2024 年 8 月 22 日

2024・25 年度の景気予測（2024 年 8 月改訂）

～国内需要の増加により、緩やかな回復が続く～

調査部　上席主任研究員　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 4～6 月期の実質ＧＤＰ（国内総生産、１次速報）は前期比+0.8%とプラス成長に転じた。認証不正問題により 1～3 月期に落ち込んでいた自動車の生産が回復したことで、耐久財などの個人消費や自動車関連の設備投資などが増加した。
- 24 年度の日本経済は、賃上げの広がりなどにより個人消費が増加することなどから 7～9 月期も堅調に推移するだろう。年度後半についても緩やかな回復が続くと見込んだ。物価上昇率が次第に鈍化する中で、実質賃金が前年水準を上回って推移し、個人消費は緩やかに増加するだろう。企業収益が高水準で推移する下、中長期的な視点で計画されている設備投資が実施されていくことで、設備投資は増加基調で推移するだろう。一方、輸出については、インバウンド需要が増加するものの、海外景気の回復の鈍さを背景に財輸出が伸び悩むため、小幅な増加にとどまると見込んだ。24 年度の実質 GDP は前年比+0.5%になると予測した。
- 25 年度は成長率が徐々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緩やかに持ち直し、輸出の増勢が次第に回復するだろう。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+1.0%と予測した。

予測結果の総括表

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	＜前回2024年6月予測＞ 2024年度 見通し	2025年度 見通し
実質ＧＤＰ	0.8	0.5	1.0	0.4	1.2
民間需要＊	▲ 0.6	0.6	0.8	0.2	0.9
公的需要＊	▲ 0.1	0.3	0.1	0.3	0.1
輸　出＊	0.6	0.0	0.6	0.4	0.7
輸　入＊	0.8	▲ 0.4	▲ 0.5	▲ 0.4	▲ 0.5

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 4～6 月期の日本経済

2024 年 4～6 月期は自動車の生産回復などで 2 四半期ぶりのプラス成長に

8 月 15 日に内閣府が発表した 2024 年 4～6 月期の実質ＧＤＰ（国内総生産、１次速報）は前期比+0.8％と 2 四半期ぶりのプラス成長となった（図表１）。認証不正問題により 1～3 月期に落ち込んでいた自動車の生産が回復したことで、自動車購入などの個人消費が増加し、自動車関連の設備投資などが増加した。

需要項目別にみると、民間需要では、個人消費が前期比+1.0％と 5 四半期ぶりに増加した。自動車購入の増加で耐久財消費が大幅に増加したほか、半耐久財や非耐久財消費も伸びが高まった。また、設備投資も同+0.9％と増加に転じた。自動車の生産回復により商用車などへの投資が増加した模様である。住宅投資も同+1.6％と 4 期ぶりに増加した。期初の貸家や分譲住宅の着工増が住宅投資を押し上げたとみられる。一方、民間在庫変動の寄与度は同-0.1％ポイントと、マイナスの寄与になった。

次に公的需要では、政府消費が前期比+0.1％と小幅に増加した。また、公共投資は同+4.5％と 4 期ぶりに増加した。国土強靭化関連の投資増や令和 6 年能登半島地震の復旧工事などが全体を押し上げたとみられる。

他方、海外需要では、輸出が前期比+1.4％と増加に転じた。自動車関連の持ち直しで財輸出が 4 期ぶりに増加したほか、サービス輸出も増加に転じた。ただし、インバウンド（訪日外国人）需要については 2 年ぶりの減少に転じ、増勢が一服した。一方、輸入は同+1.7％と増加に転じた。財輸入が増加に転じ、サービス輸入は増加が続いた。

なお、名目 GDP は前期比+1.8％の 607.9 兆円（年率）となり、初めて 600 兆円を上回った。

図表 1　自動車の生産回復で個人消費や設備投資、輸出が増加

（季節調整済、前期比、％）

	2022年		2023年				2024年	
	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	4～6月期
実質ＧＤＰ	-0.3	0.4	1.3	0.6	-1.0	0.1	-0.6	0.8
個人消費	0.1	0.2	0.7	-0.8	-0.3	-0.3	-0.6	1.0
住宅投資	0.1	0.7	0.9	1.4	-1.2	-1.1	-2.6	1.6
設備投資	2.1	-1.2	2.3	-2.1	-0.1	2.1	-0.4	0.9
政府消費	-0.0	0.6	0.0	-1.2	0.6	-0.1	0.3	0.1
公共投資	1.1	0.9	2.6	1.0	-1.9	-1.7	-1.1	4.5
輸　　出	1.6	0.9	-2.1	3.2	0.1	3.0	-4.6	1.4
輸　　入	5.2	-0.9	-1.7	-4.1	1.3	2.0	-2.5	1.7
内需寄与度	0.4	0.1	1.3	-1.1	-0.7	-0.1	-0.1	0.9
民間需要	0.4	-0.2	1.2	-0.8	-0.8	0.0	-0.2	0.6
うち在庫	0.0	-0.1	0.4	-0.1	-0.5	-0.1	0.3	-0.1
公的需要	-0.0	0.2	0.1	-0.2	0.0	-0.1	0.0	0.2
外需寄与度	-0.7	0.4	-0.0	1.7	-0.3	0.2	-0.5	-0.1
名目ＧＤＰ	-0.4	1.9	2.4	2.0	-0.1	0.7	-0.2	1.8

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

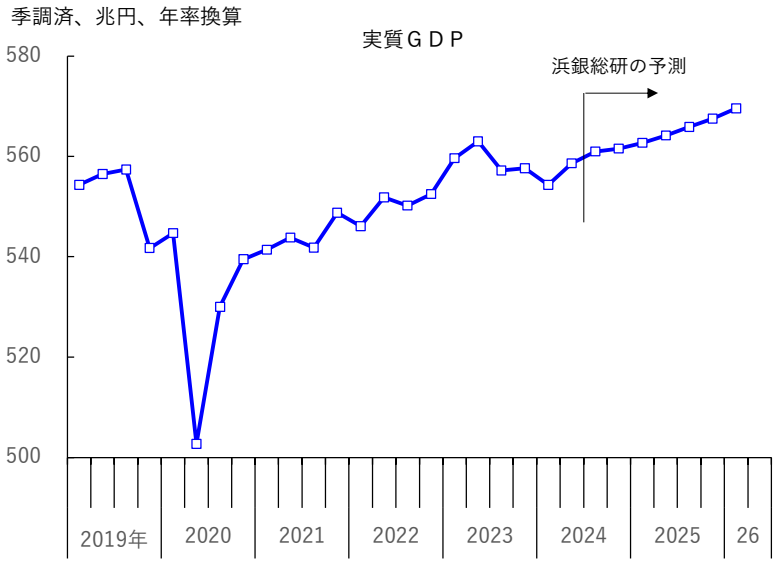
2．1　2024 年度の実質成長率を+0.5%、25 年度を+1.0%と予測

2024 年 4～6 月期の実質 GDP は、前期に落ち込んでいた個人消費や設備投資が自動車の生産回復などにより増加に転じ、2 四半期ぶりのプラス成長になった。この先も個人消費や設備投資などの国内需要が増加することで、日本経済は緩やかに回復していくだろう（図表２）。

24 年度の日本経済を展望すると、7～9 月期も国内需要を中心に堅調に推移することになろう。6 月に実施された所得税・住民税の定額減税の効果が引き続き表れることや、春闘で妥結した賃上げが広がることで個人消費は増加が続くことになろう。米国景気の減速などにより輸出の増勢が鈍るものの、堅調な企業業績を背景に設備投資は増加基調を維持するだろう。年度後半の日本経済も緩やかな回復が続くと見込んだ。物価上昇率が次第に鈍化する中で、実質賃金が前年水準を上回って推移し、個人消費は緩やかに増加するだろう。企業収益が高水準で推移する下、中長期的な視点で計画されている設備投資が実施されていくことで、設備投資は増加基調で推移するとみられる。一方、輸出については、インバウンド需要が増加するものの、海外景気の回復の鈍さを背景に財輸出が伸び悩むため、小幅な増加にとどまると見込んだ。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 16）。

続く 25 年度は成長率が徐々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。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緩やかに持ち直すため輸出の増勢が次第に回復してくるだろう。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+1.0%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：実質賃金の増加を背景に、緩やかに持ち直す

2024 年 4～6 月期の個人消費は前期比+1.0％と 5 四半期ぶりに増加した。形態別にみると、認証不正問題の影響で 1～3 月期に大きく落ち込んだ耐久財が、自動車の生産回復を受けて同+8.1％と大幅に増加した（図表 3）。また、半耐久財や非耐久財も伸びが高まった。梅雨入りが遅れ、気温が高めの日が多かったことから、夏物衣料などへの支出が増加した。6 月に実施された所得税・住民税の定額減税や、賃上げの広がりも消費マインドを改善させたと考えられる。一方、サービスはわずかに減少した。なお、今回の 1 次速報で公表された実質雇用者報酬は前年比+0.8％と、前年比ベースで 21 年 7～9 月期以来の増加に転じた。

物価変動を除いた実質ベースの賃金は足元で増加に転じている。まず、 6 月の消費者物価指数（生鮮食品を除く総合）は前年比+2.6％と引き続き高い伸びとなった。政府による電気・ガス料金の支援策の物価押し下げ効果がはく落したことなどが影響している。一方、同月の現金給与総額は同+4.5％と大幅な増加となった。23 年度の企業の好業績を背景に特別給与が同+7.6％と大幅に増加するとともに、春闘を受けた賃上げの浸透により所定内給与も同+2.3％と高めの伸びとなった。この結果、6 月は物価上昇率を上回る賃金の上昇が実現し、実質賃金は同+1.1％と 2022 年 3 月以来となる増加に転じた。

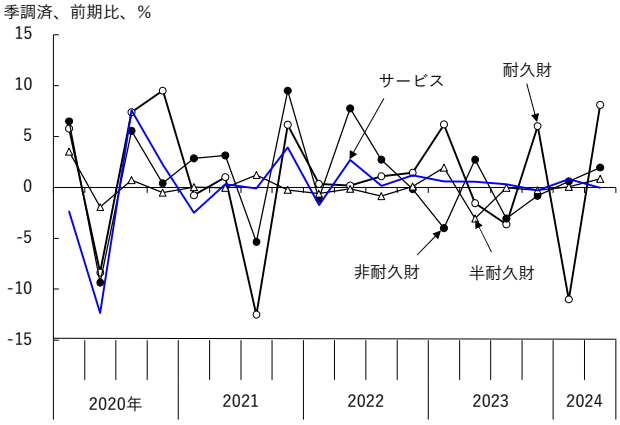
この先の実質賃金についても、基調としては、前年水準を上回って推移するとみられる。まず物価の先行きをみると、消費者物価上昇率は、春先以降の円安による輸入物価の上昇や、電気・ガス料金支援の物価押し下げ効果のはく落により夏場までは高めの推移が見込まれる。しかし、8～10 月には政府が打ち出した「酷暑乗り切り緊急支援」による電気・ガス料金の値下げが、物価の伸びを抑えることになろう。また、為替レートの円安修正が時間差を伴って輸入物価を押し下げることなどから、先行きの物価上昇率は次第に鈍化していくと考えられる（図表 4）。引き続き、賃金上昇などに伴うコスト増を販売価格に転嫁する動きが消費者物価を押し上げるものの、25 年度後半には、消費者物価上昇率は前年比で 1 ％台後半まで低下すると見込んだ。

一方、賃金の動向を見通すと、24 年度については、今春の春闘で妥結した大幅な賃上げが順次実施されていくことで、所定内給与を中心に高めの伸びが続くことになろう。続く 25 年度についても、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 年度には小幅に減少するものの、予測期間を通じて高めの水準で推移する見通しである（6 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、上述のように基調としては鈍化するものの、高めの伸びで推移すると見込まれる。来春の春闘賃上げ率は、企業業績の小幅な減益や物価上昇率の幾分の鈍化によりやや伸びが低下するものの、人手不足などを背景に 23 年度（連合集計、3.58％）並みの高めの水準になると見込んだ。この結果、物価変動の影響を除いた実質ベースの賃金は、今後も前年比ベースで小幅な増加基調が続くと予測した。

先行きの個人消費を展望すると、24 年 7～9 月期には賃上げの効果が広がり、4～6 月期に続いて高めの伸びになると見込んだ。その後も実質賃金の増加を受けて、個人消費は増加基調で推移すると予測した。もっとも、賃上げ率に比べると、消費の増加率は限定的になると想定した。賃上げの動向を年齢別にみると、消費支出額の多い中高年世代などでは、賃上げ率が小幅にとどま

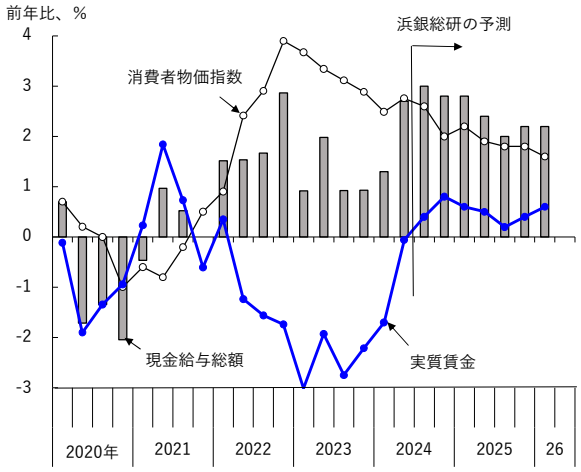
ると予想されるため、こうした世代の消費支出は相対的に伸び悩むと予想される[1]。また、将来も物価高が続くことが予想される下で[2]、賃金による収入増を期待することが難しい年金世代などでは節約意識が緩みにくいと考えられる。わが国の人口構成をみると、こうした可処分所得の増加が相対的に少ない中高年や年金世代の比率が高めになっていることから、こうした世代の消費支出が伸び悩むことで、個人消費全体の増加も抑制されると予想される。このため 24 年度後半から 25 年度にかけての個人消費は増加基調で推移するものの、緩やかな回復にとどまると見込んだ。

図表 3　耐久財消費が大幅に増加
形態別実質個人消費



出所：内閣府「四半期別 GDP 速報」

図表 4　実質賃金は 24 年後半以降プラスに
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

設備投資：堅調な企業業績と中長期的な設備投資ニーズの高さを支えに増加基調で推移

24 年 4～6 月期の設備投資は前期比+0.9%と増加に転じた。認証不正問題の影響で 1～3 月期に減少した商用車などへの投資が回復したほか、堅調な企業業績を背景にソフトウェア関連投資などが増加した模様である。

設備投資の先行指標は足元でやや鈍い動きになっている。機械投資の先行指標である機械受注額（船舶・電力を除く民需）は、4～6 月期に前期比-0.1%と 2 四半期ぶりに減少した。海外景気の先行き不透明感が強まっていることなどが影響したとみられる。もっとも、機械受注額の水準は昨年終盤を底として、増加基調に転じている。7～9 月期の見通しが同+0.2%と小幅ながら増加が見込まれている点も踏まえると、機械関連の設備投資は底堅く推移していると考えられる。一方、建設投資の先行指標である建築着工床面積（民間非居住用、当社による季調値）は 4～6 月期に同-7.7%と 2 四半期連続で減少した。建設費の高騰による着工の見送りや、人手不足などによる建設工事の遅れなどが影響しているとみられ、足元の建設関連の設備投資はやや鈍い動きにな

[1] HRI 研究員コラム「中高年世代の賃上げは小幅」（2024 年 7 月 5 日）参照。

[2] 日本銀行「生活意識に関するアンケート調査（2024 年 6 月調査）」によれば、5 年後の物価を「上がる」と回答した人の割合は 8 割台前半となっており、毎年の物価変動の予想平均値は+8.7%になっている。

っている模様である。

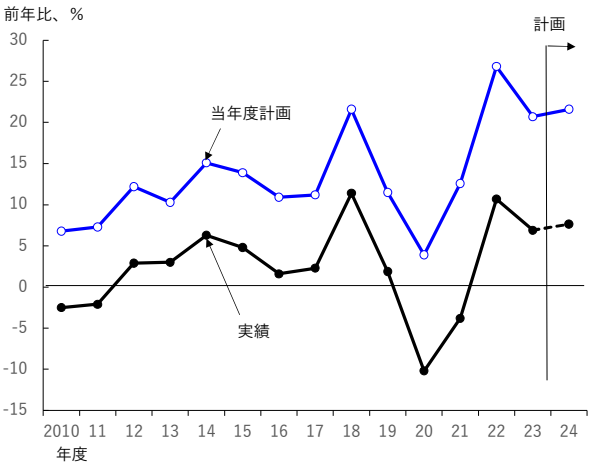
もっとも、企業の設備投資意欲は旺盛である。日銀短観（24 年 6 月調査）によると、2024 年度の設備投資計画（ソフトウェア・研究開発を含み、土地投資額を除く、全規模・全産業）は前年比+10.6％と、この時期の調査としては、前年調査（同+12.4％）並みの堅調な計画となった。また、日本政策投資銀行「全国設備投資計画調査（2024 年 6 月）」では、24 年度の大企業（資本金 10 億円以上）の設備投資は同+21.6％と大幅な増加計画になっている（図表 5）。同調査によると、製造業では半導体関連の開発・増産投資やＥＶ（電気自動車）関連投資など、非製造業ではインバウンドの増加を背景とした空港施設の拡充や不動産業における都市再開発投資などの、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。

他方、足元の企業業績は堅調である。法人企業統計によると、24 年 1～3 月期の経常利益は前期比+6.7％となり、過去最高益となった（図表 6）。23 年度通期でも前年比+14.6％の 108 兆円となり、最高益を更新した。日銀短観（24 年 6 月調査）における、24 年度の経常利益は前年比-7.5％と減益が見込まれているものの、23 年度に次ぐ利益額の水準になる計画で、総じてみれば企業業績は堅調に推移すると判断できるだろう。続く 25 年度の企業業績は 24 年度を上回るとみられる。後述するように 25 年度には米国景気の持ち直しを受けて、輸出の増勢が次第に回復するため、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。

このように企業業績が堅調に推移する下で、中長期的な視点で行われる大型の設備投資が、今後数年にわたって設備投資全体を押し上げていくと考えられる。足元で設備投資の先行指標がやや鈍い動きになっているものの、今後の設備投資は基調としては増加していくと見込まれる。24 年度の設備投資は緩やかな増加基調をたどり、25 年度には企業業績の改善を受けて投資マインドが高まり、設備投資の増勢が徐々に強まっていくと予測した。

図表 5　大企業の設備投資計画は高い伸び

設備投資計画（大企業）

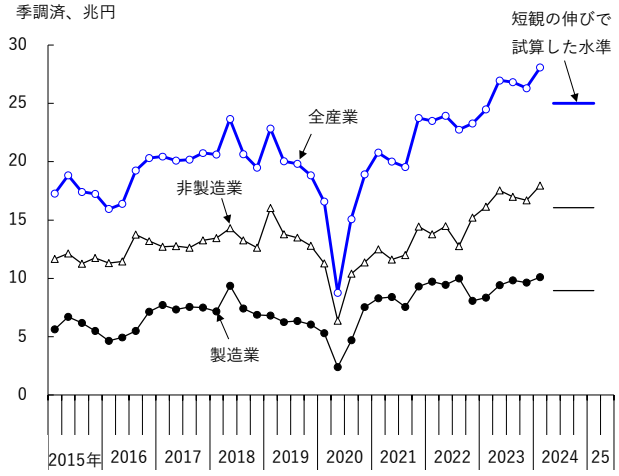


注：資本金 10 億円以上。24 年度の実績は、18～23 年度の実現率の平均から算出した伸び率。

出所：日本政策投資銀行「設備投資計画調査」より浜銀総研作成

図表 6　経常利益は高水準で推移へ

経常利益（全規模）



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

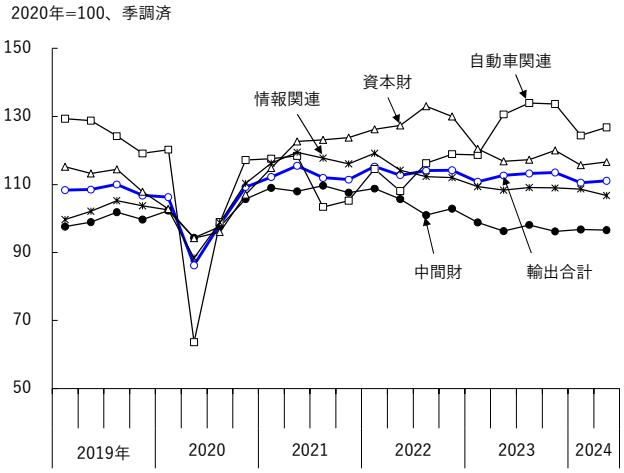
輸出：海外景気の減速を受けて 24 年度後半は鈍い動きとなり、25 年度には次第に回復へ

24 年 4～6 月期の輸出は前期比+1.4%と 2 四半期ぶりに増加した。財、サービス別にみると、財の輸出は同+0.6%と 4 期ぶりに増加した。日銀公表の実質輸出を財別にみると、前期に落ち込んだ自動車関連の輸出が同+1.9%と増加し、また、資本財も増加に転じた（図表 7）。その一方で、情報関連や中間財は減少した。自動車の生産回復により自動車関連が増加に転じたものの、回復は限定的になっており、総じてみれば財輸出は鈍い動きになっているといえよう。一方、4～6 月期のサービスの輸出は同+4.2%と 2 期ぶりに増加した。インバウンド需要が同-4.2%と 2 年ぶりに減少したものの、知的財産権等使用料などが増加した。

輸出の見通しに影響を与える海外景気の先行きをみると（9 ページ以下参照）、24 年後半は景気回復の動きが鈍くなる見込みである。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、欧州も緩やかな回復にとどまるとみられる。一方、中国は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、引き続き財の輸出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の効果で次第に上向くことから、欧米向け輸出の増勢が少しずつ強まってくると予想される。他方、中国向け輸出については、財政出動の縮小で同国の成長率が伸び悩むこともあり、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。

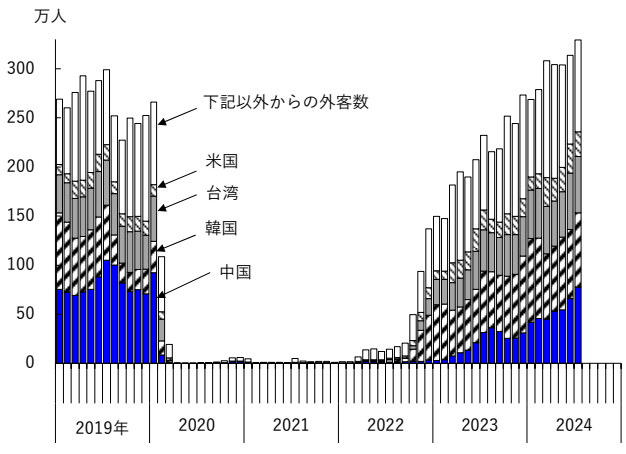
一方、サービスの輸出については、インバウンド需要の拡大を背景に、増加基調が続くと見込んだ。訪日外客数の動向をみると、4～5 月にはやや伸び悩んだものの、6 月には増勢を取り戻して過去最高水準を更新し、続く 7 月も一段と増加した（図表 8）。国籍別にみると、回復の遅れていた中国からの外客数の増勢が強まっている。福島第一原発の処理水に対する懸念が薄まったことなどにより、日本への旅行熱が回復しているとみられる。25 年度までの予測期間中は、為替レートがコロナ禍前に比べて円安の水準で推移するとみられ、海外から日本への旅行の割安感は引き続き強い状況が続くと予想される。日本滞在中の消費額が比較的多い中国からの外客数の増加

図表 7　自動車関連輸出の回復は限定的
実質輸出（財別）



出所：日本銀行「実質輸出入」

図表 8　足元でインバウンドの増勢が強まる
訪日外客数



出所：日本政府観光局（ＪＮＴＯ）「訪日外客数」より浜銀総研作成

などが底上げし、今後のインバウンド需要は増加していくことになろう。

こうした点を踏まえて輸出の先行きを展望すると、24 年度後半の輸出はサービス輸出が堅調に推移するものの、財輸出が鈍い動きとなり、全体としては伸び悩むことになろう。続く 25 年度は、サービス輸出が堅調に推移するとともに、米国景気の持ち直しを受けて財輸出の増勢が次第に強まってくるため、輸出全体の増加幅が徐々に拡大してくると予測した。

金融政策：日銀は 25 年度前半に次回の利上げを実施

日銀の金融政策については、25 年度前半に政策金利（無担保コール・オーバーナイト物）の誘導目標を 0.5%に引き上げると想定した[3]。

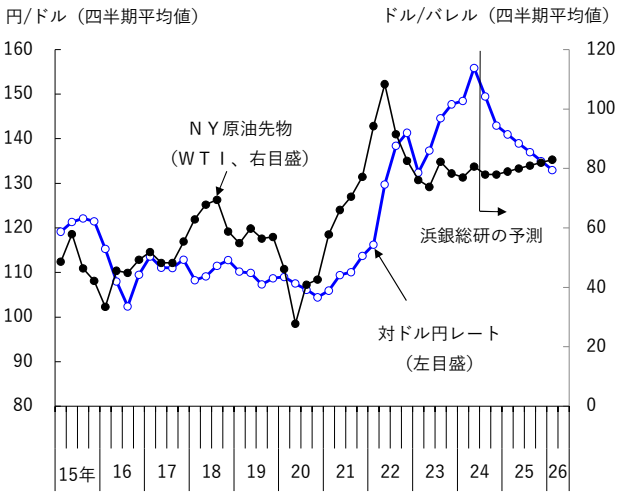
7 月 30、31 日の金融政策決定会合で日銀は、経済・物価が日銀の見通しに沿って推移する中で、円安が物価を上振れさせるリスクが発生しているとして、政策金利を 0.25%に引き上げた。会合後の記者会見で、植田総裁は「経済・物価情勢が日銀の見通しに沿って動いていけば、引き続き金利を引き上げていく」と説明し、早期に利上げを進めていく意向を滲ませた。もっとも、その後、米国景気の先行き不透明感が高まったことをきっかけに急速な円高・ドル安や株安が進むなど金融市場が混乱したことから、8 月 7 日には日銀の内田副総裁が講演で「金融資本市場が不安定な状況で利上げをすることはない」と述べて、早期利上げの方針を修正した。

足元の動向をみると、為替レートの円安修正が進み円安が物価を上振れさせるリスクは低下している。また、米国の景気減速により日本経済の成長率が下振れするリスクが高まっている。このため日銀は経済・物価情勢を見極めながら慎重に利上げを進めていくと見込まれる。こうした点を踏まえ、次回の利上げは、25 年度前半に行われると想定した。来年度の春闘における賃上げ動向や、米景気が回復軌道に復帰していることなどを確認した上で日銀は政策金利を引き上げることになろう。利上げが小幅にとどまるため、景気への影響は限定的になると見込んだ。

なお、為替相場の見通しについては、米国の利下げに伴い、緩やかな円高・ドル安傾向で推移すると想定した（図表 9）。25 年度末のドル・円レートの水準は、1 ドル 130 円台前半になると見込んだ。

図表 9　今後の為替相場は円高方向へ

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

[3] 本予測期間中の利上げは 25 年度前半の 1 回と想定した。予測期間を通じて、個人消費の回復が緩やかとなる中で、先行きの消費者物価上昇率の見通しは 2 %を下回ってくるとみられる。このため、日銀の想定する「2 %の物価目標」の実現の確度が低下し、日銀は慎重に利上げを進めると見込んだ。

3．予測の前提となる海外経済の見通し

3．1　米国経済：2024 年後半に景気が減速した後、25 年には緩やかに持ち直し

2024 年 4～6 月期の米国の実質 GDP（国内総生産）は前期比年率+2.8%と、1～3 月期の同+1.4%に比べて伸びが加速した（図表 10）。ただ、在庫投資の実質 GDP への寄与度が同+0.82%ポイントと、前期の同-0.42%ポイントから反転して大幅なプラス寄与となっており、この点を勘案すれば、景気回復の勢いが決して増しているわけではないと考えられる。

4～6 月期の実質 GDP を需要項目別にみると、個人消費が同+2.3%と底堅く推移し、景気を支えた。財別には、自動車などの耐久財消費が増加に転じたほか、サービス消費が底堅く推移した。他方、住宅投資は同-1.4%と 4 四半期ぶりに減少した。また、企業の設備投資は同+5.2%と、前期よりも伸びが高まった。建設投資が 7 四半期ぶりに減少したものの、設備機器への投資が大幅に増加した。外需については、輸入の伸び（同+6.9%）が輸出の伸び（同+2.0%）を大幅に上回り、純輸出（輸出－輸入）の実質 GDP への寄与度が同-0.72%ポイントとなった。

上記のように 4～6 月期の米国経済は底堅く推移したものの、月次の指標には米景気の減速を示唆するものが散見される。例えば、7 月の ISM（米供給管理協会）製造業景況指数は 46.8 と前月から低下し、23 年 11 月以来 8 か月ぶりの低水準となった。内訳をみると、新規受注、生産、雇用がいずれも低下した。また、7 月の非農業部門雇用者数は前月比 11.4 万人増と前月から増加幅が大幅に縮小し、好調の目安とされる月 20 万人増を 2 か月連続で下回った（図表 11）。同月の失業率は 4.3%と 4 か月連続で上昇し、2021 年 10 月以来の高水準となっている。労働需給が緩和方向にある中で、賃金上昇率の鈍化も続いている。7 月の平均時給は前年比+3.6%と、前月よりも伸びが低下した。

こうした状況下、米国のインフレに関しては、7 月の消費者物価指数（CPI）が前年比+2.9%と、前月に比べて伸びがやや鈍化した。また、同月のコア CPI の伸びも同+3.2%と、前月に比べて鈍化している。7 月のコア CPI の前月比は+0.2%と 3 か月連続で 0.2%以下となっており、米国のインフレ率が年率で 2%に向かっていることを示唆した。

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 7 月 31 日の FOMC（公開市場委員会）で政策金利を据え置いた。金利の据え置きは市場の予想通りで 8 会合連続となった。もっとも、注目された FOMC 声明では、リスク判断の部分がこれまでの「インフレのリスクを引き続き大いに注視している」から、「2 つの使命（物価の安定と雇用の最大化）の両面に対するリスクを注視している」に修正され、FRB がインフレだけでなく景気にも十分配慮する姿勢が示された。またパウエル議長は FOMC 後の記者会見で、全体的な経済データ次第で「早ければ 9 月の次回会合で政策金利の引き下げが選択肢になり得る」との考えを示した。これを受けて FF 金利の先物市場では、FRB の早期利下げ観測が高まっている。

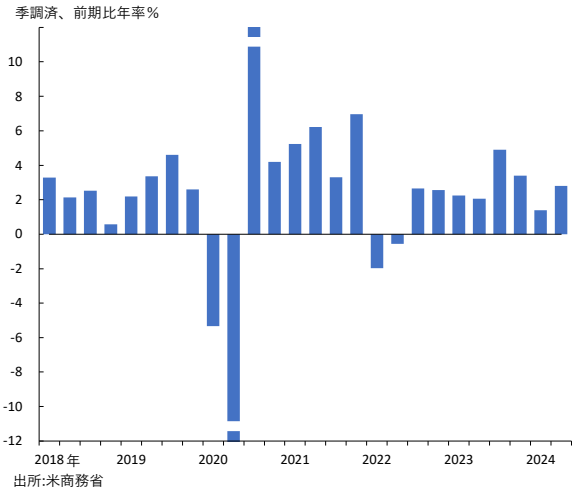
以上のような状況を踏まえた上で先行きを展望すると、米国経済は 24 年後半に減速が避けられないと見込まれる。FRB のこれまでの金融引き締めの効果がタイムラグをもって耐久財消費や企業の設備投資を抑制しよう。また、7 月中旬以降、米国の株式相場が乱高下しており、先行き資産効果による個人消費の押し上げが弱まると見込まれる。

FRB の金融政策については、24 年 9 月の会合から利下げを開始すると予想する。年内は 0.25%の利下げが 3 回（9 月、11 月、12 月）行われると見込んだ。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。

25 年の米国景気については、インフレの鎮静化などを受けて個人消費の回復テンポが徐々に高まると見込んだ。また 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予想する。米国の通年の成長率は、2024 年が前年比+2.4%、2025 年が同+1.7%になると予測した。なお、24 年 11 月の米大統領選挙は、民主党のハリス副大統領と共和党のトランプ前大統領の対決となった。選挙戦は予断を許さないものの、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。

図表 10　4～6 月期の米 GDP は伸びが高まる

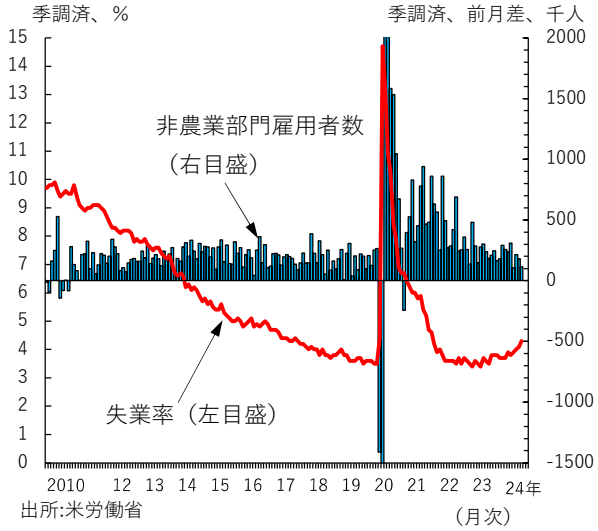
米国の実質 GDP（国内総生産）



出所:米商務省

図表 11　米雇用情勢は悪化傾向

米国の雇用者数と失業率



出所:米労働省

3．2　ユーロ圏経済：ECB の利下げなどを受けて、24 年終盤から成長率が緩やかに加速

2024 年 4～6 月期のユーロ圏の実質 GDP（域内総生産）は前期比+0.3%と、2 四半期連続のプラス成長となった（図表 12）。ただ、国別の動きはまちまちであり、ユーロ圏の中心国であるドイツが前期比-0.1%と再びマイナス成長となる一方で、フランス（同+0.3%）やイタリア（同+0.2%）、スペイン（同+0.8%）などがプラス成長を維持した。

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 7 月のユーロ圏製造業 PMI（購買担当者景気指数）は 45.8 と、好不調の分かれ目となる 50 を 25 か月連続で下回っている（図表 13）。一方、同月のユーロ圏サービス業 PMI は 51.9 と 6 か月連続で節目の 50 を上回ったものの、4 か月連続で低下した。こうしたサービス業の改善テンポの鈍化を受けて、同月のユーロ圏総合 PMI は 50.2 へと低下し、節目の 50 に接近している。国別に総合 PMI をみると、ドイツ（49.1）やフランス（49.1）では再び 50 を下回っている。

こうした状況下、インフレは鈍化傾向で推移している。24 年 7 月のユーロ圏の消費者物価指数は前年比+2.6％と、前月からやや伸びが高まったものの、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. 9 ％と、前月と同じ伸びとなった。

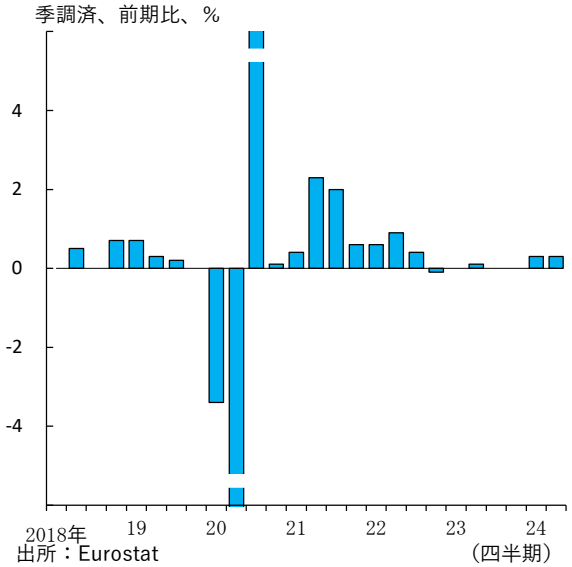
このようにインフレが徐々に鈍化する中で、ECB（欧州中央銀行）は 6 月の理事会で、政策金利を 0.25％引き下げた。利下げは 2019 年 9 月以来、4 年 9 か月ぶりである。ただ、7 月の理事会では政策金利の据え置きを決めた。ラガルド ECB 総裁は理事会後の記者会見で、今後の利下げについて「特定の道筋を確約しない。データに基づき判断する」と述べた。先行き ECB は物価の情勢などを見極めながら、ゆっくりと利下げしていくと予想される。

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、しばらくは緩やかな景気回復にとどまると見込まれる。ECB の既往の金融引き締めの影響が残り、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が見込まれているため、同国向けの輸出が弱含むとみられる。

もっとも、24 年終盤からはユーロ圏経済の成長ペースが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 は先行き 2 会合に 1 度程度のペースで 0.25％の利下げを行うと予想され、金利の低下を受けて企業の設備投資なども徐々に上向くと見込まれる。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+0.8％、2025 年が同+1.6％になると予測した。

図表 12　ユーロ圏経済は 2 期連続のプラス成長

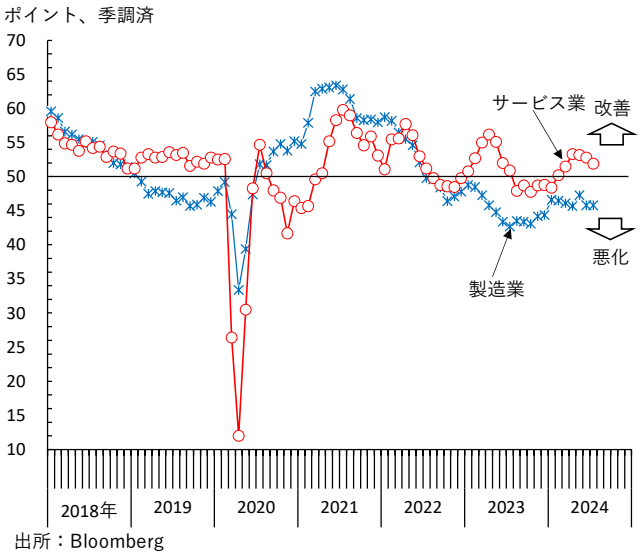
ユーロ圏の実質 GDP（域内総生産）



出所：Eurostat

図表 13　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）



出所：Bloomberg

3．3　中国経済：住宅市場の低迷を背景に、24 年後半の成長率は減速へ

2024 年 4～6 月期の中国の実質 GDP は前年比+4.7％と、前期（同+5.3％）に比べて成長率が低下した（図表 14）。同期の動向を需要別にみると、雇用・所得情勢の弱含みや、住宅価格の下落による逆資産効果から、個人消費の動きを表す小売売上高は減速した。次に、固定資産投資（土地購入費用を含む）は増勢が弱まった。習体制による工業分野の設備更新への支援などを背景に、製造業の投資が底堅く推移した一方で、住宅販売の不振などを背景に不動産業の投資は減少幅が拡大した。また、公共インフラ投資の主要財源である地方専項債券の発行が遅れていたことなどから、公共インフラ投資も増勢が弱まった。一方、通関輸出は増勢が拡大した。海外需要の増加に加えて、中国企業が集積回路などの高付加価値品の輸出に積極的に取り組んだことが輸出を押し上げた。

景気回復の動きが鈍い中で、習体制は内需の拡大策を強化している。まず、工業分野における生産設備の更新を推進している。6 月 23 日時点では、浙江省など約 7 割の地方政府が減税などを通じた生産設備の更新支援策などを発表している。次に、公共インフラ投資の財源となる地方専項債券の発行の加速である。6 月末時点における発行計画をみると、7～9 月期には福建省などの地方政府で 1.7 兆元が発行される予定で、1～6 月期の半期発行分（1.5 兆元）を上回る見込みである。

低迷が続く住宅市場に関しても、習体制は支援策を強化している。まず、2024 年 1 月にスタートした不動産開発プロジェクトへの資金支援策は、3 月までの段階では少額の融資にとどまっていたが、4 ～ 6 月期には融資が加速した。7 月以降も、湖北省や山東省など多くの地方政府で資金支援が積極的に推進されている。次に、不動産企業が所有する過剰な住宅在庫の買い取り推進である。5 月に開始したこの対策は、6 月には中国住宅都市農村建設部（日本の国土交通省に相当）が各地方政府に対して買い取りの加速を指示しており、不動産企業の資金不足を解消させることが期待されている。さらに、7 月には、中国人民銀行が住宅ローン金利の基準金利などを引き下げた（図表 15）。金融当局も金融緩和を通じて住宅購入の資金支援や景気の下支えを行っていく姿勢を鮮明にしている。

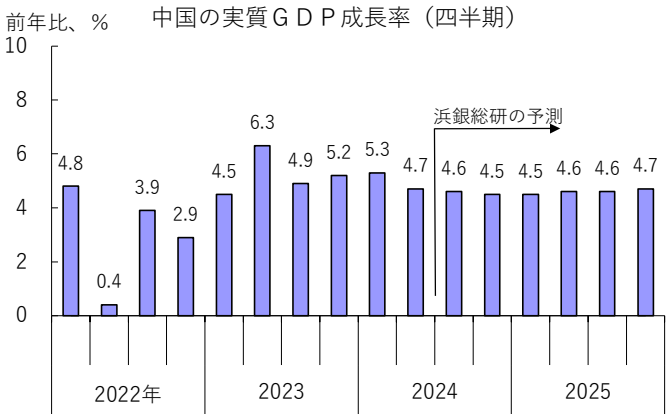
こうした点を踏まえて、先行きの中国経済を展望すると、2024 年後半は、実質 GDP 成長率が緩やかに低下する見込みである。まず、固定資産投資は増勢が弱まろう。地方専項債券の発行加速を背景に公共インフラ投資は持ち直すだろう。それに加えて、習体制が工業分野の設備更新を支援する中、企業の設備投資も高めの伸びで推移すると見込まれる。しかし、不動産投資が弱含むことが固定資産投資全体の足かせになるだろう。政府が不動産開発プロジェクトへの資金支援や過剰な住宅在庫の買い取り支援に注力するものの、銀行が個別不動産開発プロジェクトの審査を慎重に進めるとみられることや、地方政府の財政難の問題などにより、住宅販売の減少に歯止めがかかるまでには時間を要しよう。次に、個人消費は減速する見込みである。前述のように住宅販売が減少する中、住宅価格の下落に歯止めがかからない展開になろう。住宅価格の下落による逆資産効果が引き続き個人消費の重荷になると見込まれる。また、景気全体の弱含みを背景に、雇用・所得情勢の改善も見込みにくいと考えられる。一方、輸出が緩やかに増加することが成長率の過度な低下を回避させる見込みである。中国企業が集積回路などの高付加価値品の輸出に取

り組むことや、新興国による需要の増加などが輸出を押し上げるだろう。

続く 2025 年については、景気が緩やかに持ち直す見込みである。まず、輸出は引き続き増加しよう。先進国を中心に世界の経済成長率が高まると見込まれることがその背景にある。また、政府の対策により中国企業が生産設備を更新し、中国製製品の競争力が高まることも輸出を押し上げよう。次に、個人消費も緩やかながら持ち直しの動きが表れると見込まれる。まず、住宅価格の下落に伴う逆資産効果が後退しよう。政府による不動産関連の対策により、年後半には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。住宅販売の底入れを受けて、住宅価格の下落には歯止めがかかることになると見込まれる。また、輸出の増加や住宅販売の底入れなどを背景に、年後半には生産や企業業績が回復に向かうため、雇用・所得情勢にも改善の動きが表れると見込まれる。一方、固定資産投資は緩やかに減速しよう。財政出動の縮小を背景とする公共インフラ投資の減速が固定資産投資全体の足かせになろう。ただ、政府の支援による企業の設備更新が継続的に実施されることから製造業の設備投資が底堅く推移する見込みである。また、住宅販売の底入れを背景に不動産投資の減少幅が徐々に縮小することも固定資産投資全体の過度な減速を回避させよう。

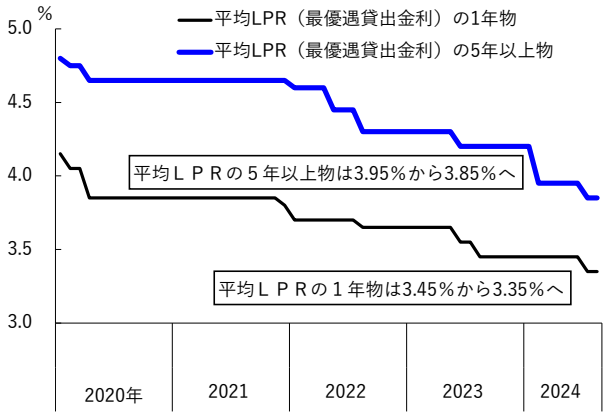
以上より、2024 年の実質 GDP 成長率を+4.8%、2025 年を+4.6%と予測した。

図表 14　24 年後半の成長率は減速へ



出所：中国国家統計局資料などより浜銀総研作成

図表 15　平均 LPR（1 年物と 5 年以上物）



注：LPR（Loan Prime Rate）とは、最優遇貸出金利とも呼ばれ、大手市中銀行が最優良企業（財務状況がよく、信用力もあるなど）に融資する際の貸出金利のことである。
出所：Bloomberg、中国人民銀行ホームページ

図表 16　2024・25 年度のわが国経済の見通し（2024 年 8 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	147.6	153.2	142.0	136.0	138.0	134.0
対ユーロ円レート（円／ユーロ）	156.8	160.6	165.9	155.3	148.5	151.0	146.0
米国実質ＧＤＰ（暦年）	2.5	2.4	[2.3]	[1.3]	1.7	[1.6]	[2.2]
ユーロ圏実質ＧＤＰ（暦年）	0.5	0.8	[0.8]	[1.2]	1.6	[1.6]	[1.9]
中国実質ＧＤＰ（暦年）	5.2	4.8	5.0	4.5	4.6	4.6	4.7

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		0.8	0.5	[0.7]	[0.4]	1.0	[0.5]	[0.6]
	個人消費	▲ 0.6	0.7	[1.0]	[0.3]	0.7	[0.4]	[0.5]
	住宅投資	0.3	▲ 1.7	[0.0]	[▲ 0.5]	▲ 0.1	[0.0]	[0.2]
	設備投資	0.3	2.1	[0.9]	[0.9]	2.2	[1.1]	[1.4]
	政府消費	▲ 0.5	0.5	[0.3]	[0.2]	0.4	[0.2]	[0.2]
	公共投資	0.7	3.5	[4.2]	[1.0]	1.0	[0.4]	[0.2]
	輸出	2.8	0.2	[▲ 0.7]	[1.0]	3.2	[1.6]	[2.1]
	輸入	▲ 3.2	1.9	[0.8]	[1.0]	2.5	[1.2]	[1.7]
寄与度	国内需要	▲ 0.6	0.9	[1.0]	[0.4]	0.9	[0.4]	[0.5]
	民間需要	▲ 0.5	0.6	[0.7]	[0.3]	0.8	[0.4]	[0.5]
	公的需要	▲ 0.1	0.3	[0.3]	[0.1]	0.1	[0.1]	[0.1]
	海外需要	1.4	▲ 0.4	[▲ 0.3]	[▲ 0.0]	0.1	[0.1]	[0.1]
名目ＧＤＰ		4.9	2.8	[2.1]	[1.0]	2.2	[1.1]	[1.1]
新設住宅着工戸数（万戸） （前期比、％）		80.0 ▲ 7.0	80.5 0.4	80.9 1.9	80.0 ▲ 1.2	80.1 ▲ 0.4	80.1 0.1	80.2 0.2
鉱工業生産		▲ 1.9	1.0	[1.2]	[1.9]	2.8	[1.1]	[1.6]
国内企業物価		2.3	2.0	2.4	1.6	0.8	1.0	0.5
消費者物価		2.8	2.3	2.5	2.1	1.8	1.8	1.7
完全失業率（％）		2.6	2.6	2.6	2.6	2.5	2.5	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扱いいただきますようお願いいたします。