



2024年5月23日

2024・25年度の景気予測（2024年5月改訂）

～個人消費や設備投資の増加で、緩やかな成長が続く～

調査部 首席主任研究員 小泉 司（日本経済）

特任研究員 北田英治（米国、欧州経済）

主任研究員 白 鳳翔（中国経済）

- 2024年1～3月期の実質GDP（国内総生産、1次速報）は前期比-0.5%とマイナス成長になった。一部自動車メーカーの認証不正による自動車の生産・出荷停止の影響を受けて、耐久財等の個人消費が減少し、自動車関連などの設備投資や輸出が落ち込んだ。
- 24年度の日本経済は、4～6月期には、自動車の生産回復を受けて耐久財等の個人消費などが増加するため、プラス成長に転じるだろう。続く7～9月期も高めの成長になると予想される。賃上げの実施や所得税・住民税の定額減税の効果で個人消費が高めの伸びになろう。また、企業業績が底堅く推移する下で、設備投資も増加基調で推移しよう。年度後半は、実質賃金が増加に転じ、個人消費が緩やかに増加すると見込んだ。海外景気の減速により輸出が伸び悩むものの、設備投資は増加基調が続くだろう。好調なインバウンド需要も成長を支え、実質GDPは緩やかに増加すると見込んだ。24年度の実質成長率を+0.5%と予測した。
- 25年度は成長率が次第に高まると予測した。25年の春闘でも、高めの賃上げが実現すると見込んだ。物価上昇率の緩やかな低下と相まって実質賃金の増加が続くことから、個人消費は緩やかな増加基調を維持しよう。一方、企業部門では、利下げの効果で米景気が回復に向かうため輸出の増勢が次第に強まるだろう。輸出の増加を受けて企業業績が改善することから設備投資の伸びも高まると見込んだ。25年度の実質成長率を+1.2%と予測した。

予測結果の総括表

<前回2024年3月予測>

単位：前年比、% （*は寄与度）	2023年度 実績	2024年度 見通し	2025年度 見通し	2024年度 見通し	2025年度 見通し
実質GDP	1.2	0.5	1.2	0.5	1.1
民間需要*	▲ 0.5	0.3	0.9	0.3	0.8
公的需要*	0.3	0.3	0.1	0.2	0.1
輸出*	0.6	0.4	0.7	0.3	0.5
輸入*	0.8	▲ 0.4	▲ 0.5	▲ 0.2	▲ 0.3

注：輸入は控除項目。民間需要＝個人消費＋住宅投資＋設備投資＋民間在庫投資、
公的需要＝政府消費＋公共投資＋公的在庫投資。

出所：内閣府「四半期別GDP速報」などより浜銀総研作成

1. 2024年1～3月期の日本経済

2024年1～3月期は自動車の減産の影響などで2四半期ぶりのマイナス成長

5月16日に内閣府が発表した2024年1～3月期の実質GDP（国内総生産、1次速報）は前期比-0.5%と2四半期ぶりのマイナス成長となった（図表1）。一部自動車メーカーの認証不正による自動車の生産・出荷停止の影響を受けて、耐久財消費などの個人消費が減少し、また、自動車関連などの設備投資や輸出が落ち込んだ。

需要項目別にみると、民間需要では、個人消費が前期比-0.7%と落ち込んだ。自動車購入の減少で耐久財消費が大幅に減少したほか、物価高の影響などで非耐久財消費も減少が続いた。また、設備投資も同-0.8%と再び減少した。自動車の出荷停止の影響を受けて商用車などへの投資が減少した模様である。住宅投資も同-2.5%と減少幅が拡大した。建築コストの高止まりなどにより、着工が減少している影響が表れたとみられる。なお、民間在庫変動の寄与度は同+0.2%ポイントとなった。

次に公的需要では、政府消費が前期比+0.2%と再び増加した。医療費などが増加した模様である。また、公共投資は同+3.1%と3四半期ぶりに増加した。

他方、海外需要では、輸出が前期比-5.0%と落ち込んだ。自動車関連を中心に財輸出が落ち込んだほか、サービス輸出も減少に転じた。サービス輸出の減少については、前期に知的財産権等使用料の一時的な拡大により大きく増加した反動が表れた。インバウンド（訪日外国人）需要については引き続き好調に推移している。一方、輸入は同-3.4%と3四半期ぶりに減少した。中東地域の物流の混乱の影響で鉱物性燃料の輸入が減少した。

図表1 自動車の減産で個人消費や設備投資、輸出が落ち込む

（季節調整済、前期比、%）

	2022年				2023年				2024年
	1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期
実質GDP	-0.6	1.2	-0.2	0.3	1.2	1.0	-0.9	0.0	-0.5
個人消費	-1.2	2.0	0.1	0.2	0.7	-0.7	-0.3	-0.4	-0.7
住宅投資	-1.0	-2.5	0.2	0.4	0.7	1.8	-0.9	-1.4	-2.5
設備投資	0.3	2.2	1.9	-1.4	2.5	-1.7	-0.2	1.8	-0.8
政府消費	0.7	0.6	0.1	0.7	0.2	-0.1	0.3	-0.2	0.2
公共投資	-4.9	-2.2	1.5	0.4	0.9	2.2	-0.3	-0.2	3.1
輸出	2.9	2.1	1.7	0.7	-2.4	3.8	0.3	2.8	-5.0
輸入	4.5	1.4	4.8	-1.0	-1.5	-3.6	0.9	1.8	-3.4
内需寄与度	-0.3	1.1	0.4	-0.0	1.3	-0.6	-0.8	-0.2	-0.2
民間需要	-0.2	1.0	0.3	-0.3	1.3	-0.7	-0.8	-0.1	-0.4
うち在庫	0.5	-0.3	-0.0	-0.1	0.5	-0.1	-0.6	-0.2	0.2
公的需要	-0.1	0.0	0.0	0.2	0.1	0.1	0.0	-0.0	0.2
外需寄与度	-0.3	0.1	-0.6	0.3	-0.2	1.7	-0.1	0.2	-0.3
名目GDP	-0.1	1.0	-0.5	1.9	2.2	2.6	-0.2	0.7	0.1

注：網掛けは伸び率がマイナスの部分。ただし、輸入はプラスの部分。

出所：内閣府「四半期別GDP速報」

2. 日本経済の見通し

2.1 2024年度の実質成長率を+0.5%、25年度を+1.2%と予測

2024年1~3月期は自動車の減産の影響が大きく表れて、日本経済はマイナス成長になったものの、既に自動車の生産が再開していることもあり、4~6月期はプラス成長に転じるだろう（図表2）。

24年度の日本経済を展望すると、4~6月期の個人消費は自動車購入の回復を受けて増加に転じるだろう。また、自動車の出荷停止の影響で減少に転じていた設備投資や輸出も持ち直すことになろう。続く7~9月期も高めの成長になると見込まれる。春闘で妥結した賃上げが浸透することに加えて、6月に実施される所得税・住民税の定額減税の効果で、個人消費が高めの伸びになると見込まれる。企業業績が底堅く推移する中で、設備投資も増加基調で推移しよう。ただし、米国景気の減速などにより輸出は弱含むことになろう。年度後半には、賃金の上昇や物価の落ち着きを受けて実質賃金が前年水準を上回り、個人消費は基調として緩やかに増加すると見込んだ。海外景気の回復の鈍さを背景に輸出が伸び悩むものの、底堅い企業業績を受けて設備投資は増加基調が続くと見込んだ。インバウンド需要が好調に推移することも支えとなり、実質GDPは緩やかに増加すると見込んだ。この結果、24年度の実質GDPは前年比+0.5%になると見込んだ（14ページ図表15）。

続く25年度は成長率が次第に高まると予測した。25年の春闘では、24年に比べると上昇率が低下するものの、高めの賃上げが実現すると見込んだ（4ページ参照）。物価上昇率の緩やかな低下と相まって実質賃金の増加が続くことから、個人消費は緩やかな増加基調を維持しよう。一方、企業部門では、利下げの効果で米景気が回復に向かうため輸出の増勢が次第に強まるだろう。輸出の増加を受けて企業業績が改善することから設備投資の伸びも高まると見込んだ。25年度の実質GDPは前年比+1.2%となり、24年度に比べて成長率が高まると予測した。

図表2 実質GDPは緩やかに増加する見込み



出所：内閣府「四半期別GDP速報」などより浜銀総研作成

2. 2 主要需要項目の見通し

個人消費：24 年後半には実質賃金が前年水準を上回り、消費は緩やかな増加基調に

2024 年 1～3 月期の個人消費は前期比-0.7%と 4 四半期連続で減少し、前期に比べて減少幅が拡大した。形態別にみると、自動車購入の落ち込みなどで耐久財が同-12.2%と大幅に減少するとともに、非耐久財の減少が続き、サービスや半耐久財の伸びも小幅にとどまった。1～3 月期の個人消費の減少幅拡大は自動車の減産の影響が大きいものの、消費は過去 1 年間減少が続いている。物価高などの影響により、個人消費の基調は弱いと判断される。

もっとも、24 年度前半の個人消費は増加すると予想される。生産の停止していた自動車工場が再開したことで、4～6 月期には自動車購入の増加が耐久財消費を押し上げるだろう。また、今年の春闘で高い賃上げが実現し（連合第 5 回回答集計、5.17%）、企業の賃上げが順次実施されていくことに加えて、6 月から実施される所得税・住民税の定額減税の効果で、夏場の個人消費も高めの伸びになると見込まれる。

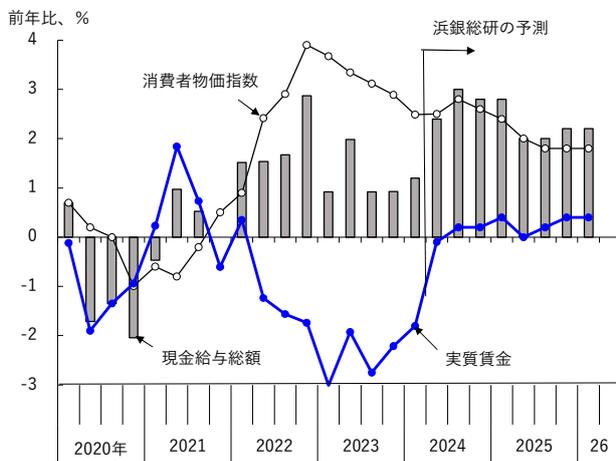
24 年度後半以降の個人消費も、物価上昇率を上回る賃金の上昇が実現し、増加基調になると予想される。24、25 年度の賃金の動向を展望すると、24 年度については、春闘の結果を受けて、所定内給与を中心に賃金上昇率が高まってくることになろう（図表 3）。また、続く 25 年度の賃金についても、高めの伸びになると見込まれる。賃上げの原資となる企業の利益については、24 年度にはやや減少が見込まれているものの、予測期間を通じて高水準で推移する見通しである（5 ページ参照）。また、25 年度の春闘の交渉に影響を与える物価上昇率は、この先も高めの伸びで推移することが見込まれる。企業業績の小幅な減益や物価上昇率の幾分の鈍化を背景に、来春の春闘賃上げ率はやや伸びが低下するものの、23 年度（連合集計、3.58%）を上回る高めの賃上げが実現すると見込んだ。こうした春闘の結果を受けて、所定内給与が引き続き増加することに加えて、25 年度後半には輸出の回復を受けて製造業を中心に残業代などの所定外給与の増加が見込まれる。このため、25 年度までの賃金は総じて高めの伸びで推移することになろう。

次に物価の先行きをみると、消費者物価指数（生鮮食品を除く総合）の上昇率は基調としては鈍化していくと見込んだ。消費者物価に半年から 1 年程度先行して動く傾向のある輸入物価は 23 年春から同年末にかけて前年水準を下回る推移となっていた（図表 4）。この先しばらくは、こうした動きが消費者物価の伸びを低下させていくことになろう。先行きの輸入物価については、足元の円安進行などを反映して 24 年度中は前年水準を上回って推移すると見込まれる。ただし、円安が急激に進行し、ロシアによるウクライナ侵攻で資源価格が上昇した、21 年から 22 年にかけての上昇率に比べれば、前年比ベースの伸びは小幅にとどまると予想される。実際に輸入物価指数と相関の強い円建て原油価格を、先行きの為替レートと原油価格の想定に基づいて試算すると、前年比ベースでの上昇幅は限定的になる見通しである。このため、輸入物価高を通じた消費者物価上昇圧力は 24 年度後半以降、やや強まるものの、消費者物価を大きく押し上げることはないと思われた。一方、賃上げの転嫁などを通じた消費者物価の上昇圧力も大きくは高まらないと見込んだ。賃金コストの転嫁動向に影響を受けやすいサービスの消費者物価指数をみると、2022 年後半に前年水準を上回り、それ以降は上昇率が高まっていたものの、足元では伸びが頭打ちになっている。物価高を背景に個人消費が弱含む中で、コスト高を販売価格に転嫁することが難しくな

っているとみられる。ただし、この先は賃金の上昇で家計の購買力も高まるため、消費者のサービスに対する値上げの許容度は幾分高まると予想される。このため、人件費などのコスト高を販売価格に転嫁する動きが継続的に表れ、サービス価格は緩やかな上昇が続くと見込んだ。なお、政府による電気代・ガス代の軽減策が今年5月に終了する。この影響により、24年半ば以降の消費者物価の伸びが押し上げられると見込んだ。年度ベースで消費者物価指数（生鮮食品を除く総合）の上昇率をみると、24年度が+2.6%、25年度が+1.8%になると予測した。

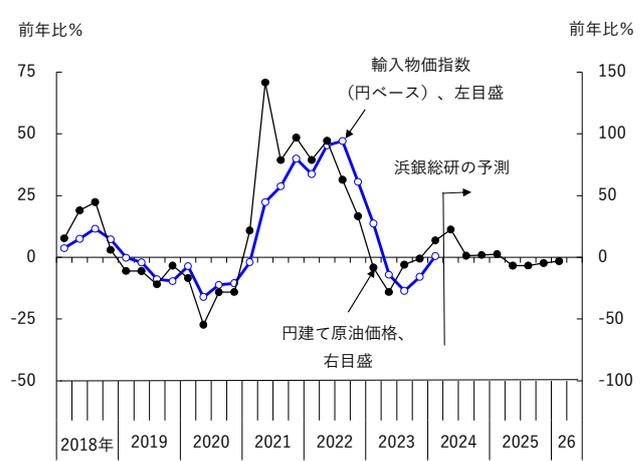
賃金と物価の見通しから実質賃金の先行きを試算すると、24年後半には前年比ベースでプラスに転じ、その後は小幅なプラスが続くと見込まれる。このため、24年度後半から25年度までの個人消費は実質賃金の緩やかな増加を背景に、緩やかに増加すると予測した。

図表3 実質賃金は24年後半にプラスへ
現金給与総額と実質賃金、消費者物価指数



注：現金給与総額は従業員5人以上の事業所。
出所：厚生労働省「毎月勤労統計調査」、総務省「消費者物価指数」より浜銀総研作成

図表4 足元の円安による物価への影響は限定的
輸入物価指数と円建て原油価格



注：円建て原油価格はドル・円レート×NY原油先物価格(WTI)。各予測値は7ページ図表8参照。
出所：日本銀行「企業物価指数」、Bloombergより浜銀総研作成

設備投資：堅調な企業業績と設備投資ニーズの高さを背景に増加基調で推移

24年1～3月期の設備投資は前期比-0.8%と減少に転じた。ただし、これは自動車の出荷停止による一時的な要因の影響が大きいとみられる。企業の設備投資計画が高い伸びであることなどを踏まえると、設備投資の増加基調は崩れていないと考えられる。

足元の企業の設備投資意欲は旺盛である。日銀短観（24年3月調査）における24年度の設備投資計画（全規模・全産業）は前年比+4.5%と、この時期の調査としては、前年調査（同+4.4%）並みに高めの計画となった。また、内閣府が1月に実施した「企業行動に関するアンケート調査」によれば、今後3年間（2024～26年度）の設備投資の平均増減率は全産業で+6.8%となる見通しで、1990年（+7.9%）以来の高い予想となっている（図表5）。

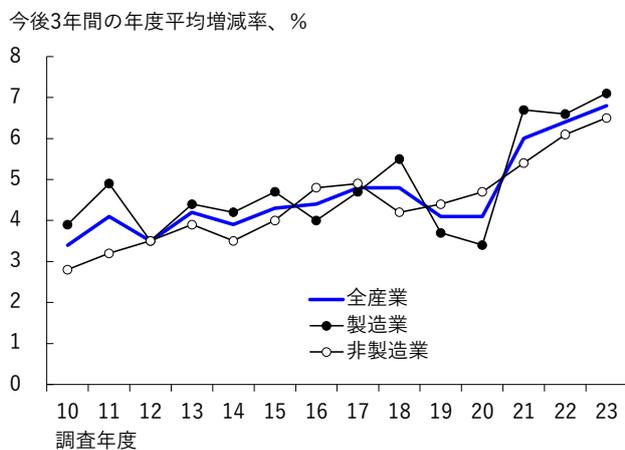
このように設備投資意欲が旺盛な背景には、企業業績の好調さがある。法人企業統計によると、23年度の各四半期の経常利益は、いずれも22年度までの最高水準を超えて推移している（図表6）。日銀短観（24年3月調査）における、24年度の経常利益計画は前年比-3.0%と小幅な減益

が見込まれているものの、過去最高益が見込まれる 23 年度に次ぐ利益額の水準になる可能性が高い。また、続く 25 年度は企業の業績が上向くとみられる。後述するように 25 年度には米国景気の回復を受けて、輸出の増勢が次第に強まるため、輸出企業を中心に製造業の業績は改善するだろう。また、個人消費の緩やかな回復を受けて、内需型企業の業績も改善が見込まれる。こうした企業業績の堅調さが、今後も企業の設備投資を支えていくと考えられる。

企業の設備投資計画をみると、中長期的な視点での投資ニーズが投資計画を押し上げている様子がうかがえる。例えば、岸田政権が「骨太の方針」で進めている対内直接投資の拡大策などを受けて、将来の日本経済の成長力強化を視野に入れた大規模な半導体製造拠点の建設が進んでいる。また、今後の成長が期待される分野では、GX（グリーントランスフォーメーション）戦略として推進する脱炭素関連や、急速に進むデジタル化に対応した DX（デジタルトランスフォーメーション）関連分野などで、大企業を中心に大型の投資が行われる模様である。また、生産年齢人口の減少に伴う構造的な人手不足に対応するための省力化投資なども、積極的に行われていくことになろう。こうした中長期的な視点で行われる大型の投資が、今後数年にわたって設備投資を押し上げることになろう。

このように企業の設備投資ニーズが強い中で企業業績が堅調に推移するため、今後の設備投資は増加基調で推移することになろう。24 年度の設備投資は緩やかな増加基調をたどり、25 年度には業績の改善により企業の投資マインドが高まることから、設備投資の伸びが高まると予測した。

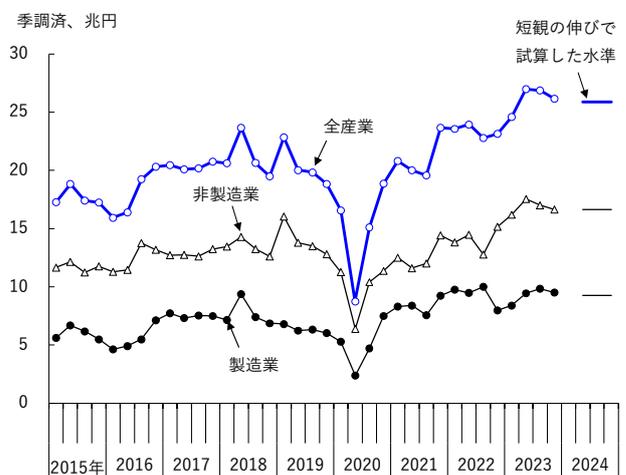
図表 5 設備投資計画は中期的にも高い伸び
設備投資の見通し（今後 3 年間の平均増減率）



注：調査対象は上場企業。アンケートの選択肢における階級値中央平均。

出所：内閣府「企業行動に関するアンケート調査」

図表 6 経常利益は高水準で推移
経常利益



注：24 年 4～6 月期以降は短観の計画（伸び率）で試算した利益水準。

出所：財務省「法人企業統計季報」、日本銀行「短観」より浜銀総研作成

輸出：海外景気の減速を受けて 24 年度は鈍い動きとなり、25 年度には次第に回復へ

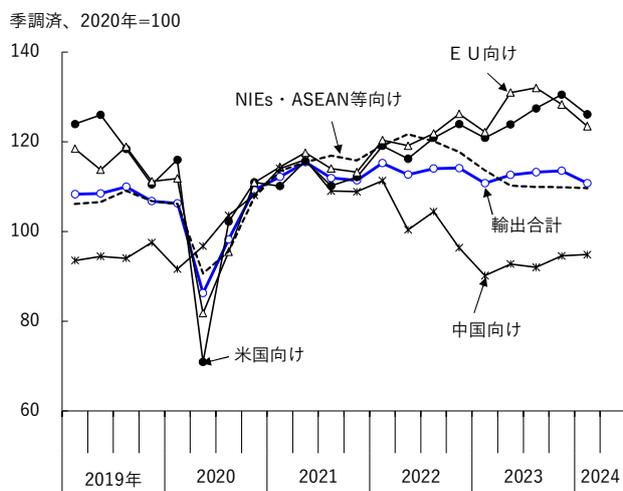
24 年 1～3 月期の輸出は前期比-5.0%と 4 四半期ぶりに減少した。財、サービス別にみると、財の輸出が同-4.1%と減少幅が拡大し、サービスの輸出も 23 年 10～12 月期の大幅増の反動により同-8.0%と 2 年ぶりの減少に転じた。1～3 月期の財の輸出について、日銀公表の実質輸出を財別

にみると、自動車関連の輸出が落ち込んだほか、資本財や情報関連の輸出も減少した。地域別にみると、欧米向けが減少し、中国などアジア向けも鈍い動きになった（図表7）。自動車の減産といった一時的な要因が輸出を押し下げたことに加えて、海外景気の回復の動きが鈍っていることも、財の輸出を減少させたと考えられる。

輸出の先行きに強い影響を与える海外景気の先行きをみると（8ページ以下参照）、24年中は欧米を中心に景気回復の動きが鈍くなると見込まれる。米国はこれまでの累積的な利上げの効果で景気が減速するとみられ、欧州も低成長が続くとみられる。一方、中国は景気対策の効果で成長率が高まるものの、不動産市場の低迷が重荷となり、本格的な回復は見込めない状況となろう。こうした中で、財の輸出は、自動車生産の回復を受けて4~6月期には持ち直しの動きが表れるものの、24年夏場以降は鈍い動きになると考えられる。25年に入ると、米国や欧州の景気が利下げにより上向くことから、欧米向け輸出の増勢が次第に強まると予想される。他方、中国向け輸出については、財政出動の縮小で中国経済の成長率がやや鈍化することもあり、増勢は高まりにくいと考えられる。総じてみれば、25年の財輸出は伸びが次第に高まってくると見込まれる。

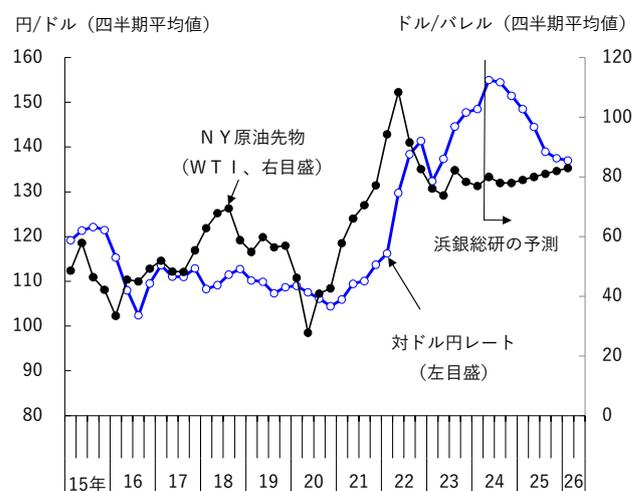
一方、サービスの輸出については、24年1~3月期には前期の大幅増の反動で減少に転じたものの、この先はインバウンド需要の好調な推移を背景に、増加基調が続くと見込んだ。日本政府観光局によると、4月の訪日外客数は304万人となり、単月で初めて300万人を上回った3月に続いて300万人を超える外客数となった。為替相場の円安により、海外から日本への旅行の割安感が強まっていることが背景にあるといえよう。今回の予測では、この先のドル・円レートは24年後半まで1ドル150円台の水準で推移し、24年終盤以降は米国の利下げに伴い、緩やかな円高・ドル安傾向に転じると想定した（図表8）。もっとも、25年度末のドル・円レートの水準は、1ドル130円台後半になると見込んでおり、コロナ禍前に比べると、引き続き円安の状況が継続する見込みである。人手不足を背景とする宿泊施設などの供給制約により、訪日客の増加ペースは鈍化するものの、日本への旅行人気は衰えず、インバウンド需要は堅調に推移すると見込んだ。

図表7 欧米向け輸出が減少傾向に
実質輸出（仕向地別）



出所：日本銀行「実質輸出入」

図表8 24年終盤以降は円高傾向へ
為替レート、原油価格の見通し



出所：Bloomberg などより浜銀総研作成

こうした点を踏まえて輸出の先行きを展望すると、24年度の輸出はサービス輸出が堅調に推移する中で、4～6月期には自動車の生産回復でいったん持ち直すものの、その後は財輸出が鈍い動きとなり、年半ば以降は増勢が鈍ると見込まれる。続く25年度は、サービス輸出が引き続き堅調に推移する下で、米国景気の回復を受けて財輸出の増勢が次第に強まるため、輸出全体の増加幅が次第に拡大してくると予測した。

金融政策：日銀は24年秋と25年度半ばに利上げを実施

日銀の金融政策については、24年秋に政策金利（無担保コール・オーバーナイト物）の誘導目標を0.25%に引き上げ、25年度半ばに0.5%まで引き上げると想定した。

4月25、26日の金融政策決定会合後に日銀が公表した「経済・物価情勢の展望」（展望レポート）では、2026年度の消費者物価指数（除く生鮮食品・エネルギー）の上昇率を+2.1%とし、先行き2%の「物価安定の目標」が実現する見通しが示された。また、展望レポートでは、「基調的な物価上昇率が上昇していくとすれば、金融緩和度合いを調整していくことになるが、当面、緩和的な金融環境が継続する」とし、この先、緩やかに利上げを実施していくことが示唆された。こうした点を踏まえ、日銀は、今年の春闘の結果を受けて賃金が上昇し、個人消費が持ち直したことを確認した上で、今秋に政策金利を引き上げると見込んだ。また、来年の春闘の結果と、個人消費などへの影響を見極めた上で、来年度半ばに日銀は追加利上げを行うと想定した¹。もっとも、政策金利の引き上げが小幅にとどまることもあり、景気への影響は限定的になると見込んだ。

3. 予測の前提となる海外経済の見通し

3.1 米国経済：2024年中盤にかけて成長ペースが緩やかに鈍化

2024年1～3月期の米国の実質GDPは前期比年率+1.6%と、23年10～12月期の同+3.4%に比べて伸びが鈍化した（図表9）。1～3月期の実質GDPを需要項目別にみると、個人消費が同+2.5%と引き続き堅調に推移し、景気を支えた。財別には、耐久財消費が自動車の落ち込みなどから同-1.2%と減少に転じる一方で、サービス消費が同+4.0%と高めの伸びとなった。また住宅投資は同+13.9%と3四半期連続で増加した。他方、企業の設備投資は同+2.9%と、前期（同+3.7%）から減速した。知的財産投資が同+5.4%と伸びを高めたものの、建設投資が小幅な減少に転じた。外需については輸出の伸び（同+0.9%）が輸入の伸び（同+7.2%）を大幅に下回り、純輸出（輸出－輸入）の実質GDPへの寄与度は同-0.86%ポイントとなった。輸入の大幅な伸びがGDP成長率を大きく下押しした点を踏まえると、1～3月期の米国景気はGDP成長率が示すほど基調が弱くなっている訳ではないといえよう。

¹ 政策金利の引き上げにより、長期金利は予測期間終盤に1%台前半まで上昇すると見込んだ。なお、マクロ経済モデルで試算すると、政策金利を0.5%引き上げた際の実質GDP成長率の下押し効果は0.2%ポイント程度になる。

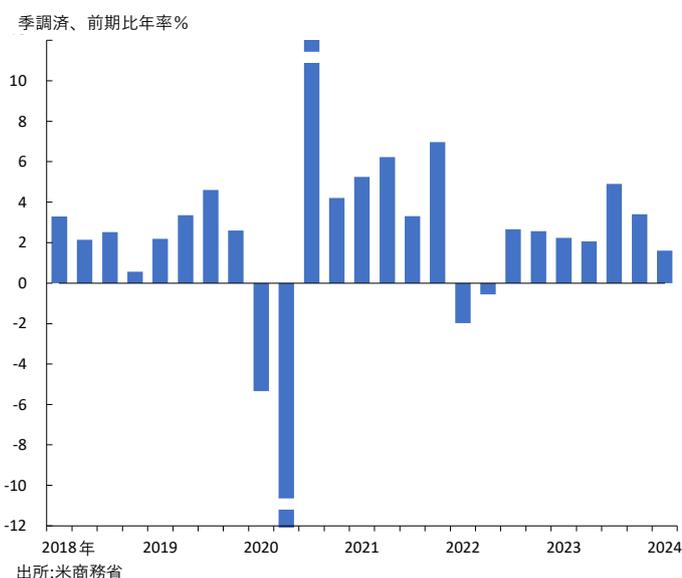
上記のように1～3月期の個人消費が堅調に推移した背景には、①雇用・所得情勢が概ね良好であることや、②株式相場がハイテク株にけん引される形で上昇したことなどが挙げられる。例えば、1～3月期の非農業部門雇用者数は、月平均で前月比+26.9万人のペースで増加しており、好調の目安とされる同20万人増を引き続き上回った。ただ、4月の雇用者数は前月比17.5万人増と前月（同31.5万人増）から増勢が大幅に鈍化した。また、4月の失業率は+3.9%と3月に比べて若干上昇した。単月の動きではあるものの、雇用改善のペースが弱まっている可能性がある点に注意を要しよう。

一方、企業部門では、4月のISM（米供給管理協会）製造業景況指数が49.2と前月から低下し、再び節目の50を下回った。また同月のISM非製造業景況指数は49.4と、22年12月以来の50割れとなっている。こちらも単月の動きながら、米国景気が減速していることを示唆している。

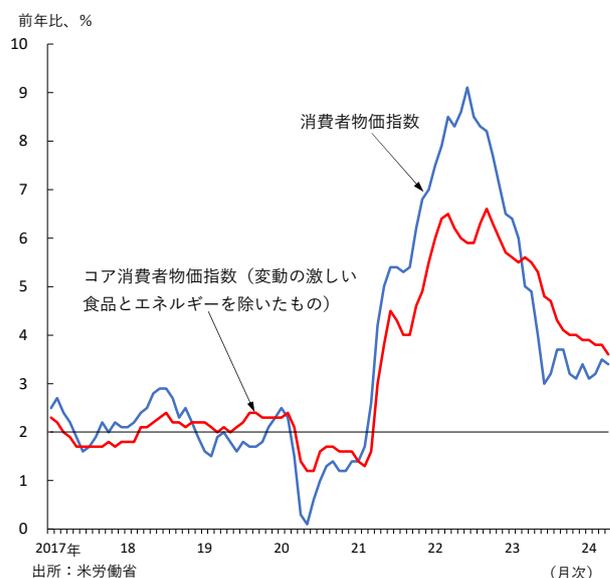
こうした中、米国のインフレに関しては、4月の消費者物価指数（CPI）が前年比+3.4%と、前月に比べて伸びがやや鈍化した（図表10）。また、同月のコアCPIも同+3.6%と、前月に比べて伸びが鈍化した。ただ、4月のコアCPIの前月比は+0.3%と依然としてやや高めであり、米国のインフレ減速はこのところ足踏みしているといえよう。

このような経済・物価情勢を受けて、FRB（米連邦準備理事会）は5月1日のFOMC（公開市場委員会）で政策金利を据え置いた。一方、今回の会合では6月から量的引き締め（QT）のペースを緩めることを正式に決定した。具体的には、保有する米国債の削減額の上限を従来のも600億ドルから月250億ドルに引き下げた（MBS（住宅ローン担保証券）削減の上限は350億ドルで据え置き）。注目されたFOMC声明では、インフレは過去1年で和らいできたものの、「この数か月は、2%の物価目標に向けた一段の進展を欠いている」との認識が示された。またパウエル議長は会合後の記者会見で、インフレが持続的に2%に向かうと確信を強めるまでに「想定よりも時間がかかりそうだ」との見方を示した。ただその一方で、パウエル議長は「次の政策金利の変更が利上げになる可能性は低い」と述べた。

図表9 米国経済は2四半期連続で減速
米国の実質GDP（国内総生産）



図表10 米国のインフレ減速が足踏み
米国のインフレ指標



以上のような状況を踏まえた上で先行きを展望すると、米国経済は 24 年夏場にかけて引き続き緩やかに減速していくと見込まれる。FRB のこれまでの金融引き締め効果がタイムラグをもって耐久財消費や企業の設備投資を抑制すると予想される。また、4 月中旬には株式相場が一時大幅に下落するなど株価の変動が大きくなっており、先行き資産効果による個人消費の押し上げが弱まる可能性がある。ただ、労働需給が依然タイトであることから先行き雇用情勢の悪化は限定的になるとみられ、この点が個人消費を下支えする要因となり、景気が大幅に減速する事態は避けられると予測した。

FRB の金融政策については、インフレの鈍化を確実なものにするために、しばらくは政策金利が据え置きになると見込んだ。FRB は物価が十分に落ち着いてきたことを確認した上で、24 年 12 月の会合から利下げを開始すると予想する。その後は、25 年末にかけて 2 会合に 1 度のペースで 0.25% の利下げを継続すると想定した。

24 年の終盤にはインフレの鎮静化を受けて、個人消費の回復テンポが徐々に高まろう。また、25 年に入ると、FRB の利下げを受けて企業の設備投資も上向き、成長率は徐々に高まると見込む。米国の通年の成長率は、2024 年が前年比+2.2%、2025 年が同+1.7%になると予測した。なお、24 年 11 月には米大統領選挙があり、現時点では現職大統領のバイデン氏と共和党候補のトランプ前大統領の対決となる可能性が高まっている。仮にトランプ氏が再選される場合には、①所得税減税や法人税率の引き下げによる財政赤字の拡大で米長期金利に上昇圧力がかかるリスクや、②対中関税の引き上げで国内企業の部材調達コストが増加し、インフレ圧力が高まるリスクがあり、米国経済に悪影響を及ぼす可能性がある点に注意が必要である。

3. 2 ユーロ圏経済：金融引き締めの影響が残り、24 年中盤まで低成長が続く

2024 年 1~3 月期のユーロ圏の実質 GDP は前期比+0.3%と、3 四半期ぶりのプラス成長となった（図表 11）。これを国別にみると、ユーロ圏の中心国であるドイツが前期比+0.2%とプラス成長に転じ、景気の後退局面入りを回避した。またフランスは同+0.2%と前期（同+0.1%）と比べて若干成長率が高まった。スペインは前期と同じ同+0.7%と高めの成長率を維持した。

月次の経済指標をみると、製造業の景況感は依然として低調である。24 年 4 月のユーロ圏製造業 PMI（購買担当者景気指数）は 45.7 と、好不調の分かれ目となる 50 を 22 か月連続で下回っている（図表 12）。ただその一方で、サービス業の景況感はこのところ改善傾向にあり、同月のユーロ圏サービス業 PMI は 53.3 と 3 か月連続で節目の 50 を上回った。後述するようにユーロ圏ではインフレが着実に鈍化している。これが家計の実質的な購買力の改善を通じて個人消費の下支え要因となり、サービス業の景況感改善に繋がっているとみられる。こうしたサービス業の改善を受けて、4 月のユーロ圏総合 PMI は 51.4 と、2 か月連続で節目の 50 を上回った。

インフレに関しては、4 月のユーロ圏の消費者物価指数が前年比+2.4%と、前月と同じ伸びとなった。一方、同月のコアベースの消費者物価指数（エネルギー、食品、タバコを除く）は同+2.7%と、前月から伸びが鈍化した。ユーロ圏ではインフレ率の鈍化が明瞭となっている。

こうした中、ECB（欧州中央銀行）は 4 月 11 日の理事会で政策金利を据え置いた。金利据え置きは 5 会合連続である。声明文ではインフレが持続的に収まるとの確信を得られれば「政策金利

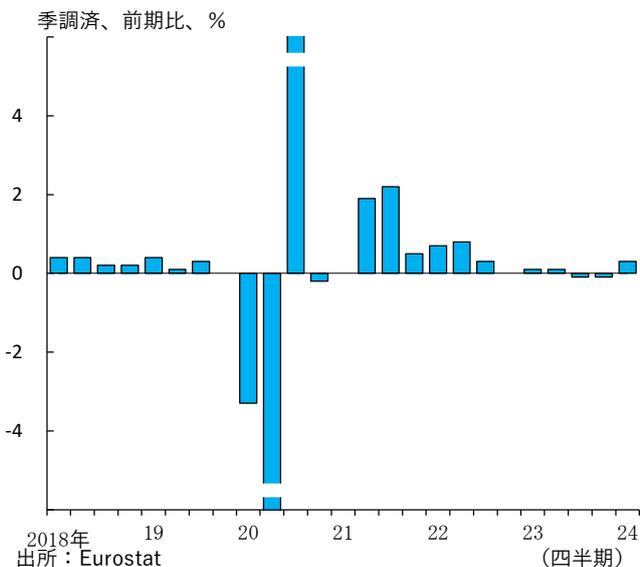
の水準の引き下げが適切になる」との文言を盛り込み、今後の利下げ転換を示唆した。また、ラガルド総裁は会合後の記者会見で、次回6月会合では「より多くの情報が得られる」と利下げの時期に言及した。

以上のような状況を踏まえた上で先行きのユーロ圏経済を展望すると、24年中盤まで低成長が続くと見込まれる。ECBの既往の金融引き締めが設備投資や住宅投資を下押しするため、景気の回復ペースは高まりにくいと予想される。また輸出に関しては、最大の輸出先である米国で景気の減速基調が当面続くため、同国向けの輸出が弱含むと見込まれる。なお、ユーロ圏の金融政策については、物価の鈍化を受けてECBが6月の理事会で0.25%の利下げを行うと予測した。その後も物価の情勢などを見極めながら、年内に追加で0.25%の利下げを2回行うと想定した。

24年終盤から25年にかけてユーロ圏経済の成長ペースは緩やかに加速すると見込む。インフレが一段と落ち着くことで、家計の実質的な購買力がさらに改善し、個人消費の回復力が徐々に高まろう。またECBの利下げを受けて、企業の設備投資も徐々に上向くと予想される。輸出に関しても、2025年には米国景気の持ち直しが押し上げ要因となろう。ユーロ圏の通年の成長率は、2024年が前年比+0.7%、2025年が同+1.5%になると予測した。

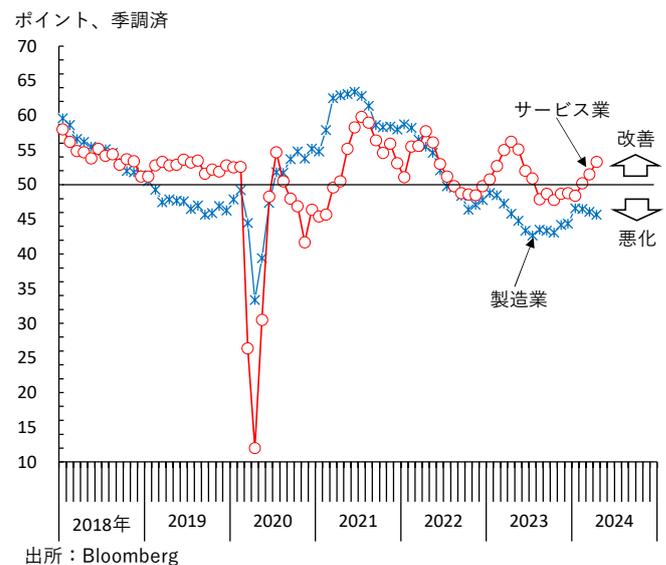
図表 11 ユーロ圏経済は3期ぶりのプラス成長

ユーロ圏の実質 GDP（域内総生産）



図表 12 ユーロ圏製造業の景況感は依然低調

ユーロ圏 PMI（購買担当者景気指数）



3. 3 中国経済：景気対策の強化により、2024年後半に成長率が高まる

2024年1～3月期の中国の実質GDPは前年比+5.3%と、前期（同+5.2%）に比べて成長率がやや高まった（図表13）。季節調整値でも前期比+1.6%と、前期（同+1.2%）に比べて増勢が拡大した。1～3月期の動向を需要別にみると、雇用・所得情勢の弱含みや住宅価格の下落に伴う逆資産効果を背景に、個人消費の動きを表す小売売上高は減速した。しかしその一方で、通関輸出は前年比+1.5%と小幅ながら6四半期ぶりに前年水準を上回った。内訳をみると、肥料や鋼材が減少したものの、自動車や集積回路、船舶が大幅に増加した。また、固定資産投資（土地購入費用を含む）は同+4.5%と2四半期連続で伸びが高まった。中国政府による財政出動の強化を受けて国有企業を中心に製造業の設備投資が堅調に増加したほか、公共インフラ関連も底堅く推移した。ただ、住宅販売の不振などを背景に、不動産業の投資は前年割れが続いている。

一方、足元の指標をみると、不動産企業の経営不安などを背景に、4月の住宅販売面積は前年比-25.4%と大幅な減少が続き、同月の主要70都市の平均新築住宅販売価格は前月比-0.58%と11か月連続で下落した。さらに、同月の不動産開発投資は前年比-10.5%と2か月連続で2桁減となった。こうした住宅市場の低迷を受けて、足元で国内需要は全体として回復の動きが鈍くなっている。すなわち、4月の個人消費は一段と減速し、また同月の固定資産投資も増勢が弱まった。

この状況下、習体制は内需拡大策を強化している。中国の国務院（日本の内閣に相当）は3月13日に「大規模な設備更新と消費財の買い替えを推進する行動計画」（以下、「行動計画」）を公表し、工業分野における生産設備の更新や、都市インフラの更新、耐久消費財の買い替えなどを具体的に進めることを地方政府に指示した。

低迷が続く住宅市場に関しては、中国政府が不動産企業の開発プロジェクト（PJ）²への資金支援を強化している。もっとも、3月末時点で、PJへの銀行融資は約3.3兆円にとどまっており、中国政府の想定に比べて、融資が進んでいない模様である。このため4月中旬には、何副総理が中国国内の銀行に対し、PJへの融資の加速を指示した。また、3月には中国国務院が住宅購入の支援を一段と強化する方針を示した。この政府の方針を受けて、広東省や上海市などの地方政府は住宅購入者への補助金を大幅に増加するなどの措置を打ち出している。

さらに、4月30日、習体制は中央政治局会議を開催し、財政出動や金融緩和の強化により国内需要を拡大していく方針を一段と強めた（図表14）。また、住宅市場に関しては、都市化の推進により、農村部から都市部への移住を促し、過剰な住宅在庫の消化に取り組む方針も明示された。

こうした点を踏まえて、先行きの中国経済を展望すると、2024年4～6月期は実質GDP成長率がいったん減速するだろう。住宅市場の低迷などを背景に、個人消費は一段と減速し、固定資産投資も伸び悩む展開となろう。上記のような中国政府による景気対策強化の効果が本格的に表れるのは24年後半以降となる見込みである。

24年後半は、成長率が緩やかに高まる見込みである。まず、固定資産投資は回復の動きが鮮明になると見込まれる。政府が工業分野の設備更新を促進する中、国有企業と大手民間企業を中心に企業の設備投資が増勢を強めるだろう。また、都市化の推進などの公共インフラ投資の拡大も

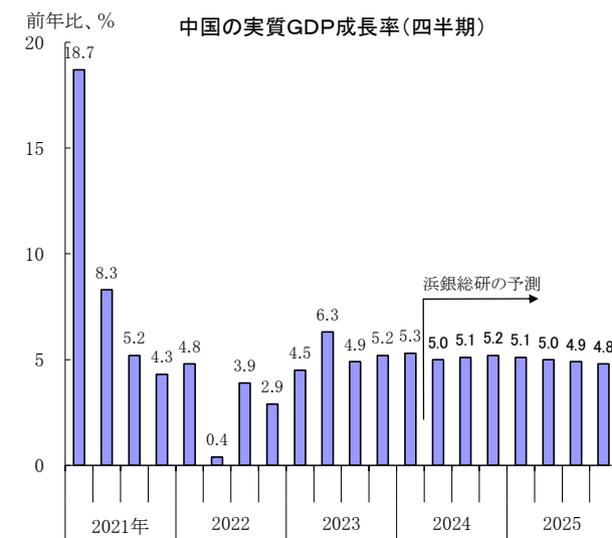
² 中国では、2024年1月以降、不動産企業への資金支援を強化する目的で、各地方政府が融資対象として適格なPJを認定し、銀行に融資を要請している。

固定資産投資全体を押し上げる見込みである。さらに、不動産投資も減少幅が徐々に縮小するだろう。政府による不動産関連の対策により、不動産企業の経営不安が徐々に後退するとともに、住宅購入者のマインドが次第に改善し、住宅販売が底入れすると見込む。住宅販売が底入れすれば、不動産投資の減少にも歯止めがかかることになろう。次に、輸出についても、緩やかに増加すると見込まれる。中国企業が NEV（新エネルギー車）などの高付加価値品の輸出に積極的に取り組むことが輸出を押し上げるだろう。その一方で、個人消費は減速しよう。雇用・所得情勢や住宅価格の持ち直しに時間を要することが引き続き個人消費全体の重荷となる。もっとも、「行動計画」に掲げられた自動車や家電製品などの買い替え支援策の効果で、個人消費の過度な減速は回避されよう。

続く 2025 年については、景気回復の動きが鈍化する見込みである。まず、固定資産投資は減速しよう。中国政府による住宅購入支援策の効果などから、住宅販売の持ち直しが徐々に全国に広がり、不動産投資は次第に持ち直しの動きが表れる見込みである。しかしその一方で、財政出動の縮小を背景に公共インフラ投資や企業の設備投資が減速するだろう。次に、個人消費は底堅く推移しよう。住宅市場の持ち直しや輸出の増加などを背景に、企業の業績は次第に回復するとみられる。それにつれて、雇用・所得情勢の改善の動きが徐々に広がり、個人消費を下支えすると考えられる。また、住宅価格が上昇に転じ、逆資産効果も弱まるだろう。ただし、中国政府による耐久消費財の買い替え支援策などの終了により、自動車や家電製品などの販売が減少し、個人消費の増加を抑制する見込みである。他方、輸出は引き続き増加しよう。世界景気のリバウンドに加えて、中国企業の生産設備の更新を背景に、中国製製品の品質向上が見込まれることなども輸出の増加につながると考えられる。

以上より、2024 年の実質 GDP 成長率を+5.1%、2025 年を+4.9%と予測した。

図表 13 24 年後半に成長率が高まる



図表 14 中央政治局会議の決定事項

- ①国内需要を積極的に拡大
- ②積極的な財政政策を実施。財政出動の資金確保のため、超長期特別国債と専項債券を活用
- ③利下げや預金準備率の引き下げなどにより資金調達コストを削減
- ④「大規模な設備更新と消費財の買い替えを推進する行動計画」を着実に実施
- ⑤都市化を推進し、潜在的な消費・投資需要を創出
- ⑥不動産企業の資金不足を背景に中断していた住宅建設プロジェクトを再開し、完成を目指す
- ⑦販売用住宅の在庫消化と適切な新規供給に注力

注：中央政治局会議は 2024 年 4 月 30 日に開かれたもの。一部抜粋。

出所：共産党網の『中国共産党中央政治局会議開催』より浜銀総研作成

図表 15 2024・25年度のわが国経済の見通し（2024年5月改訂）

予測の前提条件

（前年比増減率%、カッコ内は前期比年率換算%）

	2023年度	2024年度			2025年度		
		見通し	上期	下期	見通し	上期	下期
対ドル円レート（円/ドル）	144.6	152.4	154.8	150.0	139.5	141.8	137.3
対ユーロ円レート（円/ユーロ）	156.8	163.5	166.5	160.5	149.9	152.0	147.8
米国実質GDP（暦年）	2.5	2.2	[2.0]	[1.1]	1.7	[1.8]	[2.2]
ユーロ圏実質GDP（暦年）	0.5	0.7	[0.8]	[1.1]	1.5	[1.6]	[1.8]
中国実質GDP（暦年）	5.2	5.1	5.1	5.2	4.9	5.0	4.8

予測結果の総括表

（前年比増減率%、カッコ内は前期比増減率%）

	2023年度	2024年度			2025年度		
		見通し	上期	下期	見通し	上期	下期
実質GDP	1.2	0.5	[0.6]	[0.5]	1.2	[0.6]	[0.7]
個人消費	▲ 0.6	0.5	[0.8]	[0.3]	0.8	[0.4]	[0.6]
住宅投資	0.6	▲ 3.4	[▲ 1.8]	[▲ 0.1]	0.2	[0.2]	[0.2]
設備投資	0.4	2.2	[1.0]	[1.0]	2.4	[1.2]	[1.5]
政府消費	0.5	0.4	[0.2]	[0.2]	0.4	[0.2]	[0.2]
公共投資	4.1	3.4	[2.3]	[1.0]	1.0	[0.4]	[0.2]
輸出	3.0	2.2	[1.6]	[0.9]	3.2	[1.7]	[2.1]
輸入	▲ 3.3	2.2	[1.5]	[1.0]	2.5	[1.2]	[1.6]
寄与度							
国内需要	▲ 0.2	0.6	[0.7]	[0.5]	1.0	[0.4]	[0.6]
民間需要	▲ 0.5	0.3	[0.5]	[0.4]	0.9	[0.4]	[0.5]
公的需要	0.3	0.3	[0.2]	[0.1]	0.1	[0.1]	[0.1]
海外需要	1.5	▲ 0.1	[▲ 0.1]	[▲ 0.0]	0.2	[0.1]	[0.1]
名目GDP	5.3	2.5	[1.6]	[1.2]	2.2	[1.0]	[1.2]
新設住宅着工戸数（万戸） （前期比、%）	80.0 ▲ 7.0	79.5 ▲ 0.9	79.4 ▲ 0.1	79.5 0.2	79.9 0.6	79.7 0.3	80.1 0.4
鉱工業生産	▲ 1.9	2.0	[2.6]	[0.9]	2.3	[1.1]	[1.6]
国内企業物価	2.3	1.3	1.8	0.9	0.4	0.4	0.5
消費者物価	2.8	2.6	2.7	2.5	1.8	1.9	1.8
完全失業率（%）	2.6	2.5	2.5	2.5	2.4	2.4	2.4

注：民間需要＝個人消費＋住宅投資＋設備投資＋民間在庫投資、公的需要＝政府消費＋公共投資＋公的在庫投資、
国内需要＝民間需要＋公的需要、海外需要＝輸出－輸入、
消費者物価は生鮮食品を除く総合。

出所：内閣府「四半期別GDP速報」などより浜銀総研作成

執筆者



小泉 司

t-koizumi@yokohama-ri.co.jp

調査部 上席主任研究員

日本経済を中心とするマクロ経済を担当



北田 英治

kitada@yokohama-ri.co.jp

調査部 特任研究員

マクロ経済、金融マーケットを担当



白 鳳翔

haku@yokohama-ri.co.jp

調査部 主任研究員

中国の経済・金融マーケット・産業を担当

浜銀総合研究所では、景気動向に関するレポートなどの発行情報をメールにてお知らせしています。ご関心のある方は、下記のサイトより、「レポート更新情報お知らせメール」（無料）にご登録ください。

【URL】 https://www.yokohama-ri.co.jp/html/inquiry/inquiry_repo.html?nno=5

本レポートの目的は情報提供であり、売買の勧誘ではありません。本レポートに記載した内容は、レポート執筆時の情報に基づく浜銀総合研究所・調査部の見解であり、レポート発行後に予告なく変更することがあります。また、本レポートに記載されている情報は、浜銀総合研究所・調査部が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、その正確性、完全性を保証するものではありません。ご利用に際しては、お客さまご自身の判断にてお取り扱いいただきますようお願いいたします。