

農林中金総合研究所 2024～25年度改訂経済見通し

家計所得環境の改善で消費回復期待高まる

～日本経済見通し：2024年度：0.4%、25年度：1.2%（ともに据え置き※）～

※24年6月時点の当総研見通し（24年度：0.4%、25年度：1.2%）との比較

| お問い合わせ先

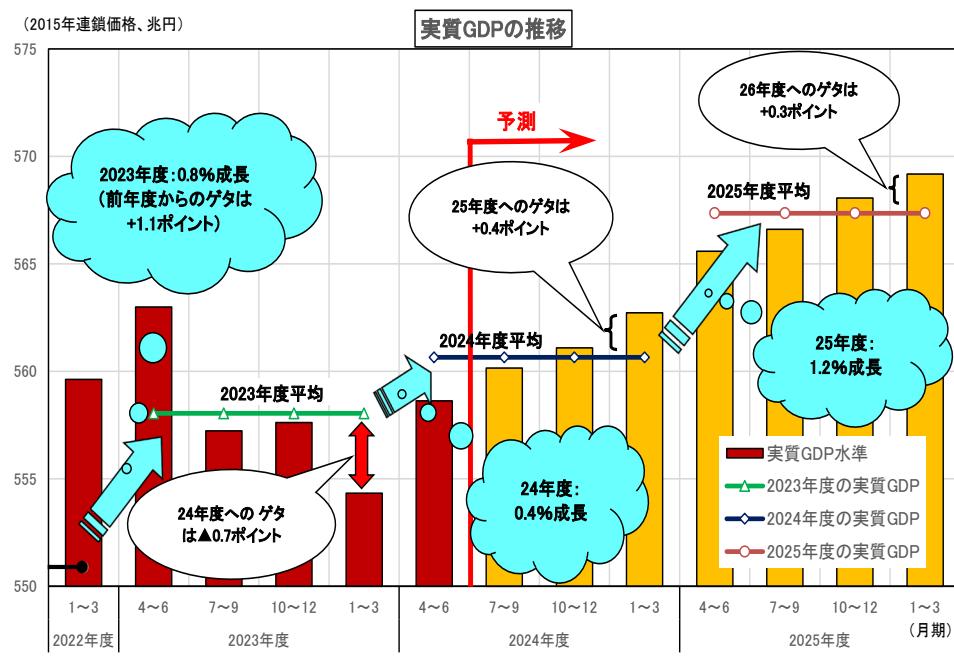
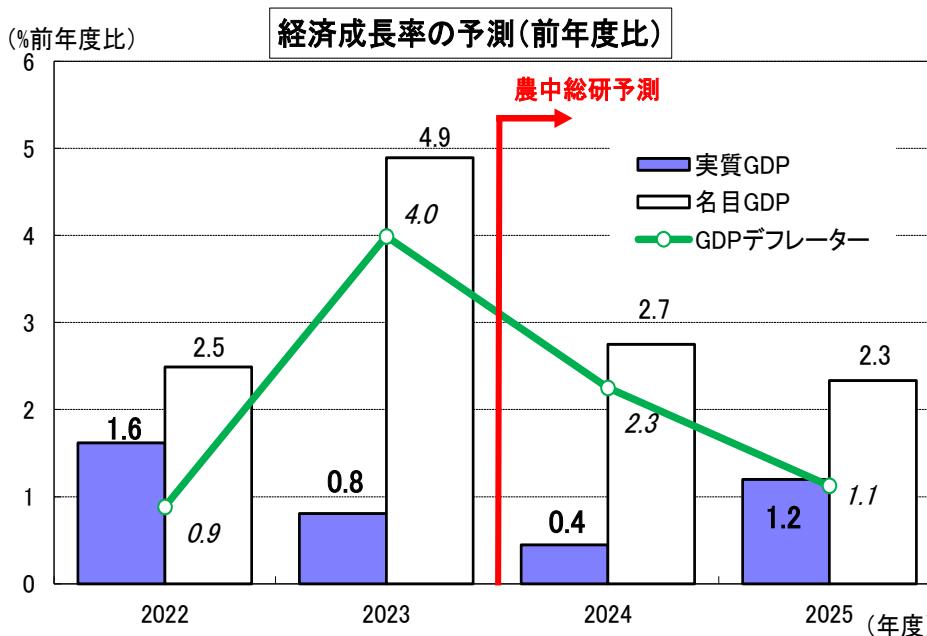
株式会社 農林中金総合研究所
リサーチ＆ソリューション第1部 マクロ経済G
070-3035-2643（総括、日本経済・金融）
070-3035-3519（米国経済・金融）
070-3035-3517（中国経済・金融）

無断転載を禁ず。本資料は信頼できると思われる各種データに基づき作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。本資料は情報提供を目的に作成されたものであり、投資のご判断等はご自身でお願い致します。

2024年8月20日

Norinchukin Research Institute

- 2024年4～6月期の経済成長率は2期ぶりのプラス成長となり、民間消費も5期ぶりに改善したが、自動車生産が落ち込んだ1～3月期からの反動増といった側面が強かったほか、肝心のサービス消費も弱かった。ただし、24年春闇の効果が浸み出しているほか、好業績を受けた堅調な夏季賞与、さらには定額減税などにより、家計の所得環境が好転している様子も確認できた。足元7～9月期も消費持ち直しが継続し、プラス成長になるだろう。
- 24年度下期以降についても、世界経済は低成長状態から抜け出せず、輸出に牽引役を期待することはできないが、家計所得の改善に加え、今秋以降は物価も徐々に沈静化するなど、これまで消費を抑制してきた要因が解消することから、民間需要が主導する格好で国内景気の回復が本格化すると予想する。25年度にかけてもそうした状況が維持するものと思われる。
- 7月に追加利上げを決定した日銀は、8月入り後に大荒れとなったマーケットを受けて、再利上げは急がない姿勢を示した。しかし、マーケットの混乱が落ち着き、かつ「賃金と物価の好循環」が強まっていることを確認できれば、年内にも再利上げに向けて動く可能性があるだろう。



(資料)内閣府経済社会総合研究所「四半期別GDP速報」より農中総研作成・予測

目 次

1	景気の現状	3
2	世界経済の動向	5
3	国内の経済政策	16
4	日本経済・物価の見通し	18
5	金融政策の見通し	26
6	金融市场の見通し	27

見通し担当者：

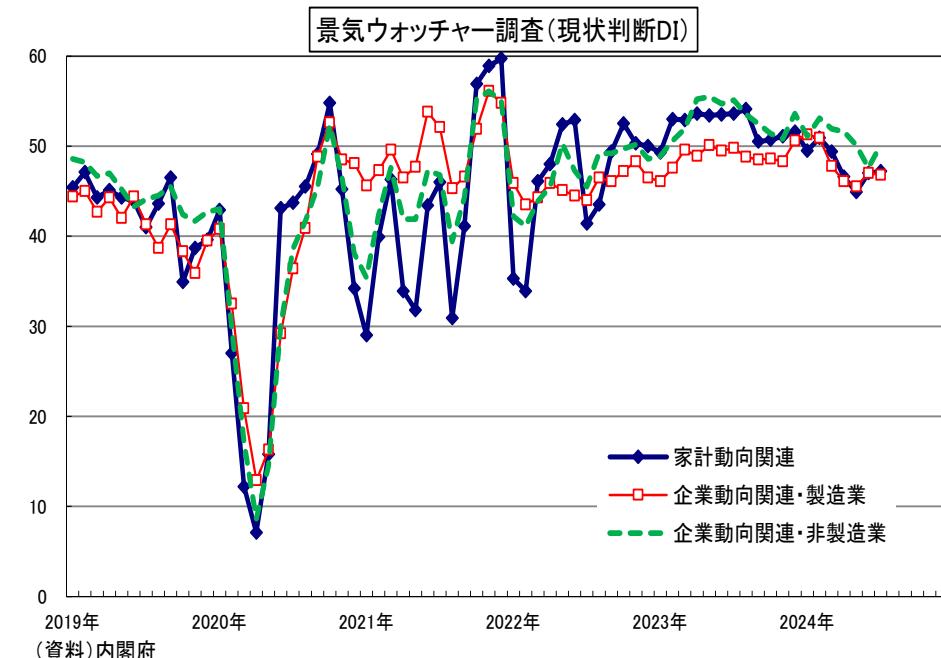
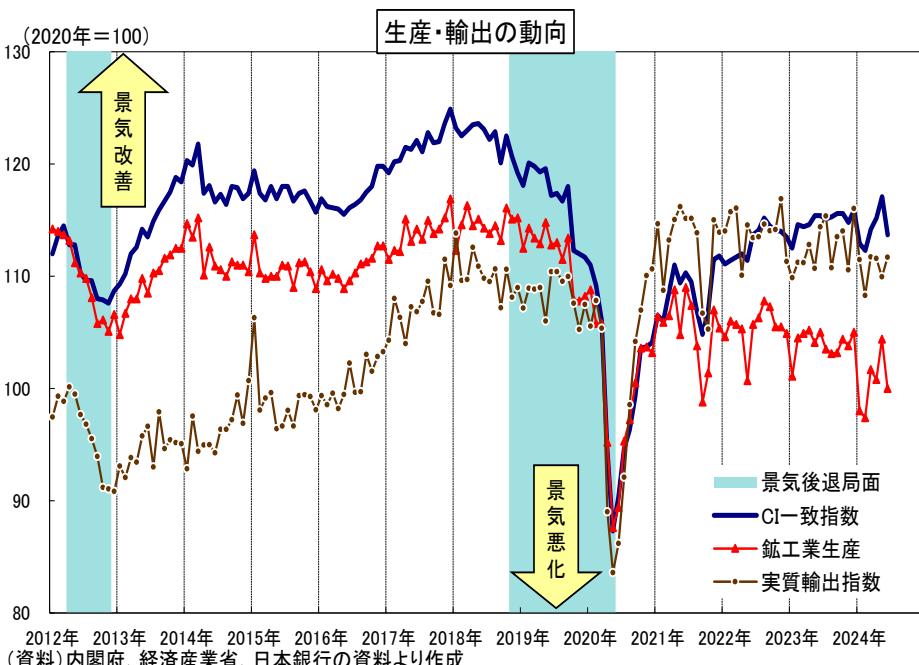
総括、日本経済・金融
米国経済・金融
中国経済・金融

南 武志
佐古 佳史
王 雷軒

1 景気の現状

□景気動向：踊り場を脱したものの、まだ消費に勢いはない

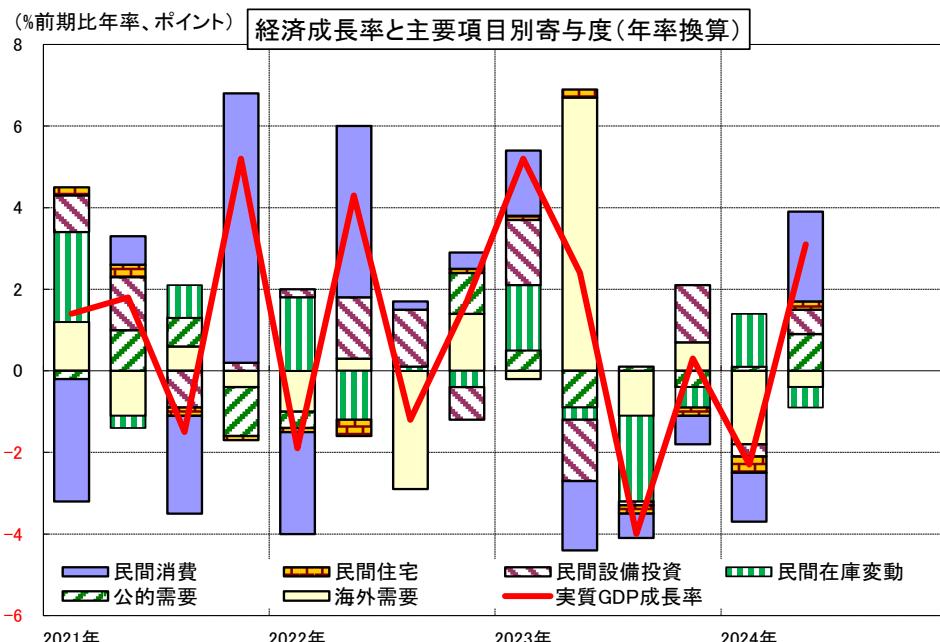
- 自動車の認証不正問題の影響で1~3月期には自動車の生産・販売・輸出が大きく減少したが、4月以降は持ち直した
➢ 4~6月期の鉱工業生産は前期比2.7%（うち自動車工業は同11.6%）、実質輸出指数は同0.5%（うち自動車関連は同1.9%）と、ともに反動増がみられた
- 景気動向指数・CI一致指数は5月に大幅に改善し、過去最大値を更新
➢ 2~4月のCI一致指数に基づく基調判断は、景気後退の可能性を示す「下方への局面変化」であったが、5月の大幅改善を受けて「下げ止まり」へ上方修正されたことで、24年初頭にかけて国内景気は踊り場状態だったと判断される
- 景気ウォッチャー調査・現状判断DI（7月）は5か月連続、先行き判断DIも4か月連続で、判断基準である50を割って推移している
- 一方、日銀短観によれば、堅調なインバウンド需要やサービス消費の回復などによって非製造業の景況感は良好であり、大企業では33年ぶりの高い水準を維持



1 景気の現状

□24年4～6月期のGDP：2期ぶりのプラス成長（前期比0.8%、同年率3.1%）

- 経済成長率は事前予想を上回ったが、その多くの部分は1～3月期のGDP押し下げ要因（自動車生産・販売・輸出の減少）が解消したことによる反動増で説明可能
- ただし、雇用者報酬の増勢が強まるなど、先行き消費回復傾向が強まることを期待させる内容でもあった
 - なお、コロナ禍で打撃を受けた「サービス消費」は2期ぶりの減少、コロナ前の水準を回復できていない
 - 需要項目別には、民間消費（前期比1.0%）、民間住宅投資（同1.6%）、民間企業設備投資（同0.9%）、公的需要（同0.9%）、輸出等（同1.4%）は押し上げ要因だったが、民間在庫変動（前期比成長率に対する寄与度：▲0.1ポイント）、輸入等（前期比1.7%）は押し下げ要因
- GDPデフレーターは前年比3.0%、前期比1.0%（ともに7期連続の上昇）と、価格転嫁が定着しつつあることを示した
 - 輸入デフレーターが同6.9%へ加速したが、民間需要デフレーターは同2.7%と1～3月期と同じ上昇率を保った
- 実感に近い名目GDPも前期比1.8%（同年率7.4%）と2期ぶりプラスで、季節調整済・年率換算値で初の600兆円台に



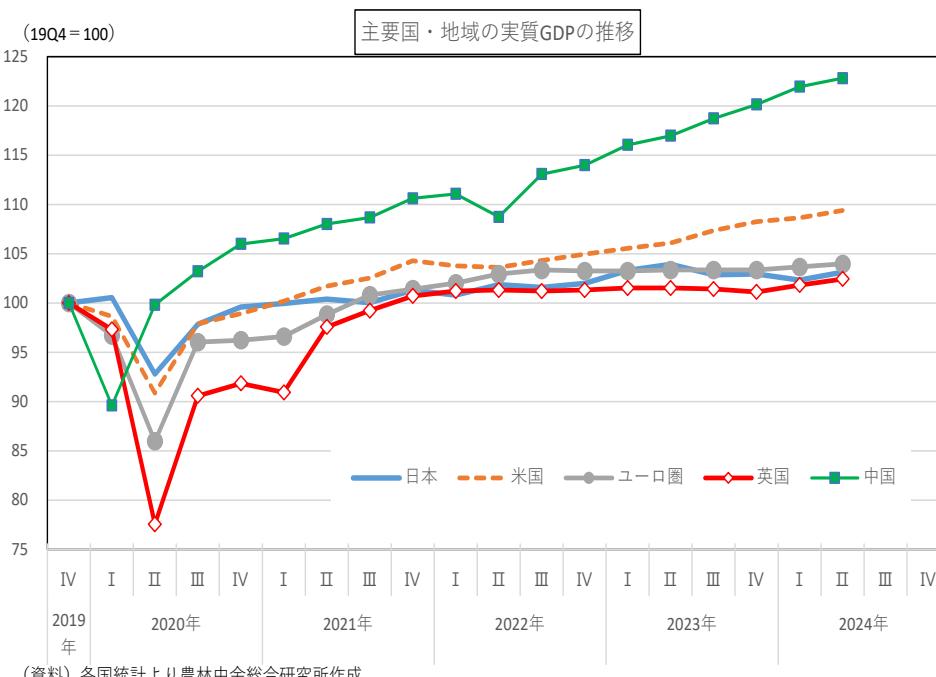
2 世界経済の動向 ①概況

□世界経済は低成長状態

- 金融引き締めを続けたこともあり、米国経済では労働需給の逼迫が解消され、失業率も上昇しつつあるほか、不動産不況に直面する中国経済の回復ペースは緩慢なまま

□国際機関による世界経済見通し：僅かに上方修正、足踏み状態から抜け出せず

- 最新のIMF世界経済見通し（24年7月発表）では、24年の世界経済全体の見通しを3.2%成長に据え置き、減速した23年（3.3%、実績見込み）から成長率は高まらず
 - 25年も3.3%成長と加速は見られず、2000～19年の平均である3.8%を下回るとしている
 - 24年の世界貿易数量は前年比3.1%（前回から上方修正）へ持ち直すものの、成長率見通しと同程度で勢いは鈍い
- 全体として、見通しに対するリスクは引き続きバランスが取れているが、サービス価格が高止まりしているほか、貿易摩擦や地政学的リスクの再燃がインフレを上振れさせる可能性があり、それが米国の利下げ転換を遅らせたり、ドル高を長期化させたりすれば、世界経済の成長を阻害しかねないとしている



2024～25年 IMF世界経済見通し

	2022年	2023年	2024年	2025年
世界全体(実質経済成長率)	3.5	3.3	3.2	3.3
先進国	2.6	1.6	1.7	1.8
米国	1.9	2.5	2.6	1.9
ユーロ圏	3.4	0.5	0.9	1.5
ドイツ	1.8	▲ 0.2	0.2	1.3
フランス	2.6	1.1	0.9	1.3
イタリア	4.0	0.9	0.7	0.9
スペイン	5.8	2.5	2.4	2.1
英國	4.3	0.1	0.7	1.5
日本	1.0	1.9	0.7	1.0
新興国・発展途上国	4.1	4.4	4.3	4.3
中国	3.0	5.2	5.0	4.5
インド	7.0	8.2	7.0	6.5
ブラジル	3.0	2.9	2.1	2.4
ロシア	▲ 1.2	3.6	3.2	1.5
南アフリカ	1.9	0.7	0.9	1.2
ASEAN5	5.5	4.1	4.5	4.6
世界貿易数量(財・サービス)	5.6	0.8	3.1	3.4
商品市況				
原油	39.2	▲ 16.4	0.8	▲ 6.0
原油以外	7.9	▲ 5.7	5.0	1.6
消費者物価				
先進国	8.7	6.7	5.9	4.4
新興国・発展途上国	7.3	4.6	2.7	2.1
	9.8	8.3	8.2	6.0

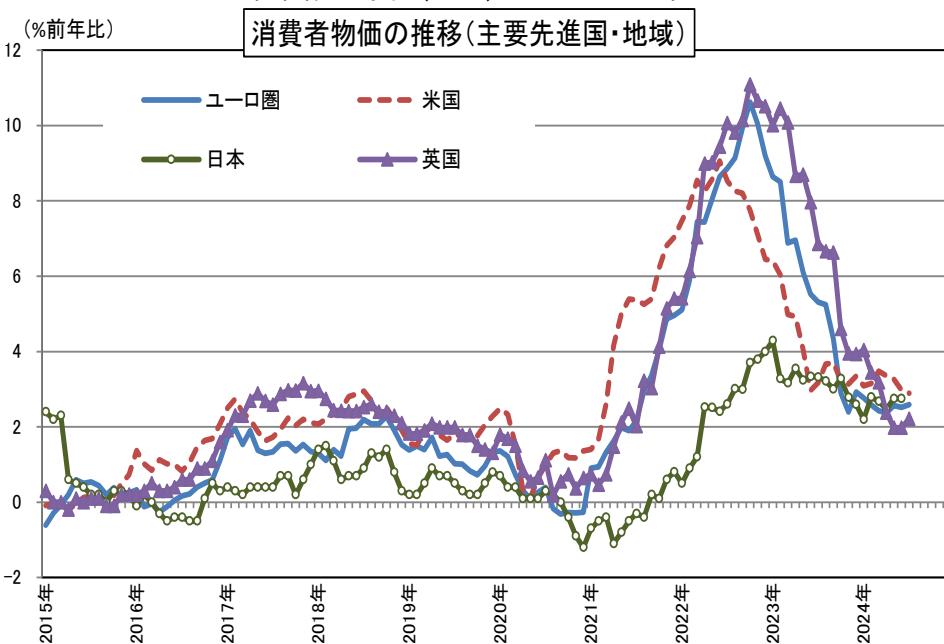
(資料)IMF『World Economic Outlook Update(2024年7月)』

□世界インフレは沈静化へ

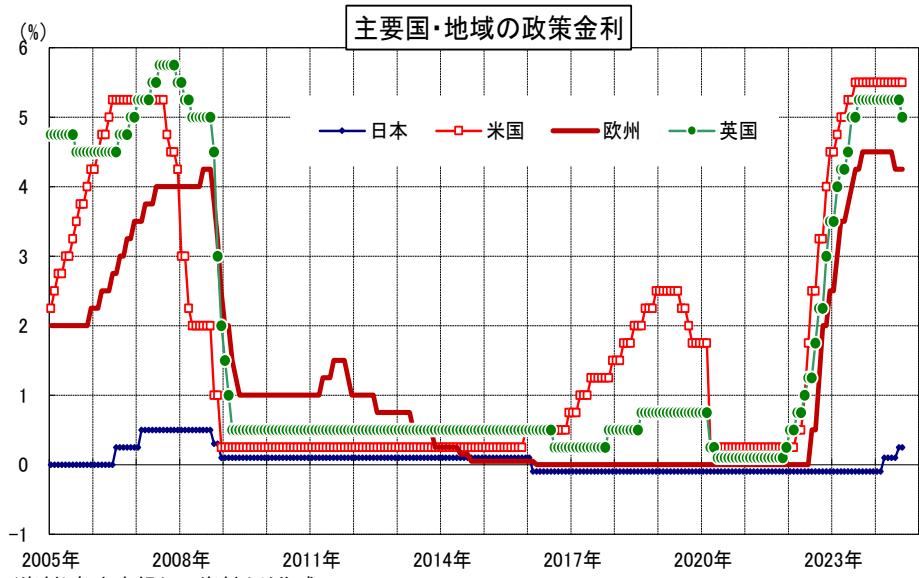
- コロナ禍後のペントアップ需要の急回復、労働力不足・部品供給難など供給の混乱、一次産品価格の高騰、さらにはロシアによるウクライナ侵攻の影響などで、21~22年にかけて世界的にインフレが加速したが、22年下期にはピークアウト
- やや高すぎる賃上げ率の影響でインフレ率が下げ渋る国も散見されるが、総じて2%の物価目標に向けて推移

□欧米中銀の金融政策はインフレ抑制から景気重視へ

- 22年以降、欧米の主要中央銀行は金融引き締め政策に転換、同年夏以降は連続して大幅な利上げを実施したほか、QT（バランスシート縮小）も開始するなど、引き締め政策を本格化させた
- 23年半ばには利上げフェーズはひとまず終了したものの、各中銀はインフレ沈静化がしっかりと確認できるまでは金融引き締めを継続する姿勢を示してきた
- こうしたなか、欧州中央銀行（ECB）は6月に、イギリンド銀行（BoE）も8月に、それぞれ利下げに転じたほか、米連邦準備制度（Fed）も9月には利下げに転じるとの見方が強まっている



(資料) 総務省統計局、米労働省、Eurostat、英国家統計局 (注) 日本は消費税要因を除く



(資料) 各中央銀行の資料より作成

(注) 米国の政策金利は誘導レンジの上限。欧州は主要リファイナンス・オペ金利。日本は16年2月～24年2月については日銀当座預金の政策金利残高への適用利率、それ以外の期間は無担保コールレート翌日物を政策金利とした(24年3～7月は誘導レンジの上限)。

□景気動向：利下げ開始と、景気の底割れ回避

- 24年4～6月期のGDPは個人消費支出や在庫投資が強く、前期比年率2.8%（速報）へと加速した。
- また、4～6月期のデータからはインフレ率の鈍化と、労働市場のひっ迫の解消が確認できた。
- このため、FRBは利下げを始められる環境にあると考えられる
- 見通しのポイントとしては、①FRBが9月FOMCから利下げを開始すること、②利下げ幅は9月、12月FOMCにてそれぞれ25bpとなり、24年内は50bpと考えられること、③25年は利下げペースがやや加速すると思われること、④25年後半にかけて個人消費が徐々に抑制されていくが、景気の底割れは回避できる見通しであることなどが挙げられる
- 成長率見通し：24年は2.7%、25年は2.1%（前回から24年は0.2ポイント下方修正、25年は0.2ポイント上方修正）

予測表（四半期）

(予測→)

単位	2023年	2024年				2025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	4～6月期	7～9月期	10～12月期
実質GDP成長率	%	2.2	2.1	4.9	3.4	1.4	2.8	2.8	2.3	1.9	1.8	1.8	1.7
個人消費支出	%	3.8	0.8	3.1	3.3	1.5	2.3	2.0	2.0	1.8	1.7	1.6	1.6
民間設備投資	%	5.7	7.4	1.4	3.7	4.4	5.2	3.8	4.2	4.1	3.8	3.1	2.8
民間住宅投資	%	▲5.3	▲2.2	6.7	2.8	16.0	▲1.4	1.8	3.7	3.1	4.7	2.5	2.5
輸出	%	6.8	▲9.3	5.4	5.1	1.6	2.0	1.5	1.9	2.0	1.9	2.8	2.3
輸入	%	1.3	▲7.6	4.2	2.2	6.1	6.9	5.4	5.1	4.5	4.4	3.3	3.2
政府支出	%	4.8	3.3	5.8	4.6	1.8	3.1	2.2	2.0	2.5	2.5	2.2	2.3
非農業部門雇用者数増減	万人	30.5	27.4	21.3	21.2	26.7	16.8	14.0	16.0	16.0	15.0	15.0	14.0
失業率	%	3.5	3.6	3.7	3.8	3.8	4.0	4.2	4.2	4.3	4.3	4.4	4.4
賃金上昇率	%	4.6	4.6	4.6	4.3	4.3	3.9	3.6	3.6	3.6	3.6	3.6	3.6
コアPCEデフレーター	%	4.8	4.6	3.8	3.2	2.9	2.7	2.6	2.5	2.5	2.4	2.3	2.3
FFレート誘導水準	%	4.75～5.00	5.00～5.25	5.25～5.50	5.25～5.50	5.25～5.50	5.25～5.50	5.00～5.25	4.75～5.00	4.25～4.50	3.75～4.00	3.50～3.75	3.25～3.50
10年物国債利回り	%	3.5	3.8	4.6	3.9	4.2	4.4	3.8	3.7	3.6	3.5	3.4	3.3

(資料)米商務省、米労働統計局、FRB、Bloombergより作成、予測は農中総研による。

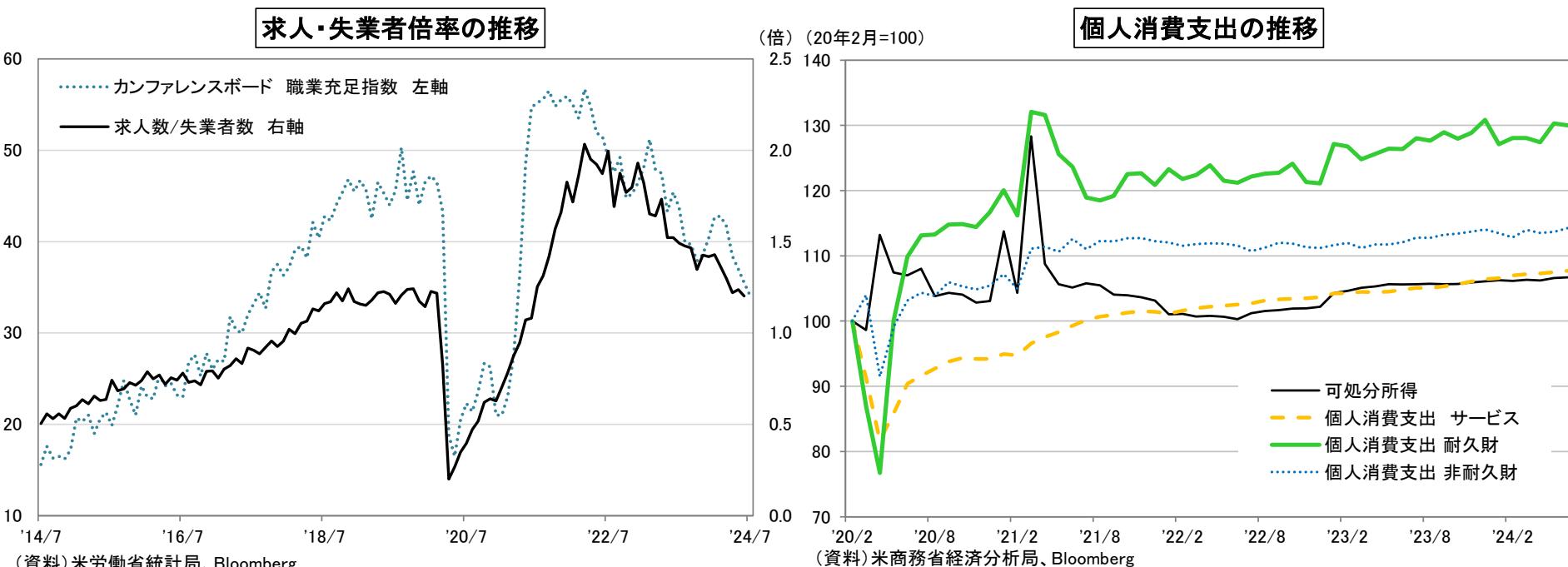
(注意)GDPと各需要項目は四半期年率。FFレート誘導水準、10年物国債利回りは期末値、それ以外は期間の平均値。

□雇用：労働市場の需給緩和が進展

- 求人・失業者比率の低下が進み、コロナ禍前の労働市場の需給バランスを回復したとみられる
- 賃金上昇率についても、2%物価目標と概ね整合的な水準となった

□消費：緩やかな鈍化を予想

- 雇用増加ペースが鈍化してきたことから、個人消費の増加ペースも減速する見込み
- 一方で、株価上昇からコロナ後は米国民の純資産が増加しており、消費が底割れするとは考えづらい
- 以上から、消費は腰折れすることなく緩やかな鈍化を予想する



□貿易：中国経済下振れや米中通商摩擦の継続から貿易の回復ペースは鈍い見込み

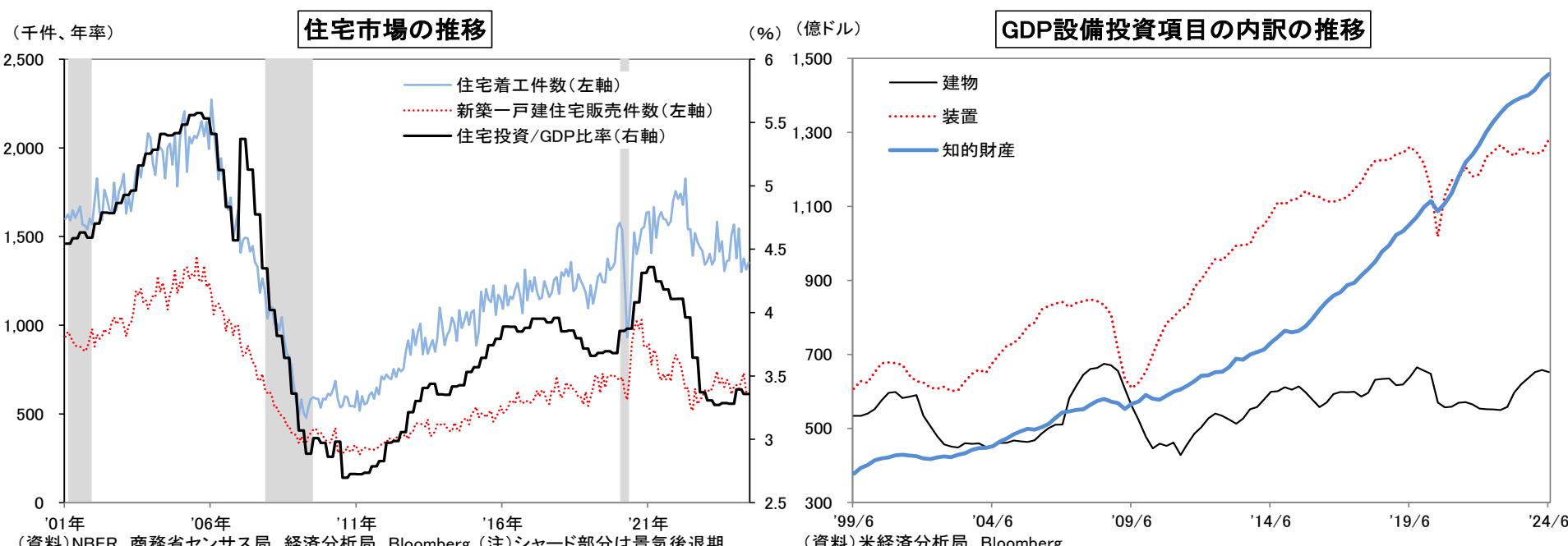
- 不動産問題の長期化などによる中国経済の下振れや、半導体製造装置の対中輸出規制強化、180億ドル相当の中国製品に対する関税強化などから貿易の回復ペースは鈍い見込み
- ハリス副大統領が大統領選で勝利した場合は、バイデン政権の対中政策が継続される見通し

□設備投資：足元では鈍化

- 10年で1.2兆ドルのインフラ投資を目指すインフラ投資雇用法（21年11月）、10年で4,300億ドル規模の気候変動対策費を投じるインフレ削減法（22年8月）、半導体の国内生産へ520億ドルを支援するCHIPSプラス法（22年8月）などが設備投資を下支え
- AIの普及に伴う半導体の需要増や、製造業の国内回帰などから設備投資は堅調に推移している

□住宅投資：利上げ局面終了後に底入れ

- 23年に後半以降は、緩やかに回復している



□インフレ率：再び鈍化

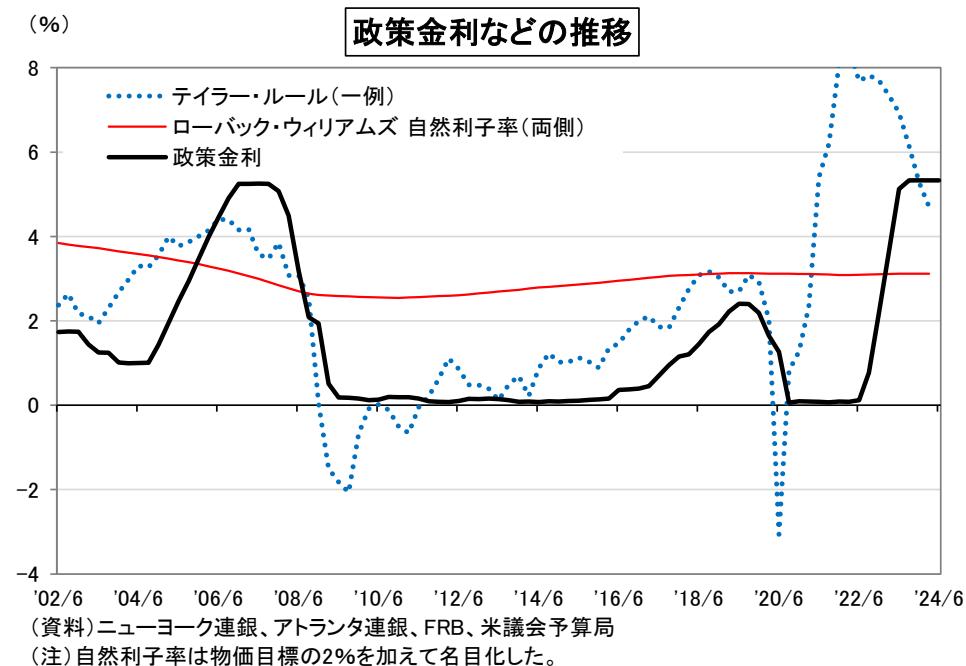
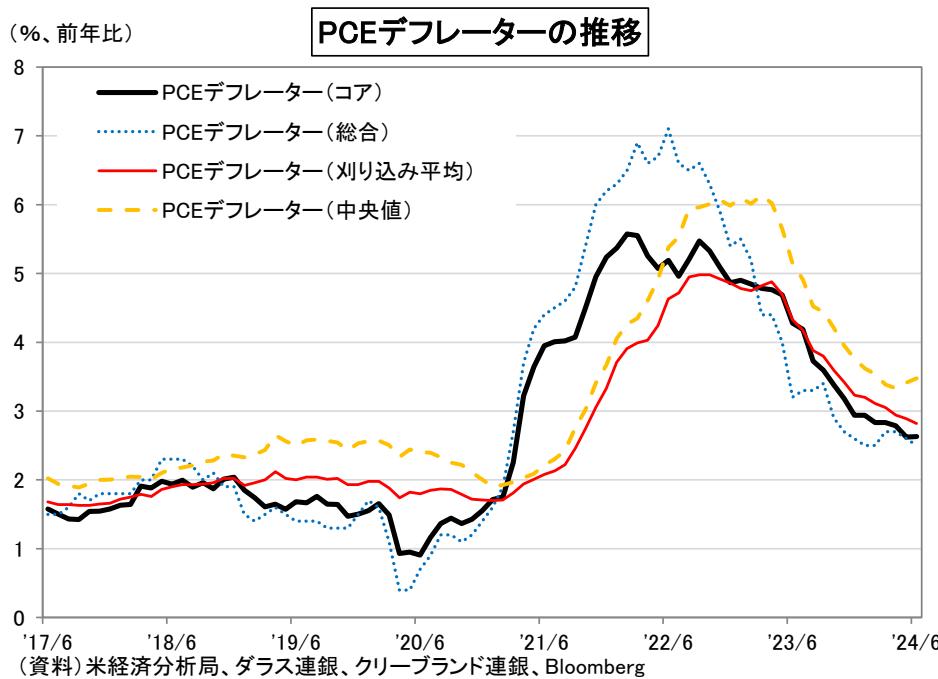
- 24年4～6月期は再びインフレ率の鈍化が確認された
- 前年比では依然としてやや高いものの、足元のデータはFRBの2%物価目標とほぼ整合的に推移
- トランプ前大統領が大統領選で勝利した場合は、一律10～20%の関税とFRBへの利下げ圧力が物価高を招く懸念も

□金融政策：利下げ開始飲み込み

- インフレ率の鈍化と労働市場の需給緩和から、利下げを開始できる環境が整った
- 9月FOMCから利下げ開始、24年は合計50bp、25年は利下げペースが少し加速すると思われる

□財政：政府支出は24年度とほぼ同じ水準

- 米議会予算局の見通し（24年6月時点）では、25年度（24年10月～25年9月）の政府支出は、名目値で24年度比2.5%増、実質値でみるとほぼ横ばいとなる見通し



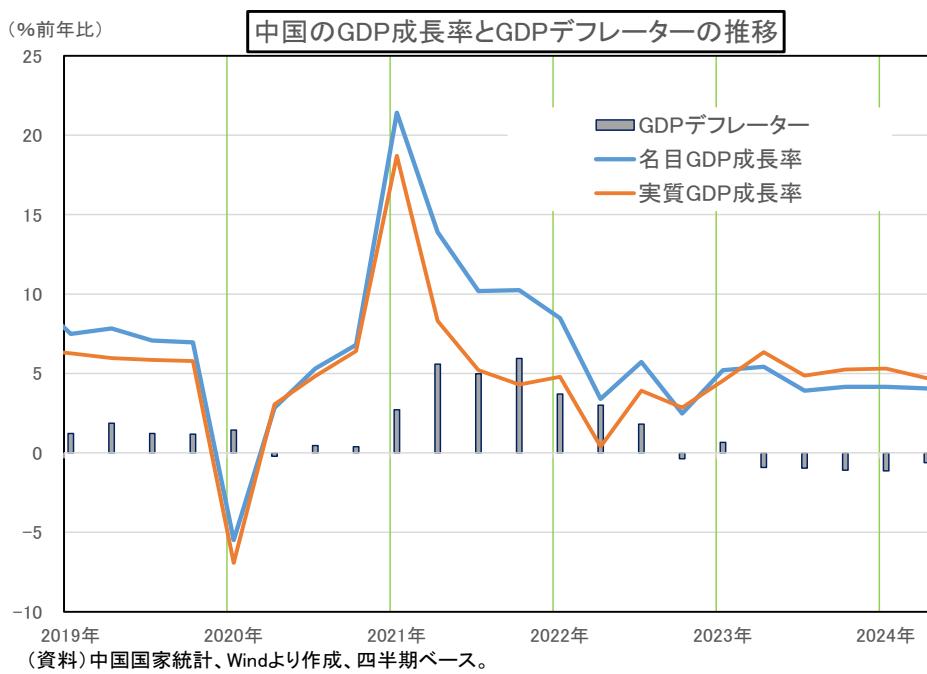
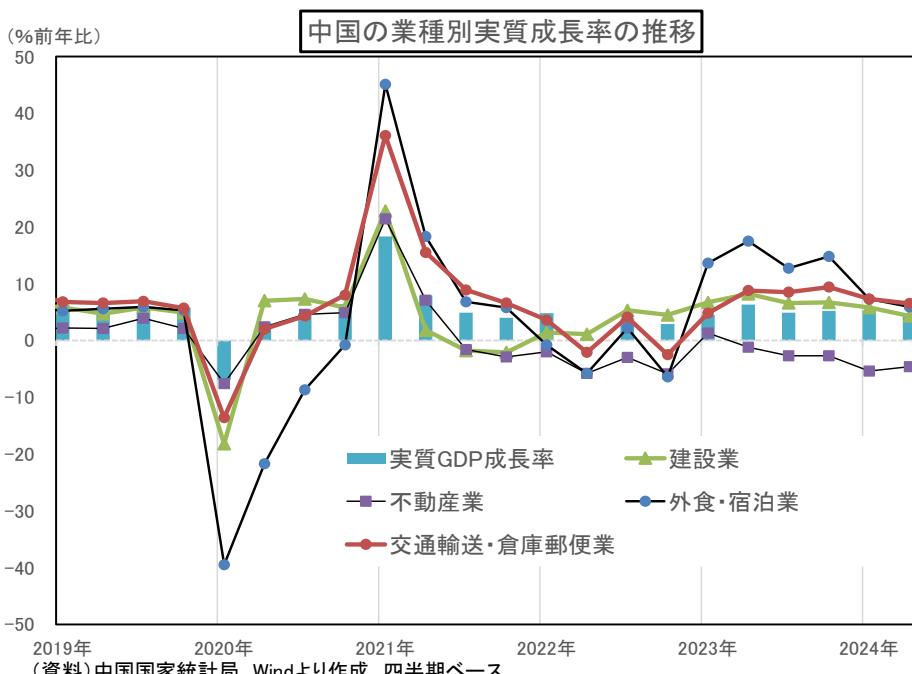
□24年4～6月期の実質GDP成長率：前年比4.7%、前期比0.7%

- 不動産開発投資の低迷が一段と進んだことや、インフラ整備向け投資が鈍化基調で推移したほか、消費も軟調に推移したことなどを受けて当初の予想を下回った
 - 4～6月期の経済成長率は前年比4.7%、前期比0.7%と、いずれも1～3月期（同5.3%、同1.5%）から大きく減速した
 - 業種別にみると、外食・宿泊業、交通輸送・倉庫郵便業、建設業はそれぞれ前年比で5.9%、6.5%、4.3%と比較的堅調に推移したのに対して、不動産業は同▲4.6%と5期連続のマイナスとなった

□名目GDP成長率は前年比4.1%、GDPデフレーターは同▲0.6%

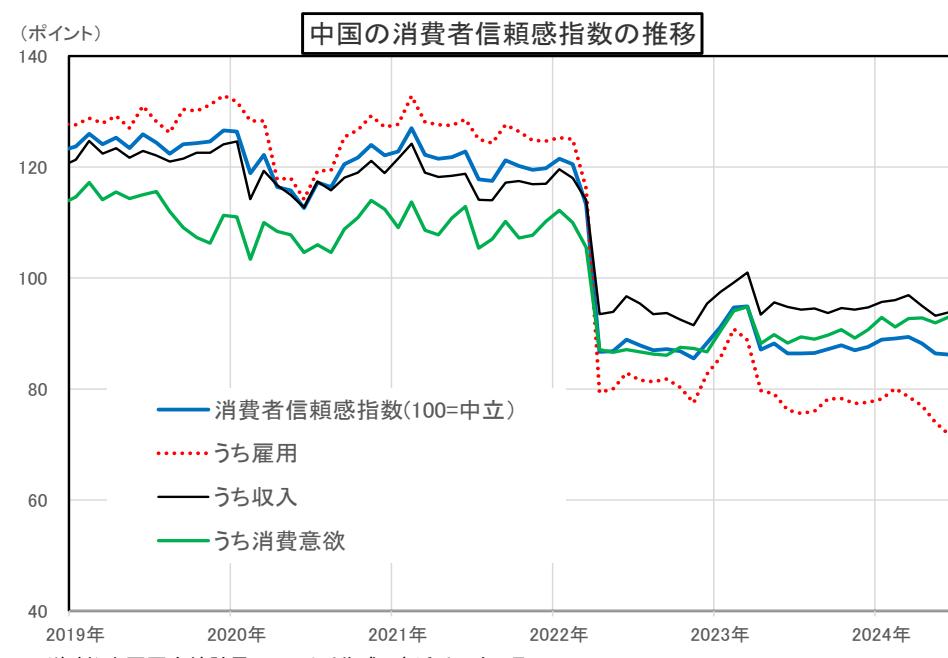
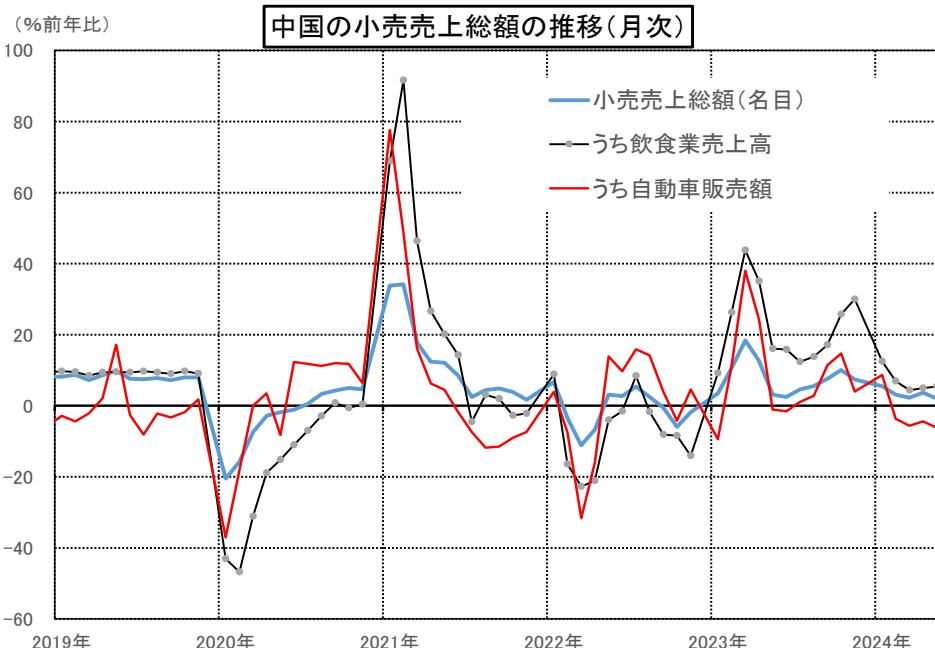
物価下落で成長の実感が乏しい

- 24年4～6月期の名目GDP成長率は前年比4.1%と5期連続で実質を下回り、「名実逆転」が続いている



□消費：節約志向の強まり等で軟調に推移

- 24年6月の小売売上総額（名目）は前年比2.0%、前月比▲0.12%と、5月（同3.7%、同0.23%）から減速
 - 内訳をみると、飲食業売上高が前年比1.5%と減速したほか、自動車販売額も同▲6.2%と4か月連続のマイナス
 - 減速した背景には、雇用・収入をめぐる環境の厳しさが続くなな、消費者の節約志向が強まったことや、住宅販売の低迷が続いていることで住宅内装資材や家具類などの販売が軟調に推移したほか、自動車値下げ販売の激化も挙げられる
 - 消費者マインドをみても、消費者信頼感指数は22年4月に悲観と楽観の分岐点である100を大きく割り込んだ後、23年3月には94.9まで回復したものの、その以降は90を下回る低水準で推移している
- 先行きについては、7月末に自動車と家電などの耐久消費財の買い替えを一段と促進するための支援計画が新たに発表されたが、これによる押し上げ効果は一定程度あるものの、大きな促進効果が見込めず、消費の軟調さは当面続くと見込まれる

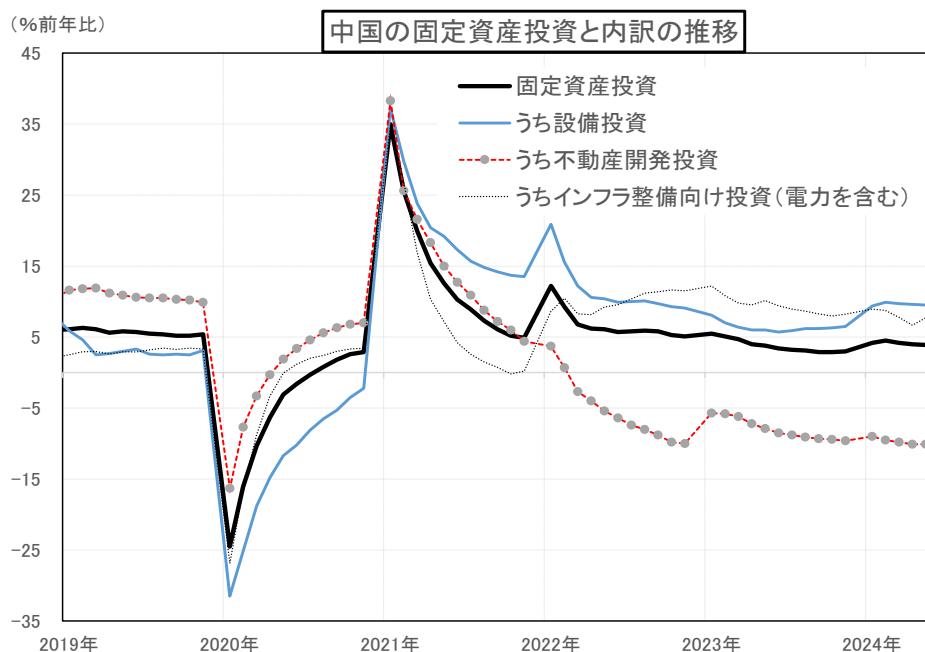


□投資：不動産開発投資が一段と悪化したこと等で鈍化

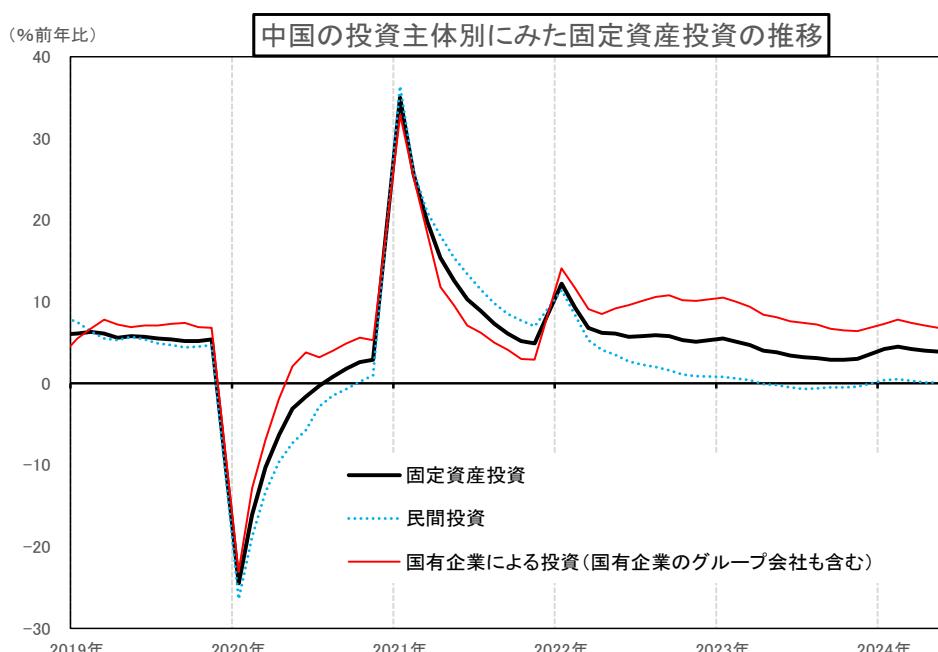
– 24年1~6月期の固定資産投資は前年比3.9%と鈍化基調にある

- 投資分野別では、設備投資、インフラ整備向け投資（電力を含む）は前年比でそれぞれ9.5%、7.7%と、固定資産投資全体の伸び（前掲3.9%）を上回って比較的堅調に推移した一方、不動産開発投資は同▲10.1%と悪化に歯止めがかからず
- 投資主体別では、国有企業による投資は同6.8%と全体の伸びを上回った一方、民間投資は同0.1%と低調な推移
- 固定資産投資全体が鈍化した背景として、地方債および超長期国債の発行・利用が予定より遅れたほか、不動産市場の調整が不動産開発投資の低迷をもたらしていることも挙げられる

– 先行きについては、不動産市場の調整にはなお時間を要することから、不動産開発投資の停滞状況は当面続くとみられるが、中央と地方の財政政策実施の加速などを背景に、設備投資とインフラ整備向け投資が引き続き投資全体を下支えしていくと見込まれる



(資料)中国国家統計局、Windより作成、直近は24年1~6月期。(注)年初来累積。



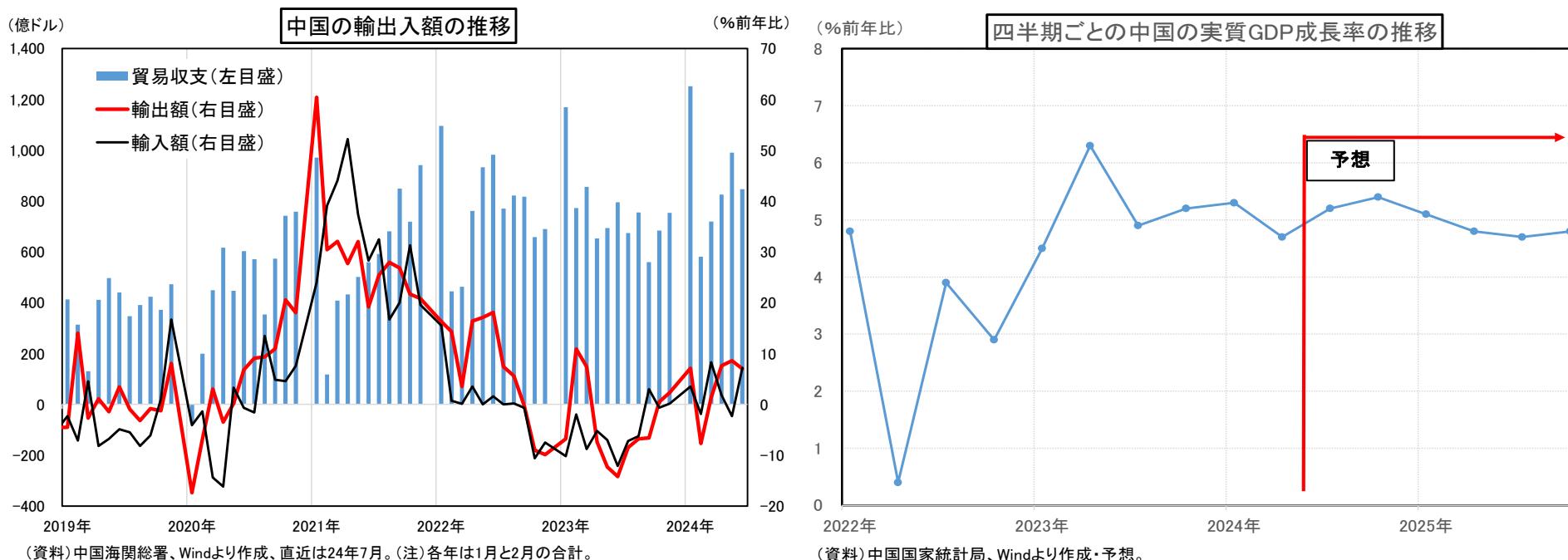
(資料)中国国家統計局、Windより作成、直近は24年1~6月期。(注)年初来累積。

□輸出：堅調に推移も先行き懸念

- ドル高・人民元安の進行や電気自動車（EV）の輸出拡大等を受けて24年7月の輸出額（米ドル建て）は前年比7.0%と6月（同8.6%）から伸びが鈍化したものの、比較的堅調に推移
- 輸出の先行きについては、対欧米貿易摩擦のリスクによる輸出への影響が予想されることなどから、軟調な推移と見込まれる

□経済見通し：24年は5.2%成長（据え置き）、25年は4.7%成長（据え置き）

- 輸出が軟調な推移と見込まれることや、不動産市場の調整が当面続くとみられるほか、個人消費も盛り上がりに欠けると予想される。一方、既に打ち出された経済政策の効果が徐々に強まるとみられるなか、7月末の共産党中央政治局会議の方針を受けて追加景気対策を打ち出す可能性もあり、24年末にかけて景気は持ち直しに転じると予想
- 4～6月期の実質GDP成長率が予想を下回ったものの、7～9月期は前年比5.2%、10～12月期は同5.4%と予想。そのため、24年の実質成長率は前年比5.2%と、25年は前年比4.7%といずれも前回から据え置いた



□原油価格：直近は70ドル/バレル台で推移

- OPECプラスは原油価格安定のため、22年11月以降、生産量調整を続けてきた
- OPECプラスは24年6月、協調減産分（日量366万バレル）は25年末まで、自主減産枠（日量220万バレル）は24年9月末まで、それぞれ延長し、そのうち自主減産分は10月以降1年かけて段階的に縮小することが決まった
 - 10～12月期に日量約54.3万バレルの生産を復活させる方針であるが、市場動向次第では撤回や延期、一時停止もあるとしている
- 原油価格（WTI先物、期近物）は、中東情勢の緊迫化という上昇リスクを抱えつつも、中国などの需要低迷といった下落要因もあり、直近は70ドル/バレル台で推移

□原油入着価格の見通し

- 24～25年度にかけて国内への入着価格（CIF）は概ね80ドル/バレル前後で推移すると予想



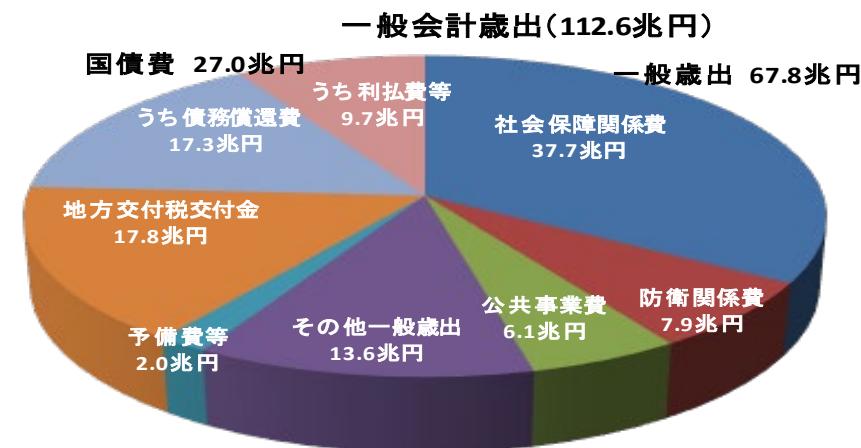
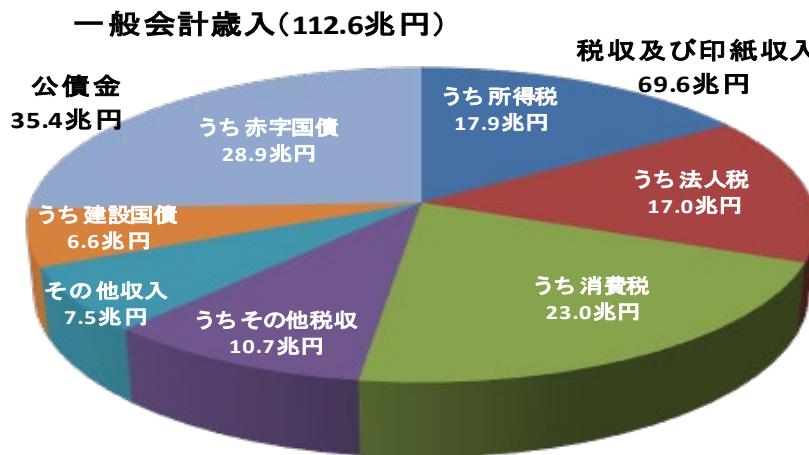
□24年度一般会計予算の総額は112.6兆円

- 23年度当初予算（114.4兆円）からは1.8兆円の減額となったが、23年度予算に計上された防衛力強化資金への繰入れ（3.4兆円）、新型コロナ・原油価格・物価高騰対策・ウクライナ対応予備費（計5兆円）がなくなったことを考慮すれば、実態としては膨張したといえる

□25年度予算の編成方針

- 「骨太方針2024」に基づき、経済・財政一体改革を推進
 - これまでと同様、歳出全般にわたり、施策の優先順位を洗い直し、無駄を徹底的に排除しつつ、予算の中身を大胆に重点化
- 年金・医療等にかかる経費は23年度予算額に高齢化等に伴う自然増（4,100億円）を加算した範囲内、義務的経費は前年度並み、裁量的経費は10%削減
- 構造的賃上げの実現、官民連携による投資の拡大、少子化対策・こども政策の抜本強化を含めた新たなステージへの移行に向けた取組の加速、防衛力の抜本的強化を始めとしたわが国を取り巻く環境変化への対応など、重要政策課題に対応するために4.2兆円規模の「重要政策推進枠」を設置

2024年度一般会計予算



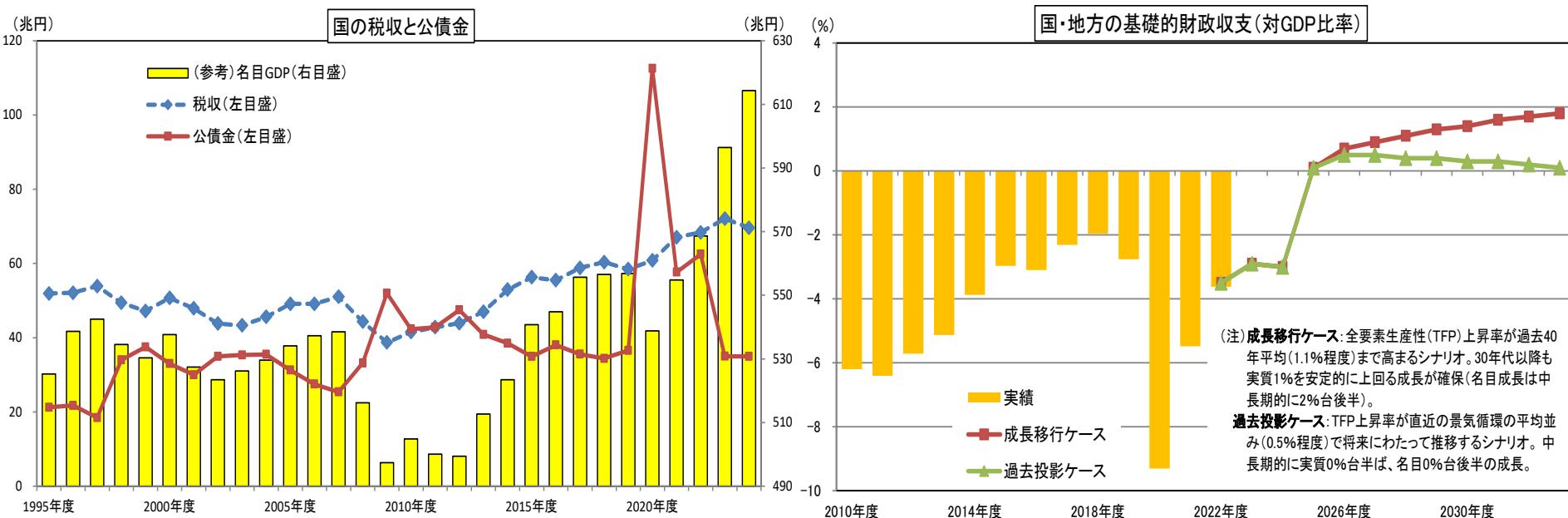
(資料)財務省

□政府は25年度にPB黒字化達成と試算

- 内閣府「中長期の経済財政に関する試算（24年7月）」によれば、①累次の経済対策にかかる歳出の大宗は24年度までに執行されるため、24～25年度にかけて国・地方の基礎的財政収支（PB）が大幅に改善、②民需主導の堅調な成長が続く中、一定の前提（今秋に策定を目指す経済対策は考慮せず、25年度の歳出効率化努力の効果を0.7兆円程度織り込むなど）の下で、25年度のPBは黒字化（対名目GDP比で0.1%）する、としている
 - 一方、国・地方の公債等残高対GDP比については、成長移行ケースではPBが黒字化する中で徐々に低下するが、過去投影ケースでは一旦は低下するものの、30年代には上昇に転じるとしている
- 財務省「後年度歳出・歳入への影響試算」によれば、3%の名目成長率、2%の消費者物価上昇率を前提とした場合でも、国の一般会計のPBは25年度で▲4.4兆円、27年度でも▲3.8兆円、と試算している

□岸田首相は自民党総裁の任期満了に伴い、退任することを表明

- 旧統一教会や「政治とカネ」を巡る問題などで党総裁としての責任を取る格好
- 「新しい資本主義」実現を掲げ、賃上げ促進、子育て支援、防衛費増額などを手掛けたものの、内閣支持率は低迷しており、党内外から刷新を求める声に抗えず



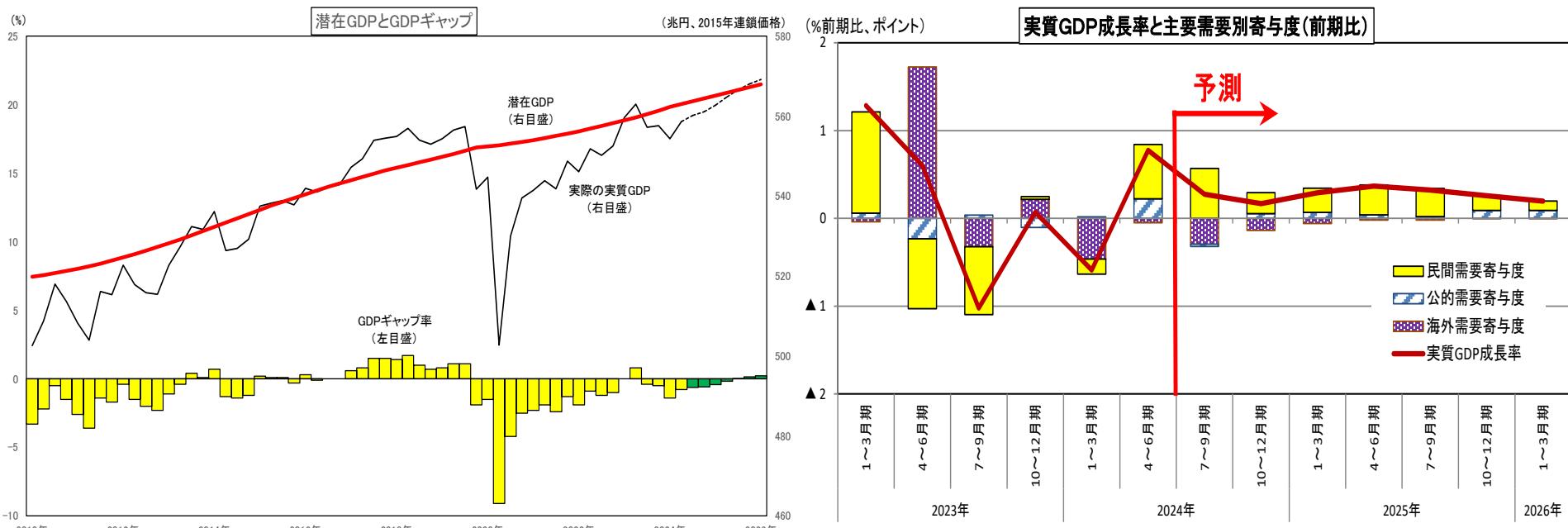
(資料)財務省、内閣府

(注)税収・公債金は23年度まで決算、24年度は当初予算。24年度の名目GDPは内閣府年央試算(3.0%程度)を用いて作成。

(資料)内閣府「中長期の経済財政の試算」を元に農林中金総合研究所作成

□総論：2024年度は0.4%成長、25年度は1.2%成長と予想

- 足元7～9月期については、世界経済の低成長状態が続き、輸出は牽引役としては期待できないだろう。一方で、33年ぶりに5%台の賃上げが実現した24年春闘の効果、堅調な夏季賞与、さらには所得税・住民税の定額減税などによって家計所得は上昇傾向を強めている。政府の物価高対策が時限的ながらも復活したこと、懸念されていた今夏の物価高騰は回避されることもあり、民間消費は持ち直しを続けるものと思われる。また、インバウンド需要も堅調に推移するだろう。この結果、経済成長率は前期比年率1.1%と2期連続のプラスが見込まれる。
- 米国金融政策も利下げへ転換するほか、中国政府の景気テコ入れ策なども想定されることもあり、世界経済の底割れは回避されるだろう。一方、国内では民間消費が回復傾向を続け、企業設備投資などにも好影響が波及するだろう。ただし、24年度は発射台が低い（前年度からのゲタは▲0.7ポイント）こともあり、年度の成長率は0.4%にとどまるだろう。
- また、25年度も民間需要が牽引する形で景気回復が継続、実質GDPは過去最高水準を更新するほか、GDPギャップもプラスで推移するだろう。25年度は1.2%成長と予測する。



予測表（年度、半期）

	単位	2022年度 (実績)	2023年度 (実績)	2024年度 (予測)	2025年度 (予測)
名目GDP	%	2.5	4.9	2.7	2.3
実質GDP	%	1.6	0.8	0.4	1.2
民間需要	%	2.9	▲0.6	1.3	1.6
民間最終消費支出	%	2.7	▲0.6	1.4	1.6
民間住宅	%	▲3.3	0.3	▲1.9	▲1.1
民間企業設備	%	4.1	0.3	2.3	2.0
民間在庫変動(寄与度)	ポイント	0.1	▲0.2	▲0.1	0.0
公的需要	%	▲0.0	▲0.3	1.0	0.7
政府最終消費支出	%	1.4	▲0.5	0.7	1.0
公的固定資本形成	%	▲6.1	0.7	2.3	▲0.3
輸出	%	4.9	2.8	▲1.0	2.3
輸入	%	7.3	▲3.2	2.3	3.5
国内需要寄与度	ポイント	2.1	▲0.6	1.3	1.4
民間需要寄与度	ポイント	2.1	▲0.5	1.0	1.2
公的需要寄与度	ポイント	▲0.0	▲0.1	0.3	0.2
海外需要寄与度	ポイント	▲0.5	1.4	▲0.6	▲0.2
GDPデフレーター(前年比)	%	0.9	4.0	2.3	1.1
国内企業物価(前年比)	%	9.5	2.3	2.4	0.3
全国消費者物価(〃)	%	3.1	2.8	2.4	1.7
完全失業率	%	2.6	2.6	2.5	2.4
鉱工業生産(前年比)	%	▲0.2	▲2.0	▲0.5	3.2
経常収支	兆円	9.1	25.3	22.4	21.8
名目GDP比率	%	1.6	4.2	3.7	3.5
為替レート	円/ドル	135.4	144.6	148.3	136.9
無担保コールレート(O/N)	%	▲0.02	0.00	0.50	0.75
新券10年物国債利回り	%	0.29	0.62	1.04	1.34
通関輸入原油価格	ドル/バレル	102.6	85.5	82.3	81.3

(資料)内閣府、経済産業省、総務省統計局、日本銀行の統計資料より作成

(注)全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。断り書きのない場合、前年度比。

無担保コールレートは年度末の水準。

季節調整後の四半期統計をベースにしているため統計上の誤差が発生する場合もある。

(前期比)	単位	2023年度 通期	2024年度		2025年度		
			上期	下期	通期		
					上期	下期	
実質GDP	%	0.8	0.4	0.6	0.6	1.2	0.7
民間需要	%	▲0.6	1.3	1.1	1.3	1.6	0.9
民間最終消費支出	%	▲0.6	1.4	1.2	1.6	1.6	0.8
民間住宅	%	0.3	▲1.9	0.0	▲1.2	▲1.1	▲0.4
民間企業設備	%	0.3	2.3	0.9	1.3	2.0	1.0
公的需要	%	▲0.3	1.0	0.8	0.2	0.7	0.3
政府最終消費支出	%	▲0.5	0.7	0.3	0.6	1.0	0.5
公的固定資本形成	%	0.7	2.3	3.7	▲0.4	▲0.3	▲0.5
財貨・サービスの純輸出	兆円	4.5	0.9	1.8	0.0	▲0.3	▲0.3
輸出	%	2.8	▲1.0	▲1.2	▲0.5	2.3	1.6
輸入	%	▲3.2	2.3	1.0	1.9	3.5	1.9
内需寄与度(前期比)	%	▲0.6	1.3	1.1	0.7	1.4	0.8
民間需要(〃)	%	▲0.5	1.0	0.9	0.7	1.2	0.7
公的需要(〃)	%	▲0.1	0.3	0.2	0.1	0.2	0.1
外需寄与度(〃)	%	1.4	▲0.6	▲0.4	▲0.3	▲0.2	▲0.1
デフレーター(前年比)	%	4.0	2.3	2.7	2.0	1.1	1.2
完全失業率	%	2.6	2.5	2.6	2.5	2.4	2.3
鉱工業生産(前期比)	%	▲2.0	▲0.5	▲0.2	1.8	3.2	1.5
住宅着工戸数(年率換算)	万戸	80.2	78.2	79.5	77.0	75.8	76.5
経常収支	兆円	25.3	22.4	12.1	10.4	21.8	11.8
貿易収支	兆円	▲3.6	▲6.4	▲3.0	▲3.4	▲6.6	▲3.0
外国為替レート	円/ドル	144.6	148.3	152.9	143.8	136.9	138.8
通関輸入原油価格	ドル/バレル	85.5	82.3	84.7	80.0	81.3	80.0

(前年同期比)	単位	2023年度 通期	2024年度		2025年度		
			上期	下期	通期		
					上期	下期	
名目GDP	%	4.9	2.7	2.5	3.0	2.3	2.3
実質GDP	%	0.8	0.4	▲0.1	1.1	1.2	1.1
民間需要	%	▲0.6	1.3	0.6	2.0	1.6	1.8
民間最終消費支出	%	▲0.6	1.4	0.5	2.4	1.6	1.9
民間住宅	%	0.3	▲1.9	▲1.0	▲1.1	▲1.4	▲0.7
民間企業設備	%	0.3	2.3	2.7	2.0	2.0	2.0
公的需要	%	▲0.3	1.0	0.5	1.1	0.7	0.6
政府最終消費支出	%	▲0.5	0.7	0.6	0.8	1.0	1.0
公的固定資本形成	%	0.7	2.3	0.5	3.5	▲0.3	▲0.7
財貨・サービスの純輸出	兆円	4.5	0.9	1.8	0.0	▲0.3	▲0.4
輸出	%	2.8	▲1.0	▲0.5	▲1.4	2.3	1.4
輸入	%	▲3.2	2.3	2.4	2.4	3.5	3.3
国内企業物価(前年比)	%	2.3	2.4	2.6	2.2	0.3	1.0
全国消費者物価(〃)	%	2.8	2.4	2.6	2.3	1.7	1.8
完全失業率	%	2.6	2.5	2.6	2.5	2.4	2.3
鉱工業生産(前年比)	%	▲2.0	▲0.5	▲2.5	1.5	3.2	3.0

国内企業物価(前年比)	%	2.3	2.4	2.6	2.2	0.3	1.0	▲0.4
全国消費者物価(〃)	%	2.8	2.4	2.6	2.3	1.7	1.8	1.7
完全失業率	%	2.6	2.5	2.6	2.5	2.4	2.4	2.3
鉱工業生産(前年比)	%	▲2.0	▲0.5	▲2.5	1.5	3.2	3.3	3.0

(注)消費者物価は生鮮食品を除く総合。予測値は当総研による。

予測表（四半期）

(→予測)

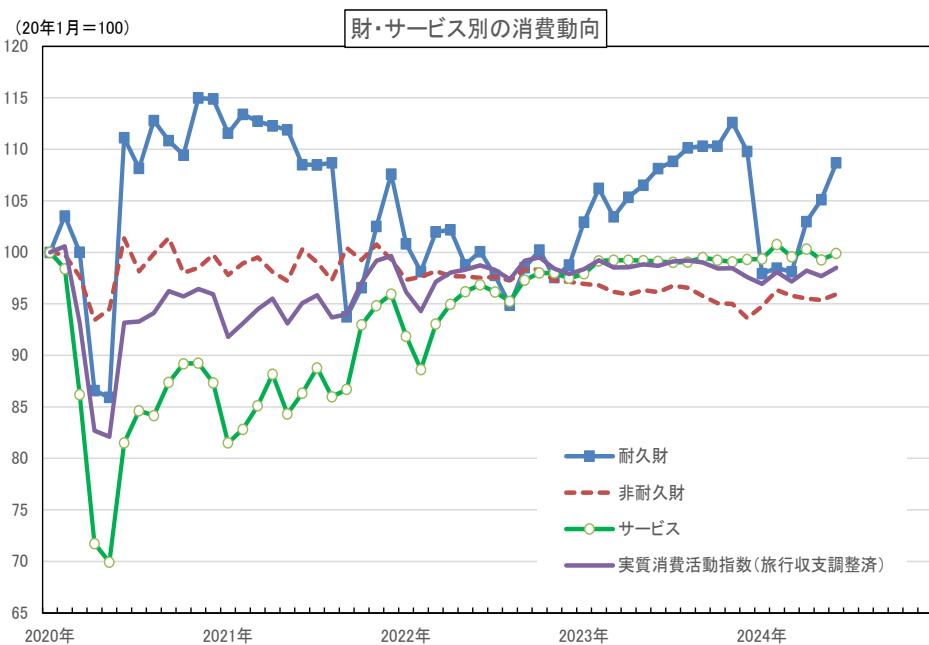
	単位	2023年				2024年				2025年				2026年
		1~3月期	4~6月期	7~9月期	10~12月期	1~3月期	4~6月期	7~9月期	10~12月期	1~3月期	4~6月期	7~9月期	10~12月期	1~3月期
名目GDP (年率換算)	%	2.4	2.0	▲ 0.1	0.7	▲ 0.2	1.8	0.6	0.5	0.5	0.7	0.5	0.6	0.4
	%	9.8	8.2	▲ 0.3	2.8	▲ 1.0	7.4	2.3	2.0	2.2	2.8	2.1	2.3	1.8
実質GDP (年率換算)	%	1.3	0.6	▲ 1.0	0.1	▲ 0.6	0.8	0.3	0.2	0.3	0.4	0.3	0.3	0.2
	%	5.2	2.4	▲ 4.0	0.3	▲ 2.3	3.1	1.1	0.7	1.2	1.5	1.3	1.0	0.8
民間需要	%	1.6	▲ 1.1	▲ 0.9	0.0	▲ 0.2	1.0	1.3	0.3	0.4	1.0	1.3	0.2	0.1
	%	0.7	▲ 0.8	▲ 0.3	▲ 0.3	▲ 0.6	1.0	1.0	0.5	0.5	0.4	0.4	0.3	0.3
	%	0.9	1.4	▲ 1.2	▲ 1.1	▲ 2.6	1.6	▲ 0.5	▲ 0.5	▲ 0.5	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.2	▲ 0.2
	%	2.3	▲ 2.1	▲ 0.1	2.1	▲ 0.4	0.9	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4
	%pt	0.4	▲ 0.1	▲ 0.5	▲ 0.1	0.3	▲ 0.1	▲ 0.0	▲ 0.1	▲ 0.0	0.1	0.1	▲ 0.0	▲ 0.1
公的需要	%	0.4	▲ 0.9	0.1	▲ 0.4	0.1	0.8	▲ 0.1	0.2	0.3	0.2	0.1	0.3	0.3
	%	0.0	▲ 1.2	0.6	▲ 0.1	0.3	0.1	0.2	0.3	0.2	0.3	0.2	0.3	0.3
	%	2.6	1.0	▲ 1.9	▲ 1.7	▲ 1.1	4.5	▲ 0.5	▲ 0.2	0.5	▲ 0.5	▲ 0.5	0.5	0.5
輸出	%	▲ 2.1	3.2	0.1	3.0	▲ 4.6	1.4	▲ 0.5	▲ 0.2	0.5	0.9	0.9	0.8	0.7
	%	▲ 1.7	▲ 4.1	1.3	2.0	▲ 2.5	1.7	1.0	0.5	0.8	1.0	1.0	0.8	0.7
国内需要寄与度	%pt	1.3	▲ 1.1	▲ 0.7	▲ 0.1	▲ 0.1	0.9	0.5	0.3	0.3	0.4	0.3	0.3	0.2
	%pt	1.2	▲ 0.8	▲ 0.8	0.0	▲ 0.2	0.6	0.6	0.2	0.3	0.3	0.3	0.2	0.1
	%pt	0.1	▲ 0.2	0.0	▲ 0.1	0.0	0.2	▲ 0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	0.1	0.1
海外需要寄与度	%pt	▲ 0.0	1.7	▲ 0.3	0.2	▲ 0.5	▲ 0.1	▲ 0.3	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.0
	%	2.3	3.7	5.2	3.9	3.4	3.0	2.3	2.0	1.9	1.2	1.1	1.1	1.1
GDPデフレーター(前年比)	%	8.3	5.0	3.0	0.6	0.7	2.3	3.0	2.5	2.0	1.5	0.5	▲ 0.3	▲ 0.5
	%	3.5	3.2	3.0	2.5	2.5	2.5	2.7	2.4	2.2	2.0	1.6	1.7	1.7
完全失業率	%	2.6	2.6	2.6	2.5	2.5	2.6	2.6	2.5	2.5	2.4	2.4	2.4	2.3
	%	▲ 1.7	1.3	▲ 1.4	1.1	▲ 5.2	2.7	▲ 0.5	1.5	1.0	0.5	1.0	0.5	1.0
経常収支(季節調整値)	兆円	2.8	5.9	6.1	6.6	5.8	6.7	5.4	5.4	4.9	6.4	5.5	5.2	4.8
	%	1.9	3.9	4.1	4.4	3.9	4.4	3.5	3.5	3.2	4.1	3.5	3.3	3.0
名目GDP比率	%	▲ 0.02	▲ 0.04	▲ 0.05	▲ 0.02	0.00	0.08	0.25	0.50	0.50	0.75	0.75	0.75	0.75
	円/ドル	132.2	137.3	144.6	147.8	148.5	155.8	150.0	145.0	142.5	140.0	137.5	135.0	135.0
無担保コールレート(0/N)	%	▲ 0.02	▲ 0.04	▲ 0.05	▲ 0.02	0.00	0.08	0.25	0.50	0.50	0.75	0.75	0.75	0.75
	新発10年物国債利回り	%	0.44	0.42	0.60	0.76	0.70	0.93	0.95	1.10	1.20	1.30	1.35	1.35
通関輸入原油価格	ドル/バレル	87.3	83.0	82.7	92.9	83.4	86.9	82.5	80.0	80.0	80.0	80.0	82.5	82.5

(資料)内閣府、経済産業省、総務省統計局、日本銀行の統計資料より作成(予測は農林中金総合研究所)

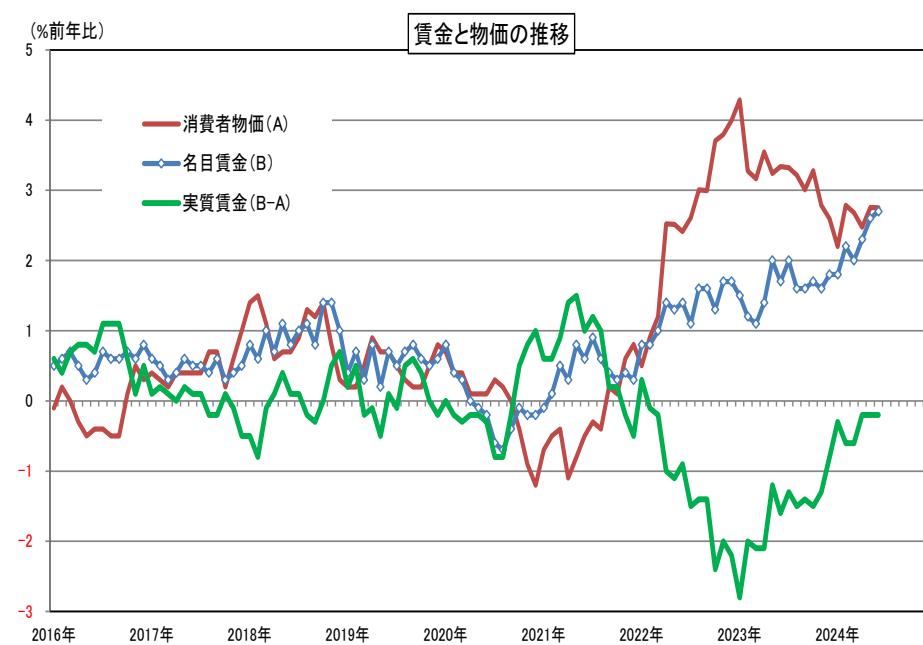
(注)全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。断り書きのない場合、前期比。

□民間消費

- 全般的に、物価高によって実質所得が目減りした状態が続き、ウィズコロナの進展で期待されたサービス消費に持ち直しの動きが見られず、23年度を通じて消費者の節約志向が高い状態が続いた
- 一方、24年春闘では前年の3.60%（厚生労働省、定昇込み）を大きく上回る5.33%（前同）と、5.65%だった91年以来、実に33年ぶりの賃上げが実現
 - 24年度入り後、所定内給与は上昇傾向を強めているほか、高業績を受けて夏季賞与も堅調
- 1~3月期に落ち込んだ耐久財消費が4~6月期には持ち直し
 - 4~6月期の乗用車販売台数（含む軽、当総研による季節調整値）は前期比11.8%と、1~3月期（同▲15.2%）からの反動増が見られた
- 先行きは、家計の所得環境の改善を受けて民間消費は回復傾向を強めていくと予想する
- 民間最終消費支出：24年度は前年度比1.4%と2年ぶりの増加、25年度も同1.6%と持ち直しが強まる予測

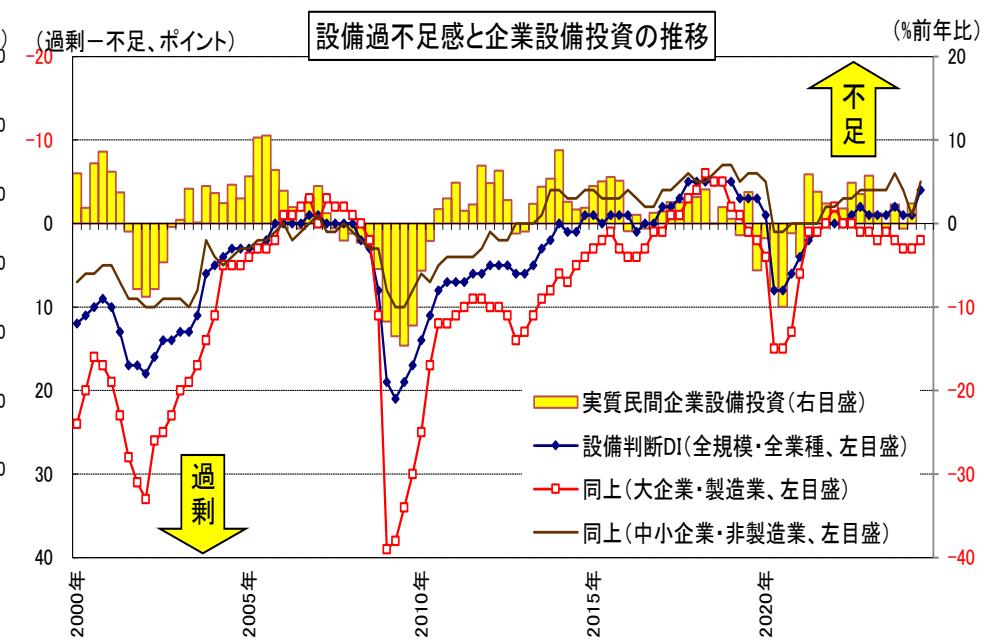
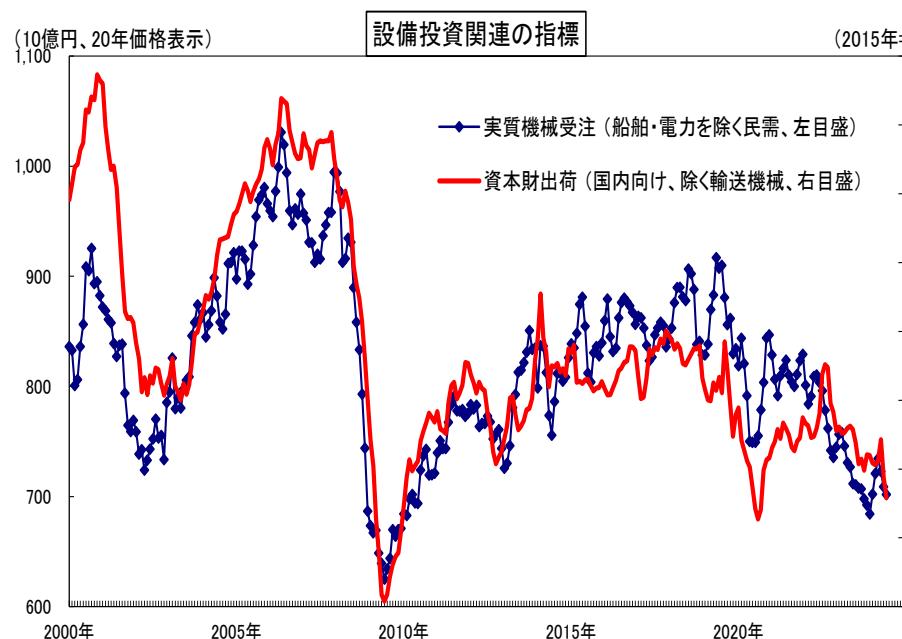


(資料)日本銀行「消費活動指数」



□企業設備投資

- 主要なビジネスサーベイでの24年度の設備投資計画は堅調さを維持
 - 日銀短観（6月調査）の24年度計画では前年度比10.7%（全産業+金融・持株等、ソフトウェア・研究開発を含む、土地投資額を除くベース）と、高い伸びを維持
- しかし、月次指標からは設備投資に強さが感じられない
 - 4~6月期の鉱工業統計・資本財出荷（除く輸送機械、国内向け）は同▲1.9%と2期連続の低下
 - また、4~6月の機械受注（船舶・電力を除く民需）は前期比▲0.1%と2期ぶりの減少、7~9月期見通し（内閣府集計）も同0.2%の微増にとどまる
- とはいっても、ここにきて国内需要の回復期待が強まっているほか、中長期的に省力化・省人化ニーズは高く、デジタル化・脱炭素化への政策支援も企業設備投資を下支えするとみられる
- 民間企業設備投資：24年度は前年度比2.3%へ加速、25年度も同2.0%と底堅く推移すると予測

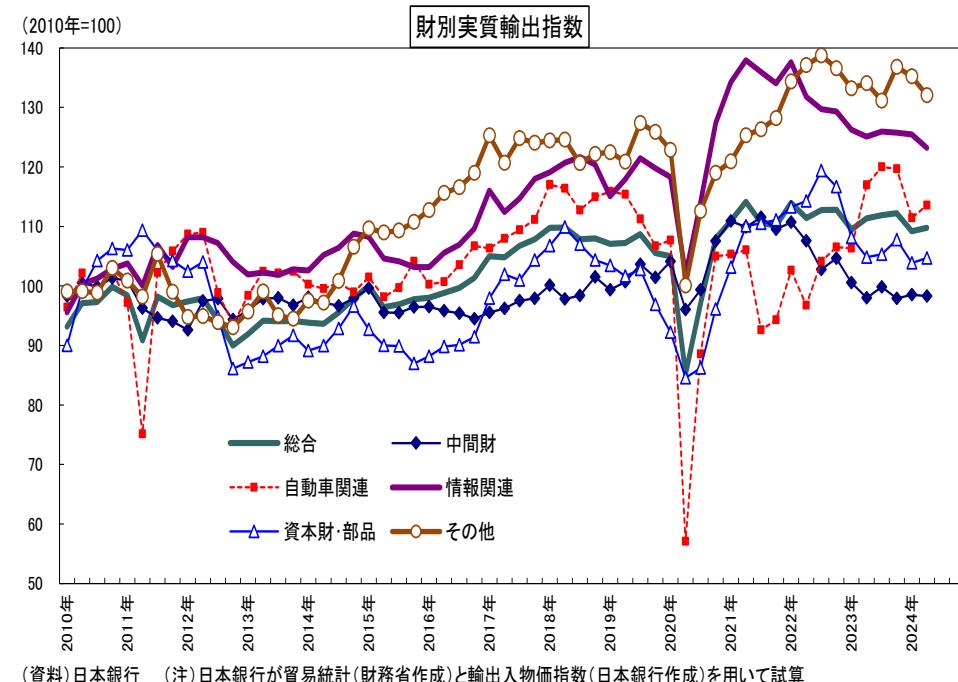
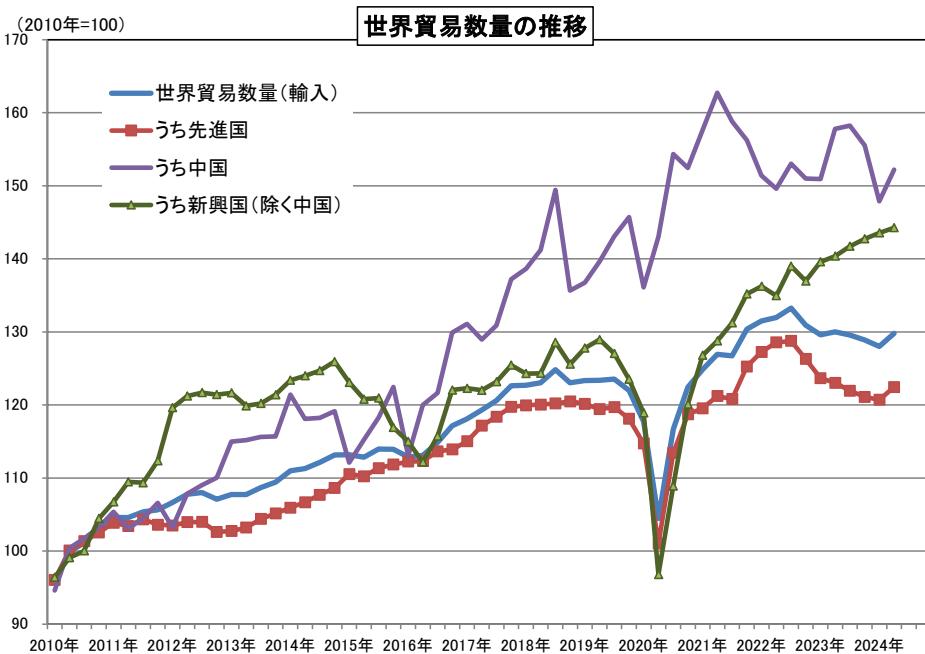


(資料)経済産業省、内閣府、日本銀行 (注)3ヶ月移動平均。機械受注は国内企業物価・投資財指数で実質化。

(資料)内閣府、日本銀行 (注)設備判断DIの最後の期はその直前の期における見通し

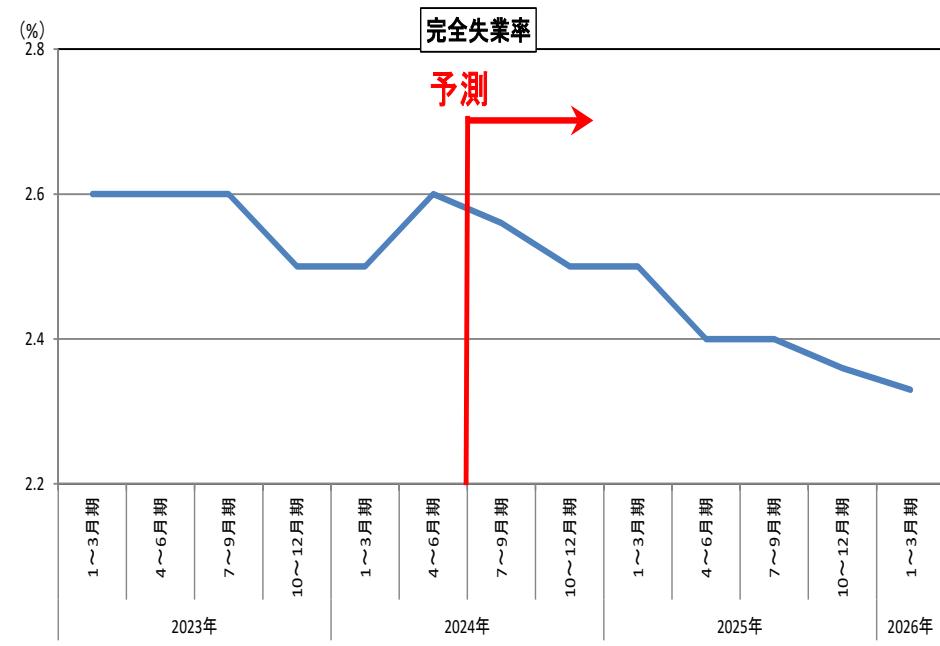
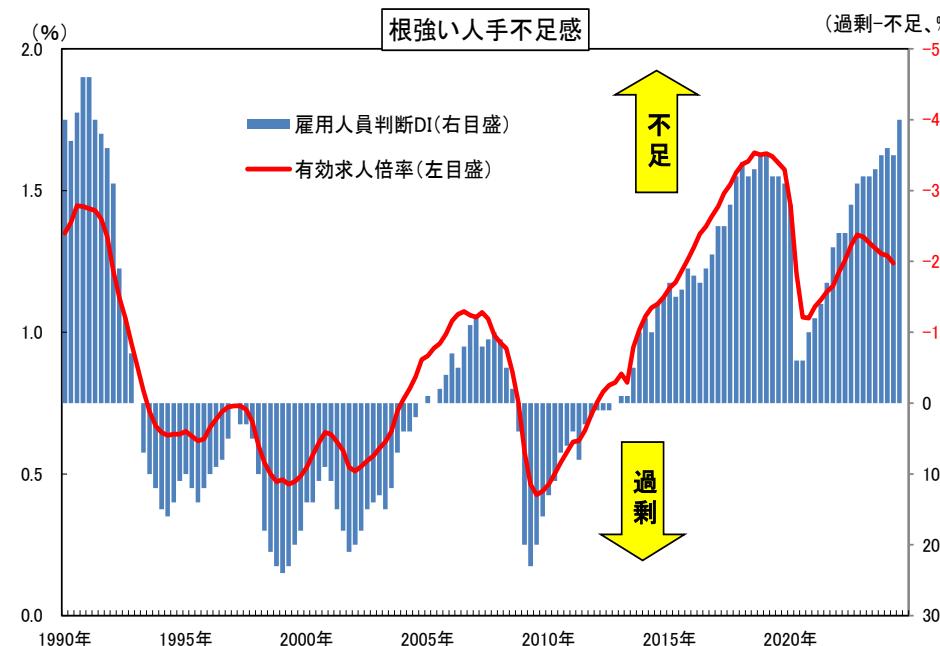
□輸出入動向

- IMF世界経済見通しなどからは、当面は世界経済の低成長状態が続くとみられるほか、「分断」も懸念されており、貿易が経済成長を牽引する力は弱まっている
- 4~6月の実質輸出指数は前期比0.5%と2期ぶりに上昇したが、1~3月期（同▲2.7%）からのリバウンドとしては鈍い
 - 地域別にみると、米国向けは底堅かったが、EU向け、中国向けなどは弱かった
 - 財別にみると、自動車の戻りが弱かったほか、情報関連も低調に推移
- インバウンド需要は底堅いものの、世界経済の低調さによって輸出全体としては伸び悩むと思われる
 - 24年度の輸出は前年度比▲1.0%と4年ぶりに減少するが、25年度は同2.3%へ持ち直すと予測
- 24年度の輸入は、国内需要の回復を受けて同2.3%と2年ぶりの増加、25年度も同3.5%と増加が続くと予測
- 24年度の経常収支は22.4兆円（名目GDP比率3.7%）、25年度は21.8兆円（同3.5%）と、黒字幅は緩やかに縮小するものの、水準自体は高い状態が続くと予測



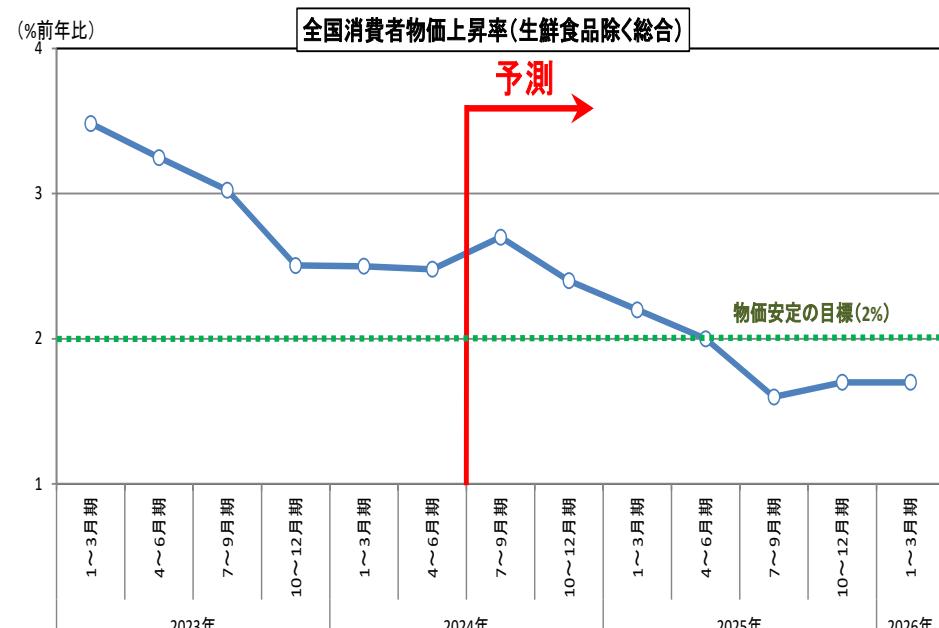
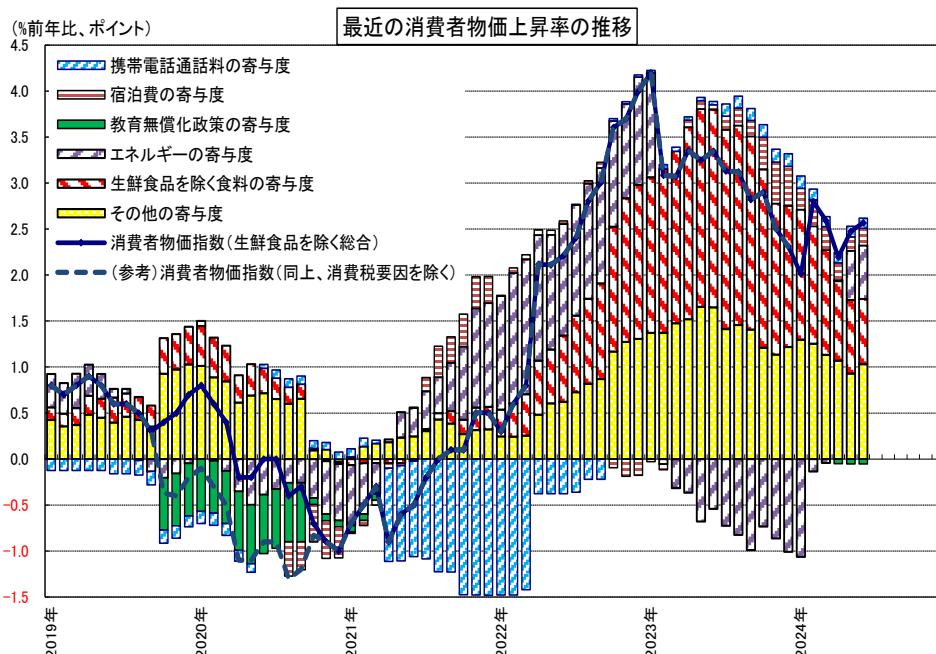
□雇用情勢

- 日銀短観などからは、人手不足感が中小企業、特に非製造業で根強いことが確認できる
 - 人手不足が事業継続のボトルネックとなっているとの指摘も
 - 過去5年で労働力化率は全体で1.4ポイント（うち女性は2.3ポイント）、60～64歳で5.4ポイント（同7.2ポイント）、65～69歳で5.9ポイント（同6.7ポイント）、それぞれ上昇
- 23年度の日本経済は総じて低成長だったことから、労働投入（=総労働時間×常用雇用者数）は減少傾向で推移してきたが、24年度入り後は増加傾向が強まっている
 - 失業率は24年2～5月にかけて2.6%で下げ渋ったが、最近は雇用は増加傾向となっており、6月は2.5%へ低下
 - 一方、22年末から23年初にかけて1.35倍まで回復した有効求人倍率は、求人数の減少傾向に伴って、24年6月は1.23倍に低下
- 失業率は24年度下期以降、改善傾向をたどるとの見通し
 - 24年度：2.5%、25年度：2.4%と緩やかに低下すると予測（26年1～3月期には2.3%へ）



□物価動向

- 23年1月には全国消費者物価（生鮮食品を除く総合（以下、コアCPI））は前年比4.2%まで上昇したが、政府の物価高対策によってエネルギー価格が押し下げられたほか、食料・日用品の値上げ圧力が緩やかに解消方向に向かったこともあり、最近は2%台半ばまで鈍化してきた
 - 6月のコアCPIは前年比2.6%、「生鮮食品及びエネルギーを除く総合（コアコアCPI）」は同2.2%
 - 東京都の高校授業料無償化（物価上昇率全体に対して▲0.49ポイントの押し下げ効果）により、7月の東京都西部コアCPIは同2.2%、コアコアCPIは同1.5%と、全国よりも低めに推移
- 政府は6月使用分まで電気・都市ガス代の負担軽減措置を終了したが、円安進行や今春の原油・天然ガス高、再エネ賦課金の大幅引き上げなどで、夏場のエネルギー高騰が懸念されたことから、8～10月使用分に対して電気・都市ガス代の負担軽減措置を復活させた
- 24年度のコアCPIは前年度比2.4%、25年度は1.7%と、鈍化傾向をたどると予測
 - 25年度入り後には2%を割り込み、その後も1%台後半での推移が見込まれる

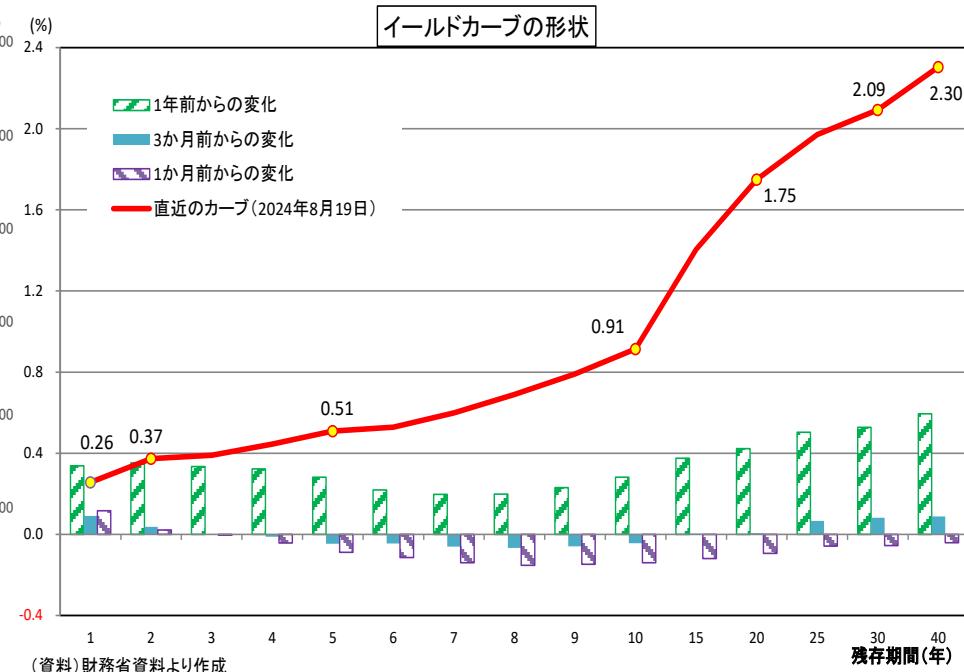
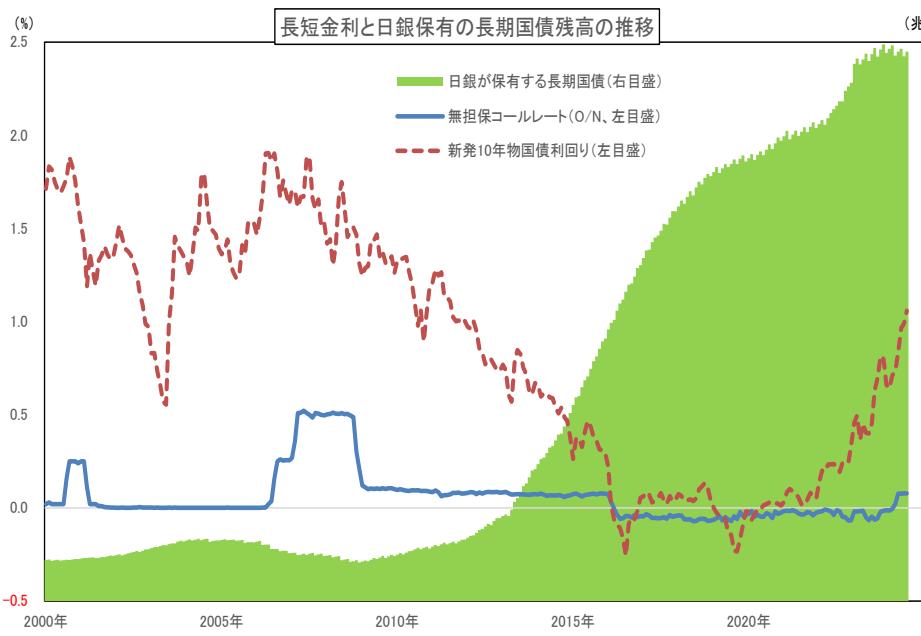


(資料)総務省統計局の公表統計より作成

(資料) 総務省統計局データを用いて、農林中金総合研究所が作成

□ 日銀は年内にも再利上げする可能性も

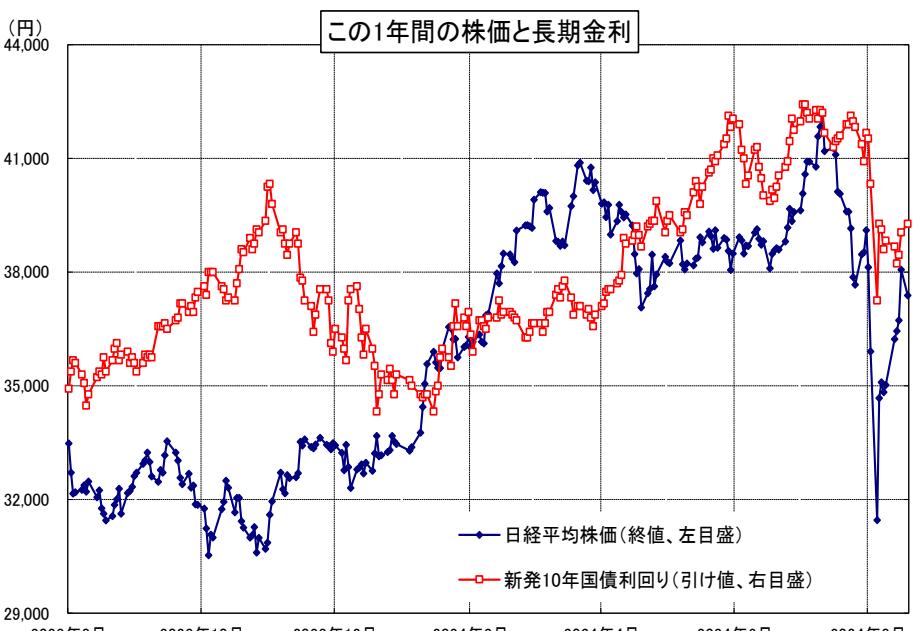
- 日本銀行は7月30～31日開催の金融政策決定会合で、政策金利である無担保コールレート（O/N）の誘導水準を0.25%程度に引き上げるほか、それまで月6兆円程度のペースで行ってきた長期国債買い入れについて毎四半期4,000億円程度ずつ減額し、26年1～3月期に月3兆円程度とすることを決定
 - 25年6月には減額計画の中間評価を行い、必要であれば適宜計画に修正を加えるほか、26年4月以降の国債の買入れ方針について検討し、その結果を公表する、とした
- 7月の「経済・物価情勢の展望（展望レポート）」では、24年度の物価見通しを前年度比2.5%と前回4月時点（同2.8%）から引き下げた半面、25年度はその反動が出るとして同2.1%へ上方修正、26年度は同1.9%で据え置いた
- 植田総裁は、展望レポートで示した経済・物価の見通し通りに動いていけば、それに応じて引き続き政策金利を引き上げ、金融緩和の度合いを調整していくとの方針を示し、マーケットからは利上げに前向きと受け取られた
- マーケットが8月上旬にかけて大波乱の展開となったことを受けて、日銀は利上げを急がない方針を示したが、マーケットが落ち着きを取り戻し、かつ「賃金と物価の好循環」が強まっていることが確認できれば、年内の追加利上げもありうる
 - とはいっても、25年度入り後は2%の物価安定目標の達成ができず、利上げ継続が困難になるだろう



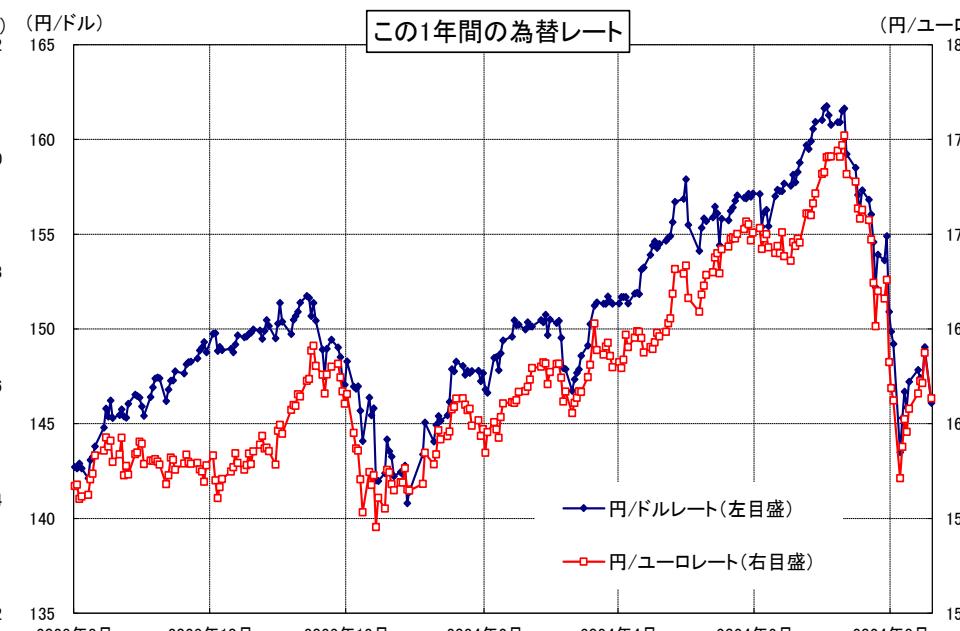
6 金融市场の見通し

□市場概況

- 日経平均株価は6月下旬以降の円安進行や、米国経済のソフトランディング期待などに支えられた米株高に牽引され、7月上旬に再び過去最高値を更新、11日には一時42,426.77円まで上昇
 - その後はスピード調整的な動きに加え、政府の円買い介入で為替レートが円高方向に戻ったこと、米中摩擦激化への警戒、さらに中東情勢の緊迫化などもあり、軟調な展開に
- 日銀は7月会合以降に国債買い入れ減額を開始することを公表したほか、24年春闇の結果を受けて名目賃金上昇率が高まってきたことで、マーケットは早期利上げの可能性が意識、6月下旬以降の長期金利は1%台で推移
- 内外金利差がなかなか縮小に向かわないと見方から、7月中旬には一時1ドル=162円に迫る38年ぶりの円安水準となったが、6月の米CPIの発表後に円高方向に急反転
 - 政府は大型連休中（9.8兆円規模）に続き、7月中旬に5.5兆円規模の円買い介入を実施
- 植田日銀総裁が利上げに対して積極的な姿勢を示したこと、7月FOMC後にパウエルFRB議長が9月利下げの可能性を示唆したこと、7月の米雇用統計を受けて景気悪化懸念が急浮上したこと等から、8月入り後は株安・金利低下・円高といった流れが一気に強まるなど、マーケットが大きく動搖
 - その後、中旬にかけて米国の過度な景気悪化懸念が後退、主要国の株価は概ね7月下旬の水準近くまで戻した



(資料)Nikkei Financial Quest



(資料)Nikkei Financial Quest (注)東京市場の17時時点。

□当面の見通し

- 長期金利

- マーケットの混乱を受けて早期の再利上げ観測は後退したが、「賃金と物価の好循環」が強まっていることが確認できれば、日銀は従来の利上げ路線に戻ることから、国内の長期金利は上昇しやすい地合いにある
- 一方で、近い将来、Fedも利下げに転じることが確実視され、海外から金利低下圧力が波及することから、国内金利の上昇テンポは緩やかであろう

- 株価

- 円安や価格転嫁の進展などを背景に23年度の企業業績は好調だったが、企業活動そのものは停滞気味であるほか、24年度の減益見通しを前提にすれば、8月上旬の大幅下落から値を戻した後の株価は上値の重い展開が予想される

- 為替レート

- 日銀は利上げ路線、欧米中銀は利下げ路線をたどるとみられ、今後は内外金利差が縮小を続ける可能性が高いことから、徐々に円高方向に推移すると予想

金利・為替・株価の予想水準

年／月 項 目	2024年			2025年	
	8月 (実績)	9月 (予想)	12月 (予想)	3月 (予想)	6月 (予想)
無担保コールレート翌日物 (%)	0.227	0.20～0.30	0.20～0.55	0.20～0.55	0.45～0.80
TIBORユーロ円(3M) (%)	0.2550	0.10～0.30	0.10～0.45		
国債利回り	20年債 (%)	1.720	1.60～1.90	1.65～1.95	1.70～2.10
	10年債 (%)	0.885	0.75～1.10	0.80～1.20	0.90～1.30
	5年債 (%)	0.505	0.40～0.65	0.45～0.70	0.50～0.80
為替レート	対ドル (円/ドル)	146.1	140～160	135～155	133～153
	対ユーロ (円/ユーロ)	161.3	150～170	145～165	143～163
日経平均株価 (円)	37,388	38,500±3,000	39,000±3,000	40,000±3,000	40,500±3,000

(資料)NEEDS-FinancialQuestデータベース、Bloombergより作成(先行きは農林中金総合研究所予想)

(注)実績は2024年8月19日時点。予想値は各月末時点。国債利回りはいずれも新発債。