2024 年 7 月 22 日

主要国経済 Outlook

2024 年 8 月号（No. 453）

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
「ほぼトラ」を織り込む世界～経済的な混乱を招くのか
経済調査部 シニアエコノミスト　佐藤　光

日本経済 ・・・ 3
4-6 月期の実質 GDP はプラス成長へ／2024 年度の最低賃金は？
経済調査部 シニアエコノミスト　神田　慶司

米国経済 ・・・ 13
景気悪化は近いのか
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 ・・・ 23
続く政治の不透明感
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 ・・・ 34
5%成長目標の達成に黄信号
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。

大和証券グループ　株式会社大和総研 丸の内オフィス　〒100-6756 東京都千代田区丸の内一丁目 9 番 1 号 グラントウキョウノースタワー
このレポートは投資勧誘を意図して提供するものではありません。このレポートの掲載情報は信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。また、記載された意見や予測等は作成時点のものであり今後予告なく変更されることがあります。㈱大和総研と大和証券㈱は、㈱大和証券グループ本社を親会社とする大和証券グループの会社です。内容に関する一切の権利は㈱大和総研にあります。無断での複製・転載・転送等はご遠慮ください。

Overview

「ほぼトラ」を織り込む世界～経済的な混乱を招くのか

佐藤 光

米国のバイデン大統領が 2024 年大統領選からの撤退を表明した。6 月の候補者討論会をはじめとして拭えなかった同氏の健康不安説、そしてトランプ前大統領の狙撃からの“生還”等を経て、世界的に「ほぼトラ（米大統領選はほぼトランプ氏勝利）」ムードが広がっている。

直近の米国株式市場でも“トランプラリー”再現の様相が垣間見られた。代表的な株価指数の高値更新に加え、業種別でみると、2016 年のトランプ氏当選以降で特に上昇していた金融株やエネルギー株等で、足元の強さが目立つ。一方、債券市場では 2016 年と同様に金利が一時上昇したものの、その後は反転の動きとなった。各マーケットの中でも株式市場の先走りは珍しくないが、今後の選挙戦動向次第で、トランプラリーの再現がより顕著となる可能性はあろう。

米国でのトランプ前政権の出現以降、世界の政治では民主主義の後退が指摘されると共に、内向き・保護主義的な姿勢を徐々に強めている。国際秩序の維持よりも、自らの政権保持と経済的な実利を優先する姿勢は、かつては開発を優先する新興国の特徴であったが、近年では権威主義的な大国がそれに追随し、ついには西側先進国にも波及しつつあるといえる。欧州では自国最優先の極右勢力が伸長し、本来国際協調の象徴であるはずの欧州議会選挙でも躍進した。このようなポピュリズムともされる勢力は、直近では高止まり傾向であるインフレを現政権の主な批判材料としている。しかし、政策面では減税等の拡張財政に加えて、移民規制強化によって労働力や生産力不足を助長し、国内企業を優先して生産や流通コストを引き上げるような主張を掲げており、むしろインフレの進行が懸念される。仮に主張が実現した場合に予想される高インフレによって、半ば強制的な需要減少を伴う荒療治を断行するつもりなのだろうか。

世界的に政治の不透明感が強い一方で、現時点では経済面で大きな混乱は生じていない。リーマン・ショックからコロナ禍を経て、金融規制強化による秩序の維持や、大規模金融緩和の余勢が下支えしてきたとみられる。しかし、一段の政治の混乱が経済の混乱を招く懸念は強まっている。米大統領選投票日まで 3 カ月以上ある中で、今後も何が起こるのか目が離せない。

主要国実質 GDP 見通し＜要約表＞　（2024 年 7 月 19 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
									1.6	*1.2*	*0.9*	*1.5*
米国	4.9	3.4	1.4	1.9	1.7	1.6	1.9	2.1	1.9	2.5	2.4	1.9
ユーロ圏	0.1	-0.2	1.3	0.8	1.0	1.4	1.6	1.5	3.4	0.4	0.7	1.4
英国	-0.5	-1.2	2.9	1.3	0.8	1.0	1.6	1.5	4.3	0.1	0.8	1.3
中国	4.9	5.2	5.3	4.7	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.	*7.2*	*8.2*	*7.0*	*7.5*
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

4-6 月期の実質 GDP はプラス成長へ／2024 年度の最低賃金は？

神田 慶司
田村 統久
石川 清香

［要約］

■ 日本経済は 2024 年 4-6 月期に停滞局面から脱しつつある。実質賃金の季節調整値は賃上げの広がりを反映して 5 月に大幅に上昇し、7-9 月期に前年比でプラス転換する蓋然性が一段と高まった。自動車の国内販売台数は 4-6 月期に増加に転じ、同時期の実質 GDP 成長率を前期比年率で 1%pt 程度押し上げると試算される。減少が続いてきた建設投資は足元で持ち直しの動きが見られる。

■ 4-6 月期の実質 GDP 成長率は暫定的に前期比年率＋2%程度のプラス成長を見込んでいる（7 月末に改めてレポートで示す予定）。自動車の挽回生産による個人消費や設備投資の押し上げが主因で、建設投資の持ち直しや公共投資の増加もプラス成長に寄与したとみられる。個人消費も増加を見込むが、サービス消費については料金の高騰などにより伸び悩んだようだ。輸出が増加した一方、内需の持ち直しにより輸入も同程度増加したため、実質 GDP 成長率に対する純輸出の寄与度はゼロ近傍となったとみられる。

■ 2024 年度の最低賃金（最賃）について検討すると、賃金相場の加速は積極的な最賃引き上げの根拠となり得るものの、物価上昇率は前年度から減速している。業況の改善ペースは鈍化し、価格転嫁の動きにも停滞感が見られる。経済実態を踏まえると、前年度を超える最賃引き上げの必要性は低い。他方、政府は 2030 年代半ばまでに全国加重平均で 1,500 円になることを目指し、地域間格差の是正を図る方針である。政府方針を意識して高めに改定される可能性があり、この場合、同 1,004 円の最賃は 2024 年度に同 1,050 円を超えるだろう。

1. 停滞局面から脱しつつある日本経済

内閣府「国民経済計算」(GDP 統計）によると、日本の実質 GDP は 2023 年 4-6 月期に過去最高の 564 兆円まで増加したが、その後は 3 四半期にわたって停滞し、直近の 2024 年 1-3 月期ではピーク時の水準を 10 兆円近く下回った（年率換算の季節調整値)。

背景には、実質賃金の継続的な下落などによって個人消費が 4 四半期連続で前期比マイナスとなったことや、認証不正問題によって自動車で大幅な減産が生じたことなどがある。建設投資を中心に減少が続いたこと（GDP 統計上の「その他の建物・構築物」の実質額は 4 四半期連続で前期比マイナス」）なども影響した。

だがこうした下押し要因の多くは、4-6 月期から解消に向かっているようだ。サービス消費や機械投資などの動きはこのところ鈍いものの、景気回復のモメンタムは強まるだろう。本稿の前半では、実質賃金や自動車生産、建設投資の足元の動きを詳しく見た上で、4-6 月期の実質 GDP 成長率見通しを示す。

実質賃金は 2024 年 7-9 月期に前年比でプラス転換する蓋然性が一段と高まる

2024 年 7 月 8 日に公表された厚生労働省「毎月勤労統計調査」の 5 月分速報を見ると、春闘での大幅賃上げが一段と反映された内容であった。事業所規模 5 人以上の現金給与総額は前年比＋1.9%（4 月：同＋1.6%）で、このうち正社員が含まれる一般労働者の所定内給与は同＋2.7%（4 月：同＋2.3%）だった[1]。遡及可能な 1994 年 1 月以降で最も高い伸び率だ。

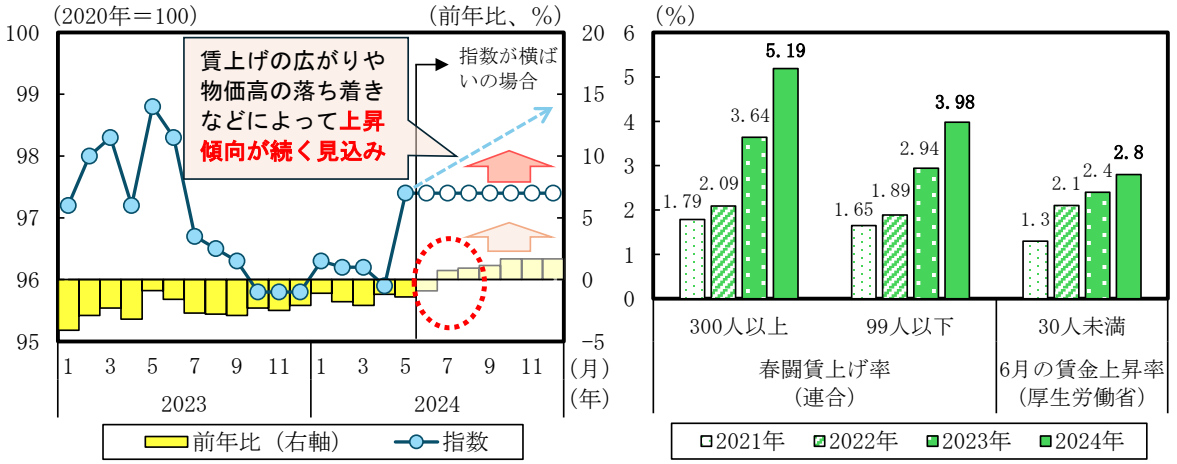
とりわけ注目されている実質賃金は前年比▲1.4%と 26 カ月連続の前年割れとなった。ただし、季節調整値では前月から 1.6%上昇し、2023 年 6 月以来の水準まで回復した。仮に 2024 年 6 月以降の実質賃金が 5 月の水準から横ばいで推移しても、前年比ベースでは 7 月にプラスへと転換し、少なくとも年末にかけてプラス圏を維持することになる（**図表 1 左**)。

実際には、実質賃金の水準は横ばいではなく、上昇傾向が続くとみている。所定内給与のベースアップ（ベア）が中小企業を中心に夏場にかけて実施される見込みであることや、夏の賞与が高水準になる可能性が高いこと、エネルギー高対策の再開・延長によって物価の伸びが抑えられることなどが追い風になるからだ。

日本労働組合総連合会（連合）が 7 月 3 日に公表した最終集計結果によると、従業員規模が最も小さい 99 人以下の企業でも 2024 年の春闘賃上げ率は 4%近くに達した（**図表 1 右**)。また、7 月 10 日に公表された厚生労働省「令和 6 年賃金改定状況調査」によると、常用労働者数 30 人未満の企業において当年・前年でいずれも在籍した労働者を対象として集計された「同一労働者ベース」の 2024 年 6 月の賃金上昇率は 2.8%へと高まった。

[1] 前年同月分及び当月分ともに集計対象となった調査対象事業所（共通事業所ベース）で見ても、5 月の一般労働者の所定内給与は前年比＋2.7%と 4 月の同＋2.1%から加速した。

図表１：実質賃金の水準と前年比（左）、連合・厚生労働省が集計した春闘関連の賃金指標（右）



（注１）左図の「指数」は季節調整値。試算値は 2024 年６月以降、指数が横ばいで推移すると仮定して算出。
（注２）右図の「春闘賃上げ率（連合）」は、日本労働組合総連合会における定昇相当込み賃上げ率（加重平均値）で最終回答集計値。「賃金上昇率（厚生労働省）」は、厚生労働省「賃金改定状況調査」（常用労働者数が 30 人未満の企業が対象）に基づく。調査年と前年に在籍した一般労働者に限定して集計した賃金上昇率。
（出所）厚生労働省統計、日本労働組合総連合会資料より大和総研作成

日本銀行は地域の中堅・中小企業を対象に、賃金動向に関するヒアリングを４月後半から６月にかけて実施し、その結果を７月 12 日に公表した（「地域経済報告―さくらレポート―（別冊シリーズ）　地域の中堅・中小企業における賃金動向」）。地域・業種・企業規模を問わず賃上げの動きに広がりが見られ、「昨年を上回る」あるいは「賃上げを実施した昨年並み」との声が多いという。

日本経済団体連合会（経団連）が７月 12 日に公表した「2024 年夏季賞与・一時金　大手企業業種別妥結状況（加重平均）」第１回集計結果によると、大企業の夏の賞与・一時金は平均 98 万円と、比較可能な 1981 年以降で第１回集計としては最高となった。また、日本経済新聞がまとめた 2024 年の夏の賞与調査の最終集計によると（７月２日時点）、従業員数 300 人未満の中小企業では人材確保への危機感などから賞与の増額の意欲が強く、前年比の伸び率は 7.8%と大企業を上回り、比較可能な 2002 年以降で最高となった[2]。

政府は５月（使用分）で終了した電気・ガス料金の補助を「酷暑乗り切り緊急支援」として８月から 10 月まで実施し[3]、燃料油価格激変緩和補助金（ガソリン補助金）は年内に限り継続する方針である。消費者物価指数（CPI）の前年比は「酷暑乗り切り緊急支援」で月あたり 0.3～0.6%pt 程度押し下げられると試算される[4]。また、生鮮食品とエネルギーを除いた CPI は 1-3 月期で前年比＋3.2%だったが、4-6 月期に＋2.2%に低下した。当社では輸入物価高の影響の一服などもあって 7-9 月以降も＋2%台前半で推移すると見込んでいる。

[2] 日本経済新聞「夏ボーナス３年連続最高　中小伸び率 7.8%、大手上回る」（2024 年７月 18 日付朝刊）
[3] 2024 年８・９月使用分（９・10 月請求分）は家庭向け（低圧）で 4.0 円/kWh、都市ガスで 17.5 円/㎥を補助し、10 月使用分（11 月請求分）はそれぞれ 2.5 円/kWh、10 円/㎥を補助する。
[4] 2024 年６月の CPI における「電気・ガス価格激変緩和対策事業」の押し下げ効果（総務省試算値で▲0.25%pt）を基にした試算結果。

当社はこれまで、実質賃金の前年比が 2024 年 7-9 月期にプラス転換するとの見通しを示してきた。足元の賃上げ動向などを踏まえると、その蓋然性は一段と高まったといえる。今後は所得環境の改善が家計の節約志向の緩和などを通じて個人消費の回復にどの程度結びつくのかが注目される。

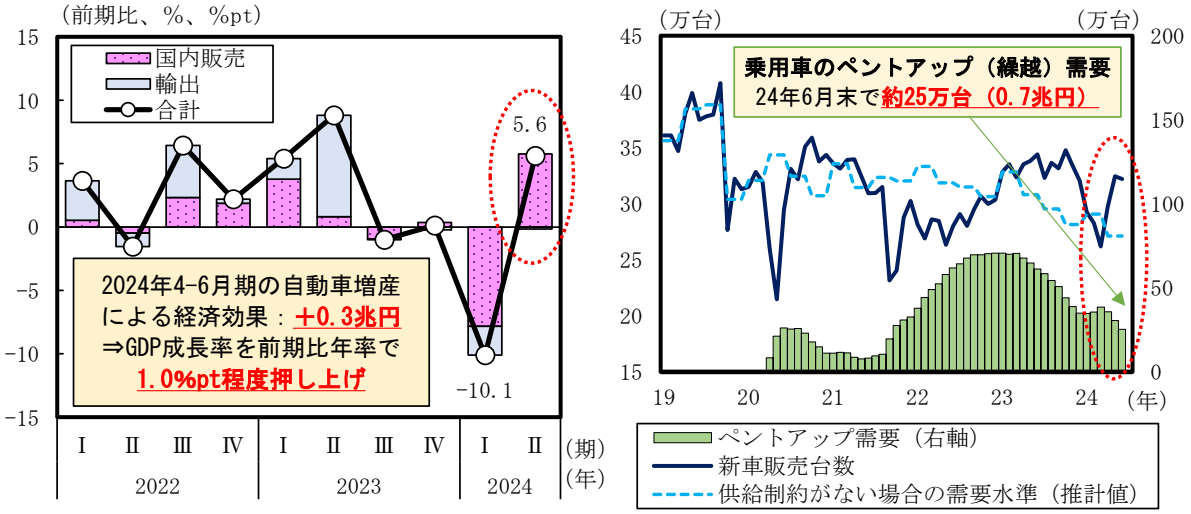
自動車生産は 4-6 月期に増加に転じ、夏場にかけて増加傾向が続く見込み

2024 年 1-3 月期は一部自動車メーカーの認証不正問題によって国内の自動車生産が大幅に減少し、GDP のマイナス成長の主因となった。6 月 3 日には国土交通省が新たな認証不正を発表し、その問題は一部車種で継続しているものの、生産体制の正常化は 4-6 月期に進んだようだ。

図表 2 左は自動車の国内販売台数（除く輸入車）と輸出台数を合計し、前期比の推移を示したものである（大和総研による季節調整値を基に算出）。直近の 4-6 月期は前期比＋5.6%と、1-3 月期の落ち込み（同▲10.1%）を埋めるには至らなかったが、2023 年 4-6 月期以来の高い伸び率となった。

前期から増加した販売・輸出台数に平均単価を乗じ、部品などの輸入減の影響を考慮すると、4-6 月期の自動車増産による経済効果は GDP ベースで 0.3 兆円程度（実質 GDP 成長率を前期比年率で 1.0%pt 程度押し上げ）と試算される。関連産業への影響などを踏まえると、経済効果は更に膨らんだ可能性がある。

図表 2：自動車の生産回復による経済効果（左）、国内乗用車のペントアップ需要（右）



（注 1）左図は国内販売台数（除く輸入車）と輸出台数を合計したもので、大和総研による季節調整値。2024 年 4-6 月期の自動車増産による経済効果は前期からの増加台数に平均価格を乗じ、輸入中間財分を控除して算出。
（注 2）右図は大和総研による季節調整値。推計方法については、「第 214 回日本経済予測（改訂版）」（2022 年 9 月 8 日）の図表 2-13 を参照。
（出所）日本銀行、内閣府、総務省、財務省、経済産業省、日本自動車販売協会連合会、全国軽自動車協会連合会より大和総研作成

ダイハツ工業では7月17日に残り2車種の生産が再開された。これにより、認証不正問題後に国内で生産する24車種の全てで生産を再開したことになる。マツダでも、対象の2車種のうち1車種の生産が7月18日に再開され、残り1車種は7月22日から再開される予定だ（出荷は7月1日に再開）。

一方、トヨタ自動車の対象の3車種の生産停止は少なくとも8月末まで継続される。ただし、3車種の生産台数は2023年度で13万台程度と、国内の乗用車生産台数の2%弱にとどまる。対象車種以外では受注残に対応するための増産（挽回生産）が見込まれることもあり、自動車全体で見れば生産の増加傾向が夏場にかけて続くだろう。受注残に相当する自動車のペントアップ（繰越）需要は、家計向けだけでも6月末で約25万台（約0.7兆円）と推計され、依然として高水準にある（**図表2右**）。

建設投資に持ち直しの動きが見られるも今後の回復は供給制約で緩やかになる可能性

設備投資関連では、建設投資の回復にも期待がかかる。GDP統計における総固定資本形成（実質値、公共投資を含む）を形態別に見ると、「建物・構築物（除く住宅）」は2023年4-6月期から4四半期連続で減少した（**図表3左**）。ソフトウェアや研究・開発（R&D）などの「知的財産生産物」は増加基調が続き、「機械設備（除く輸送用機械）」は横ばい圏で推移してきたことを踏まえると、建設投資の弱さが目立つ。

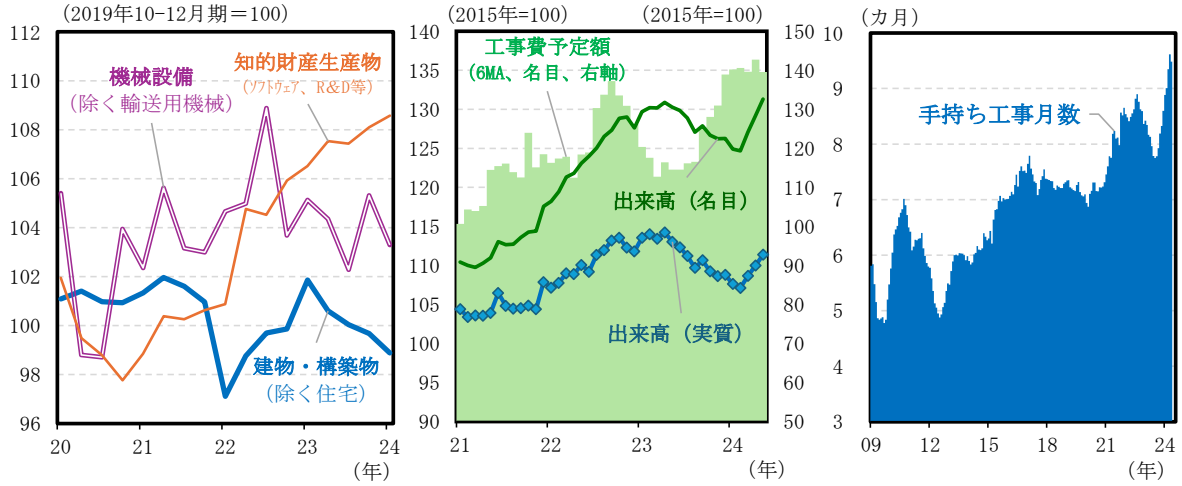
この点、民間の建設投資の足元の動きを国土交通省「建設総合統計」における工事の出来高（名目額）で確認すると、2024年2月を底に持ち直しの動きが見られる（大和総研による季節調整値、**図表3中央**）。GDP統計と国土交通省「建設工事費デフレーター」を基に作成した民間の建設投資デフレーターで実質化しても、その姿に変わりはない。資材価格などの上昇ペが鈍化する中、企業が先送りしてきた建設投資に踏み出している可能性がある。

さらに、着工時点で計上されるため出来高の動きに対して先行性のある工事費予定額を見ると（6カ月移動平均値、**図表3中央**）、2023年後半に大きく増加し、その後は高水準で推移している。使途別に見ると、とりわけ事務所や工場が増加しているほか、倉庫なども底堅い動きが見られる。予定された工事が実施されることで、建設投資の発現が続くことが期待される。

もっとも、供給制約による影響には注意が必要だ。手持ち工事高（受注済みだが未着手の工事）を出来高で除した手持ち工事月数を見ると、直近の2024年5月で9.5カ月だった（大和総研による季節調整値、**図表3右**）。遡及可能な2009年1月以降で最高水準付近にあり、人手不足などが制約要因になっているとみられる。2024年4月からは働き方改革関連法[5]の罰則付き残業規制が建設事業にも適用されるようになり、長時間労働是正の取り組みが加速する中で供給制約が強まる可能性もある。建設投資は回復基調に転じても、当面は緩やかなペースにとどまりそうだ。

[5] 正式名称は「働き方改革を推進するための関係法律の整備に関する法律」。

図表 3：形態別に見た総固定資本形成（実質値、左）、民間・非居住用の建築工事出来高と工事費予定額（中央）、民間・非居住用の手持ち工事月数（右）



（注）左図は季節調整値で公共投資を含む。中央図の工事費予定額は 6 カ月移動平均（6MA）で、その他は大和総研による季節調整値。「出来高（実質）」は、建設工事費デフレーター（建築・非住宅総合）を、GDP 統計における民間の「その他の建物・構築物」のデフレーターに沿うように調整し、「出来高（名目）」を実質化。右図の手持ち工事月数は、手持ち工事高を出来高(12 カ月移動平均)で除したもので大和総研による季節調整値。2011 年 3 月以前は旧推計値により遡及。
（出所）内閣府、国土交通省統計より大和総研作成

4-6 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率＋2%程度の見込み

以上を踏まえ、4-6 月期の実質 GDP 成長率はプラス成長に転じると予想する（暫定見通しで前期比年率＋2%程度）。自動車の挽回生産による個人消費や設備投資の押し上げが主因だが、前述した建設投資の持ち直しも、設備投資の増加に寄与したとみられる。また、工事の進捗は公共事業でも見られており、公共投資は増加したようだ。

個人消費も増加を見込むが、このうちサービス消費については伸び悩み、横ばい圏で推移したとみられる。賃上げや定額減税[6]による所得環境の改善が下支え要因となった一方、宿泊業などの一部のサービス業では料金の高騰などを背景に需要が弱含んだ可能性がある。

輸出は財・サービスともに増加した一方、内需の持ち直しを背景に輸入も同程度増加したことで、実質 GDP 成長率に対する純輸出（外需）の寄与度はゼロ近傍となったとみられる。

なお、4-6 月期の実質 GDP 成長率見通しは、7 月末に公表する GDP1 次 QE 予想レポートで改めて示す予定である。

[6] 定額減税については「日本経済見通し：2024 年 6 月」で取り上げた。

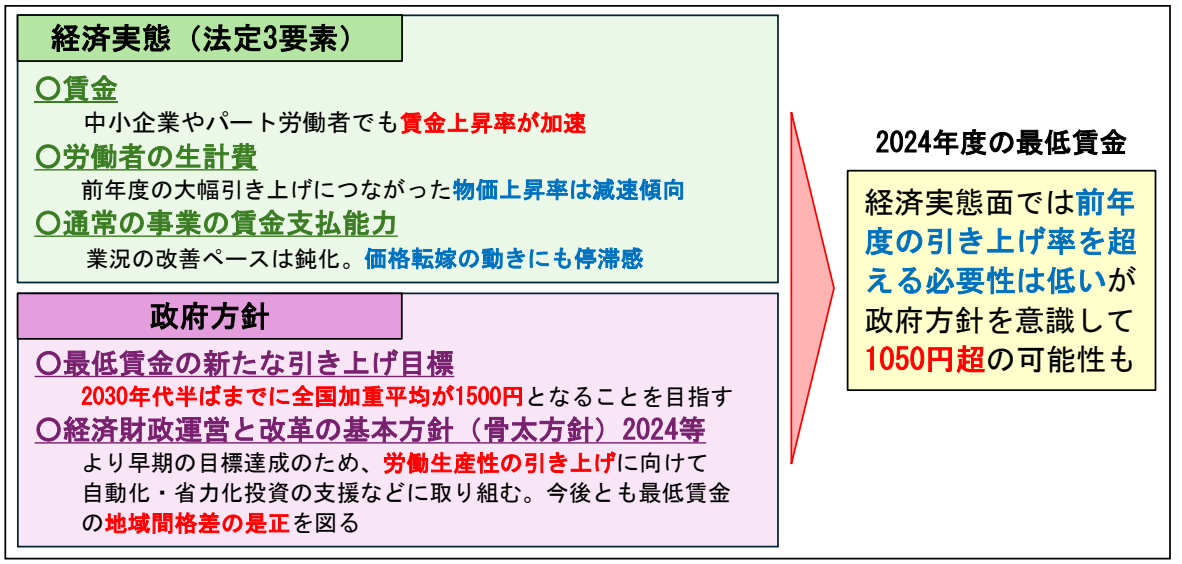
2. 最低賃金は 2024 年度に 1050 円超えも

2024 年度の最低賃金の引き上げ額の目安が 7 月下旬に示される [7]。今回は、岸田文雄首相が 2023 年 8 月末に「2030 年代半ばまでに全国加重平均が 1500 円となることを目指」[8]すという新たな引き上げ目標（新目標）を表明してから初の改定であり、春闘では 33 年ぶりの高い賃上げ率を実現した直後ということもあって注目度は高い [9]。そこで本稿の後半では、2024 年度の最低賃金について検討する [10]。

経済実態に照らすと前年度を上回る引き上げは不要だが新目標を意識して高めの改定か

2023 年度の最低賃金の引き上げ率は、物価の高騰などを受けて全国加重平均で 4.5%（43 円）と、3%程度だった例年を大幅に上回り、同 1,004 円となった。2024 年度はどの程度の引き上げが見込まれるだろうか。検討する上でのポイントと見通しをまとめたものが**図表 4** だ。

図表 4：2024 年度の最低賃金のポイントと見通し



（出所）各種統計・資料より大和総研作成

最低賃金法では、地域別最低賃金の決定に際し、「賃金」「労働者の生計費」「通常の事業の賃金支払能力」という 3 つの要素（以下、法定 3 要素）を考慮するように求めている。実際、近年の中央最低賃金審議会における「地域別最低賃金額改定の目安に関する公益委員見解 [11]」（以下、

---

[7] 中央最低賃金審議会での議論を経て、7 月下旬に都道府県ごとの引き上げ額の目安が提示される。これを参考に地方最低賃金審議会が実際の引き上げ額を検討し、10 月中に最低賃金が改定される見込みである。

[8] 第 21 回新しい資本主義実現会議（2023 年 8 月 31 日、https://www.kantei.go.jp/jp/101_kishida/actions/202308/31shihon.html）

[9] 新目標については、神田慶司・田村統久・中村華奈子「最低賃金の新たな目標は『1,500 円』？」（大和総研レポート、2023 年 8 月 16 日）や「日本経済見通し：2023 年 9 月」で検討した。

[10] 詳細については、田村統久・菊池慈陽「2024 年度の最低賃金は 1050 円超の可能性も」（大和総研レポート、2024 年 7 月 16 日）を参照。

[11] 中央最低賃金審議会では通例、労使の意見の一致を見ないままに、この公益委員見解を地方最低賃金審議会に提示することが決定される。

公益委員見解）などでは法定 3 要素の観点から足元の経済実態を評価している。これに倣い、以下では法定 3 要素それぞれの観点から整理する。

①「賃金」: 賃金相場の加速は積極的な最低賃金引き上げの材料に

前述のように、2024 年の春闘賃上げ率は物価高や人手不足の深刻化などを受けて 33 年ぶりの高水準となった。連合の回答集計結果を見ると、正規雇用者だけでなく、有期・短時間・契約等労働者の賃上げ率も前年を上回った。

さらに、常用労働者数 30 人未満の企業を対象とした厚生労働省「令和 6 年賃金改定状況調査」における 2024 年の賃金上昇率（2023 年 6 月と 2024 年 6 月の両時点で在籍した者）は、一般労働者で 2.8%（前年：2.4%、**前掲図表 1 右**）、パートタイム労働者で 3.1%（同 2.4%）へと加速した。零細企業でも賃上げの機運が高まったとみられる。

最低賃金は賃上げの恩恵を受けにくい低スキル労働者の労働条件の改善を図るための制度であり、賃金相場に鑑みて最低賃金を見直すことは経済的合理性がある。足元における賃上げの広がりは、最低賃金引き上げ率を前年度よりも高める材料になるとみられる。

②「労働者の生計費」: 物価上昇は続くも上昇率は前年度から減速傾向

家計の平均的な生計費を指数化した CPI の前年比変化率は低下傾向にある。2023 年度の最低賃金の大幅な引き上げは、物価上昇率が加速する中で、最低賃金の近傍水準で働く人（以下、低賃金労働者）の購買力を維持しようとした面が大きかったとみられる。実際、持家の帰属家賃を除くベースの CPI 上昇率は 2022 年度改定から 2023 年度改定にかけての 1 年間（2022 年 10 月～2023 年 9 月）で前年比＋4.1%と、前年同時期の同＋2.0%から大幅に高まった。

一方、2023 年 10 月から 2024 年 6 月までの物価上昇率は、輸入インフレの影響が一服したことなどから同＋3.2%へと低下している。先行きも、2025 年度にかけてインフレの減速が見込まれることから、今回の改定で 2023 年度を超える引き上げ率とする必要性は低いと判断できよう。

③「通常の事業の賃金支払能力」: 業況の改善ペースは鈍化し価格転嫁の動きにも停滞感

公益委員見解で関連指標として参照される日銀短観の業況判断 DI（全規模・全産業）（DI は「最近」。以下同）は、2024 年に入って改善に頭打ち感が見られる。目安を検討する段階での最新結果にあたる 2024 年 6 月調査では前年同月の調査に比べて＋4%pt と、2023 年 6 月調査の同＋6%pt から改善幅が縮小した。また、賃上げの原資確保に向けた価格転嫁の動向を確認するため「疑似交易条件」（販売価格 DI－仕入価格 DI）を算出すると、業況判断 DI にも増して改善ペースの低下が顕著であり、2024 年 6 月調査では同＋1%pt の改善にとどまった（2023 年 6 月調査では同＋9%pt）。

中小企業やサービス業など低賃金労働者が多く従事する企業規模・産業に着目しても同様の傾向が見られる[12]。業況判断DIでは、中小企業における改善ペースの低下が全規模（前述）よりも顕著であり、宿泊・飲食サービス業では足元で悪化に転じている。疑似交易条件は、卸・小売業や対個人サービス業でとりわけ改善が停滞している。

経済実態面から評価すると2024年度の最低賃金は前年度を下回る引き上げ率に

以上をまとめると、賃金相場の上昇は2023年度を超える積極的な引き上げの根拠となり得る一方、物価上昇率の低下や企業の業況・価格転嫁の動向などはそうした引き上げの必要性が低いことを示唆している。また、賃金相場の上昇自体が更なる賃上げの原資を圧縮している可能性がある点にも留意が必要だ。

最低賃金改定による影響率[13]は近年上昇傾向にある。2023年は事業所規模30人未満（製造業等は100人未満）で21.6%、事業所規模5人以上でも8.1%に達し、過去最高を更新した[14]。最低賃金の引き上げが企業の収益に及ぼす影響が拡大していることも考慮すれば、2024年度は2023年度の4.5%を超える引き上げ率とする必要性は低いとみられる。

2024年度の引き上げ率を前年度並みにすると、最低賃金額は全国加重平均で1,049円となる。経済実態に照らした引き上げにとどまる場合には、同1,050円を下回る水準となりそうだ。

政府方針を意識して2024年度の最低賃金は高めの改定？

中央最低賃金審議会は近年、労使双方の委員の意見が一致しない中で当時の政府方針に沿う形で積極的な引き上げを答申してきた。

2024年6月21日に閣議決定された「経済財政運営と改革の基本方針2024」（以下、骨太方針）では新目標について、「より早く達成ができるよう、労働生産性の引上げに向けて、自動化・省力化投資の支援、事業承継やM&Aの環境整備に取り組む。今後とも、地域別最低賃金の最高額に対する最低額の比率を引き上げるなど、地域間格差の是正を図る」ことが明記された。

2024年度は地域間格差の是正を図りつつ、全国加重平均で1,500円という目標水準により早期に近づけるため、2023年度を上回る引き上げが行われる可能性があるだろう。政府方針が今回の改定にどのように影響するのかが注目される。

---

[12] 中小企業を対象としたその他の調査結果でも同様の傾向が見られる。中小企業基盤整備機構「中小企業景況調査」によると、2024年4-6月期における全産業の業況判断DI（前年同期比。前年同期に比べて「好転」と回答した企業割合－「悪化」と回答した企業割合）は▲15.7%ptと、2023年4～6月期（▲10.5%pt）からマイナス幅が拡大した。また価格転嫁に関連して、経済産業省「価格交渉促進月間フォローアップ調査」における転嫁率（コスト全体。全産業）は2024年3月調査で46.1%と、2023年3月調査（47.6%）から低下した。

[13] 最低賃金額を改定した後に、改定後の最低賃金を下回ることとなる労働者割合。

[14] 2024年度中央最低賃金審議会目安に関する小委員会（第1回、2024年6月25日）の「資料No.1 主要統計資料」を参照。

新目標の下で重要度が高まる EBPM の強化

最低賃金を引き上げていく上で注意すべきは、低賃金労働者の雇用への影響である。

最低賃金法は、低賃金労働者の「労働条件の改善」や「生活の安定」を目的としている。低賃金労働者の労働条件を改善するべく最低賃金を引き上げても、人件費の負担が過重になって企業が雇用調整を行ったり倒産したりすれば、低賃金労働者の生活はかえって不安定になる恐れがある。

経済学の分野では、最低賃金の引き上げと雇用の関係は議論が分かれているものの、日本では雇用に悪影響があると結論づけた先行研究は多い[15]。政府方針を重視するあまり、経済実態から乖離した形で最低賃金を大幅に引き上げることは避けるべきであり、低賃金労働者の雇用の安定と最低賃金の引き上げを両立させるための精確な分析などが求められる。

前述のように、最低賃金改定による影響率が上昇傾向にあるなど、最低賃金の引き上げが企業の収益に及ぼす影響は拡大している。経済実態に即した最低賃金の引き上げ方について定量的に検討し、目安を決定するまでの検討過程や根拠などを明確にすることは、低賃金労働者の雇用への悪影響を抑え、新目標に対する労使のコミットメントを維持する上でも重要である。新目標をより早期に、かつ円滑に達成するには、労働生産性の引き上げだけでなく 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）の強化も必要だ。

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

[15] 董艶麗・茨木瞬（2022）「日本における最低賃金の引き上げが雇用に与える影響」『日本労働研究雑誌』No. 750、pp. 93-107、労働政策研究・研修機構などを参照。

米国経済　景気悪化は近いのか

景気は緩やかに減速しており、急激な腰折れは考えにくい

矢作 大祐
藤原　翼

［要約］

- 足元のインフレ指標は PPI が市場予想を小幅に上回ったものの、CPI は市場予想を下回った。総じてみれば、インフレ減速が継続していると評価できる。一方で、失業率の上昇や ISM 非製造業景況感指数の 50%割れによって、景気の悪化懸念が強まっている。

- 失業率に関しては、サーム・ルールに基づいた場合、景気悪化リスクが強まる水準まで上昇している。ただし、失業率の上昇は、非自発的失業以外の失業率や米国外生まれの失業率の上昇が主因であり、単純に景気悪化が近いと捉えるべきではないだろう。

- また、ISM 非製造業景況感指数が再び 50%割れとなったことは、景気悪化のシグナルと捉えられる。ただし、ISM 非製造業景況感指数とこれまでに連動してきた実質サービス消費は堅調なままである。両者の乖離に関しては、マインドといったソフトデータが振れやすくなっている可能性があり、実際の景気は底堅く推移しているとみられる。

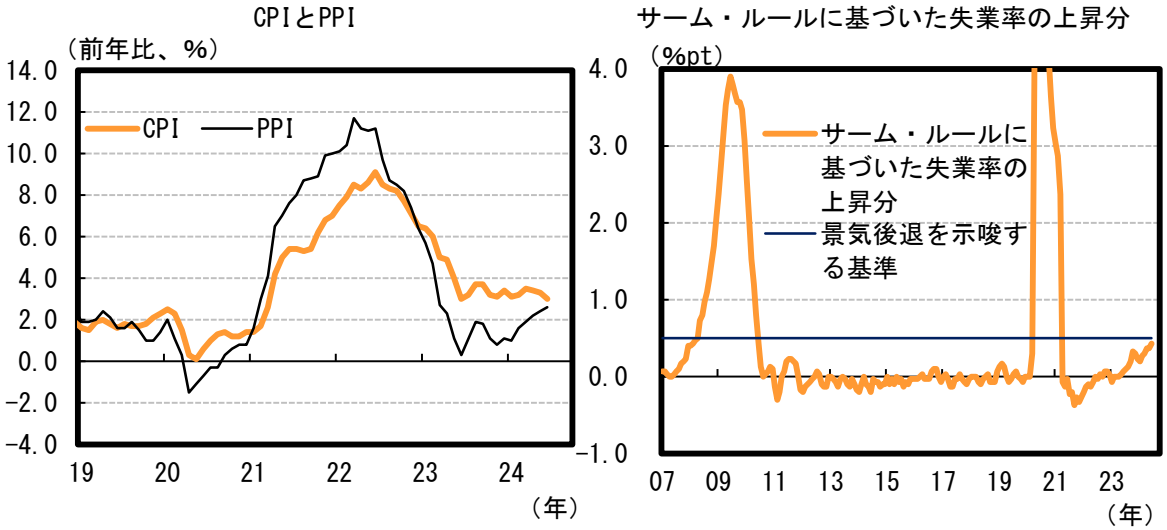
- 以上を踏まえれば、実際の景気は緩やかな減速にとどまるというのがベースシナリオといえる。インフレが減速する中で、FRB も利下げが正当化されつつあるとの認識を持ち始めているが、景気の急激な腰折れをベースシナリオとしては考えておらず、利下げは 9 月の FOMC 以降ということが想定される。

インフレは減速感を強めた、では景気悪化はどこまで近いのか

足元のインフレ指標を振り返ると、6 月の CPI のヘッドラインが前月比▲0.1%と、2020 年 5 月以来となるマイナスへと落ち込み、市場予想（同＋0.1%）を下回った。また、エネルギー・食品を除くコア CPI に関しても、同＋0.1%と小幅なプラスにとどまり、市場予想（同＋0.2%）を下回った。CPI が 4-6 月期に減速感が強まった一方で、PPI は前月比＋0.2%と市場予想（同＋0.1%）を上回る結果となった。PPI は市場予想を上回ったとはいえ伸び幅自体は大きくなく、過度に心配する必要はない。総じてみれば、インフレ減速が継続していると評価できる。

ただし、前年比で CPI と PPI を見比べると、CPI が減速しつつある一方で、PPI は加速している。ニューヨーク連銀製造業景況感指数でも、販売価格 DI が減速しているものの、仕入価格 DI は高止まりしている。つまりは、企業収益が悪化しやすい構図になりつつあるといえるだろう。企業は販売価格を下げることになっても、景気が底堅く推移していれば、薄利多売によって収益をある程度確保できるかもしれない。しかし、景気の下振れリスクが高い中では、企業は売上高の下押し圧力、仕入価格の高止まり、販売価格の引き下げ、に同時に直面することになる。結果、収益が悪化し、雇用や設備投資を減らすことで、景気の調整幅が大きくなり得る。

図表 1 CPI と PPI、サーム・ルールに基づいた失業率の上昇分



（出所）BLS、Haver Analytics より大和総研作成

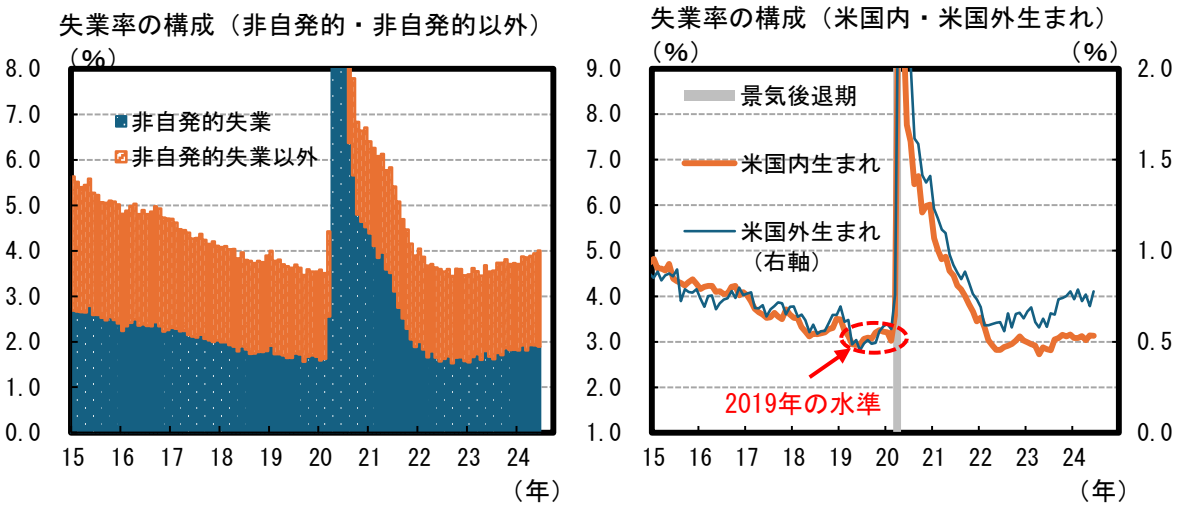
景気に関しては、失業率の上昇と ISM 非製造業景況感指数の悪化に関して、市場の関心が高まっている。6 月の失業率の悪化（4.1%）は、サーム・ルール（直近 3 カ月の失業率と過去 12 カ月で最も低かった失業率の差分が 0.5%pt 以上になると景気後退となる可能性が高い）の基準を満たす寸前まで上昇したことを意味する。雇用環境から見た景気悪化リスクが強まっているといえよう。他方で、雇用環境の悪化を考える上では、景気サイクルとの連動性が高い非自発的失業（辞めさせられる）が増えているのか、あるいは、労働移動の活発化を示す非自発的失業以外（自主的に辞める、あるいは労働市場への参入増）が増えているのかを区別する必要がある。非自発的失業率は 2023 年以降上昇傾向にあるものの、2024 年 2 月以降は 1.9%前後で推移しており、直近の 6 月を 2023 年末と比較しても 0.06%pt の上昇にとどまる。他方で、非自発

的失業以外の失業率は 2024 年に入り上昇トレンドを示しており、直近の 6 月を 2023 年末と比べると 0.21%pt の上昇となった。つまり、自主的な退職や労働市場の参入増が失業率上昇の主要因となっており、非自発的失業率の上昇は足元では限定的といえるだろう。

こうした非自発的失業以外の失業率の上昇は、その背景として移民増による影響が考えられる。失業率の構成について、米国内生まれと米国外生まれで見てみると、米国内生まれの失業率は 2023 年 9 年以降横ばいで、コロナ禍前の水準付近で推移している。他方で、米国外生まれの失業率は足元でも上昇し、コロナ禍前の水準を上回っている。米国外生まれの失業率の上昇は、労働需要の構成の変化からも示唆される。米国外生まれの賃金水準は、全体で見れば米国内生まれの賃金水準に比べて低い傾向がある。低賃金業種の求人件数はコロナ禍前の水準近くまで減少し労働需給のひっ迫度が緩和しており、米国外生まれの労働供給の拡大を吸収しづらくなりつつあるのかもしれない。

非自発的失業以外の失業率や米国外生まれの失業率の上昇に偏った状況を踏まえれば、失業率全体がサーム・ルールの基準を満たしたとしても、単純に景気悪化が近いと捉えるべきではないだろう。雇用環境は今後も横ばいあるいは緩やかな悪化ペースにとどまるというのがベースシナリオである。

図表 2 失業率の構成（非自発的・非自発的以外）、失業率の構成（米国内・米国外生まれ）



（出所）BLS、Haver Analytics より大和総研作成

ソフトデータとハードデータの乖離、どちらを信じるか

景気悪化リスクの高まりとして注目されている ISM 非製造業景況感指数の落ち込みに関しては、5 月に好不況の境目となる 50%を下回った後、6 月には 50%を上回ったものの、7 月に再度 50%割れとなった。ISM 非製造業景況感指数が 50%割れとなるのは、過去では景気後退期およびその前後に見られた現象であり、4-6 月に 2 回 50%割れとなったことは景気悪化のシグナルといえる。また、ISM 非製造業の回答企業の中で、成長したと回答した業種数が全 18 業種中 8 業種と半数割れとなった。この 8 業種という水準も景気悪化か否かの瀬戸際の水準といえる。

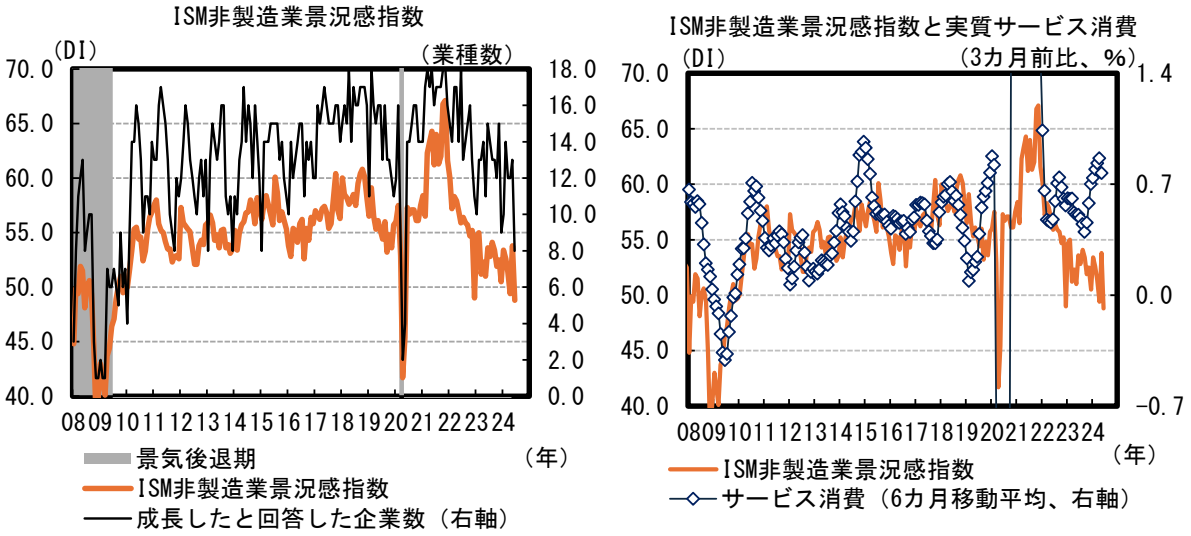
他方で、ISM 非製造業景況感指数と連動する傾向のある個人消費の実質サービス消費には大き

な落ち込みは見られず、両指標は足元で乖離している。また、個人消費関連の指標である小売売上高も 6 月は堅調な結果となったが、ロイター/ミシガン大消費者センチメントは 7 月まで 4 カ月連続で悪化している。こうした消費者・企業マインドといったソフトデータと、個人消費といったハードデータの連動性がなぜ低下しているのかについては、足元で分析が進められている。例えば、ノーベル経済学者のポール・クルーグマン氏はニューヨーク・タイムズへの寄稿の中で、消費者マインドが実際の個人消費に比べて大きく下振れしている状況について、消費者マインドが消費等の実際の行動を示しているというよりは、見聞きするニュース等によって振れやすくなっている可能性に触れている。先述のサーム・ルールの提唱者であり、エコノミストであるクラウディア・サーム氏も、クルーグマン氏同様にニュース等によって企業や消費者が景気懸念を増幅させている可能性を指摘している。

ISM 非製造業景況感指数がニュース等によって振れやすくなっているかは更なる分析の積み重ねが必要なものの、当面は実際のハードデータが悪化するか（＝ISM 非製造業景況感指数に追従するか）が重要となる。この点において、7 月 25 日に公表予定の 4-6 月期実質 GDP 成長率は最注目材料といえる。大和総研は実質 GDP 成長率を、前期比年率＋1.9%、個人消費を前期比年率＋1.8%と底堅い伸びを想定しており、ソフトデータとの乖離は継続すると見込む。

以上をまとめると、失業率の上昇や ISM 非製造業景況感指数の 50%割れが景気の悪化を示唆しているものの、実際の景気は緩やかな減速にとどまるというのがベースシナリオといえる。こうした景気認識は FRB も同様だろう。利下げに関しては、パウエル FRB 議長は明言を避けている一方、7 月 17 日にウォラーFRB 理事が、利下げが正当化される時期に近づきつつあるとした上で、現在のデータはソフトランディング達成と整合的であり、今後 2 カ月ほどはこの見方を補強するデータを探したいと指摘した。ウォラー理事の指摘に基づけば、景気の急激な腰折れをベースシナリオとは見ておらず、利下げは 9 月の FOMC 以降ということが想定されよう。

図表 3 ISM 非製造業景況感指数、ISM 非製造業景況感指数と実質サービス消費



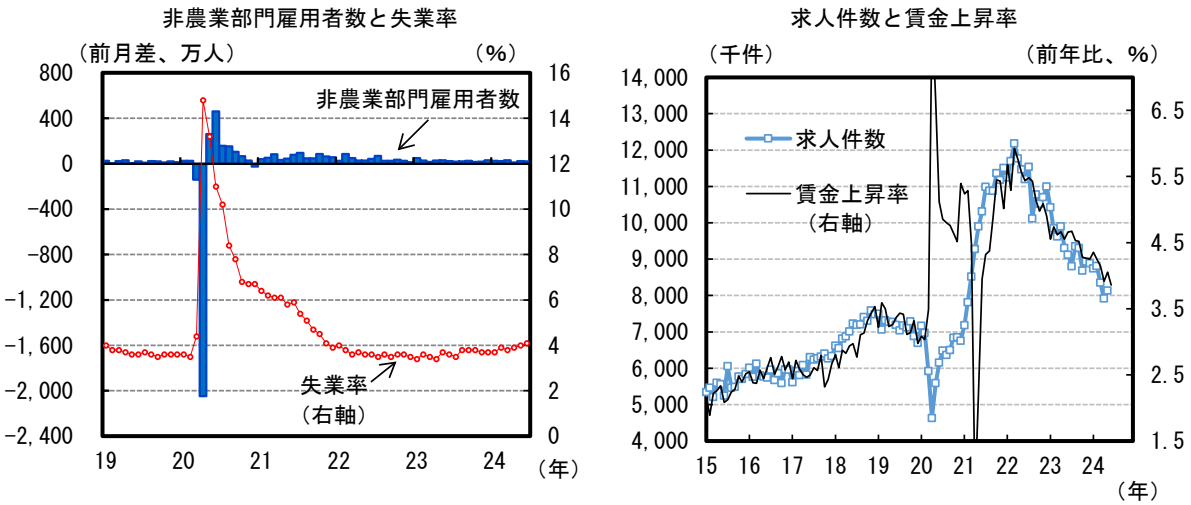
（出所）ISM、NBER、BEA、Haver Analytics より大和総研作成

失業率は 2 カ月連続で上昇も、中身は急激な雇用環境の悪化を示さず

2024 年 6 月の米雇用統計は、非農業部門雇用者数が前月差＋20.6 万人と市場予想(Bloomberg 調査：同＋19.0 万人)を上回った。他方で、過去分については、2024 年 4 月、5 月合計で 11.1 万人の大幅な下方修正となった。それに伴い、雇用者数の 3 カ月平均は同＋17.7 万人と好不調の目安となる同＋20 万人を 7 カ月ぶりに下回った。失業率については 4.1%と 2 カ月連続で上昇（同＋0.1%pt）し、市場予想(4.0%)を上回る（悪い）結果となった。就業者数（同＋11.6 万人）の増加が失業率を下押しした一方、非労働力人口（同▲8.7 万人）の減少と失業者数(同＋16.2 万人)の増加が失業率を押し上げた。ただし失業者の内訳を見ると、「新たに求職」(同＋7.8 万人）の増加幅が大きかった一方で、非自発的失業（同▲4.4 万人）は 2 カ月連続で小幅に減少した。さらに、非自発的パートタイム労働者も同▲19.9 万人と 2 カ月連続で減少した。非自発的失業や非自発的パートタイム労働者が均して見て緩やかな増加または横ばいにとどまっていることは、雇用環境が急激には悪化していないことを示唆している。雇用環境は緩やかな悪化が続きつつも、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（7 月 7 日-7 月 13 日）は 24.3 万件と、2024 年初からの最高値となった。しかし、申請件数が増加しやすい夏場を迎えていることに加え、昨年の最高値（2023 年 6 月 11 日-17 日：26.1 万件）を依然下回っている。続いて労働需要に着目すると、2024 年 5 月の求人件数は前月差＋22.1 万件と 3 カ月ぶりに増加したが、均してみれば減少トレンドが継続している。直近の失業者数と比べた求人件数の比率は 1.2 倍程度であり、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、賃金上昇圧力も和らいでいくことが期待される。実際に 6 月の雇用統計では民間部門の平均時給が前年比＋3.9%と減速した。ただし、求人件数が失業者数を上回っていることや州別最低賃金の引上げ等を背景に、賃金の減速ペースは緩やかなものにとどまっている。賃金上昇率が減速しにくければ、インフレ高止まりの要因になり得る。経済の軟着陸に向けては、急激な雇用環境の悪化への移行には注意しつつも、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

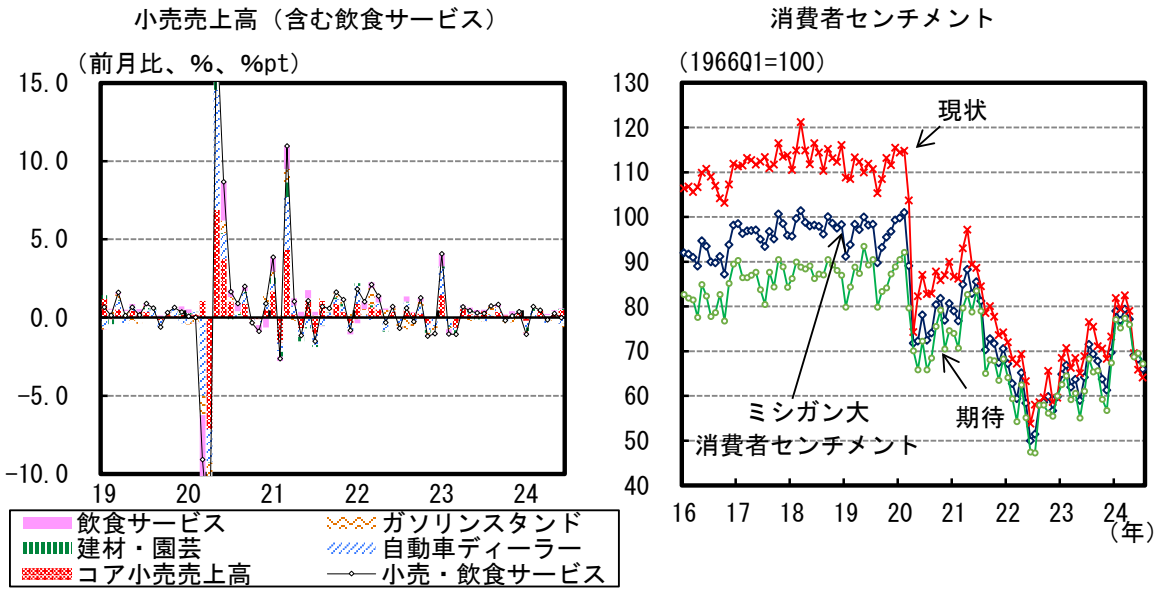
小売売上高はコア小売中心に堅調を維持、消費者マインドは悪化が継続

個人消費の動向を確認すると、2024 年 6 月の小売売上高（含む飲食サービス）は前月比＋0.0%と減速したものの、市場予想（Bloomberg 調査：同▲0.3%）を上回った。過去分については 4 月（同＋0.2%pt）の結果が上方修正され、4-6 月期の小売売上高は前期比年率＋2.2%と 1-3 月期（同▲0.8%）のマイナスからプラスに転じた。また、振れが大きい業種（自動車ディーラー、ガソリンスタンド、建材・園芸、飲食サービス）を除くコア小売売上高は前月比＋0.9%と大幅な伸びとなった。雇用環境が緩やかに悪化しつつも底堅さを維持していることで、小売売上高はコア小売中心に堅調さを維持したといえよう。

6 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＋1.9%）、建材・園芸（同＋1.4%）がけん引役となった。さらにヘルスケア（同＋0.9%）、衣服・宝飾品（同＋0.6%）、家具（同＋0.6%）も堅調な結果になった。また、家電（同＋0.4%）と飲食サービス（同＋0.3%）は 3 カ月連続でプラスと底堅く推移した。他方で、ガソリンスタンド（同▲3.0%）と自動車・同部品（同▲2.0%）がヘッドラインを押し下げた。ガソリンスタンドはガソリン価格の下落が影響したとみられ、2 カ月連続でマイナスになった。自動車・同部品については、自動車ディーラーにシステムを提供している会社へのサイバー攻撃が影響した可能性がある。この他、レジャー・娯楽用品（同▲0.1%）が再び小幅なマイナスに転じた。

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 7 月（速報値）が前月差▲2.2pt と 4 カ月連続で悪化して 66.0 になった。構成指数の内訳を見ると、現状指数（同▲1.8pt）、期待指数（同▲2.4pt）ともに悪化した。ミシガン大は、消費者心理は依然として物価高により抑制されていると指摘した。インフレは減速しつつあるものの、2%の物価安定目標を上回る推移が続いており、FRB による利下げ開始時期やペースについて不確実性が高いことも相まって、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



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

新築住宅着工は増加した一方、金利の高止まりで住宅購入意欲は回復せず

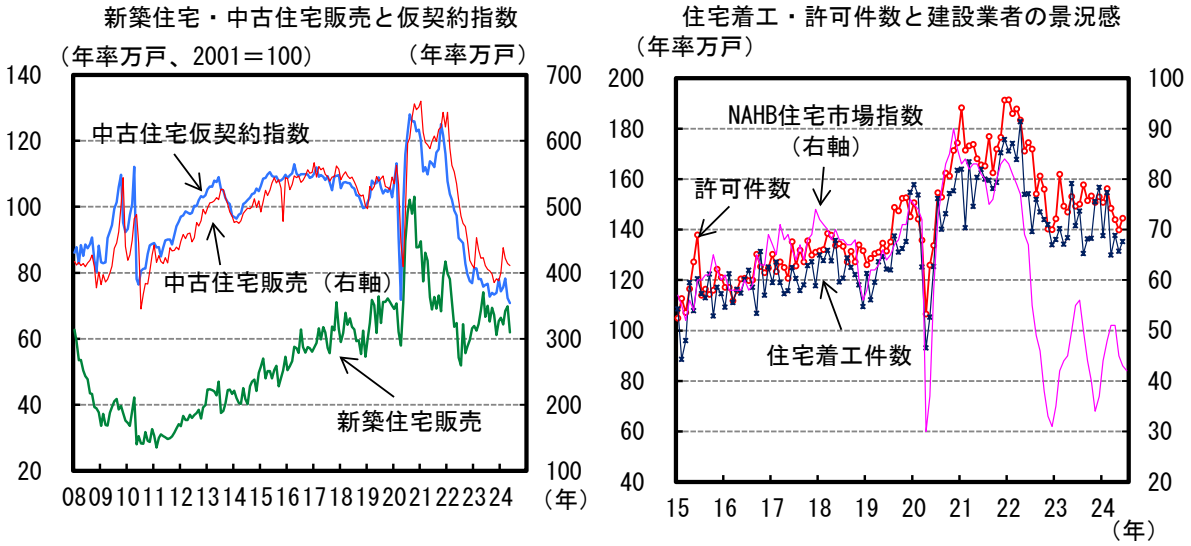
住宅需要に目を向けると、中古住宅販売（コンドミニアム等含む）は、2024 年 5 月が前月比▲0.7%と 3 カ月連続でマイナスとなった。また、中古住宅販売の先行指標である中古住宅仮契約指数は 5 月が同▲2.1%と 2 カ月連続でマイナスとなった。新築住宅販売（戸建）についても 5 月は同▲11.3%と大幅なマイナスに転じた。こうした軟調な住宅販売は、住宅ローン金利（30 年固定、連邦住宅貸付抵当公社）の高止まりが影響したとみられる。

直近の消費者マインドを確認すると、7 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 22pt と 4 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も高止まりしており、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ているが、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、新築住宅価格は横ばいまたは緩やかな低下傾向にあり、足元は中古住宅価格に対する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て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 6 月に前月比＋3.0%とプラスに転じ、年率 135.3 万戸となった。また、新築住宅着工の先行指標である建設許可も、6 月は同＋3.4%と 4 カ月ぶりにプラスに転じた。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 7 月分は前月差▲1pt の 42 と 3 カ月連続で低下した。NAHB は、金利の高止まりが住宅建設業者のマインドを引き続き抑制していると指摘した。また NAHB は、販売促進のために住宅価格を引き下げる住宅建設業者が増加しているとコメントした。

総じて、住宅市場は金利の高止まりの影響が続いているといえる。金融政策が利下げに転換し、住宅ローン金利が低下していくまでは、住宅市場の本格回復は見込みにくい。

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

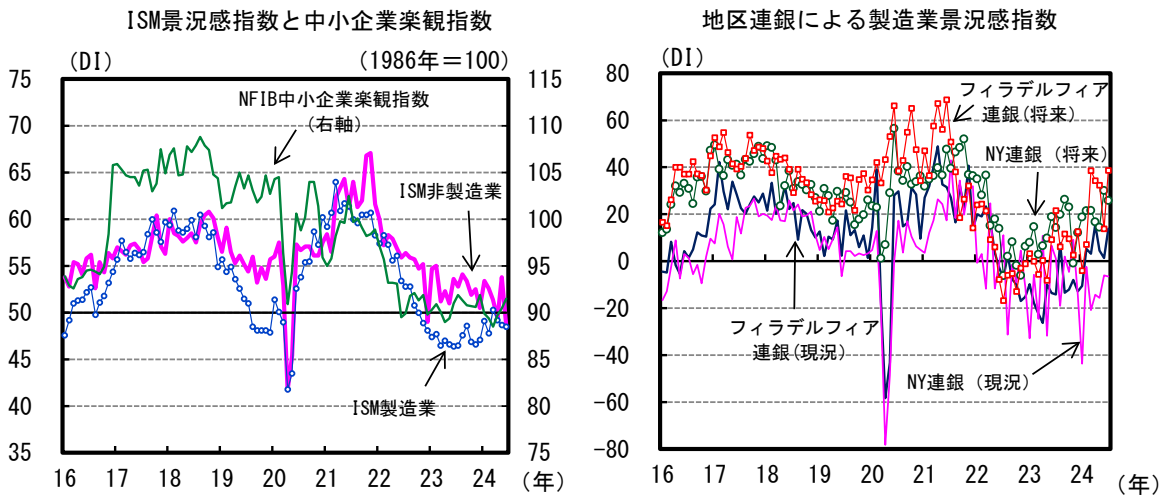
ISM 景況感指数は製造業が 3 カ月連続で悪化、非製造業は再び 50%割れ

2024 年 6 月の ISM 景況感指数は、製造業が前月差▲0.2%pt と 3 カ月連続で悪化し、水準は 48.5%となった。非製造業についても同▲5.0%pt と大幅に悪化し、水準は 48.8%と再び 50%割れとなった。ただし、振れが大きくなっている非製造業は 3 カ月平均で見れば 50.7%であり、悪化ペースは緩やかといえる。構成項目を見ると、製造業に関しては、新規受注指数、入荷遅延指数が改善した一方で、生産指数、雇用指数、在庫指数が悪化した。非製造業に関しては、事業活動指数が前月の大幅改善（同＋10.3%）から一転して、同▲11.6%と大幅な悪化となった。この他、新規受注指数、雇用指数、入荷遅延指数も悪化し、入荷遅延指数以外の項目は 50%割れとなった。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 は製造業の需要低迷について、引き締め的な金融政策等を背景に、企業が設備投資や在庫投資に消極的である点を指摘した。非製造業については、一部の商品価格の上昇やインフレへの懸念が目立ったほか、海上輸送の混乱による影響を指摘するコメントも見られた。

中小企業に関しては、2024 年 6 月の NFIB（全米独立企業連盟）中小企業楽観指数は、前月差＋1.0pt と 3 カ月連続で改善し、水準は 91.5 となった。とはいえ、中小企業のマインドは引き続き低水準で推移している。NFIB は中小企業が先行きの経済状況について悲観的であり、インフレの不確実性が課題と指摘している。また NFIB は、従業員の待遇改善によるコスト増が価格上昇につながっているともコメントした。

以上をまとめれば、中小企業が小幅に改善した一方、製造業・非製造業は悪化した。2024 年 7 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▲0.6pt）、将来指数（同▲4.3pt）ともに悪化した。他方で、フィラデルフィア連銀に関しては、現況指数（同＋12.6pt）、将来指数（同＋24.9pt）ともに大幅に改善しており、まちまちの結果となった。引き締め的な金融政策が需要を抑制する中、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

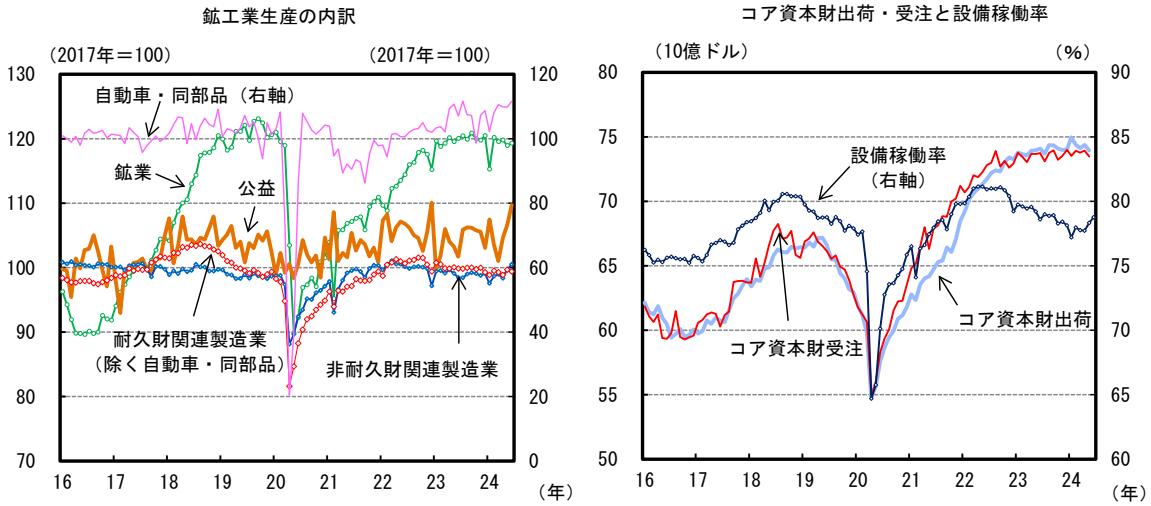
鉱工業生産指数は市場予想を上回る堅調な結果

企業の実体面に関して、2024 年 6 月の鉱工業生産指数は前月比＋0.6%と市場予想（Bloomberg 調査：同＋0.3%）を上回る堅調な結果となった。6 月の鉱工業生産指数の内訳を見ると、公益（同＋2.8%）は 3 カ月連続、製造業（同＋0.4%）は 2 カ月連続でプラスとなり、鉱業（同＋0.3%）もプラスに転じた。

製造業の内訳を見ると、耐久財が横ばいとなった一方で、非耐久財（前月比＋0.8%）が 2 カ月連続でプラスとなった。まず耐久財に関しては自動車・同部品（同＋1.6%）がけん引役となった。この他、電気機械（同＋1.5%）、家具（同＋1.5%）、非金属鉱物（同＋1.3%）、その他輸送機械（同＋1.3%）も高い伸びとなった。他方で、スポーツ用品等を含むその他耐久財（同▲1.7%）、金属製品（同▲1.3%）、一次金属（同▲1.0%）、機械（同▲0.7%）などの業種が足を引っ張った。非耐久財に関しては、印刷（同＋2.6%）、繊維・繊維製品（同＋1.5%）、衣服・革製品（同＋1.5%）、紙（同＋1.5%）など、幅広い業種で堅調な伸びとなった。

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 5 月に前月比▲0.6%、先行指標であるコア資本財受注についても同▲0.6%と、どちらも再びマイナスに転じた。設備稼働率については、2024 年 6 月は前月差＋0.4%pt の 78.8%と 2 カ月連続で上昇した。とはいえ、設備稼働率は長期平均（1972-2023 年：79.7%）を 17 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。加えて、前述の通り直近の企業マインド指数は製造業・非製造業ともに悪化しており、ISM は金融政策等を背景に企業が設備投資に消極的であると指摘した。引き締め的な金融政策が続き、政治に関する不透明感も強い中、目先の設備投資が一段と活発になるとの予想は立てづらい。

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＋1.9%と、2024 年 1-3 月期に比べて加速すると見込む。個人消費は小幅に加速するとみられる一方、設備投資は減速し、住宅投資はマイナスに転じると考えられる。米国経済の自律的な成長を反映する民間最終需要（個人消費、設備投資、住宅投資の和）は減速すると考えられる。2024 年下半期に関しても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、景気悪化を懸念する声もある。その根拠となっている失業率の上昇は、非自発的失業以外の失業率や米国外生まれの失業率の上昇が主因であり、雇用環境を考慮すれば景気悪化が近いと捉えるべきではない。また、もう一つの根拠である ISM 非製造業景況感指数の 50%割れに関しても、これまで連動してきた実質サービス消費はいまだ堅調である。マインドといったソフトデータと消費といったハードデータの乖離に関しては、ソフトデータが振れやすくなっている可能性があり、実際の景気は底堅く推移しているとみられる。

インフレが減速する中で、FRB も利下げが正当化されつつあるとの認識を持ち始めている。ただし、FRB も景気の急激な腰折れをベースシナリオとしては考えておらず、利下げは 9 月の FOMC 以降ということが想定される。

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			
	前期比年率、%												前年比、%		
国内総生産	2.2	2.1	4.9	3.4	1.4	1.9	1.7	1.6	1.9	2.1	2.2	2.2			
〈前年同期比、%〉	1.7	2.4	2.9	3.1	2.9	2.9	2.1	1.7	1.8	1.8	1.9	2.1	2.5	2.4	1.9
個人消費	3.8	0.8	3.1	3.3	1.5	1.8	2.1	2.0	2.0	2.1	2.2	2.3	2.2	2.1	2.1
設備投資	5.7	7.4	1.4	3.7	4.4	1.9	0.9	1.2	1.6	1.9	2.0	2.1	4.5	3.0	1.6
住宅投資	-5.3	-2.2	6.7	2.8	16.0	-3.3	-2.5	0.9	1.1	1.5	1.8	1.9	-10.6	4.1	0.5
輸出	6.8	-9.3	5.4	5.1	1.6	-1.4	2.5	1.9	2.1	2.3	2.4	2.6	2.6	1.5	2.0
輸入	1.3	-7.6	4.2	2.2	6.1	4.5	1.6	1.7	1.9	2.1	2.3	2.4	-1.7	3.1	2.1
政府支出	4.8	3.3	5.8	4.6	1.8	2.7	2.3	1.7	1.3	1.6	1.7	1.6	4.1	3.1	1.7
国内最終需要	3.8	2.0	3.5	3.5	2.4	1.8	1.8	1.8	1.8	2.0	2.1	2.2	2.3	2.5	1.9
民間最終需要	3.6	1.7	3.0	3.3	2.6	1.6	1.7	1.8	1.9	2.1	2.2	2.3	1.9	2.4	1.9
鉱工業生産	0.0	0.3	1.2	-1.8	-2.1	4.3	3.7	1.1	1.6	1.9	2.0	2.1	0.2	0.7	2.1
消費者物価指数	3.8	3.0	3.4	2.7	3.8	2.8	1.5	2.7	3.1	2.7	1.9	2.1	4.1	3.0	2.5
失業率（%）	3.5	3.6	3.7	3.8	3.8	4.0	4.1	4.2	4.3	4.3	4.2	4.1	3.6	4.0	4.2
貿易収支（10億ドル）	-201	-204	-186	-194	-205	-226	-230	-231	-232	-233	-233	-233	-780	-891	-931
経常収支（10億ドル）	-230	-233	-221	-222	-238	-259	-262	-263	-265	-264	-265	-265	-819	-1022	-1058
FFレート（%）	5.00	5.25	5.50	5.50	5.50	5.50	5.25	5.00	4.75	4.50	4.25	4.00	5.50	5.00	4.00
2年債利回り（%）	4.35	4.26	4.92	4.80	4.48	4.82	4.42	4.24	4.09	3.94	3.79	3.64	4.58	4.49	3.87
10年債利回り（%）	3.65	3.59	4.15	4.44	4.16	4.44	4.19	4.10	4.01	3.92	3.83	3.74	3.96	4.22	3.88

（注 1）網掛けは予想値。2024 年 7 月 19 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　続く政治の不透明感

仏選挙は極右政権回避も、議会は混沌／英国は想定通りの政権交代

橋本 政彦

［要約］

- 6 月 30 日、7 月 7 日に行われたフランス国民議会の総選挙では、極右・国民連合が議会第一党になるとの事前予想に反して、左派連合・新人民戦線が最多議席を獲得する結果となった。右派ポピュリズム的な政策の実施や、放漫財政の可能性が低下し、フランス国債の暴落が危機へと繋がるシナリオは回避されたといえる。

- もっとも、イデオロギーの異なる 3 会派が議会を 3 分したことで、今後の政策運営は困難を極めるとみられる。大統領による議会解散、総選挙は 1 年に 1 度と定められており、今後 1 年間は再選挙を実施することができない。フランス議会の不安定な状況は少なくとも 1 年間は続く可能性が高い。

- 7 月 4 日に実施された英国議会選挙では、労働党が定数 650 議席中、411 議席を獲得し、単独で過半数を確保する圧勝となった。長期政権下で国民の失望を買ってきた保守党からの政権交代が実現したこと、しかも労働党が単独で過半数を獲得し政権の安定が見込まれることは、金融市場も含めて広く歓迎されている。

- レイチェル・リーブス財務相は、7 月 9 日に就任後初の演説を実施し、経済成長に向けた計画を発表した。労働党は、安定、投資、改革の 3 つを柱にアプローチしていくという。リーブス財務相は、成長のためには難しい選択が必要であると発言しており、新たな支出計画と財政規律を両立させるために、既存の支出の一部が削減される可能性が高い。支出削減も含めて政策の全体像を評価するためには秋の予算を待つ必要がある。

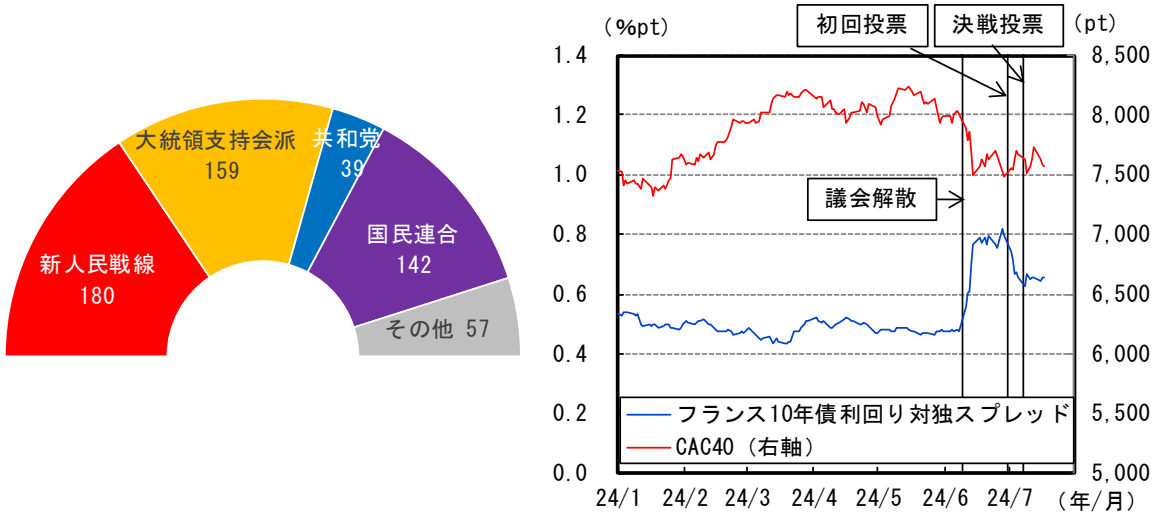
ユーロ圏経済

フランス選挙は左派が第一党も、議会は混乱が続く

6 月 30 日、7 月 7 日に行われたフランス国民議会の総選挙では、極右・国民連合が議会第一党になるとの見方が優勢であったが、こうした事前予想に反して、左派連合・新人民戦線が最多議席を獲得する結果となった。また、第二勢力は中道の大統領支持会派となり、国民連合は 6 月 30 日の初回投票では最多票を獲得したにもかかわらず、最終的には第三党に沈むこととなった。極右政権誕生を回避するため、新人民戦線と大統領支持会派が決選投票では協力し、候補者の一本化を行ったことが功を奏した格好である。

国民連合が議会第一党とならなかったことで、右派ポピュリズム的な政策の実施や、放漫財政の可能性が低下したことは金融市場にも一定の安心感を与える結果となった。フランス国債金利の対ドイツ国債金利スプレッドは、解散総選挙決定前に比べれば幾分大きいものの、拡大には歯止めが掛かっている。フランス国債の暴落が危機へと繋がるシナリオは、少なくとも短期的には回避されたといえる。

図表 1　フランス国民議会選挙の結果（左）、フランス長期金利の対独スプレッドと株価（右）



（注）各会派の議席数は内務省資料を基に、以下の定義で大和総研が集計したもの。
国民連合：共和党シオティ党首が立ち上げた極右連合を含む
新人民戦線：不服従のフランス、社会党、共産党、緑の党
大統領支持会派：アンサンブル、地平線、民主独立運動
内務省資料では政党会派の詳細を公表していないため、報道機関、集計方法によって議席数が異なる。
（出所）フランス内務省資料、Bloomberg より大和総研作成

もっとも、この選挙結果はフランス政治の安定をもたらすものではない。既述の通り、マクロン大統領が所属する会派は議会の第二勢力となり、大統領と議会の最大勢力はねじれる形となった。しかも、最大勢力である新人民戦線の議席数は 180 議席と、過半数の 289 議席には遠く及ばない。議会の決定に不可欠な過半数を得るためには、政党間での協力が必要となるが、イデオロギーの異なる 3 会派が議会をほぼ 3 分したことで、今後の政策運営は困難を極めるとみられる。そればかりか、最大勢力となった新人民戦線の内部では、急進左派・不服従のフランス

(LFI) と社会党が次期首相候補の選出を巡って対立するなど、一枚岩になり切れていない。こうした状況を受け、大統領支持会派が、新人民戦線のうち急進的な LFI を除いた穏健派との協力を模索していることなども取り沙汰されており、選挙後のフランス議会は混沌とした状況が続いている。

新首相については、7 月 18 日の議会招集までに大統領から指名されるとの見方もあったが、議会で政党間の駆け引きが続く中、本校執筆時点（英国時間 7 月 18 日）ではまだ指名されていない。アタル首相は 7 月 16 日に辞任し、内閣は総辞職したが、新首相が指名され新たな内閣が組閣されるまでは、現内閣が暫定内閣として職務を続けることになる。ただし、暫定内閣の権限は日常的な運営に関わる業務に限定されており、法律の施行などはできない。欧州委員会による財政赤字手続き開始を受けて、フランスは 9 月 20 日までに中期財政計画を提出する必要があるが、そうした作業も暫定政権下で滞る可能性がある。

制度上、大統領による議会解散、総選挙は 1 年に 1 度と定められており、今後 1 年間は再選挙を実施することができない。したがって、フランス議会の不安定な状況は少なくとも 1 年間は続く可能性が高い。また、仮に 1 年後に総選挙が実施されたとして、そこで国民連合が勝利し、極右政権が生まれる可能性もあるだろう。政治・政策に対する不透明感はフランス経済、ひいてはユーロ圏経済にとっての重しとなる可能性があることに加え、財政悪化に対する金融市場の警戒感が強い状況は当面続くと見込まれる。

6 月の景況感指数は小幅に低下、4-6 月期も小幅なプラス成長を示唆

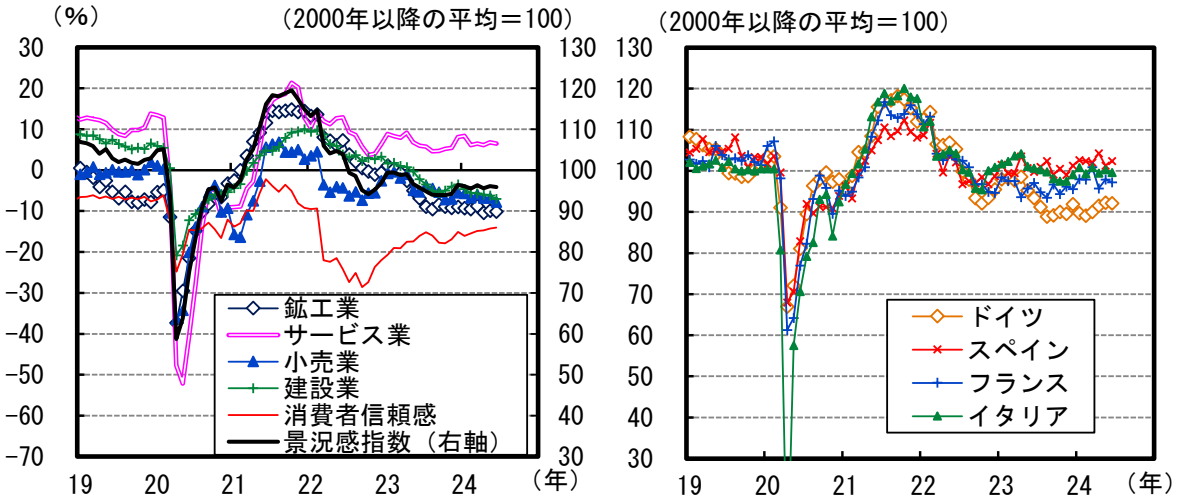
欧州経済の足元の状況を確認していくと、6 月のユーロ圏の景況感指数（総合、欧州委員会発表）は、前月差▲0.2pt と小幅に低下した。4-6 月期の平均は 95.9 となり、直近のボトムである 2023 年 7-9 月期（94.2）、および 10-12 月期（94.8）を上回っているものの、2024 年 1-3 月期の 96.0 からわずかに低下しており、景況感はこのところ足踏みが続いている。単純に景況感指数の動きに照らすと、4-6 月期の実質 GDP 成長率は前期と同様、小幅なプラス成長に留まる可能性が高い。

6 月の指数の内訳を確認すると、消費者信頼感指数が前月差＋0.3pt と 5 ヵ月連続で上昇し、改善基調を維持したものの、企業関連の 4 系列がいずれも低下した。前月からの落ち込みが最も大きかったのは小売業（同▲1.0pt）であり、指数の水準は 2021 年 3 月以来の低さとなった。また、建設業は同▲0.8pt と、6 ヵ月連続の低下となり、こちらは 2020 年 9 月以来の低さである。いずれも低下ペースは緩やかだが、悪化傾向に歯止めが掛からない。製造業は同▲0.2pt、サービス業は同▲0.3pt と、いずれも 2 ヵ月ぶりの小幅低下となったものの、均して見れば横ばい圏での推移が続いている。指数の水準に着目すると、サービス業が特に高い状況に変化は見られず、引き続きサービス業がユーロ圏経済のけん引役であることを示唆する。

国別では、ドイツが前月差▲0.2pt と 4 ヵ月ぶりの低下、フランスは同▲0.7pt、イタリアが同▲0.7pt とそれぞれ 2 ヵ月ぶりの低下となった。他方、スペインについてはサービス業の大幅

な改善を主因に同＋1.1pt と 2 ヵ月ぶりの上昇に転じている。なお、四半期平均では、フランス、イタリアが 4-6 月期は前期から低下する一方、ドイツ、スペインでは前期から上昇した。指数の水準ではなおもドイツの低さが際立っているが、前期からの改善幅はドイツで大きい。これまで足を引っ張ってきたドイツで景況感に底打ちの兆しが見られ始めている点は、ユーロ圏経済全体にとっても好材料である。

図表 2　ユーロ圏の景況感指数と内訳（左）、ユーロ圏主要国の景況感指数（右）



（出所）欧州委員会より大和総研作成

5 月の実質小売売上高はわずかに増加

個人消費関連のハードデータでは、ユーロ圏の 5 月の実質小売売上高は前月比＋0.1%と増加した。前月の減少幅（同▲0.2%）に比べて 5 月の増加幅は小幅に留まったが、4-5 月平均は 1-3 月期を 0.3%上回っており、4-6 月期が前期比で増加する可能性は十分に残されている。実質小売売上高は 2023 年 7-9 月期をボトムに、2023 年 10-12 月期（前期比＋0.2%）、2024 年 1-3 月期（同＋0.1%）と小幅に増加しており、ごく緩やかな増加基調が続いている。

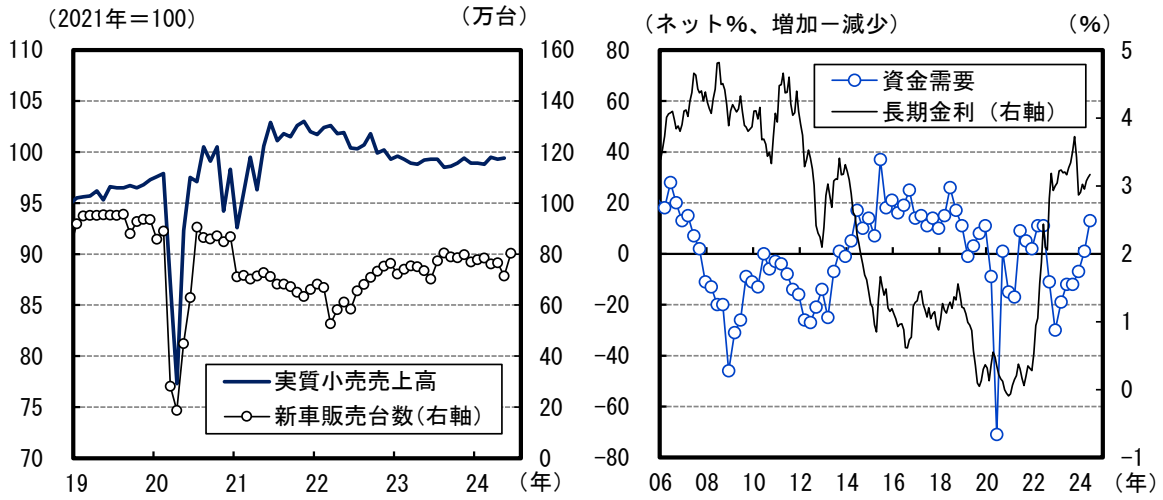
5 月の小売売上高の内訳を見ていくと、飲食料品・たばこが前月比＋0.7%、自動車燃料が同＋0.4%といずれも 2 ヵ月ぶりに増加したことが押し上げに寄与した。他方、非食品（除く自動車燃料）は同▲0.2%と減少した。ただし、非食品（除く自動車燃料）の減少は 5 ヵ月ぶりであり、単月の減少を過度に悲観視する必要はないだろう。なお、国別では、イタリアが同＋0.1%と増加した一方、スペインが同▲0.6%、フランスは同▲0.2%と減少している。最大のウエイトを占めるドイツは統計局の統計処理システム変更の影響で公表が遅れており、その結果によって大きく数字が改定される可能性がある点には注意が必要である。

一方、個人消費のうち、小売売上高には含まれない自動車に関して、5 月の新車販売台数（ECB による季節調整値）は前月比▲6.6%と落ち込んだ後、6 月は同＋12.4%と大幅に増加した。新車販売台数はこのところ緩やかな減少傾向が続いていたが、6 月には 2023 年 8 月以来の水準を

回復した。

自動車をはじめとする耐久財消費については、これまで高インフレに加えて、高金利による借入コストの高さが抑制要因となってきたとみられる。しかし、金利がピークアウトしたことで、家計は徐々に借入に対して前向きになりつつある。実際、ECB の銀行貸出調査によれば、2024 年第 2 四半期の家計の資金需要は前期から大きく改善し、2018 年以来の高さとなった。後述するように、ECB は 7 月の理事会では利下げを見送ったが、先行きは利下げを続けていく公算が大きい。インフレ沈静化による所得環境の改善に加えて、金利低下も後押しとなり、借入が必要な耐久財を中心に個人消費は増加基調を強めていくことが期待される。

図表 3　ユーロ圏の実質小売売上高、新車販売台数（左）、長期金利と家計の資金需要（右）



（注）右図の資金需要は、消費者信用、および住宅ローン以外の貸出。
（出所）Eurostat、ECB より大和総研作成

5 月の鉱工業生産は 4 ヵ月ぶりに減少、引き続き製造業は冴えない

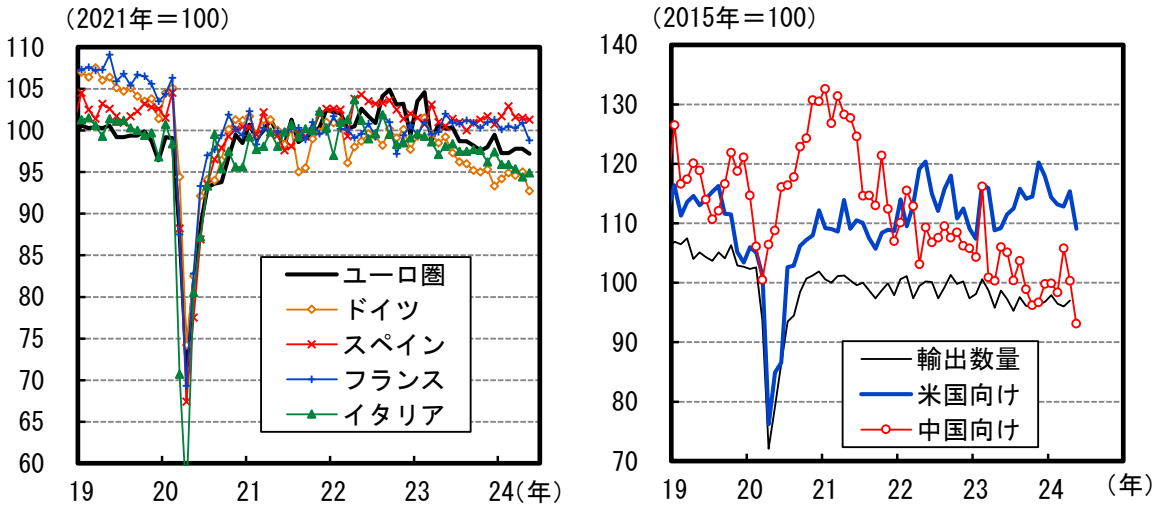
一方、企業部門の動向に関して、5 月の鉱工業生産は前月比▲0.6%と 4 ヵ月ぶりの減少に転じた（4 月分は同▲0.1%から同 0.0%へと上方修正）。国別に見ると、ドイツが同▲2.4%と大幅に低下しており、これが最大の押し下げ要因となった。ドイツの生産水準は 2020 年 6 月以来の低水準まで落ち込んでいる。また、フランスも同▲2.1%と大きく落ち込んだほか、スペインも同▲0.2%と小幅ながら 3 ヵ月連続で低下した。イタリアは同＋0.5%と上昇に転じているものの、前月、前々月の減少を補うには至らず、鉱工業生産はいずれの国においても総じて冴えない状況が続いている。

財別に見ると、耐久消費財が前月比▲1.8%と大きく落ち込んだことに加え、資本財が同▲1.2%、中間財が同▲1.0%となり全体を押し下げた。耐久消費財、資本財の低下については、自動車の大幅な低下（同▲4.4%）が影響したとみられる。一方、エネルギーは同＋0.8%と 4 ヵ月ぶりの上昇に転じ、非耐久消費財は前月の大幅な上昇（同＋3.6%）に続き、5 月も同＋1.6%と好調な結果となった。

需要動向に関して製造業受注を確認すると、5 月のドイツの製造業受注数量は前月比▲1.6%と 5 ヵ月連続で減少した。また、大型受注を除くベースでも同▲2.2%と、2 ヵ月ぶりの減少に転じており、前月の増加による下げ止まり期待を裏切る結果となった。国内、海外別に見ると(大型受注を含むベース)、国内向けが同＋0.5%とわずかに増加する一方で、海外向けが同▲2.8%と 2 ヵ月連続で減少しており、足元ではとりわけ海外需要の弱さが製造業の足を引っ張る形となっている。受注に反転の兆しが見られないことに鑑みると、製造業の生産が増加に向かうまでにはもうしばらく時間が掛かる公算が大きい。

なお、5 月のユーロ圏の輸出数量のうち、域外全体向けはまだ明らかになっていないが、すでに公表されている米国向けは前月比▲5.5%、中国向けは同▲7.2%と大幅に減少した。特に中国向け輸出数量は 2012 年 12 月以来の低水準まで落ち込んでおり、中国経済の減速が欧州製造業にとって打撃になっていることがうかがえる。

図表 4　ユーロ圏主要国の鉱工業生産（左）、ユーロ圏の輸出数量（右）



(出所) Eurostat より大和総研作成

ECB は 6 月利下げの後、7 月は様子見

2024 年 7 月 18 日に開催された政策理事会で、ECB は政策金利の据え置きを決定した。前回、6 月の理事会で ECB は利下げを開始したが、2 会合連続の利下げとはならず、一旦様子見となった。もっとも、6 月理事会から 7 月理事会の間に入手できる経済指標、特に賃金・インフレ関連のデータが限られていたことから、金融市場では金利の据え置きが予想されており、今回の決定内容にサプライズはない。

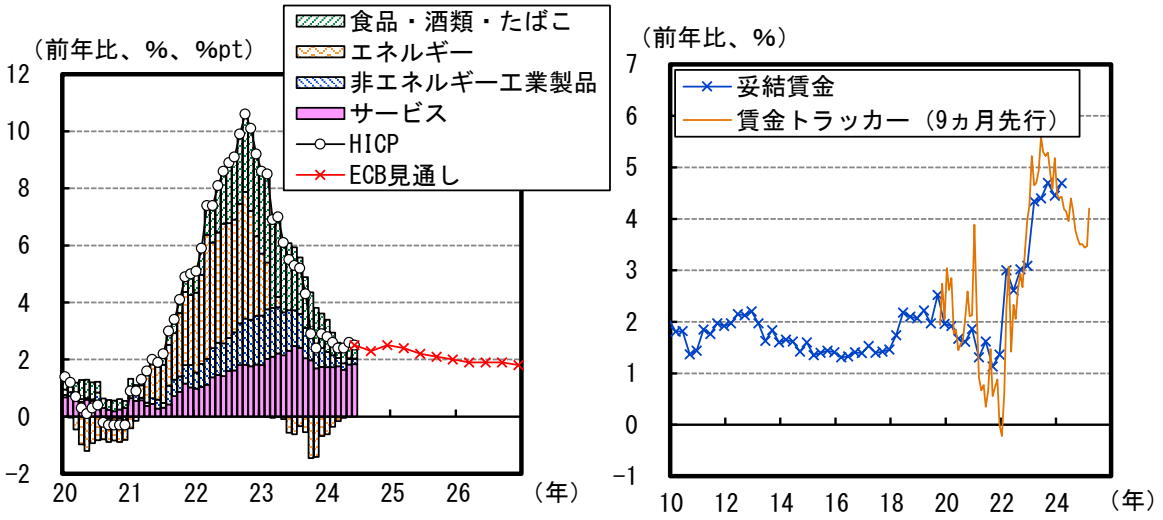
7 月の理事会では、利下げの有無よりもむしろ、次回利下げのタイミングに関するヒントが事前の注目点となっていたが、追加的なヒントはほとんど与えられなかった。声明文におけるフォワードガイダンスは、先行きは経済指標次第、決まった経路はコミットしないという前回の文言から全く変更されなかった。また、声明文公表後のラガルド総裁の会見でも、声明文と同様、

先行きについては経済指標次第であり、会合ごとに判断するとの発言が繰り返された。

ただし、ラガルド総裁は前回 6 月の理事会でも言及したように、次回 9 月の理事会までにはより多くのデータが手に入ると述べている。当然ながら、追加利下げに踏み切るか否かはその結果次第ということになろうが、スタッフによる経済見通しの改定も含めて、手に入るデータが多ければ、政策変更に際しての理由付けがしやすいと考えられる。

9 月 12 日に開催される次回の理事会までの重要指標としては、月次統計の HICP（消費者物価指数、7 月・8 月分）に加えて、四半期統計の GDP（4-6 月期）、妥結賃金（4-6 月期）などが公表される。9 月での追加利下げ実施には、HICP が ECB の見通しから大きく上振れしないことに加え、賃金上昇率が減速するか否かがポイントとなるだろう。ただし、6 月の利下げに際しては、その直前に公表された 1-3 月期の妥結賃金の伸びが前期から加速したにもかかわらず利下げに踏み切ったという経緯がある。ラガルド総裁が会見でしきりに強調したように、特定の経済指標だけでなく、幅広いデータに目配りする必要がある。

図表 5　ユーロ圏の消費者物価指数と ECB 見通し（左）、妥結賃金と賃金トラッカー（右）



（注）ECB 見通しは 2024 年 6 月時点。
（出所）Eurostat、ECB、Indeed より大和総研作成

英国経済

5 月の月次 GDP は上振れ、4-6 月期は 2 四半期連続のプラス成長へ

英国の 2024 年 5 月の月次 GDP は前月比＋0.4%となった。2024 年 1 月以降、前月比での増加基調が続いており（2024 年 4 月は横ばい）、月次 GDP の 4-5 月平均は 1-3 月平均を 0.6%上回っている。想定外に高い成長となった 1-3 月期に続いて 4-6 月期もプラス成長となる可能性が非常に高い。英国経済は 2021 年後半から 2023 年まではほぼゼロ成長の状況が続いてきたが、2024 年に入って持ち直しの動きが本格化しつつある。

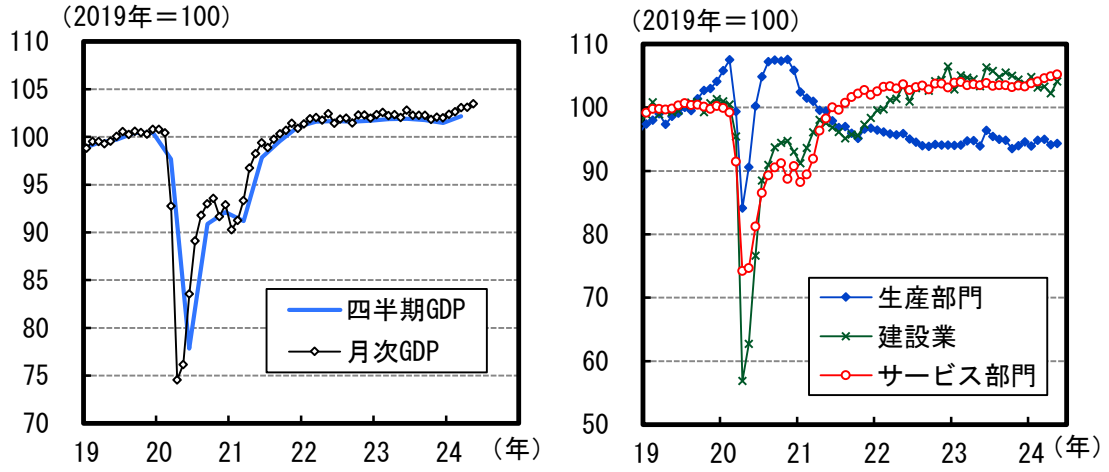
5 月の結果に関して、部門別では農林漁業（前月比＋0.2%）、建設業（同＋1.9%）、生産部門

（同＋0.2%）、サービス部門（同＋0.3%）の全てで生産が増加した。特に増加幅が大きかった建設業に関して ONS（英国統計局）は、記録的な暖かさ（英国気象庁によると、5 月としては 1884 年以降で最も平均気温が高かった）が活動の押し上げに寄与したと報告している。

また、温暖な気温は建設業のみならず、サービス部門にもプラスに働いたと報告されており、宿泊・飲食業が前月比＋2.4%と 2022 年 2 月以来の大幅な増加となったほか、娯楽サービスも同＋1.2%と好調さを維持した。さらに実質小売売上高が同＋2.9%と大幅に増加したことが、卸売・小売業（同＋1.8%）を押し上げており、これにも気温上昇による好影響が指摘されている。他方、サービス部門のうち、前月に大きく増加していた情報通信サービスは同▲1.4%と減少に転じたほか、教育（同▲0.7%）、不動産（同▲0.4%）、金融（同▲0.2%）が減少し、サービス部門全体としては小幅なプラスに留まった。もっとも、増加幅は小さいものの、サービス部門の増加は 5 ヵ月連続であり、サービス部門が経済全体をけん引する構図が続いている。

生産部門では、温暖な気候の影響もあり電気・ガスが前月比▲1.9%と減少したものの、製造業が同＋0.4%と増加に転じ、全体を押し上げた。製造業の内訳では、13 のサブセクターのうち 7 つが前月から増加しており、特に飲食料品・たばこ（同＋1.7%）、金属・同製品（同＋1.2%）、化学（同＋1.7%）が押し上げに寄与した。

図表 6　英国の四半期 GDP と月次 GDP（左）、月次 GDP の部門別内訳（右）



（出所）ONS より大和総研作成

賃金・インフレ関連の指標は強弱まちまち、8 月利下げ開始に対する見方は割れる

月次 GDP に見るように、経済活動が回復基調を強めていることはポジティブである一方、インフレの安定化を目指す BOE にとっては、政策判断を難しくさせる側面もあるとみられる。

インフレ率の動向を見ると、6 月の CPI（消費者物価指数）は前年比＋2.0%と前月と同じ伸びとなった。食品・酒類・たばこは同＋3.0%と、前月（同＋3.3%）から幾分伸びが縮小したが、エネルギーは同▲16.0%と前月（同▲15.9%）からほぼ変わらず、これらを除くコア CPI も同＋3.5%と前月と同じ伸びであった。さらに、コア CPI の内訳では、コア財（非エネルギー工業製

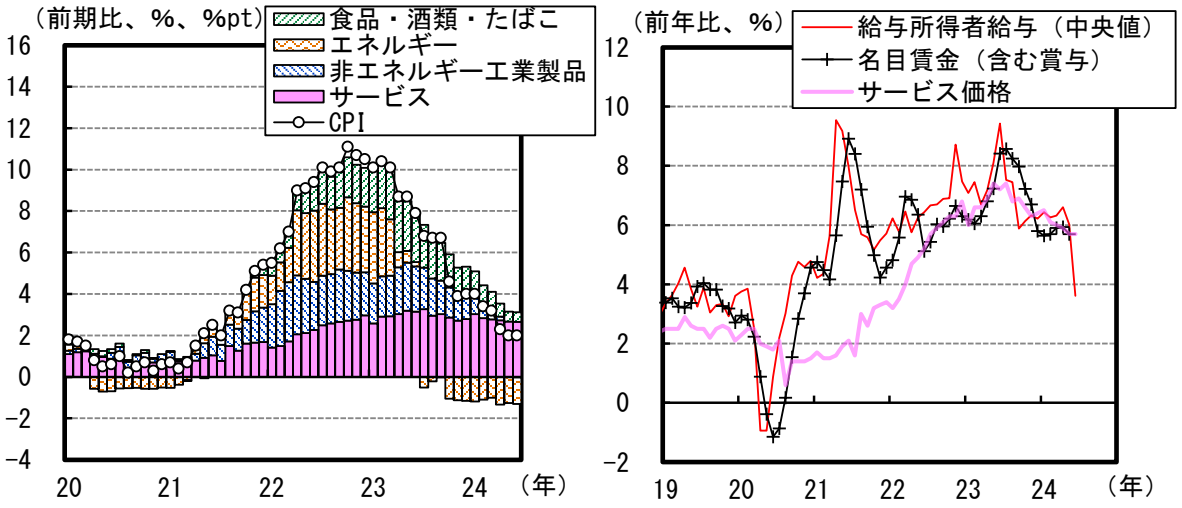
品、同▲0.1%)、サービス（同＋5.7%）ともに前月と同じ伸びとなっており、6 月の CPI はヘッドラインのみならず、内訳も前月とほぼ同様の結果となった。エネルギー価格の下落によって CPI 全体は落ち着いた伸びとなる一方、コア CPI、とりわけサービス価格は高い伸びが続いている。

5 月時点での BOE による予測では、6 月の CPI は前年比＋2.0%と見込まれており、実績は概ねこの予測に沿った結果であった。しかし、BOE はインフレ圧力として特に注目しているサービス価格に関して、6 月を同＋5.1%と予測しており、実績はこれを大きく上回っている。サービス価格の高止まりには、特殊要因による影響も指摘されているが、既述のサービス業の堅調さも決して無関係ではないと考えられる。

だが一方、サービス価格との関連性が高く、BOE も注視する賃金の動向を見ると、3-5 月の名目賃金（含む賞与）は前年比＋5.7%と依然として高い伸びとなりつつも、4 ヵ月ぶりに伸びが縮小した。また、給与所得者の源泉徴収データを基にした給与（中央値）の 6 月分は同＋3.6%と大幅に伸びが縮小し、2020 年 8 月以来の低さとなっている。

こうした強弱まちまちのデータを踏まえると、8 月の金融政策委員会では利下げの開始を巡って委員間で意見が割れる公算が大きい。スワップ市場金利に基づく 8 月の利下げ確率（2024 年 7 月 18 日時点）は約 45%と、金融市場でも利下げに対する見方は割れており、8 月の会合では利下げに踏み切るか否かが最大の注目点となる。

図表 7　英国の消費者物価指数（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

総選挙では予想通り労働党が圧勝、成長実現に向け早速始動

7 月 4 日に実施された英国議会選挙では、労働党が定数 650 議席中、411 議席を獲得し、単独で過半数を確保する圧勝となった。労働党への政権交代は 2010 年以来、14 年ぶりである。対する前与党・保守党の議席数は 121 と過去最低となり、歴史的な大敗を喫した。もっとも、こうし

た選挙結果は事前の世論調査などから予想されており、大きなサプライズはなかった。長期政権下で英国民の失望を買ってきた保守党からの政権交代が実現したこと、しかも労働党が単独で過半数を獲得し政権の安定が見込まれることは、金融市場も含めて広く歓迎されている。

キア・スターマー労働党党首は、選挙翌日の 7 月 5 日に国王チャールズ 3 世による任命を受けて首相に就任し、新政権は早速、英国経済が直面する課題解決に向けて動き始めている。経済分野においては、レイチェル・リーブス財務相が、7 月 9 日に就任後初の演説を実施し、経済成長に向けた計画を発表した。計画によれば、労働党は、安定、投資、改革の 3 つを柱にアプローチしていくという。

安定に関しては、税金、インフレ、住宅ローン金利を可能な限り低く抑えていくとした。厳格な財政規律の下、国民保険料率、所得税、付加価値税の税率を維持するという公約の内容を改めて明言し、議会の過半数を得たからといって、税制についての公約を破ることはないと述べた。

投資については、グリーン産業に投資するための、ナショナル・ウェルス・ファンド（NWF）の立ち上げに言及した。5 年間で 73 億ポンドの資金を、港湾施設やギガファクトリー[1]、水素や鉄鋼などのグリーン産業分野に投じ、それを呼び水に約 200 億ポンドの民間資金による投資を呼び込む計画である。既存の 2 つの政府系金融機関、英国インフラ銀行、英国ビジネス銀行を NWF の傘下に置き、連携させることで投資の拡大を目指す。

改革に関しては、計画承認に係る制度に焦点を当て、住宅開発、および陸上風力プロジェクトを優先課題とする方針が示された。住宅開発においては、今後 5 年間で 150 万戸の新築という労働党の目標を改めて示し、地方自治体に対する新築建設目標の再導入を挙げた。陸上風力については、イングランドにおける新設の実質禁止を撤廃し、国家的に重要なインフラに分類するとした。

また、リーブス財務相は、戦後最悪の財政状況を引き継いだと述べ、財政再建に向けた課題の全容を知るために、財務省職員に対し過去の支出状況に関する調査の実施を指示したことを明らかにしている。リーブス財務相が演説で、成長のためには難しい選択が必要であると発言していることに鑑みると、新たな支出計画と財政規律を両立させるために、既存の支出の一部が削減される可能性が高く、場合によっては増税も考えられる。財務省による調査結果は 7 月末に予定される議会の夏季休暇入り前に提出される見込みであり、この調査結果を基に秋の予算が作成されることになる。新政権への期待が高まっているが、支出削減も含めて政策の全体像を評価するためには秋の予算を待つ必要があり、もうしばらく時間が掛かるだろう。

[1] ギガファクトリーとは、イーロン・マスク氏の造語で、脱炭素化や電動化に関連する部品や製品を製造する大規模な生産施設を意味する。

図表 8　ユーロ圏経済・金利見通し

	2023				2024				2025				2023	2024	2025
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4			
前期比年率															
国内総生産	0.4%	0.5%	0.1%	-0.2%	1.3%	0.8%	1.0%	1.4%	1.6%	1.5%	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%	2.3%	2.2%	2.6%	3.0%	3.2%	2.8%	2.5%	1.2%	0.0%	2.8%
輸出	-1.6%	-3.9%	-5.3%	0.8%	5.6%	0.5%	1.3%	2.5%	3.1%	3.0%	2.8%	2.7%	-1.1%	1.0%	2.5%
輸入	-4.8%	-0.8%	-6.1%	2.3%	-1.3%	0.8%	1.6%	2.6%	3.2%	3.1%	2.9%	2.7%	-1.6%	-0.2%	2.6%
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%	0.7%	1.1%	1.2%	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%	-0.0%	0.4%	0.2%	2.5%	2.7%	2.9%	2.9%	1.2%	0.0%	2.8%
輸出	3.1%	-0.0%	-2.7%	-2.5%	-0.8%	0.3%	2.0%	2.5%	1.8%	2.5%	2.8%	2.9%	-1.1%	1.0%	2.5%
輸入	1.9%	-0.1%	-4.0%	-2.4%	-1.5%	-1.1%	0.9%	0.9%	2.0%	2.6%	2.9%	3.0%	-1.6%	-0.2%	2.6%
鉱工業生産（除く建設）	0.8%	-1.1%	-4.6%	-3.5%	-4.7%	-3.0%	-0.7%	-0.0%	1.4%	2.0%	2.1%	2.1%	-2.1%	-2.1%	1.9%
実質小売売上高	-2.9%	-2.2%	-2.1%	-0.7%	-0.2%	0.3%	0.8%	0.8%	1.1%	1.0%	1.1%	1.0%	-2.0%	0.4%	1.0%
消費者物価	8.0%	6.2%	5.0%	2.7%	2.6%	2.5%	2.4%	2.5%	2.3%	2.3%	2.1%	2.1%	5.4%	2.5%	2.2%
生産者物価	11.1%	-0.8%	-8.8%	-8.7%	-8.0%	-4.5%	-3.3%	-3.0%	-0.1%	2.3%	2.3%	2.3%	-2.2%	-4.8%	1.7%
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	3.8	26.2	38.6	59.2	44.3	45.9	49.0	52.2	55.5	58.7	62.3	60.0	198.3	228.7
経常収支	31.8	58.7	61.2	72.2	112.2	111.2	112.3	115.0	117.9	120.8	123.6	126.8	223.9	450.7	489.2
独　国債10年物（期中平均）	2.34%	2.37%	2.59%	2.52%	2.31%	2.49%	2.43%	2.40%	2.34%	2.28%	2.24%	2.20%	2.45%	2.41%	2.27%
欧　政策金利（末値）	3.50%	4.00%	4.50%	4.50%	4.50%	4.25%	4.00%	3.75%	3.50%	3.25%	3.00%	2.75%	4.50%	3.75%	2.75%

（注）網掛け部分は大和総研予想（2024 年 7 月 18 日時点）。
（出所）Eurostat、ECB より大和総研作成

図表 9　英国経済・金利見通し

	2023				2024				2025				2023	2024	2025
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4			
前期比年率															
国内総生産	0.7%	0.0%	-0.5%	-1.2%	2.9%	1.3%	0.8%	1.0%	1.6%	1.5%	1.4%	1.3%	0.1%	0.8%	1.3%
家計消費支出	3.6%	1.4%	-3.5%	-0.2%	1.7%	1.0%	0.7%	0.8%	1.2%	1.0%	0.8%	0.7%	0.2%	0.3%	0.9%
一般政府消費支出	-3.3%	9.2%	4.3%	0.3%	-0.1%	1.0%	0.8%	0.7%	0.9%	1.2%	1.5%	1.5%	0.5%	1.5%	1.0%
総固定資本形成	8.9%	-4.6%	-5.3%	3.5%	3.7%	1.2%	1.5%	2.1%	2.6%	2.3%	2.0%	1.9%	2.2%	1.1%	2.1%
輸出	-23.6%	-1.0%	-0.5%	-3.1%	-3.9%	-6.0%	2.3%	2.5%	2.8%	2.5%	2.3%	2.2%	-0.5%	-2.4%	2.0%
輸入	-4.3%	7.2%	-7.0%	-1.2%	-10.3%	9.2%	1.6%	1.8%	2.0%	1.8%	1.7%	1.6%	-1.5%	-1.4%	2.2%
前年同期比（除く失業率）															
国内総生産	0.3%	0.2%	0.2%	-0.2%	0.3%	0.6%	0.9%	1.5%	1.2%	1.2%	1.3%	1.4%	0.1%	0.8%	1.3%
家計消費支出	0.1%	0.2%	0.2%	0.3%	-0.2%	-0.3%	0.8%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.2%	0.3%	0.9%
一般政府消費支出	-3.5%	1.3%	1.9%	2.5%	3.4%	1.4%	0.5%	0.6%	0.8%	0.9%	1.1%	1.3%	0.5%	1.5%	1.0%
総固定資本形成	5.0%	3.3%	0.1%	0.5%	-0.8%	0.7%	2.5%	2.1%	1.8%	2.1%	2.2%	2.2%	2.2%	1.1%	2.1%
輸出	10.2%	3.9%	-6.5%	-7.6%	-2.1%	-3.4%	-2.7%	-1.3%	0.3%	2.5%	2.5%	2.4%	-0.5%	-2.4%	2.0%
輸入	-1.8%	-2.0%	-0.7%	-1.5%	-3.0%	-2.6%	-0.4%	0.3%	3.6%	1.8%	1.8%	1.8%	-1.5%	-1.4%	2.2%
鉱工業生産	-1.9%	-0.5%	1.0%	-0.1%	0.3%	-0.8%	-0.7%	0.6%	0.4%	1.0%	1.1%	1.2%	-0.4%	-0.1%	0.9%
実質小売売上高	-4.7%	-2.7%	-2.1%	-1.9%	0.0%	0.0%	1.3%	2.5%	1.2%	1.4%	1.4%	1.3%	-2.9%	1.0%	1.3%
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%	1.4%	1.3%	0.8%	1.0%	1.8%	2.1%	1.8%	3.2%	1.0%	1.7%
失業率	4.0%	4.2%	4.1%	3.8%	4.3%	4.4%	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	-41.8	-50.5	-50.0	-49.4	-48.7	-47.7	-46.2	-44.7	-186.7	-191.7	-187.3
経常収支	-21.0	-27.9	-18.5	-21.2	-21.0	-28.2	-27.8	-27.5	-27.1	-26.3	-25.9	-25.4	-88.5	-104.5	-104.7
国債10年物（期中平均）	3.54%	3.99%	4.46%	4.23%	4.03%	4.20%	4.02%	3.90%	3.80%	3.70%	3.60%	3.56%	4.06%	4.04%	3.67%
政策金利（末値）	4.25%	5.00%	5.25%	5.25%	5.25%	5.25%	5.00%	4.75%	4.50%	4.25%	4.00%	3.75%	5.25%	4.75%	3.75%

（注）網掛け部分は大和総研予想（2024 年 7 月 18 日時点）。
（出所）ONS、BOE より大和総研作成

中国経済　5%成長目標の達成に黄信号

家計のバランスシート調整の影響もあり、消費が減速

齋藤 尚登

［要約］

■ 中国国家統計局によると、2024 年 4 月～6 月の実質 GDP 成長率は前年同期比 4.7%（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）となり、1 月～3 月の 5.3%から減速した。不動産不況による家計のバランスシート調整の影響により、消費の伸びが鈍化したことが響いた。

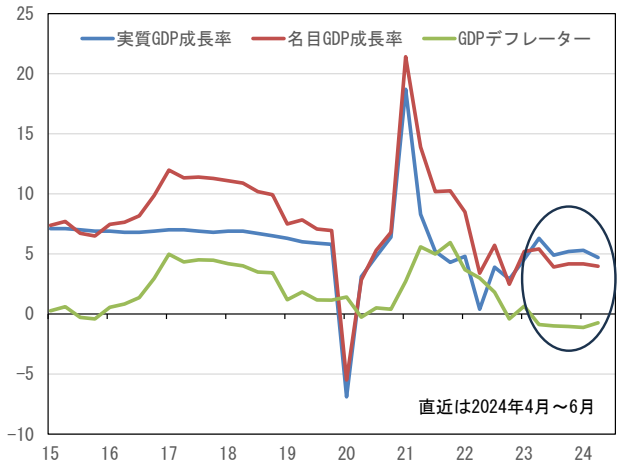
■ このまま景気減速が続けば、2024 年の政府成長率目標 5.0%前後の達成は困難だ。今後、中国政府は景気てこ入れ策を強化してくる可能性が高い。ただし、打てる手は製造業投資やインフラ投資の増強、あるいは消費刺激策の拡充などが中心となろう。製造業投資やインフラ投資の一段の増強は、過剰生産能力のさらなる深刻化や投資効率の低下（金融リスクの増大）を招きかねない。消費刺激策について、クーポン配布などの効果は一過性のものにとどまり、家電購入に対する補助金政策は需要先食いという副作用が付きまとう。仮に 2024 年は 5%成長を達成できても、そのツケは後年支払うことに注意が必要だ。

2024 年 4 月～6 月の実質 GDP 成長率は前年同期比 4.7%に減速

中国国家統計局によると、2024 年 4 月～6 月の実質 GDP 成長率は前年同期比 4.7%（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）となり、1 月～3 月の 5.3%から減速した。名目は 4.0%成長であり、デフレ傾向にある中国では、2023 年 4 月～6 月以降、5 四半期連続で名目成長率＜実質成長率という状況が続いている。景気減速は肌感覚では一層強く感じられるのではないか。

2024 年 1 月～6 月の 5.0%成長の需要項目別寄与度は、最終消費支出が 3.0%pt、総資本形成は 1.3%pt、純輸出は 0.7%pt であった。2024 年 1 月～3 月の 5.3%成長の需要項目別寄与度は、最終消費支出 3.9%pt、総資本形成 0.6%pt、純輸出 0.8%pt であり、2024 年 1 月～6 月は最終消費支出の寄与度の低下を総資本形成の寄与度上昇が補いきれなかった格好だ。

実質・名目 GDP 成長率、GDP デフレーターの推移（単位：%）



（出所）中国国家統計局より大和総研作成

実質 GDP 成長率(前年比）需要項目別寄与度（単位：%、%pt）

	実質GDP成長率	最終消費支出	総資本形成	純輸出
2015	7.0	4.9	1.6	0.6
2016	6.8	4.5	3.1	▲ 0.8
2017	6.9	3.9	2.7	0.3
2018	6.7	4.3	2.9	▲ 0.5
2019	6.0	3.5	1.7	0.7
2020	2.2	▲ 0.2	1.8	0.6
2021	8.4	5,5	1.1	1.8
2022	3.0	1.2	1.4	0.4
2023.1-3	4.6	3.1	1.8	▲ 0.3
1-6	5.5	4.3	1.9	▲ 0.7
1-9	5.2	4.3	1.6	▲ 0.8
1-12	5.2	4.3	1.5	▲ 0.6
2024.1-3	5.3	3.9	0.6	0.8
1-6	5.0	3.0	1.3	0.7

（出所）CEIC、中国国家統計局より大和総研作成

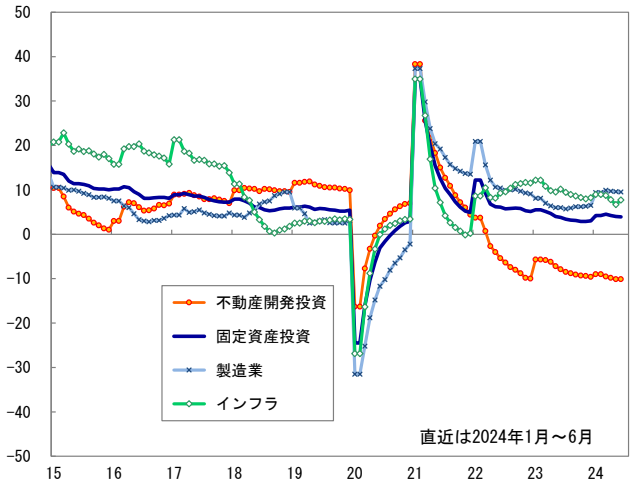
不動産不況による一部バランスシート調整の影響

2024 年 1 月～6 月の不動産開発投資は 10.1%減

国家統計局によると、2024 年 1 月～6 月の固定資産投資は 3.9%増となり、1 月～3 月の 4.5%増から伸びが鈍化した。1 月～6 月の分野別内訳は、製造業投資が 9.5%増（1 月～3 月は 9.9%増）、電気・水道・ガスを含むインフラ投資は 7.7%増（同 8.8%増）、不動産開発投資は 10.1%減（同 9.5%減）だった。なお、1 月～6 月の不動産開発投資を除く固定資産投資は 8.5%増と発表されており、企業のバランスシート調整の影響は今のところデベロッパーに集中して表れていることが示唆される。

不動産開発投資は 2022 年以降大幅な前年比マイナスが続き、足元でも減少に歯止めが掛からない状況だ。2020 年 8 月に中国版総量規制が導入され、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である。

固定資産投資全体、分野別の推移（1 月から累計の前年同期比、単位：%）



（注）1～2月は平均値
（出所）中国国家統計局より大和総研作成

2024 年 4 月～6 月の小売売上は 2.6%増に減速

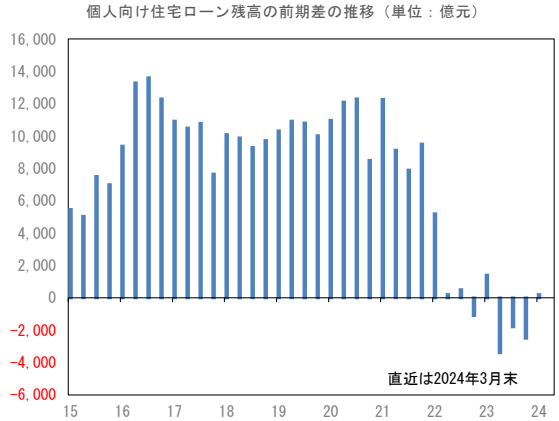
消費も冴えない。2024 年 4 月～6 月の小売売上高は 2.6%増にとどまり、1 月～3 月の 4.7%増から伸び率が低下した。

不動産不況に伴うバランスシート調整の影響は家計にも及んでいる。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。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、購入意欲は高まるが、不動産不況によって全く逆のことが起きている。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。2023 年 1 月の「ウィズコロナ」政策への転換後は、消費者信頼感指数も回復すると思われたが、一時的かつ小幅な改善にとどまり、その後は低空飛行が続いている。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おり、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は極めて高い。

個人向け住宅ローン残高



（注）個人向け住宅ローン残高の前期差
（出所）中国人民銀行より大和総研作成

消費者信頼感指数

（出所）中国国家統計局より大和総研作成

不動産不況の出口は未だ見えず

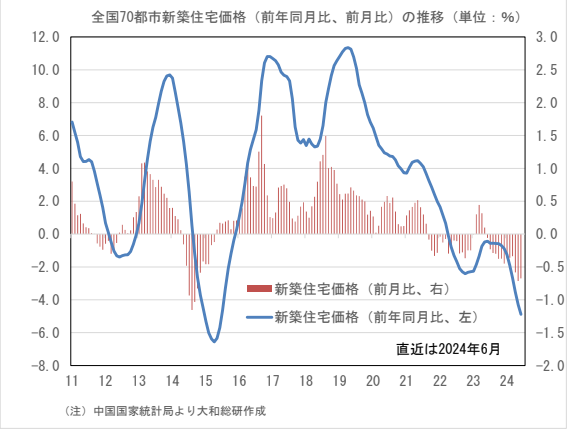
不動産不況からの脱却を目指して、中国政府は、2024 年 5 月 17 日に「前例のない」（中国メディア）の住宅市場てこ入れ策を発表した。具体的には、①住宅ローンの頭金の割合の引き下げと住宅ローン金利の下限撤廃、②地方政府（国有企業）による住宅在庫の一部買い取りと保障性住宅への転換である。しかし、筆者はこの効果に多くを期待していない。それどころか、②については、マイナスの影響を懸念している。

①について、頭金の割合と住宅ローン金利の大幅引き下げを行う地方政府が相次いだ。例えば、広東省広州市は、2024 年 5 月 29 日付けで、住宅ローン頭金の割合を国の定める最低ラインに設定し、1 軒目は従来の 20%→15%以上、2 軒目は 30%→25%以上に引き下げた。さらに、1 軒目と 2 軒目の住宅ローン金利の下限を撤廃したうえで、1 軒目は LPR5 年物（住宅ローン金利の参照レート）－10BP の 3.85%から LPR5 年物－55BP の 3.40%に、2 軒目は LPR5 年物＋30BP の 4.25%から LPR5 年物－15BP の 3.80%に引き下げた。

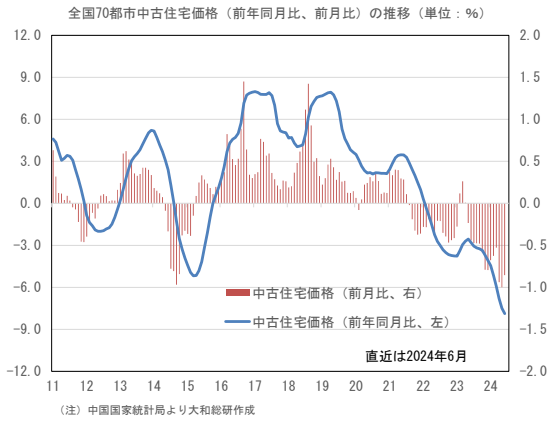
住宅実需が大きく刺激されるには、住宅価格の先安観が払しょくされることが必要だが、2024 年 6 月の全国 70 都市平均の新築住宅価格は▲4.9%（5 月は▲4.3%）、中古住宅価格は▲7.9%

（同▲7.5%）と下落幅が拡大している。新築住宅は 27 か月、中古住宅は 29 か月連続の価格下落だ。少なくとも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。

全国 70 都市新築住宅価格



全国 70 都市中古住宅価格



上記②の地方政府（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については、住宅実需を却って低下させかねないとみている。例えば、買い取られる在庫はコストを抑えて開発された物件ではない。同じグレード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れば、購入者は安価な物件を選好し、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、そもそもこうした政策自体が市場を歪めるのである。

この章の最後に、住宅販売・在庫関連の指標を確認すると、2024 年 1 月～6 月の住宅販売面積は 21.9%減（1 月～5 月は 23.6%減）、住宅販売金額は 26.9%減（同 30.5%減）、住宅在庫面積は 23.5%増（同 24.6%増）と、僅かな改善にとどまっている。

家電購入刺激策は早くも息切れ？

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。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というものである。補助金額の合計は、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おり、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。

2024 年 5 月の家電売上は 12.9%増を記録し、幸先の良いスタートを切ったようにみえたが、6 月には 7.6%減と前年割れとなってしまった。小売売上全体では 5 月の 3.7%増から 6 月は

2.0%増に減速している。家電購入刺激策の効果が早くも息切れしたのか判断はつきにくいが、消費の地合いの弱さが示唆されていよう。

家電・音響映像機材の売上（前年同月比）（単位：%）

（注）1月～2月は平均
（出所）中国国家統計局より大和総研作成

政府成長率目標 5%の達成に黄信号

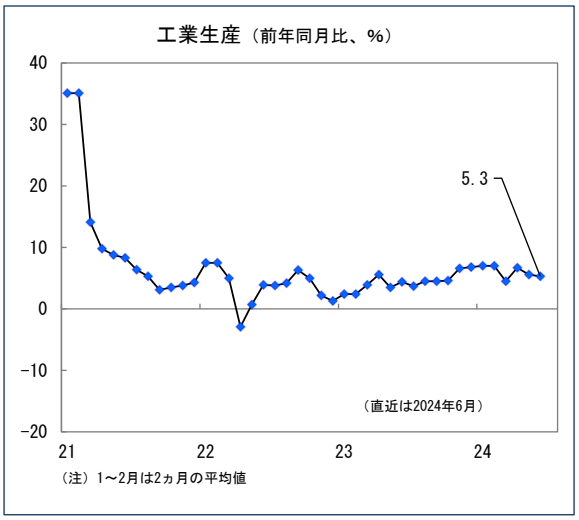
2024 年 1 月～6 月の実質 GDP 成長率は 5.0%であり、このまま減速が続けば、年間の政府成長率目標 5.0%前後の達成は困難だ。今後、中国政府は景気てこ入れ策を強化してくる可能性が高い。ただし、打てる手は製造業投資やインフラ投資の増強、あるいは消費刺激策の拡充などが中心となろう。製造業投資やインフラ投資の一段の増強は、過剰生産能力のさらなる深刻化や投資効率の低下（金融リスクの増大）を招きかねない。消費刺激策について、クーポン配布などの効果は一過性のものにとどまり、家電購入に対する補助金政策は需要先食いという副作用が付きまとう。仮に 2024 年は 5%成長を達成できても、そのツケは後年支払うことに注意が必要であろう。

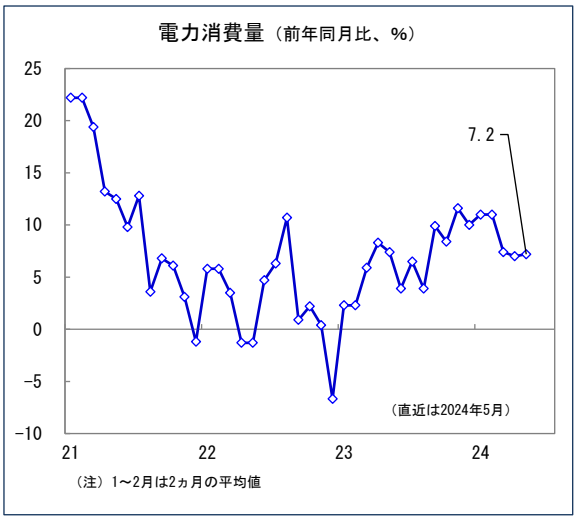
主要経済指標一覧

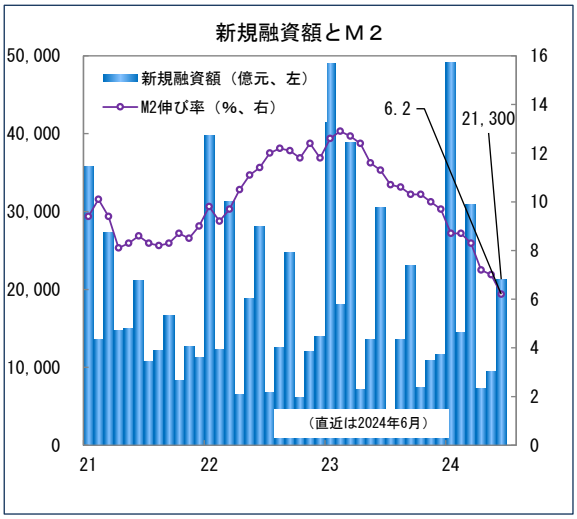
	2023年6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	2024年1月	2月	3月	4月	5月	6月
実質GDP成長率（四半期、前年同期比、%）	6.3	–	–	4.9	–	–	5.2	–	–	5.3	–	–	4.7
工業生産（前年同月比、%）	4.4	3.7	4.5	4.5	4.6	6.6	6.8	7.0		4.5	6.7	5.6	5.3
電力消費量（前年同月比、%）	3.9	6.5	3.9	9.9	8.4	11.6	10.0	11.0		7.4	7.0	7.2	
鉄道貨物輸送量（前年同月比、%）	-2.4	1.2	1.0	0.2	5.1	3.8	3.7	0.6		-1.5	-0.6	4.7	
固定資産投資（前年累計比、%）	3.8	3.4	3.2	3.1	2.9	2.9	3.0	4.2		4.5	4.2	4.0	3.9
不動産開発投資（前年累計比、%）	-7.9	-8.5	-8.8	-9.1	-9.3	-9.4	-9.6	-9.0		-9.5	-9.8	-10.1	-10.1
小売売上（前年同月比、%）	3.1	2.5	4.6	5.5	7.6	10.1	7.4	5.5		3.1	2.3	3.7	2.0
消費者物価指数 全体（前年同月比、%）	0.0	-0.3	0.1	0.0	-0.2	-0.5	-0.3	-0.8	0.7	0.1	0.3	0.3	0.2
食品（前年同月比、%）	2.3	-1.7	-1.7	-3.2	-4.0	-4.2	-3.7	-5.9	-0.9	-2.7	-2.7	-2.0	-2.1
非食品（前年同月比、%）	-0.6	0.0	0.5	0.7	0.7	0.4	0.5	0.4	1.1	0.7	0.9	0.8	0.8
工業製品出荷価格指数（前年同月比、%）	-5.4	-4.4	-3.0	-2.5	-2.6	-3.0	-2.7	-2.5	-2.7	-2.8	-2.5	-1.4	-0.8
工業生産者購入価格指数（前年同月比、%）	-6.5	-6.1	-4.6	-3.6	-3.7	-4.0	-3.8	-3.4	-3.4	-3.5	-3.0	-1.7	-0.5
新規融資額（億元）	30,512	3,459	13,600	23,100	7,384	10,900	11,700	49,200	14,500	30,900	7,300	9,500	21,300
M2伸び率（%）	11.3	10.7	10.6	10.3	10.3	10.0	9.7	8.7	8.7	8.3	7.2	7.0	6.2
輸出（前年同月比、%）	-12.4	-14.3	-8.6	-6.8	-6.6	0.7	2.1	6.8		-7.6	1.4	7.6	8.6
輸入（前年同月比、%）	-7.1	-12.1	-7.2	-6.3	3.0	-0.6	0.3	3.5		-1.9	8.3	1.8	-2.3
貿易収支（億米ドル）（1月、2月は平均）	695.6	794.0	672.2	751.2	558.6	690.7	747.3	619.6		584.3	722.4	826.2	990.5
新築商品住宅価格指数 北京（前年同月比、%）	3.5	3.5	2.8	2.9	2.1	1.9	1.7	1.3	1.0	0.8	-0.5	-1.8	-2.4
上海（前年同月比、%）	4.8	4.5	4.1	4.4	4.4	4.7	4.5	4.2	4.2	4.3	4.2	4.5	4.4
商用不動産 着工面積（前年累計比、%）	-24.9	-25.1	-24.9	-23.9	-23.7	-21.7	-20.9	-30.5		-28.3	-24.7	-24.3	-23.8
竣工面積（前年累計比、%）	18.4	19.9	18.6	19.1	18.4	17.1	15.8	-21.1		-21.4	-20.3	-20.1	-21.8
不動産販売 面積（前年累計比、%）	-13.7	-14.9	-15.9	-16.4	-16.7	-17.1	-17.7	-24.9		-24.3	-22.3	-21.1	-19.5
金額（前年累計比、%）	-4.5	-7.0	-9.0	-10.4	-10.7	-11.2	-12.5	-31.6		-30.1	-29.4	-28.4	-25.3

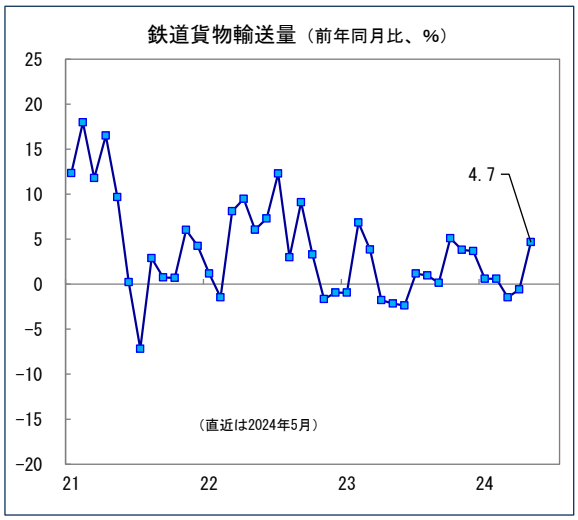
（出所）中国国家統計局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー局、CEICより大和総研作成

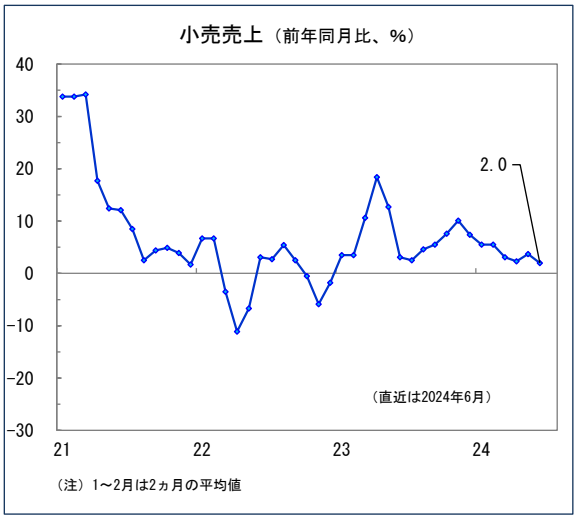
主要経済指標一覧（続き）

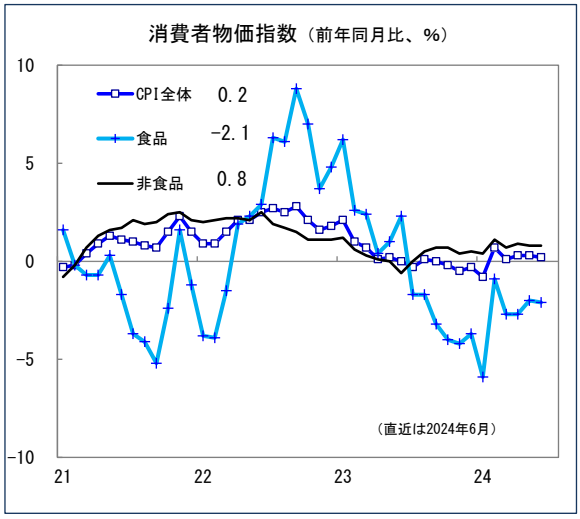






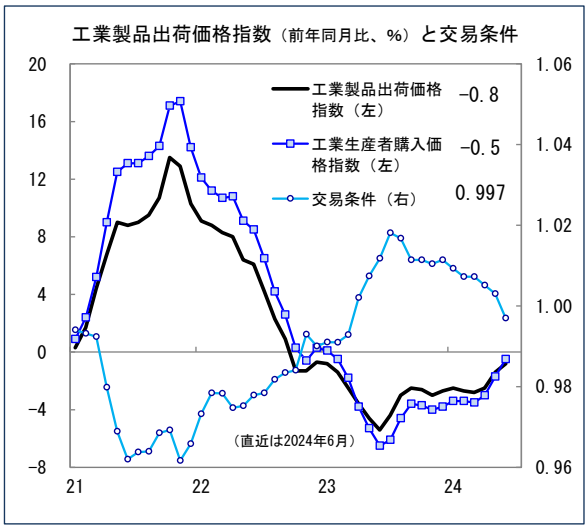


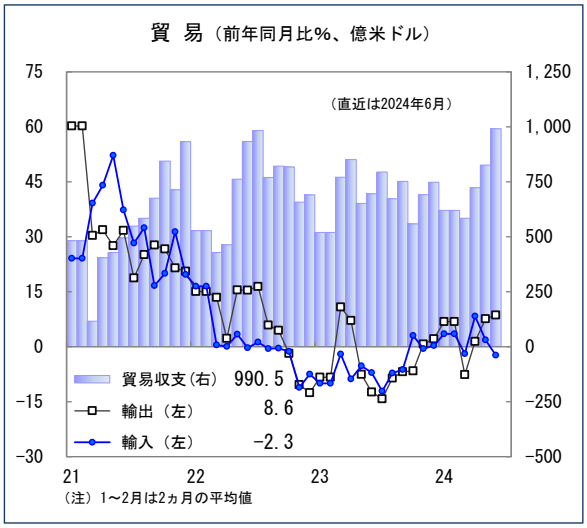


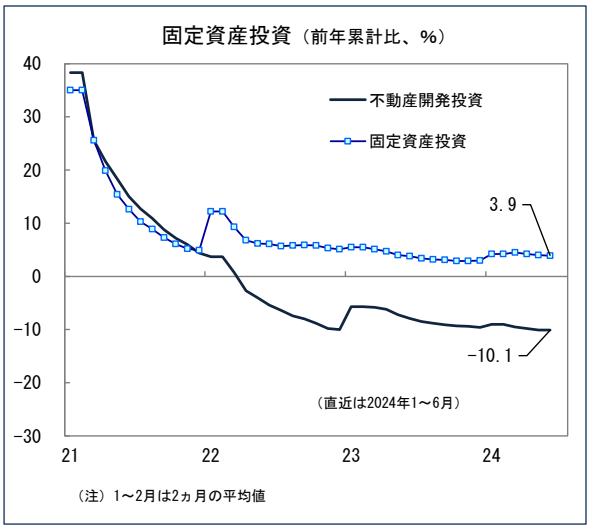


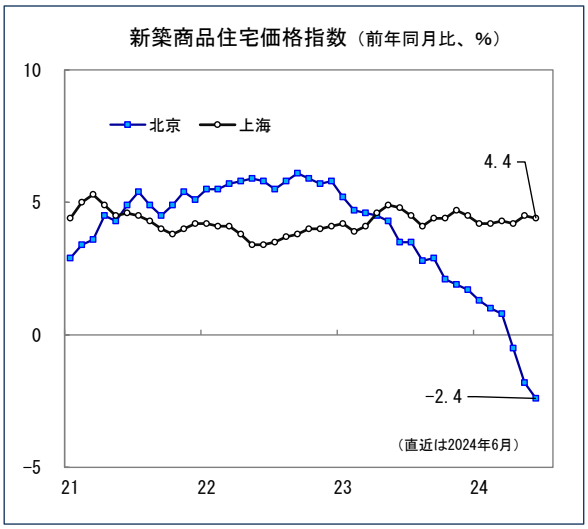
（出所）中国国家統計局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー局、CEIC より大和総研作成

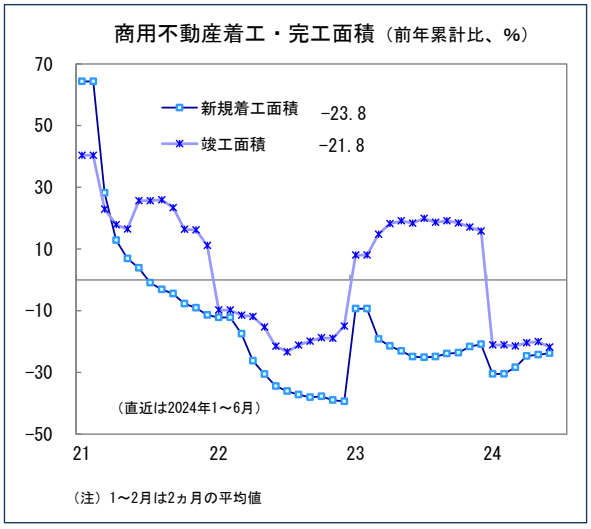
主要経済指標一覧（続き）

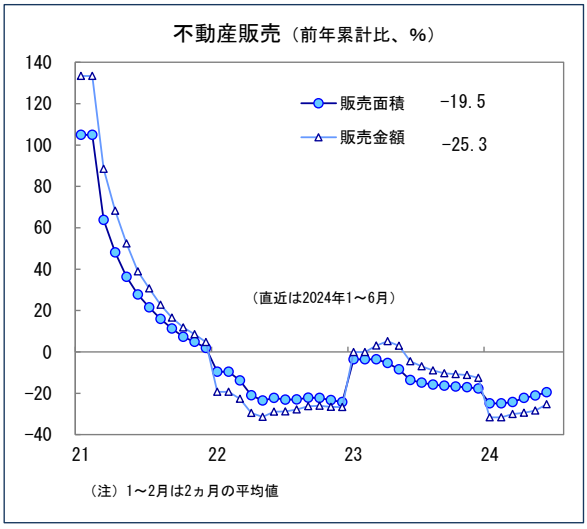












（出所）中国国家統計局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー局、CEIC より大和総研作成