

2024 年 6 月 24 日

主要国経済 Outlook

2024 年 7 月号 (No. 452)

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

「選挙の年」はひとつのヤマ場を迎える

経済調査部 シニアエコノミスト 佐藤 光

日本経済 3

定額減税の効果と課題／中小・零細企業の賃上げ動向

経済調査部 シニアエコノミスト 神田 慶司

米国経済 14

政治の季節到来が利下げ時期に影響か

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

高まる政策への注目度

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

前例のない住宅市場テコ入れ策は不発か

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

「選挙の年」はひとつのヤマ場を迎える

佐藤 光

2024 年が世界的に「選挙の年」であることは、これまでも紹介してきた。既に結果が出た選挙も多く、台湾、インドネシア、メキシコ、南アフリカ、インドなど、G7 以外の有力国・地域での選挙は、いずれも政権トップを与党側が維持した。そして、G7 での選挙は、6 月末から 7 月初めにかけてひとつのヤマ場を迎える。

まず挙げられるのは、英国総選挙（7 月 4 日投票）だ。英国では、世論調査で野党労働党の支持率が与党保守党を大きく上回る状況が続く中、スナク首相はあえて選挙の前倒し実施を選んだ。世論調査通りならば 14 年ぶりの政権交代の可能性が高いが、トラス前政権での政策転換に伴う市場の動揺が記憶に新しい中で、今後の財政政策等の変化には注意が必要となる。

次いで、フランス下院選挙が挙げられる（第 1 回投票は 6 月 30 日、決選投票は 7 月 7 日）。先に実施された欧州議会選挙では極右勢力が伸長し、フランスではそれが特に目立っていた。選挙実施を決断したマクロン大統領が極右の勢いに歯止めをかけられるかがポイントとなる。

このように英・仏では、それぞれの政権トップが勝負に出たといえる。世論の支持は中道左派優位の英国と極右が伸びるフランスでやや様相が異なるが、現政権側が苦戦という点は同様だ。

加えて、米国大統領選挙に関して、6 月 27 日には第 1 回の候補者 TV 討論会が行われ、バイデン現大統領とトランプ前大統領の直接対決が早くも実現する。選挙の投票日は 11 月 5 日と 4 カ月以上も先であり、民主・共和両党の党大会での正式な候補者指名を待たずに討論会が実施される異例の展開だ。ただし、高齢批判や訴追問題等で両者とも候補者としての適格性にやや疑問を持たれている中で、先んじて両者間での選挙戦の流れを作りたいとの思惑も感じられる。

英・仏・米での選挙は、いずれも現政権にとって低支持率の打開を目指す戦いでもある。低支持率の背景には根強い高インフレ等に苦しむ経済情勢がある。選挙の勝敗のカギとなる無党派層の支持を得るために、安易にばら撒きの政策に頼っても、効果は限定的なものとなろう。現政権の側から現状の打開策が示されなければ、政権交代もやむなしというところか。

主要国実質 GDP 見通し＜要約表＞（2024 年 6 月 21 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	-3.7	0.4	-1.8	2.1	2.9	2.2	1.5	1.3	1.0	1.9	0.4	1.7
									<u>1.6</u>	<u>1.2</u>	<u>0.9</u>	<u>1.5</u>
米国	4.9	3.4	1.3	2.2	1.8	1.6	1.9	2.0	1.9	2.5	2.4	1.9
ユーロ圏	0.1	-0.2	1.3	0.9	1.2	1.4	1.6	1.6	3.4	0.4	0.7	1.4
英国	-0.5	-1.2	2.5	1.2	0.9	1.1	1.6	1.5	4.3	0.1	0.7	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	2.5	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	3.0	2.9	2.2	1.8
インド	8.1	8.6	7.8	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	<u>7.2</u>	<u>8.2</u>	<u>7.0</u>	<u>7.5</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

定額減税の効果と課題／中小・零細企業の賃上げ動向

神田 慶司
山口 茜
田村 統久

[要約]

- 世帯属性別に試算すると、2024 年 6 月から実施されている定額減税の世帯あたり減税額は、エネルギー高対策の終了などによるエネルギー代の増加額（同年 6 月から 1 年間）を上回る。そのため家計所得の下支え効果は大きいとみられる一方、個人消費の喚起を通じた経済効果は限定的だろう。3.3 兆円の定額減税による GDP の押し上げ効果は 0.2～0.5 兆円程度にとどまると試算される。
- 岸田文雄政権は 2024 年の骨太方針において EBPM（証拠に基づく政策立案）を推進・強化するとの考えを示したが、定額減税は EBPM に沿った政策とはいいいにくい。政府は今後、2030 年度までを対象期間とする「経済・財政新生計画」を定め、経済・財政一体改革を推進する方針である。これまでの家計向け支援策の効果や効率性を EBPM の観点から検証するとともに、必要な情報インフラの在り方についての検討も進めるべきだ。
- 定額減税の消費喚起効果は小さく持続性も低いことを踏まえると、個人消費の本格回復には恒常所得ともいえる所定内給与の継続的な増加が重要だ。この点、日本商工会議所・東京商工会議所や日本労働組合総連合会の集計結果、厚生労働省「賃金改定状況調査」を踏まえると、2024 年は中小・零細企業でも賃上げが加速した可能性が高い。マクロで見た所定内給与の伸び率が夏場にかけて大きく高まるかどうかは当面は注目される。

1. 3.3 兆円の定額減税による家計所得の下支え効果と経済効果

(1) 定額減税とエネルギー負担増を加味した家計所得への影響

3.3 兆円規模の定額減税が 2024 年 6 月から翌年 5 月まで実施される。これは岸田文雄政権が 2023 年 11 月 2 日に閣議決定した「デフレ完全脱却のための総合経済対策」（以下、総合経済対策）に盛り込まれた施策で、1 人あたり 4 万円（所得税 3 万円＋個人住民税 1 万円）が税額控除され、家計の可処分所得を押し上げる。

一方、政府の電気・ガス価格激変緩和対策事業による電気・ガス代の補助は 2024 年 6 月請求分で半減し、翌月以降はなくなる¹。政府は 4 月末までとしていた燃料油価格激変緩和補助金（以下、ガソリン補助金）を「一定期間延長」としており、本稿執筆時点でその期限は未定だが、終了すればガソリン代や灯油代などが上昇する。

このほか、5 月からは 2024 年度の再生可能エネルギー発電促進賦課金（再エネ賦課金）単価が適用され、1.40 円/kWh だった単価は 3.49 円/kWh へと引き上げられた。例えば、電気使用量が 260kWh/月の平均モデル世帯では電気代が 543 円/月上昇した。

定額減税の減税額や政策・制度要因によるエネルギー代の増加額は世帯構成や所得水準などによって異なるが、世帯属性別に見た場合、家計所得はどのように変化するのだろうか。

所得水準が低めの子育て世帯などでは定額減税の恩恵がとりわけ大きい

2024 年 6 月から翌年 5 月までの 1 年間の家計所得への影響を、世帯年収と世帯構成のマトリックスで示したものが**図表 1**である。

ここでは、総務省「2019 年全国家計構造調査」における世帯類型別年収五分位のデータを用いた。ただし、同調査は基本的に 2019 年 10 月、11 月のデータに基づくが、その時期のデータの季節性や、消費増税直後の時期であるという特殊性、その後の家計の消費・所得水準の変化等を考慮し、総務省「家計調査」を利用して 2023 年度の金額に調整した。さらに、定額減税の対象外の世帯（低所得世帯と世帯主が年収 2,000 万円超の世帯）を除きつつ、ガソリン補助金は 2024 年 9 月末で終了すると想定した。

図表 1 で掲載した全ての世帯では、定額減税額が政策・制度要因によるエネルギー代の増加額を上回り、可処分所得を押し上げている。この点において、定額減税による家計所得の下支え効果は大きいといえる。

定額減税による恩恵が 2023 年度の可処分所得対比で特に大きいのは、所得水準が比較的 low、子育て世帯を中心とした世帯人員の多い世帯である。中でも図表中の赤枠線で囲った世帯では、政策・制度要因によるエネルギー代の増加額を除いた減税額が可処分所得を 2%以上押し上げる。こうした世帯の割合は、減税対象の勤労者世帯の 10%程度とみられる。

¹ 2024 年 4 月使用分（5 月請求分）までは家庭向け（低圧）で 3.5 円/kWh、都市ガスで 15 円/m³が補助されていたが、5 月使用分（6 月請求分）で補助が半減し、6 月使用分（7 月請求分）以降は補助がなくなる。

一方、恩恵が比較的小さいのは単身世帯や高所得世帯である。図表中の青枠線で囲った世帯は減税対象の勤労者世帯の15%程度を占め、政策・制度要因によるエネルギー代の増加額を除いた減税額は可処分所得対比で0.5%に満たない。

図表1：定額減税とエネルギー高対策終了・再エネ賦課金上昇が家計にもたらす影響
(2024年6月～2025年5月の1年間)

[凡例] aとbの合計
(年間可処分所得に対する割合)

 定額減税額 (a)
 エネルギー高対策終了等による影響 (b) (万円)

	勤労者世帯(世帯年収五分位)				
	I (年収264万円)	II (年収445万円)	III (年収590万円)	IV (年収764万円)	V (年収1,166万円)
単身 <35%>	+1.8 (0.8%) +3.9 -2.1	+1.9 (0.6%) +4.0 -2.1	+1.6 (0.4%) +4.0 -2.4	+1.5 (0.3%) +4.0 -2.5	+1.3 (0.2%) +3.9 -2.6
夫婦のみ <16%>	+3.8 (1.3%) +7.5 -3.7	+3.8 (1.0%) +8.0 -4.2	+4.0 (0.8%) +8.0 -4.0	+4.0 (0.6%) +8.0 -4.0	+3.6 (0.4%) +7.9 -4.2
夫婦＋未婚子ども1人 <15%>	+6.5 (2.1%) +10.5 -4.1	+7.9 (2.0%) +12.0 -4.1	+7.6 (1.5%) +12.0 -4.4	+7.5 (1.1%) +12.0 -4.5	+6.9 (0.7%) +11.8 -5.0
夫婦＋未婚子ども2人以上 <19%>	+8.3 (2.6%) +13.0 -4.7	+12.8 (3.1%) +17.2 -4.4	+12.4 (2.4%) +17.2 -4.8	+12.1 (1.8%) +17.1 -5.0	+11.4 (1.2%) +16.8 -5.4
その他2人以上 <13%>	+4.6 (1.7%) +8.2 -3.7	+6.6 (1.8%) +10.6 -4.0	+7.3 (1.4%) +12.0 -4.7	+8.4 (1.2%) +14.3 -5.9	+9.9 (1.0%) +16.5 -6.7

恩恵小 (Single, Couple only, Couple + 1 child, Couple + 2+ children, Other 2+ people)
 恩恵大 (Couple + 1 child, Couple + 2+ children, Other 2+ people)

(注1) 総務省「2019年全国家計構造調査」のデータに基づきつつ、同「家計調査」を用いて2023年度の金額に調整。<>内の数値は2019年の該当世帯の割合で、年収五分位別に記載した年収額は2023年の平均値。

(注2) 住民税非課税世帯は定額減税の対象外であるため、その影響を年収第I分位から除いた。同様に、年収2,000万円超の者及びその扶養親族も定額減税の対象外であるため、世帯主の年収が2,000万円以上の世帯の影響を年収第V分位から除いた。

(注3) 「エネルギー高対策終了等による影響」は、電気・ガス価格激変緩和対策事業と燃料油価格激変緩和対策事業(ガソリン補助金)の終了と、再生可能エネルギー発電促進賦課金の引き上げによる2024年6月～2025年5月の1年間の影響を指す。ガソリン補助金は2024年9月末に終了すると想定。

(出所) 総務省統計より大和総研作成

(2) 定額減税による消費喚起を通じた経済効果

このように、定額減税による家計所得の下支え効果は大きいとみられる一方、減税や給付に関する先行研究や、今回の制度的・経済的特徴を踏まえると、個人消費の喚起を通じた経済効果は限定的とみられる。

結論を先取りすれば、3.3兆円の定額減税によるGDPの押し上げ効果は0.2～0.5兆円程度にとどまると試算される。

過去の減税・給付金における限界消費性向は0.1～0.3程度との推計結果が多い

減税などの政策による消費喚起効果は、限界消費性向（所得が増えたときに、そのうちどれくらいの割合が消費に回るか）で測ることが一般的である²。また後述するように、今回の定額減税は「夏の賞与支給時期の一斉給付」に近い形になるとみられるため、過去の給付金に関する分析も参考になりそうだ。

そこで、1998年に実施された定額減税（追加減税分を合わせて1人あたり5万5,000円、扶養親族等は同2万7,500円）に加え、2009年の定額給付金（全国民に1人あたり1万2,000円を給付しつつ18歳以下と65歳以上は8,000円を加算）と、2020年の特別定額給付金（全国民に10万円を一律給付）に関する主な先行研究をまとめたものが図表2である。

図表2：国内の所得減税・給付金での限界消費性向に関する主な先行研究

		限界消費性向	備考
定額減税 (1998年)	Hori and Shimizutani (2002) 中村 (2007)	0.1程度 0.4程度 (流動性制約のない世帯)	減税当初は0.6～0.7程度 1990年代の所得減税全体の推計値
定額給付金 (2009年)	坂本 (2010) 内閣府 (2010a) 内閣府 (2012)	0.22 0.33 0.25	
特別定額給付金 (2020年)	Kaneda et al. (2021) Kubota et al. (2021) 宇南山・古村・服部 (2021) Ueda (2023) 内閣府 (2023)	0.06～0.27 0.49 0.1程度 0.2程度 0.22	ベンチマーク指標で0.16 家計調査ベースで0.17

(出所) 各種資料より大和総研作成

1998年の定額減税に関する先行研究は限られているが、その中で堀・清水谷 (Hori and Shimizutani (2002)) は総務省「家計調査」の個票データから減税の効果を分析した。限界消費

² 定額減税や給付金などの効果の検証は、ライフサイクル・恒常所得仮説における「過剰反応テスト」といわれる。予期された所得変動に対して家計は反応しないという仮説に対して有意に反応するかどうかを、限界消費性向などを基に推計することで検証される。清水谷 (2005) によると、これまでに米国をはじめとして膨大な実証研究が蓄積されているが（ただし日本では蓄積が十分でない）、ほとんどの場合、家計消費は予期された所得の変動に反応することが明らかになっており、一定の消費喚起効果が認められている。

性向は当初 0.6～0.7 程度まで高まったものの、その後の数カ月を含めると 0.1 程度まで低下したという。流動性制約にあると考えられる家計ではより大きな効果を持ったが、全体的には大きなプラス効果を持ち得なかったと評価している。

定額給付金や特別定額給付金に関する主な先行研究を見ると、利用するデータ（総務省「家計調査」などの個票データ、アンケート調査、家計簿アプリデータなど）や分析手法などに違いがあるものの、限界消費性向は 0.2～0.3 程度との推計結果が多い³。

低所得世帯が対象外で賞与手取り額が増加しやすいことは消費喚起効果の低下要因に

今回の定額減税では、限界消費性向が比較的高い低所得世帯は対象外（現金給付の対象⁴）である。そのため消費喚起効果は、全国民を対象とした定額給付金や特別定額給付金のそれを下回る可能性が高い。この点、特別定額給付金の効果を検証した内閣府（2023）によると、限界消費性向は家計全体で 0.22 程度だったが、等価所得⁵が下位 3 分の 1 のグループでは 0.32 程度と有意に推計された一方、中上位のグループでは有意な推計結果とならなかったという。

さらに今回は、夏の賞与手取り額が増加する形で減税される世帯が多いことも消費喚起効果を抑える一因になり得る。国税庁「民間給与実態統計調査」を基に、給与所得者への減税額を年収階級・実施月別に試算すると、3.3 兆円の定額減税のうち 2.8 兆円程度が給与所得者への減税に充てられる。その大部分が 7 月までに実施される一方（6 月：1.7 兆円程度、7 月：0.6 兆円程度）、8 月から 12 月までの減税額は月あたり 0.1 兆円前後にとどまり、「夏の賞与支給時期の一斉給付」に近い形になるだろう⁶。

当社の「[第 221 回日本経済予測（改訂版）](#)」（2024 年 6 月 10 日）では、フルタイム（正社員）とパートタイムについて、それぞれ所定内給与、所定外給与、特別給与（賞与等）、雇用者数が増加したときの家計消費の感応度（弾性値）を推計した。その結果、正社員の所定内給与や雇用者数の弾性値は高かった一方、特別給与の弾性値はかなり低く、係数は統計的に有意ではなかった。

限界消費性向はコロナ禍以降に低下した可能性

日本の限界消費性向は、コロナ禍以降に低下した可能性があることも留意する必要があるだろう。先行研究を見ると、限界消費性向を長期時系列のデータで作成したものは宮崎（2022）や内閣府（2010b）などに限られる。そこで図表 3 左では、マクロで見た家計の所得弾性値を推計

³ プレミアム付商品券（2015 年）や地域振興券（1999 年）について内閣府（経済企画庁）がアンケート調査から集計した限界消費性向（消費喚起効果）は 0.3 程度であった。

⁴ 総合経済対策では、低所得世帯に対して以下の現金給付が措置された。住民税非課税世帯には 1 世帯あたり 7 万円（2023 年夏以降に給付された同 3 万円と合わせると同 10 万円）と 18 歳以下の児童 1 人あたり 5 万円の給付が 2023 年末から始まった。また、住民税均等割のみ課税される世帯には 1 世帯あたり 10 万円と 18 歳以下の児童 1 人あたり 5 万円が 2024 年 2～3 月に順次給付された。

⁵ 年間収入を世帯人員の平方根で除して求めた所得。

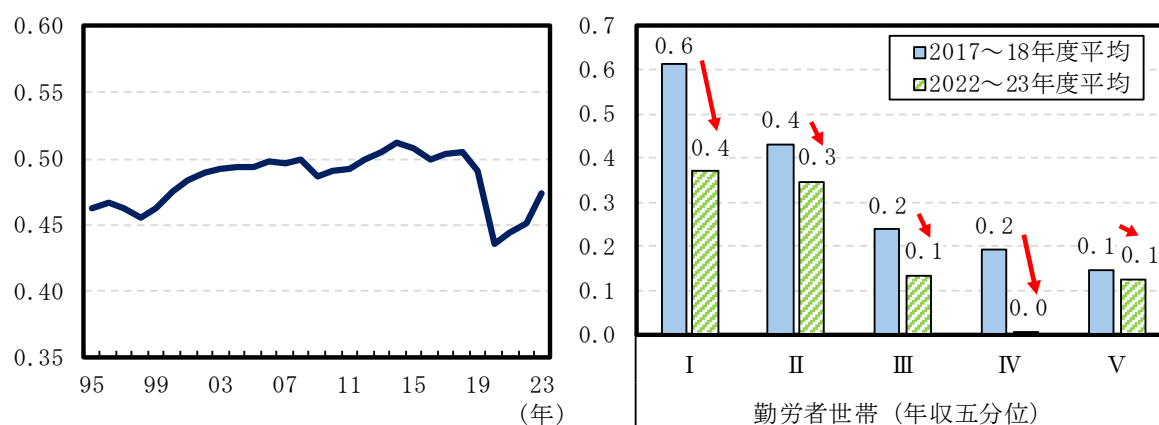
⁶ 神田慶司・山口茜・是枝俊悟・平石隆太「[定額減税は所得下支え効果が大きいものの経済効果は 0.2～0.5 兆円程度か](#)」（大和総研レポート、2024 年 6 月 14 日）の図表 1、2 を参照。

し、これに平均消費性向を乗じることで限界消費性向の長期推移を示した。また、所得弾性値は経済構造の変化などで変化している可能性を踏まえ、推計には時変パラメーターを使用した。

推計結果を見ると、限界消費性向は2000年以降横ばい圏で推移していたが、コロナ禍直後に大きく低下した。その後は回復傾向が続いているものの、依然としてコロナ禍前の水準を下回る。さらに、勤労者世帯の年収五分位別に限界消費性向を推計すると（図表3右）、日本銀行（2016）などの先行研究と同様、年収の低い（高い）世帯ほど限界消費性向が高い（低い）という傾向が見られる。だが、限界消費性向は2017～18年度から2022～23年度にかけてどの分位でも低下した（2022～23年度の第Ⅳ分位の係数は統計的に有意ではない）。これらの分析は、以前よりも所得の増加が消費に結びつきにくい状況になったことを示唆する。

金融広報中央委員会「家計の金融行動に関する世論調査[二人以上世帯調査]」において、老後の生活について「非常に心配である」と回答した世帯割合は2017～18年で37.0%だったが、2022～23年では39.2%へと上昇した。一部の世帯で将来不安が高まっていることが窺える⁷。さらに、老後の生活を心配している世帯の理由を確認すると、「生活の見通しが立たないほど物価が上昇することがあり得ると考えられるから」と回答した世帯が22.4%から36.7%へと大幅に上昇した。足元の物価高を背景に将来の生活を心配している人々の深刻度が増しており、それが限界消費性向の低下の一因になったと考えられる。

図表3：マクロで見た限界消費性向の長期推移（左）、年収五分位別に見た限界消費性向（右）



（注1）左図は内閣府「国民経済計算」ベース。限界消費性向は以下の式で推計した所得弾性値に平均消費性向（＝家計最終消費支出÷家計可処分所得）を乗じることで算出。推計期間は1981～2023年で、カルマンフィルターによる時変パラメーターの推計。所得弾性値はフィルタリング推定値。

$$\ln(\text{家計最終消費支出}) = \beta_1 \times \ln(\text{家計可処分所得}) + \beta_2 \times \ln(\text{家計純金融資産}(-1)) + \text{定数項}$$

（注2）右図は総務省「家計調査」の二人以上世帯ベース。限界消費性向は、年収五分位で以下の式で推計した所得弾性値に平均消費性向（＝消費支出÷可処分所得）を乗じることで算出。推計期間は2002～23年度で、カルマンフィルターによる時変パラメーターの推計。所得弾性値はフィルタリング推定値。最終年度の可処分所得の係数（ β_1 ）は、第Ⅰ、Ⅱ分位は1%有意、第Ⅲ、Ⅴ分位は10%有意、第Ⅳ分位は有意でない。

$$\ln(\text{消費支出}) = \beta_1 \times \ln(\text{可処分所得}) + \beta_2 \times \ln(\text{貯蓄}(-1) / \text{負債}(-1)) + \beta_3 \times \text{世帯人員} + \beta_4 \times \text{世帯主の年齢} + \beta_5 \times (\text{世帯主の年齢})^2 + \text{定数項}$$

（出所）内閣府、総務省統計より大和総研作成

⁷ 老後の生活について「心配していない」と回答した世帯も増加しており（2017～18年18.8%→2022～23年21.6%）、家計の将来不安は二極化が進んでいると考えられる。

3.3 兆円の定額減税による GDP の押し上げ効果は 0.2~0.5 兆円程度か

以上をまとめると、減税・給付時の限界消費性向を 0.1~0.3 程度と推計した先行研究が多いことに加え、今回の定額減税では、①限界消費性向の高い低所得世帯が対象外、②所得弾性値の低い（あるいは不明確な）賞与の手取り額が定額減税で押し上げられる世帯が多い、③コロナ禍以降にマクロで見た限界消費性向が低下した可能性、といった点も指摘できる。

そこで限界消費性向を 0.1~0.2 と低めに想定すると、3.3 兆円の定額減税で個人消費は 0.3~0.7 兆円程度増加する。ただし、消費の増加は輸入を誘発する（需要増の一部は輸入で賄われる）ため、GDP は消費ほどには増えない。当社の短期マクロモデルを利用すると、消費 1 兆円の増加で GDP は 0.69 兆円増加する（4 四半期の平均値）⁸。この係数を利用すると、定額減税による GDP の押し上げ効果は 0.2~0.5 兆円程度と試算される。定額減税は生活の安定には資するものの、消費喚起効果は慎重にみるべきだ。

2. 定額減税の課題と消費回復のカギを握る賃上げ動向

EBPM の観点から定額減税を含む家計向け支援策の効果・効率性の検証などが必要

岸田文雄政権が 2024 年 6 月 21 日に閣議決定した「経済財政運営と改革の基本方針 2024」（骨太方針）では、改革を推進し、ワイズスペンディング（効果的・効率的な支出）を徹底するために EBPM（エビデンス・ベースト・ポリシー・メイキング、証拠に基づく政策立案）を推進・強化するとの考えが示された。

EBPM とは、政策の目的を明確化した上で合理的根拠（エビデンス）に基づいて立案することにより、政策の有効性を高める取り組みである。この点、定額減税は政策の根拠が曖昧で、対象には経済的支援の必要性の低い家計が多く含まれている。巨額の財政支出が計上されたにもかかわらず費用対効果は低く、EBPM に基づいた政策とはいいいにくい。

総合経済対策では定額減税の規模について、2021~22 年度の「2 年間で所得税・個人住民税の税収が 3.5 兆円増加する中で、国民負担率の高止まりが続いてきたこと」も踏まえるとされ、「令和 6 年度税制改正の大綱」（2023 年 12 月 22 日閣議決定）で見込額を 3.3 兆円とした。だが、政府は税収増加分をはるかに上回る金額を 2020 年度から家計に「先払い」してきた。最たる例は、13 兆円弱の特別定額給付金だ。現物給付においても、例えば新型コロナウイルス感染症から国民の生命を守るために支出された医療経費は 2020~22 年度の 3 年間で約 21 兆円に上った。

定額減税の目的は、「賃金上昇が物価高に追いついていない国民の負担を緩和するため」と総合経済対策では説明されている。だが、フローの所得だけでなくストックの資産にも目を向けると、家計金融資産は実質賃金が下落する直前の 2021 年末から直近の 2023 年末までの間に 105 兆円増加した（負債を除くネットベースでは 87 兆円増加、日本銀行「資金循環統計」より）。

⁸ 産業連関表を利用して同様の試算を行うことも可能だが、減税や給付による消費喚起効果は短期間で発生するものであり、付加価値誘発係数などで暗に想定されている時間軸との乖離が大きい。そのため、ここでは当社の短期マクロモデルで算出した係数を利用した。

前述のように、定額減税の対象外である低所得世帯には現金給付が措置されたため、実質的には年収 2,000 万円超の者などを除くほぼ全ての国民を対象とする支援策となった。対象者の中には、所得水準が高かったり、金融資産が大幅に増加したりして物価高の負担をさほど感じない家計も多かったはずだ。

給付や減税といった家計向け支援策には、政府が対象者を適切に絞り込むことが難しいという課題がある。真に困窮している人に対してピンポイントで手厚く支援することが望ましいものの、政府は必要な情報を持っておらず、現実的な対応として、豊かな資産を持つ年金受給世帯も含まれる「住民税非課税世帯」を困窮世帯の基準としたり（今回の給付措置でも利用）、一律的に給付や減税を実施したりすることが多い。政府はコロナ禍を踏まえて災害時等に迅速な給付（プッシュ型給付）ができるよう、マイナンバーと預貯金口座の紐づけなどを進めてきたが、情報インフラの整備は道半ばだ。

政府は今後、2030 年度までを対象期間とする「経済・財政新生計画」を定め、経済・財政一体改革を推進する方針である。これまでの家計向け支援策の効果や効率性を EBPM の観点から検証するとともに、必要な情報インフラの在り方についての検討も進めるべきだ。

中小・零細企業でも 2024 年の賃金改定率は大きく上昇した可能性

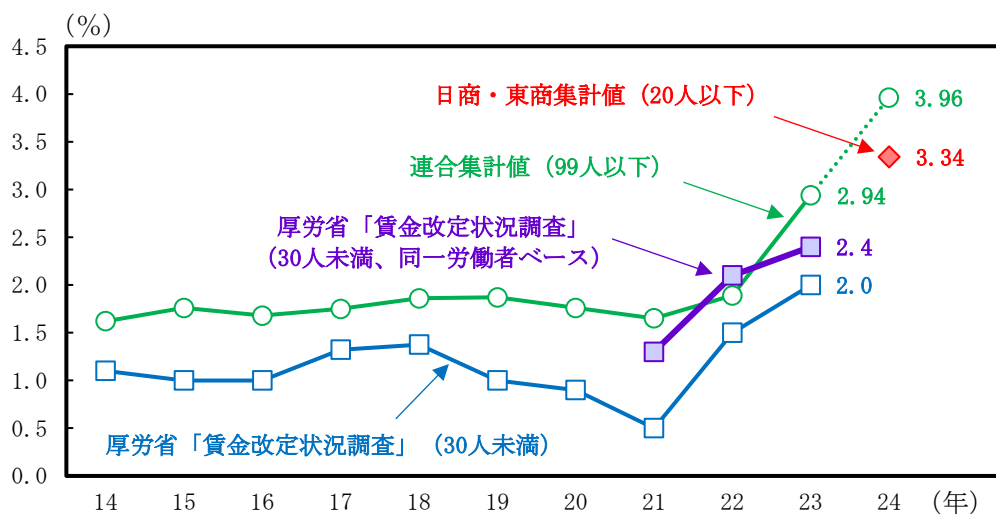
他方、2024 年 1-3 月期の個人消費は 4 四半期連続で減少したが、実質賃金の下落が続いたことが主因とみられる。前述のように、定額減税の消費喚起効果は小さく持続性も低いことを踏まえると、個人消費の本格回復には恒常所得ともいえる所定内給与の継続的な増加が重要だ。

日本労働組合総連合会（連合）の集計結果を見ると、2024 年の春季労使交渉（春闘）ではベースアップ率（ベア率）が大幅に上昇した。今後はマクロの名目賃金上昇率をどの程度押し上げるのかが注目される。これについて「[日本経済見通し：2024 年 5 月](#)」では、過去 40 年間のベア率と所定内給与の伸び率の関係を基に、2023 年度で前年比+1.8%だった所定内給与は 2024 年度に同+3.6%程度へと高まる見込みであることを述べた。

上記の賃金見通しの実現可能性は、とりわけ中小・零細企業の動向に左右されるだろう。この点、日本商工会議所・東京商工会議所が初めて実施した「中小企業の賃金改定に関する調査」（2024 年 6 月 5 日）の結果を見ると、従業員 20 人以下の企業における正社員の賃金改定率（以下、日商・東商集計値）⁹は 3.34%だった（**図表 4**）。連合が集計した従業員 99 人以下の企業における 3.96%（第 6 回回答集計結果、6 月 5 日）には見劣りするものの、2023 年の同 2.94%を明確に上回る。

⁹ 本稿では、日本商工会議所・東京商工会議所「中小企業の賃金改定に関する調査」における正社員の賃上げ率と日本労働組合総連合会による春闘の集計結果における定昇相当込み賃上げ率、厚生労働省「賃金改定状況調査」における賃金上昇率をいずれも「賃金改定率」と説明している。

図表4：各種調査における中小・零細企業の賃金改定率の推移



(注)「日商・東商集計値 (20 人以下)」は日本商工会議所・東京商工会議所「中小企業の賃金改定に関する調査」(2024 年 6 月 5 日)における正社員の賃上げ率で、2023 年 4 月から 2024 年 4 月にかけての同一労働者ベース。「連合集計値 (99 人以下)」は日本労働組合総連合会による春闘の集計結果における定昇相当込み賃上げ率で、2024 年は第 6 回回答集計結果 (6 月 5 日)に基づく。「厚労省『賃金改定状況調査』(30 人未満)」は厚生労働省「賃金改定状況調査」における一般労働者の賃金上昇率。() 内の人数は従業員数または常用雇用者数。(出所) 厚生労働省統計、日本商工会議所・東京商工会議所、日本労働組合総連合会資料より大和総研作成

また、厚生労働省「賃金改定状況調査」(常用労働者数 30 人未満)における一般労働者の賃金改定率を確認すると、2023 年は 2.0%だった。企業規模の違いなどから同年の連合集計値を下回ったが、2022 年から 2023 年にかけて上昇傾向が見られるのは連合集計値と同様だ。また、日商・東商集計値の定義に合わせて、当年・前年でいずれも在籍した労働者に限定して集計された「同一労働者ベース」の賃金改定率を集計すると、2023 年で 2.4%だった¹⁰。これに比べて 2024 年の日商・東商集計値は 1%pt 程度上振れしていることに鑑みると、2024 年は従業員数が 20 人を下回るような零細企業でも、相応に賃上げが加速した可能性が高い。

厚生労働省が 2024 年 6 月 5 日に公表した 4 月分(速報)の「毎月勤労統計調査」によると、一般労働者の所定内給与は前年比+2.3%と 3 月から伸び率が 0.3%pt 高まった。夏場にかけて伸び率が大きく高まるかどうかは当面は注目される。

¹⁰ 「同一労働者ベース」の賃金改定率の方が高いのは、経験が豊富で高賃金の労働者が離職したり、経験が浅く低賃金の労働者が入職したりする影響が除かれていることなどが背景にあるとみられる。

図表 5：日本経済見通し＜第 221 回日本経済予測 改訂版（2024 年 6 月 10 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)	562.7	557.4	558.0	555.5	558.4	562.5	565.5	567.7	569.6	571.2	572.7	574.0	559.4	564.6	571.9
＜前期比、%＞	1.0	-0.9	0.1	-0.5	0.5	0.7	0.6	0.4	0.3	0.3	0.3	0.2			
＜前期比年率、%＞	4.1	-3.7	0.4	-1.8	2.1	2.9	2.2	1.5	1.3	1.1	1.0	0.9			
＜前年同期比、%＞	2.2	1.5	1.1	-0.1	-0.7	0.9	1.4	2.1	2.0	1.6	1.2	1.2	1.2	0.9	1.5
													(1.9)	(0.4)	(1.7)
民間消費支出(前期比、%)	-0.7	-0.3	-0.4	-0.7	0.8	0.9	0.7	0.5	0.3	0.2	0.2	0.2	-0.6	1.1	1.5
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、%)	-1.6	-0.2	1.9	-0.4	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6	0.7	0.5	2.0	2.3
政府消費支出(前期比、%)	-0.4	0.2	-0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1	0.6	0.8
公共投資(前期比、%)	2.2	-0.3	-0.2	3.0	-1.5	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	4.0	0.7	1.0
輸出(前期比、%)	3.8	0.3	2.8	-5.1	2.8	1.6	1.0	0.7	0.7	0.6	0.5	0.4	3.0	2.1	3.0
輸入(前期比、%)	-3.6	0.9	1.8	-3.3	2.1	1.3	0.8	0.6	0.6	0.5	0.4	0.4	-3.2	2.2	2.3
名目 GDP(前期比年率、%)	10.5	-0.9	2.8	0.1	4.2	5.5	4.5	3.6	3.1	2.6	2.3	1.9	5.2	3.2	3.2
GDPデフレーター(前年同期比、%)	3.7	5.2	3.9	3.4	2.4	2.2	2.2	2.2	2.1	1.9	1.6	1.4	4.0	2.3	1.7
鉱工業生産(前期比、%)	1.2	-1.4	1.1	-5.1	3.3	1.7	1.1	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	-1.9	1.4	2.4
コアCPI(前年同期比、%)	3.2	3.0	2.5	2.5	2.5	3.0	3.4	3.3	3.1	2.5	1.9	1.9	2.8	3.0	2.3
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	0.97	1.09	1.19	1.21	1.24	1.26	1.28	1.33	0.63	1.11	1.28
前提															
原油価格(WTI、ドル/バレル)	73.6	82.2	78.5	76.9	79.6	75.6	75.6	75.6	75.6	75.6	75.6	75.6	77.8	76.6	75.6
為替レート(円/ドル)	137.4	144.5	147.9	148.5	155.1	155.6	155.6	155.6	155.6	155.6	155.6	155.6	144.6	155.5	155.6

(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

【参考文献】

Hori, M. & Shimizutani, S. (2002) “Micro Data Studies on Japanese Tax Policy and Consumption in the 1990s”, *ESRI Discussion Paper Series* No.14.

Kaneda, M., Kubota, S. & Tanaka, S. (2021) “Who spent their COVID-19 stimulus payment? Evidence from personal finance software in Japan”, *COVID Economics 75*, *CEPR Press*, Paris & London.

Kubota, S., Onishi, K., & Toyama, Y. (2021) “Consumption responses to COVID-19 payments: Evidence from a natural experiment and bank account data”, *Journal of Economic Behavior & Organization*, Vol.188, pp.1-17.

Ueda, K. (2023) “Marginal Propensity to Consume to Two-Time Income Shocks”, *CIGS Working Paper Series*, No.23-008E

宇南山卓・古村典洋・服部孝洋 (2021) 「コロナ禍における現金給付の家計消費への影響」、RIETI ディスカッション・ペーパーシリーズ、21-J-022

経済企画庁 (1999) 「地域振興券の消費喚起効果等について」

- 坂本和靖（2010）『『定額給付金』の世帯消費への影響—『消費生活に関するパネル調査』を用いて』、『季刊家計経済研究』 No. 88, pp. 6-16
- 清水谷論（2005）『期待と不確実性の経済学』、日本経済新聞社. pp. 57-92.
- 内閣府（2010a）『『定額給付金に関連した消費等に関する調査』の結果について』
- 内閣府（2010b）『平成 22 年度 年次経済財政報告』
- 内閣府（2012）「定額給付金は家計消費にどのような影響を及ぼしたか —「家計調査」の個票データを用いた分析—」（政策課題分析シリーズ 8）
- 内閣府（2017）「地域消費喚起・生活支援型交付金事業における効果検証に関する報告書（概要版）」
- 内閣府（2023）「特別定額給付金在家計消費に与えた影響 —リアルタイムに記録される家計簿アプリデータを活用した分析—」（政策課題分析シリーズ 22）
- 中村洋一（2007）「1990 年代の所得減税と家計消費」、『季刊家計経済研究』 No. 73, pp. 80-85
- 日本銀行（2016）「経済・物価情勢の展望（2016 年 10 月）」
- 宮崎浩伸（2022）「限界消費性向の実証分析」、『証券経済研究』 第 120 号, pp. 45-63

米国経済 政治の季節到来が 利下げ時期に影響か

移民抑制や最低賃金引き上げがインフレ圧力を高める恐れ

矢作 大祐
藤原 翼

[要約]

- 6月に公表された5月の主要経済指標を踏まえれば、景気は緩やかに減速しているものの、全体としては底堅く推移している。インフレ指標に関しては、CPI、PPI、輸入物価のいずれも減速感が見られる結果となった。こうした中、市場の利下げ期待は2024年内に0.25%pt-0.50%pt（1回-2回）で推移しており、過度な利下げ期待は抑制されている。
- 景気の先行きに関しては、雇用環境の悪化と超過貯蓄の払底から個人消費の下振れリスクを指摘する見方もある。こうした見方は、需要の抑制に伴うインフレ減速の進展、ひいては利下げの早期化に対する期待を高めることになる。一方、雇用関連の指標は季節調整や移民増の捕捉などでノイズが大きく、現時点で雇用環境の悪化を懸念する必要はない。また、超過貯蓄は払底したとされるが、株高等による資産効果が個人消費を下支えすることで、急激な腰折れリスクは抑制されている。
- 個人消費の急激な腰折れリスクが限定的とみられる中で、インフレ率の先行きに関して、順調に減速するかは不透明といえる。足元で減速感が見られるコアサービス価格に関しては、その内訳項目である家賃の減速ペースが緩やかになるとみられる。また、賃金上昇率と連動するコアサービス価格（家賃除く）に関しても、不法移民の抑制や各州での最低賃金の引き上げなどの施策によって、インフレ圧力が強まる可能性がある。不法移民抑制策や労働政策は、11月に大統領選挙を控える中での世論対策とも考えられ、政治の季節到来がFRBの金融政策運営に不確実性をもたらす恐れがあるだろう。

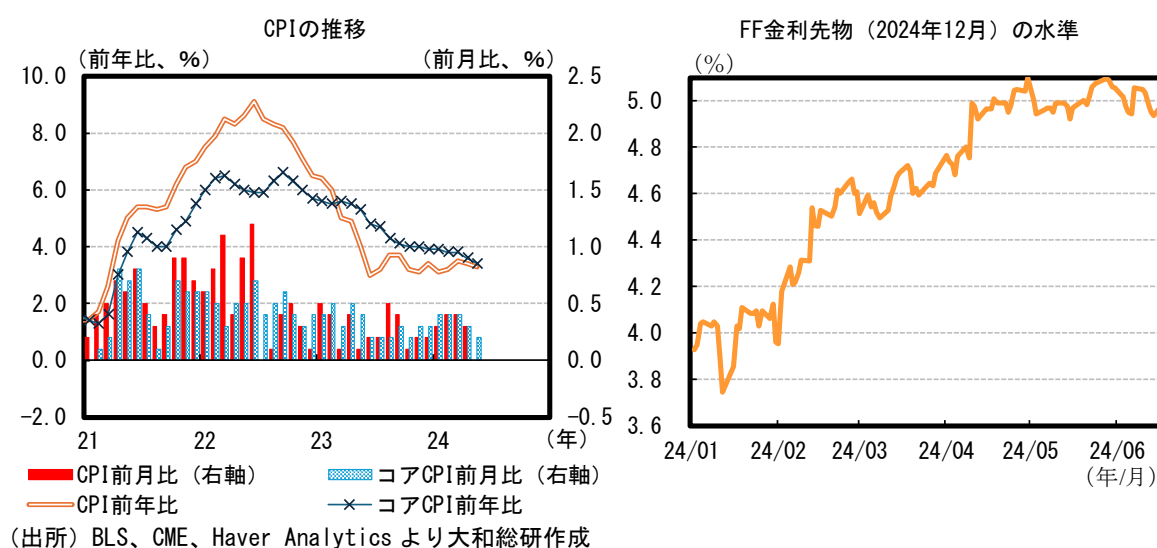
景気・インフレ率ともに緩やかに減速

6月に公表された5月の主要経済指標は、強弱入り交じる結果であった。家計に関連して、非農業部門雇用者数の増加幅が好不調の境目となる20万人を大きく上回った一方で、失業率は上昇（悪化）した。5月の小売売上高は市場予想を下回ったものの、振れが大きい品目を除いたコア小売はプラスに転じた。消費者センチメントは2カ月連続で悪化したが、公表元のミシガン大学は消費者が景気全体に大きな変化を感じていないと指摘している。企業に関しては、ISM景況感指数のうち製造業が2カ月連続で悪化した。他方で、非製造業は改善し、好不調の境目である50%を再び上回った。企業活動に関しては、鉱工業生産指数は大幅な上昇に転じたものの、住宅着工件数は再び減少した。こうした経済指標を踏まえれば、2024年以降の景気は2023年に比べて緩やかに減速しているものの、全体としては大崩れしておらず、底堅く推移している。

インフレ指標に関しては、CPIのヘッドラインが前月比横ばい（前年比+3.3%）、コアが前月比+0.2%（前年比+3.4%）と市場予想を下回り、減速感が見られる（図表1左図）。とりわけ、これまで高止まりしていたコアサービス価格が前月比+0.2%と2021年9月以来の伸びの小ささとなったことは、インフレの抑制に向けて朗報といえる。この他、5月のPPIや輸入物価も市場予想を下回ったことで、企業が直面するコスト面でのインフレ圧力も一服している。

こうした中、2024年12月末のFF金利先物水準は、5.0%前後（2024年内の利下げ幅0.25%pt=0.50%pt、1回-2回）で推移しており、足元でも大幅な変動は見られない（図表1右図）。6月11日・12日のFOMCで公表されたドットチャート（中央値）において、2024年内の予想利下げ幅が前回予想（3月）の合計0.75%ptから合計0.25%ptと縮小した¹ことや、FOMC参加者が利下げに慎重なスタンスを示していることで、金融市場の中でも過度な利下げ期待が抑制されていると考えられる。

図表1 CPIの推移、FF金利先物（2024年12月）の水準



¹ 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 (NY 駐在) 藤原 翼、「[FOMC 2024 年内の利下げ予想は 0.25%pt](#)」(2024 年 6 月 13 日)。

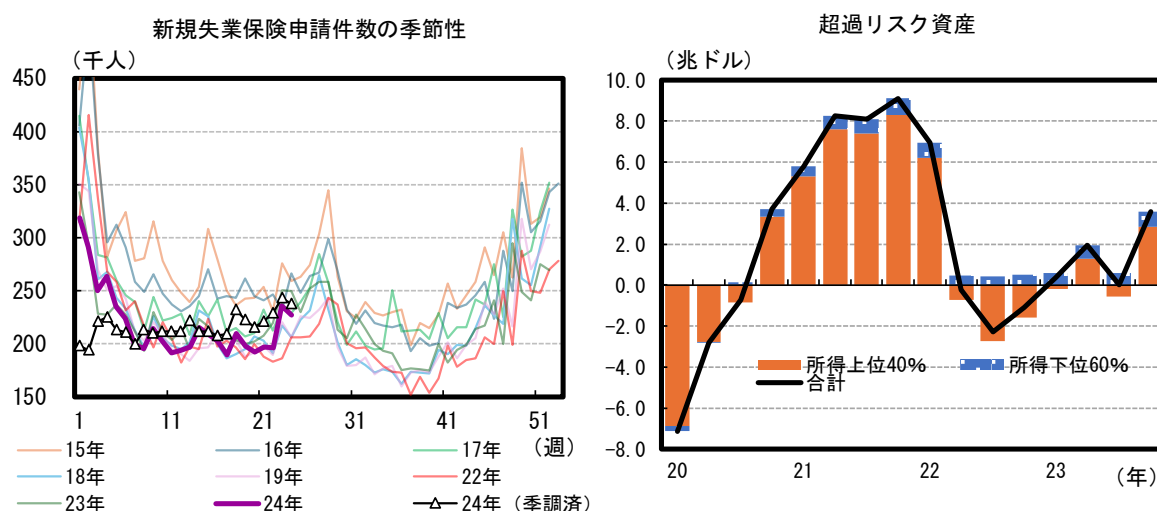
景気の下振れ可能性は限定的、インフレの粘着性に引き続き要注意

一方で、景気の先行きに関しては、雇用環境の悪化と超過貯蓄の払底から個人消費の下振れリスクを指摘する見方もある。こうした見方は、需要の抑制に伴うインフレ減速の進展、ひいては利下げの早期化に対する期待を高めることになる。

雇用環境の悪化に関しては、先述の失業率の上昇に加え、新規失業保険申請件数が増加したことなどがこうした先行きに対する弱気な見方の根拠といえる。しかし、新規失業保険申請件数に関しては、祝日や夏季休暇によって5月末から7月にかけては例年増加しやすい。足元の新規失業保険申請件数（季節調整前値）は増加したものの、水準は例年に比べて必ずしも高くはない。季調済値も季調前値の増加に合わせて増加しているが、季節調整がうまく機能していない可能性があり、幅を持ってとらえるべきだろう（図表2左図）。失業率に関しては、基となる家計調査が移民の増加による雇用の押し上げを十分に反映できていない可能性が考えられる。移民の増加による雇用の押し上げを反映しやすい事業所調査を基にした非農業部門雇用者数が堅調な伸びとなる中では、雇用環境の悪化を過度に懸念すべきではないだろう。

また、超過貯蓄の払底に関して、低・中所得層の家計を中心に財政状況が悪化している可能性はある。低中所得の家計が相対的に多い若年層で、クレジットカードの延滞率が上昇していることは、その証左の一つだろう。ただし、所得上位40%の中・高所得層に関しては、2023年以降の株高を背景に、超過リスク資産が過去のトレンドを上回ってきており、資産効果が生じていると考えられる（図表2右図）。所得上位40%は個人消費の6-7割を占めることから、個人消費の基調に対する影響度は大きい。足元でも、主要株価指数であるS&P500などが史上最高値を更新する中で、資産効果が下支え役となり、個人消費全体の急激な下振れリスクを抑制すると考えられる。

図表2 新規失業保険申請件数の季節性、家計の超過リスク資産



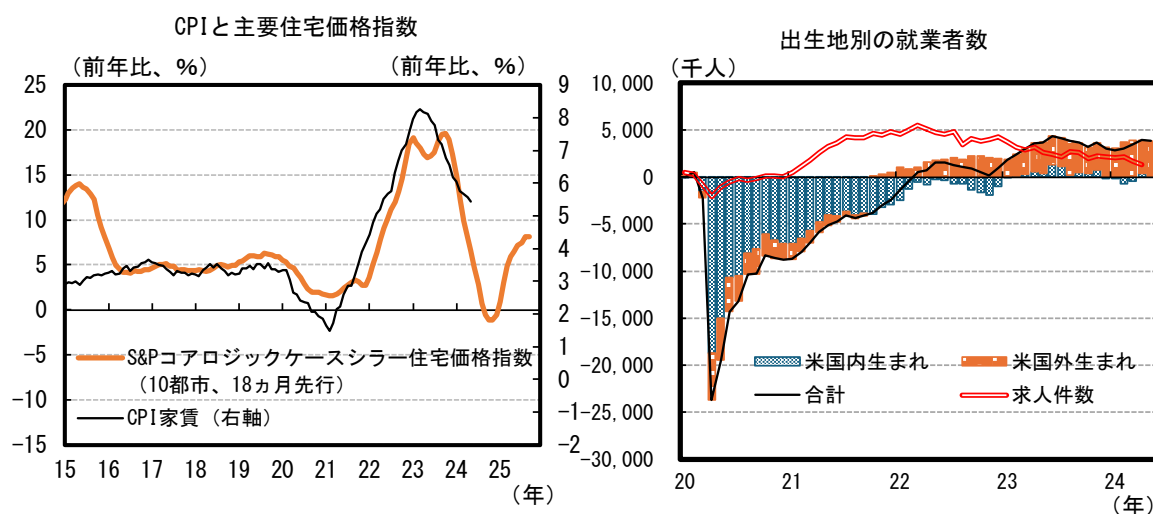
(注) 新規失業保険申請件数は特段の記載がない場合、季調前値。コロナ禍の20年、21年は外れ値として捨象。超過リスク資産は家計が保有する株式・投資信託。2009年から2019年までの家計の株・投資信託資産のトレンドに対する実際の株・投資信託資産の差分を2020年1-3月期以降を起点に累積したもの。

(出所) DOL、FRB、Haver Analytics より大和総研作成

個人消費の急激な腰折れリスクが限定的とみられる中、インフレ率も順調に減速するかは不透明といえる。5月に減速したコアサービス価格のうち、ウェイトの大きい家賃に関しては、先行する傾向のある不動産価格が上昇に転じており、先行きの減速ペースは緩やかになるだろう（図表3左図）。コアサービス価格（家賃除く）に関しては、連動性の高い賃金上昇率が減速傾向を示しており、高インフレからの脱却に向けて進展が見られる。こうした賃金上昇率のペースダウンは、移民増による労働力人口の増加に伴う労働需給の緩和が一因として考えられる（図表3右図）。コロナ禍で大きく落ち込んだ米国生まれの就業者数はコロナ禍前の水準を回復したものの、その後は伸び悩んだ。他方で、米国外生まれの就業者数はコロナ禍前を上回り、労働供給拡大のけん引役となった。求人情数も就業者数がコロナ禍前を上回り始めた、2022年上半期から減少傾向を示している。なお、移民雇用者数増加率が1%pt上昇すれば、賃金の伸びが0.7%pt程度減速するとのカンザスシティ連銀の研究もある²。他方、バイデン政権は財政負担の増加や社会からの不満を背景に、米国南部国境で不法移民が一定数を超えた場合（7日間における1日当たりの平均越境者数が2,500人を超えた場合）に、入国の一時停止や制限を課す大統領令を発表した。移民の流入が抑制され、今後は労働需給が緩和しにくくなる恐れがあるだろう。

また、最低賃金に関して、カリフォルニア州で4月よりファストフード店の最低賃金が時給16ドルから20ドルへと引き上げられた。最低賃金引き上げを受けてメニューの価格引き上げや、賃金上昇を賄えない店舗では人員整理も見られ始めたようだ。カリフォルニア州での最低賃金の引き上げは全米の中でも際立っているが、他にも22州で2024年に最低賃金の引き上げを実施しており、インフレ圧力を強める一因となり得るだろう。こうした足元の移民政策や労働政策は、11月の大統領選挙を控え、有権者の不満解消を目指す動きとも考えられる。米国経済がインフレ減速、および利下げの判断という重要なフェーズへと移行する中で、政治の季節到来がインフレ減速に向けての不確定要素になりつつある点には注意を要する。

図表3 CPIと主要住宅価格指数、出生地別の就業者数



(注) 出生地別の就業者数及び求人情数は、2019年12月を起点に増減を累積して算出。

(出所) BLS、S&P、Haver Analytics より大和総研作成

² Elior Cohen, “[Rising Immigration Has Helped Cool an Overheated Labor Market](#),” Economic Bulletin, May 22, 2024.

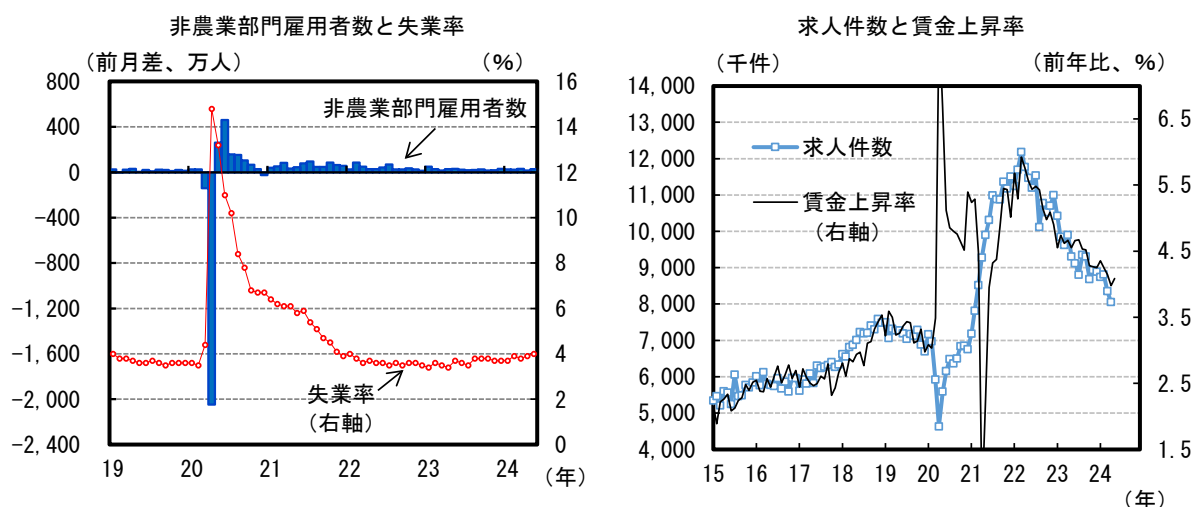
雇用統計は強弱まちまち

2024年5月の米雇用統計は、非農業部門雇用者数が前月差+27.2万人と前月から加速し、市場予想(Bloomberg調査：同+18.0万人)を上回る結果となった。過去分は、2024年3月、4月合計で1.5万人下方修正されたものの、雇用者数の3カ月平均は同+24.9万人と、好不調の目安となる同+20万人を6カ月連続で上回った。他方で、失業率については、前月から+0.1%pt上昇し、4.0%と市場予想(3.9%)を上回る(悪い)結果となった。非労働力人口(同+43.3万人)の増加は失業率を下押しするが、就業者数(同▲40.8万人)が減り、失業者数(同+15.7万人)が増えたことで、失業率は押し上げられた。もっとも、失業率の算出元である家計調査は、移民増による雇用増を捕捉しづらいつともに、季節調整がうまく機能していない可能性も考えられる。加えて、失業者のうち非自発的失業(同▲2.1万人)は小幅に減少し、雇用環境が急激に悪化していないことを示唆している。そして、失業率は上昇したとはいえ、その水準は4%前後とされる自然失業率程度である。雇用者数が高い伸びを維持していることも踏まえれば、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(季節調整済値)の直近週(6月9日-6月15日)は23.8万件となった。新規失業保険申請件数は足元でやや上昇したものの、今年の最高値(2023年6月11日-17日：26.1万件)を下回っており、顕著な増加とはいえない。

続いて労働需要に着目すると、2024年4月の求人件数は前月差▲29.6万件と2カ月連続で減少した。直近の失業者数と比べた求人件数の比率はほぼ1.2倍となり、同指標は2019年半ばと同程度の水準まで低下した。労働需給の緩和に伴い、賃金上昇圧力の緩和が期待されるが、5月の雇用統計では民間部門の平均時給が前年比+4.1%と小幅に加速した。均してみれば賃金上昇率は減速トレンドを維持しているものの、求人件数が失業者数を上回っている状況は続いており、減速ペースは緩やかなものに留まっている。根強い賃金上昇圧力はインフレ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

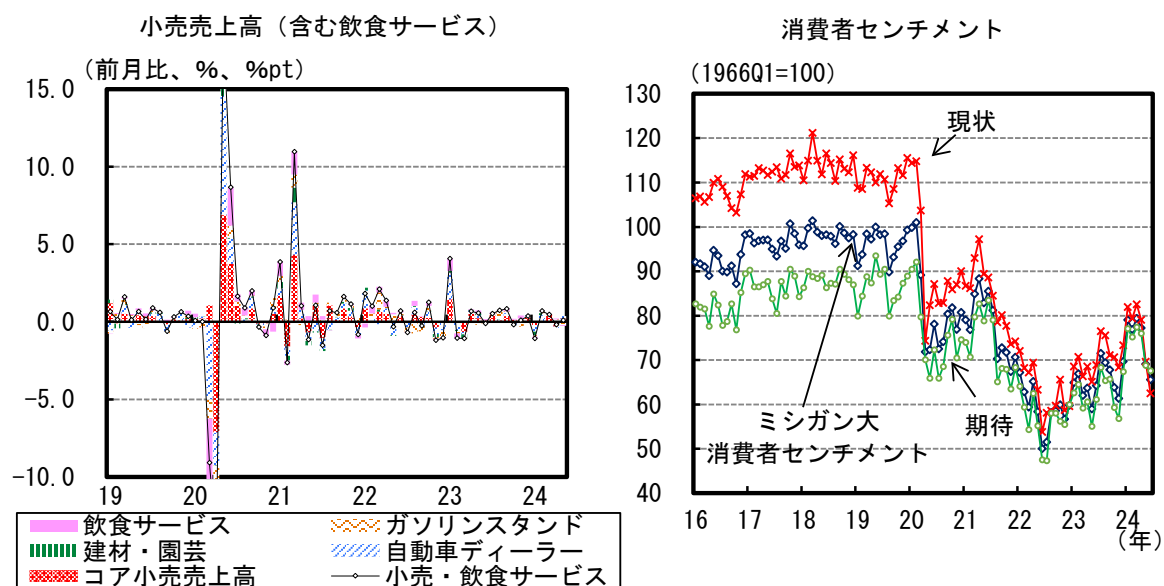
小売売上高は増加も市場予想を下回り、消費者マインドは悪化が継続

個人消費の動向を確認すると、2024年5月の小売売上高(含む飲食サービス)は前月比+0.1%とプラスに転じたものの、市場予想(Bloomberg調査:同+0.3%)を下回った。さらに、過去分については、3月(同▲0.1%pt)と4月(同▲0.2%pt)の結果が下方修正された。このように、小売売上高のヘッドラインは冴えない結果となった。ただし、3カ月平均は同+0.1%と、3カ月連続でプラスを維持したことから、弱含んでいるとまではいえない。加えて、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は同+0.4%となり、3カ月平均で見ても同+0.2%と底堅い結果になった。

5月の小売売上高(含む飲食サービス)の内訳を見ると、レジャー・娯楽用品(前月比+2.8%)、衣服・宝飾品(同+0.9%)の伸び幅が大きい。また、無店舗販売(同+0.8%)が4月の大幅な反動減からプラスに回復し、全体を押し上げた。さらに、自動車・同部品(同+0.8%)も3カ月ぶりのプラスとなった。他方で、ガソリン価格の下落を背景に、ガソリンスタンド(同▲2.2%)が大幅なマイナスとなり、ヘッドラインが伸び悩む主因となった。また、家具(同▲1.1%)、建設資材・園芸(同▲0.8%)といった住宅関連の項目もマイナス幅が大きい。この他、飲食サービス(同▲0.4%)がマイナスに転じた。

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6月(速報値)が前月差▲3.5ptと3カ月連続で悪化して65.6になった。構成指数の内訳を見ると、現状指数(同▲7.1pt)、期待指数(同▲1.2pt)ともに悪化した。ミシガン大は、指数の低下は誤差の範囲内であり、消費者は経済状況に変化を感じていないとの全体評価の一方で、個人の財務状況はインフレと所得の低下により悪化したと指摘した。FRBによる利下げ開始時期の見通しが3月のFOMC時点に比べて後ずれしていることも相まって、消費者マインドは回復しづらい状況といえよう。

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



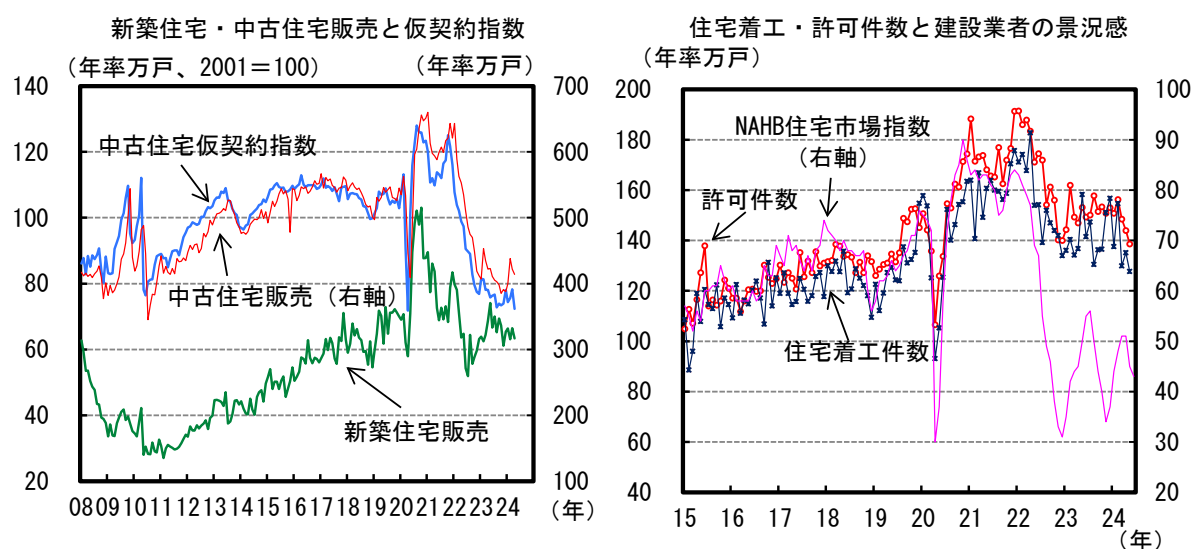
金利の高止まりが消費者・住宅建設業者のマインドを抑制

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。また、中古住宅販売の先行指標である中古住宅仮契約指数は4月が同▲7.7%と3カ月ぶりにマイナスに転じた。さらに、新築住宅販売（戸建）についても4月は同▲4.7%とマイナスに転じた。こうした軟調な住宅販売は、住宅ローン金利（30年固定、連邦住宅貸付抵当公社）の高止まりが影響したとみられる。

直近の消費者マインドを確認すると、6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27ptと3カ月連続で低下し、コロナ禍以降の最低値を更新した。住宅ローン金利は足元でやや低下したとはいえ高い水準であり、目先の住宅需要は引き続き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加速しつつあることも、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。他方で新築住宅については、中古住宅に比べて相対的に在庫が豊富である。さらに、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、足元では相対的に割高感が抑制されていることから、新築住宅販売は中古住宅販売に比べれば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5月に前月比▲5.5%と再びマイナスに転じ、年率127.7万戸と2020年6月以来の低水準となった。また、新築住宅着工の先行指標である建設許可も、5月は同▲3.8%と3カ月連続でマイナスとなった。続いて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6月分は前月差▲2ptの43と2カ月連続で低下し、2023年12月以来の低水準となった。NAHBは、住宅ローン金利の高止まりが住宅需要を抑制していることに加え、住宅建設に係る資金調達コストや人手不足、建設可能な土地不足も足かせになっているとコメントした。総じて、引き締めの金融環境が長引いていることで、住宅市場は回復が遅れている。先行きも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

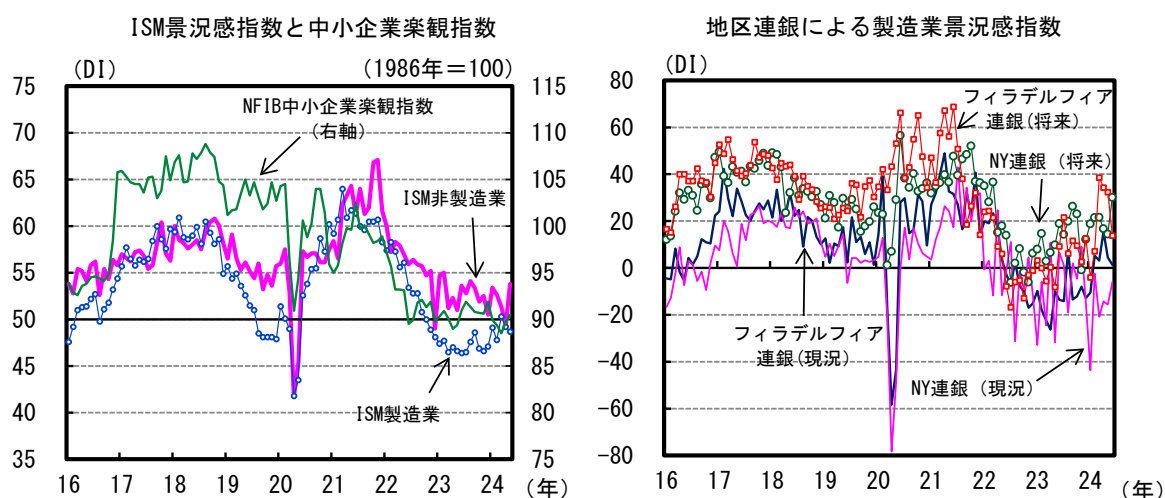
ISM 景況感指数は製造業が2カ月連続で悪化も、非製造業は50%超へ改善

2024年5月のISM景況感指数は、製造業が前月差▲0.5%ptと2カ月連続で悪化し、水準は48.7%となった。他方で、非製造業は同+4.4%ptと4カ月ぶりに改善した。水準は53.8%と、50%割れとなった前月から改善した。構成項目を見ると、製造業に関しては、雇用指数が改善し、入荷遅延指数は横ばいとなった一方で、新規受注指数、生産指数、在庫指数が悪化した。非製造業に関しては、前回悪化幅の大きかった事業活動指数が同+10.3%と大幅に改善した他、新規受注指数、雇用指数、入荷遅延指数も改善した。続いて企業のコメントを見ると、製造業では需要の弱さを指摘するコメントが目立った。ISMは、引き締めの金融政策等を背景に、製造業が設備投資に消極的であると指摘した。非製造業については、インフレや金融政策、政治の不確実性に対する懸念が示された。また、ISMは人手不足と人件費は引き続き非製造業の課題と指摘した。

中小企業に関しては、2024年5月のNFIB（全米独立企業連盟）中小企業楽観指数は、前月差+0.8ptと2カ月連続で改善し、水準は90.5となった。内訳項目を見ると、景況感の改善に対する期待の項目が特に改善した。とはいえ、中小企業のマインドは低水準のままであり、NFIBは高インフレが中小企業の重石となっていると指摘している。

以上をまとめれば、製造業が悪化した一方で、非製造業が改善し、中小企業も小幅に改善した。2024年6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+9.6pt）、将来指数（同+15.6pt）ともに改善した。他方で、フィラデルフィア連銀に関しては、現況指数（同▲3.2pt）、将来指数（同▲18.6pt）ともに悪化しており、まちまちの結果となった。インフレや金融政策の先行きを巡って、依然として不確実性が高く、企業マインドが継続的に改善する見込みは立ちにくい。

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

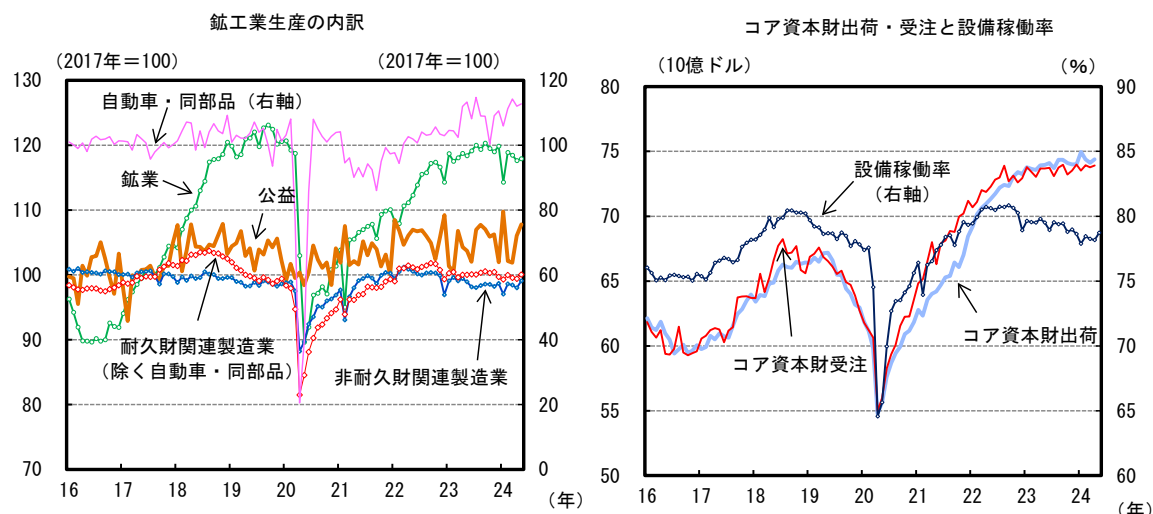
鉱工業生産指数は大幅な伸び

企業の実体面に関して、2024年5月の鉱工業生産指数は前月比+0.9%と大幅に上昇し、市場予想（Bloomberg 調査：同+0.3%）を上回った。ただし、過去分については3月分が▲0.2%pt下方修正された。5月の鉱工業生産指数の内訳を見ると、製造業（同+0.9%）と鉱業（同+0.3%）が3カ月ぶりのプラスとなり、公益（同+1.6%）は2カ月連続でプラスとなった。

製造業の内訳を見ると、耐久財（前月比+0.6%）、非耐久財（同+1.1%）ともにプラスに転じ、いずれも幅広い業種でプラスとなった。耐久財に関しては木製品（同+2.6%）、機械（同+2.3%）が高い伸びとなり、けん引役となった。この他、コンピューター・電子機器（同+0.8%）が3カ月連続、一次金属（同+0.7%）が2カ月連続でのプラスと堅調さを維持した。さらに、自動車・同部品（同+0.6%）がプラスに転じた。他方で、家具（同▲2.6%）は大幅なマイナスに転じた。非耐久財に関しては、石油・石炭製品（同+2.8%）、化学（同+1.8%）、繊維・繊維製品（同+1.8%）がプラスに転じ、全体を押し上げた。

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4月に前月比+0.4%と3カ月ぶりにプラスとなり、先行指標であるコア資本財受注についても同+0.2%と再びプラスに転じた。設備稼働率については、2024年5月は前月差+0.6%ptの78.7%と、昨年10月以降に低下傾向が続いていた中で大幅に反発した。とはいえ、設備稼働率は長期平均（1972-2023年：79.6%）を13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、企業コメントからも需要面の弱さが見受けられる中で、更なる設備の増強は期待しにくい。他方で、非製造業に関しては、人手不足が継続しており、省力化投資を進める余地はある。ただし、インフレ、金融政策、そして政治を巡って先行きが不透明である中、非製造業も投資を増やしにくいと考えられ、設備投資を推し進めるけん引役は限られるといえる。

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。個人消費や設備投資は底堅さを維持する一方で、住宅投資はマイナスに転じ、民間最終需要は減速すると考えられる。下半期に関しては景気の減速傾向が続くと予想し、インフレ率も緩やかにペースダウンしていくと見込む。

市場の中には、個人消費を中心に下振れリスクを懸念する見方もある。ただし、底堅い雇用環境や株高等による資産効果によって個人消費が急激に腰折れすることは考えにくい。また、インフレ率に関しては、CPIのコアサービス価格が減速感を示し始めているが、不法移民の抑制や最低賃金の引き上げによって、賃金上昇率が下げ渋り、インフレ圧力が高止まりする可能性がある。移民政策や労働政策は、11月に大統領選挙を控える中での世論対策とも考えられ、政治の季節到来がFRBの金融政策運営に不確実性をもたらす恐れがあるだろう。

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、%		
国内総生産 （前年同期比、%）	2.2	2.1	4.9	3.4	1.3	2.2	1.8	1.6	1.9	2.0	2.1	2.2	2.5	2.4	1.9
個人消費	3.8	0.8	3.1	3.3	2.0	2.3	1.9	1.9	2.0	2.1	2.2	2.3	2.2	2.3	2.1
設備投資	5.7	7.4	1.4	3.7	3.3	2.6	1.0	1.2	1.6	1.9	2.0	2.1	4.5	2.8	1.6
住宅投資	-5.3	-2.2	6.7	2.8	15.4	-4.1	0.5	0.9	1.1	1.5	1.8	1.9	-10.6	4.2	0.9
輸出	6.8	-9.3	5.4	5.1	1.2	0.5	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	7.7	3.9	1.1	1.3	1.6	1.8	1.9	2.1	-1.7	3.3	1.7
政府支出	4.8	3.3	5.8	4.6	1.3	2.9	2.2	0.8	1.0	1.0	1.0	1.0	4.1	3.2	1.3
国内最終需要	3.8	2.0	3.5	3.5	2.5	2.4	1.7	1.6	1.7	1.9	2.0	2.1	2.3	2.6	1.8
民間最終需要	3.6	1.7	3.0	3.3	2.8	2.1	1.7	1.7	1.9	2.1	2.2	2.3	1.9	2.5	1.9
鉱工業生産	-0.3	0.8	1.6	-2.0	-1.1	3.2	1.4	1.7	1.9	2.2	2.3	2.4	0.2	0.3	2.0
消費者物価指数	3.8	3.0	3.4	2.7	3.8	3.0	1.9	2.8	2.5	2.4	2.3	2.4	4.1	3.1	2.5
失業率（%）	3.5	3.6	3.7	3.8	3.8	3.9	4.0	4.1	4.2	4.2	4.1	4.0	3.6	4.0	4.1
貿易収支（10億ドル）	-201	-204	-186	-194	-205	-217	-218	-219	-220	-219	-219	-219	-780	-859	-878
経常収支（10億ドル）	-213	-215	-196	-195	-207	-219	-219	-220	-220	-219	-218	-217	-819	-864	-874
FFレート（%）	5.00	5.25	5.50	5.50	5.50	5.50	5.50	5.25	5.00	4.75	4.50	4.25	5.50	5.25	4.25
2年債利回り（%）	4.35	4.26	4.92	4.80	4.48	4.83	4.60	4.42	4.27	4.12	3.97	3.82	4.58	4.58	4.05
10年債利回り（%）	3.65	3.59	4.15	4.44	4.16	4.45	4.26	4.17	4.08	3.99	3.90	3.81	3.96	4.26	3.95

（注1）網掛けは予想値。2024年6月20日時点。

（注2）FFレートは誘導レンジ上限の期末値。2年債利回り、10年債利回りは期中平均。

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

欧州経済 高まる政策への注目度

ECB は利下げを開始／欧州議会選挙のインプリケーション

橋本 政彦

[要約]

- ECB は 6 月の理事会で市場予想通り、4 年 9 ヶ月ぶりとなる利下げを実施した。先行きについては経済指標次第という従来のスタンスを維持し、追加利下げに関する情報は出されなかったが、ラガルド総裁は金融政策が巻き戻し局面に入った可能性が高いことを認めており、ECB は緩やかなペースで利下げを続けていくとみられる。
- 欧州における 2024 年最大の政治イベントである欧州議会選挙では、右派が総じて勢力を拡大する結果となった。しかし、中道、リベラルグループによる過半数は維持されており、選挙結果が欧州議会の政策運営に与える影響は限定的となろう。
- 一方、欧州議会選挙の結果が各国政治に与える影響には注意が必要である。フランスでは、極右政党・国民連合が欧州議会選挙で最多票を獲得したことを受け、マクロン大統領は議会下院を解散し、総選挙の実施を決定した。世論調査によれば国民連合が選挙で第一党になる可能性が高いとみられ、ばら撒き政策による財政悪化懸念は、現状の財政状況の悪さと相俟って金利上昇圧力になっている。EU 加盟国のうち、フランスなどの 7 カ国は欧州委員会による過剰赤字手続き入りとなったこともあり、緊縮財政、もしくは信認低下による金利上昇の二者択一を迫られる可能性がある。
- 英国では、5 月 22 日にスナク首相が下院議会を解散し、7 月 4 日に総選挙を実施することを決めた。現与党・保守党は支持率で労働党に大幅なリードを許しており、総選挙では労働党への政権交代が起こる可能性が極めて高い。もっとも、現在の労働党は中道的な政策を志向していることに加え、財源確保の難しさから、大胆な政策転換は起こりづらい。

ユーロ圏経済

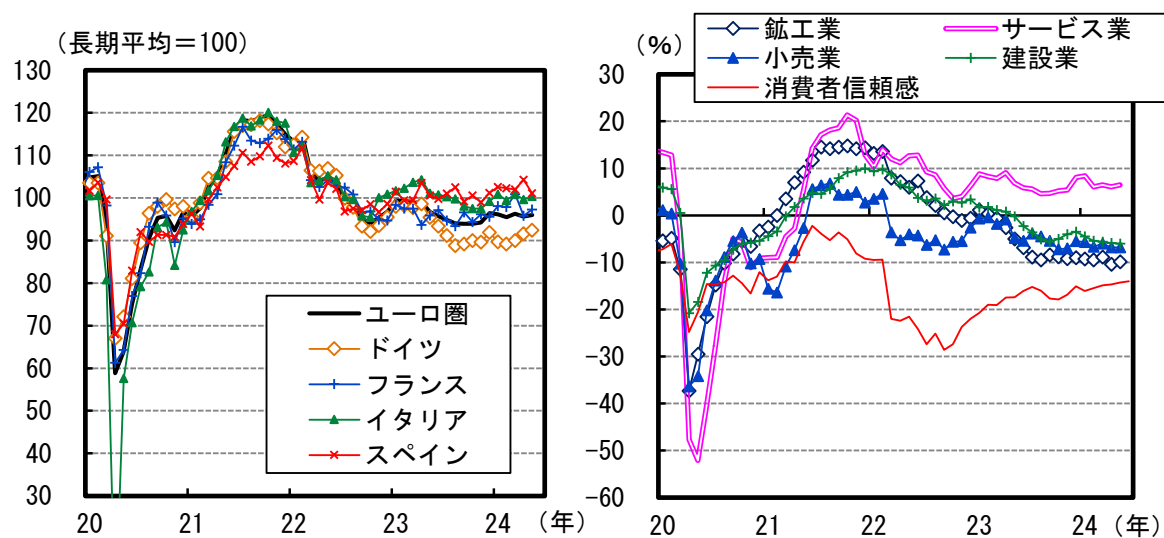
5月の景況感指数は小幅に上昇、4-6月期も小幅なプラス成長を示唆

5月のユーロ圏の景況感指数（総合、欧州委員会発表）は、前月差+0.4ptと2ヵ月ぶりの改善に転じた。もっとも、改善幅は小幅に留まっており、景況感指数は横ばい圏での推移が続いている。5月の指数は96.0と、1-3月期平均と同水準であり、景況感指数の動きに単純に照らせば、1-3月期に続いて4-6月期のGDP成長率も小幅なプラス成長に留まるとみられる。

指数の内訳を確認すると、消費者信頼感指数が前月差+0.4ptと4ヵ月連続で上昇し改善基調を維持したことに加え、鉱工業（同+0.5pt）、サービス業（同+0.4pt）がいずれも2ヵ月ぶりの上昇に転じたことが、全体の押し上げに寄与した。他方、小売業は前月から横ばいとなり、建設業は同▲0.1ptと5ヵ月連続で低下し、緩やかな悪化傾向が続いている。指数の水準に注目すると、1-3月期のプラス成長をけん引したサービス業が際立って高いという状況は変わらず、引き続きサービス業が景気拡大のドライバーになっていることがうかがえる。

国別では、ドイツが前月差+0.8ptと3ヵ月連続で改善し、フランスは同+1.5pt、イタリアが同+0.8ptといずれも2ヵ月ぶりの改善に転じている。他方、指数の水準が主要国で最も高いスペインは同▲3.2ptと2ヵ月ぶりに低下した。

図表1 ユーロ圏主要国の景況感指数（右）、景況感指数の内訳（右）



(出所) 欧州委員会より大和総研作成

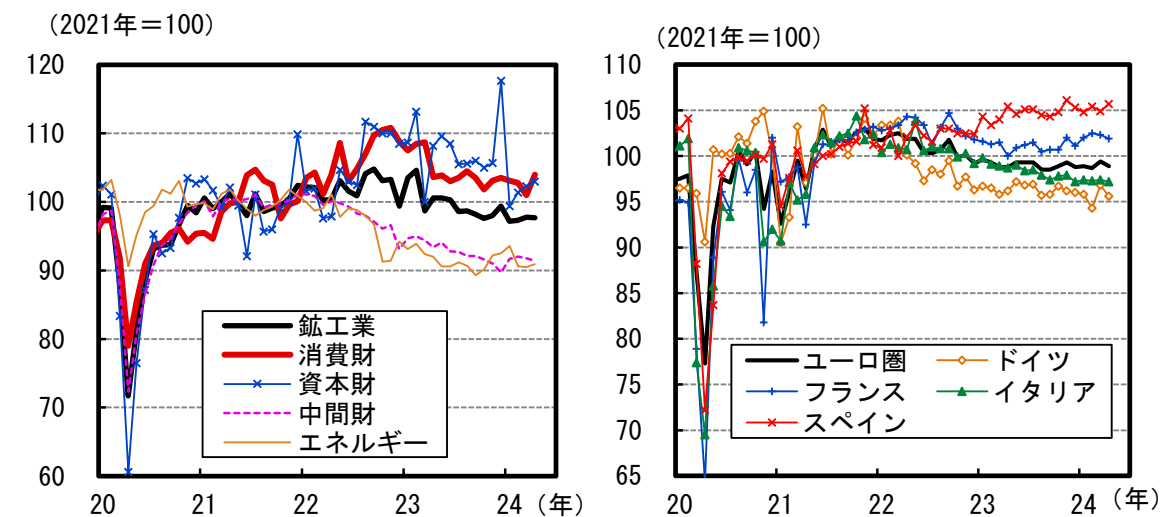
4月の鉱工業生産は小幅低下、小売売上高も2ヵ月ぶりに減少

4-6月期に入っての経済の状況をハードデータで確認していくと、ユーロ圏の4月の鉱工業生産指数は前月比▲0.1%と小幅ながら3ヵ月ぶりの低下に転じた。ただし、国別では、多国籍大企業の動向に左右され振れが大きいアイルランドが前月からの反動で同▲3.4%と大きく落ち込み、ユーロ圏全体の生産を押し下げている。ウエイトが大きい主要国に関して見ると、イタリ

アが同▲1.0%と低下したものの、フランス（同+0.6%）、ドイツ（同+0.3%）は小幅に上昇し、スペインは前月から横ばいとなった。また、財別の動向を見ると、中間財が同▲0.4%と低下した一方で、非耐久消費財を中心に消費財が同+3.0%と大幅に上昇し、資本財（同+0.7%）、エネルギー（同+0.4%）も増加している。全体として決して力強いわけではないものの、内容の印象はヘッドラインほどには悪くない。既述したように、欧州委員会による鉱工業の景況感指数が5月に小幅ながら上昇したことに加え、製造業 PMI ではより明確な持ち直しが見られていることを考慮すれば、4-6月期に5四半期ぶりの上昇に転じる可能性は十分残されている。

一方、家計部門の動向に目を向けると、ユーロ圏の4月の実質小売売上高は前月比▲0.5%と2ヵ月ぶりの減少に転じる軟調な結果となった。ガソリン価格の上昇を受けて、自動車燃料が同▲2.2%と大きく落ち込んだことに加えて、食品が前月の反動から▲0.5%と減少に転じた。また、非食品（除く燃料）についても同▲0.1%と小幅ながら2ヵ月連続で減少しており、内容も総じて良くない。国別では、スペインが同+0.8%と増加したものの、ドイツが前月の大幅増の反動で同▲1.2%と大きく減少したほか、フランス（同▲0.4%）、イタリア（同▲0.2%）でも減少している。既述の景況感指数におけるサービス業の堅調さを踏まえれば、サービス消費については堅調に推移している可能性はあるものの、少なくとも小売売上高に見る財消費は、4-6月期は低調なスタートとなった。

図表2 ユーロ圏の鉱工業生産の財別内訳（左）、ユーロ圏主要国の実質小売売上高（右）



(出所) Eurostat より大和総研作成

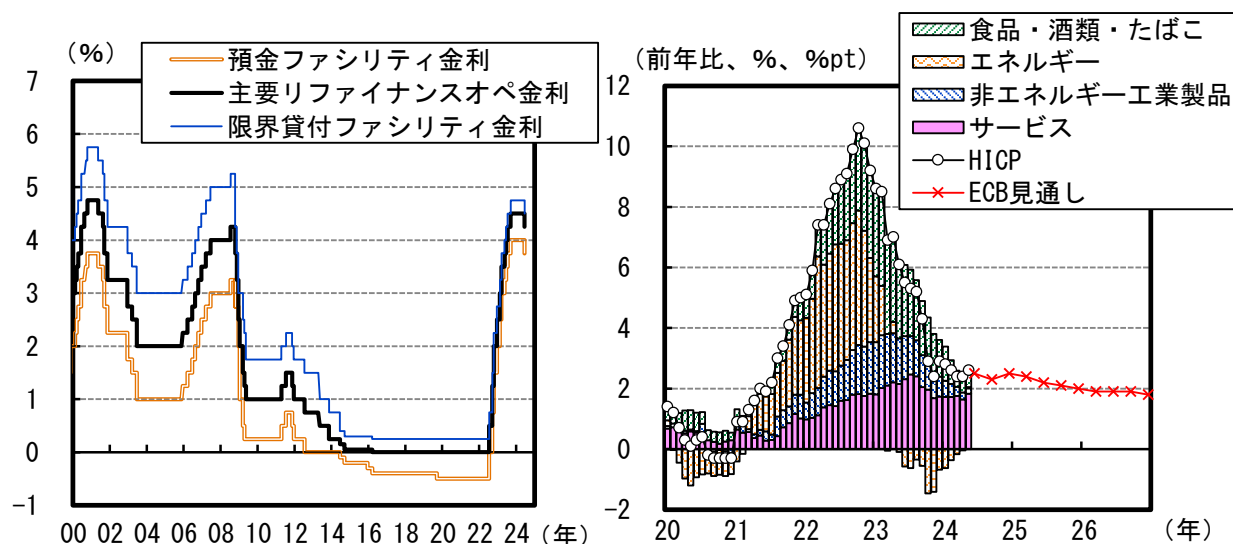
ECB は市場予想通り 6 月理事会で利下げを実施

足元までのデータを確認する限り、ユーロ圏経済は 4-6 月期も極めて緩やかな回復に留まるとみられる。しかし、年後半以降に向けた明るい材料として、ECB による利下げ開始が挙げられる。ECB は 2024 年 6 月 6 日に開催された政策理事会において、2019 年 9 月以来、4 年 9 ヶ月ぶりの利下げを決定し、主要 3 金利（主要リファイナンスオペ金利、限界貸付ファシリティ金利、預金ファシリティ金利）をそれぞれ 0.25%pt 引き下げた。

ECBは6月の理事会以前から、利下げ開始に向けたコミュニケーションを取ってきたため、金融市場では6月の利下げはほぼ既定路線となっていた。とはいえ、6月の利下げ開始の判断材料として注目されていた1-3月期の妥結賃金の伸びが前期から加速し、6月理事会の直前に公表された5月のHICP（消費者物価指数）も前月から伸びが拡大し、市場予想を上回っていたことから、想定通り利下げが実施されたことは、市場に安心感を与える結果であったといえる。

一方、6月の理事会で注目されていた次回以降の利下げパスについては新たな情報が与えられず、その意味で6月の利下げはタカ派的な利下げであったといえる。声明文では、2%のインフレ目標到達に向け、必要な期間、制限的な金利水準を続けるという文言が維持された。また、先行きの金融政策は経済指標に依存し、決まった経路はコミットしないとの文言も残された。改定されたスタッフによる経済見通しでは、2024年のHICPが前年比+2.5%、2025年は同+2.2%と、前回、3月時点の見通し（2024年：同+2.3%、2025年：同+2.0%）から上方修正されたこともあり、ECBはインフレ率が高止まりするリスクに対する警戒を解いていない。声明文公表後の記者会見において、ラガルド総裁は今回の利下げについては、1名が反対票を投じたと明らかにした。ラガルド総裁は具体的な人物の明言は避けたが、報道によれば、超タカ派と評されるホルツマン・オーストリア連銀総裁が、政策金利を据え置くべきとして反対票を投じたと伝えられている。

図表3 ユーロ圏の政策金利（左）、ユーロ圏HICPの要因分解とECB見通し（右）



(出所) ECB、Eurostat より大和総研作成

ただし、ラガルド総裁は会見で、金融政策が巻き戻し（dialing-back）局面に入ったかとの問いに対して、断言はできないものの、可能性は非常に高い（There's a strong likelihood）と述べた。また、中立金利については、具体的な数値は明言できないものの、現在の金利水準は中立金利にはまだほど遠いとも述べており、インフレ率の高止まりに対する懸念が後退すれば、当面の間、利下げサイクルは続く可能性が高い。追加利下げのタイミングやペースについては、ラガルド総裁が再三強調したように、経済指標を見極めつつ、全ての会合ごとに判断されると

みられる。一方で、ラガルド総裁は、経済見通し公表のタイミングではより多くのデータが手に入ると認めていることから、大和総研では経済見通しが公表される 3 ヶ月ごとに利下げを続けていくとの見方を維持する。

欧州議会選挙では右派が勢力拡大

ユーロ圏の経済動向を考える上での 6 月最大のイベントは ECB による利下げの開始であったといえるが、これに加えてユーロ圏では政治面でも 6 月に大きな動きがあった。

6 月 6 日～9 日に実施された欧州議会選挙では、中道右派の欧州人民党（EPP）が 13 議席増の 189 議席を獲得し、最大会派の座を維持した。また、保守グループである欧州保守改革グループ（ECR）が 14 議席増、極右のアイデンティティと民主主義（ID）が 9 議席増となり、欧州議会の右傾化が進む結果となった。第 2 会派で中道左派の社会・民主主義進歩連盟（S&D）は 3 議席減と小幅な減少に留まったものの、第 3 会派でリベラルの欧州刷新（Renew）、欧州緑の党・欧州自由同盟（Greens/EFA）はそれぞれ 21 議席減と大きく議席数を減らしている。

右派、極右の躍進は事前に予想されていた通りの結果であり、結果自体に大きなサプライズはない。また、これまで議会の中心を担ってきた中道・リベラルグループ（EPP、S&D、Renew）が議会の過半数を維持したことから、今回の選挙結果によって EU の議会運営が極端に右傾化する可能性は低いと考えられる。会派に所属しないドイツのための選択肢（AfD）などを含めて右派を結集したとしても議会の過半数には届かないことに加え、極右をはじめ右派は分裂状態にあり、協力関係を築くのは容易ではないとみられる。

図表 4 2024 年欧州議会選挙の結果

	改選前議席数	2024年選挙結果	増減
欧州人民党（EPP）	176	189	+13
社会・民主主義進歩連盟（S&D）	139	136	▲3
欧州刷新（Renew）	102	81	▲21
欧州緑の党・欧州自由同盟（Greens/EFA）	72	51	▲21
欧州保守改革グループ（ECR）	69	83	+14
アイデンティティと民主主義（ID）	49	58	+9
左派・北欧緑左派連盟（GUE/NGL）	37	39	+2
その他	—	38	—
無所属（NI）	61	45	▲16

（注）選挙結果は 2024 年 6 月 20 日時点。

（出所）欧州議会ウェブサイトより大和総研作成

もっとも、右派勢力が拡大したことで、法案によっては中道派と右派の協力も予想される。とりわけ左派・リベラル色の強い環境関連の法案などについては、これまでよりも成立が難しくなるとの見方が広がりつつあり、成長戦略としてのグリーン・ディールの推進が難航する可能性がある。また、S&D は極右との協力を明確に否定しており、仮に EPP が右傾化を進めれば、両者の協力関係が崩れる可能性がある。既に、EPP の筆頭候補であるフォン・デア・ライエン欧

州委員会委員長の続投を巡る会派間での駆け引きが伝えられているように、会派間での駆け引きが複雑化することでこれまで以上に政策決定に時間が掛かる可能性が高まったといえる。

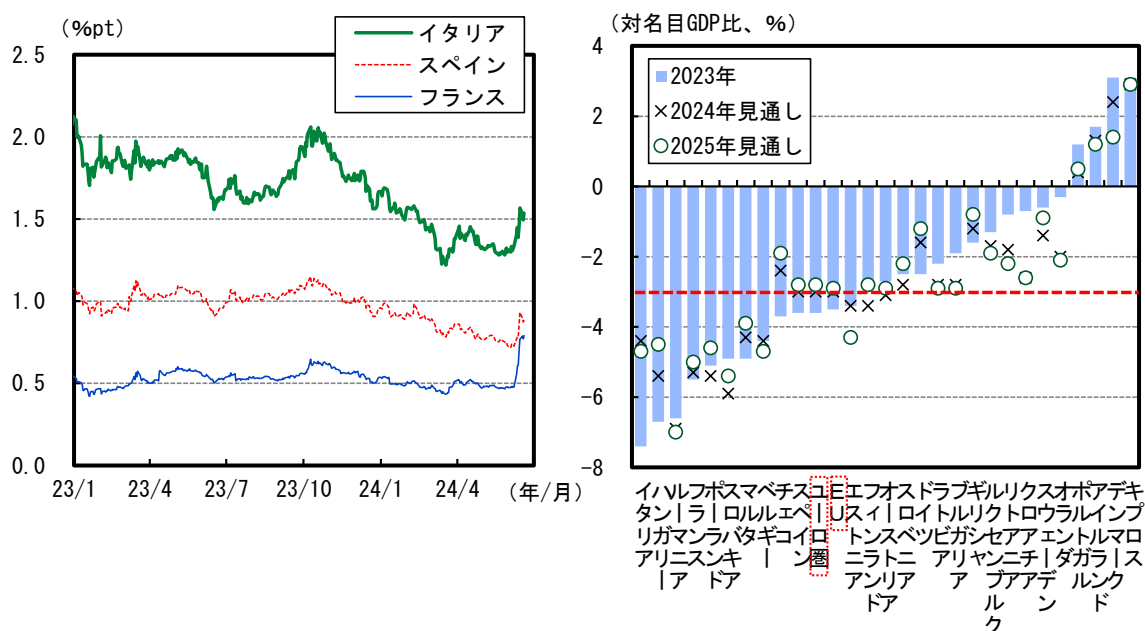
また、今回の欧州議会選挙の結果を受けて、各国政治に与える影響には注意が必要である。欧州議会選挙は国政に対する信認投票としての意味合いを持ち、政権に対する不満などが結果に反映されやすいことが指摘されている。

実際、今回の欧州議会選挙での極右政党・国民連合の躍進を受けて、フランスではマクロン大統領が下院議会の解散を宣言、総選挙の実施を決定した。6月30日に1回目の投票、7月7日に決選投票が行われる。マクロン大統領は、極右政党による首相誕生に対する国民の危機感をあおることで、選挙での挽回を狙ったとみられている。しかし、議会解散後に行われた世論調査でも国民連合がリードしており、大統領と首相の所属政党が異なる「コアビタシオン」となる可能性が高まっている。

こうした事態を金融市場は重く受けとめ、フランスの長期金利の対独スプレッドは急拡大し、株価は大幅に下落した。極右政党が第一党になることでば撒きの政策が実施され財政が悪化することに対する懸念や、大統領とのねじれ発生による政治停滞が嫌気された。

ただし、フランス国債の対独スプレッド拡大の背景には、政治の混乱のみならず、そもそもの財政状況の悪さがあるとみられる。総選挙が決定される前の5月31日には、格付け会社S&Pがフランス国債の格付けをAAからAA-へと引き下げていた。対独スプレッドの拡大はフランスで特に顕著だが、イタリアやスペインでも拡大していることから、必ずしも政治の混乱だけが拡大の要因ではないことがうかがえる。

図表5 仏・伊・西の10年債利回り対独スプレッド（左）、EU各国の財政収支（右）



(注) 右図の見通しは2024年5月時点の欧州委員会見通し。

(出所) Bloomberg、欧州委員会より大和総研作成

こうした状況下、欧州委員会は6月19日、ベルギー、フランス、イタリア、ハンガリー、マルタ、ポーランド、スロバキアの7ヵ国に対し、財政規律違反の是正を求める過剰赤字手続き（EDP）を開始することをEU理事会に勧告した。これら7ヵ国は9月20日までに今後4年間の歳出純増の上限を約束する中期計画を、10月15日までに2025年度予算案を提出することが求められる。この欧州委員会の決定を受けて、金融市場は各国の財政悪化に対する警戒感を一層強める可能性がある。ユーロ圏内の金利スプレッドの拡大に対して、ECBはOMT（Outright Monetary Transactions）やTPI（Transmission Protection Instrument）という手段を備えるが、発動には対象国による財政健全化努力が求められるため、EDP下にある国に対して発動される可能性は低い。今回EDPの対象となった7ヵ国は、緊縮財政、もしくは財政の信認低下による金利上昇の二者択一を迫られるとみられ、これが財政状況の悪い国、ひいてはEU全体の景気回復に水を差す可能性には注意が必要である。

英国経済

4月の月次GDPは前月から横ばい

2024年4月の月次GDPは前月から横ばいとなり、2024年に入ってから増加トレンドが一服する形となった。部門別では、生産部門が前月比▲0.9%と3ヵ月ぶりに減少し、建設業は同▲1.4%と3ヵ月連続の減少となった。一方、サービス部門が同+0.2%と4ヵ月連続で増加したことが全体を下支えた。

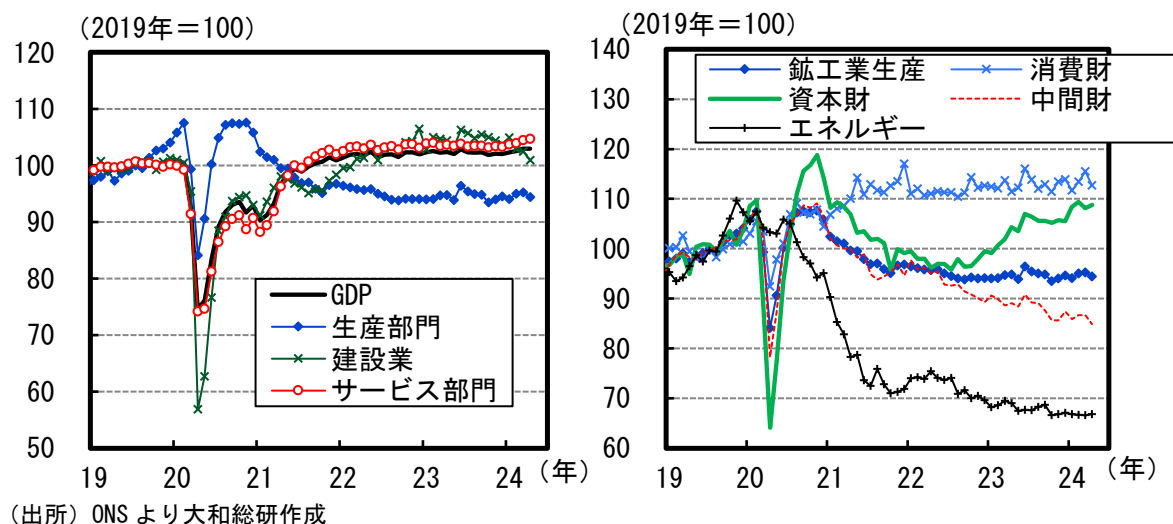
サービス部門の内訳では、情報通信サービス業が前月比+2.3%と大幅に増加したほか、前月の落ち込みからの反動で娯楽サービス業が同+2.6%と堅調だった。また、専門サービス業（同+1.2%）、教育（同+0.6%）、保健・衛生（同+0.3%）など、14のサブセクターのうち9つが前月から増加しており、幅広い業種で生産が増加した。他方、卸売・小売業（▲2.0%）、宿泊・飲食サービス業（同▲1.0%）などが前月から低下した。ONS（英国統計局）からは、小売業、飲食サービス業、建設業の企業では、例年に比べて降水量が多かったことが下押し要因になったとのコメントが報告されている。小売業に関して、4月の実質小売売上高は、衣服・履物、家庭用品など、幅広い品目で減少したことから、同▲2.3%と大きく減少している。

生産部門の減少については、製造業の生産が前月比▲1.4%と2021年1月以来の大幅な低下となったことが押し下げ要因となった。製造業の13のサブセクターのうち10業種が前月から減少しており、とりわけ医薬品（同▲6.1%）、飲料料品・たばこ（同▲2.3%）による下押しが大きかった。また、鉱工業生産を財別に見ると、消費財（同▲2.4%）、中間財（▲2.1%）が減少し全体を押し下げた。既述の小売売上高でも見られた個人消費の不調が下押し要因となったとみられる。加えて、ONSはこのところの建設業の不振を背景とした建設関連製品（セメント、ガラスなど）の減少が、製造業の足を引っ張っていると指摘している。

なお、1-3月期の月次GDPが右肩上がりになったことによる成長率のゲタの効果により、4月の月次GDPの水準は1-3月期平均を+0.3%上回る。想定外に高い成長率（前期比+0.6%）と

なった 1-3 月期並みの成長率が続くためのハードルは高いが、プラス成長は 4-6 月期も続く可能性が高い。

図表 6 英国の月次 GDP（左）、鉱工業生産指数の財別内訳（右）



BOE は 7 会合連続で金利据え置き、8 月会合に向けて賃金・サービス価格を見極め

金融政策面では、BOE は 6 月 20 日に、前日まで開かれていた金融政策委員会で政策金利を 7 会合連続で据え置く決定をしたことを公表した。

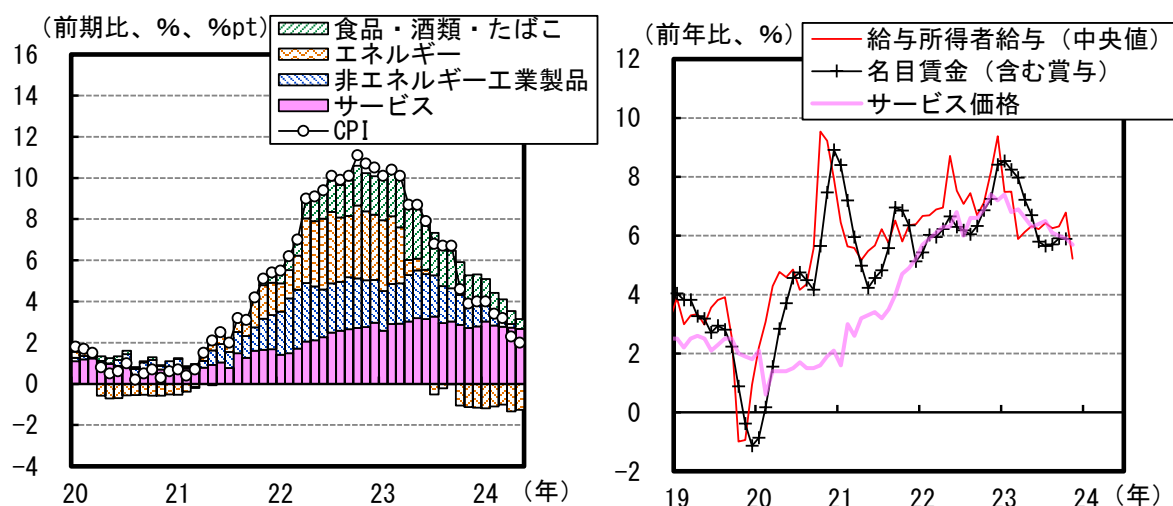
金融政策委員会の結果公表の前日（委員会当日）に公表された 2024 年 5 月の CPI は、前年比 +2.0%と前月の同+2.3%から上昇幅が縮小し、2021 年 7 月以来、2 年 10 ヶ月ぶりに目標の 2%に到達した。自動車や家具・家電類などの耐久財の価格下落によって、コア財（非エネルギー工業製品）の価格が同▲0.1%と、2016 年 10 月以来の前年比マイナスとなったことが押し下げ要因となった。また、食品・酒類・たばこが同+3.3%と 2021 年 11 月以来の低い伸びとなったほか、エネルギー価格も同▲15.9%と大幅な下落が続いている（下落幅は 4 月の同▲16.7%から縮小）。

他方で、BOE がインフレの高止まり要因として懸念しているサービス価格は前年比+5.7%と、前月の同+5.9%から減速しつつも、依然として高い伸びが続いている。また、これは 5 月時点での BOE の予測値（同+5.3%）を+0.4%pt 上回った。さらに、サービス価格の上昇の背景にある賃金上昇率を見ると、2024 年 2-4 月の賞与を含む名目賃金は同+5.9%、賞与を除くベースでは同+6.0%と、いずれも 1-3 月から横ばいとなった。2023 年半ばのピークに比べれば賃金上昇率は低下しているものの、依然としてその伸びは高い。6 月の委員会で公表された声明文には、前回までと同様、賃金・サービス価格を注視していくとの文言が残されており、議事要旨からも引き続き賃金・サービス価格の高さが BOE の利下げ開始に向けた障害となっていることは明らかだ。

だが、賃金に関して、給与所得者の源泉徴収データを基にした給与（中央値）は 5 月に前年比

+5.2%と、4月の同+6.8%から大きく伸びが縮小した。また、2-4月の失業率は4.4%と4ヵ月連続で上昇しており、労働需給は徐々に緩和の動きが見られることから、賃金・サービスインフレ沈静化に向けた動きは着実に進んでいる。6月の声明文に、「8月の予測ラウンドの一環として、委員会のメンバーは入手可能な全ての情報を検討し、それがインフレ持続のリスクが後退しているという評価にどのように影響するかを検討する」と明記されたことは、BOEが利下げの実施にさらに近づいていることを示唆する。6月の金融政策委員会では、前回の5月と同様、利下げ支持者は9人の委員中、2名（ディングラ委員、ラムズデン委員）に留まった。しかし、議事要旨からは、今回金利据え置きを主張した委員の一部は、インフレ率が予測を上回ったことを一時的要因としてさほど重視する必要がないと考えていることが明らかとなっており、次回、8月の金融政策委員会では利下げ支持がさらに広がる可能性が高い。

図表7 英国の消費者物価の要因分解（左）、賃金上昇率とサービス価格（右）



(注) 右図の名目賃金（含む給与）は3ヵ月後方移動平均値。

(出所) ONS より大和総研作成

スナク首相は7月の総選挙実施を決断、保守党の劣勢は変わらず

英国でも EU と同様に、政治面での大きな動きが見られている。スナク首相は5月22日、議会上院の解散を宣言し、7月4日に総選挙を実施することを宣言した。従来、総選挙は秋に開催されるとの見方が大勢であったが、足元のインフレ率の落ち着き、および1-3月期の実質GDP成長率が想定外に高い伸びとなったことを有権者にアピールすることで、少しでも選挙を有利に進めようとする意図があったとみられる。

しかし、与党・保守党は厳しい選挙戦を強いられている。ジョンソン元首相による度重なるスキャンダルや、トラス前政権下での政策の迷走、金融市場の混乱などから、保守党の支持率が労働党を下回る状況は長期にわたっており、足元でその差は20%pt近い。そればかりか足元では、保守層からの人気が根強いナイジェル・ファラージ氏が総選挙への出馬を表明し、リフォームUKの党首に就任したことで同党の支持率が上昇し、保守党の支持率はこれをも下回っている。

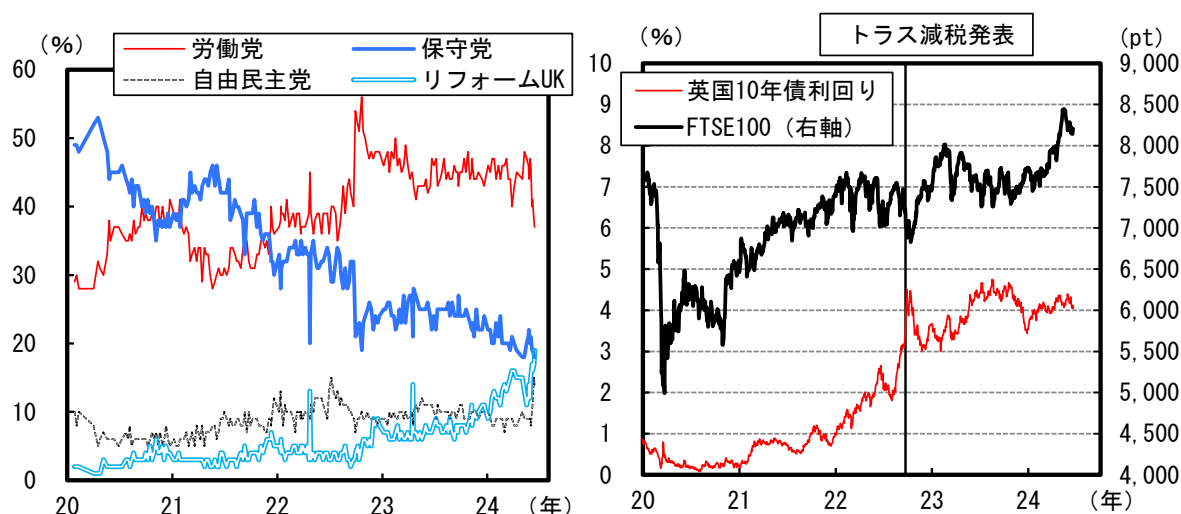
小選挙区制で争われる英国下院選挙においては、保守票の分散は労働党に対して有利に働く可能性が高く、7月の総選挙では労働党への政権交代が起こる可能性が極めて高い。

では、仮に政権交代が起こった場合、英国経済にはどのような影響が見込まれるのか。労働党は、政権獲得後に取り組む優先事項として、①経済の安定の実現、②NHS（国営医療サービス）の待機時間の削減、③新たな国境警備隊の設置、④グレート・ブリティッシュ・エナジー（国営エネルギー企業）の設立、⑤反社会的な行動の取り締まり、⑥6,500人の教師の新規採用、の6点を掲げる。④国営エネルギー企業の設立や、⑥教師の新規採用は労働党らしい政策といえるが、その他の政策については、保守党と政策の方向性は大きくは変わらない。労働党は2019年の総選挙での大敗以降、左派色を薄め中道路線へと転換してきたことから、大幅な政策転換が起こる可能性は高い。

また、中道路線へと転換した労働党は、財政面でもかつてほどには「大きな政府」を志向していない。財政規律を重視する姿勢を示していることに加え、法人税、所得税、国民保険料、付加価値税については税率を引き上げないことを明言している。現時点での公約に基づく限り、大規模な拡張財政へと転換する可能性は低く、少なくとも経済に対する政権交代の影響は限定的なものとなると考えられる。

ただし、保守党は労働党の政策に関して、公約実現には財源が不足しており、増税が必要であることを国民に訴えている。保守党の主張はあくまで選挙戦におけるアピールとして割り引いて見る必要があると考えられるが、保守党が2023年秋、2024年春と立て続けに実施した減税の影響もあり、政権交代となっても労働党政権が使える財源は限られる。2022年に保守党のトラス前政権下で出された財源の裏付けのない財政政策が金融市場の混乱（トラス・ショック）を招いた経験から、とりわけ英国では財政悪化に対する金融市場の監視の目は厳しいとみられる。仮に政権交代が起こるとしても、労働党による財政政策の大枠が明らかになるのは例年11月に公表される秋季予算とみられ、その内容が注目される。

図表8 英国の政党支持率（左）、英国の株価と長期金利（右）



(出所) YouGov、Bloomberg より大和総研作成

図表 9 ユーロ圏経済・金利見通し

	2023				2024				2025				2023	2024	2025
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4			
前期比年率															
国内総生産	0.4%	0.5%	0.1%	-0.2%	1.3%	0.9%	1.2%	1.4%	1.6%	1.6%	1.4%	1.3%	0.4%	0.7%	1.4%
家計消費支出	0.1%	0.5%	1.4%	0.7%	0.7%	0.7%	1.0%	1.3%	1.4%	1.3%	1.2%	1.1%	0.5%	0.9%	1.2%
政府消費支出	-0.7%	1.2%	3.0%	2.3%	0.1%	0.3%	0.5%	0.5%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.8%	1.0%	0.4%
総固定資本形成	2.1%	0.7%	0.2%	3.4%	-5.9%	1.9%	2.2%	2.6%	3.0%	3.2%	2.8%	2.5%	1.2%	-0.0%	2.7%
輸出	-1.6%	-3.9%	-5.3%	0.8%	5.6%	1.9%	2.1%	2.8%	3.3%	3.1%	2.8%	2.7%	-1.1%	1.4%	2.8%
輸入	-4.8%	-0.8%	-6.1%	2.3%	-1.3%	1.9%	2.2%	2.9%	3.3%	3.2%	2.9%	2.7%	-1.6%	0.1%	2.9%
前年同期比（除く失業率）															
国内総生産	1.3%	0.6%	0.2%	0.2%	0.4%	0.5%	0.8%	1.2%	1.3%	1.4%	1.5%	1.5%	0.4%	0.7%	1.4%
家計消費支出	1.3%	0.6%	-0.3%	0.7%	0.8%	0.9%	0.8%	0.9%	1.1%	1.2%	1.3%	1.2%	0.5%	0.9%	1.2%
政府消費支出	0.2%	0.7%	1.5%	1.4%	1.6%	1.4%	0.8%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.3%	0.8%	1.0%	0.4%
総固定資本形成	1.9%	1.7%	0.7%	1.6%	-0.5%	-0.2%	0.3%	0.1%	2.4%	2.7%	2.9%	2.9%	1.2%	-0.0%	2.7%
輸出	3.1%	-0.0%	-2.7%	-2.5%	-0.8%	0.7%	2.6%	3.1%	2.5%	2.8%	3.0%	3.0%	-1.1%	1.4%	2.8%
輸入	1.9%	-0.1%	-4.0%	-2.4%	-1.5%	-0.9%	1.3%	1.4%	2.6%	2.9%	3.1%	3.0%	-1.6%	0.1%	2.9%
鉱工業生産（除く建設）	0.8%	-1.2%	-4.6%	-3.5%	-4.7%	-2.6%	-0.2%	0.5%	2.0%	2.1%	2.2%	2.1%	-2.2%	-1.8%	2.1%
実質小売売上高	-2.9%	-2.2%	-2.1%	-0.7%	-0.2%	-0.1%	0.4%	0.5%	0.8%	1.0%	1.1%	1.0%	-2.0%	0.1%	1.0%
消費者物価	8.0%	6.2%	5.0%	2.7%	2.6%	2.5%	2.4%	2.4%	2.2%	2.2%	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%	-4.3%	-3.0%	-2.7%	0.2%	2.3%	2.3%	2.3%	-2.2%	-4.6%	1.8%
失業率	6.6%	6.5%	6.6%	6.5%	6.5%	6.5%	6.4%	6.4%	6.3%	6.3%	6.3%	6.3%	6.6%	6.5%	6.3%
10億ユーロ															
貿易収支	-8.6	3.0	26.3	39.1	60.6	56.5	59.2	62.4	65.7	69.0	72.2	75.8	59.8	238.8	282.8
経常収支	27.9	59.5	74.8	72.3	103.7	119.7	122.1	125.0	128.1	131.2	134.0	137.2	234.5	470.5	530.5
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%	2.48%	2.40%	2.37%	2.32%	2.26%	2.21%	2.17%	2.45%	2.39%	2.24%
	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6月20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%	1.2%	0.9%	1.1%	1.6%	1.5%	1.4%	1.2%	0.1%	0.7%	1.3%
家計消費支出	3.6%	1.4%	-3.5%	-0.2%	0.8%	0.3%	0.6%	0.8%	1.0%	0.9%	0.8%	0.7%	0.2%	-0.0%	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%	0.8%	2.6%	2.5%	2.8%	2.5%	2.3%	2.2%	-0.5%	-1.1%	2.4%
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%	0.5%	0.8%	1.4%	1.2%	1.3%	1.4%	1.4%	0.1%	0.7%	1.3%
家計消費支出	0.1%	0.2%	0.2%	0.3%	-0.4%	-0.7%	0.4%	0.6%	0.7%	0.8%	0.9%	0.8%	0.2%	-0.0%	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%	-1.7%	-1.0%	0.4%	2.2%	2.6%	2.5%	2.4%	-0.5%	-1.1%	2.4%
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%	-0.3%	-0.2%	1.1%	0.6%	1.0%	1.1%	1.2%	-0.4%	0.2%	1.0%
実質小売売上高	-4.8%	-2.7%	-2.0%	-1.8%	0.1%	-1.2%	0.1%	1.5%	0.2%	1.4%	1.4%	1.3%	-2.8%	0.1%	1.1%
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%	1.6%	2.0%	1.6%	1.8%	2.3%	2.1%	1.8%	3.2%	1.4%	2.0%
失業率	4.0%	4.2%	4.1%	3.8%	4.3%	4.5%	4.5%	4.6%	4.6%	4.5%	4.4%	4.3%	4.0%	4.5%	4.5%
10億英ポンド															
貿易収支	-50.1	-47.8	-45.1	-43.8	-42.1	-42.8	-42.1	-41.2	-40.3	-39.0	-37.3	-35.5	-186.7	-168.2	-152.2
経常収支	-21.0	-27.9	-18.5	-21.2	-17.7	-18.2	-17.6	-17.1	-16.5	-15.9	-15.3	-14.8	-88.5	-70.7	-62.5
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%	4.20%	4.01%	3.89%	3.79%	3.69%	3.59%	3.55%	4.06%	4.03%	3.66%
	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6月20日時点）。

(出所) ONS、BOE より大和総研作成

中国 前例のない住宅市場テコ入れ策は不発か

5%成長に向けて、家電購入補助金支給など対症療法的な政策を総動員

齋藤 尚登

[要約]

- 中国政府は 2024 年の政府目標である実質 5%成長の達成に向けて、様々な政策を打ち出している。2024 年 5 月 17 日には、「前例のない」（中国メディア）住宅市場テコ入れ策が発表されたが、大和総研はこの効果は限定的で、特に住宅在庫の一部買い取りと安価な保障性住宅への転換は住宅市場の低迷を却って深刻化させる懸念があるとみている。
- こうした中で、中国政府は「新質生産力」をキーワードに製造業投資を増強している。5 月以降は家電購入に対する補助金政策を実施する地方が増えた。製造業投資の増強や家電購入に対する補助金政策は成長を支えるが、前者には過剰生産能力のさらなる深刻化、後者には需要先食いという副作用が付きまとう。中国では、5%成長の実現のため、対症療法的な政策が総動員されている感がある。

政府目標の実質 5%成長の実現に向け、対症療法的な政策を総動員

中国政府は 2024 年 3 月の第 14 期全国人民代表大会（全人代）第 2 回会議で示した政府目標の実質 5%成長の達成に向けて、様々な政策を打ち出している。

不動産不況が続く中、2024 年 5 月 17 日には、「前例のない」（中国メディア）住宅市場テコ入れ策が発表されたが、大和総研はこの効果は限定的で、特に住宅在庫の一部買い取りと安価な保障性住宅への転換は住宅市場の低迷を却って深刻化させる懸念があるとみている。

こうした中で、中国政府は後述する「新質生産力」をキーワードに製造業投資を増強している。2024 年 1 月～5 月の製造業投資は前年同期比 9.6%増（以下、断りのない限り変化率は前年比、前年同期比、前年同月比）と堅調だった。

消費刺激策では 2024 年 5 月以降、家電購入に対する補助金政策を開始した地方が多い。これが奏功し、2024 年 5 月の小売売上は伸びが加速している。

製造業投資の増強や家電購入に対する補助金政策は成長を支えるが、前者には過剰生産能力のさらなる深刻化、後者には需要先食いという副作用が付きまとう。中国では、5%成長の実現のため、対症療法的な政策が総動員されている感がある。

「前例のない」住宅市場テコ入れ策は不発か

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

2024 年 5 月 17 日、中国政府は「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。具体的には、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い取りと保障性住宅への転換である。

上記①について、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%（2015 年 10 月以降 25%→2023 年 8 月以降は 20%）以上、2 軒目は 25%（同様に 40%→30%）以上に引き下げ、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。

住宅ローンの頭金の割合と住宅ローン金利は、全国一律ではなく、各地方政府にある程度の裁量が与えられている。次頁表は、経済規模が比較的大きい省・直轄市が打ち出した頭金の割合と 1 軒目、2 軒目の住宅ローン金利を一覧にしたものである。(1) 頭金の割合は、住宅価格上昇が続く上海市で 1 軒目は 20%（従来は 30%）以上、2 軒目は郊外で 30%（従来は 40%）以上、それ以外で 35%（従来は 50%）以上、とされた以外は、国の定める最低ラインと同一に設定されたこと、(2) 2 軒目の住宅ローン金利について、従来は参照レートである LPR（ローン・プライム・レート）5 年物（現行は 3.95%）を上回る設定が多かったが、今回の措置によりそれを下回る都市が急増したこと、を特徴として挙げることができる。後者について、湖北省武漢市では、1 軒目の住宅ローン金利は従来の 3.55%（LPR5 年物－40BP）から 3.25%（LPR5 年物－70BP）

に、2軒目は4.15%（LPR5年物+20BP）から3.35%（LPR5年物-60BP）に引き下げられた。従来、中国政府は1軒目を実需、2軒目を投資・投機と見做して、明確に区別していたが、今や投資でも投機でも構わないから需要を刺激する方針に転換したといえる。

こうした政策転換によって、需要の回復を期待したいところである。それが実現するには、住宅価格の先安観が払しょくされることが必要だ。しかし、足元では住宅価格の下落が続いている。2024年5月の全国70都市平均の新築住宅価格は▲4.3%（4月は▲3.5%）、中古住宅価格は▲7.5%（同▲6.8%）と下落幅が拡大している。価格反転の兆しが確認できるまでは、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。

主要都市の住宅市場テコ入れ策

省都・直轄市	実施日	住宅市場テコ入れ策
湖北省・武漢市	2024/5/18	・住宅ローン頭金の割合は国の定める最低ラインに設定。1軒目は従来の20%→15%以上、2軒目は30%→25%以上に引き下げ ・1軒目と2軒目の住宅ローン金利の下限を撤廃。1軒目はLPR5年物-40BPの3.55%→LPR5年物-70BPの3.25%、2軒目はLPR5年物+20BPの4.15%→LPR5年物-60BPの3.35%に引き下げ
湖南省・長沙市	2024/5/21	・住宅ローン頭金の割合は国の定める最低ラインに設定。1軒目は従来の20%→15%以上、2軒目は30%→25%以上に引き下げ ・1軒目と2軒目の住宅ローン金利の下限を撤廃。1軒目はLPR5年物-20BPの3.75%→LPR5年物-30BPの3.65%（一部の銀行では5月31日以降、LPR5年物-50BPの3.45%）、2軒目はLPR5年物+20BPの4.15%→LPR5年物と同じ3.95%（同様に一部銀行はLPR5年物-30BPの3.65%）に引き下げ
山東省・済南市	2024/5/22	・住宅ローン頭金の割合は国の定める最低ラインに設定。1軒目は従来の20%→15%以上、2軒目は30%→25%以上に引き下げ ・1軒目と2軒目の住宅ローン金利の下限を撤廃。1軒目はLPR5年物-20BPの3.75%→LPR5年物-40BPの3.55%（一部の銀行では6月5日以降、LPR5年物-50BPの3.45%）、2軒目はLPR5年物+20BPの4.15%→LPR5年物と同じ3.95%に引き下げ
河南省・鄭州市	2024/5/22	・住宅ローン頭金の割合は国の定める最低ラインに設定。1軒目は従来の20%→15%以上、2軒目は30%→25%以上に引き下げ ・1軒目と2軒目の住宅ローン金利の下限を撤廃。1軒目はLPR5年物-50BPの3.45%→LPR5年物-70BPの3.25%、2軒目はLPR5年物+20BPの4.15%→LPR5年物-60BPの3.35%に引き下げ
福建省・福州市	2024/5/22	・住宅ローン頭金の割合は国の定める最低ラインに設定。1軒目は従来の20%→15%以上、2軒目は30%→25%以上に引き下げ ・1軒目と2軒目の住宅ローン金利の下限を撤廃。1軒目はLPR5年物-55BPの3.40%→LPR5年物-65BPの3.30%、2軒目はLPR5年物+30BPの4.25%→LPR5年物-20BPの3.75%に引き下げ
江蘇省・南京市	2024/5/27 2024/5/28	・住宅ローン頭金の割合は国の定める最低ラインに設定。1軒目は従来の20%→15%以上、2軒目は30%→25%以上に引き下げ ・1軒目と2軒目の住宅ローン金利の下限を撤廃。1軒目はLPR5年物-30BPの3.65%→LPR5年物-50BPの3.45%、2軒目はLPR5年物+30BPの4.25%→LPR5年物-50BPの3.45%（一部の銀行）に引き下げ
上海市	2024/5/28	・1軒目の住宅ローン頭金の割合は30%→20%以上に、2軒目は郊外で40%→30%以上に、それ以外は50%→35%以上に引き下げ ・1軒目と2軒目の住宅ローン金利の下限を撤廃。1軒目はLPR5年物-10BPの3.85%→LPR5年物-45BPの3.50%、2軒目は郊外でLPR5年物+20BPの4.15%→LPR5年物-25BPの3.70%、それ以外はLPR5年物+30BPの4.25%→LPR5年物-5BPの3.90%に引き下げ ・住宅の以旧換新（買い替えに補助金を支給する政策）を激励 具体的には、2000年以前に竣工した建築面積70㎡以下、かつ上海外環に位置する唯一の住宅を売却し、上海外環に位置する新築住宅を購入した者に対して、建設面積が30㎡未満、30～50㎡、50～70㎡未満の区分により、それぞれ2万、2.5万元、3万元の補助金を支給。5月28日から1年間実施を予定
広東省・広州市	2024/5/29	・住宅ローン頭金の割合は国の定める最低ラインに設定。1軒目は従来の20%→15%以上、2軒目は30%→25%以上に引き下げ ・1軒目と2軒目の住宅ローン金利の下限を撤廃。1軒目はLPR5年物-10BPの3.85%→LPR5年物-55BPの3.40%、2軒目はLPR5年物+30BPの4.25%→LPR5年物-15BPの3.80%に引き下げ ・大手賃貸仲介業者による商品住宅のストック購買を激励 ・住宅の以旧換新を激励 具体的には、住宅買い替え者に対し、購入価格の割引、ギフトバック（家具、家電製品、室内装飾品等）、不動産サービス料の減額等を提供
浙江省・杭州市	2024/5/31	・住宅ローン頭金の割合は国の定める最低ラインに設定。1軒目は従来の20%→15%以上、2軒目は30%→25%以上に引き下げ ・1軒目と2軒目の住宅ローン金利の下限を撤廃。1軒目はLPR5年物-20BPの3.75%→LPR5年物-70BPの3.25%、2軒目はLPR5年物+20BPの4.15%→LPR5年物-60BPの3.35%に引き下げ
四川省・成都市	2024/5/31	・住宅ローン頭金の割合は国の定める最低ラインに設定。1軒目は従来の20%→15%以上、2軒目は30%→25%以上に引き下げ ・1軒目と2軒目の住宅ローン金利の下限を撤廃。1軒目はLPR5年物-20BPの3.75%→LPR5年物-60BPの3.35%、2軒目はLPR5年物+20BPの4.15%→LPR5年物-30BPの3.65%に引き下げ

（出所）各省・市政府弁公庁通知、各報道などより大和総研作成

地方政府（国有企業）による住宅在庫の一部買い取りと保障性住宅への転換

「前例のない」住宅市場テコ入れ策の2つ目は、地方政府（国有企業）による住宅在庫の一部買い取りと安価な保障性住宅への転換である。結論を先にいえば、この政策は住宅実需を却って低下させかねないとみている。

まず、政策では、買い取りの対象となる住宅在庫は国有・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、その資金は国有銀行からの融資によって賄われる。こうした構図の中で、民営デベロッパーの住宅在庫がどれだけ買い取られるのか、さらにいえば、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のかは全く不透明である。

次に、買い取りの原資は中国人民銀行の3,000億元（約6.6兆円）の再貸出（金利は1.75%の低利）である。銀行貸出の60%に対して再貸出を実施するとしており、全国で5,000億元（約11兆円）の貸出が行われることが想定されている。1㎡が約1万元、1戸の面積が100㎡（専有面積は80㎡程度）とすると、約50万戸、2024年5月末時点の住宅在庫3.87億㎡の12.9%分が買い取り可能な計算だ。買い取り価格は市場価格よりディスカウントされる可能性が高く、足元の住宅在庫の2割程度が対象となってもおかしくはない。

ここで注意しなければならないのは、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場合の購入者の行動である。安価な物件が選好され、それ以外の住宅への需要が一段と押し下げられる懸念があろう。買い取られる住宅在庫が少ないことを批判する声があるが、こうした政策自体が市場を歪めるのである。

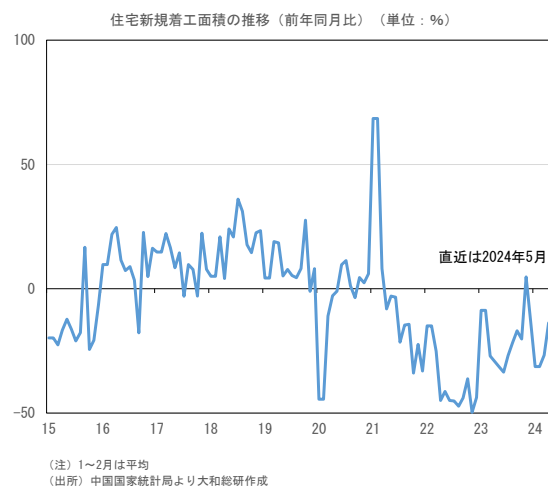
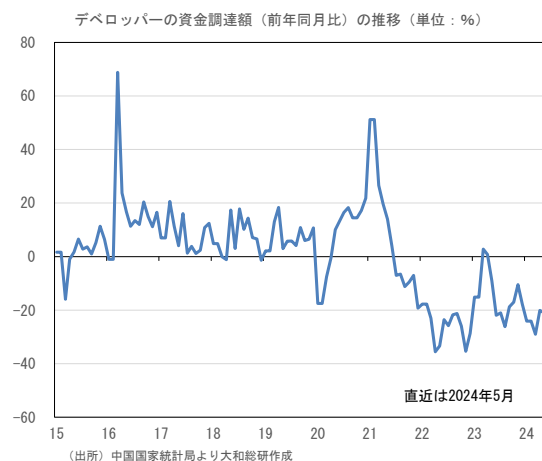
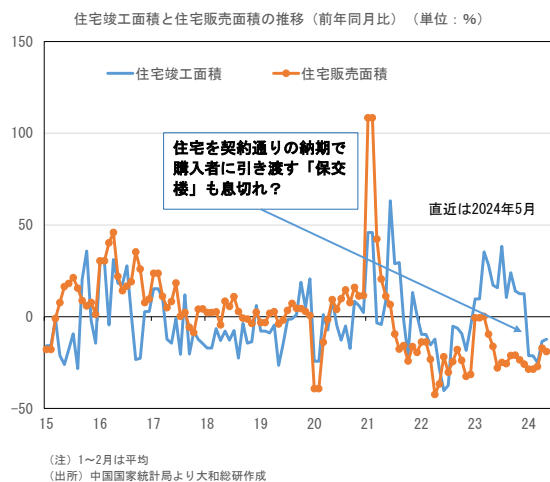
ここまでをまとめると、住宅ローンの頭金の割合と住宅ローン金利の引き下げは需要を刺激する可能性があるものの、それには住宅価格の底打ちと上昇期待の台頭が必要である。また、国有企業による住宅在庫の一部買い取りと保障性住宅への転換は、一般的な住宅の需要を却って低下させてしまう懸念がある。

下図は、建材にも使われる、中国国内の鉄鋼（熱延鋼板）価格の推移を見たものである。2024年5月17日に政策が発表され、数日間は若干の上昇となったがすぐに息切れし、6月4日以降は、発表前の水準を下回る推移が続いている。鉄鋼市場は今回の「前例のない」住宅市場テコ入れ策をポジティブには評価していないことになる。

中国の熱延鋼板価格の推移（単位：元／トン）



続く不動産不況



中国の産業政策と過剰生産、過剰債務、貿易摩擦問題

2024年1月～5月の固定資産投資は4.0%増となり、1月～4月の4.2%増からやや減速した。分野別には、製造業投資が9.6%増（1月～4月は9.7%増）、電気・水道・ガスを含むインフラ投資が6.7%増（同7.8%増）、不動産開発投資は10.1%減（同9.8%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、比較的堅調に推移している。この背景のひとつに、「新質生産力」の増強がある。「新質生産力」とは、2023年9月に習近平総書記が黒龍江省を視察した際に初めて言及した言葉である。習氏の発言などによれば、「新質生産力」の原動力は、①イノベーション、②産業の高度化、③生産要素の質と配置の改善、であり、それらを牽引役に質の高い発展を実現するのだという。産業の高度化では、サプライチェーンの強化、伝統産業の改造、新興産業と未来産業の育成、デジタル経済の推進などが実施される。

「新興産業」で念頭に置かれているのは、2010年～2015年の第12次5カ年計画で提唱された「戦略的新興産業」だ。具体的には、(1) 省エネ・環境保護、(2) 新世代情報技術、(3) バイオ、(4) ハイエンド設備製造、(5) 新エネルギー、(6) 新素材、(7) 新エネルギー自動車、が重点7

分野に指定された（2018年にデジタルクリエイティブ産業と関連サービスが加えられた）。中でも、(5)の太陽光パネル・モジュール、(7)の電気自動車（EV）の発展は凄まじく、ともに現在では輸出の「新御三家」に数えられている（残りはリチウムイオン電池）。

「未来産業」に関連して、2024年1月に「未来産業の革新的発展の推進に関する実施意見」（中国工業情報化部など）が発出されている。「未来産業」の6分野には、製造、情報、材料、エネルギー、（宇宙）空間、ヘルスケアが掲げられた。

詳細は下表の通りであるが、中国ではこうした党・政府のお墨付きの重点産業への投資が急増することが多い。2024年5月には、資本金3,440億元（約7.4兆円）の半導体産業向け投資ファンド「国家集積回路産業投資基金第三期株式会社」が設立された。それがうまくいくかどうかは別問題とはいえ、こうした巨額の資金投入がトップダウンで機動的に決められることは中国経済の強みのひとつであろう。ただし、それ故にその産業が過剰生産に陥りやすいことも認識する必要がある。これが貿易摩擦問題などで対外的な軋轢を生むこと¹、過剰投資の裏には過剰債務問題が存在していることにも留意が必要であろう。結局のところ、中国の産業政策はある程度うまくいくが、その副作用も大きくなることが常態化しているように思える。

さらにいえば、産業構造の高度化には、伝統産業の改造も含まれ、中国政府は工業分野全体の大規模設備更新を推進している。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。製造業全体でも過剰生産能力問題が一段と深刻化する懸念があるということだ。

未来産業の重点6分野

製造	スマート製造、バイオ製造、レーザー製造、スマートセンシング、工業分野の「メタバース」（インターネット上の仮想空間）などの発展を推進する
情報	新世代移动通信技術、衛星インターネット、量子情報などの技術の産業化応用と量子コンピューティング技術のブレークスルー、大規模言語モデル（LLM）などの発展を推進する
材料	非鉄金属や化学工業などの先端基礎材料のアップグレード、高性能炭素繊維、先端半導体などコア戦略材料、超伝導材料など新材料の発展を推進する
エネルギー	原子力エネルギー、核融合、水素エネルギー、バイオマスなど重点分野に焦点を当て、収集・貯蔵・輸送・応用が一体となった新たなエネルギー設備システムを構築、新型結晶シリコン太陽電池や薄膜太陽電池など高効率な太陽電池、新型エネルギー貯蔵などの発展を推進する
空間	宇宙探索設備、深海作業設備、地球深部の資源探査・採掘設備の研究開発およびイノベーション応用を推進する
ヘルスケア	細胞・DNA技術、合成生物など先端技術の産業化を加速、5G・6G、メタバース、AIなど新興技術を活用した新しい医療サービスの発展とデジタルツイン（注1）やブレイン・マシン・インターフェース（注2、BMI）などの先進技術を利用した先端医療設備およびヘルスケア用品の研究開発を推進する

（注1）物理的なモノと空間をデジタル上に再現し、シミュレーションや管理などを行う技術

（注2）脳波などから発信される情報の利用、または脳への刺激などといった方法により、脳と機械をつなぐ技術

（出所）「未来産業の革新的発展の推進に関する実施意見」（中国工業情報化部など）、

「『未来産業』発展計画を発表、重点6分野で育成強化」（日本貿易振興機構）

¹ 2024年5月14日に米国はリチウムイオン電池、EV、太陽電池を含む中国からの輸入品180億米ドル相当に追加関税を課すとし、6月12日には欧州委員会が中国から輸入するEVに対する暫定的相殺関税措置を発表した。

足元の小売上の加速には家電購入に対する補助金政策の恩恵も

2024年5月の小売売上は3.7%増、自動車(販売金額は4.4%減)を除くと4.7%増であった。力強さに欠けるのだが、4月のそれぞれ2.3%増、3.2%増からはやや加速している。

背景のひとつと考えられるのが、多くの地方で5月以降実施されるようになった家電購入に対する補助金政策である。下表は経済規模が比較的大きい省レベルの行政区（もしくはその省都）で実施されている政策を一覧表にしたものである。基本的にはエアコンなど指定された家電の購入に対して価格の10%を上限に地方政府が購入者に補助金を支給する。補助金額の合計は上海市で1.5億元（約33億円）などとなっており、省レベルでは全国で100億元程度、市レベルまで含めれば最大で300億元程度と見積もられている。家電の販売金額としては、1,000億元～3,000億元程度となる計算だ。これは、2023年の小売売上（47.1兆元）の0.2%～0.6%に相当する金額である。

補助金を利用して家電を購入する人々にしてみると、補助金額に限りがあるため、政策の恩恵を早く享受したいとのインセンティブが働く。2024年5月の家電・音響映像機材の販売が12.9%増と、4月の4.5%増から加速したのは、この補助金制度によるところが大きいと考えている。

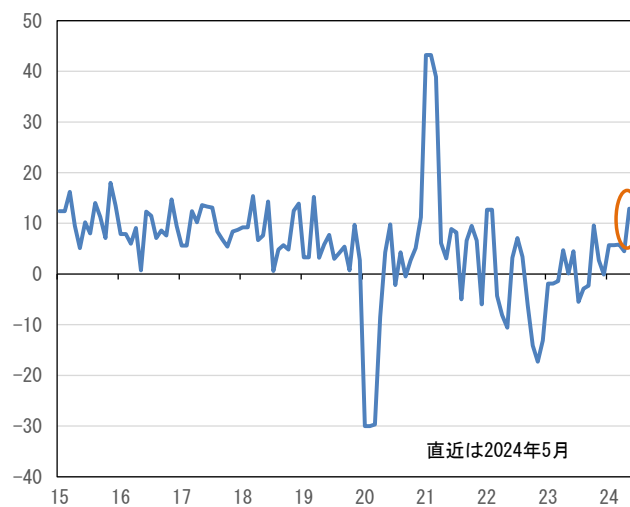
主要省・市の家電購入に対する補助金政策

地域	実施期間	対象商品	補助対象	補助策
上海市	2024年3月30日～12月31日	エアコン、冷蔵庫（冷凍庫を含む）、洗濯機（乾燥機を含む）、テレビ、給湯器、レンジフード、ガスコンロ、食器洗い機、パソコン、プリンター、空気清浄機、電子レンジ、IH調理器、炊飯器、扇風機、浄水器	消費者	・補助金総額は1.5億元 ・割引特典をすべて除いた取引価格の10%（補助金額は1,000元以下）を1回限りで補助
広東省	2024年5月1日～12月31日	エアコン、冷蔵庫（冷凍庫を含む）、洗濯機（乾燥機を含む）、テレビ、給湯器、レンジフード、ガスコンロ、食器洗い機、掃除機、プリンター、空気清浄機、電子レンジ、IH調理器、炊飯器、扇風機、浄水器、パソコン	消費者	・補助金額は、新たに購入する家電製品の販売価格の10%以下 ・家電製品1台（または消費者1人分のクーポン券）につき500元以下 ・1人当たりに対する補助金の累計は2,000元以下
山東省	2024年5月13日～12月31日	エアコン、冷蔵庫（冷凍庫を含む）、洗濯機（乾燥機を含む）、テレビ、パソコン	消費者	・補助金総額は2億元
浙江省	※	エネルギー効率1級のグリーン・スマート家電	消費者	・割引特典をすべて除いた取引価格の10%（補助金額は1,000元以下）を1回限りで補助
河南省・鄭州市	2024年5月31日～12月31日	エアコン、テレビ、冷蔵庫（冷凍庫を含む）、洗濯機、パソコン（薄型を除く）、レンジフード、調理器、給湯器、浄水器、食器洗い機、床掃除機、清掃ロボット、空気清浄機	消費者	・補助金総額は2億元 ・1台購入時の取引価格（1,000元以上で割引を除く）の10%を補助 ・補助上限は1台あたり1,000元以下。1人当たりの上限は5台まで
湖北省	2024年6月8日～12月31日	エアコン、テレビ、プロジェクター、冷蔵庫（冷凍庫を含む）、洗濯機、レンジフード、ガスコンロ、給湯器、電子レンジ、食器洗い機、炊飯器、浄水器、空気清浄機、床掃除機、掃除機、スマートドアロック、スマートトイレ	消費者	・補助金総額は3.5億元 ・割引特典をすべて除いた取引価格の10%（補助金額は1,000元以下）を1回限りで補助 ・1人当たりに対する補助金の累計は3,000元以下
四川省	2024年6月20日～12月31日	テレビ、冷蔵庫（冷凍庫を含む）、洗濯機（乾燥機を含む）、エアコン、プロジェクター、インテグレートッド・キッチン、給湯器	消費者	・補助金は家電製品1台の税込み販売価格の10%以下 ・1台の上限は1,000元、1人当たりの上限は3台まで ・1人当たりに対する補助金の累計は3,000元以下
北京市	2024年5月31日～12月31日	テレビ、エアコン、冷蔵庫、洗濯機（乾燥機を含む）、電子レンジ、浄水器、温水洗浄便座、空気清浄機、パソコン、プロジェクター、ロボット掃除機、スピーカー、スマートドアロック	消費者	・補助金は家電製品1台の税込み販売価格の10%以下 ・1台の上限は1,000元
湖南省	2024年6月1日～10月31日	テレビ、エアコン、冷蔵庫（冷凍庫、アイスバーを含む）、洗濯機（乾燥機を含む）、家庭用ガスコンロ	消費者	・取引価格の10%を補助 ・1台の上限は800元 ・1人当たりに対する補助金の累計は2,400元以下

（注）浙江省は実施期間が未発表であるが、2024年5月1日から12月末までの可能性が高い

（出所）各省・市商務庁、財政局などの通知により大和総研作成

家電・音響映像機材の売上（前年同月比）の推移（単位：％）



(注) 1月～2月は平均

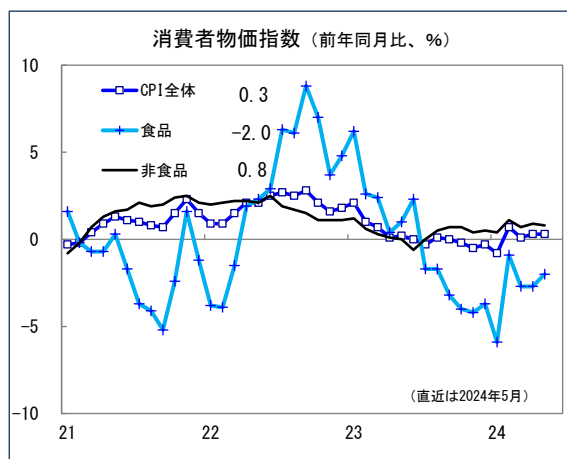
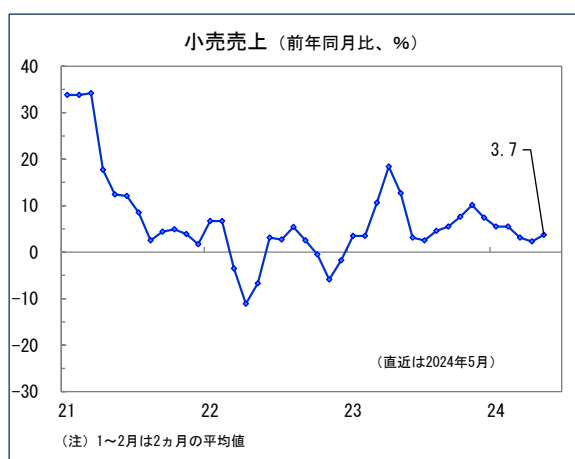
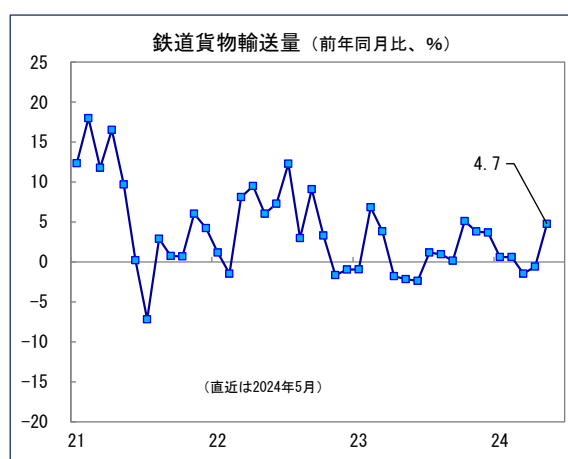
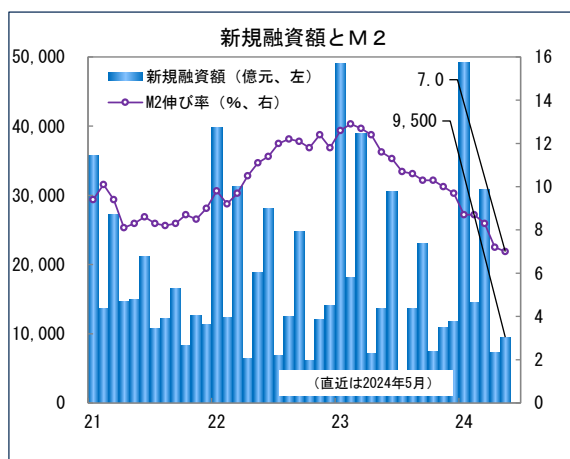
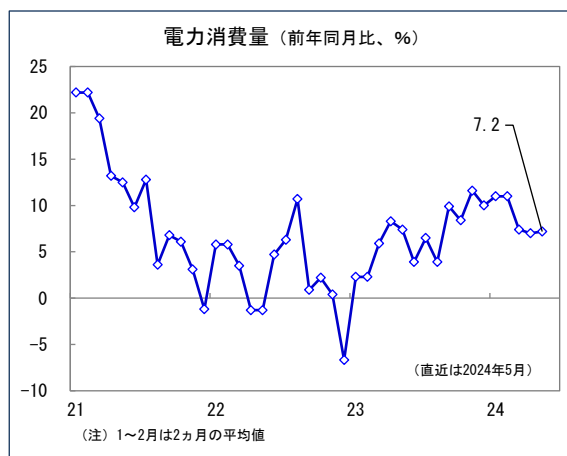
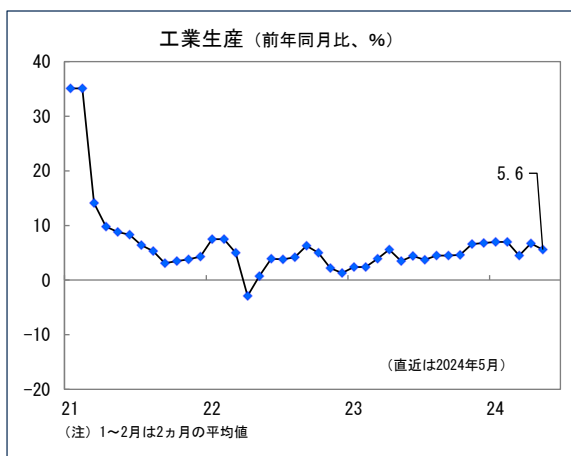
(出所) 中国国家统计局より大和総研作成

主要経済指標一覧

	2023年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	5月
実質GDP成長率（四半期、前年同月比、％）	-	6.3	-	-	4.9	-	-	5.2	-	-	5.3	-	-
工業生産（前年同月比、％）	3.5	4.4	3.7	4.5	4.5	4.6	6.6	6.8	7.0		4.5	6.7	5.6
電力消費量（前年同月比、％）	7.4	3.9	6.5	3.9	9.9	8.4	11.6	10.0	11.0		7.4	7.0	7.2
鉄道貨物輸送量（前年同月比、％）	-2.2	-2.4	1.2	1.0	0.2	5.1	3.8	3.7	0.6		-1.5	-0.6	4.7
固定資産投資（前年累計比、％）	4.0	3.8	3.4	3.2	3.1	2.9	2.9	3.0	4.2		4.5	4.2	4.0
不動産開発投資（前年累計比、％）	-7.2	-7.9	-8.5	-8.8	-9.1	-9.3	-9.4	-9.6	-9.0		-9.5	-9.8	-10.1
小売売上（前年同月比、％）	12.7	3.1	2.5	4.6	5.5	7.6	10.1	7.4	5.5		3.1	2.3	3.7
消費者物価指数 全体（前年同月比、％）	0.2	0.0	-0.3	0.1	0.0	-0.2	-0.5	-0.3	-0.8	0.7	0.1	0.3	0.3
食品（前年同月比、％）	1.0	2.3	-1.7	-1.7	-3.2	-4.0	-4.2	-3.7	-5.9	-0.9	-2.7	-2.7	-2.0
非食品（前年同月比、％）	0.0	-0.6	0.0	0.5	0.7	0.7	0.4	0.5	0.4	1.1	0.7	0.9	0.8
工業製品出荷価格指数（前年同月比、％）	-4.6	-5.4	-4.4	-3.0	-2.5	-2.6	-3.0	-2.7	-2.5	-2.7	-2.8	-2.5	-1.4
工業生産者購入価格指数（前年同月比、％）	-5.3	-6.5	-6.1	-4.6	-3.6	-3.7	-4.0	-3.8	-3.4	-3.4	-3.5	-3.0	-1.7
新規融資額（億元）	13,600	30,512	3,459	13,600	23,100	7,384	10,900	11,700	49,200	14,500	30,900	7,300	9,500
M2伸び率（％）	11.6	11.3	10.7	10.6	10.3	10.3	10.0	9.7	8.7	8.7	8.3	7.2	7.0
輸出（前年同月比、％）	-7.6	-12.4	-14.3	-8.6	-6.8	-6.6	0.7	2.1	6.8		-7.6	1.4	7.6
輸入（前年同月比、％）	-5.3	-7.1	-12.1	-7.2	-6.3	3.0	-0.6	0.3	3.5		-1.9	8.3	1.8
貿易収支（億米ドル）（1月、2月は平均）	651.5	695.6	794.0	672.2	751.2	558.6	690.7	747.3	619.6		584.3	722.4	826.2
新築商品住宅価格指数 北京（前年同月比、％）	4.3	3.5	3.5	2.8	2.9	2.1	1.9	1.7	1.3	1.0	0.8	-0.5	-1.8
上海（前年同月比、％）	4.9	4.8	4.5	4.1	4.4	4.4	4.7	4.5	4.2	4.2	4.3	4.2	4.5
商用不動産 着工面積（前年累計比、％）	-23.1	-24.9	-25.1	-24.8	-23.9	-23.7	-21.7	-20.9	-30.5		-28.3	-24.7	-24.3
竣工面積（前年累計比、％）	19.1	18.4	19.9	18.6	19.1	18.4	17.1	15.8	-21.1		-21.4	-20.3	-20.1
不動産販売 面積（前年累計比、％）	-8.5	-13.7	-14.9	-15.9	-16.4	-16.7	-17.1	-17.7	-24.9		-24.3	-22.3	-21.1
金額（前年累計比、％）	3.0	-4.5	-7.0	-9.0	-10.4	-10.7	-11.2	-12.5	-31.6		-30.1	-29.4	-28.4

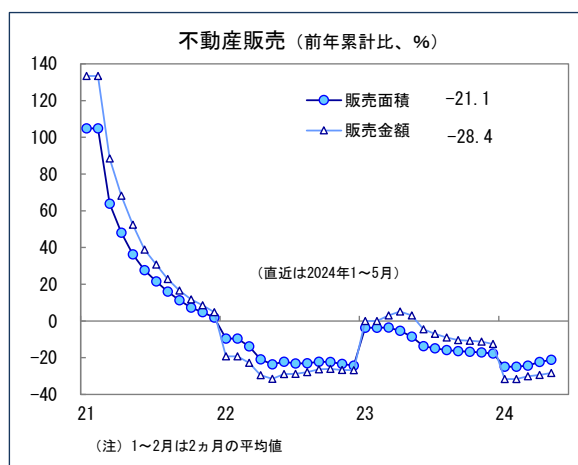
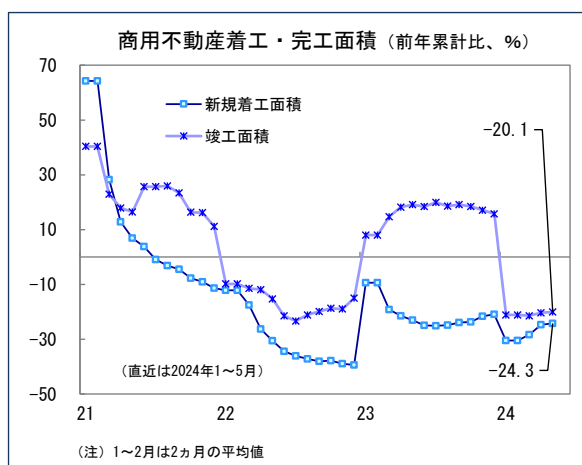
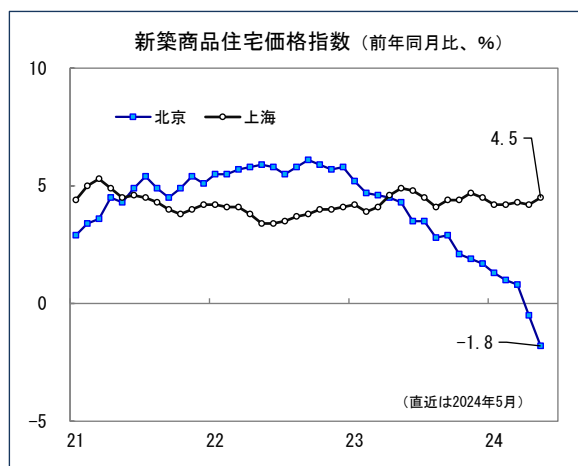
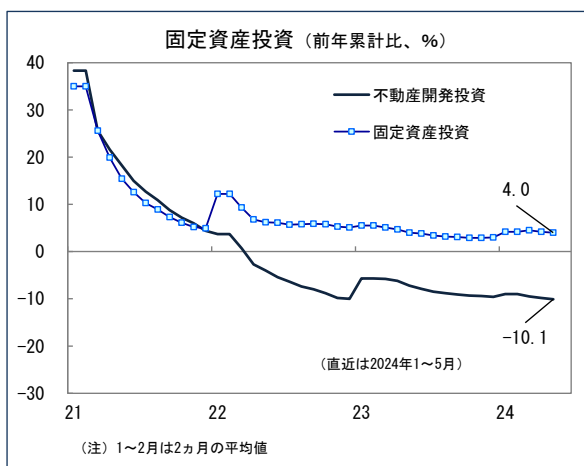
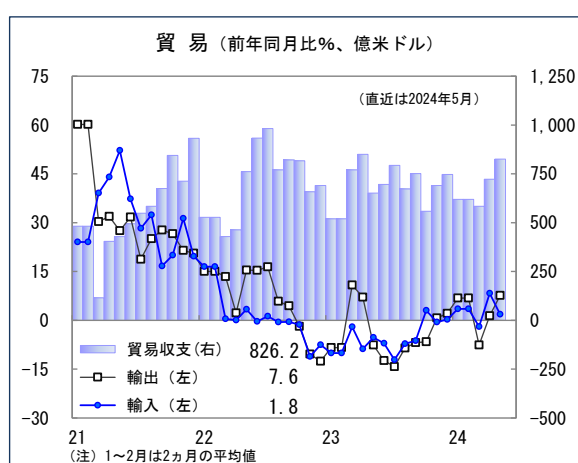
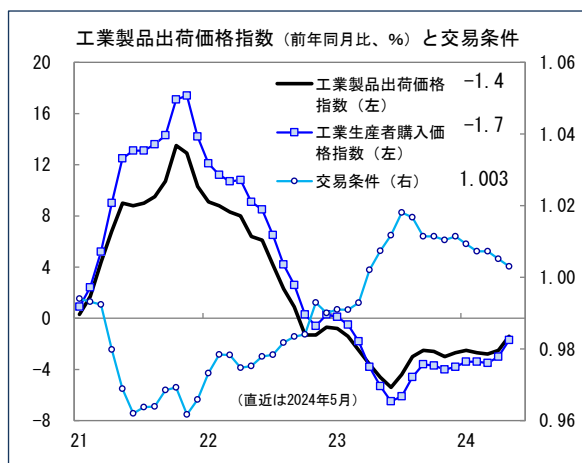
(出所) 中国国家统计局、中国人民銀行、通関統計、中国エネルギー局、CEIC より大和総研作成

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