

2024 年 5 月 24 日

主要国経済 Outlook

2024 年 6 月号 (No. 451)

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

G7 イタリアサミットと国際協調体制の行く末

経済調査部 シニアエコノミスト 佐藤 光

日本経済 3

経済見通しを改訂／所得環境の改善などで緩やかな景気回復が継続

経済調査部 シニアエコノミスト 神田 慶司

米国経済 14

景気・インフレは減速したか？

経済調査部 主任研究員 矢作 大祐

ニューヨークリサーチセンター 研究員 藤原 翼

欧州経済 24

焦点は利下げペースに

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

バランスシート調整とトランプ・リスク

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

G7 イタリアサミットと国際協調体制の行く末

佐藤 光

2024 年 6 月 13～15 日に G7 イタリアサミットが開催される。ただ、G7 は世界の中での影響力低下が言われて久しい。例えば、G7 諸国合計の名目 GDP が世界全体に占める割合は、1980 年代後半には一時 7 割に迫っていたものの、その後は低下傾向が続き、2023 年には 44%程度（IMF による）に落ち込んでいる。また、人口の割合では 1 割を切った（OECD による）。

近年では、G7 諸国が共有する自由や民主主義の後退や、政治的・社会的な分断も指摘される。それでも、主要国首脳が集まる意味はあろう。ウクライナや中東など頻発する国際紛争、民主主義国と権威主義国の対立、経済や食料安全保障、気候変動問題など世界的な課題は多い。その解決には国際協調の姿勢が求められ、サミットはひとつの中心的な議論の場であるはずだ。

今回のサミットの主要議題として、議長国イタリアのメローニ首相が今年初めに掲げていたことは、アフリカをはじめとする新興国との関係や、AI への対応だった。最後のフロンティアとされるアフリカについては、開発よりも喫緊の課題として、中東と共に大量の難民や移民の流出元になっていることが挙げられる。一方の AI については、能力の飛躍的向上が人々の生活の脅威とならないために、世界的に規制強化の議論が進んでいる。これらについて、欧州は難民・移民流入の最前線であることに加え、EU は 5 月 21 日に世界初とされる AI 規制法を成立させた。取り組みで先行していることから、欧州が議論を主導しやすいとみられる。しかし、当然ながらこれらは世界的な課題でもある。メローニ首相は民族主義的な勢力の出身だが、国際協調体制の象徴でもあるサミットの中で、議論を成果に結びつける手腕が問われよう。

今回のサミットは、その後に参加各国で行われる選挙にも影響し得る。英国ではサミット終了後間もない 7 月 4 日の総選挙実施が決まった。また、11 月の米国大統領選挙に向けて 6 月 27 日には早くも初回の候補者 TV 討論会が開催される。国政選挙ではないが、わが国では 9 月までに自民党総裁選挙が行われる見込みだ。サミット参加国首脳は、外交的成果としてアピールできる実績を作れるのか、国際協調体制の行く末を占う上でも注目されよう。

主要国実質 GDP 見通し＜要約表＞（2024 年 5 月 23 日時点）

	(%)						(前年比%)					
	2023年		2024年				2025年		2022年	2023年	2024年	2025年
	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	(下線及び斜字は年度)			
日本	-3.6	0.0	-2.0	2.8	2.8	2.2	1.5	1.3	1.0	1.9	0.4	1.7
									<u>1.6</u>	<u>1.2</u>	<u>1.0</u>	<u>1.4</u>
米国	4.9	3.4	1.6	2.2	1.7	1.8	1.9	2.1	1.9	2.5	2.5	2.0
ユーロ圏	-0.2	-0.2	1.3	0.9	1.2	1.5	1.6	1.6	3.4	0.4	0.7	1.4
英国	-0.5	-1.2	2.5	0.7	0.9	1.1	1.6	1.5	4.3	0.1	0.6	1.3
中国	4.9	5.2	5.3	4.8	5.2	4.8	4.3	4.8	3.0	5.2	5.0	4.5
ブラジル	2.0	2.1	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	3.0	2.9	2.0	1.8
インド	8.1	8.4	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	<u>7.2</u>	<u>7.6</u>	<u>7.0</u>	<u>7.0</u>
ロシア	5.7	4.9	5.4	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	-1.2	3.6	3.0	1.5

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

(出所) 各種統計より大和総研作成

日本経済

経済見通しを改訂／所得環境の改善などで緩やかな景気回復が継続

神田 慶司
久後 翔太郎
田村 統久
岸川 和馬
中村 華奈子

[要約]

- 2024 年 1-3 月期の GDP1 次速報の公表を受け、経済見通しを改訂した。メインシナリオにおける実質 GDP 成長率は 2024 年度+1.0%、2025 年度+1.4%（暦年ベースでは 2024 年+0.4%、2025 年+1.7%）と見込む。
- 春闘賃上げ率の大幅引き上げもあり、実質賃金の前年比は 2024 年 7-9 月期にプラス転換するだろう。2023 年度で前年比+1.8%だった一般労働者の所定内給与は、2024 年度に同+3%台半ばまで高まるとみられる。また、定額減税や自動車の挽回生産、インバウンド需要の増加、高水準の家計貯蓄、シリコンサイクルの回復などが日本経済の下支え・押し上げ要因となるだろう。ただし、海外経済の下振れリスクには引き続き細心の注意が必要で、国内金利の上振れや円高の急速な進行の可能性もある。
- 日本銀行は経済・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だろう。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%（年 2 回）のペースで利上げを行うと想定している。ただし、実質短期金利は予測期間を通じてマイナス圏で推移するなど緩和的な金融環境は維持されるだろう。円安の進行で物価の上振れリスクが高まった場合、国債購入ペースの柔軟化または購入額減額を通じ、長期金利を上昇させるとみている。

1. 消費の回復もあって 1%程度のプラス成長が継続

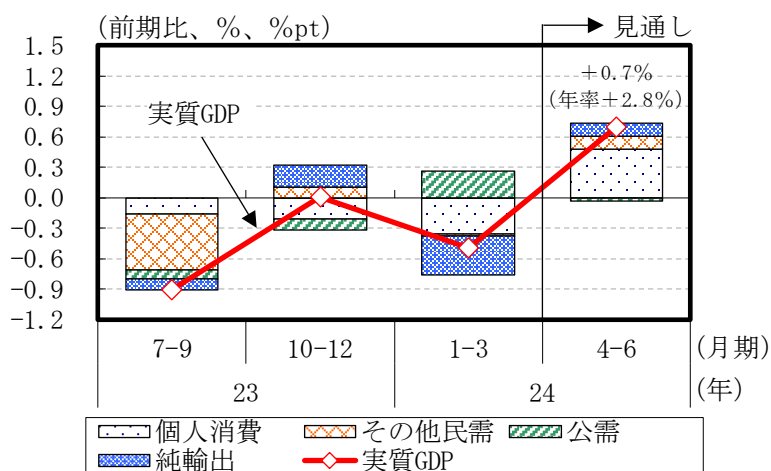
2024 年 1-3 月期の実質 GDP は自動車減産等の影響で落ち込むも個人消費に回復の兆し

2024 年 1-3 月期の実質 GDP 成長率は、1 次速報値で前期比年率▲2.0%（前期比▲0.5%）だった¹。認証不正問題に伴う一部自動車メーカーの大幅減産に加え、一部サービス輸出における前期からの反動減という特殊要因が GDP 成長率を大きく押し下げた。

1-3 月期における自動車の国内販売台数と輸出台数の合計は、2023 年 10-12 月期対比で 30 万台近く減少した（大和総研による季節調整値を基に算出）。この減少分に平均単価を乗じ、部品などの輸入減の影響を考慮すると、自動車減産による経済損失は GDP ベースで 0.7 兆円程度（成長率への影響は前期比年率▲2%pt 程度）と試算される。関連産業への影響などを踏まえると、経済損失はさらに膨らんだ可能性がある。

2024 年 1-3 月期の実質 GDP を需要項目別に見ると（図表 1）、民需関連では在庫変動を除く全ての項目で前期から減少した。公需関連では政府消費と公共投資がいずれも増加した。外需関連では輸出と輸入がともに減少したが、輸出の減少額が輸入のそれよりも大きく、純輸出はマイナスに転じた。

図表 1：実質 GDP 成長率の実績と見通し



（注）季節調整値。

（出所）内閣府統計より大和総研作成

このうち個人消費は、4 四半期連続で前期比マイナスとなった。「リーマン・ショック」²前後（2008 年 4-6 月期～2009 年 1-3 月期）以来のことだ。だが、2024 年 1-3 月期については自動車減産の影響が大きく、これを除いた消費には回復の兆しが見られる。財・サービス別に見ると、耐久財が前期比▲12.2%だった一方、個人消費の 5 割超を占めるサービスは同+1.0%と増加に転じ、半耐久財も増加に転じた。非耐久財は同▲0.1%と小幅に減少したが、デフレーターが同 2%ほど上昇した中でも底堅く推移したといえる。

¹ 詳細は、神田慶司・田村統久「[2024 年 1-3 月期 GDP（1 次速報）](#)」（大和総研レポート、2024 年 5 月 16 日）を参照。

² 米国の住宅バブル崩壊で顕在化したサブプライムローン（信用力の低い債務者向けの貸し付け）問題により、2008 年秋に世界金融危機が起き、日本を含め世界経済が大不況に陥った。

4-6 月期の実質 GDP は前期比年率+2.8%の見込み

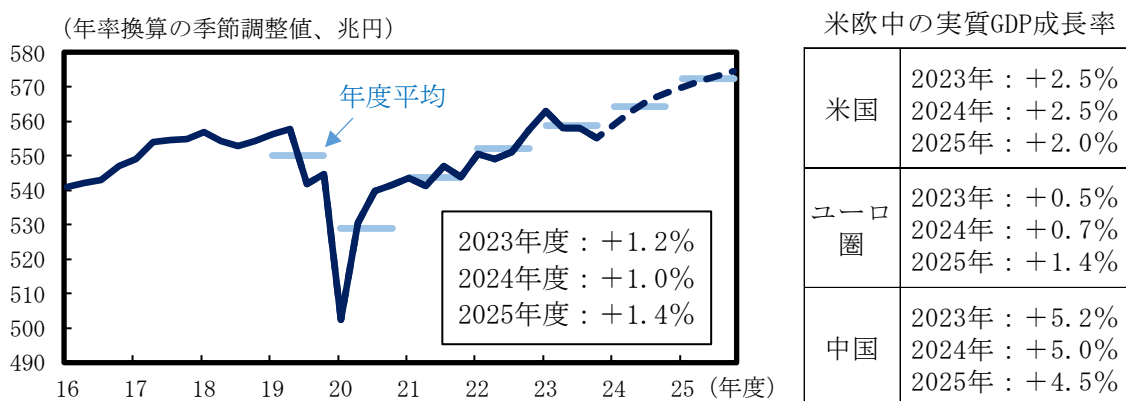
4-6 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率+2.8%（前期比+0.7%）と、自動車の挽回生産や家計の所得環境の改善などもあってプラス成長に転じるとみている（図表 1）。

国内の自動車の生産体制は 4 月中におおむね正常化したことから、4-6 月期は受注残を解消するための挽回生産が見込まれる。これは個人消費、輸出、設備投資の増加要因となる。また、シリコンサイクル（世界半導体市場に見られる循環）の回復局面入りによる半導体関連財輸出の持ち直しもあって、財輸出は増加すると見込まれる。サービス輸出ではインバウンド需要が押し上げるだろう。さらに、春闘賃上げ率の大幅な引き上げや定額減税が家計の所得環境を改善させ、個人消費の回復を後押しすると見込んでいる（次章を参照）。

海外経済見通しの概要 ～物価高・米大統領選・中東情勢・中国不動産不況に注意

図表 2 ではメインシナリオにおける実質 GDP の推移と、その前提である海外経済見通しを示した。海外経済については当社の各国担当者の最新（5 月 22 日時点）の見通しに基づく。詳細については各国の経済見通しを参照されたい。

図表 2：日本の実質 GDP 見通し（左）と海外経済の前提（右）



(注) 図中の破線は大和総研による予測値。米欧中の見通しは大和総研の各国担当者の予測に基づく。

(出所) 内閣府、各国統計より大和総研作成

日本の実質 GDP は 2025 年度にかけて 1%程度のプラス成長を見込む

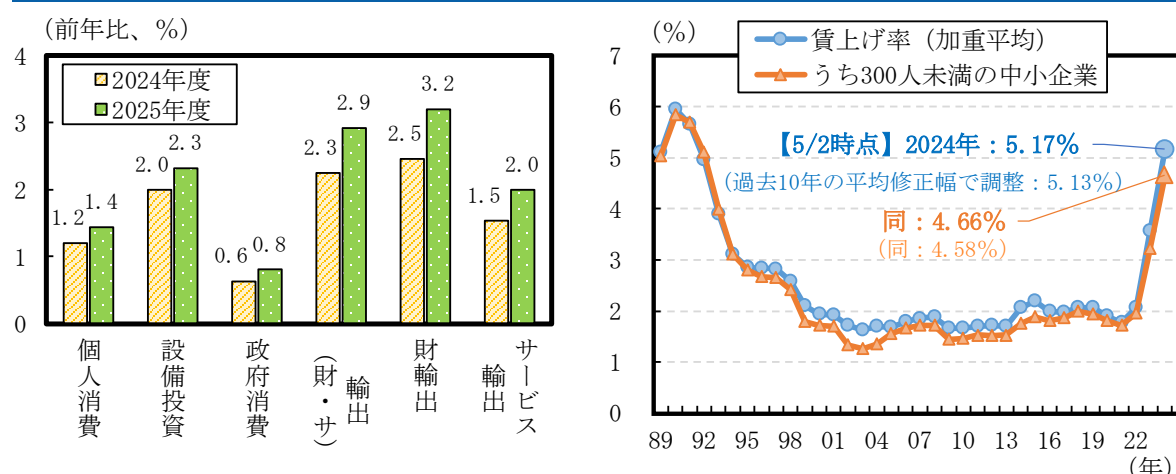
上記の海外経済見通しの下、メインシナリオにおける日本の実質 GDP 成長率は 2024 年度で同+1.0%、2025 年度で同+1.4%と見込んでいる（図表 2、暦年ベースでは 2024 年で同+0.4%、2025 年で同+1.7%）。

2024 年度の成長率見通しは 2024 年 3 月 11 日公表の「[第 220 回日本経済予測（改訂版）](#)」（以下、前回予測）から 0.1%pt 引き上げた。2024 年 1-3 月期の実績が自動車減産の影響で前回予想時よりも下振れしたことを受けて、2024 年 4-6 月期以降に想定される反動増の規模が大きくなったことなどが要因だ。2025 年度も前回予測から 0.1%pt 引き上げた。ただし、「成長率のゲ

タ」（各四半期の前期比の伸び率がゼロで達成できる実質 GDP 成長率）を除くと前年比+0.7%と、前回予測と同水準である。個人消費が緩やかに減速する一方で設備投資などが加速し、実質 GDP 成長率は前期比年率+1%程度の成長が続くと見込んでいる。

主な需要項目に関しては、**図表 3 左**のような推移を見込んでいる。2025 年度の成長率は前年度から総じて高まる見通しだが、これは「成長率のゲタ」によるところが大きい。その影響を除けば、サービス輸出以外の需要項目は 2024 年度から減速する姿を想定している。

図表 3：主な需要項目の見通し（左）、連合が集計した賃上げ率（加重平均）の推移（右）



(注) 左図の「財・サ」は財およびサービス。

(出所) 内閣府統計、日本労働組合総連合会「2024 春季生活闘争 第 5 回回答集計結果について」（2024 年 5 月 8 日）より大和総研作成

このうち個人消費は、春闘での大幅な賃上げの継続などによる所得環境の改善や、新型コロナウイルス禍（以下、コロナ禍）以降に大幅に積み上がった家計貯蓄の取り崩しなどが予測期間を通じて下支えしよう。2024 年度は秋頃にかけて発現する自動車のペントアップ（繰越）需要や、1 人あたり年 4 万円の定額減税なども追い風となるとみられる。

日本労働組合総連合会（連合）が 5 月 8 日に公表した第 5 回回答集計結果によると、2024 年の春闘賃上げ率（定期昇給相当込み）は加重平均で 5.17%と、33 年ぶりの高水準となった（**図表 3 右**）。従業員規模が 300 人未満の中小企業でも 4.66%と、大幅な賃上げが実現する可能性が高い。当社では、実質賃金の前年比は 2024 年 7-9 月期にプラスに転換し、その後は同+1%前後で推移すると見込んでいる（詳細は **2 章**を参照）。

設備投資は、コロナ禍や物価高により企業が先送りしてきた更新投資や能力増強投資などが発現するとみている。人手不足の強まりや、企業の積極的な賃上げに伴う資本の相対価格の低下などを受けて省力化に向けた投資が加速するほか、DX（デジタルトランスフォーメーション）や GX（グリーントランスフォーメーション）に関連したソフトウェア投資や研究開発投資も増加する見込みだ。ただし、海外経済の先行き不透明感が強まることで、製造業を中心に設備投資意欲が減退する可能性には注意が必要だ。

政府消費は、高齢化が進展する中で医療・介護給付費を中心に増加を続けるとみている。2024年度は検査事業やワクチン接種などのコロナ関連費用の減少が幾分重しとなる一方、2025年度以降にはそうした影響が剥落する中で伸びが加速する見込みである。

輸出のうち、財輸出は自動車のペントアップ需要の発現やシリコンサイクルの回復、海外経済の持ち直しなどを背景に増加を続けるとみている。またサービス輸出は、2023年度後半にかけて知的財産権等使用料の上振れやインバウンド消費の回復などを受けて大きく増加した反動から、2024年度の伸びは幾分弱まる。しかし、2025年度はインバウンド消費の堅調な増加などを背景に緩やかに加速しよう。

2. 今後の日本経済のポイント ～実質賃金は2024年7-9月期に上昇へ

2.1 日本経済の主な「下支え・押し上げ要因」と「下振れリスク」

足元の経済状況を踏まえつつ、日本経済の主な下支え・押し上げ要因と下振れリスクをまとめたものが**図表4**である。なお、物価と日本銀行（日銀）の金融政策の見通しについては**3章**で述べる。

<下支え・押し上げ要因>

2025年度までに主に見込まれる要因としては、「賃上げ・減税等による家計の所得環境の改善」「自動車の挽回生産（受注残の消化）」「インバウンド需要の増加」「高水準の家計貯蓄」「シリコンサイクルの回復」の5つが挙げられる。

次節で詳しく述べるように、2024年春闘でのベースアップ（ベア）率の大幅な引き上げを受けて所定内給与を中心に伸び率が高まることにより、実質賃金（＝1人あたり実質雇用者報酬）は2024年7-9月期に前年比でプラスへと転換する見込みである（**後掲図表6右**）。その後は近年の労働生産性の伸び率に相当する年率+1%前後³で推移すると想定している。他方、2024年6月からは1人あたり年4万円の定額減税（所得税と住民税の合計、扶養親族を含む）が実施される。児童手当も同年10月分の支給から拡充される（拡充後の初回の支給は同年12月）⁴。春闘での大幅な賃上げと政府による減税・給付措置は、減少が続く個人消費の回復を力強く後押しするだろう。

生産が需要に追いつかないことで発生した自動車のペントアップ需要は、家計向けで約37万台（約1.0兆円、2024年4月末時点）と推計され⁵、輸出向けや企業向けでも需要が繰り越されているとみられる。これまでの繰越需要の発現ペースを踏まえ、受注残を解消するための自動車の挽回生産は2024年秋頃まで継続すると想定している。

³ 労働生産性（就業者1人1時間あたり実質GDP）上昇率は2000～19年で年率+1.0%で、2022年1-3月期から2024年1-3月期の平均上昇率も同程度であった。

⁴ 所得制限が撤廃され、支給期間は高校生年代まで延長される。また、支給額は0～2歳が月1.5万円、3歳～高校生年代が月1万円、第3子以降は年齢を問わず月3万円となる。

⁵ 自動車のペントアップ需要の試算方法は「[第218回日本経済予測（改訂版）](#)」（2023年9月8日）を参照。

図表 4：今後の日本経済の主な「下支え・押し上げ要因」と「下振れリスク」

経済の下支え・押し上げ要因	
○賃上げ・減税等による家計の所得環境の改善	春闘でのベア率の大幅引き上げなどを受け、 実質賃金の前年比は24年7-9月期に上昇基調に転じる見込み 。 1人あたり年4万円の定額減税 が同年6月から実施され、同年10月分（12月支給）からは 児童手当が拡充
○自動車の挽回生産（受注残の消化）	24年秋頃まで継続 する見込み。家計向けのペントアップ需要（繰越需要）は 24年4月末で37万台（1.0兆円）
○インバウンド需要の増加	中国人訪日客の本格回復 もあり、訪日外客数（23年で2,507万人）は 24年で3,800万人、25年で4,300万人 の見込み（実質消費額（23年で4.4兆円）は 24年で6.5兆円、25年で7.0兆円 ）
○高水準の家計貯蓄	家計金融資産は 19年12月末から23年12月末までに+256兆円（うち現預金は同+120兆円） 。株価上昇で 資産効果が動く可能性も
○シリコンサイクル（世界の半導体市況）の回復	24年に回復局面に入ったシリコンサイクルは、25年も回復が継続 する見込み。先端半導体で高いシェアを持つ台湾や韓国の電子部品・デバイス工業の出荷・在庫バランスは改善傾向
経済の下振れリスク	
○米国の金融引き締めが長期化（利下げ見送りで想定外の景気悪化）	米銀行の貸出態度が現水準（24年4月時点）で推移すると、 実質GDPへの影響（年間）は米国で▲0.6%、日本で▲0.4%
○米国大統領選でトランプ氏が再選	関税の大幅引き上げや移民規制の強化などにより、 米景気の大規模悪化とインフレ再加速の可能性
○中東情勢・ウクライナ情勢の緊迫化	原油価格が150ドル/bblに上昇すると 日本の実質GDPへの影響（年間）は▲0.6%程度
○中国の過剰債務問題の顕在化	技術の停滞等を背景に中国の 資本ストックは2,840兆円過剰 （資本係数の長期トレンドからの乖離幅）
○米中対立の激化（経済安保リスクの発現など）	レアメタル、レアアース などの重要物資が調達難に。米国による 対中投資規制に日本も参加？
○国内長期金利の上振れ・円高の急伸	日米両国の金融政策の転換 で金利差が縮小。 購買力平価（90～120円/ドル程度） が意識されることも

（出所）各種統計より大和総研作成

中国人訪日客数は直近の2024年4月で2019年同月比▲27%と依然として低水準にある。だが季節調整値で見れば、「処理水問題」⁶の影響で落ち込んだ2023年10月を除き、同年2月から前月比で増加を続けている（2024年1～4月平均で前月比+10%程度、当社による季節調整値）。今後は中国人訪日客の本格回復や円安の効果もあり、2023年で2,507万人だった訪日外客数は2024年で3,800万人程度、2025年は4,300万人程度まで増加すると見込んでいる。

高水準の家計貯蓄は個人消費を継続的に下支えするとみられる。家計の金融資産残高はコロナ禍以降に大幅に増加し、2019年12月末から直近の2023年12月末までに256兆円（うち現預金は同120兆円）増加した。株価は高値圏で推移しており、資産効果を通じて個人消費が刺激されることも考えられる。

世界半導体販売額に見るシリコンサイクルは2023年春に底を打った。同年11月には1年3カ月ぶりに前年比でプラスに転換するなど、足元でも改善が続いている。先端半導体などで高いシェアを持ち、シリコンサイクルに先行して動く台湾や韓国の電子部品・デバイス工業の出

⁶ 2023年8月に東京電力福島第一原子力発電所にたまる処理水が海洋放出されたことで日中関係が悪化した問題。

荷・在庫バランスは改善傾向にある。2024年に回復局面に入ったシリコンサイクルは、2025年も回復が継続すると見込んでおり、半導体関連財の国内生産を後押しするだろう。

<経済の下振れリスク>

景気の下振れリスク要因は、海外経済に中心に多く存在する。具体的には、「米国の金融引き締めが長期化（利下げ見送りで想定外の景気悪化）」「米国大統領選でトランプ氏が再選」「中東情勢・ウクライナ情勢の緊迫化」「中国の過剰債務問題の顕在化」「米中対立の激化（経済安全保障リスクの発現など）」「国内の長期金利の上振れ・円高の急伸」などが挙げられる。

このうち「米国大統領選でトランプ氏が再選」（いわゆる「トランプ・リスク」）については、「[第221回日本経済予測](#)」（2024年5月22日）を、その他のリスク要因の詳細については前回予測を参照されたい。

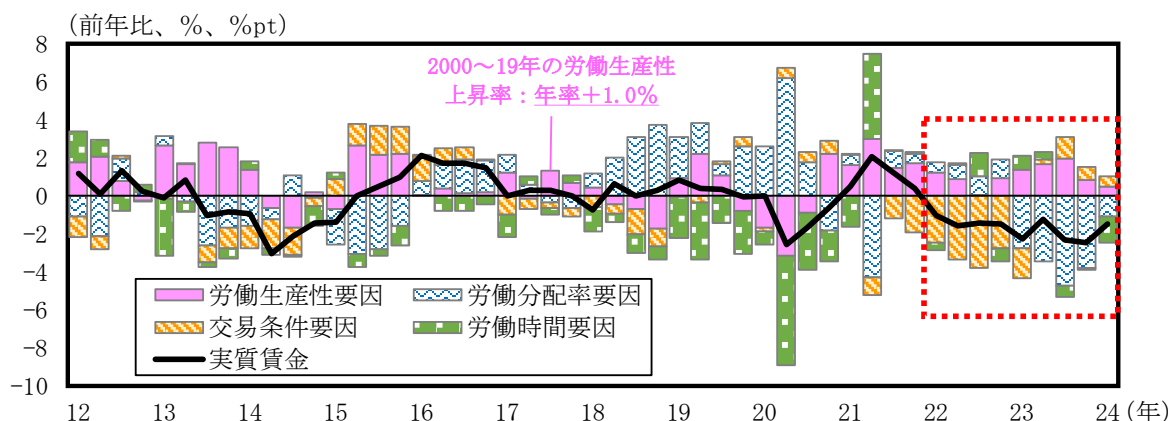
2.2 大幅なベースアップで加速するマクロの賃金上昇率

労働分配率の低下による実質賃金の下押し圧力は足元で大きく緩和

前述のように、2024年の春闘賃上げ率は33年ぶりの高水準となりそうだ。実質賃金の前年比は2022年初めからマイナス圏で推移し、個人消費の重しとなってきた。今回の企業の積極的な賃上げは家計の所得環境をどの程度改善させるのかが当面の注目点だ。

そこでまず、実質賃金（1人あたり実質雇用者報酬）が下落した背景を整理するため、前年比変化率を、①労働生産性要因、②労働分配率要因、③交易条件要因、④労働時間要因、の4つに分解すると（**図表5**）、2022年の主な押し下げ要因は交易条件の悪化であった。交易条件は2023年に押し上げ要因へと転じたが、代わって実質賃金を押し下げたのが労働分配率要因である。実質賃金の前年比変化率に対する寄与度は一時▲4%pt超に達した。

図表5：実質賃金（1人あたり実質雇用者報酬）の要因分解



（注）「労働生産性要因」は就業者1人1時間あたり実質GDP成長率で、実質賃金は雇用者報酬と混合所得の合計額を実質化して就業者数で除したもの。「交易条件要因」は個人消費デフレーターとGDPデフレーターの比率の変化。

（出所）内閣府、総務省、厚生労働省統計より大和総研作成

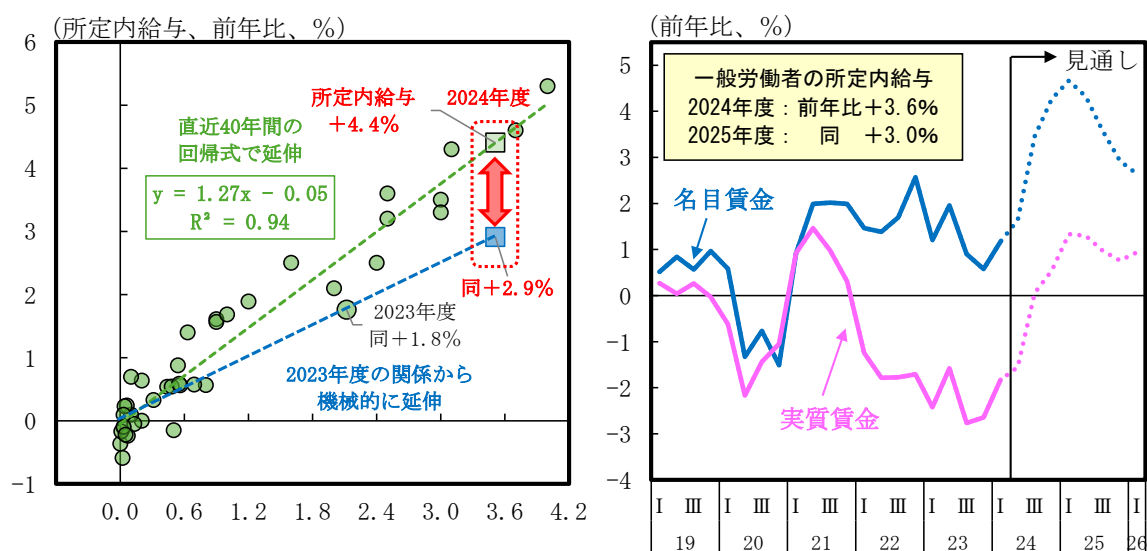
もつとも、労働分配率要因による実質賃金の下押し圧力は足元で落ち着きつつある。深刻化する人手不足や物価情勢などを考慮して積極的に賃上げを行う企業は増加傾向にあり、労働分配率はいずれ下げ止まると考えられる⁷。

所定内給与は前年比 3% 台半ばまで上昇し、実質賃金は 2024 年 7-9 月期に前年比プラスへ

春闘での賃上げによるマクロの賃金上昇率への影響を検討する際には、定期昇給分を除くベアに着目する必要がある。定期昇給とは一般に、年功型の賃金カーブに沿う形で毎年一定程度賃金を引き上げることを指す。そのため、年齢や勤続年数ごとの人員構成が一定である場合には、定期昇給を実施しても企業の支払う給与総額は増加しない。これに対してベアは、賃金カーブ全体を上方に引き上げる。企業の支払う給与総額を増額させ、マクロの賃金を直接的に押し上げる。

実際、ベアは一般労働者（＝フルタイム労働者）の賃金上昇に大きく寄与してきた。**図表 6 左**で示した散布図は、直近 40 年間（1984～2023 年度）のベア率と一般労働者の所定内給与の前年比をプロットしたものである。ここでは、2014 年度以前のベア率として厚生労働省「賃金事情等総合調査」を、2015 年度以降として連合集計値を参照した。また、1993 年度以前の所定内給与の前年比を厚生労働省「賃金構造基本統計調査」、1994 年度以降を同「毎月勤労統計調査」から算出した。

図表 6：ベア率と一般労働者の所定内給与の伸び率（左）、1 人あたり雇用者報酬の見通し（右）



(注) 左図のベア率のベースアップ率は 2014 年度まで厚生労働省「賃金事情等総合調査」、2015 年度以降は日本労働組合総連合（連合）集計値。所定内給与は一般労働者で、前年比は 1993 年度まで厚生労働省「賃金構造基本統計調査」、1994 年度以降は同「毎月勤労統計調査」より算出。右図の点線は大和総研による予測値。

(出所) 厚生労働省、総務省、内閣府統計、日本労働組合総連合会資料より大和総研作成

⁷ 詳細は「[第 221 回日本経済予測](#)」（2024 年 5 月 22 日）の第 3 章を参照。

2024 年春闘におけるベア率は第 5 回集計時点で 3.57%であり、最終的には 3.5%程度となる可能性が高い。この値を直近 40 年間の回帰式に当てはめると、2024 年度の一般労働者の所定内給与は前年比+4.4%と 2023 年度の同+1.8%から大きく加速する。

ただし、2023 年度の実績値は回帰線から下振れしており、連合が集計対象としていない中小企業ではベアの実施に慎重だったことなどが推察される。そこで、2023 年度のベア率と所定内給与の伸び率の比率から機械的に延伸すると、2024 年度の所定内給与は同+2.9%となる。足元では賃金と物価の循環的上昇が十分とはいえないものの、価格転嫁が進みやすくなっており、中小企業でもベアが広がったことに鑑みれば、2024 年度の所定内給与の伸び率は 2 つのケースの間で着地するとみられる。2 つの試算値の中間にあたる前年比+3%台半ばが 2024 年度の目安となりそうだ。

そこで当社では、2024 度における一般労働者の所定内給与を前年比+3.6%と見込んだ。さらに 2025 年度は同+3.0%で高止まりするとみている。物価上昇率の低下が賃上げ率の押し下げ要因となる一方、前回予測で述べたように、人口減少が中長期的に続く見通しのもとで企業間の人材獲得競争は厳しさを増しつつあるからだ。また、次章で示す物価上昇率見通しを反映した実質賃金（1 人あたり実質雇用者報酬）は**図表 6 右**のように推移すると見込んでいる。2024 年 7-9 月期には前年比でプラスへと転換し、その後は近年の労働生産性の伸び率に相当する+1%前後で推移するだろう。

3. 物価・金融政策の見通し

新コアコア CPI は 2024、25 年度ともに前年比+2%程度を見込む

生鮮食品を除く総合ベースの消費者物価指数（コア CPI）は、直近の資源価格と為替レートを前提として、2024 年度で同+3.1%、2025 年度で同+2.4%と見込んでいる（**図表 7**）。物価の基調を反映しやすい生鮮食品・エネルギーを除く総合ベースの CPI（新コアコア CPI）では、2024、25 年度とも同+2.2%の見込みだ。

輸入物価の急騰はすでに一巡しており、これまでの物価上昇の主因であった中間投入コストの増加（日銀の整理⁸でいう「第一の力」）については、徐々にペースが鈍化していく見込みだ。鈍化ペースがとりわけ 2024 年度前半に速まることで、**図表 7**で基調的な物価の動きを示す「その他」の上昇率が低下するとみている。他方、春闘での大幅な賃上げを受け、企業が人件費の増加分を販売価格に転嫁する動き（いわゆる「第二の力」）は 2023 年よりも広まるだろう。2024 年度の中頃からは「第二の力」が強まり、基調的なインフレ率は高まっていくだろう。

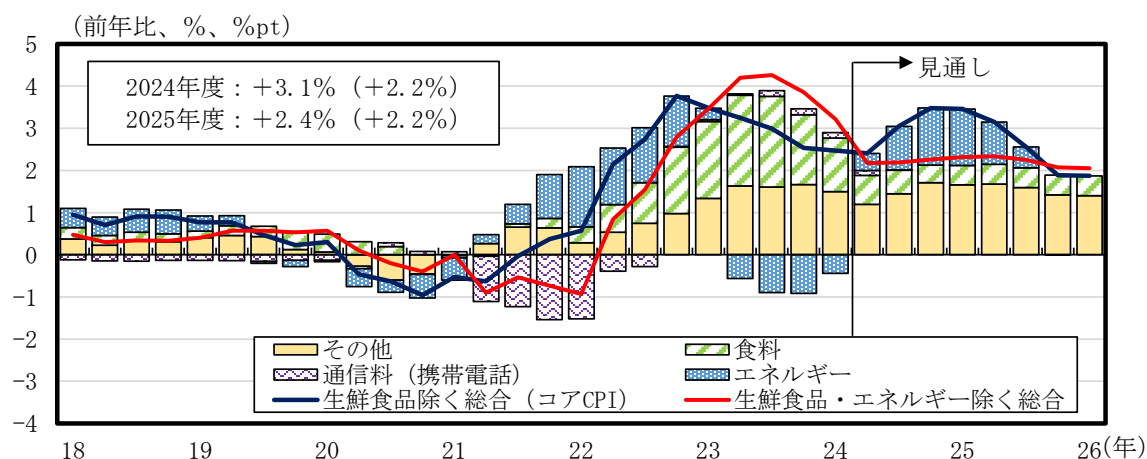
エネルギー関連では、燃料油価格激変緩和対策事業（いわゆるガソリン補助金）は延長されたが、その期限は本稿執筆時点では未定である。同事業の実施期間中はコア CPI 上昇率を押し下げ続ける一方、翌年は裏の影響で押し上げ要因となる。加えて、2024 年 5 月末で終了する電気・

⁸ 植田和男「[最近の金融経済情勢と金融政策運営-大阪経済 4 団体共催懇談会における挨拶](#)」、2023 年 9 月 25 日。

ガス価格激変緩和対策事業による裏の影響や、2024年度の再生可能エネルギー発電促進賦課金単価の引き上げも物価の押し上げ要因となる。

2025年度には賃金・物価の循環的な上昇が定着することで、新コアコアCPIは前年比+2%程度の水準で安定的に推移するとみている。

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



(注) 作成時の資源価格と為替レートを前提とした物価見通し。ガソリン補助金は2024年9月まで実施されると想定。

(出所) 総務省統計より大和総研作成

日銀は緩和的な金融環境を維持しつつ、緩やかなペースで利上げを進める見込み

当社では、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。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%（年2回）のペースで追加利上げを行うと想定している（図表8）。

実質短期金利（コールレートからインフレ率を差し引いた水準）は緩やかに上昇するが、予測期間を通じてマイナス圏で推移する見込みである。日本の自然利子率は足元でゼロ近傍にあると推計される⁹。実質金利が自然利子率を下回る（実質金利ギャップはマイナスになる）ことで、予測期間を通じて緩和的な金融環境が維持されるだろう。

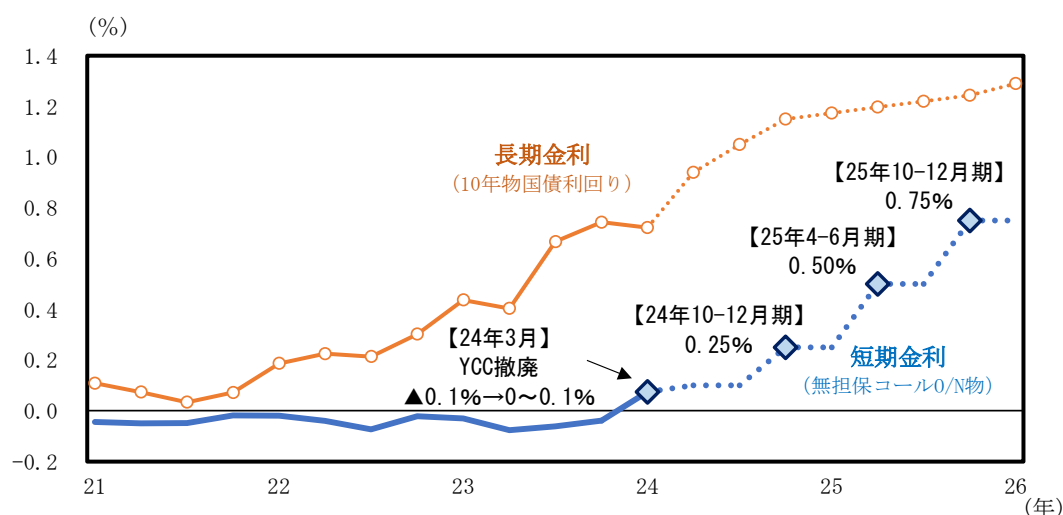
10年物国債利回り（長期金利）は予測期間の終盤に1.20%程度まで上昇すると見込んでいる（図表8）。日銀が利上げを進めることが長期金利の押し上げ要因になる。一方、米国では2024年7-9月期からFRBが利下げを開始すると想定される。米国長期金利は緩やかに低下していく見込みであり、日本の長期金利に下押し圧力がかかるだろう。

当面の金融政策運営に関わるリスクとしては円安の進行によるインフレ率の上振れが挙げられる。こうしたリスクが顕在化した場合、日銀が採用し得る手段としては、国債購入ペースの柔軟化または購入額の減額によって、長期金利を上昇させることが考えられる。為替レートは、日米の短期金利差よりも長期金利差との連動性が高いことが知られている。また、短期金利と比

⁹ 詳細は「第220回日本経済予測（改訂版）」（2024年3月11日）を参照。

較して長期金利の上昇が实体经济に与える影響は小さい¹⁰。このため、短期金利を引き上げるよりも、長期金利の上昇を促す方が、景気への悪影響を抑えつつ効果的に円安圧力を緩和することができる。

図表 8：日本の長短金利の見通し



(注) 長期金利は期間平均値で、短期金利は期末値。
(出所) 財務省、日本銀行統計より大和総研作成

図表 9：日本経済見通し＜第 221 回日本経済予測（2024 年 5 月 22 日）＞

	2023			2024				2025				2026	2023 年度 (暦年)	2024 年度 (暦年)	2025 年度 (暦年)
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3			
実質GDP(年率、兆円)	563.1	558.0	558.0	555.3	559.1	563.0	566.1	568.2	570.0	571.6	573.0	574.5	558.8	564.3	572.5
<前期比、%>	1.0	-0.9	0.0	-0.5	0.7	0.7	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3			
<前期比年率、%>	4.1	-3.6	0.0	-2.0	2.8	2.8	2.2	1.5	1.3	1.1	1.0	1.0			
<前年同期比、%>	2.3	1.6	1.2	-0.2	-0.7	0.9	1.5	2.3	1.9	1.5	1.2	1.1	1.2	1.0	1.4
													(1.9)	(0.4)	(1.7)
民間消費支出(前期比、%)	-0.7	-0.3	-0.4	-0.7	0.9	0.9	0.7	0.5	0.3	0.2	0.2	0.2	-0.6	1.2	1.4
民間住宅投資(前期比、%)	1.8	-0.9	-1.4	-2.5	0.0	-0.1	-0.3	-0.5	-0.6	-0.6	-0.7	-0.7	0.6	-3.1	-2.1
企業設備投資(前期比、%)	-1.7	-0.2	1.8	-0.8	0.8	0.7	0.6	0.5	0.5	0.6	0.6	0.7	0.4	2.0	2.3
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	0.8
公共投資(前期比、%)	2.2	-0.3	-0.2	3.1	-1.6	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	4.1	0.8	1.0
輸出(前期比、%)	3.8	0.3	2.8	-5.0	2.8	1.6	1.1	0.6	0.7	0.6	0.5	0.4	3.0	2.3	2.9
輸入(前期比、%)	-3.6	0.9	1.8	-3.4	2.2	1.2	0.9	0.6	0.6	0.5	0.4	0.3	-3.3	2.2	2.3
名目GDP(前期比年率、%)	10.7	-0.6	2.7	0.4	4.4	5.3	4.5	3.5	3.1	2.6	2.3	2.0	5.3	3.2	3.2
GDPデフレーター(前年同期比、%)	3.7	5.2	3.9	3.6	2.5	2.2	2.2	2.0	2.1	1.9	1.6	1.4	4.1	2.2	1.7
鉱工業生産(前期比、%)	1.2	-1.4	1.1	-5.1	4.0	1.6	1.0	0.4	0.3	0.4	0.5	0.5	-1.9	1.9	2.1
コアCPI(前年同期比、%)	3.2	3.0	2.5	2.5	2.4	3.0	3.5	3.5	3.2	2.6	1.9	1.9	2.8	3.1	2.4
失業率(%)	2.6	2.6	2.5	2.5	2.5	2.5	2.4	2.4	2.3	2.3	2.3	2.3	2.6	2.4	2.3
コールレート(期末値、%)	-0.08	-0.06	-0.04	0.07	0.10	0.10	0.25	0.25	0.50	0.50	0.75	0.75	0.07	0.25	0.75
10年物国債利回り(%)	0.40	0.67	0.74	0.72	0.94	1.05	1.15	1.17	1.20	1.22	1.24	1.29	0.63	1.08	1.24
前提															
原油価格(WTI、ドル/バレル)	73.6	82.2	78.5	76.9	81.2	79.8	79.8	79.8	79.8	79.8	79.8	79.8	77.8	80.1	79.8
為替レート(円/ドル)	137.4	144.5	147.9	148.5	155.2	156.3	156.3	156.3	156.3	156.3	156.3	156.3	144.6	156.0	156.3

(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

¹⁰ 詳細は「[第 219 回日本経済予測（改訂版）](#)」（2023 年 12 月 8 日）を参照。

米国経済 景気・インフレは減速したか？

減速ペースは、市場の想定ほどではないかもしれない

矢作 大祐
藤原 翼

[要約]

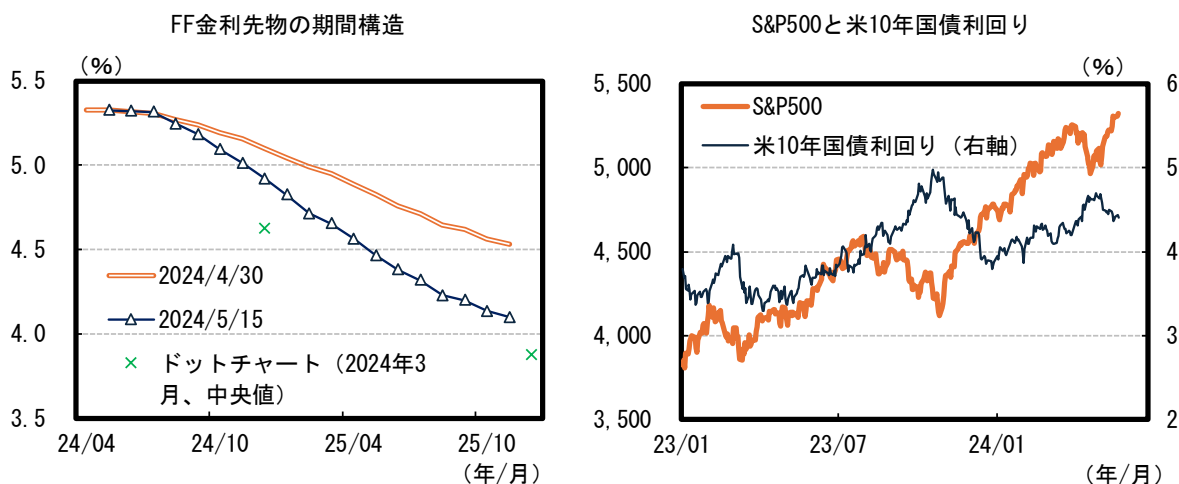
- 5月に公表された4月の景気及びインフレ指標は総じて軟調な結果となり、景気の堅調さとインフレ率の高止まりという1-3月期のトレンドが変化した可能性を示唆するものであった。こうした主要経済指標の軟調さを背景に、市場はソフトランディング期待を高め、金融環境は再び緩和化した。
- しかし、インフレ減速を期待しすぎてはならない。インフレ指標が2%に向けて減速していくためには、今後更なるペースダウンが必要となる。しかし、先行きのインフレ減速要因として期待されるコアサービス価格は高止まりしており、住宅価格の反発や根強い賃金上昇圧力によって一段の減速は楽観視できない。
- 加えて、直近の景気の軟調さも過信すべきではない。減速した4月の雇用者数は今後大幅に改定され得る。同月の小売売上高は市場予想割れとなったが、市場予想がアマゾン等の大規模セールによる無店舗販売の反動減を織り込めていなかっただけとも考えられる。そして、50%割れとなったISM非製造業景況感指数についても、中身を見れば顕著な景気減速に直面しているようには見受けられない。
- 市場ではソフトランディング期待が高まる中で、仮にインフレ指標が再び上昇し、主要経済指標も堅調な結果となれば、金融環境は一転してタイト化していくとみられる。或いは、経済指標が想定よりも軟化しない場合に市場の利下げ期待が剥落しなければ、金融環境の緩和化がインフレ圧力を押し上げ得るとして、FOMC参加者のタカ派的な発言が増えることも想定される。現時点では、景気減速やインフレ減速を期待しすぎてはならないと肝に銘じておくべきだろう。

主要経済指標は軟調な結果、市場はソフトランディング期待を高める

5月に公表された4月の主要経済指標は総じて軟調な結果となり、景気の堅調さとインフレの高止まりという1-3月期のトレンドが変化した可能性を示唆するものであった。具体的に、家計や雇用環境に注目すると、雇用統計は雇用者数が好不調の境目となる20万人割れとなり、消費者センチメントは大幅に悪化し、小売売上高は市場予想を下回った。企業活動については、ISM景況感指数が製造業・非製造業ともに好不調の境目となる50%を下回り、鉱工業生産は製造業中心に落ち込み、市場予想を下回った。また、住宅着工件数は3月の大幅な落ち込みから回復したものの、前月のマイナス分に比べて見劣りする結果となり、市場予想を下回った。

景気に減速感が見られる中で、インフレ指標に関しては、CPIのヘッドラインが前月比+0.3%、コアが同+0.3%と市場予想通りとなり、高い伸びが続いてきた1-3月期から減速の兆しがうかがえる結果となった。4月30日・5月1日のFOMCではパウエルFRB議長が利下げの先送りを示唆したが¹、こうした主要経済指標の軟調さを背景に、市場は再び利下げ期待を強めた。FF金利先物をみると、4月末時点で市場は2024年内に約0.25%ptの利下げ1回分と見込んでいた。しかし、5月のCPIや小売売上高が公表された5月15日には0.25%ptの利下げ2回分まで市場の織り込みが進んだ（図表1左図）。利下げ予想の織り込みが進む中で、米10年債利回りも低下し、主要株価指数も上昇に転じており、金融環境は緩和した（図表1右図）。こうした市場の見方の変化は、景気の減速によりインフレの減速が進展する、という米国経済のソフトランディング期待が高まったことを表しているだろう。

図表1 FF金利先物の期間構造、S&P500と米10年国債利回り



（出所）CME、S&P500、FRB、Haver Analyticsより大和総研作成

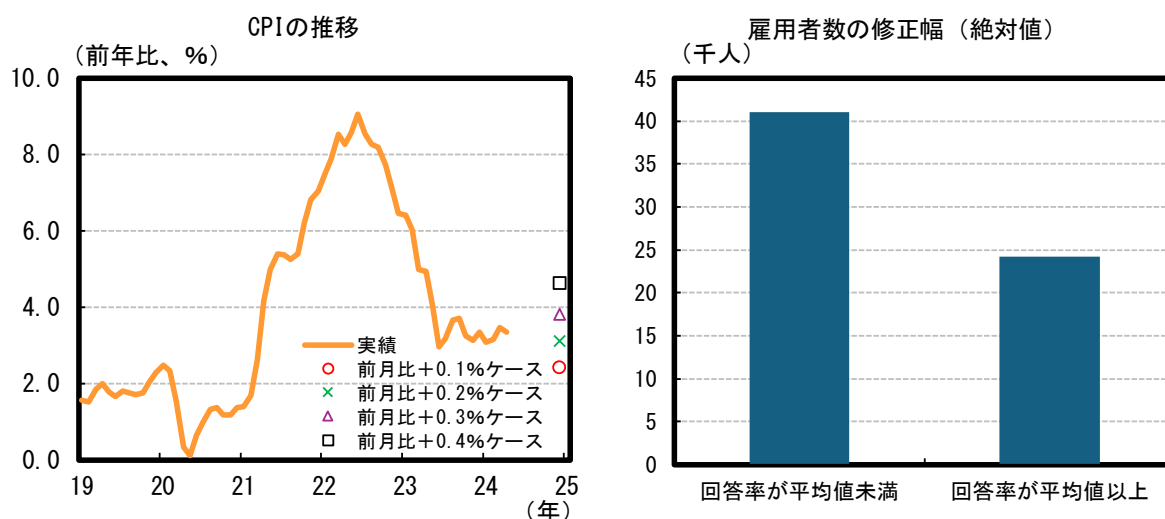
¹ 大和総研 経済調査部 矢作大祐、ニューヨークリサーチセンター 藤原翼、「[FOMC 利下げ開始の先送りを示唆](#)」（2024年5月2日）参照。

しかし、景気減速やインフレ減速を期待しすぎてはならない

直近の主要経済指標が市場のソフトランディング期待を高める結果となった一方で、インフレ減速を期待しすぎてはならない。そもそも、CPI は減速したとはいえ、伸び幅は依然として大きい。CPI は直近の前月比のペースが続く場合、年末にかけて前年比ベースでは加速してしまうことになる。前年比ベースで 2% に向けて減速していくためには、前月比ベースで +0.1% 程度の伸びまで減速する必要がある（図表 2 左図）。もっとも、先行きのインフレ減速要因として FRB が期待している CPI コアサービス価格は高止まりしている。CPI コアサービス価格のうち家賃は 2024 年半ばまでは前年比ベースで減速していくとみられるが、下半期になれば減速しにくくなる可能性がある。また、CPI コアサービス価格（家賃除く）は賃金上昇率のペースダウンに沿って減速していくと考えられるが、前年比ベースではまだ加速トレンドである。賃金動向と連動する労働需給はコロナ禍前に比べて引き続きタイトであるとともに、各州では最低賃金の引き上げが進んでおり、根強い賃金上昇圧力がコアサービス価格（家賃除く）を減速しづらくさせていると考えられる。

加えて、直近の主要経済指標の軟調さも過信すべきではない。例えば、減速した 4 月の雇用者数は、後述の 3 月の大幅増からの反動や政府部門の減速といった要因に加えて、回答率の低さが複合的に影響している。雇用者数の基となる事業所調査の回答率は 4 月が 54.9% と、2022 年以降の平均値である 64.4% と比べて 10%pt ほど低い。回答率が低い場合には、翌月に公表される改定値での修正は大幅となる傾向がある。例えば、平均値以上の回答率の場合は、改定幅は ±2.5 万人程度だが、平均値未満の回答率の場合、改定幅は ±4 万人程度と大きい（図表 2 右図）。6 月 7 日に公表される 5 月雇用統計で 4 月分も修正が入り得ることから、注意が必要となる。

図表 2 CPI の推移、雇用者数の修正幅



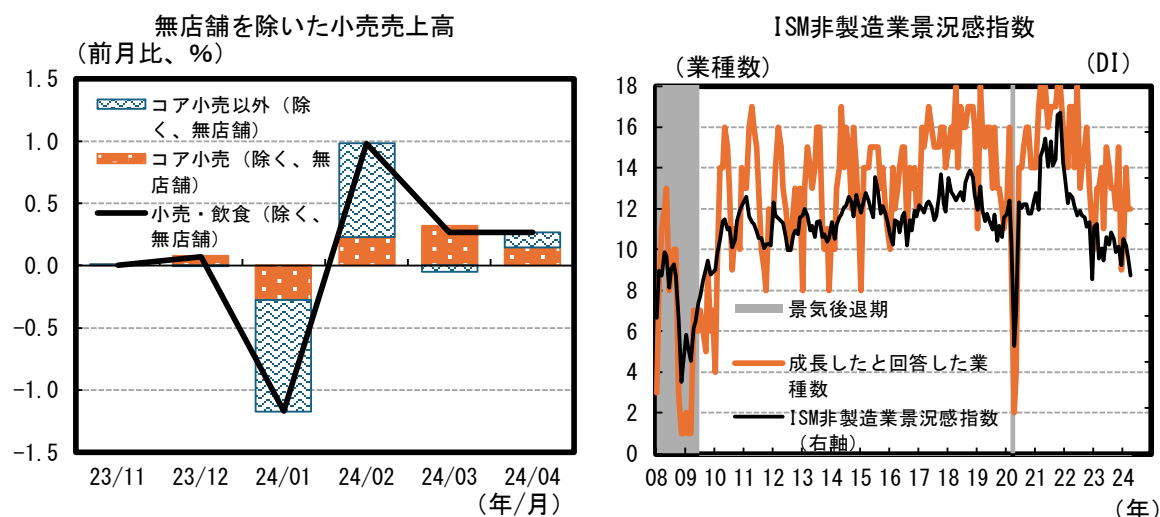
(注)雇用者数の修正幅は、2022 年 1 月から 2024 年 3 月までを対象期間として算出。回答率の平均値は 64.4%。
(出所) BLS、Haver Analytics より大和総研作成

また、4 月の小売売上高に関しても、後述の通り、3 月のアマゾン等の大規模セールからの反動減の影響が大きい。アマゾン等の無店舗での販売を除けば、小売売上高は 3 月・4 月ともに伸

び幅は大きな変化はなく、底堅い結果となっている（図表 3 左図）。言い換えれば、4 月分の市場予想がアマゾン等の無店舗での販売の反動減を織り込めていなかっただけとも考えられる。4 月の小売売上高の市場予想比での弱さは景気判断において大きな意味を有さず、6 月に公表される 5 月の小売売上高も考慮して基調を判断すべきだろう。

ISM 非製造業景況感指数の 50%割れに関しては、過去を振り返れば、景気後退前後に生じやすい。ISM 非製造業景況感指数は 2021 年後半以降悪化トレンドを継続しており、2022 年 12 月にも 50%割れとなったことから警戒を要する。もっとも、ヘッドラインの良し悪しだけで企業の景況感を判断すべきではない。景気後退期には ISM に「成長した」と回答した業種数が 18 業種中一桁台まで減少する傾向がある一方、足元は 12 業種と底堅い（図表 3 右図）。また、業種の中身を見ても、主要産業である小売やレジャー・娯楽は成長したと回答していることから、非製造業が顕著な景気減速に直面しているようには見受けられない。

図表 3 無店舗を除いた小売売上高、ISM 非製造業景況感指数



(出所) BLS、ISM、NBER、Haver Analytics より大和総研作成

以上のように、インフレ減速を期待しすぎるべきではなく、主要経済指標も市場の認識ほど軟調ではないとも考えられる。再びインフレ指標が高止まりしたり、主要経済指標も堅調な結果となったりすれば、足元の Bad News is Good News（この場合、軟調な経済指標はインフレ抑制に向けてよい結果）という市場の受け止めは覆され、ソフトランディング期待は再び低下し、米 10 年債利回りの低下や主要株価指数の上昇といったこれまでの反応は逆回転することになりかねない。或いは、主要経済指標が想定より堅調であっても、市場の利下げ期待が剥落しなければ、金融環境の緩和化がインフレ圧力を押し上げ得るとして、FOMC 参加者のタカ派的な発言が増えることも想定される²。現時点では、景気減速やインフレ減速を期待しすぎてはならないと肝に銘じておくべきだろう。

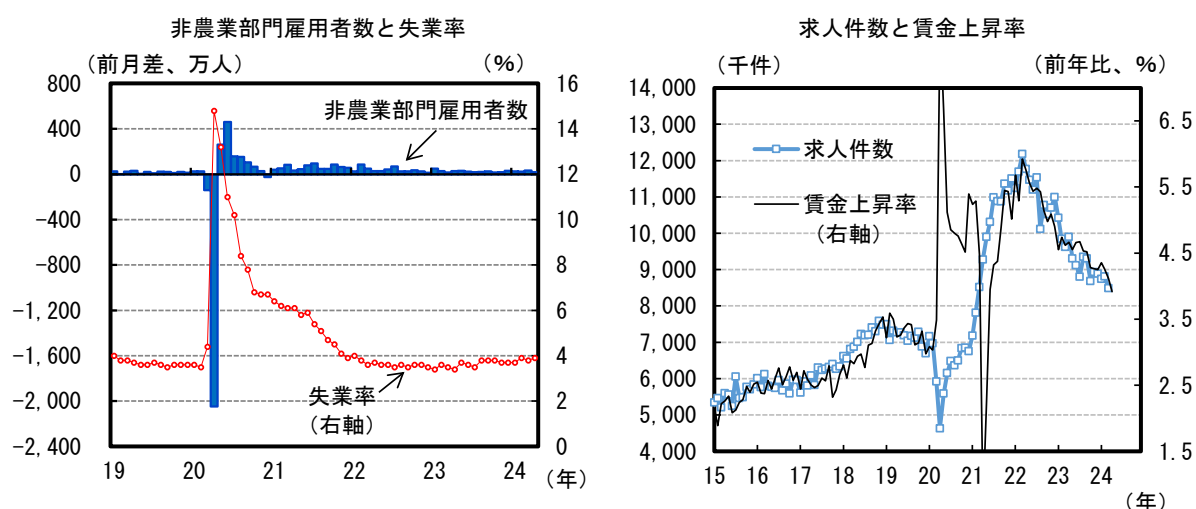
² 大和総研 経済調査部 矢作大祐、ニューヨークリサーチセンター 藤原翼、「[米国経済見通し 利下げ開始先送りの次の手は？](#)」（2024 年 4 月 26 日）参照。

4月の雇用統計はクールダウンも、雇用環境は底堅さを維持

2024年4月の米雇用統計は、非農業部門雇用者数が前月差+17.5万人と前月から大きく減速し、市場予想(Bloomberg調査：同+24.0万人)を下回る結果となった。さらに、過去分は、2024年2月、3月合計で2.2万人下方修正された。とはいえ、前月までの大幅増からの反動も考えられる。3カ月移動平均で見れば4月は同+24.2万人であり、好不調の目安となる同+20万人を5カ月連続で上回った。また、4月の雇用者数の減速は、政府部門の減速が主因であり、民間部門は引き続き底堅い。続いて失業率については、前月から+0.1%pt上昇して3.9%となり、市場予想(3.8%)を上回る(悪い)結果となった。失業者の内訳を確認すると、非自発的失業(同+19.9万人)が再び増加した。就業者に関しても、非自発的パートタイム労働者は同+16.1万人と3カ月ぶりに増加した。この他、民間部門の週平均労働時間が同▲0.1時間と再び減少するなど、4月の雇用統計は雇用環境が弱含みつつあることを示唆している。ただし、雇用者数の伸びは均して見れば好調を維持し、失業率についても3.86%と四捨五入による切り上げが見栄えを悪くしており、雇用環境は緩やかに悪化しつつも底堅さを維持しているといえよう。

その他の雇用関連指標を見ると、新規失業保険申請件数の直近週(5月12日-5月18日)は22.2万件となった。新規失業保険申請件数の水準は2023年9月以降、概ね週19万件から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3月の求人件数は前期差▲32.5万件と減少した。直近の失業者数と比べた求人件数の比率はほぼ1.3倍となり、これまで1.4倍前後の水準が続いていた中で、労働需給の緩和が進展した。こうした労働需給の緩和に伴い、4月の雇用統計では民間部門の平均時給が前年比+3.9%と3カ月連続で減速し、2021年6月以来の水準となった点は、インフレ抑制の観点でポジティブといえる。ただし、失業者数と比べた求人件数の比率や賃金上昇率はコロナ禍前の水準を上回ったままであり、タイトな労働需給の中で賃金上昇圧力は根強い。根強い賃金上昇圧力はインフレの高止まりの要因になり得ることから、更なる労働需給の緩和が求められよう。

図表4 非農業部門雇用者数と失業率、求人件数と賃金上昇率



(出所) BLS、Haver Analytics より大和総研作成

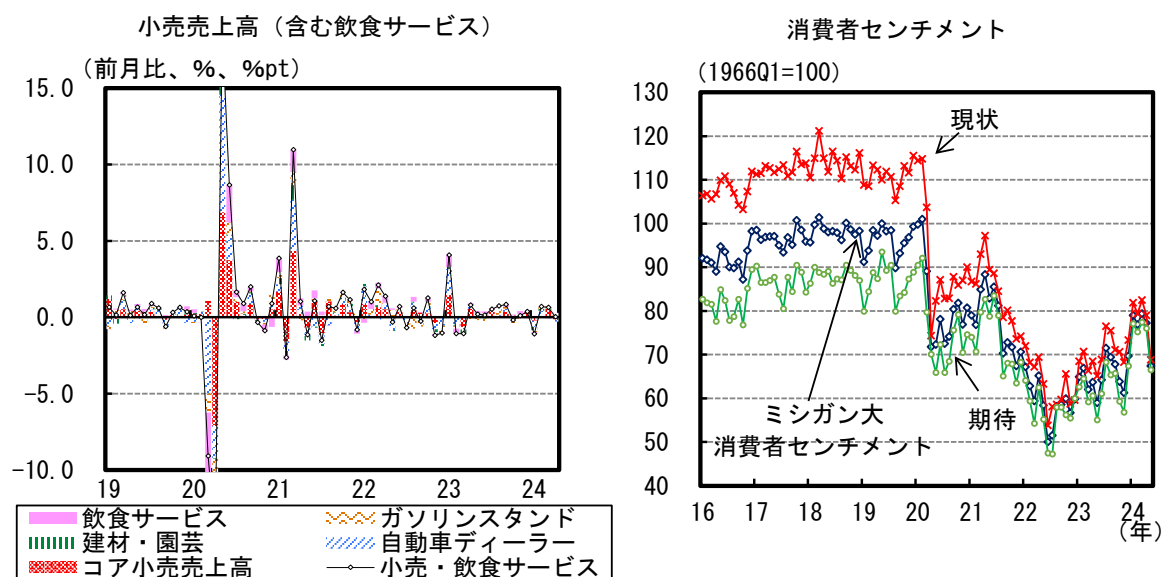
小売売上高は減速し、消費者マインドは大幅に悪化

個人消費の動向を確認すると、2024年4月の小売売上高(含む飲食サービス)は前月比+0.0%と減速し、市場予想(Bloomberg 調査: 同+0.4%)を下回った。また、2月(同▲0.2%pt)と3月(同▲0.1%pt)の結果が下方修正された。さらに、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、コア小売売上高が同▲0.3%と3カ月ぶりにマイナスになるなど、4月の小売売上高は冴えない結果となった。ただし、4月の結果は、アマゾン等が3月に大規模なセールを実施したことによる反動もあったとみられる。単月の結果で個人消費の下振れと判断するべきではなく、来月以降の結果も踏まえる必要があるだろう。

4月の小売売上高(含む飲食サービス)の内訳を見ると、無店舗販売(前月比▲1.2%)が3月のアマゾン等の大規模セールから反動減となり、全体を押し下げた。ただし、それ以外にも、レジャー・娯楽用品(同▲0.9%)、自動車・同部品(同▲0.8%)が2カ月連続でマイナスになる等、選択支出の品目の一部で冴えない動きが見られる。この他、ヘルスケア製品(同▲0.6%)がマイナスに転じ、家具(同▲0.5%)は3カ月連続でマイナスとなった。また、ガソリンスタンド(同+3.1%)は3カ月連続のプラスで押し上げ要因となったが、これはガソリン価格の上昇が影響している。他方で、3月にマイナス幅が大きかった衣服・宝飾品(同+1.6%)、家電(同+1.5%)がプラスに転じた点は一安心といえる。

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5月(速報値)が前月差▲9.8ptと2カ月連続で悪化して67.4になった。構成指数の内訳を見ると、現状指数(同▲10.2pt)、期待指数(同▲9.5pt)ともに大幅に悪化した。ミシガン大は、幅広い属性の回答者においてセンチメントが悪化していると指摘した。またインフレ見通し(期待インフレ率)については2カ月連続で上昇した。インフレの高止まりを背景に引き締めの金融環境が長引くと懸念されれば、消費者マインドは回復しづらいだろう。

図表5 小売売上高(含む飲食サービス)、消費者センチメント



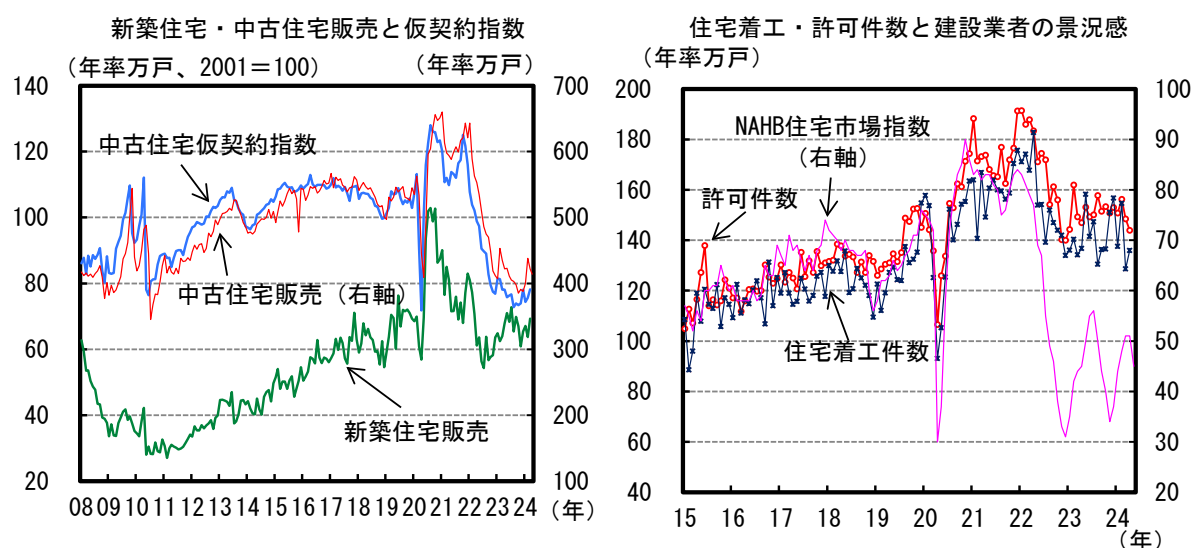
(出所) ロイター/ミシガン大、Census、Haver Analytics より大和総研作成

住宅市場では金利の高止まりを引き続き意識

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4月が前月比▲1.9%と2カ月連続でマイナスとなった。これは、住宅ローン金利（30年固定、連邦住宅貸付抵当公社）が上昇したことが要因と考えられる。消費者のマインドに目を向けると、5月のロイター/ミシガン大消費者センチメントの住宅購入判断は26ptと、2022年11月に記録したコロナ禍以降の最低値を下回る結果となった。消費者の中では引き締め的な金融政策が長期化するとの見立てが足元で増えており、住宅ローン金利が高止まりすれば、目先の中古住宅販売が抑制されるとみられる。さらに中古住宅の在庫は緩やかに増加しつつあるが、依然として低水準にあり、中古住宅価格が前年比で上昇していることも、引き続き中古住宅販売が回復していく上での足かせとなるだろう。

住宅供給に関しては、新築住宅着工は、2024年4月に前月比+5.7%と、前月の大幅減からプラスに転じた。ただし、プラスに転じたとはいえ、3月のマイナス分を取り戻すほどではない。さらに、新築住宅着工の先行指標である建設許可も、4月は同▲3.0%と2カ月連続でマイナスとなった。住宅建設業者のマインドに関して、NAHB（全米住宅建設業協会）住宅市場指数を見ると、2024年5月分は前月差▲6ptの45と、6カ月ぶりに低下した。NAHBはインフレの高止まりを背景に第1四半期に長期金利が上昇したことが建設業者のマインドを下押ししたと指摘している。在庫積み上げニーズや移民の増加による住宅需要といった、住宅建設業者にとってポジティブな要素は見られるものの、目先は金融政策の動向に左右されやすい状況が続くとみられる。

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



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

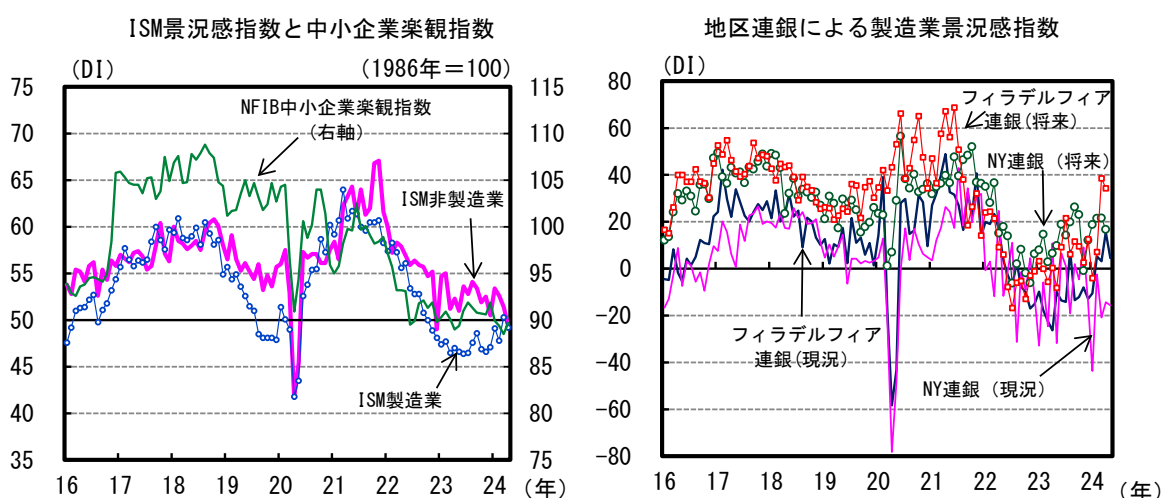
ISM 景況感指数は製造業・非製造業ともに 50%を下回る

2024 年 4 月の ISM 景況感指数は、製造業が前月差▲1.1%pt の 49.2%と、50%を上回った 3 月から一転して好不況の節目となる 50%を再び下回った。非製造業についても、同▲2.0%pt の 49.4%と 2022 年 12 月以来の 50%割れとなった。構成項目を見ると、製造業に関しては、雇用指数が改善し、在庫指数は横ばいとなった一方で、新規受注指数、生産指数、入荷遅延指数が悪化した。非製造業に関しては、入荷遅延指数が改善した一方で、事業活動指数が同▲6.5%pt と大幅に悪化した。この他、新規受注指数、雇用指数も悪化した。続いて ISM に回答した企業のコメントを見ると、製造業では指数の悪化に反して、ビジネス環境についてポジティブな見解も比較的多かった。他方で、ネガティブな点として FRB による金融政策の不確実性の高さが指摘された。非製造業については、人件費や原材料費のコスト高についてのコメントが散見され、引き続き企業の重石になっている様子がうかがえる。実際、非製造業の仕入価格指数は同+5.8%pt と上昇した。

中小企業に関しては、2024 年 4 月の NFIB（全米独立企業連盟）中小企業楽観指数は、前月差 +1.2pt と 4 カ月ぶりに改善し、水準は 89.7 となった。内訳項目を見ると、前月に悪化幅が大きかった実質販売増加に対する期待の項目が大幅に改善した。他方で、金融環境に対する期待の項目は 2 カ月連続で悪化した。また NFIB は、中小企業にとって人件費等のコスト高が引き続き最大の課題とコメントした。

以上をまとめれば、中小企業は改善した一方、製造業、非製造業が悪化した。2024 年 5 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▲1.3pt）、将来指数（同▲2.2pt）がともに小幅に悪化した。フィラデルフィア連銀に関しては、現況指数（同▲11.0pt）は悪化して前月の上昇分をほぼ解消し、将来指数（同▲1.9pt）も小幅に悪化した。人件費等のコスト高が続き、さらに、引き締めの金融環境が長期化するとの見立てが増えて中、引き続き企業マインドは抑制されるとみられる。

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



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

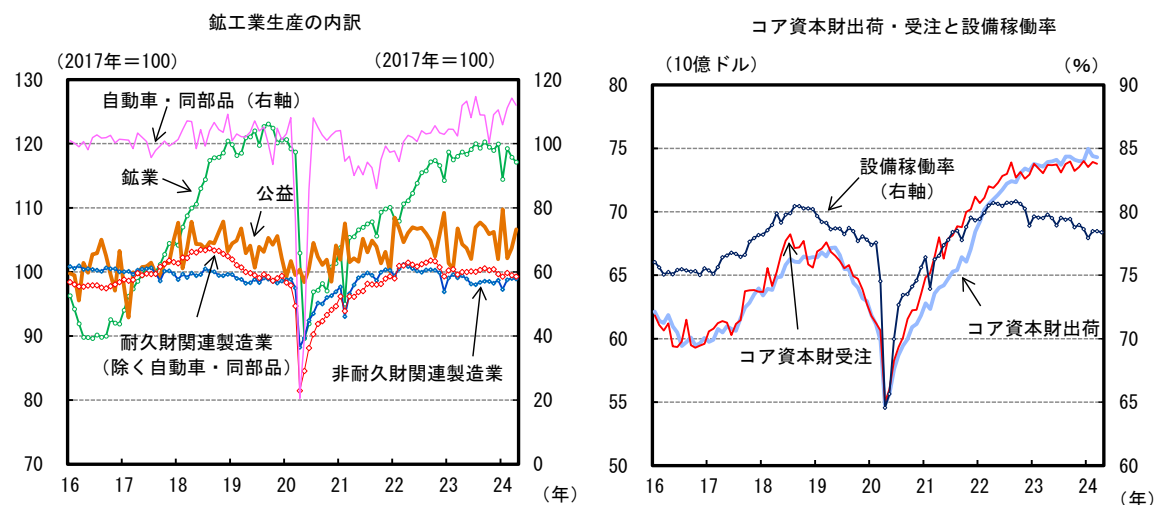
鉱工業生産指数は製造業が3カ月ぶりにマイナスに転じる

企業の実体面に関して、2024年4月の鉱工業生産指数は前月から横ばいと市場予想(Bloomberg調査: 同+0.1%)を下回り、2カ月連続で減速した。過去分については、2月分が+0.4%pt上方修正された一方で、3月分が▲0.3%pt 下方修正された。4月の鉱工業生産指数の内訳を見ると、公益(同+2.8%)が2カ月連続でプラスとなった一方で、鉱業(同▲0.6%)が2カ月連続でマイナスとなり、製造業(同▲0.3%)が3カ月ぶりにマイナスに転じた。

製造業の内訳を見ると、耐久財(前月比▲0.5%)、非耐久財(同▲0.1%)ともにマイナスに転じた。耐久財に関しては自動車・同部品(同▲2.0%)が全体を押し下げた。この他、電気機械(同▲1.9%)、木製品(同▲1.6%)のマイナス幅が大きかった。さらに、非金属鉱物(同▲0.9%)、スポーツ用品等を含むその他耐久財(同▲0.6%)、家具(同▲0.5%)が2カ月連続で低下する等、幅広い業種でマイナスとなった。他方で、一次金属(同+1.0%)がプラスに転じ、航空機などを含むその他輸送用機器(同+0.9%)とコンピューター・電子機器(同+0.6%)は2カ月連続でプラスとなった。非耐久財に関しては、石油・石炭製品(同▲4.4%)が大幅なマイナスとなり全体を押し下げた一方で、その他の業種はいずれもプラスとなった。

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3月に前月比▲0.1%と2カ月連続でマイナスとなり、先行指標であるコア資本財受注についても同▲0.2%とマイナスに転じた。設備稼働率については、2024年4月は前月差▲0.1%ptの78.4%となり、昨年10月以降のダウントレンドが続いている。設備稼働率は長期平均(1972-2023年:79.6%)を12カ月連続で下回っており、設備の稼働状況は引き続きひっ迫している状況ではない。前述の通り直近の製造業の企業マインド指数が悪化しており、設備の稼働状況もひっ迫していないこと、そして引き締め的な金融環境が継続するとの見立てが増えていることを踏まえれば、目先では生産活動や設備投資が大幅に活性化することは考えにくいだろう。

図表8 鉱工業生産の内訳、コア資本財出荷・受注と設備稼働率



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

経済見通し

足元までの経済指標を踏まえ、2024年の4-6月期に関しては、実質GDP成長率は前期比年率+2.2%と、2024年1-3月期に比べて加速すると見込む。成長率のゲタが高いことで個人消費が高い伸びとなるとともに、在庫や純輸出の寄与度のマイナス幅の縮小が成長率加速の主因である。個人消費が高い伸びになるとみられる一方、設備投資は減速し、住宅投資はマイナスに転じることで民間最終需要は減速すると考えられる。ただし、民間最終需要が減速するとはいえ、その伸び幅は依然として大きいことから、インフレの減速も緩やかな進展を見込む。

市場は景気減速とインフレ減速の進展を期待しており、結果的に金融環境は緩和化した。金融環境の緩和化は景気が実際に落ち込んでいる際には下支え役となり、ソフトランディングの蓋然性を高める。しかし、景気が市場の想定よりも落ち込まない場合には、金融環境の緩和化は需要を押し上げ、インフレ圧力の高まりへと帰結する。景気が堅調であることが判明すれば、金融環境は再びタイト化するだろう。或いは、タイト化しない場合でも、FOMC参加者のタカ派的な発言が増えることが想定されるだろう。市場の認識と実際の景気に乖離が生じている可能性があることによって、FRBの金融政策運営及び景気の先行きに関する不確実性が増しているといえる。

図表9 米国経済見通し

	四半期												暦年		
	2023				2024				2025				2023	2024	2025
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	前年比、%		
	前期比年率、%												前年比、%		
国内総生産	2.2	2.1	4.9	3.4	1.6	2.2	1.7	1.8	1.9	2.1	2.2	2.2			
〈前年同期比、%〉	1.7	2.4	2.9	3.1	3.0	3.0	2.2	1.8	1.9	1.9	2.0	2.1	2.5	2.5	2.0
個人消費	3.8	0.8	3.1	3.3	2.5	3.3	2.1	2.0	2.1	2.2	2.3	2.3	2.2	2.7	2.2
設備投資	5.7	7.4	1.4	3.7	2.9	1.4	0.6	1.2	1.6	1.9	2.0	2.1	4.5	2.5	1.5
住宅投資	-5.3	-2.2	6.7	2.8	13.9	-2.0	0.5	0.9	1.1	1.6	1.8	2.0	-10.6	4.3	1.0
輸出	6.8	-9.3	5.4	5.1	0.9	0.4	1.4	1.7	1.9	2.1	2.3	2.5	2.6	1.6	1.8
輸入	1.3	-7.6	4.2	2.2	7.2	2.6	1.1	1.3	1.6	1.8	1.9	2.1	-1.7	2.9	1.7
政府支出	4.8	3.3	5.8	4.6	1.2	1.5	1.4	1.0	1.1	1.0	1.1	1.0	4.1	2.8	1.2
国内最終需要	3.8	2.0	3.5	3.5	2.8	2.7	1.7	1.7	1.8	1.9	2.0	2.1	2.3	2.7	1.9
民間最終需要	3.6	1.7	3.0	3.3	3.1	2.7	1.8	1.8	1.9	2.1	2.2	2.3	1.9	2.7	2.0
鉱工業生産	-0.3	0.8	1.6	-2.0	-1.1	1.7	1.2	1.5	1.7	1.9	2.0	2.1	0.2	0.0	1.7
消費者物価指数	3.8	3.0	3.4	2.7	3.8	3.3	2.1	2.6	2.3	2.4	2.3	2.4	4.1	3.1	2.4
失業率(%)	3.5	3.6	3.7	3.8	3.8	3.9	4.0	4.1	4.0	3.9	3.9	3.8	3.6	4.0	3.9
貿易収支(10億ドル)	-200	-202	-186	-192	-206	-218	-218	-217	-217	-217	-217	-216	-780	-860	-867
経常収支(10億ドル)	-213	-215	-196	-195	-209	-220	-219	-218	-217	-216	-215	-214	-819	-865	-863
FFレート(%)	5.00	5.25	5.50	5.50	5.50	5.50	5.25	5.00	5.00	4.75	4.50	4.25	5.50	5.00	4.25
2年債利回り(%)	4.35	4.26	4.92	4.80	4.48	4.79	4.63	4.48	4.33	4.18	4.03	3.88	4.58	4.60	4.11
10年債利回り(%)	3.65	3.59	4.15	4.44	4.16	4.44	4.31	4.22	4.13	4.04	3.95	3.86	3.96	4.28	4.00

(注1) 網掛けは予想値。2024年5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 焦点は利下げペースに

ECB は 6 月利下げ開始が既定路線、ただし、その後は慎重に

橋本 政彦

[要約]

- ユーロ圏の 2024 年 1-3 月期の実質 GDP 成長率（改定値）は前期比+0.3%と、3 四半期ぶりのプラス成長に転じ、2023 年後半に陥ったテクニカルリセッションを脱したことが確認された。鉱工業は引き続き苦戦を強いられる一方、サービス業の堅調さがプラス成長転換に寄与したとみられる。
- 景況感指数などを見る限り、4 月以降も鉱工業が停滞、サービス業が堅調という構図が続いている。サービス業の好調さは雇用の拡大に繋がりがやすく、雇用者数の増加が財消費の増加、鉱工業の生産拡大に繋がるか否かが、今後のユーロ圏経済の拡大ペース、および景気拡大の持続性を占う上でのカギとなる。
- ユーロ圏の 4 月の HICP は前年比+2.4%と 3 月と同程度の伸びであったが、ECB が注目するサービス価格の伸びは前月から縮小しており、6 月にも ECB は利下げに踏み切る可能性が高い。金融政策における焦点は、その後の利下げペースへと移りつつあるが、なおインフレ率高止まりに対する警戒感が払しょくされていないこと、利下げ開始後は利下げの効果の見極めが必要になることから、ECB は四半期に 1 回の緩やかなペースで利下げを進めていくと予想する。
- 英国の 1-3 月期の実質 GDP 成長率は前期比+0.6%と市場予想（Bloomberg 調査：同+0.4%）を上回る良好な結果となった。ユーロ圏と同様に、英国も 3 四半期ぶりのプラス成長となり 2023 年後半のテクニカルリセッションから脱した形だが、成長の勢いは想定外に英国の方が強かった。
- 4 月に入ってエネルギー上限価格の引き下げを主因に CPI の伸びが大きく鈍化したことは、個人消費を押し上げるとみられ、英国経済の拡大は 4-6 月期以降も続くの見込まれる。ただし、4 月のインフレ率はサービス価格を中心に BOE の予想を上回っており、BOE の利下げ開始にはもうしばらく時間が掛かる見込みである。

ユーロ圏経済

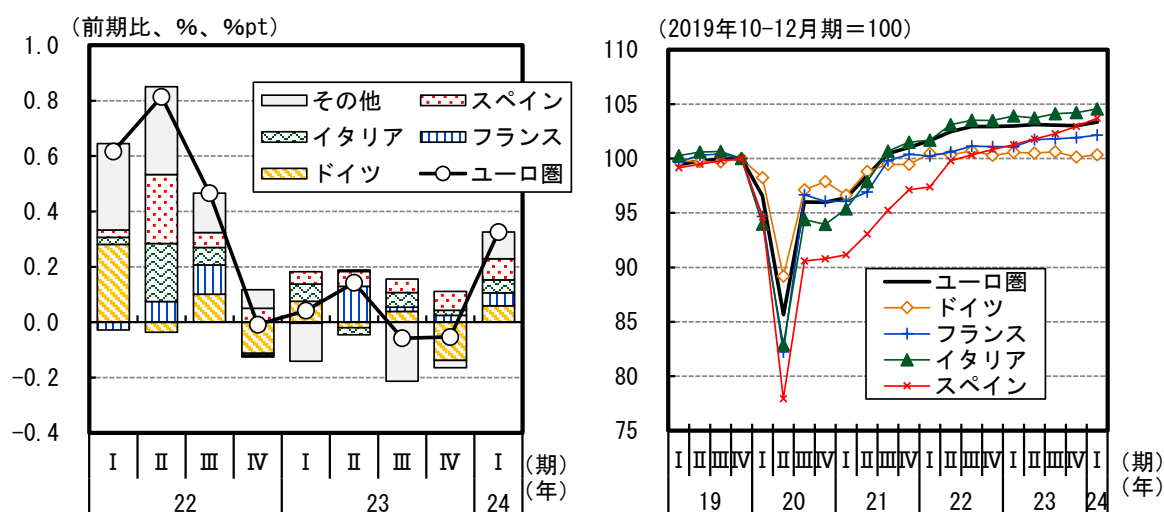
1-3 月期実質 GDP は 3 四半期ぶりのプラス成長

ユーロ圏の 2024 年 1-3 月期の実質 GDP 成長率（改定値）は前期比+0.3%となり、速報段階とほぼ変わらない結果となった。ユーロ圏は 3 四半期ぶりのプラス成長に転じ、2023 年後半に陥ったテクニカルリセッションを脱したことが改めて確認された。

国別の動向を確認すると、成長率が明らかになっている 16 カ国のうち、マイナス成長となったのはオランダ（前期比▲0.1%）、エストニア（同▲0.4%）の 2 カ国のみであり、1 カ国（スロベニア）は前期から横ばい、その他の 13 カ国はプラス成長となった。プラス成長が一部の国に偏ったものではなく、多くの国に広がっているという点は、ユーロ圏全体のプラス成長転換に加えてポジティブな材料である。

プラス成長となった国の内訳では、キプロスが前期比+1.2%と最も高い伸びとなり、次いでアイルランドが同+1.1%と高い伸びであった。また、ラトビア、リトアニアが同+0.8%となり、経済規模が小さい国の成長率が総じて高い傾向がみられる。他方、経済規模が大きい主要国に関しては、これまでも内需を中心に底堅い成長が続いてきたスペインが、同+0.7%と堅調な結果となった。個人消費、総固定資本形成がいずれも増加したことに加えて、インバウンドの増加によるサービス輸出の増加が成長率を押し上げた。また、フランスの GDP 成長率は同+0.2%と小幅なものとなったが、個人消費、総固定資本形成はともに増加し、外需もプラス寄与となっている。低成長の最大の要因は在庫投資のマイナスであり、内容は悪くない。内訳が未公表のイタリア（同+0.3%）でも、イタリア統計局からは在庫投資による押し下げが報告されている。他方、ドイツについては、同+0.2%とプラス成長へと転換し、テクニカルリセッションを免れたものの、ドイツ連邦統計局からは個人消費の減少が報告されており（計数は未公表）、引き続き他国に後れを取る状況が続いている様子である。

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



(出所) Eurostat より大和総研作成

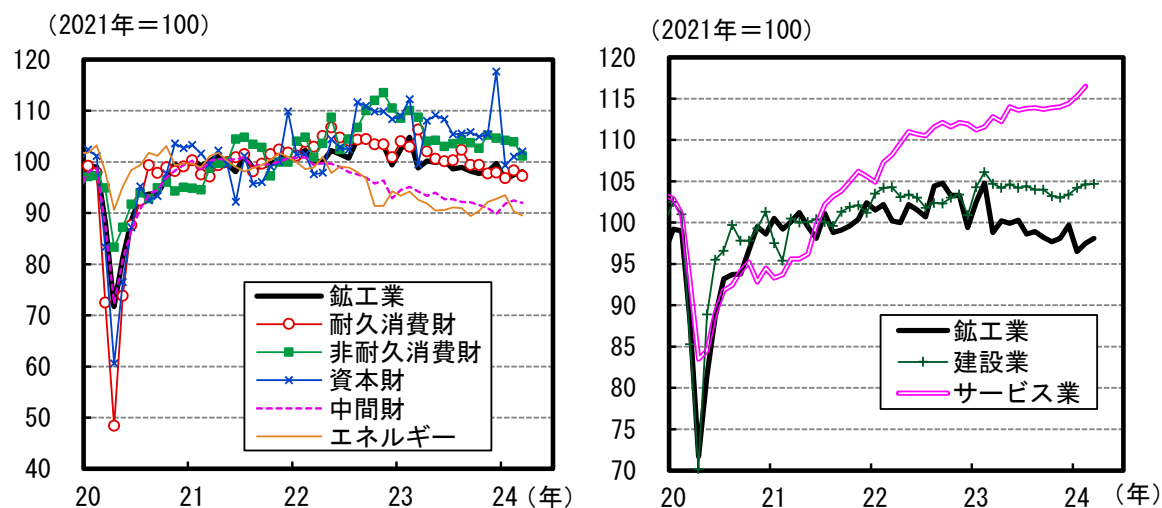
鉱工業の停滞が続く一方、サービス業が好調

ユーロ圏全体の 1-3 月期の GDP の詳細についてはまだデータが明らかになっていないため、別の統計から足元の状況を確認していく。まず、生産側の動向に関して鉱工業生産指数を確認すると、2024 年 3 月は前月比+0.6%と 2 ヶ月連続で上昇した。ただし、国別では、多国籍大企業の動向に影響され振れが大きいアイルランドが同+12.8%と大幅に上昇しており、これが全体を大きく押し上げている（ユーロ圏全体への寄与度は+1.0%pt）。スペイン（前月比▲1.0%）、ドイツ（同▲0.7%）、イタリア（同▲0.5%）、フランス（同▲0.3%）の主要 4 カ国の指数はいずれも前月から低下した。また、財別では、資本財が同+1.0%と上昇したことが全体を下支えしたが、非耐久財の落ち込みを主因に消費財は同▲1.8%と 3 ヶ月連続の低下となったほか、中間財（同▲0.5%）、エネルギー（同▲0.9%）も低下した。全体としては前月から上昇したものの、内容は決して良好とはいえない。

鉱工業生産指数を四半期ベースで見ると 1 月の大幅な低下（前月比▲3.2%）が響き、1-3 月期は前期比▲1.2%と 4 四半期連続の低下、低下幅は前期（同▲0.1%）から拡大した。1-3 月期の実質 GDP は 3 四半期ぶりの増加に転じたものの、鉱工業についてはなおも停滞から抜け出せておらず、引き続き全体の足を引っ張っている。

他方、ユーロ圏経済のプラス成長転換に大きく寄与したとみられるのはサービス業の好調さである。サービス業の生産は 2 月までの数字しか明らかになっていないが、2 月は前月比+1.0%と 5 ヶ月連続で増加し、増加ペースも加速した。1-2 月の平均値は、2023 年 10-12 月期と比べて+1.6%増加しており、サービス業の生産は鉱工業とは対照的に極めて堅調である。業種別に見ると、情報通信サービス業、運輸・倉庫業、宿泊・外食など、幅広い業種で生産が拡大している。既に GDP の内訳が公表されている、フランス、スペインのデータでは、サービス業の生産の拡大が 1-3 月期の GDP の押し上げに寄与したことが明らかとなっているが、ユーロ圏全体でもサービス業の生産拡大がプラス成長に寄与した可能性が高い。

図表 2 ユーロ圏の鉱工業生産と財別内訳（左）、鉱工業・サービス業・建設業の生産（右）



(出所) Eurostat より大和総研作成

実質小売売上高は下げ止まり

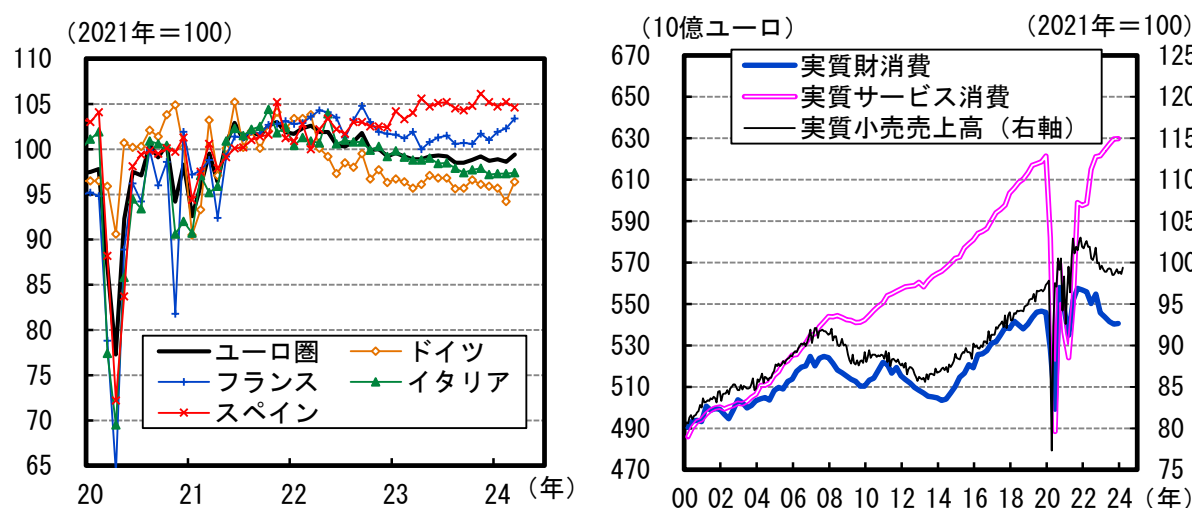
家計部門の動向に目を向けると、ユーロ圏の3月の実質小売売上高は前月比+0.8%と2ヵ月ぶりの増加に転じ、伸び率は2022年9月以来の大きさとなった。

3月分の内訳を見ると、非食品（除く燃料）は前月比横ばいとなったものの、インフレ率の低下傾向を背景に食品が同+1.2%と2023年1月以来の高い伸びとなったことに加えて、自動車燃料が+2.0%と大幅に増加したことが押し上げに寄与した。国別では、5ヵ月ぶりの増加に転じたドイツが同+2.3%と大きく増加したことが全体を大きく押し上げている。ドイツの指数の水準は、2月の時点では2021年2月以来の低水準まで落ち込んでいたが、3月の大幅増によって2023年平均並みまで持ち直した。また、フランスは同+1.1%と3ヵ月連続で増加しており、主要国の中でも堅調に推移している。他方、イタリアは同+0.1%と小幅なプラスに留まり、スペインは同▲0.6%と減少に転じた。

3月が大きく改善したことに加え、2月分が上方修正されたこともあり、1-3月期の実質小売売上高は前期比+0.1%と、辛うじて2四半期連続の増加を維持した。実質小売売上高は横ばい圏で推移しており、決して好調とはいえないものの、2022年初から2023年半ばまで続いた減少傾向によりやく歯止めが掛かってきた。

また、既述した通り、生産側の統計では宿泊・外食など、個人向けサービス業でも堅調さが確認されており、サービス消費も含めた個人消費全体の動きは、財消費の一部に限定される実質小売売上高よりも堅調であると推測される。1-3月期の個人消費は前期から幾分伸びが加速した可能性が高い。

図表3 ユーロ圏主要国の実質小売売上高（左）、実質財消費とサービス消費（右）



(注) 右図の実質財・サービス消費は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）の合計値。最新値は2023年10-12月期。

(出所) Eurostat より大和総研作成

景況感指数は4月以降も鉱工業の停滞を示唆

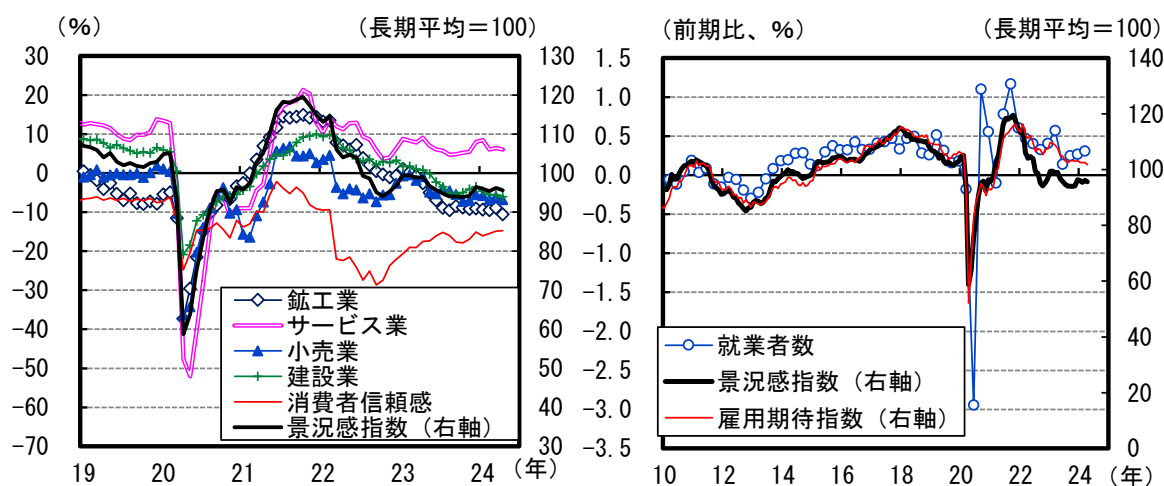
4-6 月期に入ってからユーロ圏経済の動向に関して、景況感指数（総合、欧州委員会発表）を確認すると、4 月は前月差▲0.6pt の 95.6 となり、改善を見込んでいた市場予想（Bloomberg 調査：96.7）に反して2ヵ月ぶりの低下に転じた。4 月の指数の水準は、マイナス成長であった 2023 年 7-9 月期平均（94.3）、10-12 月期平均（94.8）を上回っているものの、2024 年 1-3 月期平均（95.9）を下回っており、景況感指数を見る限り、4-6 月期のユーロ圏経済は低調なスタートとなった。

景況感指数の内訳では、消費者信頼感が前月差+0.2pt と3ヵ月連続で上昇し、緩やかな改善傾向が続く一方、企業関連の四系列が前月から低下し全体を押し下げた。建設業（同▲0.4pt）が4ヵ月連続で低下したことに加え、鉱工業（同▲1.6pt）、小売業（同▲0.8pt）、サービス業（同▲0.4pt）はいずれも2ヵ月ぶりの低下に転じた。特に減少幅が大きかった鉱工業の指数の水準は、2020 年 7 月以来の低さとなり、停滞から抜け出せない状況が続いている。

鉱工業に関して、四半期調査項目である生産の阻害要因を確認すると、4 月調査では需要不足が最も高く、その割合は 37.5%と、コロナ禍による需要急減からの持ち直し過程にあった 2020 年 10 月調査以来の高さとなっている。また、月次調査の鉱工業景況感指数の内訳項目である受注評価についても、4 月は前月から低下し、こちらも 2020 年 10 月以来の低さとなった。これらの動向を見る限り、鉱工業での需要不足を背景とした生産調整は 4-6 月期に入っても続いているとみられ、鉱工業が景気拡大の重荷になっているという状況に改善の兆しは見られない。

前述したように、これまで悪化傾向が続いてきた財消費に下げ止まりの動きが見られている点は、鉱工業にとっても好材料と考えられる。だが、鉱工業の生産が再び上向くためには財消費が下げ止まりから増加基調へと転じる必要があるだろう。他方、サービス業については、4 月時点でも景況感指数の水準が相対的に高く、堅調さを維持していることから、4-6 月期についてもサービス業が景気拡大をけん引するという構図が続く公算が大きい。

図表 4 ユーロ圏の景況感指数と内訳（左）、景況感指数・雇用期待指数・就業者数（右）



(出所) 欧州委員会、Eurostat より大和総研作成

なお、労働集約的で雇用吸収力が大きいサービス業の好調さは、雇用の拡大に繋がりやすい点で、景気の先行きを見通す上での安心材料といえる。欧州委員会が景況感指数と同時に公表する雇用期待指数は、過去においては景況感指数と概ね連動してきたが、2022 年頃からは景況感指数程に悪化せず、足元でも両者の乖離が続いている。コロナ禍以降の一人あたり労働時間の減少を、労働者の数で補う必要があったという事情が背景にはあるとみられるが、これに加えてサービス業の景況感が相対的に底堅く推移したことも影響していると考えられる。サービス業を中心に労働需要が維持される中、1-3 月期の就業者数は前期比+0.3%と前期から伸びがわずかに加速したが、先行きもサービス業を中心に就業者数の増加基調は続く可能性が高い。こうした雇用の拡大が、財消費も含めた個人消費、さらには鉱工業生産の増加へと波及していくか否かが、今後のユーロ圏経済の拡大ペース、および景気拡大の持続性を占う上でのカギとなる。

ECB は 6 月利下げ開始が既定路線、焦点は 7 月以降の利下げペースに

また、ユーロ圏経済の先行きを見通す上での好材料として、ECB が早晚、利下げに踏み切る可能性が高いことが挙げられる。

ECB は 4 月の理事会の声明文において、「インフレ率が持続的に目標に収束しつつあるという確信がさらに高まれば」金融緩和が適切になるとの見方を示していた。その後公表された 4 月の HICP (消費者物価指数) は前年比+2.4%と、3 月と同程度の伸びとなった。しかし、内訳を見ると、エネルギー価格によるマイナス寄与が縮小し、食品・酒類・たばこの上昇幅が拡大する一方で、これらを除くコア HICP は同+2.7%と、前月の同+2.9%から上昇幅が縮小している。また、コア HICP のうち、コア財 (非エネルギー工業製品) の伸びが同+0.9%と低く、サービス価格が同+3.7%と相対的に高いという構造は変わっていないものの、サービス価格の伸びも 5 ヶ月ぶりに縮小しており、インフレ率の高止まり懸念を幾分和らげる結果であった。

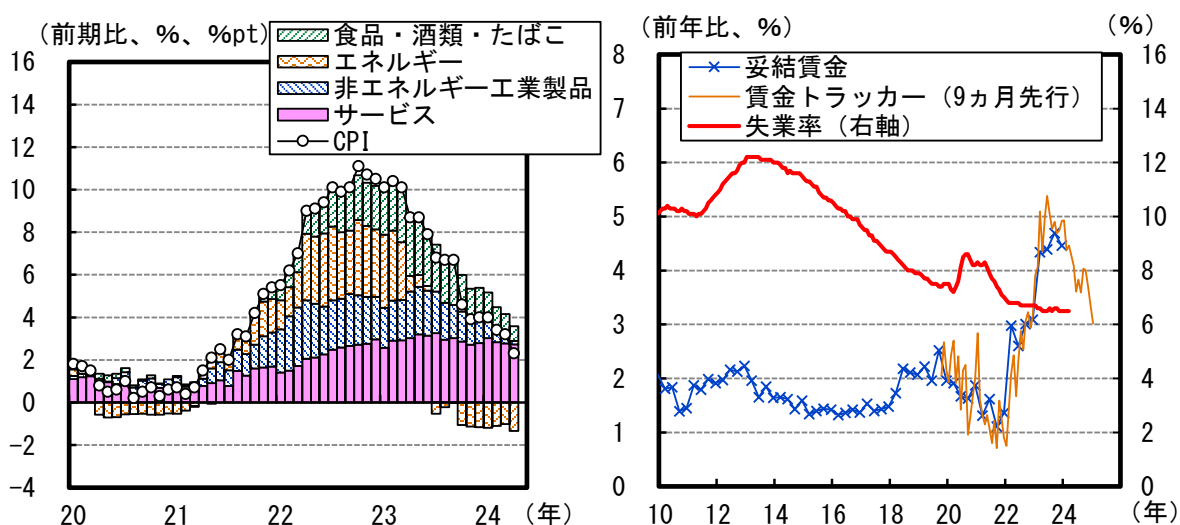
4 月の HICP が公表された後も、ラガルド総裁やシュナーベル理事など、多くの ECB 高官が次回、6 月理事会での利下げを支持する発言をしており、6 月理事会で利下げが実施される可能性は非常に高いとみられる。このため、6 月理事会での注目点は、利下げの有無よりもむしろ、その後の利下げペースへの示唆が得られるか否かに移りつつある。

4 月理事会の声明文に文言が追加されたように、先行きの利下げペースについては、基本的には経済指標次第で、特定の経路にはコミットしないというスタンスを ECB は続けていくことになろう。既述した通り、インフレ率は全体として目標の 2%に近づいているものの、サービス価格の伸びが高い状況が依然続いている。また、その背景にある賃金上昇率もピークに比べれば伸びが鈍化しているものの、なおも高い状態にある。ECB 当局者の発言などからは、6 月の利下げ開始に関してはコンセンサスが得られつつあるようにみられる一方、サービス価格、賃金の伸びの高さに起因したインフレ率の高止まりに対する警戒は完全には解かれていない。利下げの開始以降も当面はサービス、賃金関連の統計が重要視される可能性が高いが、特に賃金関連の統計は公表が遅く、しかも四半期統計が中心である点に鑑みると、2 回目以降の利下げの判断

も慎重にならざるを得ないだろう。

加えて、利下げを開始した後においては、金融政策の波及度合を把握するのが一層難しくなる。利下げ開始を検討する段階では、2022年7月以降の累次の利上げが、どれほどインフレ率の抑制に効果を表しているかという点が金融政策の波及に関する論点であった。しかし、利下げを開始した後は、利下げの効果も併せて評価する必要があるが出てくる。一般に金融政策の効果が実体経済に波及するまでにはタイムラグを伴うとみられることに加えて、経済統計が公表されるまでの時間差なども考慮すると、利下げの効果を実時に評価するのは極めて難しい。ECBにとっては幸いなことに、インフレ率が目標の2%に接近していることに加えて、実質GDPのプラス成長転換に象徴されるようにユーロ圏経済は最悪期を脱しつつあるため、現状、利下げを急ぐ理由は少ない。こうした事情に鑑み、大和総研は、経済指標を見極めつつ、四半期に1回の緩やかなペースで利下げを進めていくという従来の見方を維持する。仮に利下げペースが速まるとすれば、それは景気悪化とインフレ圧力の低下を同時に引き起こすような、需要ショックが発生した場合となろう。

図表5 ユーロ圏の消費者物価指数（左）、失業率と賃金（右）



(出所) Eurostat, ECB, Indeed より大和総研作成

英国経済

1-3 月期は想定を上回るプラス成長

英国の1-3月期の実質GDP成長率は前期比+0.6%と市場予想（Bloomberg調査：同+0.4%）を上回る良好な結果となった。ユーロ圏と同様に、英国も3四半期ぶりのプラス成長となり2023年後半のテクニカルリセッションから脱した形だが、成長の勢いは想定外に英国の方が強かった。

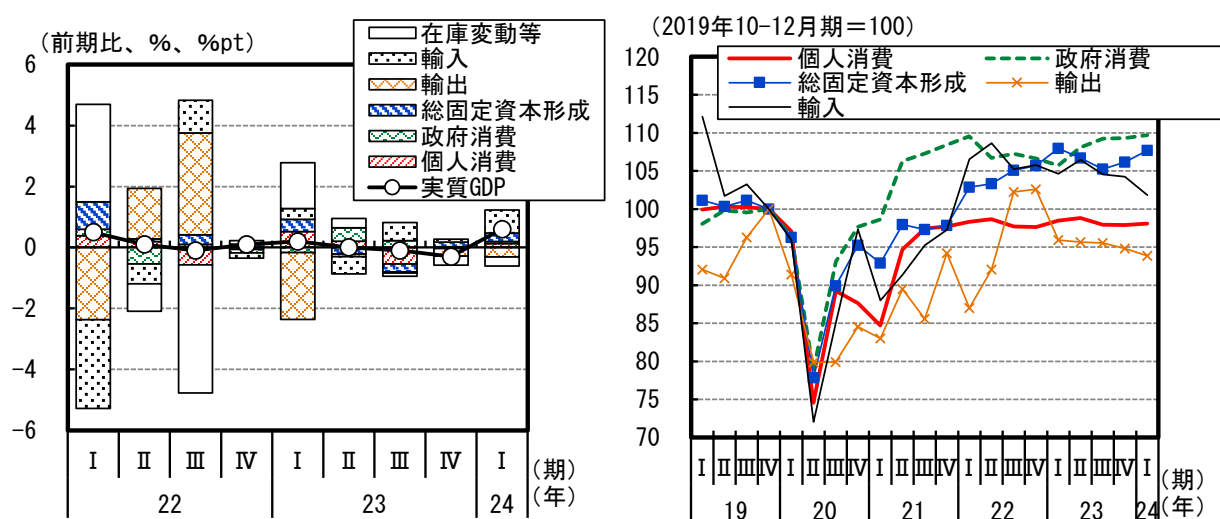
1-3月期のGDPの内訳を確認すると、個人消費が前期比+0.2%と、小幅ではあるものの3四

半期ぶりの増加に転じた。品目別の内訳では、家庭用財・サービスが同+2.3%と3四半期ぶりの増加に転じたことに加えて、娯楽（同+1.3%）、外食・宿泊（同+1.0%）、飲食料品（同+1.2%）の増加が押し上げに寄与した。他方、酒類・たばこ（同▲1.6%）、保健（同▲1.5%）などが減少したことで、個人消費全体の伸びは小幅に留まった。

総固定資本形成は前期比+1.4%と2四半期連続で増加し、増加幅は前期から拡大した。内訳では民間設備投資が同+0.9%と増加したことに加え、民間住宅投資が同+4.5%と6四半期ぶりの増加に転じたことが押し上げに寄与した。住宅ローン金利（2年固定、BOE公表）はピークの2023年7月には一時6.2%台まで上昇したが、1-3月期は4%台後半まで低下しており、金利低下が住宅投資を押し上げたとみられる。また、政府消費は前期比+0.3%と4四半期連続で増加しており、主な内需項目は揃って前期から増加する結果となっている。

他方、外需に関して、輸出は前期比▲1.0%と5四半期連続で減少する冴えない結果となった。サービス輸出が同+1.0%と増加に転じる半面、財輸出が同▲3.4%と減少したことが押し下げ要因となった。ただし、輸入は財、サービスとも前期から減少し、同▲2.3%と輸出よりも大きく減少したため、外需（純輸出）寄与度は前期比+0.4%ptと2四半期ぶりのプラスに転じている。

図表6 英国 GDP 成長率と需要項目別寄与（左）、実質 GDP と需要項目の水準（右）



（出所）ONS より大和総研作成

4月のCPIはエネルギー価格を主因に上昇幅が大きく縮小

1-3月期の英国経済は想定外の底堅さを見せる結果となったが、4-6月期以降についてもプラス成長が続いていくと見込まれる。最大の要因は、4-6月期にはインフレ率の一層の低下が見込まれ、それが個人消費を後押しする可能性が高いことである。

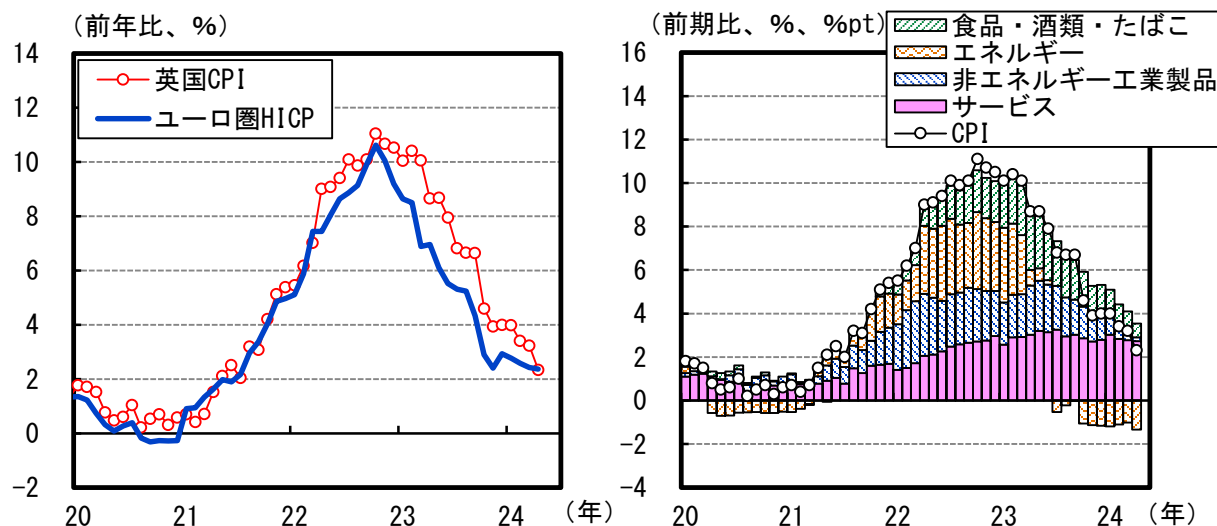
2024年4月のCPIは前年比+2.3%となり、上昇率は前月の同+3.2%から大幅に鈍化した。英国は主要先進国の中でも高いインフレ率に長く悩まされてきたが、英国のCPIは2022年3月

以来、およそ2年ぶりにユーロ圏の伸び（同+2.4%）を下回った。

CPIの内訳を見ると、エネルギー価格が前年比▲16.7%と大きく下落したことが、全体を押し下げた。これはOfgem（英国ガス・電力市場局）が設定するエネルギー価格上限が、4月以降、1-3月対比で12%引き下げられことが最大の要因である。エネルギーのうち、電気代・ガス代は前年比▲27.6%と前月（同▲18.3%）から低下幅が10%pt近く拡大しており、これだけでCPI全体の伸びは0.4%pt程度押し下げられている。また、食品・酒類・たばこについても前年の高い伸びの裏の影響が出る形で、前年比の伸びは+4.2%と2022年1月以来の低さとなった。さらに、コアCPIについても、財価格の上昇率縮小を主因に前年比+3.9%まで低下し、2021年10月以来の低さとなっている。

こうしたインフレ率の急低下は、家計の実質所得を押し上げ、消費者マインドの改善へと繋がるとみられ、1-3月期に増加に転じた個人消費は4-6月期も増加を維持する公算が大きい。なお、4月のCPIが公表された5月22日、スナク首相は下院議会を解散し、7月4日に総選挙を実施することを表明した。総選挙の実施は2025年1月が期限となっており、2024年秋頃に実施されるとの見方が優勢となっていたが、想定よりも早期の総選挙に踏み切った背景としては、インフレ率の沈静化、および既述した1-3月期のGDPの上振れを現与党・保守党の成果としてアピールする狙いがあるとみられる。

図表7 英国とユーロ圏の消費者物価指数（左）、英国CPIの要因分解（右）



(出所) Eurostat、ONS より大和総研作成

サービス価格の上振れで、BOEの早期利下げの可能性は低下

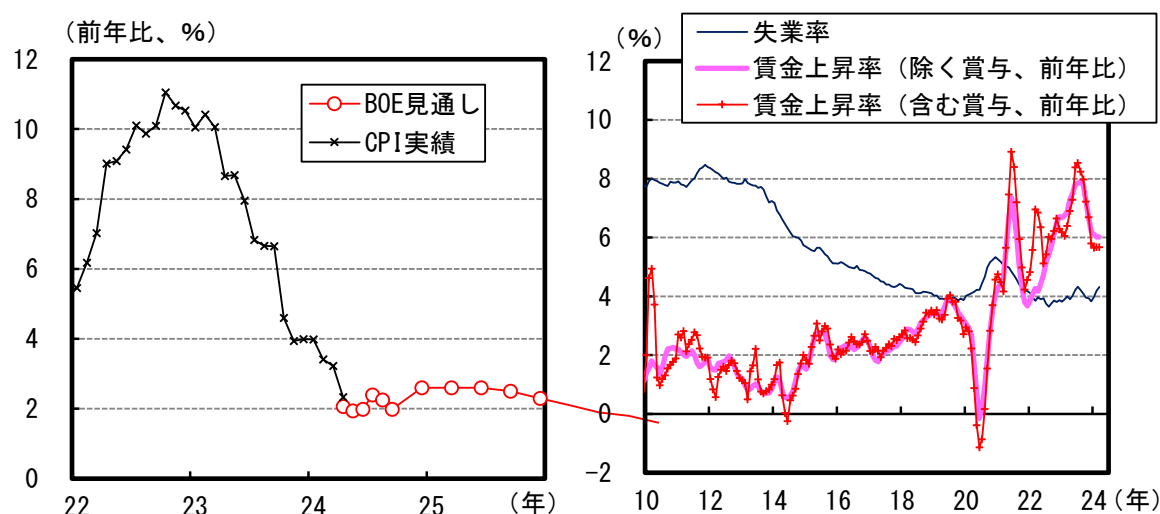
ただし、4月のCPIは大きく上昇ペースが鈍化したものの、市場予想（Bloomberg調査：前年比+2.1%）や、5月にBOEが公表した経済見通し（同+2.1%）を上回った。内訳に関して、BOEに予測と実績を比較すると、上振れした要因は主にサービス価格であり、同+5.5%のBOEの予測に対し、実績は同+5.9%と前月（同+6.0%）から小幅な低下に留まった。

5月のBOEの金融政策委員会では、政策金利が据え置かれる一方、声明文公表後の会見においてペイリー総裁は「状況が正しい方向に進んでいると楽観している」と言及し、利下げの開始に対して前向きな発言をしていた。また、その後、チーフエコノミストのビル委員が、夏場に利下げを検討することが「不合理ではない」と発言したことなどから、早ければ次回、6月にもBOEは利下げを開始するとの見方が市場では広がりつつあった。しかし、4月のCPIはそうした見方を後退させる結果であったといえる。

インフレ圧力、特に高止まりが続くサービス価格との関連性が強い労働市場の状況を見ると、2024年1～3月の失業率は4.3%と3ヵ月連続で上昇し、2023年5～7月以来の高さとなった。また、求人数は1～3月に一時的に増加したものの、2～4月には再び減少に転じており、労働需給が緩和傾向にあることを示す結果となった。一方、賃金については、2024年1～3月の名目賃金（含む賞与）は前年比+5.7%と前月（2023年12月～2024年2月）と同じ伸びとなり、市場予想（Bloomberg調査：同+5.5%）を上回った。これには2024年4月に実施された最低賃金の引き上げを一部企業が先取りした影響なども指摘されているが、労働需給が緩やかに悪化する中においても賃金上昇率は高止まりが続いている。

5月のBOEの金融政策委員会では9名の委員中、2名（ディングラ委員、ラムスデン委員）が利下げに票を投じたが、その後公表された経済統計は、サービス価格、賃金の高止まりに対する懸念を払しょくするには不十分とみられる。次回、6月20日に結果が公表される金融政策委員会までには、労働統計、およびCPIがもう一回ずつ公表されるため、その内容を見極める必要があるが、現状、6月委員会でBOEが利下げに踏み切る可能性は高くないだろう。もっとも、予想を上回ったとは言え、サービス価格も含めてCPIの伸びは鈍化しており、目標の2%に近づいているという点を踏まえれば、BOEは確実に利下げの開始に近づいているといえよう。

図表8 BOEによるCPI見通しと実績値（左）、失業率と賃金上昇率（右）



(注) 左図のBOE見通しは2024年5月時点、2024年9月までは月次、それ以降は四半期。

右図のデータは3ヵ月後方移動平均値。

(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	0.2%	0.6%	-0.2%	-0.2%	1.3%	0.9%	1.2%	1.5%	1.6%	1.6%	1.4%	1.3%	0.4%	0.7%	1.4%
家計消費支出	0.5%	0.3%	1.3%	0.2%	0.4%	0.6%	1.0%	1.3%	1.4%	1.3%	1.2%	1.1%	0.5%	0.6%	1.2%
政府消費支出	-1.2%	1.3%	2.6%	2.1%	1.5%	0.8%	0.8%	0.7%	0.7%	0.6%	0.3%	0.5%	0.8%	1.5%	0.6%
総固定資本形成	1.2%	0.8%	0.0%	4.0%	1.0%	1.6%	2.2%	2.6%	3.0%	3.2%	2.8%	2.5%	1.2%	1.8%	2.7%
輸出	-1.9%	-4.4%	-4.9%	0.0%	1.6%	1.9%	2.1%	2.8%	3.3%	3.1%	2.8%	2.7%	-1.1%	0.3%	2.8%
輸入	-6.3%	-0.2%	-5.6%	2.6%	0.5%	1.9%	2.2%	2.9%	3.4%	3.2%	2.9%	2.7%	-1.6%	0.7%	2.9%
前年同期比（除く失業率）															
国内総生産	1.3%	0.6%	0.1%	0.1%	0.4%	0.4%	0.8%	1.2%	1.3%	1.5%	1.5%	1.5%	0.4%	0.7%	1.4%
家計消費支出	1.4%	0.7%	-0.3%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.8%	1.1%	1.2%	1.3%	1.2%	0.5%	0.6%	1.2%
政府消費支出	0.1%	0.5%	1.3%	1.2%	1.9%	1.7%	1.3%	0.9%	0.7%	0.7%	0.6%	0.5%	0.8%	1.5%	0.6%
総固定資本形成	2.0%	1.7%	0.5%	1.5%	1.4%	1.6%	2.2%	1.9%	2.4%	2.7%	2.9%	2.9%	1.2%	1.8%	2.7%
輸出	2.6%	-0.5%	-3.0%	-2.8%	-2.0%	-0.4%	1.4%	2.1%	2.5%	2.8%	3.0%	3.0%	-1.1%	0.3%	2.8%
輸入	1.5%	-0.4%	-4.1%	-2.5%	-0.7%	-0.2%	1.8%	1.9%	2.6%	2.9%	3.1%	3.0%	-1.6%	0.7%	2.9%
鉱工業生産（除く建設）	0.7%	-1.1%	-4.6%	-3.4%	-4.6%	-2.3%	-0.4%	0.2%	2.0%	2.1%	2.1%	2.1%	-2.1%	-1.8%	2.1%
実質小売売上高	-2.9%	-2.3%	-2.2%	-0.8%	-0.3%	0.0%	0.6%	0.7%	0.9%	1.0%	1.1%	1.0%	-2.1%	0.3%	1.0%
消費者物価	8.0%	6.2%	5.0%	2.7%	2.6%	2.5%	2.3%	2.4%	2.2%	2.1%	2.0%	2.1%	5.4%	2.5%	2.1%
生産者物価	11.1%	-0.8%	-8.8%	-8.7%	-8.1%	-3.2%	-1.9%	-1.6%	1.4%	2.4%	2.4%	2.4%	-2.2%	-3.8%	2.1%
失業率	6.6%	6.5%	6.6%	6.5%	6.5%	6.5%	6.6%	6.6%	6.5%	6.5%	6.4%	6.4%	6.6%	6.6%	6.5%
10億ユーロ															
貿易収支	-8.4	2.9	26.6	40.4	60.0	59.2	61.9	65.2	68.5	71.9	75.3	79.0	61.5	246.2	294.7
経常収支	27.9	59.5	74.8	72.3	103.7	106.7	108.8	111.5	114.3	117.1	119.8	122.7	234.5	430.8	473.9
独 国債10年物（期中平均）															
欧 政策金利（末値）	2.34%	2.37%	2.59%	2.52%	2.31%	2.49%	2.44%	2.41%	2.35%	2.29%	2.25%	2.21%	2.45%	2.41%	2.28%
	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5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	0.7%	0.0%	-0.5%	-1.2%	2.5%	0.7%	0.9%	1.1%	1.6%	1.5%	1.4%	1.2%	0.1%	0.6%	1.3%
家計消費支出	3.6%	1.4%	-3.5%	-0.2%	0.8%	0.9%	0.6%	0.8%	1.0%	0.9%	0.8%	0.7%	0.2%	0.1%	0.8%
一般政府消費支出	-3.3%	9.2%	4.3%	0.3%	1.3%	1.5%	1.1%	0.9%	1.4%	1.5%	1.5%	1.5%	0.5%	1.9%	1.3%
総固定資本形成	8.9%	-4.6%	-5.3%	3.5%	5.8%	1.2%	1.5%	2.3%	2.6%	2.3%	2.0%	1.7%	2.2%	1.6%	2.1%
輸出	-23.6%	-1.0%	-0.5%	-3.1%	-4.0%	1.8%	2.6%	2.5%	2.8%	2.5%	2.3%	2.2%	-0.5%	-0.9%	2.5%
輸入	-4.3%	7.2%	-7.0%	-1.2%	-9.0%	2.2%	1.8%	1.8%	2.0%	1.8%	1.7%	1.6%	-1.5%	-2.3%	1.9%
前年同期比（除く失業率）															
国内総生産	0.3%	0.2%	0.2%	-0.2%	0.2%	0.4%	0.7%	1.3%	1.1%	1.3%	1.4%	1.4%	0.1%	0.6%	1.3%
家計消費支出	0.1%	0.2%	0.2%	0.3%	-0.4%	-0.5%	0.5%	0.8%	0.8%	0.8%	0.9%	0.8%	0.2%	0.1%	0.8%
一般政府消費支出	-3.5%	1.3%	1.9%	2.5%	3.7%	1.9%	1.1%	1.2%	1.2%	1.2%	1.3%	1.5%	0.5%	1.9%	1.3%
総固定資本形成	5.0%	3.3%	0.1%	0.5%	-0.3%	1.2%	3.0%	2.7%	1.9%	2.2%	2.3%	2.1%	2.2%	1.6%	2.1%
輸出	10.2%	3.9%	-6.5%	-7.6%	-2.1%	-1.5%	-0.7%	0.7%	2.4%	2.6%	2.5%	2.4%	-0.5%	-0.9%	2.5%
輸入	-1.8%	-2.0%	-0.7%	-1.5%	-2.7%	-3.8%	-1.6%	-0.9%	2.0%	1.9%	1.8%	1.8%	-1.5%	-2.3%	1.9%
鉱工業生産	-1.9%	-0.5%	1.0%	-0.1%	0.5%	-0.0%	0.1%	1.4%	0.9%	1.0%	1.1%	1.2%	-0.4%	0.5%	1.1%
実質小売売上高	-4.8%	-2.6%	-1.9%	-1.7%	0.3%	0.5%	1.7%	3.0%	1.6%	1.4%	1.4%	1.3%	-2.8%	1.4%	1.4%
消費者物価	10.2%	8.4%	6.7%	4.2%	3.5%	2.1%	2.3%	2.2%	2.1%	2.3%	2.1%	2.0%	7.3%	2.5%	2.1%
生産者物価（出荷価格）	11.1%	2.8%	-0.1%	-0.2%	0.3%	1.9%	2.4%	2.0%	2.2%	2.5%	2.1%	1.8%	3.2%	1.6%	2.1%
失業率	4.0%	4.2%	4.1%	3.8%	4.3%	4.4%	4.4%	4.5%	4.5%	4.3%	4.3%	4.2%	4.0%	4.4%	4.3%
10億英ポンド															
貿易収支	-50.1	-47.8	-45.1	-43.8	-42.1	-42.2	-41.5	-40.6	-39.7	-38.4	-36.7	-34.9	-186.7	-166.5	-149.8
経常収支	-21.0	-27.9	-18.5	-21.2	-17.7	-17.7	-17.1	-16.5	-15.9	-15.3	-14.8	-14.2	-88.5	-69.0	-60.2
国債10年物（期中平均）															
政策金利（末値）	3.54%	3.99%	4.46%	4.23%	4.03%	4.21%	4.14%	4.02%	3.92%	3.82%	3.72%	3.68%	4.06%	4.10%	3.79%
	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5月22日時点）。

(出所) ONS、BOE より大和総研作成

中国 バランスシート調整とトランプ・リスク

家計は負債圧縮を優先、トランプ氏再選なら中国経済に打撃

齋藤 尚登

[要約]

- 中国政府は 2024 年 5 月 17 日、①住宅ローンの頭金の割合の引き下げと住宅ローン金利の下限撤廃、②地方政府（国有企業）による住宅在庫の一部買取と保障性住宅への転換など、「前例のない」（中国メディア）住宅市場テコ入れ策を発表した。不動産不況からの脱却を期待したいところであるが、それは容易ではない。住宅価格の下落が続き、将来的な先高観が台頭しない間は、実需筋も住宅の購入を急がないであろうし、投資・投機商品としての住宅も人気離散が続く可能性がある。また、上記②については、同レベルの品質の物件が安価に購入、もしくは賃貸できるかもしれないとの期待が高まると、それ以外の住宅への需要を一段と押し下げる懸念がある。
- 不動産開発投資は 2022 年以降、大幅なマイナスが続いているが、家計にもバランスシート調整の影響が及んでいる可能性が高い。個人向け住宅ローン残高の前期差を見ると、2022 年 4 月～6 月以降は急減し、足元では純減（返済超過）となることが度々生じている。主因は、住宅需要が大きく減少したことであり、現地報道によれば、繰り上げ返済も急増しているという。居住目的で住宅を購入した家計が、住宅ローンの繰り上げ返済のために、資産運用を減らしたり、消費を抑制したりしている可能性がある。
- 米国は 2024 年 5 月 14 日、通商法 301 条に基づき、中国から輸入するリチウムイオン電池、鉄鋼、重要鉱物などに対する関税率を 2024 年～2026 年にかけて引き上げることを発表した。追加関税の対象は 180 億ドルにとどまり、米国・中国ともに経済への影響は極めて限定的だ。経済への影響は、2024 年 11 月 5 日の米大統領選挙でトランプ前大統領が再選した場合に大きくなる。トランプ氏は、大統領に就任した暁には対中輸入関税を全製品に 60%、中国以外の全輸入品に 10%課税するとしている。2024 年 5 月 22 日に大和総研が公表した第 221 回日本経済予測では、この場合、米国の実質 GDP を 1.84%、中国の実質 GDP を 1.29%押し下げると試算している。トランプ氏再選の場合、中国経済にさらなる打撃が加わるということだ。

「前例のない」住宅市場テコ入れ策を発表

2024年5月17日、中国人民銀行と国家金融監督管理総局は、住宅ローンの頭金の割合を1軒目は価格の15%以上、2軒目は25%以上に引き下げることを通じた。同日、中国人民銀行は、1軒目、2軒目の住宅ローン金利の下限を撤廃した。さらに同じ日に、何立峰・副首相（経済担当）は、保交楼¹全国オンライン会議にて、「住宅在庫の多い都市では、地方政府（国有企業）が合理的な価格で一部住宅を購入し、低所得者向けの保障性住宅として売却、賃貸をすることができる」などと述べた。

以下では、①住宅ローンの頭金の割合の引き下げと住宅ローン金利の下限撤廃、②地方政府（国有企業）による住宅在庫の一部買取と保障性住宅への転換について、解説をし、「前例のない」（中国メディア）と称される住宅テコ入れ策が奏功するか否かについて、考察をしたい。結論を先にいえば、住宅市場が短期的に安定化する期待はあるが、不動産不況からの脱却は容易ではない。

住宅ローンの頭金の割合の引き下げと住宅ローン金利の撤廃

まず、住宅ローンの頭金の割合は、2015年10月以降、1軒目は25%以上、2軒目は40%以上とされていたが、不動産不況が深刻化する中、2023年8月にそれぞれ、20%以上、30%以上に引き下げられた経緯がある。

また、1軒目の住宅ローン金利の下限は、従来、LPR（ローンプライムレート）5年物と同じとされていた。これが、2022年9月に、同年6月～8月の当該都市の新築住宅価格の前月比・前年比がともに3カ月連続で下落した場合は、住宅ローン金利の下限をLPR5年物マイナス0.2%ptまで引き下げてよいとされた。さらに、2023年1月には、前月比・前年比が3カ月連続で下落した都市は、住宅ローン金利の下限を撤廃してよいとされている。2024年5月の今回の措置では、「3カ月基準」は問われず、1軒目のみならず、2軒目の住宅ローン金利の下限を撤廃してもよいとされた²。

2軒目の住宅ローン金利の下限については、2023年8月に、LPR5年物+0.2%ptに引き下げられた。1軒目との差別化が行われており、少なくともこの時点では、「住宅は住むためのものであり、投資・投機のためのものではない」という中国政府の姿勢は維持されていたとみられる。今回の2軒目の住宅ローン金利の下限撤廃には、投資や投機でもよいから住宅需要を刺激せざるを得ない中国政府の焦燥感が表れている。

不動産不況の前であれば、こうした住宅市場テコ入れ策は購入者に素直に好感されていたであろう。しかし、状況は大きく変化している。以下で詳しく見ていきたい。

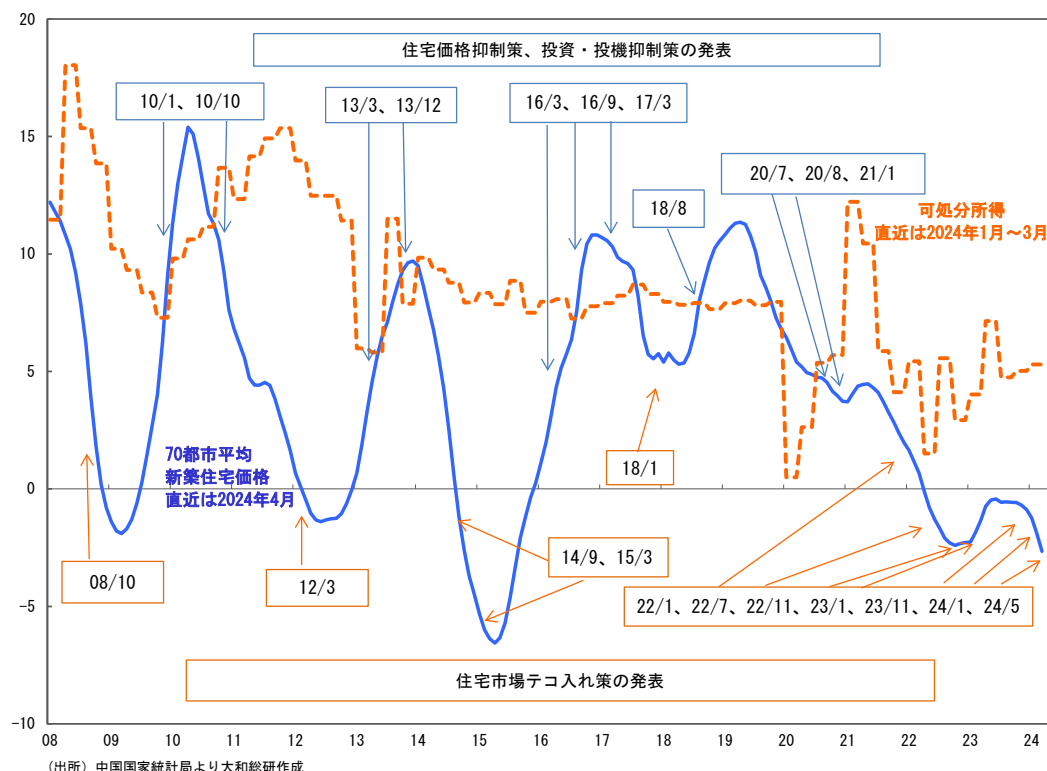
¹ 保交楼とは、物件を契約通りの品質と納期で完成し、購入者に引き渡すために、デベロッパーへの金融面での支援などの政策を講じること。

² 住宅ローンの頭金の割合や住宅ローン金利は、全国統一ではなく、各都市の裁量にある程度任されている。頭金の割合は下限が決まっているが、それを上回る設定が可能である。住宅ローン金利の下限は撤廃されたが、都市の状況によって下限を設けてよいとされている。

かねて中国政府は都市 1 人当たり可処分所得と新築住宅価格の関係を重視し、可処分所得増加率（前年比。以下、断りのない限り変化率は前年同月比、前年同期比、前年比）＞新築住宅価格上昇率＞0%を適正な水準と見做し、住宅価格への介入・コントロールを行ってきた。新築住宅価格上昇率が可処分所得増加率を上回る局面では、市民による住宅価格への不満が高まり、社会不安が増大しかねない。このため、住宅ローンの頭金の割合や住宅ローン金利の引き上げのほか、購入における戸籍制限の強化（当該都市に戸籍がなければ住宅購入ができない）を通じて、住宅需要を抑制し、価格上昇を抑制した。逆に、住宅価格が下落すると、地方政府の重要な財政収入である土地使用権売却収入が減少し、インフラなどへの投資余力が低下するなどの悪影響が懸念されるようになる。このため、住宅価格が前年割れとなる前後のタイミングでは、1 軒目だけでなく 2 軒目の頭金の割合や住宅ローン金利を引き下げ、戸籍制限を緩和するなど、需要テコ入れ策を発動した。こうした政策変更により、政府は住宅価格に強い影響を与えてきたのである。少なくとも今回の不動産不況以前は、上昇バイアスの方が強いながらも政府によるコントロールが奏功していたようにみえる。

しかし、2022 年以降、中国政府は住宅市場のテコ入れに転換し、矢継ぎ早に政策を発動したが、住宅価格は下落が続いている。2024 年 4 月の新築住宅価格は▲3.5%となり、25 カ月連続の下落となった（中古住宅価格は 2024 年 4 月に▲6.8%となり、27 カ月連続で下落）。中国の住宅価格はこれまでも下落を経験したことはあったが、政府のテコ入れ策を契機に、住宅の先高観が台頭し、調整（下落）は 1 年程度で終わるのが常であった。こうした経験則も崩れている。

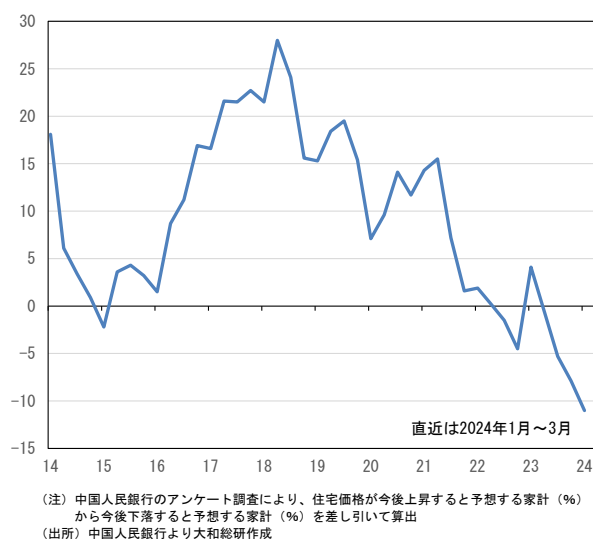
住宅価格（前年同月比）、都市 1 人当たり可処分所得（前年同期比）と住宅政策（単位：％）



住宅価格の先行きについても悲観的な見方が多い。2024 年 1 月～3 月の中国人民銀行の家計へのアンケート調査によれば、住宅価格が今後上昇すると予想する家計は全体の 11.0%と、調査開始以来の最低を更新した。一方、下落すると予想したのは全体の 22.0%となり、こちらは調査開始以来の最高を更新した。両者の差は、▲11.0%pt と、調査開始以来最大のマイナス幅となっている。これまでもこの差がごく短期的にマイナスとなることがあったが、今回のように 4 四半期連続マイナスと長期化したのは調査開始以来初めてである。

2024 年 5 月の住宅市場テコ入れ策により、不動産不況からの脱却を期待したいところではある。しかし、価格下落が続き、将来的な先高観が台頭しない間は、実需筋も住宅の購入を急がないであろうし、投資・投機商品としての住宅も人気離散が続く可能性がある。不動産不況はさらに長期化する懸念があるということだ。

住宅価格の下落を予想する家計が増加（単位：%pt）



地方政府による住宅在庫の一部買取と保障性住宅への転換

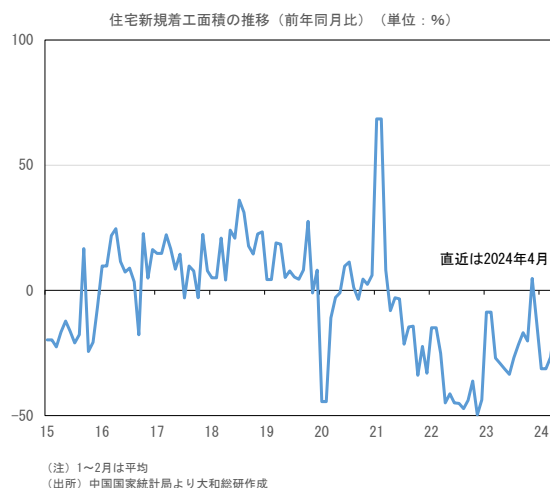
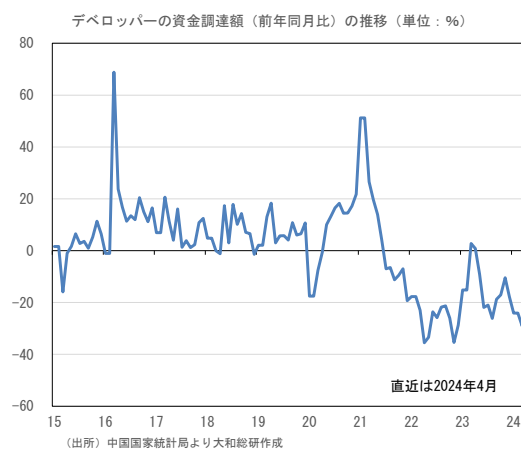
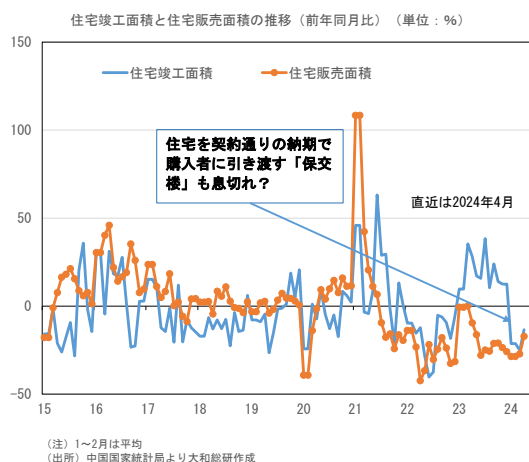
2024 年 4 月 30 日に習近平総書記が主宰した中央政治局会議は、不動産市場について、「不動産市場の需給関係の新たな変化と、人々の優良物件への新たな期待とを結び付け、不動産在庫の消化と新規建設住宅の最適化のための政策・措置を一体化して検討し、不動産発展の新たなモデル構築に力を入れ、不動産の質の高い発展を促進しなければならない」とした。

これを受けて、2024 年 5 月 17 日の何立峰・副首相の発言が行われたわけだが、特に注目されたのが、地方政府（国有企業）による住宅在庫の一部買取と保障性住宅への転換である。これを実現するために、中国人民銀行は 3,000 億元（約 6.5 兆円）の再貸出枠を設定する。再貸出は 1.75%の低利、期間 1 年で 4 回のロールオーバーが可能とされ、対象は国家開発銀行、国有商業銀行、郵政貯蓄銀行、株式制商業銀行など全国展開をする 21 行である。銀行貸出の 60%に対して再貸出を行うとしており、全国で 5,000 億元（約 10.9 兆円）の貸出が実施されることにな

る。これによって、100 m²（居住面積は80 m²ほど、2024年1月～4月の全国平均は1 m²=約1万円）の住宅を50万戸ほど、2024年4月末時点の住宅在庫（同様の計算で391万戸）の12.8%を購入できる計算だ（合理的な価格で購入するとしているので、実際はより安価により多くの住宅の買い取りが可能だと思われる）。購入された住宅は、保障性住宅に転換し、低所得者に販売、もしくは賃貸に出される。

住宅在庫圧縮に具体的な政策が打ち出された点はプラスに評価すべきであろう。ただし、問題も多そうだ。例えば、①対象となる物件は国有・民営デベロッパーを差別なく扱う、としているが、買い取り主体は国有企業であり、デフォルトが相次ぐ民営デベロッパーの救済につながるかは不透明である、②政策を大々的に長期的に推進した場合、デベロッパーのモラルハザードと銀行収益悪化の問題が深刻化する一方で、小粒なものにとどまれば、住宅市場のセンチメントを変えるのは難しい、③同レベルの品質の物件が安価に購入、もしくは賃貸できるかもしれないとの期待が高まると、それ以外の住宅への需要を一段と押し下げる懸念がある、といった問題である。特に、①と③はただでさえ、資金繰り難と販売不振に喘ぐ、民営デベロッパーをさらなる苦境に陥らせかねないだけに、今度の動向を注視する必要があるだろう。

続く不動産不況



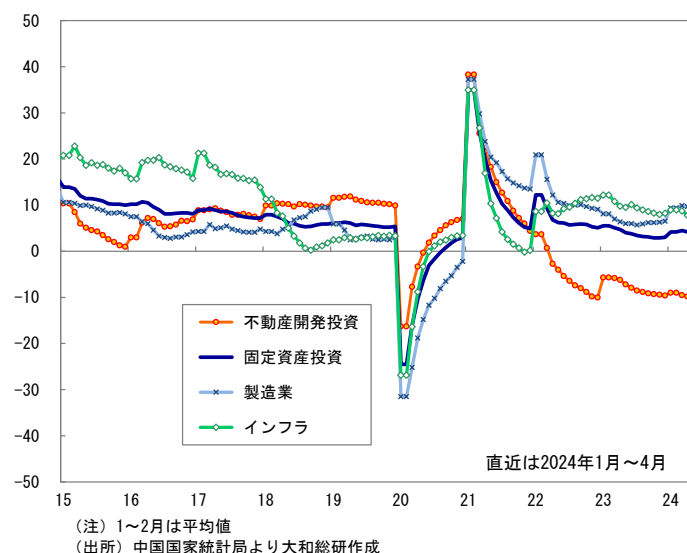
部分的なバランスシート調整

2024年1月～4月の固定資産投資は4.2%増となり、1月～3月の4.5%増からやや減速した。分野別には、製造業投資が9.7%増（1月～3月は9.9%増）、電気・水道・ガスを含むインフラ投資が7.8%増（同8.8%増）、不動産開発投資は9.8%減（同9.5%減）となった。

製造業投資は2023年の6.5%増から加速するなど、概ね堅調に推移している。この背景には、中国政府による工業分野での大規模設備更新の推進があるとみられる。2024年4月には工業情報化部など7省庁が「工業分野の設備更新実施推進計画」を発表した。同計画では2027年までに工業分野の設備投資が2023年比で25%（年平均5.7%）以上増加するとしている。これを受けて、国家金融監督管理総局などが「製造業向け金融サービスを深化させ、新型工業化の推進を後押しすることに関する通知」を発出し、産業チェーン・サプライチェーンの安全と安定、イノベーション推進、産業構造の最適化と高度化、工業のインテリジェント化とグリーン化などを金融面で重点的に支援するなどとしている。

一方で、不動産開発投資は2022年以降大幅なマイナスが続き、足元でも減少に歯止めが掛からない状況となっている。2020年8月に中国版総量規制³が導入され、特に2021年に中国恒大集団（エバーグランデ）が経営危機に陥ってからは、デベロッパーは負債の圧縮を最優先させた。販売減少も相まって、新規の投資需要は大きく減退したままだ。

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：％）



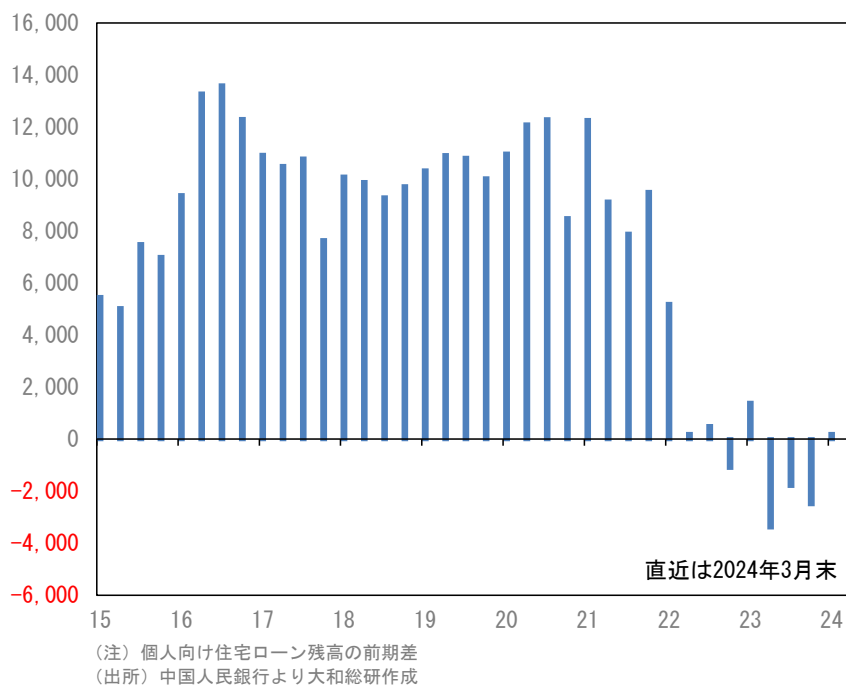
³ 負債関連の3つのレッドラインにいくつ抵触するかによって、デベロッパーに対する融資規制が実施されている。3つとも抵触した場合は年間の有利子負債増加率はゼロ%以内とされた。

さらに、家計にもバランスシート調整の影響が及んでいる可能性が高い。個人向け住宅ローン残高の前期差を見ると、2022年4月～6月以降に急減し、足元では純減（返済超過）となることが度々生じている。主因は、住宅需要が大きく減少したことであり、現地報道によれば、繰り上げ返済も急増しているという⁴。

家計にしてみれば、住宅価格の上昇期待が住宅ローン金利など購入コストを上回れば、購入意欲は高まるのだが、不動産不況によって真逆のことが起きている。家計にとって住宅の売却（2件目以降の場合）や住宅ローンの圧縮が、合理的な行動となる。居住目的で住宅を購入した家計が、住宅ローンの繰り上げ返済のために、資産運用を減らしたり、消費を抑制したりしている可能性がある。

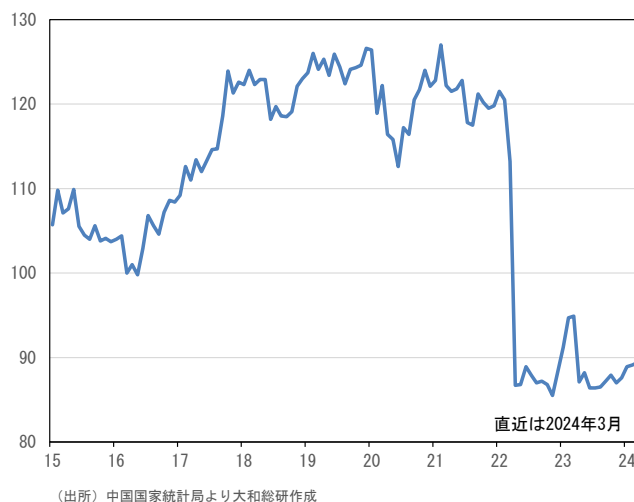
国家統計局が発表する消費者信頼感指数（楽観と悲観の境目＝100）は上海市でロックダウンが実施された2022年4月に急低下した。「ウィズコロナ」政策に転換した2023年1月～3月にかけて改善する場面があったが、その後は再び低迷し、現在に至っている。「ウィズコロナ」政策に転換すれば、自ずと消費者信頼感指数も回復すると思われたが、そうなっていない。2022年4月は新築住宅価格が下落に転じた時期と一致している。上記家計のバランスシート調整が、消費者信頼感指数の低迷に影響している可能性が極めて高い。

個人向け住宅ローン残高の前期差の推移（単位：億元）



⁴ この他、①利下げ局面では、より低い住宅ローン金利への借り換え、②住宅ローン返済を目的とした、より低金利の消費ローンや経営ローンへの借り換え、などがある。①について、当局によれば、2023年末までに23兆元の住宅ローンの借り換えが行われ、平均で0.73%pt金利が低下した。5,000万世帯以上、1.6億人が恩恵を享受し、毎年1,700億元の利払い負担が軽減されるという。②の消費ローンなどへの借り換えは違法行為である。消費ローンなどは1年～3年のものが多く、銀行が借り換えを拒否すれば、資金ショートを起こす可能性が高まるなど、リスクがある。

消費者信頼感指数の推移（楽観と悲観の境目＝100）（単位：ポイント）



米国が中国の「新御三家」の関税率を引き上げ。より重大なトランプ・リスク

米国は2024年5月14日、通商法301条に基づき、中国から輸入するリチウムイオン電池、鉄鋼、重要鉱物などに対する関税率を2024年～2026年にかけて引き上げることを発表した。リチウムイオン電池は従来の7.5%から25%に引き上げられる。対象となるのは2023年の金額ベースで180億ドル、対中輸入額に対する割合は4.2%にとどまる。内訳を見ると、リチウムイオン電池が132億ドルと追加関税対象の7割強を占める。報道ではEVや太陽電池への言及が多いが、それぞれ金額ベースでは追加関税対象の2.1%、0.1%にすぎない。

リチウムイオン電池に加え、金額は小さくてもEV、太陽電池が注目されるのは、これらが中国にとって輸出の「新三様（新御三家）」⁵と呼ばれる戦略的に重要な商品であるためだ。米国（バイデン大統領）にしてみれば、中国に対する強硬姿勢をアピールする格好の材料となり得る。一方の中国にしてみれば、こうした動きが他国に広がるのは避けなければならない、米国に対する批判を強めている。

ただし、経済全体に対する影響は極めて限定的だ。追加関税対象の180億ドルは、2023年の米国の輸入総額3兆841億ドルの0.6%、同年の中国の輸出総額3兆3,793億ドルの0.5%にすぎない。

経済への影響は、2024年11月5日の米大統領選挙でトランプ前大統領が再選した場合に大きくなる。トランプ氏は、大統領に就任した暁には対中輸入関税を全製品に60%、中国以外の全輸入品に10%課税するとしている。2024年5月22日に大和総研が公表した第221回日本経済予測では、この場合、米国の実質GDPを1.84%、中国の実質GDPを1.29%押し下げると試算している⁶。トランプ氏再選の場合、中国経済にさらなる打撃が加わるということだ。

⁵ ちなみに、「旧三様」（旧御三家）は衣類、家具、家電。

⁶ https://www.dir.co.jp/report/research/economics/outlook/20240522_024406.html

米国の対中追加関税

	輸入額 (億ドル)	現在の関税率 (%)	追加関税率 (%)	実施時期
EV向け以外のリチウムイオン電池	109.1	7.5	25	2026
EV向けリチウムイオン電池	23.1	7.5	25	2024
その他の重要鉱物	8.9	0	25	2024
永久磁石	5.9	0	25	2026
バッテリー部品	3.6	7.5	25	2024
天然黒鉛	1.1	0	25	2026
鉄鋼	10.0	0-7.5	25	2024
アルミニウム	8.1	0-7.5	25	2024
呼吸器	6.1	0-7.5	25	2024
注射器・注射針	1.7	0	50	2024
フェイスマスク	0.5	0-7.5	25	2024
ゴム製医療用・手術用手袋	0.3	7.5	25	2026
EV	3.8	25	100	2024
半導体	0.2	25	50	2025
太陽電池	0.1	25	50	2024
港湾クレーン	0.01	0	25	2024
合計	182.6	6.7	26.8	

(注1) 当該品目のHSコードを特定してリスト化しており、180億ドルと若干の差異がある

(注2) 合計の関税率は加重平均。0-7.5%は便宜上、3.75%で計算した

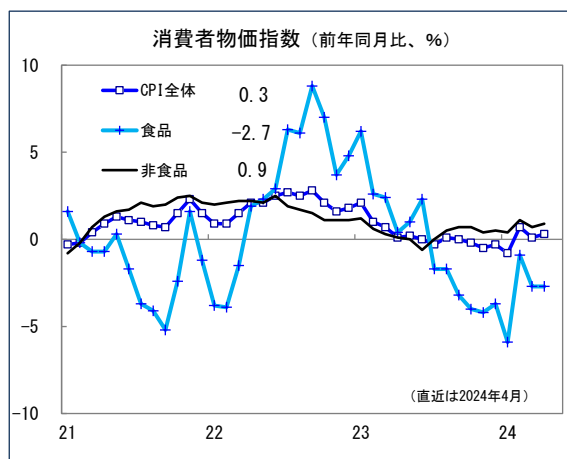
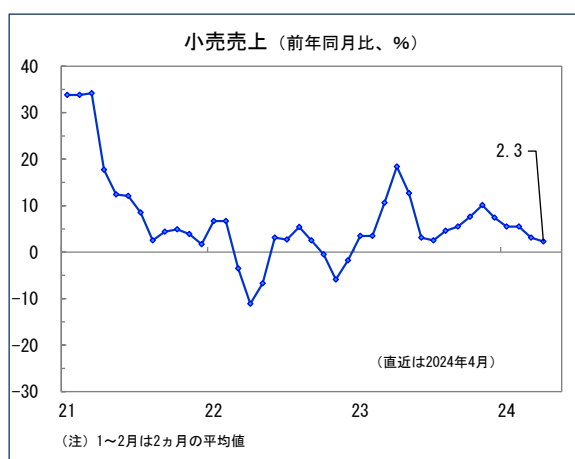
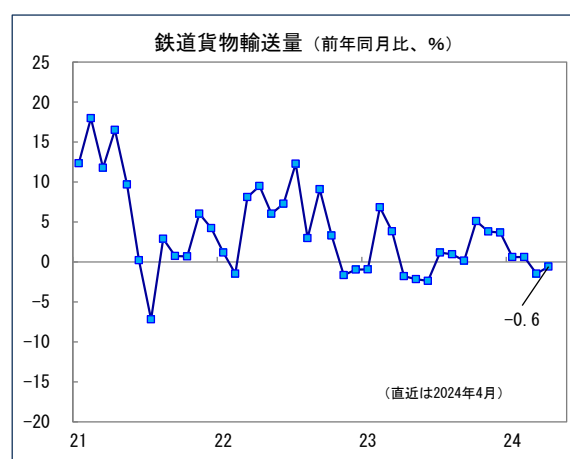
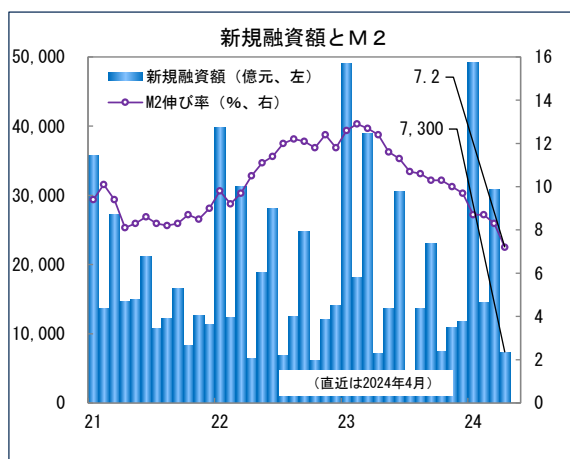
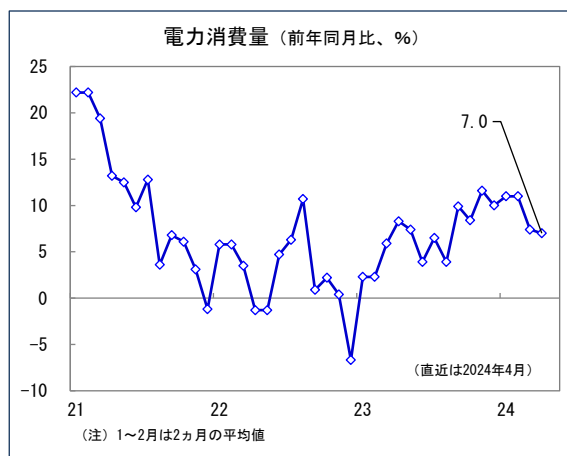
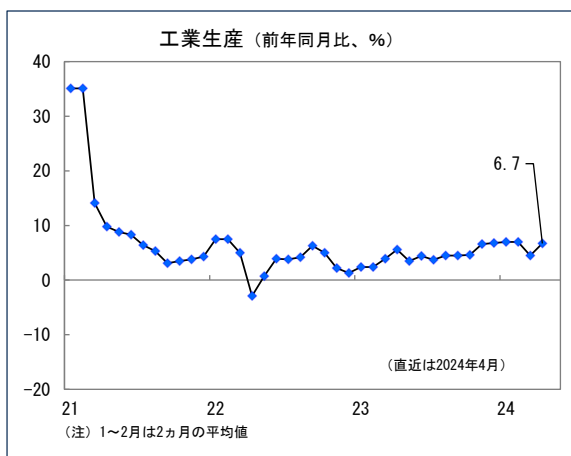
(出所) JETRO、アメリカ国際貿易委員会 (United States International Trade Commission) などより大和総研作成

主要経済指標一覧

	2023年4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	2024年1月	2月	3月	4月
実質GDP成長率（四半期、前年同期比、%）	-	-	6.3	-	-	4.9	-	-	5.2	-	-	5.3	-
工業生産（前年同月比、%）	5.6	3.5	4.4	3.7	4.5	4.5	4.6	6.6	6.8	7.0		4.5	6.7
電力消費量（前年同月比、%）	8.3	7.4	3.9	6.5	3.9	9.9	8.4	11.6	10.0	11.0		7.4	7.0
鉄道貨物輸送量（前年同月比、%）	-1.8	-2.2	-2.4	1.2	1.0	0.2	5.1	3.8	3.7	0.6		-1.5	-0.6
固定資産投資（前年累計比、%）	4.7	4.0	3.8	3.4	3.2	3.1	2.9	2.9	3.0	4.2		4.5	4.2
不動産開発投資（前年累計比、%）	-6.2	-7.2	-7.9	-8.5	-8.8	-9.1	-9.3	-9.4	-9.6	-9.0		-9.5	-9.8
小売売上（前年同月比、%）	18.4	12.7	3.1	2.5	4.6	5.5	7.6	10.1	7.4	5.5		3.1	2.3
消費者物価指数 全体（前年同月比、%）	0.1	0.2	0.0	-0.3	0.1	0.0	-0.2	-0.5	-0.3	-0.8	0.7	0.1	0.3
食品（前年同月比、%）	0.4	1.0	2.3	-1.7	-1.7	-3.2	-4.0	-4.2	-3.7	-5.9	-0.9	-2.7	-2.7
非食品（前年同月比、%）	0.1	0.0	-0.6	0.0	0.5	0.7	0.7	0.4	0.5	0.4	1.1	0.7	0.9
工業製品出荷価格指数（前年同月比、%）	-3.6	-4.6	-5.4	-4.4	-3.0	-2.5	-2.6	-3.0	-2.7	-2.5	-2.7	-2.8	-2.5
工業生産者購入価格指数（前年同月比、%）	-3.8	-5.3	-6.5	-6.1	-4.6	-3.6	-3.7	-4.0	-3.8	-3.4	-3.4	-3.5	-3.0
新規融資額（億円）	7,188	13,600	30,512	3,459	13,600	23,100	7,384	10,900	11,700	49,200	14,500	30,900	7,300
M2伸び率（%）	12.4	11.6	11.3	10.7	10.6	10.3	10.3	10.0	9.7	8.7	8.7	8.3	7.2
輸出（前年同月比、%）	7.1	-7.6	-12.4	-14.3	-8.6	-6.8	-6.6	0.7	2.1	7.0		-7.5	1.5
輸入（前年同月比、%）	-8.8	-5.3	-7.1	-12.1	-7.2	-6.3	3.0	-0.6	0.3	3.5		-1.9	8.4
貿易収支（億米ドル）（1月、2月は平均）	850.5	651.5	695.6	794.0	672.2	751.2	558.6	690.7	747.3	623.5		586.0	723.5
新築商品住宅価格指数 北京（前年同月比、%）	4.5	4.3	3.5	3.5	2.8	2.9	2.1	1.9	1.7	1.3	1.0	0.8	-0.5
上海（前年同月比、%）	4.6	4.9	4.8	4.5	4.1	4.4	4.4	4.7	4.5	4.2	4.2	4.3	4.2
商用不動産 着工面積（前年累計比、%）	-21.4	-23.1	-24.9	-25.1	-24.9	-23.9	-23.7	-21.7	-20.9	-30.5		-28.3	-24.7
竣工面積（前年累計比、%）	18.2	19.1	18.4	19.9	18.6	19.1	18.4	17.1	15.8	-21.1		-21.4	-20.3
不動産販売 面積（前年累計比、%）	-5.4	-8.5	-13.7	-14.9	-15.9	-16.4	-16.7	-17.1	-17.7	-24.9		-24.3	-22.3
金額（前年累計比、%）	5.2	3.0	-4.5	-7.0	-9.0	-10.4	-10.7	-11.2	-12.5	-31.6		-30.1	-29.4

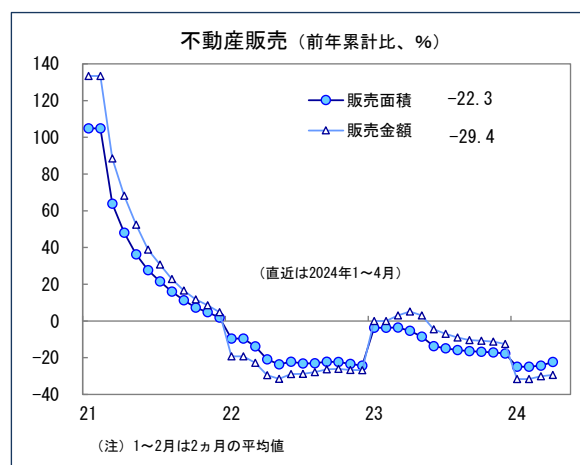
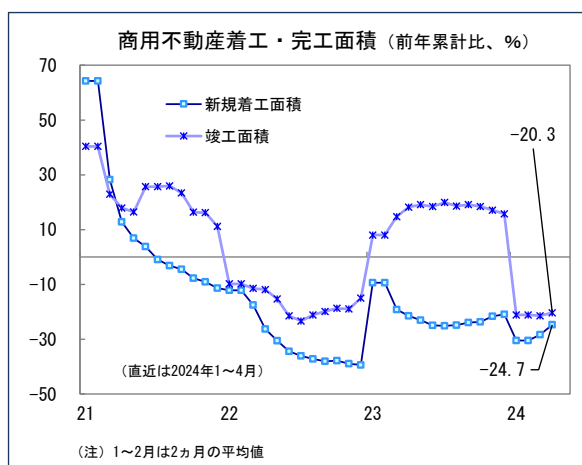
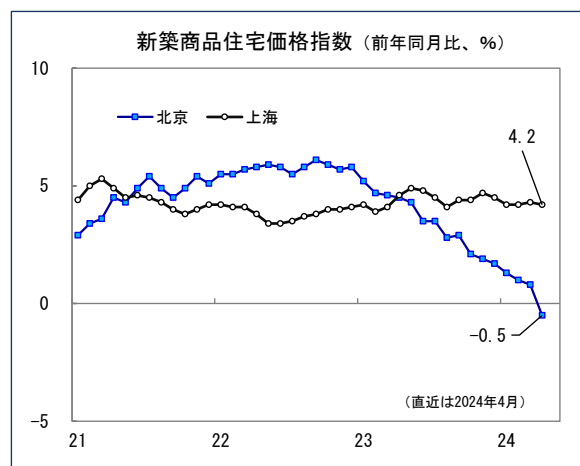
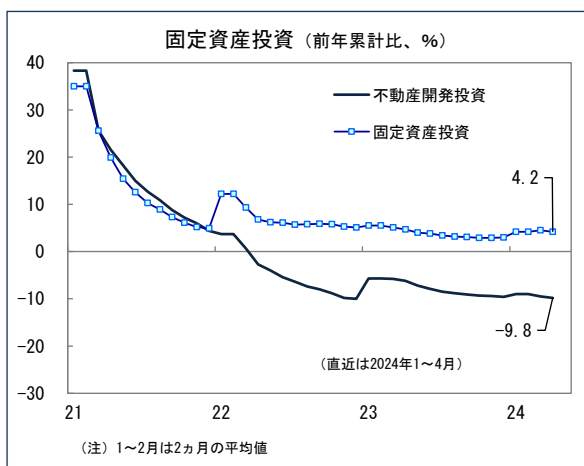
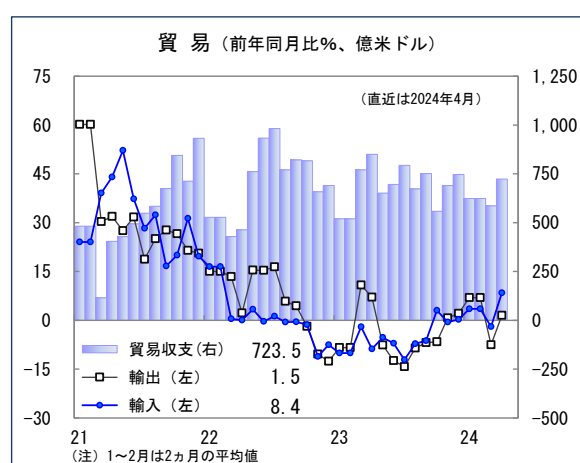
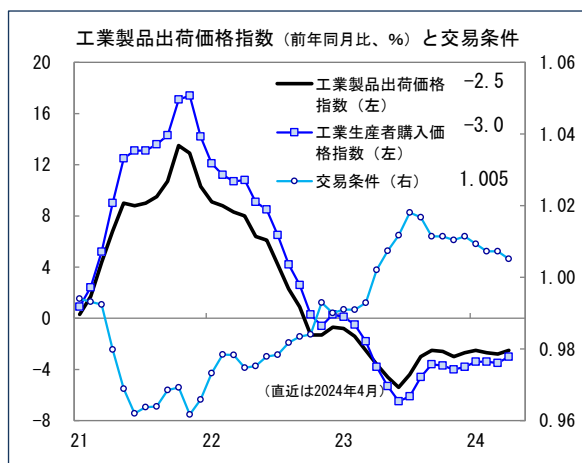
(出所) 中国国家统计局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー局、CEIC より大和総研作成

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