



2024 年 11 月 21 日

2024・25 年度の景気予測（2024 年 11 月改訂）

～国内外需要の伸びは総じて鈍く、緩やかな成長に～

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 7～9 月期の実質 GDP（国内総生産、1 次速報）は前期比+0.2%と 2 期連続でプラス成長となった。設備投資が減少に転じ、輸出の増勢が鈍化したものの、定額減税や夏季ボーナスの増加などにより個人消費の伸びが高まり、実質 GDP 成長率を押し上げた。
- 24 年度後半の日本経済は、緩やかな回復が続くだろう。定額減税の押し上げ効果がはく落する中で、実質賃金の伸び悩みにより個人消費の増勢が鈍るものの、企業収益が高水準で推移する下で設備投資が緩やかに増加するだろう。輸出については、米景気の減速で財輸出がやや鈍い動きになるものの、インバウンド需要の支えで小幅な増加が続くとみられる。24 年度の実質 GDP を前年比+0.2%になると見込んだ。
- 25 年度も緩やかな成長が続き、後半にやや成長率が高まると見込んだ。25 年の春闘で高めの賃上げが実現する一方、物価上昇率も高めの伸びとなるため、年度を通じてみると、実質賃金は概ね横ばいで推移しよう。ただし、年度後半には、物価の伸びが緩やかに低下するため、小幅ながらも実質賃金が上向いてこよう。このため、個人消費は総じて鈍い動きになるものの、年度後半には伸びがやや高まると見込んだ。一方、高水準の企業収益などを支えに、設備投資は緩やかに持ち直すだろう。また、年前半に米国景気、年後半に中国景気が減速するため、輸出は小幅な伸びにとどまると見込んだ。25 年度の実質 GDP は前年比+0.8%になると予測した。

予測結果の総括表

< 前回 2024 年 9 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	0.8	0.2	0.8	0.4	1.0
民間需要*	▲ 0.5	0.6	0.6	0.5	0.8
公的需要*	▲ 0.1	0.3	0.1	0.3	0.1
輸 出*	0.6	0.2	0.4	0.0	0.6
輸 入*	0.8	▲ 0.8	▲ 0.4	▲ 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 7～9 月期の日本経済

2024 年 7～9 月期は個人消費の増加により 2 四半期連続でプラス成長

11 月 15 日に内閣府が発表した 2024 年 7～9 月期の実質 GDP（国内総生産、1 次速報）は前期比+0.2%と 2 四半期連続でプラス成長となった（図表 1）。4～6 月期に比べると増勢は鈍化したものの、日本経済は緩やかな回復が続いている。

需要項目別にみると、民間需要では、個人消費が前期比+0.9%と、前期に比べて伸びが高まった。6 月から実施された所得税・住民税の定額減税や、夏季ボーナスの大幅な増加により所得情勢が改善したことが消費を押し上げた。一方、設備投資は同-0.2%と減少に転じた。海外景気の先行き不透明感や建設費の高騰による着工の見送りなどが投資を下押しした模様である。住宅投資も同-0.1%と減少した。住宅の販売価格上昇により家計の住宅購入意欲が低下していることなどが影響したとみられる。他方、民間在庫変動の寄与度は同+0.1%ポイントとプラスの寄与になった。

次に公的需要では、政府消費が前期比+0.5%と増勢が強まった。一方、公共投資は同-0.9%と減少に転じた。4～6 月期に国土強靱化関連の投資増や能登半島地震の復旧工事などが全体を押し上げた反動が表れたとみられる。

他方、海外需要では、輸出が前期比+0.4%と増加したものの、増勢は鈍化した。財輸出が同+1.9%と伸びが高まったものの、サービス輸出が同-4.2%と減少に転じた。インバウンド（訪日外国人）需要が、為替レートや円安修正の影響などで、9 四半期ぶりの減少に転じた。一方、輸入は同+2.1%と増加した。財輸入、サービス輸入ともに増加が続いた。

なお、名目 GDP は前期比+0.5%の 610.9 兆円（年率）となり、2 四半期連続で 600 兆円を上回った。

図表 1 個人消費の増勢が拡大し、実質 GDP はプラス成長に

（季節調整済、前期比、%）

	2022年	2023年				2024年		
	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	7～9月期
実質 GDP	0.4	1.2	0.6	-1.0	0.1	-0.6	0.5	0.2
個人消費	0.2	0.8	-0.7	-0.4	-0.3	-0.6	0.7	0.9
住宅投資	0.8	0.7	1.2	-0.9	-1.0	-2.9	1.4	-0.1
設備投資	-1.2	2.3	-2.2	-0.1	2.1	-0.4	0.9	-0.2
政府消費	0.6	0.0	-1.2	0.5	-0.1	0.3	0.1	0.5
公共投資	0.9	2.5	1.0	-2.0	-1.7	-1.1	4.1	-0.9
輸 出	0.8	-2.1	3.1	0.2	2.9	-4.5	2.6	0.4
輸 入	-0.6	-1.6	-4.1	0.9	2.4	-2.4	2.9	2.1
内需寄与度	0.1	1.3	-1.0	-0.8	0.0	-0.2	0.7	0.6
民間需要	-0.1	1.2	-0.8	-0.8	0.1	-0.2	0.4	0.6
うち在庫	-0.1	0.3	-0.0	-0.6	-0.0	0.3	-0.1	0.1
公的需要	0.2	0.1	-0.2	0.0	-0.1	0.0	0.2	0.1
外需寄与度	0.3	-0.1	1.7	-0.2	0.1	-0.4	-0.1	-0.4
名目 GDP	2.0	2.4	2.0	-0.1	0.8	-0.3	1.7	0.5

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

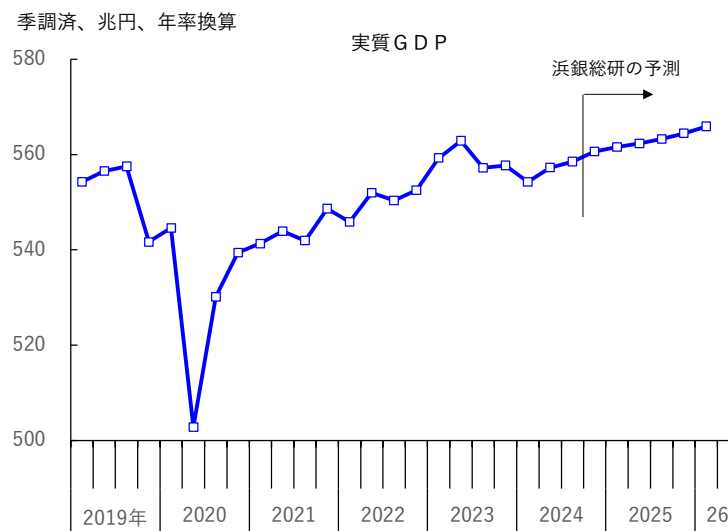
2. 1 2024 年度の実質成長率を+0.2%、25 年度を+0.8%と予測

2024 年 7～9 月期の実質 GDP は、個人消費の増加が支えとなり 2 四半期連続でプラス成長になった。この先、個人消費の増勢は鈍るものの、設備投資や輸出が緩やかに増加し、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、年度後半も緩やかな回復が続くとみられる。定額減税による押し上げ効果がはく落する中で、実質賃金の伸び悩みにより個人消費の増勢が鈍るものの、設備投資が緩やかに増加するとみられる。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支えとなろう。一方、輸出については、米国景気の減速を背景に財輸出が鈍い動きになるものの、インバウンド需要の緩やかな増加などにより、小幅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+0.2%になると見込んだ（14 ページ図表 16）。

続く 25 年度の日本経済も緩やかな成長が続くだろう。25 年の春闘では、上昇率がやや鈍化するものの、高めの賃上げが実現すると見込んだ。一方、物価上昇率も高めの伸びとなるため、年度を通じてみると、実質賃金は概ね横ばいで推移すると見込まれる。ただし、年度後半には物価の伸びが緩やかに低下するため、小幅ながらも実質賃金が前年水準を上回ってくるだろう。このため、個人消費は総じてみれば鈍い動きになるものの、年度後半には伸びがやや高まると予測した。企業部門では、25 年前半に米国景気、後半に中国景気が減速することから、輸出は小幅な伸びにとどまることになろう。高水準の企業収益などを支えに、設備投資は緩やかに持ち直すだろう。25 年度の実質 GDP は前年比+0.8%となり、24 年度に比べて成長率は高まると予測した。

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：実質賃金が伸び悩み、緩やかな回復に

2024 年 7～9 月期の個人消費は前期比+0.9%と、4～6 月期に比べて伸びが高まった。財、サービス別の内訳をみると、半耐久財は、衣料品の販売が弱含んだことなどから、同-2.8%と 3 四半期ぶりに減少した。その一方で、耐久財が同+3.7%と高めの伸びとなった。認証不正問題の影響で落ち込んでいた自動車購入の回復が続いた。また、非耐久財が同+0.9%と増加し、サービスも同+0.2%と増加に転じた。6 月から実施された所得税・住民税の定額減税や、夏季ボーナスの大幅な増加が、個人消費を押し上げたとみられる。

もっとも、月次ベースの指標をみると、個人消費の伸びは 8 月以降減速している。日銀公表の消費活動指数（旅行収支調整済）をみると、7 月に前月比+0.8%と高い伸びとなった後、8 月（同-0.2%）、9 月（同-0.2%）と 2 か月連続で低下した（図表 3）。8 月の減少は、南海トラフ地震臨時情報や台風の接近といった一時的要因の下押しがあったとみられるものの、定額減税の押し上げ効果が弱まったこともあり、個人消費の増勢が鈍っているといえよう。物価変動を除いた実質賃金をみると、夏季ボーナスの大幅増により 6 月、7 月には前年水準を上回る水準になったものの、ボーナスの押し上げ効果が薄まった 8 月以降は再び前年割れに転じている。こうした実質ベースでみた所得情勢の弱い動きが、8 月以降の消費の基調を鈍らせていると考えられる。

今後の個人消費も、こうした所得情勢の動向に大きく影響を受ける展開になろう。まず、賃金の動向（現金給与総額）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実施されたことで、所定内給与を中心に高めの伸びが続き、前年比で 2 %台後半の高めの伸びが続くことになろう。続く 25 年度についてみると、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、最高益となった 23 年度に次ぐ水準になる見通しである（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も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、高めの水準になると見込んだ。

一方、物価の先行きをみると、消費者物価上昇率は高めの伸びで推移する見込みである。これまでに国内物価を押し上げてきた輸入物価は、この先の為替レートが緩やかな円高・ドル安傾向で推移することから（8 ページ参照）、前年比ベースでの伸びが縮小し、国内物価への上昇圧力は少しずつ弱まっていくことになろう。他方、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引き続き消費者物価を押し上げるとみられる。このため、消費者物価上昇率は基調としては緩やかに鈍化するものの、予測期間終盤でも前年比で 1%台後半の高めの伸びになろう¹。

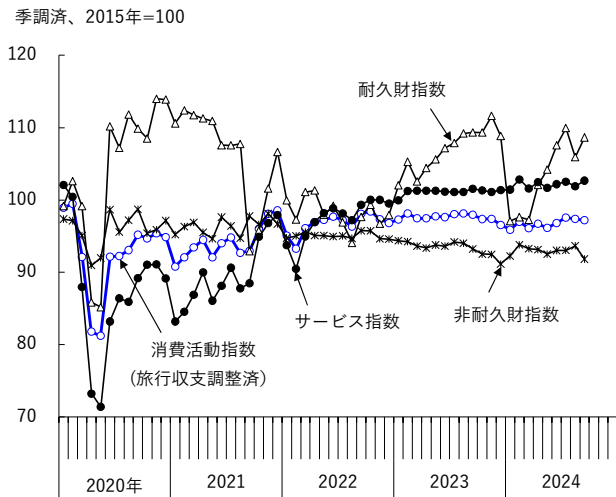
賃金の上昇が続く一方で、消費者物価も高めの伸びになることから、今後の実質賃金は概ね横ばい圏で推移するとみられる（図表 4）。ただし、25 年度後半には、消費者物価上昇率の若干の鈍化により実質賃金が前年比ベースで小幅ながら上向くと見込んだ。

こうした点を踏まえると、25 年度までの個人消費は実質賃金が伸び悩む中で、総じてみれば鈍い動きになると予想される。24 年度後半は、定額減税の効果がはく落する中で、個人消費の伸び

¹ 政府により議論されている電気代・ガス代の追加支援策については、25 年 1～3 月に実施されると想定した。

は減速することになろう。続く 25 年度も、実質賃金の伸び悩みにより、個人消費は基調として鈍い動きになろう。ただし、年度後半には、小幅ながらも実質賃金が上向いてくることから、個人消費の伸びがやや高まると予測した。

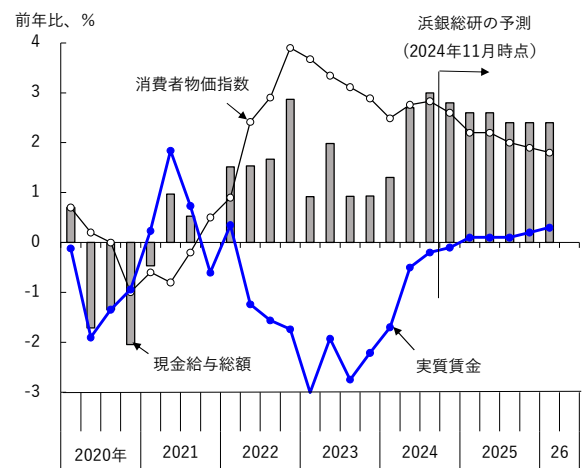
図表 3 8 月、9 月の消費は頭打ち
消費活動指数



注：実質ベース

出所：日本銀行「消費活動指数」

図表 4 実質賃金は 25 年度後半にやや上向く
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：高水準の企業収益を支えに増加基調で推移も、伸びは緩やかに

24 年 7～9 月期の設備投資は前期比-0.2%と減少に転じた。海外景気の先行き不透明感が高まったことや建設費の高騰による着工の見送り、台風の接近による工期の遅れなどが夏場の設備投資を下押ししたとみられる。

設備投資の先行指標は足元で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、7～9 月期に前期比-1.3%と 2 四半期連続で減少した（図表 5）。受注額の水準は、昨年後半に比べて高まっているものの、海外景気の先行き不透明感などが影響して回復の動きが足踏みしている。また、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 7～9 月期に同-0.2%と 3 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、労働力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、建設関連投資は鈍い動きになっている模様である。

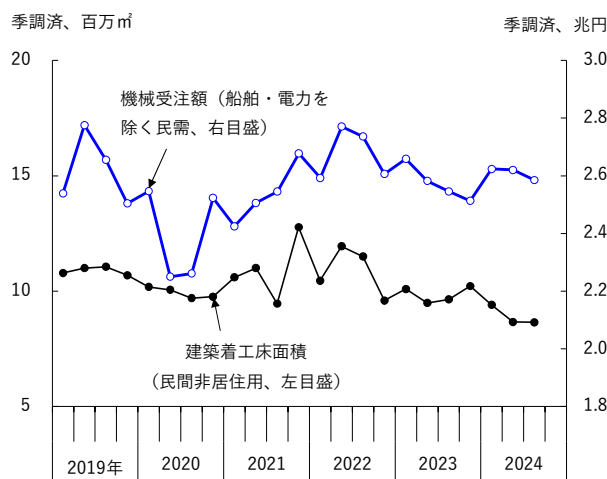
ただし、企業の設備投資計画をみると、設備投資意欲は旺盛である様子がうかがえる。日銀短観（24 年 9 月調査）における 2024 年度の設備投資（ソフトウェア・研究開発を含み、土地投資額を除く、全規模・全産業）は前年比+10.1%と 2 桁の伸びが見込まれている（図表 6）。半導体関連の開発・増産投資や E V（電気自動車）関連投資のほか、労働力不足を背景とした省力化投資など、中長期的な視点で行われる設備投資が全体を押し上げているとみられる。もっとも、今回調査の設備投資計画は、前回 6 月調査（同+10.6%）に比べると、小幅ながら下方修正されている。6 月から 9 月調査にかけて計画が下方修正されたのは、2020 年度計画（6 月調査：前年比+0.9%→9 月調査：同-0.9%）以来である。物価高に伴う国内需要の伸び悩みや海外景気の先行き

不透明感などにより、企業の一部には投資計画を先送りする動きが表れている可能性がある。

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、4～6 月期の経常利益は前期比+6.6%となり、過去最高益を更新した。日銀短観（24 年 9 月調査）における、24 年度の経常利益は前年比-5.7%と減益が見込まれているものの、最高益となった 23 年度に次ぐ利益額になる計画で、企業業績は総じてみれば堅調であるといえよう。続く 25 年度についても、経常利益は高めの水準で推移すると見込まれる。業種別にみると、製造業の業績については、後述のとおり、為替レートの緩やかな円高・ドル安が輸出企業の業績の下押し要因になる一方、輸出が小幅に増加するため、概ね横ばいで推移するとみられる。また、非製造業についても、コスト転嫁の難しさなどから大幅な利益の回復は見込めないものの、インバウンド需要の増加などを受けて、緩やかに業績が改善していくと予想される。このため、25 年度の経常利益は、伸びが小幅にとどまるものの、高めの水準で推移すると見込まれる。

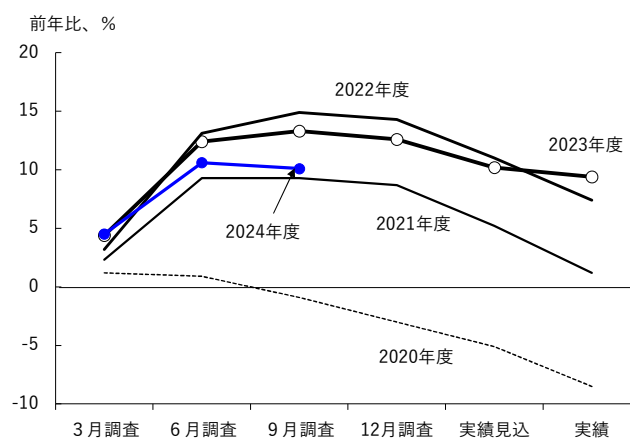
こうした状況を踏まえて設備投資の先行きを展望すると、企業収益が高めの水準で推移する中で、中長期的な視点で行われる大型の設備投資が、全体を底上げしていくことから、設備投資は増加基調で推移するだろう。もっとも、米国のトランプ次期大統領が主張している通商政策が世界経済の先行きに対する不透明感を高めていることや、労働力不足に伴う工期の長期化、建設コストの上昇などが設備投資の伸びを抑えるため、全体としてみれば、設備投資の伸びは緩やかになると予測した。

図表 5 設備投資の先行指標は弱含む
機械受注額、建築着工床面積



注：建築着工床面積は当社で季節調整を施した。
出所：内閣府「機械受注統計」、国土交通省「建築着工統計」より浜銀総研作成

図表 6 24 年度の設備投資計画は 2 桁の伸び
設備投資計画（全規模・全産業）



注：ソフトウェア・研究開発を含む設備投資額（除く土地投資額）。
出所：日本銀行「短観」

輸出：米中景気の減速などを受けて伸び悩む

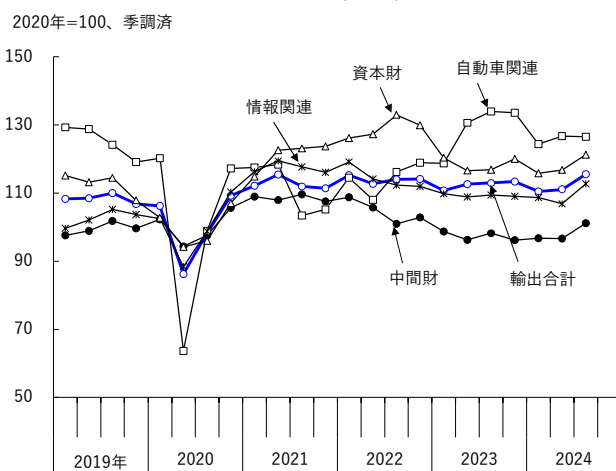
24 年 7～9 月期の輸出は前期比+0.4%と 2 四半期連続で増加したものの、前期に比べて増勢は鈍化した。財、サービス別にみると、財の輸出は同+1.9%と伸びが高まった。日銀公表の実質輸出を財別にみると、自動車関連の輸出がわずかながら減少に転じたものの、情報関連と中間財が

増加に転じ、資本財の伸びが高まった（図表 7）。一方、7～9 月期のサービスの輸出は同-4.2%と 2 四半期ぶりに減少した。為替レートの影響などで夏場の訪日客数が減少したことから、インバウンド需要が同-13.3%と 9 四半期ぶりに減少した。

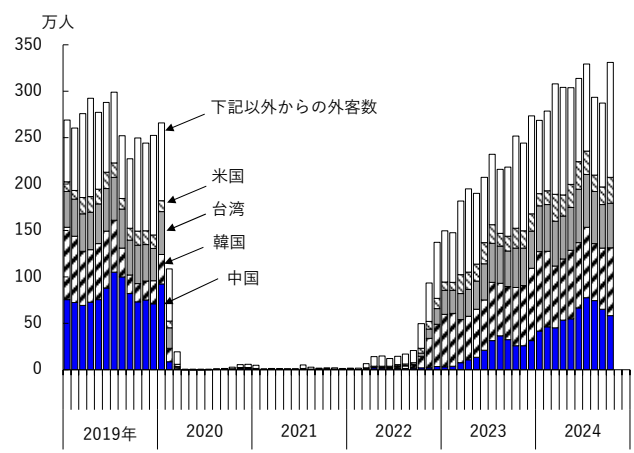
輸出の見通しに影響を与える海外景気の先行きをみると、日本からの輸出が多い米中でやや異なる動きになる見込みである（9 ページ以下参照）。米国については、24 年終盤から 25 年前半まで、これまでの累積的な利上げの効果で景気がやや減速するとみられる。このため、同期間の対米輸出はやや鈍い動きになろう。その後、25 年後半には利下げの効果で米経済の成長率が高まる一方で、トランプ時期大統領が選挙戦で主張した輸入品に対する一律関税が実施されると見込まれる。このため、25 年後半には米国景気の回復を受けて対米輸出が上向いてくるものの、増加は緩やかになると見込んだ。一方、中国は不動産市場の低迷が重荷となり、当面、本格的な景気回復は見込めない状況である。ただし、政府の経済対策の効果で 25 年前半までは成長率がやや高まると予想される。また、トランプ次期米大統領による半導体などの輸出規制の強化といった対中通商政策の厳格化を見越した輸入の増加も見込まれることから、25 年前半までの対中輸出はやや持ち直すと見込んだ。ただし、25 年後半になると、米中の貿易摩擦から中国景気が減速し、日本の対中輸出も弱含むと見込んだ。こうした点を踏まえると、25 年度までの財輸出は、主要輸出先である米中向けが異なる動きになるものの、米欧で利下げが進み、海外経済全体としては緩やかに成長することから、小幅な伸びが続くと予測した。

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、緩やかな増加基調が続くと見込んだ。訪日外客数の動向をみると、今年の夏場には為替相場の円高傾向が強まったことや、日本の夏休み期間中と重なり宿泊施設の確保などの供給制約から増勢が鈍化した模様であるものの、増加基調は崩れていないとみられる（図表 8）。25 年度までの予測期間中は、為替レートが緩やかな円高傾向で推移すると見込まれるものの、コロナ禍前に比べると、引き続き大幅な円安水準が続き、日本への旅行は割安感が強い状況が続く見通しである。また、25 年 4～10 月に

図表 7 情報関連、資本財の輸出などが増加
実質輸出（財別）



図表 8 夏場には訪日客の増勢がやや鈍る
訪日外客数



は大阪・関西万博が開催されることで、日本への旅行の注目度も高まると考えられる。このため、インバウンド需要は緩やかに増加すると予測した。

こうした点を踏まえて輸出の先行きを展望すると、25年度までの輸出は財輸出、サービス輸出ともに緩やかな増加基調となることから、全体としては小幅に増加していくと見込まれる。

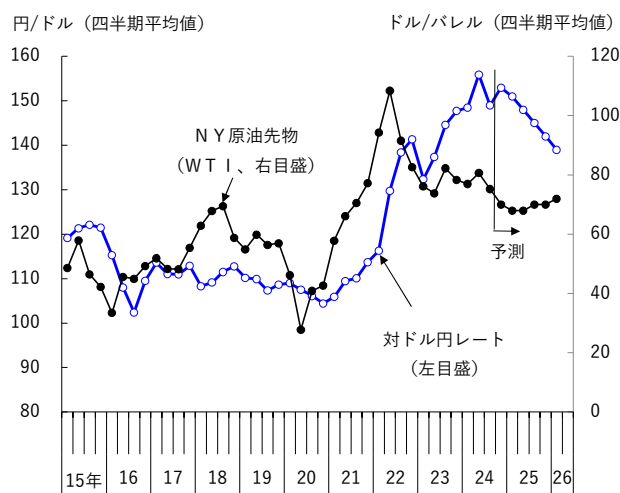
金融政策：25年年初と年央の追加利上げを想定

日銀の金融政策については、25年年初と年央に、政策金利（無担保コールレート・オーバーナイト物）の誘導目標をそれぞれ0.25%ずつ引き上げると想定した。

24年10月の金融政策決定会合の記者会見で、植田総裁は、日銀の経済・物価の見通しが実現していけば、引き続き金融緩和の度合いを調整していくとし、今後の追加利上げの継続を示唆した。また、前回9月の会合で述べた「時間的余裕がある」という表現は不要になったと説明し、円安進行などにより物価上昇のリスクが高まれば、早期の利上げも否定しない姿勢を示した。足元の為替レートをみると、米国景気の底堅さなどを背景に1ドル150円台後半まで円安・ドル高が進行している。ドル・円レートは7月の金融政策決定会合で日銀が政策金利を引き上げた水準に近付いており、円安が物価水準を押し上げるリスクが高まりつつある状況といえよう。その一方で、7～9月期の日本経済は2四半期連続でプラス成長になったものの、定額減税など一時的な要因により個人消費が押し上げられていたという側面もあることから、景気回復の持続性を見極めながら日銀は利上げを進めていくと見込まれる。次回の利上げは、来春の賃上げに関する情報を確認した上で、25年年初の会合で実施されると想定した。その後、来年の春闘の賃上げの結果などを確認した上で25年年央に日銀はもう一段の利上げを実施すると見込んだ。ただし、利上げのペースが緩やかとなることに加えて、物価動向を加味した実質金利は大幅なマイナスで推移し、緩和的な金融環境が続くことから、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、日本の政策金利が緩やかに上昇する一方、後述するように米国では利下げが進むことから、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・円レート水準は、1ドル140円程度になると見込んだ。

図表9 今後の為替相場は緩やかな円高方向へ
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. 予測の前提となる海外経済の見通し

3. 1 米国経済：2025 年前半にかけてやや減速するも、年後半に持ち直し

2024 年 7～9 月期の米国の実質 GDP（国内総生産）は前期比年率+2.8%と、4～6 月期の同+3.0%からやや減速した（図表 10）。これを需要項目別にみると、7～9 月期は個人消費が前期比年率+3.7%と堅調に推移した。財別には、自動車などの耐久財消費が大幅に増加したほか、サービス消費が底堅く推移した。一方、設備投資は同+3.3%と減速した。設備機器への投資が高い伸びを維持したものの、建設投資が 11 四半期ぶりに減少した。また住宅投資は同-5.1%と 2 四半期連続の減少となった。外需については、輸入の伸び（同+11.2%）が輸出の伸び（同+8.9%）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-0.56%ポイントとなった。この結果、GDP から公的需要や外需、在庫変動を除外した国内民間最終需要をみると、7～9 月期には前期比年率+3.2%となり、4～6 月期（同+2.7%）に比べて伸びが高まっている。米国景気の基調はしっかりしているといえよう。

ただ、月次の経済指標には米景気の回復力が徐々に弱まっていることを示唆するものもある。例えば、10 月の非農業部門雇用者数は前月比 1.2 万人の増加と、9 月（同 22.3 万人増）から伸びが大幅に鈍化した。業種別には、製造業の雇用が前月比 4.6 万人減と落ち込んだ。また民間サービス業の雇用も同 0.9 万人増と前月（同 16.9 万人増）に比べて増勢が大幅に鈍化した（図表 11）。10 月の雇用統計には、航空機大手ボーイングのストライキや大型ハリケーンの被害といった一時的な下振れ要因による影響もあるが、労働市場は減速基調で推移しているとみられる。また、10 月の ISM（米供給管理協会）の製造業景況指数は 46.5 と前月（47.2）から低下し、2023 年 7 月以来の低水準となった。

こうした状況下、FRB（米連邦準備理事会）は 9 月 18 日の FOMC（公開市場委員会）で 0.5% の利下げを決定した。利下げは 2020 年 3 月以来、4 年半ぶりである。また次の 11 月 7 日の FOMC でも 0.25% の追加利下げを決定した。インフレが緩やかに鈍化する中で、FRB は労働市場の大幅な悪化を避けるために、今後、緩やかなペースで利下げを継続すると見込まれる。

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 25 年前半にかけてやや減速すると見込まれる。金利水準が依然として高いことから、企業の設備投資や家計の住宅投資が下押しされよう。また、労働市場の減速を受けて、先行き個人消費の増勢も鈍化すると見込まれる。ただ、年後半には、金利水準の低下を受けて、企業の設備投資意欲が高まるほか、家計の住宅投資も増加に転じ、家具や家電などの住宅関連消費も増加すると予想される。またトランプ次期大統領が打ち出すと見込まれる大型の減税措置なども、景気の下支え要因となろう。米国の通年の成長率は、2024 年が前年比+2.7%、2025 年が同+1.9%になると予測した。

もっとも、トランプ次期大統領が主張する政策を実行することによって、米国景気にブレーキがかかる恐れもある。例えば、減税などによって財政赤字が拡大すれば、米長期金利に上昇圧力がかかろう。また、追加関税の実施や不法移民の強制送還は、輸入コストの増加や労働需給のひっ迫による人件費上昇を通じて、インフレの再加速をもたらすリスクがある。トランプ氏が大統領就任後に、実際にどの政策をどの程度の規模で打ち出していくのか、米国経済への影響を注視

していく必要があろう。

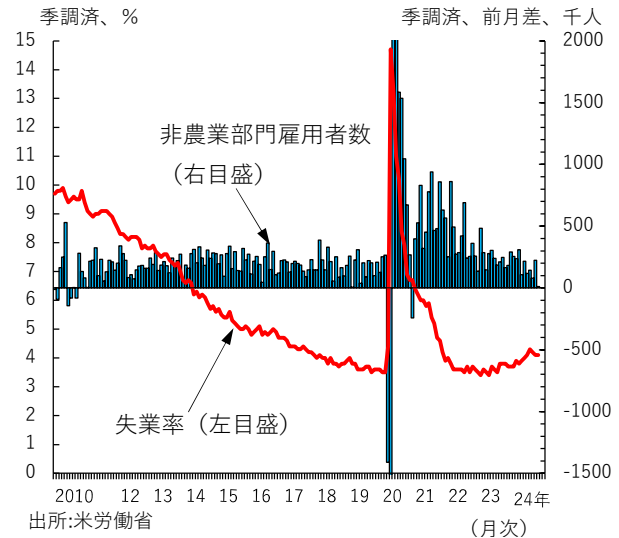
図表 10 7～9 月期の米 GDP はやや減速

米国の実質 GDP（国内総生産）



図表 11 米労働市場は減速基調

米国の雇用者数と失業率



3. 2 ユーロ圏経済：2025 年も緩やかな回復にとどまる

2024 年 7～9 月期のユーロ圏実質 GDP（域内総生産）は前期比+0.4%と、4～6 月期の同+0.2%から伸びが高まった（図表 12）。国別にはフランスが前期比+0.4%と、パリ五輪の一時的な特需もあり、4～6 月期の同+0.2%から成長率が高まった。一方、ドイツは同+0.2%とプラス成長に転じたものの、小幅な伸びにとどまった。またイタリアは同 0.0%と景気が横ばいで推移した。

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 10 月のユーロ圏製造業 PMI（購買担当者景気指数）は 46.0 と、好不調の分かれ目となる 50 を 28 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 51.2 と 9 か月連続で節目の 50 を上回ったものの、2 か月連続で低下した。この結果、同月のユーロ圏総合 PMI は 49.7 と、節目の 50 を 2 か月連続で下回った。国別に総合 PMI をみると、ドイツ（48.4）やフランス（47.3）など主要国で 50 を下回っている。

こうした状況下、インフレは落ち着きつつある。10 月のユーロ圏消費者物価指数は前年比+2.0%と 3 か月ぶりに伸びが加速したものの、ECB が目標とする 2%を超えることはなかった。また、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、前月と同じ伸びとなった。

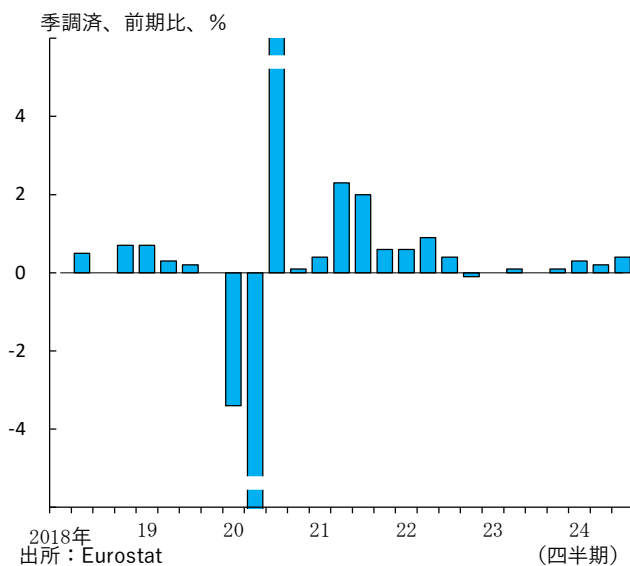
このようにインフレが鈍化する中で、ECB（欧州中央銀行）は 9 月、10 月と 2 会合連続で、それぞれ 0.25%の追加利下げを決定した。利下げは今年 3 回目となる。10 月会合の声明文では、当面の利下げペースについて「データ次第」との説明を維持したものの、景気回復のスピードが緩やかな中で、金利先物市場では先行きの連続的な利下げを予想している。

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、2025 年も緩やかな景気回復にとどまると見込まれる。インフレ圧力の緩和を受けた家計の実質的な購買力の改善によっ

て個人消費が底堅く推移し、景気を下支えしよう。ただ、年前半は 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、景気の回復ペースが高まりにくいと予想される。その後、年後半になると、ECB の利下げの効果が表れて企業の設備投資なども徐々に上向くと見込まれる。他方、輸出に関しては、25 年後半に米国景気が持ち直すことが追い風となる一方で、米トランプ政権が輸入品への関税を引き上げると予想され、この点が逆風となろう。ユーロ圏の通年の成長率は、2024 年が前年比+0.8%、2025 年が同+1.2%になると予測した。

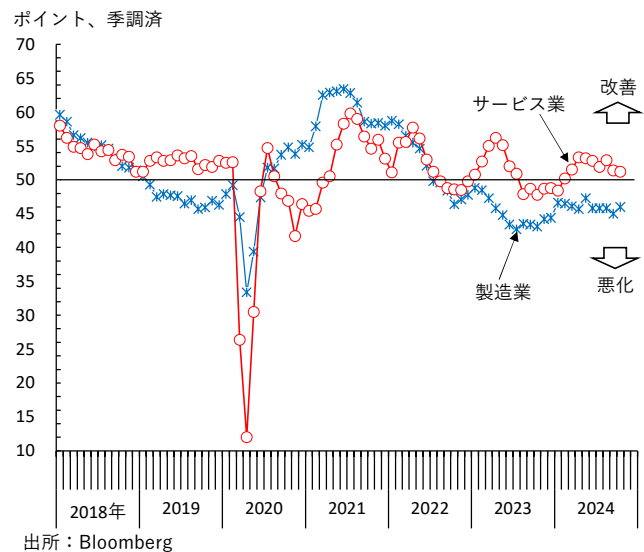
図表 12 ユーロ圏経済は緩やかに回復

ユーロ圏の実質 GDP（域内総生産）



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）



3. 3 中国経済：米国の対中輸入品の関税強化により、25 年後半に成長率は減速へ

中国の 2024 年 7～9 月期の実質 GDP は前年比+4.6%と 2 期連続で成長率が低下した（図表 14）。内訳をみると、固定資産投資は不動産投資の大幅減などから増勢が弱まり、個人消費も雇用情勢の弱含みなどから減速した。ただ、10 月の指標には、景気底入れの兆しがみえる。個人消費の動きを表わす小売売上高は前月に比べて増勢が拡大した。中国政府による自動車や家電製品などの買い替え支援策の強化を背景に、自動車や家電製品などが加速した。また、固定資産投資も伸びが上向いた。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、製造業の投資が加速した。それに加えて、公共インフラ投資の主要な財源である地方专项債券の発行加速により、公共インフラ投資も 2 桁増が続いた。さらに、輸出は昨年の後半以降、回復傾向をたどっており、10 月には 2 桁増に復調した。この背景には、中国企業が家電製品などの高付加価値品の輸出に取り組んでいることがあるとみられる。こうした中で、同月の総合 PMI 産出指数は 50.8 と前月（50.4）を上回り、企業の景況感が緩やかに上向いていることが示された（図表 15）。

一方、最近の習体制は、上述のように国内需要の拡大強化策に取り組んでいるほか、長期低迷が続く住宅市場についても、支援策を一段と強化している。10 月 12 日、財政部は地方专项債券

の発行で調達した資金を用いて、過剰な住宅在庫などの買い取りを実施すると発表した。また、17日には住宅都市農村建設部が、不動産開発プロジェクトへの資金支援を大幅に拡大し、老朽化した住宅の住み替えを推進することを打ち出した。今後、こうした対策への準備が地方政府で進み、2025年に入ると、これらの対策が本格的に実施されると見込まれる。

他方、中国人民銀行（中央銀行）は、10月21日、平均LPR（最優遇貸出金利）の1年物と、住宅ローン金利の基準となる5年以上物の金利を0.25%引き下げた。引き下げ幅はいずれも過去最大となった。習体制は、金融緩和を通じて内需拡大や住宅市場支援を強化する姿勢を一段と鮮明にしている。

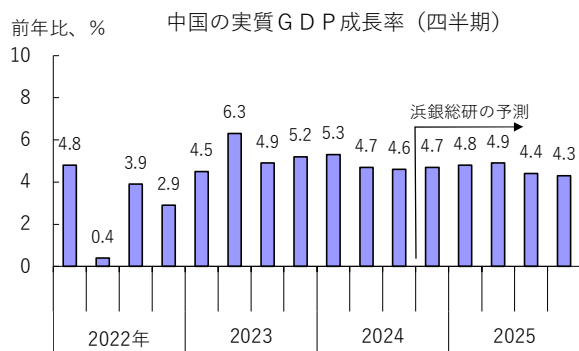
こうした点を踏まえて、今後の中国経済を展望すると、2024年10～12月期には実質GDP成長率がやや高まると見込まれる。まず、輸出は堅調に増加しよう。新興国の需要増加に加え、トランプ次期政権による対中輸入品の関税強化を回避するための駆け込み輸出も輸出全体を押し上げると考えられる。次に、固定資産投資も緩やかに持ち直す見込みである。不動産投資は引き続き前年水準を下回って推移するものの、財政出動の強化を背景に公共インフラ投資が加速すると見込まれる。さらに、個人消費もやや上向き展開になろう。習体制の買い替え支援策により自動車や家電製品といった耐久消費財の購入が堅調に増加すると考えられる。

続く2025年前半についても、景気の持ち直しが続くと思込まれる。まず、輸出は増勢が拡大する見込みである。米国の関税強化を前に、駆け込み輸出が一段と勢いを増すと予想される。次に、固定資産投資も引き続き持ち直すだろう。財政出動の本格化に伴い、公共インフラ投資がさらに加速する見込みである。また、不動産投資も底入れの動きになるとみられる。中国政府が不動産市場への大規模な支援策を実施する中、不動産企業の経営不安が徐々に後退し、住宅購入者のマインドが次第に改善することで、住宅販売が底入れすると予想される。住宅販売の底入れを受けて、不動産投資の減少に歯止めがかかると期待される。一方、個人消費も緩やかに持ち直す展開が予想される。中国政府が自動車などの買い替え支援策を継続し、耐久消費財の需要が堅調に増加すると考えられる。また、住宅価格の下落に歯止めがかかることで、逆資産効果も緩やかに減衰するだろう。

一方、2025年後半には実質GDP成長率が低下する見込みである。まず、輸出は減少に転じるだろう。年半ばには米国の対中輸入品の関税強化の影響を受けて、電気自動車（EV）のバッテリーなど高付加価値商品を中心に輸出の大幅な減少が見込まれる。また、景気の減速により雇用・所得情勢が弱含むため、個人消費も再び緩やかに減速する見込みである。ただ、固定資産投資が緩やかに増加するため、経済成長の過度な減速は避けられるだろう。輸出企業を中心に設備投資を抑える動きが表れるものの、財政出動の強化により公共インフラ投資が高水準で推移しよう。また、不動産市場の底入れにより、不動産投資も住宅投資を中心に徐々に持ち直す展開が見込まれる。

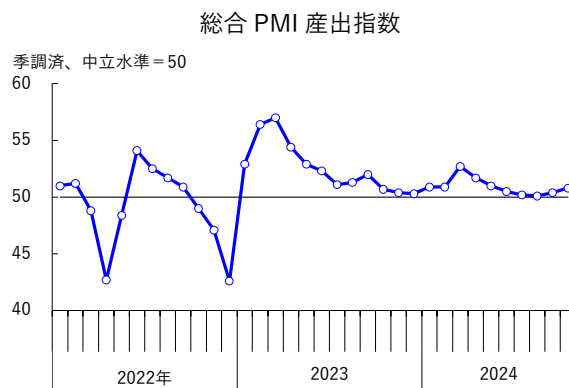
以上より、2024年の実質GDP成長率を+4.8%、25年を+4.6%と予測した。

図表 14 25 年後半の成長率は減速へ



出所：中国国家统计局資料などより浜銀総研作成

図表 15 製造業の景況感が足元で上向く



注：総合PMI産出指数は全業種（製造業と非製造業）の産出変化の状況を表す指標で、製造業PMIの「生産」指数と非製造業PMIで構成される。PMIは購買担当者景気指数。

出所：中国国家统计局

図表 16 2024・25年度のわが国経済の見通し（2024年11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 見通し	2024年度		2025年度 見通し	2025年度	
			上期	下期		上期	下期
対ドル円レート（円／ドル）	144.6	152.2	152.4	152.0	143.5	146.5	140.5
対ユーロ円レート（円／ユーロ）	156.8	163.9	165.8	162.0	151.0	154.5	147.5
米国実質GDP（暦年）	2.9	2.7	[2.4]	[2.7]	1.9	[1.3]	[2.2]
ユーロ圏実質GDP（暦年）	0.5	0.8	[0.9]	[1.2]	1.2	[1.1]	[1.6]
中国実質GDP（暦年）	5.2	4.8	5.0	4.7	4.6	4.9	4.3

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 見通し	2024年度		2025年度 見通し	2025年度	
			上期	下期		上期	下期
実質GDP	0.8	0.2	[0.3]	[0.6]	0.8	[0.3]	[0.4]
個人消費	▲ 0.6	0.7	[0.8]	[0.6]	0.5	[0.1]	[0.3]
住宅投資	0.3	▲ 1.7	[▲ 0.1]	[▲ 0.3]	▲ 0.3	[▲ 0.1]	[0.0]
設備投資	0.3	1.7	[0.7]	[0.4]	1.5	[0.9]	[1.0]
政府消費	▲ 0.5	0.8	[0.5]	[0.3]	0.5	[0.2]	[0.2]
公共投資	0.6	1.9	[3.1]	[0.3]	0.6	[0.4]	[0.2]
輸出	2.8	1.5	[0.4]	[1.3]	2.1	[1.0]	[1.1]
輸入	▲ 3.2	4.3	[2.7]	[1.6]	1.8	[0.6]	[0.8]
国内需要	▲ 0.6	0.9	[0.9]	[0.6]	0.7	[0.2]	[0.3]
民間需要	▲ 0.5	0.6	[0.6]	[0.5]	0.6	[0.2]	[0.3]
公的需要	▲ 0.1	0.3	[0.3]	[0.1]	0.1	[0.1]	[0.1]
海外需要	1.4	▲ 0.7	[▲ 0.5]	[▲ 0.0]	0.1	[0.1]	[0.1]
名目GDP	4.9	2.8	[1.8]	[1.3]	2.3	[1.0]	[1.1]
新設住宅着工戸数（万戸） （前期比、%）	80.0 ▲ 7.0	79.1 ▲ 1.3	80.1 0.9	78.1 ▲ 2.5	78.1 ▲ 1.2	78.1 ▲ 0.1	78.2 0.2
鉱工業生産	▲ 1.9	▲ 0.6	[▲ 0.1]	[0.9]	1.6	[0.7]	[0.7]
国内企業物価	2.4	2.7	2.4	3.0	2.1	2.3	1.9
消費者物価	2.8	2.5	2.5	2.4	2.0	2.1	1.9
完全失業率（%）	2.6	2.5	2.6	2.5	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り扱いいただきますようお願いいたします。