

2024年1月25日

主要国経済 Outlook

2024年2月号 (No. 447)

経済調査部
ロンドンリサーチセンター

[目次]

Overview 2

世界経済の中期見通し

経済調査部 シニアエコノミスト 佐藤 光

日本経済 3

能登半島地震の影響/2024~33年度の経済財政・金利・為替見通し

経済調査部 シニアエコノミスト 神田 慶司

米国経済 19

銀行の手元流動性の低下に要警戒

経済調査部 主任研究員 矢作 大祐

欧州経済 29

新たな地政学リスク

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 39

2024年の注目点と中長期展望

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

世界経済の中期見通し

佐藤 光

2024年のわが国は、能登半島地震という大災害から始まった。被災された方々には、心よりお見舞いを申し上げたい。昨年末からの自動車会社の大規模生産停止も含め、経済活動への影響を注視する必要がある。世界に目を向けても、ウクライナや中東での紛争は続き、米英軍によるイエメンのフーシ派への攻撃など、事態が拡大する様相もある。紅海等の船舶輸送への悪影響も現実化しており、地政学リスクが再びサプライチェーンへの脅威となりかねない。

一方で、株式市場では特に日本や米国の株価上昇が顕著となっており、景況不安を払しょくするような活況を見せている。全般に混沌とした情勢であり、世界経済の先行きは見通しにくい。

そのような中、今回の主要国経済 Outlook では、各地域レポートの後半部分において、それぞれ今後10年（2024～2033年）の中期経済見通しを取り上げた。足元の混沌にとらわれ過ぎることなく、将来を見据えるためにも、ぜひ参考にしていただきたい。

日米欧では、予測期間の前半に予想されるイベント等乗り越えて、後半にはそれぞれの潜在成長率付近へ収束していく姿を描いている。前半のポイントとしては、日本では緩和的な財政・金融政策の下での経済活動の正常化が挙げられる。個人消費や輸出、設備投資を中心に増加が見込まれる。一方米国では、利下げ開始後も依然引き締めの金融環境やトランプ減税の期限切れが挙げられ、成長の変動幅が大きくなる可能性がある。またユーロ圏では金融緩和に向かう中で、潜在成長率を幾分上回りながらマイナスのGDP キャップを解消する展開が想定される。

予測期間後半のポイントとしては、日本では人口減少や世界経済成長率の低下が内外需の重しとなり得る。米国では、利下げサイクル終了後の中立金利の水準を巡る議論が注目されよう。ユーロ圏では、EU が成長戦略として掲げるグリーン化、デジタル化による生産性の押し上げが期待される一方、生産年齢人口の減少が成長の下押し要因となり得る。

最後に中国では、人口減少と少子高齢化の進展をはじめとする構造的問題を多く抱えており、成長力は低下していく見通しとなっている。米中の経済規模は逆転しない可能性が極めて高い。

主要国実質 GDP 見通し＜要約表＞（2024年1月23日時点）

	(%)				(前年比%)				(前年比%)			
	2023年		2024年		2022年		2023年		2024年		2025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	1.0	2.1	1.3	0.9
									<u>1.5</u>	<u>1.8</u>	<u>1.3</u>	<u>0.9</u>
米国	2.2	2.1	4.9	1.7	0.5	0.7	1.1	1.5	1.9	2.4	1.5	1.7
ユーロ圏	0.4	0.5	-0.5	-0.3	1.1	1.3	1.6	1.7	3.4	0.5	0.8	1.5
英国	1.0	0.2	-0.5	-0.7	0.8	0.9	1.2	1.5	4.3	0.2	0.4	1.4
中国	4.5	6.3	4.9	5.2	5.4	4.7	5.2	4.8	3.0	5.2	5.0	4.5
ブラジル	4.2	3.5	2.0	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	2.9	2.9	1.8	1.8
インド	6.1	7.8	7.6	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	<u>7.2</u>	<u>7.0</u>	<u>6.5</u>	<u>6.5</u>
ロシア	-1.8	4.9	5.5	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	-2.1	3.0	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

能登半島地震の影響／2024～33年度の経済財政・金利・為替見通し

神田 慶司
久後 翔太郎
末吉 孝行
田村 統久

[要約]

- 2024年1月1日に発生した能登半島地震による経済への影響を暫定的に試算すると、建物や道路などストック面での被害額は石川県で1.1～1.5兆円程度とみられる。フロ一面では、石川県のGDPの損失は地震発生から1カ月間で350～450億円程度に上る可能性がある。同県の経済規模（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ていることが示唆される。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ため、日本の実質GDP成長率への影響は限定的とみられる。半導体などの工場停止により、サプライチェーンの寸断による供給面からの影響などには注意が必要だ。
- 日本経済中期予測を2年ぶりに改訂した。2024～33年度の実質GDP成長率は年率+1.0%と見込んでいる。予測期間前半は緩和的な財政・金融政策の下、経済活動の正常化や高水準にある家計貯蓄の取り崩し、世界経済の堅調な推移などを背景に、個人消費や輸出、設備投資を中心に増加しよう。後半では、国内の人口減少や世界経済成長率の低下が内外需の重しとなり、GDP成長率は低下するだろう。CPI上昇率は同2.2%と見込んでおり、日銀は2024年度から2027年度にかけて年0.5%ptのペースで利上げを慎重に進めると想定している（2027年度に短期金利を1.75%程度まで引き上げ）。円高ドル安が進行し、2030年代初めに100円/ドル台前半で推移する見込みである。
- 国と地方のプライマリーバランス（PB）は2025年度でGDP比▲3.7%の見込みである。同年度にPBを黒字化させるという政府の財政健全化目標の達成は厳しい。公債等残高については、予測期間中の前半にGDP比で低下するものの、後半には緩やかながら上昇に転じると見込んでいる。予測期間の最終年度である2033年度でGDP比201%と、新型コロナウイルス禍前の2019年度の水準を上回る。金融政策の正常化に歩調を合わせて財政健全化を進める必要性は、予測期間後半にかけて一段と強まるだろう。

1. 能登半島地震による経済への影響

2024年1月1日、石川県能登地方を震源とするマグニチュード7.6の地震（以下、能登半島地震）が発生した。最大震度7を観測した石川県の被害がとりわけ大きく、建物の倒壊や道路の陥没、断水などが相次いだ。輪島市の観光名所「朝市通り」では大規模な火災が起き、国土技術政策総合研究所によると消失面積は約5万800平方メートルに及んだという。沿岸部では津波による被害も発生した。

能登半島地震で亡くなられた方々のご冥福をお祈りするとともに、被災された方々に心よりお見舞いを申し上げる。

現在も余震が続いており、被害の全容は明らかになっていない。だが、今回の地震の影響は被災地域の経済だけでなく日本経済にも及ぶとみられる。そのため1章では、石川県における建物や社会インフラといったストック面での被害額や、GDPの損失というフロー面での被害額を暫定的に推計する。さらに、日本のGDP成長率見通しへの影響などについても述べる。

能登半島地震による石川県のストック被害額は暫定的に1.1~1.5兆円程度と推計

図表1は能登半島地震による被害額を推計した結果と、内閣府や自治体が推計した1990年代以降の主な地震による被害額をまとめたものである。当社では、今回の地震による石川県の被害額を1.1~1.5兆円程度と暫定的に推計した¹。他の被災地域を含めると、中越地震や熊本地震並みか、それに近い被害額になる可能性がある。

図表1：能登半島地震と過去の地震における被害推計額の比較

	能登半島地震 (24年1月)	熊本地震 (16年4月)	東日本大震災 (11年3月)	新潟県 中越地震 (04年10月)	阪神・淡路 大震災 (95年1月)
推計主体	大和総研 (24年1月)	内閣府 (16年5月)	内閣府 (11年6月)	新潟県 (06年3月)	兵庫県 (95年4月)
被害推計額（兆円）	1.1~1.5	2.4~4.6	16.9	1.7	9.9
建築物等	0.6~0.8	1.6~3.1	10.4	1.2	7.2
社会インフラ	0.2~0.3	0.4~0.7	2.2	0.3	1.3
電気・ガス・水道	0.1	0.1	1.3	0.01	0.5
その他	0.1~0.3	0.4~0.7	3.0	0.2	0.4

(注) 能登半島地震による被害推計額は石川県のみを対象。社会資本ストック、民間企業資本ストック、住宅ストックそれぞれを市町単位に按分し、最大震度に応じて一定の損壊率を乗じて算出。詳細は堤雅彦・森脇大輔・田中吾朗・武藤裕雄「平成28年熊本地震の影響試算の推計方法について」(内閣府政策統括官(経済財政分析担当)経済財政分析ディスカッション・ペーパー DP/16-1、2016年7月)を参照。

(出所) 各種統計・内閣府資料より大和総研作成

¹ 被害額は推計方法や損壊率などの想定によって大きく変わるため、幅をもってみる必要がある。なお、内閣府「国民経済計算」(いわゆるGDP統計)では「災害等による壊滅的損失」という項目があり、地震などによるストックの損失額が公表されている。遡及可能な1994年以降では、阪神・淡路大震災が発生した1995年に6.3兆円、東日本大震災が発生した2011年に10.1兆円、熊本地震が発生した2016年に0.6兆円が計上されている(その他の年は未計上)。

能登半島地震による被害額の推計にあたっては、2016年5月に内閣府が公表した熊本地震の被害額推計²を参考に、社会資本ストック、民間企業資本ストック、住宅ストックそれぞれを石川県の市町単位に按分し、最大震度に応じて一定の損壊率を乗じて算出した³。また当時の内閣府の推計では、最大震度5強・6弱の地域について損壊率を一律に適用するのではなく、被害状況に応じて適用したが、本稿執筆時点では被害状況に関する情報が不足している。そのため、5強・6弱の地域では損壊率の想定に幅を持たせる形で被害額を推計した⁴。

今回の被害推計額の内訳を見ると（**図表1**）、過去のケースと同様、「建築物等」が大部分を占める。このうち6割程度は民間企業資本ストックであり、製造業やサービス業、農林水産業など幅広い産業に大きな打撃となる可能性がある。また、「社会インフラ」では道路や港湾などで被害が大きいとみられる。

被災地域の経済活動は当面停滞する一方、日本の実質GDP成長率への影響は限定的か

フロー面での被害額について検討すると、内閣府は熊本地震による被災地のGDPの損失を900～1,270億円程度（2016年4月15日から同年5月18日までの34日間）と推計していた。この金額と**前掲図表1**で示したストック面での被害額を基に比例的に試算すると、能登半島地震による石川県のGDPの損失は地震発生から1カ月間で350～450億円程度に上る可能性がある。石川県の実質GDPは2019年度で1カ月あたり4,000億円弱であったことから、今回の地震が経済活動に深刻な影響を及ぼしていることが示唆される。

復興にかかる期間は不透明だが、過去に地震の発生した地域の鉱工業生産指数の推移を見ると（**図表2左**）、原子力発電所の事故につながった東日本大震災を除き、地震発生から数カ月～1年程度で鉱工業生産指数が発生前の水準を回復した。

日本のGDP成長率への影響は限定的とみられる。日本の実質GDPは直近の2023年7-9月期で1カ月あたり46.5兆円⁵であり、経済規模対比で見た損失が小さい。今後の復興需要によってGDPが押し上げられることや、被災地域で失われた観光需要や生産活動が他地域に代替されることも考えられる。そのため、当社のGDP見通しは地震発生後も修正していない。

² 内閣府「平成28年熊本地震の影響試算について」（2016年5月）、堤雅彦・森脇大輔・田中吾朗・武藤裕雄「平成28年熊本地震の影響試算の推計方法について」（内閣府政策統括官（経済財政分析担当）経済財政分析ディスカッション・ペーパー DP/16-1、2016年7月）。

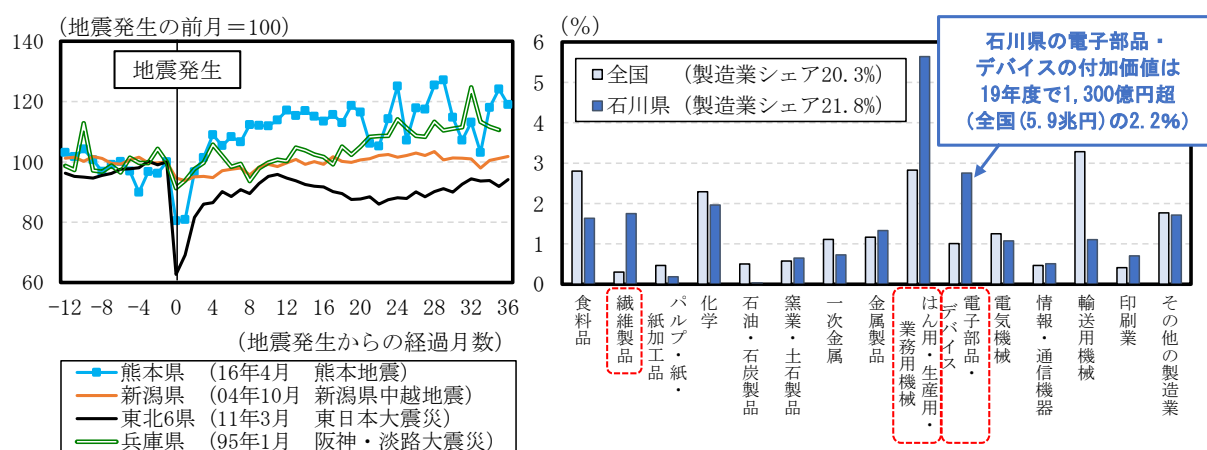
³ 損壊率は資本ストックの区分（「建築物等」「電気・ガス・水道」「社会インフラ」「その他」の4つ）ごとに、最大震度（5弱以下、5強・6弱、6強以上）に応じて設定。「建築物等」は住宅や民間企業資本ストック（電気・ガス・水道を除く）など、「社会インフラ」は道路や港湾など、「その他」は都市公園や治山などが含まれる。

⁴ 脚注2の内閣府の推計では、市町村別の最大震度や被害状況などを勘案してストックの区分ごとに損壊率（高い順に(1)、(2)、(3)）を設定している。具体的には、最大震度が6強以上の地域には損壊率(1)を、5弱以下の地域には損壊率(3)を適用する一方、5強・6弱の地域については被害状況に応じて損壊率を適用している。能登半島地震では被害状況に関する情報が不足しているが、報道等によると、5強・6弱の地域の世帯数の半分近くを占める金沢市の被害は比較的小さかった。そのため、最大震度が6強以上と5弱以下の地域では内閣府と同様に扱う一方、5強・6弱の地域では一律に損壊率(2)または(3)を適用して幅を持たせた。

⁵ 2023年7-9月期の実質GDPの558兆円（季節調整値の年率換算額）を1カ月あたりに換算した金額。

ただし、石川県では一部の工場が停止し、物流や電力、水道などインフラの混乱が続いている。石川県の製造業における業種別 GDP シェアを見ると、全国平均のそれに比べ、はん用・生産用・業務用機械や電子部品・デバイス、繊維製品で顕著に高い（**図表 2 右**）。半導体などの工場停止により、サプライチェーンの寸断による供給面からの影響などに注意する必要がある。

図表 2：地震発生前後の各地域の鉱工業生産の推移（左）、製造業における業種別 GDP シェア（右）



(注) 左図の「東北6県」は、青森県、岩手県、秋田県、宮城県、山形県、福島県。右図は2019年度の値。
(出所) 内閣府、経済産業省東北経済産業局、新潟県、兵庫県、熊本県より大和総研作成

2. 2024～33年度における日本の経済財政・金利・為替見通し

今後10年間を視野に入れた日本経済中期予測を改訂

当社では2022年1月に「[日本経済中期予測 \(2022～31年度\)](#)」(以下、前回中期予測)を公表し、2031年度までの経済財政見通しなどを示した。その後、ロシアによるウクライナ侵略や米欧での金融引き締め、中国の不動産不況、中東情勢の緊迫化など外部環境は大きく変化した。一方、新型コロナウイルス感染症による国内外の経済社会活動への影響は、2022年から2023年にかけて落ち着いた。

国内では、円安・資源高による記録的な輸入物価高や人手不足の深刻化などもあってインフレ率は約40年ぶりの高さとなり、2023年春闘での賃上げ率も30年ぶりの高さとなった。企業の価格設定行動の変化などを背景にインフレの持続性が高まっており、日本銀行(日銀)の大規模な金融緩和策は転換点を迎えつつある。

こうした国内外の経済情勢の変化を踏まえ、2章では2033年度までを視野に入れて日本経済中期予測を改訂する。日本経済中期予測は当社の中期マクロモデルを用いて作成しており(詳細は前回中期予測を参照)、海外経済や原油価格、人口動態などは外生的に想定している⁶。海外経済の詳細については、当社の各国担当者の経済見通しを参照されたい。

⁶ 社会保障給付費は、中期マクロモデルによる賃金・物価見通しなどとの整合性を保ちつつ、別途推計して外生的に想定している。このうち年金の推計方法については、末吉孝行「[公的年金の好調な運用実績は将来の受給水準を押し上げるか](#)」(大和総研レポート、2023年3月22日)を参照。

(1) 実質 GDP 成長率見通し：2024～33 年度で年率+1.0%成長を見込む

世界経済成長率は IMF 見通しよりも保守的に想定

本予測で想定している世界経済の今後 10 年間(2024～33 年)の成長率は年率+2.5%である。予測期間を前半と後半に分けて見ると、前半 5 年間(2024～28 年)が同+2.8%、後半 5 年間(2029～33 年)が同+2.2%の見込みである。

予測期間の前半は米欧における利下げや、中国における堅調な経済成長などが景気を下支えするとみられる。後半では、人口の増加ペースの鈍化などを背景に先進国を中心に潜在成長率が世界的に低下することから、それに沿う形で世界経済成長率も鈍化していくと見込む。

国際通貨基金(IMF)が2023年10月に公表した世界経済見通しによると、2024～28年の世界経済成長率は同+3.1%であり、当社の予測値はIMFのそれを0.3%pt下回る。最大の違いは中国以外の新興国の見方にあり、IMFでは同地域の成長率が緩やかに加速するのに対し、当社ではおおむね横ばいで推移すると見込んでいる。新興国の経済動向は米国や中国など主要国の影響を受けやすく、中国経済の減速などが新興国経済の重しになるとみている。

日本の実質 GDP などの中期見通しの概要と内閣府試算との比較

こうした中、日本の今後 10 年(2024～33 年度)の実質 GDP 成長率は年率+1.0%と見込んでいる。前述の世界経済成長率を含め、各年度の推移や需要項目の動きなど詳細については、巻末に掲載した計数表を参照されたい。

予測期間の前半は緩和的な財政・金融政策の下、潜在成長率を上回る同+1.1%の見込みである。後半ではこうした押し上げ要因が剥落するほか、人口減少の影響が強まることで実質 GDP 成長率は同+0.8%へと低下するだろう。総務省「人口推計」によると、総人口は2008年をピークに減少が続いており、2022年は概算値で前年比▲0.4%であった(各年10月1日時点)。本予測の人口見通しは国立社会保障・人口問題研究所の将来推計(出生中位(死亡中位)推計)に基づくが、減少率は2033年で同▲0.6%へと拡大する見込みである。

本予測の特徴を明確にするため、2024年1月22日公表の内閣府「中長期の経済財政に関する試算」(以下、内閣府試算)との比較を**図表3**で示した。内閣府試算は経済財政諮問会議が審議する際の参考資料としておおむね半年ごとに作成されており、一定の前提の下、先行き10年の経済や財政の姿が示されている。

内閣府試算では「成長実現ケース」「ベースラインケース」という2つのシナリオが示されている。成長実現ケースとは、「新しい資本主義」に基づく重点分野(人、GX・DX、スタートアップ、科学技術・イノベーションなど)への投資促進などを通じて経済活動が活発化し、経済成長率は中期的に実質2%程度、名目3%程度へと高まる。また消費者物価指数(CPI)上昇率は2025年度に安定的に2%程度に達するシナリオである。一方、ベースラインケースでは全要素生産性(TFP)上昇率が直近の景気循環の平均並みで将来にわたって推移する。経済成長率は中長期的に実質0%台半ば(名目も同様)、CPI上昇率も0%台半ばで推移するシナリオである。

図表 3：当社の中期予測と内閣府試算との比較

		大和総研	内閣府試算(2024年1月22日)	
			ベースラインケース	成長実現ケース
GDP	実質	年率1.0% (2024~33年度)	年率0.6% (2024~33年度)	年率1.7% (2024~33年度)
	名目	年率2.9% (2024~33年度)	年率1.1% (2024~33年度)	年率3.1% (2024~33年度)
物価	CPI上昇率	年率2.2% (2024~33年度)	年率1.1% (2024~33年度)	年率2.0% (2024~33年度)
労働力	労働参加率	労働政策研究・研修機構「労働力需給の推計」(2019年3月)における「経済成長と労働参加が進むケース」の年齢階級別労働参加率の見通しを5年前倒しで達成	左記の「経済成長と労働参加が一定程度進むケース」の労働力需給推計を踏まえ推移	左記の「経済成長と労働参加が進むケース」の労働力需給推計を踏まえ推移
生産性	TFP上昇率	足元の水準から0.7%程度まで上昇	将来にわたって0.5%程度で推移	足元の水準から1.4%程度まで上昇

(出所) 内閣府「中長期の経済財政に関する試算」(2024年1月22日)、各種統計より大和総研作成

当社の実質 GDP 成長率見通しは今後 10 年間で年率+1.0%と、内閣府試算のベースラインケース(同+0.6%)を上回る一方、成長実現ケース(同+1.7%)には見劣りする(図表 3)。ただし、後述するように、CPI 上昇率は成長実現ケースをやや上回る年率 2.2%へと高まる見通しであることから、名目 GDP は成長実現ケースに近い成長率を見込んでいる。

実質 GDP 成長率見通しの違いを供給サイドから整理すると、当社では足元の状況を踏まえ、労働参加率⁷を成長実現ケースよりも高めに想定している。また、TFP 上昇率は年率 0.7%程度まで上昇すると想定しており、ベースラインケース(同 0.5%程度)をやや上回る。

TFP とは、労働力や資本の増加によらない経済成長要因であり、TFP の上昇には技術進歩のほか、生産体制の効率化や付加価値の高い部門への経営資源の重点化、ブランディングなどの企業の取り組みが寄与する。第 2 次安倍晋三政権をはじめ歴代政権は、この 10 年で成長力強化のための制度・規制改革を幅広い分野で実施してきたものの、直近の推計値を見ると、TFP 上昇率はその間に大きく高まったとはいいいにくい。そのため、今後 10 年で TFP 上昇率が年率 1.4%程度まで高まるという成長実現ケースの想定は不確実性が大きい。

他方、日本経済がデフレから脱却すれば、経済全体の資源配分の効率化が進み、企業努力が価格競争ではなく商品・サービスの高付加価値化に注がれることなどを通じて TFP 上昇率が高まる可能性がある。そこで当社では、直近の景気循環における景気拡張期の平均水準(年率 0.7%程度⁸)まで TFP 上昇率が安定的に高まると想定した。

⁷ 労働参加率(労働力率)とは、15歳以上人口に占める労働力人口の割合。このうち労働力人口は、15歳以上人口のうち就業者と完全失業者を合わせた人口(働く意思のある者)。当社では足元の労働参加の状況を踏まえ、独立行政法人労働政策研究・研修機構「労働力需給の推計—労働力需給モデル(2018年度版)による将来推計—」(2019年3月)における「経済成長と労働参加が進むケース」の年齢階級別労働参加率の見通しを5年前倒しで達成することを想定した。

⁸ 第 16 循環(2012年 10-12 月期~2020年 4-6 月期)の景気拡張期に相当する 2013~18 年度の平均水準。

個人消費や輸出、設備投資は予測期間後半に減速も、総じて底堅く推移

予測期間の前半は緩和的な財政・金融政策の下、経済活動の正常化や高水準にある家計貯蓄の取り崩し、世界経済の堅調な推移などを背景に、個人消費や輸出、設備投資を中心に増加しよう。後半は、国内の人口減少や世界経済成長率の低下が内外需の重しとなり、個人消費や輸出などの成長率は低下する見込みである。

個人消費は予測期間の前半で年率+0.9%、後半で同+0.7%と見込んでいる。2024年度はサービス消費の回復で比較的高い伸び率となり、2025年度以降もコロナ禍以降に急増した家計貯蓄（現預金だけでも2019年末から2023年9月末までで105兆円増加）の取り崩しや所得環境の改善などを背景に、個人消費は堅調に推移するだろう。予測期間後半は、人口減少の加速が個人消費の伸びを抑制する一方、労働需給のひっ迫で実質賃金に上昇圧力がかかり続けることで所得環境の改善が進み、個人消費を下支えするとみられる。

輸出は予測期間の前半で年率+3.0%、後半で同+1.9%の見込みである。前述のように予測期間前半の世界経済成長率は同+2.8%と想定しており、財輸出は比較的堅調に推移しよう。サービス輸出にはインバウンド消費が含まれるが、直近でも中国人訪日客の回復は途上にある⁹。中国人訪日客は2024年度を中心に本格回復すると見込んでおり、その後のインバウンド消費は緩やかに増加するだろう。予測期間後半は米欧中いずれの国・地域でも経済成長率が低下するほか、円高の進行も重なり、輸出の増加ペースは予測期間前半から鈍化する見込みだ。

足元で伸び悩んでいる設備投資は、予測期間の前半で年率+1.7%、後半で同+1.6%と見込んでいる。予測期間前半は、企業収益の拡大や中国を中心とした外需の拡大などを背景に能力増強投資が進むとみられる。コロナ禍や物価高騰で企業が先送りしてきた投資も一定程度発現するだろう。予測期間後半に入ると、金利の上昇や外需の減速などもあり、設備投資の伸びは鈍化すると見込んでいる。他方、コロナ禍前から底堅く推移してきたデジタル化や省力化・省人化投資、カーボンニュートラルの実現に向けたGX投資は予測期間を通して増加が続くだろう。

公需は予測期間を通して堅調に推移する見込みである。このうち政府消費は予測期間の前半で年率+1.5%、後半で同+1.6%と予測する。コロナ禍以降に膨張した歳出が調整されることで予測期間前半はやや低い伸び率になるものの、社会保障給付費（このうち公費負担分）の増加が政府消費を継続的に押し上げるとみられる。

公共投資は予測期間の前半で年率+1.0%、後半で同+1.1%と予測する。予測期間前半のうち、2024~25年度は「防災・減災、国土強靱化のための5か年加速化対策」（2021~25年度）に基づく流域治水対策工事などが下支え要因となるものの、2023年度に大きく伸びる反動もあって増加ペースは減速するだろう。こうした要因が剥落する2026~28年度は比較的低い伸び率が続きとみられる。予測期間後半は、道路など様々な社会インフラの更新需要などが公共投資を押し上げると見込んでいる。

⁹ 日本政府観光局によると、2023年12月の中国人訪日客数は2019年同月比▲56%（中国人以外の訪日客数は同+33%）。

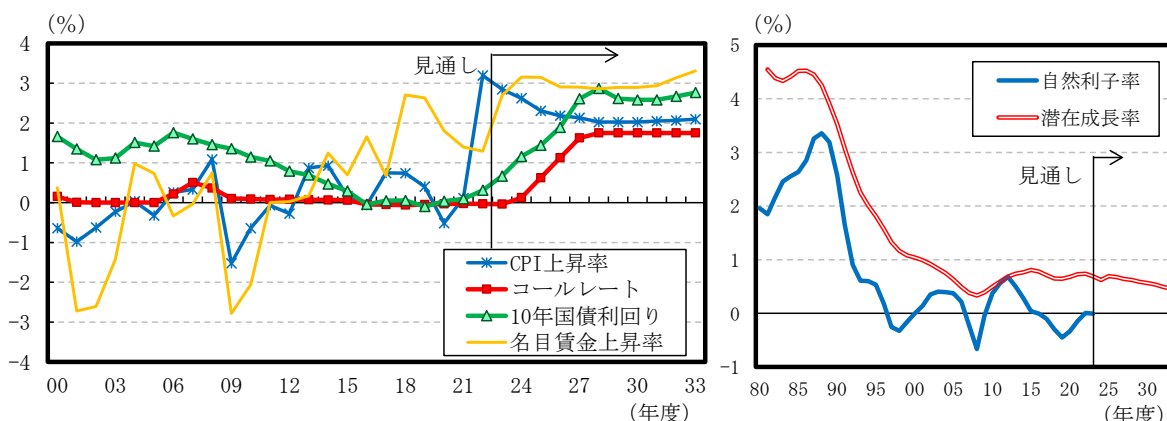
(2) 物価・金利・為替見通し：2%インフレで長短金利は上昇、円高ドル安へ

2%インフレの定着で金融政策の正常化が進む見込み

CPI 上昇率は予測期間の前半で年率 2.3%、後半で同 2.1%と見込んでいる（**図表 4 左**）。国内経済活動の緩やかな拡大や労働力人口の減少などにより、労働需給がひっ迫した状況は続くだろう。企業は人員確保のために積極的に賃上げを行い、人件費の増加分を販売価格に転嫁する動きが続くことで、名目賃金上昇率は予測期間を通して同 3%程度で推移する見込みである。賃金と物価の循環的な上昇メカニズムが機能し、CPI 上昇率は日銀の目指す 2%程度で安定する見通しだ¹⁰（名目賃金上昇率から CPI 上昇率を差し引いた実質賃金上昇率は同 1%程度で推移）。

インフレが定着した後も緩和的な金融環境が維持されれば、インフレの過熱リスクが高まる。そのため日銀は金融政策の正常化を進めていこう。本予測では、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に踏み切り¹¹、その後は 2027 年度にかけて年 0.5%pt のペースで利上げを慎重に進めると想定している。低金利環境が長期的に維持されたことで日本経済は金利上昇に脆弱な構造になっており、継続的な利上げが实体经济や金融市場に与える影響を十分に注視する必要があるとみられるからだ。

図表 4：CPI 上昇率、長短金利、名目賃金上昇率見通し（左）、自然利子率と潜在成長率見通し（右）



(注) 左図の CPI は消費増税と幼児教育・保育無償化の影響を除く。名目賃金上昇率は 1 人 1 時間あたりの賃金・俸給。右図の自然利子率は Holston-Laubach-Williams (2023) モデルを用いて推計。

(出所) Holston, Laubach and Williams (2023)、日本銀行、財務省、内閣府、総務省統計より大和総研作成

短期金利の先行きを検討する上では、自然利子率（景気や物価動向に中立的な実質金利）が重要になる。自然利子率は推計方法によって水準が異なるため幅を持って見る必要があるが、Holston, Laubach and Williams (2023)¹²を基に推計した日本の自然利子率は、直近で 0% 近傍にあるとみられる（**図表 4 右**）。今後の自然利子率は潜在成長率の低下で下押し圧力がかかり、

¹⁰ マクロモデルによる将来推計は過去の経済行動の影響を強く受ける。2023 年頃に見られた家計や企業の行動変容を内生的に反映させることは難しいため、本予測では期待インフレ率の上昇を外生的に想定した。

¹¹ デフレ脱却や金融政策の見通しについては、久後翔太郎・神田慶司・佐藤光・中村華奈子・高須百華「[2024 年に『デフレ脱却』と『2%インフレ』は実現するか](#)」（大和総研レポート、2023 年 12 月 4 日）を参照。

¹² Holston, Laubach, and Williams (2023) “Measuring the Natural Rate of Interest after COVID-19,” *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, no. 1063, June.

マイナス圏で推移する可能性がある。そのため日銀はインフレ率をやや下回る 1.75%程度で利上げを停止し、短期金利を自然利子率並みの水準に保つことで、予測期間後半は中立的な金融環境が維持されるだろう。

長期金利（10年国債利回り）については、金融政策の正常化が進む予測期間の前半にかけて実体経済を反映して上昇し、後半は名目 GDP 成長率並みの 3%弱で推移すると想定している。もっとも、長期金利は経済成長率だけでなく、金融政策や財政運営への信認、海外の金利動向など様々な影響を受けて変動するため、本予測で想定するように名目 GDP 成長率並みになるとは限らない。日本を除く G7 諸国では、1980 年代から 1990 年代にかけて長期金利が名目 GDP 成長率を上回る傾向が見られた。

これまでは日銀が大規模な国債買入れを実施してきたことを主因に、長期金利は需給の引き締めによって低位で安定していた。だが、日銀は金融政策の正常化が進む過程で長期国債の保有残高を減らしていく必要がある。これにより国債市場で需給が緩めば、長期金利に大きな上昇圧力がかかる。

また、リスクプレミアムの急騰にも警戒が必要だ。日本は GDP 比で 2 倍を超える政府債務を抱えており、世界で最も厳しい財政状況にある。これまでは日銀の大規模な国債買入れにより、国債市場では日本の財政状況についてあまり意識されてこなかった。だが、金融政策の正常化が進む過程で財政状況にひとたび関心が集まれば、2010 年代前半の南欧諸国や 2022 年秋の英国のように市場で高いリスクプレミアムを要求され、長期金利が急上昇する可能性は否定できない。

ファンダメンタルズに基づいて金利が緩やかに上昇する場合とは異なり、リスクプレミアムの急騰は実体経済や金融市場に大きな混乱をもたらすことになる。金融政策の正常化に歩調を合わせて財政健全化を進める必要性は、予測期間後半にかけて一段と強まるだろう。

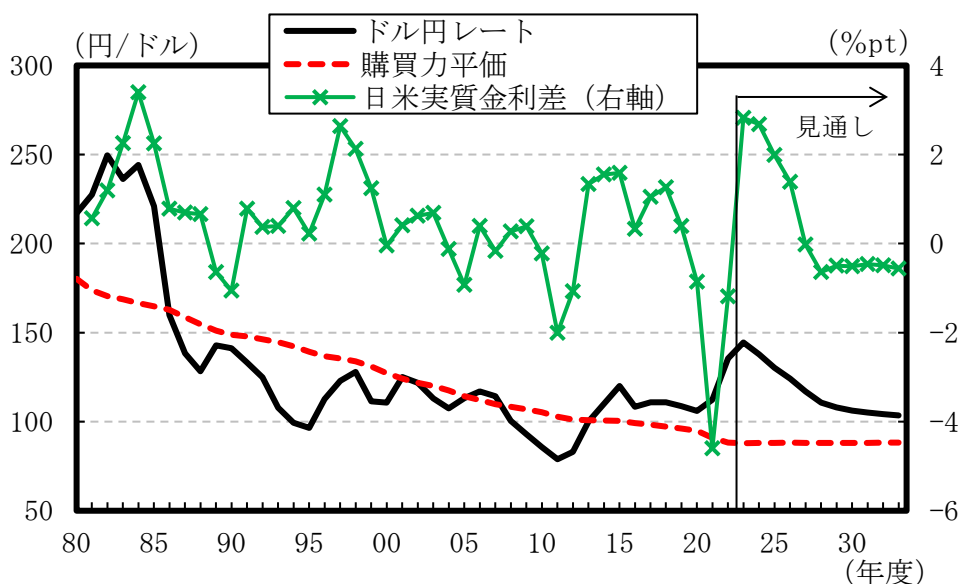
ドル円レートは 2030 年代初めに 1 ドル 100 円台前半で推移する見込み

ドル円レートの見通しは中長期的には購買力平価、短期的には日米実質金利差の影響を受けて変動すると考えられる。これを基に推計すると、ドル円レートは予測期間の前半で 124 円/ドル、後半で 105 円/ドルと見込まれる（年度ベースの期間平均値）。予測期間前半を中心に円高方向にシフトするだろう（**図表 5**）。

ドル円レートは 2022 年以降、日米金融政策の方向性の違いから強い円安圧力が断続的にかかってきた。米連邦準備制度理事会（FRB）はインフレ抑制のため大幅かつ急速なペースで利上げを実施した一方、日銀はインフレの持続性を高めるため大規模な金融緩和策を継続したことから日米金利差が大幅に拡大し、ドル円レートは一時 151 円/ドル台に乗せた。

だが、予測期間前半は日米両国の金融政策の方向性が逆転し、日米金利差が縮小することで円高圧力が強まる見込みである。予測期間後半は日米金利差に大きな変動は生じず、円高圧力は落ち着くだろう。

図表5：ドル円レートの中期的見通し



(注)「購買力平価」は、ドル円レートを日米の相対CPIで単回帰した推計値(推計期間は1980～2022年度で、推計式の為替レートと相対物価は対数値)。日米実質金利差はCPIで実質化した長期金利を利用。
(出所)日本銀行、総務省、FRB、Haver Analyticsより大和総研作成

図表5で示した購買力平価に目を向けると、予測期間を通して横ばい圏で推移している。これは日米両国のインフレ率がおおむね同水準にあることを意味する。デフレ下の日本は米国対比で物価が下落しやすく、購買力平価の観点からは円高圧力が強まりやすかった。だが、日本においても2%程度のインフレが定着するとの見通しの下、インフレ格差を通じた円高圧力は解消される見込みだ。

上記はマクロモデルによる将来推計であるが、現実の為替レートは様々な要因によって日々変動している。先行きは円高・円安の双方のリスクに警戒が必要だ。

想定以上に円高が進行するリスクとしては、世界的な金融危機の発生などが挙げられる。日本は世界で最も多くの対外純資産を保有しており、予測期間を通して経常収支は黒字が続く見込みである。ストック面だけでなくフロー面からも安全通貨としての需要は大きいとみられ、リスクオフ時の資金の回避先として日本円が選ばれる可能性は高いだろう。また、購買力平価の観点からは、90円/ドルを超える円高水準が示唆されており、購買力平価に対する市場の関心が高まれば、円高方向に大幅に進む可能性も残る。

反対に、想定以上に円安が進行するリスクとしては、日本円に対する信認の低下などが考えられる。前述のように、金融政策の正常化の過程でリスクプレミアムが高まる状況になれば、日本円に対する信認の低下を背景とした円安が同時に発生し、政府・日銀は通貨を安定させるために大幅な利上げや急激的な財政再建などを余儀なくされる恐れがある。

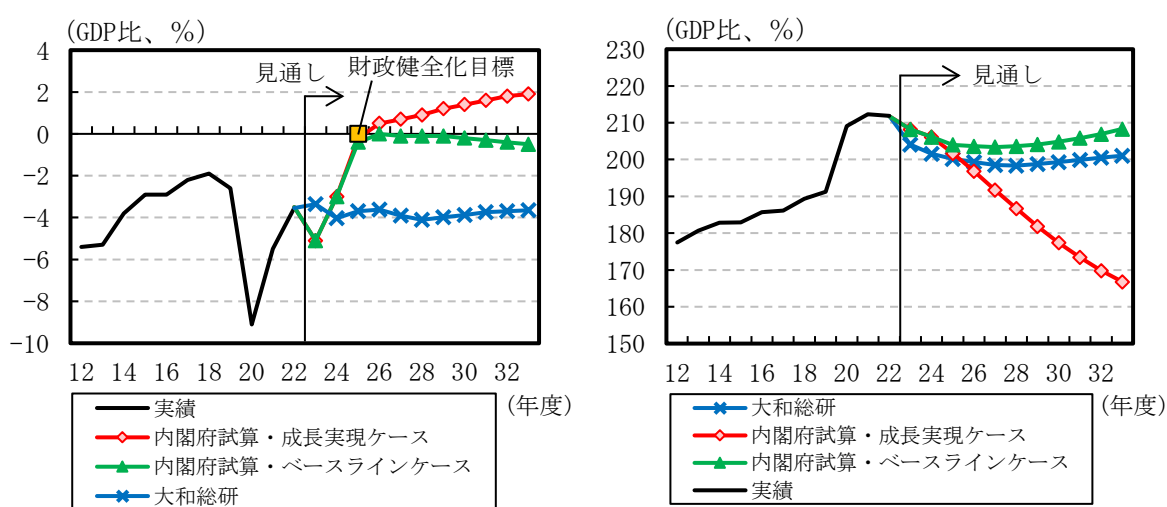
(3) 財政見通し：PB赤字が継続し、政府債務残高はGDP比で上昇へ

2025年度のPBはGDP比▲3.7%と政府の財政健全化目標の達成は困難

国と地方の基礎的財政収支（プライマリーバランス、以下PB）は、予測期間を通してGDP比▲4%前後で推移する見通しである（**図表6左**）¹³。

政府は2025年度のPB黒字化を財政健全化目標として掲げている。前出の内閣府試算の成長実現ケースでは2025年度のPBをGDP比▲0.2%と見込んでおり、「歳出効率化努力を継続した場合、2025年度のPB黒字化が視野に入る」という。だが、当社では同年度のPBをGDP比▲3.7%と見込んでおり、目標達成は厳しいとみている。

図表6：国・地方の基礎的財政収支（左）と公債等残高（右）の見通し



(注) 復旧・復興対策及びGX対策の経費及び財源の金額を除いたベース。公債等残高は、普通国債、年金特例公債、地方債及び交付税特会借入金の合計。

(出所) 内閣府「中長期の経済財政に関する試算」(2024年1月22日)、各種統計より大和総研作成

当社と内閣府試算でPB見通しが大きく乖離する理由は、主に歳出面にある。成長実現ケースでは、国の一般会計における2025年度のPB対象経費を89.5兆円と見込んでいる。これは2022年度の決算額を20兆円近く下回る水準だ。2024年度の政府予算案では5兆円だった予備費は大幅に圧縮されたが、内閣府試算では当初予算を発射台として将来の歳出額を推計しており、コロナ禍以降に常態化した大型の補正予算編成からの脱却が暗に想定されている。2023年度の骨太の方針では「歳出構造を平時に戻していく」との方針が示されたが、補正予算を含めて平時に戻すことは容易ではない。

また、内閣府試算では2025年度以降の非社会保障分野の歳出（国土強靱化及び防衛力強化の経費を除く）を物価上昇率で延伸している。だが、名目賃金上昇率が物価上昇率を年率1%pt超も上回る成長実現ケースにおいて、人件費を通じて増加圧力がかかる歳出を物価並みの伸びに

¹³ 2023年度のPB見通しは当社がGDP比▲3.4%であるのに対し、内閣府試算は同▲5.1%である。これは、内閣府試算では同年度の予算が全て支出されると想定されているためである。実際には、予算に計上されていても不用や繰越となり支出されないものも多く、その場合は歳出水準が低下してPBが改善する。

抑えることは「自然体」では実現できず、相当な歳出改革が必要だろう。この点、当社の同分野における歳出見通しは、補正予算などが反映された実績額を発射台として名目 GDP 成長率で延伸しており、比較的穏当な想定とみられる。

社会保障分野についても、成長実現ケースでは国の一般会計ベースの社会保障関係費が GDP 比で低下していく見通しである。これに対して当社の社会保障給付費は GDP 比で緩やかに上昇していく。内閣官房・内閣府・財務省・厚生労働省が 2018 年 5 月に公表した「2040 年を見据えた社会保障の将来見通し（議論の素材）」に近い姿といえる。

少子化対策や防衛力の強化に伴う財源を確保できるかどうかも不透明だ。政府は少子化対策費を 2028 年度にかけて年間 3.6 兆円程度増加させ、防衛関係費も年間 2 兆円程度増加させる方針である。その財源は歳出改革、既定予算の活用、税制措置、決算剰余金の活用などによって確保する予定であり、内閣府試算では予定通りに財源が確保されることで財政収支に影響しないと想定されている。だが、歳出改革などによる財源確保の可否は現時点で不透明であり、当社では不確実性のある歳入確保策については PB 赤字要因として計上している。

公債等残高は GDP 比で低下を見込むも金利上昇に脆弱な状態は継続

公債等残高については、予測期間中の前半に GDP 比で低下するものの、後半には緩やかながら上昇に転じると見込んでいる。予測期間の最終年度である 2033 年度で GDP 比 201% であり、コロナ禍前の 2019 年度の水準を上回る（**図表 6 右**）。当社の PB 見通しはベースラインケースより厳しいにもかかわらず公債等残高が GDP 比で下回るのは、名目 GDP 成長率見通しがベースラインケースよりも高いためである。

公債等残高は PB 赤字と利払費によって押し上げられるが、公債等残高の大半を占めるのは国債であり、過去の金利が低かった時期に発行された固定利付債が多い。償還を迎えるまでは発行時の金利に基づいて利子が支払われるため、現在の利払費は相当程度抑えられている。実効金利（＝利払費／公債等残高）に対して、名目 GDP 成長率が十分に上回っていれば、ある程度の PB 赤字があっても公債等残高は GDP 比で上昇しない。

しかし前述のように、金融政策の正常化が進む中で金利が上昇すれば、利払費は増加していく。実効金利と名目 GDP 成長率との差が縮小するに従って、公債等残高を GDP 比で押し下げる力は弱まる。そのとき PB 赤字が解消されていなければ、公債等残高は GDP 比で上昇に転じやすい。

また、公債等残高が多いほど、財政の持続可能性に対する懸念が生じやすい。何らかのショックによって長期金利が急騰したとき、債務が多いほど「長期金利の上昇→利払費の増加→公債等残高（GDP 比）の増加→長期金利の更なる上昇」という悪循環に陥るリスクが高いためだ。そのような状況を回避するためにも、公債等残高 GDP 比を安定的に引き下げ、金融政策が正常化しても財政の持続可能性について市場で懸念を持たれにくい状況を実現することが重要だ。

【トピック】公的年金における所得代替率の見通し

2024 年は公的年金の財政検証が予定されている。財政検証では年金財政の超長期見通しや制度改革の必要性などを検討するが、その中で注目されている指標が「所得代替率」だ。

所得代替率とは、現役世帯の手取りベースの平均賃金に対するモデル世帯の年金額の比率で、2019 年度で 61.7% だった¹⁴。2019 年に公表された前回の財政検証では、代表的な「ケースⅢ」において、所得代替率は 2047 年度に 50.8% まで低下すると試算された。

今回の財政検証で所得代替率はどのような推移が見込まれるだろうか。本稿で示した中期予測における賃金・物価見通しを踏まえつつ¹⁵、当社の年金財政モデルを用いて試算した結果が**図表 7**である。最終的な所得代替率は 56.4%（うち基礎年金部分 31.5%、報酬比例部分 24.9%）と、前回の財政検証で示された水準から上昇するとみられる。

マクロ経済スライドによる給付調整がなければ、国民年金の積立金は 2080 年度に枯渇する一方、厚生年金では給付調整が 2024 年度に終了しても、予測期間中（おおむね 100 年）に積立金は枯渇しない。これは積立金の運用利回りが前回の財政検証の想定から上振れしたことが大きい。前回の財政検証では、2022 年度末の積立金を国民年金で 11.1 兆円、厚生年金で 207.1 兆円と見込んでいた。実績はそれぞれ 12.6 兆円、248.3 兆円と、1~2 割程度上振れした。また、高齢者や女性の労働参加の進展などによって、第 1 号被保険者数と第 3 号被保険者数が前回の財政検証の想定よりも減少し、第 2 号の被保険者数が増加したことも所得代替率見通しの上昇要因となった。

参考までに、国民年金と厚生年金の積立金が統合した場合の所得代替率見通しも**図表 7**に示した。国民年金の積立金不足の影響が緩和されるため、最終的な所得代替率は 59.7% まで上昇する。もっとも、厚生年金の積立金が国民年金の被保険者のために使われることになれば、厚生年金の被保険者からの反発が想定される。政府の財政負担も増加するだろう。積立金の統合については、所得代替率だけでなく、様々な観点から踏まえた丁寧な議論が必要だ。

図表 7：最終的な所得代替率の見通し（カッコ内の年度はマクロ経済スライドの終了時期）

	2019年 政府の財政検証	2024年 大和総研推計	
			参考：積立金統合ケース
全体	50.8% (2047年度)	56.4% (2036年度)	59.7% (2024年度)
うち基礎年金	26.2% (2047年度)	31.5% (2036年度)	34.9% (2024年度)
うち報酬比例	24.6% (2025年度)	24.9% (2024年度)	24.9% (2024年度)

(注) 図表内の「2019 年政府の財政検証」は、2019 年の財政検証で示された複数のケースのうち、ケースⅢ（経済成長と労働参加が進むケースで、物価上昇率は年率 1.2%、実質賃金上昇率は同 1.1% 等が前提）の値。カッコ内はマクロ経済スライドによる給付調整が終了する年度。なお、「支援金制度」によって年金保険料が少子化対策に使われることは、所得代替率を推計する際には想定していない。

(出所) 厚生労働省、各種資料より大和総研作成

¹⁴ 末吉孝行「賃金と物価の上昇で年金財政はどうなる？」（大和総研レポート、2023 年 6 月 26 日）では、賃金上昇率、物価上昇率、運用収益率が変化した場合の所得代替率への影響について定量的に検討した。

¹⁵ 予測期間を超える 2034 年度以降の賃金・物価見通しは各 2.9%、2.1%（2033 年度から横ばい）。人口動態は中期予測と同様、国立社会保障・人口問題研究所の将来推計（出生中位（死亡中位）推計）に基づく。

図表 8 : 日本経済中期予測の総括表

年度	実績		予測期間 2024-2033	予測期間	
	2014-2018	2019-2023		2024-2028	2029-2033
実質GDP(前年比、%)	0.8	0.3	1.0	1.1	0.8
民間最終消費支出	-0.2	-0.2	0.8	0.9	0.7
民間設備投資	2.3	-0.4	1.7	1.7	1.6
民間住宅投資	-1.6	-1.3	-1.5	-2.1	-0.9
公的固定資本形成	-0.3	-0.7	1.0	1.0	1.1
政府最終消費	1.1	2.0	1.5	1.5	1.6
財貨・サービス輸出	4.3	1.4	2.5	3.0	1.9
財貨・サービス輸入	2.1	0.9	2.8	2.8	2.9
名目GDP(前年比、%)	1.7	1.5	2.9	3.1	2.6
GDPデフレーター(前年比、%)	0.8	1.3	1.9	2.0	1.8
消費者物価(前年比、%)	0.9	1.3	2.2	2.3	2.1
名目賃金上昇率(前年比、%)	1.4	2.0	3.0	3.0	3.0
失業率(%)	3.0	2.6	2.2	2.3	2.1
コールレート(%)	0.0	0.0	1.4	1.1	1.8
10年国債利回り(%)	0.2	0.2	2.3	2.0	2.6
ドル円レート(¥/\$)	112.0	121.4	114.7	124.0	105.4
経常収支(名目GDP比、%)	3.3	3.2	4.5	5.0	4.2
中央・地方政府 財政収支(名目GDP比、%)	-4.1	-5.8	-5.3	-4.9	-5.7
基礎的財政収支(名目GDP比、%)	-2.7	-4.8	-3.8	-3.9	-3.8
公債等残高(名目GDP比、%)	185.4	205.3	199.7	199.5	199.9

(注1) 期間平均値。2022年度までは実績。

(注2) 財政収支は復旧・復興対策及びGX対策の経費及び財源の金額を除いたベース。名目賃金上昇率は1人1時間あたりの賃金・俸給より算出。

(出所) 大和総研作成

主要経済指標

年度	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
実質GDP(2015年連鎖価格 兆円)	554.5	550.2	528.8	543.6	551.8	561.8	568.8	574.0	579.8	586.7	593.2	598.4	603.4	608.0	612.7	617.5
(前年比%)	0.2	-0.8	-3.9	2.8	1.5	1.8	1.3	0.9	1.0	1.2	1.1	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8
内需寄与度	0.4	-0.3	-3.3	2.0	2.0	0.3	1.1	1.0	1.0	1.1	1.1	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0
外需寄与度	-0.2	-0.5	-0.6	0.8	-0.5	1.5	0.1	-0.1	0.1	0.1	0.0	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2
名目GDP(兆円)	556.6	556.8	539.0	553.6	566.5	600.6	623.1	642.2	660.2	679.8	699.3	717.5	736.1	755.1	775.2	796.6
(前年比%)	0.2	0.0	-3.2	2.7	2.3	6.0	3.8	3.1	2.8	3.0	2.9	2.6	2.6	2.6	2.7	2.8
消費者物価(2020=100)	99.6	100.2	99.9	100.0	103.2	106.1	108.8	111.4	113.8	116.2	118.6	121.0	123.4	125.9	128.5	131.2
(前年比%)	0.7	0.6	-0.3	0.1	3.2	2.8	2.6	2.3	2.2	2.1	2.0	2.0	2.0	2.0	2.1	2.1
国内企業物価(2020=100)	101.2	101.3	99.9	107.0	117.2	120.1	122.5	123.4	125.3	127.3	129.7	132.4	135.4	138.7	142.3	146.0
(前年比%)	2.2	0.1	-1.5	7.1	9.5	2.5	2.0	0.7	1.5	1.6	1.8	2.1	2.3	2.4	2.5	2.7
名目賃金(円/時)	2,316	2,377	2,420	2,454	2,485	2,552	2,633	2,716	2,794	2,876	2,958	3,043	3,131	3,223	3,324	3,434
(前年比%)	2.7	2.6	1.8	1.4	1.3	2.7	3.2	3.1	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	3.1	3.3
就業者数(万人)	6,701	6,760	6,702	6,706	6,728	6,738	6,761	6,771	6,766	6,759	6,753	6,740	6,730	6,698	6,655	6,611
(前年比%)	1.8	0.9	-0.9	0.1	0.3	0.1	0.3	0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.2	-0.1	-0.5	-0.6	-0.7
失業率(%)	2.4	2.3	2.9	2.8	2.6	2.6	2.4	2.3	2.3	2.3	2.3	2.2	2.2	2.1	2.0	2.0
コーレレート(%)	-0.1	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	0.1	0.6	1.1	1.6	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8
10年物国債利回り(%)	0.1	-0.1	0.0	0.1	0.3	0.7	1.2	1.4	1.9	2.6	2.9	2.6	2.6	2.6	2.7	2.8
為替レート(¥/US\$)	111	109	106	112	136	144	138	130	124	117	111	108	106	105	104	103
(¥/EURO)	128	121	124	131	141	156	150	143	138	133	128	127	126	125	124	123
経常収支(兆円)	19.4	18.7	16.9	20.1	8.3	26.3	29.6	33.2	33.6	33.8	33.7	33.5	32.3	31.4	30.4	29.9
(名目GDP比%)	3.5	3.4	3.1	3.6	1.5	4.4	4.8	5.2	5.1	5.0	4.8	4.7	4.4	4.2	3.9	3.8
中央・地方政府 財政収支(兆円)	-17.4	-20.8	-54.9	-36.5	-25.2	-25.5	-30.6	-29.5	-30.3	-33.8	-37.4	-39.1	-41.0	-42.6	-44.8	-47.1
(名目GDP比%)	-3.1	-3.7	-10.2	-6.6	-4.4	-4.2	-4.9	-4.6	-4.6	-5.0	-5.3	-5.4	-5.6	-5.6	-5.8	-5.9
同基礎的財政収支(名目GDP比%)	-1.9	-2.6	-9.1	-5.5	-3.5	-3.4	-4.0	-3.7	-3.6	-3.9	-4.1	-4.0	-3.9	-3.7	-3.7	-3.6
公債等残高(兆円)	1,054	1,065	1,124	1,169	1,200	1,225	1,256	1,285	1,316	1,350	1,387	1,426	1,467	1,510	1,554	1,601
(名目GDP比%)	189.3	191.2	208.5	211.1	211.8	204.0	201.6	200.2	199.3	198.5	198.3	198.7	199.3	199.9	200.5	201.0

(注1) 2022年度までは実績。

(注2) 財政収支は復旧・復興対策及びGX対策の経費及び財源の金額を除いたベース。名目賃金は1人1時間あたりの賃金・俸給。

(出所) 大和総研作成

前提条件

暦年(原油価格のみ年度)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
世界経済成長率(購買力平価, 前年比%)	3.6	2.8	-2.8	6.3	3.5	2.6	3.0	3.0	2.5	3.0	2.7	2.5	2.3	2.2	2.1	2.0
米国(前年比%)	3.0	2.5	-2.2	5.8	1.9	2.4	1.5	1.7	1.2	2.3	2.1	1.9	1.8	1.8	1.7	1.7
ユーロ圏(前年比%)	1.8	1.6	-6.2	5.9	3.4	0.5	0.8	1.5	1.1	1.6	1.3	1.4	1.3	1.2	1.1	1.1
中国(前年比%)	6.7	6.0	2.2	8.4	3.0	5.2	5.0	4.5	4.3	4.3	4.0	3.7	3.5	3.3	3.1	3.0
原油価格(WTI, US\$/BBL)	62.8	54.9	42.3	77.0	89.7	79.0	85.5	80.7	83.3	85.5	88.0	90.5	93.0	95.8	98.8	101.7
(前年比%)	16.9	-12.6	-22.8	82.0	16.4	-11.9	8.3	-5.7	3.3	2.6	3.0	2.8	2.8	3.0	3.1	2.9

(注) 2022年まで(中国の経済成長率は2023年まで)は実績。

(出所) 大和総研作成

名目国内総支出(兆円)

年度	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
名目GDP	556.6	556.8	539.0	553.6	566.5	600.6	623.1	642.2	660.2	679.8	699.3	717.5	736.1	755.1	775.2	796.6
(前年比%)	0.2	0.0	-3.2	2.7	2.3	6.0	3.8	3.1	2.8	3.0	2.9	2.6	2.6	2.6	2.7	2.8
国内需要	557.3	558.9	539.4	560.3	589.5	605.5	625.8	644.3	661.8	680.3	699.3	718.8	738.8	759.3	781.0	803.9
(前年比%)	1.0	0.3	-3.5	3.9	5.2	2.7	3.3	3.0	2.7	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.9	2.9
民間最終消費	304.8	303.9	289.4	298.2	315.8	325.9	340.0	351.2	361.0	370.6	380.2	389.9	399.7	409.4	419.6	430.3
(前年比%)	0.6	-0.3	-4.8	3.0	5.9	3.2	4.3	3.3	2.8	2.7	2.6	2.6	2.5	2.4	2.5	2.6
民間住宅投資	20.5	21.4	19.9	21.5	21.8	22.2	22.2	21.9	21.9	21.9	21.9	22.0	22.3	22.7	23.2	23.6
(前年比%)	-3.3	4.2	-6.9	7.7	1.5	1.8	0.0	-1.2	-0.1	0.0	-0.1	0.5	1.5	1.6	2.1	1.9
民間設備投資	92.4	91.6	86.1	89.8	96.9	99.8	103.5	106.9	109.8	113.0	116.5	120.4	124.7	129.1	133.6	138.1
(前年比%)	2.4	-0.9	-6.0	4.4	7.8	3.0	3.7	3.2	2.7	3.0	3.1	3.3	3.6	3.5	3.5	3.4
民間在庫変動	2.2	0.9	-0.6	2.3	3.6	2.1	1.0	1.2	1.0	1.2	1.6	1.6	1.4	1.4	1.4	1.5
政府最終消費	109.1	111.8	113.8	118.8	122.1	124.4	127.1	130.2	134.1	138.5	143.1	147.6	151.9	156.3	161.4	166.8
(前年比%)	1.3	2.5	1.8	4.3	2.8	1.9	2.2	2.4	3.0	3.3	3.3	3.1	2.9	2.9	3.2	3.3
公的固定資本形成	28.4	29.3	30.8	29.8	29.3	31.0	31.9	33.0	34.1	35.0	36.1	37.4	38.8	40.3	41.9	43.6
(前年比%)	2.5	3.2	5.2	-3.3	-1.7	6.0	2.9	3.5	3.1	2.9	3.0	3.6	3.8	3.9	3.9	3.9
公的在庫変動	-0.1	0.0	-0.1	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
財貨・サービス輸出	101.2	95.7	84.4	103.8	123.2	128.9	131.2	132.1	135.7	139.8	143.7	147.8	152.2	157.1	162.2	168.0
(前年比%)	2.5	-5.4	-11.8	23.0	18.7	4.6	1.8	0.7	2.7	3.1	2.8	2.8	3.0	3.2	3.2	3.6
財貨・サービス輸入	101.9	97.7	84.8	110.5	146.2	133.8	133.8	134.2	137.2	140.3	143.8	149.0	154.9	161.3	168.1	175.2
(前年比%)	7.7	-4.1	-13.2	30.3	32.3	-8.5	0.0	0.3	2.3	2.2	2.5	3.7	4.0	4.1	4.2	4.3

実質国内総支出(2015年連鎖価格、兆円)

年度	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
実質GDP	554.5	550.2	528.8	543.6	551.8	561.8	568.8	574.0	579.8	586.7	593.2	598.4	603.4	608.0	612.7	617.5
(前年比%)	0.2	-0.8	-3.9	2.8	1.5	1.8	1.3	0.9	1.0	1.2	1.1	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8
国内需要	552.3	550.5	532.6	543.3	554.0	556.6	563.0	568.8	574.2	580.5	587.0	593.2	599.3	605.1	611.2	617.3
(前年比%)	0.4	-0.3	-3.2	2.0	2.0	0.5	1.1	1.0	1.0	1.1	1.1	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0
民間最終消費	302.4	299.6	285.3	290.4	298.1	299.2	303.4	306.2	308.6	311.0	313.6	316.1	318.5	320.5	322.6	324.9
(前年比%)	0.1	-0.9	-4.8	1.8	2.7	0.4	1.4	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.6	0.7	0.7
民間住宅投資	19.9	20.4	18.9	18.9	18.3	18.7	18.4	17.9	17.5	17.2	16.8	16.5	16.4	16.3	16.2	16.1
(前年比%)	-4.8	2.6	-7.4	0.1	-3.4	2.1	-1.5	-2.8	-2.0	-2.0	-2.1	-1.7	-0.8	-0.7	-0.4	-0.7
民間設備投資	91.7	90.5	85.5	86.9	89.9	90.0	91.8	93.6	95.0	96.6	98.2	99.8	101.6	103.3	104.9	106.2
(前年比%)	1.6	-1.3	-5.6	1.7	3.4	0.1	2.0	1.9	1.5	1.7	1.6	1.7	1.9	1.7	1.5	1.3
民間在庫変動	2.2	0.9	-0.4	2.3	3.0	1.7	1.1	1.0	0.8	0.9	1.2	1.2	1.0	1.0	1.0	1.1
政府最終消費	108.7	111.0	114.0	117.7	119.3	120.3	121.2	122.4	124.4	126.9	129.3	131.5	133.5	135.4	137.7	140.1
(前年比%)	1.1	2.1	2.7	3.2	1.4	0.8	0.8	1.0	1.7	2.0	1.9	1.7	1.5	1.5	1.7	1.7
公的固定資本形成	27.6	28.1	29.4	27.5	25.9	26.7	27.1	27.5	27.7	27.9	28.0	28.3	28.6	29.0	29.3	29.6
(前年比%)	0.9	1.6	4.8	-6.5	-6.1	3.3	1.6	1.2	0.9	0.5	0.6	1.0	1.1	1.2	1.1	1.0
公的在庫変動	-0.1	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
財貨・サービス輸出	105.0	102.6	92.4	103.9	108.8	112.3	114.5	117.1	121.2	126.0	130.3	133.1	135.7	138.1	140.5	143.3
(前年比%)	2.0	-2.3	-9.9	12.4	4.7	3.3	1.9	2.3	3.4	4.0	3.4	2.2	1.9	1.8	1.7	2.0
財貨・サービス輸入	102.7	102.9	96.5	103.4	110.7	107.3	108.8	111.7	115.2	119.2	123.3	127.0	130.7	134.3	138.1	142.0
(前年比%)	3.0	0.2	-6.3	7.1	7.1	-3.0	1.4	2.7	3.1	3.5	3.4	3.0	2.9	2.7	2.8	2.9

デフレーター(2015年連鎖価格)

年度	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
GDPデフレーター	100.4	101.2	101.9	101.8	102.7	106.9	109.6	111.9	113.9	115.9	117.9	119.9	122.0	124.2	126.5	129.0
(前年比%)	-0.1	0.8	0.7	-0.1	0.9	4.1	2.5	2.1	1.8	1.8	1.7	1.7	1.7	1.8	1.9	2.0
国内需要	100.9	101.5	101.3	103.1	106.4	108.8	111.1	113.3	115.2	117.2	119.1	121.2	123.3	125.5	127.8	130.2
(前年比%)	0.6	0.6	-0.2	1.8	3.2	2.2	2.2	1.9	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.8	1.9	1.9
民間最終消費	100.8	101.4	101.4	102.7	105.9	108.9	112.1	114.7	117.0	119.1	121.2	123.3	125.5	127.7	130.0	132.4
(前年比%)	0.5	0.6	0.0	1.3	3.1	2.8	2.9	2.3	2.0	1.9	1.7	1.7	1.7	1.8	1.8	1.8
民間住宅投資	103.2	104.8	105.4	113.4	119.2	118.9	120.6	122.6	125.0	127.5	130.1	133.0	136.1	139.4	142.9	146.7
(前年比%)	1.6	1.6	0.6	7.6	5.1	-0.3	1.4	1.7	1.9	2.0	2.1	2.2	2.3	2.4	2.5	2.7
民間設備投資	100.8	101.1	100.7	103.4	107.8	110.9	112.7	114.1	115.5	117.0	118.7	120.6	122.7	125.0	127.4	130.0
(前年比%)	0.9	0.4	-0.4	2.7	4.3	2.9	1.6	1.3	1.2	1.3	1.5	1.6	1.7	1.8	2.0	2.1
政府最終消費	100.4	100.8	99.9	100.9	102.3	103.5	104.9	106.4	107.8	109.2	110.7	112.2	113.8	115.4	117.2	119.0
(前年比%)	0.2	0.4	-0.9	1.0	1.4	1.2	1.4	1.4	1.3	1.4	1.3	1.4	1.4	1.4	1.5	1.6
公的固定資本形成	102.8	104.3	104.7	108.2	113.3	116.2	117.7	120.3	122.9	125.8	128.8	132.1	135.6	139.3	143.2	147.3
(前年比%)	1.7	1.5	0.4	3.3	4.7	2.6	1.3	2.2	2.2	2.4	2.4	2.5	2.6	2.7	2.8	2.9
財貨・サービス輸出	96.3	93.2	91.3	100.0	113.3	114.8	114.6	112.8	112.0	110.9	110.3	111.0	112.2	113.8	115.5	117.3
(前年比%)	0.5	-3.2	-2.0	9.5	13.3	1.3	-0.2	-1.6	-0.7	-0.9	-0.6	0.7	1.1	1.4	1.5	1.6
財貨・サービス輸入	99.2	94.9	87.9	106.9	132.1	124.7	123.0	120.1	119.1	117.7	116.6	117.3	118.5	120.1	121.7	123.4
(前年比%)	4.5	-4.3	-7.4	21.6	23.6	-5.6	-1.4	-2.3	-0.8	-1.2	-0.9	0.6	1.0	1.4	1.3	1.3

(注) 2022年度までは実績。
(出所) 大和総研作成

米国経済 銀行の手元流動性の 低下に要警戒

早期利下げへの期待は低下し、注目点はQTのペース減速へ

矢作 大祐

[要約]

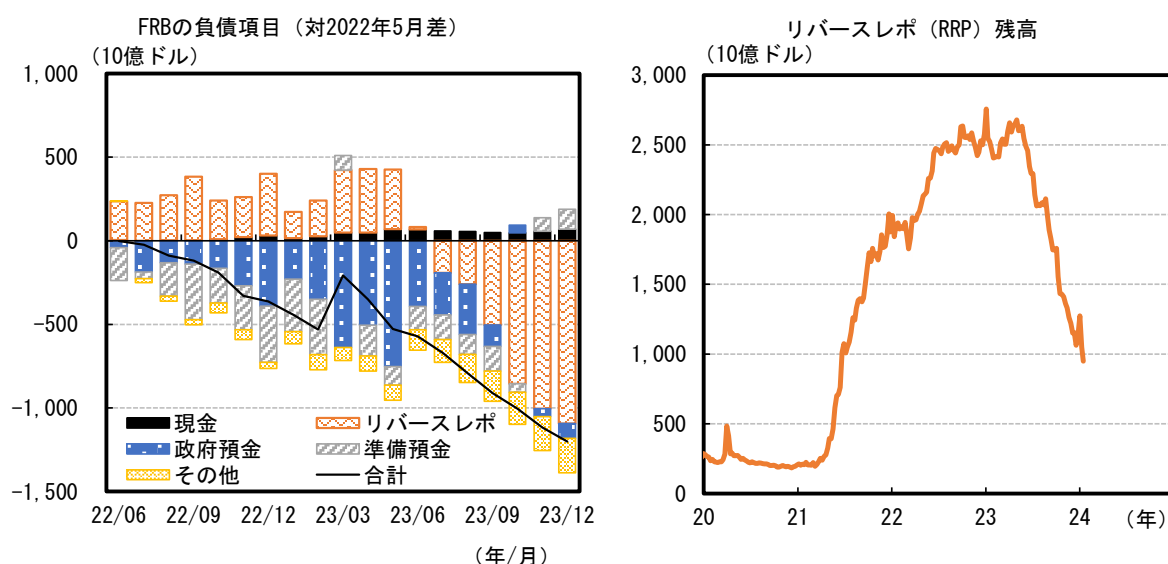
- 底堅い個人消費やインフレ率の緩やかな減速を背景に、市場の早期利下げ期待は足元で低下している。FRBにとっても利上げも利下げもせずに様子見をしながら、データを確認する時間的な余裕が生まれている。一方で、注目はFRBの国債等の保有減に伴うバランスシートの縮小（QT）のペースの減速へと移っている。QTに注目が移った背景には、銀行の手元流動性の低下に対する警戒感が強まっていることが挙げられる。
- QTによる市場からの資金吸収は、2023年5月までは国債発行の減少、2023年6月以降はMMFの国債投資の増加（リバースレポ（RRP）の減少）で賄われてきた。しかし、MMFが国債投資を増やす余地が減ったことで、今後はその他の投資家による国債投資の増加（=銀行の準備預金減）が必要となる。銀行の準備預金の減少は、手元流動性の低下と人々から認識され、現金の取り付け騒ぎの発端となりかねない。
- 銀行が手元流動性を積み増す際に活用してきたFRBの流動性供給プログラム（Bank Term Funding Program）が2024年3月に期限切れになることも、銀行にとっては向かい風といえる。銀行の手元流動性の低下やそれに伴う市場、景気への影響に対して、FRBの中でも警戒感が強まっており、1月末の次回FOMCでのQTのペース減速に関する議論の動向が注目される。
- なお、本稿の後半部分には米国経済に関する中期見通し（2024年～2033年）を掲載している。10年間のうち、後半5年間は潜在成長率前後の経済成長が続くと見込むが、前半5年間は引き締め的な金融環境やトランプ減税の期限切れ、そしてその反動増などから、成長率の変動幅が大きい。また、金融政策に関しても、2024年以降は利下げへと転じることが予想される一方、利下げを巡ってはインフレの高止まりリスクや景気の急激な腰折れリスクなど不確実性が高い点に注意を要する。

警戒感が高まる銀行の手元流動性の低下

足元の経済指標を確認すると、企業関連指標（鉱工業生産、各種企業マインド）は冴えない。他方、雇用環境に大幅な悪化傾向が見られないことで、屋台骨である個人消費（小売売上高、消費者マインド）は底堅く推移している。また、インフレ指標に関しては、CPIの減速ペースが緩やかになっている。底堅い個人消費やインフレ率の緩やかな減速を背景に、市場の早期利下げ期待は足元で低下している。2023年12月12・13日のFOMCにおいて、パウエルFRB議長から利下げに関する予備的議論が始まりつつあることが示唆された¹が、インフレ率を減速させるために金融環境が過度に緩和することを避けたいFRBは、12月のFOMC以降、市場の早期利下げ期待を抑制しようとしてきた。市場の利下げ期待の低下に伴い、FRBにとっても利上げも利下げもせずに様子見をしながら、データを確認する時間的な余裕が生まれている。

早期利下げ期待が低下する一方で、注目はFRBの国債等の保有減に伴うバランスシートの縮小（QT）のペースの減速へと移っている。QTのペースの減速へと注目が移った背景には、銀行の手元流動性の低下に対する警戒感が強まっていることが挙げられる。QTについて概観すると、国債に関して毎月600億ドル、エージェンシー債・MBSに関しては毎月350億ドルをキャップにしてFRBが保有分を減額していくものであり、2022年6月より開始された。FRBの資産残高はピークであった2022年4月の約9.0兆ドルから、2024年1月後半には約7.7兆ドルまで減少した。なお、バランスシートの縮小という以上、FRBが資産側に保有する国債等を減らせば負債側も減少することになる。そして、この負債側の減少が銀行の手元流動性の低下に対する警戒感と紐づいている。

図表1 FRBの負債項目（対2022年5月差）、リバースレポ（RRP）残高



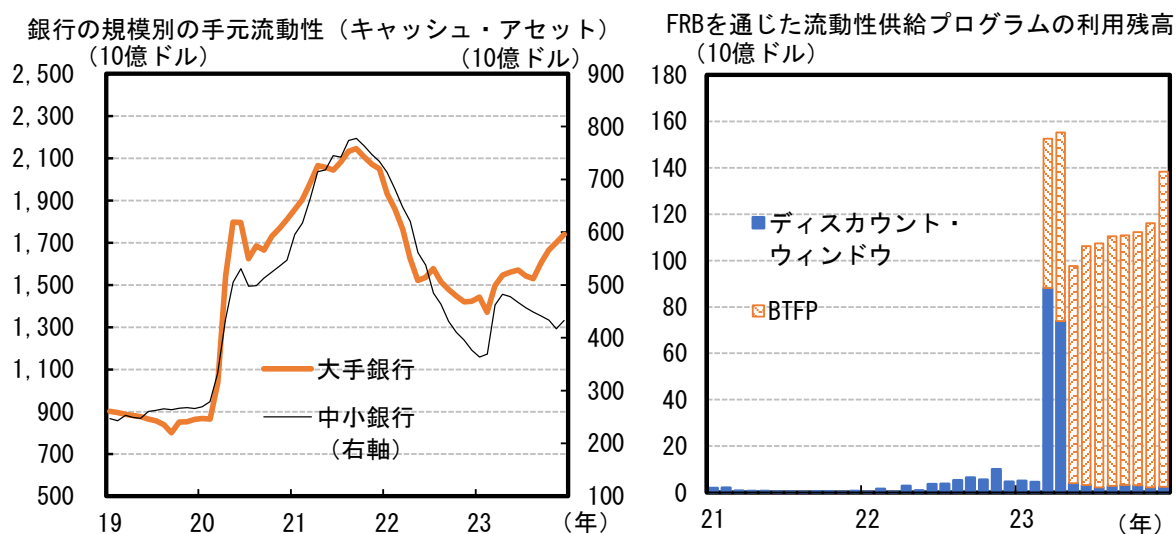
（出所）FRB、Haver Analytics より大和総研作成

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

FRBの負債項目は、政府預金、銀行の準備預金、リバースレポ（RRP）²、現金、その他という5項目に分けられる。負債項目の増減を見ると、2023年5月までは政府預金の減少が顕著である（図表1左図）。これは、政府債務上限問題によって国債発行が抑制されたことが背景にある。債務上限問題が解決し、国債発行が再開した2023年6月以降は、政府預金のマイナス幅は縮小、あるいはプラスに転じ、代わりにRRPが減少した（図表1右図）。RRPの減少は、MMF等が資金をRRPから、発行が増加した国債への投資へと振り替えたことによるものである。なお、RRPはピークであった約2.8兆ドルから、足元では1兆ドルを割り込むまで減少しており、MMF等がRRPから国債投資へと資金を振り向ける余地は縮小しつつある。QTによるFRBの国債保有減を賄うために、国債の発行が大幅に抑制されない限りにおいては、その他の投資家による国債投資の増加が必要となる。そして、その他の投資家による国債投資が増加することは、銀行の準備預金が減少することを意味する。

銀行の準備預金の多少の減少は、通常であれば注目されにくい。とりわけ、FRBは準備預金対GDP比が8%程度まで低下すると手元流動性が不足するリスクがあると認識しているが、現時点の準備預金対GDP比は12%を上回っている。しかし、手元流動性がひっ迫したことでシリコンバレーバンクが破綻に至った2023年3月以降は、準備預金の減少への注目度が高まった。ひとたび手元流動性が不足していると人々に認識されれば、最悪の場合預金の取り付け騒ぎが発生することにもなりかねない。銀行の規模別の手元流動性（キャッシュ・アセット）を確認すると、大手銀行・中小銀行共に、2023年3月のシリコンバレーバンクの破綻を機に積み増しされ、増加に転じた（図表2左図）。大手銀行はその後も増加傾向が続いたものの、中小銀行は再び減少に転じ、足元では小幅な増加に転じている。大手銀行の手元流動性が相対的に潤沢である一方、中小銀行は手元流動性をさらに積み増す必要性が出てくるかもしれない。

図表2 銀行の規模別の手元流動性、FRBを通じた流動性供給プログラムの利用残高



（出所）FRB、Haver Analytics より大和総研作成

² リバースレポはFRBが国債を担保に金融機関から資金を調達し、翌日に一定の金利とともに金融機関に返済するFRBの金融調節手段の一つ。FRBとのリバースレポは金融機関にとってカウンターパーティリスクがない中で資金運用が可能であること、そして、安定的なリターンが期待できる点に利点がある。

銀行が手元流動性を積み増す際に活用してきたのが、2023年3月以降の銀行破綻を機にFRBが創設したBank Term Funding Program (BTFP) という流動性供給プログラムである。BTFPを通じて、銀行は国債等の有価証券を適格担保として、その額面相当額を優遇的な金利でFRBから借り入れることができる。FRBを通じた流動性供給プログラムの利用残高を見ると、シリコンバレーバンク破綻から間もない時期は常設の貸出制度であるディスカウント・ウィンドウの利用残高が拡大したが、BTFPの創設以降は利用残高が逆転した。BTFPの利用残高は足元も増加し、2023年末時点で1,358億ドルとなっている(図表2右図)。

QTによって準備預金に減少圧力が強まったとしても、BTFPを通じて手元流動性を積み増すことが可能であれば、懸念は和らぐ。しかし、BTFPは時限措置であり、延長されなければ2024年3月に期限切れとなる。ウィリアムズ・NY連銀総裁やバー・FRB副議長は、BTFPの延長に関して可能性が低いと述べており、打ち切りとなることが想定される。BTFPが期限切れとなっても、銀行はディスカウント・ウィンドウや常設レポファシリティ(Standing Repo Facility、SRF)といったFRBの流動性供給プログラムを利用することで手元流動性を積み増すことができると考えられるが、スティグマ(利用することで危機的状況にあるとの印象を与えてしまうこと)があり、銀行はいざという時までそれらの利用をためらう可能性がある。

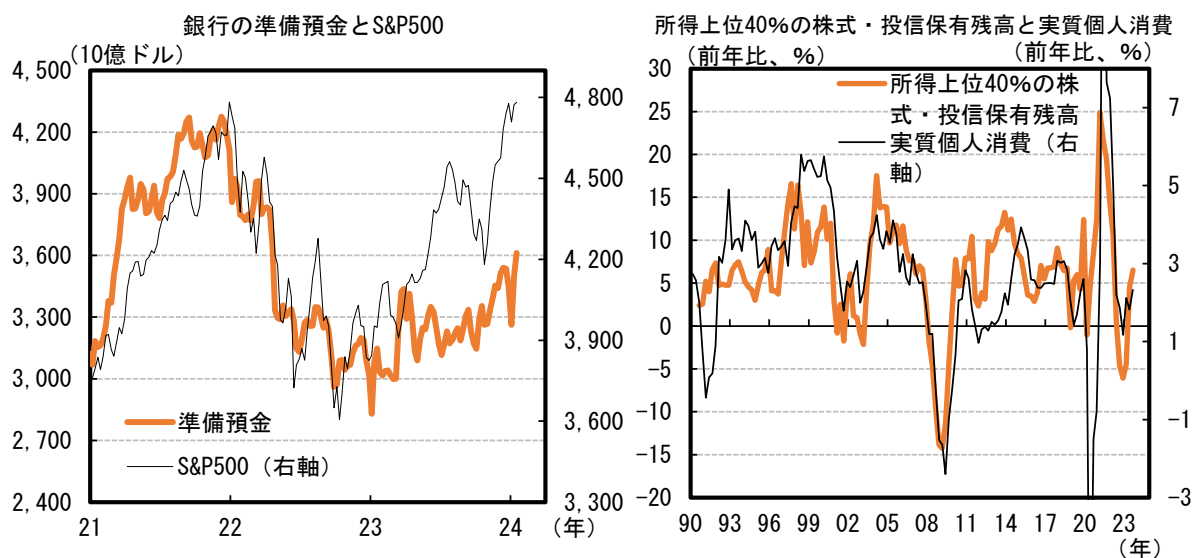
銀行の手元流動性不足に関して、FRBの中でも警戒感は強まりつつある。ローガン・ダラス連銀総裁(元NY連銀副総裁で金融調節の元責任者)は、2024年1月6日の講演会で、QTが進み、銀行の準備預金が低水準となる中で、納税日や月末・四半期末などで市場流動性が枯渇し、レポ金利が急上昇した2019年9月のケースを取り上げ、今後も2019年と同様に金利上昇圧力が生じる可能性があるとして指摘した。また、ローガン総裁は準備預金やRRPの水準が相対的に高水準にあり、金融システム全体で流動性が不足するようなことはないとしているものの、一部の銀行では手元流動性がひっ迫する可能性があるとして警鐘を鳴らしている。

こうした警戒感から、ローガン総裁はQTのペースの減速を提言している。QTのペースを減速させることで流動性危機を回避し、結果的に混乱なくQTを継続しながら、FRBは望ましいとされるバランスシートの規模に到達することができるとの見解を示している。こうしたローガン総裁の提言は、2019年のレポ金利の急上昇によって、利下げや短期国債の買入を実施することに追い込まれた教訓を活かそうとするものである。とりわけ、インフレ率が減速したとはいえ、依然として2%目標を上回る中で、物価動向や雇用環境以外の要因で利下げへと追い込まれることはFRBとしても本意ではないだろう。

また、銀行の手元流動性への懸念が、2023年3月のような銀行破綻という帰結とならなくても、景気の急激な腰折れをもたらす恐れもある。これまでも準備預金残高と主要株価指数が連動してきたように、準備預金の減少は金融・資本市場への資金流入の縮小をもたらすことで、株価の下押し圧力となり得る(図表3左図)。足元で底堅く推移している個人消費についても、下支え要因の一つに、株価上昇によって所得上位40%の家計が保有する株式・投信残高が増加し資産効果が生じたことが挙げられる(図表3右図)。しかし、今後仮に株価が下落すれば逆資産効果をもたらし、個人消費を下押しする可能性もあるだろう。こうした銀行の手元流動性を巡

る懸念は、景気的大幅な悪化を伴わずにインフレが減速するというようなソフトランディングの実現可能性を低下させ得ることに注意を払うべきといえる。なお、2023年12月のFOMCでもこうしたQTのペースの減速に関する議論が行われ始めており、2024年1月30日・31日のFOMCでも更なる議論の深化があるか、パウエル議長の記者会見や議事要旨で確認する必要がある。

図表3 銀行の準備預金とS&P500、所得上位40%の株式・投信保有残高と実質個人消費



(出所) BEA、FRB、S&P、Haver Analytics より大和総研作成

図表4 米国経済見通し

	四半期												暦年		
	2023				2024				2025				2023	2024	2025
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV			
	前期比年率、%												前年比、%		
国内総生産 (前年同期比、%)	2.2	2.1	4.9	1.7	0.5	0.7	1.1	1.5	1.8	2.0	2.1	2.2	2.2	1.5	1.7
個人消費	3.8	0.8	3.1	2.5	1.2	1.1	1.3	1.6	1.8	2.0	2.1	2.2	2.2	1.7	1.7
設備投資	5.7	7.4	1.4	0.3	-1.7	-1.3	0.2	1.1	1.7	1.9	2.0	2.1	4.2	0.1	1.3
住宅投資	-5.3	-2.2	6.7	-2.0	-1.7	0.0	0.7	1.3	1.8	2.1	2.5	2.8	-10.9	0.0	1.7
輸出	6.8	-9.3	5.4	-0.3	0.8	1.1	1.4	1.7	1.9	2.1	2.3	2.5	2.3	0.6	1.9
輸入	1.3	-7.6	4.2	0.5	0.7	1.0	1.1	1.3	1.6	1.8	1.9	2.1	-1.8	0.7	1.5
政府支出	4.8	3.3	5.8	4.3	3.7	1.7	0.9	1.1	1.0	1.1	1.1	0.9	4.0	3.1	1.1
国内最終需要	3.8	2.0	3.5	2.3	1.1	0.8	1.1	1.4	1.6	1.9	1.9	2.0	2.2	1.6	1.6
民間最終需要	3.6	1.7	3.0	2.0	0.6	0.6	1.1	1.5	1.8	2.0	2.1	2.2	1.8	1.4	1.7
鉱工業生産	-0.3	0.8	1.8	-3.1	0.0	-0.1	0.8	1.3	1.6	1.9	2.0	2.1	0.2	-0.2	1.5
消費者物価指数	3.8	2.7	3.6	2.8	3.1	1.9	2.8	2.4	2.4	2.2	2.2	2.5	4.1	2.8	2.4
失業率 (%)	3.5	3.6	3.7	3.8	3.9	4.2	4.2	4.1	4.0	3.9	3.8	3.7	3.6	4.1	3.8
貿易収支 (10億ドル)	-202	-204	-185	-193	-203	-203	-203	-202	-202	-202	-203	-203	-784	-811	-810
経常収支 (10億ドル)	-214	-217	-200	-209	-217	-218	-217	-216	-215	-215	-215	-214	-840	-867	-859
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	4.31	4.16	4.01	3.86	3.71	3.56	3.41	3.26	4.58	4.09	3.49
10年債利回り (%)	3.65	3.59	4.15	4.44	3.97	3.88	3.79	3.70	3.61	3.52	3.43	3.34	3.96	3.84	3.48

(注1) 網掛けは予想値。2024年1月23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

米国中期見通し

要約

米国経済は堅調さを維持しつつも、インフレは順調に減速している。急ピッチで進められてきた利上げも、2023年7月を最後に停止しており、2024年央を目途に利下げへと転じることが想定される。大幅な景気悪化を経ずに高インフレから脱却するソフトランディングへの期待が高まっているといえよう。利下げに転じるとはいえ、FF金利水準は当面の間、景気に中立的な金利水準を上回ることから、2024-2025年にかけての実質GDP成長率は潜在成長率を大きく上回るほど加速するわけではない。そして、2026年はトランプ減税の期限到来によって景気の減速感が強まることが見込まれる。本格的な景気回復は2027-2028年にかけてとなろう。なお、2029-2033年にかけては、2027-2028年の反動増も一巡し、+2%前後とされる潜在成長率に概ね沿ったペースに収束すると予想している。

金融政策に関しては、2024年半ばに利下げに転じるも、インフレの減速ペースが緩やかとなる中で、利下げペースも緩やかなものとなるだろう。利下げフェーズは3年程度の期間にわたって継続すると見込み、政策金利は2026年に中立金利の水準に近付き、2027年以降は中立金利を幾分下回るまで低下すると予想している。こうしたシナリオに対する短期的なリスク要因として、①インフレの高止まりリスク、②景気の急激な腰折れリスクが挙げられる。①はCPIのコアサービス価格が下げ渋ることによるものであり、その帰結として引き締め的な金融環境が長期化することとなる。金利が高水準で維持される期間が長くなるほど、金融システムへの負担となり得る点に注意が必要である。②に関しては、個人消費の下振れによるものである。需要の抑制に伴いインフレの更なる減速が見込まれる一方で、インフレ率が目標の2%を上回る中で、景気のコト入れをどの程度優先すべきかは、FRBにとっても判断が難しい。加えて、2024年11月に大統領選挙を控え、党派間の対立が激化し、経済対策等の判断に遅れが生じるといった政治の停滞も景気の下振れに直面した際の懸念材料である。中期的なリスク要因としては、中立金利を巡る議論の行方が挙げられる。中立金利の水準を巡る議論は利下げのペースや最終的なFF金利水準を左右することから、米国経済の先行きを考える上での主な不確定要素といえよう。

図表5 米国経済の中期見通し（2024年～2033年）

	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年	2029年	2030年	2031年	2032年	2033年
実質GDP成長率(前年比、%)	1.5	1.7	1.2	2.3	2.1	1.9	1.8	1.8	1.7	1.7
個人消費(前年比、%)	1.7	1.7	1.2	2.8	2.5	2.3	2.2	2.1	2.0	2.0
設備投資(前年比、%)	0.1	1.3	0.8	2.6	2.4	2.2	2.1	2.0	1.9	1.9
政府支出(前年比、%)	3.1	1.1	1.3	1.1	0.9	0.6	0.6	0.6	0.7	0.9
輸出(前年比、%)	0.6	1.9	1.0	2.6	2.4	2.3	2.2	2.1	2.1	2.0
輸入(前年比、%)	0.7	1.5	0.6	3.6	3.2	2.9	2.7	2.5	2.4	2.3
短期金利(FFレート、%)	4.75	3.75	2.75	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00
長期金利(10年債金利、%)	3.84	3.48	3.12	2.76	2.38	2.20	2.08	2.06	2.04	2.04
インフレ率(CPI、前年比、%)	2.8	2.4	1.8	2.2	2.1	2.1	2.0	2.0	1.9	1.9

(注) 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、Haver Analytics より大和総研作成

米国経済の現状と概要

2022年3月以来、FRBが急ピッチでの金融引き締め（利上げ）を進めてきた中で、2023年上半期にかけて、米国経済は景気後退を避けられないとの見方が強まっていた。こうした悲観的な見方に一層の説得力を持たせたのが、2023年3月のシリコンバレーバンクの破綻である。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（以下、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プラス成長となっている。

懸案事項であるインフレに関しては、2023年12月のCPIは前年比+3.4%、コアCPIは同+3.9%と、2022年12月（CPI：同+6.5%、コアCPI：同+5.7%）から伸びが順調に鈍化してきた。こうしたインフレの減速は、ウクライナ・ロシア紛争などにより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減速が主因である。高インフレからの脱却に向けた進展がみられる中で、利上げは2023年7月を最後に停止しており、FRBは様子見を続けている。銀行破綻が発生した2023年3月以降も、景気が堅調さを維持しつつもインフレが減速し、利上げも概ね打ち止めとなったことで、大幅な景気悪化を経ずに高インフレから脱却するソフトランディングへの期待が高まっているといえよう。

米国経済の中期的展望

米国経済の今後10年間（2024年-2033年）の成長率は、平均+1.8%程度と予想している。予測期間を前半と後半に分けて見た場合、前半5年間は平均+1.8%、後半5年間も平均+1.8%と、どちらも+2%前後とされる潜在成長率に近い伸びになると見込んでいる。とはいえ、後半5年間の各年の成長率が+1.7%～+1.9%という狭いレンジで推移するのに対し、前半5年間の各年の成長率は+1.2%～+2.3%とレンジが相対的に大きい。前半5年間の成長率の変動幅が大きい背景として、①2024-2025年は引き締めの金融環境によって需要の抑制が継続すること、②2026年はトランプ政権時に成立した税制改革（Tax Cuts and Jobs Act、以下、トランプ減税）に基づく減税の期限到来によって景気の下振れが想定されること、そして、③2027-2028年は②からの反動増が見込まれることが挙げられる。

各年の成長率の動向に焦点を当てると、2024年に関しては、引き締めの金融環境を背景に、上半期に成長率が+1%を下回る水準まで減速すると見込む。他方、2024年央から利下げフェーズに転換することで、金融環境は徐々に緩和していくことが想定され、2024年下半年から成長率は緩やかに回復し、その傾向は2025年末まで継続すると見込む。もっとも、利下げフェーズに転換したからといって、成長率が潜在成長率を大きく上回るほど加速するわけではない。2023年12月に公表されたFOMC参加者によるFF金利見通し（ドットチャート、中央値）に基づけば、2024年は0.75%pt、2025年には1.00%ptの利下げが予想されている。ただし、2024-2025年を通じてFF金利は3%以上で推移し、景気に中立的とされるFF金利水準（FOMC参加者のFF金利見通しのロンガーラン、以下、中立金利）の2.5%を上回ることになる。当面は景気を大きく

押し上げるほど金融環境が緩和するわけではなく、2024年の成長率は前年比+1.5%、2025年は同+1.7%程度にとどまると見込む。

続いて、2026年に関しては、FF金利が2%台後半に至るまで利下げが進み、中立金利の水準に近づく。しかし、トランプ減税の期限切れが景気の重石となるだろう。具体的には、連邦所得税の累進税率に関して、それぞれ、10%→据え置き、12%→15%、22%→25%、24%→28%、32%→33%、35%→据え置き、37%→39.6%へと変更される。7段階の累進税率のうち、最高税率を含めた5つの区分の税率が引き上げられることになる。また、標準控除（単身者12,000ドル→6,500ドル、夫婦合算24,000ドル→13,000ドル）や子供税額控除（1人につき2,000ドル→1人につき1,000ドル）といった税額控除も縮小し、家計の実質的な税負担は増加することになる。こうした減税の期限切れは、家計の可処分所得に対する減少圧力となり、個人消費を下押しすると想定される。

2024年大統領選挙の結果次第では、トランプ減税の期限が延長される可能性もある。トランプ氏やヘイリー氏といった共和党の候補者はトランプ減税の期限延長を主張している。共和党が大統領選挙で勝利し、上下院の多数党が共和党（以下、レッド・ウェーブ）となれば、トランプ減税は継続する可能性が高まる。他方で、民主党の中では、トランプ減税が高所得者層に有利だったとの批判の声も見られる。バイデン氏を筆頭とする民主党の大統領候補者が勝利した場合、そして、上院ないし下院の多数党が民主党となった場合には、トランプ減税は期限切れになるか、民主党が重視する低所得者層に裨益する（高所得者層に裨益しない）部分のみ期限が延長されるということになる。なお、本レポートでは、世論調査の結果を基に、レッド・ウェーブの可能性が相対的に低いとの前提のもとで、トランプ減税が期限切れに伴い終了するとの前提を置いており、2026年の成長率は前年比+1.2%に減速すると予想している。

2027-2028年の成長率に関しては、2026年の下振れからの反動増が見られると考えている。減税の期限切れに関する過去の事例（2013年）を見ると、家計の可処分所得は2013年に落ち込んだが、2014-2015年には堅調な雇用環境も支えとなって持ち直した。結果、2014-2015年の個人消費は加速し、成長率全体を押し上げた。2027-2028年は、FF金利水準が中立金利の水準を幾分下回るまで低下し、雇用環境も相対的に好調であるとの想定のもと、成長率は2027年に前年比+2.3%、2028年に同+2.1%と堅調な伸びになると見込んでいる。2029年以降に関しては、2027-2028年の反動増も一巡し、潜在成長率に概ね沿った巡航速度に収束すると予想している。

米国金融政策の行方

高インフレからの脱却に向けた進展が見られる中で、金融政策は2024年央を目途に利下げへと転じることが想定される。なお、インフレが順調に減速しているとはいえ、FRBの2%インフレ目標を達成できる時期は、2026年を見込んでいる。すでにエネルギー価格や食品価格、コア財価格は、コロナ禍前のペースまで減速しており、更なる減速余地は小さくなっている。今後は、コアサービス価格の緩やかな減速に沿って、全体のインフレ率もFRBが目標とする2%に向かってペースダウンしていくと予想している。インフレ目標達成までの道のりが依然として長

いと考えられる中で、利下げのペースも緩やかなものとなるだろう。利下げフェーズは3年程度の期間にわたって継続すると見込み、2026年に中立金利の水準に近付き、2027年以降は中立金利を幾分下回る水準まで低下すると予想している。

こうしたベースシナリオに対するリスク要因として、近い将来においては、①インフレの高止まりリスク、②景気の急激な腰折れリスク、が考えられる。①インフレの高止まりに関しては、CPIのうち、コアサービス価格が下げ渋る可能性があることに伴うリスクである。コアサービス価格のうち、ウェイトの大きい家賃に関しては、先行する主要住宅価格指数の伸びの鈍化に沿って、2024年上半期は減速していくことが想定されている。しかし、主要住宅価格指数はすでにボトムアウトし、上昇傾向を示しており、家賃に関しても2024年下半期に上昇に転じる可能性がある。また、賃金上昇率と連動性の高いコアサービス価格（家賃除く）が減速しづらいことも考えられる。転職市場は冷えつつあるが、既存従業員の待遇改善の機運は高まっており、賃金上昇圧力は依然として根強い。

インフレの高止まりリスクが顕在化すれば、利下げタイミングの先送りのみならず、追加利上げの可能性も視野に入ってくる。過去30年間の利下げへの転換フェーズを振り返れば、利上げを終えてから1年以内に利下げに転じるケースが多い。利上げを終えてから1年以上利下げが行われなかった例は、2000年代半ばのケースであり、その後リーマン・ショックに至った。金融機関の健全性や、現在の住宅市場、家計のバランスシートの状況は2000年代半ばとは異なることから、今回、利下げまでの期間が1年以上となったとしても、単純にリーマン・ショックのような金融危機が起きるとはいえない。しかし、金利が高水準で維持される期間が長くなるほど、金融システムへの負担となり得る点に注意が必要だろう。

②景気の急激な腰折れリスクに関しては、個人消費が下振れする可能性があることに伴うリスクである。労働需要が底堅い中で、雇用環境の悪化ペースは緩やかとなり、個人消費は緩やかに減速するというのがベースシナリオである。他方で、20-30代の若年層を中心に暮らし向きは悪化している。超過貯蓄は払底し、学生ローンの返済再開が重石となっている。若年層のクレジットカードローンの延滞率は高水準となっており、消費余力が低下している。個人消費の下支え役は、消費余力が相対的に大きい所得上位40%（主に40代以上の中・高年齢層）である。所得上位40%は豊富な金融資産を有している。2023年は株価が相対的に好調だったこともあり、資産効果が生じ、個人消費を押し上げたと考えられる。しかし、株式といったボラティリティの高いリスク資産の値上がりによる資産効果が個人消費の下支え役というのは、その持続力に不安が残る。

仮に景気の下振れリスクが顕在化した場合、需要の抑制に伴うインフレの更なる減速が見込まれる。ただし、需要の抑制からインフレの減速に至るまでにはタイムラグが生じ得る。インフレ率が目標の2%を上回り続ける場合に、景気のコロ入れをどの程度優先すべきかは、FRBにとっても頭痛の種となる。結果的に、景気の下振れに直面しても、迅速に利下げへと移行できるかは不透明といえる。また、2024年11月に大統領選挙を控え、党派間の対立が激化し、経済対策等の判断に遅れが生じるといった政治の停滞も景気の下振れに直面した際の懸念材料であ

る。

やや遠い将来におけるリスクとしては、中立金利の水準を巡る議論が挙げられる。コロナショック後の経済・社会の変容に伴い、潜在成長率や中立金利の水準に変化が生じたのかという点は、今回の利上げフェーズにおけるFF金利の最終到達水準を巡る主要議題であった。そして、FOMCが今後利下げを進めていく中でも、引き続き主要議題となり得る。例えば、NY連銀は中立金利が短期的に上昇したことで、利上げをしても景気が大きく落ち込まなかったと指摘した一方、2024年以降に中立金利が再び低下し始めると予想している。中立金利自体の計測が難しく、FOMC参加者内でも見方にばらつきがある。中立金利の水準を巡る議論は利下げのペースや最終的なFF金利水準を左右することから、米国経済の先行きを見通す上で主な不確定要素ともいえるだろう。

なお、もう一つの大きな論点であるバランスシートの縮小（QT）については、本稿の前半でも述べたように、数名のFOMC参加者からQTペースの減速を検討すべきとの意見が出始めている。例えば、前NY連銀副総裁で金融調節の元責任者であったローガン・ダラス連銀総裁は、市場流動性のタイト化によって金利上昇圧力が高まりうることや、一部の銀行で手元流動性がひっ迫する可能性があるとの見解を示している。ローガン総裁の見解は、前回のQT終了（2019年7月）直後となる2019年9月に、レポ市場での流動性枯渇によってレポレートが急上昇した際に、対応を迫られた金融調節の元責任者ならではの警鐘といえるだろう。なお、2019年の流動性枯渇の帰結は、FRBによる利下げと短期国債の買い入れの再開であった。市場流動性の状況を考慮しながらQTペースの減速などを通じて市場の混乱を引き起こさないようにすることが、予想外の利下げやQTの緊急停止などを避け、ひいては米国経済のソフトランディングを可能にする上でも重要となるだろう。

欧州経済 新たな地政学リスク

紅海問題による供給制約・インフレ再燃の可能性/欧州経済中期見通し

橋本 政彦

[要約]

- ユーロ圏の2023年10-12月期のハードデータは総じて冴えない結果となっており、7-9月期にマイナス成長に陥ったユーロ圏経済は、10-12月期もマイナス成長となった可能性が高い。一方、このところマインド統計は総じて改善基調にあることから、マインドの改善が実体経済の回復へとつながる期待が高まっている。
- しかし、イエメンのフーシ派に対する米英軍による爆撃以降、紅海での地政学リスクが急速に高まっており、欧州経済の持ち直しに水を差す可能性がある。フーシ派による紅海での航行妨害によって世界の物流網には既に大きな影響が出ているが、これが供給制約による生産停滞、インフレ率の再加速を招く恐れがある。
- 今回のレポートでは、通常の見通しに加えて、今後10年間（2024年～2033年）の中期見通しを改訂した。ユーロ圏経済の今後10年間の経済成長率は平均で+1.2%と予想する。マイナスのGDPギャップを解消する過程にある予測期間前半においては、金融政策が緩和方向となることもあり、潜在成長率を幾分上回る成長が見込まれる。一方、予測期間後半は潜在成長率に沿った成長が続く見通しである。EUが成長戦略として掲げる、グリーン化、デジタル化による生産性の押し上げが期待される一方、生産年齢人口の減少が下押し要因となり、予測期間後半の成長率は緩やかに低下していくと予想する。
- 英国の今後10年間の経済成長率は平均+1.3%と予想する。英国経済の先行きにおいては、ブレクジットが与える影響を引き続き見極めていく必要があるだろう。とりわけ、ブレクジット以降、英国への対内直接投資は低迷しており、先行きも潜在成長率を押し下げる要因になると見込まれる。

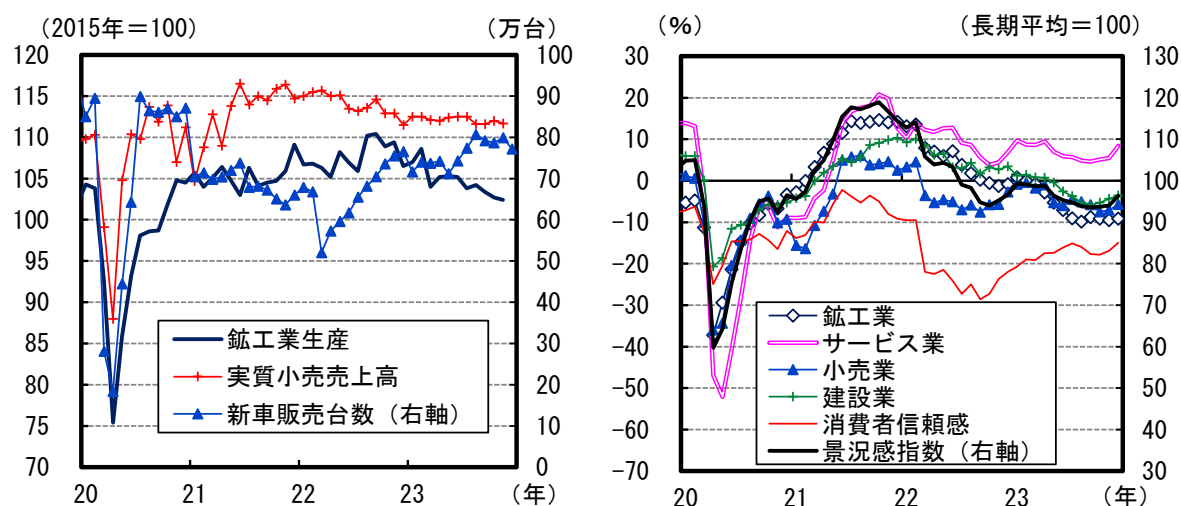
欧州景気動向 ～紅海での緊張が新たなリスクに

ハードデータは引き続き低調ながら、マインドに改善の動き

ユーロ圏経済は昨年後半に入って減速感を強め、7-9月にはマイナス成長へと陥ったが、10-12月期もマイナス成長が続いた可能性が高い。10-12月期の実体経済に関するデータを見ていくと、11月の鉱工業生産指数は、イタリア（前月比▲1.5%）、ドイツ（同▲0.3%）などで低下し、ユーロ圏全体では同▲0.3%と3ヵ月連続の低下となった。10-11月の平均値は7-9月期平均を1.2%下回っており、10-12月期が前期から増加するためには12月に同+3.8%の増加が必要となる。達成のハードルは極めて高く、四半期ベースでは5四半期連続の低下となった可能性が高い。また、個人消費に関して、11月の実質小売売上高は自動車燃料が増加したものの、食品、および非食品（除く自動車燃料）が減少し、前月比▲0.3%と3ヵ月ぶりに減少した。国別では、ドイツが同▲2.5%と大幅に減少しており、全体を大きく押し下げた。ドイツ統計局は1月15日に2023年のGDP速報値の公表と同時に、10-12月期の実質GDP成長率が前期比▲0.3%になったとの参考値を公表している（正式な四半期速報は1月30日に公表予定）。

一方、こうした実体面での悪化傾向とは裏腹に、マインド面では明るい兆しが見られている。欧州委員会が公表する景況感指数の2023年12月分は前月差+2.4ptと3ヵ月連続で改善し、改善幅は2023年1月以来の大きさとなった。内訳を見ると、5つの構成指数全てが前月から改善したが、特にサービス業（同+2.9pt）、消費者信頼感指数（同+1.9pt）、小売業（同+1.4pt）の改善幅が大きい。国別では、フランスが同▲0.5ptと冴えない結果となったものの、イタリア（同+2.6pt）、ドイツ（同+2.4pt）、スペイン（同+2.4pt）がいずれも大幅に上昇している。

図表1 ユーロ圏の鉱工業生産・実質小売・新車販売（左）、景況感指数と構成指数（右）



(出所) Eurostat、ECB、欧州委員会より大和総研作成

また、ドイツのZEW景気期待指数は2024年1月まで6ヵ月連続で改善し、センチックス投資家センチメント指数も3ヵ月連続で改善するなど、投資家による景況感も先行きを中心に改

善基調が続いている。高インフレの収束や金融緩和期待などから、マインドの改善は広がりを見せており、こうしたマインドの改善が実体経済の回復へとつながる期待感が高まっている。

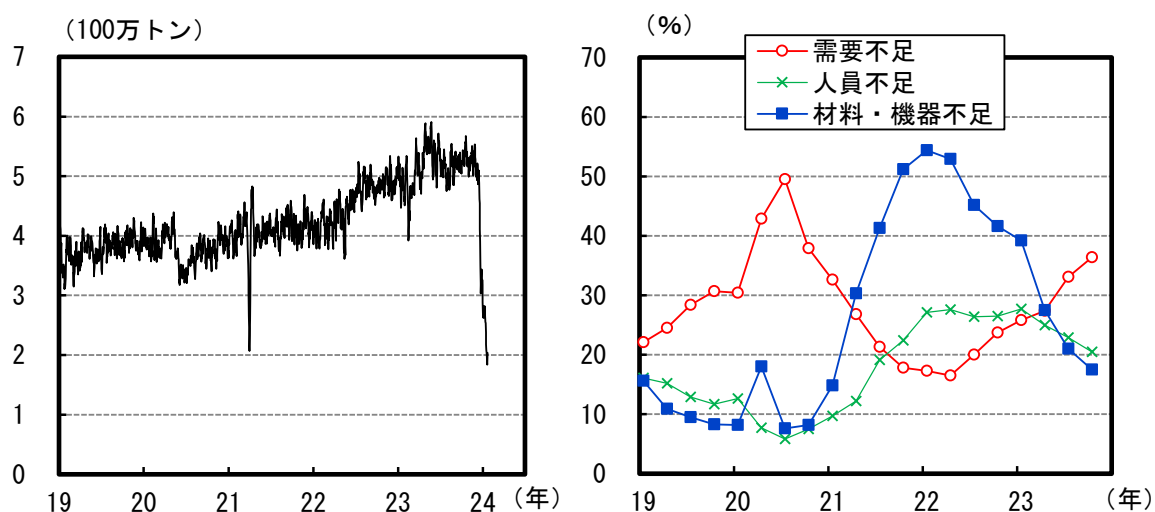
紅海での物流停滞が生産を下押し

だがこうした景気回復期待に対して、地政学リスクが水を差す可能性が高まっている点には注意が必要だ。欧州はこれまでもウクライナ問題、イスラエル・パレスチナ問題などの地政学リスクに悩まされてきたが、イエメンの反政府組織であるフーシ派を巡る緊張の高まりが新たなリスクとして追加された。フーシ派はイスラエルに対する攻撃という名目で紅海を航行する船舶の拿捕などを繰り返し、これに対し英米軍は2024年1月12日に爆撃を開始した。

影響としてまず懸念されるのは、物流の停滞によるサプライチェーンの混乱である。そもそも米英が爆撃を開始した背景には、フーシ派の活動によって紅海の海上輸送が困難となり、世界の物流網に大きな影響を及ぼしていたことがある。フーシ派による船舶拿捕が問題として浮上した2023年末以降、多くの海運会社は紅海の航行停止を表明しており、IMFが公表するデータによれば、紅海のパブ・エル・マンデブ海峡を通過する船舶の貿易量は、1ヵ月余りの短期間で半分以下へと減少した。アジアと欧州をつなぐ船舶の多くはアフリカ南端を通る経路への迂回を余儀なくされており、輸送にかかる時間は大幅に延長している。通常時であれば、紅海を通る海上輸送は、世界貿易の1割程度を占めるとされており、その影響は小さくないとみられる。

実際、こうした海上輸送の混乱を受け、既に欧州ではその悪影響が顕在化している。例えば、部品供給の遅れを理由にベルギーにあるボルボの工場は生産が一時停止され、ベルリン近郊にあるテスラの工場も、同様の理由で1月末から2月前半にかけて生産の大半が停止される予定となっている。コロナ禍後に世界的に大きな問題となった供給制約は解消へと向かってきたものの、今回の問題によって再び生産活動を下押しするリスクが高まっている。

図表2 パブ・エル・マンデブ海峡の通過貿易量（左）、ユーロ圏製造業の生産阻害要因（右）



(注) 左図のデータは7日間移動平均値。

(出所) IMF、欧州委員会より大和総研作成

輸送コストの上昇と供給制約がインフレ率を再加速させる可能性

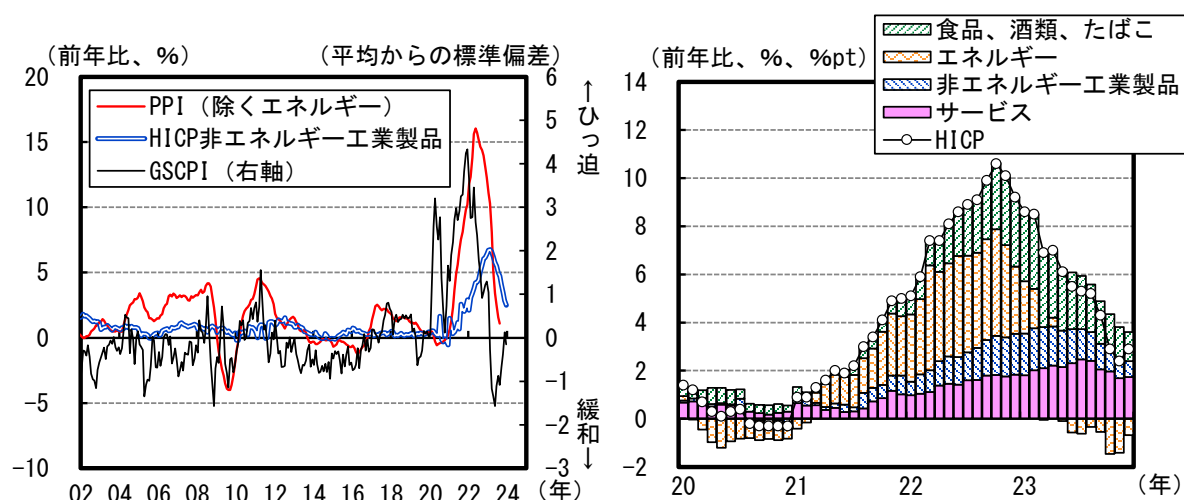
加えて、こうした紅海での物流の停滞がインフレ率を押し上げる要因となることも、欧州経済にとっての逆風となる。迂回を強いられ航行距離が大幅に伸びることで、単純に海上輸送にかかるコストが増加するばかりでなく、輸送能力のひっ迫によって運賃自体も上昇している。さらに、通常であれば海運を利用する貨物を割高な空運へと振り替える動きが広がることで、航空運賃の上昇も報告されている。製商品の輸送コストは幅広く上昇しているとみられ、今後、販売価格にも転嫁されていく可能性が高い。

また、ユーロ圏の消費者物価指数（HICP）は 2022 年後半をピークに着実に低下してきたが、これはエネルギー価格の下落に加えて、需給の緩和を受けた財価格の低下が主な要因であった。再び供給制約が強まることで財需給がひっ迫すれば、財価格のインフレリスクが高まることになる。実際、既に一部の小売企業では物流停滞による入荷遅延を受けて、販促活動を遅らせるなどの動きが出てきている。

再びインフレ率が加速するような事態となれば、家計の実質所得を下押しし、持ち直しつつある消費者マインドを再び腰折れさせかねない。また、インフレリスクの高まりは ECB の金融政策にとっても重要な問題であり、2024 年内に開始が見込まれている利下げの開始が大きく後ずれば、ユーロ圏経済の回復を遅らせることになるだろう。当然ながら、地政学リスクの高まり自体が家計や企業のマインドに悪影響を及ぼし、経済活動を停滞させる可能性も否定できない。

1 月 12 日に米英軍が爆撃を開始して以降、フーシ派の軍事拠点に対する爆撃は複数回にわたって実施されているものの、現時点では紅海での航行妨害の抑制には繋がっていないと伝えられている。紅海経由での海上輸送が正常化するまでには長い時間を要するとの見方が広がりつつあり、今後の動向を十分注視していく必要がある。

図表 3 サプライチェーンのひっ迫度合と財物価（左）、ユーロ圏の HICP（右）



(注) GSCPI : Global Supply Chain Pressure Index。

(出所) NY 連銀、Eurostat より大和総研作成

欧州経済中期見通し

ユーロ圏経済 ～グリーン化、デジタル化による生産性向上に期待

今回のレポートでは、通常の見通しに加えて、今後10年間（2024年～2033年）の中期経済見通しを改訂した。ユーロ圏経済の今後10年間の経済成長率は平均で+1.2%と予想する。これは過去10年間（2014年～2023年、2023年は大和総研予想）の平均の+1.5%を下回る。予測期間を前・後半に分けて見ると、前半5年間は+1.3%、後半5年間は+1.2%となっており、後半にかけて成長率が緩やかに低下する見通しである。2023年の時点では、ユーロ圏のGDPギャップは依然としてマイナス圏にあるとみられ、マイナスのギャップを解消する過程にある予測期間前半においては、潜在成長率を幾分上回る成長が見込まれる。一方、GDPギャップが解消した後の予測期間後半については、潜在成長率に沿った推移が続くと見込むが、潜在成長率自体が人口動態を主因に低下していくことで、実際の成長率も緩やかに低下していくと予想する。

図表4 ユーロ圏経済中期見通し計数表

	(単位：%)									
	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年	2029年	2030年	2031年	2032年	2033年
国内総生産（前年比）	0.8	1.5	1.1	1.6	1.3	1.4	1.3	1.2	1.1	1.1
家計消費支出	1.1	1.4	1.0	1.2	1.0	1.1	1.0	1.0	0.9	0.9
政府消費支出	0.9	0.6	1.1	1.2	0.8	0.9	1.0	0.9	0.8	0.8
総固定資本形成	0.8	2.8	1.5	2.1	1.8	1.9	1.6	1.5	1.4	1.3
輸出	-0.1	2.9	1.9	3.1	2.8	2.5	2.3	2.1	2.0	1.9
輸入	0.4	3.0	2.0	2.8	2.5	2.3	2.1	2.0	1.9	1.8
政策金利（末値）	3.75	2.75	1.75	1.75	1.75	1.75	1.75	1.75	1.75	1.75
長期金利（期中平均）	2.85	2.63	2.46	2.56	2.51	2.41	2.33	2.26	2.23	2.20
消費者物価（前年比）	2.2	2.0	1.8	2.0	2.1	2.0	2.0	2.0	1.9	1.9

(出所) Eurostat、ECB、Haver Analytics より大和総研作成

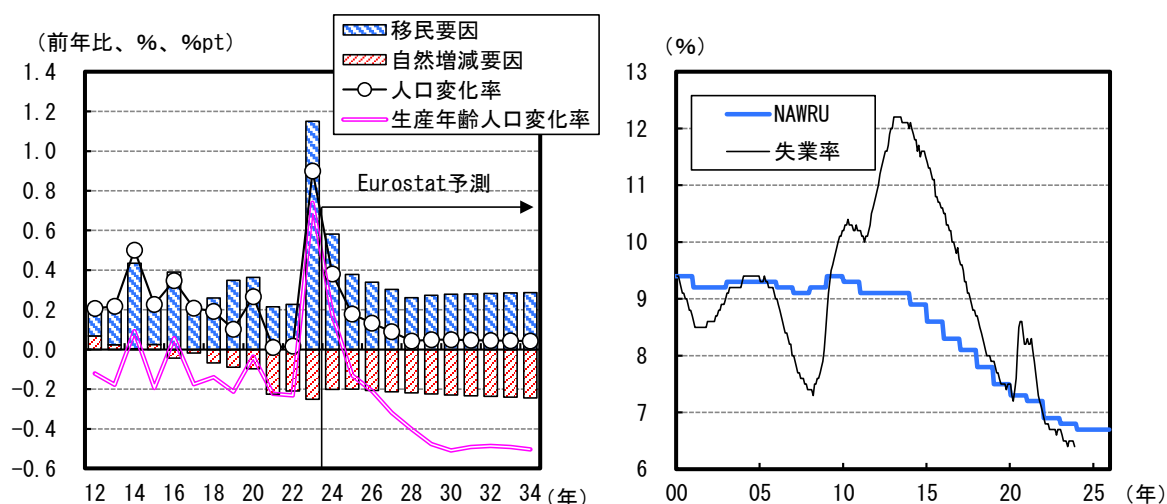
生産年齢人口の減少が続く中、労働力の確保が課題

Eurostat が作成する見通しによれば、ユーロ圏の生産年齢人口は減少傾向が続き、しかも、予測期間後半にかけて減少ペースが加速すると予想されている。高齢者の労働参加率が上昇することで労働供給は一定程度維持されると見込むものの、潜在成長率の押し上げ幅は縮小していく公算が大きい。

足元の労働需給の状況を見ると、失業率は統計開始以来で最低の水準にあり、自然失業率の目安となるNAWRU（Non-Accelerating Wage Rate of Unemployment）を下回っている。景気後退入りが懸念されるような状況にあるにもかかわらず、失業率はほとんど上昇しておらず、労働需給のひっ迫感は強い。2023年の景気減速に遅れる形で、2024年半ばにかけて失業率は幾分上昇すると見込んでいるものの、景気が持ち直しへと向かうことで労働市場の悪化は長くは続かないとみられる。失業率の低さに鑑みれば、景気回復の早い段階で労働供給不足が経済成長を阻害する要因となり得よう。現にドイツでは、高齢化の進展もあり、既に熟練労働者を中心とした労働力不足が顕在化しており、そうした状況は今後、ユーロ圏内の多くの国に広がっていく恐れがある。

労働力不足の解決手段の一つとして期待されるのが、移民の活用ということになるだろうが、移民政策の先行きについては不透明感が強い。既述の Eurostat による人口動態予測では安定的な移民の流入が前提となっているものの、欧州域内では近年、移民増加に対する不満が高まっており、厳格な移民規制を目指す右派勢力が存在感を増している。今後、仮に移民規制が強化されていくことになれば、労働力不足が深刻さを増し、潜在成長率を低下させる要因として作用すると考えられる。

図表 5 ユーロ圏の人口予測（左）、失業率と NAWRU（右）



(出所) Eurostat、欧州委員会より大和総研作成

財政は引き締め方向、金融政策は緩和方向

潜在成長率の先行きを考える上での別の論点としては、生産性の向上のための資本蓄積、成長戦略の実現が大きな課題となる。この意味においては、EU が成長戦略として掲げるグリーン化、デジタル化の進展が引き続き注目点となる。

これらの成長戦略を実現するためには、多額の投資が必要になるとみられるが、その際に重要な役割を担うと考えられる財政は、総じて緊縮的になる見通しである。ユーロ圏の財政規模は、コロナ危機や、その後のエネルギー危機を受けて急激に拡大した。しかし、危機が最悪期を脱したことで、適用が一時停止されていた EU の財政規律ルールは 2024 年から適用が再開される。欧州委員会の見通しによれば、ユーロ圏の一般政府財政赤字は 2025 年には対名目 GDP で 2.7% まで縮小し、EU が定める基準の 3% を下回る見込みである。だが、個別国では、ユーロ圏 20 カ国中、半数近い 9 カ国が 3% を上回ると見込まれている。また、GDP 比 60% が基準となる債務残高については、2025 年でもユーロ圏全体で 89.5% と基準を大幅に超過する見通しであり、財政が健全化したと判断されるには不十分と考えられる。このため、2025 年以降も財政再建の動きは継続する可能性が高い。

加えて、新型コロナ危機への対応として通常の予算に上乗せされる形で設立された NGEU (NextGenerationEU) は、2027 年で終了することになる。対象期間においては、公共投資、およ

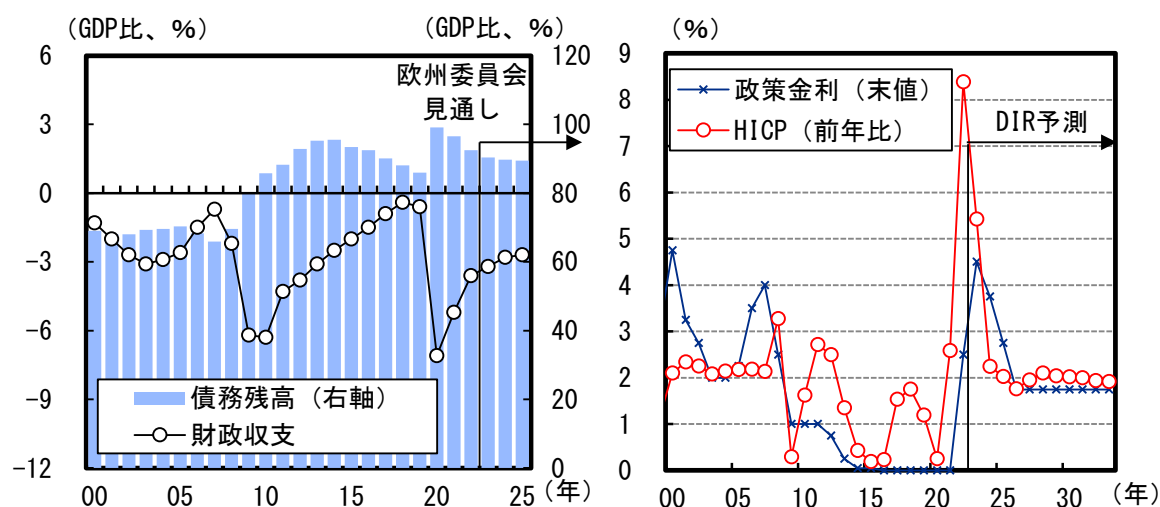
びそれを呼び水とした民間投資の増加に寄与するとみられる一方、終了後は財政による需要刺激効果は低減していく。ただし、NGEU は当初、パンデミックからの復興という名目で設立されたものの、短期的な需要創出よりもむしろ、サプライサイドの強化を主眼としている。したがって、NGEU による投資が生産性を押し上げる効果については、予測期間後半も持続すると想定する。

金融政策面では、予測期間前半に見込まれる ECB による利下げが最大の注目点となる。歴史的な高インフレへの対応として早いペースで引き上げられてきた政策金利は、インフレ率の沈静化を受けて、経済に対して中立的な水準（中立金利）へと引き下げられていく公算が大きい。初回の利下げは 2024 年内に実施される可能性が高く、その後しばらくの間は利下げサイクルが続くと見込まれる。

実際に利下げサイクルが開始された後の焦点は、利下げのペース、および利下げを停止する金利水準となる。もっとも、中立金利が実際には観測できない以上、ECB はインフレ率および景気動向を注視しつつ判断していくことになるだろう。当面はインフレ率の上振れリスクが強く意識される状況が続くとみられる一方、2%の目標達成が近づいてきた後は、インフレ率の下振れリスクにも注意を払う必要がある。インフレ率が2%近辺まで低下し、かつディスインフレ傾向に歯止めが掛かることが、利下げ停止の一つの目安となろう。

ECB の利下げペースは四半期ごとに 0.25%pt、年間で 1.00%pt と想定し、最終的に利下げを停止する政策金利（主要リファイナンスオペ金利）の水準は 1.75%と予想する。足元の金利水準（4.50%）を出発点にすると、2026 年まで利下げフェーズが続くことになる。裏を返せば、2026 年までは中立金利よりも高い、引き締め的な金利水準が続くことになるが、引き締め度合は徐々に縮小していく。

図表 6 ユーロ圏の一般政府財政収支、債務残高（左）、消費者物価と政策金利の見通し（右）



(注) 右図の政策金利は主要リファイナンスオペ金利。HICPは2023年まで実績値。

(出所) Eurostat、欧州委員会、ECB、Haver Analytics より大和総研作成

英国経済 ～ブレクジットの影響の見極めが引き続き焦点

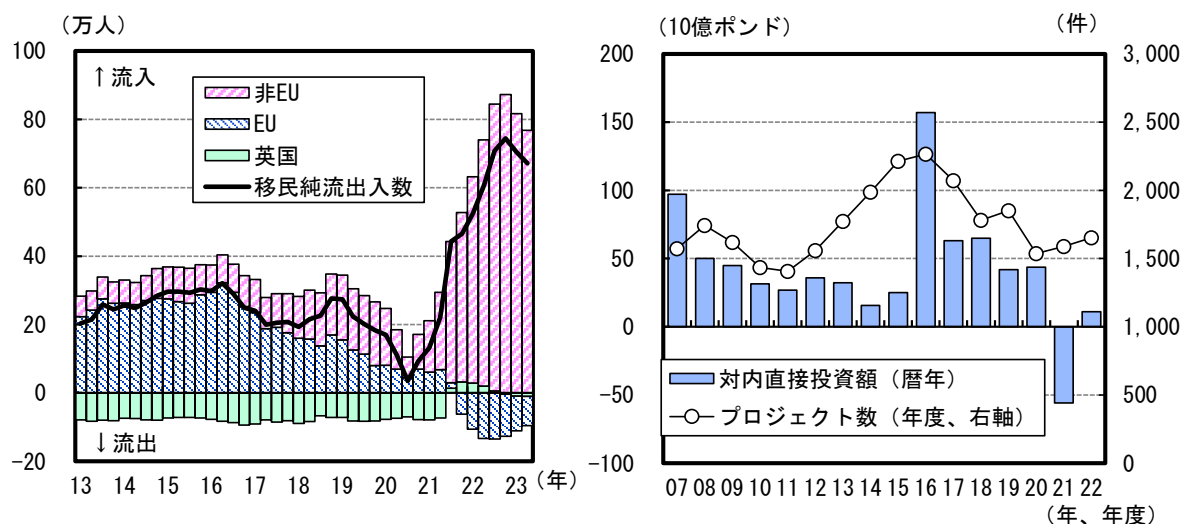
対内直接投資の減少がリスク、政権交代で財政は拡張へ

英国については、今後 10 年間の経済成長率は平均+1.3%になると予想する。ユーロ圏と同様に、インフレ動向および、金融政策の動向が英国経済の短期的な変動要因になる一方、予測期間後半にかけては、潜在成長率並みの成長を見込む。英国の潜在成長率の先行きという点においては、ブレクジットが与える影響を引き続き見極めていく必要があるだろう。

ブレクジットに関して想定されていた影響のうち、移民の流入減少については現時点では目立った影響が見られていない。むしろ、英国への移民純流入数は、コロナ禍による影響があった2020年後半に一旦は減少したが、その後急激に持ち直し、2022年は統計開始以来の最高水準を記録した。国籍別の内訳を見ると、予想されていた通り EU からの移民流入が減少し、2021年終盤以降は純流出に転じる一方で、EU 以外の国からの移民流入が顕著に増加している。

現スナク政権は、移民流入の抑制を目指しており、OBR（予算責任局）が作成する経済見通しでも、移民の純流入数は足元水準をピークに減少していくことを前提としている。しかし、現政権が目標とするような移民の減少は現実には難しいと考えられる。最大の理由は、2024年に実施が見込まれる総選挙において、2010年以来となる労働党への政権交代が起こる可能性が高いことである。移民規制に前向きな保守党に比べて、労働党は移民に対して寛容な態度を示している。移民が大量に流入することのネガティブな側面は否定できないものの、労働力不足に対する不安が大きい英国の長期的な成長力という観点からは、移民規制の厳格化が避けられることはプラスの材料と捉えられる。

図表 7 英国の国籍別移民純流出入数（左）、英国への対内直接投資（右）



(注) 対内直接投資額は、UNCTAD によるドル建てデータを市場為替レートでポンド換算。年度は 4 月～3 月。
(出所) ONS、UNCTAD、FRB、DBT、Haver Analytics より大和総研作成

一方、ブレクジットによるマイナスの影響として引き続き注視が必要なのは、英国に対する海外からの投資の減少である。英国の対内直接投資は、ブレクジットが決まった国民投票が実施

された 2016 年をピークに大きく減少している。現時点での最新データである 2022 年は、純流出となった 2021 年からは幾分持ち直したものの、2016 年のピークのみならず、過去の平均と比べても低い水準にとどまっている。もちろん対内直接投資の減少は、景気動向などの影響もあると考えられるが、ブレクジットによって欧州市場への自由なアクセスが失われたことの影響は決して小さくないとみられる。

ブレクジット以降の対内直接投資の減少に対しては、英国政府も強い危機感を持っており、多国籍企業に対する積極的な投資の働きかけなどを行ってきた。しかし、現状、目立った成果を得られているとは言い難い。過去、海外からの投資を成長の原資としてきた英国にとって対内投資の減少に歯止めをかけることは喫緊の課題であるものの、その実現は決して容易ではないと考えられる。

なお、既述した労働党への政権交代によるインプリケーションとしては、財政政策の転換も大きな注目点である。労働党は伝統的に拡張的な財政政策を志向しており、政権交代が実現すれば政府支出はこれまでよりも拡大が見込まれる。とりわけ、労働党は保守党に比べて気候変動対策に前向きであるため、グリーン関連投資の拡大などが期待されよう。ただし、2022 年にトラス政権下で経験した、予算の裏付けのない財政政策による金融市場の混乱、政権支持率の急落は、労働党にとっても大きな教訓になったと考えられる。財政規律を無視した財政拡張は、金利急騰を招く可能性が高いことから、財政支出の拡大は基本的には財源とセットで議論されることになろう。

BOE による金融政策については、基本的には ECB と同様の方向性であり、2022 年から始まったインフレ抑制のための利上げサイクルは終了し、中立金利に向けた利下げが続いていくことになろう。足元のインフレ率、および賃金上昇率の高さや、BOE 当局者の発言などを見る限り、利下げを開始するまでの時間は ECB よりも長くかかると見込まれるが、それでも 2024 年内には BOE も利下げを開始すると予想する。利下げのペースについては ECB と同様に、年間 1.00%pt の利下げを想定しており、利下げサイクルの停止時期は 2027 年になると予想している。

図表 8 英国経済中期見通し計数表

(単位：%)

	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年	2029年	2030年	2031年	2032年	2033年
国内総生産（前年比）	0.4	1.4	1.0	1.4	1.5	1.4	1.4	1.3	1.3	1.3
家計消費支出	0.0	0.8	1.0	1.3	1.5	1.4	1.4	1.5	1.5	1.5
一般政府消費支出	1.9	1.6	1.3	1.2	1.4	0.8	0.8	0.6	0.5	0.5
総固定資本形成	-1.5	2.1	1.2	1.6	2.2	2.7	2.5	2.1	1.8	1.6
輸出	1.3	2.6	1.5	2.8	2.5	2.3	2.2	2.2	2.1	2.1
輸入	1.3	1.9	1.9	2.4	2.7	2.5	2.4	2.4	2.3	2.2
政策金利（末値）	4.75	3.75	2.75	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00
長期金利（期中平均）	3.71	3.31	3.00	2.65	2.77	2.69	2.60	2.46	2.40	2.35
消費者物価（前年比）	3.1	2.1	1.9	2.1	2.3	2.3	2.1	2.1	2.0	2.0

(出所) ONS、BOE より大和総研作成

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%	-0.3%	1.1%	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	0.1%	0.1%	1.2%	0.5%	1.2%	1.4%	1.5%	1.7%	1.4%	1.2%	1.2%	1.1%	0.5%	1.1%	1.4%
政府消費支出	-1.9%	0.7%	1.1%	0.9%	0.9%	0.8%	0.8%	0.7%	0.7%	0.6%	0.3%	0.5%	0.1%	0.9%	0.6%
総固定資本形成	1.4%	-0.3%	0.1%	-1.4%	1.2%	1.5%	2.5%	2.8%	3.0%	3.2%	2.8%	2.5%	0.7%	0.8%	2.8%
輸出	-1.0%	-4.2%	-4.5%	-2.0%	1.3%	1.9%	2.3%	3.1%	3.3%	3.1%	2.8%	2.7%	-0.9%	-0.1%	2.9%
輸入	-6.1%	0.2%	-4.7%	-1.6%	1.6%	2.1%	2.6%	3.2%	3.4%	3.2%	2.8%	2.7%	-1.5%	0.4%	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%	0.2%	0.4%	0.9%	1.4%	1.5%	1.6%	1.6%	1.5%	0.5%	0.8%	1.5%
家計消費支出	1.3%	0.6%	-0.4%	0.5%	0.8%	1.1%	1.2%	1.4%	1.5%	1.4%	1.4%	1.2%	0.5%	1.1%	1.4%
政府消費支出	-0.2%	0.1%	0.5%	0.2%	0.9%	0.9%	0.8%	0.8%	0.7%	0.7%	0.6%	0.5%	0.1%	0.9%	0.6%
総固定資本形成	1.8%	1.2%	-0.1%	-0.0%	-0.1%	0.4%	1.0%	2.0%	2.4%	2.9%	2.9%	2.9%	0.7%	0.8%	2.8%
輸出	2.7%	-0.4%	-2.8%	-2.9%	-2.4%	-0.9%	0.9%	2.1%	2.6%	2.9%	3.1%	3.0%	-0.9%	-0.1%	2.9%
輸入	1.5%	-0.3%	-3.8%	-3.1%	-1.2%	-0.7%	1.2%	2.4%	2.8%	3.1%	3.2%	3.0%	-1.5%	0.4%	3.0%
鉱工業生産 (除く建設)	-0.1%	-1.4%	-4.6%	-5.2%	-3.2%	-1.6%	0.3%	2.0%	2.2%	2.3%	2.2%	2.1%	-2.8%	-0.7%	2.2%
実質小売売上高	-2.6%	-1.9%	-1.7%	-0.5%	-0.2%	0.2%	0.9%	1.4%	1.4%	1.4%	1.3%	1.0%	-1.7%	0.6%	1.3%
消費者物価	8.0%	6.2%	5.0%	2.7%	2.3%	2.3%	2.1%	2.2%	2.2%	2.0%	2.0%	1.9%	5.4%	2.2%	2.0%
生産者物価	10.9%	-1.4%	-10.5%	-9.3%	-5.5%	1.0%	2.5%	2.5%	2.7%	2.7%	2.7%	2.8%	-3.1%	0.0%	2.7%
失業率	6.6%	6.5%	6.5%	6.5%	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	-7.0	2.3	24.6	38.4	40.4	42.6	45.1	47.7	50.5	53.4	56.4	59.5	58.3	175.8	219.7
経常収支	35.5	59.6	78.4	73.5	75.0	76.6	78.6	80.8	83.1	85.5	87.9	90.4	247.1	311.1	346.9
独 国債10年物 (期中平均)	2.34%	2.37%	2.59%	2.52%	2.27%	2.21%	2.13%	2.09%	2.04%	1.98%	1.94%	1.90%	2.45%	2.18%	1.96%
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1月22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	1.0%	0.2%	-0.5%	-0.7%	0.8%	0.9%	1.2%	1.5%	1.6%	1.5%	1.4%	1.3%	0.2%	0.4%	1.4%
家計消費支出	3.2%	2.0%	-1.9%	-1.6%	1.0%	0.4%	0.7%	0.9%	1.0%	0.9%	0.8%	0.7%	0.4%	0.0%	0.8%
一般政府消費支出	-4.2%	10.6%	3.1%	1.0%	1.1%	1.2%	1.3%	1.3%	1.5%	1.7%	2.0%	2.0%	0.4%	1.9%	1.6%
総固定資本形成	10.1%	-3.8%	-6.3%	-3.3%	-1.0%	0.8%	1.5%	2.3%	2.6%	2.3%	2.0%	1.7%	2.1%	-1.5%	2.1%
輸出	-22.4%	-1.7%	-2.4%	1.7%	1.7%	2.5%	2.7%	2.7%	2.8%	2.5%	2.3%	2.2%	-0.2%	1.3%	2.6%
輸入	-6.2%	8.0%	-3.9%	1.7%	1.2%	1.7%	1.9%	1.9%	2.0%	1.8%	1.7%	1.6%	-1.3%	1.3%	1.9%
前年同期比 (除く失業率)															
国内総生産	0.4%	0.3%	0.3%	-0.0%	-0.1%	0.1%	0.5%	1.1%	1.3%	1.4%	1.5%	1.5%	0.2%	0.4%	1.4%
家計消費支出	0.1%	0.2%	0.7%	0.4%	-0.1%	-0.5%	0.1%	0.7%	0.7%	0.9%	0.9%	0.8%	0.4%	0.0%	0.8%
一般政府消費支出	-3.7%	1.4%	1.7%	2.5%	3.9%	1.6%	1.1%	1.2%	1.3%	1.4%	1.6%	1.8%	0.4%	1.9%	1.6%
総固定資本形成	5.3%	3.8%	0.4%	-1.0%	-3.6%	-2.5%	-0.5%	0.9%	1.8%	2.2%	2.3%	2.1%	2.1%	-1.5%	2.1%
輸出	10.6%	4.1%	-6.8%	-6.7%	-0.2%	0.9%	2.1%	2.4%	2.7%	2.7%	2.6%	2.4%	-0.2%	1.3%	2.6%
輸入	-2.3%	-2.3%	-0.1%	-0.2%	1.7%	0.2%	1.6%	1.7%	1.9%	1.9%	1.9%	1.8%	-1.3%	1.3%	1.9%
鉱工業生産	-2.0%	-0.6%	1.1%	-0.2%	0.0%	-0.6%	-0.4%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	-0.4%	0.0%	1.0%
実質小売売上高	-4.9%	-2.8%	-2.0%	-1.6%	-0.9%	-0.8%	0.4%	1.6%	1.1%	1.2%	1.2%	1.2%	-2.9%	0.1%	1.2%
消費者物価	10.2%	8.4%	6.7%	4.2%	3.9%	2.7%	2.9%	3.0%	2.5%	2.3%	2.0%	1.8%	7.3%	3.1%	2.1%
生産者物価 (出荷価格)	11.1%	2.8%	-0.1%	-0.1%	0.9%	3.3%	3.6%	2.8%	2.7%	2.5%	2.1%	1.8%	3.2%	2.6%	2.2%
失業率	3.9%	4.2%	4.2%	4.2%	4.3%	4.4%	4.5%	4.5%	4.5%	4.4%	4.3%	4.2%	4.1%	4.4%	4.4%
10億ポンド															
貿易収支	-48.5	-46.0	-44.2	-43.2	-42.0	-41.7	-41.2	-40.5	-39.5	-38.4	-36.7	-35.1	-182.0	-165.4	-149.7
経常収支	-15.7	-24.0	-17.2	-16.4	-14.9	-14.3	-13.7	-13.1	-12.4	-11.8	-11.3	-10.7	-73.3	-56.0	-46.3
国債10年物 (期中平均)	3.54%	3.99%	4.46%	4.23%	3.84%	3.79%	3.68%	3.54%	3.44%	3.34%	3.24%	3.20%	4.06%	3.71%	3.31%
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1) 網掛け部分は大和総研予想 (2024年1月22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

中国経済 2024年の注目点と中長期展望

「民営企業」「台湾有事」「成長力低下」「経済規模の米中逆転はなし」

齋藤 尚登

[要約]

- 不動産市場が安定化し、民営企業の活力が高まることで、2024年は5%程度の安定成長が可能となろう。一方のリスクシナリオでは、「国進民退」がなかなか解消せず、住宅市場の停滞が続くことを想定している。この場合は、拡張的な財政政策と金融緩和が経済を支えても、2024年の実質GDP成長率は4.3%程度にとどまろう。
- 2020年10月に習近平総書記は「2035年にGDPを2020年の2倍にすることは完全に可能である」としたが、これは達成不可能であろう。実質で2倍にするには、年平均4.7%強の成長率が必要である。しかし、中国経済は、(1)人口減少と少子高齢化の急速な進展、(2)住宅需要の減退など総需要の減少、(3)過剰投資と投資効率の低下、(4)過剰債務問題、(5)「国進民退」とイノベーションの停滞、などの構造的問題を抱え、成長力は大きく低下していく見通しだ。
- コロナショック前の2019年頃は、2020年代後半にも中国の経済規模が米国を上回るとみられていたが、筆者の試算では2035年時点でも米国の経済規模が中国を15%程度上回る。米中の経済規模は逆転しない可能性が極めて高い。

1. 2024年の安定成長の鍵を握る民営企業への強力なサポート

中国国家统计局によると、2023年の実質GDP成長率は前年比5.2%（以下、断りのない限り、変化率は前年比）となり、政府目標の5%前後を達成した。ただし、上海市ロックダウンに代表される厳格な「ゼロコロナ」政策の影響で、2022年の成長率が3.0%にとどまっていたことを考えると、いささか物足りない。

2024年3月5日に開幕する全国人民代表大会（全人代。日本の国会に相当）では、李強首相が就任後初めて、政府活動報告を行う。そこで明らかにされるであろう政府成長率目標は、2023年と同じ、5%前後に設定される可能性が高い。2023年の景気回復が力強さを欠いた主因である「国進民退」（政策の恩恵が国有企業に集中し、民営企業にはむしろマイナスの影響が出る）の改善・是正が、政府目標達成の鍵を握ろう。

この点で、2023年11月以降、民営企業へのサポートを強化する具体的な政策が発表されていることは、プラスに評価できる。

まずは、「不動産不況」からの脱却を目指した、民営デベロッパーへのサポート強化である。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物件を契約通りの納期・品質で購入者に引き渡す「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、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」を発出している。この中では、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）を作成することが明記された。

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。

次に、デベロッパーに限らず、他の民営企業の資金繰りの改善も不可欠だ。

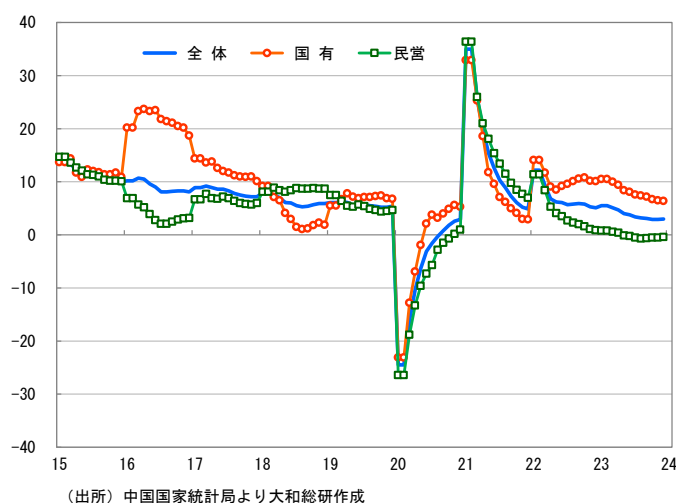
2023年11月27日に、中国人民銀行、国家金融監督管理総局、中国証券監督管理委員会、国家外国為替管理局、国家発展改革委員会、工業・情報化部、財政部、中華全国工商業連合会の連

名で、「金融支援措置を強め、民営経済の発展・強化をサポートすることに関する通知」が発表された。ここでは、(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。

上記の「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」というのは、民営企業向けの貸出を国有企業向け以上に増やす政策であり、プラスに評価される。こうした政策がしっかりと実施され、効果が出るか否かが、2024年の中国経済の行方を大きく左右するだろう。

不動産市場が安定化し、民営企業の活力が高まることで、2024年は5%程度の安定成長が可能となろう。一方のリスクシナリオでは、「国進民退」がなかなか解消せず、民営企業の活力が高まらない状態と、「不動産不況」が続くことを想定している。この場合は、拡張的な財政政策と金融緩和が経済を支えても、2024年の実質GDP成長率は4.3%程度にとどまろう。

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、%）



2024年は拡張的な財政政策と金融緩和の継続を想定

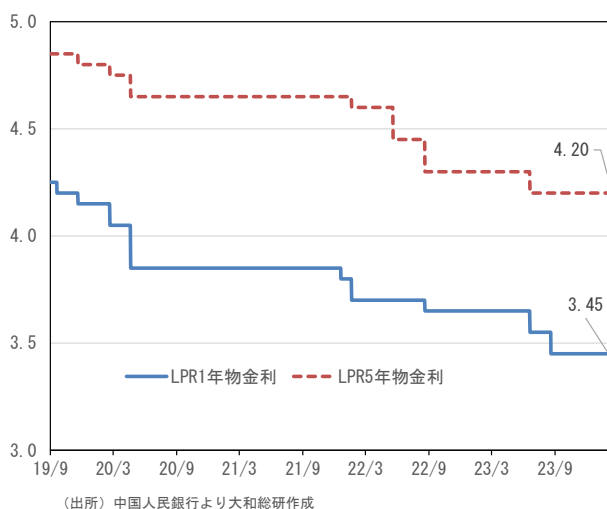
2024年は拡張的な財政政策と緩和的な金融政策が、景気をサポートしよう。

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、2024年もこの枠にとらわれないであろう。

金融緩和余地も残されている。2023年に中国人民銀行は、貸出金利の参照レートである1年物LPR（ローン・プライム・レート）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5年物LPRを1回（4.30%→6月20日4.20%）引き下げたが、いずれも0.1%ptという小幅な利下げにとどまった。デフレが懸念される中国では物価上昇率は低空飛行が続き、利下げの阻害要因にはならなかったが、金利引き上げ局面の米国と、引き下げ局面の中国という金利環境の相違を反映した人民元安圧力の高まりが、中国人民銀行による大幅利下げを躊躇させる主因となった。しかし、米国のインフレは沈静化に向かい、2024年下半期には利下げに転じる公算が大きい。中国人民銀行の利下げ余地も広がることになるだろう。

預金準備率引き下げについて、2023年は3月と9月に0.25%ずつ引き下げ、加重平均は7.4%に低下した。0.25%の引き下げでおよそ6,000億元（GDP比0.5%）の貸出余力が増える計算だ。預金準備率の引き下げ余地も残されており、今後は民営企業向けの貸出を増加させる旨の窓口指導が同時に実施されることが望ましい（中国人民銀行は2024年1月24日に大手行などの預金準備率を0.5%引き下げるとを発表。実施は2月5日）。

LPR1年物、5年物の推移（単位：%）



台湾総統選後の中台関係の行方

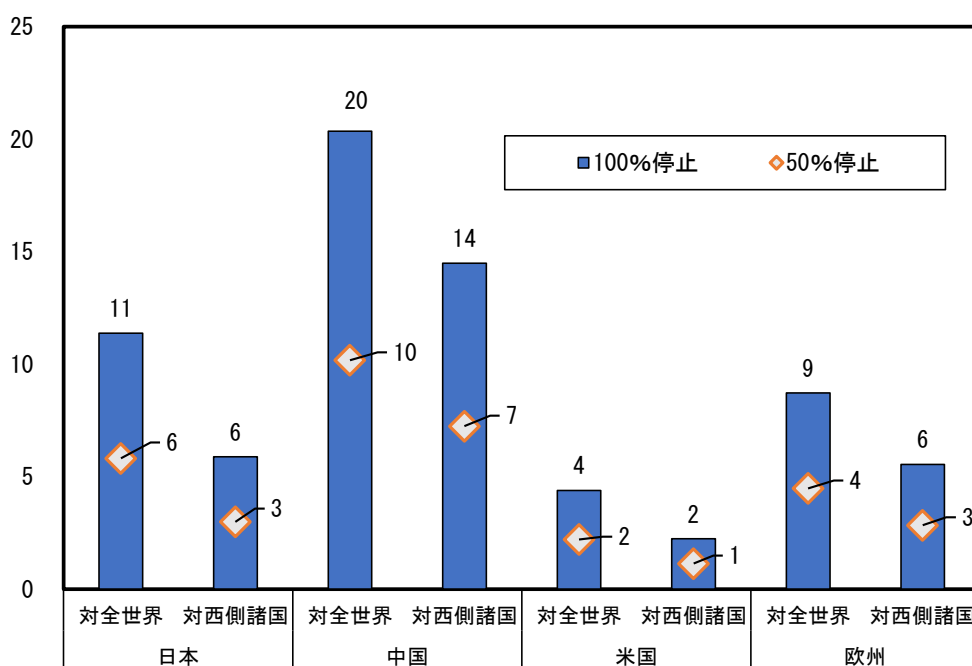
2024年1月13日に実施された台湾総統選挙では、対中強硬派の与党・民進党の頼清徳氏が当選した。一方、立法委員（議員）選挙では、対中融和派の国民党が第1党となり、民進党は第2党に転落した。

中国が台湾独立派と見做し、忌み嫌う頼清徳氏が総統に就任することに、中国側は警戒心を高めている。2016年5月に総統に就任し、2024年5月に2期8年の任期を終える民進党の蔡英文氏は「台湾から（中台）危機をつくることはない。台湾は挑発も冒険もしないが、圧力にも決して屈しない」とのスタンスを堅持した。「台湾独立」を封印し、中国に「武力による現状変更」

に対する言質を与えなかったのである。この観点でいえば、2022年8月の米ペロシ下院議長（当時）の台湾訪問は、中国側に大規模軍事演習を正当化する口実を与えてしまったことになる。頼清徳氏には、蔡英文氏の「現状維持」スタンスを堅持することが求められる。

「台湾有事」の可能性については、完全に否定できるものではないが、中国にしてみると、「武力による現状変更（中台統一）」は、とてつもなく膨大なコストがかかる。これが現実になった場合、西側諸国は中国に対する経済制裁を発動することになろう。下図は、全世界、西側諸国が中国との貿易を停止した場合の実質 GDP への影響を推計したものである¹。仮に、中国と西側諸国との貿易が100%停止した場合、中国の実質 GDP は14%減少する。中国経済最大のリスクは金融リスクにあり、2023年6月末時点の非金融企業債務残高の GDP 比は166.0%、家計部門は62.0%に達する。どれだけの企業、家計がこの衝撃に耐えられるのであろうか。「台湾有事」は「中国有事」であり、筆者は、少なくとも近い将来にこれが現実になることは想定していない。

全世界、西側諸国が中国との貿易を停止した場合の実質 GDP への影響（単位：％）



（注）マクロモデルによる推計。中国との貿易停止は2023年を想定し、2023年の1年間での実質GDPの減少幅を、ベースライン（貿易が停止しないケース）との対比で示した。西側諸国は、日本、米国、欧州、その他先進国（IMFによる地域分類）とした（出所）IMF、内閣府、Haver Analyticsより大和総研作成

¹ 詳細は熊谷亮丸他「[第218回日本経済予測（改訂版）](#)」（大和総研レポート、2023年9月8日）を参照のこと。

2. 中長期的な成長力は大きく低下

大和総研の2024年2月号の各国経済見通しでは、中長期予想を付しており、中国経済見通しもこれに倣う。

中国の中長期的な成長力は大きく低下しよう。

計画経済の色彩が残る中国では、5カ年計画が実施されている。超過達成が当たり前だった中で、下振れ傾向が強くなったのは、2016年～2020年の第13次5カ年計画の後半あたりからであった。第13次5カ年計画の目標達成状況を、第12次5カ年計画（2011年～2015年）のそれと比較すると、「不可」（未達成）が大きく増えた。第12次5カ年計画では計画を未達成だった項目は研究開発（R&D）投資のGDP比の1項目だったが、第13次5カ年計画では、実質GDP成長率、1人当たり労働生産性、GDPに占める第3次産業の割合、R&D投資のGDP比、1人当たり可処分所得実質増加率といった項目が未達成となった。これほど多くの項目が未達成となるのは異例だ。

例えば、実質GDP成長率について、2016年～2020年の政府目標は年平均6.5%前後とされたが、実績は5.7%にとどまった。コロナ禍以前の2016年～2019年の4年間の平均は6.6%であり、目標の6.5%をкаろうじて上回っていた。ちなみに、中国には「2020年にGDPを2010年の2倍にする」との胡錦濤政権からの超長期目標があったが、これも未達成に終わった。

当然、コロナショックの影響は大きい但那れだけではない。米中対立の激化・長期化による不透明性や不確実性の増大、あるいは先進国へのキャッチアップがある程度進んだことによる成長力の低下などによって、目標を達成することが困難になっていることもある。

2021年～2025年の第14次5カ年計画では、成長率目標を明示しなかった（できなかった）。上記の理由から成長率目標を設定するのが難しくなっているのであろう。

5カ年計画の成長率目標、超長期目標・戦略と、その達成状況

5カ年計画	期限	実質GDP（GNP）成長率目標	実績	超長期目標・戦略
第6次5カ年計画	1981年～1985年	4%（注1）	11.0%	2000年にGDPを1980年の4倍にする ⇒年平均7.2%成長が必要⇒実績は9.9%
第7次5カ年計画	1986年～1990年	7.5%	7.9%	
第8次5カ年計画	1991年～1995年	6.0%（93年3月に8～9%に引き上げ）	12.3%	
第9次5カ年計画	1996年～2000年	8.0%	8.6%	2010年にGDPを2000年の2倍にする ⇒年平均7.2%成長が必要⇒実績は10.6%
第10次5カ年計画	2001年～2005年	7.0%	9.8%	
第11次5カ年計画	2006年～2010年	7.5%	11.3%	2020年にGDPを2010年の2倍にする ⇒年平均7.2%成長が必要⇒実績は8.8%
第12次5カ年計画	2011年～2015年	7.0%	7.9%	
第13次5カ年計画	2016年～2020年	6.5%	5.7%	2035年にGDPを2020年の2倍にすることは完全に可能（2020年、習近平総書記） ⇒年平均4.7%強の成長が必要
第14次5カ年計画	2021年～2025年	明示せず	5.5%（注2）	
第15次5カ年計画	2026年～2030年	—		
第16次5カ年計画	2031年～2035年	—		

（注1）第6次5カ年計画の政府目標と実績は工業業総生産の伸び率。同期間の実質GDP成長率は平均10.6%

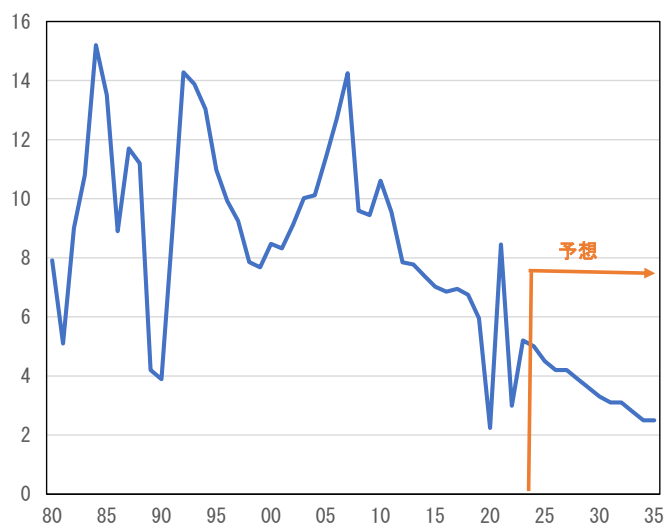
（注2）第14次5カ年計画の実績は2021年～2023年の平均

（出所）第7次～第14次5カ年計画、中国国家統計局より大和総研作成

2020年10月の第19期中央委員会第5回全体会議（5中全会）で習近平総書記は、「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年は同4.2%程度になると、達成が可能な計算だ。ちなみに、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。

しかし、2026年～2030年の年平均4.7%、2031年～2035年の同4.2%は極めて高いハードルとなろう。大和総研は2026年～2030年を同3.8%程度、2031年～2035年を同2.8%程度と予想している。2020年～2035年は同3.9%にとどまり、必要な同4.7%強に及ばないとの予想だ。

中国の実質GDP成長率の推移（単位：％）



（出所）中国国家统计局。2024年以降は大和総研の予想

筆者は、中長期的に中国の成長率の大幅な低下は不可避だとみている。これは、(1) 人口減少と少子高齢化の急速な進展、(2) 住宅需要の減退など総需要の減少、(3) 過剰投資と投資効率の低下、(4) それと表裏一体の過剰債務問題、(5) 「国進民退」とイノベーションの停滞、などの構造的な問題が中国の成長力を低下させるためだ²。ここでは、(1) の人口減少と、(2) の住宅需要の減少について触れることにする。

中国国家统计局によると、2023年末の中国の人口は前年末比208万人減の14億967万人となった。人口減少は2年連続である。出生率の低下が主因であり、背景には、1979年から2015年まで続いた「一人っ子」政策の弊害、住宅・教育など高い経済コストの問題、結婚や出産に対する考え方の多様化、コロナショック以降の成長力の低下による雇用や所得への不安、などがある。

² 詳しくは齋藤尚登「[中国版「失われた20年」の始まり？](#)」（大和総研レポート、2023年9月21日）を参照のこと。

なお、中国では1960年代初頭にも人口が減少したことがある。毛沢東時代の無謀な鉄鋼・食糧増産計画に象徴される大躍進政策後の飢饉によって、出生率の急低下と死亡率の大幅な上昇が生じたのである。飢饉収束後の1963年以降はベビーブームが到来した。2023年以降はこの世代が60歳の定年を迎えるが、その子ども世代が2021年頃までの住宅ブームを牽引したのである。住宅ブームは毛沢東時代の政策の失敗が作り出した面があるということだ。

国連の“World Population Prospects 2022”によると、中国最大の実需層を形成する30歳～34歳人口は過去10年間で29.5%増加し、2021年は1億2,280万人となった。これが直近のピークであり、同推計によると、この人口層は今後の10年間で34.7%減少し、8,021万人に減るとしている。今後、中国の住宅実需は大きく減少するのである。

既述したように、2022年以降の「不動産不況」は政策の失敗によるところが大きく、住宅市場の安定化により、少なくとも抑え込まれていた実需分の回復は期待できる。しかし、この実需は中長期的に大きく減少すると予想されていることに注意が必要である。

米中の経済規模は逆転しない可能性大

これまで中国经济については、いつ経済規模が米国を追い抜くのが注目され、コロナショック前までは、2020年代後半にもそれが実現する可能性が指摘されていた。しかし、米中対立の激化・長期化や想定を大きく上回る少子化の進展（人口減少）などにより、中国经济の成長力に対する見方は大きく下方修正されている。

次頁の図は、大和総研予想による米中経済の2035年まで経済規模の推移である。2022年時点（実績）は米国が中国の経済規模を3割ほど上回っているが、2035年時点でも米国が15%程度上回る。

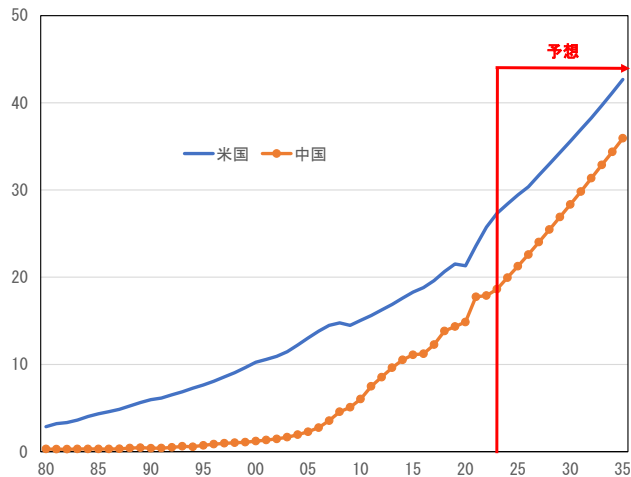
ここでは、中長期的なGDPデフレーターを米国・中国ともに2.0%程度、ドル・人民元レートは一定と置いているが、デフレが懸念される中国では、GDPデフレーターはもう一段低くなる可能性がある。ちなみに、2023年の中国の実質GDP成長率は5.2%であったが、GDPデフレーターは▲1.0%となり、名目成長率は4.2%にとどまった。2035年時点の米中の経済規模の差は、上記の試算よりさらに大きくなる可能性がある。

超長期的には、米国と中国の人口の推移にも注目すべきであろう。国連（既出）によると（中位推計）、2021年時点の中国の人口は米国の4.2倍であったが、2050年は3.5倍、2100年には1.9倍に縮小する。移民の純流入などによって、人口が増え続ける米国（2021年3.37億人、2050年3.75億人、2100年3.94億人）と、減り続ける中国（同様に14.26億人→13.13億人→7.67億人）の違いは歴然としている。

さらに、国連は、中国の合計特殊出生率を2022年～2050年は1.30、2051年～2100年は1.45と推計しているが、これは過度に楽観的である可能性が高い。2022年の中国の合計特殊出生率は1.09と発表され、少子化先進国の日本の1.26よりも低い。米中の人口比は国連の予想以上に大きく縮小し、中国の人口規模の優位性は失われていこう。米中の経済規模は逆転しない可

能性が極めて高い。

米中の経済規模の推移（単位：兆ドル）



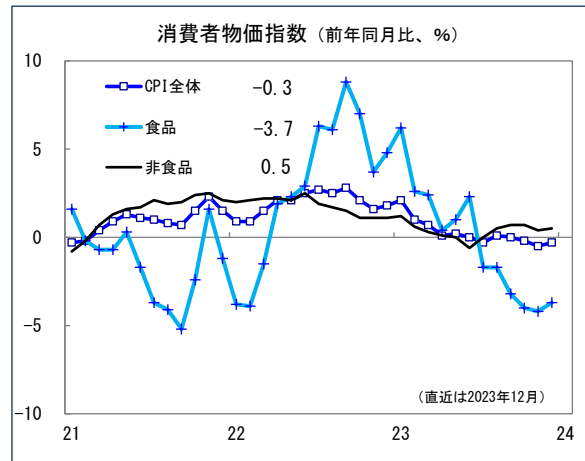
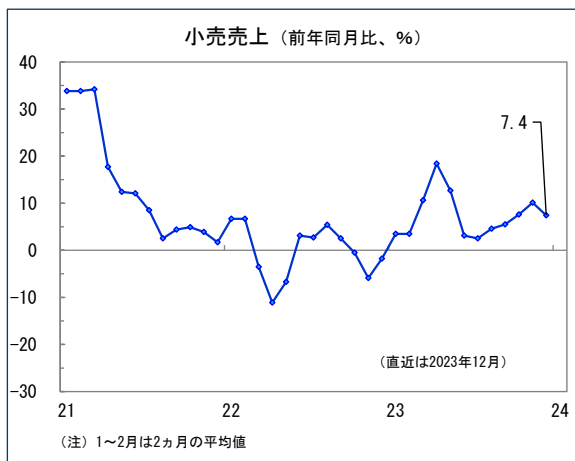
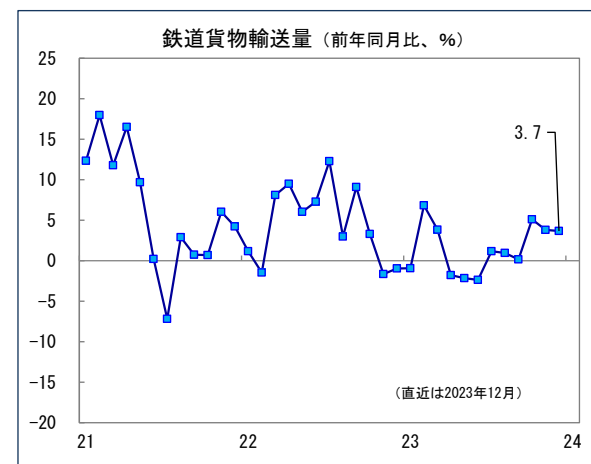
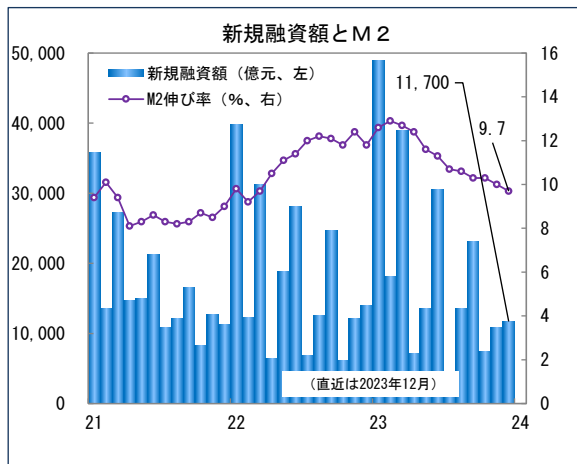
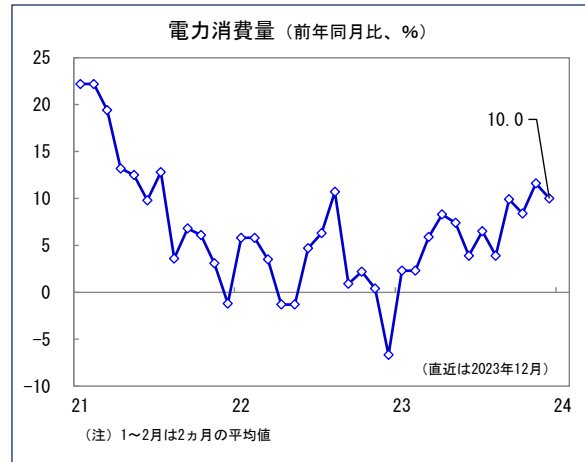
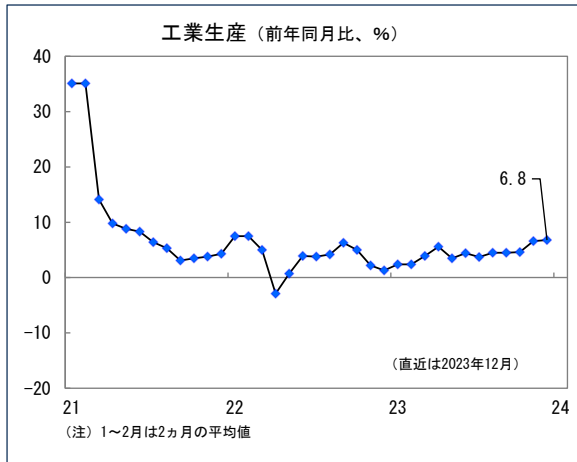
(出所) IMF, "World Economic Outlook"より作成。2023年以降は大和総研の予想

主要経済指標一覧

	2022年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	12月
実質GDP成長率（四半期、前年同期比、%）	2.9	-	-	4.5	-	-	6.3	-	-	4.9	-	-	5.2
工業生産（前年同月比、%）	1.3	2.4		3.9	5.6	3.5	4.4	3.7	4.5	4.5	4.6	6.6	6.8
電力消費量（前年同月比、%）	-6.7	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	-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、%）	5.1	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、%）	-10.0	-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、%）	-1.8	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、%）	1.8	2.1	1.0	0.7	0.1	0.2	0.0	-0.3	0.1	0.0	-0.2	-0.5	-0.3
食品（前年同月比、%）	4.8	6.2	2.6	2.4	0.4	1.0	2.3	-1.7	-1.7	-3.2	-4.0	-4.2	-3.7
非食品（前年同月比、%）	1.1	1.2	0.6	0.3	0.1	0.0	-0.6	0.0	0.5	0.7	0.7	0.4	0.5
工業製品出荷価格指数（前年同月比、%）	-0.7	-0.8	-1.4	-2.5	-3.6	-4.6	-5.4	-4.4	-3.0	-2.5	-2.6	-3.0	-2.7
工業生産者購入価格指数（前年同月比、%）	0.3	0.1	-0.5	-1.8	-3.8	-5.3	-6.5	-6.1	-4.6	-3.6	-3.7	-4.0	-3.8
新規融資額（億円）	14,000	49,000	18,100	38,900	7,188	13,600	30,512	3,459	13,600	23,100	7,384	10,900	11,700
M2伸び率（%）	11.8	12.6	12.9	12.7	12.4	11.6	11.3	10.7	10.6	10.3	10.3	10.0	9.7
輸出（前年同月比、%）	-12.6	-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、%）	-7.5	-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）	690.1	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、%）	5.8	5.2	4.7	4.6	4.5	4.3	3.5	3.5	2.8	2.9	2.1	1.9	1.7
上海（前年同月比、%）	4.1	4.2	3.9	4.1	4.6	4.9	4.8	4.5	4.1	4.4	4.4	4.7	4.5
商用不動産 着工面積（前年累計比、%）	-39.4	-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、%）	-15.0	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、%）	-24.3	-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、%）	-26.7	-0.1		3.0	5.2	3.0	-4.5	-7.0	-9.0	-10.4	-10.7	-11.2	-12.5

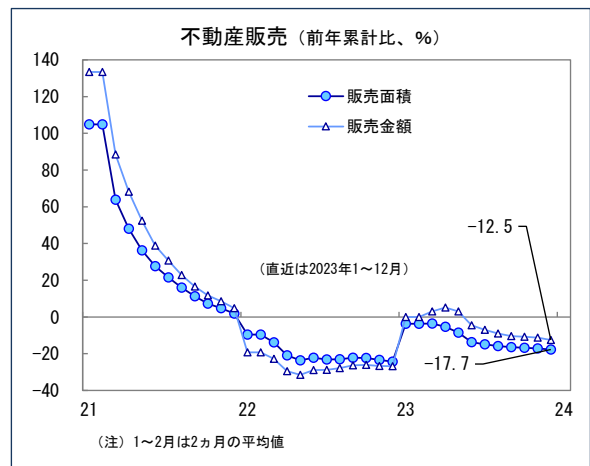
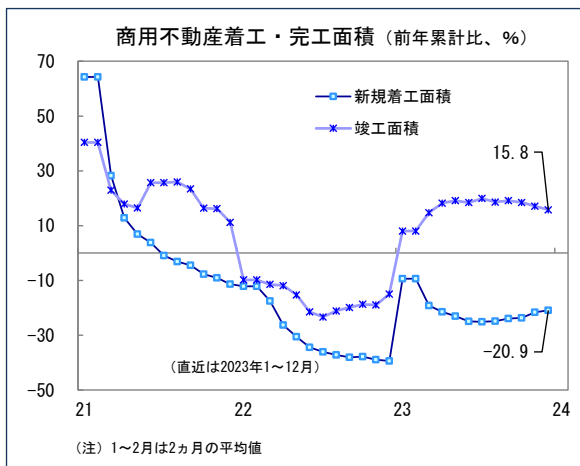
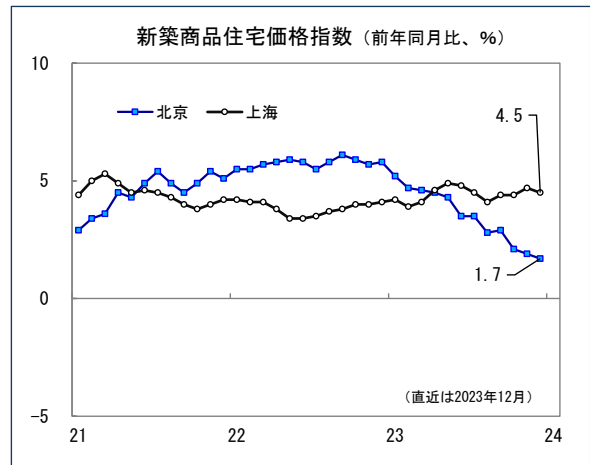
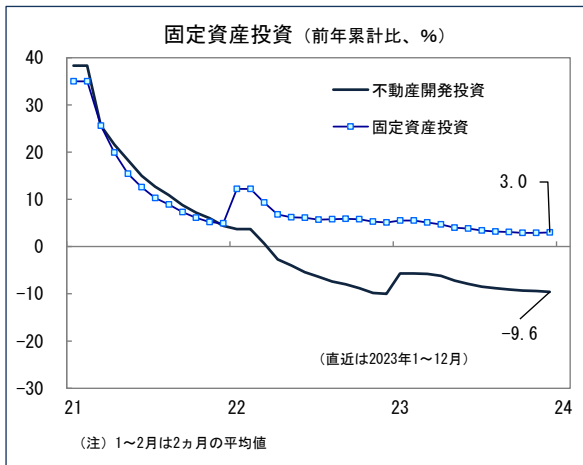
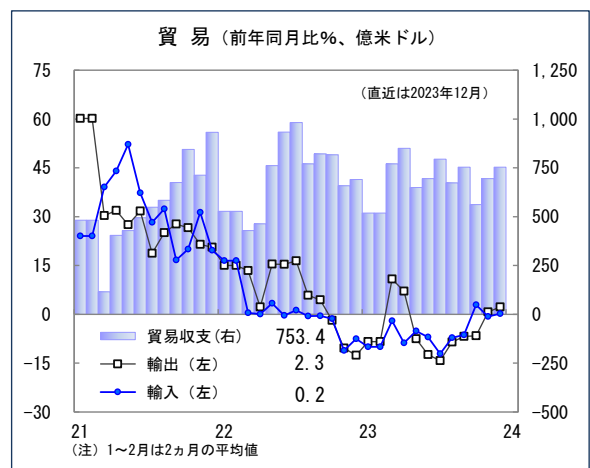
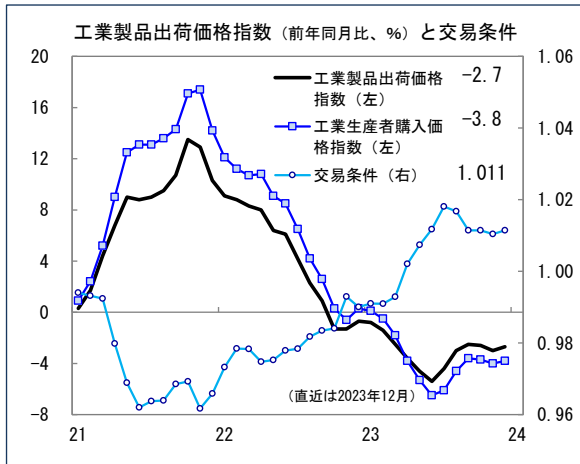
(出所) 中国国家统计局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー局、CEIC より大和総研作成

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