

2024年4月26日

# 主要国経済 Outlook

2024年5月号 (No. 450)

経済調査部  
ニューヨークリサーチセンター  
ロンドンリサーチセンター

## [目次]

### Overview ..... 2

「選挙の年」に吹く風の行方は

経済調査部 シニアエコノミスト 佐藤 光

### 日本経済 ..... 3

1-3月期 GDP はマイナス成長へ／電気機械で顕著な国際競争力の低下

経済調査部 シニアエコノミスト 神田 慶司

### 米国経済 ..... 12

利下げ開始先送りの次の手は？

経済調査部 主任研究員 矢作 大祐  
ニューヨークリサーチセンター 研究員 藤原 翼

### 欧州経済 ..... 22

利下げへカウントダウン

ロンドンリサーチセンター シニアエコノミスト 橋本 政彦

### 中国経済 ..... 32

名目<実質、実感なき景気堅調

経済調査部 主席研究員 齋藤 尚登

各種レポートは大和総研ウェブサイトでもご覧いただけます。

URL は <https://www.dir.co.jp/report/index.html> です。

# Overview

## 「選挙の年」に吹く風の行方は

佐藤 光

2024年4月発表のIMFの世界経済見通しでは、2025年にかけての世界の経済成長率は+3%あまりではほぼ横ばいとなっている。しかし、欧米で予想される金融政策の転換や、地政学リスクの継続など、引き続き不透明感は強い。加えて今年は「選挙の年」といわれ、世界的に重要な選挙が相次ぐ。各国・地域での選挙結果が経済や社会の風向きを変える可能性は無視できない。

これまでに終了した主な選挙では、概ね従来の秩序が維持される結果となっている。台湾総統選とインドネシア大統領選では、いずれも現職の後継を掲げた候補が勝利した。また、ロシア大統領選では政権が維持された。しかし、台湾では総統選と併せて実施された議会選挙で与党が敗北したほか、韓国の総選挙でも与党勢力が一段と後退した。変化の芽は残っていると見える。

今後予定される選挙の中で、特に注目されるのは米大統領選だ。直近の世論調査ではバイデン現大統領とトランプ前大統領の支持率は拮抗しており、情勢は全く予断を許さない。米国政治の変化は国際秩序や安全保障体制の変化に直結するほか、経済面ではトランプ氏が掲げる関税引上げ、拡張財政、移民規制などは、いずれもインフレへの警戒感を強める要因となり得る。

変化の可能性の観点では、英国で年内に実施が見込まれる総選挙も注目される。世論調査では野党労働党の支持率が与党保守党を大きく上回っており、2010年以来の政権交代が視野に入っている。欧州ではほかに、欧州議会選でも極右勢力の台頭などの可能性が指摘されている。

新興国ではインドの総選挙が始まった。今や世界の成長をけん引する経済運営や、独自の外交スタンスについて、現政権の信任が問われることになる。ほかにもメキシコ大統領選や南アフリカ総選挙もあり、これら有力な新興国は経済に加え政治的な立ち位置の変化も注目されよう。

選挙はこれまでの政治の結果と、未来への展望が併せて問われるものだ。経済格差の拡大や志向の細分化により、国民の結束はますます難しくなっている。しかし、いたずらな対立は経済や社会を疲弊させかねない。政治が包摂性をいかに実現できるかが、国家の勢いを左右しよう。今後の選挙にどのような風が吹き、我々をどこに導くのかを注意深く見極める必要がある。

### 主要国実質 GDP 見通し<要約表> (2024年4月26日時点)

	(%)			(前年比%)								
	2023年			2024年				2025年	2022年	2023年	2024年	2025年
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	(下線及び斜字は年度)			
日本	4.2	-3.2	0.4	0.5	1.4	1.7	1.6	1.4	1.0	1.9	0.6	1.4
									<u>1.5</u>	<u>1.4</u>	<u>0.9</u>	<u>1.3</u>
米国	2.1	4.9	3.4	1.6	2.1	1.7	1.8	2.0	1.9	2.5	2.5	2.0
ユーロ圏	0.6	-0.2	-0.2	0.4	0.9	1.4	1.6	1.6	3.4	0.4	0.5	1.5
英国	0.0	-0.5	-1.2	1.2	1.0	1.2	1.5	1.6	4.3	0.1	0.4	1.4
中国	6.3	4.9	5.2	5.3	4.8	5.2	4.8	4.3	3.0	5.2	5.0	4.5
ブラジル	3.5	2.0	2.1	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	3.0	2.9	2.0	1.8
インド	8.2	8.1	8.4	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	<u>7.2</u>	<u>7.6</u>	<u>7.0</u>	<u>7.0</u>
ロシア	5.1	5.7	4.9	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	-1.2	3.6	3.0	1.5

(注) グレー部分は予想値、それ以外は実績値。四半期伸び率は、中国、ブラジル、インド、ロシアは前年比、それ以外は前期比年率。

(出所) 各種統計より大和総研作成

# 日本経済

## 1-3 月期 GDP はマイナス成長へ／電気機械で顕著な国際競争力の低下

神田 慶司  
岸川 和馬  
田村 統久

### [要約]

- 日本経済は 2024 年春にかけて停滞したようだ。3 月分が未公表の基礎統計があるため暫定的な数字ではあるが、1-3 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率▲2%前後を見込む。一部工場の稼働停止による自動車的大幅減産の影響が大きく、サービス輸出の反動減も成長率を押し下げたとみられる。4-6 月期は、自動車の挽回生産や家計の所得環境の改善などもあって 2%台後半のプラス成長を見込んでいる。
- 4-6 月期以降の景気の下振れリスクとしては、中東情勢の緊迫化や中国の不動産不況などの海外要因に加え、国内の物価上昇率の高まりが挙げられる。今後は賃上げによる人件費の増加だけでなく、足元で進む円安・原油高や 5 月で終了する政府の電気ガス補助などの影響で、人件費以外の事業コストも増加するだろう。企業がこうしたコスト増を販売価格に積極的に転嫁すれば、物価上昇が想定以上に加速したり、実質賃金の上昇時期が遅れたりする可能性がある。
- 日本の 2023 年度の貿易収支は 3 年連続で赤字となったが、その一因は輸出の伸び悩みにある。そこで、顕示貿易統合比較優位指数 (RTA) から日本の貿易財の国際競争力を業種別に評価すると、2000 年代以降に素材業種や輸送機械で改善が見られたが、電気機械では PC やスマホなどの資本財や、家電などの消費財が「比較劣位」に転じるなど競争力の低下が顕著だ。他方でサービス収支に目を向けると、いわゆる「デジタル赤字」が拡大している。貿易・サービス収支は今後も赤字基調が継続する可能性が高く、収支構造の強靱化や国際競争力の維持・強化に向けた取り組みの重要性は増している。

## 1. 2024年1-3月期はマイナス成長に転じるも4-6月期は回復へ

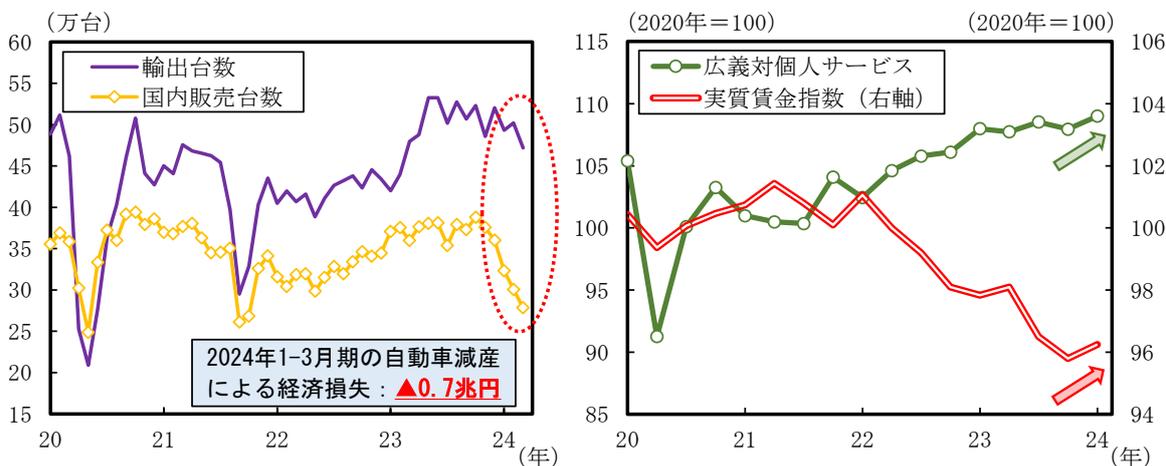
### 1-3月期の実質GDP成長率は暫定的に前期比年率▲2%前後と見込む

日本経済は2024年春にかけて停滞したようだ。3月分が未公表の基礎統計があるため暫定的な数字ではあるが、これまでに公表された公的統計や業界統計、高頻度データなどから推計すると、内閣府が5月16日に公表する1-3月期の実質GDP成長率は前期比年率▲2%前後になると予想する<sup>1</sup>。2023年10-12月期のそれは同+0.4%だったことから、2四半期ぶりのマイナス成長となる見通しだ。

2024年1-3月期の国内経済活動を主に下押ししたのは自動車の大幅減産である。ダイハツ工業は不正認証問題を受けて国内生産を1月に完全停止した。トヨタ自動車においても、1月は大雪や生産工程の確認作業などで、2月以降は豊田自動織機におけるディーゼルエンジンの認証取得問題などで生産が滞った。結果的に、1-3月期における自動車の国内販売台数と輸出台数は2023年10-12月期対比で28.4万台ほど減少した（大和総研による季節調整値を基に算出、**図表1左**）。この減少分に平均単価を乗じ、部品などの輸入減の影響を考慮すると、自動車減産による経済損失はGDPベースで0.7兆円程度と試算される。

サービス輸出の反動減も2024年1-3月期の実質GDP成長率を押し下げたとみられる。サービス輸出は2023年10-12月期に前期比+11.3%と大幅に増加したが、個社要因による知的財産権等使用料の上振れが影響した。2024年1-3月期にはこうした特殊要因が剥落することで、サービス輸出は前期から減少する公算が大きい。

**図表1：自動車の国内販売・輸出台数の推移（左）、サービス活動と実質賃金の推移（右）**



(注1) 左図は大和総研による季節調整値。国内販売台数は輸入車を除く。経済損失額は2024年1-3月期における国内販売・輸出台数の2023年10-12月期対比の減少分に平均価格を乗じ、輸入中間財分を控除して算出。

(注2) 右図は直近値が2024年1、2月の平均値、その他は四半期ごとの平均値。「広義対個人サービス」は経済産業省「第3次産業活動指数」の同項目を参照。

(出所) 経済産業省、厚生労働省、財務省、総務省、日本自動車販売協会連合会、全国軽自動車協会連合会統計より大和総研作成

<sup>1</sup> 当社は3月11日時点で小幅のプラス成長を見込んでいたが、自動車減産の影響が想定以上に大きかったことや、自動車以外の機械設備投資及び財輸出の動きが鈍かったことなどからマイナス成長の予想に修正した。2024年1-3月期の実質GDP成長率と需要項目別の見通しについては、4月30日に公表される経済産業省「鉱工業指数」の結果を踏まえ、同日にGDP1次速報予想レポートで改めて示す予定である。

他方、サービスや非耐久財を中心とした個人消費の回復や、インバウンド需要の増加、公共投資の着実な進捗などは1-3月期の実質GDP成長率を押し上げたとみられる。経済産業省「第3次産業活動指数」における「広義対個人サービス」からサービス消費動向を確認すると、指数は足元で上昇傾向にあり、1、2月の平均値は2023年10-12月期の水準を1%程度上回った（**図表1右**）。内訳を見ると、一部の飲食業や娯楽業、旅行業などで改善が見られる。背景には実質賃金の下げ止まりが指摘できそうだ。実質賃金は2022年頃から下落傾向が続いてきたが、季節調整値で見た2024年1、2月の平均値は2023年10-12月期対比で上昇した（**図表1右**）。物価の上昇ペースが鈍化し、賃上げの機運が高まる中で、家計の所得環境は改善に向かいつつある。

なお、令和6年能登半島地震による経済的な影響については、建物や道路などストック面では兆円単位の甚大な被害をもたらした可能性が高い。もっともフロー面で見ると、1-3月期の実質GDP成長率への影響は限定的とみられる。内閣府は4月23日公表の「月例経済報告等に関する関係閣僚会議資料」の中で、石川・富山・新潟の3県における直接的なGDPの損失額が1-3月期で900~1,150億円程度との試算結果を示した<sup>2</sup>。日本全体の実質GDPは2023年10-12月で139.6兆円（季節調整値で年率換算前の金額）だったことを踏まえると、試算された損失額は経済規模対比で0.1%に満たない。復興需要や政府の経済対策、他地域での生産代替なども考慮すれば、実質GDP成長率への影響はさらに小さくなる。

#### 4-6月期は自動車の挽回生産や家計の所得環境の改善などもあってプラス成長へ

4-6月期の実質GDP成長率は、自動車の挽回生産や家計の所得環境の改善などもあってプラス成長に転じるとみている（暫定見通しで前期比年率+2%台後半）。

国内の自動車の生産体制は4月中におおむね正常化したことから、4-6月期は受注残を解消するための挽回生産が見込まれる。受注残に相当する自動車のペントアップ（繰越）需要は、家計向けだけでも3月末で約39万台（約1.0兆円）と推計される（**図表2左**）。2023年12月末から5万台ほど増加した。

自動車の挽回生産は個人消費だけでなく、輸出も押し上げるだろう。さらに、経済協力開発機構（OECD）の景気先行指数が上昇基調にあるなど海外景気が足元でも堅調なこと<sup>3</sup>や（**図表2右**）、シリコンサイクル（世界半導体市場に見られる循環）の回復局面入りによる半導体関連財輸出の持ち直しもあって、財輸出は増加すると見込まれる。

2024年の春闘賃上げ率は33年ぶりの高水準となり、中小企業でも大幅な賃上げが実現する公算が大きい<sup>4</sup>。日本労働組合総連合会（連合）が4月18日に公表した第4回回答集計結果によ

<sup>2</sup> 「[日本経済見通し：2024年1月](#)」では、令和6年能登半島地震による石川県のGDPの損失を地震発生から1カ月間で350~450億円程度と試算していた。地震の被害が石川県に集中したことや、発生後時間が経つにつれてGDPへの影響が小さくなることなどに鑑みれば、内閣府の試算結果とおおむね整合的とみられる。

<sup>3</sup> 国際通貨基金（IMF）が2024年4月16日に公表した世界経済見通しによると、2024年の世界経済成長率は前年比+3.2%と前回（1月30日公表）から0.1%pt上方修正された。米国経済の堅調な推移などを踏まえ、同国の実質GDP成長率見通しが同+2.7%（前回は同+2.1%）に引き上げられたことなどが要因である。

<sup>4</sup> 2024年の春闘賃上げ率については「[日本経済見通し：2024年3月](#)」で取り上げた。



## 2. 顕示貿易統合比較優位指数（RTA）に見る日本の国際競争力の変化

財務省が2024年4月17日に公表した3月分の貿易統計によると、2023年度の貿易収支は▲5.9兆円だった。前年度の▲22.1兆円からは赤字幅が大きく縮小したものの、3年連続の貿易赤字となった。背景には、資源価格の上昇・高止まりによって輸入額が増加したことに加え、輸出額の中長期的な伸び悩みがある。

後者については生産拠点の海外シフトや、輸出製品の国際競争力の低下などが指摘されている。国際貿易センター（ITC）によると、日本の輸出額の世界シェアは中国が世界貿易機関（WTO）に加盟した2001年で6.6%だったが、リーマン・ショック直後の2009年で4.7%へと低下し、直近の2022年では3.0%となった。

「[日本経済見通し:2023年10月](#)」では輸出製品の国際競争力が低下した背景について検討し、競争力の高い製品の国内生産の減少、他国製品にシェアを奪われやすい産業構造、近年は製品の品質面で他国に追いつかれつつあることなどを指摘した。本章ではこうした議論を深める観点から、「顕示貿易統合比較優位指数」（RTA:Relative Revealed Comparative Trade Advantage）を用いることで、業種別や財別に見た国際競争力の変化を定量的に検討する。

### RTAに見る国際競争力は素材業種や輸送機械で改善した一方、電気機械などで悪化

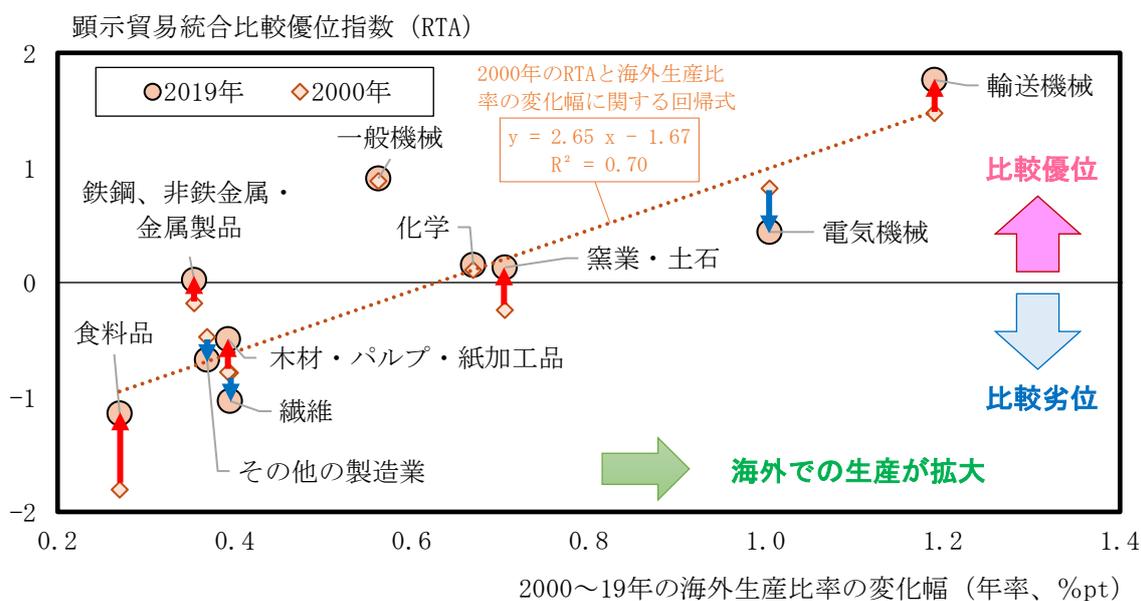
RTAとは、輸出だけでなく輸入も考慮した総合的な比較優位の度合いを表す指数で、「顕示比較優位指数」（RCA:Revealed Comparative Advantage）から「顕示比較劣位指数」（RCDA:Revealed Comparative Disadvantage）を差し引いたものである。RTAの符号がプラスの場合は「比較優位」、マイナスの場合は「比較劣位」と解釈され、プラス幅（マイナス幅）が大きいほど比較優位（比較劣位）の度合いが大きい。

**図表3**の縦軸の値は、経済産業研究所（RIETI）が公表する貿易データベース「RIETI-TID」を用いて試算した業種別のRTAである。ここでは長期的な指数の変化に注目するため、2000年とコロナ禍直前の2019年の値を掲載している。また、横軸には2000年と2019年における業種別海外生産比率の変化幅を取った。

2000年のRTAと2000～19年の海外生産比率の変化幅には正の相関が見られる。すなわち、国際競争力の高い業種ほど対外直接投資に対して積極的だった。これは、競争力の高い企業ほど国内生産から海外生産へシフトしていくという国際経済学の考え方に沿った結果といえる<sup>5</sup>。一般的に、高い競争力を持つ企業ほど設備投資資金の回収が容易であるため、こうした企業群は投資規模を拡大することで国内市場のみならず輸出による海外市場の獲得を図ると考えられる。その中でもさらに競争力が高い企業は、海外市場に直接投資を行うことで輸送費や人件費を節約して一段と競争力を高め、市場シェアの拡大を目指すことができる。2000～19年の日本企業においても同様のメカニズムが働いたと解釈できよう。

<sup>5</sup> Helpman, Elhanan, Marc J. Melitz, and Stephen R. Yeaple. 2004. "Export Versus FDI with Heterogeneous Firms." *American Economic Review*, 94 (1): 300-316. などを参照。

図表3：業種別に見た日本の顕示貿易統合比較優位指数（RTA）と海外生産比率の変化幅



（注1）顕示貿易統合比較優位指数（RTA: Relative Revealed Comparative Trade Advantage）は、輸出だけでなく輸入も考慮した総合的な比較優位の度合いを表す指数で、顕示比較優位指数（RCA）から顕示比較劣位指数（RCDA）を差し引いたもの。算出式は以下の通り。

$$RTA_{ij} = RCA_{ij} - RCDA_{ij} = \left\{ \frac{X_{ij} / \sum_i X_{ij}}{\left( \sum_j X_{ij} / \sum_i \sum_j X_{ij} \right) - 1} \right\} - \left\{ \frac{M_{ij} / \sum_i M_{ij}}{\left( \sum_j M_{ij} / \sum_i \sum_j M_{ij} \right) - 1} \right\}$$

$X_{ij}$ : j 国の i 業種の輸出額、 $M_{ij}$ : j 国の i 業種の輸入額

（注2）海外生産比率 = 海外現地法人売上高 / (海外現地法人売上高 + 国内法人売上高)

（出所）RIETI-TID、財務省、経済産業省統計より大和総研作成

加工業種のうち、「輸送機械」と「電気機械」では明暗が分かれている。輸送機械における2019年のRTAは2000年から上昇し、国内生産額の増加を伴う形で海外生産比率が全業種の中で最も大きく上昇した。競争力を高めつつ、国内外の需要を積極的に取り込んできた結果といえる。反対に電気機械ではRTAが低下し、国内生産額が減少する中で海外生産比率が上昇した。いわゆる「産業空洞化」が進んだ可能性がある。財務省の貿易統計によると、同業種に相当する「電気機器」の収支は2000年で+7.8兆円（GDP比+1.5%）だったが、リーマン・ショック後から2010年代前半にかけて黒字幅が縮小し、2019年で+1.2兆円（同+0.2%）となった。直近の2023年では▲1.1兆円（同▲0.2%）と赤字に転じた<sup>6</sup>。

素材業種ではRTAが上昇した業種が多い。「鉄鋼、非鉄金属・金属製品」や「窯業・土石」のRTAは2019年で小幅ながらプラスとなった。「食料品」のRTAはマイナス幅が大幅に縮小しており、比較劣位ではあるが国際競争力が改善した可能性が窺える。一方、「繊維」は電気機械と同様に国内生産額が減少しつつ海外生産比率が上昇した。RTAのマイナス幅も拡大しており、一段と厳しい状況に直面しているようだ。

<sup>6</sup> 貿易統計では輸出入額を9つの主要商品に分類して公表しているが、本文ではこのうち「電気機器」の収支について説明した。2000年代初めと直近の収支を主要商品別に比較すると、「輸送用機器」の収支は大きく改善した一方、電気機器や「鉱物性燃料」では悪化が著しい。

電気機械では主力の中間財が競争力を維持する一方、資本財と消費財が「比較劣位」に

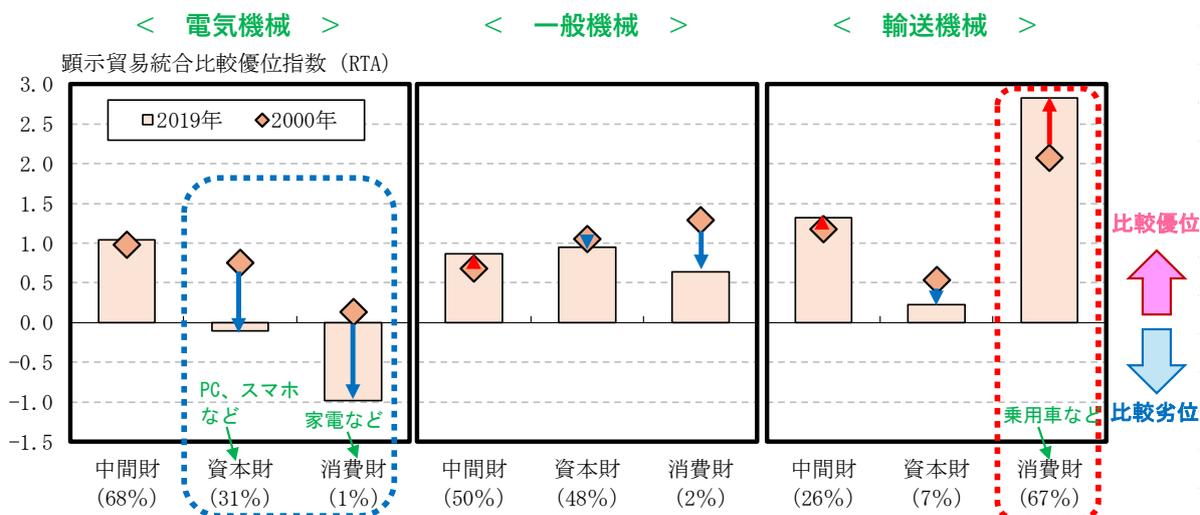
さらに、**前掲図表 3** で掲載した機械 3 業種について財別に RTA を掲載したものが**図表 4** である（横軸の括弧内の数字は当該業種における 2019 年の輸出額シェア）。

輸送機械では、輸出額のおよそ 3 分の 2 を占める消費財の RTA が明確に上昇しており、乗用車などを中心に国際競争力が高まった。一般機械では消費財の RTA が低下したものの、輸出額に占める割合は 2%に過ぎず、中間財や資本財の RTA は比較的安定していた。

電気機械では主力の中間財が競争力を維持したものの、パソコンやスマートフォンなどが含まれる資本財と、家電などが含まれる消費財の競争力低下が顕著だ。両財の RTA は 2000 年でプラス圏にあったが、2019 年ではいずれもマイナス圏に落ち込んだ。消費財の輸出額シェアは 1%に過ぎないものの比較劣位が鮮明だ。

電気機械は 1990 年代までは日本の主要輸出品を形成していた。だが、日本をはじめとする先進国企業がアジアを中心にサプライチェーンを構築する中で中国などに技術や知識が伝播し、地場企業の製品開発力は急速に高まった。IT 製品や家電ではコモディティ化が進んだこともあり、日本企業の国際競争力は失われていったと考えられる。

図表 4：機械 3 業種における顕示貿易統合比較優位指数（RTA）の財別比較



(注) 横軸ラベルの括弧内の数値は、当該業種の輸出総額に占める当該財の割合（2019年）。電気機械は家庭用電気機器を含む。RTAの詳細は図表3の注1を参照。

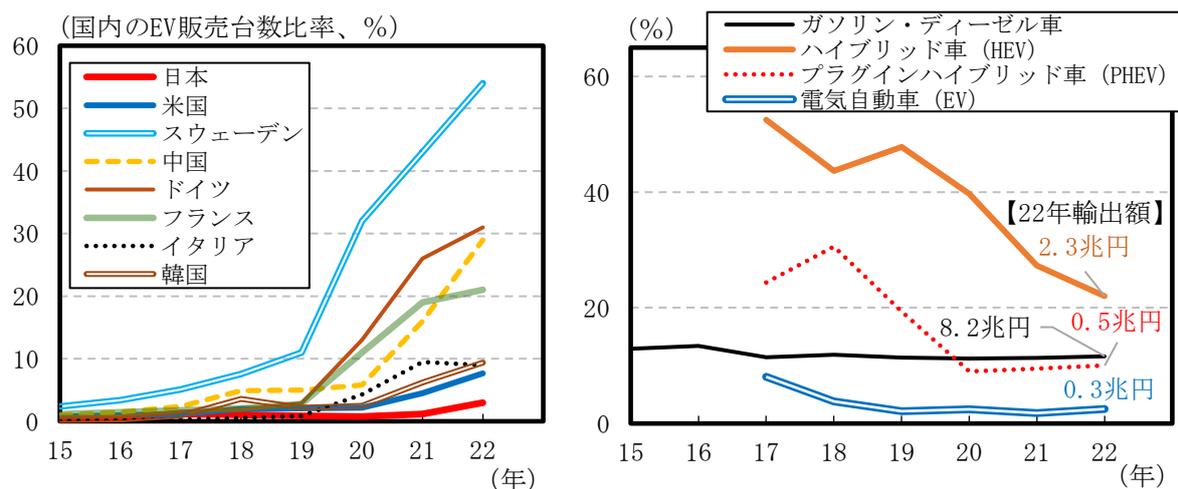
(出所) RIETI-TID より大和総研作成

### コロナ禍以降の急速な EV シフトなど、日本の輸送機械にも国際競争力の低下リスク

前述のように、輸送機械では乗用車などの消費財の国際競争力が 2000～19 年に高まり、RTA の水準もかなり高かった。もともと、主要国では電気自動車 (EV) の普及がコロナ禍以降に急速に進んだが、日本はこの点で大きく後れを取っている (図表 5 左)。

国際エネルギー機関（IEA）は2024年4月23日に発表した報告書<sup>7</sup>において、世界の新車販売台数に占めるEV（プラグインハイブリッド車を含む）の比率が2023年の15%程度から2035年に50%超へと高まり、中国メーカーを中心とした低価格車がEV市場を拡大するとの見通しを示した。こうした中で、日本が乗用車の国内生産・輸出の規模や国際競争力を今後も維持できるかどうかは不確実性が大きい。

図表5：主要国のEV販売シェア（左）と世界の乗用車輸出金額に占める日本の割合（右）



（出所）UN Comtrade、IEA、Haver Analytics より大和総研作成

日本車の「強み」の1つであるハイブリッド車（HEV）の輸出市場でも、コロナ禍以降に大きな変化が見られる。世界のHEV輸出金額に占める日本の割合は2019年で48%だったが、2020年から急速に低下し、直近の2022年では22%にとどまった（図表5右）。コロナ禍によるサプライチェーンの混乱や半導体不足などによって国内の生産能力が低下したことや、日本メーカーがHEVの生産を国内から海外に切り替えたことなどが考えられるが、生産体制が正常化した後にHEVの輸出シェアがコロナ禍前の水準に戻らない可能性も否定できない。

#### 今後も貿易収支の赤字基調はサービス収支を含めて継続する可能性

日本の貿易収支は3年連続で赤字となったが、他方でサービス収支においても、いわゆる「デジタル赤字」が拡大している。財務省によると、クラウド・サービスやオンライン会議システムの利用料、動画・音楽配信に伴う各種ライセンス料、ネット広告料などが含まれるデジタル関連のサービス収支は2023年で▲5.4兆円となり、前年から赤字額が0.8兆円拡大した。

貿易・サービス収支は今後も赤字基調が継続する可能性が高く<sup>8</sup>、収支構造の強靱化や国際競争力の維持・強化に向けた取り組みの重要性は増している。この点については、2024年5月下旬に当社が公表する「第221回日本経済予測」の論点として取り上げる予定である。

<sup>7</sup> IEA “Global EV Outlook 2024”

<sup>8</sup> 貿易・サービス収支の見通しは「日本経済見通し：2024年1月」の中期見通しなどに基づく。

図表6：日本経済見通し＜第220回日本経済予測 改訂版（2024年3月11日）＞

	2023			2024				2025				2026	2023 年度 (暦年)	2024 年度 (暦年)	2025 年度 (暦年)
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3			
実質GDP(年率、兆円)	562.6	558.0	558.5	559.3	561.1	563.5	565.8	567.8	569.6	571.2	572.8	574.2	559.4	564.6	571.9
＜前期比、％＞	1.0	-0.8	0.1	0.1	0.3	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3			
＜前期比年率、％＞	4.2	-3.2	0.4	0.5	1.4	1.7	1.6	1.4	1.3	1.2	1.1	1.0			
＜前年同期比、％＞	2.3	1.6	1.2	0.4	-0.3	1.0	1.3	1.6	1.5	1.4	1.2	1.1	1.4	0.9	1.3
													( 1.9)	( 0.6)	( 1.4)
民間消費支出(前期比、％)	-0.7	-0.3	-0.3	0.2	0.5	0.6	0.4	0.4	0.3	0.3	0.2	0.2	-0.4	1.1	1.2
民間住宅投資(前期比、％)	1.8	-0.6	-1.0	0.0	-0.5	-0.6	-0.6	-0.7	-0.7	-0.8	-0.8	-0.9	1.5	-2.0	-2.8
企業設備投資(前期比、％)	-1.4	-0.1	2.0	0.2	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6	0.8	2.3	2.1
政府消費支出(前期比、％)	-0.1	0.3	-0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.5	0.6	0.9
公共投資(前期比、％)	2.2	-1.0	-0.8	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	2.9	0.6	1.2
輸出(前期比、％)	3.8	0.9	2.6	-1.4	0.4	0.4	0.6	0.5	0.7	0.7	0.7	0.6	4.0	1.5	2.5
輸入(前期比、％)	-3.6	1.0	1.7	-0.3	0.4	0.4	0.3	0.3	0.5	0.5	0.5	0.5	-2.6	1.8	1.8
名目GDP(前期比年率、％)	10.7	-0.1	2.1	3.1	3.6	4.2	3.9	3.5	3.1	2.7	2.5	2.3	5.4	3.3	3.1
GDPデフレーター(前年同期比、％)	3.7	5.2	3.9	3.3	2.5	2.1	2.4	2.3	2.1	2.0	1.7	1.5	4.0	2.4	1.8
鉱工業生産(前期比、％)	1.4	-1.2	1.3	-4.7	3.7	1.9	0.7	0.4	0.3	0.3	0.4	0.5	-1.6	2.2	2.0
コアCPI(前年同期比、％)	3.2	3.0	2.5	2.5	2.8	3.2	2.9	2.8	2.3	1.9	1.9	1.9	2.8	2.9	2.0
失業率(％)	2.6	2.6	2.5	2.4	2.4	2.4	2.4	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.5	2.4	2.3
コールレート(期末値、％)	-0.08	-0.06	-0.04	-0.04	0.10	0.10	0.25	0.25	0.50	0.50	0.75	0.75	-0.04	0.25	0.75
10年物国債利回り(％)	0.40	0.67	0.74	0.72	0.80	0.90	1.00	1.02	1.03	1.05	1.07	1.10	0.63	0.93	1.06
前提															
原油価格(WTI、ドル/バレル)	73.6	82.2	78.5	76.5	78.9	78.9	78.9	78.9	78.9	78.9	78.9	78.9	77.7	78.9	78.9
為替レート(円/ドル)	137.4	144.5	147.9	148.1	148.1	148.1	148.1	148.1	148.1	148.1	148.1	148.1	144.5	148.1	148.1

(注) 網掛け部分は大和総研予想。原油価格、為替レートは直近の水準で一定と想定。

(出所) 大和総研

# 米国経済 利下げ開始先送りの次の手は？

様子見をしつつ、要すれば引き締めサプライズを演出

矢作 大祐  
藤原 翼

## [要約]

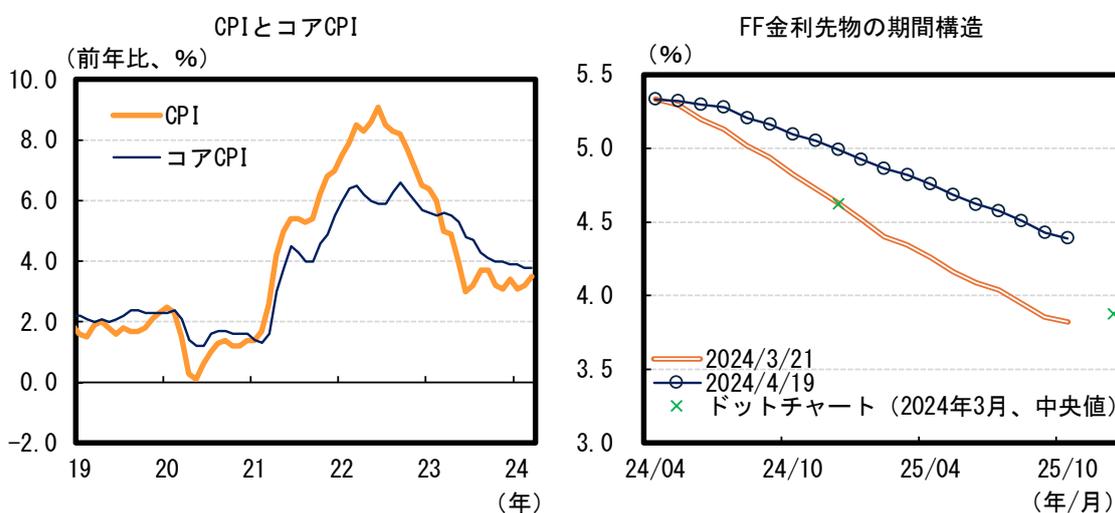
- 足元までの経済指標を概観すると、自律的な成長を示す民間最終需要（個人消費、設備投資、住宅投資の和）は堅調さを維持し、インフレ率は高止まりの傾向を示している。インフレの高止まり懸念が募る中で、パウエル FRB 議長は利下げ開始の先送りを示唆し、市場の利下げ期待も低下した。
- インフレ率の高止まりは、旺盛な投資家センチメントを背景とした金融環境の緩和によって、需要が押し上げられたことが要因として考えられる。FRB 関係者の研究によれば、投資家センチメントを沈静化し、インフレ圧力を低下させるうえで、引き締めサプライズを演出することが効果的とされる。
- 今後金融環境がタイト化しない場合には、FOMC は①利下げ開始を 2025 年に先送り、②①に加えて 2025 年の利下げ幅も縮小、③更なる追加利上げの示唆を通じて、引き締めサプライズを引き起こす可能性がある。①から③へと進むにつれ現時点におけるサプライズが大きくなるわけだが、リスク要因としては、過度なサプライズによる金融環境の急激なタイト化、ひいては景気の大幅な腰折れとなる。
- 引き締めサプライズに伴う景気の急激な下振れリスクに加え、大統領選挙を控えた先行き不透明感による投資家センチメントの悪化や、これまでの金融引き締めの効果発現の可能性があることを踏まえれば、FOMC は様子見を続けつつ、要すれば小出しにサプライズを狙う両にらみのスタンスを取ると見込まれる。

## 堅調な景気とインフレの高止まりで、利下げ開始は先送りへ

足元の経済指標を振り返ると、2024年1-3月期の実質GDP成長率は前期比年率+1.6%となり、市場予想（Bloomberg調査：同+2.5%）を下回った。しかし、主な下押し要因は民間在庫と純輸出であり、自律的な成長を示す民間最終需要（個人消費、設備投資、住宅投資の和）は同+3.1%と高い伸びを維持し、内需主導で景気が引き続き堅調であることを示す結果となった。景気が堅調さを維持する中で、インフレ率は高止まりの傾向を示している。CPIに関しては、直近6カ月間はヘッドラインが前年比+3.1%～同+3.5%、エネルギー・食品を除いたコアCPIが同+3.8%～同+4.0%の間で推移している（図1左図）。中東情勢の緊迫化等によるエネルギー高に加え、コアサービス価格の下げ渋りが主因である。

インフレ指標が高止まりの兆しを示す中、パウエルFRB議長は4月16日にワシントンで開催されたパネルディスカッションで、「最近のデータは、FRBが（（筆者追記）インフレ減速の）確信を深めるものでないことは明らかであり、それどころか、確信を得るには想定よりも時間がかかる可能性が高いことを示している」と指摘し、利下げ開始の先送りを示唆した。これに伴い、市場における利下げ期待は低下した。FF金利先物を見ると、3月19日・20日のFOMC直後は2024年、2025年内にそれぞれ0.75%pt程度の利下げを織り込んでいた。しかし、4月19日時点では、2024年が0.39%pt、2025年が0.60%ptといずれも利下げ幅の見込みが縮小した（図表1右図）。FRBも市場も引き締め的な金融環境が長引くとの見立てを強めたといえる。

図表1 CPIとコアCPIの推移、FF金利先物の期間構造



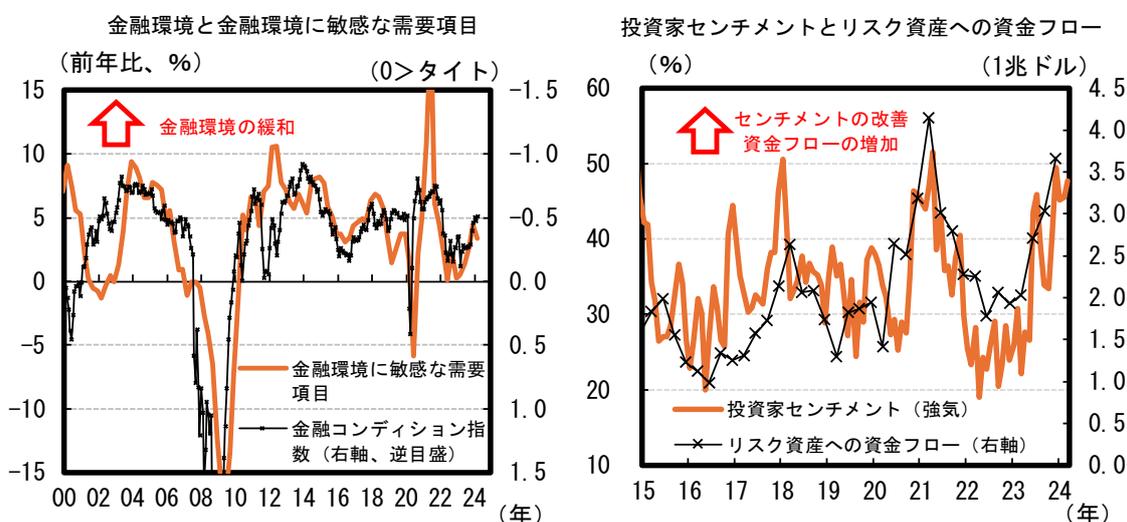
## 要すればFOMCは引き締めサプライズを演出し、金融環境をタイト化へ

パウエル議長による利下げ開始の先送り示唆に先駆けて、3月のFOMCでは、一部の参加者から金融環境全般が予想よりも緩和しており、需要を押し上げ、インフレ圧力が高まる可能性が指摘されていた。金融環境全般を表す代表的な指標として、105の金融指標から算出された、金融コンディション指数（シカゴ連銀公表）に注目すると、2021年末から2022年上半期にかけて

引き締めトレンドを強めた後、2023年10月までは横ばい圏で推移し、2023年11月以降は緩和トレンドに転じた。米国の自律的な成長を示す民間最終需要のうち、金融環境に敏感な需要項目（住宅投資、設備投資、耐久財消費の和）は、金融環境に合わせて2021年下半年から減速し、2023年上半年までは低調となったが、2023年下半年以降は上昇傾向に転じた（図表2左図）。

需要を抑制し、インフレ圧力を低下させるためには、金融環境を再びタイト化させる必要がある。これは、金融環境を左右する投資家センチメントの沈静化を意味する。投資家センチメントは、生成AIへの期待が高まった2023年上半年より改善し始め、2023年下半年に追加利上げ観測が後退したことで、改善傾向を強めた（図表2右図）。投資家センチメントの改善に伴い、リスク資産（株式、債券、投資信託）への資金フローが増加し、金融環境が緩和したと考えられる。

図表2 金融環境と金融環境に敏感な需要項目、投資家センチメントとリスク資産への資金フロー



(注) 左図の金融環境に敏感な需要項目は住宅投資、設備投資、耐久財消費の和。右図のリスク資産への資金フローは家計、非金融企業、金融機関、海外による債券、株式、投信への投資額計（ネット、フロー）。

(出所) BEA、FRB、シカゴ連銀、AAII センチメントサーベイ、Haver Analytics より大和総研作成

投資家センチメントを沈静化する要因は様々だが、金融政策に関連しては、2023年より引き締めサプライズによる影響が衆目を集めている。例えば、サンフランシスコ連銀の研究者である**パウアー氏**や、元FRB議長である**バーナンキ氏**らの研究によれば、市場が予想していない引き締めの政策決定や、FOMC参加者の引き締め発言が投資家センチメントを沈静化させ、需要やインフレ圧力の抑制に効果を有することが示されている。また、FOMCが政策変更はデータ次第とのスタンスを継続的に示す中では、インフレ指標が予想以上の結果となった場合に金融環境がタイト化する傾向があることも指摘されている。

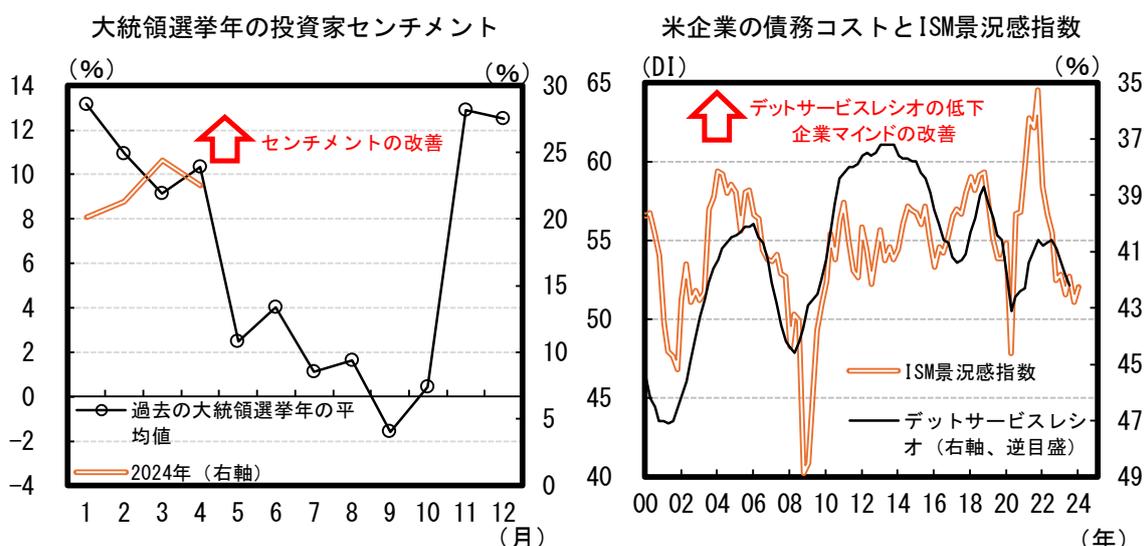
FRB関係者や元議長がこうした研究を進めていることは、FOMCが引き締めサプライズを有効活用する可能性を示唆していると考えられる。現状の市場の織り込みを踏まえ、FOMCが引き締めサプライズを演出するならば、①利下げ開始を2025年に先送り、②①に加えて2025年の利下げ幅も縮小、③更なる追加利上げの示唆が選択肢として考えられる。①に関しては、4月16日にパウエル議長がこれまで繰り返し言及してきた2024年内の利下げが適切であるとの表現を用いなかったことが注目された。2024年内の利下げ見込みを否定すれば、2024年末までの市場

の利下げ期待 (0.39%pt) は剥がれることになる。②に関しては、利下げ開始時期を 2025 年に先送りするとともに、2025 年に予想される利下げ幅を縮小するという選択肢である。これは 2025 年末までに市場が織り込んでいる利下げ幅 (0.39%pt+0.60%pt) の縮小を意味する。そして、③はこれまでのドットチャートを含めて、完全に卓袱 (ちゃぶ) 台返しすることを意味する。

なお、①から③へと進むにつれ現時点におけるサプライズが大きくなるわけだが、過度にサプライズを引き起こせば、金融環境が急激にタイト化し、景気を大きく腰折れさせる可能性が高まることになる。FOMC が可能な限り秩序だったインフレの抑制、つまりはソフトランディングを目指すという従来通りのスタンスを維持するとともに、サプライズの余地を残すという観点に立てば、①から③へと順を追った選択をする可能性が高いと考えられよう。

もっとも、FOMC がサプライズを演出せずとも、金融環境がタイト化する可能性もある。投資家センチメントを左右する要因として当面の間注目されるのは、大統領選挙である。1988 年から 2020 年までの大統領選挙戦中の投資家センチメントを振り返ると、5 月から 10 月にかけて低水準で推移する傾向がある (図表 3 左図)。大統領選挙を控えて政治・政策の不透明性が高まることが背景にはあるだろう。加えて、これまでの金融引き締めの影響が今後発現しやすくなる可能性もある。コロナ禍以降の米企業の債務残高に注目すると、2020 年から 2023 年に償還期限を迎えた債務残高は各年それぞれ 8%程度と相対的に規模が小さく、借り換え需要は抑制されていた。しかし、2024 年から 2028 年にかけては、償還期限を迎える債務残高は各年それぞれ 12%程度に増加することから、借り換え需要は増えることが想定される。高金利での資金調達が増えれば、企業の債務コストは上昇する。債務コストの上昇に合わせて企業マインドは悪化する傾向があることから、企業活動が消極化し、需要が抑制されるといえよう。FOMC は、こうした金融政策以外の要因による金融環境のタイト化や景気への悪影響の兆しを探りつつも、要すれば引き締めサプライズを演出するという両にらみのスタンスを取ると考えられる。

図表 3 大統領選挙年の投資家センチメント、米企業の債務コストと ISM 景況感指数



(注) 左図の大統領選挙年は 1988 年-2020 年を対象とした平均値。デットサービスレシオは収入に対する元利払いの比率。

(出所) BIS、AII センチメントサーベイ、Haver Analytics より大和総研作成

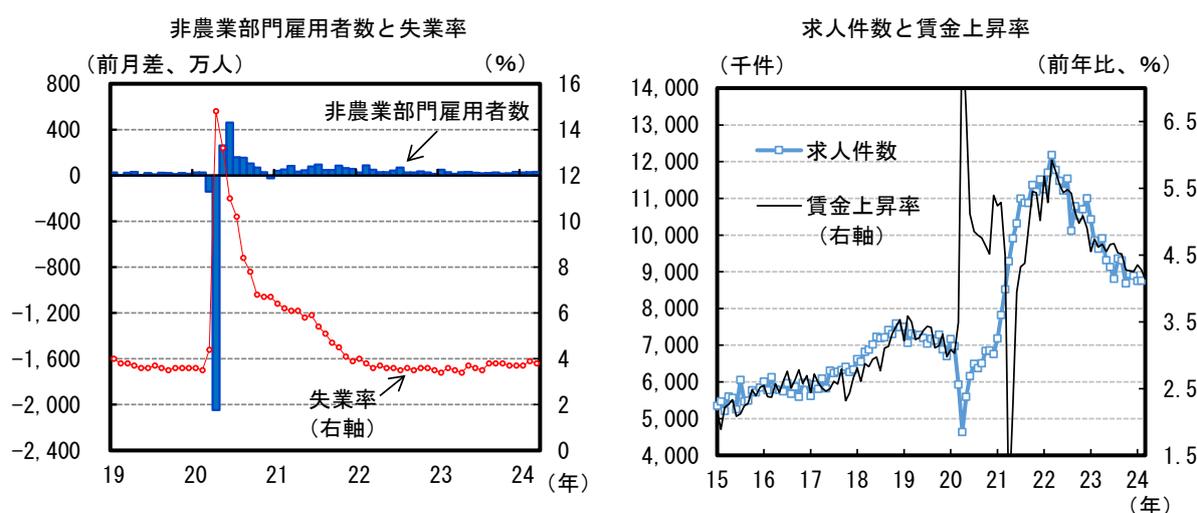
## 雇用統計は総じて堅調な結果

2024年3月の米雇用統計は、非農業部門雇用者数が前月差+30.3万人と市場予想(Bloomberg調査：同+21.4万人)を大幅に上回る結果となった。さらに過去分については、2024年2月、3月合計で2.2万人上方修正された。これに伴い、雇用者数は4カ月連続で好不調の目安となる同+20万人を大きく上回っている。失業率については前月から▲0.1%pt低下し、3.8%と市場予想通りの結果となった。労働力人口が同+46.9万人と2カ月連続で増加した中でも失業率が下がった点はポジティブといえる。失業者の内訳を確認すると、非自発的失業(同▲17.4万人)が減少し、前月の増加分をほぼ解消した。また、民間部門の週平均労働時間は同+0.1時間となり、3カ月ぶりの水準に回復した点も安心感を与える。雇用環境は緩やかに悪化してきたが、3月の雇用統計の内容は総じて堅調な結果といえる。

その他の雇用関連指標を見ると、新規失業保険申請件数の直近週(4月14日-4月20日)は20.7万件となった。新規失業保険申請件数の水準は、2023年9月以降週20万件から23万件的レンジで推移しており、足元でも顕著な増加は見られない。

続いて、労働需要に着目すると、2024年2月の求人件数は前月からほぼ横ばいになり、水準としては4カ月連続で800万件後半で推移している。直近の失業者数と比べて求人件数は1.4倍弱の水準であり、コロナ禍前の水準を依然として上回ったままである。タイトな労働需給を背景に賃金上昇圧力が続き、インフレが高止まりすることが懸念される。一方、3月の雇用統計によれば、民間部門の平均時給は前年比+4.1%と減速した。民間部門の平均時給は2023年10月以降、同+4.3%前後でほぼ横ばいの推移が続いていたことから、3月の結果は賃金上昇率のペースダウンに向けてポジティブな兆しといえる。根強い賃金上昇圧力を緩和するには、継続的な労働需給の緩和が必要となる。

図表4 非農業部門雇用者数と失業率、求人件数と賃金上昇率



(出所) BLS、Haver Analytics より大和総研作成

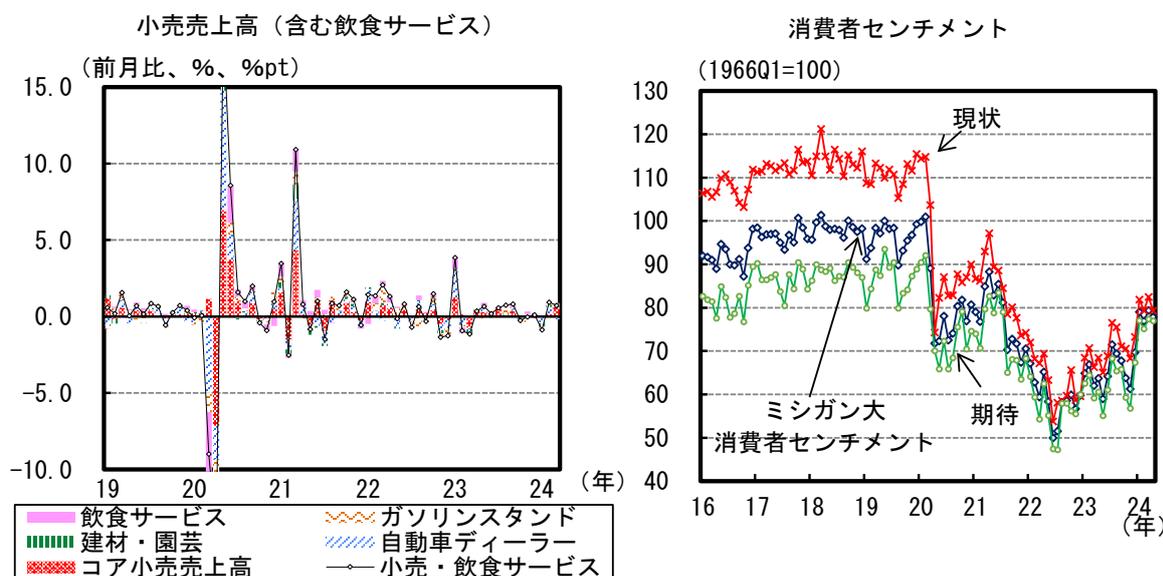
## 小売売上高はオンライン消費中心に堅調な結果

個人消費の動向を確認すると、2024年3月の小売売上高(含む飲食サービス)は前月比+0.7%となり、市場予想(Bloomberg調査:同+0.4%)を上回った。振れが大きい業種(自動車ディーラー、ガソリンスタンド、建材・園芸、飲食サービス)を除く、コア小売売上高についても同+1.1%と高い伸びになったことから、3月の小売売上高は堅調だったといえる。加えて、2月の小売売上高、コア小売売上高の伸び率は、それぞれ+0.3%ptの上方修正となったことも好調さを際立たせる。

3月の小売売上高(含む飲食サービス)の内訳を見ると、無店舗販売(前月比+2.7%)が全体をけん引した。これはアマゾン等が大規模セールを実施したことが影響しているとみられる。また、ガソリン価格の上昇に伴いガソリンスタンド(同+2.1%)が加速した。この他、ペット用品等を含むその他小売(同+2.1%)やGMS(総合小売)(同+1.1%)も堅調な結果となった。他方で、レジャー・娯楽(同▲1.8%)、衣服・宝飾品(同▲1.6%)、家電(同▲1.2%)のマイナス幅が大きかった。この他、自動車・同部品(同▲0.7%)がマイナスに転じ、家具(同▲0.3%)が2カ月連続でマイナスになるなど、選択的支出の品目がやや冴えない。ただし、3月は無店舗販売での消費に回った影響もあるとみられ、4月以降の結果も確認する必要があるだろう。

続いて消費者マインドについて確認すると、ロイター/ミシガン大消費者センチメントは、2024年4月(速報値)が前月差▲1.5ptの77.9になった。構成指数の内訳を見ると、現状指数(同▲3.2pt)、期待指数(同▲0.4pt)ともに悪化した。もともと、2024年1月以降は均して見ればほぼ横ばいであり、大きな変化は見られない。この他、インフレ期待指数が1年先、5年先ともに前月比0.2%pt上昇している。ミシガン大学は、インフレの減速ペースが緩やかになっている可能性があるコメントしている。インフレの高止まりを背景に引き締めの金融環境が長引けば、消費者マインドは回復しづらくなるだろう。

図表5 小売売上高(含む飲食サービス)、消費者センチメント



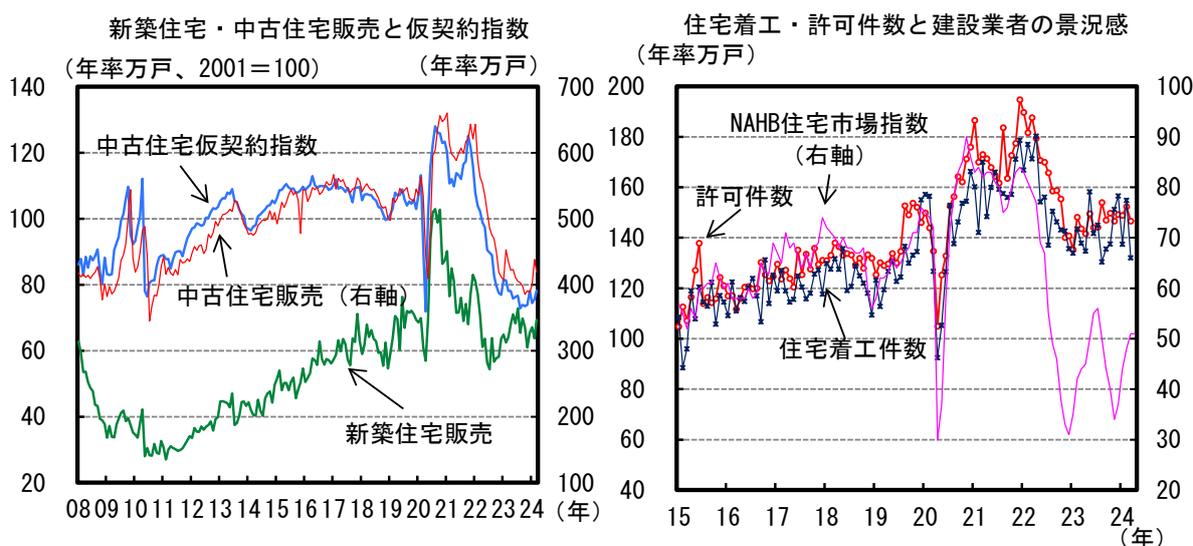
(出所) ロイター/ミシガン大、Census、Haver Analytics より大和総研作成

## 住宅市場では金利の高止まりが意識される

住宅需要に目を向けると、中古住宅販売（ condominium等含む）に関しては、2024年3月が前月比▲4.3%と3カ月ぶりにマイナスとなった。これは、前月の大幅増からの反動が出たことが要因と考えられる。また、住宅ローン金利（30年固定、連邦住宅貸付抵当公社）が上昇したことも、中古住宅販売の重石となったと考えられる。中古住宅販売の先行指標である中古住宅仮契約指数は3月が同+3.4%と2カ月連続でプラスとなった点はポジティブであるが、住宅ローン金利の高止まりが目先の住宅購入を抑制するとみられる。さらに中古住宅の在庫は緩やかに増加しつつあるが、依然として低水準にあり、中古住宅価格が前年比で上昇していることも、引き続き中古住宅販売が回復していく上での足かせとなるだろう。新築住宅販売（戸建）に関して3月は同+8.8%とプラスに転じた。新築住宅は中古住宅に比べて在庫が多く、販売価格が前年比で下落しており、住宅購入希望者は相対的に購入しやすい。また、新築住宅価格は中古住宅価格に比べて高水準である場合が多いものの、足元で中古住宅に対する割高感は少ない。そのため、中古住宅に比べれば相対的に回復しやすいだろう。

住宅供給に関しては、新築住宅着工は、2024年3月に前月比▲14.7%と、前月の大幅増から再びマイナスに転じた。さらに、新築住宅着工の先行指標である建設許可も、3月は同▲4.3%とマイナスに転じた。新築住宅着工は横ばいから緩やかな回復を続けてきた中で、3月は冴えない結果となった。住宅建設業者のマインドに関して、NAHB（全米住宅建設業協会）住宅市場指数を見ると、2024年4月分は前月から横ばいとなった。NAHBは消費者が金利低下を待っていると指摘している。在庫積み上げニーズや移民の増加による住宅需要といった、住宅建設業者にとってポジティブな要素はあるものの、目先は金融政策の動向に左右されやすい状況が続くとみられる。

図表6 新築住宅・中古住宅販売と仮契約指数、住宅着工・許可件数と建設業者の景況感



(出所) Census、NAR、NAHB、Haver Analytics より大和総研作成

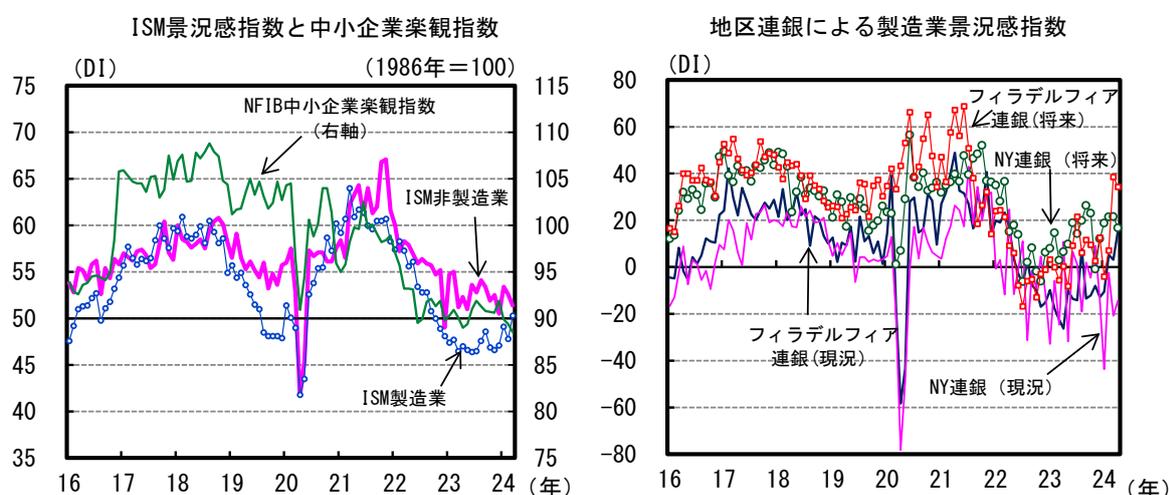
## 企業マインド指数は製造業が改善した一方で非製造業は悪化

2024年3月のISM景況感指数は、製造業が前月差+2.5%ptの50.3%と3カ月ぶりに改善し、2022年10月以来に好不況の節目となる50%を上回った一方、非製造業は同▲1.2%ptの51.4%と2カ月連続で悪化した。構成項目を見ると、製造業に関しては、入荷遅延指数が小幅に悪化した一方で、生産指数が同+6.2%ptと大幅に改善したほか、新規受注指数、雇用指数、在庫指数が改善した。非製造業に関しては、事業活動指数と雇用指数は改善した一方で、新規受注指数、入荷遅延指数が悪化した。続いて企業のコメントを見ると、製造業では需要の強さを指摘するなど楽観的なコメントが比較的多く見られた。非製造業については、人手不足についてのコメントが引き続き見られた。インフレに関しては、非製造業の仕入価格指数が同▲5.2%ptと2カ月連続で低下した。ただし、ISMは非製造業の回答企業では物価がある程度安定しているものの、依然としてインフレを懸念している、とコメントした。

中小企業に関しては、2024年3月のNFIB（全米独立企業連盟）中小企業楽観指数は、前月差▲0.9ptと3カ月連続で悪化し、水準は88.5と2012年12月以来の低水準となった。内訳項目を見ると、実質販売増加に対する期待の項目の悪化幅が大きかった。NFIBは、中小企業にとってインフレが再び最大の問題となっており、労働需給の緩和もわずかであるとコメントした。

以上をまとめれば、製造業は指数が改善した一方で、非製造業、中小企業では悪化しており、方向感にばらつきが見られる。2024年4月中旬までの動向を含む地区連銀製造業景況感指数を見ると、NY連銀は現況指数（前月差+6.6pt）が改善した一方、将来指数（同▲4.9pt）は5カ月ぶりに悪化した。フィラデルフィア連銀に関しても、現況指数（同+12.3pt）は改善した一方、将来指数（同▲4.3pt）は3カ月ぶりに悪化した。直近の地区連銀の製造業景況感指数でも、製造業のマインド改善が継続した点はポジティブといえるが、将来のマインドが悪化している点は注意を要する。インフレの高止まり傾向が見られる中、引き締め的な金融環境が長期化するとの見立てが増えており、企業マインドの重石となりうるだろう。

図表7 ISM 景況感指数と NFIB 中小企業楽観指数、地区連銀による製造業景況感指数



(出所) ISM、NY 連銀、フィラデルフィア連銀、NFIB、Haver Analytics より大和総研作成

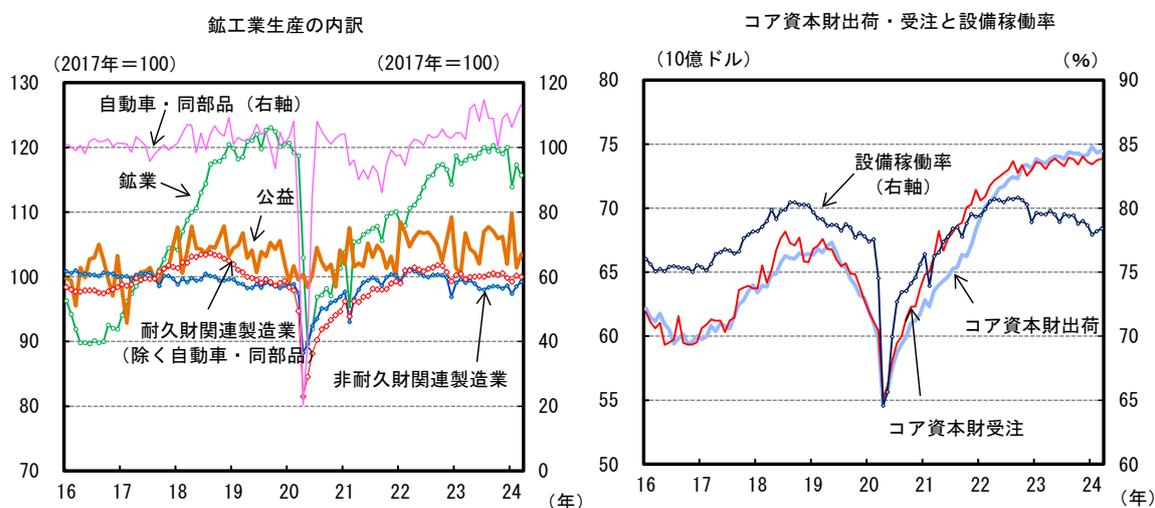
## 鉱工業生産指数は2カ月連続で上昇

企業の実体面に関して、2024年3月の鉱工業生産指数は前月比+0.4%と2カ月連続で上昇し、市場予想（Bloomberg調査：同+0.4%）通りの結果になった。過去分については、1月分が▲0.3%pt下方修正された一方で、2月分が+0.3%pt上方修正された。3カ月平均で見れば同+0.0%と6カ月ぶりにマイナスを脱した。3月の鉱工業生産指数の内訳を見ると、鉱業（同▲1.4%）がマイナスに転じた一方で、製造業（同+0.5%）が2カ月連続でプラスとなり、公益（同+2.0%）はプラスに転じた。

製造業の内訳を見ると、耐久財（前月比+0.3%）、非耐久財（同+0.7%）ともに2カ月連続でプラスになった。耐久財に関しては自動車・同部品（同+3.1%）が全体をけん引した。また、航空機などを含むその他輸送用機器（同+1.2%）もプラスに転じた。一方でマイナスの業種も多く、中でも非金属鉱物（同▲1.8%）、家具（同▲1.0%）、一次金属（同▲0.7%）のマイナス幅が大きかった。この他、電気機械（同▲0.4%）が3カ月連続でマイナスとなり、機械（同▲0.4%）も下押し要因となった。非耐久財に関しては、石油・石炭製品（同+4.8%）の大幅上昇による寄与が大きかった。

設備投資関連の指標について、機械投資の一致指標であるコア資本財出荷は3月に前月比+0.2%とプラスに転じた。先行指標であるコア資本財受注についても同+0.2%と2カ月連続でプラスとなった。続いて、2024年3月の設備稼働率は前月差+0.2%pt上昇し78.4%となった。悪天候の影響で稼働率が大きく低下した1月からの回復の足取りは鈍い。設備稼働率は長期平均（1972-2023年：79.6%）を11カ月連続で下回っており、設備の稼働状況は引き続きひっ迫している状況ではない。前述の通り直近の製造業の企業マインド指数が改善してきている点はポジティブである一方、設備の稼働状況がひっ迫していないことや、引き締め的な金融環境が継続していることを踏まえれば、目先では生産活動や設備投資が大幅に活性化することは考えにくいだろう。

図表8 鉱工業生産の内訳、コア資本財出荷・受注と設備稼働率



(出所) FRB、Census、Haver Analytics より大和総研作成

## 経済見通し

2024年1-3月期の実質GDP成長率は前期比年率+1.6%となった。市場予想を下回ったものの、屋台骨の個人消費が堅調さを維持し、住宅投資、設備投資ともにプラスを維持した。結果、米国経済の自律的な成長を反映する民間最終需要は同+3.1%と、堅調なペースとなった。FRBが重視するPCE価格指数は同+3.4%、食品・エネルギーを除くコアPCE価格指数は同+3.7%と加速し、インフレ率は高止まりの傾向を示している。

2024年の4-6月期に関しては、実質GDP成長率は前期比年率+2.1%を見込む。潜在成長率程度の伸びとなり、インフレ圧力が緩和しにくい状況が続くと考えられる。インフレの高止まり懸念が強まる中で、パウエル議長は利下げ開始の先送りを示唆した。今後金融環境がタイト化しない場合には、FOMCは①利下げ開始を2025年に先送り、②①に加えて2025年の利下げ幅も縮小、③更なる追加利上げの示唆といった引き締めサプライズを演出し、投資家センチメントの鎮静化を図る可能性があるだろう。リスク要因としては、過度なサプライズによる金融環境の急激なタイト化、ひいては景気の大幅な腰折れとなる。引き締めサプライズに伴う景気の急激な下振れリスクに加え、大統領選挙を控えた先行き不透明感による投資家センチメントの悪化や、これまでの金融引き締めの効果発現の可能性があることを踏まえれば、FOMCは様子見を続けつつ、要すれば小出しにサプライズを狙う両にらみのスタンスを取ると見込まれる。

図表9 米国経済見通し

	四半期												暦年			
	2023				2024				2025				2023	2024	2025	
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV				
	前期比年率、%												前年比、%			
国内総生産 (前年同期比、%)	2.2	2.1	4.9	3.4	1.6	2.1	1.7	1.8	2.0	2.1	2.2	2.2	2.2	2.5	2.5	2.0
個人消費	3.8	0.8	3.1	3.3	2.5	2.3	2.1	2.0	2.1	2.2	2.3	2.3	2.2	2.5	2.2	
設備投資	5.7	7.4	1.4	3.7	2.9	1.3	0.6	1.2	1.6	1.9	2.0	2.1	4.5	2.4	1.5	
住宅投資	-5.3	-2.2	6.7	2.8	13.9	-2.1	1.0	1.4	1.8	2.2	2.5	2.7	-10.6	3.4	1.3	
輸出	6.8	-9.3	5.4	5.1	0.9	2.1	1.4	1.7	1.9	2.1	2.3	2.5	2.6	2.4	2.1	
輸入	1.3	-7.6	4.2	2.2	7.2	2.5	1.1	1.3	1.6	1.8	1.9	2.1	-1.7	2.7	1.6	
政府支出	4.8	3.3	5.8	4.6	1.2	2.0	1.0	1.1	1.1	1.2	1.1	0.9	4.1	2.8	1.2	
国内最終需要	3.8	2.0	3.5	3.5	2.8	2.1	1.6	1.7	1.8	2.0	2.1	2.1	2.3	2.6	1.9	
民間最終需要	3.6	1.7	3.0	3.3	3.1	1.9	1.8	1.9	2.0	2.1	2.3	2.3	1.9	2.6	2.0	
鉱工業生産	-0.3	0.8	1.6	-1.9	-1.8	1.7	1.2	1.5	1.7	1.9	2.0	2.1	0.2	0.0	1.7	
消費者物価指数	3.8	3.0	3.4	2.7	3.8	2.7	2.7	2.5	2.4	2.1	2.1	2.5	4.1	3.1	2.4	
失業率(%)	3.5	3.6	3.7	3.8	3.8	4.0	4.1	4.0	3.9	3.8	3.8	3.7	3.6	4.0	3.8	
貿易収支(10億ドル)	-200	-202	-186	-192	-207	-214	-213	-213	-213	-212	-212	-212	-780	-846	-850	
経常収支(10億ドル)	-213	-215	-196	-195	-209	-215	-214	-213	-213	-212	-211	-210	-819	-851	-845	
FFレート(%)	5.00	5.25	5.50	5.50	5.50	5.50	5.25	5.00	5.00	4.75	4.50	4.25	5.50	5.00	4.25	
2年債利回り(%)	4.35	4.26	4.92	4.80	4.48	4.80	4.65	4.50	4.35	4.20	4.05	3.90	4.58	4.61	4.13	
10年債利回り(%)	3.65	3.59	4.15	4.44	4.16	4.46	4.37	4.28	4.19	4.10	4.01	3.92	3.96	4.32	4.06	

(注1) 網掛けは予想値。2024年4月26日時点。

(注2) FFレートは誘導レンジ上限の期末値。2年債利回り、10年債利回りは期中平均。

(出所) BEA、FRB、BLS、Census、Haver Analyticsより大和総研作成

# 欧州経済 利下げへカウントダウン

## ユーロ安が緩和効果を増幅させる可能性

橋本 政彦

### [要約]

- ECBは4月11日に行われた理事会の声明文に、「インフレ率が持続的に目標に収束しつつあるという確信がさらに高まれば、金融政策の現在の抑制水準を弱めることが適切になるだろう」という文言を追加し、6月理事会での利下げの検討を強く示唆した。5月後半に公表される1-3月期の妥結賃金が極端に上振れするようなことがない限り、6月理事会での利下げ開始が基本シナリオとなろう。
- 一方、米国FRBによる利下げ開始が先送りされるとの観測が強まっており、これがECBの政策に影響を与える可能性が市場では意識され始めている。だが、ユーロ圏の景気の弱さに鑑みれば、ECBはFRBほどに高金利を長期間続ける必要性は高くない。
- また、米国との金利差拡大によるユーロ安はユーロ圏の輸入物価を押し上げることになるが、足元での輸入物価の低下や、実効ユーロの高さに鑑みれば、ECBが即座にユーロ安を問題視する可能性は低いと考えられる。むしろユーロ安は輸出競争力の改善によってユーロ圏経済の回復を後押しするとみられ、FRBの利下げが先送りされることで、結果的にECBによる緩和効果が増幅される可能性があるだろう。

## ユーロ圏経済

### ECBの4月理事会では6月利下げ開始を強く示唆

ECBは4月11日に行われた理事会で、事前の市場予想通り、5会合連続となる政策金利の据え置きを決定した。ただし、公表された声明文には、「インフレ率が持続的に目標に収束しつつあるという確信がさらに高まれば、金融政策の現在の抑制水準を弱めることが適切になるだろう」という文言が追加され、利下げの開始に一層近づいていることが示唆された。声明文公表後の会見においてラガルド総裁は、次回、6月理事会での利下げ開始に関して明言することを避け、これまで通りデータ次第の政策運営を続けていくとした。だが一方、6月までにはより多くのデータが入手可能になるという、前回理事会での発言を改めて繰り返しており、6月理事会での利下げの検討を強く示唆した。5月後半に公表される1-3月期の妥結賃金が極端に上振れするようなことがない限り、6月理事会での利下げ開始が基本シナリオとなろう。実際、4月理事会後のECB当局者などの発言を見ても、6月での利下げに対して前向きな発言は明らかに増えており、焦点は6月での利下げの有無から、その先の利下げペースへと移りつつある。

だが一方、ECBが利下げに近づくのとは対照的に、米国ではFRBによる利下げ開始が先送りされるとの観測が強まっており、これがECBの政策に影響を与える可能性が市場では意識され始めている。

もっとも、ラガルド総裁が4月理事会後の会見で発言したように、FRBの動向がECBの金融政策に与える影響は必ずしも大きくないだろう。最大の理由は、米国とユーロ圏の景気動向の違いである。インフレ率が高止まりするリスクが残ることは米国とユーロ圏で共通しているが、米国では2022年の後半以降、前期比年率2%を超える力強い経済成長が続いているのに対し、ユーロ圏経済は2023年後半にはテクニカル・リセッション入りし、冴えない状況が続いている。需給面からみたインフレ圧力の強さは明らかにユーロ圏の方が小さく、金融引き締めを長期間続ける必要性はユーロ圏では米国ほどには高くない。

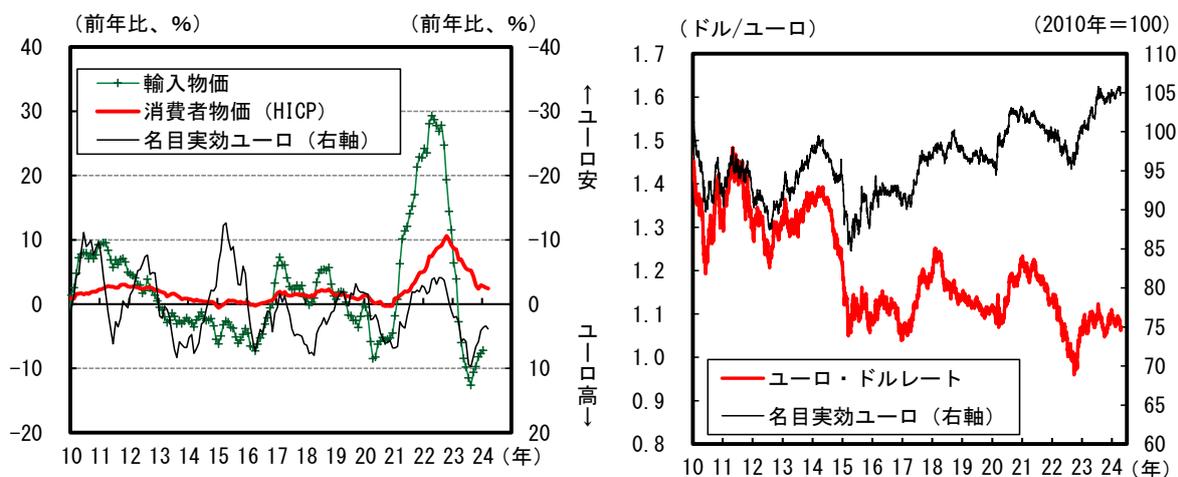
また、もう一つの論点として、FRBが高金利を維持する中、ECBが利下げを先に進めることで米国とユーロ圏の金利差が拡大し、これによるユーロ安がECBの金融政策に与える可能性が指摘されているが、この点についても影響は大きくないとみられる。

大前提として、4月理事会の会見でラガルド総裁が明言した通り、ECBは為替レートそれ自体を政策目標としていない。ユーロ安がECBの利下げを遅らせることがあるとすれば、ユーロ安によって輸入物価が上昇し、インフレ率の高止まりのリスクが大きく高まった場合となろう。足元の状況を見ると、ユーロ圏の輸入物価指数は2024年1月時点で前年比▲7.2%と大幅な前年割れとなっており、輸入インフレに対する懸念は小さい。また、仮にFRBとの金融政策の方向性の違いから対ドルでユーロ安が進んだとしても、輸入物価はドル以外の通貨に対する為替レートからも影響を受けるため、対ドルでの為替レートの変化がそのまま輸入物価に反映されるわけではない。さらに、為替レートの水準に関して、対ドル以外の通貨も含めた名目実効ユーロは2022年半ばから急激に上昇し、足元でも過去最高に近い水準にある。こうした状況を踏ま

えれば、多少ユーロ安が進んだとしても、それを即座に ECB が問題視する可能性は低いと考えられる。

むしろ、これまで進んできたユーロ高が修正されることは、ユーロ圏内の貿易産業の輸出競争力を改善させ、停滞が続くユーロ圏経済の回復を後押しするとみられる。ECB はあくまでインフレ率の安定を目標に金融政策を行っているため、ユーロ安によるメリットを狙って金融政策を運営するとは考え難いが、FRB の利下げが先送りされることで、結果的に ECB による緩和効果が増幅される可能性がある。

図表1 ユーロ圏の物価と名目実効ユーロ（左）、ユーロ・ドルレートと名目実効ユーロ（右）



(出所) Eurostat、BIS、Bloomberg より大和総研作成

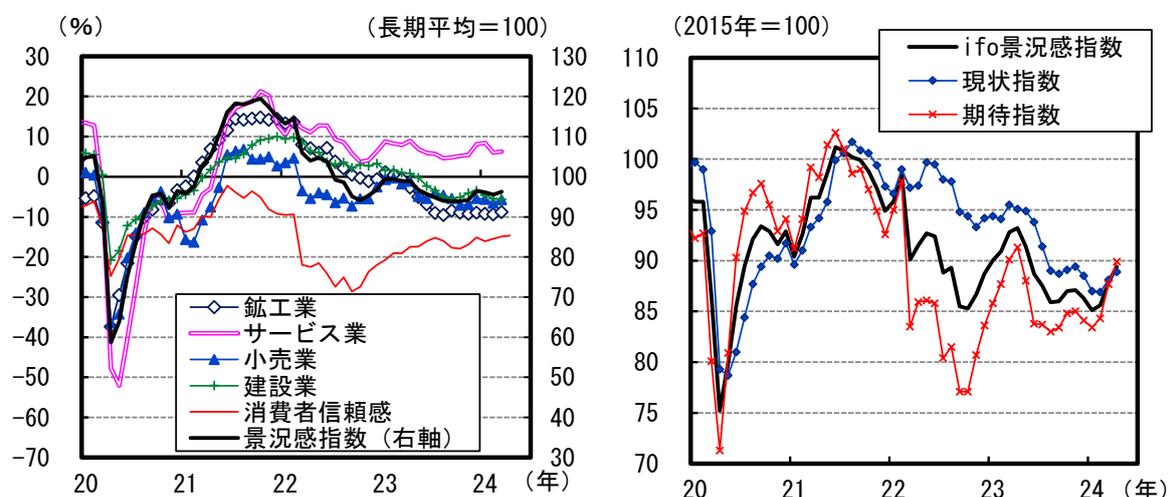
### 3月の景況感指数はわずかに改善、4月はさらに改善が進む可能性

ユーロ圏経済の足元までの状況を確認していくと、3月の景況感指数(総合、欧州委員会発表)は、前月差+0.8pt と3ヵ月ぶりに上昇し、水準は96.3となった。依然として2000年以降の長期平均(=100)を下回っているものの、マイナス成長となった2023年7-9月期(94.2)、および10-12月期(94.9)を上回った。ユーロ圏の景況感是最悪期を脱しつつあるとみられ、非常に緩やかなペースながら改善へと向かっている。

景況感指数の内訳を見ると、3月は建設業の景況感が前月差▲0.1pt と小幅ながら3ヵ月連続で低下したものの、これ以外の4項目が前月から上昇した。前月からの改善幅は小売業が同+0.9pt と最も大きく、これに次いで消費者信頼感、製造業が同+0.6pt となった。一方、サービス業は同+0.3pt と、前月の大幅な低下(同▲2.4pt)の後でも小幅な改善に留まったが、引き続き水準は最も高く、サービス業の堅調さが全体をけん引するという構図が続いている。国別では、サービス業の大幅な改善を主因にフランスが同+2.6pt と大きく改善したほか、イタリア(同+1.5pt)、ドイツ(同+0.9pt)が前月から改善した。他方、スペインは同▲0.4pt と2ヵ月連続で低下し、改善が足踏みしている。

また、4月の動向に関して、ドイツの ifo 景況感指数は前月差+1.5pt と3ヵ月連続で改善し、水準は2023年5月以来の高さとなった。内訳を見ると、現状指数が同+0.8pt、期待指数が同+2.2pt となり、指数の水準は期待指数が89.9、現状指数が88.9と、2021年7月以来初めて期待指数が現状指数を上回った。過去の傾向では、景況感の改善が進む局面では期待指数が現状指数を上回る傾向があり、先行きに対する明るさが増していることは本格的な景気回復に向けたサインとして捉えることができよう。ドイツ連銀は4月の月報で、1-3月期のドイツ経済が小幅なプラス成長となり、テクニカル・リセッション入りを免れた可能性が高いとの見方を示したが、4-6月期にはさらなる回復の加速が期待される。これまで足を引っ張ってきたドイツで景気回復の機運が高まっていることは、ユーロ圏経済にとって大きな好材料である。

図表2 ユーロ圏の景況感指数と内訳（左）、独 ifo 景況感指数（右）



(注) 左図は消費者信頼感のみ2024年4月が最新値、それ以外は2024年3月が最新値。

(出所) 欧州委員会、ifo 経済研究所より大和総研作成

## 製造業のハードデータは引き続き冴えない

前項で確認したように、ユーロ圏のマインド統計は先行きの見通しを中心に改善の動きが見られる。しかし、ハードデータで確認できる経済の動向は、マインド統計に比べて公表が遅いこともあり依然として低調である。

企業部門の動向に関して、2月の鉱工業生産指数は前月比+0.8%と2ヵ月ぶりに上昇した。単月で見れば増加幅は小さくないが、前月の大幅な減少(同▲3.0%)に鑑みると、やや物足りない結果である。四半期ベースでは1-3月期は前期比マイナスに転じる可能性が高い。

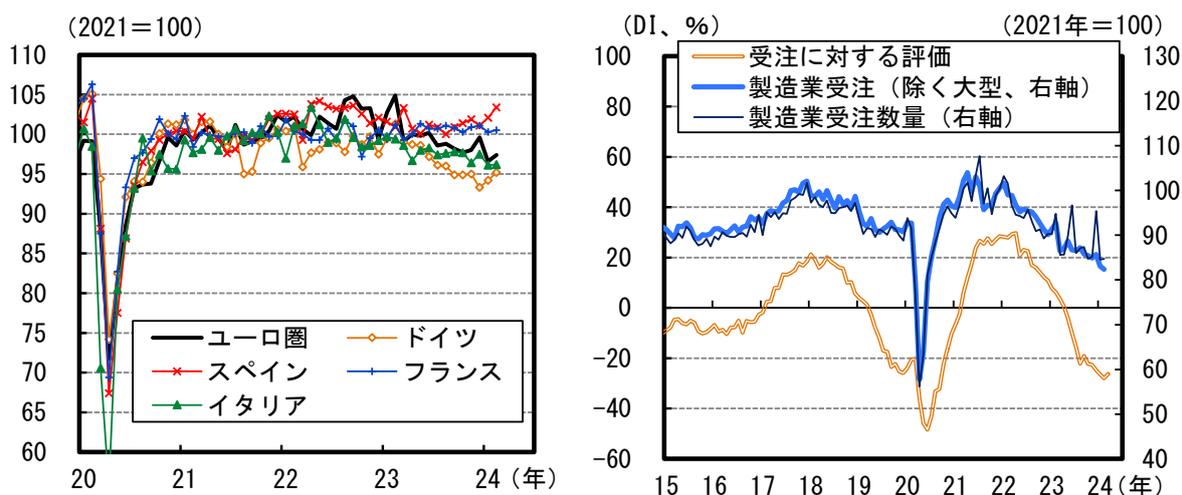
2月の結果に関して、財別の内訳では中間財が前月比+0.5%と2ヵ月連続で上昇したことに加え、耐久消費財(同+1.4%)、資本財(同+1.2%)が2ヵ月ぶりの上昇に転じた。ただし、資本財については前月の大幅な減少(同▲15.5%)に比べて増加幅が小さく、これが鉱工業生産指数全体の戻りの弱さの大きな要因になった。また、非耐久消費財は同▲0.9%と3ヵ月連続で

減少し、エネルギーは同▲3.0%と5ヵ月ぶりに減少に転じている。

国別の動向を見ると、ドイツ（同+1.1%）、スペイン（同+1.3%）がいずれも2ヵ月連続で+1%程度の高めの伸びとなった。ドイツについては、これまで製造業の中でも特に軟調だったエネルギー集約型業種での回復が顕著であり、エネルギーコストの低下が生産の増加に寄与している可能性が示唆される。一方、フランス（同+0.2%）、イタリア（同+0.1%）は前月比プラスながらも小幅な伸びに留まり、これによってユーロ圏全体の伸びは小幅なものとなった。

製造業の需要動向に関して、受注統計を確認すると、2月のドイツの製造業受注数量は、前月比+0.2%と小幅に増加した。しかし、振れが大きい大型受注を除くベースでは同▲0.8%と2ヵ月連続で減少しており、減少傾向に歯止めが掛かったとは言い難い状況である。サーベイによる受注に対する評価は3月に小幅に改善したものの、なおも低水準に留まっている。製造業でもマインド面では下げ止まりの動きが見られているが、こうした受注動向を見る限り、減少傾向が続く生産が増加に転じるまでにはもうしばらく時間が掛かる公算が大きい。

図表3 ユーロ圏主要国の鉱工業生産（左）、ドイツの製造業受注と受注に対する評価（右）



(出所) Eurostat、ドイツ連邦統計局、欧州委員会より大和総研作成

### 小売売上高は不調だが、雇用・所得環境、マインドの改善は継続

家計部門の動向に目を向けると、ユーロ圏の2月の実質小売売上高は前月比▲0.5%となり、前月の横ばいから再び減少に転じた。1-2月の平均は2023年10-12月期平均を0.5%下回っており、1-3月期の実質小売売上高は2四半期ぶりの前期比減少に転じる可能性が高い。

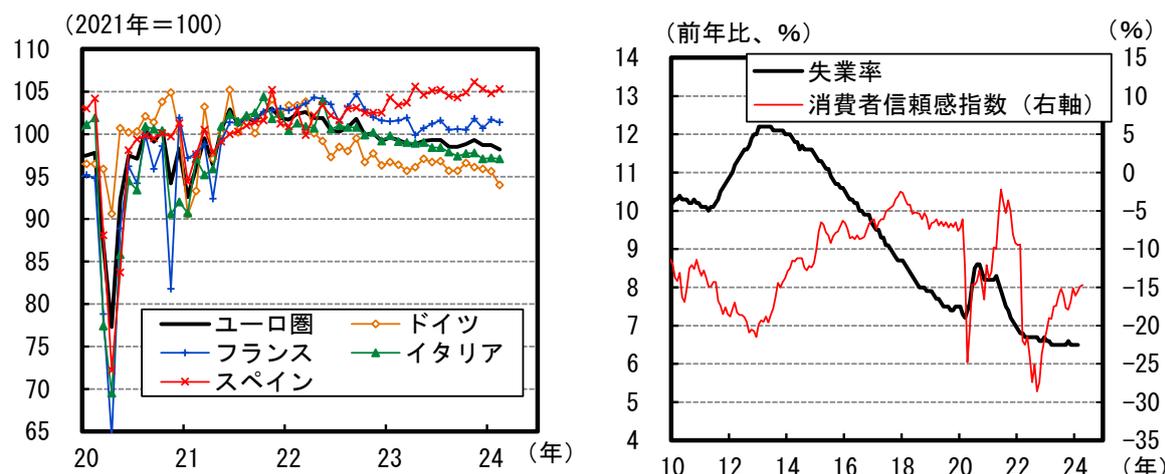
2月分の内訳を見ると、ガソリン価格の上昇を受けて自動車燃料が前月比▲1.4%と6ヵ月ぶりの減少に転じたことが全体を大きく押し下げた。加えて、飲食料品が同▲0.4%、非食品（除く燃料）が同▲0.2%といずれも2ヵ月ぶりの減少に転じている。国別では、ドイツが同▲1.7%と大幅に減少したほか、フランス（同▲0.3%）、イタリア（同▲0.1%）が小幅に減少した。ドイツでは、飲食料品が同▲1.3%、非店舗販売が同▲5.8%と大きく減少したことが全体を押し下げている。大幅な減少の結果、ドイツの実質小売売上高の水準は、コロナ禍によって大きく落ち

込んだ2021年2月以来の低さとなった。

ただし、既述した景況観指数におけるサービス業の堅調さを踏まえれば、個人消費においても財消費よりもサービス消費がより堅調である可能性がある。小売売上高の停滞自体は当然ながらネガティブだが、財消費のみを対象とした小売売上高だけで、個人消費全体として不調と判断するのは早計であろう。1-3月期のサービス消費を含めた個人消費全体の数字は、6月に公表されるGDPの改定値まで待つ必要がある。

個人消費を取り巻く状況を見ていくと、4月の消費者信頼感指数（速報値）は、前月差+0.2ptと3ヵ月連続で上昇しており、依然低水準ながらも家計マインドは着実に前向きさを増している。また、個人消費の裏付けとなる雇用環境に関しても、2月の失業率は前月から横ばいの6.5%と引き続き低位に留まり、雇用者数の拡大基調は続いているとみられる。インフレ率の低下が個人消費の追い風になるという状況も足元まで続いており、実質所得の増加を背景に、個人消費の増加基調が続くという見通しに変更はない。

図表4 ユーロ圏主要国の実質小売売上高（左）、失業率と消費者信頼感指数（右）



(出所) Eurostat、欧州委員会より大和総研作成

## 英国経済

### 2月の月次GDPは2ヵ月連続で増加、1-3月期はプラス成長の公算大

英国の2024年2月の月次GDPは前月比+0.1%と、小幅ながら2ヵ月連続で増加した。GDP水準の1-2月平均は10-12月期を0.4%上回っており、3月が前月比▲1.1%を上回れば1-3月期は前期比で増加する計算となる。よって1-3月期は3四半期ぶりのプラス成長に転じる可能性が非常に高く、英国はテクニカル・リセッションを脱する可能性が高い。

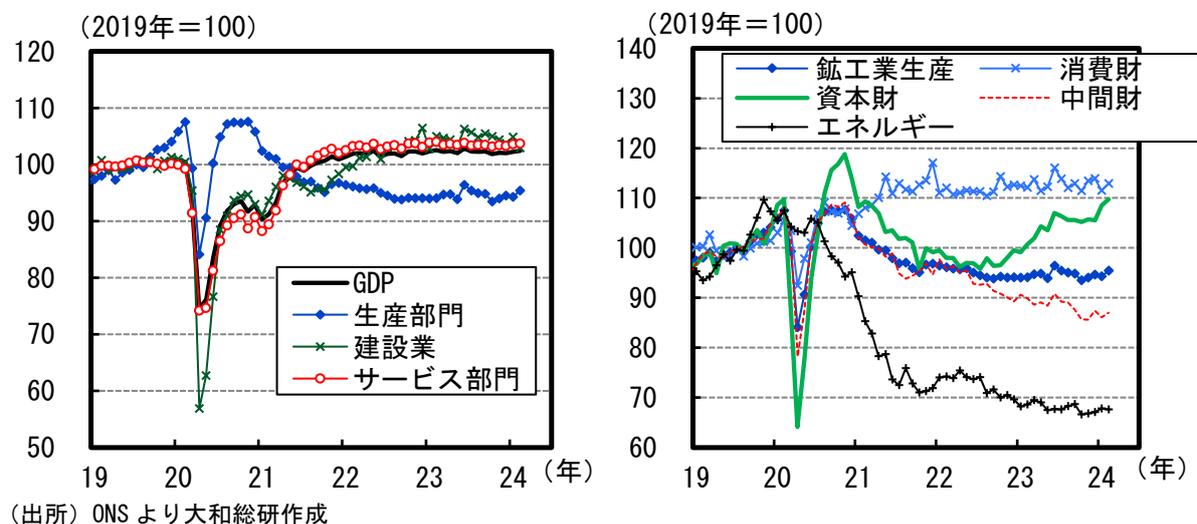
2月のGDPを業種別に見ていくと、悪天候による影響などから建設業が前月比▲1.9%と大幅に落ち込んだものの、製造業の高めの伸び（同+1.2%）によって生産部門が同+1.1%と好調だったことが全体を押し上げた。製造業の内訳では、13のサブセクターのうち11業種が前月か

ら増加しており、幅広い業種で生産の増加が見られている。とりわけ自動車生産の大幅な増加によって輸送用機械工業の生産が同+3.7%と大きく増加したほか、飲食料品・たばこ（同+1.3%）、金属・同製品（同+1.9%）によるプラス寄与が大きかった。また、財別では、消費財、資本財、中間財と幅広く増加したが、資本財は1月の高い伸びに続いての2ヵ月連続増加と、とりわけ好調であり、設備投資需要が生産全体をけん引している姿が見て取れる。

一方、サービス業については、1月の前月比+0.3%の後、2月は同+0.1%と小幅な増加となった。運輸・倉庫業（同+2.6%）、情報通信業（同+1.0%）などが増加する一方、卸売・小売業（同▲0.5%）、保健・医療（同▲0.6%）の減少が全体の足を引っ張った。ONS(英国国家統計局)によれば、卸売業の企業からは先月に引き続き、紅海でのフーシ派による航行妨害がサプライチェーンに悪影響を及ぼしているとのコメントが報告されている。

なお、これまで月次GDP公表の際にONSによる言及が続いていたストライキの影響に関して、2024年2月分の公表資料では、2022年7月分以来初めて言及されなかった。ストライキの実施状況を確認すると、2月のストライキ発生件数は245件、ストライキによる労働喪失日数は10.6万日といずれも前月から減少した。長期的に見れば依然として高い水準にあるものの、インフレ率の高進によって急激に増加した2022年後半～2023年と比べればストライキは落ち着きつつあり、経済への悪影響も徐々に和らいでいる。

図表5 英国の月次GDP（左）、鉱工業生産の財別内訳（右）



### 3月の小売売上高は横ばいも、四半期ベースでは前期から増加

現時点で手に入る数少ない3月分の経済統計である小売売上高を確認すると、実質小売売上高は前月比横ばいと、やや物足りない結果となった。もっとも、四半期ベースでは、実質小売売上高はホリデー商戦の不調による2023年12月の大幅な落ち込み（前月比▲3.6%）と2024年1月の急回復（同+3.7%）により、1-3月期は前期比+1.8%と3四半期ぶりの増加に転じた。この結果を踏まえれば、GDPベースの実質個人消費も1-3月期は3ヵ月ぶりのプラスに転じた可能

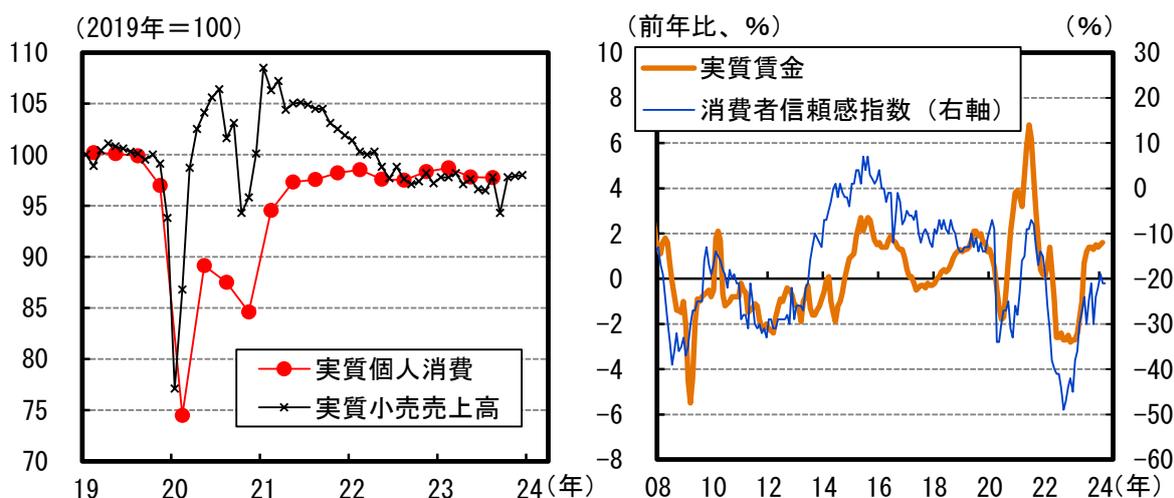
性が高い。

3月分の内訳を確認すると、衣料品、家具・家事用品、自動車燃料の売上が増加した半面、食料品、百貨店の売上の減少がこれを相殺した。ONSによれば、不調だった小売店からは、物価上昇が消費行動に影響を与えているとのコメントがあったと報告されており、家計は引き続き価格動向に対して敏感な状況が続いているとみられる。消費者マインドに関して見ると、消費者信頼感指数は2月の小幅な低下の後、3月は前月から横ばいとなった。水準は▲21と、直近のボトムである2022年9月の▲49からはだいぶ回復しているものの、長期的に見ればまだ決して高い水準とはいえない。

もっとも、個人消費を取り巻く環境の改善傾向は足元まで続いている。インフレ動向に関して、2024年3月のCPIは前年比+3.2%と前月から0.2%pt縮小し、前年比の上昇幅は2021年9月以来の小ささとなった。前年割れが続くエネルギー価格(同▲12.7%)については、マイナス幅が縮小したものの、飲食料品・たばこ(同年比+6.0%)、およびコアCPI(同+4.2%)の伸びが鈍化し全体を押し下げた。依然としてCPIの伸び自体は高めだが、着実に沈静化へと向かっている。

また、賃金動向については、2023年12月～2024年2月の名目賃金(含む賞与)は前年比+5.6%と前月から変わらず、除く賞与ベースでは同+6.0%と、前月(同+6.1%)から伸びがわずかに縮小した。だが、上述の通り、インフレ率の鈍化傾向が続く中、実質賃金(含む賞与)は同+1.6%と前月から伸びが加速しており、家計の購買力は着実に回復している。しかも、4月以降、Ofgem(ガス・電気市場局)が設定する価格上限が大幅に引き下げられたことによるエネルギー価格の低下を主因に、CPIの上昇幅は前年比+2%近辺まで低下するとみられ、家計の実質賃金の上昇ペースはさらに加速が見込まれる。

図表6 英国の実質小売売上高と実質個人消費(左)、実質賃金と消費者マインド(右)



(注) 右図の実質賃金は3ヵ月移動平均。

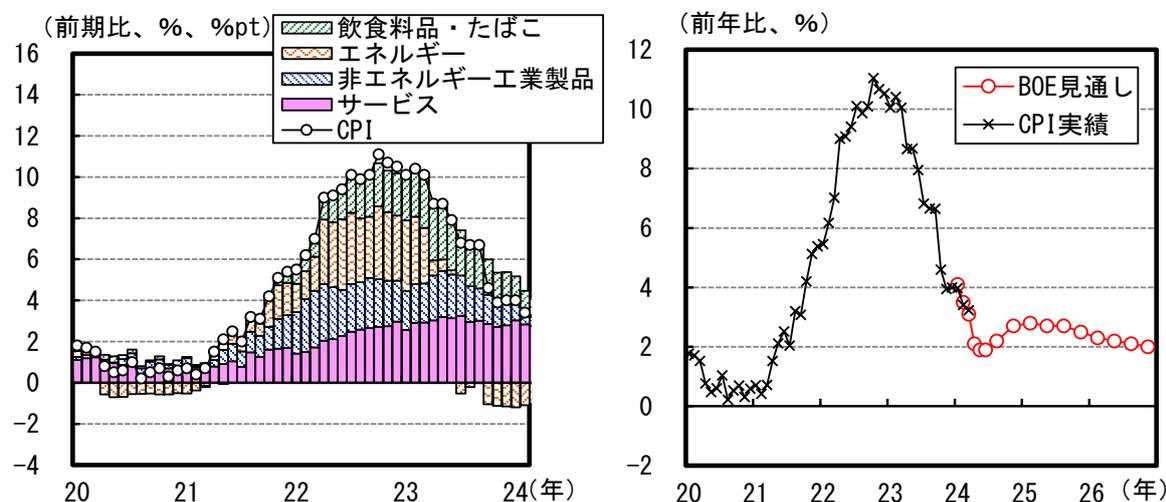
(出所) ONS、GfK、Haver Analytics より大和総研作成

## BOE は 5 月会合でも政策金利据え置きの見通し

インフレ率が、4-6 月期にも目標の+2%近辺まで低下するととなると、BOE でも利下げの開始が強く意識されることになろう。しかし、BOE は 2 月の金融政策レポートの段階で、2024 年 4-6 月期のインフレ率を前年比+2.0%と予想しており、4 月以降、エネルギー価格の低下を主因にインフレ率が目標に近づいていくことは想定済みである。むしろ、足元までのインフレ動向を細かく見ていくと、1 月（前年比+4.0%）、2 月（同+3.4%）は BOE の予想（1 月：同+4.1%、2 月同+3.5%）をわずかに下回ったものの、3 月分についてはサービス価格の上振れを主因に同+3.2%と、2 月時点の予想（同+3.1%）を上回ってきた。BOE がインフレ高止まりの懸念材料として注視しているサービス価格が思うように低下していない状況に鑑みると、BOE が利下げを開始するまでには、もうしばらくサービス価格、賃金を中心に経済統計を見極める必要があるだろう。また、上述した通り、1-3 月期には英国経済はテクニカル・リセッションを脱した可能性が高いことも、利下げの開始を急ぐ必要性を低下させている。

5 月 9 日に結果が公表される次回の金融政策委員会では、政策金利は 6 会合連続の据え置きとなる可能性が高い。だが一方、一部の委員からは利下げの開始に対して前向きな発言も見られており、前回、3 月会合では 1 名（ディングラ委員）だけだった利下げ支持者がどれだけ増加するかが、利下げ開始までの距離を測る上での最大の注目点となる。

図表 7 英国 CPI の要因分解（左）、BOE によるインフレ率見通しと実績値



(注) 右図の BOE 見通しは 2024 年 2 月時点。2024 年 6 月までの予測は月次、7-9 月期以降は四半期。

(出所) ONS、BOE より大和総研作成

図表8 ユーロ圏経済・金利見通し

	2023				2024				2025				2023	2024	2025
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4			
前期比年率															
国内総生産	0.2%	0.6%	-0.2%	-0.2%	0.4%	0.9%	1.4%	1.6%	1.6%	1.5%	1.4%	1.3%	0.4%	0.5%	1.5%
家計消費支出	0.5%	0.3%	1.3%	0.2%	0.1%	0.6%	1.2%	1.5%	1.4%	1.2%	1.2%	1.1%	0.5%	0.6%	1.3%
政府消費支出	-1.2%	1.3%	2.6%	2.1%	1.0%	0.8%	0.8%	0.7%	0.7%	0.6%	0.3%	0.5%	0.8%	1.3%	0.6%
総固定資本形成	1.2%	0.8%	0.0%	4.0%	-1.3%	1.5%	2.5%	2.8%	3.0%	3.2%	2.8%	2.5%	1.2%	1.2%	2.8%
輸出	-1.9%	-4.4%	-4.9%	0.0%	0.5%	1.9%	2.3%	3.1%	3.3%	3.1%	2.8%	2.7%	-1.1%	0.0%	2.9%
輸入	-6.3%	-0.2%	-5.6%	2.6%	-0.7%	1.9%	2.5%	3.2%	3.4%	3.2%	2.9%	2.7%	-1.6%	0.4%	3.0%
前年同期比 (除く失業率)															
国内総生産	1.3%	0.6%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.6%	1.1%	1.4%	1.5%	1.5%	1.5%	0.4%	0.5%	1.5%
家計消費支出	1.4%	0.7%	-0.3%	0.6%	0.5%	0.6%	0.5%	0.8%	1.2%	1.3%	1.3%	1.2%	0.5%	0.6%	1.3%
政府消費支出	0.1%	0.5%	1.3%	1.2%	1.8%	1.6%	1.2%	0.8%	0.7%	0.7%	0.6%	0.5%	0.8%	1.3%	0.6%
総固定資本形成	2.0%	1.7%	0.5%	1.5%	0.9%	1.0%	1.6%	1.4%	2.4%	2.9%	2.9%	2.9%	1.2%	1.2%	2.8%
輸出	2.6%	-0.5%	-3.0%	-2.8%	-2.2%	-0.6%	1.2%	1.9%	2.6%	2.9%	3.1%	3.0%	-1.1%	0.0%	2.9%
輸入	1.5%	-0.4%	-4.1%	-2.5%	-1.0%	-0.5%	1.6%	1.7%	2.7%	3.0%	3.1%	3.0%	-1.6%	0.4%	3.0%
鉱工業生産 (除く建設)	0.8%	-1.2%	-4.6%	-3.5%	-4.7%	-2.2%	-0.3%	0.3%	1.9%	2.2%	2.2%	2.1%	-2.1%	-1.8%	2.1%
実質小売売上高	-2.9%	-2.3%	-2.2%	-0.8%	-0.8%	-0.6%	0.0%	0.2%	0.9%	1.1%	1.1%	1.0%	-2.0%	-0.3%	1.1%
消費者物価	8.0%	6.2%	5.0%	2.7%	2.6%	2.4%	2.2%	2.2%	2.0%	2.1%	2.0%	2.0%	5.4%	2.3%	2.0%
生産者物価	11.1%	-0.7%	-8.8%	-8.7%	-7.8%	-2.4%	-1.1%	-0.8%	1.9%	2.4%	2.4%	2.4%	-2.2%	-3.1%	2.3%
失業率	6.6%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.6%	6.6%	6.5%	6.5%	6.4%	6.4%	6.5%	6.6%	6.5%
10億ユーロ															
貿易収支	-8.5	2.8	27.1	41.0	68.5	71.8	74.0	76.8	79.8	82.9	85.8	89.0	62.3	291.2	337.5
経常収支	27.9	59.5	74.8	72.3	85.1	88.0	89.8	92.3	94.9	97.5	99.9	102.7	234.5	355.2	394.9
独 国債10年物 (期中平均)	2.34%	2.37%	2.59%	2.52%	2.31%	2.49%	2.44%	2.40%	2.35%	2.29%	2.25%	2.21%	2.45%	2.41%	2.27%
欧 政策金利 (末値)	3.50%	4.00%	4.50%	4.50%	4.50%	4.25%	4.00%	3.75%	3.50%	3.25%	3.00%	2.75%	4.50%	3.75%	2.75%

(注) 網掛け部分は大和総研予想 (2024年4月24日時点)。

(出所) Eurostat、ECB より大和総研作成

図表9 英国経済・金利見通し

	2023				2024				2025				2023	2024	2025
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4			
前期比年率															
国内総生産	0.7%	0.0%	-0.5%	-1.2%	1.2%	1.0%	1.2%	1.5%	1.6%	1.5%	1.4%	1.2%	0.1%	0.4%	1.4%
家計消費支出	3.6%	1.4%	-3.5%	-0.2%	0.7%	0.4%	0.7%	0.9%	1.0%	0.9%	0.8%	0.7%	0.2%	-0.0%	0.8%
一般政府消費支出	-3.3%	9.2%	4.3%	0.3%	1.5%	2.0%	1.3%	1.3%	1.4%	1.5%	1.5%	1.5%	0.5%	2.1%	1.4%
総固定資本形成	8.9%	-4.6%	-5.3%	3.5%	2.5%	0.8%	1.5%	2.3%	2.6%	2.3%	2.0%	1.7%	2.2%	0.8%	2.1%
輸出	-23.6%	-1.0%	-0.5%	-3.1%	-3.6%	2.5%	2.7%	2.7%	2.8%	2.5%	2.3%	2.2%	-0.5%	-0.7%	2.6%
輸入	-4.3%	7.2%	-7.0%	-1.2%	-3.0%	1.8%	1.9%	1.9%	2.0%	1.8%	1.7%	1.6%	-1.5%	-0.8%	1.9%
前年同期比 (除く失業率)															
国内総生産	0.3%	0.2%	0.2%	-0.2%	-0.1%	0.1%	0.5%	1.2%	1.3%	1.4%	1.5%	1.4%	0.1%	0.4%	1.4%
家計消費支出	0.1%	0.2%	0.2%	0.3%	-0.4%	-0.7%	0.4%	0.7%	0.7%	0.9%	0.9%	0.8%	0.2%	-0.0%	0.8%
一般政府消費支出	-3.5%	1.3%	1.9%	2.5%	3.8%	2.0%	1.3%	1.5%	1.5%	1.4%	1.4%	1.5%	0.5%	2.1%	1.4%
総固定資本形成	5.0%	3.3%	0.1%	0.5%	-1.1%	0.3%	2.1%	1.8%	1.8%	2.2%	2.3%	2.1%	2.2%	0.8%	2.1%
輸出	10.2%	3.9%	-6.5%	-7.6%	-2.0%	-1.2%	-0.4%	1.1%	2.7%	2.7%	2.6%	2.4%	-0.5%	-0.7%	2.6%
輸入	-1.8%	-2.0%	-0.7%	-1.5%	-1.1%	-2.4%	-0.1%	0.6%	1.9%	1.9%	1.9%	1.8%	-1.5%	-0.8%	1.9%
鉱工業生産	-1.9%	-0.5%	1.0%	-0.1%	0.9%	0.1%	0.2%	1.5%	0.7%	1.0%	1.1%	1.2%	-0.4%	0.7%	1.0%
実質小売売上高	-4.8%	-2.6%	-1.9%	-1.7%	0.3%	0.2%	1.5%	2.8%	1.4%	1.4%	1.4%	1.3%	-2.8%	1.2%	1.4%
消費者物価	10.2%	8.4%	6.7%	4.2%	3.5%	2.0%	2.3%	2.4%	2.3%	2.5%	2.2%	2.0%	7.3%	2.6%	2.3%
生産者物価 (出荷価格)	11.1%	2.8%	-0.1%	-0.2%	0.2%	2.1%	2.6%	2.2%	2.4%	2.5%	2.1%	1.8%	3.2%	1.8%	2.2%
失業率	4.0%	4.2%	4.1%	3.8%	4.2%	4.3%	4.4%	4.5%	4.5%	4.3%	4.3%	4.2%	4.0%	4.4%	4.3%
10億英ポンド															
貿易収支	-50.1	-47.8	-45.1	-43.8	-42.9	-42.3	-41.6	-40.6	-39.7	-38.3	-36.4	-34.5	-186.7	-167.4	-148.9
経常収支	-21.0	-27.9	-18.5	-21.2	-20.1	-19.5	-18.9	-18.4	-17.8	-17.2	-16.7	-16.1	-88.5	-77.0	-67.7
国債10年物 (期中平均)	3.54%	3.99%	4.46%	4.23%	4.03%	4.20%	4.11%	3.97%	3.87%	3.77%	3.67%	3.63%	4.06%	4.08%	3.74%
政策金利 (末値)	4.25%	5.00%	5.25%	5.25%	5.25%	5.25%	5.00%	4.75%	4.50%	4.25%	4.00%	3.75%	5.25%	4.75%	3.75%

(注) 網掛け部分は大和総研予想 (2024年4月24日時点)。

(出所) ONS、BOE より大和総研作成

# 中国 名目<実質、実感なき景気堅調

## 不動産不況に一段の長期化の懸念

齋藤 尚登

### [要約]

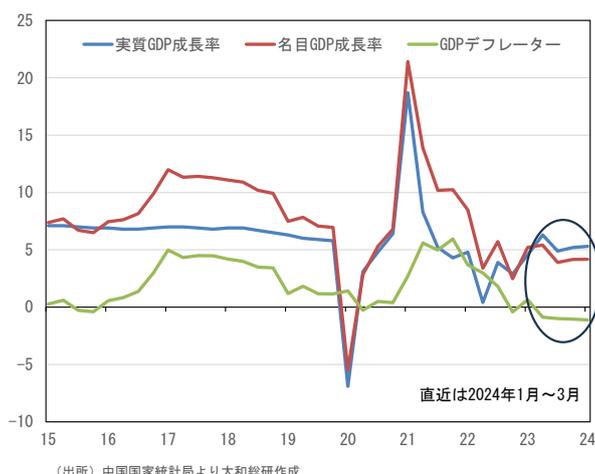
- 中国国家统计局によると、2024年1月～3月の実質GDP成長率は前年同期比5.3%（以下、断りのない限り、変化率は前年同期比）であった。ブルームバーグ社集計による事前予想は平均4.8%であり、予想以上に強い数字だった。しかし、何かが強かったのではなく、GDPデフレーター（名目GDP成長率－実質GDP成長率）が▲1.1%となったことが、やや高めの実質成長率の主因であり、景気堅調の実感は乏しい。デフレ傾向にある中国では、2023年4月～6月以降、4四半期連続で名目成長率<実質成長率という状況が続いている。
- 不動産不況に改善の兆しは見えない。価格下落が続き、将来的な先高観が台頭しない間は、実需筋も住宅の購入を急がないであろうし、投資・投機商品としての住宅も人気離散が続く可能性がある。不動産不況はさらに長期化する懸念があるということだ。

## 2024年1月～3月のGDP成長率は実質5.3%、名目4.2%

中国国家统计局によると、2024年1月～3月の実質GDP成長率は前年同期比5.3%（以下、断りのない限り、変化率は前年比、前年同期比、前年同月比）となり、2023年通年、2023年10月～12月のそれぞれ5.2%とほぼ同じであった。ブルームバーグ社集計による事前予想は平均4.8%であり、予想以上に強い数字だった。しかし、何かが強かったのではなく、GDPデフレーターが▲1.1%となったことが、やや高めの実質成長率の主因であり、景気堅調の実感は乏しい。デフレ傾向にある中国では、2023年4月～6月以降、4四半期連続で名目成長率<実質成長率という状況が続いている。

2024年1月～3月の5.3%成長の需要項目別寄与度は、最終消費支出が3.9%pt、総資本形成は0.6%pt、純輸出は0.8%ptであった。2023年の5.2%成長の需要項目別寄与度は、最終消費支出4.3%pt、総資本形成1.5%pt、純輸出▲0.6%ptであり、2024年1月～3月は内需の寄与度の低下を純輸出の寄与度のプラス転換が補った格好だ。

### 実質・名目GDP成長率、GDPデフレーターの推移（単位：%）



### 実質GDP成長率(前年比) 需要項目別寄与度（単位：%、%pt）

	実質GDP成長率	最終消費支出	総資本形成	純輸出
2015	7.0	4.9	1.6	0.6
2016	6.8	4.5	3.1	▲0.8
2017	6.9	3.9	2.7	0.3
2018	6.7	4.3	2.9	▲0.5
2019	6.0	3.5	1.7	0.7
2020	2.2	▲0.2	1.8	0.6
2021	8.4	5.5	1.1	1.8
2022	3.0	1.2	1.4	0.4
2023. 1-3	4.6	3.1	1.8	▲0.3
1-6	5.5	4.3	1.9	▲0.7
1-9	5.2	4.3	1.6	▲0.8
1-12	5.2	4.3	1.5	▲0.6
2024. 1-3	5.3	3.9	0.6	0.8

(出所) CEIC、中国国家统计局より大和総研作成

## 不動産不況に一段の長期化の懸念

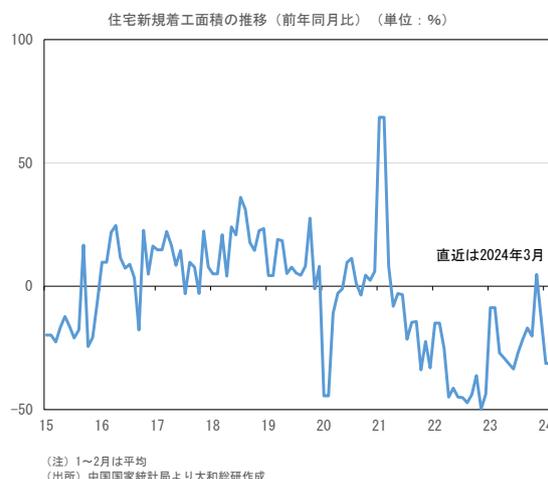
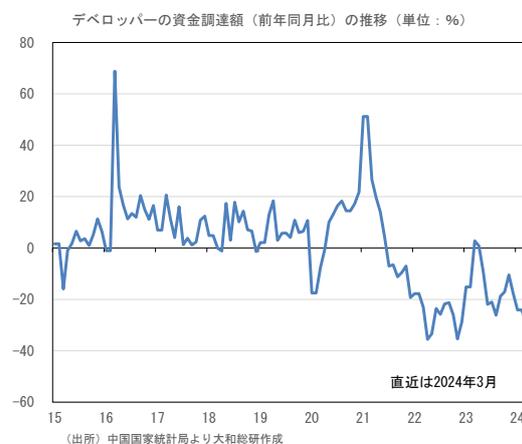
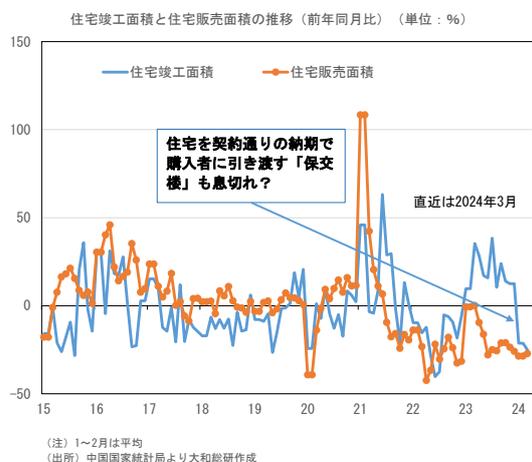
不動産不況に改善の兆しは見えない。

2022年夏以降の「保交楼」（デベロッパーへの銀行貸出の強化などによって、住宅を契約通りの品質と納期で購入者に引き渡す政策）はある程度奏功し、住宅竣工面積は2022年の14.3%減から2023年は17.2%増になった。しかし、2024年1月～3月は21.9%減と再び減少に転じている。「保交楼」は早くも息切れしてしまった格好だ。不動産デベロッパーの資金調達額も2023年の13.6%減から2024年1月～3月は26.0%減となり、マイナス幅が拡大している。

また、「保交楼」は建設中の販売済み物件の完成と引き渡しが目的であり、新規需要を直接刺激するわけではない。相次ぐ民営デベロッパーのデフォルトや返済猶予も嫌気されて、2024年1月～3月の住宅販売面積は23.4%減となり、2023年の8.2%減からマイナス幅が拡大した。

2024年3月末の住宅在庫面積は23.9%増の3.95億㎡に積み上がった。1軒当たり100㎡（専有面積は80㎡）と仮定すると、395万軒分に相当する規模だ。こうした状況下で住宅新規着工面積は、2023年は20.9%減、2024年1月～3月は28.7%減を記録した。

### 一段と深刻化する不動産不況



## 住宅価格先安観で実需も様子見か

今後の不動産市場の安定化には、財務の健全性は高かったが、政策の失敗のために経営不振を余儀なくされた民営デベロッパーを救済することが第一歩となる。この点で、2024年1月から始まった「ホワイトリスト」にはある程度の期待が持てる。これは、都市の「不動産金融調節制度」の一環であり、地方政府が資金調達をサポートする不動産開発プロジェクトのリストを作成して、それを銀行に送付、銀行は貸出を含む金融支援を行うことで、工事中断問題の解決を図ろうとしている。

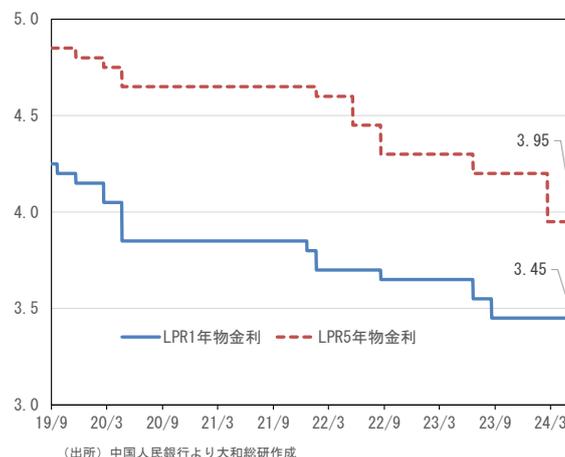
住宅・都市農村建設部によると、2024年3月末時点でホワイトリストに掲載されたプロジェクトのうち、1,979プロジェクトが4,690億円の与信枠を獲得、うち1,247プロジェクトに1,554億円の融資が実施されたという。ホワイトリストに基づく支援は始まったばかりであるが、3月末までに実行された1,554億元は、2023年のデベロッパー全体の資金調達額の1.2%にとどまる。購入者の工事中断問題への懸念を払拭するには全く不十分だ。

まずは、ホワイトリストに関連した融資を大きく増やす必要がある。そして、政府がお墨付きを与えたホワイトリストが住宅購入者に浸透すれば、少なくとも民営デベロッパー＝デフォルト・倒産リスクが高い、という連想が断ち切られると期待される。

需要面では、中国人民銀行は2024年2月20日に、住宅ローン金利の参照レートであるLPR5年物を0.25%引き下げ、3.95%とした。貸出金利の参照レートであるLPR1年物は据え置かれており、利下げの目的が住宅需要の刺激にあることは明らかだ。さらに、各都市は住宅需要を刺激する政策を相次いで発表している。多くの都市では2軒目の頭金比率を大きく下げ、住宅ローン金利を1軒目並みとしたり、戸籍による購入制限を緩和したりするなどの政策を打ち出した。前段と併せて、需要・供給両面の政策が奏功すれば、短期的には、住宅市場の安定化が期待できるかもしれない。

実需の回復に期待したいところだが、その阻害要因となり得るのが、住宅価格に先高観が乏しいことである。全国70都市の新築住宅価格と中古住宅価格は、それぞれ2022年4月、2022年

### LPR1年物、LPR5年物の推移（単位：％）



2月以降下落が続いている。新築住宅については、各都市が販売時の値下げ率を制限するなどしていることもあり、下落幅は相対的に小さいが、こうした制限がない中古住宅は、2024年3月は▲5.9%と、前回2015年のボトムを下回った。

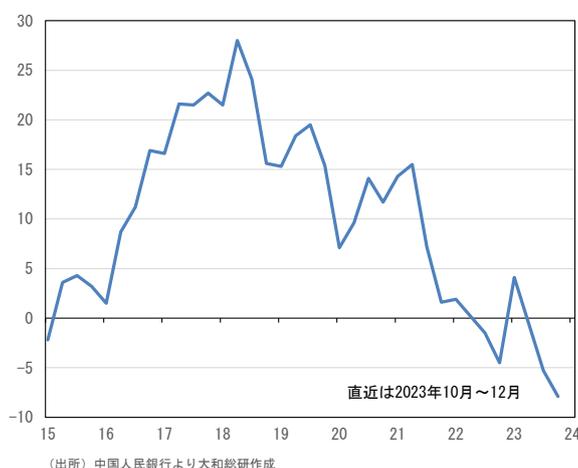
先行きも悲観的な見方が多い。中国人民銀行の家計へのアンケート調査によれば（2023年10月～12月）、住宅価格が今後上昇すると予想する家計は全体の12.3%と、調査開始以来最低となった。一方、下落と予想したのは全体の20.2%となり、調査開始以来最高であった2011年10月～12月に次ぐ高水準を記録した。両者の差は、▲7.9%ptと、調査開始以来最大のマイナス幅となっている。これまでもこの差がごく短期的にマイナスとなることがあったが、今回のように3四半期連続マイナスと長期化したのは調査開始以来初めてである。

価格下落が続き、将来的な先高観が台頭しない間は、実需筋も住宅の購入を急がないであろうし、投資・投機商品としての住宅も人気離散が続く可能性がある。不動産不況がさらに長期化する懸念があるということだ。

### 全国70都市新築住宅価格・中古住宅価格（前年同月比、前月比）の推移（単位：％）



### 中国人民銀行による家計アンケート調査 住宅価格は今後上昇する一下落する（単位：%pt）



## 2024年1月～3月の経済動向

### 2024年1月～3月の小売売上は4.7%増

2024年1月～3月の小売売上は4.7%増となり、2023年の7.2%増から減速した。ただし、2023年の高めの増加率は、2022年が上海市ロックダウンに代表される第2次コロナショックの悪影響で0.2%減となった反動によるものであった。2022年と2023年の平均は3.4%増にとどまっており、小売売上は緩やかに回復しているとみることが可能だ。2024年1月～3月のレストラン収入（小売売上の1割強を占める）は10.8%増と堅調であった一方で、自動車販売金額は3.8%増となった。

中国の消費で気になるのは、2020年～2022年にかけて維持された「ゼロコロナ」政策が終了しても、リベンジ消費的なものが発生していないことである。国家統計局が発表する消費者信頼感指数（楽観と悲観の境目=100）は上海市でロックダウンが実施された2022年4月に急低下した。「ウィズコロナ」政策に転換した2023年1月～3月にかけて改善する場面があったが、その後は再び低迷し、現在に至っている。2022年4月は新築住宅価格が下落に転じた時期と一致している。中国の家計資産の6割～7割を不動産が占めることを考えると、不動産不況が消費マインドの低迷に一部影響している可能性が高い。

### 消費者信頼感指数の推移（楽観と悲観の境目=100）（単位：ポイント）

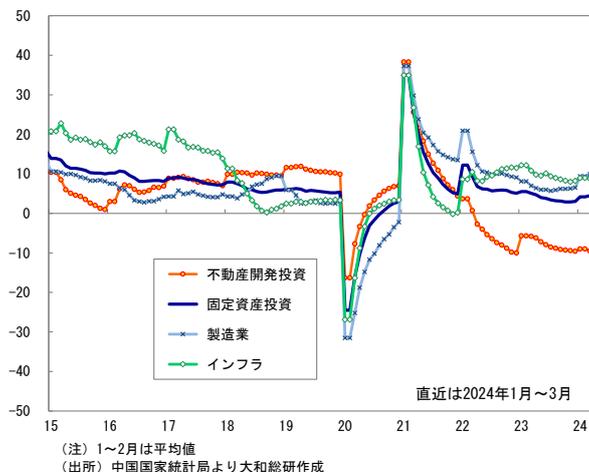


（出所）中国国家統計局より大和総研作成

### 2024年1月～3月の固定資産投資は4.5%増

2024年1月～3月の固定資産投資は4.5%増となり、2023年の3.0%増から加速した。2024年1月～3月の分野別内訳は、製造業投資が9.9%増（2023年は6.5%増）、電気・水道・ガスを含むインフラ投資は8.8%増（同8.2%増）、不動産開発投資は9.5%減（同9.6%減）だった。不動産開発投資の大幅減は3年目に入り、景気の足を大きく引っ張っている。

### 固定資産投資全体、分野別の推移（1月から累計の前年同期比、単位：％）



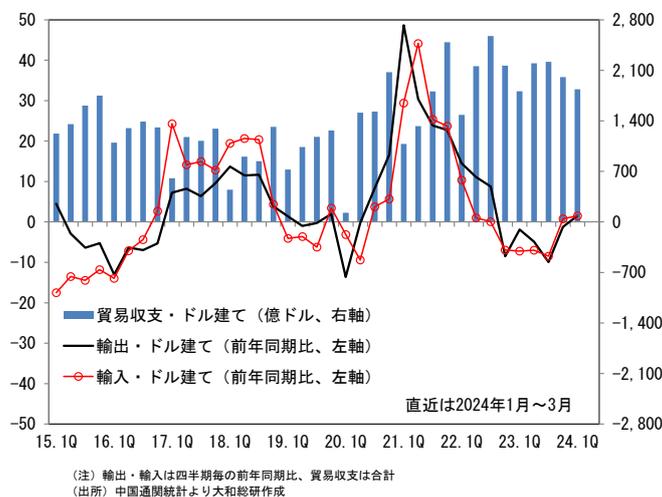
### 2024年1月～3月の輸出、輸入は僅かながら増加に転じる

2024年1月～3月の輸出（以下、貿易はドル建て）・輸入はともに1.5%増となり、2023年のそれぞれ4.6%減、5.5%減から若干の増加に転じた。1月～3月の貿易収支は1.6%増の1,837億ドルの黒字となり、2023年の1.8%減から増加に転じた。

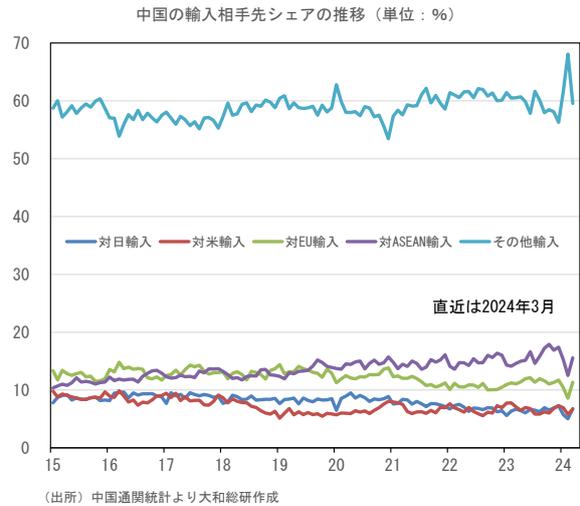
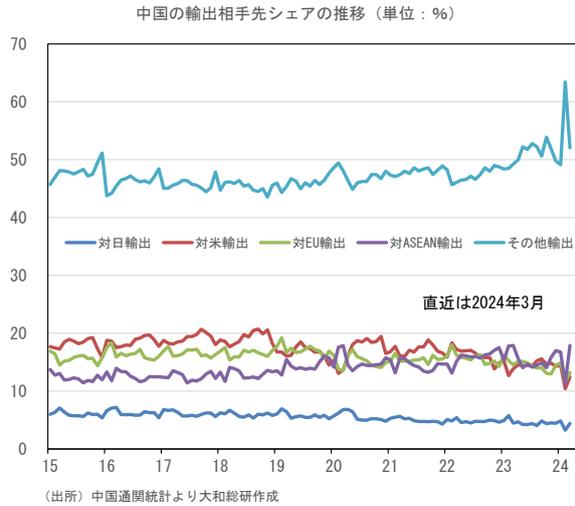
国際通貨基金（IMF）が4月16日に発表した世界経済見通しによると、2024年の世界の実質GDP成長率は0.1%ポイント引き上げられて、3.2%とされた。これは、主に米国の成長率見通しの引き上げ（従来の2.1%→2.7%）によるところが大きい。ただし、米中対立のあおりを受けて、中国の米国への輸出依存度は大きく低下しており、中国は米国経済堅調の恩恵を享受し難くなっている点に注意が必要だ。

輸入は、中国の国内大循環（部品・原材料の調達、生産、流通、消費の国内依存度を高める）の動きの加速に加え、内需の弱さが引き続き阻害要因となろう。

### 中国の輸出入（四半期、前年同期比）と貿易収支（金額）の推移（単位：％、億ドル）



中国の輸出・輸入相手先シェアの推移（単位：％）

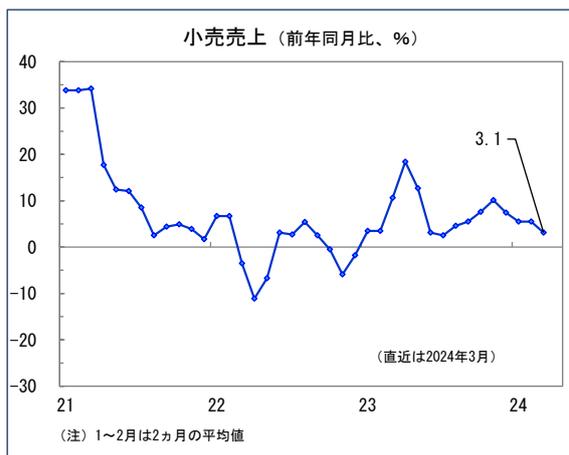
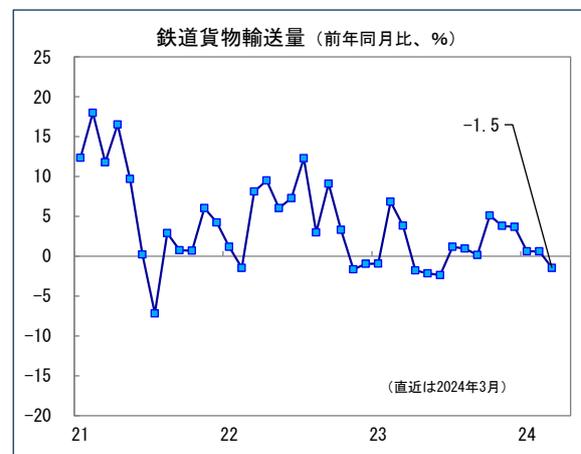
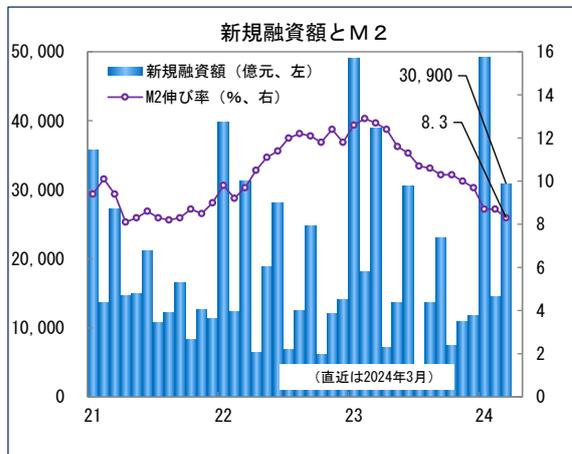
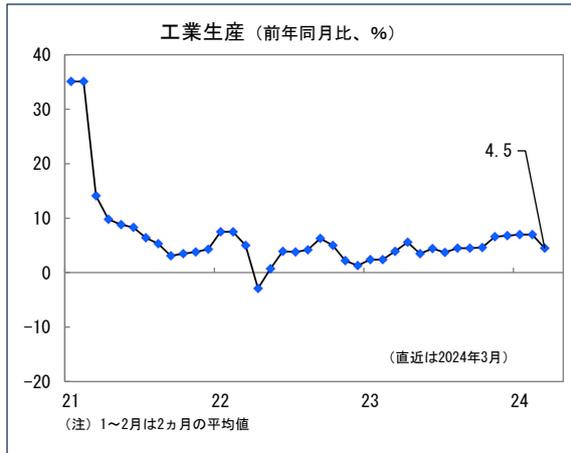


主要経済指標一覧

	2023年3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	2024年1月	2月	3月
実質GDP成長率（四半期、前年同期比、％）	4.5	-	-	6.3	-	-	4.9	-	-	5.2	-	-	5.3
工業生産（前年同月比、％）	3.9	5.6	3.5	4.4	3.7	4.5	4.5	4.6	6.6	6.6	7.0	4.5	4.5
電力消費量（前年同月比、％）	5.9	8.3	7.4	3.9	6.5	3.9	9.9	8.4	11.6	10.0	11.0	7.4	7.4
鉄道貨物輸送量（前年同月比、％）	3.8	-1.8	-2.2	-2.4	1.2	1.0	0.2	5.1	3.8	3.7	0.6	-1.5	-1.5
固定資産投資（前年累計比、％）	5.1	4.7	4.0	3.8	3.4	3.2	3.1	2.9	2.9	3.0	4.2	4.5	4.5
不動産開発投資（前年累計比、％）	-5.8	-6.2	-7.2	-7.9	-8.5	-8.8	-9.1	-9.3	-9.4	-9.6	-9.0	-9.5	-9.5
小売売上（前年同月比、％）	10.6	18.4	12.7	3.1	2.5	4.6	5.5	7.6	10.1	7.4	5.5	3.1	3.1
消費者物価指数 全体（前年同月比、％）	0.7	0.1	0.2	0.0	-0.3	0.1	0.0	-0.2	-0.5	-0.3	-0.8	0.7	0.1
食品（前年同月比、％）	2.4	0.4	1.0	2.3	-1.7	-1.7	-3.2	-4.0	-4.2	-3.7	-5.9	-0.9	-2.7
非食品（前年同月比、％）	0.3	0.1	0.0	-0.6	0.0	0.5	0.7	0.7	0.4	0.5	0.4	1.1	0.7
工業製品出荷価格指数（前年同月比、％）	-2.5	-3.6	-4.6	-5.4	-4.4	-3.0	-2.5	-2.6	-3.0	-2.7	-2.5	-2.7	-2.8
工業生産者購入価格指数（前年同月比、％）	-1.8	-3.8	-5.3	-6.5	-6.1	-4.6	-3.6	-3.7	-4.0	-3.8	-3.4	-3.4	-3.5
新規融資額（億元）	38,900	7,188	13,600	30,512	3,459	13,600	23,100	7,384	10,900	11,700	49,200	14,500	30,900
M2伸び率（％）	12.7	12.4	11.6	11.3	10.7	10.6	10.3	10.3	10.0	9.7	8.7	8.7	8.3
輸出（前年同月比、％）	10.8	7.1	-7.6	-12.4	-14.3	-8.5	-6.8	-6.6	0.7	2.2	7.1	-7.5	-7.5
輸入（前年同月比、％）	-2.0	-8.8	-5.3	-7.0	-12.1	-7.2	-6.3	3.0	-0.7	0.2	3.5	-1.9	-1.9
貿易収支（億米ドル）（1月、2月は平均）	770.6	850.2	651.1	694.3	793.4	672.4	752.0	559.5	692.9	750.8	625.8	585.5	585.5
新築商品住宅価格指数 北京（前年同月比、％）	4.6	4.5	4.3	3.5	3.5	2.8	2.9	2.1	1.9	1.7	1.3	1.0	0.8
上海（前年同月比、％）	4.1	4.6	4.9	4.8	4.5	4.1	4.4	4.4	4.7	4.5	4.2	4.2	4.3
商用不動産 着工面積（前年累計比、％）	-19.2	-21.4	-23.1	-24.9	-25.1	-24.9	-23.9	-23.7	-21.7	-20.9	-30.5	-28.3	-28.3
竣工面積（前年累計比、％）	14.7	18.2	19.1	18.4	19.9	18.6	19.1	18.4	17.1	15.8	-21.1	-21.4	-21.4
不動産販売 面積（前年累計比、％）	-3.5	-5.4	-8.5	-13.7	-14.9	-15.9	-16.4	-16.7	-17.1	-17.7	-24.9	-24.3	-24.3
金額（前年累計比、％）	3.0	5.2	3.0	-4.5	-7.0	-9.0	-10.4	-10.7	-11.2	-12.5	-31.6	-30.1	-30.1

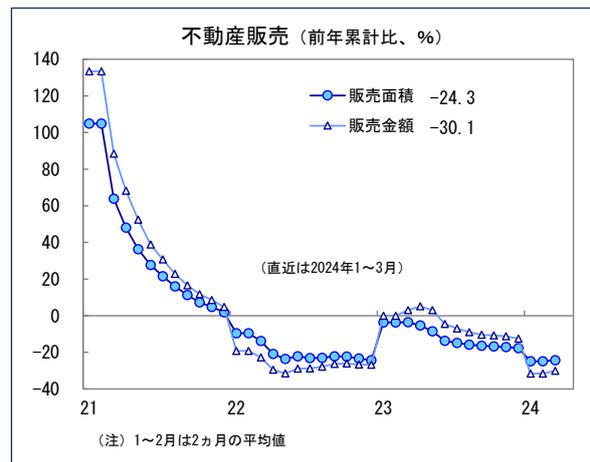
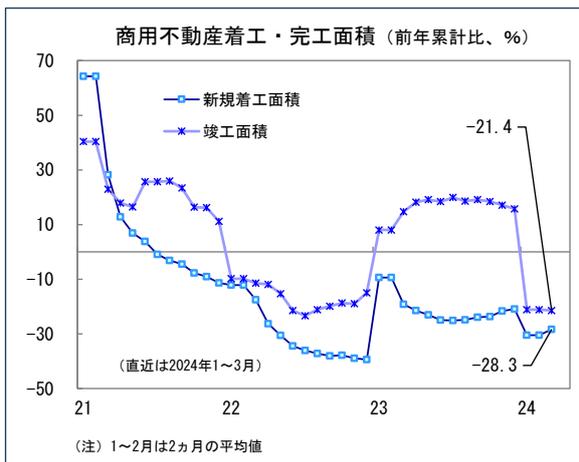
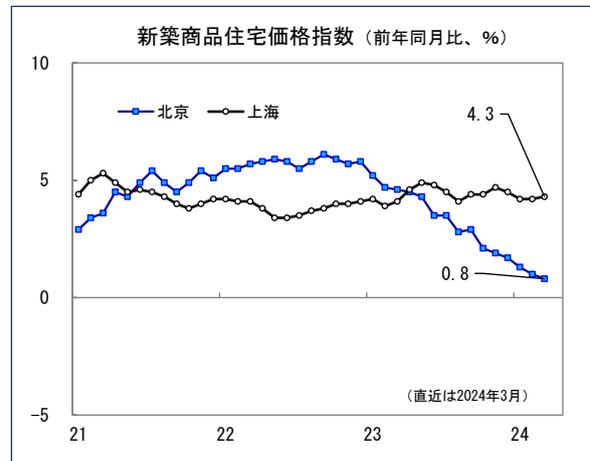
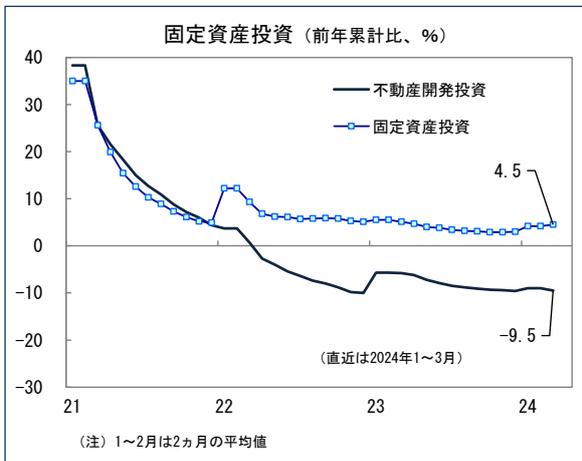
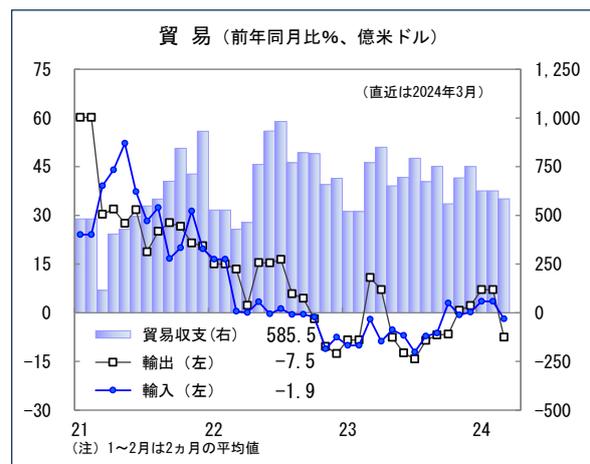
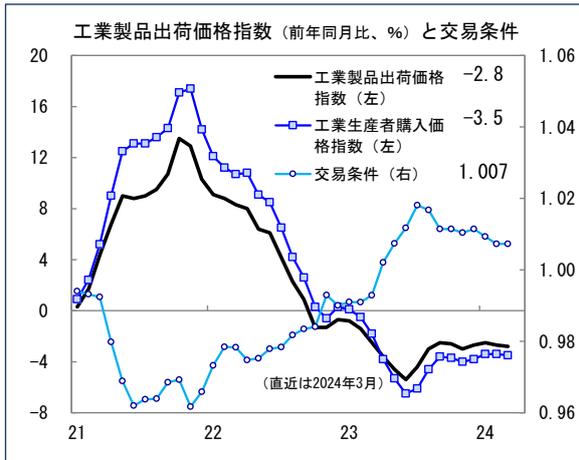
(出所) 中国国家统计局、中国人民银行、通関統計、中国国家エネルギー局、CEIC より大和総研作成

## 主要経済指標一覧（続き）



（出所）中国国家统计局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー局、CEIC より大和総研作成

## 主要経済指標一覧（続き）



（出所）中国国家统计局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー局、CEIC より大和総研作成