2024 年 8 月 20 日

２０２４－２０２５年度経済見通しについて

～主要国の金融政策大転換に揺れる世界経済～

株式会社明治安田総合研究所（社長　森本 律子）は、２０２４年４－６月期のＧＤＰ速報値の発表を踏まえ、２０２４－２０２５年度の経済見通しを作成いたしました。
主要ポイントは以下のとおりです。

１．日本のＧＤＰ成長率予測

実質ＧＤＰ成長率：２０２４年度 ０．９％　２０２５年度 １．３％

名目ＧＤＰ成長率：２０２４年度 ３．４％　２０２５年度 ２．４％

２．要点

①2024 年中の世界経済は全体として減速に向かう。米国経済はなお軟着陸が有力だが、現状は利上げの影響が波及しつつある段階。底を打ったとみられる欧州景気も、回復ペースは予想以上に鈍い。中国の不動産不況は長期化が避けられない情勢である。ただ、欧米で利下げの効果が浸透する 2025 年には、世界経済は全体として回復に向かうと予想。

②日本の景気は 2025 年にかけて緩やかな回復基調が続くとみる。個人消費は、実質賃金のプラス転換が下支えになろう。もっとも、プラス幅は 1%を下回るレベルで、力強さには欠ける状況が続くと予想。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が足かせになる。設備投資は、デジタル化の加速を受けた関連投資がけん引役となり堅調推移を予想。輸出は海外景気の弱さがネックだが、2025 年には回復に向かう。

③日銀は、景気が堅調に推移するなか、年内に 1 回、2025 年に 2 回の追加利上げを実施すると予想。物価目標の達成を宣言できる状況には至らない可能性が高いが、正常化路線を継続し、中立金利に近い水準にまで政策金利を引き上げるとみる。

＜主要計数表＞

	２０２３年度	２０２４年度		２０２５年度	
	実績		前回		前回
実質成長率	０．８％	０．９％	０．６％	１．３％	１．４％
成長率寄与度					
・内需	▲０．６％	１．２％	０．６％	１．３％	１．３％
・外需	１．４％	▲０．３％	０．０％	０．０％	０．１％
名目成長率	４．９％	３．４％	２．７％	２．４％	２．５％

※前回は２０２４年５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
ホームページ▶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)

	2022年度	2023年度	2024年度	2025年度	2023年度		2024年度				2025年度			
					10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月
			▶予測					▶予測						
実質GDP	1.6%	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%
前期比年率	1.6%	0.8%	0.9%	1.3%	0.3%	▲ 2.3%	3.1%	2.7%	1.9%	1.2%	1.2%	0.9%	0.8%	0.8%
前年同期比	1.6%	0.8%	0.9%	1.3%	0.9%	▲ 0.9%	▲ 0.8%	0.9%	1.3%	2.2%	1.8%	1.3%	1.0%	0.9%
民間最終消費支出	2.7%	▲ 0.6%	1.3%	1.2%	▲ 0.3%	▲ 0.6%	1.0%	0.8%	0.5%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%
民間住宅投資	▲ 3.3%	0.3%	▲ 1.3%	0.2%	▲ 1.1%	▲ 2.6%	1.6%	0.3%	▲ 0.5%	▲ 0.3%	0.4%	0.2%	0.1%	0.1%
民間設備投資	4.1%	0.3%	2.9%	2.9%	2.1%	▲ 0.4%	0.9%	0.9%	1.0%	0.8%	0.7%	0.6%	0.5%	0.5%
政府最終消費支出	1.4%	▲ 0.5%	0.5%	0.3%	▲ 0.1%	0.3%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
公的固定資本形成	▲ 6.1%	0.7%	2.5%	0.7%	▲ 1.7%	▲ 1.1%	4.5%	▲ 0.8%	0.7%	0.5%	0.5%	▲ 0.6%	0.3%	0.6%
財貨・サービスの輸出	4.9%	2.8%	0.6%	2.9%	3.0%	▲ 4.6%	1.4%	0.9%	0.7%	0.6%	0.8%	0.8%	0.6%	0.6%
財貨・サービスの輸入	7.3%	▲ 3.2%	2.4%	3.1%	2.0%	▲ 2.5%	1.7%	0.7%	1.0%	0.9%	0.7%	0.7%	0.6%	0.5%
名目GDP	2.5%	4.9%	3.4%	2.4%	0.7%	▲ 0.2%	1.8%	1.2%	0.8%	0.6%	0.6%	0.5%	0.4%	0.4%
GDPデフレーター(前年比)	0.9%	4.0%	2.5%	1.1%	3.9%	3.4%	3.0%	2.5%	2.2%	2.2%	1.4%	1.2%	1.0%	0.9%

(前期比寄与度)

	2022年度	2023年度	2024年度	2025年度	2023年度		2024年度				2025年度			
					10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月
			▶予測					▶予測						
実質GDP	1.6%	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%
民間最終消費支出	1.4%	▲ 0.3%	0.7%	0.7%	▲ 0.2%	▲ 0.3%	0.5%	0.4%	0.3%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
民間住宅投資	▲ 0.1%	0.0%	▲ 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	0.7%	0.1%	0.5%	0.5%	0.4%	▲ 0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
政府最終消費支出	0.3%	▲ 0.1%	0.1%	0.1%	▲ 0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
公的固定資本形成	▲ 0.3%	0.0%	0.1%	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	0.1%	▲ 0.2%	▲ 0.0%	0.0%	▲ 0.1%	0.3%	▲ 0.1%	▲ 0.0%	0.1%	▲ 0.0%	▲ 0.0%	▲ 0.0%	▲ 0.0%	▲ 0.0%
純輸出	▲ 0.5%	1.2%	▲ 0.3%	▲ 0.0%	0.2%	▲ 0.5%	▲ 0.1%	0.0%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
財貨・サービスの輸出	0.9%	0.6%	0.1%	0.6%	0.7%	▲ 1.0%	0.3%	0.2%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%
財貨・サービスの輸入	▲ 1.4%	0.6%	▲ 0.5%	▲ 0.6%	▲ 0.5%	0.6%	▲ 0.4%	▲ 0.1%	▲ 0.2%	▲ 0.2%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	▲ 0.1%

(兆円、2015年暦年連鎖価格)

	2022年度	2023年度	2024年度	2025年度	2023年度		2024年度				2025年度			
					10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月
			▶予測					▶予測						
実質GDP	553.7	558.2	563.2	570.3	557.6	554.3	558.6	562.3	565.0	566.7	568.5	569.7	570.9	572.1
民間最終消費支出	298.2	296.4	300.1	303.8	296.1	294.4	297.3	299.7	301.2	302.3	303.0	303.7	304.1	304.6
民間住宅投資	18.3	18.4	18.1	18.2	18.4	17.9	18.2	18.2	18.1	18.1	18.1	18.2	18.2	18.2
民間設備投資	91.7	92.0	94.6	97.3	92.9	92.5	93.3	94.2	95.1	95.8	96.5	97.1	97.6	98.1
政府最終消費支出	119.4	118.8	119.4	119.7	118.8	119.1	119.2	119.3	119.4	119.5	119.6	119.7	119.8	119.9
公的固定資本形成	25.9	26.1	26.7	26.9	25.9	25.6	26.8	26.5	26.7	26.8	27.0	26.8	26.8	27.0
民間在庫品増加	3.0	1.8	1.7	1.9	0.5	2.1	1.5	1.5	2.0	2.0	2.0	1.9	1.9	1.9
純輸出	▲ 2.1	4.5	2.5	2.3	5.5	2.9	2.6	2.9	2.5	2.2	2.2	2.4	2.4	2.4
財貨・サービスの輸出	108.9	107.5	110.1	113.5	115.1	109.8	111.3	112.4	113.1	113.8	114.7	115.6	116.3	116.9
財貨・サービスの輸入	111.1	107.5	110.1	113.5	109.6	106.9	108.7	109.5	110.6	111.6	112.4	113.2	113.9	114.5

2. 主要指標予測

	2022年度	2023年度	2024年度	2025年度	2023年度		2024年度				2025年度			
					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%	▲ 1.9%	1.1%	1.6%	▲ 0.7%	▲ 4.0%	▲ 2.9%	0.7%	0.5%	6.3%	3.4%	1.5%	0.8%	0.7%
消費者物価指数(除く生鮮食品、前年比)	3.1%	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%
貿易収支(季調値、兆円)	▲ 22.1	▲ 6.3	▲ 6.6	▲ 4.1	▲ 1.2	▲ 1.3	▲ 2.1	▲ 1.8	▲ 1.5	▲ 1.3	▲ 1.2	▲ 1.0	▲ 1.0	▲ 0.9
経常収支(季調値、兆円)	8.7	24.4	26.5	25.3	6.6	5.8	6.7	6.7	6.6	6.6	6.5	6.5	6.3	6.2
完全失業率(季調値:平均)	2.6%	2.6%	2.5%	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、※)	90	78	82	88	72	84	83	80	81	83	85	87	89	90

※年度は平均値、四半期は期末値を記載

3. 海外経済指標予測総括表

		2022年	2023年	2024年	2025年	2023年	2024年				2025年			
						10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月
米国	実質GDP成長率(前期比年率)	1.9%	2.5%	2.5%	1.8%	3.4%	1.4%	2.8%	1.4%	0.8%	1.3%	1.9%	2.9%	3.3%
	個人消費支出	2.5%	2.2%	2.1%	2.1%	3.3%	1.5%	2.3%	2.0%	0.7%	2.1%	2.6%	2.8%	3.0%
	住宅投資	▲ 9.0%	▲ 10.6%	4.2%	1.5%	2.8%	16.0%	▲ 1.4%	▲ 2.8%	▲ 2.5%	3.4%	3.5%	4.4%	5.5%
	設備投資	5.2%	4.5%	4.0%	3.0%	3.7%	4.4%	5.2%	3.7%	2.0%	2.5%	2.7%	3.4%	4.3%
	在庫(寄与度)	0.6%	▲ 0.3%	0.1%	0.1%	▲ 0.5%	▲ 0.4%	0.8%	▲ 0.1%	0.2%	▲ 0.6%	▲ 0.3%	▲ 0.1%	0.0%
	純輸出(寄与度)	▲ 0.5%	0.6%	▲ 0.4%	▲ 0.4%	0.3%	▲ 0.7%	▲ 0.7%	▲ 0.3%	▲ 0.3%	▲ 0.4%	▲ 0.4%	▲ 0.2%	▲ 0.1%
	輸出	7.0%	2.6%	2.2%	2.6%	5.1%	1.6%	2.0%	2.8%	1.5%	2.7%	3.0%	3.0%	3.2%
	輸入	8.6%	▲ 1.7%	4.0%	4.2%	2.2%	6.1%	6.9%	4.2%	3.2%	4.3%	5.0%	3.4%	2.8%
	政府支出	▲ 0.9%	4.1%	3.2%	2.2%	4.6%	1.8%	3.1%	2.8%	1.1%	1.7%	2.0%	3.6%	2.8%
	失業率(※)	3.6%	3.6%	4.1%	4.3%	3.7%	3.8%	4.1%	4.3%	4.4%	4.3%	4.3%	4.2%	4.1%
	CPI(総合、※)	8.0%	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(誘導目標上限、期末値)	4.50%	5.50%	5.00%	4.00%	5.50%	5.50%	5.50%	5.25%	5.00%	4.75%	4.50%	4.25%	4.00%
ユーロ圏	実質GDP成長率(前期比)	3.5%	0.4%	0.7%	1.5%	0.0%	0.3%	0.3%	0.2%	0.4%	0.4%	0.5%	0.4%	0.5%
	家計消費	4.4%	0.6%	0.9%	1.5%	0.2%	0.2%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.5%	0.4%	0.5%
	政府消費	1.6%	1.0%	0.2%	0.3%	0.6%	▲ 0.1%	0.2%	0.1%	▲ 0.2%	0.3%	0.1%	0.1%	0.2%
	固定投資	2.1%	1.0%	0.9%	1.5%	0.7%	▲ 1.4%	0.1%	0.3%	0.5%	0.4%	0.3%	0.5%	0.6%
	純輸出(寄与度)	▲ 0.1%	0.3%	▲ 0.2%	0.3%	▲ 0.1%	0.8%	0.2%	0.2%	0.2%	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%
	輸出	7.2%	▲ 0.6%	0.5%	3.0%	0.4%	1.3%	0.6%	0.8%	1.0%	0.5%	0.9%	0.8%	0.8%
	輸入	7.9%	▲ 1.3%	0.9%	2.5%	0.6%	▲ 0.3%	0.3%	0.5%	0.7%	0.5%	0.8%	0.7%	0.8%
	失業率(※)	6.8%	6.6%	6.6%	6.6%	6.5%	6.5%	6.5%	6.6%	6.6%	6.6%	6.6%	6.6%	6.6%
	CPI(総合、※)	8.4%	5.4%	2.4%	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)	2.00%	4.00%	3.25%	2.50%	4.00%	4.00%	3.75%	3.50%	3.25%	3.00%	2.75%	2.50%	2.50%
英国	実質GDP成長率(前期比)	4.5%	0.1%	0.9%	1.3%	▲ 0.3%	0.7%	0.6%	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%	0.3%	0.5%
中国	実質GDP成長率(前期比)	3.0%	5.2%	5.0%	4.6%	1.2%	1.5%	0.7%	1.4%	1.2%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
豪州	実質GDP成長率(前期比)	3.9%	2.0%	1.1%	2.0%	0.3%	0.1%	0.3%	0.3%	0.4%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%

※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）

○4－6 月期の実質 GDP 成長率は前期比＋0.8%（年率換算：＋3.1%）と、2 期ぶりのプラス成長となった。民間最終消費支出が、高めの賃上げの効果に、認証不正問題の影響で減少していた自動車販売の反動増も加わって高い伸びとなった。民間住宅、民間企業設備、公的資本形成の主要内需項目も軒並みプラスだった。名目 GDP も同＋1.8%（同：＋7.4%）と大きく伸び、実額では 607.9 兆円と、初めて 600 兆円の大台に乗せた。

○景気は 2025 年度にかけても緩やかな回復基調が続く可能性が高い。個人消費は、実質賃金のプラス転換が支えになろう。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。為替相場で一方的に円安が進む懸念が和らいだことで、消費者物価も落ち着く可能性が高い。もっとも、生産性のトレンドと照らし合わせた場合、実質賃金の伸びが持続的に 1%を超える展開は考えにくい。個人消費の回復ペースもそれに見合ったレベルにとどまろう。

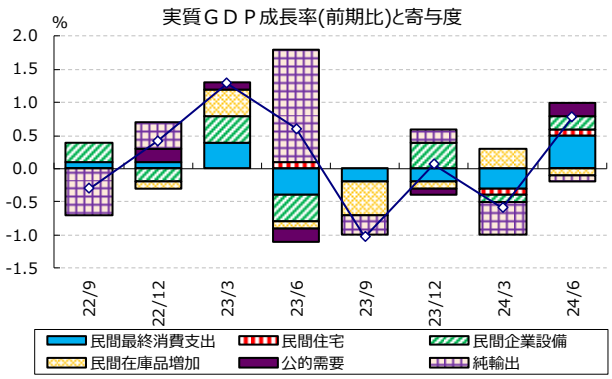
住宅投資は、住宅価格の高止まりに加え、日銀の利上げにより住宅ローン変動金利が徐々に上昇する影響もあって停滞気味の推移が続くと予想する。

○民間設備投資は、各種先行指標の動きは冴えないものの、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がけん引役となることで、来年度末までの動きを均せば堅調な推移が期待できる。

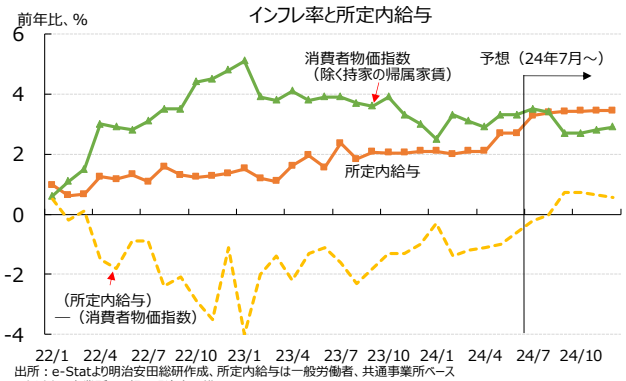
公共投資は、国土強靭化関連等の受注が総じて高水準で推移している。人手不足が工事進捗の足かせとなる状況は今後も続くとみられるが、政府予算における公共工事関係費が毎年安定的に付与されるなか、来年度にかけても均せば横ばい圏内の動きが続くと予想する。

輸出は、海外景気の弱さがネックとなる。中国の不動産不況は長期化が避けられない情勢。米国経済も利上げの影響が顕在化しつつある。底を打ったとみられていた欧州景気も回復ペースは予想以上に鈍い。輸出の本格回復は欧米の利下げの効果が景気に現れ始める 2025 年以降にずれ込む可能性が高い。

○日銀は、7 月に政策金利の 0.1%から 0.25%への追加利上げを実施した。物価目標の達成を宣言できる状態には至らないとみるが、景気が堅調に推移するなか、年内にあと 1 回、2025 年度に 2 回の追加利上げを実施、中立金利に近い水準にまで政策金利を引き上げるとみる。



(出所)内閣府「四半期別ＧＤＰ速報」



出所：e-Statより明治安田総研作成、所定内給与は一般労働者、共通事業所ベース
5人以上の事業所、予想は明治安田総研

米国経済

（エコノミスト　前田　和孝）

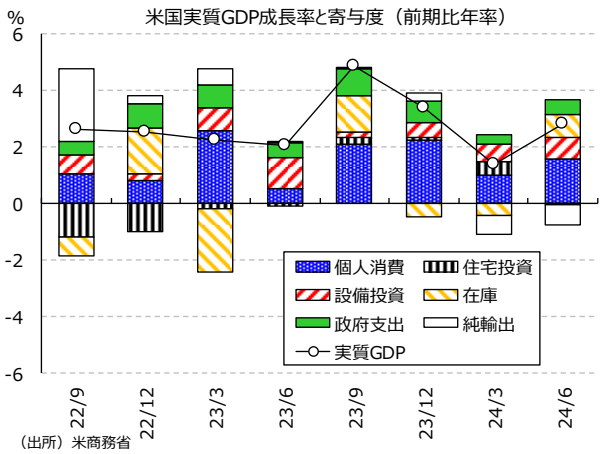
○2024 年 4－6 月期の実質 GDP 成長率（速報値）は前期比年率＋2.8%と、前期（同＋1.4%）から伸びが拡大した。ただ、米国景気は 2024 年末にかけて減速基調をたどると予想する。ここまでけん引役だった個人消費は、雇用環境の悪化などを背景に勢いが弱まるとみる。設備投資と住宅投資は、米連邦準備制度理事会（FRB）の利下げ効果が浸透するまでに時間がかかることから、2024 年中は軟調な推移が続くと予想する。ただし、利下げの効果が徐々に内需に現れることで、2025 年の景気は持ち直すとみる。

○失業率が上昇傾向にあるのに加え、債務の延滞率も上昇するなど、家計の資金繰りが厳しさを増している。個人消費の勢いは年末にかけて次第に弱まるとみるが、2025 年は 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、再び持ち直すと予想する。

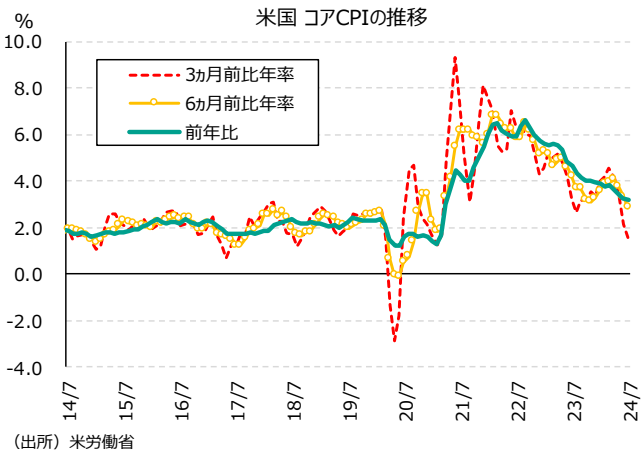
　設備投資については、半導体製造能力の強化を支援する 2022 年の CHIPS プラス法成立後、足元まで続いてきた半導体関連の工場建設が一巡したとみられるほか、銀行の融資態度も依然として厳しい。住宅投資については、住宅ローン金利が高止まりしていることもあり、着工件数や販売件数が伸び悩んでいる。設備投資、住宅投資とも 2024 年中は厳しいが、FRB の利下げ効果が現れる 2025 年には徐々に持ち直すと予想する。

○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 4 ヵ月連続で伸びが鈍化している。自発的離職率は低下に向かっており、雇用の先行きに対する楽観的な見方は後退している。また、求人件数も減少傾向で推移しており、労働需給の緩和傾向は継続するとみられる。財価格はすでに低下しているが、賃金上昇率の鈍化に伴いサービス価格も低下に向かうと見込まれることから、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。

○7 月 30 日－31 日開催の米連邦公開市場委員会（FOMC）では、政策金利である FF レートの誘導目標が 5.25－5.50%ですえ置かれた。インフレ率の鈍化や雇用環境の悪化を受け、FRB は今年 9 月に利下げを開始すると予想する。その後は四半期に 1 回のペースで利下げを実施し、2025 年末には 3.75－4.00%まで政策金利を引き下げるとみる。



（出所）米商務省



（出所）米労働省

欧州経済

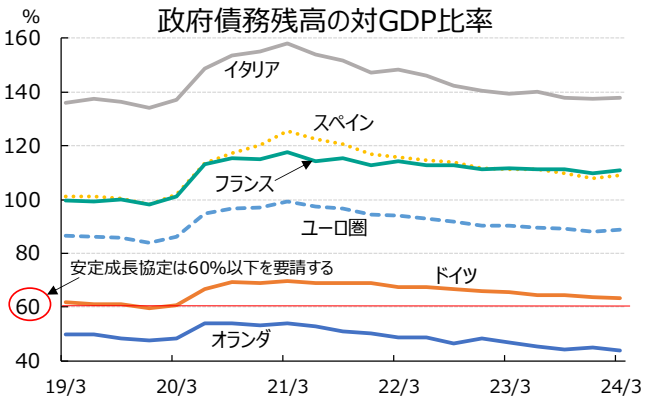
（エコノミスト　吉川　裕也）

○欧州経済は、最悪期を脱したとみられる。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する。

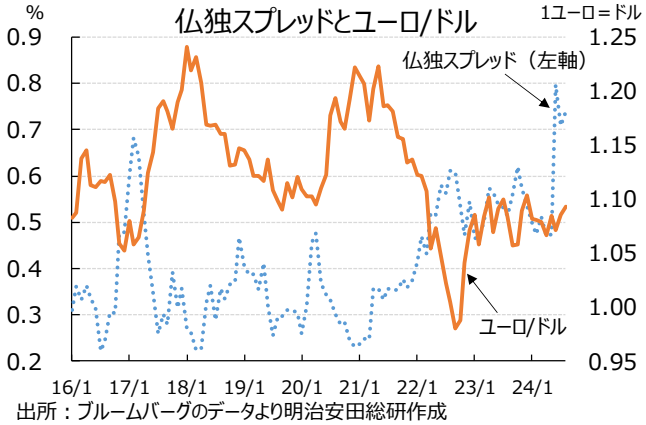
○ユーロ圏の 4－6 月期実質 GDP 成長率は前期比＋0.3%、英国は同＋0.6%となった。ユーロ圏ではドイツ（1－3 月期：同＋0.2%→4－6 月期：同▲0.1%）がマイナス成長に転落も、フランス（同＋0.3%→同+0.3%）とイタリア（同＋0.3%→同＋0.2%）には底打ち感が見え、観光業が堅調なスペイン（同＋0.8%→同＋0.8%）は好調である。ユーロ圏 7 月銀行融資担当者調査では、貸出態度 DI（「融資基準を引き締めた先」―「緩めた先」）が＋2.54%pt と利下げ後も融資態度を厳しくする銀行が多い。フランスの政情不安が銀行のリスクテイク行動を抑制しているとみられ、フランスの DI 上昇がドイツ等に波及した模様。先行き DI は＋4.97%pt と域内銀行の慎重姿勢は続く見込みで、景気抑制要因となろう。

○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 3 月末時点で 111%とスペインを上回る。現在仏下院で絶対多数政党は存在せず、与党連合は穏健な左派政党との協力を模索している模様であるが、左派の影響力拡大は財政健全化の後れを連想させる。仏独スプレッドは足もと 0.7%台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する。政府は 9 月 20 日までに欧州委員会に財政改善計画を提出しなければならないが、フランスの政情不安は当面継続する見込みで、欧州経済の大きなリスク要因である。

○ECB の 7 月理事会は主要政策金利のすえ置きを決定（中銀預金金利：3.75%）する一方、外需の弱さ等から景気判断を「短期的には均衡している」から「下方に傾いている」へと下方修正した。インフレ率は 2%台半ばで下げ渋っているものの、景気悪化リスクに対して先手を打つ「予防的利下げ」への支持は根強いとみて、2025 年末まで、四半期に 1 回程度のペースで利下げを続けると予想する。



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）

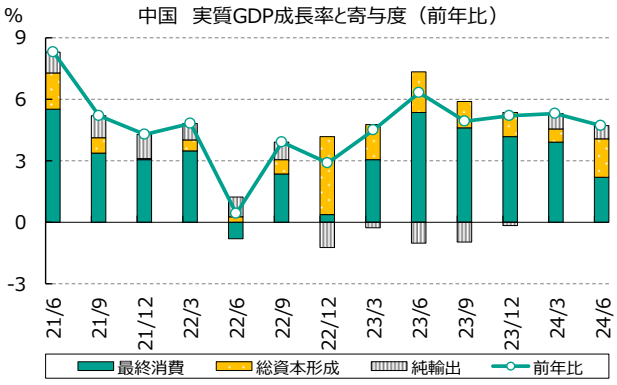
○4－6 月期実質 GDP 成長率は前年比＋4.7%と、前期（同＋5.3%）から減速した。需要項目別に見ると、製造業投資の拡大などを背景に総資本形成が堅調だったものの、最終消費支出が増勢を落とした。政策支援を除けば好材料のない状況が続くことで、見通し期間にわたって景気は勢いを欠く推移をたどると予想する。

○景気にとって最大の足かせである不動産市場に底打ちの兆しは見えない。主要 70 都市の 7 月の新築住宅価格は前月比▲0.65%と、14 ヵ月連続のマイナスとなった。住宅販売が低迷するなか、在庫の解消には時間を要するため、不動産不況が景気を幅広く下押しする状況は当面続くとみる。

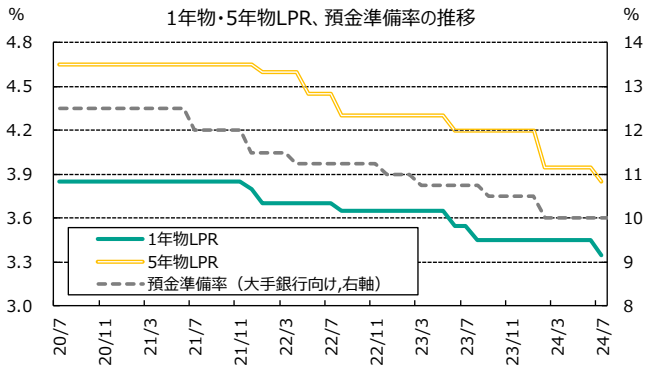
○個人消費は、政府が消費財や自動車の買い替え支援等の需要喚起策を打ち出しているにもかかわらず、低調な推移が続いている。消費者信頼感指数がコロナ前の水準を大幅に下回っており、これは雇用・所得環境の改善の遅れに加え、住宅価格下落による逆資産効果が発生していることも影響しているとみられる。不動産市場の回復が見通せないなかでは、個人消費は引き続き低調な推移を余儀なくされるだろう。

　固定資産投資は、政府による大規模設備更新策等を受けて製造業投資が堅調さを維持するとみられるのに加え、インフラ開発投資も政府の特別債発行を通じた政策支援に下支えされることで、底堅い推移をたどるとみる。もっとも、調整の続く不動産開発投資が足かせとなることで、固定資産投資全体では緩慢な回復にとどまるとみる。輸出に関しても、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、景気をけん引するほどの回復は期待できない。

○中国人民銀行は、7 月に 1 年物・5 年物ローンプライムレート（LPR）を 0.1%ずつ引き下げた。食品とエネルギーを除くコア CPI は政府目標の同＋3%を大きく下回っており、実体経済の弱さに起因するディスインフレ圧力は今後も継続が見込まれる。FRB が 9 月に利下げを開始するとみられるなか、対ドルの人民元安が一服し、金融緩和に動きやすくなっていることからも、年内に LPR や預金準備率の引き下げを実施すると予想する。ただ、今年上半期の成長率は前年比＋5.0%と政府目標とも一致していることから、利下げは小幅にとどまるとみる。



（出所）中国国家統計局



（出所）PBOC

豪州経済

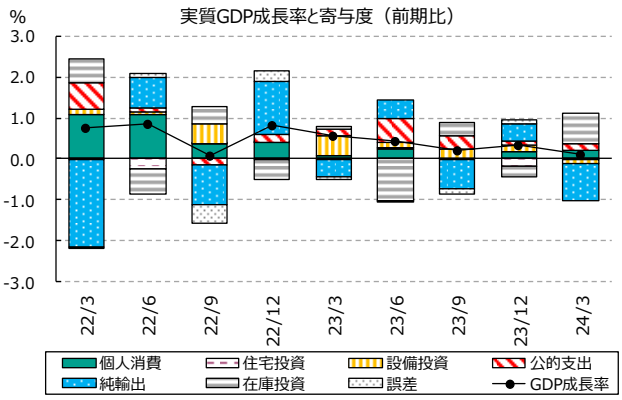
（エコノミスト　木村　彩月）

○1－3 月期実質 GDP 成長率は前期比＋0.1%と、前期（同＋0.3%）から伸びが鈍化した。需要項目別に見ると、輸出の伸びが 2 四半期ぶりにプラスに転じたものの、個人消費は高金利と物価高による生活コストの増加が足かせとなって低い伸びにとどまり、設備投資や住宅投資はマイナスだった。2024 年中は内外需とも冴えず、景気は減速傾向が続くとみる。ただし、2025 年以降は、豪州準備銀行（RBA）の利下げ効果の浸透に伴い、内需主導で景気は次第に持ち直すと予想する。

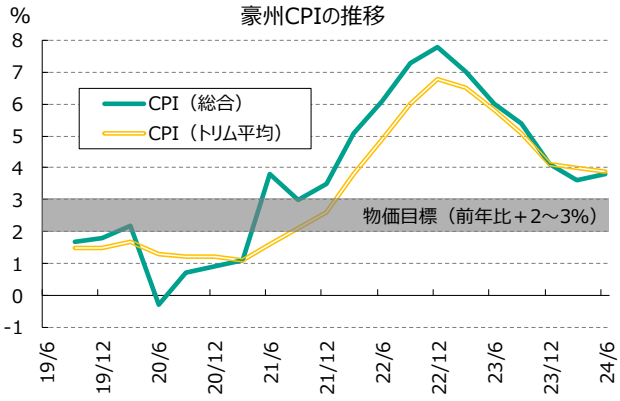
○個人消費は、今年 7 月から開始された個人所得税の減税、インフレ率の低下に伴う実質所得の改善などに下支えされる一方、高金利が消費マインドの重石となることで、2024 年中は緩やかな持ち直しにとどまろう。住宅投資は、建設コストの高騰や労働力不足などを背景に、マイナス圏での推移が続くと予想する。設備投資は、借入コストの高止まりが抑制要因となり、低い伸びが続くとみる。こうした点を踏まえ、2024 年中の内需は冴えない推移が続くと予想する。復調するのは、RBA が利下げに転じる 2025 年以降となるだろう。

○輸出は、最大の貿易相手である中国の景気が不動産市場の低迷などを背景に勢いを欠いた推移が続くことから、見通し期間にわたって緩慢な伸びが続くとみる。

○8 月 5－6 日に開催された金融政策委員会では、政策金利であるオフィシャル・キャッシュレートの誘導目標が 4.35%ですえ置かれた。4－6 月期の総合 CPI は前年同期比＋3.8%と、前期（同＋3.6%）から伸びが拡大したものの、RBA も重視しているインフレ率の基調を示すトリム（刈込）平均 CPI は同＋3.9%と前期（同＋4.0%）から伸びが鈍化したほか、前期比年率でも同＋3.4%と、前期（同＋4.2%）から増勢を落とした。労働需給の緩和による賃金上昇率の低下が続くもとで、インフレ率は今後も、緩やかながら鈍化傾向をたどるとみており、政策金利を年内すえ置いた後、2025 年 2 月に利下げを開始すると予想する。その後は、25bp の利下げを 2 回実施し、2025 年末には 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）ファクトセット

原油

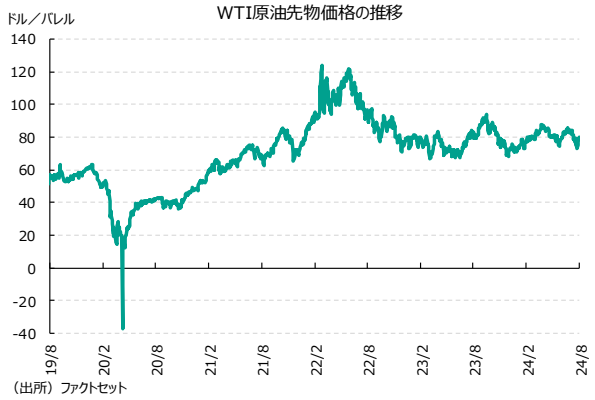
（エコノミスト　前田　和孝）

○2024 年のウエスト・テキサス・インターミディエート（WTI）原油先物価格は、中東情勢の緊迫化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 75 ドル/バレル近辺で推移している。

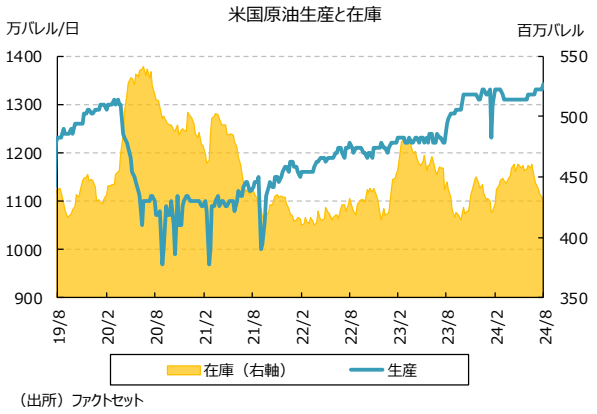
○供給面では、中東の地政学リスクが引き続き原油相場の下支え要因になると予想する。ハマスの最高指導者であるハニヤ氏の暗殺に伴い、イランによるイスラエルへの報復が取りざたされている。現段階では、アラブ諸国の支持が取り付けられていないことなどから、報復の実現可能性は低いとみられており、原油価格の上昇は限定的である。一方、ガザ地区の停戦協議については、イスラエルによる空爆が続いていることでハマスが態度を硬化させており、難航する可能性が高まっている。イランは停戦協議が失敗に終われば、イスラエルへ攻撃する考えを示しており、中東地域の緊張状態は当面続くとみる。

○OPEC プラスの価格支配力は失われつつある。今年 6 月の閣僚級会合では、366 万バレル/日の減産を 2025 年末まで継続することを確認した。一方で、有志 8 ヵ国で実施している 220 万バレル/日の自主減産については、今年 10 月から来年 9 月にかけて段階的に縮小させることを決めた。UAE やイラクなどは、かねてより自国の減産割合の大きさに不満を募らせており、今後も同方針は維持されるとみられる。そのため、OPEC プラスの生産調整が原油相場を押し上げる効果は限定的なものになると予想する。米国のシェールオイルの生産回復も原油相場の下押し材料になる。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。カンザスシティ連銀の調査によれば、シェールオイル生産企業の採算ライン（WTI）は 2024 年 4－6 月期時点で 64 ドル/バレルであり、今後も収益拡大が続けば、新規の掘削が増える展開が期待できる。

○需要動向を展望すると、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。また、世界最大の石油消費国である米国では、雇用環境の悪化などにより個人消費の勢いが次第に弱まることから、2024 年末にかけて景気は減速に向かうと見込む。ただ、FRB が 9 月に利下げに転じ、その効果が徐々に浸透することで、2025 年の景気は持ち直すとみる。これらを踏まえ、2024 年後半の原油相場は 70－90 ドル/バレルでの動きが中心になると予想する。2025 年は、75－100 ドル/バレルのレンジ内での推移になるとみる。



（出所）ファクトセット



（出所）ファクトセット

明治安田総合研究所

２０２４年８月２０日

2024－2025年度の経済見通し
～主要国の金融政策大転換に揺れる世界経済～

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 20

1.経済見通しの概要

経済見通しの概要

シナリオ前提

米国経済は引き続き底堅いが、雇用環境の悪化などを背景に徐々に減速しつつある。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、回復基調が続くと予想する

各国の経済見通し

日本の景気は2025年にかけて緩やかな回復基調が続くとみる。個人消費は、実質賃金のプラス転換が下支えになろう。もっとも、プラス幅は1%を下回るレベルで、力強さには欠ける状況が続くと予想。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が足かせになる。設備投資は、デジタル化の加速を受けた関連投資がけん引役となり堅調推移を予想。輸出は海外景気の弱さがネックだが、2025年には回復に向かうと予想

米国経済は、足元では底堅い推移が続くが、2024年末にかけて減速基調をたどると予想。ここまでけん引役だった個人消費は、雇用環境の悪化などを背景に勢いが弱まるとみる。設備投資と住宅投資は、米連邦準備制度理事会（FRB）の利下げ効果が浸透するまでに時間がかかることから、2024年中は軟調な推移が続くとみる。ただし、利下げの効果が徐々に内需に現れることで、2025年の景気は持ち直すと予想

欧州経済は、最悪期を脱したとみられる。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等により、外需は力強さに欠ける推移になるとみられる。また、フランスの政情不安などから銀行の融資態度は依然厳しい。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は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、個人消費は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っていることから、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

	2023年度	2024年度 予測	2025年度 予測
実質ＧＤＰ	0.8%	0.9%	1.3%
5月見通し時点	1.2%	0.6%	1.4%

→予測

	2023年	2024年 予測	2025年 予測
実質ＧＤＰ	2.5%	2.5%	1.8%
5月見通し時点	2.5%	2.2%	1.9%

→予測

	2023年	2024年 予測	2025年 予測
実質ＧＤＰ	0.4%	0.7%	1.5%
5月見通し時点	0.4%	0.7%	1.6%

→予測

	2023年	2024年 予測	2025年 予測
実質ＧＤＰ	5.2%	5.0%	4.6%
5月見通し時点	5.2%	5.1%	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%	0.8%	0.7%	0.5%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%
5月見通し時点	0.0%	▲0.5%	0.5%	0.6%	0.5%	0.4%	0.3%	0.3%	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	3.4%	1.4%	2.8%	1.4%	0.8%	1.3%	1.9%	2.9%	3.3%
5月見通し時点	3.4%	1.3%	1.5%	0.8%	1.7%	2.0%	2.2%	2.5%	2.8%

（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	0.0%	0.3%	0.3%	0.2%	0.4%	0.4%	0.5%	0.4%	0.5%
5月見通し時点	▲0.1%	0.3%	0.2%	0.4%	0.4%	0.4%	0.5%	0.4%	0.5%

（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	1.2%	1.6%	0.7%	1.4%	1.2%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
5月見通し時点	1.2%	1.6%	0.8%	1.2%	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月、ユーロ圏は6月に利下げを開始し、その後は四半期に1回程度のペースで利下げ継続を予想。日銀は7月に政策金利の0.1%から0.25%への追加利上げを実施。年内にあと1回、2025年度に2回の追加利上げを実施、着実な正常化路線を歩むと見込む

各国の金融政策見通し

7月30、31日に開催された日銀金融政策決定会合では、0.25%への利上げのほか、6月会合で予告していた国債買い入れ減額についてのスケジュールが発表された。公表文では、日銀の経済・物価見通しが実現していくとした場合、「引き続き政策金利を引き上げ、金融緩和の度合いを調整していく」方針が示される。景気が堅調に推移するなか、年内にあと1回、2025年度に2回の追加利上げを実施すると予想。物価目標の達成を宣言できる状況には至らない可能性が高いが、正常化路線を継続し、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

7月のFOMCでは、政策金利であるFFレートの誘導目標が5.25－5.50%ですえ置かれた。ただ、インフレ率は鈍化傾向が継続しているほか、雇用環境も悪化しつつある。仮に年末まで政策金利をすえ置いた場合には、失業率が大きく上昇するリスクがあることから、当研究所では、9月に利下げを開始するとみる。その後は四半期に1回のペースで利下げを実施し、2025年末には3.75－4.00%まで政策金利を引き下げると予想

ECBの7月理事会は主要政策金利のすえ置きを決定（中銀預金金利：3.75%）する一方、外需の弱さ等から景気判断を「短期的には均衡している」から「下方に傾いている」へと下方修正した。インフレ率は2%台半ばで下げ渋っているものの、景気悪化リスクに対して先手を打つ「予防的利下げ」への支持は根強いとみて、2025年末まで、四半期に1回程度のペースで利下げを続けると予想

7月、 1年物・5年物ローンプライムレート（LPR）が0.10%ずつ引き下げられた。米国景気が今後緩やかに減速し、FRBが9月に利下げを開始すると見込まれるなか、人民元の資金流出懸念は後退している。国内景気下支えのため、年内にLPRや預金準備率の引き下げといった追加金融緩和に動く可能性が高いと予想

２.日本経済見通し

日本経済見通し概要

- 4－6月期の実質GDP成長率は前期比＋0.8%（年率換算：＋3.1%）と、2期ぶりのプラス成長となった。民間最終消費支出が、高めの賃上げの効果に、認証不正問題の影響で減少していた自動車販売の反動増も加わって高い伸びとなった。民間住宅、民間企業設備、公的資本形成の主要内需項目も軒並みプラスだった
- 2025年にかけて緩やかな回復基調が続くとみる。個人消費は、実質賃金のプラス転換が下支えになろう。もっとも、プラス幅は1%を下回るレベルで、力強さには欠ける状況が続くと予想。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が足かせになる。設備投資は、デジタル化の加速を受けた関連投資がけん引役となり堅調推移を予想。輸出は海外景気の弱さがネックだが、2025年には回復に向かうと予想
- 日銀は、景気が堅調に推移するなか、年内に1回、2025年に2回の追加利上げを実施すると予想。物価目標の達成を宣言できる状況には至らない可能性が高いが、正常化路線を継続し、中立金利に近い水準にまで政策金利を引き上げるとみる

主要経済指標		年度ベース		予測	2023年度		2024年度				予測 2025年度			
		2023	2024	2025	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%	**0.9%**	**1.3%**	0.1%	▲ 0.6%	0.8%	**0.7%**	**0.5%**	**0.3%**	**0.3%**	**0.2%**	**0.2%**	**0.2%**
	前回	1.2%	0.6%	1.4%	0.0%	▲ 0.5%	0.5%	0.6%	0.5%	0.4%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%
CPI（除く生鮮食品※）	今回	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%**
	前回	2.8%	2.6%	1.9%	2.5%	2.5%	2.7%	2.8%	2.5%	2.4%	2.2%	1.8%	1.7%	1.6%
政策金利（期末値）	今回	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%**
	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

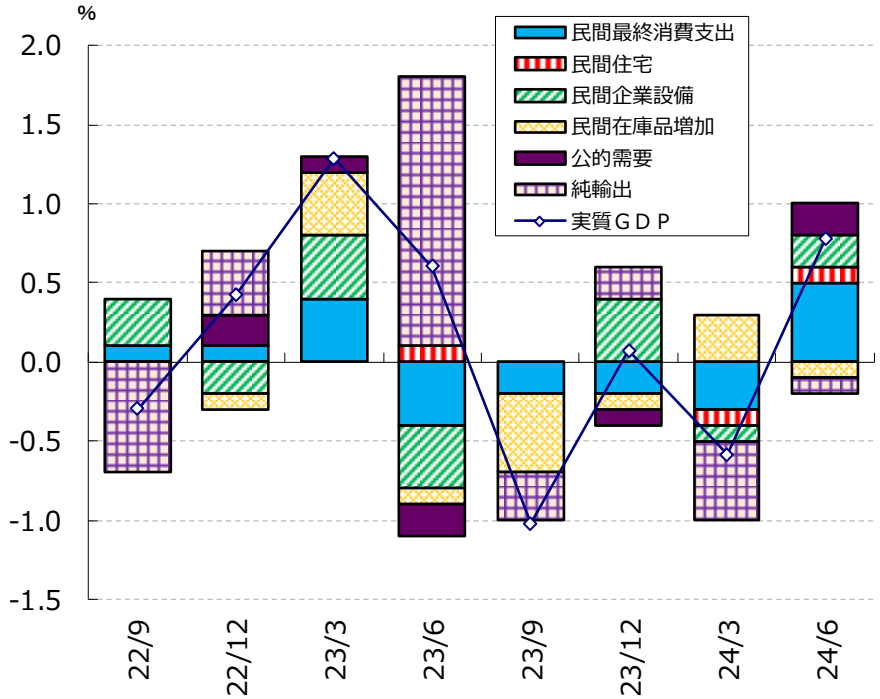
・前回は5月経済見通し時点

GDPは2期ぶりのプラス、今後も緩やかな回復基調

■ 4－6月期の実質GDP成長率は前期比＋0.8%（年率換算：＋3.1%）と、2期ぶりのプラス成長となった。民間最終消費支出が、高めの賃上げの効果に、認証不正問題の影響で減少していた自動車販売の反動増も加わって高い伸びとなった。民間住宅、民間企業設備、公的資本形成の主要内需項目も軒並みプラスだった。名目GDPも同＋1.8%（同：＋7.4%）と大きく伸び、実額では607.9兆円と、初めて600兆円の大台に乗せた。先行きの見通しは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

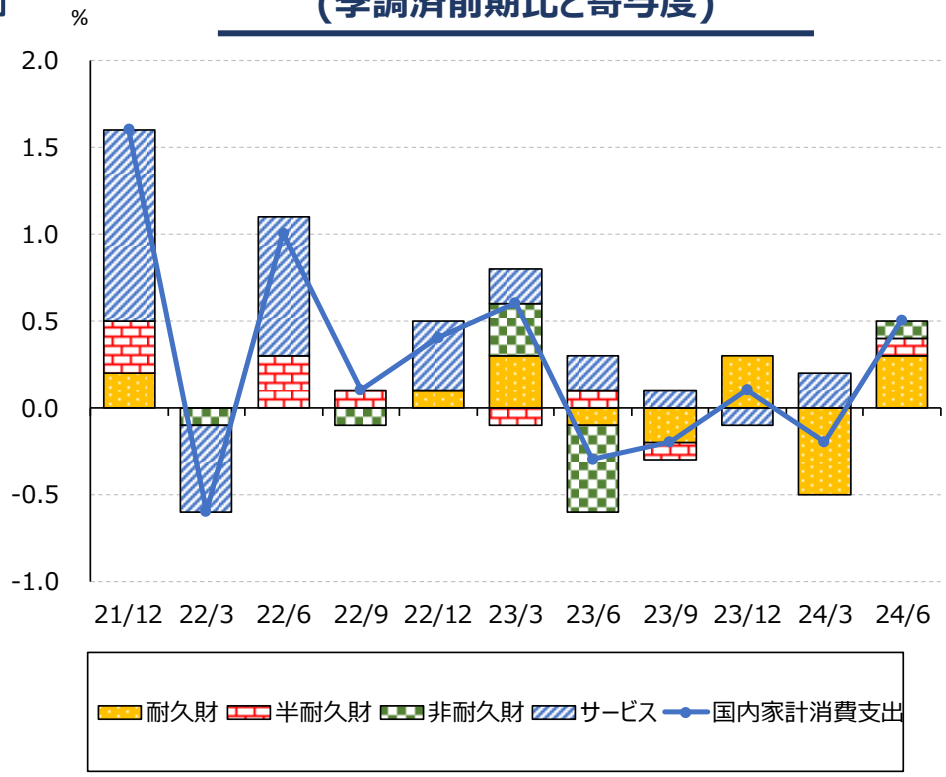
■ 耐久財が前期比＋8.1%、半耐久財が同＋2.0%、非耐久財が同＋0.8%、サービスが同▲0.0%で、耐久財のプラス寄与が突出。自動車だけではなく、日本百貨店協会によれば、富裕層を中心にこの間の高額消費が堅調に推移していた模様であり、株高による資産効果が働いていた可能性を示している

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)



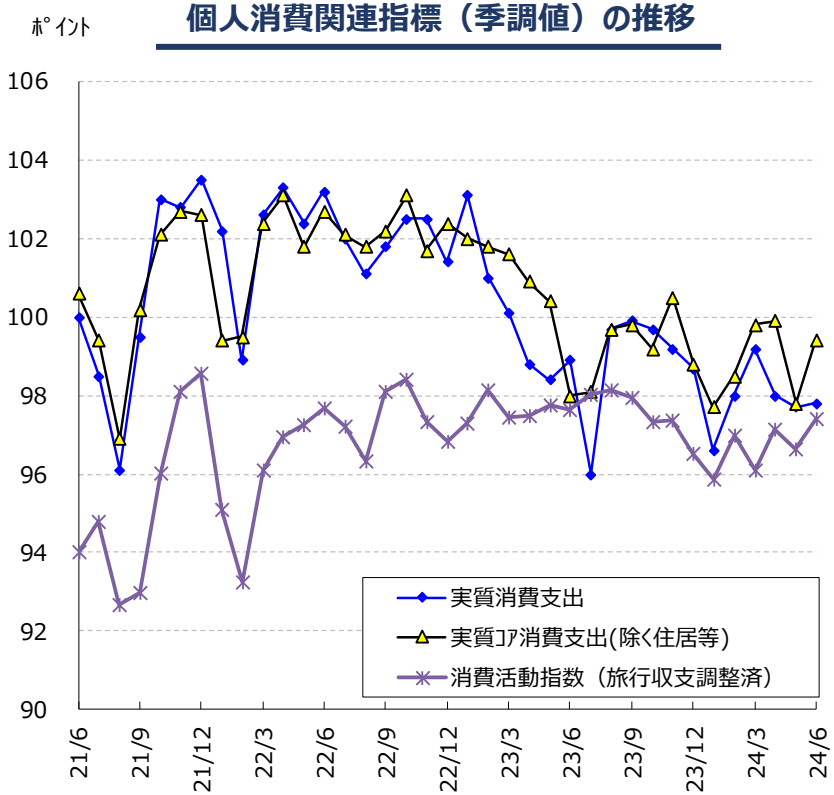
（出所）内閣府「四半期別GDP速報」

個人消費は今後、緩やかに回復

- 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、足元では底堅く推移している

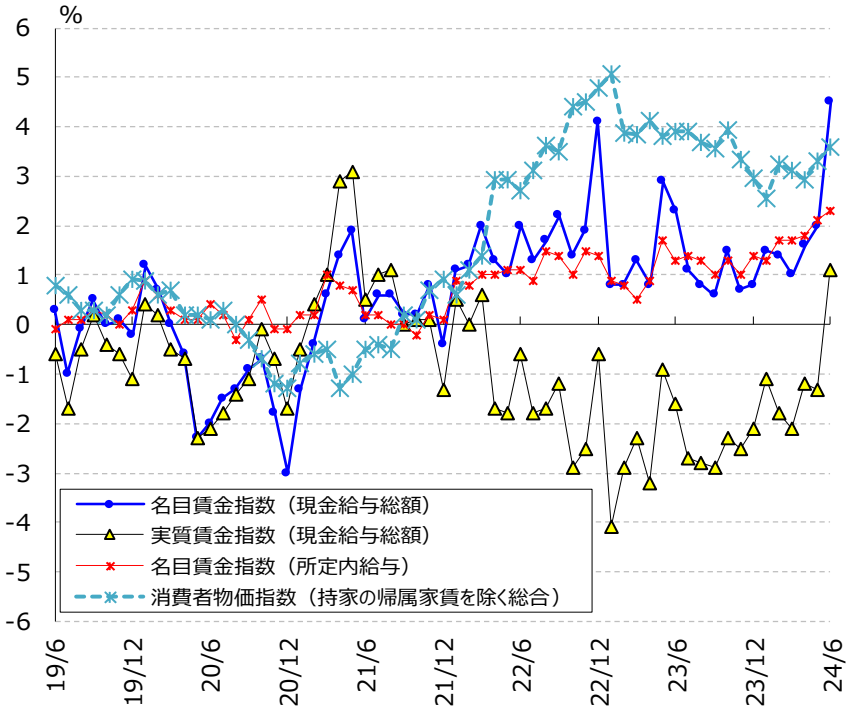
- 毎月勤労統計調査における6月の実質賃金は2年3ヵ月ぶりのプラス転換となった。個人消費は、実質賃金のプラス転換が支えになろう
- もっとも、生産性のトレンドと照らし合わせた場合、実質賃金の伸びが持続的に1%を超える展開は考えにくい。個人消費の回復ペースもそれに見合ったレベルにとどまろう

個人消費関連指標（季調値）の推移



（出所）日銀等公表資料より明治安田総研作成

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）



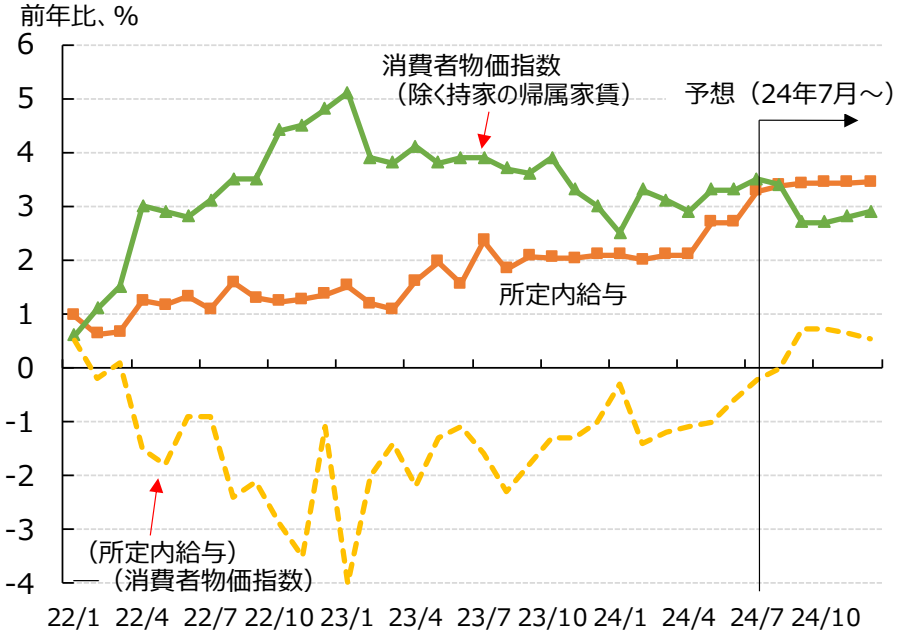
（出所）厚生労働省「毎月勤労統計」、総務省「消費者物価指数」

春闘賃上げ率は高水準

- 7月3日に公表された2024春闘最終回答集計結果における定期昇給相当込みの賃上げ率は＋5.10%と33年ぶりの高い伸びとなった。ベアも＋3.56%と、前年の＋2.12%を大きく上回り、集計が開始された2015年以降、最も高い伸びとなった
- 昨年のパターンに従えば、今後所定内給与の伸び幅が拡大する可能性が高く、所定内給与ベースで実質賃金はプラス圏内での推移が中心になると予想される

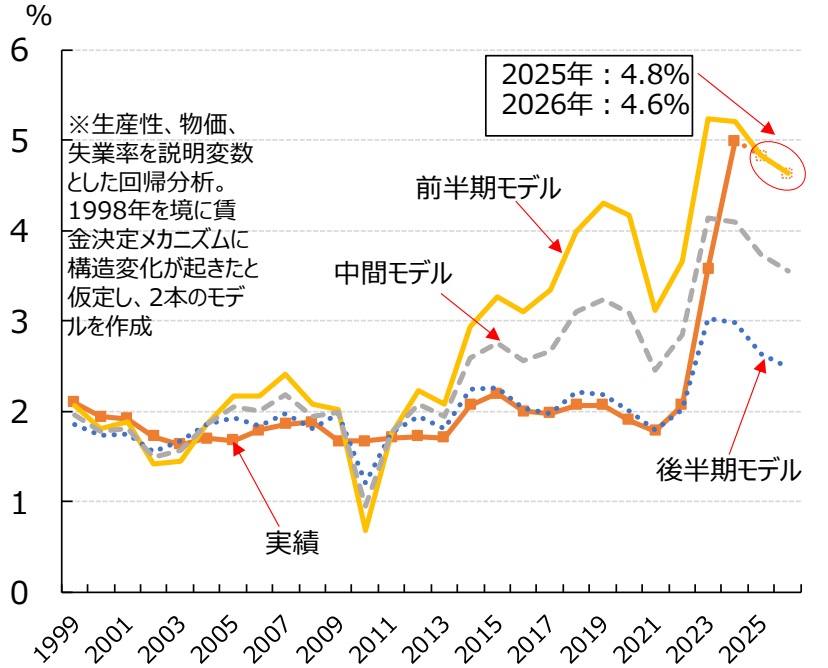
- デフレ下の慣行は変わりつつある。賃金決定方式が1975～1998年のインフレ経済モデルに完全に移行したことを前提にすると、2025－2026年についても高めの賃上げ率が期待できる
- 大企業はなお賃上げ余力を有しており、2025年度も春闘をけん引する役割が期待できる

インフレ率と所定内給与



出所：e-Statより明治安田総研作成、所定内給与は一般労働者、共通事業所ベース
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

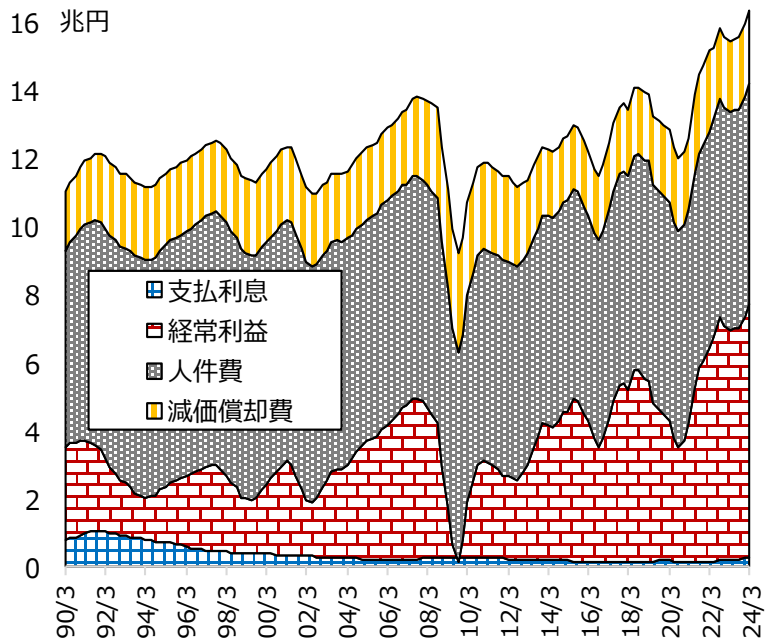


出所：賃上げ実績は連合、推計は明治安田総研。2025年推計の前提は、生産性：＋2.0%、インフレ率2.4%、失業率：2.5%。2026年推計の前提は、生産性：＋2.0%、インフレ率：1.8%
失業率：2.5%、2024年実績値は当研究所予想値：4.99%

日本の大企業にはなお賃上げ余力

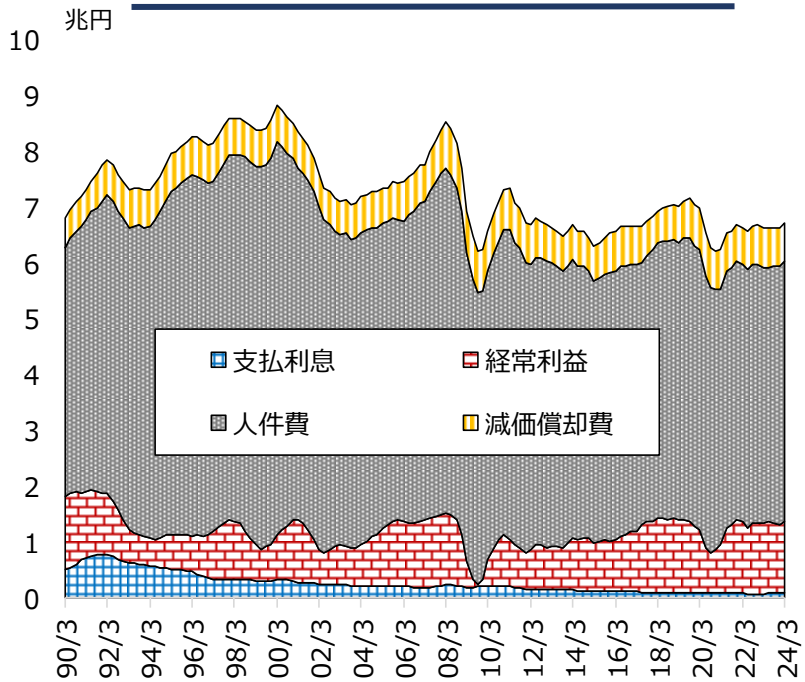
- 付加価値の構成を見ると、大企業製造業に関しては、経常利益の割合が1998年1―3月期の18%から45%へと2倍以上に上昇し、半分弱を占めるまでになっている。一方、中小企業製造業は20%から19%とほとんど変わっていない。この傾向は非製造業でも同じ。賃上げ余力には大企業と中小企業でまだ大きな差がある可能性を示す
- 2023年と2024年の春闘では、大企業の高めの賃上げ率に中小企業がある程度ついてきている様子が確認できた。しかし、大企業に関してはかなり前から財務基盤の強化が進んでいた分、すでに十分な賃上げ余力を蓄えていた。反面、中小企業は苦しい状態が続いており、このままでは大企業と同じ賃上げ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）



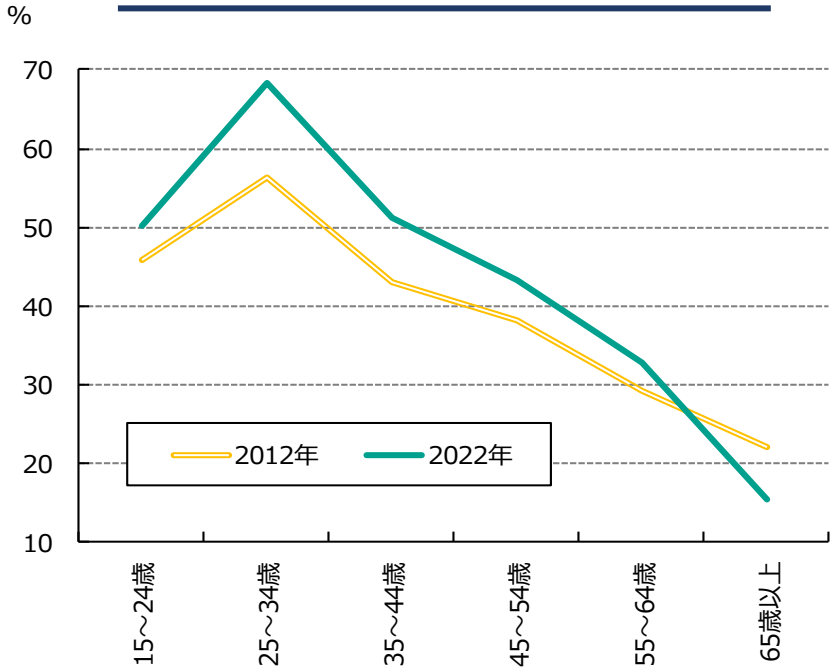
（出所）財務省「法人企業統計」より明治安田総研作成

若年層の女性の正規雇用比率が上昇。ただし地域差も

- 2012年と2022年の女性の正規雇用比率（正規の職員・従業員数÷雇用者数）を年齢別に比較すると、25～34歳を中心に正規雇用比率は上昇している。女性の正規雇用比率は、男性に比べれば低く、まだ上昇の余地は残されている。世帯所得は今後さらに上昇の可能性がある

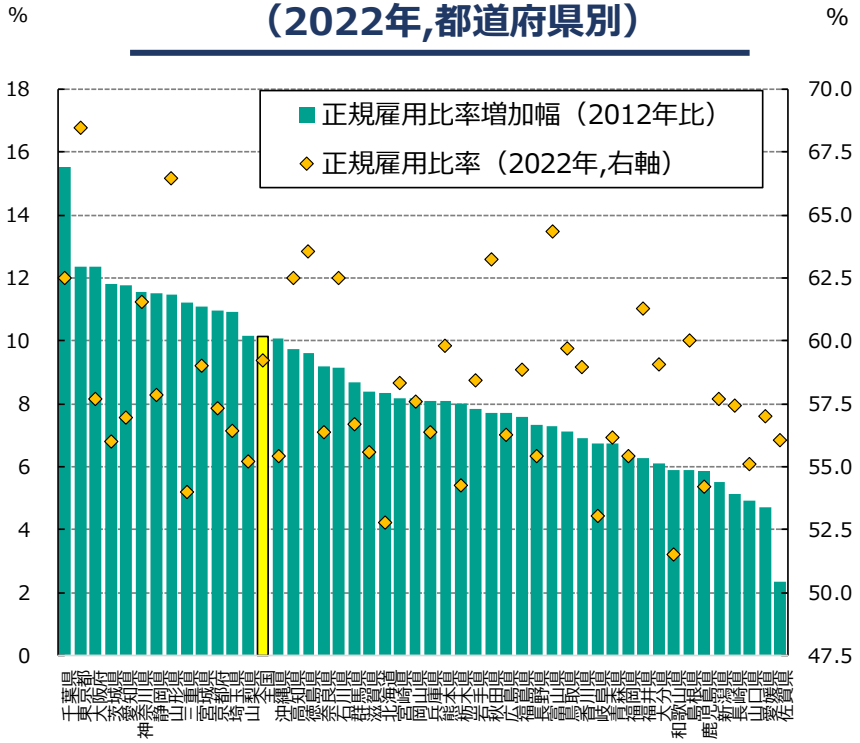
- 女性の正規雇用比率の上昇幅は、地域により大きな差がある。25～44歳の女性の正規雇用比率を都道府県別に見ると、千葉県で2012年の47.0%から2022年に62.5%へ、15.5%ポイント上昇する一方、佐賀県では53.7%から56.1%へ、2.4%ポイントの上昇にとどまっている。女性の正規雇用比率の差が広がれば、世帯所得の地域間格差の拡大につながる可能性

女性の正規雇用比率（年齢階級別）



（出所）総務省「就業構造基本調査」

25～44歳女性の正規雇用比率（2022年,都道府県別）

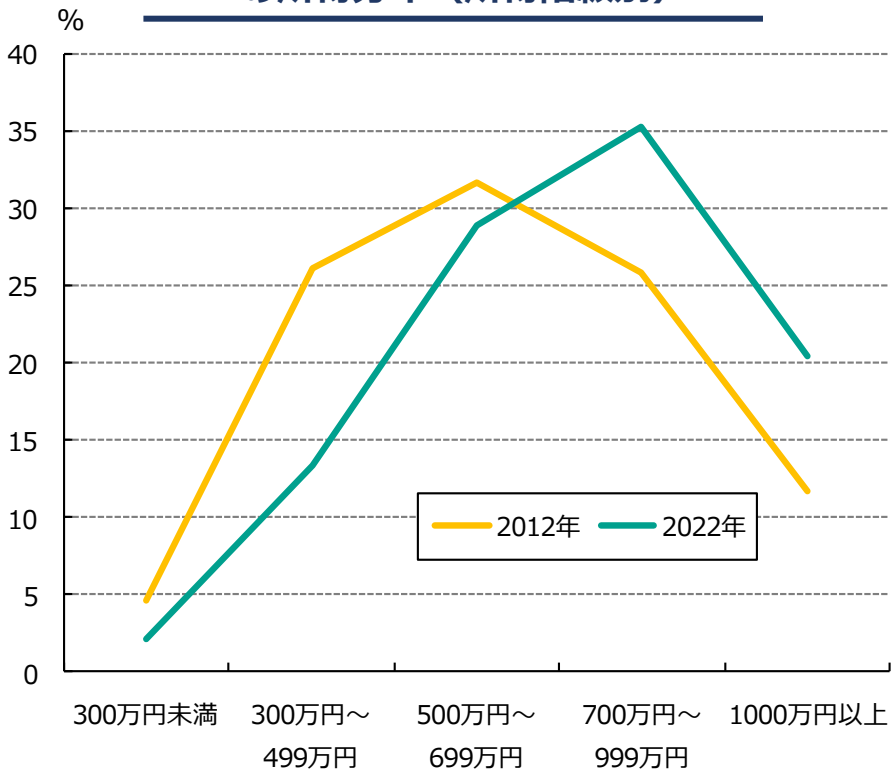


（出所）総務省「就業構造基本調査」

若年層の世帯所得が大きく増加

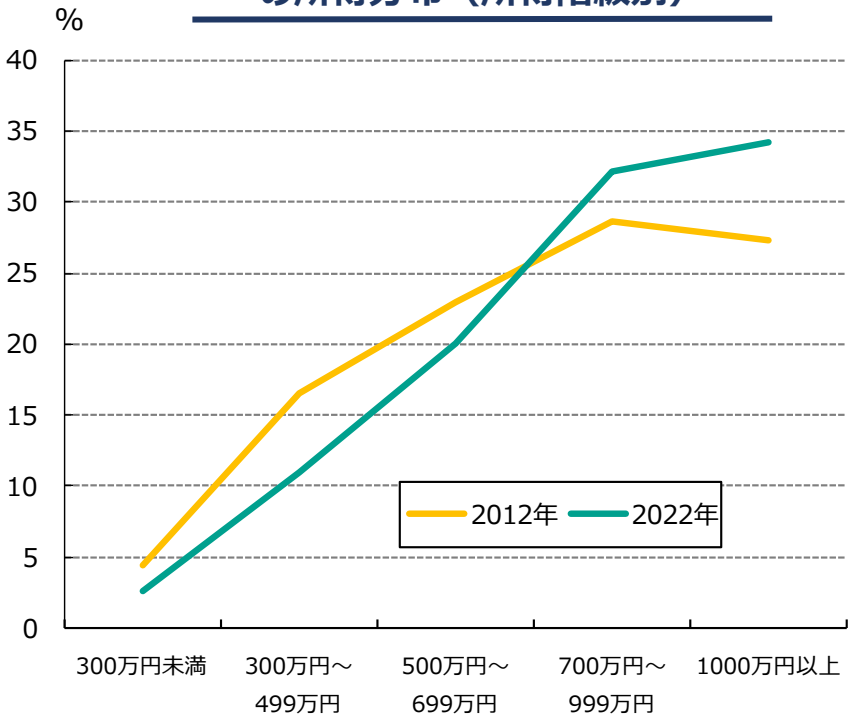
■ 女性の正規雇用比率の上昇により、この10年で、20代～30代の共働き世帯の所得は飛躍的に増加。妻の年齢階層別の所得分布を見ると、25～39歳では、ボリュームゾーンが「500万円以上699万円以下」から「700万円以上999万円以下」へと10年間で大きく上方シフト。40～59歳の共働き世帯の所得分布も上方シフトしているが、25～39歳に比べれば変化は小さい。社会における女性の労働者としての役割が拡大していることも踏まえれば、共働きによる世帯の高所得化の流れは今後も続くと考えられる

共働き世帯（妻の年齢25～39歳）の所得分布（所得階級別）



（出所）総務省「就業構造基本調査」

共働き世帯（妻の年齢40～59歳）の所得分布（所得階級別）

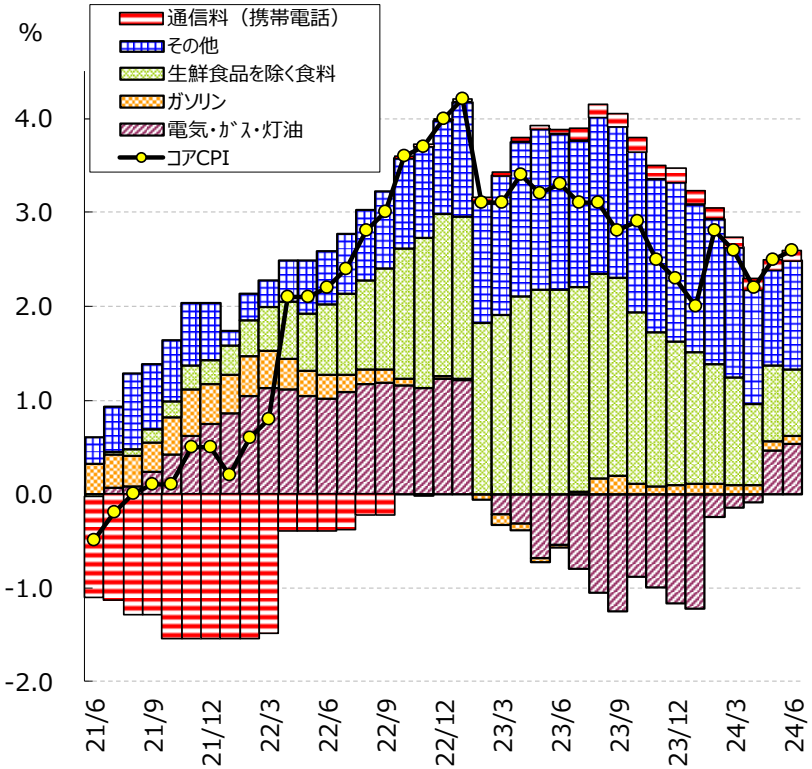


（出所）総務省「就業構造基本調査」

物価上昇は伸び幅拡大後、鈍化傾向へ

■ 6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＋2.6%（5月：同＋2.5%）と、伸び幅が拡大。食料価格の寄与は低下も、電気代・ガス代の補助終了に伴うエネルギー価格の上昇が押し上げ要因に

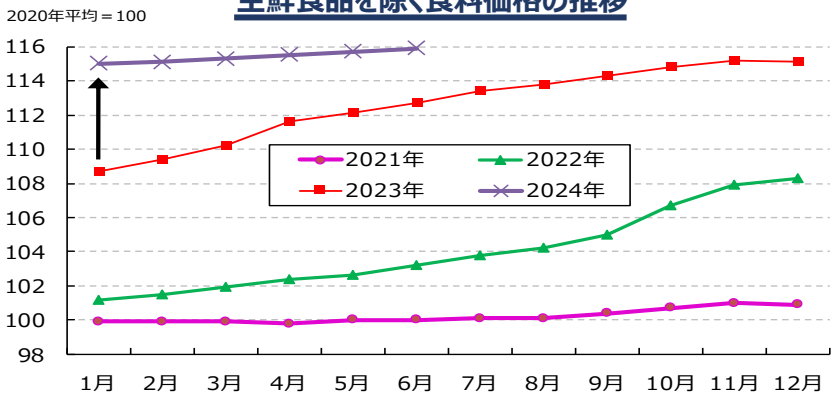
全国コアCPIの推移（前年同月比寄与度）



（出所）総務省「消費者物価指数」

■ 生鮮食品除く食料価格はこのところほぼ横ばい圏内の推移

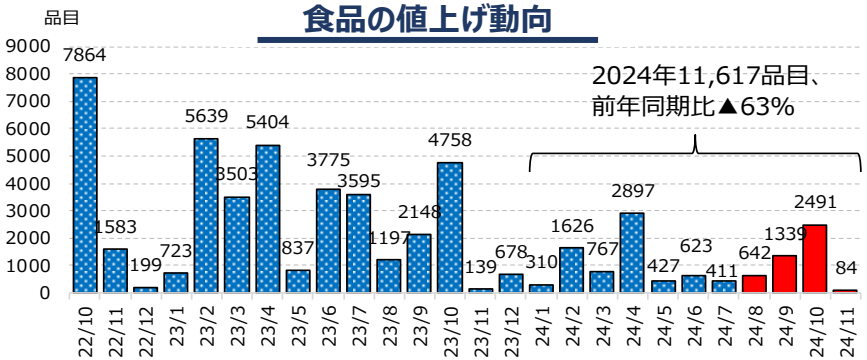
生鮮食品を除く食料価格の推移



（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（7月31日時点）によると、8月の値上げ品目は642品目で、前年同月比で▲46％。1－11月の値上げ品目数は11,617品目で、前年同期比▲63%

食品の値上げ動向

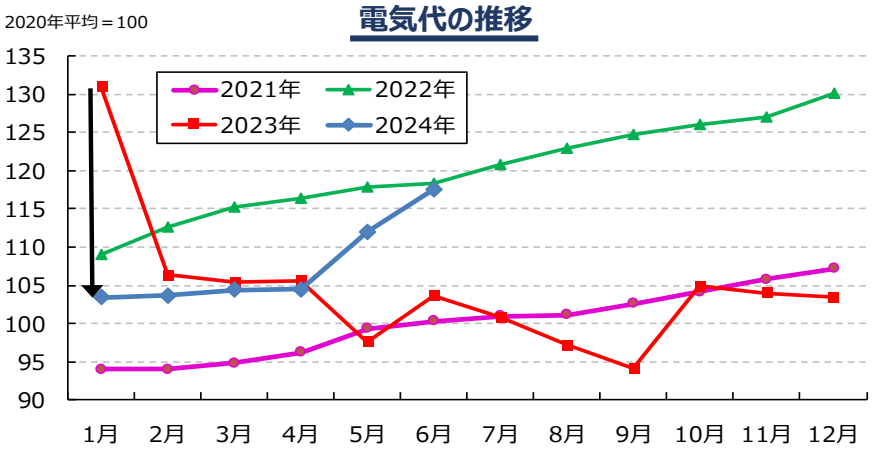


(出所)帝国データバンク

9～11月は電気・ガス代が一時的にCPIを押し下げ

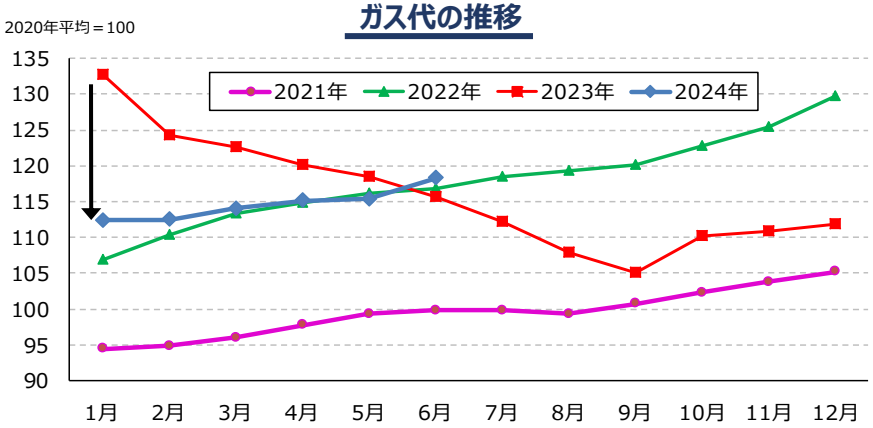
■ 9～11月は、「酷暑乗り切り緊急支援」として電気・ガス代の負担軽減策が一時的に復活することがCPIを押し下げ

電気代の推移



（出所）総務省「消費者物価指数」

ガス代の推移



（出所）総務省「消費者物価指数」

■ 電気・ガス代の負担軽減策が8～10月使用分に関し一時的に復活。8、9月は電気料金で4円/kWh、ガス料金で17.5円/㎥、10月は電気料金で2.5円/kWh、ガス料金で10円/㎥が補助される。補助がなかった場合と比較した押し下げ効果は、9、10月（使用した月の翌月分に反映）は▲0.55%程度（電気▲0.46%、都市ガス▲0.09%）、11月は▲0.34%程度（電気▲0.29%、都市ガス▲0.05%）と試算される

エネルギー価格激変緩和対策事業

電気料金	都市ガス料金
2024年8-9月使用分	2024年8-9月使用分
低圧4円/kWh	17.5円/㎥
2024年10月使用分	2024年10月使用分
低圧2.5円/kWh	10円/㎥

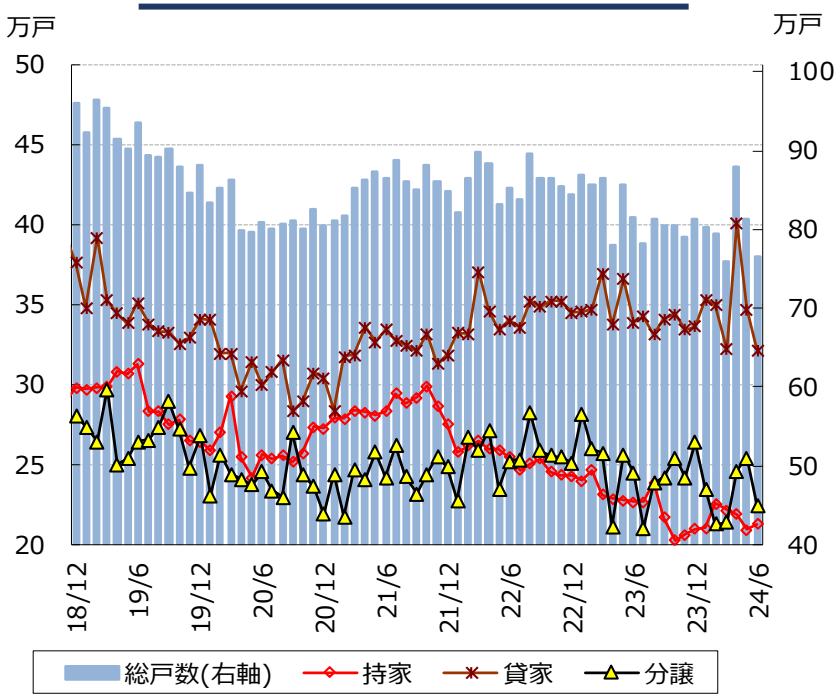
（出所）エネルギー庁資料より明治安田総研作成

住宅市場は価格高騰、変動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の減少基調で推移。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

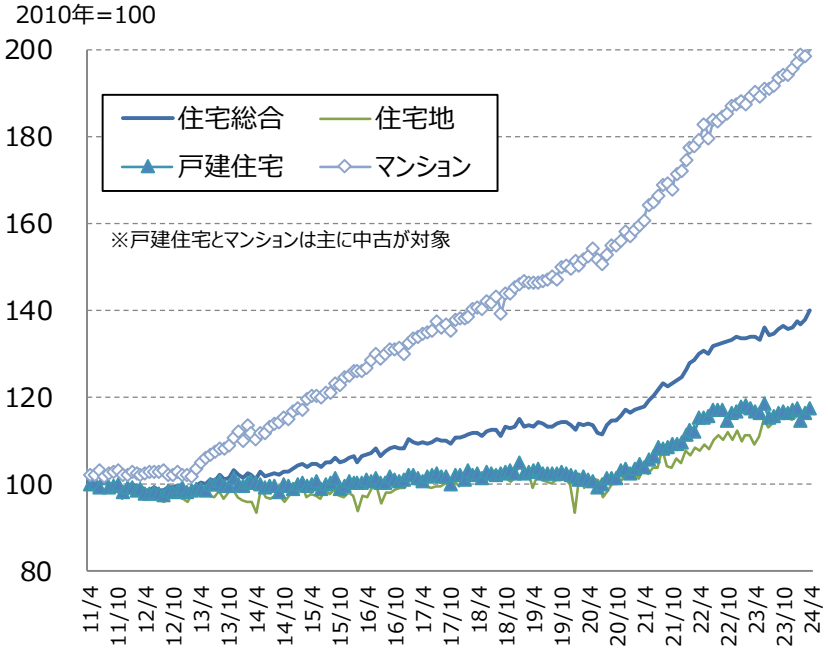
- マンションの価格高騰は2013年から始まっており、2020年以降はペースが加速。不動産経済研究所が公表しているマンション市場動向によれば、2023年の新築分譲マンション一戸当り平均価格は首都圏で8,101万円（近畿圏同4,666万円）と、2013年から＋64.4%（近畿圏同＋33.5%）の上昇、コロナ前の2019年との比較でも＋35.5%（近畿圏同＋20.7%）上昇しており、価格高騰が需要の下押し圧力に
- 日銀の利上げにより住宅ローン変動金利が徐々に上昇する影響も下押し圧力に

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



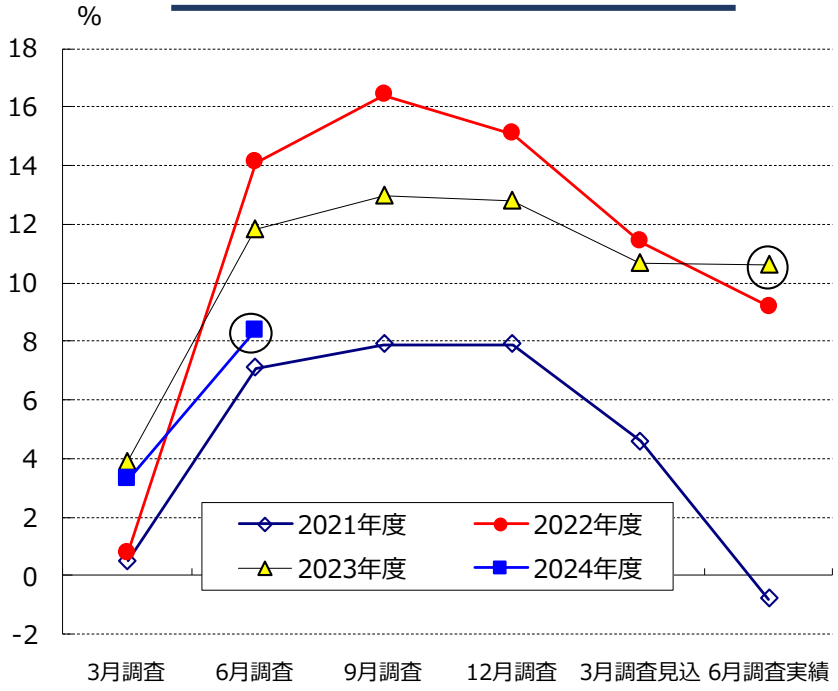
（出所）国土交通省「不動産価格指数（住宅）」

設備投資、強めの計画が徐々に実行に移される展開

- 7月1日公表の日銀短観における設備投資計画（全規模・全産業ベース）は、2023年度の設備投資（全規模・全産業ベース）が前年度比＋10.6%と二桁の伸びで着地。これは現行統計が遡れる2003年度以降で初。2024年度計画は前年度比＋8.4%前回から上方修正

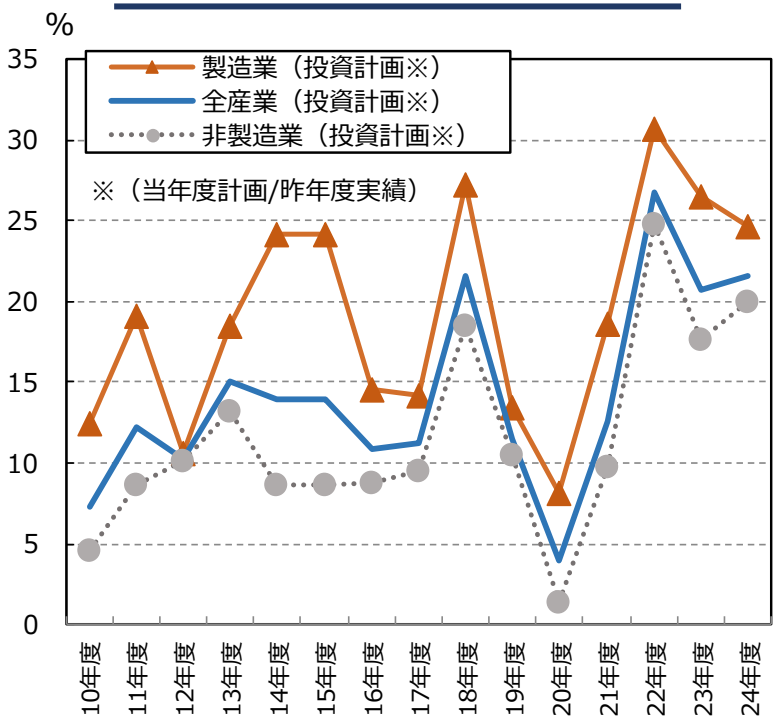
- 日本政策投資銀行（DBJ）が8月に発表した「2024年度設備投資計画調査」によると（調査時点6月25日）、2023年度の全産業の設備投資実績は前年比＋6.9%と２年連続で増加
- 2024年度計画は、前年比＋21.6%の大幅増。発表元が過去の修正パターンをもとに試算した結果では、最終的な伸び率は同＋7%程度になる見通し。GDPベースの実質設備投資も緩やかな増加続く可能性が示唆されている

日銀短観設備投資計画（前年度比）（含む土地投資額、全規模・全産業）



（出所）日銀「短観」

DBJ設備投資計画・実績増減推移



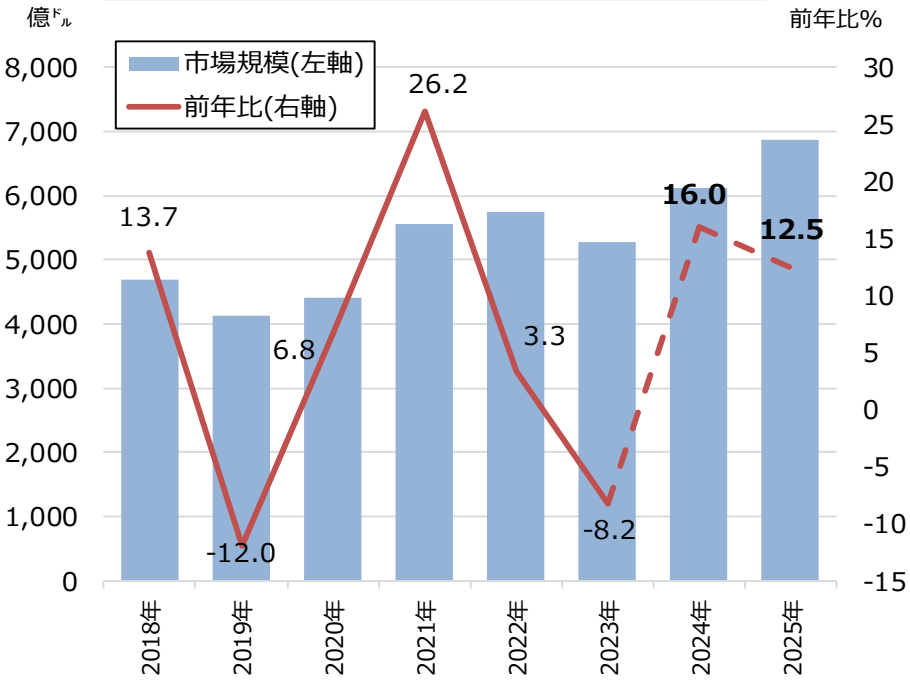
（出所）日本政策投資銀行「設備投資計画調査」

半導体、生産のけん引役に

■ 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おり、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

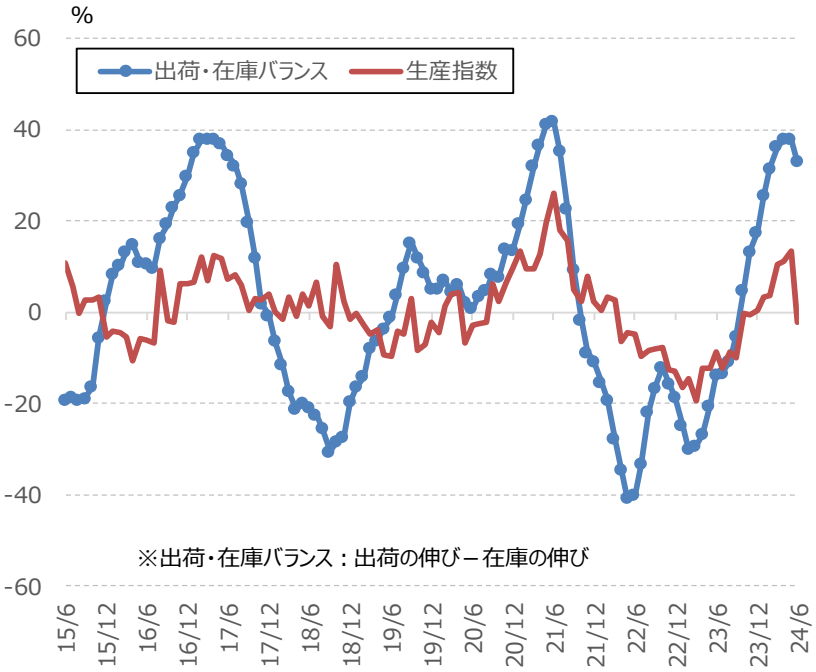
■ 電子部品・デバイス工業の在庫循環は景気に対し先行性があることで知られるが、その出荷・在庫バランスをみると、このところ回復基調で推移している。半導体市況は底をうち、2024年は生産のけん引役となる可能性がある

半導体市場の推移(24,25年はWSTSの予想)（3ヵ月移動平均）



(出所)世界半導体市場統計

電子部品・デバイス工業の生産指数、出荷・在庫バランスの推移（前年同月比）

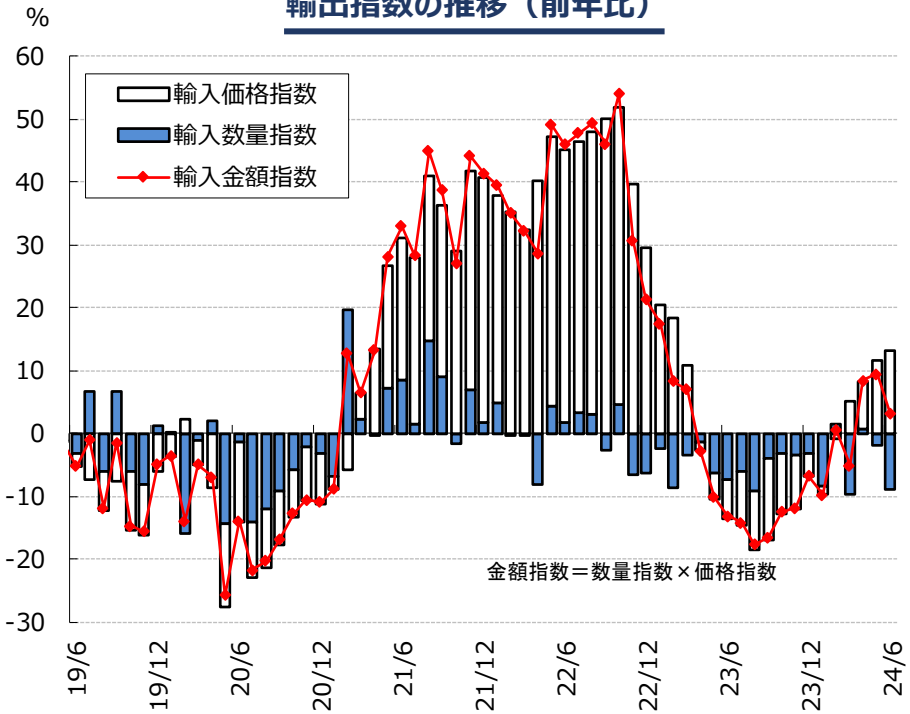


（出所）経産省「鉱工業指数」

輸出は軟調な展開に

■ 6月貿易統計によると、輸出金額は前年比＋5.4%と7ヵ月連続のプラス。もっとも、季調済前月比では▲0.2%と4ヵ月ぶりのマイナスとなった。円安進行に伴う円換算金額の拡大という要因が大きく、数量ベースでは5ヵ月連続マイナスと実勢は引き続き弱い。先行きは、中国景気の停滞継続に加え、米国も利上げの影響が顕在化しつつあり、本格回復は欧米の利下げの効果が景気に現れ始める2025年以降にずれ込む可能性が高い

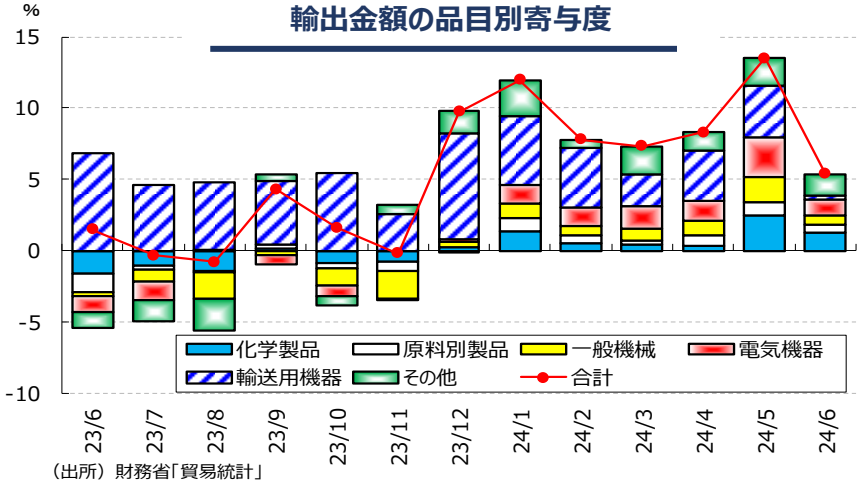
輸出指数の推移（前年比）



（出所）財務省「貿易統計」

■ 自動車がけん引する状況が続いていたが、6月は落ち込む

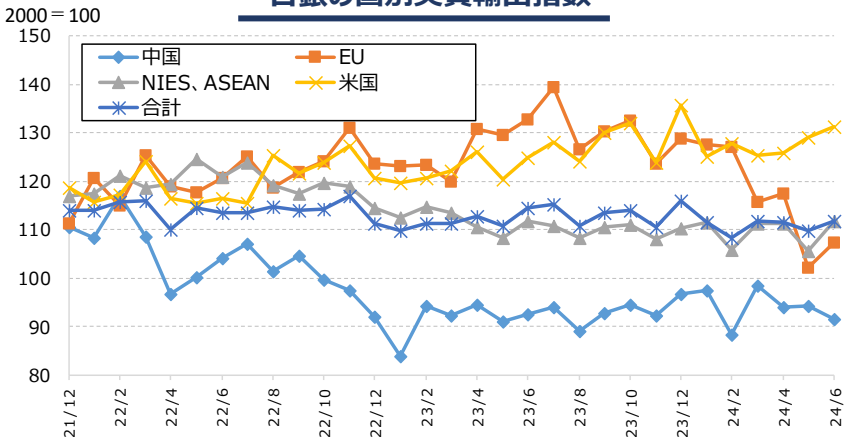
輸出金額の品目別寄与度



（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4－6月期の消費単価は2019年同期の60.8%増となっている。中国人観光客の戻りが鈍いなかでも、総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4-6月）

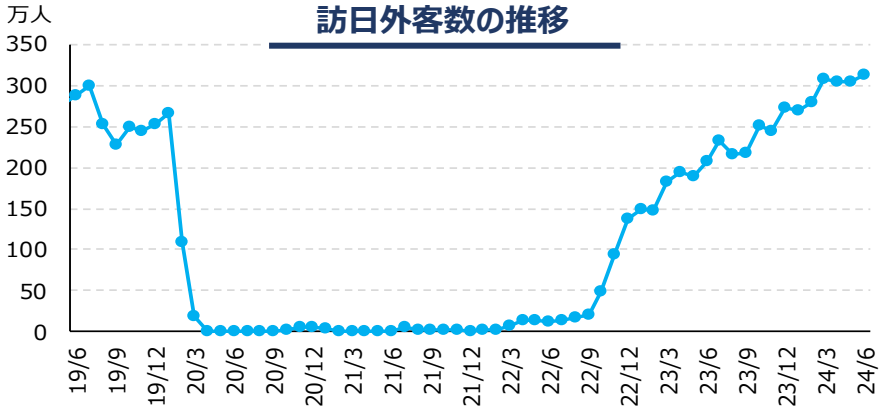
	消費単価（円/人）		平均泊数（泊/人）	
		対2019年4-6月比増減		対2019年4-6月比増減
全国籍・地域	210,513	+60.8%	7.0	+12.1%
韓国	95,691	+65.7%	3.4	+6.5%
台湾	141,475	+64.1%	5.1	▲ 10.3%
香港	258,146	+93.7%	6.3	+14.9%
中国	266,335	+34.9%	6.6	+13.3%
タイ	188,232	+68.6%	6.7	+9.4%
シンガポール	317,654	+97.9%	9.4	+23.7%
マレーシア	148,807	+37.0%	6.9	+5.5%
インドネシア	196,057	+58.0%	7.6	▲ 3.3%
フィリピン	163,443	+63.3%	7.4	▲ 20.8%
ベトナム	106,249	+18.3%	5.7	▲ 9.0%
インド	239,278	+88.3%	9.8	▲ 2.1%
英国	327,179	+83.8%	12.9	+18.1%
ドイツ	347,646	+55.4%	15.5	+13.5%
フランス	372,260	+54.3%	15.7	+5.1%
イタリア	294,493	+78.0%	12.6	▲ 13.4%
スペイン	294,306	+59.3%	15.5	+36.4%
米国	339,847	+93.5%	10.5	+16.6%
カナダ	366,057	+133.8%	13.1	+11.3%
オーストラリア	317,702	+69.4%	13.8	+12.8%

※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」

■ 6月の訪日外客数は313.5万人となり、2019年同月比で8.9%増。4ヵ月連続で300万人を超えた

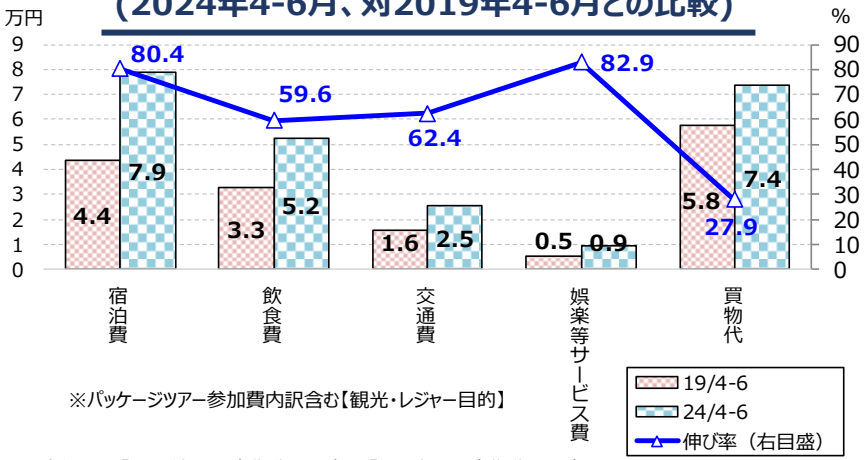
訪日外客数の推移



（出所）日本政府観光局（JNTO）

■ モノ消費からコト消費へと変化の兆しが見える

１人１回当たり旅行消費単価（2024年4-6月、対2019年4-6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】

（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」

2.海外経済見通し

米国経済見通し概要

- 4－6月期の実質GDP成長率は前期比年率＋2.8%と、前期（同＋1.4%）から伸びが拡大。内外需別の前期比への寄与度を見ると、内需が＋3.56%ポイント、外需（純輸出）が▲0.72%ポイントで、内需は底堅い

- 米国景気は2024年末にかけて減速基調をたどると予想。ここまでけん引役だった個人消費は、雇用環境の悪化などを背景に勢いが弱まるとみる。設備投資と住宅投資は、FRBの利下げ効果が浸透するまでに時間がかかることから、2024年中は軟調な推移が続くと予想する。ただし、利下げの効果が徐々に内需に現れることで、2025年の景気は持ち直すとみる

- 7月のFOMCでは、政策金利であるFFレートの誘導目標が5.25－5.50%ですえ置かれた。ただ、インフレ率は鈍化傾向が継続しているほか、雇用環境も悪化しつつある。仮に年末まで政策金利をすえ置いた場合には、失業率が大きく上昇するリスクがあることから、当研究所では、9月に利下げを開始するとみる。その後は四半期に1回のペースで利下げを実施し、2025年末には3.75－4.00%まで政策金利を引き下げると予想

主要経済指標		暦年ベース			2023年	2024年				2025年			
		2023	2024	2025	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12
実質GDP	今回	2.5%	**2.5%**	**1.8%**	3.4%	1.4%	2.8%	**1.4%**	**0.8%**	**1.3%**	**1.9%**	**2.9%**	**3.3%**
	前回	2.5%	2.2%	1.9%	3.4%	1.6%	1.5%	0.8%	1.7%	2.0%	2.2%	2.5%	2.8%
CPI（総合、※）	今回	4.1%	**3.0%**	**2.4%**	3.4%	3.5%	3.0%	**2.8%**	**2.6%**	**2.5%**	**2.4%**	**2.4%**	**2.3%**
	前回	4.1%	3.0%	2.4%	3.4%	3.5%	3.2%	2.8%	2.5%	2.4%	2.4%	2.3%	2.1%
政策金利（上限値、期末値）	今回	5.50%	**5.00%**	**4.00%**	5.50%	5.50%	5.50%	**5.25%**	**5.00%**	**4.75%**	**4.50%**	**4.25%**	**4.00%**
	前回	5.50%	5.00%	4.50%	5.50%	5.50%	5.50%	5.25%	5.00%	4.75%	4.50%	4.50%	4.50%

※暦年は平均値、四半期は期末値を記載　・前回は5月経済見通し時点

ハリス、トランプどちらが米経済にプラスか

- 景気への影響は一概には言えないが、トランプ氏の政策がより企業経営の追い風になるのは確か。政策の継続性への安心感という意味ではハリス。どのみち内政は議会勢力にも大きく左右される
- トランプ氏が勝利し、同日に行なわれる議会選挙において上院・下院ともに共和党が握る“トリプルレッド”が実現した場合には、大型減税の恒久化をマーケットが好感し、株価上昇につながる展開が期待できる。一方、財政赤字の拡大による金利上昇や、輸入関税引き上げを通じた物価上昇は懸念材料。現段階ではリスクシナリオの範疇とみているが、インフレ再加速でFRBが再利上げに踏み切らざるを得なくなり、景気の下押し圧力が高まる可能性も

トランプの主な政策

対中政策	・輸入品に対して、一律60%の関税賦課を検討 ・最恵国待遇を撤廃 ・一部品目の輸入を段階的に停止
貿易政策	・輸入製品に一律10%の関税賦課
税制	・大型減税（トランプ減税）の恒久化
移民政策	・国境の壁完成 ・不法移民の労働許可をはく奪し、強制送還
環境政策	・シェールオイル・ガスの採掘規制を緩和 ・パリ協定離脱 ・EV普及策の撤廃

（出所）各種報道資料等より明治安田総研作成

ハリスの主な政策

食品価格抑制	・食品の価格つり上げ禁止へ連邦法を制定 ・価格競争を妨げる企業合併・買収の監視強化
医療費負担の軽減	・メディケア受給者の医薬品に対する自己負担上限額を年間2,000ドルに抑制 ・インスリンのコストを月35ドルに制限 ・薬価引き下げ交渉の実施
住宅コスト抑制	・今後4年間で300万戸の新築住宅の建設 ・住宅を初めて購入する者100万人を対象に2.5万ドルの頭金を補助 ・住宅建設促進のため400億ドル規模の基金創設
低所得層などに対する支援	・生後1年未満の子供がいる家庭に対し、年間6,000ドルの税額控除 ・低所得層に最大1,500ドルの所得税控除

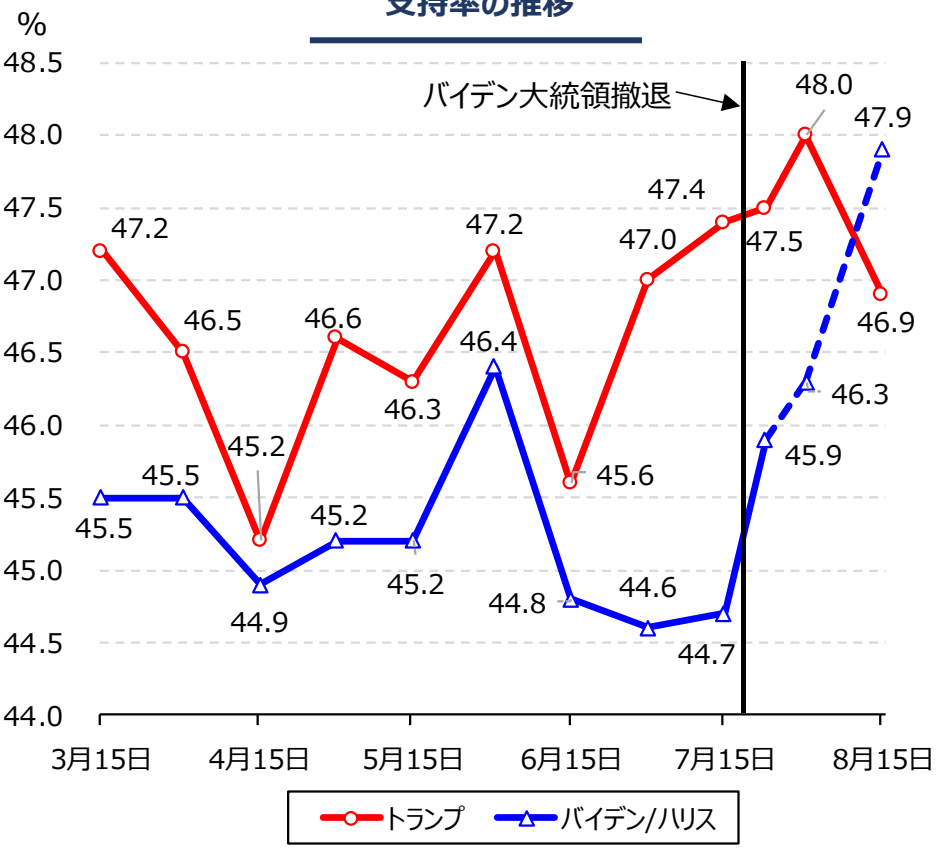
（出所）各種報道資料等より明治安田総研作成

民主党の候補者がハリスに代わってからトランプを逆転

■ リアル・クリア・ポリティクスによると、7月15日時点ではトランプ47.4%、バイデン44.7%と3ポイントの差がついていたが、バイデンが撤退しハリスに代わった後猛追し、直近の世論調査では逆転

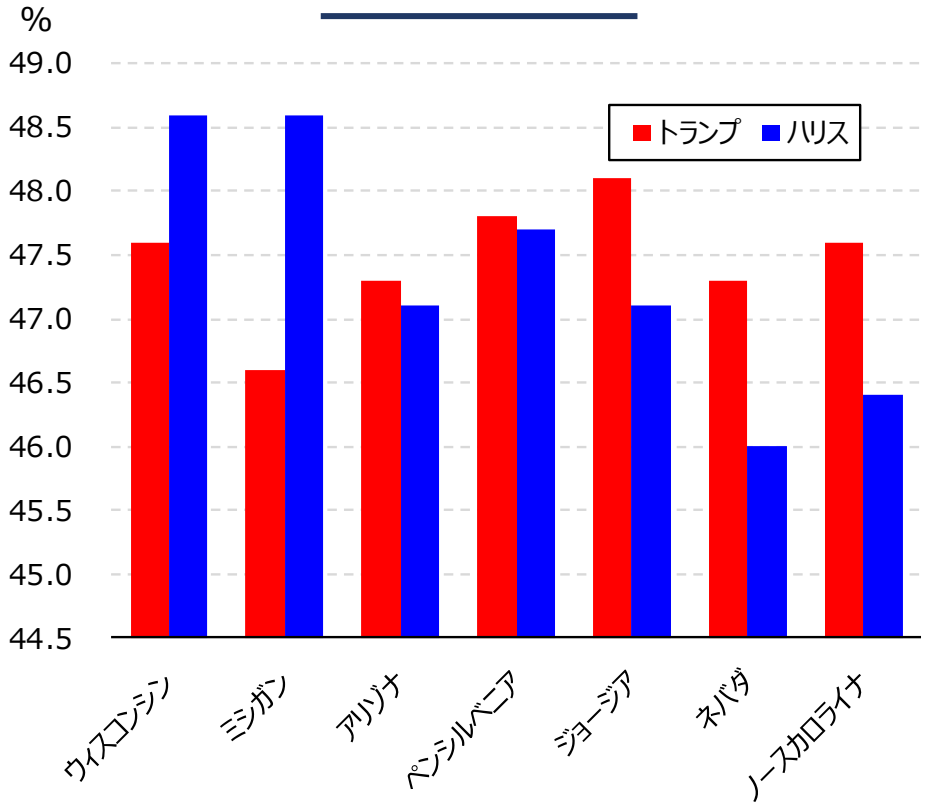
■ 激戦州は接戦。近年、米大統領選は激戦州をどちらが押さえるかで決まる傾向が強まっている。ハリスはミネソタ州の知事であるウォルズを副大統領候補に起用

支持率の推移



（出所）リアル・クリア・ポリティクスより明治安田総研作成

激戦州の支持率



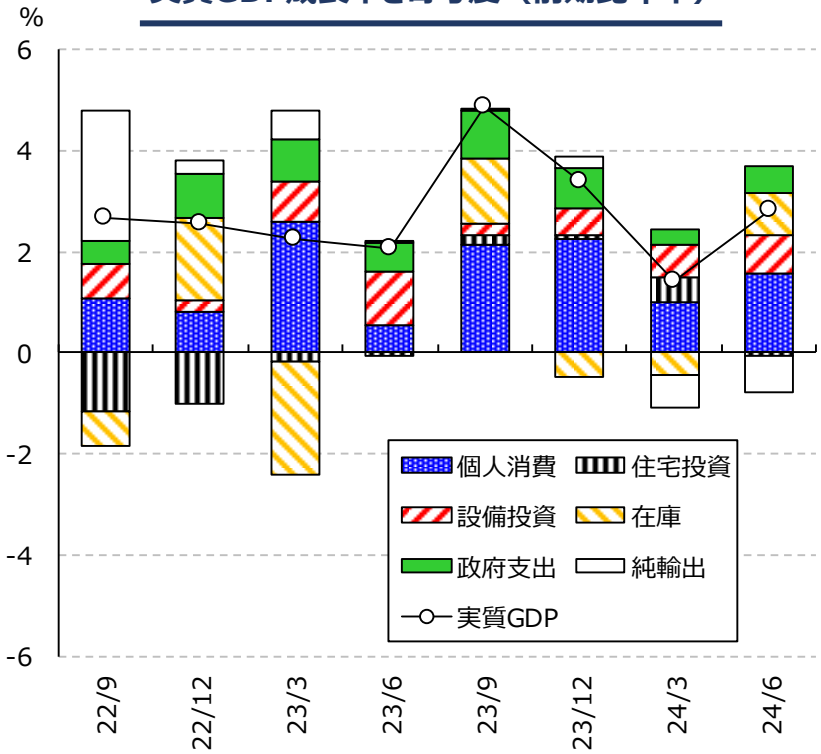
（出所）リアル・クリア・ポリティクスより明治安田総研作成

実質GDP成長率は8四半期連続のプラス

■ 2024年4－6月期の実質GDP成長率は前期比年率＋2.8%と、前期（同＋1.4%）から伸びが拡大。内外需別の前期比への寄与度を見ると、内需が＋3.56%ポイント、外需（純輸出）が▲0.72%ポイントで、内需は底堅い

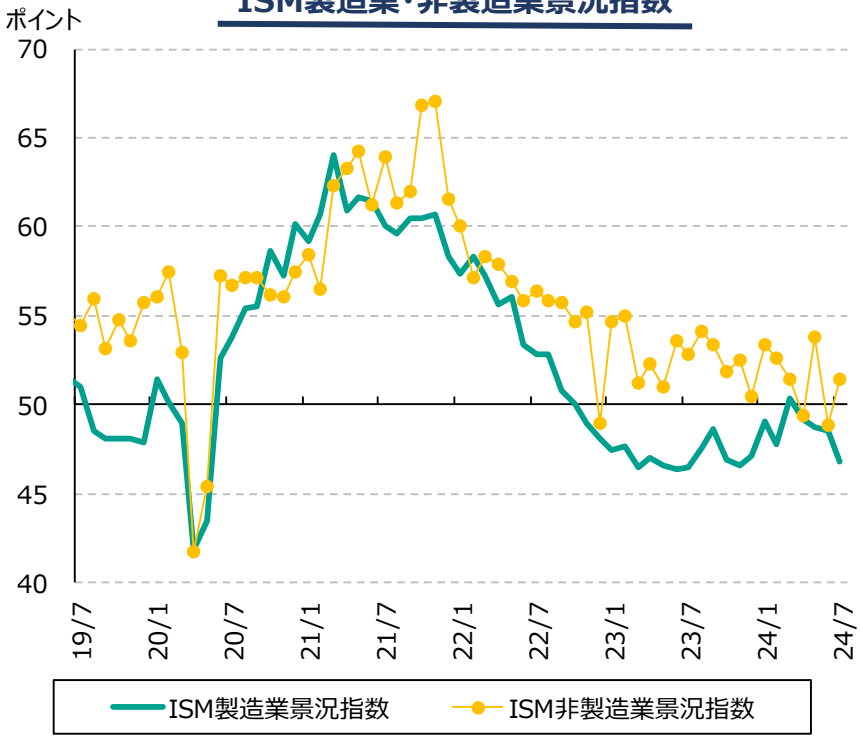
■ ISM景況指数を見ると、7月は製造業が46.8と4ヵ月連続で悪化。一方、非製造業は51.4と2ヵ月ぶりの改善。業種によって景況感に差

実質GDP成長率と寄与度（前期比年率）



（出所）米商務省

ISM製造業・非製造業景況指数



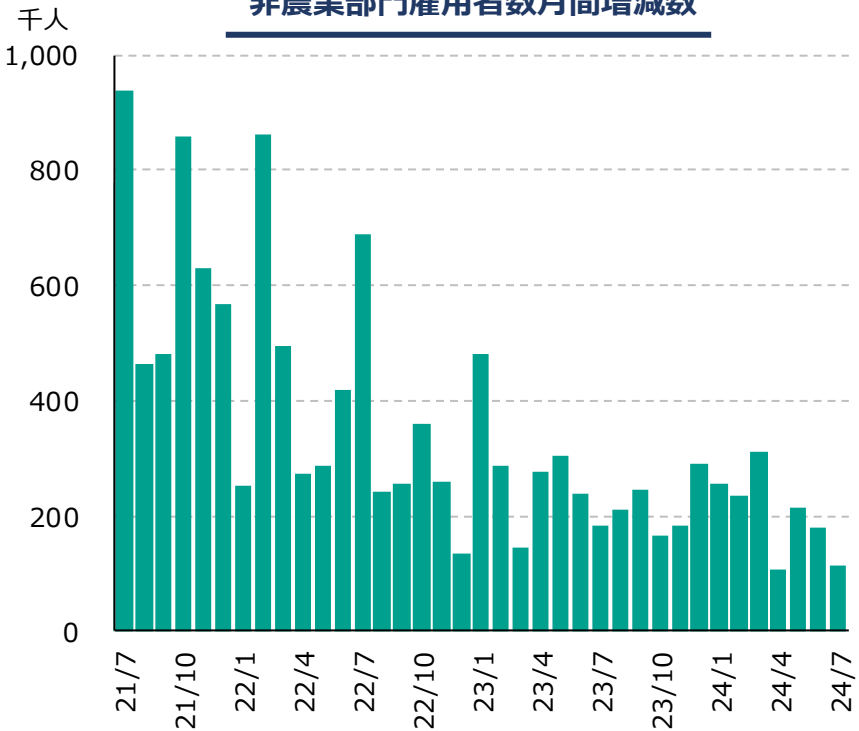
（出所）米サプライマネジメント協会（ISM）

失業率は4ヵ月連続で上昇

■ 7月の非農業部門雇用者数は前月比＋11.4万人と、市場予想（同＋17.5万人）を大きく下回った。トレンドを示す3ヵ月後方移動平均は前月比＋17.0万人と2ヵ月連続でコロナ禍前の5年平均値（同＋20.0万人）を下回った

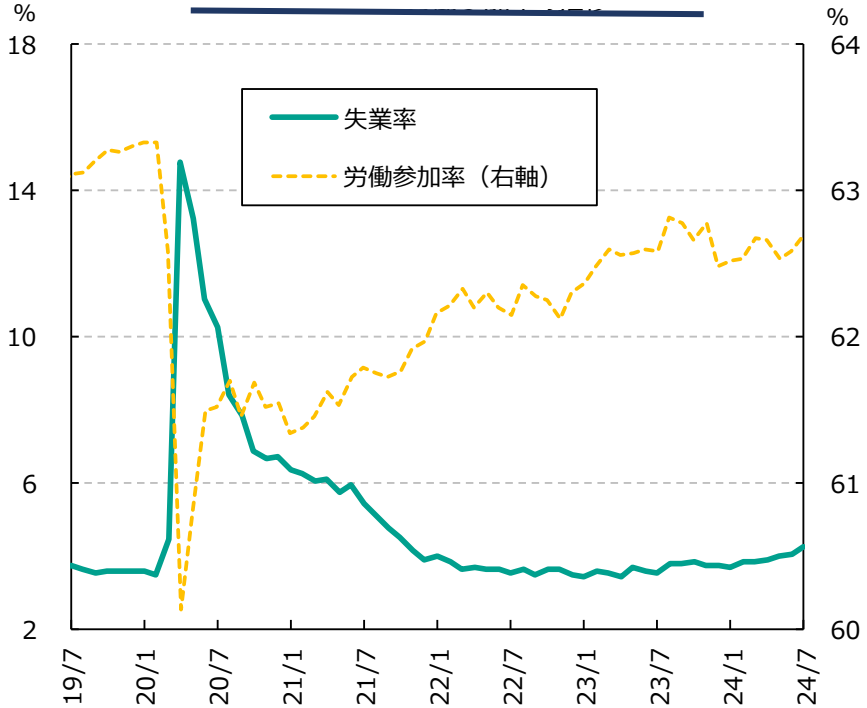
■ 7月の失業率は4.3%と前月から0.2%ポイント上昇。これで4ヵ月連続の上昇となり、2021年10月以来の高水準となった。27週以上の長期失業者が5ヵ月連続で増加しているほか、失業者1人当たりの求人数が1.20件（6月）とコロナ前の2020年2月の水準を下回るまで低下しており、少しずつ職が見つけづらくなってきている可能性

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



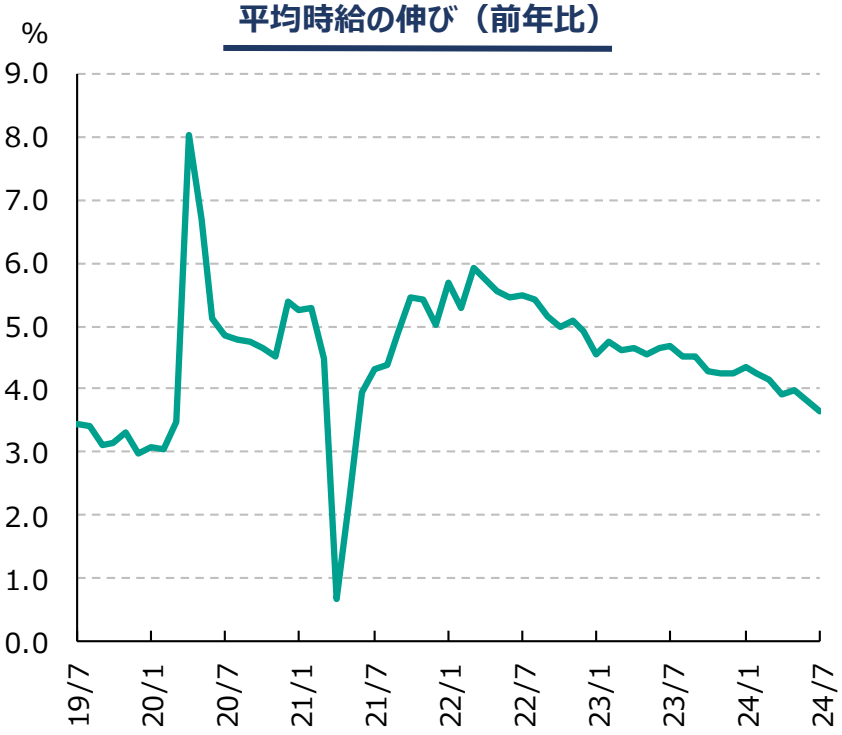
（出所）米労働省

賃金上昇率は鈍化傾向

■ 7月の平均時給の伸びは前年比＋3.6%と、2ヵ月連続で鈍化。前月比でも＋0.23%と、前月（同＋0.32%）から鈍化し、過去12ヵ月平均（同＋0.31%）も下回った。今後についても、パートタイムや移民が就業者数の増加に寄与するとみられることなどから、賃金上昇率は鈍化傾向で推移すると予想

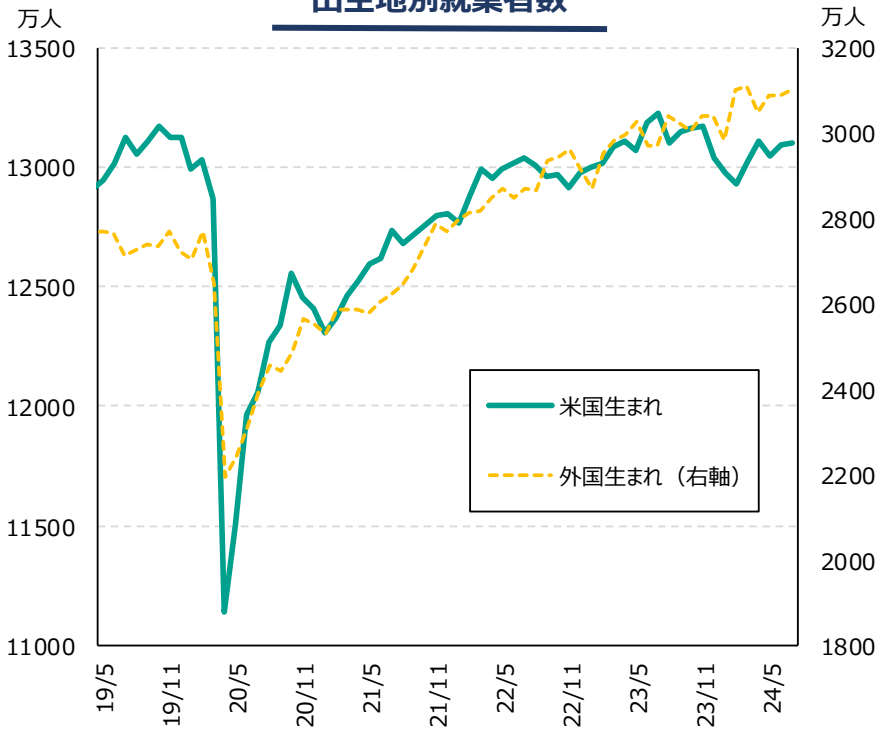
■ 出生地別に就業者数を見ると、外国生まれの就業者数が昨年央から増加幅を拡大させていることが確認できる。米議会予算局（CBO）の調査では、2024年の移民の純流入者数は約330万人となる見通しで、移民の流入が当面は労働供給の増加要因となる可能性が高い

平均時給の伸び（前年比）



（出所）米労働省

出生地別就業者数



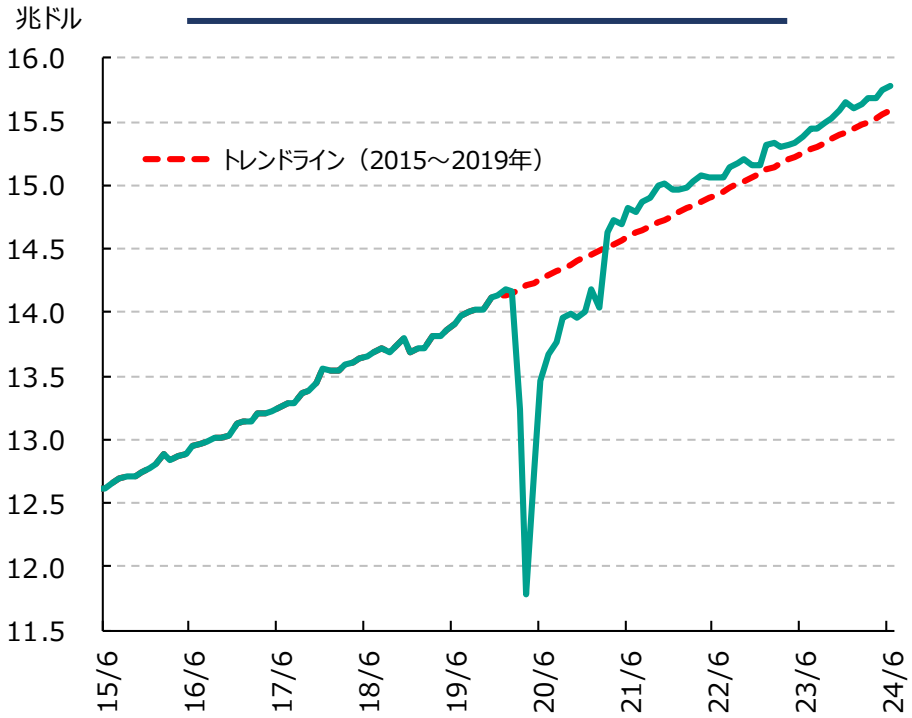
（出所）米労働省

ここまでの個人消費は底堅い

■ 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

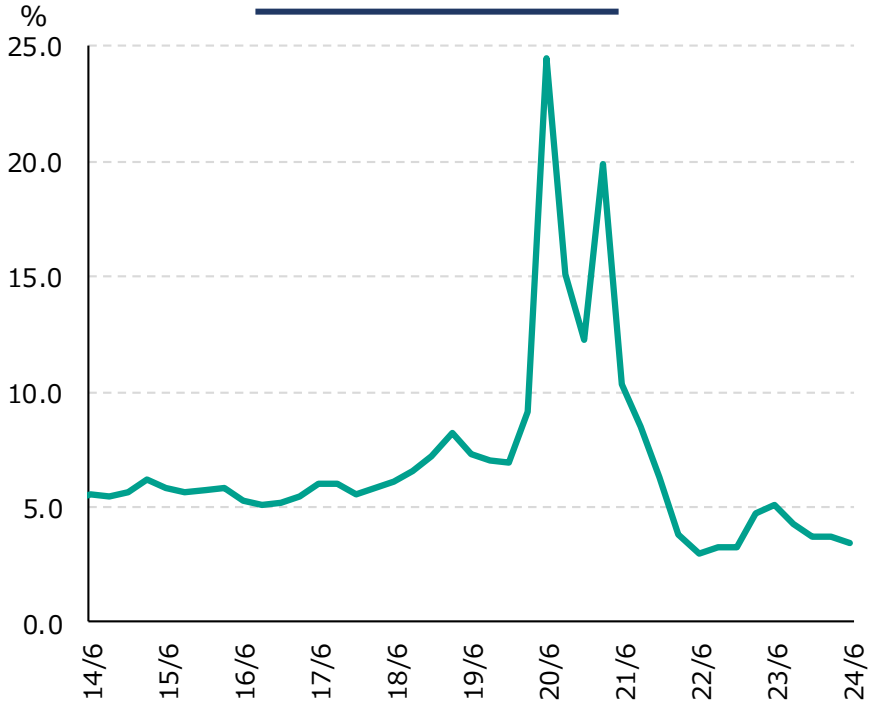
■ 4－6月期の可処分所得の伸びは前期比年率＋3.6%と、個人支出の伸び（同＋4.9%）を下回っており、その結果、貯蓄率は3.5%と2022年10－12月期以来の低水準に

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

貯蓄率の推移



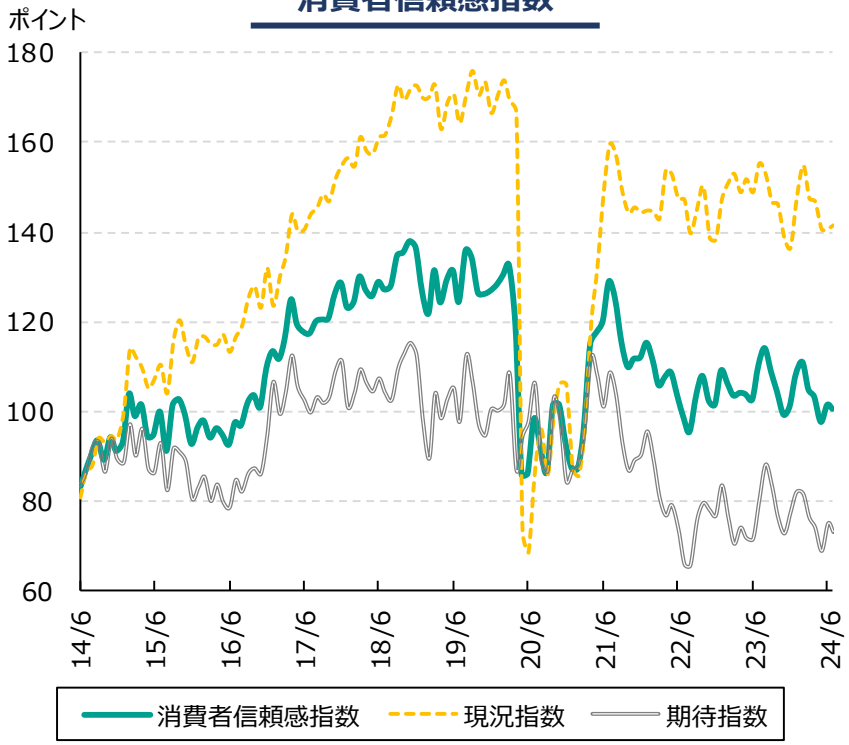
（出所）米商務省

低所得層を中心に支出に慎重になる可能性

■ 6月の消費者信頼感指数は100.4ポイントと2ヵ月ぶりに悪化。年初からの低下幅は▲10.5ポイントとなっている。現況指数、期待指数ともに冴えない推移が続く

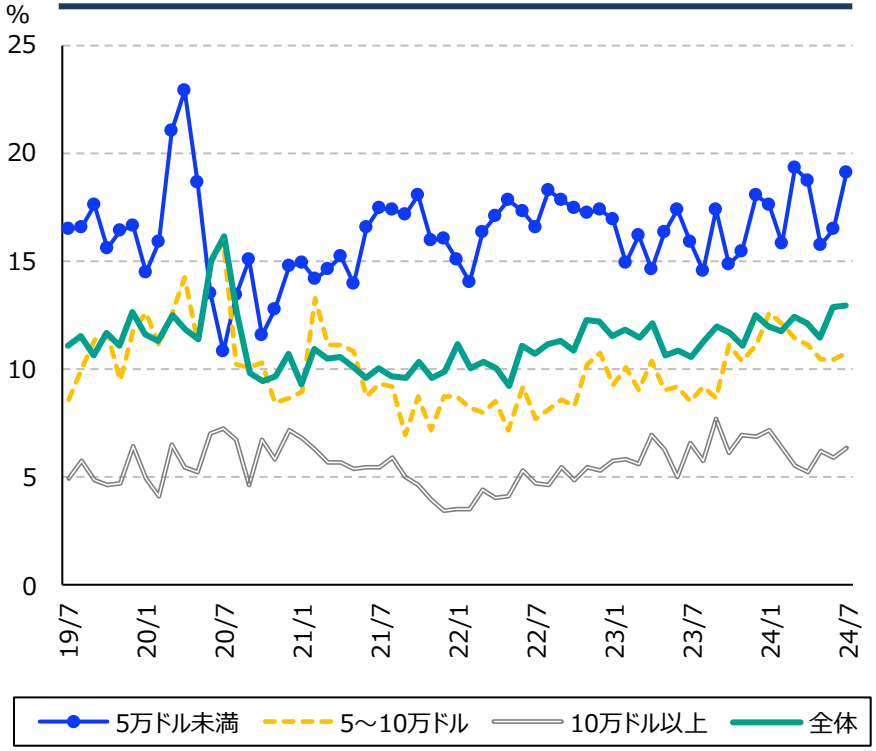
■ 今後3ヵ月間に債務返済が滞る可能性を示す「平均予想延滞率」は13.3%と約4年ぶりの高水準に。所得別に見ると、年収5万ドル未満の層の上昇が顕著に。信用条件の悪化は今後の個人消費の重石になると予想

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



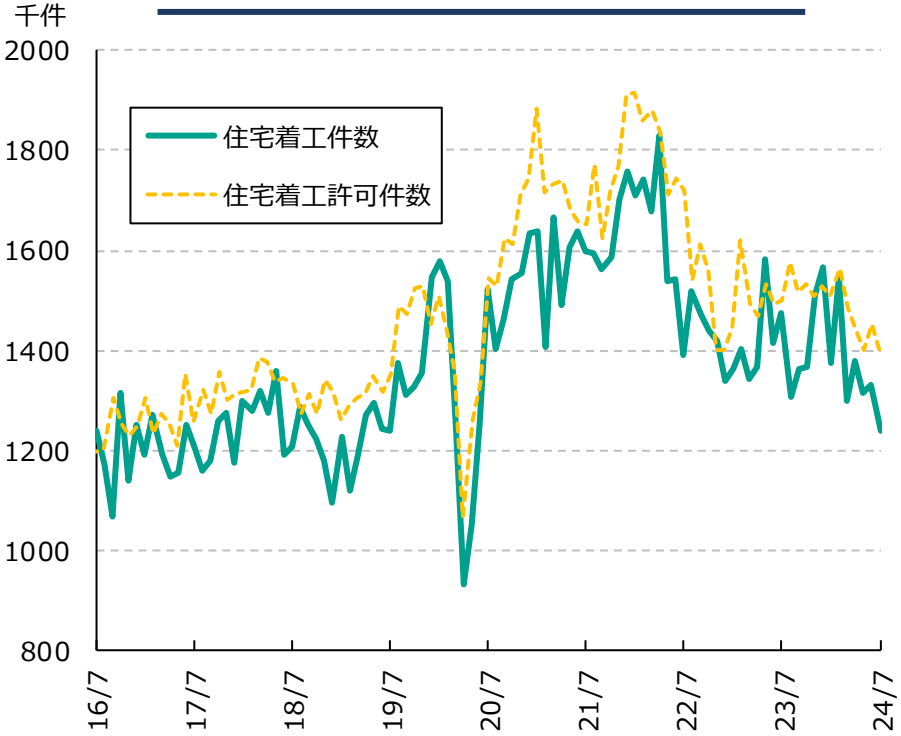
（出所）ニューヨーク連銀

住宅ローン金利の高止まりで着工件数は伸び悩み

■ 7月の住宅着工件数は123.8万件と、2ヵ月ぶりに減少。昨年12月時点からは▲33.0万件と冴えない推移が続く。先行指標である許可件数も減少傾向にある

■ 30年固定住宅ローン金利は高止まりが続く。金利上昇により住宅購入意欲は低下してきており、住宅投資は伸び悩むと予想

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

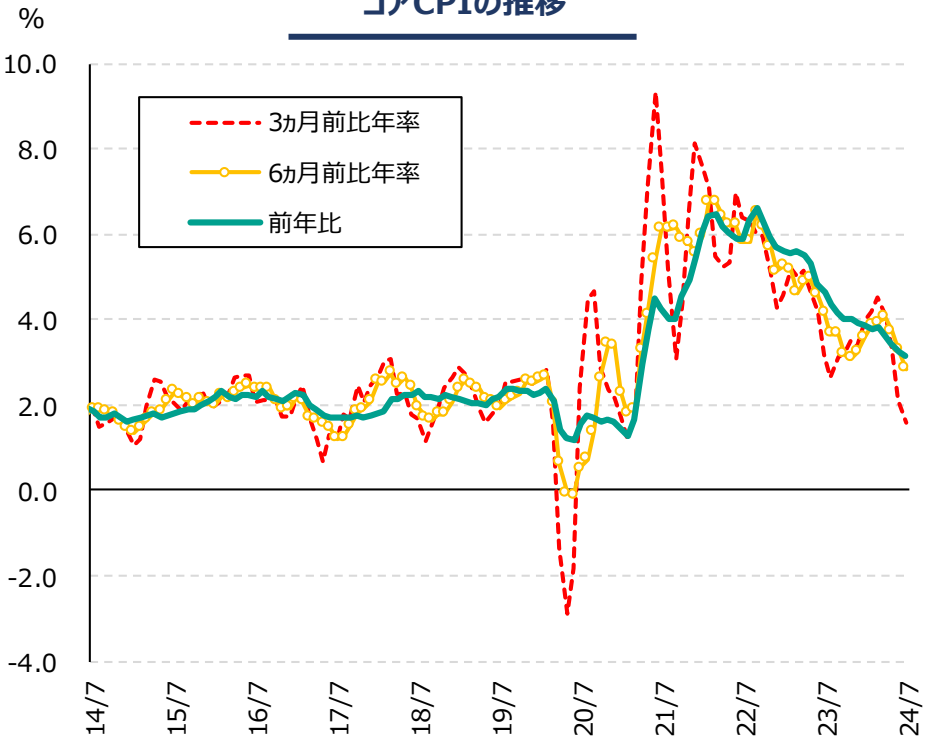
（出所）ニューヨーク連銀

利下げ開始時期は9月を予想

■ 7月のコアCPIは前年比＋3.2%と、4ヵ月連続で伸びが鈍化。モメンタムを示す3ヵ月・6ヵ月前年率も低下基調をたどっている。財価格はすでに低下しているが、賃金上昇率の鈍化に伴いサービス価格も低下に向かうと見込まれることから、インフレ率は鈍化傾向が続くとみる

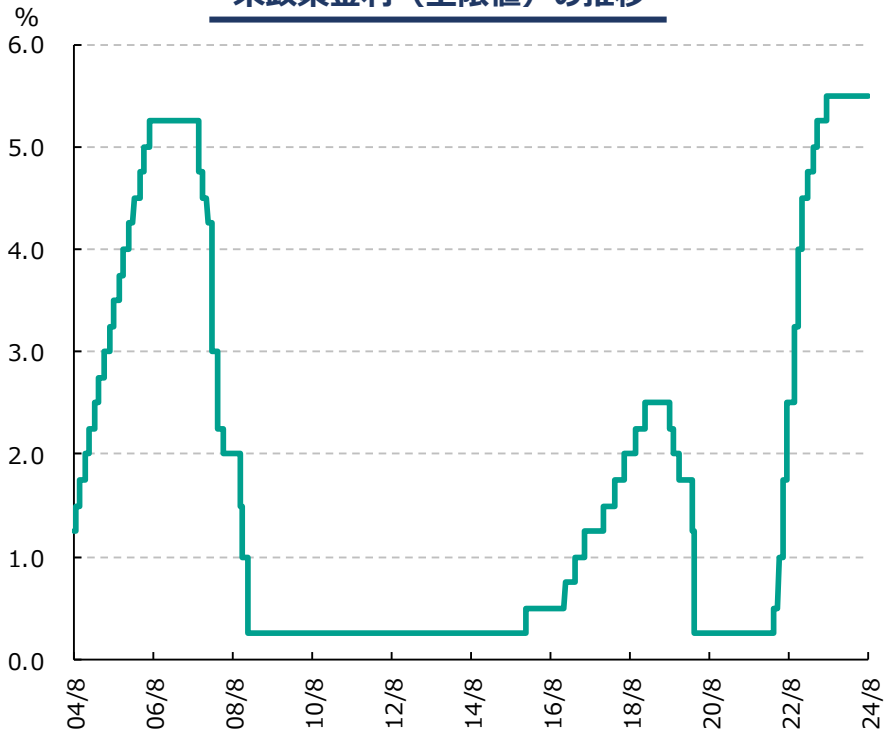
■ 7月のFOMCでは、8会合連続で政策金利がすえ置かれた。インフレ率は今後も鈍化傾向で推移すると見込まれるほか、労働市場の冷え込みに対する警戒感を示しており、当研究所では9月に利下げ開始と予想

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4－6月期実質GDP成長率は前期比＋0.3%、英国は同＋0.6%となった。ユーロ圏ではドイツ（1－3月期：同＋0.2%→4－6月期：同▲0.1%）がマイナス成長に転落も、フランス（同＋0.3%→同+0.3%）とイタリア（同＋0.3%→同＋0.2%）には底打ち感が見え、観光業が堅調なスペイン（同＋0.8%→同＋0.8%）は好調継続
- 欧州経済は、最悪期を脱したとみる。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、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等により、外需は力強さに欠ける推移になるとみられ、また、フランスの政情不安などから銀行の融資態度は依然厳しい。緩慢な景気回復ペースを予想
- ECBの7月理事会は主要政策金利のすえ置きを決定（中銀預金金利：3.75%）する一方、外需の弱さ等から景気判断を「短期的には均衡している」から「下方に傾いている」へと下方修正した。インフレ率は2%台半ばで下げ渋っているものの、景気悪化リスクに対して先手を打つ「予防的利下げ」への支持は根強いとみて、2025年末まで、四半期に1回程度のペースで利下げを続けると予想

主要経済指標		歴年ベース		予測	2023年	2024年			予測	2025年			
		2023	2024	2025	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%	**0.7%**	**1.5%**	0.0%	**0.3%**	**0.3%**	**0.2%**	**0.4%**	**0.4%**	**0.5%**	**0.4%**	**0.5%**
	前回	0.4%	0.7%	1.6%	▲0.1%	0.3%	0.2%	0.4%	0.4%	0.4%	0.5%	0.4%	0.5%
HICP（総合、※）	今回	5.4%	**2.5%**	**2.0%**	2.9%	**2.4%**	**2.5%**	**2.3%**	**2.2%**	**2.1%**	**2.1%**	**2.0%**	**2.0%**
	前回	5.5%	2.4%	2.0%	2.9%	2.4%	2.4%	2.2%	2.2%	2.1%	2.1%	2.0%	2.0%
政策金利（期末値）	今回	4.00%	**3.25%**	**2.50%**	4.00%	**4.00%**	**3.75%**	**3.50%**	**3.25%**	**3.00%**	**2.75%**	**2.50%**	**2.50%**
	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%

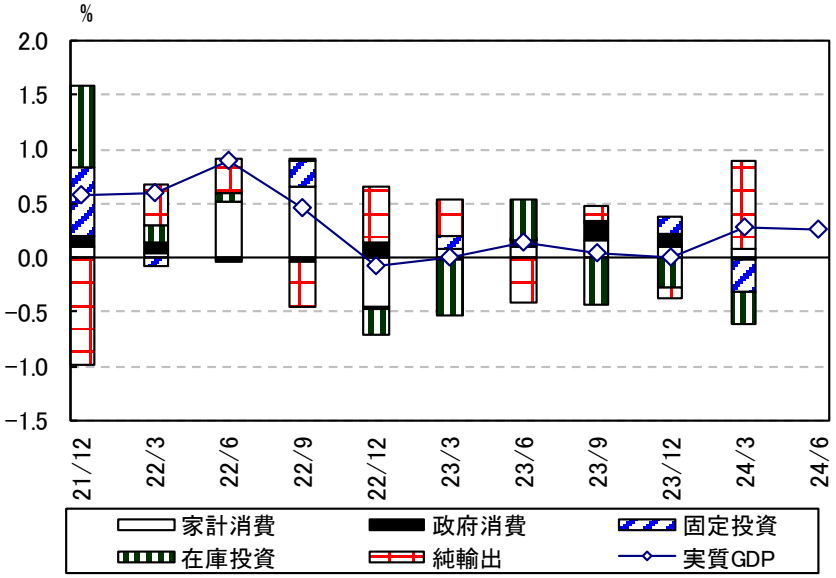
※暦年は平均値、四半期は期末値を記載　　・前回は5月経済見通し時点

景気に底打ち感、低迷するドイツをスペインがカバー

- 4－6月期の実質GDP成長率は前期比＋0.3%と、前期と同じ伸び率に
- ドイツ（1－3月期：同+0.2%→4－6月期：同▲0.1%）がマイナス成長に転落、フランス（同＋0.3%→同+0.3%）とイタリア（同＋0.3%→同＋0.2%）に底打ち感。観光業が堅調なスペイン（同＋0.8%→同＋0.8%）は好調継続

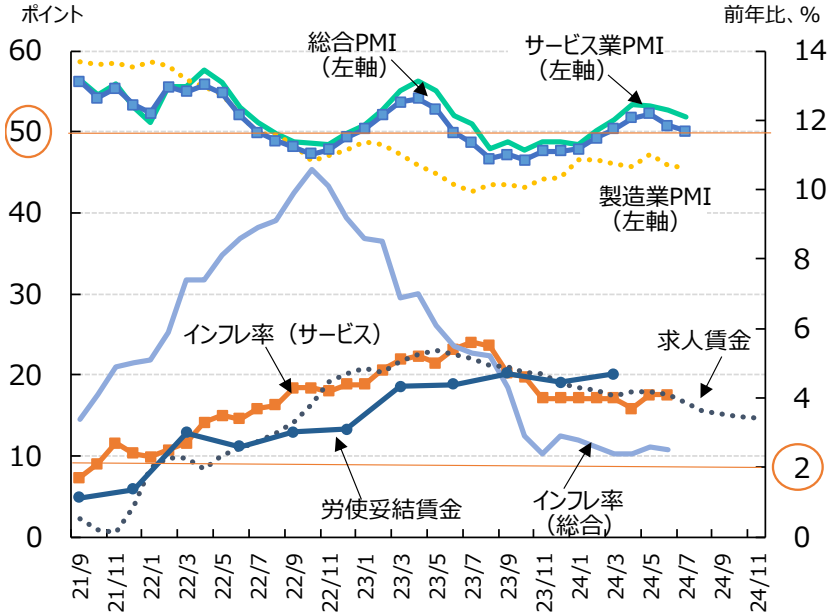
- ユーロ圏企業購買担当者景気指数（PMI)を見ると、7月は総合で50.2と、5ヵ月連続で好不況の境目となる50を上回った。製造業は軟調もサービス業に持ち直しの動き
- 実質賃金が10－12月期にプラス転換したことで、景気に底打ち感
- ユーロ圏の7月インフレ率は前年同期比＋2.6%。サービス価格の伸びは下げ渋っているものの、財価格の伸びは落ち着いてきている。総合インフレ率の鈍化基調に変化はない

ユーロ圏 実質GDP成長率と寄与度（前期比）



（出所）ファクトセット

ユーロ圏PMIとインフレ率



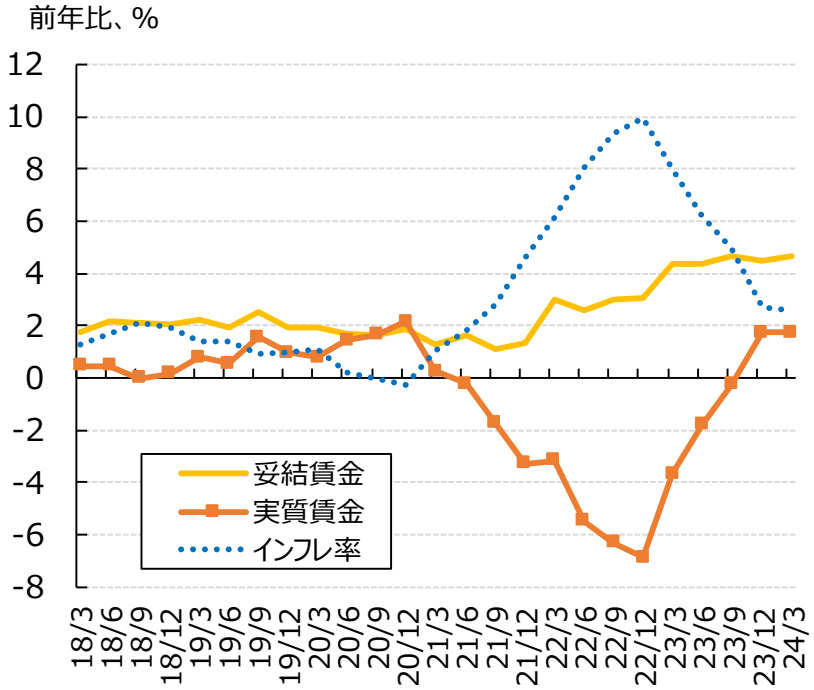
出所：ブルームバーグのデータより明治安田総研作成。求人賃金はIndeed社、3ヵ月移動平均、6ヵ月先行

個人消費は持ち直し、生産は低迷中

- 1-3月期のユーロ圏労使妥結賃金は、前年同期比＋4.7%と前期（同＋4.5%）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、実質賃金はプラス転換となった。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

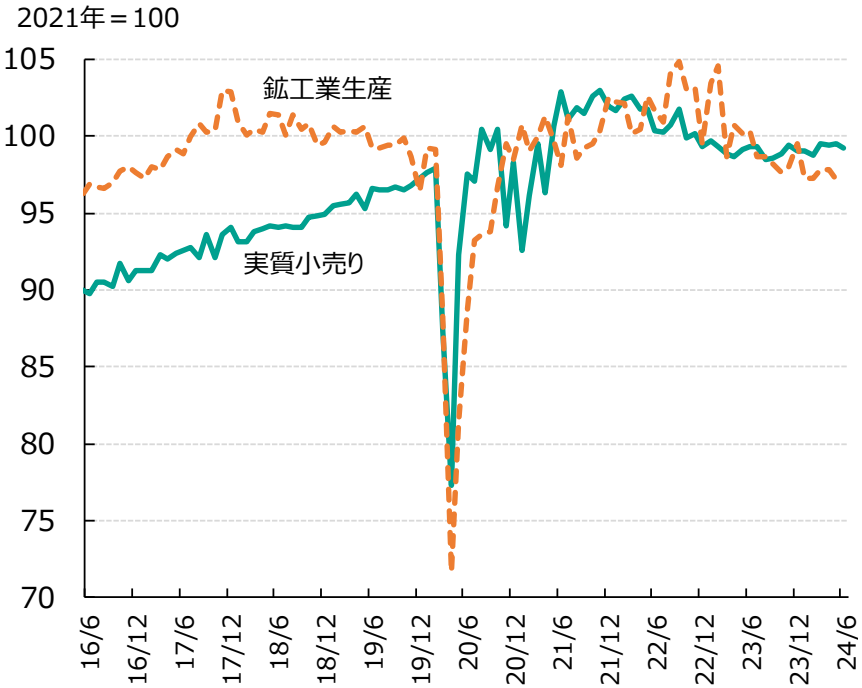
- ユーロ圏の実質小売売上高は実質賃金プラス転換を背景に持ち直しの動き
- 一方、鉱工業生産は低迷している。フランスの政情不安による投資先送りや冴えない中国向けの輸出動向などが背景にあるとみられる

労使妥結賃金と実質賃金



出所：ファクトセット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）

ユーロ圏小売売上高と鉱工業生産



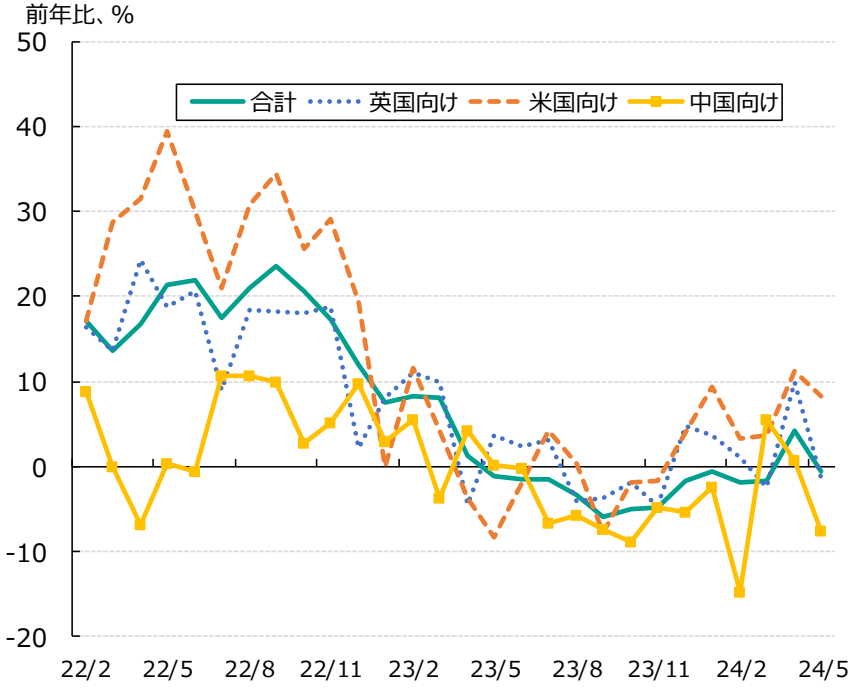
出所：ブルームバーグのデータより明治安田総研作成

外需は冴えず、ドイツの失業率は上昇傾向

- 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
- 米国向けは足もと堅調であるが、米景気の減速が鮮明になってくるようであれば、ユーロ圏の輸出は下支え役を失うことになる。外需に期待できる状況ではない

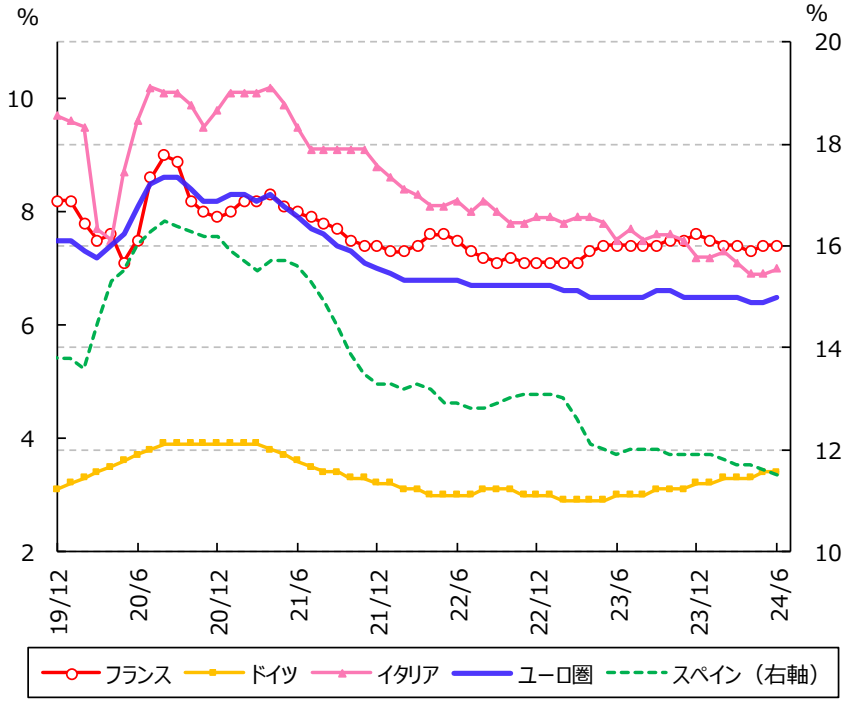
- 6月の失業率は6.5%と低水準が続いており、雇用情勢は底堅い。ECBはインフレ抑制に集中できる環境
- 主要国ではドイツの失業率が上昇傾向にある一方で、スペインの失業率は低下傾向にある。経済動向の違いを反映した動き

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



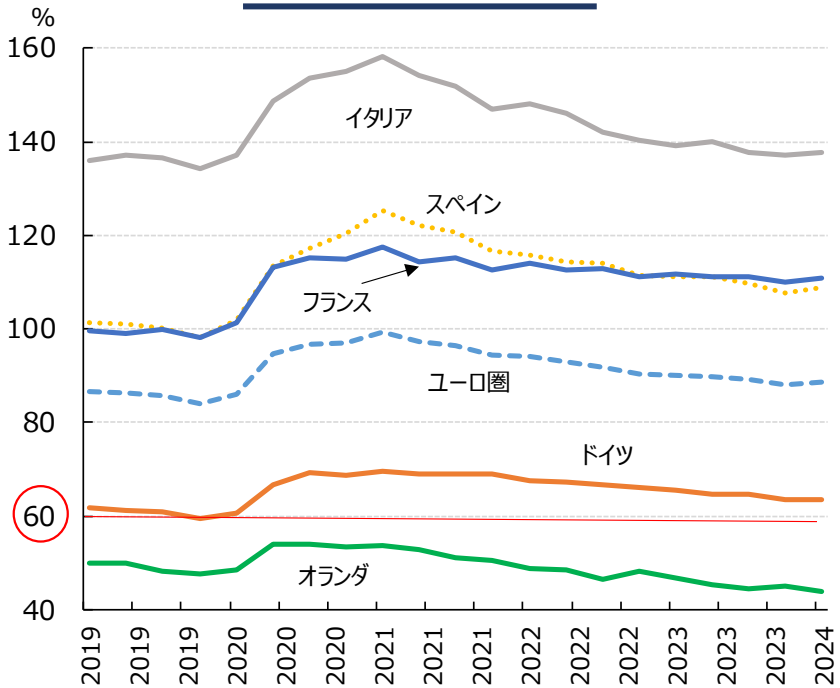
(出所)ユーロスタット

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3月末時点で111%とスペインを上回る
- 現在仏下院で絶対多数政党は存在せず、与党連合は穏健な左派政党との協力を模索している模様であるが、左派の影響力拡大は財政健全化の後れを連想させる

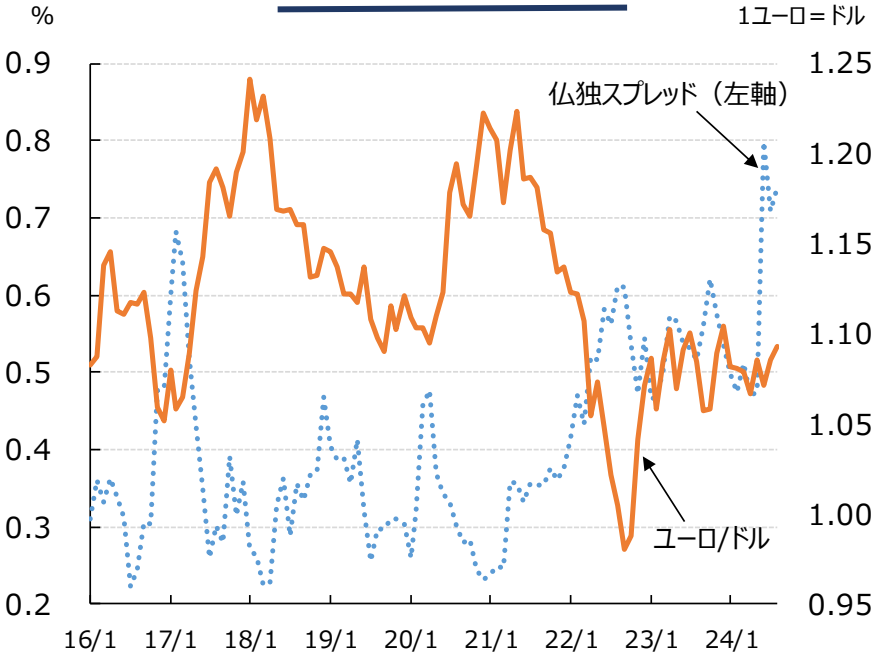
- 仏独スプレッドは足もと0.7%台と、仏下院議会選挙前の水準からは低下も、極右政党のルペン氏が大統領選で善戦した2017年の水準付近で高止まり
- 政府は9月20日までに欧州委員会に財政改善計画を提出しなければならないが、フランスの政情不安は当面継続する見込みで、欧州経済の大きなリスク要因

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



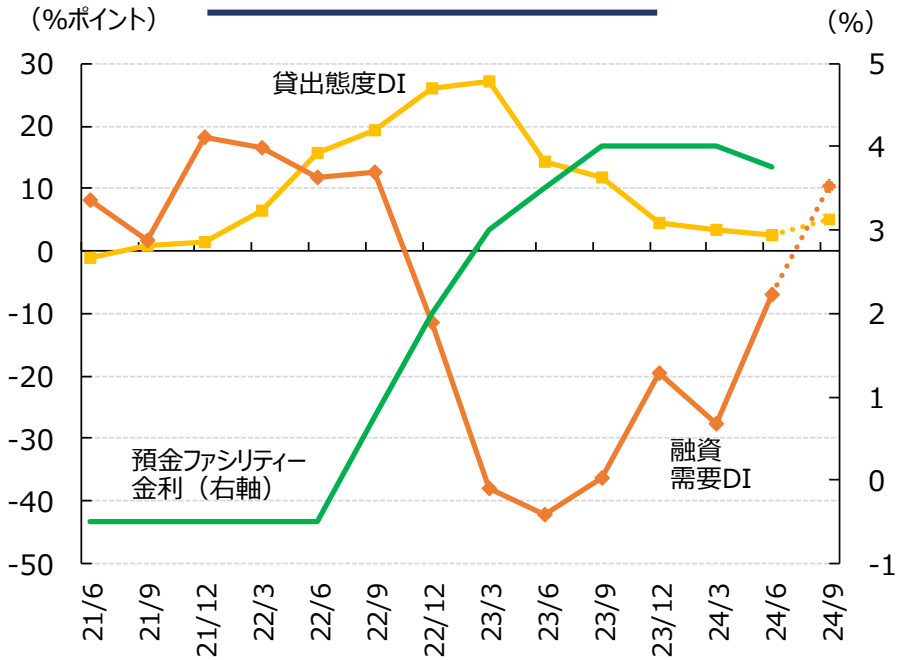
出所：ブルームバーグのデータより明治安田総研作成

ECBの利下げペースは四半期に1度か

- ユーロ圏7月銀行融資担当者調査によると、貸出態度DI（「融資基準を引き締めた先」―「緩めた先」）が＋2.54%ptと、利下げ後も融資態度を厳しくする銀行が多い。融資需要の回復に応えきれていない模様
- フランスの政情不安が銀行のリスクテイク行動を抑制しているとみられ、フランスのDI上昇がドイツ等に波及したようだ。先行きDIは＋4.97%ptと域内銀行の慎重姿勢は続く見込みで、景気抑制要因に

- ECBの7月理事会は主要政策金利のすえ置きを決定（中銀預金金利：3.75%）する一方、外需の弱さ等から景気判断を「短期的には均衡している」から「下方に傾いている」へと下方修正
- インフレ率は2%台半ばで下げ渋っているものの、景気悪化リスクに対して先手を打つ「予防的利下げ」への支持は根強いとみて、2025年末まで、四半期に1回程度のペースで利下げを続けると予想

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。2024年7－9月期の数値は融資担当者の見通し。貸出態度DIは「融資基準を引き締めた先の割合」―「緩めた先の割合」。
資金需要DIは「融資需要の増加を報告した先の割合」―「減少を報告した先の割合」

ECBの金融政策

政策金利
預金ファシリティ金利　：＋3.75%
主要リファイナンスオペ金利：＋4.25%
限界貸出ファシリティ金利　：＋4.50%

資産買入れ
・資産買入れプログラム（APP） 債券の買入れは2022年7月1日に終了。2023年7月に再投資を停止
・パンデミック緊急買入れプログラム（PEPP） 債券の買入れは2022年3月末に終了。償還された債券の全額再投資は2024年6月末で終了となり、7月～12月末にかけては半額となる。2025年1月から再投資は全額停止へ
・伝達保護措置（TPI） 財政基盤の弱い加盟国の国債利回り上昇による域内格差を是正するための債券買入れ措置

民間金融機関への資金供給オペレーション
・条件付き長期資金供給オペレーション第3弾（TLTROⅢ） 銀行による返済が進み、段階的に縮小傾向

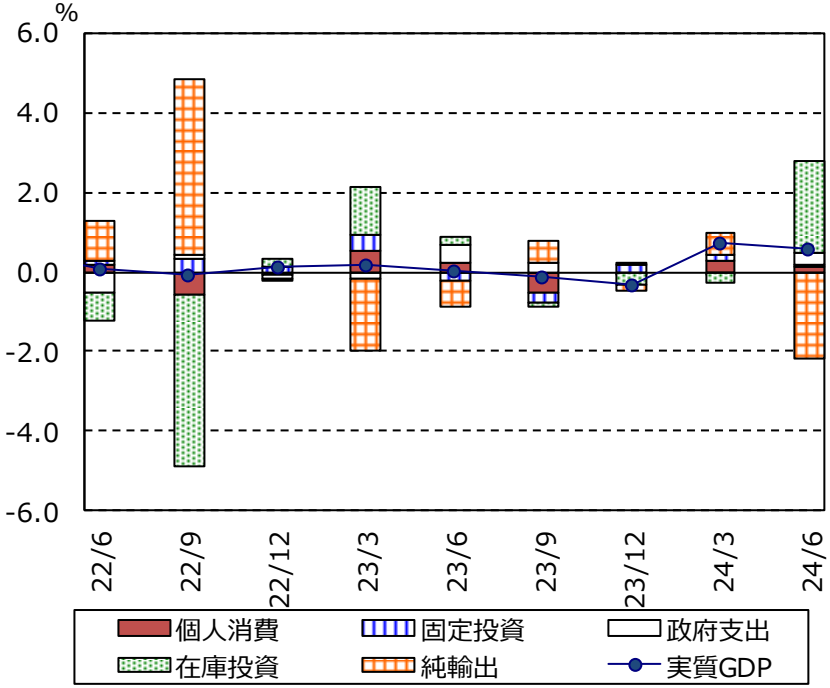
（出所）ECB公表資料より明治安田総研作成

BOEも利下げ局面入り

- 英国の4－6月期実質GDP成長率は前期比+0.6%と、2四半期連続のプラス成長。個人消費が同＋0.2%、設備投資が同＋0.4%と内需に持ち直しの兆し
- 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持ち直してきた模様

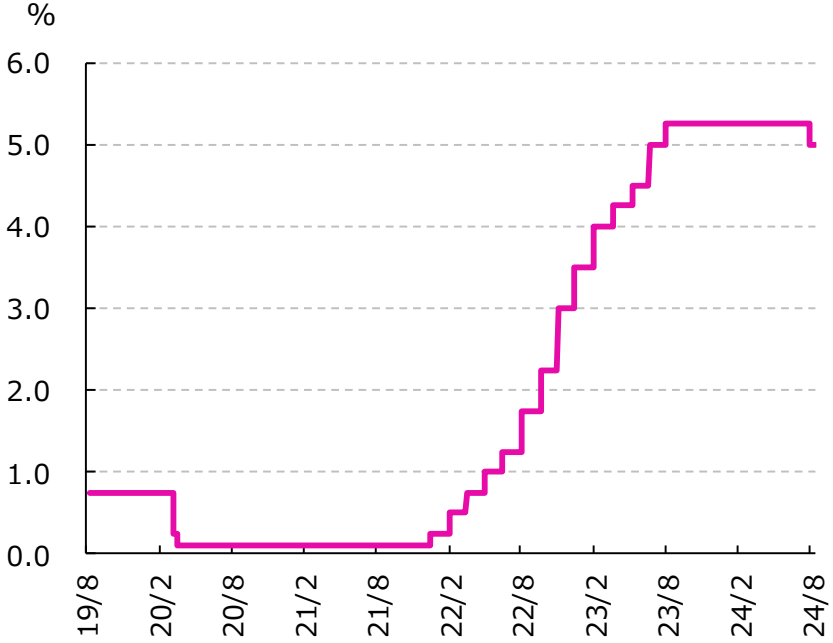
- 7月31日開催のBOE金融政策委員会は、5対4の評決で政策金利の引き下げ（0.25%pt）を決定
- 6月CPIでのサービス価格上振れは、スウィフト効果等による一時的な要因が大きい。改定された経済見通しでは、インフレ見通しが上振れる一方、失業率見通しが悪化した。ベイリー総裁はインフレと雇用を天秤にかけた結果、雇用悪化のリスクの方をやや重くみたようだ
- 2024年11月会合で追加利下げが実行されるとみる

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



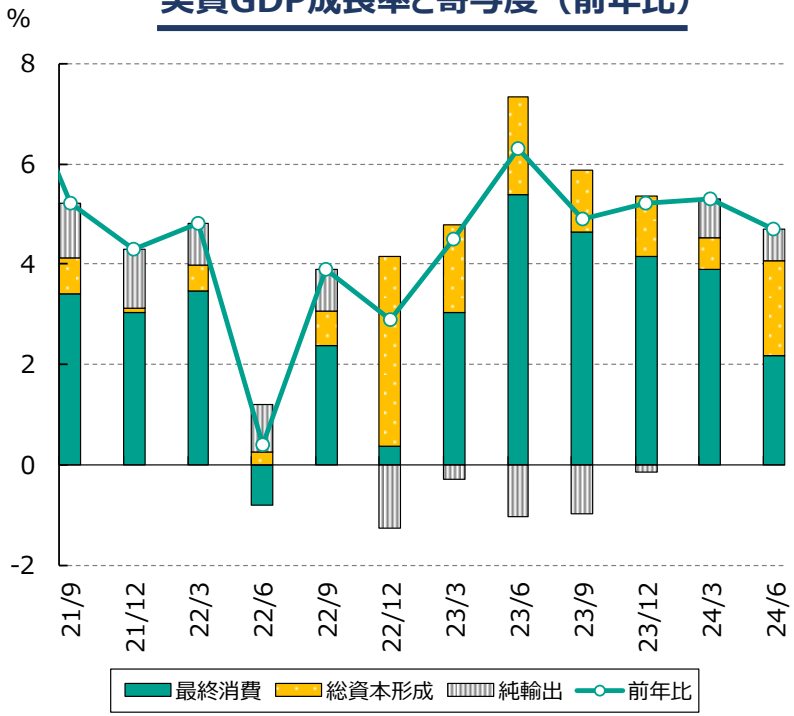
（出所）ファクトセット

景気は勢いを欠く推移が続く

- 4－6月期実質GDP成長率は前期比＋0.7%、前年比＋4.7％と、いずれも前期（同＋1.5％、同＋5.3%）から伸びが鈍化
- 景気の最大の足かせとなっている不動産市場に改善の兆しはなく、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

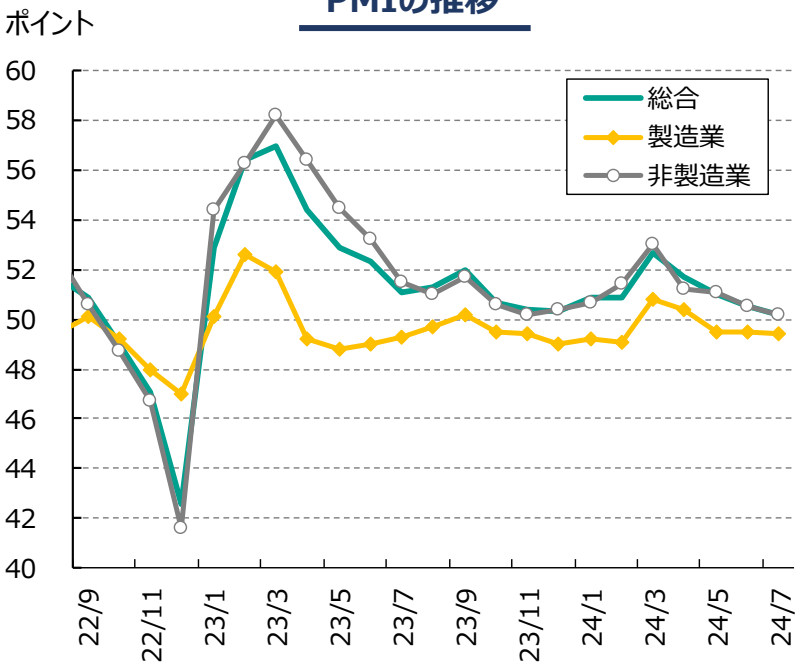
- 7月の製造業PMIは49.4ポイントと、好不況の境目である50を3ヵ月連続で下回った。構成指数別に見ると、新規受注、輸出向け新規受注が弱く、需要不足を示している。非製造業も50.2ポイントと、50割れ目前まで低下

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



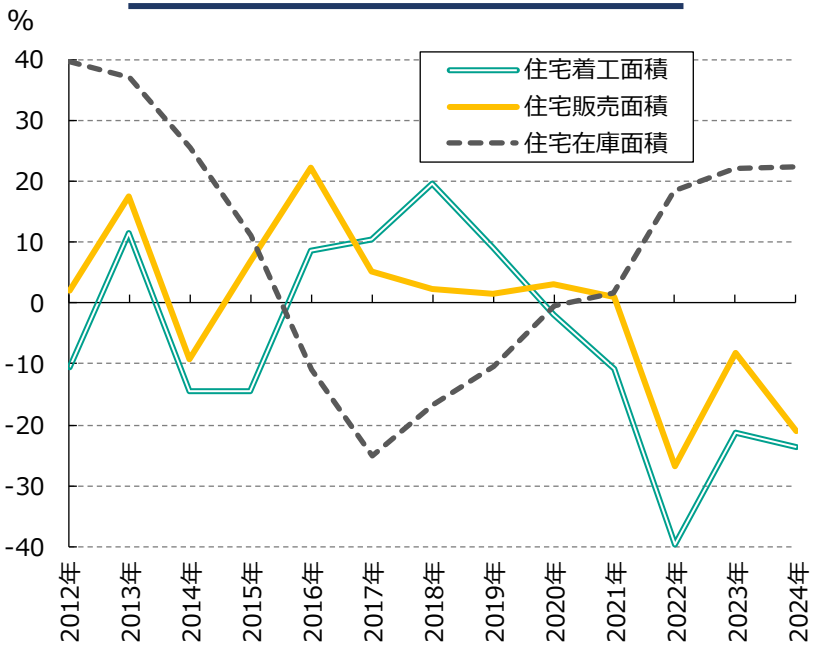
（出所）中国国家統計局

不動産市場に底打ちの兆しは見えない

■ 景気にとって最大の足かせである不動産市場に底打ちの兆しは見えない。不動産市場に関する主要指標を見ると、住宅着工面積、販売面積が大きく落ち込むなか、在庫面積が高止まり

■ 主要70都市の7月の新築住宅価格は前月比▲0.65%と、14ヵ月連続のマイナスとなった。住宅販売が低迷するなか、在庫の解消には時間を要するため、不動産不況が景気を幅広く下押しする状況は当面続くとみる

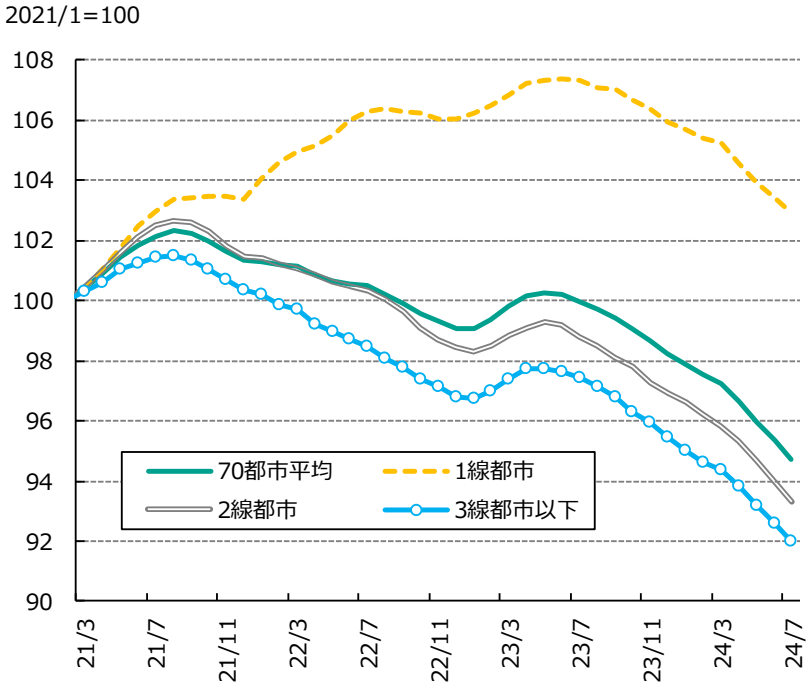
住宅着工、販売、在庫面積（前年比）



（出所）LSEG

※2024年は1－7月の前年比

新築住宅価格の推移（都市階級別）



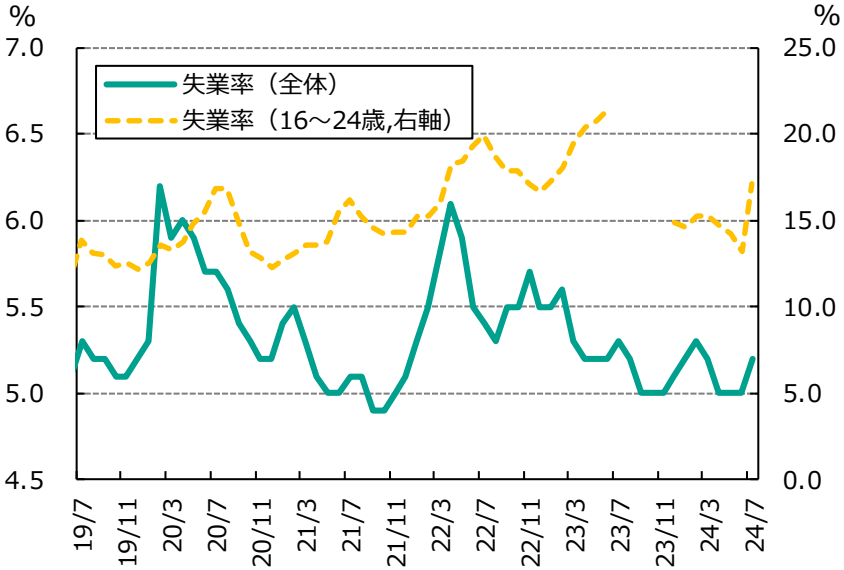
（出所）LSEG

家計の雇用、所得期待は低迷

■ 7月の都市部調査失業率は5.2%と、前月から0.2%ポイント上昇（悪化）。若年層（16～24歳）の失業率は、大学の卒業シーズン到来を受け、17.1%へ上昇

■ 中国人民銀行による4－6月期の預金者向けアンケート調査によれば、雇用期待や収入期待は、拡大・縮小の境目となる50を下回る推移が続いている

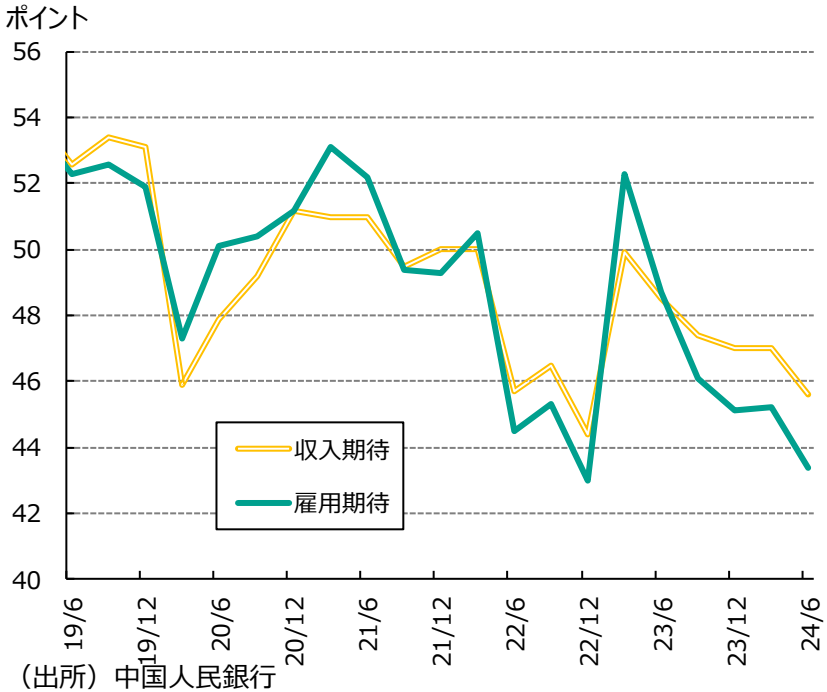
都市部調査失業率の推移



※23年7月～11月の若年層の失業率は未公表。また23年12月以降の値は学生を除く失業率

（出所）中国国家統計局

中国人民銀行の家計アンケート調査



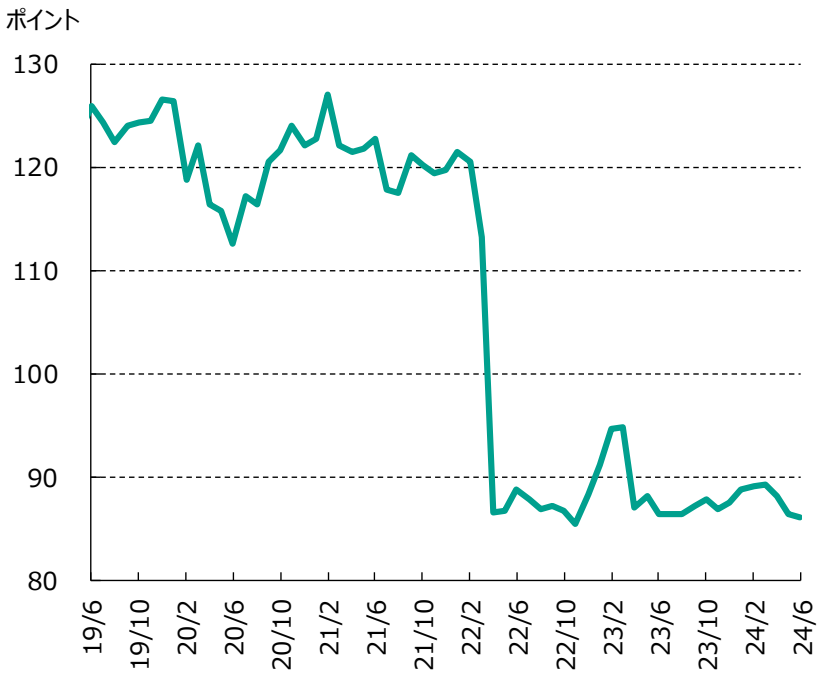
（出所）中国人民銀行

個人消費は低調な推移が続く

■ 6月の消費者信頼感指数は86.2ポイントと、3ヵ月連続で悪化。依然としてコロナ前の水準を大幅に下回っており、消費マインドは低迷

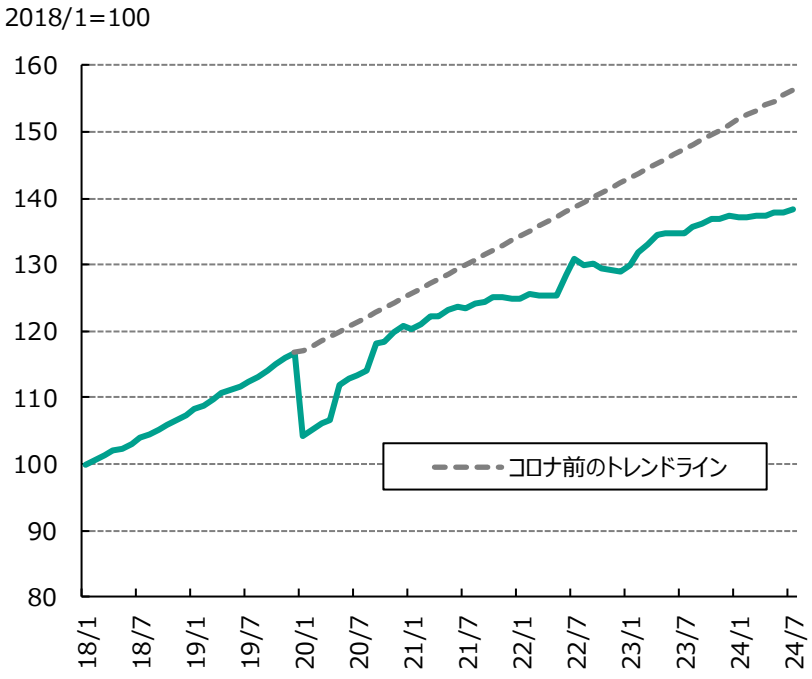
■ 小売売上高は、政府が消費財や自動車の買い替え支援等の内需喚起策を打ち出しているにもかかわらず、低調な推移が続いている。雇用・所得環境の改善の遅れに加え、住宅価格下落による逆資産効果が発生していることも影響。不動産市場の回復が見通せないなかでは、個人消費は引き続き低調な推移を余儀なくされよう

消費者信頼感指数の推移



（出所）中国国家統計局

小売売上高の推移



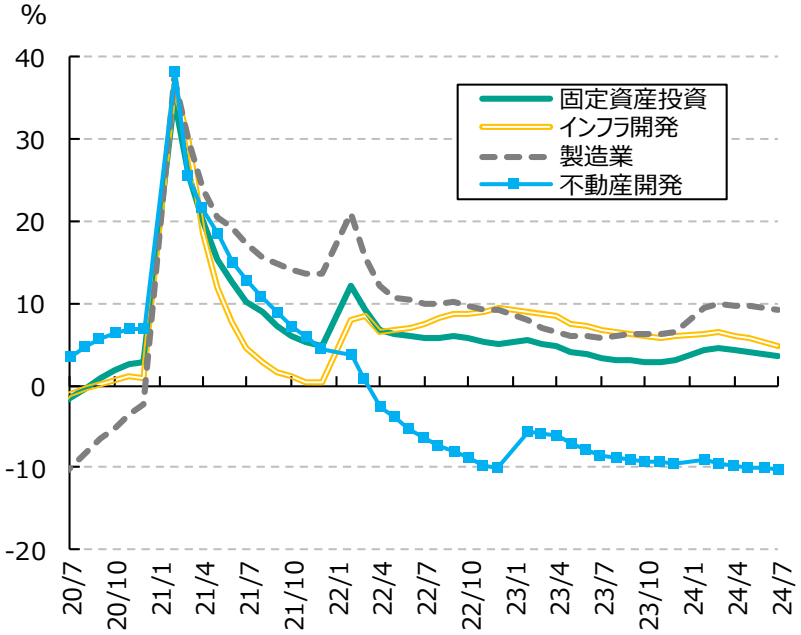
（出所）中国国家統計局より明治安田総合研作成

投資は不動産開発投資が足かせとなって緩慢な伸びが続く

■ 固定資産投資は、政府による大規模設備更新策等を受けて製造業投資の堅調さは維持されるとみるほか、インフラ開発投資も地方政府の特別債の発行を通じた政策支援により、底堅い推移をたどるとみる。もっとも、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にとどまると予想

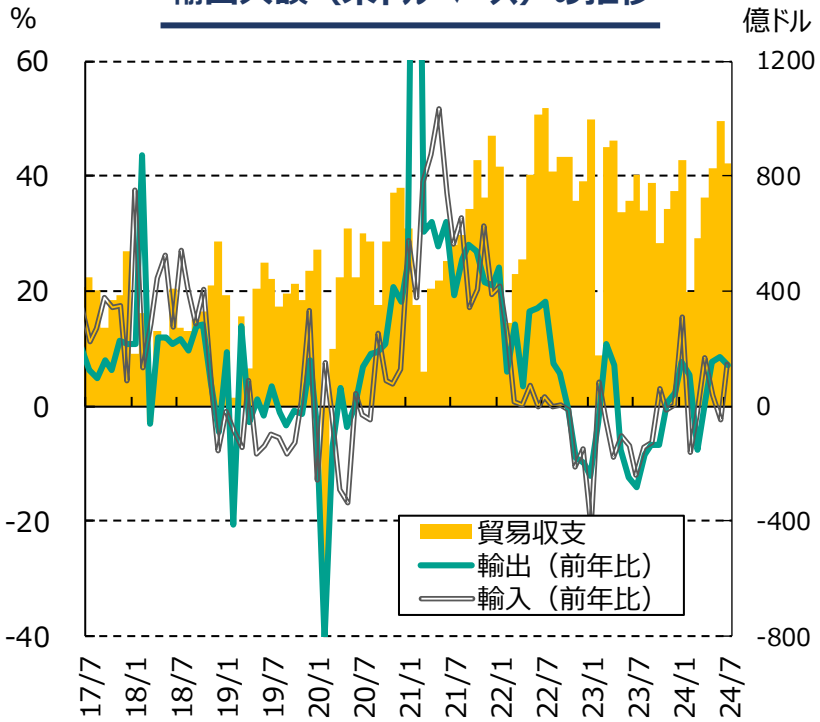
■ 輸出は持ち直しているものの、米国やEU等との貿易摩擦が容易には解決しないとみられるなか、景気をけん引するほどの回復は期待できない

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



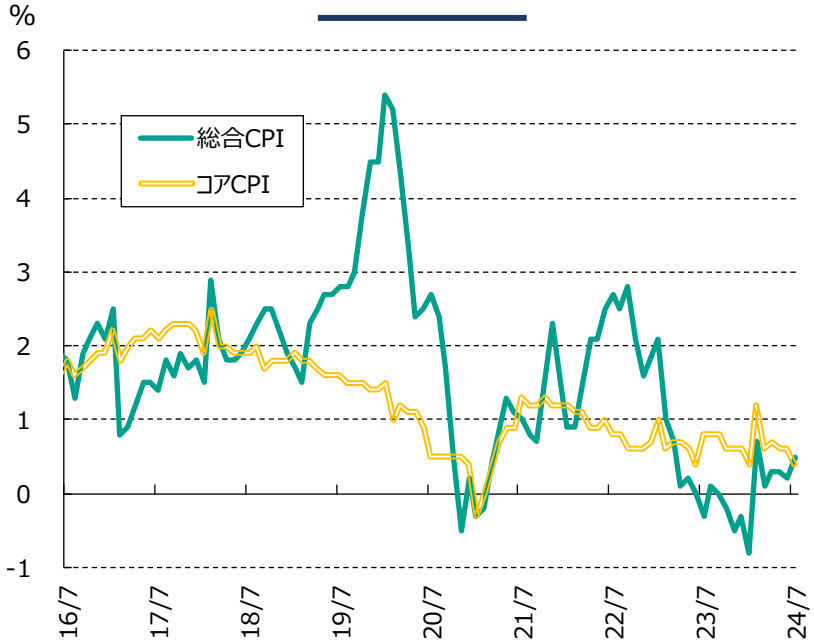
（出所）中国海関総署

追加金融緩和が実施される可能性が高い

■ 7月の食品とエネルギーを除くコアCPIは前年比＋0.4%と、前月（同＋0.6%）から伸びが鈍化。政府目標の同＋3%を大きく下回る推移が続いている。実体経済の弱さに起因するディスインフレ圧力は、今後も継続が見込まれる

■ 7月、 1年物・5年物ローンプライムレート（LPR）が0.10%ずつ引き下げられた。米国景気が今後緩やかに減速し、FRBが9月に利下げを開始すると見込まれるなか、人民元の資金流出懸念は後退している。国内景気下支えのため、年内にLPRや預金準備率の引き下げといった追加金融緩和に動く公算が大きい

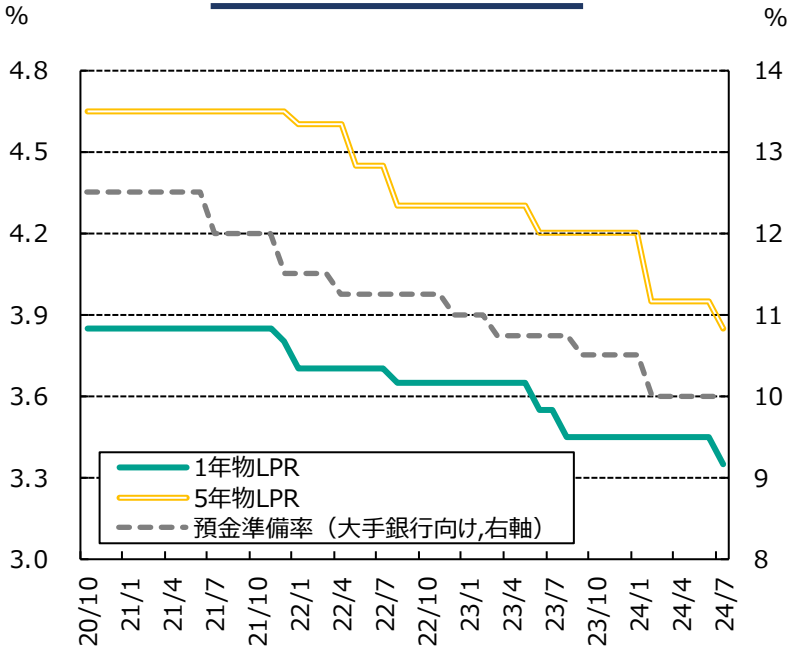
CPIの推移



（出所）中国国家統計局

※コアCPI：食品・エネルギーを除く

LPR、預金準備率の推移



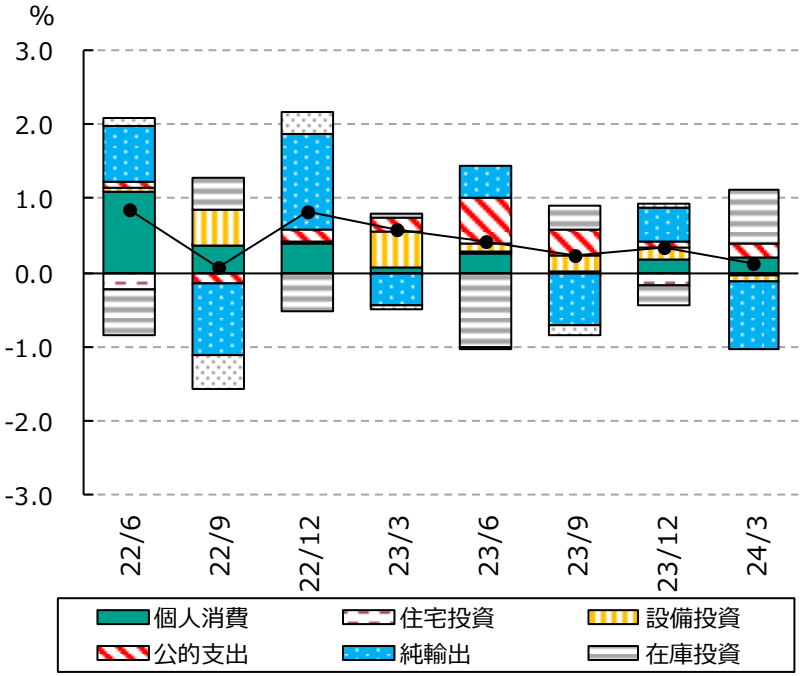
（出所）中国人民銀行

豪州景気は2025年以降持ち直し

- 1－3月期実質GDP成長率は前期比＋0.1%と、前期（同＋0.3%）から減速。輸出の伸びが2期ぶりにプラスに転じた一方、個人消費は高金利と物価高が重石となって低い伸びにとどまり、設備投資、住宅投資はマイナスだった
- 2024年中は内外需とも冴えない推移が続くとみる。ただし、2025年以降は、豪州準備銀行（RBA）の利下げ効果の浸透に伴い、景気は次第に持ち直すと予想

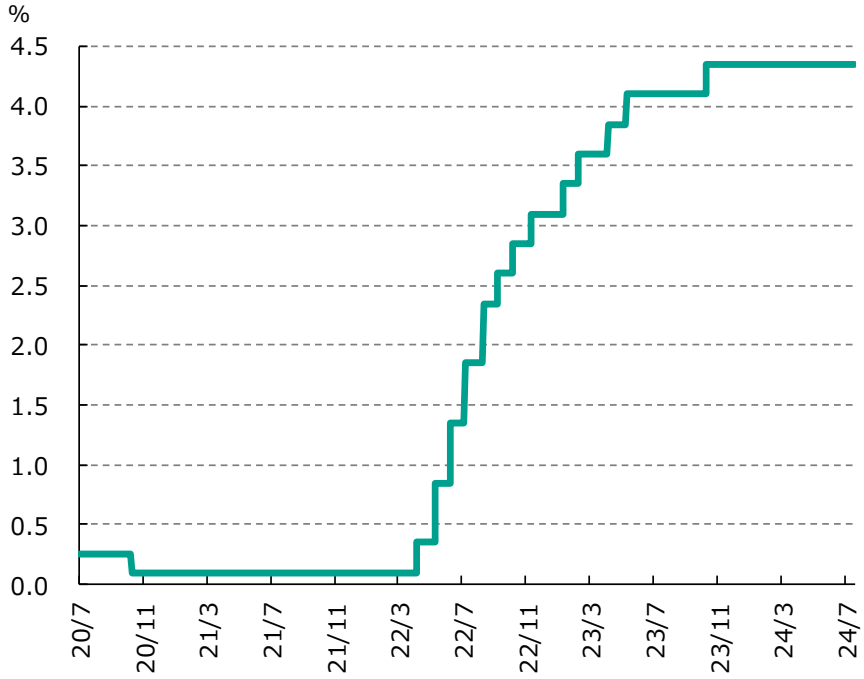
- RBAは、8月会合で政策金利を4.35%ですえ置くことを決めた。労働需給の緩和による賃金上昇率の低下が続くもとで、インフレ率は今後も緩やかながら鈍化傾向をたどるとみることから、RBAは2025年2月に利下げを開始すると予想。その後、25bpの利下げを2回実施し、2025年末には3.60%まで政策金利を引き下げるとみる

実質GDP成長率と寄与度（前期比）



（出所）ファクトセット

政策金利の推移



（出所）ファクトセット

中東情勢はリスクも、原油価格の上値余地は限られるとみる

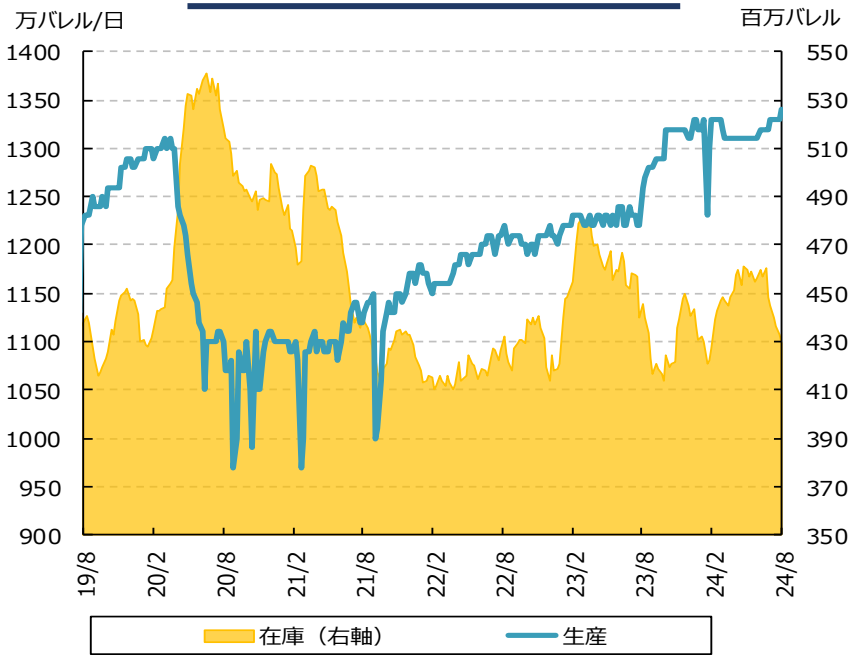
■ 供給面では、ハマスとイスラエルの戦闘継続に伴う中東の地政学リスクが、見通し期間にわたり原油相場の下支え要因になると予想。もっとも、2024年の原油価格は、OPECプラスの価格支配力低下やシェールオイルの生産回復が下押し材料となるほか、米中景気が冴えず、需要の増加ペースが緩慢なものにとどまることから、65－90ドル/バレルでの動きが中心になると予想。2025年は、米国景気の回復により需要が持ち直すことなどから、75－100ドル/バレルのレンジ内での推移になるとみる

■ 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。カンザスシティ連銀の調査によれば、シェールオイル生産企業の採算ライン（WTI）は2024年4－6月期時点で64ドル/バレルであり、今後も収益拡大が続けば、新規の掘削が増える展開が期待可能

WTI原油先物価格の推移

（出所）ファクトセット

米国 原油生産と在庫



（出所）ファクトセット

※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）