

2024年8月21日

## 2024・2025年度 日本経済の見通し（改訂）

～ 給与の伸び率が一段と高まり、持ち直し基調を維持するだろう ～

富国生命保険相互会社（社長 米山 好映）は、2024・2025年度の経済見通しを改訂しました。

### 【実質GDP成長率予測】

2024年度 +0.7%（前回+0.7%）、2025年度+0.8%（前回+0.8%）

#### ○ 4～6月期は自動車生産の持ち直しなどにより、2四半期ぶりのプラス成長

2024年4～6月期の実質GDP成長率は、前期比+0.8%（年率+3.1%）と2四半期ぶりのプラス成長となった。一部の自動車工場の稼働再開により、個人消費や設備投資における自動車への支出が増加したほか、春の賃上げが徐々に反映されて給与の伸び率が高まるなか、衣服や外食への支出も増加した。4～6月期の成長率は当社の前回予測に概ね一致しており、2024・2025年度の成長見通しを据え置いた。

#### ○ 日本経済は緩やかな持ち直し基調を維持するだろう

米国におけるテクノロジー企業の株価の割高感と、雇用環境の急激な悪化への懸念などを背景に、7月後半から世界的に株価が急落したものの、今後のFRB（連邦準備制度理事会）の利下げにより金融市場は安定化に向かうだろう。

日本経済は、賃上げの動きが広まって給与の伸び率が一段と高まることで個人消費が引き続き増加し、緩やかな持ち直し基調を維持するだろう。円安などによる物価高が実質購買力と消費マインドに悪影響を及ぼしていることは懸念材料であるものの、6月からの所得税・住民税の定額減税も家計支出を支えるだろう。輸出はインバウンドが含まれるサービス輸出が堅調に推移するなか、自動車の一部車種の出荷再開などで財輸出も持ち直しが続く、緩やかに増加するだろう。設備投資は省力化や脱炭素化のための投資など、企業の投資意欲は強いものの、建設工事などにおける人手不足もあって、緩やかな伸びにとどまるだろう。

#### ○ 米国の金融政策などが見通しの変動要因

米国ではインフレ率が緩やかな低下を続けるなか、労働市場は過熱から均衡に近づいている。適度な利下げが実施されれば株価や為替の変動も抑制され、日本の物価と経済への影響も限定的だろう。ただし、インフレ再燃への懸念からFRBが利下げを見送り、米国経済の先行きへの不安が再び高まれば、世界的に金融市場が混乱する可能性がある。

○お問い合わせ

富国生命保険相互会社

〒100-0011東京都千代田区内幸町2-2-2

<https://www.fukoku-life.co.jp>

担当：財務企画部 高松 千之、藤巻 淳

TEL (03) 3593-7576

[chiyuki.takamatsu.kh@fm.fukoku-life.co.jp](mailto:chiyuki.takamatsu.kh@fm.fukoku-life.co.jp)

図表1. 2024・2025年度 経済見通し

	2023 年度 実績	2024年度予測		2025年度予測	
			前回 2024年5月 時点		前回 2024年5月 時点
名目国内総生産（兆円）	596.5 4.9	617.6 3.5	616.8 3.3	640.0 3.6	638.7 3.6
実質国内総生産（兆円）	558.2 0.8	561.9 0.7	562.4 0.7	566.4 0.8	566.7 0.8
内 需	▲ 0.5	0.8	0.6	0.7	0.6
民間 需 要	▲ 0.5	0.5	0.4	0.5	0.5
民間最終消費	▲ 0.6	0.6	0.4	0.6	0.6
民間住宅投資	0.3	▲ 1.7	▲ 2.3	▲ 0.4	▲ 0.7
民間設備投資	0.3	1.4	1.5	1.3	1.4
公 的 需 要	▲ 0.1	0.2	0.1	0.2	0.1
政府最終消費	▲ 0.5	0.7	0.3	0.7	0.3
公的固定資本形成	0.7	1.2	1.5	0.5	0.5
財貨・サービスの純輸出	1.4	▲ 0.0	0.1	0.1	0.1
財貨・サービスの輸出	2.8	1.5	2.7	2.2	2.8
財貨・サービスの輸入	▲ 3.2	1.8	2.3	1.6	2.2

注1. 実質値は2015暦年連鎖価格

注2. 内需、民間需要、公的需要、財貨・サービスの純輸出はGDPに対する寄与度

（主な経済指標と前提条件）

鉱工業生産指数	▲ 1.9	1.3	1.1	2.1	1.6
国内企業物価指数	2.3	1.5	1.6	0.4	0.4
消費者物価指数	3.0	2.8	2.9	2.1	2.1
消費者物価（除く生鮮）	2.8	2.7	2.8	2.2	2.2
貿易収支（兆円）	▲ 3.7	▲ 2.2	▲ 1.1	4.6	5.8
経常収支（兆円）	25.1	28.9	30.0	35.3	36.5
名目賃金指数	1.3	3.0	3.0	3.0	3.0
完全失業率（%）	2.6	2.5	2.5	2.4	2.5
住宅着工戸数（万戸）	80.0	79.6	77.8	79.5	77.4
為替レート（¥/\$）	144.6	149.8	149.8	145.0	145.0
原油価格（\$/b）	85.5	86.6	87.0	83.0	82.8
米国実質成長率	2.5	2.6	2.2	2.0	1.8
中国実質成長率	5.2	4.6	4.6	4.4	4.4

注1. 原油価格は円ベースの入着価格を為替レート（月中平均、インターバンク中心相場）でドル換算

注2. 米国・中国GDPは暦年ベースの成長率

## ◇日本経済の現状と見通し

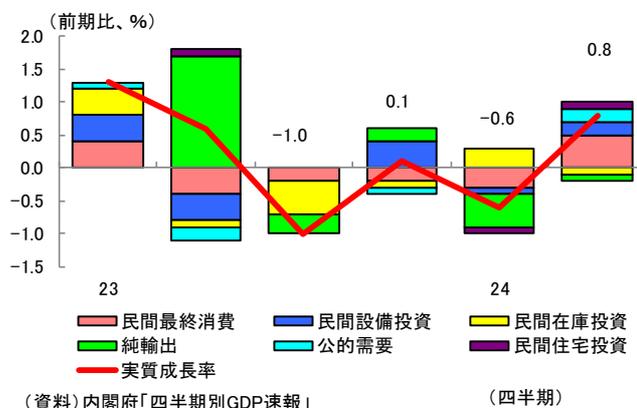
### ○4～6月期の実質GDP

8月15日に発表された2024年4～6月期の一次速報値によると、実質GDP成長率は前期比+0.8%、年率換算+3.1%と2四半期ぶりのプラス成長となった（図表2）。需要項目別にみると、民間最終消費は前期比1.0%増と5四半期ぶりの増加となった。住宅投資は同1.6%増と4四半期ぶりの増加となった。設備投資は同0.9%増と2四半期ぶりの増加となった。在庫投資の寄与度については、▲0.1ポイントとなった。公的需要は、公的固定資本形成

が同4.5%増と4四半期ぶりの増加となり、政府消費は同0.1%増と2四半期連続の増加となった。民間最終消費の増加などから内需の寄与度は同+0.9ポイントとなった。輸出は自動車や証券手数料等の増加から同1.4%増と2四半期ぶりの増加となり、輸入は電子計算機や証券手数料等の増加から同1.7%増と2四半期ぶりの増加となった。この結果、外需寄与度は同▲0.1ポイントとなった。

なお、物価の動きを総合的に示すGDPデフレーターは前期比+1.0%となり、名目GDP成長率は同+1.8%（年率換算+7.4%）となった。

図表2. 実質GDP成長率の寄与度分解



### ○日本経済は緩やかな持ち直し基調を維持するだろう

世界経済は、堅調な雇用・所得環境が続くなか、個人消費を中心に底堅く推移するだろう。サプライチェーンの強化を目指した生産拠点の自国回帰の動きは継続し、主要中央銀行の利下げとも相俟って、設備投資の増加に寄与するだろう。

米国におけるテクノロジー企業の株価の割高感と、雇用環境の急激な悪化への懸念などを背景に、7月後半から世界的に株価が急落したものの、今後のFRB（連邦準備制度理事会）の利下げにより金融市場は安定化に向かうだろう。

日本経済は、賃上げの動きが広まって給与の伸び率が一段と高まることで個人消費が引き続き増加し、緩やかな持ち直し基調を維持するだろう。円安などによる物価高が実質購買力と消費マインドに悪影響を及ぼしていることは懸念材料であるものの、6月からの所得税・住民税の定額減税も家計支出を支えるだろう。輸出はインバウンドが含まれるサービス輸出が堅調に推移するなか、自動車の一部車種の出荷再開などで財輸出も持ち直しが続き、緩やかに増加するだろう。設備投資は省力化や脱炭素化のための投資など、企業の投資意欲は強いものの、建設工事などにおける人手不足もあって、緩やかな伸びにとどまるだろう。

4～6月期の成長率は当社の前回予測に概ね一致しており、2024・2025年度の成長見通しを据え置いた。

2024・25年度の実質GDP成長率予測はそれぞれ+0.7%、+0.8%である。2024年7～9月期の成長率は個人消費の増加などから前期比年率+1.4%と見込んでいる。

## ○米国の金融政策などが見通しの変動要因

米国ではインフレ率が緩やかな低下を続けるなか、労働市場は過熱から均衡に近づいている。適度な利下げが実施されれば株価や為替の変動も抑制され、日本の物価と経済への影響も限定的だろう。ただし、インフレ再燃への懸念からFRBが利下げを見送り、米国経済の先行きへの不安が再び高まれば、世界的に金融市場が混乱する可能性がある。

また、中東やウクライナ情勢の更なる悪化により、エネルギーや食料価格が再加速するリスクがある。米国の大統領選挙の帰趨も米国と世界経済の動向に影響を与えるだろう。

## ◇主要な需要項目の動向

### ○個人消費は給与の伸びが一段と高まっていくことで上向くだろう

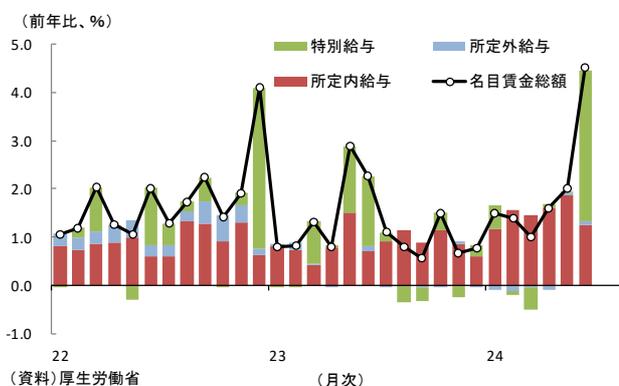
雇用環境は緩やかに改善している。6月の失業率（季節調整値）は前月から0.1ポイント低下の2.5%と、低い水準で推移している。労働参加率は僅かながら上昇傾向にあり、6月は63.3%、就業者数も緩やかな増加傾向にあり6月は6,786万人となった。新規求人数は製造業、サービス業ともに減少しているが、新規求職者数の減少ペースがこれを上回り、雇用環境の先行指数となる新規求人倍率は、足元で再び上昇している。

雇用環境は良好な状況が続くだろう。女性の社会参加の流れが継続し、物価上昇を受けた生活費確保のための就労もあって労働参加率が緩やかに上昇するなかでも、低い水準にある失業率と長期的な日本の労働力人口の減少を背景に、企業の人手不足感は続くだろう。日銀短観6月調査における全規模全産業の雇用判断DIは▲35と、引き続き大幅な人手不足を示している。

毎月勤労統計によると、2024年6月（速報値）の現金給与総額は前年比+4.5%と1997年以来の高い伸びとなった（図表3）。ただし、一時的な要因も働いている。内訳をみると、特別給与（夏の賞与に加え、未払であった4～5月の昇給分の精算を含む）による寄与が+3.1ポイントと大きく、所定内給与による寄与は+1.3ポイントであった（伸び率は+2.3%）。厚生労働省の調査では、主要企業における2024年の春季賃上げ率は5.33%となった。また、連合の最終集計（7月3日公表）によれば、2024年春闘における主要企業のうち、ベースアップ分が明確に分かる組合のベースアップ分は3.56%となっている。春の賃上げは徐々に反映されている。

今後、実質賃金の安定的な上昇が実現していくだろう。一部の企業では2024年の春季賃上げの給与への反映が7月以降となることに加え、相対的に小規模の企業でも他社の動向を見ながら賃上げが実施されるだろう。名目賃金の上昇率は、追給戻入額（未払であった4～5月の昇給分の精算）や夏の賞与の増額（および支給時期のブレ）によって押し上げられた6月からは低下するものの、3%程度の水準が続くだろう。

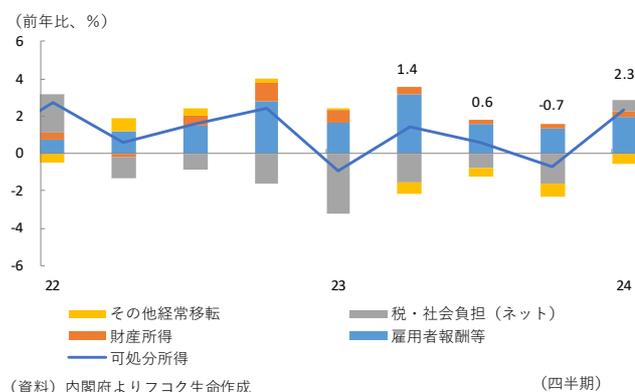
図表3. 一人当たり現金給与総額の推移



毎月勤労統計における実質賃金（持家の帰属家賃を除く消費者物価総合指数を使用）は6月に2年3ヵ月ぶりのプラスとなったが、今後は再びマイナスに転じる可能性が高い。安定的にプラスとなる時期としては、2025年4～6月期と予測している。ちなみに、消費者物価指数について言及する際に広く使われるコアCPI（生鮮食品を除く総合）を用いて計算すれば、政府による電気代等の抑制策もあって、2024年度内も概ねゼロから若干のプラス圏での推移が見込まれる。

また、消費を考えるうえでは実質賃金のみならず家計の可処分所得の動向も重要である。現時点で入手可能な最新統計である1～3月期の家計の可処分所得は前年比2.3%増と2四半期ぶりのプラスとなった（図表4）。内訳をみると、雇用者報酬等の増加が可処分所得を2.0ポイント押し上げたことに加え、税・社会負担（公的年金等の受取をネットした純負担）が2年ぶりに減少し、可処分所得を押し上げたことが目立つ。4～6月期についても、春の賃上げが徐々に反映されて雇用者報酬等による押し上げの増加が続き、所得税等の定額減税や公的年金の支給額の引き上げから税・社会負担の減少も続く見込まれる。なお、コロナ禍による外出機会の減少などで積み上がった超過貯蓄（2020年以降の各四半期の超過貯蓄額を2019年の貯蓄率そのまま継続した場合と実際の貯蓄率との差として累計）は、足元で年間消費額の13%程度、残っていると推計している。

図表4. 家計の可処分所得の推移



個人消費は5四半期ぶりのプラスと下げ止まりつつあり、今後は上向くと考えている。4～6月期の民間最終消費支出は前期比1.0%増となった。旅行需要の一服もあってサービスへの支出は概ね横這いとなったものの、自動車などの耐久財への支出が同8.1%増、衣服などの半耐久財への支出が同2.0%増となった。

今後も6月からの所得税・住民税の定額減税やコロナ禍での超過貯蓄の取崩しの効果が残るなか、給与の伸び率が一段と高まっていくことで個人消費は持ち直すと期待できる。

耐久財の消費に含まれる自動車については、一部メーカーの工場の稼働再開にもなって国内販売が4～6月期に回復している。ただし、6月からは形式指定における認証不正の問題から一部車種が出荷停止となっており、今後は国内販売への影響も出るだろう。もっとも、年率350万台（乗用車登録台数、当社による季節調整値）を下回る水準まで低下した1～3月期との比較では軽度であろう。

サービス消費については、日本フードサービス協会によれば6月の外食産業売上高は前年比で12.4%増と、5月（同6.3%増）から伸び率が高まった。前年より土曜・日曜がそれぞれ1日多く、雨天の少ない天候もプラス要因になったとはいえ、客単価の上昇率が高まっており、堅調な内容といえる。

街角の景気を映す内閣府による7月の景気ウォッチャー調査でも、先行き判断DIが前月比+0.4ポイントと緩やかながら上向いている。家計動向関連では、「暑さが和

らげば人の動きが出てくるほか、働く人の時給が増えることで、外食の機会も増える（一般レストラン）」などのコメントが見られる。

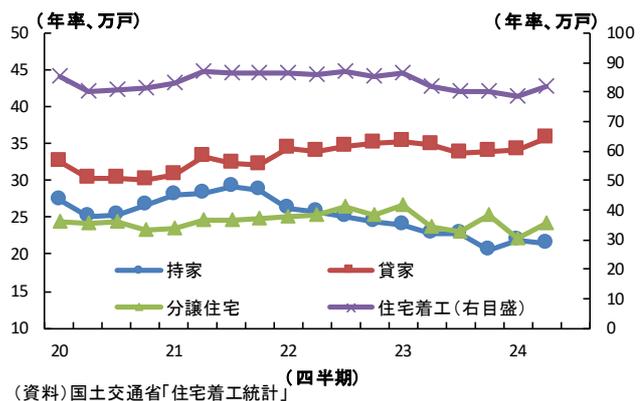
### ○住宅投資は今しばらく減少基調が続く

4～6月期の住宅投資は前期比1.6%増と4四半期ぶりの増加となった。新設住宅着工戸数は、同期に年率81.9万戸と前期比4.3%増加した。利用関係別の着工戸数をみると、持家の減少が続くなか、貸家が持ち直している（図表5）。

住宅投資は、今しばらく減少基調が続くだろう。

新設住宅着工戸数は当面、減少傾向が続くとみられる。今年上半期の首都圏における分譲マンションの初月契約率は67.0%と、販売好調の目安とされる70%を4年ぶりに下回った。一方、近畿圏は同74.1%となった。首都圏の初月契約率にはやや翳りも見えるものの、デベロッパーは供給戸数を絞っており、販売在庫は抑制されている。戸建て分譲住宅については、在庫調整に今しばらく時間がかかるため、着工の減少傾向は続くだろう。ただし、首都圏中

図表5. 新設住宅着工戸数の推移



(資料)国土交通省「住宅着工統計」

心部などのマンション価格が一般に手の届かない価格帯まで上昇するなか、郊外に立地する広めの一戸建て物件が見直され、徐々に需要は高まっていくと予想している。貸家については、長期金利の上昇がいずれは企業によるマンション型を中心とした貸家着工の抑制要因になると考えているが、足元ではむしろ今後の調達金利の上昇を見込んだ駆け込み着工が出ているようだ。戸建て分譲住宅と同様に、マンションの価格高騰でその購入を見送った人々による賃貸需要が見込まれる。持家は設備機器の価格や人件費など建築コストの上昇、住宅ローン金利（特に固定金利）の上昇という不利な状況が続くなか、大幅な回復は期待できそうもない。なお、2024年度から住宅ローン減税において控除対象となるローン残高の上限額が引き下げられた。ただし、一定の条件（夫婦どちらかが40歳未満、又は19歳未満の子がいる）を満たす場合には上限額が2023年度から据え置かれることとなった。この条件を満たさない場合には実質的な金利負担額の増加要因となる。2024、25年度の住宅着工戸数はそれぞれ79.6万戸、79.5万戸と予測している。

### ○設備投資は緩やかな伸びにとどまる見込み

4～6月期の実質設備投資は前期比0.9%増と2四半期ぶりの増加となった。

今後の設備投資は建設工事などにおける人手不足もあって、緩やかな伸びにとどまるだろう。 サプライチェーン上のリスク軽減のための工場の国内回帰、人出不足に対応した省力化投資、脱炭素化のための投資など、企業にとって必要な投資は数多い。日銀短観6月調査における全規模・全産業の2024年度設備投資計画（ソフトウェアを含む、土地投資を除く）は、前年比12.1%増とこの時期としては高い計画値であり、好調な企業収益を背景に、引き続き設備投資への意欲は強いとみられる（図表6）。な

お、日銀短観における最終的な着地が同 11.1% 増となった 2023 年度について、GDP 統計の設備投資を参照すると名目値で同 3.7% 増と乖離がみられた（実質値では同 0.3% 増）。昨年末から今年初めにかけて稼働を停止した一部の自動車工場の再開もあって、4～6 月期の資本財の国内向け出荷指数は前期比 5.1% 増となっている。ただし、6 月単月でみると自動車の一部車種の出荷停止を背景に再び大きく落ち込んでおり、目先は一進一退の動きが続く。

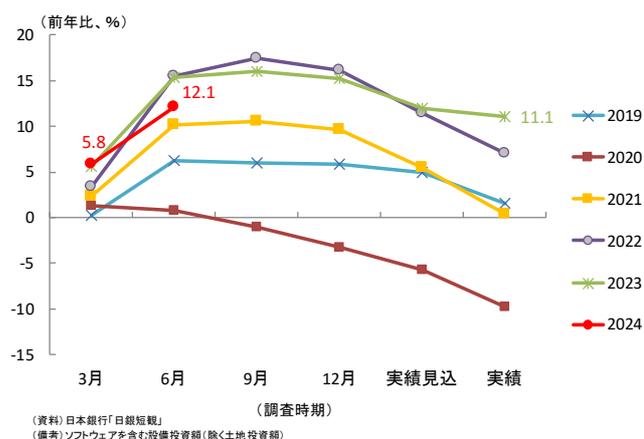
設備投資との関係が強い経常利益について、法人企業統計によって確認すると、2024 年 1～3 月期（全産業ベース）は前期比で 6.7% 増、前年同月比で 15.1% 増と力強い伸びが続いている。製造業では、円安や価格改定を背景とした輸送用機械工業などの好調から前年同月比 23.0% 増、非製造業では、旅行・イベントの活発化や好調なインバウンド需要を背景としたサービス業、オフィス需要や分譲マンションの販売が好調な不動産業などの増益から同 11.5% 増となった。8 月 14 日の日本経済新聞によれば、2025 年 3 月期の上場企業の純利益は前期比 1% 減の見通しである。もっとも、2024 年 4～6 月期の純利益は前年同期比 10% 増と好調が続いている。企業の価格設定行動は変化しており（企業は売上よりも利益率を重視し、値上げを躊躇わなくなった）、賃上げ等を理由とした値上げの継続によって、結果的には 2025 年 3 月期の企業収益も一段と増加するだろう。

もっとも、人手不足は引き続き設備投資の実施における課題となりそうだ。2024 年 4 月から建設業でも残業規制（原則として月 45 時間）の猶予が撤廃された。建設工事従事者等の賃上げは必要条件であろうが、それだけで解決することは難しそう。設備投資への意欲はありながら、実施が延期される場合もあるだろう。

### ○公的固定資本形成は緩やかな増加を見込む

4～6 月期の公的固定資本形成は前期比 4.5% 増と 4 四半期ぶりの増加となった。先行指標である公共工事請負金額をみると、4～6 月期が前年比 8.8% 増と堅調に推移している（図表 7）。2024 年度の政府予算における公共事業関係費は前年比横ばいの 5.3 兆円となった。2021 年度からの 5 年間で事業規模の目途を概ね 15 兆円程度とする「防災・減災、国土強靱化のための 5 か年加速化対策」が実施されており、2025 年度も公共工事の予算が大きく減少することはない

図表 6. 設備投資計画調査（全規模・全産業）



（資料）日本銀行「日銀短観」  
（備考）ソフトウェアを含む設備投資額（除く土地投資額）

図表 7. 公共工事請負金額・出来高の推移



（資料）国土交通省、各信用保証会社

（備考）直近の公共工事出来高は4-5月累計の前年比

（四半期）

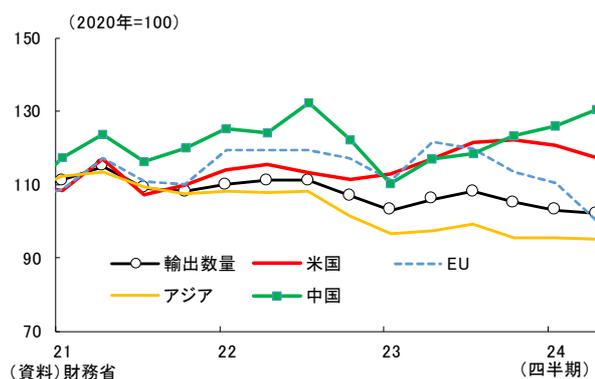
とみられる。また、防衛力抜本強化のため 2024 年度の政府予算における防衛関係費は前年度から 16.6%増の 7.9 兆円となった。これは 2022 年 12 月の閣議決定（2023 年度からの 5 年間の総額を 43 兆円程度とする）に概ね沿った金額である。

公共工事に関しては請負金額の推移から増加基調が見込まれ、防衛費の予算増（防衛装備の調達増）もあって、今後の公的固定資本形成は緩やかな増加を見込んでいる。

### ○輸出は緩やかな増加を見込む

輸出は財の輸出が足踏みしているが、サービスの輸出は増加基調にある。4～6 月期の実質輸出は前期比 1.4%増となった。内訳では財の輸出が同 0.6%増となったものの、1～3 月期の落ち込み（同 3.6%減）を考慮すれば回復は限定的だった。サービス輸出は同 4.2%増となった。日銀が公表する 4～6 月期の財の実質輸出では、前期比で 2.4%減となった。財別にみると、自動車関連が一部の自動車工場の稼働再開を受けてやや増加したものの、その戻りは鈍かった。6 月には形式指定における認証不正の問題から一部車種が出荷停止となっており、その影響が出ていると考えられる。また、資本財などの輸出も伸び悩んでいる。地域別には、財務省の貿易統計の数量指数を参考にすると、中国向けの回復が続く一方で、EU 向けの落ち込みが目立つほか、

図表 8. 輸出数量指数の推移



米国向けもやや弱含んでいる（図表 8）。先行きについては、自動車の一部車種の出荷再開後には緩やかな増加に転じるとみている。米国経済が底堅く推移し、欧州経済も持ち直しが続く見込みから両地域向けの輸出は緩やかな増加が予想される。アジア向けの輸出についても、電子部品の需要の底入れで徐々に上向くと期待される。なお、輸入数量については円安による価格高騰を背景に、概して輸出数量を下回る伸び率となるだろう。

インバウンドについて、足元の訪日外客数は米国や韓国、台湾などからの大幅増に加え、中国からも徐々に回復していることで、コロナ禍前の 2019 年を 1 割弱上回る水準で推移している。さらに、一人当たりの消費額の大幅増によりインバウンド消費は同年の 1.4 倍程度の水準まで押し上げられている。今後も円安を背景にサービス輸出に計上されるインバウンド消費は一段の増加が見込まれる。2024 年の訪日外客数は 3,400 万人、インバウンド消費額は 7.6 兆円程度と想定している。

今後の輸出はインバウンドが含まれるサービス輸出が堅調に推移するなか、財輸出も持ち直していくため、全体として緩やかに増加するだろう。

### ○消費者物価と金融政策の見通し

消費者物価は足元で上昇率がやや高まっている。コア CPI（生鮮食品を除く消費者物価総合）の上昇率は 6 月に前年比 +2.6%へと加速した（図表 9）。政府による電気代等の抑制策は 2024 年 5 月使用分について補助額が半減され、6 月使用分からは中止された（なお、CPI への反映は 1 ヶ月遅れとなる）。生鮮食品、エネルギーを除く財（食料を含む）と一般サービス（家賃除く）によるプラス寄与が安定しつつあるなか、

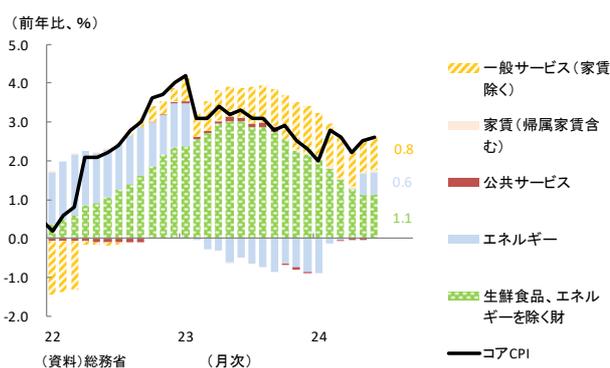
エネルギーの寄与がコア CPI を動かす主たる要因となっている。

今後のコア CPI は上昇率が一時的に高まった後、やや低下すると見込んでいる。政府による一般家庭向け（低圧）電力契約に対する補助は、4月使用分まで1kwhあたり3.5円だったが、5月使用分に対して半減、6月使用分から打ち切りとなった。ただし、この補助は再開される。政府は8～9月使用分に対して1kwhあたり4円、10月使用分に対して同2.5円の補助を行うと発表した（酷暑乗り切り緊急支援）。ガス代に対する補助についても、同様の径路を辿ることになる。消費者物価統計には1ヵ月遅れで反映されるため、コア CPI の前年比上昇率は7～8月にかけて+3%程度まで持ち上がり、その後はやや低下して+2%台後半で推移すると見込んでいる。なお、春の賃上げを受けた給与の伸び率の高まりが広汎化するなかで、一般サービス（家賃除く）のプラス寄与はやや拡大していくと見込まれる。また、2021年から2022年にかけての輸入物価の急上昇（コロナ禍からの世界的な需要回復、ロシアのウクライナ侵攻、円安などが要因）は時間差を伴って国内の企業物価、消費者物価に波及した。2023年の後半から再び輸入物価と企業物価が上向いており（中東情勢の悪化、円安などが要因）、今後は消費者物価にも影響を及ぼすだろう（図表10）。2024年度のコア CPI の予測は酷暑乗り切り緊急支援を反映して前回5月予測から0.1ポイント下方修正し、前年比+2.7%、2025年度は前回から据え置いて同+2.2%とした。

さらに、日本の物価上昇率が急上昇するリスクも小さいとはいえない。2024年も北半球では昨年と同様に酷暑が報じられている。イスラエルとパレスチナ及び親イラン勢力との間における紛争も解決に向かっているとは言い難く、食料やエネルギー供給への支障が大きくなれば、日本でもコストプッシュ型のインフレが一段と加速する可能性がある。

金融政策について、日銀は7月31日の金融政策決定会合で政策金利（無担保コールレート・翌日物の誘導水準）を0.0～0.1%から0.25%に引き上げた。決定会合後の記者会見で植田総裁は、現在の政策金利が中立金利よりもかなり下にあるため、追加利上げは賃金と物価の好循環のモメンタムがそれほど強くなくても可能である旨の発言を行い、円安の影響で物価が見通しよりも上振れする可能性にも触れた。また、今回の決定会合では、2026年3月に向けて毎四半期4,000億円程度ずつ国債買入を減額する計画が発表された。減額ペースは事前の市場予想をやや上回ったと思われるが、それでも日銀が保有する長期国債の名目GDPに対する比率は、2024年末の約94%

図表 9. 消費者物価指数の推移



図表 10. 輸入物価の波及



から 2025 年末に約 83%へと低下するに過ぎないと試算する。引き続き日銀による大規模な長期国債の保有は、長期金利の上昇に対する強い抑制要因となるだろう。

日銀は 2024 年度末までに 2 回の追加利上げを行い、政策金利（無担保コール翌日物の誘導目標）を現行の 0.25%から 0.75%まで引き上げると想定している。

図表11. デフレーターへの伸び率(2015暦年連鎖価格)

(前年比、%)

	2021年度	2022年度	2023年度	2024年度	2025年度
国内総支出	▲ 0.1	0.9	4.0	2.9	2.8
民間最終消費	1.2	3.2	2.8	2.6	1.9
民間住宅投資	7.6	5.2	▲ 0.1	2.9	2.0
民間設備投資	2.6	4.3	3.4	3.1	2.2
政府最終消費	1.1	1.4	1.2	1.2	1.2
公的固定資本形成	3.4	4.6	2.9	3.4	2.0
財貨・サービスの輸出	9.3	13.4	3.9	3.3	0.7
財貨・サービスの輸入	21.4	23.3	▲ 2.7	1.5	▲ 3.5
					予測

図表12. 需要項目別の寄与度

(%)

	2021年度	2022年度	2023年度	2024年度	2025年度
実質国内総支出	3.1	1.6	0.8	0.7	0.8
民間需要	2.0	2.1	▲ 0.5	0.5	0.5
民間最終消費	0.9	1.5	▲ 0.3	0.3	0.3
民間住宅投資	0.0	▲ 0.1	0.0	▲ 0.1	▲ 0.0
民間設備投資	0.5	0.8	0.1	0.2	0.2
公的需要	0.3	0.0	▲ 0.1	0.2	0.2
政府最終消費	0.7	0.3	▲ 0.1	0.2	0.1
公的固定資本形成	▲ 0.4	▲ 0.3	0.0	0.1	0.0
財貨・サービスの純輸出	0.9	▲ 0.6	1.4	▲ 0.0	0.1
財貨・サービスの輸出	2.0	0.9	0.6	0.3	0.4
財貨・サービスの輸入	▲ 1.2	▲ 1.6	0.8	▲ 0.3	▲ 0.3
					予測

注1. 四捨五入の関係上、内数の合計は必ずしも合計項目に一致しない

## ◇海外経済の現状と見通し

### 【米国経済】

米国経済は堅調に推移している。24年4～6月期の米国の実質GDP成長率は前期比年率+2.8%と、前期の同+1.4%から伸びが加速した（図表13）。良好な雇用・所得環境などを背景に個人消費の伸びが加速したほか、設備投資の高い伸びが続いた。

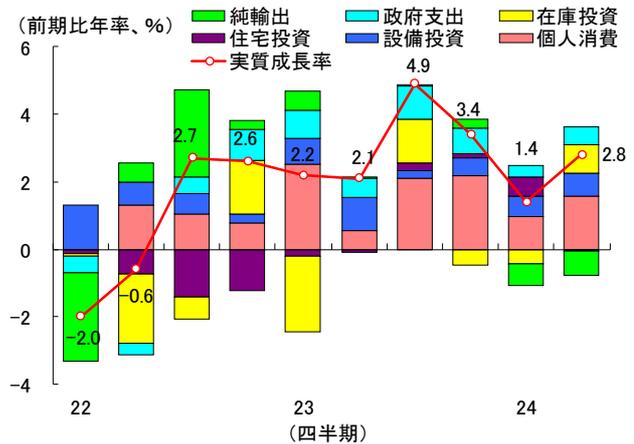
実質GDPを需要項目別にみると、個人消費は前期比年率2.3%増と、前期の同1.5%増から伸びが加速した。財消費は同2.5%増と、自動車や娯楽用耐久財への支出が増加したことで、前期の同2.3%減から反発した。サービス消費は同2.2%増と、前期の同3.3%増から伸びが鈍化した。医療サービスや住居関連サービスへの支出を中心に底堅く推移した。設備投資は同5.2%増と、前期の同4.4%増から伸びが加速した。輸送機器や情報通信機器などの機器投資

が大幅に増加したほか、ソフトウェアなどの知的財産への投資が増加した。住宅投資は同1.4%減と、前期の同16.0%増から減少したが、均して見れば持ち直し基調である。在庫投資は夏季商戦に向けた在庫積み増しなどにより、+0.82ポイントのプラス寄与となった。外需について、輸出は同2.0%増と、前期の同1.6%増から加速した。輸入は同6.9%増と、前期の同6.1%から加速した。純輸出の寄与度は▲0.72ポイントと、2四半期連続のマイナス寄与となった。政府支出は同3.1%増と、前期の同1.8%から伸びが加速した。国防支出が同5.2%増と、前期の0.9%減から反発した。

雇用・所得環境は、良好な状態を維持している。7月の非農業部門雇用者数は前月差11.4万人増と、1～3月平均の26.7万人増から増加ペースが鈍化している。なお、5～7月平均で見れば17.0万人増と、好調の目安となる15万人増は上回っている。7月の失業率は4.3%と、23年4月の3.4%を底に上昇している。失業率の上昇は、職を失う人が増加しているほか、職探しを再開する人が増加している（労働参加率の上昇）ことも寄与している。求人数の減少も続いている。6月時点では失業者1人に対する求人件数が1.2件と、コロナ前19年平均の1.2件と同水準となった。労働時間も平時に戻りつつあり、7月の週平均労働時間は34.2時間と、コロナ前19年平均の34.4時間とほぼ同水準となった。これまでのFRBの金融引締めによって、過熱していた雇用市場は均衡に向かいつつあり、賃金上昇率は緩やかに鈍化している。7月の平均時給は前年比+3.6%と、前月から伸びが0.2ポイント縮小した。4～6月期の雇用コスト指数（職種・業種の構成変動による影響を除外し、賃金のほか付加給付も加算した指数）は前年比+4.1%と、前期の同+4.2%から小幅に鈍化した。

物価上昇率は、金融引締めによって緩やかな鈍化傾向が続いている。6月のコアCPI（食品とエネルギーを除く消費者物価指数）は同+3.3%と、22年9月の同+6.6%をピークに鈍化傾向が続いている。食品とエネルギーを除く財の伸びはマイナスとなり、食品とエネルギーを除くサービスの伸びも緩やかながら鈍化傾向が続いている。

図表13. 米国実質GDP成長率の推移



(資料)米商務省

米国経済は減速するものの、緩やかな成長が続くだろう。実質 GDP 成長率の見通しについて、24 年 7~9 月期は前期比年率+1.7%へ鈍化するものの、その後は持ち直しの動きが続くと見込む。暦年ベースの成長率は 24 年が前年比+2.6%、25 年は同+2.0%と予測する。財への支出を中心に、個人消費が想定よりも堅調に推移したことで、4~6 月期の成長率は前回予測（24 年 5 月、前期比年率+1.2%）を上回ったことなどから、24 年の予測を 0.4 ポイント、25 年の予測を 0.2 ポイント上方修正している。

個人消費は、雇用・所得環境の改善の一服や超過貯蓄の減少、借入金利の高止まりが重石となり、7~9 月期にやや減速するだろう。その後はインフレ率の鈍化による実質賃金の上昇継続、FRB の利下げによる金利低下によって次第に持ち直すだろう。住宅投資は、住宅ローン金利の上昇が一巡することから、持ち直し基調が続くだろう。設備投資は、11 月の大統領選挙が先行きの経済政策の不透明感を強めて抑制要因となるものの、堅調な企業収益や、インフレ抑制法や CHIPS プラス法など政策の後押しを受けた製造業の生産拠点の国内回帰などが支えとなって堅調に推移するだろう。輸出は、グローバルな景気回復によって持ち直すだろう。輸入も持ち直しが続くが、個人消費がやや減速することから伸びが鈍化するだろう。純輸出の実質 GDP に対する寄与度は、輸入の伸びが鈍化することからプラス寄与に転じるだろう。

雇用・所得環境について、増加ペースの鈍化が続くだろう。景気は堅調さを維持する見込みであり、大幅な雇用悪化までは見込まないが、個人消費の減速や大統領選挙などの先行き不透明感から、企業は雇用の調整を続けるだろう。定年退職による自然減や、非正規雇用の活用、新規採用抑制で従業員数を管理していくとみられ、求人数は現状程度で推移し、失業率はやや上昇するだろう。雇用市場の過熱が均衡に向かうなかで、賃金上昇率の緩やかな鈍化が続くだろう。

物価上昇率について、鈍化傾向が続くとみている。個人消費がやや減速することや、雇用市場が均衡に向かうことから、消費者物価の伸びは緩やかな鈍化が続くだろう。今後はコロナ禍のような企業の積極的な価格転嫁は見送られるとみている。一方、中長期的にみれば、企業の生産拠点の国内回帰の動きや、中東情勢の緊迫化などの地政学リスクの高まりによる資源価格の上昇、異常気象への対応などはコスト増加に繋がり、物価の伸びはコロナ禍前の 19 年を幾分上回る状態が定着すると見込む。消費者物価指数（コア CPI）は 23 年 12 月の前年比+3.9%から、24 年末で同+2.9%、25 年末で同+2.5%と、25 年にかけて鈍化し、その後は概ね横ばいで推移すると予測する。

金融政策について、FRB はインフレ率の鈍化と雇用市場が均衡に向かうことを受け、7~9 月期に利下げを開始すると見込む。7~9 月期から四半期毎に 0.25%ずつ利下げを行い（24 年度合計 0.75%の利下げ）、25 年 3 月末の政策金利（FF 金利の誘導レンジ）は 4.50~4.75%を見込む。なお、雇用市場が顕著に悪化する場合は、7~9 月期に 0.5%の利下げを行う可能性もある。量的引締めは当面継続すると見込む。

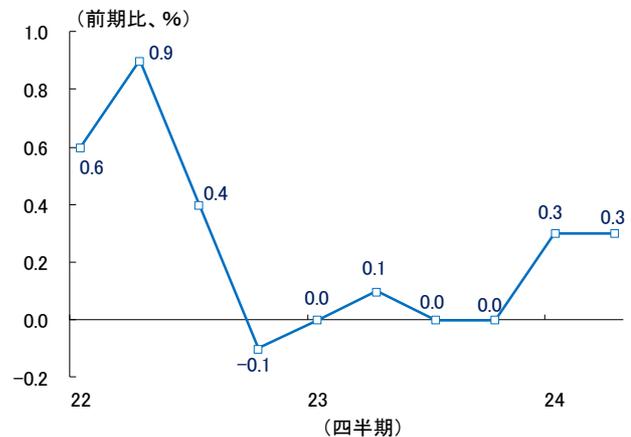
リスク要因として、以下の 2 点に注意が必要だろう。1 点目は、米国大統領選挙である。仮にトランプ氏が勝利する場合、国内での減税拡大や他国との軋轢の増加、移民の強制送還による人手不足の再加速等が長期金利や株価、インフレ率に大きな影響を及ぼす可能性がある。2 点目は、AI（人工知能）の活用を巡る動向である。AI への期待は大きく、AI の活用は生産性の向上などに繋がる反面、AI による雇用の置き換えが様々な業種で加速度的に進む場合は治安の悪化などに注意が必要である。他方、AI の活用が滞れば半導体の需給が緩み、半導体不況に陥る可能性もある。

## 【欧州経済】

欧州経済は持ち直しの動きがみられる。ユーロ圏の24年4~6月期の実質GDP成長率は前期比+0.3%（年率換算+1.0%）と、前期の同+0.3%に続いて、2四半期連続のプラス成長となった（図表14）。

個人消費は、実質賃金の上昇が支えとなり、サービス消費を中心に持ち直しの動きが続いたとみられる。設備投資は、借入金利の高止まりや環境政策を巡る不透明感などが重石となって弱含んだとみられる。輸出は、米国などを中心に持ち直したとみられる。主要国の成長率（括弧内：1~3月期の成長率）は、ドイツが前期比▲0.1%（同+0.2%）、フランスが同+0.3%（同+0.3%）、イタリアが同+0.2%（同+0.3%）、スペインが同+0.8%（同+0.8%）と、ドイツの弱さが目立つ。

図表14. ユーロ圏実質GDP成長率の推移



(資料)Eurostat

欧州経済は緩やかな持ち直しが続くだろう。個人消費は、実質賃金の上昇によって緩やかな増加が続くだろう。設備投資は、資源価格や輸送コストの高止まりやEV（電気自動車）などでの中国企業との競争激化が重石となって伸び悩むだろう。輸出は、中国景気の鈍化などを受けて伸び悩むだろう。7月のユーロ圏製造業PMIは45.8と、好不調の境目である50を下回り、中国企業との競争激化などが指摘されるドイツを中心に弱い動きが続いており、生産や設備投資、輸出の先行きには不透明感が残る。一方、7月のユーロ圏の非製造業PMIは51.9と50を上回り、実質賃金の上昇を背景に、サービス消費の増加が続いているとみられる点は景気の支援材料である。雇用・所得環境について、6月のユーロ圏の失業率は6.5%と、過去最低水準での推移が続いている。ユーロ圏の1~3月期の妥結賃金は前年比+4.7%と、一時金支払いなどによって、23年10~12月期の同+4.5%から加速し、高めの伸びとなっている。物価上昇率について、ユーロ圏の7月のコアHICP（食品とエネルギーを除く消費者物価指数）は前年比+2.9%と、緩やかながら鈍化傾向が続いている。

金融政策について、ECB（欧州中央銀行）はこれまでの金融引締めによってインフレ率が低下していることから、6月に0.25%の利下げを行った。ECBは今後も追加の利下げを行い、金融政策を調整すると見込む。7~9月期以降も四半期毎に0.25%ずつ利下げを行い（24年度合計1.00%の利下げ）、25年3月末の主要政策金利は3.50%を見込む。量的引締めは当面継続すると見込む。

リスク要因として、以下の2点に注意が必要である。1点目は、グローバル化の反転継続による影響である。欧州ではグローバル化による移民の増加に対して反発が強まり、移民対策の厳格化を求める動きがみられている。しかし、移民対策が厳格化すれば人手不足が加速して賃金上昇が継続し、インフレ再加速に繋がり、ECBの政策判断に影響を及ぼす可能性がある。2点目は、中東・ウクライナ情勢を受けた資源価格・輸送コストの高止まりである。コスト高でユーロ圏内の生産の優位性は低下しており、企業が設備投資を抑制し続ければ、ユーロ圏の中長期的な成長率低下に繋がる。

## 【中国経済】

中国経済は緩やかに減速している。24年4～6月期の実質GDP成長率は前年比+4.7%と、1～3月期の同+5.3%から伸びが鈍化した(図表15)。1～6月期の通年ベースでは前年比+5.0%と、政府目標の5%前後を維持しているが、個人消費が伸び悩んだことなどで緩やかに減速している。

1～6月期の経済指標をみると(以下、括弧内は1～3月期の値)、名目小売売上高は前年比3.7%増となった(同4.7%増)。内訳では商品が同3.2%増(同4.0%増)、飲食業が同7.9%増(同10.8%増)と、それぞれ伸びが鈍化した。固定資産投資は同3.9%増(同4.5%増)となった。住宅市場の低迷により不動産開発投資が同10.1%減(同9.5%減)となる一方、インフラ投資が同5.4%増(同6.5%増)、製造業向け投資が同9.5%増(同9.9%増)となった。輸出は同3.6%増(同1.3%増)と伸びが加速した。米国の中国製品への輸入規制強化などにより、アジアへの迂回輸出が増加した。住宅市場の低迷によって個人消費が足踏みするなか、固定資産投資や輸出が景気を支えたとみられる。

中国経済は緩やかな減速が続くだろう。実質GDP成長率の見通しについて、24年は前年比+4.6%(前回5月予測:同+4.6%)、25年は同+4.4%(前回5月予測:同+4.4%)と予測する。個人消費は、各種耐久財の買い替え支援策が一定の支えになるとみられるが、住宅市場の低迷が続いていることから消費マインドの改善が期待しにくく、足踏みが続くだろう。工業生産や固定資産投資、輸出も伸び悩むだろう。世界経済が堅調に推移することや、超長期国債発行による重要プロジェクトへの投資などがこれらの支えとなる一方、これまで輸出を牽引してきたEVの需要がグローバルに鈍化していることや、米欧などによる中国製品への関税引き上げが重石となるだろう。

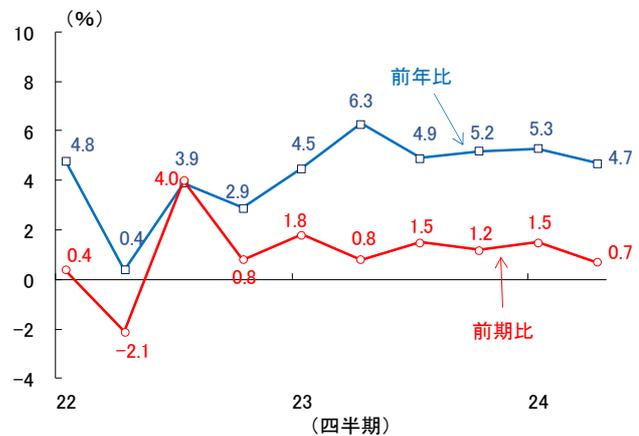
金融政策について、中国人民銀行は当面現在の緩和的な金融環境を維持すると見込む。ただし、マネーサプライ(通貨供給量)の伸びが鈍化し続けるなど、企業や家計の資金需要は低迷しており、緩和的な金融環境だけでは景気を持ち直し軌道に乗せるのは困難とみられる。7月の中国共産党の中央政治局会議では、内需拡大の必要性が強調されたと報道されており、具体的な経済対策が打ち出されることも必要だろう。

リスク要因として、以下の2点に注意が必要だろう。1点目は、中国の不動産を中心とした投融資の不良債権の増加が深刻な金融危機に発展する可能性である。銀监会によると、商業銀行の貸出債権に占める不良債権比残高は、名目GDP比で2.6%

(約3.4兆元)と、相応の規模に膨らんでいる。2点目は、国有企業重視の姿勢が成長鈍化に繋がる可能性である。中国共産党は7月の中央委員会第3回全体会議において国有企業を重視する方針を示した。国有企業が雇用や投資を増やす可能性がある一方、これまでの国有企業の投資が成長率の加速に繋がっているとは言い難く、逆に民間企業の雇用や生産、投資の抑制に繋がり、成長鈍化を招く可能性がある。

以上

図表15. 中国実質GDP成長率の推移



(資料)中国国家统计局