

2024年2月26日

# 主要国経済 Outlook

2024年3月号 (No. 448)

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

不透明感が漂うインフレとの戦い

経済調査部 シニアエコノミスト 佐藤 光

### 日本経済 ..... 3

2025年度にかけて1%前後のプラス成長と2%インフレを見込む

経済調査部 シニアエコノミスト 神田 慶司

### 米国経済 ..... 15

インフレ圧力を緩和するカギは何か？

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

賃金上昇が悩みの種

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

5%成長死守へ。2024年の全人代の注目点

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

## 不透明感が漂うインフレとの戦い

佐藤 光

わが国では、春闘の時期を迎えて賃上げが話題となっている。昨年の春闘での賃金上昇率は30年ぶりの高水準を記録したが、今年はそれを上回る意向を政労使いずれもが表明している。未だに実質賃金の伸びがマイナスであり、緩和的な金融政策が続いているわが国では、賃上げを起点とするインフレへの警戒感はあまり強くないとみられる。また、世界的にも、IMFは1月の世界経済見通し改訂において「ディスインフレと着実な成長に伴い、ハードランディング(略)となる可能性が低下し、世界経済成長に対するリスクは概ね均衡がとれている」としていた。

ただ、足元ではやや様相が異なってきている。特に、引締めの金融環境が続いている欧米では、賃金上昇率の高止まりを示す統計発表が相次ぎ、インフレ率の高止まり懸念も再び浮上しつつある。マーケットでも金融当局による利下げ見通しが後退し、金利は上昇した。

実際、労働需給はタイトな状況が続いている。求人数の伸びは減速しつつあるものの、それを上回るペースで失業者も減少している。米国では労働参加率がコロナ禍前の水準をほぼ回復した中、バイデン大統領は学生ローンの返済免除の拡大を進めるなど、労働供給の増加にはあまり積極的ではない印象だ。欧州では欧州議会選挙などを控え、極右勢力の台頭が予想される中で移民規制の強化が一つの争点になっており、これも労働供給の増加には結び付きにくい。

もちろん、賃金上昇は消費拡大を下支えする面からは経済にプラスであり、景気のソフトランディングに向けた重要な要素の一つである。ただし、インフレとの戦いを長引かせないためには、労働生産性の向上などにも一層取り組まなければならないだろう。

なお、インフレの他方の理由となるモノの需給について、地政学リスクが相次ぐ中でも、現時点での国際商品市況は概ね落ち着いている。その背景としては、世界的なコロナ禍や長引くウクライナ紛争などを経て、各国が資源や食糧等の調達先の多様化やサプライチェーンの強靱化を進めた結果、地政学リスクの悪影響をある程度低減できている可能性が考えられる。

### 主要国実質 GDP 見通し<要約表> (2024年2月22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	4.0	-3.3	-0.4	0.3	1.6	1.8	1.6	1.5	1.0	1.9	0.4	1.4	
									<u>1.5</u>	<u>1.3</u>	<u>0.8</u>	<u>1.3</u>	
米国	2.1	4.9	3.3	1.1	0.7	1.1	1.4	1.8	1.9	2.5	2.0	1.7	
ユーロ圏	0.5	-0.5	0.2	0.9	1.3	1.6	1.7	1.6	3.4	0.5	0.8	1.5	
英国	0.0	-0.5	-1.4	0.8	0.9	1.2	1.4	1.6	4.3	0.1	0.3	1.4	
中国	6.3	4.9	5.2	5.4	4.7	5.2	4.8	4.0	3.0	5.2	5.0	4.5	
ブラジル	3.5	2.0	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	0.0	2.9	2.9	1.8	1.8	
インド	7.8	7.6	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	0.0	<u>7.2</u>	<u>7.0</u>	<u>6.5</u>	<u>6.5</u>	
ロシア	4.9	5.5	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	0.0	-1.2	3.6	1.0	0.9	

(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

## 2025 年度にかけて 1%前後のプラス成長と 2%インフレを見込む

神田 慶司  
久後 翔太郎  
田村 統久  
岸川 和馬  
中村 華奈子

### [要約]

- 2023 年 10-12 月期の GDP1 次速報の公表を受け、経済見通しを改訂した。メインシナリオにおける実質 GDP 成長率は 2023 年度+1.3%、2024 年度+0.8%、2025 年度+1.3% (暦年ベースでは 2024 年+0.4%、2025 年+1.4%) と見込む。
- 2024 年春闘での賃上げ率は 4%台に乗せる可能性があり、実質賃金の前年比は 2024 年 7-9 月期にプラス転換するだろう。賃上げと価格転嫁の循環により、基調的なインフレ率は 2%程度で安定すると見込んでいる。自動車の挽回生産、インバウンド需要の増加、サービス消費の回復、高水準の家計貯蓄、シリコンサイクルの回復、所得減税を含む総合経済対策などが日本経済を下支え・押し上げるだろう。海外経済の下振れリスクには引き続き細心の注意が必要で、国内金利の上振れや円高の急速な進行も考えられる。
- 日銀は 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 (短期金利を 0~0.1%に引き上げ) を行い、その後は経済・物価情勢を注視しつつ、緩やかなペースで利上げを実施すると当社は想定している (2024 年 10-12 月期に短期金利を 0.25%とし、その後は年 0.50%のペースで追加利上げ)。ただし、実質短期金利は予測期間を通じてマイナス圏で推移するなど緩和的な金融環境は維持されるだろう。

## 1. 2025 年度までの実質 GDP 見通し

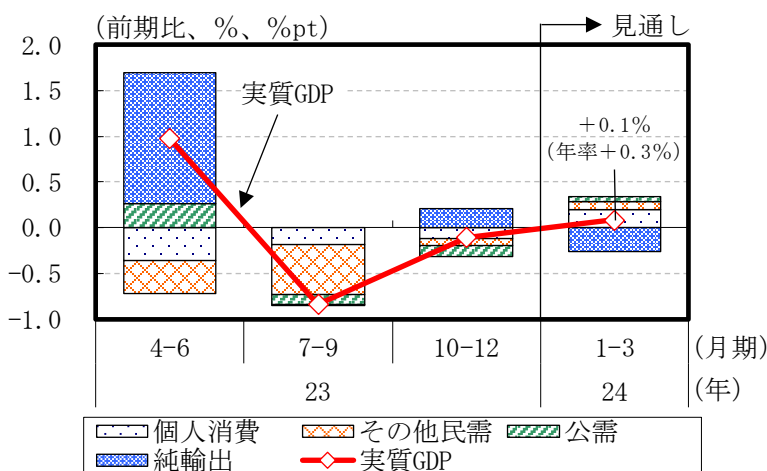
### 2023 年 10-12 月期の実質 GDP は 2 四半期連続のマイナス成長

2023 年 10-12 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率▲0.4%（前期比▲0.1%）と、小幅な落ち込みながらも 2 四半期連続のマイナス成長となった<sup>1</sup>。輸出は増加したものの個人消費や設備投資などの民需が振るわず、停滞感の強い内容であった。

需要項目別に見ると、民需関連では全ての項目で減少した（**図表 1**）。このうち個人消費は前期比▲0.2%と 3 四半期連続で減少した。減少傾向が続く実質雇用者報酬は 10-12 月期も同+0.1%と、所得環境の改善がさほど進まなかったことが消費を下押ししたとみられる。気温が平年よりも高く季節商材の動きが鈍かったことも影響した。設備投資は同▲0.1%と 3 四半期連続で減少した。欧米での金融引き締めの継続など外需における先行き不透明感が重しとなったほか、資源高や人手不足などを受けた建設投資の遅れも影響したとみられる。

公需関連では政府消費と公共投資が減少した一方、外需関連では輸出が財、サービスともに増加した。挽回生産を受けた自動車関連財の増加が一服しつつある中、資本財や情報関連財の持ち直しが進んだ。サービスでは個社要因により知的財産権等使用料が大幅に増加したほか、訪日外客数の増加が押し上げた。輸出の増加額が輸入のそれよりも大きかったことから、純輸出はプラスに転じた。

図表 1：実質 GDP 成長率の実績と見通し



(注) 季節調整値。

(出所) 内閣府統計より大和総研作成

### 2024 年 1-3 月期の実質 GDP は小幅ながらプラス成長に転じる見込み

2024 年 1-3 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率+0.3%と、小幅ながらプラス成長に転じる見込みである（**図表 1**）。自動車メーカーの一部工場での稼働停止などの影響で生産活動が抑制されるほか、サービス輸出において知的財産権等使用料の反動減が表れるだろう。一方、個人消費はインフレ率の低下による所得環境の改善などを受けて増加に転じるほか、設備投資も 3 四半期連続で減少した反動や中国経済の回復などを背景に増加に転じると見込んでいる。

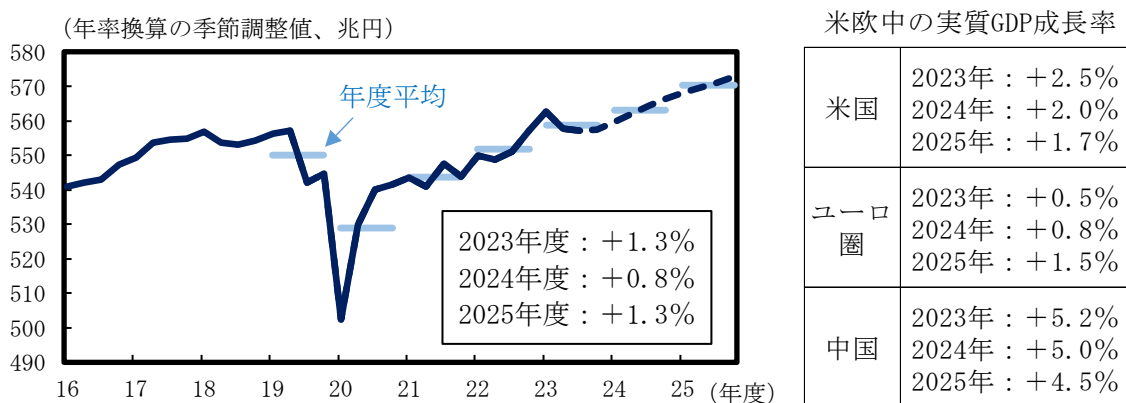
<sup>1</sup> 詳細は、神田慶司・田村統久「[2023 年 10-12 月期 GDP \(1 次速報\)](#)」（大和総研レポート、2024 年 2 月 15 日）を参照。

1月1日に発生した令和6年能登半島地震は、石川県を中心に甚大な被害をもたらした<sup>2</sup>。ただし日本全体で見ると、経済規模対比で見た損失が小さく、復興需要の発生や他地域への生産代替なども見込まれる。そのため1-3月期の実質GDP成長率への影響は限定的とみられるが、今後発表される1月分の鉱工業指数などの結果が注目される。

## 日本の実質GDP成長率を2024年度+0.8%、2025年度+1.3%と見込む

**図表2**ではメインシナリオにおける実質GDPの推移と、その前提である海外経済見通しを示した。海外経済については当社の各国担当者の最新（2月21日時点）の見通しに基づく。詳細については各国の経済見通しを参照されたい。

**図表2：日本の実質GDP見通し（左）と海外経済の前提（右）**



(注) 図中の破線は大和総研による予測値。米欧中の見通しは大和総研の各国担当者の予測に基づく。  
(出所) 内閣府、各国統計より大和総研作成

メインシナリオにおける日本の実質GDP成長率は2023年度で前年比+1.3%、2024年度で同+0.8%、2025年度で同+1.3%と見込んでいる（暦年ベースでは2024年で同+0.4%、2025年で同+1.4%）。

2024年度の成長率見通しは足元の実績を踏まえ、2023年12月8日公表の「[第219回日本経済予測（改訂版）](#)」（以下、前回予測）から0.4%pt引き下げた。ただし、「成長率のゲタ」（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）を除くと前年比+1.0%であり、前回予測の同+0.7%を上回る成長を見込んでいる。本予測では新たに2025年度の見通しを示したが、個人消費が緩やかに減速する一方で輸出や設備投資などが加速し、1%を超えるプラス成長を見込んでいる。

<sup>2</sup> 石川県におけるストック面での被害額は1.1~1.5兆円程度、フロー面では地震発生から1カ月間で350~450億円程度と暫定的に試算している。石川県の経済規模（2019年度の実質GDPは4,000億円弱/月）を踏まえると、経済活動に深刻な影響を及ぼしたことが示唆される。詳細については、当社の「[日本経済見通し：2024年1月](#)」（2024年1月23日）を参照。

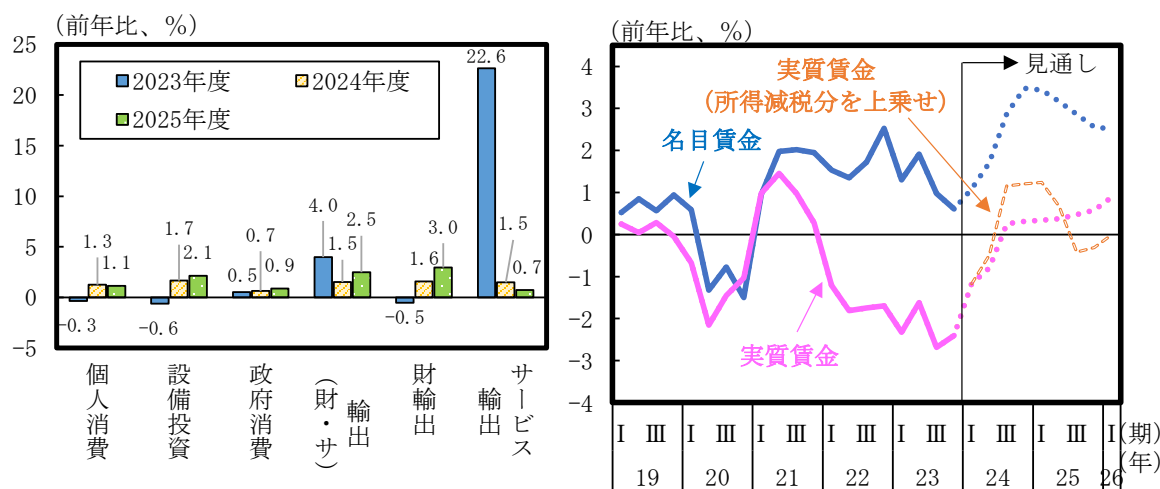
主な需要項目に関しては、**図表 3 左**のような推移を見込んでいる。このうち個人消費は、春闘での大幅な賃上げの継続と物価高の落ち着きなどによる所得環境の改善や、新型コロナウイルス禍（コロナ禍）以降に大幅に積み上がった家計貯蓄の取り崩しなどが予測期間を通じて下支えしよう。2024年度は、夏までの発現を見込む自動車のペントアップ（繰越）需要や、サービス消費の回復、1人あたり4万円の定額減税なども追い風となり、比較的高い伸び率になるとみられる。当社では、実質賃金の前年比は2024年7-9月期にプラスに転換し、その後は同+1%程度まで高まると見込んでいる（**図表 3 右**、背景については**2章**を参照）。

設備投資は、コロナ禍や物価高により企業が先送りしてきた更新投資や能力増強投資、人手不足に対応するための省力化投資などが発現するとみている。デジタル化やグリーン化に関連したソフトウェア投資や研究開発投資も増加する見込みだ。企業の積極的な賃上げの結果として資本の相対価格が低下し、省力化などへの投資需要を刺激するだろう。他方、海外経済の先行き不透明感が強まることで、製造業を中心に設備投資意欲が減退する可能性には注意が必要だ。

政府消費は、高齢化が進展する中で医療・介護給付費を中心に増加を続けるとみている。2023年度は検査事業やワクチン接種などのコロナ関連費用の減少が幾分重しとなるものの、2024年度以降にはこうした影響が剥落することで伸びが加速する見込みである。

輸出のうち、財輸出は2023年度に前年割れを見込むものの、2024年度に増加に転じ、2025年度は伸びが加速するとみている。2024年度以降は自動車のペントアップ需要の発現が一巡する一方、海外経済の持ち直しやシリコンサイクル（世界半導体市場に見られる循環）の回復が輸出全体を押し上げよう。サービス輸出については、2023年度は訪日外客数の大幅増に加え、前述した10-12月期の知的財産権等使用料の上振れにより前年比+20%を超える見込みである。2024年度は知的財産権等使用料の上振れの影響が剥落することで大きく減速するものの、訪日外客数の増加などを受けて堅調に推移しよう。

**図表 3：主な需要項目の見通し（左）、1人あたり雇業者報酬の見通し（右）**



(注) 左図の「財・サ」は財およびサービス。右図の点線は大和総研による予測値。

(出所) 厚生労働省、総務省、内閣府より大和総研作成

## 2. 2025年度までの日本経済のポイント

### (1) 4つの観点から整理した日本経済の先行きのポイント

足元の経済状況を踏まえつつ、「賃金・物価の循環的上昇」「経済の下支え・押し上げ要因」「財政・金融政策」「経済の主な下振れリスク」の4つの観点から、2025年度までの日本経済のポイントを整理したのが**図表4**である（物価・金融政策見直しについては**3章**を参照）。

図表4：2025年度までの日本経済のポイント

<p><b>賃金・物価の循環的上昇</b></p> <p>○<b>大幅な賃上げの継続</b> 24年春闘での賃上げ率は<b>4%台乗せの可能性</b>（連合集計値で23年は3.58%）、25年も<b>高水準を維持へ</b>。<b>実質賃金は24年7-9月期に前年比でプラスに転じる見込み</b>（25年度末にかけて<b>同+1%程度</b>まで上昇）</p> <p>○<b>インフレの定着</b> 賃上げによる人件費増加分を価格転嫁する動きが広がり、<b>インフレ率（生鮮食品・エネルギーを除くCPI）は前年比2%程度で安定</b>する見直し</p> <p>○<b>慢性的な人手不足</b> 「<b>余剰労働力</b>」は足元で<b>低水準</b>にあり、この10年で横ばいだった<b>20~24歳人口は再び減少局面</b>へ。労働供給面から<b>賃上げや省力化投資が促進</b>される一方、サービス業や建設業などの<b>事業活動が抑制</b>される可能性</p>
<p><b>経済の下支え・押し上げ要因</b></p> <p>○<b>自動車の挽回生産（受注残の消化）</b> <b>24年夏まで継続</b>する見込み。家計向けのペントアップ需要（繰越需要）は<b>24年1月末で33万台（0.9兆円）</b></p> <p>○<b>インバウンド需要の増加</b> 23年12月で19年同月比<b>▲56%</b>だった<b>中国人訪日客の本格回復</b>もあり、訪日外客数（23年で2,507万人）は<b>24年で3,900万人、25年で4,100万人</b>の見込み（実質消費額（23年で4.4兆円）は<b>24年で5.6兆円、25年で6.0兆円</b>）</p> <p>○<b>サービス消費の回復</b> 消費の回復余地は<b>23年10-12月期で2兆円</b>（年率換算額）。実質賃金の上昇すれば回復ペースが加速か</p> <p>○<b>高水準の家計貯蓄</b> 家計金融資産は<b>19年12月末から23年9月末までに+236兆円（うち現預金は同+105兆円）</b>。株価上昇で資産効果が働く可能性も</p> <p>○<b>シリコンサイクル（世界の半導体市況）の回復</b> <b>24年に回復局面に入り、25年も回復が継続</b>する見込み。先端半導体で高いシェアを持つ台湾や韓国の電子部品・デバイス工業の出荷・在庫バランスは改善傾向</p>
<p><b>財政・金融政策</b></p> <p>○<b>政府の総合経済対策</b> 今後3年程度で<b>9兆円の実質GDP押し上げ効果</b>。1人あたり年4万円の<b>所得減税は実質賃金を1%近く</b>押し上げ（24年6月から1年間）</p> <p>○<b>日銀の金融政策</b> <b>24年4月にYCC撤廃・マイナス金利解除（▲0.1%⇒0.0~0.1%）</b>を実施。<b>緩和的な金融環境を維持</b>しつつ緩やかなペースでの利上げを見込む（<b>24年10-12月期に0.25%</b>、その後は<b>年0.50%のペース</b>で追加利上げ）</p>
<p><b>経済の主な下振れリスク</b></p> <p>○<b>米国景気の大規模な悪化（金融引き締め長期化による信用収縮）</b> 米銀行の貸出態度が現水準で推移すると、<b>実質GDPへの影響（年間）は米国で▲0.6%、日本で▲0.4%</b></p> <p>○<b>中東情勢・ウクライナ情勢の緊迫化</b> 原油価格が150ドル/bblに上昇すると<b>日本の実質GDPへの影響（年間）は▲0.7%程度</b></p> <p>○<b>中国の過剰債務問題の顕在化</b> 技術の停滞等を背景に中国の<b>資本ストックは2,840兆円過剰</b>（資本係数の長期トレンドからの乖離幅）</p> <p>○<b>米中対立の激化（経済安保リスクの発現など）</b> <b>レアメタル、レアアース</b>などの重要物資が調達難に。米国による<b>対中投資規制に日本も参加？</b></p> <p>○<b>国内長期金利の上振れ・円高の急伸</b> <b>日米両国の金融政策の転換</b>で金利差が縮小。<b>購買力平価（90~120円/ドル程度）</b>が意識されることも</p>

（出所）各種統計より大和総研作成

## <賃金・物価の循環的上昇>

### 高水準の賃上げもあって実質賃金の前年比は2024年7-9月期にプラス転換へ

当社のメインシナリオでは、賃金と物価の循環的上昇が一段と加速していく。2024年春闘での定期昇給込みの賃上げ率は3.8%と推計<sup>3</sup>しており、30年ぶりの高水準となった前年（連合集計値で3.58%）を上回る。このところ労働者側だけでなく、経済団体などの使用者側からも賃上げに積極的な姿勢が目立つことを踏まえると、2024年春闘での賃上げ率は4%台に乗せる可能性がある。賃上げによる人件費増加分を価格転嫁する動きが広がることで、2023年秋から低下傾向にあるインフレ率は前年比2%程度で安定すると見込んでいる（**後掲図表7**）。

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いる。その要因を整理すると、2022年に実質賃金を押し下げたのは主に輸入物価高であった<sup>4</sup>。2023年に入るとその影響は落ち着いていたが、代わって押し下げ要因となったのが労働分配率の低下である。労働分配率は2022年7-9月期で53.1%（季節調整値、名目雇用者報酬÷名目GDP）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、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年春にかけて人件費の実質的な調整が進んだ。

労働分配率は2023年4-6月期から10-12月期まで50.5%前後で安定しており、長期的な平均値付近にある。今後も安定的に推移すれば、実質賃金の前年比の伸び率は労働生産性上昇率（+1%程度<sup>5</sup>）並みの水準まで回復するだろう。

この点、主成分分析<sup>6</sup>によって実質賃金に2四半期先行する傾向のある指数を作成すると、先行指数のマイナス幅は2024年央にかけて急速に縮小しており、実質賃金の前年比が2024年後半に前年比でプラス転換する可能性を示唆している<sup>7</sup>。当社のメインシナリオでは春闘での大幅な賃上げのほか、物価高の落ち着きなども考慮して実質賃金のプラス転換の時期を同年7-9月期と見込んでいる（**前掲図表3右**）。

### 「余剰労働力」は30万人程度まで減少しており企業の積極的な賃上げは長期的に継続か

企業の積極的な賃上げは2020年代半ば以降も継続する可能性がある。人口減少が中長期的に進む中で、企業間の人材獲得競争は厳しさを増すからだ。

労働供給の増加余地はすでに小さくなっているようだ。日銀が「経済・物価情勢の展望」（2017年10月）で定義した「潜在労働力人口」と、労働力人口の差分を「余剰労働力」（労働者数の潜在的な増加余地）と定義すると、2003年で280万人程度だった「余剰労働力」は2023年には30

<sup>3</sup> 春闘での賃上げ率に影響を及ぼす企業業績や労働需給、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した結果。

<sup>4</sup> 詳細は前回予測を参照。

<sup>5</sup> 労働生産性（就業者1人1時間あたり実質GDP）上昇率は2000～19年で年率+1.0%で、2022年1-3月期から2023年10-12月期の平均上昇率も同程度であった。

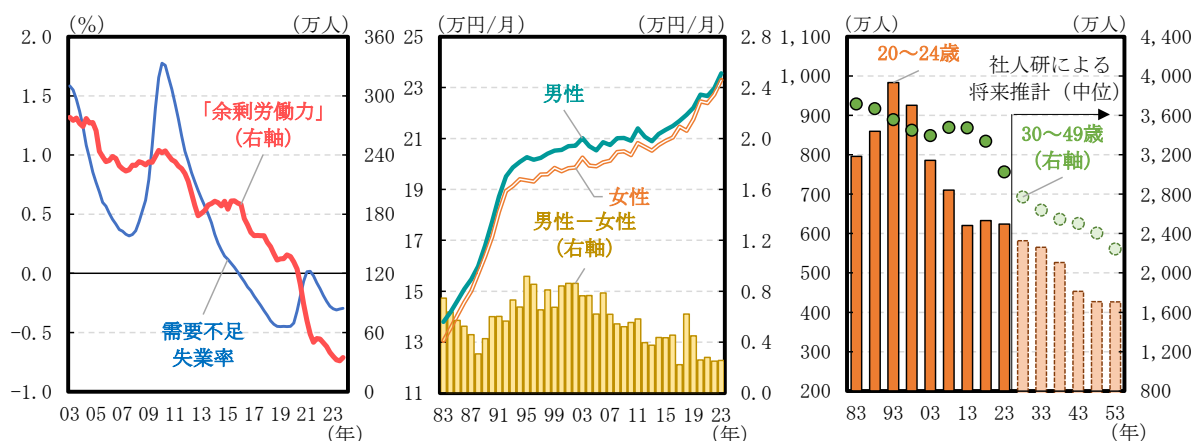
<sup>6</sup> 複数の変数に共通する動き（第一主成分）を抽出する統計的手法。

<sup>7</sup> 詳細については「[2024年の日本経済見通し](#)」（2023年12月21日）を参照。



万人程度まで減少した（**図表 5 左**）。生産年齢人口が減少する中でも就業者数が 2010 年代にかけて増加したのは、女性などの労働参加進展による「余剰労働力」の減少が背景にある。2020 年代に入ると、非労働力人口のうち就業希望者がコロナ禍を受けて 50 万人ほど減少し、「余剰労働力」の減少が加速した。需要不足失業率（労働需要が回復すれば解消される失業率）は足元でマイナス圏にあるなど労働需給はひっ迫している。だが、新たな労働供給の余地は小さくなっており、すでにサービス業や建設業などの事業活動の拡大に影響を及ぼしているとみられる。

**図表 5：労働需給と「余剰労働力」（左）、新卒者（大学）の初任給（中央）、年齢階級別人口（右）**



（注 1）左図の需要不足失業率（労働需要が回復すれば解消される失業率）は労働政策研究・研修機構による推計値。「余剰労働力」は、潜在労働力人口（＝就業者＋需要不足失業者＋非労働力人口のうち就業希望者）から労働力人口を差し引いたもの。潜在労働力人口は日本銀行（2017）の定義に基づく。いずれも四半期データの後方 4 四半期移動平均。

（注 2）中央図の 2023 年は 20～24 歳の大学卒の月間所定内給与額の前年比により延伸。2019 年以前の初任給は調査方法や定義が異なるため、推計方法が同じ 2019 年の再集計値をもとに遡及。右図の国立社会保障・人口問題研究所（社人研）による将来推計は出生中位（死亡中位）推計。

（出所）厚生労働省、国立社会保障・人口問題研究所、総務省、労働政策研究・研修機構、日本銀行「経済・物価情勢の展望」（2017 年 10 月）より大和総研作成

こうした中、企業は新規学卒者（以下、新卒者）の採用を強化してきた。長期雇用と企業内育成を重視する傾向にある日本企業の採用は新卒者に集中しやすく、企業内で中核を担う 30～40 代を確保する上でも新卒者の採用強化は重要だ。**図表 5 中央**で示したように、大学卒の新卒者の初任給は 2010 年代半ばから上昇基調が強まったが、近年はその動きが加速している。また、男女間で職種の違いが小さくなったことなどを背景に、初任給の男女間格差は縮小傾向にある。

大学卒の新卒者を含む 20～24 歳の人口推移を見ると、実は 2010 年代は 600 万人台前半で安定していた。国立社会保障・人口問題研究所の出生中位（死亡中位）推計によると、本格的な減少局面に入るのは 2020 年代と見込まれている（**図表 5 右**）。また 30～40 代の人口は、いわゆる「団塊ジュニア世代」（1971～74 年生まれ）の 50 歳以上への移行などを背景に 2010 年代に急減したが、2020 年代以降も少子化を背景に減少を続ける見込みだ。

企業が初任給を引き上げる一方で中高齢の従業員の賃上げに消極的になれば、賃金カーブがフラット化し、中高齢層の人材確保に影響を及ぼす可能性がある。日本企業で一般的なメンバーシップ型雇用を維持しつつ人材を確保するのであれば、賃金カーブ全体を引き上げる必要がある。人口動態を背景とした賃上げの動きは中長期的に継続する公算が大きく、企業は商品・サービスの高付加価値化による価格転嫁力の向上や、多様な働き方を可能とする職場環境の整備などを通じて、賃上げと収益の維持・拡大を両立に取り組む必要性が一段と増すだろう。

### <経済の下支え・押し上げ要因>

2025年度までに主に見込まれる要因としては、「自動車の挽回生産（受注残の消化）」「インバウンド需要の増加」「サービス消費の回復」「高水準の家計貯蓄」「シリコンサイクル（世界の半導体市況）の回復」の5つが挙げられる。

家計向けの自動車のペントアップ需要は2024年1月末で約33万台（約0.9兆円）と推計され<sup>8</sup>、輸出向けや企業向けでも需要が繰り越されているとみられる。これまでの繰越需要の発現ペースを踏まえ、自動車の挽回生産は2024年夏まで継続すると想定している<sup>9</sup>。他方、中国人訪日客数は直近の2023年12月で2019年同月比▲56%であり、中国人以外の同+33%とは対照的だ。今後は中国人訪日客の本格回復などもあり、2023年で2,507万人だった訪日外客数は2024年で3,900万人程度、2025年は4,100万人程度まで増加すると見込んでいる。

サービス消費は依然として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（実質金利と自然利子率の乖離幅）、純金融資産をもと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10-12月期で2兆円程度（年率換算額）下回る。主因はサービス消費にあり、とりわけ回復の遅れている費目は実質賃金などの影響を受けやすい（詳細は前回予測を参照）。見方を変えれば、実質賃金が上昇基調に転じる時期に回復ペースが加速する可能性がある。

高水準の家計貯蓄は個人消費を継続的に下支えするとみられる。家計の金融資産残高はコロナ禍以降に大幅に増加しており、2019年12月末から直近の2023年9月末までに236兆円（うち現預金は同105兆円）増加した。足元では株価の上昇が顕著であり、資産効果を通じて個人消費が刺激されることも考えられる。

世界半導体販売額に見るシリコンサイクルは2023年春に底を打った。同年11月には1年3か月ぶりに前年比でプラスに転換するなど、足元でも改善が続いている。先端半導体などで高いシェアを持ち、シリコンサイクル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・在庫バランスは改善傾向にある。シリコンサイクルは2024年に回復局面に入り、2025年も回復が継続すると見込んでおり、半導体関連財の国内生産を後押しするだろう。

<sup>8</sup> 家計向けの自動車のペントアップ需要の試算方法については「[第218回日本経済予測（改訂版）](#)」（2023年9月8日）を参照。

<sup>9</sup> 前回予測では自動車の挽回生産が2024年前半にかけて終了すると想定していたが、自動車メーカーの一部工場の稼働停止などを踏まえ、挽回生産の終了時期を同年夏へと後ずれさせた。

## ＜経済の主な下振れリスク＞



予測期間中の景気の下振れリスク要因は、海外経済に中心に多く存在する。具体的には、米国景気の大規模な悪化（金融引き締め長期化による信用収縮）、中国の過剰債務問題の顕在化、中東情勢・ウクライナ情勢の緊迫化、米中対立の激化（経済安全保障リスクの発現）、国内の長期金利高・円高の急伸、などが挙げられる。

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、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懸っている。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みなすと、その規模は2,840兆円程度に上る。

テールリスクではあるが、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6**である。ここでは米銀行の貸出態度が、①現水準（2024年1月）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1割超縮小するケース（リーマン・ショック時と同規模<sup>10</sup>）、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。

米国でリスクシナリオが発現する場合、米国の実質GDPへの影響は▲5.0～▲0.6%（年間ベース）となる。中国の場合は同▲7.8～▲1.3%に達する。米中それぞれのリスクシナリオにおける日本の実質GDPへの影響は同程度で、同▲2.9～▲0.5%となる。当社のメインシナリオにおける日本の2024年度の実質GDP成長率は+0.8%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6：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	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 <b>現水準で推移</b>	▲ 0.5	▲ 0.4	▲ 0.6	▲ 0.3	▲ 0.5	▲ 0.6
	<米国リスクシナリオ②> 銀行の貸出態度が <b>リーマン・ショック時並みに厳格化</b>	▲ 4.0	▲ 2.9	▲ 5.0	▲ 2.3	▲ 3.6	▲ 4.5
	<中国リスクシナリオ①> <b>不動産市場が1割超縮小</b> (リーマン・ショック時と同規模)	▲ 0.7	▲ 0.5	▲ 0.2	▲ 1.3	▲ 0.2	▲ 0.8
	<中国リスクシナリオ②> <b>銀行貸出が2割減少</b> (日本の97～05年の減少幅と同規模)	▲ 4.1	▲ 2.8	▲ 1.2	▲ 7.8	▲ 1.3	▲ 4.9

(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。米国リスクシナリオ①の「現水準」は2024年1月。中国リスクシナリオ①の「リーマン・ショック時の下振れ」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(10%pt超)と想定。

(出所) IMF、Haver Analytics より大和総研作成

<sup>10</sup> 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(10%pt超)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。

このほか、中東情勢・ウクライナ情勢の緊迫化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当社の短期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▲0.7%程度となる。

米中対立の激化については、中国依存度の大きいレアメタルやレアアース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。2024年11月の米国大統領選でトランプ氏が当選すれば、米中関係だけでなく西側諸国間の関係も大きく変わり得る。

国内の長期金利は、日銀の金融政策の正常化が進むことで想定以上に上昇する可能性があるほか、日米金利差の縮小などを通じてドル円レートが円高基調に転じる可能性もある。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（1973年の為替レートを基準として2国間の物価指標（ここでは消費者物価、企業物価、単位労働コストの3つ）の伸び率の差から試算）や経済協力開発機構（OECD）公表の絶対的PPP（2国間の財・サービス価格が均衡する為替レート）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円のケースで▲0.5%程度、同90円のケースで▲1.1%程度と試算される。

### 3. 物価・金融政策の見通し

#### 新コアコアCPIは2024年度、25年度ともに前年比+2%程度を見込む

生鮮食品を除く総合ベースの消費者物価指数（コアCPI）は、直近の資源価格と為替レートを前提として、2023年度で前年比+2.8%、2024年度で同+2.7%、2025年度で同+2.0%と見込んでいる（**図表7**）。物価の基調を反映しやすい生鮮食品・エネルギーを除く総合ベースのCPI（新コアコアCPI）では、それぞれ同+3.8%、同+1.9%、同+2.0%の見込みだ。

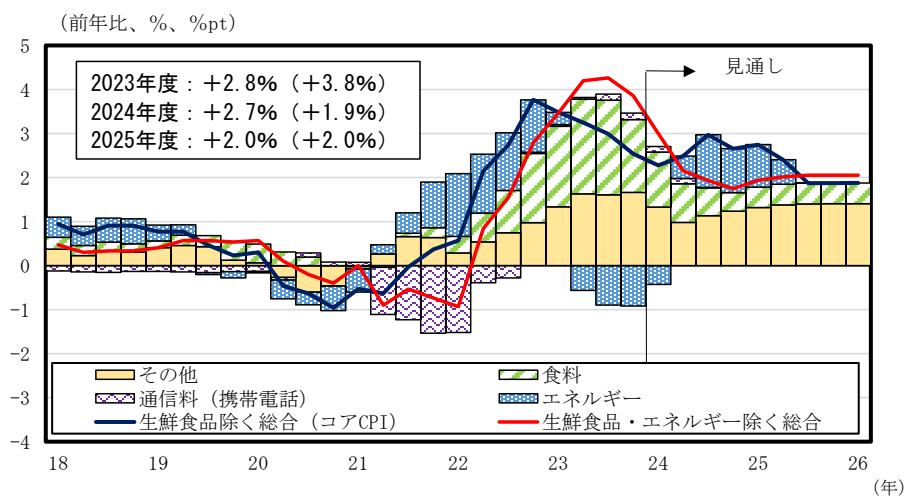
デフレ期には人件費の増加分を販売価格に転嫁することが難しかったが、足元ではこうした状況が改善に向かっている<sup>11</sup>。前述のように深刻な人手不足は長期化する見込みであり、企業は積極的な賃上げを通じて労働力を確保していく必要がある。人件費の増加を販売価格に転嫁する傾向も続くだろう。

近年の企業の価格設定行動の変化を踏まえつつ春闘での賃上げ率を想定し、この水準が継続した場合のインフレ率を推計すると、日銀が目指す2%の物価安定目標を達成するのは賃上げ率が3%台後半のときだ<sup>12</sup>。2024年の賃上げ率は4%台に乗せる可能性があり、2025年以降も高水準を維持する見込みである。賃金・物価の循環的上昇メカニズムが機能し、予測期間の後半にかけてインフレ率は2%程度で安定するとみている。

<sup>11</sup> 企業行動の変化が生じた背景については、中村華奈子・久後翔太郎「[投入コスト別に見た価格転嫁の動向](#)」（大和総研レポート、2024年2月1日）を参照。

<sup>12</sup> 試算方法の詳細は、久後翔太郎「[『需給要因分解』と『流通過程別の動向』に見るインフレの特徴と金融政策への示唆](#)」（大和総研レポート、2023年6月16日）

図表7：CPIの見通し（各年度の数字は生鮮食品除く、括弧内は生鮮食品・エネルギー除く）



(注) 作成時の資源価格と為替レートを前提とした物価見通し。エネルギー高対策は2024年4月末まで実施（うち電気・ガス代の引き下げは補助額を半減して5月末まで実施）されると想定。

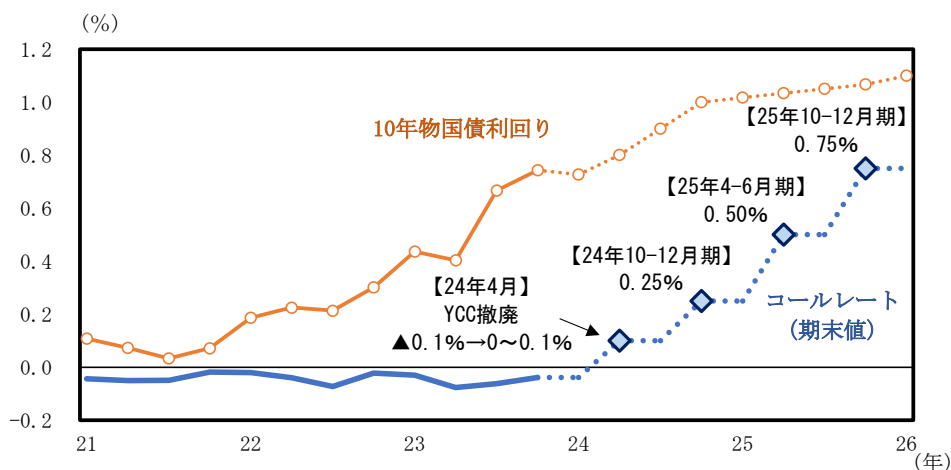
(出所) 総務省統計より大和総研作成

#### 日銀は2024年4月にYCC撤廃とマイナス金利撤廃を実施する見込み

当社では、日銀は2024年春闘の結果がある程度判明する4月の金融政策決定会合で、①YCCの撤廃、②マイナス金利政策の解除に踏み切るとみている。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、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。

マイナス金利政策の解除後は実質的なゼロ金利政策への移行（▲0.1%のコールレートを0.0～0.1%に引き上げ）を想定している。その後、日銀は経済・物価情勢を注視しつつ、緩やかなペースで追加利上げを実施するとみている。不確実性が大きいものの、当社のメインシナリオでは2024年10-12月期に短期金利を0.25%に引き上げ、2025年以降は年0.50%程度（年2回）のペースで追加利上げを行うと想定している（図表8）。

図表8：日本の長短金利の見通し



(出所) 財務省、日本銀行統計より大和総研作成

実質短期金利（コールレートからインフレ率を差し引いた水準）は緩やかに上昇するが、予測期間を通じてマイナス圏で推移する見込みである。日本の自然利子率は足元でゼロ近傍にあると推計される<sup>13</sup>。実質金利が自然利子率を下回る（実質金利ギャップはマイナスになる）ことで、予測期間を通じて緩和的な金融環境が維持されるだろう。

直近で0.7%超の10年物国債利回り（長期金利）は1%程度まで上昇すると見込んでいる（**図表8**）。緩やかなペースとはいえ、日銀が利上げを進めることが長期金利の押し上げ要因になる。一方、前述のように米国では2024年央からFRBが利下げを開始すると想定している。米国長期金利は緩やかに低下していく見込みであり、日本の長期金利に下押し圧力がかかるだろう。

YCCの撤廃後に懸念されるのは、投機的な動きによる長期金利の急上昇だ。経済や物価といったファンダメンタルズに基づいて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、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。

図表9：日本経済見通し＜第220回日本経済予測（2024年2月21日）＞

	2023			2024				2025				2026	2023	2024	2025
	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)	562.6	557.9	557.3	557.8	560.0	562.4	564.7	566.8	568.4	569.9	571.4	572.8	558.8	563.5	570.6
<前期比、%>	1.0	-0.8	-0.1	0.1	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3			
<前期比年率、%>	4.0	-3.3	-0.4	0.3	1.6	1.8	1.6	1.5	1.1	1.1	1.0	1.0			
<前年同期比、%>	2.3	1.7	1.0	0.0	-0.5	0.8	1.4	1.6	1.5	1.3	1.2	1.0	1.3	0.8	1.3
													(1.9)	(0.4)	(1.4)
民間消費支出(前期比、%)	-0.7	-0.3	-0.2	0.4	0.5	0.6	0.4	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2	-0.3	1.3	1.1
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	-0.6	-0.1	0.5	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6	-0.6	1.7	2.1
政府消費支出(前期比、%)	-0.1	0.3	-0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.5	0.7	0.9
公共投資(前期比、%)	2.2	-1.0	-0.7	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	-1.7	0.5	0.4	0.6	0.6	0.6	0.7	0.6	0.6	4.0	1.5	2.5
輸入(前期比、%)	-3.6	1.0	1.7	-0.4	0.4	0.4	0.3	0.3	0.5	0.5	0.5	0.5	-2.6	1.7	1.8
名目GDP(前期比年率、%)	10.4	-0.2	1.2	2.7	4.0	4.2	3.9	3.6	3.0	2.5	2.4	2.3	5.3	3.2	3.1
GDPデフレーター(前年同期比、%)	3.7	5.2	3.8	3.2	2.5	2.1	2.4	2.3	2.1	2.0	1.6	1.4	4.0	2.3	1.8
鉱工業生産(前期比、%)	1.4	-1.2	1.3	-0.4	0.4	0.6	0.5	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5	-0.5	1.2	1.9
コアCPI(前年同期比、%)	3.2	3.0	2.5	2.3	2.5	3.0	2.7	2.7	2.4	1.9	1.9	1.9	2.8	2.7	2.0
失業率(%)	2.6	2.7	2.5	2.4	2.4	2.4	2.4	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.5	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	0.73	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	76.7	79.2	79.2	79.2	79.2	79.2	79.2	79.2	79.2	77.8	79.2	79.2
為替レート(円/ドル)	137.4	144.5	147.9	148.7	150.2	150.2	150.2	150.2	150.2	150.2	150.2	150.2	144.6	150.2	150.2

(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

<sup>13</sup> 詳細は「[日本経済見通し：2024年1月](#)」（2023年1月23日）を参照。

# 米国経済 インフレ圧力を緩和する カギは何か？

ポジティブ・サプライズ継続には労働生産性の改善が不可欠

矢作 大祐  
藤原 翼

## [要約]

- 足元までの経済指標を概観すると、1月の雇用統計は、雇用者数が市場予想を大幅に上回る堅調な結果となり、賃金上昇率も上昇した。インフレ指標に関しても、GPI、PPIともにヘッドラインが市場予想を上回った。他方で、小売売上高や鉱工業生産は市場予想を下回る軟調な結果となった。経済指標の方向感がわかりにくくなっているのは、年次改定（雇用者数、インフレ指標）や悪天候（小売売上高、鉱工業生産）などの特殊要因による影響がある。単月の経済指標の振れに過度に反応すべきではない。総じてみれば、景気の緩やかな減速に沿って、インフレがペースダウンしていくというソフトランディングをメインシナリオとして据え置く。
- 単月の経済指標の振れに左右されないという観点では、高成長が続きながらインフレも減速するという2023年の米国経済のトレンド継続の可能性も排除すべきではない。従来のインフレ減速要因（エネルギー、食品、コア財）に代わり、コアサービス価格の減速が必要となる中で、労働生産性の高まりがカギを握る。米企業は業務の効率化に意欲的であり、労働生産性の改善が続くことで、好景気を維持しながらもインフレ圧力が和らいでいくことも可能となろう。他方で、労働生産性の更なる改善はハードルが高い点には注意を要する。FRBとしても、インフレの抑制に向けて、今後も改善するかが不透明な労働生産性に大きく期待できない、というスタンスを取っている。2023年の米国経済のトレンドの継続は、あくまでもポジティブ・サプライズという位置づけであろう。

## 経済指標は方向感がわかりにくい、過度に反応すべきではない

足元までの経済指標を概観すると、1月の雇用統計は、雇用者数が市場予想を大幅に上回る堅調な結果となり、賃金上昇率も加速した。賃金上昇率が高止まりの様相を強める中で、インフレ指標に関しても、CPI、PPIともにヘッドラインが市場予想を上回った。他方で、小売売上高や鉱工業生産は市場予想を下回る軟調な結果となった。これらを金融政策に紐づけると、堅調な雇用環境と高止まりリスクが懸念されるインフレ指標に注目すれば、利下げまでは距離があるとの判断になる。引き締めの金融環境が継続するとの認識のもと、市場の利下げ期待も低下し、米10年債利回りは4.0%前後での推移から、CPI公表の2月13日以降は4.3%程度に水準が切り上がった。一方で、冴えない結果となった小売売上高と鉱工業生産に注目すれば、引き締めの金融環境が続くことで、景気を過度に下押しする恐れもある。

1月の経済指標の方向感がわかりにくくなっているのは、統計の年次改定（雇用者数、インフレ指標）や悪天候（小売売上高、鉱工業生産）などの特殊要因の影響もあるだろう。それぞれの指標の基調に目を向ければ、1月の雇用者数は堅調な伸びとなったものの、ここ数年は1月に雇用者数が上振れしやすい残存季節性（季節調整が適切に行われていないこと）の影響が指摘される。また、業種別ではヘルスケア・政府部門が雇用者数の伸びの過半を占める状況が続いており、幅広い業種で雇用増が起きているわけではない。また、平均労働時間は減少し、パートタイマーは増えており、雇用環境の悪化は緩やかながらも続いている。下振れした小売売上高に関しては、天候要因に加えて、ホリデー商戦での値下げによる消費押し上げからの反動減があったと考えられる。消費者マインドは3カ月連続で回復しており、個人消費が腰折れするような兆しは足元で見受けられない。CPIについても、残存季節性によって1月は上振れしやすく、2023年の同時期もインフレの高止まり懸念が強まっていた。このように、単月の経済指標の振れに過度に反応すべきではない。

現時点では、雇用環境の悪化ペースに沿って、個人消費も緩やかに減速するという想定を維持する。需要が緩やかにスローダウンする中で、インフレ圧力も徐々に低下し、金融政策に関しても2024年央に利下げへと転じると見込む。総じてみれば、景気の緩やかな減速に沿って、インフレがペースダウンしていくというソフトランディングをメインシナリオとして据え置く。

## ポジティブ・サプライズ継続のカギを握る労働生産性の改善

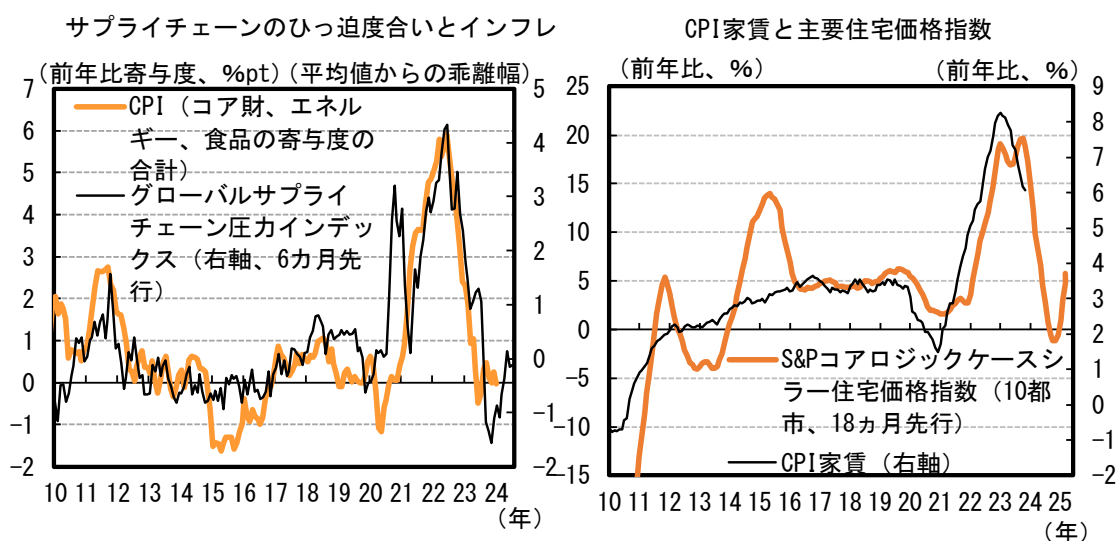
単月の経済指標の振れに左右されないという観点では、高成長が続きながらインフレも減速するというポジティブ・サプライズを引き起こした、2023年の米国経済のトレンド継続の可能性も排除すべきではない。アトランタ連銀が公表するGDP NOWにおいて、2024年1-3月期の実質GDP成長率は前期比年率+2.9%と、2%前後とされる潜在成長率以上の伸びが予想されている（2024年2月16日時点）。引き締めの金融環境が景気後退をもたらすと市場の想定が良い意味で裏切られてきたことを再認識させる予想といえる。

肝心のインフレに関しては、2023年はサプライチェーンの改善が続く中で、CPIエネルギー、



CPI 食品、CPI コア財が減速してきた。他方で、こうした項目に先行する傾向のある、グローバルサプライチェーン圧力指数（サプライチェーンに関するひっ迫度合いを指標化したもの、NY連銀が公表）はすでに上昇に転じている（図表1左図）。サプライチェーンの改善に伴う更なるインフレ減速の余地は小さくなりつつあり、FOMC 参加者が頻繁に言及するように、[サービス価格のペースダウン](#)がインフレ率の一層の減速に向けて重要となる。CPI コアサービスのうち、ウェイトの大きい家賃は、先行する傾向のある主要住宅価格指数が示す通り、2024 年上半期にかけて減速感を強めると考えられる。もっとも、主要住宅価格指数は上昇に転じており、2024 年下半期にかけてはCPI の家賃も再加速するとみられる（図表1右図）。

図表1 サプライチェーンのひっ迫度合いとインフレ、CPI 家賃と主要住宅価格指数



(出所) BLS、NY 連銀、S&P、Haver Analytics より大和総研作成

CPI の家賃が再加速するまでに、コアサービス（家賃除く）が減速するかが肝要となる。コアサービス（家賃除く）が減速するには、連動する傾向のある賃金上昇率のペースダウンが不可欠といえる。しかし、既存従業員の賃金の引き上げといった待遇改善の波が押し寄せており、賃金上昇率は前述の通り高止まりの傾向を強めている。賃金の引き上げは個人消費の腰折れリスクを抑制し、米国経済を下支えするという意味でポジティブな要素といえるが、企業がコスト増を販売価格に転嫁することでインフレ圧力を高め得る点ではネガティブな要素といえる。

こうした中、賃金の引き上げに伴うインフレ圧力の高まりを緩和するためには、労働生産性（実質付加価値／労働投入量）の改善がカギを握る。2023 年 1-3 月期以来、労働生産性の改善傾向に合わせて、コアサービス（家賃除く）がペースダウンしてきた。企業が賃金上昇に伴うコスト増を吸収できていることを示唆している（図表2左図）。足元でも、[米企業の決算説明会で業務効率の改善に言及する例が増えて](#)おり、労働生産性の改善が続くとの見方もできる。賃金上昇が個人消費を押し上げて底堅い景気を維持しつつも、労働生産性の改善がインフレ圧力の高まりを緩和することで、2023 年の米国経済のトレンドを継続させるとも考えられる。

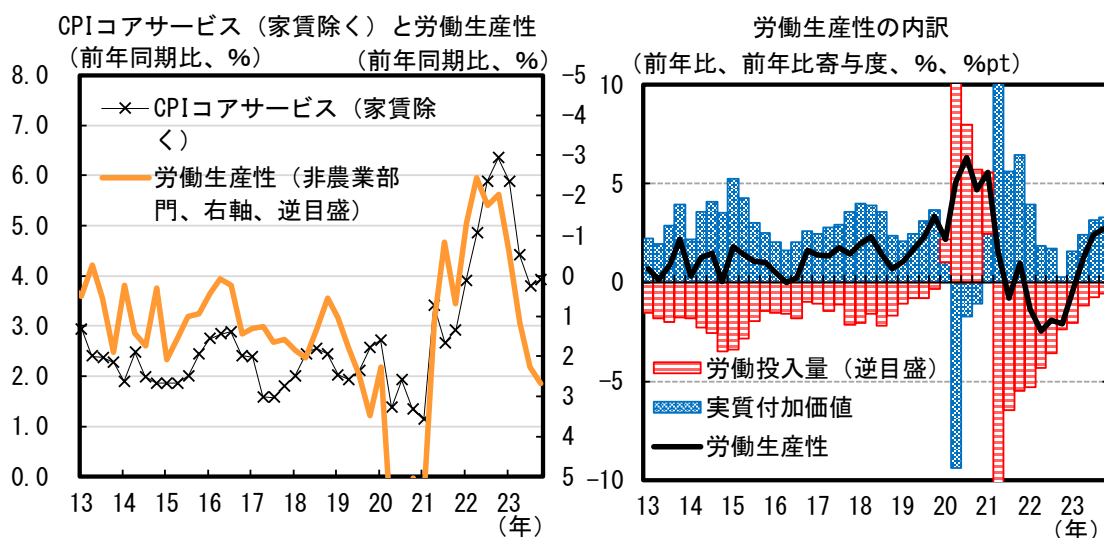
一方で、労働生産性の更なる改善はハードルが高い点に注意を要する。労働生産性の内訳を見ると、2023 年は実質付加価値の伸びが加速するとともに、労働投入量の伸びが減速することで、

労働生産性が改善してきた（図表2右図）。実質付加価値の加速は、堅調な個人消費などによって押し上げられたことによるものである。他方で、2024年に入り、実質GDPが仮にアトランタ連銀のGDP NOWが示すような堅調な伸びとなったとしても、2023年の高成長に比べれば減速感 は強まることとなる。実質付加価値の更なる加速は期待しにくいだろう。

もう一方の労働投入量の減速に関しては、労働時間の減少という雇用環境の緩やかな悪化の 帰結といえる。雇用環境の緩やかな悪化は、個人消費の減速に伴う実質付加価値のペースダウン をもたらし得る。なお、雇用環境が緩やかに悪化しても、生産性の高い部門への労働移動が進め ば実質付加価値の加速も考えられるが、足元の実際の雇用増はヘルスケアや政府部門に偏って おり、生産性の高い情報や金融といった部門への労働移動は限定的である。雇用環境の悪化が 緩やかながらも続くことで、労働投入量の減速は2024年以降も継続するとみられ、2023年のよ うな実質付加価値の加速との共存は想定しづらく、労働生産性の伸びは前年比ベースで1%台半 ば程度に落ち着くと考えられる。

この他の生産性に関する議論として、発展著しい生成AIの活用や、コロナ禍を機に増えた在 宅勤務による労働生産性の向上が挙げられる。例えば、生成AIに関しては、[クックFRB理事が労働生産性を向上させ得る研究が存在すると講演会で述べており](#)、FRBの中でも一定の注意が払 われている。また、在宅勤務に関しても、[FRBは労働市場への影響や生産性に関して研究を進めてきた](#)。こうした中、パウエルFRB議長は、1月FOMC後の記者会見において労働生産性につい て質問された際、生成AIによる生産性の改善はすぐに発現していくものではなく、在宅勤務に 関しては生産性が大幅に向上するものとは考えにくいと回答した。結論として、パウエル議長 は、2023年のような労働生産性の改善が今後も続くかはわからないと述べている。FRBとして は、インフレの抑制に向けて、改善するかが不透明な労働生産性に大きく期待できない、といふ ことだろう。2023年の米国経済のトレンドの継続はあくまでもポジティブ・サプライズという 位置づけであり、メインシナリオとしては需要のスローダウンを通じたインフレ圧力の低下、 そして、その結果として2024年央での利下げ転換ということを想定すべきだろう。

図表2 CPIコアサービス（家賃除く）と労働生産性、労働生産性の内訳



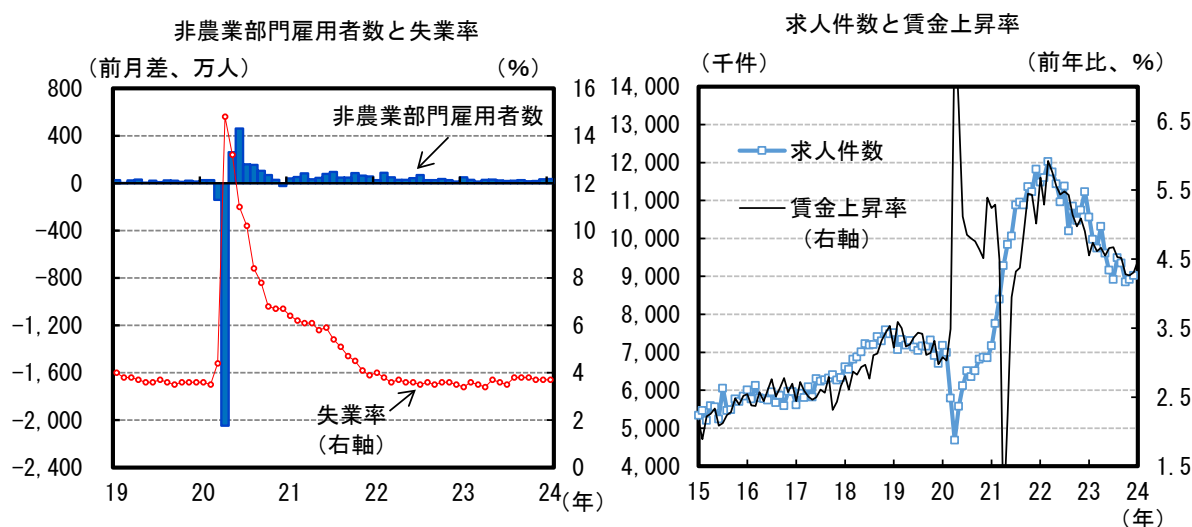
（出所）FRB、Haver Analytics より大和総研作成

## 雇用者数は予想を大幅に上回る増加

2024年1月の米雇用統計は、非農業部門雇用者数が前月差+35.3万人と市場予想(Bloomberg調査：同+18.5万人)を大幅に上回る結果となった。また、2023年12月の雇用者数は11.7万人の大幅な上方修正となり、同+33.3万人になった。その結果、3カ月移動平均で見ても、雇用者数は同+28.9万人と高い伸びになった。失業率については、3カ月連続で3.7%と、市場予想(Bloomberg調査：3.8%)を下回る(良い)結果となった。この他、失業者の内訳を確認すると、非自発的失業(同▲3.0万人)が小幅に減少した。ただし、就業者のうち、非自発的パートタイム就業者(同+21.1万人)が2カ月連続で増加しており、水準も442.2万人と2021年9月以来の高さとなった。また、民間部門の週平均労働時間は前月差▲0.2時間の34.1時間と、悪天候の影響もあるとはいえ2カ月連続での減少となった。非自発的パートタイム就業者の増加や週平均労働時間の減少は雇用環境の緩やかな悪化が継続していることを示唆しているが、総じてみれば1月の雇用統計はポジティブな結果といえる。

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(2月4日-2月10日)は21.2万件となった。新規失業保険申請件数の水準は、2023年8月半ば以降週20万件から24万件の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12月の求人件数は前月差+10.1万件と2カ月連続で増加した。直近の失業者数と比べて求人件数は1.5倍弱の水準と、コロナ禍前の水準を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と考えられる。タイトな労働需給を背景に賃金上昇圧力は根強く、1月の雇用統計では、民間部門の平均時給が前月比+0.6%と大幅に加速した。もっとも、1月の平均時給の結果については、悪天候により主に低賃金業種の週平均労働時間が大きく減少したことが影響した可能性も考えられるが、それだけではなく、既存従業員の待遇改善の動きが引き続き寄与したとみられる。こうした賃金上昇圧力の継続は、インフレの減速を遅らせ得ることから注意を要しよう。

図表3 非農業部門雇用者数と失業率、求人件数と賃金上昇率



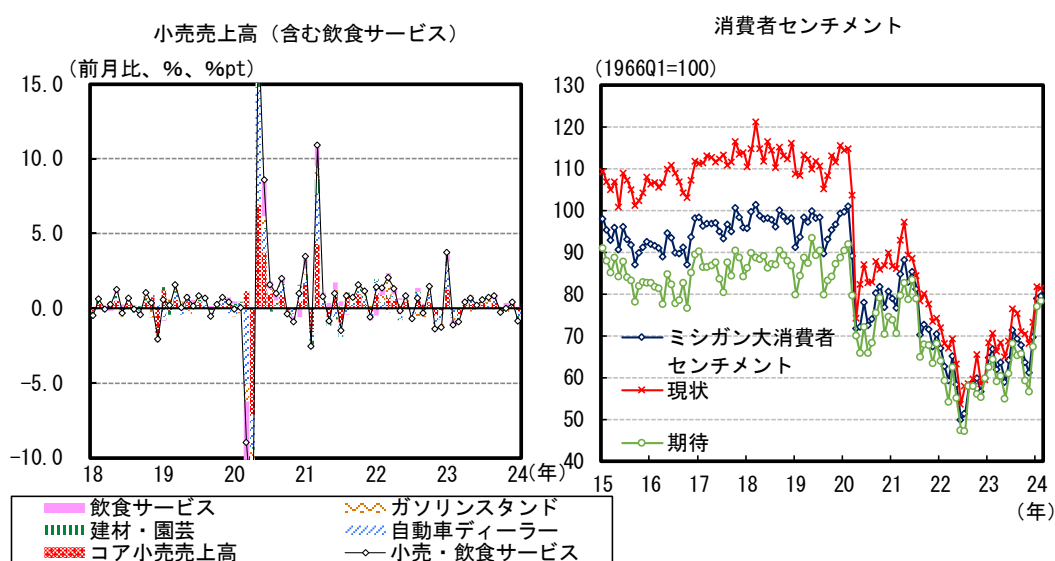
(出所) BLS、Haver Analytics より大和総研作成

## 小売売上高は悪天候等により減少、消費者マインドは改善

個人消費の動向を確認すると、2024年1月の小売売上高(含む飲食サービス)は前月比▲0.8%と3カ月ぶりにマイナスに転じ、市場予想(Bloomberg調査:同▲0.2%)を下回った。さらに、12月の小売売上高は▲0.2%pt下方修正された。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10カ月ぶりにマイナスに転じた。他方で、1月は年末商戦からの反動が強く出たことや、悪天候が影響したとみられ、2月以降の結果も併せて確認する必要がある。1月の小売売上高(含む飲食サービス)の内訳を見ると、建設資材・園芸(同▲4.1%)、自動車・部品(同▲1.7%)、ガソリンスタンド(同▲1.7%)、ヘルスケア製品(同▲1.1%)のマイナス幅が大きい。さらに、無店舗販売(同▲0.8%)、衣服・宝飾品(同▲0.2%)といった、年末商戦で好調だった業種が低調だった。この他、家電(同▲0.4%)が3カ月連続でマイナスだった一方で、家具(同+1.5%)がプラスに転じ、飲食サービス(同+0.7%)も堅調な推移となった。

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、2024年2月(速報値)が前月差+0.6ptと3カ月連続で上昇し、水準は79.6になった。構成指数の内訳を見ると、現状指数(同▲0.4pt)が小幅に悪化した一方で、期待指数(同+1.3pt)が改善した。ミシガン大学は、消費者はインフレ鈍化と強い労働市場が今後も続くと確信していると指摘している。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+0.1%ptの+3.0%、5年先が横ばいの+2.9%となった。1年先の期待インフレ率は小幅に上昇したが、均してみれば低下傾向が続いている。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。他方で、1月のCPI統計を確認すると、ヘッドライン・コアともに前月比ベースで加速する等、インフレ減速の足取りが鈍い。インフレの高止まりを背景に引き締めの金融政策が長引くならば、景気の減速傾向が顕著となり、消費者マインドは回復しづらくなると考えられる。総じてみれば、消費者マインドは緩やかなペースで回復すると見込む。

図表4 小売売上高(含む飲食サービス)、消費者センチメント



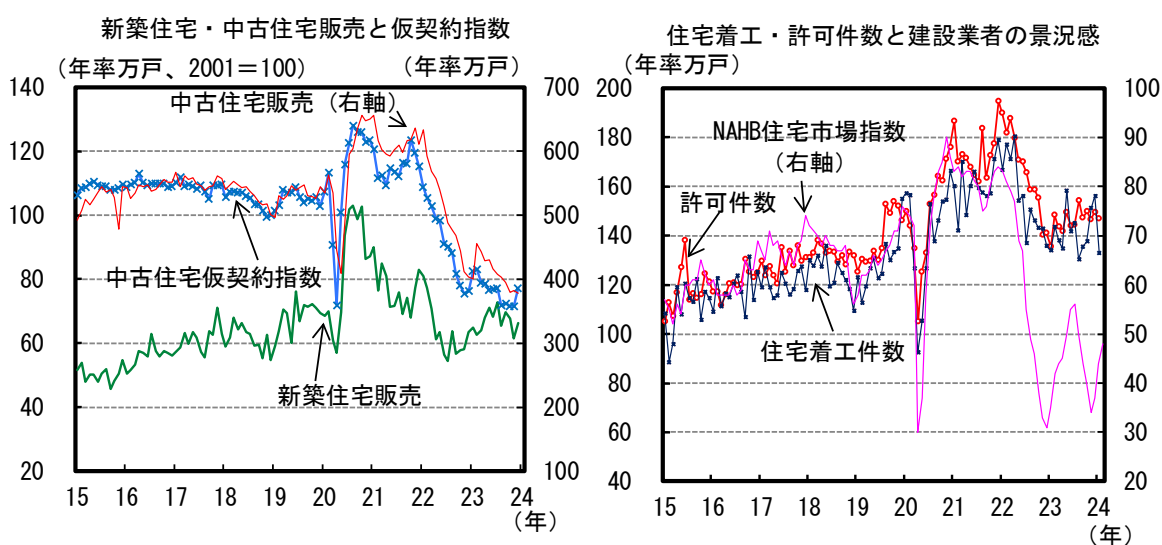
(出所) ロイター/ミシガン大、Census、Haver Analytics より大和総研作成

## 悪天候で住宅着工件数は大幅に減少

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12月が前月比▲1.0%と再び減少に転じた。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に転じている。中古住宅販売の先行指標である中古住宅仮契約指数が、2023年12月に前月比+8.3%と上昇に転じたことはポジティブな兆候といえるが、在庫状況や価格動向を踏まえれば販売増が継続する見込みは立てにくい。新築住宅販売（戸建）に関しては12月に同+8.0%と3カ月ぶりに増加に転じた。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。新築住宅販売は2023年下半年に伸び悩んだが、中古住宅に比べて相対的に回復しやすいと考えられる。

住宅供給に関しては、新築住宅着工は、2024年1月に前月比▲14.8%と、大幅かつ3カ月ぶりに減少した。これは悪天候による着工の遅れによるものと考えられる。とはいえ、天候要因に左右されにくく、新築住宅着工の先行指標である建設許可も、1月に同▲1.5%と減少に転じた。均してみれば、新築住宅着工は横ばいから緩やかな回復にとどまっているといえよう。他方で、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2月分は前月差+4ptと3カ月連続で回復した。NAHBは、金融政策の2024年内の利下げへの転換やそれに伴う住宅ローン金利の低下に対する期待、そして、在庫積み上げニーズの強さなどが住宅建設業者のマインドを改善させていると指摘している。もっとも、インフレが高止まりするならば、住宅建設業者の期待は後退し得る。金融政策運営に翻弄されやすい状況は続くことから、住宅建設の回復も緩やかなペースとなろう。

図表5 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

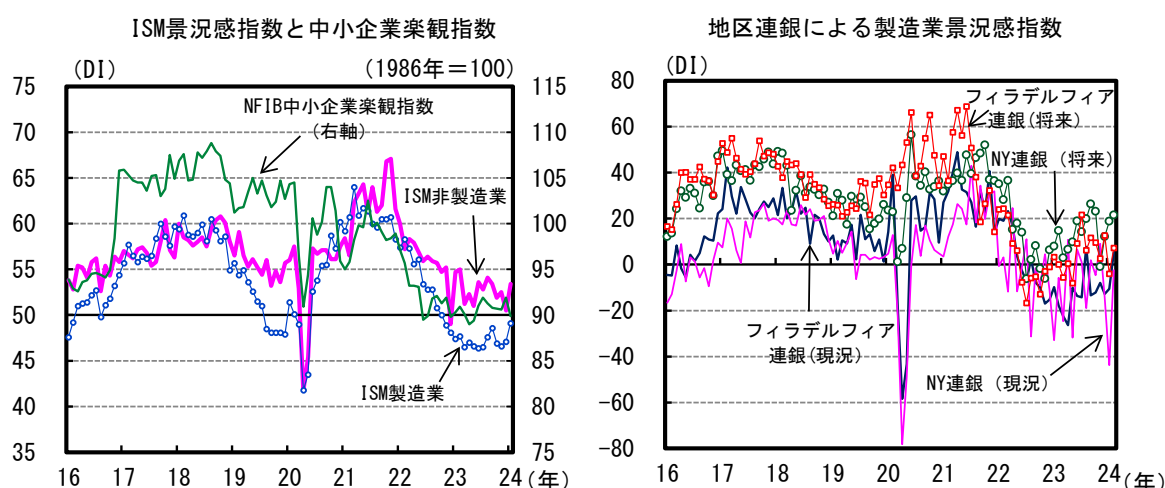
## 企業マインドは製造業・非製造業ともに改善

2024年1月のISM景況感指数は、製造業が前月差+2.0%ptの49.1%と2カ月連続で改善し、非製造業も同+2.9%ptの53.4%と改善した。構成項目を見ると、製造業に関しては、新規受注指数（同+5.5%pt）が大幅に改善して52.5%となり、2022年8月以来の50%超えとなった。この他、雇用指数は悪化した一方で生産指数、入荷遅延指数、在庫指数が改善した。非製造業に関しては、前月に急落した雇用指数が同+6.7%ptと大幅反発した。さらに、事業活動指数は横ばいとなったものの、新規受注指数、入荷遅延指数も改善した。続いて企業のコメントを見ると、製造業は指数の改善に反して、需要面の弱さを指摘するなど、ネガティブな見解が相対的に多く見られた。他方で、非製造業では、経済の状態についてポジティブなコメントも見られ、ISMによれば、非製造業は利下げ期待から企業が経済に対して楽観的であるとされていた。なお、紅海の輸送の混乱については、影響を受けているとの企業コメントが製造業・非製造業の両方で見られており、仕入価格指数がともに上昇している点はインフレ懸念を強めるものといえる。

中小企業のマインドに関しては、2024年1月のNFIB（全米独立企業連盟）中小企業楽観指数は、前月差▲2.0ptと悪化し、水準は89.9と2023年5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、利益に対する期待の悪化幅が大きかった。NFIBは、中小企業事業者にとって、高インフレが経営上の主要な障害になっているとコメントしている。

以上をまとめれば、中小企業のマインドは引き続き弱さが見られるものの、ISM景況感指数では製造業と非製造業のマインドが改善した。また、2024年2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+41.3pt）が大幅に改善し、将来指数（同+2.7pt）も3カ月連続で改善した。フィラデルフィア連銀に関しても、現況指数（同+15.8pt）は改善して6カ月ぶりにプラスに転じ、将来指数（同+11.2pt）も改善してプラスに転じた。このように複数の指数でマインドの改善が確認できる点はポジティブといえる。他方で、インフレに対する警戒感は強く、引き締め的な金融環境が当面は継続すると想定すれば、企業のマインド改善が本格化する状況とは言い切れないだろう。

図表6 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、NFIB、Haver Analytics より大和総研作成

## 鉱工業生産はマイナスに転じる

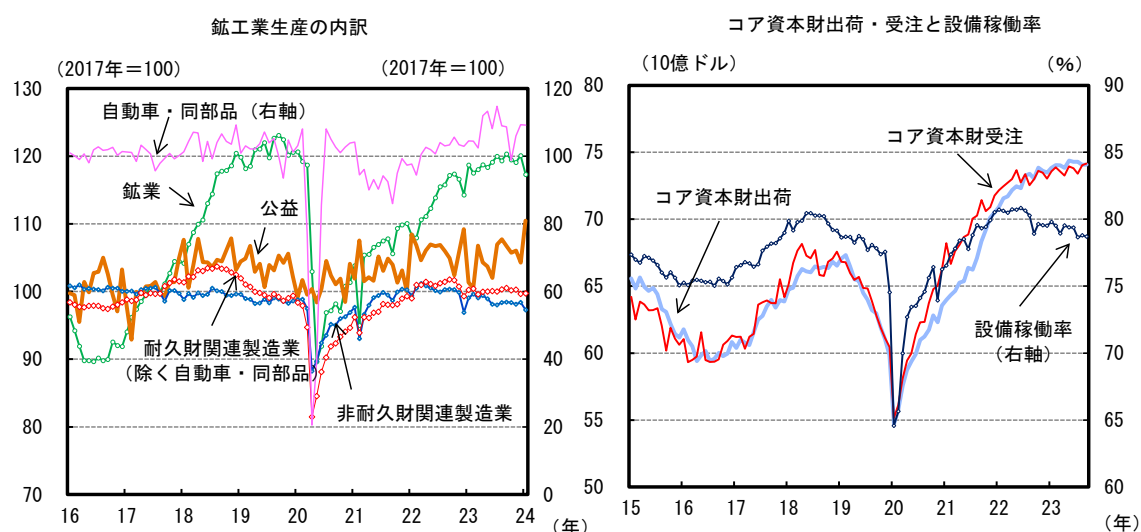
企業の実体面に関して、2024年1月の鉱工業生産指数は前月比▲0.1%と、市場予想(Bloomberg調査：同+0.2%)に反して3カ月ぶりにマイナスに転じた。また、11月分が0.3%pt上方修正された一方で、12月は0.1%pt下方修正された。1月の鉱工業生産指数の内訳を見ると、製造業(同▲0.5%)、鉱業(同▲2.3%)が悪天候の影響を受けてマイナスに転じた。その一方で、公益(同+6.0%)は暖房需要の増加を受けて大幅なプラスに転じた。

製造業の内訳を見ると、耐久財(前月比+0.1%)がプラスに転じた一方で、非耐久財(同▲1.1%)が大幅なマイナスに転じ全体を押し下げた。非耐久財に関しては、ほとんどの業種でマイナスとなり、中でも悪天候の影響を受けた石油・石炭製品(同▲3.7%)のマイナス幅が大きい。耐久財に関しては電気機械(同+1.5%)や、航空機等を含む其他輸送用機器(同+1.5%)がけん引役となった。この他、UAW(全米自動車労働組合)によるストライキの影響から回復していた自動車・同部品(同▲0.2%)が、3カ月ぶりにマイナスに転じた。

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2023年12月に前月比+0.0%とほぼ横ばいになった。他方、先行指標であるコア資本財受注については、同+0.2%と2カ月連続でプラスとなった。続いて、2024年1月の設備稼働率は前月差▲0.2%pt下落し78.5%となった。1月は悪天候による影響はあるものの、設備稼働率は長期平均(1972-2023年：79.6%)を9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。

前述の通り製造業の企業マインド指数は足元で改善したが、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、目先では悪天候要因からの反動増はあり得るものの、生産活動や設備投資が継続的に活性化することは考えにくいだろう。

図表7 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

2023年10-12月期の実質GDP成長率は前期比年率+3.3%と2023年7-9月期から減速したものの、市場予想（Bloomberg調査：同+2.0%）を上回る堅調な結果となった。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、米国経済の自立的な成長を反映する民間最終需要（個人消費、設備投資、住宅投資の和）は同+2.6%と、堅調なペースとなった。なお、2023年全体の実質GDP成長率は前年比+2.5%と、2%前後とされる潜在成長率を上回ったことから、引き締めの金融環境が続く中でも好景気を維持したといえる。

他方で、2024年の1-3月期に関しては、実質GDP成長率は前期比年率+1.1%と減速感を強めると予想する。年末商戦からの反動減や悪天候に加え、雇用環境の緩やかな悪化に沿って、個人消費が減速していくと見込んでいる。また、悪天候に加えて、金融引き締めの効果がタイムラグをもって設備投資や住宅投資を抑制すると考えている。こうした景気の減速傾向は4-6月期まで継続し、需要の抑制がインフレ圧力の緩和をもたらす。結果的に、2024年央には金融政策は利下げへと転じるという従来のメインシナリオを据え置く。

高成長が続きながらインフレは減速するという2023年の米国経済のトレンド継続の可能性も排除すべきではない。従来のインフレ減速要因（エネルギー、食品、コア財）に代わり、コアサービス価格の減速が必要となる中で、労働生産性の高まりがカギを握る。米企業は業務の効率化に意欲的であり、労働生産性の改善が続くことで、好景気を維持しながらもインフレ圧力が和らいでいくことも可能となろう。他方で、労働生産性の更なる改善はハードルが高い点には注意を要する。FRBとしても、インフレの抑制に向けて、今後も改善するかが不透明な労働生産性に期待しすぎることはできない、とのスタンスを取っている。2023年の米国経済のトレンドの継続はあくまでもポジティブ・サプライズという位置づけであろう。

図表8 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	前年比、%		
国内総生産	2.2	2.1	4.9	3.3	1.1	0.7	1.1	1.4	1.8	2.1	2.2	2.3			
（前年同期比、%）	1.7	2.4	2.9	3.1	2.8	2.5	1.5	1.1	1.2	1.6	1.9	2.1	2.5	2.0	1.7
個人消費	3.8	0.8	3.1	2.8	1.3	1.1	1.3	1.6	1.8	2.0	2.1	2.2	2.2	1.8	1.8
設備投資	5.7	7.4	1.4	1.9	0.7	-0.1	0.6	1.1	1.6	1.9	2.0	2.1	4.4	1.3	1.4
住宅投資	-5.3	-2.2	6.7	1.1	-0.5	0.0	0.7	1.3	1.8	2.2	2.6	2.9	-10.7	0.9	1.7
輸出	6.8	-9.3	5.4	6.3	5.9	1.1	1.4	1.7	1.9	2.1	2.3	2.5	2.7	3.1	1.9
輸入	1.3	-7.6	4.2	1.9	4.7	1.0	1.1	1.3	1.6	1.8	1.9	2.1	-1.7	1.9	1.5
政府支出	4.8	3.3	5.8	3.3	2.5	1.7	0.9	1.1	1.0	1.2	1.1	0.9	4.0	2.7	1.1
国内最終需要	3.8	2.0	3.5	2.7	1.4	1.0	1.2	1.4	1.6	1.9	1.9	2.0	2.2	1.8	1.6
民間最終需要	3.6	1.7	3.0	2.6	1.1	0.8	1.2	1.5	1.8	2.0	2.1	2.2	1.8	1.6	1.7
鉱工業生産	-0.3	0.8	1.5	-2.3	-0.1	0.7	1.2	1.6	1.9	2.2	2.3	2.4	0.2	0.2	1.8
消費者物価指数	3.8	3.0	3.4	2.7	2.7	1.9	2.7	2.4	2.4	2.1	2.1	2.5	4.1	2.7	2.3
失業率（%）	3.5	3.6	3.7	3.8	3.8	4.0	4.2	4.1	4.1	3.9	3.8	3.6	3.6	4.0	3.8
貿易収支（10億ドル）	-200	-202	-183	-188	-191	-192	-191	-190	-190	-190	-189	-189	-773	-764	-758
経常収支（10億ドル）	-214	-217	-200	-203	-205	-206	-205	-204	-203	-202	-201	-201	-835	-820	-807
FFレート（%）	5.00	5.25	5.50	5.50	5.50	5.25	5.00	4.75	4.50	4.25	4.00	3.75	5.50	4.75	3.75
2年債利回り（%）	4.35	4.26	4.92	4.80	4.39	4.30	4.15	4.00	3.85	3.70	3.55	3.40	4.58	4.21	3.63
10年債利回り（%）	3.65	3.59	4.15	4.44	4.10	4.05	3.96	3.87	3.78	3.69	3.60	3.51	3.96	4.00	3.65

（注1）網掛けは予想値。2024年2月21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 賃金上昇が悩みの種

賃金上昇による景気回復期待と、インフレ高止まりへの不安が交錯

橋本 政彦

## [要約]

- ユーロ圏の2023年10-12月期の実質GDP成長率（改定値）は前期比+0.0%となり、辛うじてテクニカル・リセッションを回避したものの、景気停滞が続いていることを改めて確認させる結果となった。もっとも、インフレ率の鈍化による実質賃金の増加やマインドの改善など、経済の再加速に向けた材料は増えつつある。
- ただし、10-12月期にマイナス成長となったドイツでは、実体面、マインド面ともに出遅れ感が目立つ。外需の停滞に加えて、エネルギーコストの上昇や「債務ブレーキ」再開による緊縮財政など、ドイツ経済は多くの問題を抱えており、先行きも低成長が続くとの見方が広がりつつある。ドイツの低成長が足を引っ張る中で、ユーロ圏全体としても力強い成長は見込み難い。
- ECBは2024年1月の理事会で、3会合連続となる政策金利の据え置きを決定した。先行きについては、これまでと同様、データ次第という姿勢が示され、利下げ開始の判断に際しては、インフレ率に加えて、賃金の動向が重要となろう。1月の理事会以降に公表された2023年10-12月期の妥結賃金は引き続き高い伸びを維持し、インフレ圧力の低下を確認するには不十分な結果となった。5月に公表される2024年1-3月期のデータを確認した後、6月理事会での利下げ開始という従来の見方を維持する。
- 英国の2023年10-12月期の実質GDP成長率は前期比▲0.3%と2四半期連続のマイナス成長となり、英国経済のテクニカル・リセッション入りが確認された。ただし、個人消費を取り巻く環境の改善は英国もユーロ圏と同様であり、先行きについては持ち直しに向かう可能性が高まっている。
- BOEは2月1日に4会合連続での政策金利の据え置きを公表した。インフレ率、賃金上昇率の高さから、BOEは引き続き相対的にタカ派的なスタンスを維持しており、ECBよりやや遅れ、8月の利下げ開始を見込む。

## ユーロ圏経済

### ユーロ圏は辛うじてテクニカル・リセッション回避も、停滞が続く

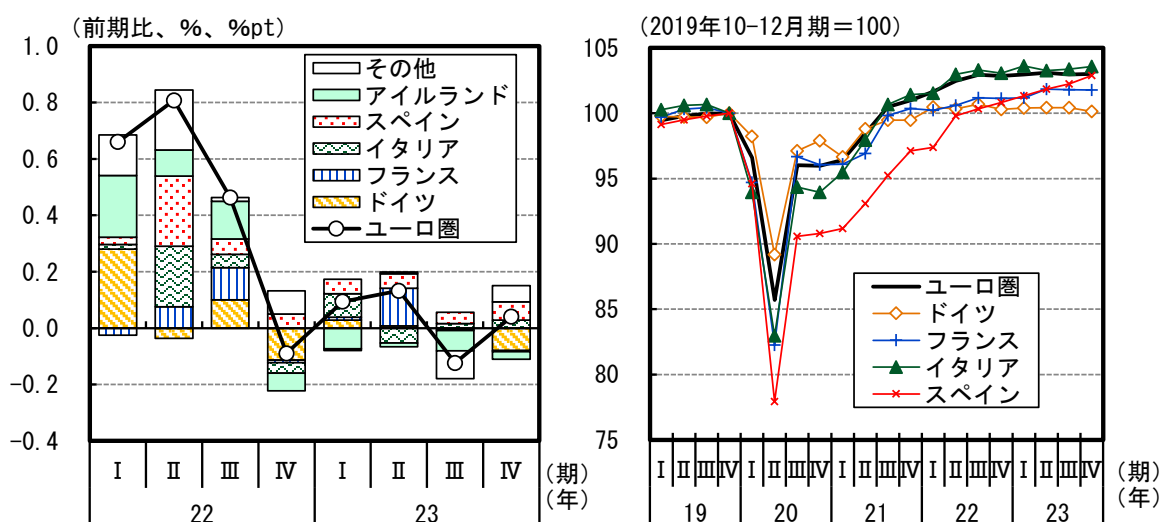
ユーロ圏の2023年10-12月期の実質GDP成長率（改定値）は前期比+0.0%（前期比年率+0.2%）と、速報値（前期比+0.0%、前期比年率+0.1%）からわずかに上方修正された。もともと、ほぼゼロ成長という姿は速報段階と変わらず、辛うじてテクニカル・リセッションを回避しつつも停滞が続いているという評価を変えるような内容ではなかった。

国別の動向を確認すると、ユーロ加盟国のうち成長率が公表されている15カ国中9カ国がプラス成長、1カ国が横ばい、5カ国がマイナス成長となった。

ユーロ圏全体への寄与度を見ると、プラス成長になった国の中では、スペイン（前期比+0.6%）、イタリア（同+0.2%）による押し上げが特に大きかった。スペインについては、総固定資本形成が減少したものの、個人消費、政府消費の増加によって内需が増加したことに加え、輸出の伸びが輸入の伸びを上回り外需もプラスに寄与した。イタリアについては需要項目ごとの詳細がまだ公表されていないが、イタリア国家統計局は、在庫投資を中心に内需寄与がマイナスとなる中、外需のプラス寄与が全体を押し上げたと報告している。このほか、経済規模の小ささからユーロ圏全体への寄与度は小さいものの、スロベニア（同+1.1%）、ポルトガル（同+0.8%）、キプロス（同+0.8%）が相対的に高い成長率となった。

他方、マイナス成長になった国では、ユーロ圏最大の経済規模を持つドイツ（前期比▲0.3%）が全体を押し下げたほか、アイルランド（同▲0.7%）、フィンランド（同▲0.4%）、エストニア（同▲0.4%）、リトアニア（同▲0.3%）がマイナス成長となった。エストニアについては8四半期連続、アイルランドについては5四半期連続のマイナス成長となっており、両国の経済は停滞が続くユーロ圏内においてもとりわけ弱い状況が続いている。

図表1 ユーロ圏実質GDP成長率と国別寄与（左）、ユーロ圏主要国の実質GDP水準（右）



(出所) Eurostat より大和総研作成

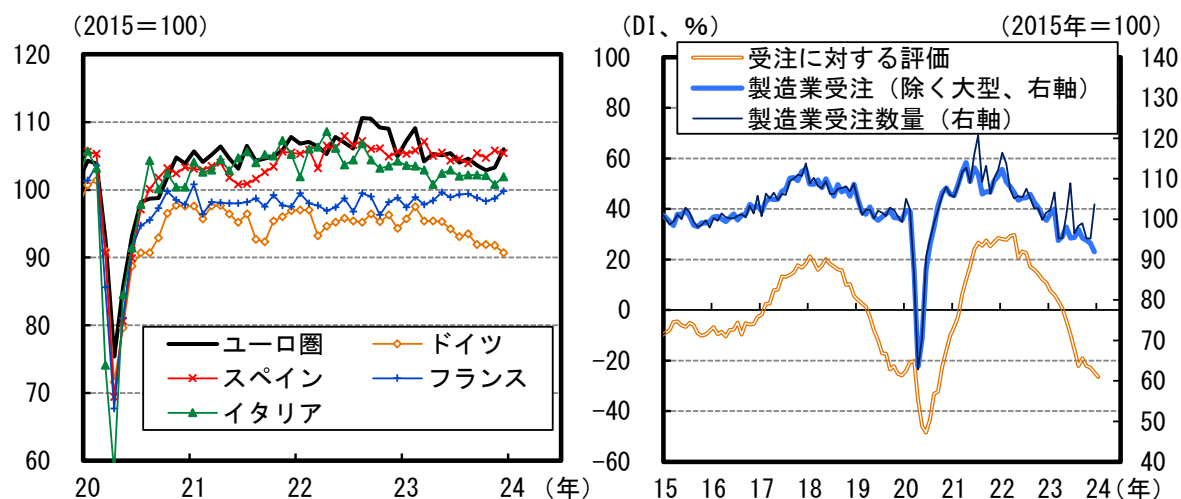
## 12月の鉱工業生産は大幅増加も、割り引いて見る必要あり

10-12月期のGDPの詳細についてはまだ明らかになっていないため、企業部門の動向に関して鉱工業生産指数を確認すると、2023年12月は前月比+2.6%と大幅に上昇した。また、四半期ベースでは2023年10-12月期は前期比横ばいとなり、5四半期ぶりにマイナスを脱している。

ただし、12月の鉱工業生産の増加については、アイルランドの急増（前月比+23.5%、製造業は同+77.7%）による影響が大きく、割り引いて見る必要がある。アイルランドの鉱工業生産は、一部の多国籍大企業の動向に左右されることで毎月の振れが大きい。アイルランド中央統計局は、特に12月のデータは変動が大きいため長期的な視点で見るべきとしている。アイルランド以外の国では、フランスが同+1.1%と2ヵ月連続で上昇したほか、イタリアが同+1.1%と3ヵ月ぶりの上昇に転じた。他方、ドイツは同▲1.2%と2ヵ月連続で低下し、スペインは同▲0.4%となった。主要国の結果を見る限り、ユーロ圏全体の大幅増加に反して、そこまでの力強さはない。フランス、イタリア、スペインは横ばい圏で推移する一方、ドイツは減少基調に歯止めが掛かっておらず、ユーロ圏全体の足を引っ張る構図が続いている。

製造業の受注動向に関して、12月のドイツの製造業受注数量は前月比+8.9%と大幅に増加した。だが、ドイツ連邦統計局は、航空機の受注が例年になく多かったことや、金属製品工業、電気機械工業などで大型案件があったことが押し上げに寄与したと報告している。これらの大型案件については、翌月以降に反動減が出る可能性が高いこと、また、大型案件を除く受注数量は同▲2.2%と4ヵ月連続で減少していることを踏まえると、12月の大幅増を過度にポジティブに評価するべきではないだろう。実際、欧州委員会サーベイによる製造業の「受注に対する評価」を見ても、ドイツではまだ悪化に歯止めが掛かっていない。受注の減少基調に鑑みれば、ドイツの不振が重しとなり、ユーロ圏全体でも鉱工業生産の停滞は当面続く可能性が高い。また、製造業の稼働率が低位で推移する中では設備投資需要は盛り上がりづらく、設備投資が本格回復に向かうまでにはまだ時間が掛かると見込まれる。

図表2 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

## 個人消費の停滞が続くものの、実質賃金は増加に転じる

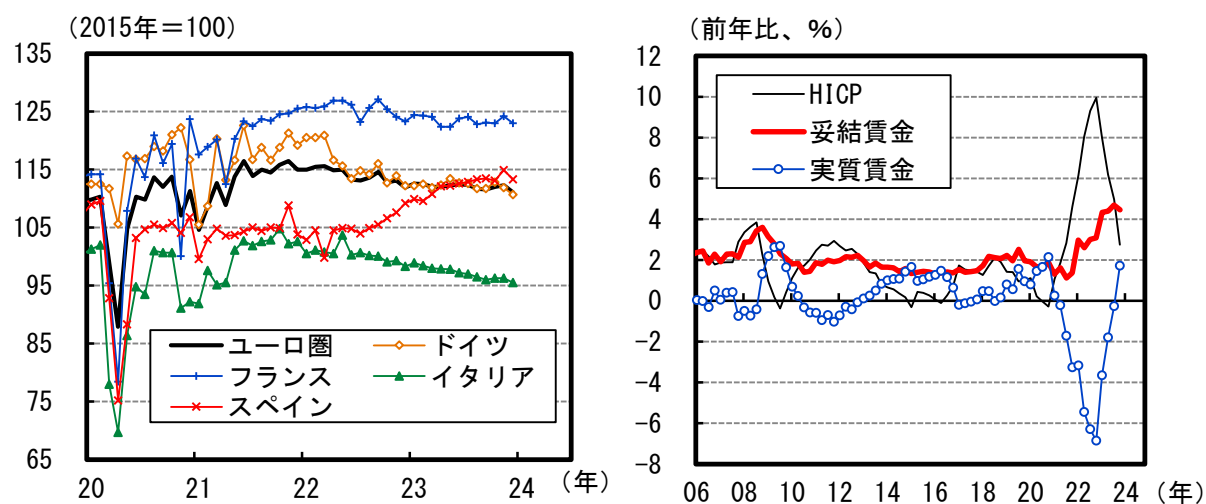
家計部門の動向に目を向けると、ユーロ圏の12月の実質小売売上高は前月比▲1.1%と3ヵ月ぶりに減少し、減少幅は2022年12月以来の大きさとなった。四半期ベースで見ても、10-12月期は前期比▲0.1%と8四半期連続の減少となり、実質小売売上高は減少傾向に歯止めが掛からない。

12月分の内訳を見ると、食品・飲料・たばこが前月比▲1.6%と大きく減少したほか、自動車燃料が同▲0.5%と4ヵ月ぶりの減少に転じ、非食品（除く燃料）も同▲1.0%減少した。国別に見ても、主要国の中でも堅調な推移が続いてきたスペインが、前月の高い伸びの反動で前月比▲1.4%と減少したことに加え、ドイツ（同▲1.1%）、フランス（同▲1.0%）、イタリア（同▲0.8%）と、主要国が軒並み減少しており総じて冴えない。また、小売売上高に含まれない新車販売台数（ECBによる季節調整値）も、ユーロ圏全体で12月は同▲3.3%と減少に転じており、12月の個人消費は全般的に振るわない結果となっている。

もっとも、個人消費を取り巻く環境については、着実に改善が続いており、個人消費は徐々に持ち直しへと向かうと想定される。まず労働市場に関して、10-12月期の就業者数は前期比+0.3%と、2四半期連続で増加ペースが加速した。就業者の増加ペースが持ち直す中、失業率も11月、12月は6.4%と統計開始以来、最低水準での推移が続いている。10-12月期の求人率は2.7%と3四半期連続で低下し、企業の労働需要は徐々に減少しているものの、それでも過去に比べて高い水準にあり、企業の人員不足感はサービス業を中心に根強い。

また、賃金動向に関して、10-12月期のユーロ圏の妥結賃金は前年比+4.5%となり、前期（同+4.7%）から幾分伸びが縮小しつつも、引き続き高い伸びが続く結果となった。インフレ率が早いペースで鈍化したこともあり、実質ベースの妥結賃金（消費者物価指数で実質化、大和総研による試算値）は同+1.7%と2021年1-3月期以来の増加に転じている。

図表3 ユーロ圏主要国の実質小売売上高（左）、消費者物価指数（HICP）と賃金上昇率（右）



(注) 右図の実質賃金は妥結賃金前年比変化率-HICP前年比変化率により計算。

(出所) Eurostat、ECBより大和総研作成

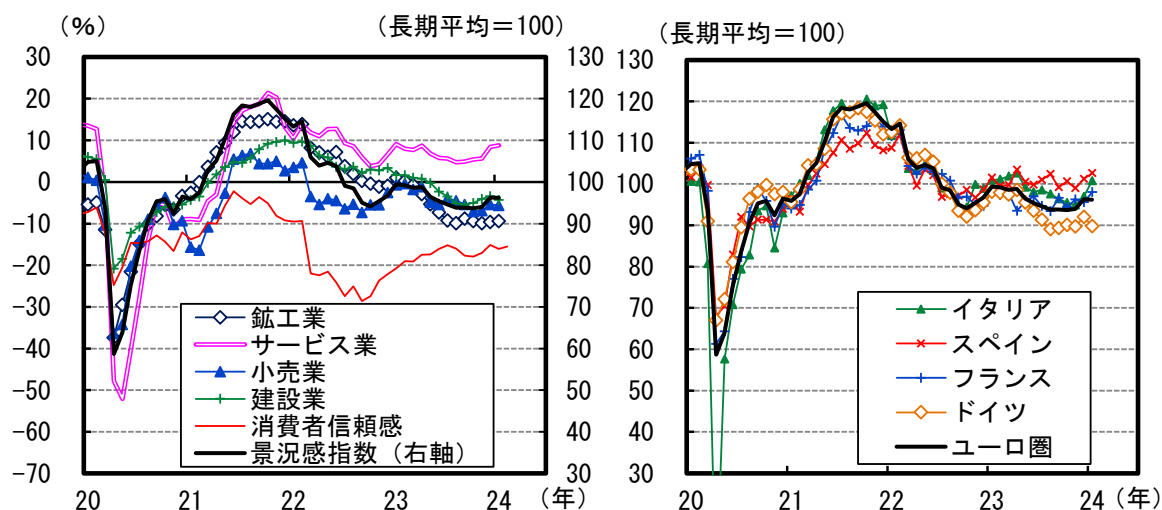
## 景況感指数は下げ止まり基調

1月以降の動向に関して、景況感指数（総合、欧州委員会発表）を確認すると、1月は前月差▲0.1ptと3ヵ月ぶりに低下した。ただし、低下幅は非常に小幅であり、1月の指数の水準は96.2と、2023年10-12月期平均（94.7）や7-9月期平均（94.1）を上回る。2023年初から悪化が続いてきた景況感指数は、2023年末になって漸く下げ止まりの兆しが見えてきた。

景況感指数の内訳では、1月は消費者信頼感指数（前月差▲1.0pt）、建設業（同▲0.9pt）、小売業（同▲0.2pt）の低下が全体を押し下げた。ただし、消費者信頼感指数、小売業については前月の上昇幅に比べて1月の低下幅は小さく、建設業についても4ヵ月ぶりの低下であることから、いずれも改善トレンドの中での動きと捉えられる。また、サービス業は5ヵ月連続で改善し、指数の水準は2023年1月以来の高さまで回復した。鉱工業については依然として低水準に留まるものの、足元では2ヵ月連続で小幅に改善しており、これまで続けてきた悪化傾向が一服している。なお、景況感指数に先立って公表された2月の消費者信頼感指数（速報値）は前月差+0.6ptと再び改善に転じた。

1月の景況感指数を国別に見ると、イタリアが前月差+3.8ptと大幅に上昇したほか、フランス（同+2.4pt）、スペイン（同+1.4pt）も上昇した。一方、ドイツは同▲2.2ptと低下しており、実体面のみならず、マインド面でもドイツの出遅れ感は強い。ifo経済研究所が公表するドイツの企業景況感指数を見ても、1月は前月差▲1.1ptと2ヵ月連続で低下し、2020年5月以来の低水準となった。現状指数の低下に歯止めが掛からないことに加えて、2023年秋頃に一時改善の兆しが見られた期待指数についても足元で再び悪化している。

図表4 ユーロ圏の景況感指数と内訳（左）、ユーロ圏主要国の景況感指数（右）



(出所) 欧州委員会より大和総研作成

ドイツ経済の停滞については、ユーロ域内でも外需依存度が高く、しかも貿易に占める中国のウエイトが高いことから、中国経済の減速が影響しているとみられる。加えて、ウクライナ問題以降のエネルギーコストの上昇や、熟練労働者不足、財政赤字を制限する「債務ブレーキ」再開

による緊縮財政など、国内で抱える問題も多い。こうした状況を受け、ドイツ経済の先行きについては各種予測機関による経済見通しの下方修正が相次ぎ、2024年も停滞が続くとの見方が広がっている。ドイツ政府が2月21日に公表した経済見通しでは、2024年のGDP成長率は前年比+0.2%と従来見通しの同+1.3%から大幅に下方修正された。また、さらに悲観的なケルン経済研究所やドイツ商工会議所などは、2年連続でのマイナス成長を予想している。ユーロ圏全体としては、今後経済が上向いていく公算が大きいものの、ドイツの低成長が足を引っ張る中で、力強い成長は見込み難い。

## ECBはデータ次第の姿勢維持、利下げには賃金のさらなる鈍化が必要

ECBは2024年1月25日に開催された理事会で、3会合連続となる政策金利の据え置きを決定した。金利の据え置きは事前の予想通りであり、サプライズのない結果であった。公表された声明文の内容についても大きな変更はなく、政策金利は必要な期間にわたって景気抑制的な水準で維持すること、景気引き締めの政策金利の水準、期間はデータ次第で決定するというスタンスが再確認された。

ECBの金融政策を巡っては、利下げを開始するタイミング、特に4月理事会での利下げの有無が注目されており、声明文公表後の記者会見でもこれに関する質問が集中した。だが、ラガルド総裁は、利下げの議論は時期尚早というのがECB内部でのコンセンサスであり、1月の理事会では利下げに関する議論は行われなかったとし、利下げ開始時期に関するヒントは示さなかった。ラガルド総裁は特定のデータにはこだわらず、幅広いデータを見ながら判断していくとしたが、利下げ開始の判断に際しては、インフレ率自体に加えて、国内インフレの要因として従来から指摘される賃金の動向が重要となるとみられる。

1月の理事会以降に公表されたデータを確認すると、1月の消費者物価指数（HICP、速報値）は前年比+2.8%となり、エネルギーの低下幅縮小を主因に加速した前月から一転して、再び伸びが縮小した。エネルギーによる押し下げは1月も縮小したものの、飲食料品・たばこの上昇率が10ヵ月連続で縮小したことに加えて、コアHICPも同+3.3%と前月（同+3.4%）から上昇ペースが鈍化した。もっとも、HICPはこのところ市場予想よりも速いペースで鈍化が続いてきたが、1月の結果はコアHICPの上振れを主因に徐々に市場予想（Bloomberg調査：同+2.7%）をわずかながら上回り、インフレ率の高止まりに対する警戒感を強める結果となった。コアHICPの内訳では、コア財（非エネルギー工業製品）価格は同+2.0%と、11ヵ月連続で伸びが縮小し、2021年10月以来の低さとなった。他方、サービス価格については同+4.0%と、2023年11月以降横ばいとなっており、このところディスインフレ傾向が一服している。

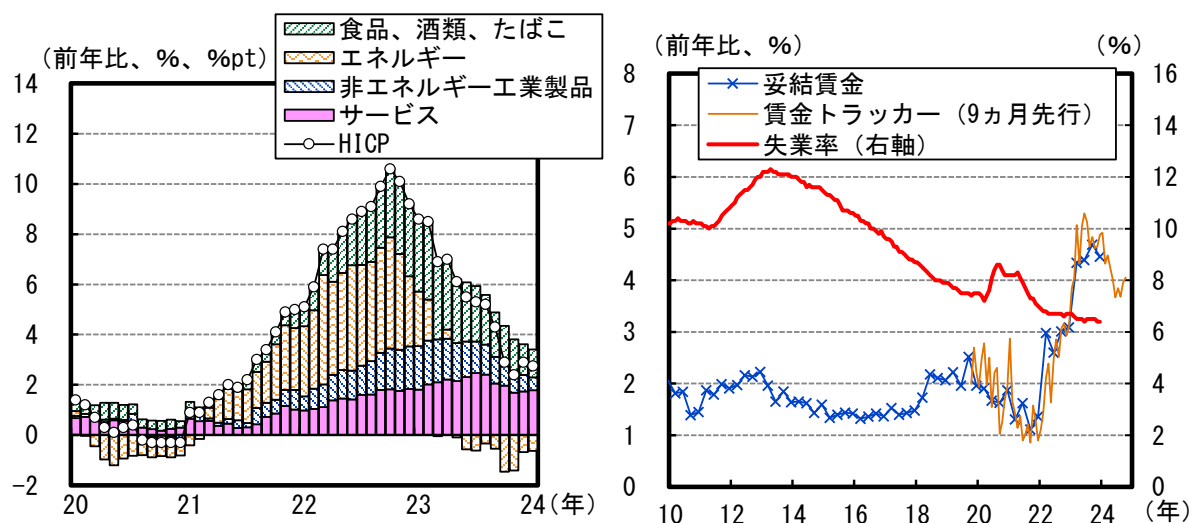
賃金動向に関して、2023年10-12月期のユーロ圏の妥結賃金は、既述したように前年比+4.5%と、減速しつつも引き続き高い伸びを維持する結果となった。7-9月期（同+4.7%）からの変化は小幅に留まり、賃金上昇によるインフレ圧力の低下を確認するには不十分な結果といえる。また、ECBが2020年に公表した分析によれば<sup>1</sup>、賃金交渉の結果は年初に反映される傾向

<sup>1</sup> “Economic Bulletin Issue 8”, ECB, 2020/8 参照。

が強く、その意味でも賃金のトレンドを見極めるためには2024年1-3月期のデータを確認する必要がある。妥結賃金に先行する Indeed 賃金トラッカーの動きを踏まえれば、妥結賃金は2024年1-3月期も鈍化する公算が大きい。賃金トラッカーそのものについては2023年12月、2024年1月は小幅に伸びが加速しており、高止まりの兆しが見られる。

以上の状況を踏まえ、ECBは5月に公表される1-3月期の妥結賃金を見極めた後、6月理事会での利下げ開始という従来の見方に変更はない。次回、3月の理事会で利下げの実施、および利下げの開始時期が明言される可能性は低いと見込むが、利下げ開始タイミングの手掛かりとして経済見通しの改定、とりわけインフレ率、ユニットレバーコストの見通しに注目する必要がある。

図表5 ユーロ圏HICPの要因分解（左）、妥結賃金・賃金トラッカー・失業率（右）



(出所) Eurostat、Indeed、ECB より大和総研作成

## 英国経済

### 10-12月期 GDP はマイナス成長、テクニカル・リセッション入り

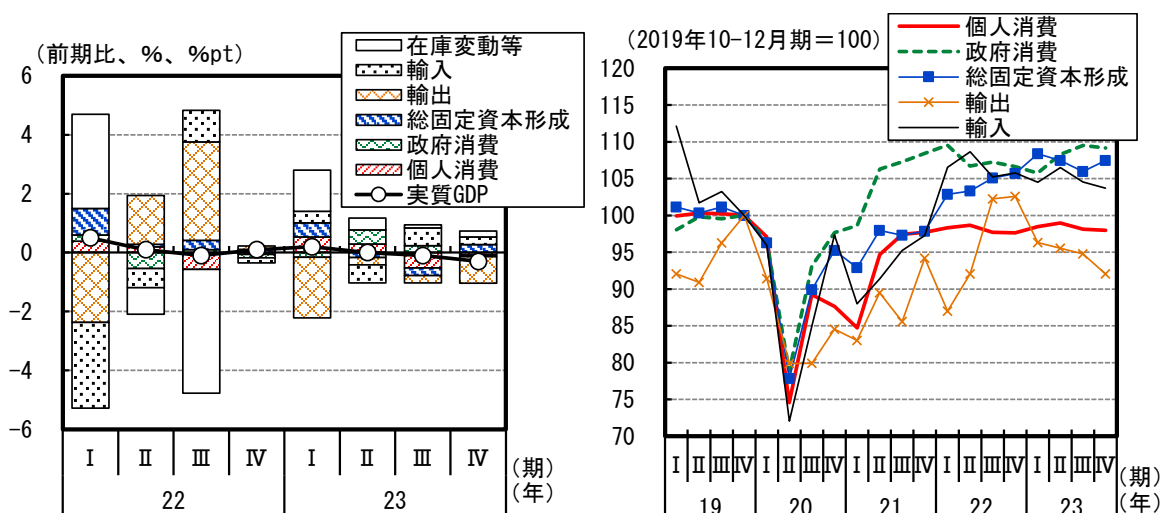
英国の2023年10-12月期の実質GDP成長率は前期比▲0.3%（前期比年率▲1.4%）となった。マイナス成長は2四半期連続であり、コロナ禍による2020年1-3月期・4-6月期以来のテクニカル・リセッション入りとなった。10-12月期のGDPと同時に公表された月次GDPの動きを確認すると、10月に前月比▲0.5%と大きく落ち込んだ後、11月は同+0.2%と一時的に持ち直したものの、12月は同▲0.1%と再び減少に転じている。なお、10-12月期の結果を受け、2023年の英国の実質GDP成長率は前年比+0.1%と、極めて小幅な成長となった。

四半期ベースの統計から需要項目別の動向を見ると、10-12月期は外需寄与度が前期比▲0.6%ptと大幅なマイナスとなったことが響いた。輸出入ともに前期から減少したが、輸入が前期比▲0.8%と小幅な減少に留まる一方、輸出が同▲2.9%と大きく落ち込んでいる。財輸出が4

四半期ぶりの増加に転じたものの、法律、会計などを含むその他ビジネスサービス、および旅行サービスを中心にサービス輸出が減少したことが全体を押し下げた。

内需については前期から増加したが、これは在庫のプラス寄与に加えて、総固定資本形成が前期比+1.4%と増加したためである。総固定資本形成の内訳では、住宅投資が減少したものの、民間設備投資（同+1.5%）、公共投資（同+5.8%）が増加した。また、形態別では住宅以外の構築物、機械、輸送用機器への投資が増加している。他方、内需の中でも個人消費は前期比▲0.1%と小幅ながら2四半期連続で減少し、政府消費は同▲0.3%と3四半期ぶりの減少に転じた。個人消費については、食品、衣料品、娯楽、運輸など幅広い品目で減少しており、引き続き冴えない。ただし、住居、保健、教育の支出が増加したことで、全体の減少幅は前期に比べて縮小した。政府消費については、教育、保健の減少が特に全体を押し下げたが、保健に関して、ONS（英国国家統計局）は医師によるストライキが影響したと報告している。

図表6 英国の実質GDP成長率と需要項目別寄与（左）、需要項目別水準（右）



(出所) ONS、Haver Analytics より大和総研作成

## 12月に落ち込んだ実質小売売上高は1月に急回復

2024年1月以降の動向を見ていくと、10-12月期に冴えなかった個人消費は、1月に入って持ち直しの動きが見られている。2023年12月に前月比▲3.3%とコロナ禍以来の大幅な落ち込みとなった実質小売売上高は、2024年1月は同+3.4%増加し、11月の水準を回復した。業態別に見ると、衣服小売が同▲1.4%と2ヵ月連続で減少したものの、それ以外の全ての業態で売上が増加しており、とりわけ食料品小売（同+3.4%）が全体の押し上げに大きく寄与した。ONSによれば、前月の落ち込みからの反動に加えて、百貨店（同+5.4%）やスポーツ用品店などを含むその他非食品（同+6.2%）では、1月のセールが押し上げに寄与したという。ONSは12月の大幅な減少に関して、物価上昇によって生活費が高騰する中、クリスマスのギフトの購入が11月のブラック・フライデーのセールに前倒しされたと分析しており、消費者は生活費の高騰が続く中、価格動向に対して敏感になっていることがうかがえる。

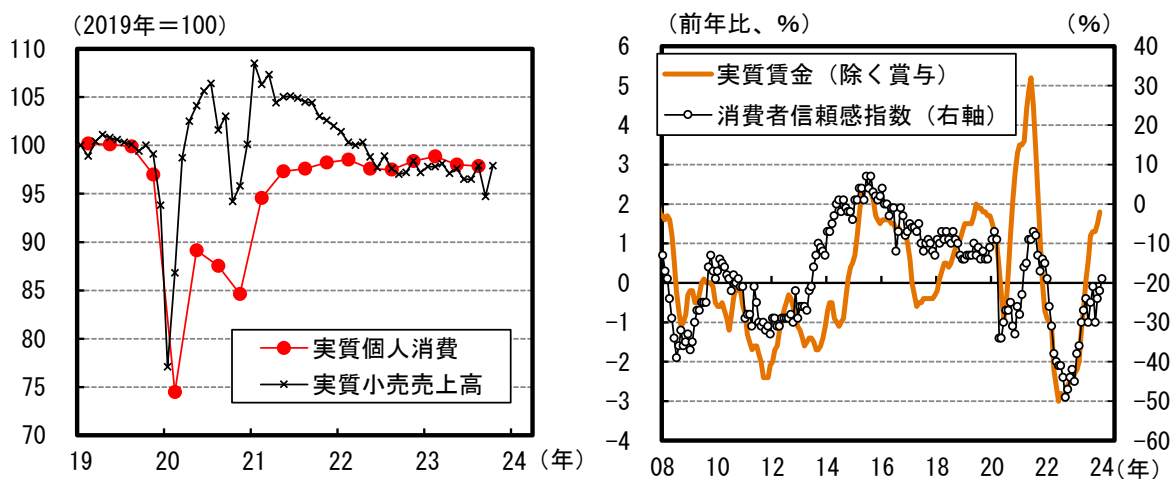


個人消費の裏付けとなる雇用・所得環境を見ていくと、2023年10月～12月の賃金（含む賞与）は前年比+5.8%となり、5ヵ月連続で上昇幅が縮小した。2023年夏場にストライキへの対応としてNHS（National Health Service）職員に対して支払われた賞与による押し上げ効果が剥落したことに加え、賞与を除くベースで見た賃金上昇率についても徐々に上昇ペースが鈍化している。もっとも、賃金上昇の鈍化よりも速いペースでインフレ率が低下してきたことで、実質賃金は加速が続いており、賞与を除くベースの10月～12月の実質賃金は前年比+1.8%と2021年7月～9月以来の高さとなっている。

また、回収率低下による統計精度の低下から公表が一時停止されていた労働力調査は、サンプルが見直された上で公表が再開され、労働市場は足元で意外にも底堅く推移していることが明らかとなった。労働力調査の公表が停止されていた期間は、別の統計を用いて推計した失業率等が試験統計として公表されていたが、試験統計で2023年4月～6月以降横ばいとなっていた失業率は、6月～8月以降、緩やかに低下する形へと修正された。失業者数も試験統計では緩やかに増加していたものの、修正値では減少傾向となっている。求人情数は2022年半ばをピークに減少が続いているものの、失業者がさらに減少したことで、2023年夏以降は失業者一人当たりの求人情数は増加に転じている。求人情数が減少する中、雇用者数の増加ペースは鈍化が見込まれるものの、労働需給はひっ迫した状態にあり、賃金の高い伸びが続く可能性は高まっている。

さらに、こうした所得環境の改善を受けて、消費者マインドも持ち直しが続いている。2024年1月の消費者信頼感指数は、前月差+3ptと3ヵ連続で改善した。1月は5つの構成指数全てが前月から改善したが、統計を公表するGfKは、インフレ率の鈍化を背景に「財務状況の見通し」がおおよそ2年ぶりにマイナス圏を脱したことを特に明るい材料として報告している。個人消費の再加速に向けた材料は揃いつつあり、英国経済の先行きについては過度に悲観視する必要はないとみられる。

図表7 英国の実質個人消費と実質小売売上高（左）、実質賃金と消費者信頼感指数（右）



(注) 右図の実質賃金は3ヵ月移動平均値。

(出所) ONS、GfK、Haver Analyticsより大和総研作成

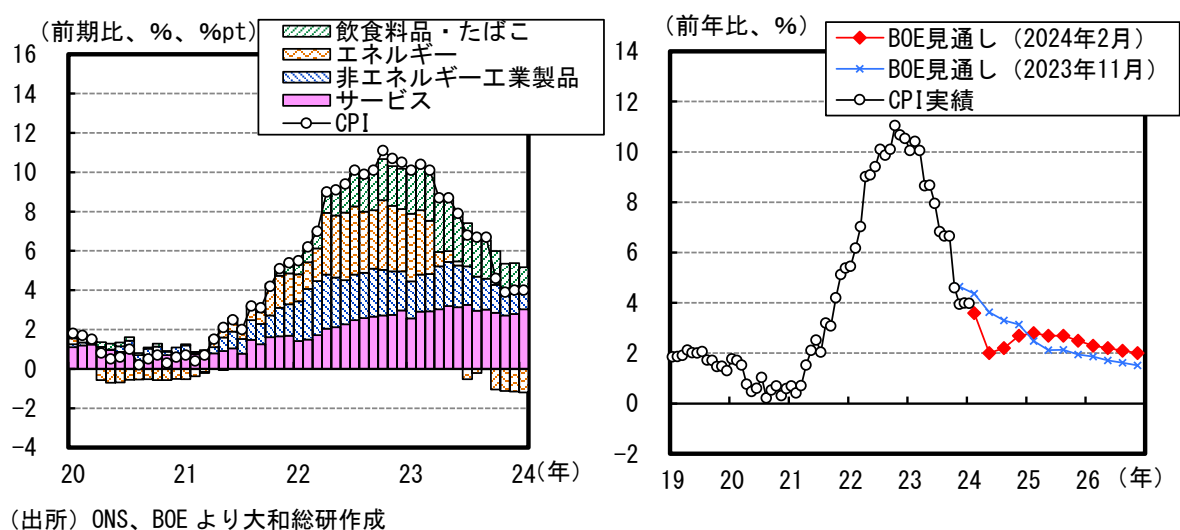
## BOEによる追加利上げの可能性は低下も、引き続きタカ派的

金融政策に関して、BOEは1月31日に金融政策委員会を開催し、4会合連続となる政策金利の据え置きを決定したことを2月1日に公表した。公表された声明文では、前回会合の声明文にあった「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」の文言が削除されており、追加利上げの必要性が低下していることが示唆された。もっとも、現行の金利水準を当面据え置くという従来の姿勢は変わっていないことに加え、9名の委員のうち、2名（ハスケル委員、マン委員）は前回会合に引き続き0.25%ptの追加利上げを主張した。前回会合では3名（ハスケル委員、マン委員、グリーン委員）が利上げを主張していたこと、また今回は1名（ディングラ委員）が利下げの主張に転じたことから、委員全体としては幾分引き締めバイアスが緩んだと考えられるが、引き続きタカ派に傾いているといえる。

声明文と同時に公表された金融政策報告書では、短期的なインフレ率の見通しが大きく引き下げられ、2024年4-6月期には2%まで低下する見通しとなった。これはCPIの実績値が11月時点の見通しから下振れしたことに加えて、天然ガス等の資源価格の前提が大きく引き下げられたことによる。だが一方、その後は再び上昇ペースが加速し、2025年以降についてはむしろ前回見通しから上方修正される形となっている。

ベイリー総裁は2月20日に行われた英国議会下院での財務省特別委員会で、インフレ率が目標の2%に達する前に利下げを開始する可能性があることも認めつつ、2024年春に見込まれるインフレ率の一時的な鈍化の先を見据えていると述べた。このため、利下げ開始の判断は、2024年半ば以降に見込まれるインフレ率の再加速の状況を見極めた後になるだろう。また、2023年後半のテクニカル・リセッションについては、極めて軽微なリセッションであり、英国経済には明確な上向きの兆候があると発言しており、利下げ開始を急ぐ理由にならないとの見解を示している。大和総研では、BOEの利下げの開始は2024年8月という従来の見通しを維持する。

図表8 英国CPIの要因分解（左）、BOEによるCPI見通し（右）



図表9 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	0.4%	0.5%	-0.5%	0.2%	0.9%	1.3%	1.6%	1.7%	1.6%	1.5%	1.4%	1.3%	0.5%	0.8%	1.5%
家計消費支出	0.2%	0.1%	1.1%	0.4%	0.8%	1.3%	1.5%	1.7%	1.4%	1.2%	1.2%	1.1%	0.5%	1.0%	1.4%
政府消費支出	-1.9%	1.0%	1.4%	1.0%	0.7%	0.8%	0.8%	0.7%	0.7%	0.6%	0.3%	0.5%	0.2%	0.9%	0.6%
総固定資本形成	1.5%	-0.4%	0.0%	-1.9%	0.8%	1.5%	2.5%	2.8%	3.0%	3.2%	2.8%	2.5%	0.6%	0.6%	2.8%
輸出	-1.5%	-4.4%	-4.6%	-1.2%	1.3%	1.9%	2.3%	3.1%	3.3%	3.1%	2.8%	2.7%	-1.0%	0.1%	2.9%
輸入	-6.5%	-0.1%	-4.7%	-2.1%	1.5%	2.1%	2.6%	3.2%	3.4%	3.2%	2.8%	2.7%	-1.6%	0.3%	3.0%
	前年同期比 (除く失業率)														
国内総生産	1.3%	0.6%	0.0%	0.1%	0.3%	0.4%	1.0%	1.3%	1.5%	1.6%	1.6%	1.5%	0.5%	0.8%	1.5%
家計消費支出	1.4%	0.6%	-0.4%	0.4%	0.6%	0.9%	1.0%	1.3%	1.5%	1.4%	1.4%	1.2%	0.5%	1.0%	1.4%
政府消費支出	-0.2%	0.2%	0.6%	0.4%	1.0%	1.0%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%	0.6%	0.5%	0.2%	0.9%	0.6%
総固定資本形成	1.8%	1.1%	-0.1%	-0.2%	-0.4%	0.1%	0.7%	1.9%	2.4%	2.9%	2.9%	2.9%	0.6%	0.6%	2.8%
輸出	2.5%	-0.6%	-3.0%	-2.9%	-2.3%	-0.7%	1.1%	2.1%	2.6%	2.9%	3.1%	3.0%	-1.0%	0.1%	2.9%
輸入	1.4%	-0.4%	-4.0%	-3.4%	-1.4%	-0.9%	1.0%	2.4%	2.8%	3.1%	3.2%	3.0%	-1.6%	0.3%	3.0%
鉱工業生産 (除く建設)	0.1%	-1.3%	-4.6%	-3.4%	-2.4%	-0.5%	1.2%	1.8%	2.2%	2.3%	2.2%	2.1%	-2.3%	-0.0%	2.2%
実質小売売上高	-2.6%	-1.9%	-1.6%	-0.7%	-0.4%	0.0%	0.7%	1.2%	1.4%	1.3%	1.2%	1.0%	-1.7%	0.4%	1.2%
消費者物価	8.0%	6.2%	5.0%	2.7%	2.5%	2.5%	2.4%	2.4%	2.2%	2.0%	1.9%	1.8%	5.4%	2.4%	2.0%
生産者物価	10.9%	-1.4%	-10.5%	-9.6%	-6.4%	0.0%	1.5%	1.9%	2.7%	2.6%	2.7%	2.7%	-3.2%	-0.8%	2.7%
失業率	6.6%	6.5%	6.5%	6.4%	6.5%	6.6%	6.7%	6.7%	6.6%	6.6%	6.5%	6.5%	6.5%	6.6%	6.6%
	10億ユーロ														
貿易収支	-7.7	2.1	25.0	39.2	44.5	46.3	48.4	50.8	53.2	55.9	58.6	61.5	58.6	190.0	229.2
経常収支	32.6	67.0	76.9	83.1	85.6	87.5	89.6	92.0	94.6	97.3	100.1	102.9	259.6	354.7	394.9
独 国債10年物 (期中平均)	2.34%	2.37%	2.59%	2.52%	2.30%	2.28%	2.20%	2.16%	2.11%	2.05%	2.01%	1.97%	2.45%	2.23%	2.03%
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2月21日時点)。

(出所) Eurostat、ECB より大和総研作成

図表10 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	0.9%	0.0%	-0.5%	-1.4%	0.8%	0.9%	1.2%	1.4%	1.6%	1.5%	1.4%	1.3%	0.1%	0.3%	1.4%
家計消費支出	3.6%	2.0%	-3.4%	-0.6%	0.8%	0.5%	0.7%	0.9%	1.0%	0.9%	0.8%	0.7%	0.3%	0.0%	0.8%
一般政府消費支出	-3.2%	9.9%	4.5%	-1.2%	2.2%	1.2%	1.3%	1.3%	1.5%	1.7%	2.0%	2.0%	0.6%	1.9%	1.6%
総固定資本形成	10.6%	-3.4%	-5.4%	5.8%	0.5%	0.8%	1.5%	2.3%	2.6%	2.3%	2.0%	1.7%	2.9%	0.7%	2.1%
輸出	-22.3%	-3.1%	-3.2%	-11.0%	-1.5%	2.5%	2.7%	2.7%	2.8%	2.5%	2.3%	2.2%	-1.4%	-2.2%	2.6%
輸入	-4.7%	7.8%	-7.1%	-3.2%	-0.9%	1.7%	1.9%	1.9%	2.0%	1.8%	1.7%	1.6%	-1.6%	-0.6%	1.9%
	前年同期比 (除く失業率)														
国内総生産	0.3%	0.3%	0.2%	-0.2%	-0.3%	-0.0%	0.4%	1.1%	1.3%	1.4%	1.5%	1.5%	0.1%	0.3%	1.4%
家計消費支出	0.2%	0.3%	0.4%	0.4%	-0.3%	-0.7%	0.4%	0.7%	0.8%	0.9%	0.9%	0.8%	0.3%	0.0%	0.8%
一般政府消費支出	-3.5%	1.5%	2.1%	2.4%	3.8%	1.7%	0.9%	1.5%	1.3%	1.4%	1.6%	1.8%	0.6%	1.9%	1.6%
総固定資本形成	5.4%	4.0%	0.8%	1.7%	-0.7%	0.3%	2.1%	1.3%	1.8%	2.2%	2.3%	2.1%	2.9%	0.7%	2.1%
輸出	10.7%	3.8%	-7.3%	-10.3%	-4.8%	-3.4%	-2.0%	1.6%	2.7%	2.7%	2.6%	2.4%	-1.4%	-2.2%	2.6%
輸入	-1.9%	-2.0%	-0.7%	-2.0%	-1.0%	-2.4%	-0.1%	1.2%	1.9%	1.9%	1.9%	1.8%	-1.6%	-0.6%	1.9%
鉱工業生産	-2.0%	-0.5%	1.1%	0.1%	0.3%	-0.3%	-0.2%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	-0.3%	0.2%	1.0%
実質小売売上高	-4.8%	-2.7%	-1.9%	-1.5%	-0.5%	-0.6%	0.6%	1.6%	1.1%	1.2%	1.2%	1.2%	-2.7%	0.3%	1.2%
消費者物価	10.2%	8.4%	6.7%	4.2%	3.5%	2.3%	2.6%	2.7%	2.6%	2.5%	2.2%	2.0%	7.3%	2.8%	2.3%
生産者物価 (出荷価格)	11.1%	2.8%	-0.1%	-0.2%	0.1%	2.2%	2.7%	2.3%	2.7%	2.5%	2.1%	1.8%	3.2%	1.8%	2.2%
失業率	3.9%	4.2%	4.1%	3.8%	3.8%	4.0%	4.1%	4.3%	4.3%	4.2%	4.2%	4.1%	4.0%	4.1%	4.2%
	10億ポンド														
貿易収支	-48.8	-47.6	-46.6	-45.8	-44.9	-44.3	-43.5	-42.5	-41.5	-40.1	-38.2	-36.2	-188.8	-175.2	-156.0
経常収支	-15.7	-24.0	-17.2	-23.2	-22.3	-21.7	-21.2	-20.7	-20.1	-19.6	-19.1	-18.6	-80.1	-85.9	-77.3
国債10年物 (期中平均)	3.54%	3.99%	4.46%	4.23%	3.97%	3.94%	3.83%	3.69%	3.59%	3.49%	3.39%	3.35%	4.06%	3.86%	3.46%
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2月21日時点)。

(出所) ONS、BOE より大和総研作成

# 中国経済 5%成長死守へ。

## 2024年の全人代の注目点

「金融緩和と拡張的財政政策」「不動産不況からの脱却」

齋藤 尚登

### [要約]

- 2024年3月5日に、日本の国会に相当する第14期全国人民代表大会（全人代）第2回会議が開幕する。2024年の政府成長率目標は、2023年と同じ5%前後になる可能性が高い。
- 緩和的な金融政策と拡張的な財政政策が中国経済を下支えしよう。2024年2月5日、中国人民銀行は大手行を中心に預金準備率を0.5%pt引き下げた。これによって、1兆元（約20兆円、GDP比0.8%）の貸出余力が増える計算だ。さらに、2月20日、中国人民銀行は住宅ローン金利の参照レートであるLPR5年物を0.25%pt引き下げ、3.95%とした。不動産不況が続く中、住宅需要を刺激したいとの当局の意志が感じられる。政策金利、預金準備率ともに引き下げ余地は残っている。また、中国政府は財政赤字のGDP比を3%以内に抑制するなど財政規律を重んじてきたが、2023年は期中の国債増発により、3.8%となった。2024年もこの枠にとらわれないであろう。収益性のあるインフラプロジェクトなどに投入される地方政府特別債券（専項債）は増額される可能性がある。
- 2024年の中国経済を左右するのは不動産不況からの脱却の可否である。2024年に入り、脱却に向けた動きが、より具体化してきている。不動産金融について、住宅・都市農村建設部と国家金融監督管理総局が2024年1月12日付けで、「都市不動産金融調整制度の導入に関する通知」を発出し、金融支援を行うべき不動産プロジェクトのリスト（ホワイトリスト）を作成するとした。緩和的な金融政策と拡張的な財政政策に加え、不動産不況からの脱却が軌道に乗れば、2024年は5.0%程度の実質成長が可能となろう。

## 2024年の政府成長率目標は前年比5%前後の可能性大

2024年3月5日に、日本の国会に相当する第14期全国人民代表大会（全人代）第2回会議が開幕する。初日に李強氏が首相に就任して初めての政府活動報告を行う予定である。

最大の注目点は、政府成長率目標が何%に設定されるかである。2023年3月の全人代では、故李克強・前首相が最後の政府活動報告を行い、2023年の政府成長率目標は前年比5%（以下、変化率は前年比）前後に設定された。厳格な「ゼロコロナ」政策が実施された2022年の実質GDP成長率は3.0%にとどまり、「ウィズコロナ」政策に転換した2023年はその反動が期待されたことから、「5%前後」は超過達成を前提とした低めのハードルとみられていた。実績は5.2%成長と、目標をやや上回る着地となった。ただし、不動産不況が続き、過去3年にわたる「ゼロコロナ」政策終了によるリベンジ消費も不発に終わった。

2024年の政府成長率目標は、2023年と同じ5%前後になる可能性が高い。過去の政府成長率目標を見ると、5年間で概ね1.0%pt～1.5%pt程度引き下げられている。2022年～2023年は2年間で1.0%pt引き下げられており、中国共産党・政府にしてみれば、減速感が一段と強まるのは避けたいところであろう。

### 政府成長率目標と実際の成長率

	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
政府目標	7.5%前後	7.5%前後	7%前後	6.5%～7.0%	6.5%前後	6.5%前後	6.0%～6.5%	設定せず	6%以上	5.5%前後	5%前後
実際の成長率	7.8%	7.4%	7.0%	6.8%	6.9%	6.7%	6.0%	2.2%	8.4%	3.0%	5.2%

（出所）政府活動報告、中国国家统计局より大和総研作成

さらに、習近平総書記の面子を立てることも重要だ。2020年10月の第19期中央委員会第5回全体会議（5中全会）で習近平氏は、「2035年までにGDPや1人当たり収入を（2020年の）2倍にすることは完全に可能である」とした。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%強の成長率が必要である。

成長速度の鈍化傾向を踏まえ、2021年～2025年は同5.2%程度、2026年～2030年は同4.7%程度、2031年～2035年が同4.2%程度になると、達成が可能な計算だ。2021年～2023年の成長率は同5.5%となったことから、2024年は5.0%程度、2025年が4.5%程度で、5年間の平均は5.2%に達することになる。2026年以降、5年間で0.5%ptの成長率低下にとどめるのは、これまでの経緯からみても至難の業<sup>1</sup>と思われるが、2024年の5.0%、2025年の4.5%はそう高くないハードルであろう。

<sup>1</sup> 大和総研では、人口減少と高齢化、総需要減少、過剰投資と投資効率の低下、過剰債務問題などから、中国の成長率は低下し、26年～30年は年平均3.8%程度、31年～35年は同2.8%程度になると予想している。21年～35年は同3.9%にとどまり、GDP2倍に必要な同4.7%には及ばないと想定している。詳しくは、[大和総研レポート「中国経済見通し：2024年の注目点と中長期展望」](#)（齋藤尚登）2024年1月23日を参照のこと。

3月5日の全人代開幕を前に、全ての地方政府が人民代表大会を開催し、2024年の成長率目標を発表している。平均は5.7%となり、2023年の6.0%から若干低下した。2024年の地方毎の目標を見ると、目標引き上げが4地方（2023年は4地方）、据え置きが11地方（同6地方）、引き下げは16地方（同21地方）であり、2023年との比較では目標を据え置いた地方政府が増えた。最低と最高は、2023年が4.0%（天津市）～9.5%（海南省）、2024年は4.5%（天津市）～8.0%（海南省、チベット自治区）である。2024年は安定成長が目指されていることがうかがえる。

### 地方政府が発表した成長率目標の推移

	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
北京	8.0	7.5	7.0	6.5	6.5	6.5	6.0-6.5	6.0	6.0以上	5.0以上	4.5以上	5.2
天津	12.0	11.0	9.0	9.0	8.0	5.0	4.5	5.0	6.5	5.0以上	4.0	4.5
河北	9.0	8.0	7.0	7.0	7.0	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5	6.0	5.5
山西	10.0	9.0	6.0	6.0	5.5	6.5	6.3	6.1	8.0	6.5	6.0	5.0
内モンゴル	12.0	9.0	8.0	7.5	7.5	6.5	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0以上
遼寧	9.5	9.0	6.0	6.0	6.5	6.5	6.0-6.5	6.0	6.0以上	5.5以上	5.0以上	5.5
吉林	12.0	8.0	6.5	7.0	7.0	6.0	5.0-6.0	5.0-6.0	6.0-7.0	6.0	6.0	6.0
黒竜江	11.0	8.5	6.0	6.0-6.5	6.0-6.5	6.0	5.0	5.0	6.0	5.5	6.0	5.5
上海	7.5	7.5	7.0	6.5-7.0	6.5	6.5	6.0-6.5	6.0	6.0以上	5.5	5.5以上	5.0
江蘇	10.0	9.0	8.0	7.5-8.0	7.0-7.5	7.0	6.5	6.0	6.0以上	5.5以上	5.0	5.0以上
浙江	8.0	8.0	7.5	7.0-7.5	7.0	7.0	6.5	6.0-6.5	6.5以上	6.0	5.0以上	5.5
安徽	10.0	9.5	8.5	8.5	8.5	8.0	7.5-8.0	7.5	8.0	7.0以上	6.5	6.0
福建	11.0	10.5	10.0	8.5	8.5	8.5	8.0-8.5	7.0-7.5	7.5	6.5	6.0	5.5
江西	10.0	10.0	9.0	8.5	8.5	8.5	8.0-8.5	8.0	8.0	7.0以上	7.0	5.0
山東	9.5	9.0	8.5	7.5-8.0	7.5	7.0	6.5	6.0以上	6.0	5.5以上	5.0以上	5.0以上
河南	10.0	9.0	8.0	8.0	7.5	7.5	7.0-7.5	7.0	7.0以上	7.0	6.0	5.5
湖北	10.0	10.0	9.0	9.0	8.0	7.5	7.5-8.0	7.5	10.0以上	7.0	6.5	6.0
湖南	10.0	10.0	8.5	8.5	8.0	8.0	7.5-8.0	7.5	7.0以上	6.5以上	6.5	6.0
広東	8.0	8.5	7.5	7.0-7.5	7.0	7.0	6.0-6.5	6.0	6.0以上	5.5	5.0以上	5.0
広西	11.0	10.0	8.0	7.5-8.0	7.5	7.0-7.5	7.0	6.0-6.5	7.5以上	6.5以上	5.5	5.0以上
海南	10.0	10.0	8.0	7.0-7.5	7.0	7.0	7.0-7.5	6.5	10.0以上	9.0	9.5	8.0
重慶	12.0	11.0	10.0	10.0	10.0	8.5	6.0	6.0	6.0以上	5.5	6.0以上	6.0
四川	11.0	9.0	7.5	7.0	7.5	7.5	7.5	8.5	7.0	6.5	6.0	6.0
貴州	14.0	12.5	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	8.0	8.0	7.0	6.0	5.5
雲南	12.0	11.0	8.5	8.5	8.5	8.5	8.5	8.0	8.0	7.0	6.0	5.0
チベット	12.0	12.0	12.0	10.0	11.0	10.0	10.0	9.0	9.0以上	8.0	8.0	8.0
陝西	12.5	11.0	10.0	8.0	8.0	8.0	7.5-8.0	6.5	6.5	6.0	5.5	5.5
甘肅	12.0	11.0	8.0	7.5	7.5	6.0	6.0	6.0	6.5	6.5以上	6.0	6.0
青海	12.0	10.5	8.0	7.5	7.5	7.0	6.5-7.0	6.0-6.5	6.0以上	5.5	5.0	5.0
寧夏	12.0	10.0	8.0	7.5	8.0	7.5	6.5-7.0	6.5	7.0以上	7.0	6.5	6.0以上
新疆	11.0	11.0	9.0	7.0	7.0	7.0	5.5	5.5	6.5	6.0	7.0	6.5
全国（単純平均）	10.6	9.7	7.9	7.8	7.7	7.3	6.9	6.5	7.0	6.3	6.0	5.7

（注1）水色は前年より目標が引き下げられていることを、薄橙色は前年より目標が引き上げられていることを表す

（注2）相対的に白抜きの数字は前年より目標が2.5%ポイント以上引き下げられていることを、濃橙の地に白抜きの数字は同様に2.5%ポイント以上引き上げられていることを表す

（出所）各地方政府活動報告、各地方国民経済と社会発展計画の執行状況・計画案などにより大和総研作成

## 2024年の重点政策は科学技術・イノベーション、内需拡大などか

2023年の政府活動報告では、2023年の重点活動任務として、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」を着実に実施するなど、8項目を掲げた。「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」であり、政策の恩恵が国有企業に集中する一方で、民間企業には負の影響が及ぶことがある「国進民退」の改善が目指された（結局、2023年は「国進民退」は改善しなかった）。また、上位5項目には、2022年12月に開催された党・政府の中央経済工作会議で示された2023年の経済政策運営上の5つの重点がそっくり再掲された。これは、従来はなかったことである。

2023年12月に開催された中央経済工作会議は、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、な

ど、2024年の9項目の経済政策運営上の重点活動任務を掲げた。中身は2023年3月の全人代で示された8項目の重点がほぼ踏襲されており、2024年3月の全人代で発表される2024年の重点活動任務もそう変わり映えするものにはならないであろう。

#### 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年は緩和的な金融政策と拡張的な財政政策が経済を下支え

こうした中で、注目されるのは、2024年に5%成長を死守するために、どのような具体的な政策が打たれるかである。

2024年は緩和的な金融政策と拡張的な財政政策が、経済を下支えしよう。

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。

中国政府は財政赤字のGDP比を3%以内に抑制するなど財政規律を重んじてきたが、2023年に続き、2024年も（当初からなのか、期中からなのかタイミングの問題は別にして）この枠にとらわれないであろう。

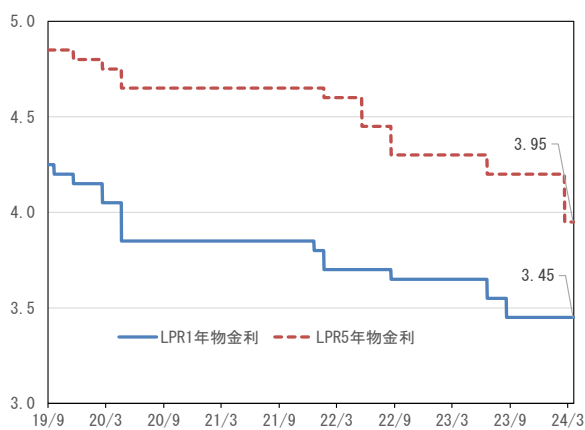
収益性のあるインフラプロジェクトなどに投入される地方政府特別債券（専項債）は、増額される可能性がある。2023年の専項債のネットの発行枠は、3.8兆元だった。2022年予算（3.65兆元）からは積み増しとなったが、2022年は期中に0.5兆元の追加設定が行われたため、実際の発行額は4兆元を超えた。結局、2023年の発行額は前年より減ったが、既述した1兆元の国債の追加発行がこれを補った形だ。

金融緩和について、2023年に中国人民銀行は、貸出金利の参照レートであるLPR（ローン・プライム・レート）1年物を2回（3.65%→6月20日3.55%→8月20日3.45%）、住宅ローン金利の参照レートであるLPR5年物を1回（4.30%→6月20日4.20%）引き下げたが、いずれも1回当たり0.1%ptという小幅な利下げにとどまった。こうした中、中国人民銀行は2024年2月20日、LPR5年物を0.25%pt引き下げ、3.95%とした。2019年8月にLPRが参照レートに採用されて以降、最大の下げ幅であり、不動産不況が続く中、住宅需要を刺激したいとの当局の意志が感じられる。

預金準備率について、中国人民銀行は2023年3月と9月に大手行を中心に0.25%ずつ引き下げた。2024年2月5日には、大手行を中心に0.5%引き下げ、加重平均は7.0%に低下した。0.5%の引き下げでおよそ1兆元（GDP比0.8%）の貸出余力が増える計算だ。

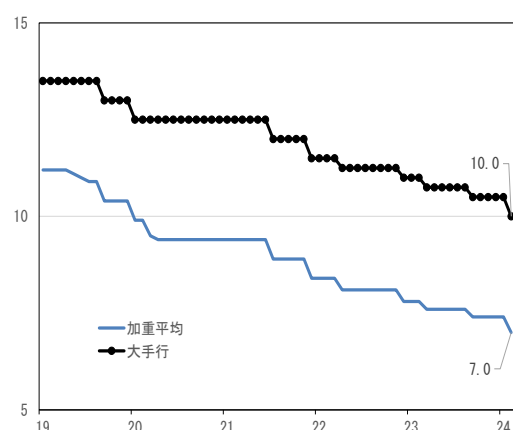
政策金利、預金準備率ともに引き下げ余地は残っている。

LPR1年物、LPR5年物の推移（単位：%）



（出所）中国人民銀行より大和総研作成

預金準備率の推移（単位：%）



（出所）中国人民銀行より大和総研作成



## 2024年の中国経済を左右する不動産不況からの脱却の可否

最後に、2024年の中国経済を左右するのは不動産不況からの脱却の可否である。2024年に入り、脱却に向けた動きが、より具体化してきている。不動産金融については、住宅・都市農村建設部と国家金融監督管理総局が2024年1月12日付けで、「都市不動産金融調整制度の導入に関する通知」を发出し、金融支援を行うべき不動産プロジェクトのリスト（ホワイトリスト）を作成するとした。中国国営中央テレビによると、全国で31ある省レベルの行政区のうち29（214都市）でホワイトリストが作成され、商業銀行に送付されたという。プロジェクト数は5,349項目に及び、2024年2月20日時点で、このうちの162項目に294.3億元（約5,900億円）の融資が実行されている。

不動産不況への対応として、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を金融面でしっかりとサポートする必要がある。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。

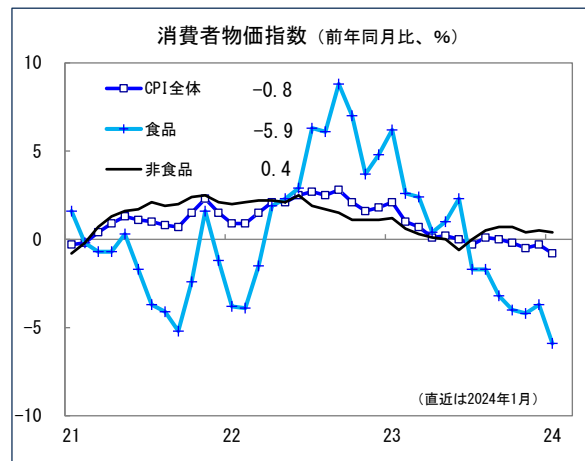
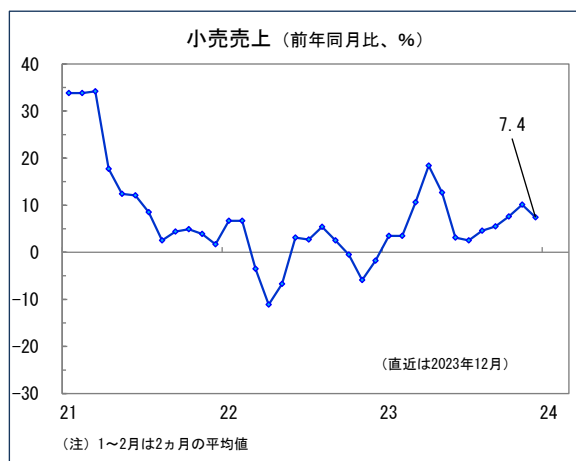
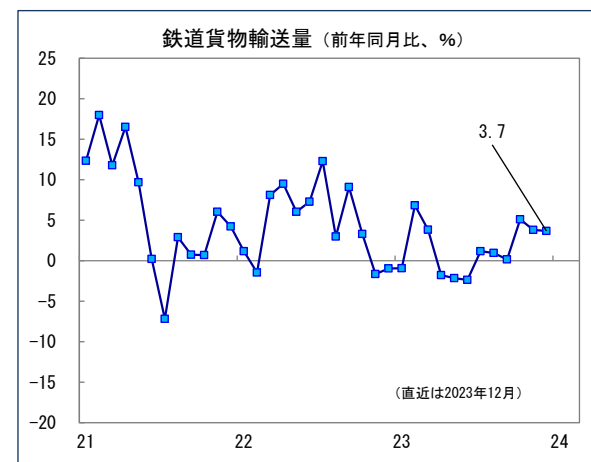
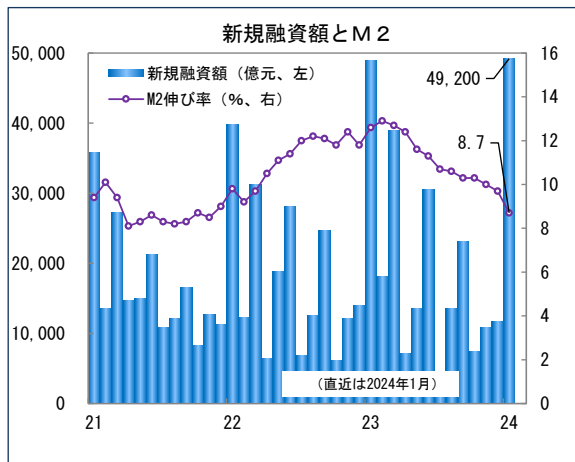
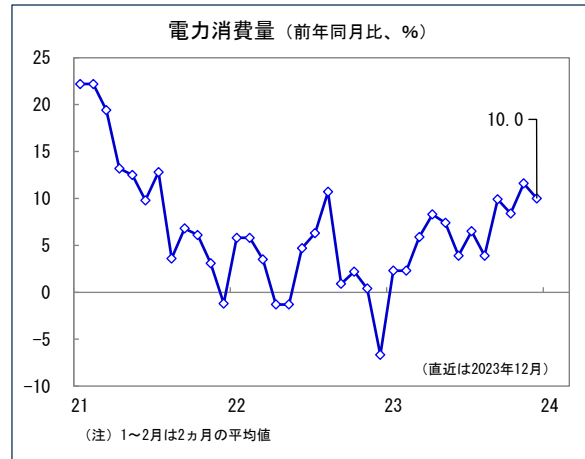
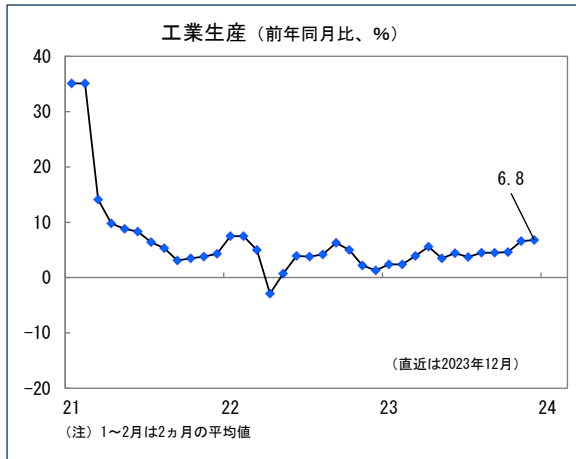
緩和的な金融政策と拡張的な財政政策に加え、不動産不況からの脱却が軌道に乗れば、2024年は5.0%程度の実質成長が可能となろう。

### 主要経済指標一覧

	2023年1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	2024年1月
実質GDP成長率（四半期、前年同期比、%）	-	-	4.5	-	-	6.3	-	-	4.9	-	-	5.2	-
工業生産（前年同月比、%）	2.4	3.9	5.6	3.5	4.4	3.7	4.5	4.5	4.6	6.6	6.8	6.8	-
電力消費量（前年同月比、%）	2.3	5.9	8.3	7.4	3.9	6.5	3.9	9.9	8.4	11.6	10.0	-	-
鉄道貨物輸送量（前年同月比、%）	-0.9	6.8	3.8	-1.8	-2.2	-2.4	1.2	1.0	0.2	5.1	3.8	3.7	-
固定資産投資（前年累計比、%）	5.5	5.1	4.7	4.0	3.8	3.4	3.2	3.1	2.9	2.9	3.0	-	-
不動産開発投資（前年累計比、%）	-5.7	-5.8	-6.2	-7.2	-7.9	-8.5	-8.8	-9.1	-9.3	-9.4	-9.6	-	-
小売売上（前年同月比、%）	3.5	10.6	18.4	12.7	3.1	2.5	4.6	5.5	7.6	10.1	7.4	-	-
消費者物価指数 全体（前年同月比、%）	2.1	1.0	0.7	0.1	0.2	0.0	-0.3	0.1	0.0	-0.2	-0.5	-0.3	-0.8
食品（前年同月比、%）	6.2	2.6	2.4	0.4	1.0	2.3	-1.7	-1.7	-3.2	-4.0	-4.2	-3.7	-5.9
非食品（前年同月比、%）	1.2	0.6	0.3	0.1	0.0	-0.6	0.0	0.5	0.7	0.4	0.5	0.4	0.4
工業製品出荷価格指数（前年同月比、%）	-0.8	-1.4	-2.5	-3.6	-4.6	-5.4	-4.4	-3.0	-2.5	-2.6	-3.0	-2.7	-2.5
工業生産者購入価格指数（前年同月比、%）	0.1	-0.5	-1.8	-3.8	-5.3	-6.5	-6.1	-4.6	-3.6	-3.7	-4.0	-3.8	-3.4
新規融資額（億元）	49,000	18,100	38,900	7,188	13,600	30,512	3,459	13,600	23,100	7,384	10,900	11,700	49,200
M2伸び率（%）	12.6	12.9	12.7	12.4	11.6	11.3	10.7	10.6	10.3	10.3	10.0	9.7	8.7
輸出（前年同月比、%）	-8.4	10.9	7.1	-7.5	-12.4	-14.2	-8.5	-6.8	-6.6	0.7	2.3	-	-
輸入（前年同月比、%）	-10.0	-2.0	-8.8	-5.2	-7.0	-12.1	-7.2	-6.3	2.9	-0.7	0.2	-	-
貿易収支（億米ドル）（1月、2月は平均）	519.0	770.6	850.3	649.3	694.9	794.2	672.6	753.2	561.3	694.5	753.4	-	-
新築商品住宅価格指数 北京（前年同月比、%）	5.2	4.7	4.6	4.5	4.3	3.5	3.5	2.8	2.9	2.1	1.9	1.7	1.3
上海（前年同月比、%）	4.2	3.9	4.1	4.6	4.9	4.8	4.5	4.1	4.4	4.4	4.7	4.5	4.2
商用不動産 着工面積（前年累計比、%）	-9.4	-19.2	-21.4	-23.1	-24.9	-25.1	-24.9	-23.9	-23.7	-21.7	-20.9	-	-
竣工面積（前年累計比、%）	8.0	14.7	18.2	19.1	18.4	19.9	18.6	19.1	18.4	17.1	15.8	-	-
不動産販売 面積（前年累計比、%）	-3.6	-3.5	-5.4	-8.5	-13.7	-14.9	-15.9	-16.4	-16.7	-17.1	-17.7	-	-
金額（前年累計比、%）	-0.1	3.0	5.2	3.0	-4.5	-7.0	-9.0	-10.4	-10.7	-11.2	-12.5	-	-

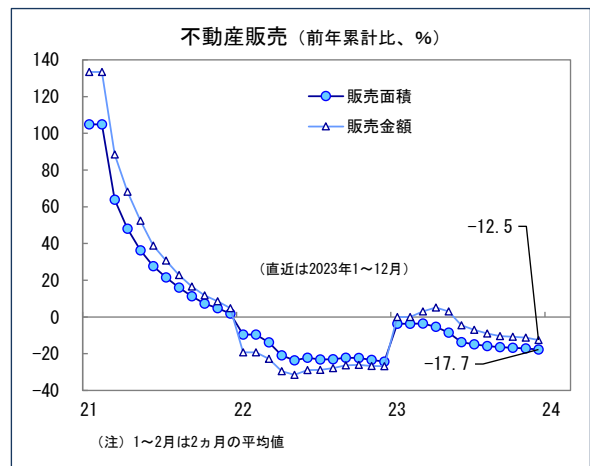
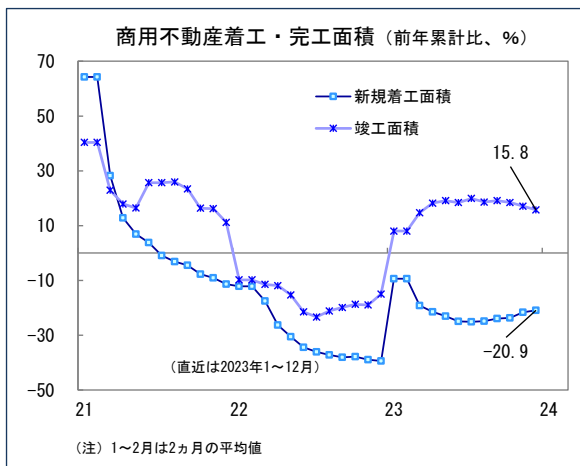
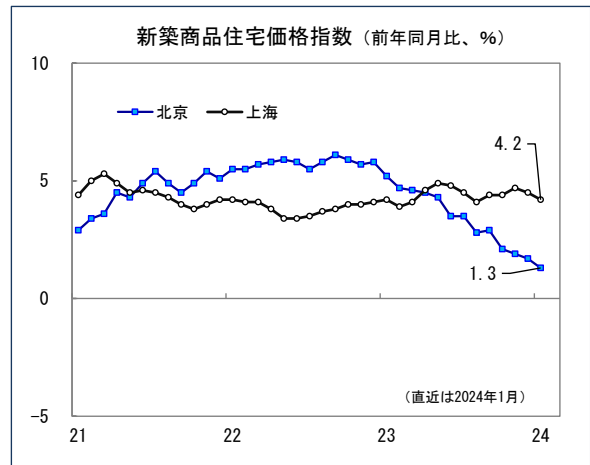
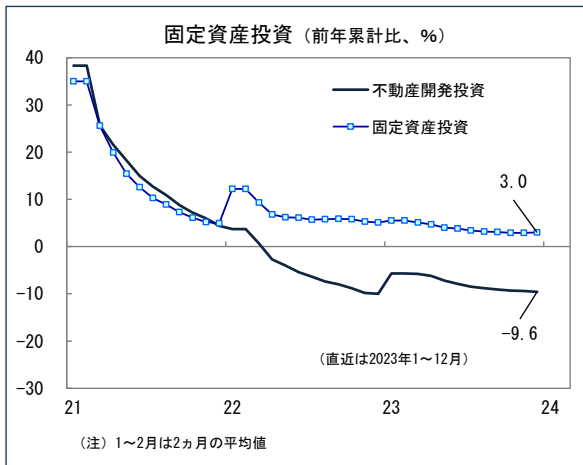
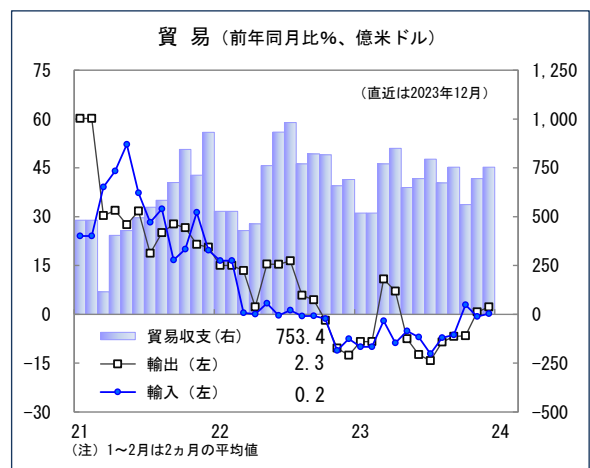
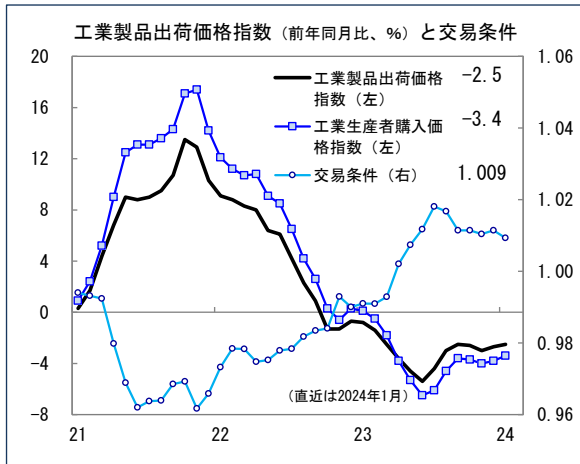
（出所）中国国家统计局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー局、CEIC より大和総研作成

## 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

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