

最近の経済動向

2024年12月27日

 **DBJ** 株式会社日本政策投資銀行
設備投資研究所 金融経済研究センター

Executive summary

日本経済は、2024年7～9月期GDP(2次速報)が、設備投資がマイナスとなったものの、消費が2期連続で増加したことなどにより、前期比年率1.2%増とプラス成長を維持しました。24年前半は自動車の認証不正問題などにより内外需でもたつきましたが、実質賃金が緩やかに改善する中、消費も上向きつつあり、日本経済は緩やかな回復の動きがみられます。

海外経済は、米国は足元で労働市場が緩やかに減速するものの、消費を中心に緩やかな成長が続いています。欧州はインフレの鈍化により小売など消費が上向くなど、緩やかに回復しています。中国は消費関連の指標が弱く、年初にみられた成長の勢いが弱まり、持ち直しが緩やかになっています。

Contents

Section 1	今月の景気判断	2
Section 2	日本経済	4
Section 3	海外経済	16
Section 4	マーケット動向	33

* 本資料は原則として12月23日までに発表された経済指標に基づいて作成しています

Section 1

今月の景気判断

今月の景気判断

	2024年12月	2025年1月
日本	緩やかな回復の動きがみられる	緩やかな回復の動きがみられる
設備投資	横ばい	横ばい
公共投資	緩やかに持ち直し	緩やかに持ち直し
住宅	横ばい	横ばい
消費	緩やかな回復の動きがみられる	緩やかな回復の動きがみられる
輸出	横ばい	横ばい
輸入	横ばい	横ばい
生産	均せば横ばい	均せば横ばい
雇用	改善	改善
消費者物価	伸びが横ばい	伸びが小幅に上昇
米国	減速懸念がある中、緩やかに成長	減速懸念がある中、緩やかに成長
欧州	緩やかに回復	緩やかに回復
中国	持ち直しが緩やかになっている	持ち直しが緩やかになっている

(備考) 上方修正の場合は赤字、下方修正の場合は青字で表記

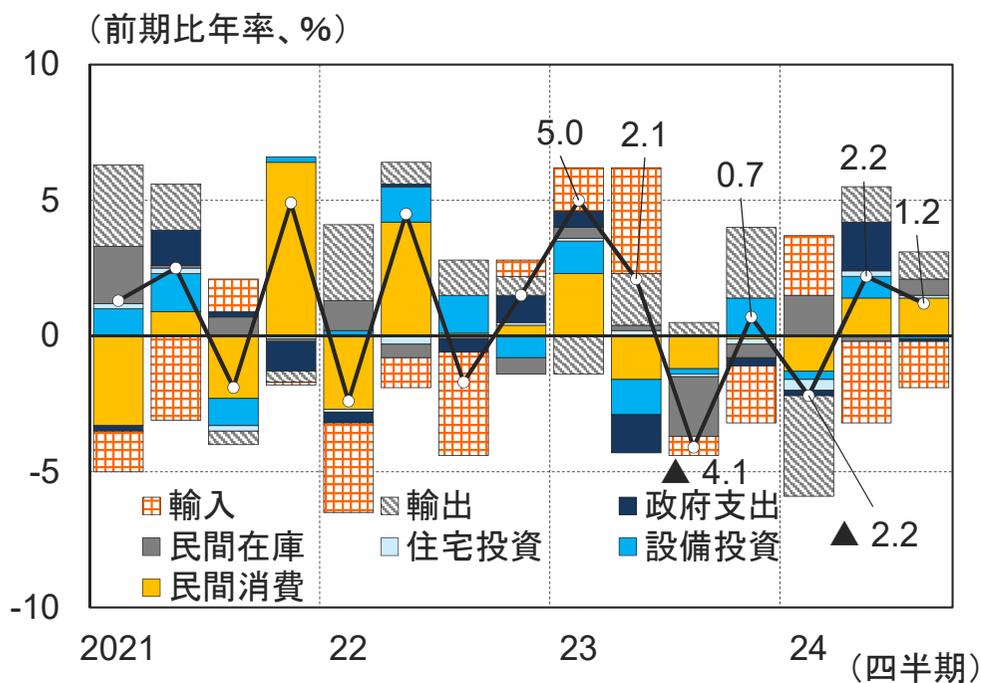
Section 2

日本経済

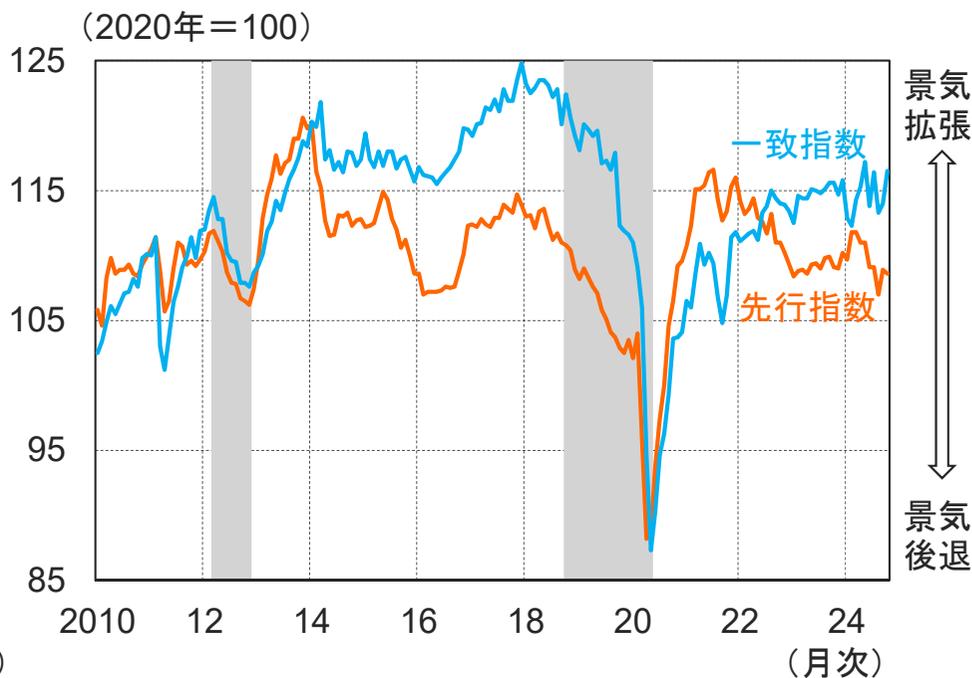
日本経済は、緩やかな回復の動きがみられる

- ▶ 2024年7～9月期実質GDP(2次速報)は、1次速報(前期比年率0.9%増)から上方修正となり、同1.2%増となった。上方修正の要因は輸出や在庫投資などである。消費はやや下方修正となったが、消費を中心に回復しているという全体像に変化はない。日本経済は、緩やかな回復の動きがみられる。
- ▶ 景気動向指数の推移をみると、景気の動きに一致して変動する一致指数は、振れを伴いながらも緩やかに改善している。一方、景気の動きに先行する先行指数は、依然低調な消費者マインドや新規求人数の増加の鈍さなどから24年以降悪化基調にある。足元、景気後退が懸念されているような地合いではないが、先行指数の今後の動きが注目される。

実質GDP成長率



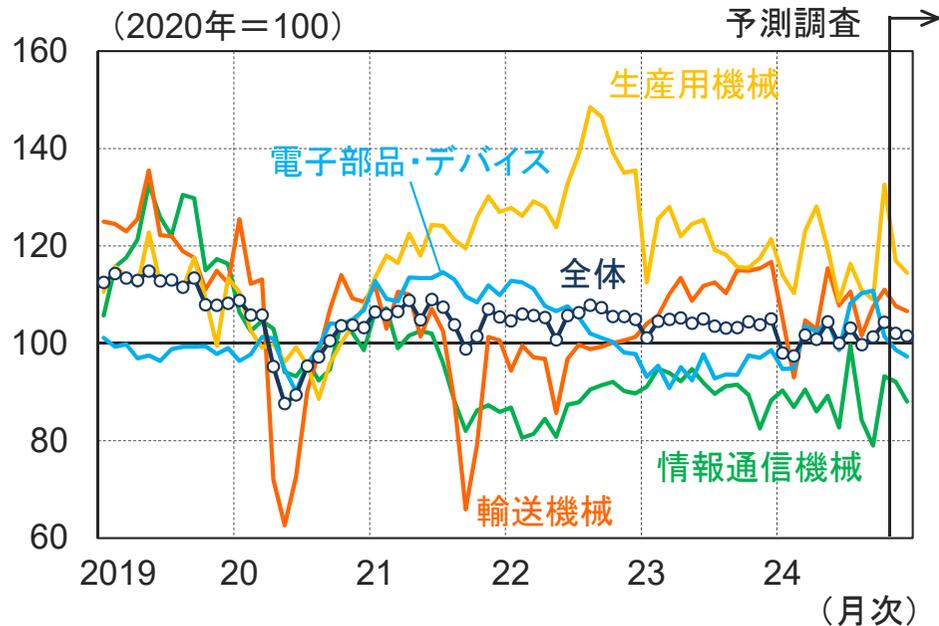
景気動向指数



鉱工業生産は均せば横ばい、サービス業は緩やかに持ち直し

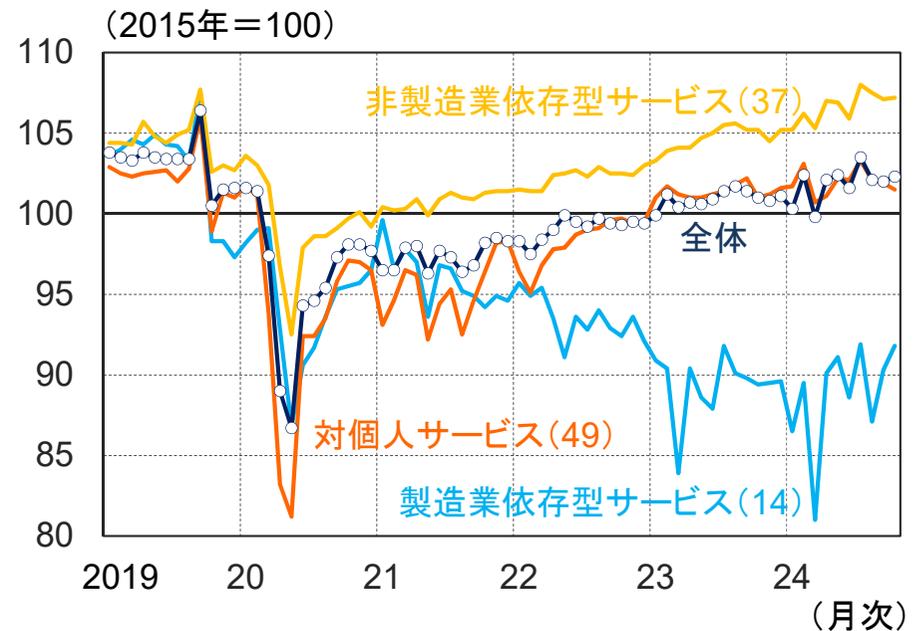
- ▶ 10月の鉱工業生産は、台風による8月末から9月初の工場稼働停止のばん回生産が続いた自動車などの輸送機械や情報通信機械が増加したほか、輸出向けが好調な半導体製造装置などの生産用機械が大幅に増加し、前月から伸びが拡大した。ただし、先行きは生産用機械や輸送機械が2ヵ月連続で減少する計画となっており、基調としては横ばいが続くと思われる。
- ▶ サービス業の活動を実質でみる第3次産業活動指数は、10月は医療、福祉を中心に増加し、コロナ禍の落ち込みを経て緩やかに持ち直している。金融仲介業などが堅調な非製造業依存型サービスはコロナ前の水準を回復しているほか、対個人サービスは医療、福祉がけん引しコロナ前に近づいている。製造業依存型サービスも、認証不正問題を受け自動車卸売業が落ち込んだ24年初から持ち直している。

鉱工業生産



(備考) 経済産業省

第3次産業活動指数

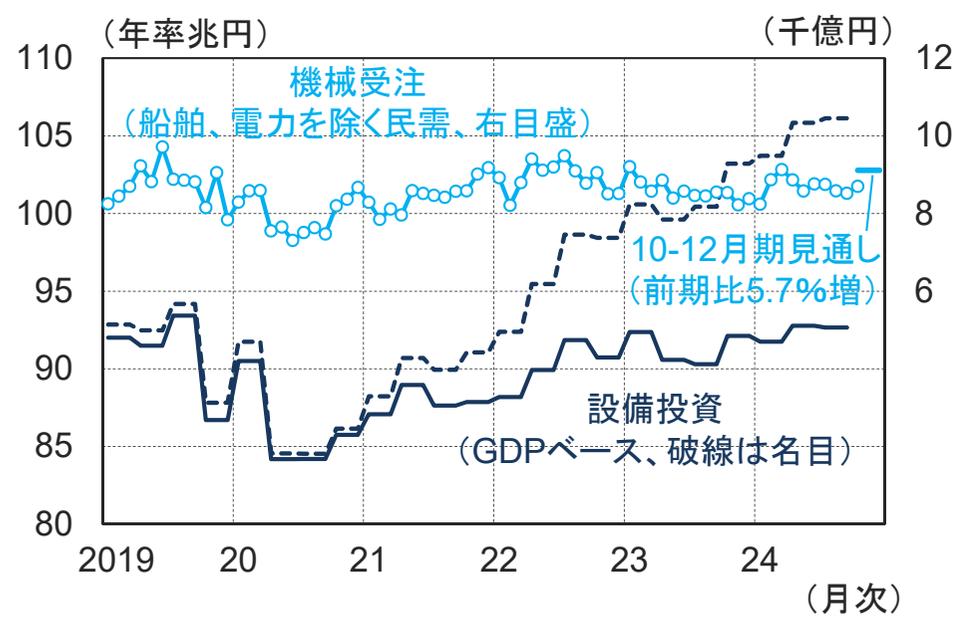


(備考) 1. 経済産業省 2. ()内はウエート

設備投資は横ばい

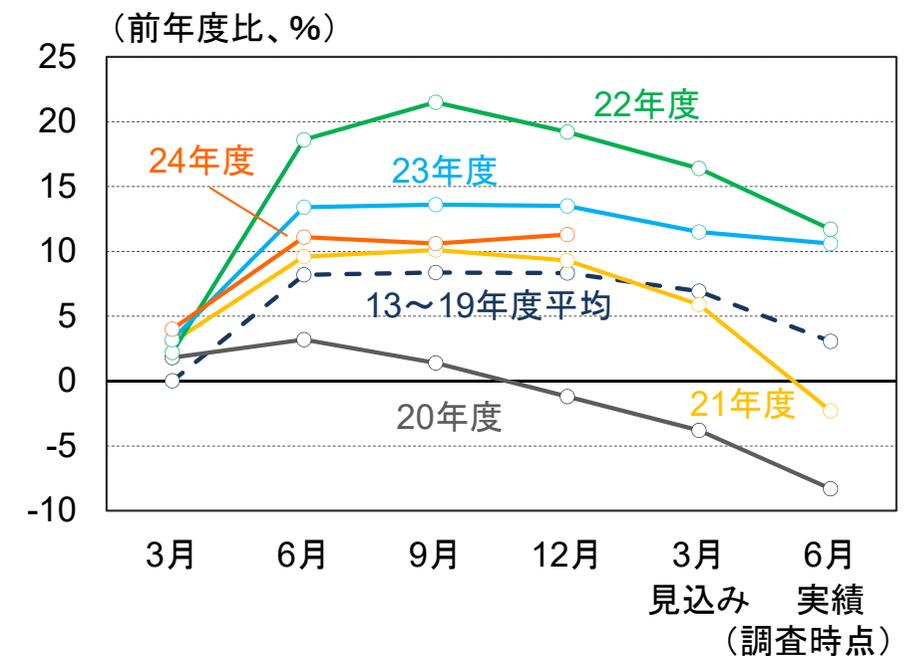
- ▶ 7～9月期の実質設備投資（GDPベース）は、前期比年率0.5%減少した。企業の旺盛な設備投資意欲に比べると弱く、均してみると24年に入って横ばいとなっている。機械投資の先行指標である10月の機械受注は、製造業がけん引しやや増加したが、10～12月期の見通し達成には伸び拡大が必要となる。
- ▶ 12月日銀短観の24年度大企業設備投資計画は、前回調査から上方修正され前年度比11.3%増加となった。売上・収益計画の経常利益が前回調査から上方修正されたこともあり、企業の設備投資需要は堅調が続いている。一方で、過去の修正パターンでは下方修正が見込まれるほか、建設工事の供給制約や工事費上昇などが計画の下振れ要因となる可能性がある。

設備投資、機械受注



(備考)1. 内閣府 2. 設備投資は四半期

日銀短観 大企業設備投資計画

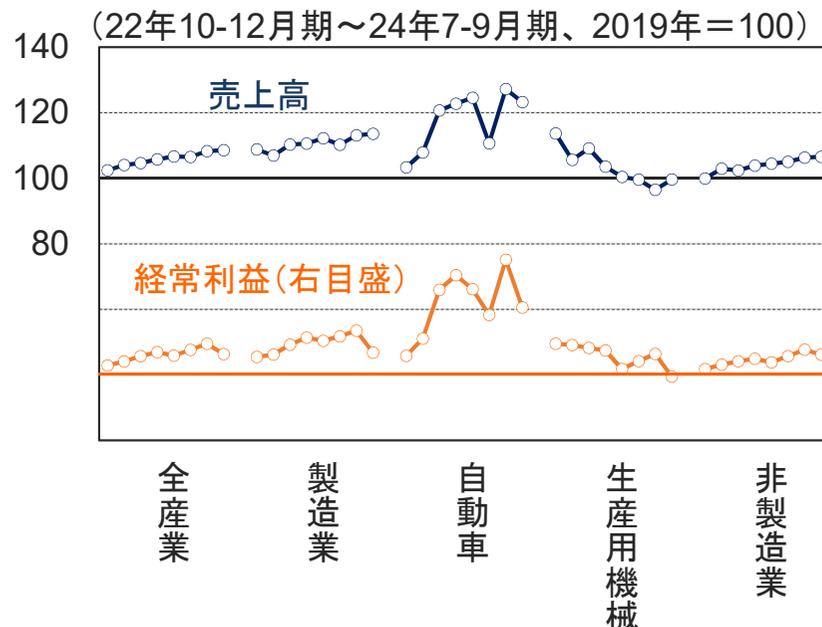


(備考)1. 日本銀行 2. ソフトウェアを除く、土地を含む

企業業績は製造業、非製造業ともに減益

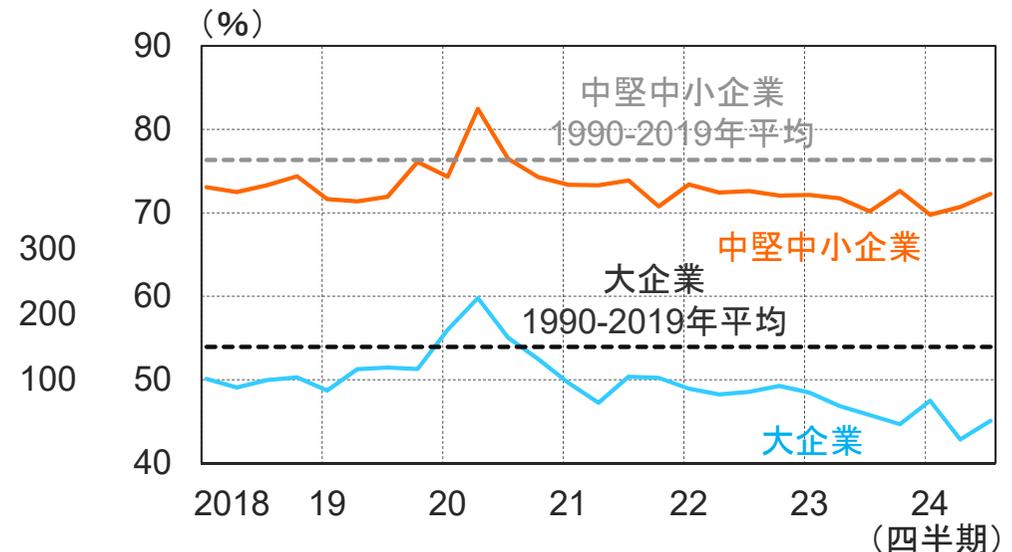
- ▶ 7～9月期の法人企業統計では、売上高は製造業、非製造業ともに小幅に増加したが、経常利益は円高の進行などにより製造業が大幅に減少したほか、人件費上昇を受け非製造業も減益となった。産業別では、円高に加え、台風による工場稼働停止の影響もあった自動車や、中国向けが減速したとみられる生産用機械が減益となった。
- ▶ 企業の労働分配率は、24年7～9月期は減益と人件費上昇により大企業、中堅中小企業ともに上昇したが、コロナ前の長期平均を下回っている。大企業では23年以降の収益拡大により低水準にあり、25年以降の賃上げ継続にも余力を有しているとみられる。中堅中小企業もコロナ前の平均を下回っているものの、大企業に比べると、労働分配率の水準が高く賃上げ余地は限定的とみられる。

売上高、経常利益



(備考) 1. 財務省 2. 金融保険業を除く全規模
3. 季節調整はDBJによる

労働分配率

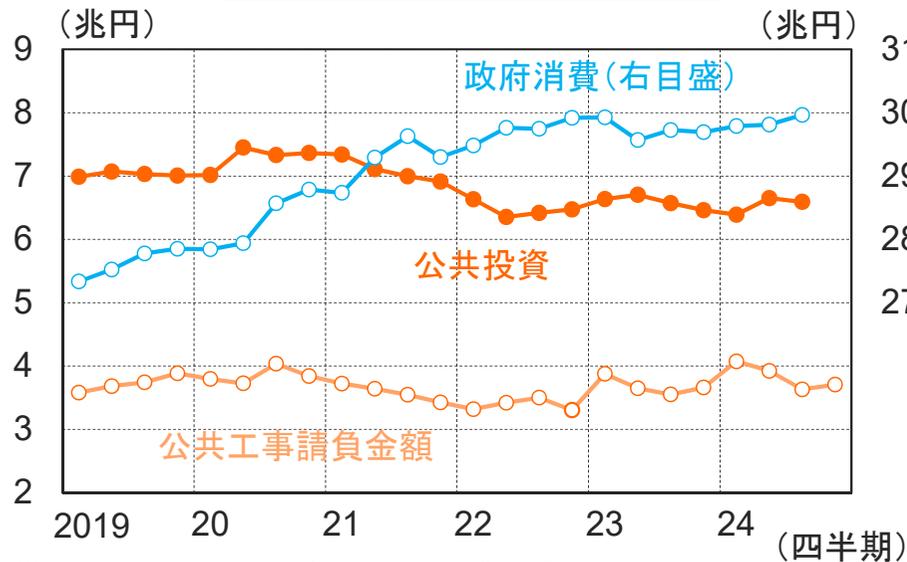


(備考) 1. 財務省 2. 金融保険業を除く 3. 大企業は資本金10億円以上、中堅中小企業は資本金1千万円以上10億円未満
4. 労働分配率=人件費/付加価値、付加価値=営業利益+人件費+減価償却費 5. 季節調整はDBJによる

公共投資は緩やかに持ち直し、住宅投資は横ばい

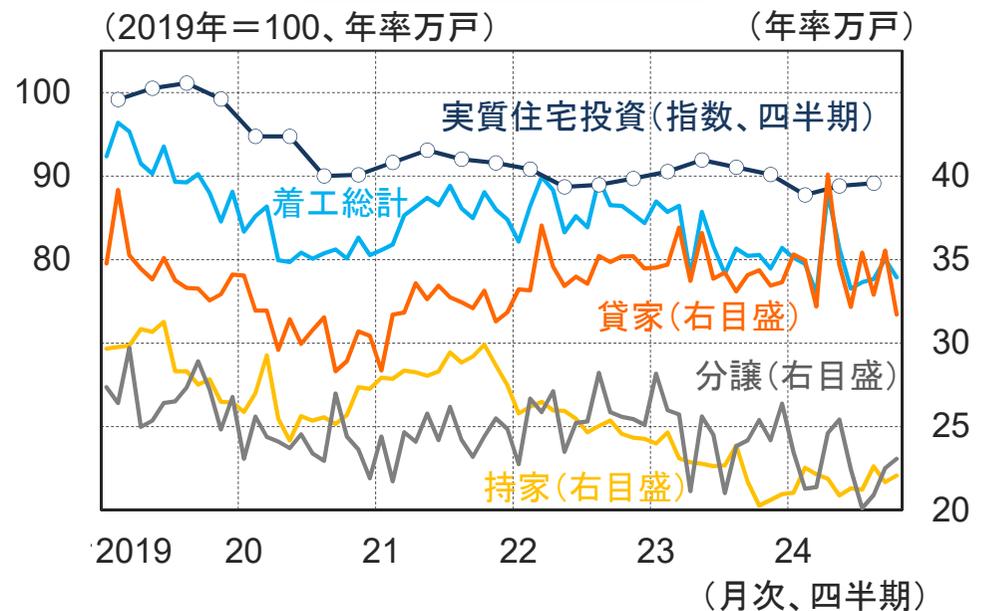
- 7～9月期の実質公共投資（GDPベース）は、前期比年率4.3%減となったが、今年度に入り、緩やかな持ち直し基調となっている。政府消費は同0.6%増となった。23年度にコロナ関連予算の縮小などで減少したが、24年度以降増加している。また、AI・半導体分野の投資強化、物価高対策、防災・減災・国土強靱化向けの経済対策の財源となる24年度補正予算案が12/17に成立した。予算額は昨年度（13.2兆円）を上回る13.9兆円となり、政府支出の支えとなる。
- 7～9月期の実質住宅投資（GDPベース）は前期比年率1.4%増加し、前期からおおむね横ばいとなった。10月の住宅着工戸数は、このところ振れの大きい貸家が減少し前月比2.7%減となった。今後も、雇用所得環境の改善はプラス材料となるものの、建築費高騰を背景とする住宅価格の上昇もあり、横ばいの動きが続くとみられる。

公共投資および政府消費



- (備考) 1. 内閣府、北東西三建設業保証会社
 2. 公共投資と政府消費は実質
 3. 請負金額の24年10-12月期は10月のみで計算

住宅投資と着工戸数

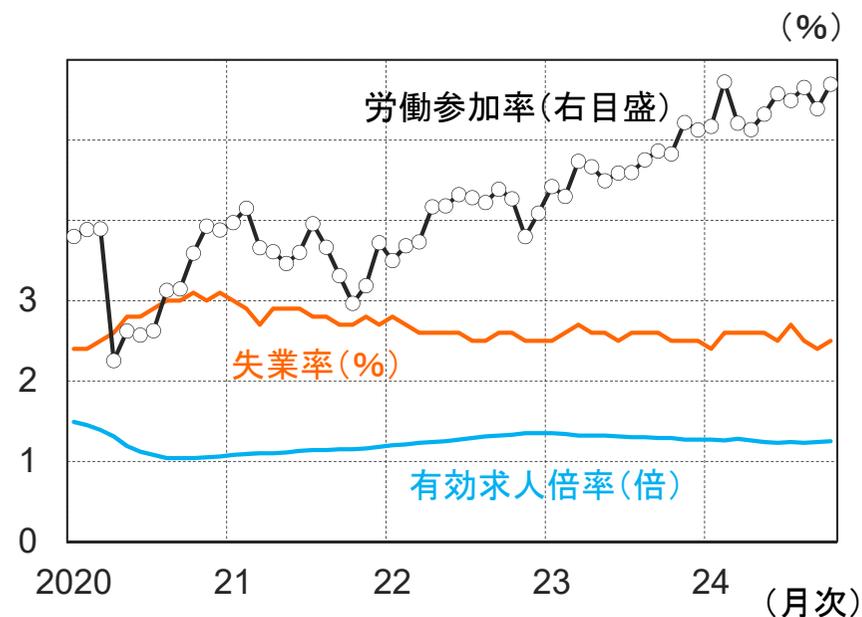


- (備考) 国土交通省、内閣府

雇用は改善している

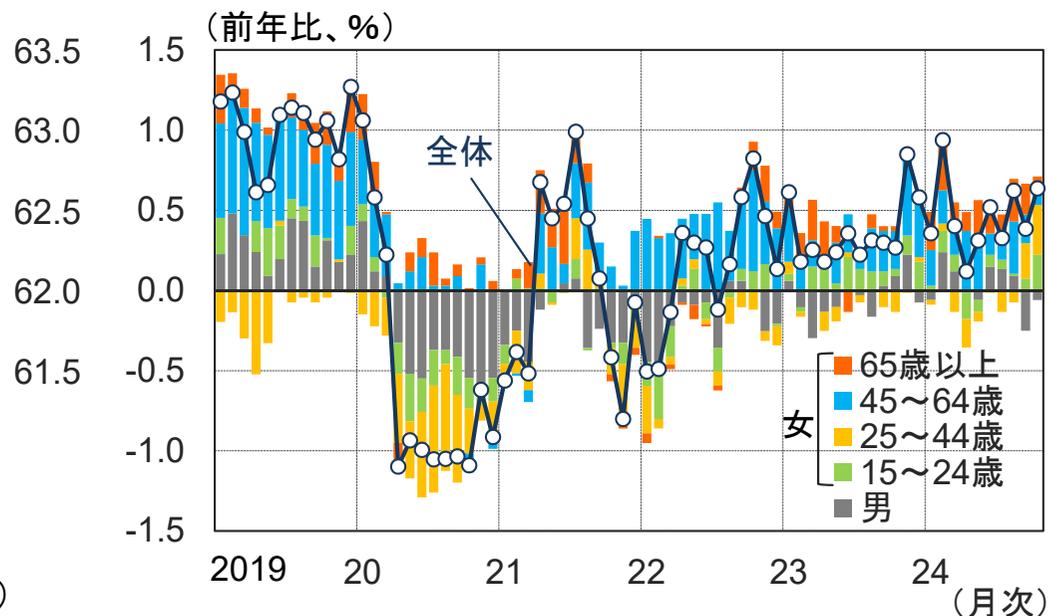
- 10月の失業率は2.5%と前月から小幅に上昇したものの、コロナ前を上回る水準である労働参加率が引き続き上昇したほか、有効求人倍率も1.25倍と2ヵ月連続で上昇し、雇用は改善している。
- コロナ禍からの景気回復が進み人手不足も高まる中、就業者数は宿泊飲食業、医療福祉業などを中心に27ヵ月連続で前年比プラスとなっている。性別で見ると、子育て支援策や働き方改革などもあり、幅広い年代で女性の雇用が増加している。非正規雇用者の約25%が、税や社会保険料の負担が発生する年収の壁などを意識して就業調整を行っているとみられており、雇用の増加に加えて年収の壁引き上げによる労働時間の増加が、人手不足の緩和に寄与する可能性がある。

失業率、有効求人倍率、労働参加率



(備考) 総務省、厚生労働省

就業者数

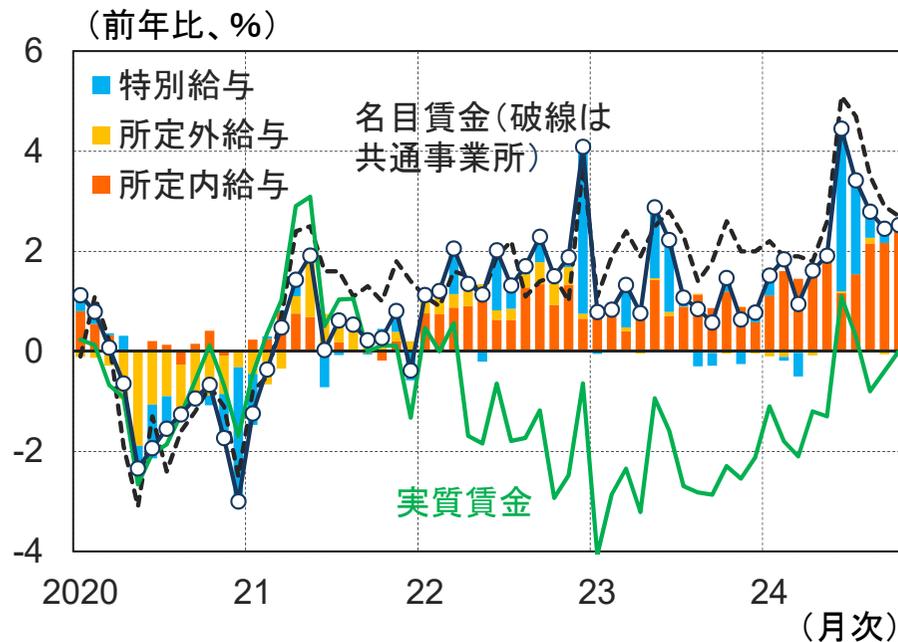


(備考) 総務省

消費は緩やかな回復の動きがみられる

- 10月の賃金の伸びは、最低賃金改定などに伴う所定内給与の拡大もあり、前年比2.6%増となった。実質賃金の伸びは、エネルギーにより消費者物価が鈍化し、0%となった。今後も所定内給与は堅調な伸びが続くとみられるものの、物価高対策による物価押し下げが縮小し、実質賃金の伸びは当面0%近傍で推移すると見込まれる。
- 7～9月期の実質民間最終消費（GDPベース）は、前期比年率2.8%増加して2期連続のプラスとなった。10月の月次推計（総務省、CTIマクロ）は、自動車などの耐久財が増加するものの、気温の高止まりにより衣料品などの半耐久財などが減少し、前月から低下した。

賃金



(備考) 厚生労働省

実質民間消費

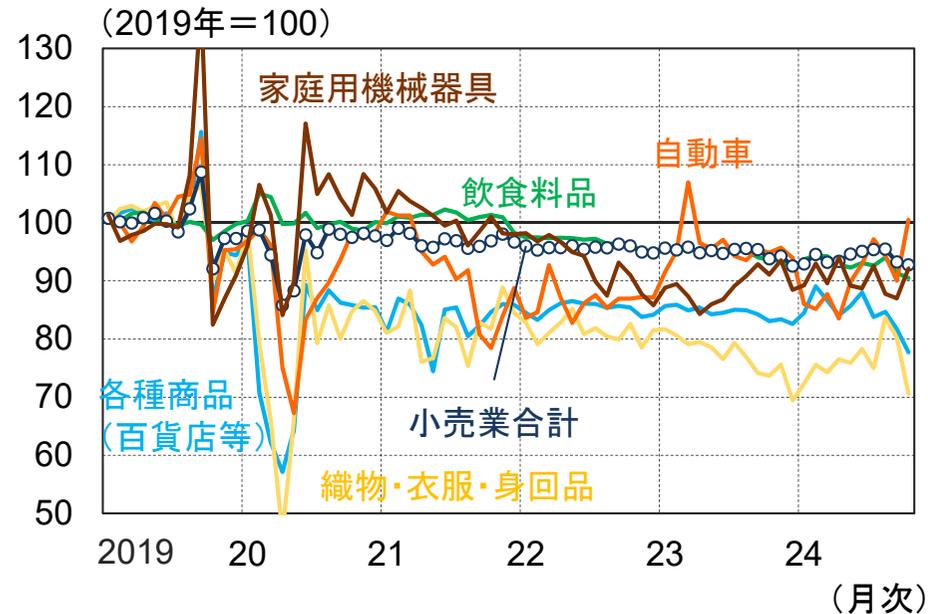


(備考) 内閣府、総務省

財消費は残暑が影響し減少、消費マインドはやや持ち直し

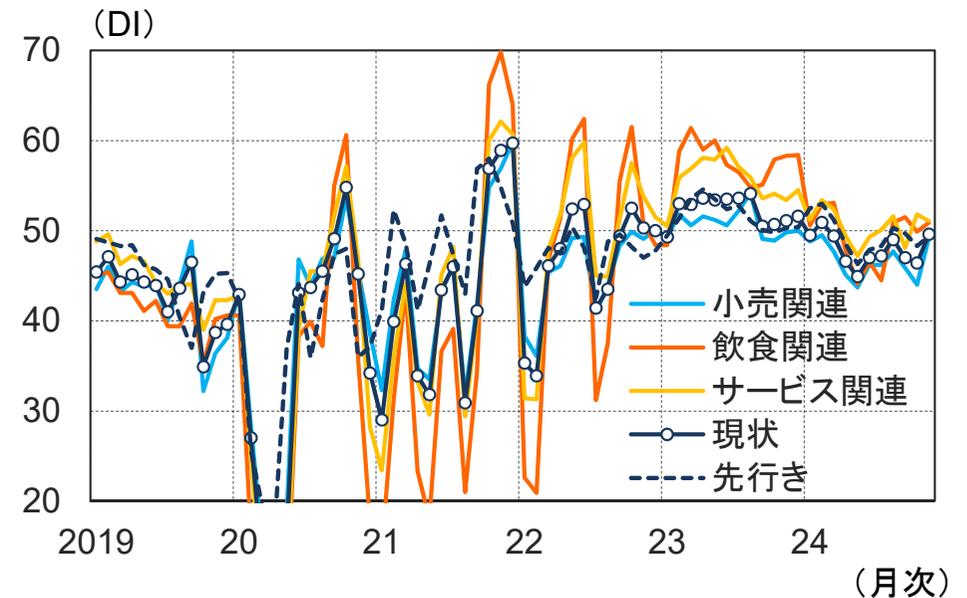
- ▶ 10月の実質小売業販売額は、前月比0.5%減少した。自動車や家庭用機械器具が増加したものの、まとまった値上げがあった飲食料品や、長引いた残暑により秋冬物が振るわなかった織物・衣服・身回品が減少した。
- ▶ 11月の景気ウォッチャー調査(家計動向関連)は、現状判断DIが小売関連を中心に上昇して49.6となり、やや持ち直した。好調なインバウンドに加えて、気温の低下から秋冬物衣料品などの販売増加を指摘するコメントが多くみられた。

実質小売業販売額



(備考) 経済産業省

景気ウォッチャー(家計動向関連)

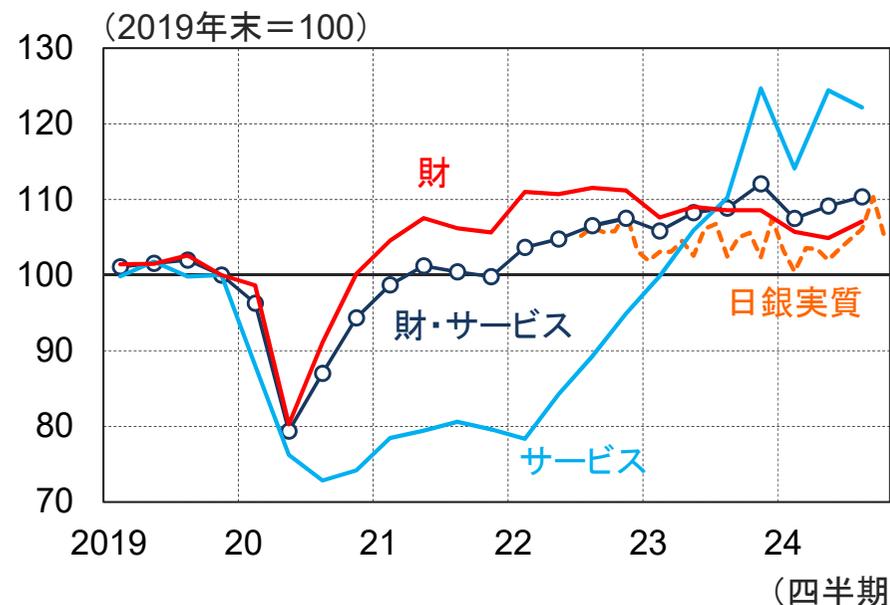


(備考) 内閣府

輸出は横ばい

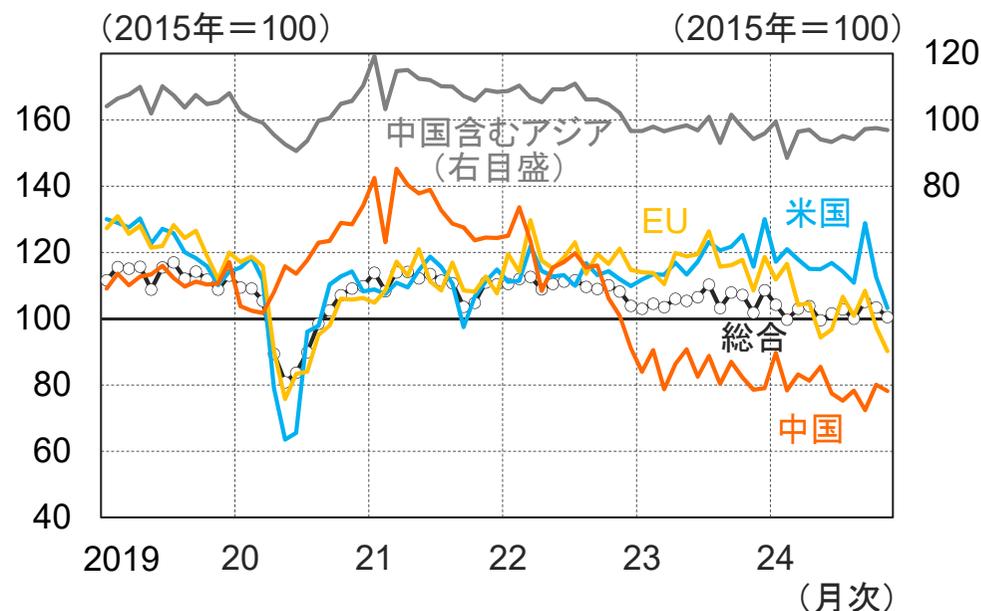
- ▶ 7～9月期の実質輸出(GDPベース)は前期比年率4.5%増加し、均してみると23年半ば以降横ばいが続いた。財輸出は、一部自動車メーカーの生産再開に伴う輸送用機器の増加が一服したものの、アジア向けの半導体等電子部品など電気機器で増加した。前期に大きく増加したサービス輸出は、8月の地震や台風に伴う一時的なインバウンド需要の低下により減少した。
- ▶ 11月の日銀実質輸出は前月比2.3%減、輸出数量指数は同2.8%減少した。国・地域別にみると、米欧中心に自動車などの輸送用機器が大幅に減少し全体を押し下げた。先行きは、米国が緩やかな景気減速となる中、欧州の緩やかな持ち直しにより横ばい基調になるとみられるが、トランプ次期政権下での関税引き上げに備えた駆け込み輸出により、一時的に増加する可能性がある。

実質輸出(GDPベース)



(備考) 1. 内閣府、日本銀行 2. 日銀実質は月次、7-9月期平均がGDPの実質財輸出と一致するよう水準調整を行った

国・地域別輸出数量指数

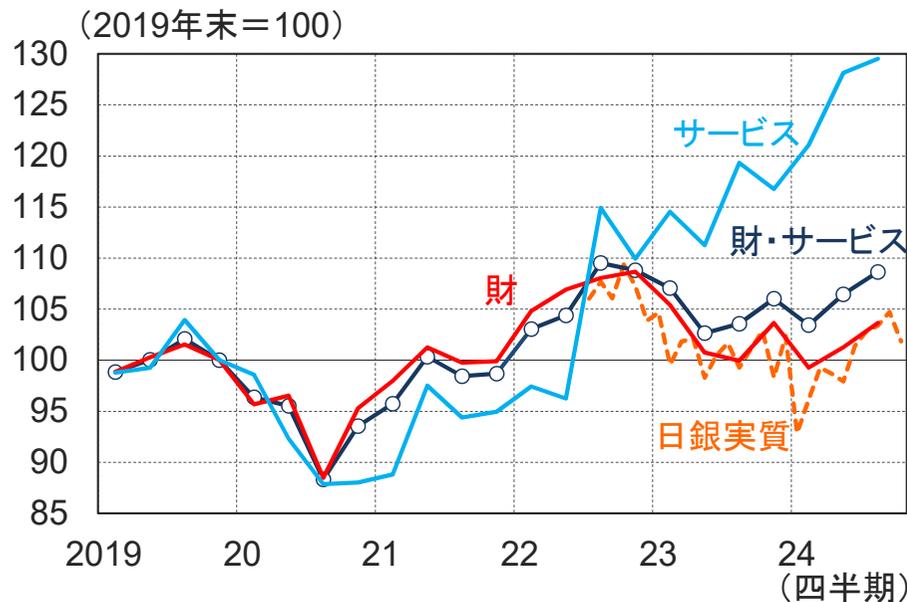


(備考) 財務省、内閣府

輸入は横ばい、経常収支は黒字が拡大

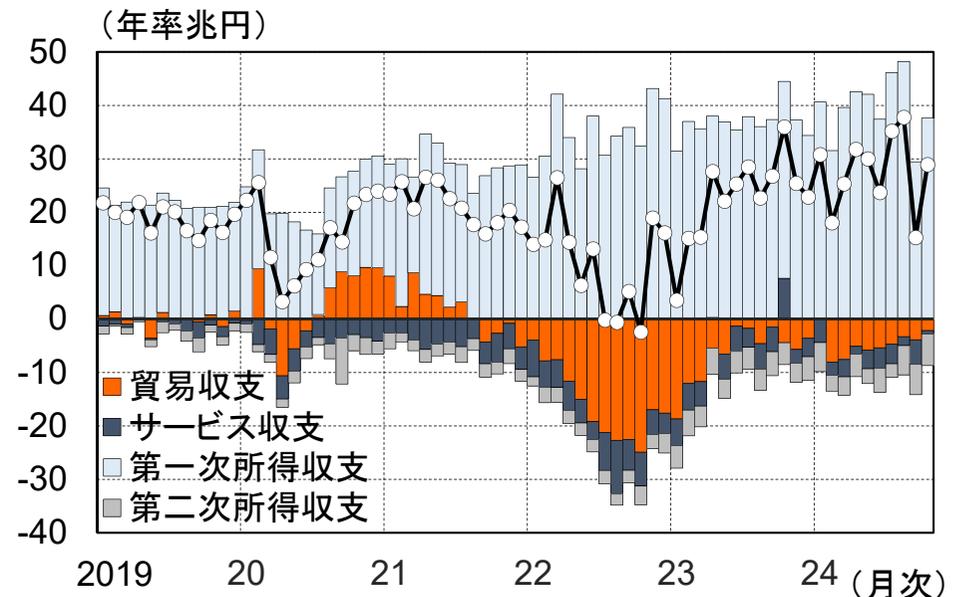
- ▶ 7～9月期の実質輸入（GDPベース）は前期比年率7.4%増加し、23年初以降内需がもたつく中、横ばいが続いた。財輸入が、医薬品などの化学製品や電気機器などで増加したほか、サービス輸入も日本人の海外旅行の持ち直しにより旅行サービスへの支払いが増加した。
- ▶ 10月の経常収支は、前月から黒字が拡大した。直接投資収益の増加に伴い第一次所得収支の黒字が拡大したほか、サービス収支は知的財産権等使用料などのその他サービスの受取増加によって赤字が縮小した。貿易収支も、輸出の増加及び輸入の減少により赤字幅が縮小した。

実質輸入（GDPベース）



(備考) 1. 内閣府、日本銀行 2. 日銀実質は月次、7-9月期平均がGDPの実質財輸入と一致するよう水準調整を行った

経常収支

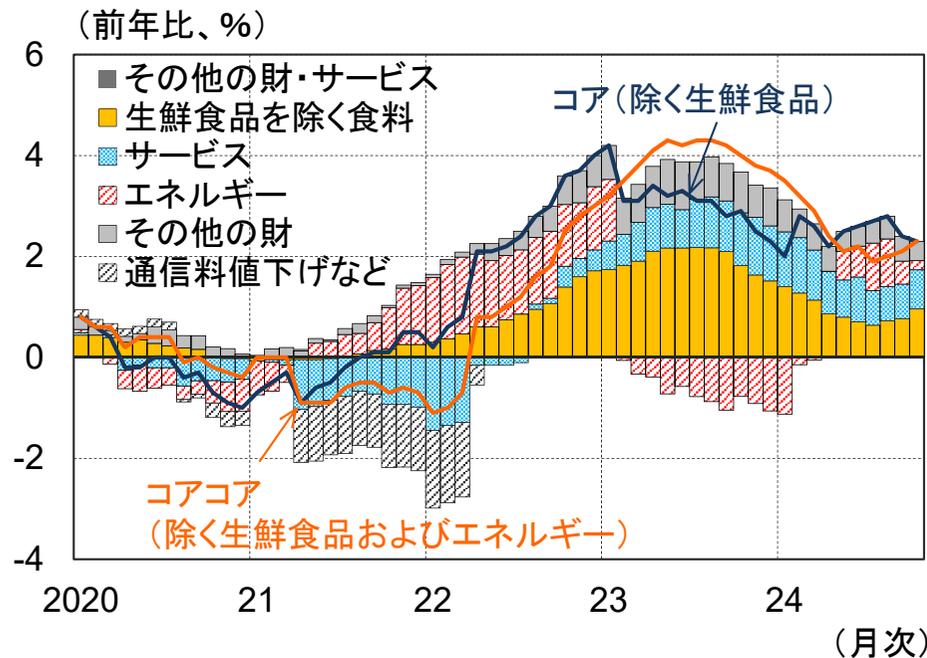


(備考)財務省

消費者物価の伸びは小幅に上昇、企業の資金繰り判断は横ばい

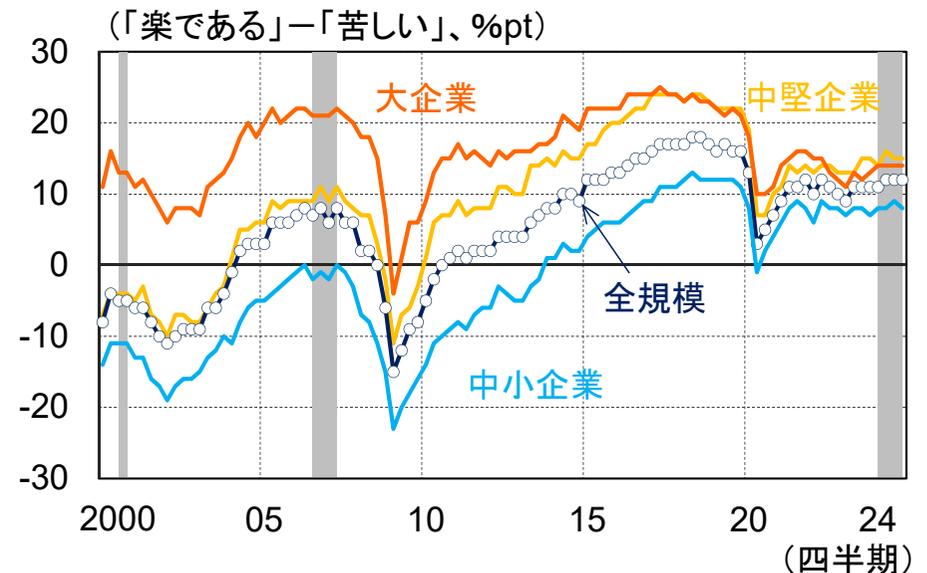
- 10月の消費者物価(除く生鮮食品、コア)の伸びは、エネルギーにより前年比2.3%に鈍化した。一方、生鮮食品およびエネルギーを除くコアコアは、米類を中心とした食料により小幅に上昇した。今後、コアの伸びは酷暑乗り切り緊急支援の終了により25年初にかけて高まるほか、コアコアでも食料の伸び拡大の影響が継続すると見込まれる。
- 12月の日銀短観では、企業の資金繰り判断は前回調査から横ばいだった。規模別にみると、大企業と中堅企業は前回から横ばいで、中小企業は小幅に悪化した。21年から均せば横ばいが続いた。中堅、中小企業は金利上昇の影響を大企業に比べて受けやすいとみられるが、過去の利上げ局面と比較してDIは高水準を維持しており、利上げに対する資金繰り面の余力は以前よりも大きいと考えられる。

消費者物価



(備考) 1. 総務省 2. 内訳はコアCPIに対する寄与度

資金繰り判断DI



(備考) 1. 日本銀行 2. 全産業 3. シャド一部分は利上げ局面
4. 大企業は資本金10億円以上、中堅企業は1億円以上10億円未満、中小企業は2千万円以上1億円未満

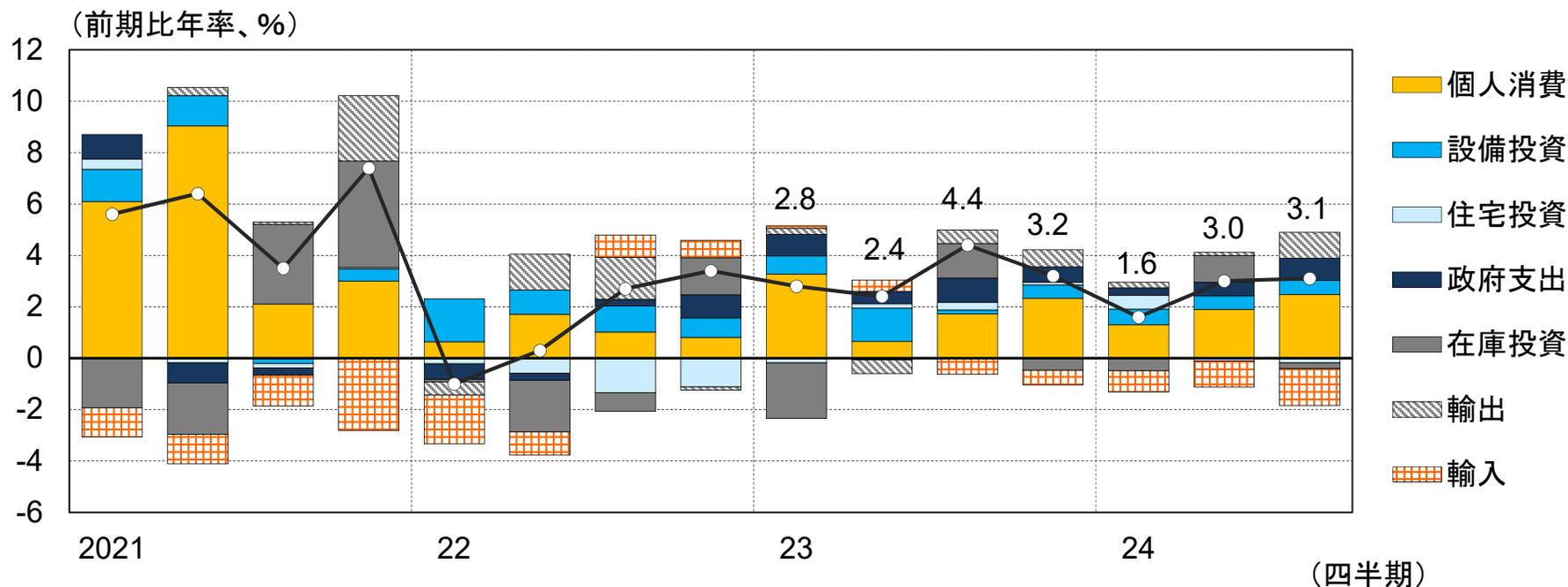
Section 3

海外經濟

米国：減速懸念がある中、緩やかに成長

- 2024年7～9月期の実質GDP(確定値)は、前期比年率3.1%増となり、改定値(同2.8%)から上方修正された。好調な内需により輸入は拡大したが、個人消費の伸びが高まり、潜在成長率(議会予算局試算:2.1%)を上回る堅調な結果となった。
- 今後は雇用や消費などの鈍化により幾分減速するものの、2%程度の伸びが続き緩やかな成長が続くと見込まれる。24年通年の成長率は、2%台後半になるとみられている。

実質GDP成長率

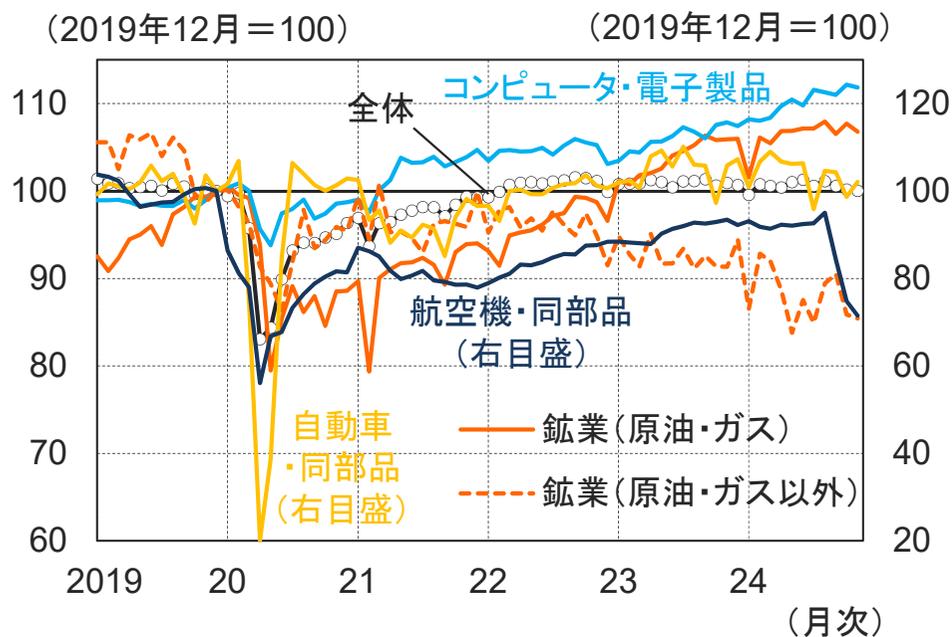


(備考)米商務省

米国：鉱工業生産は横ばいの動き、小売売上高は緩やかに増加

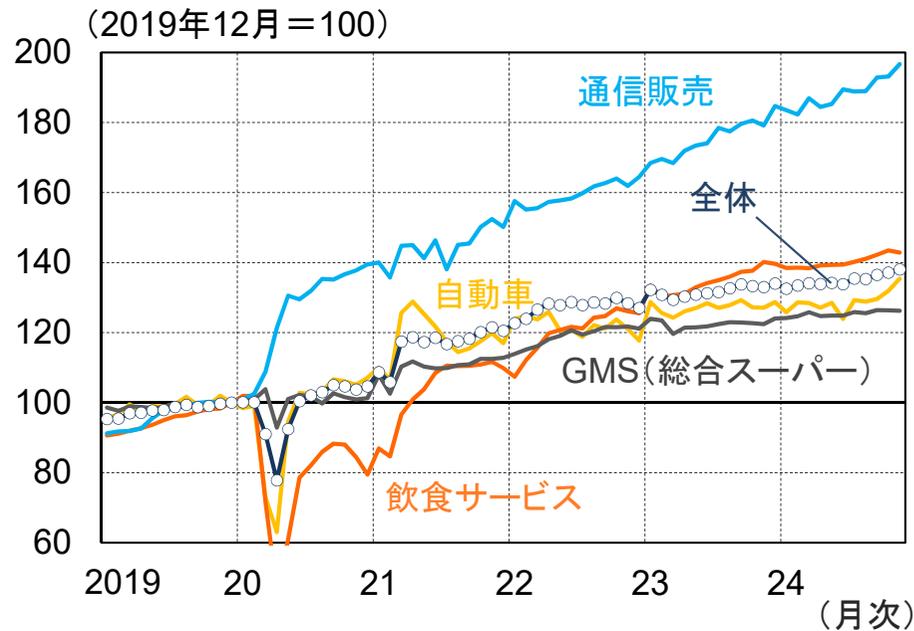
- ▶ 11月鉱工業生産は、前月比0.1%減少した。ハリケーンの影響が縮小して自動車・同部品が増加したが、コンピュータ・電子製品がやや減少したほか、11月上旬までストライキがあった航空機で減少が続いた。鉱工業生産は、均すと24年初以降横ばいの動きとなっている。鉱業では、22年以降、石炭や鉄鉱石などが減少するものの、石油・ガスが増加基調となっている。
- ▶ 11月小売売上高は、前月比0.7%増となり緩やかな増加が続いた。自動車がハリケーン後の買い替え需要もあり大きく増加するほか、年末商戦においてGMS(総合スーパー)などの実店舗が振るわない一方で通信販売が堅調に増加した。

鉱工業生産



(備考)FRB

小売売上高

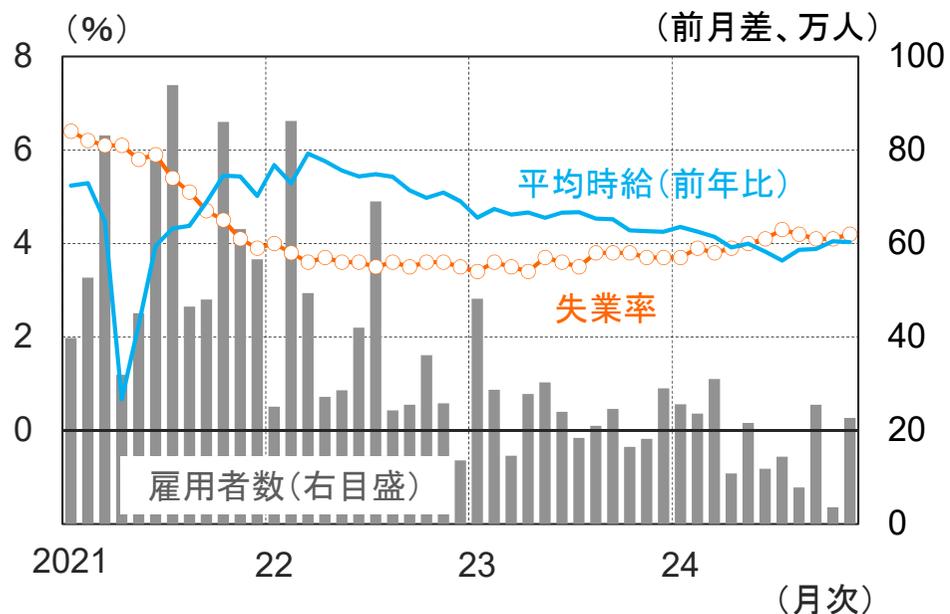


(備考)米商務省

米国：労働市場は緩やかに減速、インフレ率は2カ月連続で拡大

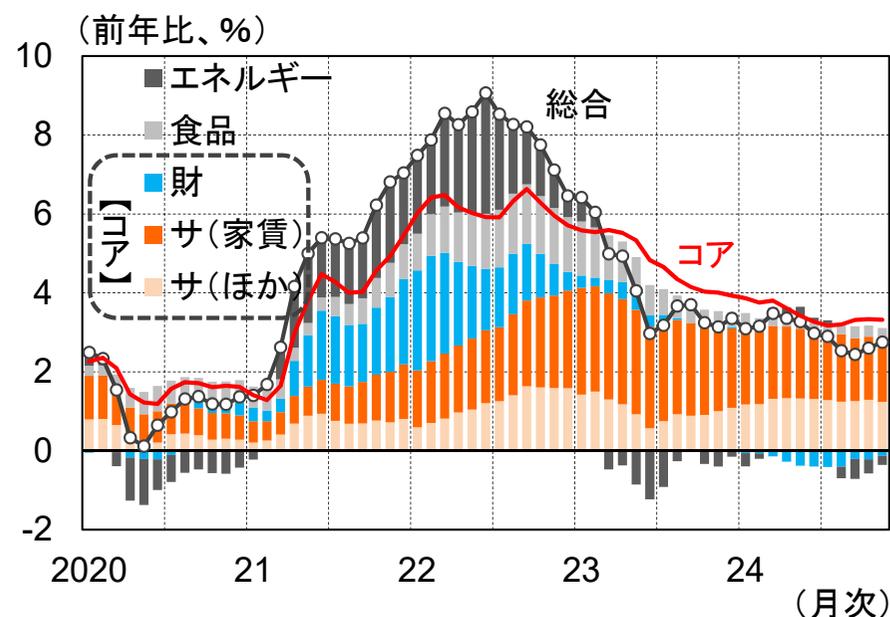
- ▶ 11月雇用者数(事業所調査)は、前月差22.7万人増となり、ストライキやハリケーンの影響で大きく鈍化した前月から持ち直した。一方、これらの影響を考慮しない失業率(家計調査)は、4.2%と前月から上昇した。労働市場は、均すと春以降緩やかな減速基調となっている。
- ▶ 11月消費者物価の伸びは、前年比2.6%となり2カ月連続で拡大した。サービス価格の伸びはやや鈍化しているが、エネルギーや財価格が下げ止まり、前年比でのマイナス幅が縮小している。

雇用統計



(備考)米労働省

消費者物価



(備考)米財務省

米国：政府債務拡大への懸念が強まる、FOMCは追加利下げ

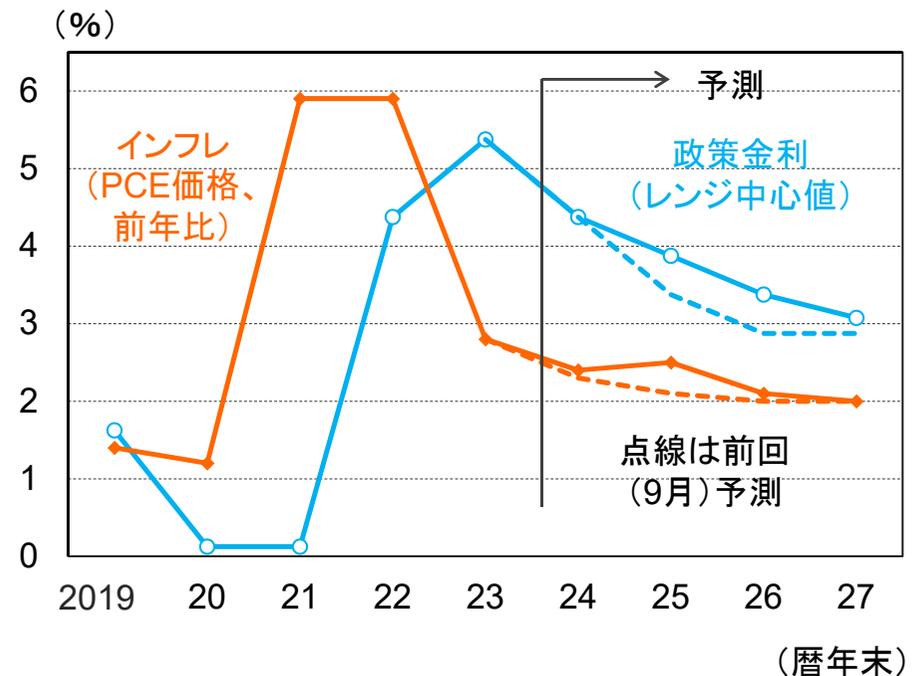
- FRBが半年に一度公表する金融安定報告書では、金融システムの脆弱性に関して、引き続き資産価格の調整圧力などを指摘する一方、家計や企業の債務、銀行の資本状況はおおむね健全であるとした。金融システムのリスクに関するアンケートでは、インフレが鈍化する中で、最も高いリスクとして前回調査のインフレや金利の高止まりに代わり政府債務の持続可能性が挙げられた。
- 12/17～18のFOMCでは、3会合連続で利下げが決定された(レンジ上限4.75→4.5%)。一方、同時に公表されたFOMCメンバーの経済見通しでは、インフレ率が上方修正された。25年末の政策金利のレンジ中心値は3.875%(上限4.0%)となり、利下げ回数は前回予測の4回から2回に減少した。

金融システムのリスク(24年8-10月調査)

1	政府債務の持続可能性 (5) ↑
2	中東情勢の緊迫化 (-)
3	政策の不確実性 (2) ↓
4	景気後退 (10)* ↑
5	世界貿易における保護主義 (8)* ↑
6	インフレや金利の高止まり (1) ↓
7	株などリスク資産の調整 (6)* ↓
8	サイバー攻撃 (9) ↑
9	ウクライナ戦争 (-)
10	銀行経営環境 (4) ↓

(備考) 1. FRB「金融安定報告書」 2. ()内は前回(1-3月調査)順位、*は表現が異なるが、性質的に一致する項目
2. 調査対象は機関投資家やシンクタンクなど

FOMCメンバー見通し(12月)



(備考) 1. 米商務省、FRB 2. インフレは暦年10-12月期

米国:トランプ氏の意向を反映した新政権人事が出揃う

- ▶ トランプ次期政権の閣僚の人事指名がおおむね完了し、共和党が過半数を握る上院の承認を経て発足する。第1次トランプ政権では、事前の準備や経験不足などから共和党主流派が多く起用されたが、今回はバンス副大統領を含めて、トランプ氏への忠誠心があり、政策理念の近い人事となっている。
- ▶ 第1次トランプ政権と比較して、関税引き上げや多国間協力縮小などのアメリカ・ファースト向けの政策を推進しやすくなるとみられ、日本を含む主要な貿易相手国や同盟国に対しても、通商や軍事協力などで厳しい交渉を迫る可能性がある。

トランプ次期政権の主な閣僚人事

	氏名	経歴など	政策理念など
国務長官	ルビオ氏	キューバ系、フロリダ州上院議員、16年大統領選候補	共和党主流派だが、近年トランプ支持に傾く、対中・イラン強硬派、親日派
財務長官	ベッセント氏	ソロス氏のファンドの元責任者などウォール街投資家	財政規律、規制緩和、3-3-3(財政赤字GDP3%、GDP3%成長、石油の日量300万バレル増産)
国防長官	ヘグセス氏	退役軍人、保守系メディアFOXニュース司会者	キリスト教保守派、NATO懐疑派、軍の多様性反対
司法長官	ボンディ氏	フロリダ州司法長官、議会襲撃事件トランプ氏弁護人	長年にわたりトランプ氏を支持
商務長官	ラトニック氏	ウォール街投資家	高関税を通じて製造業の国内回帰を唱える
厚生長官	ケネディ氏	弁護士、伯父はケネディ元大統領、24年大統領選無所属で立候補(のちトランプ氏を支持)	数々の陰謀論を力説、反ワクチン、食品の過度な加工に反対
エネルギー長官	ライト氏	石油・天然ガス採掘会社の経営者	化石燃料の推進派、気候変動危機を否定
通商代表部(USTR)代表	グリア氏	ライトハイザー元代表の側近で、第1次トランプ政権で通商交渉担当	対中は関税引き上げのみならず、輸出規制や投資規制の強化も、対日でも貿易赤字の削減を主張
政府効率化省(新設)	マスク氏	南アフリカ出身、PayPal、テスラ、スペースXの創業者	年間5千億ドル政府支出削減を目指す、仮想通貨推進派、早期のウクライナ停戦を支持

(備考) 1. DBJ作成 2. 順番は大統領継承順位(上位3位は副大統領、下院議長、上院議長)、一部省庁は省略

米国: エネルギー政策は大きく変化し、原油生産の拡大が続く

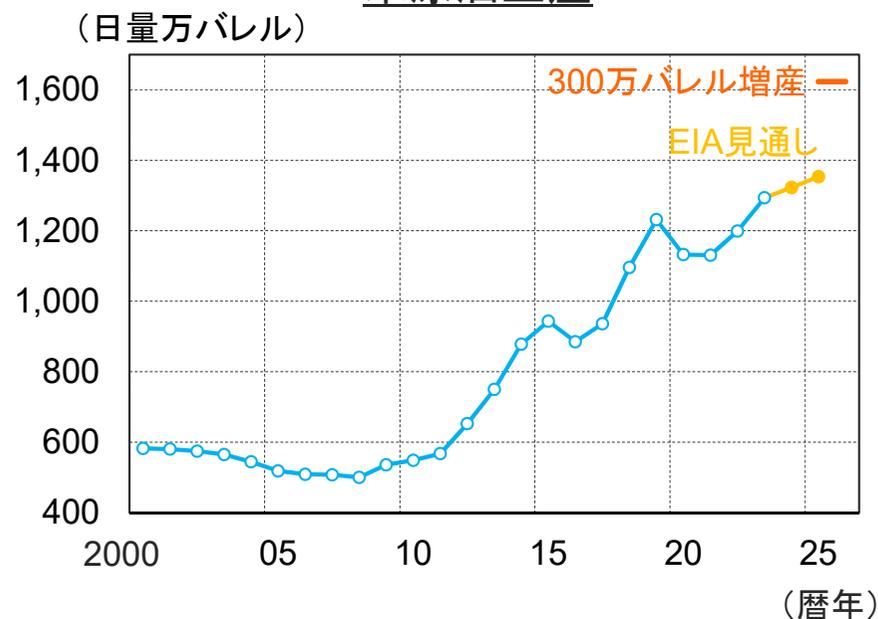
- ▶ トランプ次期政権は、エネルギー政策に関する公約などにおいて、化石燃料の増産や環境規制の緩和を打ち出し、財務長官に指名されたベッセント氏は日量300万バレルの石油増産を提案した。気候変動問題を重視したバイデン政権から一変して地球温暖化への対応の遅れが懸念されるが、石油・ガスの生産や輸出の拡大は、同盟国を中心としたエネルギー安全保障に寄与する側面がある。
- ▶ 米国の原油生産は、シェールガス革命に伴い2010年代から拡大し、18年に45年ぶりに世界1位となった。生産はコロナ禍で減少したものの、22年以降は増加し過去最多を更新している。カンザスシティ連銀の調査によると、今後大幅な増産に必要な原油価格の採算ラインは89ドル/バレルとなり、足元の価格(70ドル程度)を上回っており、日量300万バレルの大幅増産は難しいとみられる。ただし、政策の後押しもあり、原油生産はEIAの予測よりも拡大していく可能性がある。

気候変動・エネルギー政策

	バイデン政権	トランプ次期政権
パリ協定	21年復帰	1期目で離脱。再離脱する
環境規制	火力発電や自動車の排気規制強化	排気規制の緩和
原油・ガス生産	LNG 輸出の一部を停止、石油開発承認を減らす	LNG輸出再開、化石燃料開発承認の迅速化、増産促進
IRA(インフレ削減法)	総額4,370 億ドル、気候変動関連3,690 億ドル	全廃は難しいが、一部(EV購入税控除など)の撤廃
再生エネルギー	IRAなどで推進	鳥やクジラへの影響などから洋上風力に否定的、原子力、水素、太陽光などは引き続き推進

(備考) 各種資料によりDBJ作成

米原油生産

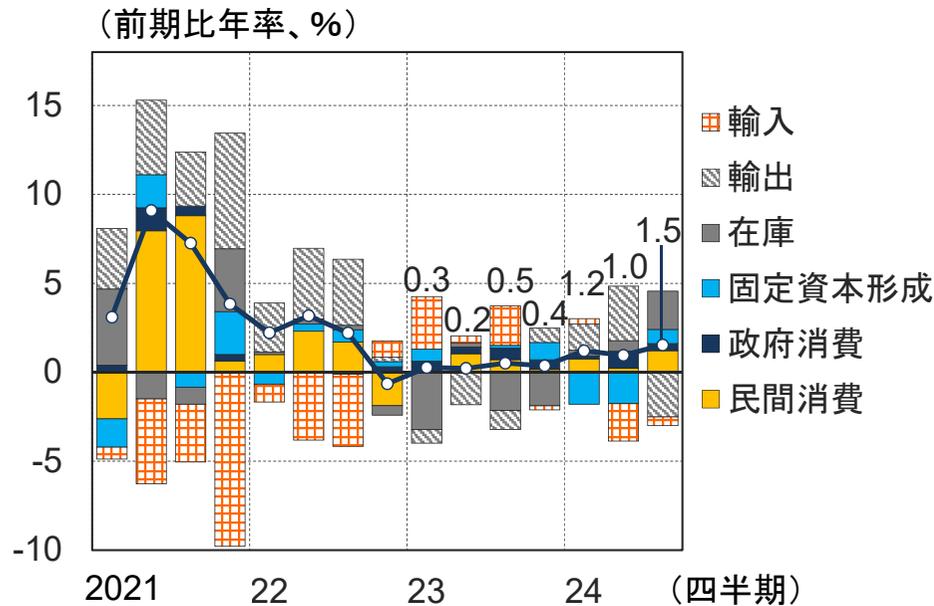


(備考) EIA(米国エネルギー情報局)によりDBJ作成

欧州：緩やかに回復している

- EUの2024年7～9月期GDPは、前期比年率1.5%増加した。24年前半の成長をけん引した輸出は財・サービスともに減少したものの、インフレ鈍化やパリ五輪を受けて消費の伸びが拡大したほか、知的財産投資が設備投資をけん引し、内需主導の成長となった。
- 22年後半以降、高インフレや外需の弱さから回復の足踏みが続いたが、24年に入りインフレ率の鈍化もあり緩やかに回復している。6月の利下げ転換以降、継続的な利下げにより、24年は1%程度の成長となり、25年は潜在成長率並みの1%台半ばに高まるとみられている。

EUの実質GDP成長率



(備考) Eurostat

欧州の実質GDP成長率

	(前期比年率、%)				(前年比、%)		
	2023年 10～12	2024年			23年 実績	24年 見通し	25年
EU27カ国	0.4	1.2	1.0	1.5	0.5	0.9	1.5
ユーロ圏	0.2	1.2	0.7	1.7	0.5	0.8	1.3
ドイツ	▲1.5	0.9	▲1.1	0.4	▲0.1	0.1	1.0
フランス	1.8	0.8	0.7	1.6	0.9	0.7	1.3
イタリア	▲0.1	1.3	0.7	▲0.0	1.0	0.9	1.1
スペイン	3.0	3.8	3.3	3.4	2.5	2.1	1.9
英国	▲1.3	2.8	1.8	0.6	0.1	0.9	1.5

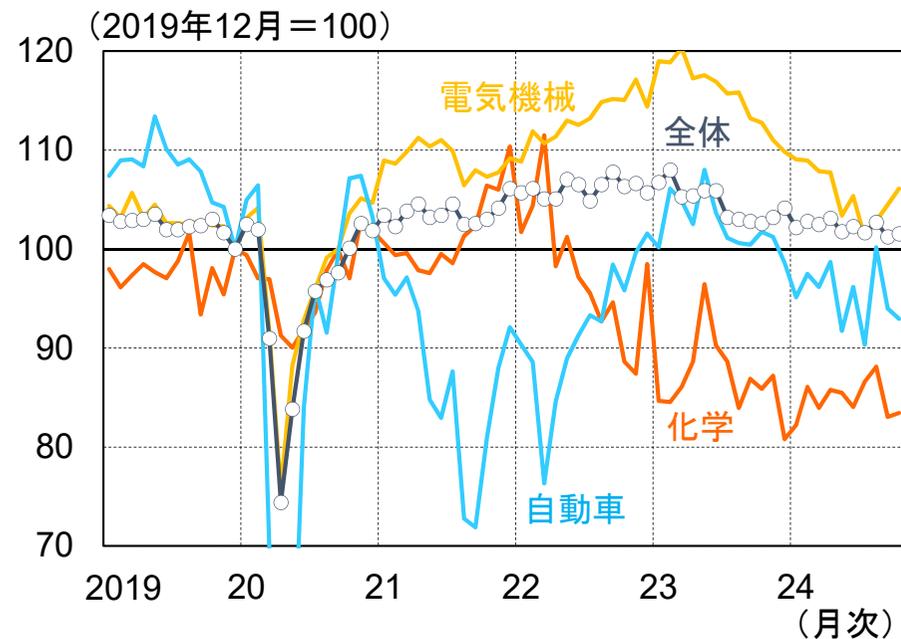
(備考) 1. Eurostat、英国統計局

2. 見通しは欧州委員会、英国はBOE

欧州：生産は弱い動き、小売は緩やかに回復

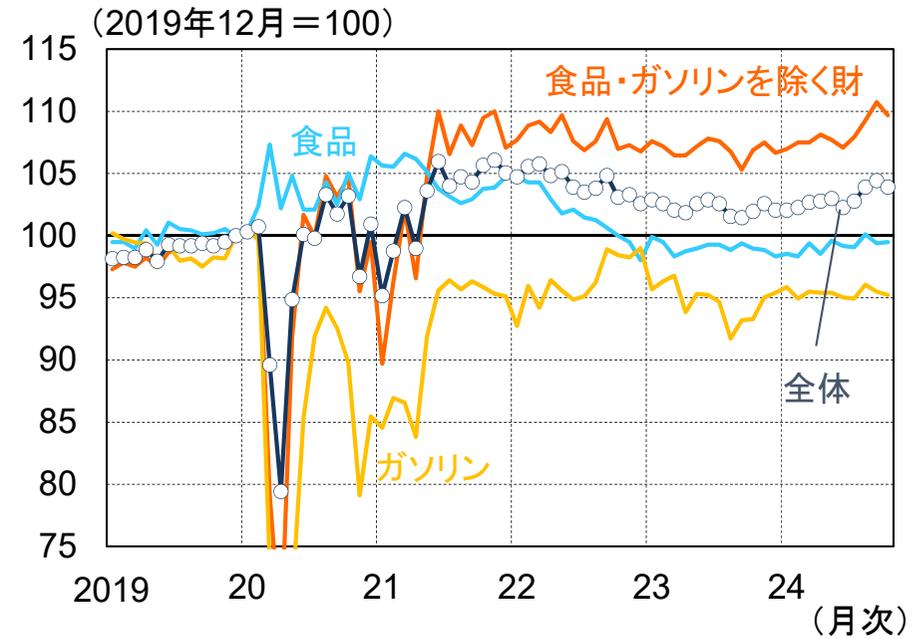
- ▶ EUの10月鉱工業生産は、EVが低迷する自動車の前月の大幅減に引き続き減少する一方、電気機械などが増加した。10月は全体で前月比0.3%増加したものの9月の減少分を取り戻しておらず、均してみると23年以降の弱い動きが続いている。
- ▶ ユーロ圏の10月実質小売売上高(除く自動車)は、前月比0.5%減少した。インフレ鈍化を受けて大きく増加していた食品・ガソリンを除く財が反動もあり減少したほか、ガソリンもやや減少した。基調としては、24年後半から伸びが高まっており、緩やかに回復している。

EUの鉱工業生産



(備考)Eurostat

ユーロ圏の実質小売売上高

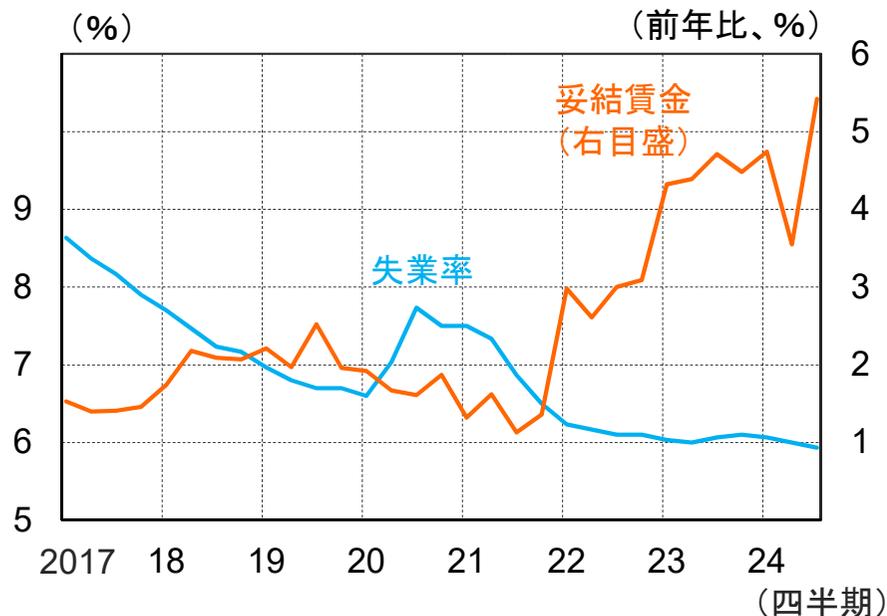


(備考)1. Eurostat 2. 自動車を除く

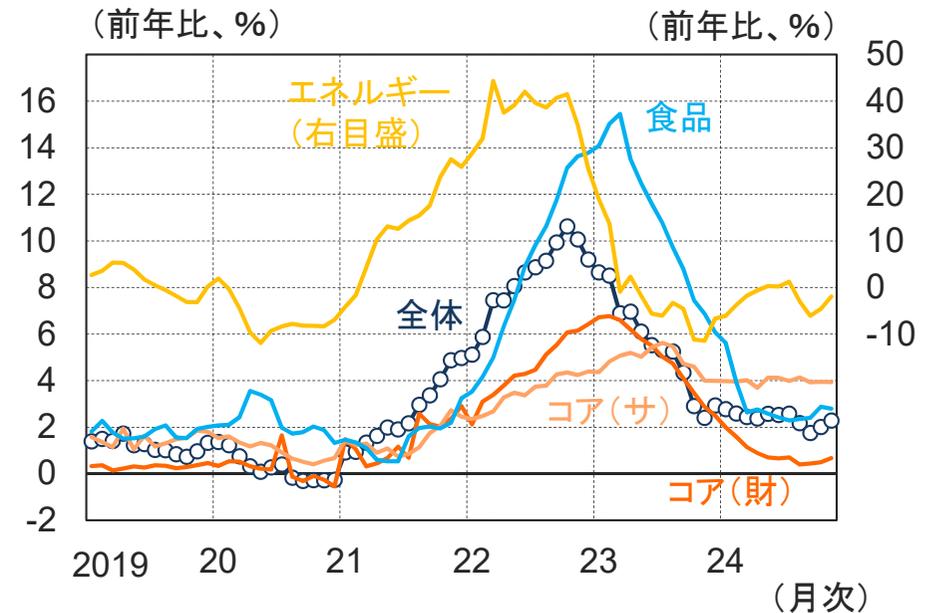
欧州：賃金の伸びは拡大、消費者物価の伸びはやや拡大

- ▶ ユーロ圏の妥結賃金の伸びは、24年7～9月期はドイツでの一時金増加などにより前年比5.4%となり、大幅に鈍化した前期から大きく上昇した。高い賃金上昇率はサービスインフレの高止まり要因となるが、上昇をけん引しているドイツでは、足元の労使交渉を踏まえると翌期以降、賃金の上昇は鈍化するとみられている。
- ▶ ユーロ圏の11月消費者物価は、エネルギーのマイナス幅縮小により前年比2.3%となり、伸びがやや拡大した。4%前後で下げ渋りが続くサービスは、3.9%とわずかに鈍化した。ECBは、インフレの鈍化は順調に進んでいるとの認識を示し、12/12に3会合連続で利下げを行った（預金ファシリティ金利3.25%→3.00%）。

賃金上昇率、失業率



ユーロ圏の消費者物価

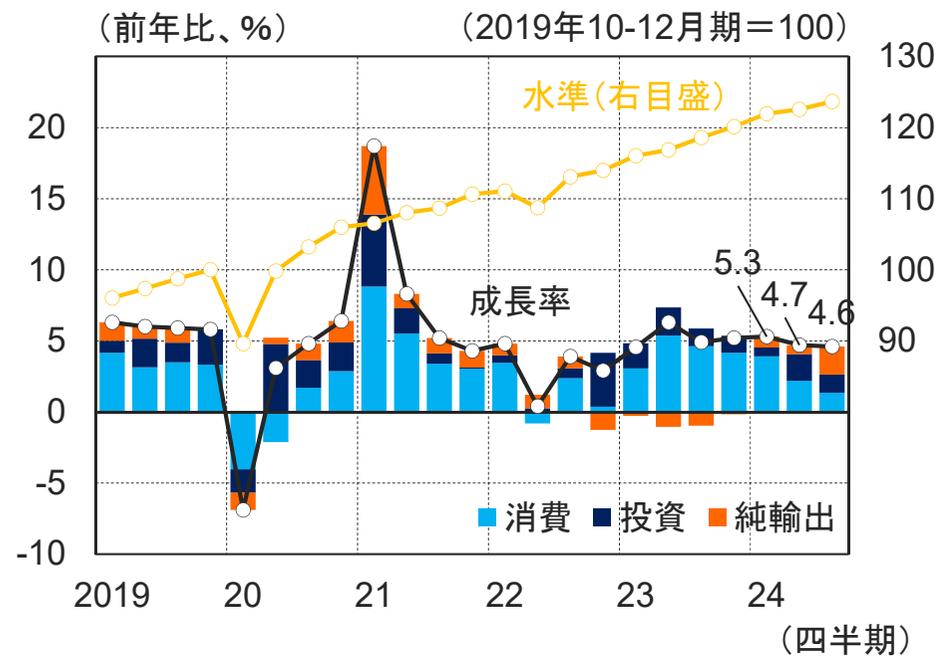


(備考) 1. ECB、Eurostat 2. 妥結賃金はユーロ圏、失業率はEU
3. 妥結賃金は、労使間の賃金協約に基づき妥結した賃金 (備考)Eurostat

中国：持ち直しが緩やかになっている

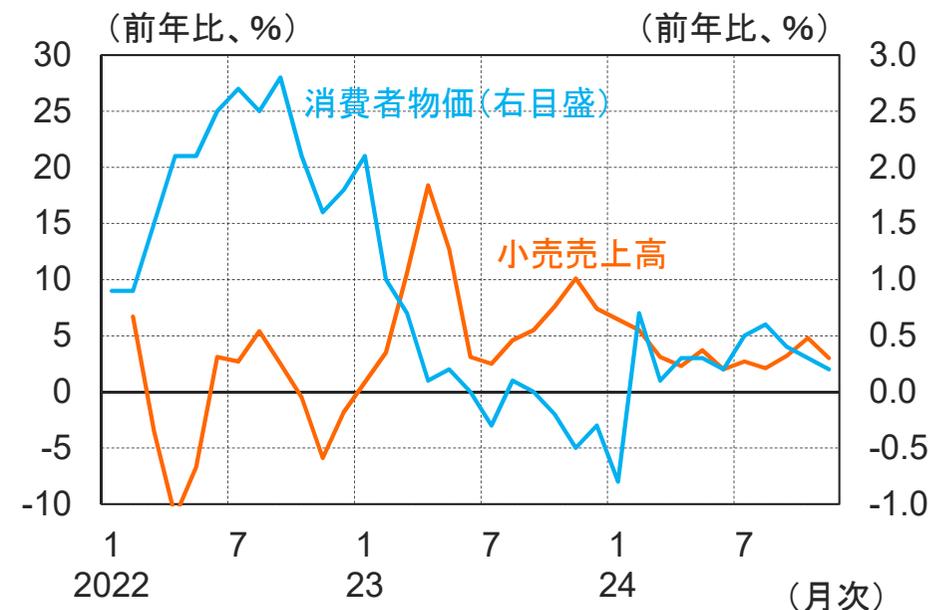
- 2024年7～9月期の実質GDPは、前年比4.6%増加した。前期比年率では、前期の2.0%から3.6%に加速したが、前年比5%前後とした政府の年間目標を下回り、年明けにみられた持ち直しの勢いは緩やかになっている。前年比の伸びに対する純輸出の寄与は、輸出価格は低下するものの数量が増加する中、前期から拡大した。他方で、投資が住宅市況の悪化を背景に減速したほか、消費も5期連続で縮小した。
- 11月は、前月に続き消費財買い替えの政策効果が表れるとの期待が高まっていた。しかし、消費者物価は前年比の伸びが縮小し、小売も減速するなど、消費の弱さを示す指標が相次いだ。こうした中、政府は12/12まで開催された中央経済工作会議で、内需の弱さを認識し財政出動をより積極化する方針を示しており、今後どのような具体策が打ち出されるかが注目される。

実質GDP成長率



(備考) 中国国家统计局、CEIC

小売売上高、消費者物価



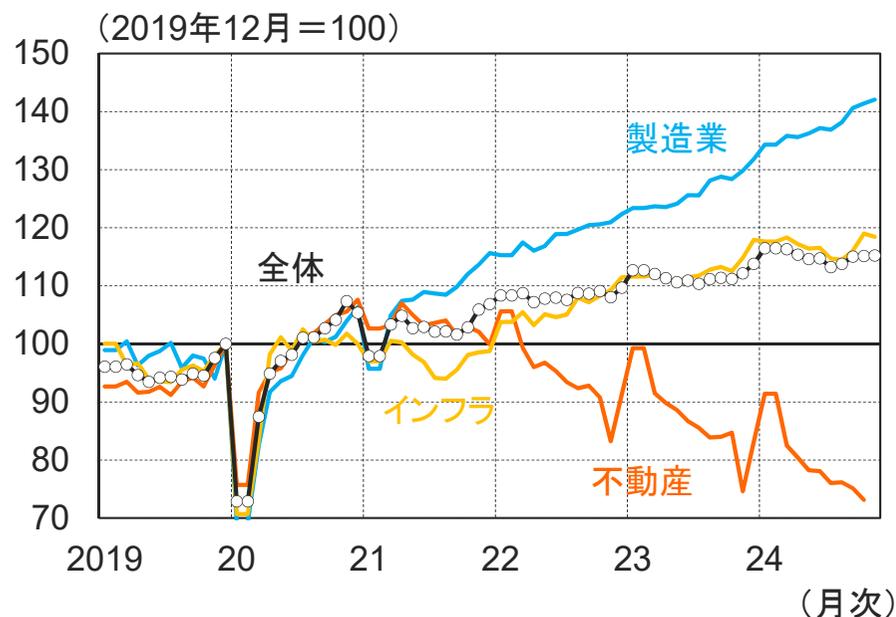
(備考) 1. 中国国家统计局、CEIC

2. 小売売上高は1月が非公表、2月は年初来累計前年比

中国：固定資産投資は緩やかに回復、ハイテク産業の内製化が進む

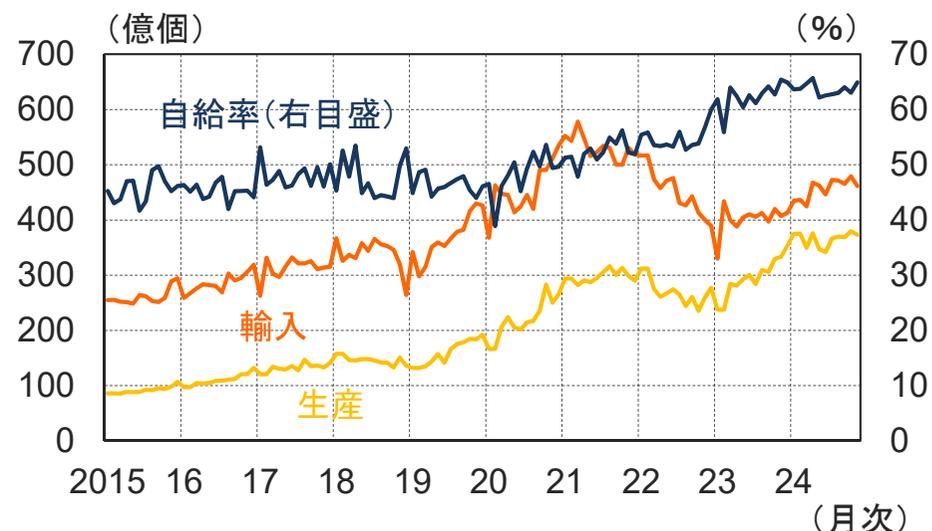
- ▶ 11月の固定資産投資は前月から増加し(年初来前年比3.3%増)、緩やかに回復している。インフラ投資は夏以降増加してきたが、11月は減少して年初から均せば横ばいだった。一方、設備更新に対する財政支援が3月の導入以降順次拡充されていることを受け、製造業の設備投資は増加基調が続いた。
- ▶ 堅調な製造業の設備投資により、ハイテク産業では内製化が進んだ。15年に発表された「中国製造2025」や、21年に開始した「科学技術の自立自強」を掲げる第14次5カ年計画を背景に、集積回路の国内生産量は19年以降大きく増加し、自給率は6割を超えた。今後は米国による先端半導体、製造装置などのさらなる輸出規制強化が見込まれる中、ハイテク産業の内製化に向けた政策支援が製造業の設備投資に追い風となる状況は、当面続くとみられる。

固定資産投資



(備考) 1. 中国国家统计局、CEICによりDBJ作成 2. 季節調整はDBJによる 3. 1、2月は年初来累計の平均値

集積回路の自給率



(備考) 1. 中国国家统计局、中国海関総署、CEICによりDBJ作成
2. 季節調整はDBJによる 3. 生産の1、2月は年初来累計の平均値 4. 自給率=生産/(生産+輸入-輸出)。ここでは性能や用途を踏まえた需給を反映していない

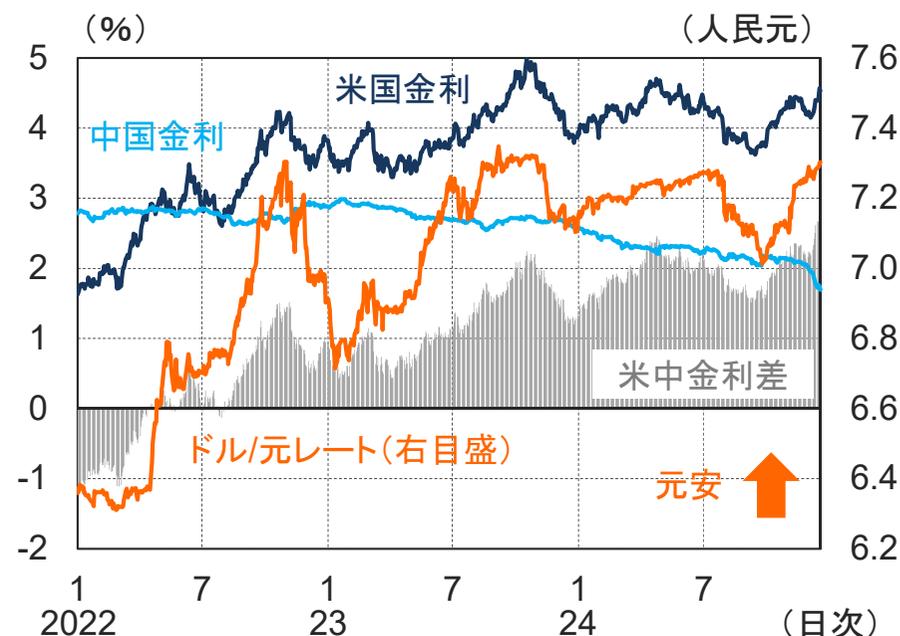
中国：政府は財政・金融支援策の強化を表明、金利低下と元安が進む

- 25年の経済政策の方針を決める中央経済工作会議が、12/12まで開催された。会議では、内需不足による課題に直面しているなどの現状認識を示した。その上で、25年も経済成長の維持や所得増などを推進する必要があるとし、これまでの「積極的な財政政策」と「穏健な金融政策」を行うとの表現を、「より積極的な財政政策」と「適度に緩和的な金融政策」に修正した。
- 政府の発表後、金融緩和への期待が高まり、長期金利は1.7%に急低下した。他方で米金利が高止まる中、米中金利差の拡大が一因となり、ドル元レートは7.3元に元安が進んだ。市場では、トランプ次期政権による関税引き上げに備え、当局が25年に一段の元安を容認するとの観測も浮上している。

中央経済工作会議の主な内容

現状認識	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 外部環境の変化による悪影響が深刻化 ➤ 主に内需不足により、多くの困難と課題に直面 ➤ 長期的な改善を支える条件や基本的な傾向は不変
財政政策	<ul style="list-style-type: none"> ➤ より積極的な財政政策を実施 ✓ 財政赤字比率を高める ✓ 超長期特別国債の発行を増加 ✓ 「両新(設備投資と消費財買い替え促進)」政策の継続 ✓ 地方専項債の発行を増加、使途範囲の拡大
金融政策	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 適度に緩和的な金融政策を実施 ✓ 預金準備率の引き下げと利下げを適時に行う ✓ 社会融資総量とマネーサプライの伸びを経済成長率と一致させる ✓ 人民元を合理的でバランスの取れた水準に安定させる

長期金利、ドル元レート



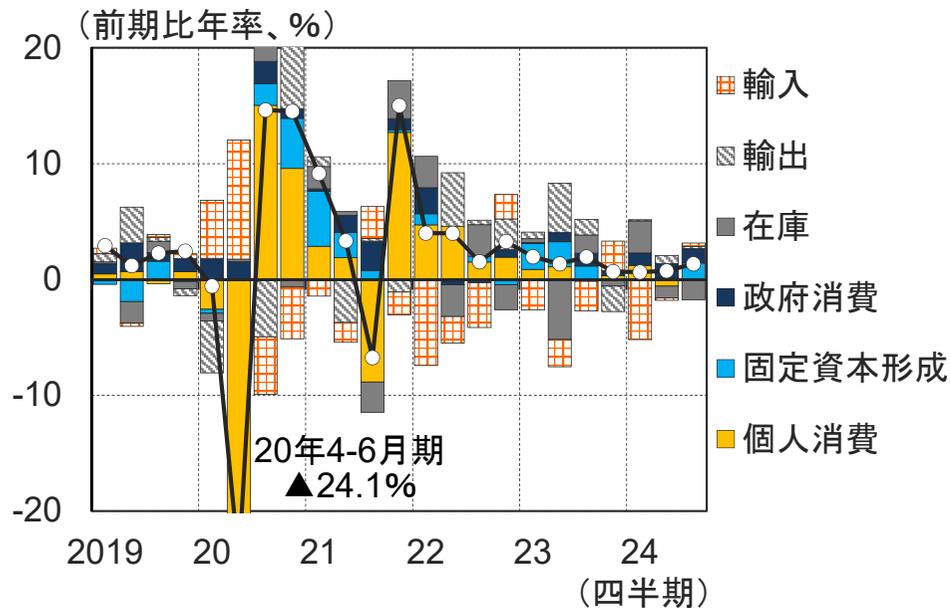
(備考)中国中央人民政府によりDBJ作成

(備考)1. LSEG Datastream 2. 米中金利は10年物国債金利

オーストラリア:回復が鈍化している

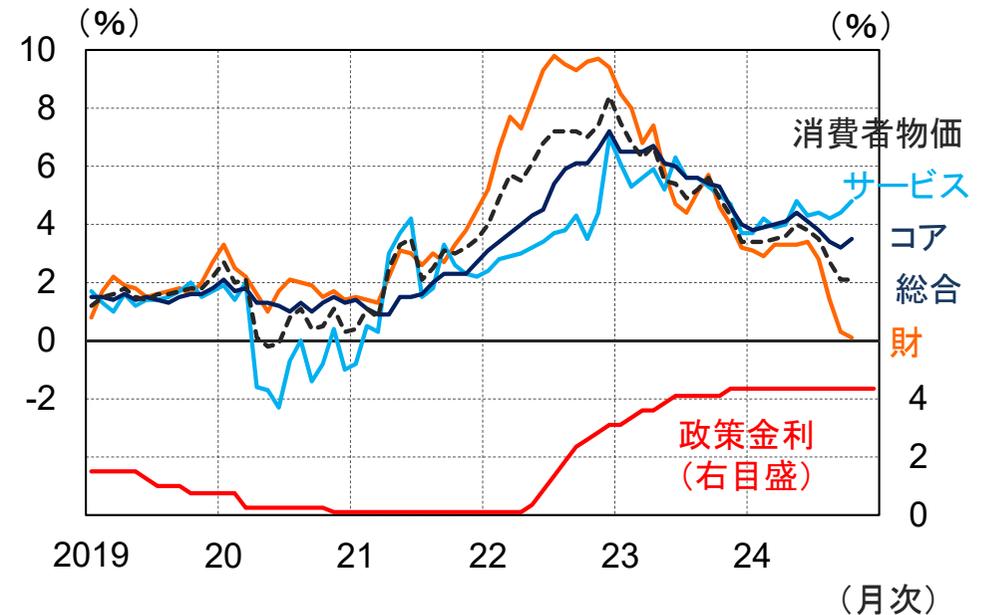
- ▶ 2024年7~9月期の実質GDPは前期比年率1.3%増加となり、23年以降、回復が鈍化している。政府の国防、インフラ投資により固定資本形成が増加したものの、インフレや高金利の影響で個人消費が横ばいとなったほか、景気が減速する中国向けを中心に輸出が伸び悩んだ。
- ▶ 消費者物価は、電気料金補助によりエネルギーを中心に財の伸びが大きく縮小したが、サービスは高い伸びが続き、コアは依然としてインフレ目標(2~3%)を上回っている。これを受けて中銀は、12月会合も政策金利を4.35%に据え置いたが、声明ではインフレ抑制に目途がつつあるとしてタカ派姿勢が和らいだ。市場では、インフレ鈍化と景気回復の鈍化を受けて、25年前半の利下げが見込まれている。

実質GDP成長率



(備考)オーストラリア統計局

消費者物価、政策金利

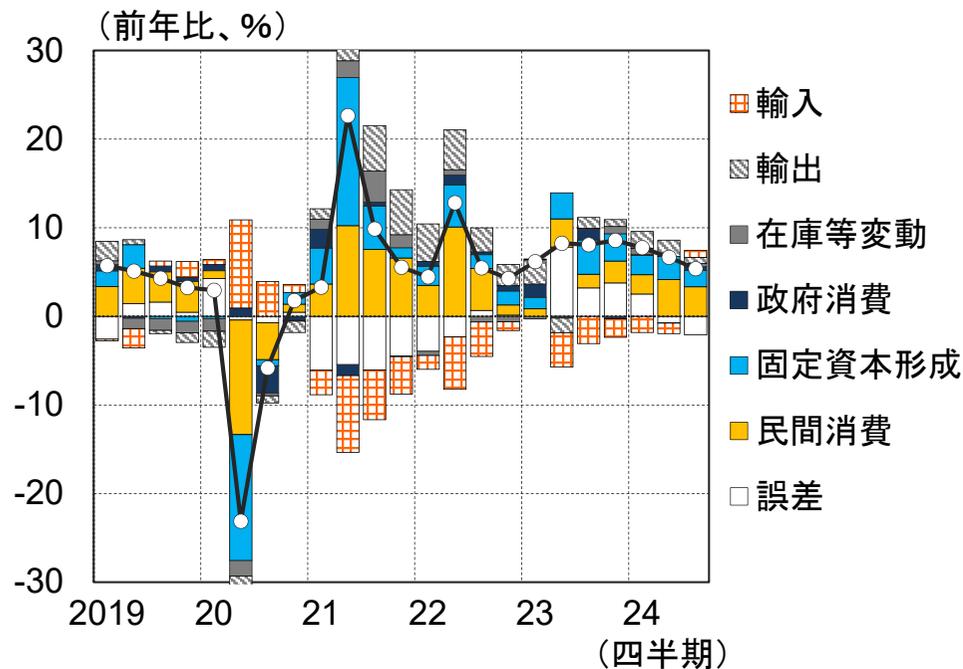


(備考) 1. オーストラリア統計局、オーストラリア連邦銀行
 2. 消費者物価のコアは刈り込み平均値

インド:回復が一服している

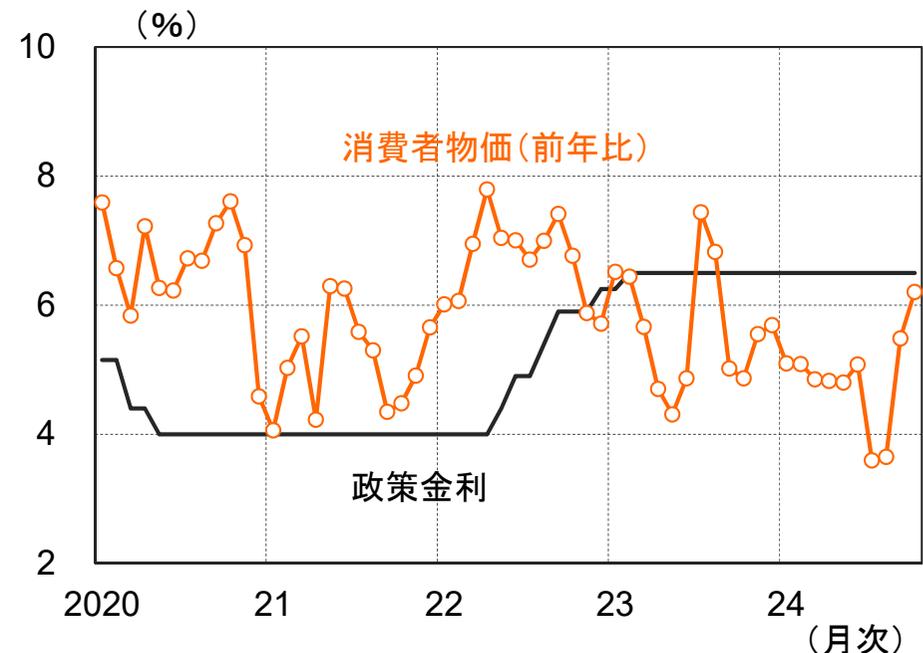
- ▶ 2024年7~9月期の実質GDPは前年比5.4%増加した。23年末以降成長率が緩やかに鈍化しており、回復が一服している。前期に大きく拡大した民間消費の伸びが、大雨による物価高騰などを受けて縮小したほか、金利の高止まりを受けて固定資本形成も小幅に鈍化した。
- ▶ 消費者物価の伸びは、10月は大雨による食料品を中心とした高騰により14ヵ月ぶりに政府目標(4%±2%)を上回ったものの、24年初以降緩やかに低下している。インド準備銀行は10月会合でインフレ鈍化を背景に金融政策のスタンスを「引き締め」から「中立」に緩和したが、12月会合では足元の物価高騰を受けて政策スタンス・政策金利ともに据え置きとした。

実質GDP成長率



(備考)インド統計局

消費者物価、政策金利

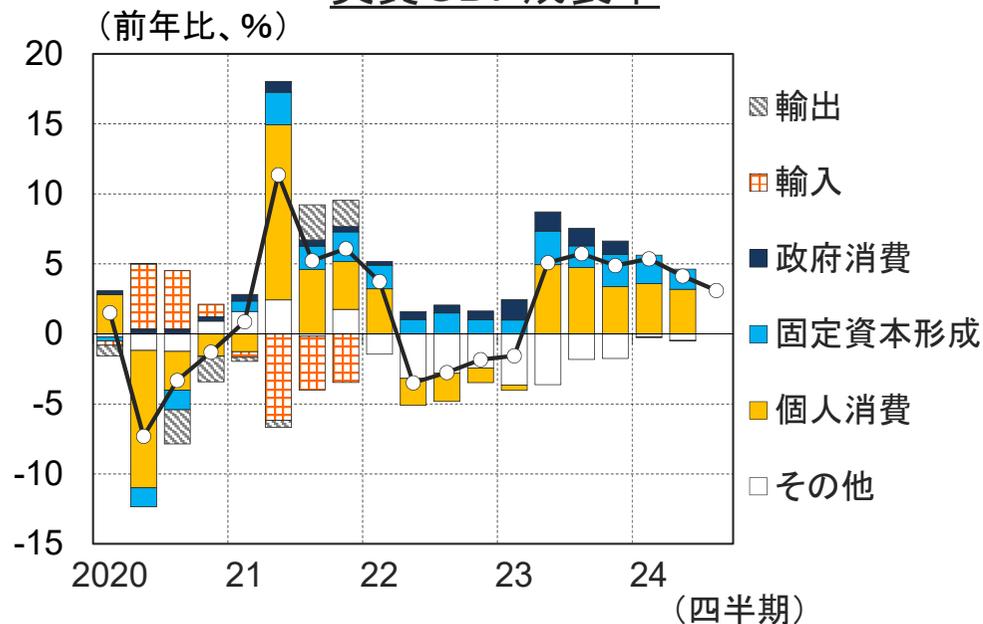


(備考)インド財務省

ロシア:持ち直しが鈍化している

- ▶ 2024年4~6月期の実質GDPは前年比4.1%増となった。高インフレや高金利を背景に個人消費や固定資本形成の伸びが鈍化した。7~9月期も、物価と金利のさらなる上昇を受けて同3.1%増となり、持ち直しが鈍化している。一方、25年度予算案では国防費の増加が見込まれ、今後も景気の下支えになるとみられる。
- ▶ 消費者物価の伸びは、失業率が過去最低となるなど戦時下の労働力不足で賃金が上昇するほか、公共料金や鉄道料金の値上げもあり、高止まりしている。ロシア中央銀行は、インフレ率が政府目標(4%)を大きく上回ることから、12月会合で3会合連続となる利上げを行った(19%→21%)。今後については、次回会合での追加利上げを検討するほか、25年以降も引き続き金融引き締めが必要になるとした。

実質GDP成長率



(備考) 1. ロシア国家統計局 2. 2023年以降の輸出入データは非公表のため、その他に含む

消費者物価、政策金利、失業率

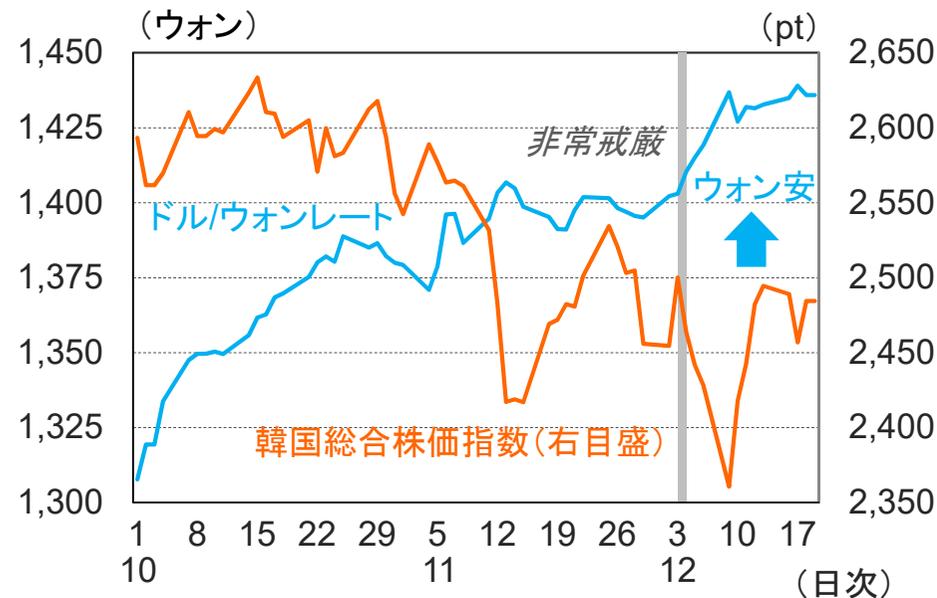


(備考) ロシア国家統計局、ロシア連邦中央銀行

韓国：非常戒厳により政局が混乱、通貨安・株安圧力が続く

- 尹大統領は12/3夜、軍事政権下の1980年以来となる「非常戒厳」を宣言した。大統領は国会が行政を麻痺させていると訴えたが、国会は戒厳の解除要求決議を可決、大統領は明け方に解除した。
- 利下げなどを受けウォン安基調にあるドル/ウォンレートは、非常戒厳後、一時1,440ウォン台と約2年ぶりの水準に急落した。その後は、戒厳解除や、政府・中銀が無制限の流動性供給など対応策を発表したことにより、市場不安はやや和らいだが、ウォン安、株安圧力が続いている。
- 12/14、野党が再提出した弾劾訴追案が可決され、大統領の職務は停止した。憲法裁の審査を経て罷免が決定すれば、25年夏までに大統領選が行われる。野党「共に民主党」が政権を取れば、日米韓の連携を重視し歴代で最も親日ともいわれる尹政権の方針は、大きく転換されるとみられる。

為替、株価



(備考) LSEG Datastream

与野党の政策比較

	与党「国民の力」	最大野党「共に民主党」
政治思想	✓ 保守系、右派	✓ 革新系、中道左派
外交	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 米：同盟強化 ✓ 中：一定の距離 ✓ 北：強硬路線 ✓ 日：関係改善へ諸懸案を包括的に解決 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 米・中：バランス外交 ✓ 北：融和路線 ✓ 日：歴史・領土問題に断固とした立場
経済	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 企業利益重視 ✓ 財政規律を堅持 ✓ 原発は重要電源 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 労働者保護重視 ✓ 財政拡大 ✓ 脱原発

(備考) 各種資料によりDBJ作成

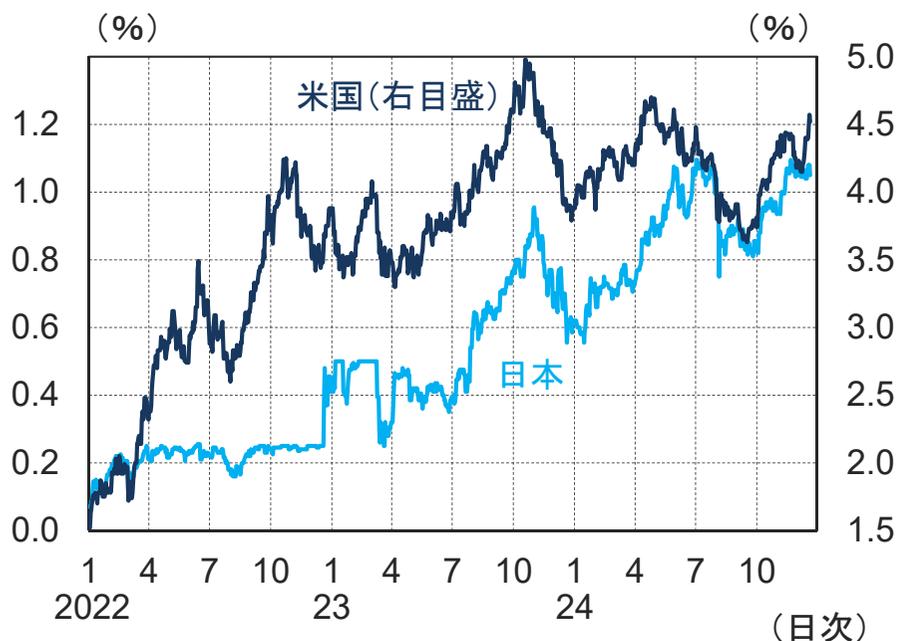
Section 4

マーケット動向

長期金利：米国は12月に入り上昇、日本は横ばい

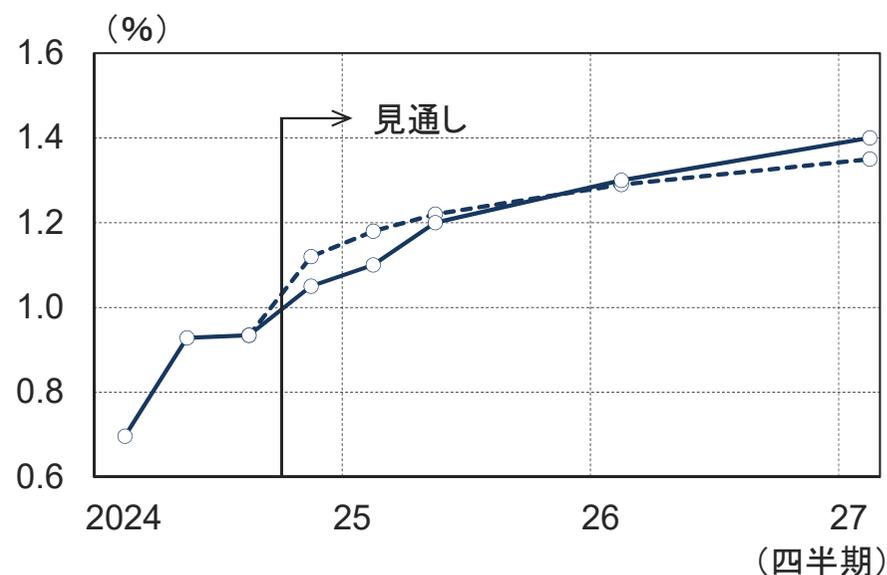
- 米国の長期金利は、トランプ氏が次期財務長官に、財政規律を重視するとの見方があるベッセント氏を指名したことなどをを受け、11月末にかけて4.1%まで低下した。しかし、物価が下げ渋る中、12月に入り再び上昇し、12月FOMCで25年以降の利下げペースが限定的になるとの見方が示されると、一段と上昇した。日本の長期金利は、日銀が12月会合で追加利上げを見送る中、1.0%台半ばで横ばいだった。
- 日銀の11月債券市場サーベイにおける長期金利見通しでは、金利上昇が進む見方が示された。前回8月調査に比べると、米景気の減速懸念を契機に10月にかけて長期金利が下振れたこともあり、24年度は下方修正された。一方、米大統領選を受け、インフレ再燃などから米金利が高止まるとの見方が出る中、26年度末にかけては小幅に上方修正された。

日米10年物長期金利



(備考) 日本相互証券、米財務省

市場参加者の長期金利見通し



(備考) 1. 日本相互証券、日本銀行によりDBJ作成 2. 新発10年債利回り 3. 実績は期中平均、見通しは期末時点 4. 実線は中央値、破線は前回(24年8月)調査の中央値

株価：米国は下落、日本は横ばい

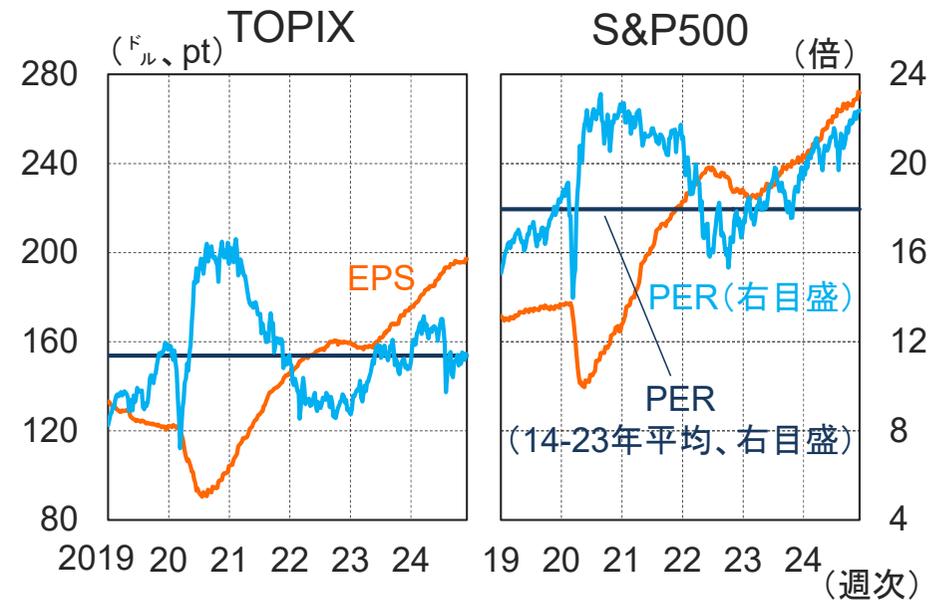
- 米国は、利下げ期待を背景にハイテク株を中心に上昇したが、FOMCに合わせて発表された政策金利の見通しで今後の利下げペースの鈍化予想が示されたことで大幅に下落した。日本は、GPIFの運用利回り目標の上昇を受け、日本株比率が引き上げられるとの観測が広がり上昇したが、FOMC後の米国株下落を受け下落し、均すとほぼ横ばいだった。
- 日米の株価を、企業業績を反映するEPS(一株当たり利益)と、投資家の期待を反映するPER(株価収益率)に分解すると、EPSは、日米とも23年に入ってから好調な業績を受け上昇している。PERは、日本では8月の株価下落後は過去10年間の平均程度である一方、24年に入り資金流入が拡大する米国では、過去平均を大きく上回っており割高感がみられる。

日米株価



(備考)LSEG Datastream

日米株価の予想EPS、PER



(備考)1. LSEG Datastream 2. 12ヵ月先予想利益

為替:ドル円レートは157円の円安に戻す

- 11月に入り、米金利はトランプ次期政権の減税や関税引き上げなどによるインフレや財政悪化への懸念により上昇し、円は155円に円安が進んだ。12月に入り、FRBの12月利下げ観測が高まるほか、韓国の政局混乱に伴うリスク回避の動きもあり一時148円の円高となったが、12月の金融政策会合における決定内容がFOMCはタカ派的、日銀はハト派的だったことから、157円と5ヵ月ぶりの円安に戻した。
- 米財務省は、11月中旬に半年に一度の為替報告書を公表した。為替操作国はなかったものの、監視対象として中国、日本など7ヵ国・地域を指定した。近年では、19年に中国、20年にベトナムとスイスが為替操作国に指定された。為替操作国に対する制裁は、米政府の調達先からの排除やIMFとの協議要請などそれほど厳しくない措置であるものの、トランプ次期政権でも通商などの交渉カードとして繰り出される可能性がある。

外国為替



(備考) 1. 日本銀行 2. 17:00現在の銀行間取引レート

米為替操作国の指定要件と現状

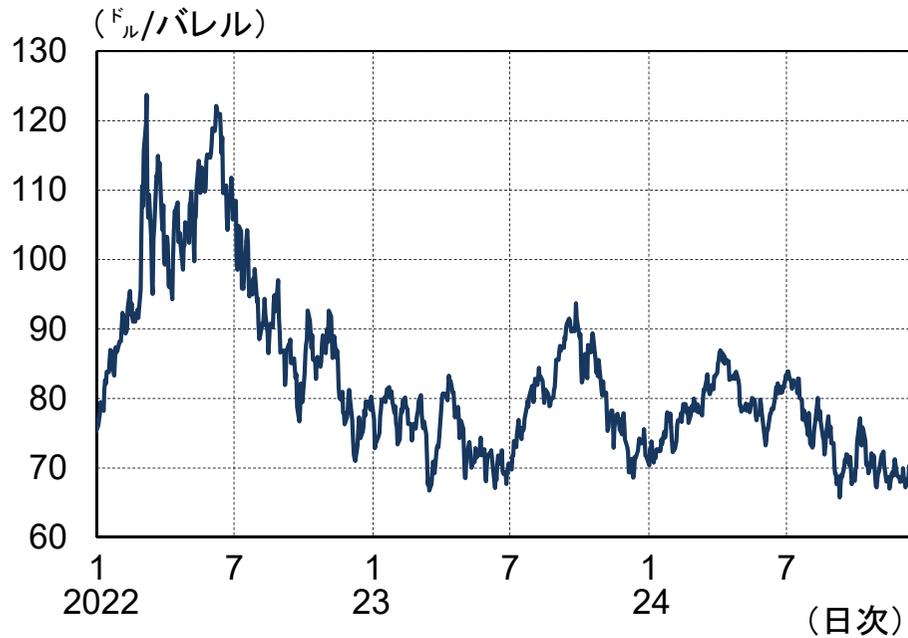
1. 巨額の対米貿易黒字	年間対米黒字額200億ドル以上
2. 高水準の経常黒字	経常黒字GDP比2%以上
3. 継続的・一方向的な為替介入	為替介入額はGDP比2%以上かつ過去1年に6ヵ月以上介入
<ul style="list-style-type: none"> • 以上の2要件を満たすと監視対象、3要件で為替操作国に指定(2015年貿易円滑化・貿易執行法) • ただし、「1998年包括通商競争力法」による定性的な基準で為替操作国に指定されることもある(19年中国) 	
<ul style="list-style-type: none"> • <為替操作国・地域> 該当なし • <監視対象> 中、日、韓、台、シンガポール、ベトナム、独 	

(備考) 米財務省

原油価格:70ドル前後で横ばい

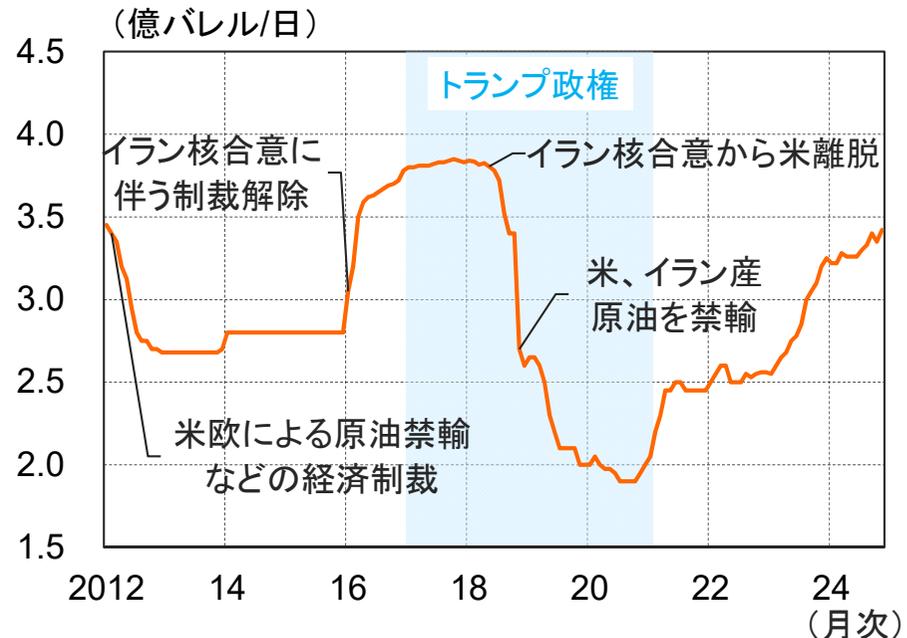
- ▶ WTI原油価格は、70ドル前後で横ばいが続いた。シリア反体制派の攻勢によるアサド政権崩壊のほか、米欧によるロシアの原油輸出への追加制裁が上昇要因となる一方、レバノンの親イラン民兵組織ヒズボラとイスラエルの60日間の停戦による中東情勢への警戒感の後退が下落要因となった。
- ▶ 世界第7位の原油生産国であるイランの原油生産量は、第1期トランプ政権下では禁輸措置を受けて大幅に減少したが、バイデン政権下では核合意復帰を目指す動きの中で緩やかに増加している。第2期トランプ政権下でイラン強硬策が復活する場合、イランの原油生産量が再び減少するほか、軍事対立の激化に伴いイランが報復措置としてホルムズ海峡の封鎖を行えば、原油価格の上昇要因となる可能性がある。

WTI原油価格



(備考)LSEG Datastream

イランの原油生産量



(備考)EIA (米国エネルギー情報局)

©Development Bank of Japan Inc. 2024

本資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引などを勧誘するものではありません。本資料は当行が信頼に足ると判断した情報に基づいて作成されていますが、当行はその正確性・確実性を保証するものではありません。また、本資料の分析内容・意見に関わる箇所は、執筆者個人に帰するものであり、当行としての見解ではございません。本資料のご利用に際しましては、ご自身のご判断でなされますようお願い致します。本資料は著作物であり、著作権法に基づき保護されています。本資料の全文または一部を転載・複製する際は、著作権者の許諾が必要ですので、当行までご連絡下さい。著作権法の定めに従い、引用・転載・複製する際は、必ず、『出所:日本政策投資銀行』と明記して下さい。

お問い合わせ先 株式会社日本政策投資銀行 設備投資研究所
Tel : 03-3244-1919
e-mail : financi@dbj.jp