

# Economic & Market Update

## 2024年8月号

**Marubeni**

丸紅經濟研究所

2024年8月19日

# Economic & Market Update

2024年8月号

## 1. 世界経済

### 1-1. 総括

チーフ・エコノミスト 榎本 裕洋

### 1-2. 米国経済

エコノミスト 清水 拓也

### 1-3. 中国経済

シニア・アナリスト 李 雪連

### 1-4. ユーロ圏経済

シニア・エコノミスト 佐藤 洋介

### 1-5. 日本経済

シニア・エコノミスト 浦野 愛理

### 1-6. ASEAN経済

### 1-7. インド経済

シニア・エコノミスト 坂本 正樹

## 2. 国際商品市況

### 2-1. 原油

### 2-2. 銅

アナリスト 菅原 考史

### 2-3. 鉄鉱石

### 2-4. 原料炭

シニア・アナリスト 李 雪連

### 2-5. トウモロコシ

### 2-6. 大豆

シニア・アナリスト 宮森 映理子

問い合わせ先 : [research@marubeni.com](mailto:research@marubeni.com)

# 1. 世界経済

**2024年8月度 (7/11~8/19)**

---

# 年次経済予測：米国経済軟着陸で年内に複数回の利下げへ

但し利下げ効果は限定的かつタイムラグを伴う。下振れリスクはインフレ再燃・中国経済・地政学リスク

## ▽世界の実質GDP成長率見通し（前年比%）

	対世界シェア	2022	2023	2024		2025	
	2023年、%	実績	実績	予測	修正 (%pt)	予測	修正 (%pt)
世界	100.0	3.5	3.3	3.2	0.0	3.3	0.0
先進国	41.2	2.6	1.7	1.5	0.0	1.7	0.1
米国	15.6	1.9	2.5	2.5	0.1	1.9	0.0
ユーロ圏	11.7	3.5	0.4	0.8	0.1	1.2	0.1
英国	2.2	4.3	0.1	0.6	0.0	1.1	0.0
日本（暦年）	3.7	1.2	1.8	-0.3	-0.4	1.1	-0.3
（年度）	3.7	1.7	1.0	0.2	-0.4	0.9	-0.3
新興国	58.8	4.1	4.4	4.3	0.0	4.3	-0.1
中国	18.7	3.0	5.2	5.0	0.0	4.5	0.0
インド	7.6	7.0	8.2	7.2	0.3	6.6	0.0
ASEAN-5	5.2	5.5	4.1	4.5	-0.1	4.6	-0.1
中東欧	7.4	1.2	3.2	3.2	0.1	2.6	-0.2
中南米	7.3	4.2	2.3	1.9	-0.1	2.7	0.2
中東・中央アジア	7.5	5.4	2.0	2.4	-0.4	4.0	-0.2
サブサハラ・アフリカ	3.1	4.0	3.4	3.7	-0.1	4.1	0.1

ASEAN-5はインドネシア、マレーシア、フィリピン、シンガポール、タイ。修正は前回（2024年6月）との比較。

- 現状**：24年央にかけて、米国・ユーロ圏ではインフレ緩和傾向を受けて景気は安定推移。日本は実質賃金の伸び悩みから景気停滞。中国では1-3月期に成長が上振れしたが、その後減速。インドは高成長を維持。
- 展望**：世界経済成長率予測は6月予測からほぼ不変。標準的展望は、米経済軟着陸とインフレ率低下に伴いFRBは年内複数回利下げ、追随して多くの新興国も利下げに踏み切るというもの。ただし先進国では利下げ幅が限定的であるためその効果は限定的かつやや長いタイムラグを伴う。ユーロ圏の成長率は物価安定・利下げで持ち直すも24年は1%未満。ドイツを中心にエネルギーコスト上昇の後遺症、財政再建が足かせに。日本は実質賃金の伸び悩みが景気を下押し見込み。中国経済は長引く不動産セクターの不況が打撃となっており、同セクターの債務再編など抜本的な措置で不安感を払しょくしない限り内需は圧迫された状態が続く。ただしこうしたリスTROは公的債務の信頼性を悪化させないことが肝要。加えてモラルハザード回避のため、政府は無条件の救済に動く可能性は低い。なお内需低迷で輸出ドライブが強まれば貿易上の緊張を高める恐れも。
- リスク**：下振れリスクは①インフレ再燃に伴う米利下げ遅れによる各国金融政策自由度低下とドル高長期化、②中国経済鈍化、③過度な財政引き締め、④地経学的分断の悪化。上振れリスクは、①選挙前の財政緩和策（ただし将来的には下振れリスク）、②インフレ急低下。主要国選挙も結果次第で高い不透明性を伴う。

## 米7月雇用統計の悪化を受け、世界の金融市場は動揺。今後の利下げ幅に注目集まる。 中国は住宅問題、日本は根強いインフレで景気冴えず。ユーロ圏は景気持ち直すも24年は1%弱の成長。

- **米国**

(現状) 労働需給の緩和が趨勢的に継続。特に7月の雇用統計は市場予想を超える悪化を示し、これを受けて世界の金融市場は動揺。  
(展望・注目点) 景気悪化懸念が強まる中、従来よりも大幅な利下げを見込む市場参加者が増えるなど、金融政策の見通しは困難に。
- **中国**

(現状) 6月は企業活動が改善するも消費が悪化するなどまだら模様の景気が続く。低迷する住宅市場に対し政府は7月に支援策を決定。  
(展望・注目点) 3中全会は規制緩和による潜在成長率引き上げ、国際ルールへの適合を通じた分断圧力緩和、を意識した施政方針採択。
- **ユーロ圏**

(現状) 景気は持ち直す一方、サービスを中心に根強いインフレが続く中、ECBは7月会合で利下げを見送り。  
(展望・注目点) ガス価格高止まりにより製造業比率の高いドイツ経済の回復は同比率の低い南欧主要国に劣後した状態が続く。
- **日本**

(現状) 4～6月期は自動車生産再開で2四半期ぶりのプラス成長だが、実質GDPと相関性の高い鉱工業生産指数は一進一退。  
(展望・注目点) 海外経済減速や日銀の利上げが重しとなる一方、自動車生産回復や所得環境持ち直しで極めて緩やかな成長を予想。
- **ASEAN**

(現状) 24年4～6月期はインドネシア・シンガポール・フィリピン・ベトナム・マレーシアなど主要国で前期並みかそれ以上の成長。  
(展望・注目点) 米金利との連動性を通じた高金利が景気の重しとなる一方、インフレ緩和・観光業・外需が景気押し上げ材料に。
- **インド**

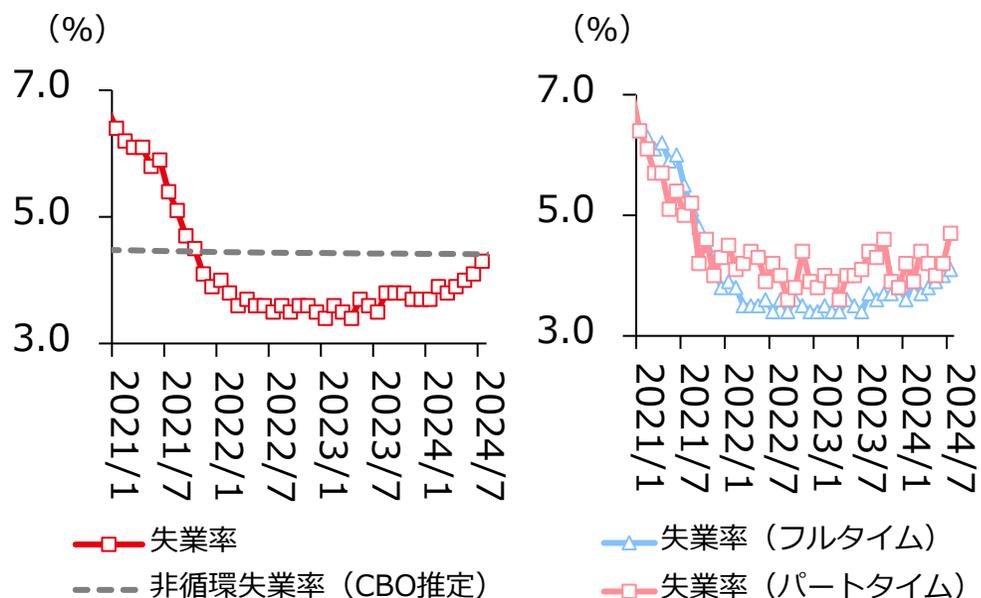
(現状) 7月以降総選挙の終了や熱波の緩和に伴い経済活動が回復。景気堅調・食品価格上昇を受け金融政策は引き締め方針を維持。  
(展望・注目点) 農村部の需要回復やインフラ建設の加速などを主因に年後半に向けて経済成長は加速。食品価格の上昇に注意。

# 現状

## 労働市場のリバランスが進展。失業率は上昇局面に差しかかる

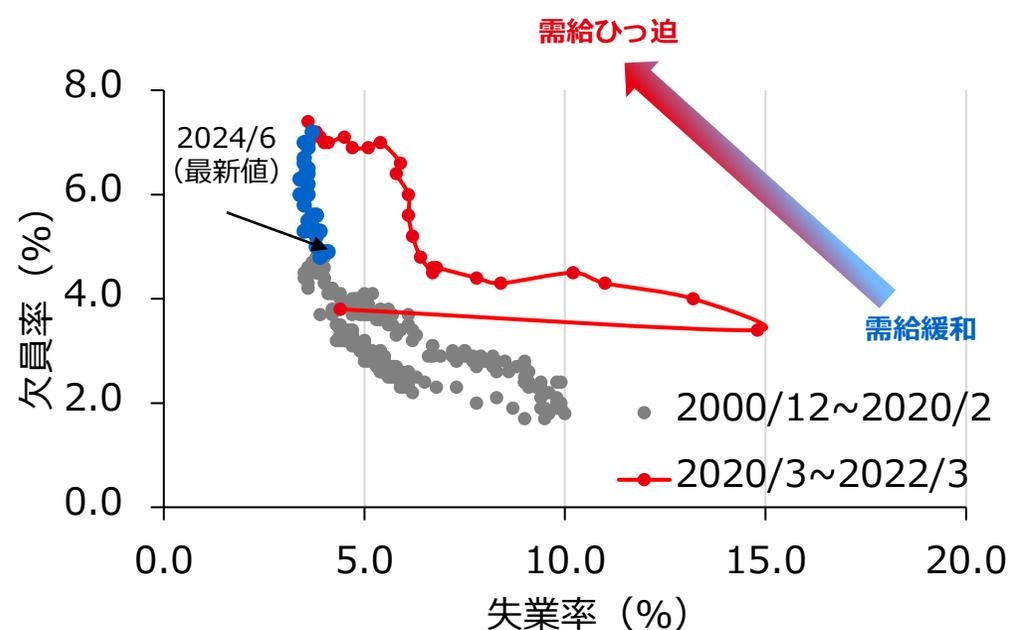
- 失業率が趨勢的に上昇**：7月の雇用統計では複数の指標が雇用情勢の軟化を示した。特に、家計調査に基づく失業率は4.3%（6月4.1%）と、一時解雇の増加もあり予想以上に上昇し、米予算統計局（CBO）が推計する非循環失業率（基調的な失業率水準）に接近した。フルタイム労働者の失業率も趨勢的に上昇するなど、失業者の内訳においても変化が確認される。
- 労働需給の緩和が進展**：失業と欠員が反比例する関係を経験的に示した「ベバレッジ曲線」からは、失業率が低位を保つ間も欠員率低下が確認され、労働需給が緩和する状況を示唆。コロナ禍前のベバレッジ曲線の形状に照らせば、失業率の上昇局面に入りつつある。

▽失業率



(注) 非循環失業率：景気変動を除く基調的な要因変化により生じる失業率。実際の失業率と非循環失業率の差が小さい局面では、インフレ率が安定する傾向が認められる。  
 (出所) 米労働省、予算統計局より丸紅経済研究所作成

▽ベバレッジ曲線



(注) 欠員率 = 求人件数 / (雇用者数 + 求人件数)。労働需要全体に占める空きポジションの割合を示す。  
 (出所) 米労働省より丸紅経済研究所作成

## 展望・注目点

### 景気悪化懸念がなおもくすぶる中、金融政策の先行き不透明感が高まる

- **金融政策は利下げサイクルに接近**：7月の連邦公開市場委員会（FOMC）では、政策判断自体は「現状維持」ながらも、会合後の記者会見でパウエル議長が次回9月会合での利下げ着手の可能性に言及するなど、利下げサイクルへの接近を印象付ける内容が見られた。
- **次回9月会合の焦点は利下げの有無から利下げ幅へ**：7月FOMCの決定自体は市場関係者のコンセンサスの範疇であったが、予想外に弱い雇用統計の結果を受け、金融市場では金融緩和が加速するとの認識が流布し、年内に3回予定されているFOMC会合での予想利下げ幅は一時、計75bpsから125bps程度へと拡大した。その後、景気悪化懸念は多少和らいだものの、9月会合における利下げ幅を巡ってはなおも不透明感が強く、金融市場での急変動が起こりやすい地合いに。

#### ▽ FOMC声明文・議長会見内容（7月）

##### ➤ 現状認識：インフレ抑制はさらに進展。労働市場は緩やかに正常化

**雇用**：労働市場は過熱状態からの正常化の過程にある。多くの指標が、コロナ禍前の堅調ながら過熱感は無状態まで戻ったことを示唆。

**物価**：この数カ月間は物価目標に向けたさらなる進展が見られたが、今後の継続性を確かめる必要がある。

**リスク認識**：①物価安定、②最大雇用の双方に対するリスクを注視。

##### ➤ 政策判断：パウエル議長が利下げ開始について言及

##### 政策金利：

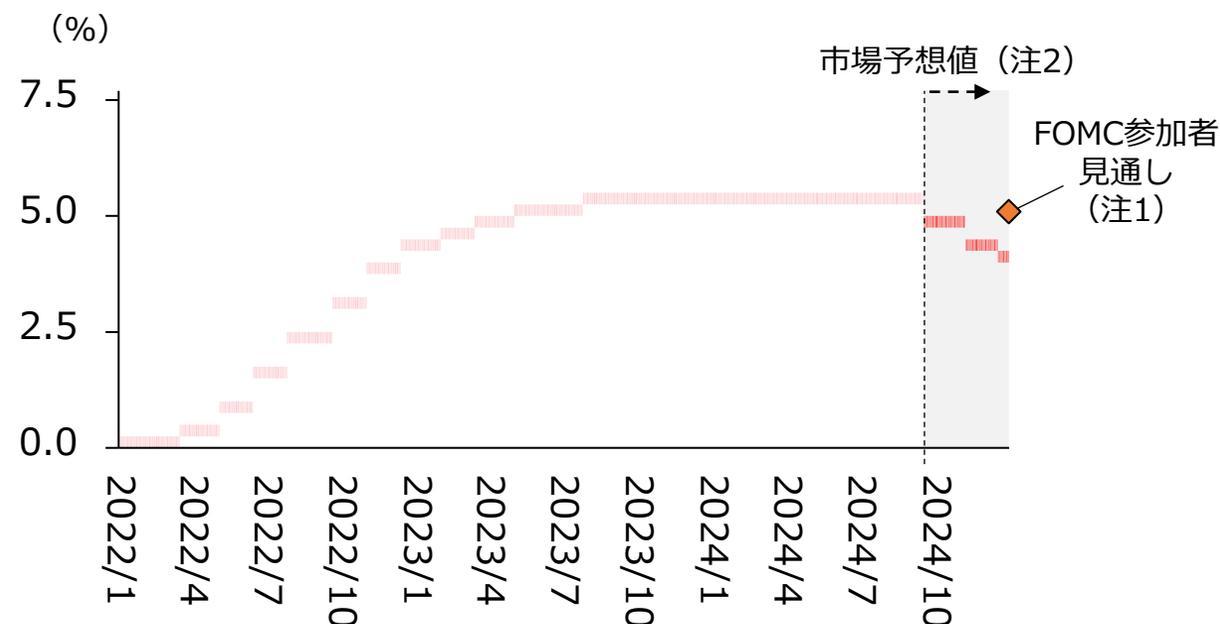
- 政策金利の誘導目標レンジを5.25～5.50%に据え置くことを決定。
- 労働市場が予想外に弱含むか、インフレ率が予想以上に低下した場合、適切に対応する。
- 経済・物価データが期待通りに推移した場合、早ければ次回9月会合にも政策金利の引き下げを検討する可能性がある。

##### 量的引き締め：

- 国債、政府機関債、住宅ローン担保証券の保有量削減を継続する。

（出所）連邦準備制度理事会、各種報道より丸紅経済研究所作成

#### ▽ 米政策金利（FF金利）



（注1）19人の参加者による見通しの中央値（2024年6月会合時点）

（注2）FF金利先物市場に織り込まれた政策金利予想値（8/13時点）

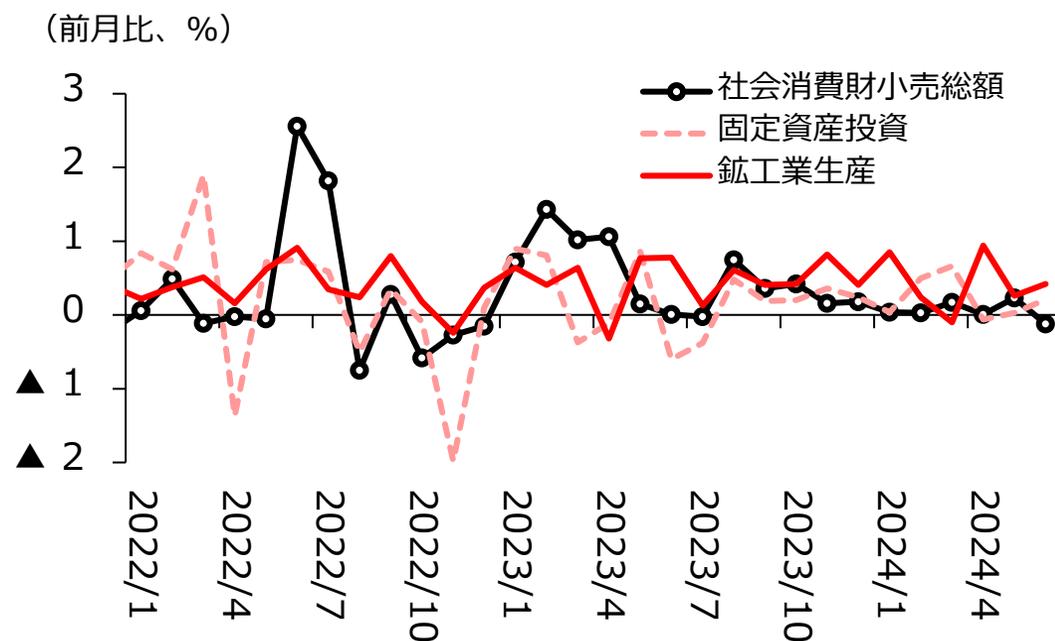
（出所）連邦準備制度理事会、CME groupより丸紅経済研究所作成

## 現状

## 主要経済指標は強弱が混在、住宅市場の低迷が継続

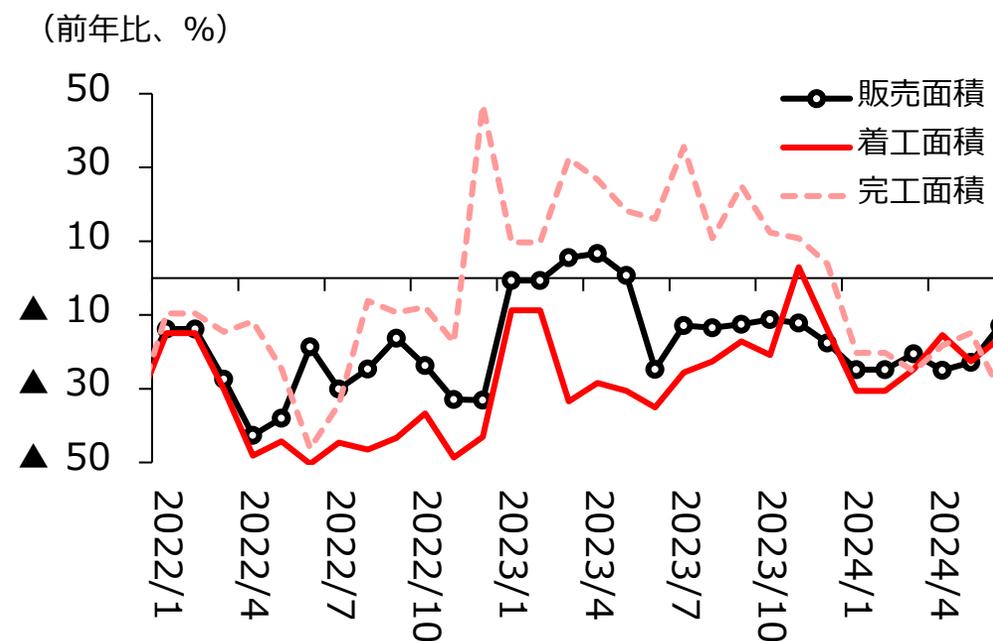
- 主要経済指標**：6月の鉱工業生産は食料品加工やガス供給を中心に加速。固定資産投資はインフラ建設投資を中心に若干改善した。一方、消費関連では社会小売総額が11カ月ぶりに減少。サービスではレジャー、財では建材、家電などの住宅関連や自動車における低調な販売が影響した（いずれも前月との比較）。
- 住宅市場**：6月の新築住宅（面積ベース）の販売は前年比▲12.8%、新規着工は同▲16.2%、完工は同▲30.5%といずれも減少が続いた。70主要都市の新築住宅販売価格は前月比▲0.7%と、5月に続き14年10月以来の大幅な下落率に。党指導部は7月18日に閉幕した会合で、住宅購入制限の撤廃や地方政府財源の拡充、都市化の加速などを決定。今後はこれら支援策の実施状況に注目。

## ▽主要経済指標



(出所) 中国国家统计局 直近：2024年6月

## ▽新築住宅販売・着工・完工面積



(出所) 中国国家统计局 直近：2024年6月

## 展望・注目点

### 中国における2029年までの施政方針（3中全会での決定事項）

- 3中全会とは**：中国共産党の指導部に相当する「中央委員会（党中央）」は、任期5年の間に計7回の全体会議を行い、指導部人事や国家運営方針を決める。3回目の全体会議（3中全会）は新政権発足の翌年に開催され、今後目指す大きな構造改革を決定する。7月18日に閉幕した第20期党中央の3中全会は約1年遅れの開催となったが、大幅な規制緩和を目指しており、その調整に時間を要した模様。
- 主な決定事項**：3中全会で「改革のさらなる全面的深化と中国式現代化の推進に関する中国共産党中央の決定」が採択された。経済や政治、社会、国防と軍隊など8分野における施政方針（2029年まで）が盛り込まれた。全体として、大幅な規制緩和による潜在成長率の引き上げと、知財保護などにおける国際水準のルールへの適合を通じた分断圧力の緩和が意識されており、現状打破への道しるべと言える。

#### ▽2029年までの施政方針の主なポイント（3中全会での決定事項）

主なポイント	主な施策
需要喚起	<ul style="list-style-type: none"> <li><b>全国統一大市場の構築</b>：国内市場の分断を招く諸規制の撤廃、潜在的な消費・投資需要の喚起</li> <li><b>サービス市場の拡大</b>：企業向けサービス業の地域間規制の撤廃、プラットフォーム化を促進。家計向けサービスの多様化を推進</li> <li><b>セーフティネットの改善</b>：国民皆保険の整備、保育サービスの充実化、定年延長の推進、シルバー人材の活用、民間企業の介護市場参入の推進</li> <li><b>投資の促進</b>：産業・社会インフラの刷新、グリーン化、デジタル化を推進</li> <li><b>民営経済の促進</b>：「民営経済促進法」を策定。民営企業による技術立国も奨励</li> <li><b>対外開放</b>：財、サービス、資本市場、労働市場の対外開放を推進。製造業の参入制限を撤廃、通信や教育、医療などのサービス業を対外開放</li> </ul>
リスク対策	<ul style="list-style-type: none"> <li><b>住宅不況</b>：公営住宅の拡充、買い替え需要の奨励、各地の購入制限の撤廃、都市化の加速、都市部における農村部戸籍者による住宅購入規制の緩和、開発融資体制・予約販売制度の見直し、不動産税収制度の強化</li> <li><b>地方政府債務問題</b>：地方政府財源を拡充、地方政府債務の全面監視を強化、融資平台の改革・転換を促進</li> <li><b>金融の脆弱性</b>：「金融法」を策定。金融安定性保障体制を構築、金融監督体制を改善、消費者保護を強化</li> </ul>
政府の関与	<ul style="list-style-type: none"> <li><b>政府と市場</b>：市場機能の最大化と、市場秩序の維持を強化。生産要素や資源の価格形成に対する政府干渉を抑制</li> <li><b>国有経済と民営経済</b>：国有企業は国家安全、ライフライン、公益産業、戦略的新興産業に集約、民営企業により大きい市場と良い経営環境を提供</li> <li><b>中央政府と地方政府</b>：地方政府の財源を拡充、財政支出における中央政府主導分を拡大</li> </ul>
分断の緩和	<ul style="list-style-type: none"> <li><b>過剰生産の抑制</b>：製造業割合の合理化を図る体制を構築</li> <li><b>貿易摩擦の緩和</b>：知財保護、金融分野、労働者保護、環境基準、産業補助金、政府調達、電子商取引における国際水準のルールへの適合を推進。</li> <li><b>自由貿易の推進</b>：貿易・投資制限の撤廃、自由貿易の推進</li> <li><b>技術立国</b>：サプライチェーンの強靱化。半導体、デバイス、医療機器、計測機器、先端材料の研究開発を強化</li> </ul>

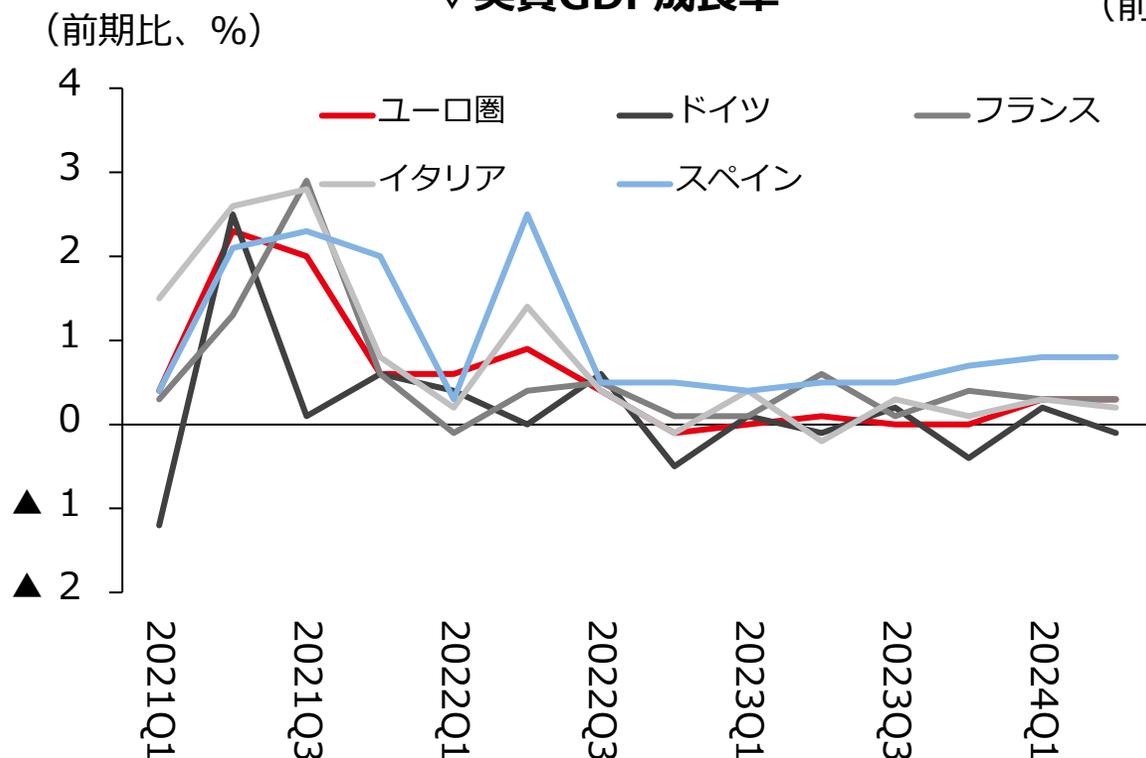
（出所）第20期党中央3中全会「改革のさらなる全面的深化と中国式現代化の推進に関する党中央の決定（2024年）」より丸紅経済研究所作成

## 現状

## 景気は持ち直す一方インフレに根強さ。ECBは金利据え置き

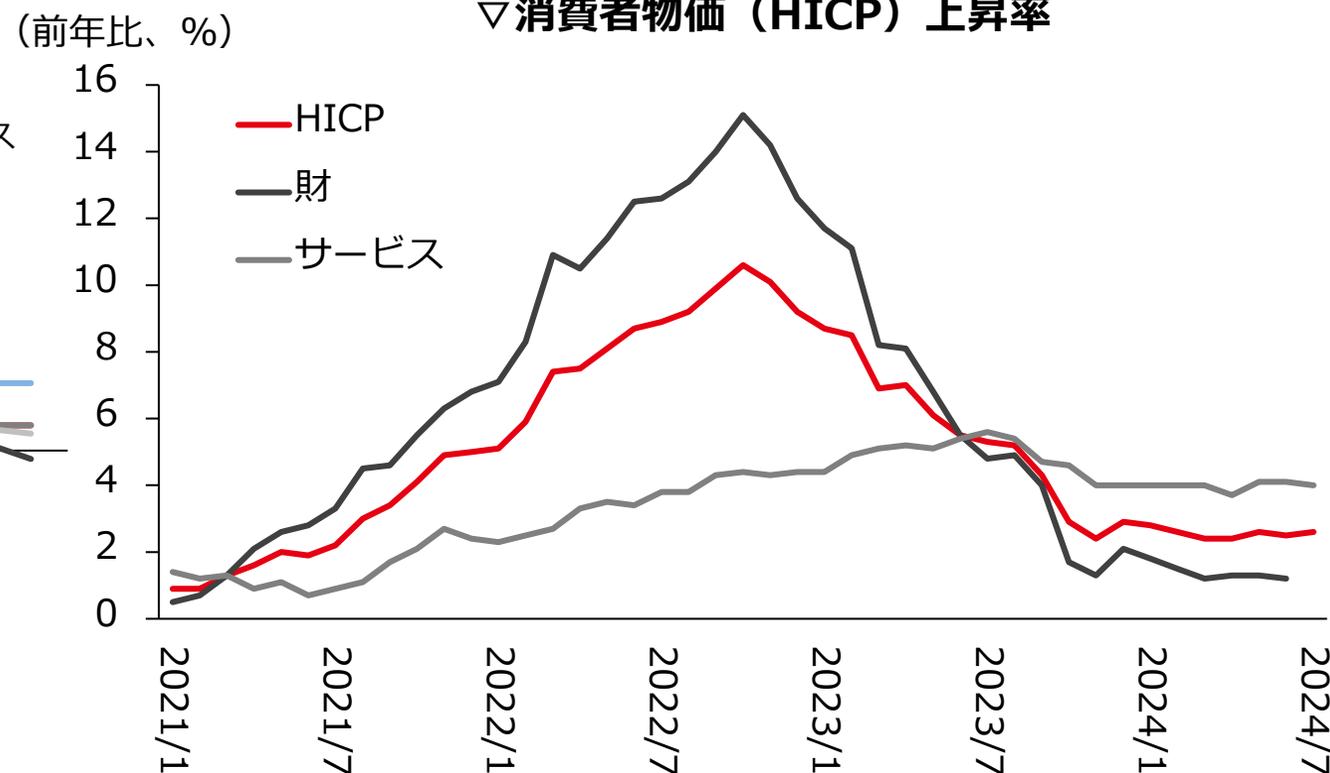
- **実質GDP成長率**：4～6月期実質GDP成長率は前期比+0.3%（1～3月期同+0.3%）とプラス成長を維持した。国別では、ドイツが前期比▲0.1%（1～3月期同+0.2%）と2四半期ぶりのマイナス成長となったが、スペインは同+0.8%（1～3月期同+0.8%）、フランスは同+0.3%（1～3月期同+0.3%）、イタリアは同+0.2%（1～3月期同+0.3%）とプラス成長を維持した。
- **インフレ率**：7月の消費者物価（HICP）上昇率は前年比+2.6%（6月同+2.5%）と拡大した。エネルギーが前年比+1.3%（6月同+0.2%）と3カ月連続でプラスとなり、サービスは同+4.0%（6月同+4.1%）と高めの上昇が持続した。かかる状況下、欧州中銀（ECB）は7月会合で政策金利を据え置き。

▽実質GDP成長率



(出所) 欧州連合統計局より経済研究所作成

▽消費者物価（HICP）上昇率



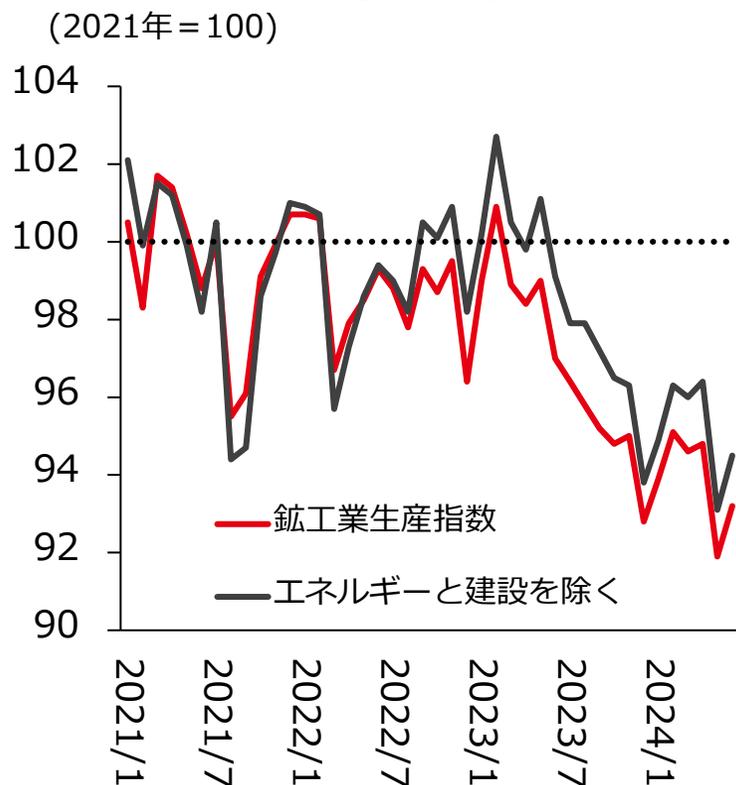
(出所) 欧州連合統計局より経済研究所作成

## 展望・注目点

### ドイツの鋳工業生産は低調に推移。先行きも停滞を予想

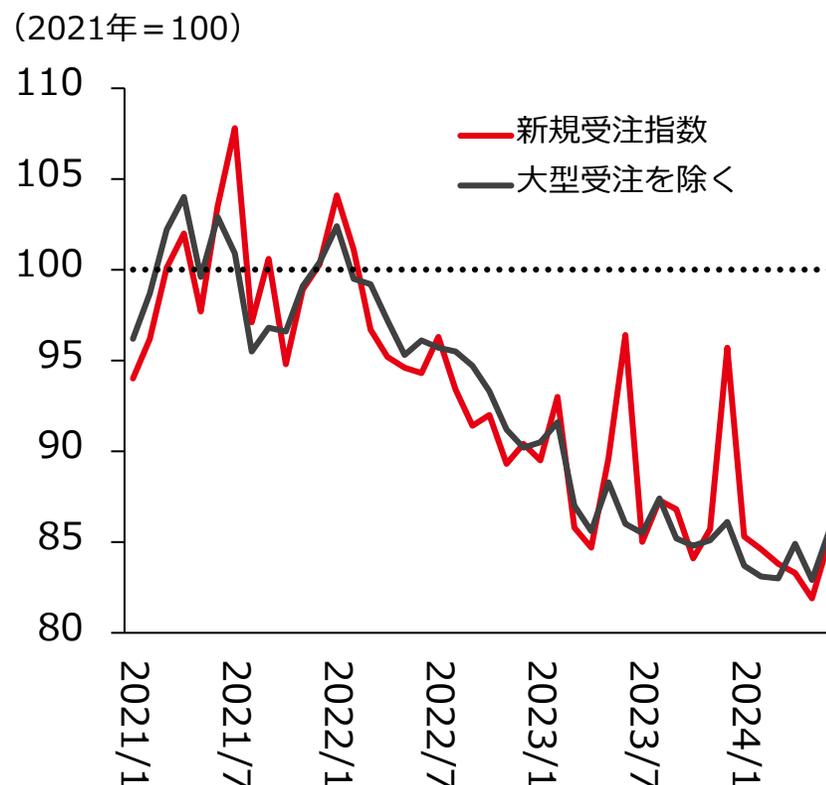
- **鋳工業生産**：ドイツの6月の鋳工業生産指数（2021年基準）は93.2（5月91.9）、エネルギーと建設を除いても94.5（5月93.1）と前月の急低下から反発。ただし受注関連の指標は依然振るわず（後述）、生産が減少傾向を脱したとは言えない状況。
- **新規受注・受注残高**：ドイツの6月の新規受注は85.1（5月81.9）と反発、大型受注を除いても85.6（5月82.9）に上昇したが、水準は依然として低位にとどまる。受注残高も低下、特に海外からの受注は2021年平均を割り込む水準に。

#### ▽鋳工業生産



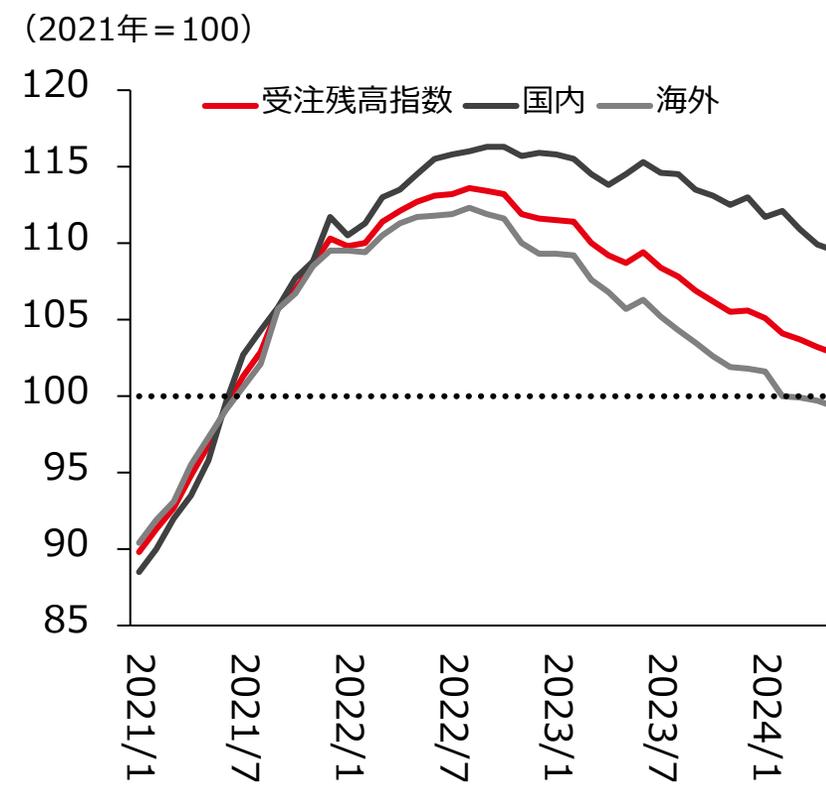
(出所) ドイツ連邦統計局より経済研究所作成

#### ▽新規受注



(出所) ドイツ連邦統計局より経済研究所作成

#### ▽受注残高



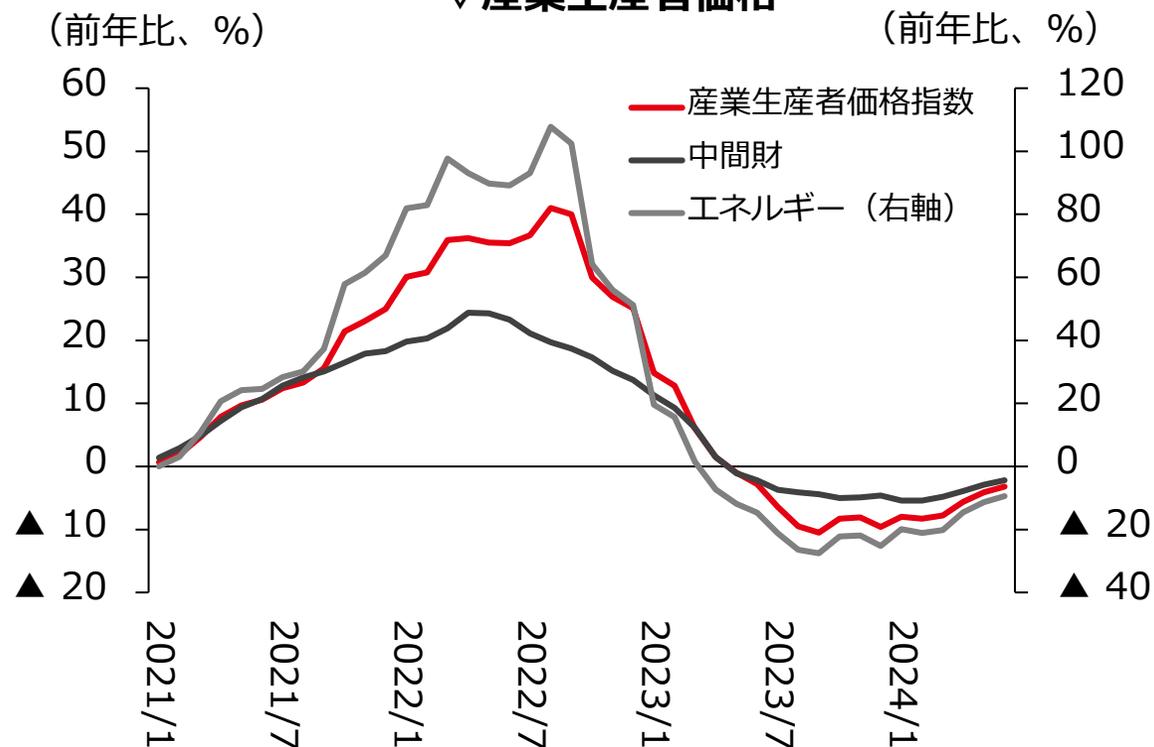
(出所) ドイツ連邦統計局より経済研究所作成

## 展望・注目点

### 資源価格の落ち着きは産業全般に追い風。サービス業比率の高い国で比較的好調を維持

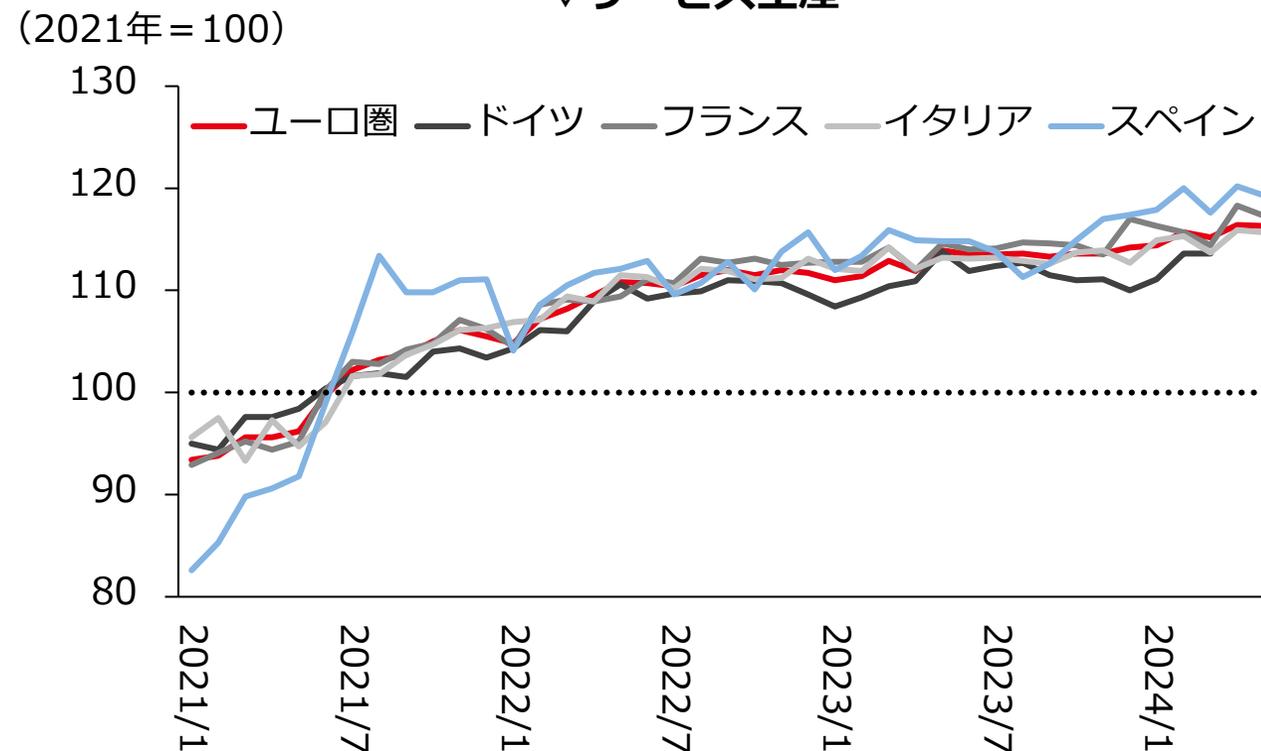
- 産業生産者価格**：6月の産業生産者価格は前年比▲3.2%（5月同▲4.1%）と2023年5月からの前年割れが継続した。特に、エネルギーが▲9.4%（5月同▲11.3%）と落ち着いた状態が続いており、産業全般にわたって活動を抑制する効果は次第に薄れていると判断される。資本財や消費財の伸び率も縮小傾向。
- サービス生産**：5月のサービス生産は116.3（4月116.4）と微減ながら、傾向的には鉱工業生産と比べ回復力の強さを発揮。サービス業比率の高いスペイン、フランス等で景気回復が先行する一方、製造業比率の高いドイツが相対的に不振であることと整合的と言える。

#### ▽産業生産者価格



(出所) 欧州連合統計局より経済研究所作成

#### ▽サービス生産



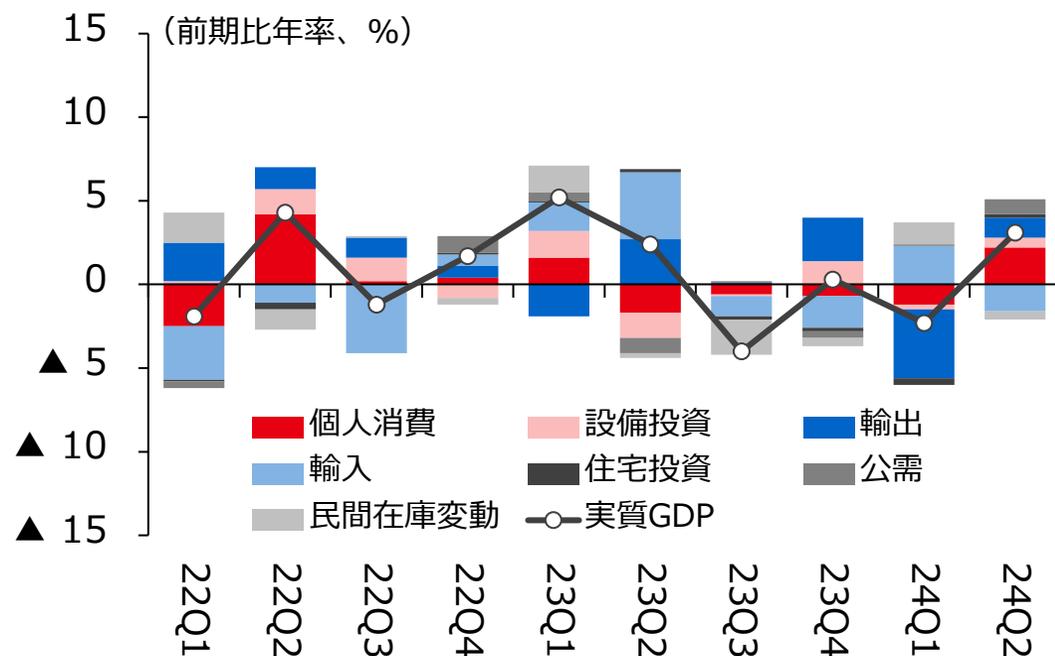
(出所) 欧州連合統計局より経済研究所作成

## 現状

## 4～6月期は自動車生産の再開が進み、2四半期ぶりのプラス成長

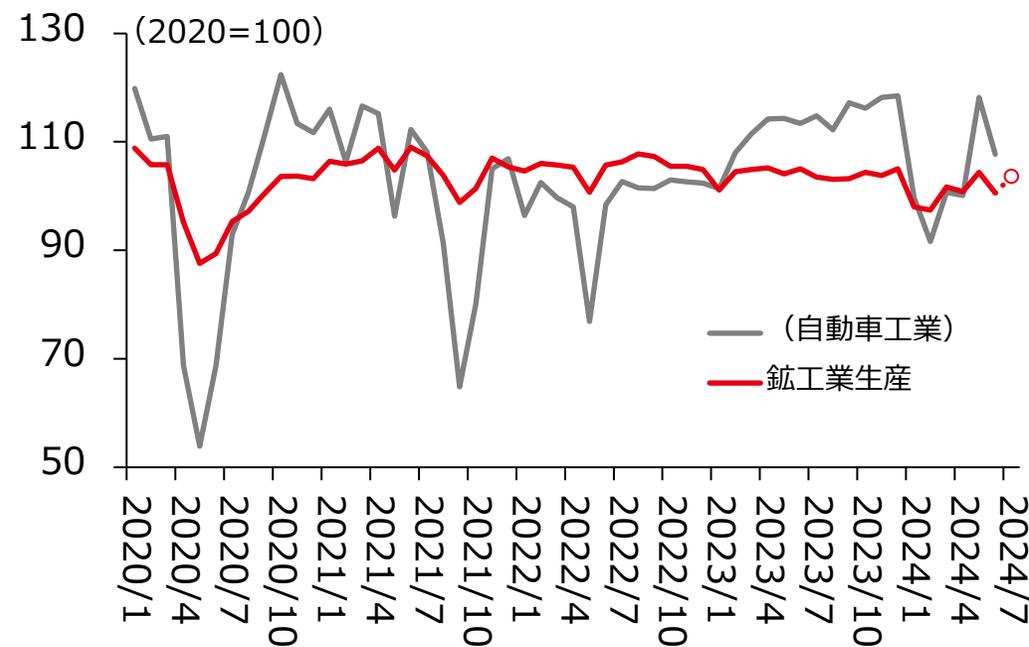
- **実質GDP**：4～6月期の実質GDP成長率は、前期比+0.8%（年率換算+3.1%）と2四半期ぶりのプラス成長。一部自動車メーカーの追加的な認証不正問題が発覚したものの、総じてみれば自動車生産の再開が進んだことで輸出や設備投資、個人消費などがプラスに寄与。特に長らく低迷していた個人消費は5四半期ぶりに増加。自動車などの耐久財だけでなく、半耐久財や非耐久財も前期から増加した。
- **鉱工業生産**：6月の鉱工業生産指数は前月比▲3.6%と自動車工業を中心に全15業種が低下。生産計画に基づく予測指数（補正值）では、7月は上昇に転じる見通しだが、年前半は自動車メーカーの認証不正問題に伴う生産停止や再開に伴い一進一退の動きとなっている。

▽実質GDP成長率



(出所) 内閣府

▽鉱工業生産



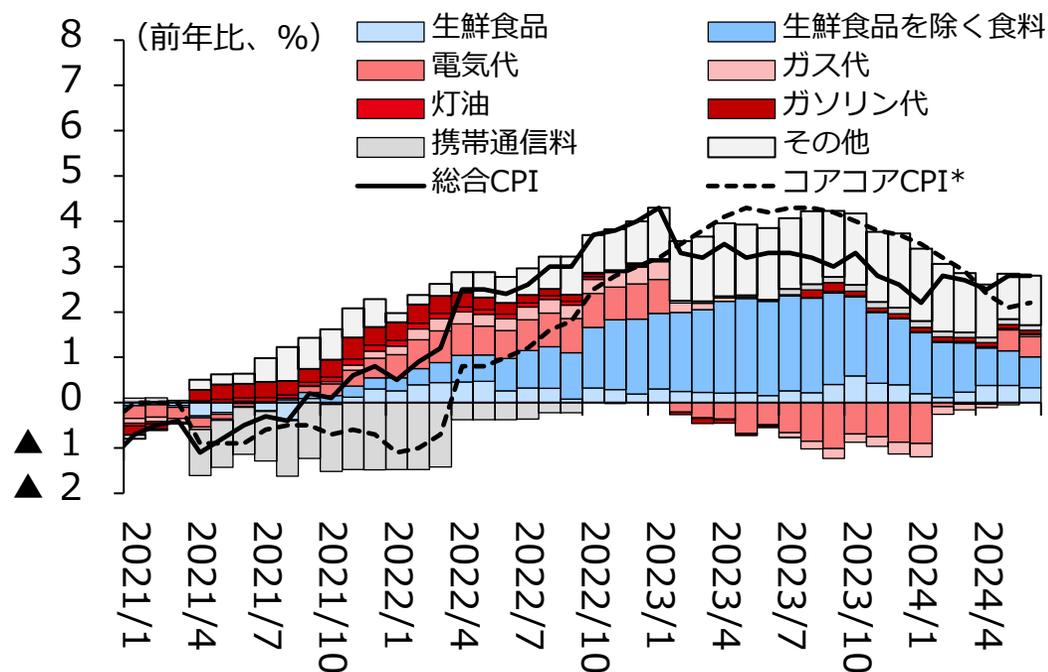
(注) 季節調整値。予想値は製造工業生産予測指数の補正值から作成。  
(出所) 経済産業省

## 展望・注目点

### 年後半は自動車生産の回復や所得環境の改善により緩やかな成長となる見通し

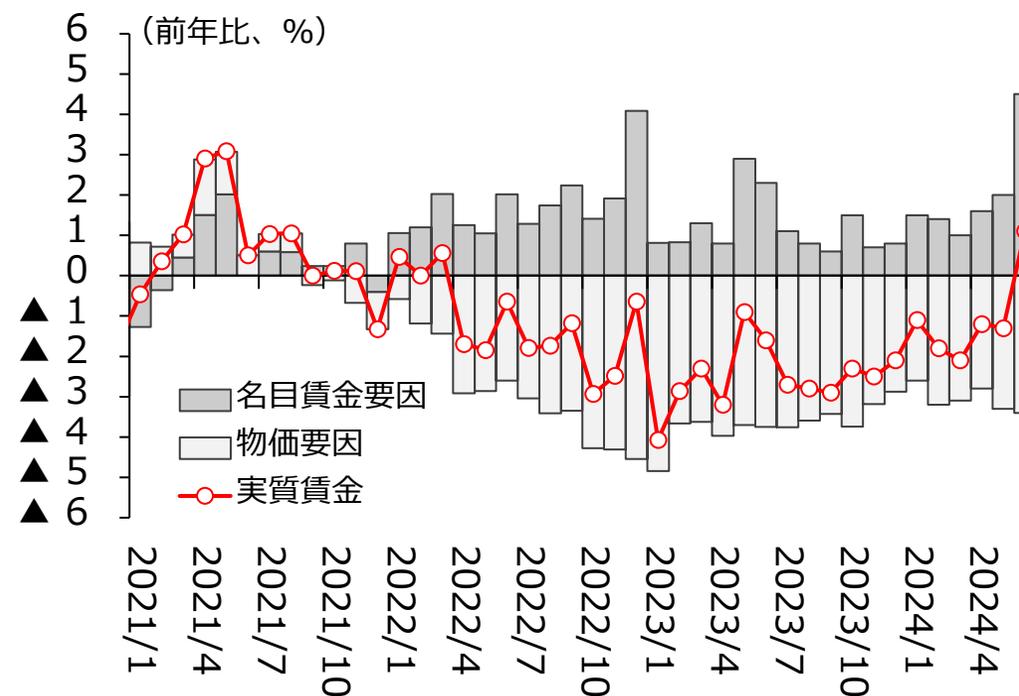
- 物価**：基調的な動きを示す6月のコアコアCPIは前年比+2.2%と日銀の2%物価目標に接近。先行きは、政府による電気・ガス価格抑制策の一時再開（8～10月使用分）が物価を押し下げる一方、年前半の円安の影響がタイムラグを伴って押し上げに寄与する可能性も。
- 賃金**：6月の名目賃金は前年比+4.5%と上昇率が大幅に拡大。特別給与が大幅に増加したことが主因。物価変動の影響を除いた実質賃金は同+1.1%と2022年3月以来のプラス圏に浮上した。ただし、7月以降は特別給与の要因が剥落し、再びマイナスに転じる可能性も。
- 見通し**：年後半は海外経済の減速や国内の利上げが重しとなる一方、自動車生産の回復や所得環境の改善により緩やかな成長を見込む。

▽消費者物価（CPI）



(注) \*生鮮食品及びエネルギーを除く  
(出所) 総務省

▽実質賃金



(出所) 厚生労働省

# 現状

## 24年4～6月期は主要国の多くが堅調な成長を維持

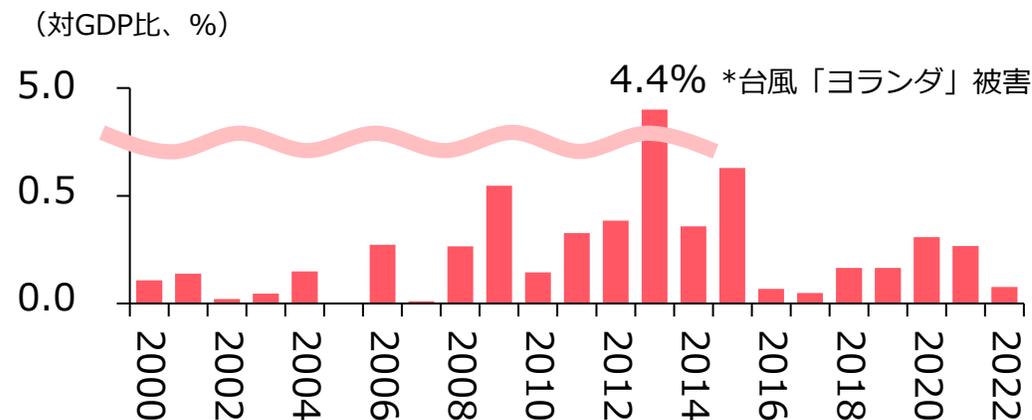
- 実質GDP**：24年4～6月期の実質GDPは、フィリピン、ベトナム、マレーシアなどで前期から増加率が拡大。政府支出や輸出増などの下支えもあり堅調な成長が維持された。インドネシアでは、政府支出の増加率が選挙関連で高めに出了前期の反動で大きく縮小したが、輸出・投資の持ち直しや底堅い個人消費に支えられて5%台の成長を維持した。
- フィリピン台風被害**：7月下旬にルソン島広域に台風3号「ケーミー」が接近。洪水や土砂崩れに加え、マニラ沖でタンカーが転覆し油が海上に流出するなど広域で被害が発生。経済活動への下押しが見込まれる。フィリピンは過去にも自然災害により大きな経済損失を被る事態が発生しており、防災インフラ強化や異常気象の背後にある気候変動問題への取り組みが一段と強まることも考えられる。

### ▽実質GDP

(前年比、%)	成長率	民間消費	総固定 資本形成	政府支出	輸出
インドネシア	+5.0	+4.9	+4.4	+1.4	+8.3
(24Q1)	(+5.1)	(+4.9)	(+3.8)	(+19.9)	(+1.4)
フィリピン	+6.3	+4.6	+9.5	+10.7	+4.2
(24Q1)	(+5.8)	(+4.6)	(+2.1)	(+1.7)	(+8.4)
ベトナム	+6.9	+5.8	+6.7	-	+16.9
(24Q1)	(+5.9)	(+4.9)	(+4.7)	-	(+18.0)
マレーシア	+5.9	+6.0	+11.5	+3.6	+8.4
(24Q1)	(+4.2)	(+4.7)	(+9.6)	(+7.3)	(+5.2)
シンガポール	+2.9	+6.5	+1.7	+3.1	+7.5
(24Q1)	(+3.0)	(+6.4)	(▲2.2)	(+6.3)	(+5.9)
タイ	+2.3	+4.0	▲6.2	+0.3	+4.8
(24Q1)	(+1.6)	(+6.9)	(▲4.2)	(▲2.1)	(+2.5)

(注) ベトナムの内訳は年初来合計 (YTD) で民間消費の項目に政府支出を含む。  
(出所) CEIC

### ▽自然災害による経済損失 (フィリピン)



#### 台風3号「ケーミー」(2024年7月)による被害状況

首都マニラを中心にルソン島広域で洪水や土砂崩れが発生。少なくとも13人が死亡、60万人以上が避難し、休業・休校措置や公共交通機関の運休が起きている。マニラ沖では強風と高波でタンカーが転覆。同国史上最悪の油流出事故となる懸念も出ており、水産業 (GDPシェアは5%ほど) などにも影響が及ぶ可能性がある。

(出所) Our World in Data、各種報道

## 展望・注目点

### インフレ緩和や観光業の堅調さに加えて輸出の回復などが成長を支える

- 景気展望**：アジア開発銀行（ADB）は7月に発表した経済見通しで東南アジア主要国の成長率を4月見通しのまま据え置いた。インフレ緩和や観光業の堅調な回復が成長を支える一方、高金利が重しに。インフラ向け支出や電気・電子機器などの輸出回復も押し上げ材料。
- 企業景況感**：7月はインドネシアで企業景況感指数が節目の50を割り込むなど、景況感が一段と悪化。政府は年内に追加の景気支援策を導入すると表明している。マレーシアも輸出が持ち直す一方で内需の回復に不透明感が強く、2カ月連続で50を下回った。ベトナムは内需・外需共に強く、楽観的な景況感が持続した。

#### ▽ASEAN主要国の経済成長率に関するADB予測

(前年比、%)	2024	2025	経済評価
インドネシア	+5.0	+5.0	内需主導の経済成長が継続（インフレ緩和、公務員給与増などが押し上げに）。※政府は年内に追加の景気支援策を導入すると表明。
マレーシア	+4.5	+4.6	雇用・賃金の改善が個人消費を支援。投資、観光業も堅調。製造業の輸出は緩やかに回復。
フィリピン	+6.0	+6.2	個人消費は昨年よりも減速するが雇用改善や海外からの送金などもあり堅調。公共インフラ投資、輸出の持ち直しも押し上げ材料に。
シンガポール	+2.4	+2.6	個人消費は堅調だが、投資は減速傾向。産業別では製造業が弱い一方、サービス・建設業が力強い。
タイ	+2.6	+3.0	観光収益が押し上げ材料だが、景気回復が鈍い中で消費者センチメントは弱含み。東部経済回廊の建設は24Q4に開始する見込み。
ベトナム	+6.0	+6.2	経済は堅調に成長。輸出の急回復に加えて緩和的な金融政策やVAT減税などが個人消費を押し上げる。
東南アジア	+4.6	+4.7	インフレ緩和や観光業の伸びが成長を支える一方、高金利が重しに。

(出所) アジア開発銀行 (ADB)

#### ▽企業景況感 (PMI)

	2024年						
	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月
インドネシア	52.9	52.7	54.2	52.9	52.1	50.7	49.3
ベトナム	50.3	50.4	49.9	50.3	50.3	54.7	54.7
フィリピン	50.9	51.0	50.9	52.2	51.9	51.3	51.2
タイ	46.7	45.3	49.1	48.6	50.3	51.7	52.8
マレーシア	49.0	49.5	48.4	49.0	50.2	49.9	49.7
シンガポール	50.7	50.6	50.7	50.5	50.6	50.4	50.7

(注) 50超が景気拡大、50未満が景気縮小を示唆するとされる。

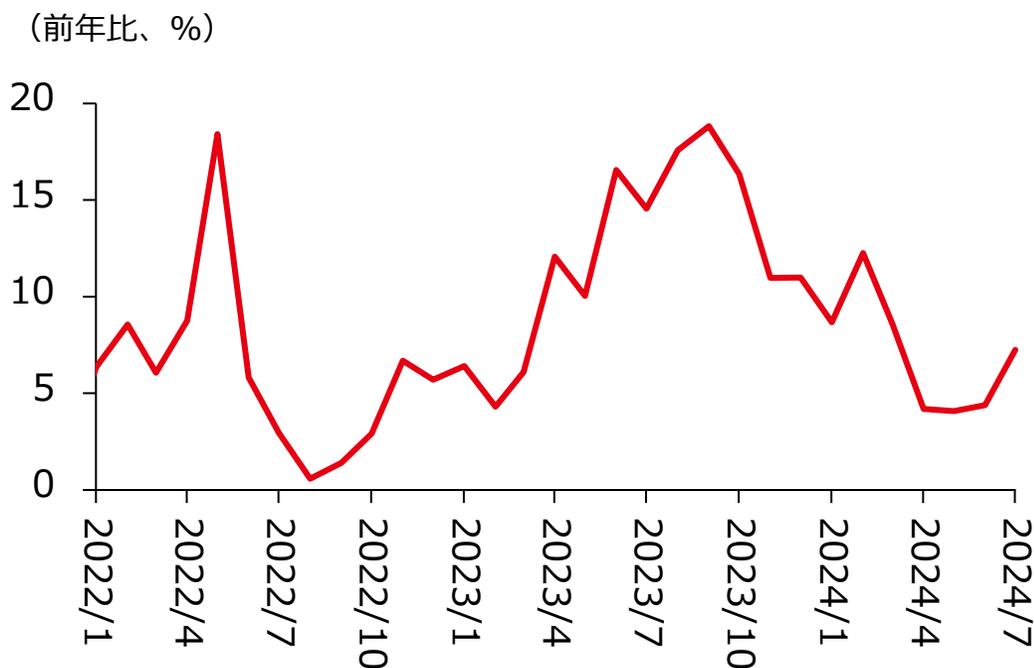
(出所) LSEG

## 現状

## 熱波などで停滞していた経済活動は7月に入り回復の動き

- **粗鋼生産**：7月の粗鋼生産は前年比+7.2%（6月同+4.4%）と、4～6月期にかけての低成長から伸びが加速。総選挙の終了や熱波の緩和に伴い、インフラ建設事業などの鉄鋼需要が戻ってきたとみられる。
- **金融政策**：インド準備銀行（RBI）は8/6～8の金融政策委員会会合で、政策金利を6.50%に据え置くと決定（賛成が4名、利下げ支持が2名）。インド経済の成長を支えつつインフレ率を中期目標4±2%に近づけるために緩和策の縮小に引き続き注力するとした。経済分析では4～6月期の成長率を下方修正。熱波による経済活動の下押しを反映したとみられる。

## ▽粗鋼生産



(出所) インド鉄鋼省

## ▽中銀会合（24年8月）の現状分析と見通し

	2024 4-6月	7-9月	10-12月	2025 1-3月	2024 年度
<b>実質GDP 成長率</b>	<b>+7.1%</b> (+7.3%)	+7.2% (+7.2%)	+7.3% (+7.3%)	+7.2% (+7.2%)	+7.2% (+7.2%)
	4-6月期見込みを下方修正。国内経済は引き続き堅調。都市部の需要は強く、モンスーン入りで農村部の需要も改善を見込む。リスクは上下にバランス。				
<b>CPI 物価上昇率</b>	+4.9% (+4.9%)	<b>+4.4%</b> (+3.8%)	<b>+4.7%</b> (+4.6%)	<b>+4.3%</b> (+4.5%)	+4.5% (+4.5%)
	6月のCPIは前年比+5.1%（4、5月は同+4.8%）。足元の食料価格上昇が懸念だが、モンスーンが平年並みなら年内に上昇圧力は緩和すると予想。鉱物性燃料はLPG中心に低下傾向。リスクは上下にバランス。				
<b>政策金利 (期末)</b>	6.50 (6.50)	<b>6.50</b> (6.25)	<b>6.25</b> (6.00)	6.00 (6.00)	6.00 (6.00)
<b>ルピー (期末、 対ドル)</b>	<b>83.36</b> (82.89)	<b>83.63</b> (82.50)	<b>83.45</b> (82.25)	<b>83.27</b> (82.00)	<b>83.27</b> (82.00)

(注) 赤字は前回から修正があった数値。( )内は24年6月時点の見通し。

(出所) インド準備銀行 (RBI)、LSEG (政策金利、ルピーはLSEGコンセンサス)

## 展望・注目点

### 2024年度予算案は堅実な内容で経済成長を後押し

- **景気展望**：農村部の需要回復やインフラ建設の加速などを主因に年後半に向けて経済成長は加速。食料価格の動向には注意が必要。
- **24年度正式予算案**：インド財務省は7月23日に24年度正式予算案を発表（2月に暫定案を発表）。歳出総額は暫定予算から1.1%増、2023年度予算（修正後）からは+7.3%増となった。農業支援策や総選挙後に連立を組んだ政党の地元州向け支援の拡充などがあったものの、暫定予算案からの大幅な軌道修正は見られなかった。製造業を中心とした雇用支援、起業・投資支援などの経済政策に力を入れる一方、金融取引の課税強化も盛り込まれた。財政赤字（対GDP比）は4.9%と、23年度（暫定実績）の5.9%から縮小する見通し。

#### ▽24年度予算案（歳出）

(億ルピー)	正式予算	暫定予算	23年度 修正	暫定予算比 (%)	23年度比 (%)
防衛	45,477	45,477	45,590	0.0	▲0.2
農村開発	26,581	26,581	23,898	0.0	+11.2
農業関連	15,185	14,682	14,053	+3.4	+8.1
内政	15,098	13,933	13,336	+8.4	+13.2
教育	12,564	12,464	10,888	+0.8	+15.4
IT・通信	11,634	11,575	9,578	+0.5	+21.5
保健	8,929	9,017	7,922	▲1.0	+12.7
エネルギー	6,877	7,630	5,499	▲9.9	+25.1
社会福祉	5,650	5,650	4,674	0.0	+20.9
商工業	4,756	4,596	4,735	+3.5	+0.4
その他	329,301	324,972	308,876	+1.3	+6.6
合計	482,052	476,577	449,049	+1.1	+7.3

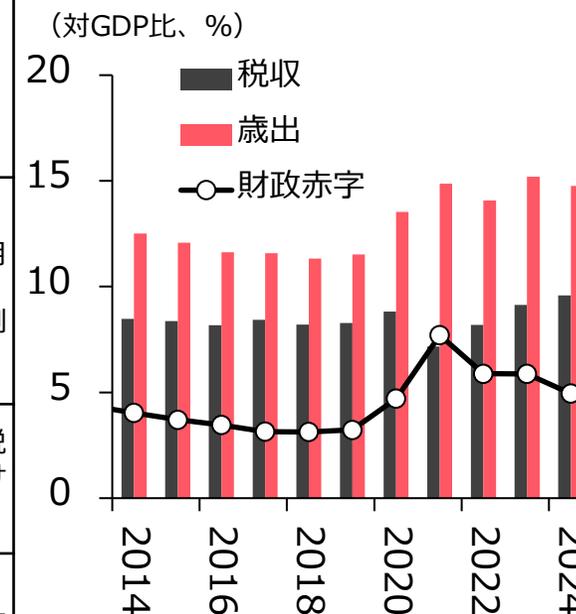
(出所) インド財務省

#### ▽2024年度予算案のポイント

金融取引 の課税強化	キャピタルゲイン税引上げ（長期： 10%→12.5%/短期： 15%→20%）、デリバティブ取引税 引上げ（約2倍）
雇用連動型イン センティブ制度 (ELI)	5年間で240億ドルを拠出。正規部門 への新規就職者への給付金、新規雇用 における雇用の「従業員積立基金」 負担を支援（製造業雇用では従業員側 の負担も支援）。
スタートアップ、 外国法人等の課 税緩和	「エンジェル税」の廃止、個人所得 税の調整（中間層向け）、外国法人向け 法人税率：40%→35%
連立政党の地元 州向け支援	JD党（ビハール州）、TD党（アンド ラ・プラデシュ州）の地元州への財政 支援拡大

(出所) インド財務省、各種報道

#### ▽財政収支（年度）



(注) 2024年度は見込み、2023年度は暫定実績値、他は実績値。

(出所) インド財務省

## 2. 国際商品市況

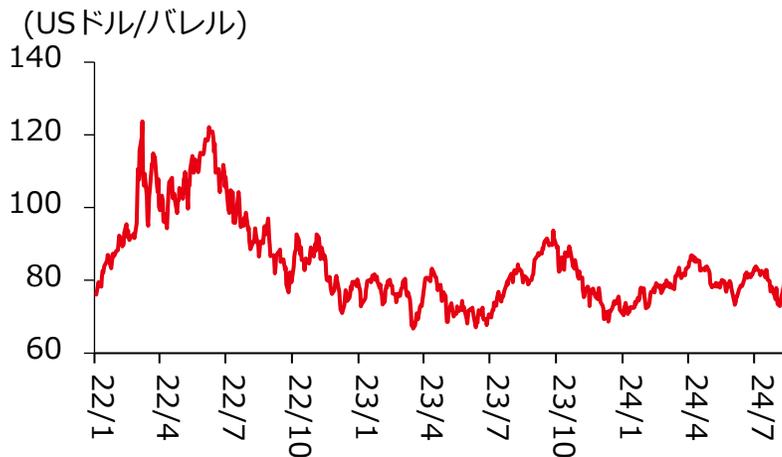
**2024年8月度（7/16～8/15）**

---

## 原油

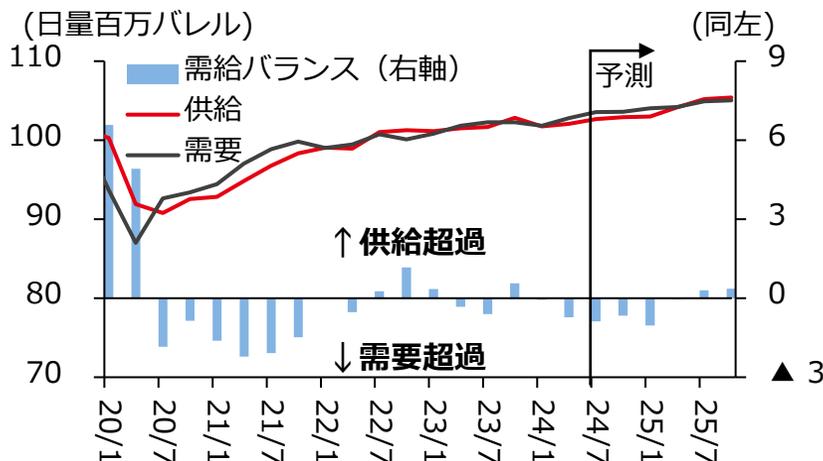
## 一時71ドル台まで下落も80ドルまで回復

## ▽ WTI (期近物)



(出所) LSEG

## ▽ 世界の原油需給バランス



(出所) 米エネルギー情報局 (EIA) 短期エネルギー見通し (2024年8月版) より丸紅経済研究所作成

## 足元の動向

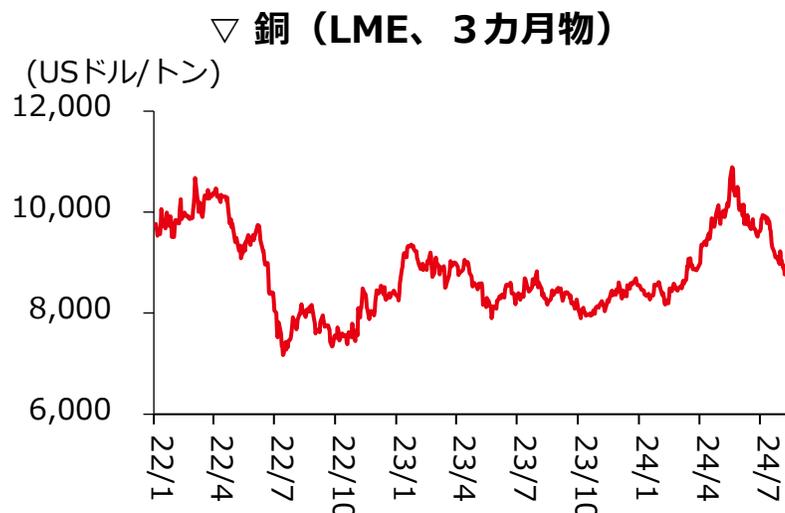
- 原油価格は、7月22日に80ドルを割り、8月5日には一時71.67ドルと半年ぶりの安値をつけるも、12日には80ドル台まで戻した。足下では77ドル台で推移する。米国の雇用統計などが市場予想を下回る内容で景気減速懸念を強めた一方、中東情勢をめぐるリスクが高まり、価格を大きく上下させる展開となった。
- 供給面は、OPECプラスによる供給増加の見込みが強まった。8月1日、OPECプラスは合同閣僚監視委員会 (JMMC) を開き、6月に決定した10月以降の段階的な減産縮小方針の維持を表明した。一方、ハマス最高幹部が訪問先のイランで殺害されたことを受け、イランはイスラエルによる攻撃とみなして報復を表明。中東情勢が一段と緊迫化し、供給への影響が懸念視された。
- 需要面は、夏の需要期を迎えるも、主要国経済の減速に伴う需要鈍化が警戒された。中国の製造業PMIが悪化しており、さらに米株式をはじめ市場全体がリスクオフに転じる中、原油市場においても調整を呼んだ。一方、9月の連邦公開市場委員会 (FOMC) での利下げが観測が、価格の下支え要因。

## 先行き

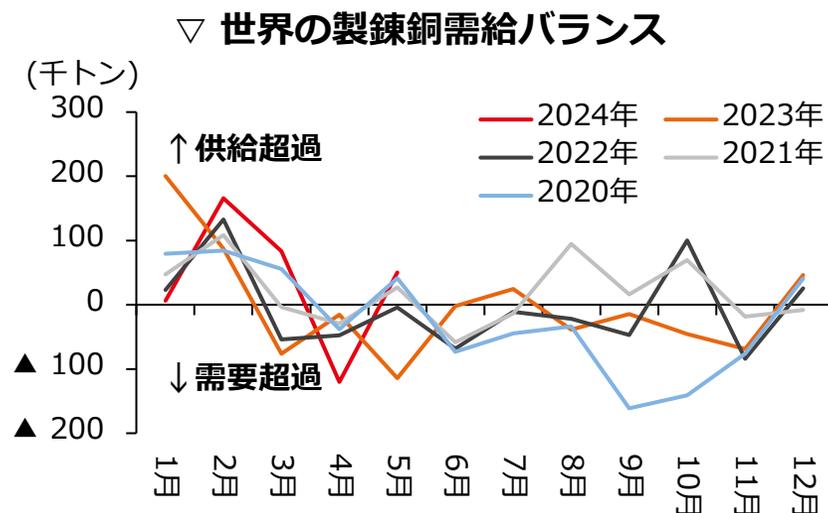
- OPECは8月の月報で、中国の需要鈍化などを背景に、2024年の世界の需要見通しを引き下げた。また国際エネルギー機関 (IEA) も8月の月報で、中国の需要鈍化を指摘。10月からのOPECプラスによる減産縮小により、2025年は供給超過になると見込んだ。
- 当面はOPECプラスによる供給拡大と主要国の需要鈍化懸念から、上値の重い展開が予想される。OPECプラスは10月まで会合の開催予定が無いいため、6月発表の段階的な減産縮小方針が実行される確度が高まった。金融市場では、米利下げのペースに不透明感が出る中、各種経済統計が材料に。
- 中東情勢は価格の上振れリスクに。イランが8月中にもイスラエルに対して報復に出る可能性が取り沙汰されており、今後の動向が注目される。

## 銅

## 一時9,000ドル割れ



(出所) LSEG



(注) 需給バランスは供給量から需要量を差し引いたもの  
(出所) LSEG (原典WBMS: 2024年7月版)

## 足元の動向

- 銅価格は、7月16日まで9,800ドル台をつけていたものの、ロングポジション解消が続いたことから下げ基調に。8月5日には8,714ドルと3月中旬以来の安値を付けた。足下も9,000ドル前後でもみ合う展開に。
- 供給面では、引き続き銅在庫の増加が潤沢な供給を示唆している。LME在庫は中国の余剰分流入が続き、前月から約1.4倍に急増。約5年ぶりの高水準に。上海先物取引所 (SHFE) の在庫は前月から微減したものの、高水準を維持。
- 需要面では、中国経済の低調さが相場の重荷に。7月の製造業PMIは3か月連続の悪化となった。7月18日に閉幕した党指導部の会合では、大幅な規制緩和など今後5か年の施政方針が示されたものの、実際に景気回復につながるかは不透明。
- World Bureau of Metal Statisticsによると、2024年5月の製錬銅の月次需給バランスは、過去4年の同月水準をやや上回る需要超過となった。
- 8月13日、豪資源大手BHPが過半を保有するチリのエスコンディダ鉱山で、労働組合によるストライキが発生。同鉱山は世界の銅生産量の5%超を産出する世界最大の銅鉱山。  
(注) なお16日に労使合意によりストライキ中断。一時的な供給不安懸念は和らいだ格好。

## 先行き

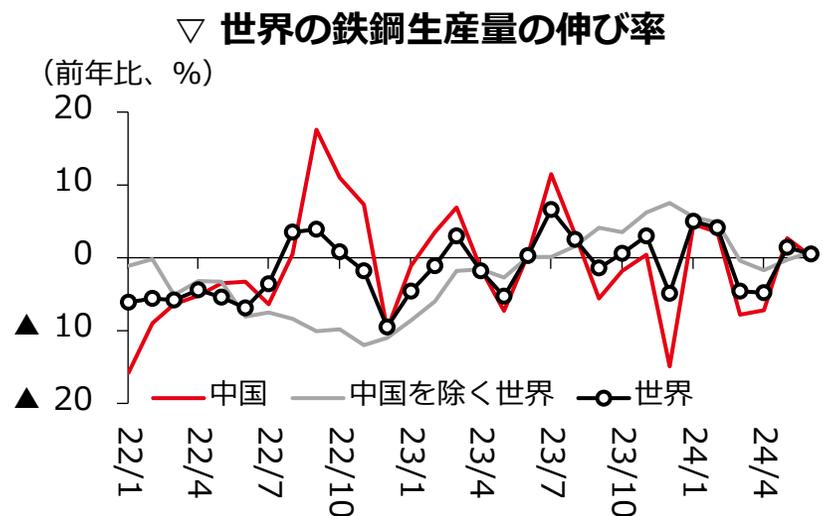
- 短期的には市場のリスク認識の変化が及ぼす影響が大きくなりそうで、投機筋が各種経済統計に反応する方向感を欠く展開の継続が見込まれる。
- 一方、長期的にはデータセンターや電気自動車 (EV) 向けの需要増が見込まれることから、一方向の下げも考えづらい。世界的な供給過多と中国の需要低迷という需給構造からの脱却が見通せない中、最大消費国である中国の景気動向やドル建て価格に影響を及ぼす米国の金融政策が注目される。

## 鉄鉱石

## 需要軟化などを受け下落



(出所) LSEG



(出所) 世界鉄鋼連盟

## 足元の動向

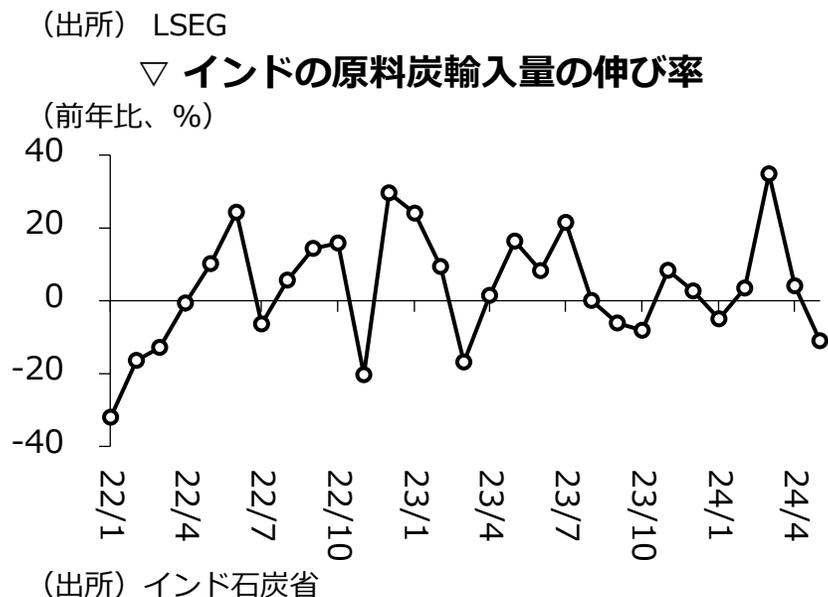
- 鉄鉱石は、需要の軟化などを受け100ドルを下回って下落した。
- 供給面では、主力鉱山は引き続き潤沢な出荷が続いている。7月に豪州とブラジルの出荷量合計が前年比+0.3%と小幅ながら6カ月連続で前年超えとなったほか、8月第1週は同+13.1%と増勢を強めた。サイクロンやエルニーニョ現象による影響の緩和などを受けた供給体制の回復が背景にある。
- 需要面では、世界の鉄鋼生産量の伸び鈍化が市況の下押し要因に。世界の鉄鋼生産量は6月に前年比+0.5%と増加率が縮小した。中国を除く世界は前年比+0.8%とインド、ドイツ、トルコ、ブラジルを中心に拡大したが、中国は同+0.2%と伸びが鈍化し全体の重しとなった。住宅不況に伴う中国内需の軟化のほか、好調な鋼材輸出も7月に大幅に鈍化。中国の鉄鉱石輸入量は、7月に前年比+10.0%と増勢を強めたが、安値拾いの輸入増が続く中、港湾在庫が2年半ぶりの高水準となり、スペースがひっ迫している。

## 先行き

- 今後は、大きな供給不安要因が見込みにくい一方、世界鉄鋼需要の軟化を受け、当面軟調な展開が見込まれる。
- 需要面では、米利下げ観測の高まりが下支え要因となるが、中国の住宅不況や、鉄鋼生産抑制策、鋼材輸出をめぐる貿易摩擦の増大が引き続き重しとなる。他方、7月18日に閉幕した党指導部の会合で決定された今後5年間の施政方針には、住宅購入制限の撤廃や、地方政府財源の拡充、都市化の加速などが盛り込まれており、鋼材需要の活性化につながるか注目。
- 供給面では、米海洋大気庁は、ラニーニャ現象が9月から11月にかけて66%の確率で発生し、さらに2025年1月にかけて発生する確率を74%とした。ラニーニャ現象の発生による供給不安の可能性に留意が必要。

# 原料炭

## 需要軟化などを受け下落



### 足元の動向

- 原料炭は、需要の軟化などを受け205ドル付近へ下落した。
- 供給面では、主力産地である豪州クイーンズランド州からの石炭輸出量は、6月に前年比▲6.0%と減少し、市況にとって一定の下支えとなった。
- 需要面では、世界の鉄鋼生産量の伸び鈍化が市況の下押し要因に。世界最大の原料炭輸入国（海上輸送ベース）であるインドでは、6月の鉄鋼生産量が前年比+6.0%と増加率がやや拡大。他方、同国の原料炭輸入量は5月に同▲11.0%と4カ月ぶりに前年割れした。中国の6月の原料炭輸入量は、前年比+27.5%と大幅に増加した。同国の輸入量のうち、モンゴル、ロシア、カナダ産が増加したが、米国と豪州産は前年割れとなった。

### 先行き

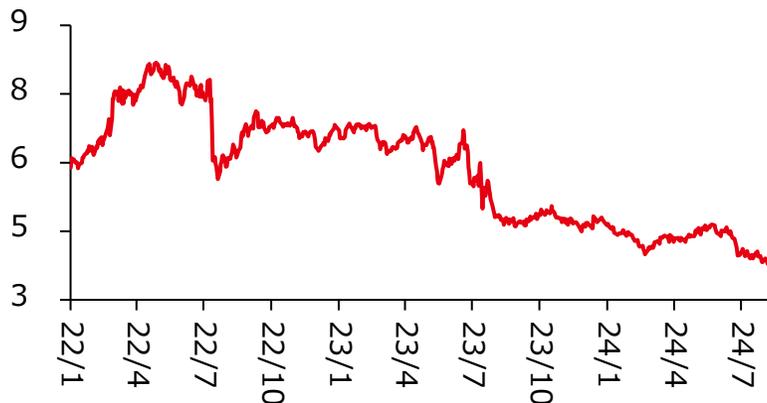
- 今後は、豪州炭に対してインドの輸入拡大が一定の下支え要因となる一方、中国の輸入の回復遅れが引き続き下押し要因になり、当面軟調な展開が続く見通し。
- 需要面では、中国では鉄鋼生産量の鈍化や、CO2削減義務を受け、原料炭の需要が軟化することが予想される。中国内主力鉱山の安全検査などに伴う供給減を受け、同国の輸入は当面高水準で推移するが、モンゴル産や北米産が中心となり、豪州産は当面低水準で推移する見通し。インドについては、一定の増勢が続く鉄鋼生産に伴う原料炭の輸入拡大が当面の下支え要因になる。他方、インド政府は長い目で石炭の国内生産増加と輸入削減を目指しているため、今後輸入の抑制要因となるか留意が必要。
- 供給面では、英Anglo American社はクイーンズランド州のGrosvenor炭鉱（年産350万トン）での火災を受け、7～9月期の契約義務の履行および第4四半期に対する不可抗力を宣言していた。足元の供給に対する影響は限定的だが、インドや中国の需要期となる10月以降需給のひっ迫要因になり得る。また、8月3日、豪Qcoal社（年産1千万トン）はクイーンズランド州の炭鉱での従業員死亡を発表。操業停止となれば、供給に一定の影響が出る可能性も。9月以降ラニーニャ現象発生の可能性にも留意が必要。

## トウモロコシ

## 3.8ドル付近に下落

## ▽ トウモロコシ価格 (CBOT、期近物)

(USドル/ブッシェル)

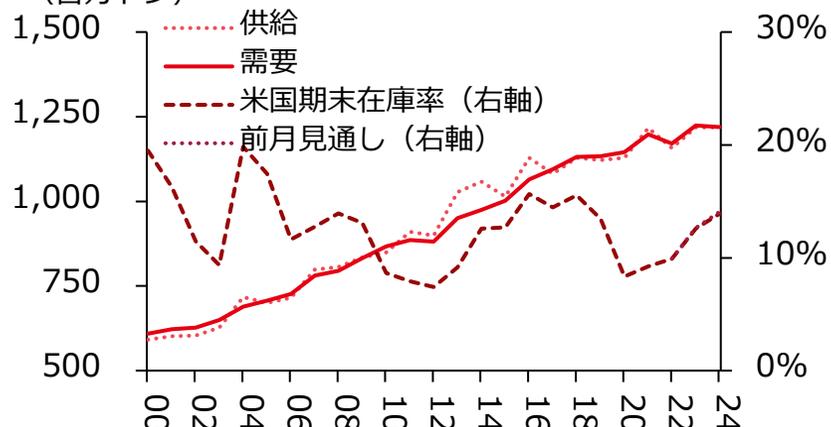


(注) 1ブッシェル=25.4012kg

(出所) LSEG

## ▽ 世界のトウモロコシ需給と米国期末在庫率

(百万トン)



(注) 23年度:推計、24年度:見通し、穀物年度:米農務省基準

(出所) 米国農務省 (USDA)

## 足元の動向

- 価格は、7月中旬の4ドル付近から8月中旬にかけて下落し、3.8ドル付近で推移。
- 米農務省が8月12日に発表した需給報告では、2024/25年度米国産の期末在庫見通しは53百万トン（前年度比+11%）、期末在庫率にして13.9%（前年度は12.6%）。いずれも前月見通しからわずかに減少した。
- 供給面では、米農務省需給報告における2023/24年度の各国生産量見通しは、米国とブラジルは据え置きの方、アルゼンチンは前月見通しからわずかに下方修正された。また、2024/25年度の米国産生産量見通しは、前月見通しより+1百万トンとなり、2カ月連続での上方修正となった。今夏は過度な乾燥もなくシルキング（授粉）が順調に進み、8月12日に同省発表の作柄は過去5年平均よりも良好であった。
- 需要面では、米農務省発表の2023/24年度の8月半ばまでの累積の輸出検証高と輸出成約高は過去5年平均と同程度。中国向け輸出成約高が過去5年平均を下回る一方、日本や韓国、台湾などに向けた輸出が増加している。なお、同省需給報告では、2023/24年度および2024/25年度の米国産輸出货量見通しはいずれも前月から上方修正されており、過去5年平均を上回る水準。米国内需要量見通しも同様に過去5年平均を上回る。

## 先行き

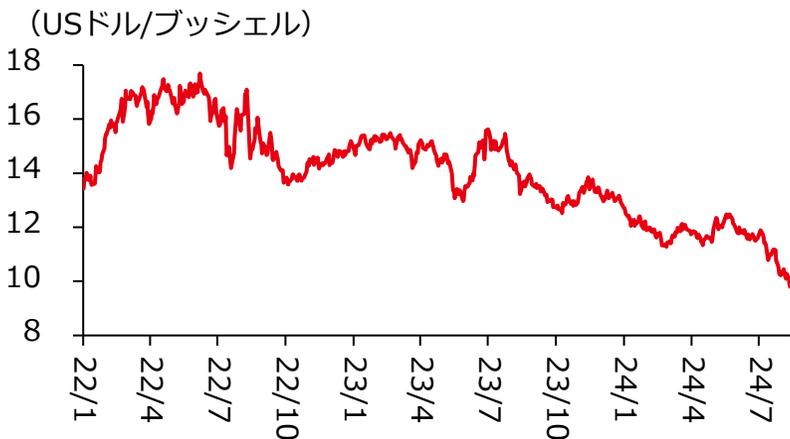
- 供給面では、現時点での作柄が過去5年平均よりも良好であり、収穫期にかけての気象予測において天候不順も見込まれないことから、大きく予報が外れなければ豊作の見通し。今秋ラニーニャ現象発生が予測されているが影響軽微とみられている。需要面では、中国政府の穀物自給率向上や輸入先多様化の方針を背景に、中国向け輸出が伸び悩んでいるものの、米国産の輸出向け需要は過去5年平均を上回る見通しであり、足元の輸出货量も過去5年平均程度に持ち直した。今後は、米国の天候と米国産の中国向け輸出動向を睨みつつ、底堅い展開を予想。

(注) 百万トン以下を四捨五入して表記。

## 大豆

## 10ドル割れ

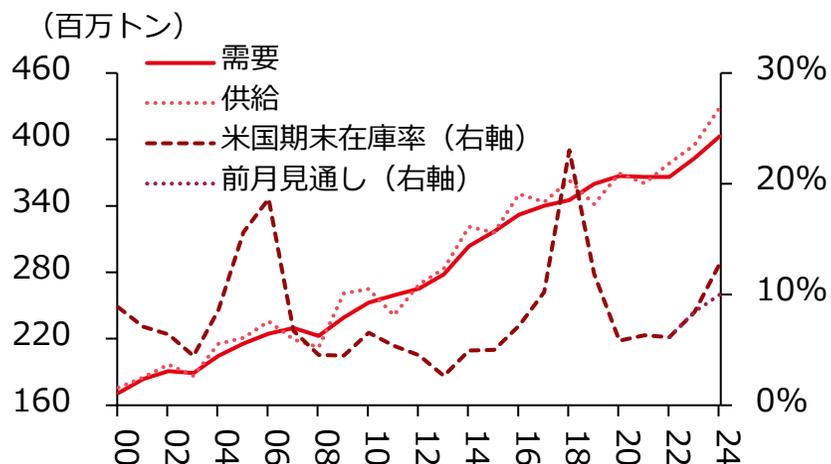
## ▽ 大豆価格 (CBOT、期近物)



(注) 1ブッシェル=27.2155kg

(出所) LSEG

## ▽ 世界の大豆需給と米国期末在庫率



(注) 23年度:推計、24年度:見通し、穀物年度:米農務省基準

(出所) 米国農務省 (USDA)

## 足元の動向

- 価格は、7月半ばの11ドル付近から一時わずかに上げるもその後下落。足元は10ドルを割り込んだ。
- 期末在庫は、米農務省が8月12日に発表した需給報告では、2024/25年度米国産の見通しは15.3百万トン（前年度比+62%）、期末在庫率にして12.8%（前年度は8.4%）。いずれも前月から大きく増加し、期末在庫率見通しは2018年来の水準。
- 供給面では、米農務省需給報告において、2023/24年度の米国、ブラジルの生産量見通し（113百万トン、153百万トン）は据え置かれた。アルゼンチンの生産量見通しはわずかに下方修正されて49百万トン。また、2024/25年度生産量見通しは南米は高水準のまま前月から据え置かれ、米国は前月見通しから+4百万トン。今夏は過度な高温乾燥状態にならず順調に生育しており、同省発表の作柄は過去5年平均を上回る。
- 需要面では、米農務省発表の2023/24年度累計の輸出検証高と輸出成約高はいずれも過去5年平均を下回る水準。同省需給報告でも、2023/24年度と2024/25年度共に、米国産輸出量見通しは過去5年平均を下回る。一方、中国向け輸出成約高は過去5年平均並み。また需給報告における米国内需要見通しは前年度比+6%で、過去5年平均を10%以上上回る水準。総需要量も過去5年平均を上回っているものの、米国産供給量の水準に比べるとやや弱い。

## 先行き

- 供給面では、2024/25年度の米国産、南米産共に豊作が見通されており世界的に供給は潤沢。収穫期に向けて大幅な天候不順も見込まれておらず、現時点での作柄も良好であり、懸念材料は少ない。需要面では、米国内需要の拡大が見通されるものの、米国産の輸出向け需要は強くない見込み。今後は、米国内需要が相場を下支えしつつも、現時点で潤沢な米国産生産見通しと伸び悩む米国産の輸出向け需要が価格を下押そう。

(注) 百万トン以下を四捨五入して表記。

# Marubeni

## 丸紅経済研究所

〒100-8088 東京都千代田区大手町1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、当社はその正確性、相当性、完全性を保証するものではありません。
- 本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属するもので、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。個人の私的使用および引用など、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。