

2024年3月25日

主要国経済 Outlook

2024年4月号 (No. 449)

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

インフレ抑制と金融緩和の綱引き

経済調査部 シニアエコノミスト 佐藤 光

日本経済 3

24年の春闘賃上げ率5%超えを受け、日銀はマイナス金利政策を解除

経済調査部 シニアエコノミスト 神田 慶司

米国経済 15

転換期を迎える金融政策

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 24

利下げ開始に向け前進

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 35

中国：スタートで躓く。不動産不況は一段と悪化

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

インフレ抑制と金融緩和の綱引き

佐藤 光

日本銀行は、3月19日の金融政策決定会合で大規模金融緩和策の終了を決めた。一方、欧米主要国ではこれから金融緩和局面に入ると見込まれている。スイス国立銀行（中央銀行）は先陣を切って3月21日に利下げを決定した。そして、FRBとECBも、多少の時期の差こそあれ、今年の年央頃には利下げを開始するとの見方が現在の市場コンセンサスとなっている。

ただし、利下げで先行したスイスでは、消費者物価上昇率（前年比）が昨年半ばから既に2%を下回っているのに対して、米国では3.2%、ユーロ圏では2.6%と（いずれも今年2月の値）、依然としてインフレ目標の2%を上回っている。他方で、米国とユーロ圏とも、製造業を中心に景況感はさえない。特にユーロ圏経済は昨年後半にテクニカル・リセッション（2四半期連続の経済成長率マイナス）に陥った。インフレ抑制のために、景気を支える金融緩和がままならない綱引き状態といえる。以下で当面のインフレの状況を左右し得る主な要因を整理したい。

インフレ抑制（金融緩和の促進）要因は、①商品市況の軟化：原油価格や主な穀物価格は、ここ1年あまり低下傾向となっている。②技術革新による生産性向上：AI等の普及は、法整備への課題はあるものの、期待される生産性向上がインフレ抑制要因となり得る。③過剰貯蓄の消失による消費の抑制：コロナ禍時の各種政策対応により積み上がった過剰貯蓄は、米国ではほぼ消失したとされている。④人口増加率の低下と高齢化：欧州でも出生率は低下傾向にあるほか、欧州と経済関係が深い中国では人口減少に転じている。

一方、インフレ促進（金融緩和の阻害）要因は、①労働需給のひっ迫：失業率は極めて低水準であり、賃金上昇率は高止まりしている。後述③とも関係する移民規制強化も、労働供給の逆風となる。②サービス価格の上昇：モノの価格にやや後れて上昇しやすい。また、旅行等の人流の回復は続いている。③自国優先主義の台頭：欧米各国で選挙を控える中、争点の一つになっている。行き過ぎた自国優先主義は生産性をはじめとして経済効率を低下させ得る。米大統領選挙でトランプ氏が掲げている関税引き上げは、直接的にもインフレ要因となるだろう。

主要国実質 GDP 見通し<要約表> (2024年3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	4.2	-3.2	0.4	0.5	1.4	1.7	1.6	1.4	1.0	1.9	0.6	1.4	
									<u>1.5</u>	<u>1.4</u>	<u>0.9</u>	<u>1.3</u>	
米国	2.1	4.9	3.2	1.7	0.6	1.1	1.4	1.8	1.9	2.5	2.1	1.7	
ユーロ圏	0.5	-0.2	-0.2	0.7	1.0	1.4	1.6	1.6	3.4	0.4	0.6	1.5	
英国	0.0	-0.5	-1.4	0.7	1.1	1.2	1.4	1.6	4.3	0.1	0.3	1.4	
中国	6.3	4.9	5.2	5.0	5.0	5.2	4.8	4.3	3.0	5.2	5.0	4.5	
ブラジル	3.5	2.0	2.1	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	3.0	2.9	1.8	1.8	
インド	8.2	8.1	8.4	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	<u>7.2</u>	<u>7.6</u>	<u>7.0</u>	<u>7.0</u>	
ロシア	4.9	5.5	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	-1.2	3.6	1.5	1.5	

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

(出所) 各種統計より大和総研作成

日本経済

24年の春闘賃上げ率5%超えを受け、日銀はマイナス金利政策を解除

神田 慶司
久後 翔太郎
田村 統久

[要約]

- 2024年の春闘賃上げ率は2年連続で前年を大幅に上回り、5%台に乗せそうだ。日本労働組合総連合会（連合）が3月15日に公表した第1回回答集計結果によると、定期昇給込みの賃上げ率は5.28%となり、ベースアップ（ベア）率が大幅に引き上げられた。実質賃金を押し上げ、2023年10-12月期まで3四半期連続で前期比マイナスとなった個人消費の回復を力強く後押しするだろう。
- 日本銀行（日銀）は3月金融政策決定会合において、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の枠組みおよびマイナス金利政策の撤廃などを決定した。「異例」の金融緩和策から「普通」の金融緩和策への転換を意味する。金融政策正常化への第一歩であり、日銀が市場の混乱なく踏み出した点は評価される。当社では、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%pt程度（年2回）のペースで引き上げていくと想定している。日銀のバランスシート縮小など出口戦略を円滑に進めていくことが中長期的な課題だ。
- 今後の労働供給の増加余地は小さく、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だろう。これまでは女性の就業継続の進展などにより、生産年齢人口が減少する中でも就業者数は増加した。だが、いずれは就業者数も減少基調に転じるとみられる。とりわけ中小・零細企業にとっては人手不足が逆風となりやすく、こうした中で労働市場での競争力を高めることは事業継続性に結びつきやすくなる。投資の拡大による商品・サービスの高付加価値化で収益力を高めるとともに、賃上げを含む処遇改善や幅広い就業ニーズに対応した就業環境の整備などにおいて、大胆な取り組みが求められるだろう。

1. 2024年春闘での賃上げ率は33年ぶりの5%超え

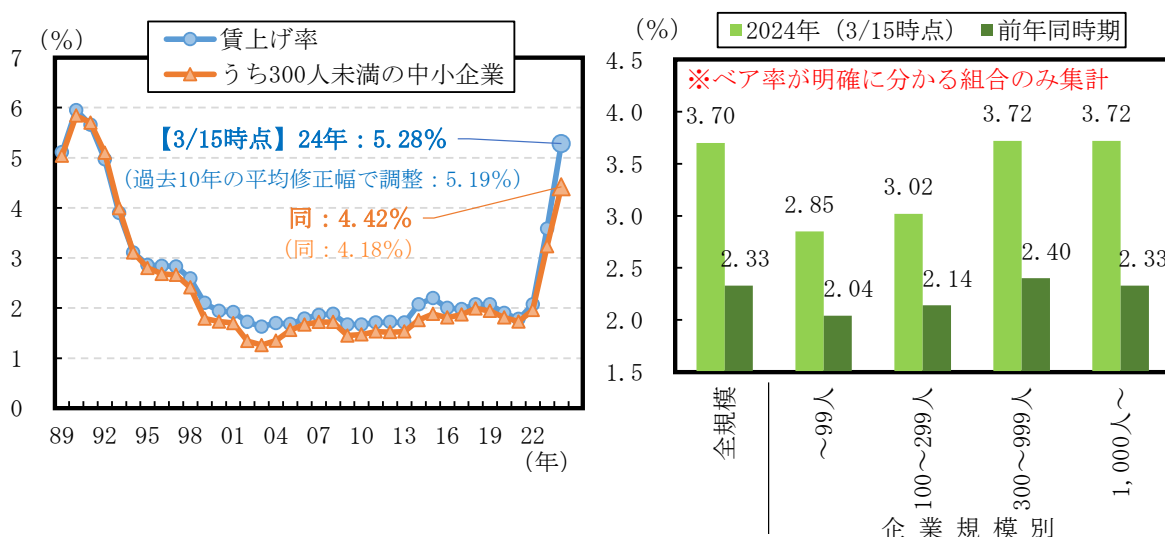
連合の第1回回答集計での賃上げ率は5.28%、従業員300人未満の企業でも4.42%

2024年の春闘賃上げ率は2年連続で前年を大幅に上回り、5%台に乗せそうだ。日本労働組合総連合会（連合）が3月15日に公表した第1回回答集計結果によると、定期昇給（定昇）相当込みの賃上げ率は加重平均で5.28%、従業員300人未満の中小企業では4.42%だった（**図表1左**）。全規模では1991年以来33年ぶりの高水準である。中小企業は大企業との賃上げ率格差が遡及可能な1989年以降で最も拡大したものの、4%を超えたのは32年ぶりだ。

7月初めに公表される最終回答集計での賃上げ率は、第1回のそれを下回る傾向が見られる。第1回では特に中小企業の回答率が低いためである¹。そこで過去10年間の修正幅で調整すると、全規模の賃上げ率は5.05~5.27%（平均修正幅で調整すると5.19%）、中小企業では3.96~4.33%（同4.18%）となる。そのため最終回答集計時点でも、企業規模にかかわらず2年連続で前年を大幅に上回る賃上げが実施されるという姿は変わらないとみられる。

連合が今回集計した771組合のうち、ベースアップ（ベア）率が明確に分かる654組合の賃上げ率は加重平均で5.51%、ベア率は同3.70%だった（**図表1右**）。2023年の消費者物価指数（CPI）は持家の帰属家賃を除く総合ベースで前年比+3.8%であり、平均的には生計費の増加分をおおむねカバーするベアが実施される。企業規模別に見ると、幅広い企業でベア率が大幅に引き上げられるが、従業員300人未満の企業では3%前後なのに対し、300人以上では3.7%台に乗せるなど中堅・大企業の引き上げ幅がとりわけ大きい。

図表1：連合が集計した賃上げ率の推移（左）と企業規模別に見たベースアップ率（ベア率、右）



(注) 左図の2023年までの賃上げ率は最終回答集計値。

(出所) 日本労働組合総連合会「2024春季生活闘争 第1回回答集計結果について」(2024年3月15日)より大和総研作成

¹ 2023年春闘における第1回集計時の回答率（組合員数ベースで最終集計時との比較）は、従業員1,000人以上の企業で72%だった一方、同99人以下では11%、同100~299人では12%だった（全規模では55%）。

非正規雇用者の賃上げも加速し、有期・短時間・契約等労働者の賃上げ額は加重平均で時給71.1円だった。前年同時期の賃上げ額は同61.7円と、2013～22年の水準（同12.0～30.5円）を大幅に上回ったが、2024年は前年同時期から一段と引き上げられた。

2024年春闘では賃上げ率の「高さ」だけでなく、中小企業や非正規雇用における賃上げの「広がり」も筆者は注目していた。今回の結果を見ると、企業規模や雇用形態にかかわらず大幅な賃上げが実現する公算は大きい。前年割れが続く実質賃金を押し上げ、2023年10-12月期まで3四半期連続で前期比マイナスとなった個人消費の回復を力強く後押しするだろう（実質賃金の見通しについては後述）。

賃上げ率は4%超とみていた事前予想を大幅に上回る

2024年の春闘賃上げ率は、4%超と見込んでいた事前予想²を1%ptほど上回った。物価高や人手不足の深刻化、好調な企業業績、転職市場の活性化、政府による賃上げ・価格転嫁の促進策などを受け、30年ぶりの高水準となった前年をさらに上回るとの見方が多かった。第1回回答集計結果では事前予想通りの賃上げの加速が確認されたが、その度合いは事前予想を大きく上回った。

理由としては、組合側が要求水準を大幅に引き上げたことや、企業側も大企業を中心に賃上げに対してかなり積極的だったことなどが考えられる。

2023年春闘での組合側の要求水準は加重平均で4.49%と、当時の連合方針である「5%程度」に届かなかった。賃上げ率は前述のように30年ぶりの高水準となった一方、一時金で対応する企業や、ベア見送りや小幅な賃上げにとどめる企業も少なくなかった。そのため、マクロで見た所定内給与は緩やかな上昇にとどまり、実質賃金は2023年中も下落を続けた。

2024年春闘では、連合方針が「5%以上」に引き上げられたことに加え、2023年末にかけて大幅な賃上げを具体的な数字とともに表明する企業も散見された。経済団体連合会（経団連）は2024年1月16日公表の「2024年版 経営労働政策特別委員会報告」において、「今年の春季労使交渉にあたっては、昨年以上の熱量と決意をもって物価上昇に負けない賃金引上げを目指すことが経団連・企業の社会的責務」「昨年から起動した『構造的な賃金引上げ』実現に向けた歯車を、今年以降も確実に加速できるかどうかは、日本経済の趨勢・未来がかかっている」と述べ、中小企業の賃上げも支えるよう会員企業に求める異例の指針を示した。

こうした企業側の姿勢を受け、組合側は連合方針を明確に上回る5.85%（加重平均）の賃上げを要求し、これに対して満額やそれを超える賃上げで回答した企業が大企業を中心に多かった。大幅な賃上げ加速の流れが中堅、中小企業に波及する形で「賃上げドミノ」が発生し、第1回回答集計では従業員99人以下の企業でも4%超えの賃上げ率となった。

² 日本経済研究センター「ESPフォーキャスト調査」における直近の2024年3月調査（回答期間は3月6日～3月12日）によると、当社を含む予測値の総平均は4.19%で、高位8機関平均でも4.63%だった。これは厚生労働省「民間主要企業春季賃上げ要求・妥結状況」ベースの予測値ではあるが、連合ベースの賃上げ率との差は例年+0.1%ptほどで、2023年は+0.02%ptだった。

このところ人手不足対応策として「賃上げによる処遇改善」を選択する企業が増加

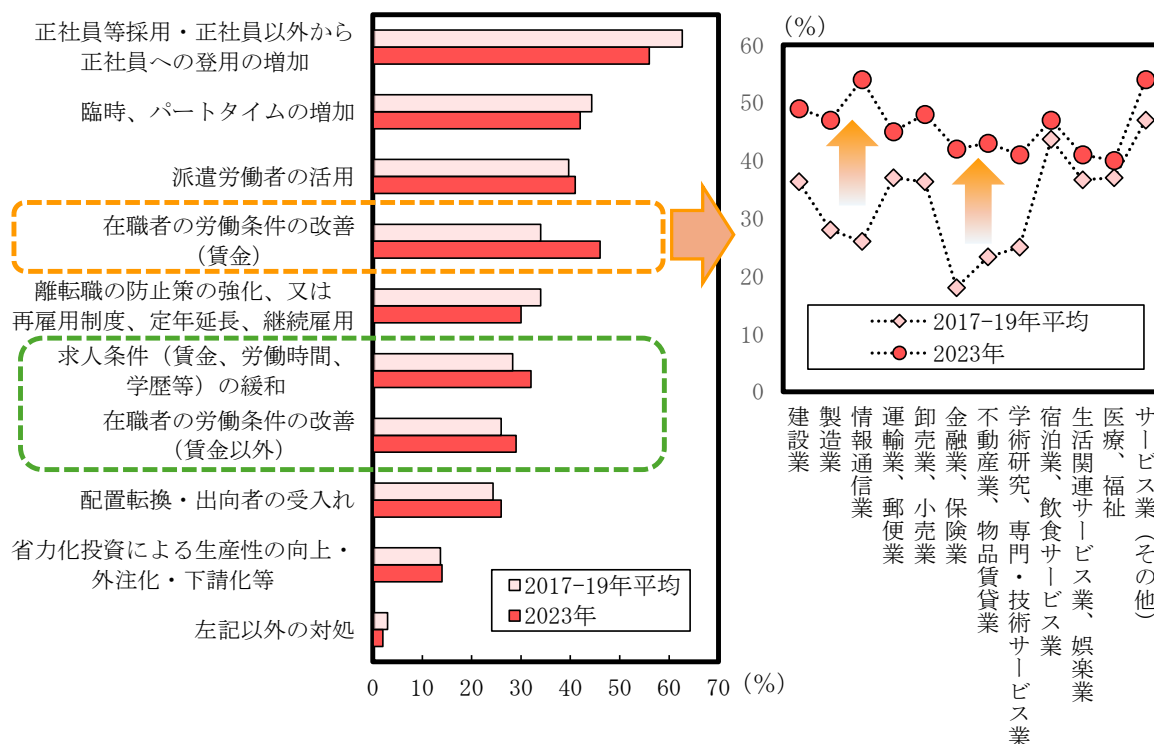
人手不足への対応策として、企業が賃上げによる処遇改善を重視する傾向が強まったこともこうした流れを後押ししたとみられる。

厚生労働省「労働経済動向調査」の8月調査では、事業所に過去1年間に実施した労働者不足への対処方法を尋ねている。対処方法別に見た実施事業所の割合を見ると、「正社員等採用・正社員以外から正社員への登用の増加」「臨時、パートタイムの増加」が高いものの、新型コロナウイルス禍（コロナ禍）前にあたる2017～19年平均からやや低下した（**図表2左**）。

対照的に、実施事業所割合が上昇したのは「在職者の労働条件の改善（賃金）」「在職者の労働条件の改善（賃金以外）」「求人条件（賃金、労働時間、学歴等）の緩和」など、雇用者の処遇改善にかかる対処方法だ。特に「在職者の労働条件の改善（賃金）」はコロナ禍前から2023年にかけて12%pt上昇した。業種別に見ると、コロナ禍前は人手不足が深刻だった一部のサービス業で実施率の高さが目立ったが、2023年にはその他の業種でも大きく上昇し、業種にかかわらず40～50%台となった（**図表2右**）。

第3章で詳述するように、労働供給の増加余地が縮小していく中で企業が人手を確保することはますます困難になっている。求人条件の改善により採用を強化したり、賃上げなど処遇改善を通じて在職者の流出を防いだりすることは、人手不足に直面する多くの企業にとって重要性が増していると思われる。

図表2：労働者不足の対処方法別に見た実施事業所の割合（左）、業種別に見た在職者の賃上げで対処した事業所の割合（右）



（注）各年の8月調査に基づく。左図は過去1年間に実施した対処方法で複数回答。「在職者の労働条件の改善（賃金以外）」は、「休暇の取得促進、所定労働時間の削減、育児支援や復帰支援の制度の拡充など」を指す。

（出所）厚生労働省統計より大和総研作成

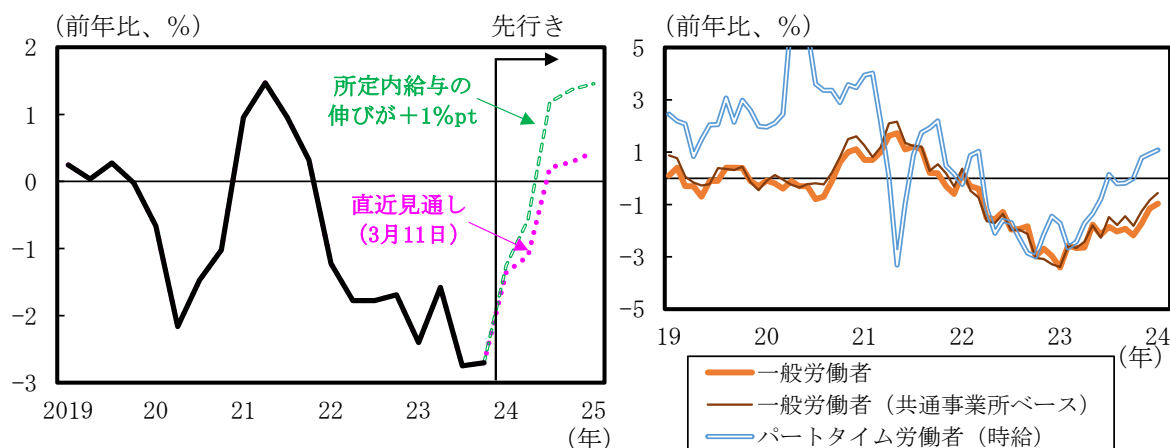
実質賃金は 2024 年内に前年比プラス転換する可能性が一段と高まる

連合の第 1 回回答集計結果を踏まえると、実質賃金が 2024 年内に前年比でプラス転換する可能性は一段と高まったといえる。

図表 3 左の点線は 1 人あたり実質雇用者報酬で見た実質賃金の見通しである。当社が 2024 年 3 月 11 日に公表した直近見通し³では、同年 1-3 月期から前年比のマイナス幅が急速に縮小し、同年 7-9 月期にプラス転換するとみていた。

第 1 回回答集計結果では、ベア率は全規模で 3.70%と前年同時期から 1.4%pt 近く高まった一方、従業員 99 人以下の企業の上昇幅は 0.8%pt ほどにとどまった（**前掲図表 1 右**）。そこで、2024 年度中の所定内給与が直近見通しから前年比で 1%pt 高まるケースを試算すると（ただし、4-6 月期は 0.5%pt と想定）、実質賃金のプラス転換の時期は変わらないものの、7-9 月期から明確にプラス圏で推移する姿になる（**図表 3 左**の二重破線）。この試算には実質賃金の上昇による個人消費や物価などの押し上げ効果が考慮されていないが、物価の上昇基調がある程度強まったとしても実質賃金の前年比はプラス圏を維持するだろう⁴。2024 年春闘の結果を踏まえた実質賃金見通しは、5 月下旬公表の「第 221 回日本経済予測」で改めて示す。

図表 3: 実質賃金見通し（1 人あたり実質雇用者報酬、左）、就業形態別に見た実質所定内給与（右）



(注) 左図の「所定内給与の伸びが+1%pt」は、直近見通しにおける所定内給与の前年比が 2024 年 4-6 月期に 0.5%pt、同年 7-9 月期から 2025 年 1-3 月にかけて 1.0%pt 高まった場合の試算値。

(出所) 厚生労働省、総務省、内閣府統計より大和総研作成

図表 3 左の実質賃金は残業代や特別給与が含まれており、労働時間の増減の影響も受ける。直近の 2023 年 10-12 月期でも低迷しているように見えるが、基調としてはすでに改善に向かっている。一般労働者（≒正規雇用者）の実質所定内給与とパートタイム労働者の実質所定内時給の推移を見ると（**図表 3 右**）、両者はともに 2023 年初から前年比の伸びが改善しているからだ。

³ 「第 220 回日本経済予測（改訂版）」（2024 年 3 月 11 日）の第 2 章を参照。

⁴ CPI（消費税調整済み指数の前年比）を縦軸、GDP ギャップ（日銀推計、2 四半期先行）を横軸に取った散布図の回帰線（＝フィリップス曲線）を描くと、第 2 次安倍晋三政権発足後から新型コロナウイルス禍前までの時期（2013 年 1-3 月期～2019 年 10-12 月期）の回帰線の傾きは 0.2 程度だった。すなわち、需要の拡大で GDP ギャップが 1%pt 改善（実質 GDP が 1%分増加）しても、物価上昇率は半年程度のラグをもって 0.2%pt 程度しか上昇しない。そのため、2024 年の春闘賃上げ率の大幅上昇は実質賃金の伸びを押し上げる可能性が高い。

このうち一般労働者の実質所定内給与は直近の2024年1月で前年比▲1.0%、集計対象企業が前年と当年で共通する「共通事業所ベース」では同▲0.6%だった。パートタイム労働者は最低賃金の引き上げもあって2023年秋にプラス転換し、2024年1月で同+1.1%まで高まった。

2. 日銀は大幅賃上げを受けてマイナス金利解除などを実施

3月金融政策決定会合で日銀は「異例」の金融緩和策から「普通」の金融緩和策への転換を決定

日本銀行（日銀）は3月18、19日に開かれた金融政策決定会合において、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の枠組み⁵およびマイナス金利政策の撤廃などを決定した（図表4）。2024年春闘の結果などを踏まえ、2%の物価安定目標の達成を見通せる状況に至ったと判断したためである。これまでの「異例」の金融緩和策は、短期金利の操作を主な政策手段とする「普通」の金融緩和策へと転換した。

図表4：2024年3月金融政策決定会合で決定した日銀の金融緩和策見直しの概要

	従来の政策	政策の見直し後
政策の枠組み	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 長短金利操作付き量的・質的金融緩和（イールドカーブ・コントロール + オーバーシュート型コミットメント） ✓ マイナス金利政策 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 短期金利の操作を主な政策手段 ⇒ 「普通」の金融緩和策に転換
短期金利 (無担保コール0/N物)	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 誘導目標：▲0.1～0%程度（日銀当預のうち政策金利残高に▲0.1%を適用） 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 誘導目標：0～0.1%程度（日銀当預（所要準備額相当部分を除く）に0.1%を適用）
長期金利 (10年物国債利回り)	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 誘導目標：0%程度 ✓ 金利上限の目途を設定（1.0%） 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ これまでと概ね同程度の金額で長期国債の買入れを継続（金利急上昇時は機動的に買入れ額の増額等に対応）
リスク資産	<ul style="list-style-type: none"> ✓ ETF、J-REITを必要に応じて買入れ ✓ CP等は残高維持、社債等はコロナ禍前のペースで買入れを継続 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ ETF、J-REITの新規買入れを終了 ✓ CP等・社債等の買入れ額を段階的に減額し、1年後を目途に買入れを終了

（出所）日本銀行資料より大和総研作成

具体的には、短期金利（無担保コールレートオーバーナイト物）の目標水準を0～0.1%程度に引き上げる。従来は日銀の当座預金のうち政策金利残高に対して▲0.1%の付利金利を適用し、短期金利が▲0.1%～0%程度で推移するよう促していた。新たな方針では、付利の対象を日銀の当座預金（所要準備相当部分を除く）に変更し、0.1%の付利金利を適用する。

長期金利（10年物国債利回り）については、従来1.0%としていた上限の目途を撤廃した上で、これまでと概ね同程度の金額で長期国債の買入れを継続する。長期金利が急激に上昇する場合には、毎月の買入れ予定額にかかわらず、買入れ額の増額や指値オペ、共通担保資金供給オペを機動的に実施する⁶。

⁵ 「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の枠組みは、「イールドカーブ・コントロール」と「オーバーシュート型コミットメント」（生鮮食品を除くCPIの前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで、マネタリーベースの拡大方針を継続することを日銀が約束）、という2つの要素で構成。

⁶ 「指値オペ」とは、日銀が利回りを指定して国債を無制限に買い入れる措置。「共通担保資金供給オペ」とは、日銀が国債や社債などの担保を差し入れた金融機関に資金を貸し付ける措置。

質的な金融緩和を担っていたリスク資産の購入も終了する。ETF（上場投資信託）と J-REIT（国内不動産投資信託）については新規の買入れを終了する一方、CP 等及び社債等については買入れ額を段階的に減額し、1年後を目途に買入れを終了する。

政策の修正内容は事前に予想されていたものと概ね一致した一方、実施のタイミングは当初有力視されていた4月よりも1カ月早かった。背景には、2024年の春闘賃上げ率がかなり高くなることなどが確認されたことがある。

植田和男総裁は3月19日に開かれた金融政策決定会合後の記者会見で、連合の第1回回答集計結果が大きな要素になったと発言した。また、日銀が中小企業などに対して独自にヒアリングしたところ、半分以上のところから賃上げの計画があるとの回答を得たという。4月会合までの間に日銀短観の3月調査や中小企業の賃上げ動向などが明らかになるが、日銀は最近のデータやヒアリング情報から賃金と物価の好循環の強まりを確認したことで、4月までに得られる追加的な情報を待たずに金融政策の転換に踏み切った。

日銀は金融政策正常化への第一歩を混乱なく踏み出したが今後の道のりは険しい

今回の金融政策の枠組みの見直しは、日銀の金融政策の正常化に向けた第一歩だ。一般に、中央銀行が引き締め方向で政策修正を行う場合は、緩和方向での修正時に比べて市場とのコミュニケーションが難しい。金融市場がネガティブな情報を適切に消化できず、市場が混乱する可能性があるからだ。この点、3月19日の国内金融市場は日経平均株価が終値で前日を上回り、長期金利は緩やかに低下するなど比較的安定していた。日銀が金融政策の正常化に向けた第一歩を市場の混乱なく踏み出した点は評価される。

今後、日銀は新たな金融政策の枠組みのもと、①2%の物価安定目標の達成、②出口戦略の円滑な遂行、の両立を図る必要がある。

2024年の春闘賃上げ率が前年から一段と高まったことで、企業が人件費の増加分を販売価格に転嫁する動きは強まっていくとみられる。2024年度を中心にインフレ率は上振れリスクが大きいだろう。2%の物価安定目標の達成に向けて、日銀は経済・物価情勢を注視しながら、緩やかなペースで追加利上げを実施するとみている。ただし、後述するように短期金利からインフレ率を差し引いた実質短期金利は自然利子率（景気や物価動向に中立的な実質金利）を大きく下回る状況が続き、緩和的な金融環境は維持されるだろう。

出口戦略を円滑に進めていくことは中長期的な課題だ。2013年4月に導入され、累次の拡充策が実施された「量的・質的金融緩和」により、日銀のバランスシートは大幅に拡大した。例えば、導入前で130兆円弱だった日銀保有の国債残高は直近で600兆円程度に上る。

日銀はバランスシートを縮小させる過程で国債の購入量を段階的に減らしていくことになるため、国債需給が緩和して長期金利に上昇圧力がかかりやすくなる。他方、日本の政府債務残高

は GDP 比で 200%を超えるなど世界の主要国の中で最も厳しい財政状況にある⁷。長期金利が上昇する中で日本の財政状況への懸念が強まれば、リスクプレミアムの拡大によって長期金利の上昇が加速しかねない。日銀が金融政策の正常化を進める過程では、政府も歩調を合わせて財政健全化を進め、金利上昇リスクを抑える必要がある。

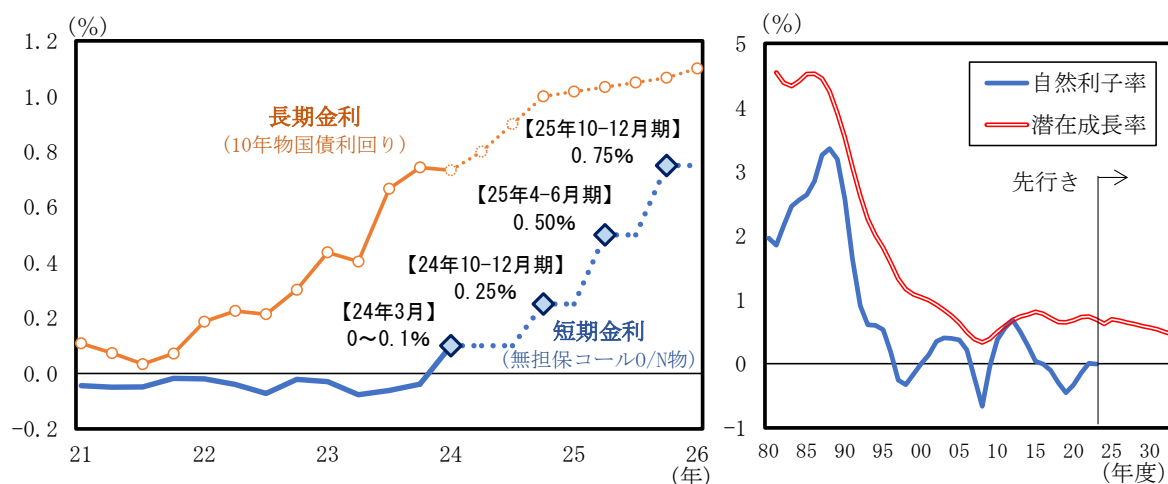
日銀は緩やかなペースで追加利上げを実施することで緩やかな金融環境を当面維持か

前述のように、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%pt 程度（年 2 回）のペースで引き上げていくと想定している（**図表 5 左**）。

短期金利の先行きを検討する上では、自然利子率が重要になる。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)⁸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 5 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、マイナス圏で推移する可能性がある。そのため実質短期金利が少なくとも▲1%を下回って推移する間は緩やかな金融環境といえる。

直近で 0.7%超の長期金利は 1%超へと上昇する見込みである（**図表 5 左**）。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。一方で当社のメインシナリオでは、米連邦準備制度理事会（FRB）が 2024 年央から利下げを開始すると想定している。米国の長期金利の低下を通じて日本の長期金利に下押し圧力がかかるだろう。

図表 5：日本の長短金利見通し（左）、潜在成長率と自然利子率（右）



(注) 左図の 2024 年 1-3 月期は実績見込みで短期金利は期末値。点線は大和総研による予測値。右図の自然利子率は Holston-Laubach-Williams (2023) モデルを用いて推計。潜在成長率は大和総研による推計値で、先行き部分の経済前提などについては「日本経済見通し：2024 年 1 月」を参照。

(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

⁷ 内閣府「中長期の経済財政に関する試算」（2024 年 1 月 22 日）によると、2022 年度末の公債等残高は 1,200 兆円（GDP 比 212%、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）。

⁸ 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.

3. 縮小する労働供給の増加余地と中小企業などへの影響

2025年の春闘賃上げ率は高水準を維持する見込み

2025年の春闘賃上げ率は物価上昇率の低下もあって2024年から低下する可能性がある⁹。もっとも、賃金上昇と価格転嫁が幅広い業種で一段と広がる見込みであることや、転職市場の活況、人手不足による賃上げ圧力の継続などにより、少なくとも4%台を維持するとみられる。

新卒採用における人材獲得競争の激化で、初任給を大幅に引き上げる企業が増加している。これは春闘賃上げ率の押し上げ要因となるだろう。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が難しくなる可能性があるからだ。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幅広い年齢層で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。

労働供給の増加余地は小さく、中長期的に賃上げ圧力がかかり続ける見込み

今後の労働供給の増加余地は小さく、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とみられる。

日銀「経済・物価情勢の展望」（2017年10月）では、労働力人口と需要不足失業者¹⁰、非労働力人口のうち就業希望者（以下、「不本意非労」）の合計を「潜在労働力人口」と定義している。これと就業者数の差を「余剰労働力」とみなすと、2003年に約620万人だった余剰労働力は2023年には約230万人へと減少した（**図表6左**）¹¹。

余剰労働力は計算上、需要不足失業者と不本意非労の合計になる。2003年以降で最大100万人超だった需要不足失業者は、2010年代前半における雇用環境の大幅な改善により払底した。一方、不本意非労はデータの公表が始まった2003年で約530万人だったが、その後減少を続け、2023年で約230万人である。

総務省「労働力調査」の詳細集計から不本意非労が減少した背景を整理すると、景気拡大に伴う労働需要の増加だけでなく、官民による仕事と家事・育児の両立支援策などのもとで、女性が結婚や出産・育児を機に労働市場から退出するケースが少なくなった影響が反映されている¹²。

⁹ 春闘で参照される物価上昇率は前年の値で、2023年のCPI上昇率は前年比3.1%だったが、2024年は同2.9%の見込み（生鮮食品を除く総合ベース）。また、政府のエネルギー高対策が延長される可能性があり、そうなれば2024年の物価上昇率を大きく押し下げることになる。

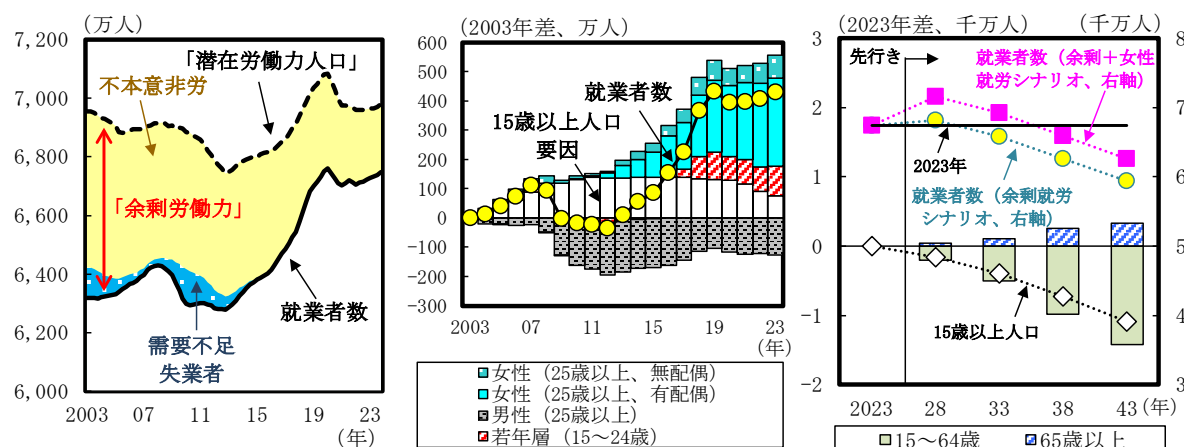
¹⁰ 完全失業者のうち、労働需要の不足によって生じた失業（景気回復によって解消できる失業）による分。労働不足失業者数は労働力人口に労働政策研究・研修機構が推計した需要不足失業率を乗じたもので、マイナスとなった場合はゼロとしている。

¹¹ 内閣府「月例経済報告等に関する関係閣僚会議資料」（2023年10月30日）では、労働力の増加余地を2023年4-6月期で約530万人と試算している（内閣府『地域の経済2023』（2023年12月27日）では同年7-9月期で546万人と試算）。これには、①仕事時間の増加を希望しており、実際に増やせる就業者、②完全失業者、③不本意非労のうちすぐに就業可能な者、の3つが含まれている。本稿の「余剰労働力」は、構造的失業者や労働時間を延ばせる就業者を計上していない点と、不本意非労を全て計上している点が内閣府と異なり、労働市場の構造的なミスマッチを所与とした労働者数の増加余地を表している。

¹² 詳しくは、田村統久「[縮小する労働供給の増加余地](#)」（2024年3月18日、大和総研レポート）を参照。

女性の就業継続の進展により、生産年齢人口の減少が続く中でも就業者数は増加した。就業者数の変化を2003年との差で見ると、若年層や無配偶女性（25歳以上）にも増して、有配偶女性（25歳以上）の就業率上昇の寄与が顕著だ（**図表6中央**）。有配偶女性を中心とした就業率の上昇は、人口減少の影響を相殺するほどの効果をもたらしたといえる。

図表6：「余剰労働力」の推移（左）、就業者数の推移と要因分解（中央）、シナリオ別に見た就業者数の先行き（右）



(注1) 左図は四半期データの後方4四半期移動平均。「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（不本意非労）から就業者数を引いたもの。需要不足失業者は、労働力人口に労働政策研究・研修機構が推計した需要不足失業率を乗じたもので、マイナスとなった場合はゼロとしている。「潜在労働力人口」は日本銀行（2017）の定義に基づく。

(注2) 中央図は就業者数の変化を15歳以上人口要因と、属性別の就業率要因に分解。右図の就業者数の先行きは、国立社会保障・人口問題研究所による将来推計（出生中位（死亡中位））に基づく将来人口に、シナリオ別の就業率（性・年齢階級別に設定）を乗じて算出。「余剰就労シナリオ」の就業率は、2023年における就業者数と余剰労働力（＝不本意非労）の合計の人口比。「余剰＋女性就労シナリオ」の就業率は、男性側は「余剰就労シナリオ」と同じで、女性側は男性の就業率に対して、スウェーデン（2022年）における就業率の男女間格差分（女性－男性）を加算して算出。ただし、計算の結果「余剰就労シナリオ」を下回った年齢階級では「余剰就労シナリオ」の値を利用。

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

だが、いずれは人口減少の影響が相対的に大きくなることで、就業者数は減少基調に転じるとみられる。余剰労働力が全て就業することで、2023年の性・年齢階級別の就業率が5年後に**図表6左**で示した潜在労働力人口の人口比まで上昇すると想定し、就業者数の先行きを試算したのが**図表6右**の「余剰就労シナリオ」である¹³。これによると、余剰労働力（需要不足労働者がゼロのため不本意非労に相当）が就業することで就業者数は短期的には増加するものの、10年後には人口減少の影響が強まる中で2023年の水準を下回るようになる。

¹³ なお、不本意非労の中には就業希望を持ちながら、健康上の理由などのために労働参加していない者が含まれており、余剰労働力（2023年で約230万人）全てが実際に就業するとは限らない。他方、余剰労働力は労働市場の構造的なミスマッチを所与としているが、今後そうしたミスマッチが改善する中で就業者数が増加する可能性もある（2023年の構造的失業者は約200万人）。こうした影響を加味しても人口減少の影響が大きいとみられることから、ここでは便宜的に、余剰労働力全ての就業を想定した。

他方で女性就労が「余剰就労シナリオ」よりも進展し、今後5年をかけて、女性が働きやすい国の代表格であるスウェーデン並みまで男女間の就業間格差が縮小することを想定したのが「余剰+女性就労シナリオ」である。最大限とみられる女性就労の進展を想定したこのシナリオでは、2028年の就業者数は「余剰就労シナリオ」から300万人超上振れする。それでも15年後には2023年の水準を維持できなくなる見込みだ。

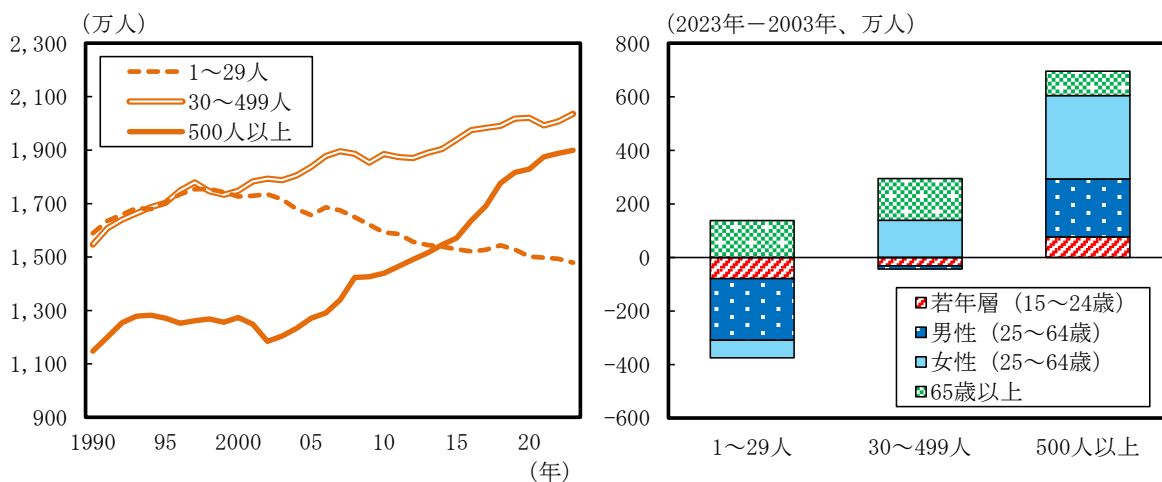
人手不足は賃上げなどを促す半面、とりわけ中小企業にとっては逆風に

人手不足は、賃上げ圧力を高めて基調的なインフレ率の上昇や省力化投資の拡大を促すなど、現在の日本経済にとっては好材料といえる。その半面、とりわけ大企業との人材獲得競争で劣勢に立たされやすい中小・零細企業にとっては人手不足が逆風となりやすい。

雇用者数の長期推移を従業者規模別に見ると（**図表7左**）、500人以上の企業では2003年から2023年までの20年間で700万人程度（60%近く）増加し、30～499人の企業では同250万人程度（15%近く）増加した。対照的に、1～29人の企業では同240万人程度（15%近く）減少した。500人以上の企業での雇用者数の増加幅はそれ以外の企業の変化幅の合計を大きく上回る。労働市場に新たに参入した人を含め、より規模の大きい企業への雇用の集積が進んでおり、その傾向は2010年代半ばから加速しているようだ。

さらに、過去20年間の雇用者数の変化要因を年齢階級・性別に整理した**図表7右**を見ると、企業規模が大きい企業ほど、若年層、男性（25～64歳）、女性（25～64歳）の雇用者数の増加幅が大きい（または減少幅が小さい）。500人以上の企業では全ての層で雇用者数が増加し、とりわけ女性（25～64歳）の増加幅が大きい。背景には、賃金水準の高さだけでなく、仕事と家事・育児を両立しやすい就業環境などもあるとみられる。

図表7：従業者規模別に見た雇用者数の推移（左）と過去20年間の雇用者数の変化要因（右）



(注) 雇用者数は非農林業。

(出所) 総務省統計より大和総研作成

一方、1～29人の企業では65歳以上を除いて減少しており、男性（25～64歳）の減少が顕著だ。増加した65歳以上の大部分は短時間労働者が占めるとみられ、定年後の継続雇用などを通じた高齢者雇用の拡大によって若年・中壮年層の雇用減に対応してきたことが示唆される。

前掲図表6右で示したシナリオ別就業者数の将来試算の結果を踏まえると、30～499人の企業もいずれ1～29人の企業のような厳しい状況に直面する可能性がある。過去20年間の雇用者数の増加は女性（25～64歳）の寄与が大きかったが、余剰労働力の減少などを背景に、この傾向を中長期的に維持することは困難だからだ。

2024年春闘では大企業の積極的な賃上げ姿勢が目立った。人材獲得競争は今後も激化することが見込まれる中、労働市場での競争力を高めることは特に中小企業の事業継続性に結びつきやすくなる。投資の拡大による商品・サービスの高付加価値化で収益力を高めるとともに、賃上げを含む処遇改善や幅広い就業ニーズに対応した就業環境の整備などにおいて、大胆な取り組みが求められるだろう。

図表8：日本経済見通し＜第220回日本経済予測 改訂版（2024年3月11日）＞

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

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

(出所) 大和総研

米国経済 転換期を迎える金融政策

次回 FOMC で QT のペース減速、2024 年央に利下げへと転換する見込み

矢作 大祐
藤原 翼

[要約]

- 足元までの経済指標を概観すると、個人消費や企業活動は冴えない結果となった一方、インフレ指標（CPI、PPI、輸入物価）に関しては、いずれも市場予想を上回り、インフレ率の高止まりリスクを意識させる結果となった。これらを金融政策に紐づけると、冴えない個人消費、企業活動に注目すれば、利下げを意識させる結果といえる一方、市場予想を上回ったインフレ指標に注目すれば、利下げが遠のくような結果といえる。
- 3月19日・20日のFOMCで公表されたドットチャートによると、2024年末時点のFF金利は4.6%（2024年内合計0.75%ptの利下げ）と、2023年12月時点の予想のままで据え置かれた。3月のFOMC前は、市場では利下げの後ずれが意識されていたが、2024年内の利下げ幅の見通しが据え置かれたことから、利下げ期待が再び高まった。
- 利下げのタイミングや利下げ幅に関しては、結局のところインフレ動向次第である。直近のインフレ指標が市場予想対比で上振れしたとはいえ、今後はFOMC参加者が予想するインフレ率の中央値を下回る伸びとなることが想定される。現時点では従来通り2024年央に利下げ開始がベースシナリオであり、利下げタイミングの後ずれはあくまでもリスクシナリオと考えるべきだろう。
- また、今回のFOMCでは量的引き締め（QT）のペースの減速に関しても、近い将来に実施することが示唆された。市場のショックを未然に防ぎ、QTを結果的に長く継続することを目的としている。次回（4月30日・5月1日）FOMCでのQTのペースの減速がベースシナリオとなるが、当面は市場の流動性が枯渇していないかを注意する必要がある。

次回 FOMC で QT のペース減速、2024 年央に利下げへと転換する見込み

足元までの米国経済指標を概観すると、相対的に冴えない結果となった。2月の雇用統計は雇用者数が市場予想を上回ったものの、失業率が予想以上に上昇（悪化）した。また、2月の小売売上高は前月比でプラスに転じたものの、伸び幅は市場予想を下回った。このほか、企業マインドに関しては、2月の ISM 景況感指数は製造業・非製造業ともに悪化した。企業の生産活動は、2月の鉱工業生産指数が市場予想を上回るも、過去分の下方修正を考慮すればその回復の足取りは重い。他方で、インフレ指標（CPI、PPI、輸入物価指数）に関しては、いずれも市場予想を上回り、インフレ高止まりリスクを意識させる結果となった。

これらを金融政策に紐づけると、冴えない個人消費、企業活動に注目すれば、利下げを意識させる結果といえる一方、市場予想を上回ったインフレ指標に注目すれば利下げが遠のくような結果といえる。FF 金利先物を基に市場の見立てを確認すると、3月19日・20日の FOMC の前日（3月18日）には、2024 年内合計 0.66%pt の利下げと、2023 年 12 月時点（以下、12 月時点）の FOMC 参加者の FF 金利見通し（ドットチャート、中央値）で示された 2024 年内合計 0.75%pt という利下げ幅を下回った（図表 1 左図）。市場は利下げの後ずれを意識していたようである。

こうした中、3月19日・20日の [FOMC で公表された最新のドットチャート](#) では、2024 年末時点の FF 金利は 4.6%（2024 年内合計 0.75%pt の利下げ）と、12 月時点の予想のまま据え置かれた。他方、2025 年（3.9%、12 月時点：3.6%）、（3.1%、12 月時点：2.9%）は上方修正され、利下げ幅は縮小するとの予想が示された。2025 年以降の利下げ幅が縮小したとはいえ、2024 年の利下げ幅は据え置かれた安心感から、3月 FOMC 後の FF 金利先物は 2024 年内に合計 0.78%pt の利下げと、ドットチャートの中央値である 0.75%pt という利下げ幅を上回った。

なお、ドットチャートの形状は、2024 年に関しては中央値よりも高い金利を予想する参加者が 12 月時点に比べて増えたことでタカ派的といえるが、2025 年、2026 年は中央値よりも低い金利を予想する参加者が多く、タカ派一色というわけでもない。インフレ率の減速ペースが見通しづらい中で、利下げのペースも不確実性が高いということが示されたといえる。利下げのタイミングや利下げ幅に関しては、結局のところインフレ動向次第である。パウエル FRB 議長が 3 月の FOMC 後の記者会見で、1-2 月のインフレ指標が市場予想対比で上振れしたことに關して問われた際に、インフレ率の減速はでこぼこ道（bumpy road）を進んでおり、インフレ目標は時間の経過とともに（over time）達成する、と繰り返した。短期的な変動は伴いつつも、インフレ率が減速傾向を示し続けているかが重要ということだろう。

つまり、PCE 価格指数、コア PCE 価格指数が FOMC 参加者の 2024 年末時点の予想中央値から想定されるペースであれば予想通りに利下げを進め、想定されるペースを上回るようであれば、FOMC 参加者はタカ派的なスタンスを強めることになる。2024 年のインフレ率の中央値を達成するペースとしては、PCE 価格指数は前月比+0.39%、コア PCE 価格指数は前月比+0.40%が目安となる。直近のインフレ指標が市場予想対比で上振れしたとはいえ、クリーブランド連銀が公表するインフレーション・ナウキャスト（3月19日時点）によれば、2月の PCE 価格指数（同+0.36%）、コア PCE 価格指数（同+0.30%）は目安を下回っている。現時点では従来通

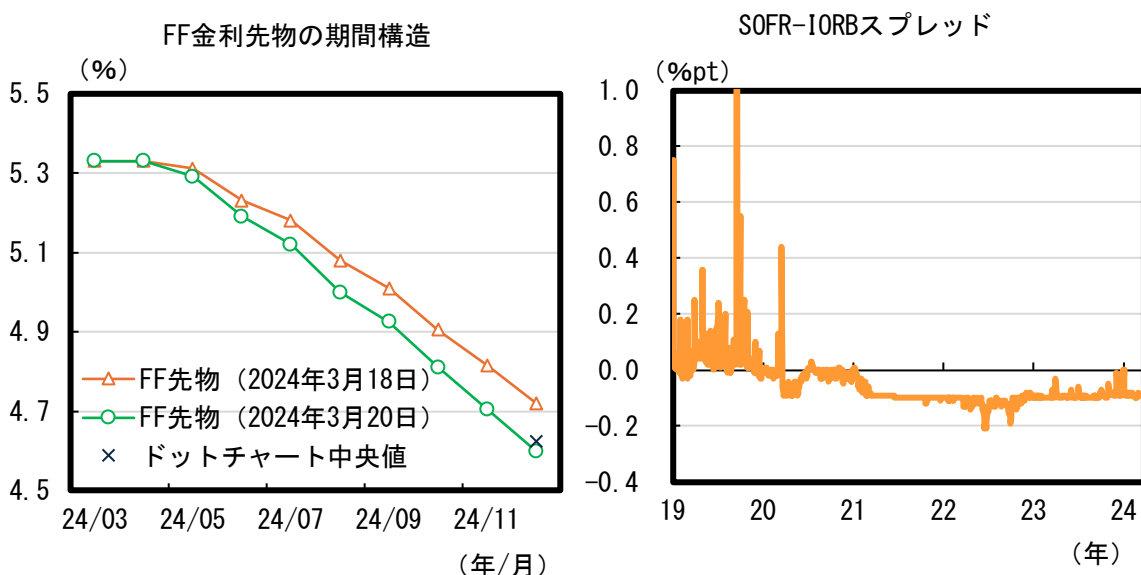
り 2024 年央に利下げ開始がベースシナリオであり、利下げタイミングの後ずれはあくまでもリスクシナリオと考えるべきだろう。

利下げに加え、もう一つの注目点は、量的引き締め (QT) のペースの減速である。前回の FOMC 後の記者会見で、今回の FOMC で QT に関する技術的な議論を行うことが示唆されていた。今回の記者会見の冒頭説明で、パウエル議長は、FOMC 参加者の一般的な認識として近い将来 (fairly soon) に QT のペースを減速させることが適当と述べた。近い将来という表現を用いたことを踏まえれば、QT のペースの減速に関しては、ベースシナリオとしては次回 (4 月 30 日・5 月 1 日) FOMC、遅くとも次々回 (6 月 11 日・12 日) の FOMC での実施が想定される。

QT のペースの減速をできる限り早いタイミングで実施しようとする背景として、パウエル議長は QT のペースが速すぎることによる市場のショックを未然に防ぎ、QT を結果的に長く継続できるということを説明している。こうした見解は、[ローガン・ダラス連銀総裁の認識](#)に沿ったものであり、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。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、2019 年のような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ということだろう。

なお、QT のペースの減速を判断する上で残された猶予期間は、市場の流動性が枯渇し、ショックが起きるまでといえる。[ローガン総裁は](#)、短期金融市場の効率性を示す短期市場金利 (ここでは、SOFR (担保付翌日物調達金利) を参考) -IORB (準備預金金利) スプレッドが大幅なプラス (流動性不足) でもマイナス (過剰流動性) でも適切でない指摘している (図表 1 右図)。現時点では、SOFR-IORB スプレッドがマイナスで推移しており、過剰流動性が存在していることを示唆しているが、今後流動性が引き締まり同スプレッドがプラス方向へと転じる場合には市場がストレスを感じ始めているという意味で注意を要しよう。

図表 1 FF 金利先物の基幹構造、SOFR-IORB スプレッド



(注) 右図の IORB は 2021 年 6 月まで IOER (超過準備預金金利)、2021 年 7 月以降は IORB (準備預金金利)。
(出所) CME、FRB、Haver Analytics より大和総研作成

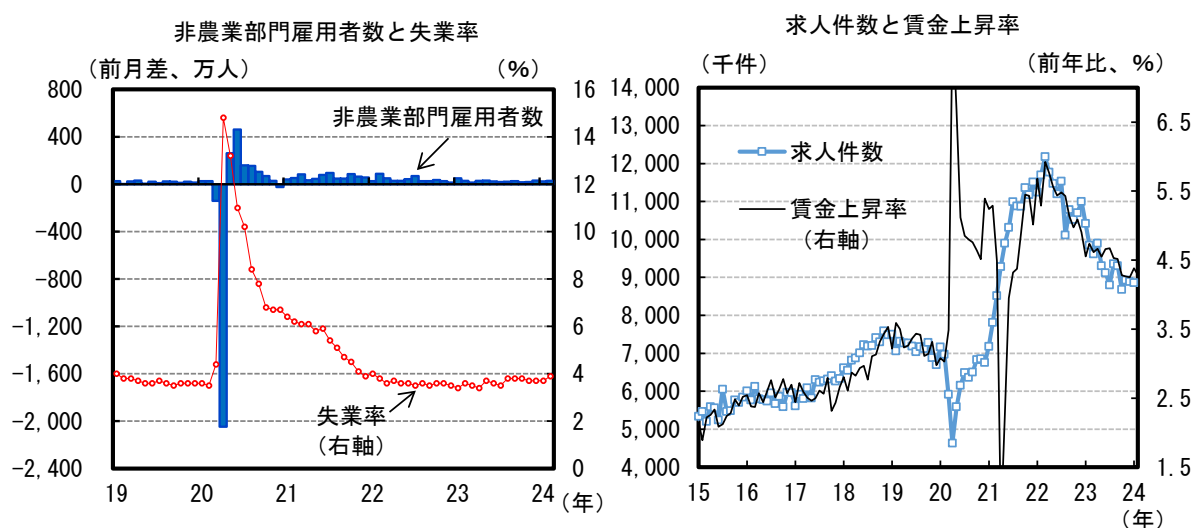
雇用統計はまちまちの結果

2024年2月の米雇用統計は、非農業部門雇用者数が前月差+27.5万人と市場予想(Bloomberg調査：同+19.8万人)を大幅に上回る結果となった。過去分について、2023年12月と2024年1月の合計で16.7万人分下方修正されたものの、3カ月連続で好不調の目安となる同+20万人を上回った。他方で、失業率については3.9%と前月から0.2%pt上昇し、市場予想(Bloomberg調査：3.7%)を上回る(悪い)結果となった。さらに失業者の内訳を確認すると、非自発的失業(同+18.8万人)が増加し、水準も321.6万人と2022年1月以来の高水準となった。このように2月の雇用統計の内容はまちまちといえる。ただし、失業率が上昇したとはいえ、4%前後とされる自然失業率を上回っていないことや、後述するように他の雇用指標も大幅に悪化していないことを踏まえれば、雇用環境は緩やかな悪化が継続しつつも、引き続き底堅さを維持しているといえる。

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(3月10日-3月16日)は21.0万件となった。新規失業保険申請件数の水準は、2023年9月以降週20万件から23万件的レンジで推移しており、足元でも顕著な増加は見られない。

続いて、労働需要に着目すると、2024年1月の求人件数は前月差▲2.6万件と2カ月連続で減少した。ただし直近の失業者数と比べて求人件数は1.4倍弱の水準であり、コロナ禍前の水準を依然として上回ったままである。タイトな労働需給を背景に根強い賃金上昇圧力が続くことで、インフレの減速を遅らせ得る点が懸念される。2月の雇用統計においては、民間部門の平均時給が前月比+0.1%と減速した。ただし、これは大幅な伸びとなった1月(同+0.5%)からの反動という側面もあるだろう。民間部門の平均時給を前年比ベースで見れば、2月は+4.3%であり、伸び率は昨年10月以降おおむね横ばいで推移している。既存従業員による待遇改善要求の動きも引き続き影響しているとみられる中、賃金上昇圧力を抑制するにはさらなる労働需給の緩和が必要と考えられる。

図表2 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

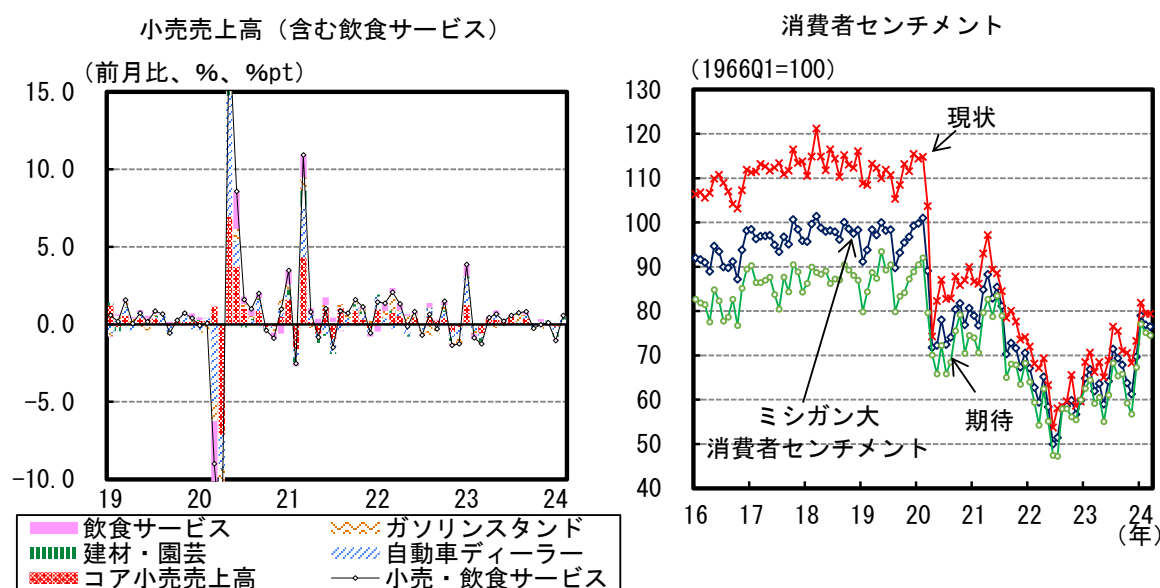
小売売上高は反発も冴えない結果、消費者マインドに大きな変化は見られず

個人消費の動向を確認すると、2024年2月の小売売上高(含む飲食サービス)は前月比+0.6%とプラスに転じたものの、市場予想(Bloomberg調査:同+0.8%)を下回った。さらに、1月の小売売上高の伸び率は▲0.3%pt 下方修正され、同▲1.1%となった。振れが大きい業種(自動車ディーラー、ガソリンスタンド、建材・園芸、飲食サービス)を除く、コア小売売上高についてはほぼ横ばいにとどまった。ヘッドラインはプラスに転じたものの、1月の大幅なマイナス分を取り戻すほどではなく、コア小売も反動増が見られず、総じてみれば冴えない結果といえる。ただし、2月まで継続した悪天候が小売売上高の回復を妨げた可能性もあることから、天候が回復し始めた3月以降も併せて確認する必要があるだろう。

2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(前月比+2.2%)、自動車・部品(同+1.6%)がプラスに転じ全体をけん引した。この他、家電(同+1.5%)が3カ月連続でプラスとなり、ガソリンスタンド(同+0.9%)もガソリン価格の上昇に伴い5カ月ぶりにプラスに転じた。他方で、家具(同▲1.1%)がマイナスに転じ、足を引っ張った。さらにヘルスケア製品(同▲0.3%)は3カ月連続、衣服・宝飾品(同▲0.5%)、無店舗販売(同▲0.1%)は2カ月連続でマイナスになった。また、レジャー・娯楽もほぼ横ばいにとどまった。

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3月(速報値)が前月差▲0.4ptと2カ月連続でマイナスとなり、水準は76.5になった。構成指数の内訳は、現状指数は横ばい、期待指数(同▲0.6pt)が小幅な悪化と、大きな変化は見られない。懸案である高インフレが着実に減速していけば、消費者マインドの改善に寄与するとみられる一方、直近のインフレ指標は、減速の足取りが鈍っている。インフレの高止まりを背景に引き締め的な金融環境が長引くならば、消費者マインドは回復しづらくなる。

図表3 小売売上高(含む飲食サービス)、消費者センチメント



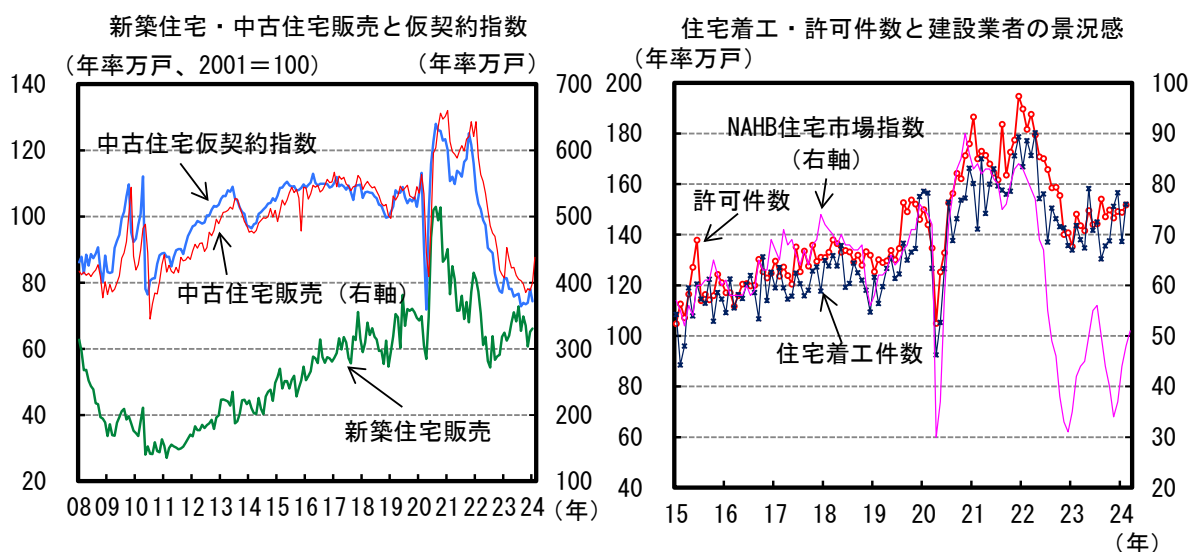
(出所) ロイター/ミシガン大、Census、Haver Analytics より大和総研作成

住宅販売、着工件数ともに増加

住宅需要に目を向けると、中古住宅販売（ condominium等含む）に関しては、2024年2月が前月比+9.5%と2カ月連続でプラスとなった。その背景として、住宅ローン金利が2023年後半につけたピークから緩やかに低下してきたことが挙げられる。ただし、中古住宅販売の先行指標である中古住宅仮契約指数は1月に同▲4.9%と3カ月ぶりにマイナスに転じた。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、かつそのペースは加速している。また、住宅ローン金利はピークアウトしたとはいえ、依然として金利水準が高いことなどを踏まえれば、直近の大幅な販売増が継続する見込みは立ちにくい。新築住宅販売（戸建）に関しては1月に同+1.5%と2カ月連続で増加した。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年下半期に伸び悩んだものの、中古住宅に比べれば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2月に前月比+10.7%と、大幅なマイナスになった1月から反発した。さらに、新築住宅着工の先行指標である建設許可も、2月は同+1.9%と増加に転じた。均してみれば、新築住宅着工は横ばいから緩やかな回復を続けている。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3月分は前月差+3ptと4カ月連続で回復した。NAHBは、在庫積み上げニーズの強さや住宅ローン金利のピークアウト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、足元では引き締め的な金融政策が継続していることを踏まえれば、住宅供給の回復は目先は緩やかなペースが続くとみられる。

図表4 新築住宅・中古住宅販売と仮契約指数、住宅着工・許可件数と建設業者の景況感



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

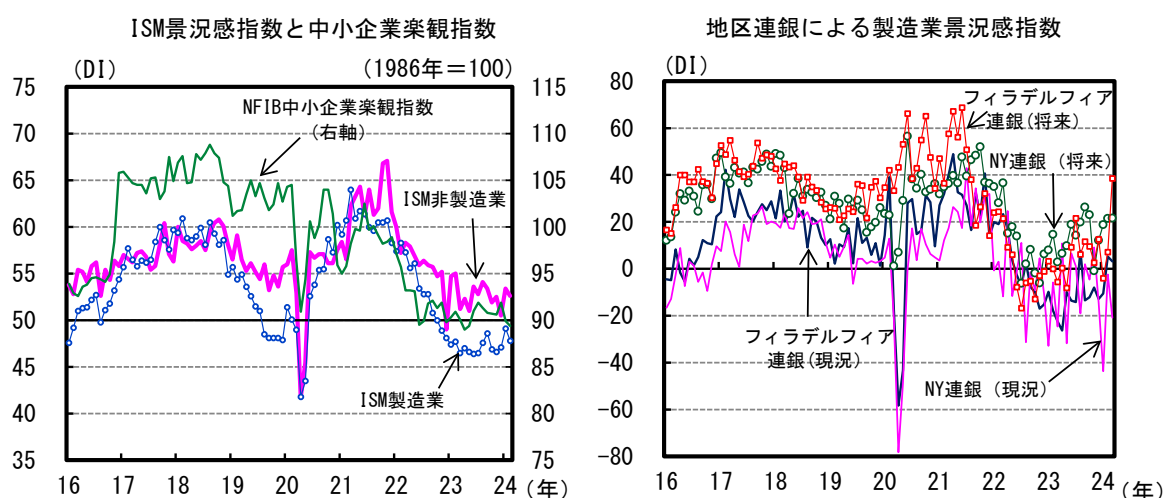
企業マインド指数は製造業・非製造業ともに再び低下

2024年2月のISM景況感指数は、製造業が前月差▲1.3%ptの47.8%と3カ月ぶりに悪化し、非製造業も同▲0.8%ptの52.6%と悪化した。構成項目を見ると、製造業に関しては、入荷遅延指数が改善した一方で、新規受注指数、生産指数、雇用指数、在庫指数が悪化した。非製造業に関しては、事業活動指数と新規受注指数は改善した一方で、入荷遅延指数、雇用指数が悪化した。続いて企業のコメントを見ると、製造業は指数の弱さに反して需要面の安定や回復を指摘するコメントが比較的多く見られた。他方で、供給面に関して、ISMはコメントで、原材料のサプライチェーンの問題によりサプライヤーが困難に直面している兆候があるとも指摘した。非製造業の企業コメントについては、ビジネス環境についてポジティブな見解が多いが、インフレや人手不足に対する懸念も引き続き散見された。

中小企業のマインドに関しては、2024年2月のNFIB（全米独立企業連盟）中小企業楽観指数は、前月差▲0.5ptと2カ月連続で悪化し、水準は89.4となった。内訳項目を見ると、在庫投資計画、事業拡張計画の項目の悪化幅が大きかった。NFIBは、中小企業は依然として物価高と金利上昇に向き合っているとコメントした。他方、NFIBは、中小企業は従業員の採用および引き留めが容易になりつつあり、労働需給も幾分緩和したとも指摘した。

以上をまとめれば、企業および公表元のコメントでポジティブな見解も見られるものの、製造業、非製造業、中小企業のいずれも指数が悪化した。2024年3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▲18.5pt）が大幅に悪化した一方、将来指数（同+0.1pt）は4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▲2.0pt）は3カ月ぶりに悪化した一方、将来指数（同+31.4pt）は2カ月連続で改善し、かつ大幅な上昇となった。足元のマインドは冴えないものの、先行きの期待が改善した点はポジティブといえる。ただし、インフレの高止まり傾向が見られる中、引き締め的な金融環境が目先は継続すると想定すれば、企業のマインド改善は緩やかなものになるとみられる。

図表5 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

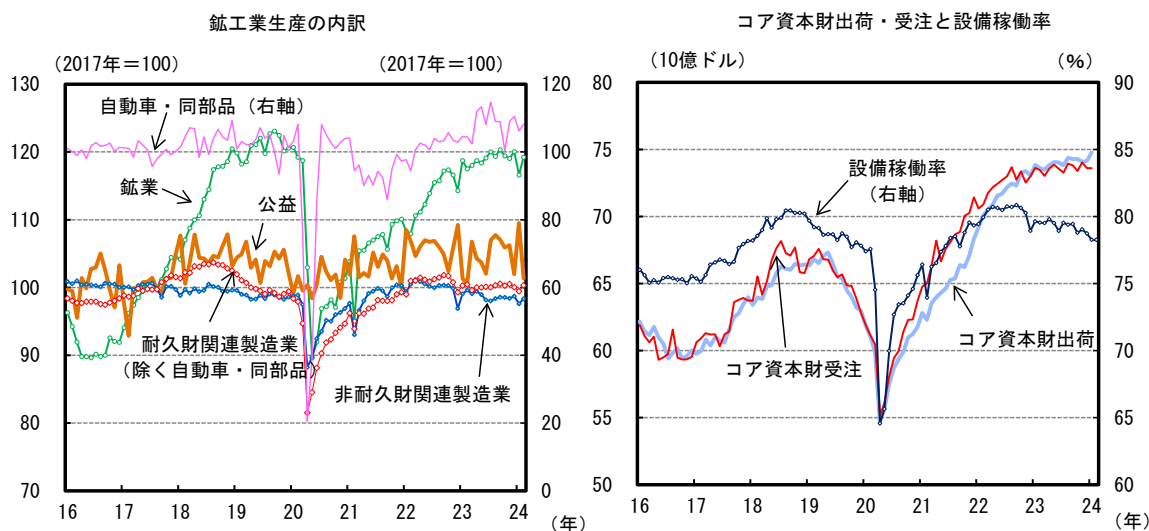
鉱工業生産はプラスに転じるも過去分が下方修正

企業の実体面に関して、2024年2月の鉱工業生産指数は前月比+0.1%と3カ月ぶりに上昇し、市場予想（Bloomberg調査：同+0.0%）を上回った。ただし2023年12月分が▲0.3%pt、2024年1月分が▲0.4%pt下方修正されており、3カ月平均で見れば同▲0.2%と5カ月連続のマイナスになった。2月の鉱工業生産指数の内訳を見ると、1月に悪天候の影響で下落した製造業（同+0.8%）、鉱業（同+2.2%）がプラスに転じた一方で、公益（同▲7.5%）は、暖房需要の増加の影響を受けて上昇した1月からの反動でマイナスに転じた。

製造業の内訳を見ると、耐久財（前月比+1.0%）が3カ月ぶりにプラスに転じ、非耐久財（同+0.7%）もプラスに転じた。耐久財に関しては自動車・同部品（同+1.8%）、機械（同+1.7%）がけん引役となった。この他、木製品（同+2.4%）や、スポーツ用品等を含むその他耐久財（同+2.3%）の伸び幅が大きい。ただし、非金属鉱物（同▲0.2%）、一次金属（同▲0.2%）が2カ月連続でマイナスとなった。非耐久財に関しては、化学（同+1.6%）がけん引役となり、印刷（同+1.5%）、紙（同+1.1%）の伸び幅も大きい。他方で、石油・石炭製品（同▲0.4%）が2カ月連続、衣服・革製品（同▲0.3%）が4カ月連続でマイナスとなった。

設備投資関連の指標について、機械投資の一致指標であるコア資本財出荷は1月に前月比+0.9%と加速した。他方、先行指標であるコア資本財受注についてはほぼ横ばいとなった。続いて、2024年2月の設備稼働率は前月から横ばいの78.3%となった。悪天候の影響で稼働率が大きく低下した1月からの回復の足取りは鈍い。設備稼働率は長期平均（1972-2023年：79.6%）を10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が再び悪化したことに加え、設備の稼働状況がひっ迫していないことや、引き締め的な金融環境が継続していることを踏まえれば、目先では生産活動や設備投資が大幅に活性化することは考えにくいだろう。

図表6 鉱工業生産の内訳、コア資本財出荷・受注と設備稼働率



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

経済見通し

足元までの経済指標を踏まえ、2024年の1-3月期に関しては、実質GDP成長率は前期比年率+1.7%と、2023年10-12月期に比べて減速すると見込む。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予想している。また、悪天候に加えて、金融引き締め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、各種インフレ指標も緩やかに減速していくと見込む。3月のFOMCで公表されたドットチャートにおいて、2024年内の利下げ幅の見通しは合計0.75%ptで据え置かれた。これを受け、2024年央に利下げへと転じるとの見立てを据え置く。利下げに伴う金融環境の幾分の緩和を受け、2024年後半からは実質GDP成長率は緩やかに回復していくと考えている。

もっとも、利下げ開始のタイミングやペースは、実際のインフレ指標の結果に左右される。直近のインフレ指標が市場予想対比で上振れしたとはいえ、今後はFOMC参加者が予想するインフレ率の中央値を下回る伸びとなることが想定される。インフレ率の高止まりに伴うFOMC参加者のタカ派化はリスクシナリオという位置付けではあるものの、当面はインフレ指標の結果に一喜一憂する状況が続くだろう。

図表7 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、%		
	前期比年率、%												前年比、%		
国内総生産 (前年同期比、%)	2.2	2.1	4.9	3.2	1.7	0.6	1.1	1.4	1.8	2.1	2.2	2.3	2.5	2.1	1.7
個人消費	3.8	0.8	3.1	3.0	2.3	1.1	1.3	1.6	1.8	2.0	2.1	2.2	2.2	2.0	1.8
設備投資	5.7	7.4	1.4	2.4	2.4	0.1	0.6	1.1	1.6	1.9	2.0	2.1	4.4	1.8	1.4
住宅投資	-5.3	-2.2	6.7	2.9	0.5	-0.1	0.5	1.1	1.6	1.9	2.3	2.6	-10.6	1.4	1.5
輸出	6.8	-9.3	5.4	6.4	1.6	1.1	1.4	1.7	1.9	2.1	2.3	2.5	2.7	2.1	1.9
輸入	1.3	-7.6	4.2	2.7	2.6	1.0	1.1	1.3	1.6	1.8	1.9	2.1	-1.6	1.6	1.5
政府支出	4.8	3.3	5.8	4.2	1.8	1.4	0.9	1.1	1.1	1.2	1.1	0.9	4.0	2.6	1.1
国内最終需要	3.8	2.0	3.5	3.1	2.2	0.9	1.2	1.4	1.6	1.9	1.9	2.0	2.2	2.1	1.6
民間最終需要	3.6	1.7	3.0	2.9	2.3	0.8	1.2	1.5	1.8	2.0	2.1	2.2	1.9	2.0	1.7
鉱工業生産	-0.3	0.8	1.6	-1.8	-1.9	0.3	0.9	1.2	1.6	1.8	2.0	2.1	0.2	-0.3	1.5
消費者物価指数	3.8	3.0	3.4	2.7	3.6	2.2	2.7	2.4	2.4	2.2	2.1	2.5	4.1	2.9	2.4
失業率(%)	3.5	3.6	3.7	3.8	3.8	4.1	4.2	4.2	4.1	3.9	3.8	3.7	3.6	4.1	3.9
貿易収支(10億ドル)	-200	-202	-186	-192	-202	-202	-201	-201	-201	-200	-200	-200	-780	-806	-801
経常収支(10億ドル)	-213	-215	-196	-195	-204	-204	-202	-201	-200	-199	-199	-198	-819	-811	-796
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	4.47	4.46	4.31	4.16	4.01	3.86	3.71	3.56	4.58	4.35	3.79
10年債利回り(%)	3.65	3.59	4.15	4.44	4.14	4.10	4.01	3.92	3.83	3.74	3.65	3.56	3.96	4.04	3.70

(注1) 網掛けは予想値。2024年3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 利下げ開始に向け前進

ECB は議論の開始を明言、6 月利下げ開始が基本シナリオ

橋本 政彦

[要約]

- 3月7日に行われた ECB 理事会では、4 会合連続となる政策金利の据え置きが決定された。ラガルド総裁は、3 月理事会では「利下げの議論はされなかった」としつつ、「引き締めのスタンスを巻き戻すことを議論し始めた」と明言し、利下げ開始に向けた準備を始めたことを明らかにした。
- ECB が注目する賃金、利益に関して、ラガルド総裁は「4 月にはもう少し (a little more)、6 月にはかなりの多く (a lot more) のことを知るだろう」と発言している。こうした発言を素直に受け取れば、4 月会合以降に公表される賃金関連の統計を見極めた後、6 月会合での利下げの開始が基本シナリオになろう。5 月に公表が予定される、2024 年 1-3 月期の妥結賃金が利下げ開始を判断する上での最終関門になるとみられる。
- 英国では、スナク政権が 3 月 6 日に、家計・企業向け支援策、公共サービスへの支出拡大を含む 2024 年度 (2024 年 4 月 6 日～2025 年 4 月 5 日) 予算を公表した。OBR (予算責任局) が公表した経済・財政見通しによれば、この財政措置によって、2024 年度の実質 GDP 水準は 0.27%pt 押し上げられると試算されている。
- 金融政策面でも BOE の利下げへの転換に対する期待が徐々に高まりつつある。3 月の金融政策委員会でペイリー総裁は「まだ金利を下げられる段階にはないが、状況は正しい方向に向かっている」とコメントし、利下げ開始に向け前進していることを示唆した。ただし、金融政策の変更の正当化に必要なインフレ沈静化の証拠の範囲に関して、メンバー内で意見が割れており、コンセンサスが得られるにはまだ時間が掛かる可能性がある。

ユーロ圏経済

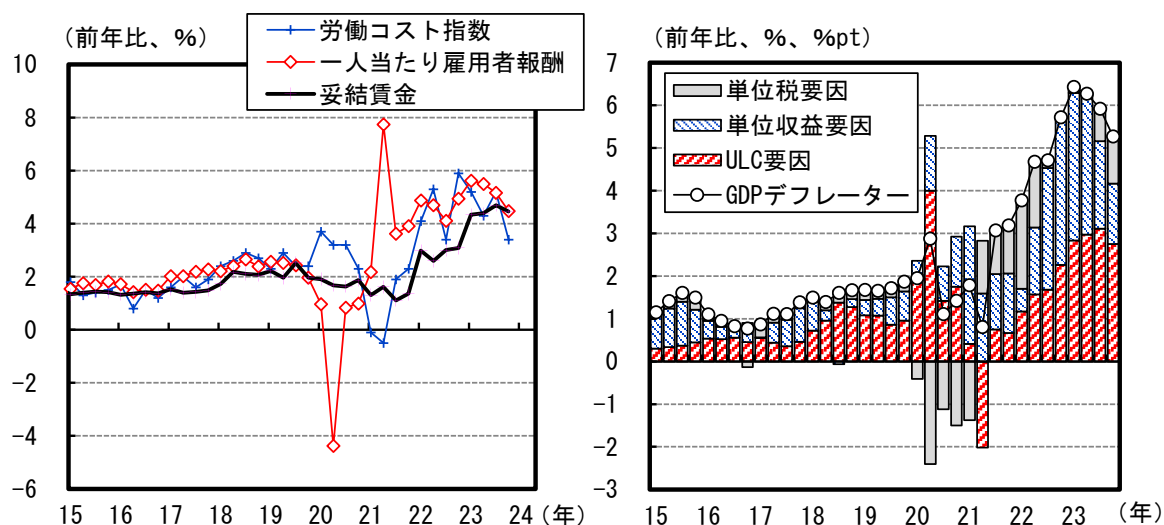
ECB は利下げ開始に向けた議論を開始、6月まではデータを見極め

ECBは3月7日に行われた理事会で4会合連続となる政策金利の据え置きを決定した。3月の理事会での政策金利の据え置きはほぼ確実視されていたことから、サプライズのない結果となった。公表された声明文のフォワードガイダンスは前回理事会のものからほぼ変更されず、金利水準が適切な期間維持することがインフレ目標達成に貢献すること、また、先行きについてはデータ次第の政策運営を続けていくとされ、従来同様のスタンスが維持された。

だが、ラガルド総裁は声明文公表後の会見で、3月理事会では「利下げの議論はされなかった」としつつ、「引き締め的なスタンスを巻き戻すことを議論し始めた」と明言し、利下げ開始に向けた準備を始めたことを明らかにした。また、インフレ動向に関しては、引き続き域内インフレの高止まりが懸念材料であることを強調したが、その動向を占う上でECBが注目している賃金、企業利益に関して、「4月にはもう少し (a little more)、6月にはかなりの多く (a lot more) のことを知るだろう」と発言している。こうした発言を素直に受け取れば、4月会合以降に公表される賃金関連の統計を見極めた後、6月会合での利下げの開始が基本シナリオになると考えられる。

ラガルド総裁が「もう少し」と表現した、3月のECB理事会以降に公表された賃金関連統計を確認すると、2023年10-12月期のユーロ圏の一人当たり雇用者報酬は前年比+4.5%と3四半期連続で上昇幅が縮小した。また、労働コスト指数（時間あたり報酬）は同+3.4%と、前期の同+5.2%から大幅に鈍化した。2月の時点で公表されていた10-12月期の妥結賃金でも既に賃金上昇率のピークアウトが確認されていたが、これをサポートし、賃金上昇圧力の緩和を確認させる結果であったといえる。

図表1 ユーロ圏の各種賃金統計（左）、GDPデフレーターの変動要因分解（右）



(出所) Eurostat、ECB より大和総研作成

企業収益関連では、10-12 月期の GDP 統計ベースの企業収益（営業余剰）は前年比+3.4%と増加を維持しつつも、増加幅は4 四半期連続で縮小し、コロナ禍で減少が続いていた2020年10-12 月期以来の低い伸びにとどまった。単位収益、およびユニットレーバークスト（ULC）がいずれも上昇幅を縮小したことで、消費者物価指数（HICP）と同様に ECB が重視する10-12 月期の GDP デフレーターは同+5.3%と3 四半期連続で上昇幅が縮小している。

ただし、これらの統計はいずれも2023年10-12 月期時点のものであり、賃金、域内インフレの上昇圧力の緩和を補強する材料とはなるものの、利下げ開始を判断する材料としては心許ない。ECB が従前指摘するように、賃金交渉の結果は毎年1-3 月期に反映される傾向が強い。ラガルド総裁が6 月までに「かなり多くのこと」と表現したのは、単なるデータの数のみならず、その質も踏まえた発言と考えられる。その意味では5 月に公表が予定される、2024年1-3 月期の妥結賃金が利下げ開始を判断する上での最終関門になるとみられる。

2023 年末から2024 年初にかけては一時4 月理事会での利下げ開始を強く織り込んでいた金融市場でも、3 月理事会を経て、4 月理事会での利下げ開始観測は後退している。4 月11 日に開催される次回の理事会までの重要指標としては、4 月3 日に公表される3 月 HICP 速報があるが、これが極端に下振れするようなことがない限り、4 月の理事会での利下げの可能性は低いだろう。4 月理事会では、6 月利下げに向けた地ならしが行われるか、また、利下げ開始の最終判断に際して求められる賃金の減速度合への言及が注目点となる。

景況感指数は改善足踏み

足元までの経済動向を確認していくと、ユーロ圏経済は最悪期を脱したとみられるものの、引き続き力強さを欠く状況が続いている。2 月の景況感指数（総合、欧州委員会発表）は、前月差▲0.7pt と2 ヶ月連続で低下した。指数の水準は95.4 と、GDP がマイナス成長となった2023年10-12 月期平均（94.8）、7-9 月期平均（94.2）を幾分上回っており¹、1-3 月期のプラス成長転換を期待させるものの、改善は足踏みしている。

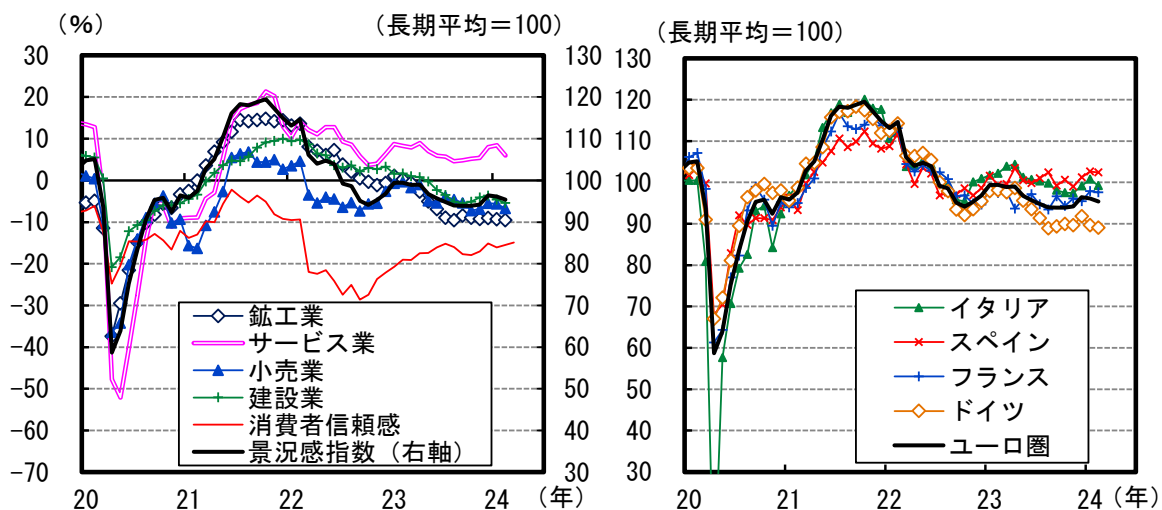
2 月の指数の内訳では、消費者信頼感指数が前月差+0.6pt と2 ヶ月ぶりに改善する一方、これ以外の企業関連の4 系列が前月から低下した。2023 年末にかけて全体の改善をけん引したサービス業が、相対的に高い水準を維持しつつも同▲2.4pt と大きく低下したことが特に全体を押し下げる要因となった。また、鉱工業（同▲0.2pt）、小売業（同▲1.1pt）、建設業（同▲0.8%）はいずれも2 ヶ月連続で低下している。

国別では、ドイツが前月差▲0.6pt、フランスが同▲0.3pt、イタリアが同▲1.6pt、スペインが同▲0.2pt と、主要国の景況感が軒並み悪化した。とりわけ停滞感が強いドイツの水準は89.0 と、直近のボトムである2023年8 月（88.9）に迫る水準まで低下しており、全体の足を引っ張

¹ 速報（1 月30 日公表）、および一次改定値（2 月14 日公表）でプラス成長だった2023年10-12 月期のユーロ圏の実質 GDP は、3 月8 日に公表された改定値で前期比▲0.0%（前期比年率▲0.2%）へと下方修正された。これによってユーロ圏の実質 GDP 成長率は2 四半期連続のマイナス成長となり、テクニカル・リセッションとなった。

る構図が続いている。ドイツにおいては、鉱工業の悪化に歯止めが掛からず、コロナ禍の影響があった2020年6月以来の低水準まで落ち込んでいる。また指数全体に占めるウェイトは低いものの、小売業もコロナ禍並み、建設業に関しては2010年以來の低さまで落ち込んでおり、ヘッドライン以上にマインドの低迷が深刻である。

図表2 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）



(注) 左図は消費者信頼感指数のみ2024年3月が最新値、それ以外は2024年2月が最新値。

(出所) 欧州委員会より大和総研作成

1月の鉱工業生産は反動で大幅減

企業部門のハードデータに関して、2024年1月の鉱工業生産指数は前月比▲3.2%と大幅に低下した。最大の要因は、前月に急増していたアイルランドが反動減によって同▲29.0%と大幅に落ち込んだことである。これによってユーロ圏全体の生産は▲3.0%pt程度押し下げられているとみられ、アイルランドの影響を除けば生産の低下に小幅にとどまる。もっとも、主要国に関して見ると、ドイツ（前月比+0.6%）、スペイン（同+0.9%）では増加したが、増加幅はいずれも前月の減少幅を下回り、フランス（同▲1.0%）、イタリア（同▲1.2%）は減少に転じた。アイルランド以外の国についても、決して好調というわけではない。

財別では、資本財が前月比▲14.5%と大幅に低下したことが全体を大きく下押ししたが、これは前月の大幅な増加（同+11.3%）からの反動とみられる。詳細は公表されていないが、上述のアイルランドの動きが影響した可能性が高く、均して見る必要がある。その他、耐久消費財（同▲1.2%）、非耐久消費財（同▲0.3%）の減少が押し下げ要因となった。他方、エネルギーは同+0.5%と4ヵ月連続で上昇し、中間財は同+2.6%と6ヵ月ぶりの増加に転じている。

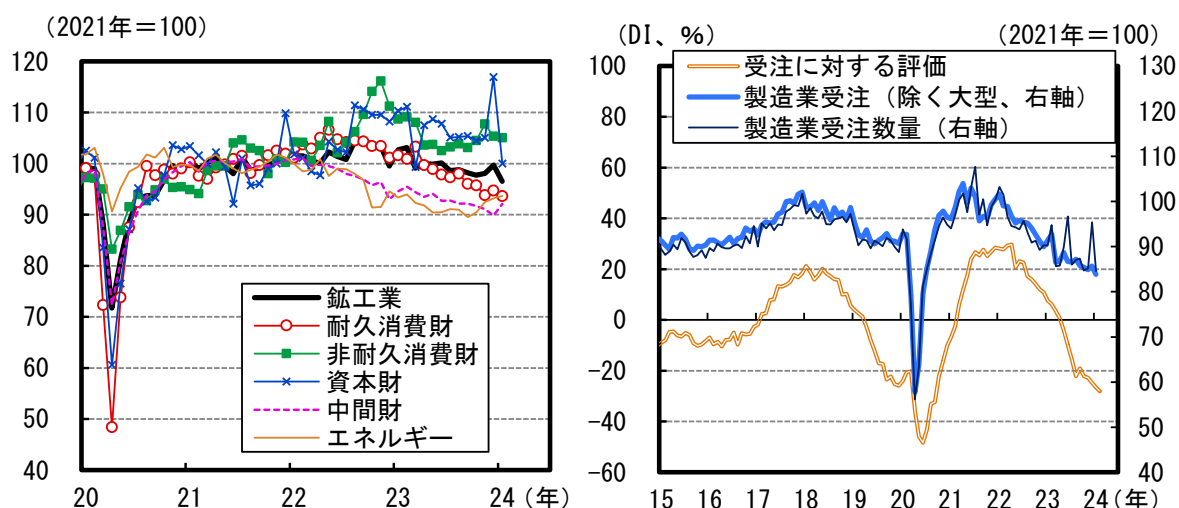
なお、企業サーベイなどでは、紅海でのフーシ派を巡る問題に端を発したサプライチェーンの混乱を懸念するコメントも散見されており、これが生産の下押し要因となった可能性がある。自動車メーカー、テスラのベルリン工場が部材不足を理由に1月29日から2週間、操業を停止

していたことなどに鑑みれば、供給制約は2月も生産の下押し要因となる可能性が高い。

需要動向に関して受注統計から確認すると、1月のドイツの製造業受注数量は前月比▲11.3%と大幅に減少した。前月に航空機等の大型受注によって大幅に増加したことからの反動が影響した。ただし、大型受注を除く受注数量を見ても、海外向けの減少を主因に同▲2.1%と減少している。大型受注を除く受注数量の水準は、コロナ禍からの持ち直し途上にあった2020年6月以来の低さまで落ち込んでおり、需要はなおも減少トレンドが続いている。

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、ドイツは2月もさらに前月から低下し、低下に歯止めが掛からない。ユーロ圏全体では前月から横ばいと、ドイツに比べれば状況は幾分よいものの、未だ反転の兆しは見られていない。同サーベイにおける企業の在庫判断は2023年夏場をボトムに持ち直しが見られており、在庫調整の進展が見られることは好材料だが、受注の減少が続いていることに鑑みれば、鉱工業生産の持ち直しにはまだ時間が掛かる公算が大きい。

図表3 ユーロ圏の鉱工業生産と財別内訳（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

1月小売売上高は横ばい圏、サービス消費の正常化は一段落

家計部門の動向に目を向けると、ユーロ圏の1月の実質小売売上高は前月比+0.1%と2ヵ月ぶりの増加に転じた。ただし、前月の減少幅(▲0.6%)に比べて1月の増加幅は小さく、小売売上高は引き続き一進一退で推移している。

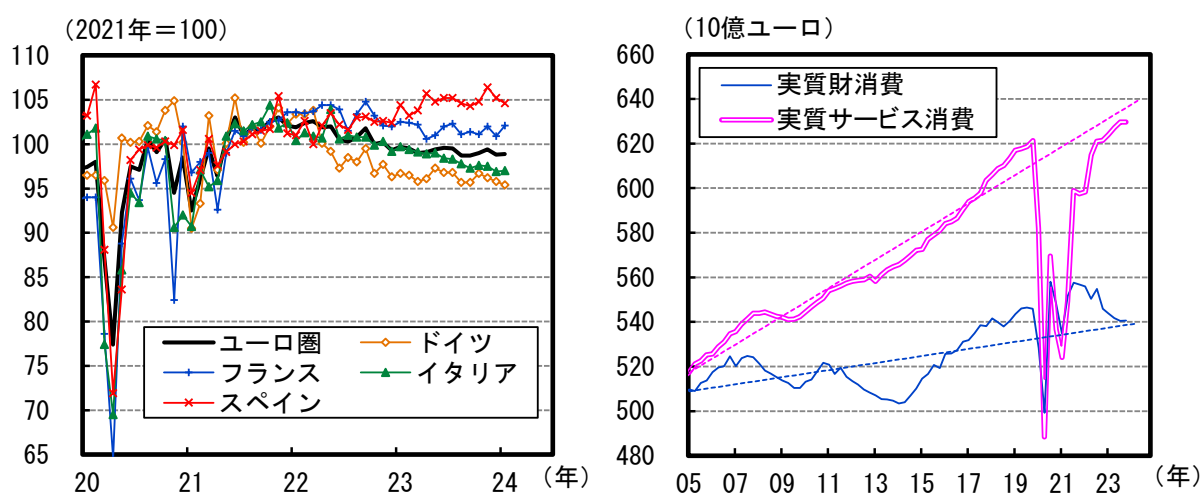
1月分の内訳を見ると、非食品(除く燃料)が前月比▲0.2%と2ヵ月連続で減少したものの、自動車燃料が同+1.7%と5ヵ月連続で増加したことに加え、食品・飲料・たばこは同+1.0%と4ヵ月ぶりの増加に転じ、増加幅は2023年1月以来の大きさとなった。国別では、フランスが同+1.2%と大きく増加したことが全体の押し上げに寄与している。イタリアは同+0.1%と3ヵ月ぶりの増加に転じたものの増加幅は限定的であり、ドイツは同▲0.4%と3ヵ月連続で減少、

スペインは同▲0.6%と2ヵ月連続で減少した。

ただし、個人消費を取り巻く環境は着実に改善している。既述のように名目賃金の上昇率はピークアウトしつつも、それ以上に速いペースでインフレ率が低下したことで実質賃金はようやく増加に転じた。今後は名目賃金の上昇率がさらに縮小することで、実質賃金の上昇ペースは鈍化する可能性が高いものの、労働需給のひっ迫を背景とした雇用者数の増加もあり、マクロベースの所得は増加が続くと見込まれる。また、こうした雇用・所得環境の改善は消費者マインドの押し上げにも寄与することになる。実際、3月の消費者信頼感指数（速報値）は前月差+0.6ptと2ヵ月連続で改善し、2022年2月以来の高さとなった。個人消費の足取りはなおも重い、先行きに関して悲観的になる必要はないと思われる。

また、ここに来て個人消費の内訳についても変化が見られている点にも注目すべきである。3月に入って需要項目別の内訳が明らかになった10-12月期のGDP統計によれば、10-12月期の財・サービス別の個人消費（内訳が公表される12ヵ国の集計値）は、財消費、サービス消費ともに前期から横ばいとなった。これまで個人消費全体をけん引してきたサービス消費の伸びが鈍化する一方で、財消費については5四半期ぶりに減少に歯止めが掛かる形となっている。コロナ禍によって大きく落ち込んだサービス消費の正常化の動きは一段落しつつあるとみられ、サービス消費の増加に伴う財消費の抑制傾向は徐々に和らぐ可能性が高まっている。財消費の回復が明確なものとなれば、足元まで停滞が続く製造業の持ち直しにも寄与することになる。欧州経済は個人消費の持ち直しを起点に、年後半にかけて成長が加速していくという見方に変更はない。

図表4 ユーロ圏主要国の実質小売売上高（左）、実質個人消費の財・サービス別内訳（右）



(注) 右図は財・サービス別個人消費が公表されている12ヵ国（ドイツ、エストニア、アイルランド、フランス、イタリア、キプロス、ラトビア、ルクセンブルク、マルタ、オランダ、オーストリア、スロバキア）の集計値。破線は2005～2019年のトレンド。

(出所) Eurostat より大和総研作成

英国経済

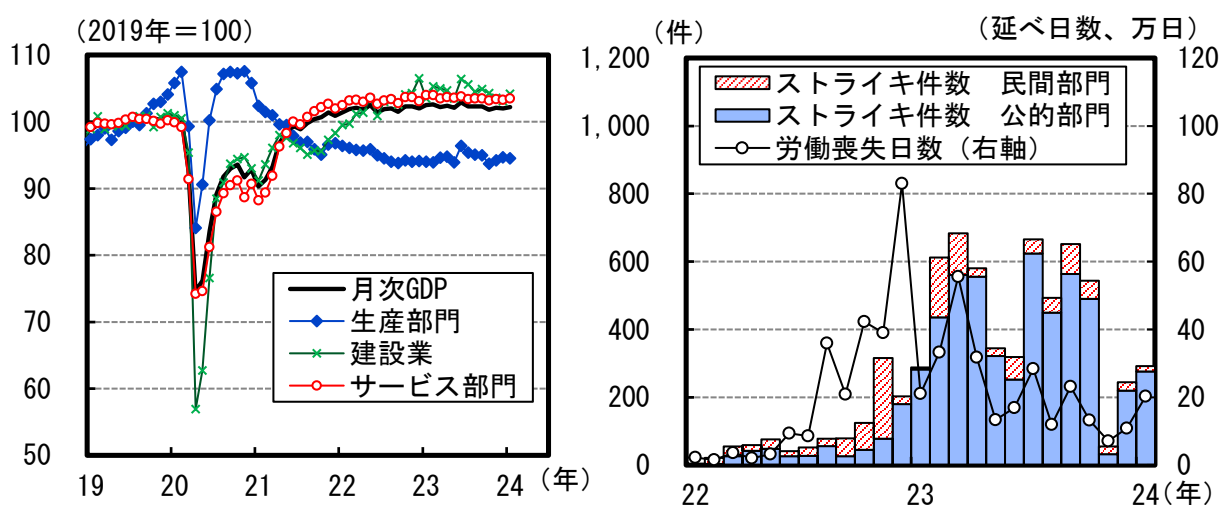
1月の月次 GDP は2ヵ月ぶりに増加

英国の2024年1月の月次GDPは前月比+0.2%と2ヵ月ぶりの増加に転じた。依然として横ばい圏の域を出ないが、1月のGDPの水準は10-12月平均を0.2%上回っており、2月、3月がそれぞれ前月比▲0.2%の減少であれば四半期ベースでもプラス成長が可能となる。英国経済は2023年後半にテクニカル・リセッションに陥ったものの、マイナス幅はごく小さく、2024年1-3月期のプラス成長転換は射程圏内にある。

1月の業種別の動きを見ると、製造業が前月から横ばいとなる中、鉱業、水道業の減少によって生産部門の生産は前月比▲0.2%と3ヵ月ぶりの減少に転じた。他方、建設業が同+1.1%と4ヵ月ぶりの増加に転じたことに加えて、サービス業が同+0.2%と増加したことが全体を押し上げた。

サービス業の内訳では、卸売・小売業が同+1.9%と大きく増加した。ONS（英国国家統計局）によれば、卸売業の一部からは紅海での問題によるサプライチェーンへの悪影響が聞かれたと報告されたものの、小売業（除く自動車・二輪車）が前月の大幅減からの揺り戻しで同+3.4%と大幅に増加したことが押し上げに寄与した。なお、紅海での問題による影響は倉庫業からも報告されたものの、同業種を含む運輸・倉庫業の生産は同+0.2%と2ヵ月ぶりの増加に転じており、1月時点での悪影響は限定的にとどまっていた模様である。これ以外の業種では、娯楽サービスが同+1.0%と3ヵ月連続での増加を維持したほか、教育（同+0.7%）が4ヵ月ぶりの増加に転じた。また、保健・衛生については、若手医師などのストライキによる下押しがONSから指摘されたにもかかわらず、同+0.6%と2ヵ月ぶりの増加に転じている。

図表5 英国の月次GDP（左）、ストライキ発生件数と労働喪失日数（右）



(出所) ONS より大和総研作成

なお、英国経済にとっての悩みの種であるストライキの状況について確認すると、1月のストライキによる労働喪失日数は2ヵ月連続で増加し、20.3万日と2023年9月以来の高さとなっ

た。ピークの 2022 年後半から 2023 年前半と比べればその水準は低下しているものの、長期的に見ればなお高い水準にあり、引き続き経済活動を阻害する要因となっている。

政府は春季財政計画で追加財政措置を決定

英国経済の先行きを考える上での足元の大きな動きとして、スナク政権が 3 月 6 日に 2024 年度（2024 年 4 月 6 日～2025 年 4 月 5 日）予算を公表し、この中に減税をはじめとする家計・企業向け支援策、公共サービスへの支出拡大を盛り込まれたことが挙げられる。

政策の主な内容を具体的に見ていくと、家計向けの支援では、2024 年 1 月に引き下げられた国民保険料（NIC）率が 4 月 6 日から再度引き下げられる（被雇用者：10%→8%、個人事業主：8%→6%）ほか、児童手当の減額対象となる所得が引き上げられる。また、燃料税の凍結が 2025 年 3 月まで 12 ヶ月間延長され、酒税については 2025 年 2 月 1 日まで凍結されることが決定された。

企業向けでは、付加価値税の対象となる売上高の下限が引き上げられる。また、ライフサイエンス、自動車、航空分野における研究・開発に対する支援（3.6 億ポンド）や、グリーン産業に対する追加支援（1.2 億ポンド）などが盛り込まれた。公共サービス関連では、NHS（National Health Service）向け 34 億ポンドの支出を含む、総額 42 億ポンドの公的部門の生産性改善のための支出が計画されている。

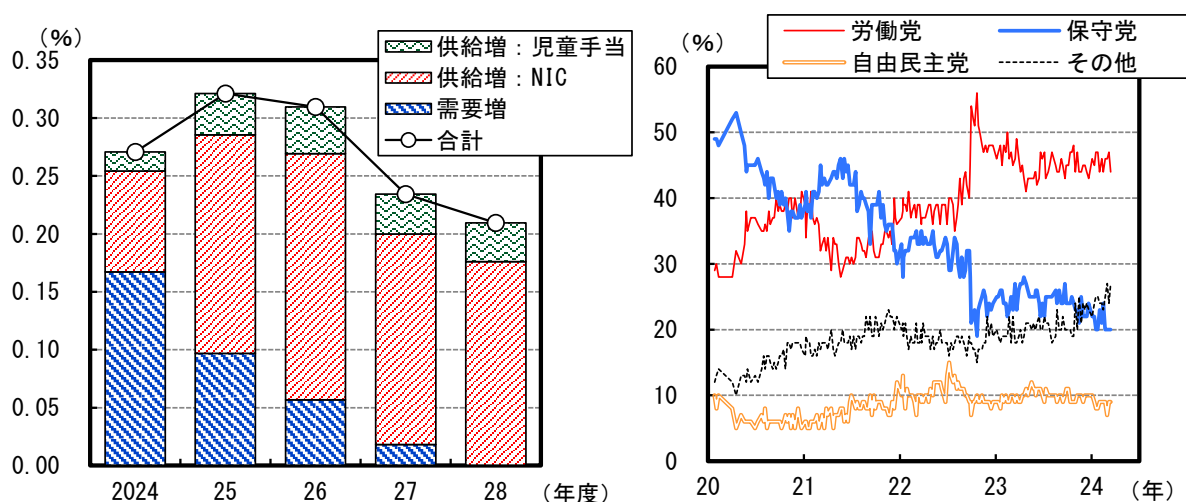
財政計画に合わせて OBR(予算責任局)が公表した経済・財政見通しによれば、今回の措置によって政府の借入は 2024 年度に 139 億ポンド増加すると見込まれる（景気浮揚による増収分などの間接効果を含めれば 127 億ポンド）。そして、その大半（102 億ポンド）は NIC 率の引き下げによるものであることを踏まえれば、今回の措置によって最も期待されるのは、家計の可処分所得増加による個人所得を押し上げと考えられる。OBR によれば、そうした需要面の押し上げに加えて、NIC 率引き下げ、児童手当の拡充によって労働供給が増加することで、2024 年度の実質 GDP 水準は 0.27%pt 押し上げられると試算されている。こうした効果を踏まえ、OBR による 2024 年の実質 GDP 成長率の見通しは前年比+0.8%と、2023 年 11 月に公表された前回見通しの+0.7%から小幅に上方修正された。

だが、今回の政府による措置に関して、英国国民からの反応は必ずしも良くない。NIC 率の引き下げを歓迎する声が聞かれる一方、公共サービス、とりわけ NHS の人手不足に対する英国国民の不満は強く、今回盛り込まれた支援策では不十分との見方が多いようである。実際、政党支持率を見ても、今回の財政措置が保守党の支持率を押し上げる様子は全く見られない。財政計画の公表直後は、政策の実施に合わせて、地方選挙が予定される 5 月 2 日にも総選挙が行われるとの観測が一時的に強まったが、スナク首相はこれを明確に否定した。スナク首相は以前から 2024 年後半の選挙実施を明言しており、秋頃、米国大統領選挙を避けた 10 月頃に実施されるとの見方が優勢となっている。その頃になれば、インフレ率の一層の低下が進んでいる可能性が高く、インフレの沈静化を成果として有権者に訴える狙いがあるとみられる。もっとも、保守党の支

持率低下の背景には、高インフレのみならず長期政権に対する失望があるとみられ、支持率の大幅な開きを見る限り、次回の総選挙で政権交代という基本シナリオは変わりそうにない。

一方、今回の予算において保守党は、減税、歳出拡大の財源として、非居住者に対する課税強化、エネルギー企業の超過利潤に対する賦課金の延長を盛り込んだことには留意が必要である。これは従来、労働党が公約として掲げてきたものである。労働党はこれ以外にも私立学校の学費に対する VAT 賦課も公約としているが、生活費高騰に対する配慮から、増税による財源の確保については総じて消極的な方針を示している。仮に次回選挙で労働党への政権交代が起こったとしても財政拡大の余地は限られることになり、財政を活用した政策運営は難しくなったといえる。

図表 6 財政措置による GDP の押し上げ（左）、英国の政党支持率（右）



(出所) OBR、YouGov より大和総研作成

インフレ率は鈍化し、BOE も利下げに向け前進

政策による景気サポートという意味においては、金融政策面でも BOE の利下げへの転換に対する期待が徐々に高まりつつある。

足元のインフレ率の動向を確認すると、英国の2月のCPIは前年比+3.4%と3ヵ月ぶりに上昇幅が縮小し、上昇幅は2021年9月以来の小ささとなった。また市場予想(Bloomberg調査: +3.5%)対比でもわずかながら下振れしており、高インフレに悩む英国経済にとってポジティブな結果となった。

2月のCPIの内訳を見ると、エネルギーによる押し下げが縮小する一方、飲食料品・たばこ(前年比+6.7%)が10ヵ月連続で上昇幅が縮小し、コアCPIも同+4.5%と2022年1月以来の小ささまで上昇幅が縮小した。コアCPIを財・サービスに分けると、コア財(非エネルギー工業製品)価格は9ヵ月連続で上昇幅が縮小し、同+1.9%と2021年4月以来の低い伸びとなった。家具類や家電、自動車などの耐久財の価格は前年割れとなっており、金利上昇が需要、およびイ

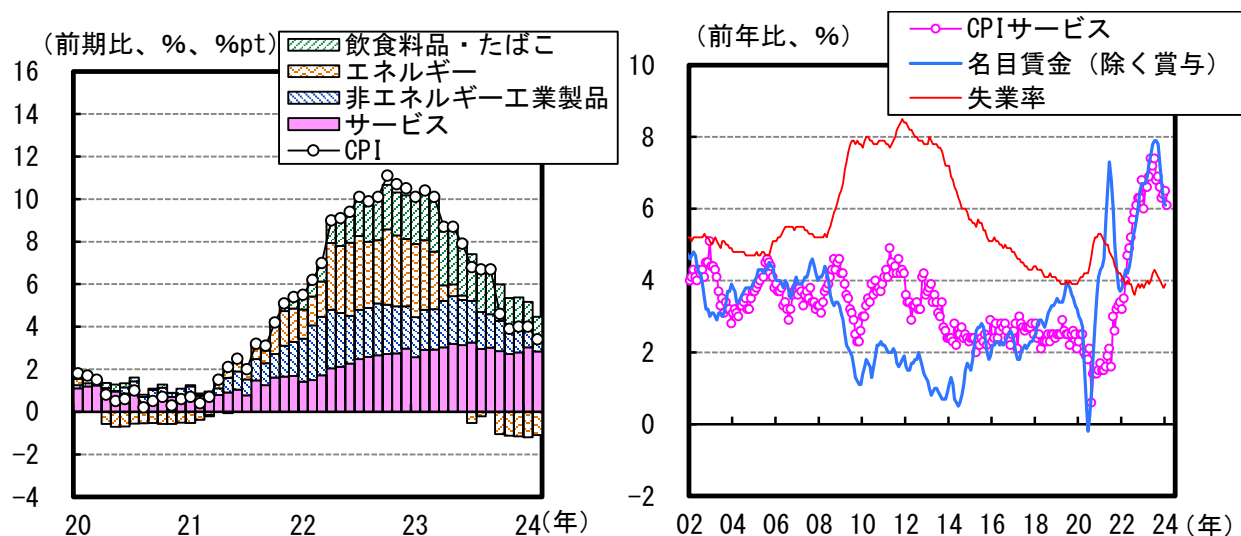
ンフレの抑制に繋がっていることがうかがえる。また、サービス価格については同+6.1%と、依然として高い伸びが続いているものの、3ヵ月ぶりに上昇幅が縮小し、安心感を与える内容となった。

BOEは2月のCPIが公表された3月20日に金融政策委員会を開催し、翌21日に5会合連続の政策金利の据え置きを公表した。政策金利の据え置きは市場予想通りの結果であり、決定内容にサプライズはない。3月の会合で公表された声明文を見ると、インフレの持続性を占める指標は依然として高止まりしているとされ、政策金利をいつまで現在の水準に据え置くかについては「検討中」であるとのフォワードガイダンスが維持された。

だが、声明文では2月CPIの想定以上の鈍化が言及されたことに加え、ベイリー総裁は「まだ金利を下げられる段階にはないが、状況は正しい方向に向かっている」とコメントし、利下げ開始に向け前進していることを示唆した。また、今回の決定にあたっては、前回会合で追加利上げを主張していた2名（ハスケル委員、マン委員）が金利据え置きへと主張を転じていることから、BOE全体としてタカ派姿勢が和らいでいることは明らかである。

BOEの利下げ開始の判断の上では、ECBと同様、賃金上昇率の落ち着きが最大の条件となろう。2023年11月～2024年1月の賃金（含む賞与）前年比+5.6%、除く賞与ベースでは同+6.1%といずれも前月から伸びが鈍化したものの、伸び率自体は依然として高い。また、声明文と同時に公表された議事要旨によれば、サービス価格と賃金の相互作用による二次的効果（second-round effects）への懸念はまだ払拭されていないことが明らかとなっている。議事要旨では、金融政策の変更の正当化に必要なインフレ沈静化の証拠の範囲に関して、メンバー間で意見が異なっていることも明示された。政策の制限の度合（degree of restrictiveness of policy）は今後、各会合で検討するとされたが、利下げがメンバー内でコンセンサスを得るには時間が掛かるとみられ、利下げ開始までには、数回の会合を待つ必要があるだろう。

図表7 英国CPIの要因分解（左）サービス物価、賃金上昇率、失業率（右）



(注) 右図の名目賃金、失業率は3ヵ月移動平均値。

(出所) ONS より大和総研作成

図表8 ユーロ圏経済・金利見通し

	2023				2024				2025				2023	2024	2025
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4			
前期比年率															
国内総生産	0.2%	0.5%	-0.2%	-0.2%	0.7%	1.0%	1.4%	1.6%	1.6%	1.5%	1.4%	1.3%	0.4%	0.6%	1.5%
家計消費支出	0.5%	0.3%	1.2%	0.2%	0.6%	0.8%	1.2%	1.5%	1.4%	1.2%	1.2%	1.1%	0.5%	0.8%	1.3%
政府消費支出	-1.5%	1.4%	2.6%	2.3%	1.0%	0.8%	0.8%	0.7%	0.7%	0.6%	0.3%	0.5%	0.7%	1.4%	0.6%
総固定資本形成	1.1%	0.7%	-0.1%	4.0%	-0.2%	1.5%	2.5%	2.8%	3.0%	3.2%	2.8%	2.5%	1.1%	1.5%	2.8%
輸出	-1.9%	-4.4%	-4.8%	0.1%	1.3%	1.9%	2.3%	3.1%	3.3%	3.1%	2.8%	2.7%	-1.1%	0.3%	2.9%
輸入	-6.3%	-0.3%	-5.6%	2.5%	1.0%	1.9%	2.5%	3.2%	3.4%	3.2%	2.9%	2.7%	-1.6%	0.8%	3.0%
前年同期比 (除く失業率)															
国内総生産	1.3%	0.6%	0.1%	0.1%	0.2%	0.3%	0.7%	1.2%	1.4%	1.5%	1.5%	1.5%	0.4%	0.6%	1.5%
家計消費支出	1.3%	0.6%	-0.3%	0.6%	0.6%	0.7%	0.7%	1.0%	1.2%	1.3%	1.3%	1.2%	0.5%	0.8%	1.3%
政府消費支出	-0.0%	0.5%	1.2%	1.2%	1.8%	1.7%	1.2%	0.8%	0.7%	0.7%	0.6%	0.5%	0.7%	1.4%	0.6%
総固定資本形成	2.0%	1.7%	0.4%	1.4%	1.1%	1.3%	2.0%	1.6%	2.4%	2.9%	2.9%	2.1%	1.1%	1.5%	2.8%
輸出	2.6%	-0.5%	-3.0%	-2.8%	-2.0%	-0.4%	1.4%	2.1%	2.6%	2.9%	3.1%	3.0%	-1.1%	0.3%	2.9%
輸入	1.5%	-0.4%	-4.1%	-2.5%	-0.6%	-0.1%	2.0%	2.2%	2.7%	3.0%	3.1%	3.0%	-1.6%	0.8%	3.0%
鉱工業生産 (除く建設)	0.4%	-1.2%	-4.6%	-3.5%	-4.6%	-2.8%	-0.8%	-0.3%	2.0%	2.2%	2.2%	2.1%	-2.2%	-2.1%	2.1%
実質小売売上高	-2.8%	-2.1%	-2.0%	-0.8%	-0.2%	-0.1%	0.6%	0.8%	1.0%	1.1%	1.1%	1.0%	-1.9%	0.3%	1.1%
消費者物価	8.0%	6.2%	5.0%	2.7%	2.6%	2.5%	2.2%	2.3%	2.1%	2.1%	2.0%	2.0%	5.4%	2.4%	2.1%
生産者物価	10.9%	-1.3%	-10.3%	-9.7%	-7.6%	-1.3%	0.2%	0.6%	2.7%	2.5%	2.5%	2.5%	-3.1%	-2.1%	2.5%
失業率	6.6%	6.5%	6.5%	6.5%	6.4%	6.5%	6.6%	6.6%	6.5%	6.5%	6.4%	6.4%	6.5%	6.5%	6.5%
10億ユーロ															
貿易収支	-10.2	1.0	26.0	40.3	73.9	75.3	77.3	79.8	82.4	85.1	88.1	91.1	57.1	306.2	346.7
経常収支	32.6	67.0	76.9	83.1	87.1	88.6	90.5	93.1	95.7	98.5	101.4	104.4	259.6	359.2	400.0
独 国債10年物 (期中平均)	2.34%	2.37%	2.59%	2.52%	2.33%	2.35%	2.27%	2.24%	2.19%	2.13%	2.08%	2.04%	2.45%	2.30%	2.11%
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3月21日時点)。

(出所) Eurostat、ECB より大和総研作成

図表9 英国経済・金利見通し

	2023				2024				2025				2023	2024	2025
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4			
前期比年率															
国内総生産	0.9%	0.0%	-0.5%	-1.4%	0.7%	1.1%	1.2%	1.4%	1.6%	1.5%	1.3%	1.2%	0.1%	0.3%	1.4%
家計消費支出	3.6%	2.0%	-3.4%	-0.6%	0.6%	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%	1.0%	2.0%	1.3%	1.3%	1.4%	1.5%	1.5%	1.5%	0.6%	1.8%	1.4%
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%	-3.3%	2.5%	2.7%	2.7%	2.8%	2.5%	2.3%	2.2%	-1.4%	-2.6%	2.6%
輸入	-4.7%	7.8%	-7.1%	-3.2%	-5.0%	1.8%	1.9%	1.9%	2.0%	1.8%	1.7%	1.6%	-1.6%	-1.6%	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%	1.4%	0.1%	0.3%	1.4%
家計消費支出	0.2%	0.3%	0.4%	0.4%	-0.4%	-0.7%	0.3%	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%	3.5%	1.6%	0.8%	1.4%	1.5%	1.4%	1.4%	1.5%	0.6%	1.8%	1.4%
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%	-5.2%	-3.9%	-2.4%	1.1%	2.7%	2.7%	2.6%	2.4%	-1.4%	-2.6%	2.6%
輸入	-1.9%	-2.0%	-0.7%	-2.0%	-2.0%	-3.4%	-1.2%	0.1%	1.9%	1.9%	1.9%	1.8%	-1.6%	-1.6%	1.9%
鉱工業生産	-2.0%	-0.5%	1.1%	0.1%	0.8%	0.1%	0.2%	1.5%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	-0.3%	0.7%	1.0%
実質小売売上高	-4.8%	-2.7%	-1.9%	-1.5%	0.1%	0.1%	1.2%	2.3%	1.1%	1.2%	1.2%	1.2%	-2.7%	0.9%	1.2%
消費者物価	10.2%	8.4%	6.7%	4.2%	3.5%	2.0%	2.3%	2.3%	2.3%	2.5%	2.2%	2.0%	7.3%	2.5%	2.3%
生産者物価 (出荷価格)	11.1%	2.8%	-0.1%	-0.2%	0.4%	2.4%	3.0%	2.6%	2.7%	2.5%	2.1%	1.8%	3.2%	2.1%	2.2%
失業率	4.0%	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%
10億英ポンド															
貿易収支	-48.8	-47.6	-46.6	-45.8	-43.5	-42.9	-42.1	-41.1	-40.1	-38.7	-36.8	-34.8	-188.8	-169.6	-150.4
経常収支	-15.7	-24.0	-17.2	-23.2	-20.9	-20.4	-19.8	-19.3	-18.7	-18.2	-17.6	-17.1	-80.1	-80.4	-71.6
国債10年物 (期中平均)	3.54%	3.99%	4.46%	4.23%	4.05%	4.06%	3.95%	3.81%	3.71%	3.61%	3.51%	3.47%	4.06%	3.97%	3.58%
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3月21日時点)。

(出所) ONS、BOE より大和総研作成

中国 スタートで躓く。不動産不況は一段と悪化

住宅市場の安定化に失敗すれば 4.0%成長に

齋藤 尚登

[要約]

- 2024年3月5日～11日に開催された第14期全国人民代表大会（全人代）第2回会議では、2024年の政府成長率目標は2023年と同じ前年比5%（以下、変化率は前年同月比、前年同期比、前年比）前後に設定された。5%成長の達成には、（1）緩和的な金融政策・拡張的な財政政策の継続、（2）不動産不況からの脱却、（3）「国進民退」（政策の恩恵が国有企業に集中する一方で、民営企業にはマイナスの影響が及ぶことがある）の改善、が不可欠である。しかし、2024年1月～2月の不動産関連統計によると、上記（2）の不動産不況は一段と悪化している。
- 不動産不況からの脱却に関連して、2024年1月以降、地方政府が資金調達を支援する不動産プロジェクトの「ホワイトリスト」が作成されている。ホワイトリストに基づく支援は始まったばかりであり、2月末までの関連融資額 2,000 億元は、2023年のデベロッパー全体の資金調達額の 1.6%にとどまる。購入者の工事中断問題への懸念を払拭するには不十分だ。住宅市場の安定化に失敗すれば、2024年の実質 GDP 成長率は 4.0%程度にとどまろう。

2024 年はスタートで躓く。不動産不況は一段と悪化

2024 年 3 月 5 日～11 日に開催された第 14 期全国人民代表大会（全人代）第 2 回会議では、2024 年の政府成長率目標は 2023 年と同じ前年比 5%（以下、変化率は前年同月比、前年同期比、前年比）前後に設定された。しかし、達成の難易度は 2024 年の方が格段に高い。2023 年は、前年（2022 年）が厳格な移動制限を伴う「ゼロコロナ」政策の悪影響により、3.0%という低成長にとどまった反動増が期待できた一方で、前年（2023 年）が 5.2%成長となった 2024 年はそれが期待できないためだ。

2024 年に 5%成長を遂げるには、(1) 緩和的な金融政策・拡張的な財政政策の継続、(2) 不動産不況からの脱却、(3) 「国進民退」（政策の恩恵が国有企業に集中する一方で、民営企業にはマイナスの影響が及ぶことがある）の改善、が不可欠である。しかし、2024 年 1 月～2 月の不動産関連統計によると、上記 (2) の不動産不況は一段と悪化している。

以下では、上記 (1) ～ (3) について、みていきたい。

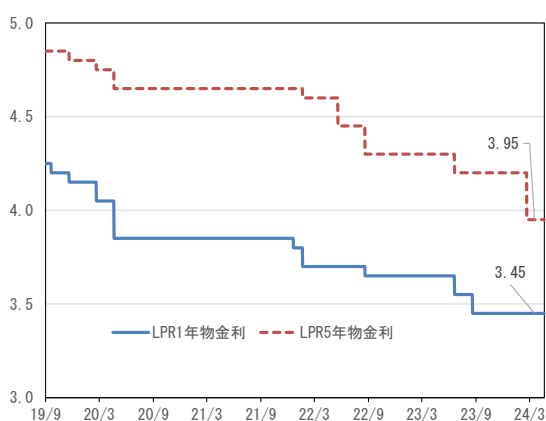
(1) 緩和的な金融政策・拡張的な財政政策の継続

金融緩和について、中国人民銀行（中央銀行）は 2024 年 2 月 20 日に、住宅ローン金利の参照レートである LPR5 年物を 0.25%pt 引き下げ、3.95%とした（1 年物貸出金利の参照レートである LPR1 年物は据え置き）。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た。

預金準備率について、中国人民銀行は 2024 年 2 月 5 日に、大手行を中心に 0.5%pt 引き下げ、加重平均は 7.0%に低下した。0.5%pt の引き下げで貸し出し余力はおよそ 1 兆元（GDP 比 0.8%）増える計算である。政策金利、預金準備率ともに引き下げ余地は残っている。

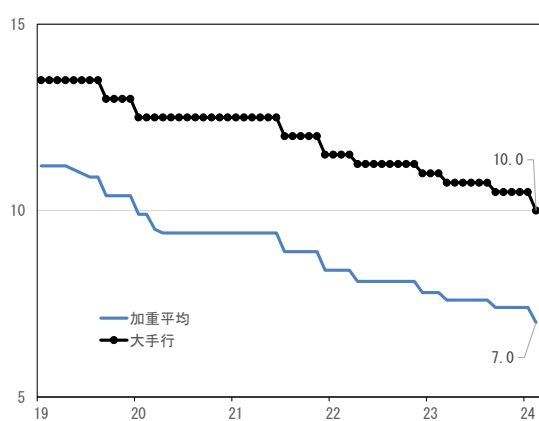
次に、2024 年の財政政策について、全人代の政府活動報告は、2024 年の財政赤字の GDP 比を 3.0%とした。2023 年の当初予算と同じであるが、2023 年は 10 月以降、1 兆元の国債が追加発

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

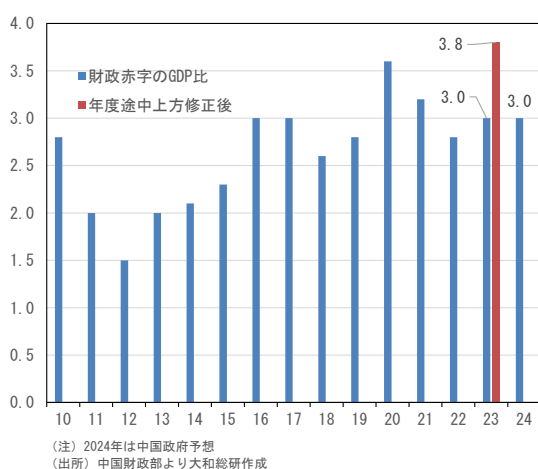
行されたため、実績は 3.8% となった。2024 年予算は、財政赤字の GDP 比の縮小を想定していることになる。

これを補うと目されるのが、2024 年から新たに発行される超長期特別国債だ。超長期特別国債は強国づくりと民族復興にかかわる一部重要プロジェクトの資金不足を解決するために発行される。具体的には、科学技術・イノベーション、都市と農村の融合的な発展、地域の協調的な発展、食糧・エネルギーの安全保障などの支援に充当される。超長期特別国債は今後数年にわたり発行が予定され、2024 年は 1 兆元（GDP 比 0.8%）の発行が計画されている。

また、基本的に収益性のあるインフラプロジェクトに充当する地方政府特別債券のネットの発行枠は、2024 年は 3.9 兆元と発表され、2023 年の 3.8 兆元から 1,000 億元の積み増しとなった。

結局、2024 年の財政の出動規模の増加分は、地方政府特別債券の 1,000 億元にとどまる。ただし、景気回復が思わしくなければ、2023 年と同様に一般国債の増発という手もある。「拡張的になり得る財政政策」というのが正確な表現であろう。

中国の財政赤字の GDP 比の推移
(単位：%)



地方政府特別債券のネットの発行額と純増額
(単位：億元)

年	ネットの発行額	純増額
2015年	1,000	1,000
2016年	4,000	3,000
2017年	8,000	4,000
2018年	13,500	5,500
2019年	21,500	8,000
2020年	37,500	16,000
2021年	36,500	-1,000
2022年	36,500 (+5,000)	0 (5,000)
2023年	38,000	1,500 (-3,500)
2024年	39,000	1,000

(注) データは予算ベース。括弧内は期中の追加枠を含むベース
(出所) 各年の政府活動報告より大和総研作成

(2) 不動産不況からの脱却

民営デベロッパーの債務不履行（デフォルト）や工事中断問題が相次ぎ、購入者が住宅購入を躊躇する状況が続く中で、2024 年 1 月以降、地方政府が資金調達を支援する不動産プロジェクトの「ホワイトリスト」が作成されている。

3 月 17 日の人民日報によると、目下、ホワイトリストを発表したのは 31 の省レベル行政区の 312 都市に達し、2 月末時点のプロジェクトは約 6,000 項目で、2,000 億元（約 4 兆円）以上の融資を認可したとしている。民営デベロッパーがどの程度含まれているかについて、2 月 5 日付の中国建設報は、第一弾のホワイトリストでは、民営デベロッパー単体、もしくは民営デベロッ

パーが絡むプロジェクトが全体の84%を占めるとしている。

ホワイトリストに基づく支援は始まったばかりであるが、2月末までに認可された2,000億元は、2023年のデベロッパー全体の資金調達額の1.6%にとどまる。購入者の工事中断問題への懸念を払拭するには不十分だ。

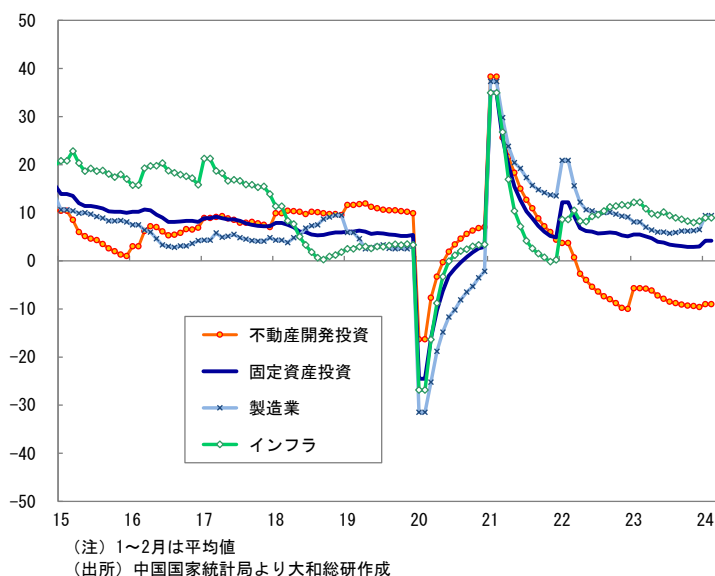
2024年1月～2月の不動産関連指標は不振が続いている。

2024年1月～2月の中国全体の固定資産投資は4.2%増となり、2023年の3.0%増からやや加速した。分野別の内訳は、製造業が9.4%増（2023年は6.5%増）、電気・水道・ガスを含むインフラ投資は9.0%増（2023年は8.2%増）へと伸び率を高めたのに対して、不動産開発投資は9.0%減となった。2022年の不動産開発投資が10.0%減、2023年が9.6%減であったことを考えると、極端な不振が続いていることになる。

住宅販売面積は、2023年の8.2%減から、2024年1月～2月は24.8%減となり、マイナス幅が拡大した。中国の住宅販売は予約販売が8割～9割を占め、建設中に住宅ローンの返済が始まるが、民営デベロッパーのデフォルトが相次ぎ、工事中断が問題化すれば、購入者は民営デベロッパーの開発物件というだけで購入をしり込みするようになる。

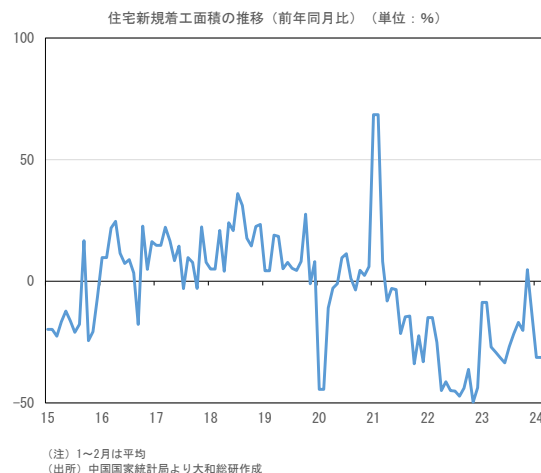
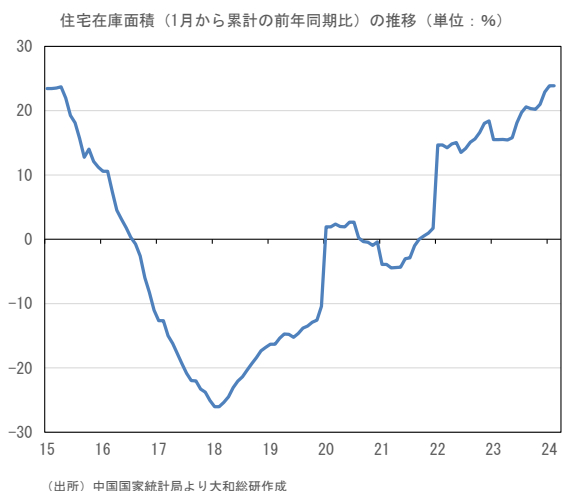
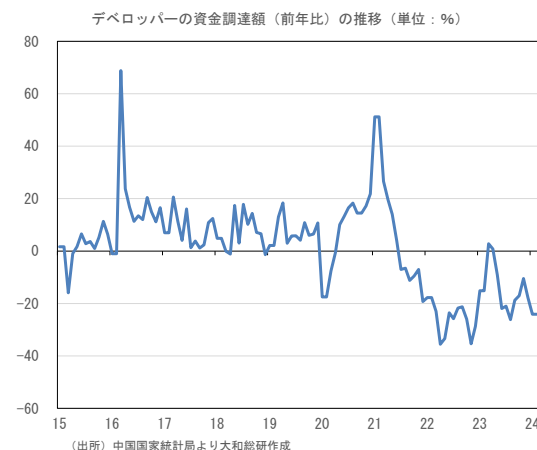
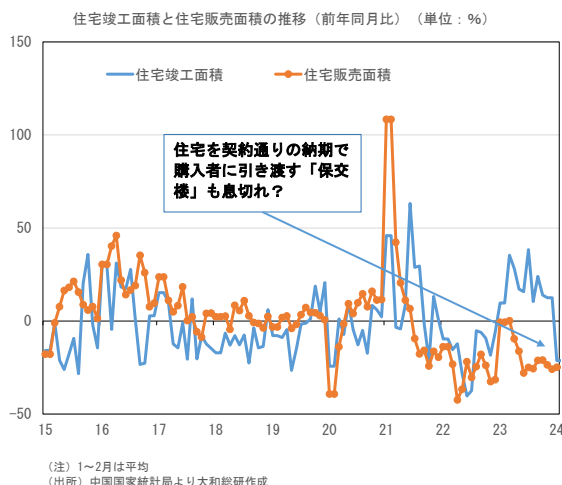
2022年夏場以降の「保交楼」とは、工事中断問題の解決が目的であり、国有デベロッパーへの銀行貸出の強化などによって、住宅を契約通りの品質と納期で購入者に引き渡す政策である。これも息切れした可能性が高い。住宅竣工面積は2022年の14.3%減から2023年は17.2%増に回復したが、2024年1月～2月は20.2%減と、再び前年割れに転じた。不動産デベロッパーの資金調達額も2023年の13.6%減から2024年1月～2月は24.1%減となり、マイナス幅が拡大している。

固定資産投資全体、分野別の推移（1月から累計の前年同期比、単位：％）



2024年2月末の住宅在庫面積は23.8%増の4.05億㎡に積み上がった。1軒当たり100㎡（専有面積は80㎡）と仮定すると、405万軒分に相当する規模だ。こうした状況下で住宅新規着工面積は、2022年は39.8%減、2023年は20.9%減、2024年1月～2月は30.6%減を記録した。不動産不況は一段と悪化している。

不動産不況は一段と悪化



(3) 「国進民退」の改善

既述した2024年1月～2月の固定資産投資（4.2%増）を国有・民営別に見ると、国有部門は7.3%増（2023年は6.4%増）、民営部門は0.4%増（2023年は0.4%減）となった。民営部門はわずかながらも増加に転じたが、国有部門との差は依然として大きい。

国家统计局は、2023年の民営部門の固定資産投資は0.4%減だったが、不動産開発投資を除くと9.2%増としている。肝心の民営部門の不動産開発投資がどれほど減少したかの言及はなかったが、民営部門の固定資産投資に占める不動産開発投資の割合が、国有部門を含む固定資産投資全体に占める不動産開発投資の割合（2023年は22.0%）と同じだと仮定すると、実に34%

減程度となる計算である。民営部門の不動産開発投資の回復が、「国進民退」の改善にも不可欠であることが分かる。

この他、詳細が明らかでないなど不完全な統計であるが、国家統計局によると、民営部門の第三次産業の固定資産投資は2022年1月～4月以降、前年割れが続き、2024年1月～2月は5.9%減となった。「国進民退」にも明確な改善は見られない。

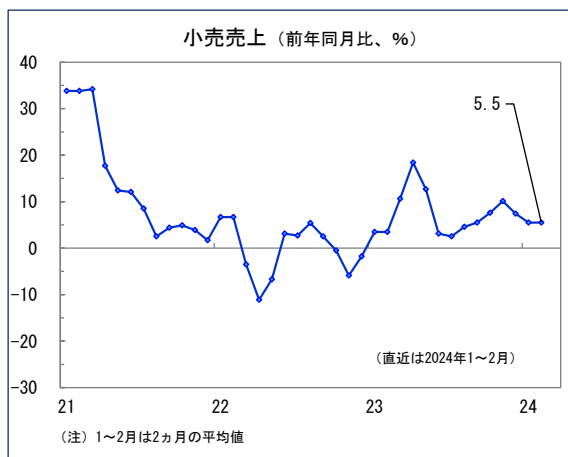
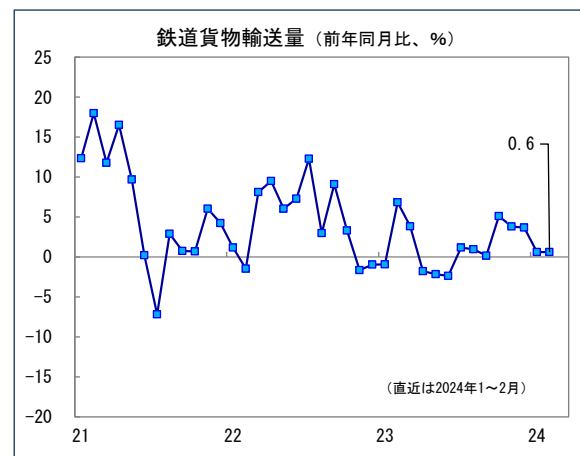
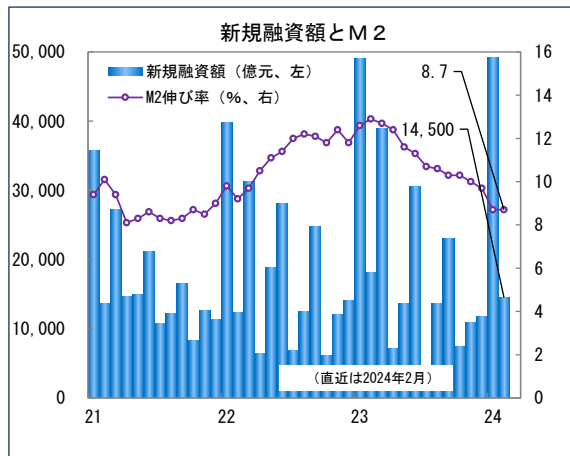
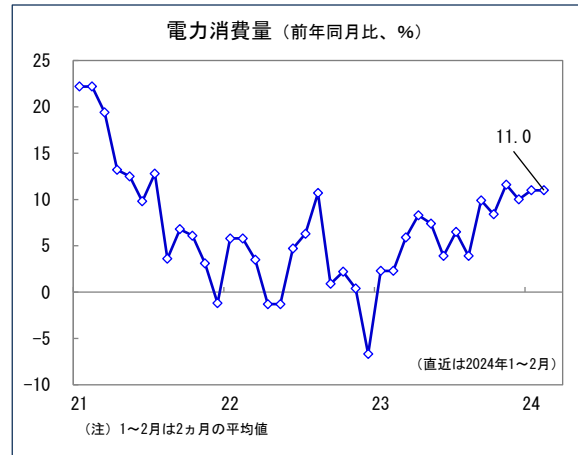
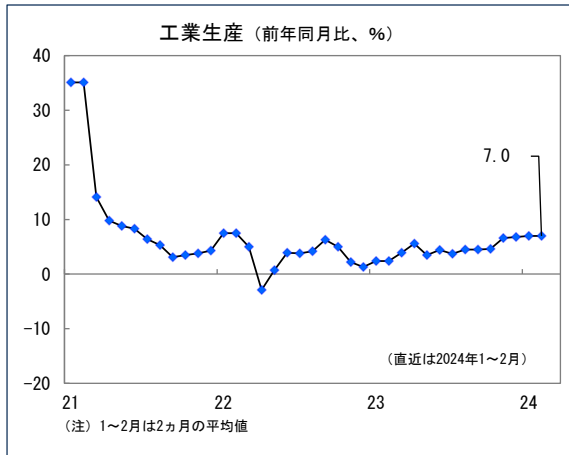
このように、2024年の中国経済は出だしで躓いている格好だ。繰り返しとしなが、大和総研は、緩和的な金融政策と拡張的な財政政策に加え、不動産不況からの脱却、「国進民退」の改善が軌道に乗れば、2024年は5.0%程度の実質成長が可能になるとみている。一方で、住宅市場の安定化に失敗すれば、2024年の実質GDP成長率は4.0%程度にとどまることになろう。

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	2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（前年同期比、%）	2.4	3.9	5.6	3.5	4.4	3.7	4.5	4.5	4.6	6.6	6.8	7.0	7.0	7.0
電力消費量（前年同期比、%）	2.3	5.9	8.3	7.4	3.9	6.5	3.9	9.9	8.4	11.6	10.0	11.0	11.0	11.0
鉄道貨物輸送量（前年同期比、%）	-0.9	6.8	3.8	-1.8	-2.2	-2.4	1.2	1.0	0.2	5.1	3.8	3.7	0.6	0.6
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	4.2	4.2	4.2
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	-9.0	-9.0	-9.0
小売売上（前年同期比、%）	3.5	10.6	18.4	12.7	3.1	2.5	4.6	5.5	7.6	10.1	7.4	5.5	5.5	5.5
消費者物価指数 全体（前年同期比、%）	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	0.7
食品（前年同期比、%）	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	-0.9
非食品（前年同期比、%）	1.2	0.6	0.3	0.1	0.0	-0.6	0.0	0.5	0.7	0.7	0.4	0.5	0.4	1.1
工業製品出荷価格指数（前年同期比、%）	-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	-2.7
工業生産者購入価格指数（前年同期比、%）	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	-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	14,500
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	8.7
輸出（前年同期比、%）	-8.4	10.9	7.1	-7.5	-12.4	-14.2	-8.5	-6.8	-6.6	0.7	2.3	7.1	7.1	7.1
輸入（前年同期比、%）	-10.0	-2.0	-8.8	-5.2	-7.0	-12.1	-7.2	-6.3	2.9	-0.7	0.2	3.5	3.5	3.5
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	625.8	625.8	625.8
新築商品住宅価格指数 北京（前年同期比、%）	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	1.0
上海（前年同期比、%）	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	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	-30.5	-30.5	-30.5
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	-21.1	-21.1	-21.1
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	-24.9	-24.9	-24.9
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	-31.6	-31.6	-31.6

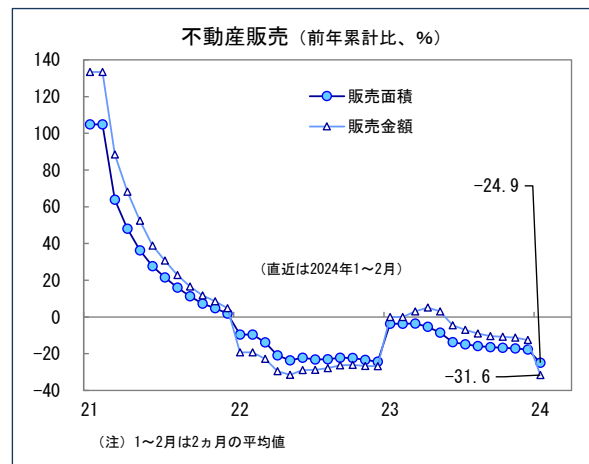
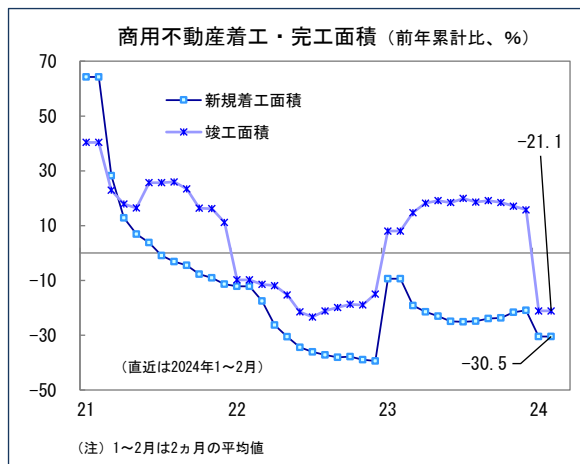
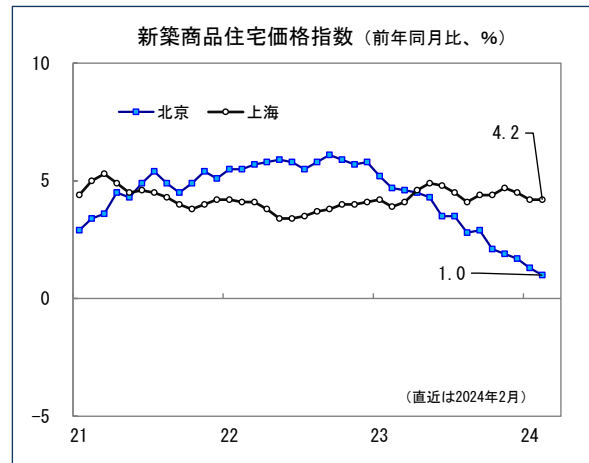
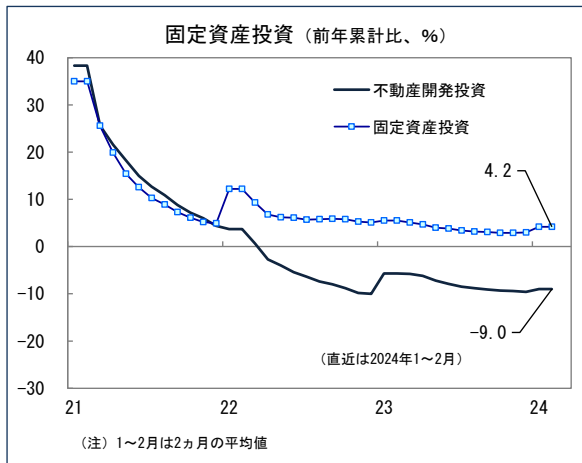
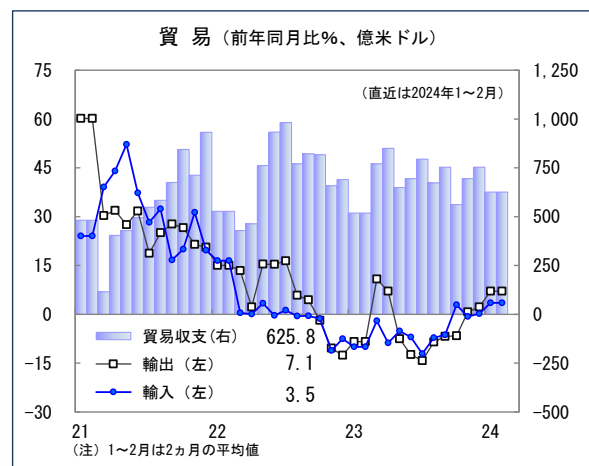
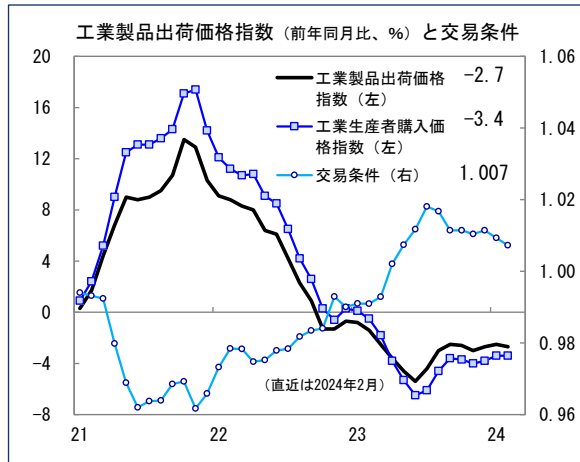
（出所）中国国家统计局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー局、CEIC より大和総研作成

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