

2024 年 11 月 25 日

主要国経済 Outlook

2024 年 12 月号 (No. 457)

経済調査部

ニューヨークリサーチセンター

ロンドンリサーチセンター

[目次]

Overview 2

「選挙の年」の総括と、政策面の課題

経済調査部 シニアエコノミスト 佐藤 光

日本経済 3

経済見通しを改訂／緩やかな回復を見込むも米中経済動向などに注意

経済調査部 シニアエコノミスト 神田 慶司

米国経済 16

選挙で浮かび上がった米国経済の課題

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

成長加速も懸念は増大

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 38

景気テコ入れ策の効果を総点検

経済調査部 主席研究員 齋藤 尚登

各種レポートは大和総研ウェブサイトでもご覧いただけます。

URL は <https://www.dir.co.jp/report/index.html> です。

Overview

「選挙の年」の総括と、政策面の課題

佐藤 光

稀にみる「選挙の年」は、11月5日の米大統領選挙でほぼ一巡した。主な国・地域の結果は、米国と英国では政権交代となったほか、日本とフランス、台湾では議会において与党が少数派に転落し、インドでは連立政権の組成を余儀なくされ、韓国では元から少数派であった与党勢力が一段と後退した。総じて、選挙前までの与党には厳しい結果になったといえる。加えて、ドイツでは連立政権の崩壊を受けて、2025年2月の総選挙実施が見込まれているが、こちらも現与党の不人気は伝えられている。

選挙の争点として一般に最重要視される経済面からは、上記の主要国・地域で明確な不況に陥っているところは見当たらない。それでも総じて与党が苦戦する結果となった共通の要因は、インフレ進行に対する有権者の不満と考えられる。かつての米クリントン大統領の大統領選挙時のスローガンになぞらえれば、「問題はインフレだ！愚か者」ということかもしれない。

多くの人々にとって、インフレには累積効果がある。前年比ベースで伝えられる高インフレ率がたとえ短期間だったとしても、価格が高騰した分はインフレ率の減速後も残り続け、人々に長く痛みを意識させ得る。一方で、痛みを解消する賃上げはインフレ進行に遅れがちだ。

先進国を中心に長く続いたデフレやディスインフレによって、政治課題としての優先度が後退していた高インフレのマイナス面に対して、今年の選挙後の新政権は改めて対策を講じなければならない。その対策の根本は、決して、コスト増を招く保護主義でも、むやみに需要を刺激するバラマキ政策でもないだろう。コストプッシュとデマンドプルという主なインフレ要因をバランスよく鎮静化させながら、実質賃金をプラスに保つ難しい舵取りが要求される。

なお、今年の選挙において、英国と日本では投票率が過去との比較で低かった。一方米国では投票率が戦後2番目の高水準を記録したほか、フランスでも大幅上昇が伝えられた。投票率に象徴される民意の政治に対する熱量の差は、政権側の回答としての具体的な政策のみならず、有権者の経済活動への意欲にも反映されるかもしれない。興味深く観察していきたい。

主要国実質 GDP 見通し＜要約表＞（2024年11月22日時点）

	(%)				(前年比%)							
	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	10-12	(下線及び斜字は年度)			
日本	-2.4	2.2	0.9	2.2	2.1	1.3	1.0	1.0	1.2	1.7	-0.2	1.6
									<u>1.6</u>	<u>0.8</u>	<u>0.5</u>	<u>1.4</u>
米国	1.6	3.0	2.8	2.2	1.9	2.0	2.1	2.2	2.5	2.9	2.7	2.2
ユーロ圏	1.2	0.8	1.5	1.2	1.4	1.6	1.2	1.2	3.4	0.4	0.8	1.3
英国	2.8	1.8	0.6	1.2	1.6	1.8	1.6	1.6	4.3	0.3	0.9	1.5
中国	5.3	4.7	4.6	5.3	4.3	4.8	4.4	4.6	3.0	5.2	5.0	4.5
ブラジル	2.5	3.3	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	3.0	2.9	2.5	2.5
インド	7.8	6.7	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	<u>7.2</u>	<u>8.2</u>	<u>7.0</u>	<u>7.5</u>
ロシア	5.4	4.1	3.1	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	-1.2	3.6	4.0	1.5

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

(出所) 各種統計より大和総研作成

日本経済

経済見通しを改訂／緩やかな回復を見込むも米中経済動向などに注意

神田 慶司
久後 翔太郎
田村 統久
岸川 和馬
中村 華奈子

[要約]

- 2024 年 7-9 月期の GDP1 次速報の公表を受け、経済見通しを改訂した。メインシナリオにおける実質 GDP 成長率は 2024 年度+0.5%、2025 年度+1.4%（暦年ベースでは 2024 年▲0.2%、2025 年+1.6%）と見込む。
- 2024 年 7-9 月期に 2 四半期連続で前年比プラスとなった実質賃金（1 人あたり実質雇用者報酬）は、最低賃金や公務員給与の大幅引き上げ、春闘での高水準の賃上げ継続などにより、同+1%前後で推移するだろう。賃上げと価格転嫁の循環により、CPI 上昇率の基調は同+2%程度の見込みだ。家計の所得環境の改善や政府の経済対策、インバウンド需要の増加、高水準の家計貯蓄、シリコンサイクル（世界の半導体市況）の回復などが日本経済を下支えしたり、押し上げたりするとみている。ただし、米トランプ次期政権の政策など海外を中心に景気の下振れリスクには警戒が必要で、円高が進行する可能性もある。
- 日本銀行（日銀）は経済・物価・金融情勢を注視しつつ、2025 年 1-3 月期に短期金利を 0.50%に引き上げ、その後は半年に一度程度のペースで 0.25%pt の追加利上げを行うと想定している。予測期間を通じて緩和的な金融環境が維持されるだろう。ただし、170 円/ドルを超える大幅な円安などで CPI 上昇率が目標の 2%を大幅に上回る可能性が高まれば、日銀は追加利上げを前倒して実施するとみられる。

1. 内需を中心に緩やかな回復を見込むも米中経済動向などに注意

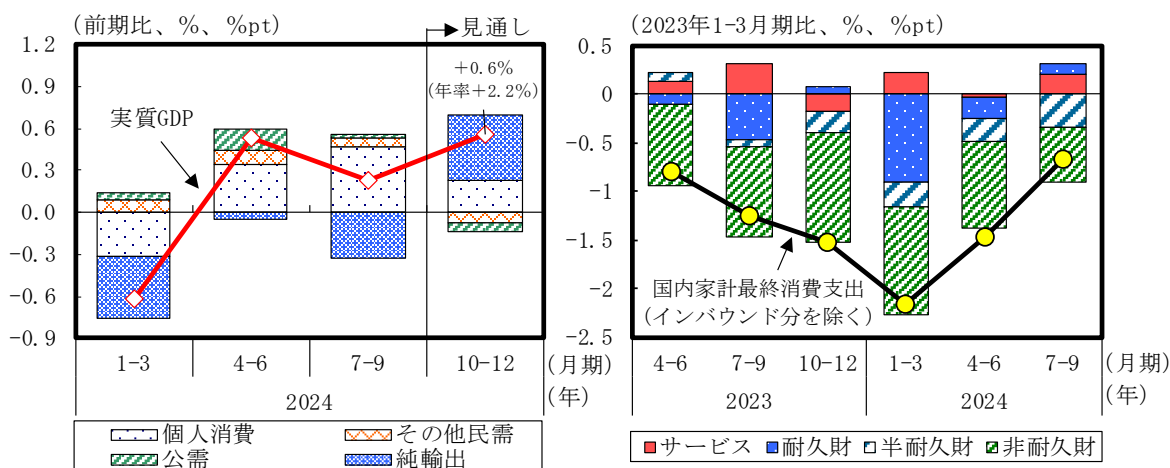
実質 GDP は年末にかけてプラス成長が続く見込み

2024 年 7-9 月期の実質 GDP 成長率は、1 次速報値で前期比年率+0.9%（前期比+0.2%）だった¹（**図表 1 左**）。2 四半期連続のプラス成長で、前年同期比では 3 四半期ぶりにプラスに転じた。物価高が継続する中、台風による一部工場の稼働停止や巨大地震への警戒などが経済活動を下押ししたものの、家計の所得環境の改善などを背景に個人消費が比較的高い伸びとなり、実質 GDP を押し上げた。

7-9 月期の実質 GDP を需要項目別に見ると（**図表 1 左**）、民需関連では個人消費が増加した一方、設備投資や住宅投資は減少した。民間在庫変動は GDP の増加に寄与した。公需関連では政府消費が増加した一方、公共投資は減少した。外需関連では輸出と輸入がともに増加したが、輸出の増加額が輸入のそれを下回ったことで、純輸出は 3 四半期連続のマイナスとなった。

このうち個人消費は前期比+0.9%と 2 四半期連続で増加した。国内家計最終消費支出からインバウンド分を除き、2023 年 1-3 月期対比で財・サービス別の寄与度を試算すると（**図表 1 右**）、7-9 月期は自動車などの耐久財のほか、非耐久財やサービスが個人消費の回復に寄与した。半耐久財は猛暑の影響で衣料品を中心に振るわなかった一方、非耐久財では飲料費や電気代などが増加した。同財では、米が品薄になったことで加工米飯への需要も伸びた。サービスでは、巨大地震への警戒や台風で旅行などを控える動きが広がったものの増加基調を維持した。

図表 1：実質 GDP 成長率の実績と見通し（左）、財・サービス別に見た国内家計消費の推移（右）



(注) 季節調整値。右図は実質額で、観光庁「インバウンド消費動向調査」をもとに GDP 統計の「非居住者家計の国内での直接購入」を財・サービス別に分解し、国内家計最終消費支出から差し引くことで算出。

(出所) 内閣府、観光庁統計より大和総研作成

実質雇用者報酬は前期比+0.0%と 4 四半期連続で増加したものの伸び率は縮小した。雇用者数は増加した一方、1 人あたり実質雇用者報酬（≒実質賃金）が下落した。もっとも、水準で見れば 2024 年 1-3 月期を上回っており、前年同期比では 2 四半期連続でプラスとなった（**後掲図**）。

¹ 詳細については、神田慶司・田村統久「[2024 年 7-9 月期 GDP \(1 次速報\)](#)」（大和総研レポート、2024 年 11 月 15 日）を参照。

表3右)。さらに、1人4万円の定額減税が6月から7月にかけて集中的に実施され、手取り所得が増加したことが7-9月期の消費を後押ししたとみられる²。

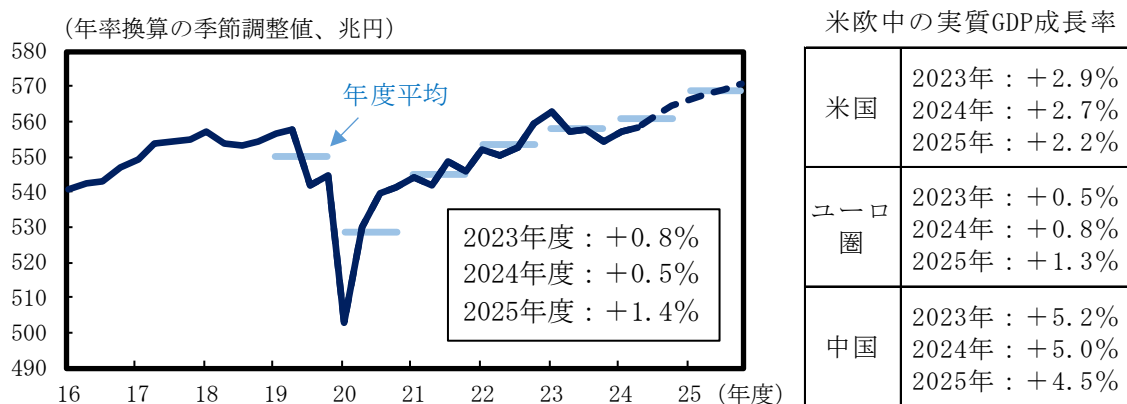
GDPデフレーターは前年同期比+2.5%と8四半期連続のプラスとなり、単位労働コスト(=名目雇用者報酬÷実質GDP)は同+3.2%だった。伸び率は2023年10-12月期まで3四半期連続でゼロ%近傍で推移したが、2024年1-3月期に前年同期比+3.0%へと加速し、直近まで高水準を維持した。2024年の春闘賃上げ率が33年ぶりの高水準になったことなどを受け、賃金面からの強い物価上昇圧力は足元でも継続しているようだ。

日本経済は1-3月期まで3四半期にわたって停滞したが、4-6月期に回復局面に入り、7-9月期は回復基調が継続した。10-12月期の実質GDP成長率は前期比年率+2.2%(前期比+0.6%)と、民需の回復などにより3四半期連続のプラス成長を見込んでいる(**前掲図表1左**)。

日本の実質GDPは2025年度にかけて1%程度のプラス成長を見込む

図表2ではメインシナリオにおける実質GDPの推移と、その前提である海外経済見通しを示した。海外経済については当社の各国担当者の最新(11月22日時点)の見通しに基づく。詳細については各国の経済見通しを参照されたい。

図表2：日本の実質GDP見通し(左)と海外経済の前提(右)



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

(出所) 内閣府、各国統計より大和総研作成

上記の海外経済見通しの下、メインシナリオにおける日本の実質GDP成長率は2024年度で前年比+0.5%、2025年度で同+1.4%と見込んでいる(暦年ベースでは2024年で同▲0.2%、2025年で同+1.6%)。

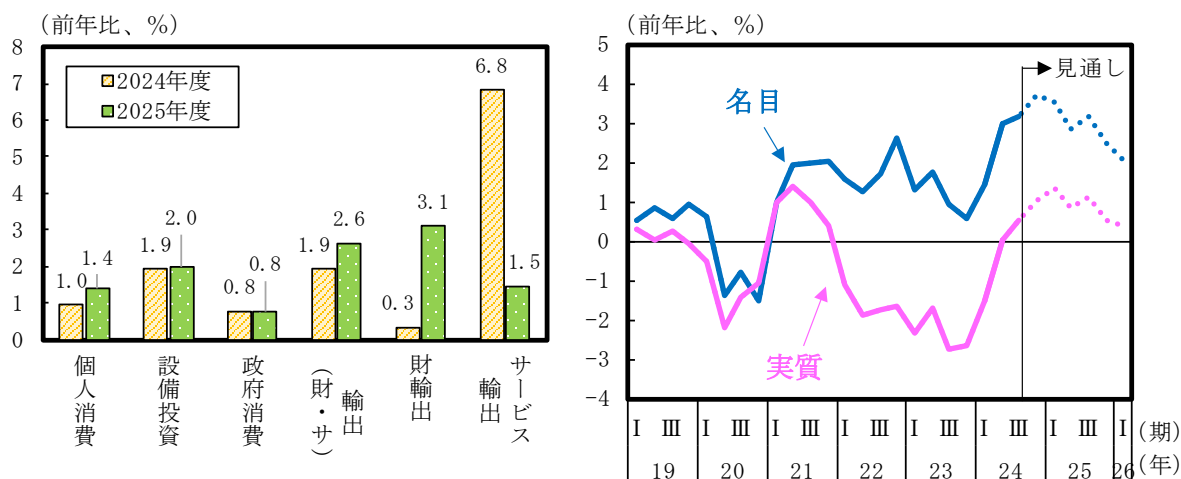
2024年度の成長率見通しは、2024年9月9日に公表した当社の「[第222回日本経済予測\(改訂版\)](#)」(以下、前回予測)から0.3%pt引き下げた。個人消費を中心とした2024年4-6月期実績の下方修正や、7-9月期における設備投資の伸び悩み、純輸出の下振れなどを反映した。2025年度は前回予測から0.1%pt引き上げた。景気回復の時期が後ずれしたことが背景にある。

² 詳細は「[日本経済見通し：2024年6月](#)」を参照。

「成長率のゲタ」（各四半期の前期比の伸び率がゼロで達成できる実質 GDP 成長率）を除けば前年比+0.7%程度であり、緩やかな成長を想定しているのは前回予測と同様だ。四半期ベースの実質 GDP 成長率は前期比年率+1%程度で推移しよう。

主な需要項目に関しては、**図表 3 左**のような推移を見込んでいる。このうち個人消費は、賃上げ継続などによる所得環境の改善や高水準の家計貯蓄などを背景に、緩やかな増加が続く見込みである。

図表 3：主な需要項目の見通し（左）、1人あたり雇用者報酬の見通し（右）



(注) 左図の「財・サ」は財およびサービス。右図の実線は季節調整値で、点線は大和総研による予測値。
(出所) 厚生労働省、総務省、内閣府統計より大和総研作成

GDP 統計上の実質賃金に相当する 1 人あたり実質雇用者報酬（季節調整値）は、2024 年 4-6 月期に前年比+0.0%とわずかながらも 10 四半期ぶりにプラスに転じ、7-9 月期にはプラス幅が拡大した³（**図表 3 右**）。2022～23 年に実質賃金が前年割れした背景には、大幅な円安・資源高に伴う交易条件の悪化や労働分配率の低下などがあったが、こうした影響はすでに一巡している⁴。2024 年 10-12 月期以降は最低賃金や公務員給与の大幅引き上げ、春闘での高水準の賃上げ継続（**後掲図表 4**）、物価上昇の減速もあって実質賃金の上昇基調が続くだろう。2025 年度にかけ、これまでの労働生産性上昇率並みの前年比+1%前後で推移するとみている。

設備投資は、緩和的な金融環境が継続する中で、コロナ禍や物価高により企業が先送りしてきた更新投資や能力増強投資などが発現するとみている。積極的な賃上げに伴う資本の相対価格の低下などを受けて省力化に向けた投資が加速するほか、DX（デジタルトランスフォーメーション）や GX（グリーントランスフォーメーション）に関連したソフトウェア投資や研究開発投資も増加する見込みだ。他方、海外経済をめぐる不透明感の強まりや人手不足を背景とした工期

³ 実質賃金は厚生労働省「毎月勤労統計調査」の公表値が注目されることが多い。これに対して、**図表 3 右**で示した GDP 統計の雇用者報酬は全ての業種・企業規模を対象としている（「毎月勤労統計調査」では 5 人未満の事業所や公務などの業種は対象外）。また実質化に使用される家計最終消費支出デフレーターは、直近の消費バスケットを反映した「パーシェ型」である（「毎月勤労統計調査」で使用する消費者物価指数は基準年（現行は 2020 年）の消費バスケットを反映した「ラスパイレ型」）。こうした点などから、雇用者報酬は経済実態をより反映したマクロの賃金指標といえる。

⁴ 詳細は、当社の「[第 221 回日本経済予測（改訂版）](#)」（2024 年 6 月 10 日）を参照。

の遅れなどが、設備投資の伸びを抑制する可能性には警戒が必要だ。

政府消費は、高齢化が進展する中で医療・介護給付費を中心に増加を続けるとみており、伸び率も 2024、25 年度で同程度を見込んでいる。

輸出のうち、財輸出はシリコンサイクル（世界の半導体市況）の回復などを背景に増加が続くとみている。2024 年度から 2025 年度にかけて伸び率は高まるが、これは前述した「成長のゲタ」によるところが大きく、四半期ベースの伸び率では総じて 2024 年度から減速する姿を想定している。サービス輸出は、インバウンド消費が 2024 年度を中心に増加するほか、業務サービスなどの趨勢的な増加が下支えするとみている。

2. 今後の日本経済のポイント

足元の経済状況を踏まえつつ、今後の日本経済の主な下支え・押し上げ要因と下振れリスクをまとめたものが**図表 4**である。なお、物価と日本銀行（日銀）の金融政策の見通しは **3 章**で述べるが、消費者物価指数（CPI）上昇率の基調は 2%程度で推移し、日銀は緩やかなペースで追加利上げを実施していく（ただし実質金利はマイナス圏で緩和的な金融環境は維持）と見込んでいる。

<経済の下支え・押し上げ要因>

上記以外で 2025 年度までに主に見込まれる要因としては、「賃上げ等による家計の所得環境の改善」「政府の経済対策」「インバウンド需要の増加」「高水準の家計貯蓄」「シリコンサイクルの回復」が挙げられる。前回予測までは「自動車の挽回生産（受注残の消化）」を挙げていたが、2024 年内で挽回生産が一服すると見込まれることから今回は除外した。

前述のように、2024 年 7-9 月期の実質賃金（1 人あたり実質雇用者報酬）は 2 四半期連続で前年比プラスとなり、10-12 月期以降も春闘での高水準の賃上げ継続などもあってプラス圏で推移する見込みである（**前掲図表 3 右**）。日本労働組合総連合会（連合）の回答集計結果によると、2024 年の春闘賃上げ率（定期昇給相当込み）は加重平均で 5.1%だった⁵。企業業績や労働需給、物価上昇率などを説明変数とした推計式に基づけば、2025 年は 4.2%程度と試算される。物価上昇率や企業収益の減速などにより 2024 年比で低下するものの、2023 年を上回る 4%台を維持するとみられる。労働供給の増加余地⁶が縮小し、企業間の人材獲得競争が激化する中で、企業の「防衛的賃上げ」は今後も広く実施されよう。また政策面では、年 1.3 兆円規模の児童手当の拡充が 2024 年 10 月分（支給は 12 月）から始まったことも所得環境を改善させる⁷。

⁵ 日本労働組合総連合会（連合）「[33 年ぶりの 5%超え！～2024 春季生活闘争第 7 回（最終）回答集計結果について～](#)」（2024 年 7 月 3 日）

⁶ 労働供給の増加余地（余剰労働力）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）で検討した。

⁷ 所得制限が撤廃され、支給期間は高校生年代（18 歳誕生日～最初の 3 月 31 日）まで延長された。また、支給額は 0～2 歳が月 1.5 万円、3 歳～高校生年代が月 1 万円、第 3 子以降は年齢を問わず月 3 万円となった。

図表 4：今後の日本経済の主な「下支え・押し上げ要因」と「下振れリスク」

経済の下支え・押し上げ要因	
○賃上げ等による家計の所得環境の改善	24年7-9月期まで2四半期連続で前年比プラスだった実質賃金（1人あたり実質雇用者報酬）は10-12月期以降もプラス圏で推移する見込み（労働生産性並みの同+1%前後）。25年の春闘賃上げ率は前年から低下するも4.2%（連合集計値ベース）と高水準を維持へ。年1.3兆円規模の児童手当の拡充が24年10月分（支給は12月）から開始
○政府の経済対策	石破政権は2024年度（国費13兆円（定額減税を含めると17兆円台前半））を上回る補正予算を編成する方針。低所得世帯を中心とした給付金、エネルギー高対策の再開・延長、国土強靱化、所得税減税などが盛り込まれる可能性。国・地方のプライマリーバランスを25年度に黒字化させる財政健全化目標の達成は極めて困難に
○緩やかな金融環境の継続	生鮮食品・エネルギーを除くCPIは前年比+2%程度で推移する見込み。日銀は25年1月に短期金利を0.50%に引き上げ、その後は半年に一度程度のペースで0.25%ptの追加利上げを行うと想定（実質短期金利はマイナス圏で推移）
○インバウンド需要の増加	23年で2,507万人だった訪日外客数は24年で3,700万人、25年で4,000万人の見込み（実質インバウンド消費額は23年の4.5兆円から24年で6.6兆円、25年で7.0兆円）。北米や豪州など遠方からの旅行客数の増加などが下支えする一方、コロナ禍前を2割ほど下回る中国人訪日客数は中国の景気減速の影響で25年にかけて緩やかな回復にとどまる見込み
○高水準の家計貯蓄	家計金融資産は実質賃金の下落直前の21年12月末から直近の24年6月末までに+169兆円（負債を除いたネットベースで同+145兆円）。足元では株式市場が持ち直しており、資産効果を通じて消費を押し上げる可能性
○シリコンサイクル（世界の半導体市場）の回復	シリコンサイクルは24年から回復局面に。ただし25年にかけては回復ペースが鈍化する見込み。先端半導体で高いシェアを持つ台湾や韓国の電子部品・デバイス工業の出荷・在庫バランスなどに頭打ちの兆し
経済の下振れリスク	
○「トランプ2.0」と金融引き締め長期化による米国景気の悪化	米トランプ次期政権による追加関税や移民規制の強化、大型減税により、米国のGDPは最大で▲3.4%、CPIは+2.8%。FRBは雇用情勢が悪化してもインフレ抑制のために利下げ継続が難しくなり、引き締めの金融環境が長期化して景気後退や株価調整を招く恐れ（過去の景気後退局面と同程度の株安は逆資産効果を通じて米国の実質GDPを▲0.8%）
○米中対立の激化や経済安保の強化による経済活動の抑制	日本が中国向け半導体製造装置輸出を全面規制すれば2兆円超の輸出減。米国の対中投資規制（25年1月施行）に日本も参加したり、報復措置として中国がレアメタルなど重要物資の輸出規制を強化したりする可能性も
○中東情勢・ウクライナ情勢の緊迫化	原油価格が150ドル/bblに上昇すると日本の実質GDPへの影響（年間）は▲0.8%
○円高の進行	10円の円高ドル安による日本の実質GDPへの影響（年間）は▲0.2%。日米の金融政策の方向性の違いや米国の景気後退などにより購買力平価（90~120円/ドル程度）が意識されることも
○中国の過剰債務問題の顕在化	技術の停滞等を背景に中国の資本ストックは2,840兆円過剰（資本係数の長期トレンドからの乖離幅）

（出所）各種統計より大和総研作成

石破茂政権は経済対策の策定を進めている。本稿執筆時点で経済対策の詳細は明らかでないため、基本的には対策の効果を経済見通しに反映していないが⁸、報道によると政府は事業規模39兆円程度、財政支出21.9兆円程度の補正予算を編成するという。低所得世帯向けの給付金、エネルギー高対策の再開・延長、半導体や人工知能(AI)分野への支援などが盛り込まれる一方、「年収103万円の壁」対策など与党と政策協力で合意した国民民主党の政策の一部は税制改正で対応する方針だ。

経済対策は当面の日本経済を下支えする一方、2025年度に国と地方の基礎的財政収支（プライマリーバランス）を黒字化させる政府の財政健全化目標の達成は極めて困難になったといえる。

⁸ 公共投資は「防災・減災、国土強靱化のための5か年加速化対策」により高水準での推移が見込まれるため、公共投資見通しでは過去のトレンドを踏まえつつ、補正予算編成による予算の増額を予め想定している。

訪日外客数の回復は 2022 年秋から 2024 年春までの日本経済を力強く押し上げてきたが、その後の伸びは鈍化している。要因の 1 つは中国人訪日客数の回復の遅れであり、直近の 2024 年 10 月で 2019 年同月比▲20%と依然として低水準にある。これは旅行先としての日本の魅力が相対的に低下したわけではなく、中国の景気減速の影響を背景に中国人が海外旅行を抑制しているためとみられる⁹。当面は中国の景気減速が継続する見込みであることから、中国人訪日客数の回復は今後も緩やかなペースとなるだろう。2023 年で 2,507 万人（実質消費額で 4.5 兆円）だった訪日外客数は 2024 年で 3,700 万人程度（同 6.6 兆円程度）、2025 年は 4,000 万人程度（同 7.0 兆円程度）へと増加すると見込んでいる。

高水準の家計貯蓄は個人消費を継続的に下支えするとみられる。家計の金融資産残高は実質賃金下落基調に入る前の 2021 年 12 月末から直近の 2024 年 6 月末までに 169 兆円増加し、2,212 兆円に達した（負債を除くベースでは 145 兆円増加して 1,819 兆円）。8 月 5 日に日経平均株価が過去最大の下落幅を記録するなど株式市場では不安定な動きを見られたが、その後は米経済指標の堅調な結果が相次いで発表されたことや、日米の拡張的財政政策への期待などもあって緩やかに持ち直している。株価の回復が継続すれば、資産効果を通じて個人消費などを押し上げる可能性がある。

世界半導体販売額に見るシリコンサイクルは 2023 年 11 月に 1 年 3 カ月ぶりに前年比でプラスに転換した。国内の電子部品・デバイス工業の生産指数はシリコンサイクルの回復を反映するように上昇傾向が継続している。ただし、これに先行する SOX 指数（フィラデルフィア半導体株指数）では頭打ちの兆しが見られ、先端半導体などで高いシェアを持つ台湾や韓国の電子部品・デバイス工業の出荷・在庫バランスは回復ペースが鈍化している。サイクル期間がおおむね 4 年程度であることを踏まえると、当面はシリコンサイクルの回復が半導体関連財の国内生産を後押しするものの、その勢いは 2025 年にかけて鈍るだろう。

<経済の下振れリスク>

日本経済の下振れリスク要因は、海外に中心に多く存在する。具体的には、『「トランプ 2.0」と金融引き締め長期化による米国景気の悪化」「米中対立の激化や経済安保の強化による経済活動の抑制」「中東情勢・ウクライナ情勢の緊迫化」「円高の進行」「中国の過剰債務問題の顕在化」などが挙げられる（**前掲図表 4**）¹⁰。

2025 年 1 月に誕生する米国のトランプ次期政権の政策（「トランプ 2.0」）や、それによる経済活動への影響は不確実性が極めて大きい。大統領選でのトランプ氏の発言を踏まえると、政権誕生後に追加関税措置や移民規制の強化、大型減税などが見込まれる。これらは供給側と需要側の両面から物価上昇圧力を高め、減速傾向にあるインフレを再び加速させる可能性がある。

⁹ 詳細については、山口茜「[中国の景気減速が影を落とす日本のインバウンド消費](#)」（大和総研レポート、2024 年 11 月 18 日）を参照。

¹⁰ 「中東情勢・ウクライナ情勢の緊迫化」による原油高の影響と「中国の過剰債務問題の顕在化」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、「円高の進行」については当社の「[第 222 回日本経済予測（改訂版）](#)」（2024 年 9 月 9 日）をそれぞれ参照されたい。

当社の「[第 221 回日本経済予測（改訂版）](#)」（2024 年 6 月 10 日）で試算したように、「トランプ 2.0」により米国の GDP は最大で 3.4%減少し、CPI は同 2.8%押し上げられる可能性がある（[図表 5](#)）。中国などが対抗措置として米国からの輸入製品に対する追加関税などを実施すれば、米国経済並びに世界経済は一段と下押しされるだろう。

米国の雇用情勢は緩やかに悪化しているが、上記の経済状況の下で雇用情勢の悪化ペースが速まっても、FRB はインフレ抑制のために利下げを継続的に実施することが難しくなるだろう。その結果、引き締めの金融環境が長期化して景気後退や株価調整を招く恐れがある。この点、過去の景気後退局面と同程度の株安が発生すると、逆資産効果を通じて米国の実質 GDP は 0.8%程度押し下げられると試算される¹¹。

図表 5：トランプ次期政権の政策（「トランプ 2.0」）によるリスクの影響試算

(%、%pt)	政策に関わる内訳						
	最大ケース 試算	中庸ケース 試算	関税引き上げ		移民規制		減税等
			最大	中庸	最大	中庸	
米国実質GDP	-3.40	-0.67	-1.84	-0.70	-0.45	-0.21	0.83
米国CPI	2.75	0.84	2.33	0.57	0.28	0.13	0.14
中国実質GDP	-1.13	-0.60	-1.29	-0.86	-0.19	-0.09	0.34
日本実質GDP	-0.48	-0.15	-0.66	-0.44	-0.21	-0.10	0.39

（注）以下の想定で試算。GDP に関して、関税引き上げの試算は大和総研マクロモデルより、移民規制の試算は労働人口の減少率、減税等の試算は公的機関の試算の平均による。詳細については「[第 221 回日本経済予測（改訂版）](#)」（2024 年 6 月 10 日）を参照。

関税引き上げ最大：対中国 60%とその他世界 10%関税

関税引き上げ中庸：対中国 40%関税（現状の平均税率の約 2 倍）

移民規制最大：全ての移民流入を停止

移民規制中庸：不法移民流入のみ停止

減税等：2017 年トランプ減税延長

（出所）IMF、OECD、CBO などより大和総研作成

米中対立の激化とともに下振れリスク要因となり得るのが、経済安全保障（経済安保）の強化による経済活動の抑制だ。日本は対中輸出規制に関する米国からの要請に応じる形で、2023 年 7 月に先端半導体製造装置などの輸出管理を強化し、2024 年 9 月に対象品を拡大した。仮に半導体製造装置の対中輸出を全面的に規制すれば、日本の GDP への影響は輸出の減少と国内での減産による負の波及効果を合わせて▲2.6 兆円（GDP 比▲0.4%）程度と試算される¹²。

今後は、2025 年 1 月に施行される米国の対中投資規制に同調する形で日本が類似の規制を実施したり、報復措置として中国がレアメタルなど重要物資の輸出規制を強化したりする可能性がある。一方、事実上の対中包囲網として米国が主導し、日本も参加する「インド太平洋経済枠組み（IPEF）」について、トランプ次期大統領は脱退する考えを示している。米国の脱退により、日本企業のサプライチェーンが影響を受ける可能性にも注意が必要だ。

¹¹ 米国の景気後退局面における平均的な株価下落率に当社の「[第 210 回日本経済予測（改訂版）](#)」（2021 年 9 月 8 日）の図表 4-9 で示した米国の消費関数の弾性値を乗じることで算出した。

¹² 詳細については、岸川和馬「[経済安全保障の新局面における注目点①](#)」（大和総研レポート、2024 年 9 月 6 日）を参照。

3. 物価・金融政策の見通し

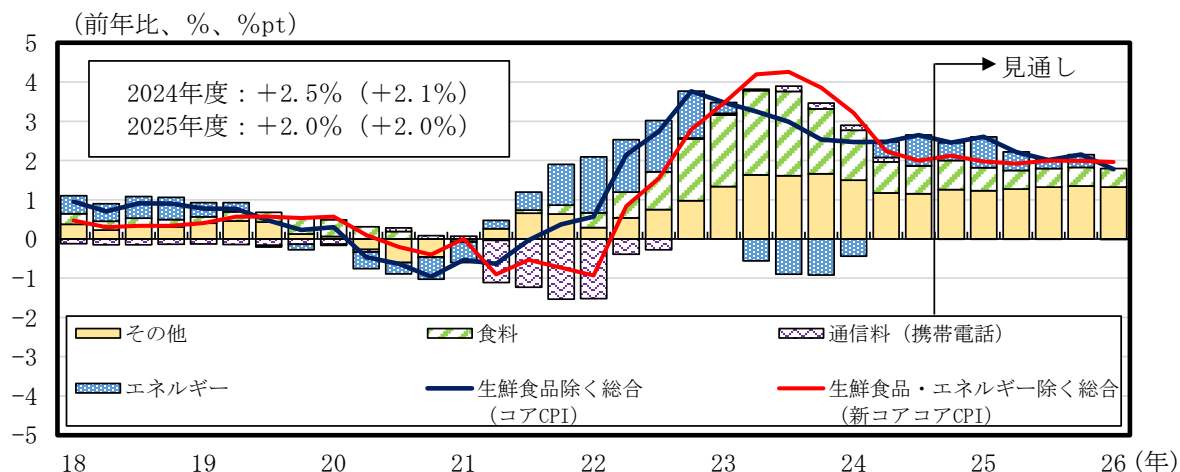
新コアコア CPI は 2024、25 年度ともに前年比+2%程度を見込む

生鮮食品を除く総合ベースの CPI（コア CPI）は、2024 年度で前年比+2.5%、2025 年度で同+2.0%を見込む（図表 6）。生鮮食品・エネルギーを除く総合ベースの CPI（新コアコア CPI）は、2024 年度に同+2.1%、2025 年度に同+2.0%の見込みだ。前回予測と同様、賃金と物価の循環的な上昇が定着し、新コアコア CPI は前年比+2%程度で安定的に推移するとみている。

詳細は後述するが、物価上昇の主因は中間投入コストの増加（日銀の整理¹³でいう「第一の力」）から人件費の増加（いわゆる「第二の力」）へとすでに転換している。人手不足の深刻化という構造的な課題が背景にあることから、企業による賃上げの動きは続く見込みだ。それに伴う人件費の増加を販売価格に転嫁する動きも継続するだろう。

エネルギー関連では、政府は「酷暑乗り切り緊急支援」として 2024 年 8～10 月の電気・ガス代を補助した。燃料油価格激変緩和補助金（ガソリン補助金）は年内に限り継続する方針だ。また報道によると、政府は経済対策として電気・ガス代の補助の再開とガソリン補助金の延長を実施するという。補助額や期間などの詳細は本稿執筆時点で固まっていないが、実施すれば先行きの CPI 上昇率の下押し要因となる。

図表 6：CPI の見通し（各年度の数字は生鮮食品除く、括弧内は生鮮食品・エネルギー除く）



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

(出所) 総務省統計より大和総研作成

今後 165 円/ドルで推移しても CPI 上昇率の押し上げ効果は 0.15%pt にとどまる

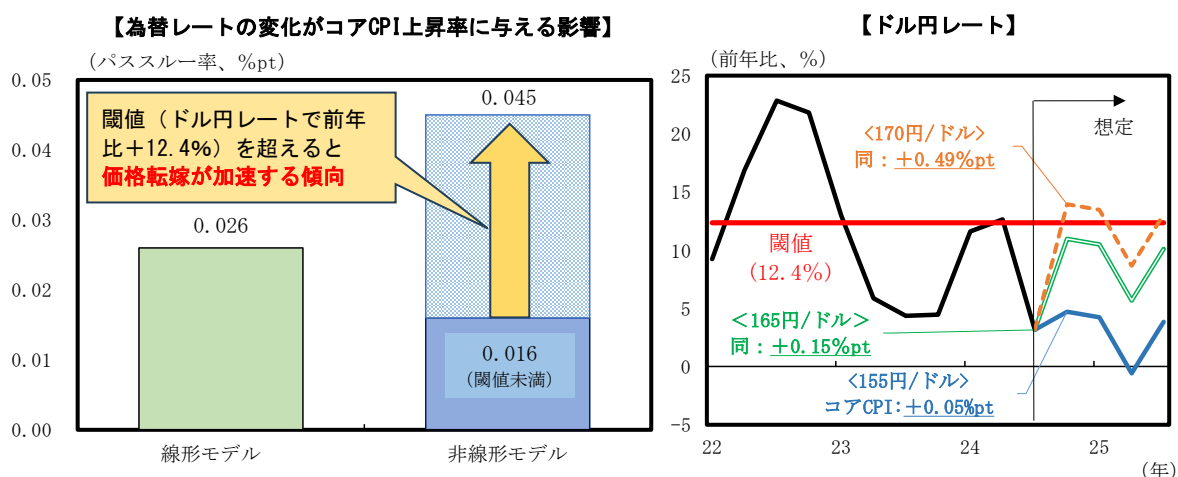
今後の物価上振れリスクの 1 つとして、円安の進行が挙げられる。ドル円レートは 2024 年 7 月にかけて一時 161 円/ドル台後半を付けるなど、円安が急速に進んだ。だが、FRB が利下げに動くとの見方が強まる中で日銀が短期金利を 0.25%に引き上げたことで、日米の金融政策の方

¹³ 植田和男「[最近の金融経済情勢と金融政策運営-大阪経済4団体共催懇談会における挨拶-](#)」（2023 年 9 月 25 日）

向性の違いが強く意識された結果、9月中頃にかけて一時140円/ドル台まで円高が進んだ。その後は、米国の景気悪化懸念が後退したことで円安ドル高基調へと転換し、足元では155円/ドル前後で推移している。

急速な円安の進行は企業の価格設定行動を積極化させ、物価上昇率を非線形的に押し上げる¹⁴。こうした企業行動を考慮したモデルを用いて、ドル円レートの変化がコアCPI上昇率に与える影響（パススルー率）を推計した結果が図表7だ。

図表7：非線形性を考慮した為替変動による物価への影響度（左）、円安による物価の押し上げ効果（右）



(注1) 被説明変数はコアCPI、説明変数は企業物価、ドル円レート、名目賃金。推計期間は1990年1-3月期～2023年10-12月期。標準偏差の0.5～2.0倍の範囲内で0.1刻みのグリッドサーチにより各説明変数の最適な閾値を設定。各変数のラグは1期から4期までの範囲でAICにより最適な次数を設定。「パススルー率」はドル円レートの前年比の1%ptの変化によりコアCPI上昇率が何%pt変化するかを示す値。

(注2) 閾値の設定や変数のラグ次数の設定方法などは佐々木・山本・中島（2023）を参考にした。

(出所) 総務省、厚生労働省、日本銀行、佐々木貴俊・山本弘樹・中島上智（2023）「消費者物価への非線形なコストパススルー：閾値モデルによるアプローチ」（日本銀行ワーキングペーパーシリーズ、No. 23-J-5）より大和総研作成

企業の価格設定行動において非線形性を想定する場合、ドル円レートが前年比で+12.4%（閾値）を上回ると、企業は価格転嫁の度合いを強める傾向があることが示唆された。ドル円レートの変化率が閾値を超えると、パススルー率は0.016%ptから0.045%ptへと3倍ほどに高まり、非線形性を考慮しないモデルでの推計値（0.026%pt）を大きく上回る（図表7左）。

この推計結果をもとに、ドル円レートのケース別に物価の押し上げ効果を試算したものが図表7右だ。更なる円安の進行で仮にドル円レートが165円/ドルで推移しても、前年の水準が高かったこともあり、ドル円レートの前年比上昇率は閾値を超えない。結果として、コアCPI上昇率の押し上げ効果は0.15%ptにとどまる。足元と同程度の水準（155円/ドル）で推移する場合の押し上げ効果は0.05%pt程度だ。170円/ドルの場合は閾値を超えることで押し上げ効果が0.49%ptへと大幅に高まる点には注意が必要だが、現時点では円安の進行によるコアCPI上昇率の上振れリスクは小さいと評価できよう。

¹⁴ このメカニズムの背景については、久後翔太郎・中村華奈子「円安進行で高まるインフレリスクと金融政策への示唆」（大和総研レポート、2024年6月3日）を参照。

物価上昇の主因はすでに「第一の力」から「第二の力」へと転換

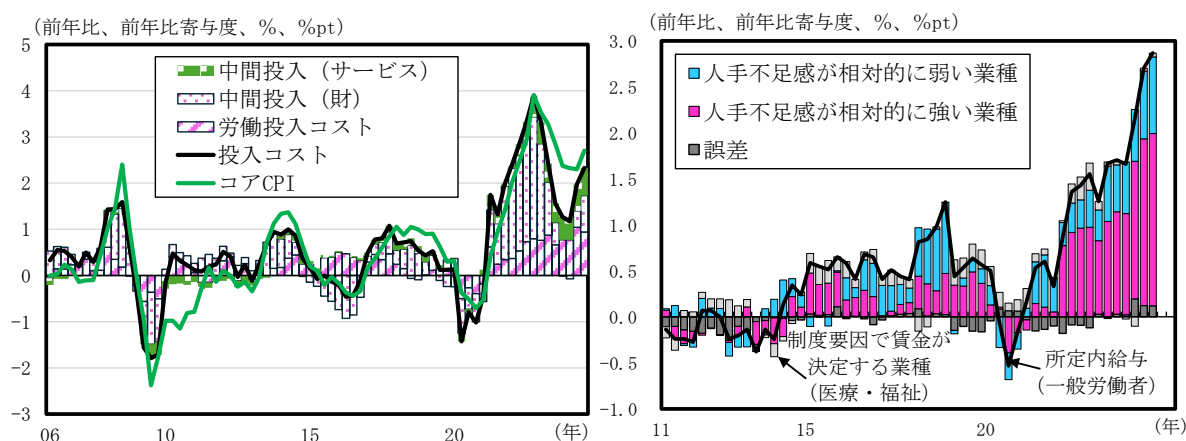
もともと、CPI の上昇の主因は輸入物価高による中間投入コストの増加（日銀の整理でいう「第一の力」）から、人件費の増加（同「第二の力」）へと転換したとみられる。

図表 8 左は企業の投入コストとコア CPI の推移を示したもののだが、両者の連動性は高く、CPI の上昇要因を投入コストの面から捉えることができる。コア CPI 上昇率が急速に高まった 2022、23 年頃に目を向けると、「中間投入（財）」の寄与度が大きい。資源高に加え、急速な円安の進行によって企業の投入コストが急増したことが、コア CPI 上昇率が急騰した背景にある。だが、足元ではこうした動きはすでに一巡しており、「労働投入コスト」が企業のコスト増の主因となっている。

このため、コア CPI 上昇率の先行きを考える上では、労働投入コストの増加が持続するかどうかが重要だ。そこで、同コストの増加の背景を探るため、**図表 8 右**では、労働投入コストの一部である所定内給与（前年比）の業種別の寄与度を人手不足感の相対的に強い業種と弱い業種に分類した。所定内給与は足元で上昇テンポを速めているが、とりわけ人手不足感が相対的に強い業種の寄与度が大きい。

労働供給制約などを背景とした人手不足という構造的要因が、「第二の力」を強めているとみられる。企業は省力化投資などに積極的だが、労働力人口が頭打ちとなる中で人手不足が短期的に解消するのは難しい。人材確保のための賃上げや、人件費増加分の転嫁による物価上昇圧力は今後も継続すると見込まれる¹⁵。

図表 8：企業の投入コストと CPI の推移（左）、所定内給与の要因分解（右）



(注 1) 左図の投入コストは、企業物価指数（日本銀行）や企業向けサービス価格指数（同）、毎月勤労統計調査（厚生労働省）等を用いて、2015 年産業連関表の中間投入ウェイトおよび労働投入ウェイトから産業ごとの投入コストの変化率を計算した上で、家計最終消費支出ウェイトによって加重平均した値。

(注 2) 右図の人手不足感の相対的に強い業種と弱い業種は、日銀短観における各業種の雇用人員判断 DI（最近）により分類。

(出所) 内閣府、日本銀行、総務省、厚生労働省より大和総研作成

¹⁵ ただし業種別に見ると、賃金と物価の循環的な上昇は特に家計向け非製造業で遅れている点には注意が必要である。詳細については、中村華奈子・久後翔太郎『『賃金と物価の好循環』の進展評価と定着に向けた課題』（大和総研レポート、2024 年 11 月 20 日）を参照。

日銀は25年1月に短期金利を0.50%に引き上げ、その後も緩やかに引き上げていく見込み

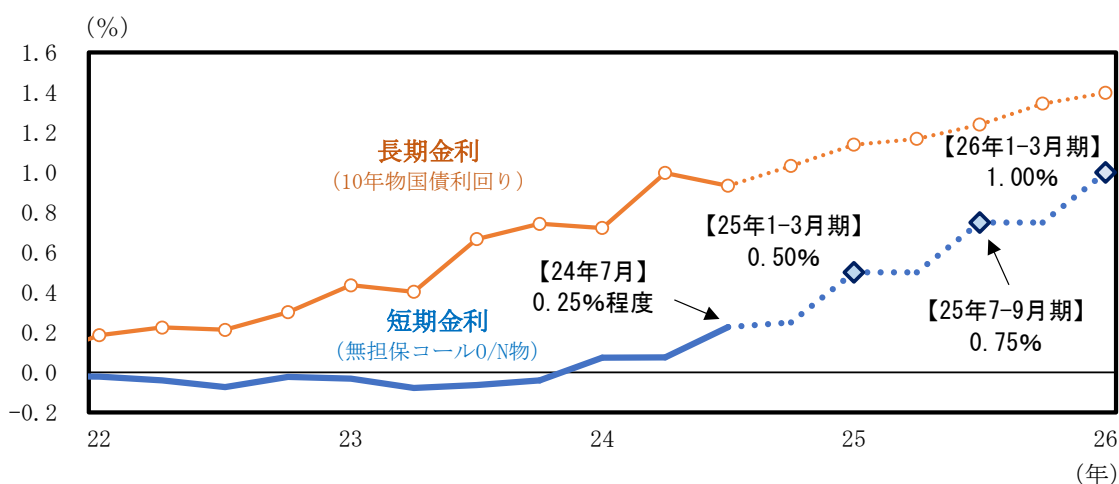
日銀は今後、経済・物価・金融情勢を注視しつつ、緩やかなペースで追加利上げを実施すると当社ではみている。メインシナリオでは2025年1-3月期（月次ベースでは1月）に短期金利を0.50%に引き上げ、その後は半年に一度程度のペースで0.25%ptの追加利上げを行うと想定している（図表9）。

実質短期金利（コールレートから物価上昇率を差し引いた水準）は緩やかに上昇するが、予測期間を通じてマイナス圏で推移する見込みである。日本の自然利子率は足元でゼロ近傍にあると推計される¹⁶。実質金利が自然利子率を下回る（実質金利ギャップはマイナスになる）ことで、予測期間を通じて緩和的な金融環境が維持されるだろう。

当社の想定よりも追加利上げの時期が前倒しになるリスクとしては、急速な円安の進行が挙げられる。前述のように、ドル円レートが足元と同程度の水準で推移する場合、大きな物価上昇圧力とならないが、170円/ドルを超える大幅な円安の場合はその限りではない。CPI上昇率が物価安定目標の2%を大幅に上回る可能性が高まれば、日銀は追加利上げを前倒しで実施し、物価上昇リスクの抑制に動くだろう。

10年物国債利回り（長期金利）は予測期間の終盤に1.40%程度まで上昇すると見込んでいる（図表9）。日銀が利上げを進めることが長期金利の押し上げ要因になる。一方、見通し期間を通してFRBは段階的に利下げを進めると想定している。米国長期金利は緩やかに低下していく見込みであり、日本の長期金利に下押し圧力がかかるだろう。

図表9：日本の長短金利の見通し



(注) 長期金利は期間平均値で、短期金利は期末値。点線は大和総研による予測値。
 (出所) 財務省、日本銀行統計より大和総研作成

¹⁶ 詳細は「第220回日本経済予測（改訂版）」（2024年3月11日）を参照。

図表 10：日本経済見通し＜第 223 回日本経済予測（2024 年 11 月 21 日）＞

	2023			2024				2025				2026	2023 年度 (暦年)	2024 年度 (暦年)	2025 年度 (暦年)
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3			
実質GDP(年率、兆円)	562.9	557.2	557.7	554.3	557.3	558.5	561.6	564.5	566.4	567.8	569.2	570.5	558.1	560.7	568.6
＜前期比、%＞	0.6	-1.0	0.1	-0.6	0.5	0.2	0.6	0.5	0.3	0.3	0.2	0.2			
＜前期比年率、%＞	2.6	-4.0	0.4	-2.4	2.2	0.9	2.2	2.1	1.3	1.0	1.0	0.9			
＜前年同期比、%＞	1.9	1.3	0.9	-0.8	-1.1	0.3	0.7	1.8	1.7	1.6	1.3	1.1	0.8	0.5	1.4
													(1.7)	(-0.2)	(1.6)
民間消費支出(前期比、%)	-0.7	-0.4	-0.3	-0.6	0.7	0.9	0.4	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2	-0.6	1.0	1.4
民間住宅投資(前期比、%)	1.2	-0.9	-1.0	-2.9	1.4	-0.1	-0.8	-0.4	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	0.3	-2.0	-2.1
企業設備投資(前期比、%)	-2.2	-0.1	2.1	-0.4	0.9	-0.2	0.7	0.4	0.5	0.5	0.6	0.6	0.3	1.9	2.0
政府消費支出(前期比、%)	-1.2	0.5	-0.1	0.3	0.1	0.5	-0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	-0.5	0.8	0.8
公共投資(前期比、%)	1.0	-2.0	-1.7	-1.1	4.1	-0.9	-0.9	0.0	0.3	0.3	0.3	0.3	0.6	1.2	0.0
輸出(前期比、%)	3.1	0.2	2.9	-4.5	2.6	0.4	1.5	0.9	0.6	0.4	0.4	0.3	2.8	1.9	2.6
輸入(前期比、%)	-4.1	0.9	2.4	-2.4	2.9	2.1	-0.8	0.0	0.4	0.4	0.4	0.4	-3.2	3.6	1.1
名目GDP(前期比年率、%)	8.3	-0.6	3.2	-1.0	7.0	2.1	4.1	3.7	2.6	2.3	2.2	2.0	4.9	3.0	2.8
GDPデフレーター(前年同期比、%)	3.8	5.3	4.0	3.4	3.1	2.5	2.4	2.3	1.5	1.5	1.3	1.2	4.1	2.6	1.4
鉱工業生産(前期比、%)	1.2	-1.4	1.1	-5.1	2.7	-0.4	3.1	0.9	0.4	0.4	0.3	0.3	-1.9	0.4	3.1
コアCPI(前年同期比、%)	3.2	3.0	2.5	2.5	2.5	2.7	2.5	2.6	2.2	2.0	2.2	1.8	2.8	2.5	2.0
失業率(%)	2.6	2.6	2.5	2.5	2.6	2.5	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	0.93	1.02	1.14	1.17	1.24	1.35	1.40	0.63	1.02	1.29
前提															
原油価格(WTI、ドル/バレル)	73.6	82.2	78.5	76.9	80.7	75.3	70.2	69.4	69.4	69.4	69.4	69.4	77.8	73.9	69.4
為替レート(円/ドル)	137.4	144.5	147.9	148.5	155.8	149.1	152.9	154.7	154.7	154.7	154.7	154.7	144.6	153.1	154.7

(注) 網掛け部分は大和総研予想。原油価格、為替レートは直近の水準で一定と想定。

(出所) 大和総研

米国経済 選挙で浮かび上がった 米国経済の課題

現状からの変化を望む低中所得層、トランプ新政権発足で報われるか

矢作 大祐
藤原 翼

[要約]

- 足元の景気は個人消費を中心に底堅く推移している。こうした中で、米国経済の先行きを左右する米大統領・上下院選挙が11月5日に行われた。景気が底堅く推移していることを踏まえれば、バイデン現政権の副大統領であるハリス氏および民主党に追い風が吹きそうだった。しかし、ふたを開けてみれば、共和党のトランプ氏が勝利し、上下院とも共和党が多数派というオール・レッドとなった。米国の有権者は、現状の民主党政権からの変化を望んだことになる。
- 米国の有権者の中でも、トランプ氏支持に回ったのは低中所得層だ。米国経済が底堅く推移する中でも、低中所得層の実質賃金や実質消費は高所得層に比べて見劣りする。低中所得層は不満を抱えており、政権交代を通じて、米国経済の変化を求めたといえる。なお、低中所得層の消費が伸び悩めば、個人消費や景気にも悪影響を及ぼしそうだが、米国の個人消費は高所得層のシェアが約6割と大きい。とりわけ、高所得層は足元の株高に伴う資産所得の増加によっても支えられており、資産効果が個人消費を押し上げていると考えられる。
- 約2カ月後にトランプ新政権が発足するが、低中所得層が期待するほどの生活の改善は見込みにくい。トランプ氏の景気対策である減税は高所得層への恩恵が大きい一方で、その財源となる追加関税措置は低中所得層への負担が大きくなりやすいと考えられる。高所得層がけん引役となり、個人消費の基調自体は急激には腰折れしにくいと考えられるものの、個人消費の4割強を占める低中所得層に恩恵が広がらなければ、個人消費の一段の改善も考えにくい点には注意を要する。

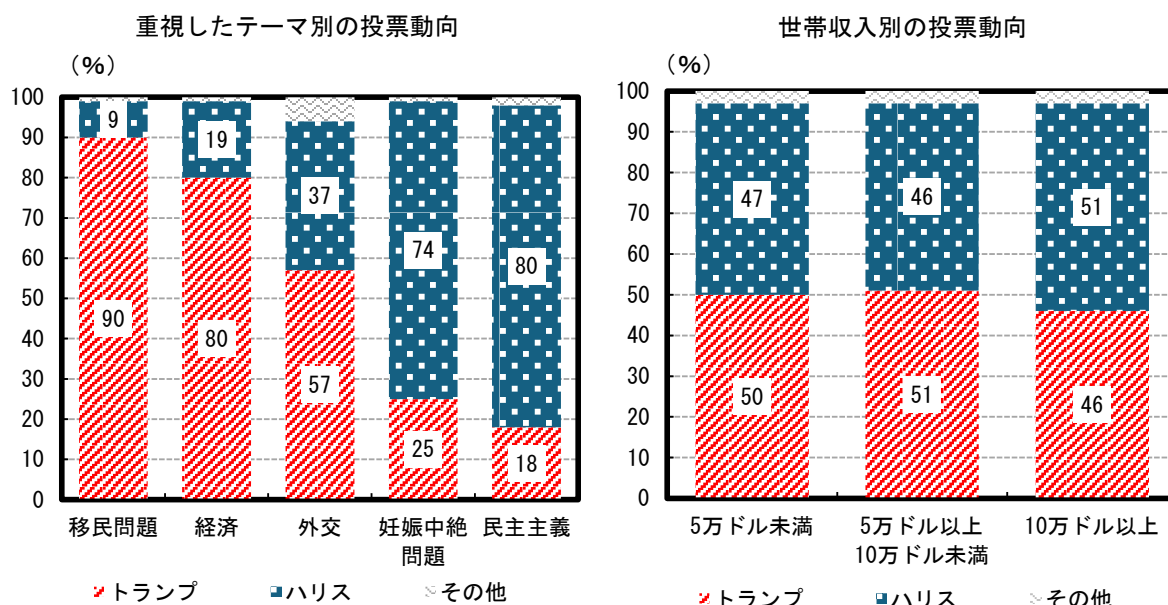
足元の米国経済全体は底堅いが、低中所得層は現状からの変化を望む

足元の経済指標を振り返ると、7-9 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率+2.8%と堅調さを維持した¹。とりわけ、屋台骨である個人消費は同+3.7%と加速した。足元までの個人消費関連の経済指標を見ても、小売売上高およびコア小売売上高は均してみれば底堅く推移している。個人消費の裏付けとなる所得・雇用動向については、10 月の雇用者数がハリケーンやストライキなどによって大幅に落ち込んだ。しかし、新規失業保険申請件数は足元でも低位で推移しており、雇用環境に急激な悪化は見られない。

こうした中で、米国経済の先行きを左右する米大統領選挙が 11 月 5 日に行われた。景気、個人消費が底堅く推移していることを踏まえれば、バイデン現政権の副大統領であるハリス氏に追い風が吹きそうだったが、ふたを開けてみれば対抗馬であるトランプ氏が勝利した。さらに、同日に行われた上下院選挙においても、共和党がいずれも多数派となり、大統領選挙も併せてオール・レッドとなった。米国の有権者は、現状の民主党政権からの変化を望んだことになる。

では、有権者はトランプ新政権にどのような変化を求めているのか。有権者が選挙の際に重視したテーマに注目すると、経済・移民問題を重視する人々がトランプ氏に、民主主義・妊娠中絶問題を重視する人々がハリス氏に投票する傾向があった（図表 1 左図）。また、世帯収入別の動向を見ると、年間 5 万ドル未満の低所得層、同 5 万ドル以上 10 万ドル未満の中所得層がトランプ氏を、同 10 万ドル以上の高所得層がハリス氏を支持した（図表 1 右図）。つまり、低中所得層が、政権交代を通じて、米国経済の変化を求めたと考えられるだろう。

図表 1 大統領選挙における重視したテーマ別、世帯収入別の投票動向



¹ 藤原翼「[米 GDP 前期比年率+2.8%と堅調さを維持](#)」（大和総研レポート、2024 年 10 月 31 日）

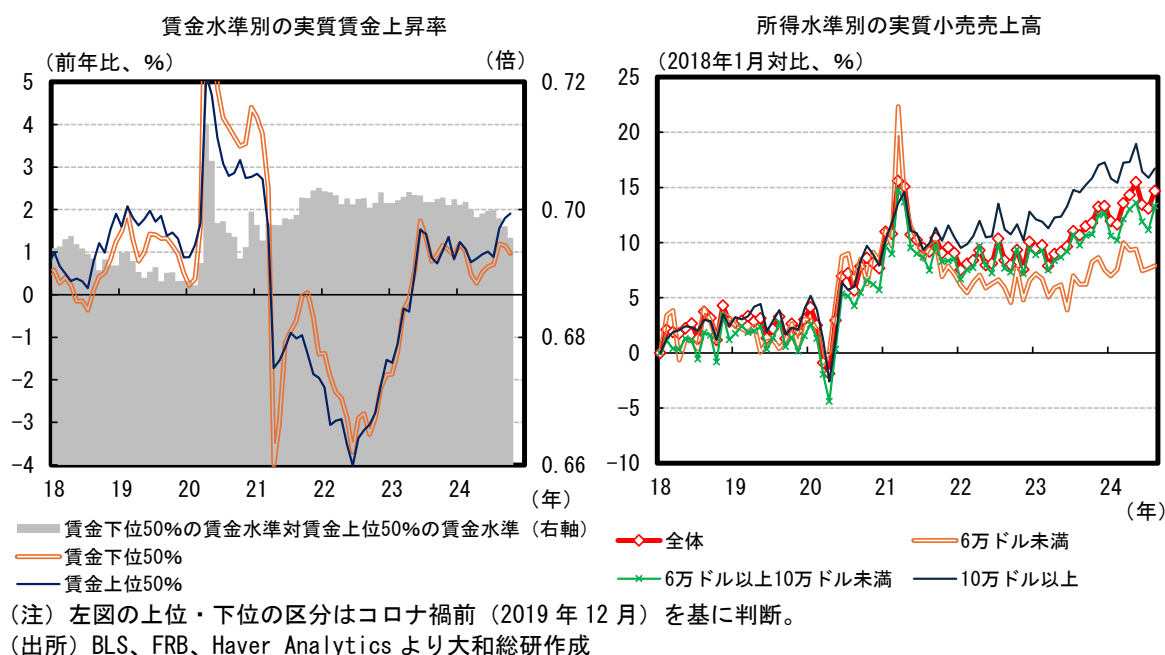
低所得層の所得環境は厳しく、消費も冴えない

バイデン氏は史上最も労働組合寄りの大統領と自身を称し、ハリス氏も大統領選挙において低所得層向け支援を経済政策の軸に据えてきた。しかし、足元の賃金データを見ると、コロナ禍（2020年～2021年ごろ）から2022年9月までは低賃金業種の実質賃金上昇率が高賃金業種を上回っていたが、2022年10月から2024年2月にかけておおむね同様のペースで推移し、2024年3月以降は高賃金業種の実質賃金上昇率のペースが上回るようになった。高インフレが続く中、低賃金業種は賃金水準がそもそも高賃金業種の7割程度であることに加え、賃金上昇率も見劣りし始めたことを意味する（図表2左図）。

なお、低賃金業種の運輸や小売、レジャー・宿泊は、2021年から2023年にかけて米国への流入が急増した不法移民が就業しやすい業種であり、実際に労働需給のひっ迫度合いが緩和してきた²。バイデン政権は足元で不法移民の流入制限策を講じているが、それ以前は移民抑制策を緩和してきたことから、低所得層はバイデン氏、そしてハリス氏による経済政策運営や移民政策に不満を募らせていたと考えられる。

低所得層の現下の経済状況に対する不満の根拠は、個人消費関連の動向からも示唆される。例えば、所得階層別の実質財消費（実質小売売上高）を見ると、コロナ禍前およびコロナ禍後の2021年上半期までは所得による大きな違いは見られなかったが、その後は、高所得層が堅調な伸びとなった一方で、中所得層は2023年半ばまでおおむね横ばい、低所得層は緩やかに減速した。2023年後半以降は低所得層の実質小売売上高の伸びも緩やかな上昇トレンドへと転じたが、高所得層と比べれば見劣りする（図表2右図）。

図表2 賃金水準別の実質賃金上昇率、所得水準別の実質小売売上高

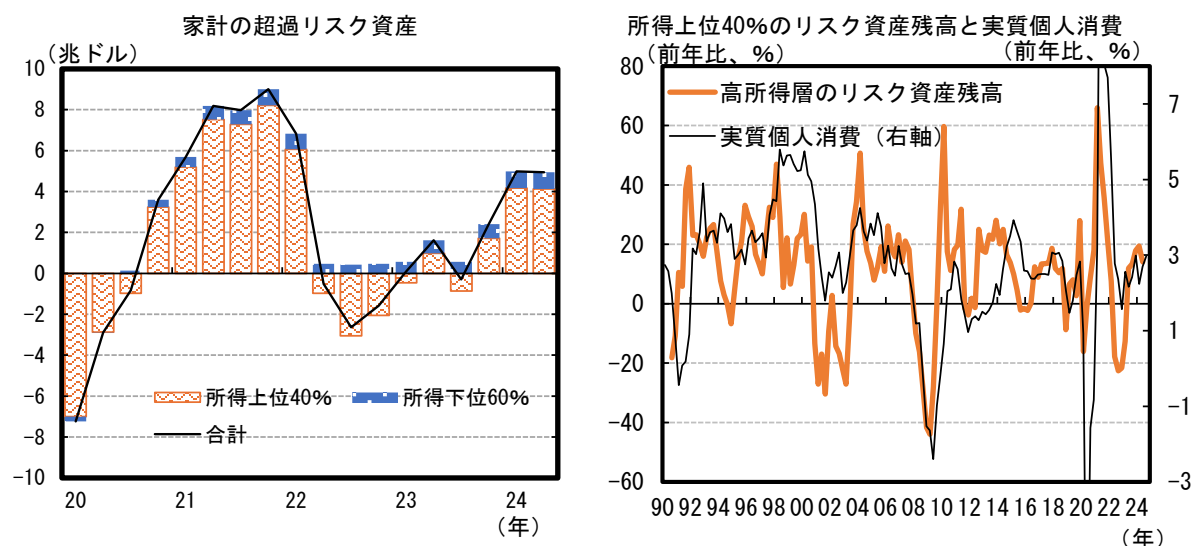


² 藤原翼「[米国の労働需給の緩和は不均一](#)」（大和総研レポート、2024年10月31日）

低中所得層の消費が伸び悩めば、景気全体にも悪影響を及ぼしそうではあるが、前述の通り、足元の景気は個人消費を中心に底堅い。これは、高所得層が個人消費を押し上げているからである。BLS が公表した消費者支出調査の直近データ（2023 年時点）において、高所得層（所得 10 万ドル以上）の世帯数は全世帯数の約 36.4%であるが、高所得層の消費額は全体の消費額の約 58.1%を占める。つまり、個人消費の基調を決定する要因として、高所得層の消費動向の影響度がより大きいと考えられる。

高所得層の消費は足元の株高に伴う資産所得の増加にも支えられている。直近データ（2024 年 4-6 月期）において、所得上位 40%が保有するリスク資産（株式・投信残高）のシェアは全体の 9 割強となっている。高所得層を中心に超過リスク資産は積み上がっており、所得上位 40%のリスク資産残高の増減と実質個人消費はおおむね連動していることから、資産効果が発現しているとも考えられるだろう（図表 3 左図、右図）。

図表 3 家計の超過リスク資産、所得上位 40%のリスク資産残高と実質個人消費



（注）リスク資産は家計が保有する株式・投資信託。左図の超過リスク試算は、2009 年から 2019 年までの家計の株・投資信託資産のトレンドに対する実際の株・投資信託資産の差分を、2020 年 1-3 月期以降を起点に累積して算出。

（出所）BEA、FRB、Haver Analytics より大和総研作成

トランプ新政権発足で低中所得層は報われるか

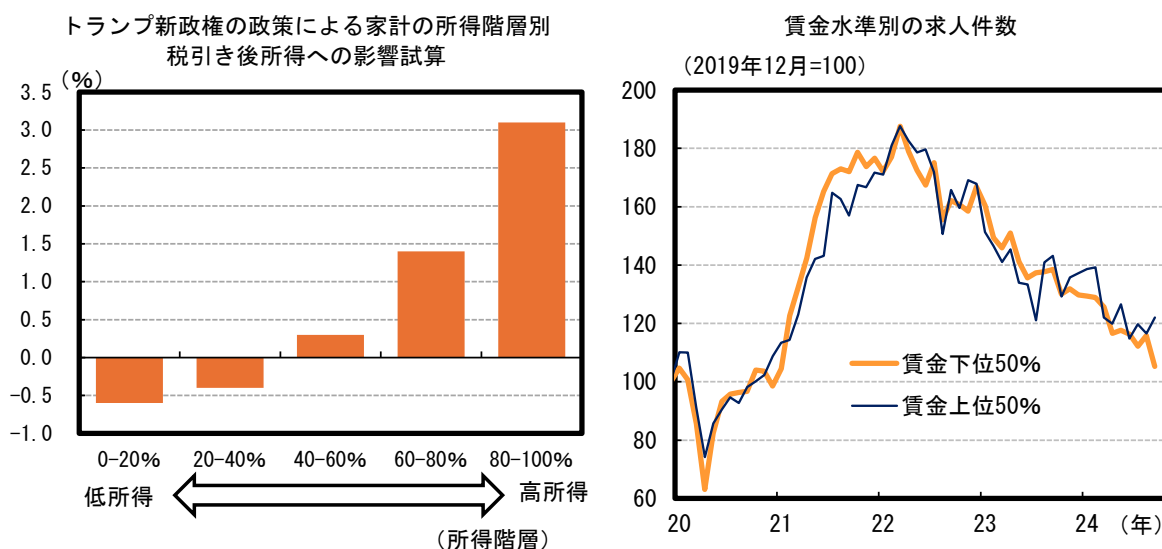
約 2 カ月後の 2025 年 1 月 20 日には、トランプ新政権が発足することとなる。では、トランプ新政権誕生で低中所得層の経済状況は改善に向かうのだろうか。短期的には、トランプ新政権が発足したとしても、2025 年上半期は各省庁の幹部人事や政策準備に充てられ、政策運営の本格化は 2025 年下半期以降と考えられる。トランプ新政権の発足後から当面の間において、経済政策による低中所得層の所得環境改善は期待しづらいだろう。

焦点は政策運営を本格化させた後となるが、トランプ氏の経済政策の目玉であるトランプ減税の恒久化や追加関税措置、そして、不法移民排除策は、低中所得層の所得環境を改善するとは

限らない。例えば、トランプ新政権の政策による家計の所得階層別税引き後所得への影響試算 (Tax Foundation³) によれば、2034 年において、高所得層に対する所得の押し上げ効果が大きく、低所得層（下位 40%）は逆に押し下げ効果大きいという試算結果となっている（図表 4 左図）。Tax Foundation はこうした試算結果に対して、トランプ氏が提起する減税策は高所得の納税者に相対的に大きな利益をもたらす内容となっている一方、その財源となる追加関税措置は低中所得層への負担が大きくなりやすいと説明している。加えて、不法移民排除策に関しては、強制送還は財源確保のハードルが高く、現実的にはビザ要件の厳格化や不法移民の更なる流入の抑制といった内容が想定される。不法移民の流入が抑制されることによって、労働需給がひっ迫化しそうだが、すでに低賃金業種の求人数はコロナ禍前の水準まで落ち着いており、賃金上昇率の再加速へと転じるかは不透明といえる（図表 4 右図）。

つまり、トランプ新政権が政策実施を本格化させたとしても、低中所得層の所得環境が大きく改善するような見込みは立ちにくい。減税によって恩恵を受ける高所得層がけん引役となり、個人消費の基調自体は急激には腰折れしにくいと考えられるものの、個人消費の 4 割強を占める低中所得層に恩恵が広がらなければ、個人消費の一段の改善も考えにくい。トランプ新政権が低中所得層に悪影響の大きい追加関税措置をマイルド化させたり、低中所得層が恩恵を得られるような経済政策を実施することが、個人消費の持続的な改善に向けては必要となるだろう。

図表 4 トランプ新政権の政策による家計の所得階層別税引き後所得への影響試算、賃金水準別の求人数



(注) 左図の影響試算は 2034 年時点。右の図の上位・下位の区分はコロナ禍前（2019 年 12 月）を基に判断。
(出所) BLS、Tax Foundation、Haver Analytics より大和総研作成

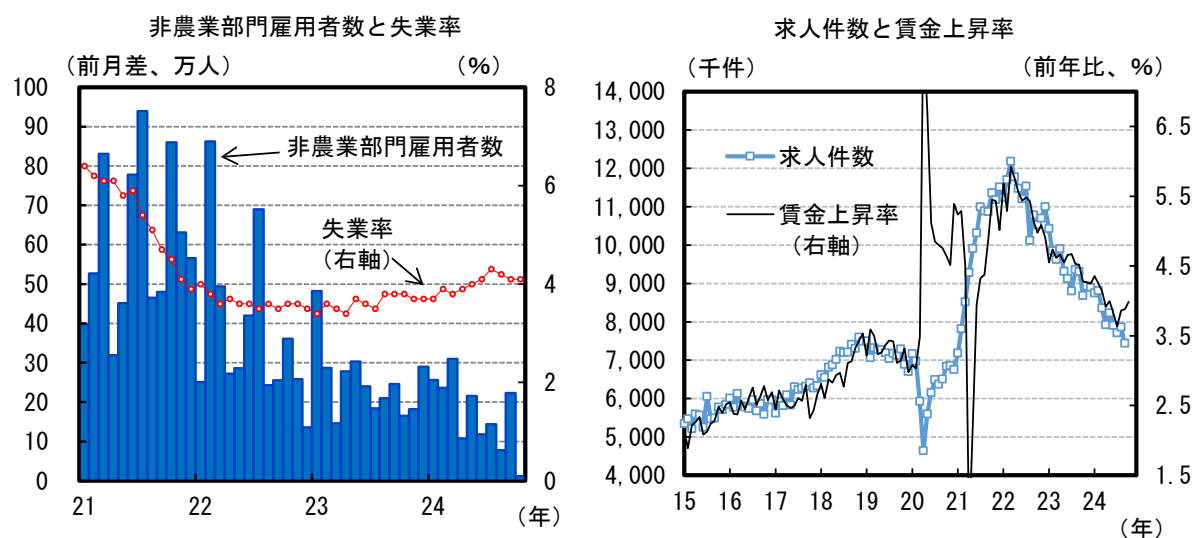
³ Erica York, Garrett Watson, Alex Durante, Huaqun Li, “[Donald Trump Tax Plan Ideas: Details and Analysis](#),” 10/14/2024, Tax Foundation.

ハリケーン、ストライキ、大統領選挙の不透明感が雇用者数を下押し

2024年10月の米雇用統計⁴は、失業率が前月から横ばいの4.1%となった一方で、非農業部門雇用者数が前月差+1.2万人と前月から大幅に伸びが鈍化し、市場予想（Bloomberg 調査：同+10.5万人）を大幅に下回った。雇用者数については、特殊要因である①ハリケーン②ボーイング等のストライキ③大統領選挙の不透明感が下押ししたとみられる。10月の雇用統計は総じてかく乱要因が多いことから、雇用環境が緩やかな悪化から急激な悪化に転じているかの判断は、11月以降の雇用統計も合わせて評価する必要がある。11月以降の注目点としては、ボーイングのストライキの終結が雇用者数の押し上げ要因となることが挙げられる。また、ハリケーンの影響についても、過去の事例と同様に、被災地域の復旧に伴い雇用者数の伸びは回復していくことが想定される。大統領選挙が大きな混乱を生じずに終えたことは幸いだったが、勝利したトランプ氏の政策の行方を見極めるために、当面は企業が様子見姿勢を続けることで、雇用者数の回復も緩やかになり得る点には注意が必要だ。

その他の雇用関連指標を確認すると、週次の新規失業保険申請件数の直近週（11月10日-11月16日）は21.3万件となった。ハリケーンの影響を受けて10月前半の申請件数は前年の同時期の水準から上振れしたものの、直近週ではおおむね前年同時期と同程度の水準となっており、雇用環境が急激に悪化していないことを示唆している。続いて労働需要に着目すると、2024年9月の求人件数は前月差▲41.8万件的の744.3万件と減少した。直近の失業者数と比べた求人件数の比率は1.1倍程度と前月からやや低下した。労働需給の緩和に伴い賃金上昇率、ひいてはインフレ率を減速させることが期待される。しかし、10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加速しており、賃金上昇率が高止まりし、インフレ圧力が根強く残る恐れがある。

図表5 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+1.2万人](#)」、(大和総研レポート、2024年11月5日)

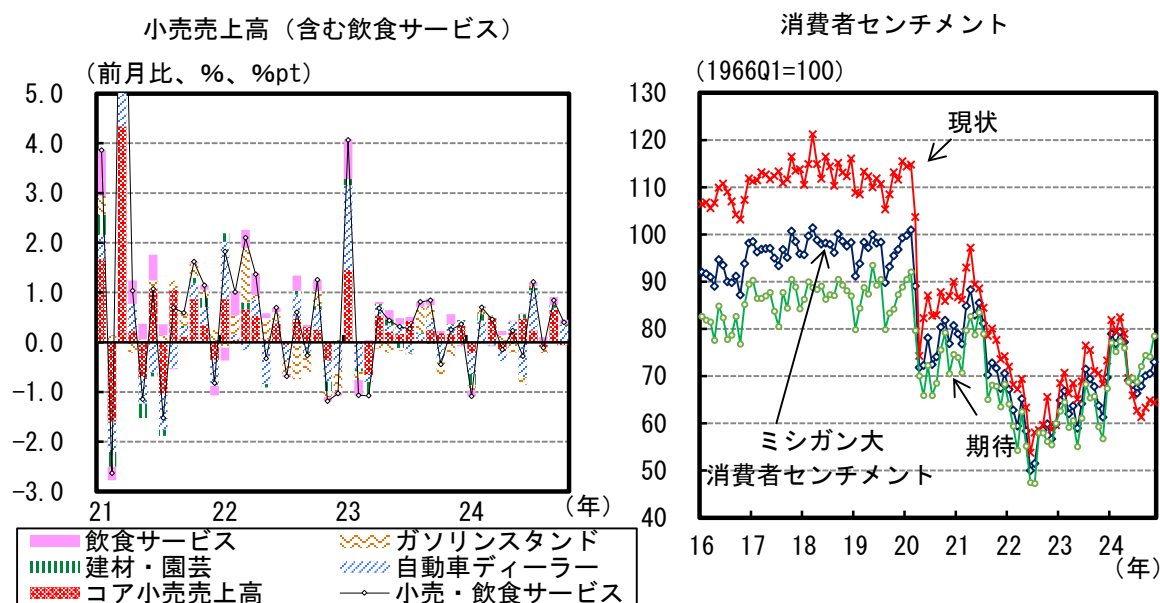
小売売上高は減速も底堅い結果

個人消費の動向を確認すると、2024 年 10 月の小売売上高（含む飲食サービス）は前月比+0.4%と前月から減速したものの、市場予想（Bloomberg 調査：同+0.3%）を上回った。過去分については、8 月分（▲0.2%pt）が下方修正、9 月分（+0.4%pt）が上方修正された。小売売上高を 3 カ月移動平均で見れば、前月比+0.4%と堅調さを維持している。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▲0.1%と、高い伸びとなった前月（同+1.2%）から反動減となった。もっとも、コア小売売上高についても 3 カ月移動平均で見れば同+0.3%であり、均して見れば底堅い。ハリケーンによる影響も含まれるとみられる中、小売売上高は底堅い結果になったといえよう。

10 月の小売売上高（含む飲食サービス）の内訳を見ると、自動車・同部品（前月比+1.6%）と飲食サービス（同+0.7%）が全体を押し上げた。また、家電（同+2.3%）、建材・園芸（同+0.5%）も堅調な伸びとなった。さらに、無店舗販売（同+0.3%）は前月の大幅な伸び（同+1.7%）から減速しつつもプラスを維持した。他方で、その他小売（同▲1.6%）、家具（同▲1.3%）、ヘルスケア（同▲1.1%）、レジャー・娯楽用品（同▲1.1%）が大幅なマイナスに転じた。

続いて消費者マインドについて確認すると、ロイター/ミシガン大消費者センチメントは、2024 年 11 月（速報値）が前月差+2.5pt と 4 カ月連続で改善し、73.0 になった。構成指数の内訳を見ると、現状指数（同▲0.5pt）は 3 カ月ぶりに悪化した一方、期待指数（同+4.4pt）が大幅に改善し、2021 年 7 月以来の高水準となった。目先の経済環境に目を向ければ、雇用環境の緩やかな悪化が続いていることや、インフレの減速ペースに合わせて FRB の利下げペースも緩やかなものになるとみられていることが、引き続き消費者マインドの抑制要因となろう。先行きに関しては、新政権による減税等の政策期待は消費者マインドを押し上げ得るが、追加関税措置や不法移民排除等によってインフレが再燃すれば消費者マインドを押し下げ得る。

図表 6 小売売上高（含む飲食サービス）、消費者センチメント



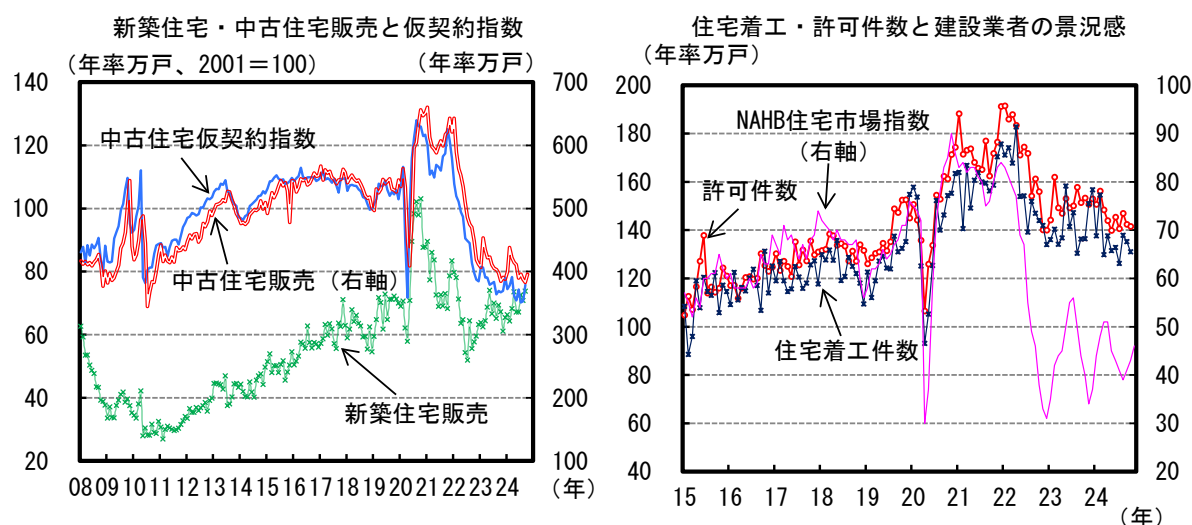
（出所）ロイター/ミシガン大、Census、Haver Analytics より大和総研作成

住宅着工は2カ月連続でマイナス、金利再上昇は先行きの住宅需要を抑制か

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10月が前月比+3.4%と3カ月ぶりにプラスとなった。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6.1%と2023年初旬以来の水準まで低下しており、中古住宅販売を押し上げたとみられる。しかし直近（11月第2週）の住宅ローン金利は6.8%と再上昇している。金利高と住宅価格の高止まりは引き続き中古住宅販売の抑制要因となろう。新築住宅販売（戸建）については、9月は前月比+4.1%とプラスに転じた。足元で、新築住宅は中古住宅に対する割高感が小さい状態が継続しており、新築住宅販売は引き続き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10月に前月比▲3.1%と2カ月連続でマイナスとなり、年率131.1万戸となった。内訳を確認すると、ハリケーンの影響を受けたとみられる南部が2カ月連続で前月比マイナスとなったことに加え、北東部も反動減となった。新築住宅着工の先行指標である建設許可についても、10月は同▲0.6%と2カ月連続でマイナスとなった。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11月分は前月差+3ptの46と3カ月連続で上昇した。NAHBはトランプ氏が勝利し、上下院ともに共和党が多数派となったことで、住宅建設業者は住宅市場が継続的に改善していくと予想していると指摘した。他方でNAHBは、依然として労働力不足等の供給制約に直面している点や、金利高、そして、新政権による政策が不確実である点も指摘した。住宅市場の先行きについて、トランプ新政権の政策面の見通しづらさに加え、FRBによる利下げペースが緩やかになるとみられる中、住宅需要の回復の不確実性も引き続き大きい。ハリケーンからの復興需要という一時的な加速を除けば、住宅建設業者は需要の回復に合わせて、徐々に住宅供給を拡大させていくとみられる。

図表7 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

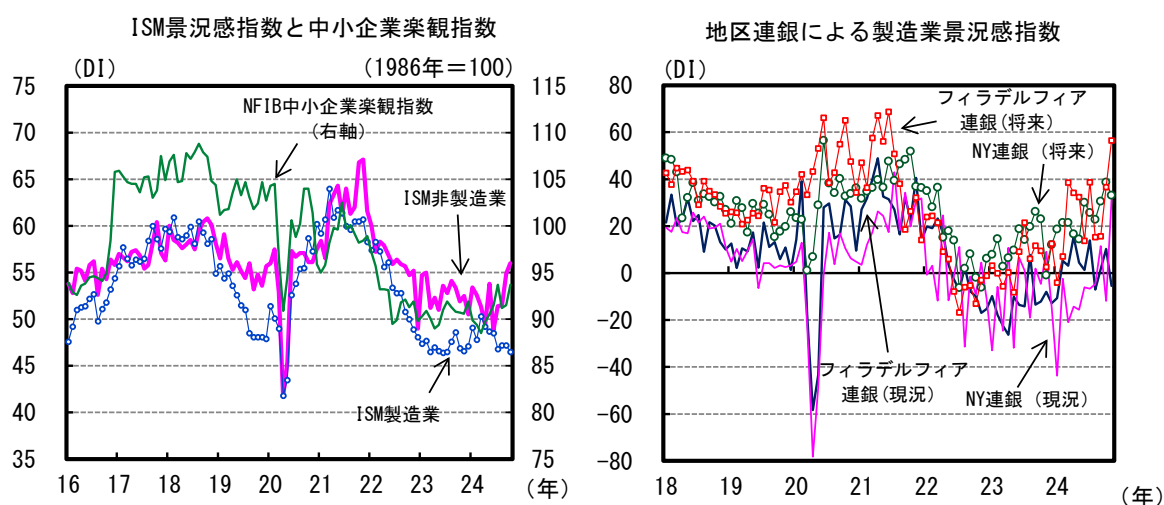
ISM 製造業は3カ月ぶりに悪化、ISM 非製造業は2022年7月以来の高水準

2024年10月のISM景況感指数は、製造業が前月差▲0.7%ptと3カ月ぶりに悪化して46.5%となった。他方で非製造業は同+1.1%ptと4カ月連続で改善し、56.0%と2022年7月以来の高水準となった。構成項目を見ると、製造業に関しては、新規受注指数と雇用指数が改善した一方、生産指数、在庫指数、入荷遅延指数が悪化した。非製造業に関しては、雇用指数（同+4.9%pt）が3カ月ぶりに改善し、再び好不調の目安となる50%を上回った。また、入荷遅延指数は3カ月連続で改善した。他方で、事業活動指数と新規受注指数は悪化した。企業コメントを見ると、製造業では景気・インフレや新政権の政策に関する不透明感を示唆するコメントが多く見られ、顧客企業が様子見姿勢を取っているとの指摘があった。ISMも製造業が設備投資と在庫投資に消極的であると指摘した。非製造業の企業コメントでは、ハリケーンとストライキによるサプライチェーンへの影響を指摘するコメントが多く見られた。

中小企業に関しては、2024年10月のNFIB（全米独立企業連盟）中小企業楽観指数は、前月差+2.2ptと2カ月連続で改善した。内訳を確認すると、「景況感の改善に対する期待」、「実質販売増加に対する期待」の改善幅が大きかった。NFIBは大統領選挙が終わったことで、先行きの不透明感が後退するとの見立てを示した。NFIBは、中小企業は売上の低迷、人手不足、コスト高などにより、依然として経営環境は厳しいとしつつも、ホリデーシーズンに向けた期待もあると指摘している。

以上をまとめれば、製造業が悪化した一方で、非製造業と中小企業は改善した。2024年11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+43.1pt）が大幅に改善した一方、将来指数（同▲5.5pt）が3カ月ぶりに悪化した。フィラデルフィア連銀は現況指数（同▲15.8pt）が3カ月ぶりに悪化した一方、将来指数（同+19.9pt）は3カ月連続で改善した。先行きについては、大統領選挙が終わったものの、景気・インフレ動向や新政権の政策への不透明感は強く、企業マインドも明確な上昇トレンドになりにくいと想定される。

図表8 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

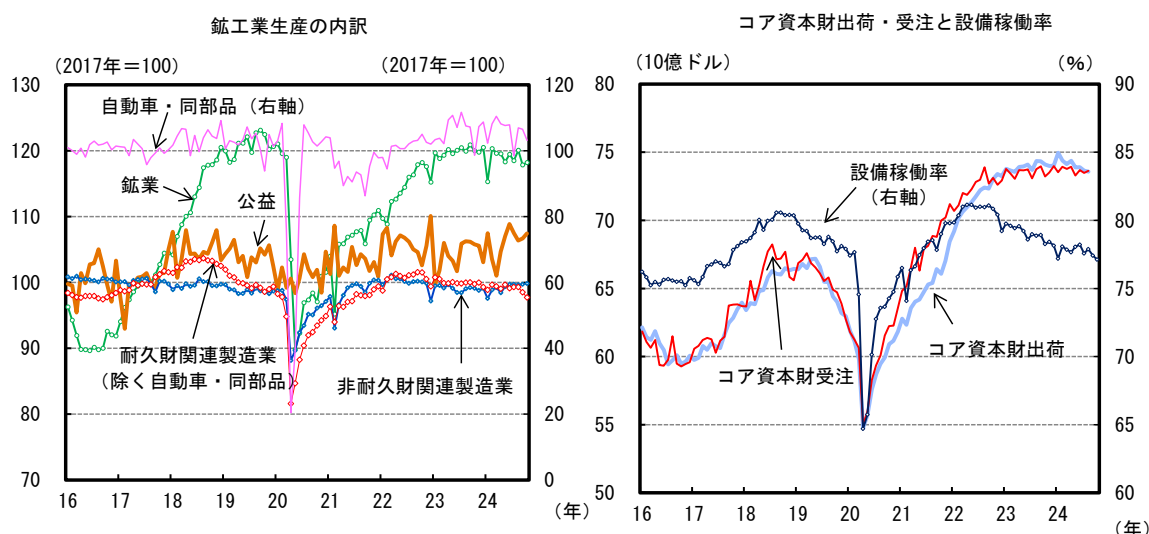
鉱工業生産指数はハリケーン・ストライキの影響で2カ月連続マイナス

企業の実体面に関して、2024年10月の鉱工業生産指数は前月比▲0.3%と市場予想(Bloomberg調査: 同▲0.4%)を上回ったものの、2カ月連続でマイナスとなった。FRBはハリケーン「ミルトン」・「ヘリーン」の影響が長引いていることで、鉱工業生産指数が▲0.1%pt 下押しされたと指摘している。10月の鉱工業生産指数の内訳を見ると、公益(同+0.7%)は2カ月連続でプラスとなり、鉱業(同+0.3%)はプラスに転じた一方で、製造業(同▲0.5%)が2カ月連続でマイナスとなった。

製造業の内訳を見ると、非耐久財(前月比+0.1%)が2カ月連続でプラスとなった一方で、耐久財(同▲1.2%)が2カ月連続でマイナスとなった。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▲5.8%)が2カ月連続で大幅なマイナスとなった。また一次金属(同▲3.3%)、自動車・同部品(同▲3.1%)のマイナス幅が拡大した。この他、家具(同▲1.1%)、その他耐久財(同▲0.8%)、木製品(同▲0.5%)など幅広い項目がマイナスとなった。非耐久財に関しては、石油・石炭製品(同+0.9%)が4カ月連続でプラスとなったほか、化学(同+0.6%)がプラスに転じた。

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9月に前月比▲0.1%と3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+0.7%と2カ月連続でプラスになった。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、10月は前月差▲0.3%ptの77.1%と2カ月連続で低下し、長期平均(1972-2023年: 79.7%)からの下振れ幅が広がりつつある。設備投資の先行きについては、短期的にはハリケーンの復興需要が設備投資の押し上げ要因になるとみられる一方、これまでの設備の稼働状況はひっ迫している状況ではない。さらに、新政権による政策の不確実性が高く、目先は設備投資を積極化しづらいとみられる。また、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も踏まえれば、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ろう。

図表9 鉱工業生産の内訳、コア資本財出荷・受注と設備稼働率



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

経済見通し

2024 年 7-9 月期の実質 GDP 成長率を前期比年率+2.8%と底堅い結果となった。住宅投資は 2 四半期連続でマイナスとなり、設備投資も 2 四半期連続で減速したものの、屋台骨である個人消費が加速し、全体を押し上げた。米国経済の自律的な成長を反映する民間最終需要（個人消費、設備投資、住宅投資の和）が同+3.5%と加速したことを踏まえれば、米国経済は内需中心に堅調さを維持したといえる。2024 年 10-12 月期の実質 GDP 成長率は、ハリケーンに伴う悪影響と復興需要が入り混じるとともに、10 年債金利の上昇による金融環境のタイト化、そして、大統領選挙や新政権の動向を巡る企業の様子見姿勢を背景に、同+2.2%と減速を見込む。減速するとはいえ、2%前後とされる潜在成長率並みであり、米国経済は底堅く推移すると考える。

11 月 5 日の大統領・上下院選挙はオール・レッドという結果になった。とはいえ、上下院での共和党のリード分は僅差で、政策の実現可能性には不透明感が残る。トランプ氏の政策は、減税といった景気対策がある一方で、追加関税措置や不法移民排除など景気を押し下げ得る政策もあり、景気全体への影響は不確実性が高い。トランプ新政権の政策運営が見えるまでの当面の間は、企業や家計の経済活動も様子見姿勢が継続するとみられる。

また、トランプ新政権の政策運営が本格化した後に関しては、今回の選挙でトランプ氏により多く投票した有権者である低中所得層が生活の改善を期待している。しかし、トランプ氏の政策は減税など高所得層への恩恵が大きい。高所得層がけん引役となり、個人消費の基調自体は急激には腰折れしにくいと考えられるものの、個人消費の 4 割強を占める低中所得層に恩恵が広がらなければ、個人消費の一段の改善も考えにくい点には注意を要する。

図表 10 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、%)	2.8	2.4	4.4	3.2	1.6	3.0	2.8	2.2	1.9	2.0	2.1	2.2	2.9	2.7	2.2
個人消費	4.9	1.0	2.5	3.5	1.9	2.8	3.7	2.6	2.1	2.1	2.2	2.3	2.5	2.7	2.5
設備投資	5.3	9.9	1.1	3.8	4.5	3.9	3.3	2.3	1.6	1.8	1.9	2.0	6.0	3.9	2.2
住宅投資	-4.3	4.5	7.7	2.5	13.7	-2.8	-5.1	-1.6	1.4	2.1	2.2	2.4	-8.3	3.7	0.0
輸出	2.0	-4.8	4.9	6.2	1.9	1.0	8.9	1.7	1.7	1.9	2.1	2.3	2.8	3.3	2.7
輸入	-0.8	-3.1	4.7	4.2	6.1	7.6	11.2	1.6	1.1	1.5	1.7	1.9	-1.2	5.6	3.0
政府支出	5.1	2.9	5.7	3.6	1.8	3.1	5.0	2.4	1.6	1.6	1.5	1.6	3.9	3.4	2.3
国内最終需要	4.6	2.6	3.1	3.5	2.7	2.8	3.5	2.4	1.9	2.0	2.1	2.2	2.7	3.0	2.3
民間最終需要	4.6	2.5	2.6	3.5	2.9	2.7	3.2	2.4	2.0	2.1	2.2	2.3	2.5	2.9	2.3
鉱工業生産	0.0	0.3	1.2	-1.8	-1.8	2.5	-0.6	0.1	1.6	2.0	2.1	2.2	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	3.0	3.1	2.6	2.0	1.9	4.1	2.9	2.5
失業率(%)	3.5	3.6	3.7	3.8	3.8	4.0	4.2	4.1	4.1	4.0	4.0	3.9	3.6	4.0	4.0
貿易収支(10億ドル)	-201	-204	-186	-194	-203	-223	-234	-251	-251	-251	-251	-250	-785	-912	-1003
経常収支(10億ドル)	-230	-233	-221	-222	-241	-267	-278	-296	-296	-296	-296	-295	-905	-1081	-1182
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	3.75	5.50	4.50	3.75
2年債利回り(%)	4.35	4.26	4.92	4.80	4.48	4.82	4.03	4.16	4.18	4.09	4.00	3.91	4.58	4.37	4.05
10年債利回り(%)	3.65	3.59	4.15	4.44	4.16	4.44	3.95	4.27	4.28	4.19	4.10	4.01	3.96	4.21	4.15

(注 1) 網掛けは予想値。2024 年 11 月 21 日時点。

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

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

欧州経済 成長加速も懸念は増大

トランプ関税は低迷する製造業のさらなる打撃となるおそれ

橋本 政彦

[要約]

- 2024 年 7-9 月期のユーロ圏の GDP は、前期から加速し想定以上に底堅い結果となった。前期までと同様、サービス業の堅調さが牽引役になったとみられる。一方で、鉱工業生産指数は 7-9 月期も前期から低下しており、製造業の停滞がユーロ圏経済の足かせとなる状況は続いている。10-12 月期に入っても、製造業を取り巻く環境の厳しさに改善は見られず、製造業の悪化が雇用削減などを通じて、これまで堅調さを維持してきたサービス業にも波及するリスクは高まっている。
- 加えて、11 月に行われた米国大統領選挙でトランプ前大統領が再選を果たしたことで、先行きの不確実性は一層高まった。とりわけ注意が必要なのは、トランプ氏が掲げる関税引き上げであり、これが実施されれば、米国を最大の輸出先とする欧州経済にとって大きな打撃になることは避けられないとみられる。悪影響が本格的に発現するのは関税の発効後ということになるだろうが、貿易を巡る不透明感によって、関税引き上げが実施される前から投資が手控えられられる可能性もある。景気の下振れリスクの高まりに対しては ECB の利下げ加速という選択肢が残されていることから、欧州経済が急激に腰折れする可能性は現時点では低いとみられるが、米国の関税を巡る動向には細心の注意を払っていく必要がある。
- 英国では、10 月 30 日に労働党が政権交代後初となる政府予算案を発表した。事前の想定通り、増税が決定されたが、これと同時に大幅な政府支出・公共投資の拡大も盛り込まれており、財政再建よりもむしろ拡張財政色が強い内容となった。財政による押し上げによって、英国では成長ペース加速への期待が高まっている。

ユーロ圏経済

2024 年 7-9 月期 GDP 成長率は想定外の加速

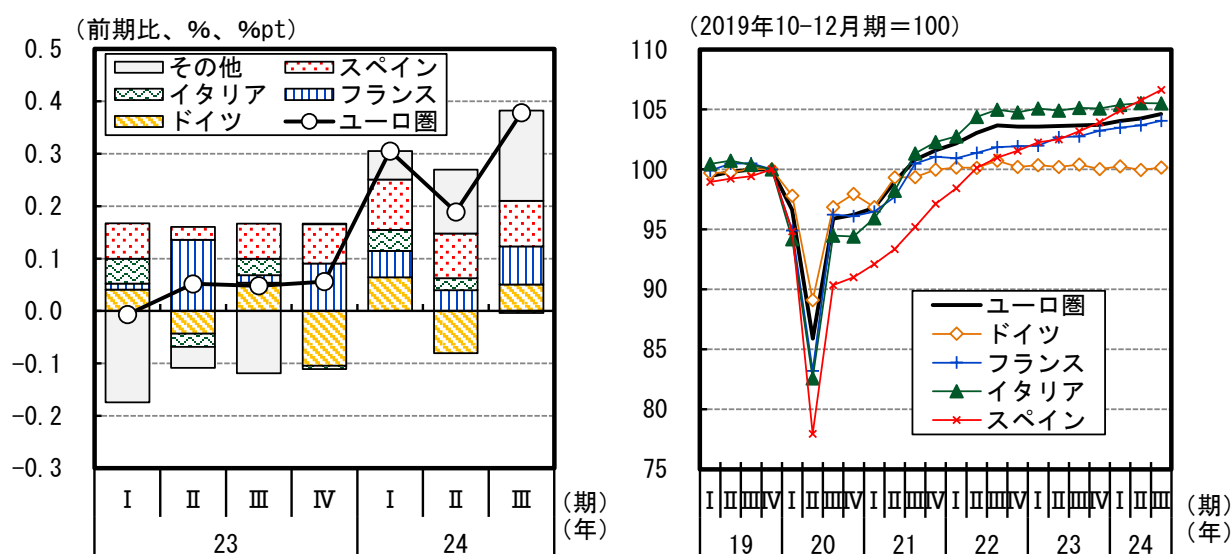
ユーロ圏の 2024 年 7-9 月期の実質 GDP 成長率（改訂値）は、前期比+0.4%（前期比年率+1.5%）と速報段階から変わらず、2022 年 7-9 月期以来の高い伸びとなった。速報値公表前の市場予想（Bloomberg 調査：前期比+0.2%）では前期並みの成長に留まると見込まれていたが、これに反して成長ペースは加速し、ユーロ圏経済の底堅さを示す結果であった。

また、国別の動向を見ると、成長率が既に公表されている 16 カ国のうち、14 カ国がプラス成長、1 カ国（イタリア）が横ばい、マイナス成長となったのは 1 カ国（ラトビア）のみであった。成長が多くの人に広がっているという点でも、7-9 月期の GDP はポジティブに評価できる。成長率自体は、前期からの反動が見られたアイルランドが前期比+2.0%と最も高く、これに次いでリトアニアが同+1.1%、キプロスが同+1.0%、スペイン、オランダが同+0.8%となった。

成長率の加速という点に注目すると、上述のアイルランドに加え、4-6 月期にマイナス成長（前期比▲0.3%）だったドイツが同+0.2%と 2 四半期ぶりのプラス成長に転じたこと、フランスが同+0.4%と前期（同+0.2%）から加速したことの影響が大きい。事前にマイナス成長が予想されていたドイツが、想定外のプラス成長となったことが、ユーロ圏全体の成長率が市場予想から上振れする主な要因となった。

もっとも、ドイツの 7-9 月期のプラス幅は 4-6 月期のマイナス幅を下回っており、GDP の水準は依然として横ばい圏の域を出ない。ドイツの成長の遅れがユーロ圏全体の足を引っ張るといふ構図に変化はなく、7-9 月期のプラス成長を過度に評価するべきではない。

図表 1 ユーロ圏の実質 GDP 成長率と国別寄与（左）、ユーロ圏主要国の GDP の水準（右）



（出所）Eurostat より大和総研作成

9月の実質小売売上高は3ヵ月連続で増加、個人消費に明るさ

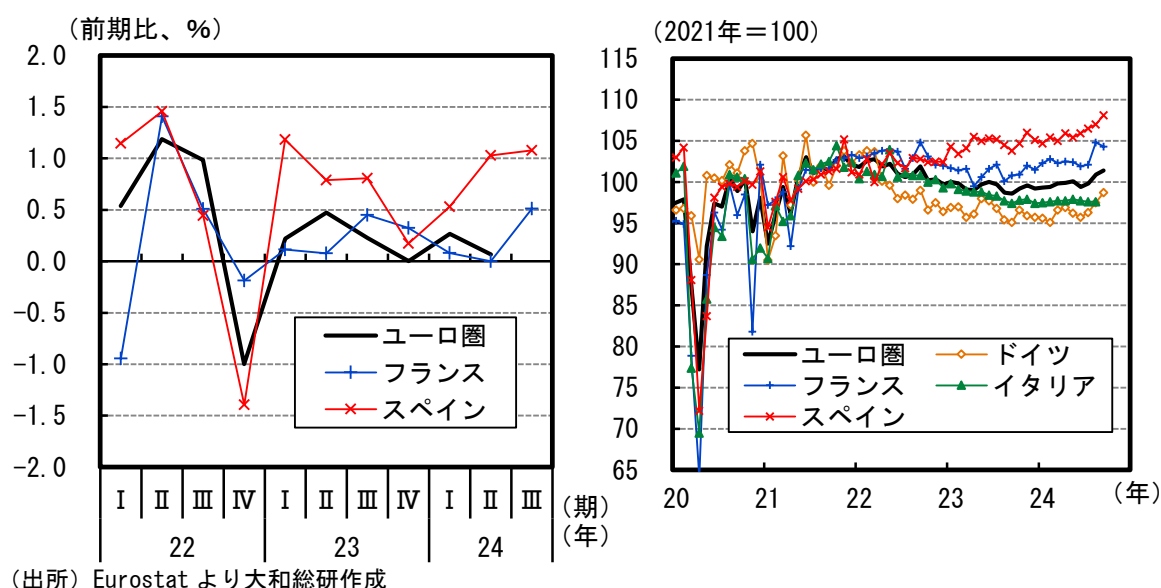
ユーロ圏全体の GDP の需要項目別内訳はまだ明らかになっていないが、既に内訳が公表されている個別国のデータを基にすると、7-9 月期は個人消費の増加が GDP 加速の主因となった可能性が高い。

具体的に見ていくと、フランスの 7-9 月期の実質個人消費は前期比+0.5%と、4 四半期ぶりの高い伸びとなった。情報・通信サービスを中心に、サービス消費が同+1.0%と伸びが大きかったことが押し上げに寄与した。財消費についても、衣料品の増加などによって同+0.3%と、伸びは小幅ながら 4 四半期ぶりの増加に転じている。また、スペインの実質個人消費は同+1.1%となり、2023 年 1-3 月期以来の高い伸びとなった。耐久消費財が同+5.1%と好調だったことが押し上げに寄与した。ドイツについては、まだ計数が公表されていないものの、ドイツ連邦統計局は個人消費の増加が GDP を押し上げたと報告している。

また、個人消費のうち、財消費の動向を表す実質小売売上高でも、足元で回復基調を強めていることが確認できる。ユーロ圏の 9 月の実質小売売上高は前月比+0.5%と 3 ヶ月連続で増加し、8 月分が同+0.2%から同+1.1%へと大幅に上方修正されたこともあり、7-9 月期の実質小売売上高は前期比+0.9%と 2021 年 10-12 月期以来の増加幅となった。

9 月の小売売上高の内訳では、飲食料品・たばこが前月比▲0.4%と減少したが、非食品（除く自動車燃料）が同+1.1%増加し、自動車燃料も同+0.2%と小幅に増加した。国別では、スペインが同+1.0%と伸びが加速し、好調さを維持したほか、ドイツが同+1.3%と高い伸びとなったこともユーロ圏全体の増加に大きく寄与した。3 ヶ月連続の上昇により、ドイツの水準は 2022 年 9 月以来の高さまで回復しており、ようやく持ち直しの動きが見られ始めた。他方、フランスは同▲0.5%と減少に転じた。これはパリ五輪効果による 8 月の高い伸び（同+2.6%）からの反動が出たためとみられるが、低下幅は小幅に留まり、高い水準を維持している。

図表 2 フランス・スペインの実質個人消費（左）、ユーロ圏主要国の実質小売売上高（右）



鉱工業生産指数は 7-9 月期も低下、GDP を下押し

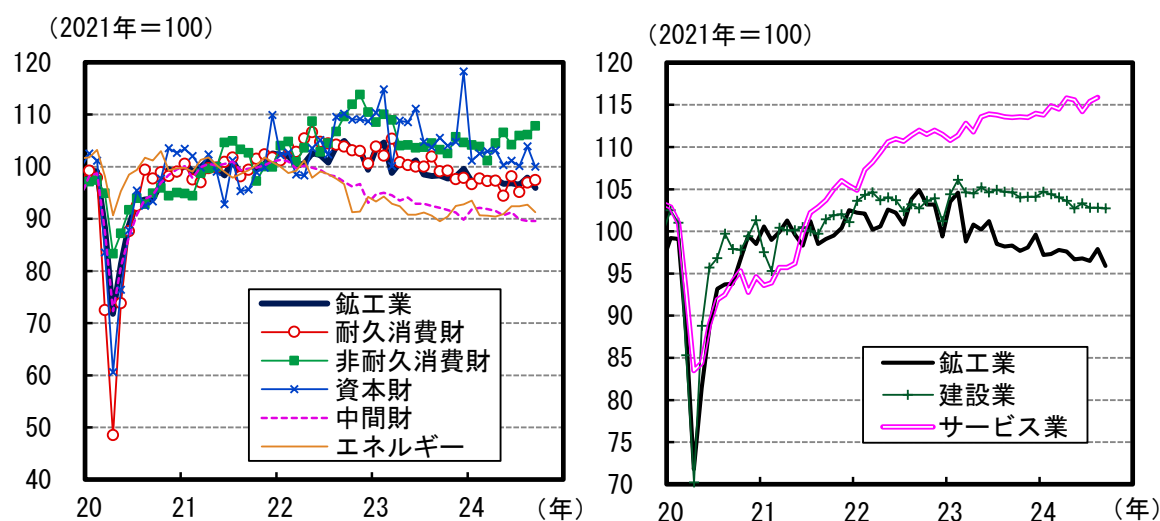
その一方で、製造業の弱さがユーロ圏経済の足を引っ張るという状況は 7-9 月期も続いている。9 月のユーロ圏の鉱工業生産指数は前月比▲2.0%と大幅に低下し、7-9 月期は前期比▲0.3%と、低下幅は前期から縮小したが、それでも 3 四半期連続での低下となった。

9 月分の内訳を見ていくと、業種別では前月に大幅に上昇していた自動車が前月比▲4.6%と落ち込んだほか、コンピューター・電子機器（同▲4.1%）の低下が目立つ。財別に見ると、資本財が同▲3.8%と大きく落ち込む一方で、中間財は前月から横ばいとなり、非耐久消費財は同+1.6%、耐久消費財は同+0.5%と増加した。消費財の相対的な底堅さは、既述した個人消費の堅調さとも整合的である。

国別では自動車の低下を主因にドイツが前月比▲2.7%と落ち込んだほか、フランス（同▲0.9%）、イタリア（同▲0.4%）が低下した。また、毎月の振れが大きいアイルランドが同▲10.7%と大幅に落ち込んだこともユーロ圏全体の生産を押し下げている。もっとも、アイルランドによる寄与度は▲1.0%pt とユーロ圏全体の減少分の半分程度であり、これを除いたとしても 9 月の鉱工業生産が弱いという評価に変わりはない。

サービス業の動向に関して、生産指数はまだ 8 月分までしか公表されていないが、8 月は前月比+0.4%と、前月の大幅な上昇（同+1.1%）に続いて 2 ヶ月連続で上昇した。国別では、フランスが同+2.4%と大きく上昇しており、やはりパリ五輪による押し上げ効果が示唆される。他の主要国では、イタリア（同▲1.9%）、スペイン（同▲0.8%）が低下する一方、ドイツが同+0.3%と上昇した。ユーロ圏全体の 7-8 月平均は 4-6 月平均を 0.4%上回っており、7-9 月期も前期比で増加を維持する可能性が高い。なお、建設業の生産指数は 7-9 月期に前期比▲0.4%と 2 四半期連続で減少しており、鉱工業、建設業の停滞が続く中、サービス業がユーロ圏経済を支えるという構図に変化は見られない。

図表 3 ユーロ圏の鉱工業生産と財別内訳（左）、鉱工業・建設業・サービス業の生産（右）



(出所) Eurostat より大和総研作成

10-12 月期に入っても製造業の厳しさは変わらず

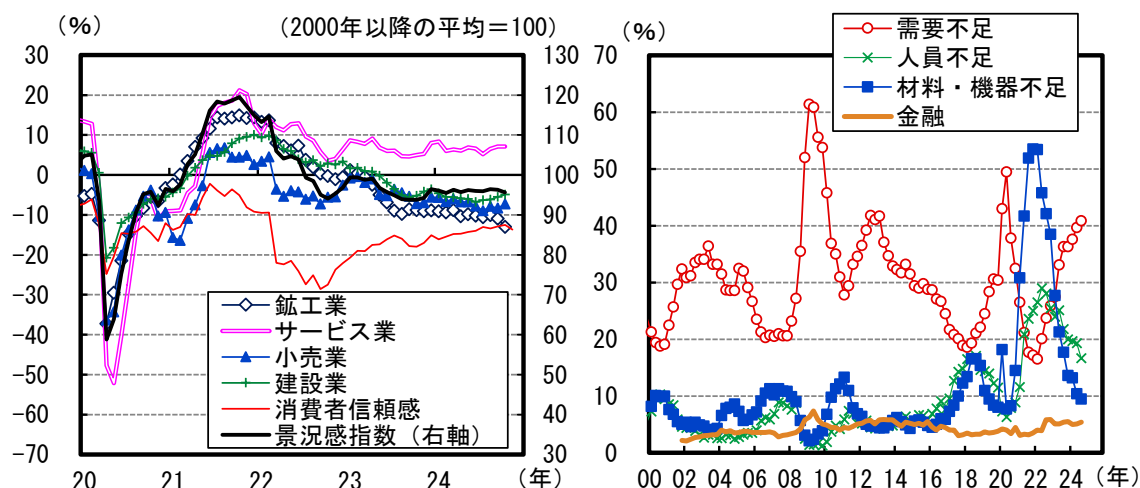
10-12 月期に入ってから状況を見ていくと、10 月のユーロ圏の景況感指数（総合、欧州委員会発表）は、前月差▲0.7pt と 2 ヶ月連続で低下し 95.6 となった。この水準は、7-9 月期平均の 96.2 のみならず、4-6 月期平均（96.0）、1-3 月期平均（96.0）をも下回っている。単純に景況感指数の数字だけ見れば、7-9 月期に加速したユーロ圏経済は、10 月に入って再び成長ペースが鈍化していることが示唆される。

景況感指数の内訳では、鉱工業が前月差▲2.0pt と低下したことが全体を押し下げた。低下幅は 2023 年 7 月以来の大きさであり、指数の水準は 2020 年 7 月以来の低さにまで落ち込んでいる。鉱工業以外に目を向けると、消費者信頼感指数は同+0.4pt と改善基調を維持し、建設業は同+0.6pt と 4 ヶ月連続で上昇、小売業は同+1.0pt と 2 ヶ月ぶりの改善に転じている。サービス業については前月から横ばいとなったが指数の水準は引き続き高く、鉱工業の停滞が経済全体の足を引っ張るという状況は、足元でも改善するどころか悪化している。

不調が続く鉱工業に関して、四半期調査項目である「生産の阻害要因」を確認すると、6 四半期連続で「需要不足」と回答した企業の割合が全ての選択肢で最も高くなっており、その割合は 40.9%まで上昇した。これはコロナ禍にあった 2020 年 7 月調査以来の高さである。コロナ禍を除けば、欧州債務危機後の景気停滞により 2 年連続のマイナス成長となった 2013 年以来の高水準であり、鉱工業を取り巻く状況は極めて厳しい。

需要低迷の背景には、外需の伸び悩みといった短期的な要因に加えて、海外製品に対する競争力の低下など、構造的な問題が影響しているとみられる。鉱工業、とりわけ製造業を主力産業とするドイツなどでは、製造業での投資抑制や雇用削減の動きなどが伝えられており、製造業の悪化がこれまで堅調さを維持してきたサービス業などにも波及するリスクは高まっている。実際、景況感指数全体に先立って公表された 11 月の消費者信頼感指数の速報値は、前月差▲1.2pt と 3 ヶ月ぶりの低下に転じており、低下幅は 2023 年 9 月以来の大きさとなった。

図表 4 ユーロ圏の景況感指数と内訳（左）、鉱工業の生産阻害要因（右）



（出所）欧州委員会より大和総研作成

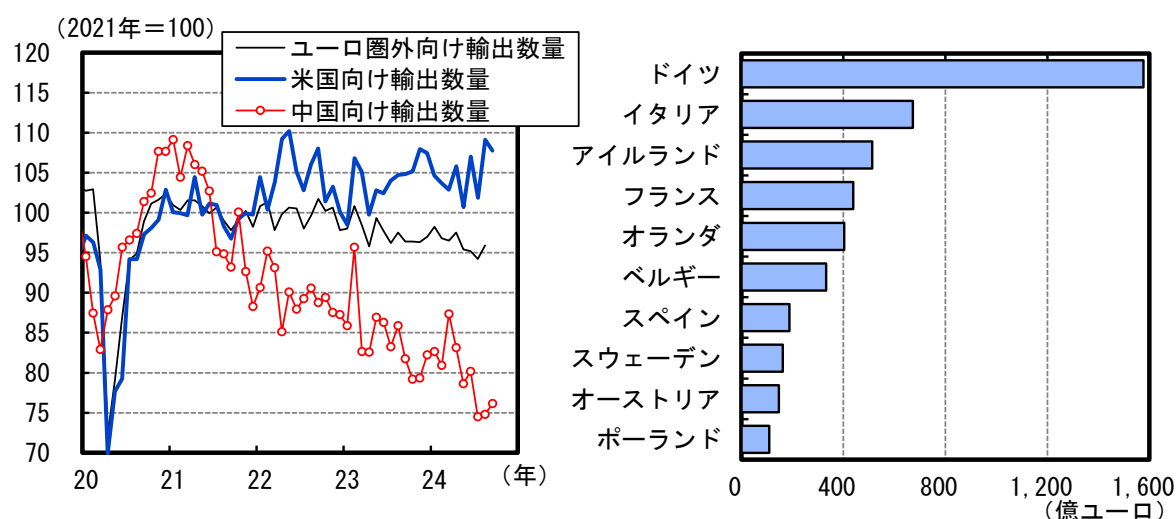
トランプ次期大統領による関税引き上げがリスクに

また、製造業を取り巻く環境という意味では、11月に行われた米国大統領選挙でトランプ前大統領が再選を果たしたことで不確実性が一層高まっている。トランプ氏は中国に対して60%、それ以外の全ての国に対して10~20%の関税を課すとしており、仮にこれが実施されれば、世界貿易の停滞を招き、ひいては欧州経済にとっての打撃になることに疑いはない。

足元までのユーロ圏の輸出動向を確認すると、輸出数量は緩やかながら減少が続いており、これが前述した製造業の停滞の一因になっている。ただし、地域別では全体の足を引っ張っているのは中国向け輸出の減少であり、米国向けについてはむしろ、他の地域向けに比べて底堅く推移している。関税引き上げによって米国向け輸出が減少することになれば、欧州経済は外需における下支えを失うことになる。

米国は欧州にとって最大の輸出相手先であり、2023年時点ではEUの域外輸出のうち19.7%を米国向けが占める（出所：Eurostat）。国別に見ると、EUからの米国向け輸出のおよそ3割をドイツが占めており、追加関税によって被る悪影響も自ずとドイツで大きくなる公算が大きい。ドイツ経済研究所が公表した試算結果によれば、米国が中国に対して60%、それ以外の全ての国に10%の関税を課した場合、2025年のドイツのGDPは0.29%、2026年は0.93%押し下げられるという。輸出の減少自体がGDPの下押し要因になることは当然として、それに伴い投資が抑制されることでも成長率が押し下げられる。既述の通り、ドイツ経済はユーロ圏の中でも冴えない状態が続いており、米国による追加関税はこうした状況をさらに悪化させる恐れがある。

図表5 ユーロ圏の地域別輸出数量（左）、EU加盟国の米国向け輸出金額（2023年）（右）



（出所）Eurostat より大和総研作成

さらに、米国が追加関税を実施した場合、EUは報復措置を検討せざるを得なくなる。自由貿易推進というEUの姿勢は、米国が関税を課したとしても変わらないだろうが、米国の一方的な関税引き上げには何らかの形で抗議する必要があるためである。報復という名目があるとは言え、EUが米国からの輸入品に関税を課せば、輸入コストの上昇は欧州経済にとってネガティブ

に作用する可能性が高い。EU 経済への影響がなるべく大きくならないよう配慮する形で報復措置の内容が検討されると考えられるが、それでも一定の悪影響は免れないだろう。

米国による関税引き上げが実施されるか否か、さらに実施されるとしても、その時期や具体的な内容はまだ不確かである。しかし、トランプ氏が 1 期目に対中追加関税や、鉄鋼・アルミ製品に対する関税を導入したという経緯を踏まえれば、何らかの関税が導入される可能性は高い。悪影響が本格的に発現するのは関税の発効後ということになるだろうが、貿易を巡る不透明感によって、関税引き上げが実施される前から投資が手控えられる可能性もある。

既述したように、足元で個人消費に加速の兆しが見られることや、ECB の利下げ継続による金利の低下が見込まれること、さらに、景気の下振れリスクの高まりに対しては ECB の利下げ加速という選択肢が残されていることから、欧州経済が急激に腰折れする可能性は現時点では低いとみられる。だが、トランプ氏の再選によって、貿易摩擦が欧州経済にとっての大きなリスクとなったことは確かであり、その動向には細心の注意を払っていく必要がある。

英国経済

7-9 月期 GDP は前期から減速

英国の 2024 年 7-9 月期の実質 GDP は前期比+0.1%（前期比年率+0.6%）となり、3 四半期連続のプラス成長となったものの、成長ペースは 4-6 月期（前期比+0.5%）から大きく鈍化し、市場予想（同+0.2%）を下回った。ただし、需要項目別の内訳を見ると、GDP 成長率を主に押し下げたのは、総資本形成に含まれる「貴重品の取得マイナス処分（Acquisitions less disposals of valuables）」である。ONS（英国国家統計局）によれば、これは振れが大きい非貨幣用金の純輸出の増加に伴って計上されたものであり、前期の反動が出たものとみられる。これ以外の内需項目は軒並み前期から増加し、国内最終需要の伸びが前期から加速している点を踏まえると、ヘッドラインは減速しつつも、内容はさほど悪くない。

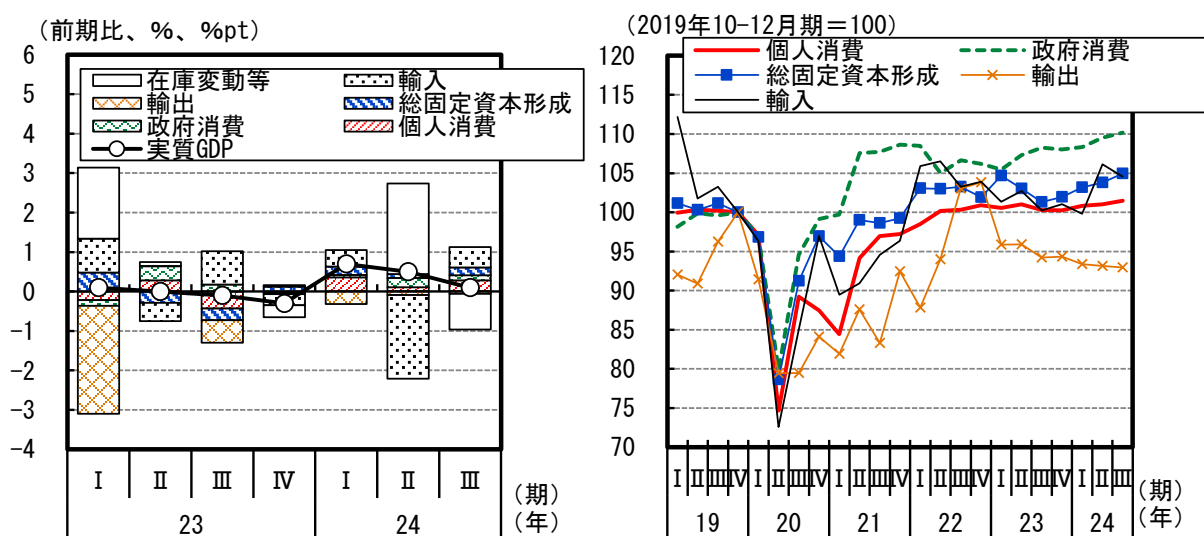
需要項目別の詳細を見ていくと、個人消費は前期比+0.5%と前期（同+0.1%）から加速した。内訳では住宅（同+0.6%）、衣服・履物（同+1.7%）、飲食料品（同+0.4%）など、幅広い品目で増加しており、総じて良好な結果である。個人消費の裏付けとなる所得の動向に関して、名目雇用者報酬は同+0.8%と前期（同+0.9%）から減速したが、物価上昇ペースが鈍化したことで実質ベース（大和総研による試算値、個人消費デフレーターで実質化）では同+0.7%と前期から加速しており、これが個人消費を押し上げたとみられる。

総固定資本形成は前期比+1.1%となり、こちらも前期から伸びが加速し、4 四半期連続の増加となった。企業設備投資は同+1.2%と前期（同+1.4%）から伸びが鈍化したものの、公共投資が同+3.4%と加速し全体を押し上げた。また、住宅投資については同▲0.7%と 2 四半期連続で減少し、停滞が続く形となったが、減少ペースは前期から幾分和らいでいる。

外需に関して、輸出は前期比▲0.2%と 3 四半期連続で減少し、輸入は同▲1.5%と 2 四半期

ぶりの減少に転じた。輸入の減少幅が輸出の減少幅を上回ったことで外需（純輸出）の寄与度は前期比+0.5%ptと2四半期ぶりのプラスに転じている。輸出の内訳では財輸出が前期比+0.8%と3四半期ぶりの増加に転じたが、サービス輸出が同▲1.0%と4四半期ぶりの減少に転じたことが押し下げ要因となった。サービス輸出では主に企業向けサービスや、情報通信サービスが減少した。一方、輸入は、サービス輸入が知的財産権や情報通信サービスを中心に同+1.0%と増加する一方で、財輸入が同▲2.7%と減少している。

図表6 英国の実質 GDP 成長率の寄与度分解（左）、需要項目別の水準（右）



(出所) ONS より大和総研作成

秋季予算案では増税と同時に歳出増加を決定、拡張財政へと転換

7-9月期のGDPの結果を踏まえると、英国経済は年初に比べれば成長ペースこそ鈍化しているものの、内需を中心に着実に回復しつつあるといえる。加えて、労働党政権による財政政策によって、成長ペースが再加速する可能性が高まってきた。

10月30日、労働党は政権交代後初となる政府予算案を発表した。スターマー首相やリーブス財務相は、発表にさきがけ今回の予算案は「痛みを伴うものになる」と、党大会の演説などで幾度も発言しており、事前の想定通り、増税が決定された。たが、これと同時に大幅な政府支出・公共投資の拡大も盛り込まれており、財政再建よりもむしろ拡張財政色が強い内容となった。

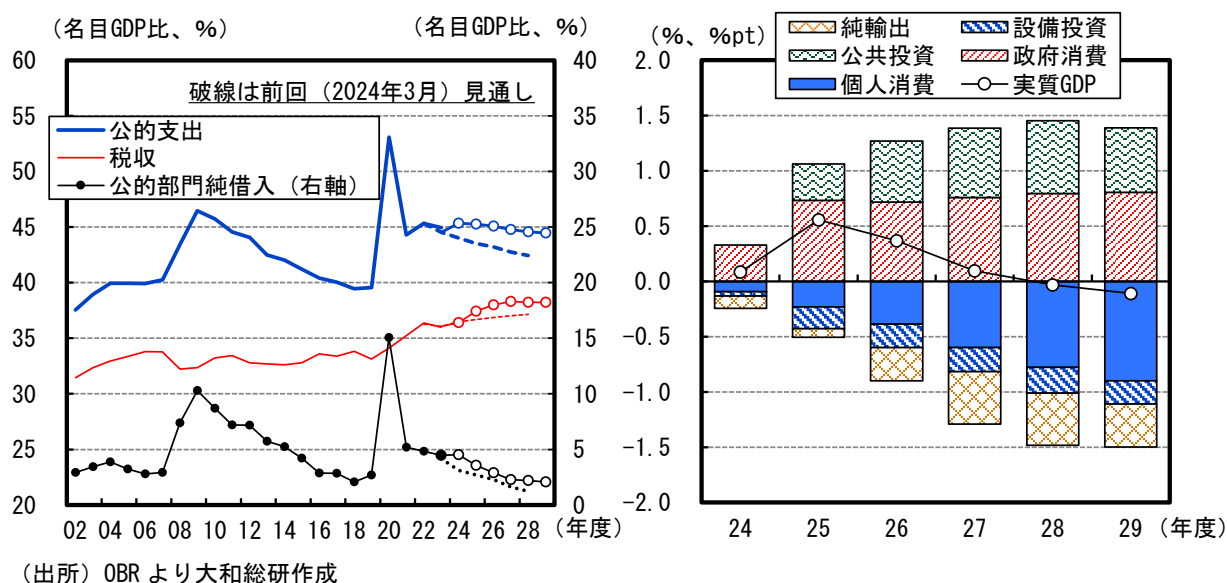
具体的な内容を見ていくと、歳入面では、国民保険料の雇用主負担分が引き上げられたほか、キャピタルゲイン税、2軒目の住居に対する土地印紙税などの増税が決定された。公約通り、付加価値税、個人所得税、法人税に対する増税は回避されている。キャピタルゲイン税など、増税の一部は既に実施されているが、多くは2025年以降に実施される。このため、制度変更による税収増は2024年度に13億ポンド、2025年度以降の5年間は年平均362億ポンドとなる見通しである。OBR（予算責任局）によれば、税収の名目GDP比は前回3月時点の見通しから引き上げられ、過去最高を更新する見込みであり、2027年度には38.3%のピークに達するとされる。

他方、歳出面を見ていくと、今回の予算案によって 2024 年度の歳出は 250 億ポンド増加、その後の 5 年間では、年平均 695 億ポンドの増加が見込まれている。増加分のうち、およそ 3 分の 2 は省庁の日々の歳出に、残り 3 分の 1 は公共投資に充てられるという。省庁予算では、NHS（国民保健サービス）を含む保健省、国防省、教育省の予算の増加分が大きい。また、公共投資の増額によって、前政権下で低下が見込まれていた公的部門純投資の対名目 GDP 比は、長期平均（1997 年度～2023 年度）を約 0.5%pt 上回る 2.5%程度で維持される計画となっている。

増税による歳入増加分以上に歳出が増加することから、借入は増加する見通しとなる。公的部門純借入（PSNB）は 2024 年度には 403 億ポンド、2025 年度から 2028 年度は 198 億～325 億ポンド、従来見通しから増額されている。名目 GDP 比では 2025 年度以降は低下していく見通しではあるが、水準はやはり従来見通しよりも高い。借入が増加する結果、公的債務残高（PSND）の名目 GDP 比は 2024 年度には 98.4%まで上昇し、2025 年度以降は 97%近辺で高止まりが続くことになる。

今回の予算案での政府消費、公共投資の増加を主因に、2024 年度の実質 GDP は+0.1%、2025 年度には+0.5%程度押し上げられると OBR は試算している。2026 年度以降は、押し上げ効果が徐々に低下していく見通しだが、歳出拡大によって少なくとも短期的には成長率が押し上げられる可能性が高い。

図表 7 OBR による財政見通し（左）、秋季予算案が実質 GDP 水準に与える影響（右）



BOE は 11 月に追加利下げ実施も、秋季予算案を受けて先行きは慎重に

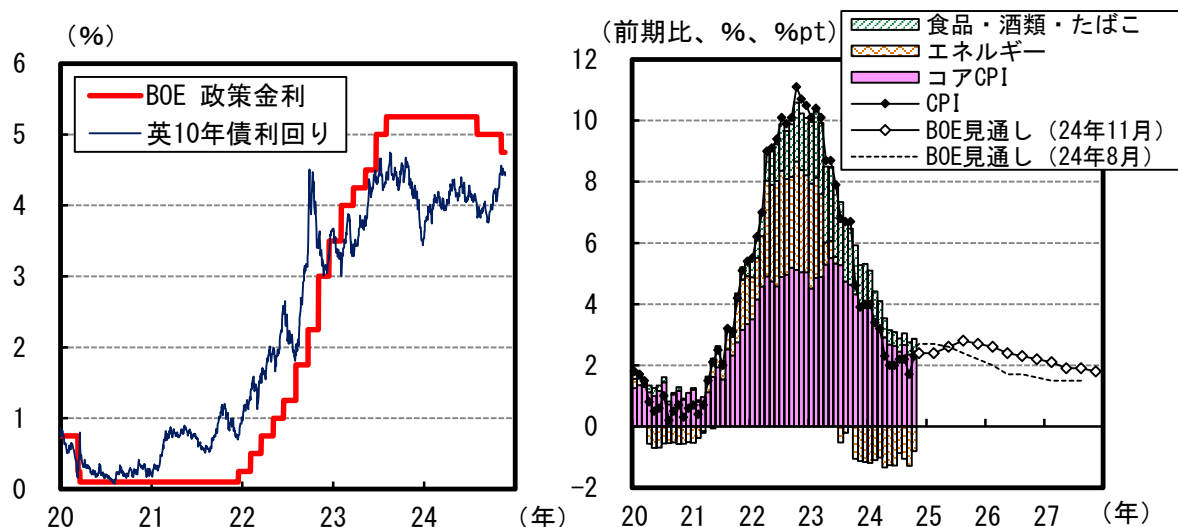
11 月 7 日、BOE は前日まで行われていた金融政策委員会で、0.25%pt の利下げを行い、政策金利を 4.75%とする決定をしたと公表した。利下げは 8 月会合以来、2 会合ぶりである。9 月の英国の CPI は前年比+1.7%と BOE の 8 月時点での見通しや、目標である 2%を下回っていたことから、11 月会合での利下げは確実視されていたため、決定にサプライズはなかった。

一方、CPI が下振れする中、利下げペース加速の可能性が示唆されるか否かが 11 月会合での注目点となっていたが、BOE は引き続き慎重なペースで利下げを進めていくとの姿勢を示した。公表された声明文では、2%のインフレ目標を達成するため、引き続き十分な期間、引き締めが必要であり、引き締め度合の縮小は段階的なアプローチが適当であるという従来の文言が維持されている。ベイリー総裁は 10 月初旬の段階では新聞社のインタビューで、利下げに関し「もう少し積極的に」なることができるかもしれないと発言していたが、今回、声明文公表後の会見では、段階的な利下げが適切である旨を繰り返しており、追加利下げに対して慎重さを増した形となった。

こうした BOE の慎重姿勢の背景には、既述の政府予算案によって、インフレ率の見通しが従来から引き上げられたことがある。11 月の金融政策委員会で公表された金融政策レポートでは、予算案によってインフレ率はピーク時には+0.5%pt 弱押し上げられるとの試算が示された。バス料金上限の引き上げ、車両税の引き上げ、私立校に対する付加価値税賦課による直接的な物価の押し上げに加えて、国民保険料の雇用主負担の増加や、景気浮揚による需給バランスの改善がインフレ率を押し上げると見込まれている。7-9 月期の CPI の実績が従来見通しから下振れしたことで、2024 年 10-12 月期、2025 年 1-3 月期のインフレ率見通しは下方修正されたものの、2025 年後半以降の見通しは上方修正され、目標の 2%を下回るタイミングは 1 年先送りされている。

また、ベイリー総裁は、こうした政策変更が、実際にどれだけ経済や物価に影響を及ぼすかについては不確実性があり、政策効果を見極めるためにも、段階的な利下げが適切であるとの見方を示している。11 月の金融政策委員会後に公表された 10 月の CPI が、前年比+2.3%と BOE の予測値（同+2.2%）をわずかながら上回ったこともあり、次回、12 月の金融政策委員会では利下げが見送られる可能性が高い。また、当面はこれまでと同様、2 会合に一度のペースでの利下げが続けられるという見方を大和総研は維持する。

図表 8 英国の政策金利と長期金利（左）、インフレ率と BOE 見通し（右）



(出所) Bloomberg、BOE、ONS より大和総研作成

図表9 ユーロ圏経済・金利見通し

	2023				2024				2025				2023	2024	2025
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4			
前期比年率															
国内総生産	-0.0%	0.2%	0.2%	0.2%	1.2%	0.8%	1.5%	1.2%	1.4%	1.6%	1.2%	1.2%	0.4%	0.8%	1.3%
家計消費支出	0.9%	1.9%	0.9%	0.0%	1.1%	0.3%	1.1%	1.2%	1.5%	1.4%	1.3%	1.2%	0.6%	0.8%	1.3%
政府消費支出	1.4%	1.8%	3.3%	2.4%	0.6%	3.5%	3.0%	0.9%	0.7%	0.5%	0.5%	0.5%	1.6%	2.2%	1.1%
総固定資本形成	4.5%	-1.2%	0.1%	5.5%	-8.6%	-9.6%	2.9%	2.0%	2.5%	2.6%	2.4%	2.2%	1.6%	-2.7%	1.6%
輸出	-2.8%	-4.0%	-4.3%	1.2%	3.9%	6.0%	0.5%	1.8%	2.1%	3.2%	1.2%	1.5%	-0.7%	1.7%	2.1%
輸入	-5.7%	-0.6%	-5.9%	0.6%	-2.6%	3.1%	2.2%	2.0%	2.4%	3.2%	1.6%	1.8%	-1.3%	-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%	0.9%	1.2%	1.2%	1.4%	1.4%	1.3%	0.4%	0.8%	1.3%
家計消費支出	1.4%	0.7%	-0.1%	0.9%	1.0%	0.6%	0.6%	0.9%	1.0%	1.3%	1.4%	1.4%	0.6%	0.8%	1.3%
政府消費支出	0.6%	1.1%	2.3%	2.2%	2.0%	2.5%	2.4%	2.0%	2.0%	1.3%	0.6%	0.5%	1.6%	2.2%	1.1%
総固定資本形成	2.5%	1.8%	0.9%	2.2%	-1.2%	-3.3%	-2.7%	-3.5%	-0.7%	2.5%	2.4%	2.4%	1.6%	-2.7%	1.6%
輸出	3.1%	0.0%	-2.6%	-2.5%	-0.9%	1.6%	2.9%	3.0%	2.6%	1.9%	2.1%	2.0%	-0.7%	1.7%	2.1%
輸入	2.1%	-0.1%	-3.6%	-3.0%	-2.2%	-1.3%	0.8%	1.2%	2.4%	2.5%	2.3%	2.2%	-1.3%	-0.4%	2.4%
鉱工業生産（除く建設）	0.8%	-1.0%	-4.7%	-3.4%	-4.8%	-3.7%	-1.6%	-1.3%	0.3%	1.2%	1.9%	1.9%	-2.1%	-2.9%	1.3%
実質小売売上高	-2.7%	-2.1%	-2.1%	-0.7%	-0.1%	0.2%	1.7%	1.6%	1.8%	1.8%	1.2%	1.2%	-1.9%	0.9%	1.5%
消費者物価	8.0%	6.2%	5.0%	2.7%	2.6%	2.5%	2.2%	2.3%	2.1%	2.1%	1.9%	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%	-2.6%	-2.4%	0.7%	3.0%	2.3%	2.6%	-2.1%	-4.4%	2.1%
失業率	6.6%	6.5%	6.6%	6.5%	6.5%	6.4%	6.3%	6.3%	6.2%	6.2%	6.1%	6.1%	6.6%	6.4%	6.2%
10億ユーロ															
貿易収支	-9.6	1.5	22.7	37.1	59.4	46.0	37.3	41.1	42.9	46.1	48.7	51.5	51.7	183.8	189.2
経常収支	36.4	63.1	63.9	78.7	103.0	130.7	112.7	121.5	122.9	125.8	127.7	129.8	242.1	467.8	506.2
独 国債10年物（期中平均）															
欧 政策金利（末値）	2.34%	2.37%	2.59%	2.52%	2.31%	2.49%	2.29%	2.30%	2.25%	2.19%	2.14%	2.11%	2.45%	2.35%	2.17%
	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11月21日時点）。

(出所) Eurostat、ECB より大和総研作成

図表10 英国経済・金利見通し

	2023				2024				2025				2023	2024	2025
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4			
前期比年率															
国内総生産	0.4%	0.0%	-0.4%	-1.3%	2.8%	1.8%	0.6%	1.2%	1.6%	1.8%	1.6%	1.6%	0.3%	0.9%	1.5%
家計消費支出	-1.5%	1.8%	-2.8%	-0.2%	2.4%	0.7%	1.9%	1.1%	1.0%	1.0%	0.9%	0.8%	0.5%	0.8%	1.1%
一般政府消費支出	-2.7%	7.1%	3.6%	-0.8%	1.1%	4.5%	2.4%	1.0%	1.9%	2.0%	2.1%	2.2%	0.6%	2.2%	2.0%
総固定資本形成	11.3%	-6.2%	-6.6%	2.7%	4.9%	2.3%	4.5%	2.0%	2.8%	3.3%	3.1%	3.0%	-0.1%	1.6%	3.0%
輸出	-27.4%	0.1%	-6.8%	0.4%	-3.9%	-1.1%	-0.8%	1.5%	2.0%	2.6%	1.5%	2.1%	-2.2%	-2.0%	1.4%
輸入	-9.5%	5.6%	-9.4%	3.3%	-4.8%	27.9%	-5.8%	1.1%	1.5%	1.9%	1.2%	1.6%	-3.4%	2.5%	2.0%
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%	1.0%	1.6%	1.3%	1.3%	1.6%	1.7%	0.3%	0.9%	1.5%
家計消費支出	2.1%	0.8%	-0.0%	-0.7%	0.3%	0.0%	1.2%	1.5%	1.2%	1.2%	1.0%	0.9%	0.5%	0.8%	1.1%
一般政府消費支出	-2.8%	2.2%	1.5%	1.7%	2.7%	2.1%	1.8%	2.2%	2.4%	1.8%	1.7%	2.0%	0.6%	2.2%	2.0%
総固定資本形成	1.6%	0.0%	-1.9%	0.0%	-1.4%	0.7%	3.6%	3.4%	2.9%	3.2%	2.8%	3.0%	-0.1%	1.6%	3.0%
輸出	9.2%	2.0%	-8.5%	-9.2%	-2.6%	-2.9%	-1.3%	-1.1%	0.4%	1.3%	1.9%	2.0%	-2.2%	-2.0%	1.4%
輸入	-4.3%	-3.6%	-2.9%	-2.8%	-1.5%	3.3%	4.3%	3.8%	5.4%	-0.4%	1.4%	1.5%	-3.4%	2.5%	2.0%
鉱工業生産	-2.9%	-1.4%	0.5%	-1.0%	-0.6%	-1.6%	-1.9%	-0.2%	0.0%	0.6%	1.1%	1.2%	-1.2%	-1.1%	0.8%
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%	2.4%	2.4%	2.6%	2.7%	2.4%	7.3%	2.5%	2.5%
生産者物価（出荷価格）	11.1%	2.8%	-0.1%	-0.2%	0.3%	1.3%	0.2%	-0.9%	-0.6%	0.3%	2.0%	2.8%	3.2%	0.2%	1.1%
失業率	4.0%	4.2%	4.1%	3.8%	4.3%	4.2%	4.3%	4.2%	4.1%	4.0%	3.9%	3.8%	4.0%	4.3%	4.0%
10億英ポンド															
貿易収支	-50.1	-48.8	-44.3	-44.4	-42.8	-59.0	-50.2	-49.8	-49.4	-48.6	-47.7	-46.5	-187.7	-201.9	-192.2
経常収支	-13.7	-20.7	-7.9	-11.1	-13.8	-28.4	-24.1	-23.7	-23.4	-22.6	-22.4	-22.0	-53.3	-90.0	-90.4
国債10年物（期中平均）															
政策金利（末値）	3.54%	3.99%	4.46%	4.23%	4.03%	4.20%	4.00%	4.37%	4.38%	4.30%	4.22%	4.16%	4.06%	4.15%	4.27%
	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11月21日時点）。

(出所) ONS、BOE より大和総研作成

中国経済 景気テコ入れ策の効果を総点検

家電・自動車買い替え促進策の効果が発現。住宅市場テコ入れ策は？

齋藤 尚登

[要約]

- 中国国家统计局によると、2024 年 10 月の小売売上は前年同月比 4.8%増（以下、断りのない限り、変化率は前年比、前年同期比、前年同月比）となり、9 月の 3.2%増から伸びが加速した。家電・音響映像機材の販売金額は、8 月の 3.4%増から、9 月は 20.5%増、10 月は 39.2%増と急増した。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」が効果を上げたものだ。
- 中国では、3 年にわたる不動産不況からの脱却を目指した、住宅市場テコ入れ策の発表が相次いでいる。2024 年 10 月に住宅販売面積の減少幅は大きく縮小したが、効果の発現はごく一部にとどまっている。
- 景気を直接刺激するものではないが、10 兆元の「隠れ債務」の地方政府債務への付け替えについては、短期・高金利の債務を長期・低金利の債務に転換することで、地方政府融資平台の破綻リスクや銀行などの貸し倒れリスクが低減することが期待できる。
- 今後、国債を増発するなどの可能性はあるが、今更発表されても 2024 年の景気をテコ入れするには遅すぎる。財政出動は、家電・自動車の買い替え促進策の反動減が懸念される 2025 年の景気を下支えするために温存される可能性もある。

家電・自動車買い替え促進策の効果が発現

中国国家统计局によると、2024年10月の小売売上は前年同月比4.8%増（以下、断りのない限り、変化率は前年比、前年同期比、前年同月比）となり、9月の3.2%増から伸びが加速した。家電・音響映像機材の販売金額は、8月の3.4%増から、9月は20.5%増、10月は39.2%増と急増した。また、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後、10月は3.7%増と伸び率が高まった。

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」（以下、「措置」）が効果を上げたものだ。

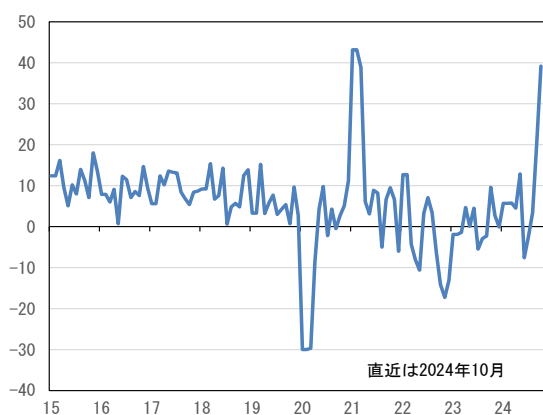
「措置」では、家電の買い替えについて、「個人が省エネ・節水基準2級以上の冷蔵庫、洗濯機、テレビ、エアコン、コンピュータ、給湯器、家庭用コンロ、レンジフードの8種類の家電に買い替える場合、価格の15%を補助金として支給する。省エネ・節水基準1級以上の上記8種類の家電に買い替える場合は価格の20%を補助金として支給する。消費者1人当たり8種類それぞれ1台限り、1台当たりの補助金の上限は2,000元とする」とされた。

自動車について、「措置」は「個人が排ガス基準『国3』以下のガソリン車、あるいは2018年4月30日以前に登録した新エネルギー乗用車を廃棄し、条件を満たす新エネルギー車に買い替える場合は2万元、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元の補助金を支給する」としている。

家電と自動車の買い替えについては、「措置」が発表される数カ月前に地方政府が同様の政策を発表していたが、効果は極めて限定的であった。今回の「措置」が効果を上げた理由は何だろうか？

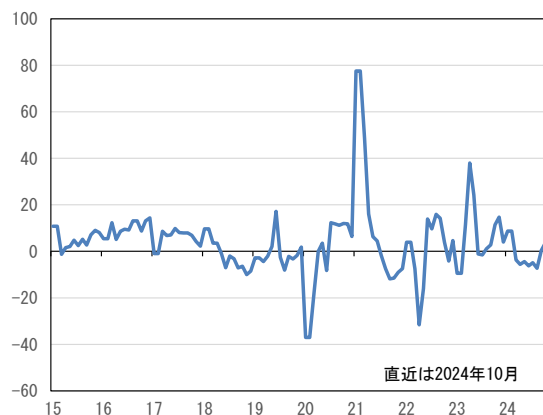
第一は補助金額の増額だ。従来、家電の補助金の上限は価格の10%（1,000元）とされていたが、「措置」では15%（1,500元）、もしくは20%（2,000元）に、新エネルギー車の補助金は従

家電・音響映像機材販売金額の推移
（前年同月比）（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

自動車販売金額の推移
（前年同月比）（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

来の1万円から2万円に、ガソリン車は同様に7,000円から1万5,000円に増額されている。

第二は実効性の向上である。補助金は、従来は地方政府に多くを依存していたが、「措置」では、中央90%（東部地区は85%、中部地区は90%、西部地区は95%）：地方10%（東部15%、中部10%、西部5%）の原則で負担するとされた。不動産不況の長期化により、地方政府の主要な財源である土地使用权売却収入が大きく減少する中、地方財政には補助金を支給する余力が乏しかったと推察される。

第三は政策の即効性だ。「措置」では、補助金は2024年8月末までに資金の配分を終え、12月末までに資金を使い切るとされた。政策は9月に本格的に始動し、家電・自動車販売を押し上げたのである。年内はこの効果が持続しよう。

ただし、家電・自動車の買い替え補助金政策は、その効果が大きいほど、反動減が懸念される。その悪影響は2025年に、特に秋口から年末に強く出てこよう。

住宅市場テコ入れ策の効果は？

中国では、3年にわたる不動産不況からの脱却を目指した、住宅市場テコ入れ策の発表が相次いでいる。結論を先にいうと、2024年10月に住宅販売面積の減少幅は大きく縮小したが、効果の発現はごく一部にとどまっている。

住宅需要刺激策は一部で効果発現か？

住宅需要を刺激しうるのは、住宅ローン金利のさらなる引き下げと、2軒目の住宅ローンの頭金割合の一段の引き下げだ。

各地方政府が決定する住宅ローン金利については、2024年5月に下限が撤廃され、大幅に引き下げられた。さらに、7月の政策金利（LPR5年物）の0.10%pt引き下げ、10月の0.25%pt引き下げに伴い、住宅ローン金利は同じ幅だけ引き下げられている。2024年に入ってからだけで都合3回の引き下げである。例えば、上海市の1軒目の住宅ローン金利は、従来の3.85%→3.50%（5月）→3.40%（7月）→3.15%（10月）に、同様に2軒目（市内）は、4.25%→3.90%→3.80%→3.55%に引き下げられた。

住宅ローンの頭金割合については、従来は1軒目20%以上、2軒目30%以上であったが、2024年5月にそれぞれ15%以上、25%以上に引き下げられた。さらに今回は2軒目も15%以上に引き下げられている。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。

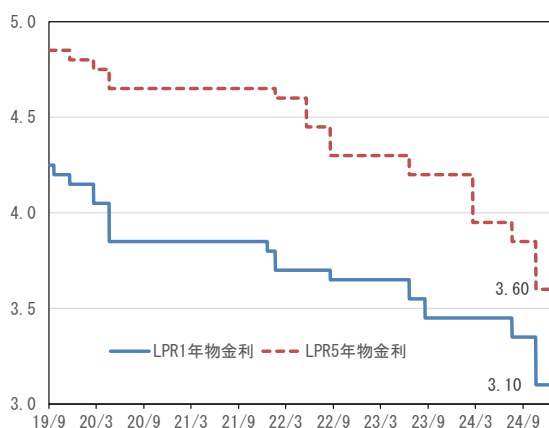
後述する政策を含め、特に2024年9月下旬以降は政策パッケージが発表されたことで、中国政府が不動産不況からの脱却にいよいよ本格的に取り組み始めたとのメッセージを発出することには成功したとみられる。住宅購入者のセンチメントが好転し、10月1日～7日の国慶節の連休には、大都市を中心に一部都市で住宅販売の活況が伝えられた。1月～10月の住宅販売面積は17.7%減となり、1月～9月の19.2%減からマイナス幅が若干圧縮された。当局が発表する1月からの累計のデータから単月を計算すると、10月は0.5%減となり、9月の11.0%減か

ら減少幅は大きく縮小した。

確かに、過去3年にわたり抑制されてきた住宅実需が刺激されている可能性はある。例えば、新規需要に加え、2軒目の住宅ローンの頭金の割合引き下げに関連して、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、不動産不況に陥る以前の中国では、投資・投機需要（公式統計はないものの）は全体の3割とも4割ともいわれていた。これが回復するには、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10月の新築住宅価格は▲6.2%、中古住宅価格は▲8.9%と、それぞれ31カ月、33カ月連続の下落となった。住宅価格が中長期的に上昇するとの期待が高まるのは極めて困難であると思われる。

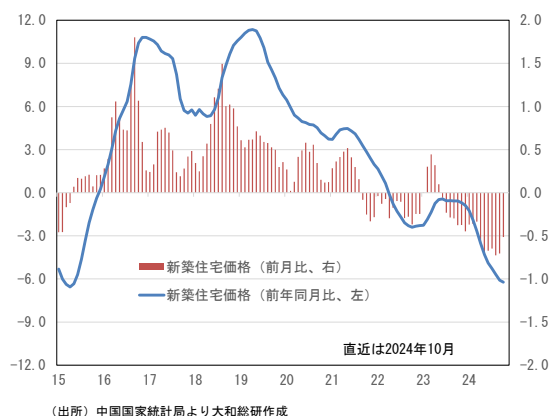
LPR1年物、LPR5年物の推移（単位：％）



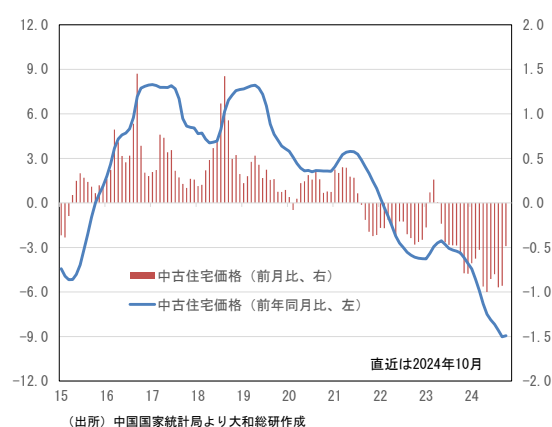
住宅販売面積の推移（前年同月比）（単位：％）



全国70都市新築住宅価格の推移
（前年同月比、前月比）（単位：％）



全国70都市中古住宅価格の推移
（前年同月比、前月比）（単位：％）



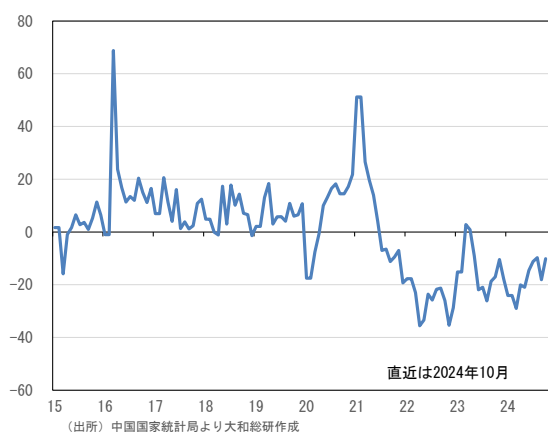
工事中断問題の改善・解決やデベロッパーの資金繰り改善に大きな進展なし

工事中断問題の改善・解決やデベロッパーの資金繰り改善について、2024年10月17日の国家金融監督管理総局の肖遠企・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た。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12兆7,459億元の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。

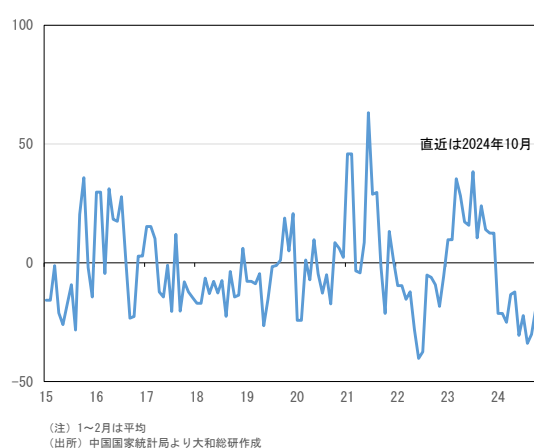
しかし、この効果は（まだ）発現していない。2024年1月～10月のデベロッパーの資金調達額は19.2%減となり、1月～9月の20.0%減から僅かなマイナス幅縮小にとどまった。当局が発表する1月からの累計のデータから単月を計算すると、9月は18.1%減、10月は10.1%減であった。また、ホワイトリスト制度が機能していれば、2023年の資金調達額の12.2%を占めた国内貸出は増加に転じてもおかしくない。しかし、こちらは1月～9月の6.2%減から1月～10月は6.4%減へとマイナス幅が拡大している。国家金融監督管理総局によると、10月末時点でホワイトリスト制度に基づく貸出認可額は3兆元を超えたとしているが、多くは認可段階にとどまり、実行に移されていない可能性が高い。

また、住宅・都市農村建設部は、住宅を契約通りの期日・品質で購入者に受け渡す「保交楼」について、2024年11月13日までに285万軒の受け渡しが完了したとしている。上海市、福建省、甘粛省、黒竜江省、河北省承德市、江蘇省徐州市など74の省・市では受け渡し率が80%を超え、24市で90%以上、6市で100%に達したという。省とその下の行政区である市が混在した統計であり、成績が良いところだけをピックアップしたとの印象はぬぐえない（受け渡し率が低いところは公表されていない）。1月～10月の住宅竣工面積は23.4%減（9月は30.1%減、10月は19.5%減）と、大幅な減少が続いており、全体の進捗は芳しくない可能性が高い。

デベロッパーの資金調達額の推移
（前年同月比）（単位：％）



住宅竣工面積の推移（前年同月比）
（単位：％）



住宅供給は嚴重に抑制。新規着工面積は大幅な減少が続く

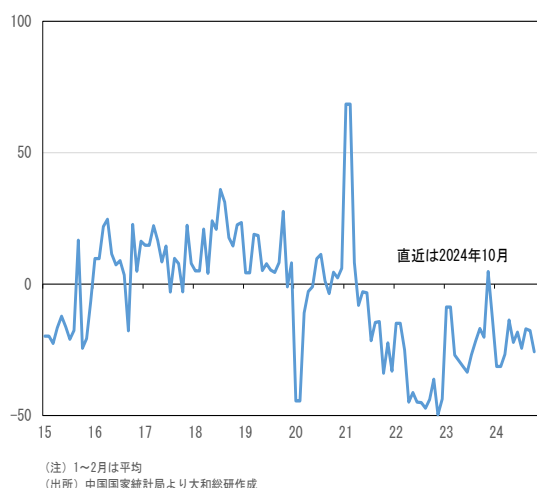
2024年9月26日に開催された中国共産党政治局会議では、「分譲住宅建設については、新規プロジェクトを厳しく抑制」するとした。当局が注力するのは、現在建設中の住宅を最後まで完成させること、これによって一段と積み上がるかもしれない住宅在庫を圧縮することだ。今後中長期にわたり住宅購入実需層が大きく減少する中で、それに見合いで供給を減らしていく必要があるということであろう。

住宅新規着工面積は2024年1月～9月の22.4%減から1月～10月は22.7%減となり、マイナス幅が拡大した（単月では9月は17.7%減、10月は25.7%減）。当局は新規着工面積の回復を意図していないとはいえ、これは不動産開発投資の先行指標であり、同投資の回復の難しさを物語っている。

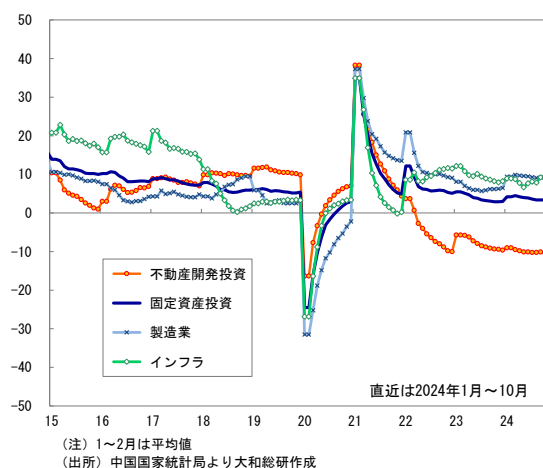
ちなみに、2024年1月～10月の固定資産投資は3.4%増となり、減速に歯止めがかかったように見える。ただし、不動産開発投資は10.3%減となり、1月～9月の10.1%減からマイナス幅が広がった。一方で、1月～10月の不動産開発投資を除く固定資産投資は7.6%増と発表されており、製造業投資やインフラ投資を牽引役に堅調な推移が続いている。

以上のように、不動産不況は一連のテコ入れ策によって、実需の回復を中心に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りそう。

住宅新規着工面積の推移（前年同月比）
（単位：％）



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：％）



「隠れ債務」10兆元の地方政府債務への付け替えにより、金融リスク低減¹

ここでは、景気を直接刺激するものではないが、10兆元の「隠れ債務」の地方政府債務への付け替えについて、解説する。

2024年11月4日～8日に、日本の国会に相当する全国人民代表大会（全人代）常務委員会が開催され、「地方政府の債務上限を引き上げ、隠れ債務を置き換える（借り換える）ことに関する国务院（内閣）提出による議案」を可決した。2015年の新予算法施行以降、地方政府融資プラットフォーム（プラットフォーム）は、地方政府からは独立した法人（国有企業）という建付けになったが、本来であれば地方政府債務とすべきものを地方政府融資プラットフォームが肩代わりする事例が後を絶たなかった。この部分が地方政府の隠れ債務である。

11月8日に行われた藍仏安・財政部長（大臣）らの記者会見によると、主な内容は以下の通りである。

- ① 毎年発行している地方政府特別債券（地方政府專項債券）²のうち、2024年から5年間は毎年8,000億元を隠れ債務の削減（地方政府債務への置き換え）に充当する。5年間の隠れ債務の削減金額は4兆元となる。
- ② これとは別に2024年末の地方政府特別債券の発行残高の上限を6兆元引き上げ、従来の29.52兆元から35.52兆元とする。6兆元は2024年～26年の3年間（年2兆元）の隠れ債務の削減に活用する。上記と併せて、10兆元の隠れ債務の削減が行われる。
- ③ このほか、老朽化した家屋が集中するバラック地区の改造に用いた債務のうち、2029年以降、返済・償還期限を迎える2兆元分の隠れ債務を契約通りに返済・償還する。
- ④ 足元の隠れ債務は14.3兆元であり、上記①～③によって、将来的には12兆元分の隠れ債務が削減される。また、上記①と②によって、5年間で6,000億元の金利コストが減少する。

上記の隠れ債務14.3兆元は、地方政府融資プラットフォームが抱える債務の一部と目されるが、一連の政策によって、地方政府融資プラットフォームの破綻リスクや銀行などの貸し倒れリスクは低減しよう。

実は、同様の手法は2015年～2018年にかけて実施されたことがある。当時も地方政府融資プラットフォームの膨張と潜在的な不良債権が問題視され、短期・高金利の債務を長期・低金利の地方政府債券に置き換えた経緯がある。これは置換債（借換債）と呼ばれ、4年間の発行額は12.2兆元となり、累計で1.7兆元の金利コストを削減できたという。この間で最も多くの置換債が発行されたのは2016年の4.9兆元であり、同年のGDP比では6.6%に達していた³。

結果的に2015年～2018年の置換債の発行によって、地方政府融資プラットフォームは息を吹き返した。

¹ この章は2024年11月11日付の大和総研レポート「[中国：10兆元の隠れ債務を地方債務に付け替え](#)」（齋藤尚登）による。

² 2024年の地方政府特別債券のネットの新規発行枠は3.9兆元である。

³ ちなみに2024年の隠れ債務の削減は2.8兆元、2023年のGDP比では2.2%であり、インパクトは相対的に小さい。

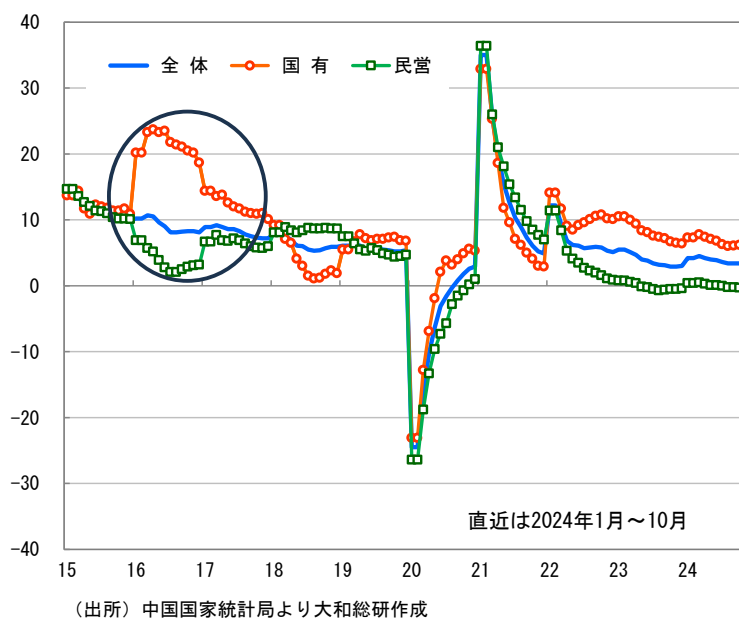
2016 年～17 年にかけて、固定資産投資のうち国有部門だけが急増する「国進民退」という状況が生じたが、この主因のひとつが、置換債発行による地方政府融資平台の資金繰り改善であった。

当時の地方政府融資平台の復活は今後の懸念を示唆している。モラルハザードの問題だ。既述したように、2015 年の新予算法施行以降、地方政府融資平台は地方政府から独立した法人とされたが、それ以降も地方政府と一心同体の関係が続いてきた。だからこそ、今回、地方政府融資平台の債務の一部を地方政府債務に付け替えせざるを得なくなったのであろう。結局、地方政府融資平台には、地方政府のみならず中央政府の「暗黙の保証」、あるいは保証はしてくれなくても何とかしてくれるとのモラルハザードの問題が温存されたままとなろう。

マーケットでは、国債の増発などによって、景気を直接刺激する政策が発表されるとの期待があったが、そうではなかった。恐らく、3 年にわたる不動産不況などの影響で経営難に陥る地方政府融資平台が増加し、その対応の方が喫緊の課題であったのであろう。

藍・財政部長は、11 月 8 日の記者会見で、「景気テコ入れのためのさらなる財政政策を計画している」などと述べた。今後、国債を増発するなどの可能性はあるが、今更発表されても 2024 年の景気をテコ入れするには遅すぎる。財政出動は、家電・自動車の買い替え促進策の反動減が懸念され、さらには米トランプ次期政権による中国製品への高い追加関税課税による悪影響が懸念される 2025 年の景気を下支えするために温存される可能性もある。

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) (単位: %)

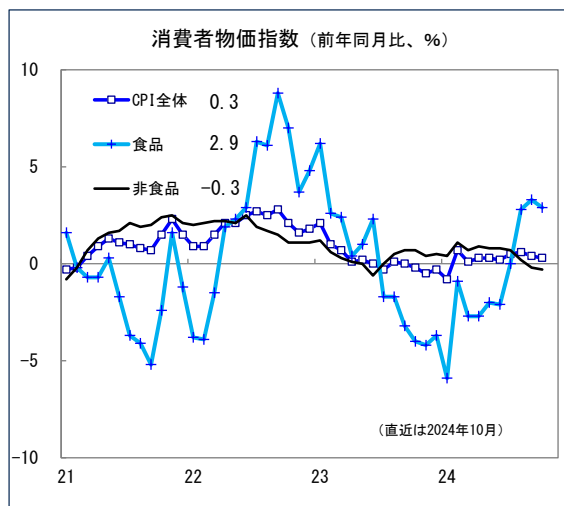
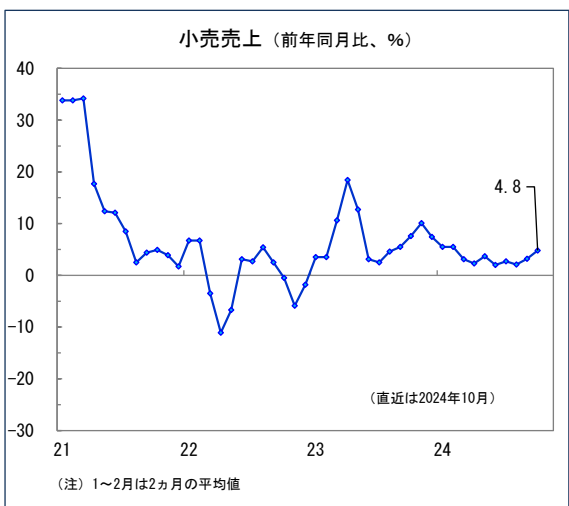
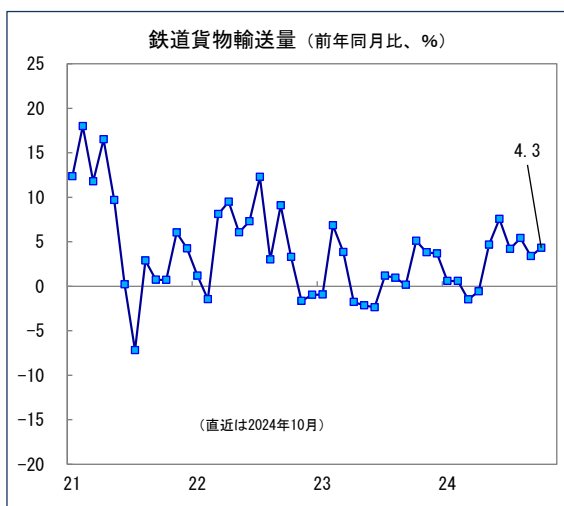
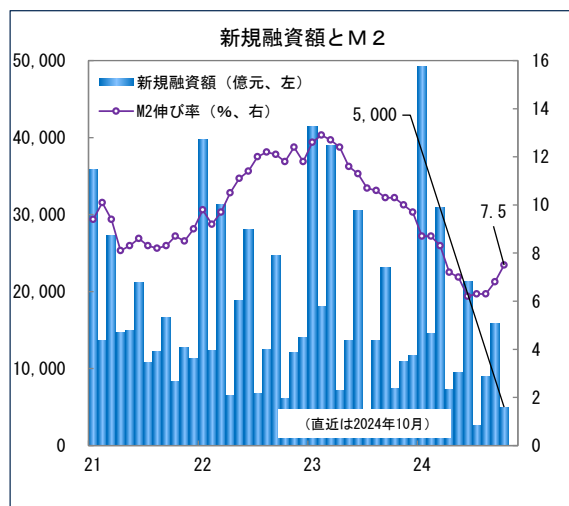
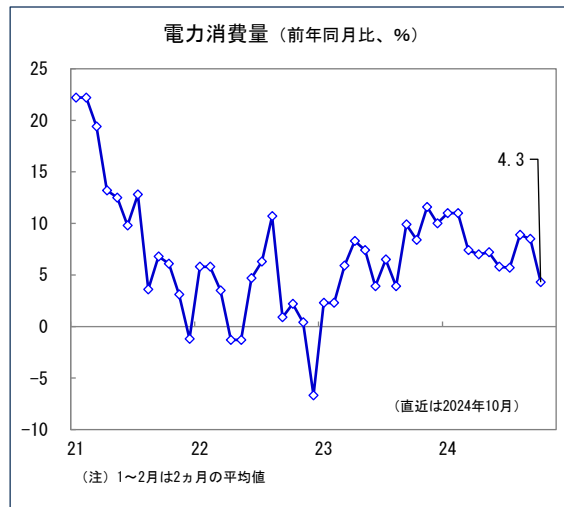
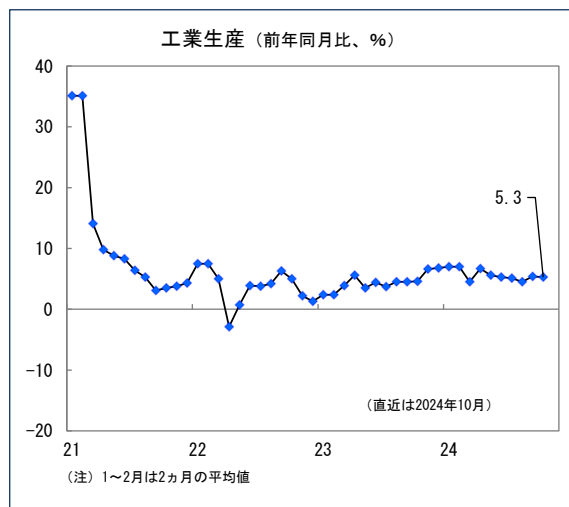


主要経済指標一覧

	2023年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	10月
実質GDP成長率（四半期、前年同期比、%）	-	-	5.2	-	-	5.3	-	-	4.7	-	-	4.6	-
工業生産（前年同月比、%）	4.6	6.6	6.8	7.0		4.5	6.7	5.6	5.3	5.1	4.5	5.4	5.3
電力消費量（前年同月比、%）	8.4	11.6	10.0	11.0		7.4	7.0	7.2	5.8	5.7	8.9	8.5	4.3
鉄道貨物輸送量（前年同月比、%）	5.1	3.8	3.7	0.6		-1.5	-0.6	4.7	7.6	4.2	5.4	3.4	4.3
固定資産投資（前年累計比、%）	2.9	2.9	3.0	4.2		4.5	4.2	4.0	3.9	3.6	3.4	3.4	3.4
不動産開発投資（前年累計比、%）	-9.3	-9.4	-9.6	-9.0		-9.5	-9.8	-10.1	-10.1	-10.2	-10.2	-10.1	-10.3
小売売上（前年同月比、%）	7.6	10.1	7.4	5.5		3.1	2.3	3.7	2.0	2.7	2.1	3.2	4.8
消費者物価指数 全体（前年同月比、%）	-0.2	-0.5	-0.3	-0.8	0.7	0.1	0.3	0.3	0.2	0.5	0.6	0.4	0.3
食品（前年同月比、%）	-4.0	-4.2	-3.7	-5.9	-0.9	-2.7	-2.7	-2.0	-2.1	0.0	2.8	3.3	2.9
非食品（前年同月比、%）	0.7	0.4	0.5	0.4	1.1	0.7	0.9	0.8	0.8	0.7	0.2	-0.2	-0.3
工業製品出荷価格指数（前年同月比、%）	-2.6	-3.0	-2.7	-2.5	-2.7	-2.8	-2.5	-1.4	-0.8	-0.8	-1.8	-2.8	-2.9
工業生産者購入価格指数（前年同月比、%）	-3.7	-4.0	-3.8	-3.4	-3.4	-3.5	-3.0	-1.7	-0.5	-0.1	-0.8	-2.2	-2.7
新規融資額（億円）	7,384	10,900	11,700	49,200	14,500	30,900	7,300	9,500	21,300	2,600	9,000	15,900	5,000
M2伸び率（%）	10.3	10.0	9.7	8.7	8.7	8.3	7.2	7.0	6.2	6.3	6.3	6.8	7.5
輸出（前年同月比、%）	-6.6	0.7	2.1	6.7		-7.9	1.1	7.4	8.5	7.0	8.7	2.4	12.7
輸入（前年同月比、%）	3.0	-0.6	0.3	3.7		-2.0	8.3	2.0	-2.4	7.0	0.4	0.3	-2.3
貿易収支（億米ドル）（1月、2月は平均）	558.6	690.7	747.3	612.9		574.6	713.4	817.4	987.0	849.4	910.5	817.5	957.2
新築商品住宅価格指数 北京（前年同月比、%）	2.1	1.9	1.7	1.3	1.0	0.8	-0.5	-1.8	-2.4	-3.3	-3.6	-4.6	-4.9
上海（前年同月比、%）	4.4	4.7	4.5	4.2	4.2	4.3	4.2	4.5	4.4	4.4	4.9	4.9	5.0
商用不動産 着工面積（前年累計比、%）	-23.7	-21.7	-20.9	-30.5		-28.3	-24.7	-24.3	-23.8	-23.2	-22.6	-22.3	-22.7
竣工面積（前年累計比、%）	18.4	17.1	15.8	-21.1		-21.4	-20.3	-20.1	-21.8	-21.8	-23.6	-24.4	-23.9
不動産販売 面積（前年累計比、%）	-16.7	-17.1	-17.7	-24.9		-24.3	-22.3	-21.1	-19.5	-18.6	-18.0	-17.1	-15.8
金額（前年累計比、%）	-10.7	-11.2	-12.5	-31.6		-30.1	-29.4	-28.4	-25.3	-24.3	-23.6	-22.7	-20.9

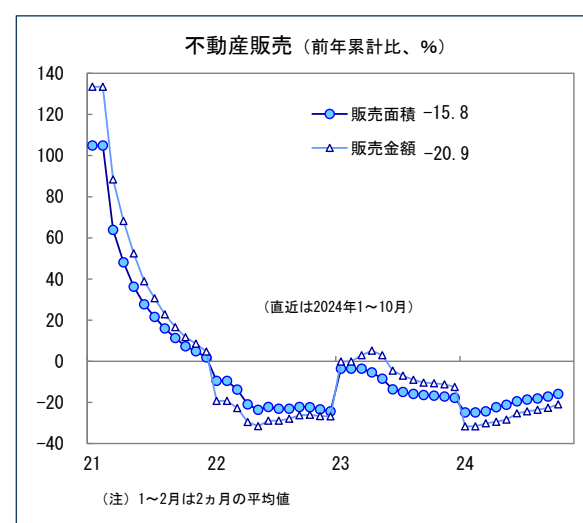
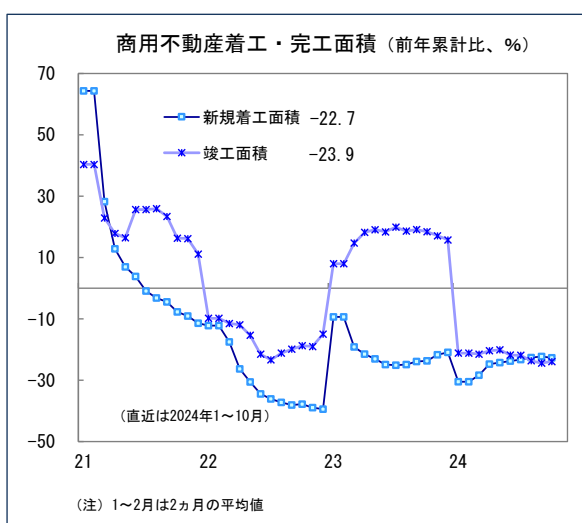
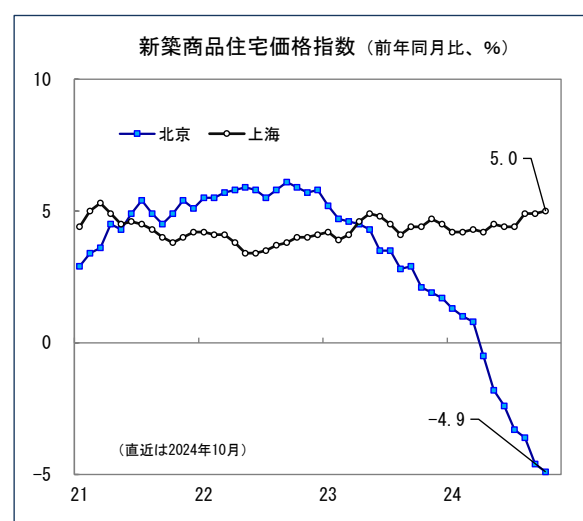
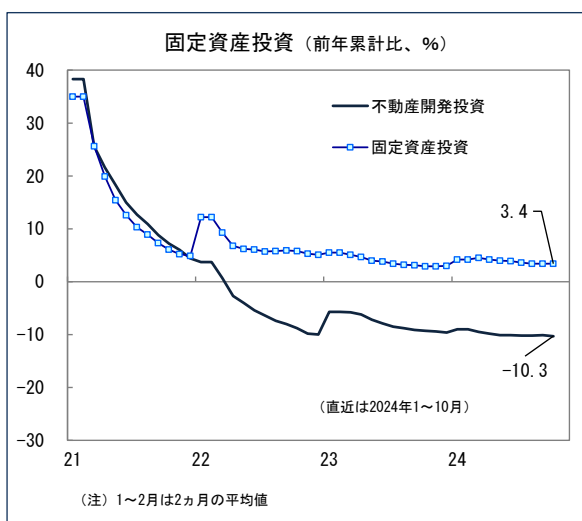
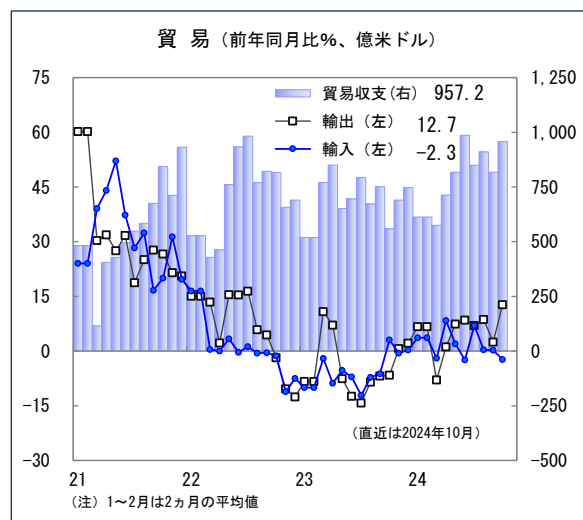
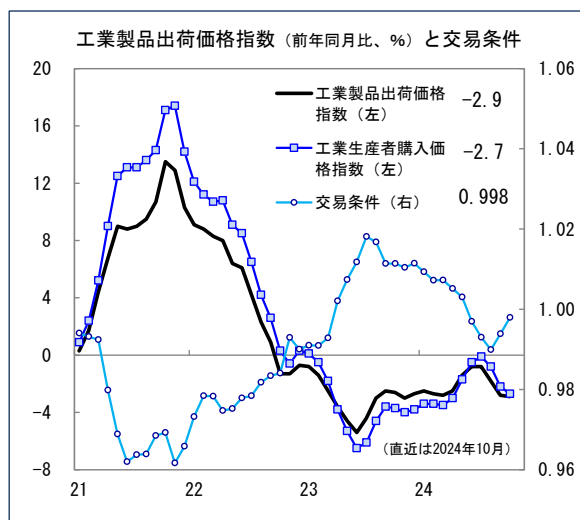
（出所）中国国家统计局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー局、CEIC より大和総研作成

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