出は海外景気の弱さが足かせとなる。

③日銀は、2025 年末までに 0.25%ずつ 3 回の追加利上げを実施すると予想。中立金利に近い水準に達した段階で様子見姿勢に転じるとみる。米国は 2025 年末までに計 1.25%、欧州は計 1.50%の追加利下げを見込む。

＜主要計数表＞

	２０２３年度	２０２４年度		２０２５年度		２０２６年度
	実績		前回		前回	
実質成長率	０．８％	０．３％	０．９％	１．３％	１．３％	１．０％
成長率寄与度						
・内需	▲０．５％	０．９％	１．２％	１．３％	１．３％	０．９％
・外需	＋１．４％	▲０．６％	▲０．３％	▲０．０％	０．０％	０．１％
名目成長率	４．９％	２．９％	３．４％	２．９％	２．４％	１．９％

※前回は２０２４年８月時点の予測

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
ﾎｰﾑﾍﾟｰｼﾞ▶https://www.myri.co.jp/

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)

	2023年度	2024年度	2025年度	2026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
実質GDP	0.8%	0.3%	1.3%	1.0%	0.1%	▲ 0.6%	0.5%	0.2%	0.4%	0.3%	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%
前期比年率	0.8%	0.3%	1.3%	1.0%	0.4%	▲ 2.4%	2.2%	0.9%	1.5%	1.3%	1.5%	1.5%	1.0%	1.0%
前年同期比	0.8%	0.3%	1.3%	1.0%	0.9%	▲ 0.8%	▲ 1.1%	0.3%	0.5%	1.5%	1.3%	1.4%	1.3%	1.2%
民間最終消費支出	▲ 0.6%	0.8%	1.2%	0.7%	▲ 0.3%	▲ 0.6%	0.7%	0.9%	0.3%	0.4%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%
民間住宅投資	0.3%	▲ 1.7%	▲ 0.3%	▲ 0.2%	▲ 1.0%	▲ 2.9%	1.4%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	▲ 0.3%	0.2%	▲ 0.2%	0.1%	▲ 0.3%
民間設備投資	0.3%	1.8%	2.7%	2.4%	2.1%	▲ 0.4%	0.9%	▲ 0.2%	0.6%	0.4%	0.8%	1.1%	0.6%	0.8%
政府最終消費支出	▲ 0.5%	0.8%	0.4%	0.4%	▲ 0.1%	0.3%	0.1%	0.5%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
公的固定資本形成	0.6%	1.5%	0.3%	0.7%	▲ 1.7%	▲ 1.1%	4.1%	▲ 0.9%	▲ 0.4%	0.7%	0.5%	▲ 0.6%	0.3%	0.6%
財貨・サービスの輸出	2.8%	1.5%	3.1%	2.3%	2.9%	▲ 4.5%	2.6%	0.4%	0.8%	0.7%	0.9%	0.9%	0.7%	0.6%
財貨・サービスの輸入	▲ 3.2%	4.5%	3.2%	1.8%	2.4%	▲ 2.4%	2.9%	2.1%	0.6%	0.8%	0.7%	0.7%	0.6%	0.5%
名目GDP	4.9%	2.9%	2.9%	1.9%	0.8%	▲ 0.3%	1.7%	0.5%	0.9%	0.6%	1.2%	0.6%	0.3%	0.4%
GDPデフレーター(前年比)	4.1%	2.6%	1.6%	0.8%	4.0%	3.4%	3.1%	2.5%	2.4%	2.3%	1.9%	1.8%	1.3%	1.2%

(前期比寄与度)

	2023年度	2024年度	2025年度	2026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
実質GDP	0.8%	0.3%	1.3%	1.0%	0.1%	▲ 0.6%	0.5%	0.2%	0.4%	0.3%	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%
民間最終消費支出	▲ 0.3%	0.4%	0.7%	0.4%	▲ 0.1%	▲ 0.3%	0.4%	0.5%	0.1%	0.2%	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%
民間住宅投資	0.0%	▲ 0.1%	▲ 0.0%	▲ 0.0%	▲ 0.0%	▲ 0.1%	0.1%	▲ 0.0%	▲ 0.0%	▲ 0.0%	0.0%	▲ 0.0%	0.0%	▲ 0.0%
民間設備投資	0.0%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	▲ 0.1%	0.2%	▲ 0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%
政府最終消費支出	▲ 0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	▲ 0.0%	0.1%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
公的固定資本形成	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	0.2%	▲ 0.0%	▲ 0.0%	0.0%	0.0%	▲ 0.0%	0.0%	0.0%
民間在庫品増加	▲ 0.2%	0.0%	0.1%	0.0%	▲ 0.0%	0.3%	▲ 0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
純輸出	1.4%	▲ 0.6%	▲ 0.0%	0.1%	0.1%	▲ 0.4%	▲ 0.1%	▲ 0.4%	0.0%	▲ 0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
財貨・サービスの輸出	0.6%	0.3%	0.6%	0.5%	0.6%	▲ 1.0%	0.6%	0.1%	0.2%	0.1%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%
財貨・サービスの輸入	0.8%	▲ 0.9%	▲ 0.6%	▲ 0.4%	▲ 0.6%	0.6%	▲ 0.7%	▲ 0.5%	▲ 0.1%	▲ 0.2%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	▲ 0.1%

(兆円、2015年暦年連鎖価格)

	2023年度	2024年度	2025年度	2026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
実質GDP	558.1	559.7	567.1	573.0	557.7	554.3	557.3	558.5	560.6	562.4	564.4	566.5	568.0	569.4
民間最終消費支出	296.5	299.0	302.7	304.9	296.2	294.4	296.4	299.0	299.7	300.9	301.7	302.6	303.1	303.5
民間住宅投資	18.4	18.1	18.0	18.0	18.4	17.9	18.1	18.1	18.1	18.0	18.1	18.0	18.0	18.0
民間設備投資	91.9	93.6	96.1	98.4	92.9	92.5	93.3	93.2	93.7	94.0	94.8	95.8	96.4	97.2
政府最終消費支出	118.8	119.8	120.3	120.8	118.8	119.2	119.2	119.9	119.9	120.1	120.1	120.2	120.4	120.4
公的固定資本形成	26.0	26.4	26.5	26.7	25.8	25.6	26.6	26.4	26.3	26.4	26.5	26.4	26.4	26.6
民間在庫品増加	1.8	1.9	2.3	2.4	0.7	2.1	1.5	2.0	2.0	2.2	2.2	2.2	2.3	2.3
純輸出	4.5	1.3	1.2	1.8	5.4	2.9	2.6	0.8	0.9	0.7	1.0	1.2	1.3	1.3
財貨・サービスの輸出	112.0	112.4	115.9	118.0	115.0	109.9	112.7	113.1	114.0	114.7	115.8	116.8	117.6	118.3
財貨・サービスの輸入	107.5	112.4	115.9	118.0	109.6	106.9	110.1	112.3	113.0	114.0	114.8	115.6	116.3	116.9

2. 主要指標予測

	2023年度	2024年度	2025年度	2026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
鉱工業生産(前年比)	▲ 1.9%	▲ 0.4%	2.6%	1.4%	▲ 0.7%	▲ 4.0%	▲ 2.9%	▲ 1.4%	▲ 1.0%	4.5%	2.5%	3.6%	2.0%	2.2%
消費者物価指数(除く生鮮食品、前年比)	2.8%	2.4%	2.1%	1.6%	2.6%	2.5%	2.4%	2.6%	2.3%	2.3%	2.4%	2.2%	2.0%	1.9%
貿易収支(季調値、兆円)	▲ 6.4	▲ 6.2	▲ 4.4	▲ 4.0	▲ 1.4	▲ 1.4	▲ 1.8	▲ 1.3	▲ 1.6	▲ 1.5	▲ 1.3	▲ 1.1	▲ 1.0	▲ 1.0
経常収支(季調値、兆円)	25.9	27.9	28.3	28.1	7.0	6.2	7.1	7.3	6.7	6.8	7.0	7.1	7.2	7.2
完全失業率(季調値:平均)	2.6%	2.5%	2.3%	2.3%	2.5%	2.5%	2.6%	2.5%	2.4%	2.4%	2.4%	2.3%	2.3%	2.3%
WTI原油価格($/バレル、※)	78	73	75	78	72	84	83	69	69	70	72	74	75	75

※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

		2023年	2024年	2025年	2026年	2023年	2024年				2025年			
						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)	2.9%	2.8%	2.3%	2.5%	3.2%	1.6%	3.0%	2.8%	2.5%	1.9%	2.3%	2.3%	2.6%
	個人消費支出	2.5%	2.7%	2.4%	2.4%	3.5%	1.9%	2.8%	3.7%	2.9%	1.7%	1.6%	2.4%	2.8%
	住宅投資	▲ 8.3%	3.6%	0.6%	0.6%	2.5%	13.7%	▲ 2.8%	▲ 5.1%	▲ 2.5%	▲ 1.7%	7.5%	5.3%	4.7%
	設備投資	6.0%	3.9%	3.0%	3.0%	3.8%	4.5%	3.9%	3.3%	2.4%	3.0%	3.3%	2.7%	2.5%
	在庫(寄与度)	▲ 0.4%	0.1%	0.1%	0.1%	▲ 0.5%	▲ 0.5%	1.1%	▲ 0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	▲ 0.3%	▲ 0.2%
	純輸出(寄与度)	0.5%	▲ 0.5%	▲ 0.4%	▲ 0.4%	0.1%	▲ 0.6%	▲ 0.9%	▲ 0.6%	▲ 0.3%	▲ 0.4%	▲ 0.1%	▲ 0.2%	▲ 0.2%
	輸出	2.8%	3.4%	4.7%	4.7%	6.2%	1.9%	1.0%	8.9%	3.4%	5.0%	4.6%	4.2%	3.5%
	輸入	▲ 1.2%	5.8%	5.7%	5.7%	4.2%	6.1%	7.6%	11.2%	4.6%	6.1%	4.0%	4.4%	3.6%
	政府支出	3.9%	3.4%	3.2%	3.2%	3.6%	1.8%	3.1%	5.0%	2.8%	3.2%	2.4%	3.3%	3.0%
	失業率(※)	3.6%	4.0%	4.3%	4.2%	3.7%	3.8%	4.1%	4.1%	4.2%	4.3%	4.4%	4.4%	4.3%
	CPI(総合、※)	4.1%	2.9%	2.4%	2.3%	3.3%	3.5%	3.0%	2.4%	2.5%	2.5%	2.4%	2.4%	2.3%
	政策金利(誘導目標上限、期末値)	5.50%	4.50%	3.50%	3.50%	5.50%	5.50%	5.50%	5.00%	4.50%	4.25%	4.00%	3.75%	3.50%
ユーロ圏	実質GDP成長率(前期比)	0.4%	0.8%	1.0%	1.1%	0.1%	0.3%	0.2%	0.4%	0.2%	0.3%	0.3%	0.2%	0.3%
	家計消費	0.6%	0.9%	1.6%	1.7%	0.0%	0.3%	0.1%	0.4%	0.5%	0.4%	0.5%	0.4%	0.5%
	政府消費	1.6%	2.0%	1.2%	1.1%	0.6%	0.2%	0.9%	0.1%	0.1%	0.3%	0.2%	0.1%	0.2%
	固定投資	1.6%	▲ 2.9%	0.4%	1.5%	1.4%	▲ 2.2%	▲ 2.5%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.3%	0.5%
	純輸出(寄与度)	0.3%	0.3%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	0.1%	0.8%	0.4%	▲ 0.1%	0.0%	0.0%	▲ 0.2%	▲ 0.2%	▲ 0.2%
	輸出	▲ 0.7%	2.1%	1.9%	0.6%	0.3%	0.9%	1.5%	0.8%	0.7%	0.4%	0.1%	0.1%	0.2%
	輸入	▲ 1.3%	0.0%	2.8%	0.9%	0.1%	▲ 0.7%	0.8%	1.0%	0.8%	0.5%	0.5%	0.6%	0.6%
	失業率(※)	6.6%	6.4%	6.3%	6.3%	6.5%	6.5%	6.4%	6.3%	6.3%	6.3%	6.3%	6.3%	6.3%
	CPI(総合、※)	5.5%	2.2%	2.0%	1.9%	2.9%	2.4%	2.5%	1.7%	2.1%	2.0%	1.9%	2.1%	2.0%
	政策金利(期末値)	4.00%	3.00%	1.75%	1.75%	4.00%	4.00%	3.75%	3.50%	3.00%	2.50%	2.00%	1.75%	1.75%
英国	実質GDP成長率(前期比)	0.4%	0.9%	1.3%	1.5%	▲ 0.3%	0.7%	0.5%	0.1%	0.3%	0.3%	0.4%	0.3%	0.5%
中国	実質GDP成長率(前期比)	5.2%	4.7%	4.5%	4.3%	1.3%	1.5%	0.5%	0.9%	1.5%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
豪州	実質GDP成長率(前期比)	2.0%	1.0%	1.9%	2.6%	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%	0.5%	0.7%

※暦年は平均値、四半期は期末値を記載

日本経済

（フェロー チーフエコノミスト　小玉　祐一、エコノミスト　藤田　敬史）

○7－9 月期の実質 GDP 成長率は前期比＋0.2%（年率換算：＋0.9%）と 2 期連続のプラスとなった。4－6 月期の成長率は同＋0.5%と高めだったが、これは能登半島地震や一部自動車メーカーの認証不正問題の影響で 1－3 月期が同▲0.6%の大幅マイナスとなった反動という面が大きい。地震直前の 10－12 月期との比較では＋0.1%の増加にとどまり、景気回復基調が続いているものの、その勢いは鈍い。

○景気は 2025 年度にかけても緩やかな回復基調を維持するとみる。まず個人消費は、当面、緩慢な回復にとどまると予想する。実質賃金が早期にプラス圏で安定するのは難しいとみるが、政府の経済対策が下支えとなろう。大企業はなお賃上げ余力を有しており、2025 年度も春闘をけん引する役割が期待できる。もっとも、賃金の持続的な回復のためには、労働生産性、特に小規模・中小企業の生産性向上が欠かせない。

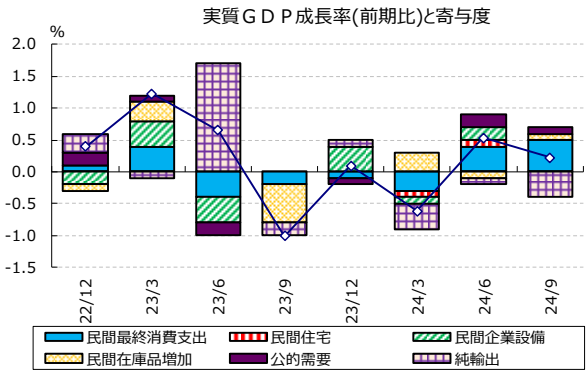
　住宅投資は、住宅価格の高騰が続いていることや、日銀の追加利上げ継続に伴う住宅ローン金利の上昇が下押し要因となり、停滞気味の推移が続くと予想する。

○民間設備投資は、人手不足や資材価格の高騰が足かせとなり、なかなか波に乗れない状況が続いているが、計画ベースでは引き続き力強い。デジタル化の加速を受けた半導体関連投資等が下支えとなることで、来年度にかけては、高めの計画に沿う形で、ある程度堅調な推移が期待できる。

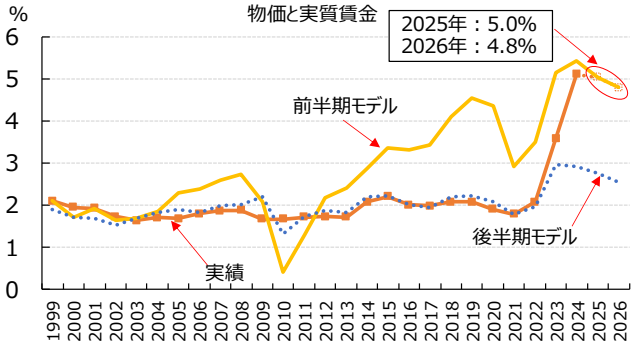
　公共投資は、人手不足が足かせとなる状況が今後も続くとみられるが、近年、公共工事の予算に大きな変動はないことから、来年度にかけても均せば高水準での横ばい圏内の動きが続くと予想する。

　輸出は、海外景気の弱さから当面、軟調推移とみる。中国景気の停滞は長期化が予想されるのに加え、底を打ったとみられていた欧州景気も、その後の回復ペースは予想以上に鈍い。米国向けの輸出の勢いも足元では鈍っている。輸出が再び安定的な回復トレンドに向かうのは、早くても 2025 年後半以降となる可能性が高い。

○足元の為替相場の動向をふまえると、日銀は 12 月に追加利上げを実施する可能性が高いとみる。その後、2025 年度中に 2 回の追加利上げを実施、日銀自身が中立金利の下限と想定している 1%に達した後は、しばらくすえ置くとみる。



(出所)内閣府「四半期別ＧＤＰ速報」



（出所）賃上げ実績は連合、推計は明治安田総研。2025年推計の前提は、生産性：＋2.0%、インフレ率3.0%、失業率：2.5%。2026年推計の前提は、生産性：＋1.0%、インフレ率：2.2%、失業率：2.45%

米国経済

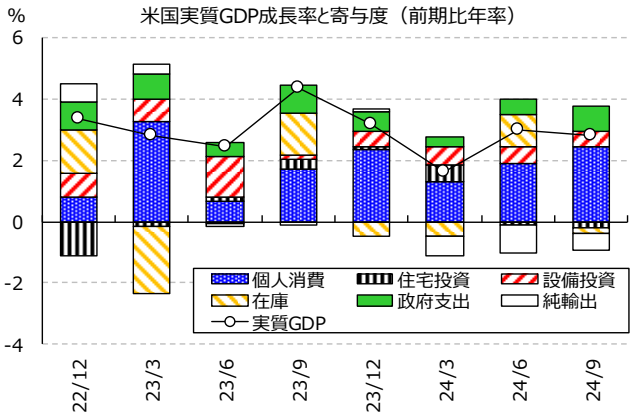
（エコノミスト　前田　和孝）

○2024 年 7－9 月期の実質 GDP 成長率（速報値）は前期比年率＋2.8%と、前期（同＋3.0%）から伸びが鈍化した。今後については、失業率が上昇しつつあるほか、低所得者層を中心に債務の延滞割合が上昇していることから個人消費の勢いは鈍化するとみる。もっとも、インフレ率の鈍化に伴い実質所得が増加するなかで、2025 年後半以降は再び持ち直すと予想する。住宅投資は米連邦準備制度理事会（FRB）の利下げ効果が浸透する 2025 年前半から回復に向かうとみる。設備投資については、AI 関連を中心としたソフトウェアや情報処理機器などの投資需要が下支え要因になると見込まれ、米景気は見通し期間を通じて 2%程度とされる潜在成長率を上回る推移が続くと予想する。

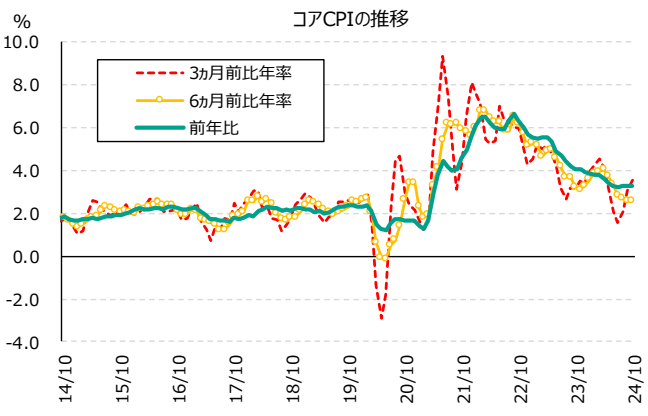
○物価動向を見ると、食品とエネルギーを除く消費者物価指数（コア CPI）は前年比＋3%台前半で足踏みしている。財価格の低下が一巡したことに加え、サービス価格が高止まりしていることが要因である。一方、トレンドを示す 3 ヵ月、6 ヵ月前比年率では、振れを伴いつつも鈍化傾向となっている。7－9 月期の雇用コスト指数が 2 四半期連続で鈍化していることなどを踏まえると、労働市場が今後インフレ再加速の要因になるとはみていない。賃金上昇率の鈍化に伴い、今後サービス価格は低下に向かうと見込まれ、コア CPI は 2025 年末には前年比＋2%台前半まで鈍化するとみる。

○11 月 6－7 日開催の米連邦公開市場委員会では、政策金利である FF レートの誘導目標を 0.25%引き下げ、4.50－4.75%とすることを決めた。声明文では、労働市場の評価を改善方向に、インフレ率を上振れ方向に修正した。また、パウエル議長は記者会見で、昨年からの失業率の上昇は大きな問題になっていないと述べるなど、タカ派に傾いている。ただ、労働需給の緩和に伴い、インフレ率は鈍化傾向で推移するとみており、FRB は今後も利下げを継続的に実施し、2025 年末には 3.25－3.50%まで政策金利を引き下げると予想する。

○トランプ次期大統領による各種減税策は企業経営の追い風になると見込む。一方、連邦予算委員会によると、債務残高の対 GDP 比は 2035 年に 143%と、2025 年予算教書で示された 125%から増加する見通しである。財政赤字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景気押し下げリスクとなる。今回の経済見通しでは、物価上昇による FRB の利下げ停止をリスクシナリオに位置付ける。



（出所）米商務省



（出所）米労働省

欧州経済

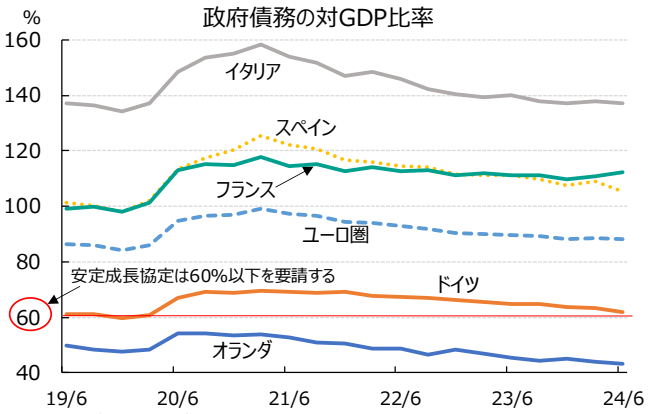
（エコノミスト　吉川　裕也）

○欧州経済は、最悪期を脱したが、依然予断を許さない状況である。実質賃金のプラス転換に伴い、個人消費に持ち直しの兆しが見えるほか、欧州中央銀行（ECB）が 6 月に利下げ局面入りしたこともあって、今後は、設備投資や住宅市場も持ち直しが期待される。もっとも、主要輸出先である中国の景気低迷が継続し、さらにトランプ次期米大統領による対ユーロ圏の関税強化が実現すれば、外需は下押し圧力を受けるとみられ、緩慢な景気回復ペースを予想する。

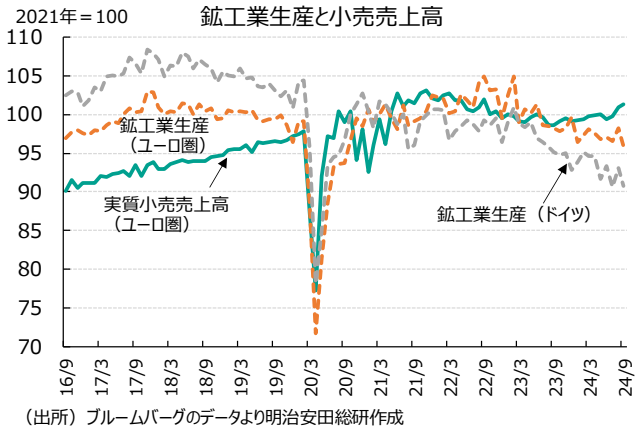
○ユーロ圏の 7－9 月期実質 GDP 成長率は前期比＋0.4%、英国は同＋0.1%。ユーロ圏ではドイツ（4－6 月期：同▲0.3%→7－9 月期：同＋0.2%）がプラス転換、フランス（同＋0.2%→同＋0.4%）がパリ五輪効果で改善し、観光業が堅調なスペイン（同＋0.8%→同＋0.8%）は好調を継続した。一方、イタリア（同＋0.2%→同±0.0%）は足踏みしている。域内の個人消費は回復基調にあるが、鉱工業生産の低迷は懸念材料。特に、域内最大の工業大国ドイツの鉱工業生産は足もとコロナ前の水準を 10%以上も下回る。エネルギーコスト高や国際的な競争力低下等を背景に、自動車産業をはじめとする製造業の不振は長期化する見込みであり、設備投資の回復ペースには大きな不確実性がある。

○債務残高の対 GDP 比は、ユーロ圏全体ではコロナ前の水準（約 90%）に戻るも、主要国ではスペインとフランスがコロナ前に戻っていない。特にフランスの債務削減ペースは遅く、2024 年 6 月末時点で 112%とスペイン（105%）を上回る。フランス下院は歳出抑制計画を審議しているが、左派連合と極右勢力の反発で予算成立時期は見通せない。ドイツでは、ショルツ首相が景気低迷に財政拡大で対応しようとしたが、緊縮財政派の自由民主党（FDP）が連立政権を離脱し、政権交代が現実味を帯びてきた。フランスの財政再建の遅れは仏国債金利の上昇を通じて同国経済の重荷となる一方、ドイツは財政が健全でも景気下支えになかなか踏み出せない。財政機能不全はユーロ圏景気の足かせである。

○ECB のラガルド総裁は 10 月理事会後の会見で、景気下振れリスクを強調し、ディスインフレプロセスが軌道に乗ったと明言した。ドイツが 2023 年に続いて 2024 年もマイナス成長に陥る可能性が高まっているほか、フランスやイタリアの見通しも冴えない。ECB は当面、毎会合利下げを実施し、2025 年 7 月に中銀預金金利は中立金利（2%前後とされる）を下回る 1.75%まで下がると予想する。



（出所）ブルームバーグのデータより明治安田総研作成



（出所）ブルームバーグのデータより明治安田総研作成

中国経済

（エコノミスト　木村　彩月）

○7－9 月期実質 GDP 成長率は前年比＋4.6%と、2 四半期連続で減速した。需要項目別に見ると、純輸出の寄与が拡大する一方、総資本形成、最終消費支出の寄与が縮小しており、内需の弱さが目立つ結果となった。政策支援を除けば好材料のない状況が続くことで、見通し期間にわたって景気は勢いを欠く推移をたどると予想する。

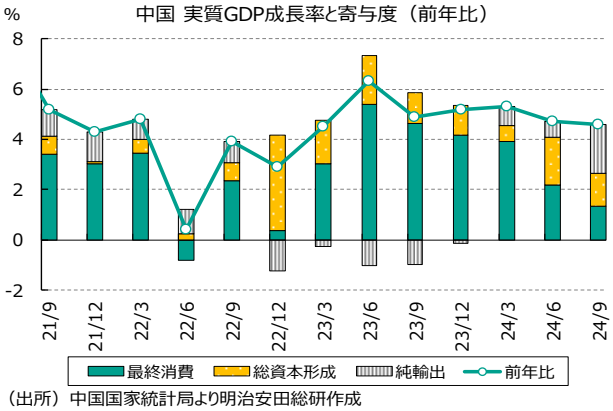
○不動産関連指標を見ると、政府が相次いで支援策を打ち出していることもあり、足元では住宅価格の下落ペースが鈍化しているほか、住宅販売も改善の兆しがみられている。もっとも、いまだ大部分の都市で住宅価格が下落基調であることに変わりはなく、住宅着工面積が落ち込むなかでも、在庫面積は高止まりしている。不動産市場の調整局面終了はまだ遠く、景気の足を引っ張る状況が当面続こう。

○個人消費は、政府による耐久財買い替え支援策が奏功し、家電や自動車などの販売が持ち直しているものの、全体で見れば回復ペースは鈍い。消費者信頼感指数は依然としてコロナ前を大幅に下回っている。雇用・所得環境の改善の遅れに加え、住宅価格下落による逆資産効果の発生が消費マインドの重石であるが、住宅価格の下げ止まりには時間を要するとみられることから、個人消費は低調な推移が続くと予想する。

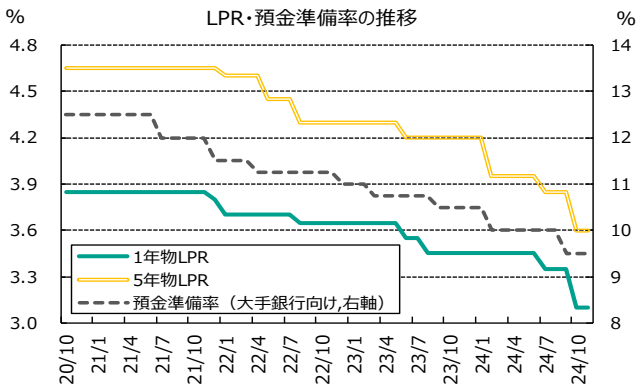
固定資産投資は、引き続き政府による経済対策の効果が見込まれることから、製造業投資やインフラ関連投資に関しては底堅い推移が続くとみる。もっとも、不動産開発投資が足かせとなり、固定資産投資全体では、緩慢な回復にとどまると予想する。

輸出も、米国や EU 等との貿易摩擦が容易には解決しないとみられるなか、トランプ次期米大統領による関税引き上げのリスクもくすぶっている。外需が景気をけん引し続ける展開は考えづらい。

○中国人民銀行は 9 月、リバースレポ金利と預金準備率の引き下げを決定。10 月には、1 年物・5 年物ローンプライムレート（LPR）も 0.25%ずつ引き下げた。食品とエネルギーを除くコア CPI はかろうじてプラス圏にあるが、政府目標（前年比＋3%）を大幅に下回っている。実体経済の弱さから物価は低い伸びが続くとみており、中国人民銀行は景気下支えのため今後も金融緩和を続けると予想する。ただ、対ドルで人民元安が進んでいることから、為替相場をにらみつつ、段階的に LPR や預金準備率などの引き下げを実施していくと予想する。



（出所）中国国家統計局より明治安田総研作成



（出所）ファクトセット

豪州経済

（エコノミスト　木村　彩月）

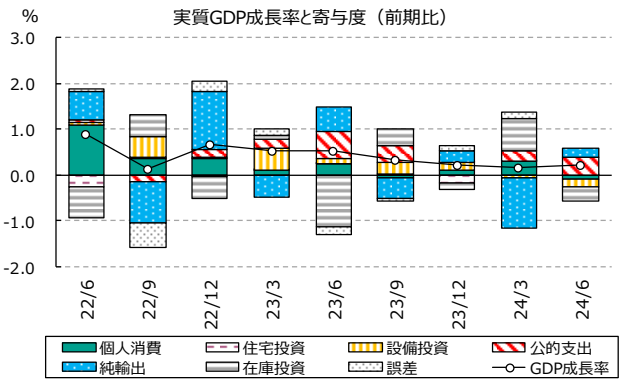
○2024 年 4－6 月の期実質 GDP 成長率は前期比＋0.2%と、前期と同じ伸びとなった。政府支出の伸びが拡大した一方、高金利が重石となり、個人消費や設備投資がマイナスとなった。輸出も前期から伸びが鈍化した。

○当面、高金利の継続が内需の足かせになるとみる。主に財のインフレ率の低下や政府の生活費負担軽減策に下支えされ、家計の消費マインドは改善しつつあり、個人消費は今後持ち直すとみるが、高金利が続くもとでは、回復ペースは緩慢なものにとどまろう。設備投資も、借入コストの高止まりで低い伸びが続くとみる。

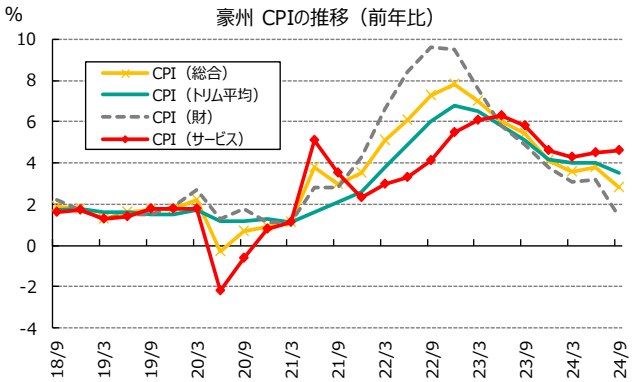
　輸出は、最大の貿易相手である中国の景気が冴えない推移をたどることから、見通し期間にわたって緩慢な伸びが続くとみる。内外需とも冴えないなか、先行きの景気は低空飛行が続くと予想する。ただし、当研究所では豪州準備銀行（RBA）は 2025 年 5 月に利下げを開始するとみており、その効果の浸透に伴い、内需主導で景気は次第に持ち直そう。

○物価動向を確認すると、インフレの基調を示すトリム平均 CPI の伸びは鈍化傾向にある。ただ、財・サービス別に見ると、財の伸びが大きく低下する一方、サービスは高止まりしている。足元の労働市場は底堅く、求人件数は足元減少傾向で推移しているものの、まだコロナ前の水準を上回っていることから、サービスインフレの収束には時間を要する見通しである。

○11 月 4－5 日に開催された金融政策委員会では、政策金利である翌日物インターバンク金利の誘導目標が 4.35%ですえ置かれた。ここまでの物価は RBA の見通しに概ね沿うペースで低下しているものの、今会合においても RBA はインフレの上振れリスクに対する警戒姿勢を崩さなかった。RBA は従来から、「インフレ率が継続的に目標範囲に向かって推移していると確信できる」ことを利下げの条件としている。利下げは、四半期ベースの CPI 公表直後に開催される委員会で決定される可能性が高いとみるが、インフレ圧力の根強さが示されている足元の物価動向を踏まえると、10－12 月期 CPI に加え、1－3 月期 CPI の結果も確認できる 2025 年 5 月になる公算が大きい。その後は、利下げを 2 回実施し、2025 年末に 3.60%まで政策金利を引き下げるとみる。



（出所）ファクトセット



（出所）豪州統計局

原油

（エコノミスト　前田　和孝）

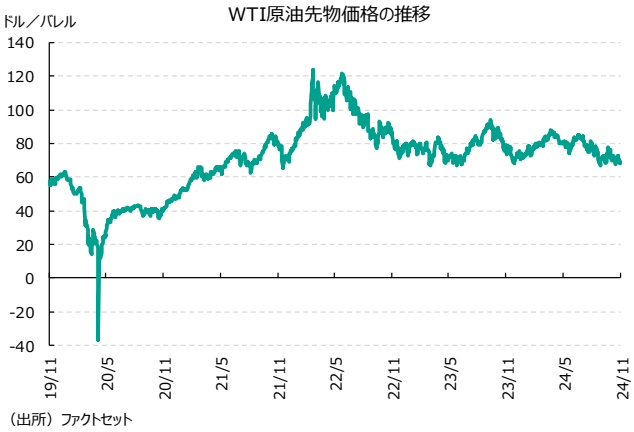
○2024 年後半のウエスト・テキサス・インターミディエート（WTI）原油先物価格は、イスラエルとハマスの戦闘に伴う中東情勢の緊迫化が下支え要因となる一方、中国景気の停滞による需要の伸び悩みが意識され、足元では 60 ドル/バレル台後半で推移している。

○供給面を展望すると、中東情勢は膠着状態が続くとみる。ガザ地区の停戦協議については、ここまで米国やエジプト、カタールが仲介にあたっているが成果を挙げられていない。今月 9 日には、カタールが仲介を一時的に中断することを発表するなど、協議は今後も難航する可能性が高い。ハマスの最高指導者ハニヤ氏やヒズボラの指導者ナスララ氏の暗殺に伴い、イランは 10 月にイスラエルへの報復攻撃を実施、その後イスラエルも再報復を行なったが、攻撃対象は軍事施設が中心で被害は限定的なものにとどまっている。イランはイスラエルへ再び攻撃する考えを示しているが、これまでの動きを見る限り、両国ともに全面戦争は望んでいないとみられ、原油価格の急上昇にはつながらないと予想する。

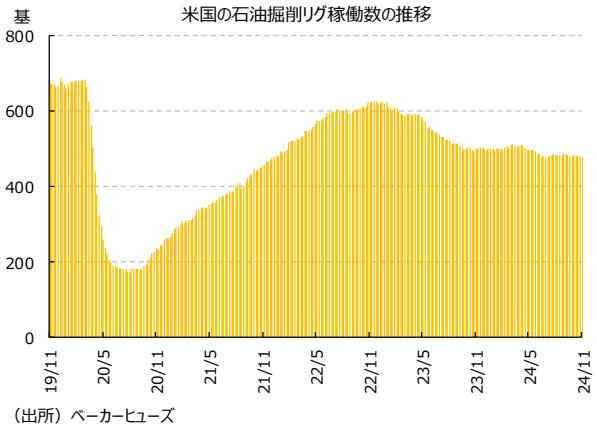
○OPEC プラスは今年 11 月の閣僚級会合で、当初 12 月に予定していた有志 8 ヵ国による 220 万バレル/日の自主減産幅の縮小を延期することを決めた。原油価格低下が理由で、延期はこれで 2 度目となる。原油価格次第で再延期される可能性は残るが、OPEC プラスの価格支配力はすでに失われており、価格を押し上げる効果は限定的と予想する。

　米国のシェールオイルの生産回復は原油相場の下押し材料になると見込む。足元の米国の原油生産量は 1,340 万バレル/日と、コロナ禍前のピークを上回ってなお増加傾向となっている。トランプ次期大統領はバイデン政権下で進めてきた環境規制を緩和させる見通しであり、今後も増産が続くと見込まれる。もっとも、再生可能エネルギーの普及推進により原油関連施設への投資は停滞が続いており、生産回復ペースは緩慢なものにとどまると予想する。

○需要面を見ると、中国では不動産開発投資の低迷が続くと見込まれ、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。一方、世界最大の石油消費国である米国では、FRB による利下げの効果が徐々に内需に現れることで、2025 年以降も景気は底堅く推移するとみる。これらを踏まえ、見通し期間の原油相場は 60－90 ドル/バレルでの動きが中心になると予想する。



（出所）ファクトセット



（出所）ベーカーヒューズ

明治安田総合研究所

2024年11月20日

2024－2026年度の経済見通し
～日米の政局大転換で潮流は変わるか～

1.経済見通しの概要 …P 1

2.日本の経済見通し …P 5

3.海外の経済見通し …P 19

1．経済見通しの概要

経済見通しの概要

シナリオ前提

米国経済は、労働市場の減速などを背景に個人消費の勢いは徐々に弱まるものの、全体としては底堅い推移が続くと予想。ユーロ圏経済は最悪期を脱した模様だが、当面は低空飛行か。中国景気は回復しつつあるが、不動産市場の低迷は続いており、来年にかけても停滞気味の推移が続くと予想。日本経済は実質賃金のプラス転換を背景とした個人消費が下支えとなり、緩やかな回復基調が続くと予想

各国の経済見通し

日本経済は、基本的に緩やかな回復基調が続くが、見通し期間の後半は米国経済の趨勢がリスク要因となる。個人消費は、実質賃金のプラス幅が限定的で緩やかな回復にとどまる。住宅投資は、住宅価格の高止まりと住宅ローン金利の上昇により低迷持続。設備投資は、デジタル関連投資をけん引役に堅調推移を予想。輸出は海外景気の弱さが足かせとなり、本格回復は早くても2025年後半以降となる可能性が高いと予想

米国経済は、見通し期間を通じて2%程度とされる潜在成長率を上回る推移が続くとみる。労働市場の減速を背景に個人消費の勢いは目先弱まるものの、インフレ率の鈍化に伴い実質所得が増加するなかで、2025年後半以降は再び持ち直すとみる。住宅投資は利下げ効果の浸透に伴い2025年前半から回復に向かうと見込まれるほか、設備投資はAI関連を中心としたソフトウェアや情報処理機器などの投資需要が下支え要因になると見込まれ、全体として景気は底堅く推移すると予想

欧州経済は、予断を許さない状況。エネルギーコスト高等を背景に自動車産業をはじめとする製造業の低迷が長引いており、企業景況感は悪化傾向にある。先行き不透明感から、実質賃金のプラス転換後も個人消費は鈍い。外需においては、堅調に推移していた米国向けの伸びが足もとでは弱まってきており、中国向けについても冴えない状況が続いている。トランプ氏返り咲きによる関税リスクも懸念材料。緩慢な景気回復ペースを予想

中国経済は、景気の最大の足かせとなっている不動産不況が長期化する可能性が高く、不動産市場の回復が見通せないなかでは、個人消費も低調な推移を余儀なくされるとみる。経済安全保障をめぐって主要国との対立が深まるなか、トランプ次期米大統領による関税引き上げリスクもくすぶっており、外需にも期待はできない。政策支援を除けば好材料のない状況が続くことで、景気は勢いを欠く推移をたどると予想

成長率見通し

年間

→予測

	2023年度	2024年度予測	2025年度予測	2026年度予測
実質ＧＤＰ	0.8%	**0.3%**	**1.3%**	**1.0%**
8月見通し時点	0.8%	0.9%	1.3%	-

→予測

	2023年	2024年予測	2025年予測	2026年予測
実質ＧＤＰ	2.9%	**2.8%**	**2.3%**	**2.5%**
8月見通し時点	2.5%	2.5%	1.8%	-

→予測

	2023年	2024年予測	2025年予測	2026年予測
実質ＧＤＰ	0.4%	**0.8%**	**1.0%**	**1.1%**
8月見通し時点	0.4%	0.7%	1.5%	-

→予測

	2023年	2024年予測	2025年予測	2026年予測
実質ＧＤＰ	5.2%	**4.7%**	**4.5%**	**4.3%**
8月見通し時点	5.2%	5.0%	4.6%	-

四半期

→予測

	2023年度		2024年度				2025年度			
	10－12	1－3	4－6	7－9	10－12	1－3	4－6	7－9	10－12	1－3
実質ＧＤＰ	0.1%	▲0.6%	0.5%	0.2%	**0.4%**	**0.3%**	**0.4%**	**0.4%**	**0.3%**	**0.3%**
8月見通し時点	0.1%	▲0.6%	0.8%	0.7%	0.5%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%

（前期比）

→予測

	2023年	2024年				2025年			
	10－12	1－3	4－6	7－9	10－12	1－3	4－6	7－9	10－12
実質ＧＤＰ	3.2%	1.6%	3.0%	2.8%	**2.5%**	**1.9%**	**2.3%**	**2.3%**	**2.6%**
8月見通し時点	3.4%	1.4%	2.8%	1.4%	0.8%	1.3%	1.9%	2.9%	3.3%

（前期比年率）

→予測

	2023年	2024年				2025年			
	10－12	1－3	4－6	7－9	10－12	1－3	4－6	7－9	10－12
実質ＧＤＰ	0.1%	0.3%	0.2%	0.4%	**0.2%**	**0.3%**	**0.3%**	**0.2%**	**0.3%**
8月見通し時点	0.0%	0.3%	0.3%	0.2%	0.4%	0.4%	0.5%	0.4%	0.5%

（前期比）

→予測

	2024年				2025年			
	10－12	1－3	4－6	7－9	10－12	1－3	4－6	7－9	10－12
実質ＧＤＰ	1.3%	1.5%	0.7%	0.9%	**1.5%**	**1.1%**	**1.1%**	**1.1%**	**1.1%**
8月見通し時点	1.2%	1.5%	0.7%	1.4%	1.2%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%

（前期比）

金融政策見通し

ポイント

米国は9、11月、ユーロ圏は6、9、10月と利下げを実施。FRBは2025年末までに計1.25%の追加利下げを実施すると予想。ECBは2025年第3四半期までに計1.50%の追加利下げを行なうと予想。日銀は7月に0.1%から0.25%への追加利上げを実施。金融市場の落ち着きを確認したうえで、年内は12月に1回、2025年は2回の追加利上げを行なうと予想

各国の金融政策見通し

10月30、31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。ただ、NY株価が過去最高値圏で推移するなど、金融市場は安定を取り戻しつつある。雇用統計を初めとする主要米経済指標が年末にかけても堅調に推移し、米経済がソフトランディングに向け順調な道筋をたどっている様子が改めて確認できれば、12月の会合で利上げに踏み切ると予想。日銀としては、もし12月も見送った場合、円安が加速するリスクも警戒しなければならない。2025年にも2回の追加利上げを実施し、中立金利に近い水準にまで政策金利を引き上げると予想

11月のFOMCでは、政策金利であるFFレートの誘導目標を4.50－4.75%へ引き下げた。声明文では、労働市場の評価を改善方向に、インフレ率を上振れ方向に修正。パウエル議長は記者会見で、昨年からの失業率の上昇は大きな問題になっていないと述べるなどややタカ派に傾いた印象。もっとも、インフレ率の鈍化と労働市場の減速は継続すると見込まれ、FRBは今後も利下げを継続的に実施するとみる。2025年末には3.25－3.50%まで政策金利を引き下げると予想

ECBの10月理事会は主要政策金利の引き下げを決定（中銀預金金利：3.25%）。利下げは2会合連続で、ラガルド総裁は会見で景気下振れリスクを強調するとともに、ディスインフレプロセスが軌道に乗ったと明言。ドイツが2023年に続いて2024年もマイナス成長に陥る可能性が高まっているほか、フランスやイタリアの見通しも冴えない。ECBは毎会合利下げを実施し、2025年7月に中銀預金金利は中立金利（2%前後とされる）を下回る1.75%まで下がると予想

中国人民銀行は9月、リバースレポ金利と預金準備率の引き下げを決定。10月には、1年物・5年物ローンプライムレート（LPR）も0.25%ずつ引き下げた。実体経済の弱さから物価は低い伸びが続くとみており、中国人民銀行は景気下支えのため今後も金融緩和を続けるとみる。ただ、対ドルで人民元安が進んでいることから、為替相場をにらみつつ、段階的にLPRや預金準備率の引き下げを実施していくと予想

２．日本経済見通し

日本経済見通し概要

- 7－9月期の日本の実質GDP成長率は前期比＋0.2%（年率換算：＋0.9%）と、2期連続のプラス成長となった。回復基調が続いているが、その勢いは鈍い。ただ、民間最終消費支出は同＋0.9%の高い伸びに。定額減税や、認証不正問題の影響一巡に伴う自動車販売の回復、猛暑効果等が寄与した模様
- 基本的に緩やかな回復基調が続くが、見通し期間の後半は米国経済の趨勢がリスク要因となる。個人消費は、実質賃金のプラス幅が限定的で緩やかな回復にとどまる。住宅投資は、住宅価格の高止まりと住宅ローン金利の上昇により低迷持続。設備投資は、デジタル関連投資をけん引役に堅調推移を予想。輸出は海外景気の弱さが足かせとなり、本格回復は早くても2025年後半以降となる可能性が高い
- 日銀は、景気が堅調に推移するなか、年内は12月に1回、2025年に2回の追加利上げを実施すると予想。日銀自身が中立金利の下限と想定している1%に達した後は、しばらくすえ置くとみる

主要経済指標		年度ベース				2023年度		2024年度				2025年度			
				予測						予測					
		2023	2024	2025	2026	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3
実質GDP	今回	0.8%	**0.3%**	**1.3%**	**1.0%**	0.1%	▲ 0.6%	0.5%	0.2%	**0.4%**	**0.3%**	**0.4%**	**0.4%**	**0.3%**	**0.3%**
	前回	0.8%	0.9%	1.3%	-	0.1%	▲ 0.6%	0.8%	0.7%	0.5%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%
CPI（除く生鮮食品※）	今回	2.8%	**2.4%**	**2.1%**	**1.6%**	2.6%	2.5%	2.4%	2.6%	**2.3%**	**2.3%**	**2.4%**	**2.2%**	**2.0%**	**1.9%**
	前回	2.8%	2.4%	1.8%	-	2.5%	2.5%	2.5%	2.6%	2.1%	2.3%	2.1%	1.8%	1.8%	1.6%
政策金利（期末値）	今回	0.00%	**0.50%**	**1.00%**	**1.00%**	▲ 0.10%	0.00%	0.00%	0.25%	**0.50%**	**0.50%**	**0.75%**	**0.75%**	**1.00%**	**1.00%**
	前回	0.00%	0.50%	1.00%	-	▲ 0.10%	0.00%	0.00%	0.25%	0.50%	0.50%	0.75%	0.75%	1.00%	1.00%

※年度、四半期ともに平均値を記載

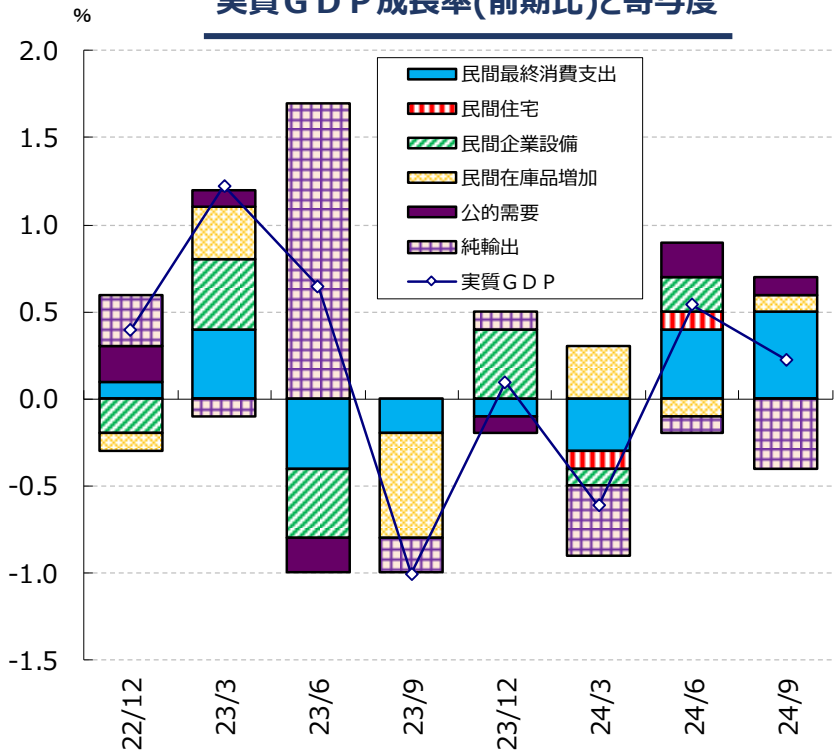
・前回は8月経済見通し時点

GDPは2期ぶりのプラス、今後も緩やかな回復基調

■ 7－9月期の日本の実質GDP成長率は前期比＋0.2%（年率換算：＋0.9%）と、2期連続のプラス成長となった。回復基調が続いているが、その勢いは鈍い。ただ、民間最終消費支出は同＋0.9%の高い伸びに。定額減税や、認証不正問題の影響一巡に伴う自動車販売の回復、猛暑効果等が寄与した模様

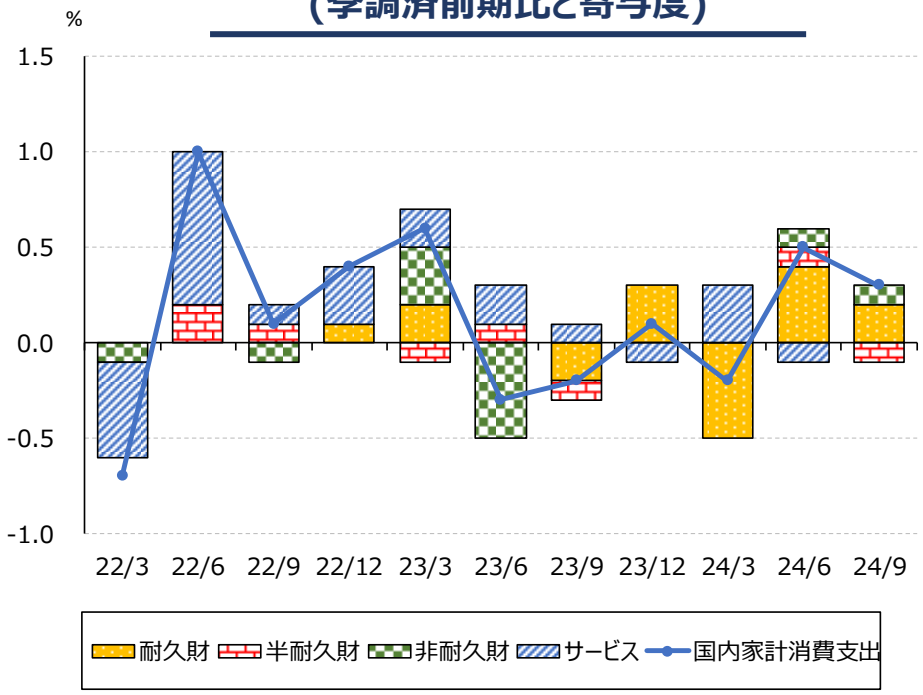
■ 耐久財が前期比＋3.7%、半耐久財が同▲2.8%、非耐久財が同＋0.9%、サービスが同＋0.2%で、耐久財のプラス寄与が大きかった。自動車メーカーで生産や販売が回復したことや、猛暑の影響で飲料などの売れ行きが好調だった

実質ＧＤＰ成長率(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）



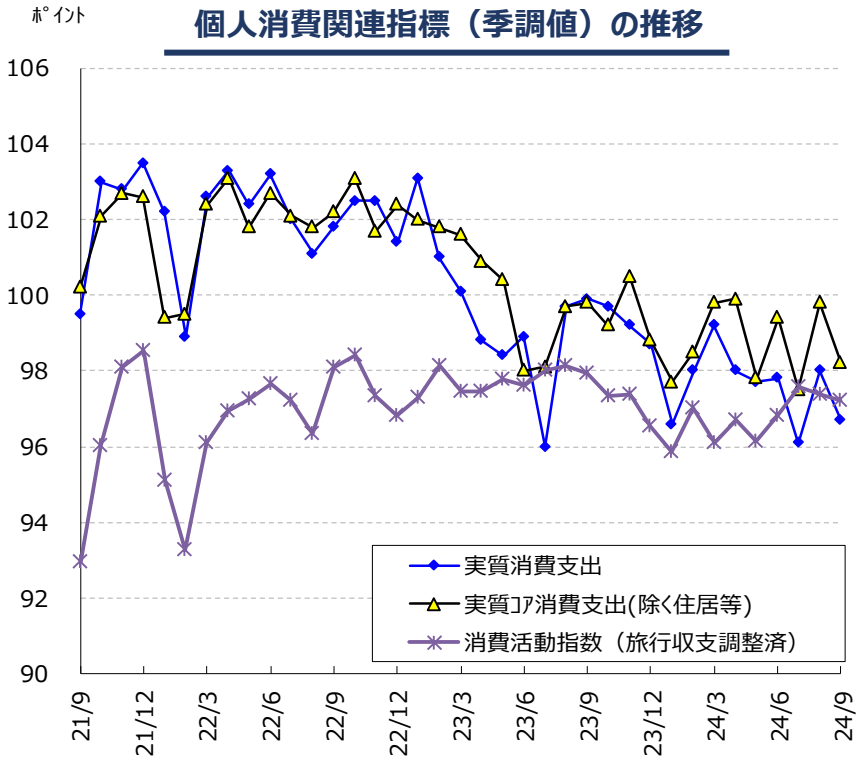
（出所）内閣府「四半期別GDP速報」

個人消費は今後、緩やかに回復にとどまる

- 足元の各種消費指標をみると、日銀の消費活動指数（旅行収支調整済）や総務省の実質消費支出（除く住居等）などは、好調とは言えないまでも底堅く推移している。春闘の結果は秋口までに大半の企業の給与に反映される見込みで、引き続き底堅い推移が期待できる

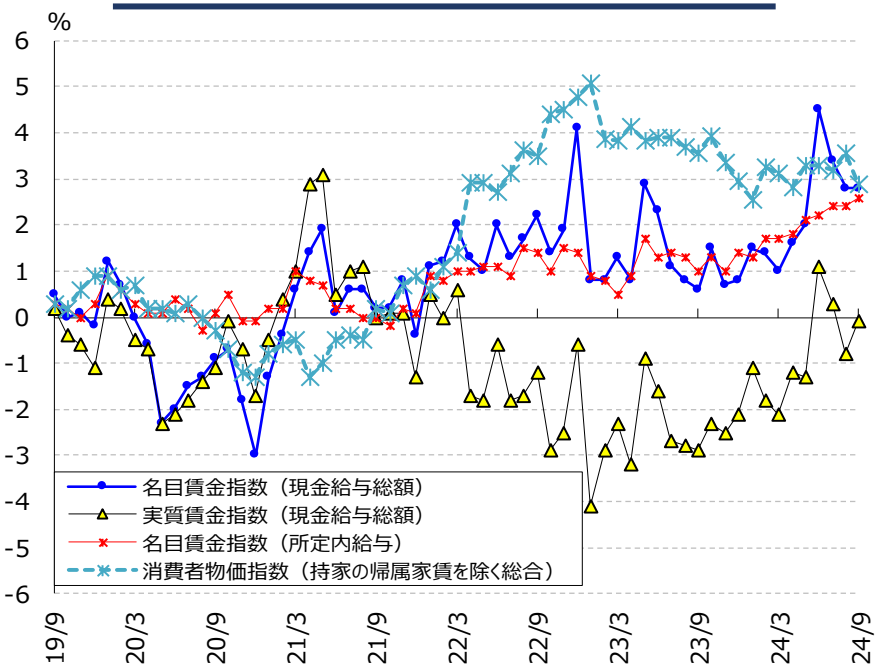
- 毎月勤労統計調査における実質賃金は6月に2年3ヵ月ぶりのプラス転換、7月もプラスとなったが、賞与の増加に助けられた面が大きく、8、9月は再びマイナスに逆戻り
- 実質賃金が早期にプラス圏で安定するのは難しいとみるが、政府の経済対策は下支えとなろう

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」

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）



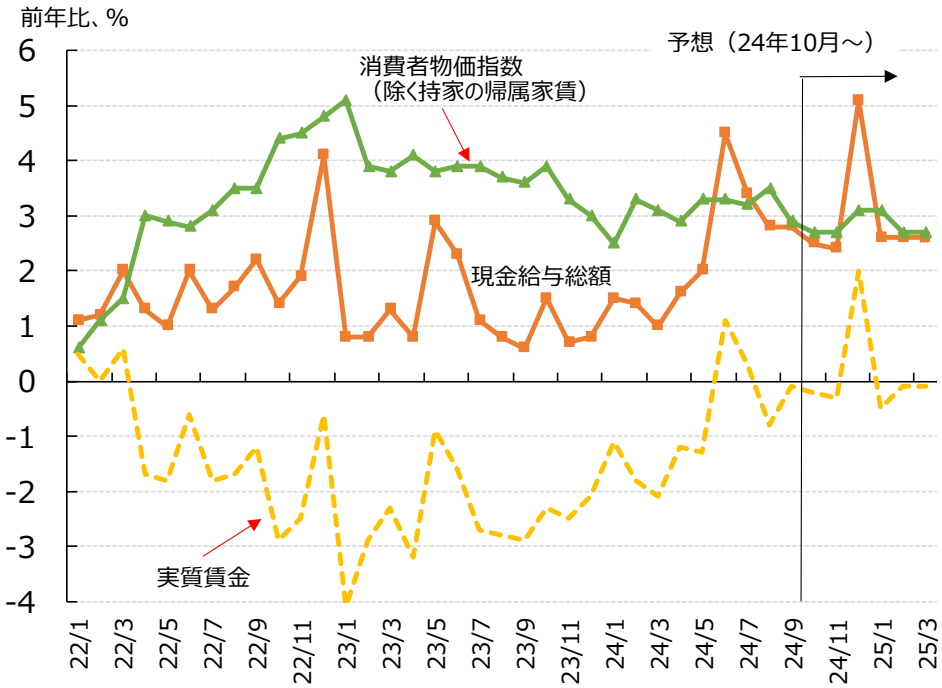
（出所）厚生労働省「毎月勤労統計」、総務省「消費者物価指数」

実質賃金プラス定着への道は難路となろう

- 2024年春闘の平均賃上げ率は＋5.10%、ベアは＋3.56%と、集計が開始された2015年以降、最も高い伸び
- それでも、実質賃金の動向は冴えない。6、7月の賞与支給時期にプラス転換後、8、9月にはマイナスに転落。今後、冬季賞与により12月にプラスになった後、再度マイナスに戻る見込み。プラス定着は物価の伸びが減速する25年4-6月期以降か

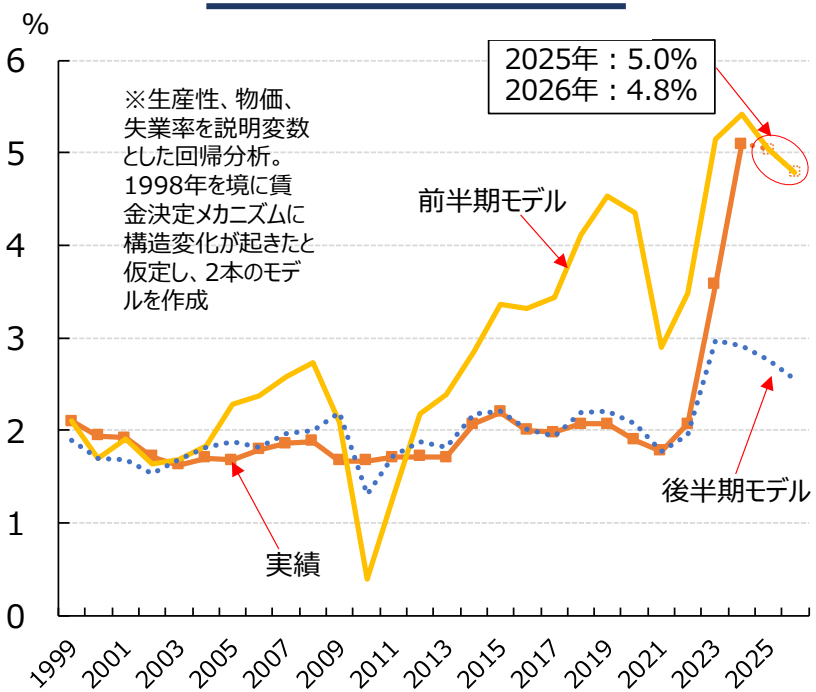
- デフレ下の慣行は変わりつつある。賃金決定方式が1975～1998年のインフレ経済モデルに完全に移行したことを前提にすると、2025－2026年についても高めの賃上げ率が期待できる
- 大企業はなお賃上げ余力を有しており、2025年度も春闘をけん引する役割が期待できる

物価と実質賃金



（出所）e-Stat、連合より明治安田総研作成、5人以上の事業所。予想は明治安田総研

平均賃上げ率の将来推計

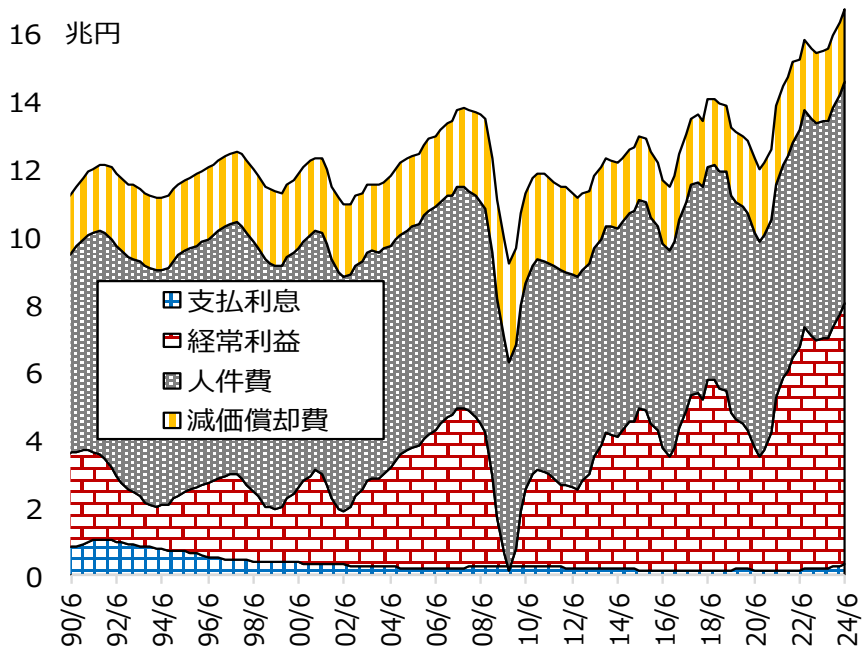


（出所）賃上げ実績は連合、推計は明治安田総研。2025年推計の前提は、生産性：＋2.0%、インフレ率3.0%、失業率：2.5%。2026年推計の前提は、生産性：＋1.0%、インフレ率：2.2%、失業率：2.45%

日本の大企業にはなお賃上げ余力

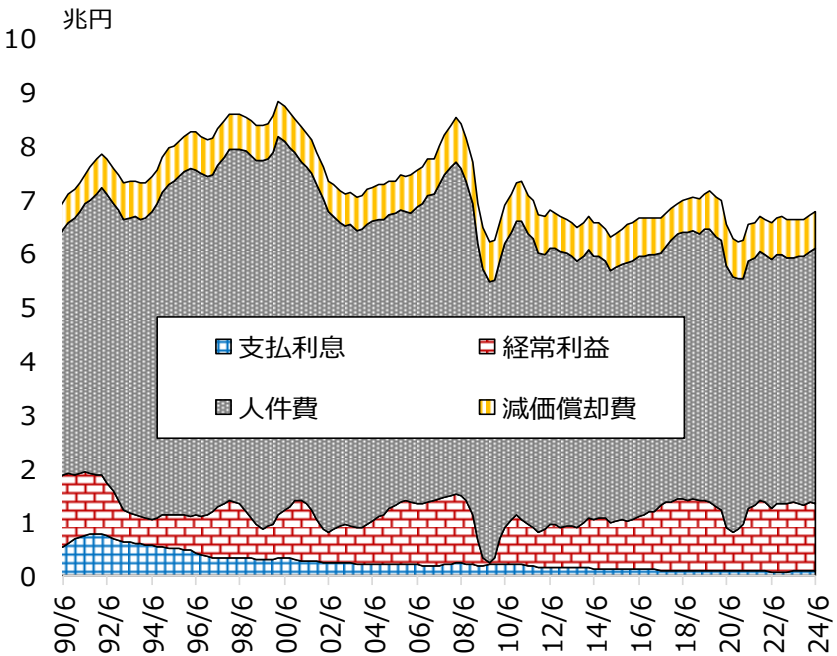
- 付加価値の構成を見ると、大企業製造業に関しては、経常利益の割合が1998年1―3月期の18%から46%へと2倍以上に上昇し、半分弱を占めるまでになっている。一方、中小企業製造業は20%から19%とほとんど変わっていない。この傾向は非製造業でも同じ。賃上げ余力には大企業と中小企業でまだ大きな差がある可能性を示す
- 2023年と2024年の春闘では、大企業の高めの賃上げ率に中小企業がある程度ついてきている様子が確認できた。しかし、大企業に関してはかなり前から財務基盤の強化が進んでいた分、すでに十分な賃上げ余力を蓄えていた。反面、中小企業は苦しい状態が続いており、このままでは大企業と同じ賃上げペースを維持するのは難しい

付加価値の構成
（大企業製造業、4四半期移動平均）



（出所）財務省「法人企業統計」より明治安田総研作成

付加価値の構成
（中小企業製造業、4四半期移動平均）

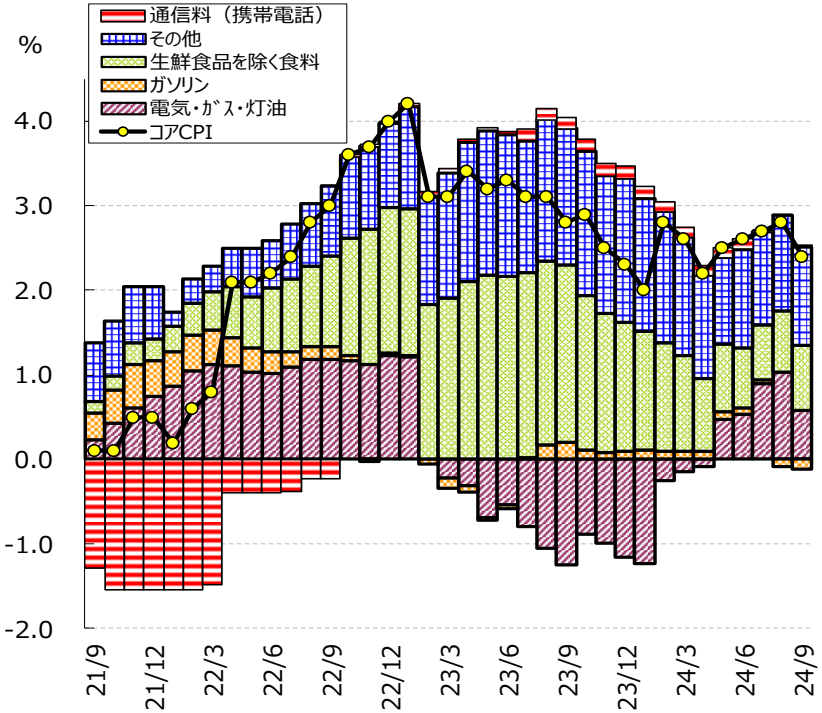


（出所）財務省「法人企業統計」より明治安田総研作成

物価上昇は伸び幅拡大後、鈍化傾向へ

■ 9月の全国消費者物価指数（生鮮食品を除く総合指数、コア指数）は前年比＋2.4%（8月：同＋2.8%）と前月から伸び幅が縮小し、5ヵ月ぶりの伸び縮小となった。「酷暑乗り切り緊急支援」により電気・ガス代が押し下げた形となった。11月まで電気・ガス代が押し下げ、12月は押し上げ要因に

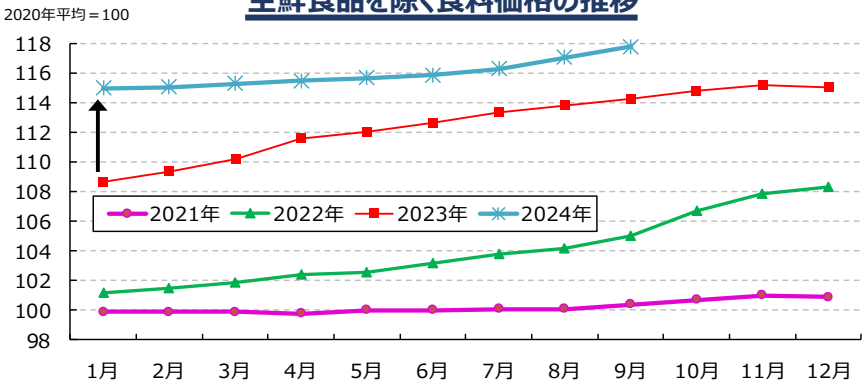
全国コアCPIの推移（前年同月比寄与度）



（出所）総務省「消費者物価指数」

■ 食料品（生鮮除く）は米類の大幅上昇により8、9月と2ヵ月連続で伸び拡大

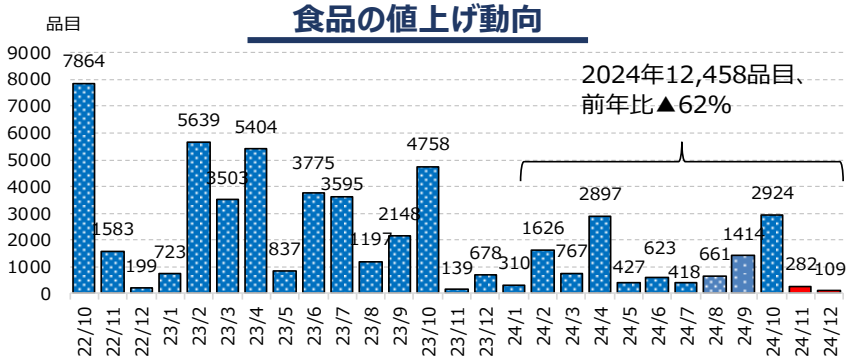
生鮮食品を除く食料価格の推移



（出所）総務省「消費者物価指数」

■ 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）によると、11月の値上げ品目は282品目で、前年同月比で＋103%。2024年の値上げ品目数は12,458品目で、前年比▲62%

食品の値上げ動向



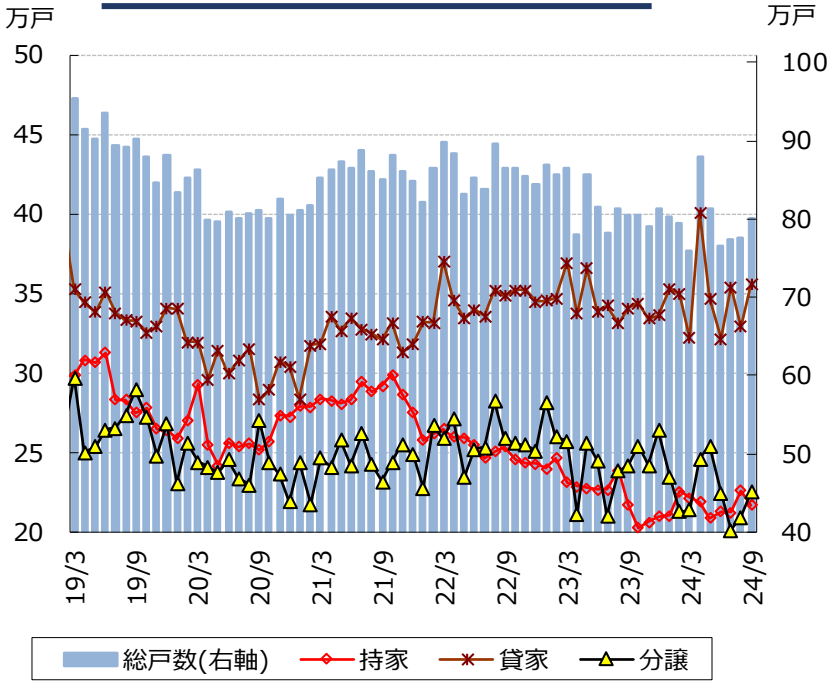
(出所)帝国データバンク

住宅市場は価格高騰、住宅ローン金利上昇が下押し圧力に

- 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は減少基調で推移。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、前年比マイナスとなる月も多い。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く
- 日銀の追加利上げ継続に伴う住宅ローン金利の上昇も下押し要因

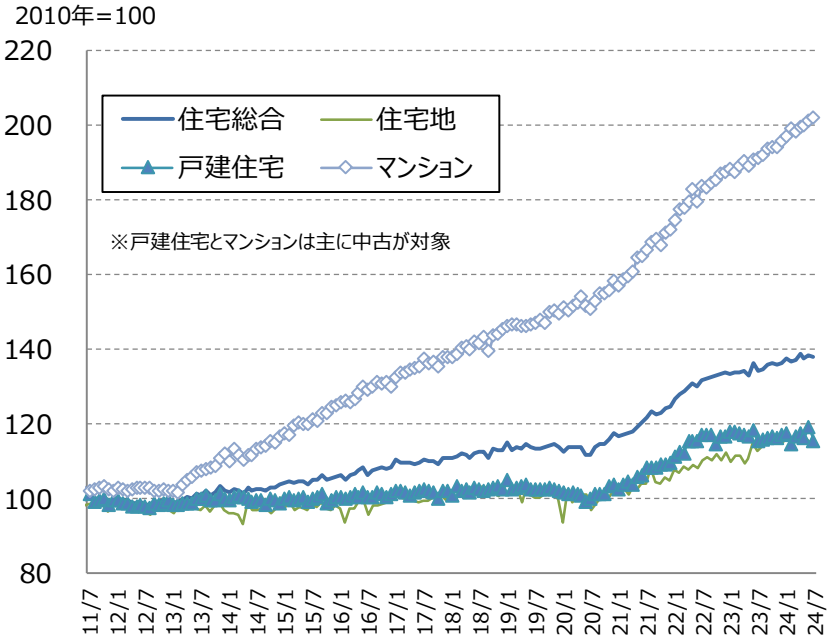
- マンションの価格高騰は2013年から始まっており、2020年以降はペースが加速。不動産経済研究所が公表しているマンション市場動向によれば、2023年の新築分譲マンション一戸当り平均価格は首都圏で8,101万円と、2013年から＋64.4%の上昇、コロナ前の2019年との比較でも＋35.5%の上昇

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」

不動産価格指数(住宅)(全国)の推移



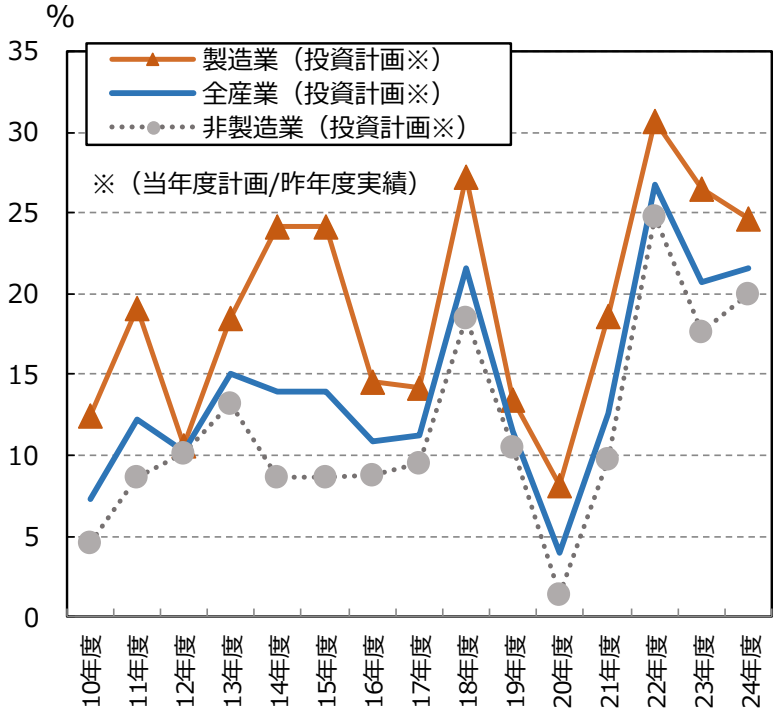
（出所）国土交通省「不動産価格指数（住宅）」

半導体関連が生産、投資のけん引役に

- 日本政策投資銀行（DBJ）が8月に発表した「2024年度設備投資計画調査」によると（調査時点6月25日）、2023年度の全産業の設備投資実績は前年比＋6.9%と２年連続で増加
- 2024年度計画は、前年比21.6%の大幅増。発表元が過去の修正パターンをもとに試算した結果では、最終的な伸び率は同7%程度になる見通し

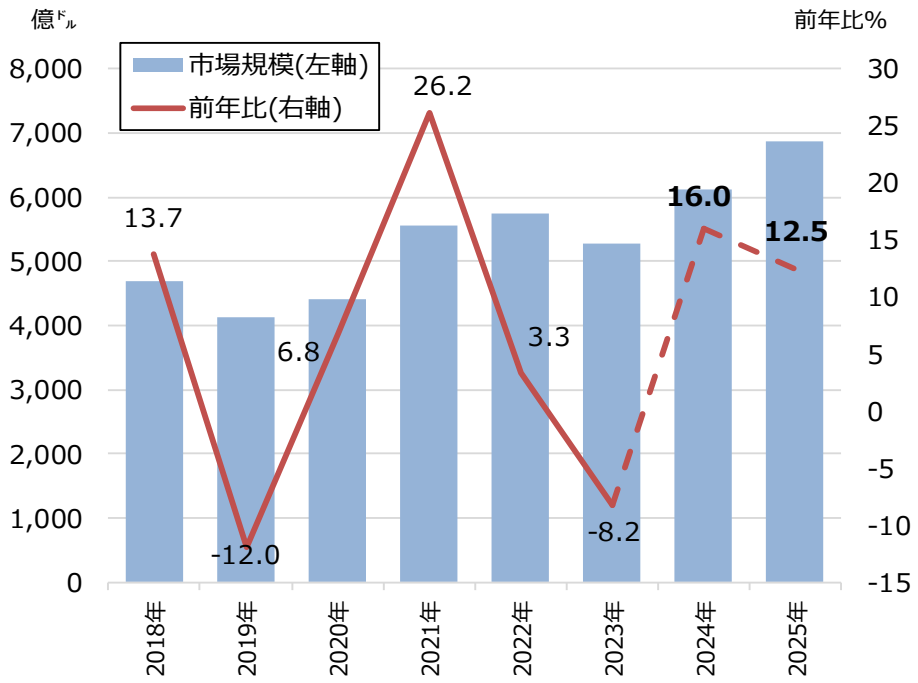
- 世界半導体市場統計（WSTS）が6月に発表した半期に一度の半導体市場予測では、2024年の半導体市場の成長率予想は前年比＋16.0%、2025年についても同＋12.5%のプラス予想となっている。半導体市況はすでに底をうち、今後も順調な回復基調を続ける姿が示されている

DBJ設備投資計画・実績増減推移



（出所）日本政策投資銀行「設備投資計画調査」

半導体市場の推移(2024,2025年はWSTSの予想)（3ヵ月移動平均）



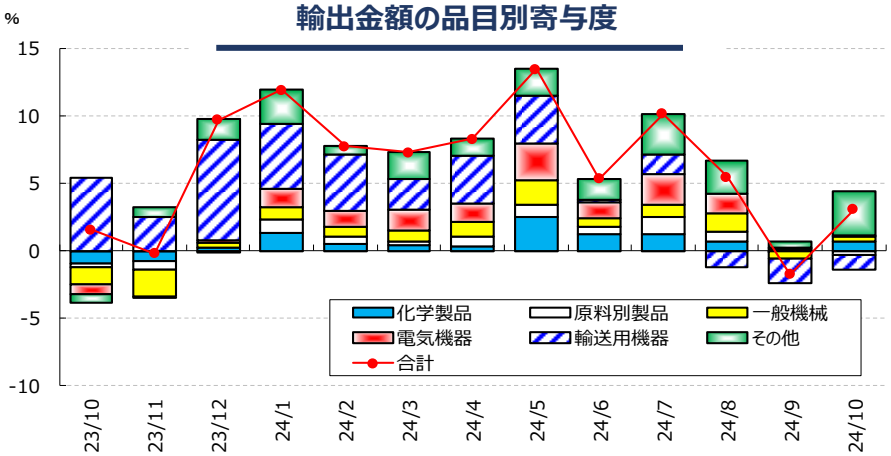
(出所)世界半導体市場統計

輸出は当面軟調な展開に

■ 財務省の10月貿易統計によると、輸出金額は前年比＋3.1%と2ヵ月ぶりのプラス。季調済前月比は▲0.7%と2ヵ月ぶりのマイナスとなった。為替が8月以降円高にふれたことに伴い、これまでの円安が輸出円換算額をかさ上げしてきた構図は解消している。先行きは海外景気の弱さから当面軟調な推移となる可能性が高く、本格回復は2025年後半以降とみる。

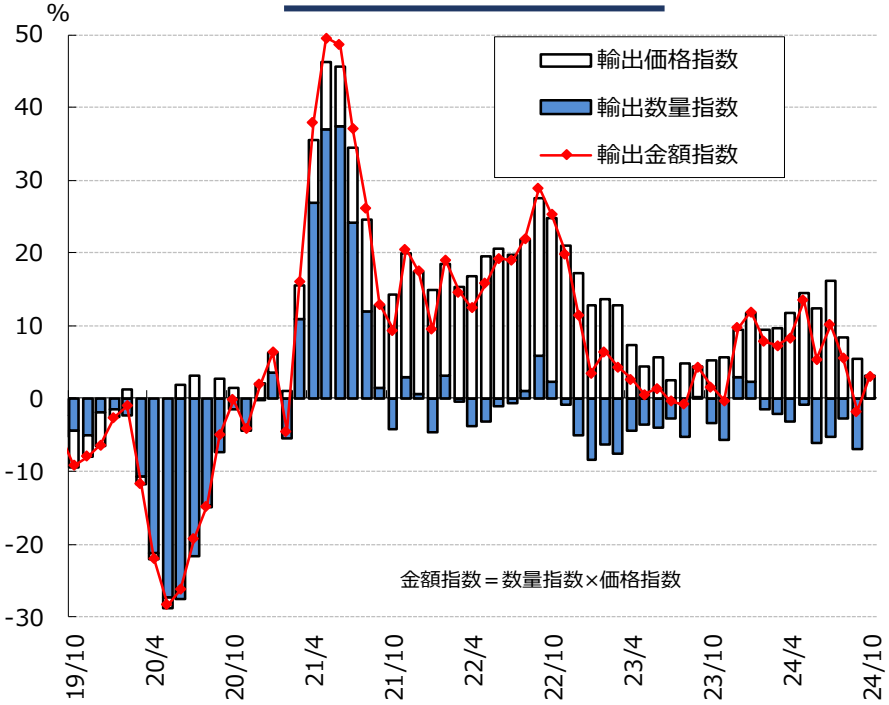
■ 自動車がけん引する状況が続いていたが、マイナスに

輸出金額の品目別寄与度



（出所）財務省「貿易統計」

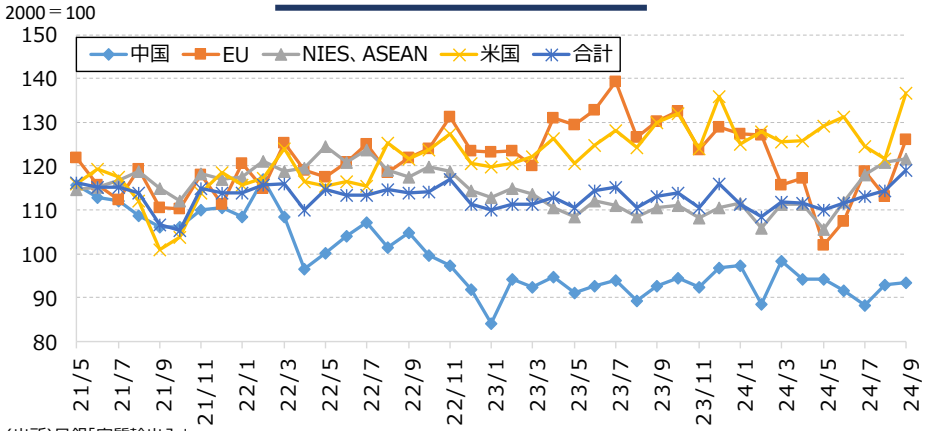
輸出指数の推移（前年比）



（出所）財務省「貿易統計」

■ 中国向けの停滞を欧米向けがカバーする構図に変化の兆し

日銀の国別実質輸出指数



(出所)日銀「実質輸出入」

インバウンドは着実に回復

■ 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2019年同期比＋38.7%、平均宿泊日数は同＋10.2%。消費額はコロナ前を大きく上回る

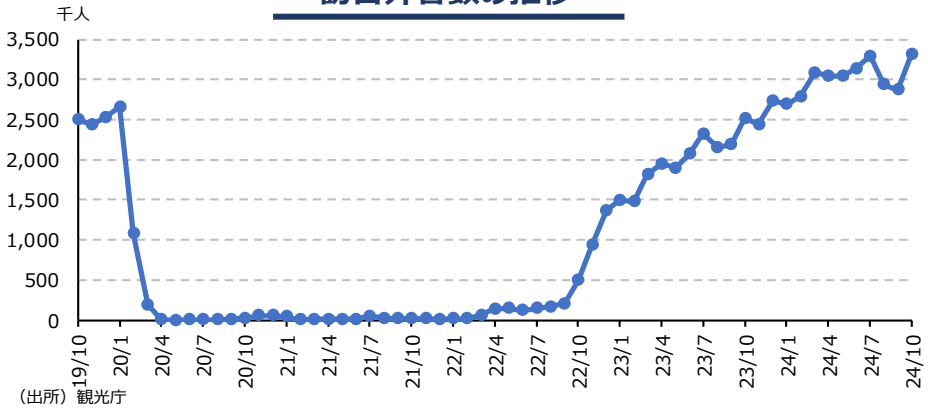
国籍・地域別 １人１回当たり旅行消費単価、平均泊数【観光・レジャー目的】（2024年7-9月）

	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	217,883	+38.7%	7.1	+10.2%
イタリア	419,963	+85.4%	12.7	+0.5%
スペイン	373,866	+64.4%	12.9	▲8.9%
ドイツ	365,705	+50.5%	16.3	+9.7%
オーストラリア	352,728	+50.1%	12.8	+9.9%
英国	333,856	+53.1%	12.8	+4.0%
フランス	331,660	+37.4%	14.4	▲2.5%
米国	321,297	+67.6%	10.9	+7.8%
ロシア	299,671	+81.6%	11.2	+27.8%
カナダ	275,989	+51.7%	11.8	+1.2%
中国	261,659	+31.0%	7.0	+16.6%
シンガポール	241,311	+56.7%	7.4	▲22.5%
香港	230,884	+52.2%	6.4	+11.3%
インド	223,913	+46.2%	8.5	+6.0%
マレーシア	199,936	+54.8%	9.0	+19.9%
タイ	197,348	+62.0%	6.7	+3.3%
インドネシア	193,587	+59.3%	8.9	+24.8%
フィリピン	185,450	+70.4%	8.3	+0.1%
台湾	182,408	+65.7%	5.8	+11.3%
ベトナム	164,068	+39.5%	6.6	+26.7%
韓国	105,197	+55.8%	3.7	+9.2%

※消費単価は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」、「インバウンド消費動向調査」

■ 10月の訪日外客数は331万人となり、2019年同月比で33%増。足元300万人近辺で推移している

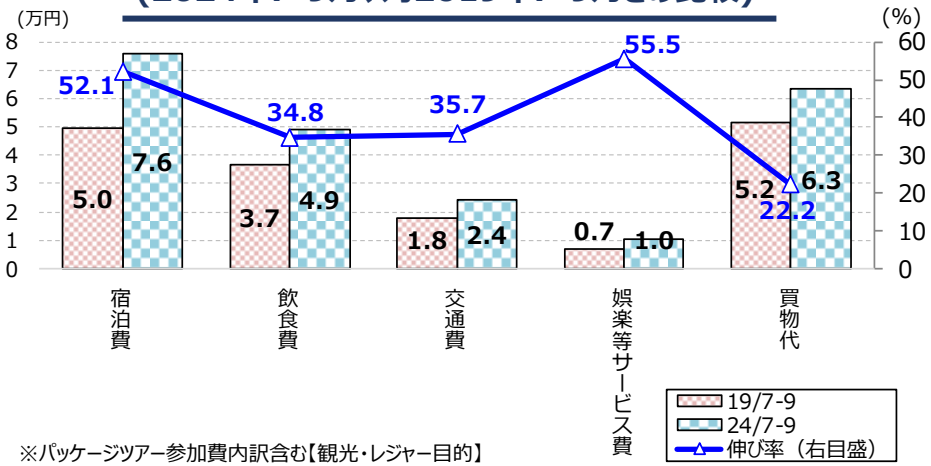
訪日外客数の推移



（出所）観光庁

■ コト消費の伸びはモノ消費を上回る

１人１回当たり旅行消費単価（2024年7-9月、対2019年7-9月との比較）



※パッケージツアー参加費内訳含む【観光・レジャー目的】

日銀は3月会合でマイナス金利を解除、7月に追加利上げ

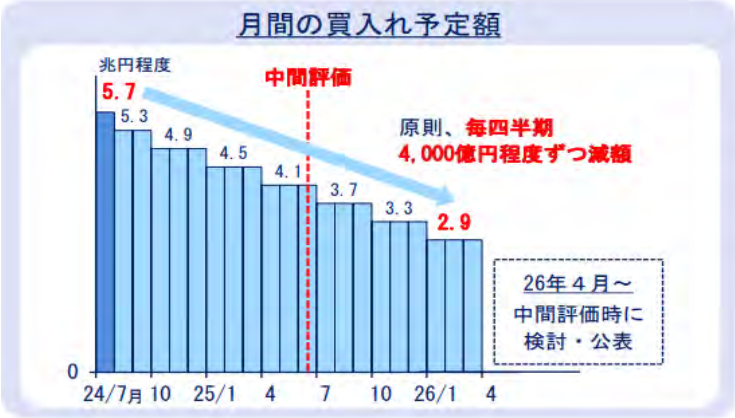
- 日銀は、3月18、19日に開催された日銀金融政策決定会合で、マイナス金利の解除に踏み切った。長期金利の0%という目標水準と1%という上限の目途はいずれも廃止、オーバーシュート型コミットメントも取り下げ、ETF・J-REITというリスク資産の買い入れも廃止、CP、社債の買い入れは段階的に減額し1年後に終了と、正常化に必要な手続きを一気に実施した
- 7月の会合では0.25%までの追加利上げを実施。国債買い入れ額については毎月4,000億円ずつ減額、2026年には月3兆円まで半額に減らす方針が示された。年内は12月に1回、2025年に2回の利上げで打ち止めを予想

日銀は7月会合で追加利上げを実施

短期金利（無担保コールＯ／Ｎ物）：「０．２５%程度」に引き上げ（従来は「０～０．１%程度」）

- 実質金利は大幅なマイナスが続き、緩和的な金融環境は維持　→　経済活動をしっかりとサポート
- 見通しが実現していくとすれば、引き続き政策金利を引き上げ、金融緩和の度合いを調整

国債買い入れ減額のスケジュールも示される



（出所）日銀

独自色の薄い石破氏の経済政策

- 石破首相の経済政策の全体像は明らかになっていないが、おおまかな方向性は岸田政権の踏襲か
- 総裁就任後初の共同記者会見では、個人消費、設備投資等の個別分野の問題意識について触れたものの、現状認識や理念、具体策等に不透明な点が残り、現状では評価は困難との印象
- 岸田政権の成長戦略で不十分だったのは構造改革的視点、ここを強化することと、実行力が課題

石破首相の経済政策の概要

	主として政策集より抜粋、「その他」のみ口頭での発言内容含む
経済・財政運営の方針	・「**経済あっての財政**」との考え方に立ち、デフレ脱却最優先の経済・財政運営を行なう ・成長型経済の実現を図るため、成長分野に官民挙げての思い切った投資を行なう ・持続可能な安定成長を実現しつつ、**財政状況の改善**を進める
新組織	・内閣官房に経済・金融・市場等の**危機対応組織**（経済・金融・市場等戦略本部（仮称））を創設
成長戦略	①コストカット型経済から高付加価値創出型経済への転換 ・半導体などの**サプライチェーンを国内で整備**。税制で民間投資を刺激。国の投資も強化 ・金融、投資、上場、エネルギーインフラ、不動産などの環境整備 ・総合的な**「幸福度・満足度」の指標**を策定・共有 ②持続可能なエネルギー政策 ・**原発の活用**、地熱など採算性のある再生可能エネルギーの最適なエネルギーミックスを実現 ・海洋資源を活かして資源大国を目指す ③イノベーションとスタートアップ支援 ・「世界一 AI フレンドリーな日本」を堅持。政府の **AI政策の司令塔を強化** ・ 量子コンピュータ開発、量子アプリケーション開発などの研究基盤と社会実装を推進 ・政府の「**スタートアップ育成5か年計画**」を着実に進める
その他	・生活必需品の価格上昇や**住宅ローン等の金利上昇への緊急対策**を講じる ・価格転嫁対策を強化するため**下請法の改正案**を次期通常国会に提出 ・最低賃金の着実な引き上げ（**2020年代に全国平均1500円**）を実現 ・**金融所得課税の強化**、負担能力のある世帯の**所得増税**、消費増税は検討せず ・日銀が政府の子会社だとは思っていないが、今の金融緩和の方向性はこれから先も維持しなければならない

日本経済についての基本認識

総裁選後の記者会見における発言
・日本経済の課題は、基本的にいかにデフレスパイラルを脱却するか
・個人消費が上がっていかなければ経済はよくならないし、デフレスパイラルも解消しない
・個人消費が伸びない理由は、医療・年金・介護への不安感が貯蓄の増加につながっているため。ただし、医療、年金、介護が安心ですよと即座に示せるとは思っていない
・設備投資を行なうことによって、いかにしてほしい商品を作るか、いかにしてほしいサービスを提供するかということがなければデフレスパイラルは止まらない
・海外に生産拠点が多くあるが、それを国内回帰させることによって、日本国内に雇用と所得の機会を作っていく
・我が国は貿易立国といわれているが、経済の構造を見ると必ずしもそうではない。それが成長と分配の好循環ということになかなかうまくつながらないということの根本的要因

今後の政策調整に注目

- 与党は10/27の衆院選で過半数割れとなった。11/11、指名選挙の決選投票を経て、石破氏が総理大臣に選出
- 与党は予算案や重要法案といった案件ごとに合意する「部分連合」を国民民主党に打診する見通し
- 政府が11月中のとりまとめをめざす経済対策に、国民民主が掲げた政策が反映される可能性も（年収の壁対策など）

各党の政策（抜粋）

	経済	憲法	外交	原発	日銀
自民	経済あっての財政 デフレ脱却最優先 物価上昇を上回る賃上げ 電気・ガス、燃料費高騰対策 年収の壁見直し	憲法改正の早期実現 （自衛隊明記、緊急事態条項など）	防衛力強化 自衛官の処遇改善	早期再稼働 次世代革新炉の建設	—
公明	最低賃金を5年以内に1500円に電気・ガス、燃料費高騰対策	自衛隊について、検討を進める	非核三原則堅持	再稼働容認	—
立民	分厚い中間層 国公立大学の授業料無償化 給食費無償化 低所得高齢者の年金上乗せ	自衛隊明記反対 緊急事態条項（国会議員任期延長など）不要	防衛予算精査 防衛増税停止	再稼働容認 新設・増設はしない	物価目標柔軟化 （2%→0%超）
国民	令和の所得倍増計画 消費税率を5%に（実質賃金がプラスになるまで） 年収の壁引き上げ（基礎控除等の合計、103万円→178万円） 年間5兆円の「教育国債」	緊急事態条項の創設	必要な防衛費を増額	早期再稼働 次世代革新炉の建設	—
維新	消費税、所得税、法人税の減税 消費税は8% 規制改革（ライドシェアなど）	憲法改正の早期実現 （自衛隊明記、緊急事態条項など）	防衛費増額（GDP比率2%まで）	早期再稼働	日銀法改正 目的追加（雇用の最大化・名目経済成長率の持続的な上昇）

（出所）　各党の政策集より明治安田総研作成

3. 海外経済見通し

米国経済見通し概要

- 7－9月期の実質GDP成長率は前期比年率＋2.8%と、前期（同＋3.0%）から小幅に鈍化したものの、堅調な推移が続いている。寄与度を見ると、個人消費が＋2.46%ポイントと9割近くを占めており、景気をけん引

- 労働市場の減速を背景に個人消費の勢いは目先弱まるものの、インフレ率の鈍化に伴い実質所得が増加するなかで、2025年後半以降は再び持ち直すとみる。住宅投資は利下げ効果の浸透に伴い2025年前半から回復に向かうと見込まれるほか、設備投資はAI関連を中心としたソフトウェアや情報処理機器などの投資需要が下支え要因になると見込まれ、全体として景気は底堅く推移すると予想

- 11月のFOMCでは、政策金利であるFFレートの誘導目標を4.50－4.75%へ引き下げた。声明文では、労働市場の評価を改善方向に、インフレ率を上振れ方向に修正。パウエル議長は記者会見で、昨年からの失業率の上昇は大きな問題になっていないと述べるなどややタカ派に傾いた印象。もっとも、CPIの鈍化と労働市場の減速は継続するとみられ、FRBは今後も利下げを継続的に実施すると予想。2025年末には3.25－3.50%まで政策金利を引き下げるとみる

主要経済指標		暦年ベース				2023年	2024年				2025年			
				予測						予測				
		2023	2024	2025	2026	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12
実質GDP	今回	2.9%	**2.8%**	**2.3%**	**2.5%**	3.2%	1.6%	3.0%	2.8%	**2.5%**	**1.9%**	**2.3%**	**2.3%**	**2.6%**
	前回	2.5%	2.5%	1.8%	-	3.4%	1.4%	2.8%	1.4%	0.8%	1.3%	1.9%	2.9%	3.3%
CPI（総合、※）	今回	4.1%	**2.9%**	**2.4%**	**2.3%**	3.3%	3.5%	3.0%	2.4%	**2.5%**	**2.5%**	**2.4%**	**2.4%**	**2.3%**
	前回	4.1%	3.0%	2.4%	-	3.4%	3.5%	3.0%	2.8%	2.6%	2.5%	2.4%	2.4%	2.3%
政策金利（上限値、期末値）	今回	5.50%	**4.50%**	**3.50%**	**3.50%**	5.50%	5.50%	5.50%	5.00%	**4.50%**	**4.25%**	**4.00%**	**3.75%**	**3.50%**
	前回	5.50%	5.00%	4.00%	-	5.50%	5.50%	5.50%	5.25%	5.00%	4.75%	4.50%	4.25%	4.00%

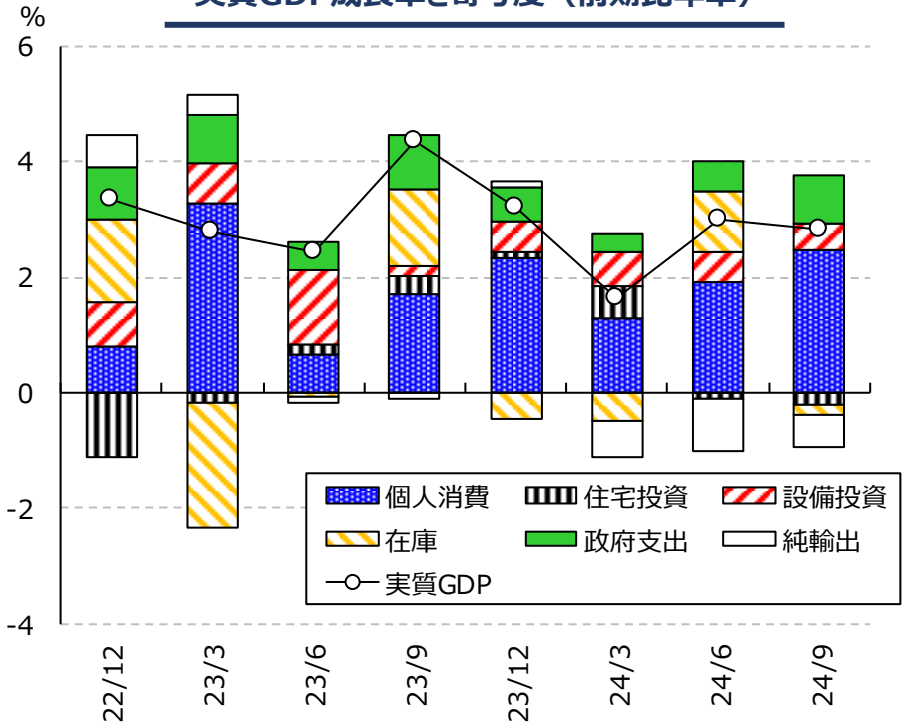
※暦年は平均値、四半期は期末値を記載　・前回は8月経済見通し時点

個人消費が景気をけん引

■ 2024年7－9月期の実質GDP成長率は前期比年率＋2.8%と、前期（同＋3.0%）から小幅に鈍化したものの、堅調な推移が続いている。寄与度を見ると、個人消費が＋2.46%ポイントと9割近くを占めており、景気をけん引

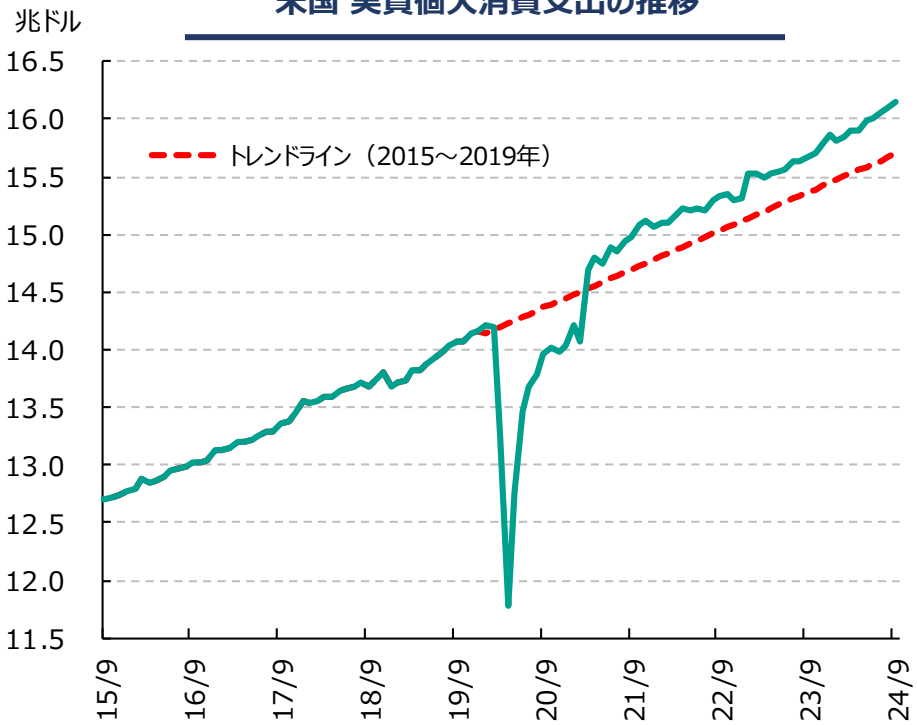
■ 実質個人消費支出はコロナ禍前のトレンドを上回る推移が続いており、依然として底堅い

実質GDP成長率と寄与度（前期比年率）



（出所）米商務省

米国 実質個人消費支出の推移



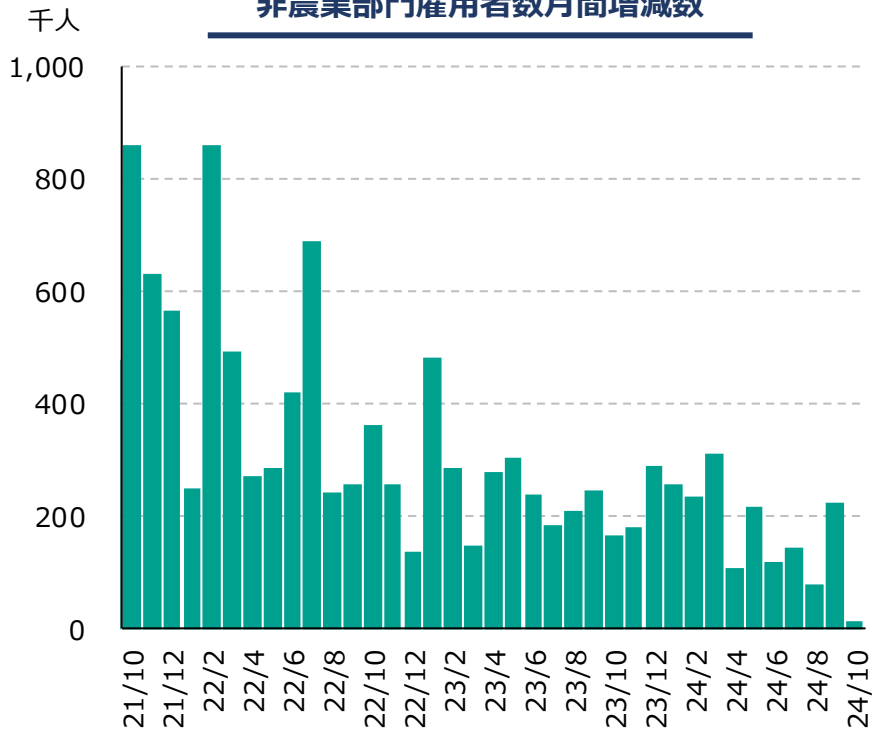
（出所）ファクトセットより明治安田総研作成

雇用者数の伸びはコロナ前の平均を下回る

- 10月の非農業部門雇用者数は前月比＋1.2万人と、ハリケーンとストライキが攪乱要因となり、市場予想（同＋10.0万人）を大幅に下回った。トレンドを示す3ヵ月移動平均は前月比＋10.4万人と5ヵ月連続でコロナ禍前の5年平均値（同＋20.0万人）を下回っている

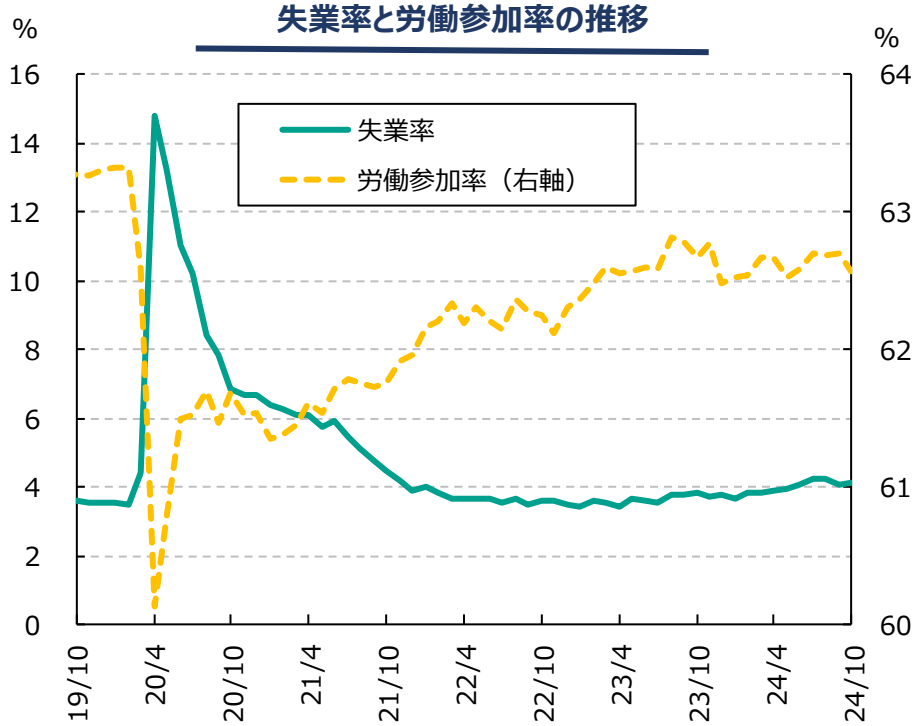
- 10月の失業率は4.1%と前月から横ばい。「サーム・ルール」指標（失業率の直近3ヵ月移動平均と過去12ヵ月の最低値との乖離幅が0.5ポイントを上回ると景気後退局面入り）は＋0.43ポイントと抵触基準を下回り、景気後退確率は低下

非農業部門雇用者数月間増減数



（出所）米労働省

失業率と労働参加率の推移



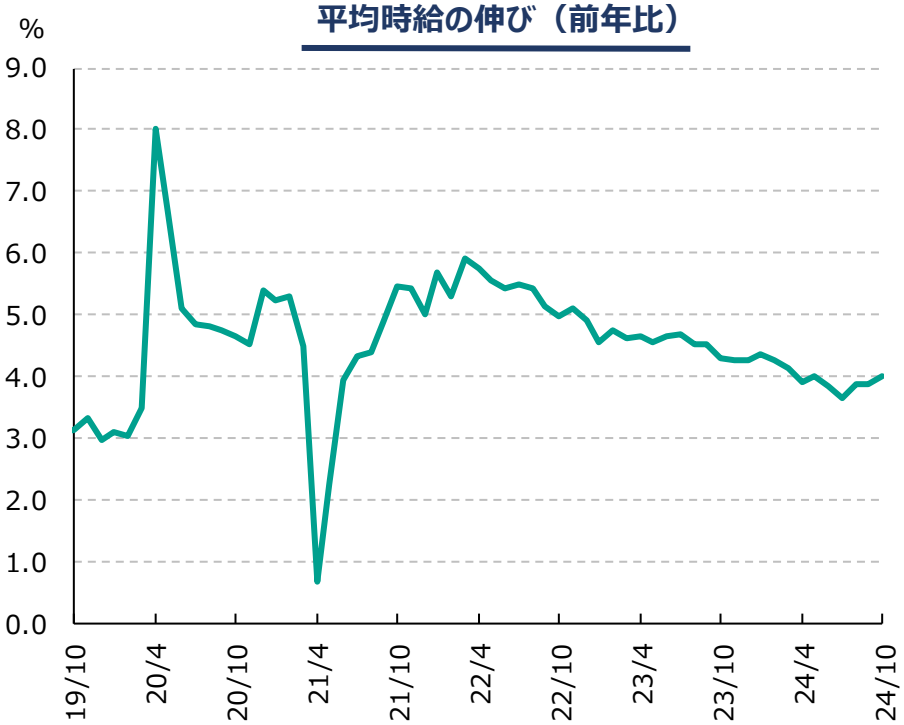
（出所）米労働省

今後、求人件数の低下とともに失業率が上昇する懸念も

■ 10月の平均時給の伸びは前年比＋4.0%と、前月（同＋3.9%）から拡大。前月比でも＋0.37%と、前月（同＋0.31%）から拡大した。もっとも、求人件数は着実に減少しており、労働需給の緩和傾向は継続

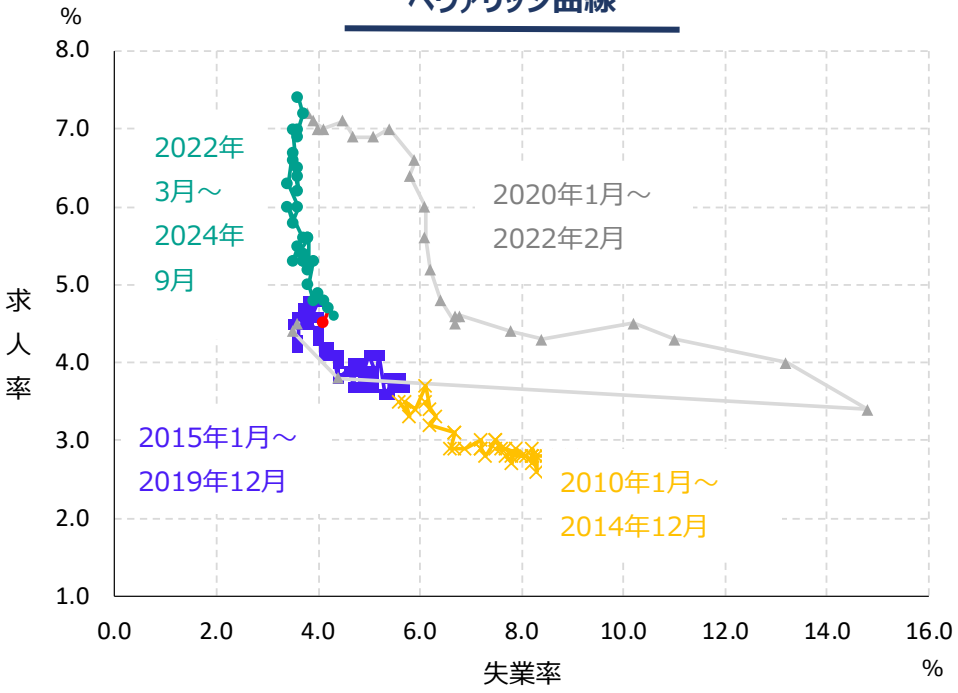
■ ベヴァリッジ曲線を見ると、過去の傾向から求人率が4%台前半になると失業率が上昇に向かうという関係性が見いだせる。9月の雇用動態調査における求人件数は744万件だが、これが650万件程度まで減少すれば、失業率がさらに上昇する展開が予想される

平均時給の伸び（前年比）



（出所）米労働省

ベヴァリッジ曲線



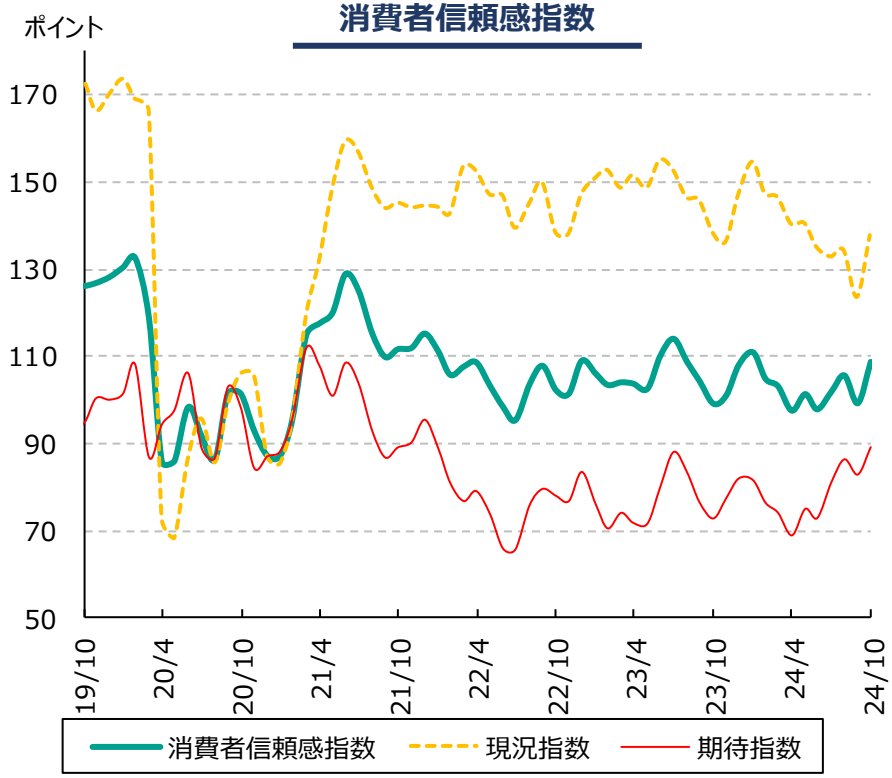
（出所）米労働省公表資料より明治安田総研作成

低所得層を中心に支出に慎重になる可能性

- 10月の消費者信頼感指数は108.7ポイントと前月から上昇。現況指数は冴えないものの、期待指数が上昇傾向にあり、利下げへの期待が先行き景気の楽観的な見方につながっている可能性

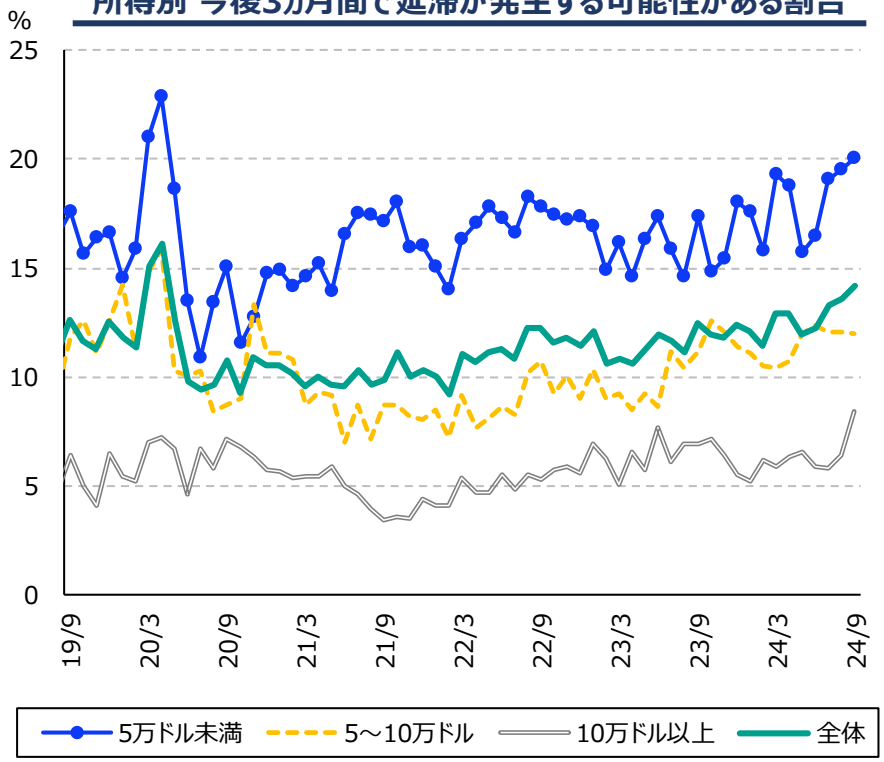
- 今後3ヵ月間に債務返済が滞る可能性を示す「平均予想延滞率」は14.2%と約4年半ぶりの高水準に。所得別に見ると、年収5万ドル未満の層の上昇が顕著に。信用条件の悪化は今後の個人消費の重石になると予想

消費者信頼感指数



（出所）米コンファレンスボード

所得別 今後3ヵ月間で延滞が発生する可能性がある割合



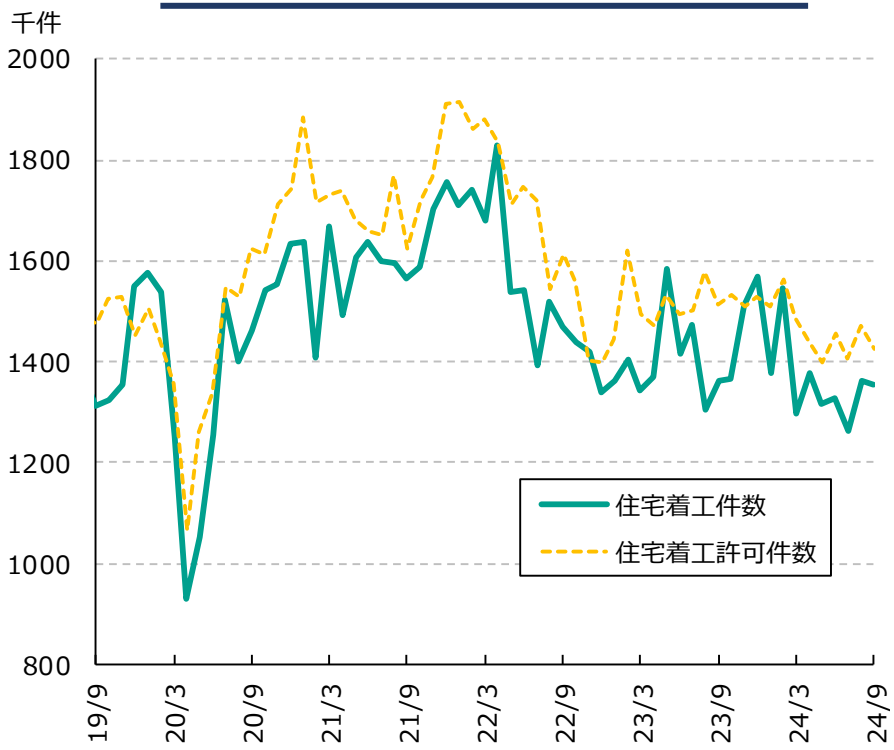
（出所）ニューヨーク連銀

利下げ効果が浸透する来年以降、住宅市況は回復へ

■ 9月の住宅着工件数は135.4万件と、昨年12月時点から▲21.4万件で冴えない推移が続く。先行指標である許可件数も横ばい圏

■ 30年固定住宅ローン金利は高止まり。金利上昇により住宅購入意欲は盛り上がっておらず、住宅投資は伸び悩みが続く。住宅市況の回復は、利下げ効果が浸透する来年以降になると予想

住宅着工件数と住宅着工許可件数の推移



（出所）米商務省

30年固定住宅ローン金利

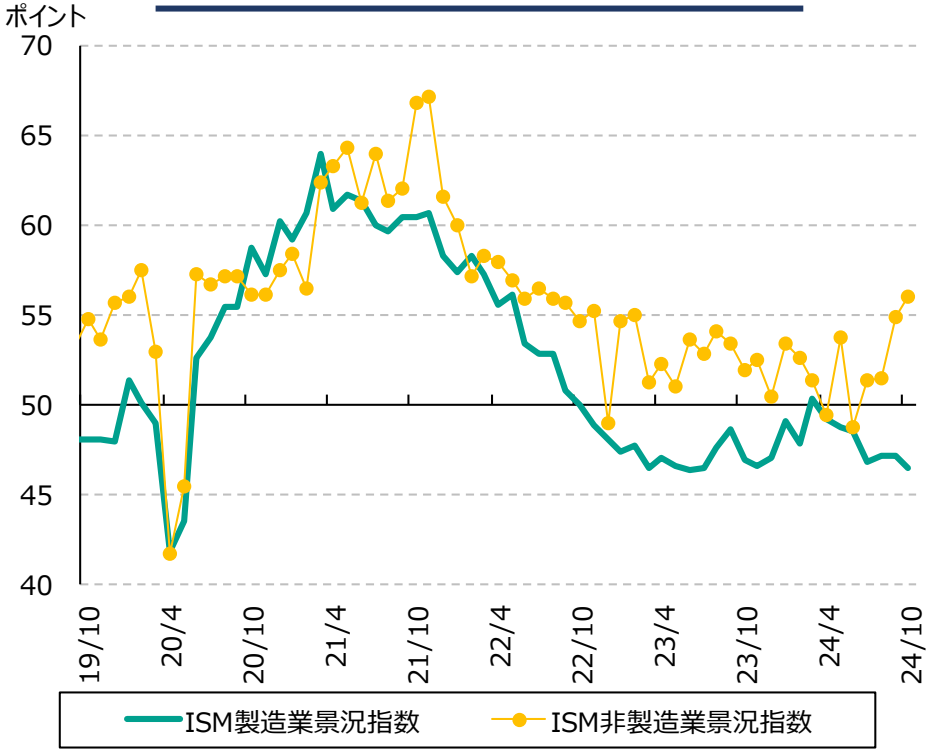
（出所）ニューヨーク連銀

銀行の融資基準は緩和へ

■ 10月のISM景況指数を見ると、製造業は46.5と7ヵ月連続で好不況の境目である50を下回っている。一方、非製造業は56.0となっており、業種による景況感の差が鮮明に

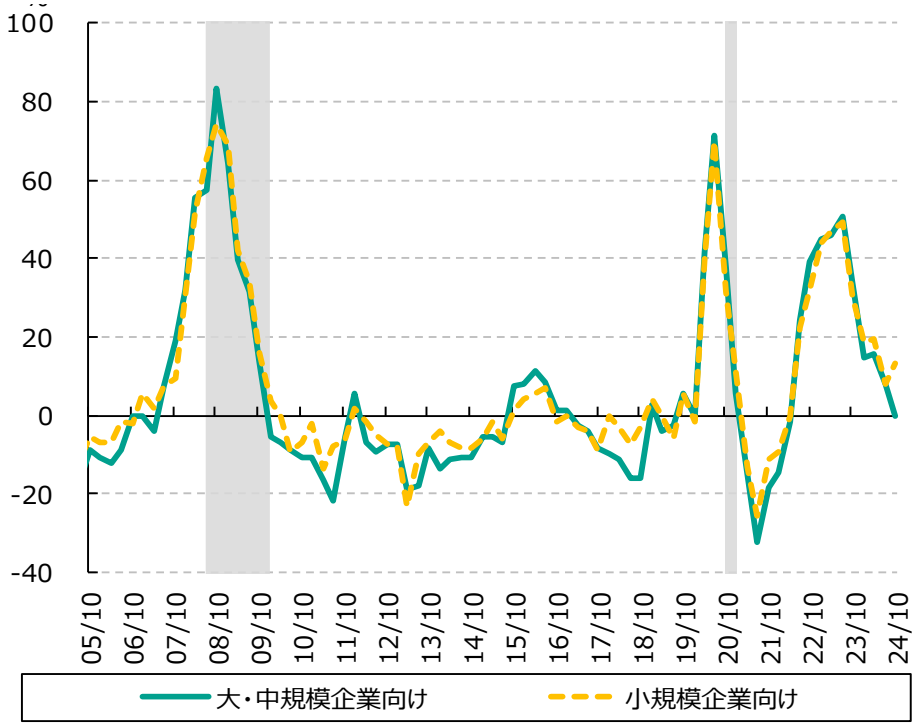
■ FRBの銀行融資担当者調査で、融資基準を厳格化させた銀行の割合から緩和させた銀行の割合を差し引いたDIを見ると、大・中規模企業向け、小規模企業向けのいずれも低下傾向

ISM製造業・非製造業景況指数



（出所）米サプライマネジメント協会（ISM）

銀行の融資基準
（融資基準を厳格化させた銀行の割合ー緩和させた銀行の割合）



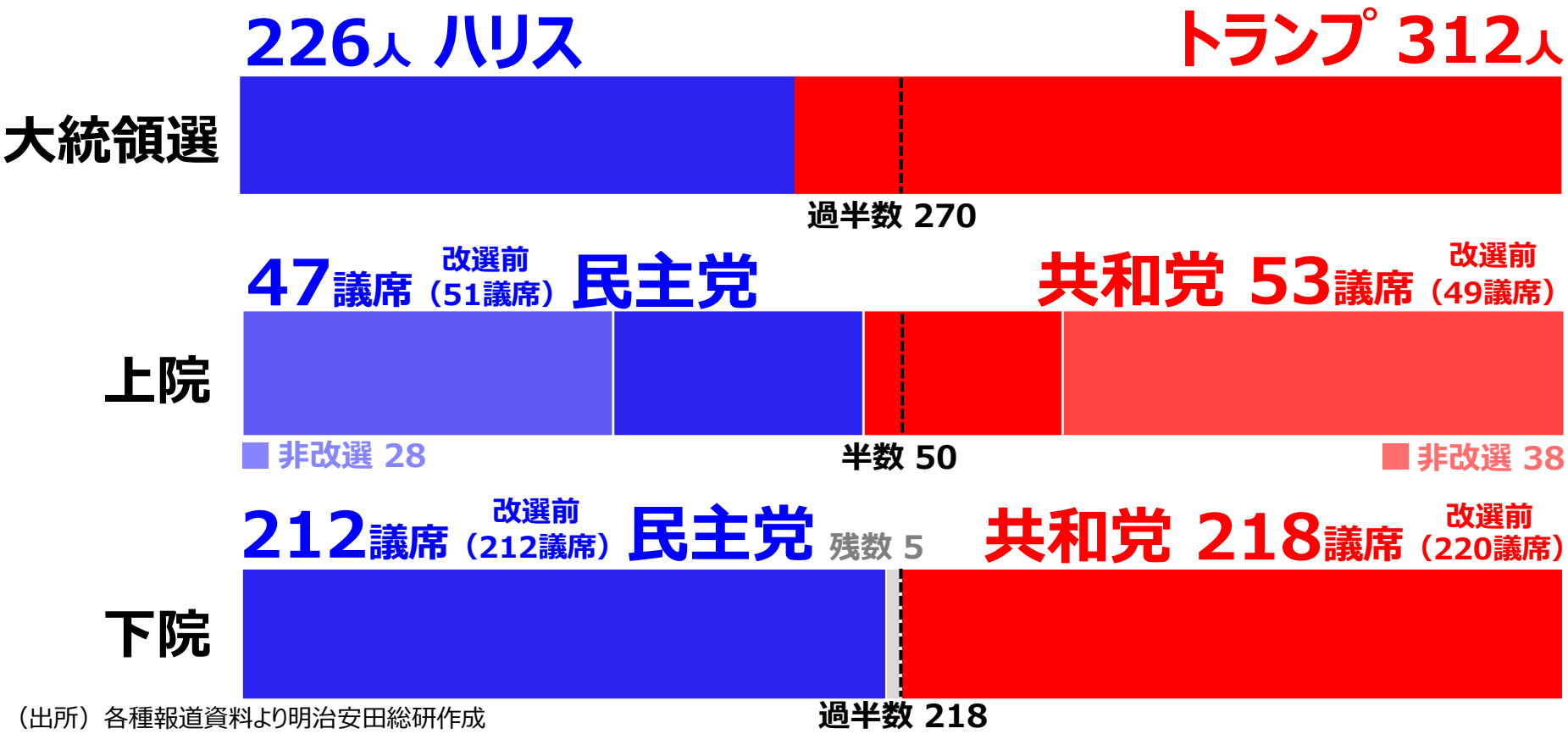
（出所）FRB

※シャドー部分は景気後退

大統領選は共和党のトランプが勝利

- 11月5日に投開票された米大統領選は、共和党のトランプが勝利。カギを握るとみられていた激戦7州すべてを制覇
- 大統領選と同日に行なわれた連邦議会選では、上院は共和党が多数派を奪還。下院も共和党が過半数を獲得
- 共和党が大統領選、上院、下院すべてを制す「トリプルレッド」となり、トランプ次期大統領が掲げる政策の実現性が高まった

米大統領選・連邦議会選の結果（11月18日時点）



（出所）各種報道資料より明治安田総研作成

トランプの政策は企業経営には追い風も金利・物価上昇はリスク

- 米国の元議員ら超党派で構成する責任ある連邦予算委員会（CRFB）の試算によると、トランプ次期大統領の政策を実行した場合の財政赤字は中位シナリオで▲7.7兆ドルとなる。債務残高の対GDP比は143%で、2025年予算教書で試算された125%から増加
- 各種減税策は企業経営の追い風になるとみられる。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。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

トランプ次期大統領の政策と10年間（2026～2035年）の歳出・歳入額

歳出	低位	中位	高位
税制改革法（TCJA）延長	▲4.6	▲5.4	▲6.0
残業代への課税免除	▲0.5	▲2.0	▲3.0
社会保障給付への課税終了	▲1.2	▲1.3	▲1.5
チップ課税免除	▲0.1	▲0.3	▲0.6
国内製造業に対する法人税減税	▲0.2	▲0.2	▲0.6
個人・中小企業向け税控除拡大	▲0.2	▲0.2	▲0.4
軍備増強・近代化	▲0.1	▲0.4	▲2.5
国境警備強化・不法移民送還	0.0	▲0.4	▲1.0
住宅関連改革（初めての購入者への税額控除）	▲0.1	▲0.2	▲0.4
ヘルスケア・長期介護ケア等への支援強化	▲0.1	▲0.2	▲0.3
計	▲7.0	▲10.4	▲16.0

歳入	低位	中位	高位
関税引き上げ	4.3	2.7	2.0
現行の環境政策見直し・エネルギー生産拡大	0.8	0.7	0.6
無駄・不正・悪用の削減	0.3	0.1	0.0
教育省の廃止	0.2	0.2	0.0
計	5.5	3.7	2.6

利払い増	▲0.2	▲1.0	▲2.1

（出所）責任ある連邦予算委員会（CRFB）

単位：兆ドル

財政赤字

低位シナリオ

▲1.7兆ドル

債務残高対GDP比 129%
※2035年時点

中位シナリオ

▲7.7兆ドル

債務残高対GDP比 143%
※2035年時点

高位シナリオ

▲15.5兆ドル

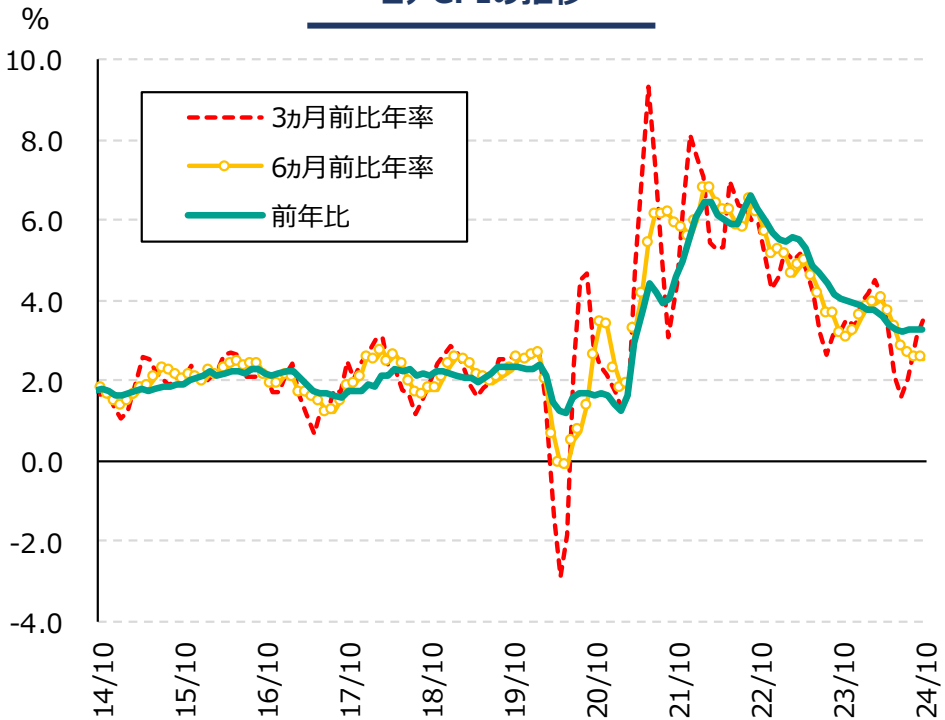
債務残高対GDP比 161%
※2035年時点

2025年は四半期に1回の利下げペースへ

- 10月のコアCPIは前年比＋3.3%と、前月と同じ伸びに。サービス価格の高い伸びが継続しており、コアCPIは3%台で足踏みが続いている。一方、モメンタムを示す3ヵ月・6ヵ月前比年率は振れを伴いつつ、均せば低下基調を維持

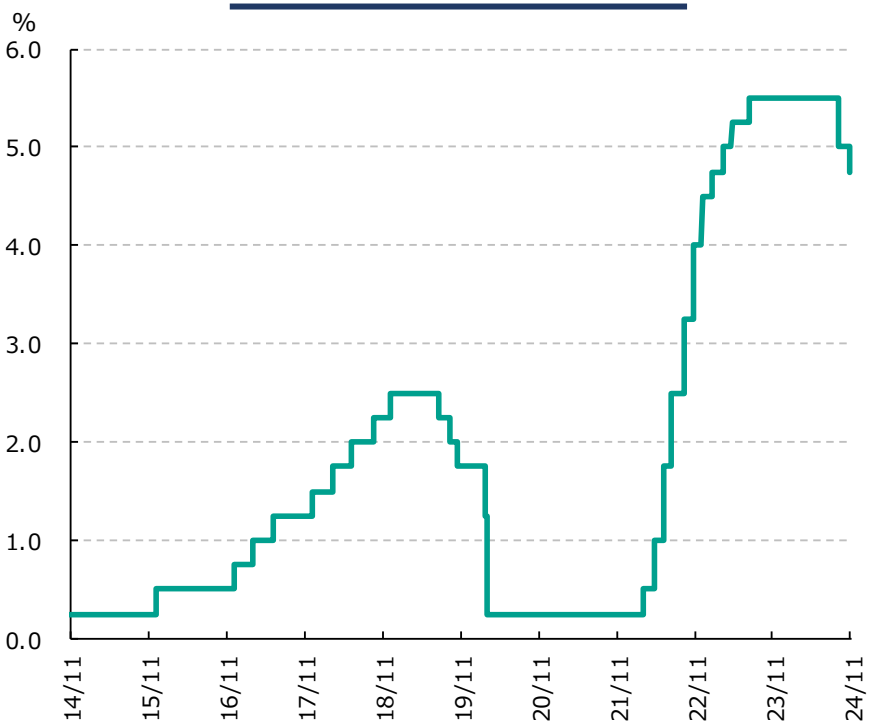
- 11月のFOMCで0.25%の利下げを決定。利下げは2会合連続。CPIの鈍化と労働市場の減速は継続するとみられ、FRBは今後も利下げを継続的に実施すると予想。2025年末には3.25－3.50%まで政策金利を引き下げるとみる

コアCPIの推移



（出所）米労働省

米政策金利（上限値）の推移



（出所）ファクトセット

ユーロ圏経済見通し概要

- ユーロ圏の7－9月期実質GDP成長率は前期比＋0.4%。ドイツ（4－6月期：同▲0.3%→7－9月期：同＋0.2%）がプラス転換、フランス（同＋0.2%→同+0.4%）は改善し、観光業が堅調なスペイン（同＋0.8%→同＋0.8%）は好調継続。イタリア（同＋0.2%→同±0.0%）は減速傾向に
- 欧州経済は、予断を許さない状況。エネルギーコスト高等を背景に自動車産業をはじめとする製造業の低迷が長引いており、企業景況感は悪化傾向にある。先行き不透明感から、実質賃金のプラス転換後も個人消費は鈍い。主要輸出先である中国の景気低迷等により、外需は力強さに欠ける推移になるとみられ、緩慢な景気回復ペースを予想
- ECBの10月理事会は主要政策金利の引き下げを決定（中銀預金金利：3.25%）。利下げは2会合連続であり、ラガルド総裁は会見で景気下振れリスクを強調するとともに、ディスインフレプロセスが軌道に乗ったと明言。ドイツが2023年に続いて2024年もマイナス成長に陥る可能性が高まっているほか、フランスやイタリアの見通しも冴えない。トランプ氏返り咲きによる関税リスクも懸念材料。ECBは毎会合利下げを実施し、2025年7月に中銀預金金利は中立金利（2%前後とされる）を下回る1.75%まで下がると予測

主要経済指標		歴年ベース				2023年	2024年				2025年			
		2023	2024	2025	2026	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12
実質GDP	今回	0.4%	**0.8%**	**1.0%**	**1.1%**	0.1%	0.3%	0.2%	0.4%	**0.2%**	**0.3%**	**0.3%**	**0.2%**	**0.3%**
	前回	0.4%	0.7%	1.5%	-	0.0%	0.3%	0.3%	0.2%	0.4%	0.4%	0.5%	0.4%	0.5%
HICP（総合、※）	今回	5.5%	**2.2%**	**2.0%**	**1.9%**	2.9%	**2.4%**	**2.5%**	**1.7%**	**2.1%**	**2.0%**	**1.9%**	**2.1%**	**2.0%**
	前回	5.4%	2.5%	2.0%	-	2.9%	2.4%	2.5%	2.3%	2.2%	2.1%	2.1%	2.0%	2.0%
政策金利（期末値）	今回	4.00%	**3.00%**	**1.75%**	**1.75%**	4.00%	**4.00%**	**3.75%**	**3.50%**	**3.00%**	**2.50%**	**2.00%**	**1.75%**	**1.75%**
	前回	4.00%	3.25%	2.50%	-	4.00%	4.00%	3.75%	3.50%	3.25%	3.0%	2.75%	2.5%	2.5%

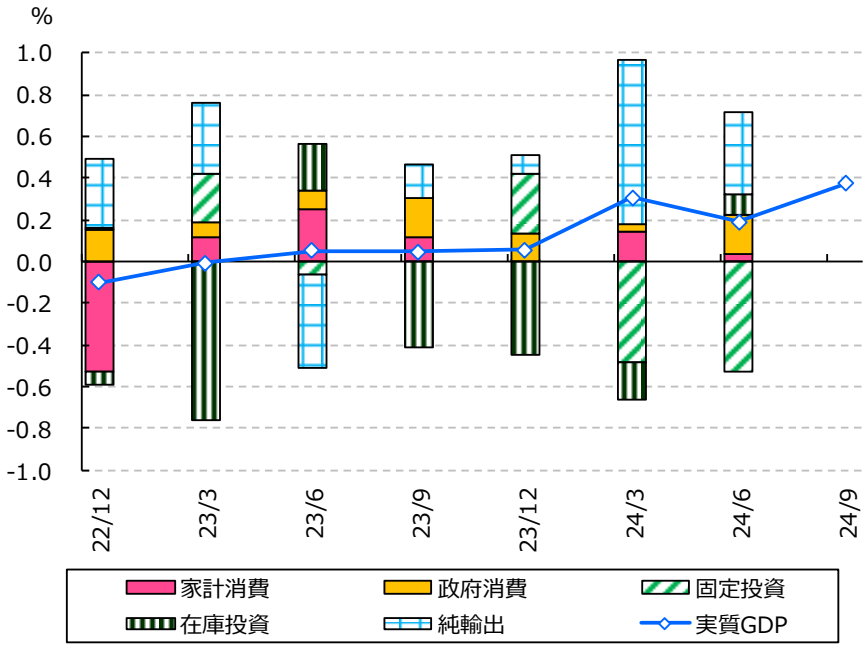
※暦年は平均値、四半期は期末値を記載　・前回は8月経済見通し時点

底打ち感もみえるが、依然不安定な景気動向

- 7－9月期実質GDP成長率は前期比＋0.4％と、前期（同＋0.2%）から加速
- ドイツ（4－6月期：同▲0.3％→7－9月期：同＋0.2％）がプラス転換、フランス（同＋0.2％→同+0.4％）は改善し、観光業が堅調なスペイン（同＋0.8%→同＋0.8%）は好調継続。イタリア（同＋0.2%→同±0.0%）は減速傾向に

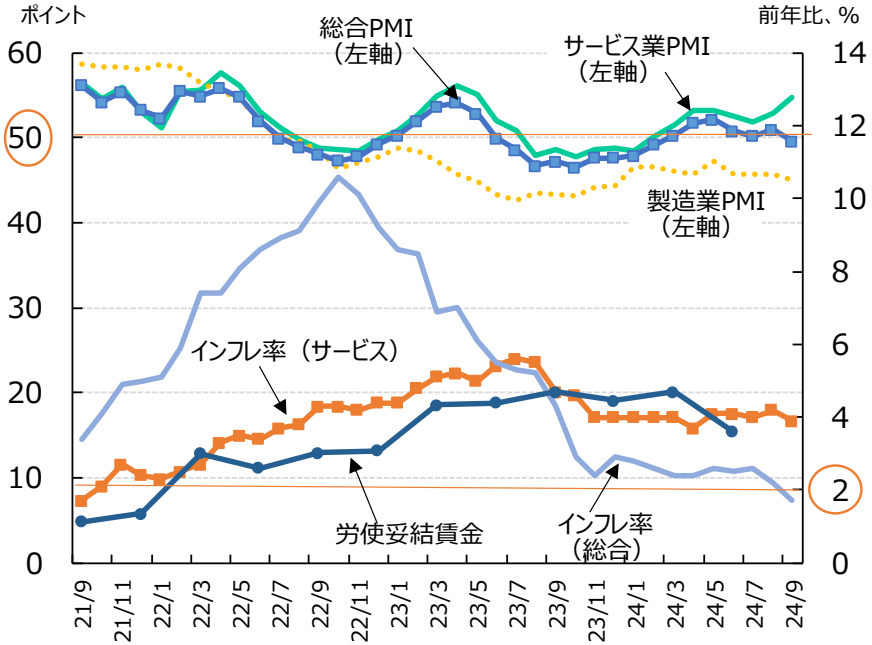
- ユーロ圏企業購買担当者景気指数（PMI)を見ると、10月は総合で50.0と9月から小幅に改善したものの、好不況の境目となる50付近での推移が続く
- 消費に持ち直しの兆しも、製造業は不振が続く
- ユーロ圏の10月インフレ率は前年同期比＋2.0%と、ややリバウンド。サービス価格の伸びは下げ渋っているものの、財価格の伸びは落ち着いている

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

ユーロ圏PMIとインフレ率



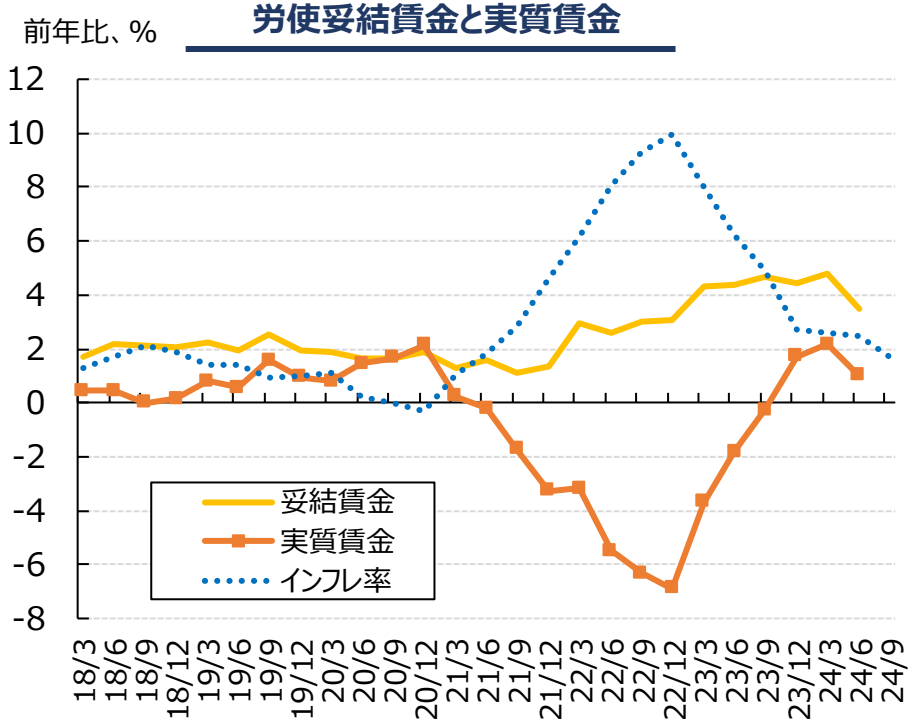
（出所）ブルームバーグのデータより明治安田総研作成

個人消費に持ち直しの兆しも、生産は低迷中

- 4-6月期のユーロ圏労使妥結賃金は、前年同期比＋3.5%と前期（同＋4.8%）から鈍化もなお高水準
- 一方で、インフレ率は急速に鈍化して3%未満となったため、実質賃金は2023年10－12月期以降前年比プラスで推移。妥結賃金の伸びは緩やかに鈍化しつつも高水準を保つとみられ、実質賃金の増加傾向は継続するとみられる

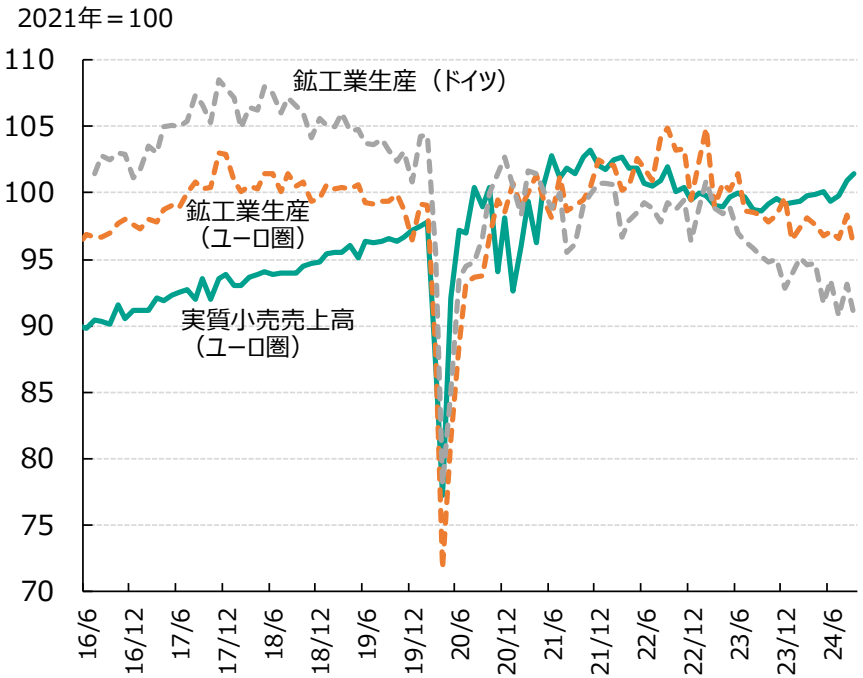
- ユーロ圏の実質小売売上高は実質賃金プラス転換を背景に持ち直しの動き
- 一方、鉱工業生産は低迷している。フランスの政情不安による投資先送りや冴えない中国向けの輸出動向などが背景にあるとみられる
- 自動車産業が不振のドイツでは、鉱工業生産が特に軟調

労使妥結賃金と実質賃金



（出所）ブルームバーグのデータより明治安田総研作成。インフレ率はHICP（総合）、実質賃金は（妥結賃金の伸び）―（インフレ率）

小売売上高と鉱工業生産



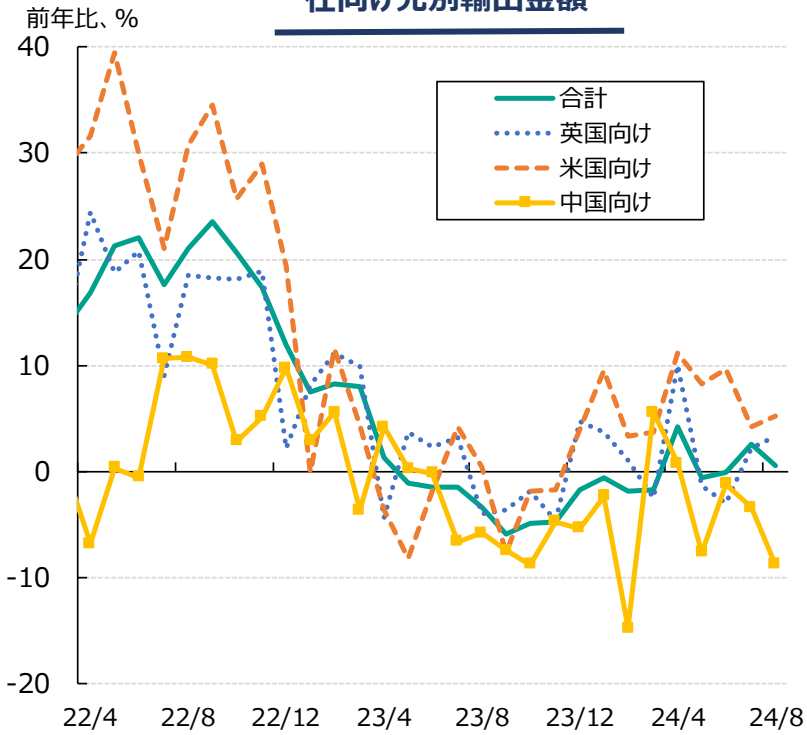
（出所）ブルームバーグのデータより明治安田総研作成

外需は冴えず、トランプ関税も懸念材料　雇用は安定推移

- ユーロ圏の輸出は冴えない状況。中国向けの低迷が重荷となっている
- 堅調だった米国向けは夏場に減速し、ユーロ圏の輸出は下支え役を失いつつある。トランプ次期大統領が対ユーロ圏で貿易関税を強化すれば、輸出には大きな下押し圧力が加わる。外需に期待できる状況ではない

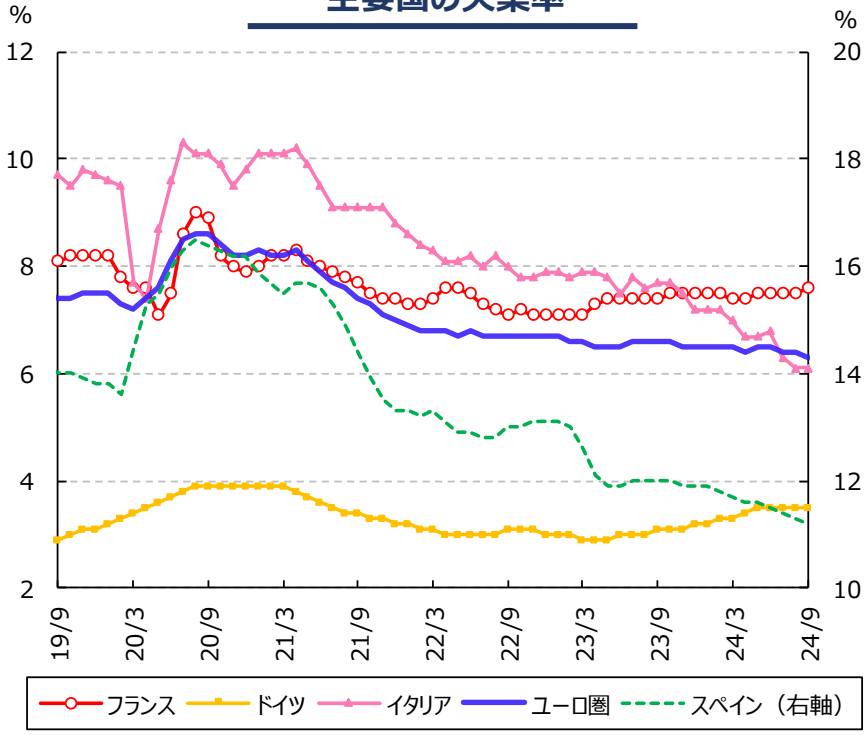
- 9月の失業率は6.2%と低水準が続いており、雇用情勢は底堅い。ECBはインフレ抑制に集中できる環境
- 主要国ではドイツの失業率が上昇傾向にある一方で、スペインの失業率は低下傾向にある。経済動向の違いを反映した動き

仕向け先別輸出金額



（出所）ブルームバーグのデータより明治安田総研作成

主要国の失業率



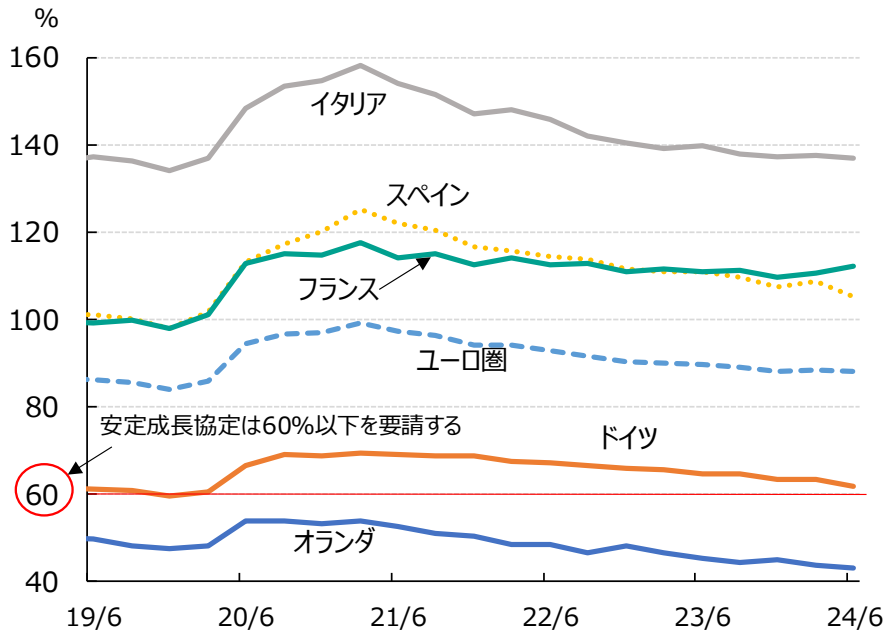
(出所)ユーロスタット

フランスの政情不安継続、仏独スプレッドは高止まり

- 債務残高の対GDP比は、ユーロ圏全体ではコロナ前の水準（約90%）に戻るも、主要国ではスペインとフランスがコロナ前に戻っていない。特にフランスの債務削減ペースは遅く、2024年6月末時点で112%とスペイン（105%）を上回る
- フランス下院では、10/21から、雇用支援縮小やEV購入支援の見直しを含む歳出抑制計画を審議しているが、左派連合と極右勢力の反発で予算成立時期は見通しにくい。財政再建への道は難路となろう

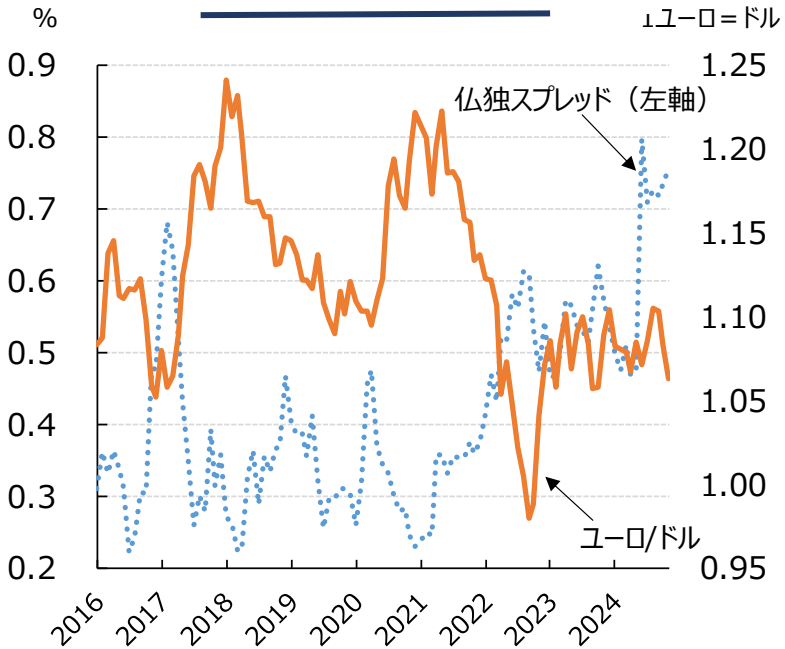
- 仏独スプレッドは足もと約0.7%と、仏下院議会選挙前の水準からは低下も、極右政党のルペン氏が大統領選で善戦した2017年の水準付近で高止まり
- 与党連合の議席は下院の4割程度であり、不安定な政権運営が継続しよう。ドイツでは、財政緊縮派の自由民主党が連立政権を離脱したため、12月半ばの首相信任投票を経て、2025年2月23日に総選挙が実施される見通し

政府債務の対GDP比率



（出所）ブルームバーグのデータより明治安田総研作成

仏独スプレッドとユーロ相場



（出所）ブルームバーグのデータより明治安田総研作成

ECBは景気悪化リスクに対応へ

- 10月理事会では主要政策金利の引き下げを決定（中銀預金金利：3.25%）。利下げは2会合連続。ラガルド総裁は会見で景気下振れリスクを強調するとともに、ディスインフレプロセスが軌道に乗ったと明言
- ドイツが2023年に続いて2024年もマイナス成長に陥る可能性が高まっているほか、フランスやイタリアの見通しも冴えない。ECBは毎会合利下げを行ない、2025年7月に中銀預金金利は中立金利（2%前後とされる）を下回る1.75%まで下がると予想

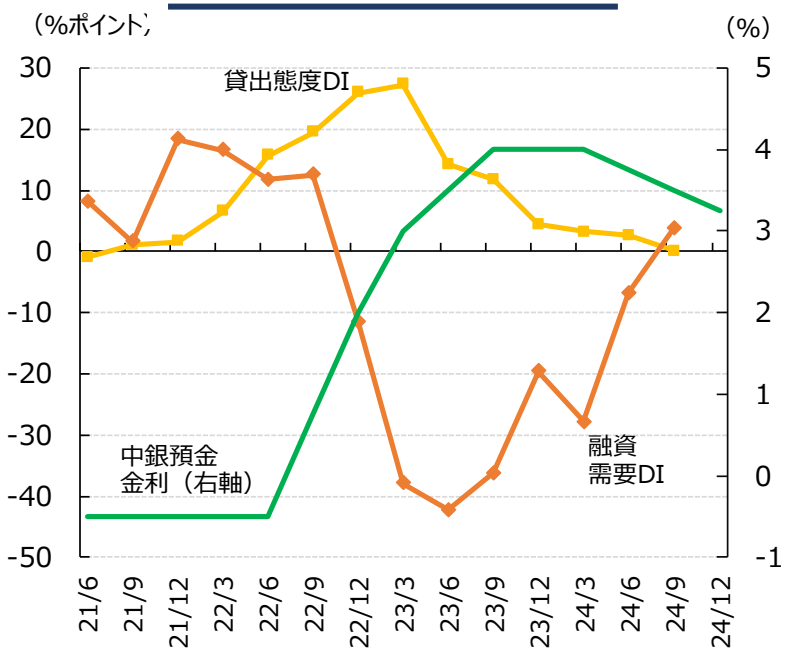
- ユーロ圏10月銀行融資担当者調査によると、7－9月期の融資需要DI（「融資需要の増加を報告した先の割合」―「減少を報告した先の割合」）は3.79%ptと8四半期ぶりにプラス圏に浮上。企業の設備投資意欲等に持ち直しの兆し
- 貸出態度DI（「融資基準を引き締めた先」―「緩めた先」）は＋0.13%ptとなり、利下げにより融資姿勢は中立に。利下げの進展により貸出態度DIがマイナス圏になれば、相応の景気下支え効果が見込まれよう

ECBスタッフ見通し

	9月見通し			（前回）6月見通し		
純輸出以外は前年比（%）	2024	2025	2026	2024	2025	2026
実質GDP成長率	0.8	1.3	1.5	0.9	1.4	1.6
個人消費	0.8	1.4	1.5	1.2	1.7	1.6
総固定資本形成	▲0.5	1.2	2.1	0.1	1.5	2.0
輸出	1.2	2.6	3.0	1.3	2.9	3.1
輸入	0.0	2.8	3.3	0.5	3.3	3.3
純輸出（%pt）	0.7	0.0	0.0	0.4	0.0	0.1

（出所）ECB

ユーロ圏銀行融資担当者調査



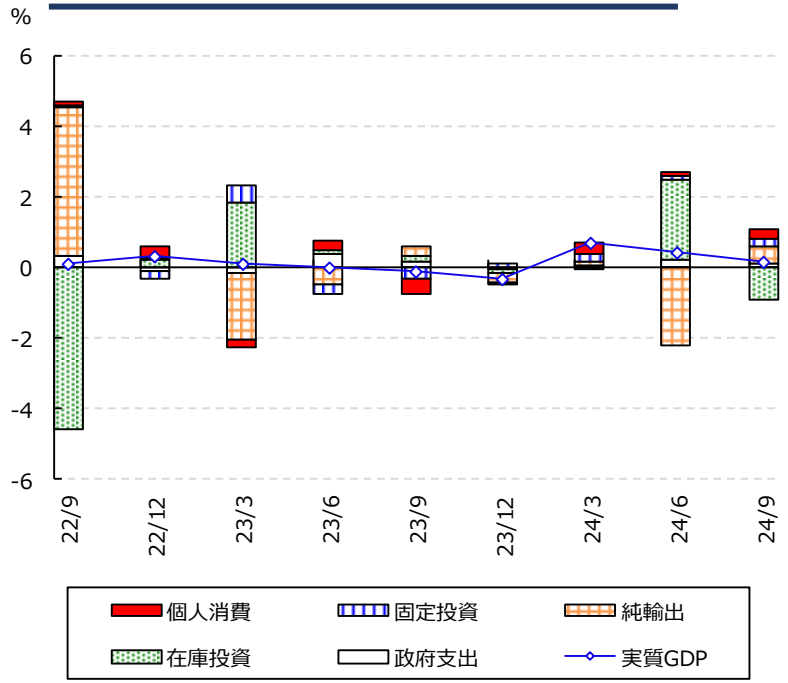
（出所）ブルームバーグのデータより明治安田総研作成
貸出態度DIは「融資基準を引き締めた先の割合」―「緩めた先の割合」
資金需要DIは「融資需要の増加を報告した先の割合」―「減少を報告した先の割合」

BOEは慎重に利下げを進めよう

- 英国の7－9月期実質GDP成長率は前期比+0.1%と、前期から減速。個人消費が同＋0.5%、設備投資が同＋1.1%と内需が持ち直している
- EU離脱の影響で人手不足感と供給制約が長引き、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、生活苦に陥る家計が多かったが、実質賃金の増加に伴って個人消費が回復してきた

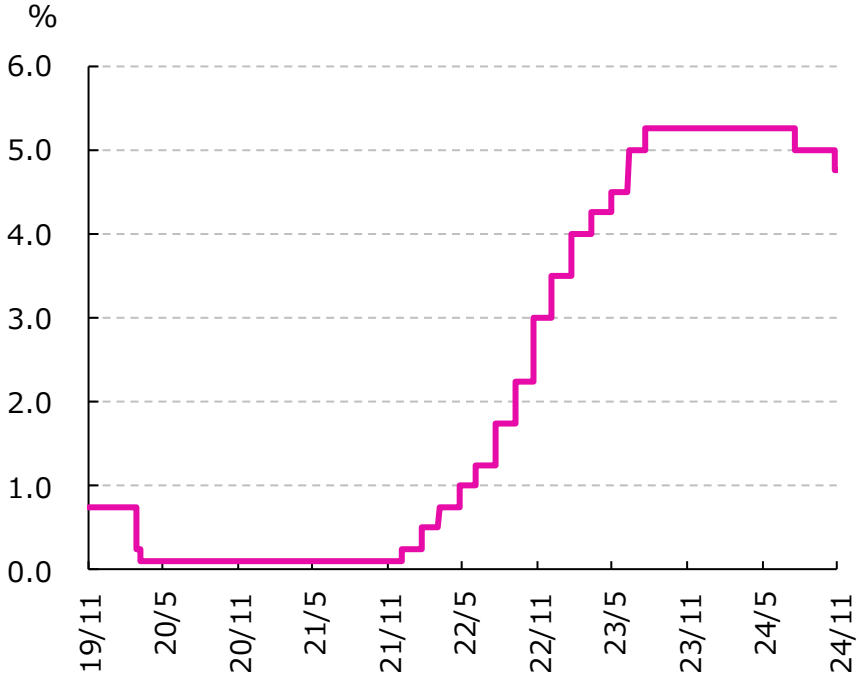
- BOE金融政策委員会の11月会合は、8対1の評決で政策金利の引き下げ（0.25%pt）を決定
- スターマー新政権の秋季予算案における国民保険料の雇用主負担分の引き上げと最低賃金の引き上げがインフレ圧力になるとみられるほか、ベイリー総裁はトランプ米次期大統領による関税強化などの政策が世界のインフレ動向に与える影響を注視する構え
- 四半期に一度の緩やかなペースでの利下げがメインシナリオ

英国実質GDP成長率と寄与度（前期比）



（出所）英国国家統計局　※統計上の誤差あり

英国の政策金利



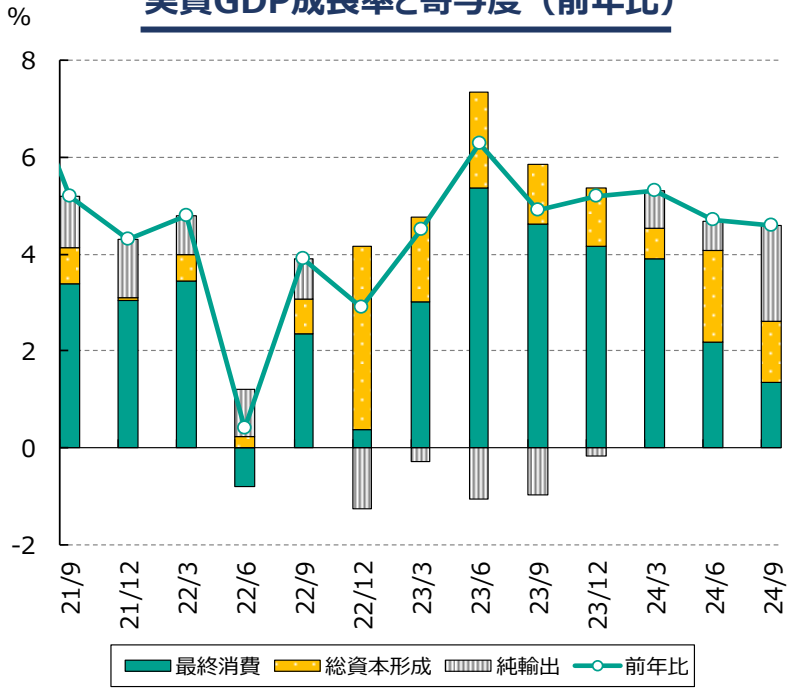
（出所）ファクトセット

実質GDP成長率は2四半期連続で鈍化

- 7－9月期実質GDP成長率は前年比＋4.6%と、2四半期連続で鈍化した。1－9月期の成長率は同＋4.8%と、1－6月期の同＋5.0%から減速
- 景気の最大の足かせとなっている不動産不況は長期化しており、個人消費も低調。政策支援を除けば好材料のない状況が続くことで、見通し期間にわたって景気は勢いを欠く推移をたどると予想

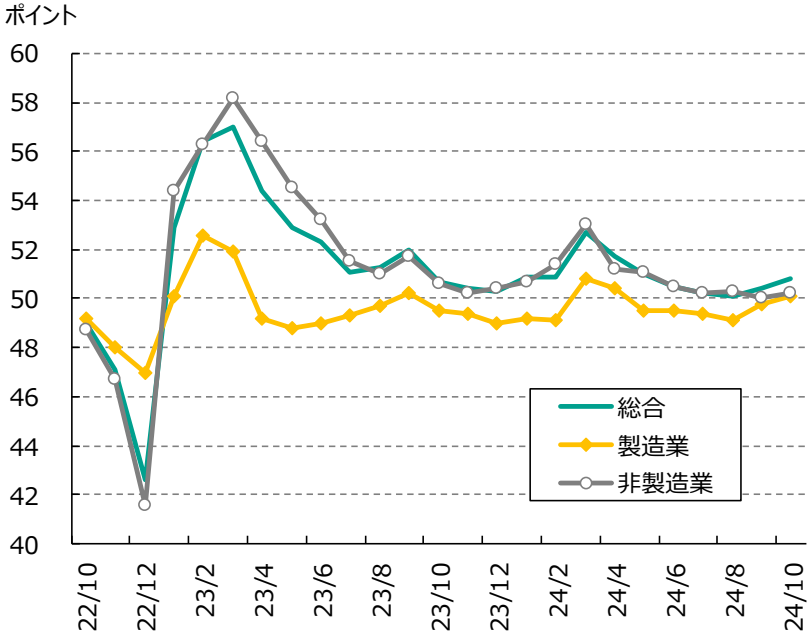
- 10月製造業PMIは50.1ポイント、非製造業PMIは50.2ポイントと、前月比でいずれも上昇。好不況の境目である50も上回った。ただ、製造業PMIの内訳を見ると、生産が前月から+0.8ポイントと大きく上昇したにもかかわらず、新規受注は+0.1ポイントにとどまっている。非製造業PMIも、過去の水準に比べれば、低水準であることに変わりはない

実質GDP成長率と寄与度（前年比）



（出所）中国国家統計局

PMIの推移

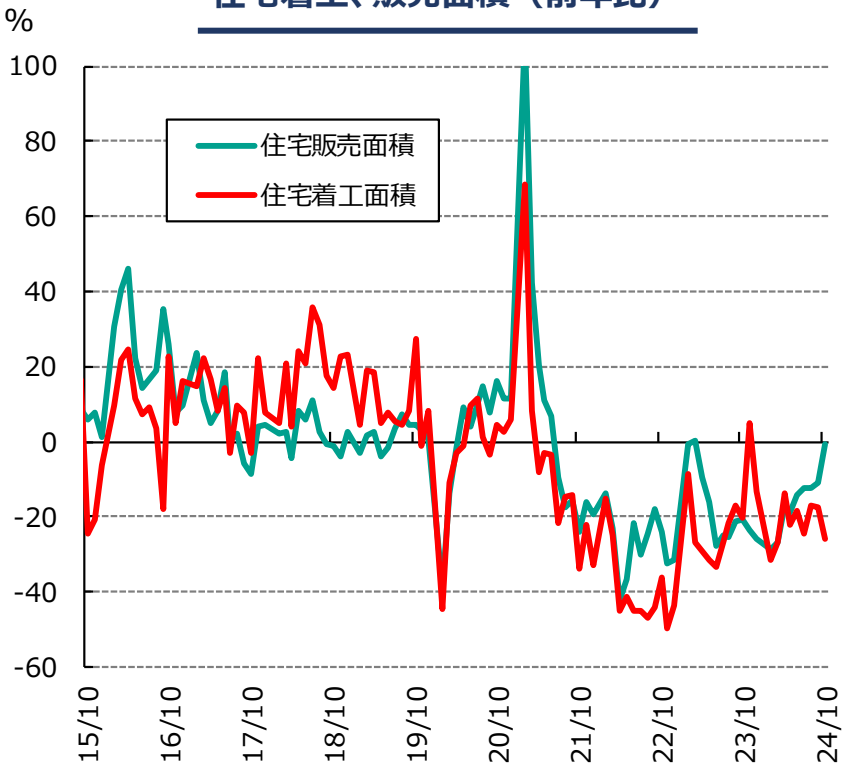


（出所）中国国家統計局

不動産市場の調整局面終了はまだ遠い

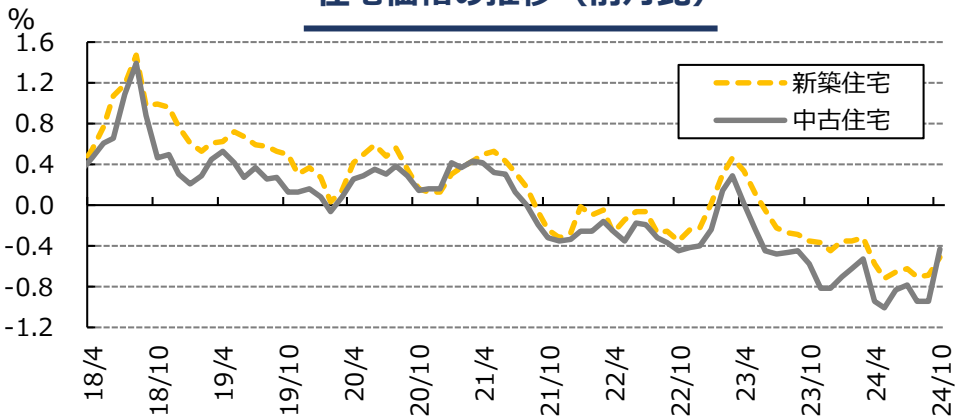
- 不動産関連指標を見ると、政府が相次いで住宅市場に向けた支援策を打ち出していることもあり、足元では住宅価格の下落ペースが鈍化しているほか、住宅販売も持ち直し
- もっとも、いまだ大部分の都市で住宅価格が下落基調であることに変わりはない。今年10月時点の住宅在庫面積は3.8億平米（昨年末比＋19.6%）におよんでおり、過剰在庫の解消には時間を要する見通し。不動産市場の調整局面終了はまだ遠く、景気の足を引っ張る状況が当面続こう

住宅着工、販売面積（前年比）

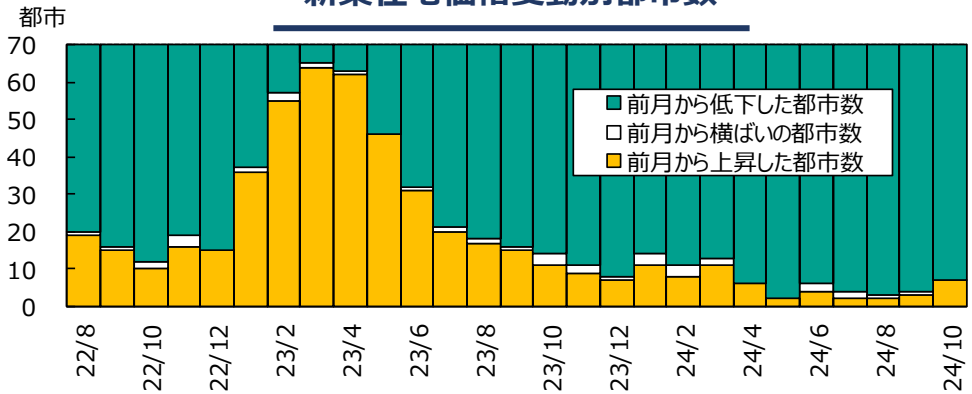


※中国国家統計局のデータより単月値を試算

住宅価格の推移（前月比）



新築住宅価格変動別都市数



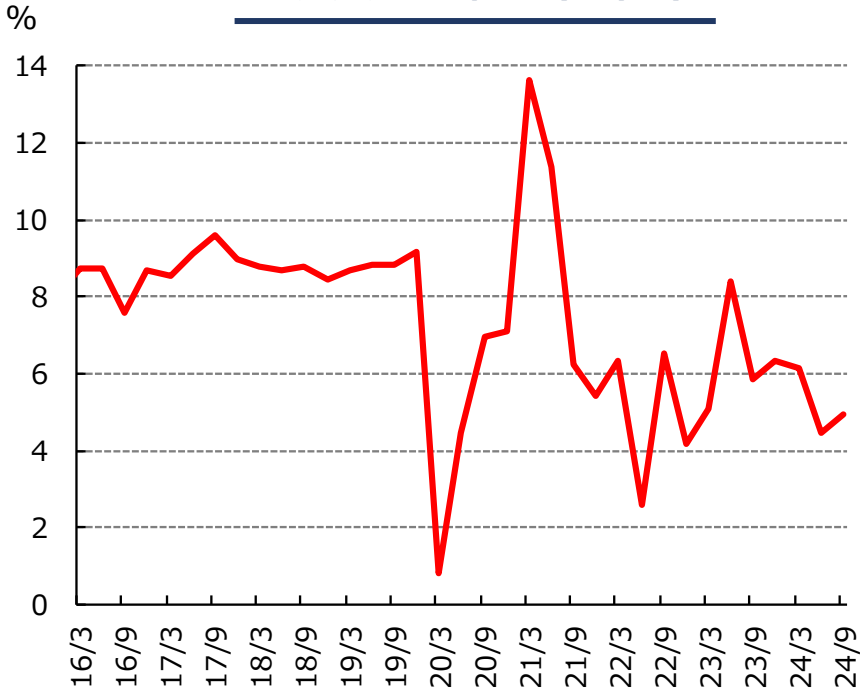
（出所）中国国家統計局より明治安田総研作成

個人消費は低調な推移が続く

■ コロナ前の可処分所得の伸びは前年比＋9%前後だったが、足元では同＋5%程度へ鈍化

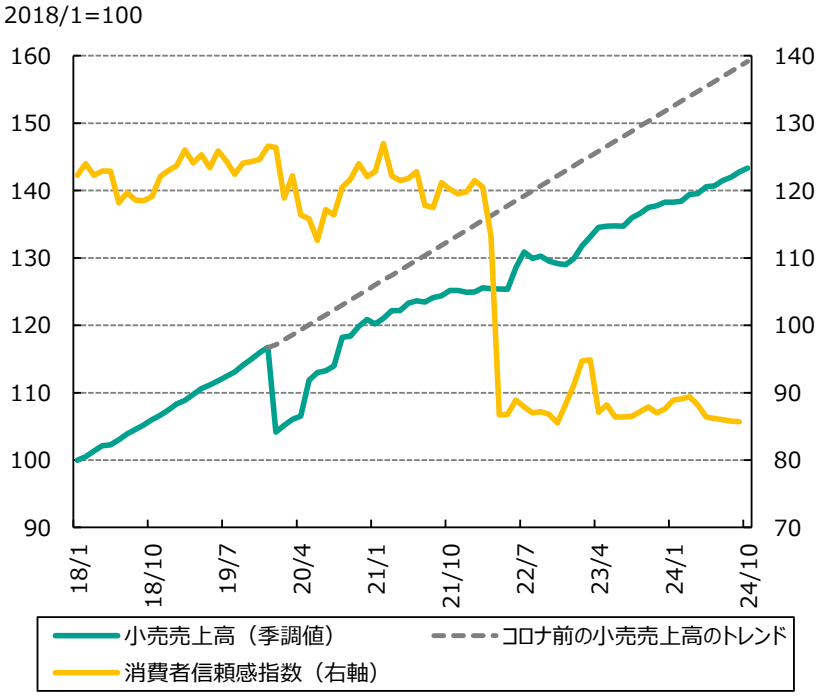
■ 小売売上高を見ると、政府の消費財買い替え支援策が奏功し、家電や自動車の販売が持ち直している。もっとも、消費者信頼感指数は依然コロナ前を大幅に下回る水準。雇用・所得環境の改善の遅れに加え、住宅価格下落による逆資産効果がマインドの足かせとなるなか、個人消費は低調な推移が続く可能性が高い

可処分所得の伸び（前年比）



（出所）中国国家統計局より明治安田総研作成

小売売上高と消費者信頼感指数の推移



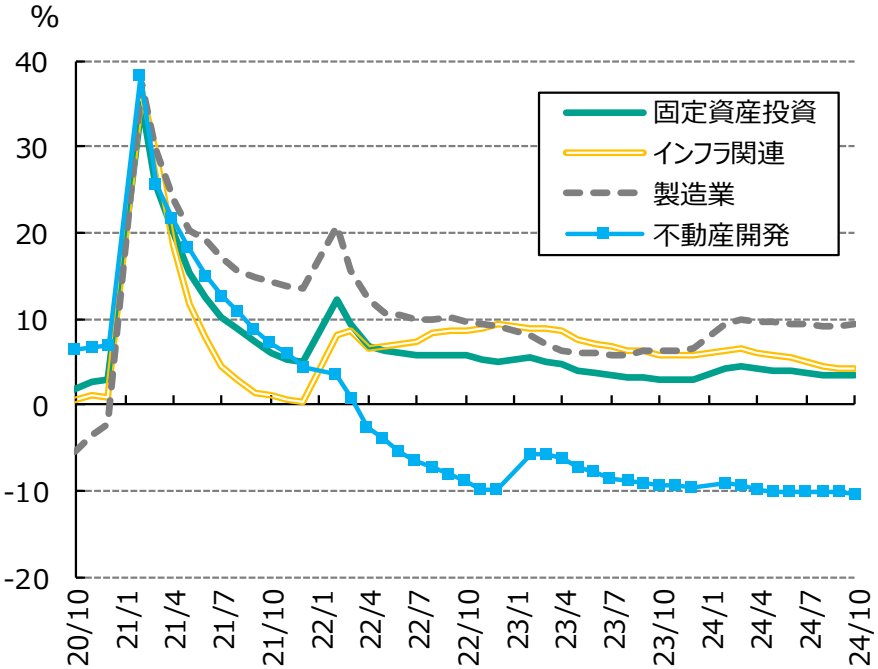
（出所）中国国家統計局より明治安田総合研作成

固定資産投資は不動産開発投資が足かせ

■ 製造業投資やインフラ関連投資は政府支援に下支えされる一方、調整の続く不動産開発投資が足を引っ張り、固定資産投資全体では緩慢な伸びが続くと予想

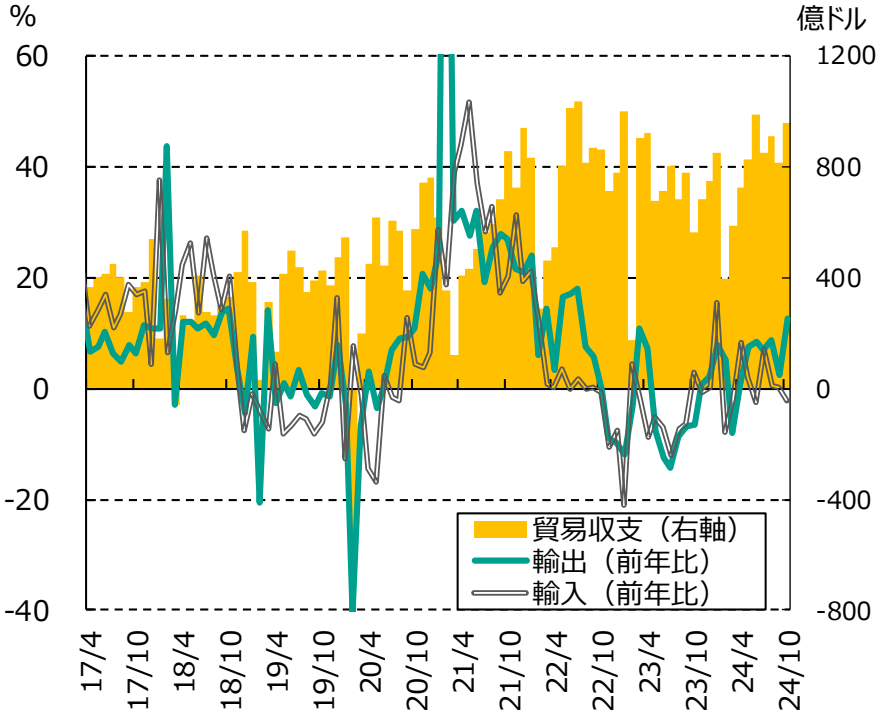
■ 輸出は持ち直している。ただ、米国やEU等との貿易摩擦は容易には解決しないとみられるほか、トランプ次期米大統領による関税引き上げのリスクもくすぶっている。外需が景気をけん引し続ける展開は考えづらい

固定資産投資の推移（年初来累計、前年比）



（出所）中国国家統計局　※年初来累計値の前年比

輸出入額（米ドルベース）の推移



（出所）中国海関総署

政府は一連の経済対策を公表

- 中国政府は9月24日に一連の経済対策を発表。金融緩和に加え、不動産不況対策、株式市場支援策を盛り込んだ
- 11月に開催された全人代常務委員会では、地方政府の「隠れ債務」を地方政府債務に付け替えることを目的に、今後5年間で10兆元の特別債を発行することを承認。債務リスク抑制には寄与するものの、景気浮揚効果は限定的

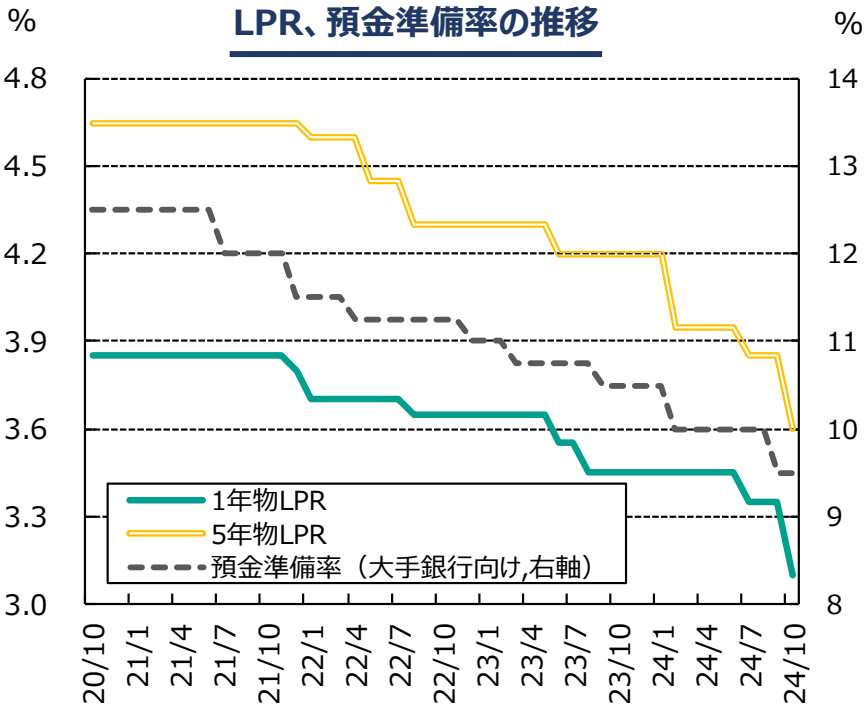
- 9月、リバースレポ金利、預金準備率が引き下げられた。10月には、1年物・5年物ローンプライムレート（LPR）も0.25%ずつ引き下げ。中国人民銀行は景気下支えのため今後も金融緩和を続けるとみる。ただ、対ドルで人民元安が進んでいることから、為替相場をにらみつつ、段階的に主要政策金利の引き下げを実施していくと予想

9月24日に発表された経済対策の概要

金融政策	**預金準備率を0.50%引き下げ** 経済情勢次第で、年内に追加で0.25～0.50%引き下げも視野
	7日物リバースレポ金利を0.20%引き下げ →上記に続き、10月21日に1年物・5年物ローンプライムレート（LPR）を0.25%ずつ引き下げ
不動産市場	**既存の住宅ローン金利を平均で0.50%引き下げ** →該当する世帯は5,000万世帯、1500億元／年の利払い費圧縮
	住宅購入時（2軒目）の最低頭金比率を25%→15%に引き下げ →1軒目、2軒目の住宅ローンの最低頭金比率は区別なく15%に統一
	住宅在庫解消に向け、中国人民銀行（PBOC）の支援拡大 →保障性住宅再貸付政策のPBOCの再貸付比率を60%→100%へ引き上げ
株式市場	**機関投資家による株式投資、企業の自社株買いのための資金調達の支援** →PBOCが最大3,000億元の低利融資を商業銀行に提供。また、5,000億元のスワッププログラムを通じ、証券会社やファンド、保険会社による株式購入に資金を提供
	政府系ファンドなどによる**上場投資信託（ETF）保有割合の引き上げ**
	主要な商業銀行の中核的自己資本（Tier1）増強

（出所）各種報道資料より明治安田総研作成

LPR、預金準備率の推移



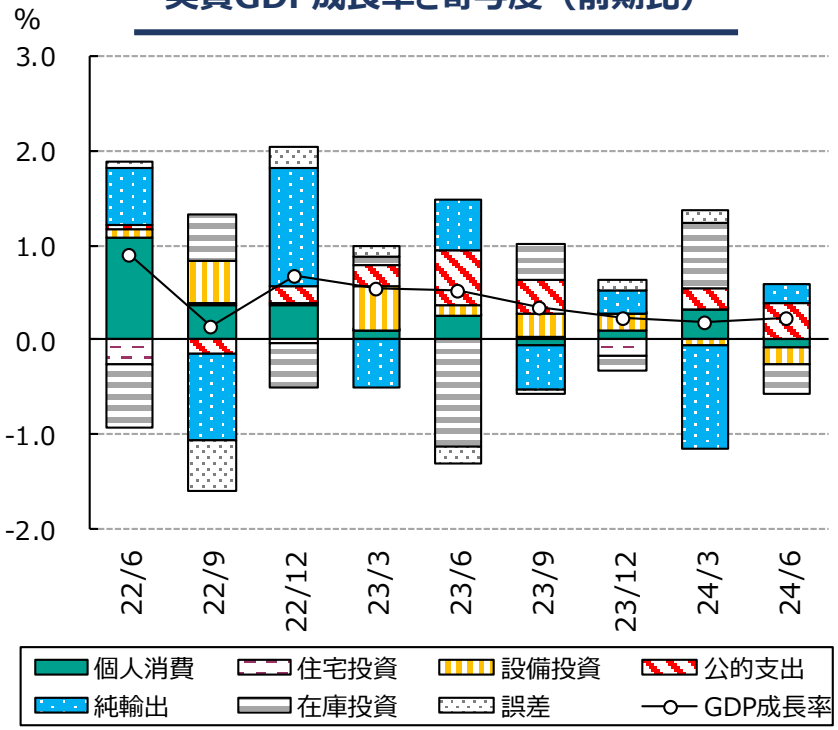
（出所）中国人民銀行

RBAの利下げ効果の浸透に伴い、景気は持ち直しへ

- 4－6月期実質GDP成長率は前期比＋0.2%と前期と同じ伸び。高金利が重石となり、個人消費や設備投資がマイナス。輸出も前期から伸びが減速。景気は低空飛行が続いている
- 当面、景気は冴えない推移が続くとみる。ただし、豪州準備銀行（RBA）は来年5月に利下げに転じるとみており、利下げ効果の浸透に伴い、景気は次第に持ち直すと予想

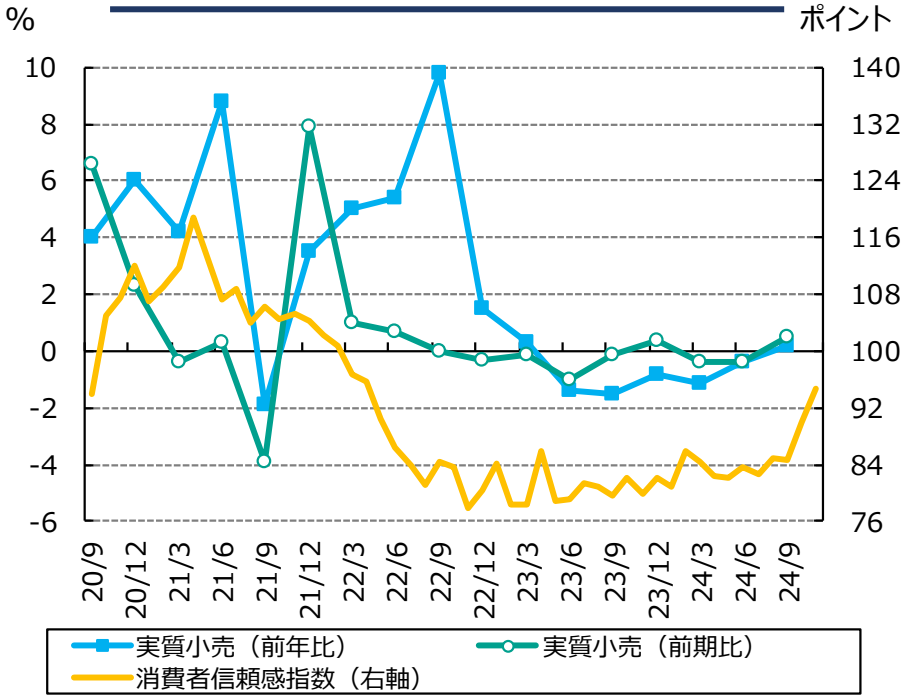
- 7－9月期の実質小売売上高（前期比）は、3期ぶりにプラス。消費者マインドも改善している。家計消費は底入れしつつあるとみるものの、消費者信頼感指数は楽観・悲観の境目となる100をまだ下回っている。高金利が続くもとでは、回復ペースは緩やかなものにとどまる公算。家計消費が明確に復調するのは、RBAの利下げ転換後となろう

実質GDP成長率と寄与度（前期比）



（出所）ファクトセット

実質小売売上高と消費者信頼感指数の推移



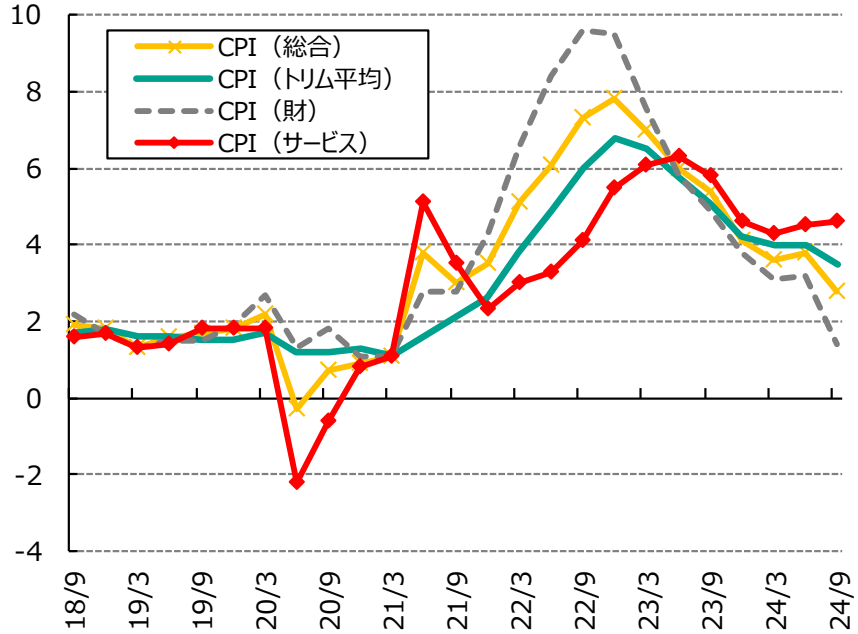
（出所）豪州統計局、ファクトセットより明治安田総研作成

RBAは2025年5月に利下げ開始

■ インフレ率の基調を示すトリム平均CPIは7－9月期に前年比＋3.5%と、前期（同＋4.0%）から伸びが鈍化。ただ、財・サービス別に見ると、財の伸びが大幅に鈍化する一方、サービスは高止まり。労働需給の緩和にしたがい、賃金上昇圧力は次第に低下するとみるものの、そのペースは緩慢なものにとどまり、サービスインフレの収束には時間を要する見込み

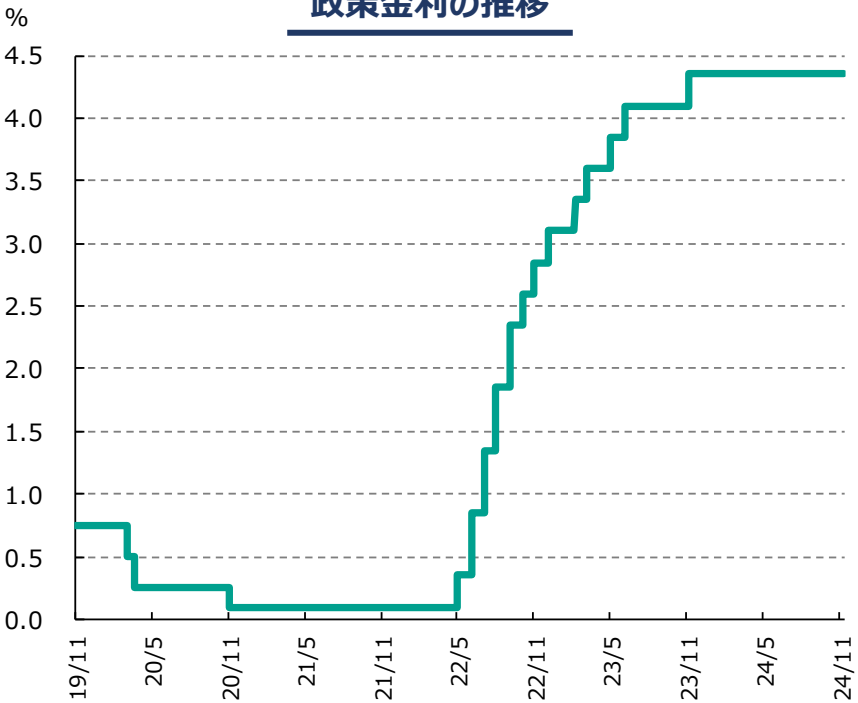
■ 11月会合では政策金利を4.35%ですえ置き。RBAはインフレの上振れリスクに対する警戒姿勢を崩さず。利下げは、四半期ベースのCPI公表後に開催される2025年2月会合、または5月会合で決まる可能性が高いとみるが、根強いインフレ圧力が示される足元の物価動向に鑑みると、10－12月期に加え、1－3月期CPIの結果まで確認できる5月になる公算が大きい。その後は、利下げを2回実施、2025年末に3.60%まで政策金利を引き下げると予想

CPIの推移（前年比）



（出所）豪州統計局

政策金利の推移



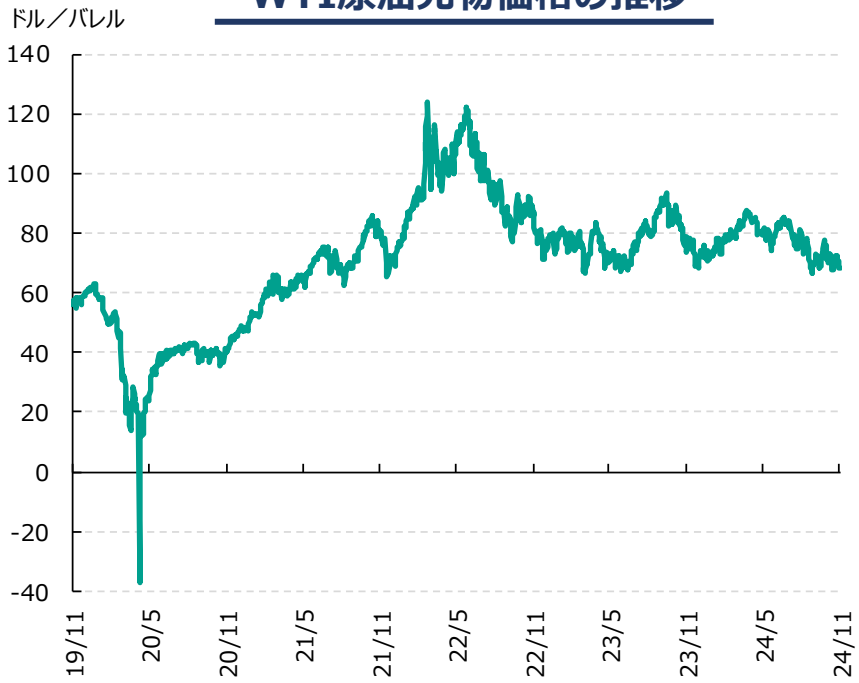
（出所）ファクトセット

中東情勢は膠着状態継続も原油価格の上値余地は限定的

■ 供給面では、ハマスとイスラエルの戦闘は膠着状態が続くとみる。また、OPECプラスの価格支配力低下と、米国のシェールオイルの生産回復は原油価格の下押し材料に。一方、世界最大の石油消費国である米国では、FRBによる利下げの効果が徐々に内需に現れることで、2025年以降も景気は底堅く推移するとみる。見通し期間の原油相場は60－90ドル/バレルでの動きが中心になると予想

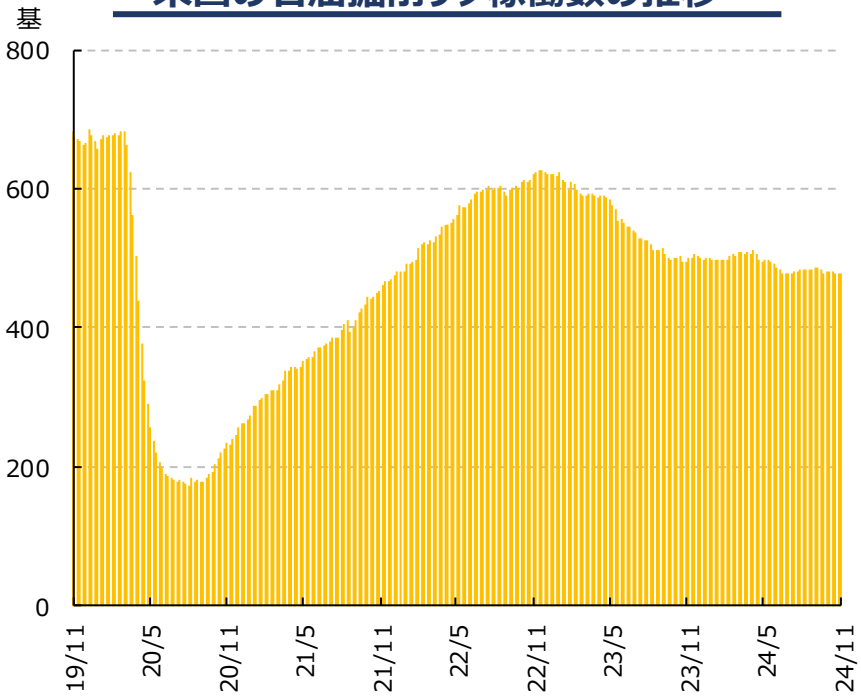
■ 足元の米国の原油生産量は1,340万バレル/日と、コロナ禍前のピークを上回ってなお増加傾向となっている。トランプ次期大統領はバイデン政権下で進めてきた環境規制を緩和させる見通しであり、今後も増産が続くと見込まれる。もっとも、再生可能エネルギーの普及推進により原油関連施設への投資は停滞が続いており、生産回復ペースは緩慢なものにとどまると予想

WTI原油先物価格の推移



（出所）ファクトセット

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

※本資料は、明治安田総合研究所 経済調査部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● 明治安田総合研究所 経済調査部
東京都千代田区九段北３－２－１１ 住友不動産九段北ビル5階
TEL: 03-6261-7947

フェロー チーフエコノミスト 小玉 祐一（E-mail: yuichi.kodama@meijiyasuda.co.jp）
エコノミスト 藤田敬史（E-mail：takafumi.fujita@myri.co.jp）
エコノミスト 前田和孝（E-mail：ka3-maeda@myri.co.jp）
エコノミスト 吉川裕也（E-mail：yu-kikkawa@myri.co.jp）
エコノミスト 木村彩月（E-mail：sa2-kimura@myri.co.jp）