

**<目次>**

① **日本経済**..... 1  
令和6年度政府予算案 / 財政見通し

② **米国経済**..... 2  
雇用情勢 / 賃金

③ **中国経済**..... 3  
輸出額 / 輸入額 / 貿易収支 / 外貨準備

④ **欧州経済（ユーロ圏）** ..... 4  
実質GDP / 消費者物価指数 / 失業率 / 小売売上高

⑤ **金融・信用（為替、金利、株式、信用等）** ..... 5

⑥ **特集**..... 6  
IMF世界経済見通し（24年1月）の概要

# ① 日本経済

(シニア・エコノミスト 浦野 愛理)

## 財政：コロナ禍における財政拡張から平時へ戻す方針の下、財政健全化は道半ば

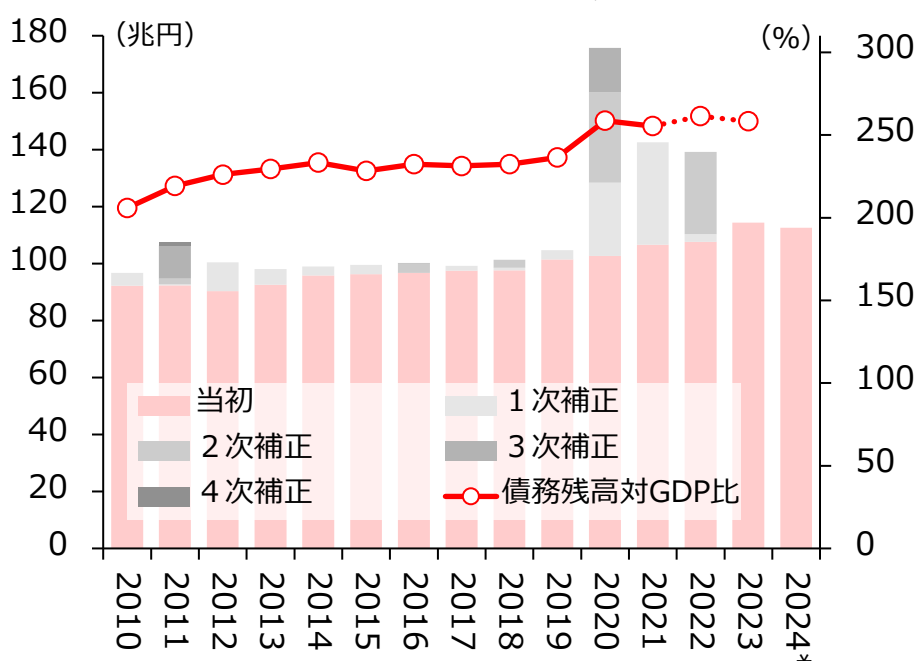
・**政府予算案**：政府は23年12月22日に令和6年度政府予算案を閣議決定していたが、24年初の能登半島地震を受けて復旧・復興に向けた追加的な予備費を計上した改訂版の政府予算案を1月16日に改めて閣議決定した。一般会計の総額は112.6兆円と、過去最高だった令和5年度予算（114.4兆円）を下回るものの2年連続で110兆円を超える規模に。政府は1月26日召集の通常国会における審議を経て、3月末までの予算成立を目指す。

（歳出）高齢化に伴い社会保障関係費が37.7兆円と増加したほか、長期金利上昇に伴う想定金利引き上げで国債利払費が9.7兆円に増加。防衛関係費は前年度の防衛力強化資金繰入れ分の剥落で減額となったが、その要因を除けば7.9兆円と過去最高に。一般予備費は能登半島地震の復旧・復興対応で1兆円に倍増。コロナ対応で拡大した予備費は物価・賃上げ促進予備費として1兆円に大幅減額され、歳出全体の主たる減少要因に。

（歳入）企業業績の改善を背景とした法人税収の増加を年度内実施の所得減税が相殺する見込みで、税収は微増。新規国債発行額は3年連続で減額となるが、財源の3割以上を国債で賄う構図は変わらず。岸田政権が重視する防衛力強化や少子化対策は歳出が先行する形となり、安定財源確保が課題となる中で具体化は先送りに。

・**財政健全化**：政府は「25年度の国・地方の基礎的財政収支（プライマリーバランス、PB）黒字化を目指すと同時に債務残高対GDP比の安定的な引き下げを目指す」とする財政健全化目標を掲げている。内閣府が1月22日の経済財政諮問会議で公表した中長期の経済財政に関する試算によると、25年度の国・地方のPB対GDP比はベースラインケースで▲0.4%程度の赤字となり、33年度までの予測期間中で見ても黒字化は達成できない見通し。中長期的に財政健全化を進めるうえでは、経済成長の底上げに加え、効果の乏しい支出の抑制など歳出改革が不可欠となる。また、今後進むであろう日銀の金融政策正常化は、金利体系全体に上昇圧力を及ぼすことになると考えられ、それに伴う利払負担の増大が財政再建の道筋に一段と不確実性を高める懸念も。

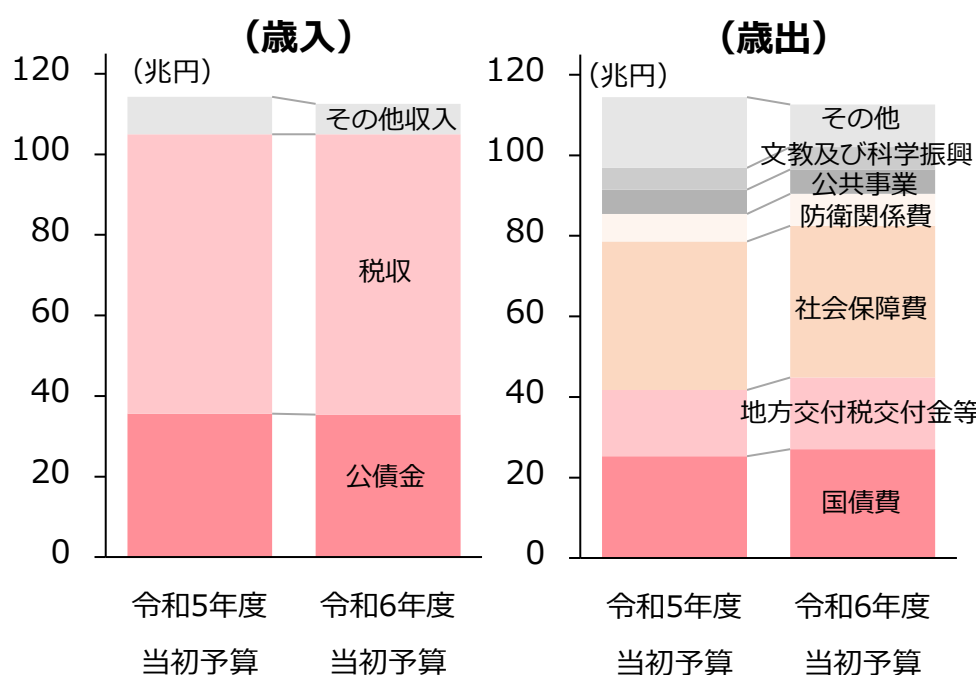
▽ 予算規模（一般会計）



(注) \*2024年度は政府予算案。債務残高対GDP比は2023年4月時点。

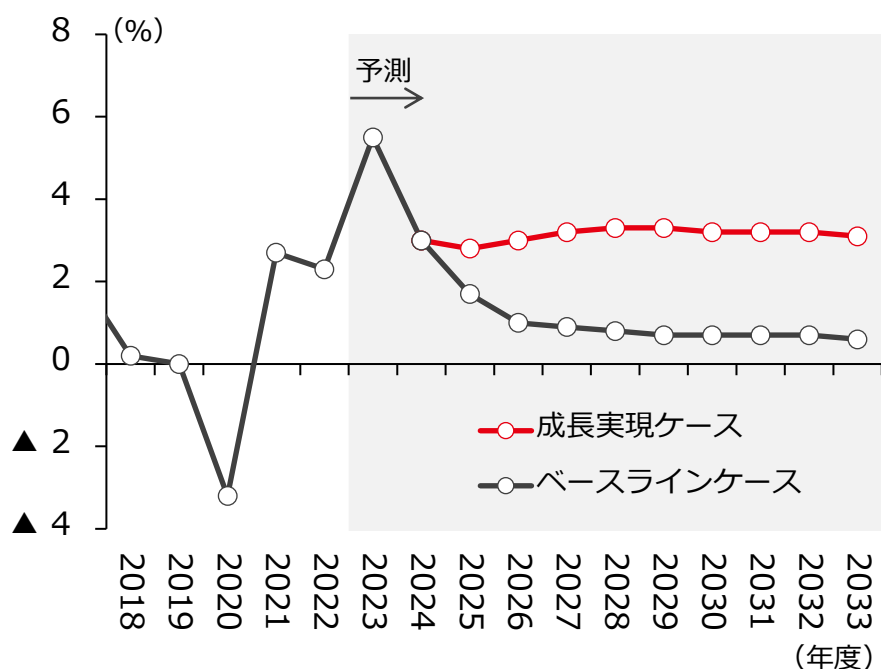
(出所) 財務省、IMF

▽ 令和6年度予算案の内訳



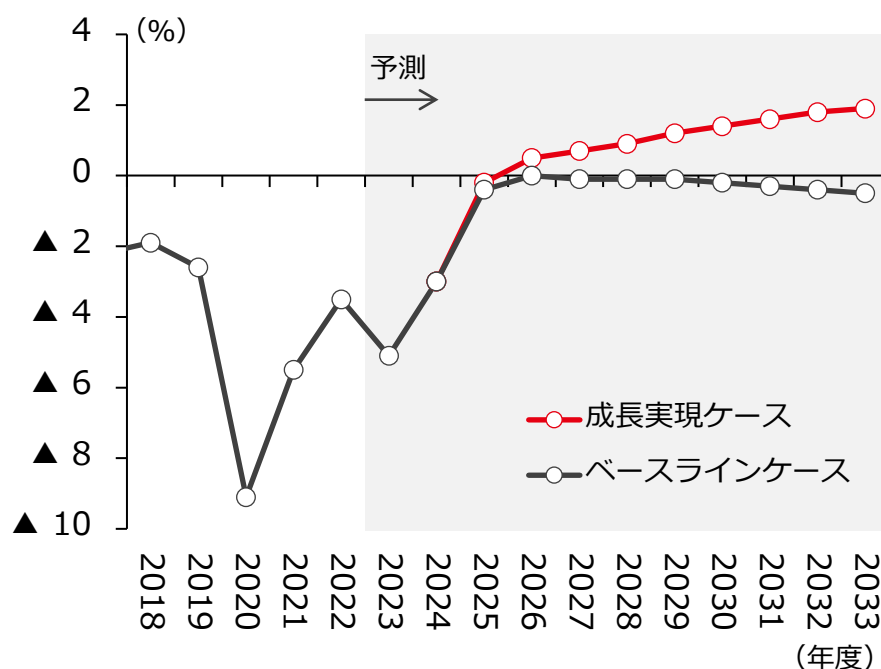
(出所) 財務省

▽ 名目経済成長率



(出所) 内閣府

▽ 国・地方の基礎的財政収支対GDP比



(出所) 内閣府

## ② 米国経済

(エコノミスト 清水 拓也)

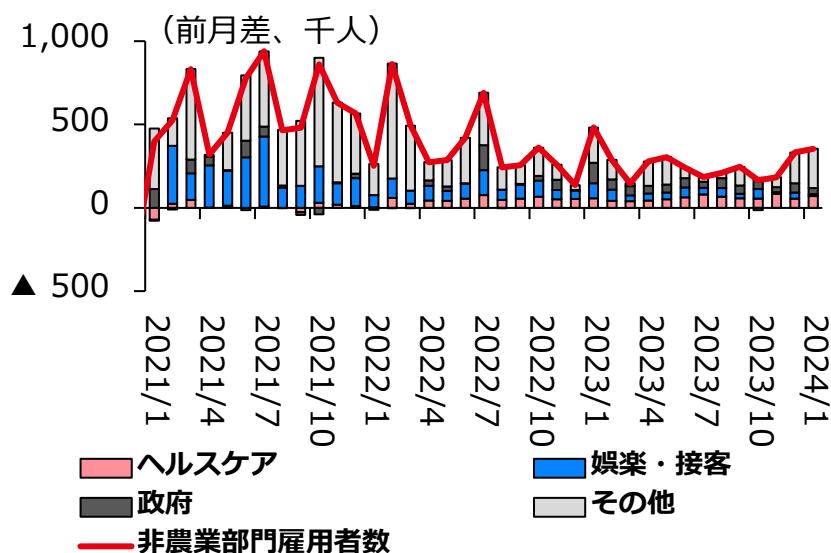
### 主要指標の動向

- 雇用情勢**：1月の雇用統計では、事業所調査に基づく非農業部門雇用者数が前月差+35.3万人（12月同+33.3万人）と堅調に増加した。ここ数カ月間の雇用拡大をけん引してきたヘルスケアや政府部門などに加え、当月は広範な業種で拡大が見られた。また、家計調査に基づく失業率は3.7%（12月3.7%）と、引き続き歴史的な低率で推移。民間部門の平均時給上昇率は前年比+4.5%（12月+4.3%）と拡大、前月比でも+0.6%（12月同+0.4%）と強めの伸びに。
- 求人・採用・離職件数**：12月最終営業日の非農業部門求人件数は903万件（前月差+10万件）と増加。また、採用件数は562万件（同+7万件）と増加、離職件数は537万件（同▲4万件）と減少した。離職の内訳を見ると、「解雇」が歴史的に見て低位にとどまっており、明らかな景気減速の兆候はまだ確認されない。
- 雇用コスト**：10～12月期の雇用コスト指数は前期比+0.9%（7～9月期同+1.1%）と上昇率が縮小した。労働需給のひっ迫感が緩和に向かう中、減速基調が続いた形に。ただし、コロナ禍以前の平均的な伸び率（2015～19年平均：同+0.6%）をなおも上回っており、企業・公的機関では雇用コスト上昇圧力がまだ強いとみられる。なお内訳では、労働組合を抱える組織における指数上昇ペースの加速が目立つ。

### 基調判断・展望

- 雇用拡大ペースは加速**：1月の雇用統計は、おおむね労働市場の好調ぶりを印象付ける結果となった。事業所調査によれば、広範な業種にわたり雇用者数の堅調な伸びが観測された他、家計調査によればフルタイムワーカーの失業率（12月3.8%→1月3.6%）が低下するなど、雇用の質に改善の兆しも見られた。悪材料として、雇用悪化のシグナルとされる平均労働時間の減少が見られたが、現時点では天候不順による一時的な動きと見る向きが強い。ただし1月の同統計には、季節調整の不備などのかく乱要因による影響が指摘されており、労働市場のトレンド変化についての正確な評価には今後のデータが待たれる。
- 今後の焦点は賃金インフレの動向**：労働市場の先行きに関するリスクシナリオとして、①雇用調整→急激な失業拡大、②労働需給のひっ迫が継続→高い賃金上昇圧力→コスト転嫁によるインフレ率の高止まり、の2つが想定され、好調な雇用統計は特に②に対する懸念を高める構図となる。現時点では、物価・賃金共に上昇率が縮小傾向にあり、賃金・物価の連鎖的な上昇の明らかな兆候は確認されないが、労働力の供給余地縮小や労働争議の増加等により、こうしたトレンドに変調が生じるリスクも指摘される。

▽非農業部門雇用者数



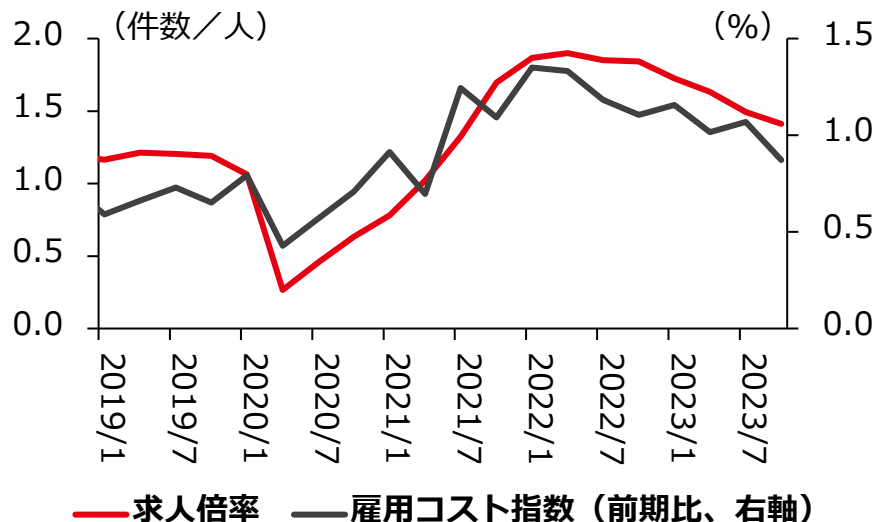
(出所) 米労働省より丸紅経済研究所作成

▽週平均労働時間

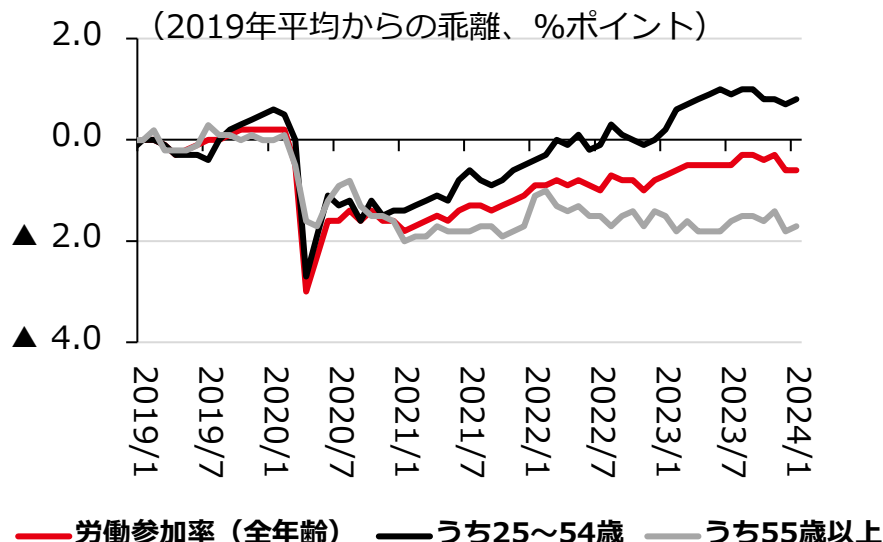


(出所) 米労働省より丸紅経済研究所作成

▽労働需給のひっ迫度×雇用コスト



▽労働参加率



(注) 求人倍率 = 求人件数 / 失業者数、四半期毎の平均値を图示  
(出所) 米労働省より丸紅経済研究所作成

(出所) 米労働省より丸紅経済研究所作成

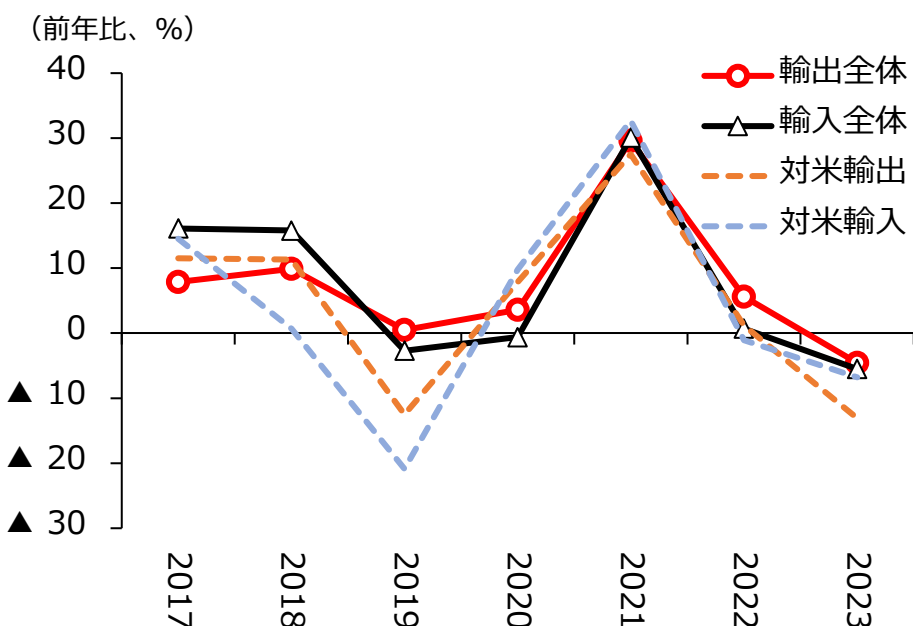


### ③ 中国経済

(シニア・アナリスト 李 雪連)

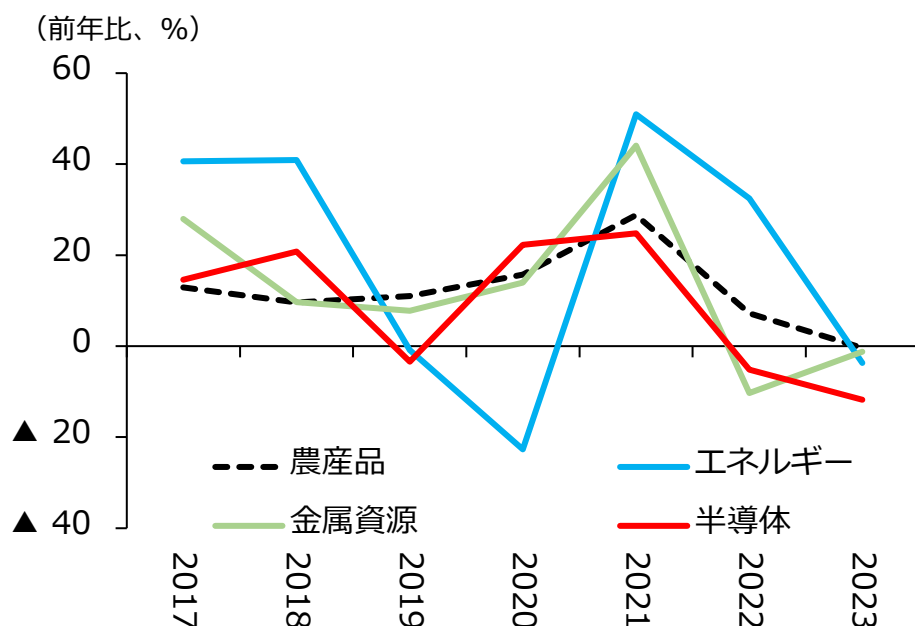
- 輸出額**：2023年は前年比▲4.6%（2022年同+5.6%）と2016年以来7年ぶりのマイナスに転換。輸出額の上位品目を見ると、パソコンなどのIT製品、スマートフォン、液晶パネルが2年連続で減少しているほか、玩具や、鋼材、靴の輸出額も前年を1割程度下回り、繊維製品やアパレル、家具も減少した。他方、自動車は電気自動車（EV）を中心に輸出台数が前年比6割増の520万台と、日本を抜き世界最大の輸出国になったことを背景に、金額ベースでも大幅増。関連部品、車載電池なども大きく拡大した。また、主な仕向地別では、米国やEU向け輸出額が前年を1割以上下回ったほか、ASEANや日本、韓国、中南米、大洋州向けもそろって減少に転換。アフリカ向けだけは拡大した。2020年央から2022年後半にかけて、中国の輸出産業は防疫物資をはじめ大口の引き合いを受けるなど比較的好調であったが、2023年に入ってから減少が続いている。欧州など輸出相手国・地域の経済の低調が作用しているほか、米中摩擦を受け米中間の貿易額が大幅に縮小したことも影響している。なお、人民元安が持続しているものの、輸出への下支え効果は限定的。
- 輸入額**：2023年は前年比▲5.5%（2022年同+0.7%）と3年ぶりのマイナスとなった。輸入額全体の3割強を占める加工貿易関連原材料は、輸出受注の低迷などを受け2年連続で減少。内需向けの一般貿易輸入額も3年ぶりに前年割れとなり、国内消費の低調さが浮き彫りに。輸入額の上位品目を見ると、大豆やトウモロコシなどの農産品、石炭や石油、天然ガスなどのエネルギー、鉄鉱石や銅などの金属資源は微減にとどまったが、半導体は前年比▲11.8%と2年連続で減少した。スマートフォンなど電子製品の需要低迷を受けた関連原材料調達の減少が作用しているほか、米国の対中半導体輸出規制も影響したとみられている。
- 貿易収支**：2023年の貿易黒字は前年比▲1.8%（2022年+25.0%）と5年ぶりの減少となった。米国、EU、ASEANに対する黒字額がそろって2桁減となった。一方、日本や韓国に対しては赤字額が大幅に縮小した。
- 外貨準備**：12月は3.2兆ドルと2年ぶりの高水準に。保有債券の増価、ドル安（非ドル通貨建て資産のドル換算による増価）が主因。なお、金保有は14カ月連続で増え7,187万オンス（1,482億ドル）に。

▽輸出入（米ドル建て）



(出所) 中国海関総署

▽主な輸入品目（米ドル建て）



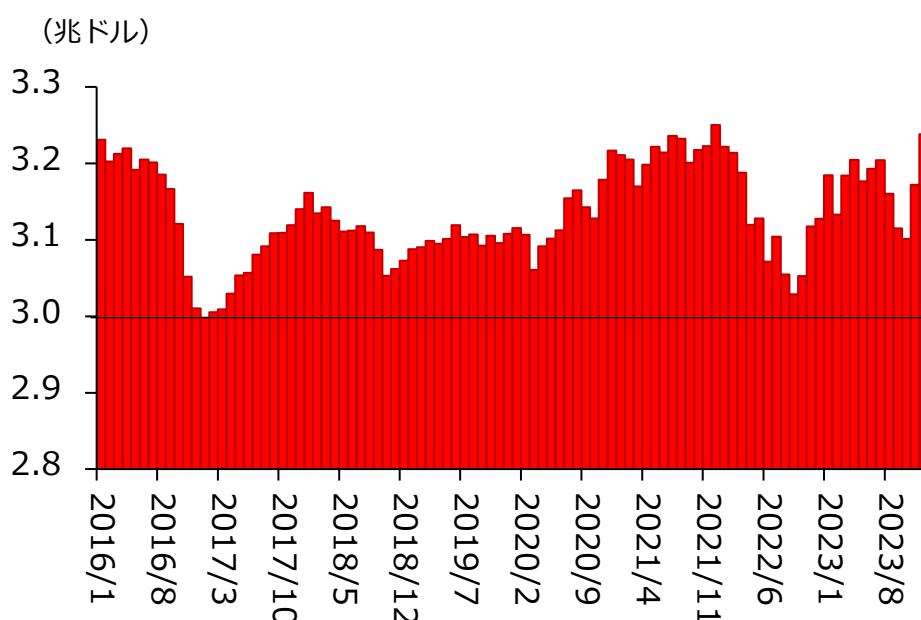
(出所) 中国海関総署

▽人民元為替レート



(出所) 中国人民銀行 直近：1月31日（1ドル=7.18元）

▽外貨準備残高



(注) 3兆ドル程度：当局が近年「潤沢かつ妥当」とする水準 (出所) 中国人民銀行 直近：12月

## ④ 欧州経済（ユーロ圏）

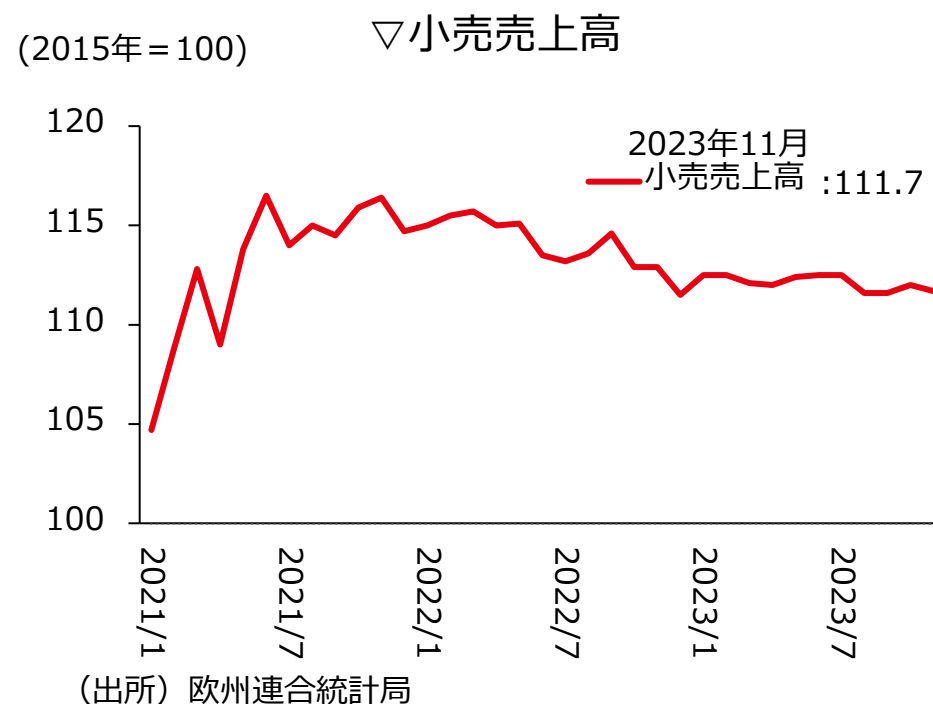
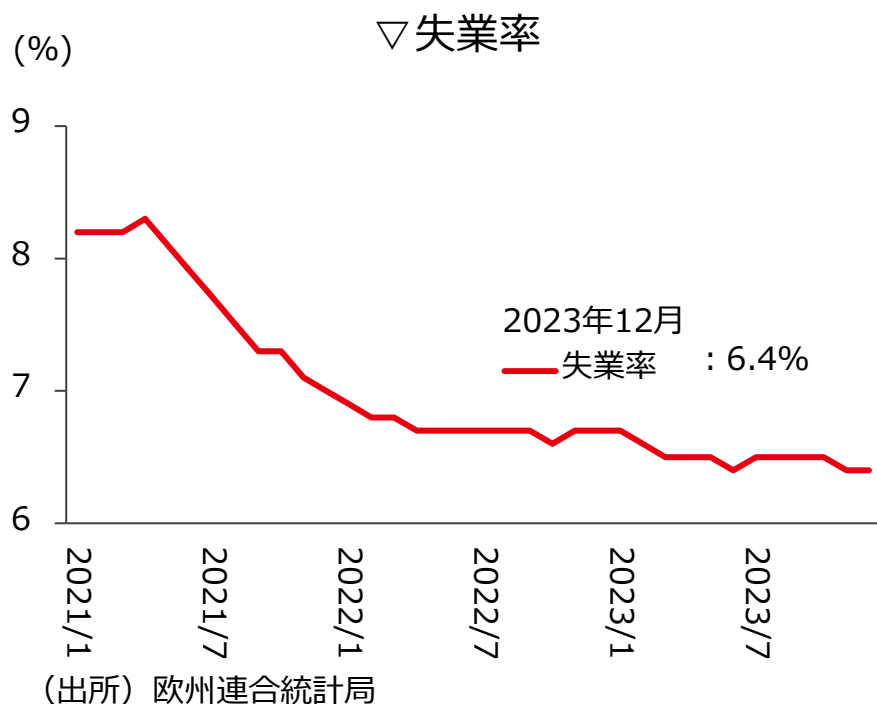
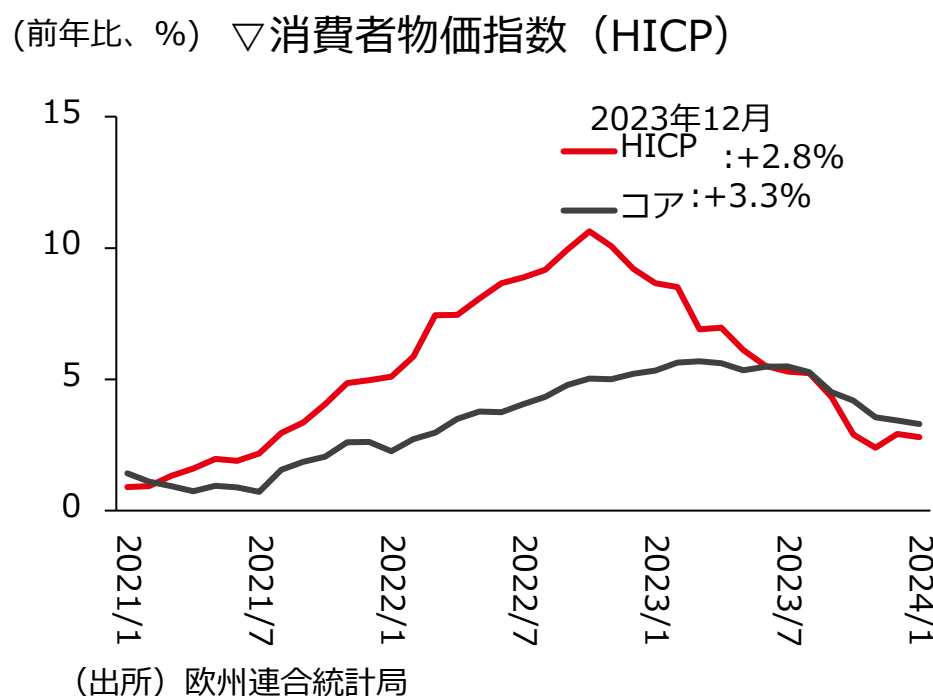
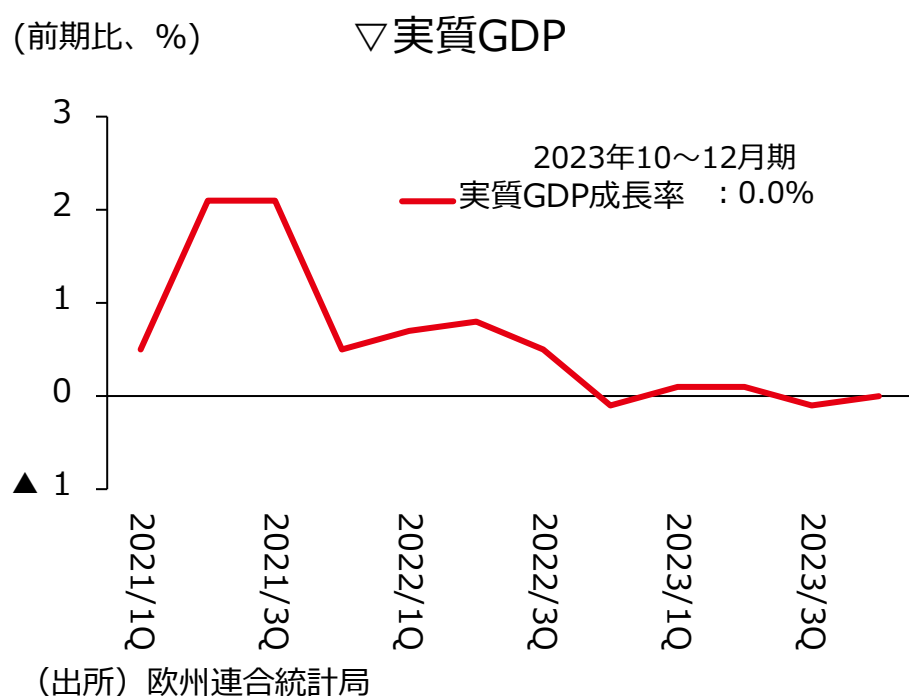
（シニア・エコノミスト 佐藤 洋介）

### 主要指標の動向

- 実質GDP**：2023年10～12月期の実質GDP成長率は、前期比0.0%（7～9月期同▲0.1%）。国別では、ドイツが前期比▲0.3%（7～9月期同0.0%）、アイルランドが同▲0.7%（7～9月期同▲1.9%）と縮小した一方で、イタリアが同+0.2%（7～9月期同+0.1%）スペインが同+0.6%（7～9月期同+0.4%）と拡大した。フランスは0.0%（7～9月期同0.0%）。なお、2023年の実質GDP成長率は前年比+0.5%（2022年同+3.4%）。
- 消費者物価指数（HICP）・失業率**：1月のHICP上昇率は前年比+2.8%（12月同+2.9%）と2カ月ぶりに縮小。項目別では、非エネルギー産業財は前年比+2.0%（12月同+2.5%）と縮小傾向。サービスは前年比+4.0%（12月同+4.0%）と上昇率は横ばい。なお、2023年のHICP上昇率は、前年比+5.4%（2022年同+8.4%）。12月の失業率は6.4%（11月6.4%）と低位で推移。
- 小売売上高**：11月の小売売上高は前月比▲0.3%（10月同+0.4%）と低下傾向が継続した。主要項目別では、自動車用燃料が同+1.4%（10月同+0.1%）と上昇した一方で、食料品が前月比▲0.1%（10月同▲0.9%）、非食料品が同▲0.4%（10月同+1.0%）と低下した。

### 基調判断・見通し

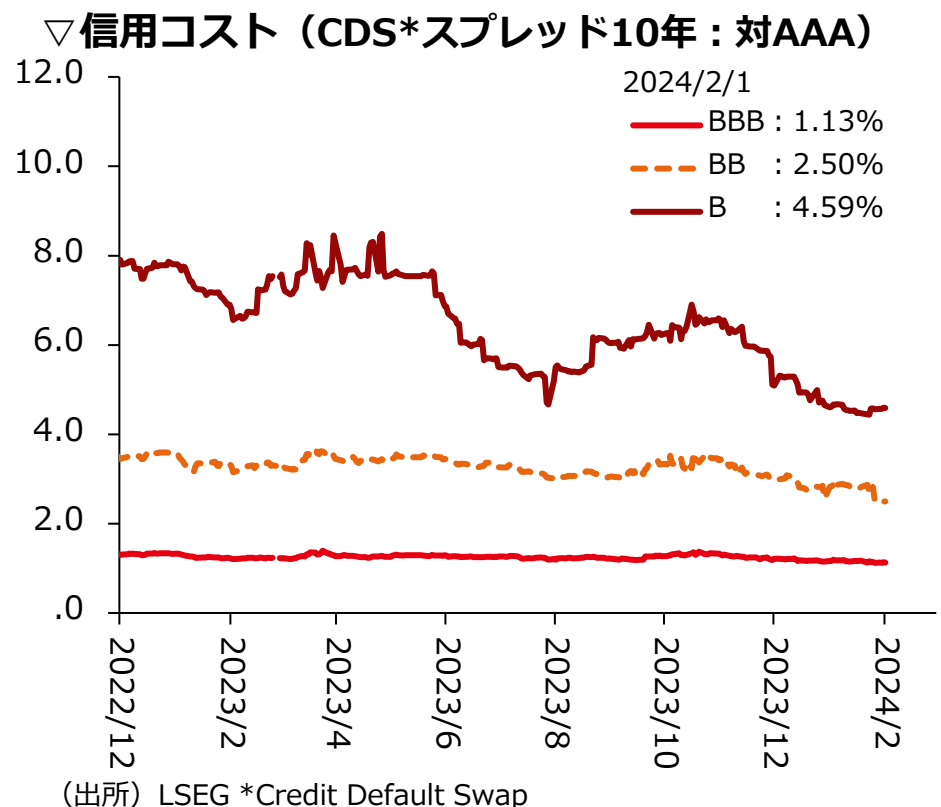
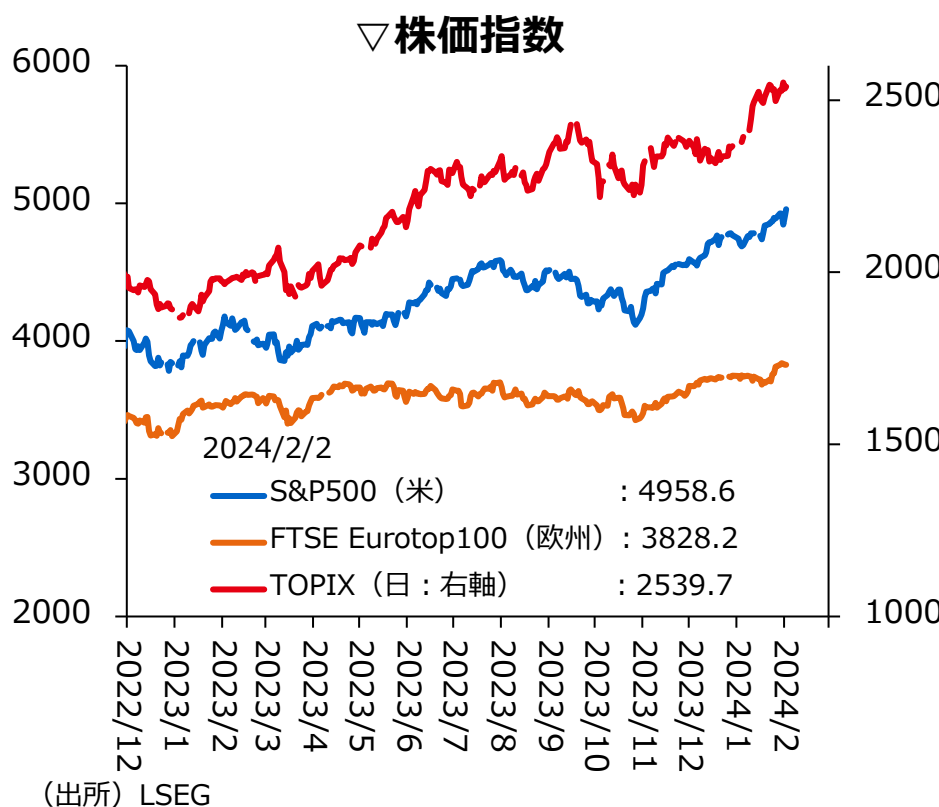
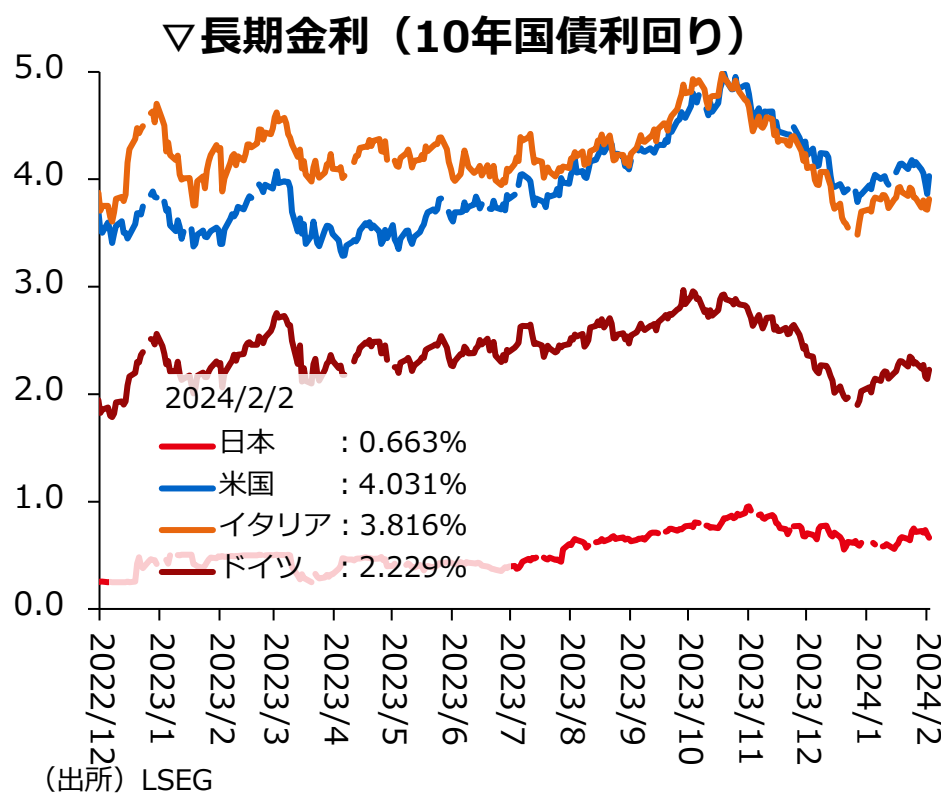
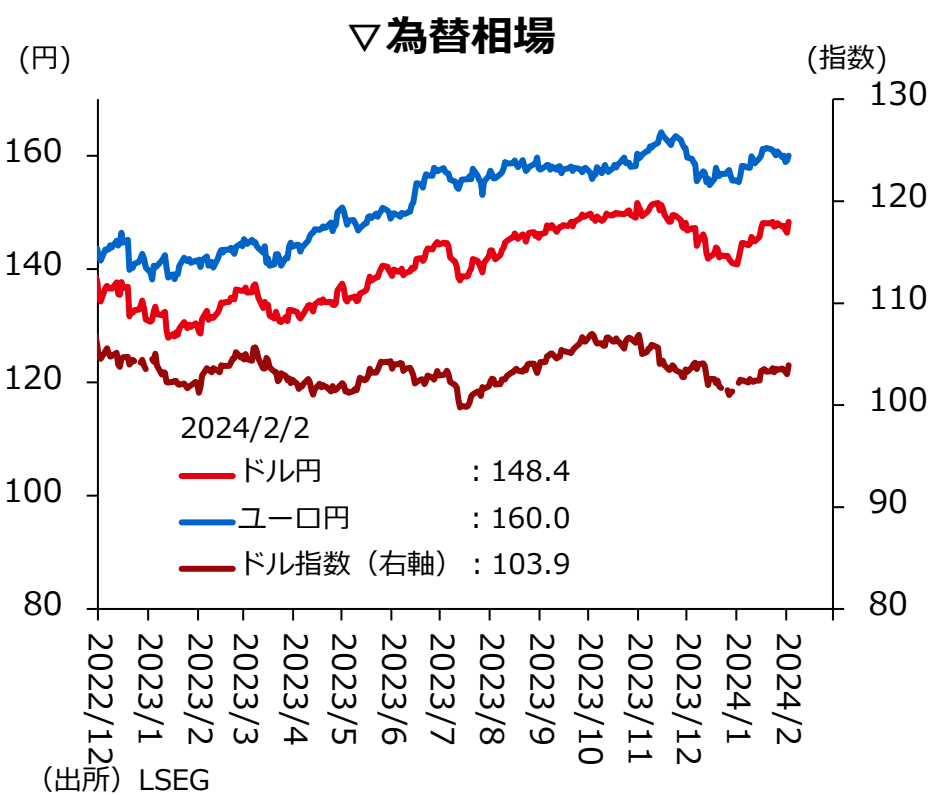
- 各種機関予測は、欧州中央銀行（ECB）集計の専門家予測（1月26日公表）では、2024年の実質GDP成長率が前年比+0.6%（HICP：同+2.4%）、2025年が同+1.3%（HICP：同+2.0%）。ECBの見通し（12月14日公表）では、2024年の実質GDP成長率が前年比+0.8%（HICP：同+2.7%）、2025年が同+1.5%（HICP：同+2.1%）。
- ECBによる利下げ時期が今後の焦点に。2024年もHICPはECBの物価目標を超えて推移する一方で、ユーロ圏経済は低成長にとどまると見られ、市場での利下げ圧力が比較的高い状況が続く。一方、ECBのラガルド総裁は早急な利下げは回避したい模様。



## ⑤ 金融・信用（為替、金利、株式、信用等）

（副所長 田川 真一）

- 為替**：為替市場では金融政策見通しの変化が相場を左右する状況が継続。ドル円は米連邦公開市場委員会（FOMC）後に146円付近まで下落したが、その後切り返し、前週末比ではドル高領域に戻しての越週となった。米国への利下げ期待は依然強く、比較的弱めの経済指標にドル売りで反応、それが当局の牽制などで冷まされる繰り返しとなっている。足元ではいまだ短期ゾーンで大きな金利差が存在、ボラティリティの低さもあって高金利通貨が選好されやすい環境だが、金融政策の方向性の違いからドル高余地も限定的か。
- 金利**：主要エコノミーの長期金利は週を通じては小幅に低下した。米国ではFOMCにて政策据え置きが決定され、声明文は利下げ転換がインフレ目標達成に「より強い自信」を得てからになると示唆。パウエル議長も会見で、自信を固めるにはより多くのデータの確認が必要と述べ、次回3月会合までに条件が整う可能性に否定的な見方を示した。これを受け3月の利下げ織り込みは一段と後退、会合前に4%を割り込んでいた10年国債利回りは再び4%台を回復した。日本では直近（1月）の政策決定会合での「主な意見」が開示され、委員から物価安定目標達成の可能性が高まっているという認識が示されたこと、マイナス金利など大規模緩和策を正常化する前提での議論の開始を促す意見が出たことなどが明るみになった。日米とも今後の具体的な政策転換時期はいまだ不透明だが、政策運営の方向性の違いは鮮明度を増している。
- 株式**：株式市場はおおむね堅調さを維持し、特に米国では連日の最高値更新を記録。想定以上に堅調な経済指標が景気の軟着陸への自信を高め、金利上昇時にも株価が上昇する典型的な「金融相場」の様相を呈している。ただし上昇はテック株主導によるもので、決して全般的な地合いの良さを示してはいないとの指摘も。日本株は米株の上昇なども好感する形で上昇し、東証株価指数（TOPIX）はバブル崩壊後の最高値を更新。
- 企業信用**：米ドル建CDSスプレッド（信用コスト）はほぼ横ばいながら縮小傾向に回帰の兆し。好調な株価が示すように市場のソフトランディングへの自信は強まっている模様で、それを反映した動きと見られる。





## ⑥ IMF世界経済見通し（24年1月）の概要

（シニア・エコノミスト 坂本 正樹）

**副題：「インフレ率の鈍化と安定的な成長によりソフトランディングへの道が開ける」**

**成長率**：国際通貨基金（IMF）は1月30日、世界経済見通し改訂版を発表し、世界の実質GDP成長率は23年の前年比+3.1%から、24年は同+3.1%と横ばい、25年は同+3.2%とやや加速するとした。前回見通し（23年10月）に比べて24年を0.2ポイント上方修正したが、2000-19年の平均成長率（同+3.8%）は下回る。国・地域別では、23年後半の高めの成長が「ベース効果」となり24年の成長率押し上げが見込まれる米国や、内需の強いASEANなどのアジア新興国、ロシア経済が底堅い東欧、23年10月末に災害対策関連などで新規国債を発行した中国が前回見通しから上方修正された。一方、23年の景気の弱さが尾を引くユーロ圏、アルゼンチンが低迷する中南米・カリブ、サウジアラビアなど産油国の減産が続く中東・中央アフリカなどが下方修正された。

**インフレ率・金融環境**：世界の物価上昇率は23年の前年比+6.8%から、24年は同+5.8%、25年は同+4.4%と段階的に低下する見通しが概ね維持された。世界的な供給サイドの改善と各国中銀の金融引き締めによりインフレが想定よりも早く落ち着いてきているとした。インフレ圧力が後退する中、米国などに対する金融緩和開始への期待を受けて金融環境は23年終盤に緩和的な傾向を一段と強めたことが示された。一方で債務不履行の増加や銀行の融資態度厳格化、商業用不動産を巡るリスク上昇などが懸念事項として挙げられた。

**貿易取引**：世界貿易（財・サービス）の伸びは23年の前年比+0.4%から、24年は同+3.3%、25年は同+3.6%と持ち直すが、歴史的平均である約4.9%の伸び率を下回る。英調査機関グローバル・トレード・アラートによれば各国が導入した新規の貿易制限措置は、19年の約1,100件から22年には約3,200件、23年には約3,000件に増加。先行きにおいても貿易取引を歪める規制や地経学的な分断が世界貿易の重しになるとされた。

**楽観的見通しの強まり**：前回見通しと比べて24年成長率は上方修正され、これまで下方に傾いていたリスクはバランスに向かうとするなど、総じて楽観的見通しの強まりが目立つ。一方、米欧の利下げ開始は24年下期としており、政策金利が高止まりする年前半に景気が緩やかに減速するというシナリオに大幅な修正は見られず。

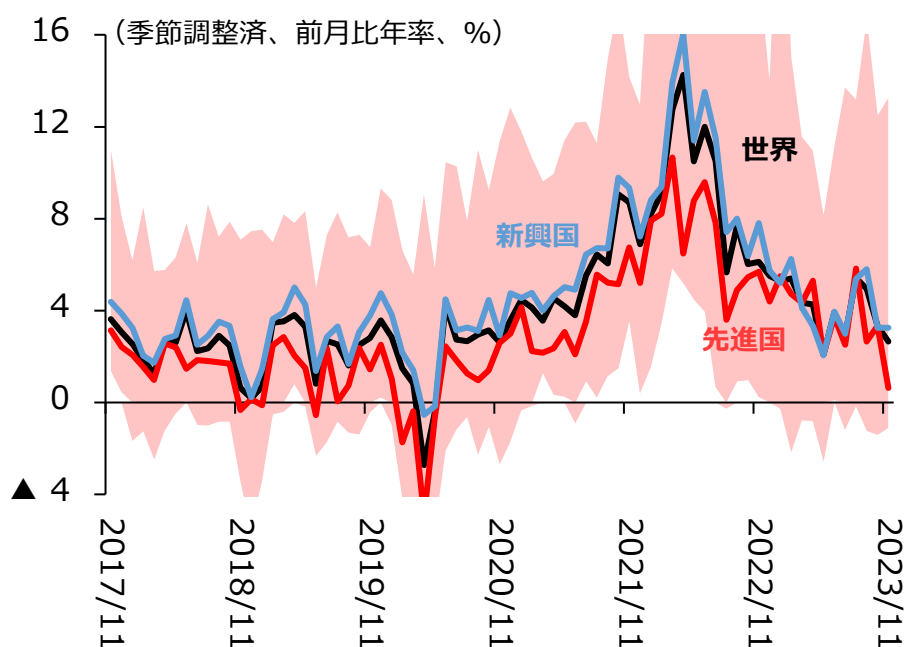
### ▽世界経済見通し（成長率予測）

（前年比、%）	2023	2024	2025	2024	
	見込み	予測	予測	前回 (23/10)	からの修正
世界	3.1	3.1	3.2	+0.2	0.0
先進国	1.6	1.5	1.8	+0.1	0.0
米国	2.5	2.1	1.7	+0.6	▲0.1
ユーロ圏	0.5	0.9	1.7	▲0.3	▲0.1
日本	1.9	0.9	0.8	▲0.1	+0.2
英国	0.5	0.6	1.6	0.0	▲0.4
新興・途上国	4.1	4.1	4.2	+0.1	+0.1
アジア	5.4	5.2	4.8	+0.4	▲0.1
中国	5.2	4.6	4.1	+0.4	0.0
インド	6.7	6.5	6.5	+0.2	+0.2
ASEAN-5	4.2	4.7	4.4	+0.2	▲0.1
東欧	2.7	2.8	2.5	+0.6	0.0
中南米・カリブ	2.5	1.9	2.5	▲0.4	+0.1
中東・中央アジア	2.0	2.9	4.2	▲0.5	+0.3
サブサハラ	3.3	3.8	4.1	▲0.2	0.0

※インドのデータと見通しは財政年度（4月～3月）ベースを表示。

（出所）IMF

### ▽インフレ率（前月比年率）



（注）線グラフは世界GDPの70%を占める57カ国をサンプルとした中央値。帯グラフは全体の10~90%レンジを示す。

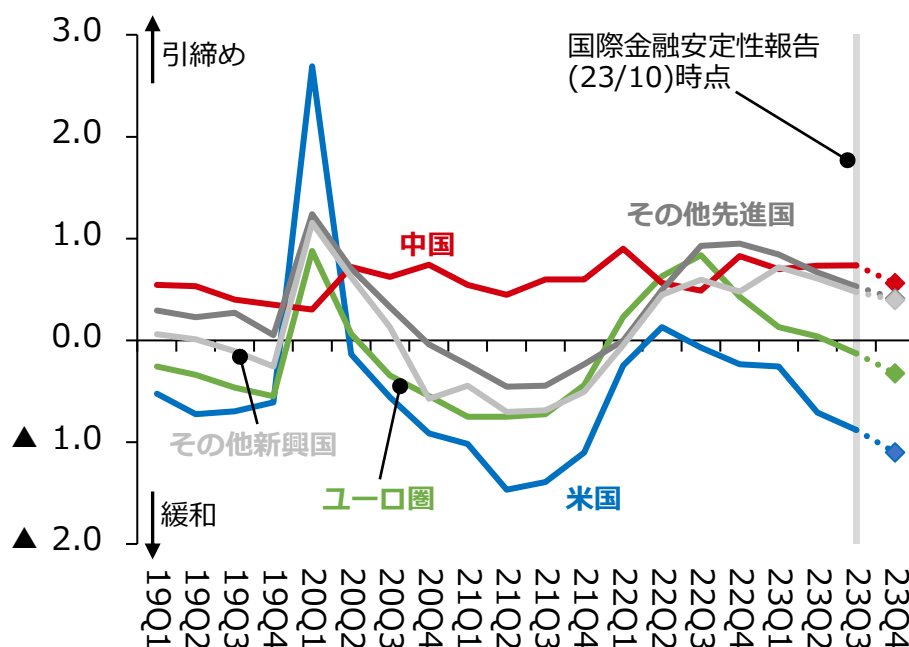
（出所）IMF

### ▽シナリオの前提とリスク

IMFシナリオの前提
<b>&lt;商品価格（前年比）&gt;</b> ●原油：(24年)▲2.3%(25年)▲4.8% ●その他商品：(24年)▲0.9%(25年)▲0.4%
<b>&lt;金融政策&gt;</b> ●米英欧の中銀は24年下期に利下げ ●日銀は緩和姿勢を維持
<b>アップサイドリスク</b> ①インフレの早期解消、②財政政策の維持、③中国経済の早期回復、④AI等による生産性向上
<b>ダウンサイドリスク</b> ①地政学・自然災害リスクによる商品価格高騰、②コア物価の高止まりと金融引き締め長期化、③中国の成長鈍化、④急激な財政引き締め転換

（出所）IMF

### ▽金融環境指数（FCI）



（注）23年10月の「国際金融安定性報告」発表以降の更新データ。23Q4は高頻度データの代理値（proxy value）を用いて算出。

（出所）IMF

**お問い合わせ：丸紅経済研究所 経済調査チーム [TOKB4A1@marubeni.com](mailto:TOKB4A1@marubeni.com)**

(監修)	副所長		田川真一
	所長代理		榎本裕洋
(日本経済)	経済調査チーム	シニア・エコノミスト	浦野愛理
(米国経済)	経済調査チーム	エコノミスト	清水拓也
(中国経済)	産業調査チーム	シニア・アナリスト	李雪連
(欧州経済)	経済調査チーム	シニア・エコノミスト	佐藤洋介
(金融・信用)	副所長		田川真一
(特集)	経済調査チーム	シニア・エコノミスト	坂本正樹

本シリーズは丸紅経済研究所HP上からも参照可能です（最新号は水曜日に掲載）  
(<https://www.marubeni.com/jp/research>)

**丸紅経済研究所**

〒100-8088 東京都千代田区大手町一丁目4番2号  
<https://www.marubeni.com/jp/research/>

**(免責事項)**

- 本資料は公開情報に基づいて作成されていますが、当社はその正当性、相当性、完全性を保証するものではありません。
- 資料に従って決断した行為に起因する利害得失はその行為者自身に帰するもので、当社は何らの責任を負うものではありません。
- 本資料に掲載している内容は予告なしに変更することがあります。
- 本資料に掲載している個々の文章、写真、イラストなど（以下「情報」といいます）は、当社の著作物であり、日本の著作権法及びベルヌ条約などの国際条約により、著作権の保護を受けています。個人の私的使用及び引用など、著作権法により認められている場合を除き、本資料に掲載している情報を、著作権者に無断で複製、頒布、改変、翻訳、翻案、公衆送信、送信可能化などすることは著作権法違反となります。