

2024 年 8 月 23 日

主要国経済 Outlook

2024 年 9 月号 (No. 454)

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

日本市場の動揺と米中二大経済大国の課題

経済調査部 シニアエコノミスト 佐藤 光

日本経済 3

経済見通しを改訂／内需を中心に緩やかな回復を見込む

経済調査部 シニアエコノミスト 神田 慶司

米国経済 16

論点は高インフレから雇用悪化へ？

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 26

低空飛行が続く

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 36

5%成長死守に向け内需を刺激

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

日本市場の動揺と米中二大経済大国の課題

佐藤 光

8月初めには、日本株の歴史的な急落と急反発が話題となった。加えて為替市場では、ドル円レートの急変動と共に投機筋の為替円売りポジションの劇的な巻き戻しが起こるなど、日本市場は異例の乱高下に見舞われた。日本の金融政策の変更と米国景気への不安感台頭が重なり、先行きの不透明感が一気に強まったことが、外国人投資家のシェアが高く世界景気に敏感とされる日本市場に、極端に大きな変動幅をもたらしたと考えられる。

米国経済を経済指標からみると、足元では小売売上高等のハードデータが比較的堅調に推移する一方で、ISM 景況感指数や消費者信頼感指数等のソフトデータの軟化が併存しており、単純には評価できない状況といえる。そこへこれまで堅調だった雇用情勢に陰りが見え始めたことから不透明感が一層強まった。景況不安への対応策としては、金融政策面で利下げの余地が大きいものの、インフレ高止まりへの懸念が必ずしも払しょくできていない。金融政策の方向転換と相まって、政策の調整が一層難しくなっている可能性がある。政策当局が目指す景気のソフトランディングへの道のりは平坦ではないだろう。また、米大統領選挙で民主・共和両党の公約が出そろった中、9月以降の候補者討論会は市場や景況感のかく乱要因となり得る。

世界経済の中では、米国のみならず中国でも景況の不透明感が強まっており、直近では主に製造業 PMI などの景況感の悪化が目立つ。中国経済については、直近で最大の課題である不動産不況への対策が効果を発揮するにはなお時間がかかるとみられ、ひとまず悪化に歯止めをかけたとしても、その後持続的な回復に転じる道筋は見えていない。現在は米大統領選挙の最中であり米中間の緊張緩和が見込みにくい中で、中国経済が目立って減速するという事態は政権の威信を保つためにも避けたいことだろう。中国政府による経済の安定に向けた努力は続く。

IMF は今年7月発表の世界経済見通しにおいて、2025年にかけて世界全体では前年比+3%台の安定的な成長見通しを発表していた。しかし、米中の二大国だけを取り上げても、成長実現に向けた実体経済面の課題は山積していることから、今後も変調の兆しへの注意は怠れない。

主要国実質 GDP 見通し＜要約表＞ (2024年8月21日時点)

	(%)					(前年比%)							
	2023年 10-12	2024年				2025年			2022年	2023年	2024年	2025年	(下線及び斜字は年度)
		1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9					
日本	0.3	-2.3	3.1	2.4	2.0	1.6	1.0	1.0	1.2	1.7	0.1	1.6	<u>1.6</u> <u>0.8</u> <u>0.9</u> <u>1.3</u>
米国	3.4	1.4	2.8	1.8	1.7	1.8	1.9	2.0	1.9	2.5	2.6	1.9	
ユーロ圏	0.0	1.1	1.2	1.2	1.3	1.4	1.4	1.5	3.4	0.4	0.8	1.4	
英国	-1.2	2.9	2.3	0.8	1.0	1.4	1.5	1.4	4.3	0.1	1.0	1.3	
中国	5.2	5.3	4.7	5.2	4.8	4.3	4.8	4.8	3.0	5.2	5.0	4.5	
ブラジル	2.1	2.5	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	3.0	2.9	2.2	1.8	
インド	8.6	7.8	N.A.	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	4.9	5.4	4.0	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	-1.2	3.6	3.5	1.0	

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

(出所) 各種統計より大和総研作成

日本経済

経済見通しを改訂／内需を中心に緩やかな回復を見込む

神田 慶司
久後 翔太郎
田村 統久
岸川 和馬
中村 華奈子

[要約]

- 2024 年 4-6 月期の GDP1 次速報の公表を受け、経済見通しを改訂した。メインシナリオにおける実質 GDP 成長率は 2024 年度+0.9%、2025 年度+1.3%（暦年ベースでは 2024 年+0.1%、2025 年+1.6%）と見込む。
- 春闘での高水準の賃上げ継続などにより、実質賃金は 2024 年 7-9 月期以降も上昇が続こう。賃上げと価格転嫁の循環により、基調的なインフレ率は 2%程度で安定すると見込んでいる。当面は定額減税の効果や自動車の挽回生産が見込まれるほか、インバウンド需要の増加、高水準の家計貯蓄、シリコンサイクルの回復が予測期間中の日本経済を下支えしたり、押し上げたりしよう。ただし、米国などの海外経済の下振れリスクには警戒が必要で、円高が進行する可能性もある。
- 日本銀行（日銀）は経済・物価・金融情勢を注視しつつ、2025 年 1-3 月期に短期金利を 0.50%に引き上げ、その後は半年に一度程度のペースで 0.25%pt の追加利上げを行うと想定している。ただし、実質短期金利が予測期間を通じてマイナス圏で推移するなど緩和的な金融環境は維持されるだろう。日銀の国債買入れ減額による長期金利への影響は当面の間は限定的とみられる。

1. 内需を中心に緩やかな回復を見込むも外部環境の悪化に要注意

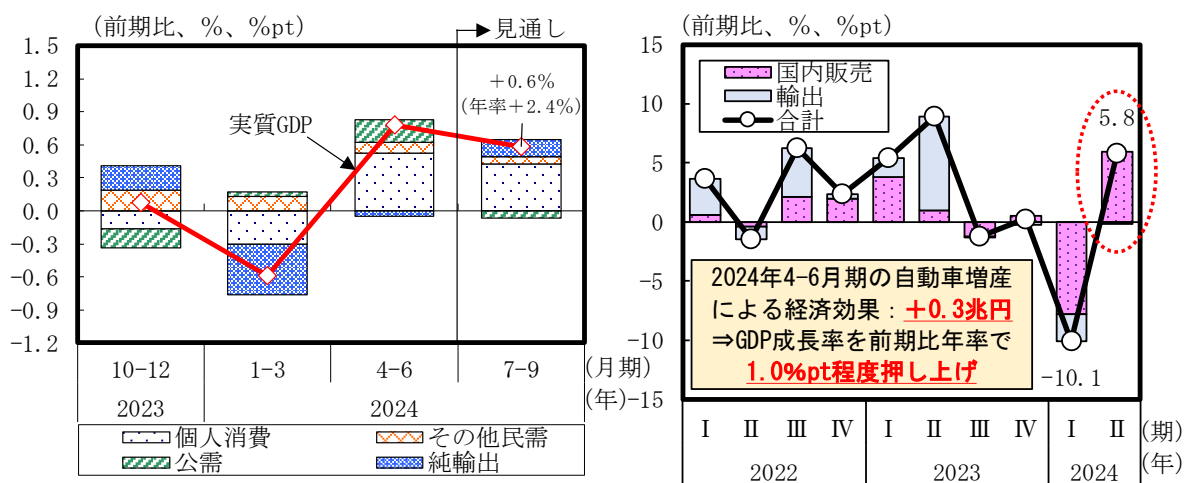
3 四半期にわたって停滞した日本経済は 4-6 月期に回復局面に入った可能性

2024 年 4-6 月期の実質 GDP 成長率は、1 次速報値で前期比年率+3.1%（前期比+0.8%）だった¹（図表 1 左）。

1-3 月期は一部自動車メーカーの認証不正に伴う自動車の減産が実質 GDP のマイナス成長の主因となったが、4-6 月期は生産体制の正常化が進み、個人消費や設備投資、輸出を押し上げた。自動車の販売・輸出台数の増加分に平均単価を乗じ、部品などの輸入増の影響を考慮すると、自動車の増産は 4-6 月期の実質 GDP を 0.3 兆円程度押し上げたと試算される（成長率では前期比年率で 1.0%pt 程度の押し上げ、図表 1 右）。令和 6 年能登半島地震による影響が落ち着いたことなども 4-6 月期のプラス成長に寄与したとみられる。

4-6 月期の実質 GDP を需要項目別に見ると（図表 1 左）、民需関連では在庫変動を除く全ての項目で前期から増加した。公需関連では政府消費と公共投資がいずれも増加した。外需関連では輸出と輸入がともに増加したが、輸出の増加額が輸入のそれを下回ったことで、純輸出は小幅なマイナスとなった。

図表 1：実質 GDP 成長率の実績と見通し（左）、自動車の生産回復による経済効果（右）



(注) 左図は季節調整値。右図は国内販売台数（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。
(出所) 内閣府、財務省、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

このうち個人消費は前期比+1.0%と 5 四半期ぶりに増加した。消費の減少が続いた主因とみられる所得環境が改善し、1 人あたり実質雇用者報酬は同+0.8%と、横ばい圏で推移していた 10-12 月期（同+0.1%）や 1-3 月期（同+0.0%）から伸び率が加速した。春闘での大幅賃上げの効果などが表れた形だ。6 月から始まった定額減税も消費を後押しした可能性がある。

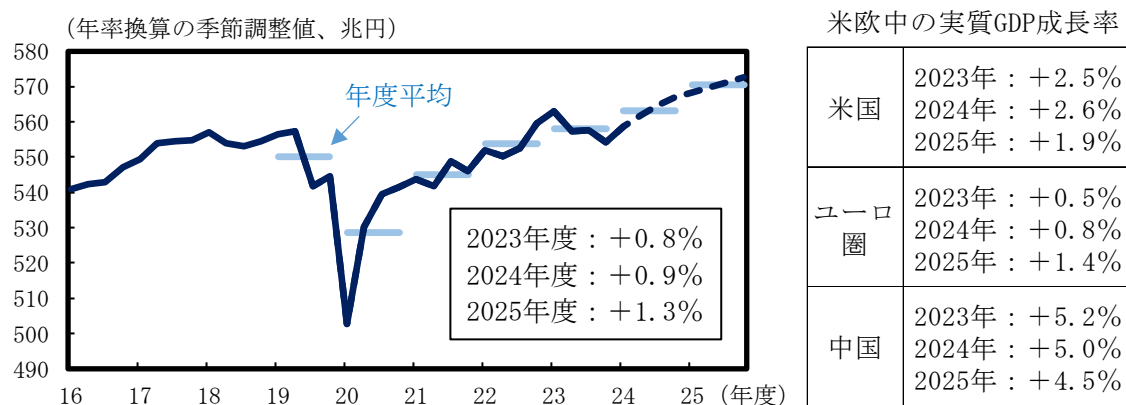
¹ 詳細は、神田慶司・田村統久「[2024 年 4-6 月期 GDP \(1 次速報\)](#)」（大和総研レポート、2024 年 8 月 15 日）を参照。

日本経済は 1-3 月期まで 3 四半期にわたって停滞したが、4-6 月期に回復局面に入ったようだ。7-9 月期の実質 GDP 成長率は民需などの回復が続き、前期比年率+2.4%（前期比+0.6%）と 2 四半期連続のプラス成長になるとみている（**図表 1 左**）。

日本の実質 GDP 成長率見通しを 2024 年度+0.9%、2025 年度+1.3%に改訂

図表 2 ではメインシナリオにおける実質 GDP の推移と、その前提である海外経済見通しを示した。海外経済については当社の各国担当者の最新（8 月 21 日時点）の見通しに基づく。詳細については各国の経済見通しを参照されたい。

図表 2：日本の実質 GDP 見通し（左）と海外経済の前提（右）



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

(出所) 内閣府、各国統計より大和総研作成

上記の海外経済見通しの下、メインシナリオにおける日本の実質 GDP 成長率は 2024 年度で同+0.9%、2025 年度で同+1.3%と見込んでいる（暦年ベースでは 2024 年で同+0.1%、2025 年で同+1.6%）。

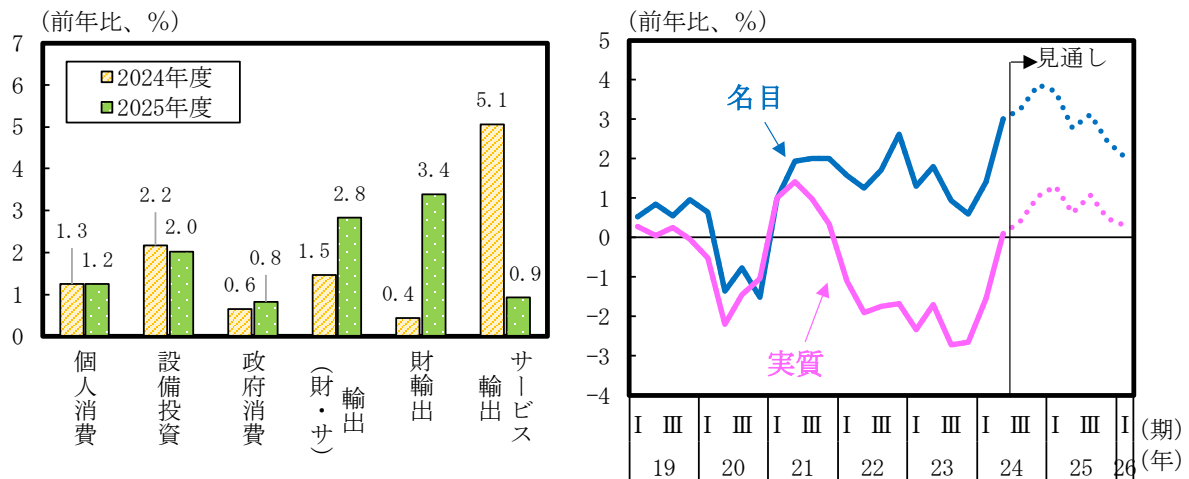
2024 年度の成長率見通しは 2024 年 6 月 10 日に公表した当社の「[第 221 回日本経済予測（改訂版）](#)」（以下、前回予測）から変更していない。7 月 1 日に建設総合統計の遡及改定が反映され、「成長率のゲタ」（各四半期の前期比の伸び率がゼロで達成できる実質 GDP 成長率）が低下した一方、足元の推移を受けて個人消費や設備投資、公共投資などを上方修正したためである。2025 年度は前回予測から 0.2%pt 引き下げた。2024 年度を上方修正した需要項目の一部に反動が表れることを想定した。個人消費が緩やかに減速する一方で設備投資などが加速し、四半期ベースの実質 GDP 成長率は前期比年率+1%程度の成長が続くと見込んでいる。

主な需要項目に関しては、**図表 3 左**のような推移を見込んでいる。このうち個人消費については **2 章**で述べるように、春闘での大幅な賃上げの継続などにより所得環境の改善が続くことや、高水準の家計貯蓄の取り崩しなどを背景に緩やかな増加が続く見込みである。

GDP 統計上の実質賃金に相当する 1 人あたり実質雇用者報酬は、2024 年 4-6 月期に前年比でプラスに転換したが、今後もプラス圏での推移が続くとみられる（**図表 3 右**）。また、当面は 6

月から実施されている定額減税や自動車のペントアップ（繰越）需要も消費を下支えするだろう（**後掲図表 4**）。定額減税については、個人消費を 0.3～0.7 兆円程度押し上げると試算される（輸入の誘発分などを考慮した GDP ベースでは+0.2～0.5 兆円程度）²。消費喚起効果は 3.3 兆円程度の減税額に比べてかなり小さいとみられるが、減税が 6、7 月に集中したことで、7-9 月期を中心に効果が発現するだろう（10-12 月期以降はその反動減が表れる見込み）。

図表 3：主な需要項目の見通し（左）、1人あたり雇用者報酬の見通し（右）



(注) 左図の「財・サ」は財およびサービス。右図の点線は大和総研による予測値。

(出所) 厚生労働省、総務省、内閣府統計より大和総研作成

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

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

輸出のうち、財輸出は自動車のペントアップ需要の発現やシリコンサイクルの回復、海外経済の持ち直しなどを背景に増加が続くとみている。2024年度から2025年度にかけて伸び率は高まるが、これは前述した「成長のゲタ」によるところが大きく、四半期ベースの伸び率では総じて2024年度から減速する姿を想定している。サービス輸出は、インバウンド消費が2024年度を中心に増加するほか、業務サービスなどの趨勢的な増加が下支えするとみている。

² 詳細については「[日本経済見通し：2024年6月](#)」を参照。

2. 今後の日本経済のポイントと実質賃金見通し

(1) 日本経済の主な「下支え・押し上げ要因」と「下振れリスク」

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

図表 4：今後の日本経済の主な「下支え・押し上げ要因」と「下振れリスク」

経済の下支え・押し上げ要因
○賃上げ等による家計の所得環境の改善 実質賃金は24年7-9月期以降も上昇継続へ。25年の春闘賃上げ率は前年から低下するも4.2%（連合集計値ベース）と高水準を維持する見込み。定額減税やエネルギー高対策の再開・延長に加え、24年10月分から児童手当が拡充 ○自動車の挽回生産（受注残の消化） 自動車のペントアップ（繰越）需要は24年7月末で24万台（0.6兆円）で挽回生産は24年秋頃まで継続する見込み。実質賃金の上昇は挽回生産終了後の生産水準の低下を緩和 ○インバウンド需要の増加 中国人訪日客の本格回復もあり、訪日外客数（23年で2,507万人）は24年で3,600万人、25年で4,000万人の見込み。中国人以外の訪日客数の伸び悩みや足元の円高を踏まえ、インバウンド需要見通しを下方修正 ○高水準の家計貯蓄 家計金融資産は実質賃金の上昇直前の21年12月末から直近の24年3月末までに+157兆円（負債を除いたネットベースで同+134兆円）。足元では株式市場が不安化しており、株価が調整すれば逆資産効果を通じて消費を下押し ○シリコンサイクル（世界の半導体市況）の回復 24年に回復局面に入ったシリコンサイクルは、25年も回復が継続する見込み。先端半導体で高いシェアを持つ台湾や韓国の電子部品・デバイス工業の出荷・在庫バランスは改善傾向
経済の下振れリスク
○金融引き締め長期化による米国景気の悪化 雇用情勢が悪化しても賃金・物価上昇の抑制が不十分で利下げが進まず、引き締めの金融環境が長期化することで景気後退に陥る可能性。株安も発生すると、米国の実質GDPは2%近く悪化 ○米国大統領選でトランプ氏が再選 関税の大幅引き上げや移民規制の強化などにより、米国景気の悪化とインフレ再加速の可能性 ○円高の急伸 10円の円高ドル安による日本の実質GDPへの影響（年間）は▲0.2%程度。日米の金融政策の方向性が明確になる中で購買力平価（90～120円/ドル程度）が意識されることも ○中東情勢・ウクライナ情勢の緊迫化 原油価格が150ドル/bblに上昇すると日本の実質GDPへの影響（年間）は▲0.7%程度 ○中国の過剰債務問題の顕在化 技術の停滞等を背景に中国の資本ストックは2,840兆円過剰（資本係数の長期トレンドからの乖離幅） ○米中対立の激化（経済安全保障リスクの発現など） レアメタル、レアアースなどの重要物資が調達難に。米国による対中投資規制に日本も参加？

（出所）各種統計より大和総研作成

<経済の下支え・押し上げ要因>

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

1人あたり実質雇用者報酬は2024年4-6月期に前年比+0.3%と、小幅ながらも10四半期ぶりのプラスとなった。これまで当社ではプラス転換の時期を7-9月期と見込んでいたが、特別給与の想定以上の増加で転換時期が早まった形だ。今後もプラス圏で推移し、2025年度にかけ

て近年の労働生産性の伸び率に相当する年率+1%前後³で推移すると見込んでいる（**前掲図表 3 右**、厚生労働省「毎月勤労統計調査」における実質賃金は、四半期ベースでは 2024 年 7-9 月期のプラス転換を見込む）。

こうした見通しの背景には、後述するように、所定内給与のベースアップ（ベア）が中小企業を中心に 2024 年夏場にかけて実施されること、2025 年の春闘賃上げ率が前年から低下するものの 4%を上回る見込みであること、物価高が落ち着くことなどがある。また政策面では、定額減税やエネルギー高対策の再開・延長⁴に加え、児童手当が 2024 年 10 月分の支給から拡充されること⁵（拡充後の初回の支給は同年 12 月）も所得環境を改善させる。

前述のように、自動車の生産体制の正常化が進んだものの、受注残は依然として高水準にあるとみられる。需要に供給が追いつかないことで発生した自動車のペントアップ需要は、2024 年 7 月末で約 24 万台（約 0.6 兆円）と推計される⁶。ペントアップ需要に対応する（受注残を消化する）ための自動車の挽回生産は 2024 年秋頃まで継続しよう。挽回生産の終了後は生産水準が低下するものの、実質賃金の上昇は自動車需要を押し上げ、生産の減少を緩和するとみられる。

中国人訪日客数は直近の 2024 年 6 月で 2019 年同月比▲25%と依然として低水準にある。一方、季節調整値の前月比で見れば、「処理水問題」⁷の影響で落ち込んだ 2023 年 10 月を除き、同年 2 月から直近まで増加を続けている（2024 年 4~6 月は月平均で前月比+8%程度、当社による季節調整値）。今後も中国人訪日客を中心に増加が続き、2023 年で 2,507 万人（実質消費額で 4.5 兆円）だった訪日外客数は 2024 年で 3,600 万人程度（同 6.4 兆円程度）、2025 年は 4,000 万人程度（同 6.5 兆円程度）へと増加すると見込んでいる。もっとも、中国人以外の訪日客数はこのところ伸び悩んでおり、2024 年 7 月上旬から 8 月上旬にかけて円高も進んだことから、インバウンド需要の見通しを前回予測から下方修正した。

高水準の家計貯蓄は個人消費を継続的に下支えするとみられる。家計の金融資産残高は実質賃金が下落基調に入る前の 2021 年 12 月末から直近の 2024 年 3 月末までに 157 兆円増加し、2,199 兆円に達した（負債を除くベースでは 134 兆円増加して 1,808 兆円）。他方、株価は足元で高値圏にあるものの、8 月 5 日に日経平均株価が過去最大の下落幅を記録するなど不安定な動きを見せている。株価が大幅に調整すれば、逆資産効果を通じて個人消費を下押しするだろう。

世界半導体販売額に見るシリコンサイクルは 2023 年春に底を打ち、同年 11 月には 1 年 3 か月ぶりに前年比でプラスに転換した。国内の電子部品・デバイス工業の生産指数は直近の 2024 年 6 月に前年比で減少に転じたが、年前半を均して見ればシリコンサイクルの回復を反映するように上昇傾向を辿っている。先端半導体などで高いシェアを持ち、シリコンサイクルに先行

³ 労働生産性（就業者 1 人 1 時間あたり実質 GDP）上昇率は 2000~19 年で年率+1.0%で、2022 年 1-3 月期から 2024 年 4-6 月期の平均上昇率は同+0.8%であった。

⁴ 2024 年 5 月（使用分）で終了した電気・ガス料金の補助は「酷暑乗り切り緊急支援」として 8 月から 10 月まで実施され、燃料油価格激変緩和補助金（ガソリン補助金）は年内に限り継続される。

⁵ 所得制限が撤廃され、支給期間は高校生年代まで延長される。また、支給額は 0~2 歳が月 1.5 万円、3 歳~高校生年代が月 1 万円、第 3 子以降は年齢を問わず月 3 万円となる。

⁶ ペントアップ需要の推計方法については当社の「[第 218 回日本経済予測（改訂版）](#)」（2023 年 9 月 8 日）を参照。

⁷ 2023 年 8 月に東京電力福島第一原子力発電所の処理水が海洋放出されたことで日中関係が悪化した問題。

して動く台湾や韓国の電子部品・デバイス工業の出荷・在庫バランスは足元でも改善傾向にあることや、サイクル期間がおおむね4年程度であることを踏まえると、2024年に回復局面に入ったシリコンサイクルは2025年も回復が継続し、半導体関連財の国内生産を後押しするだろう。

<経済の下振れリスク>

景気の下振れリスク要因は、海外経済に中心に多く存在する。具体的には、「金融引き締め長期化による米国景気の悪化」「米国大統領選でトランプ氏が再選」「円高の進行」「中東情勢・ウクライナ情勢の緊迫化」「中国の過剰債務問題の顕在化」「米中対立の激化（経済安全保障リスクの発現など）」などが挙げられる。

このうち「金融引き締め長期化による米国景気の悪化」と「円高の進行」については、「[第222回日本経済予測](#)」（2024年8月21日。以下、今回予測）の第3章で定量的に検討した。米国の景気後退と10円の円高ドル安が同時に発現すると、日本の2024年度の実質GDP成長率は0.9%pt低下すると試算される。また「米国大統領選でトランプ氏が再選」（いわゆる「トランプ・リスク」）は前回予測で検討したが、関税引き上げや移民規制等に関するトランプ氏の主張が実現する場合、米国のGDPは最大で3.40%減少し、インフレ率は同2.75%pt押し上げられると試算される。その他のリスク要因の詳細については「[第220回日本経済予測（改訂版）](#)」（2024年3月11日）などを参照されたい。

(2) 実質賃金持ち直しの背景と今後の見通し

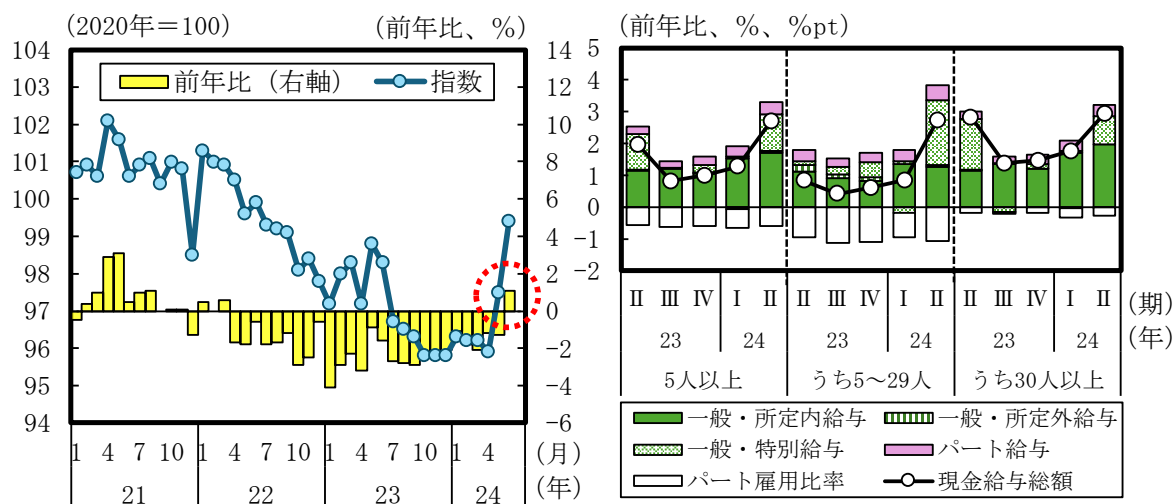
大幅賃上げと賞与上振れで実質賃金の前年比は2024年6月にプラス転換

前述のように、足元では所得環境の改善が進みつつある。厚生労働省「毎月勤労統計調査」によれば、2024年6月の実質賃金は前年比+1.1%と27カ月ぶりにプラスへと転換した（**図表5左**）。また季節調整値の水準に目を向けると、2022年初から低下基調が続いたが、2023年秋に下げ止まり、2024年春まで横ばい圏で推移した。その後、5月から2カ月連続で大きく上昇した。

背景には、2023、24年の春闘での大幅な賃上げに伴う基本給の増加や、2024年夏季賞与の上振れがある。マクロ（事業所規模5人以上）で見た現金給与総額（名目ベース）の前年比を要因分解すると、主に正規雇用者が含まれる一般労働者の所定内給与の寄与が拡大傾向にあるほか、2024年4-6月期には賞与を含む特別給与の増加が全体を大きく押し上げた（**図表5右**）。また、一般労働者における所定内給与の増加が賃金上昇に寄与した度合いは、5~29人よりも30人以上の事業所の方が大きい。2023、24年の春闘では規模の大きい企業ほど賃上げ率が高い傾向が見られたことなどを反映しているとみられる。

他方、2024 年 4-6 月期において特別給与の増加幅が大きかったのは零細企業である。一般労働者の特別給与は 30 人以上で前年同期比+5.1%だったのに対し、5~29 人では同+18.7%と大幅に増加した。零細企業では労働者の処遇改善にあたり、固定費の増加に直結する基本給の引き上げ幅を抑えつつ、代わりに賞与を含む一時金の増額で対応したケースが少なくなかったとみられる⁸。

図表 5：実質賃金水準と前年比（左）、現金給与総額の推移と要因分解（右）



(注) 左図の「指数」は季節調整値。右図の「5人以上」等は事業所規模。
(出所) 厚生労働省統計より大和総研作成

公務員給与と最低賃金の大幅引き上げに加え、2025 年春闘では 4%超の賃上げを見込む

特別給与の上振れの影響が剥落する 2024 年 7-9 月期以降も、実質賃金や 1 人あたり実質雇用者報酬は緩やかな上昇基調が続こう。この点、公務員給与においても大幅な賃上げが実施されるのは好材料だ。人事院は 2024 年度の給与改定で、国家公務員一般職の月給を平均 2.76%引き上げることなどを内閣と国会に勧告した。2%を超えるのは 32 年ぶりだ。実際に賃金に反映されるのは法改正などを待つ必要がある一方、人事院勧告は地方公務員の賃金改定でも参考とされるため、今後の地方公務員の賃金上昇にも期待がかかる。

また、パートタイム労働者の賃金に直接的に影響を及ぼす最低賃金は 10 月に大幅に引き上げられる見通しだ。中央最低賃金審議会は 7 月 25 日、2024 年度の最低賃金引き上げ額の目安を全国一律で 50 円（全国加重平均の引き上げ率に換算して 5.0%）とすることを答申した（図表 6 左）⁹。本稿執筆時点（8 月 23 日）で判明した 45 都道府県の地方最低賃金審議会の答申をもと

⁸ 支給実績に乏しかった前年の裏が表れた可能性もある。

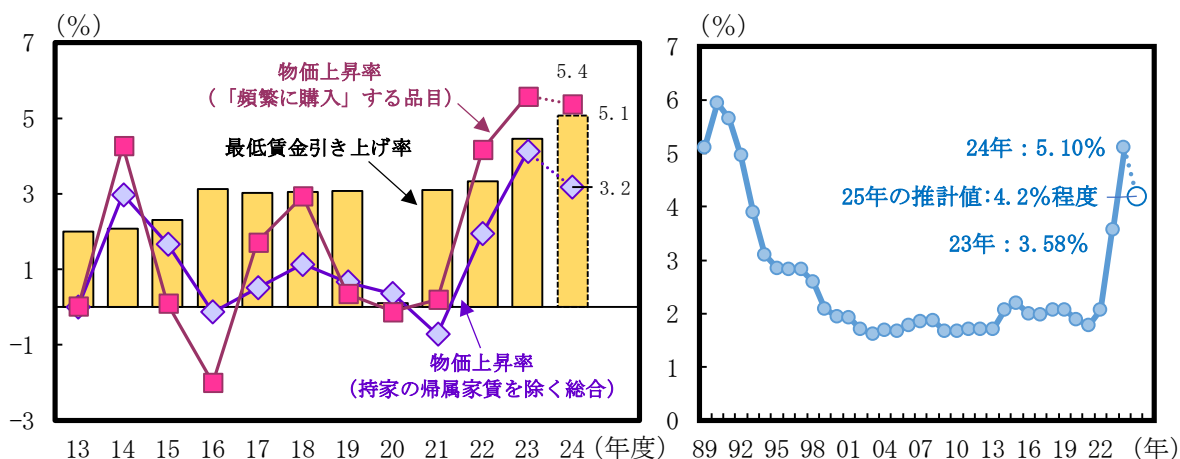
⁹ 最低賃金は「労働者の生計費」「賃金」「通常の事業の賃金支払能力」（最低賃金法 9 条 2 項で考慮するように求めている 3 要素）などを総合的に勘案して改定されるが、2024 年度は「労働者の生計費」がとりわけ重視された。物価上昇率は依然として高水準にあり、生活必需品を含む「頻繁に購入する」品目の価格上昇率が前年比で 5%を上回ることなどから、低賃金労働者の購買力を維持するべく、中央最低賃金審議会では大幅な引き上げの必要性が答申された。詳細は「中央最低賃金審議会目安に関する小委員会報告」（第 69 回中央最低賃金審議会資料、2024 年 7 月 25 日）などを参照。

に試算すると、引き上げ額は全国加重平均で 51 円程度（引き上げ率で 5.1%程度）になる。愛媛県では 59 円を答申するなど、半数を超える地域で目安額を上回った。

春闘では 2025 年も積極的な賃上げが続くとみられる。日本労働組合総連合会（連合）が 7 月 3 日に公表した第 7 回（最終）回答集計結果によると、2024 年の春闘賃上げ率（定期昇給相当込み）は加重平均で 5.10%と、33 年ぶりの高水準となった。企業業績や労働需給、物価上昇率などを説明変数とした推計式に基づけば、2025 年の春闘賃上げ率（連合集計値、定期昇給を含む）は 4.2%程度と試算される（図表 6 右）。物価上昇率や企業収益の減速などにより 2024 年比で低下するものの、2023 年を上回る 4%台を維持しよう。

2010 年代は女性や高齢者の労働参加が進んだことで、人口が減少する中でも就業者数は増加を続けた。だが、こうした層の増加余地は大きく縮小している¹⁰。近年は転職市場が活性化し、人材獲得競争が激化する中、労働条件の改善などにより従業員の流出を防ごうとする企業行動が目立つようになった¹¹。春闘における積極的な賃上げも、こうした企業戦略の一環としての側面が指摘できそうだ。国立社会保障・人口問題研究所の直近の将来推計人口（出生中位（死亡中位）推計）によると、15～64 歳の生産年齢人口は今後 30 年間で 3 割近く減少する見込みであり、人手不足が深刻化していく公算は大きい。人材確保に向けて大幅な賃上げなどに取り組む企業は、今後も増加していくとみられる。

図表 6：最低賃金引き上げ率と物価上昇率（左）、2025 年の春闘賃上げ率見通し（右）



（注 1）左図の物価上昇率は、各年度 9 月までの 1 年間の平均値（2024 年度は 2023 年 10 月～2024 年 6 月の平均値）。2024 年度の最低賃金引き上げ率は、8 月 22 日時点で答申が出ていない地域の引き上げ額が、すでに出ている地域のランク別の平均値に従うと仮定して試算。

（注 2）右図は平均賃金方式での回答を集計した結果。2025 年の賃上げ率見通しは、①売上高の伸び率、②CPI 上昇率、③需要不足失業率、④交易条件（対数換算）、⑤各種ダミー（1988 年までと 2023 年以降の 2 つ）、⑥定数項、を説明変数とした推計式から作成（①～④は前年の値で、①は 10%、②、④、⑤は 1%有意水準を満たす。推計期間は 1976～2024 年、修正済み決定係数は 0.92）。被説明変数の賃上げ率には、1989 年以降は連合の最終集計結果の実績値を、1988 年までは厚生労働省「賃金引上げ等の実態に関する調査」を利用。

（出所）厚生労働省、財務省、総務省、日本労働組合総連合会（連合）資料・統計より大和総研作成

¹⁰ 詳細は田村統久「縮小する労働供給の増加余地」（大和総研レポート、2024 年 3 月 18 日）を参照。

¹¹ 詳細は「日本経済見通し：2024 年 3 月」を参照。また、内閣府「令和 6 年度 年次経済財政報告」（2024 年 8 月）でも、人手不足への対応として従業員の処遇改善に取り組む企業が近年大きく増加していることを指摘している。

3. 物価・金融政策の見通し

新コアコア CPI は 2024、25 年度ともに前年比+2%を見込む

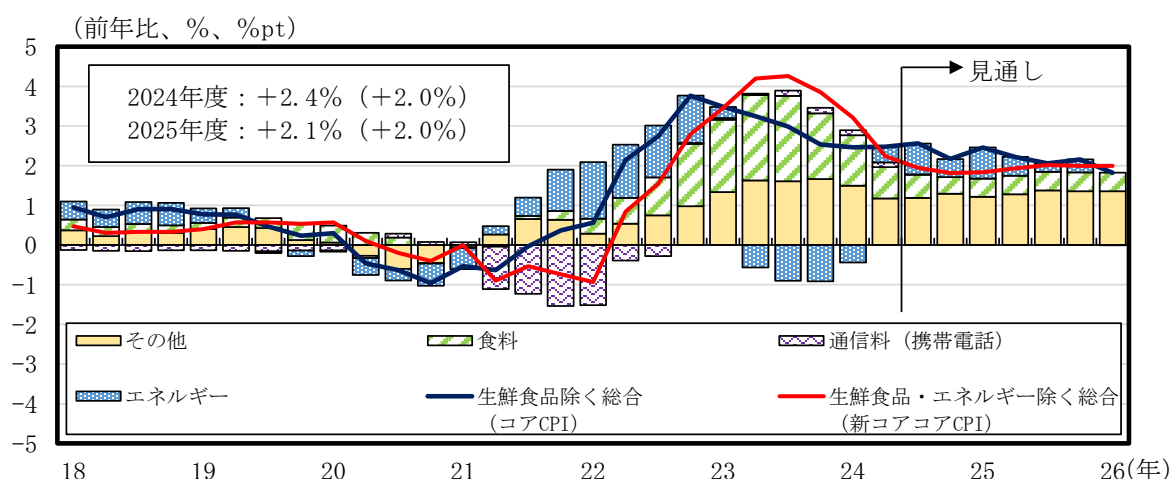
生鮮食品を除く総合ベースの CPI（コア CPI）は、2024 年度で前年比+2.4%、2025 年度で同+2.1%を見込む（図表 7）。生鮮食品・エネルギーを除く総合ベースの CPI（新コアコア CPI）では、2024、25 年度いずれも同+2.0%の見込みだ。

コア CPI・新コアコア CPI とともに、2024、25 年度のいずれも前回予測と比較して下方修正している。主因は為替レートの想定を大きく円高方向に修正したことにある。輸入物価の上昇が抑制されることで、これまでの物価上昇の主因であった中間投入コストの増加（日銀の整理¹²という「第一の力」）については、鈍化ペースがとりわけ 2024 年度半ばから速まるだろう。

他方、春闘での大幅な賃上げを受け、企業が人件費の増加分を販売価格に転嫁する動き（いわゆる「第二の力」）は 2023 年度よりも広まるとみている。2024 年度後半からは「第二の力」が強まり、基調的なインフレ率は高まっていくだろう。2025 年度には賃金・物価の循環的な上昇が定着することで、新コアコア CPI は前年比+2%の水準で安定的に推移するとみている。

コア CPI については、前回予測と比較してとりわけ 2024 年度を大きく下方修正したが、その主な要因は 6 月に発表された政府のエネルギー高対策を新たに想定したことだ。政府は「酷暑乗り切り緊急支援」を 8 月から 10 月まで実施し、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。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¹³。

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



(注) 作成時の資源価格と為替レートを前提とした物価見通し。「酷暑乗り切り緊急支援」（2024 年 8～10 月使用分の電気・ガス代への支援）のほか、燃料油価格激変緩和補助金が同年 12 月末まで実施されると想定。

(出所) 総務省統計より大和総研作成

¹² 植田和男「[最近の金融経済情勢と金融政策運営-大阪経済 4 団体共催懇談会における挨拶-](#)」（2023 年 9 月 25 日）

¹³ 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）をもとにした試算結果。

日銀は緩和的な金融環境を維持しつつ、緩やかなペースで利上げを進める見込み

日銀は2024年7月末に開催した金融政策決定会合において、長期国債買入れの減額計画を示すとともに、短期金利（無担保コールオーバーナイト物）の誘導目標を0～0.1%程度から0.25%程度に引き上げることを決定した。

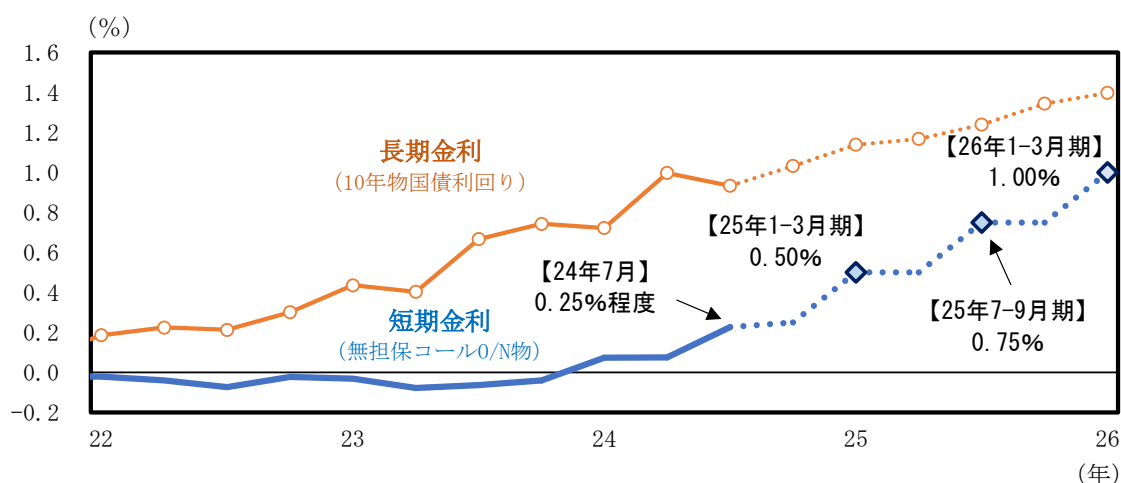
日銀は今後、経済・物価・金融情勢を注視しつつ、緩やかなペースで追加利上げを実施すると当社ではみている。メインシナリオでは2025年1-3月期に短期金利を0.50%に引き上げ、その後は半年に一度程度のペースで0.25%ptの追加利上げを行うと想定している（図表8）。

実質短期金利（コールレートからインフレ率を差し引いた水準）は緩やかに上昇するが、予測期間を通じてマイナス圏で推移する見込みである。日本の自然利子率は足元でゼロ近傍にあると推計される¹⁴。実質金利が自然利子率を下回る（実質金利ギャップはマイナスになる）ことで、予測期間を通じて緩和的な金融環境が維持されるだろう。

10年物国債利回り（長期金利）は予測期間の終盤に1.4%程度まで上昇すると見込んでいる（図表8）。日銀が利上げを進めることが長期金利の押し上げ要因になる。一方、当社では2024年7-9月期から米国のFRBが利下げを開始すると想定している。米国長期金利は緩やかに低下していく見込みであり、日本の長期金利に下押し圧力がかかるだろう。

今回予測の第4章で論じたように、日銀の国債買入れ減額による長期金利への短期的な影響は限定的とみられる。だが2040年までを視野に入れると、国債保有構成の変化を通じて長期金利に強い上昇圧力がかかる可能性がある。日銀が金融政策の正常化を進める中で金利上昇リスクを抑制するためにも、政府は財政健全化を着実に進め、国債発行残高の増加を抑制することが重要だ。

図表8：日本の長短金利の見通し



（注）長期金利は期間平均値で、短期金利は期末値。点線は大和総研による予測値。

（出所）財務省、日本銀行統計より大和総研作成

¹⁴ 詳細は当社の「第220回日本経済予測（改訂版）」（2024年3月11日）を参照。

0.25%への利上げで家計の純利息収入は0.3兆円超増加

日銀の追加利上げは貸出金利や預金金利など種々の金利に波及し、実体経済に影響を及ぼす。当社の「[第219回日本経済予測（改訂版）](#)」（2023年12月8日）では金利上昇による純利息収入への影響を経済主体別に試算したが、企業・政府・日銀の純利息収入は減少する一方、家計・金融機関等では増加する。

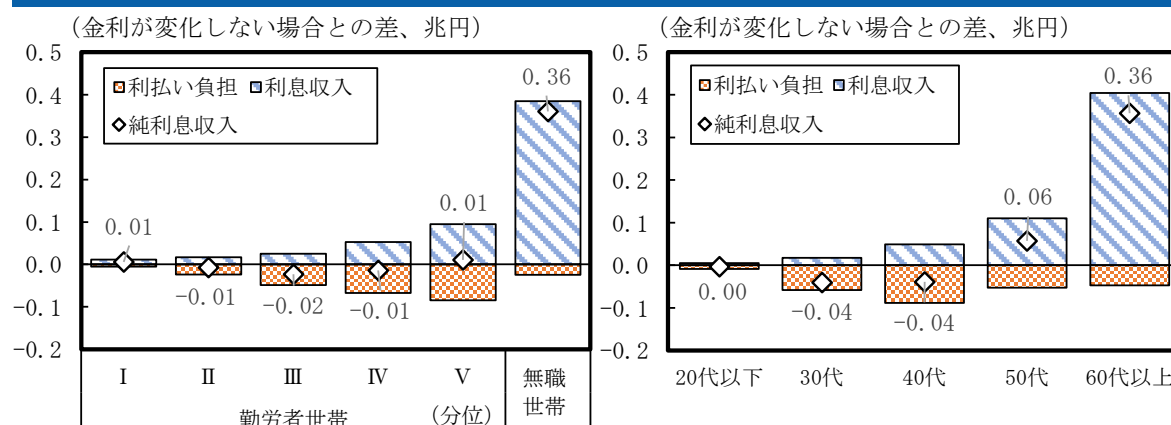
このうち家計部門では、今回の追加利上げによって普通預金の利息収入などが増加する一方、変動型住宅ローンの利払いなども増加すると見込まれる。そこで、足元の状況を踏まえて普通預金金利で0.09%pt、変動型住宅ローン金利で0.15%ptの引き上げを想定すると¹⁵、家計の純利息収入は0.33兆円程度増加すると試算される。普通預金残高は直近で650兆円程度と、負債額（変動型住宅ローン残高を170兆円程度と推計）を大幅に上回るためだ。

上記の純利息収入の増加額を世帯主の属性別に分けて見ると（**図表9**）、その大部分は無職世帯あるいは60代以上の世帯が受け取る。多くは年金受給世帯であり、他世帯と比べて預貯金が多く、住宅ローンの返済を終えた世帯が多いため、金利上昇による恩恵を受けやすい。一方、中所得の勤労者世帯あるいは30～40代の世帯などでは純利息収入が減少する。これらの世帯は子育て世代と重なり、預貯金を上回る住宅ローンなどの負債を抱えることが比較的多い。

もっとも、今回の追加利上げによる住宅ローン保有世帯への影響は限定的とみられる。国土交通省「令和5年度民間住宅ローンの実態に関する調査」における変動型住宅ローンの平均残高などから1世帯あたりの影響を試算すると、0.15%ptの金利上昇で返済額は2,000円/月超の増加にとどまる。また既存の契約の多くは、金利上昇後も毎月の返済額が原則として5年間変わらない「5年ルール」がある。負債額は増加するが、春闘での大幅賃上げを受けて給与水準が引き上げられた世帯が多いため、収入対比で見た負債額の増加は抑えられるだろう。

図表9：日銀の0.25%への利上げが家計の純利息収入に与える影響

（左：就業状態・年収階級別、右：世帯主の年齢階級別）



（注1）利息収入は普通預金金利が0.01%から0.10%に上昇した場合の増加額について、利払い負担は短期プライムレートが1.475%から1.625%に上昇した場合の増加額について試算。

（注2）総世帯ベース。2019年全国家計構造調査を用いて家計の純利息収入への影響を世帯属性別に分解。

（出所）総務省統計より大和総研作成

¹⁵ 日銀の追加利上げを受け、多くの金融機関では普通預金金利を0.01%から0.10%へと引き上げた。また、変動型住宅ローンの基準金利となる短期プライムレートは1.475%から1.625%へと引き上げられた。

図表 10：日本経済見通し＜第 222 回日本経済予測（2024 年 8 月 21 日）＞

	2023			2024				2025				2026	2023	2024	2025
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	年度 (暦年)	年度 (暦年)	年度 (暦年)
実質GDP(年率、兆円)	563.0	557.2	557.6	554.3	558.6	561.9	564.7	567.0	568.3	569.7	571.1	572.5	558.2	563.1	570.5
＜前期比、％＞	0.6	-1.0	0.1	-0.6	0.8	0.6	0.5	0.4	0.2	0.2	0.2	0.3			
＜前期比年率、％＞	2.4	-4.0	0.3	-2.3	3.1	2.4	2.0	1.6	1.0	1.0	1.0	1.0			
＜前年同期比、％＞	2.0	1.3	0.9	-0.9	-0.8	0.8	1.3	2.2	1.8	1.4	1.1	1.0	0.8 (1.7)	0.9 (0.1)	1.3 (1.6)
民間消費支出(前期比、％)	-0.8	-0.3	-0.3	-0.6	1.0	0.8	0.5	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2	-0.6	1.3	1.2
民間住宅投資(前期比、％)	1.4	-1.2	-1.1	-2.6	1.6	-1.1	-0.8	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	0.3	-2.5	-2.3
企業設備投資(前期比、％)	-2.1	-0.1	2.1	-0.4	0.9	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5	0.6	0.6	0.3	2.2	2.0
政府消費支出(前期比、％)	-1.2	0.6	-0.1	0.3	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	-0.5	0.6	0.8
公共投資(前期比、％)	1.0	-1.9	-1.7	-1.1	4.5	-2.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.7	1.1	0.5
輸出(前期比、％)	3.2	0.1	3.0	-4.6	1.4	1.6	1.4	1.0	0.4	0.4	0.4	0.4	2.8	1.5	2.8
輸入(前期比、％)	-4.1	1.3	2.0	-2.5	1.7	0.8	0.6	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4	-3.2	2.2	2.0
名目GDP(前期比年率、％)	8.2	-0.3	2.8	-1.0	7.4	3.8	3.9	3.5	2.3	2.4	2.3	2.3	4.9	3.3	2.8
GDPデフレーター(前年同期比、％)	3.7	5.2	3.9	3.4	3.0	2.3	2.2	2.3	1.6	1.6	1.4	1.3	4.0	2.4	1.5
鉱工業生産(前期比、％)	1.2	-1.4	1.1	-5.1	2.7	2.1	1.1	0.7	0.4	0.4	0.3	0.3	-1.9	1.2	2.5
コアCPI(前年同期比、％)	3.2	3.0	2.5	2.5	2.5	2.6	2.2	2.5	2.2	2.1	2.2	1.8	2.8	2.4	2.1
失業率(％)	2.6	2.6	2.5	2.5	2.6	2.5	2.4	2.4	2.3	2.3	2.3	2.3	2.6	2.5	2.3
コールレート(期末値、％)	-0.08	-0.06	-0.04	0.07	0.08	0.23	0.25	0.50	0.50	0.75	0.75	1.00	0.07	0.50	1.00
10年物国債利回り(％)	0.40	0.67	0.74	0.72	1.00	0.94	1.04	1.15	1.18	1.25	1.35	1.41	0.63	1.03	1.30
前提															
原油価格(WTI、ドル/バレル)	73.6	82.2	78.5	76.9	80.7	76.8	74.4	74.4	74.4	74.4	74.4	74.4	77.8	76.5	74.4
為替レート(円/ドル)	137.4	144.5	147.9	148.5	155.8	150.3	146.6	146.6	146.6	146.6	146.6	146.6	144.6	149.8	146.6

(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

米国経済 論点は高インフレから 雇用悪化へ？

雇用悪化を懸念しすぎず、インフレ減速を楽観しすぎずが賢明か

矢作 大祐
藤原 翼

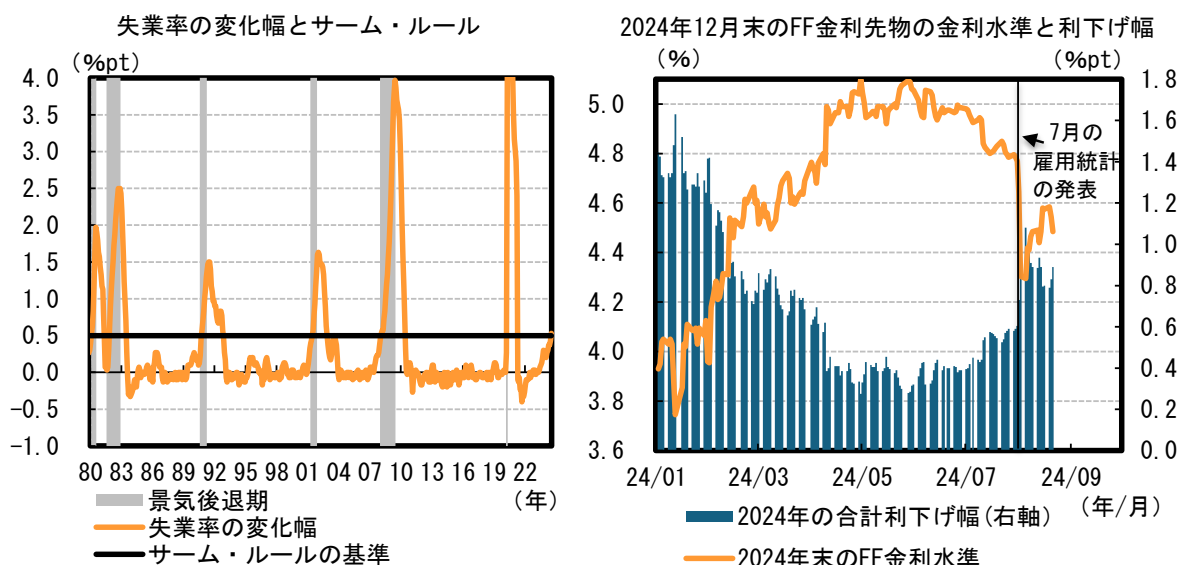
[要約]

- 市場において、米国経済の先行きをめぐる論点は、高インフレから雇用悪化へと大きく変わった。7月の雇用統計が軟調な結果となったことに加え、7月のCPIが減速傾向を続けたことが契機となった。こうした論点の変化を背景に、市場ではFRBの利下げ期待が強まり、8月21日時点では2024年内合計0.9%pt程度の利下げを織り込んでいる。
- 市場が懸念する雇用悪化に関しては、雇用統計の失業率の上昇と非農業部門雇用者数の下振れが材料となった。ただし、失業率の上昇に関して要因分解すると、労働需要の低下による押し上げは過去の景気悪化時に比べて限定的であり、労働供給の拡大も上昇に寄与したことから、過去の景気悪化時と同一視すべきではない。また、非農業部門雇用者数の下振れに関しては、ベンチマーク改定による過去分の下方修正が不法移民の流入増を捕捉できていない可能性がある。ノイズが大きいことや、雇用統計以外の雇用関連指標に大きな変化が見られないことを踏まえれば、現時点では雇用環境を懸念しすぎず、緩やかなペースで悪化しているとの見方を維持するべきだろう。
- インフレに関しては減速傾向が続いているものの、先行きに関しては楽観できない。これまでペースダウンしてきたCPIコア財の伸び率減速の余地は限られつつある。依然として高水準のCPIコアサービスのペースダウンが期待されるが、構成項目のうち家賃は金利低下による住宅販売の活性化によって下げ渋る可能性がある。また、家賃を除くCPIコアサービスの伸び率も、先行する長期の期待インフレ率が高止まりしており、順調に減速していくかは不透明だ。
- 以上を踏まえれば、インフレ減速は進み、雇用環境は悪化へという単純な構図で米国経済の先行きを考えることには慎重になるべきだろう。金融政策に関しては、FOMC参加者の中でも近い将来での利下げに積極的なスタンスが示されており、早ければ9月17-18日のFOMCでの利下げ決定が想定されるものの、利下げペースに関しては市場の想定に比べて緩やかとなる可能性があり、過度な期待は禁物といえる。

米国経済の論点は高インフレから雇用悪化へ？

市場において、米国経済の先行きをめぐる論点は、高インフレから雇用環境の悪化へと大きく変わった。7月の雇用統計で非農業部門雇用者数が2カ月連続で20万人割れとなり、失業率がサム・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）の基準に達したことに加え、7月のCPIが減速傾向にあることを踏まえた変化といえる。こうした論点の変化を背景に、市場ではFRBの利下げ期待が強まり、8月21日時点では2024年内合計0.9%pt程度の利下げを織り込んでいる。

図表1 失業率の変化幅とサム・ルール、2024年12月末のFF金利先物の金利水準と利下げ幅



(注) 左図の失業率の変化幅は、直近3カ月の平均失業率と過去12カ月で最も低かった失業率との差分。

(出所) BLS、CME、Haver Analytics より大和総研作成

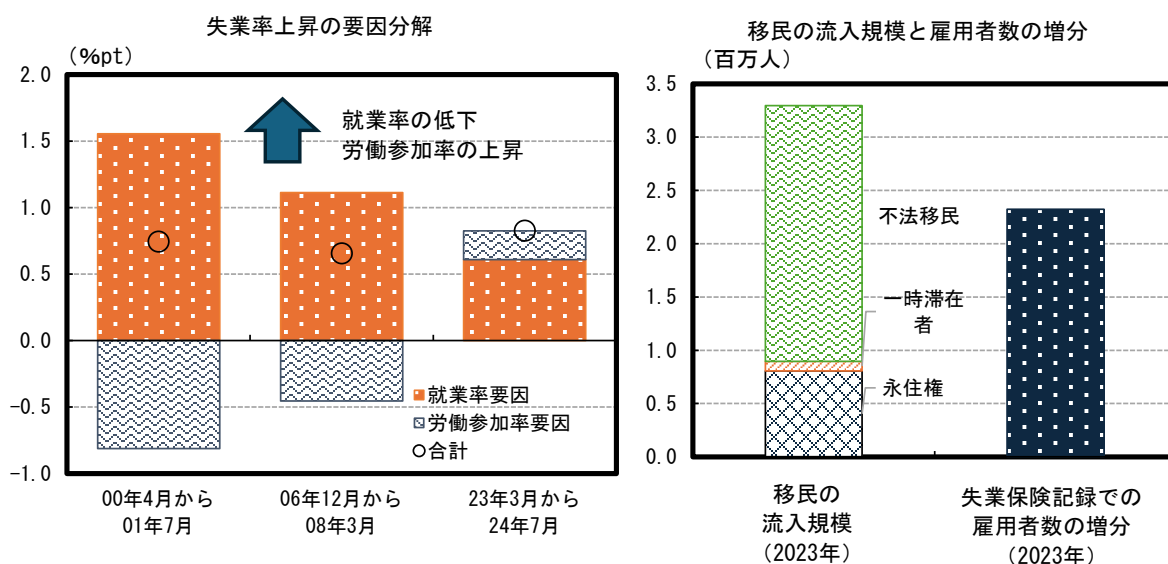
しかし、雇用環境の悪化ばかりに目を奪われていていいのだろうか。ことの発端となった失業率の上昇に関しては、ハリケーン「ベリル」による悪影響を考慮することに加え、表面上の変化だけでなく、内訳に注目するべきだ。失業率の変動要因について、コロナ禍を除いた2000年代以降の景気悪化時と比べると、過去の景気悪化時は労働需要の低下（就業率の低下）による失業率の上昇効果が大きい一方で、労働供給の縮小（労働参加率の低下）が失業率上昇を抑えていた（図表2左図）。しかし、今回は労働需要の低下は過去に比べて限定的であり、労働供給の拡大（労働参加率の上昇）も失業率の押し上げ要因となっている。つまり、直近の失業率の上昇は、不法移民の米国内への流入増やプライムエイジ（働き盛り世代）の労働参加の積極化などによって、失業率が押し上げられたと考えられ、過去の景気悪化時のような企業の雇用削減による失業率の上昇と同一視するべきではないだろう。

また、サム・ルール以外にも市場が雇用環境の悪化を懸念する要因として、非農業部門雇用者数の下振れが挙げられる。とりわけ、8月21日に非農業部門雇用者数のベンチマーク改定の暫定値が公表され、2024年3月時点の非農業部門雇用者数の水準から81.8万人の下方修正が示唆された。暫定値を基にすれば、2023年4月から2024年3月までの雇用者数の月当たりの平均

ペースは+24 万人程度から+17 万人程度となり、好不調の境目となる 20 万人を下回ったことになる。なお、ベンチマーク改定によって雇用者数が実際に修正されるのは、2025 年 2 月に公表される 2025 年 1 月分の雇用統計からである。ただし、こうしたベンチマーク改定による影響に対しても過剰反応すべきではない。今回公表されたのは暫定値であり、過去を振り返れば、2025 年 2 月に公表される最終的な改定値は暫定値に比べて上振れしやすく、基準時点の数値が下方修正されても、それ以降は上方修正されるケースも見られる。例えば、昨年のベンチマーク改定による 2023 年 3 月の非農業部門雇用者数は、暫定値が▲30.6 万人の下方修正だったが、最終的な改定値は▲26.6 万人の下方修正と修正幅が縮小した。また、2023 年 4-12 月の非農業部門雇用者数の累計増加数は、当初の水準から+38.1 万人の上方修正となった。

そして、ベンチマーク改定の元データである失業保険記録は、移民流入規模を過小評価している可能性がある点も注意が必要だ。議会予算局 (CB0) は、米国における 2023 年の移民の純増減について、不法移民が+240 万人、合法的な移民や一時滞在者が+90 万人、合計+330 万人と試算している。他方で、失業保険記録をベースとした 2023 年の雇用者数の増加幅は合計約+232 万人となった。移民における 16 歳以上人口や労働参加率などの詳細が公表されていないことや、移民（とりわけ不法移民）が就労に至るまでにタイムラグがあることから、雇用者数の変化との単純な比較は難しいものの、移民の純増数と失業保険記録での雇用者数の増加幅の間に開きがあるといえる。不法移民を中心に大幅な流入増が続く中で、こうした乖離は雇用環境の悪化を誇張してしまう可能性があるだろう。

図表 2 失業率上昇の要因分解、米国への移民流入規模



(注) 左図の期間設定は、失業率が近年の最低値となった月から直近月までが 15 カ月であることに鑑み、各景気サイクルにおいても失業率の最低値から 15 カ月目までの間の変化で推計。右図の移民流入規模は予想値。
(出所) BLS、CB0、Haver Analytics より大和総研作成

短期的には雇用統計の各種指標に注意を引かれがちだが、ノイズや内容を踏まえた上で、幅をもって捉える必要がある。その他の雇用関連指標を見ても、5 頁で後述の通り求人情数が失業者数を上回る状況が続いており、新規失業保険申請件数も顕著な変化が見られない。現時点では

雇用環境を懸念しすぎず、緩やかなペースで悪化しているとの見方を維持するべきだろう。

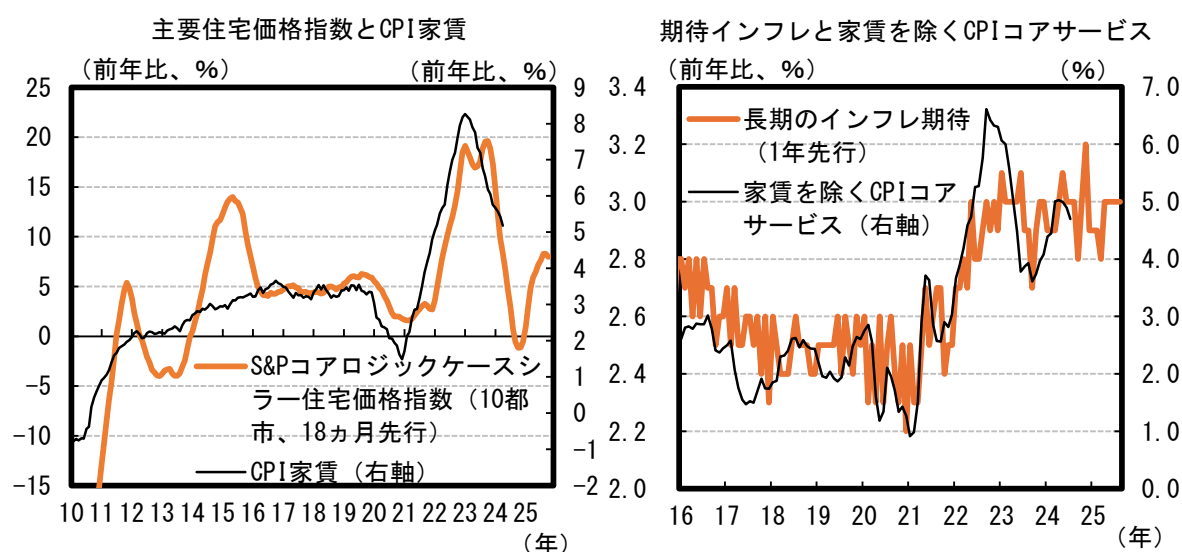
インフレ減速はまだ楽観できない

続いて、市場がすでに安心している様相のインフレ減速についてはどうだろうか。7月のCPIは概ね市場予想通りとなり、ヘッドラインは前年比+2.9%と2021年3月以来となる3.0%割れとなった。コアCPIに関しても同+3.2%と減速傾向は続いている。インフレの先行きに関して、内訳に注目すると、今回のCPIの伸び率において、主な押し下げ要因となったコア財については、サプライチェーンの改善一服や足元の地政学リスクの悪化懸念によって、さらなる減速余地は限られる。そのため、依然として伸び幅が大きいコアサービス価格の減速が期待される。

コアサービス価格に関しては、家賃と家賃を除くコアサービスに大別される。家賃に関しては、先行する主要住宅価格指数が、加速した後に頭打ちの兆しを見せている。CPI家賃の伸び率はペースは緩やかになるものの、減速傾向が続くとみられる。ただし、住宅ローン金利は利下げ期待によって低下しており、足元で軟調な住宅販売が下げ止まり、回復へと転じる可能性がある。主要住宅価格指数が再加速するならば、CPI家賃の伸び率も下げ渋る恐れがあるだろう。また、家賃を除くCPIコアサービスの伸び率については再加速している。家賃を除くCPIコアサービスは下方硬直的であり、先行する傾向のある長期のインフレ期待が高止まりしていることから、今後ペースダウンしていくかは不透明だ。インフレについては、緩やかに減速していくと見込むが、高止まりリスクもあり、引き続き楽観できない。

以上を踏まえれば、インフレ減速は進み、雇用環境は悪化へという単純な構図で米国経済の先行きを考えることには慎重になるべきだろう。金融政策に関しては、FOMC参加者の中でも近い将来での利下げに積極的なスタンスが示されており、早ければ9月17-18日のFOMCでの利下げ決定が想定されるものの、利下げペースに関しては市場の想定に比べて緩やかとなる可能性があり、過度な期待は禁物といえる。

図表3 主要住宅価格指数とCPI家賃、期待インフレと家賃を除くCPIコアサービス



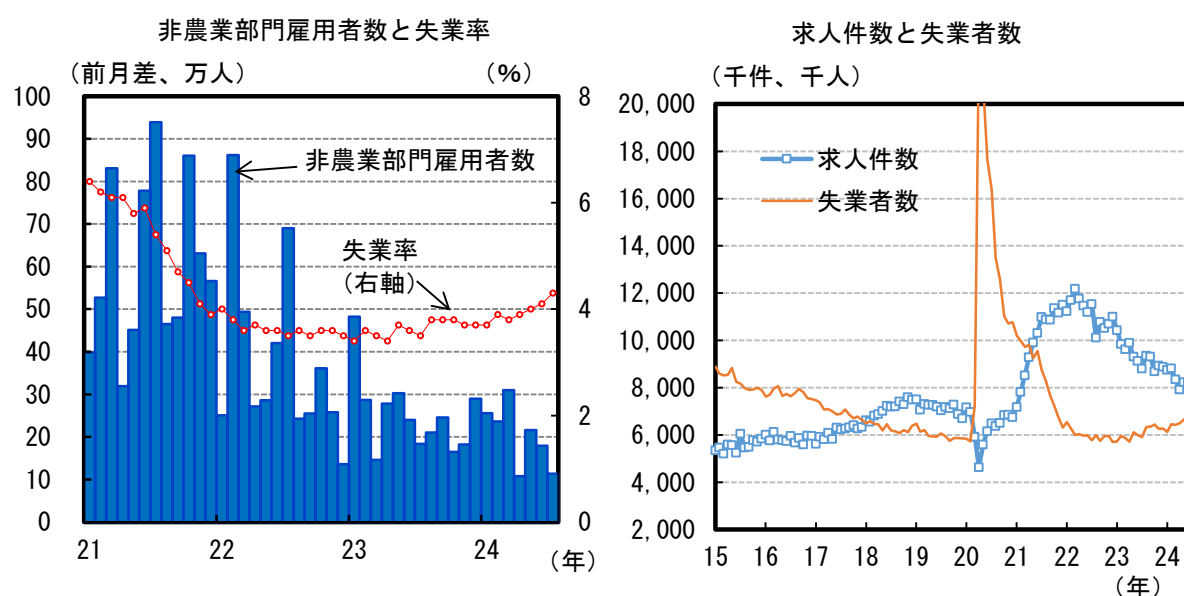
(出所) BLS、S&P、ロイター／ミシガン大、Haver Analytics より大和総研作成

失業率は4カ月連続で上昇も、慎重な評価が必要

2024年7月の米雇用統計¹は、非農業部門雇用者数が前月差+11.4万人と市場予想(Bloomberg調査：同+17.5万人)を下回り、2カ月連続で減速した。均してみても、雇用者数の3カ月移動平均は同+17.0万人と、底堅い水準ではあるものの、好不調の目安となる同+20万人を2カ月連続で下回った。失業率に関しては、前月差+0.2%ptの4.3%と4カ月連続で上昇し、市場予想(Bloomberg調査：4.1%)を上回る(悪い)結果となった。また、7月の雇用統計ではレイオフを含む非自発的失業が増加したことや、失業率が「サム・ルール」の基準に達したことで、雇用環境が急速に悪化している可能性を意識させた。なお7月の雇用統計公表後には、失業率の上昇について、テキサス州等に上陸したハリケーン「ベリル」が影響した可能性も指摘されていた。8月16日に公表された7月の州別の失業率においては、ハリケーンの影響が大きかったとされるテキサス州などで顕著な上昇は見られなかった一方で、州別の新規失業保険申請件数ではテキサス州で8月以降、申請件数が大幅に減少した。雇用環境を判断する上で、ハリケーンの影響といったノイズが大きい点には注意を要する。

なお、全体の新規失業保険申請件数(季節調整済値)に関しても直近週(8月11日-8月17日)は22.7万件と、2週連続で減少した。申請件数は昨年同時期の水準を下回っており、顕著な増加は見られない。続いて、労働需要に着目すると、6月の求人件数は前月差▲4.6万件的の818.4万件的となった。直近の失業者数と比べた求人件数の比率は1.1倍程度と前月から低下し、労働需給の緩和が進展しているものの、依然として求人件数が失業者数を上回る状況が続いている。市場は雇用環境の悪化に敏感になってはいるものの、本来は労働需給の緩和、ひいてはインフレ減速に向けた動きともいえる。また、指標によっても方向感はまだまちまちであり、一つの指標や単月の結果に一喜一憂すべきではないだろう。

図表4 非農業部門雇用者数と失業率、求人件数と失業者数



(出所) BLS、Haver Analytics より大和総研作成

¹ 藤原翼「[非農業部門雇用者数は前月差+11.4万人](#)」、(大和総研レポート、2024年8月5日)

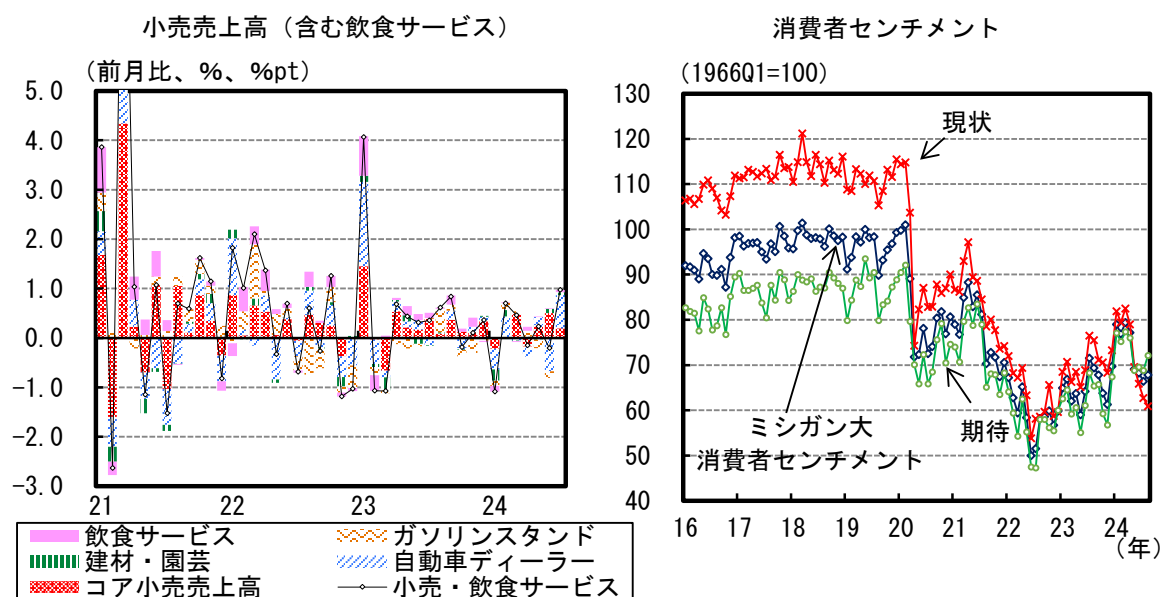
小売売上高は予想を上回る伸び

個人消費の動向を確認すると、2024年7月の小売売上高(含む飲食サービス)は前月比+1.0%と大幅な伸びとなり、市場予想(Bloomberg 調査: 同+0.4%)を上回った。過去分については、5月分(同▲0.1%pt)、6月分(同▲0.2%pt)が下方修正されたものの、小売売上高の3カ月移動平均は同+0.3%とプラスに転じた。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同+0.3%と3カ月連続でプラスとなった。雇用環境が緩やかに悪化してきた中でも、個人消費は底堅さを維持している。

7月の小売売上高(含む飲食サービス)の内訳を見ると、自動車・同部品(前月比+3.6%)が前月のサイバー攻撃を要因とした減少から反動増となり、けん引役となった。それ以外にも、家電(同+1.6%)、建材・園芸(同+0.9%)、飲食料品(同+0.9%)、ヘルスケア(同+0.8%)が高い伸びとなった。さらに、家具(同+0.5%)が4カ月連続、GMS(総合小売)(同+0.5%)が3カ月連続でプラスと堅調さを維持した。また、無店舗販売(同+0.2%)は前月(同+2.2%)に大幅増となった中でも、サマー・セールによる下支えもあり、3カ月連続でプラスを維持した。他方で、その他小売(同▲2.5%)のマイナス幅が大きく、レジャー・娯楽用品(同▲0.7%)は2カ月連続でマイナス、衣服・宝飾品(同▲0.1%)は4カ月ぶりにマイナスに転じた。

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8月(速報値)が前月差+1.4ptと5カ月ぶりに改善し、67.8になった。ただし、構成指数の内訳を見ると、期待指数(同+3.3pt)は改善した一方で、現状指数(同▲1.8pt)は悪化し、2022年12月以来の低水準となった。ミシガン大は、期待指数の改善について、大統領選の民主党候補が交代したことが要因と指摘しており、単純な景気回復期待とは異なる。引き締めの金融政策が続く中で、雇用環境の緩やかな悪化が継続していることから、目先の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



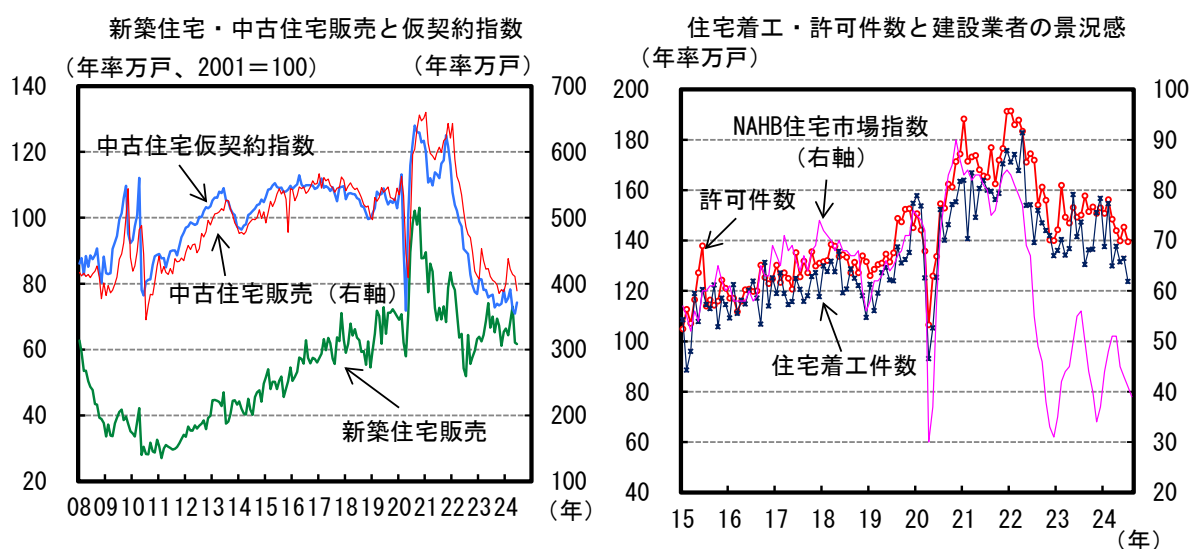
中古住宅販売は4カ月連続で減少、住宅着工はハリケーンの影響を受ける

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6月が前月比▲5.4%と4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6月は同▲0.6%と2カ月連続でマイナスとなった。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、以下同）の高止まりが影響したとみられる。中古住宅販売の先行指標である中古住宅仮契約指数については6月が同+4.8%と3カ月ぶりにプラスとなった。しかし、8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21ptと5カ月連続で低下し、コロナ禍以降の最低値を更新しており、直近も住宅購入意欲は回復していない。

住宅販売の抑制要因となってきた住宅ローン金利について、FRBによる利下げ期待を背景に、直近（8月第2、3週）は2週連続で6.5%を下回った。住宅ローン金利の低下は今後の住宅販売を押し上げ得るものの、依然として高い水準であることに変わりはなく、住宅販売の回復は目先は緩やかなものに留まるだろう。

住宅供給に関しては、新築住宅着工は、2024年7月に前月比▲6.8%とマイナスに転じ、年率123.8万戸と2020年5月以来の低水準となった。南部の新築住宅着工のマイナス幅が特に大きいことから、ハリケーン「ベリル」が影響したと考えられる。南部を中心に許可後未着工が増えており、ハリケーンの影響が一服すれば、住宅着工も反発することが想定される。ただし、新築住宅着工の先行指標である建設許可は、7月に同▲4.0%とマイナスに転じており、継続的な回復は見込みにくい。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8月分は前月差▲2ptの39と4カ月連続で低下した。NAHBは指数が低下した要因について、金利と住宅価格が高いことを背景に消費者の需要が弱い点を指摘した。住宅供給の先行きについて、金融政策が利下げに向かうことは住宅建設業者にとってポジティブといえる。しかし、先述のように目先は住宅販売の大幅な回復は期待しづらいことから、住宅供給も緩やかな回復に留まるとみられる。

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

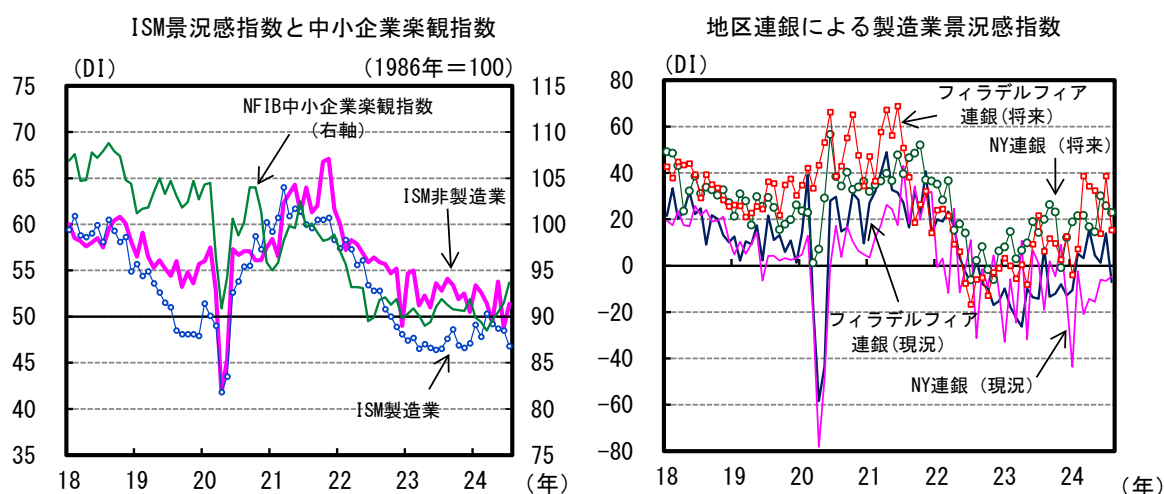
大統領選挙をめぐる不透明感も企業の懸念材料に

2024年7月のISM景況感指数は、製造業が前月差▲1.7%ptと4カ月連続で悪化し、46.8%と2023年11月以来の低水準となった。他方で、非製造業については同+2.6%pt改善し、51.4%と再び50%を上回った。構成項目を見ると、製造業に関しては、入荷遅延指数が改善した一方で、雇用指数が同▲5.9%ptとマイナス幅が大きく、生産指数、新規受注指数、在庫指数も悪化した。非製造業に関しては、入荷遅延指数が2カ月連続で悪化し50%割れとなった一方で、事業活動指数、新規受注指数、雇用指数が改善し50%を上回った。続いて、企業のコメントを見ると、製造業では需要の低迷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としている。非製造業については、経営状況は安定している一方で、コスト高を指摘する企業コメントが依然として散見された。また、製造業、非製造業の双方で、11月の大統領選挙が懸念事項として指摘されている。

中小企業に関しては、2024年7月のNFIB（全米独立企業連盟）中小企業楽観指数は、前月差+2.2ptと4カ月連続で改善し、93.7と2022年2月以来の水準まで回復した。内訳を確認すると、「景況感の改善に対する期待」の項目が大幅に改善した。ただし、NFIBは人件費等のコスト高が引き続き中小企業を悩ませていることに加え、先行きの経済状況や政治状況への不透明感が強いとコメントした。

以上をまとめれば、製造業は悪化した一方で、非製造業と中小企業が改善した。2024年8月中旬までの動向を含む地区連銀製造業景況感指数を見ると、NY連銀は現況指数（前月差+1.9pt）が改善した一方で、将来指数（同▲2.9pt）が悪化した。フィラデルフィア連銀に関しては、現況指数（同▲20.9pt）、将来指数（同▲23.3pt）ともに大幅に悪化した。引き締め的な金融政策による需要の抑制やコスト高が続いていることに加え、大統領選挙に関する不透明感も強いことから、目先は企業マインドが大幅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

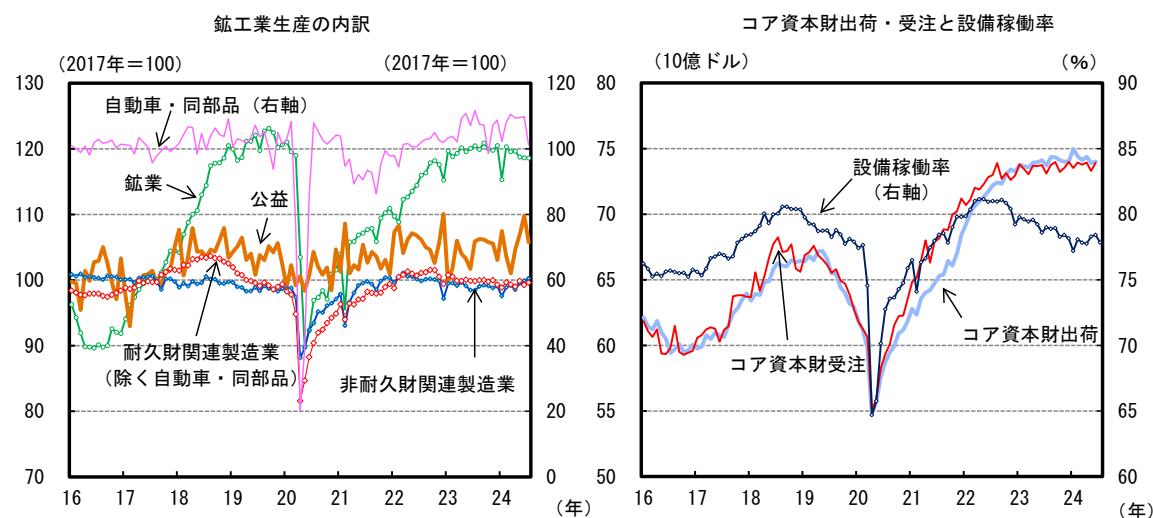
鉱工業生産指数はハリケーンの影響を受けて低下

企業の実体面に関して、2024年7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%)を下回る結果となった。7月の鉱工業生産指数の内訳を見ると、鉱業は横ばいとなった一方で、公益(同▲3.7%)は4カ月ぶり、製造業(同▲0.3%)は3カ月ぶりにマイナスとなった。FRBは鉱工業生産指数の低下はハリケーン「ベリル」が影響したと説明した。

製造業の内訳を見ると、非耐久財(前月比+0.4%)が3カ月連続でプラスとなった一方で、耐久財(同▲0.9%)は2カ月連続でマイナスとなった。まず耐久財に関しては自動車・同部品(同▲7.8%)が全体を押し下げた。これは、6月の自動車販売がサイバー攻撃で急減したことも影響したとみられ、自動車除く耐久財(前月比+0.4%)で見ればプラスに転じた。具体的には、コンピュータ・電子機器(同+1.5%)、機械(同+1.4%)、一次金属(同+1.3%)が高い伸びとなった。この他、家具(同+0.6%)、その他輸送機械(同+0.4%)も底堅く推移した。他方で、木製品(同▲1.8%)、金属製品(同▲0.7%)、電気機械(同▲0.7%)が振るわなかった。非耐久財に関しては、石油・石炭製品(同+1.7%)、紙(同+1.3%)の伸び幅が大きかった。

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6月に前月比+0.2%とプラスに転じた。ただし、前月のマイナス分(同▲0.6%)を埋め合わせるほどのプラス幅ではない。先行指標であるコア資本財受注についても同+0.9%とプラスに転じたものの、前月のマイナス分を埋めるに留まる。続いて設備稼働率については、2024年7月は前月差▲0.6%ptの77.8%と、ハリケーン「ベリル」の影響で大幅に低下した。設備稼働率は長期平均(1972-2023年：79.7%)を18カ月連続で下回った。仮にハリケーン「ベリル」による悪影響から回復したとしても設備の稼働状況は引き続き逼迫している状況ではなく、直近の企業マインド指数は製造業で悪化が継続している。金融政策等を背景に企業が設備投資に消極的であることに加え、大統領選挙における不透明感が強いことも踏まれば、目先の設備投資が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

2024 年 4-6 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率+2.8%と 1-3 月期から加速した。内訳を見ると、住宅投資はマイナスに転じた一方で、個人消費と設備投資は加速した。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）は同+2.6%となった。米国経済は引き締めの金融政策が続く中でも、内需中心に堅調さを維持したといえる。

足元までの経済指標を踏まえ、2024 年 7-9 月期の実質 GDP 成長率は、前期比年率+1.8%と減速を見込む。個人消費は堅調さを維持するが、設備投資は減速し、住宅投資はマイナス幅を拡大すると考えられる。2024 年 10-12 月期から 2025 年 1-3 月期に関しても、2%前後とされる潜在成長率から小幅に下振れすることを想定しており、現時点で大幅な景気悪化は見込んでいない。インフレ減速も景気の減速に合わせて緩やかにペースダウンしていくと予想する。

米国経済の先行きをめぐって、7 月の雇用統計が軟調な結果となったことを契機に、市場の注目点は足元で高インフレから雇用悪化に移ったといえる。しかし、雇用統計はノイズが大きく、そのほかの雇用関連指標に大幅な悪化が見られないことから、雇用環境を懸念しすぎず、緩やかなペースで悪化しているとの見方を維持するべきだろう。また、インフレに関しても、CPI コアサービスを中心に高止まりのリスクは残り、楽観はできない。インフレ減速は進み、雇用環境は悪化へという単純な構図で米国経済の先行きを考えることには慎重になるべきだろう。金融政策に関しては、FOMC 参加者の中でも近い将来での利下げに積極的なスタンスが示されており、早ければ 9 月 17-18 日の FOMC での利下げ決定が想定されるものの、利下げペースに関しては市場の想定に比べて緩やかとなる可能性があり、過度な期待は禁物といえる。

図表 9 米国経済見通し

	四半期												暦年		
	2023				2024				2025				2023	2024	2025
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	前年比、%		
国内総生産 （前年同期比、%）	2.2	2.1	4.9	3.4	1.4	2.8	1.8	1.7	1.8	1.9	2.0	2.1			
個人消費	3.8	0.8	3.1	3.3	1.5	2.3	2.3	2.0	2.1	2.1	2.2	2.3	2.2	2.3	2.1
設備投資	5.7	7.4	1.4	3.7	4.4	5.2	1.7	1.2	1.6	1.9	2.0	2.1	4.5	3.7	1.9
住宅投資	-5.3	-2.2	6.7	2.8	16.0	-1.4	-4.1	1.3	1.6	2.3	2.4	2.6	-10.6	4.3	0.9
輸出	6.8	-9.3	5.4	5.1	1.6	2.0	4.4	1.9	2.1	2.3	2.4	2.6	2.6	2.4	2.4
輸入	1.3	-7.6	4.2	2.2	6.1	6.9	3.5	2.9	3.2	3.4	3.5	3.7	-1.7	3.9	3.5
政府支出	4.8	3.3	5.8	4.6	1.8	3.1	1.5	1.8	1.6	1.6	2.0	1.6	4.1	3.1	1.8
国内最終需要	3.8	2.0	3.5	3.5	2.4	2.7	1.9	1.8	1.9	2.0	2.2	2.2	2.3	2.7	2.0
民間最終需要	3.6	1.7	3.0	3.3	2.6	2.6	1.9	1.8	2.0	2.1	2.2	2.3	1.9	2.6	2.0
鉱工業生産	0.0	0.3	1.2	-1.8	-1.8	3.4	0.6	1.3	1.8	2.0	2.1	2.2	0.2	0.2	1.8
消費者物価指数	3.8	3.0	3.4	2.7	3.8	2.8	1.4	2.6	3.2	2.7	1.5	2.1	4.1	2.9	2.5
失業率（%）	3.5	3.6	3.7	3.8	3.8	4.0	4.3	4.4	4.5	4.4	4.3	4.2	3.6	4.1	4.4
貿易収支（10億ドル）	-201	-204	-186	-194	-205	-223	-216	-219	-225	-229	-232	-235	-785	-862	-921
経常収支（10億ドル）	-230	-233	-221	-222	-238	-255	-248	-252	-257	-260	-263	-267	-905	-993	-1047
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	4.16	3.91	3.82	3.73	3.64	3.55	4.58	4.34	3.69
10年債利回り（%）	3.65	3.59	4.15	4.44	4.16	4.44	4.01	3.84	3.78	3.72	3.66	3.60	3.96	4.11	3.69

（注 1）網掛けは予想値。2024 年 8 月 21 日時点。

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

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

欧州経済 低空飛行が続く

減速は免れる一方、先行きの加速期待も低下

橋本 政彦

[要約]

- ユーロ圏の 2024 年 4-6 月期の実質 GDP 成長率（改定値）は前期比年率+1.3%となり、わずかながら前期から加速する形となった。速報公表前の市場予想で前期からの減速が見込まれていたことに鑑みれば、ユーロ圏経済は想定以上に底堅く推移したといえる。前期と同様、鉱工業の不振が続く一方、サービス業の好調さが GDP を押し上げたとみられる。
- 7 月の景況感指数（総合、欧州委員会発表）は前月差▲0.1pt と小幅に低下し、95.8 となった。景況感指数の水準に単純に照らせば 7-9 月期の GDP も小幅なプラス成長になることを示唆するが、裏を返せば、欧州経済の回復ペースは引き続き緩やかなままである。景況感指数の内訳では、消費者信頼感の回復が続く一方、サービス業も含めて、企業部門の景況感が悪化しており、長引く鉱工業の不振が、関連するサービス業にも波及している可能性が示唆される。
- また、マインド面に関して、年初から回復をけん引してきた将来に対する期待が足元で低下に転じている点には注意が必要である。見通しが慎重化した背景には、金融政策を巡る不透明感、米国経済の減速懸念、中東での地政学リスクの高まりなどが指摘されるが、これ加えて、オリンピックで一時休戦していたフランス議会での駆け引きが再開されることが目先の注目点となる。
- 英国の 2024 年 4-6 月期の実質 GDP は前期比+0.6%（前期比年率+2.3%）となった。2 四半期連続で前期比年率+2%を上回る高めの成長率となり、英国経済は 2024 年に入り堅調なペースでの成長が続いている。また、BOE が 8 月 1 日に 0.25%pt の利下げを発表し、利下げ局面に入ったことは、英国経済の成長持続をサポートする要因になるとみられる。もっとも、BOE 内部では 8 月の利下げ決定に際しても意見が割れており、追加利下げについては慎重に進めるとみられる。

ユーロ圏経済

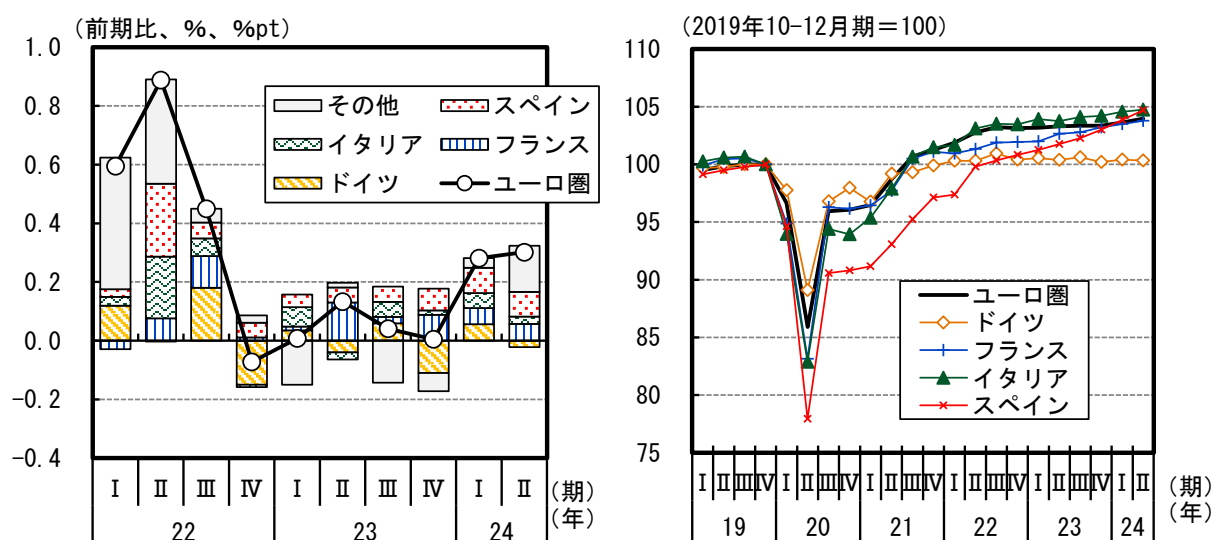
4-6 月期実質 GDP 成長率は前期からわずかに加速

ユーロ圏の 2024 年 4-6 月期の実質 GDP 成長率（改定値）は前期比+0.3%と、2 四半期連続のプラス成長となった。年率換算では速報段階の+1.0%から+1.3%へと上方修正された結果、速報段階では 1-3 月期（前期比年率+1.1%）から減速していた 4-6 月期の成長率は、わずかながら加速する形となった。今回の改定によって、緩やかなペースでの景気回復という欧州経済に対する評価が大きく変わるわけではないが、速報公表前の市場予想では 4-6 月期の減速（Bloomberg 調査：前期比+0.2%）が見込まれていたことに鑑みれば、ユーロ圏経済は想定していたよりも幾分、底堅く推移したといえる。

個別国の動きを見ていくと、成長率が公表されている 16 カ国のうち、2 カ国（ドイツ、ラトビア）のみがマイナス成長となり、13 カ国がプラス成長、1 カ国（オーストリア）が前期から横ばいとなった。大半の国がプラス成長となり、幅広い国で回復が確認されたこともヘッドラインの加速と共に好材料である。ユーロ圏全体に対する国別の寄与度では、インバウンドの増加などを背景にした好調が続くスペインのプラス寄与が最も大きく、次いで、オランダ、フランスの順に押し上げ寄与が大きかった。

一方、域内最大の経済規模を持つドイツ経済が再びマイナス成長に転じたのは、引き続きユーロ圏経済にとっての懸念事項といえよう。4-6 月期のマイナス幅は前期比▲0.1%と決して大きくはなく、テクニカル・リセッション（2 四半期連続でのマイナス成長）は辛うじて免れているが、ドイツの GDP は 2022 年後半以降ほぼ横ばいで推移し、他国の回復に劣後する状況が続いている。

図表 1 ユーロ圏実質 GDP 成長率の国別寄与（左）、ユーロ圏と主要国の実質 GDP 水準（右）



(出所) Eurostat より大和総研作成

6月の鉱工業生産は3ヵ月連続で減少、サービス業は好調維持

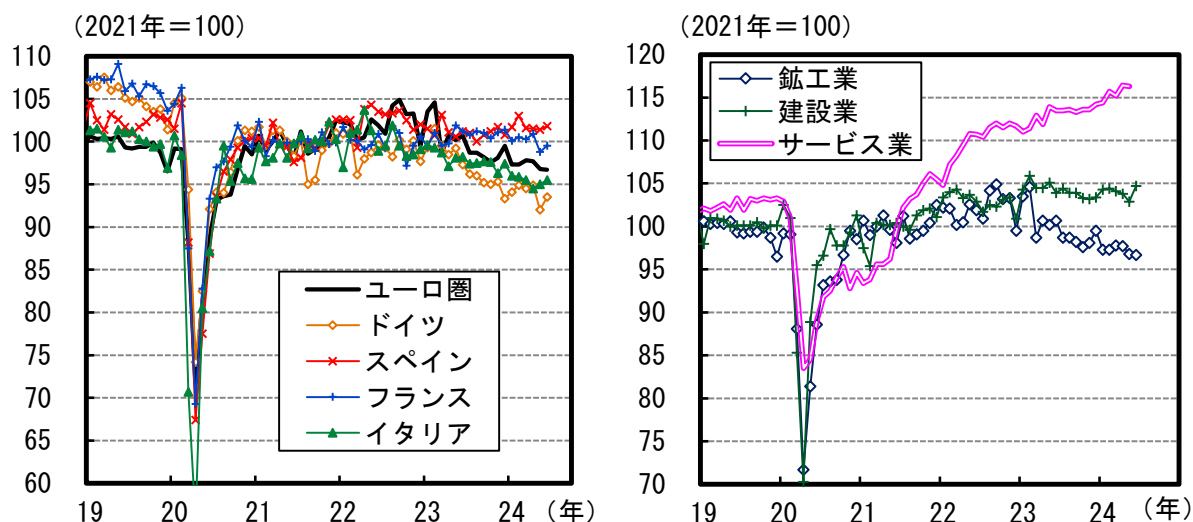
ユーロ圏全体の4-6月期のGDPの詳細についてはまだデータが明らかになっていないため、別の統計から足元の状況を確認していく。

生産側の動向に関して鉱工業生産指数を確認すると、6月は前月比▲0.1%と3ヵ月連続で低下し、2020年10月以来の低水準となった。中間財（同+0.7%）、資本財（同+0.9%）、エネルギー（同+1.9%）が上昇したものの、非耐久消費財の落ち込みを主因に消費財が同▲1.5%低下したことが全体を押し下げた。一方、国別では、振れが大きいアイルランドが同▲7.8%と大きく落ち込んだことが押し下げ要因となった。主要国に関しては、ドイツ（同+1.6%）、フランス（同+0.7%）、イタリア（同+0.5%）、スペイン（同+0.4%）がいずれも前月から上昇しており、6月単月だけで見れば、内容はさほど悪くない。

もっとも、四半期ベースで見ると、4-6月期はユーロ圏全体では前期比▲0.4%と5四半期連続で低下し、ドイツ（同▲1.1%）、フランス（同▲0.6%）、イタリア（同▲0.8%）、スペイン（同▲0.5%）と、主要国がいずれも前期から低下した。国によって悪化度合いに差があるものの、鉱工業の停滞が景気回復の足を引っ張る構図は各国に共通した悩みとなっている。

他方、1-3月期のユーロ圏経済をけん引したサービス業については、4-6月期に入っても好調さを維持している。5月のサービス業生産は前月比▲0.1%と小幅に減少したものの、4月に同+1.0%と大きく増加したことで4-5月期平均は1-3月期平均を1.1%上回っている。業種別に見ると、情報通信サービス、専門サービス、運輸・倉庫サービスなどが押し上げに寄与した。既にGDPの内訳が公表されているフランス、スペインのデータでは、サービス業の生産の拡大が4-6月期のGDPの押し上げに寄与したことが明らかとなっているが、ユーロ圏全体でもサービス業の生産増がGDPを押し上げたとみられる。

図表2 ユーロ圏主要国の鉱工業生産（左）、ユーロ圏の鉱工業、建設業、サービス業生産（右）



(出所) Eurostat より大和総研作成

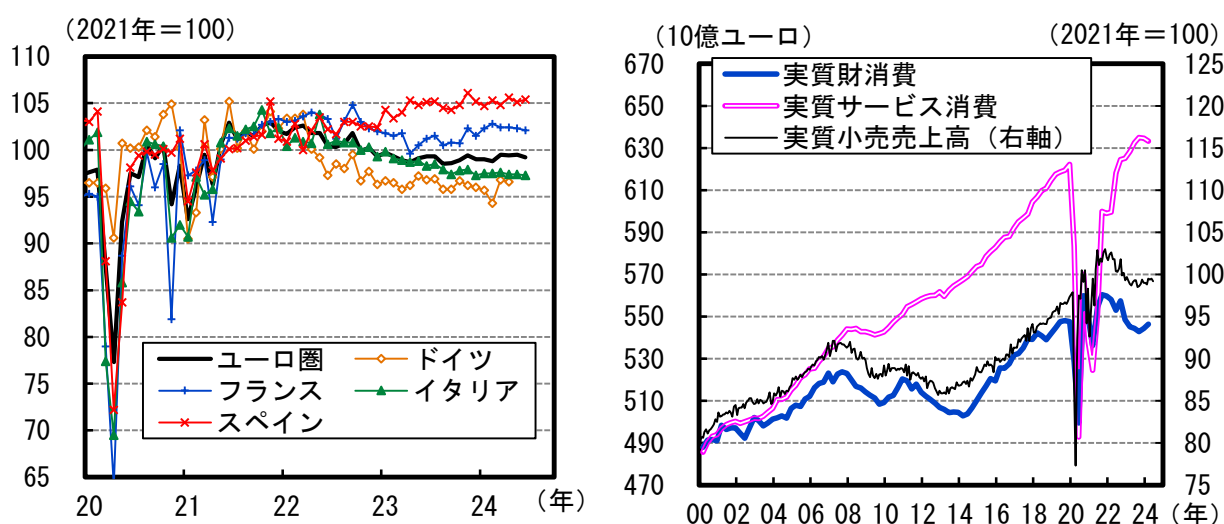
6 月実質小売上高は減少も、均せば持ち直し

個人消費関連では、6 月の実質小売上高は前月比▲0.3%と 2 ヶ月ぶりの減少に転じた。自動車燃料は同+0.5%と 2 ヶ月連続で増加したものの、飲食料品・たばこが前月の高い伸びからの反動で同▲0.7%と減少に転じたことに加え、非食品（除く燃料）も同▲0.1%と小幅ながら 2 ヶ月連続で減少した。国別ではフランスが同▲0.2%と 2 ヶ月連続で減少し、イタリアが同▲0.1%と前月の横ばいから再び減少に転じた。スペインは同+0.3%と 2 ヶ月ぶりの増加に転じている¹。

一方、四半期ベースでは 4-6 月期は前期比+0.3%となり、2 四半期ぶりの増加に転じた。4-6 月期の 3 ヶ月中、2 ヶ月（4 月、6 月）は前月からは低下したものの、3 月の高めの伸び（前月比+0.7%）による発射台の高さにより、四半期ベースではプラスを確保する形となった。前年比で見ても 4-6 月期は+0.3%と、2022 年 4-6 月期以来 2 年ぶりの増加に転じており、実質小売上高は緩やかに持ち直しているといっていよう。なお、実質小売上高に含まれない自動車に関して、4-6 月期の新車販売台数（ECB による季節調整値）は前期比▲1.7%と 3 四半期連続で減少しており、個人消費の押し下げ要因となったとみられる。

4-6 月期のサービス消費の動向についてはまだ明らかになっていないが、生産側の統計で確認すると、娯楽・外食サービスの 4-5 月平均値は 1-3 月期を下回り、改善が一服する形となっている。これを踏まえるとサービス消費が大きく加速したとは考えづらく、ユーロ圏全体の個人消費では前期と同様、小幅な伸びに留まったと考えられる。

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



(注) 右図の実質財・サービス消費は 12 カ国（ドイツ、エストニア、アイルランド、フランス、イタリア、キプロス、ラトビア、ルクセンブルク、マルタ、オランダ、オーストリア、スロバキア）の合計値。最新値は 2024 年 1-3 月期。

(出所) Eurostat より大和総研作成

¹ ユーロ圏で最大のウェイトを占めるドイツについては、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、5 月、6 月分はまだ公表されていない。

景況感指数は足踏み、鉱工業の不振がサービス業にも波及の兆し

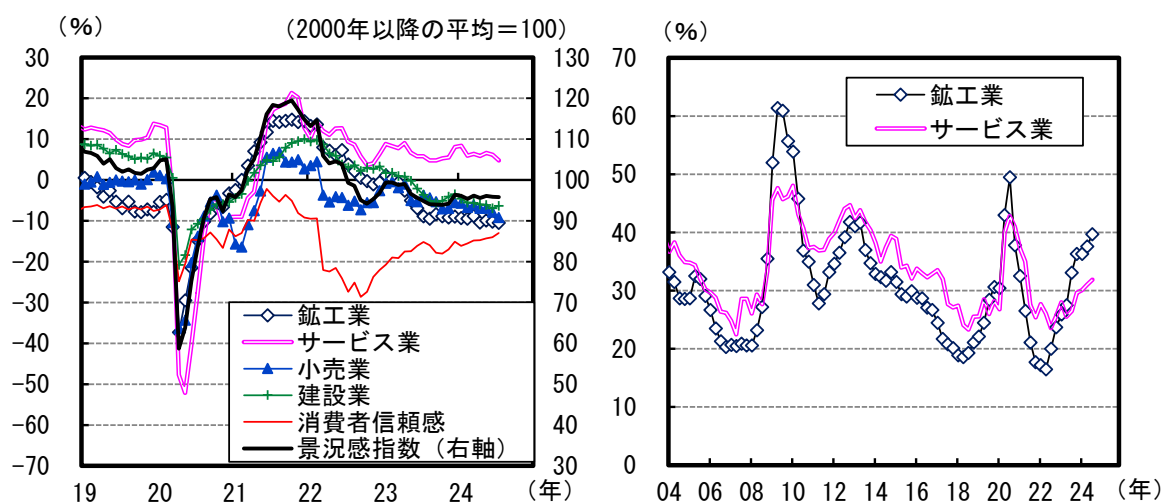
7-9 月期に入ってからユーロ圏経済の動向に関して、景況感指数（総合、欧州委員会発表）を確認すると、7 月は前月差▲0.1pt と小幅に低下し、95.8 となった。7 月の指数の水準は、2024 年 1-3 月期、4-6 月期平均（いずれも 95.9）からほぼ変わらず、横ばい圏で推移している。景況感指数の水準に単純に照らせば 7-9 月期の GDP も小幅なプラス成長になることを示唆するが、裏を返せば、欧州経済の回復ペースに加速の兆しは見られず、引き続き緩やかなままである。

景況感指数の内訳を見ると、消費者信頼感は前月差+1.0pt と 6 ヶ月連続で上昇、増加幅は 2023 年 12 月以来の大きさとなり、改善ペースが加速する形となった。他方、サービス業が前月差▲1.4pt と大きく低下したほか、小売業が同▲1.3pt 低下した。また鉱工業も同▲0.3pt と小幅ながら 2 ヶ月連続で低下しており、消費者マインドの改善とは対照的に、企業部門のマインドの悪化が全体を押し下げている。

欧州委員会サーベイの四半期調査項目である生産の阻害要因を確認すると、7 月調査では鉱工業のうち「需要不足」と回答した企業の割合が前期から 2.1%pt 上昇の 39.7%となり、5 四半期連続で最大の要因となった。これはコロナ禍で需要が急減した 2020 年 7 月調査以来の高水準である。月次調査の鉱工業景況感指数の内訳項目である受注評価を見ても、7 月は前月差▲1.6%pt と 2 ヶ月連続で低下し、2020 年 10 月以来の低水準まで落ち込んでいる。7-9 月期に入っても需要不足を背景とした鉱工業の苦境は続いており、回復の兆しは見られない。

また、サービス業の生産の阻害要因も同様に確認すると、需要不足の割合が前期からわずかに上昇しており、好調が続くサービス業でも需要が縮小しつつあることがうかがえる。鉱工業に比べれば需要不足と回答する割合はまだ低く、過去の水準と比較してもサービス業の需要不足を大きく懸念する状況にはないと思われるものの、長引く鉱工業の不振が、関連するサービス業にも徐々に波及している可能性が示唆される。

図表 4 ユーロ圏の景況感指数と内訳（左）、生産阻害要因における「需要不足」の割合（右）



（出所）欧州委員会より大和総研作成

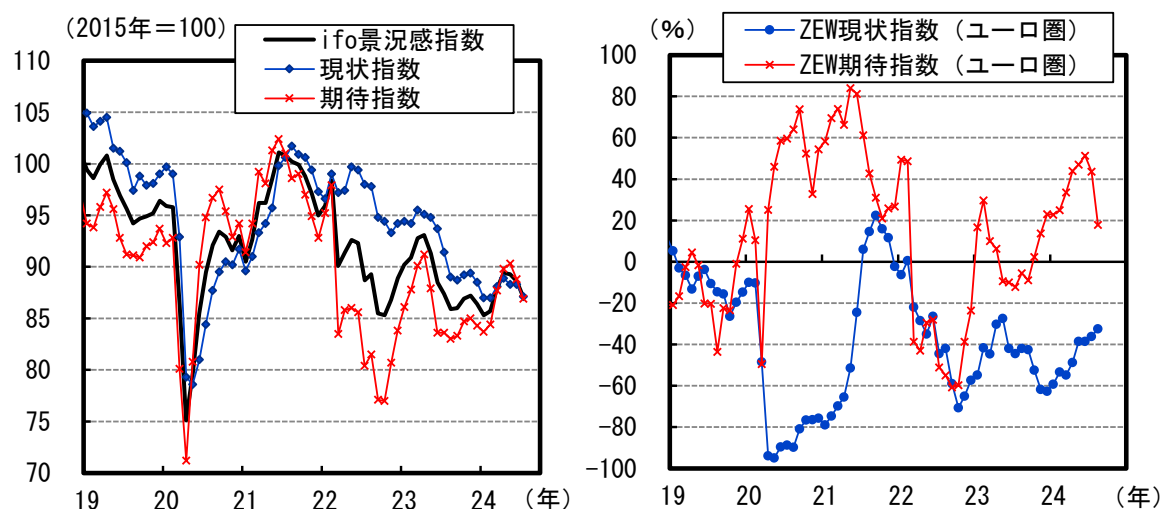
先行きに対する楽観は後退、景気回復を鈍らせる可能性に注意

また、マインド面に関して、年初から回復をけん引してきた将来に対する期待が、足元で低下に転じている点には注意が必要である。具体的に見ていくと、ドイツ ifo 研究所による景況感指数のうち、期待指数は6月に前月差▲1.5pt 低下した後、7月も同▲1.9pt と大きく低下した。指数の水準で見ると、4月から6月の間は現状指数よりも期待指数が高かったものの、7月は再び期待指数が現状指数を下回っており、先行きに対する慎重さがうかがえる。ifo 景況感指数はユーロ圏の中でもとりわけ停滞感が強いドイツ企業に対する調査であることには注意が必要だが、当然ながらドイツ経済の停滞が続けばユーロ圏全体としての本格回復は見込み難い。

また、投資家に対する調査である ZEW 景況感指数では、ユーロ圏の期待指数が7月、8月と2ヵ月連続で低下した。指数の水準はさほど低いわけではないものの、8月の低下幅はロシアがウクライナ侵攻を開始した直後の2022年3月以来の大きさであり、それまでの楽観ムードが急激にしばむ結果となった。ZEWによれば、金融政策を巡る不透明感、米国経済の減速懸念、中東での地政学リスクの高まりなどが見通しの悪化要因になったという。

2024 年後半以降のユーロ圏経済に関して、実質所得の増加を背景とした個人消費の回復に加えて、ECB の利下げによる金利低下が支援材料となり、緩やかな回復が続いていくという見方に変更はない。ただし、企業の将来に対する見方がさらに慎重になれば、投資が先送りされ、景気の本格回復が後れる可能性がある。さらに悲観的なケースとして、企業の慎重姿勢が労働市場にも波及すれば、景気回復のドライバーとして期待される個人消費の回復も鈍らせかねない。企業マインドを下振れさせる要因として、既述の金融政策、米国経済、地政学リスクには引き続き注視が必要だが、これに加えて欧州独自の要因として、オリンピックで一時休戦していたフランス議会での駆け引きが再開されることが目先の注目点となる。マクロン大統領は8月最終週にも新首相を任命すると伝えられており、新内閣の内容次第では、財政悪化懸念が再燃し金融市場が動揺するリスクがあるだろう。

図表5 ifo 景況感指数（左）、ユーロ圏の ZEW 景況感指数（右）



(出所) ifo 経済研究所、ZEW より大和総研作成

英国経済

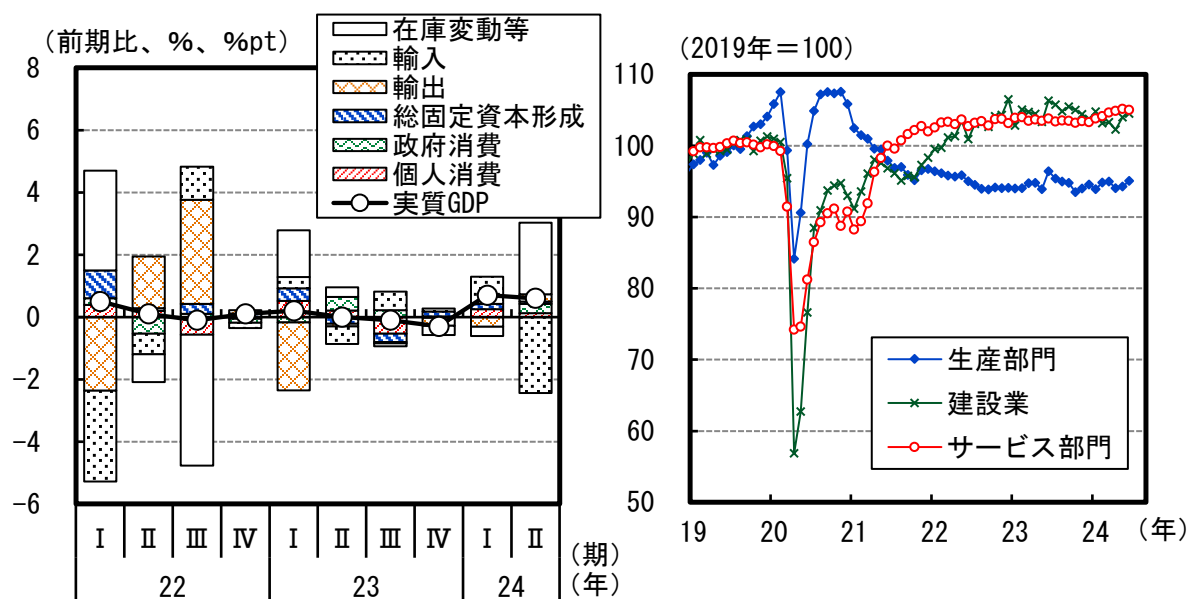
4-6 月期 GDP は前期から減速も、前期比年率+2.3%と高めの伸び

英国の 2024 年 4-6 月期の実質 GDP は前期比+0.6%（前期比年率+2.3%）と 2 四半期連続で増加し、市場予想通りの結果となった。1-3 月期（前期比+0.7%）からは伸びが鈍化したものの、2 四半期連続で前期比年率+2%を上回る高めの成長率となり、英国経済は 2024 年に入り堅調なペースでの成長が続いている。

GDP の需要項目別の内訳を見ていくと、個人消費は前期比+0.2%と 2 四半期連続の増加となった。内訳では運輸（同+1.3%）、住宅（同+0.5%）、娯楽（同+0.9%）などが増加し、全体を押し上げた。個人消費の裏付けとなる名目雇用者報酬は、4 月からの国民保険料率の引き下げによる雇用主負担の減少を受けて、同+0.3%と前期（同+1.2%）から伸びが鈍化した。ただし、雇用者報酬のうち、賃金・俸給については同+1.2%と前期（同+1.0%）から伸びが加速、実質ベース（大和総研による試算値、個人消費デフレーターで実質化）では同+0.8%増加しており、これが個人消費を押し上げたといえる。

総固定資本形成は前期比+0.4%となり、こちらも前期から減速しつつも 3 四半期連続で増加した。もっとも、企業設備投資は同▲0.1%と前期からわずかに減少し、民間住宅投資も同▲1.4%と 2 四半期ぶりの減少に転じるなど、民間部門の投資は停滞する結果となった。他方、公共投資が同+2.6%と増加したことが全体の押し上げに寄与した。なお、政府消費も同+1.4%と 2023 年 4-6 月期以来の高い伸びとなっており、4-6 月期は民間部門が減速する中、公的需要の拡大が国内需要を下支えしたといえる。

図表 6 英国の実質 GDP 成長率の寄与度分解（左）、月次 GDP の部門別内訳（右）



（出所）ONS より大和総研作成

外需に関して、輸出は前期比+0.8%と6四半期ぶりの増加に転じ、輸入も同+7.7%と4四半期ぶりの増加に転じた。輸出については、財輸出が同▲2.6%と減少した一方で、企業向けサービス、旅行サービス、情報通信サービスなどの増加によってサービス輸出が同+3.5%増加したことが押し上げに寄与した。輸入については、財輸入が同+9.9%と大幅に増加したことに加えて、サービス輸入も同+4.1%増加した。なお、財輸出の減少、および財輸入の大幅な増加に関して、ONS（英国国家統計局）は振れが大きい非貨幣用金の輸出入による影響を指摘している。外需（純輸出）寄与度は輸入の急増を主因に、同▲2.2%ptと大幅なマイナスになったが、割り引いて見る必要がある²。

一方、4-6月期のGDPを生産側から見ていくと、生産部門が前期比▲0.1%と2四半期ぶりの減少に転じ、建設業が同▲0.1%と3四半期連続で減少する一方、サービス部門が同+0.8%と増加し全体を押し上げた。既述したユーロ圏と同様に、英国でも製造業を中心とする生産部門の活動が不振となる中、サービス業の堅調さが成長をけん引する構図となっている。

BOEは8月会合で利下げを実施も、決定は微妙なバランス

ここまで見てきた通り、英国経済は2024年に入って堅調に推移しているが、BOEが利下げに転換したことも英国経済の成長持続を下支えする要因になると見込まれる。

BOEは8月1日、前日まで開催されていた金融政策委員会で政策金利の0.25%pt引き下げを決定したと発表した。BOEは2023年8月に利上げを行った後、7会合連続で政策金利を据え置いてきたが、漸く利下げ局面へと移行した。金融市場では8月会合で利下げ開始と、金利据置きで事前予想が割れていたため、BOEによる利下げの開始はハト派寄りの決定であったといえる。

もっとも、今回の利下げの決定に関してはBOE内部でも意見が割れていたことが明らかとなっている。9名の委員中、5名（バイリー総裁、ブリーデン副総裁、ロンバルデリ副総裁、ラムスデン副総裁、ディングラ委員）が利下げに賛成する一方、4名（グリーン委員、ハスケル委員、マン委員、ピル委員）が政策金利を据え置くべきとして反対票を投じた。また、議事要旨によれば、利下げに投票した5名の委員のうち一部の委員は、インフレ率の見通しには上方リスクが残るとして、利下げと金利据置きの判断は「微妙なバランス」であったとされている。

声明文では、先行きに金融政策に関して、「今後もインフレの持続性に対するリスクを注意深く観察し、各会合で金融政策の制限度合いを適切に決定する」とされ、政策金利の経路に関する情報はほぼ出されなかった。声明文では、BOEは現状の政策金利の水準が制限的（＝中立金利よりも高い）と認めていることから、当面は利下げを続けていく可能性が高いものの、追加利下げのタイミングについては慎重に見極めていくとみられる。

8月の金融政策委員会以降に公表されたインフレ関連指標を確認すると、2024年4～6月の名

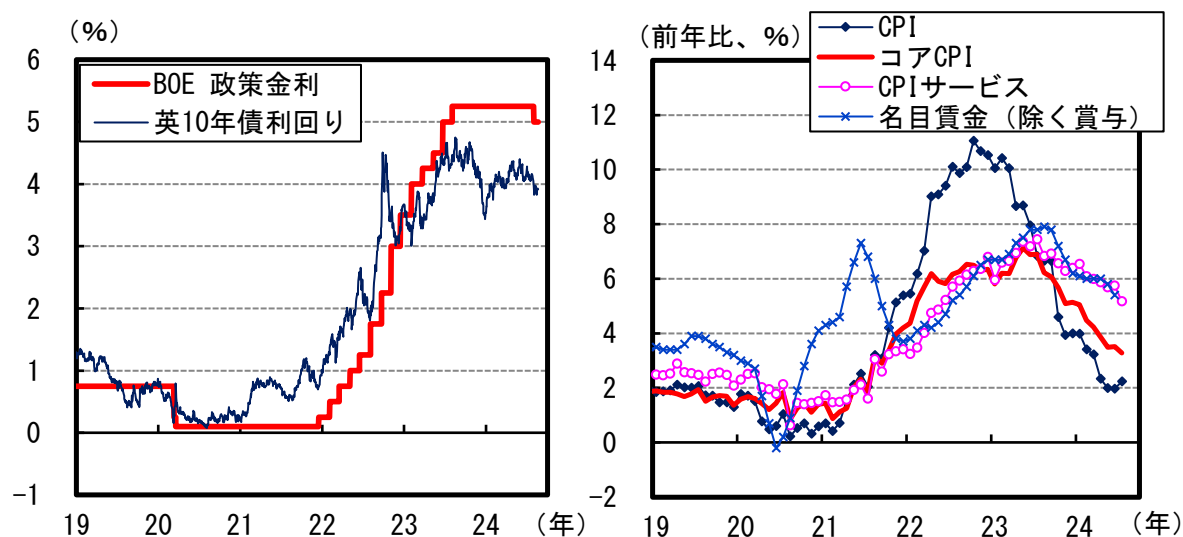
² ONSによれば、非貨幣用金は、総資本形成のうち「貴重品の取得マイナス処分（Acquisitions less disposals of valuables）」にも計上されるため、輸出入の増減と相殺されGDP全体に対しては影響を与えないと説明されている。図表6左図では「貴重品の取得マイナス処分」は「在庫変動等」に含まれる。

目賃金（含む賞与）は前年比+4.5%となり前月（3～5月）の同+5.7%から大きく伸びが鈍化した。最大の要因は、2023年に支払われたNHS職員に対する一時金の裏の効果で賞与が大幅なマイナスとなったことである。ただし、賞与を除くベースの賃金も同+5.4%と2022年6～8月以来の低さとなっており、特殊要因を除いても賃金上昇ペースは減速している。

一方、7月のCPI（消費者物価指数）は、前年比+2.2%と7ヵ月ぶりに上昇ペースが加速した。だが、上昇幅拡大の主因はエネルギーの下落幅が縮小したことであり、エネルギー・食品・酒類・たばこを除いたコアCPIは同+3.3%と前月（同+3.5%）から伸びが縮小している。しかも、コアCPIの内訳では、BOEが注視するサービス価格が同+5.2%と、前月の同+5.7%から大きく伸びが鈍化した。8月の金融政策委員会に合わせて発表された金融政策レポートでは、7月のCPIは同+2.4%、サービス価格は同+5.6%と予想されており、いずれもBOEの予想を下回ったことは、BOEが追加利下げを進める上での支援材料といえる。

ただし、減速傾向とはいえ、賃金やサービス価格の伸びは前年比+5%台となお高い状態が続いている。また、8月時点で利下げを支持した委員はその根拠の一つとして、労働需給の緩和を挙げていたが、4～6月の失業率は4.2%と前月から低下し、労働需給面から見た賃金上昇圧力は強まる結果となっている。足元の英国経済が底堅く推移する中、BOEが追加利下げを急ぐ必要性は低いとみられることに加え、8月の利下げに際しても4名が反対していたということも踏まれば、次回、9月の金融政策委員会では政策金利が据え置かれ、一旦様子見となる可能性が高い。

図表7 英国の政策金利と長期金利（左）、インフレ率と賃金上昇率（右）



(注) 右図の名目賃金（除く賞与）は3ヵ月後方移動平均値。

(出所) ONS より大和総研作成

図表 8 ユーロ圏経済・金利見通し

	2023				2024				2025				2023	2024	2025
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4			
前期比年率															
国内総生産	0.0%	0.5%	0.2%	0.0%	1.1%	1.2%	1.2%	1.3%	1.4%	1.4%	1.5%	1.5%	0.4%	0.8%	1.4%
家計消費支出	0.6%	0.7%	1.2%	0.7%	0.6%	0.7%	0.8%	1.3%	1.5%	1.4%	1.3%	1.2%	0.5%	0.8%	1.3%
政府消費支出	-0.4%	1.1%	3.1%	2.5%	-0.3%	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	2.2%	0.0%	0.4%	2.9%	-5.4%	2.1%	1.8%	2.5%	2.7%	2.9%	3.2%	3.5%	1.2%	-0.0%	2.7%
輸出	-1.7%	-3.9%	-4.9%	1.5%	5.1%	0.9%	2.2%	1.8%	1.9%	2.2%	2.5%	2.7%	-1.1%	1.2%	2.0%
輸入	-4.5%	-1.0%	-6.3%	2.5%	-1.2%	0.8%	2.3%	2.1%	2.2%	2.4%	2.7%	2.8%	-1.6%	-0.2%	2.2%
前年同期比（除く失業率）															
国内総生産	1.3%	0.5%	0.1%	0.2%	0.5%	0.6%	0.9%	1.2%	1.3%	1.3%	1.4%	1.4%	0.4%	0.8%	1.4%
家計消費支出	1.5%	0.7%	-0.2%	0.8%	0.8%	0.8%	0.7%	0.9%	1.1%	1.3%	1.4%	1.4%	0.5%	0.8%	1.3%
政府消費支出	0.3%	0.6%	1.6%	1.6%	1.6%	1.4%	0.8%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.3%	0.8%	1.0%	0.4%
総固定資本形成	1.5%	1.5%	0.5%	1.4%	-0.6%	-0.0%	0.3%	0.2%	2.3%	2.5%	2.8%	3.1%	1.2%	-0.0%	2.7%
輸出	3.3%	0.0%	-2.5%	-2.3%	-0.6%	0.6%	2.4%	2.5%	1.7%	2.0%	2.1%	2.3%	-1.1%	1.2%	2.0%
輸入	2.0%	-0.1%	-3.9%	-2.4%	-1.6%	-1.1%	1.1%	1.0%	1.8%	2.3%	2.3%	2.5%	-1.6%	-0.2%	2.2%
鉱工業生産（除く建設）	0.8%	-1.1%	-4.6%	-3.5%	-4.7%	-3.4%	-1.1%	-0.5%	1.0%	1.9%	2.0%	2.1%	-2.1%	-2.4%	1.7%
実質小売売上高	-2.9%	-2.3%	-2.1%	-0.7%	-0.2%	0.3%	0.7%	0.7%	1.0%	1.0%	1.2%	1.2%	-2.0%	0.4%	1.1%
消費者物価	8.0%	6.2%	5.0%	2.7%	2.6%	2.5%	2.4%	2.6%	2.4%	2.4%	2.1%	2.1%	5.4%	2.5%	2.3%
生産者物価	11.1%	-0.8%	-8.8%	-8.7%	-8.0%	-4.3%	-2.9%	-2.7%	0.2%	2.4%	2.3%	2.3%	-2.2%	-4.6%	1.8%
失業率	6.6%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.4%	6.4%	6.4%	6.3%	6.3%	6.3%	6.3%	6.6%	6.4%	6.3%
10億ユーロ															
貿易収支	-7.5	3.4	25.0	39.0	60.5	48.2	51.7	54.6	57.3	60.2	63.1	66.3	60.0	215.0	246.9
経常収支	31.8	58.7	61.2	72.2	112.2	124.9	127.4	129.9	132.2	134.7	137.2	140.1	223.9	494.4	544.2
独 国債10年物（期中平均）															
欧 政策金利（末値）	2.34%	2.37%	2.59%	2.52%	2.31%	2.49%	2.31%	2.19%	2.14%	2.08%	2.03%	1.99%	2.45%	2.33%	2.06%
	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8月21日時点）。

(出所) Eurostat、ECB より大和総研作成

図表 9 英国経済・金利見通し

	2023				2024				2025				2023	2024	2025
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4			
前期比年率															
国内総生産	0.7%	0.0%	-0.5%	-1.2%	2.9%	2.3%	0.8%	1.0%	1.4%	1.5%	1.4%	1.3%	0.1%	1.0%	1.3%
家計消費支出	3.6%	1.4%	-3.5%	-0.2%	1.7%	0.8%	0.7%	0.9%	1.2%	1.1%	1.0%	0.8%	0.2%	0.3%	1.0%
一般政府消費支出	-3.3%	9.2%	4.3%	0.3%	-0.1%	5.9%	1.0%	1.0%	0.6%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	2.4%	1.0%
総固定資本形成	8.9%	-4.6%	-5.3%	3.5%	3.7%	1.6%	1.2%	1.8%	2.4%	3.0%	2.8%	2.8%	2.2%	1.1%	2.3%
輸出	-23.6%	-1.0%	-0.5%	-3.1%	-3.9%	3.1%	1.4%	1.5%	2.0%	2.4%	2.7%	2.8%	-0.5%	-0.9%	2.1%
輸入	-4.3%	7.2%	-7.0%	-1.2%	-10.3%	34.8%	-3.3%	1.1%	1.5%	1.8%	2.0%	2.0%	-1.5%	1.9%	2.7%
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%	0.9%	1.2%	1.8%	1.4%	1.2%	1.3%	1.4%	0.1%	1.0%	1.3%
家計消費支出	0.1%	0.2%	0.2%	0.3%	-0.2%	-0.3%	0.7%	1.0%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%	0.2%	0.3%	1.0%
一般政府消費支出	-3.5%	1.3%	1.9%	2.5%	3.4%	2.6%	1.8%	1.9%	2.1%	0.8%	0.7%	0.5%	0.5%	2.4%	1.0%
総固定資本形成	5.0%	3.3%	0.1%	0.5%	-0.8%	0.8%	2.5%	2.1%	1.7%	2.1%	2.5%	2.7%	2.2%	1.1%	2.3%
輸出	10.2%	3.9%	-6.5%	-7.6%	-2.1%	-1.1%	-0.7%	0.5%	2.0%	1.8%	2.1%	2.5%	-0.5%	-0.9%	2.1%
輸入	-1.8%	-2.0%	-0.7%	-1.5%	-3.0%	2.7%	3.7%	4.3%	7.6%	0.3%	1.6%	1.8%	-1.5%	1.9%	2.7%
鉱工業生産	-1.9%	-0.5%	1.0%	-0.1%	0.3%	-0.6%	-0.5%	0.8%	0.6%	1.0%	1.1%	1.2%	-0.4%	0.0%	1.0%
実質小売売上高	-4.7%	-2.8%	-2.1%	-1.9%	0.0%	-0.2%	1.1%	2.4%	1.0%	1.4%	1.4%	1.3%	-2.9%	0.8%	1.3%
消費者物価	10.2%	8.4%	6.7%	4.2%	3.5%	2.1%	2.2%	2.3%	2.2%	2.4%	2.3%	2.0%	7.3%	2.5%	2.2%
生産者物価（出荷価格）	11.1%	2.8%	-0.1%	-0.2%	0.3%	1.3%	0.5%	0.4%	0.5%	1.5%	2.4%	1.8%	3.2%	0.6%	1.5%
失業率	4.0%	4.2%	4.1%	3.8%	4.3%	4.2%	4.3%	4.4%	4.4%	4.3%	4.2%	4.1%	4.0%	4.3%	4.3%
10億英ポンド															
貿易収支	-50.1	-47.8	-45.1	-43.8	-41.8	-57.9	-55.1	-54.7	-54.2	-53.2	-51.8	-50.3	-186.7	-209.5	-209.5
経常収支	-21.0	-27.9	-18.5	-21.2	-21.0	-35.1	-32.4	-32.3	-32.0	-31.3	-30.8	-30.3	-88.5	-120.8	-124.5
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%	3.97%	3.78%	3.68%	3.58%	3.48%	3.44%	4.06%	3.99%	3.55%
	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8月21日時点）。

(出所) ONS、BOE より大和総研作成

中国経済 5%成長死守に向け内需を刺激

パワーアップした内需刺激策を発表。2025 年は反動減に要注意

齋藤 尚登

[要約]

- 2024 年 7 月 25 日、中国国家発展改革委員会と財政部は「大規模設備更新と消費財買い替えへの支援強化に関する若干の措置」を発表した。不動産不況が続き、足元の景気は減速している。年間の政府目標である 5%成長の達成を死守すべく、内需でこ入れ策が発表された格好だ。今回の政策は、(1)発表から 1 カ月強の 2024 年 8 月末までに資金の配分を終え、12 月末までに資金を使い切るとされた、(2)家電の買い替え補助金などは中央 90%：地方 10%の原則で負担するとされた、ことが特徴的である。即効性と実効性が重視されていよう。
- 家電については、2024 年 5 月に地方政府による補助金政策の発表が相次いたが、補助金は価格の 10%が上限とされており、今回 7 月の中央政府主導の政策（補助金は価格の 15%～20%）はよりパワーアップされている。僅か 2 カ月の間に、政策を強化しなければならないほど、景気の減速感が強まっているのであろう。さらに、設備の更新にせよ、補助金支給による船舶・自動車・家電の買い替えにせよ、需要の先食いが懸念される。2024 年の政府成長率目標は達成できても翌年以降にツケを払うことには注意が必要であろう。

2024 年 7 月 25 日、パワーアップした設備更新・消費刺激策を発表

2024 年 7 月 25 日、中国国家発展改革委員会と財政部は「大規模設備更新と消費財買い替えへの支援強化に関する若干の措置」を発表した。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。このまま減速が続けば、年間の政府成長率目標の 5%前後の達成が困難になるだけに、5%成長を死守すべく、内需でこ入れ策が発表された格好だ。

「大規模設備更新と消費財買い替えへの支援強化に関する若干の措置」の骨子は以下の通りである。

一．設備更新への支援強化

- ①工業、環境インフラ、交通運輸、物流、教育、文化・観光、医療などの分野の設備更新および回収・リサイクル利用に加え、支援範囲をエネルギー・電力、老朽化したエレベーターなどの分野の設備更新および重点分野の省エネ・脱炭素と安全改造に拡大する。対象について、総投資額 1 億元（約 20.5 億円）以上との条件を廃止し、中小企業の設備更新を支援する。
- ②内陸水運について、使用年数が 10 年以上の旅客船・15 年以上の貨物船、沿海水運について、使用年数が 15 年以上の旅客船・20 年以上の貨物船の廃棄・買い替えを支援する。廃棄を前提に燃料式船舶、新エネルギー・クリーンエネルギー船舶を購入する場合、1 総トン当たり 1,500 元～3,200 元の補助金を支給する。（廃棄はせずに）新たに新エネルギー・クリーンエネルギー船舶を建造する場合、1 総トン当たり 1,000 元～2,200 元の補助金を支給する。老朽船を前倒しで廃棄する場合、1 総トン当たり 1,000 元の補助金を支給する。
- ③排出ガス基準「国 3」（ユーロ 3 に相当し、2008 年 7 月に導入が義務化された基準。現在の基準は国 6）以下のディーゼルトラックを廃棄し、低排出のトラックを購入した場合、1 台当たり 8 万元の補助金を支給する。廃棄はせず、条件を満たすトラックを新たに購入する場合は 1 台当たり 3 万 5,000 元の補助金を支給する。前倒しで廃棄する場合は 1 台当たり 3 万元の補助金を支給する。
- ④20 馬力以下のトラクターを廃棄する場合は 1 台当たり 1,500 元（従来は 1,000 元）を上限に補助金を支給する。コンバイン、播種機などを廃棄・購入する場合は補助金を従来の 1.5 倍を上限に増額する。綿摘採機を廃棄・購入する場合は 1 台当たり 6 万元（従来は 3 万元）を上限に補助金を支給する。各地方は 6 種類以内の農業機械を補助金の対象に組み入れてよい。
- ⑤使用年数が 8 年以上の新エネルギー公共バスと動力電池を更新する場合は 1 台当たり 6 万元の補助金を支給する。
- ⑥条件を満たす設備更新に対する財政による利子補給を 1%pt から 1.5%pt に引き上げる。期間は 2 年とし、利子補給は総額 200 億元とする。

二. 消費財買い替えへの支援強化

- ⑦超長期国債を発行して調達した資金を用いて、地方政府の消費財買い替え政策を支援する。
国家発展改革委員会と財政部は各地域の常住人口、域内総生産、自動車・家電の普及状況などに応じて、支援資金を確定する。自動車（EV、ガソリン車）、家電、電動自転車の買い替え、古い住宅のリフォームや水回り設備のリフォームなどを重点的に支援する。
- ⑧個人が排ガス基準「国3」以下のガソリン車、あるいは2018年4月30日以前に登録した新エネルギー乗用車を廃棄し、条件を満たす新エネルギー車に買い替える場合は2万元（従来は1万元）、排気量2L以下のガソリン車に買い替える場合は1万5,000元（従来は7,000元）の補助金を支給する。
- ⑨個人が省エネ・節水基準2級以上の冷蔵庫、洗濯機、テレビ、エアコン、コンピュータ、給湯器、家庭用コンロ、レンジフードの8種類の家電に買い替える場合、価格の15%を補助金として支給する。省エネ・節水基準1級以上の上記8種類の家電に買い替える場合は価格の20%を補助金として支給する。消費者1人当たり8種類それぞれ1台限り、1台当たりの補助金の上限は2,000元とする。
- ⑩電器電子製品の回収処理のための資金を支援し、2024年は中央財政から75億元を支給する。

上記①と②に対して、超長期国債の発行で調達した資金（2024年は1兆元発行予定）のうち1,480億元を充て、上記③④⑤⑦⑧⑨に対して、同様に1,500億元を充て、上記⑥と⑩に対しては、中央財政資金275億元を充てる。合計では3,000億元超の内需刺激策が打たれることになる。

今回の政策は、(1)発表から1カ月強の2024年8月末までに資金の配分を終え、12月末までに資金を使い切る、(2)上記③⑤⑦⑧⑨については、中央90%（東部地区は85%、中部地区は90%、西部地区は95%）：地方10%（東部15%、中部10%、西部5%）の原則で負担する、とされたことが特徴的である。(1)は政策の即効性を狙ったものである。(2)は不動産不況の長期化により、地方政府の主要な財源の土地使用権売却収入が大きく減少し、地方経済が疲弊する中、補助金を中央政府がほとんど負担することで、実効性を高めようとしているのであろう。

ここで注意したいことが2つある。家電については、2024年5月に地方政府による補助金政策の発表が相次いだ、補助金は価格の10%が上限とされており、今回7月の中央政府主導の政策（補助金は価格の15%～20%）はよりパワーアップされている。僅か2カ月の間に、政策を強化しなければならないほど、景気の減速感が強まっているのであろう。後述するように、中国政府は2024年5月17日に住宅市場でこ入れ策を打ち出したが、その効果はほとんど出ていない。

もうひとつは、設備の更新にしても、補助金支給による船舶・自動車・家電の買い替えにしても需要の先食いが懸念されることである。2024年の政府成長率目標は達成できても翌年以降にツケを払うことには注意が必要であろう。

続く不動産不況

中国恒大（エバーグランデ）集団の経営危機発覚から丸3年が経過したが、中国の不動産不況に回復の兆しは見られない。もちろん、中国政府が手をこまねいていたわけではない。2024年に入ってから需要面・供給面で打てる手は打っているように思えるが、これといった成果は出ていない。

供給面では「ホワイトリスト」制度が2024年1月に始動した。住宅・都市農村建設部と国家金融監督管理総局が2024年1月12日付けで発出した「都市不動産金融調整制度の導入に関する通知」では、地方政府が金融支援を行うべき不動産プロジェクトのリスト（ホワイトリスト）を作成するとした。地方政府が「ホワイトリスト」を作成して、銀行に送付し、これを受けた銀行が貸出面でプロジェクトをサポートするのである。

国家金融監督管理総局によると、2024年5月末時点でホワイトリストに掲載されたプロジェクトのうち、3,808プロジェクトが9,417億元の与信枠を獲得し¹、3,372億円の融資が実施されたという。5月末までに実行された3,372億元は、2024年1月～5月のデベロッパー全体の資金調達額（4兆2,571億元）の7.9%に相当する。

それでは、この「ホワイトリスト」制度によって、デベロッパーの資金調達は大きく改善したのでしょうか？答えは「否」である。デベロッパーの資金調達額は、2022年は25.9%減、2023年は13.6%減、そして2024年1月～7月は21.3%減と大幅な減少が続いている。このうち、てこ入れされているはずの国内貸出はそれぞれ25.4%減、9.9%減、6.3%減であった。「ホワイトリスト」制度の成果は全く不十分だと言わざるを得ない。

需要面では2024年5月17日の住宅市場でこ入れ策の効果が期待されたが、こちらも厳しい状況が続いている。住宅販売面積は2022年が26.8%減、2023年は17.3%減、2024年1月～7月は21.1%減と、大幅な減少が続いている。ちなみに、政策発表前の2024年1月～5月は23.6%減であり、足元でマイナス幅の縮小は僅かなものとどまっている。

2024年5月のてこ入れ策は、①住宅ローンの頭金の割合の引き下げと住宅ローン金利の下限撤廃、②地方政府（国有企業）による住宅在庫の一部買取と保障性住宅への転換、が2本柱である。本レポートでは既に政策が大きく動いている①にフォーカスする。

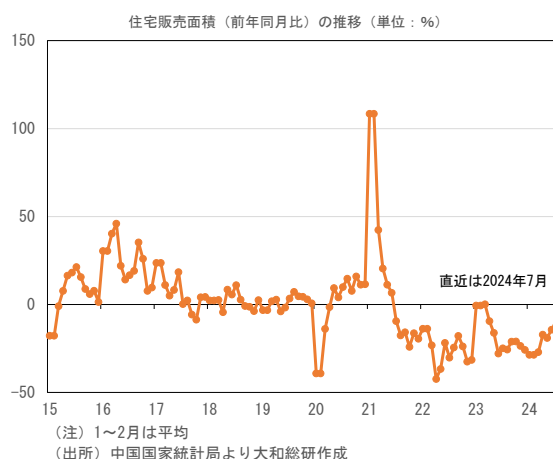
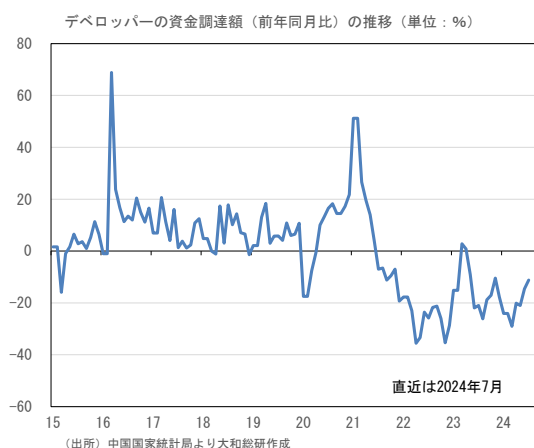
①について、1軒目の頭金の割合の下限は従来の20%以上から15%以上に、2軒目は30%以上から25%以上に引き下げられた。さらに都市毎に決められる住宅ローン金利についても、ほとんどの都市が大幅な引き下げを実施した。例えば、湖北省武漢市は5月18日に1軒目と2軒目の住宅ローン金利の下限を撤廃したうえで、1軒目は従来のLPR5年物－40BPの3.55%からLPR5年物－70BPの3.25%に、2軒目は従来のLPR5年物＋20BPの4.15%からLPR5年物－60BPの3.35%に引き下げた。中国人民銀行は7月22日に政策金利のLPR5年物を10BP引き下げ、3.85%としたので、住宅ローン金利も同様にそれぞれ10BP引き下げられている。

¹ 2024年8月21日の国家金融監督管理総局幹部の発言によると、目下のところ5,392プロジェクトがおおよそ1.4兆元の与信枠を獲得している。

それでも全国的に住宅販売は低調なままである。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7月の全国70都市平均の新築住宅価格は▲5.3%、中古住宅価格は▲8.2%と下落幅が拡大している。新築住宅は28カ月、中古住宅は30カ月連続の価格下落だ。少なくとも価格反転の兆しを確認できるまでは、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。不動産不況からの脱却は極めて困難だと言わざるを得ない。

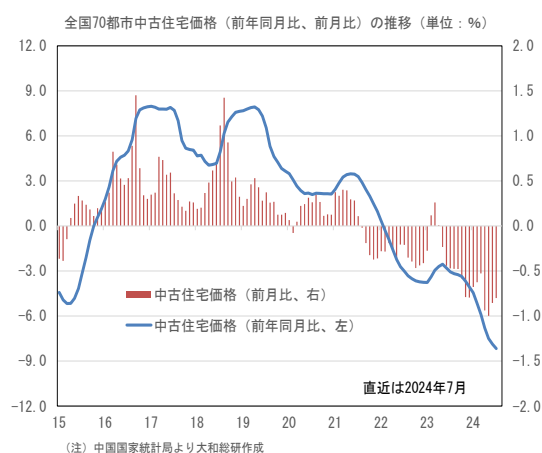
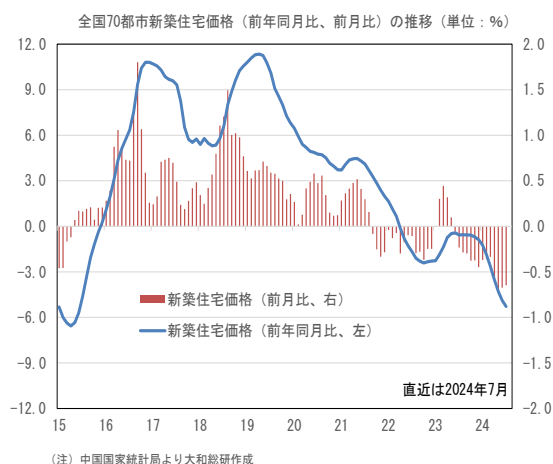
デベロッパーの資金調達額

住宅販売面積



新築住宅価格

中古住宅価格

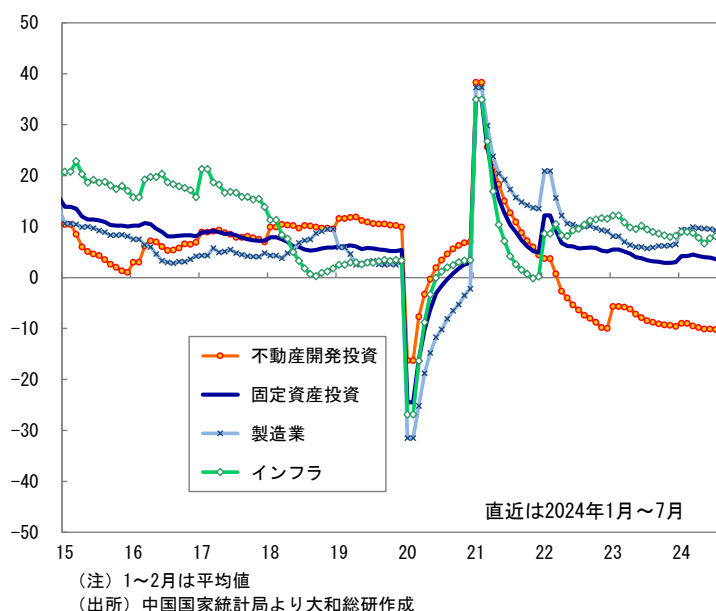


2024年1月～7月の不動産開発投資は10.2%減

国家統計局によると、2024年1月～7月の固定資産投資は3.6%増となり、1月～6月の3.9%増から伸びが鈍化した。1月～7月の分野別内訳は、製造業投資が9.3%増（1月～6月は9.5%増）、電気・水道・ガスを含むインフラ投資は8.1%増（同7.7%増）、不動産開発投資は10.2%減（同10.1%減）だった。

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。一方で、2024年1月～7月の不動産開発投資を除く固定資産投資は8.0%増と発表されており、比較的堅調である。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。

固定資産投資全体、分野別の推移（1月から累計の前年同期比、単位：%）



2024年7月の小売売上は2.7%増と低空飛行が続く

2024年7月の小売売上は2.7%増となり、6月の2.0%増からは加速したものの低空飛行が続いている。1月～7月は3.5%増であった。

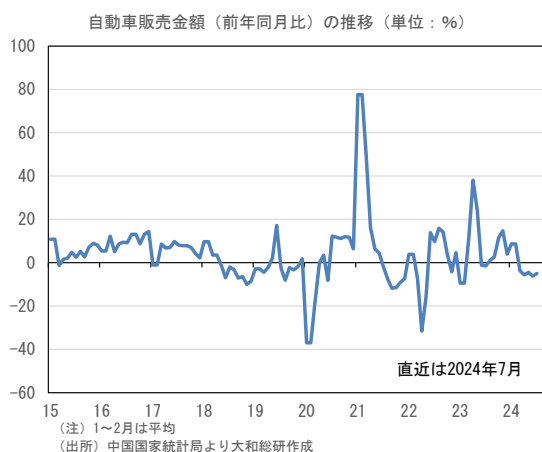
小売売上の1割程度を占める自動車販売金額は、2024年3月から前年割れが続き、7月は4.9%減となった。自動車販売の不振が小売売上の押し下げ要因となっており、自動車を除く小売売上は、7月は3.6%増、1月～7月は4.0%増であった。

次に小売売上の2%程度を占める家電・音響映像機材の販売金額の伸び率は2024年6月以降、マイナスとなり、7月は2.4%減となった。5月には各地方政府が家電買い替え補助金政策を発表し、同月の同販売金額は12.9%増を記録したが、6月には早くも前年割れとなってしまった。

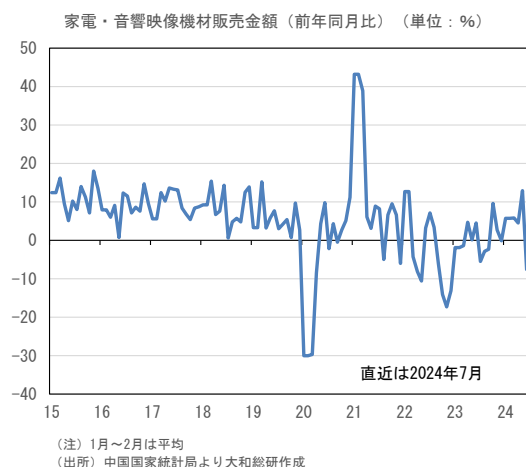
財政難にあえぐ地方政府にとって、「旗は振れどもない袖は振れない」状況であった可能性がある。この点、既述した7月の内需てこ入れ策のうち家電の買い替え補助金政策は、中央政府が9割を負担するとしており、実効性は高まろう。

自動車・家電については買い替え補助金の効果発現に期待したいところであるが、期限は2024年末までとなっており、2025年にはその反動減が懸念される。

自動車販売金額



音響映像機材販売金額

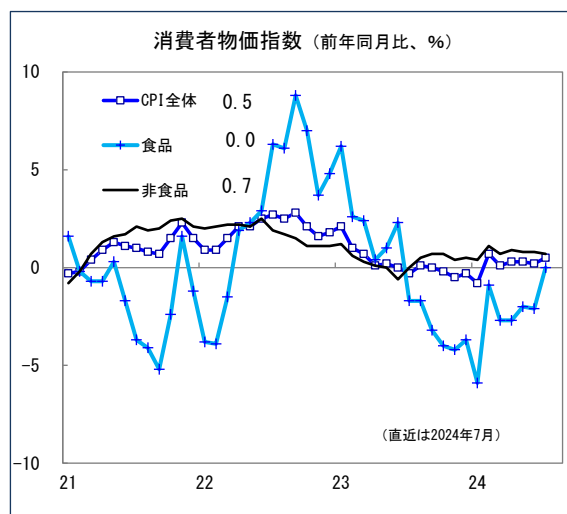
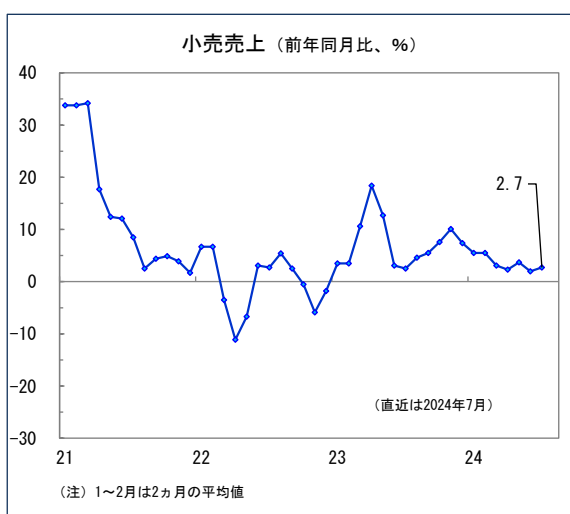
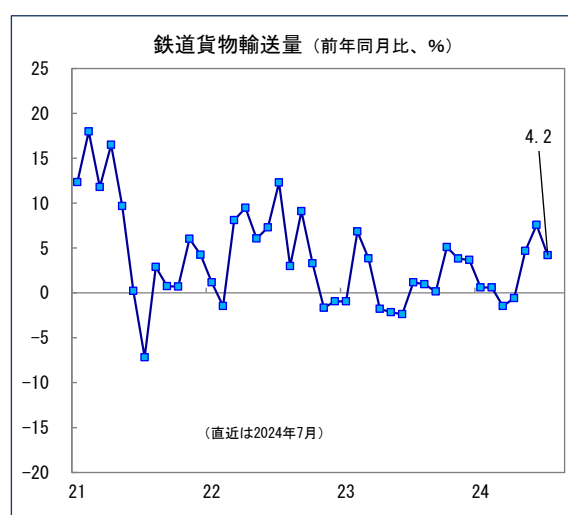
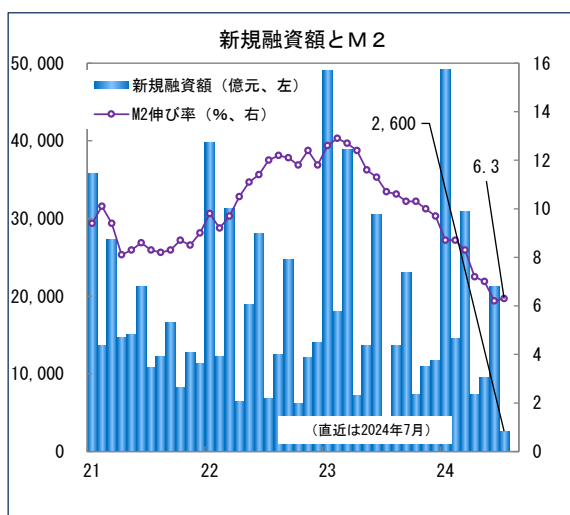
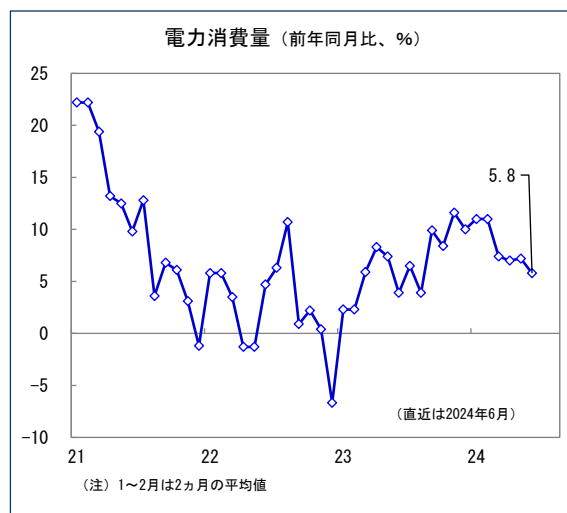
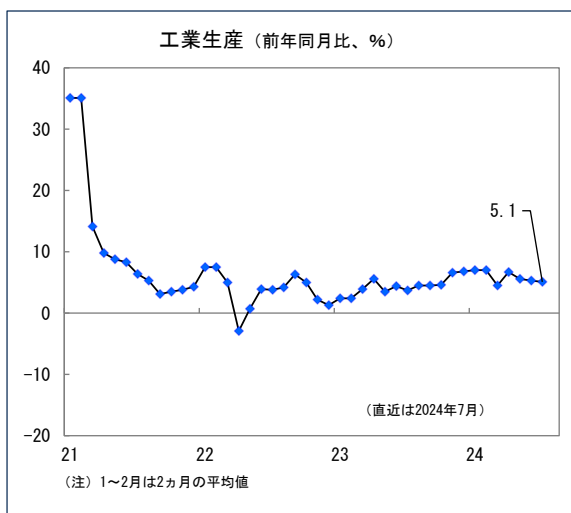


主要経済指標一覧

	2023年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	7月
実質GDP成長率（四半期、前年同期比、％）	-	-	4.9	-	-	5.2	-	-	5.3	-	-	4.7	-
工業生産（前年同月比、％）	3.7	4.5	4.5	4.6	6.6	6.8	7.0	4.5	6.7	5.6	5.3	5.1	
電力消費量（前年同月比、％）	6.5	3.9	9.9	8.4	11.6	10.0	11.0	7.4	7.0	7.2	5.8		
鉄道貨物輸送量（前年同月比、％）	1.2	1.0	0.2	5.1	3.8	3.7	0.6	-1.5	-0.6	4.7	7.6	4.2	
固定資産投資（前年累計比、％）	3.4	3.2	3.1	2.9	2.9	3.0	4.2	4.5	4.2	4.0	3.9	3.6	
不動産開発投資（前年累計比、％）	-8.5	-8.8	-9.1	-9.3	-9.4	-9.6	-9.0	-9.5	-9.8	-10.1	-10.1	-10.2	
小売売上（前年同月比、％）	2.5	4.6	5.5	7.6	10.1	7.4	5.5	3.1	2.3	3.7	2.0	2.7	
消費者物価指数 全体（前年同月比、％）	-0.3	0.1	0.0	-0.2	-0.5	-0.3	-0.8	0.7	0.1	0.3	0.2	0.5	
食品（前年同月比、％）	-1.7	-1.7	-3.2	-4.0	-4.2	-3.7	-5.9	-0.9	-2.7	-2.0	-2.1	0.0	
非食品（前年同月比、％）	0.0	0.5	0.7	0.7	0.4	0.5	0.4	1.1	0.7	0.9	0.8	0.7	
工業製品出荷価格指数（前年同月比、％）	-4.4	-3.0	-2.5	-2.6	-3.0	-2.7	-2.5	-2.7	-2.8	-2.5	-1.4	-0.8	-0.8
工業生産者購入価格指数（前年同月比、％）	-6.1	-4.6	-3.6	-3.7	-4.0	-3.8	-3.4	-3.4	-3.5	-3.0	-1.7	-0.5	-0.1
新規融資額（億元）	3,459	13,600	23,100	7,384	10,900	11,700	49,200	14,500	30,900	7,300	9,500	21,300	2,600
M2伸び率（％）	10.7	10.6	10.3	10.3	10.0	9.7	8.7	8.7	8.3	7.2	7.0	6.2	6.3
輸出（前年同月比、％）	-14.3	-8.6	-6.8	-6.6	0.7	2.1	6.8	-7.7	1.3	7.6	8.6	7.0	
輸入（前年同月比、％）	-12.1	-7.2	-6.3	3.0	-0.6	0.3	3.6	-1.9	8.3	1.8	-2.3	7.2	
貿易収支（億米ドル）（1月、2月は平均）	794.0	672.2	751.2	558.6	690.7	747.3	616.6	581.2	719.6	825.5	990.5	846.5	
新築商品住宅価格指数 北京（前年同月比、％）	3.5	2.8	2.9	2.1	1.9	1.7	1.3	1.0	0.8	-0.5	-1.8	-2.4	-3.3
上海（前年同月比、％）	4.5	4.1	4.4	4.4	4.7	4.5	4.2	4.2	4.3	4.2	4.5	4.4	4.4
商用不動産 着工面積（前年累計比、％）	-25.1	-24.9	-23.9	-23.7	-21.7	-20.9	-30.5	-28.3	-24.7	-24.3	-23.8	-23.2	
竣工面積（前年累計比、％）	19.9	18.6	19.1	18.4	17.1	15.8	-21.1	-21.4	-20.3	-20.1	-21.8	-21.8	
不動産販売 面積（前年累計比、％）	-14.9	-15.9	-16.4	-16.7	-17.1	-17.7	-24.9	-24.3	-22.3	-21.1	-19.5	-18.6	
金額（前年累計比、％）	-7.0	-9.0	-10.4	-10.7	-11.2	-12.5	-31.6	-30.1	-29.4	-28.4	-25.3	-24.3	

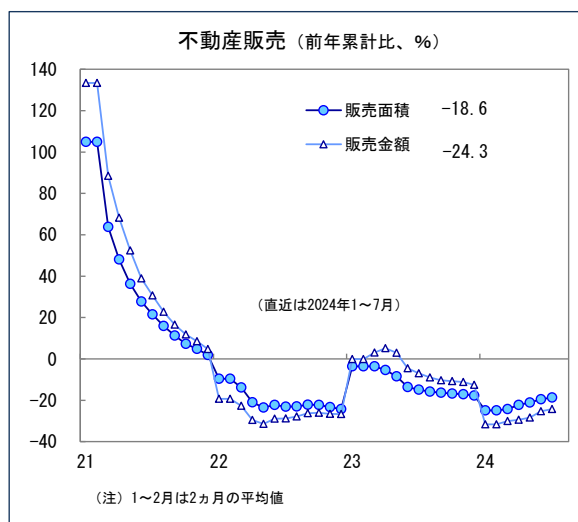
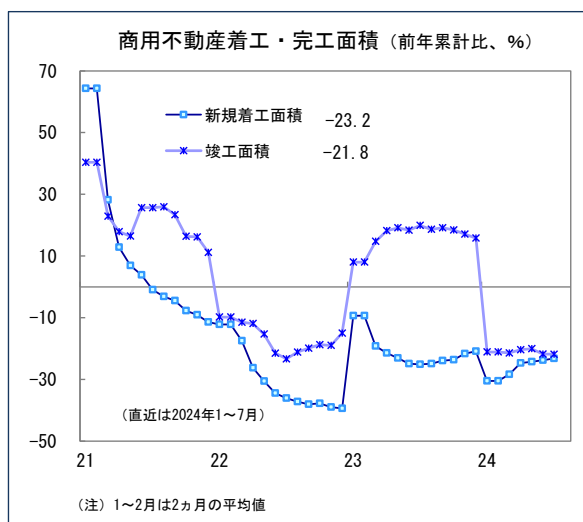
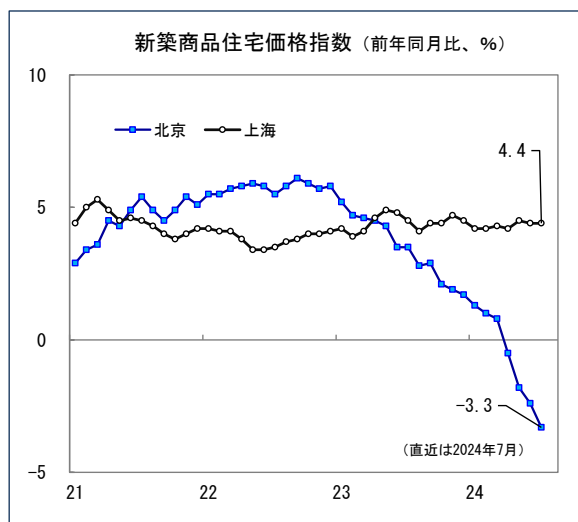
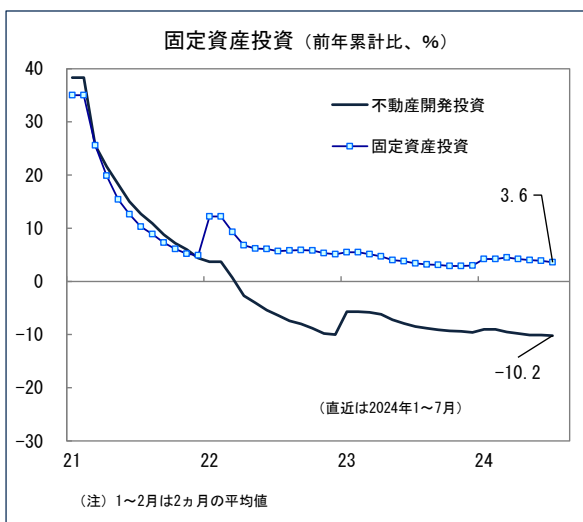
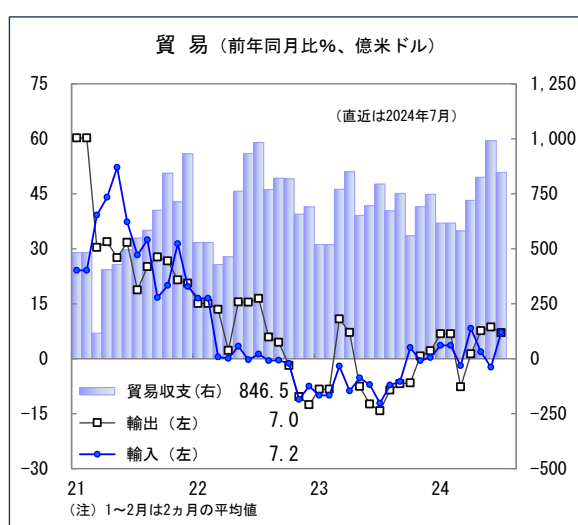
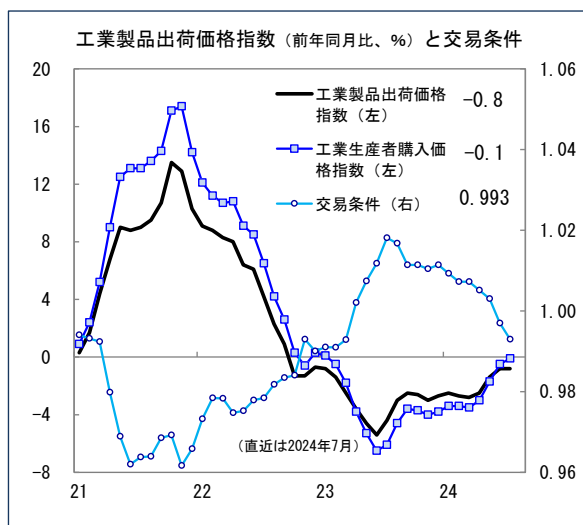
（出所）中国国家统计局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー局、CEIC より大和総研作成

主要経済指標一覧（続き）



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

主要経済指標一覧（続き）



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