

2023年12月22日

主要国経済 Outlook

2024年1月号 (No. 446)

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

2024年の世界経済 ～ソフトランディングに向けた難しい舵取り
経済調査部 シニアエコノミスト 佐藤 光

日本経済 3

2024年の日本経済
経済調査部 シニアエコノミスト 神田 慶司

米国経済 14

2024年の米国経済
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 25

2024年の欧州経済
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 36

2024年の中国経済
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

2024年の世界経済 ～ソフトランディングに向けた難しい舵取り

佐藤 光

2023年の世界経済における大きな注目点であった、欧米を中心とした金融引き締め政策は、おおむね終了する見込みとなってきた（金融緩和色が強い日本や中国は例外的）。一時は金融当局の想定以上に高騰したインフレ率も、足元では各国のインフレ目標へと収束する見通しが立ち始めている。

一方で、金融引き締めの弊害として、景気の減速懸念が、範囲は限定的であるもののくすぶり続けている。世界経済は引き続き難しい局面にあることは間違いない。これまで金融引き締めに主導してきた欧米をはじめ、景気のソフトランディングに向けて各国には政策面での難しい舵取りが求められている。2024年も各国の経済や政策の行方を慎重に見極める必要がある。

欧米では、金融緩和に転換する時期や、その後の利下げペースが注目される。特に米国では、足元まで消費が堅調を維持してきたことから、これを冷や込ませないことが肝要だ。マーケットとも緊密な対話を続けながら、消費者マインドを大きく悪化させない政策運営が求められる。欧州では、ほぼゼロ成長という厳しい状況乗り越えつつあることから、当面はインフレを再燃させないことが重視されよう。金融緩和への転換は米国よりもやや遅れるかもしれない。

一方、金融緩和が続いた日本と中国について、日本はやや先行して緩和からの出口に接近しつつある。緩和継続を背景とした為替の円安が一巡するならば、インフレ目標への収束と経済の正常化をサポートしよう。デフレ懸念も指摘される中国では、深刻な不動産不況が重荷となっているが、足元では徐々に対策が始まっている。それらが効果を発揮するかが注目される。

その他の新興国経済については、相対的に豊富な労働供給を背景に、総じて回復基調が継続している。先進国での金利上昇を受けて、新興国からは一時的に資金流出の動きが見られたものの、欧米が利下げに転じるならば、資金流出への懸念は和らぐだろう。

なお、ウクライナや中東での紛争をはじめとする地政学リスクは、インフレ再燃のリスク要因として引き続き注意が必要だ。

主要国実質 GDP 見通し<要約表> (2023年12月21日時点)

	(%)				(前年比%)							
	2023年				2024年				2021年	2022年	2023年	2024年
	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	(下線及び斜字は年度)			
日本	5.0	3.6	-2.9	2.8	2.1	1.2	1.1	0.9	2.6	1.0	2.1	1.3
									<u>2.8</u>	<u>1.5</u>	<u>1.8</u>	<u>1.3</u>
米国	2.2	2.1	5.2	1.6	0.5	0.7	1.1	1.5	5.8	1.9	2.5	1.5
ユーロ圏	0.4	0.5	-0.5	0.0	1.0	1.2	1.5	1.7	5.9	3.4	0.5	0.8
英国	1.3	0.8	-0.1	0.1	0.4	0.8	1.2	1.4	8.7	4.3	0.5	0.5
中国	4.5	6.3	4.9	5.6	5.4	4.7	5.2	4.8	8.4	3.0	5.4	5.0
ブラジル	4.2	3.5	2.0	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	5.0	2.9	2.9	1.8
インド	6.1	7.8	7.6	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	<u>9.1</u>	<u>7.2</u>	<u>7.0</u>	<u>6.5</u>
ロシア	-1.8	4.9	5.5	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	5.6	-2.1	3.0	1.0

(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

2024 年の日本経済

緩やかな景気回復と金融政策の転換を見込むも海外経済リスクに注意

神田 慶司
田村 統久

[要約]

- 2023 年は、日本経済にとって前向きな変化が多く見られた一年であった。経済正常化が大幅に進み、賃上げや価格転嫁が加速した。もっとも、物価高に賃上げが追い付かず、実質賃金は前年比マイナス圏で推移した。中東情勢やウクライナ情勢が緊迫する中、金融引き締めが続く米国経済が想定以上に堅調に推移したことは日本経済を下支えした。2023 年の日本の実質 GDP 成長率は+2.1%となる見込みだ。
- 2024 年の実質 GDP 成長率は+1.3%と見込んでいる。「成長のゲタ」を除くと+0.9%であり、実態としては緩やかな回復を想定している。経済正常化の「伸びしろ」が残っていることに加え、春闘での賃上げ率の前年超え、政府の総合経済対策の効果発現、実質賃金の前年比プラスへの転換などが経済の下支え・押し上げ要因となる。日本銀行は2024 年 4 月にイールドカーブ・コントロールの撤廃とマイナス金利政策の解除に踏み切るとみている。ゼロ金利政策へ移行し、緩和的な金融環境は当面維持されるだろう。
- 2024 年は引き続き海外経済を中心に下振れリスク要因が多い。具体的には、①米銀行の貸出態度の厳格化による米国景気的大幅な悪化、②中東情勢・ウクライナ情勢の緊迫化、③中国の過剰債務問題の顕在化、④米中対立の激化（経済安全保障リスクの発現）などが挙げられる。原油価格が 150 ドル/バレルに上昇し、ドル円レートが 120 円/ドルに増価すると、日本の実質 GDP への影響（年間ベース）はそれぞれ▲0.6%、▲0.7%と試算される。テールリスクではあるが、米国や中国で金融環境が急激に悪化すると、日本など多くの国でマイナス成長に転じる恐れもある。

1. 2023 年の日本経済の回顧

株高・経済正常化・賃上げ加速など好材料の多かった年

2023 年は、日本経済にとって前向きな変化が多く見られた一年であった。象徴的なのは株価だろう。年初で 2 万 5,700 円程度だった日経平均株価は 11 月から 12 月にかけて一時 3 万 3,800 円台に乗せ、約 33 年ぶりに高値を更新した。

図表 1 は 2023 年の日本経済の状況を概観したものである。国内では賃上げと価格転嫁が加速した。春闘での定昇込み賃上げ率は 30 年ぶりの高水準となった一方、後述するように幅広い業種で価格転嫁が進んだことで物価高が継続した。もっとも、物価高に賃上げが追い付かず、実質賃金は前年比マイナス圏で推移した。

新型コロナウイルス感染症の感染症法上の扱いは 5 月に「5 類」に移行し、3 年超ぶりに対面や移動での制限がなくなった。インバウンド需要は大幅に回復し、10 月には訪日外客数が 2019 年同月の水準を上回った。自動車の生産を抑制してきた半導体不足は解消し、受注残に対応するための挽回生産が 4 月頃から始まったとみられる。

図表 1：2023 年の日本経済の状況

国内	海外
<ul style="list-style-type: none"> ✓ 賃上げ・価格転嫁の加速 ✓ 新型コロナウイルス「5類移行」 ✓ インバウンドの大幅回復 ✓ 自動車の半導体不足の解消 ✓ 物価高による実質賃金の下落 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 欧米での金融引き締め ✓ 米国経済が想定以上に堅調 ✓ 中国の不動産不況の深刻化 ✓ ロシアのウクライナ侵略が継続 ✓ 中東情勢の緊迫化

- ✓ 23年の日本の実質GDP成長率は+2.1%の見込み
⇒G7の中では米国に次いで2番目の高さだが、前年の経済正常化の遅れが主因
- ✓ 日本企業の経常利益は23年7-9月期に過去最高を更新（全規模・全産業、季節調整値）
⇒22年10-12月期比で+20%程度、コロナ禍直前の19年10-12月期比で+50%程度の増益

金融市場・商品市況

- ✓ 株式：日経平均株価は一時約33年ぶりの高値更新
- ✓ 債券：長期金利（新発10年物国債利回り）は一時約10年ぶりの0.9%台まで上昇
- ✓ 為替：円の実質実効為替レートは一時約52年ぶりの円安水準に
- ✓ 商品市況：23年の原油価格（WTI）は振れを伴いつつ横ばい圏で推移

（出所）大和総研作成

海外に目を向けると、欧米では利上げの効果もあってインフレ率は低下傾向が続いた。春には米銀行の経営破綻が相次ぎ、強い信用収縮の発生が懸念されたものの、個人消費が底堅く推移したことで米国景気は拡大基調を維持した。背景には、コロナ禍で生じた労働市場のミスマッ

チが緩和し、失業率の大幅な上昇を伴うことなく賃金上昇率が低下したことや¹、家計の健全なバランスシート²などがある。中国では「ウィズコロナ」政策に転換したことで個人消費の加速が当初期待されたものの、若年層を中心とした雇用情勢の悪化などを受けて振るわず、不動産不況も重なって景気の回復ペースは鈍かった。それでも 2023 年の実質 GDP 成長率は政府目標 (5%前後) を達成するとみられる。

2022 年 2 月に始まったロシアのウクライナ侵略は 2023 年も続き、10 月にはパレスチナ・ガザ地区を実効支配するハマスとイスラエルとの軍事衝突が発生した。中東情勢の緊迫化により、原油価格は WTI ベースで一時 90 ドル/バレル台に乗せたものの上昇は続かず、直近では 70 ドル/バレル前後で推移している。2022 年に深刻化した資源高は 2023 年に一服し、交易条件の悪化による日本から海外への所得流出額 (GDP 統計上の「交易損失」) は減少した。2022 年で 15.9 兆円だった日本の交易損失は 2023 年 1~9 月で同 11.3 兆円 (年率換算額) となり、国内の経済活動を下支えした。

「3つの経済正常化」が 2023 年の景気回復に大きく寄与

当社では 2023 年の日本の実質 GDP 成長率を +2.1% と見込んでいる³ (前掲図表 1)。主要 7 カ国 (G7) の中では、米国に次いで 2 番目の高さだ⁴。

だが、高成長の主因は前年の経済正常化の遅れにある。日本経済の成長力の高まりを示すものではない。2022 年における日本の実質 GDP の水準は、コロナ禍前の 2019 年を 100 として 98.8 であった。経済協力開発機構 (OECD) 加盟国のうち、経済規模で上位 15 カ国の中では最も低い水準だ。2023 年の日本経済の「発射台」はかなり低かったといえる。

景気回復をけん引したのは、インバウンド・乗用車生産・サービス消費である (図表 2)。2022 年と 2023 年の水準 (季節調整した実績値の平均) を比較すると、実質インバウンド消費は 4.5 倍 (金額では +3.1 兆円)、乗用車生産は 1.2 倍 (同 +2.9 兆円、付加価値額ベース)、実質サービス消費は +1.4% (同 +2.3 兆円) である。このうち実質サービス消費の回復ペースは 2022 年から大幅に減速しており、実質賃金の減少などが影響したとみられる (後掲図表 5)。

景気回復や価格転嫁の進展、円安などにより、日本企業の経常利益は 2023 年 7-9 月期に過去最高を更新した (全規模・全産業、季節調整値)。2022 年 10-12 月期比で約 20% の増益率だ。

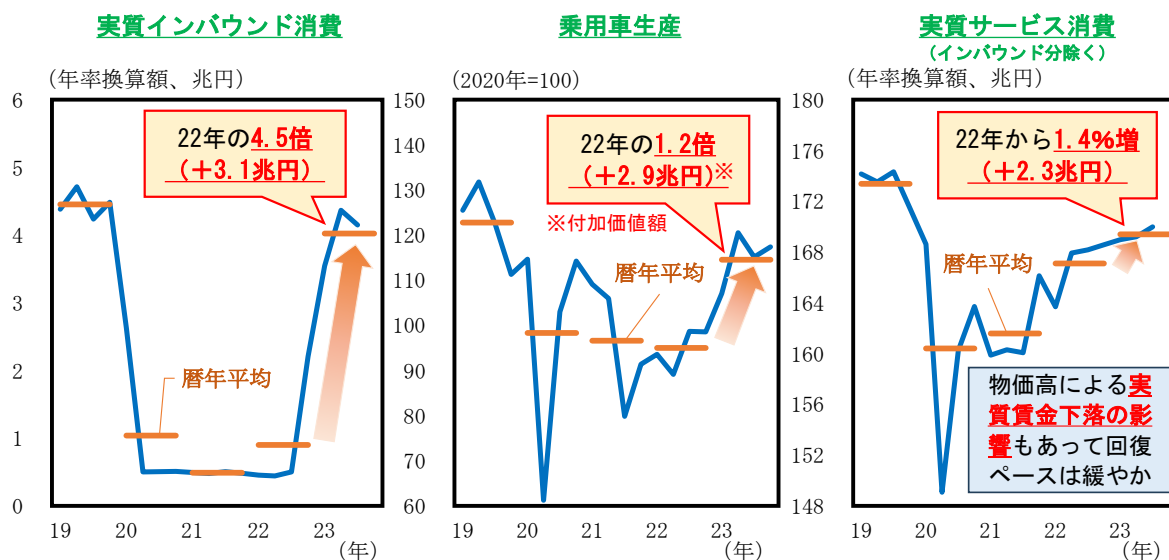
¹ 労働需要を表す欠員率と、労働供給を表す失業率を散布図にして傾向線を引くと、原点に凸型のベバレッジ曲線 (UV 曲線) を描くことができる。米国では 2020 年春にコロナ禍によって労働需給のミスマッチが発生し、UV 曲線は右上にシフトした。2022 年秋まではこの曲線上でおおむね推移したが、2022 年末から 2023 年にかけてミスマッチが緩和し、失業率が小幅な上昇にとどまる中で欠員率が大幅に低下した。

² 家計の純資産対可処分所得比は、リーマン・ショック前の最高値で 670% (2006 年 12 月末、非営利団体を含む) だった。それがコロナ禍でのサービス消費の抑制や給付金、株価上昇などにより 2022 年 3 月末で同 839% まで上昇し、直近の 2023 年 6 月末でも同 775% と高水準にある。

³ 2023 年 7-9 月期の実質 GDP は 4 四半期ぶりのマイナス成長となったが、10-12 月期は前期比年率 3% 弱のプラス成長を見込んでいる。自動車の挽回生産やインフレ率の低下が個人消費の回復に寄与するとみられる。また、設備投資は 2 四半期連続で減少した反動や、中国経済の回復もあって増加に転じるだろう。

⁴ 当社の直近見通しに基づく (ただしカナダは IMF による直近見通し)。

図表 2：2023 年の日本経済の回復をけん引した「3 つ経済正常化」



(注1) 季節調整値。図表中に記載した変化率(額)は、2022年と2023年(インバウンド消費とサービス消費は1~9月、乗用車生産は1~10月の季節調整値の平均)を比較したもの。

(注2) 乗用車生産は経済産業省「鉱工業指数」における軽、小型、普通の3つの乗用車の生産指数の加重平均で(直近の2023年10-12月期は10月の値を記載)、図表中に記載した2022年からの増加額は基準年の販売金額を基に試算。実質サービス消費のうちインバウンド分は観光庁「訪日外国人消費動向調査」を基に試算。

(出所) 内閣府、経済産業省、観光庁統計より大和総研作成

企業の価格改定行動が変化し、インフレの持続性が高まる

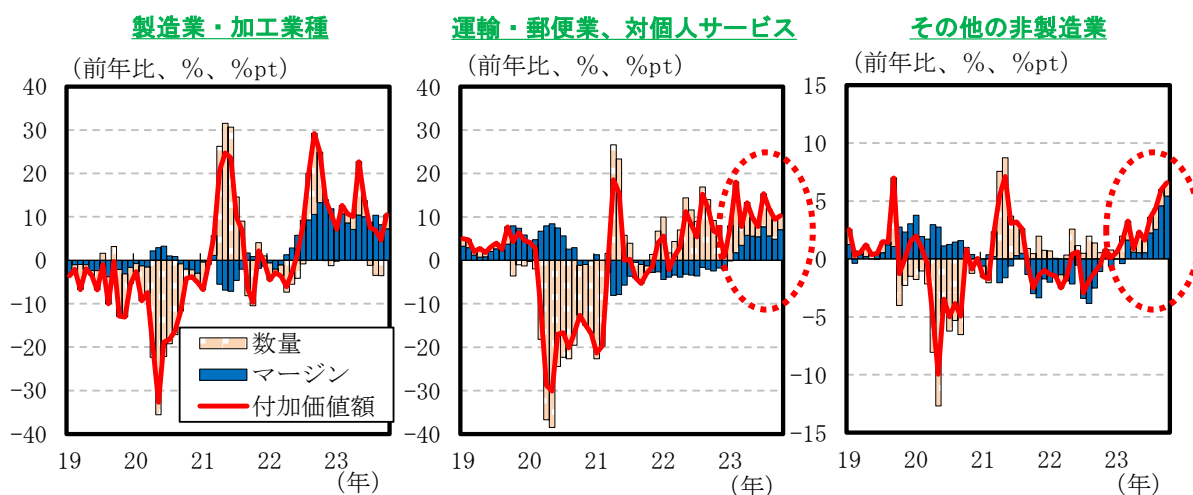
企業の価格設定行動が幅広い業種で変化したことも、2023年の日本経済の大きな特徴といえる。2022年にかけて発生した輸入物価の高騰は、国内の原材料価格やエネルギー代などを大幅に押し上げた。デフレ期では、自社だけが値上げを行うと価格競争力が低下し、販売数量が大きく減少する傾向にあった。そのためコストの増加が小幅であれば企業努力で対応し、販売価格は据え置くことが一般的であった。だが今回は、コストの増加度合いがあまりにも大きかったため企業努力だけでは吸収しきれず、多くの企業は値上げに踏み切った。結果として、値上げによる販売数量への影響は限定的となり、価格転嫁を行いやすい環境に変わったとみられる。

企業の価格転嫁動向を定量的に把握するため、業種別に名目付加価値額を試算し、前年比変化率を「数量」と「マージン」(産出額と投入額の差)に要因分解したのが図表3である。試算方法については当社の「[日本経済見通し：2023年3月](#)」で述べたが、内閣府が公表する生産側系列の付加価値額の四半期速報値(生産QNA)の動きをおおむね捉えており、速報性も高い(生産QNAの直近値は2023年4-6月期だが、当社試算の付加価値額の直近値は2023年10月)。

2022年は製造業の加工業種で価格転嫁が進み、マージンが拡大した。2023年に入ると非製造業でもマージンが拡大し、卸売・小売業や情報通信業など「その他非製造業」でその傾向が顕著に見られた。日本銀行(日銀)が公表する企業向けサービス価格指数は上昇基調が強まっており、直近の2023年10月で前年比+2.3%と3年9カ月ぶりの高い伸びを記録した。人件費の増加分を価格転嫁する動きが広がり、賃金と物価の循環的上昇が徐々に加速している。

こうした中で日銀は2023年4月に就任した植田和男総裁の下、7月と10月に長短金利操作（イールドカーブ・コントロール、YCC）の運用の更なる柔軟化を図った。誘導目標をゼロ％程度としている長期金利の上限を「1.0％を目途」としたことで、長期金利は一時約10年ぶりの0.9％台まで上昇した。

図表3：業種別に見た月次ベースの名目付加価値額変化率（当社試算）の要因分解



(注1) 直近値は2023年10月。データ制約により建設業、公務は含まない。

(注2) 日本銀行「最終需要・中間需要物価指数」を参考に、CGPI、CPI、企業向けサービス価格指数、輸出入物価指数を構成する計1,600品目程度の価格指数を2015年産業連関表に基づいて統合し、産出・投入物価指数を算出。これに鉱工業生産指数や第3次産業活動指数などを組み合わせることで業種別の名目付加価値を月次ベースで試算。詳細については当社の「日本経済見通し：2023年3月」を参照。

(出所) 日本銀行、経済産業省、総務省統計より大和総研作成

2. 2024年の日本経済の展望

実質GDP成長率は+1.3%の見込みだが「成長のゲタ」を除くと+0.9%

2024年の日本経済はどのように推移するだろうか。当社のメインシナリオでは、2024年の実質GDP成長率を+1.3%と見込んでいる。「成長のゲタ」（各四半期の前期比の伸び率がゼロで達成できる実質GDP成長率）を除くと+0.9%であり、実態としては緩やかな回復を想定している。

インフレの持続性が一段と高まり、日銀の大規模金融緩和策は春闘の結果がある程度判明する2024年4月に転換するとみている。また、政府は早ければ実質賃金の前年比がプラスに転換する2024年度後半にも、デフレ脱却を宣言する可能性がある。海外経済の下振れリスクには細心の注意が必要で、国内の金利上昇や円高のリスクも高まるだろう。

以下では、**図表4**で示したように2024年の日本経済のポイントを、(1) 経済正常化、(2) 経済の下支え・押し上げ、(3) 経済の主な下振れリスク、の3つに分けて順に述べる。

図表 4 : 2024 年の日本経済のポイント

(1) 経済正常化 ○自動車の挽回生産（受注残の消化）：24年前半に終了へ ○インバウンド：中国人訪日客を中心に回復余地 ○個人消費：サービスを中心に回復余地	✓ 24年の景気は緩やかにながらも回復基調が続く <small>（「成長のゲタ」を除く実質GDP成長率は+0.9%）</small> ✓ インフレの持続性が高まり、日銀は24年4月に政策転換、政府は24年度後半にもデフレ脱却宣言か ✓ 海外経済の下振れリスクには細心の注意が必要 ✓ 国内の金利上昇や円高のリスクも高まる
(2) 経済の下支え・押し上げ ○24年春闘：賃上げ率は前年並みかそれを上回る見込み ○財政・金融政策：経済対策の効果と緩和的な金融環境 ○家計貯蓄：コロナ禍以降に発生した「過剰貯蓄」（約35兆円） ○シリコンサイクル：24年に回復局面入りの可能性	
(3) 経済の主な下振れリスク ○米国の深刻な景気後退入り（米銀の貸出態度の厳格化による景気悪化） ○中東情勢・ウクライナ情勢の緊迫化 ○中国の過剰債務問題の顕在化 ○米中対立の激化（経済安保リスクの発現など） ○国内の長期金利高・円高の急伸	

（出所）大和総研作成

(1) 経済正常化要因

自動車の挽回生産は 2024 年前半まで続き、インバウンドは中国人を中心に回復が継続

前述のように経済正常化は 2023 年に大きく進展したが、それでも「伸びしろ」が残っている。2024 年も一定程度の経済の下支え効果が見込めるだろう。具体的には、家計向けの自動車のペントアップ（繰越）需要は 2023 年 11 月末時点で約 35 万台（約 0.9 兆円）に上り、2024 年前半にかけて挽回生産の継続が期待できる。他方、中国人訪日客数は直近の 11 月で 2019 年同月比 ▲64%であり、中国人以外の同+29%とは対照的だ。2024 年は中国人訪日客が本格回復することで、訪日外客数は 3,600 万人（前年差+1,090 万人）、実質消費額は 5.0 兆円（同+0.9 兆円）まで増加すると見込んでいる。

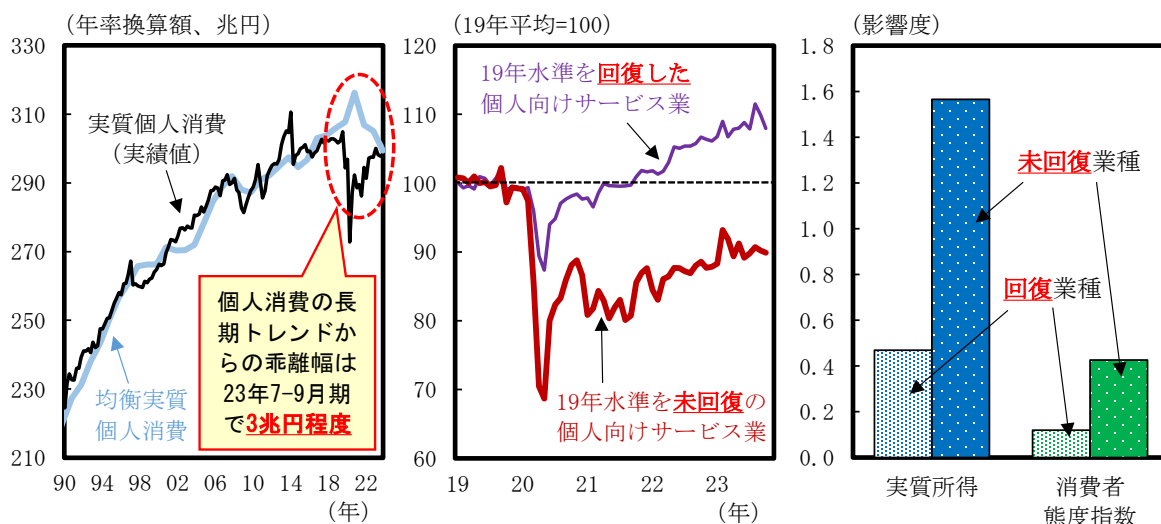
所得環境等の改善によりサービス消費の回復は加速する見込み

サービス消費も回復余地があるとみられる。年齢構成や可処分所得、実質金利ギャップ、純金融資産を基に個人消費の理論値（長期トレンド）を推計すると、実績値はこれを 2023 年 7-9 月期で 3 兆円程度下回る（年率換算額、**図表 5 左**）。個人消費の回復はファンダメンタルズから見て十分に進んだとはいえず、その主因はサービス消費にある。

経済産業省「第 3 次産業活動指数」の「広義対個人サービス」に該当する業種を対象に、活動指数が 2019 年平均の水準を回復した業種（回復業種）とそうでない業種（未回復業種）に分けると、未回復業種はコロナ禍直後に大きく落ち込み、その後の回復ペースも鈍い（**図表 5 中央**）。回復業種の活動指数は直近の 2023 年 10 月で 2019 年平均を 8%程度上回ったのに対し、未回復

業種では 10%程度下回った。内訳を見ると、回復業種では景気変動の影響を受けにくい医療・福祉や趨勢的に利用拡大が進む金融関連のサービスがけん引役となった一方、未回復業種では飲食、旅行関連の低迷が目立つ。

図表 5：個人消費の長期トレンドと実績値（左）、個人向けサービス業のコロナ禍からの回復度（中央）、個人向けサービス業の活動指数に対する所得と消費者マインドの影響（右）



(注) 左図の推計式の詳細は「第 202 回日本経済予測 (改訂版)」(2019 年 9 月 9 日)を参照。中央図は、第 3 次産業活動指数の「広義対個人サービス」に該当する業種を 2019 年平均からの回復度で分類し、それぞれ各業種のウェイトで加重平均した系列の推移を示している。右図は、第 3 次産業活動指数の広義対個人サービスに該当する業種ごとに実質所得と消費者態度指数の影響を推計し、各業種のウェイトで加重平均した。外れ値の影響を除くため、上下 10%に該当する業種は集計対象から外した。

(出所) 内閣府、総務省、財務省、厚生労働省、経済産業省、V-RESAS より大和総研作成

未回復業種の伸び悩みの背景には、実質所得や消費者マインドの低迷がある。この点、**図表 5 右**で示した推計結果によると、未回復業種は個人向けサービス業の中でも実質所得と消費者マインドの動向の影響を受けやすく、とりわけ実質所得に対する感応度が高い。物価高による実質所得の減少がこうしたサービス消費の回復を抑制した可能性がある。

後述するように、当社では 2024 年秋に実質賃金が上昇に転じると見込んでいる。所得環境の改善は消費者マインドの改善を促す可能性もあり、これまで回復ペースの鈍かったサービスでも消費支出が増加しやすくなるとみられる。

(2) 経済の下支え・押し上げ要因

今後 3 年で 9 兆円弱の総合経済対策の効果や約 35 兆円の「過剰貯蓄」などが経済を下支え

2024 年の経済の下支え・押し上げ要因としては、2023 年 11 月 2 日に岸田文雄政権が閣議決定した総合経済対策の効果発現 (今後 3 年程度で 9 兆円弱) や、コロナ禍以降に発生した「過

剰貯蓄」⁵（2023年9月末で約35兆円）の取り崩しなどが挙げられる。また、世界半導体販売額に先行して動く台湾や韓国の電子部品・デバイス工業の出荷・在庫バランスは明確に改善しており、シリコンサイクルは2024年に回復局面に入る公算が大きい。

春闘での賃上げ率は前年を上回り、実質賃金は2024年秋にも前年比で上昇する見込み

名目賃金上昇率は緩やかに高まっていくとみている。2023年春闘では、定期昇給（定昇）込みの賃上げ率（加重平均）は3.58%と、30年ぶりの高水準となった⁶。企業業績や労働需給、消費者物価指数（CPI）上昇率、交易条件（いずれも前年の値）などを説明変数として推計すると、2024年春闘での賃上げ率は3.8%と前年の水準をやや上回るとの結果が得られた。労働者側だけでなく、経済団体などの使用者側からもこのところ賃上げに前向きな発言が目立つことを踏まえると、2024年春闘での賃上げ率が前年を上回る可能性は高まっている。

さらに、インフレ率の低下もあって実質賃金（1人あたり実質雇用者報酬）は2024年7-9月期にも前年比プラスに転じる見込みである。その後はゼロ近傍へと低下するものの、2024年6月に開始予定の所得減税の効果を加えれば、同+1%程度の伸びで推移するだろう。

実質賃金は2022年1-3月期以降、前年比マイナス圏で推移してきた（**図表6左**）。その要因を整理すると、2022年に主に実質賃金を押し下げたのは交易条件要因であった。ただし2023年に入ると押し下げ幅が縮小し、4-6月期からは押し上げ要因となった。対照的に実質賃金を押し下げるようになったのが労働分配率要因である。労働分配率は2022年7-9月期で53.0%（季節調整値）と、コロナ禍で景気が大幅に悪化した2020年4-6月期を除けば過去40年超で最高水準にあった。その後、前述のように企業の価格転嫁が積極化した一方、名目賃金の引き上げペースは比較的緩やかだったことから、2023年にかけて人件費の実質的な調整が進んだ。

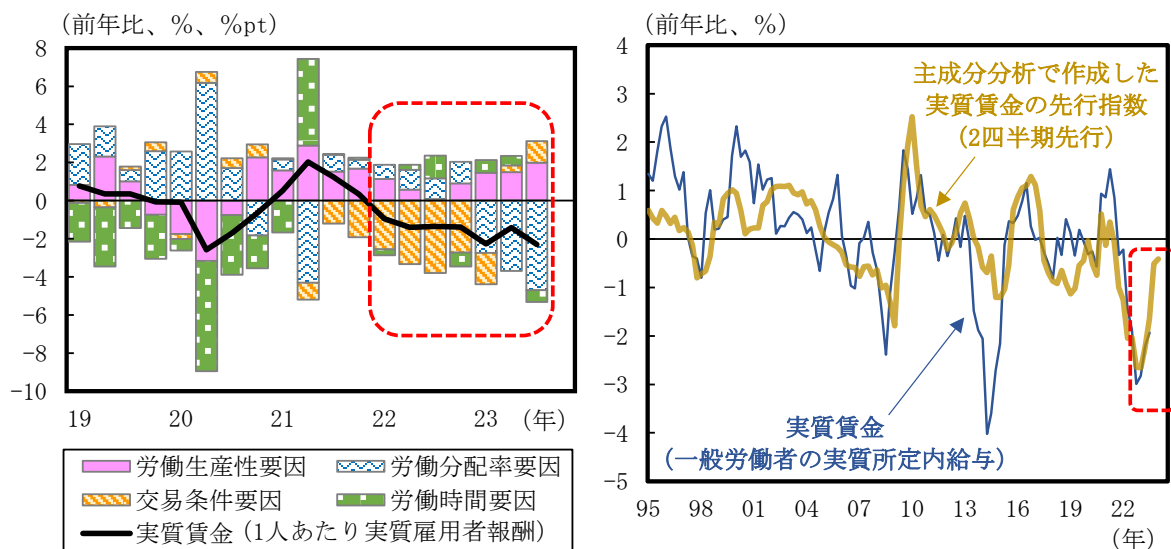
労働分配率は長期的には50%前後で推移してきた。当面は人件費の調整が続く可能性はあるものの、2023年7-9月期で50.6%まで低下したことに鑑みると、労働分配率要因による実質賃金の押し下げ幅は2024年にかけて縮小していくだろう。

また、主成分分析を用いて実質賃金に2四半期先行する傾向のある指数を作成すると**図表6右**のようになる。先行指数は新規求人倍率や雇用人員判断DI（先行き）などの雇用・賃金関連の先行指標から抽出した第一主成分と、企業物価指数などCPIの先行指標から抽出した第一主成分から算出したものだ。**図表6右**では実質賃金の基調を見るために、一般労働者の実質所定内給与を掲載している。過去30年ほどの推移を見ると、先行指数は実質所定内給与の動きをおおむね捉えている（2012~14年は円安・資源高・消費増税の影響で大きく乖離）。先行指数は実質所定内給与の前年比のマイナス幅が2024年春にかけて急速に縮小することを示唆しており、実質賃金の2024年中のプラス転換に期待がかかる。

⁵ 2015~19年（消費増税や自然災害の影響を強く受けた2019年10-12月期を除く）に見られた家計貯蓄額のトレンドからの乖離分を「過剰貯蓄」とみなして試算。

⁶ 日本労働組合総連合会（連合）「『[未来につながる転換点](#)』となり得る高水準の回答~2023春季生活闘争第7回（最終）回答集計結果について~」（2023年7月5日）参照。

図表6：実質賃金の要因分解（左）と先行指数（右）



(注) 左図の「労働生産性要因」は就業者1人1時間あたり実質GDP成長率で、実質賃金は雇用者報酬と混合所得の合計額を実質化して就業者数で除したもの。「交易条件要因」は個人消費デフレーターとGDPデフレーターの変化。右図の「主成分分析で作成した実質賃金の先行指数」は、新規求人倍率や雇用人員判断DI（先行き）などの雇用・賃金関連の先行指標から抽出した第一主成分と、企業物価指数などCPIの先行指標から抽出した第一主成分から算出。

(出所) 内閣府、総務省、厚生労働省、日本銀行統計より大和総研作成

日銀は2024年4月にゼロ金利政策に移行し、当面は緩和的な金融環境が続く見込み

金融政策に関して当社では、春闘での結果がある程度判明する2024年4月の金融政策決定会合において日銀は物価見通しを引き上げつつ、YCCの撤廃とマイナス金利政策の解除（ゼロ金利政策へ移行）に踏み切ると見込んでいる。2024年春闘での賃上げ率が想定したように高水準で着地すれば、2%の物価安定目標を達成する確度は一段と高まる。YCCやマイナス金利政策といった「異例の緩和策」の必要性は低下し、「通常の緩和策」へと移行するだろう。

YCCの撤廃時には、投機的な動きにより長期金利が急上昇する恐れがある。経済や物価などのファンダメンタルズに基づき長期金利が緩やかに上昇するのは好ましいことだが、投機的な動きによる長期金利の急上昇は实体经济や金融市場に悪影響を及ぼす。こうした状況を回避して長期金利の安定化を図るため、日銀はYCC撤廃後も指値オペを残すとみられる。

前述のように、マイナス金利政策の解除後はゼロ金利政策への移行を想定している。実質金利はマイナス圏で推移するなど、当面は緩和的な金融環境が維持されるだろう。日銀は経済・物価情勢を注視しつつ、緩和の度合いを段階的に縮小させていくとみている。不確実性が大きいものの、当社では2024年10-12月期に0.25%の利上げを想定している。

(3) 経済の主な下振れリスク要因

日本の実質 GDP は原油急騰で 0.6%、円高急進で 0.7~1.5%下振れする可能性

2024 年は引き続き海外経済を中心に下振れリスク要因が多い。具体的には、①米銀行の貸出態度の厳格化による米国景気の大幅な悪化、②中東情勢・ウクライナ情勢の緊迫化、③中国の過剰債務問題の顕在化、④米中対立の激化（経済安全保障リスクの発現）などが挙げられる。

②は資源価格の高騰につながる恐れがあり、仮に原油価格が 150 ドル/バレルに上昇するケースをマクロモデルで試算すると、日本の実質 GDP への影響（年間ベース。以下同じ）は▲0.6%程度となる。④については、中国依存度の大きいレアメタルなどの重要物資の調達に支障をきたしたり、米国が準備を進めている対中投資規制に日本も参加したりすることで、日本企業の生産活動に影響が及ぶ可能性がある。

国内に関わる要因では前述の長期金利高のほか、円高リスクにも警戒が必要だ。2024 年には日米両国の金融政策の転換で金利差が縮小し、ドル円レートは円高基調に転じる可能性がある。その際、市場参加者の関心が購買力平価（PPP）に移れば円高が加速するかもしれない。1973 年基準の相対的 PPP（CPI、企業物価、単位労働コストそれぞれで試算）や OECD の絶対的 PPP を集計すると、1 ドル 90~120 円程度と直近の市場レートを大幅に上回る円高水準にあるからだ。仮にこうした水準まで円高が進んだ場合の実質 GDP への影響をマクロモデルで試算すると、1 ドル 120 円となるケースで▲0.7%程度、同 90 円のケースで▲1.5%程度と試算される。

米中のテールリスクが発現すれば 2024 年の日本経済はマイナス成長に転じる恐れ

最後に、テールリスクではあるが、米中における金融環境等の急速な悪化（前述の海外経済にかかる下振れリスクの①、③）を取り上げたい。



当社のメインシナリオでは、米中いずれも経済成長が 2024 年も続く見込みだ（直近の実質 GDP 成長率見通しは米国で+1.5%、中国で+5.0%。詳細は各国経済見通しを参照）。だが、米国ではサービス物価上昇率の高止まりなどにより金融引き締めが長期化し、強い信用収縮が発生する可能性も否定できない。中国では不動産不況が長期化しており、過剰債務のリスクが徐々に高まっているように見える。資本係数の長期トレンドからの乖離分を過剰資本ストックと見なすと、その規模は 2,840 兆円程度に上る。

そこで仮に、米中で金融環境等が急速に悪化した場合の各国・地域の実質 GDP への影響を試算した結果が**図表 7**である。ここでは米銀行の貸出態度が、①現水準で推移するケース、②リーマン・ショック時並みに厳格化するケース、の 2 つを想定した。また中国では、①不動産市場が大幅に縮小するケース（リーマン・ショック時の 2 倍の下振れ⁷⁾、②銀行貸出が 2 割減少するケース（日本の 1997~2005 年の減少幅と同規模）、の 2 つを想定した。

⁷ 不動産投資額（前年比）のトレンドからの下振れ幅を、リーマン・ショック直後の 1 年間（2008 年 9 月~2009 年 8 月）における下振れ幅の 2 倍（24.6%pt）と想定。詳細は「[第 215 回日本経済予測（改訂版）](#)」（2022 年 12 月 8 日）を参照。

米国でリスクシナリオが発現する場合、米国の実質 GDP は年間で 1.7～4.9% 下振れする。中国の場合、下振れ幅は同 2.5～7.4% に達する。米中それぞれのリスクシナリオにおける日本経済への影響は同程度で、実質 GDP を同 1～3% 程度押し下げる。当社のメインシナリオにおける日本の 2024 年実質 GDP 成長率は +1.3% であり、こうしたテールリスクが発現すればマイナス成長に転じる恐れもある。米中の金融環境等の急変には引き続き注意が必要だ。

図表 7：米中でテールリスクが発現した場合の実質 GDP への影響（年間ベース）

		世界経済					
		世界経済	日本	米国	中国	ユーロ圏	新興国 (除く中国)
	<米国リスクシナリオ①> 銀行の貸出態度が 現水準で推移	▲ 1.3	▲ 1.1	▲ 1.7	▲ 0.8	▲ 1.2	▲ 1.5
	<米国リスクシナリオ②> 銀行の貸出態度が リーマン・ショック時並みに厳格化	▲ 3.9	▲ 2.9	▲ 4.9	▲ 2.2	▲ 3.5	▲ 4.3
	<中国リスクシナリオ①> 不動産市場が大幅縮小 (リーマン・ショック時の2倍の下振れ)	▲ 1.4	▲ 1.1	▲ 0.4	▲ 2.5	▲ 0.4	▲ 1.6
	<中国リスクシナリオ②> 銀行貸出が2割減少 (日本の97～05年の減少幅と同規模)	▲ 4.0	▲ 2.8	▲ 1.1	▲ 7.4	▲ 1.3	▲ 4.7

(注) 試算方法の詳細は「第 215 回日本経済予測 (改訂版)」(2022 年 12 月 8 日)、「第 217 回日本経済予測 (改訂版)」(2023 年 6 月 8 日) を参照。中国リスクシナリオ①の「リーマン・ショック時の 2 倍の下振れ」では、不動産投資額 (前年比) のトレンドからの下振れ幅を、リーマン・ショック直後の 1 年間 (2008 年 9 月～2009 年 8 月) における下振れ幅の 2 倍 (24.6%pt) と想定。

(出所) IMF、Haver Analytics より大和総研作成

図表 8：日本経済見通し<第 219 回日本経済予測 改訂版 (2023 年 12 月 8 日)>

	2022			2023				2024				2025	2022	2023	2024
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	年度 (暦年)	年度 (暦年)	年度 (暦年)
実質 GDP (年率、兆円)	549.8	549.3	550.7	557.4	562.3	558.2	562.1	565.1	566.7	568.3	569.6	570.8	551.8	561.8	568.8
<前期比、%>	1.1	-0.1	0.2	1.2	0.9	-0.7	0.7	0.5	0.3	0.3	0.2	0.2			
<前期比年率、%>	4.4	-0.4	1.0	5.0	3.6	-2.9	2.8	2.1	1.2	1.1	0.9	0.8			
<前年同期比、%>	1.5	1.5	0.5	2.5	2.2	1.5	2.1	1.4	0.8	1.9	1.3	1.0	1.5	1.8	1.3
民間消費支出 (前期比、%)	2.0	0.1	0.0	0.9	-0.6	-0.2	0.7	0.6	0.3	0.3	0.2	0.2	2.7	0.4	1.4
民間住宅投資 (前期比、%)	-2.6	0.4	0.7	0.3	1.7	-0.5	0.3	-0.3	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	-3.4	2.1	-1.5
企業設備投資 (前期比、%)	2.1	1.8	-0.8	1.8	-1.3	-0.4	0.7	0.7	0.6	0.6	0.5	0.5	3.4	0.1	2.0
政府消費支出 (前期比、%)	0.7	0.2	0.5	0.2	-0.1	0.3	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	1.4	0.8	0.8
公共投資 (前期比、%)	-2.0	1.1	-0.1	1.9	1.5	-0.8	0.9	0.8	0.4	0.3	0.3	0.3	-6.1	3.3	1.6
輸出 (前期比、%)	2.2	2.2	1.5	-3.6	3.8	0.4	1.0	0.3	0.4	0.5	0.5	0.4	4.7	3.3	1.9
輸入 (前期比、%)	1.5	4.9	-0.7	-1.5	-3.3	0.8	0.1	0.2	0.4	0.4	0.3	0.3	7.1	-3.0	1.4
名目 GDP (前期比年率、%)	3.6	-1.4	7.0	9.3	10.7	0.0	4.8	5.2	3.5	3.6	3.3	3.2	2.3	6.0	3.8
GDP デフレーター (前年同期比、%)	-0.3	-0.3	1.5	2.3	3.8	5.3	4.0	3.5	2.6	2.3	2.5	2.5	0.8	4.1	2.5
鉱工業生産 (前期比、%)	-1.5	3.1	-1.7	-1.8	1.4	-1.2	0.7	0.6	0.3	0.5	0.5	0.5	-0.3	-0.6	1.6
コア CPI (前年同期比、%)	2.1	2.7	3.8	3.5	3.2	3.0	2.6	2.2	2.6	3.0	2.7	3.0	3.0	2.8	2.8
失業率 (%)	2.6	2.6	2.5	2.6	2.6	2.7	2.6	2.5	2.4	2.4	2.4	2.4	2.6	2.6	2.4
貿易収支 (兆円、年率)	-14.8	-22.3	-20.6	-14.9	-3.9	-2.7	-4.0	-2.1	-1.9	-1.7	-1.9	-1.8	-18.0	-3.2	-1.8
経常収支 (兆円、年率)	11.8	3.0	8.7	9.7	23.5	24.6	28.2	29.4	29.5	29.6	29.9	29.9	8.3	26.3	29.6
前提															
原油価格 (WTI、ドル/バレル)	108.5	91.4	82.6	76.0	73.6	82.2	77.7	69.4	69.4	69.4	69.4	69.4	89.6	75.7	69.4
為替レート (円/ドル)	129.8	138.4	141.6	132.4	137.5	144.6	148.9	147.3	147.3	147.3	147.3	147.3	135.4	144.6	147.3

(注) 網掛け部分は 大和総研 予想。

(出所) 大和総研

2024 年の米国経済

① 個人消費の腰折れ、②インフレ率の高止まり、③政治の停滞がリスク

矢作 大祐
藤原 翼

[要約]

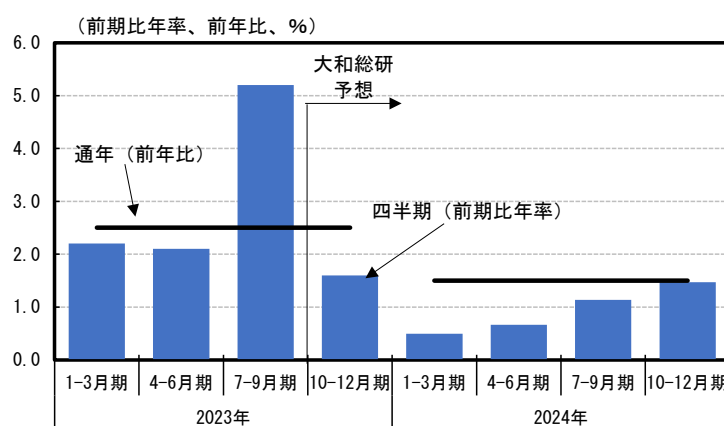
- 昨年来の急ピッチでの金融引き締め、銀行破綻に伴う資金調達環境の悪化が加わり、2023 年の米国経済は景気後退に陥るとの見方が市場や FOMC 参加者の中で主流であった。しかし、ふたを開けてみれば米国経済は足元まで堅調さを維持している。住宅投資は低調となり、設備投資も減速傾向を見せているが、屋台骨である個人消費が好調を維持しており、米国経済を下支えしてきた。
- 一方で、引き締めの金融環境のもと、2024 年の 1-3 月期、4-6 月期の実質 GDP 成長率はそれぞれ前期比年率+1%を下回る水準までペースダウンすると予想する。需要が抑制されることで最大の懸念事項であるインフレは更に減速し、結果的に 2024 年央には金融政策は利下げへと転じると見込む。金融環境が幾分緩和することで、7-9 月期、10-12 月期の実質 GDP 成長率はそれぞれ前期比年率で+1%を超えるペースを回復すると予想する。なお、2024 年通年で見れば実質 GDP 成長率は前年比+1.5%と、同+2.0%前後とされる潜在成長率を下回ると見込む。
- インフレが緩やかに減速し、金融政策も利下げへと転じることで、雇用環境や景気も大幅な悪化を回避するというソフトランディングが 2024 年の米国経済のメインシナリオである。一方、リスク要因として、①屋台骨である個人消費の腰折れ、②インフレ率の高止まり、③政治の停滞が挙げられる。インフレ率の高止まりによって金融引き締めが長引くことで、市場の利下げ期待が剥落、株価等の資産価格が下落し、その結果として逆資産効果が発生、個人消費が腰折れするという、リスク要因の①と②が連動するような事態が 2024 年の米国経済を巡る最大のリスクシナリオとなろう。そして、2024 年 11 月の大統領選挙を控え、民主・共和両党間の対立が激化するという③政治の停滞が想定される。上記のリスクシナリオが現実化しても、必要な政策対応が遅れる可能性があるという点にも留意が必要だろう。

2024 年の実質 GDP 成長率のペースは減速傾向が顕著に

2023 年の米国経済に関して、市場参加者や FOMC 参加者の多くは、昨年来の急ピッチでの金融引き締め効果が発現し、景気後退に陥るとの見方を有していた。とりわけ、3 月のシリコンバレーバンクの破綻は、こうした見方の説得力を一層高めることとなった。銀行破綻を契機とした貸出基準の厳格化が企業や家計の資金調達環境を悪化させ、米国経済に悪影響を及ぼす「信用収縮」をもたらすとみられていた。しかし、ふたを開けてみれば、米国経済は足元まで堅調さを維持している。実質 GDP 成長率は 2022 年 7-9 月期から 2023 年 7-9 月期まで 5 四半期連続で前期比でプラス成長となった。2023 年 10-12 月期もプラス成長を維持することが想定され、2023 年通年では前年比+2.5%と、同+2.0%前後とされる潜在成長率以上のペースになると見込まれる（図表 1）。

引き締めの金融環境を背景に住宅投資は低調となり、サプライチェーンの増強で活性化していた設備投資も足元で一巡し、減速傾向を見せているが、屋台骨である個人消費が好調を維持しており、米国経済を下支えしてきた。個人消費は良好な雇用環境と豊富な家計資産によって押し上げられている。雇用環境については、11 月の失業率は 3.7%と低水準を維持している。非農業部門雇用者数（3 カ月移動平均）は減速しつつあるとはいえ、11 月が前月差+20.4 万人と好不調の境目となる 20 万人程度で推移しており、依然として底堅い。家計資産については、株価の上昇を主因に金融資産が 2023 年 9 月時点で 112.4 兆ドルと前年同期比+6.1%の増加となっている。良好な雇用環境が個人消費全体をサポートするとともに、資産を豊富に持つ富裕層や中高年層以上が個人消費をけん引してきたと考えられる。

図表 1 実質 GDP 成長率の実績と予想



(出所) BEA、Haver Analytics より大和総研作成

2024 年の米国経済についても、住宅投資や設備投資が伸び悩み、個人消費が下支えするという大きな構図は変わらない。ただし、実質 GDP 成長率のペースは上半期を中心に減速傾向が顕著になると見込む。金融引き締め効果が継続することで、金利動向に敏感な中古住宅販売が足を引っ張り、住宅投資は上半期も引き続き抑制されると考えられる。また、サプライチェーンの増強が一巡したことに加え、企業の借り換え需要が大きい 2024 年は金融引き締めによる影響

を受けやすくなり、設備投資も低調となるだろう。堅調であった個人消費に関しても、豊富な家計資産がバッファーとなる一方で、雇用環境の緩やかな悪化に歩みを合わせて減速していくことが想定される。なお、失業率は4.0%程度とされる自然失業率を小幅に上回る水準まで上昇すると見込んでいる。結果的に、2024年の1-3月期、4-6月期の実質GDP成長率はそれぞれ前期比年率+1%を下回る水準までペースダウンすると予想する。一方、後述の通り、2024年央を目途に金融政策は利下げへと転換することで、金融環境は幾分緩和し、7-9月期、10-12月期の実質GDP成長率はそれぞれ前期比年率で+1%を超えるペースを回復すると見込んでいる。とはいえ、2024年通年で見れば実質GDP成長率は前年比+1.5%と、同+2.0%前後とされる潜在成長率を下回るだろう。

インフレは緩やかにペースダウン、金融政策は2024年央に利下げに転換へ

続いて、2023年の物価動向を振り返ると、米国経済が堅調さを維持する中でも、インフレの減速が進展してきた。例えば、11月のCPIは前年比+3.1%、コアCPIは同+4.0%と、2022年12月（CPI：同+6.5%、コアCPI：同+5.7%）から順調に減速してきた。こうしたインフレの減速は、ウクライナ・ロシア紛争に伴い上昇したエネルギー価格が下落に転じたことや、サプライチェーンの改善による食品価格やコア財価格のペースダウンが主因である。他方で、従来のインフレ減速要因は既に大幅にペースダウンしていることから、2024年において更なる押し下げ効果は期待しにくい。こうした中で、実質GDP成長率が潜在成長率以下に抑制され、インフレ圧力が和らいでいくことは、高インフレからの脱却に向けたラストワンマイルを達成するために重要となろう。大和総研は2024年4-6月期のCPI及びコアCPIがそれぞれ前年同期比+2.8%、2024年10-12月期のCPI及びコアCPIがそれぞれ同+2.5%と緩やかにペースダウンしていくことをメインシナリオとしている（図表2左図）。

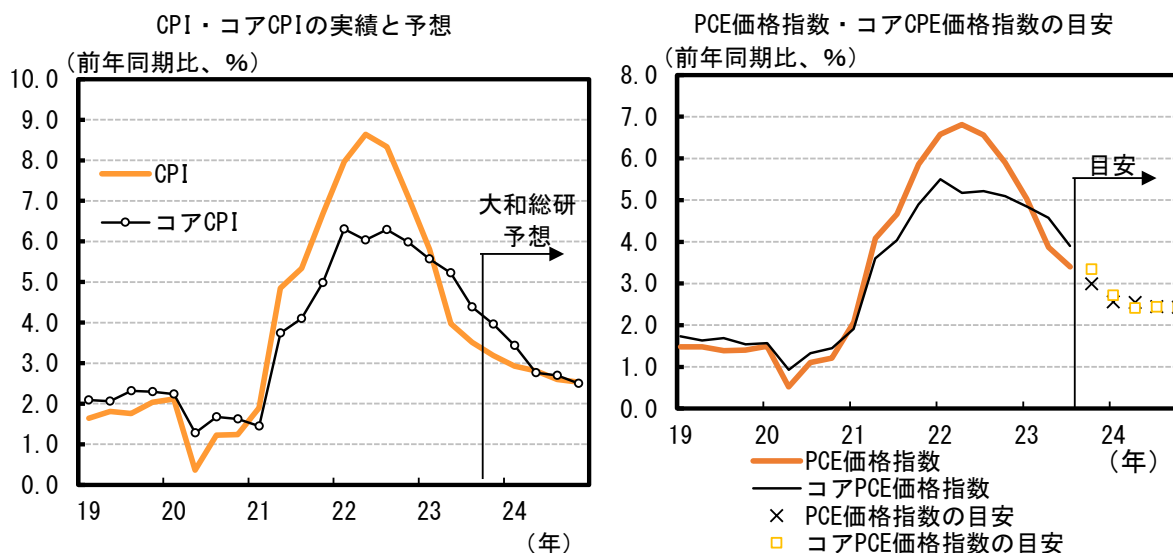
2024年の金融政策運営は、インフレが減速していく中で、利下げへと転換することが想定される。2023年12月12日・13日のFOMCで公表されたFOMC参加者のFF金利見通し（ドットチャート）の中央値によれば、2024年には合計0.75%ptの利下げが見込まれている¹。また、パウエルFRB議長も記者会見で利下げに向けた予備的な議論が始まりつつあると述べた。こうした予備的な議論という用語は2021年6月のFOMCでテーパリング（FRBによる国債等の買入額の減額）を検討し始める際にも用いられた。その後、半年弱の検討期間を経て、FRBは2021年11月にテーパリングの開始に踏み切った。局面が異なる点には注意を要するものの、予備的な議論という用語が使用された過去の経験則を基にすれば、利下げへの転換時期は2024年遅くといった先の将来というよりも、2024年央のようなやや近い将来と捉えられるだろう。

パウエル議長は利下げの具体的な条件には言及していないが、インフレ目標である2%を達成してから利下げに転じるのでは遅すぎると述べている。たとえ利下げへと転じても、当面はFOMC参加者が想定する長期見通し（中立金利）の2.5%を上回っていることに加え、FRBのバランス

¹ 大和総研 経済調査部 矢作大祐、ニューヨークリサーチセンター 藤原翼「[FOMC 2024年に合計0.75%ptの利下げを示唆](#)」（2023年12月14日）参照

シートの縮小も継続しており、引き締めの金融環境は続いている。FOMC としてもインフレの抑制が過度にならないよう、物価が 2%まで減速する前に利下げへと転じる必要性を認識しているということだろう。12月のFOMCに先駆けて先行きの利下げの可能性を示唆していたウォラーFRB理事は、利下げの条件として今後数カ月の間にインフレが継続的に減速していくことを挙げていた。例えば、12月のFOMCで公表されたインフレ見通しの中央値を達成するようなペースを実現するためには、FRBが重視するPCE価格指数（以下、PCE）及びコアPCE価格指数（以下、コア）が2023年11月以降に前月比+0.2%程度で推移することが目安となる。こうしたペースで減速していくと仮定すれば、2024年1-3月期のPCEが前年同期比+2.6%、コアが同+2.7%、2024年4-6月期のPCEが同+2.5%、コアが同+2.4%となる。こうした目安のペースに対する実際のインフレの減速度合いによって、利下げまでの時間軸は左右されるだろう（図表2右図）。

図表2 CPI・コアCPIの実績と予想、PCE価格指数・コアPCE価格指数の目安



(注) 右図の目安は、2023年12月に公表された予想中央値を達成するようなインフレのペース。

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

①個人消費の腰折れ、②インフレ率の高止まり、③政治の停滞がリスク

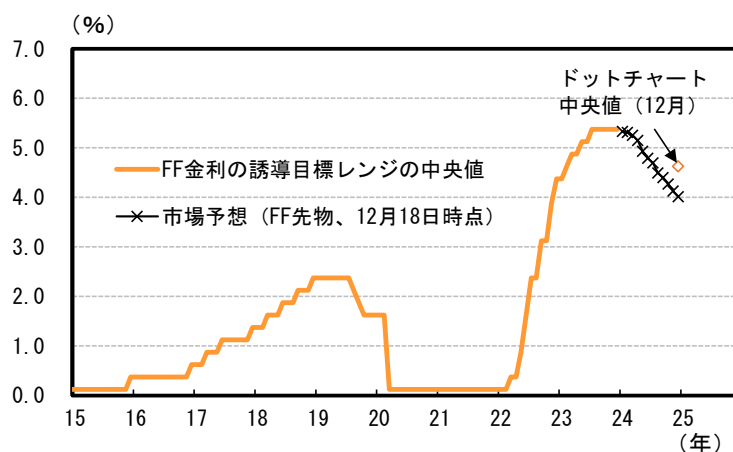
2024年の米国経済のメインシナリオはインフレが緩やかに減速し、金融政策も利下げへと転じることで、雇用環境や景気も大幅な悪化を回避するというソフトランディングである。一方で、ソフトランディングを困難にするリスク要因は、①屋台骨である個人消費の腰折れ、②インフレ率の高止まり、そして③政治の停滞である。

まず、①個人消費に関しては、学生ローンの支払い再開やクレジットカードの支払い負担の増大等によって若年層の消費が消極化していることが指摘される²。また、2024年に入れば年末商戦という消費を喚起するイベントが終わることになる。こうした中で、個人消費のバッファは豊富な家計資産ということになる。一方、2023年に資産効果をもたらしてきたとみられる株価の上昇に関しては、2024年も個人消費を押し上げることができるかは不透明といえる。足元

² 大和総研 経済調査部 矢作大祐、ニューヨークリサーチセンター 藤原翼「[米国経済見通し 懸念される個人消費の下振れ](#)」（2023年11月22日）参照

の株価は金利に左右されやすく、結局のところ金融政策次第といえる。市場では3月にも利下げへと転じ、その後も2024年合計で1.40%pt程度の利下げを織り込んでおり（12月18日時点）、ドットチャートの中央値よりもかなりハト派的な見方といえる。仮にFRBがよりタカ派的なスタンスを取り、利下げ時期が先送りされれば、市場にとってはサプライズとなり、金利や株価の不安材料となる可能性があるだろう。

図表3 FF金利の誘導レンジ（中央値）の実績と予想



(出所) FRB、Haver Analytics より大和総研作成

利下げが遠のく一因として、②インフレ率の高止まりリスクが挙げられる。インフレの減速を妨げる要因としては、住宅価格の再上昇や労働需給のタイトさを背景としたコアサービス価格の高止まりがあるだろう。利下げを先んじて織り込む形で市場金利が急速に低下し、住宅市場が再び活性化すれば、足元で底入れの傾向を強めている住宅価格は更にペースアップしかねない。また、雇用環境も緩やかに悪化しているとはいえ、求人数といった労働需要が失業者数といった労働供給を大きく上回る状況は続いている。転職市場は既に冷えつつあるが、労働需給がタイトな中で賃金水準の引き上げなど既存従業員の待遇改善が続いており、賃金上昇率は減速しにくいとみられる。企業がこうした賃金引き上げなどのコスト増を価格に転嫁すれば、インフレ率の高止まりリスクはより現実的なものとなる。

インフレ率の高止まりによって金融引き締めが長引く場合、市場の利下げ期待が剥落、株価等の資産価格が下落し、その結果として逆資産効果が発生、個人消費が腰折れするという、リスク要因の①と②が連動するような事態が2024年の米国経済を巡る最大のリスクシナリオとなる。こうしたリスクシナリオを回避するために、FRBが金融環境を引き締めすぎず、かといって緩和しすぎないよう市場を誘導できるかが肝要となる。

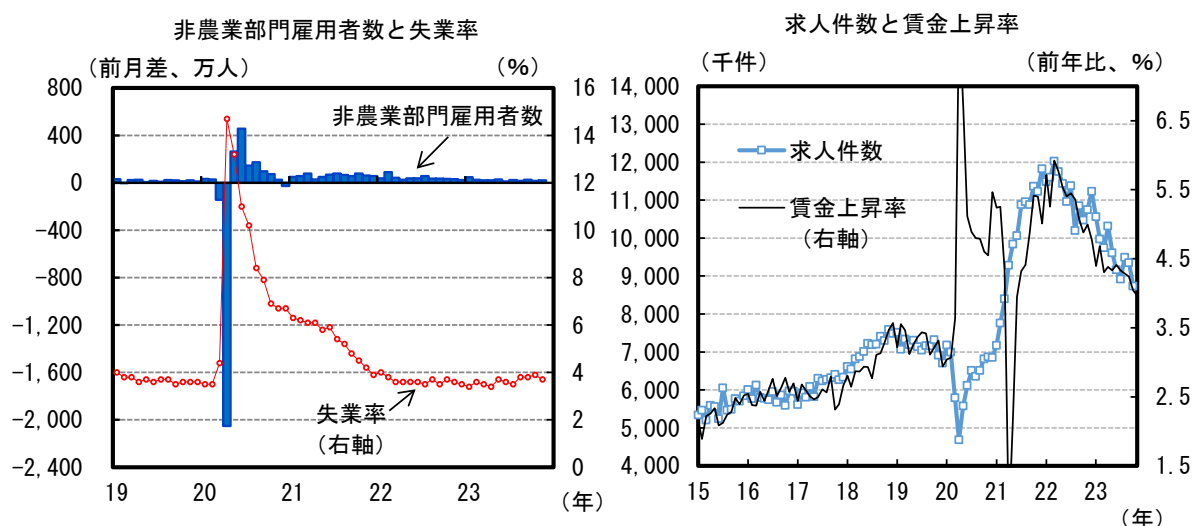
最後に、2024年は11月に大統領選挙・議会選挙を控え、政治の季節を迎えることになる。現在の議会構成は民主党が上院を主導し、共和党が下院を主導するねじれ議会となっている。2023年も債務上限問題や予算を巡って民主・共和両党間の対立が続いたが、政治の季節の到来によってこうした対立傾向は一層強まる可能性があるだろう。結果、上記のリスクシナリオが現実化したとしても、必要な政策対応が遅れる可能性があるという③政治の停滞にも留意が必要だろう。

雇用環境は底堅いが、賃金上昇率の高止まりには懸念も

2023年11月の米雇用統計³は、非農業部門雇用者数が前月差+19.9万人と前月から加速した。UAW（全米自動車労働組合）による自動車関連のストライキの終結による従業員の職場復帰が雇用者数を押し上げることは、市場予想（Bloomberg調査：同+18.0万人）にも織り込まれていたとみられるが、その予想を上回った。失業率に関しては、前月から0.2%pt低下して3.7%となり、市場予想（Bloomberg調査：3.9%）を下回る（良い）結果となった。また、前月に大きく増加した非自発的失業（同+4.1万人）は増加幅が縮小し、非自発的パートタイム就業者（同▲29.5万人）は減少した。これらを踏まえると11月の雇用統計は、雇用環境が緩やかに悪化してきた中でも、総じて雇用環境の底堅さを示す結果であったといえよう。

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（12月3日-12月9日）は20.2万件となった。新規失業保険申請件数の水準は、8月の半ば以降週20万件から24万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、2023年10月の求人件数は前月差▲61.7万件と大幅に減少した。こうした求人件数の減少は賃金上昇圧力の緩和という観点でポジティブな要素といえるが、問題はその持続性である。直近の失業者数と比べて求人件数は1.4倍弱の水準とコロナ禍前の水準を大きく上回ったままであり、労働需給のタイトさが緩和するには時間を要する。事実、タイトな労働需給や従業員の待遇改善の動きが広がったことを背景に、11月の雇用統計では民間部門の平均時給が前月比+0.4%と前月から加速している。このように、賃金上昇圧力の根強さが見受けられる点には注意を要しよう。

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

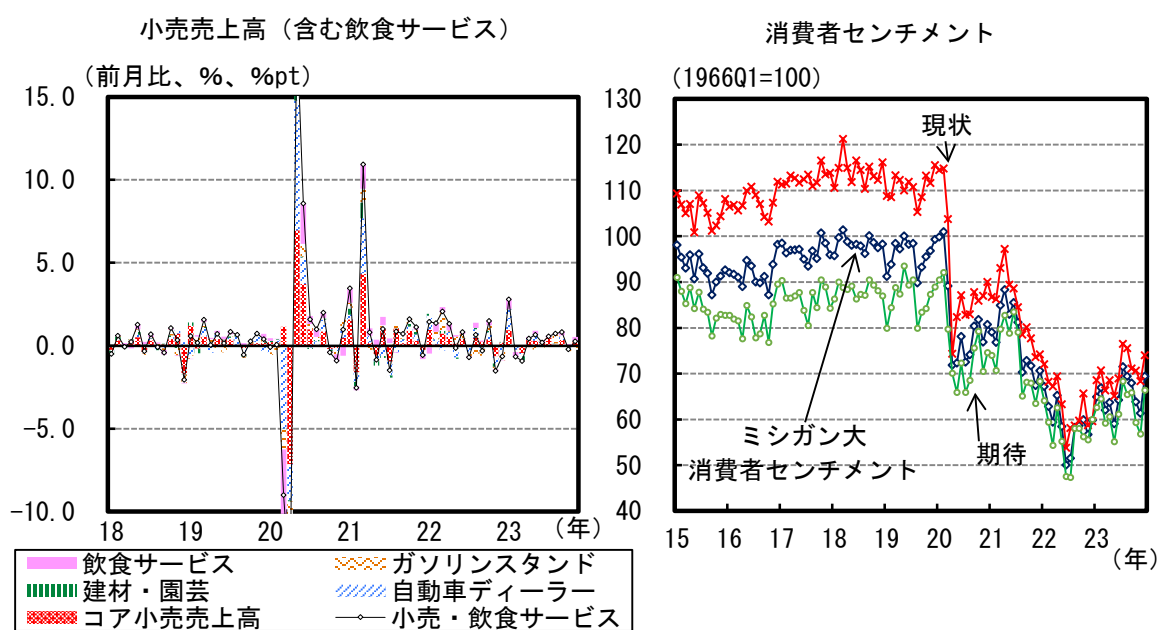
³ 大和総研 ニューヨークリサーチセンター 藤原翼、経済調査部 矢作大祐 「[非農業部門雇用者数は+19.9万人に加速](#)」(2023年12月12日) 参照

小売売上高は増加し、消費者マインドは期待インフレ率の低下を背景に改善

個人消費の動向を確認すると、2023年11月の小売売上高（含む飲食サービス）は市場予想（Bloomberg 調査：前月比▲0.1%）に反してプラスに転じ、同+0.3%となった。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+0.4%と加速した。ただし、小売売上高、コア小売売上高ともに9月、10月が下方修正されている点は割り引いて考えるべきだろう。11月の小売売上高（含む飲食サービス）の内訳を見ると、飲食サービス（同+1.6%）がけん引役となった。さらに、レジャー・娯楽用品（同+1.3%）、無店舗販売（同+1.0%）、家具（同+0.9%）の上昇幅が大きく、11月から本格化した年末商戦での値引きセールが寄与したとみられる。他方で、ガソリンスタンド（同▲2.9%）はガソリン価格の下落によりマイナス幅が拡大した。また、8月以来堅調だった家電（同▲1.1%）はマイナスに転じ、GMS（総合小売）は同▲0.2%と3カ月連続でマイナスとなった。

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、2023年12月（速報値）が前月差+8.1ptと5カ月ぶりに上昇し、水準は69.4になった。構成指数の内訳を見ると、現状指数（同+5.7pt）、期待指数（同+9.6pt）ともに大幅に改善した。ミシガン大学は、消費者センチメントが改善した主な要因としてインフレ見通しの低下を挙げている。消費者のインフレ見通し（期待インフレ率）を見ると、1年先が同▲1.4%ptの+3.1%、5年先が同▲0.4%ptの+2.8%と、それぞれ大幅に低下した。同指標は振れが大きい点に注意が必要だが、エネルギー価格の下落等が、人々のインフレ見通しに影響した可能性がある。インフレの減速が継続すれば、消費者マインドの改善に寄与するとみられるが、引き締めの金融環境が続く中で景気の減速傾向が顕著になれば、消費者マインドは回復しづらくなると考えられる。消費者マインドの回復ペースは緩やかになると想定している。

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



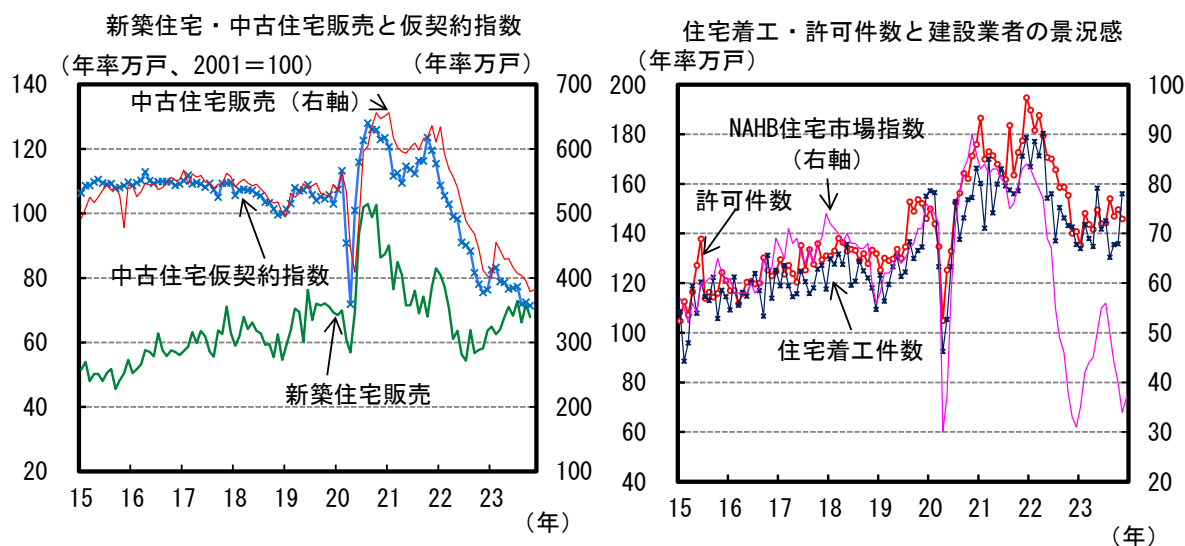
（出所）ロイター/ミシガン大、Census、Haver Analytics より大和総研作成

金利低下で新築住宅市場を中心に回復の期待が高まる

住宅需要に目を向けると、中古住宅販売（コンドミニアム等含む）に関しては、2023年11月が前月比+0.8%と6カ月ぶりに増加した。もっとも、5カ月間の減少幅を考えれば、11月の増加分は小さく、均してみれば減少トレンドは続いている。在庫不足が続き、価格が高止まりしている中古住宅に関しては販売増へと転じる見込みが立たないといえる。新築住宅販売（戸建）に関しては10月に同▲5.6%と減少した。とはいえ、新築住宅は中古住宅に比べて在庫が多く、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くなっている。住宅ローン金利が低下しつつある中で、住宅需要の回復が期待されるが、当面は新築住宅市場が中心となろう。

住宅供給に関しては、新築住宅着工は、2023年11月に前月比+14.8%と3カ月連続で増加し、伸びも大幅に加速した。他方で、新築住宅着工の先行指標である建設許可は、11月に同▲2.5%と減少に転じたことから、新築住宅着工は短期的には反動減も想定されよう。また、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、2023年12月分は前月差+3ptと5カ月ぶりに改善した。NAHBは住宅ローン金利がピークアウトし、今後数カ月の住宅購入需要を刺激するだろうと指摘している。新築住宅市場は、住宅ローン金利の低下に伴う住宅需要の高まりと、それを受けた住宅建設の積極化という好循環によって回復傾向を強める可能性がある。他方で、住宅建設が住宅需要を上回り、在庫増へと至るまでの道のりは長いと考えられることから、中古住宅市場が回復するまでには時間を要するだろう。

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

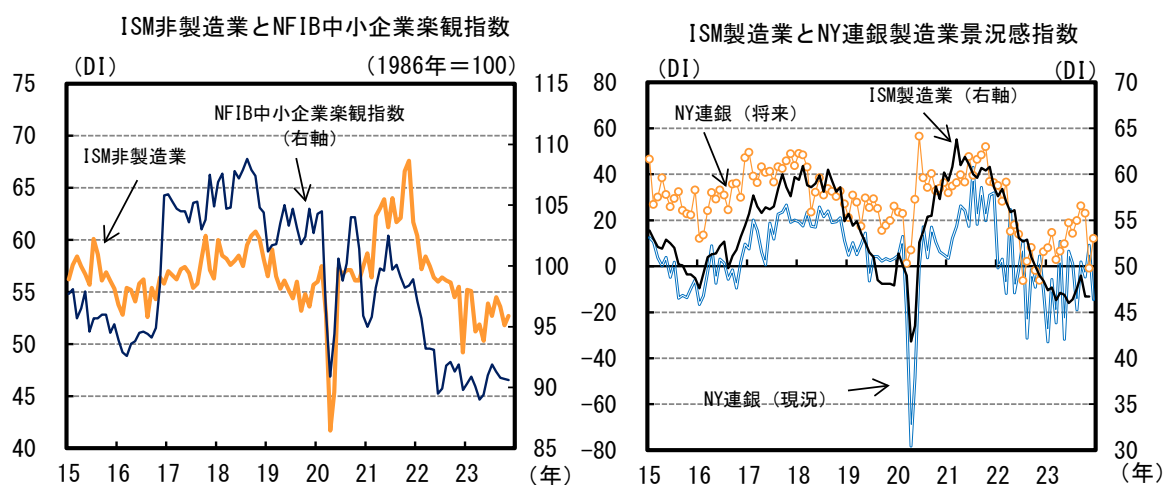
非製造業の企業マインドは3カ月ぶりに改善も、製造業は引き続き低調

2023年11月のISM景況感指数は、製造業が前月から横ばいの46.7%となった。他方で非製造業は前月差+0.9%ptと3カ月ぶりに改善し、水準は52.7%となった。構成項目を見ると、製造業に関しては、新規受注指数、在庫指数が改善した一方で、生産指数、雇用指数が悪化した。非製造業に関しては、新規受注指数は横ばいとなったものの、事業活動指数、入荷遅延指数、雇用指数が改善した。続いて、企業のコメントを見ると、製造業は景気減速に言及するコメントが目立つとともに、UAWによる自動車関連のストライキの影響で、在庫が積み上がっている点も指摘された。非製造業に関しては、人員確保の難しさを指摘する声はあるものの、ビジネスは相対的に堅調という見解が多い。

中小企業のマインドに関しては、2023年11月のNFIB（全米独立企業連盟）中小企業楽観指数は、前月差▲0.1ptと4カ月連続で悪化し、水準は90.6となった。内訳項目を見ると、在庫投資増加計画、求人状況の悪化幅が大きかった。NFIBは、2023年第3四半期に経済が好調だったことで求人が増加した一方、その求人を埋めることができていない点や、インフレが引き続き課題であるとコメントしている。

足元の企業マインドをまとめると、非製造業のマインドは改善した一方で、製造業や中小企業のマインドは引き続き弱さが見られる。2023年12月中旬までの動向を含むNY連銀製造業景況感指数を見ると、現況指数（前月差▲23.6pt）が大幅に悪化し、再びマイナスに転じた。将来指数（同+13.0pt）については3カ月ぶりに改善し、水準もプラスとなった。ただし、将来指数に関しても、3カ月移動平均で見ると悪化傾向を示しつつあり、先行きに対して楽観的とはいえないだろう。製造業については、自動車関連のストライキが終結したことはマインドを改善させ得るが、ISM景況感指数の企業コメントで景気減速を懸念する声も見られることから、マインド改善が本格化する見込みはまだ立たない。

図表7 ISM非製造業とNFIB中小企業楽観指数、ISM製造業とNY連銀製造業景況感指数

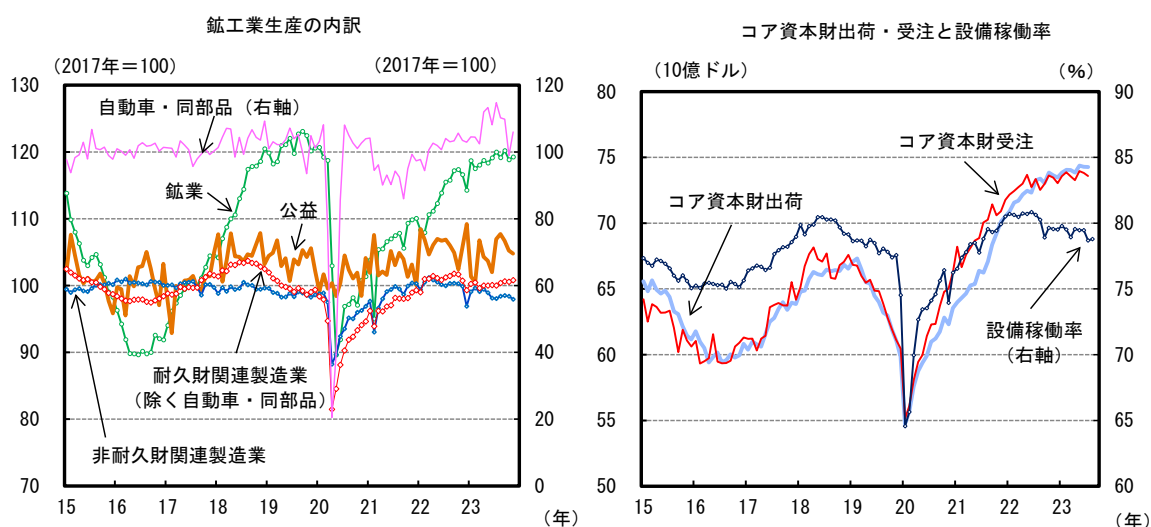


自動車関連のストライキの終結により鉱工業生産はプラスに転じる

企業の実体面に関して、2023年11月の鉱工業生産指数は前月比+0.2%とプラスに転じたものの、市場予想（Bloomberg 調査：同+0.3%）を下回った。また、過去分が下方修正され、とりわけ10月分についてはマイナス幅が拡大した（同▲0.6%→同▲0.9%）ことも踏まえれば、冴えない結果といえるだろう。11月の内訳を見ると、製造業（同+0.3%）、鉱業（同+0.3%）がプラスに転じた一方、公益（同▲0.4%）は3カ月連続でマイナスとなった。製造業の内訳を見ると、耐久財（同+1.2%）がプラスに転じたものの、非耐久財（同▲0.5%）は2カ月連続でマイナスとなった。耐久財に関しては、自動車関連のストライキが終結したことで、自動車・同部品（同+7.1%）が大幅なプラスに転じ、全体を押し上げた。さらに、自動車・同部品を除いた耐久財（同+0.2%）もプラスに転じた。非耐久財に関しては、ほとんどの業種でマイナスとなり、中でも衣服・革製品（同▲3.4%）、繊維・繊維製品（同▲1.9%）、紙（同▲1.1%）、石油・石炭製品（同▲0.7%）のマイナス幅が大きい。

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2023年10月に前月比▲0.0%とマイナス幅は縮小したものの、2カ月連続でマイナスとなった。さらに、先行指標であるコア資本財受注についても同▲0.3%と2カ月連続でマイナスとなった。続いて、2023年11月の設備稼働率に関しては前月差0.1%pt上昇し78.8%となったが、自動車関連のストライキ前の水準（2023年8月：79.5%）を下回っている。また、設備稼働率が長期平均（1972-2022年：79.7%）を5カ月連続で下回っていることから、設備の稼働状況はひっ迫していないといえる。今回の鉱工業生産を踏まえれば、自動車関連のストライキが終結したことで、企業の生産活動はストライキ前の状態に向けて回復し始めているといえる。しかし、前述の通り、製造業のマインドが低調なままであることや設備稼働率が長期平均を下回っていること、そして厳しい資金調達環境などを踏まえれば、生産活動や設備投資がストライキ前以上に活性化することは目先で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

足元までの経済指標を踏まえ、2023年10-12月期の実質GDP成長率は前期比年率+1.6%と7-9月期からはペースダウンすると見込む。引き締めの金融環境の中で住宅投資は再びマイナスに転じ、設備投資は減速すると考えられる。屋台骨の個人消費は年末商戦という消費喚起イベントによって支えられるものの、若年層の消費余力の低下等を背景に減速すると予想する。

引き締めの金融環境のもと、2024年上半期を中心に米国経済は減速傾向を強めることが想定される。2024年の1-3月期、4-6月期の実質GDP成長率はそれぞれ前期比年率+1%を下回る水準までペースダウンすると予想する。他方、需要が抑制されることで、最大の懸念事項であるインフレは更なる減速が見込まれる。その結果、2024年央には金融政策は利下げへと転じ、金融環境が幾分緩和する中で、7-9月期、10-12月期の実質GDP成長率はそれぞれ前期比年率で+1%を超えるペースを回復すると予想する。なお、2024年通年で見れば実質GDP成長率は前年比+1.5%と、同+2.0%前後とされる潜在成長率を下回るだろう。

2024年の米国経済は、インフレが緩やかに減速し、金融政策も利下げへと転じることで、雇用環境や景気も大幅な悪化を回避するというソフトランディングがメインシナリオである。一方、ソフトランディングを妨げるリスク要因として、①屋台骨である個人消費の腰折れ、②インフレ率の高止まり、そして③政治の停滞が挙げられる。インフレ率の高止まりによって金融引き締めが長引くことで、市場の利下げ期待が剥落、株価等の資産価格が下落し、その結果として逆資産効果が発生、個人消費が腰折れするという、リスク要因の①と②が連動するような事態が2024年の米国経済を巡る最大のリスクシナリオとなろう。そして、2024年11月の大統領選挙を控え、民主・共和両党間の対立が激化するという③政治の停滞が想定される。上記のリスクシナリオが現実化したとしても、必要な政策対応が遅れる可能性があるという点にも留意が必要だろう。

図表9 米国経済見通し

	四半期												暦年			
	2022				2023				2024				2021	2022	2023	2024
	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、%)	-2.0	-0.6	2.7	2.6	2.2	2.1	5.2	1.6	0.5	0.7	1.1	1.5	5.8	1.9	2.5	1.5
個人消費	0.0	2.0	1.6	1.2	3.8	0.8	3.6	2.5	1.5	1.1	1.3	1.6	8.4	2.5	2.2	1.8
設備投資	10.7	5.3	4.7	1.7	5.7	7.4	1.3	1.0	-2.3	-1.3	0.2	1.1	5.9	5.2	4.3	0.1
住宅投資	-1.8	-14.1	-26.4	-24.9	-5.3	-2.2	6.2	-5.5	-3.0	-0.8	0.9	1.4	10.7	-9.0	-11.1	-1.2
輸出	-4.6	10.6	16.2	-3.5	6.8	-9.3	6.0	1.8	0.8	1.1	1.4	1.7	6.3	7.0	2.5	1.1
輸入	14.7	4.1	-4.8	-4.3	1.3	-7.6	5.2	2.2	1.4	1.0	1.1	1.3	14.5	8.6	-1.6	1.3
政府支出	-2.9	-1.9	2.9	5.3	4.8	3.3	5.5	3.4	1.2	1.6	0.9	1.1	-0.3	-0.9	4.0	2.3
国内最終需要	0.7	0.9	0.7	0.7	3.8	2.0	3.7	2.2	0.8	0.8	1.1	1.4	6.6	1.7	2.2	1.5
民間最終需要	1.5	1.5	0.3	-0.2	3.6	1.7	3.3	1.9	0.7	0.6	1.1	1.5	8.1	2.3	1.8	1.4
鉱工業生産	3.7	4.1	2.1	-2.5	-0.3	0.8	1.8	-2.5	-0.3	0.0	1.2	1.6	4.4	3.4	0.2	0.0
消費者物価指数	9.2	9.7	5.5	4.2	3.8	2.7	3.6	2.6	2.8	2.1	2.8	2.4	4.7	8.0	4.1	2.7
失業率 (%)	3.8	3.6	3.5	3.6	3.5	3.5	3.7	3.8	4.1	4.3	4.3	4.2	5.4	3.6	3.6	4.2
貿易収支 (10億ドル)	-276	-251	-211	-214	-202	-204	-185	-198	-203	-203	-203	-202	-842	-951	-788	-811
経常収支 (10億ドル)	-284	-249	-223	-216	-214	-217	-200	-213	-217	-218	-217	-216	-831	-972	-844	-867
FFレート (%)	0.50	1.75	3.25	4.50	5.00	5.25	5.50	5.50	5.50	5.25	5.00	4.75	0.25	4.50	5.50	4.75
2年債利回り (%)	1.44	2.72	3.38	4.39	4.35	4.26	4.92	4.84	4.38	4.23	4.08	3.93	0.27	2.98	4.59	4.16
10年債利回り (%)	1.94	2.93	3.11	3.83	3.65	3.59	4.15	4.47	3.83	3.74	3.65	3.56	1.44	2.95	3.97	3.70

(注1) 網掛けは予想値。2023年12月20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

2024 年の欧州経済

高インフレ率の収束、利下げ開始で景気は持ち直しへ

橋本 政彦

[要約]

- 2023 年のユーロ圏経済は 1 年間を通じて停滞が続いた。前半の実質 GDP はプラス成長となったものの、1-3 月期、4-6 月期とも前期比+0.1%と小幅な成長にとどまり、7-9 月期にはマイナス成長に転じた。10-12 月期も停滞が続いており、2 四半期連続のマイナス成長となる可能性が高まっている。
- ただし、景気回復に向けた好材料が増えつつある。最大の好材料は、これまでユーロ圏経済における最大の悩みの種であった高インフレ率が収束しつつあることである。減少が続いてきた実質賃金は、2024 年は増加基調に転じるとみられ、横ばい圏で推移してきた個人消費は増加トレンドに復すると見込まれる。
- また、インフレの沈静化は、これまで引き締めが続いてきた金融政策を緩和方向へと転換させる大きな要因となる。賃金の高止まりなどを理由に、ECB は今のところ利下げに慎重な姿勢を見せているが、2024 年中には利下げへと舵を切ることになる。大和総研では、2024 年 6 月理事会での利下げ開始を予想する。
- インフレの鈍化傾向は英国でも同様であり、BOE についても 2024 年は利下げへの転換が主な焦点となる。だが、英国の CPI 上昇率は 3%台後半と依然として高く、インフレ率の高止まりに対する BOE の警戒感は一層強い。政策金利を現行水準で維持する期間は ECB よりも長引く公算が大きく、BOE の利下げ開始は 2024 年 8 月と見込む。
- なお、英国では 2024 年内に実施が見込まれる総選挙が注目イベントとなる。足元の支持率に鑑みると、保守党から労働党への政権交代が起こる可能性が高い。短期的な経済見通しに与える影響は限定的とみられるが、拡張財政を志向する労働党への政権交代は、長期金利など金融市場に影響を及ぼす可能性がある。

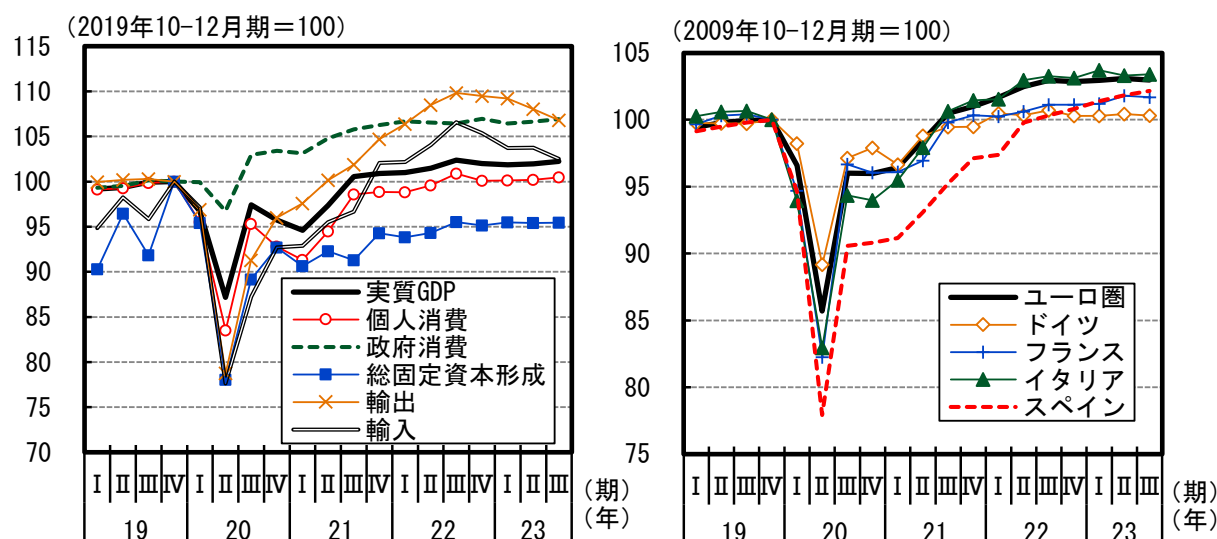
ユーロ圏経済

2023年のユーロ圏経済はほぼゼロ成長

2023年のユーロ圏経済を振り返ると、1年間を通じて停滞が続いたとまとめることができよう。実質 GDP の推移を確認すると、年前半はプラス成長が続いたが、1-3 月期、4-6 月期とも前期比+0.1%の小幅な成長にとどまり、7-9 月期は同▲0.1%と三 四半期ぶりのマイナス成長に転じた。7-9 月期の成長率の内訳を見ると、需要項目別では輸出が前期比▲1.1%と減少したことに加え、在庫の寄与度が前期比▲0.3%pt となったことが主な押し下げ要因となった。輸出の減少は 4 四半期連続であり、外需の不振がユーロ圏経済の下押しとなる状況が続いている。一方、内需に関して、個人消費は前期比+0.3%と三 四半期連続で増加し、増加幅が前期から加速した。ただし、2022 年 10-12 月期の減少分を補うには至らず、前年比では小幅なマイナスとなった。また、総固定資本形成も 4-6 月期の小幅な減少の後、7-9 月期はほぼ横ばいとなった。内需については減少傾向にある輸出ほど弱くはないものの、ここ 1 年間は横ばい圏で推移している。

ユーロ圏のうち経済規模が大きい主要 4 カ国（ドイツ、フランス、イタリア、スペイン）の状況を見ると、7-9 月期はドイツ（前期比▲0.1%）、フランス（同▲0.1%）がマイナス成長となる一方、イタリア（同+0.1%）、スペイン（同+0.3%）はプラス成長であった。特筆すべきは、ユーロ圏最大の経済規模を持つドイツの軟調さであろう。7-9 月期に限って見れば、ドイツとフランスの成長率は同程度であったが、フランスについては 4-6 月期が同+0.6%と高めの成長だったことからの反動減の側面がある。一方、ドイツについては、4-6 月期は同+0.1%と小幅な成長にとどまっており、その前の 1-3 月期もゼロ成長であった。既述のように、輸出の減少基調が続く中、外需、および製造業依存度の高いドイツは他国に比べて厳しい状況が続いている。欧州委員会やドイツ連銀などが予測するように、ドイツは 2023 年全体でもマイナス成長となる可能性が高い。

図表 1 ユーロ圏実質 GDP 成長率と需要項目別寄与（左）、実質 GDP の水準（右）



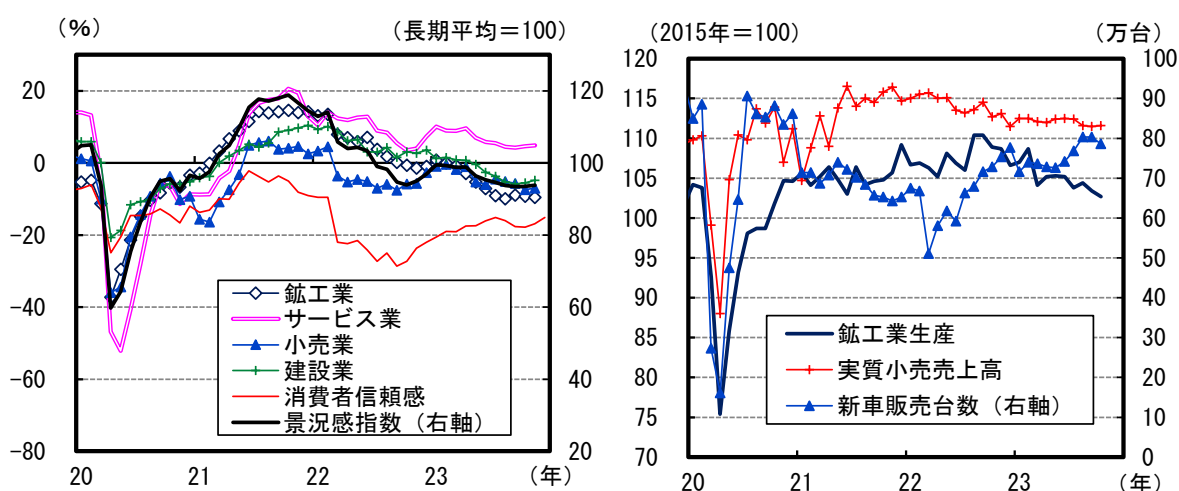
(出所) Eurostat より大和総研作成

10-12 月期もマイナス成長の可能性

10-12 月期の状況を見ていくと、景況感指数（総合、欧州委員会発表）は、10 月の小幅な改善（前月差+0.1pt）に続き、11 月も同+0.3pt と上昇した。指数の内訳では製造業が 2 ヶ月連続で低下したものの、これ以外の 4 系列が前月から上昇し、特に 4 ヶ月ぶりの上昇に転じた消費者信頼感指数が同+0.9%と大きく上昇し全体を押し上げた。しかし、景況感指数の水準は依然として低く、10-11 月の平均値は 93.7 とマイナス成長だった 7-9 月期平均（93.9）を下回ったままである。また、既に 12 月分が公表されたユーロ圏の PMI は、製造業が前月から横ばいとなる一方、非製造業が低下に転じ、ドイツ企業の景況感である ifo 景況感指数も 12 月は 4 ヶ月ぶりの低下に転じた。企業の景況感は 2023 年初年から秋口にかけてのような全面的な悪化ではなくなりつつあるものの、低空飛行が続いたままである。

ハードデータに目を向けると、10 月のユーロ圏の鉱工業生産指数は前月比▲0.7%となった。前月が同▲1.1%（10 月分公表時に同▲1.0%に上方修正）と低下していたことから、10 月は上昇に転じると見込まれていたが、期待に反して 2 ヶ月連続のマイナスとなった。生産水準は 2020 年 10 月以来の低さまで落ち込んでいる。財別に内訳を見ると、耐久消費財を中心に消費財が同+0.5%と上昇したほか、エネルギーが同+1.1%と 3 ヶ月ぶりの上昇に転じた。他方、資本財が同▲1.4%と大きく落ち込んだこと、および中間財の低下（同▲0.6%）が全体を押し下げた。国別では、振れが大きいアイルランドが同▲7.0%と大きく低下し全体を押し下げたことはやや割り引いて見る必要があるものの、ドイツ（同▲0.1%）、フランス（同▲0.3%）、イタリア（同▲0.2%）、スペイン（同▲0.6%）と、主要国の指数が軒並み低下している。ヘッドラインの悪化に加えて内容の印象も悪い。

図表 2 ユーロ圏の景況感指数と内訳（左）、鉱工業生産・実質小売売上高・新車販売台数（右）



（出所）欧州委員会、Eurostat、ECB より大和総研作成

個人消費関連のデータでは、10 月の実質小売売上高は前月比+0.1%と小幅に増加した。もっとも、9 月まで 3 ヶ月連続で減少していたことに鑑みると、10 月の増加幅は小さく、引き続き実質小売売上高は勢いを欠いている。ドイツが同+1.2%と 5 ヶ月ぶりの増加に転じ、イタリア

も同+0.2%と9ヵ月ぶりの増加に転じた一方で、フランスが同▲1.0%と落ち込み、スペインが同▲0.4%と8ヵ月ぶりに減少したことが押し下げ要因となった。業種別では、非食品（除く燃料）が同+0.8%と増加する一方、食品・飲料・たばこが同▲1.1%、自動車燃料が前月比▲0.8%といずれも2ヵ月ぶりに減少した。また、小売売上高に含まれない自動車に関して、7-9月期に好調だった新車販売台数は10月に前月比▲2.2%減少した。7-9月期のGDPベースの個人消費は、実質小売売上高が前期比▲0.4%と減少したにもかかわらず増加したが、これは財消費の減少分をサービス消費の増加が補ったためとみられる¹。10月も同様に、小売売上高や自動車販売台数が減少する裏でサービス消費が個人消費を下支えしている可能性も否定できないものの、少なくとも財消費の動向は冴えない。

こうした足元の経済指標の弱さを踏まえると、ユーロ圏の実質GDPは10-12月期も高い成長は見込み難い。大和総研では現時点では10-12月期はゼロ成長を見込んでいるものの、2四半期連続のマイナス成長となりテクニカルリセッション入りすることも十分に想定し得る。

2024年の好材料①：インフレ率の沈静化

ここまで見てきた通り、2023年のユーロ圏経済は停滞が続いてきた。しかし、景気回復に向けた好材料が増えつつある。最大の好材料は、これまでユーロ圏経済における最大の悩みの種であった高インフレ率が収束しつつあることである。

ユーロ圏の消費者物価指数（HICP）は2022年10月の前年比+10.6%をピークに、2023年11月時点では同+2.4%とピークの4分の1未満まで上昇率が縮小している。インフレ率鈍化の最大の要因は、ロシアのウクライナ侵攻後に急騰した原油や天然ガス価格が低下し、エネルギーによる押し上げが剥落してきたことである。エネルギー価格は足元ではむしろ前年割れとなり、インフレ率を押し下げる要因となっている。ただし、さらなる資源価格の低下がない限り、今後はエネルギーによるインフレ率の下押し幅は縮小していく。

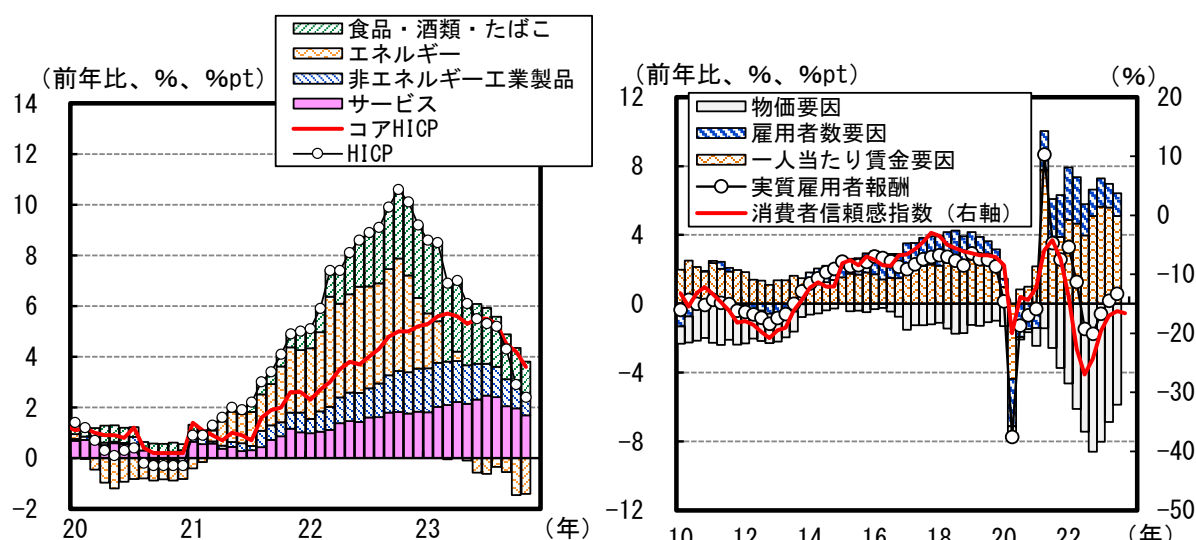
他方で、エネルギー価格に遅れてピークアウトしたコアHICPの鈍化は先行きも続くと考えられる。コアHICPの上昇ペース鈍化の背景には、供給制約の解消と世界経済の減速を受けた川上価格の下落があるが、そうした傾向は足元でも継続している。ユーロ圏のエネルギーを除く生産者物価は2023年10月まで7ヵ月連続で前月から低下し、前年比ベースでは2020年10月以来のマイナスに転じた。こうした川上価格の下落は、タイムラグを伴って消費者物価に波及するとみられ、とりわけ財価格のディスインフレ圧力は強い。エネルギー価格の低下を主因としたこれまでと比較すれば、ペースは減速するとみられるものの、HICPの上昇幅の縮小傾向は2024年も継続する見通しである。

インフレ率の鈍化を受けて、家計の購買力は着実に改善しつつあり、こうした傾向は2024年

¹ ユーロ圏全体の財・サービス別個人消費の内訳は公表されていないが、内訳が公表されている12ヵ国の合計（ドイツ、エストニア、アイルランド、フランス、イタリア、キプロス、ラトビア、ルクセンブルク、マルタ、オランダ、オーストリア、スロバキア）では、7-9月期の実質財消費は前期比▲0.2%、実質サービス消費は同+0.3%となった。

も続くことになる。ユーロ圏の実質賃金²はマイナス幅を縮小しつつ、2023年7-9月期時点でも前年割れとなったが、インフレ率がさらに縮小するとみられる10-12月期には2022年1-3月以来の前年比プラス圏へと浮上する可能性が高い。また、景気が冴えない中でも、失業率は依然として過去最低水準で推移するなど、労働市場はひっ迫した状態が続いている。コロナ禍以降の労働時間の減少や高齢化に伴う熟練労働者の不足などを背景に、求人件数などに見る企業の労働需要は引き続き高い水準にある。高インフレを背景とした賃上げ圧力は和らいでいるものの、労働需給のひっ迫が続く中、賃金は高めの伸びが続くとみられ、実質賃金は先行きも増加基調が続くことになる。失業率が歴史的に低い水準にあることで、労働供給不足がボトルネックとなる可能性はあるものの、雇用者数の増加も続く公算が大きい。雇用・所得環境の改善は、底打ちしつつも低水準にとどまる消費者マインドを押し上げるとみられ、個人消費の持ち直しに向けた条件は整いつつある。

図表3 ユーロ圏HICPの推移（左）、実質雇用者報酬の要因分解と消費者信頼感指数（右）



(注) 右図の実質雇用者報酬は個人消費デフレーターで実質化。消費者信頼感指数は四半期平均値。

(出所) Eurostat、欧州委員会より大和総研作成

2024年の好材料②：ECBによる利下げへの転換

また、インフレの沈静化はそれ自体が景気を押し上げるのみならず、これまで引き締めが続いてきた金融政策を緩和方向へと転換させる大きな要因となる。実際、ECBの政策転換を見越して、長期金利は10月をピークに既に大幅に低下している。

もっとも、ECBはインフレ目標達成のため、引き締めの金融環境を続けるというスタンスを現時点では崩していない。2会合連続で政策金利の据え置きが決定された2023年12月のECB理事会の声明文では、「金利が十分に長期間維持されればこの目標に大きく貢献する水準にある」というフォワードガイダンスが維持されている。また、ラガルド総裁は声明文公表後の会見で、

² 一人当たり雇用者報酬を個人消費デフレーターで実質化。

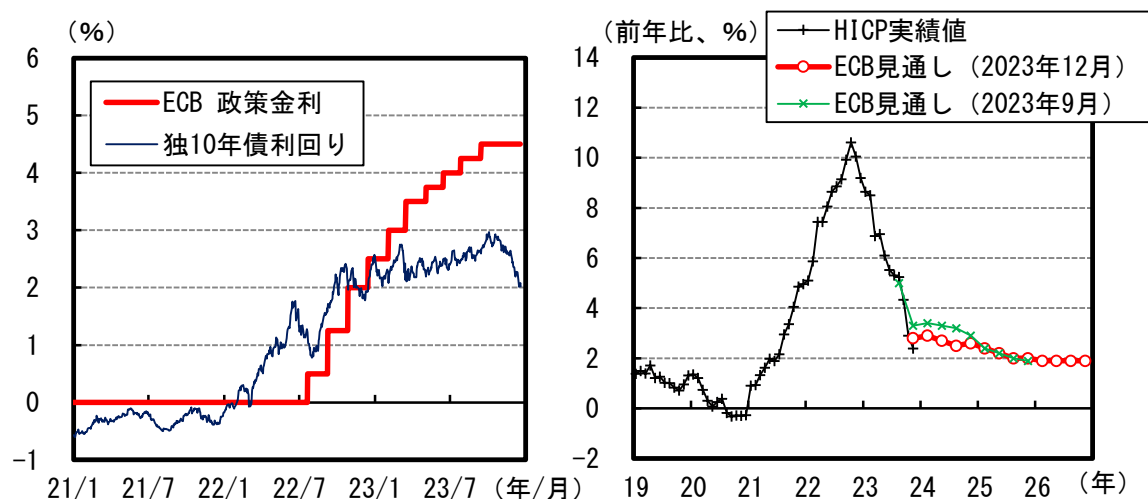
利下げに関する議論は行われなかったと明言し、市場の早期利下げ期待を明確に押し返した。

市場に比べて ECB が利下げに対して慎重な背景には、インフレ率の上振れリスクを依然として懸念していることがある。12月の理事会で公表された ECB による見通しでは、前回、9月の見通し公表以降の HICP の下振れを受けて、足元を中心にインフレ率の見通しが下方修正された。一方で、インフレ率が 2%に達するタイミングについては、2025年7-9月期と9月時点の見通しから変わっておらず、先行きの見方は慎重である。

ラガルド総裁は会見で、国内のインフレ圧力の強さ、具体的にはユニットレーバーコストに代表される賃金の高止まりと、そうした賃金上昇を販売価格に転嫁することによる企業収益の伸びを懸念材料として挙げた。同時に、2024年前半に賃金関連のデータが多く公表されることにも言及しており、利下げ開始に向けてそれらのデータを見極めたいとの意向と考えられる。利下げの開始は早くても 2024年半ばとなるとみられ、大和総研では 2024年6月理事会に利下げを開始し、その後3ヵ月ごとの利下げを予想する。

なお、現状は ECB が利下げに転じるタイミングが最大の焦点となっているが、実際に利下げが開始された後のテーマは、利下げのペース、および利下げを停止する金利水準となろう。利下げ開始のタイミングと同様、これらも経済指標次第で判断されることになるとみられる。利下げの開始後も、経済指標や当局者の発言などに一喜一憂する形で、金利のボラティリティが高くなる可能性には注意が必要であろう。

図表4 ECBの政策金利とドイツ長期金利（左）、ECBによるHICP見通し



(注) 左図の政策金利は主要リファイナンスオペ金利。
(出所) ECB、Eurostat、Bloomberg より大和総研作成

2024年の財政は緊縮傾向継続

緩和方向へと舵を切る金融政策とは対照的に、財政政策については 2024年に緊縮化が進むことになる。コロナ危機と、その後のエネルギー危機への対応のため、これまで欧州の財政は緩和的な状況が続いてきたが、危機が収束したことで財政健全化の機運が高まっている。危機対応

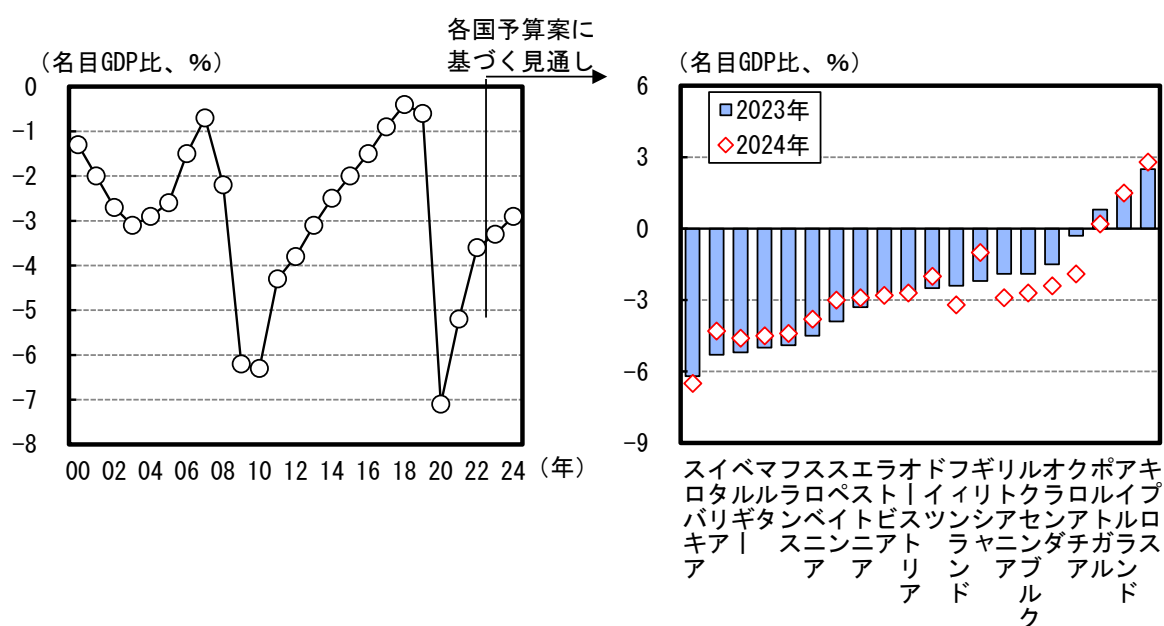
として2020年以降、適用が一時停止されていたEU加盟国に対する財政規律ルール（財政赤字対名目GDP比を3%以下、債務残高対名目GDP比を60%以下に抑える）は、2024年から適用が再開される。なお、財政規律ルールは、財政健全化と成長投資の両立を目指し見直しが進められているが、加盟国間での意見対立により新たなルールはまだ合意されていない。

11月に欧州委員会が公表した各国政府予算案に基づく財政見通しによれば、2022年に3.6%だったユーロ圏の財政赤字対名目GDP比は、2023年に3.3%、2024年には2.9%まで縮小すると見込まれる。財政の縮小規模はさほど大きくないことから、景気を急激に悪化させるほどのインパクトはないとみられるものの、景気の下支え効果は2023年からさらに小さくなる。

もっとも、財政の緊縮度合いは国によってばらつきがある点には注意が必要である。個別国の計画を見ると、8カ国（ベルギー、スペイン、フランス、イタリア、ラトビア、マルタ、スロベニア、スロバキア）では2023年、2024年とも財政赤字が基準の3%を超え、フィンランドは2024年に同水準を超えている。欧州委員会は2024年春に、2023年の実績値を踏まえてルール抵触によるEDP（過剰債務手続き）入りの判断を行う方針を明らかにしており、その判断内容が大きな注目点となろう。

一方、ドイツでは、コロナ禍対策として計上した予算の未使用分を翌年度以降に転用したことを違憲とする連邦憲法裁判所の判決によって、2024年度予算のうち約170億ユーロを穴埋めする必要が生じた。これに対しドイツの連立政権は12月13日に、歳出削減と炭素税の引き上げによる予算確保に合意した。同時に、コロナ禍以降適用が停止されていた、均衡財政を義務付ける「債務ブレーキ」の適用を2024年から再開することが決定されている。景気の停滞感が強いドイツでは、自国のルールによってより厳しい財政緊縮を強いられることになる。

図表5 ユーロ圏の財政収支（左）、各国予算案に基づく財政収支見通し（右）



(出所) Eurostat、欧州委員会より大和総研作成

2024 年の実質 GDP 成長率は前年比+0.8%と予想

以上を踏まえ、大和総研では 2024 年のユーロ圏の実質 GDP 成長率は前年比+0.8%と予想する。暦年ベースで見れば 2023 年予想の+0.5%からわずかに加速する形にとどまるが、2023 年は成長率のゲタが+0.4%あったことに鑑みれば、四半期ベースでのモメンタムは 2024 年にかけて回復する見通しである。

景気回復のメインドライバーは、ここまで見てきた通り、実質所得の回復と金利低下を背景とした個人消費とみられ、その好影響は足元で停滞感が強い企業部門にも徐々に波及していくと見込む。また、金利低下の恩恵は家計部門のみならず企業部門にも及び、投資の回復を後押しする要因になるだろう。

他方、リスクとしては、インフレ率の上振れが挙げられよう。インフレ率が想定外に高止まりすることになれば、購買力の改善を阻害することに加え、利下げへの転換が見込まれる金融政策の経路にも大きな影響を及ぼすことになる。インフレ率の上振れ要因としては、エネルギー価格が再び上昇するきっかけとなり得る、ウクライナ問題や中東情勢など、地政学リスクの高まりが挙げられる。地政学リスクの高まりは、それ自体が家計や企業マインドを悪化させる可能性もあり、引き続き動向を注視していく必要があるだろう。

英国経済

低成長が続く中、労働市場も緩やかに悪化

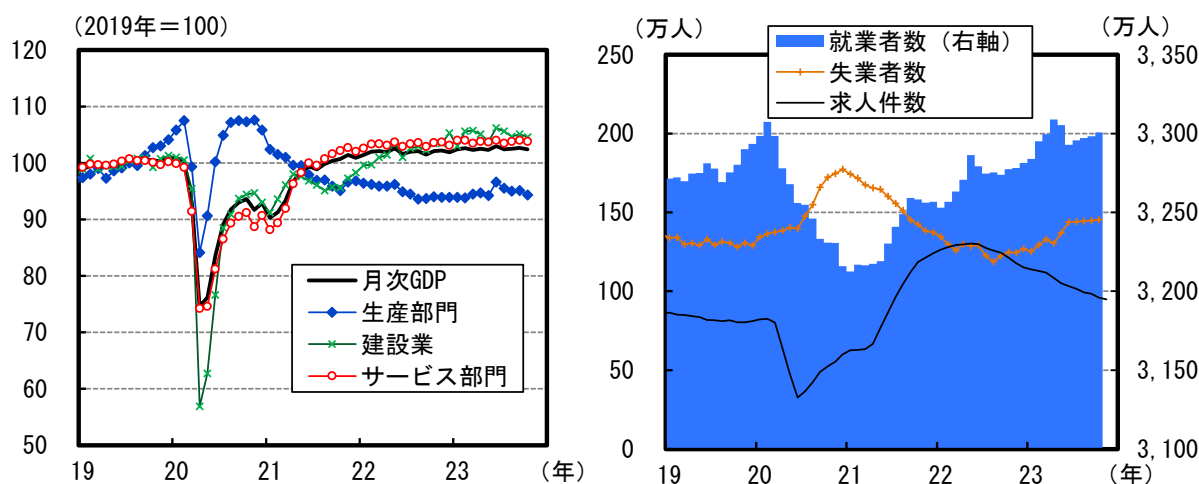
英国経済もユーロ圏と同じく、2023 年の成長は非常に弱いものとなった。四半期ごとの実質 GDP の推移を確認すると、1-3 月期が前期比+0.3%、4-6 月期が同+0.2%、7-9 月期が同▲0.0% となり、7-9 月期が小幅なマイナス成長であったこともユーロ圏と同様である。ただし、ユーロ圏では、7-9 月期のマイナス成長の主な要因が外需、および在庫投資であったのに対し、英国においては個人消費、総固定資本形成の減少が主な下押し要因となっており、内容は英国の方が悪い。

10 月以降の動向に関して、英国の 10 月の月次 GDP は前月比▲0.3%と減少した。四半期ベースで小幅なマイナス成長となった 7-9 月期は 7 月の減少の後、8、9 月は増加していた。だが、10 月に入って再び減少に転じたことで月次 GDP の水準は 7 月と同程度となり、7-9 月期平均を 0.1%下回っている。業種別の動向を見ると、製造業を中心とした生産部門（前月比▲0.8%）の落ち込みが特に大きかったが、これに加えて建設業が同▲0.5%と 2 ヶ月ぶりに減少し、サービス部門も同▲0.2%と 3 ヶ月ぶりの減少に転じており、幅広い業種の活動が停滞している。

こうした経済活動の停滞を背景に、労働市場は徐々に悪化しつつある。求人情数の 9-11 月平均は 94.9 万件と 18 ヶ月連続で減少し、依然としてコロナ禍前を上回る高水準とはいえ、減少基調にある。8-10 月の失業率は 4.2%と 4-6 月以降横ばいで推移しているものの、直近のボトムである 2022 年 6-8 月の 3.5%からは幾分上昇しており、失業者数は 6 ヶ月連続で増加してい

る。また、就業者数の増加も 2023 年に入って伸び悩んでいる³。

図表 6 英国の月次 GDP の推移（左）、求人情数・失業者数・就業者数（右）



(注) 右図のデータは3ヵ月後方移動平均値。就業者数、失業者数は2023年5-7月以降、実験統計ベース。
(出所) ONS より大和総研作成

インフレ率は鈍化しつつも2%目標達成にはまだ遠く、BOEは警戒姿勢を維持

労働需給が緩和してきたことで、賃金は依然として高い伸びが続きつつも、頭打ちの兆しが見られている。10月の名目賃金（含む賞与）は前年比+6.0%と前月の同+8.5%から大幅に伸びが鈍化し、2023年3月以来の低さとなった。振れが大きい賞与を除くベースでも、同+6.3%と前月の同+7.7%から減速している。一方、賃金上昇率の減速と同時に、インフレ率も鈍化傾向が続いているため、8-10月の実質賃金（含む賞与）は同+1.3%と7-9月の同+1.5%から小幅な縮小にとどまり、賞与を除くベースでは同+1.4%と前月の同+1.3%から加速している。

CPIは10月に前年比+4.6%と9月（同+6.7%）から大きく伸びが鈍化した後、11月は同+3.9%と2021年9月以来の3%台となった。コアCPIも財価格の減速を主因に同+5.1%と前月の同+5.7%から大幅に伸びが縮小している。ユーロ圏と同様、川上価格の下落を受けて財価格の減速は今後も続くと思われることに加え、賃金上昇率の鈍化と歩調を合わせる形でサービス価格の上昇率も縮小していくと見込まれる。インフレの沈静化によって実質賃金はプラス圏での推移が続くとみられ、個人消費の押し上げ要因となろう。また、インフレ率の鈍化は、2023年の英国経済停滞の一因となったストライキの減少に繋がることも期待される。

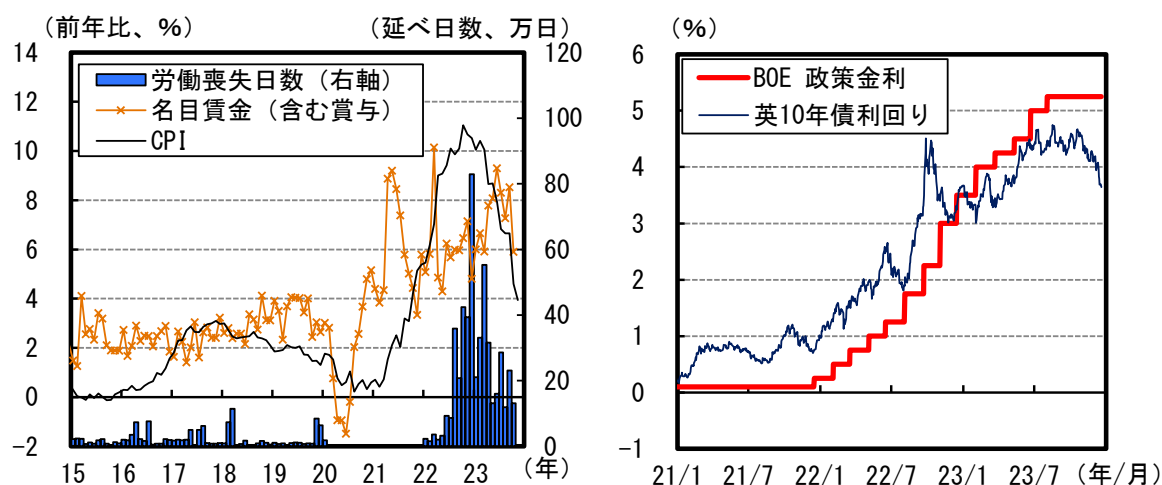
インフレ率の鈍化傾向を受けて、BOEの金融政策についても2024年は利下げへの転換が主な焦点となる。BOEは2023年12月の金融政策委員会で、3会合連続での政策金利の据え置きを決定し、利上げサイクルは一服している。ただし、CPIは依然として2%を大きく上回っており、インフレ率の高止まりに対するBOEの警戒感強い。実際、声明文には「より持続的なインフレ圧力の証拠があれば、金融政策のさらなる引き締めが必要となる」との表現が残され、追加利上

³ 統計精度の低下により、ONSは一部の労働統計の公表を一時停止しており、失業率、失業者数、就業者数の2023年5-7月以降の値は別統計を用いてONSが推計した実験統計ベース。

げの可能性を排除していない。また、12月の金融政策委員会では、9名の委員のうち3名（グリーン委員、ハスケル委員、マン委員）が、25bpの追加利上げを主張したことから、BOEのタカ派的なスタンスは明らかである。

インフレ率が着実に鈍化していることを踏まえれば、BOEが追加利上げに踏み切る可能性は低いとみられるものの、政策金利を現行水準で維持する期間はユーロ圏よりも長引く公算が大きい。大和総研では、ECBからやや遅れる形で、2024年8月の利下げ開始、2024年末までに合計50bpの利下げを予想する。

図表7 英国のCPI、賃金、ストライキによる労働喪失日数（左）、政策金利と長期金利（右）



(注) 左図の労働喪失日数の2020年2月から2021年12月は欠損値。

(出所) ONS、BOE、Bloomberg より大和総研作成

2024年の総選挙では、政権交代の可能性大

2024年の英国における注目点として、総選挙に向けた政策動向が挙げられる。支持率低迷に悩む与党保守党は支持率回復を狙い、11月に公表した秋季財政報告の中で、国民保険料率の引き下げ、企業向け設備投資減税の恒久化などの減税策を発表した。もっとも、2022年にトラス前政権が打ち出した財政の裏付けを持たない減税策が金利急騰を招いた経験もあり、政策の規模は限定的なものとなった。保守党は2024年春にも追加の減税策を打ち出す可能性があるが、やはり大規模な減税を実施するのは難しいだろう。11月の減税策発表後も保守党の支持率は目立って上昇しておらず、労働党の支持率が保守党を大きく上回る状況が続いている。2024年に実施される見込みの総選挙では労働党への政権交代が基本シナリオとなる。

なお、英国の総選挙は2025年初が実施期限となっており、2024年末に実施される可能性が高いとみられているが、保守党が少しでも選挙を有利に進めるため、選挙時期を前倒しするとの観測が出てきた。仮にそうなったとしても、政権交代の可能性が大きく変わるとは考えづらく、短期的な経済見通しに与える影響は小さいとみられる。ただし、拡張財政を志向する労働党への政権交代は、長期金利など金融市場に影響を及ぼす可能性があることは念頭に置いておく必要がある。

図表8 ユーロ圏経済・金利見通し

	2022				2023				2024				2022	2023	2024
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4			
	前期比年率														
国内総生産	2.7%	3.3%	1.8%	-0.4%	0.4%	0.5%	-0.5%	0.0%	1.0%	1.2%	1.5%	1.7%	3.4%	0.5%	0.8%
家計消費支出	-0.2%	3.2%	5.3%	-3.0%	0.1%	0.1%	1.2%	0.8%	1.2%	1.4%	1.5%	1.7%	4.2%	0.5%	1.2%
政府消費支出	1.6%	-0.6%	-0.4%	2.0%	-1.9%	0.7%	1.1%	0.9%	0.9%	0.8%	0.8%	0.7%	1.6%	0.1%	0.9%
総固定資本形成	-2.0%	2.0%	5.2%	-1.6%	1.4%	-0.3%	0.1%	-1.4%	1.2%	1.5%	2.5%	2.8%	2.8%	0.7%	0.8%
輸出	6.6%	8.2%	5.1%	-1.3%	-1.0%	-4.2%	-4.5%	-2.0%	1.3%	1.9%	2.3%	3.1%	7.4%	-0.9%	-0.1%
輸入	0.5%	7.5%	10.1%	-4.5%	-6.1%	0.2%	-4.7%	-1.4%	1.5%	2.1%	2.5%	3.2%	8.0%	-1.4%	0.4%
	前年同期比 (除く失業率)														
国内総生産	5.4%	4.1%	2.4%	1.8%	1.3%	0.6%	0.0%	0.1%	0.3%	0.4%	0.9%	1.3%	3.4%	0.5%	0.8%
家計消費支出	8.2%	5.4%	2.3%	1.3%	1.3%	0.6%	-0.4%	0.6%	0.8%	1.1%	1.2%	1.4%	4.2%	0.5%	1.2%
政府消費支出	3.4%	1.7%	0.6%	0.7%	-0.2%	0.1%	0.5%	0.2%	0.9%	0.9%	0.8%	0.8%	1.6%	0.1%	0.9%
総固定資本形成	3.5%	2.2%	4.6%	0.9%	1.8%	1.2%	-0.1%	-0.0%	-0.1%	0.4%	1.0%	2.0%	2.8%	0.7%	0.8%
輸出	9.0%	8.3%	7.8%	4.6%	2.7%	-0.4%	-2.8%	-2.9%	-2.4%	-0.9%	0.9%	2.1%	7.4%	-0.9%	-0.1%
輸入	10.0%	9.0%	10.2%	3.3%	1.5%	-0.3%	-3.8%	-3.1%	-1.1%	-0.7%	1.2%	2.4%	8.0%	-1.4%	0.4%
鉱工業生産 (除く建設)	1.6%	1.9%	3.7%	1.4%	-0.0%	-1.4%	-4.7%	-4.0%	-2.4%	-0.7%	1.1%	1.9%	2.1%	-2.5%	-0.0%
実質小売売上高	6.1%	1.3%	-0.6%	-2.8%	-2.6%	-1.9%	-1.7%	-0.5%	-0.2%	0.1%	0.9%	1.4%	0.9%	-1.7%	0.5%
消費者物価	6.1%	8.0%	9.3%	10.0%	8.0%	6.2%	5.0%	2.8%	2.5%	2.5%	2.3%	2.2%	8.4%	5.4%	2.4%
生産者物価	33.1%	36.5%	41.1%	27.2%	10.9%	-1.4%	-10.5%	-8.9%	-5.0%	1.6%	3.1%	2.7%	34.3%	-3.0%	0.5%
失業率	6.8%	6.7%	6.7%	6.7%	6.6%	6.5%	6.5%	6.5%	6.6%	6.7%	6.7%	6.6%	6.7%	6.5%	6.7%
	10億ユーロ														
貿易収支	-52.2	-97.9	-128.5	-62.2	-6.8	1.4	23.3	25.0	27.8	30.2	32.9	35.5	-340.8	42.9	126.4
経常収支	19.6	-36.4	-65.4	-7.4	37.6	61.3	83.7	78.1	80.2	82.0	84.2	86.5	-89.5	260.6	333.0
独 国債10年物 (期中平均)	0.16%	1.09%	1.35%	2.13%	2.34%	2.37%	2.59%	2.54%	1.99%	1.92%	1.84%	1.80%	1.18%	2.46%	1.89%
欧 政策金利 (末値)	0.00%	0.00%	1.25%	2.50%	3.50%	4.00%	4.50%	4.50%	4.50%	4.25%	4.00%	3.75%	2.50%	4.50%	3.75%

(注) 網掛け部分は大和総研予想 (2023年12月20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

	2022				2023				2024				2022	2023	2024
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4			
	前期比年率														
国内総生産	2.1%	0.4%	-0.3%	0.5%	1.3%	0.8%	-0.1%	0.1%	0.4%	0.8%	1.2%	1.4%	4.3%	0.5%	0.5%
家計消費支出	2.9%	1.4%	-3.6%	-0.5%	3.0%	2.1%	-1.7%	0.4%	0.3%	0.4%	0.7%	0.9%	4.9%	0.5%	0.3%
一般政府消費支出	3.1%	-7.9%	3.0%	-2.9%	-4.6%	10.5%	-1.9%	1.0%	1.1%	1.2%	1.3%	1.3%	2.5%	-0.2%	1.3%
総固定資本形成	25.0%	0.3%	5.1%	0.1%	10.4%	3.3%	-7.8%	-2.1%	-1.0%	0.8%	1.5%	2.3%	7.9%	2.6%	-1.0%
輸出等	-27.7%	24.2%	52.1%	0.7%	-23.3%	-3.6%	2.2%	-3.3%	1.7%	2.5%	2.7%	2.7%	8.6%	-0.8%	0.8%
輸入等	42.7%	7.7%	-12.7%	1.9%	-6.9%	9.2%	-3.1%	-2.3%	1.2%	1.7%	1.9%	1.9%	14.1%	-1.6%	0.7%
	前年同期比 (除く失業率)														
国内総生産	11.4%	3.9%	2.1%	0.7%	0.5%	0.6%	0.6%	0.5%	0.3%	0.3%	0.6%	1.0%	4.3%	0.5%	0.5%
家計消費支出	16.2%	4.3%	0.4%	0.0%	0.0%	0.2%	0.7%	0.9%	0.3%	-0.2%	0.4%	0.6%	4.9%	0.5%	0.3%
一般政府消費支出	10.8%	0.7%	0.5%	-1.3%	-3.2%	1.3%	0.1%	1.1%	2.6%	0.3%	1.1%	1.2%	2.5%	-0.2%	1.3%
総固定資本形成	11.4%	5.7%	7.7%	7.2%	3.9%	4.6%	1.3%	0.7%	-2.0%	-2.6%	-0.2%	0.9%	7.9%	2.6%	-1.0%
輸出等	4.6%	2.5%	19.0%	8.3%	9.9%	3.2%	-6.6%	-7.5%	-0.8%	0.8%	0.9%	2.4%	8.6%	-0.8%	0.8%
輸入等	20.8%	18.5%	9.9%	8.1%	-2.8%	-2.5%	0.1%	-1.0%	1.1%	-0.7%	0.6%	1.7%	14.1%	-1.6%	0.7%
鉱工業生産	-5.4%	-3.4%	-2.8%	-2.3%	-2.2%	-0.5%	1.3%	0.6%	0.7%	-0.2%	0.0%	1.0%	-3.5%	-0.2%	0.4%
実質小売売上高	6.1%	-6.3%	-5.6%	-6.5%	-4.9%	-2.8%	-2.0%	-1.6%	-1.4%	-1.4%	-0.2%	1.0%	-3.3%	-2.8%	-0.5%
消費者物価	6.2%	9.2%	10.0%	10.7%	10.2%	8.4%	6.7%	4.1%	4.1%	3.0%	2.9%	2.9%	9.1%	7.3%	3.2%
生産者物価 (出荷価格)	11.5%	17.8%	18.8%	15.8%	11.1%	2.8%	-0.1%	-0.1%	1.2%	3.9%	4.1%	3.2%	16.0%	3.2%	3.1%
失業率	3.7%	3.8%	3.6%	3.7%	3.9%	4.2%	4.2%	4.2%	4.3%	4.4%	4.5%	4.5%	3.7%	4.1%	4.4%
	10億ポンド														
貿易収支	-68.2	-62.1	-48.1	-40.9	-49.7	-48.1	-42.8	-42.2	-40.9	-40.6	-40.0	-39.2	-219.3	-182.8	-160.7
経常収支	-46.8	-25.2	-10.0	3.6	-15.2	-25.3	-19.9	-19.3	-17.7	-17.3	-16.7	-16.0	-78.3	-79.6	-67.7
国債10年物 (期中平均)	1.42%	2.04%	2.66%	3.68%	3.54%	3.99%	4.46%	4.25%	3.53%	3.47%	3.42%	3.40%	2.45%	4.06%	3.46%
政策金利 (末値)	0.75%	1.25%	2.25%	3.50%	4.25%	5.00%	5.25%	5.25%	5.25%	5.25%	5.00%	4.75%	3.50%	5.25%	4.75%

(注1) 網掛け部分は大和総研予想 (2023年12月20日時点)。

(注2) 2023年7-9月期以降の失業率は別統計を用いてONSが推計する実験統計ベース。

(出所) ONS、BOE より大和総研作成

2024 年の中国経済

24 年の成長率目標は 5%か？達成の鍵は民営企業へのサポート強化

齋藤 尚登

[要約]

- 2023 年の中国の実質 GDP 成長率は前年比 5.4%（以下、変化率は前年比、前年同期比）程度にとどまろう。3 月の第 14 期全国人民代表大会（全人代、日本の国会に相当）第 1 回会議では、2023 年の政府成長率目標を 5%前後としたが、それを上回る可能性が高い。それでも「とどまる」と表現したのは、2022 年が第 2 次コロナショックの影響で低成長（3.0%）を余儀なくされた反動の域を出ないためである。景気は回復したが力強さに欠けたのは、不動産不況やリベンジ消費の不発によるところが大きい。さらに、この 2 つの元をたどると「国進民退」（政策の恩恵が国有企業に集中し、民営企業は放っておかれるかマイナスの影響が出る）に行きつく。
- 大和総研は 2024 年の中国の実質 GDP 成長率を 4.3%程度と予想していたが、これを 5.0%程度に引き上げる。2024 年 3 月の全人代における政府成長率目標が 2023 年と同じ 5%前後に設定される場合、引き続き拡張的な財政政策が取られよう。さらに、2023 年 11 月以降、民営企業への強力なテコ入れが始まりつつあるなど好ましい変化も出始めた。民営企業への強力な支援が奏功すれば、民営デベロッパーへの信頼感がある程度回復し、不動産市場も安定化に向かうと期待される。一方で、政府成長率目標が 4.5%程度に設定され、「国進民退」が続くようなら、2024 年の実質 GDP 成長率は従来見通しの 4.3%程度にとどまろう。

2023 年の中国経済～力強さに欠けた景気回復～

2023 年の中国の実質 GDP 成長率は前年比 5.4%（以下、変化率は前年比、前年同期比）程度にとどまろう。3 月の第 14 期全国人民代表大会（全人代、日本の国会に相当）第 1 回会議では、2023 年の政府成長率目標を 5%前後としたが、それを上回る可能性が高い。それでも「とどまる」と表現したのは、2022 年が第 2 次コロナショックの影響で低成長（3.0%）を余儀なくされた反動の域を出ないためである。

景気は回復したが力強さに欠けたのは、不動産不況やリベンジ消費の不発によるところが大きい。

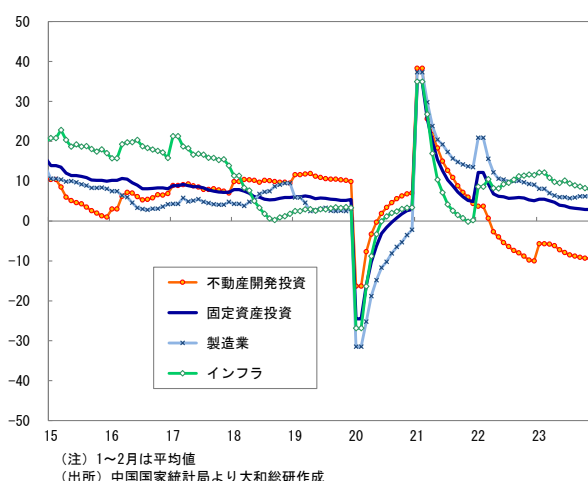
不動産不況

固定資産投資は 2022 年の 5.1%増から 2023 年 1 月～11 月は 2.9%増に減速した。2023 年 1 月～11 月の分野別内訳は、製造業投資が 6.3%増（2022 年は 9.1%増）、電気・水道・ガスを含むインフラ投資は 8.0%増（同 11.5%増）、不動産開発投資は 9.4%減（同 10.0%減）だった。不動産開発投資は 2 年連続で大幅減となる可能性が高く、景気の足を大きく引っ張っている。

不動産不況のきっかけは 2020 年 8 月からの中国版総量規制の導入だ。中国人民銀行と住宅・都市農村建設部は、デベロッパーの負債状況に対して、総負債比率 70%以上など「3 つのレッドライン」を設け、3 つとも抵触した高リスク企業は、以後は新たに有利子負債を増やすことはできないとする厳格な融資管理を実施した。一方で、1 つも抵触していない低リスクのデベロッパーは、15%増以内であれば有利子負債の増加が認められるとした。

財務の健全性の高いデベロッパーが生き残る優勝劣敗が進むと期待されたわけだが、実際は全く異なる様相を呈した。中国内外の上場デベロッパー 55 社の 3 つのレッドライン抵触状況と、

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：％）



債務不履行（デフォルト）・債務返済猶予の状況を見ると、かつて財務の健全性が高かったデベロッパーも相次いでデフォルトやデフォルト寸前に追い込まれている。その数は33社に達した。特徴は、民営デベロッパーが実に30社を数えた一方で、国有デベロッパーはわずか3社にとどまっていることだ（2023年12月20日時点）。「民営デベロッパーはデフォルト・倒産の可能性が高い」というイメージが定着し、購入者は民営デベロッパーの物件の購入を回避した。このため、民営デベロッパーの売上は急減し、赤字に転落。資金調達難に陥り、工事中断問題が社会問題化したのである。

不動産デベロッパー（上場会社）の負債関連の3つのレッドライン抵触状況と融資規制 （2023年12月20日時点。2021年度決算）

レッドライン 抵触数	表示	リスク	年間の有利子 負債増加率	社名
ゼロ	緑	リスク小	15%以内	中国海外発展（中央企業）、華潤置地（中央企業）、招商蛇口（中央企業）、合生創展集團（民営企業）、中国金茂（中央企業）、濱江集團（民営企業）、仁恒置地集團（民営企業）、雅居樂集團（民営企業）、華發株式（国有企業）、中駿集團ホールディング（民営企業）、龍湖集團（民営企業）、建發國際集團（国有企業）、金地集團（国有企業）、遠洋集團（国有企業）、弘陽不動産（民営企業）、万科企業（国有企業）、華僑城集團（中央企業）、越秀不動産（国有企業）、禹州不動産（民営企業）、保利發展（中央企業）、德信中国（民営企業）、旭輝ホールディング集團（民営企業）、新城ホールディング（民営企業）、金輝集團（民営企業）
1	黄	↑ ↓	10%以内	融信中国（民営企業）、金科株式（民営企業）、綠城中国（国有企業）、大悅城不動産（国有企業）、龍光集團（民営企業）、合景泰富集團（民営企業）、美的置業（民営企業）、碧桂園（民営企業）、時代中国ホールディング（民営企業）、中梁ホールディング（民営企業）、大唐不動産（民営企業）、力高集團（民営企業）、建業不動産（民営企業）
2	橙		5%以内	首開株式（国有企業）、保利置業集團（中央企業）、宝龍不動産（民営企業）、正榮不動産（民営企業）、榮盛發展（民営企業）、中南建設（民営企業）、綠地ホールディング（国有企業）
3	赤		0%以内	富力不動産（民営企業）、中交不動産（中央企業）、陽光城（民営企業）
期限内に決算が未発表				融创中国（民営企業）、中国恒大（民営企業）、世茂集團（民営企業）、中国奥園（民営企業）、祥生ホールディング集團（民営企業）、佳兆業集團（民営企業）、新力ホールディング集團（民営企業）、花樣年ホールディング（民営企業）

（注1）3つのレッドラインでは、①前受金控除後の総負債比率（総負債÷総資産×100）が70%以上、②純負債資本比率（有利子負債から現預金を控除したもの÷資本×100）が100%以上、③現預金短期負債比率（現預金÷短期負債×100）が100%以下、であることを問題視している

（注2）赤い字は債務不履行（デフォルト）や債務返済猶予が報道されている企業

（出所）克而瑞不動産研究院（中国民間不動産シンクタンク）より大和総研作成

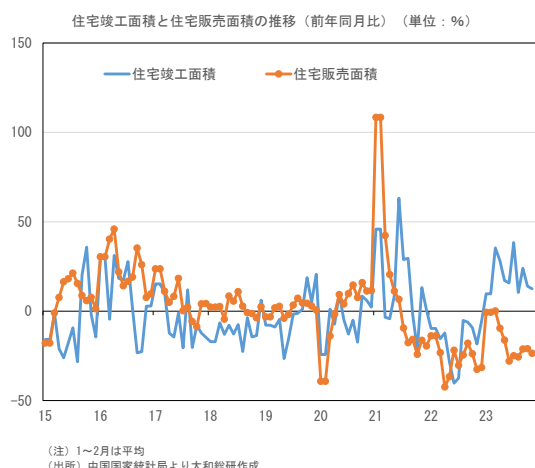
2023年9月末の銀行貸出残高に占める不動産関連の割合を見ると、住宅ローン向けは18.7%、デベロッパー向けは6.2%であり、銀行にとって、住宅ローンが焦げ付かないことがより重要だ。日本のバブル膨張とその崩壊を反面教師とした中国政府は、1軒目の住宅購入を実需として、頭金の割合と住宅ローン金利を低く抑えて、購入をサポートしてきた。一方で、2軒目以降の住宅購入を投資・投機と見做して、頭金の割合と住宅ローン金利を高くする措置を講じてきた。例えば、北京市の場合、1軒目の頭金の割合は35%（注：2023年12月14日以降は30%）、2軒目は60%（同様に40%～50%）としていた。物件を担保にローンを設定するため、住宅価格が頭金の割合以上に下落し、かつ住宅ローンの返済者が失業などにより返済不能となった場合に、貸出が不良債権化することになる。「防波堤」はいくつか設けられていたのである。

そして、「防波堤」を壊しかねない問題として浮上したのが、工事中断問題であった。中国では建設中に物件を購入し、居住前から住宅ローンの返済が始まる。こうした予約販売が大半を占め、工事が中断した場合は、住宅が購入者に引き渡されない可能性が高まる。一義的にはデベロッパーに代金を購入者に返還する義務があるが、それが履行されない場合、住宅ローンを抱える人達は返済をストップし、銀行の不良債権が増える構図となる。2022年夏以降の「保交楼」は、国有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ことである。これは消費者の不満が爆発して社会不安に陥るのを回避すること、

さらには銀行の不良債権の急増を回避することが主な目的であった。

「保交楼」はある程度奏功し、住宅竣工面積は増加している。2023年1月～11月は18.5%増であった。一方、「保交楼」は建設中の販売済み物件の完成と引き渡し为目的であり、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期間入りも嫌気されて、1月～11月の住宅販売面積は7.3%減となった。供給が増加し、需要が減少すれば、在庫は増加する。11月末の住宅在庫面積は20.4%増の3.18億㎡に積み上がっている。1軒当たり100㎡（専有面積は80㎡）と仮定すると、318万軒分に相当する規模だ。こうした状況下で1月～11月の住宅新規着工面積は21.5%減を記録した。「不動産不況」に明確な改善の兆しは見えない。

住宅竣工面積と住宅販売面積（左）



住宅在庫（右）



リベンジ消費の不発

消費について、小売売上は2022年の0.2%減から2023年1月～11月は7.2%増に回復したが、2年間の平均は3.4%増にとどまった（2020年～2021年の平均は4.0%増）。2023年の回復は反動の域を出ず、3年にわたった「ゼロコロナ」政策後のリベンジ消費が発現しているとは言い難い。少子高齢化の進展などにより、中国の総貯蓄率（GDPから最終消費支出を引いたものをGDPで除した比率）は2010年をピークに低下が続いていたが、コロナ禍による所得・雇用への不安などから消費が抑制され、2020年以降は再び上昇した。低下トレンドからの乖離分を積み上げると、2020年～2022年の3年間でGDP比9.5%に達する規模となっていた。これがリベンジ消費の原資になると期待されたのだが、既述した通り、肩透かしに終わった。

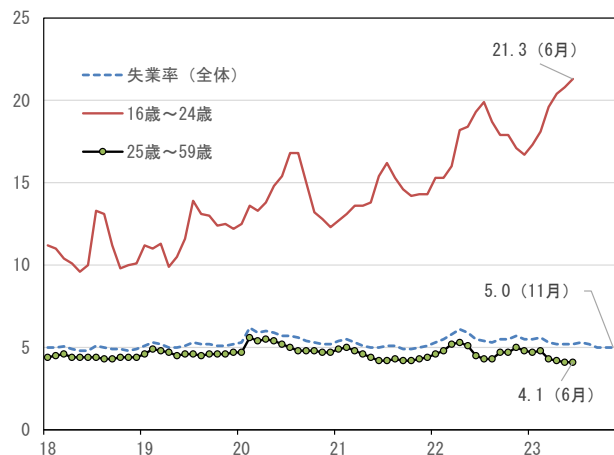
リベンジ消費が期待外れとなった背景の1つに、若年層の20%を超える高失業率がある。かつて中国の若者は、毎月の給料を使い尽くす「月光族」と呼ばれた。消費性向の高かった若年層が今や節約に勤しんでいるのだ。16歳～24歳の失業率は過去最高を更新し続けていたが、2023年7月分から年齢別失業率（16歳～24歳、25歳～59歳）のデータの発表が中止されてし

まった。

若年層の失業率が大きく上昇した主因は、若年層の雇用吸収力が大きい産業が、政策の悪影響やコロナ禍、あるいは世界的需要減退によって不況に陥ったことである。第7回人口センサス(2021年5月に発表)によると、2020年11月1日時点の若年層の就業先の構成比上位は、製造業、卸小売業、ホテル・飲食業、教育、建設業などであった。卸小売業やホテル・飲食業は3年にわたった「ゼロコロナ」政策による需要減退、教育は政府による規制強化によって大量解雇が相次いだ業種である。2021年7月には学習塾を全て非営利団体に移行させる規制が発表され、学習塾の9割以上が事業継続を断念した。建設業は不動産不況の影響をもろに受けている。そして、これら産業は民営企業の割合が極めて高いのである。

こうしてみると、不動産不況にせよ、リベンジ消費の不発にせよ、元をたどると「国進民退」(政策の恩恵は国有企業に集中し、民営企業は放っておかれるかマイナスの影響が出る)に行きつくことが分かる。

失業率の推移 (単位: %)



(注) 2023年7月より、年齢別失業率は非公表
(出所) 中国国家统计局より大和総研作成

2024年の中国経済見通し～政府目標は5%前後か？民営企業サポートが鍵～

2023年12月11日～12日に開催された中央経済工作会议は、2024年の中国経済の行方を占う上で注目された。しかし、こちらも期待外れであった。経済政策運営上の重点項目は9項目掲げられたが、中身は2023年3月の全人代で示された8項目の重点が踏襲され、新味にも具体性にも欠けるものであった。3月に首相に就任した李強氏の特徴的なキーワードも確認できなかった。

2023年12月の中央経済工作会議で示された2024年の9項目の重点活動任務

- ① 科学技術・イノベーションを牽引役とした現代的産業システムを構築する
- ② 内需拡大に力を入れる
- ③ 重点分野の改革を深化させる
- ④ 高水準の対外開放を拡大する
- ⑤ 重点分野のリスクを効果的に防止・解消する
- ⑥ 三農（農業、農村、農民）政策を揺るがずに堅持する
- ⑦ 都市・農村の融合、地域の協調した発展を推進する
- ⑧ エコ文明建設とグリーン化・低炭素化発展を深化させる
- ⑨ 民生を保障し、改善させる

（出所）2023年12月12日の新華社報道により大和総研作成

（参考）2023年3月の全人代で示された8項目の重点活動任務

- ① 内需拡大に力を入れる
- ② 現代的な産業システムの構築を加速する
- ③ 「2つのいささかも揺るがない」を着実に実施する
- ④ さらなる外資誘致・外資利用に力を入れる
- ⑤ 重大な経済・金融リスクを効果的に防止・解消する
- ⑥ 食糧生産を安定させ、農村振興を推進する
- ⑦ 発展パターンのグリーン化を推進する
- ⑧ 基本的民生を保障し、社会事業を発展させる

（注）「2つのいささかも揺るがない」とは、いささかも揺るがずに公有制経済を強固にし、発展させ、いささかも揺るがずに非公有制経済の発展を奨励、支持、誘導すること

（出所）第14期全国人民代表大会第1回会議における李克強首相（当時）の政府活動報告により大和総研作成

2024年の政府成長率目標は2023年と同じ5%前後か

こうした中、やはり注目されるのは2024年3月に開催される全人代で政府成長率目標が何%に設定されるかである。2021年は6%以上、2022年は5.5%前後、そして2023年は5%前後と、毎年0.5%ずつ引き下げられてきた。2024年については、5%前後と予想する向きが多い。

中国は2022年10月の第20回党大会で2035年までの長期ビジョンを発表した。その際に習近平総書記は、「2035年までにGDPや一人当たり収入を（2020年の）倍にすることは完全に可能である」などと発言した。これは実質ベースと捉えられており、達成には年平均4.7%強の成長率が必要な計算だ。2021年～25年を5.2%程度、26年～30年を4.7%程度、31年～35年を4.2%程度と想定すると、かなり高いハードルであることが分かる。ちなみに、2021年～2023年

(2023年の大和総研の予想は5.4%)の成長率は平均5.6%程度となると見られ、2024年は5.0%程度、2025年が4.5%程度となれば、5年間の平均は5.2%強に達することになる。

全人代で示された主要目標と実績

	2020年目標	2020年実績	2021年目標	2021年実績	2022年目標	2022年実績	2023年目標
実質GDP成長率	提示せず	2.2%	6%以上	8.1%	5.5%前後	3.0%	5%前後
都市新規雇用増加数	900万人以上	1,186万人	1,100万人以上	1,269万人	1,100万人以上	1,206万人	1,200万人以上
都市調査失業率	6.0%前後	5.6 (5.2) %	5.5%前後	5.1 (5.1) %	5.5%以内	5.6 (5.5) %	5.5%以内
消費者物価上昇率	3.5%前後	2.5%	3.0%前後	0.9%	3.0%前後	2.0%	3.0%前後

(注) 都市調査失業率は年平均、括弧内は年末時点

(出所) 中国政府、中国国家統計局より大和総研作成

5%成長達成の鍵を握る民営企業へのテコ入れ強化

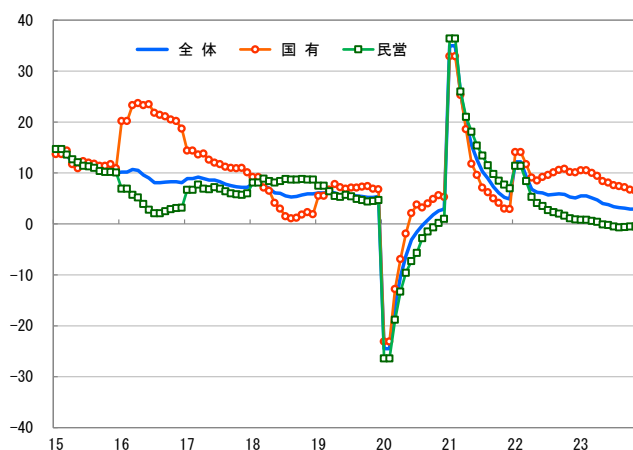
2024年の政府成長率目標が5%前後となる場合、達成の鍵を握るのは民営企業へのテコ入れ強化とその奏功であろう。

中国は2023年7月以降、民営企業に対するテコ入れ策を相次いで発表したが、11月までの統計ではその成果は確認できない。1月～11月の固定資産投資が2.9%増にとどまったことは既述したが、その所有形態別内訳は国有部門が6.5%増と比較的堅調だった一方で、民営部門は0.5%減とマイナスに沈んでいる。

改めて、2023年7月以降、発表された民営企業テコ入れ策は以下の通りであった。

- ・7月19日、「民営経済の発展・強大化に関する党中央・国務院の意見」(党中央・国務院)。民営企業に対する参入障壁の除去や資金調達支援の強化など。
- ・7月24日、「民間投資促進政策に一層しっかり堅実に取り組み、民間投資の積極性を引き出すように努力することに関する通知」(国家発展改革委員会)。民営企業による投資が全体に占

固定資産投資全体、民営・国有別の推移(1月から累計の前年同期比)(単位: %)



(出所) 中国国家統計局より大和総研作成

める割合を合理的水準に維持すること、政府が金融機関に対してプロジェクトを推薦し、貸出支援を提供するように奨励すること、など。

- ・8月1日、「民営経済発展促進の当面の若干の措置に関する通知」(国家発展改革委員会、司法部、人力資源社会保障部など)。民間資本の参加を奨励する重要プロジェクト・リストを作成すること、民営経済の発展に対する保護・支援を強化すること、など。

こうした中で、筆者が気になったのは、7月19日の意見の「社会主義基本経済制度に疑問を抱き、民営経済を否定・弱体化する誤った議論・方法に断固歯止めをかける」、8月1日の通知の「悪意をもって騒ぎ立て、デマを流し、民営企業・企業家を誹謗中傷することを法に基づき取り締まる」といったくだりである。これは意見や通知で是正や改善を指示しなければならないほど、民営企業「いじめ」的なことが横行していることを示唆しているからだ。

筆者はかねて、「民営経済はGDPの6割以上、雇用の8割以上を占める」(2018年11月の民営企業座談会における習近平総書記の発言)のであれば、「国進民退」はもってのほかで、民営企業への強力なテコ入れこそ、景気回復の早道であることを指摘してきた。

まずは、2020年8月の中国版総量規制の導入時に財務の健全性が高いとされたものの、その後の銀行の貸し渋りや売上減少などで資金繰りが悪化し、デフォルト(もしくは債務返済猶予)を余儀なくされた民営デベロッパーについては、政府主導で金融面でのサポートを実施するべきことを指摘した。それが不動産購入者に浸透すれば、少なくとも民営デベロッパー＝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からである。

さらに、金融面でのサポートは、デベロッパーに限らず、他の民営企業にも拡充されるべきであることを指摘した。李克強前首相時代には、①中小企業向け貸出増加率が全体を大きく上回るようにする、②預金準備率引き下げにより増加した貸出余力について、多くを中小企業貸出に振り向けるように窓口指導を行う、といった政策を実施したことがある。中小企業の多くは民営企業だ。民営企業の圧倒的なプレゼンスに鑑みれば、民営企業にこそ、手厚いサポートがなされるべきである。

特筆されるのは、2023年11月に入り、上記の考え方に近い政策が打ち出されるようになったことである。

具体的には、11月17日に中国人民銀行、国家金融監督管理総局、中国証券監督管理委員会が開催した金融機関座談会では、不動産金融と、債務が急増する地方政府融資平台(資金調達プラットフォーム)の問題の重点的なリスク解消・減少に関する方針が確認された。このうち、不動産金融については、①デベロッパーの合理的な資金調達ニーズを国有・民営の差別なく満たすこと、②正常に運営されている不動産デベロッパーに対して貸し渋りや貸し剥がしをしないこと、③民営デベロッパーの債券発行などによる資金調達をサポートすること、④デベロッパーが資本市場を通じて合理的なエクイティ・ファイナンスを行うのを支援すること、⑤「保交楼」向けの金融支援に注力すること、⑥不動産業界のM&A(合併・買収)・再編を後押しすること、⑦保障性住宅(福祉型住宅)の建設を積極的にサポートすること、などが指示された。さらに現

地報道（財新ネット）によると、同座談会では、国有・民営デベロッパーのホワイトリストを作成し、円滑な資金調達をサポートする方針が伝えられたという。これが実施されれば、住宅市場の安定化に寄与する可能性があり、今後の動向に注目したい。

さらに、11月27日には中国人民銀行、国家金融監督管理総局、中国証券監督管理委員会、国家外国為替管理局、国家発展改革委員会、工業・情報化部、財政部、中華全国工商業連合会の連名で、「金融支援措置を強め、民営経済の発展・強大化をサポートすることに関する通知」が発表された。これは7月19日付けの「民営経済の発展・強大化に関する党中央・国務院の意見」を受けた具体策であり、(1) 金融機関の民営企業に対する年度サービス目標の設定、業績考課における民営企業サービス関連業務のウエイト引き上げを通じて、民営企業に対する金融支援を高め、貸出残高に占める民営企業向け貸出の割合を大きくする、(2) 科学技術イノベーション、専門化・精密化・特色化・斬新化、グリーン・低炭素、産業基盤エンジニアリングプロジェクトなどの重点分野と、民営中小零細企業への支援を強化する、などとした。

2024年の成長率予想を5.0%に引き上げ

大和総研は2024年の中国の実質GDP成長率を4.3%程度と予想していたが、これを5.0%程度に引き上げる。2024年3月の全人代における政府成長率目標が2023年と同じ5%前後に設定される場合、引き続き拡張的な財政政策が取られよう。全人代常務委員会は2023年10月～12月に国債を1兆元（GDP比0.8%）増発することを決定し、これによって、2023年の財政赤字のGDP比率は3.0%から3.8%に拡大するとされた。全額が地方政府に移転され、2023年に半分の5,000億元、2024年に残りの5,000億元がインフラ投資などに使用される。効果のほとんどは2024年に発現することになる。

さらに、既述したように、2023年11月以降、民営企業への強力なテコ入れが始まりつつあるなど好ましい変化も出始めた。民営企業への強力な支援が奏功すれば、民営デベロッパーへの信頼感がある程度回復し、不動産市場も安定化に向かうと期待される。

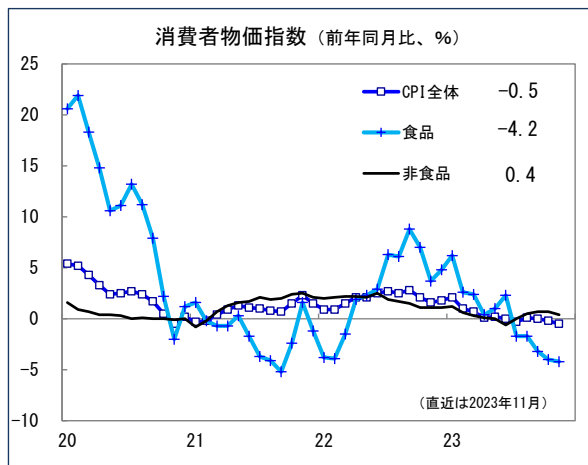
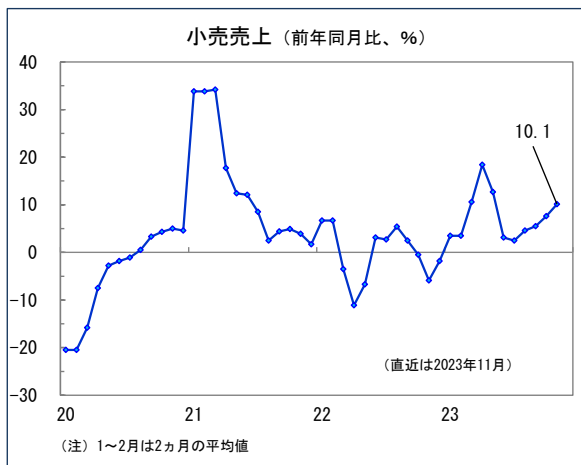
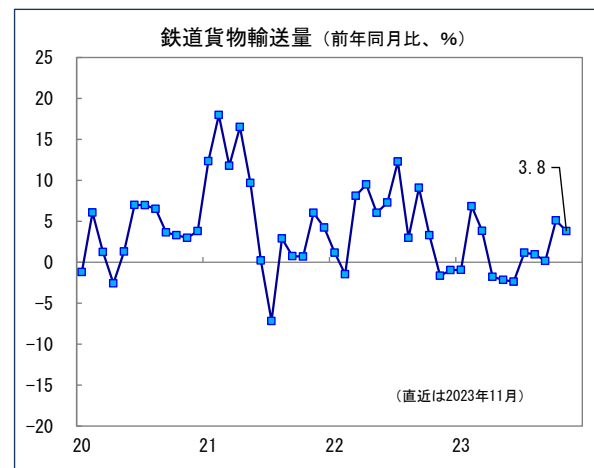
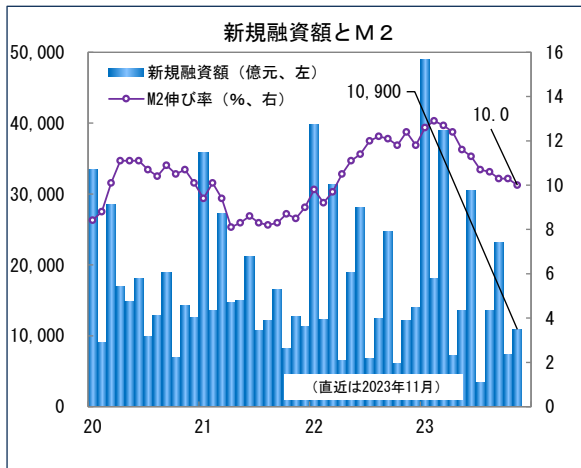
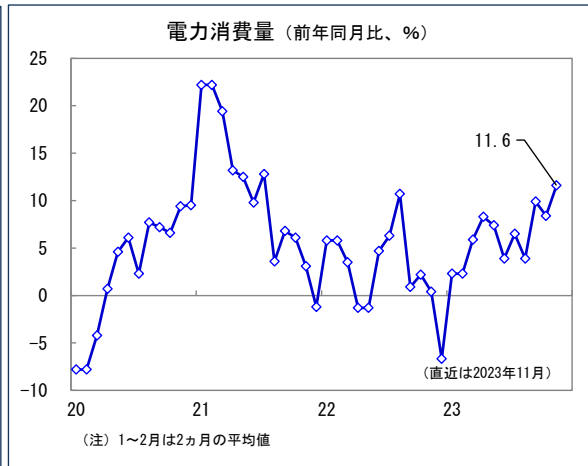
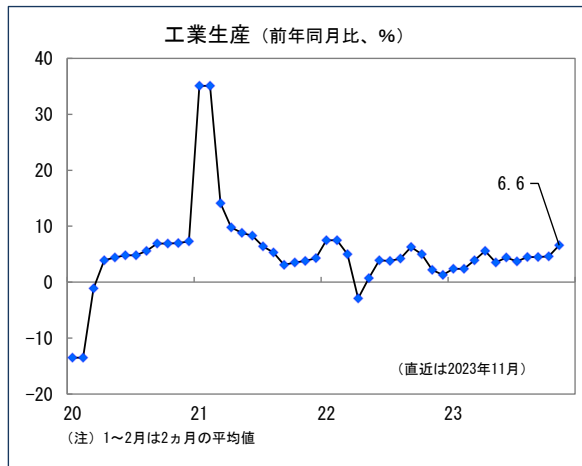
一方で、政府成長率目標が4.5%程度に設定され、「国進民退」が続くようなら、2024年の実質GDP成長率は従来見通しの4.3%程度にとどまろう。

主要経済指標一覧

	2022年11月	12月	2023年1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月
実質GDP成長率（四半期、前年同期比、%）	-	2.9	-	-	4.5	-	-	6.3	-	-	4.9	-	-
工業生産（前年同月比、%）	2.2	1.3	2.4	3.9	5.6	3.5	4.4	3.7	4.5	4.5	4.6	6.6	
電力消費量（前年同月比、%）	0.4	-6.7	2.3	5.9	8.3	7.4	3.9	6.5	3.9	9.9	8.4	11.6	
鉄道貨物輸送量（前年同月比、%）	-1.6	-0.9	-0.9	6.8	3.8	-1.8	-2.2	-2.4	1.2	1.0	0.2	5.1	3.8
固定資産投資（前年累計比、%）	5.3	5.1	5.5	5.1	4.7	4.0	3.8	3.4	3.2	3.1	2.9	2.9	
不動産開発投資（前年累計比、%）	-9.8	-10.0	-5.7	-5.8	-6.2	-7.2	-7.9	-8.5	-8.8	-9.1	-9.3	-9.4	
小売売上（前年同月比、%）	-5.9	-1.8	3.5	10.6	18.4	12.7	3.1	2.5	4.6	5.5	7.6	10.1	
消費者物価指数 全体（前年同月比、%）	1.6	1.8	2.1	1.0	0.7	0.1	0.2	0.0	-0.3	0.1	0.0	-0.2	-0.5
食品（前年同月比、%）	3.7	4.8	6.2	2.6	2.4	0.4	1.0	2.3	-1.7	-1.7	-3.2	-4.0	-4.2
非食品（前年同月比、%）	1.1	1.1	1.2	0.6	0.3	0.1	0.0	-0.6	0.0	0.5	0.7	0.7	0.4
工業製品出荷価格指数（前年同月比、%）	-1.3	-0.7	-0.8	-1.4	-2.5	-3.6	-4.6	-5.4	-4.4	-3.0	-2.5	-2.6	-3.0
工業生産者購入価格指数（前年同月比、%）	-0.6	0.3	0.1	-0.5	-1.8	-3.8	-5.3	-6.5	-6.1	-4.6	-3.6	-3.7	-4.0
新規融資額（億元）	12,100	14,000	49,000	18,100	38,900	7,188	13,600	30,512	3,459	13,600	23,100	7,384	10,900
M2伸び率（%）	12.4	11.8	12.6	12.9	12.7	12.4	11.6	11.3	10.7	10.6	10.3	10.3	10.0
輸出（前年同月比、%）	-10.4	-12.6	-8.3	10.9	7.4	-7.4	-12.3	-14.2	-8.5	-6.8	-6.6	0.5	
輸入（前年同月比、%）	-11.1	-7.5	-10.0	-2.0	-8.8	-5.2	-6.9	-12.1	-7.2	-6.3	3.0	-0.6	
貿易収支（億米ドル）（1月、2月は平均）	657.8	690.1	519.4	772.3	855.6	652.9	693.3	795.2	674.2	755.0	560.0	684.0	
新築商品住宅価格指数 北京（前年同月比、%）	5.7	5.8	5.2	4.7	4.6	4.5	4.3	3.5	3.5	2.8	2.9	2.1	1.9
上海（前年同月比、%）	4.0	4.1	4.2	3.9	4.1	4.6	4.9	4.8	4.5	4.1	4.4	4.4	4.7
商用不動産 着工面積（前年累計比、%）	-38.9	-39.4	-9.4	-19.2	-21.4	-23.1	-24.9	-25.1	-24.9	-23.9	-23.7	-21.7	
竣工面積（前年累計比、%）	-19.0	-15.0	8.0	14.7	18.2	19.1	18.4	19.9	18.6	19.1	18.4	17.1	
不動産販売 面積（前年累計比、%）	-23.3	-24.3	-3.6	-3.5	-5.4	-8.5	-13.7	-14.9	-15.9	-16.4	-16.7	-17.1	
金額（前年累計比、%）	-26.6	-26.7	-0.1	3.0	5.2	3.0	-4.5	-7.0	-9.0	-10.4	-10.7	-11.2	

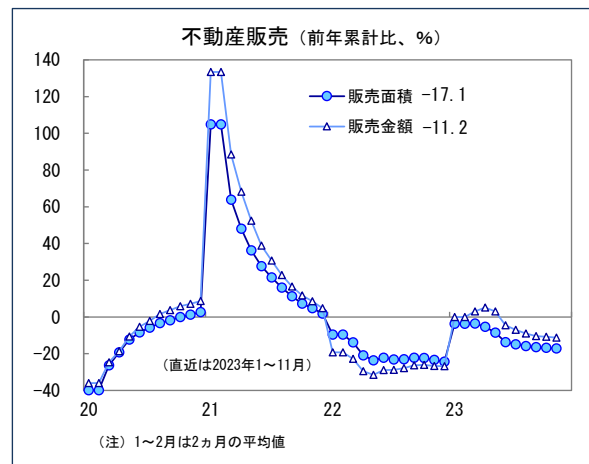
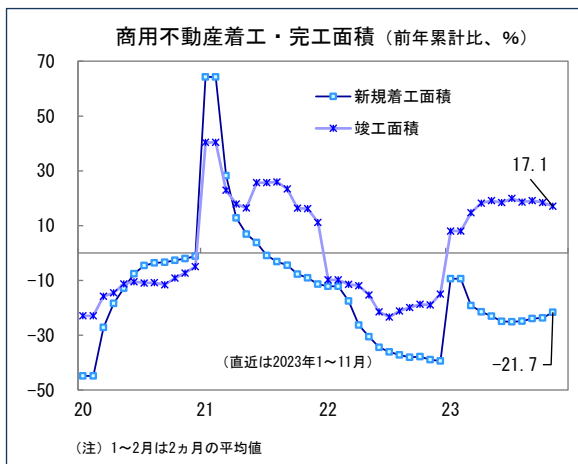
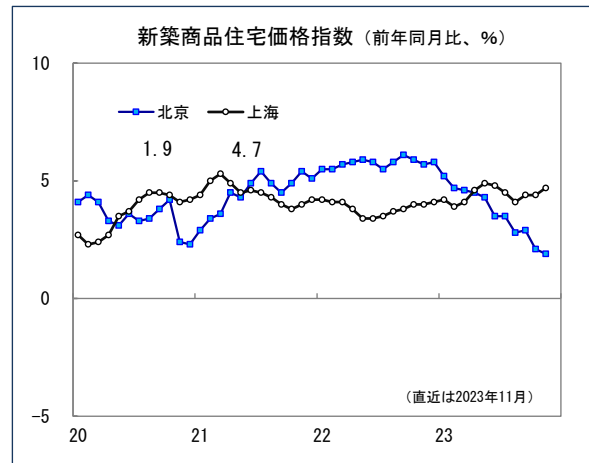
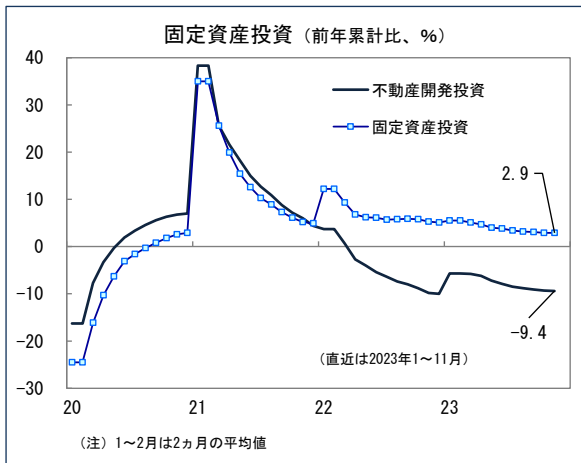
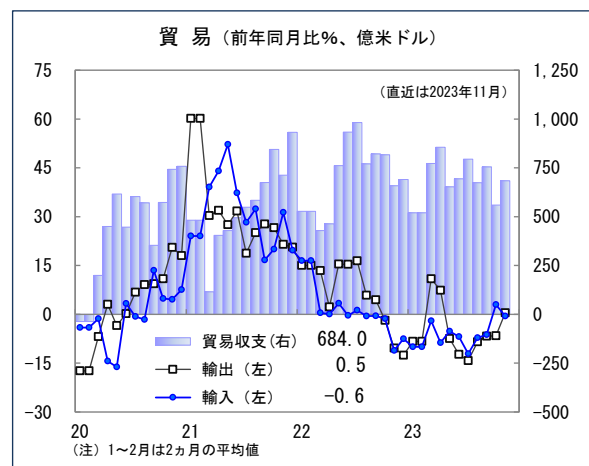
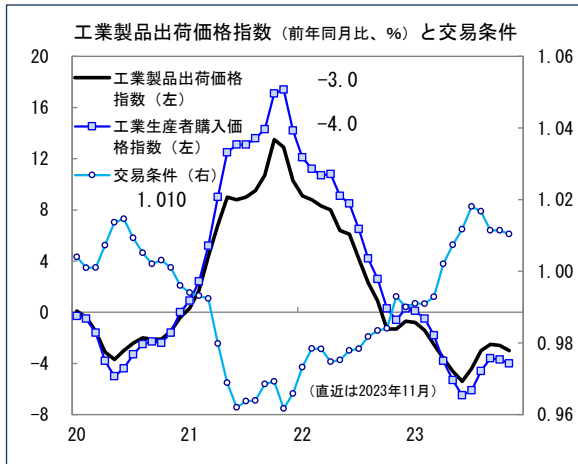
（出所）中国国家统计局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー局、CEIC より大和総研作成

主要経済指標一覧（続き）



（出所）中国国家統計局、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