2024 年 5 月 21 日

２０２４－２０２５年度経済見通しについて
～日本経済は円安圧力を克服できるのか～

株式会社明治安田総合研究所（社長　森本 律子）は、２０２４年１－３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 ０．６％　２０２５年度 １．４％

名目ＧＤＰ成長率：２０２４年度 ２．７％　２０２５年度 ２．５％

２．要点

①米国経済は引き続き底堅いが、方向性としては徐々に減速しつつある。インフレ圧力も弱まっており、米連邦準備制度理事会（FRB）は 9 月以降、利下げに舵を切るとみる。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。インフレも沈静化しつつあり、6 月以降利下げが可能になると予想。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する。

②日本の 1－3 月期 GDP は弱かったが、先行きの見通しは改善しつつある。昨年を上回る賃上げ、半導体市況の底打ち、株価の上昇、政府の経済対策等が 2024 年度の日本経済を支えよう。一方、精彩を欠く世界経済を背景に、輸出は低迷が続く。中期的には賃上げの持続性が焦点になるが、生産性が伸び悩むなか、物価上昇率を安定的に上回る伸びの持続は難しく、日本経済は力強さを取り戻すまでには至らない。

③日銀は、7 月に追加利上げに踏み切ると予想する。年内 2 回の実施が有力。ただ、「賃金と物価の好循環」が軌道に乗るかは不透明で、日銀はその後も「緩和的な金融環境」の維持を余儀なくされる。

＜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	１．２％	０．６％	０．５％	１．４％	１．５％
成長率寄与度					
・内需	▲０．２％	０．６％	０．８％	１．３％	１．３％
・外需	１．５％	０．０％	▲０．３％	０．１％	０．２％
名目成長率	５．３％	２．７％	２．２％	２．５％	２．６％

※前回は２０２４年２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
実質GDP	1.6%	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%
前期比年率	1.6%	1.2%	0.6%	1.4%	0.0%	▲ 2.0%	2.0%	2.2%	1.8%	1.8%	1.4%	1.3%	0.9%	1.0%
前年同期比	1.6%	1.2%	0.6%	1.4%	1.2%	▲ 0.2%	▲ 0.9%	0.5%	1.0%	2.0%	1.8%	1.6%	1.3%	1.1%
民間最終消費支出	2.7%	▲ 0.6%	0.4%	1.3%	▲ 0.4%	▲ 0.7%	0.4%	0.7%	0.5%	0.4%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%
民間住宅投資	▲ 3.4%	0.6%	▲ 3.3%	0.5%	▲ 1.4%	▲ 2.5%	▲ 0.8%	0.4%	0.2%	▲ 0.4%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%
民間設備投資	3.4%	0.4%	2.5%	2.9%	1.8%	▲ 0.8%	1.0%	0.7%	0.9%	1.0%	0.7%	0.6%	0.5%	0.5%
政府最終消費支出	1.4%	0.5%	0.5%	0.5%	▲ 0.2%	0.2%	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
公的固定資本形成	▲ 6.1%	4.1%	2.6%	0.8%	▲ 0.2%	3.1%	0.4%	0.2%	▲ 0.5%	0.7%	0.5%	0.2%	▲ 0.3%	0.6%
財貨・サービスの輸出	4.9%	3.0%	2.9%	3.4%	2.8%	▲ 5.0%	4.2%	0.5%	1.0%	1.1%	0.8%	0.8%	0.6%	0.6%
財貨・サービスの輸入	6.9%	▲ 3.3%	2.9%	3.0%	1.8%	▲ 3.4%	3.4%	0.4%	0.8%	1.0%	0.8%	0.6%	0.5%	0.5%
名目GDP	2.4%	5.3%	2.7%	2.5%	0.7%	0.1%	1.1%	0.9%	0.8%	0.8%	0.7%	0.4%	0.4%	0.4%
GDPデフレーター(前年比)	0.8%	4.1%	2.1%	1.0%	3.9%	3.6%	2.7%	2.2%	1.9%	1.6%	1.3%	1.1%	0.9%	0.7%

(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
実質GDP	1.6%	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%
民間最終消費支出	1.5%	▲ 0.2%	0.2%	0.7%	▲ 0.2%	▲ 0.4%	0.2%	0.4%	0.3%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
民間住宅投資	▲ 0.1%	0.0%	▲ 0.1%	0.0%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	▲ 0.0%	0.0%	0.0%	▲ 0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
民間設備投資	0.6%	0.2%	0.4%	0.5%	0.3%	▲ 0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
政府最終消費支出	0.3%	0.1%	0.1%	0.1%	▲ 0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
公的固定資本形成	▲ 0.3%	0.2%	0.1%	0.0%	▲ 0.0%	0.2%	0.0%	0.0%	▲ 0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	▲ 0.0%	0.0%
民間在庫品増加	0.1%	▲ 0.3%	▲ 0.1%	0.0%	▲ 0.2%	0.2%	▲ 0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
純輸出	▲ 0.5%	1.5%	0.0%	0.1%	0.2%	▲ 0.3%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
財貨・サービスの輸出	0.9%	0.6%	0.6%	0.7%	0.6%	▲ 1.1%	0.8%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%
財貨・サービスの輸入	▲ 1.4%	0.8%	▲ 0.6%	▲ 0.6%	▲ 0.4%	0.8%	▲ 0.7%	▲ 0.1%	▲ 0.2%	▲ 0.2%	▲ 0.2%	▲ 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
実質GDP	552.1	558.8	562.2	570.3	558.0	555.3	558.0	561.0	563.6	566.1	568.0	569.8	571.0	572.4
民間最終消費支出	298.2	296.2	297.4	301.2	295.8	293.8	295.0	296.9	298.4	299.5	300.2	301.0	301.5	301.9
民間住宅投資	18.3	18.4	17.8	17.9	18.4	17.9	17.7	17.8	17.8	17.8	17.8	17.9	17.9	17.9
民間設備投資	89.9	90.2	92.5	95.2	91.2	90.4	91.3	92.0	92.8	93.7	94.4	95.0	95.5	95.9
政府最終消費支出	119.3	120.0	120.5	121.1	119.9	120.1	120.2	120.5	120.6	120.8	120.9	121.1	121.2	121.3
公的固定資本形成	25.9	26.9	27.6	27.8	26.6	27.5	27.6	27.6	27.5	27.7	27.8	27.8	27.7	27.9
民間在庫品増加	3.0	1.6	1.0	1.2	0.2	1.3	1.0	1.0	1.0	1.1	1.2	1.2	1.2	1.2
純輸出	▲ 1.7	5.2	5.3	5.9	6.3	4.1	5.2	5.2	5.4	5.6	5.6	5.9	6.0	6.2
財貨・サービスの輸出	108.9	107.0	110.1	113.4	115.3	109.5	114.2	114.7	115.8	117.1	118.1	119.0	119.7	120.5
財貨・サービスの輸入	110.6	107.0	110.1	113.4	109.1	105.4	109.0	109.5	110.4	111.5	112.4	113.1	113.7	114.3

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%	1.9%	1.7%	▲ 0.7%	▲ 4.0%	▲ 1.7%	1.2%	1.1%	7.2%	3.1%	1.8%	1.0%	0.8%
消費者物価指数(除く生鮮食品、前年比)	3.1%	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%
貿易収支(季調値、兆円)	▲ 22.1	▲ 6.3	▲ 5.8	▲ 4.6	▲ 1.2	▲ 1.3	▲ 1.8	▲ 1.5	▲ 1.3	▲ 1.2	▲ 1.2	▲ 1.2	▲ 1.1	▲ 1.1
経常収支(季調値、兆円)	8.7	24.7	26.1	28.3	6.6	6.1	6.3	6.4	6.6	6.9	7.0	7.1	7.2	7.2
完全失業率(季調値:平均)	2.6%	2.6%	2.5%	2.3%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.4%	2.4%	2.3%	2.3%	2.2%	2.2%
WTI原油価格(ﾄﾞﾙ/バレル、※)	90	78	81	89	72	84	78	80	82	85	87	90	90	90

※年度は平均値、四半期は期末値を記載

3. 海外経済指標予測総括表

		2022年	2023年	2024年	2025年	2023年	2024年				2025年			
						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%	2.2%	1.9%	3.4%	1.6%	1.5%	0.8%	1.7%	2.0%	2.2%	2.5%	2.8%
	個人消費支出	2.5%	2.2%	2.2%	2.1%	3.3%	2.5%	1.5%	0.7%	1.9%	2.4%	2.6%	2.6%	2.7%
	住宅投資	▲ 9.0%	▲ 10.6%	3.9%	2.9%	2.8%	13.9%	▲ 5.3%	1.9%	3.2%	3.4%	3.5%	4.2%	5.5%
	設備投資	5.2%	4.5%	2.7%	2.4%	3.7%	2.9%	1.8%	1.0%	2.2%	2.5%	2.7%	3.0%	3.2%
	在庫(寄与度)	0.6%	▲ 0.3%	▲ 0.0%	0.0%	▲ 0.5%	▲ 0.4%	0.1%	0.1%	0.1%	▲ 0.1%	▲ 0.2%	0.0%	0.0%
	純輸出(寄与度)	▲ 0.5%	0.6%	▲ 0.1%	▲ 0.2%	0.3%	▲ 0.9%	0.5%	▲ 0.1%	▲ 0.4%	▲ 0.3%	▲ 0.2%	▲ 0.2%	▲ 0.1%
	輸出	7.0%	2.6%	1.8%	2.4%	5.1%	0.9%	1.3%	1.4%	2.0%	2.7%	3.0%	3.0%	3.2%
	輸入	8.6%	▲ 1.7%	2.2%	3.1%	2.2%	7.2%	▲ 2.0%	1.6%	3.8%	4.0%	3.8%	3.5%	2.8%
	政府支出	▲ 0.9%	4.1%	2.4%	1.7%	4.6%	1.2%	0.8%	0.9%	1.5%	1.7%	2.0%	2.2%	2.3%
	失業率(※)	3.6%	3.6%	4.0%	4.1%	3.7%	3.8%	4.0%	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%	4.2%	4.2%
	CPI(総合、※)	8.0%	4.1%	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(誘導目標上限、期末値)	4.50%	5.50%	5.00%	4.50%	5.50%	5.50%	5.50%	5.25%	5.00%	4.75%	4.50%	4.50%	4.50%
ユーロ圏	実質GDP成長率(前期比)	3.4%	0.4%	0.7%	1.6%	▲ 0.1%	0.3%	0.2%	0.4%	0.4%	0.4%	0.5%	0.4%	0.5%
	家計消費	4.2%	0.5%	0.9%	1.5%	0.1%	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.5%	0.4%	0.5%
	政府消費	1.6%	0.8%	0.2%	0.3%	0.5%	▲ 0.1%	0.2%	▲ 0.1%	▲ 0.2%	0.3%	0.1%	0.1%	0.2%
	固定投資	2.6%	1.2%	0.9%	1.5%	1.0%	0.0%	0.1%	0.3%	0.5%	0.4%	0.3%	0.5%	0.6%
	純輸出(寄与度)	0.0%	0.2%	▲ 0.2%	0.3%	▲ 0.3%	▲ 0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%
	輸出	7.1%	▲ 1.1%	0.5%	3.0%	0.0%	0.3%	0.6%	0.8%	1.0%	0.5%	0.9%	0.8%	0.8%
	輸入	7.8%	▲ 1.6%	0.9%	2.5%	0.6%	0.5%	0.3%	0.5%	0.7%	0.5%	0.8%	0.7%	0.8%
	失業率(※)	6.7%	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%	5.5%	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)	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)	4.3%	0.1%	0.5%	1.3%	▲ 0.3%	0.6%	0.2%	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%	5.1%	4.6%	1.2%	1.6%	0.8%	1.2%	1.2%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%

※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）

○1－3 月期の実質 GDP 成長率は前期比▲0.5%（年率換算：▲2.0%）と、2 期ぶりのマイナス成長となった。一部自動車メーカー等の認証不正問題に伴う出荷停止が、主要需要項目である個人消費、設備投資、輸出の下押し要因となった。輸出に関しては、10－12 月期に特殊要因で伸びた反動という要素も大きかった。

○先行きの見通しはここへきて逆に改善しつつある。実質賃金の回復、半導体市況の底打ち、株価の上昇、政府の経済対策等が 2024 年度から 2025 年度にかけての日本経済を支えると予想する。リスク要因としては、中国景気の再度の腰折れ、地政学リスクの深刻化に伴う原油価格の急上昇、一段の円安進行等が挙げられる。中期的には賃上げの持続性が焦点になるが、生産性が伸び悩むなか、物価上昇率を安定的に上回る伸びの持続は難しく、日本経済は力強さを取り戻すまでには至らない。

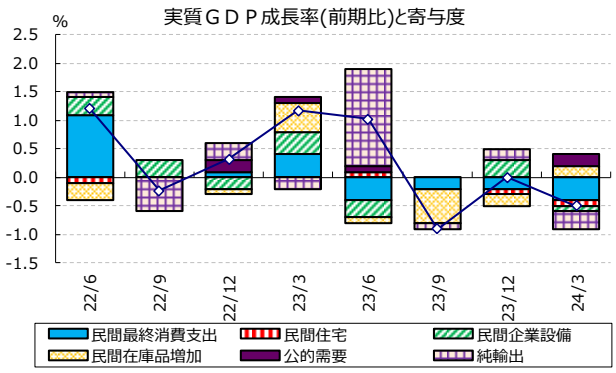
○主要項目別に見ると、まず個人消費は、昨年を大きく上回る賃上げ率と物価のピークアウトに伴い、夏場以降実質賃金のプラス転換が見込まれることが追い風となる。政府による定額減税も下支えとなろう。住宅投資は、住宅販売価格高騰の影響で停滞気味の推移が続くと予想する。

民間設備投資は、引き続きデジタル・脱炭素関連を中心に回復基調の持続を予想する。なかでも EV 対応や AI 関連がけん引役となる。各種調査から示される設備投資計画は引き続き強いが、人手不足や資材価格の高騰が供給面からの制約要因となる。

公共投資は、国土強靭化関連等の受注は総じて高水準で推移しているが、やはり人手不足等の影響で工期は遅れ気味であり、均せば横ばいとみる。

輸出は、挽回生産を背景とした自動車の輸出急増局面の一巡とともに軟化に向かう。中国景気の停滞持続に加え、軟着陸が期待される欧米景気も方向性はあくまで減速のため、2024 年度中は低迷を予想する。本格回復は、利下げの効果が浸透する 2025 年度にずれ込む。

○日銀は、円安対策の必要性に迫られていることもあり、6 月に国債買い入れ減額、7 月に追加利上げを実施すると予想する。年内に 2 回の追加利上げを予想。ただし、「賃金と物価の好循環」が軌道に乗ったのか判然としないなか、その後も「緩和的な金融環境」の維持を余儀なくされる。



(出所)内閣府「四半期別ＧＤＰ速報」

2024年の賃金シミュレーション

	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
初回支給月（2023年実績、%）	21.0	29.4	17.5	12.8	7.1	2.4	0.9	0.7	0.4
当月までに（4月以降累積、%）	21.0	50.4	67.9	80.7	87.7	90.1	91.0	91.7	92.1
所定内給与	2.41	2.81	3.06	3.23	3.33	3.36	3.38	3.39	3.39
消費者物価（ベースライン、1ドル150円）	3.20	3.20	3.20	3.30	3.30	3.30	3.00	3.00	3.00
（給与）－（物価）	-0.79	-0.39	-0.14	-0.07	0.03	0.06	0.38	0.39	0.39
消費者物価（1ドル160円）	3.20	3.20	3.20	3.30	3.30	3.30	3.20	3.20	3.20
（給与）－（物価）	-0.79	-0.39	-0.14	-0.07	0.03	0.06	0.18	0.19	0.19
消費者物価（1ドル170円）	3.20	3.20	3.20	3.30	3.30	3.30	3.40	3.40	3.40
（給与）－（物価）	-0.79	-0.39	-0.14	-0.07	0.03	0.06	-0.02	-0.01	-0.01

出所：厚労省「賃金引上げ等の実態に関する調査（令和5年）」、連合より明治安田総研作成、予想は明治安田総研。所定内給与は共通事業所ベース（一般労働者、5人以上の事業所）、前年同期比。消費者物価は持家の帰属家賃を除く、前年同期比

米国経済

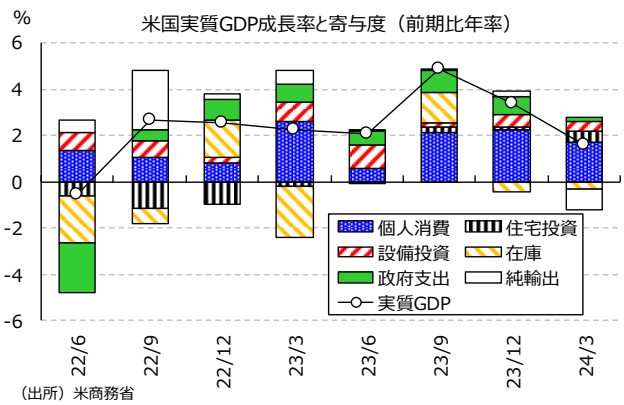
（エコノミスト　前田　和孝）

○2024 年 1－3 月期の実質 GDP 成長率（速報値）は前期比年率＋1.6%と、前期（同＋3.4%）から伸びが鈍化した。ただ、個人消費と設備投資の内需の両輪はいずれもプラスであり、米国景気は依然として底堅い。

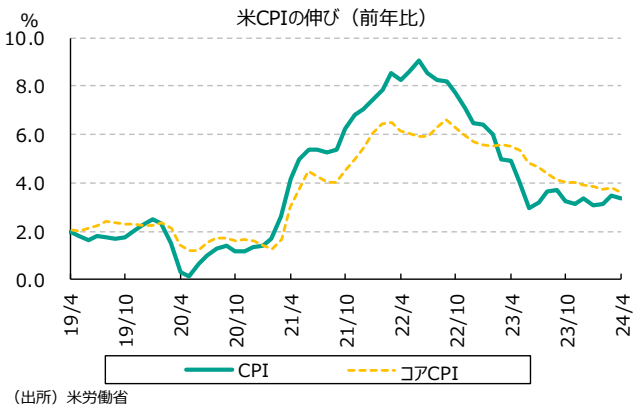
○個人消費については、実質賃金がプラスで推移していることなどが下支え要因となっている。もっとも、ニューヨーク連銀の 4 月調査で、今後 3 ヵ月間に債務返済が滞る可能性を示す「平均予想延滞率」が 12.9%と 4 年ぶりの高水準となるなど、家計の信用条件は悪化していることから、個人消費の勢いは次第に弱まるとみる。設備投資の先行指標である ISM 製造業新規受注指数を見ると、4 月は 49.1 と好不況の境目である 50 を下回っている。住宅投資については、30 年固定住宅ローン金利が年初から上昇傾向で推移していることもあり、着工件数や販売件数が伸び悩んでいる。米連邦準備制度理事会（FRB）が 9 月までは現行の政策金利水準を維持するとみており、今後も金融引き締め効果が残ることで設備投資や住宅投資の回復ペースは緩慢なものになると見込む。

○物価動向を見ると、4 月の食品とエネルギーを除いたコア CPI は前年比＋3.6%と、2 ヵ月ぶりに伸びが鈍化した。内訳を見ると、コア財は同▲1.3%とマイナスで推移する一方、コアサービスは同＋5.3%と高い伸びが続いている。もっとも、4 月の時間当たり賃金は前年比＋3.9%と、3 ヵ月連続で伸びが鈍化している。賃金の先行指標である自発的離職率が 12.1%と前月から 0.7%ポイント低下したことなどを踏まえれば、賃金上昇率は今後も鈍化傾向が続くと予想する。サービス価格も低下に向かうことで、コア CPI は 2024 年末に前年比＋2%台半ばまで鈍化するとみる。4 月 30 日－5 月 1 日開催の米連邦公開市場委員会（FOMC）では、政策金利である FF レートの誘導目標が 5.25－5.50%ですえ置かれた。当研究所では、インフレ率の鈍化を受け、FRB は今年 9 月に利下げを開始すると予想する。その後は 12 月に 25bp の利下げを実施し、2024 年末には 4.75－5.00%まで政策金利を引き下げるとみる。

○今後の米国景気は、個人消費の勢いが弱まるほか、設備投資や住宅投資の回復ペースも緩慢なものになると見込まれることから、2024 年秋口にかけて減速に向かうと予想する。ただ、物価上昇圧力が低下するなか、FRB が 9 月に利下げに転じることで、その後の景気は徐々に持ち直すとみる。



（出所）米商務省



（出所）米労働省

欧州経済

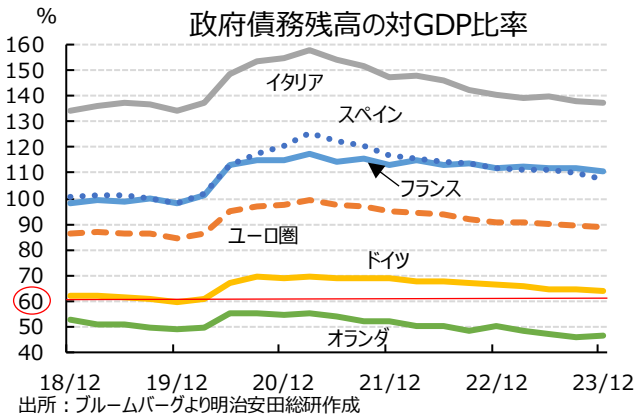
（エコノミスト　吉川　裕也）

○欧州経済は、中国の景気減速を主因とする外需の不振等で依然厳しい状況。もっとも、実質賃金のプラス転換により個人消費には持ち直しの兆しがあり、最悪期は脱したとみる。欧州中央銀行（ECB）の利上げ効果が継続し、設備投資や住宅市場の重石になるため、当面、景気は低空飛行が続くとみる。ただ、年半ば以降は ECB の利下げが下支え役となり、次第に上向く展開を予想する。

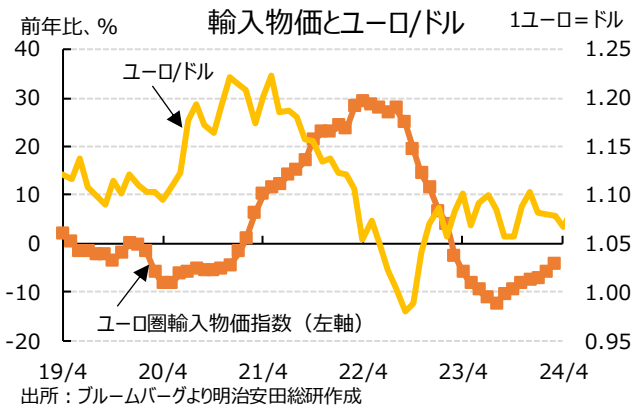
○ユーロ圏の 1－3 月期実質 GDP 成長率（速報値）は前期比＋0.3%、英国は同＋0.6%と、ともに 3 四半期ぶりのプラス成長となった。ユーロ圏ではドイツ（10－12 月期：同▲0.5%→1－3 月期：同＋0.2%）がマイナス成長から脱したほか、フランス（同＋0.1%→同+0.2%）とイタリア（同＋0.1%→同＋0.3%）にも底打ち感が見える。観光業が堅調なスペイン（同＋0.7%→同＋0.7%）は好調を持続している。ECB の 4 月政策理事会は主要政策金利のすえ置きを決定し、6 月理事会での利下げを示唆した。数名の委員が利下げを主張したが、景気が底堅さをみせていることから、急いで行動する必要性は薄いとの見方が大勢を占めた模様である。

○コロナ禍で膨らんだ政府債務は削減が進んでいるものの、依然として安定成長協定（債務残高の対 GDP 比を 60%以内にする等）を逸脱している加盟国が多い。そのようななかでも、財政の厳しい国（イタリア、スペイン、フランス等）の中銀総裁はハト派寄りに、財政が比較的健全な国（ドイツ、オランダ、オーストリア等）の中銀総裁はタカ派寄りになる傾向は変わっていない。

○ECB が FRB に先駆けて利下げ局面に入るとなれば、ユーロ相場の下落が予想される。実質輸出数量が低迷しているため、輸出の底上げにつながるユーロ安は歓迎できる面もあるが、輸入物価の再上昇を通じてインフレを長引かせる要因にもなる点が懸念される。4 月理事会の議事要旨では、対米ドルでのユーロ安（理事会時：1 ユーロ=1.07 ドル）が継続すると、「ユーロ圏のインフレ鈍化プロセスを遅らせる可能性が高い」との認識が示された。ECB はユーロ安のマイナス面をより重視しており、利下げは四半期に一度程度の緩やかなペースで実行されよう。



出所：ブルームバーグより明治安田総研作成



出所：ブルームバーグより明治安田総研作成

中国経済

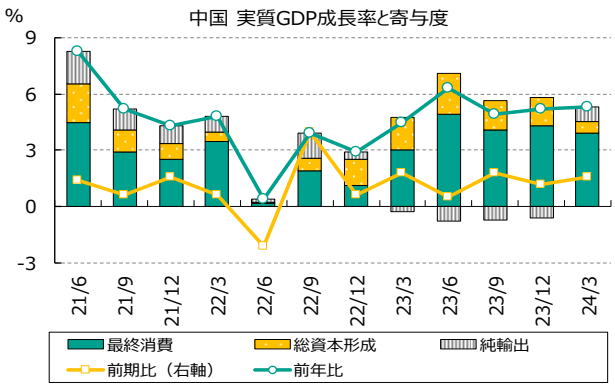
（エコノミスト　木村　彩月）

○中国の 1－3 月期実質 GDP 成長率は前期比＋1.6%と、前期（同＋1.2%）から伸び幅が拡大した。前期比の年率換算では＋6.6%と、今年の政府目標である＋5%を上回る伸びとなった。もっとも、景気の最大の下押し圧力となっている不動産不況は、人口減少や値上がり期待の剥落により長期化する可能性が高いほか、雇用・所得不安を背景に個人消費も伸び悩んでいる。外需に関しても、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、力強い回復は期待できない。

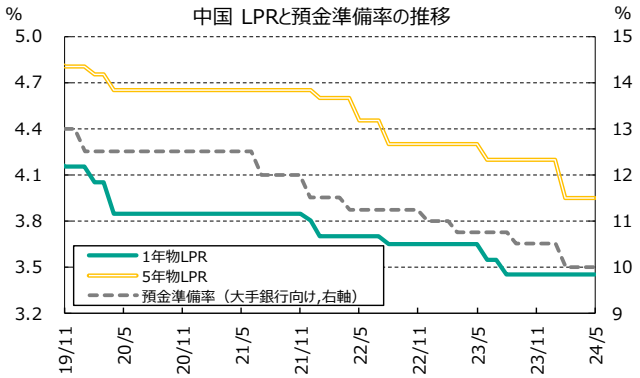
○個人消費は、政府から消費財や自動車の買い替え支援等の内需喚起策が打ち出されているものの、若年層中心に雇用・所得不安は根強く、消費者マインドは低迷持続が予想される。今後の個人消費は、緩やかな回復にとどまろう。固定資産投資は、ハイテク産業を中心に製造業で投資拡大の流れが続くとみられるほか、インフラ関連投資も政府の特別国債発行による防災インフラ整備など、政策支援に下支えされることで堅調な伸びが期待できる。ただ、不動産開発投資が足枷となることで、固定資産投資全体では緩慢な伸びが続こう。

○輸出はやや持ち直しているものの、足元で堅調な米国景気は今後減速に向かう可能性が高く、ユーロ圏景気も低空飛行が続く見通しである。FRB や ECB がそれぞれ利下げに転じたのち、米欧景気は緩やかな回復基調をたどるとみているが、EV や半導体関連をはじめとする対中輸出規制・制裁強化の流れは今後も続く公算が大きい。

○物価動向を見ると、総合 CPI はかろうじてプラス圏にあるものの、川上段階の生産者物価指数（PPI）はマイナス圏での推移が続いており、物価の上昇圧力は弱い。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。そうしたなか、4 月に開催された中央政治局会議では、「金利や預金準備率などの政策手段を柔軟に活用し、実体経済への支援を強化する」とされた。元安ドル高に伴う資金流出懸念はくすぶっているものの、FRB が 9 月に利下げを開始するとみられるなか、中国人民銀行は年後半にローンプライムレート（LPR）や預金準備率の引き下げを行なうと予想する。



（出所）中国国家統計局



（出所）中国人民銀行

豪州経済

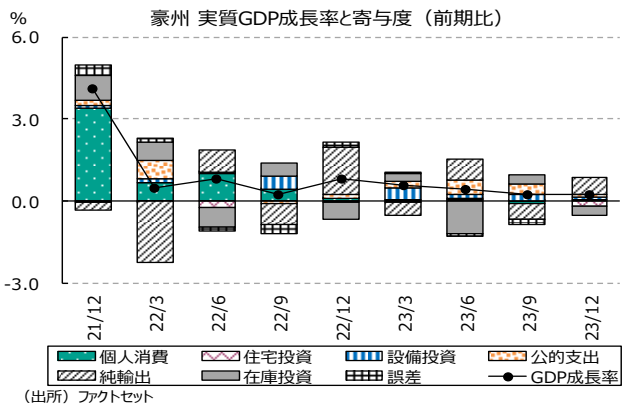
（エコノミスト　木村　彩月）

○豪州景気は、住宅ローン利払い費の上昇や物価高などの生活コストの増加による個人消費の停滞などを背景に減速している。もっとも、先行きは、実質所得の改善や豪州準備銀行（RBA）の利下げ転換による内需の回復により持ち直すとみる。2024 年の実質 GDP 成長率は前年比＋1.5%、2025 年は同＋2.0%と予想する。

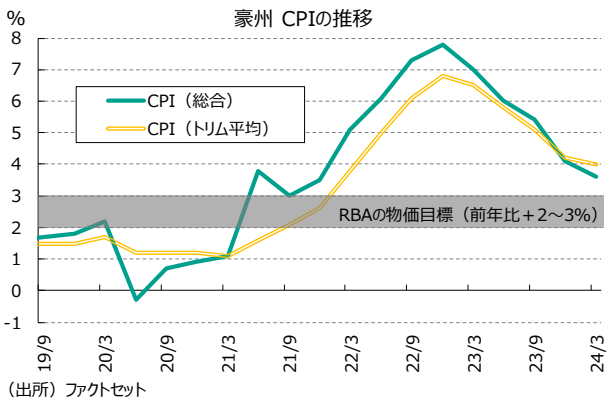
○個人消費は、2024 年後半以降回復に向かうとみる。インフレ率の鈍化に伴う実質所得の改善が見込まれるほか、今年 7 月からは所得税減税も予定されている。2025 年以降は、RBA の利下げ転換も下支えとなろう。住宅投資は、高金利により住宅着工許可件数が減少していることなどから当面軟調な推移を見込む。ただし、RBA が利下げに転じたのちは次第に回復しよう。設備投資は、高金利のなかでも企業の投資計画が例年に比し高い水準にあることから、底堅い推移が続くとみる。

○輸出は、FRB や ECB の利下げに伴う米欧景気の回復が期待できるものの、豪州最大の貿易相手である中国の景気は、不動産市場の低迷などを背景に勢いを欠いた推移が続くとみられるため、緩慢な回復にとどまると予想する。

○RBA は、5 月会合で政策金利のすえ置きを決定した。声明文では、足元のインフレ率について従来予測から上振れているとの認識を示した。委員会では、利上げに関する議論が再浮上した模様であるが、ブロック総裁は、「(現行の) 金融政策は十分に景気抑制的」との認識を示している。景気がすでに弱含んでいることを踏まえれば、再利上げに踏み切る可能性は低い。ただ、1－3 月期 CPI は、前年同期比では前期から伸びが鈍化したものの（10－12 月期：同＋4.1%→1－3 月期：同＋3.6%）、前期比では伸びが拡大（同＋0.6%→同＋1.0%）、サービス価格を中心に根強いインフレ圧力が示された。労働需給の緩和に伴う賃金上昇圧力の低下により、インフレ率は低下していくとみるものの、足元の動向を踏まえれば、インフレ率が RBA の目標とする同＋2～3%へ収束するには相応の時間が必要とみる。当研究所では、年内まで政策金利をすえ置き、2025 年 2 月に利下げを開始すると予想する。



（出所）ファクトセット



（出所）ファクトセット

原油

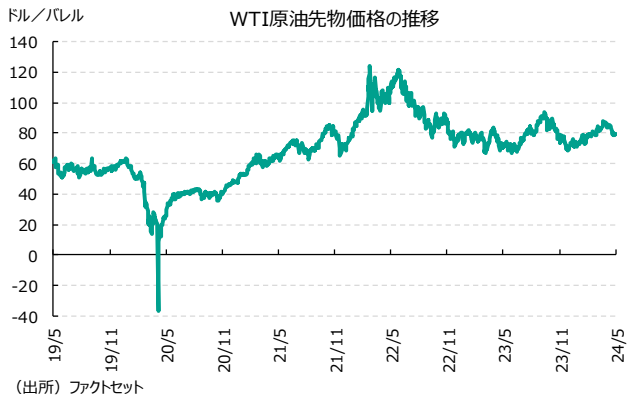
（エコノミスト　前田　和孝）

○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、FRB の早期利下げ観測後退による需要の伸び悩みが意識され、足元では 70 ドル/バレル台後半で推移している。

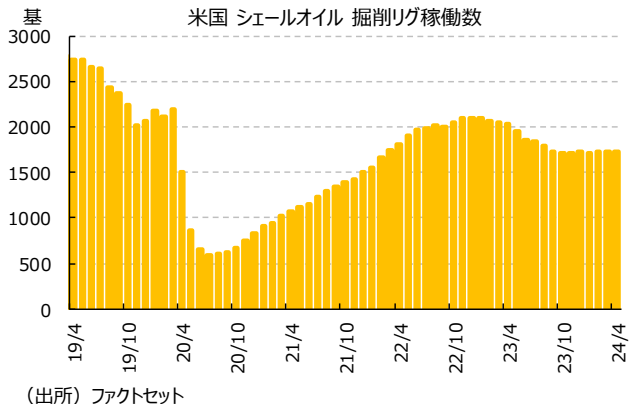
○供給面では、ハマスとイスラエルの戦闘継続に伴う中東の地政学リスクが、見通し期間にわたり原油相場の下支え要因になると予想する。直近までエジプトで行なわれていたガザでの停戦と人質解放を巡る交渉も、合意には至らず終了した。米国はイスラエルへの弾薬供給の一時的な停止を表明し、イスラエルに自制を求めているが、ネタニヤフ首相はハマスへの復讐を求める世論等を理由に戦闘を継続するとみており、収束には時間がかかると予想する。

○一方、OPEC プラスの価格支配力は低下している。昨年後半以降、減産幅の拡大で価格を下支えし、財政状況の改善を図りたい加盟国と、原油需要の減少を懸念する加盟国との間で結束に綻びが見られる。有志 8 ヵ国で実施している約 270 万バレル/日の自主減産が今年 6 月末に期限を迎えるが、サウジアラビアが追加減産を模索する一方で、イラクや UAE などは難色を示している。これ以上足並みの乱れを露呈しないためにも、同規模の減産を維持するにとどまるとみられ、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。開発動向を見ると、掘削リグ稼働数に下げ止まりの兆しが見られる。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 1－3 月期時点で 65 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。先行きのシェールオイル生産は回復傾向で推移すると予想する。

○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、家計の信用条件悪化などにより個人消費の勢いが次第に弱まることから、2024 年秋口にかけて景気は減速に向かうと見込む。ただ、FRB が 9 月に利下げに転じることで、その後の景気は徐々に持ち直すとみる。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５月２１日

2024－2025年度の経済見通し
～日本経済は円安圧力を克服できるのか～

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 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、家計の信用条件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2年連続での高めの賃上げや、株価の上昇等が景気の下支えになるが、輸出は弱く、景気は力強さを取り戻すまでには至らない

各国の経済見通し

日本経済の先行きの見通しは改善しつつある。昨年を上回る賃上げが確実な情勢になっていること、半導体市況の底打ちが見えてきたこと、株価が上昇していること、政府の経済対策が本格稼働すること等が要因。一方で、輸出は中国景気の停滞や欧米景気の減速に伴い、2024年度中は低迷持続が予想される。実質賃金も前年比で小幅のプラスに浮上するレベルとみられ、2025年度にかけても景気は力強さを欠く推移となる可能性が高いと予想

米国経済は、足元では底堅い推移が続く。今後の個人消費は、家計の信用条件の悪化などが重石となり、勢いは次第に弱まると予想する。米連邦準備制度理事会（FRB）が政策金利を当面維持する可能性が高いことから、設備投資や住宅投資も回復ペースは緩やかなものにとどまるとみられ、米国景気は2024年秋口にかけて減速基調をたどるとみる。もっとも、物価上昇圧力が低下するなか、FRBが9月に利下げに転じることで、その後の景気は徐々に持ち直すと予想

欧州経済は、中国の景気減速を主因とする外需の不振等で依然厳しい状況。もっとも、実質賃金のプラス転換により個人消費には持ち直しの兆しがあり、最悪期は脱したとみる。欧州中央銀行（ECB）の利上げ効果が継続し、設備投資や住宅市場の重石になるため、当面、景気は低空飛行が続くとみる。ただ、年半ば以降はECBの利下げが下支え役となり、次第に上向くと予想

中国経済は、政府の財政支援、緩和的な金融環境が下支え役となる一方、景気の最大の足枷となっている不動産不況は、人口減少や値上がり期待の剥落により長期化する可能性が高いほか、雇用・所得不安を背景に個人消費も伸び悩んでいる。外需に関しても、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などから、力強い回復は期待できないと予想

成長率見通し

年間

→予測

	2023年度	2024年度予測	2025年度予測
実質ＧＤＰ	1.2%	0.6%	1.4%
2月見通し時点	1.2%	0.5%	1.5%

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
0.0%	▲0.5%	0.5%	0.6%	0.5%	0.4%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%
▲0.1%	▲0.1%	0.2%	0.4%	0.5%	0.5%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%

（前期比）

→予測

	2023年	2024年予測	2025年予測
実質ＧＤＰ	2.5%	2.2%	1.9%
2月見通し時点	2.5%	2.1%	1.8%

→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
3.4%	1.6%	1.5%	0.8%	1.7%	2.0%	2.2%	2.5%	2.8%
3.3%	1.9%	0.4%	0.8%	1.8%	2.0%	2.2%	2.3%	2.8%

（前期比年率）

→予測

	2023年	2024年予測	2025年予測
実質ＧＤＰ	0.4%	0.7%	1.6%
2月見通し時点	0.5%	0.5%	1.6%

→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
▲0.1%	0.3%	0.2%	0.4%	0.4%	0.4%	0.5%	0.4%	0.5%
0.0%	0.0%	0.2%	0.4%	0.4%	0.4%	0.5%	0.4%	0.5%

（前期比）

→予測

	2023年	2024年予測	2025年予測
実質ＧＤＰ	5.2%	5.1%	4.6%

→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
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3ヵ月に1回程度のペースで利下げ継続を予想。日銀は6月に国債買い入れ減額、7月に追加利上げがメインシナリオ。年内に2回の利上げを予想

各国の金融政策見通し

日銀が円安対策に消極的とみなされたことが、4月末以降の円売りに拍車をかけた。しかし、すでに植田総裁は発言の軌道修正を図っており、日銀の次なる行動が近づいた印象。どのタイミングで、円安が「基調的な物価上昇」、すなわち景気の好循環を前提とした物価上昇に寄与しているとの理屈付けが可能な情報が揃うかがポイントとなる。4月会合の、「主な意見」では、国債買い入れ減額に前向きな意見が目立った。夏の賞与の回復を新たな情報と位置づけ、6月に国債買い入れ減額、7月に追加利上げがメインシナリオ。年内に2回の利上げを予想

5月のFOMCでは、6会合連続で政策金利をすえ置いた。量的引き締め（QT）に関しては、国債の毎月の償還上限を6月以降、600億ドルから250億ドルに引き下げ。パウエル議長は会合後の記者会見で、「次の動きが利上げになるとは考えにくい」とはしつつも、「利下げする道、しない道の両方の可能性がある」と述べている。もっとも、労働需給の緩和によりインフレ率は緩やかながらも鈍化傾向で推移するとみており、9月の利下げ開始、および年内2回の利下げを予想

ECBは、4月の政策理事会で政策金利すえ置きを決定した。声明文には、「インフレ率が目標に収束する確信が強まれば、現行の引き締め水準を緩めることが適切になる」と、利下げ開始を示唆する文言が追加された。賃金上昇圧力に鈍化の兆しがみえ、インフレ率が順調に低下していることから、6月会合にて、経済見通し改定と同時に利下げ局面入りとなろう。景気見通しの改善やユーロ安への警戒感などから、四半期に1回程度の緩やかな利下げペースを予想

ローンプライムレート（LPR）は、2月に5年物が0.25%引き下げられた。4月に開催された中央政治局会議では、「金利や預金準備率などの政策手段を柔軟に活用し、実体経済への支援を強化する」とされた。元安ドル高に伴う資金流出懸念はくすぶっているものの、FRBが9月に利下げを開始するとみられるなか、中国人民銀行は年後半にLPRや預金準備率の引き下げを行なうと予想

２.日本経済見通し

日本経済見通し概要

- 1－3月期の日本の実質GDP成長率は前期比▲0.5%（年率換算：▲2.0%）と、2期ぶりのマイナス成長となった。10－12月期は同＋0.1%から同＋0.0%へと下方修正されたものの、かろうじてプラス圏に踏みとどまったため、3期連続のマイナスは免れた
- 物価高の影響が尾を引いているが、1－3月期に関しては自動車メーカー等の認証不正問題や、前期の輸出の高い伸びの反動、能登半島地震といった特殊要因もあった。先行きの見通しは逆に上向きつつある。米国経済の安定、昨年を上回る賃上げ、半導体市況の底打ち、株価の上昇、政府の経済対策等が2024年度の日本経済を支えると予想。リスクは、中国景気の再度の腰折れ、地政学リスクの深刻化、一段の円安進行など。中期的には賃上げの持続性が焦点に
- 日銀が円安対策に消極的とみなされたことが、4月末以降の円売りに拍車をかけた。しかし、すでに植田総裁は発言の軌道修正を図っており、日銀の次なる行動が近づいた印象。6月に国債買い入れ減額、7月に追加利上げがメインシナリオ

主要経済指標		年度ベース			2023年度		2024年度				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
							予測				予測			
実質GDP	今回	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%
	前回	1.2%	0.5%	1.5%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	0.2%	0.4%	0.5%	0.5%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%
CPI（除く生鮮食品※）	今回	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%
	前回	2.8%	2.2%	1.5%	2.5%	2.5%	2.7%	2.5%	2.0%	1.8%	1.6%	1.6%	1.5%	1.5%
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	▲ 0.10%	0.50%	0.50%	▲ 0.10%	▲ 0.10%	0.00%	0.25%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%

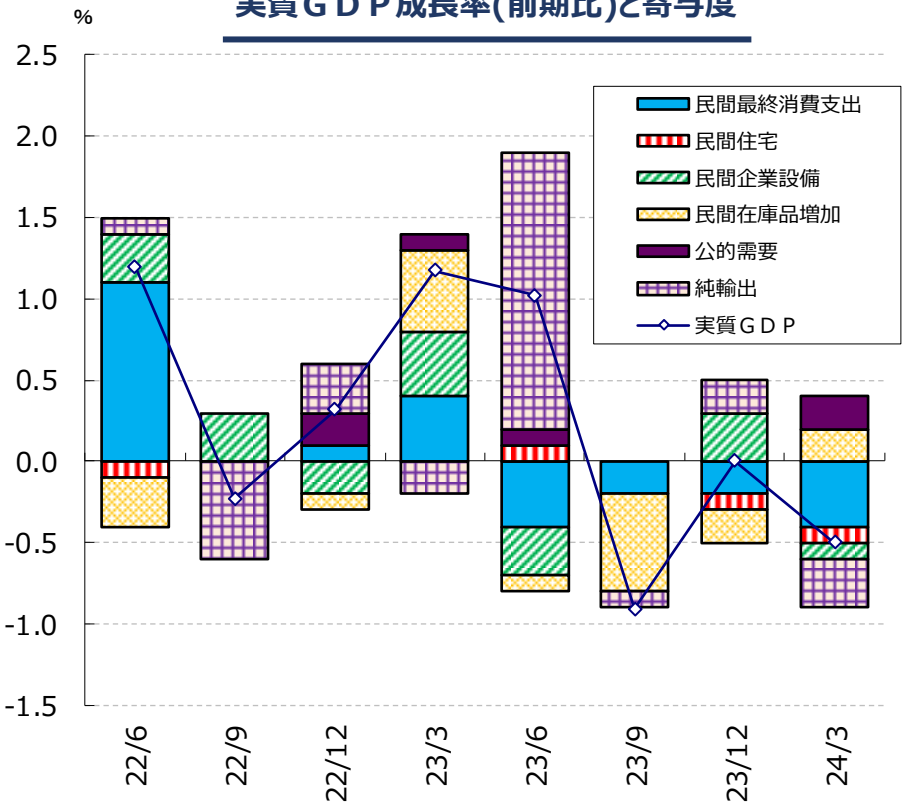
※年度、四半期ともに平均値を記載

・前回は2月経済見通し時点

GDPは2期ぶりのマイナスも今後は回復へ

■ 1－3月期の日本の実質GDP成長率は前期比▲0.5%（年率換算：▲2.0%）と2期ぶりのマイナス。物価高の影響が尾を引いているが、自動車メーカー等の認証不正問題や、前期の輸出の高い伸びの反動、能登半島地震といった特殊要因もあった。先行きは回復へ。昨年を上回る賃上げ、半導体市況の底打ち、株価の上昇、政府の経済対策等が下支え

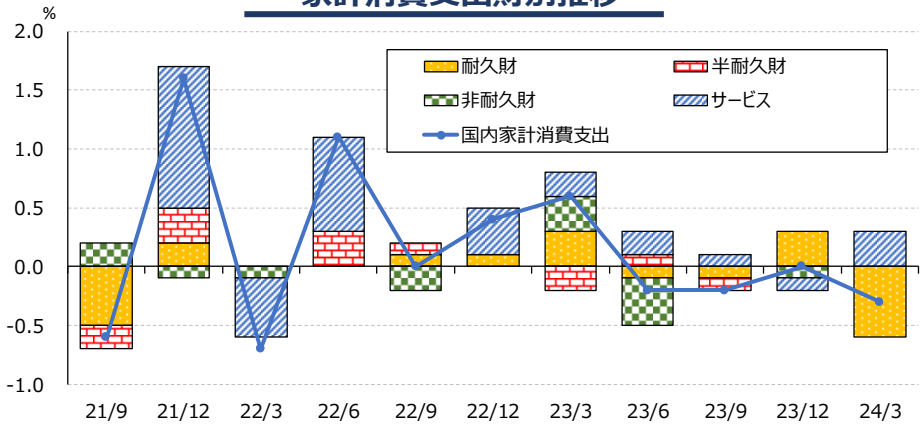
実質ＧＤＰ成長率(前期比)と寄与度



(出所)内閣府「四半期別ＧＤＰ速報」

■ 耐久財消費の大幅マイナスは自動車メーカーの不正問題によるもの

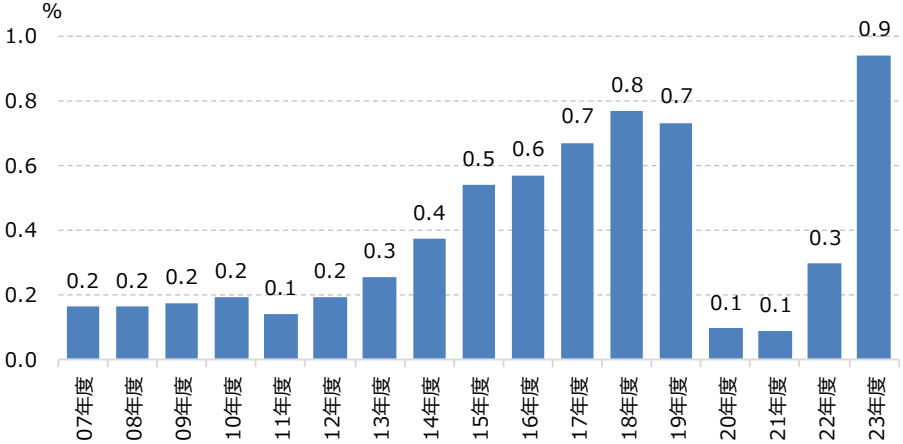
家計消費支出財別推移



（出所）内閣府「四半期別GDP速報」

■ 23年度はインバウンドの寄与度が大幅に上昇

「非居住者家計の国内での直接購入」の対GDP比

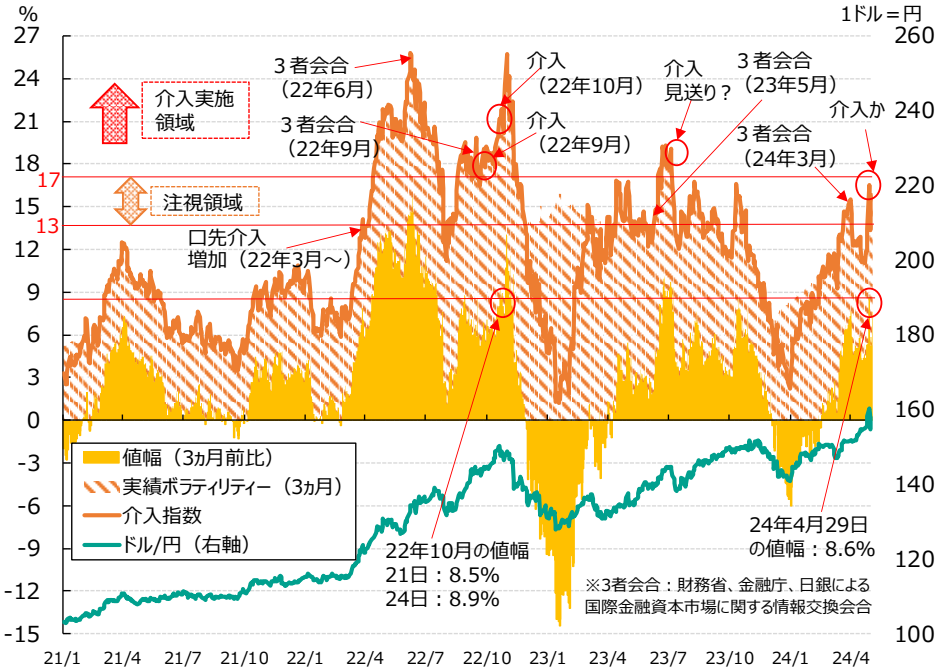


（出所）内閣府「国民経済計算」

財務省は為替介入に踏み切る

■ 直近3ヵ月間のドル/円の値幅と実績ボラティリティーを合成した指標（以下、介入指数）が介入判断をうまく説明できる。当研究所では、介入指数13を本邦当局による「注視領域」とし、介入指数17を「介入実施領域」と位置づけ。ただ、「介入実施領域」に入れば即座に介入が実施されるわけではなく、「滞留時間」が存在するケースが多い。4月29日時点の介入指数は16.5と「介入実施領域」とみた17にわずかに届かず。20日程度とみた介入実施領域における「滞留期間」もゼロだった。値幅の増大ペースが速かったことを考慮か。160円/ﾄﾞﾙという水準は、2024年中の実質賃金のプラス転換を危うくするという意味でも重要な節目であった

ドル・円の動きと介入実績



出所：ブルームバーグのデータと財務省、各種報道を基に明治安田総研作成、介入指数＝値幅＋実績ボラティリティー

2022年以降の為替介入と関連イベント

日付	出来事	介入指数	値幅（%）	ボラ（%）	注
2022年3月29日	神田財務官、米財務次官と会談	13.7	7.0	6.7	口先介入増加の契機
6月10日	3者会合	24.6	14.6	10.0	2016年開始以降初めて声明文を発表し、過度な円安進行への危機感を表明
9月8日	3者会合	18.0	7.3	10.8	—
9月22日	円買い介入	17.7	5.5	12.2	1回目（2.8兆円）
10月21日	円買い介入	21.1	8.5	12.6	2回目（5.6兆円）
10月24日	円買い介入	21.8	8.9	12.9	3回目（0.7兆円）
2023年5月30日	3者会合	13.3	2.7	10.7	8ヵ月ぶり
10月3日	150円台	11.5	3.1	8.4	約1年ぶり
11月13日	151.91円	10.3	4.2	6.1	2回目の介入水準（ドル/円）に接近
2024年3月27日	3者会合	14.7	6.7	8.0	10ヵ月ぶり
4月15日	154円台	12.9	5.9	7.0	約34年ぶり
4月29日	160円台	16.5	8.6	7.9	円買い介入か
5月2日	157円台後半	15.8	7.6	8.2	円買い介入か

出所：財務省、ブルームバーグ、各種報道を基に明治安田総研作成。値幅5%、ボラ10%、介入指数17以上に赤の着色、値幅5%、ボラ10%、介入指数13未満に青の着色、介入指数13以上17未満に橙の着色

実質賃金のプラス転換は為替相場にも左右される

■ 現金給与総額の約8割を占める所定内給与の伸びがCPIを上回る時期に、実質賃金がプラスになるとみなした場合、7－9月期にも実質賃金がプラス転換する可能性。もっとも、プラスになったとしても小幅にとどまるとみられ、状況は流動的。安定的に実質賃金がプラスになるのは10－12月期になりそう。一方、円安の進行度合いによっては実質賃金の回復トレンドはとん挫。1ドル160円のケースでは実質賃金プラスが確保できそうだが、1ドル170円のケースでは10－12月に実質賃金が小幅マイナスに転じる可能性

輸入物価によるCPI押し上げ効果

	為替（1ドル＝円）	輸入物価（前年同期比、%）	財CPI（前年同期比、%）	CPI寄与度（%pt）	CPI押上げ効果（対150円、%pt）
24年度下期	150	3.5	2.4	1.2	—
	155	5.9	2.6	1.3	0.1
	160	8.4	2.8	1.4	0.2
	170	13.2	3.2	1.6	0.4
25年度上期	150	0.4	2.2	1.1	—
	155	3.2	2.4	1.2	0.1
	160	6.0	2.6	1.3	0.2
	170	11.6	3.1	1.6	0.5

出所：ブルームバーグなどのデータを基に明治安田総研作成、輸入物価は半期前

2024年の給与シミュレーション

	4－6月期	7－9月期	10－12月期
春闘反映率（%）	46	86	92
所定内給与	2.76	3.31	3.38
消費者物価（1ドル150円）	3.20	3.30	3.00
実質賃金	▲0.44	0.01	0.38
消費者物価（1ドル160円）	3.20	3.30	3.20
実質賃金	▲0.44	0.01	0.18
消費者物価（1ドル170円）	3.20	3.30	3.40
実質賃金	▲0.44	0.01	▲0.02

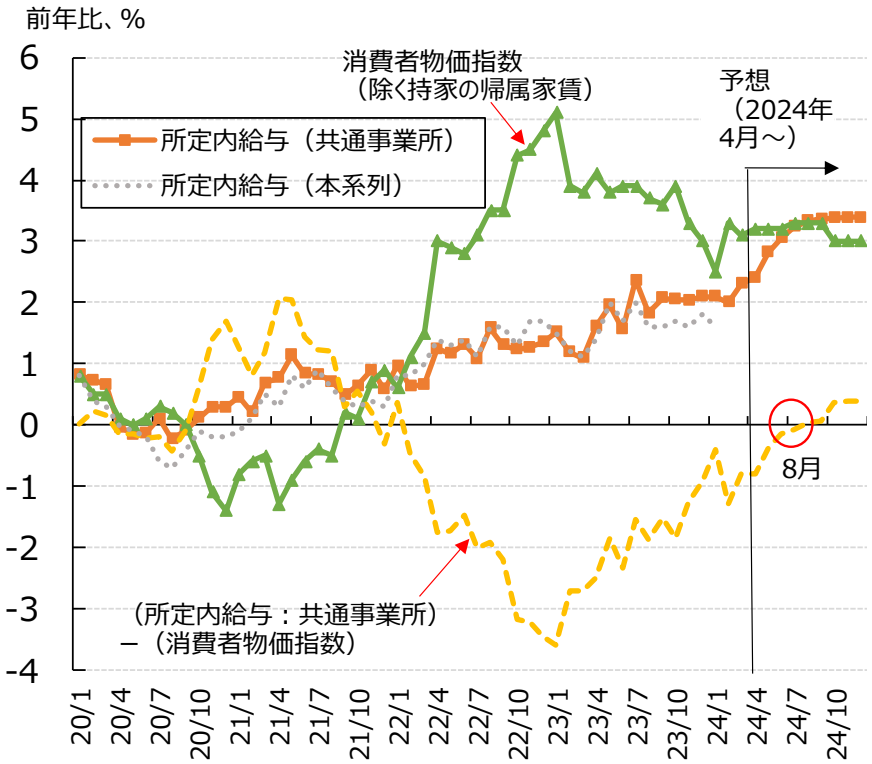
出所：厚労省「賃金引上げ等の実態に関する調査（令和5年）」、連合より明治安田総研作成、予想は明治安田総研。所定内給与は共通事業所ベース（一般労働者、5人以上の事業所）、前年同期比。消費者物価は持家の帰属家賃を除く、前年同期比。春闘反映率は2023年度実績

春闘賃上げ率は高水準に

■ 春闘賃上げ率が段階的に賃金に反映されることで、実質賃金のマイナス幅の縮小とプラス転換が期待される。昨年の賃金改定動向を踏まえると、7－9月期にも実質賃金がプラス転換する可能性

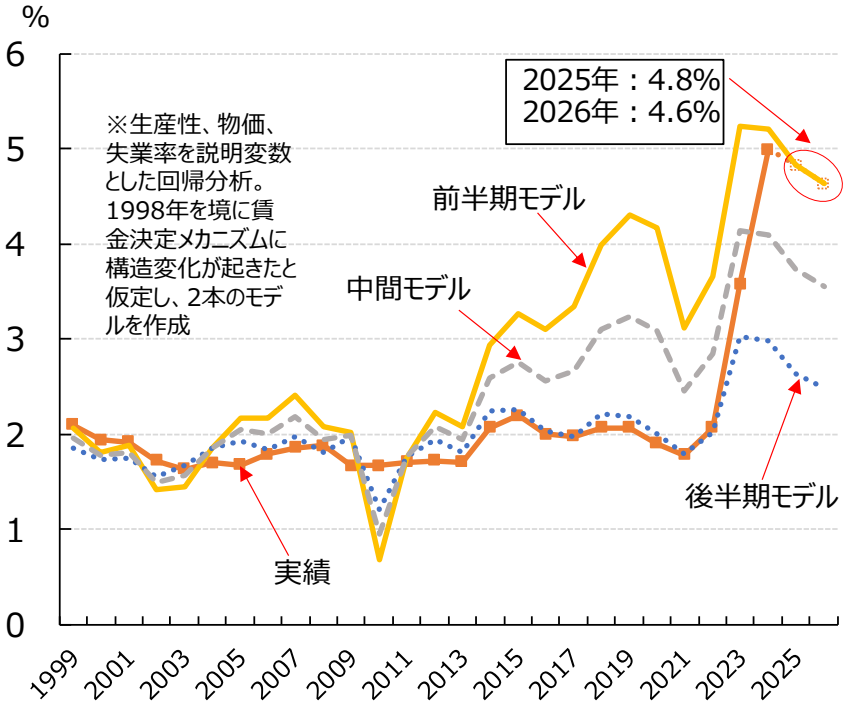
■ デフレ下の慣行は変わりつつある。賃金決定方式が1975～1998年のインフレ経済モデルに完全に移行したことを前提にすると、2025－2026年についても高めの賃上げ率が期待できる

インフレ率と所定内給与



出所：e-Stat、連合より明治安田総研作成、所定内給与は一般労働者、5人以上の事業所。予想は明治安田総研、想定為替レートは1ドル150円

平均賃上げ率の将来推計



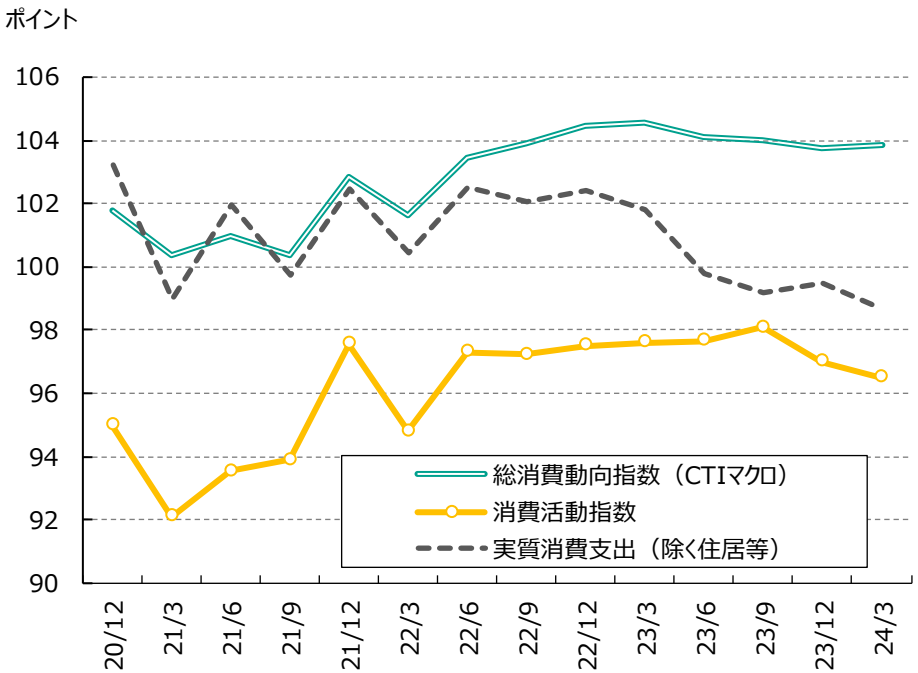
出所：賃上げ実績は連合、推計は明治安田総研。2025年推計の前提は、生産性：＋2.0%、インフレ率2.4%、失業率：2.5%。2026年推計の前提は、生産性：＋2.0%、インフレ率：1.8%失業率：2.5%、2024年実績値は当研究所予想値：4.99%

個人消費は今後、緩やかに回復

■ 足元の各種消費指標は総じて冴えない推移。物価高の影響に加え、暖冬による季節性の消費の抑制、一部自動車メーカーの生産停止などが足枷となった模様。今後は4月以降の賃上げの効果を見極める局面に。物価上昇ペースとのバランスが問題となる

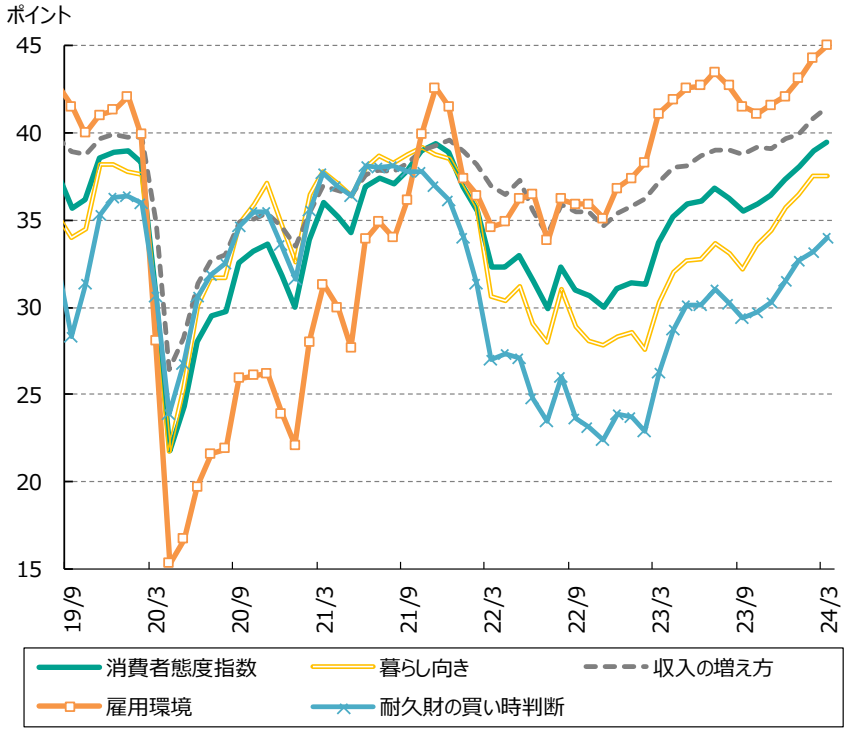
■ 家計の消費マインドは改善傾向。消費者態度指数は足元3月まで6ヵ月連続の上昇となり、コロナ前の水準まで持ち直した。2024年は前年を上回る賃上げと物価のピークアウトで実質賃金の改善が見込めるほか、政府による経済対策の効果も期待できることから、個人消費は回復に向かうというのがメインシナリオ

個人消費関連指標（季調値）の推移



（出所）日銀「消費活動指数」、総務省「総消費動向指数」「家計調査」

消費者態度指数の推移

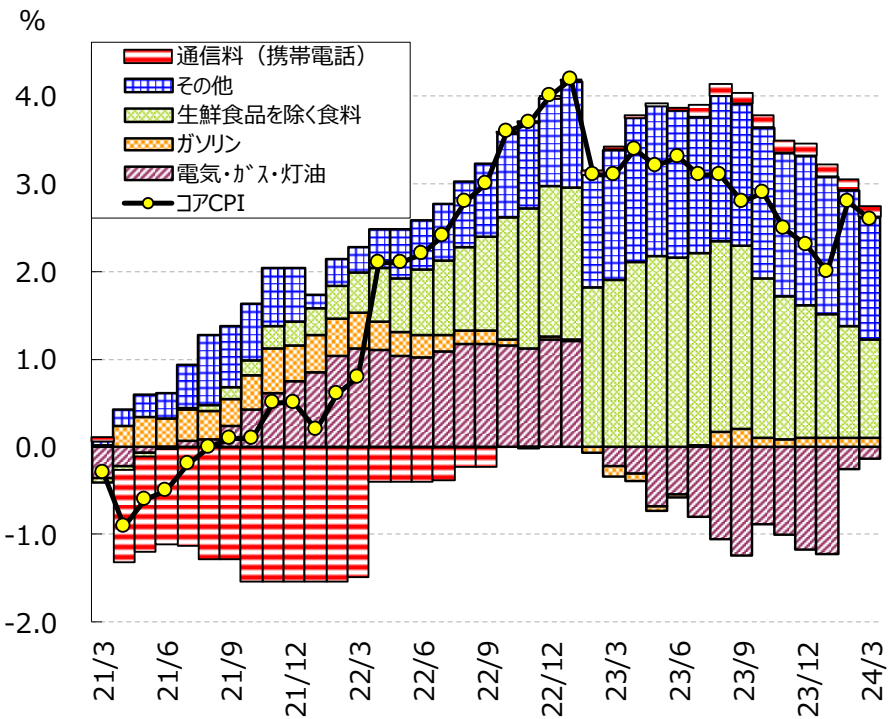


（出所）内閣府「消費動向調査」

物価上昇は徐々に鈍化、実質賃金はプラス圏へ

■ 3月の全国消費者物価指数は前年比＋2.6%（前月比▲0.2%ポイント）と伸び幅が再び縮小。食品のピークアウトに伴い伸び幅は縮小に向かうと予測するが、円安と原油価格のじり高がリスク。先行きについては、5月以降は再生可能エネルギー賦課金単価の引き上げ、6月以降は電気・ガス価格に係る激変緩和対策事業終了がCPIを押し上げ

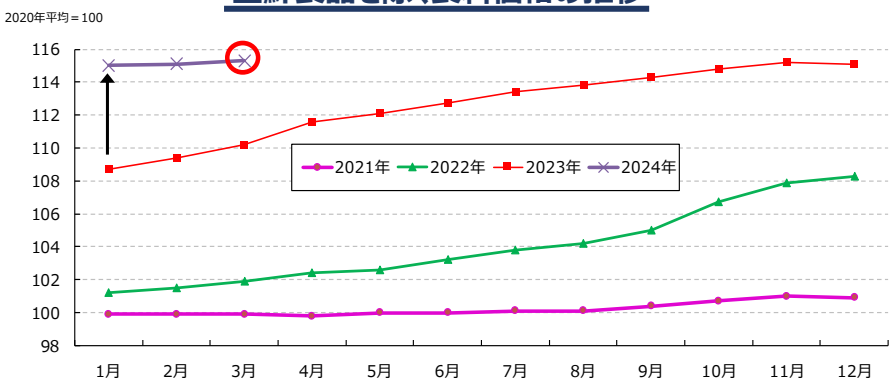
全国コアCPIの推移（前年同月比寄与度）



（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

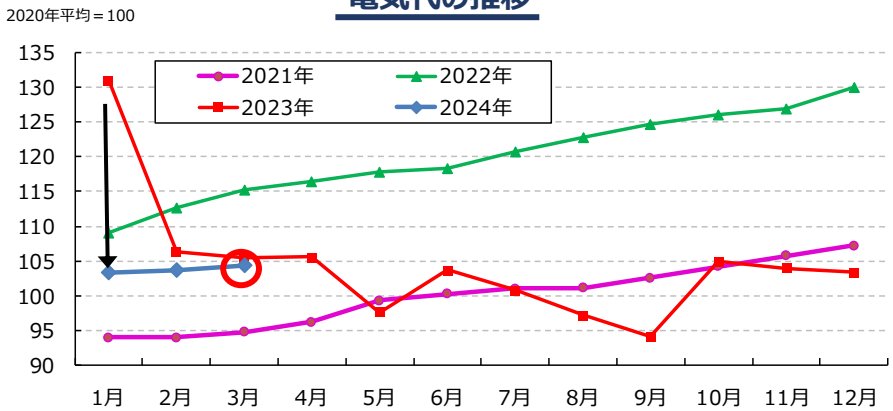
生鮮食品を除く食料価格の推移



（出所）総務省「消費者物価指数」

■ 電気代は1月の前年比▲21.0%から 2月は同▲2.5%へ。ただし5月以降は再び上昇

電気代の推移



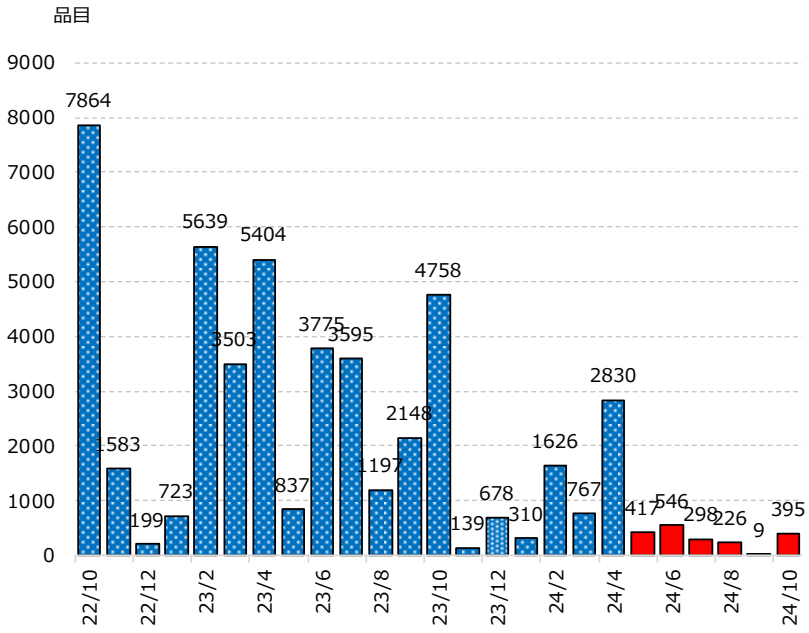
（出所）総務省「消費者物価指数」

7月から電気代、ガス代が値上がり

■ 帝国データバンクの「食品主要195社」価格改定動向調査（4月30日時点）によると、5月の値上げ品目は417品目で、前年同月比で▲50%となっている。1－10月の値上げ品目数は7,424品目で、前年同期比▲76%となっており、前年比7割減のペースで推移する見通し。ただし、平均値上げ率は18%となっており、今後は円安の動向が不安視される

■ 電気・ガス価格に係る激変緩和対策事業は5月使用分をもって終了することとなった。現在、電気料金で3.5円/kWh、ガス料金で15円/㎥の補助が、5月使用分は半減（電気料金で1.8円、ガス料金で7.5円）され、6月使用分からは補助が終了となる。現在、電気料金で月額1,230円（エネルギー庁調べの世帯当たり月平均電気消費量約350kWh×3.5円）程度、都市ガスで月額260円（同都市ガス消費量約15㎥×15円）程度の補助が実施されているが、終了により7月以降は合わせて月額1,490円程度、年間で17,880円程度の負担増となる

食品の値上げ動向



(出所)帝国データバンク

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4月使用分まで	2024年4月使用分まで
低圧3.5円/kWh	15円/㎥
2024年5月使用分	2024年5月使用分
低圧1.8円/kWh	7.5円/㎥
5月使用分で終了	5月使用分で終了

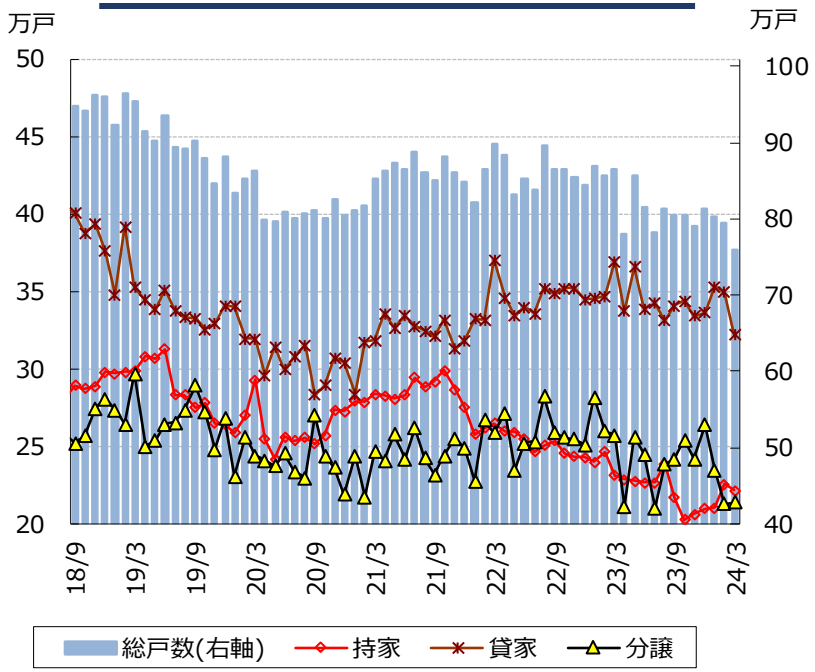
（出所）エネルギー庁資料より明治安田総研作成

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が増えてきた。分譲は振れの大きいマンションの影響で不安定な推移が続く。日銀のさくらレポート（4月）では、「持家の受注は、コロナ禍での生活様式の変化を受けた需要増加の反動や、資材高等による住宅価格上昇の影響から、足もと逆風が強まっている（大阪支店）」といった声が寄せられる

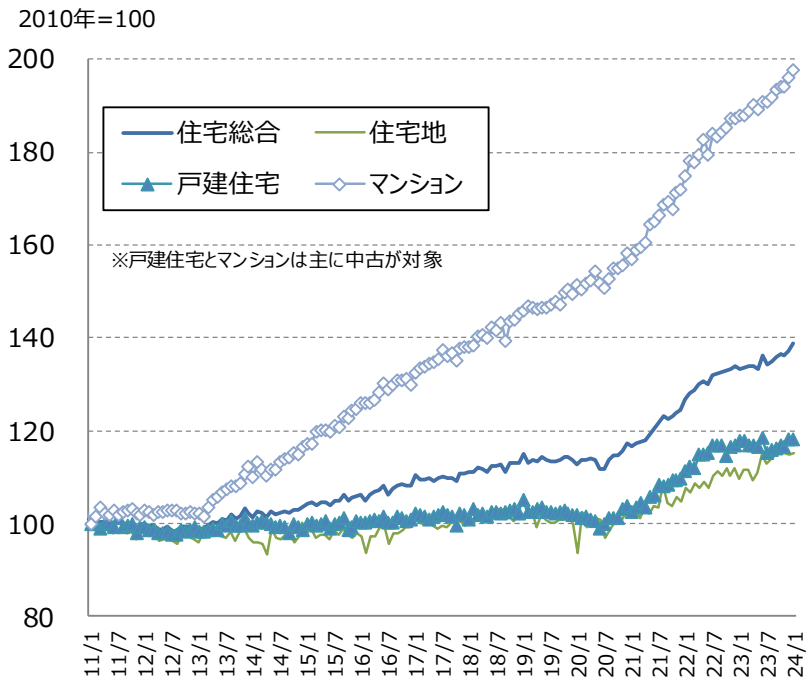
■ マンションの価格高騰は2013年から始まっており、2020年以降はペースが加速。不動産経済研究所が公表しているマンション市場動向によれば、2023年の新築分譲マンション一戸当り平均価格は首都圏で8,101万円（近畿圏同4,666万円）と、2013年から＋64.4%（近畿圏同＋33.5%）の上昇、コロナ前の2019年との比較でも＋35.5%（近畿圏同＋20.7%）の上昇となるなど、住宅市場は価格高騰が下押し圧力に

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



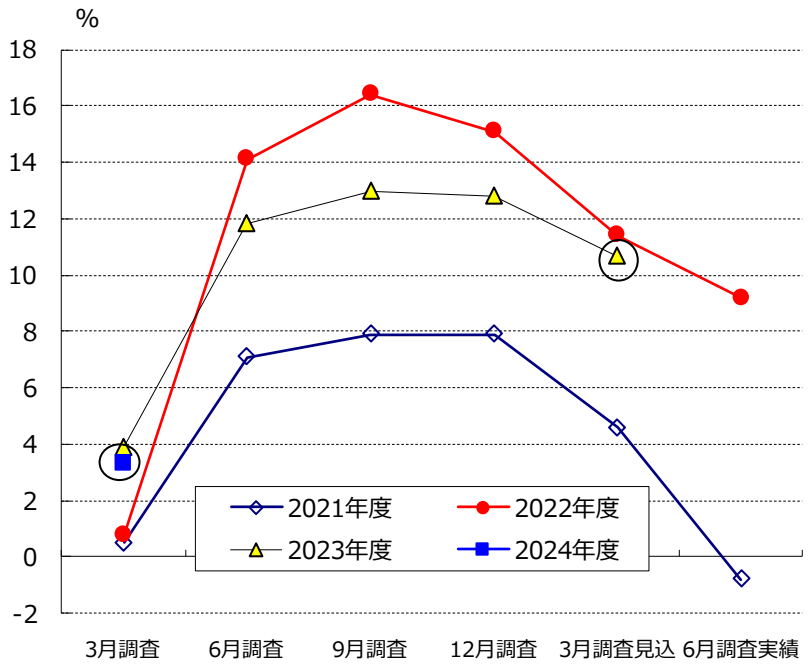
（出所）国土交通省「不動産価格指数（住宅）」

設備投資、強めの計画が徐々に実行に移される展開

■ 4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年度計画が3月調査見込みで前年度比＋10.7%と高水準を維持。また、2024年度計画も前年度比＋3.3%と例年に比し高めの水準でのスタート

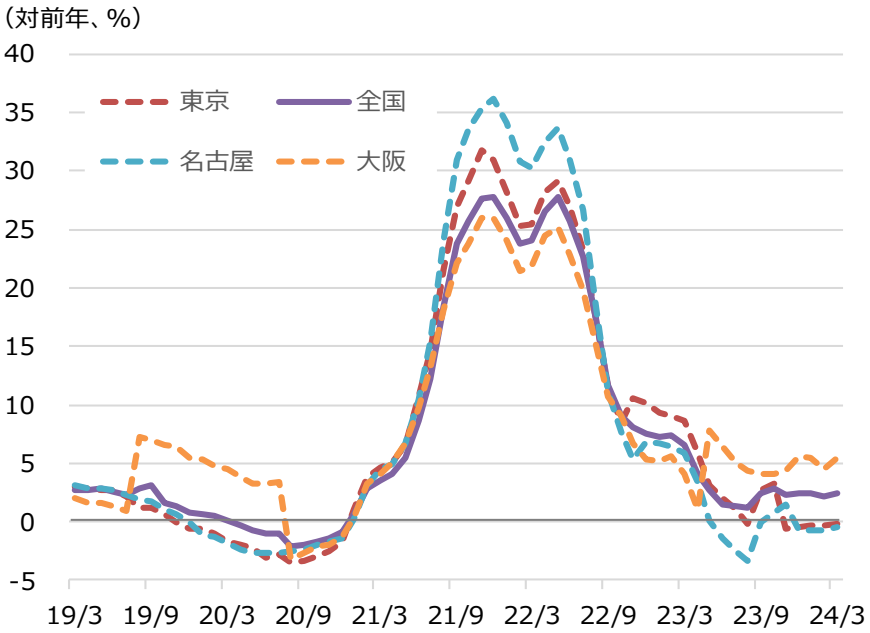
■ 企業収益は高水準を維持しているほか、建設資材価格指数（前年比）も、2021年後半から2022年の前半にかけて2割以上の伸びとなったレベルから大きく縮小、足元では落ち着いた推移となっている。人手不足という懸念材料は残るものの、今後は強めの計画が徐々に実行に移される展開が期待される

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」

建設資材価格指数（建築総合）の推移



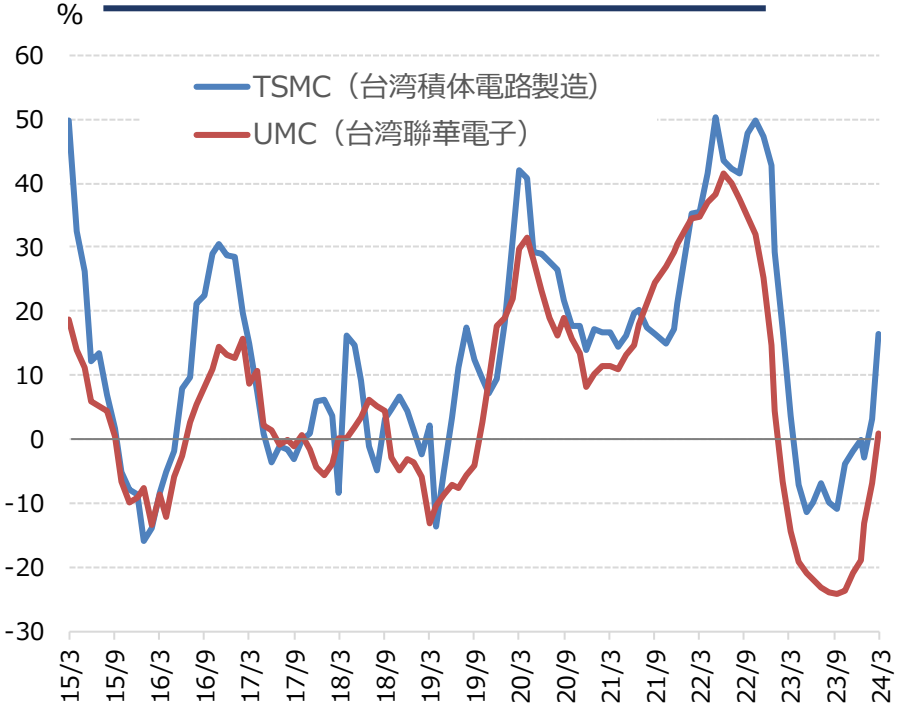
（出所）経済調査会から明治安田総研作成

半導体が生産のけん引役に

■ 半導体市況の好不調の波（シリコンサイクル）はおおよそ3～4年周期で一巡するとされている。世界の半導体受託製造で大きなシェアを握る台湾半導体メーカー大手2社の売上高推移（前年比・3ヵ月移動平均）をみると、昨年後半以降反転しており、持ち直し傾向が継続

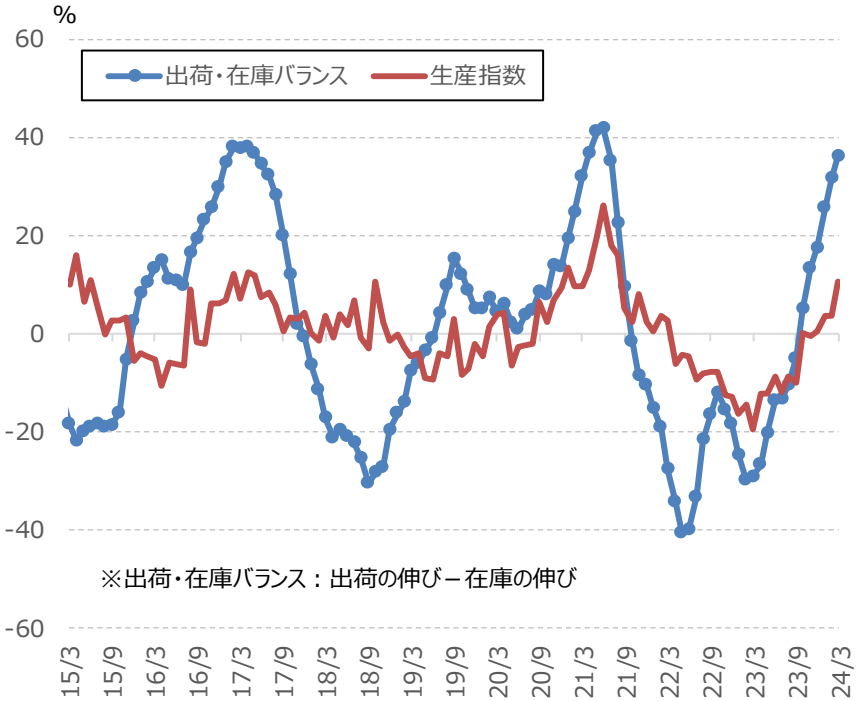
■ 電子部品・デバイス工業の在庫循環は景気に対し先行性があることで知られるが、その出荷・在庫バランスをみると、このところ回復基調で推移している。汎用品を中心とした半導体の供給超過は解消しつつあり、2024年は生産のけん引役となる可能性がある

台湾半導体メーカー大手２社売上高推移（3ヵ月移動平均）



（出所）各社HP、月次売上高から明治安田総研作成
（3か月後方移動平均前年比）

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）

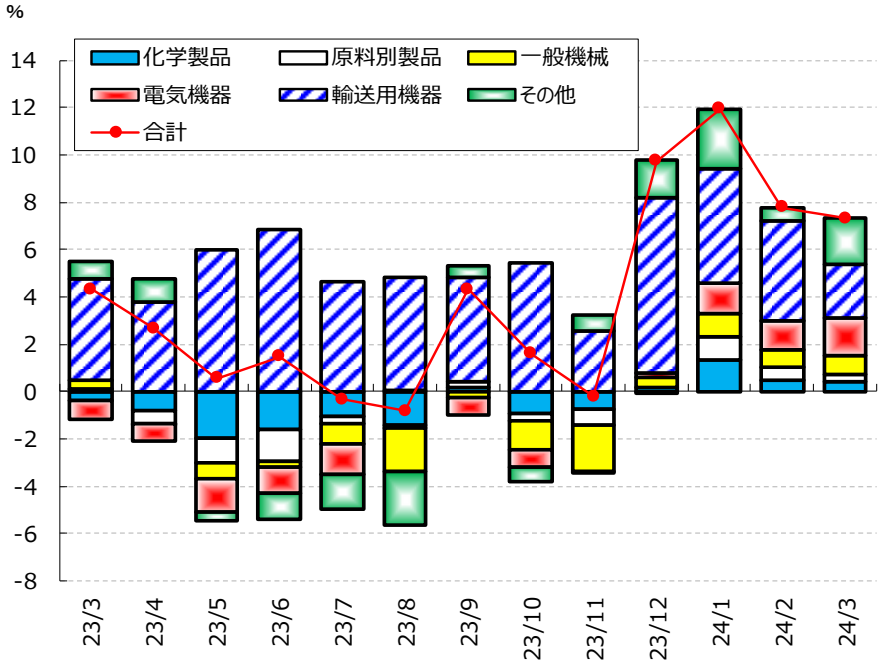


（出所）経済産業省「鉱工業指数」

輸出は軟調な展開に

- 3月の貿易統計によると、輸出金額は前年比＋7.3%と4ヵ月連続のプラスだが、引き続き円安効果でかさ上げされている。商品別では輸送用機器の内訳の自動車は金額ベースの伸びが鈍化する一方、数量ベースでは同▲1.5%と、2月までのプラスからマイナスに転じた。これまで、供給制約の緩和と世界的に堅調な自動車需要を背景に高い伸びが続いてきたが、そろそろ一巡が近付いている

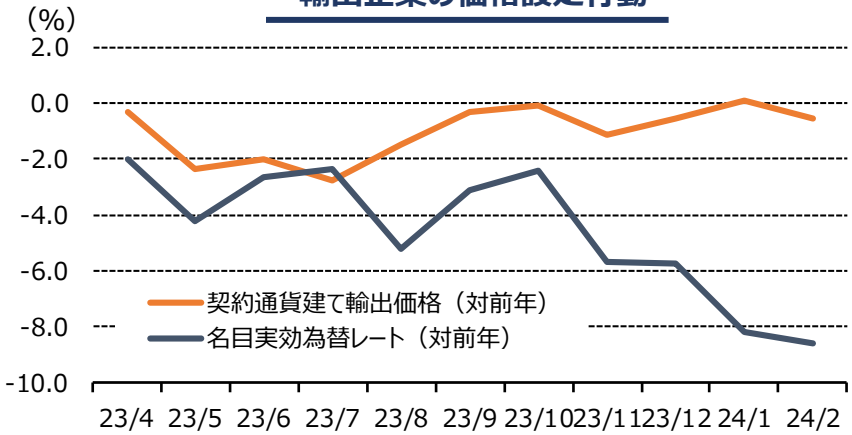
輸出金額の前年比と主要商品別寄与度



（出所）財務省「貿易統計」

- 輸出企業の価格設定行動をみると、近年、契約通貨建ての製品価格を動かさなくなっているのが特徴で、直近の円安下でも契約通貨建て価格を下げて輸出数量を増やそうとする動きはうかがえない。輸出数量は為替相場よりも海外景気の動向に左右される状況が継続すると予想
- 先行きに関しては、欧米や中国といった主要輸出先の景気の先行き不透明感が強いことに加え、自動車輸出の急増局面の一巡に伴い、当面、軟調な推移となる可能性が高い。輸出が安定的な景気のエンジンとなるのは、欧米が利下げサイクルに転換し、その効果が景気に反映され始める段階とみられ、早くとも2025年以降と予測する

輸出企業の価格設定行動



（注）契約通貨建て輸出価格＝輸出価格指数（円建て）×名目実行為替レート
（出所）日本銀行

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1－3月期の消費単価は2019年同期の44.9%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

■ 4月の訪日外客数は304.3万人となり、2019年同月比で4.0%増。2ヵ月連続で300万人を超えた

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1-3月）

	消費単価（円/人）		平均泊数（泊/人）	
		対2019年1-3月比増減		対2019年1-3月比増減
全国籍・地域	181,290	44.9%	6.5	13.4%
韓国	83,989	36.3%	3.6	7.1%
台湾	142,274	48.2%	5.4	8.0%
香港	225,594	62.2%	6.1	11.9%
中国	259,825	36.8%	6.9	17.7%
タイ	143,989	46.3%	5.5	3.4%
シンガポール	257,928	49.2%	8.0	6.5%
マレーシア	194,504	60.0%	7.3	0.1%
インドネシア	216,245	81.5%	8.0	12.1%
フィリピン	213,466	103.9%	8.2	-26.4%
ベトナム	142,851	60.2%	6.5	-20.4%
インド	196,792	17.4%	10.1	-56.9%
英国	337,434	100.8%	11.3	7.5%
ドイツ	285,474	48.3%	14.2	11.9%
フランス	269,995	28.1%	14.6	5.3%
イタリア	260,567	33.2%	14.0	5.7%
スペイン	325,653	91.5%	12.8	15.3%
米国	308,467	84.7%	10.4	20.1%
カナダ	313,989	94.0%	11.9	18.6%
オーストラリア	368,778	53.4%	14.3	6.3%

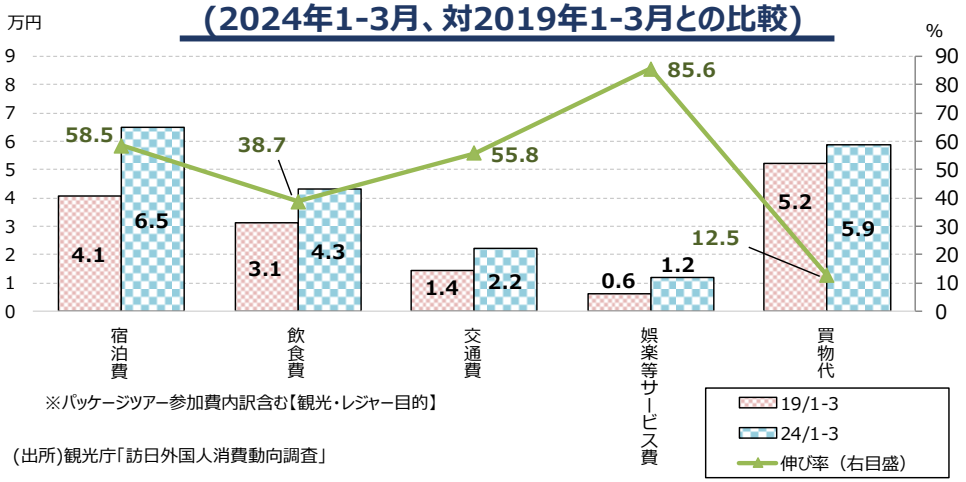
※パッケージツアー参加費内訳を含むベース
（出所）観光庁「訪日外国人消費動向調査」

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1-3月、対2019年1-3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」

日銀の次なる行動が近づいた印象

- 植田総裁は、4月26日の会合後の定例会見で、円安が利上げにつながる条件について、「基調的な物価上昇率に無視できない影響を与えるかどうか」との従来のスタンスを繰り返す。現状では無視できるとの考えかとの更問にうなずいたことで、大きく円安に振れた
- 5月7日に岸田首相と面会後、「経済・物価に潜在的に大きな影響を与え得るものなので、最近の円安については日銀の政策運営上、十分注視をしていくということを確認」、「今後、基調的な物価上昇率にどういう影響が出てくるかについて注意深くみていく姿勢」と述べ、軌道修正を図る
- 4月会合はゼロ回答だったとはいえ、元々日銀が頑なに円安対応を拒んでいるわけではないとみる。さすがに3月に動いたばかりの4月では、大義名分が立たないだけだった可能性も高い
- 日銀自身が展望レポートで示唆している通り、利上げと緩和的な金融環境の維持が両立できないわけではない。政治や世論の抵抗なしに利上げができる局面は、日銀にとって得難いチャンスでもある
- 次回会合からは再びいつ政策変更があってもおかしくない「ライブ」の会合となる。どのタイミングで、円安が「基調的な物価上昇」、すなわち景気の好循環を前提とした物価上昇に影響を与えているとの理屈付けが可能な情報が揃うかがポイント
- 国債買い入れの減額であれば、5月9日に発表された「金融政策決定会合における主な意見の内容から見て、6月にも実施される可能性が高まった。日銀は、6月会合もゼロ回答とすることで、再び円売り圧力が増すリスクを警戒せざるをえない。追加利上げは7月か

2.海外経済見通し

米国経済見通し概要

- 1－3月期の実質GDP成長率は前期比年率＋1.6%と、前期（同＋3.4%）から伸びが鈍化したものの、7四半期連続のプラス。内外需別の前期比への寄与度を見ると、内需が＋2.45%ポイント、外需（純輸出）が▲0.86%ポイントで、内需は底堅い

- 今後の個人消費は、家計の信用条件の悪化などが重石となり、勢いは次第に弱まると予想する。FRBが政策金利を当面維持する可能性が高いことから、設備投資や住宅投資も回復ペースは緩やかなものにとどまるとみられ、米国景気は2024年秋口にかけて減速基調をたどると予想。もっとも、物価上昇圧力が低下するなか、FRBが9月に利下げに転じることで、その後の景気は徐々に持ち直すとみる

- 5月のFOMCでは、6会合連続で政策金利をすえ置いた。パウエル議長は会合後の記者会見で、「次の動きが利上げになるとは考えにくい」とはしつつも、「利下げする道、しない道の両方の可能性がある」と述べている。もっとも、労働需給の緩和によりインフレ率は緩やかながらも鈍化傾向で推移するとみており、9月の利下げ開始、および年内2回の利下げを予想

主要経済指標		暦年ベース			2023年	2024年				2025年			
							予測				予測		
		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%	**2.2%**	**1.9%**	3.4%	1.6%	**1.5%**	**0.8%**	**1.7%**	**2.0%**	**2.2%**	**2.5%**	**2.8%**
	前回	2.5%	2.1%	1.8%	3.3%	1.9%	0.4%	0.8%	1.8%	2.0%	2.2%	2.3%	2.8%
CPI（総合、※）	今回	4.1%	**3.0%**	**2.4%**	3.4%	3.5%	**3.2%**	**2.8%**	**2.5%**	**2.4%**	**2.4%**	**2.3%**	**2.1%**
	前回	4.1%	2.7%	2.2%	3.4%	3.1%	2.7%	2.5%	2.3%	2.2%	2.2%	2.1%	2.1%
政策金利（上限値、期末値）	今回	5.50%	**5.00%**	**4.50%**	5.50%	5.50%	**5.50%**	**5.25%**	**5.00%**	**4.75%**	**4.50%**	**4.50%**	**4.50%**
	前回	5.50%	4.75%	4.25%	5.50%	5.50%	5.25%	5.00%	4.75%	4.50%	4.25%	4.25%	4.25%

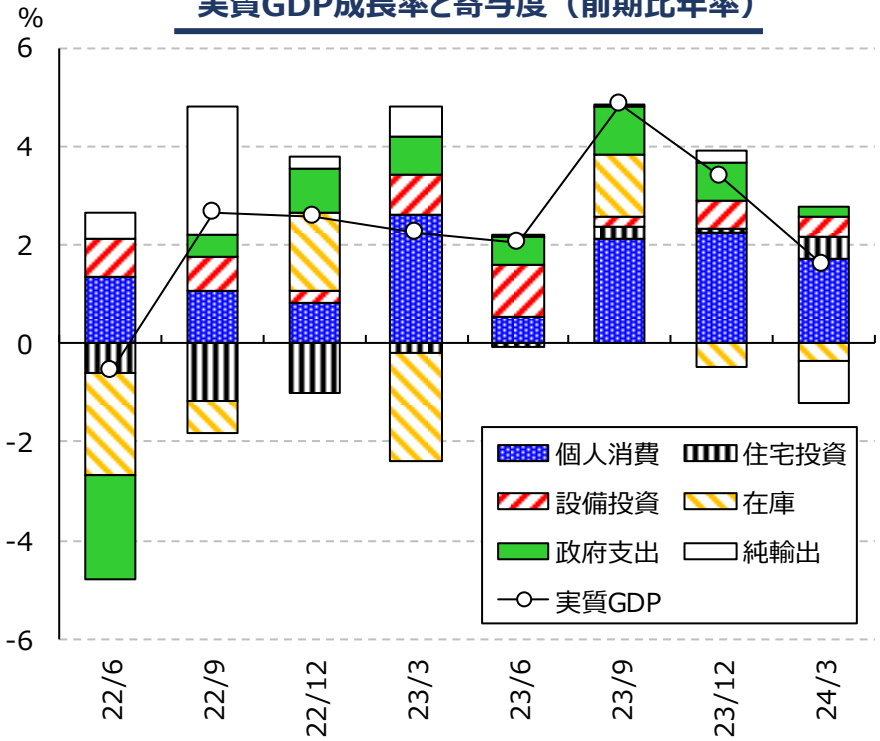
※暦年は平均値、四半期は期末値を記載　・前回は2月経済見通し時点

実質GDP成長率は7四半期連続のプラス

■ 2024年1－3月期の実質GDP成長率（速報値）は前期比年率＋1.6%と、前期（同＋3.4%）から伸びが鈍化。内外需別の前期比への寄与度を見ると、内需が＋2.45％ポイント、外需（純輸出）が▲0.86%ポイントで、内需は底堅い

■ ISM景況指数を見ると、4月は製造業が49.2、非製造業が49.4といずれも好不況の境目である50を下回った。内訳では、雇用指数がともに50を下回って推移している

実質GDP成長率と寄与度（前期比年率）



（出所）米商務省

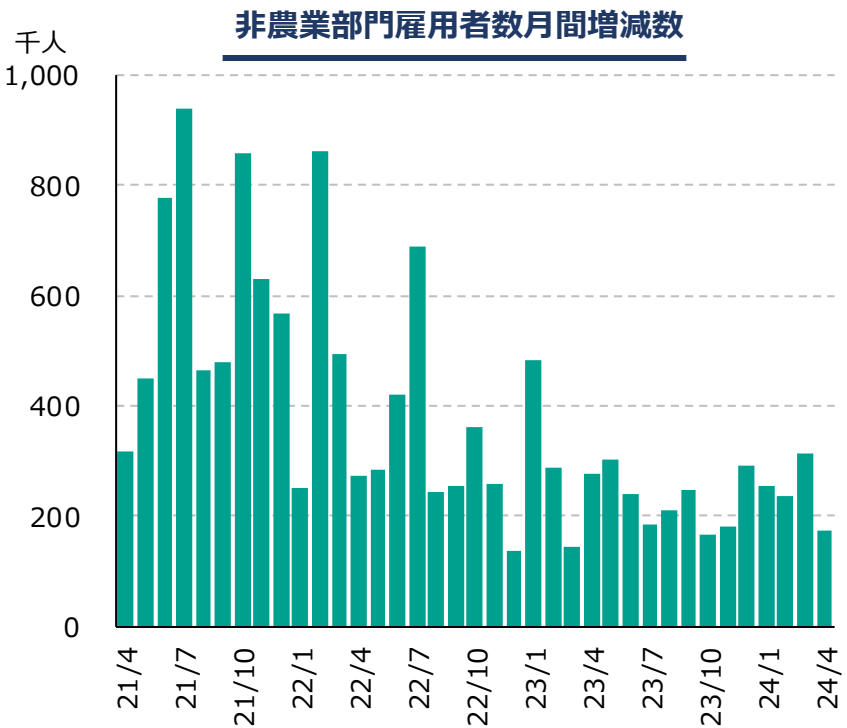
ISM景況指数

（出所）米サプライマネジメント協会（ISM）

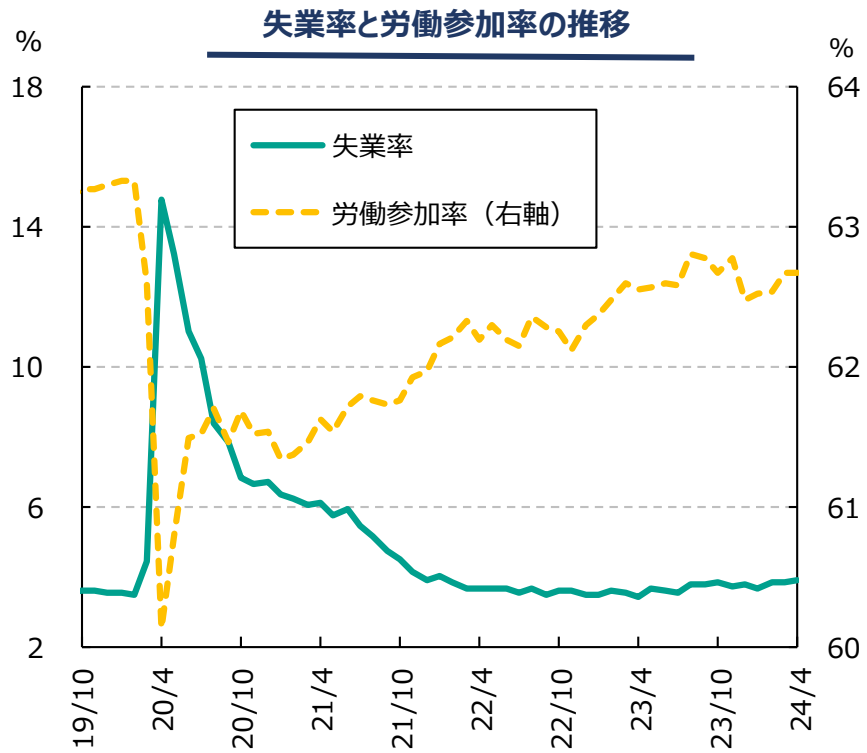
非農業部門雇用者数は昨年10月以来に市場予想を下回る

■ 4月の非農業部門雇用者数は前月比＋17.5万人と、市場予想（同＋24.0万人）を下回った。トレンドを示す3ヵ月後方移動平均は同＋24.2万人と5ヵ月ぶりに伸びが鈍化。ただ、依然としてコロナ感染拡大前の5年平均値（同＋20.0万人）を上回っており、労働市場は底堅い

■ 4月の失業率は3.9%と、前月から0.1%ポイント上昇。失職者は年初から21.3万人増えており、企業の雇用意欲が低下しつつある様子がうかがえる。失業者一人当たりの求人件数は1.32件といまだに1件を上回っているものの、すでにピークアウトしていることから、失業率は今後緩やかながら上昇に向かうとみる



（出所）米労働省



（出所）米労働省

労働需給の緩和は継続

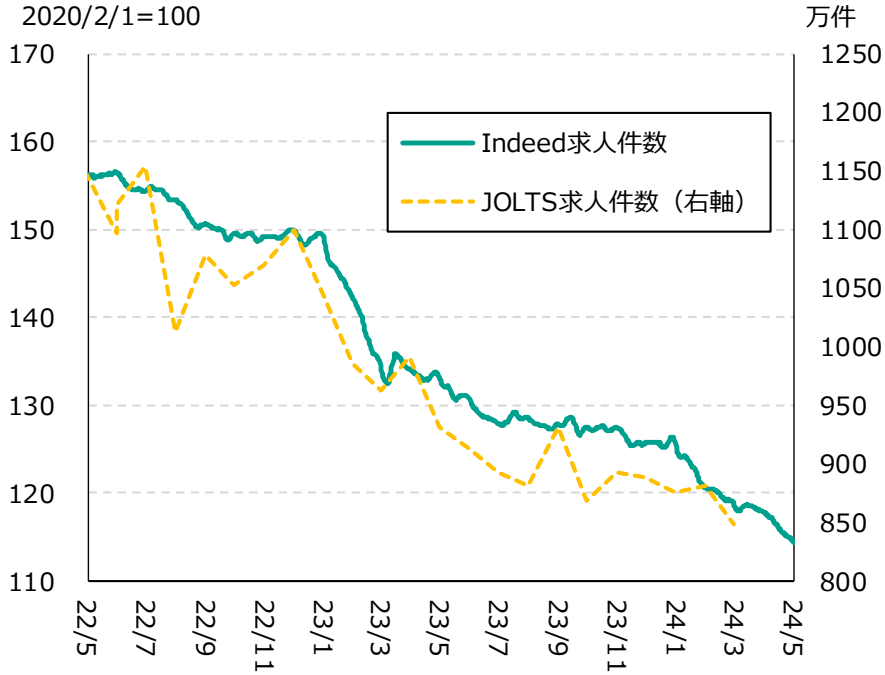
■ 4月の平均時給の伸びは前年比＋3.9%と、前月から0.2%ポイント低下。前月比でも＋0.20%と、前月（同＋0.35%）から鈍化し、過去12ヵ月平均（同＋0.32%）も下回った。相対的に賃金の低い移民やパートタイムの増加が就業者増の主因であることなどから、賃金上昇率の鈍化トレンドは継続

■ 3月のJOLTS求人件数は848.8万件と前月（881.3万件）から減少。先行指標となるIndeed求人件数も4月以降は減少傾向となっており、労働需給の緩和は今後も継続する可能性が高い

平均時給の伸び（前年比）

（出所）米労働省

求人件数の推移



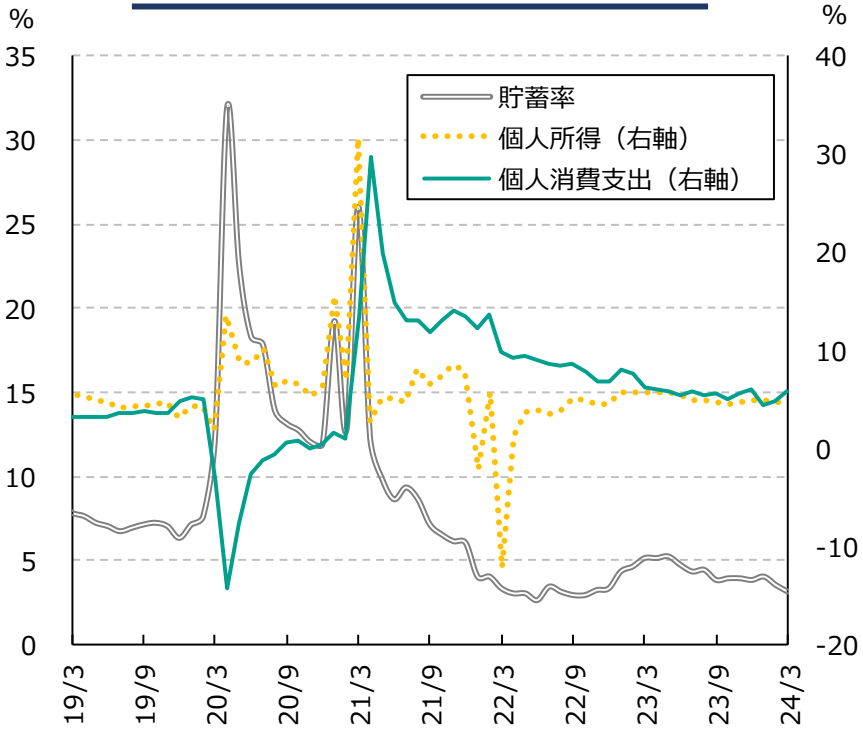
（出所）Indeed、米労働省公表資料より明治安田総研作成

ここまでの個人消費は底堅い

■ 3月の個人消費支出は前年比＋5.8%と、2ヵ月連続で伸びが拡大。個人消費は底堅い推移が続く。もっとも、貯蓄率は3.2%と2022年10月以来の水準まで低下

■ 実質賃金は昨年5月以来プラスで推移しており、個人消費を下支え。もっとも、名目賃金上昇率の鈍化に伴い、プラス幅は年初から縮小傾向にある

個人所得、個人消費支出（前年比）および貯蓄率の推移



（出所）米商務省

実質賃金の推移（前年比）

実質賃金＝平均時給－総合CPI

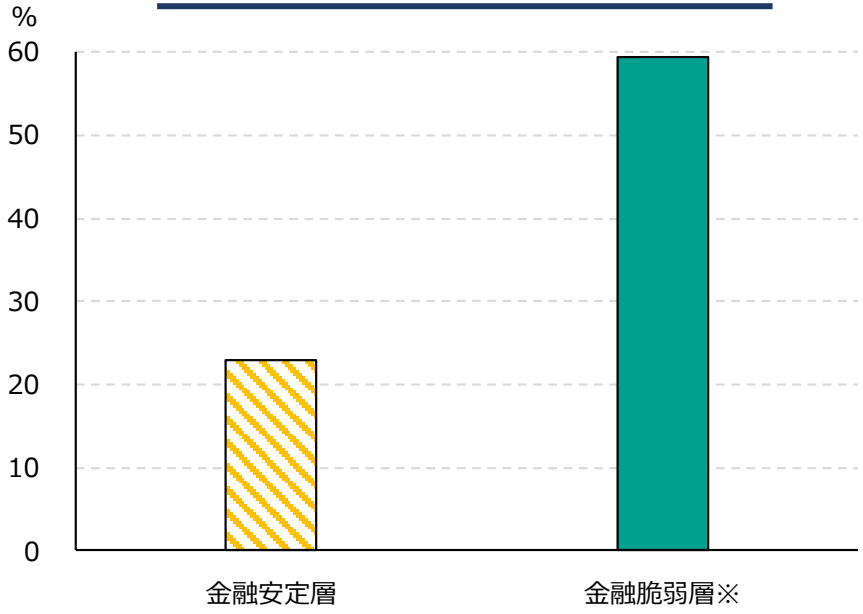
（出所）ファクトセットより明治安田総研作成

「金融脆弱層」を中心にBNPLの利用が広がる

■ 後払い決済サービス（BNPL）の利用は信用スコアの低い、もしくはローンを30日以上滞納したことがあるといった「金融脆弱層」を中心に広がっている

■ 価格別にBNPLの利用動向を見ると、「金融脆弱層」は0～250ドルといった低額での利用が相対的に多い。もっとも、利用者数の割合が高いことから、過剰債務に陥り、延滞率が増加するリスクを孕む

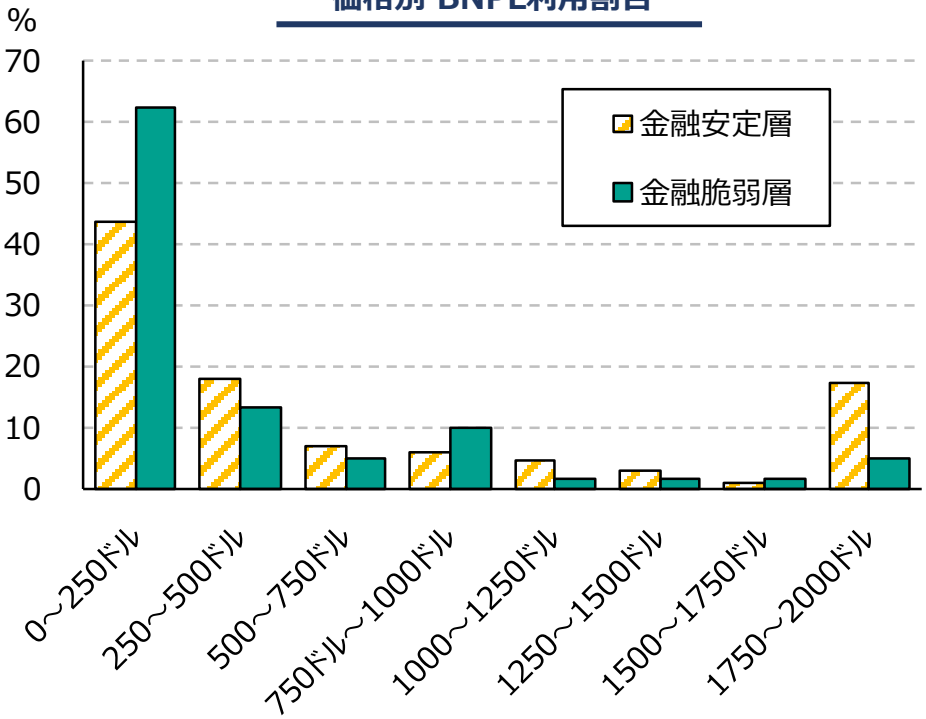
BNPLを5回以上利用したことがある割合



※信用スコア620未満、もしくは過去1年間にクレジットの申請を拒否された者、またはローンを30日以上滞納したことがある者

（出所）ニューヨーク連銀

価格別 BNPL利用割合



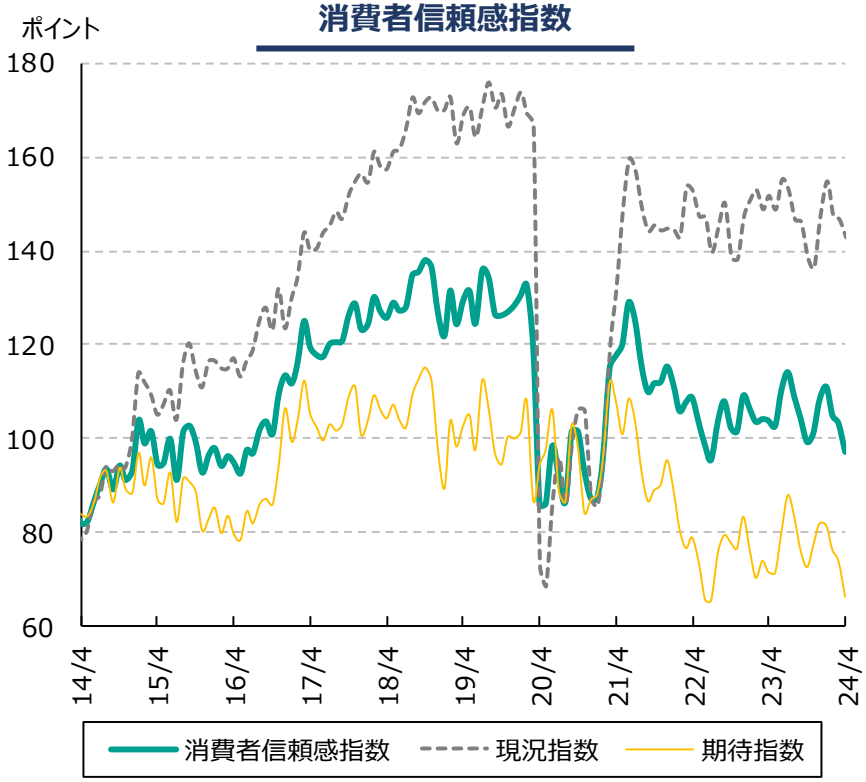
（出所）ニューヨーク連銀

先行きに対する消費者のマインドは悪化

■ 4月の消費者信頼感指数は97.0ポイントと3ヵ月連続で低下。2022年7月以来の低水準となっている。特に、期待指数は4ヵ月連続の低下で、年初からの低下幅は▲15.1ポイントとなっている

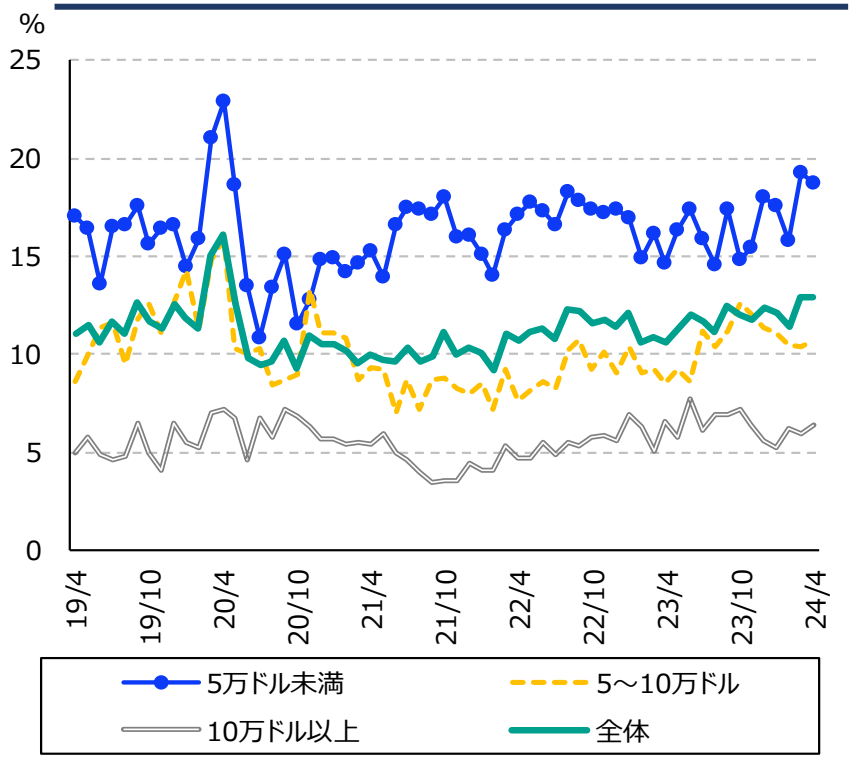
■ 今後3ヵ月間に債務返済が滞る可能性を示す「平均予想延滞率」は12.9%と4年ぶりの高水準に。所得別に見ると、年収5万ドル未満の層で上昇傾向となっている。信用条件の悪化は今後の個人消費の重石になると予想

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



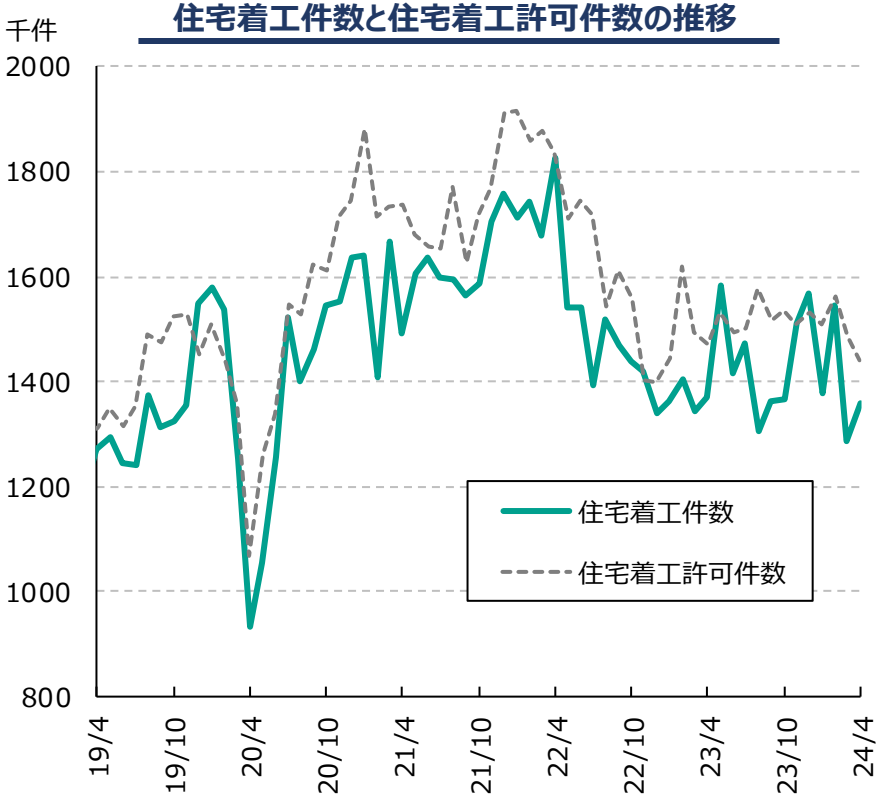
（出所）ニューヨーク連銀

住宅ローン金利の再上昇で着工件数は伸び悩み

■ 4月の住宅着工件数は136.0万件と、2ヵ月ぶりの増加。もっとも、昨年12月時点からは▲20.8万件と冴えない。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年初から上昇傾向で推移。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

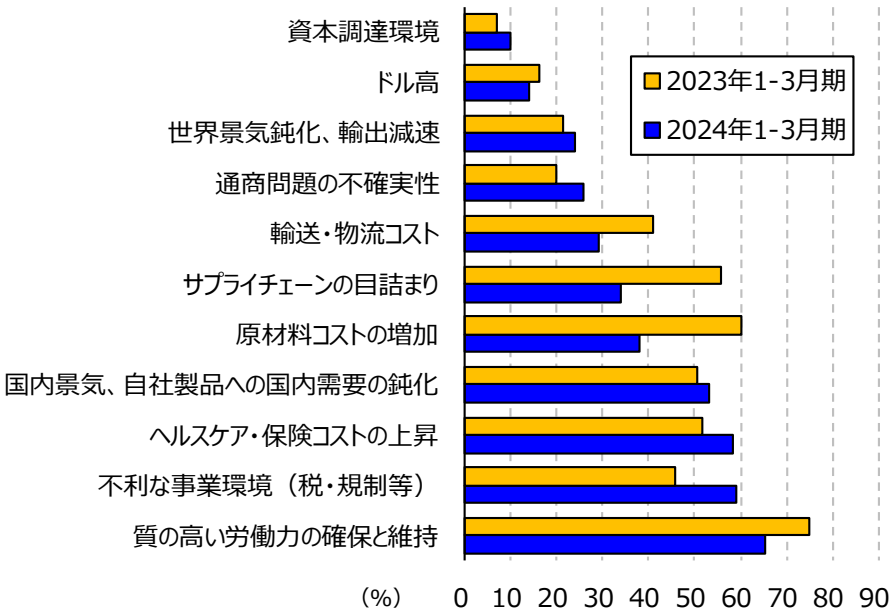
（出所）ニューヨーク連銀

設備投資の回復ペースは緩慢なものにとどまる

■ 2024年1－3月期において企業が直面している主要な課題を見ると、「質の高い労働力の確保と維持」、「不利な事業環境」、「ヘルスケア・保険コストの上昇」といった項目が上位に

■ 実質GDPの設備投資に先行する傾向があるISM製造業新規受注指数を見ると、4月は49.1と再び50割れ。FRBは当面の間、現行の政策金利水準を維持するとみており、引き締め効果が残ることで設備投資の回復ペースは緩慢なものになると予想

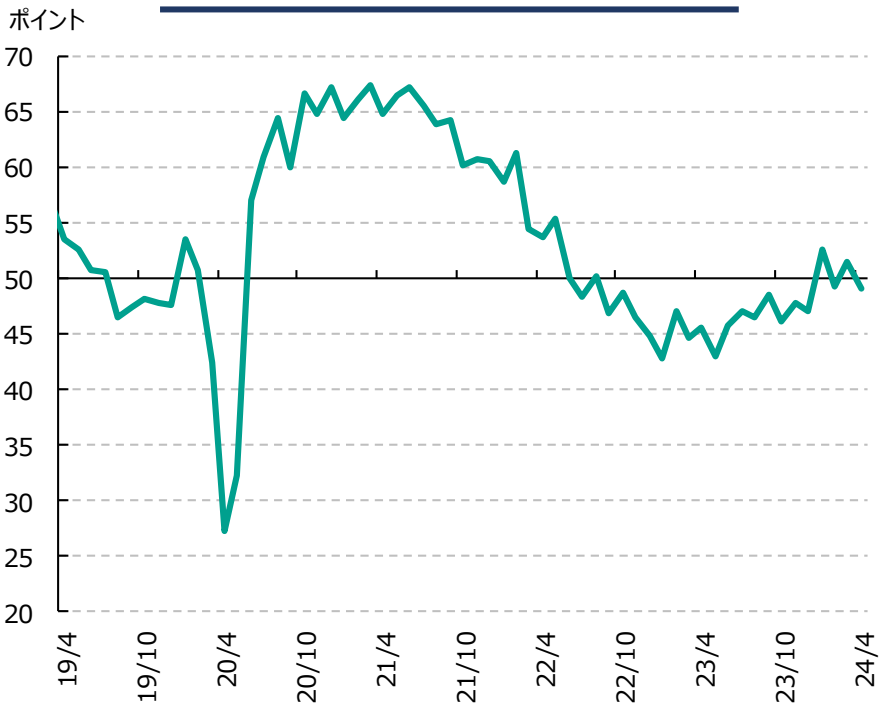
企業が現在直面している主要な課題



（出所）全米製造業協会（NAM）

※複数回答可のため、合計が100%を超過

ISM製造業新規受注指数の推移



（出所）ISM

3月FOMCのドットチャートでは、2024年の3回利下げを維持

■ FOMC参加メンバーの経済見通し（SEP）では、2024年から2026年にかけて実質GDP成長率見通しを前回12月から上方修正。物価（コアPCEデフレーター）については、2024年を上方修正も、2025年、2026年は変わらず

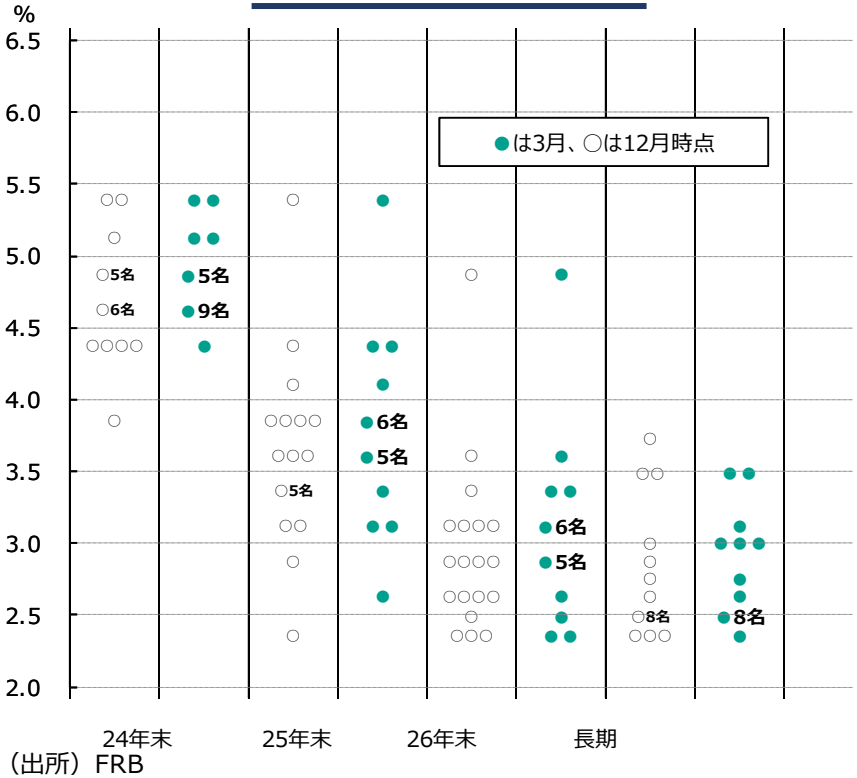
■ 参加メンバーによる政策金利見通しであるドットチャートの中央値は、2024年は4.625%へ、2025年が3.625%といずれも変わらず。2024年の利下げ幅計0.75%も維持

3月FOMC経済見通し

（単位：%）	2024	2025	2026	長期
実質GDP成長率	2.1	2.0	2.0	1.8
（12月予測）	1.4	1.8	1.9	1.8
失業率	4.0	4.1	4.0	4.1
（12月予測）	4.1	4.1	4.1	4.1
PCEデフレーター	2.4	2.2	2.0	2.0
（12月予測）	2.4	2.1	2.0	2.0
コアPCEデフレーター	2.6	2.2	2.0	–
（12月予測）	2.4	2.2	2.0	–
FF金利	4.6	3.9	3.1	2.6
（12月予測）	4.6	3.6	2.9	2.5

（出所）FRB　※実質GDP成長率、（コア）PCEデフレーターは前年比(%)

3月FOMCドットチャート



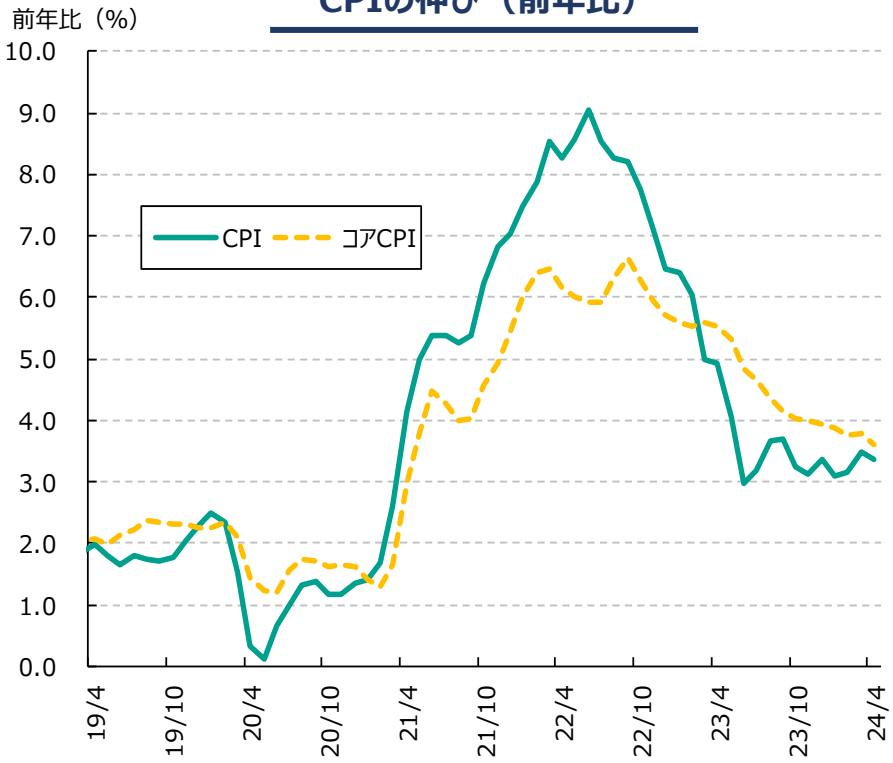
（出所）FRB

最初の利下げ時期は9月を予想

■ 4月のCPIは総合ベースで前年比＋3.4%、エネルギーと食品を除いたコアベースは同＋3.6%といずれも前月から伸びが鈍化。コアの内訳を見ると、コア財は同▲1.3%とマイナスで推移する一方、コアサービスは同＋5.3%と高い伸びが続いている。もっとも、賃金上昇率は今後も鈍化傾向が続き、サービス価格も低下に向かうことで、コアCPIは2024年末に前年比＋2%台半ばまで鈍化するとみる

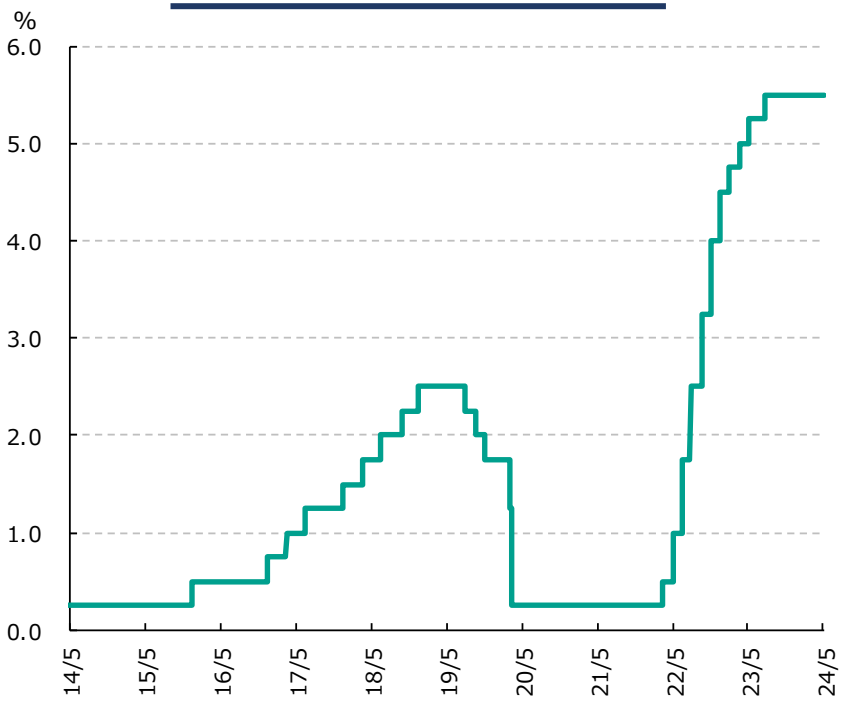
■ パウエル議長は5月FOMC後の記者会見で、「次の動きが利上げになるとは考えにくい」とはしつつも、「利下げする道、しない道の両方の可能性がある」と述べている。もっとも、インフレ率の鈍化を受け、FRBは今年9月に利下げを開始すると予想。その後は12月に25bpの利下げを実施し、2024年末には4.75－5.00%まで政策金利を引き下げるとみる

CPIの伸び（前年比）



（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

- 1－3月期の実質GDP成長率（速報値）は前期比＋0.3%と、3四半期ぶりのプラス。ドイツ（10－12月期：同▲0.5%→1－3月期：同＋0.2%）がマイナス成長から立ち直り、フランス（同＋0.1%→同+0.2%）とイタリア（同＋0.1%→同＋0.3%）に底打ち感。観光業が堅調なスペイン（同＋0.7%→同＋0.7%）は好調継続
- 欧州経済は、中国の景気減速を主因とする外需の不振等で依然厳しい状況。もっとも、実質賃金のプラス転換により個人消費には持ち直しの兆しがあり、最悪期は脱したとみる。欧州中央銀行（ECB）の利上げ効果が継続し、設備投資や住宅市場の重石になるため、当面、景気は低空飛行が続くとみる。ただ、年半ば以降はECBの利下げが下支え役となり、次第に上向く展開を予想する
- ECBは、4月の政策理事会で政策金利すえ置きを決定。声明文には、利下げ開始を示唆する文言が追加された。賃金上昇圧力に鈍化の兆しがみえ、インフレ率が順調に低下していることから、6月会合にて、経済見通し改定と同時に利下げ局面入りとなろう。景気見通しの改善やユーロ安への警戒感などから、四半期に1回程度の緩やかな利下げペースを想定

主要経済指標		歴年ベース			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
			予測	予測			予測	予測	予測	予測	予測	予測	予測
実質GDP	今回	0.4%	**0.7%**	**1.6%**	▲0.1%	0.3%	**0.2%**	**0.4%**	**0.4%**	**0.4%**	**0.5%**	**0.4%**	**0.5%**
	前回	0.5%	0.5%	1.6%	0.0%	0.0%	0.2%	0.4%	0.4%	0.4%	0.5%	0.4%	0.5%
HICP（総合、※）	今回	5.5%	**2.4%**	**2.0%**	2.9%	2.4%	**2.4%**	**2.2%**	**2.2%**	**2.1%**	**2.1%**	**2.0%**	**2.0%**
	前回	4.9%	2.4%	2.0%	2.9%	2.5%	2.4%	2.2%	2.2%	2.1%	2.1%	2.0%	2.0%
政策金利（期末値）	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%	2.75%	2.50%	4.00%	4.00%	3.50%	3.00%	2.75%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%

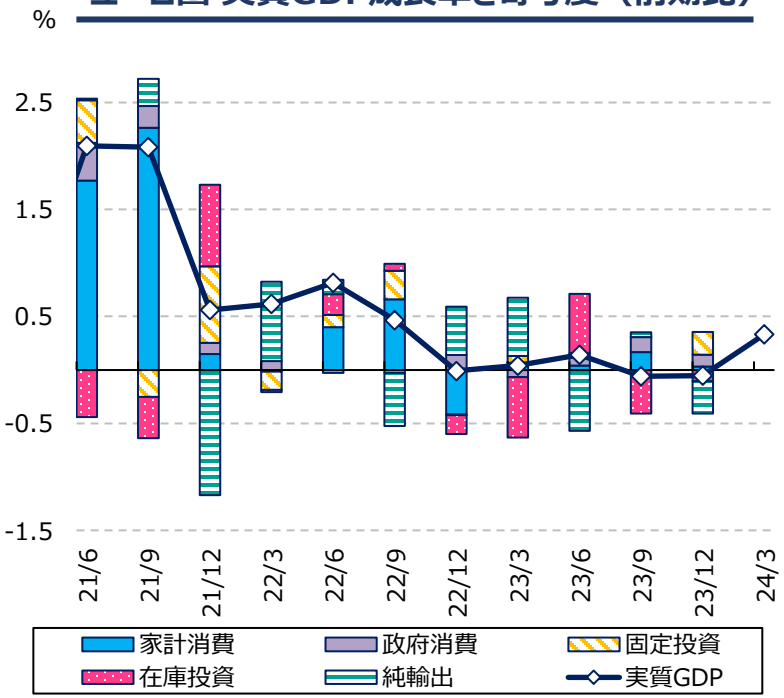
※暦年は平均値、四半期は期末値を記載　　・前回は2月経済見通し時点

景気に底打ち感

- 1－3月期の実質GDP成長率（速報値）は前期比＋0.3%と、3四半期ぶりのプラス
- ドイツ（10－12月期：同▲0.5%→1－3月期：同＋0.2%）がマイナス成長から立ち直り、フランス（同＋0.1%→同+0.2%）とイタリア（同＋0.1%→同＋0.3%）に底打ち感。観光業が堅調なスペイン（同＋0.7%→同＋0.7%）は好調継続

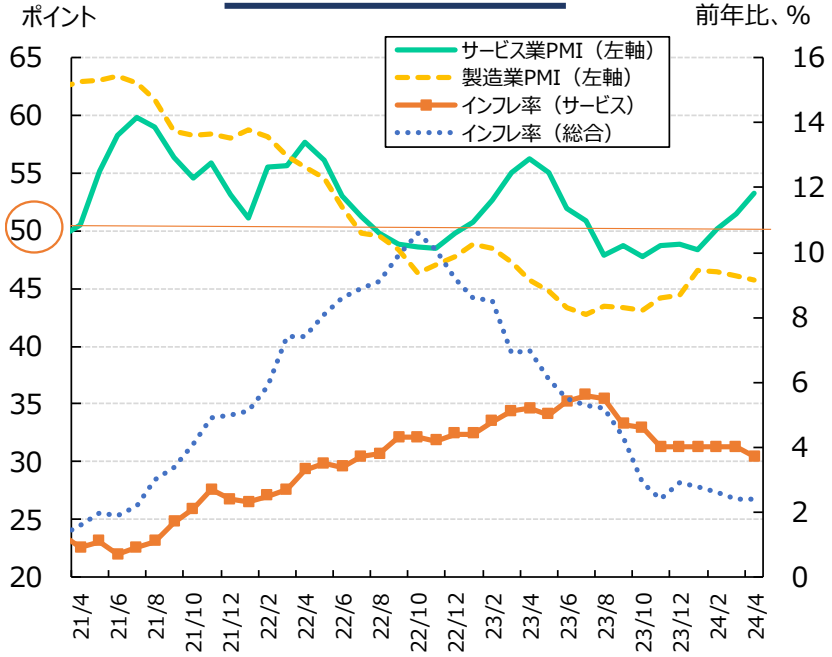
- ユーロ圏企業購買担当者景気指数（PMI)を見ると、4月は総合で51.7と、2ヵ月連続で好不況の境目となる50を上回った。製造業は軟調もサービス業に持ち直しの動き
- ユーロ圏の4月インフレ率は前年同期比＋2.4%。サービス価格が5ヵ月ぶりに鈍化に転じた（3月：4.0%→4月3.7%）

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



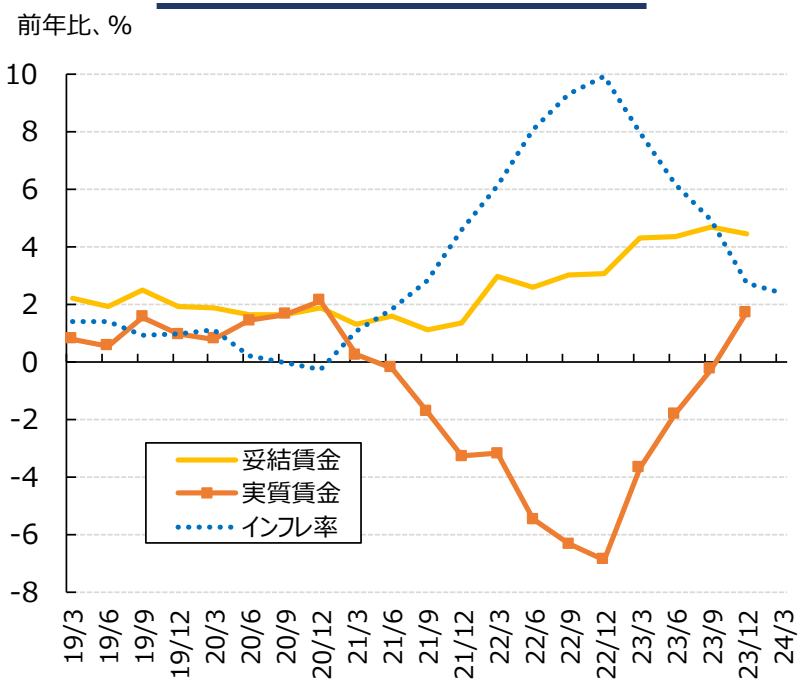
出所：ブルームバーグのデータより明治安田総研作成

実質賃金プラス転換、個人消費は持ち直しへ

- 10-12月期のユーロ圏労使妥結賃金は、前年同期比＋4.5%と前期（同＋4.7%）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。5/23発表予定の1-3月期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3月実質小売売上高は前月比＋0.8%。実質賃金プラス転換を背景に持ち直しの動き。消費者信頼感も上昇傾向であり、ユーロ圏GDPの約半分を占める個人消費は回復へ

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消費者信頼感指数

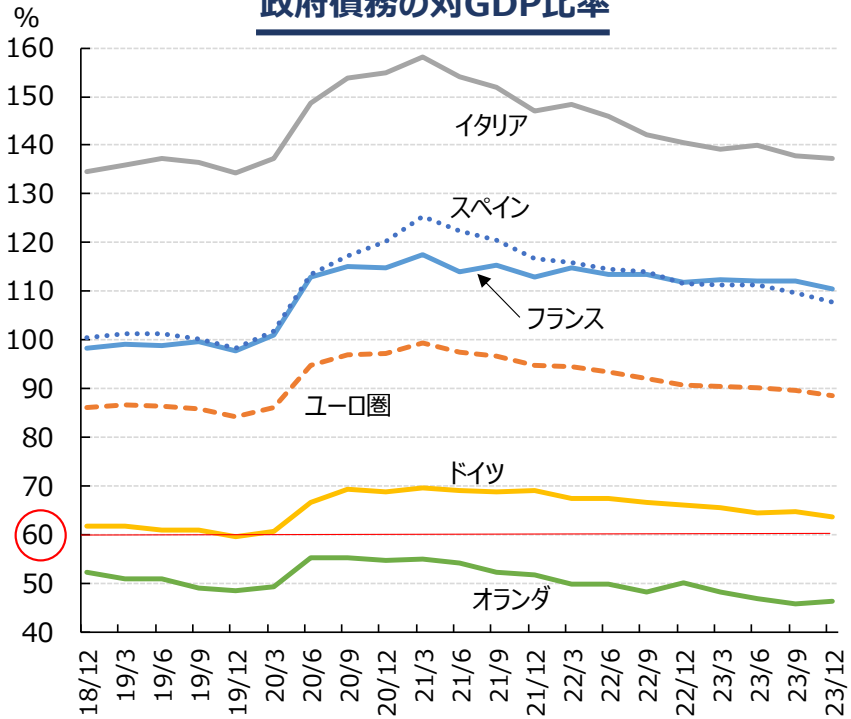
（出所）ファクトセット

ECBは6月に利下げ開始へ

- 政府債務はコロナ禍により膨らんでおり、削減が進んでいるとはいえ、依然として安定成長協定（債務残高の対GDP比を60%以内にする等）を逸脱している加盟国が多い
- 財政の厳しい国（イタリア、スペイン、フランス等）の中銀総裁はハト派寄りに、財政が比較的健全な国（ドイツ、オランダ、オーストリア等）の中銀総裁はタカ派寄りになる傾向は変わっていない

- ECBの4月政策理事会は、主要政策金利のすえ置きを決定し、6月理事会での利下げを示唆。数名の委員が利下げを主張したが、景気が底堅さをみせていることから、急いで行動する必要性は薄いとの見方が大勢を占めた模様
- ユーロ圏経済の重荷となっていた天然ガス価格の高騰が落ち着き、企業向け電気料金は下がっていく見通し。製造業にとって追い風に

政府債務の対GDP比率



出所：ブルームバーグより明治安田総研作成

ECBスタッフ見通し

	3月見通し			（前回）12月見通し		
天然ガスと企業向け電気料金　以外は前年比	2023	2024	2025	2023	2024	2025
インフレ率	5.4	2.3	2.0	5.4	2.7	2.1
インフレ率（エネルギー）	▲2.0	▲1.6	0.5	▲1.9	1.2	0.3
コアインフレ率	4.9	2.6	2.1	5.0	2.7	2.3
雇用者報酬	5.3	4.5	3.6	5.3	4.6	3.8
天然ガス価格	41.0	30.0	32.0	42.0	47.0	44.0
企業向け電気料金	103.0	74.0	78.0	105.0	117.0	111.0

※コアインフレ率はエネルギーと食料を除く指数、天然ガス・電気料金はユーロ/MWh　　単位：%

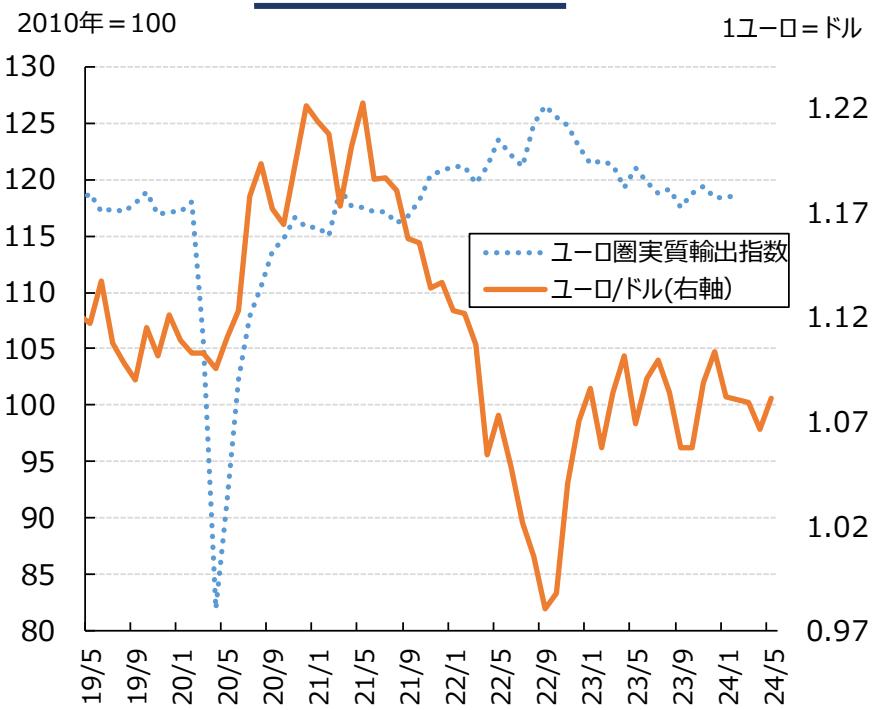
（出所）ECB

FRBに先んじて利下げを行なうリスク

- ECBがFRBに先駆けて利下げ局面に入るとなれば、ユーロ相場の下落が予想される
- もっとも、実質輸出数量が低迷しているため、輸出の底上げにつながるユーロ安は歓迎できる面もあるが、輸入物価の再上昇を通じてインフレを長引かせる要因にもなりうる

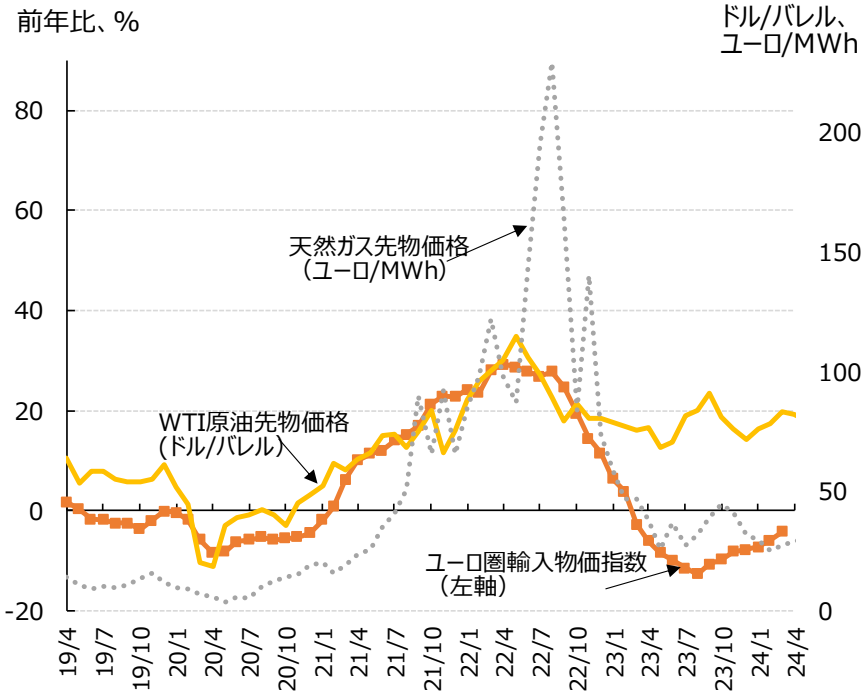
- ユーロ圏の輸入物価指数は天然ガス価格の低下などにより前年比マイナス圏にある。原油先物価格はECBの想定（2024年：79.7ドル）圏内
- 一方で、4月理事会の議事要旨では、対米ドルでのユーロ安（理事会時：1ユーロ=1.07ドル）が継続すると、「インフレ鈍化プロセスを遅らせる可能性が高い」との認識が示された。ECBはユーロ安のマイナス面をより重視しており、利下げは四半期に一度程度の緩やかなペースで実行されよう

輸出と為替レート



出所：ブルームバーグ

資源価格と輸入物価



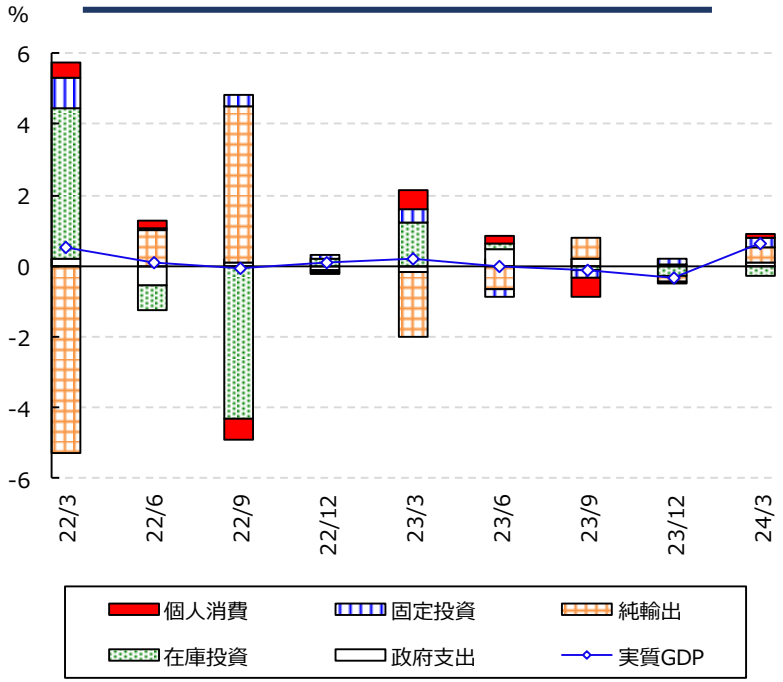
出所：ブルームバーグ、天然ガス先物価格はオランダ市場

BOEも6月に利下げ開始へ

- 英国の1－3月期実質GDP成長率は前期比+0.6%と、3四半期ぶりのプラス成長。個人消費が同＋0.2%と3四半期ぶりにプラスに転じたことが主因
- 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

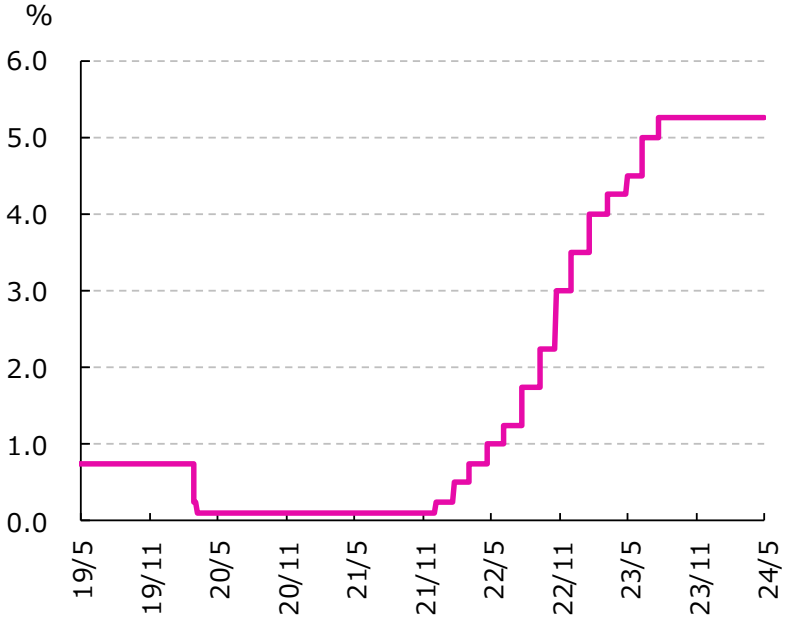
- 5月8日開催のBOE金融政策委員会は、7対2の評決で政策金利のすえ置きを決定。2委員が利下げ支持を表明し、すえ置き派も今後の政策変更に含みを持たせた
- インフレ見通しは下方修正。ベイリー総裁は、市場の織り込み（年内2回）以上の利下げの可能性に言及し、総じてハト派寄りの情報発信。英国の労働市場は軟化しつつあり、BOE高官が注視する週平均賃金の伸びは今後鈍化へ。利下げ開始は2024年6月とみる

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



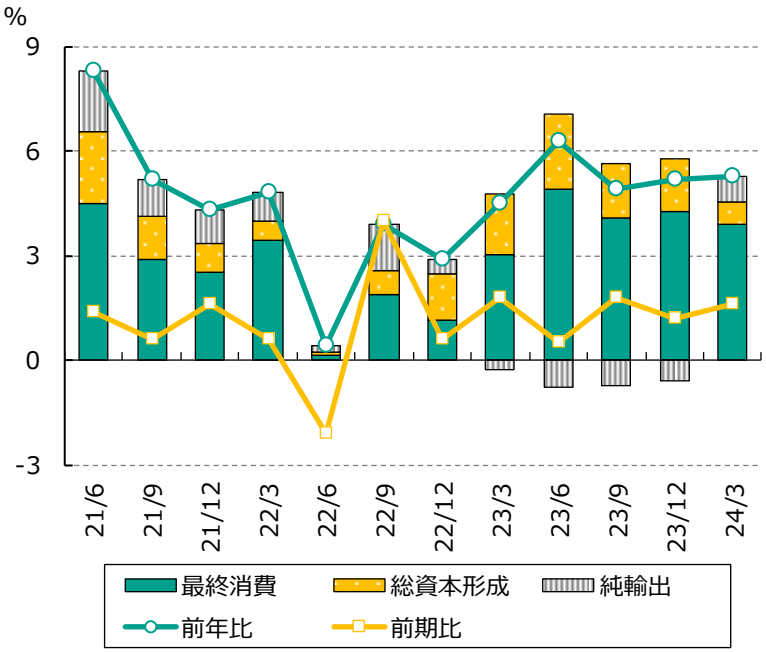
（出所）ファクトセット

力強い景気回復は期待できない

- 1－3月期実質GDP成長率は前期比＋1.6%と、前期から伸びが拡大。年率換算では＋6.6%と、政府目標（＋5%前後）を上回り、景気持ち直しを示唆
- もっとも、景気の最大の足枷となっている不動産市場に改善の兆しはなく、個人消費も伸び悩んでいる。外需に関しても、米国等との対立が深まるなか、力強い景気回復は期待できない

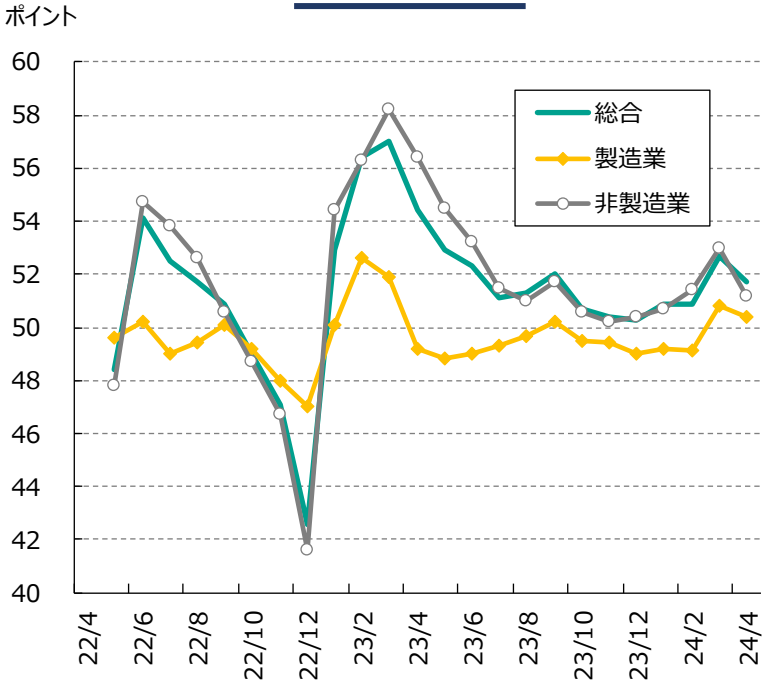
- 4月の製造業PMIは50.4ポイントと、好不況の境目である50を2ヵ月連続で上回った。構成指数別に見ると、生産や新規受注、輸出向け新規受注が改善。非製造業も51.2ポイントと、2023年1月以降50を上回る推移

実質GDP成長率と寄与度



（出所）中国国家統計局

PMIの推移



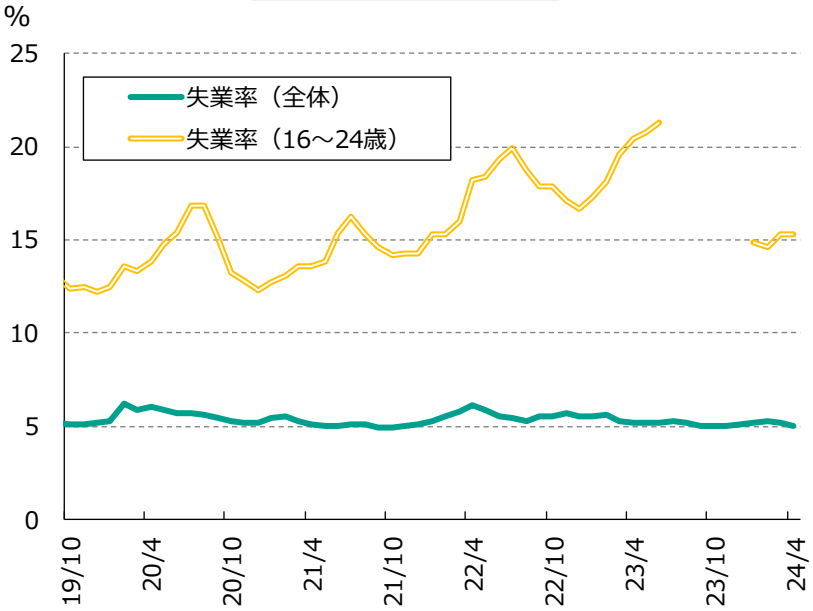
（出所）中国国家統計局

家計の雇用、所得期待は低迷

■ 都市部調査失業率は、政府目標（5.5%）を下回って推移。1－3月の都市部新規就業者数も303万人と、政府目標（年間1,200万人）に対し、順当なペースで増加。もっとも、若年層に限った失業率は、15%付近で高止まり。今年は過去最多となる1,179万人の大卒者が見込まれており、卒業シーズンにあたる夏場にかけて若年層の失業率は悪化する可能性が高い

■ 中国人民銀行による1－3月期の預金者向けアンケート調査では、雇用期待や収入期待が低迷、コロナ前の水準を大きく下回っている。若年層を中心に雇用・所得不安が広がっている模様

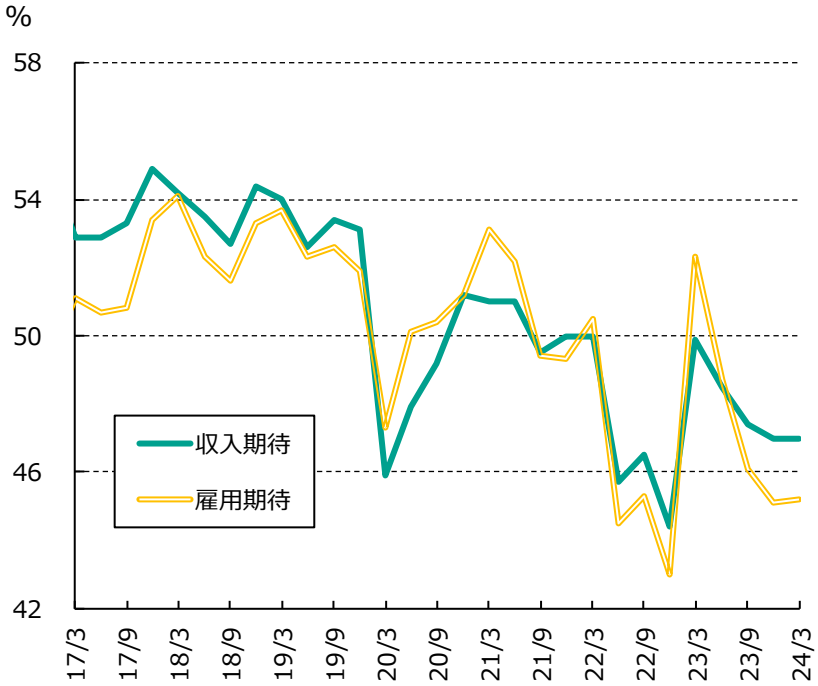
失業率の推移



※23年7～23年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



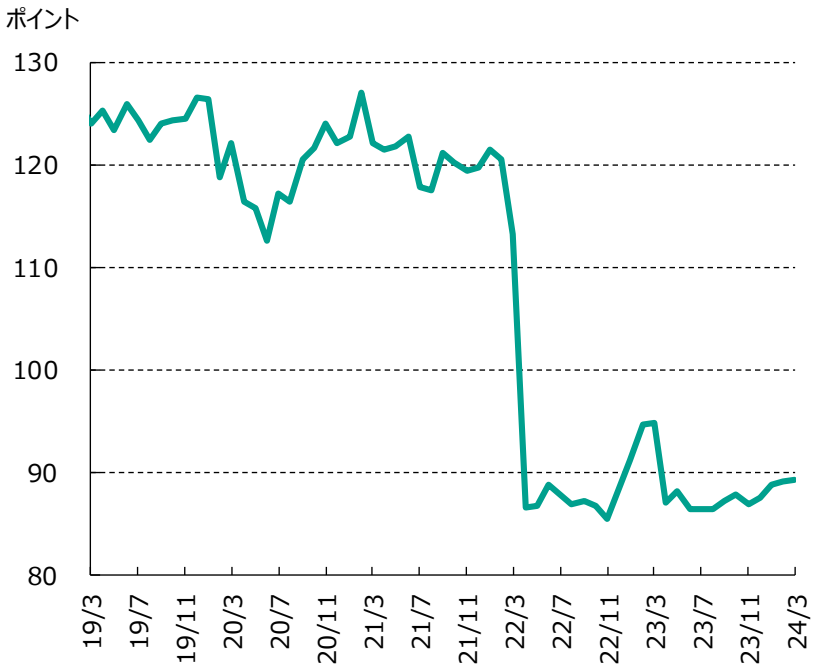
（出所）中国人民銀行

マインドは低迷、個人消費は冴えない

■ 3月の消費者信頼感は89.4ポイントと、足元では緩やかに持ち直しているものの、依然としてコロナ前の水準を大幅に下回っている

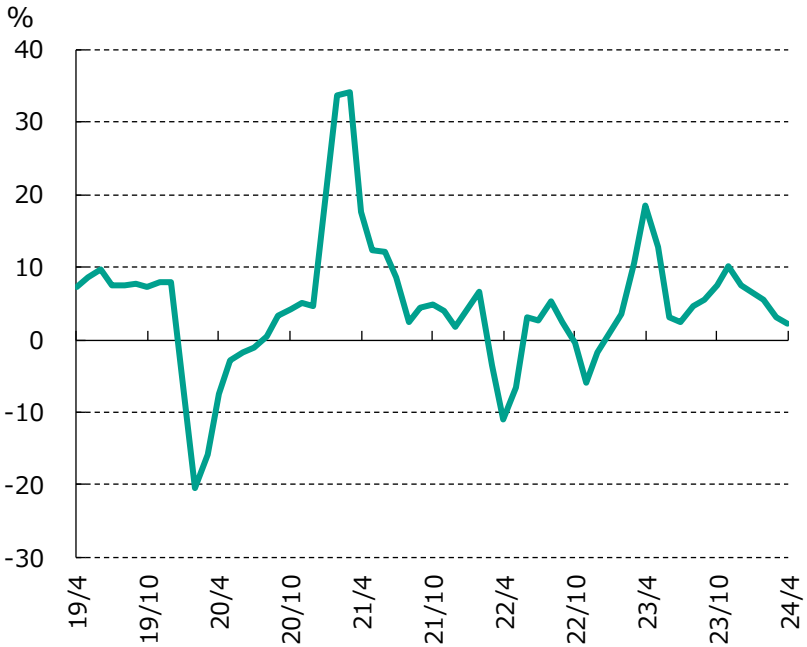
■ 4月の小売売上高は前年比＋2.3%と、前月（同＋3.1%）から伸びが鈍化。財消費が伸び悩み、個人消費は冴えない

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（前年比）



（出所）中国国家統計局

※2月の数値は1、2月の累計値

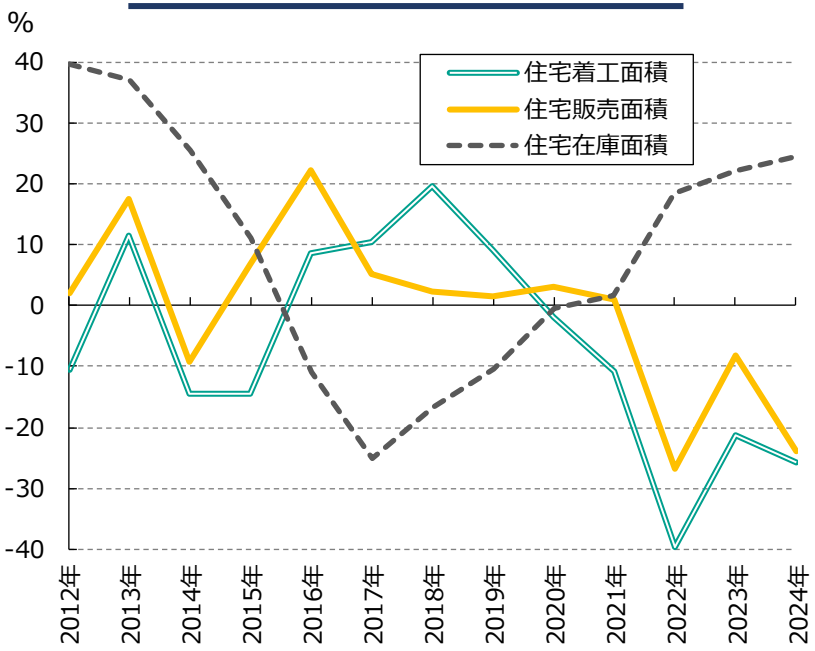
不動産市況の冷え込みは続く

■ 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、在庫面積が増加。今年に入ってからも改善の兆しはない

■ 主要70都市の新築住宅価格は下落傾向で推移。都市階級別に見ると、人口減少率の高い中小規模都市（3線都市以下）で特に下落幅が大きい

■ 政府は、住宅ローン金利の引き下げ、購入規制の解除等を通じ、不動産市場への支援を行なっているものの、人口減少、住宅価格の値上がり期待の剥落により、需要喚起効果は今のところ限定的

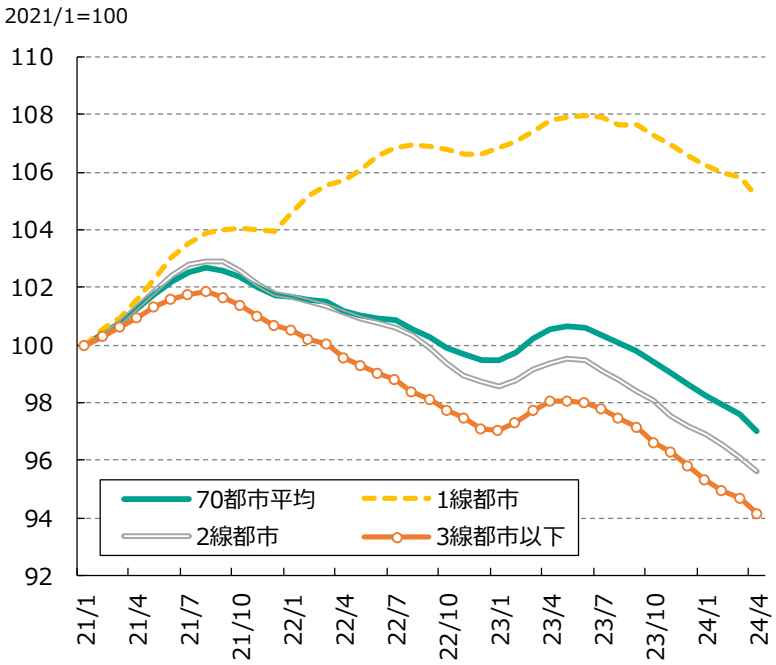
住宅着工、販売、在庫面積（前年比）



（出所）LSEG

※2024年は1－4月の前年比

新築住宅価格の推移（都市階級別）



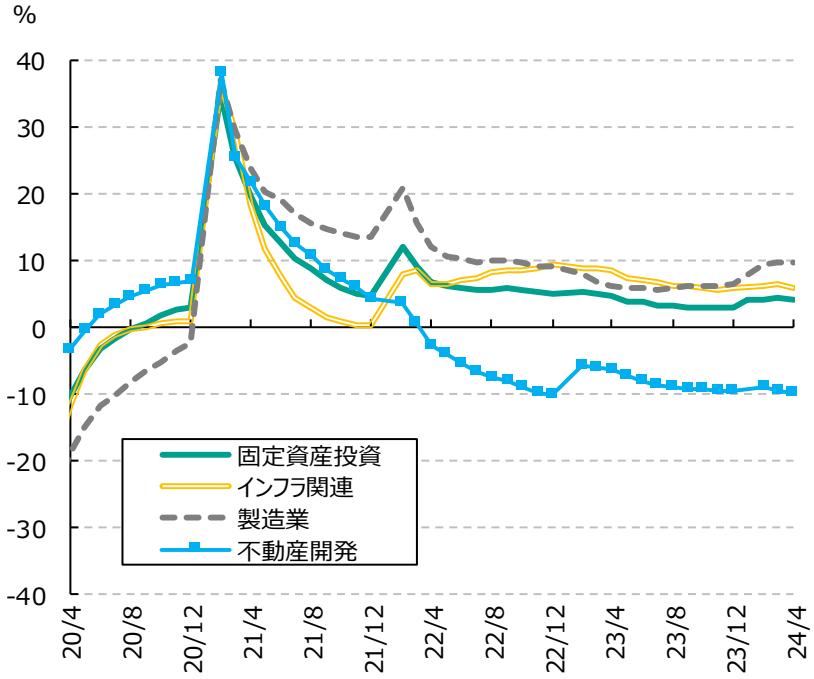
（出所）LSEG

製造業投資・インフラ投資が堅調な一方、不動産投資が足枷

■ 固定資産投資の推移をセクター別に見ると、製造業投資、インフラ関連投資は堅調に推移。インフラ関連投資については、政府支援策の効果が発現することもあり、底堅い伸びで推移すると見込まれる。一方、不動産開発投資は、今年に入ってからも前年割れが続いており、固定資産投資の足を引っ張っている

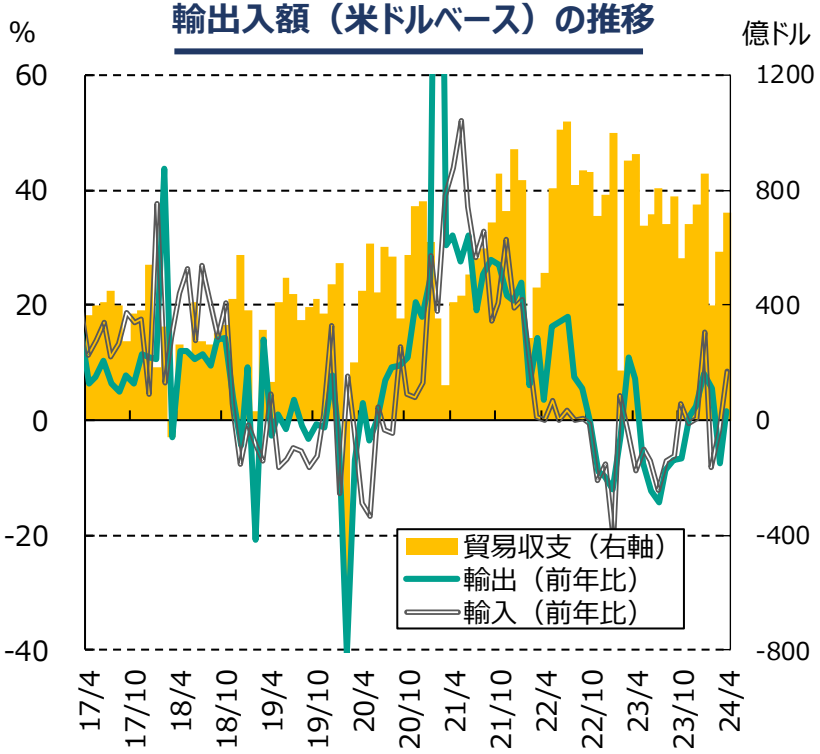
■ 輸出はやや持ち直しているものの、足元で堅調な米国景気は今後減速に向かう可能性が高く、ユーロ圏景気も低空飛行が続く見通し。FRBやECBがそれぞれ利下げに転じたのち、米欧景気は緩やかに回復するとみているが、EVや半導体関連をはじめとする対中輸出規制・制裁強化が足枷に

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

LPR、預金準備率を年後半に引き下げ

- 全人代では、成長率目標を前年比＋5%前後に設定。1－3月期GDPが堅調な結果だったこともあり、目標達成の可能性は高まった
- 財政赤字目標は、GDP比で3.0%と、昨年から0.8%縮小。ただ、通常予算に含めず財政赤字に算入されない超長期特別国債を1兆元増発。地方政府の特別債発行額も1,000億元拡大。財政支援が景気を下支え

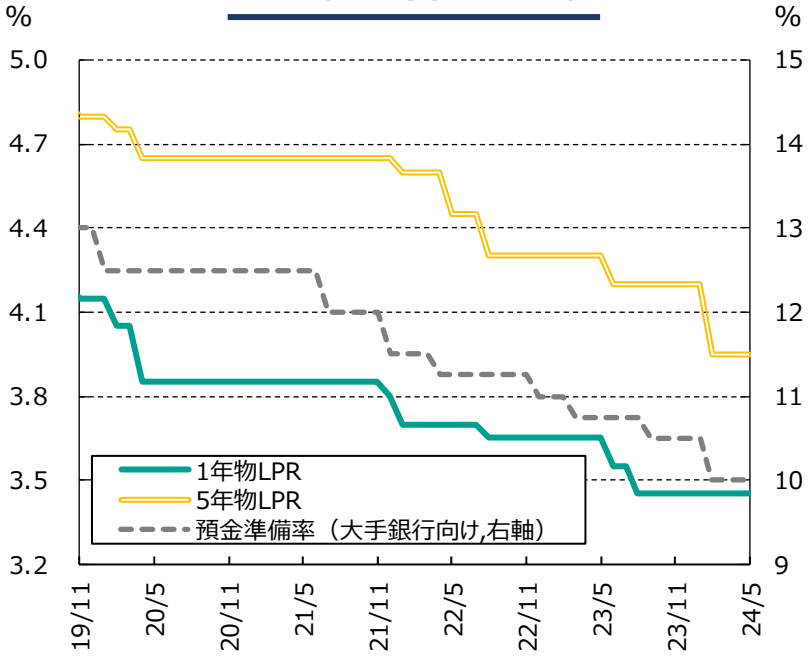
- 2月、 5年物ローンプライムレート（LPR）が0.25%引き下げられた。4月に開催された中央政治局会議では、「金利や預金準備率などの政策手段を柔軟に活用し、実体経済への支援を強化する」とされた。元安ドル高に伴う資金流出懸念はくすぶっているものの、FRBが9月に利下げを開始するとみられるなか、中国人民銀行は年後半にLPRや預金準備率の引き下げを行なうと予想

全人代で掲げられた主要政府目標

	2023年目標	2024年目標
実質経済成長率（前年比）	5.0%前後	5.0%前後
物価上昇率（前年比）	3.0%前後	3.0%前後
都市部調査失業率	5.5%前後	5.5%前後
都市部新規就業者数	1,200万人前後	1,200万人以上
財政赤字（対GDP比）	3.0% （昨年10月、3.8%へ引き上げ）	3.0%
地方政府特別債券発行額	3.8兆元	3.9兆元
超長期特別国債発行額	－	1.0兆元

（出所）中国政府公表資料より明治安田総研作成

LPR、預金準備率の推移



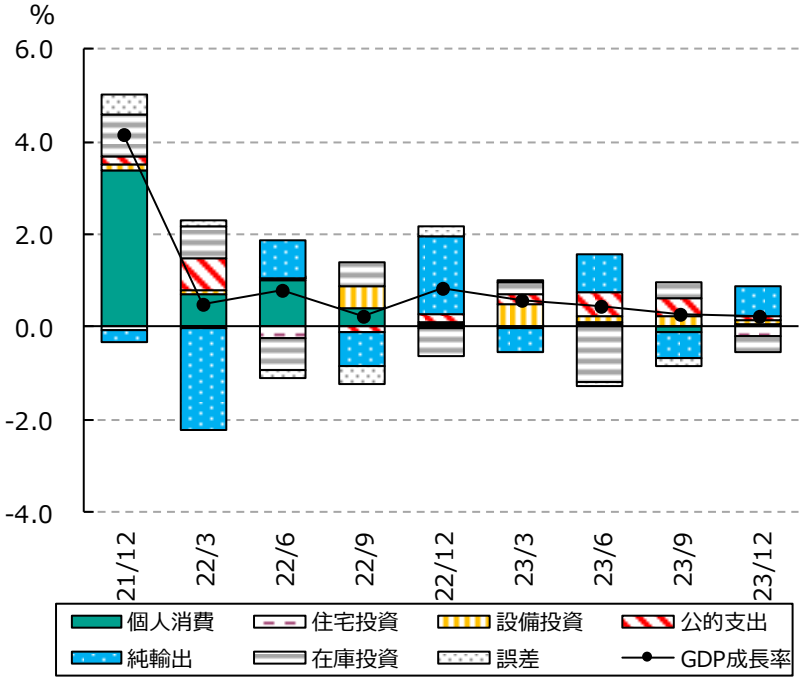
（出所）中国人民銀行

豪州景気は2024年後半から持ち直し

- 10－12月期実質GDP成長率は前期比＋0.2%と、前期から伸びが鈍化。景気は個人消費の停滞などを背景に減速
- 先行きは、実質所得の改善や豪州準備銀行（RBA）の利下げ転換による内需の回復により持ち直すとみる。実質GDP成長率は2024年が前年比＋1.5%、2025年が同＋2.0%と予想

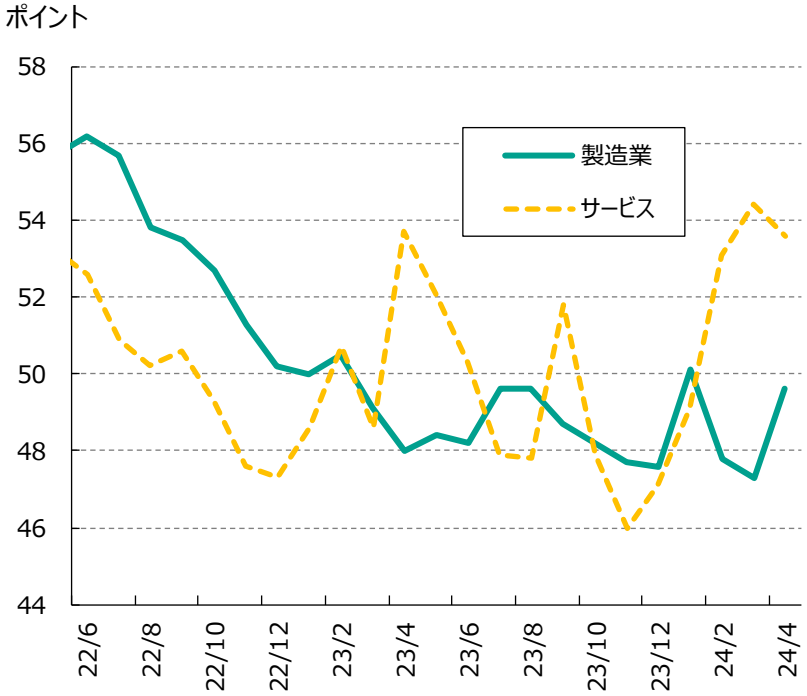
- 4月の製造業PMIは49.7ポイントと、前月から2.3ポイント改善。一方、非製造業は53.6ポイントと、前月から0.8ポイント悪化したものの、好不況の境目である50を大きく上回る推移

実質GDP成長率と寄与度（前期比）



（出所）ファクトセット

PMIの推移



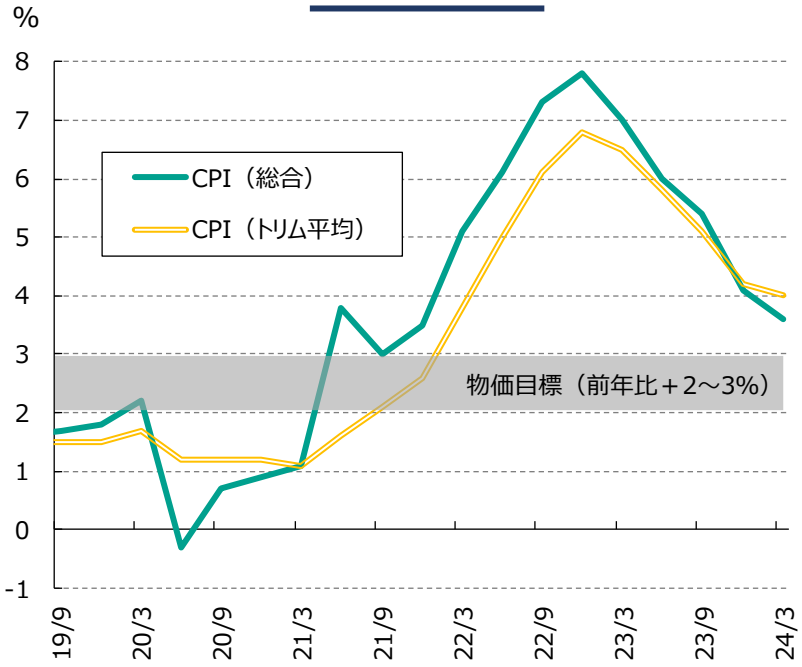
（出所）Bloomberg

利下げ開始時期は2025年2月と予想

■ 1－3月期の総合CPIは3.6%、トリム平均CPIは同＋4.0%と、いずれも前期から伸びが鈍化。労働需給の緩和に伴う賃金上昇率の低下により、今後も鈍化傾向が続くとみるが、そのペースは緩慢なものにとどまる可能性が高い

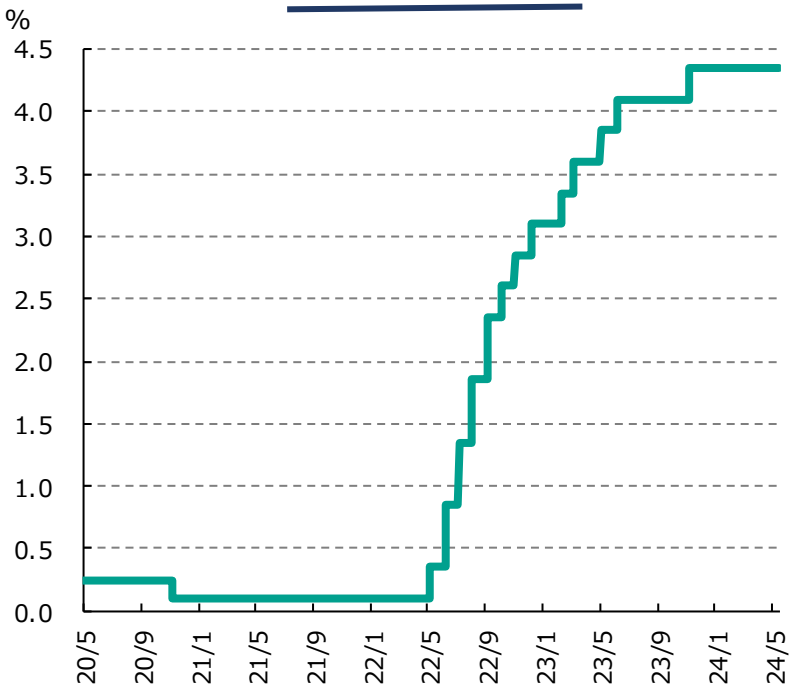
■ RBAは5月会合で、政策金利のすえ置きを決定。委員会では、利上げに関する議論が再浮上しているが、ブロック総裁は、「金融政策は十分に景気抑制的」との認識を示しているほか、豪州景気が弱含んでいることを踏まえれば、再利上げの可能性は低い。もっとも、根強いインフレ圧力を受け、利下げ開始時期は2025年2月と予想

CPIの推移



（出所）ファクトセット

政策金利の推移



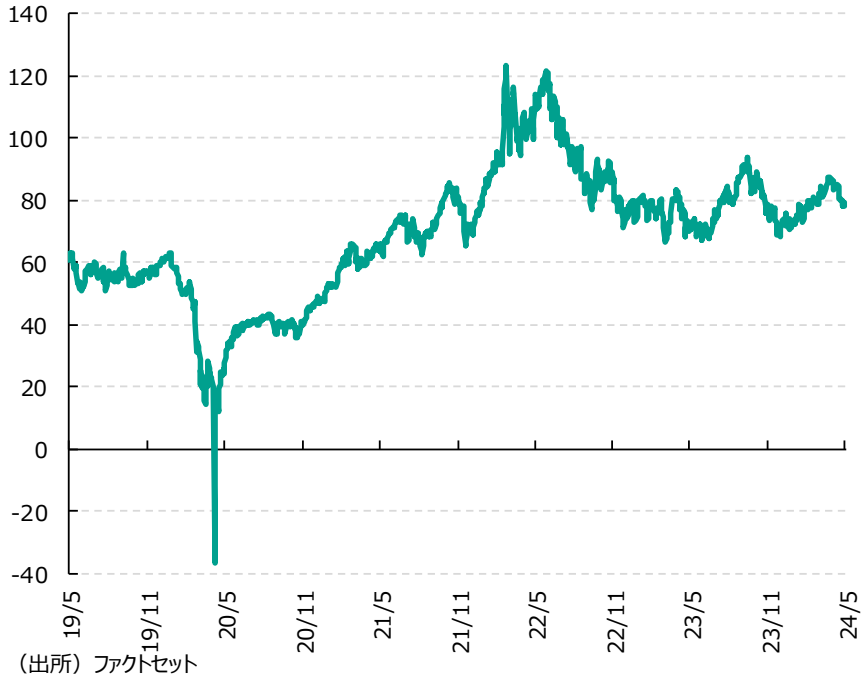
（出所）ファクトセット

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

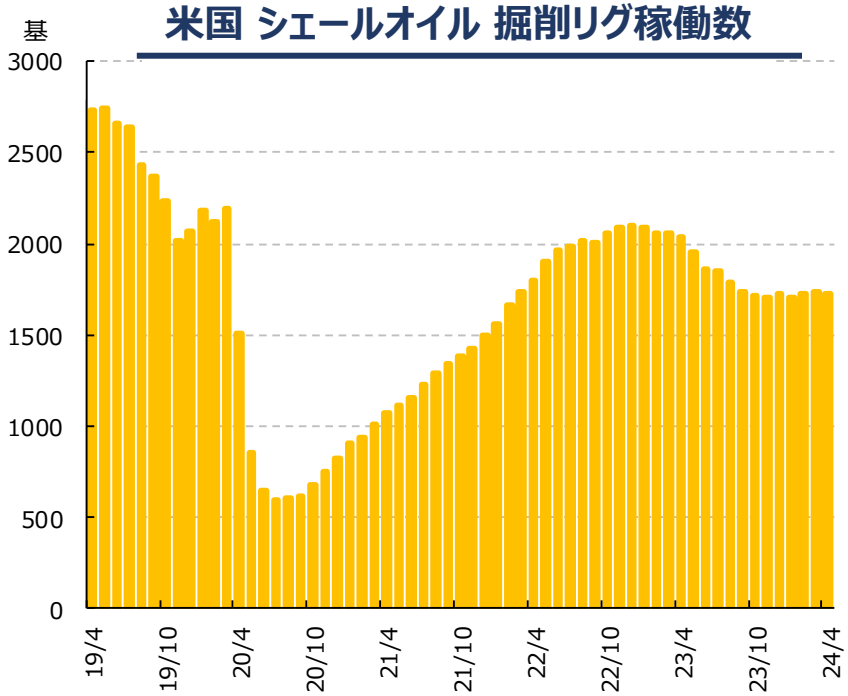
■ 足元の米国の原油生産量は1,310万バレル/日と、高水準での推移が続く。開発動向を見ると、掘削リグ稼働数に下げ止まりの兆しが見られる。カンザスシティ連銀の調査によれば、シェールオイル生産企業の採算ライン（WTI）は2024年1－3月期時点で65ドル/バレルであり、今後も収益拡大が続けば、新規の掘削が増える展開が期待できる。先行きのシェールオイル生産は回復傾向で推移すると予想

WTI原油先物価格の推移



（出所）ファクトセット

米国 シェールオイル 掘削リグ稼働数



（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）