

2024年10月23日

主要国経済 Outlook

2024年11月号 (No. 456)

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

日米ともに政治決戦前夜、今後の経済のかじ取りは
経済調査部 シニアエコノミスト 佐藤 光

日本経済 3

石破政権の「地方創生 2.0」「2020年代に最賃 1500 円」は実現するか
経済調査部 シニアエコノミスト 神田 慶司

米国経済 16

市場の景気認識は悪化から再加速へと転換？
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 25

長引く低成長
ロンドンリサーチセンター シニアエコノミスト 橋本 政彦

中国経済 35

なりふり構わぬテコ入れ策発動
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

日米ともに政治決戦前夜、今後の経済のかじ取りは

佐藤 光

日米で政権選択の選挙時期が重なった。日本の総選挙と、米国の大統領選挙が同時期に投票となった例としては、近年では2012年12月総選挙（当時野田内閣）や1996年10月総選挙（当時橋本内閣）が挙げられる。当時の選挙結果を確認すると、2012年には民主党政権から自公連立に政権交代となった。また、1996年には自社さ3党連立から自由民主党（自民党）単独政権に代わった。いずれも自民党優勢の結果だったといえる。一方の米国では、現職の民主党政権（2012年はオバマ政権、1996年はクリントン政権）がそれぞれ再選し政権が継続していた。

当時の経済や社会情勢を振り返ると、米国経済はいずれも比較的良好であり、これが政権継続を後押ししたといえる。一方の日本経済は危機発生からの回復時期であることが特徴だ。例えば選挙の前年にはいずれも震災があったこと（東日本大震災と阪神・淡路大震災）に加えて、為替は80円/ドル割れの超円高を記録していた。それらと比較するならば、今回は、能登半島地震をはじめ相次いだ大規模自然災害や、一時広範囲に注意喚起された南海トラフ地震、また一時160円/ドルを突破した超円安や、株価暴落などを経た後の回復期にあるといえよう。

このような環境下での経済運営については、足元の回復基調を頓挫させないことに加えて、国民の支持を得たことを背景に、中長期の成長を見据えた施策も同時に求められよう。2012年総選挙後の第2次安倍内閣では、アベノミクスの「三本の矢」が掲げられ、その一つは中長期的に「民間投資を喚起する成長戦略」であった。また1996年総選挙後の第2次橋本内閣では、行政改革や金融ビッグバンをはじめとする「六つの改革」が掲げられた。この観点からは、前記の総選挙は消費増税の時期と重なっていたこと（2012年8月決定→14年4月実施、1994年11月決定→97年4月実施）も興味深い。近くに危機的状況を経験していても、財政健全化を忘れないという意識が働いていた。なお、同時期には米国でも財政赤字の縮小傾向が加速している。

今回の選挙情勢については、日米ともに極めて流動的で予断を許さない。しかし、選挙後の政権には、危機からの回復や中長期の課題解決に正面から向き合う姿勢が求められる。

主要国実質 GDP 見通し<要約表> (2024年10月22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	3.2	1.6	3.0	2.7	1.8	1.9	2.0	2.0	2.5	2.9	2.7	2.1	
ユーロ圏	0.2	1.2	0.8	0.8	1.2	1.4	1.4	1.5	3.4	0.4	0.7	1.3	
英国	-1.3	2.8	1.8	1.0	1.0	1.4	1.4	1.4	4.3	0.3	0.9	1.3	
中国	5.2	5.3	4.7	4.6	5.3	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

石破政権の「地方創生 2.0」「2020年代に最賃 1500円」は実現するか

神田 慶司
田村 統久
秋元 虹輝

[要約]

- 都道府県間の経済の地域間格差の是正は長期的に進まず、労働生産性上昇率は大都市部を含めて全国的に低下してきた。地方創生の取り組みが本格的に始まった2010年代後半以降も改善は見られない。大都市部への就業者の偏在も進んだが、日本の労働生産性上昇率への直接的な影響は限定的と試算され、各地域の生産性の動向がマクロの生産性の伸びを決定付けてきた。
- 過去10年の地方創生策がマクロレベルで成果が上がらなかった理由の1つに、KPI（重要業績評価指標）の設定による進捗管理が不十分だったことが挙げられる。まち・ひと・しごと創生では130個を超えるKPIが設定されたが、点検・検証が表面的でPDCAサイクルが回ったとはいえない。2023年から始まったデジタル田園都市国家構想では国の取り組みが「後方支援型」となり、成果の進捗管理が一段と曖昧になった。石破茂政権の「地方創生 2.0」では、幅広い地域をデジタルの実装段階へと早期に移行させるとともに、「伴走型」で国が地方と一体となってPDCAサイクルを確立することが重要だ。
- 石破政権は、最低賃金（以下、最賃）を2020年代に全国加重平均で1,500円に引き上げる方針だが、達成には過去最高を上回る引き上げ率が要求される。最賃の急速な引き上げで企業負担が過重になり、最賃法で保護すべき低賃金労働者の雇用環境が悪化するリスクはとりわけ地方部で大きい。石破首相の重視する地方創生に逆行する恐れもある。「2020年代」という新たな達成時期は経済実態に照らして柔軟に見直すべきだろう。中小企業の生産性向上支援などを加速させるとともに、EBPM（証拠に基づく政策立案）の強化が一層求められる。

1. 地方経済の振り返りと「地方創生 2.0」に向けた課題

石破政権は交付金倍増や中期計画策定などを通じて地方創生を加速させる方針

2024年10月1日に誕生した石破茂政権は、岸田文雄前政権の経済政策を継承しつつ、成長分野に官民挙げての思い切った投資を行うことで「賃上げと投資が牽引する成長型経済」を目指す方針である¹。

中でも石破首相が重視しているのが地方創生だ。「地方こそが成長の主演」との考えの下、これまでの成果と反省を活かし、「地方創生 2.0」と呼ばれる政策を実施する。石破首相は10月4日の所信表明演説で、「全国各地の取組を一層強力に支援するため、地方創生の交付金を当初予算ベースで倍増することを目指します。少子高齢化や人口減少に対応するため、デジタル田園都市国家構想実現会議を発展させ、『新しい地方経済・生活環境創生本部』を創設し、今後十年間集中的に取り組む基本構想を策定します。ブロックチェーンなどの新技術やインバウンドの大きな流れなどの効果的な活用も視野に入れ、国民の生活を守りながら、地方創生を実現してまいります」と述べた²。

地方創生の取り組みが本格的に始まったのは、現在から10年前の2014年である。石破首相が初代の地方創生担当大臣だった同年11月にまち・ひと・しごと創生法の一部が施行され、12月に政府は「長期ビジョン」と「総合戦略」を策定した。地方自治体も「地方人口ビジョン」と「地方版総合戦略」を策定し、国と地方が一体となって地方創生に取り組んだ。さらに、地方創生の交付金創設や、KPI（重要業績評価指標）の設定による進捗管理、「産官学金労言」（産業界・行政・教育機関に加え、金融機関や労働団体、地元の報道機関など地域のステークホルダーが協力して進めること）など、従来にない制度や仕組みも導入した。

2021年10月に誕生した岸田前政権も地方創生を重視し、「デジタル田園都市国家構想」（以下、デジ田）として推進してきた。これはデジタル技術の活用により、これまでの地方創生の取り組みを加速させ、東京一極集中を是正して多極化を図り、地方の社会課題解決を成長の原動力とする取り組みである。デジタルの活用を重視する点や成長戦略と位置付けている点などは、石破政権の「地方創生 2.0」と大きく重なる。

こうした10年間の取り組みに関して、政府は2024年6月に「地方創生10年の取組と今後の推進方向」を取りまとめた³。地方創生に関する地域の関係者の意識・行動の高まりや、一部の自治体で人口増加が見られることなどの成果が上がった一方、国全体では人口減少や東京圏への一極集中などの大きな流れを変えるには至っておらず、地方が厳しい状況にあることを重く受け止める必要があると総括している。さらに、今後は施策の検証や優良事例の横展開などを推進することで、それぞれの自治体が主体的に行う地方創生の取り組みを強力に後押ししていくという。

¹ 石破政権の経済政策については、神田慶司・秋元虹輝「[石破新政権誕生、経済政策の注目点は？](#)」（大和総研レポート、2024年10月3日）で取り上げた。

² https://www.kantei.go.jp/jp/102_ishiba/statement/2024/1004shoshinhyomei.html

³ <https://www.chisou.go.jp/sousei/meeting/chisoudecade/index.html>

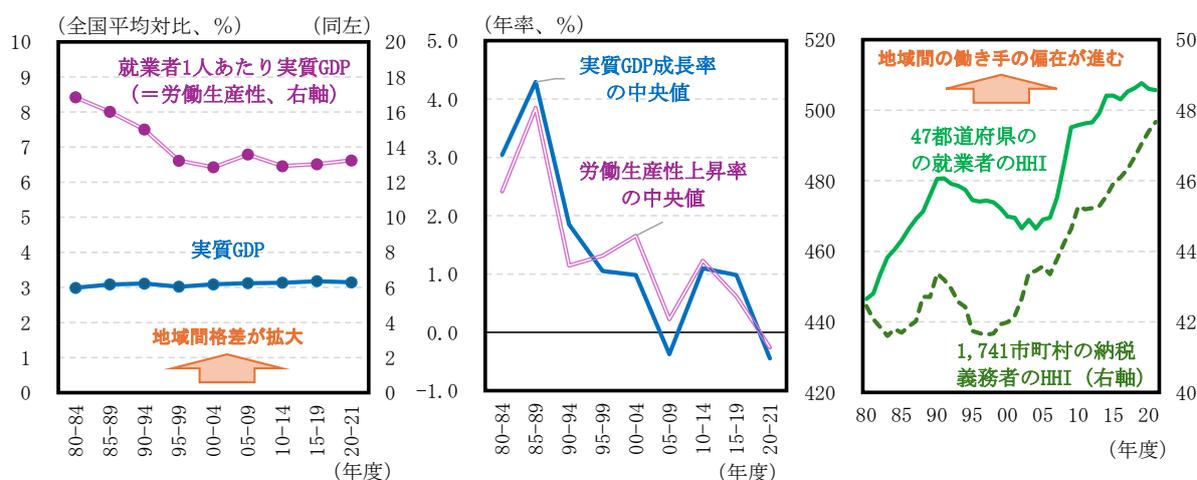
直近でもマクロレベルで地方創生の明確な成果は見られず

地域版の GDP 統計ともいえる内閣府「県民経済計算」などから見ると、地方創生の取り組みがマクロレベルで明確な成果を上げたとはいいいにくい。

47 都道府県の実質 GDP⁴の標準偏差（ばらつきの度合い）から経済の地域間格差の動向を確認すると、全国平均対比 3%程度で長期的に安定しており、低下傾向は見られない（**図表 1 左**）。就業者 1 人あたり実質 GDP（＝労働生産性）の標準偏差は 1990 年代後半にかけて低下傾向が続いたものの、その後は緩やかながらも上昇傾向が見られる。地方創生の取り組みが本格化した 2010 年代後半以降もその傾向に変化は見られず、格差の是正には至っていないようだ。

日本経済の潜在成長率は長期的に停滞しているが⁵、それは地域単位で見ても同様である。**図表 1 中央**は 47 都道府県における実質 GDP 成長率と労働生産性上昇率の各年度の中央値（伸び率の高い順に並べて真ん中に当たる値）を 5 年ごとに平均して示したものである。いずれも資産バブル期にあたる 1980 年代後半をピークに低下傾向にあり、2020 年代初めはコロナ禍を受けてマイナス圏まで低下したが、コロナ禍前の 2010 年代後半でも低水準にとどまった。

図表 1：47 都道府県における実質 GDP・労働生産性の標準偏差（左）と変化率の中央値（中央）、HHI で見た地域間の働き手の偏在度合い（右）



(注) 都道府県で産出される付加価値は「GRP」（県内総生産、Gross Regional Product）と呼ばれるが、ここでは一般的に知られている「GDP」を使用した。中央図は対数階差で算出。右図のハーフィンダール・ハーシュマン指数（HHI）はシェアの2乗を総和したもので（最高値は10,000）、数値が高いほど偏在していることを表す。

(出所) 内閣府統計、内閣府「経済・財政と暮らしの指標『見える化』データベース」より大和総研作成

地域間の働き手の偏在はとりわけ 2000 年代から進んだ。**図表 1 右**で試算したハーフィンダール・ハーシュマン指数（HHI、シェアの2乗を総和したもの）は、数値が高いほど地域間の働き手の偏在が進んでいることを表す。都道府県別の就業者数から算出した HHI は 1980 年代後半と 2000 年代後半に急上昇し、2010 年代も緩やかな上昇傾向が見られた。就業者のシェアが東京圏

⁴ 正確には「GRP」（県内総生産、Gross Regional Product）と呼ばれるが、本稿では一般的に知られている「GDP」を使用した。

⁵ 内閣府の推計によると、1980 年代で年率+4%超だった潜在成長率は 1990 年代後半にかけて同+1%程度へと低下し、2000 年代後半以降は同+0.5%前後で推移している。

などの大都市部で高まったことなどが背景にある。地方部から大都市部への人口移動はコロナ禍直後に緩やかになったものの、関連統計を見ると 2022 年頃からは再び加速している。また、1,741 市町村の納税義務者数から算出した HHI は 2000 年代初めから上昇傾向が見られ、2010 年代後半以降も上昇ペースを維持している。都道府県間だけでなく、都道府県内においても都市部での就業者の偏在が継続的に進んだことが示唆される。

地域間労働移動による日本の労働生産性上昇率への直接的な影響は限定的

地域間の労働移動は日本の労働生産性上昇率にどの程度の影響をもたらしたのだろうか。新川他（2023）⁶などを参考に、日本の労働生産性上昇率を、①各都道府県の生産性上昇率の影響（地域内効果）、②各都道府県の就業者シェアの変化⁷が日本の労働生産性に与える影響（地域間効果）、の2つに要因分解したのが**図表 2**である。このうち地域間効果は、高生産性地域の寄与（全国対比で労働生産性水準が高い地域における就業者シェアの増減による効果）と、低生産性地域の寄与に分けている⁸。

図表 2を見ると、全ての時期で地域内効果が大宗を占め、高生産性地域の寄与と低生産性地域の寄与を相殺したネットの地域間効果は限定的だったことが確認できる。日本では地域間の労働移動によるマクロの労働生産性上昇率への直接的な影響は限定的で、地域内の生産性要因がマクロの生産性の伸びを決定付けてきたといえる。

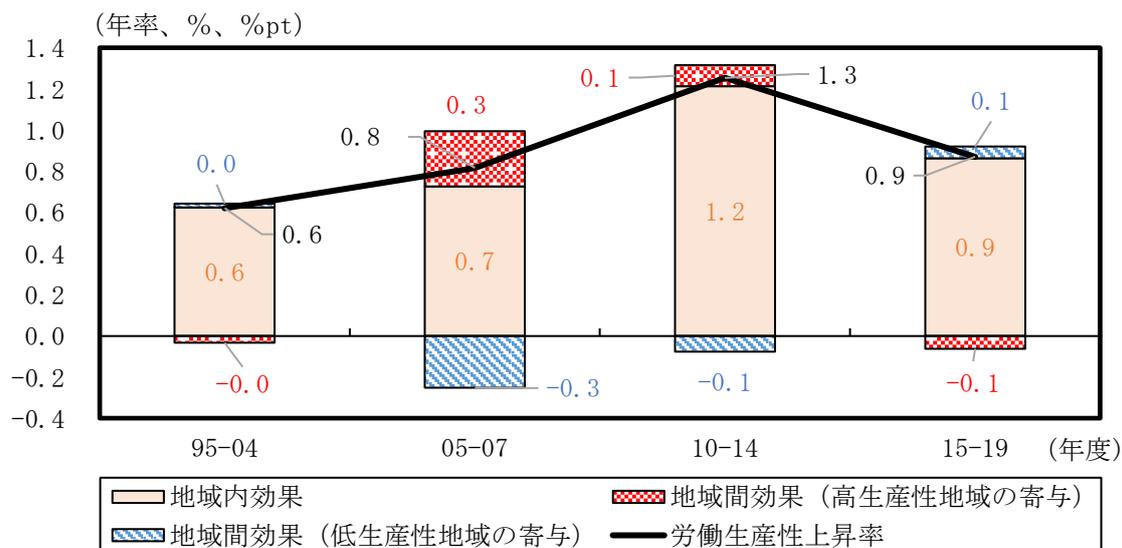
地域間効果の中身をより詳しく確認すると、特に 2000 年代後半では高生産性地域の寄与が拡大した。大都市部への労働移動などを背景として地域間の働き手の偏在が進み（**前掲図表 1 右**）、相対的に労働生産性の高い地域の就業者シェアが高まったためである。もともと、低生産性地域のマイナス寄与と相殺したネットの地域間効果は小幅のプラスにとどまる。一方、2000 年前後や 2010 年代後半では高生産性地域の寄与がマイナスとなっており、大都市部などの労働生産性が相対的に高い地域から低い地域への労働移動が幾分進んだことが示唆されるが、低生産性地域のプラス寄与と相殺したネットの地域間効果はごく僅かだった。

⁶ 新川他（2023）は産業間労働移動の効果を分析し、産業内の生産性上昇率の影響を「Within 効果」、産業間の労働移動の影響を「Between 効果」と呼んでいる。本稿では地域間労働移動の効果として分析し、Within 効果を「地域内効果」、Between 効果を「地域間効果」と整理した。詳細は、新川真帆・玄馬宏祐・佐川明那・野村華・林奈津美・桃田翔平（2023）「産業ごとに見た労働生産性上昇率—労働移動と生産性上昇の成果配分—」（財務総合政策研究所『「生産性・所得・付加価値に関する研究会」報告書』第 6 章，pp. 86-99）を参照。

⁷ 地域間の労働移動だけでなく、人口動態に伴う労働者の就職・退職の増減による影響も含まれる。

⁸ 地域間効果は、労働生産性の「水準」の高い地域の就業者シェアが上昇することによる押し上げ効果（Static 効果）と、労働生産性の「上昇率」が高い地域の就業者のシェアが上昇することによる押し上げ効果（Dynamic 効果）に分けることができるが、**前掲図表 1 左**で示したように、1990 年代以降、地域間の労働生産性水準の格差は縮小せず維持されてきた（都道府県別に見た労働生産性の全国対比の相対値の最高水準と最低水準の乖離率は長期的に 60%pt 前後で推移）。一方、労働生産性上昇率については全国的に低位で推移してきたこともあり、地域差も僅少（最も伸びが高い地域と最も伸びが低い地域との差は期間を通じて年率 10%pt 前後で推移）であったことから、地域間効果は主に Static 効果で決まってきたとみられる。そこで本稿では、Static 効果の決定要因である労働生産性の「水準」に着目した。

図表 2：日本の労働生産性上昇に対する地域間労働移動の効果



(注)「地域内効果」は各都道府県の労働生産性上昇率を名目 GDP シェアで加重和したもの。「地域間効果」は、各都道府県の全国対比の相対労働生産性を就業者シェアの変化幅で加重和した項 (Static 効果) と、各都道府県の労働生産性の全国対比の相対値に労働生産性上昇率を乗じたものを就業者シェアの変化幅で加重和した項 (Dynamic 効果) の合計。詳細は、新川他 (2023) を参照。2008、09 年はリーマン・ショックを契機とした世界同時不況の影響が労働生産性上昇率に色濃く反映されたため掲載期間から除外した。

(出所) 内閣府統計、新川真帆・玄馬宏祐・佐川明那・野村華・林奈津美・桃田翔平 (2023) 「産業ごとに見た労働生産性上昇率—労働移動と生産性上昇の成果配分—」(財務総合政策研究所『「生産性・所得・付加価値に関する研究会」報告書』第 6 章, pp. 86-99) より大和総研作成

これまでの地方創生の議論では、東京一極集中の是正など大都市部から地方部への人口移動に焦点を当てるものが多かった。だが前掲図表 1、2 の分析を踏まえると、経済の地域間格差の是正が進まず、成長力が大都市部を含めて全国的に低下してきたことをより重視すべきである。なお、仮に地域間格差の是正が進むことで、生産性の水準が相対的に高い大都市部から低い地方部への労働移動が活発になったとしても、日本の労働生産性上昇率への下押し圧力は引き続き限定的なものになる。

地方創生の取り組みが本格的に始まった 2010 年代後半以降も地方の経済状況はさほど改善しておらず、関連施策の再構築が求められる状況にある。石破政権は人口移動を地方創生の「手段」ではなく「結果」と捉え、経済の地域間格差の是正や各地域の成長力強化に向けた取り組みを「地方創生 2.0」を通じて加速させる必要がある。

KPI による進捗管理が不十分だった「地方創生 1.0」

2014 年から始まった「地方創生 1.0」にあたる「まち・ひと・しごと創生」では、従来の施策の問題点⁹に対応するため「政策 5 原則」（自立性・将来性・地域性・直接性・結果重視）¹⁰に基づき、1 期 5 カ年の「総合戦略」などが策定された。また前述のように、地方創生の交付金創設や KPI の設定による進捗管理などの新たな制度や仕組みも導入した。それにもかかわらず、なぜ明確な成果が上がらなかったのだろうか。

様々な要因があるだろうが、その 1 つとして KPI の設定による進捗管理が不十分だったことが挙げられる。第 1 期「総合戦略」では、4 つの基本目標とそれに関する 15 個の KPI（**図表 3**）、さらに基本目標を達成するための施策とこれらに対応した 110 個超の KPI が設定された。第 1 期の終盤には KPI の点検・検証が行われ、2019 年に策定された第 2 期「総合戦略」¹¹に反映されたという経緯がある。

だが点検・検証結果に関する資料¹²を見ると、KPI の進捗の有無や進捗率などの表面的な整理にとどまったと評価できよう。KPI 間の体系的な整理や、十分に進捗していない指標の背景に関する分析、KPI の再設定を含む改善策の検討などはほとんど見当たらないからだ。これでは PDCA サイクルの「Check（評価）」が機能せず、有効な「Action（改善）」につながらないため、「Plan（計画）」や「Do（実行）」の繰り返しになりやすい。

例えば、第 2 期「総合戦略」では基本目標 1（「地方にしごとをつくり、安心して働けるようにする」）について、25～44 歳女性の就業率などの KPI が改善したことを踏まえ、「目標達成に向けて進捗している」と評価された。だが、同目標の施策の KPI として設定された「サービス産業の労働生産性の伸び率を約 3 倍（2.0%）に拡大」は進捗していなかった。生産性の伸び悩みについては**前掲図表 1 中央**で指摘した通りで、その状況を確認するための KPI は重要なアウトカム（成果）指標である。だが、第 2 期ではサービス産業の生産性について、改善に向けた施策が盛り込まれた一方で KPI の採用指標からは外され、進捗管理が曖昧になった印象を受ける。

⁹ 府省庁・制度ごとの「縦割り」構造、地域特性を考慮しない「全国一律」の手法、効果検証を伴わない「バラマキ」、地域に浸透しない「表面的」な施策、「短期的」な成果を求める施策などが指摘された。

¹⁰ ①自立性（地方公共団体・民間事業者・個人等の自立につながること）、②将来性（地方が自主的かつ主体的に、夢を持って前向きに取り組むことを支援すること）、③地域性（各地域の実態に合った施策を支援すること）、④直接性（最大限の成果を上げるため、直接的に支援する施策を集中的に実施すること）、⑤結果重視（PDCA の仕組みの下、具体的な数値目標を設定し、効果検証と改善を実施すること）。

¹¹ <https://www.chisou.go.jp/sousei/info/pdf/r1-12-20-senryaku.pdf>

¹² 「まち・ひと・しごと創生総合戦略の KPI の検証について（修正版）」（2019 年 3 月）などを参照。

図表3：第1期のまち・ひと・しごと創生総合戦略で基本目標として掲げられた4つの社会課題と関連するKPIの変遷

1. 地方にしごとをつくり、安心して働けるようにする

まち・ひと・しごと創生（第1期）		まち・ひと・しごと創生（第2期）		デジタル田園都市国家構想	
若者雇用創出数（地方）	累計30万人（5年間）	若者を含めた就業者増加数（地方）	累計100万人（6年間）	社会課題解決のためのスタートアップや中小企業等の取組の促進・定着・実装が見られる地域 地域経済を牽引する中小・中堅企業の生産性の伸び	900地域程度（27年度） 年2%以上（23～27年度幾何平均）
若い世代（15～34歳）の正規雇用労働者等の割合	全ての世代と同水準	同左	全ての世代と同水準を維持	農業の担い手のほぼ全てがデータを活用した農業を実践 デジタル林業戦略拠点構築に向けた取組を実施する都道府県	（25年） 47都道府県
女性（25～44歳）の就業率	77%	同左	82%（25年）	漁獲情報を電子的に収集する体制を整備した漁協・市場 観光地経営の高度化を図るため、旅行者の来訪状況、属性、消費額等のデータに基づいて策定されたDX戦略を有する登録DMO	400か所以上（23年度） 90団体（27年度）

2. 地方への新しいひとの流れをつくる

まち・ひと・しごと創生（第1期）		まち・ひと・しごと創生（第2期）		デジタル田園都市国家構想	
地方・東京圏との転出入	均衡	同左（※）	均衡	同左	均衡
東京圏→地方転出	4万人増加（13年比）	関係人口の創出・拡大に取り組む自治体の数 UIJ ターンによる起業・就業者数	1,000団体 6万人（6年間）	同左	1,200団体 （1,000団体、24年度）
地方→東京圏転入	6万人減少（13年比）	東京都外から東京都内の大学に入学した学生の割合 「ふるさと教育」などの推進方針を教育振興基本計画の中に位置付ける設置者	減少（19年度比） 100%	同左 企業版ふるさと納税を活用したことのある自治体	1,500団体

3. 若い世代の結婚・出産・子育ての希望をかなえる

まち・ひと・しごと創生（第1期）		まち・ひと・しごと創生（第2期）		デジタル田園都市国家構想	
安心して結婚・妊娠・出産・子育てできる社会を達成していると考えている人の割合	40%以上	結婚・妊娠・子供・子育てに温かい社会の実現に向かっていると考える人の割合（※）	50%（25年）	同左	50%（25年）
第1子出産前後の女性の継続就業率	55%	同左	70%（25年）	同左	70%（25年）
結婚希望実績指標	80%	同左	80%（25年）	同左	80%（25年）
夫婦子ども数予定実績指標	95%	同左	95%（25年）	同左	95%（25年）
				デジタル技術も活用し相談援助等を行うこども家庭センター設置市区町村	全国展開（1,741市区町村）

4. 時代に合った地域をつくり、安心な暮らしを守るとともに、地域と地域を連携する

まち・ひと・しごと創生（第1期）		まち・ひと・しごと創生（第2期）		デジタル田園都市国家構想	
居住誘導区域内の人口の占める割合が増加している市町村数	評価対象都市の2/3	同左	評価対象都市の2/3	同左	評価対象都市の2/3（24年度）
立地適正化計画を作成する市町村数	300市町村	同左	同左	30都市モデルの整備都市	500都市（27年度）
都市機能誘導区域内に立地する施設数の割合が維持又は増加している市町村数	評価対象都市の2/3	同左	同左	誰もが居場所と役割を持つコミュニティの要素を取り込んだ全世代・全員活躍型の「生涯活躍のまち」に関する構想等を策定している自治体	200団体（24年度）
地域公共交通再編実施計画認定総数	100件	同左	200件	同左	200件（24年度）
				新たなモビリティサービスに係る取組を行う自治体	700団体（25年）
				物流業務の自動化・機械化やデジタル化により、物流DXを実現している物流事業者の割合	70%（25年度）
公共交通の利便性の高いエリアに居住する人口の割合	三大都市圏：90.8% 地方中核都市圏：81.7% 地方都市圏：41.6%	地域連携に取り組む自治体の割合	75%	65～69歳の就業率	51.6%（25年）
				1人1台端末を授業でほぼ毎日活用している学校の割合	100%（25年度）

（注）全体の統一性の観点からKPIの表現を一部修正。赤字は前期（デジ田の場合はまち・ひと・しごと創生（第2期））から修正が加えられた箇所。青字は前期から変更がないもの。「※」は、第2期において、4つの基本目標の外の目標に移っているが、変遷を明らかにする観点から関連するKPIとして記載している。第2期には、4つの基本目標に加え、2つの横断的な目標が策定されたが、本図表では割愛している。なお、各期の期中改訂版においてKPIの修正や追加が行われたものについては、最終改訂版のKPIを記載している。

（出所）まち・ひと・しごと創生本部、内閣官房デジタル田園都市国家構想実現会議事務局、内閣府地方創生推進事務局ウェブサイトより大和総研作成

デジ田での国の取り組みは「後方支援型」にシフトし、成果の進捗管理が一段と曖昧に

地方創生の取り組みは、2023年に岸田前政権の下で策定されたデジ田の「総合戦略」に引き継がれた。だがその過程で、まち・ひと・しごと創生における基本目標のKPIの約半数と、各施策のKPIのほとんどが目標期限の到来と効果検証を待たずして外れることになり、関連施策や成果の進捗管理が一段と曖昧になったとみられる。

デジ田の「総合戦略」で設定された計38個¹³のKPIを詳しく見ると、およそ8割は新たに追加されたものだ。多くはアウトカム指標ではなく、インプット（投入）指標である（例えば、「企業版ふるさと納税を活用したことのある自治体」など、**図表3**）。まち・ひと・しごと創生では「結果重視」の原則に基づいてアウトカム指標が重視された一方、デジ田では前出の4つの基本目標が「地方の社会課題」と捉えられ、地方自治体を中心に解決を図るものと位置付けられた。国の役割はデジタル基盤の整備やデジタル人材の育成・確保、デジタルデバйд対策といった「デジタル実装の基礎条件」の整備に注力する形に変わった。

地方創生の取り組みに関する進捗管理は、「地方版総合戦略」の下、地方自治体により主体的に行うこととなった。国の関与の在り方は、従来の「伴走型」から「後方支援型」へと変化したといえよう。デジ田の「総合戦略」でKPIの数は大幅に削減された一方、地方自治体への国の支援の進捗を測る指標を中心にKPIに採用されたことなども、こうした変化を反映しているとみられる。

だが、生産性向上などにかかる取り組みの成果がマクロレベルで見られない場合に、市町村などの地方自治体のみで問題の所在を特定するのは困難だ。デジ田では地方自治体のPDCAサイクルが十分に回っているかどうかを国が点検・検証する仕組みも見当たらないため、改善策が打たれないまま時間だけが経過する可能性がある。

石破政権はデジタルの実装段階への早期移行と「伴走型」のPDCAサイクルの確立を

「地方創生2.0」が日本経済の起爆剤となるには、まずは岸田前政権下で進められた地方のデジタル基盤整備などの取り組みを継続・加速させるだけでなく、幅広い地域が実装段階（デジタルの活用で経済社会が活性化する段階）へと早期に移行する必要がある。

さらに、過去10年間で進捗が見られなかった経済の地域間格差や東京一極集中の是正などの本丸の課題においても成果を上げる必要がある。石破政権がこれから作成する今後10年間の基本構想では、これまでの延長線上にない有効な政策を盛り込めるかがカギとなるが、その点でも「伴走型」で国が地方と一体となってPDCAサイクルを確立することが重要だ。

¹³ **図表3**に示したまち・ひと・しごと創生総合戦略で基本目標として掲げられた4つの社会課題と関連するKPIのほか、デジタル実装の基礎条件整備に係る目標と関連するKPIなどを含めた全KPI数。

2. 「2020年代に最賃 1500 円」による地方経済への影響は？

政府の「最賃 1500 円」目標の達成時期は「2030 年代半ば」から「2020 年代」へ

石破政権が具体的に示した経済政策の中でとりわけ関心を集めているのが、最低賃金（以下、最賃）の引き上げ加速である。石破首相は所信表明演説で、「適切な価格転嫁と生産性向上支援により最低賃金を着実に引き上げ、二〇二〇年代に全国平均一五〇〇円という高い目標に向かってたゆまぬ努力を続けます」と述べた¹⁴。これまでの政府目標の達成時期は「2030 年代半ば」だったから、大幅な前倒しだ。

新目標を達成するには 2025～29 年度に最賃を、年平均で少なくとも 89 円ずつ引き上げていく必要がある。引き上げ率に換算すれば年平均 7.3%と、目安制度が始まった 1978 年度以降の平均値（2.8%）や、最も高かった 1980 年度の 6.9%を上回る。経済・物価動向に関わらず、過去最高を更新する引き上げ率を 5 年間継続する必要がある、この点で極めて達成困難な目標といえる。

最賃法では、最賃の目的を低賃金労働者の「労働条件の改善」や「生活の安定」としている（1 条）。石破首相は自由民主党（自民党）総裁選での政策集において、「働けば暮らしていける実効性のあるセーフティネットを確立」するための施策として、2020 年代での最賃目標の達成を挙げた¹⁵。だが政府の新目標の達成を重視するあまり、経済実態に見合わないペースで最賃が急速に引き上げられれば、企業の人件費の負担は過重となり、低賃金労働者の雇用環境がかえって悪化する恐れがある。

積極的な引き上げなどを背景に地方部の最賃は平均賃金対比ですでに高水準

前述のように、石破首相はとりわけ「地方創生」を重視しているが、中小企業が多くて生産性も低い傾向にある地方では、最賃の積極的な引き上げによる影響を強く受ける可能性がある。

図表 4 は最賃の絶対額と平均賃金対比を都道府県別に示したものである¹⁶。平均賃金などの賃金相場に比した最賃の相対水準は「カイツ指標」と呼ばれ、諸外国では最賃の水準の妥当性を測るために参照される。最賃が平均賃金対比で高い（低い）場合には、最賃近傍で働く労働者が多い（少ない）状況にあるため、最賃引き上げにより低賃金労働者の雇用環境が悪化しやすい（にくい）。また、図表中に記載した A～C のランクは厚生労働省の中央最低賃金審議会が経済実態に応じて分類したものであり、同審議会は毎年度の最賃引き上げ額の目安をランクごとに提示している。

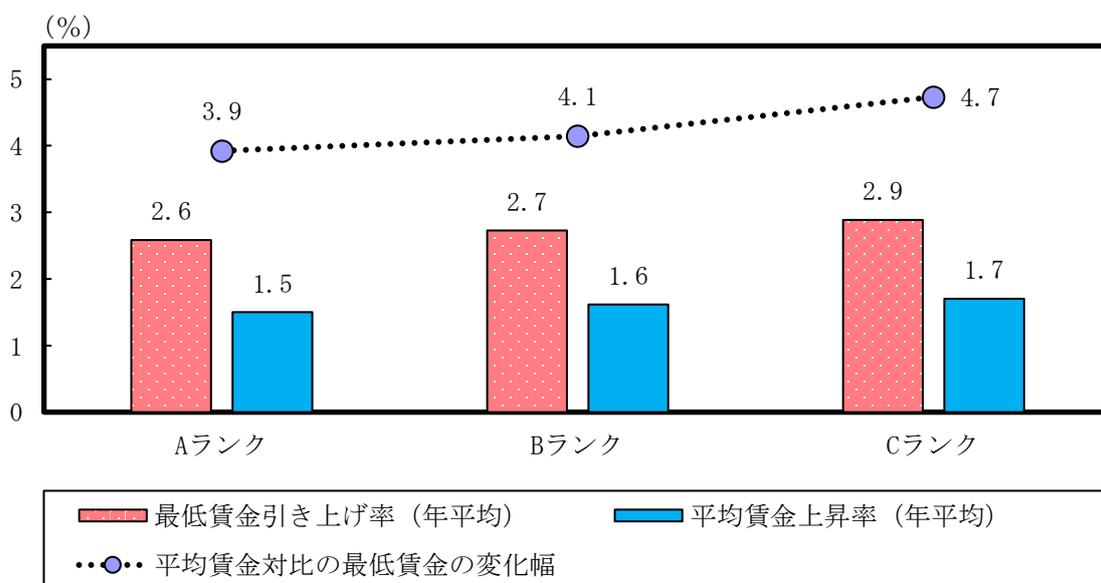
¹⁴ 脚注 2 に同じ。

¹⁵ https://ishiba2024.jp/contents/wp-content/uploads/2024/09/20240910_ishiba_policy.pdf

¹⁶ ここでは国際比較のしやすさから、「国民経済計算」（いわゆる GDP 統計）における「賃金・俸給」を時給換算したものを平均賃金と呼んでいる。ただし、賃金・俸給には現物の給与や役員報酬などが含まれており、「賃金」の集計範囲が広いことに留意する必要がある。なお、田村統久・神田慶司「[石破政権の看板政策『2020年代に最低賃金 1500 円』は達成可能？](#)」（大和総研レポート、2024 年 10 月 17 日）では、諸外国におけるカイツ指標の利用例を紹介したり、カイツ指標の水準を国際比較したりしている。

実際、2013年度から2023年度までの最賃の引き上げ率（年平均）をランク別に確認すると、とりわけ上昇が顕著だったのはCランクだ（**図表5**）¹⁹。同時期の平均賃金の上昇率もCランクが最も高いが、最賃引き上げ率に比べると地域差が小さく、平均賃金対比の最賃の水準はCランクで大きく上昇している。

図表5：最低賃金引き上げ率と平均賃金上昇率（2013～23年度）



（注）2013、23年度の都道府県別の平均賃金は、GDP統計における「賃金・俸給」（時給換算で一部試算）に、厚生労働省「毎月勤労統計調査（地方調査）」における当該地域の時間あたり現金給与総額の全国平均比（2013、23年）を乗じることで作成。最低賃金は期間平均。
（出所）内閣府、厚生労働省、総務省統計より大和総研作成

最賃の新目標達成はとりわけ地方部で負担大

こうした現状を踏まえつつ、「2020年代に最賃1500円」という新目標が実現すると地方経済への影響はどうか。最賃が2029年度に全国加重平均で1,500円になると想定し、都道府県ごとに最賃の平均賃金対比を算出した上で、ランク別に集計した結果が**図表6**である。

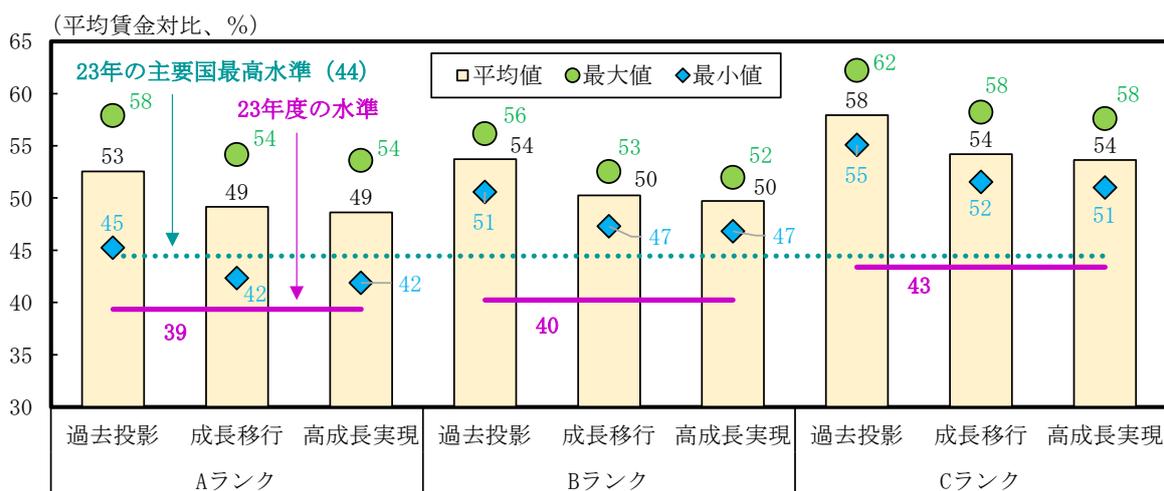
図表中には2023年度におけるランクごとの平均賃金対比の水準を掲載しているが、これは**前掲図表4**における都道府県別データを集計したものである。Cランクの13県の平均値は2023年度で43%と、同様の手法で算出可能なOECD加盟16カ国の最高水準（2023年、スペインの44%）並みで、すでに高水準にある。また、2024～29年度の最賃引き上げ率と平均賃金上昇率は全都道府県で一律と仮定している。賃金上昇率は2024年7月29日公表の内閣府「中長期の経済財政に関する試算」（中長期試算）における「過去投影ケース」（年率+1.7%）、「成長移行ケース」（年率+2.9%）、「高成長実現ケース」（同+3.1%）に基づく²⁰。

¹⁹ なお、2013～24年度平均ではAランクが年平均2.7%、Bランクが同2.9%、Cランクが同3.1%である。

²⁰ 中長期試算では、「過去投影ケース」は「ゼロ近傍の成長を過去数値より投影しているケース」、「成長移行ケース」は「日本経済が『成長型の新たな経済ステージ』へと移行していき、実質で1%を安定的に上回る成

図表 6 によると、平均賃金が比較的高い A ランクの 6 都道府県では、2029 年度の最小値（東京都）が 42～45%にとどまるものの、東京都の次に低い愛知県は「高成長実現ケース」でも 47%となり、埼玉県と千葉県では 50%を超える。C ランクの地域では、「成長移行ケース」または「高成長実現ケース」が実現しても、平均で 54%に達する。「過去投影ケース」の場合には 58%となり、中でも沖縄県や青森県では 60%を上回る。

図表 6：2029 年度に政府目標を達成した場合の経済シナリオ別に見た平均賃金対比の最低賃金



(注 1) 2023 年度の都道府県別の平均賃金は、GDP 統計における「賃金・俸給」（時給換算で一部試算）に、厚生労働省「毎月勤労統計調査（地方調査）」における当該地域の時間あたり現金給与総額の全国平均比（2023 年）を乗じることで作成。2024～29 年度の最低賃金引き上げ率、賃金上昇率は全都道府県で一律と仮定し、賃金上昇率は内閣府「中長期の経済財政に関する試算」（2024 年 7 月 29 日）に基づく。

(注 2) 各ランクで最大値を取るのは、A ランクが埼玉県、B ランクが新潟県、C ランクが沖縄県。最小値を取るのは、A ランクが東京都、B ランクが滋賀県、C ランクが高知県。

(出所) 内閣府、厚生労働省、総務省、OECD 統計より大和総研作成

こうした試算の結果からは、石破政権の掲げた新目標を達成する過程で、地方企業の人件費負担がとりわけ重くなり、最賃引き上げによる悪影響が表れやすいことが示唆される。日本商工会議所の小林健会頭が 10 月 3 日の記者会見で指摘したように、最賃の大幅引き上げは地方創生に対して諸刃の剣となる可能性があり、地方部での今後の最賃引き上げペースは慎重に検討すべきだ。また、価格転嫁の円滑化や中小企業の生産性向上支援などを加速していくとともに、そうした取り組みの状況を十分に考慮して、引き上げペースを検討する必要がある。

EBPM の強化などにより経済実態に即した最賃引き上げを

諸外国のように、最賃の引き上げを行う際には雇用への影響や企業の対応などを精緻に分析することが望ましい。例えば、英国やドイツでは公労使三者が構成する最低賃金委員会が、またフランスでは学識経験者が構成する専門家委員会が最低賃金の改定に向けて膨大な分析を行い、200～300 ページに上る報告書を作成している。日本では、最低賃金審議会（中央・地方）の議

長が確保される」ケース、「高成長実現ケース」は「『成長移行ケース』より更に高い成長が実現するケース」と説明されている。

論や資料を見る限り、こうした取り組みは不十分といえる。これまで以上に最賃の引き上げ加速を試みるのであれば、EBPM（証拠に基づく政策立案）の強化にもより一層取り組むことが求められるが、目標達成まで最長でも5年しかなく、対策は急務だ。

前述のように、石破首相は所信表明演説で、「二〇二〇年代に全国平均一五〇〇円という高い目標に向かってたゆまぬ努力を続けます」と述べたが、自民党総裁選での政策集では同目標を「実現します」と書かれており、「努力目標」へとトーンダウンした印象を受ける。また、自民党が10月10日に発表した衆議院選挙での政権公約²¹には達成時期が明記されなかった。日本経済の成長力強化や価格転嫁の円滑化などは官民で積極的に取り組む必要があるが、「2020年代」という新たな達成時期については経済実態に照らして柔軟に見直すべきだろう。

図表7：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	2024年度	2025年度
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	(暦年)	(暦年)	(暦年)
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	0.8	1.3
													(1.7)	(0.0)	(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

²¹ <https://www.jimin.jp/policy/pamphlet/>

米国経済 市場の景気認識は 悪化から再加速へと転換？

実際の景気、インフレの減速は緩やかなペースで継続

矢作 大祐
藤原 翼

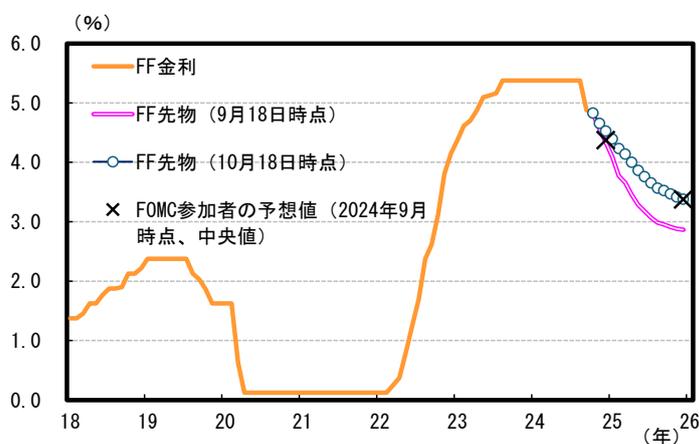
[要約]

- 市場の米国経済に対する見方は、景気悪化懸念とインフレ減速への期待から、景気は堅調、そしてインフレ高止まり懸念へと変わった。9月の雇用統計、小売売上高、CPIが市場予想を上回ったことで、こうした市場における認識の変化へとつながった。そして、市場の利下げ期待も急速に低下した。利下げペースを巡って、FRBがデータ次第というスタンスを続ける以上、市場の利下げ期待も経済指標によって大きく変動しやすい。
- もっとも、足元の経済指標は、8月の米国経済見通しレポートにおいて指摘した、これまでの雇用環境の悪化は懸念するほどではなく、インフレ減速を楽観視し過ぎるべきではない、という見方を裏付けるものともいえる。雇用環境の先行きについても現時点でトレンドが変化したとまではいえず、大幅に悪化するような可能性も低ければ、大幅に改善する可能性も低いとの見立てを据え置く。懸念が再燃したCPIの高止まりに関しては、従来通り、緩やかな減速が続くとの見方に変わりはない。
- 景気やインフレの緩やかなペースでの減速は、大幅利下げを期待していた市場を落胆させたかもしれない。しかし、現時点での景気の更なる減速はソフトランディングにとって望ましくない。利下げフェーズへ移ったとはいえ、効果の発現にはタイムラグがある。加えて、大統領選挙が大接戦となっていることで、経済政策の見通しがつきづらい。不確実性が高い中で、企業や家計も消費や投資を積極化させるというよりは、様子見を続けるだろう。景気が落ち込んだ際のサポート要因が限られる中で、景気が腰折れしていない現状を安心材料として捉えるべきといえる。

市場の景気認識は悪化から再加速へと転換？

市場の米国経済に対する見方は、景気悪化懸念とインフレ減速への期待から、景気は堅調、そしてインフレ高止まり懸念へと変わった。9月の雇用統計、小売売上高、CPIが市場予想を上回ったことで、こうした市場における認識の変化へとつながった。そして、市場の利下げ期待も急速に低下した。FF先物から示唆される2024年12月のFF金利水準は9月18日の4.3%から10月18日には4.5%、2025年12月の水準は同様に2.9%から3.4%となった。とはいえ、市場が織り込むFF金利水準はFOMC参加者の予想値と概ね一致している。7-8月の冴えない雇用統計によって高まった景気悪化への過度な懸念、そして、9月FOMCでの大幅利下げによって醸成された過度な利下げ期待が剥落しただけともいえる。利下げペースを巡ってFRBがデータ次第というスタンスを続ける以上、市場の利下げ期待も経済指標によって大きく変動しやすいといえる。

図表1 FF金利、FF先物、FOMC参加者の予想値

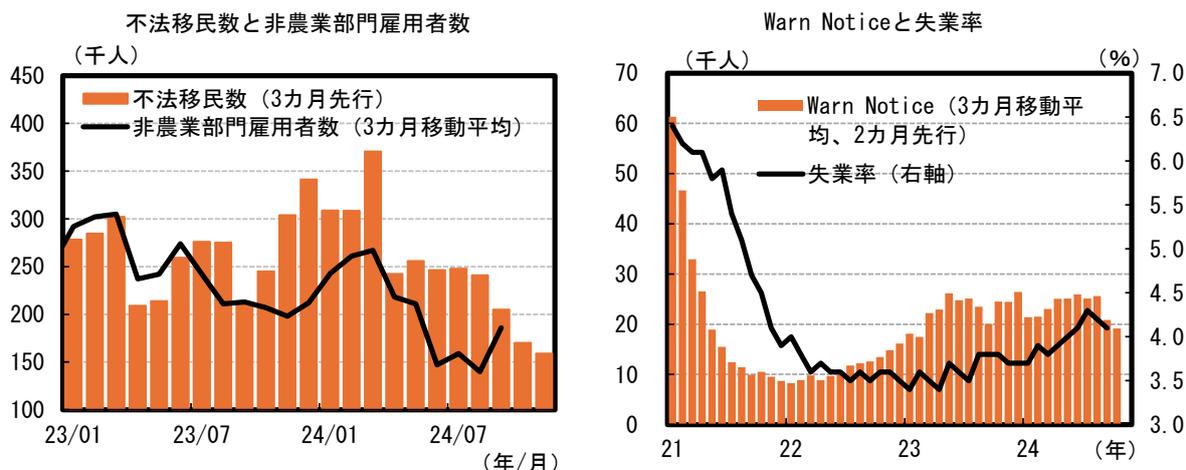


(出所) CME、FRB、Haver Analytics より大和総研作成

もともと、単月の結果で景気のトレンドが作られるケースは少ない。足元の経済指標は、8月の米国経済見通し¹レポートにおいて指摘した、これまでの雇用環境の悪化は懸念するほどではなく、インフレ減速を楽観視し過ぎるべきではない、という見方を裏付けるものともいえる。雇用環境の先行きについても現時点でトレンドが変化したとまではいえず、大幅に悪化するような可能性も低ければ、大幅に改善する可能性も低いとの見立てを据え置く。例えば、非農業部門雇用者数は、これまで不法移民の流入動向に連動してきた。9月の雇用者数の大幅増は、不法移民の流入ペースを大幅に下回っていた前月までの落ち込みの反動とみられる。他方で、先行きに関しては、6月以降の不法移民規制によって流入ペースが減速していることを踏まえれば、労働供給増に伴う雇用者数の押し上げは見込みにくいといえる。続いて、労働需要に着目すると、求人件数は減速傾向でありながらも、足元でそのペースは緩やかだ。失業率に先行する傾向のある解雇の事前通知 (Warn notice) の件数は足元で落ち着いており、リストラやレイオフが急増していないと考えられる。以上を踏まえれば、雇用者数は大幅に伸びにくい一方で、失業率は急激には上昇しづらく、雇用環境は緩やかに悪化するというところだろう。

¹ 矢作大祐、藤原翼「[米国経済見通し 論点は高インフレから雇用悪化へ?](#)」、(大和総研レポート、2024年8月22日)

図表2 不法移民数と非農業部門雇用者数、Warn Notice と失業率

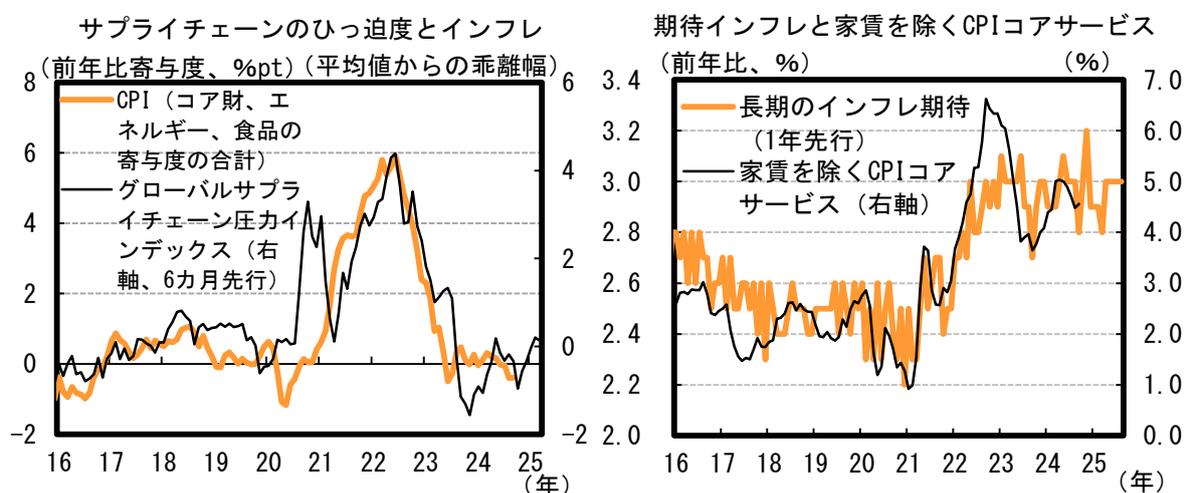


(出所) BLS, CBP, Bloomberg, Haver Analytics より大和総研作成

懸念が再燃したインフレの高止まりに関して、CPIの主な構成項目を見ると、ウェイトの大きい家賃に減速感が見られるとともに、先行する主要住宅価格指数も緩やかに減速していることを踏まえれば、先行きにおいても徐々にペースダウンしていくことが見込まれる。他方で、前月比で9月に高い伸びとなった家賃を除くCPIコアサービス価格は、先行する傾向のある期待インフレ率が高止まりの傾向を示しており、下げ渋る可能性がある。また、モノ（エネルギー、食品、コア財）の価格は、サプライチェーンの改善が一服したことで、減速余地は小さくなっている。総じて見れば、インフレ率の減速ペースは緩やかとの見方に変わりはない。

景気やインフレの緩やかなペースでの減速は、大幅利下げを期待していた市場を落胆させたかもしれない。しかし、現時点での景気の更なる減速はソフトランディングにとって望ましくない。利下げフェーズへ移ったとはいえ、効果の発現にはタイムラグがある。加えて、大統領選挙が大接戦となっていることで、経済政策の見通しがつきづらい。不確実性が高い中で、企業や家計も消費や投資を積極化させず、様子見を続けるだろう。景気が落ち込んだ際のサポート要因が限られる中で、景気が腰折れしていない現状を安心材料として捉えるべきといえる。

図表3 サプライチェーンのひっ迫度とインフレ、期待インフレと家賃を除くCPIコアサービス



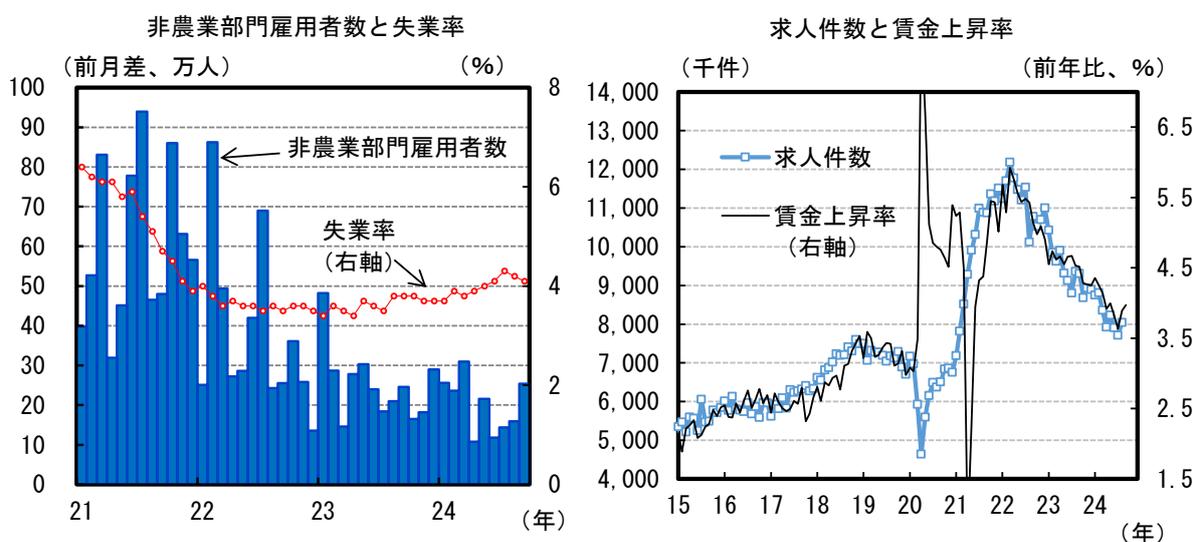
(出所) BLS, NY 連銀、ロイター／ミシガン大、Haver Analytics より大和総研作成

9月の雇用統計は単月で見れば底堅い、先行きはハリケーンがかく乱要因に

2024年9月の米雇用統計²は、非農業部門雇用者数が前月差+25.4万人と市場予想(Bloomberg調査：同+15.0万人)を大幅に上回った。さらに、雇用者数の過去分に関しても、7・8月の合計で+7.2万人の上方修正となった。失業率に関しては、同▲0.1%ptの4.1%と2カ月連続で低下(改善)し、市場予想(Bloomberg調査：4.2%)を下回った。さらに、非自発的失業や非自発的パートタイム労働者が減少したことも、雇用環境が底堅いことを示唆している。もっとも、雇用者数は減速感が強まった6-8月からの反動増とも考えられる。雇用者数の3カ月移動平均を見ると、4カ月連続で同+10万人台と、好不調の目安とされる同+20万人を下回って推移していることに加え、労働時間も減少した。以上を踏まえれば、雇用環境の変化は急激ではなく、緩やかな悪化が継続しているとの評価を据え置く。

雇用環境の先行きについて、9月末・10月初旬に米国南東部に上陸し、甚大な被害をもたらした2つのハリケーンが短期的にかく乱要因となり得る。週次の新規失業保険申請件数は、ハリケーン上陸後に26.0万件(9月29日-10月5日)と上昇し、直近週(10月6日-10月12日)も24.1万件と、前年同時期と比較して高い水準となっている。州別に申請件数を確認すると、南東部で申請件数が増加しており、ハリケーンによる失業が多く含まれている可能性がある。続いて労働需要に着目すると、2024年8月の求人件数は前月差+32.9万件的の804.0万件的となった。大統領選挙を前に求人を控える企業も多いとみられる中、求人件数は3カ月ぶりに800万件的に乗せた。直近の失業者数と比べた求人件数の比率は1.2倍程度と前月からやや上昇した。労働需給の緩和が止まれば、賃金上昇率、ひいてはインフレ率の減速を停滞させ得る点が懸念される。実際に9月の雇用統計では、民間部門における平均時給の前年比は+4.0%と4カ月ぶりの高い伸びとなった。大幅な待遇改善を要求するストライキも相次ぎ報じられるなど、引き続き賃金上昇圧力は根強い点には注意が必要だ。

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

² 藤原翼「[非農業部門雇用者数は前月差+25.4万人](#)」(大和総研レポート、2024年10月7日)

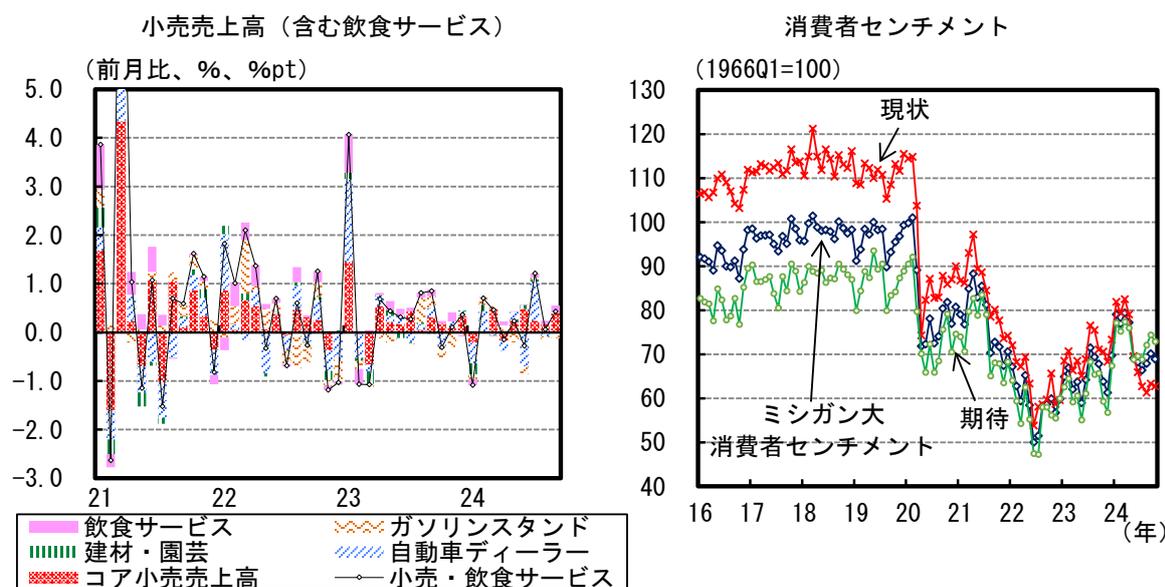
小売売上高は市場予想を上回る堅調な結果

個人消費の動向を確認すると、2024年9月の小売売上高(含む飲食サービス)は前月比+0.4%と前月から加速し、市場予想(Bloomberg調査:同+0.3%)を上回った。過去分については、7月分(+0.1%pt)が上方修正された。7-9月期の小売売上高は前期比年率で+5.3%と、4-6月期の同+1.8%から大幅に加速した。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前月比+0.7%と加速し、5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、個人消費は堅調といえる。

9月の小売売上高(含む飲食サービス)の内訳を見ると、その他小売(前月比+4.0%)、衣服・宝飾品(同+1.5%)、ヘルスケア(同+1.1%)、飲食サービス(同+1.0%)、飲食料品(同+1.0%)が高い伸びとなった。また、GMS(総合小売)(同+0.5%)、建材・園芸(同+0.2%)はプラスに転じ、レジャー・娯楽用品(同+0.3%)は小幅に加速した。無店舗販売(同+0.4%)は前月の大幅な伸びから減速したものの、2カ月連続でプラスを維持した。他方で、家電(同▲3.3%)、ガソリンスタンド(同▲1.6%)、家具(同▲1.4%)が2カ月連続でマイナスとなった。この他、自動車・同部品(同+0.0%)については、ほぼ横ばいとなった。

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10月(速報値)が前月差▲1.2ptと3カ月ぶりに悪化し、68.9になった。構成指数の内訳を見ると、現状指数(同▲0.6pt)、期待指数(同▲1.5pt)ともに悪化した。ミシガン大は、消費者が価格の高止まりに依然として不満を持っているとコメントした。雇用環境が底堅い点は、消費者マインドの大幅悪化を避ける上でポジティブな要因といえる一方で、インフレの減速ペースが緩やかであることは、利下げペースの緩慢化も相まって、消費者マインドの回復本格化の足かせとなり得るだろう。

図表5 小売売上高(含む飲食サービス)、消費者センチメント



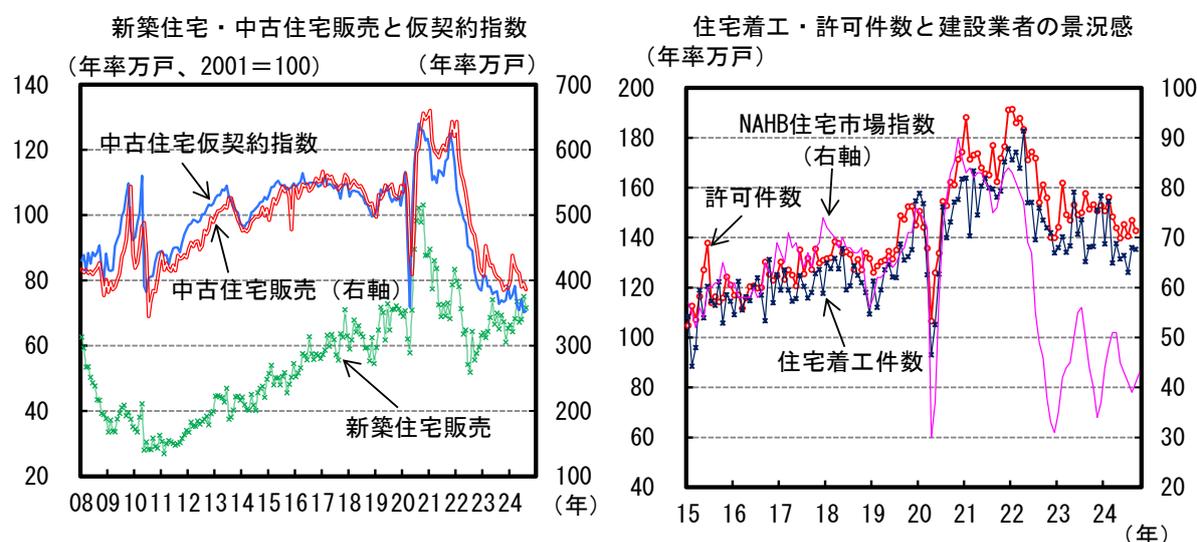
(出所) ロイター/ミシガン大、Census、Haver Analytics より大和総研作成

住宅着工は減少するも、一軒家に限れば2カ月連続で増加

住宅需要に目を向けると、中古住宅販売（ condominium等含む）は、2024年8月が前月比▲2.5%とマイナスに転じた。他方で、中古住宅販売の先行指標である中古住宅仮契約指数は同+0.6%とプラスに転じた。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）を確認すると、9月半ばには6.1%と2023年初旬以来の水準まで低下した。しかし直近（10月第3週）は6.3%まで上昇し、金利の低下に一服感が見られる。住宅ローン金利のピークアウトは中古住宅販売の回復に寄与するとみられるものの、金利は依然としてコロナ禍前に比べて高い水準であり、当面の中古住宅販売は緩やかな回復に留まるとみられる。新築住宅販売（戸建）については、8月は前月比▲4.7%と3カ月ぶりにマイナスとなったものの、7月の大幅増からの反動減と考えられ、均して見れば増加傾向にある。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おり、足元で新築住宅は中古住宅に対する割高感が少ないことから、新築住宅販売は中古住宅販売に比べて回復しやすいと考えられる。

住宅供給に関しては、新築住宅着工は、2024年9月に前月比▲0.5%とマイナスに転じ、年率135.4万戸となった。内訳を確認すると、一軒家（同+2.7%）は2カ月連続でプラスとなった一方で、集合住宅（同▲9.4%）は2カ月連続でマイナスとなった。新築住宅着工の先行指標である建設許可については、9月は同▲2.9%とマイナスに転じた。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10月分は前月差+2ptの43と2カ月連続で上昇した。NAHBは金利が低下することで住宅需要の回復が期待されるとした一方、現状は住宅購入希望者が一段の金利の低下を待っていると分析している。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、FRBによる利下げペースは緩やかなものに留まるとみられており、住宅需要の回復の不確実性は高いことから、住宅建設業者は需要の回復を見ながら徐々に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

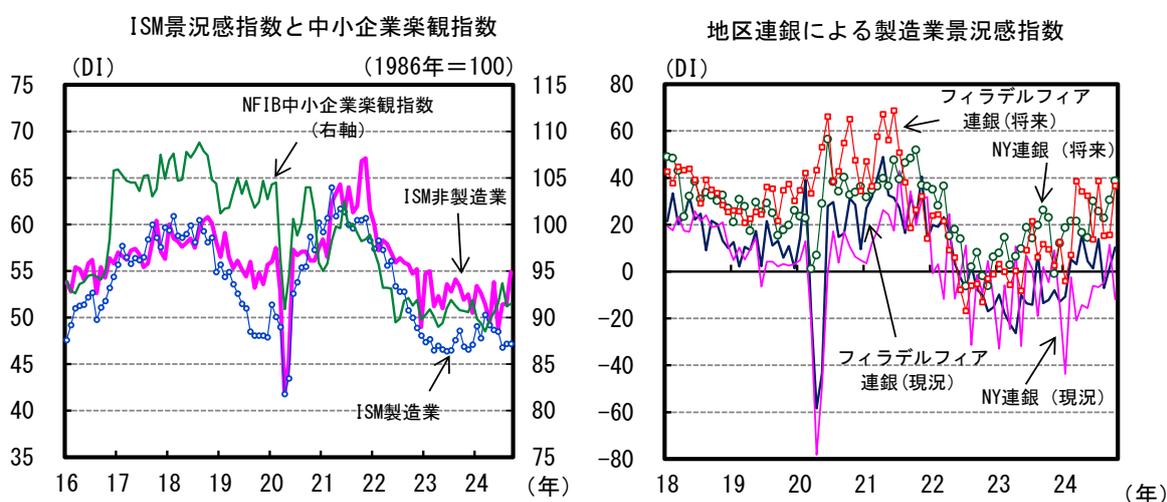
ISM 非製造業は3カ月連続で改善、ISM 製造業は横ばい

2024年9月のISM景況感指数は、製造業が前月から横ばいの47.2%となった一方、非製造業は同+3.4%ptと3カ月連続で改善し、54.9%となった。構成項目を見ると、製造業に関しては、生産指数が同+5.0%ptと6カ月ぶりに改善した。また、入荷遅延指数、新規受注指数も改善した。他方で、在庫指数と雇用指数が悪化した。非製造業に関しては、事業活動指数（同+6.6%pt）と新規受注指数（同+6.4%pt）が大幅に改善した。この他、入荷遅延指数が改善した一方で、雇用指数は2カ月連続で悪化し、48.1%と3カ月ぶりに50%を下回った。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コメントが多い。ISMは製造業の需要低迷について、引き締め的な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と指摘した。非製造業の企業コメントには大統領選挙を巡る不透明感への指摘が見られた。指数は回復したが、ISMは人件費の負担と労働力の確保が引き続き非製造業の課題とした。

中小企業に関しては、2024年9月のNFIB（全米独立企業連盟）中小企業楽観指数は、前月差+0.3ptと小幅に改善した。内訳を確認すると、前月に悪化幅が大きかった「実質販売増加に対する期待」、「利益に対する期待」、「景況感の改善に対する期待」の項目が改善した。もっとも、NFIBはインフレや資金調達コストが収益を圧迫する中、中小企業が設備投資や在庫投資をためらっているとコメントしており、経営環境の不確実性は依然として大きいとみられる。

以上をまとめれば、製造業が横ばいとなった一方で、非製造業と中小企業は改善した。2024年10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▲23.4pt）が3カ月ぶりに悪化した一方で、将来指数（同+8.1pt）が2カ月連続で改善した。フィラデルフィア連銀は、現況指数（同+8.6pt）、将来指数（同+20.9pt）がともに2カ月連続で改善した。大統領選挙が終了すれば、不透明感の解消により企業マインドは改善に向かう可能性がある。もっとも、FRBによる利下げは緩やかなペースに留まるとみられ、引き締め的な金融環境がしばらく続き得る点は、マインド回復の抑制要因となろう。

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

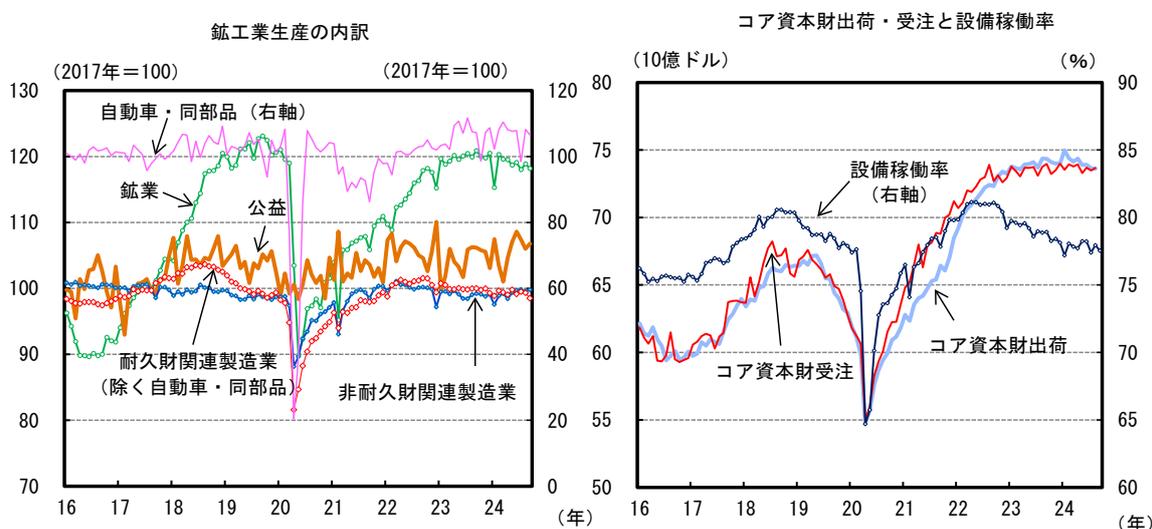
鉱工業生産指数はハリケーンとストライキの影響でマイナスに転じる

企業の実体面に関して、2024年9月の鉱工業生産指数は前月比▲0.3%とマイナスに転じ、市場予想（Bloomberg 調査：同▲0.1%）を下回る結果となった。FRB はストライキとハリケーンが、それぞれ▲0.3%pt 下押ししたと指摘している。9月の鉱工業生産指数の内訳を見ると、公益（同+0.7%）は3カ月ぶりにプラスに転じた一方で、鉱業（同▲0.6%）と製造業（同▲0.4%）がマイナスに転じた。

製造業の内訳を見ると、非耐久財（前月比+0.2%）がプラスに転じた一方で、耐久財（同▲1.0%）がマイナスに転じた。耐久財に関しては、ボーイングのストライキの影響を受けて、その他輸送機器（同▲8.3%）が大幅なマイナスとなった。この他、自動車・同部品（同▲1.5%）、家具（同▲1.5%）、電気機械（同▲1.4%）がマイナスに転じた。この他、非金属鉱物（同▲0.5%）、機械（同▲0.1%）が2カ月連続でマイナスとなり、金属製品（同▲0.1%）は4カ月連続でマイナスとなった。他方で、木製品（同+1.4%）とその他耐久財（同+0.7%）は高い伸びとなった。この他、一次金属（同+0.5%）は3カ月連続でプラスと堅調を維持しており、コンピューター・電子機器（同+0.3%）もプラスに転じた。非耐久財に関しては、石油・石炭製品（同+1.8%）、印刷（同+1.0%）がプラスに転じ、高い伸びとなった。

設備投資関連の指標について、機械投資の一致指標であるコア資本財出荷は8月に前月比▲0.1%と2カ月連続でマイナスとなった。他方で、先行指標であるコア資本財受注については同+0.3%とプラスに転じた。続いて設備稼働率については、ハリケーンやストライキの影響から、2024年9月は前月差▲0.3%pt の77.5%と低下した。設備稼働率は長期平均（1972-2023年：79.7%）を20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。設備投資の先行きについては、大統領選挙の不透明感の解消が押し上げ要因になり得る。しかし、設備稼働率がひっ迫しておらず、FRBの利下げペースは緩やかなものに留まるとみられることから、設備投資は当面緩やかに増加していくことがベースシナリオとなる。

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成長率を前期比年率+2.7%と見込む。住宅投資はマイナスとなるものの、個人消費が加速し、設備投資も堅調さを維持することで、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+3.1%と4-6月期から小幅に加速すると予想する。

市場は一時急ピッチでの利下げを期待していたが、インフレの減速ペースが緩やかとなる中で、利下げのペースも漸進的なものとなろう。利下げ効果の発現にはタイムラグがあることから、当面は景気のサポート要因としては期待しにくい。また、大統領選挙が大接戦となる中で、経済政策の見通しはつきづらい。こうした中で、足元まで景気が腰折れしていないことは、米国経済がソフトランディングを実現する上ではむしろ安心材料と捉えるべきかもしれない。

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、%		
	前期比年率、%												前年比、%		
国内総生産 (前年同期比、%)	2.8	2.4	4.4	3.2	1.6	3.0	2.7	1.8	1.9	2.0	2.0	2.1	2.9	2.7	2.1
個人消費	4.9	1.0	2.5	3.5	1.9	2.8	3.5	2.4	2.1	2.1	2.2	2.3	2.5	2.6	2.4
設備投資	5.3	9.9	1.1	3.8	4.5	3.9	3.3	1.2	1.6	1.9	2.0	2.1	6.0	3.8	2.0
住宅投資	-4.3	4.5	7.7	2.5	13.7	-2.8	-5.8	-1.8	1.6	2.4	2.5	2.7	-8.3	3.6	0.0
輸出	2.0	-4.8	4.9	6.2	1.9	1.0	2.5	2.1	2.1	2.3	2.4	2.6	2.8	2.5	2.2
輸入	-0.8	-3.1	4.7	4.2	6.1	7.6	3.7	3.1	2.0	2.3	2.5	2.7	-1.2	4.8	2.9
政府支出	5.1	2.9	5.7	3.6	1.8	3.1	2.6	2.3	1.6	1.5	1.5	1.6	3.9	3.0	1.9
国内最終需要	4.6	2.6	3.1	3.5	2.7	2.8	3.0	2.1	1.9	2.0	2.1	2.2	2.7	2.9	2.2
民間最終需要	4.6	2.5	2.6	3.5	2.9	2.7	3.1	2.0	2.0	2.1	2.2	2.3	2.5	2.9	2.2
鉱工業生産	0.0	0.3	1.2	-1.8	-1.8	2.5	-0.6	1.1	1.3	1.7	1.8	1.9	0.2	-0.2	1.2
消費者物価指数	3.8	3.0	3.4	2.7	3.8	2.8	1.2	3.3	3.2	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	4.2	4.1	4.1	4.1	3.9	3.6	4.0	4.0
貿易収支 (10億ドル)	-201	-204	-186	-194	-203	-223	-240	-246	-247	-250	-252	-253	-785	-912	-1001
経常収支 (10億ドル)	-230	-233	-221	-222	-241	-267	-284	-290	-292	-294	-297	-298	-905	-1082	-1180
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	3.86	3.77	3.68	3.59	3.50	4.58	4.30	3.64
10年債利回り (%)	3.65	3.59	4.15	4.44	4.16	4.44	3.95	3.96	3.87	3.78	3.69	3.60	3.96	4.13	3.74

(注1) 網掛けは予想値。2024年10月22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 長引く低成長

インフレ・景気下振れリスクの高まりで ECB はハト派シフト

橋本 政彦

[要約]

- 2024年9月の景況感指数（総合、欧州委員会発表）は前月差▲0.3ptと3ヵ月ぶりに低下し、7-9月期平均は96.2となった。指数の水準に照らせば、ユーロ圏の実質GDPは7-9月期も小幅なプラス成長になったとみられ、悪化こそ免れているものの、引き続き低成長から抜け出せていない。
- ECBは10月の理事会で2会合連続となる利下げを実施した。利下げの理由に関してECBは、インフレ率の下振れに加えて、景気の下振れに言及しており、ECBの政策決定における景気動向の重要性は増している。
- 利下げペースが加速したことはユーロ圏経済にとってプラスの材料となる。金利低下に伴い企業・家計の資金需要は既に増加しているが、利下げペースの加速によって今後さらに増加すると見込まれる。もっとも、景気に加速の動きが見られれば、ECBには利下げのペースを遅らせるという選択肢もあり得ることは念頭に置いておく必要があるだろう。
- インフレ率の低下を受けて、英国でも利下げペース加速の議論が高まっている。BOEは11月の金融政策委員会で追加利下げを実施する可能性が高いが、これに加えて、12月会合での連続利下げに向けたヒントが出されるか否かが注目点となる。
- 他方、英国では財政政策についても近く、大きな動きが予想されるが、これはむしろ景気の下押し要因となる可能性が高い。労働党政権は10月30日に公表する秋季予算案において、歳出削減、増税を発表するとみられており、その規模、および具体的な財源が注目される。

ユーロ圏経済

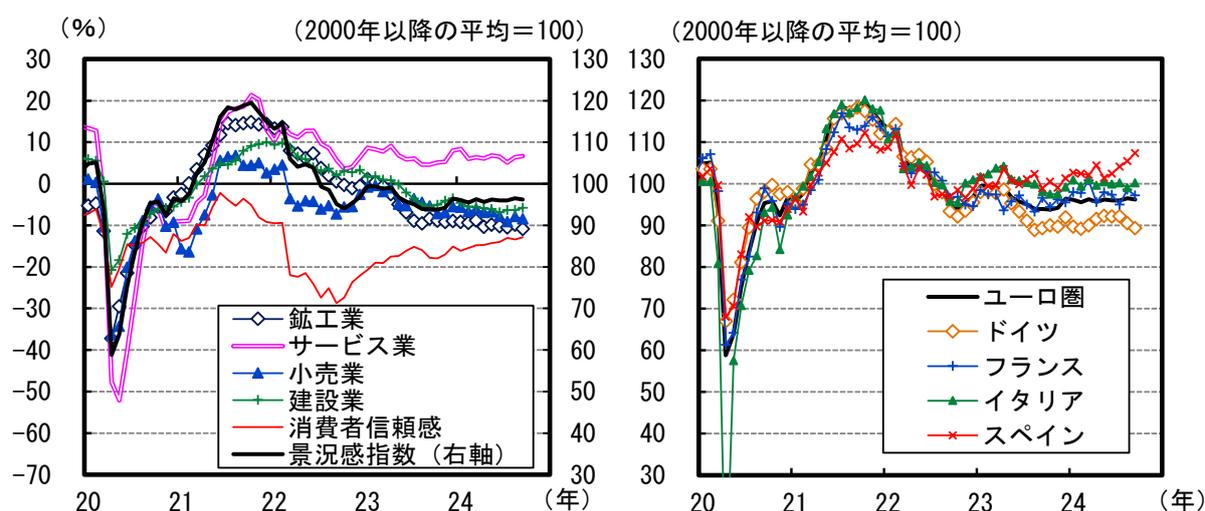
9月の景況感指数は前月から低下、7-9月期も低成長を示唆

2024年9月の景況感指数（総合、欧州委員会発表）は前月差▲0.3ptと3ヵ月ぶりに低下した。9月の指数の水準は96.2、7-9月期平均も同様に96.2となり、4-6月期平均（95.9）をわずかに上回った。4-6月期の実質GDP成長率は前期比+0.2%と小幅なプラス成長であったことに鑑みれば、足元の景況感指数の水準は7-9月期も小幅なプラス成長となったことを示唆する。ユーロ圏経済は悪化こそ免れているものの、引き続き低成長から抜け出せていない。

9月の指数の内訳を見ると、鉱工業が前月差▲1.0ptと大きく落ち込んだこと、および小売業の低下（同▲0.6pt）が押し下げ要因となった。鉱工業についてはドイツ（同▲2.4pt）、フランス（同▲3.1pt）の低下が響いたが、フランスについては前月の大幅な上昇（同+4.7pt）からの反動とみられる。一方、ドイツは3ヵ月連続で低下しており、不調さが際立つ。

8月までパリ五輪による押し上げがあったとみられるサービス業は、8月の大幅な上昇（前月差+1.3pt）に続いて、9月も同+0.3ptと2ヵ月連続で上昇した。五輪効果が剥落したとみられるフランス（同▲0.7pt）や、前月が好調だったスペイン（同▲4.5pt）が低下に転じたが、イタリア（同+1.9pt）、ドイツ（同+0.6pt）の上昇が全体を下支えした。また、消費者信頼感は同+0.5ptと、前月の低下から再び上昇トレンドに戻る結果となったほか、建設業も同+0.5ptと上昇した。

図表1 ユーロ圏の景況感指数と内訳（左）、ユーロ圏主要国の景況感指数（右）



(出所) 欧州委員会より大和総研作成

景況感指数を国別に見ると、スペインは前月差+1.9ptと4ヵ月連続で上昇し、2022年2月以来の高水準に達した。またイタリアは同+1.2ptと2ヵ月ぶりに上昇している。他方、フランスは同▲1.4ptと低下し、ドイツは同▲1.2ptと2ヵ月連続で低下した。とりわけ停滞感が強いドイツは2024年2月以来の低水準となり、7-9月平均は90.7とマイナス成長であった4-6月期

(92.0) からさらに低下している。ユーロ圏内での景況感格差は一層拡大する形となっており、最大の経済規模を持つドイツの停滞がユーロ圏全体の重荷になる姿が足元で一層鮮明となっている。

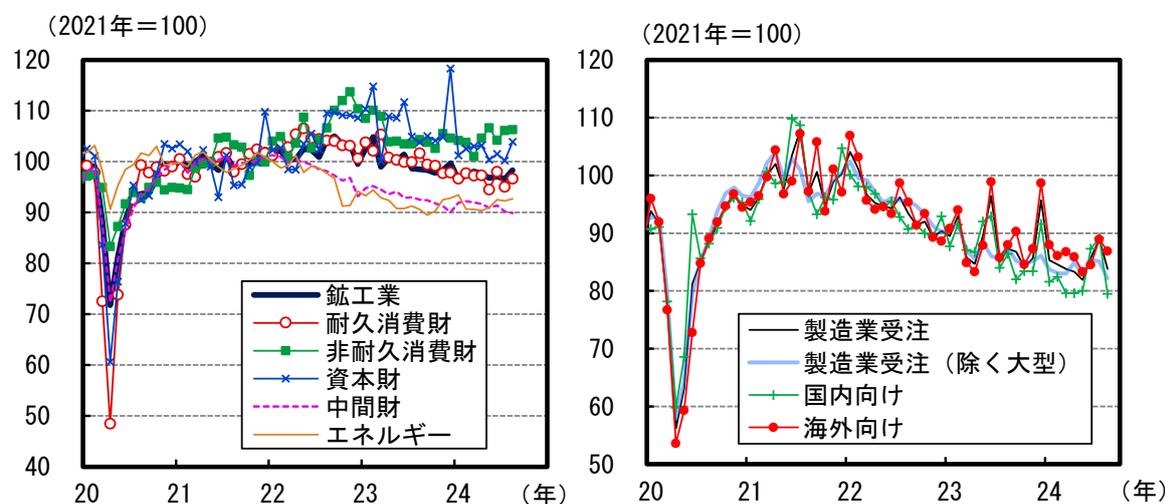
なお、ドイツの5大研究所が9月26日に公表した共同経済見通しでは、2024年の成長率見通しが従来予想の前年比+0.1%から同▲0.1%へと引き下げられた。また、ドイツ政府が10月9日に公表した経済見通しでも、従来見通しの同+0.3%から同▲0.2%へと予想が下方修正されており、ドイツは2023年に続いて2024年も2年連続のマイナス成長となる可能性が高まっている。2年連続のマイナス成長となれば、ドイツが「欧州の病人」と称された2002年～2003年以来となる。

8月の鉱工業生産指数は大幅上昇も、受注は引き続き低迷

足元までのハードデータの動向を確認していくと、8月のユーロ圏の鉱工業生産指数は前月比+1.8%と上昇し、上昇幅は2023年2月以来の大きさとなった。大幅に上昇したのは、自動車の生産が前月比+10.8%と大きく増加したこと、特にドイツの自動車の生産が同+16.7%と大幅に増加し押し上げに寄与したためである。ただし、ユーロ圏の自動車の生産は、前月に同▲5.3%と大きく減少しており、8月の大幅な増加はそこからの揺り戻しとみられる。生産の水準は横ばい圏を脱しておらず、8月の大幅な増加を以てトレンド転換と捉えるのは早計だろう。

自動車以外の業種では、鉱業（前月比+3.0%）、コンピューター・電子機器（同+2.5%）、繊維（同+1.7%）などが上昇する一方、機械（同▲1.2%）、食品・たばこ（同▲1.2%）などが低下した。財別では、資本財（同+3.7%）、耐久消費財（同+1.7%）が大きく上昇したが、これは既述の自動車の押し上げに因るとみられる。このほか、非耐久消費財（同+0.2%）、エネルギー（同+0.4%）は小幅に上昇し、中間財は同▲0.3%と2ヵ月連続で低下した。

図表2 ユーロ圏の鉱工業生産と財別内訳（左）、ドイツの製造業受注数量（右）



(出所) Eurostat、ドイツ連邦統計局より大和総研作成

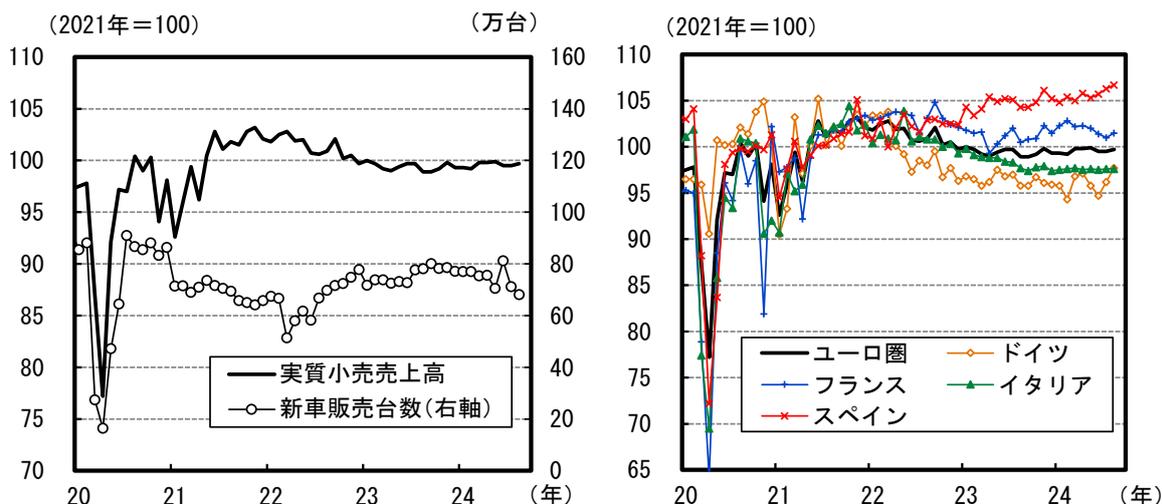
8月の鉱工業生指数が大きく上昇したことで、7-8月平均は4-6月期平均を0.3%上回っており、四半期ベースでは7-9月期は3四半期ぶりに前期比増加に転じる可能性がある。もっとも、プラス転換したとしても増加幅は小幅に留まるとみられ、鉱工業によるGDPの押し上げもさほど大きなものとはならないとみられる。

また、8月の鉱工業生産は意外にも底堅い結果となる一方、受注動向については引き続き冴えない。8月のドイツの製造業受注数量は前月比▲5.8%と、3ヵ月ぶりの減少に転じた。国内向けが同▲10.9%と大幅に減少したことに加えて、海外向けも同▲2.2%と減少し、内外需ともに振るわない。また、大型受注を除くベースは同▲3.4%と2ヵ月連続で減少し、2020年6月以来の低水準となった。こうした受注統計の弱さに鑑みれば、製造業の先行きについては引き続き慎重にみる必要があり、回復にはもうしばらく時間が掛かる可能性が高い。

8月の実質小売売上高は小幅に増加

個人消費関連では、8月の実質小売売上高は前月比+0.2%と3ヵ月ぶりに増加した。内訳を見ると、飲食料品・たばこが同+0.2%と2ヵ月連続で増加したことに加え、自動車燃料が同+1.1%と3ヵ月ぶりに上昇、非食品は同+0.3%と4ヵ月ぶりの増加に転じた。また、国別では、イタリアが前月から横ばいに留まったものの、スペインが同+0.4%と3ヵ月連続で増加し2010年12月以来の高水準に達したほか、ドイツが同+1.6%と前月に続いて2ヵ月連続で大きく増加した。また、フランスも同+0.5%と4ヵ月ぶりの増加に転じるなど、幅広い国で増加が見られている。ヘッドラインの伸びは小幅に留まったものの、内容の印象は総じて良好である。

図表3 ユーロ圏の実質小売売上高と新車販売台数(左)、ユーロ圏主要国の実質小売売上高(右)



(出所) Eurostat、ECB より大和総研作成

ただし、実質小売売上高の7-8月平均は4-6月期平均を0.1%下回っており、7-9月期が前期から増加するためには、9月に前月比+0.3%の増加が必要となる。四半期ベースで前期から増加するためのハードルは極端に高いわけではないものの、仮に増加したとしても増加幅は限定

的なものとなる可能性が高い。また、小売売上高に含まれない自動車に関して、新車販売台数（ECBによる季節調整値）の7-8月平均は4-6月平均を8.1%下回っており、7-9月期は4-6月期から減少する可能性が高い。オリンピック効果や夏季のホリデー需要の活況によってサービス消費が堅調となった可能性は十分考えられるものの、財消費が伸び悩む中、個人消費全体としては7-9月期も引き続き勢いを欠いている。

インフレ・景気の下振れを受けて、ECBは2会合連続の利下げを決定

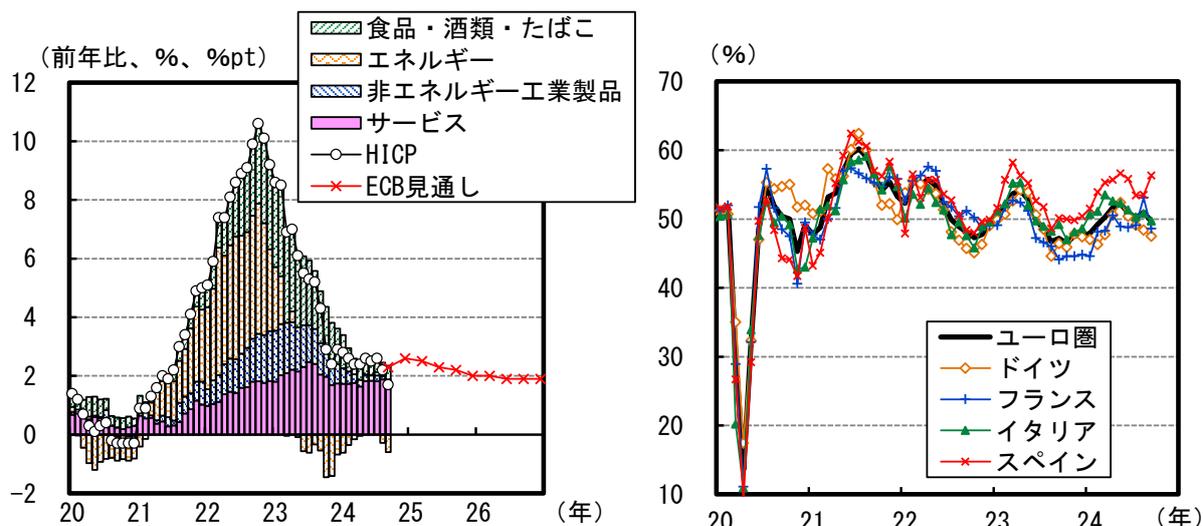
10月17日に行われたECB理事会では、9月理事会に続いて2会合連続となる0.25%ptの利下げが決定された。声明文公表後の会見によれば、利下げは全会一致での決定だったという。ECBは2024年6月に今回の利下げサイクルで最初の利下げを実施した後、7月会合では利下げを一旦スキップしたが、9・10月と2会合連続での利下げに踏み切り、利下げペースは加速することとなった。

ECBが2会合連続の利下げに踏み切った最大の要因は、インフレ率がECBの想定よりも速いペースで低下したことである。ラガルド総裁は9月理事会の時点では、追加利下げに対して慎重な姿勢を示していた。しかし、9月理事会後に公表されたユーロ圏主要国のCPIが軒並み下振れしたことを受け、ラガルド総裁は9月30日に行われた欧州議会での議会証言で、「最近の動向は、インフレ率が適時に目標に回帰するというわれわれの確信を強めるものだ。次回10月の理事会でこれを考慮する」と発言していた。また、その後公表されたユーロ圏のHICP（消費者物価指数）は前年比+1.7%と、8月の同+2.2%から大きく上昇幅が縮小し、9月時点でのECBの見通しを大きく下回ったことが追加利下げを後押しした。

加えて、景気の下振れリスクが高まっていることも、追加利下げの理由と説明されている。声明文には、景気の想定外の悪化がデシインフレプロセスの一因になったと記述されていることに加え、ラガルド総裁の会見では9月のPMIが、これまで堅調だったサービス業も含めた全てのカテゴリーで悪化したことが言及された。景気を下支えすることが利下げの直接的な理由ではなく、あくまで景気の下振れによってインフレ見通しが修正されたことが利下げの根拠になったとみられるが、いずれにせよECBの政策決定において景気動向の重要性が増していることが明らかとなった。

10月の声明文におけるフォワードガイダンスについては、前回声明文から全く変更されておらず、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スタンスが維持された。この文言通り、ECBは毎会合の直前までデータを見極めつつ次の利下げタイミングを検討すると考えられるが、インフレ率が想定よりも速いペースで低下していることを踏まえると、「抑制的な」金利水準を維持する期間は、従来想定よりも短くて済む可能性が高まっている。12月の理事会でもさらなる追加利下げが実施される可能性は高い。その後の利下げペースを占う上では、前回、9月時点の見通しにおいて2025年末と見込まれていたインフレ目標達成のタイミングが、12月見通しでどのように修正されるかが注目される。

図表4 ユーロ圏 HICP の要因分解と ECB 見通し (左)、ユーロ圏主要国の総合 PMI (右)



(注) 左図の ECB 見通しは 2024 年 9 月時点。

(出所) ECB、Eurostat、S&P Global より大和総研作成

利下げの効果は着実に広がりつつある

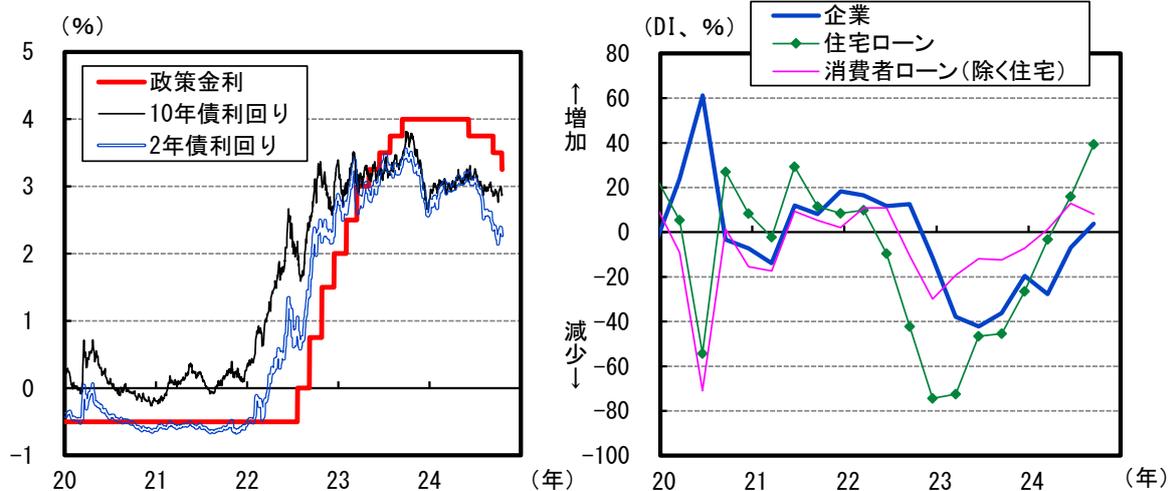
ECB が景気に配慮する姿勢を強め、利下げへの期待が高まっていることは、当然ながらユーロ圏経済の先行きを考える上ではプラスの材料となる。

ECB が実施する銀行貸出調査 (BLS) によれば、企業、家計の資金需要は、金利低下を受けて着実に増加しつつある。10 月理事会での追加利下げ前に実施された最新の調査 (調査期間は 2024 年 9 月 6 日～23 日) では、企業の借入需要 DI は 2022 年 7-9 月調査以来のプラス圏 (増加超) となり、家計の住宅ローン需要も 2015 年 4-6 月期以来の大幅な増加となった。

ECB による利下げペースが加速し、また、先行きの利下げ期待が強まったことで、資金需要は今後さらに拡大する可能性が高いとみられる。これは企業の設備投資や家計の住宅投資を下支えするとみられることに加えて、住宅購入に関連した個人消費の増加や、借入を必要とする耐久財消費など、個人消費にもプラスの効果をもたらすだろう。さらに、高金利によって多くの金利収入が得られることは家計の貯蓄率の高さの一因になっていたとみられ、金利低下は貯蓄率を低下させ、個人消費を押し上げる可能性もある。

だが一方、注意が必要なのは、ECB の金融政策運営において景気への配慮が強まっていることは、裏を返せば、景気の再加速も金融政策の経路に影響を及ぼし得るという点である。目先は、インフレ率、景気の双方で下振れリスクが高まる中、早いペースでの利下げ継続への期待感が高まっている。しかし、利下げの効果が实体经济に波及し、景気に加速の動きが見られれば、ECB には利下げのペースを遅らせるという選択肢もあり得ることは念頭に置いておく必要がある。

図表5 ユーロ圏の金利動向（左）、銀行貸出調査による企業・家計の借入需要（右）



(出所) ECB、Bloomberg より大和総研作成

英国経済

8月の月次GDPは前月比+0.2%へと再加速

英国の2024年8月の月次GDPは前月比+0.2%となり、横ばいが続いた6、7月から再加速する結果となった。7-8月の平均値は4-6月期平均を0.1%上回っており、7-9月期も3四半期連続のプラス成長となる可能性が高い。ただし、前期比年率+2%前後の高い成長となった1-3月期、4-6月期に比べれば成長率は低くなる可能性が高い。英国経済は着実な成長が続いているものの、成長ペースは減速気味である。

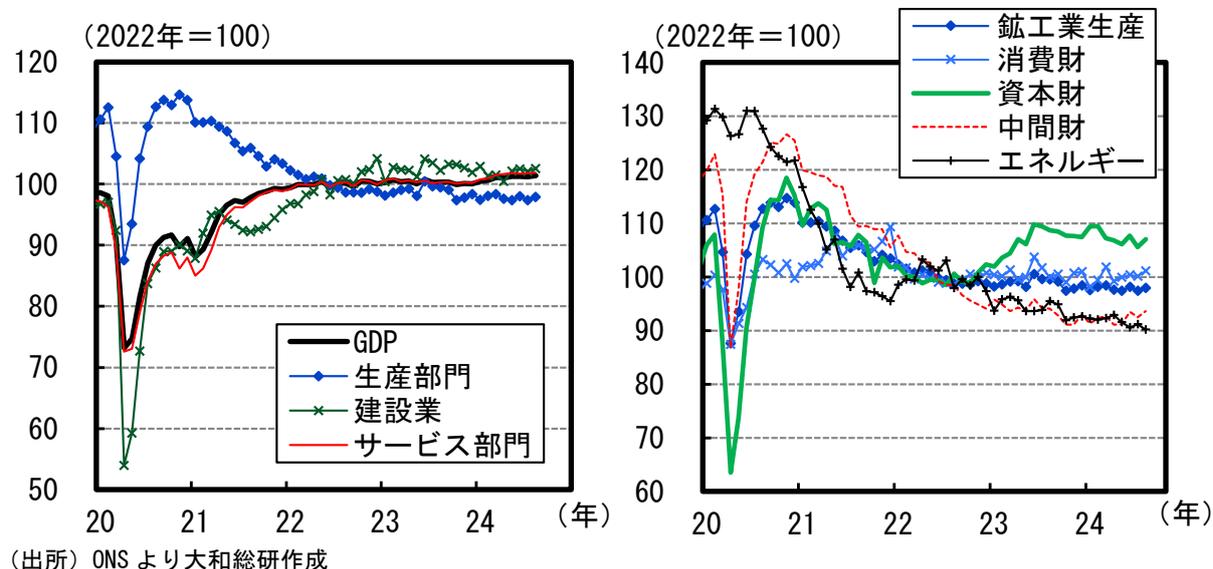
8月の月次GDPの内訳を部門別に見ると、サービス部門が前月比+0.1%と前月に引き続き小幅に増加したことに加え、前月に減少していた生産部門、建設業がそれぞれ同+0.5%、同+0.4%と増加に転じており、幅広い部門で生産活動が拡大した。

サービス部門では、前月に減少していた専門サービス業が前月比+1.6%と2022年10月以来の高い伸びとなったことが最大の押し上げ要因となった。また、その他サービス(同+2.5%)、教育(同+0.3%)、金融(同+0.2%)が増加に寄与した。一方、娯楽(同▲2.5%)、宿泊・飲食(同▲0.6%)と、個人向けサービスが不調だったほか、運輸(同▲0.8%)、卸売・小売(同▲0.3%)などが減少したことで、サービス部門全体の伸びは小幅に留まった。

生産部門については、鉱業の生産が前月比▲4.0%と減少したものの、製造業(同+1.1%)、電気・ガス(同+1.2%)、上下水道等(同+1.5%)が前月から増加した。製造業では13のサブセクターのうち9つで生産が増加しており、特に、電気機械(同+6.0%)、コンピューター・電子機器(同+2.3%)、金属・同製品(同+2.3%)の増加幅が大きかった。また前月に生産が減少する主因となった輸送用機器についても(同+2.1%)と増加に転じている。鉱工業生産指数を財別に見ると、資本財(同+1.3%)、中間財(同+1.2%)、消費財(同+1.0%)と幅広い財

の生産が前月から増加した。ただし、鉱工業生産指数の7-8月平均の水準は4-6月期平均と変わらず、均してみれば生産は引き続き横ばい圏で推移している。

図表6 英国の月次GDPと業種別内訳（左）、鉱工業生産の財別内訳（右）



目先の注目点はBOEの利下げペース加速と財政政策

9月以降の動向についてはまだ統計が限られるが、9月の実質小売売上高は前月比+0.3%となり、減少を見込んでいた市場予想に反して3ヵ月連続で増加する結果となった。例年に比べて降水量が多かったこと、および高級品の買い控えによってスーパーマーケットの販売が前月から落ち込んだものの、情報通信機械の販売が好調で全体を押し上げた。情報通信機械の好調さについては、新型スマートフォンの販売が好調だったことや、新学期開始前の需要増が押し上げに寄与したとみられる。

7月（前月比+0.7%）、8月（同+1.0%）が好調だったこともあり、9月の実質小売売上高の水準は2022年7月以来の高さとなり、四半期ベースでは、7-9月期は前期比+1.8%と2四半期ぶりの増加に転じた。既述のように、月次GDPの推移を見る限り、GDP全体としては4-6月期に比べて7-9月期の成長ペースは鈍化すると見込まれるものの、個人消費だけ見れば、7-9月期は前期から増加ペースが加速する可能性が高い。

なお、実質小売売上高のみならず、PMIの水準などを見ても英国経済はユーロ圏と比べれば幾分底堅く推移しているが、ECBと同様にBOEでも利下げペース加速の議論が高まっている。

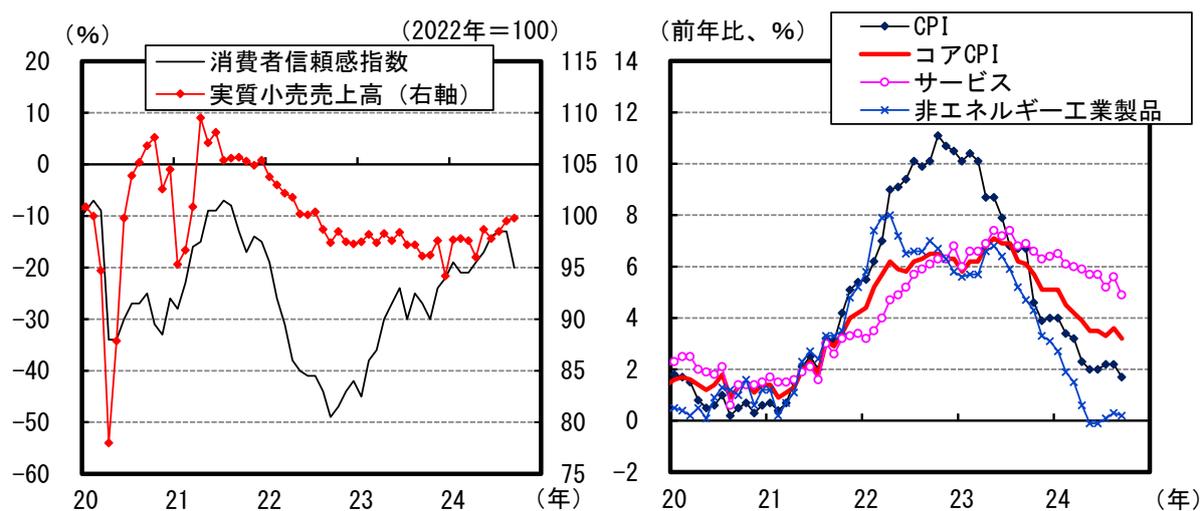
英国のインフレ率の動向を確認すると、9月のCPI（消費者物価指数）は、前年比+1.7%と、前月の+2.2%から大きく上昇幅が縮小し、2021年4月以来初めてBOEの目標である同+2%を下回った。エネルギー価格のマイナス幅が拡大したこと（8月：同▲13.2%→9月：同▲16.2%）に加えて、航空運賃の低下を主因にサービス価格の伸びが同+4.9%と、前月の同+5.6%から大きく縮小した。コア財（非エネルギー工業製品）は同+0.2%と前月（同+0.3%）から大きく変

わらなかったものの、サービス価格の低下を受けて、コア CPI の伸びは同+3.2%と 2021 年 9 月以来の低さとなっている。

BOE は 8 月の時点で、9 月の CPI を前年比+2.1%、サービス価格を同+5.5%と予想しており、実際の数字がこれを大きく下回ったことで、インフレ率の高止まりへの警戒感は和らいでいるとみられる。ベイリー総裁は、9 月 CPI が公表される以前の 10 月初の時点で英ガーディアン紙のインタビューに対し、インフレ率が引き続き下がっていけば、利下げに関し「もうすこし積極的に」なることができるかもしれないと発言しており、9 月の CPI の結果を受けて、11 月の政策決定委員会で利下げが実施される可能性は極めて高い。BOE の金融政策を巡る焦点は、11 月会合の次の 12 月会合での連続利下げの可能性、利下げペースの加速へと移っており、そのヒントが示されるか否かが 11 月会合での注目点となる。

他方で、財政政策についても近く、大きな動きが予想されるが、これはむしろ景気の下押し要因となる可能性が高い。9 月の実質小売売上高の好調さとは対照的に、9 月の消費者信頼感指数は前月差▲7pt と 7 ヶ月ぶりに低下し、低下幅は 2022 年 4 月以来の大きさとなったが、これに関して統計公表元の GfK は、秋季予算案への不安が影響した可能性を指摘している。労働党政権は 7 月の政権交代以降、保守党前政権下での財源不足を埋める必要があるとして、歳出削減、および増税に取り組む必要があるとしてきた。労働党は付加価値税、所得税、国民保険料の引き上げは行わないことを公約としており、その方針は維持されると見込まれるが、その一方で、キャピタルゲイン課税、相続税の強化などが取り沙汰されている。10 月 30 日に公表される予定の秋季予算案では、増税、歳出削減の規模に加えて、具体的な財源をどこに求めるかが注目される。

図表 7 英国の実質小売売上高と消費者信頼感指数（左）、英国のインフレ率（右）



(出所) GfK、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%	0.2%	0.2%	0.2%	1.2%	0.8%	0.8%	1.2%	1.4%	1.4%	1.5%	1.5%	0.4%	0.7%	1.3%
家計消費支出	0.9%	1.9%	0.9%	0.0%	1.1%	0.3%	0.3%	1.2%	1.5%	1.4%	1.3%	1.2%	0.5%	0.7%	1.2%
政府消費支出	1.4%	1.8%	3.3%	2.4%	0.6%	3.5%	0.5%	0.5%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.8%	1.9%	0.6%
総固定資本形成	4.5%	-1.2%	0.1%	5.5%	-8.6%	-9.6%	3.0%	2.5%	2.7%	2.9%	3.2%	3.5%	1.2%	-2.6%	2.0%
輸出	-2.8%	-4.0%	-4.3%	1.2%	3.9%	6.0%	0.5%	1.8%	1.9%	2.2%	2.5%	2.7%	-1.1%	1.7%	2.1%
輸入	-5.7%	-0.6%	-5.9%	0.6%	-2.6%	3.1%	2.2%	2.0%	2.2%	2.4%	2.7%	2.8%	-1.6%	-0.4%	2.4%
	前年同期比 (除く失業率)														
国内総生産	1.4%	0.5%	-0.0%	0.1%	0.5%	0.6%	0.8%	1.0%	1.1%	1.2%	1.4%	1.4%	0.4%	0.7%	1.3%
家計消費支出	1.4%	0.7%	-0.1%	0.9%	1.0%	0.6%	0.4%	0.7%	0.8%	1.1%	1.4%	1.4%	0.5%	0.7%	1.2%
政府消費支出	0.6%	1.1%	2.3%	2.2%	2.0%	2.5%	1.7%	1.3%	1.2%	0.4%	0.4%	0.3%	0.8%	1.9%	0.6%
総固定資本形成	2.5%	1.8%	0.9%	2.2%	-1.2%	-3.3%	-2.6%	-3.3%	-0.5%	2.8%	2.8%	3.1%	1.2%	-2.6%	2.0%
輸出	3.1%	0.0%	-2.6%	-2.5%	-0.9%	1.6%	2.9%	3.0%	2.5%	1.6%	2.1%	2.3%	-1.1%	1.7%	2.1%
輸入	2.1%	-0.1%	-3.6%	-3.0%	-2.2%	-1.3%	0.8%	1.2%	2.4%	2.2%	2.3%	2.5%	-1.6%	-0.4%	2.4%
鉱工業生産 (除く建設)	0.7%	-1.0%	-4.7%	-3.4%	-4.7%	-3.6%	-1.0%	-0.7%	1.1%	1.8%	2.0%	2.1%	-2.1%	-2.5%	1.7%
実質小売売上高	-2.7%	-2.1%	-2.0%	-0.7%	-0.2%	0.4%	0.5%	0.5%	0.8%	0.8%	1.2%	1.2%	-1.9%	0.3%	1.0%
消費者物価	8.0%	6.2%	5.0%	2.7%	2.6%	2.5%	2.2%	2.2%	2.0%	2.0%	2.0%	1.9%	5.4%	2.4%	2.0%
生産者物価	11.0%	-0.6%	-8.6%	-8.4%	-8.0%	-4.4%	-2.4%	-2.0%	1.1%	3.4%	2.6%	2.5%	-2.1%	-4.3%	2.4%
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%	6.4%	6.3%
	10億ユーロ														
貿易収支	-9.3	2.3	23.9	38.2	58.7	45.6	35.8	39.4	41.5	44.1	46.9	49.9	55.1	179.5	182.4
経常収支	36.2	62.8	63.6	80.0	104.3	131.6	130.9	134.0	135.9	138.1	140.6	143.3	242.6	500.9	557.9
独 国債10年物 (期中平均)	2.34%	2.37%	2.59%	2.52%	2.31%	2.49%	2.29%	2.19%	2.13%	2.07%	2.02%	1.99%	2.45%	2.32%	2.05%
欧 政策金利 (末値)	3.00%	3.50%	4.00%	4.00%	4.00%	3.75%	3.50%	3.00%	2.50%	2.25%	2.00%	2.00%	4.00%	3.00%	2.00%

(注) 網掛け部分は大和総研予想 (2024年10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	0.4%	0.0%	-0.4%	-1.3%	2.8%	1.8%	1.0%	1.0%	1.4%	1.4%	1.4%	1.3%	0.3%	0.9%	1.3%
家計消費支出	-1.5%	1.8%	-2.8%	-0.2%	2.4%	0.7%	1.4%	0.9%	1.1%	1.0%	0.9%	0.8%	0.5%	0.7%	1.0%
一般政府消費支出	-2.7%	7.1%	3.6%	-0.8%	1.1%	4.5%	2.0%	1.0%	0.6%	0.6%	0.5%	0.5%	0.6%	2.2%	1.1%
総固定資本形成	11.3%	-6.2%	-6.6%	2.7%	4.9%	2.3%	1.2%	1.8%	2.4%	3.0%	2.8%	2.8%	-0.1%	1.1%	2.3%
輸出	-27.4%	0.1%	-6.8%	0.4%	-3.9%	-1.1%	4.8%	1.5%	2.0%	2.4%	2.7%	2.8%	-2.2%	-1.3%	2.3%
輸入	-9.5%	5.6%	-9.4%	3.3%	-4.8%	27.9%	-1.4%	1.1%	1.5%	1.7%	1.9%	2.0%	-3.4%	3.1%	2.6%
	前年同期比 (除く失業率)														
国内総生産	0.9%	0.5%	0.3%	-0.3%	0.3%	0.7%	1.1%	1.7%	1.3%	1.2%	1.3%	1.4%	0.3%	0.9%	1.3%
家計消費支出	2.1%	0.8%	-0.0%	-0.7%	0.3%	0.0%	1.1%	1.3%	1.0%	1.1%	1.0%	0.9%	0.5%	0.7%	1.0%
一般政府消費支出	-2.8%	2.2%	1.5%	1.7%	2.7%	2.1%	1.7%	2.1%	2.0%	1.0%	0.7%	0.5%	0.6%	2.2%	1.1%
総固定資本形成	1.6%	0.0%	-1.9%	0.0%	-1.4%	0.7%	2.8%	2.5%	1.9%	2.1%	2.5%	2.7%	-0.1%	1.1%	2.3%
輸出	9.2%	2.0%	-8.5%	-9.2%	-2.6%	-2.9%	0.0%	0.3%	1.8%	2.7%	2.1%	2.5%	-2.2%	-1.3%	2.3%
輸入	-4.3%	-3.6%	-2.9%	-2.8%	-1.5%	3.3%	5.5%	5.0%	6.6%	0.7%	1.5%	1.8%	-3.4%	3.1%	2.6%
鉱工業生産	-2.9%	-1.4%	0.5%	-1.0%	-0.6%	-1.6%	-1.6%	0.2%	0.4%	1.0%	1.1%	1.2%	-1.2%	-0.9%	0.9%
実質小売売上高	-5.1%	-2.6%	-2.0%	-1.8%	0.0%	-0.6%	2.5%	3.8%	2.4%	2.9%	1.4%	1.3%	-2.9%	1.4%	2.0%
消費者物価	10.2%	8.4%	6.7%	4.2%	3.5%	2.1%	2.0%	2.2%	2.1%	2.2%	2.2%	2.1%	7.3%	2.5%	2.1%
生産者物価 (出荷価格)	11.1%	2.8%	-0.1%	-0.2%	0.3%	1.4%	0.2%	-0.5%	-0.3%	0.4%	2.1%	2.4%	3.2%	0.3%	1.1%
失業率	4.0%	4.2%	4.1%	3.8%	4.3%	4.2%	4.0%	4.0%	3.9%	3.9%	3.8%	3.8%	4.0%	4.1%	3.9%
	10億ポンド														
貿易収支	-50.1	-48.8	-44.3	-44.4	-42.8	-59.0	-55.9	-55.7	-55.5	-55.0	-54.2	-53.2	-187.7	-213.4	-217.9
経常収支	-13.7	-20.7	-7.9	-11.1	-13.8	-28.4	-25.9	-25.5	-25.2	-24.3	-24.0	-23.3	-53.3	-93.7	-96.8
国債10年物 (期中平均)	3.54%	3.99%	4.46%	4.23%	4.03%	4.20%	4.00%	4.04%	3.98%	3.91%	3.84%	3.80%	4.06%	4.07%	3.88%
政策金利 (末値)	4.25%	5.00%	5.25%	5.25%	5.25%	5.25%	5.00%	4.75%	4.50%	4.25%	4.00%	3.75%	5.25%	4.75%	3.75%

(注) 網掛け部分は大和総研予想 (2024年10月21日時点)。

(出所) ONS、BOE より大和総研作成

中国経済 なりふり構わぬテコ入れ策発動

金融緩和、住宅市場テコ入れ策、株価対策、国債増発

齋藤 尚登

[要約]

- 中国国家统计局によると、2024年1月～9月の実質GDP成長率は前年同期比4.8%（以下変化率は前年比、前年同期比）であった。2024年の政府成長率目標は5.0%前後であるが、大きな下振れは想定されておらず、下限の許容範囲は4.8%～4.9%と目される。景気減速が続く中、目標達成には黄信号が灯っている。
- 中国共産党・政府は、2024年9月下旬以降、①金融緩和、②住宅市場テコ入れ策、③株価対策、④国債増発による景気下支え、などの景気テコ入れ策を矢継ぎ早に発動もしくは予告をしている。やはり喫緊の課題は不動産不況からの脱却だ。確かに、2軒目の頭金の割合を1軒目と同じ15%以上に引き下げたことは、一部実需を刺激する可能性がある。一方で、投資目的で住宅を購入する人々にとっては、住宅価格の中長期的な先高観が台頭することが重要となろう。しかし、直近2024年9月の新築住宅価格は▲6.1%と、30カ月連続の下落となり、しかもマイナス幅が拡大している。住宅価格が中長期的に上昇するとの期待が高まるということは並大抵の話ではない。
- 2024年7月に発表された設備更新と消費財買い替えへの支援強化の政策効果や、近々発表が予想される国債増発の景気押し上げ効果もあり、2024年10月～12月は成長が加速し、2024年の中国経済は5.0%前後という政府成長率目標を達成する可能性が高い。しかし、補助金支給による設備更新や家電・自動車購入は需要の先食いの側面があり、2025年にはその反動が懸念される。大和総研では、2025年の実質GDP成長率を4.5%程度、2026年は4.2%程度と想定している。

2024年7月～9月の実質 GDP 成長率は前年同期比 4.6%に減速

中国国家统计局によると、2024年7月～9月の実質 GDP 成長率は前年同期比 4.6%（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%、4月～6月の 4.7%から一段と減速した。1月～9月は 4.8%成長であった。2024年の政府成長率目標は 5.0%前後であるが、大きな下振れは想定されておらず、下限の許容範囲は 4.8%～4.9%と目される。景気減速が続く中、目標達成には黄信号が灯っている。

2024年7月～9月の名目 GDP 成長率は 4.0%にとどまった。デフレ傾向にある中国では 2023年4月～6月以降、6四半期連続で名目成長率が実質成長率を下回る状態が続いている。肌感覚では景気減速がより強く感じられていよう。

2024年1月～9月の 4.8%成長の需要項目別寄与度は、最終消費支出が 2.4%pt、総資本形成は 1.3%pt、純輸出は 1.1%pt であった。2023年の 5.2%成長の需要項目別寄与度は、最終消費支出 4.3%pt、総資本形成 1.5%pt、純輸出▲0.6%pt であり、2024年1月～9月は最終消費支出の寄与度が大きく低下している。

実質・名目 GDP 成長率、GDP デフレーター の推移（単位：％）



実質 GDP 成長率（前年比）需要項目別寄与度 （単位：％、%pt）

	実質 GDP 成長率	最終消費支出	総資本形成	純輸出
2015	7.0	4.9	1.6	0.6
2016	6.8	4.5	3.1	▲ 0.8
2017	6.9	3.9	2.7	0.3
2018	6.7	4.3	2.9	▲ 0.5
2019	6.0	3.5	1.7	0.7
2020	2.2	▲ 0.2	1.8	0.6
2021	8.4	5.5	1.1	1.8
2022	3.0	1.2	1.4	0.4
2023. 1-3	4.6	3.1	1.8	▲ 0.3
1-6	5.5	4.3	1.9	▲ 0.7
1-9	5.2	4.3	1.6	▲ 0.8
1-12	5.2	4.3	1.5	▲ 0.6
2024. 1-3	5.3	3.9	0.6	0.8
1-6	5.0	3.0	1.3	0.7
1-9	4.8	2.4	1.3	1.1

(出所) CEIC、中国国家统计局より大和総研作成

消費は低空飛行が続く

2024年1月～9月の小売売上は 3.3%増にとどまり、2023年の 7.2%増から大きく減速した。1月～3月以降、四半期別では 4.7%増、2.6%増、2.7%増と推移し、特に4月～6月以降は低空飛行が続いている。不動産不況の長期化により、家計が節約志向を強め、住宅ローンの繰り上げ返済のために、消費を抑制している面もある。

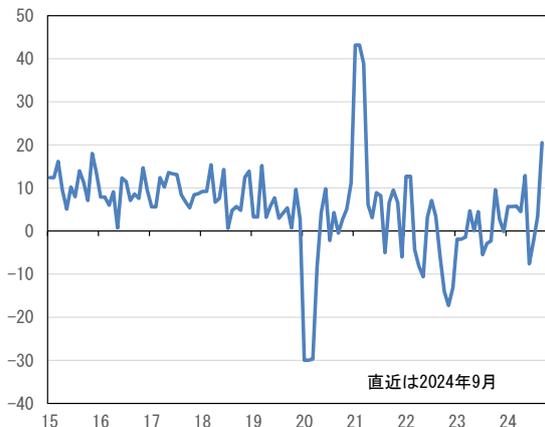
2024年9月の小売売上は 3.2%増となったが、家電・音響映像機材の販売金額が 20.5%増となるなど、明るい材料も出始めている。9月の自動車販売金額は 0.4%増となり、7カ月ぶりに

増加に転じた。8月は7.3%減であり、改善幅は大きい。

これは、2024年7月25日に発表された「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」が成果を上げ始めた可能性が高い。自動車や家電買い替えへの補助金政策については、2024年4月、5月にも打ち出されたが、家電の補助金は価格の10%（1台当たり1,000元、約2万円まで）が上限とされていた。それが、7月の措置では、価格の15%（同1,500元）か20%（同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1.5万元に、EV（電気自動車）については1万元から2万元に増額された。補助金は2024年8月末までに資金の配分を終え、12月末までに使い切るとされている。9月に政策が本格的に始動した可能性が高い。

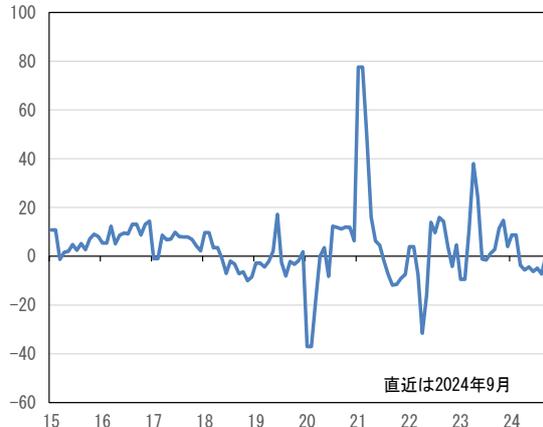
ただし、自動車については、NEV（新エネルギー車）とガソリン車で明暗が分かれている。2024年9月の自動車販売台数は1.7%減となったが、増減率寄与度はNEVが+13.4%pt、ガソリン車が▲15.1%ptであった。ともに購入補助金政策の対象であるが、国内の技術力と国産化率がより高いのはNEVである。国策として発展が推進されているNEVは、「国内大循環」（いわゆる地産地消）の観点からも選好されている可能性が高い。

家電・音響映像機材販売金額（前年同月比）
の推移（単位：%）



（注）1月～2月は平均
（出所）中国国家统计局より大和総研作成

自動車販売金額（前年同月比）の推移
（単位：%）



（注）1～2月は平均
（出所）中国国家统计局より大和総研作成

不動産開発投資は3年連続の減少へ

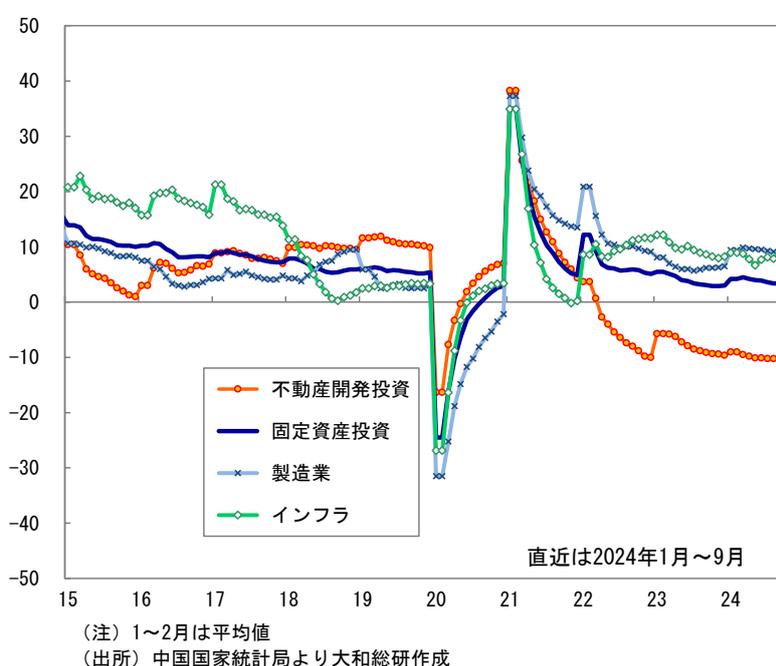
2024年1月～9月の固定資産投資は3.4%増となった。2023年の3.0%増から伸び率が若干高まっている。1月～9月の分野別内訳は、製造業投資が9.2%増（2023年は6.5%増）、電気・水道・ガスを含むインフラ投資は9.3%増（同8.2%増）、不動産開発投資は10.1%減（同9.6%減）であった。

製造業投資は堅調だ。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。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、②老朽化した船舶・トラック、農業用トラクターや農業機械などの廃棄・購入に補助金が支給される。当面は製造業投資が固定資産投資の下支え役を果たすと期待される。

不動産不況が長期化する中、不動産開発投資は2022年以降、減少が続いている。一方で、2024年1月～9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。不動産不況による固定資産投資への悪影響は、今のところ不動産開発投資に集中して表れている。

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1月～9月の貿易黒字は10.8%増

2024年1月～9月の輸出（以下、貿易はドル建て）は4.3%増（2023年は4.7%減）、輸入は2.2%増（同5.5%減）、貿易黒字は10.8%増（同1.9%減）の6,895億ドル（同8,221億ドル）となった。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っている。

輸出は2024年5月以降、比較的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、力強さには欠ける。このほか、一部先進国の対中貿易規制の強化を前に、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る。

景気テコ入れのため矢継ぎ早に政策を発動

こうした中、中国共産党・政府は2024年9月下旬以降、景気テコ入れのために、矢継ぎ早に政策を発動もしくは予告をしている。具体的には、①金融緩和、②住宅市場テコ入れ策、③株価対策、④国債増発による景気下支え、である。以下でそれぞれについてみてきたい。

金融緩和

(1) 預金準備率の引き下げ

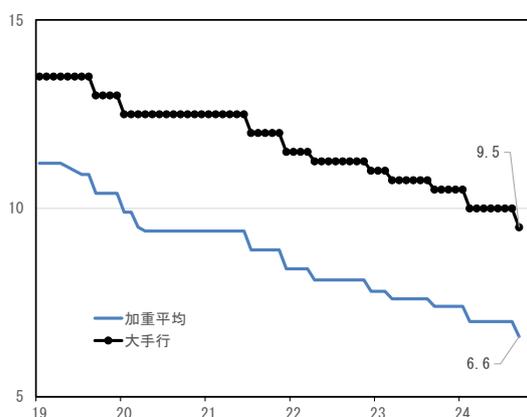
2024年9月27日、中国人民銀行（中央銀行、以下人民銀行）は一部の銀行を除き、預金準備率を0.5%pt引き下げた。2月以来の引き下げであり、これによって、約1兆元（約20兆円）の預金が「解冻」され、銀行の貸出余力が増加することになった。加重平均の預金準備率は従来の7.0%から6.6%に低下した。これは、9月24日の記者会見で潘功勝・人民銀行総裁が予告していたものであり、潘総裁は年内にさらに0.25%pt～0.5%pt引き下げの可能性についても言及している。

(2) 政策金利の引き下げ

人民銀行は、10月21日に1年物貸出金利の参照レートであるLPR（ローン・プライム・レート）1年物を0.25%pt引き下げ3.10%に、住宅ローン金利の参照レートであるLPR5年物を同じく0.25%pt引き下げ3.60%とした。中国の住宅ローン金利はLPR5年物±〇〇BP（地方によって異なる）という決められ方をしており、今回の利下げで住宅ローン金利も下げられた。

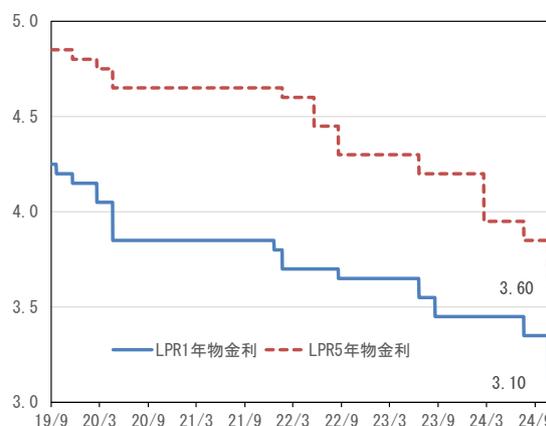
政策金利の引き下げは7月22日のそれぞれ0.1%ptの引き下げ以来である。今回の利下げ幅がより大きくなったのは、米国の連邦準備制度理事会（FRB）が9月の決定会合で0.5%ptの大幅利下げに踏み切ったことが、中国の利下げ余地を広げた面もあろう。

預金準備率の推移（単位：％）



(出所) 中国人民銀行より大和総研作成

LPR1年物、LPR5年物の推移（単位：％）



(注) 毎月20日（休日の場合は順延）に翌月19日までの政策金利を発表
(出所) 中国人民銀行より大和総研作成

住宅市場テコ入れ策

(1) 2軒目の住宅ローン頭金の割合の引き下げ

住宅ローンの頭金の割合は1軒目15%以上、2軒目25%以上とされていたが、2軒目も15%以上に引き下げられた。2024年5月に1軒目はそれまでの20%以上から15%以上に、2軒目は同様に30%以上から25%以上に引き下げられた経緯がある。今回は2軒目の割合を1軒目と同じ水準に引き下げるようになった。実需だけでなく、投資・投機需要をも刺激しようとしているのであろう。

銀行にしてみれば、貸出増加による利益増加を期待したいところだが、①住宅ローン金利は10月に引き下げられ、今後一段の低下も予想される、②住宅価格に底入れ感はなく、住宅需要がどれほど刺激されるかは不透明である、③頭金の割合の引き下げは、住宅ローン担保割れのハードルが下がることを意味し、銀行貸出の不良債権化のリスクが高まる、などの懸念がある。

(2) ホワイトリスト制度への銀行貸出規模を4兆元に増加

2024年10月17日の肖遠企・国家金融監督管理総局副局長の記者会見では、地方政府が選定した不動産開発プロジェクトに対して銀行が貸出を行う、ホワイトリスト制度について、分譲住宅プロジェクトを全て管理対象とすることが発表された。10月16日時点のホワイトリスト・プロジェクトへの貸出認可額は2.23兆元であるが、これを年末までに4兆元に増やすとしている。

貸出認可額（目標）の4兆元は、2023年のデベロッパーの資金調達額12兆7,459億円の3分の1弱に相当するだけに、これが実際に実行されれば、デベロッパーの資金調達難は大幅に改善されるはずだ。

(3) デベロッパーが購入し未開発となっている土地を別の企業が取得することを支援

具体的には、地方政府特別債券の一部を土地備蓄に使用することを踏まえて、条件を満たす企業がデベロッパーの土地を取得するために、政策銀行や商業銀行が融資を行うのを許可する。これによって、開発ができなくなっていた土地を活用し、土地の売却によりデベロッパーの資金繰りを改善させることが期待される。

(4) 国有企業による住宅在庫買い入れの実効性の強化

2024年5月に国有企業による住宅在庫買い入れ促進を目的に、人民銀行が設定した3,000億円の低利の再貸出について、従来は銀行貸出の60%としていたものを100%に引き上げた。国有企業は買い入れた住宅在庫を安価な保障性（福祉型）住宅として販売するか、賃貸に出す。このため、国有企業の収益性に大きな難点があると想定され、この政策は進捗が芳しくなかった可能性が高い。銀行貸出の100%を再貸出の対象とした場合、銀行は貸出を行いやすくなり、買い取り主体の国有企業の金利コストの低減も期待されよう。ただし、住宅在庫の買い取りに充当される貸出は、従来の最大5,000億元（3,000億元の再貸出枠が全て利用された場合）から3,000億元に縮小する。政策の実効性が高まる一方で、買い取りの対象は減少することになる。

(5) 2024 年末に期限がくる各種不動産関連貸出に関する特別措置を 2026 年末まで延長

2022 年 11 月 11 日付の「金融による不動産市場の安定的で健全な発展のサポートを徹底する通知」（人民銀行、中国銀行保険監督管理委員会¹⁾では、通知の発表日から 6 カ月以内に返済期限を迎える不動産開発企業向けの銀行貸出や信託貸出につき、期限を 1 年間延長することを可能とする、などとした。その後、期限は 2024 年末まで、そして今回の政策により 2026 年末まで延長されることになった。この間デベロッパー向けの貸出は返済が遅れても不良債権としてみなされない。不良債権の抜本的処理がさらに先延ばしにされるということだ。

(6) 国有大手行への資本注入

2024 年 10 月 12 日に行われた藍仏安・財政部長（大臣）の記者会見では、特別国債の発行により調達した資金を国有大手行の資本に注入するとした（金額や時期などは不明）。これまでにみてきた住宅市場テコ入れ策は、銀行の利益減少要因²⁾となり、将来的に不良債権を増やしうる政策が多い。資本注入方針は、こうしたリスクへの対応が前提にあらう。

株価対策

2024 年 9 月 24 日の人民銀行の潘総裁の記者会見では、①証券会社、ファンド会社、保険会社のスワップ・ファシリティを導入し、条件に合致する会社の有担保貸出をサポートし、各社は人民銀行から流動性を獲得し、資金調達能力と株式保有能力を増強する、②人民銀行は自社株買いを行う上場会社への低利の再貸出枠を設定する、ことが発表された。これらの政策は既に実行段階にある。

これは、株式のいわゆる PKO (Price Keeping Operation) に人民銀行が資金面で関与することを意味する。潘総裁は中国証券監督管理委員会の呉清主席とも意思疎通をしたとしたうえで、スワップ・ファシリティの規模は当初 5,000 億元、自社株買いなどへの再貸出は当初 3,000 億元とし、将来的にはその 2 倍～3 倍になる可能性にも言及した。

株価対策が発表された 2024 年 9 月 24 日以降、中国の株価は急騰し、10 月 8 日の上海総合指数は 3,490pt を付け、この間の上昇率は 27.0%に達した（ただし、その後反落し、10 月 21 日の終値は 3,268pt）。

国債増発による景気下支え

2024 年 10 月 12 日の藍・財政部長の記者会見では、「財政赤字の拡大余地がある」などとして、国債の追加発行に含みを持たせた。2023 年は 10 月 24 日に全国人民代表大会（全人代＝日

¹⁾ 当時。現在の国家金融監督管理総局。

²⁾ このほか、2024 年 10 月末までに、融資済みの住宅ローン金利を新規住宅ローン金利と同程度に引き下げることが発表されている。9 月 24 日の人民銀行の潘総裁の記者会見では、「平均金利は 0.5%程度下がり、恩恵を受けるのは 5,000 万世帯、1.5 億人に達し、家計にとって 1,500 億元の利払い負担軽減となる」（翻訳は筆者）旨を発言している。これは家計（消費）にとってプラスの効果が期待できる一方で、銀行の利益減少要因になることには留意すべきであらう。

本の国会に相当) 常務委員会が、1兆元の一般国債の増発を決定し、景気を下支えた。2024年も国債(一般国債もしくは特別国債、地方政府特別債券)増発への期待は高い。2024年は2023年と比べても景気下振れ圧力が高まっており、マーケットでは2兆元(GDP比1.6%程度)以上の追加発行が期待されている。

不動産不況からの脱却は可能なのか

以上、2024年9月下旬以降の政策発動あるいは予告をまとめたが、やはり喫緊の課題は不動産不況からの脱却だ。9月26日に実施された中央政治局会議では、不動産関連について、「不動産市場の下げ止まり・回復を図り、分譲住宅建設については、新規プロジェクトを厳しく抑制し、既存のものの最適化を図り、質を高め、ホワイトリスト・プロジェクトへの貸出に力を入れ、既存遊休地の活用を支援しなければならない。人々の懸念に対応し、住宅購入制限政策を見直し、既存の住宅ローン金利を引き下げ、土地、財政・租税、金融などの政策整備に力を入れ、不動産分野の発展の新たなモデルの構築を推進しなければならない」とされた。

キーワードは「不動産市場の下げ止まり・回復」と「新規プロジェクトの厳格な抑制」である。前者について、10月1日～7日の国慶節の連休中は、大都市を中心に一部都市で住宅販売が活況を呈したと報道されている。確かに、2軒目の頭金の割合を1軒目と同じ15%以上に引き下げたことは、一部実需を刺激する可能性がある。例えば、狭くて古い物件に住んでいる家計が、より快適な住宅に買い替えたいというニーズはある程度存在しよう。一方で、投資目的で住宅を購入する人々にとっては、住宅価格の中長期的な先高観が台頭することが重要となろう。しかし、直近2024年9月の新築住宅価格は▲6.1%、中古住宅価格は▲9.0%と、それぞれ30カ月、32カ月連続の下落となり、しかもマイナス幅が拡大している。住宅価格が中長期的に上昇するとの期待が高まるということは並大抵の話ではない。

全国70都市新築住宅価格
(前年同月比、前月比)の推移(単位:%)



全国70都市中古住宅価格
(前年同月比、前月比)の推移(単位:%)



次に、当局が注力しているのは、住宅在庫の削減や工事中断問題の解決であり、「新規プロジェクトは厳しく抑制」される。これが2つ目のキーワードだ。そして新規供給の抑制は中長期的に維持される可能性が高い。今後、中国の住宅実需は大きく減少する。国連の“World Population Prospects 2024”によると、中国最大の实需層を形成する30歳～34歳の人口は2021年に直近のピークである1億2,257万人となった。しかし、同推計はこの人口層はその後の10年間で33.5%減少し、2031年には8,151万人に減るとしている。実需の減少に見合いで供給を減らす必要があるということだ。もはや不動産開発を牽引役とした経済発展パターンの再現は極めて困難であるといわざるをえない。

不動産不況は一連のテコ入れ策によって、短期的には安定化する可能性はある。しかし、中長期的には厳しい状況が続くことになろう。

2024年は5%前後の成長率を確保も、2025年、2026年は景気減速が続く

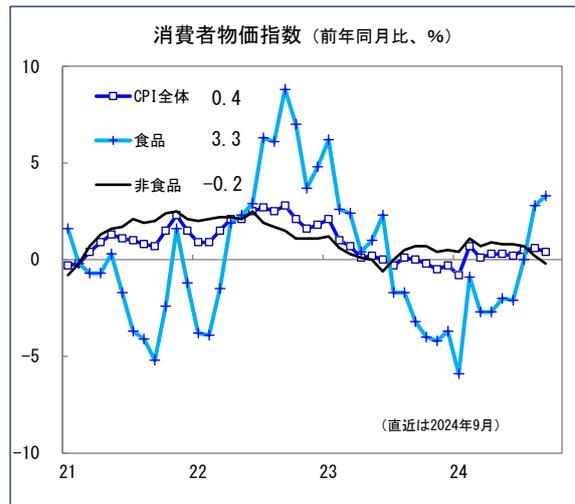
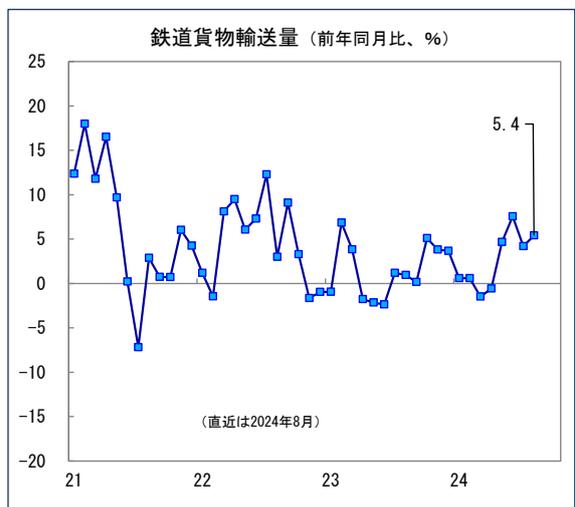
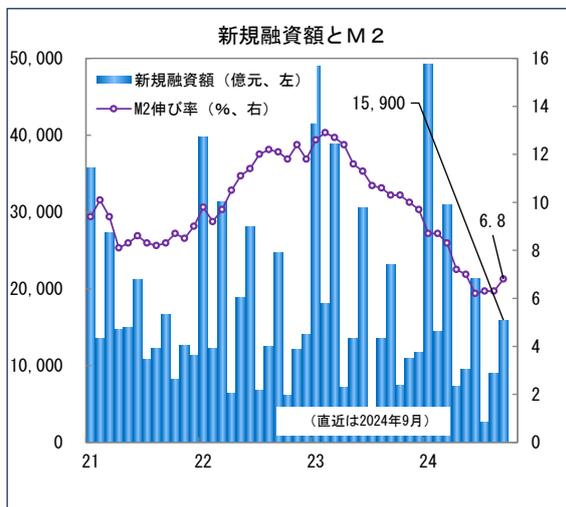
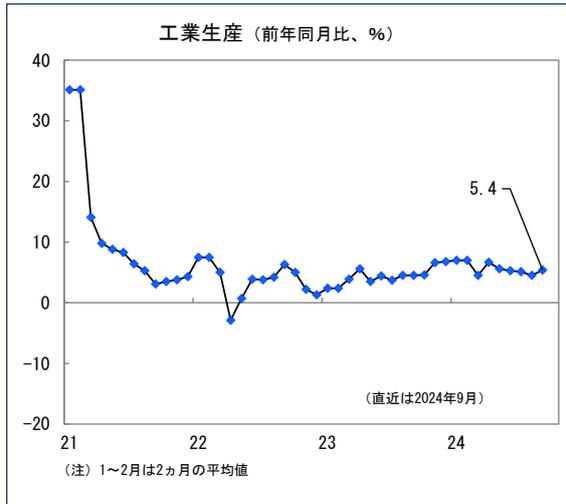
2024年7月25日に発表された、設備更新と消費財買い替えへの支援強化の政策効果や、近々発表が予想される国債増発の景気押し上げ効果もあり、2024年10月～12月は成長が加速し、2024年の中国経済は5.0%前後という政府成長率目標を達成する可能性が高い。しかし、補助金支給による設備更新や家電・自動車購入は需要の先食いの側面があり、2025年にはその反動が懸念される。大和総研では、2025年の実質GDP成長率を4.5%程度、2026年は4.2%程度と想定している。

主要経済指標一覧

	2023年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	9月
実質GDP成長率（四半期、前年同期比、%）	4.9	-	-	5.2	-	-	5.3	-	-	4.7	-	-	4.6
工業生産（前年同月比、%）	4.5	4.6	6.6	6.8	7.0		4.5	6.7	5.6	5.3	5.1	4.5	5.4
電力消費量（前年同月比、%）	9.9	8.4	11.6	10.0	11.0		7.4	7.0	7.2	5.8	5.7	8.9	8.5
鉄道貨物輸送量（前年同月比、%）	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、%）	3.1	2.9	2.9	3.0	4.2		4.5	4.2	4.0	3.9	3.6	3.4	3.4
不動産開発投資（前年累計比、%）	-9.1	-9.3	-9.4	-9.6	-9.0		-9.5	-9.8	-10.1	-10.1	-10.2	-10.2	-10.1
小売売上（前年同月比、%）	5.5	7.6	10.1	7.4	5.5		3.1	2.3	3.7	2.0	2.7	2.1	3.2
消費者物価指数 全体（前年同月比、%）	0.0	-0.2	-0.5	-0.3	-0.8	0.7	0.1	0.3	0.3	0.2	0.5	0.6	0.4
食品（前年同月比、%）	-3.2	-4.0	-4.2	-3.7	-5.9	-0.9	-2.7	-2.7	-2.0	-2.1	0.0	2.8	3.3
非食品（前年同月比、%）	0.7	0.7	0.4	0.5	0.4	1.1	0.7	0.9	0.8	0.8	0.7	0.2	-0.2
工業製品出荷価格指数（前年同月比、%）	-2.5	-2.6	-3.0	-2.7	-2.5	-2.7	-2.8	-2.5	-1.4	-0.8	-0.8	-1.8	-2.8
工業生産者購入価格指数（前年同月比、%）	-3.6	-3.7	-4.0	-3.8	-3.4	-3.4	-3.5	-3.0	-1.7	-0.5	-0.1	-0.8	-2.2
新規融資額（億元）	23,100	7,384	10,900	11,700	49,200	14,500	30,900	7,300	9,500	21,300	2,600	9,000	15,900
M2伸び率（%）	10.3	10.3	10.0	9.7	8.7	8.7	8.3	7.2	7.0	6.2	6.3	6.3	6.8
輸出（前年同月比、%）	-6.8	-6.6	0.7	2.1	6.7		-7.9	1.1	7.4	8.5	7.0	8.7	2.4
輸入（前年同月比、%）	-6.3	3.0	-0.6	0.3	3.6		-1.9	8.3	1.9	-2.4	7.1	0.4	0.3
貿易収支（億米ドル）（1月、2月は平均）	751.2	558.6	690.7	747.3	613.1		574.5	714.2	818.6	986.4	848.0	910.0	817.1
新築商品住宅価格指数 北京（前年同月比、%）	2.9	2.1	1.9	1.7	1.3	1.0	0.8	-0.5	-1.8	-2.4	-3.3	-3.6	-4.6
上海（前年同月比、%）	4.4	4.4	4.7	4.5	4.2	4.2	4.3	4.2	4.5	4.4	4.4	4.9	4.9
商用不動産 着工面積（前年累計比、%）	-23.9	-23.7	-21.7	-20.9	-30.5		-28.3	-24.7	-24.3	-23.8	-23.2	-22.6	-22.3
竣工面積（前年累計比、%）	19.1	18.4	17.1	15.8	-21.1		-21.4	-20.3	-20.1	-21.8	-21.8	-23.6	-24.4
不動産販売 面積（前年累計比、%）	-16.4	-16.7	-17.1	-17.7	-24.9		-24.3	-22.3	-21.1	-19.5	-18.6	-18.0	-17.1
金額（前年累計比、%）	-10.4	-10.7	-11.2	-12.5	-31.6		-30.1	-29.4	-28.4	-25.3	-24.3	-23.6	-22.7

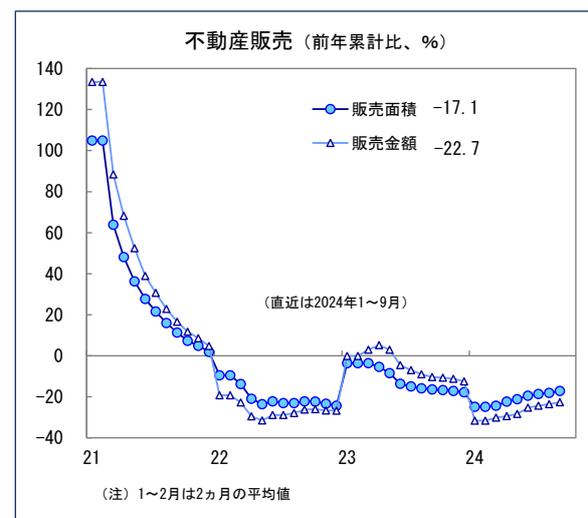
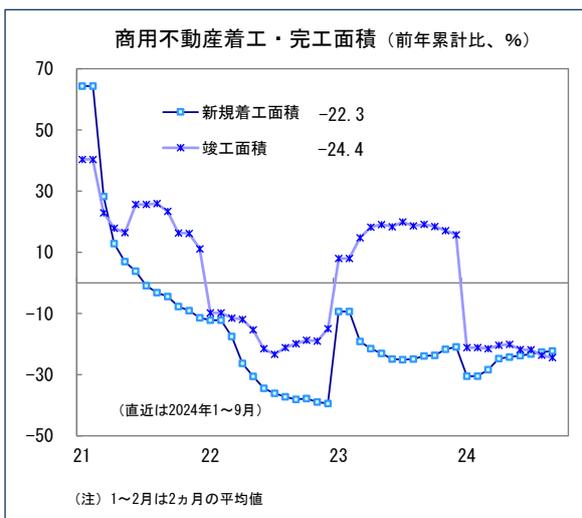
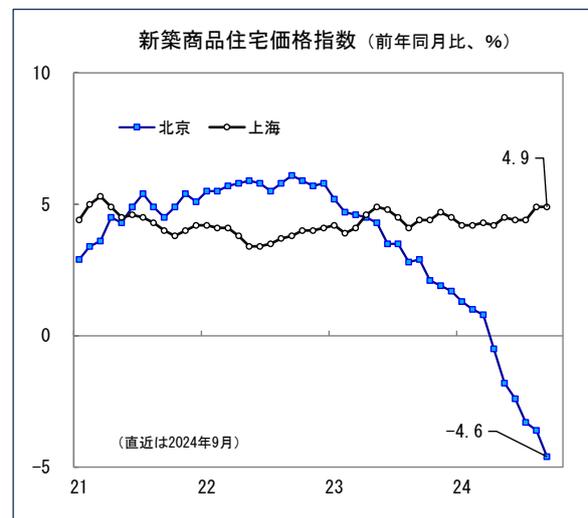
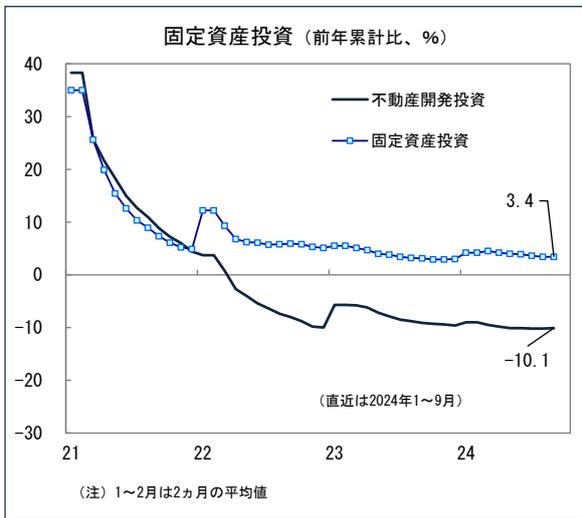
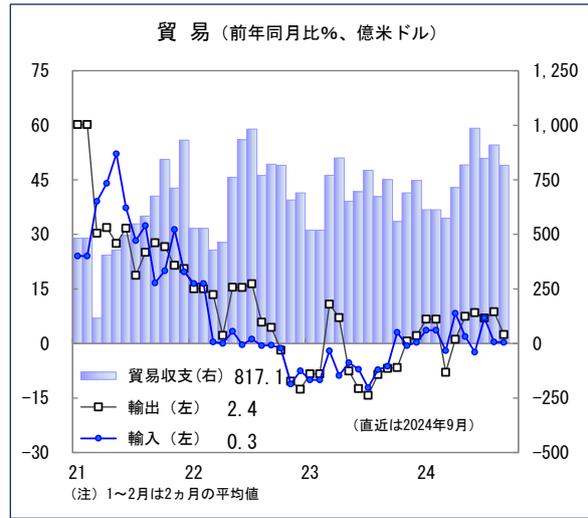
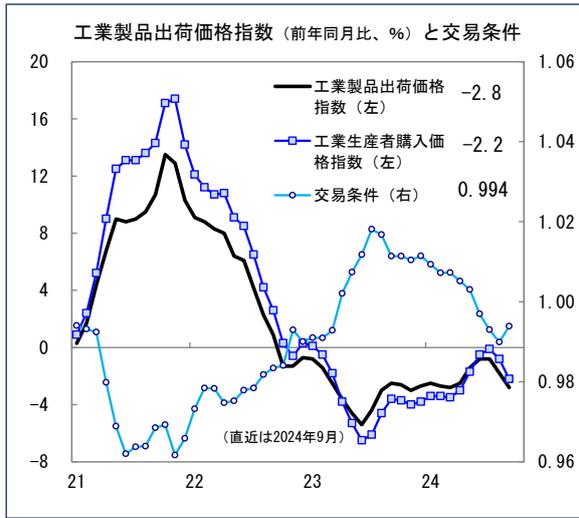
（出所）中国国家统计局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー局、CEICより大和総研作成

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