

2024 年 9 月 24 日

主要国経済 Outlook

2024 年 10 月号 (No. 455)

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

世界が待ち望んだ米 FRB の利下げ開始

経済調査部 シニアエコノミスト 佐藤 光

日本経済 3

岸田政権 3 年間の振り返りと次期政権の課題

経済調査部 シニアエコノミスト 神田 慶司

米国経済 17

利下げ開始で米国の景気はどうか？

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 27

利下げ加速はあるか？

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 37

不動産不況、淘汰と救済なくして回復なし

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

世界が待ち望んだ米 FRB の利下げ開始

佐藤 光

9月17-18日のFOMCにおいて、米国FRBはついに利下げ局面へと踏み出した。これまで悩まされ続けてきた高インフレの収束に向けてメドが立ったことにより、政策金利は引き締め状態から中立金利の水準を目指して低下させる過程に入ったことが強調された。また、FRBは米国の雇用悪化に対する懸念を強めていることも示された。

足元の米国経済は消費を中心に底堅い推移となっているが、企業の景況感や生産活動は全般にさえないなど、まちまちの状況となっている。今回実施された0.5%ptの大幅な利下げが、米国の景気後退への突入を阻止し、経済をソフトランディングに導くことが期待される。また利下げの実施は、これまで停滞していた住宅投資などを活性化する効果もあるだろう。

今回の米国の利下げは、世界的にも歓迎されるはずだ。まず、米国の雇用や内需が当局の狙い通りに支えられるならば、米国ビジネスに携わる多くの関係者にとってポジティブであろう。

また、米国以外の国でも米国の利下げを待ち望んでいたと考えられる。日本では、日米間の金利差拡大を背景に、一時は極端な円安の進行に苦しんだ。日本と同様に今年に入って自国通貨安が進んでいた例としては、メキシコやブラジルなどが挙げられる。これらの国では、それまで一方的だった通貨安の修正が期待でき、輸入インフレを抑制するだろう。また、東南アジアの新興国をはじめとして、対米国での金利差拡大による通貨安や資本流出を恐れて、これまで米国金利に合わせた高金利の維持を余儀なくされた国々が存在する。これらの国については、今後は自国経済を下支えするための利下げを、より安心して実施できるようになるだろう。

ただし、今回0.5%ptの利下げとなったことは、過去の米国景気と政策金利との関係からは注意を要するとみられる。1990年代以降において、0.5%pt以上の大幅な利下げは、米国の景気後退期の最中か、その直前に見られた例が多いからだ。今回は米国で約40年ぶりの高インフレの直後という事情があったにせよ、大幅な利下げの実施でも、結果的に「ビハインド・ザ・カーブ（後手に回る）」となる恐れがあることから、景気動向には引き続き注視しなければならない。

主要国実質 GDP 見通し＜要約表＞（2024年9月20日時点）

	(%)					(前年比%)							
	2023年 10-12	2024年				2025年			2022年	2023年	2024年	2025年	
		1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	(下線及び斜字は年度)				
日本	0.2	-2.4	2.9	2.2	2.1	1.7	1.0	0.9	1.2	1.7	0.0	1.6	
									<u>1.6</u>	<u>0.8</u>	<u>0.8</u>	<u>1.3</u>	
米国	3.4	1.4	3.0	2.2	1.6	1.8	1.9	2.0	1.9	2.5	2.6	2.0	
ユーロ圏	0.3	1.3	0.8	1.4	1.2	1.4	1.4	1.5	3.4	0.4	0.8	1.4	
英国	-1.2	2.9	2.3	0.9	1.0	1.4	1.5	1.4	4.3	0.1	1.0	1.3	
中国	5.2	5.3	4.7	4.7	5.2	4.3	4.8	4.4	3.0	5.2	5.0	4.5	
ブラジル	2.1	2.5	3.3	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	3.0	2.9	2.5	2.5	
インド	8.6	7.8	6.7	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

岸田政権 3 年間の振り返りと次期政権の課題

神田 慶司
田村 統久
秋元 虹輝

[要約]

- 岸田政権 3 年間の実質 GDP は低成長にとどまったものの、賃金が名目額でも実質額でも上昇する状況までこぎ着けた。物価動向に関連する広範なデータから判断すると、再びデフレに戻る可能性はかなり低いとみられる。少子化対策や労働市場改革、経済安全保障の強化などで実績を残したが、多くは緒に就いたばかりだ。一方、取り組みで遅れが目立ったのが財政健全化である。財政は改善傾向にあるものの、コロナ禍直後に急拡大した歳出の調整が十分に進んでおらず、歳入を大幅に上回る状況にある。
- 次期政権の喫緊の課題は、日本経済をデフレから完全に脱却させることだ。自由民主党（自民党）総裁選では物価高対策を含む経済対策の実施を主張する候補者がいるが、岸田政権の関連施策の効果や足元の経済状況を十分に踏まえた上で、追加の対策が必要な家計や企業に絞って実施すべきだ。少子化に歯止めをかけ、国内の供給力を強化し、脱炭素やデジタルの分野で国際競争力を向上させ、金融政策の正常化に歩調を合わせて財政健全化を進めるなど、岸田政権が積み残した重要課題で成果を上げることが期待される。
- 自民党総裁選の争点の一つが労働市場改革だ。足元では「ジョブ型人事」の導入などに進捗が見られるものの、職務や給与体系の「標準化」などは十分に進んでいない可能性があり、円滑な労働移動の促進にどの程度つながるのかは不透明だ。職業情報のインフラ整備や、職業訓練の質と量の改善などへの政府の積極的な取り組みが求められる。

2024 年 10 月上旬にも新政権が発足へ

岸田文雄総裁（首相）の任期満了に伴い、2024 年 9 月 27 日に投開票される自由民主党（自民党）総裁選には、高市早苗氏、小林鷹之氏、林芳正氏、小泉進次郎氏、上川陽子氏、加藤勝信氏、河野太郎氏、石破茂氏、茂木敏充氏の 9 名（届け出順）が立候補した。10 月上旬にも新政権が発足する。

岸田政権は約 3 年にわたったが、その間にはロシアによるウクライナ侵略、コロナ禍からの経済活動の正常化、歴史的な円安と物価高、日本銀行（以下、日銀）の金融緩和策の転換などがあった（図表 1）。本稿では岸田政権の約 3 年間を振り返るとともに、報道各社の調査で上位 3 名の自民党総裁選候補者を中心に政策を整理し、次期政権の期待と課題などについて述べる。

図表 1：分野別に見た岸田政権 3 年間の経済状況等と主な政策

分野		政策
経済	景気	・ 21年7-9月期～24年4-6月期の実質GDP成長率は年率+1.1%とG7では2番目の低さ ・ コロナ禍からの経済正常化が景気回復を後押しするも実質賃金の下落で個人消費が低迷
	賃金・物価	・ デフレ脱却が大きく前進。消費者物価指数は21年9月から直近まで前年比プラス圏で推移し、24年の春闘賃上げ率は33年ぶりの高さに（⇒実質賃金は24年5月まで26カ月連続で前年割れに（同年6、7月は前年比プラス）） ・ 賃上げ税制の拡充や労務費転嫁交渉指針の策定などにより賃上げ・価格転嫁を後押し ・ 日銀は24年3月にイーールドカーブ・コントロールなど異例の金融緩和策を転換
	雇用・労働市場	・ 労働需要の回復と労働供給の増加余地縮小で労働需給がひっ迫し転職市場が活性化 ・ 「三位一体の労働市場改革」（ジョブ型人事、労働移動の円滑化、リ・スキリング）、外国人材受け入れ政策の転換（技能実習制度に代わる「育成就労制度」の創設など）
	成長力強化・経済安保等	・ GX、DX、スタートアップ等の推進 ・ 経済安全保障推進法が成立、TSMCなど国内外企業に対して半導体等の国内生産を誘致 ・ エネルギー政策の転換（原発の活用） ・ デジタル田園都市国家構想
金融市場		・ 「資産所得倍増プラン」（NISAの抜本的拡充・恒久化など）や資産運用業・アセットオーナーシップ改革などの「資産運用立国実現プラン」で貯蓄から投資への流れを後押し ・ 政権発足時に28,400円台だった日経平均株価は24年7月に初めて42,200円台に ・ 日銀の金融政策の正常化が進み、長期金利は24年5月に13年ぶりに一時1.1%台に ・ 円の実質実効為替レートは24年6月に56年7カ月ぶりの円安水準に
社会保障		・ 「こども未来戦略」の策定（児童手当拡充、支援金の創設など） ・ 全世代型社会保障改革の推進
財政		・ 防衛力の抜本強化（防衛費を27年度にGDP比2%に増額） ・ 10年間で20兆円の「GX経済移行債」を発行し、GX投資を支援（償還財源であるカーボンプライシング等の具体化は今後検討） ・ 大型の補正予算が常態化するなどコロナ禍以降に膨れ上がった歳出規模は「平時」に戻らず、少子化対策や防衛力の強化に伴う財源を確保する必要（それぞれ1兆円程度） ・ 25年度のPB黒字化目標を堅持するも目標達成は不透明

（注）「労務費転嫁交渉指針」は、内閣官房・公正取引委員会「労務費の適切な転嫁のための価格交渉に関する指針」（2023 年 11 月 29 日）。

（出所）各種統計、政府資料より大和総研作成

1. 岸田政権の 3 年間を振り返る

実質賃金の下落もあって低成長にとどまったがデフレ脱却に向けて大きく前進

岸田政権の発足直前の 2021 年 7-9 月期から直近の 2024 年 4-6 月期までの実質 GDP 成長率は年率+1.1%だった。主要 7 カ国（G7）で比較すると、日本はドイツに次いで 2 番目に低い伸び

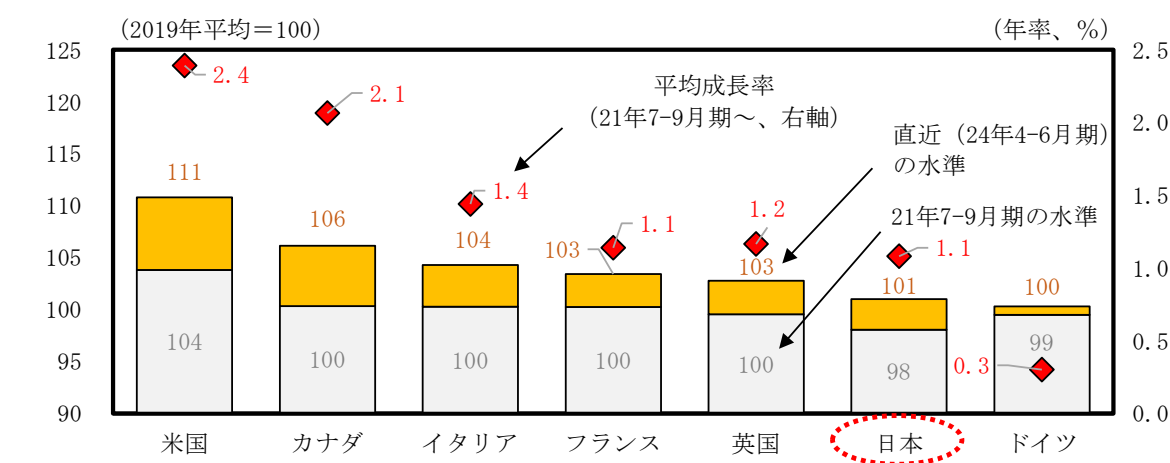
で、コロナ禍前の水準（2019年平均）を1%しか上回っていない（**図表2**）。米国の実質GDPは同時期に日本の2倍以上のペースで成長し、コロナ禍前の水準を1割超上回った。

岸田政権は外国人観光客による国内の感染拡大を防ぐための「水際対策」を2022年10月に大幅緩和した。翌年5月には新型コロナウイルス感染症の感染症法上の位置づけが「5類」に移行し、経済活動がおおむね正常化したことが景気の押し上げ要因となった。

だがその半面、厚生労働省「毎月勤労統計調査」に見る実質賃金は2022年4月から26カ月連続で前年割れとなり、個人消費の低迷につながった。実質賃金の下落が続いた背景には、2022年のロシアのウクライナ侵略による資源価格の急騰が円安によって加速することになり、大幅なコスト増を国内の販売価格に転嫁する動きが非線型的に加速したことなどがある¹。

経済全体には大きな負荷がかかった一方、賃上げの機運が社会全体で高まる契機になり、労働需給のひっ迫などもあって2024年春闘での賃上げ率は33年ぶりの高さとなった。実質賃金は2024年6月から2カ月連続で前年比プラスが継続し、同年4-6月期の個人消費は5四半期ぶりに前期比プラスに転じるなど、足元の景気は持ち直しつつある。

図表2：G7における実質GDPの水準（季節調整値）と平均成長率の比較



（出所）内閣府、各国統計、Haver Analytics より大和総研作成

前述のように、この3年間は低成長にとどまったものの、賃金が名目額でも実質額でも上昇する状況までこぎ着けるなど、デフレ脱却に向けて大きく前進した点は注目に値する。こうした構造変化はコロナ禍や歴史的な円安などの外的ショック、労働供給の増加余地（いわゆる「余剰労働力」²）の縮小などの影響が大きかったとみられるが、政府も賃上げ税制の拡充や価格転嫁促進策（労務費転嫁交渉指針³の策定）、物価高対策などを通じて企業や家計の行動変容を後押しした。

¹ 従来、企業はコストカットや利益の圧縮などで為替変動に対応し、販売価格を据え置くことが一般的だった。だが輸入物価指数（円建て）は2022年夏に前年比+50%程度と約40年ぶりの高水準となり（出所：日本銀行）、コストの増加分を企業努力だけでは吸収しきれなくなった。多くの企業は価格転嫁に踏み切らざるを得なくなり、結果として消費者物価指数（CPI）が大幅に上昇したとみられる。

² 「余剰労働力」の縮小については当社の「[第220回日本経済予測（改訂版）](#)」（2024年3月11日）を参照。

³ 内閣官房・公正取引委員会「労務費の適切な転嫁のための価格交渉に関する指針」（2023年11月29日）

金融市場では、イールドカーブ・コントロール（長短金利操作）の撤廃など日銀の金融政策の正常化の進展もあって、長期金利は 2024 年 5 月におよそ 13 年ぶりに一時 1.1% 台まで上昇した。日経平均株価は大幅な円安による企業収益の拡大や賃上げ・価格転嫁の進展などを受け、同年 7 月に初めて 4 万 2,200 円台に乗せた。

岸田政権はデフレ脱却宣言を見送る公算が大きいがデフレに戻る可能性はかなり低い

消費者物価指数（CPI）は 2021 年 9 月から前年比プラスが継続している。だが、岸田政権は「デフレではない状況」との判断にとどまり、デフレ脱却宣言を見送る公算が大きい。

デフレ脱却とは、「物価が持続的に下落する状況を脱し、再びそうした状況に戻る見込みがないこと」⁴と政府は定義しており、現状ではデフレに戻る見込みがないとの判断に至っていないためである。政府のデフレ脱却の判断にあたっては、コア CPI、GDP デフレーター、需給ギャップ、単位労働コストといった指標を参考にしつつ、物価の基調や背景を総合的に考慮し、内閣府が関係省庁とも認識を共有した上で判断するとされている。

この点、当社では日本経済が再びデフレに戻る可能性はかなり低い状況にあるとみている。内閣府が推計する需給ギャップは直近でもマイナス圏にあるがマイナス幅は小さく、コア CPI や GDP デフレーター、単位労働コストの前年比は明確にプラス圏で推移している⁵。さらに、物価動向に関連する広範なデータをヒートマップで可視化した**図表 3 上段**を見ると、幅広い指標で赤くなっており、物価上昇圧力が強まっていることを示唆する。**図表 3 下段**では**同上段**の指標のうち 11 指標を「物価」「賃金」「労働市場」という 3 つのカテゴリーに分類し、主成分分析⁶を行うことでカテゴリーごとにヒートマップ化したものだが、改善が遅れていた「賃金」関連指標を含めて赤くなっている。

当社の「[第 219 回日本経済予測（改訂版）](#)」（2023 年 12 月 8 日）では、IMF（2003）⁷に基づいて日本の「デフレリスク指数」を長期時系列で作成し、主要 5 カ国（米国、ドイツ、スウェーデン、スイス、中国）と比較した。デフレリスク指数とは、11 の指標を合成したもので 0~1 の間の値を取り、数値が上昇するほどデフレリスクが高まることを意味する。同指数を再推計すると、日本は 2023 年で 0.23 だった。過去 40 年間超で比較しても低水準で、主要 5 カ国（2023 年で 0.23~0.42）との比較においても同様だ。

2024 年夏から米国景気への懸念が広がっており、円高基調も見られる。外部環境が不安定化している点には注意が必要だが、今後大きな経済ショックが発生しなければ、賃金と物価の循環的な上昇は継続するだろう。

⁴ 参議院予算委員会（2006 年 3 月 15 日）における内閣府提出資料「デフレ脱却の定義と判断について」

⁵ 内閣府の推計によると、2021 年 7-9 月期で▲2.5%だった需給（GDP）ギャップは 2024 年 4-6 月期に▲0.6%まで縮小した。また、2024 年 4-6 月期の GDP デフレーターは前年比+3.2%と 7 四半期連続で上昇し、単位労働コストは同+4.8%と 5 四半期連続で上昇した。

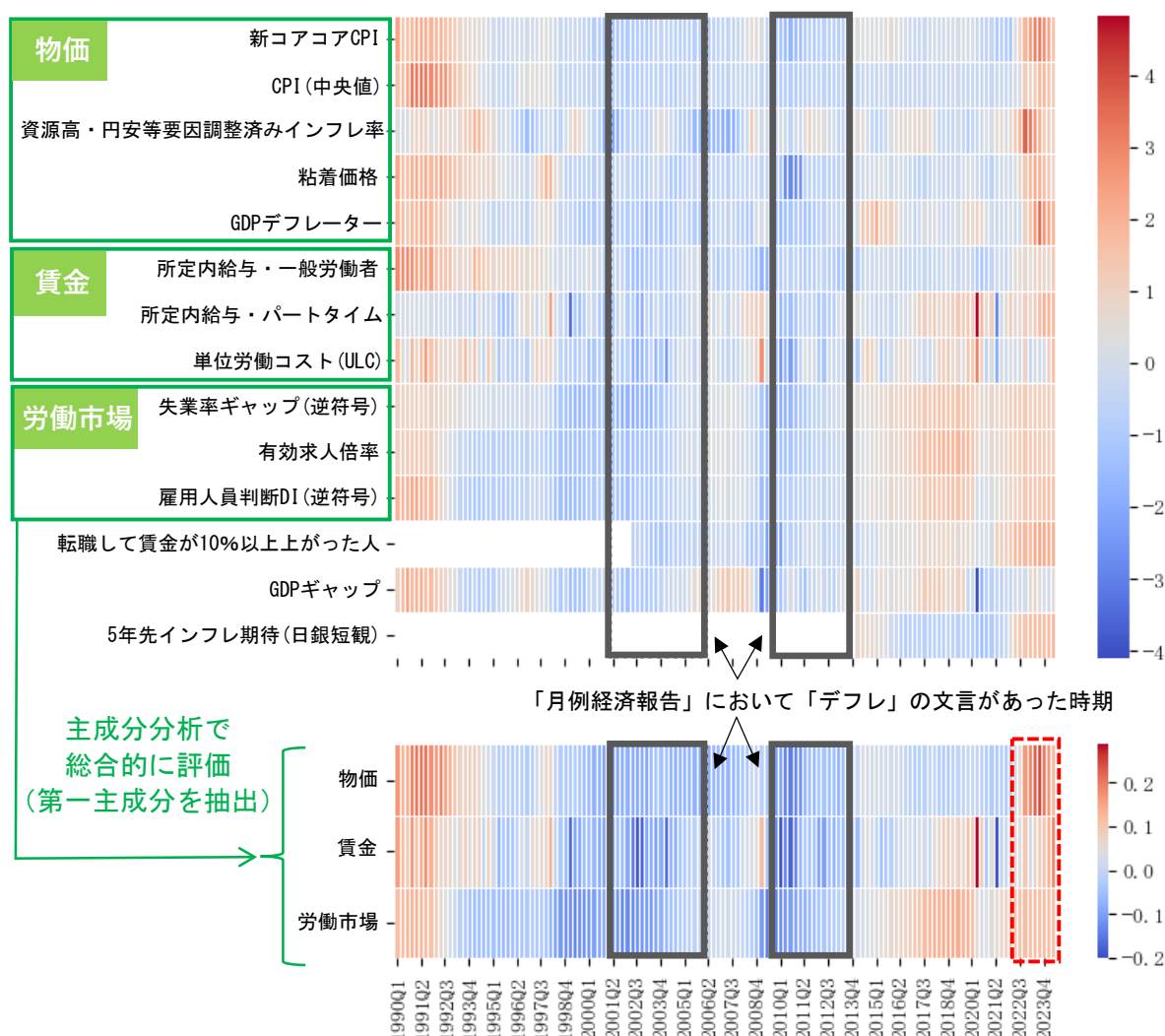
⁶ 複数の変数に共通する動き（主成分）を抽出する統計的手法で、ここではカテゴリー（物価、賃金、労働市場）ごとに第一主成分を抽出した。

⁷ IMF(2003) “Deflation : Determinants, Risks, and Policy Options - Findings of an Interdepartmental Task Force”

実際に政府がデフレ脱却を宣言する時期は、少なくとも実質賃金の安定的な上昇や個人消費の回復基調を確認した後になるとみている⁸。政府が目指してきたデフレ脱却とは、本質的には物価だけでなく国民生活の水準も高まっていく経済環境の実現だろう。実質賃金と個人消費が低調な中で政府がデフレ脱却を宣言しても、国民からの理解は得られないからだ。

当社の直近の経済見通しでは（後掲図表 8）、実質賃金は 2024 年 7-9 月期以降も前年比で上昇を続け、個人消費は緩やかな回復基調を辿る。これをもとに判断すると、次期政権の下で早ければ 2024 年度後半にもデフレ脱却を宣言できる状況になるだろう。

図表 3：物価関連指標のヒートマップ（色が赤い（青い）ほどインフレ（デフレ）の方向）



(注) 基準化した値を掲載。「粘着価格」はCPIの構成品目のうち価格改定頻度の低いものを集計した価格指数。1993年以前の雇用形態別所定内給与上昇率は他統計をもとに推計。「資源高・円安等要因調整済みインフレ率」は、統計モデルによってコアCPI上昇率から資源価格、為替レート、GDPギャップの影響を除いた系列。インフレ率のうちこれらの要因では説明できない変動（例えば、インフレ期待や企業の価格設定行動の変化など）を示す。

(出所) 内閣府、日本銀行、総務省、厚生労働省、労働政策研究・研修機構、リクルートより大和総研作成

⁸ 「政府は今後もデフレ脱却を宣言しない」との見方もあるが、物価や賃金の上昇基調が明確になってもデフレ脱却宣言を見送り続けられれば、政府の経済分析に対する信頼性の低下につながり得る。日銀が追加利上げや国債買入れ減額など金融政策の正常化を進める中で、宣言見送りによる弊害は大きくなっていくだろう。

岸田政権の政策の方向性は正しいとみられるものの多くは緒に就いたばかり

岸田政権は「新しい資本主義」について、「①『市場も国家も』『官も民も』による新たな官民連携」、「②課題解決を通じての新たな市場の創造、すなわち社会的課題解決と経済成長の二兎の実現」、「③課題解決を通じての一人ひとりの国民の持続的な幸福の実現」の3つをテーマとして掲げるとともに、基礎的条件として「経済安全保障の徹底」と説明した⁹。

市場の役割を重視しつつ、社会的課題の解決や分配面で政府がより大きな役割を果たすことで、「成長と分配の好循環」「賃金と物価の好循環」の実現を目指してきたといえる。ただし中身を見ると、諸外国でも見られる取り組みが多く、「新しい資本主義」という看板の割に目新しさに欠ける。例えば、社会的課題であり成長分野でもある脱炭素では、2024年2月から発行が始まった10年間で20兆円の「GX経済移行債」を通じてグリーントランスフォーメーション(GX)関連投資を支援しているが、現状はGXで欧州などに後れを取っている。

一方、岸田政権は児童手当の拡充などを含む「こども未来戦略」の策定や、「三位一体の労働市場改革」(ジョブ型人事の導入、労働移動の円滑化、リ・スキリング)の推進、外国人材受け入れ政策の転換(技能実習制度に代わる「育成就労制度」の創設など)、経済安全保障の強化(経済安全保障推進法の成立や半導体等の国内生産の誘致など)、「資産運用立国実現プラン」(NISAの抜本的拡充・恒久化を含む「資産所得倍増プラン」や資産運用業・アセットオーナーシップ改革など)、エネルギー政策の転換(安全性を前提とした原子力発電(原発)の活用)といった実績を残した。

人口減少・高齢化が進み、地政学的リスクが高まる中で持続的な経済成長を実現する観点から、これらの政策の方向性は正しいとみられる。だが、多くの政策は緒に就いたばかりだ。PDCAサイクルに当てはめると、「Plan(計画)」や「Do(実行)」の段階のものが多く、安倍晋三政権や菅義偉政権などの歴代政権も成長力を強化するための計画や戦略を作成し、実行してきたものの、とりわけ「Check(評価)」と「Action(改善)」の取り組みが不十分だった¹⁰。マクロレベルの成果指標ともいえる潜在成長率は依然として低いまだ。内閣府と日銀の推計によると、2000年代で年平均+0.6~0.7%だった潜在成長率は2010年代で同+0.6%、直近の2023年度でも+0.5~0.6%と明確な変化は見られなかった。

また、2010年代半ばからは保育の受け皿確保や不妊治療の保険適用など子ども・子育て支援策が加速したものの、合計特殊出生率は2010年代後半から低下傾向が見られ、2023年は1.20と過去最低を更新した。2024年上半年期の出生数が速報値で前年同期比▲5.7%だったことを踏まえると、2024年の合計特殊出生率は一段と低下する可能性が高い。

⁹ 「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画 2024年改訂版」(2024年6月21日閣議決定)

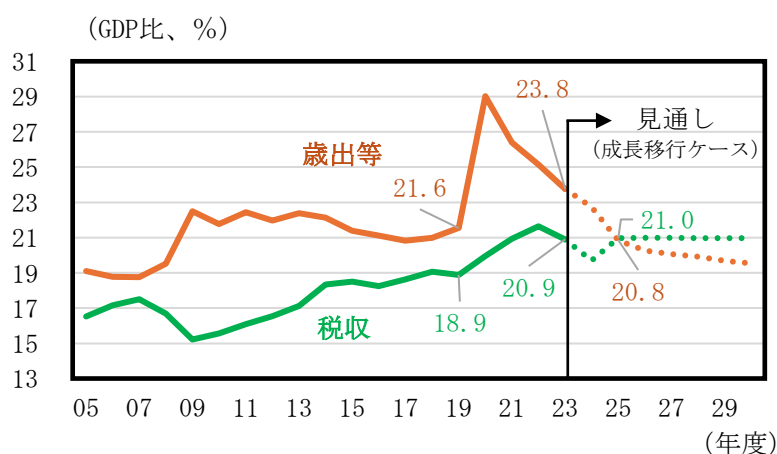
¹⁰ 例えば、安倍政権の成長戦略では工程表が作成され、政策群ごとにKPI(成果目標)を設定し、PDCAサイクルを回すためにKPIレビューも実施された。だが当時の関係資料を見ると、KPIの進捗状況の定量的な把握は数値の表面的な評価にとどまった。進捗していると評価されたKPIの中には、循環的な景気回復によるもので、改革の成果とは判断できないものが少なくない。また、成長戦略を実行しているにもかかわらず経済成長率が低迷したままなのかという肝心な問いに対する検討と対策が関係資料には見られなかった。

費用対効果の低い巨額の経済対策などで遅れが目立った財政健全化の取り組み

岸田政権の取り組みで遅れが目立ったのが財政健全化だ。内閣府が 2024 年 7 月に公表した直近の「中長期の経済財政に関する試算」（以下、中長期試算）によると、国・地方の基礎的財政収支（プライマリーバランス、PB）は 2023 年度の実績見込みで GDP 比▲2.9%（▲17.1 兆円）だった¹¹。PB の赤字幅は 2020 年度から縮小傾向にあるものの、コロナ禍直後に急拡大した歳出の調整が十分に進んでおらず、歳入を大幅に上回る状況が続いている。

図表 4 は国・地方の PB を税収と歳出等（＝PB－税収）に分けて GDP 比で示したもののだが、2023 年度の税収はコロナ禍前の 2019 年度の水準を GDP 比で 2.0%pt 上回った。しかし歳出等が同 2.2%pt 上回ったことで、PB は 2019 年度から改善しなかった。

図表 4：国・地方の税収と歳出等（＝PB－税収）の推移



(注) 2024 年度以降の見通し期間は「成長移行ケース」における PB・税収・名目 GDP の見通しを用いて延伸（税収は 2023 年度を含む）。PB は復旧・復興対策及び GX 対策の経費及び財源の金額を除いたベース。
(出所) 内閣府統計、内閣府「中長期の経済財政に関する試算」（2024 年 7 月 29 日）より大和総研作成

2023 年度の「経済財政運営と改革の基本方針」（以下、骨太方針）には、「歳出構造を平時に戻していくとともに、緊急時の財政支出を必要以上に長期化・恒常化させないよう取り組む」ことが盛り込まれ、2024 年度の骨太方針には、ワイズスペンディング（効果的・効率的な支出）を徹底するために EBPM（Evidence-Based Policy Making、証拠に基づく政策立案）を推進・強化するとの考えが示された。

累計 11 兆円超の予算が計上されたエネルギー高対策や、3.3 兆円の定額減税などの対象には経済的支援の必要性の低い人（企業）が多く含まれており、費用対効果の低い政策だったといえる¹²。コロナ禍以降に常態化した大型の補正予算編成からの脱却や、EBPM の推進・強化などを通じて歳出水準を「平時」に戻すことができなければ、中長期試算で示されたように 2025 年度の PB 黒字化は実現しない（**図表 4**）。また、中長期試算では少子化対策と防衛力の強化に伴う財

¹¹ PB は復旧・復興対策及び GX 対策の経費及び財源の金額を除いたベース。

¹² 定額減税の効果や課題については「[日本経済見通し：2024 年 6 月](#)」で取り上げた。

源確保（それぞれ1兆円程度）が想定されているものの、現状はめどが立っていない。

2024年度の骨太方針には、2030年度までを対象期間とする「経済・財政新生計画」を定め、経済・財政一体改革を推進することが盛り込まれた。日銀の金融政策の正常化が進む中、財政健全化は岸田政権の積み残しの重要課題の一つとして次期政権に引き継がれることになる。

2. 次期政権への期待と課題

(1) 自民党総裁選候補者の主な政策

報道各社の調査では高市氏・小泉氏・石破氏の3候補者が上位に

前述のように、9月27日に投開票される自民党総裁選には、高市早苗氏、小林鷹之氏、林芳正氏、小泉進次郎氏、上川陽子氏、加藤勝信氏、河野太郎氏、石破茂氏、茂木敏充氏の9名（届け出順）が立候補した。

9月1日以降に実施された報道各社の調査結果を見ると、次の自民党総裁にふさわしい候補者として、全ての調査で高市・小泉・石破の3氏が上位に挙がった¹³。そこで3氏の主な政策をまとめたのが図表5である。以下では3氏を中心に候補者の政策内容を整理する。

図表5：主な自民党総裁選候補者の政策比較（報道各社の調査で上位3名を掲載、届け出順）

	高市早苗氏	小泉進次郎氏	石破茂氏
経済対策	（戦略的な財政出動）	物価高対策（低所得者や中小企業への支援）などを実施	物価高・金利上昇などへの対応のため経済対策を実施
経済政策	- 重要物資などへの「危機管理投資」 - 日本がリードする分野への「成長投資」 「令和の国土強靱化計画」	- 解雇規制の見直し - ライドシェアの完全解禁 - 日本の産業の柱を一本足打法から二刀流へ	「地方創生2.0」（スマート農業、デジタル地方文化都市等） - 最大限の価格転嫁や生産性向上により最低賃金引き上げ加速（2020年代に全国平均1,500円） 「防災省（庁）」の創設
財政運営・金融政策等	- 戦略的な財政出動 - プライマリーバランス（PB）規律を目的化しない - 金融緩和を続けるべき	- 税制改革（スタートアップ上場時の譲渡益課税免除） - PBIにこだわり成長に水を差してはならない	「経済あつての財政」、デフレ脱却最優先の経済・財政運営 - 税制改革（金融所得課税強化、スタートアップ支援税制拡充） - 経済・金融・市場等の危機対応組織を創設
社会保障・働き方改革	- 給付付き税額控除の制度化 「年収の壁」と在職老齢年金制度を大胆に見直し 「家政士の国家資格化」を前提に、利用費用の一部を税額控除	「年収の壁」の撤廃 - 働く人には原則厚生年金適用 - 労働時間規制の緩和	「手当より無償化」の方向で子育て支援を見直し - 子ども・子育て支援に加えて結婚・出産支援にも重点
エネルギー政策	- 国産資源開発への積極的な投資 - SMR（小型モジュール炉）や次世代革新炉への取り組みを支援し核融合炉の実装を目指す	- 再エネはもちろん、原子力も含めあらゆる電源を - 化石燃料輸入費用を減らし、エネルギーの地産地消を	再エネのポテンシャルを最大限引き出す省エネ型のAI社会の結果として原発依存度低下

（出所）各候補者の公式サイト、報道等より大和総研作成

¹³ 2024年9月1日以降に実施された朝日新聞世論調査（14、15日実施）、産経新聞・FNN世論調査（14、15日実施）、日本経済新聞社・テレビ東京世論調査（13～15日実施）、NHK世論調査（9月6～9日実施）の結果（全体・自民党支持層）を見ると、全ての調査で、「次の総裁にふさわしい人」として高市・小泉・石破の3氏が上位を占めた。また、読売新聞による自民党員・党友調査（14、15日実施）では、投票先として石破氏（26%）が首位となり、高市氏（25%）と小泉氏（16%）が続いた。

高市氏は、2021 年 9 月に実施された前回の総裁選と同様、重要物資などへの「危機管理投資」と日本がリードする分野への「成長投資」を経済政策の柱に掲げる。成長分野への重点的な投資拡大は、石破氏、小林氏、上川氏、林氏、加藤氏なども政策に掲げる。

財政運営について高市氏は、「戦略的な財政出動」などを通じて税率を引き上げなくても税収が増える強い経済を目指す。茂木氏も「増税ゼロ」掲げるほか、小泉氏、石破氏、小林氏も経済優先の姿勢を示す。一方、河野氏は財政健全化を重視し、林氏、上川氏、加藤氏は経済運営と財政運営のバランスをとる立場だ。

社会保障分野では、高市氏は給付付き税額控除の制度化のほか、短時間労働者の就業調整の一因となっている「年収の壁」と、在職老齢年金¹⁴を見直す考えだ。「年収の壁」については小泉氏、小林氏、河野氏が、在職老齢年金については茂木氏がそれぞれ見直しを訴える。エネルギー政策では、高市氏は次世代革新炉などへの支援や、核融合炉の実装などを目指す。

小泉氏は、聖域なき構造改革を政策の柱に据える。解雇規制の見直しなどの労働市場改革を掲げており、後述するように労働市場改革は総裁選の争点の一つとなっている。解雇規制の見直しについては、小泉氏が大企業にリ・スキリングの機会・再就職の支援提供を義務付けることで大企業から中小企業・スタートアップへの人の流れを加速させる考えである。

河野氏も解雇規制の見直しに積極的だが小泉氏とは内容が異なり、解雇の金銭解決におけるルールを整備を挙げる。林氏は、不当解雇された労働者が同意すれば、金銭の支払いで労働契約を解消できる制度の検討は閣議決定済みであり、手順に従って議論を進めていくと主張する。一方、高市氏や小林氏は解雇規制の見直しに慎重なスタンスだ。

労働市場改革以外では、小泉氏はライドシェアの全面解禁やスタートアップの育成に向けた税制優遇措置などを掲げる。スタートアップ支援は小林氏も重点施策に掲げる。小泉氏は総理就任後に低所得者や中小企業への支援などの物価高対策を実施する考えで、石破氏、小林氏、林氏、上川氏、加藤氏、茂木氏も経済対策の実施を明言している。

石破氏は、デフレ脱却最優先の経済財政運営を行い、成長型経済の実現を図る考えである。「地方創生 2.0」と称して、日本経済の起爆剤としての大規模な地方創生策を講じる。具体的には、次世代インターネット技術を活用して地域間の情報格差を解消し、地方への企業進出を支援して東京一極集中是正を図るほか、スマート農業などにも取り組む。賃上げについては、岸田政権が 2023 年夏に設定した最低賃金引き上げ目標（2030 年代半ばまでに全国加重平均で 1,500 円）を前倒しして 2020 年代に達成することや、全国一律最低賃金の実現を目指す。

また、人口減少に対応するため「手当より無償化」の方向で子育て支援の在り方を見直すほか、結婚・出産支援にも重点を置く考えだ。これに関連して加藤氏は、給食費・こども医療費・出産費の「三つのゼロ」掲げる。

エネルギー政策について石破・小泉・河野の 3 氏は従来、「脱原発」を訴えていた。だが今回

¹⁴ 老齢厚生年金を受給しながら働く場合、賃金収入と年金の合計が一定額を超えると、年金の一部または全額が支給停止になる仕組み。

の総裁選では、AI（人工知能）の普及やデータセンターの建設加速による電力需要の増大が不可避となっていることを背景に、3氏ともに原発を活用する現実路線を打ち出している。

岸田政権が積み残した重要課題で成果を上げることを次期政権に期待

次期政権の喫緊の課題は、日本経済をデフレから完全に脱却させ、名目賃金が物価よりも上昇する経済構造を定着させることだ。

小泉氏や石破氏などは物価高対策を含む経済対策の実施を主張しているが、2024年6月から定額減税が実施されている。さらに「酷暑乗り切り緊急支援」として電気・ガス料金の補助が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）は年末まで継続される。前述のように、実質賃金は6月に前年比で上昇に転じた。経済対策を実施する場合は「規模ありき」ではなく、岸田政権の関連施策の効果や足元の経済状況を十分に踏まえた上で、追加の対策が必要な家計や企業に絞って実施すべきだ。

デフレ脱却後の日本経済は、金融政策の正常化が進むにつれて長期金利の上昇圧力が強まり、財政リスクが高まるだろう¹⁵。高市氏などは成長力強化を通じて税収を増やす考えだが、**前掲図表4**で示したように、PBの黒字化が遅れているのは歳入以上に歳出が増加したことにある。労働供給の増加余地が限られる中、歴代内閣が実現したとはいいいにくい潜在成長率の引き上げを通じた税収増を見込むことは不確実性が大きい。次期政権にはPBの黒字化と維持、政府債務残高対GDP比の安定的な引き下げが引き続き求められる。

また、中長期試算の「成長移行ケース」における歳出等は2020年代後半以降もGDP比で緩やかに低下していく見込みだが（**前掲図表4**）、これは非社会保障分野の歳出の多くが物価並みの上昇で抑えられていることが大きいとみられる。名目賃金上昇率が物価上昇率を年率1%pt程度も上回る経済の下で、人件費を通じて増加圧力がかかる歳出を物価並みの伸びに抑えることは自然体では実現できず、相当な歳出改革が必要だろう。

次期政権には、岸田政権が取り組んできた重要分野で成果を上げることが期待される。後述する労働市場改革や「賃上げと設備投資の好循環」¹⁶などを通じて国内の供給力を強化し、実質賃金や労働生産性を引き上げ、脱炭素やデジタルなどの分野で国際競争力を高める必要性は依然として大きい。

少子化に歯止めをかけることも極めて重要だ。岸田政権は2030年代初頭までにこども家庭庁の予算倍増を掲げており、その方針が維持されるのであれば、もう一段の少子化対策の拡充が視野に入る。当社の「[第222回日本経済予測（改訂版）](#)」（2024年9月9日）で述べたように、その際には一律的な現金給付の拡充ではなく、在宅育児手当の導入など費用対効果を意識した施策が望まれる。また「こども・子育て支援加速化プラン」には、第二子、第三子を持ちたい場合に時間的猶予が短いことへの施策が不足している。第一子出産後早期に第二子を持つ者を支援する「スピード・プレミアム」の導入などの追加施策を次期政権は検討すべきだろう。

¹⁵ 中長期的な金利上昇リスクは、当社の「[第222回日本経済予測（改訂版）](#)」（2024年9月9日）で検討した。

¹⁶ 詳細については、当社の「[第220回日本経済予測（改訂版）](#)」（2024年3月11日）を参照。

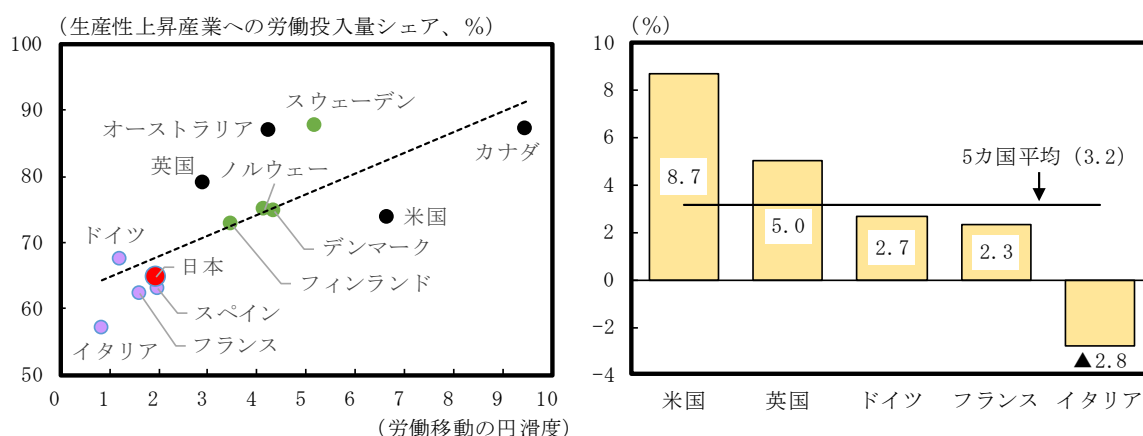
(2) 争点化する労働市場改革 ～円滑な労働移動の実現に向けて

労働移動の円滑化は労働生産性上昇に大きく貢献する可能性

自民党総裁選の争点の一つが労働市場改革だ。足元では、人手不足に伴う供給面の制約が企業活動の足かせとなりつつある。リ・スキリングの促進や、生産性が高い企業に優秀な人材が移りやすい環境の整備を通じてマクロの生産性を高めていく必要性は増しており、前述のように多くの候補者がそうした取り組みへの意欲を示している。

この点、労働移動の円滑度と成長産業における労働投入量のシェアをプロットし、国際比較したのが**図表 6 左**である。横軸にあたる「労働移動の円滑度」を測る指標には多くの種類があるが、ここでは短期失業者と長期失業者の比率を参照した¹⁷。これによると、労働移動の円滑度が高い(低い)ほど、生産性上昇産業へと労働供給が集積する(しない)傾向にあることが分かる。日本の労働市場が依然硬直的であることに鑑みれば、労働移動の円滑化を通じて成長産業へと労働供給を集積し、マクロの生産性向上を図る余地は大きいとみられる。

図表 6：労働移動の円滑度と生産性上昇産業における労働投入量シェア（左）、労働投入量の産業分布が同一となった場合の労働生産性の変化率（右）



(注) 左図における労働移動の円滑度は、失業期間1年未満の失業者数／失業期間1年以上の失業者数で算出(2001～22年の平均値)。生産性上昇産業はマンパワーベースの労働生産性が2000～18年にかけて上昇した産業で、労働投入量シェアは2018年。右図は英国、米国が2021年のデータで、その他は2022年。

(出所) 内閣府、OECD統計、EUKLEMS & INTANProd、Bontadini F., Corrado C., Haskel J., Iommi M., Jona-Lasinio C. (2021), “EUKLEMS & INTANProd: industry productivity accounts with intangibles.” より大和総研作成

こうした余地を定量的に検討するため、日本を除くG7（データ制約でカナダも除く）と労働投入量の産業分布が同一となった場合の日本の労働生産性の変化率を試算した結果が**図表 6 右**だ¹⁸。仮にイタリアを除く各国と同一の産業構造になれば、日本の労働生産性は上昇し、その幅は最大で8.7%（米国）、5カ国平均でも3.2%程度と試算される。産業構造は各国に特異な面は

¹⁷ 労働移動の円滑度を表す指標には、雇用調整速度や平均勤続年数、失業者に占める長期失業者の比率なども参照されるが、いずれの指標で見ても、日本の労働市場の硬直性が確認されることには変わらない。当社の「[第208回日本経済予測（改訂版）](#)」（2021年3月9日）などを参照。

¹⁸ 詳細は田村統久「[働き方改革の経済効果と今後の課題](#)」『大和総研調査季報』2024年夏季号（Vol. 55）、pp. 40-55を参照。

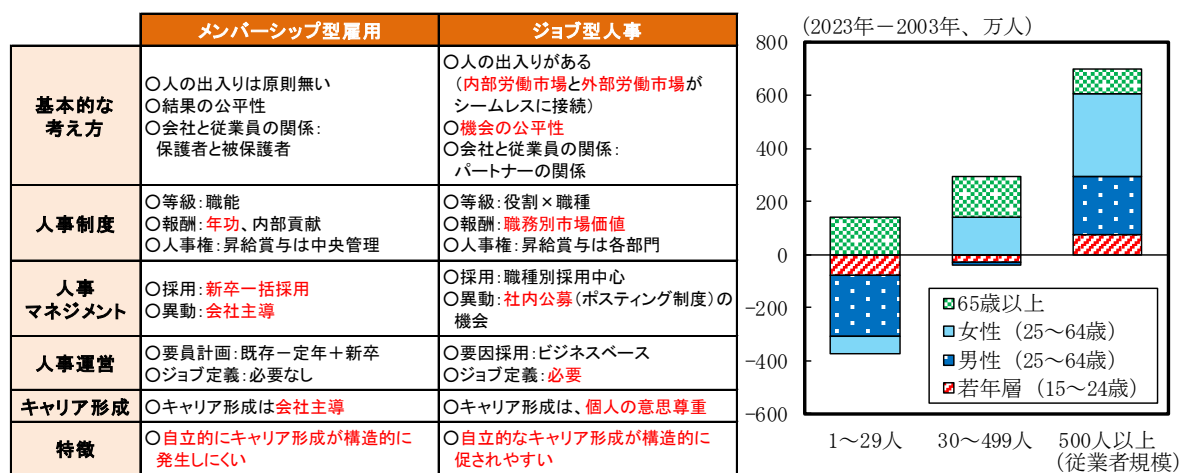
あるものの、日本でも引き続き、労働移動による労働生産性の向上が期待できそうだ。

ジョブ型人事の普及に進捗が見られるものの労働移動の円滑化につながる程度は不透明

円滑な労働移動を実現するにはどのような取り組みが必要か。岸田政権の「三位一体の労働市場改革」のうち、足元で進捗が見られるのはジョブ型人事の導入である。内閣官房は2024年8月28日、経済産業省、厚生労働省との連名で、ジョブ型人事を導入した先行20社の事例をまとめた「ジョブ型人事指針」を発表した。政府はこれらの先行事例を参考にしながら、ジョブ型人事を導入する動きが広がることを促している¹⁹。

ジョブ型人事とは、「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画 2024 年改訂版 基礎資料集」（2024 年 6 月 21 日）などで、かつての日本企業の雇用システムを指す「メンバーシップ型雇用」と対比する形で紹介されている仕組みである。同資料によれば、両者の特徴は図表 7 左のように整理される。メンバーシップ型雇用が新卒一括採用した人材を柔軟に配置し、年功的に賃金を引き上げていくのに対して、ジョブ型人事は職務別に賃金水準を定め、社内外から人材を募るのがポイントだ。

図表 7：メンバーシップ型雇用とジョブ型人事（左）、過去 20 年間の雇用者数の変化要因（右）



（注）右図の雇用者数は非農林業。

（出所）内閣官房資料、総務省統計より大和総研作成

注意したいのは、一般に諸外国企業の雇用システムを指し、「メンバーシップ型雇用」と対比されることが多いのはジョブ型「雇用」という用語であり、ジョブ型「人事」ではないことだ。「ジョブ型雇用」の導入というとき、職務給・職務別採用などの導入だけでなく、諸外国企業で一

¹⁹ ジョブ型人事が足元でどの程度普及しているのかは判然としないが、パーソル総合研究所「ジョブ型人事制度に関する企業実態調査」（2021 年 6 月）によれば、ジョブ型人事制を導入済みの企業が 18.0%、導入を予定している（導入予定含む）企業が 39.6%だった（調査期間：2020 年 12 月 25 日～2021 年 1 月 5 日）。また、日本能率協会「当面する企業経営課題に関する調査 日本企業の経営課題-組織・人事編 2023-」（2023 年 8 月 21 日）は、「ジョブ型」の人事・評価・処遇制度を導入している企業が 2 割超、導入はしていないものの慎重に検討中の企業が 4 割超に上ることを報告している（調査期間：2023 年 1 月 17 日～2 月 10 日）。ただし、「ジョブ型」や「ジョブ型人事」という用語の理解が、こうしたアンケートや「ジョブ型人事指針」などで必ずしも一致していない可能性に注意する必要がある。

般に行われる整理解雇（特定のポストが不要になったことに伴う解雇）も容易になるような転換が意識されるが、政府はジョブ型人事という表現を使うことで、そうした解釈を否定しているように思われる。三位一体の労働市場改革で提唱されたのもあくまで個々の企業の実態に応じたジョブ型人事の導入であり、政府は配置転換による雇用保蔵を含む「メンバーシップ型雇用」の仕組みが一定程度維持されることを織り込んでいとみられる。

こうした留保はありながらも、職務給・職種別採用を原則とするジョブ型人事の導入が普及すれば、転職にかかる透明性が高まり、外部労働市場が活性化する可能性がある。また、そうした企業に勤める労働者は、職種別のキャリアを描きやすくなり、能力開発などへの取り組みが積極化することが期待される。

しかし、「ジョブ型人事指針」で現実の企業の取り組みを確認する限り、足元で進んでいるジョブ型人事の普及が、円滑な労働移動の促進にどの程度つながるのかは議論の余地がある。多くの企業が独自にジョブ型人事を導入するだけでは、職務や要求されるスキル、給与体系の「標準化」が進まない可能性があるからだ。

先行 20 社の事例では、職務を基準に等級を整理し、市場の動向を参考にしながら賃金水準を設定しているが、職務の区分や給与体系の決まり方は各社で必ずしも一様ではない。企業はそれぞれの経営方針などをもとに人事システムを設計しており、「メンバーシップ型雇用」の要素をどの程度残す（残さない）のかも各社で大きく異なる。こうした中で仮にジョブ型人事が普及しても、職務内容と賃金相場の関係が曖昧なため、転職にかかる不透明感は依然残るとみられる。

また、「ジョブ型人事指針」では、先行 20 社が従業員の専門性の向上などのために学習支援を行う姿が描かれているが、学習プログラムは各社の経営戦略や職務区分を前提に設計されることが少なくない。人手不足が深刻化する中、企業側から従業員の転職を積極的に後押しするインセンティブは希薄であり、こうした学習支援が労働市場の円滑化につながるとは限らない。

円滑な労働移動の実現には職業情報のインフラ整備や職業訓練体制の拡充が不可欠

足元で広がりつつあるジョブ型人事の導入は、あくまで経営戦略の一環で行われているとみられる。企業は外部人材の獲得には関心があるが、必ずしも労働市場全体の流動化を目指しているわけではない。成長分野への労働移動が円滑化するには、政府によるコミットメントの強化が不可欠だ。職務や賃金水準、要求されるスキルを標準化していく過程では、政府には職業情報のインフラ整備が期待されよう。厚生労働省が 2020 年 3 月に開設した職業情報提供サイトである「job tag」（日本版 O-NET）などは、民間データや AI などの活用強化を通じて、職業情報の拡充や利便性の改善に取り組む余地がありそうだ。

人的資本投資を企業に求めるだけでなく、政府自身が職業訓練の質と量の改善に向けてイニシアティブを発揮していくことも必要だ。この点、日本は職業訓練に対する政府支出（GDP 比）

が非常に小さい。経済協力開発機構 (OECD) 加盟国平均²⁰が 2022 年で 0.10% だったのに対して、日本は 0.01% にとどまり、次期政権の下で抜本的な拡充が期待される。また、OECD が社会人向け学習の実態をスコアリングした結果によると、日本は学習プログラムに関して「機会・情報の得やすさ」や「市場ニーズとの整合性」、参加者自身の「効用への期待」が諸外国に比べて大きく見劣りする²¹。公労使・産官学で連携し、効果的な学習プログラムを作成または認定、周知活動を強化するなどして、質の向上に取り組むことが肝要だ。

自民党総裁選で注目された解雇規制の見直しも、こうした政府の積極的な取り組みがないままでは、成長分野への労働移動を促すとは限らない。また、近年は大企業への雇用者の集積が進んでおり（図表 7 右）、背景には給与水準の高さのほか、家事・育児と両立しやすい就業環境の整備などが指摘される。中小・零細企業にもジョブ型人事が普及し、職務・労働時間などにかかる無限定的な働き方が是正されることで、労働者が集まりやすくなる可能性はあるものの、従業員数が少なく、分業しにくい企業でどの程度ジョブ型人事が広がるかは不透明だ。大企業から中小企業・スタートアップへの労働移動の推進は、ジョブ型人事の普及具合なども含め、多面的に検討する必要がある。

図表 8：日本経済見通し＜第 222 回日本経済予測 改訂版（2024 年 9 月 9 日）＞

	2023			2024				2025				2026	2023 年度 (暦年)	2024 年度 (暦年)	2025 年度 (暦年)
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3			
実質 GDP (年率、兆円)	563.3	557.2	557.5	554.1	558.1	561.1	564.0	566.4	567.9	569.2	570.5	572.0	558.2	562.4	570.0
＜前期比、％＞	0.7	-1.1	0.1	-0.6	0.7	0.5	0.5	0.4	0.3	0.2	0.2	0.3			
＜前期比年率、％＞	2.8	-4.3	0.2	-2.4	2.9	2.2	2.1	1.7	1.0	0.9	1.0	1.0			
＜前年同期比、％＞	2.0	1.3	0.9	-0.9	-1.0	0.7	1.2	2.2	1.8	1.5	1.1	1.0	0.8 (1.7)	0.8 (0.0)	1.3 (1.6)
民間消費支出 (前期比、％)	-0.8	-0.3	-0.3	-0.6	0.9	0.7	0.5	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2	-0.6	1.1	1.3
民間住宅投資 (前期比、％)	1.4	-1.2	-1.1	-2.6	1.7	-1.2	-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、％)	-2.0	-0.2	2.1	-0.5	0.8	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5	0.6	0.6	0.3	2.1	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	4.1	-2.1	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.7	0.8	0.5
輸出 (前期比、％)	3.2	0.1	3.0	-4.6	1.5	1.5	1.4	1.1	0.4	0.4	0.4	0.4	2.8	1.4	2.9
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	2.1	2.0
名目 GDP (前期比年率、％)	8.1	0.0	2.8	-1.1	7.2	4.2	3.5	3.6	2.4	2.3	2.1	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	3.2	2.4	2.3	2.4	1.6	1.6	1.4	1.3	4.0	2.5	1.5
鉱工業生産 (前期比、％)	1.2	-1.4	1.1	-5.1	2.7	1.0	1.5	1.0	0.4	0.4	0.3	0.3	-1.9	0.7	2.7
コア CPI (前年同期比、％)	3.2	3.0	2.5	2.5	2.5	2.6	2.3	2.6	2.3	2.1	2.1	1.8	2.8	2.5	2.1
失業率 (％)	2.6	2.6	2.5	2.5	2.6	2.6	2.5	2.4	2.4	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	1.14	1.17	1.24	1.35	1.40	0.63	1.03	1.29
前提															
原油価格 (WTI、ドル/バレル)	73.6	82.2	78.5	76.9	80.7	75.2	69.2	69.2	69.2	69.2	69.2	69.2	77.8	73.5	69.2
為替レート (円/ドル)	137.4	144.5	147.9	148.5	155.8	149.2	143.5	143.5	143.5	143.5	143.5	143.5	144.6	148.0	143.5

(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

²⁰ 2022 年のデータが確認できないコロンビア、ギリシャ、アイルランド、イスラエル、トルコ、英国を除く。

²¹ OECD の Dashboard on priorities for adult learning を参照。OECD は項目ごとに、関連する複数の指標を合成してスコアリングをしている。

米国経済 利下げ開始で 米国の景気はどうなる？

利下げによる景気下支えを期待も、大統領選挙などで不透明感は強い

矢作 大祐
藤原 翼

[要約]

- 9月17日・18日のFOMCでは、4年6カ月ぶりとなる利下げが決定された。利下げ幅は0.50%ptと、従来は景気悪化時に実施されることが多い大幅なものとなった。パウエル議長はFOMC後の記者会見で、大幅利下げは後れを取らないようにするためのコミットメントと述べたように、雇用環境の一段の悪化を未然に防ぐための判断だったといえる。
- 今回のFOMCで0.50%ptの利下げを決断した一方、先行きに関しては大幅利下げの予想が少なくなっており、利下げ幅の判断に関しては曖昧さが残る。失業率が予想以上に上昇すれば、大幅利下げの可能性は高まるが、インフレ率が高止まりすれば、大幅利下げの可能性は低下する。最大のリスクシナリオは失業率が予想以上に上昇する一方で、インフレ率が高止まりするような事態で、FOMC参加者の中でも意見が割れることになり、市場参加者の思惑も振れやすくなるだろう。
- 2025年に関しては、ドットチャート（中央値）によれば、合計1.00%ptの利下げが予想されている。これは、四半期ごとに0.25%ptの利下げで実現できるペースだ。2025年も利下げペースはデータ次第といえるが、2025年1月にハリス氏であれ、トランプ氏であれ、新大統領が就任することから、米国政治・経済を巡る先行きの不透明感は強い。トランプ氏が掲げる追加関税措置や、ハリス氏が掲げる食品価格つり上げ禁止はインフレ率を押し上げる可能性があり、利下げペースも影響を受け得るだろう。
- 利下げに伴う景気の下支え効果に関しては、企業マインドは2025年上半期から、雇用関連指標は2025年下半年から回復が本格化することが見込まれる。大幅な景気悪化を避けられれば、企業マインドや雇用関連指標の回復本格化のタイミングは早まり、回復ペースも速くなりやすい。ただし、今回の利下げ開始時期は大統領選挙と重なっている点は注意が必要だ。とりわけ現職の大統領が変わるような大統領選挙の場合、企業の様子見姿勢が続くことで、景気の回復ペースが遅延したり、緩やかになったり可能性がある。大統領選挙などによる不透明感が、利下げのペースだけでなく、その効果の発現タイミングやペースに関しても影響を与え得るといえよう。

0.50%pt の利下げを決定するも、利下げ幅の判断に関しては曖昧さが残る

9月17日・18日のFOMCでは、4年6カ月ぶりとなる利下げが決定された¹。1年半弱の利上げ期間（2022年3月～2023年7月）、そして、約1年の据え置き期間（2023年9月～2024年8月）を経て、FOMCはついに利下げへと舵を切った。さらに、利下げ幅は0.50%ptと、従来は景気悪化時に実施されたことが多い大幅なものとなった。パウエル議長はFOMC後の記者会見で、大幅利下げは後れを取らないようにするためのコミットメントと述べたように、雇用環境の一段の悪化を未然に防ぐための判断だったといえる。

今回のFOMCで0.50%ptの利下げを決断した一方、先行きに関しては大幅利下げの予想が少なくなっており、利下げ幅の判断に関しては曖昧さが残る。今回公表されたドットチャートを見ると、2024年末のFFレートの中央値は4.4%と、年内残り2回のFOMCで合計0.50%ptの利下げをしていくことが想定される。年内で合計0.75%pt以上の利下げ幅を想定しているFOMC参加者は1名のみと限定的だが、パウエル議長はFOMC後の記者会見で今後の利下げペースに関してはデータ次第と述べており、FOMC参加者の景気・インフレに関する予想から逸脱した場合には、利下げペースの変更も想定される。

例えば、失業率が上昇すれば大幅利下げの可能性は高まる。FOMC参加者による2024年末の失業率の予想中央値は4.4%となっている。8月の失業率4.2%から0.2%pt程度までの上昇であれば、利下げは0.25%ptずつとなろうが、0.3%pt以上となるような失業率の上昇が見られれば、急ピッチでの利下げも想定される。一方で、インフレ率が高止まりすれば、FOMCは利下げをしにくくなる。FOMC参加者による2024年末のPCE価格指数の予想中央値は前年同期比+2.3%、コアPCE価格指数の予想中央値は同+2.6%となっている。1カ月ごとのペースで考えれば、PCE価格指数に関しては前月比+0.17%以上、コアPCE価格指数に関しては同+0.18%以上となれば、FOMC参加者の予想中央値を超えるペースとなり、利下げも緩やかになり得る。最大のリスクシナリオは一時的に失業率が予想以上に上昇しつつも、インフレ率が高止まりするような状況が発生した場合だ。FOMC参加者の中でも意見が割れ、市場参加者の思惑も振れやすくなるだろう。

なお、大和総研は2024年末時点の失業率を4.3%と緩やかな上昇に留まると見込んでいる。不法移民の流入ペースの減速によって、これまでの労働供給の拡大に伴う失業率の押し上げは幾分弱まると考えられる²。インフレ率に関しては、2024年10-12月期のPCE価格指数は前年同期比+2.4%、コアPCE価格指数は同+2.8%と予想している。2023年10-12月期にPCE価格指数・コアPCE価格指数の減速が急ピッチで進んだこともあり、2024年10-12月期の前年同期ベースでのペースダウンはハードルが高い。失業率の上昇ペースが鈍化し、インフレ率が下げやすいことを踏まえれば、2024年内に関して0.25%ptずつの利下げが妥当と考えている。

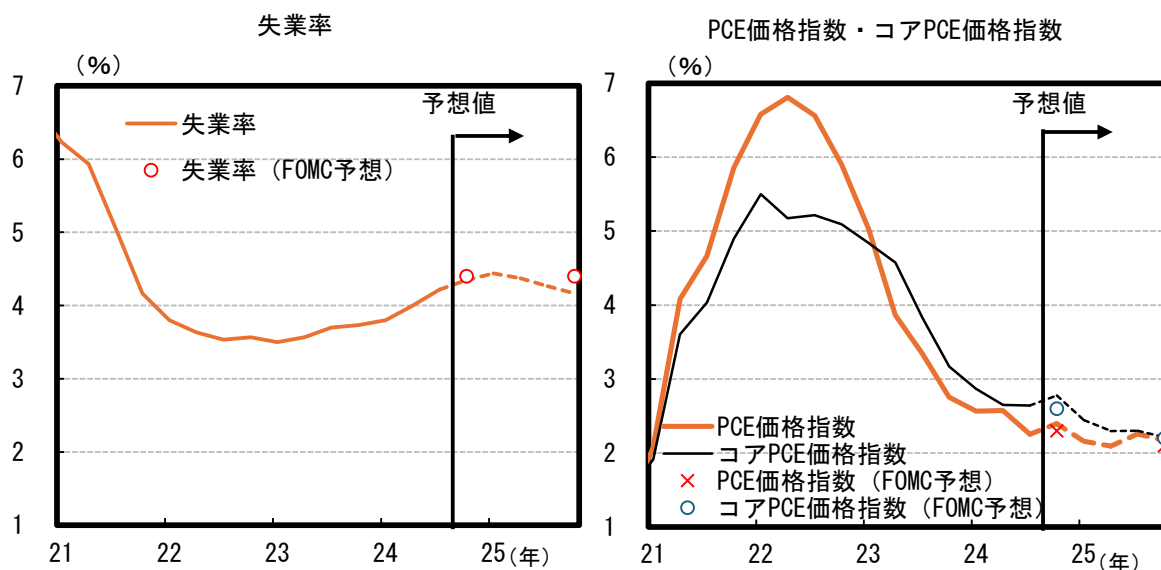
この他、利下げペースに関しては、2024年が残り3カ月強となる中で、本来は2025年も併せ

¹ 矢作大祐、藤原翼「[FOMC 0.50%pt の利下げを決定](#)」、(大和総研レポート、2024年9月19日)

² 矢作大祐「[雇用環境の好不調を示唆する米雇用者数のハードルは下がった？](#)」、(大和総研コラム、2024年9月18日)

で考えるべきだろう。ドットチャートによれば、2025 年は中央値で合計 1.00%pt の利下げとなっており、四半期ごとに 0.25%pt の利下げで実現できるペースだ。2025 年も利下げペースはデータ次第といえるが、2025 年 1 月にハリス氏であれ、トランプ氏であれ、新大統領が就任することから、米国政治・経済を巡る先行きの不透明感は強い。トランプ氏が掲げる追加関税措置や、ハリス氏が掲げる食品価格つり上げ禁止³はインフレ率を押し上げる可能性があり、利下げペースも影響を受け得るだろう。

図表 1 失業率と PCE・コア PCE 価格指数



(注) 点線は大和総研予想。FOMC 予想は 2024 年 9 月時点。
(出所) BEA、BLS、FRB、Haver Analytics より大和総研作成

利下げ開始で米国の景気はどうなる？

利下げが順調に進めば、金融環境全体が緩和することで景気を下支えし、景気の下振れリスクが低下していくことが期待される。では、足元で景気悪化懸念を強める主因となった雇用関連指標や企業マインドは、利下げ開始からどのような経路をたどって回復していくのだろうか。

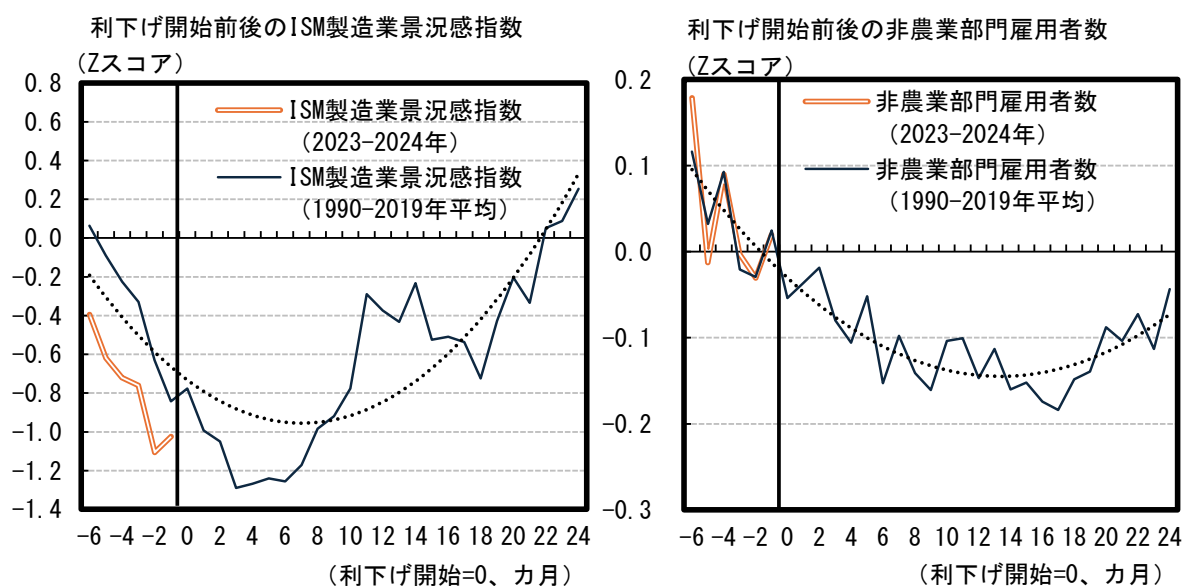
例えば、ISM 製造業景況感指数に関して、過去 30 年の利下げ開始時期前後を見ると、利下げ開始直後にボトムとなり、数カ月横ばい圏で推移した後に回復へと転じている。また、非農業部門雇用者数に関して、過去 30 年の利下げ開始前後を見ると、ISM 製造業景況感指数からは幾分遅行し、利下げ開始 6-12 カ月程度でボトムとなり、緩やかに回復へと転じていく。現時点に置き換えれば、ISM 製造業景況感指数は 2025 年上半期後半から回復し、非農業部門雇用者数は 2025 年下半期後半から回復が本格化するということが示唆される。なお、大幅な景気悪化を避けられれば、ISM 製造業景況感指数、非農業部門雇用者数ともに回復本格化のタイミングは早まり、回復ペースも速くなりやすい。

ただし、今回の利下げ開始時期は大統領選挙と重なっている点は注意が必要だ。とりわけ現職

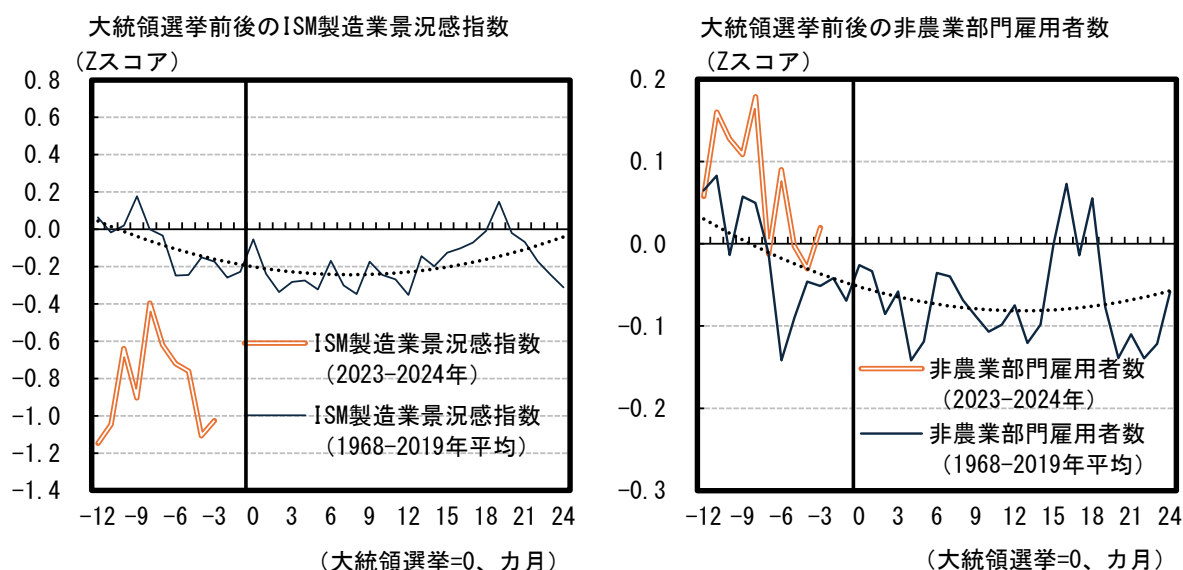
³ 矢作大祐「[“Yes, she can?” ハリス氏勝利のカギは？](#)」、(大和総研レポート、2024 年 9 月 6 日)

の大統領が変わるような大統領選挙の場合、企業の様子見姿勢が続くことで、ISM 製造業景況感指数や非農業部門雇用者数は明確な方向感を示すというよりは、変化が小さくなりやすい。つまり、景気の回復ペースが遅延したり、緩やかになったりする可能性がある。とりわけ、トランプ氏は追加関税措置、ハリス氏は法人税率の引き上げなどが企業活動の重石となることから、企業も政治動向を一旦様子見することも想定されよう。大統領選挙などによる不透明感が、利下げのペースだけでなく、その効果の発現タイミングやペースに関しても影響を与え得るといえる。

図表 2 利下げ開始前後の ISM 製造業景況感指数、非農業部門雇用者数



図表 3 大統領選挙前後の ISM 製造業景況感指数、非農業部門雇用者数

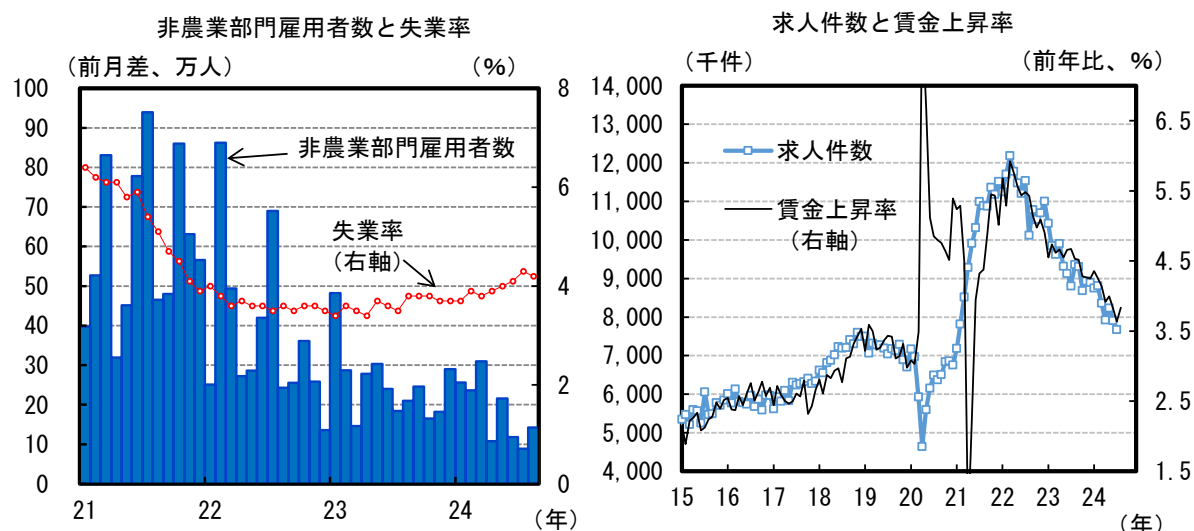


楽観視はできないが、足元は緩やかな雇用環境の悪化に留まる

2024 年 8 月の米雇用統計⁴では、非農業部門雇用者数が前月差+14.2 万人と市場予想 (Bloomberg 調査：同+16.5 万人) を下回った。さらに、過去分が下方修正され、雇用者数の 3 カ月移動平均は同+11.6 万人と、2020 年 6 月以来の低い伸びとなった。失業率に関しては、同▲0.1%pt の 4.2%と 5 カ月ぶりに低下し、市場予想 (Bloomberg 調査：4.2%) 通りの結果となった。雇用環境の悪化度合いを測るために、失業者の内訳に注目すると、7 月はレイオフを含む非自発的失業が大幅に増加し、雇用の急速な悪化懸念が生じたが、8 月は非自発的失業が減少した。非自発的失業が均して見れば緩やかな増加に留まっていることから、雇用環境は現時点で、急激ではなく緩やかな悪化が継続していると見るべきだろう。

その他の雇用関連指標を見ると、新規失業保険申請件数の直近週 (9 月 8 日-9 月 14 日) は 21.9 万件と、2024 年内の最多を記録した 7 月後半 (7 月 21-7 月 27 日：25.0 万件) から減少している。新規失業保険申請件数は概ね昨年と同水準またはやや下回る推移を続けており、顕著な増加は見られない。足元でも雇用環境が急激に悪化している兆しは見られないといえる。続いて労働需要に着目すると、2024 年 7 月の求人件数は前月差▲23.7 万件の 767.3 万件と 2 カ月連続で減少した。直近の失業者数と比べた求人件数の比率は 1.1 倍程度と、コロナ禍前 (2019 年平均：約 1.2 倍) を下回っている。労働需給の緩和に伴い、賃金上昇、ひいてはインフレ圧力が緩和していくことが期待される。ただし、8 月の雇用統計で民間部門の平均時給は前年比+3.8%と 3 カ月ぶりに加速した。平均時給の伸びは均してみれば緩やかな減速傾向にあるが、大規模なストライキが起きる等、賃金上昇圧力は依然として根強い。景気のソフトランディングに向けては、急激な雇用環境の悪化を避けつつも、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

⁴ 藤原翼「[非農業部門雇用者数は前月差+14.2 万人](#)」、(大和総研レポート、2024 年 9 月 9 日)

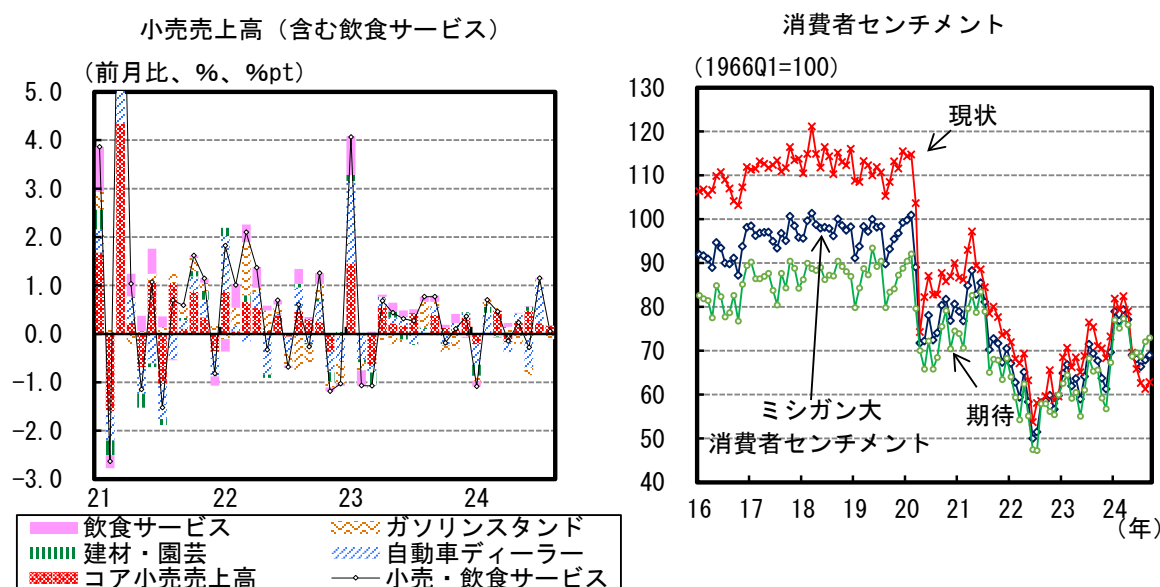
オンライン消費がけん引役となり、小売売上高は底堅さを維持

個人消費の動向を確認すると、2024年8月の小売売上高(含む飲食サービス)は前月比+0.1%と、前月の大幅な伸びからは減速したものの、市場予想(Bloomberg 調査:同▲0.2%)を上回った。過去分については、6月分(同▲0.1%pt)が下方修正された一方、7月分(同+0.1%pt)が上方修正された。小売売上高の3カ月移動平均は同+0.3%と、2カ月連続でプラスを維持した。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4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。

8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+1.4%)がプラスに転じ、けん引役となった。また、その他小売(同+1.7%)、ヘルスケア(同+0.7%)も高い伸びとなった。この他、レジャー・娯楽用品(同+0.3%)は3カ月ぶりにプラス、建材・園芸(同+0.1%)は3カ月連続でプラスとなった。他方で、前月にプラスだった項目が幅広くマイナスとなった。ガソリンスタンド(同▲1.2%)、家電(同▲1.1%)、家具(同▲0.7%)、飲食料品(同▲0.7%)、衣服・宝飾品(同▲0.7%)は反動減もあり、ややマイナス幅が大きい。この他、GMS(総合小売)(同▲0.3%)、自動車・同部品(同▲0.1%)もマイナスに転じた。

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9月(速報値)が前月差+1.1ptと2カ月連続で改善し、69.0になった。構成指数の内訳を見ると、現状指数(同+1.6pt)が6カ月ぶりに改善し、期待指数(同+0.9pt)は2カ月連続で改善した。FRBが利下げを開始したことは今後の消費者マインドの改善に寄与するとみられる。ただし、足元は雇用環境の緩やかな悪化が継続していることや大統領選挙があることを踏まえれば、目先の消費者マインドは緩やかな回復に留まるとみられる。

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



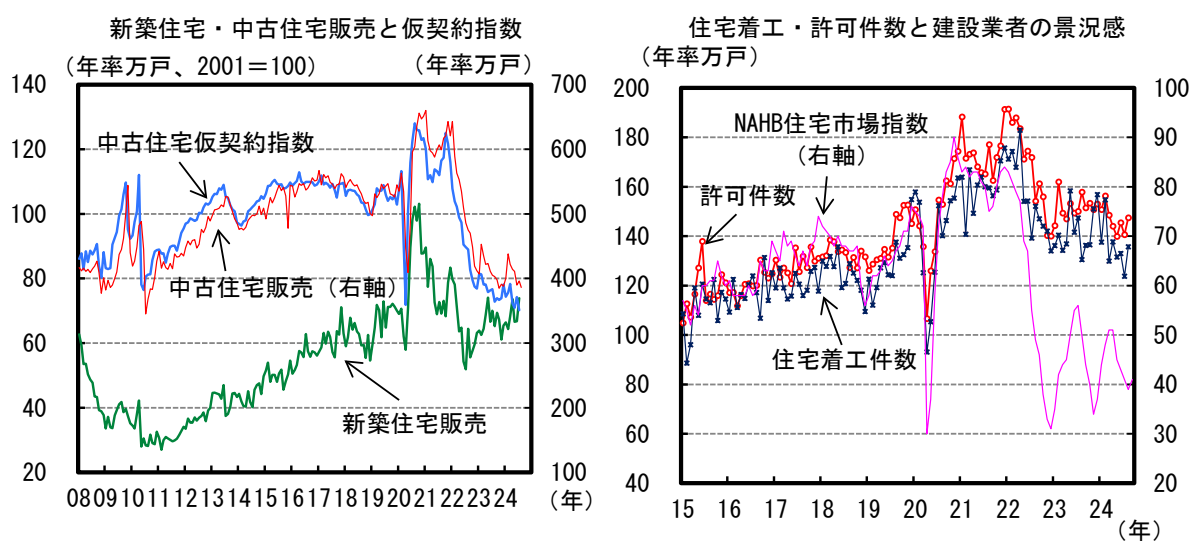
(出所) ロイター/ミシガン大、Census、Haver Analytics より大和総研作成

中古住宅販売は再び減少、住宅着工は増加に転じる

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8月が前月比▲2.5%とマイナスに転じた。中古住宅販売は2024年3月以降ダウントレンドにあり、引き続き軟調といえる。しかし、これまで住宅販売の抑制要因となってきた住宅ローン金利（30年固定、連邦住宅貸付抵当公社、以下同）はFRBによる利下げに対する期待の高まりを背景に、直近（9月第2週）は6.2%と、2023年初旬以来の水準まで低下した。足元の住宅ローン金利の低下は先行きの中古住宅販売の回復に寄与するだろう。もっとも、住宅ローン金利は依然として高い水準であることから、中古住宅販売の回復は目先は緩やかなものに留まるとみられる。新築住宅販売（戸建）については、7月は同+10.6%と2カ月連続でプラスとなった。中古住宅の販売価格（中央値）は前年比プラスで推移しているのに対し、新築住宅の販売価格（中央値）は在庫の積み上がりを背景に前年比マイナスで推移している。足元で新築住宅は中古住宅に対する割高感も少なく、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8月に前月比+9.6%とプラスに転じ、年率135.6万戸となった。8月はハリケーン「ベリル」による大幅減からの反動増もあったとみられる。もっとも、新築住宅着工の先行指標である建設許可についても、8月は同+4.9%とプラスに転じた。住宅建設業者のマインドに関して、NAHB（全米住宅建設業協会）住宅市場指数を見ると、2024年9月分は前月差+2ptの41と5カ月ぶりに上昇した。NAHBは金利の低下による住宅需要の回復が期待されるとした一方、建設コストの上昇が引き続き課題と指摘した。住宅供給の先行きについて、FRBが利下げを開始したことは住宅建設業者にとってポジティブといえる。ただし、住宅建設業者におけるコスト高の課題が残る中、見切り発車で住宅供給を増やすというよりは、住宅需要の回復を見ながら供給拡大を進めていくとみられる。

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



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

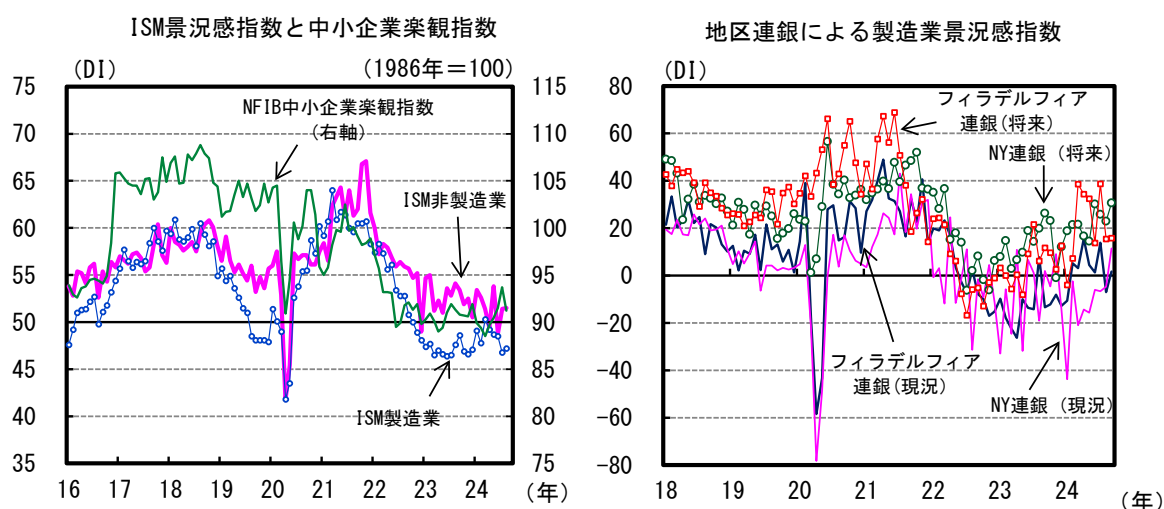
大統領選挙の不透明感が、引き続き企業マインドの下押し要因に

2024年8月のISM景況感指数は、製造業が前月差+0.4%ptと5カ月ぶりに改善し、47.2%となった。他方で、非製造業については同+0.1%ptと小幅に改善し、2カ月連続で50%を上回った。構成項目を見ると、製造業に関しては、在庫指数が同+5.8%ptと大幅に改善し、雇用指数も改善した。他方で、新規受注指数、生産指数、入荷遅延指数が悪化した。新規受注指数(44.6%)は2023年5月以来、生産指数(44.8%)は2020年5月以来の低水準となった。非製造業に関しては、事業活動指数と雇用指数が悪化した一方で、新規受注指数と入荷遅延指数が改善した。なお水準面では、入荷遅延指数を除き、50%超を維持している。続いて企業コメントを見ると、製造業では、足元の需要の弱さを指摘する一方、大統領選挙後の2024年第4四半期以降の回復を見込むコメントが散見された。ISMは製造業の需要低迷について、引き締めの金融政策と大統領選挙の不透明感を背景に、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、製造業と比較して、ビジネスが好調とするコメントも多い。

中小企業に関しては、2024年8月のNFIB(全米独立企業連盟)中小企業楽観指数は、前月差▲2.5ptと5カ月ぶりに悪化した。内訳を確認すると、「実質販売増加に対する期待」、「利益に対する期待」、「景況感の改善に対する期待」の項目の悪化幅が大きい。また、NFIBはインフレが依然として中小企業の最大の課題とコメントした。

以上をまとめれば、中小企業が悪化した一方で、製造業と非製造業は改善した。2024年9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+16.2pt)、将来指数(同+7.7pt)がいずれも大幅に改善した。なお、現況指数の水準は11.5と、2023年11月以来のプラスに回復した。フィラデルフィア連銀も、現況指数(同+8.7pt)、将来指数(同+0.4pt)がいずれも改善した。FRBが利下げを開始したことは企業マインドを押し上げ得る一方、短期的には大統領選挙に関する不透明感が製造業中心に企業マインドの下押し要因となっており、企業マインドの改善が本格化するのはいずれも大統領選挙後となろう。

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

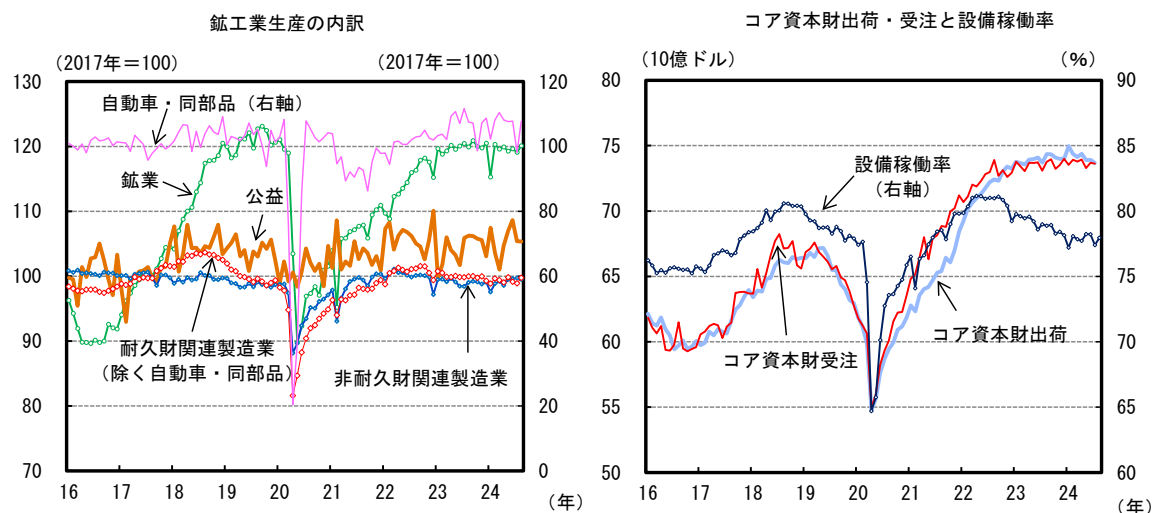
鉱工業生産指数はハリケーンの影響による下落から反発

企業の実体面に関して、2024年8月の鉱工業生産指数は前月比+0.8%とプラスに転じ、市場予想（Bloomberg 調査：同+0.2%）を上回る結果となった。8月はハリケーン「ベリル」の影響を受けた前月の低下（同▲0.9%）から反発したと考えられる。鉱工業生産指数を3カ月平均で見ると、2カ月連続でほぼ横ばい（同▲0.0%）となっている。均して見れば、企業の生産活動は大幅に拡大も縮小もしていない状況といえる。8月の鉱工業生産指数の内訳を見ると、公益は横ばいとなった一方で、製造業（同+0.9%）と鉱業（同+0.8%）がプラスに転じた。

製造業の内訳を見ると、非耐久財（前月比▲0.2%）が4カ月ぶりにマイナスとなった一方で、耐久財（同+2.1%）は3カ月ぶりにプラスとなった。耐久財に関しては、自動車・同部品（同+9.8%）が大幅反発し、全体を押し上げた。また、一次金属（同+3.2%）、電気機械（同+2.0%）、その他輸送機器（同+1.2%）、金属製品（同+0.9%）、機械（同+0.8%）、家具（同+0.8%）など、幅広い業種でプラスとなった。他方で、その他耐久財（同▲0.9%）はマイナスに転じた。非耐久財に関しては、石油・石炭製品（同▲2.3%）のマイナス幅が大きかった。この他、衣服・革製品（同▲1.6%）は2カ月連続でマイナス、印刷（同▲1.4%）は3カ月ぶりにマイナスとなった。

設備投資関連の指標について、機械投資の一致指標であるコア資本財出荷は7月に前月比▲0.3%とマイナスに転じた。先行指標であるコア資本財受注についても同▲0.1%とマイナスに転じた。続いて設備稼働率については、2024年8月は前月差+0.5%ptの78.0%と上昇した。しかし、ハリケーン「ベリル」の影響による前月の大幅低下（同▲0.8%pt）からの回復は鈍い。設備稼働率は長期平均（1972-2023年：79.7%）を19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。FRBが利下げを開始したことは企業の設備投資を押し上げ得る一方で、大統領選挙の不透明感から目先の設備投資は抑制されるとみられる。

図表8 鉱工業生産の内訳、コア資本財出荷・受注と設備稼働率



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

経済見通し

足元までの経済指標を踏まえ、2024 年 7-9 月期の実質 GDP 成長率は、前期比年率+2.2%と見込む。4-6 月期の同+3.0%からは減速すると考えられるものの、依然として底堅い伸びを想定している。内訳に関しては、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 月期もさらに減速すると見込むが、2%前後とされる潜在成長率から小幅に下振れする程度で、現時点で大幅な景気悪化は見込んでいない。なお、2025 年以降は、緩やかながらも回復に転じると予想する。インフレ率に関しては、冬場にかけてやや高止まりする時期を経たのち、2025 年を通じて緩やかにペースダウンしていくと予想する。

9 月の FOMC ではついに利下げフェーズへと転換した。大和総研は大幅な景気悪化を回避できるとの前提の下で、2024 年内は残り 2 回の FOMC で 0.25%pt ずつ利下げを継続すると予想している。もっとも、利下げ幅の判断に関しては曖昧さが残る。失業率が予想以上に上昇すれば、大幅利下げの可能性は高まるが、インフレ率が高止まりすれば、大幅利下げの可能性は低下する。最大のリスクシナリオは失業率が予想以上に上昇する一方で、インフレ率が高止まりするような事態で、FOMC 参加者の中でも意見が割れることになり、市場参加者の思惑も振れやすくなる。なお、2025 年に関しては、ドットチャートの中央値と同様に、大和総研は合計で 1.00%pt の利下げを想定している。ただし、大統領選挙の結果や新大統領の政策運営によってインフレや景気の回復ペースも影響を受け得る。利下げペース、ひいては米国経済の先行きを巡っても不確実性は引き続き高い。

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	3.0	2.2	1.6	1.8	1.9	2.0	2.1	2.5	2.6	2.0
個人消費	3.8	0.8	3.1	3.3	1.5	2.9	3.1	2.0	2.1	2.1	2.2	2.3	2.2	2.5	2.3
設備投資	5.7	7.4	1.4	3.7	4.4	4.6	2.4	0.8	1.6	1.8	1.9	2.0	4.5	3.6	1.8
住宅投資	-5.3	-2.2	6.7	2.8	16.0	-2.0	-6.8	1.3	1.7	2.4	2.5	2.7	-10.6	3.8	0.6
輸出	6.8	-9.3	5.4	5.1	1.6	1.6	2.8	1.9	2.1	2.3	2.4	2.6	2.6	2.1	2.2
輸入	1.3	-7.6	4.2	2.2	6.1	7.0	4.1	2.0	2.2	2.4	2.6	2.8	-1.7	3.9	2.8
政府支出	4.8	3.3	5.8	4.6	1.8	2.7	2.1	1.4	1.7	1.6	1.6	1.7	4.1	3.1	1.7
国内最終需要	3.8	2.0	3.5	3.5	2.4	2.9	2.5	1.7	1.9	2.0	2.1	2.2	2.3	2.8	2.1
民間最終需要	3.6	1.7	3.0	3.3	2.6	2.9	2.6	1.7	2.0	2.1	2.2	2.3	1.9	2.7	2.1
鉱工業生産	0.0	0.3	1.2	-1.8	-1.8	2.9	-0.3	0.8	1.5	1.7	1.8	1.9	0.2	-0.1	1.3
消費者物価指数	3.8	3.0	3.4	2.7	3.8	2.8	1.3	3.4	3.1	2.7	2.1	1.9	4.1	3.0	2.6
失業率(%)	3.5	3.6	3.7	3.8	3.8	4.0	4.2	4.4	4.4	4.4	4.3	4.2	3.6	4.1	4.3
貿易収支(10億ドル)	-201	-204	-186	-194	-203	-223	-238	-241	-243	-246	-248	-249	-785	-905	-986
経常収支(10億ドル)	-230	-233	-221	-222	-241	-267	-282	-285	-288	-290	-293	-294	-905	-1074	-1165
FFレート(%)	5.00	5.25	5.50	5.50	5.50	5.50	5.00	4.50	4.25	4.00	3.75	3.50	5.50	4.50	3.50
2年債利回り(%)	4.35	4.26	4.92	4.80	4.48	4.82	4.03	3.57	3.48	3.39	3.30	3.21	4.58	4.23	3.35
10年債利回り(%)	3.65	3.59	4.15	4.44	4.16	4.44	3.93	3.63	3.57	3.51	3.45	3.39	3.96	4.04	3.48

(注 1) 網掛けは予想値。2024 年 9 月 20 日時点。

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

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

欧州経済 利下げ加速はあるか？

ECB・BOE ともに、景気減速よりもインフレの上振れリスクを警戒

橋本 政彦

[要約]

- ECB は9月の理事会で、6月以来2会合ぶりに金利下げサイクル2度目の利下げを実施した。一方、次回以降の利下げについては、データ次第で毎会合ごとに決定していくとされ、先行きの利下げパスについては事前にコミットしないというスタンスを維持している。
- ユーロ圏経済の下振れリスクが高まっていることに加えて、米国 FRB がインフレ抑制から景気の下支えへと政策の重心を変化させたことで、このところ金融市場では ECB が利下げペースを加速するのではないかとの見方が広がりつつある。しかし、ECB の責務はあくまで物価の安定であること、インフレ率についてはなおも上振れリスクが大きいことから、ECB が利下げペースを速める可能性は現状、高くないと考えられる。
- 9月の金融政策委員会で政策金利の据置きを決めた BOE も、先行きはデータ次第ながらも、緩やかなペースで利下げを続ける意向を示した。サービス価格の上昇率が依然として高く、インフレ率が高止まりするリスクが残ることや、ユーロ圏に比べて景気腰折れ懸念が大きいことを踏まえれば、3ヵ月に1度程度の利下げが基本シナリオになるだろう。

ユーロ圏経済

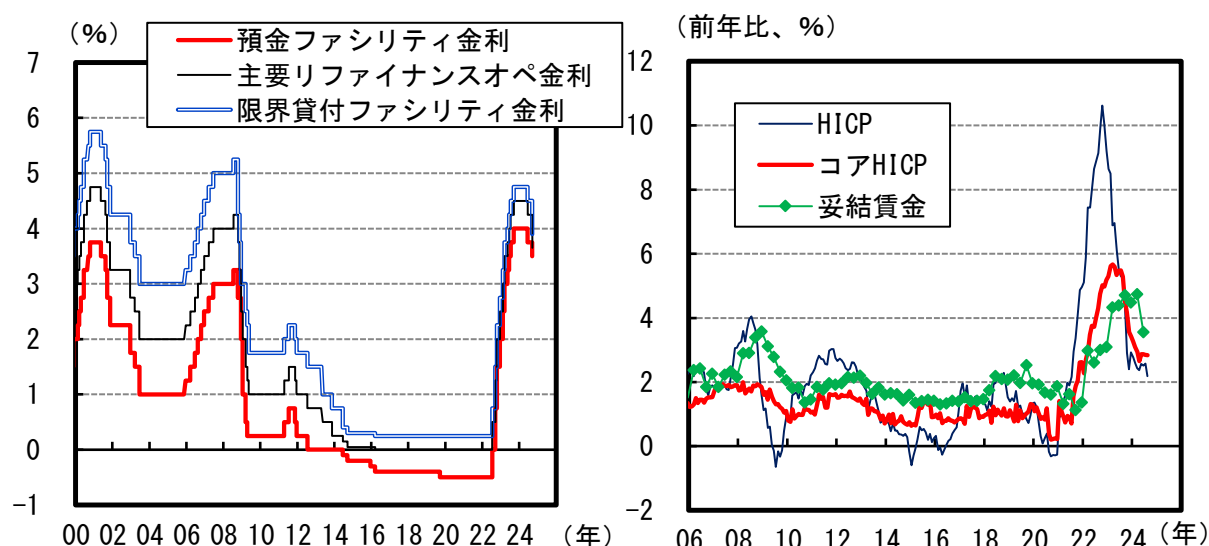
ECB は予想通り今サイクル 2 度目の利下げを実施、先行きは引き続きデータ次第

9 月 12 日に行われた ECB 理事会では、6 月会合以来 2 会合ぶりとなる 0.25%pt の利下げが全会一致で決定され、政策金利（預金ファシリティ金利）は 3.50% となった。9 月会合での利下げは事前にほぼ金融市場で織り込まれていたため、サプライズはない。

結果公表後の会見でラガルド総裁は、利下げの理由に関して、直近のデータが 2% のインフレ目標に向かいつつあるという自信を強めるものであったためと述べた。8 月の消費者物価指数（HICP）が前年比 +2.2% と、2021 年 7 月以来の低い伸びに留まったことに加えて、4-6 月期の妥結賃金が前年比 +3.6% となり、上昇ペースの鈍化が確認されたことなどが追加利下げを後押しする材料になったと考えられる。

なお、3 月に公表されていた金融政策の運用枠組みの見直しに従って、預金ファシリティ金利と主要リファイナンス・オペ金利のスプレッドがこれまでの 0.50%pt から 0.15%pt へと縮小された。この結果、主要リファイナンス・オペ金利の引き下げ幅は 0.60%pt となった。主要リファイナンス・オペ金利と、限界貸付ファシリティ金利のスプレッドは 0.25%pt のままで維持されたため、限界ファシリティ金利も 0.60%pt 引き下げられている。これは短期金利誘導における上限金利（限界貸付ファシリティ金利）と下限金利（預金ファシリティ金利）の幅（コリドー）を縮小することで、金利変動の幅を抑えることを意図したテクニカルな調整であり、金融政策スタンスの変更ではない¹。

図表 1 ECB の政策金利の推移（左）、ユーロ圏のインフレ率と賃金上昇率（右）



(出所) ECB、Eurostat より大和総研作成

¹ 運営枠組み変更では、金融政策スタンスの方向付けは預金ファシリティ金利の変更で行うことが明示されている。これに伴い、これまで主要リファイナンス・オペ金利を表示していた経済見通し（後掲図表 8）における政策金利を、今回の見通しから預金ファシリティ金利に変更した。

一方、9月理事会での利下げをほぼ確実と見込んでいた金融市場は、次回以降の追加利下げのタイミングへの示唆がなされるかに注目していたが、ほとんどヒントは与えられなかった。声明文におけるフォワードガイダンスは従来通り据え置かれ、データ次第で会合ごとに決定していくこと、事前に決まった経路にコミットしないという従来の文言が維持されている。

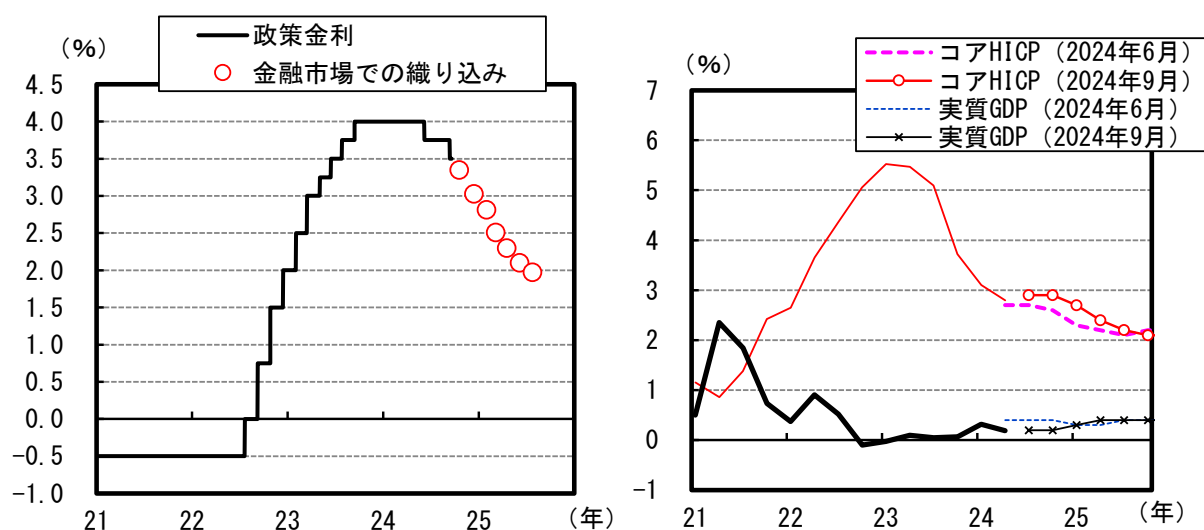
会見でも話題に上がったように、次回、10月の理事会までの期間は5週間と短く、その間に公表される経済指標は限られている。また、政策判断の材料となるデータには、経済指標の実績値のみならず、ECBによる見通しも含まれることから、経済見通しが公表されるタイミング（3月、6月、9月、12月）での利下げが先行きも基本シナリオとなろう。10月の理事会では政策金利が据え置かれ、その次の12月理事会で、今年3回目の利下げが決定されると予想する。

利下げペース加速への期待感

ただし、このところ金融市場では、ECBがこれまでの3ヵ月に一度のペースから、利下げペースを加速するのではないかとの見方が広がりつつある。スワップ市場金利から計算される政策金利予想によれば（2024年9月19日時点）、10月理事会での利下げ確率は25%程度と高いものの、12月理事会以降は、2025年6月まで5会合連続での利下げが織り込まれている。

こうした市場での利下げ加速期待は、ユーロ圏経済の下振れリスクが高まっていることが最大の要因と思われるが、これに加えて、米国FRBがインフレ抑制から景気の下支えへと政策の重心を変化させていることも影響しているとみられる。FRBが2024年9月のFOMCで0.50%ptの利下げに踏み切った²こともあり、ECBの利下げペース加速に対する期待は今後さらに強まる可能性がある。

図表2 金融市場が織り込むECBの政策金利（左）、ECBによる実質GDP・コアHICP見通し（右）



(注) 左図の「金融市場での織り込み」は2024年9月19日時点。

右図の実質GDPは前期比変化率、コアHICPは前年比変化率。

(出所) Bloomberg、ECBより大和総研作成

² 矢作大祐・藤原翼「FOMC 0.50%ptの利下げを決定」（2024年9月19日、大和総研レポート）

しかし、実際に ECB が利下げペースを加速するためのハードルは高いと思われる。FRB が物価の安定のみならず、雇用の最大化に対しても責務を負っているのに対し、ECB は物価の安定のみが課された責務となる。当然ながら、ECB も政策判断において景気動向や経済見通しを十分に考慮するが、その重要度は物価動向に比べれば劣後する。

9 月理事会で示された ECB による経済見通しでは、2024 年、2025 年の実質 GDP 成長率見通しがそれぞれ▲0.1%pt 前回見通しから引き下げられた一方、コア HICP 上昇率の予想は同+0.1%pt 引き上げられた。景気については下振れリスクが高まる一方、インフレ率については引き続きサービス価格の高止まりによる上振れリスクが強いとみられ、こうした状況では ECB は利下げペースの加速には動きにくい。利下げペースを速めるとすれば、景気の下振れリスクのみならず、インフレ率の下振れリスクが高まる場合と考えられ、結局のところインフレ動向を幅広く注視していくしかない。

景況感指数は 3 ヶ月ぶりの改善も、域内格差が拡大

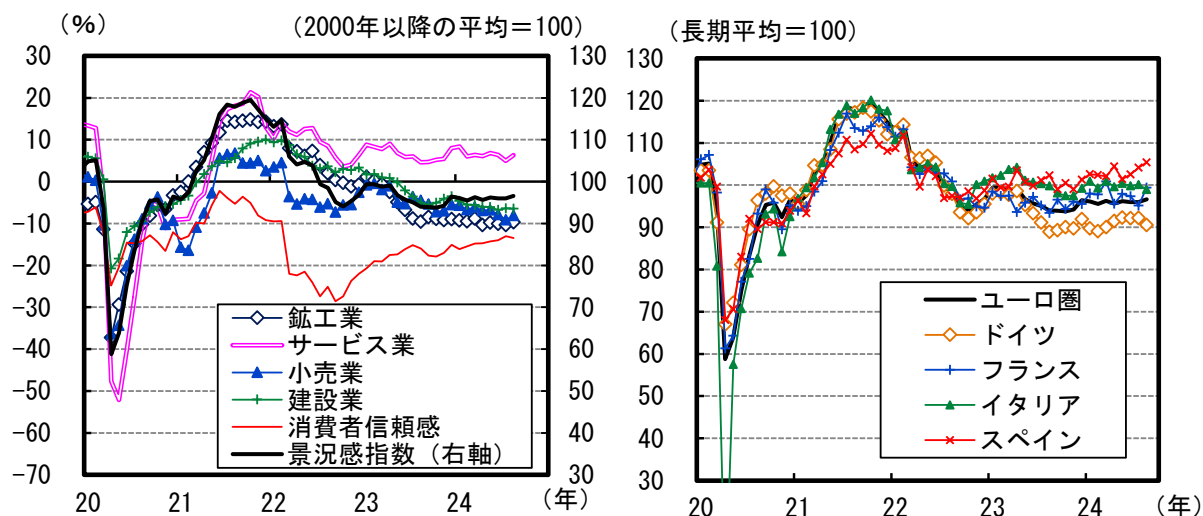
2024 年 8 月の景況感指数（総合、欧州委員会発表）は前月差+0.6pt と 3 ヶ月ぶりに増加した。指数の水準は 96.6 と 2023 年 5 月以来の高さとなり、ここしばらく続いてきた横ばい圏のレンジからわずかに上振れる形となった。

指数の内訳を見ると、8 月はサービス業が前月差+1.3pt と大きく改善したことが全体を押し上げたが、これに加えて小売業（同+1.0pt）、鉱工業（同+0.7pt）で改善が見られた。いずれも 3 ヶ月ぶりの改善である。一方で、建設業が同▲0.1pt と小幅に低下したほか、消費者信頼感指数は同▲0.5pt と 7 ヶ月ぶりの低下に転じた。

8 月の改善をけん引したサービス業については、パリ五輪による観光需要が押し上げに作用した可能性がある。S&P Global が公表するサービス業 PMI では、8 月にフランスで大幅な改善が見られ、オリンピック効果が指摘されている。欧州委員会が公表する景況感指数では、フランスのサービス業の改善幅は+1.1pt とさほど小さくなく、むしろスペイン（同+4.0pt）やイタリア（同+1.8pt）の方が大幅に改善した。オリンピック効果のみならず、ホリデーシーズンの観光需要が全般的に好調だったと推察されるが、フランスで 9 月に反動減が表れる可能性には留意が必要だろう。

フランスではサービス業よりもむしろ鉱工業（前月差+5.6pt）、消費者信頼感指数（同+2.3pt）の改善幅が大きく、これを主因に景況感指数全体は同+4.3pt と大幅に改善した。また、主要国の中でも好調さが続くスペインは同+1.3pt と 3 ヶ月連続で改善し、水準は 2022 年 2 月以来の高さに達している。他方、イタリアが同▲1.2pt と低下し、ドイツは同▲1.7pt と大きく低下した。ドイツの指数は 2024 年 3 月以来の低水準となり、主要国の中でも好不調の差が広がる形となっている。ドイツの内訳では、ウェイトが大きい消費者信頼感（同▲2.2pt）、サービス業（同▲2.0pt）、鉱工業（同▲1.5pt）が揃って低下しており、内容も冴えない。

図表3 ユーロ圏の景況感指数と内訳（左）、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

7月の鉱工業生産指数は自動車足が引っ張り再び低下

ハードデータを確認すると、製造業の悪化には歯止めが掛からない。7月のユーロ圏の鉱工業生産は前月比▲0.3%と前月の横ばいから再び低下に転じた。指数の水準は新型コロナ禍による落ち込みからの回復途上にあった2020年9月以来の低さまで落ち込んでおり、4-6月期平均よりも0.6%低い。四半期ベースでは7-9月期も低下する可能性が高まっており、仮にそうなれば、6四半期連続の低下となる。

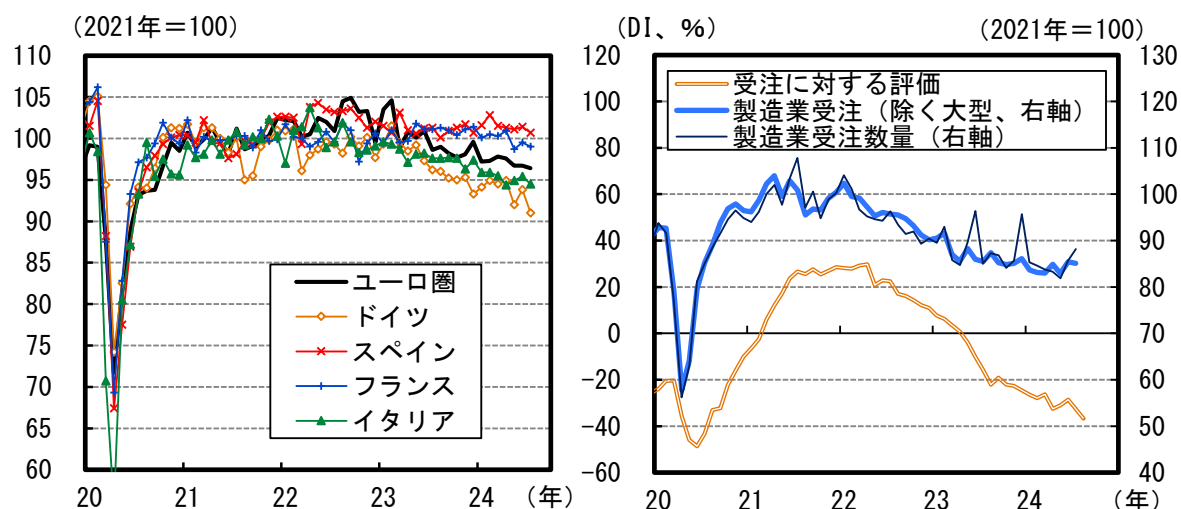
国別に見ると、ドイツ（前月比▲3.0%）、フランス（同▲0.5%）、イタリア（同▲0.9%）、スペイン（同▲0.7%）が揃って低下し、特に最大のウェイトを占めるドイツの大幅な落ち込みが全体を押し下げた。毎月の振れが大きいアイルランドが、前月の落ち込みからの反動で同+9.2%と大幅に上昇したことでユーロ圏全体のマイナス幅は小幅に留まったが、ヘッドラインの落ち込み以上に内容は悪い。

財別の動向では、資本財が同▲1.6%、中間財が同▲1.3%低下し、一方で消費財は同+1.1%と2四半期ぶりの上昇に転じている。もっとも、消費財の内訳では非耐久消費財が+1.8%上昇したことが押し上げに寄与する一方、耐久消費財は同▲2.8%と大幅に低下しており、全般的に好調というわけではない。業種別に見ると、自動車が同▲5.6%と最大の低下となっており、これが資本財、耐久消費財の押し下げ要因になったとみられる。

製造業の需要動向に目を向けると、7月のドイツの製造業受注数量は、国内向けが横ばいとなる中、海外向けが増加（同+5.1%）したことで、前月比+2.9%と増加した。前月の大幅な増加（同+4.6%）に続き、2ヵ月連続で増加しており、受注は下げ止まっているように見える。ただし、大型受注除くベースで見ると、7月は同▲0.4%と減少に転じており、大型受注が全体を押し上げる要因となっている。大型受注を除くベースでも2024年初頭を底にして下げ止まっては

いるものの、欧州委員会のサーベイによるドイツ製造業の受注判断は7、8月に一段と落ち込んでおり、まだ楽観的になれるような状況ではない。

図表4 ユーロ圏主要国の鉱工業生産（左）、ドイツの製造業受注と受注判断（右）



(出所) Eurostat、欧州委員会より大和総研作成

7月は個人消費も低調

個人消費関連では、7月の実質小売売上高は前月比+0.1%と2ヵ月ぶりの増加に転じた。前月の減少（前月比▲0.4%）に比べて増加幅は小さいが、均してみれば横ばい圏での推移が続いている。

内訳を見ると、自動車燃料が前月比▲1.0%と2ヵ月連続で減少したことが足を引っ張ったが、飲食料品・たばこが同+0.4%と増加に転じたことに加え、非食品（除く燃料）も同+0.1%と3ヵ月ぶりの増加に転じた。国別では、スペインが同+0.5%と前月に引き続き好調な結果となり、2023年11月以来の高さとなったほか、フランスが同+0.1%と小幅に増加している。他方、イタリアは同▲0.3%と2ヵ月連続で減少、減少幅は前月から拡大する軟調な結果となった³。

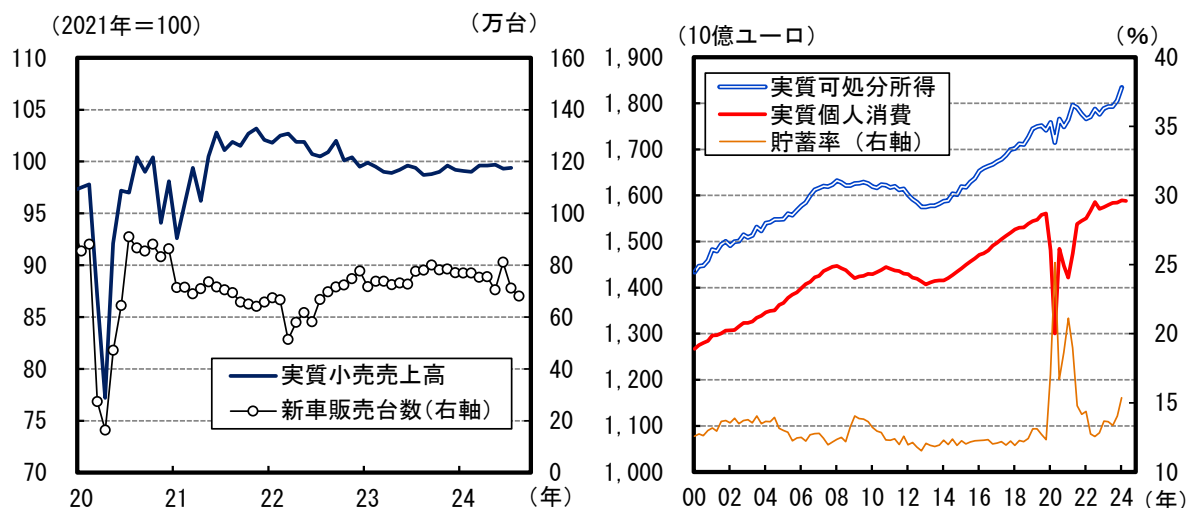
一方、実質小売売上高に含まれない自動車に関して見ると、7月の新車販売台数（ECBによる季節調整値）は、前月の大幅増の反動で前月比▲12.3%と大きく落ち込み、さらに8月も同▲4.4%と2ヵ月連続で減少した。サービス消費についてはまだ7月以降の動向が明らかとなっていないが、少なくとも財消費については7-9月期に入っても冴えない状況が続いている。

なお、9月6日に公表された2024年4-6月期GDPの需要項目別内訳では、ユーロ圏の個人消費が前期比▲0.1%と6四半期ぶりの減少に転じたことが明らかとなった。特に2023年後半以降、家計の所得増加ペースが加速する中、貯蓄率が上昇し個人消費が伸び悩んできたが、こうした状況は4-6月期に入っても変わっていないとみられる（4-6月期の可処分所得、貯蓄率は未公

³ ユーロ圏で最大のウェイトを占めるドイツについては、ドイツ連邦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月分以降の結果が公表されていない。

表)。個人消費の加速に向けては、消費者マインドのさらなる改善が必要となるが、既述のように消費者信頼感指数は現状で改善が足踏みしており、期待される個人消費の本格的な回復までにはもうしばらく時間がかかると見込まれる。

図表5 ユーロ圏の実質小売売上高と新車販売（左）、個人消費・可処分所得・貯蓄率（右）



(注) 右図の実質可処分所得は個人消費デフレーターで実質化。

(出所) Eurostat、ECB より大和総研作成

英国経済

7月の月次GDPは横ばい、ただし企業景況感は再加速を示唆

英国の2024年7月の月次GDPは2ヵ月連続での横ばいに留まった。1-3月期、4-6月期と想定を上回るペースで成長を続けてきた英国経済だが、足元では停滞している。

7月の結果を部門別に見ていくと、サービス部門が前月比+0.1%と小幅ながら2ヵ月ぶりの増加に転じる一方、生産部門（同▲0.8%）、および建設業（同▲0.4%）が減少に転じ、全体の足を引っ張った。

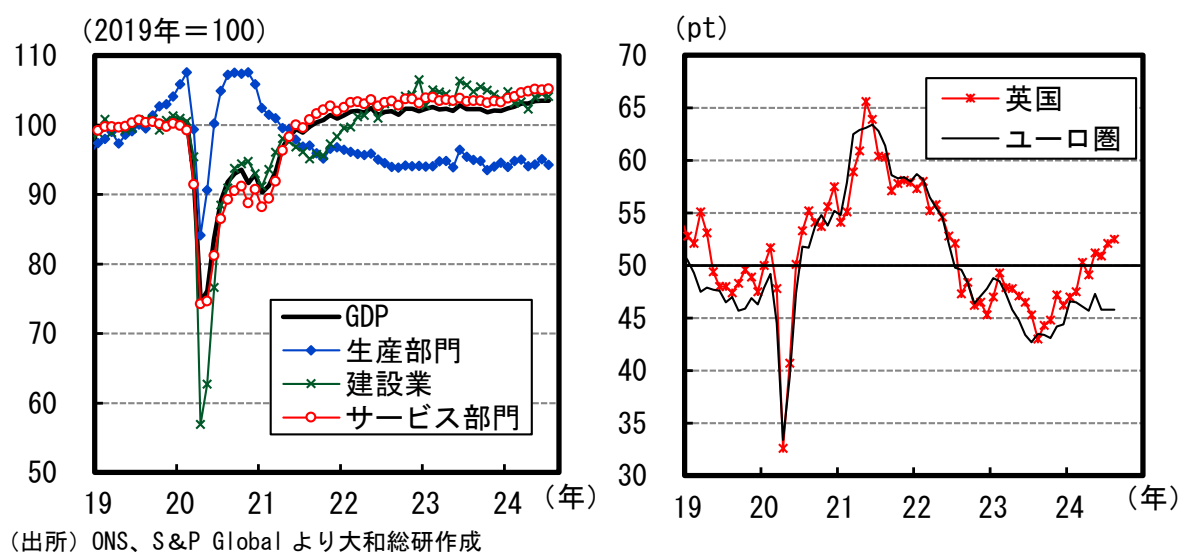
サービス部門では、全14業種中10業種で前月から増加しており、小幅な伸びに留まったヘッドライン以上に内容は底堅い。特に増加幅が大きかったのは宿泊・飲食サービス（前月比+0.9%）、情報サービス（同+0.8%）である。他方、3業種が前月から減少し、特に専門サービス（同▲1.3%）によるマイナスの寄与度が大きかった。ただし、専門サービスは前月まで5ヵ月連続で改善しており、7月単月の落ち込みを悲観的に捉える必要はないだろう。

生産部門については、鉱業の生産は前月比+3.9%と3ヵ月ぶりの増加に転じる一方、電気・ガス（同▲1.7%）、製造業（同▲1.0%）、上下水道等（同▲0.7%）が前月から減少した。製造業は、13のサブセクターのうち7つで生産が減少したが、特に石油・石炭製品（同▲6.7%）、電気機械（▲5.7%）、機械（同▲4.7%）、輸送用機器（同▲2.3%）の減少幅が大きい。マイナスの寄与度が最も大きかった輸送用機器に関してONS（英国国家統計局）は、新モデルに向けた

準備に加えて、サプライチェーンによる供給制約が生産抑制の要因になったと報告している。7月の製造業 PMI でも、紅海の情勢不安などによるサプライチェーンの問題を指摘するコメントがあり、供給制約が生産を下押した可能性がある。

ただし、英国の製造業 PMI は7、8月と2ヵ月連続で改善し、基準となる50を4ヵ月連続で上回っている。8月の公表資料では、改善の要因に関して、外需の弱さを内需の好調さが補ったとされている。これまでサービス業が好調、製造業が不調という構図は英国とユーロ圏で共通していたが、低迷が続くユーロ圏とは対照的に、英国では製造業の景況感が改善基調を強めていることは、先行き見通す上での大きな安心材料である。

図表6 英国の月次 GDP と業種別内訳（左）、英国・ユーロ圏の製造業 PMI（右）



BOE は9月委員会では政策金利据置きも、緩やかなペースでの利下げ継続を示唆

BOE は9月19日、前日まで開催されていた金融政策委員会で、政策金利を5.0%に据え置く決定をしたと発表した。金融市場では金利据置きが予想されていたことから、決定内容にサプライズはない。また、BOEのバランスシートに関して、これまでと同様のペース（年間1,000億ポンド）で向こう12ヵ月間削減していくことも決定されたが、こちらも想定通りの内容である。なお、政策金利決定に際しての投票では、9名の委員中、8名が据置きを主張する一方、最もハト派とされるディングラ委員は、0.25%ptの追加利下げを提案した。

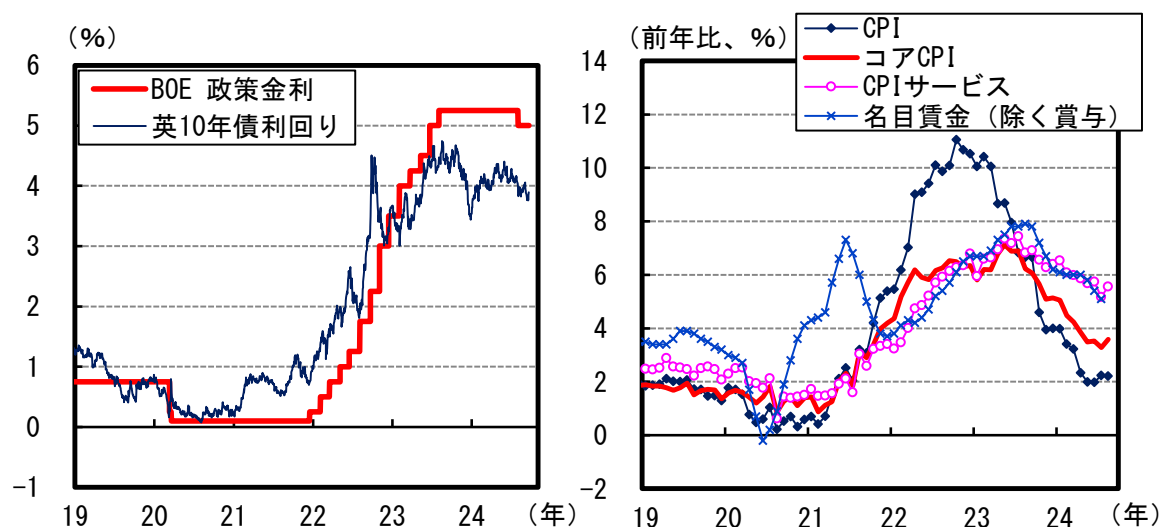
9月の委員会の直前に公表された8月のCPI（消費者物価指数）は、前年比+2.2%と、前月から変わらなかった。しかし、内訳を見ると、エネルギーによるマイナスの寄与度が拡大する一方で、サービス価格の上昇率拡大を主因に、コアCPIの伸びは同+3.6%と、前月の同+3.3%から拡大した。コアCPIの再加速は市場予想通りの結果であり、サプライズではなかったものの、インフレ率が高止まりするリスクを改めて認識させるものであり、これがBOEの金利据置きという判断に繋がったとみられる。

声明文におけるフォワードガイダンスは、「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」という文言が前回のまま維持された。ECBと同様、基本的にはデータ次第であり、先行きの経路はコミットしないというスタンスである。だが今回、「重要な進展がない限り、金融政策の抑制度を緩める段階的なアプローチが適切である」との文言が付け加えられた。これは、経済、インフレ動向がBOEの見通しに沿って推移すれば、緩やかなペースで利下げを続けていく方針が示されたものと捉えられる。

BOEが重視するサービス価格については、既述の通り、8月に再加速する形となったが、BOEが8月に公表した見通しに比べれば、むしろ下振れしており、追加利下げを阻害するものではないと考えられる。賃金上昇率も低下が続き、インフレ圧力は着実に弱まっているとみられ、次回、11月の委員会で追加利下げが実施される可能性は高い。

もっとも、減速しつつもサービス価格や賃金の伸びは依然として高く、インフレ率が高止まりするリスクが完全に解消したわけではない。製造業PMIの好調さなどを踏まえれば、景気腰折れに対する懸念はそれほど大きくなく、BOEが利下げを急ぐ必要性は低いだろう。BOEも3ヵ月に1度程度の慎重なペースで利下げを進めていくのが基本シナリオとなろう。

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	-0.1%	0.4%	0.2%	0.3%	1.3%	0.8%	1.4%	1.2%	1.4%	1.4%	1.5%	1.5%	0.4%	0.8%	1.4%
家計消費支出	0.9%	1.4%	1.0%	0.2%	1.2%	-0.2%	0.3%	1.2%	1.5%	1.4%	1.3%	1.2%	0.5%	0.6%	1.1%
政府消費支出	1.1%	0.8%	3.0%	2.7%	0.3%	2.6%	0.5%	0.5%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.8%	1.6%	0.5%
総固定資本形成	1.8%	-0.4%	-0.1%	4.0%	-6.9%	-8.4%	4.4%	2.5%	2.7%	2.9%	3.2%	3.5%	1.2%	-2.0%	2.3%
輸出	-1.9%	-4.2%	-4.6%	1.4%	4.5%	5.8%	2.2%	1.8%	1.9%	2.2%	2.5%	2.7%	-1.1%	2.0%	2.3%
輸入	-4.3%	-1.1%	-5.8%	1.9%	-2.4%	1.9%	2.4%	2.0%	2.2%	2.4%	2.7%	2.8%	-1.6%	-0.3%	2.3%
前年同期比（除く失業率）															
国内総生産	1.3%	0.5%	0.0%	0.2%	0.5%	0.6%	0.9%	1.2%	1.2%	1.4%	1.4%	1.4%	0.4%	0.8%	1.4%
家計消費支出	1.5%	0.8%	-0.1%	0.9%	0.9%	0.5%	0.4%	0.6%	0.7%	1.1%	1.4%	1.4%	0.5%	0.6%	1.1%
政府消費支出	0.4%	0.8%	1.9%	1.9%	1.7%	2.1%	1.5%	1.0%	1.0%	0.4%	0.4%	0.3%	0.8%	1.6%	0.5%
総固定資本形成	1.6%	1.3%	0.2%	1.3%	-1.0%	-3.0%	-1.9%	-2.3%	0.2%	3.1%	2.8%	3.1%	1.2%	-2.0%	2.3%
輸出	3.2%	0.2%	-2.4%	-2.3%	-0.8%	1.7%	3.5%	3.6%	2.9%	2.0%	2.1%	2.3%	-1.1%	2.0%	2.3%
輸入	2.5%	0.5%	-3.1%	-2.4%	-1.9%	-1.1%	1.0%	1.0%	2.2%	2.3%	2.3%	2.5%	-1.6%	-0.3%	2.3%
鉱工業生産（除く建設）	0.8%	-1.0%	-4.7%	-3.5%	-4.8%	-3.6%	-1.1%	-0.5%	1.0%	2.0%	2.0%	2.1%	-2.1%	-2.5%	1.8%
実質小売売上高	-2.8%	-2.2%	-2.1%	-0.7%	-0.2%	0.3%	0.5%	0.5%	0.8%	0.8%	1.2%	1.2%	-2.0%	0.3%	1.0%
消費者物価	8.0%	6.2%	5.0%	2.7%	2.6%	2.5%	2.3%	2.6%	2.3%	2.1%	2.1%	1.9%	5.4%	2.5%	2.1%
生産者物価	11.0%	-0.6%	-8.6%	-8.4%	-8.0%	-4.4%	-2.6%	-2.3%	0.8%	3.0%	2.3%	2.3%	-2.1%	-4.4%	2.1%
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	25.4	39.0	59.1	47.4	52.2	54.8	57.6	60.6	63.6	66.9	59.7	213.5	248.6
経常収支	31.8	58.7	61.2	72.2	112.2	124.9	127.7	129.9	132.2	134.8	137.4	140.3	223.9	494.6	544.7
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%	2.29%	2.18%	2.12%	2.06%	2.02%	1.98%	2.45%	2.32%	2.05%
	3.00%	3.50%	4.00%	4.00%	4.00%	3.75%	3.50%	3.25%	3.00%	2.75%	2.50%	2.25%	4.00%	3.25%	2.25%

(注) 網掛け部分は大和総研予想（2024年9月19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%	0.9%	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%	2.0%	1.0%	0.6%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	2.5%	1.2%
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%	0.2%	1.5%	2.0%	2.4%	2.7%	2.8%	-0.5%	-1.0%	2.0%
輸入	-4.3%	7.2%	-7.0%	-1.2%	-10.3%	34.8%	-7.5%	1.1%	1.5%	1.8%	2.0%	2.0%	-1.5%	1.3%	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%	0.9%	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%	2.0%	2.2%	2.4%	1.0%	0.7%	0.5%	0.5%	2.5%	1.2%
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%	-1.0%	0.2%	1.7%	1.5%	2.1%	2.5%	-0.5%	-1.0%	2.0%
輸入	-1.8%	-2.0%	-0.7%	-1.5%	-3.0%	2.7%	2.5%	3.1%	6.4%	-0.9%	1.6%	1.8%	-1.5%	1.3%	2.2%
鉱工業生産	-1.9%	-0.5%	1.0%	-0.1%	0.3%	-0.6%	-0.8%	0.5%	0.3%	0.7%	1.1%	1.2%	-0.4%	-0.2%	0.8%
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%	2.5%	2.4%	2.6%	2.5%	2.0%	7.3%	2.6%	2.4%
生産者物価（出荷価格）	11.1%	2.8%	-0.1%	-0.2%	0.3%	1.3%	0.3%	0.2%	0.4%	1.2%	2.3%	1.8%	3.2%	0.5%	1.4%
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	-53.2	-52.7	-52.2	-51.2	-49.8	-48.3	-186.7	-205.6	-201.5
経常収支	-21.0	-27.9	-18.5	-21.2	-21.0	-35.1	-30.5	-30.3	-30.0	-29.3	-28.8	-28.3	-88.5	-116.9	-116.5
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%	3.99%	3.81%	3.71%	3.61%	3.51%	3.47%	4.06%	4.01%	3.58%
	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9月19日時点）。

(出所) ONS、BOE より大和総研作成

中国経済 不動産不況、淘汰と救済なくして回復なし

金融市場では「質」（安全資産）への逃避が進む

齋藤 尚登

[要約]

- 中国経済の先行きへの不安や「質」への逃避を背景に、マネースtock統計に異変が起きている。M1を構成する預金通貨（要求払預金）が2024年2月以降、前年同月比で減少し、足元でそのマイナス幅が大きく拡大している。これは投資や消費のための資金需要の減退を示唆している可能性がある。一方、M2を構成する準通貨（貯蓄・定期預金など）は概ね10%以上の増加が続くなど、比較的堅調な推移となっている。
- 今後、中国政府は2024年の政府成長率目標である前年比5%成長を達成するために、さらなる金融緩和や財政出動などの措置を講じてくるだろう。しかし、根本的に重要なのは、不動産不況からの脱却だ。野放図な放漫経営により、経営危機に陥ったデベロッパーを処理する一方で、本来なら健全な経営をしていたにもかかわらず、中国版総量規制の導入→銀行の貸し渋り・貸し剥がし→工事中断→購入者が購入を敬遠→業績悪化→デフォルト、という経路で存続の危機に瀕しているデベロッパーを救済する必要がある。抜本的な政策が発動されなければ、中国経済の成長力低下の長期化が懸念されよう。

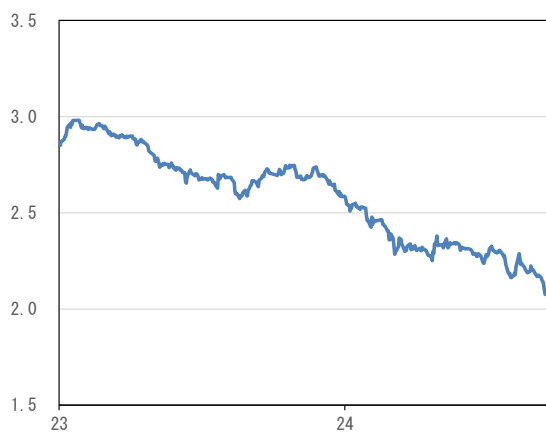
金融市場では「質」（安全資産）への逃避が進む

中国で長期国債の利回りが急低下している。10年物国債の利回りは、2024年年初に2.5%台となり、第一次コロナショック下の2020年4月初め頃の水準に低下していたが、その後は一段と低下し、2024年9月19日には2.0%台となった。中国人民銀行は7月に公開市場操作によって国債を借り入れ、市場で売却する旨を発表した。これによって、利回りの低下（価格上昇）に歯止めをかけようとしたが、効果はみられない。

長期国債利回り低下の背景には、①「不動産不況」などによる中国経済の減速と先行き不透明感、②内需不振や供給過剰を一因とするデフレーションの進行とデフレ懸念、③金融緩和期待の高まり、そして、④質（安全資産）への逃避の動きの強まり、などがある。

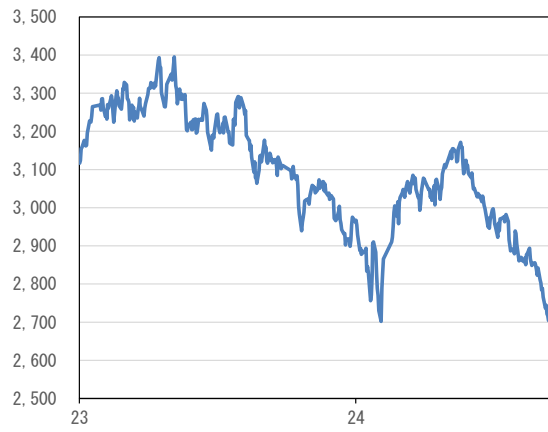
同じ構図で冴えない動きをしているのが、株式市場である。2024年9月19日に、代表的な株価指数である上海総合指数は2,736ポイントで引けた。前年末比では8.0%の下落だ。そもそも同指数の3,000ポイント割れは、数年前なら「国家隊」の出動、すなわち、中国政府と関係の深い機関投資家が上場国有企業の株式を買い支えるべきタイミングと目されていた。これを1割下回る水準というのは、中国政府が繰り出す政策へのマーケットの低い評価、あるいは中国経済の先行きに対する不安が如実に表れている。

10年物国債利回りの推移（単位：％）



（出所）中央国債登記決済有限責任会社より大和総研作成

上海総合指数の推移（単位：ポイント）

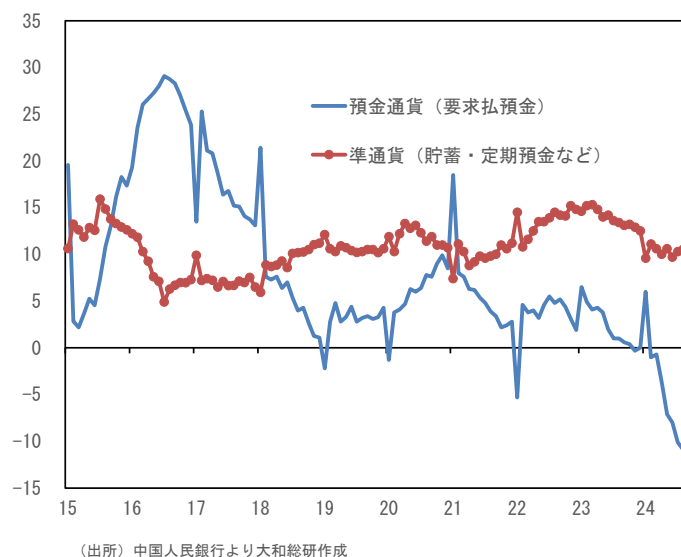


（出所）上海証券取引所より大和総研作成

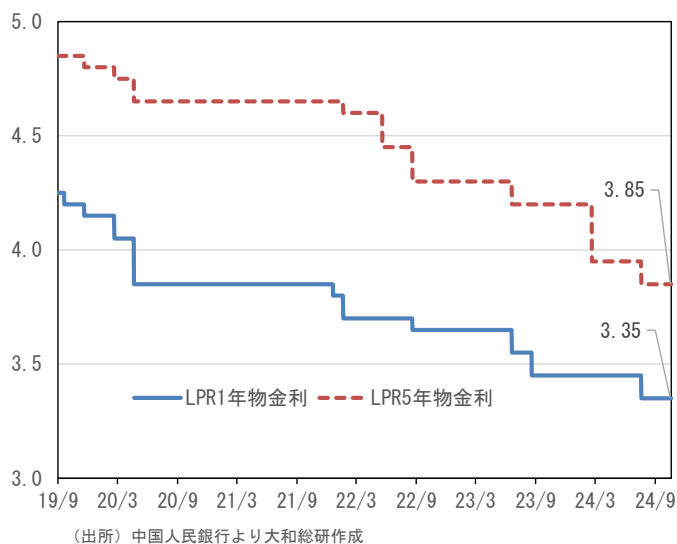
中国経済の先行きへの不安や「質」への逃避を背景に、マネースtock統計にも異変が起きている。M1を構成する預金通貨（要求払預金）が2024年2月以降、前年同月比で減少し、足元でそのマイナス幅が大きく拡大している。これは投資や消費のための資金需要の減退を示唆している可能性がある。一方、M2を構成する準通貨（貯蓄・定期預金など）は概ね同10%以上の増加が続くなど、比較的堅調な推移となっている。

こうした状況を変えるべく実施されたのが、7月22日の利下げであり、7月25日に発表された内需刺激策であった（内需刺激策については後述）。ただし、利下げは0.1%ptにとどまり、そもそも資金需要が低下する中でその効果は限定的と思われる。

預金通貨（M1）と準通貨（M2）の推移（前年同月比）（単位：％）



中国の政策金利の推移（単位：％）



7月25日の「内需刺激策」の効果発現は9月以降か

内需刺激を目的として、中国政府が2024年7月25日に発表したのが、「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」であった。その骨子は次頁表の通りであり、①

の工業、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など、②の船舶の廃棄・買い替え、への補助金に、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 億円を充て、③ディーゼルトラックの廃棄・買い替え、④農業機械の廃棄・買い替え、⑤新エネルギー公共バスと動力電池の廃棄・買い替え、⑦自動車（EV、ガソリン車）、家電、電動自転車の廃棄・買い替え（⑧は EV、ガソリン車の補助金の詳細、⑨は家電の補助金の詳細）に対して、同様に 1,500 億円を充てる。そのほかを含めて、合計では 3,000 億円超の内需刺激策が発表されたことになる。

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) 補助金については、中央政府がほとんど（90%が基準）を負担する、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り、(2) は政策の実効性を高めようとしている。

自動車や家電の補助金政策については、2024 年 4 月、5 月にも打ち出されていたが、家電の補助金は価格の 10%（1 台当たり 1,000 元、約 2 万円が上限）が上限とされていた。今回（7 月）は価格の 15%（1 台 1,500 元）か 20%（1 台 2,000 元）が上限とされるなど、政策はよりパワーアップされている。自動車も同様で、ガソリン車の補助金は従来の 7,000 元から 1.5 万円に、EV については 1 万元から 2 万円に増額された。8 月末までに資金が配分されたとすれば、この政策が本格的に稼働するのは 9 月以降と想定される。

2024 年 7 月 25 日に発表された内需刺激策

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、医療などの設備更新を推進	
②老朽化船舶の廃棄・更新（買い替え）に補助金を支給（例：1総トン当たり1,500元～3,200元）	
③老朽化トラックの買い替えに補助金を支給（例：1台当たり8万円）	
④農業用トラクター、農業機械の廃棄・購入に補助金を支給	
⑤使用年数8年超の新エネルギー公共バスの更新に補助金を支給（例：1台当たり8万円）	
⑥条件を満たす設備更新に対する利子補給を1%ptから1.5%ptに引き上げ（期間2年、総額200億元）	
二. 消費財買い替えへの支援強化	
⑦自動車（EV、ガソリン車）、家電の買い替え、古い住宅のリフォームなどに補助金を支給	
⑧個人が排ガス基準「国3」以下のガソリン車を廃棄し、条件を満たす排気量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。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 2万円（従来は1万円） の補助金を支給	
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、レンジフードに買い替える場合、 価格の15% を補助金として支給。省エネ・節水基準1級以上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。補助金の上限は 1台当たり2,000元	
⑩電器電子製品の回収処理のため2024年は中央財政から75億元を支給	

（注）薄橙色で示した①②に超長期国債の発行で調達した1,480億円を充て、薄水色で示した③④⑤⑦⑧⑨に超長期国債の発行で調達した1,500億円を充てる。⑥と⑩は中央財政資金275億元を投入する

（出所）中国国家発展改革委員会、財政部「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」より大和総研作成

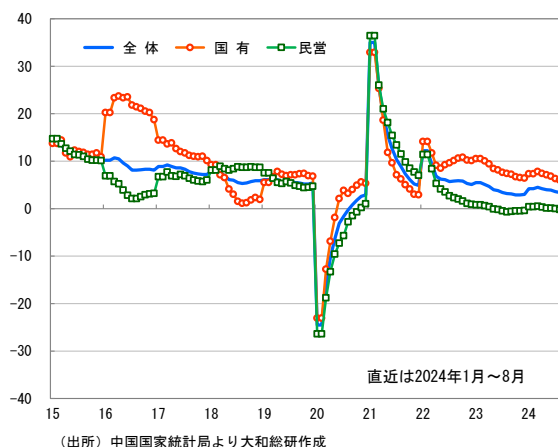
しかし、こうした内需刺激策は2024年12月末までを期限とする短期的な政策である。当然、2025年はその反動減が懸念されることになる。

景気回復には不動産不況からの脱却が不可欠

今後、中国は2024年の政府成長率目標である前年比5%（以下、変化率は前年比、前年同期比、前年同月比）成長を達成するために、さらなる金融緩和や財政出動などの措置を講じてこよう。しかし、資金需要が低迷している中で、小幅な利下げをしてもその効果は限定的であろう。財政について、2023年は10月～12月に国債を1兆元増発して、インフラ投資などを支えたが、2024年もその可能性がある。

しかし、根本的に重要なのは、不動産不況からの脱却である。国家統計局によれば、2024年1月～8月の固定資産投資は3.4%増にとどまったが、国有部門が6.0%増であったのに対して、民営部門は0.2%減と明暗を分けた。さらに、民営部門は不動産開発投資を除くと6.3%増であったとも報告されている。不動産不況の悪影響は民営デベロッパーに集中していることが分かる。野放図な放漫経営により、経営危機に陥ったデベロッパーを処理する一方で、本来なら健全経営をしていたにもかかわらず、中国版総量規制の導入→銀行の貸し渋り・貸し剥がし→工事中断→購入者が購入を敬遠→業績悪化→デフォルト、という経路で存続の危機に瀕しているデベロッパーを救済する必要がある。抜本的な政策が発動されなければ、中国経済の成長力低下の長期化が懸念されよう。

固定資産投資全体、民営・国有別の推移（1月から累計の前年同期比、%）



2024年1月～8月の不動産開発投資は10.2%減

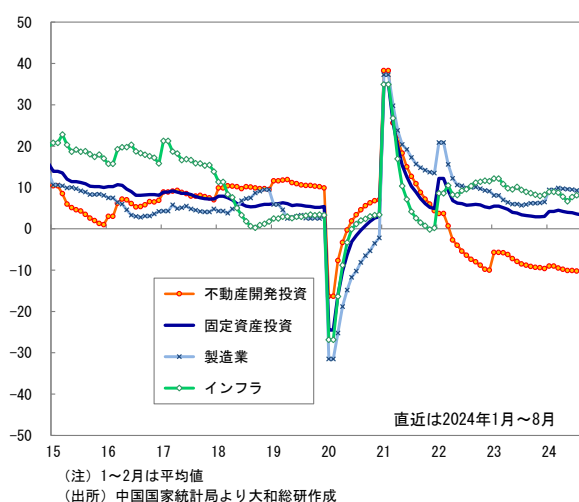
国家統計局によると、2024年1月～8月の固定資産投資は3.4%増となり、1月～7月の3.6%増から伸びがさらに鈍化した。1月～8月の分野別内訳は、製造業投資が9.1%増（1月～7月は9.3%増）、電気・水道・ガスを含むインフラ投資は7.9%増（同8.1%増）、不動産開発投資は

10.2%減（同10.2%減）だった。

製造業投資は堅調が続いている。2024年4月に工業情報化部など7省庁が「工業分野の設備更新実施推進計画」を発表し、7月には具体的な補助金政策が発表された。当面は固定資産投資の下支え役を果たすと期待される。

不動産開発投資は2022年以降大幅な前年比マイナスが続いている。一方で、2024年1月～8月の不動産開発投資を除く固定資産投資は7.7%増と発表された。比較的堅調であるが、1月～6月の8.5%増、1月～7月の8.0%増から伸びが減速している点は気掛かりだ。既述したマネーストック統計が示唆する投資意欲減退の影響が出始めている可能性がある。

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：％）



2024年8月の小売売上は2.1%増にとどまる

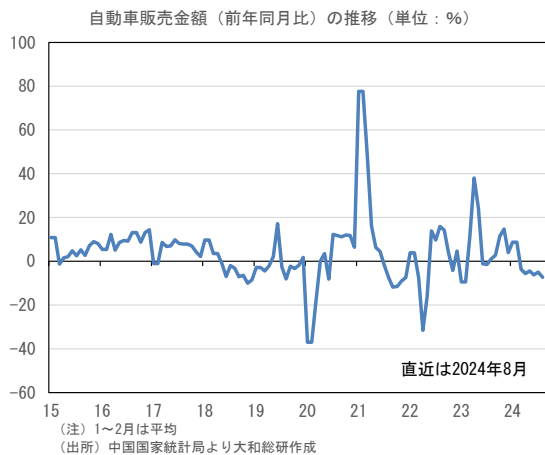
2024年8月の小売売上は2.1%増となり、7月の2.7%増から減速した。1月～8月は3.4%増だった。

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、8月は7.3%減（1月～8月は2.4%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、8月は3.3%増、1月～8月は3.9%増であった。

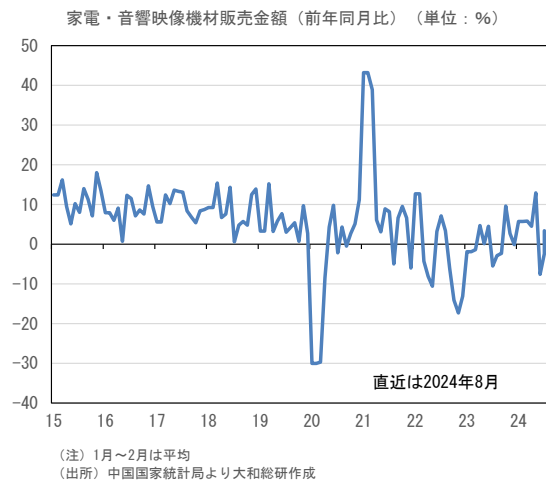
次に2024年8月の家電・音響映像機材の販売金額の伸び率は3.4%増（1月～8月は2.5%増）となり、7月の2.4%減から増加に転じた。国家统计局は政策効果を指摘するが、2023年8月が2.9%減だったことからすると、反動増によるところが大きい。

2024年9月以降は自動車・家電などのパワーアップした買い替え補助金政策の効果発現に期待したいところである。ただし、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



2024年8月の輸出は8.7%増、輸入は0.5%増

2024年8月の輸出（以下、貿易はドル建て）は8.7%増（1月～8月は4.6%増）、輸入は0.5%増（同2.5%増）、貿易黒字は35.4%増（同11.3%増）の910億ドル（同6,090億ドル）であった。

輸出は2024年5月以降、堅調に推移しているが、これは前年同月が前年割れであった反動増が主因であり、力強さに欠ける。このほか、欧米の対中貿易規制の強化を前に、一部で前倒し輸出が行われたこともあろうが、これは持続的ではない。一方、輸入が伸び悩んでいるのは、内需の弱さと、中国が一部部品・製品の国産化を推進していることが背景にあらう。

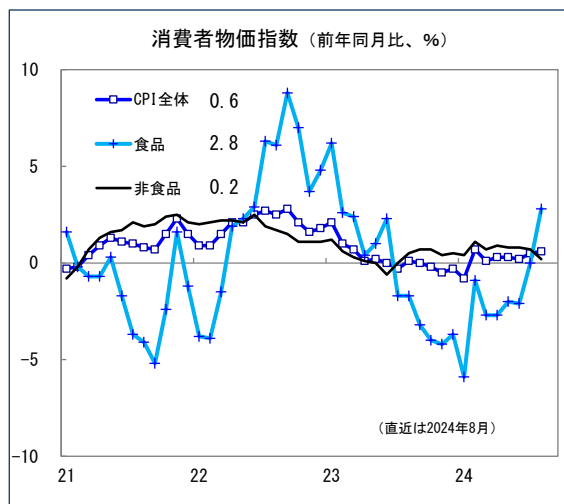
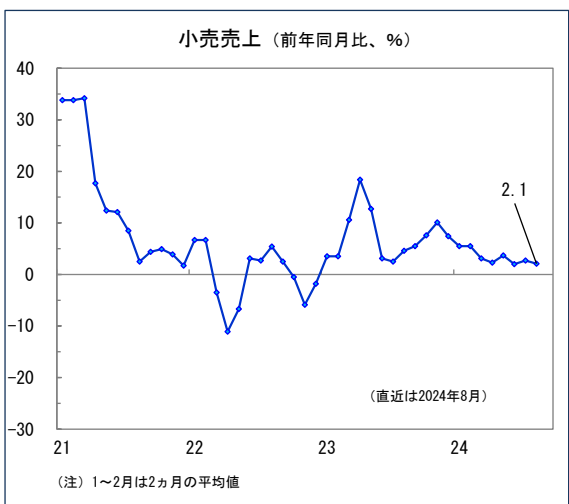
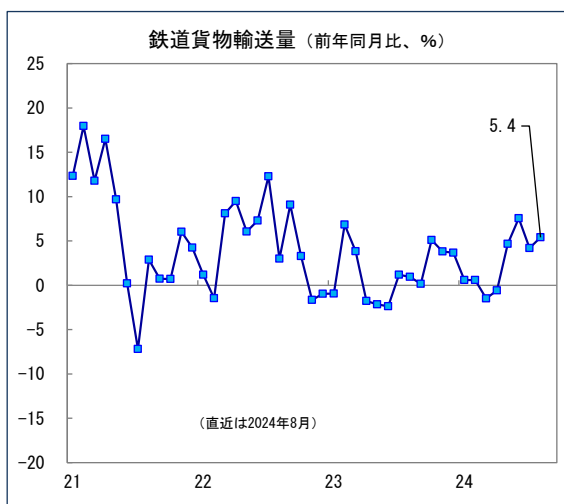
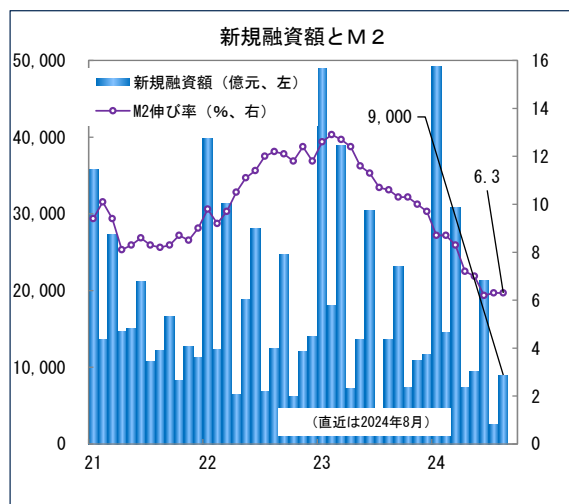
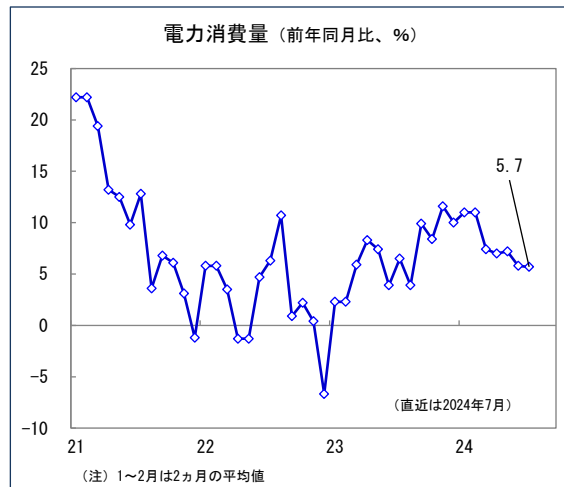
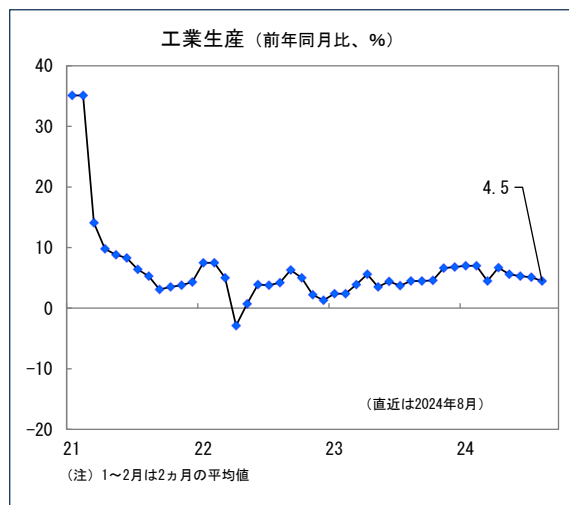
貿易黒字の増加は、GDPの中で純輸出の増加に貢献し、内需の減速を一部補おう。

主要経済指標一覧

	2023年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	8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、％）	4.5	4.5	4.6	6.6	6.8	7.0		4.5	6.7	5.6	5.3	5.1	4.5
電力消費量（前年同月比、％）	3.9	9.9	8.4	11.6	10.0	11.0		7.4	7.0	7.2	5.8	5.7	
鉄道貨物輸送量（前年同月比、％）	1.0	0.2	5.1	3.8	3.7	0.6		-1.5	-0.6	4.7	7.6	4.2	5.4
固定資産投資（前年累計比、％）	3.2	3.1	2.9	2.9	3.0	4.2		4.5	4.2	4.0	3.9	3.6	3.4
不動産開発投資（前年累計比、％）	-8.8	-9.1	-9.3	-9.4	-9.6	-9.0		-9.5	-9.8	-10.1	-10.1	-10.2	-10.2
小売売上（前年同月比、％）	4.6	5.5	7.6	10.1	7.4	5.5		3.1	2.3	3.7	2.0	2.7	2.1
消費者物価指数 全体（前年同月比、％）	0.1	0.0	-0.2	-0.5	-0.3	-0.8	0.7	0.1	0.3	0.3	0.2	0.5	0.6
食品（前年同月比、％）	-1.7	-3.2	-4.0	-4.2	-3.7	-5.9	-0.9	-2.7	-2.7	-2.0	-2.1	0.0	2.8
非食品（前年同月比、％）	0.5	0.7	0.7	0.4	0.5	0.4	1.1	0.7	0.9	0.8	0.8	0.7	0.2
工業製品出荷価格指数（前年同月比、％）	-3.0	-2.5	-2.6	-3.0	-2.7	-2.5	-2.7	-2.8	-2.5	-1.4	-0.8	-0.8	-1.8
工業生産者購入価格指数（前年同月比、％）	-4.6	-3.6	-3.7	-4.0	-3.8	-3.4	-3.4	-3.5	-3.0	-1.7	-0.5	-0.1	-0.8
新規融資額（億円）	13,600	23,100	7,384	10,900	11,700	49,200	14,500	30,900	7,300	9,500	21,300	2,600	9,000
M2伸び率（％）	10.6	10.3	10.3	10.0	9.7	8.7	8.7	8.3	7.2	7.0	6.2	6.3	6.3
輸出（前年同月比、％）	-8.6	-6.8	-6.6	0.7	2.1	6.7		-7.9	1.2	7.5	8.6	7.0	8.7
輸入（前年同月比、％）	-7.2	-6.3	3.0	-0.6	0.3	3.6		-1.9	8.3	1.9	-2.3	7.2	0.5
貿易収支（億米ドル）（1月、2月は平均）	672.2	751.2	558.6	690.7	747.3	613.7		574.2	716.2	821.6	988.1	847.2	910.2
新築商品住宅価格指数 北京（前年同月比、％）	2.8	2.9	2.1	1.9	1.7	1.3	1.0	0.8	-0.5	-1.8	-2.4	-3.3	-3.6
上海（前年同月比、％）	4.1	4.4	4.4	4.7	4.5	4.2	4.2	4.3	4.2	4.5	4.4	4.4	4.9
商用不動産 着工面積（前年累計比、％）	-24.9	-23.9	-23.7	-21.7	-20.9	-30.5		-28.3	-24.7	-24.3	-23.8	-23.2	-22.6
竣工面積（前年累計比、％）	18.6	19.1	18.4	17.1	15.8	-21.1		-21.4	-20.3	-20.1	-21.8	-21.8	-23.6
不動産販売 面積（前年累計比、％）	-15.9	-16.4	-16.7	-17.1	-17.7	-24.9		-24.3	-22.3	-21.1	-19.5	-18.6	-18.0
金額（前年累計比、％）	-9.0	-10.4	-10.7	-11.2	-12.5	-31.6		-30.1	-29.4	-28.4	-25.3	-24.3	-23.6

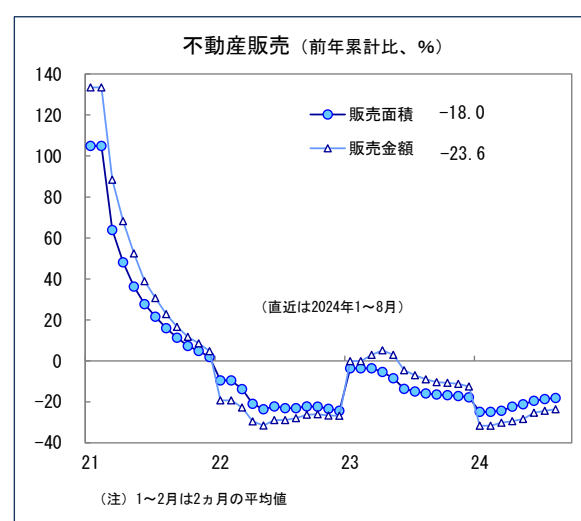
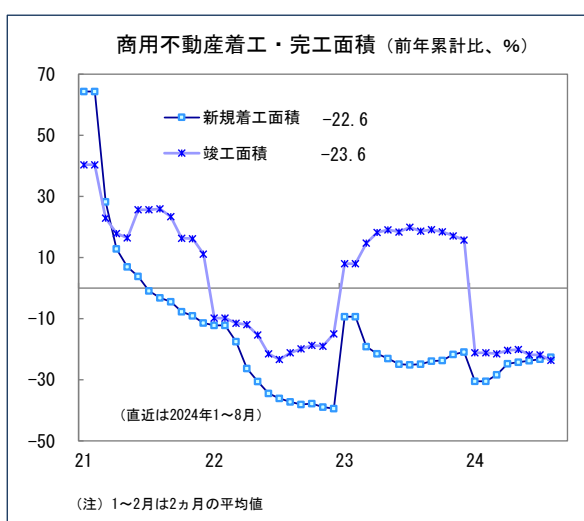
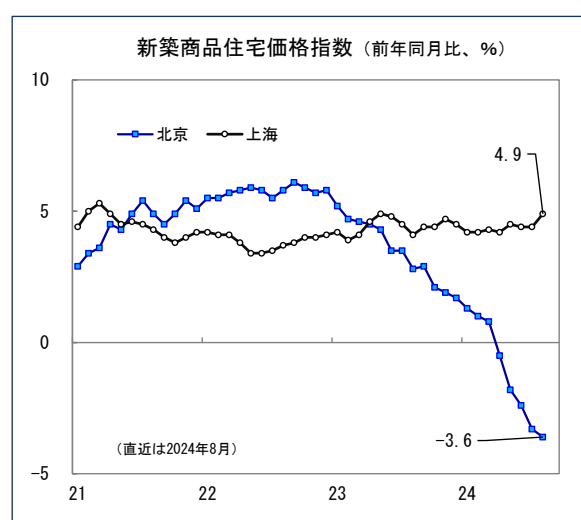
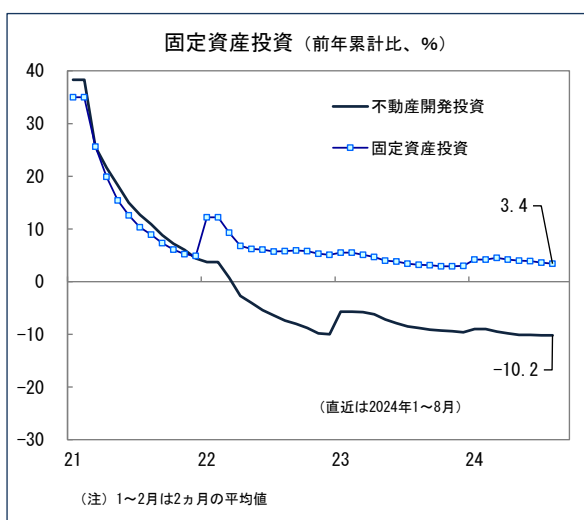
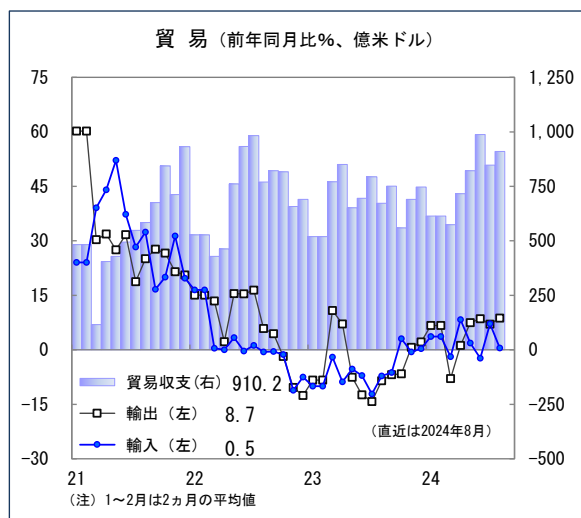
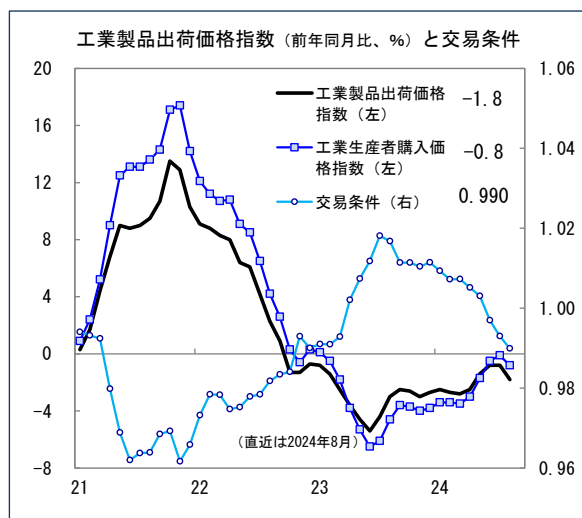
（出所）中国国家统计局、中国人民銀行、通関統計、中国エネルギー局、CEICより大和総研作成

主要経済指標一覧（続き）



（出所）中国国家統計局、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