

世界経済の潮流

2024年 II

中国の構造問題と世界経済への影響

令和7年2月

内閣府

政策統括官（経済財政分析担当）

まえがき

「世界経済の潮流」（以下「潮流」という。）は、内閣府が年2回公表する世界経済の動向に関する報告書です。今回で45回目となる潮流は「中国の構造問題と世界経済への影響」との副題を付しています。

第1章では、中国経済について分析しています。中国では、近年、人口が減少に転じ、少子高齢化の進行など人口構造が大きく変化する一方、2022年前後からの不動産市場の停滞により内需が伸び悩んでおり、1980年代の改革開放以降長期にわたって続いた高成長は曲がり角を迎えています。また、一部の財については、国内需要を上回って生産、輸出され、いわゆる「過剰供給」問題が指摘されています。こうした現下の中国経済の課題を掘り下げるため、中長期的な視点から中国経済の構造を整理、分析した上で、中国における住宅価格の下落に伴う負の資産効果や、中国国内で「過剰供給」された財が輸出されることによる世界経済への影響を試算しています。

第2章では、2024年後半の欧米経済の動向を分析しています。

アメリカでは、高い金利水準にもかかわらず、個人消費を中心とした景気拡大が続く一方、所得格差に起因する消費の二極化が生じています。こうした消費の現状の分析に加え、コロナ禍後住宅価格の急伸がみられた住宅市場の状況と構造問題について分析しています。また、財の輸出入構造を詳細に確認しながら、貿易動向の分析を行っています。さらに、アメリカ国内の州別の産業構造に着目し、高成長を遂げる人口の多いいわゆるサンベルトの州と、製造業従事者比率の高いいわゆるラストベルトの州を比較するなど、立地する産業の違いが各州の長期的な経済成長に与える影響について分析しています。

欧州では、物価上昇率が低下する中で、ユーロ圏では、景気は持ち直しの動きがみられますが、とりわけドイツでは雇用不安の高まりを受けた貯蓄志向の高まりから消費が伸び悩み、また、中国向け輸出の減少によって景気は足踏みとなっています。英国では、財輸出が低迷する一方、主にアメリカ向けのサービス輸出がけん引していることから景気は持ち直しています。

このように世界経済の成長の姿にはばらつきがみられるものの、全体としては持ち直しが続くことが見込まれます。ただし、通商政策などアメリカの政策動向や、アメリカ等の長期金利の上昇を始めとする市場の動向等には留意が必要と考えています。

今回お示しした分析が、世界経済の現状に対する認識を深め、その先行きを考える上での一助になれば幸いです。

令和7年2月
内閣府政策統括官（経済財政分析担当）
林 伴子

目 次

第1章 中国経済が世界経済に与える影響

第1節 人口動態と貿易構造からみた中国経済の特徴	3
1. 中国経済の概観	3
2. 中国の人口動態	7
3. 中国の貿易構造の特徴	18
第2節 中国の最近の景気動向	25
1. マクロ経済の動向	25
2. 「過剰供給」の現状と世界経済に与える影響	42
第3節 まとめ	50

第2章 2024年後半の世界経済の動向

第1節 アメリカの景気動向	66
1. マクロ経済の動向	66
2. 労働市場、物価、金融政策、財政の動向	106
3. 産業別・州別の経済動向	139
第2節 欧州の景気動向	165
1. ユーロ圏経済の動向	165
2. 英国経済の動向	184
第3節 世界経済のリスク要因	209
1. 世界経済の見通し	209
2. 先行きのリスク要因	210

コラム目次

コラム1	アメリカのGDP統計の年次改定について	69
コラム2	国際商品市況	126
コラム3	ハリケーンの鉱工業生産への影響について	153
コラム4	英国の雇用統計の動向	198

凡 例

- (1) 本報告書で用いた年次は、特記しない限り暦年（1～12月）である。
- (2) 「国」という表現には「地域」を含む場合がある。
- (3) 本報告書では、特記しない限り原則として、各国・地域を以下のように分類している。
 - ・**先進国**：OECD加盟国。
 - ・**新興国**：先進国以外の国のうち、G20に参加する国。
 - ・**途上国**：先進国・新興国以外の国。

※本報告は、原則として令和7年1月21日頃までに入手したデータに基づく。

第1章

中国経済が世界経済に与える影響

第1章 中国経済が世界経済に与える影響

世界の成長をけん引してきた中国であるが、近年は成長率が低下傾向にあり、いわゆる「過剰供給」問題のような貿易面での課題も指摘されている。本章では、中国経済の基本的な構造を捉えた上で、現下の中国経済の課題を掘り下げながら、中国の景気動向と世界経済に与える影響を議論する。

第1節では、中長期的な視点も含めて中国経済の構造を概観する。GDPや人口動態、貿易を中心に、これまでの中国の経済発展と現在の経済・貿易構造の特徴、人口減少・少子高齢化による今後の経済への影響等について論じる。

第2節では、より短期の景気動向に焦点を当て、2024年後半の中国経済の動向を振り返る。その中で、特に課題として指摘されている不動産市場の停滞による家計消費への影響やいわゆる「過剰供給」問題の実態と貿易を通じて世界経済に与える影響について、試算も交えた分析を行う。

第3節では、これらの分析を総括する。

第1節 人口動態と貿易構造からみた中国経済の特徴

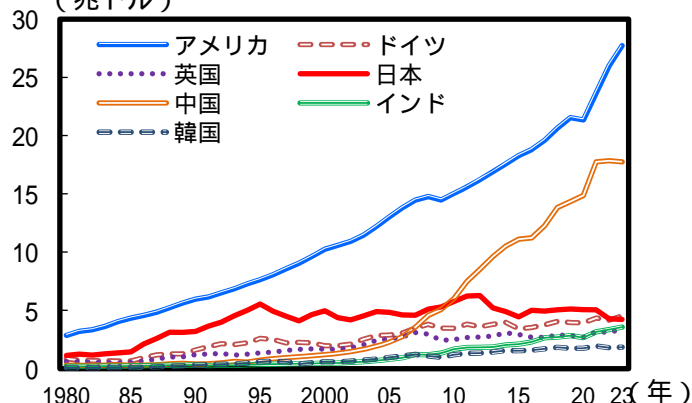
本節では人口動態や貿易構造からみた中国経済の中長期的な発展の特徴について確認する。

1. 中国経済の概観

(世界第2位の経済規模)

中国は、1980年代の改革開放以来、実質で平均10%程度の高い成長を続け、2001年のWTO加盟等も経て、「世界の工場」として世界の成長をけん引してきた。その結果、2010年にはドル建ての名目GDPで日本を抜き、アメリカに次ぐ世界第2位の経済規模となった。2023年には、世界に占める各国のドル建て名目GDPのシェアは、アメリカが26.2%、中国が16.8%、ユーロ圏が14.8%、日本が4.0%となっている（第1-1-1図）。IMFの予測によれば、成長のスピードは現在よりやや鈍化するものの、2025年から2029年にかけて名目で5%超の成長を続け、世界第2位の経済規模を維持する見通しとなっている。

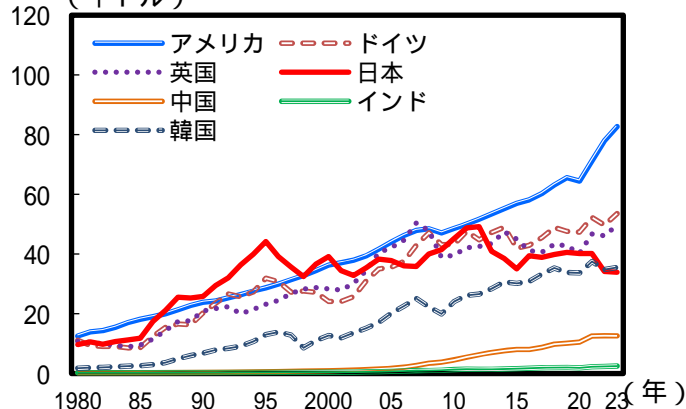
第1-1-1図 各国の名目GDP規模の推移
(兆ドル)



(備考) IMF (2024) により作成。市場レートベース。インドは年度の値。

一方で、国民の所得水準を示す一人当たり名目GDPをみると、中国は2023年に1.3万ドル程度となっている。これはロシア（同1.4万ドル程度）、メキシコ（同1.4万ドル程度）、トルコ（同1.3万ドル程度）、マレーシア（同1.2万ドル程度）といった国々と同程度であり、日本と比較すると3分の1程度の水準である（第1-1-2図）。経済規模が世界第2位と世界経済で大きな位置を占めるようになって久しい中国であるが、一人当たりの所得水準で見れば高中所得国¹の地位にある。

第1-1-2図 各国の一人当たり名目GDPの推移
(千ドル)



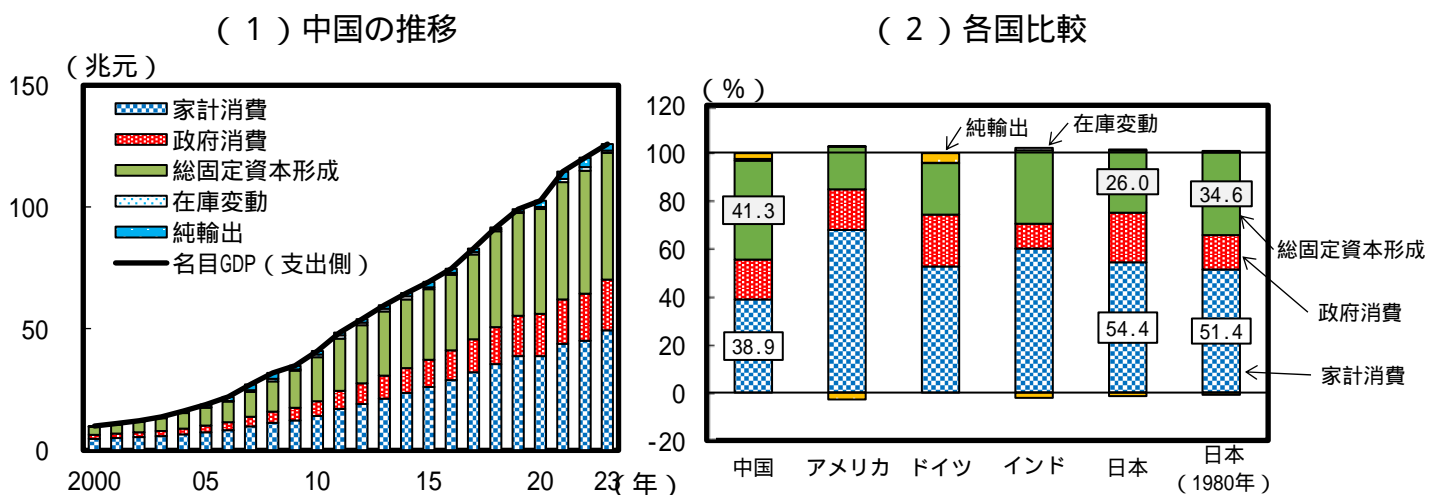
(備考) IMF (2024) により作成。市場レートベース。インドは年度の値。

¹ 世界銀行は、一人当たり名目GNI（世界銀行が内外の物価変動の影響を調整してドル換算）に基づき、加盟国を所得水準別に高所得国、高中所得国、低中所得国、低所得国の4つに分類しており、2024年時点で日本は高所得国、中国は高中所得国にそれぞれ分類されている。

(中国のGDPの構成)

世界第2位の経済規模である中国のGDPについて、その構成を確認してみよう。まずは支出面について他の主要国と比較すると、企業の設備投資や公共投資を含む総固定資本形成が約41%と最大の構成項目となっており、これは総固定資本形成の構成比が大きかった1980年の日本の水準（約35%）も上回っている。一方、他の主要国では最大の構成項目となっている家計消費の構成比が中国では約39%と4割を下回っている（第1-1-3図）。なお、2000年の時点では家計消費の構成比は約47%であった一方、総固定資本形成の構成比は約33%であり、家計消費が最大の構成項目であった。中国では、2000年代以降、投資の伸びが家計消費の伸びを上回って推移してきたことが分かる。

第1-1-3図 名目GDPの構成比（支出面）



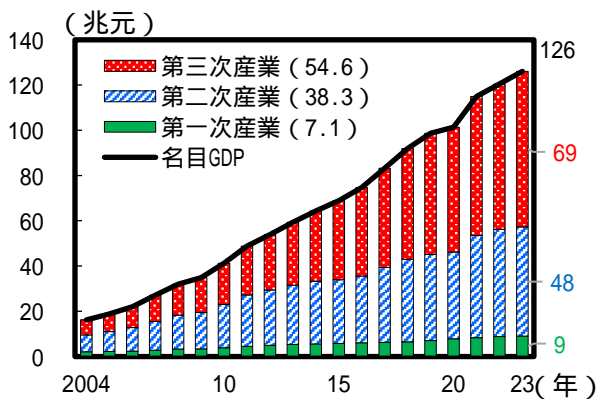
(備考) 中国国家統計局により作成。

(備考) 1. 中国国家統計局、アメリカ商務省、ドイツ連邦統計局、インド統計・事業実施省、内閣府「国民経済計算」により作成。
2. 2023年（インドは2023年度）の名目GDP構成比。

次に、中国のGDPの生産面、すなわち産業構成を確認する。主要国と比較してみると、製造業を中心とする第二次産業の構成比が約38%と他の主要国に比べて高くなっている（第1-1-4図）。この第二次産業の構成比の高さは経済のサービス化の進展途上にあった1980年の我が国と同程度の水準である。このことは、他の主要国の歴史的な経済成長の過程でみられたように、中国には経済のサービス化を通じた更なる成長の余地があることを示唆している。

第1-1-4図 各国の名目GDPの構成比（生産面）

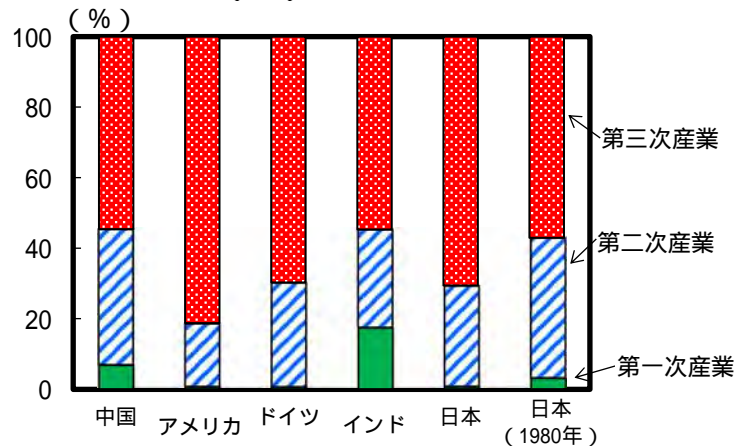
(1) 中国の推移



(備考) 中国国家統計局により作成。

() 内は 2023 年の構成比 (%)。

(2) 各国比較



(備考) 1. 中国国家統計局、アメリカ商務省、

ドイツ連邦統計局、インド統計・事業実施省、内閣府「国民経済計算」により作成。

2. 2023 年の名目 GDP 構成比。インドは名目 GVA の年度の推計値の割合。

3. 中国の分類に合わせ、「電気・ガス・水道」は第二次産業に分類している。

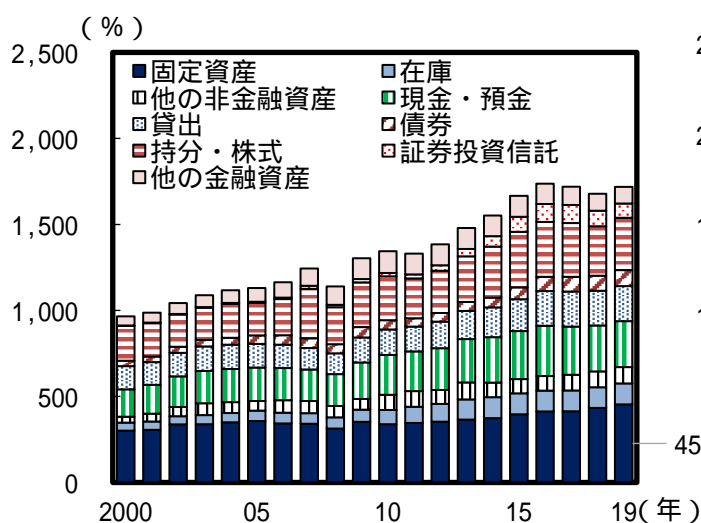
4. 1980 年の日本のデータは 2009 (平成 21) 年度国民経済計算確報 (2000 年基準・1993SNA) から作成しており、2023 年の日本のデータ (2015 年基準・2008SNA) とは概念・定義が異なるため、厳密には接続していない点に留意が必要である。

(中国経済のストック面)

次に、中国経済について、ストック面から概観する。政府系シンクタンクである中国国家金融発展実験室による2019年までのSNAベースのバランスシートをみると、一国全体では、急速な固定資本投資によって固定資産が2010年以降一貫して対GDP比で拡大を続けてきた一方、金融資産は2017年以降対GDP比で頭打ちとなっている（第1-1-5図）。2019年時点で他の主要国と比較してみると、中国では固定資産がGDPの4.5倍程度となっており、3倍程度となっている他の主要国よりも高い水準にある。これは、他の主要国に比べて資本効率が低いことを反映しているといえる。中国の金融資産のGDP比は10倍程度となっており、11倍程度となっているアメリカと同程度である。また、金融資産の構成については、持分・株式の割合が約3割となっており、これは我が国（14%）やドイツ（22%）の割合よりも高く、アメリカと同程度である。

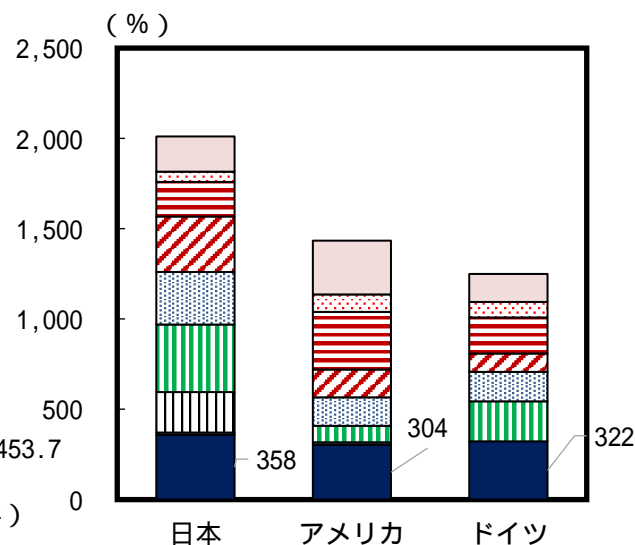
第1-1-5図 一国全体の資産（SNAベース）

(1) 中国の推移



(備考) 中国国家金融発展実験室により作成。

(2) 各国比較



(備考) OECD Data Explorer により作成。2019年値。

2. 中国の人口動態

(人口減少が急速に進む中国)

次に、1950年以降の人口動態を俯瞰する。

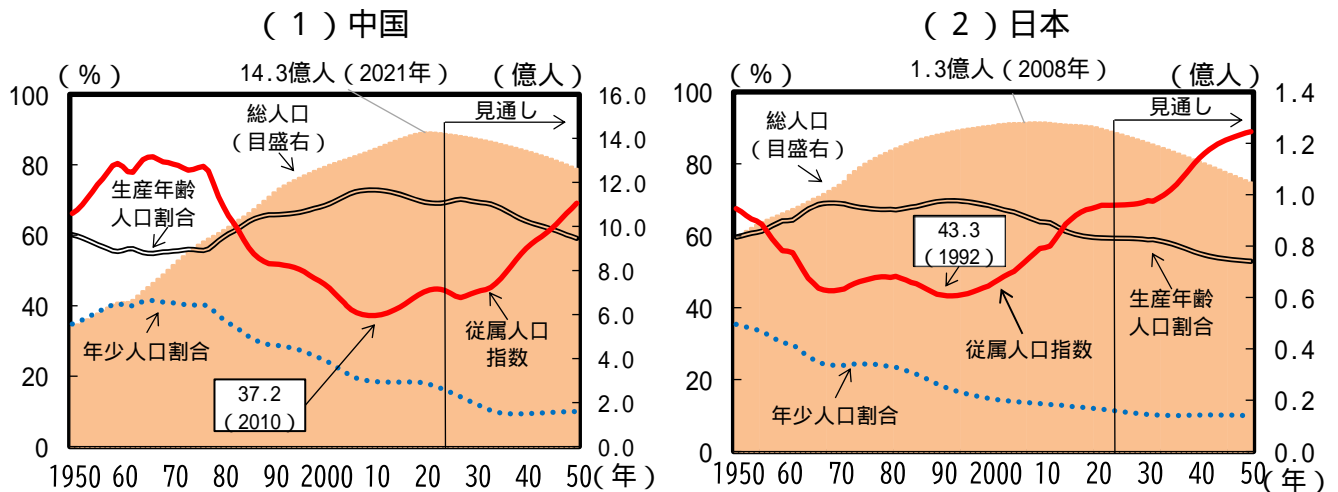
1950年の中国の総人口は5.4億人、年少人口割合は34.8%、生産年齢人口割合は60.2%であった（第1-1-6図）。以降、1979年に一人っ子政策導入後（後述）も人口は増加傾向にあったが、年少人口割合は1966年（41.5%）、生産年齢人口割合は2010年（72.9%）、総人口は2021年（14.3億人）にそれぞれピーク²を迎えた。その後、総人口は減少傾向となり、2023年の総人口は14.2億人、年少人口割合は16.6%、生産年齢人口割合は69.1%となっている。国連の見通しでは2024年以降も人口減少傾向が継続し、2050年の総人口は12.6億人、年少人口割合は9.9%、生産年齢人口割合は59.1%まで低下する見込みである。

比較のため日本の数字を確認すると、1950年の日本の総人口は0.8億人、年少人口割合は35.4%、生産年齢人口は59.7%であった。以降、年少人口割合はほぼ一貫して低下してきたが、総人口は緩やかに増加を続け、生産年齢人口割合は1992年（69.8%）にピークを迎えた。総人口は、2008年（1.3億人）にピークを迎えた後、緩やかに低下し、2023年の総人口は1.2億人、年少人口割合は11.4%、生産年齢人口割合は59.4%となっ

² 2024年7月11日付国連経済社会局プレスリリースによると、世界の人口は、今後60年間で増加し、2024年の82億人から2080年代半ばには103億人でピークに達する見込みである。また、2024年時点で、中国、ドイツ、日本、ロシアを含む63の国と地域では人口がピークに達しており、これらの国と地域の人口は今後30年間に14%減少すると推計されている。

ている。国立社会保障・人口問題研究所の推計（中位推計）では、2050年の総人口は1.0億人、年少人口割合は9.9%、生産年齢人口割合は53.0%まで低下する見込みである。

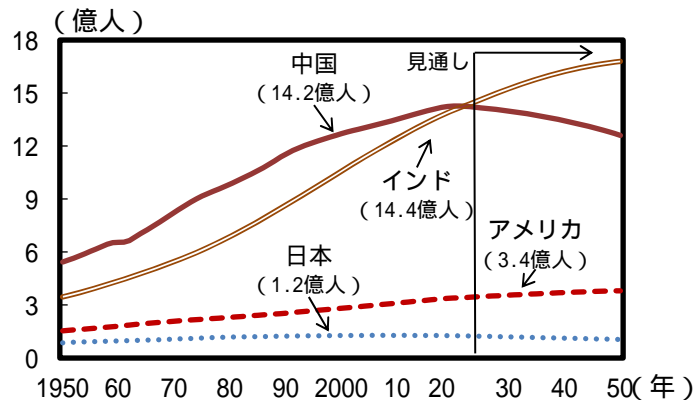
第1-1-6図 中国、日本の総人口と生産年齢人口



- (備考) 1. 中国は、国連“World Population Prospects 2024”により作成。2023年までは推計値、2024年以降は中位推計値を使用。中国では2024年における法定退職年齢（定年）は男性で60歳となっている。
2. 日本は、1950年～2020年までは総務省「人口推計」、2021年以降は国立社会保障・人口問題研究所「日本の将来推計人口（令和5年推計）」により作成。1971年以前は沖縄県を含まない。
3. 年少人口は0～14歳、生産年齢人口は15～64歳の人口を指す。
4. 生産年齢人口割合は、総人口に対する生産年齢人口の割合。従属人口指数は、生産年齢人口に対する従属人口（年少人口と老年人口の合計）の割合。Bloom et al. (2023)によれば、生産年齢人口に対する従属人口の比率（従属人口指数）が低下する「人口ボーナス」の期間には一人当たり生産性が高まるとともに、労働参加率や貯蓄率の上昇、人的資本の蓄積が進むことにより、経済成長が促進されやすいとされる。一方、従属人口指数が上昇する「人口オーナス」の期間には逆の効果が働き、経済成長が抑制される傾向がある。

なお、国別の人口は長らく、中国、インド、アメリカの順に多かったが、中国の総人口は2022年にインドに抜かれ、第2位となった。国連によれば、インド、アメリカは、2024年以降も人口増加を続ける見込みである（第1-1-7図）。

第1-1-7図 中国、インド、アメリカ、日本の人口の推移



- (備考) 1. 国連“World Population Prospects 2024”により作成。
 2. 2023年までは推計値、2024年以降は中位推計値を使用。
 3. ()内は2023年の人口。

人口動態の詳細も確認しよう。出生数と死亡数から決定される人口の自然変化率³をみると、中国では2017年(5.8%)以降急速に低下し、2021年(▲0.2%)以降はマイナスに転じている(第1-1-8図)。日本は1950年(17.2%)以降、出生率の低下とともに緩やかに低下し、2005年(▲0.2%)以降はマイナスに転じている。

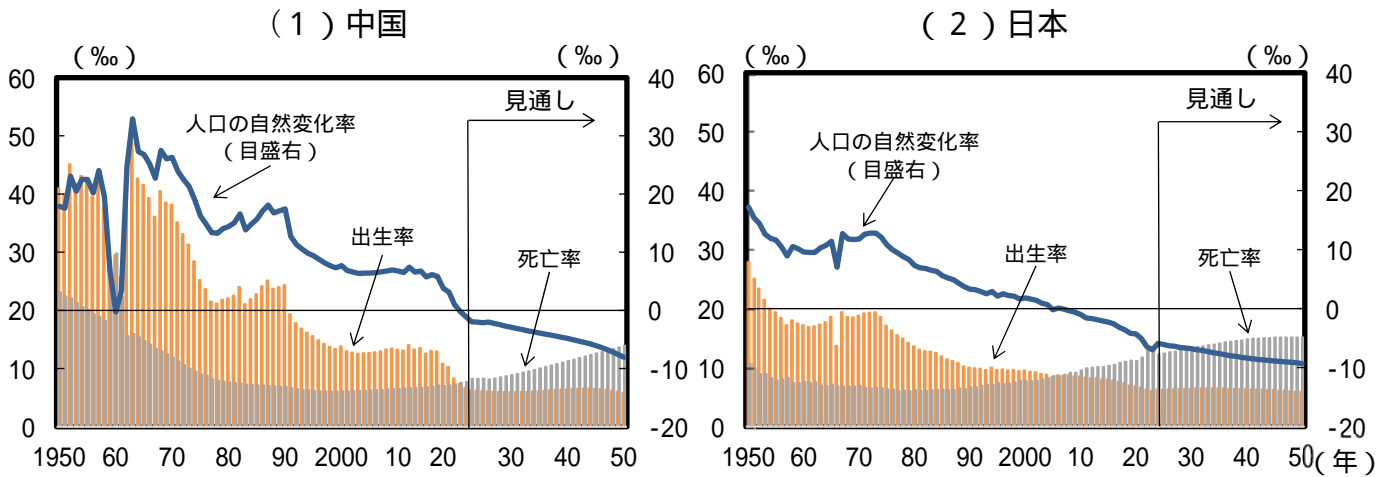
合計特殊出生率⁴をみると、中国では1970年代に6を超える水準から急速に低下⁵し、2000年から2017年にかけては1.6~1.8程度で推移していたものの、2023年における合計特殊出生率は1.0と1950年以降最低となり、日本の合計特殊出生率1.2を下回った(第1-1-9図)。日本では1973年(2.1)以降は低下傾向にあり、その後2005年(1.3)を底に幾分回復したものの、2015年(1.5)以降は再び低下する状況となっている。

³ 人口千人当たりにおける自然変化(出生数から死亡数を差し引いたもの)。人口の増加または減少のうち、出生と死亡によってのみ決定される。

⁴ 一人の女性が一生の間に産むと推計される平均子供数。15~49歳の女性の年齢別出生率により求められる。

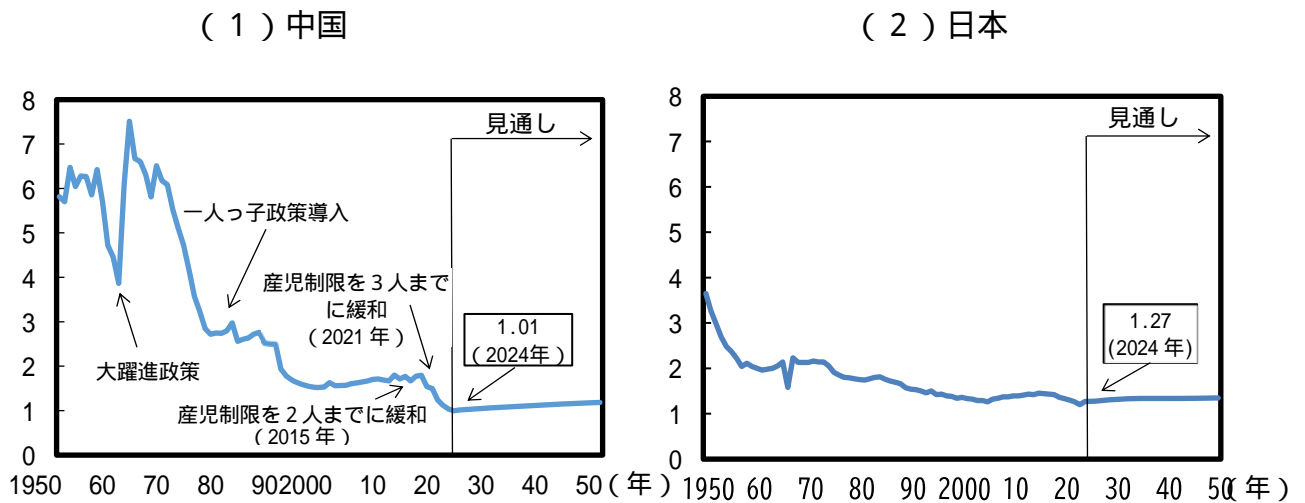
⁵ Zhang (2017)は、1971年に本格的な家族計画キャンペーンが開始された結果、中国の出生率が1971年から1978年の間に半減したと指摘している。

第1-1-8図 中国、日本の人口の自然変化率



- (備考) 1. 中国は、国連“World Population Prospects 2024”により作成。2023年までは推計値、2024年以降は中位推計値を使用。
2. 日本は、1950年～2023年まで厚生労働省「人口動態統計」、2024年以降は国立社会保障・人口問題研究所「日本の将来推計人口（令和5年推計）」により作成。1972以前は沖縄県を含まない。
3. 出生率は人口千人当たりの出生数。死亡率は人口千人当たりの死亡者数。

第1-1-9図 中国、日本の合計特殊出生率

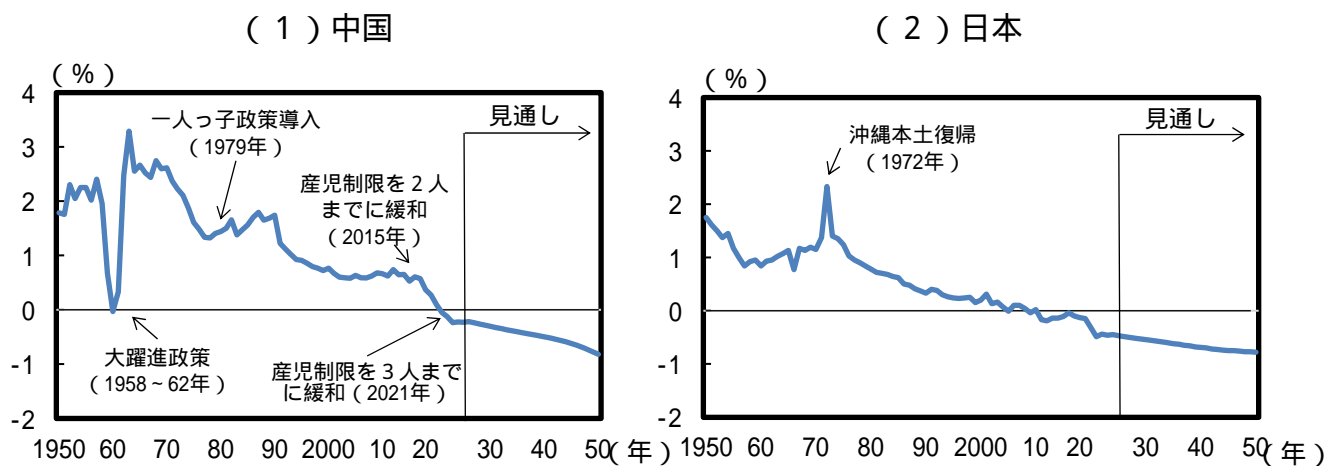


- (備考) 1. 中国は、国連“World Population Prospects 2024”により作成。2023年までは推計値、2024年以降は中位推計値を使用。
2. 日本は、1950年～2023年まで厚生労働省「人口動態統計」、2024年以降は国立社会保障・人口問題研究所「日本の将来推計人口（令和5年推計）」により作成。1972以前は沖縄県を含まない。

移民を考慮した人口変化率をみても、中国は2021年（▲0.0%）以降はマイナスに転じており、2024年以降もマイナスが継続する見込みである（第1-1-10図）。日本においても2011年（▲0.2%）以降マイナスとなり、今後もマイナスが継続する見通しとなっている。

こうした現状に対する中国政府の対応は後述するが、今後も中国の少子化及び人口減少の傾向は続くと思込まれる。

第1-1-10図 中国、日本の人口変化率

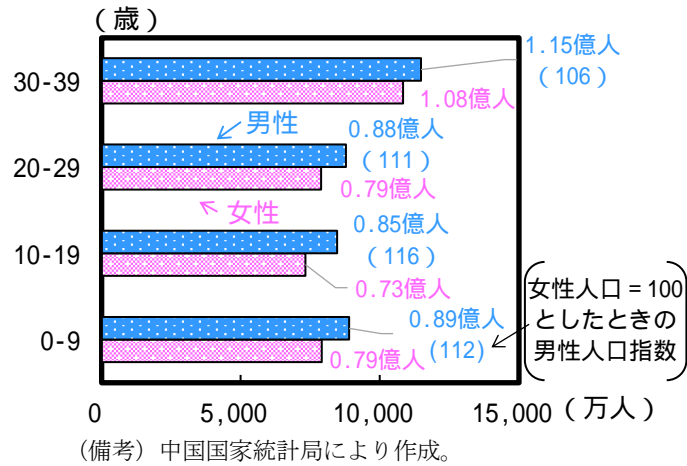


- (備考) 1. 中国は、国連“World Population Prospects 2024”により作成。2023年までは推計値、2024年以降は中位推計値を使用。
 2. 日本は、1950年～2020年まで総務省「人口推計」、2021年以降は国立社会保障・人口問題研究所「日本の将来推計人口（令和5年推計）」により作成。1971年以前は沖縄県を含まない。

少子化及び人口減少の要因の一つとして挙げられる中国のこれまでの人口政策を振り返ると⁶、急激な人口増加と食糧不足への対応として1979年に一人っ子政策導入後、憲法でも計画出産の義務が規定された。その結果、人口抑制に成功したものの、労働供給の伸びの低下や高齢化の加速を背景に2002年に「人口及び計画出産法」が施行され、一定の条件下で二人目の子どもを産むことが許容された。2015年には夫婦一組につき二人の子どもを産むことが全面的に解禁され、2021年の法改正により、夫婦一組につき三人の子どもを産むことができることとなった。こうした取組により中国政府は出生率の上昇に努めたが、先にみたとおり、合計特殊出生率は2000年から2017年にかけては1.6～1.8程度で安定して推移していたものの、2018年から一段と低下している。また、長く採られた一人っ子政策の影響から、中国の若年層は男性が女性より1割程度多いという偏った人口構成となっている（第1-1-11図）。

⁶ 詳細は、内閣府（2021）を参照。

第1-1-11図 中国における若年層の男女比（2020年）



少子化に歯止めがかからない中、2024年10月に国務院は出産・育児支援に関する新たな施策を公表した（第1-1-12表）。出産・育児支援制度の改善により、出産、育児、教育にかかるコストの削減、適切な出生水準を実現し、「質の高い人口発展⁷」を促進するとしている。

⁷ 2023年6月の第20期中央財經委員会第1回会議において、習近平総書記は、「現在中国の人口発展には少子化や高齢化、地域人口増減分化という傾向・特徴がみられる。こうした中国の人口発展の新たな状況を全面的に認識し、正しく捉えなければならない。強国建設と民族復興という戦略的方針に着眼し、新時代の人口発展戦略を整備し、人口発展の新たな常態を認識し、これに適応し、導いて、人口の全体的資質の向上に力を入れ、適度な出生水準と人口規模の維持に努め、資質が優れ、総量が十分で、構造が最適化され、分布が合理的な現代化人的資源の育成を加速させ、質の高い人口発展で中国式現代化を支える必要がある。」と述べている。

第1-1-12表 「出産・育児支援に向けた政策体系整備の加速と
 出産・育児に優しい社会の建設に関する若干の措置」の主な内容

<p><出産・育児サービスの支援強化></p> <p>○従業員医療保険に加入している柔軟な就業形態の就業者（自営業者、パートタイマー、新しい就業形態（ギグ・ワーカー））や農民工（農村から都市部への出稼ぎ労働者）等を出産保険⁸へ組み入れるよう指導する。</p> <p>○出産・育児休業制度を整備し、法律や規則で定められた産休、育児休業等の出産・育児関連の休暇の取得を保障する。</p> <p>○教育費と乳幼児の養育費に係る個人所得税の特別付加控除額⁹を引き上げる。各地域が状況に応じて出産時の鎮痛剤及び生殖補助医療に医療保険を適用するよう指導する。</p>
<p><育児サービスシステムの構築></p> <p>○小児専門病院、女性・小児向け保健施設の設立や総合病院等における産婦人科、小児科の設置を強化する。</p> <p>○包括的な保育サービスの供給を増やす。保育サービスの価格を低下させるため、条件が整っている地方政府に対して、地域の状況に応じて保育施設への運営補助金を支給するよう奨励する。</p>
<p><教育、住宅、雇用等の面における支援強化></p> <p>○質の高い教育資源の供給を拡大する。経済的に恵まれない家庭の学生が支援を受けられるよう教育無償化範囲の段階的な拡大を検討する。</p> <p>○条件が整っている地域では、多子世帯の住宅購入に対する支援を拡大するよう奨励する。</p> <p>○育児に優しい労働環境を構築するため、雇用主が柔軟な就業時間や在宅勤務制度を導入すること、職場において託児サービスを提供し、従業員の育児負担を積極的に軽減することを奨励する。</p>
<p><出産・育児に優しい社会の雰囲気づくり></p> <p>○若者の出会いを支援するためのプラットフォームを構築する。</p> <p>○人口政策に関する教育を強化し、出産に優しい社会環境を構築する。</p>

（備考）中国中央人民政府資料、張敏（2024）により作成。

⁸ 女性従業員に対する出産休暇・休業手当及び出産に係る医療保障を内容とするもの（厚生労働省（2024））。1988年から試行され、1994年から全国で実施されている。

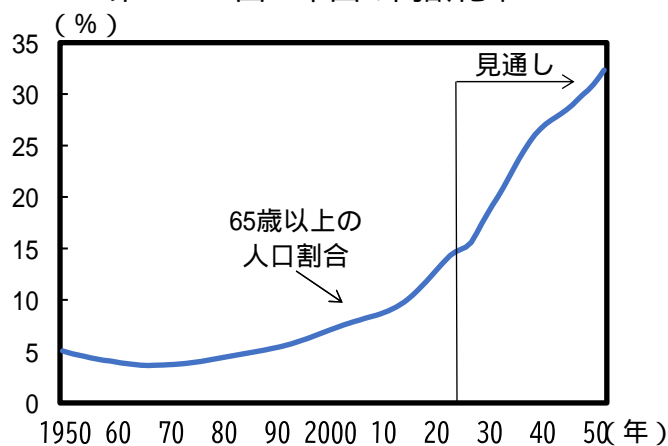
⁹ 張敏（2024）によると、中国では2019年1月から個人所得税の特別付加控除制度が導入され、教育費、家賃等の6項目について課税所得から控除ができるようになった。2022年1月からは3歳以下の乳幼児の養育に関する支出も個人所得税の控除対象となっており、更に2023年1月からは教育費と3歳以下の乳幼児の養育に関する支出について、一人当たりの控除限度額が1か月当たり1,000元から2,000元に引き上げられている。

(直面する高齢化への対応)

人口減少と並行して進む高齢化を概観する。中国の高齢化の状況をみると、65歳以上の割合は2023年に14%となり¹⁰、2044年には28%と急激に上昇することが予想されている(第1-1-13図)。

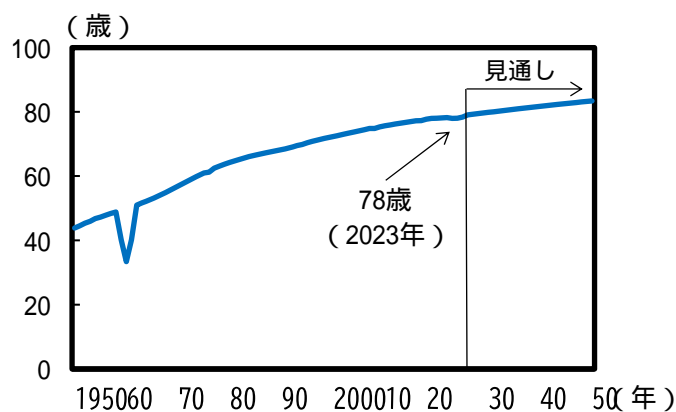
また、平均寿命は1950年の43.8歳から2023年には78.0歳まで延びており、長寿命化が進んでいる(第1-1-14図)。年齢別死亡数の分布をみると、男性の約26%、女性の約46%が85歳以上まで生きる社会となっており、高齢社会への対応が課題となっている¹¹(第1-1-15図)。

第1-1-13図 中国の高齢化率



(備考) 1. 国連“World Population Prospects 2024”により作成。
2. 2023年までは推計値、2024年以降は中位推計値を使用。

第1-1-14図 中国の平均寿命の推移

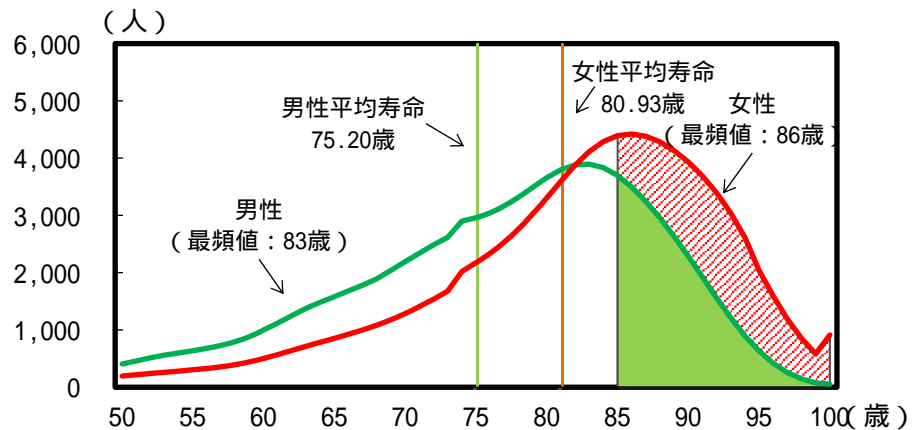


(備考) 1. 国連“World Population Prospects 2024”により作成。
2. 2023年までは推計値、2024年以降は中位推計値を使用。

¹⁰ なお、第7回人口センサスでは、2020年の65歳以上人口の割合は13.5%となっている。条例により、中国の人口センサスは10年毎に実施されることになっている。末尾が0の年が実施年とされ、調査年の11月1日0時が基準時点とされる。また、次の人口センサスが実施されるまでの間に全国人口の1%の規模のサンプル調査が実施されることになっている。

¹¹ なお、日本は男性の約4分の1、女性の約2分の1が90歳以上まで生きる社会である(内閣府(2024))。

第1-1-15図 中国の年齢別死亡数の分布



(備考) 国連 “World Population Prospects 2024” Life Tables-Single Ages により作成。

こうした人口構造の変化に伴う労働供給の減少等から、2024年9月の全国人民代表大会常務委員会において、法定退職年齢の段階的な延長が決定された¹²。法定退職年齢を2025年から2039年の15年間で、男性は60歳から63歳、女性の一般労働者（工人）は50歳から55歳、女性の管理職（幹部）は55歳から58歳に段階的に引き上げるとしている¹³。

（進行する人口動態の変動は中長期的な成長力の押下げ要因）

中国で進行する少子高齢化や総人口の減少傾向は、主に労働投入量の低下を通じて中長期的な潜在成長率を押し下げていくこととなる。Bloom et al. (2003)によれば、生産年齢人口に対する従属人口の比率（従属人口指数）が低下する「人口ボーナス」の期間には、一人当たり生産性が高まるとともに、労働参加率や貯蓄率の上昇、人的資本の蓄積が進むことにより、経済成長が促進されやすいとされる。一方、従属人口指数が上昇する「人口オーナス」の期間には逆の効果が働き、経済成長が抑制される傾向がある。中国では2010年を境に従属人口指数が上昇に転じており、中国は現在「人口オーナス」期にあるといえる（第1-1-16図）。世界銀行の推計¹⁴では、2000年代初頭には潜在成長率に対する労働投入の寄与が1%ポイント程度あったが、2010年代には0%ポイント程度まで低下し、2021年時点ではマイナスに転じている。OECDの推計でも、2010年代初頭には10%近くあった潜在成長率は低下を続け、2024年には4.5%程度となっている（第

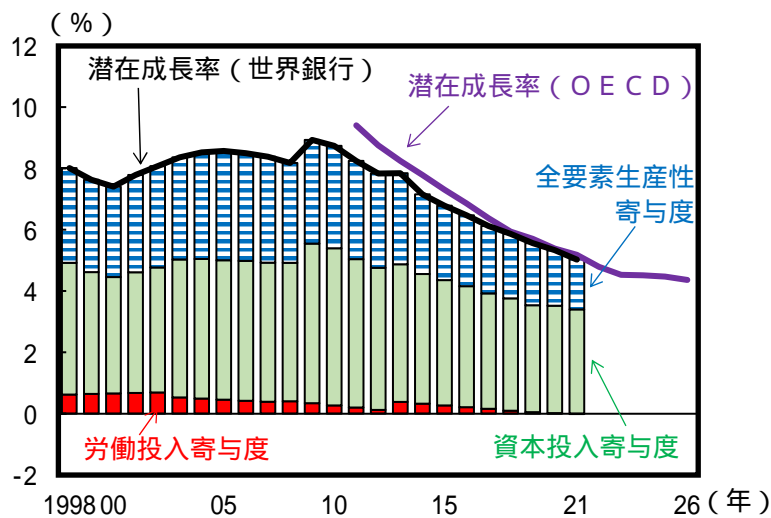
¹² 人的資源・社会保障部の王曉萍部長は同日に開催された記者会見で、退職年齢を引き上げる背景等についての質問に対し、現行の法定退職年齢を定めた1950年代から中国の経済・社会及び人口構造は大きく変わり、労働者のニーズも多様化したため、退職年齢の調整が必要となったと回答した。その上で、退職年齢の引き上げは、人的資源の有効活用の促進や労働力の有効供給の増加につながるほか、労働者の多様化したニーズに応えることにつながると説明した。

¹³ なお、OECD (2023)によれば、G20諸国のうち、男女で退職年齢が異なるのは中国、アルゼンチン、ブラジルのみである。

¹⁴ Kilic Celic et al. (2023)

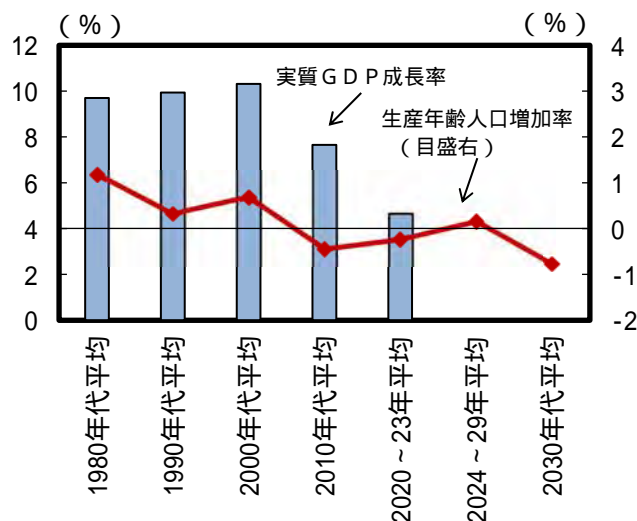
1-1-16図)。また、実際に過去の生産年齢人口変化率と実質GDP成長率の関係をみると、1980年代から2000年代にかけて生産年齢人口が増加する中で実質GDP成長率は平均10%程度で推移してきたが、2010年代以降生産年齢人口が減少に転じる中で実質GDP成長率も鈍化してきている（第1-1-17図）。なお、国連の推計を基にした2030年代の生産年齢人口増加率は平均▲0.8%となっており、これまでよりも生産年齢人口の減少ペースが加速する見通しである。

第1-1-16図 中国の潜在成長率



(備考) 世界銀行、OECD (2024)により作成。潜在成長率に対する各生産要素の寄与度は世界銀行推計値。

第1-1-17図 中国の生産年齢人口変化率と実質GDP成長率



(備考) 1. 国連“World Population Prospects 2024”、IMF (2024)により作成。
2. 生産年齢人口のデータは2023年までは推計値、2024年以降は中位推計値を使用。生産年齢人口は15~64歳の人口を指す。

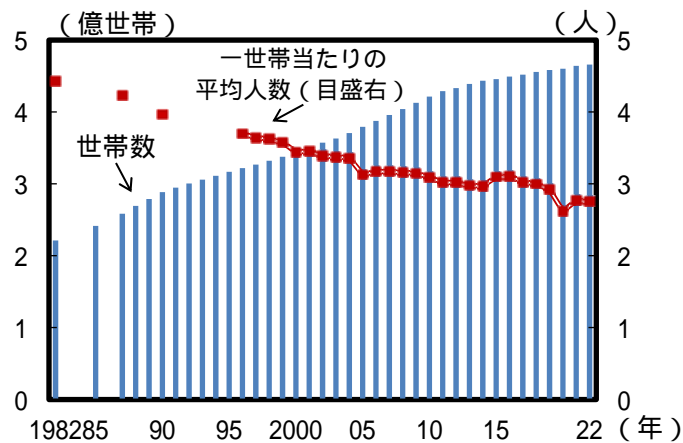
加えて、他に潜在成長率を規定する要素である資本投入や全要素生産性についても、成長期待の低下に伴う設備投資の鈍化や研究開発を担う若年人口比率の低下等を通じて下押しされる可能性がある。

こうした人口要因による下押し圧力は、段階的に実施されることとなった法定退職年齢の引上げや大学進学率の向上等を含めた人的資本投資の拡大によって一定程度軽減を図ることができると考えられるものの、中長期的に中国の経済成長を下押ししていく大きな要因となると考えられる¹⁵。

（中国の世帯数の動向）

中国においても我が国と同様に、人口が減少に転じる中でも世帯人数が減少することによって世帯数が増加してきており、2000年代には前年比1.6%~2.4%で増加を続けてきたが、2012年以降は増勢が鈍化している（第1-1-18図）。一世帯当たりの人数をみると、1996年には3.7人だったが、2022年には2.8人となっており、世帯人数の減少が進んでいることが分かる。なお、2020年の人口センサスによると、三世代以上（例：祖父母、親、子ども）の世帯は13.8%、二世代世帯（例：親と子ども）は36.7%、一世代世帯（例：単身世帯や夫婦のみの世帯）は49.5%であり、一世代世帯が半分近くの割合を占めている。

第1-1-18図 中国の世帯数と一世帯当たり平均人数



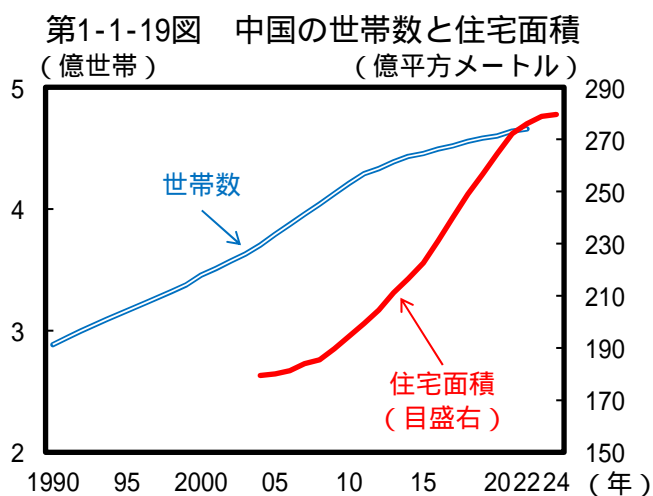
（備考）中国国家统计局により作成。

¹⁵ 例えば、ECB (2024)では、国連の人口予測（中位推計値）等を前提として、高齢化と生産性上昇率の低下により中国の経済成長率は2035年には3.7%まで低下すると予測している。

（住宅ストックの増勢は鈍化）

ここで人口動態の影響を受ける住宅ストックの状況もみてみよう。各年末（2024年については6月末）時点の住宅面積を確認すると、世帯数の増勢が鈍化していく中で、住宅ストックの増勢も2022年頃から鈍化してきていることが分かる（第1-1-19図）。

中国の不動産市場の動向については次節以降でより詳しく扱っていくが、こうした人口及び世帯数の動向が住宅需要の伸びを構造的に鈍化させていく要因となっていることを念頭に置いておくことが必要である。



(備考) 中国国家统计局により作成。

住宅面積は年末（2024年のみ6月末）値かつ試算値。試算方法は付注1-1を参照のこと。

3. 中国の貿易構造の特徴

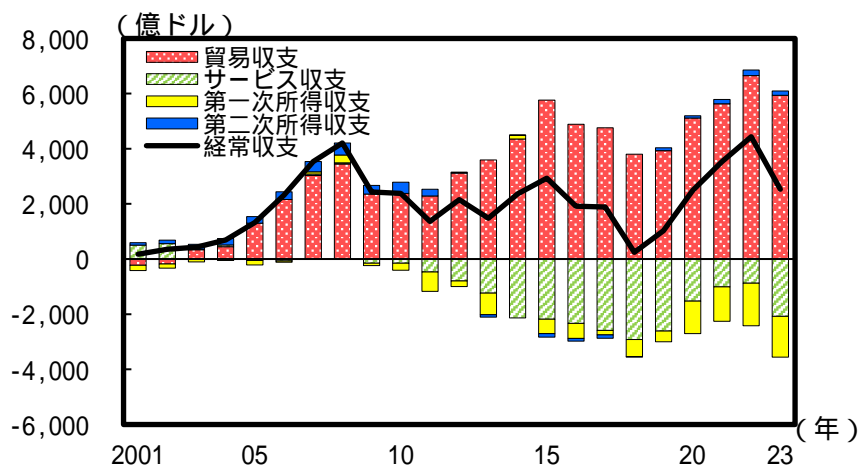
これまで、経済構造や人口動態から中国经济の特徴を概観してきた。では、世界第2位の経済規模となっている中国经济の動向は、世界経済にどのような影響を及ぼすのだろうか。本項では、中国经济と世界経済との関係を捉えるべく、中国の貿易構造の特徴を確認していく。

（貿易黒字とサービス赤字）

中国经济が世界経済に与える影響を考えるに当たって、貿易・投資の動向を確認する。まず、中国の経常収支について2001年のWTO加盟後の動向をみると、貿易黒字がけん引する形で一貫して黒字となっているが、2010年代半ばから顕著となったサービス収支の赤字が経常収支の黒字幅の拡大を抑制している（第1-1-20図）。貿易収支については、2000年代半ば頃から2,000億ドルを上回る大幅な貿易黒字が継続しており、特に2020年以降は黒字幅が拡大し、2022年には過去最大の6,650億ドルの貿易黒字となった。こうした結果、中国は、2011年を除いて2006年以降毎年世界最大の貿易黒字国の地位を維持

している。一方で、2010年代半ばから継続するサービス収支の赤字は主に旅行収支の赤字によるものである。2020年から2022年にかけては新型コロナウイルス感染症（以下「感染症」という。）拡大に伴う海外旅行の大幅な減少によりサービス収支の赤字幅はやや縮小したが、海外旅行の再開もあり2023年には再び赤字幅が拡大した。また、利子や配当を含む投資収益が赤字（支払超過）基調にあることから第一次所得収支¹⁶は赤字が継続している。

第1-1-20図 中国の経常収支

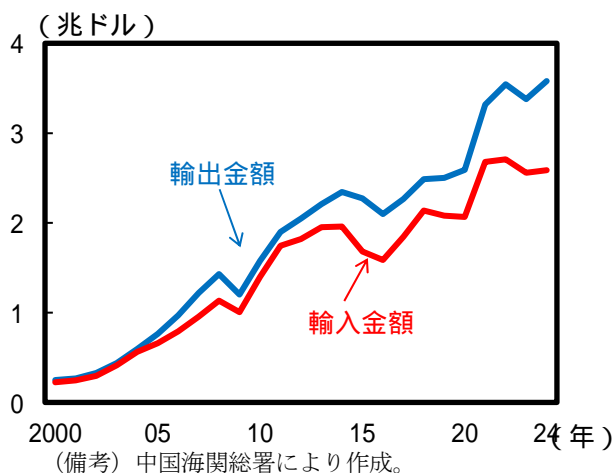


(備考) IMF International Financial Statistics により作成。

このように、中国の貿易収支は大幅な黒字を継続しており、財輸出を通じて世界経済に大きな影響を与える経済構造となっている。こうした貿易収支の動向を輸出と輸入に分けて確認してみよう。輸出金額、輸入金額いずれについても、世界金融危機後の2009年頃や内外の景気に減速感がみられた2015～2016年頃に一時的な減少があったものの、2000年から2018年にかけて年平均13%程度の増加基調で推移してきた（第1-1-21図）。その後、米中貿易摩擦や感染症拡大の影響もあり、2019年から2020年にかけて対前年で減少ないし伸びが鈍化したが、世界的な需要回復がみられた2021年には輸出金額、輸入金額とも前年比20%を上回って大きく増加した。輸入金額については内需の伸びが鈍化していく中で2022年をピークに頭打ちとなったが、輸出金額は対照的に2024年に過去最大の3.6兆ドルとなった。

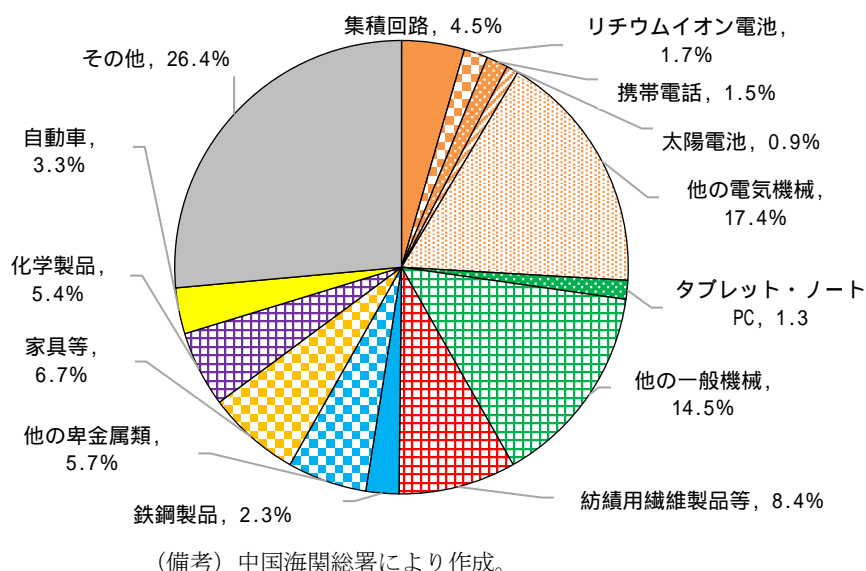
¹⁶ 第一次所得収支は、雇用者報酬のような生産過程に関連した所得や財産所得の収支を示す。また、第二次所得収支は ODA や個人送金等の経常移転による所得の再分配の収支を示す。

第1-1-21図 中国の輸出入金額の推移



次に、中国の貿易構造を概観する。まず輸出面から品目構成をみると、2024年では、電気機械と一般機械のシェアが大きく、両者で約4割を占めている。これらはより細かい品目に分かれるが、主なものとしては、集積回路（4.5%）、リチウムイオン電池（1.7%）、携帯電話（1.5%）等が挙げられる（第1-1-22図）。この他、自動車の構成比は2019年には0.6%にとどまっていたが2024年には3.3%となり、近年急速に拡大している。

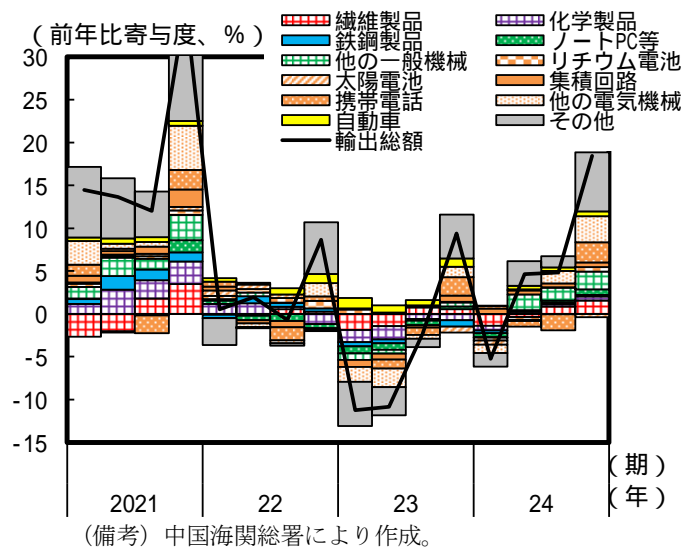
第1-1-22図 中国の輸出品目構成（2024年）



続いて、特に大きな増加がみられた2021年以降の輸出金額の動向について、財別の寄与度を確認する。輸出金額の前年同月比の変動にはやはりウェイトの大きい電気機械や一般機械が比較的大きな寄与を示しているが、輸出全体としては前年同月比でマイナスとなっている時期もほぼ一貫して自動車がプラスに寄与していることが2021年以降の動

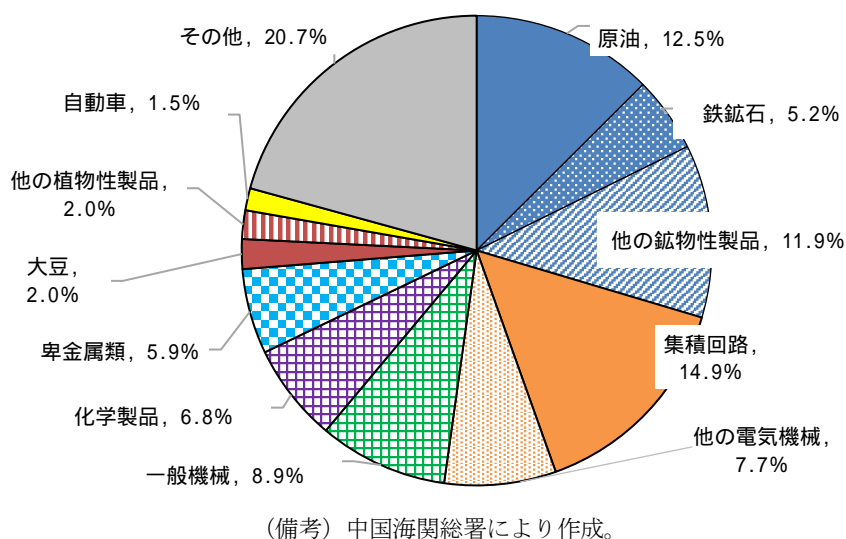
向の1つの特徴といえる。輸出全体に占める自動車の構成比はまだ必ずしも大きいものではないが、近年の中国の輸出拡大のけん引役の1つとなっている（第1-1-23図）。一方で、このところ欧米諸国から「過剰供給」が指摘されているリチウムイオン電池や太陽電池については、少なくとも中国のマクロ的な輸出金額の増加に対する顕著な寄与はみられない。

第1-1-23図 中国の輸出金額の品目別寄与度分解



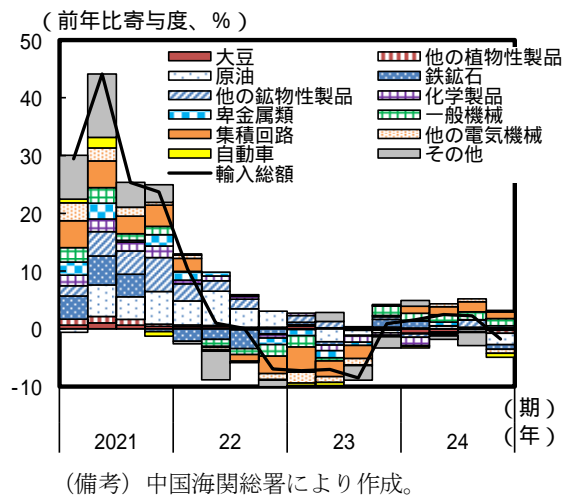
次に、輸入面を確認する。2024年上半期の輸入品目のシェアを確認すると、原油や鉄鉱石をはじめとする鉱物性資源、そして中間財である集積回路の割合が大きい（第1-1-24図）。国内の産業構成として製造業のシェアが大きいことが輸入面にも表れている。

第1-1-24図 中国の輸入品目構成（2024年）



また、輸出と同様に2021年以降の輸入金額の動向について財別の寄与度をみてみる。やはり、ウェイトの大きい原油、鉄鉱石、集積回路といった原材料、中間財が輸入金額全体の動向に大きく影響している姿が読み取れる（第1-1-25図）。また、足下の動向をみると、中国の輸出は2024年4－6月期以降前年比プラス基調で推移しているのに対し、輸入については前年比でわずかな増加にとどまっている。

第1-1-25図 中国の輸入金額の品目別寄与度分解



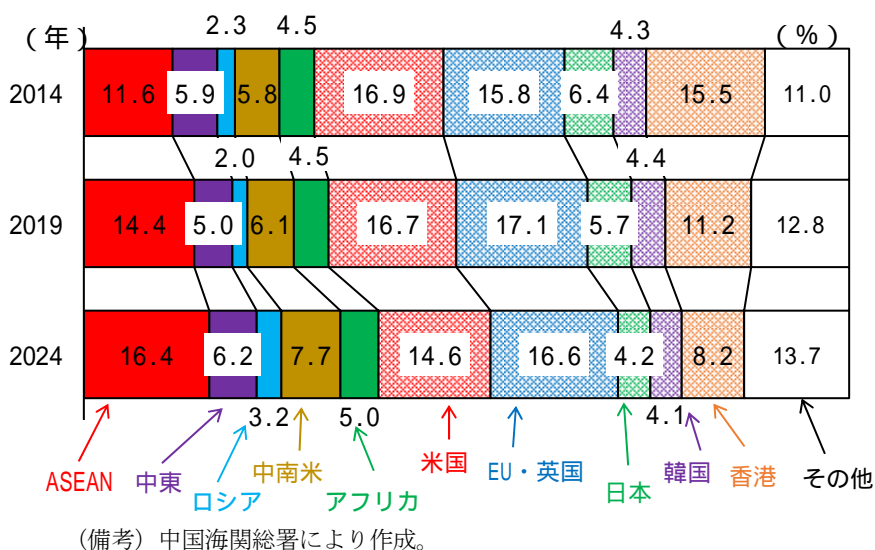
（貿易相手国・地域は欧米から ASEAN、中東、中南米等にシフト）

中国の貿易構造の特徴を貿易相手国・地域の観点からも確認してみよう。まず、過去10年の輸出相手国・地域の推移をみてみると、2010年代後半の米中貿易摩擦や2020年代の欧米におけるデリスキングの進展の下、アメリカや日本、直近ではEU及び英国向けの輸出シェアが低下してきている（第1-1-26図）。一方で「一帯一路」沿線国¹⁷を含め、ASEAN諸国やロシア、中南米、中東、アフリカ向けの輸出シェアが拡大しつつある。また、香港については、2014年にはシェア15%程度とアメリカやEUと比肩する輸出先であったが、足下ではシェアが8%程度と半減している¹⁸。

¹⁷ 習近平国家主席は、2023年10月に北京で開催された第3回「一帯一路」国際協力ハイレベルフォーラムにおける基調講演の中で、ユーラシア大陸やアフリカ、南米を中心に世界150か国以上と「一帯一路」に関する覚書を締結している旨述べている。

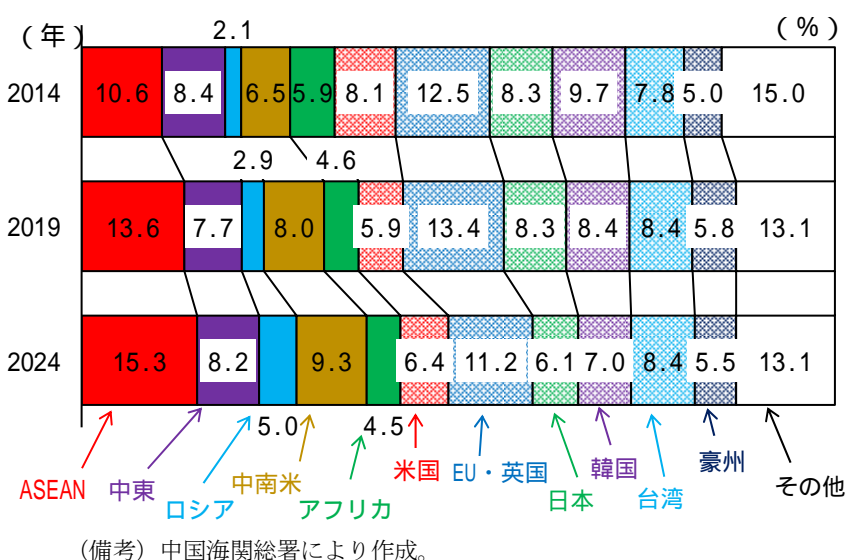
¹⁸ 香港への輸出の大宗は第三国へ再輸出されている。中国の輸出先に占める香港のシェアが低下してきた要因の1つとして、中国本土の港湾の整備が進み、輸出に当たって香港港への依存度が低下してきたことが考えられる。華南地域における港湾の発展を研究したLi et al. (2022)では、1990年以前は香港が実質的にこの地域で唯一の貿易港であったが、1990年代には香港と深センが2大港湾となり、2000年代前半以降になると更に中国本土の港湾が発展してきたという経緯が示されている。

第1-1-26図 中国の輸出相手国・地域の推移



輸入相手国・地域についても、日本や韓国のシェアが低下してきた一方で、ASEAN 諸国のシェアが拡大してきている（第1-1-27図）。輸出とは異なりアメリカのシェアは2019年から2024年でやや拡大しているが、ロシアや中南米のシェア拡大は輸出とも共通する傾向である。特にロシアからの輸入は2022年のロシアによるウクライナ侵略（以下「ウクライナ侵略」という。）以降、顕著に拡大している。

第1-1-27図 中国の輸入相手国・地域の推移



このように、特に2020年代以降、中国の貿易相手国・地域は、アメリカや日本、EU等の先進国から新興国、途上国への多角化が進んできている。これは、特定の貿易相手国・地域への依存度を低下させ、貿易相手国の経済動向や通商関係の変化に対する脆弱

性を低下させていると捉えることもできる。こうした中国の貿易構造の変化を把握しておくことが、中国経済の世界経済との関係を考える上でも重要であろう。

第2節 中国の最近の景気動向

第1節では、人口動態や貿易構造を中心に、中長期的あるいは構造的な観点から中国経済を概観した。そうした中長期的・構造的な経済動向を踏まえつつ、本節では、より短期的な景気動向に焦点を当て、主に2024年後半の中国経済を概観する。あわせて、いわゆる「過剰供給」の実情と輸出を通じて世界の物価に与える影響について更に掘り下げて分析を行う。

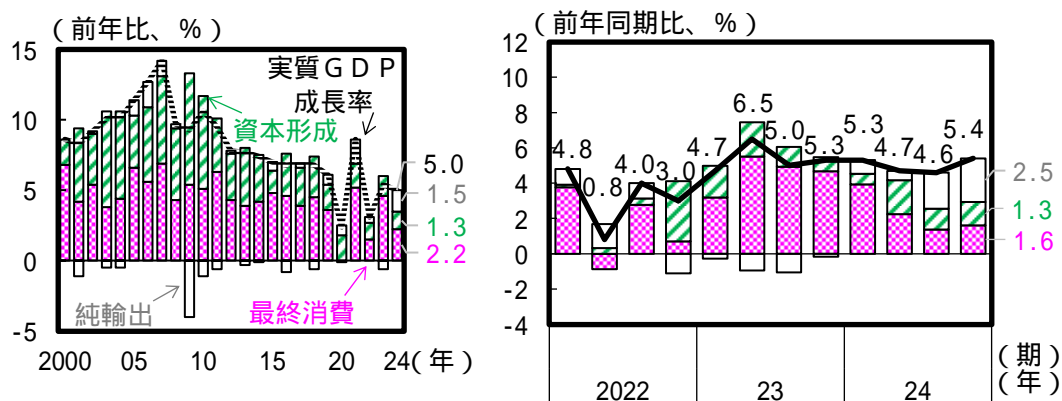
1. マクロ経済の動向

(政策効果により供給の増加がみられるものの、景気は足踏み状態)

中国の実質GDPについてやや長い目で振り返ると、2000年代半ばには10%を上回るペースで成長していたが、2008年の世界金融危機以降は成長率がやや鈍化し、2010年代半ばにはおおむね7%程度の成長率で推移した(第1-2-1図)。その後、2020年から2022年にかけて断続的に感染症の影響で成長率が大きく変動した後、2023年には5.4%まで成長率が低下した。この間の実質GDPの成長を需要項目別にみると、概して政府消費を含む最終消費と在庫変動を含む資本形成が大きく成長に寄与しており、2010年代以降は資本形成の寄与がやや低下してきた一方で、最終消費の寄与は5%ポイント程度で推移してきた。

その上で、2024年後半の中国の実質GDP成長率についてみると、7-9月期には前年同期比4.6%と4-6月期の同4.7%から減速した後、10-12月期は同5.4%に伸びが加速した。この結果、2024年通年としては、2024年3月の全国人民代表大会(以下「全人代」という。)で掲げられた目標「5%前後」と一致する前年比5.0%の成長となった。需要項目別にみると、4-6月期以降は家計消費を中心とする最終消費の寄与が大きく低下する中、純輸出(外需)と資本形成の寄与が高まって通年で5%の成長率を保った姿となっている。特に2024年は純輸出の寄与が1.5%ポイントまで拡大したが、2000年以降で純輸出の寄与が1.5%ポイント以上となった例は他に2か年しかなく、こうした外需依存の高まりが2024年の中国経済の特徴であったと言えよう。

第1-2-1図 実質GDP成長率



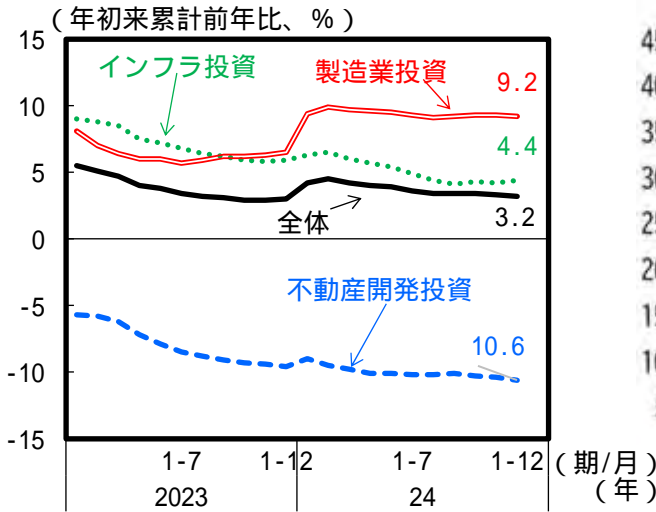
(備考) 中国国家統計局により作成。

(堅調な製造業投資と生産)

成長を下支えしている固定資産投資について内訳をみると、不動産開発投資が前年同期比で大幅なマイナスとなっている一方、製造業投資が高い伸び率で推移し、固定資産投資全体を下支えする構図となっている（第1-2-2図）。製造業投資の高い伸びの背景には、政府による大規模設備更新に対する支援がある。2024年3月の国務院による通知を踏まえ、各地方政府等が行動計画を策定して取組を進めるとともに、7月には超長期国債を財源として、後述する消費財の買換え支援等と合わせて3,000億元（約6兆円）の財政支援が打ち出されている。また、インフラ投資については、2024年夏頃までは年初来累計前年比の伸び率が低下し、9月には4.1%となったが、10月以降は伸び率がやや高まり、12月には4.4%となった。インフラ投資等に活用される地方特別債の年初来累計新規発行額は夏頃まで前年を下回るペースが続いていたが、8月以降発行が加速し、9月以降は前年を上回っている（第1-2-3図）¹⁹。

¹⁹ なお、後述するように、2024年11月の全人代常務委員会において、地方政府の隠れ債務の解消を目的として、地方特別債の限度額（既発債を含む債務残高の上限）を6兆円増額させることが決議された。もっとも、これにより増額発行される地方特別債は既存債務の置き換えに用いられ、追加的なインフラ投資に利用されるものではない。

第1-2-2図 固定資産投資

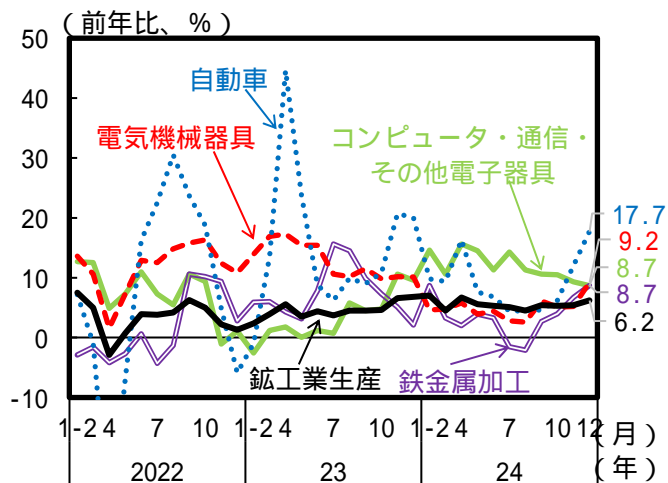


第1-2-3図 地方特別債新規発行額



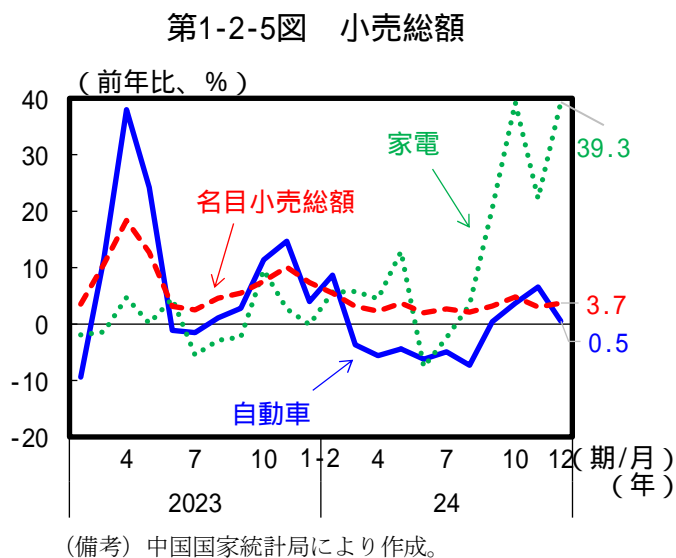
堅調な製造業投資による供給能力の拡大もあり、鉱工業生産は持ち直しを続けている(第1-2-4図)。業種別にみても多くの産業で生産が持ち直しているが、特に2023年後半から半導体サイクルが拡大局面にある中で、半導体を含むコンピュータ・通信・その他電子器具が前年比で高い伸びを示している。もともと、2024年平均では前年同月比5.5%の伸びとなっており、感染症拡大前(2015~2019年)の平均である同6.1%と比較するとやや低い水準となっている。

第1-2-4図 鉱工業生産



（消費はおおむね横ばい）

一方、成長の下押し要因となっているのが家計消費である。家計消費の動向について名目小売総額をみると、2024年は年間を通じておおむね前年同月比3%前後の伸び率で推移している。感染症拡大前（2015年～2019年）の平均が前年同月比9.7%であったことと比較すると、低い伸び率にとどまっているといえる。（第1-2-5図）。

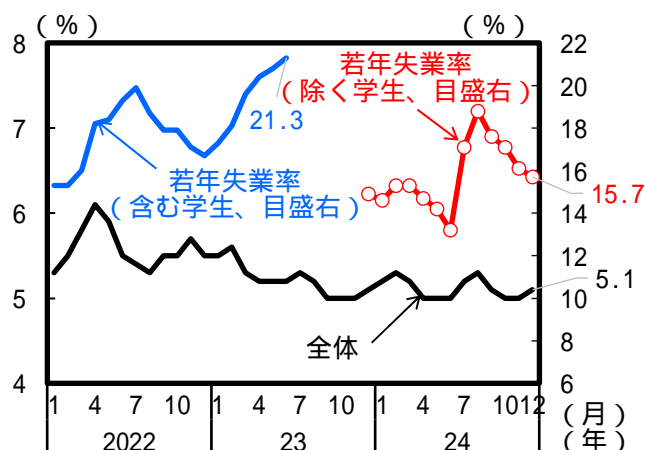


こうした消費の伸び悩みについて、背景にある雇用・所得環境、消費マインド、家計の住宅資産及び政策対応の要素に分けて確認する。

まず、雇用環境を都市部調査失業率からみると、中国において新卒者が労働市場に参入する7月から若年失業率に大幅な上昇がみられている（第1-2-6図）。若年失業率の上昇もあり、全体の失業率も7月から8月にかけて若干高まる兆しがみられたが、9月以降は夏前の水準に戻っておおむね横ばいで推移しており、全体の失業率からはマクロ的な雇用環境が明確に悪化している様子はみられない。ただし、若年失業率が依然として高い水準にあること、統計上は失業に含まれない不安定なギグワーカーや親の援助の下で非労働力化して生活している者等「隠れ失業²⁰」が相応に存在する可能性には留意する必要がある。

²⁰ 中国においても、近年食品配達やライドシェア等のギグワーカーが増加してきており、公的統計上その正確な数は把握されていないが、中国国家統計局長が2021年時点で2億人に達するとの見解を示している。また、親の援助の下で非労働力化している者は「全職子女」（直訳すると専業主婦）等と呼ばれ、流行語にもなっている（（一社）日本経済団体連合会 21世紀政策研究所（2024））。

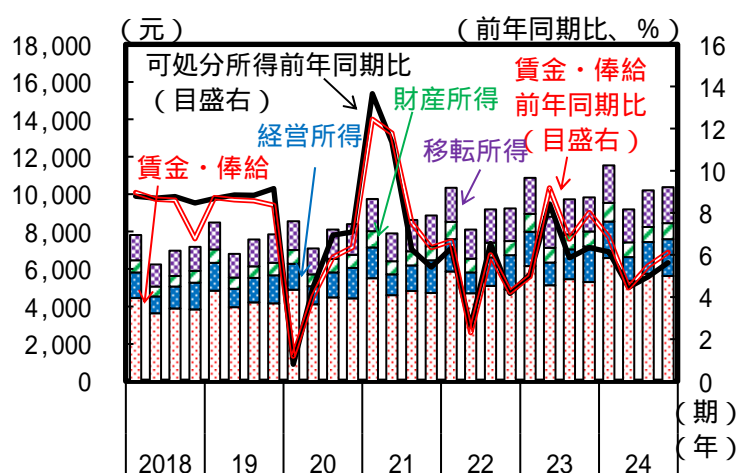
第1-2-6図 都市部調査失業率



(備考) 中国国家统计局により作成。若年失業率は 16~24 歳。2023 年 12 月値以降、学生を含まないベースに定義を変更して公表。

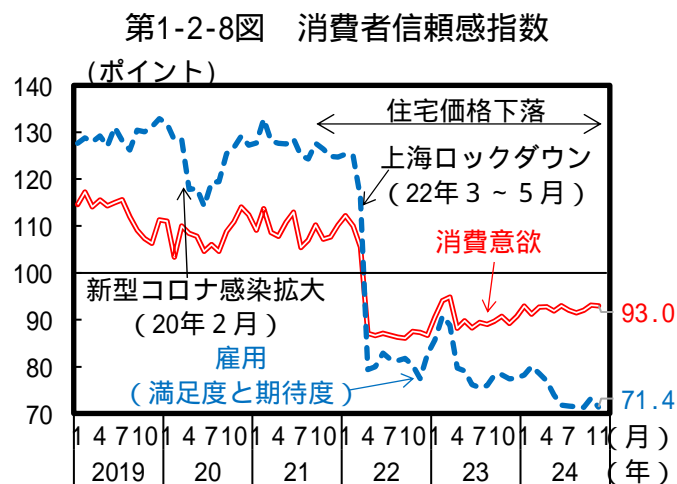
次に、所得面をみると、2024年の名目一人当たり可処分所得は前年比5.3%の伸びと なっており、2023年の前年比6.3%に比べて低下している（第1-2-7図）。所得の内訳をみると、ウェイトの大きい賃金・俸給の伸び率は感染症拡大前の水準からは低下したま まとなっており、こうした所得の伸びの鈍化が消費の伸びの弱さの一因となっていると 考えられる。また、「隠れ失業」による就業時間・日数の減少がマクロ的な所得の伸び の鈍化となって現れてきている可能性もある。

第1-2-7図 一人当たり可処分所得



(備考) 中国国家统计局により作成。

続いて、消費マインドの動向も確認する。消費者信頼感指数は感染症の影響により上海市でロックダウンが行われた2022年春以降、判断の境目となる100を下回る状態が続いている。消費意欲指数にはわずかに改善もみられる一方、特に若年失業率の上昇がみられた夏頃から雇用指数が大きく低下している（第1-2-8図）。2023年以降も消費マインドは感染症拡大前の水準に戻っていないが、消費マインドの弱さが継続する1つの要因として、2022年前後から継続している住宅価格の下落が影響していることが考えられる。



(備考) 中国国家统计局により作成。

(住宅価格の下落に伴う負の資産効果)

このところの家計消費の弱さについては、住宅価格の下落が続くことによる負の資産効果も指摘されている²¹。ここでは住宅価格下落を受けた中国における家計の住宅資産額の減少が負の資産効果としてどの程度消費を押し下げているのか、その規模を推計する。

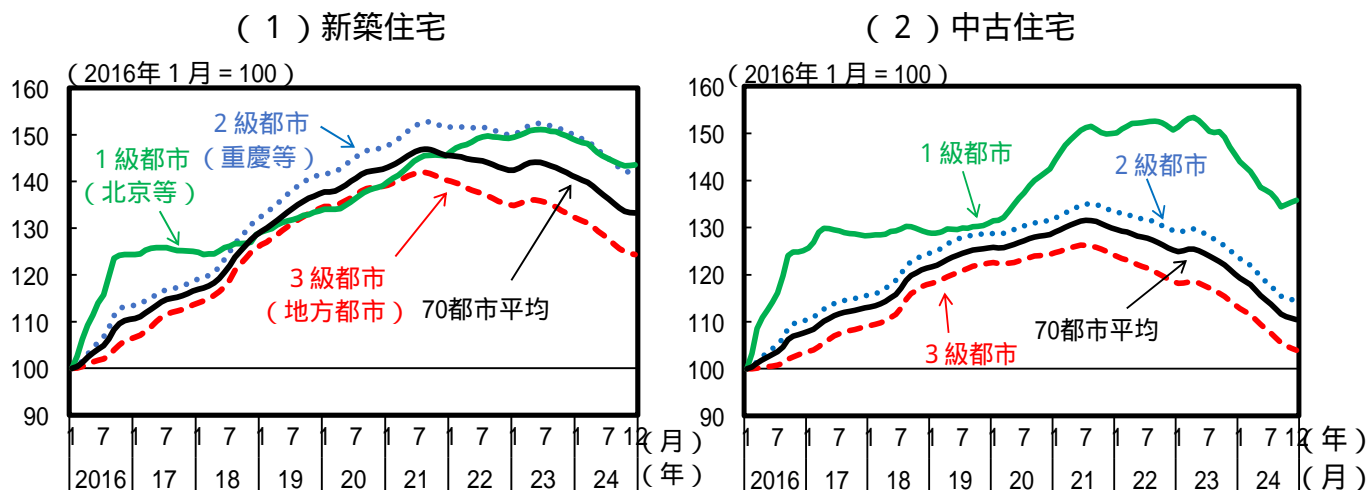
初めに感染症拡大前後から足下にかけての中国の住宅価格の動向を確認する。過熱していた不動産市況への対応として2020年8月に不動産融資規制²²が導入されたこと等を受け、2021年9月頃から大手不動産企業の信用不安が表面化し、まず2級都市（重慶等）、3級都市（地方都市）において新築、中古いずれの住宅価格も下落に転じた（第1-2-9図）。更に2023年半ば頃から不動産企業の資金繰り難が報じられる中で、1級都市（北京等）においても住宅価格が下落に転じ、2024年末に至るまで全国的な住宅価格

²¹ European Commission (2023)

²² 2020年8月20日に住宅・都市農村建設部と中国人民銀行は主要不動産企業に対して、（1）資産負債比率70%超、（2）ネット負債比率100%超、（3）現預金対短期負債比率が1以下という3つの基準（いわゆる「3つのレッドライン」）に基づく借入規制の導入を表明した。

の下落傾向が継続している状態にある。70都市平均では、2024年12月時点において、新築住宅についてはピーク時の2021年8月と比較して▲9.3%、中古住宅ではピーク時の2021年7月と比較して▲16.1%、それぞれ価格が下落している。

第1-2-9図 住宅価格



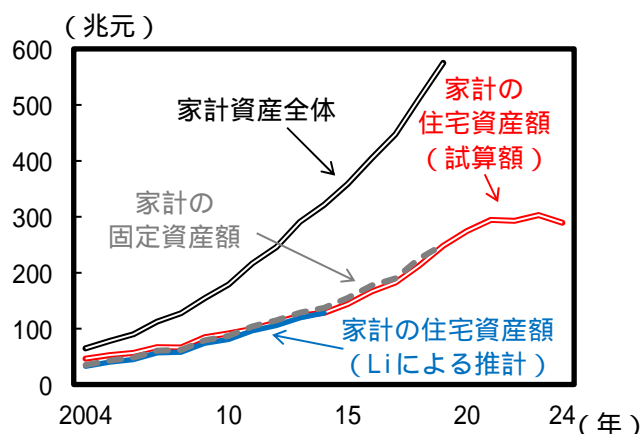
(備考) 中国国家统计局により作成。

こうした住宅価格の動向を踏まえた上で、次に中国における家計の住宅資産額の動向を確認する。第1節でみた中国の一国全体のバランスシートを推計している中国国家金融発展実験室は、その内訳として家計部門の資産額全体や更にその内訳である家計の金融資産額、固定資産額等も推計しているが、固定資産の内訳までは示していない(第1-2-10図)。ただし、同シンクタンクに所属するエコノミストの論文には、2014年までではあるが、中国の家計資産額のより詳細な内訳を推計したものがある(Li(2018))。ここでは、同論文で推計された2014年末時点の家計住宅資産額を出発点に、同論文に倣った手法・データを用いて2024年6月時点まで延長試算した²³。

試算された家計の住宅資産額は、主に住宅価格の上昇にけん引されて2021年まで増加(2015年から2021年までの年平均増加率は12.7%程度)を続けた後、住宅価格が下落に転じる地域が出てくる中で2022年以降はほぼ横ばいに転じた。さらに、2023年半ば以降1級都市でも住宅価格が下落に転じたことを受け、2024年6月時点の家計の住宅資産額は2023年末から4.5%程度減少したと試算される。

²³ 試算方法の詳細は付注1-1を参照のこと。

第1-2-10図 中国の家計資産額の推移（試算値）



（備考）中国国家统计局、中国国家金融发展实验室、Li (2018)により作成。

住宅資産額の変動が家計消費に与える影響については、先行研究から得られる弾力性を用いて推計する。中国における住宅資産額と消費の関係を分析したいくつかの先行研究²⁴からは、消費の住宅資産額に対する弾力性がおおむね0.05～0.39程度、すなわち住宅資産額が10%減少すると消費が0.5～3.9%程度押し下げられる関係にあるとの結果が得られた。2024年6月時点の家計の住宅資産額は2023年末から4.5%程度減少と試算されたことから、これに先行研究に基づく弾力性を乗じると、2024年の家計消費には名目値で0.2～1.7%程度の押し下げ効果（負の資産効果）が生じていると推計される。第1節でみたように、中国における家計消費の名目GDP構成比は4割程度と他の主要国に比べて低い、名目GDP成長率にも最大で0.7%ポイント程度の押し下げ効果が働いている可能性がある。

なお、上記の推計結果は住宅価格が全国的に低下に転じた2023年以降の消費の押し下げ効果をみたものであるが、住宅価格が上昇していた2021年頃までは正の資産効果が働いていたと考えられることから、住宅価格下落前後の消費の伸びの変化をみる上では、住宅価格上昇局面からの資産効果の変化を推計することも重要である。2015年から2021年までの家計の住宅資産額は年平均12.7%増加していたと試算されることから、同様の弾力性を用いると、この間の資産効果としては家計消費が年0.6～4.9%程度押し上げられていたと推計される。したがって、住宅価格下落前の2021年以前と比較すると、2024年前半には0.9～6.7%程度の消費の押し下げ効果が働いていたと捉えることもできる。

もっとも、ここで住宅資産額の試算に用いるデータには、未完成のまま工事が中断した不動産開発投資の影響が取り除けていない可能性があるといった制約があるほか、先行研究から得られる弾力性についても住宅価格上昇局面で推定されているため、今般の

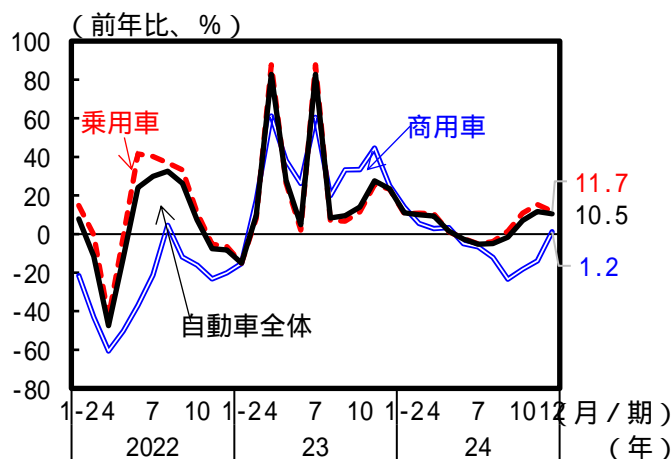
²⁴ 詳細は付注 1-1 を参照のこと。

住宅価格下落局面では弾力性が変化している可能性にも留意する必要がある。したがって、この推計結果については相当の幅を持って解釈する必要がある。特に、2020年代の住宅価格下落局面における中国の住宅資産額に対する家計消費の弾力性については、今後の実証研究の蓄積が待たれるところである。

（政策効果により、自動車等の販売には持ち直しの動き）

最後に、家計消費の動向に関連する政策についても確認する。7月25日に国家発展改革委員会と財政部が発表した消費財の買換え支援策では、4月から実施されているEV等の新エネルギー車の購入に対する補助金を最大2万元まで増額するとともに、省エネ基準を満たす家電についても販売価格の15～20%を補助することが盛り込まれた。これらが各地方政府において順次執行に移された結果、9月頃から年末にかけて支援対象となった自動車や家電の小売販売額は前年同期比の伸びに高まりがみられた。家計消費における自動車の改善については、自動車販売台数のデータからも確認できる。自動車販売台数は2024年夏頃には前年同月比マイナスとなっていたが、家計向けを中心とする乗用車では9月から、主に設備投資となる商用車を含む全体でも10月から前年同月比プラスに転じている（第1-2-11図）。また、自動車販売台数に占める新エネルギー車の比率は2023年の31.6%から2024年には40.1%に上昇しており、この点からも自動車販売の動向に政策効果が発現していることが確認できる。

第1-2-11図 自動車販売台数



（備考）中国自動車工業協会により作成。

背景要因も含めて消費の動向を総合的にみると、足下では政策効果により一部品目の消費に改善がみられるものの、住宅価格の下落が継続する中で、家計の住宅資産が目減りし、負の資産効果が働くとともに、雇用・所得環境の改善も進まず、消費マインドも停滞した状況が続いており、消費全体の持ち直しには至っていない状況にあるといえ

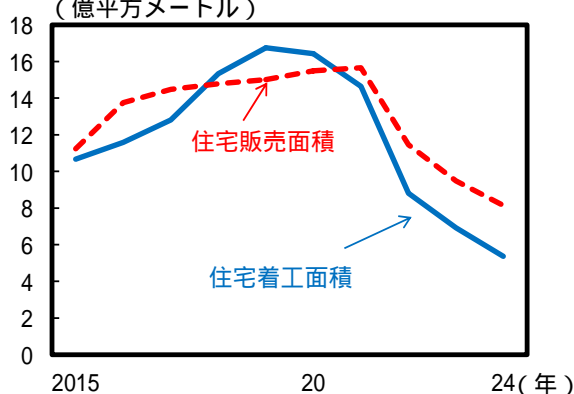
る。また、足下で行われている補助金による消費の下支えは需要の前倒しにつながり、今後、反動減を生じさせるリスクもある。不動産市場の安定化や消費マインド、雇用・所得環境の明確な改善がない中では、消費の本格的な持ち直しは見通し難い状況にある。

（不動産市場の先行き）

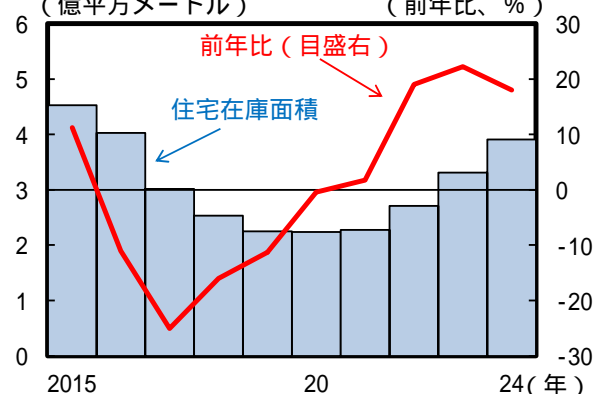
このように、継続する住宅価格の下落は中国の家計消費に少なからぬ押し下げ効果を生じさせている可能性があることから、住宅価格の下落傾向がこの先どの程度継続するのかが中国経済の先行きを占う上で一つの重要な要素となる。ここでは、関係するいくつかの指標の動向や我が国におけるバブル崩壊の経験を振り返り、手がかりを探ってみることとしたい。

まずは、中国の住宅市場における需給動向をみてみよう。2010年代後半には住宅着工面積と住宅販売面積がともに増加を続け、2019年時点では住宅販売面積15.0億平方メートルに対して住宅着工面積が16.7億平方メートルと、住宅着工面積が1億平方メートル以上上回っていたが、不動産融資規制の導入等を背景に住宅着工面積は2020年から減少に転じた。一方で、住宅販売面積はやや遅れて2022年から減少に転じ、2024年には販売面積8.1億平方メートルに対して着工面積は5.4億平方メートルと2.7億平方メートル程度着工面積が下回る状態となっている（第1-2-12図）。こうして4年以上にわたって住宅投資の調整が進められる中でも住宅在庫は2021年から増加を続けているが、2024年の前年比は18.0%と2023年の前年比22.2%からやや増加率が低下した（第1-2-13図）。

第1-2-12図 住宅着工・販売面積
(億平方メートル)



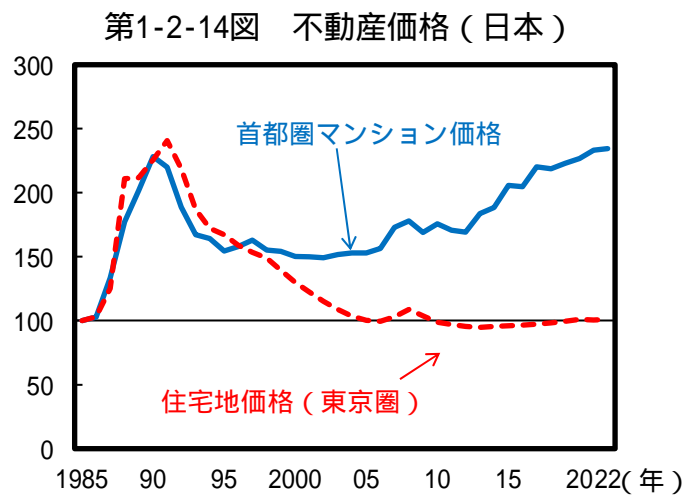
第1-2-13図 住宅在庫面積
(億平方メートル) (前年比、%)



(備考) 中国国家统计局により作成。住宅在庫面積は各年12月時点。

また、現在の中国における住宅価格の下落状況は我が国におけるバブル崩壊の例と比較されることがあるが、我が国におけるバブル崩壊前後における関連指標の動向をみると、首都圏のマンション価格は1990年にピークとなった後1995年まで下落を続け、1990年から1995年までの下落幅は▲32.3%であった（第1-2-14図）。一方で東京圏の住宅地

価格は1991年にピークとなった後2006年まで15年にわたって下落を続け、1991年から2006年までの下落幅は▲58.7%であった。対象が異なることに留意する必要があるが、これらの下落率と比較すると中国の住宅価格のピーク時からの下落率は70都市平均で新築▲9.3%、中古▲16.1%、北京、上海等の1級都市では新築▲5.0%、中古▲11.5%となっており、相対的に小幅にとどまっている。



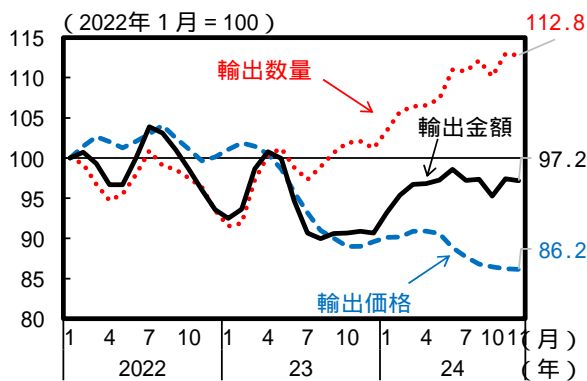
このように、いくつかの指標からは住宅市場の下げ止まりに近付いていることを示唆するような兆候もみられるところであるが、我が国のバブル崩壊後の経験に照らせば、住宅価格の更なる調整（下落）が生じる可能性も十分にあると考えられる。後述するように、特に2024年9月の中央政治局会議前後から当局は相次いで不動産市場の安定化に向けた政策²⁵を表明しているところであるが、累積した住宅在庫や世帯数の増勢鈍化等の実需面を考慮すると、少なくとも、向こう数か月の短期間で住宅価格が反転上昇するような見通しを持つことは難しい。また、今後住宅市場が底打ちしたとしても、第1節でみたように総人口が減少に転じて世帯数の伸びも鈍化している中、これまでと同様のペースで不動産開発投資を行うことは困難であると考えられる。こうしたことから、当面は住宅価格の下落に伴う負の資産効果が消費やマクロ経済全体の下押し要因として継続する可能性に留意する必要がある。

²⁵ 中国人民銀行による既存の住宅ローン金利の引下げ、不動産の「ホワイトリスト」プロジェクトへの融資強化、地方特別債の活用、住宅取引に係る各種減税措置（2024年12月以降適用）等が挙げられる。

（輸出は緩やかに増加している）

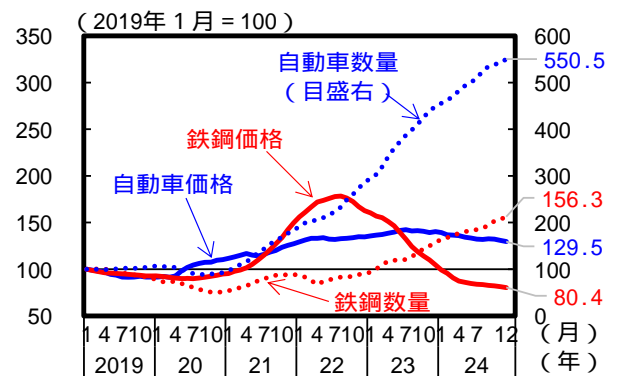
消費を中心とした内需の弱さとは対照的に、財輸出は緩やかに増加している。前節でもみたように、2024年以降は世界的な需要拡大局面にある半導体（集積回路）やここ数年拡大を続けている自動車を中心に輸出が拡大している。また、価格要因と数量要因を分解してみると、特に2023年頃から中国の輸出価格（米ドル建て）は低下を続けており、数量ベースでは金額ベース以上に輸出が拡大している姿が読み取れる（第1-2-15図）。特に、近年輸出を伸ばしている自動車や鉄鋼といった品目で価格下落が継続している（第1-2-16図）。輸出価格の下落が中国製品の輸出競争力を高めているとみることができるが、一方ではこうした動向が「過剰供給」問題として欧米を中心とした各国との摩擦につながっている。「過剰供給」の現状やそれが世界経済に及ぼす影響については後述する。

第1-2-15図 輸出価格と数量



（備考）オランダ経済分析総局により作成。
後方3か月移動平均、季節調整値。

第1-2-16図 主要品目の輸出価格

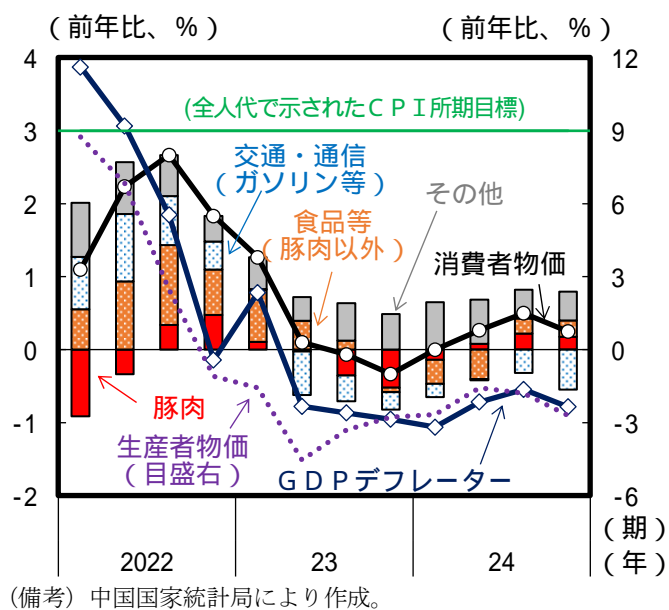


（備考）中国海関総署により作成。
後方12か月移動平均値。

（物価は下落傾向が続く）

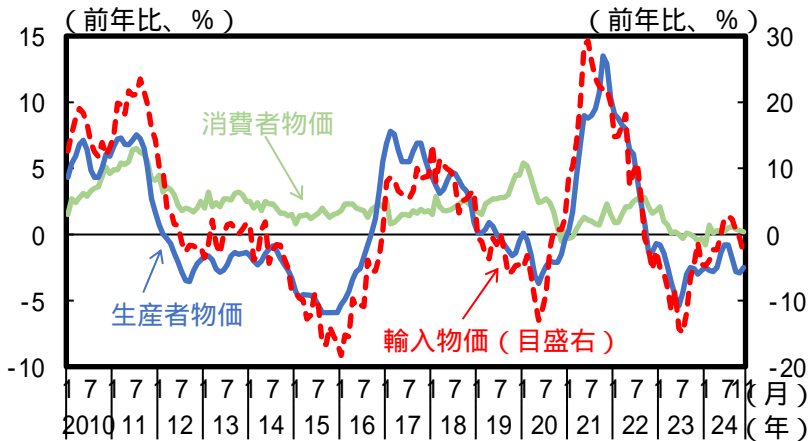
上述した内需の弱さは物価の下押し圧力となることが考えられる。この点について、消費者物価（CPI）上昇率をみてみると、2023年後半はマイナス圏で推移し、2024年に入って以降豚肉価格が上昇に転じたこと等によりプラス圏にあるが、おおむね0%台前半にとどまっている（第1-2-17図）。一方、生産者物価（PPI）については、2022年10月から2年以上にわたって下落が継続している。PPIは輸入物価の動向との連動性もあり、国内の需給ギャップのみが要因とはいえないが、GDPデフレーターも7四半期連続でマイナスとなっており、物価の下落傾向には歯止めがかかっていない。

第1-2-17図 物価上昇率（CPI、PPI、GDPデフレーター）



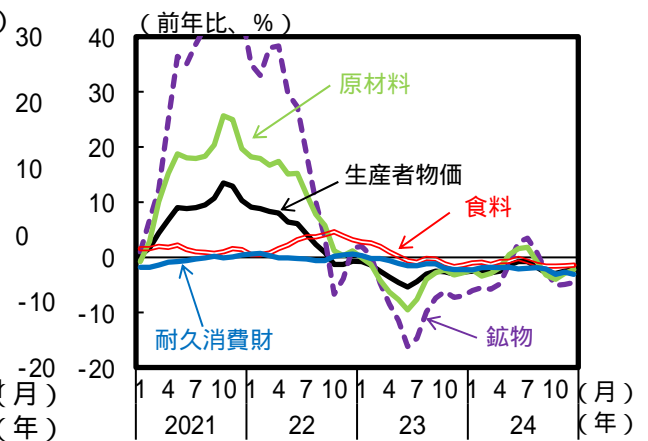
なお、輸入物価とCPI、PPIとの関連をやや長い期間でみてみると、CPIは輸入物価とあまり連動性がみられない一方、PPIについてはこれまで輸入物価と高い連動性がみられてきた（第1-2-18図）。また、両者の時差相関をとると、ラグなし（同時）での相関が最も高い。一方で、2024年夏の局面では輸入物価は一時的に上昇した一方、PPIは上昇に転じておらず、両者の動きにややかい離がみられる。PPIの内訳をみると、川上である鉱物価格や原材料価格は輸入物価と同様に2024年夏に一時上昇に転じていたが、川下の財の価格はこの時期も上昇に転じていないことから、内需が伸び悩む中で、企業が輸入品を含む鉱物、原材料価格の上昇を川下の製品価格に十分転嫁できなくなっている可能性がある（第1-2-19図）。

第1-2-18図 輸入物価と国内物価



(備考) 中国国家统计局、オランダ経済分析総局により作成。

第1-2-19図 生産者物価



(備考) 中国国家统计局により作成。

(不動産市場の安定化や内需の拡大に向けた政策対応)

内需の伸び悩みが続く中、2024年3月の全人代で設定された2024年の成長率目標「5%前後」の実現に向け、2024年秋に相次いでいくつかの政策対応が打ち出された(第1-2-20表)。

9月26日の中央政治局会議では、例年9月の会合では取り扱わない経済をテーマとし²⁶、必要な財政支出の保証、預金準備率や金利の引下げ、不動産市場の下げ止まり・安定化の促進、低所得者等に対する支援の強化等の追加的な経済対策を打ち出していく方針が示された。

これに先立って、9月24日には、中国人民銀行ほか金融関係当局が合同会見を開き、金融面での追加対策を発表した。預金準備率や主要政策金利の引下げ、既存の住宅ローン金利の引下げ、証券会社等が株式投資を行うための新たな資金供給手段の創設等が盛り込まれ、このうち既存の住宅ローン金利の引下げについては家計の利払い負担を年1,500億元程度(家計消費の0.3%程度に相当)軽減する効果があるとの説明がなされた。この発表を受け、9月25日から29日にかけて、大手・中堅行を中心に預金準備率が▲0.5%ポイント、短期の政策金利であるリバース・レポ金利(7日物)が▲0.2%ポイント、中期の政策金利である中期貸出ファシリティ(MLF)金利(1年物)が▲0.3%ポイント、それぞれ引き下げられた。既存の住宅ローン金利については、10月末までに平均で▲0.5%ポイント引き下げられることとなった(第1-2-21図)。

その後も国慶節の連休を挟んで国家発展改革委員会や財政部が相次いで会見を行い、2025年の国家プロジェクトの総額2,000億元分(約4兆円)の前倒し実施や特別国債発行による国有商業銀行への資本注入、学生への奨学金拡充等の政策対応を表明したほ

²⁶ 中央政治局会議は毎月開催されているが、例年は4月、7月及び12月の会合で経済に関する議論が行われる。

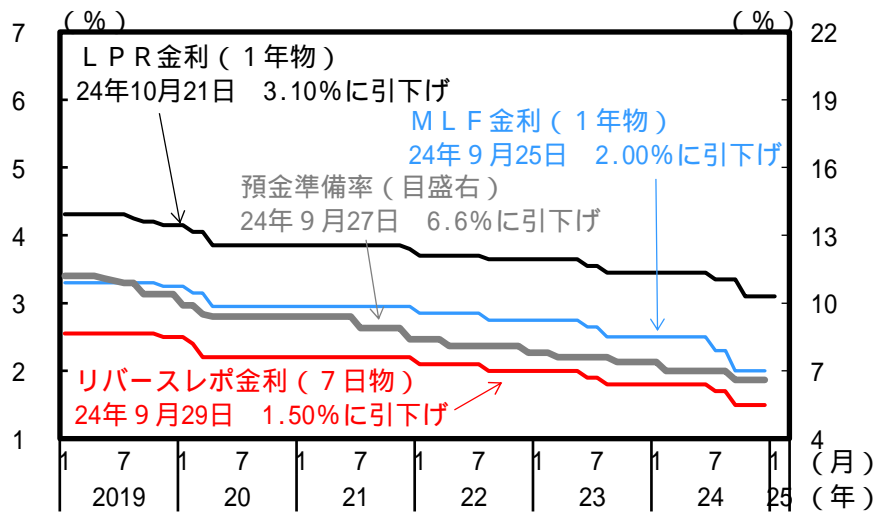
か、11月の全人代常務委員会では地方政府の隠れ債務解消のために地方特別債の発行上限6兆元の引上げが議決された。ただし、これらの施策のうち、政策金利や既存の住宅ローン金利の引下げ、2025年の国家プロジェクトの前倒し実施等は消費や投資の直接的な押し上げにつながると考えられる一方、国有商業銀行への資本注入や地方政府の隠れ債務解消策は必ずしも直接的、抜本的な需要拡大につながるものではないことに留意が必要である。

第1-2-20表 2024年夏以降の主な政策対応

発表時期	内容
7月25日	<p>国家発展改革委員会、財政部が「大規模設備更新及び消費財買換えの支援強化に関する若干の措置」を発表。超長期特別国債による資金約3,000億元を活用し、主に、</p> <ul style="list-style-type: none"> ・約1,480億元を大規模設備更新特別資金に配分し、設備更新、老朽船舶の更新等を支援。 ・約1,500億元を地方に配分し、老朽設備の更新や消費財（省エネ基準を満たす家電について販売価格の15～20%）及び自動車（新工ネ車購入の補助金を最大1万元から最大2万元に引上げ）の買換えを支援。
9月24日	<p>中国人民銀行、国家金融監督管理総局、中国証券監督管理委員会の合同会見で、「経済の質の高い発展のための金融支援」を発表。主な内容は、</p> <ul style="list-style-type: none"> ・預金準備率の引下げ（大手・中堅行を中心に 0.5%pt）及び政策金利の引下げ（リバースレポ金利（7日物）を0.2%pt） ・既存の住宅ローン金利の引下げ（平均 0.5%pt） ・株式市場を支える金融政策手段の創設
10月8日	<p>国家発展改革委員会が9月の中央政治局会議を踏まえた追加政策パッケージを発表。主な内容として、</p> <ul style="list-style-type: none"> ・2025年も超長期特別国債の発行を継続し、「両重」建設（国家重要政策の実施と重点分野の安全保障能力整備）への支援を強化。その上で、来年の投資計画のうち2,000億元分を年内に前倒しで配分。 ・学生への学資援助補助金の引上げ・適用範囲の拡大等 ・不動産の「ホワイトリスト」プロジェクト（地方政府によりリスト化された優良な不動産開発プロジェクト）への融資強化、地方特別債の活用。
10月12日	<p>財政部が「財政政策の反循環調整の強化と経済の質の高い発展の促進」に関する記者会見を実施。今後の政策対応については、以下の4点に言及。</p> <ul style="list-style-type: none"> ・地方政府の債務リスク解消のための支援強化 ・大規模国有商業銀行の資本強化のための特別国債の発行 ・不動産市場の下落防止・安定化のための措置（地方特別債の遊休地保留への活用、地方特別債を活用した在庫住宅の買取、関連税制の最適化） ・学生層に対する奨学金等の増額による支援強化
11月8日	<p>全人代常務委員会において、地方の隠れ債務の置き換えのため、地方特別債の限度額を6兆元増額する措置を決議。併せて、財政部が同日の記者会見において、隠れ債務の解消について以下の点を表明。</p> <ul style="list-style-type: none"> ・2024年以降の5年間で新增される地方特別債から毎年8,000億元を手配し、累計4兆元の隠れ債務を置き換える ・2029年以降に期限を迎えるスラム街の改造に係る2兆元の隠れ債務について返済の明らかな見通しがある

（備考）各種政府資料により作成。

第1-2-21図 預金準備率と主要金利の推移



(備考) 中国人民銀行により作成。預金準備率は金融機関全体の加重平均値。

こうした中、選挙期間中から対中関税の引上げ等に言及していたトランプ候補が11月5日のアメリカ大統領選挙において当選するなど、通商関係を中心とする先行きの対外経済環境にも変化が見込まれることとなった。12月11日から12日に開催された中央経済工作会議では、内需の不足といった国内の課題とともに、外部環境の変化による不利な影響が深まっているとの課題認識が示され、2025年の財政政策スタンスは「積極的な財政政策」から「より一層積極的な財政政策」へ、金融政策のスタンスは「穏健的な金融政策」から「適度に緩和的な金融政策」へ、それぞれ景気刺激的な方向に転換する方針が示された(第1-2-22表)。より具体的には、財政政策の面では、2024年において3%となっている財政赤字の対GDP比目標水準の引上げや超長期特別国債、地方特別債の発行増が盛り込まれた。また、金融政策では適時に預金準備率や政策金利を引き下げる事が盛り込まれたが、特に「適度に緩和的な金融政策」との表現が用いられるのは世界金融危機後の2008年11月から2010年までの期間以来であり、これまでよりも踏み込んだ金融緩和が行われる可能性が示唆されている。

第1-2-22表 中央経済工作会議（2024年12月12日発表）のポイント

2024年の経済状況に関する認識

- ・ 外部環境の変化による不利な影響が深まる
- ・ 内需の不足、一部企業の生産・経営の困難、雇用と所得の伸びに対する圧力

2025年の経済政策の基本的態度

- ・ 財政政策のスタンスは「積極的な財政政策」から「より一層積極的な財政政策」に変更。2024年に対GDP比で3%を目標としている財政赤字率を引き上げ、超長期特別国債や地方特別債の発行を増額する。
- ・ 金融政策のスタンスは「穏健的な金融政策」から「適度に緩和的な金融政策」に変更。適時に預金準備率や政策金利の引下げを行う。

2025年の経済政策の重点項目

- (1) 消費喚起と投資効果の向上による内需の全面的拡大
- (2) 科学技術イノベーションによる現代的産業体系の推進
- (3) 経済体制改革の推進
- (4) 高水準の対外開放の拡大と貿易・投資の安定
- (5) 重点分野のリスクの防止・解消、システミックリスクの防止
- (6) 都市と農村の融合発展の促進
- (7) 地域戦略の実施強化、地域発展の活力向上
- (8) 経済社会発展の全面的なグリーン転換
- (9) 人民生活の保障・改善、獲得感・幸福感・安心感の向上

（備考）新華社により作成。

（まとめ）

以上のように、2024年後半の中国では、政策効果により供給の増加がみられるものの、景気は足踏み状態が続いている。政策的支援を背景に製造業投資が拡大を続け、一部耐久財消費も足下で増加しているが、雇用・所得環境や消費マインドの改善がみられない中で消費全体の伸びはなお弱く、供給に対して需要が弱い状態が継続、物価も下落基調となっている。こうした中で、輸出価格が低下を続ける下で数量ベースの輸出が拡大することにより、通年で5%の成長を維持した姿となっている。当局は秋以降相次いで追加の政策対応を発表したが、その中には直接的な需要喚起につながらないものも含まれている。

こうした中で、2025年1月には、大統領選挙期間中や当選後に対中関税引上げ等を主張してきたトランプ氏がアメリカ大統領に就任し、今後は通商関係等の外部環境も厳しさが増していく可能性がある。これまで相対的に好調であった輸出の動向は通商関係に大きく影響を受けることから、今後の通商関係の動向には十分留意する必要がある。12月の中央経済工作会議では、こうした内外の経済環境に対する厳しい認識と、より景気刺激的な財政・金融政策への転換を図り内需を全面的に拡大させる方針が示されたこと

ろであり、今後は3月の全人代に向けて具体化されていくと考えられるその内容や規模が焦点となる。

2. 「過剰供給」の現状と世界経済に与える影響

（「過剰供給」問題）

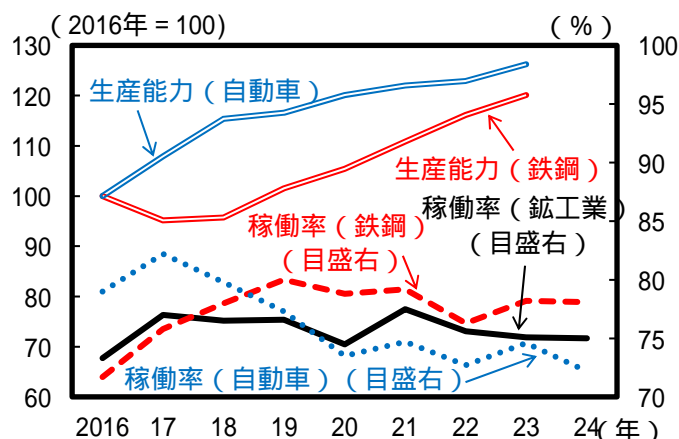
中国では、家計消費等の内需が停滞している一方、製造業投資や生産、輸出が増加を続ける中で、2024年には欧米から「過剰供給」問題が相次いで指摘されることとなった。2024年6月のG7首脳会合のコミュニケ²⁷では、中国の産業政策や非市場的政策・慣行が過剰生産につながり、G7諸国の労働者・産業・経済的強靱性・経済安全保障を損なっている旨の懸念が表明された。具体的に「過剰供給」が指摘される品目としては、電気自動車（EV）や鉄鋼、リチウムイオン電池、太陽光パネル等が挙げられ、実際にアメリカやEUは中国政府による不公正な補助金措置等を理由として、これらの品目の中国からの輸入に対して相次いで関税の引上げを行っている。

このように指摘されている「過剰供給」問題について、鉄鋼と自動車を例にとってデータの面から確認する。まず、企業の生産能力を品目別にみると、EVを含む自動車については2016年以降一貫して生産能力が拡大してきている（第1-2-23図）。中国政府が2015年に定めた10か年計画である「中国製造2025」において、発展させるべき重点産業の1つとして省エネルギー・新エネルギー車が掲げられており、補助金等の政策的支援が行われたことが1つの要因と考えられる。鉄鋼については、当時から課題となっていた過剰生産能力の削減の取組により2017年にはやや縮小したものの、川下のインフラ関連投資や不動産開発投資が増加していく中で、2018年以降は生産能力が再び拡大した。2022年以降は不動産開発投資は減少に転じたが、鉄鋼の生産能力の拡大が続いている。

また、稼働率をみると、鉱工業全体としては2022年以降緩やかに低下しているが、2016年頃よりは高い水準にある。品目別にはややばらつきがあり、自動車については2017年の82%をピークに2024年にかけて▲10%ポイント程度の低下がみられるが、鉄鋼についてはここ数年で大きな低下はみられない。ここ数年の自動車における稼働率低下は、国内販売面で急速に新エネ車への移行が進む中で、ガソリン車用の生産設備に過剰感が生じていることが一因となっている可能性がある。

²⁷ 外務省（2024）。

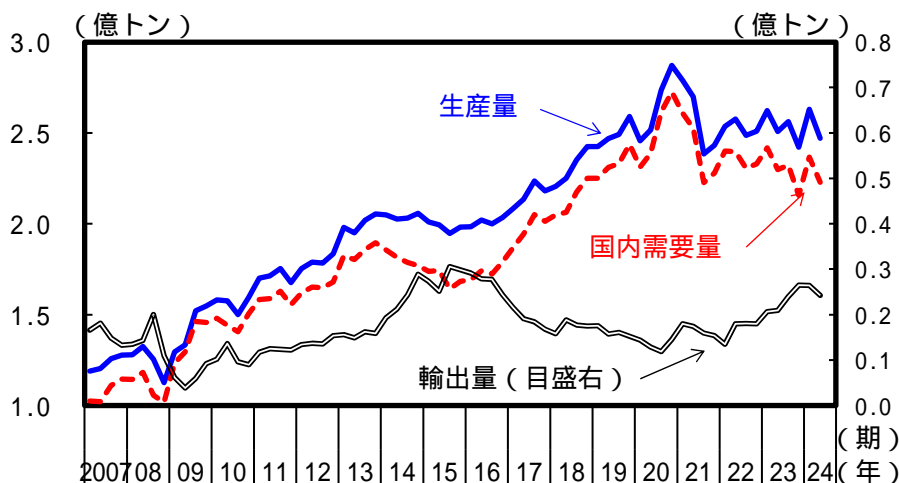
第1-2-23図 企業の生産能力と稼働率



(備考) 中国国家统计局により作成。原系列。稼働率は、生産能力に対する実際の生産量の比率。生産能力は、労働力・原材料等の供給が保証され、生産設備・輸送が正常という条件の下で、企業が長期間維持可能な製品の生産量。

続いて、鉄鋼生産量、国内需要量をみると、2021年以降の不動産開発投資の減少に伴って国内需要量が減少しても、鉄鋼生産量は必ずしも減少していない。特に、2014～2016年、2022年以降にみられるように、国内需要量が減少しても生産量が同じペースでは減少せず、同時期に輸出量が増加していることから、そのかい離分は輸出されてきたことが示唆される（第1-2-24図）。

第1-2-24図 鉄鋼の生産・国内需要・輸出量

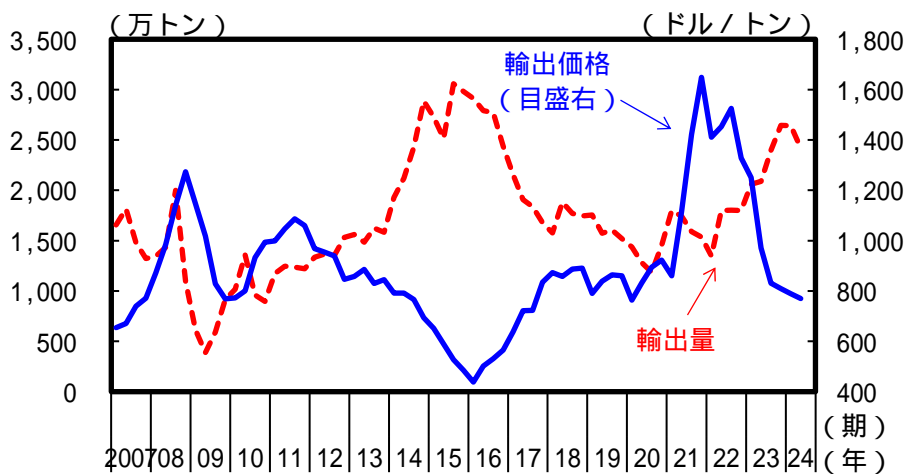


(備考) 中国国家统计局、中国海関総署により作成。内閣府による季節調整値。国内需要量は生産量から輸出量を控除したものの。

鉄鋼価格と輸出量の相関関係をみると、第1-2-25図が示すように、輸出量が増加している期間では、輸出価格が下落している。これは、国外需要が増加したことによる輸出

増というよりは、国内需要が減少したことによって余剰となった鉄鋼を国外に輸出していることを示唆していると考えられる。

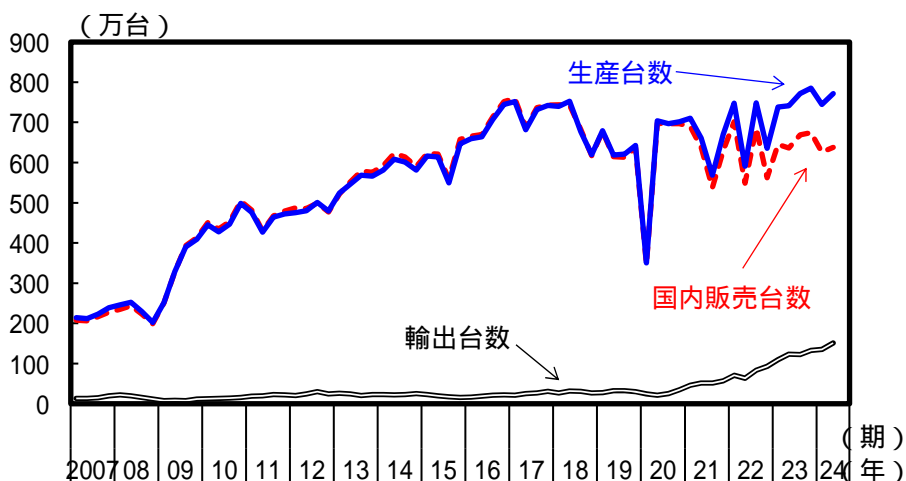
第1-2-25図 鉄鋼の輸出数量・価格



(備考) 中国海関総署、ブルームバーグにより作成。輸出量は内閣府による季節調整値。

次に、中国の自動車についてみると、鉄鋼と同様に、2023年以降国内販売台数が減少傾向で推移する中、生産台数は維持されていることから、そのかい離分が輸出に回り、輸出台数の増加となっている可能性がある（第1-2-26図）。特に、2022年以降、輸出台数は急増し、2023年には491万台と日本を抜いて世界一となっている。

第1-2-26図 自動車の生産・国内販売・輸出台数

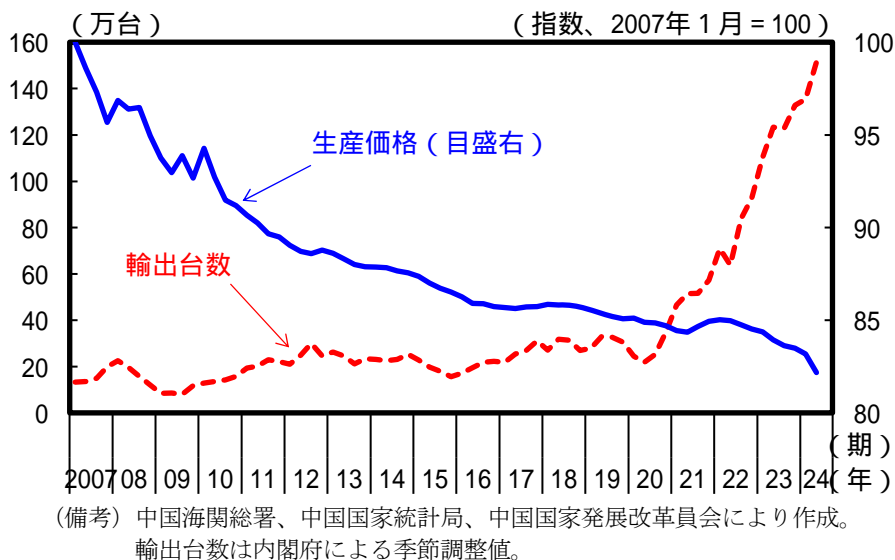


(備考) 中国自動車工業協会、中国海関総署により作成。内閣府による季節調整値。

自動車の価格と輸出台数の関係をみると、第1-2-27図が示すように、輸出台数が増加

している期間において、鉄鋼ほどではないものの、価格が下落している。

第1-2-27図 自動車の輸出台数・価格



(鉄鋼・自動車の供給・需要関数の推計²⁸)

以上のデータ観察を踏まえると、不動産市場の停滞に伴う内需全体の伸び悩みの中で、鉄鋼や自動車に対する国内需要も減退し、これらの財の価格低下と輸出量の拡大といういわゆる「過剰供給」が生じている可能性がある。これが生じているかどうかを明らかにするために、2010年代以降の中国内外のマクロデータを用いて中国の鉄鋼と自動車に関する供給関数と需要関数を同時方程式モデルで推計した²⁹。推計に当たっては、住宅の資産効果の影響を重点的に取り入れることとした。

まず、鉄鋼の推計結果をみると、供給関数は輸出価格に関して有意水準を満たす正の係数が得られた。また、海外GDP³⁰については、有意な推計結果が得られなかった。海外経済が好況となることによって中国からの鉄鋼輸出が増加するというよりも、中国国内の需要と供給の動向によって輸出が増減していることが示唆される。

続いて、推計された需要関数をみると、輸出価格に対しては負、中国国内の新築住宅販売価格には正でそれぞれ有意水準を満たす係数が得られた。鉄鋼需要の価格に対する反応や鉄鋼を使用する住宅価格への反応は直観的理解に一致する。

以上から鉄鋼に関しては、供給関数は右上がり、需要関数は右下がりの曲線と推計された。

²⁸ 「過剰供給」となった財を国外に輸出することで輸出の数量は増加するものの、価格が低下することの経済学的背景は付注1-2で説明する。

²⁹ 推計方法の詳細は付注1-3、付注1-4を参照。

³⁰ 具体的にはアメリカ、EU及びインドネシアの実質GDPを合計したもの。

・鉄鋼の供給関数と国内需要関数³¹³²（推計期間：2016年1－3月期～2024年4－6月期）

$$\text{鉄鋼生産量} = 10.3 + 0.29^{***} \times \text{鉄鋼輸出価格} + 0.08 \times \text{海外GDP} + 0.00 \times \text{海外GDP} \times \text{ダミー}$$

(7.2) (0.08) (0.41) (0.00)

$$\text{鉄鋼国内需要量} = 5.6^{***} - 0.25^* \times \text{鉄鋼輸出価格} + 1.49^{***} \times \text{住宅価格} - 0.01 \times \text{住宅価格} \times \text{ダミー}$$

(1.2) (0.13) (0.31) (0.01)

次に、自動車の推計結果をみると、供給関数は価格に関して有意な係数が得られず、供給曲線は垂直（自動車価格の変動に対して反応しない）という推計結果となった。前述したように、この間の中国では省エネルギー・新エネルギー車産業が重点的に育成されており、補助金等の支援もある中で自動車価格の動向に左右されず生産が拡大してきたものと考えられる。なお、中国の実質GDPには正に有意な推計結果が得られており、国内の需要の増加が中国の自動車生産量に正の効果を与えていることが分かる。ただし、2018年10－12月期以降は、その効果がやや減少している。需要関数については、価格に関して負に有意な係数が得られ、一般的な右下がりの需要曲線が推計された。また、住宅販売面積について正に有意な係数が得られており、住宅需要の増加も自動車需要の増加に寄与していると捉えることができる。2018年10－12月期以降はその効果が一部減少する。

・自動車の供給関数と国内需要関数³³³⁴³⁵（推計期間：2012年1－3月期～2024年4－6月期）

$$\text{生産台数} = -44.1 + 9.53 \times \text{自動車生産価格} + 1.34^* \times \text{中国GDP} - 0.03^{***} \times \text{中国GDP} \times \text{ダミー}$$

(58.66) (10.96) (0.71) (0.01)

$$\text{国内販売台数} = 49.45^{***} - 8.12^{***} \times \text{自動車生産価格} + 0.27^* \times \text{住宅販売面積} - 0.02^{***} \times \text{住宅販売面積} \times \text{ダミー}$$

(6.08) (1.31) (0.06) (0.00)

³¹ 変数是对数かつ季節調整値である。世界的に新型コロナウイルスの感染が拡大した2020年1－3月期及び4－6月期にダミー変数を設定している。

³² ()内は標準誤差。***：1%、**：5%、*：10%水準で有意であることを示す。

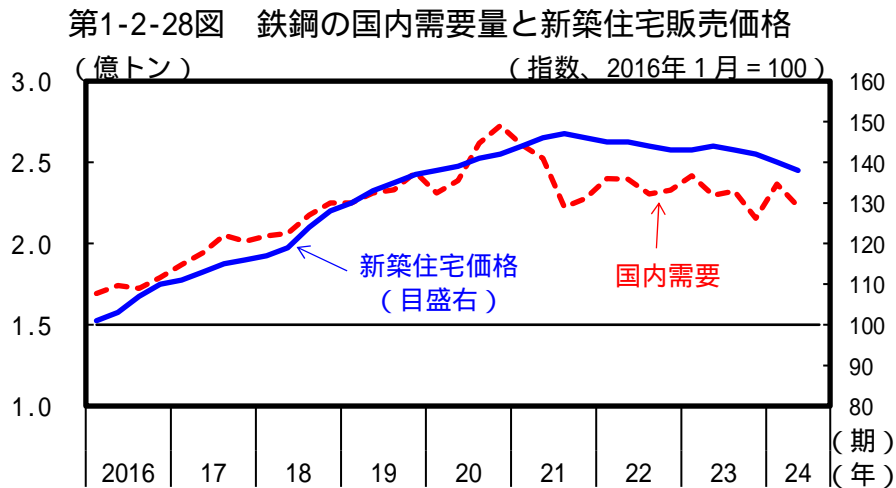
³³ 変数是对数かつ季節調整値である。米中貿易摩擦の影響が現れ始めた2018年10－12月期以降の期間にダミー変数を設定している。

³⁴ 自動車の需要関数の推計に当たっては、一人当たり可処分所得等所得の変動を示す説明変数を加えた推計も試みたが、意味のある推計結果は得られなかった。

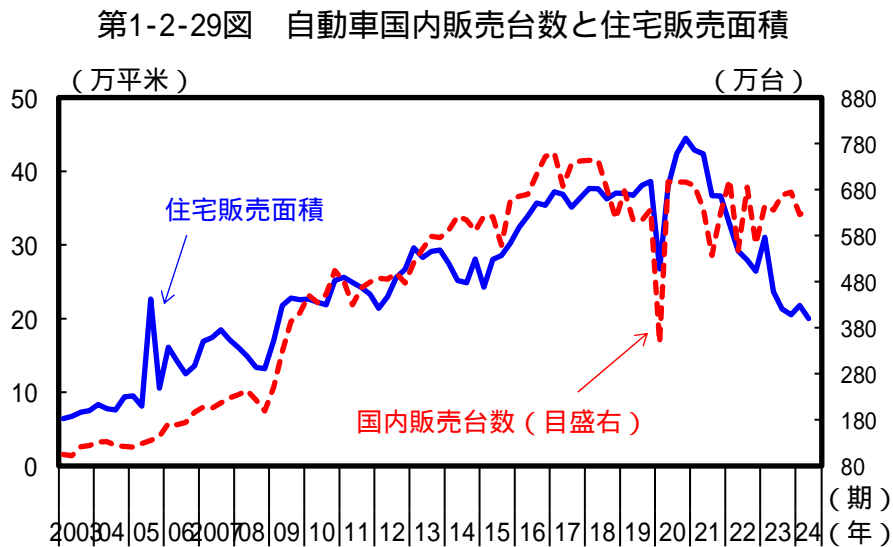
³⁵ ()内は標準誤差。***：1%、**：5%、*：10%水準で有意であることを示す。

（鉄鋼、自動車の「過剰供給」の試算）

本推計では、鉄鋼の国内需要量に対しては中国の住宅価格、自動車の国内販売台数に対しては住宅販売面積が有意に正に寄与することが推計された。これらの変数の動向をみると、第1-2-28図、第1-2-29図のように、不動産市場の停滞とともに鉄鋼や自動車の国内需要が伸び悩む傾向にある。



（備考）中国国家统计局、中国海関総署により作成。国内需要量は国内生産量から輸出量を控除したもの。国内需要量は内閣府による季節調整値。



（備考）中国国家统计局、中国自動車工業協会により作成。いずれも内閣府による季節調整値。

鉄鋼と自動車について、需要・供給関数の推計結果を用いて、特定の条件下での「過剰供給」の状況の試算を行う。先に確認した中国の不動産市場の状況も踏まえ、他の説明変数を一定と仮定しつつ、2023年末から2024年4－6月期までの住宅価格の下落率で

ある2.7%、2023年1－6月期と比較した2024年1－6月期の住宅販売面積の下落率である22.2%を用いた場合、2023年値を基準とすると、鉄鋼と自動車それぞれの価格が変化しなければ、両品目の国内需要の減少分はそれぞれ1,955万トン、71万台となる。

世界市場での中国からの輸出増に対する世界全体の価格調整速度が中国と同程度であると仮定する³⁶と、価格はそれぞれ3.8%、0.3%低下し、輸出量はそれぞれ22.3%、16.2%増加することとなる。現実には、2023年1－6月期と比較して2024年1－6月期は、価格はそれぞれ29.8%、1.8%下落し、輸出量はそれぞれ21.7%、23.0%増加している。試算値は、価格が下落しつつ、輸出量が増加するという実績値の方向性と一致し、中国の不動産市場の停滞による輸出の増加は国際市場に大きな影響を及ぼす結果となることが示唆される³⁷。

（「過剰供給」が世界経済・物価に与える影響）

上述のように、中国の不動産市場の停滞は、中国からの鉄鋼や自動車の輸出価格の下落と輸出量の増大をもたらすことが示唆された。本稿では鉄鋼³⁸を例にとり、GTAP³⁹（Global Trade Analysis Project）を用いて、中国からの鉄鋼輸出が増加した場合に世界経済全体に与える影響を試算する。なお、試算はあくまで方向性を示すものであり、定量的な影響を分析するものではない。

GTAPにおいて、中国からの輸入価格低下と鉄鋼輸出の増加を疑似的に表現するための仮定として、鉄鋼について貿易の効率性を示すパラメータ⁴⁰を10%向上させた場合の試算結果をみる（第1-2-30表）。

まず、中国においては、鉄鋼の輸出が増えることから鉄鋼価格、投資が上昇し、それが実質GDPを増加させる。

中国からの鉄鋼の主な輸出先である東南アジア、南アジア、中東・北アフリカ、サブサハラアフリカでは、鉄鋼価格が下落するが、東南アジアやサブサハラアフリカでは投資が増加し、実質GDPが増加している。一方、中東・北アフリカや南アジアでは投資は

³⁶ 価格調整速度が同程度であるとは、世界市場の需要曲線と供給曲線の傾きの絶対値の和が中国国内のそれと同程度であると仮定することと同義である。この場合、国内需要の減少分、すなわち国内における「過剰供給」分が国内市场と世界市場（輸出）に同程度供給されることになる。

³⁷ 鉄鋼は同質財的な性格が強い一方で、自動車は異質財の性格が強いことから価格下落に差があると考えられる。

³⁸ 中国からの自動車輸出が本格化したのは2020年代からである一方、今回使用するGTAPのモデルは2017年までのデータを用いて構築されており、この間の変化を適切に捉えていない可能性がある。鉄鋼の輸出量は2017年も多いことから、本試算は鉄鋼に限るものとする。

³⁹ 国際貿易分析プロジェクト（Global Trade Analysis Project）によって開発された応用一般均衡モデル。世界160地域のデータが網羅されており、世界全体の貿易や資本移動を考慮した分析を行なうことができる。また、各国共通の50以上の産業部門のデータが網羅されており、マクロ分析と同時に産業別の分析を行うこともできる。

⁴⁰ 中国からの鉄鋼の輸入に係る通関後の輸送技術係数（ams）を全ての国について10%上昇させている。このことは、全ての国において、中国からの鉄鋼の輸入コストを10%低下させることで、中国からの鉄鋼の輸入を促進させることを意味している。

増加するものの、実質GDPは減少する。

鉄鋼業が盛んな東アジア、北米、西欧では鉄鋼価格の下落に伴う投資誘発効果は限定的であり、国際市場で国内の鉄鋼業が価格や輸出量の低下という影響を受けることから、実質GDPは低下する。

このように、中国において「過剰供給」となった鉄鋼の輸出の影響は、国・地域によって異なるが、これは各国・地域の産業構造の違いに起因すると考えられる。特に、競合する鉄鋼業が立地する国・地域の場合には、鉄鋼価格の下落と実質GDPの低下という負の影響を与えることになる可能性がある。

第1-2-30表 中国からの鉄鋼輸出の増加による影響の試算結果

(%)

	鉄鋼価格の変動	実質GDPの変動	投資の変動
オセアニア	0.11	0.00	0.02
東アジア	0.39	0.06	0.02
中国	0.11	0.14	0.06
東南アジア	0.68	0.07	0.13
南アジア	0.13	0.04	0.02
北米	0.08	0.02	0.01
南米	0.20	0.03	0.04
西欧	0.10	0.03	0.00
中東・北アフリカ	0.23	0.02	0.02
サブサハラアフリカ	0.23	0.02	0.05
その他	0.17	0.10	0.05

第3節 まとめ

本章では、中長期的な視点から中国経済の構造を概観した上で、2024年後半の中国の景気動向を確認し、足下で特に課題と考えられる住宅価格の下落に伴う負の資産効果や、欧米から指摘されている一部の財に関する「過剰供給」問題について、試算を含めて掘り下げた分析を行った。

第1節では、中国は2010年以降経済規模が世界第2位となっている一方、足下でも一人当たり名目GDPは日本の3分の1程度であり、所得水準は高中所得国に位置付けられていること、産業構成も日本の1980年頃と同程度に製造業の割合が高く、経済のサービス化を進展させる余地があることを確認した。他方、中国は既に人口減少と高齢化が進展する局面、いわゆる人口オーナス期に入っており、今後の経済成長や不動産需要に対して下押し圧力が継続する見通しとなっている。また、中国は世界最大の貿易黒字国であり、先進国中心から新興国・途上国へ貿易相手国・地域の多角化も進めている中、電気機械や鉄鋼製品、更に近年は自動車等の輸出を通じて世界経済に大きな影響を与える存在となっている。

次に、第2節では、2024年後半の中国の景気動向と政策対応について確認した。生産設備の更新に対する補助等の政策支援によって製造業投資や生産が堅調に推移する一方、住宅価格の下落が継続する中で雇用・所得環境の明確な改善はみられず、政府の買換え支援策を受ける一部の耐久財を除けば消費の伸びは力強さを欠いている状態にある。このうち、住宅価格の下落が家計消費に与える負の資産効果については、幅を持って理解する必要があるものの、住宅価格が本格的に下落する前の2021年頃と比較すると2024年前半には0.9~6.7%程度の消費の下押し効果が働いている可能性があることが示された。不動産市場の先行きについては、不動産需要は人口動態に左右されることや我が国のバブル崩壊後の経験を踏まえると、人口減少局面での不動産市場の停滞を政策対応によって迅速に解消することは容易ではないと考えられ、当面不動産市場の停滞は継続することが想定される。国内において供給が増加する一方、内需が伸び悩む中で国内物価は下落基調で推移するとともに、輸出価格が低下する中で輸出数量は増加基調にある。内需の低迷を受けて9月の中央政治局会議前後から政策金利の引下げ等の追加政策が相次いで打ち出されたが、本格的な景気浮揚には至らない中で、11月には対中関税の引上げ等を主張するトランプ候補がアメリカ大統領選挙に当選するなど先行きの外的環境の厳しさが深まり、12月の中央経済工作会議では2025年の財政・金融政策のスタンスをより景気刺激的な方向に転換する方針が示された。

続いて、こうした不動産市場の停滞に伴って内需が伸び悩む中で、国内需要を上回っ

て生産された財が安価に輸出され輸入国側の経済や雇用に影響を与えているという「過剰供給」問題について、鉄鋼と自動車に関する供給関数と需要関数の同時方程式を推計し、一定の仮定の下で、中国の不動産市場の停滞がこれらの財の価格低下と輸出量の拡大を生じさせることを確認した。特に、自動車については供給関数が価格に対して有意に弾力的であるという推計結果とはならず、価格メカニズムを通じた生産量の調整が十分機能していないことが示唆された。

その上で、鉄鋼を例に、中国で過剰供給された財を輸出することによる世界経済への影響についてGTAPモデルを用いて試算したところ、一部の国・地域では実質GDPや国内投資の増加につながるものの、競合する製造業が立地する国・地域においては輸入の増加や国際市場での競争の激化に伴う鉄鋼の価格下落、当該産業への負の影響による国内投資の減少による実質GDPの低下という負の影響を与える可能性があることも確認した。なお、中国の実質GDPは増加するものの、不動産市場の停滞による経済全体への負の影響を補う程度のものではないと考えられる。

以上の結果を踏まえると、中国には不動産市場の下げ止まり・安定化をできるだけ早期に実現し、国内の需給ギャップを解消していくことが求められるほか、中長期的には、製造業への依存度を低下させ、経済のサービス化を通じて内需主導型の経済への転換を図っていく必要があることが示唆される。

付注 1 - 1 中国の住宅資産額と負の資産効果の試算方法

1 . 概要

先行研究 (Li (2018)) の手法に基づき、同論文で試算された家計の名目住宅資産額を簡易的な恒久棚卸法によって延長試算する。その上で、同試算によって得られた家計の名目住宅資産額の変化率に複数の先行研究から得られた弾力性を乗じて家計消費の変化率を求め、これを住宅資産額の減少に伴う負の資産効果として扱う。

2 . データ出所

住宅資産額の試算に当たっては、Li (2018)による2014年末の家計の名目住宅資産額の試算値、中国国家统计局による年次の住宅販売面積及び面積当たり住宅販売価格、月次の住宅販売面積及び住宅販売価格を用いた。

また、負の資産効果の試算に用いた先行研究における住宅資産額に対する家計消費の弾力性は以下のとおり。

出典	使用データ	推定手法	弾力性	補足事項
Li, C. and Zhang, Y. (2021)	中国を含む14か国のマクロデータから作成されたパネルデータ ・ サンプル範囲：中国以外を含む ・ サンプル期間：1960-2018 ・ サンプル数：361	一般化最小二乗法	0.05-0.08	
Painter, G., Yang, X. and Zhong, N. (2022)	Urban Household Survey (UHS) ・ サンプル範囲：中国のみ ・ サンプル期間：2002-2009 ・ サンプル数：45,119	最小二乗ダミー変数推定	0.14	UHSは中国都市部の約19000世帯の消費や住宅資産を調査したマイクロデータ
Fang, H., Wang, L. and Yang, Y. (2022)	Eコマース企業から得られた消費者データを加工した筆者らのオリジナルデータ ・ サンプル範囲：中国のみ ・ サンプル期間：2016-2018 ・ サンプル数：不明	差の差の分析	0.18-0.39	

3 . 試算方法

(1) 住宅資産額

Li (2018)における2014年末の家計の名目住宅資産額を出発点に、下式により2024年6月末までの家計の名目住宅資産額を試算する。減耗率(δ)はLi (2018)と同様に年率2.4%で一定とする。2023年末までの期間については年次データ、2023年末から2024年6月末までの期間については月次データを用いて試算する。

$$ND_t = P_t RD_t = P_t(RD_{t-1}(1 - \delta) + I_t)$$

ND_t : t 年末の名目住宅資産額

P_t : t 年の面積当たり住宅販売価格

RD_t : t 年末の住宅資産面積

δ : 減耗率

I_t : t 年の住宅投資面積

(2) 負の資産効果

(1) で試算した家計の名目住宅資産額の変化率に上述の先行研究における弾力性を乗じて求めた名目家計消費の変化率を負の資産効果とする。

付注 1 - 2 「過剰供給」により価格が低下することの 経済学的背景

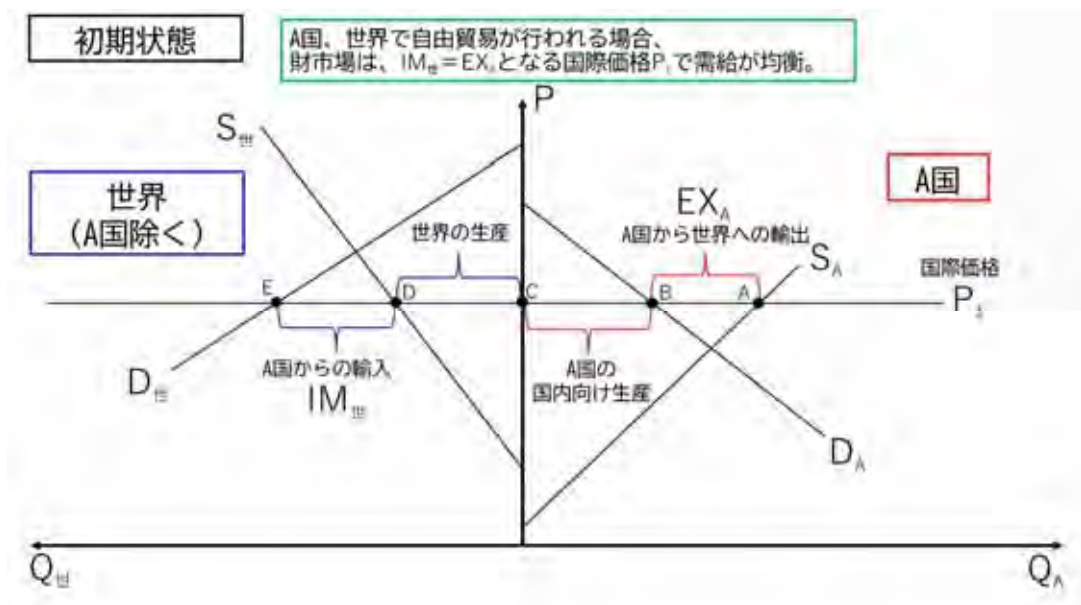
1. 前提

ある財（以下「財 x 」という。）について、A国と世界（A国を除く）の2市場からなるモデルを考える。A国は大国であり、その輸出量の変動は、財 x の世界市場の価格に影響する。

2. 考え方

図1は初期の均衡状態を示している。財 x について、A国ではACの生産が行われるが、国内需要はBCとなるため、ABは輸出される。世界の需要はCE、うちCDは世界で生産されるがDEはA国からの輸入となる。DEとABが一致するように国際価格 P_1 が決定される。

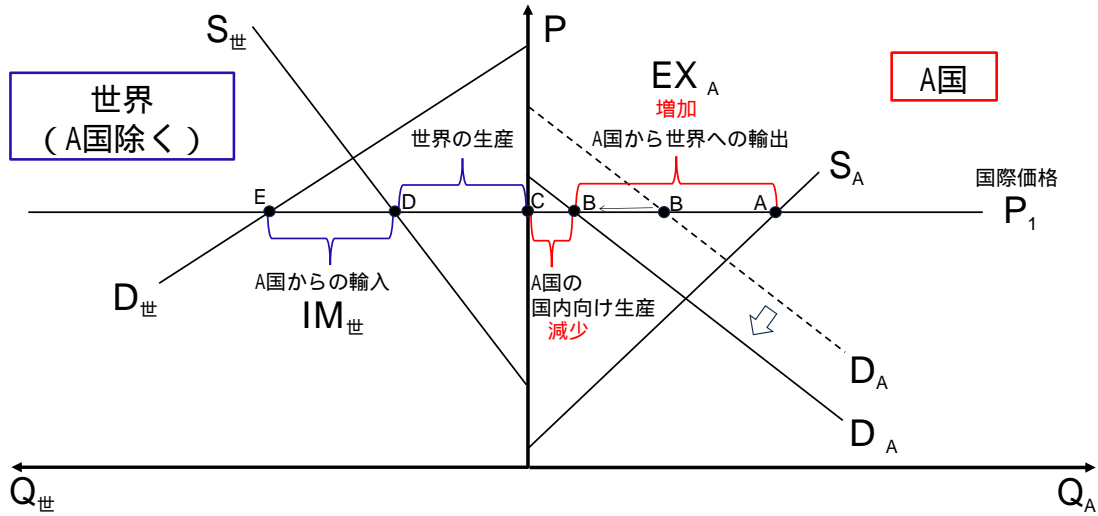
図1 初期状態



次に、A国で不動産市場の停滞によって財 x の需要が減少し、需要曲線が D_A から D'_A に左シフトしたと仮定する（図2）。その場合、国際価格が P_1 のままではA国から世界への輸出が増加し、 $IM_{世} < EX'_A$ となるため需給が均衡しない。

図2 需要曲線が下方シフトした場合

A国の需要が減少しA国の需要曲線が下方シフトした時、A国から世界への輸出が増加し $IM_{世} < EX_A$ となる結果、国際価格が P_1 のままでは需給が均衡しない。

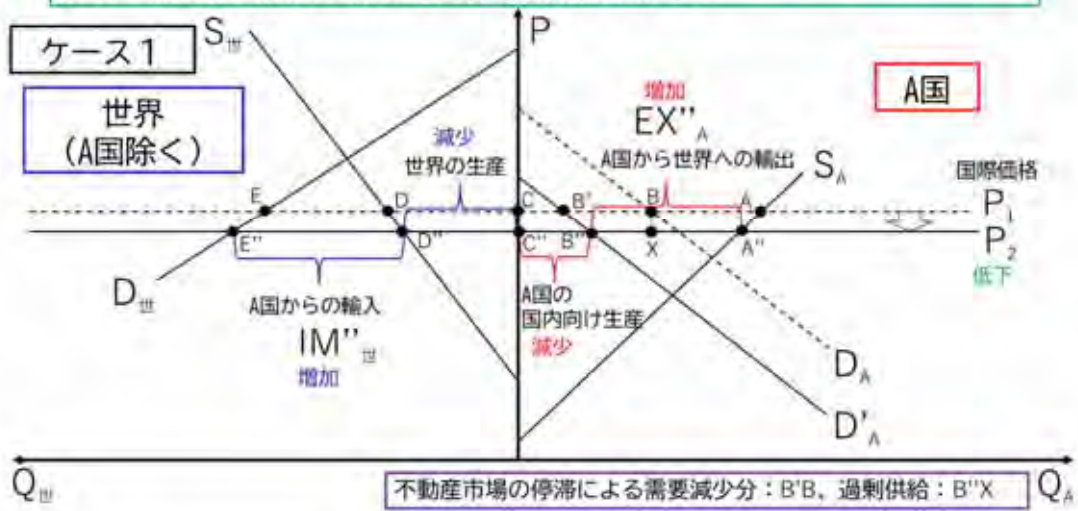


このとき、国際価格が P_2 に低下することで、A国及び世界の生産が減少、A国及び世界の需要が増加する結果、 $IM_{世}'' = EX_A''$ となり、財xの需給が均衡する（図3）。

よって、その他の条件が変わらなければ、大国であるA国の需要減退（需要曲線の左シフト）によって、A国から世界への輸出の増加、A国の国内向け生産の減少、（A国以外の）世界生産の減少、国際価格の低下、が引き起こされる。

図3 国際価格の下落による需給の均衡

国際価格が P_1 に低下することで、A国からの輸入が増加し $IM_{世}'' = EX_A''$ となり、需給が均衡。つまり、A国の内需減退は、①A国から世界への輸出増加、②A国の国内向け生産の減少、③（A国以外の）世界の生産減少、④国際価格の低下をもたらす。



第1章第2節では、A国における不動産市場の停滞による需要減退（需要曲線の左シフト）前後の財 x の需要量の差（図3のB'X）を「過剰供給」と捉えて個別財の「過剰供給」について議論を行う。

付注 1 - 3 中国の鉄鋼の国内需要関数、供給関数の推計について

1 . データ出所

鉄鋼製品輸出価格：中国海関総署

国内生産量：国際鉄鋼協会

国内消費量：国際鉄鋼協会、中国海関総署

中国の住宅価格：中国国家統計局

海外 GDP：OECD data explorer

2 . 推計方法

以下の同時方程式モデルを三段階最小二乗法⁴¹により推計する。

国内需要関数： $Q_{d,t} = a_1 + a_2P_t + a_3Z_{d,t} + a_4Z_{d,t} \cdot dummy1_t + u_t$

供給関数： $Q_{s,t} = b_1 + b_2P_t + a_3Z_{s,t} + a_4Z_{s,t} \cdot dummy1_t + v_t$

P_t ：鉄鋼製品輸出価格

$Q_{s,t}$ ：国内生産量

$Q_{d,t}$ ：国内消費量

$Z_{d,t}$ ：中国の住宅価格

$Z_{s,t}$ ：海外 GDP（アメリカ、EU、インドネシアの米ドル換算 GDP（PPP ベース））の和

$dummy1_t$ ：世界的に感染症が拡大した 2020 年 1 - 3 月期及び 4 - 6 月期の期間に 1 をとるダミー変数

内生変数： $P_t, Q_{s,t}, Q_{d,t}$

外生変数： $Z_{d,t}, Z_{s,t}$

なお、推計に当たって、説明変数と被説明変数は対数かつ季節調整値としている。

3 . 推計期間

2016 年 1 - 3 月期から 2024 年 4 - 6 月期

⁴¹ 内生性の可能性がある同時方程式であるため、三段階最小二乗法を用いている (Hsiao (2003))。

4 . 推計結果

鉄鋼生産関数

観測数	決定係数	説明変数	推定量	標準誤差
34	0.33	定数項	10.3	7.2
		ln(鉄鋼輸出価格)	0.29	0.08
		ln(海外GDP)	0.08	0.41
		ln(海外GDP) × ダミー	0.00	0.00

鉄鋼需要関数

観測数	決定係数	説明変数	推定量	標準誤差
34	0.72	定数項	5.6	1.2
		ln(鉄鋼輸出価格)	-0.25	0.13
		ln(住宅価格)	1.49	0.31
		ln(住宅価格) × ダミー	-0.01	0.01

付注 1 - 4 中国の自動車の国内需要関数、供給関数の推計について

1 . データ出所

自動車生産価格：中国国家统计局

自動車生産台数：中国自動車工業協会

自動車国内消費台数：中国自動車工業協会、中国海関総署

住宅販売面積：中国国家统计局

中国 GDP：中国国家统计局

2 . 推計方法

以下の同時方程式モデルを三段階最小二乗法⁴²により推計する。

国内需要関数： $Q_{d,t} = a_1 + a_2P_t + a_3Z_{d,t} + a_4Z_{d,t} \cdot dummy2_t + u_t$

供給関数： $Q_{s,t} = b_1 + b_2P_t + b_3Z_{s,t} + b_4Z_{s,t} \cdot dummy2_t + v_t$

P_t ：自動車生産価格

$Q_{s,t}$ ：自動車生産台数

$Q_{d,t}$ ：自動車国内消費台数

$Z_{d,t}$ ：住宅販売面積

$Z_{s,t}$ ：中国 GDP

$dummy2_t$ ：米中貿易摩擦の影響が現れ始めた 2018 年 10 - 12 月期以降の期間に 1 をとるダミー変数

内生変数： $P_t, Q_{s,t}, Q_{d,t}$

外生変数： $Z_{d,t}, Z_{s,t}$

なお、推計に当たって、説明変数と被説明変数は対数かつ季節調整値としている。

3 . 推計期間

2012 年 1 - 3 月期から 2024 年 4 - 6 月期

⁴² 内生性の可能性がある同時方程式であるため、三段階最小二乗法を用いている (Hsiao (2003))。

4 . 推計結果

自動車生産関数

観測数	決定係数	説明変数	推定量	標準誤差
50	0.50	定数項	-44.1	58.66
		ln(自動車生産価格)	9.53	10.96
		ln(中国GDP)	1.34	0.71
		ln(中国GDP) × ダミー	-0.03	0.01

自動車需要関数

観測数	決定係数	説明変数	推定量	標準誤差
50	0.53	定数項	49.4	6.08
		ln(自動車生産価格)	-8.12	1.31
		ln(住宅販売面積)	0.27	0.06
		ln(住宅販売面積) × ダミー	-0.02	0.00

参考文献

(第1章)

- 一般社団法人日本経済団体連合会21世紀政策研究所 [2024] 『シンポジウム 中国経済の課題と展望』
- 外務省 [2024] 『G7プーリア首脳コミュニケ』
- 厚生労働省 [2024] 『2023年 海外情勢報告』
- 張敏 [2024] 『中国、出産・育児への支援措置を発表、休暇・医療制度や税制・労働環境も整備』, 独立行政法人日本貿易振興機構
- 内閣府 [2021] 『世界経済の潮流2021年II - 中国の経済成長と貿易構造の変化』
- 内閣府 [2024] 『令和6年度 年次経済財政報告』
- Bloom, D. E., D. Canning, and J. Sevilla, [2003] "The Demographic Dividend: A New Perspective on the Economic Consequences of Population Change," Rand Corporation, 2003.
- European Commission [2023] *Autumn 2023 Economic Forecast: A modest recovery ahead after a challenging year*, November 2023.
- European Central Bank [2024] *Economic Bulletin, Issue 5 2024*.
- Fang, H., W. Long, and Y. Yang. [2022] "Housing Wealth and Online Consumer Behavior: Evidence from Xiong'an New Area in China", No. w30465. National Bureau of Economic Research, 2022.
- Hsiao, Cheng, [2003] "The Analysis of Panel Data, 2nd edition" Cambridge University Press, 2003.
- IMF [2024] *World Economic Outlook: Policy Pivot, Rising Threats*, October 2024.
- Kilik Celik, S., M. A. Kose, F. Ohnsorge, and F. U. Ruch, [2023] "Potential Growth: A Global Database," *Policy Research Working Paper 10354*, World Bank.
- Li, Cheng [2018] "China's household balance sheet: According issues, wealth accumulation, and risk diagnosis", *China Economic Review 51*, Chinese Economic Society.
- Li, C., and Z. Ying. [2021] "How does housing wealth affect household consumption? Evidence from macro-data with special implications for China", *China Economic Review 69*, Chinese Economic Society.
- Li, S., Haralambides, H., and Zeng, Q. [2022] "Economic forces shaping the evolution of integrated port systems - The case of the container port system of China's Pearl River Delta," *Research in Transportation Economics 94*
- OECD [2023] *Pensions at a Glance 2023*, December 2023.
- OECD [2024] *OECD Economic Outlook, Volume 2024 Issue II*, December 2024.
- Painter, G., X. Yang, and N. Zhong. [2022] "Housing wealth as precautionary saving: Evidence from urban China", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 57(2), 761-789.
- United Nations [2024] *World Population Prospects 2024*.
- Zhang, J. [2017] "The evolution of China's one-child policy and its effects on family outcomes", *Journal of Economic Perspectives*, 31(1), 141-160.

第2章

2024年後半の世界経済の動向

第2章 2024年後半の世界経済の動向

本章では、2024年後半の欧米経済の動向と世界経済のリスク要因について分析する。

第1節では、アメリカの景気動向について分析する。第1項では、アメリカ経済の動向について、GDPや消費、住宅投資等の需要項目別の観点から分析を行う。アメリカでは、個人消費を中心とした景気拡大が続いている一方で、高所得者層と低所得者層との間での消費の格差が生じている。こうした消費の二極化について分析するほか、住宅市場や貿易の動向について、構造上の要因からの分析を行う。第2項では、アメリカの労働市場や物価の動向について分析を行った上で、これらを踏まえた金融政策の動向及び財政の動向について確認する。第3項では、産業別・州別の経済動向を分析する。人口・経済規模の大きい上位4州がアメリカ経済をどのようにけん引してきたかを確認した上で、いわゆるラストベルトと呼ばれる州の経済成長率が低い要因を産業構造等から考察する。

第2節では、欧州の景気動向について分析する。第1項ではユーロ圏経済の動向について、第2項では英国経済の動向について分析する。欧州では物価上昇率が低下する中で、実質GDP成長率はユーロ圏は2024年10-12月期、英国は2024年7-9月期でともにプラスとなり、景気は総じて持ち直している。なお、英国と比べると、ユーロ圏では消費、設備投資及び輸出の弱さがみられるなどの違いもみられる。

第3節では、第1章、第2章第1節、第2節の分析を踏まえて、世界経済のリスク要因について分析する。

第1節 アメリカの景気動向

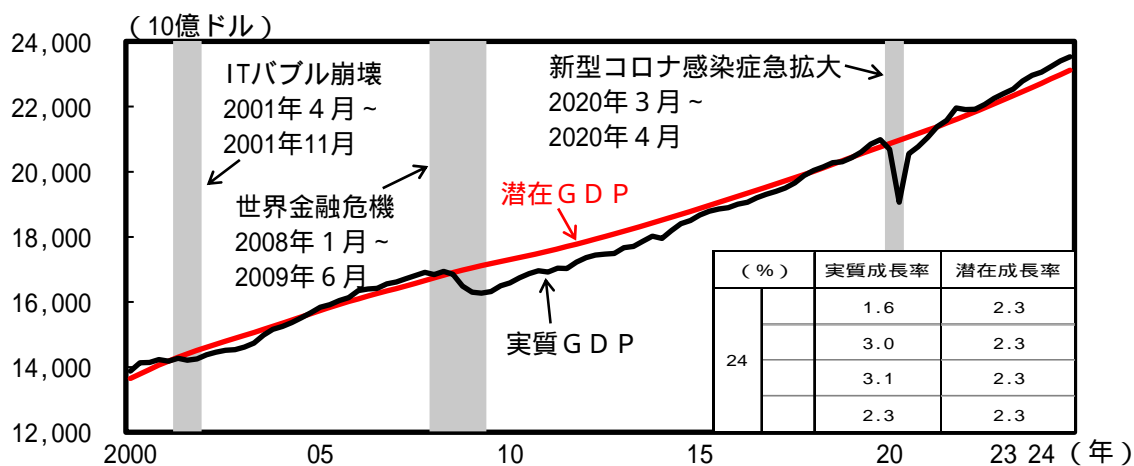
本節では、主に2024年後半のアメリカ経済を概観するとともに、州ごとの構造的な問題について分析する。

1. マクロ経済の動向

(アメリカの景気は拡大している)

アメリカ経済は、個人消費を中心とした景気拡大が続いている。実質GDPと潜在GDPの推移をみると、2021年4－6月期以降、実質GDPが潜在GDPを上回る状況が続いている（第2-1-1図）。実質GDP成長率をみると、2022年1－3月期は輸入の増加により純輸出がマイナス寄与したことから、一旦、減速したものの、2022年4－6月期はプラスに転じ、2022年7－9月期以降、前期比年率で3%程度の成長を続けている（第2-1-2図）。2024年10-12月期（1次推計値）は前期比年率2.3%と同年7－9月期（前期比年率3.1%）からやや減速したものの、GDPから外需や在庫投資を除いた国内最終需要⁴³は前期比年率3.1%と伸びが高く、GDPの68%を占める個人消費⁴⁴は堅調な成長を続けている（第2-1-3図）。

第2-1-1図 実質GDPと潜在GDPの推移

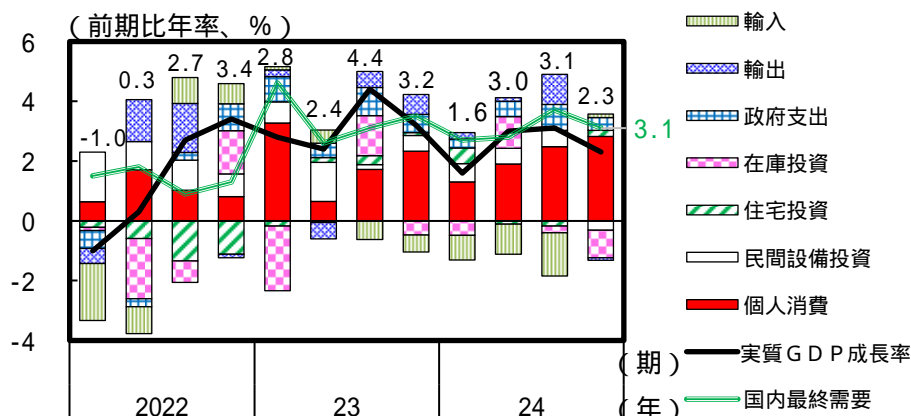


(備考) NBER、アメリカ商務省、アメリカ議会予算局により作成。

⁴³ 国内最終需要 (Final sales of domestic purchasers)

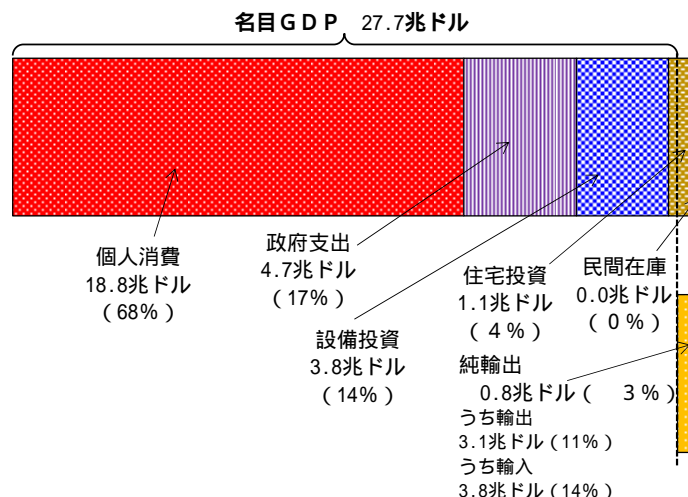
⁴⁴ BEA (2024b)によると、個人消費には、企業が提供する医療保険や政府プログラム（メディケア等）を通じて負担される医療費といった、第三者の支払者が家計に代わって負担した支出が含まれる。このため、個人消費のGDP比が高くなっていると考えられる（医療・介護等が個人消費に占めるシェアは2023年で約17%）。

第2-1-2図 実質GDP成長率の推移



(備考) アメリカ商務省により作成。

第2-1-3図 アメリカの名目GDPの構成比 (2023年)



(備考) アメリカ商務省により作成。

2024年9月26日にアメリカのGDP統計⁴⁵の2024年年次改定 (2024 Annual Update) が行われ、2019年以降のGDP等の計数が改定された。その結果、2019年以降の各四半期において実質GDPの水準が上方改定された (第2-1-4図)。2022年以降の実質GDPの平均成長率⁴⁶は、改定前の年率2.0%から改定後には年率2.3%に上方改定されており⁴⁷、近年

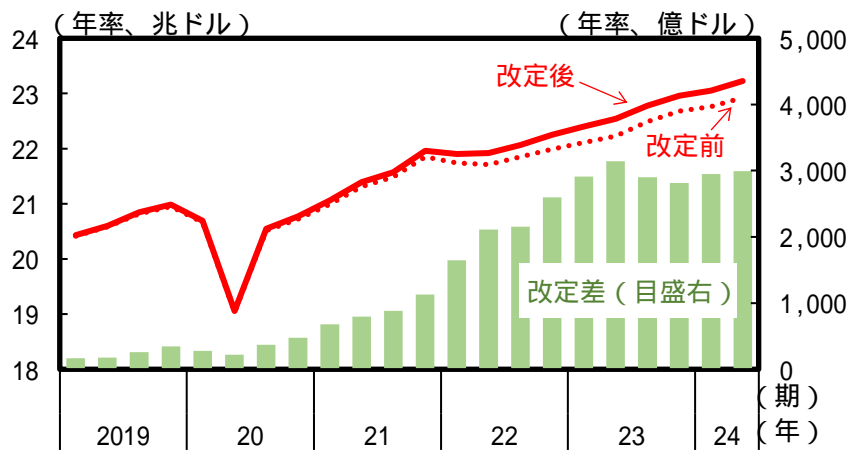
⁴⁵ アメリカでは、国際基準である SNA (System of National Accounts) ではなく、独自の「国民所得・生産勘定」(NIPA: National Income and Product Accounts) を採用している。NIPA と SNA との整合性は高められてきているが、表章項目の名称や概念について、SNA に準拠している日本や諸外国における GDP 統計とは一部違いがある。NIPA における表章項目の概念及び推計手法の詳細については、BEA (2024b)を参照。

⁴⁶ 2022年1—3月期～2024年4—6月期の実質GDP成長率前期比 (年率換算) の幾何平均。

⁴⁷ 本稿における「改定前」は2024年4—6月期GDP2次推計値の計数、「改定後」は2024年4—6月期GDP3次推計値の計数を示す。

のアメリカ経済がこれまで想定されていたよりも力強く成長していたことが示されている。

第2-1-4図 実質GDPの推移（改定前後）

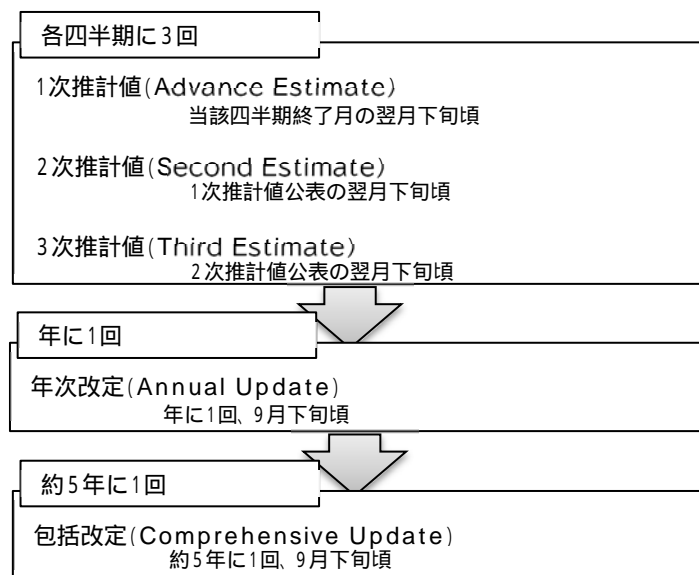


(備考) アメリカ商務省により作成。2017年基準連鎖実質値。

コラム1 アメリカのGDP統計の年次改定について⁴⁸

アメリカのGDP統計は、各四半期に3回、1次推計値（Advance Estimate）、2次推計値（Second Estimate）、3次推計値（Third Estimate）として公表されるほか、年に1回、年次改定が行われる（表1）。年次改定では、「サービス年次調査」（Service Annual Survey）や「年次小売取引調査」（Annual Retail Trade Survey）等の新しく入手可能となった年次の基礎統計の反映等が行われ、過去5年程度の計数の改定が行われる⁴⁹。今回の2024年年次改定では、2019年以降の計数の改定が行われている。

表1 アメリカのGDP統計の公表スケジュール



(備考) アメリカ商務省 HP により作成。

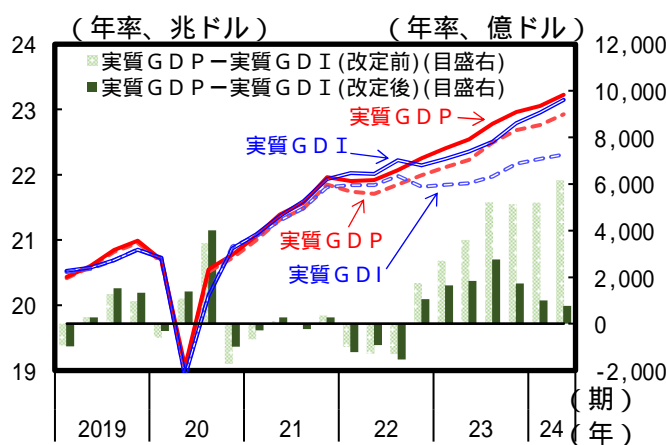
2024年9月30日に行われた全米企業エコノミスト協会の年次会合（National Association for Business Economics Annual Meeting）における質疑応答の中で、アメリカの連邦準備制度理事会（FRB）のパウエル議長は2024年年次改定について、（1）GDIが大きく上方改定される形でGDPとGDIとの乖離が縮小したこと、（2）個人可処分所得が大きく上方改定されたことについて言及している。ここでは、2024年年次改定における上記2点について確認する。

⁴⁸ アメリカのGDP統計の2024年年次改定に関する詳細については、荒木・加藤（2024）、BEA(2024a)、BEA(2024c)を参照。

⁴⁹ 年に1回の年次改定のほか、約5年に1回、GDP統計の包括改定（Comprehensive Update）が行われる。包括改定では、「経済センサス」（Economic Census）等の基幹的統計の取り込み、実質値の参照年の変更、推計方法の改善等により、年次改定よりも長期にわたって計数の遡及改定が行われる。前回の包括改定は、2023年9月28日に行われた2023年包括改定（2023 Comprehensive Update）。2023年包括改定の詳細については、BEA(2023a)、BEA(2023b)を参照。

まずは支出面のGDPと分配所得面の国内総所得（GDI）のかい離の縮小について確認する⁵⁰。前述のとおり、2022年以降の実質GDPの平均成長率は、改定前の年率2.0%から改定後には年率2.3%に上方改定されたが、2022年以降の実質GDI⁵¹の平均成長率⁵²をみると、改定前の年率0.9%から改定後は年率2.2%に上方改定されており、GDIの平均成長率の改定幅はGDPの平均成長率の改定幅よりも大きかった。GDIの上方改定によって、改定前に存在していたGDPとGDIとのかい離幅は縮小した（図2）。FRBのパウエル議長は、GDIがGDPと整合的な形で上方改定されたことを踏まえ「経済に対する下方リスクが取り除かれたといえるだろう」と述べている⁵³。

図2 実質GDP・実質GDIの推移（改定前後）



（備考）アメリカ商務省により作成。2017年基準連鎖実質値。
実線は改定後、破線は改定前を表す。

次に個人可処分所得の上方改定について確認する。個人可処分所得と個人消費支出の改定前後の推移をみると（図3）、特に2023年半ば以降、実質個人消費支出の上方改定以上に、実質個人可処分所得⁵⁴が大きく上方改定されている。これにより、個人貯蓄率は、2023年6月以降、上方改定された（図4）。改定前は2024年7月の個人貯蓄率が2.9%と、感染症拡大前の景気拡大局面の平均値（6.1%）を大きく下回る水準で推移し

⁵⁰ 三面（支出面・生産面・分配所得面）のGDPに対するアプローチは国によって異なっており、アメリカでは支出面のGDPと分配所得面のGDIをそれぞれ別個に推計し公表している。GDPとGDIは、概念上は一致するものの、推計方法や使用する基礎統計の違いから、統計上の不突合が生じる。主要先進国の三面のGDPの表章やアプローチについては、多田（2023）を参照。

⁵¹ 実質GDIは、名目GDIをGDPデフレーターでデフレートすることで算出されている（BEA(2024b)）。

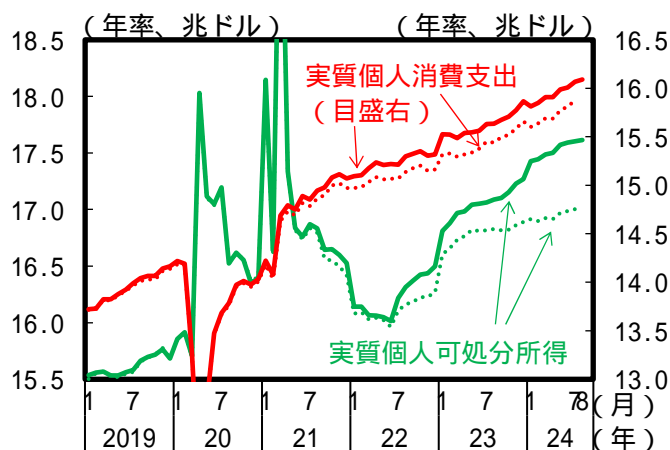
⁵² 2022年1—3月期～2024年4—6月期の実質GDI成長率前期比（年率換算）の幾何平均。

⁵³ 2024年9月30日に行われた全米企業エコノミスト協会の年次会合における質疑応答の中で、FRBのパウエル議長はGDP統計の年次改定について言及し、「ここ1年半ほど、GDPに比べGDIはかなり低水準だった。経済予測を行う我々にとってGDPがGDIに合わせて下方改定されることが下方リスクだった。」「（今回のGDP統計の年次改定で）逆のことが起こり、GDIが大きく上方改定され、今では両者の間にギャップは（ほぼ）なくなった。」「経済に対する下方リスクが取り除かれたといえるだろう。」と発言している。

⁵⁴ 実質個人可処分所得は、名目個人可処分所得をPCE（個人消費支出）デフレーターでデフレートすることで算出されている（BEA(2024b)）。

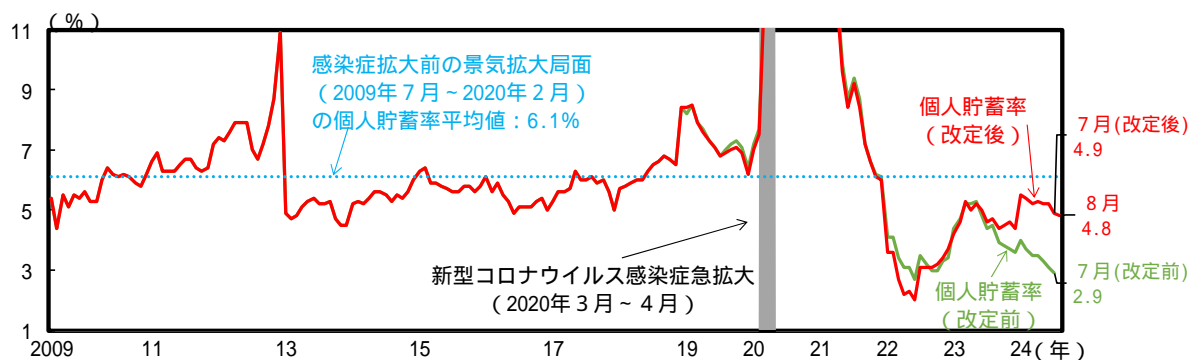
ていたことから、消費者が所得以上に個人消費を増加させてきたことにより現在の消費水準が今後持続可能でないというリスクが存在すると考えられていたが、改定後には2024年7月の個人貯蓄率は4.9%（同年8月は4.8%）に上方改定され、当該リスクが低減したといえる。FRBのパウエル議長は、これを踏まえ「消費支出の水準は持続不可能かもしれないという、これまで考えられていた下方リスクが取り除かれた」と述べている⁵⁵。

図3 実質個人可処分所得・個人消費支出の推移（改定前後）



（備考）アメリカ商務省により作成。2017年基準連鎖実質値。
実線は改定後、破線は改定前を表す。

図4 個人貯蓄率の推移（改定前後）

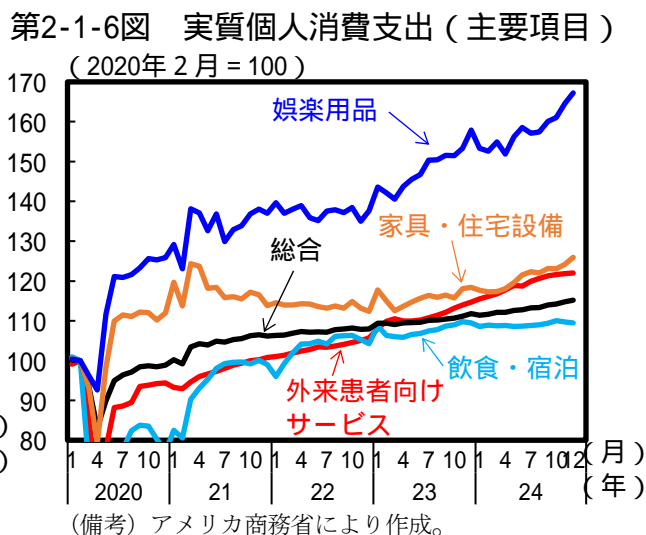
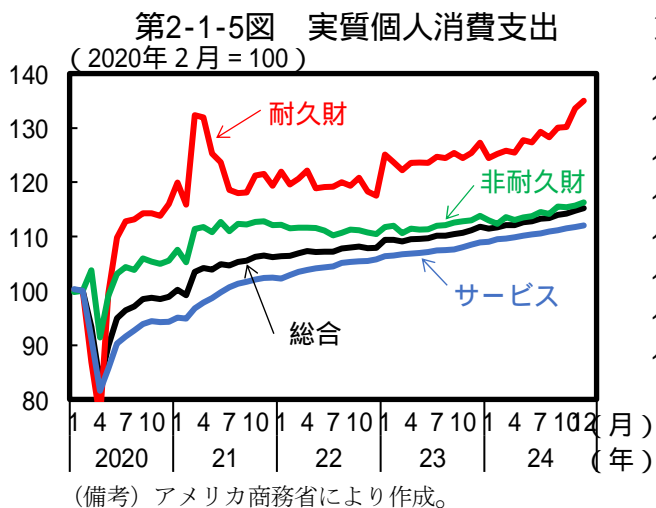


（備考）アメリカ商務省、NBERにより作成。シャドー部分は、景気後退期を表す。

⁵⁵ 2024年9月30日に行われた全米企業エコノミスト協会の年次会合における質疑応答の中で、FRBのパウエル議長は、「（GDP統計の年次改定前は）消費者は所得以上の支出をしているように思われた。（しかし）可処分所得が上方改定されたため、もはやそうではないことが示された。」「消費支出の水準は持続不可能かもしれないという、これまで考えられていた下方リスクが取り除かれた。」と発言している。

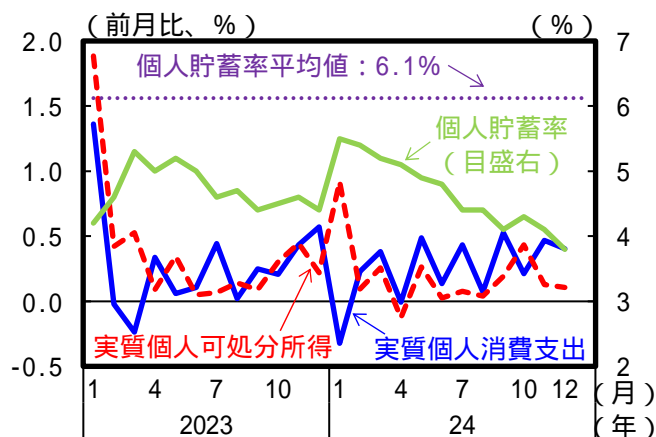
（個人消費は、財・サービスともに増加している）

実質個人消費支出は、財・サービスともに増加傾向が続いている（第2-1-5図）。実質個人消費支出の7割弱を占めるサービス消費では、新型コロナウイルス感染症拡大以降、医療・介護等が増加に寄与しており、中でも外来患者向けサービスが大幅に増加している。飲食・宿泊は23年後半以降増加していたが、24年3月以降、おおむね横ばいで推移している。財消費では娯楽用品が感染症拡大以降大幅に増加しており、近年では特にコンピュータ・ソフトウェア及び付属品、パソコンやタブレット及び周辺機器が増加に寄与している。家具・住宅設備は、特に24年4月以降、増加に寄与している（第2-1-6図）。



こうした堅調な個人消費から、2024年初以降、実質個人消費支出の伸びが実質個人可処分所得の伸びを上回り、個人貯蓄率は低下傾向にあり、感染症拡大前の景気拡大局面の平均値（6.1%）を下回っている（第2-1-7図）。

第2-1-7図 個人消費・可処分所得・貯蓄率



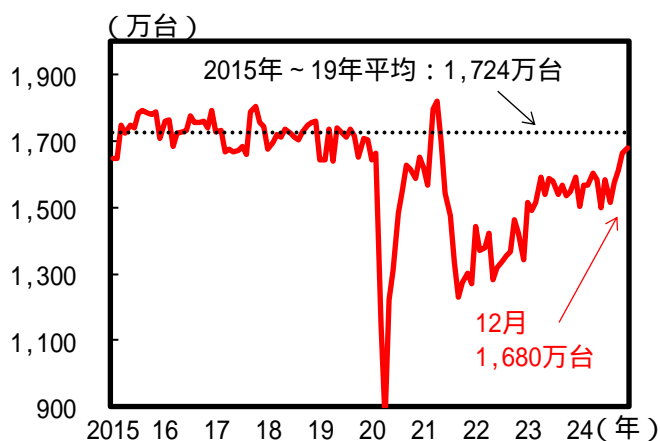
(備考) アメリカ商務省により作成。「個人貯蓄率平均値」は感染症拡大前の景気拡大局面である 2009 年 7 月から 2020 年 2 月の個人貯蓄率の平均値を表す。

次に、耐久財消費の約 4 分の 1 を占める自動車販売について確認する。自動車（新車）販売台数（年換算）は、2023年半ば以降、1,500万台程度の水準でおおむね横ばいで推移しており、感染症拡大前の平均的な販売台数である1,724万台までは回復していない（第2-1-8図）。

2024年6月には、自動車販売店向けに顧客や在庫管理を行うシステムを提供するソフトウェア会社がサイバー攻撃を受けたことも影響し、同年6月の新車販売台数は前年同月比で▲5.4%と落ち込み、その後、同年7月から9月にかけて、その反動で販売台数が上下している。

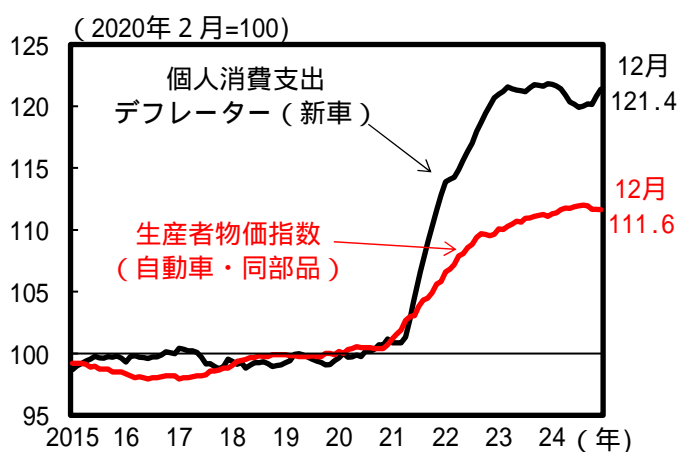
自動車販売台数が感染症拡大前の平均的な販売台数を下回っている背景として、（1）自動車価格の高止まり（第2-1-9図）、（2）高金利の長期化による自動車ローン金利の上昇（第2-1-10図）、（3）自動車保険価格の上昇（第2-1-11図）が考えられる。

第2-1-8図 自動車（新車）販売台数（年換算）



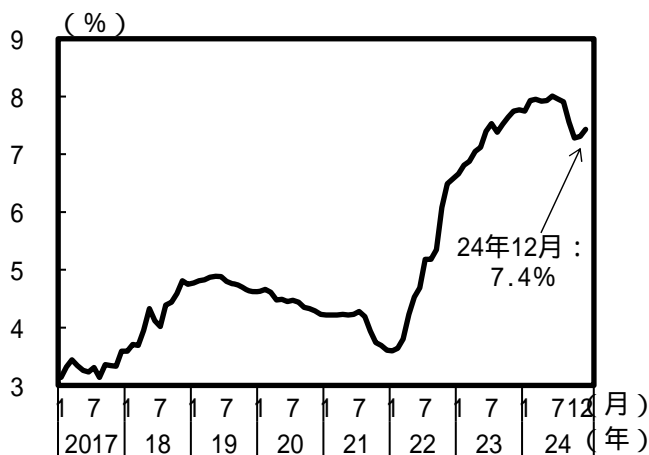
(備考) アメリカ商務省により作成。

第2-1-9図 自動車価格



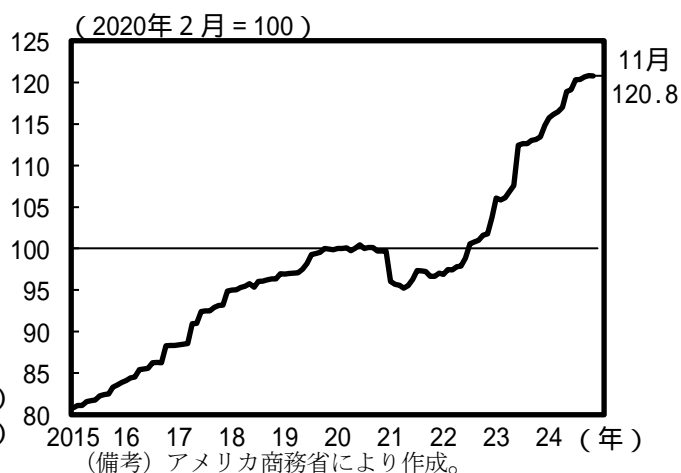
(備考) アメリカ商務省、アメリカ労働省により作成。

第2-1-10図 自動車ローン金利



(備考) ブルームバーグにより作成。

第2-1-11図 自動車保険価格

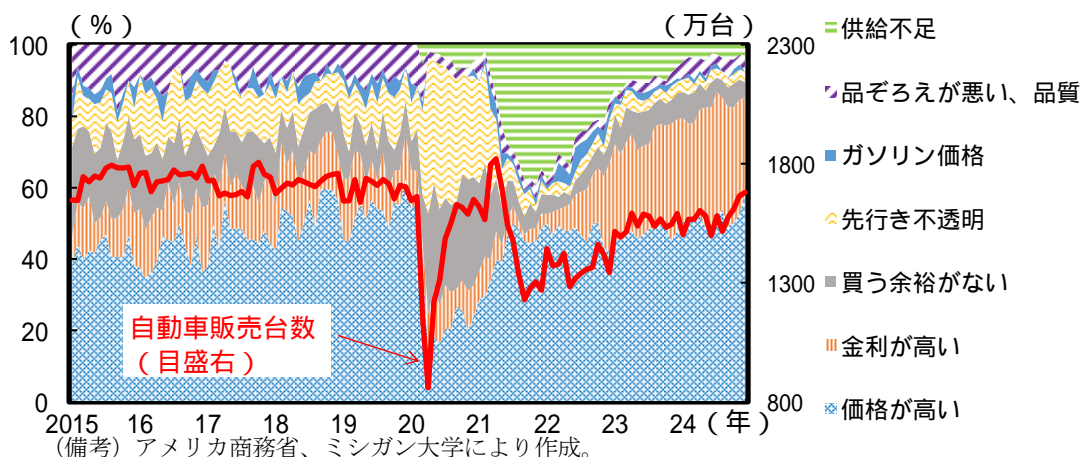


(備考) アメリカ商務省により作成。

また、ミシガン大学が公表している消費者マインドでは、消費者の自動車購入意志とその理由を公表しており、第2-1-12図では、今後12か月程度は新車を購入するのに適した時期かという質問に対して「不適な時期」と回答した消費者がその理由として挙げた回答の割合を示している⁵⁶。2021年以降、世界的な車載用半導体の供給不足により供給が停滞し販売台数が減少した際には、「供給不足」と「価格が高い」の回答割合が大幅に上昇している。供給制約の緩和した2022年後半以降、「供給不足」と回答した割合は低下しているのに対し、「価格が高い」の割合は高止まりし、「金利が高い」の割合が上昇している。消費者が直面する自動車価格が高止まりしている背景として、自動車・同部品の生産者物価が高止まり、自動車生産に必要なコストが大きい状況が続いていることが考えられる(第2-1-9図)。こうした自動車価格と自動車ローン金利の高止まりが、2023年半ば以降、自動車販売台数が1,500万台で推移した背景にあるといえる。

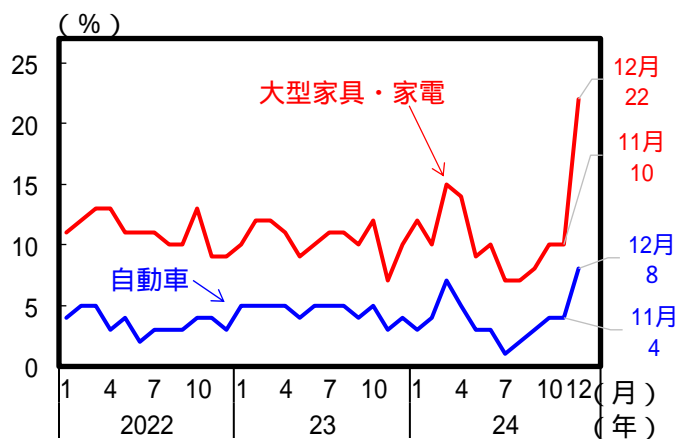
⁵⁶ 「今後12か月程度は、乗用車、ピックアップトラック、バン、SUV等の新車を購入するのに良い時期か」という質問に対して、「適した時期」または「不適な時期」と回答した者から、その理由を自由記述の複数回答で集計したもの。

第2-1-12図 自動車購入意志



なお、2024年秋以降、自動車販売台数（年換算）は、10月に1,625万台、11月に1,650万台、12月に1,680万台となり、持ち直している。自動車販売台数の持ち直しの背景としては、FRBによる24年9月以降の政策金利引下げに伴う自動車ローン金利の低下のほか、将来の価格上昇を見越して現在を購入の好機と捉える消費者の割合が増加していることが背景として考えられる（第2-1-13図）。

第2-1-13図 将来の価格を理由として現在を購入の好機と捉える消費者の割合



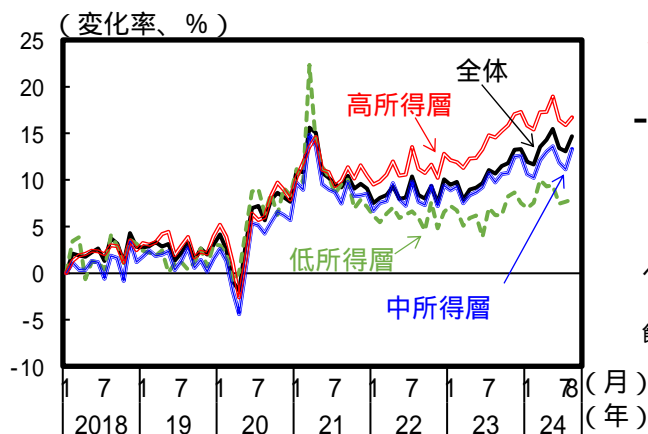
(備考) ミシガン大学により作成。「現在は、大型家電・家具/自動車を購入するのに良い時期か悪い時期か」という質問に対して「良い時期」と答え、かつ、理由を「価格がいずれ上昇する/価格が下落しないだろう」と回答した者の割合。

先行きについては、政策金利の引下げが進み自動車ローン金利が低下し、持ち直しが続くことが期待されるが、物価上昇率が再度上昇した場合には、自動車ローン金利が高

止まりする可能性には留意が必要である⁵⁷。

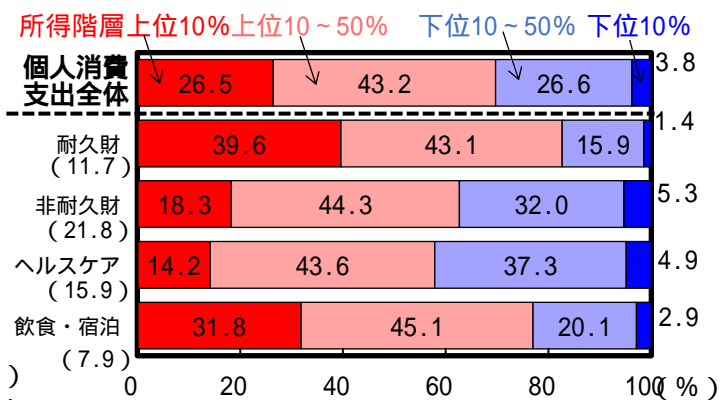
マクロでの堅調な個人消費が続く中で、高所得者層と低所得者層との間での消費の二極化が進行している可能性がある。FRBとNBERのエコノミストによる試算によると（Hacioglu-Hoke et al. (2024)）、所得階層別実質小売支出は、感染症拡大以前は全ての所得層において支出の伸びが同程度であったのに対して、2021年半ば以降は高所得層と低所得層の支出の伸びの乖離が拡大している（第2-1-14図）。また、アメリカ労働省による個人消費の所得階層別分布の推計値によると、個人消費全体のうち所得階層上位10%が占める割合が3割弱を占めている。特に、自動車等の耐久財や飲食・宿泊サービスは所得階層上位10%が3～4割程度を占めており、高所得者層と低所得者層との消費の格差が大きいことが分かる（第2-1-15図）。

第2-1-14図 所得階層別実質小売支出



(備考) Hacioglu-Hoke et al. (2024)により作成。月平均の実質小売支出の2018年1月以降の伸びを示す。低所得層は世帯年収0～6万ドル、中所得層は世帯年収6～10万ドル、高所得層は世帯年収10万ドル以上。

第2-1-15図 個人消費（所得階層別シェア）



(備考) 1. アメリカ労働省、アメリカ商務省により作成。2022年値。
2. ()内は2022年における個人消費全体に占める各項目のシェアを記載している。

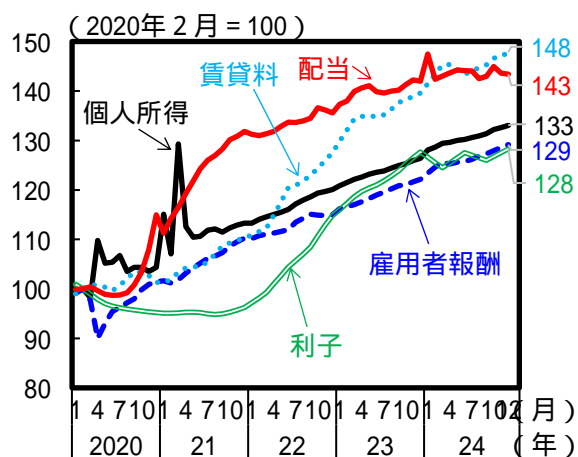
こうした消費の二極化が進んだ背景として、高所得者層の方が配当の伸びの恩恵をより多く享受していることが挙げられる。名目個人所得の内訳をみると、賃貸料⁵⁸及び配当の感染症拡大後の伸びが個人所得全体の伸びを上回って推移している一方で、雇用者報酬の伸びは個人所得全体の伸びを下回っている（第2-1-16図）。ここで、名目個人所得の内訳項目別の所得階層別シェアをみると（第2-1-17図）、配当は所得階層上位10%

⁵⁷ 全米自動車ディーラー協会（NADA）の2025年の新車販売予測（2025年2月10日時点）は、1,620万台となっている。

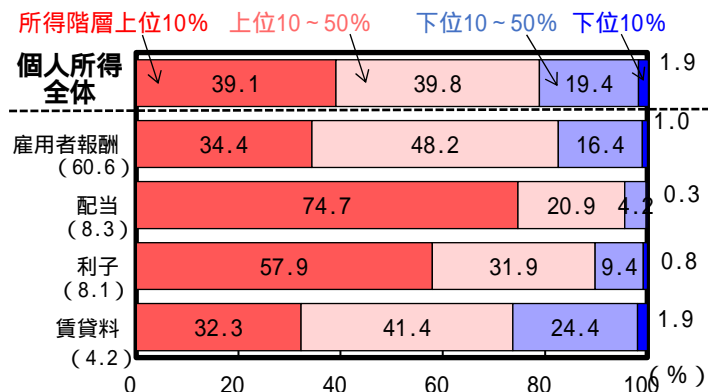
⁵⁸ ここでの賃貸料は、NIPAにおける Rental income of persons with capital consumption adjustment を指し、持家の帰属家賃も含まれる（BEA (2024b)）。

が75%のシェアを占めていることが分かる。このことから、配当の感染症拡大後の伸びによる恩恵を高所得者層がより多く享受しており、高所得者層の消費を支えていると考えられる。

第2-1-16図 名目個人所得（指数） 第2-1-17図 名目個人所得（所得階層別シェア）



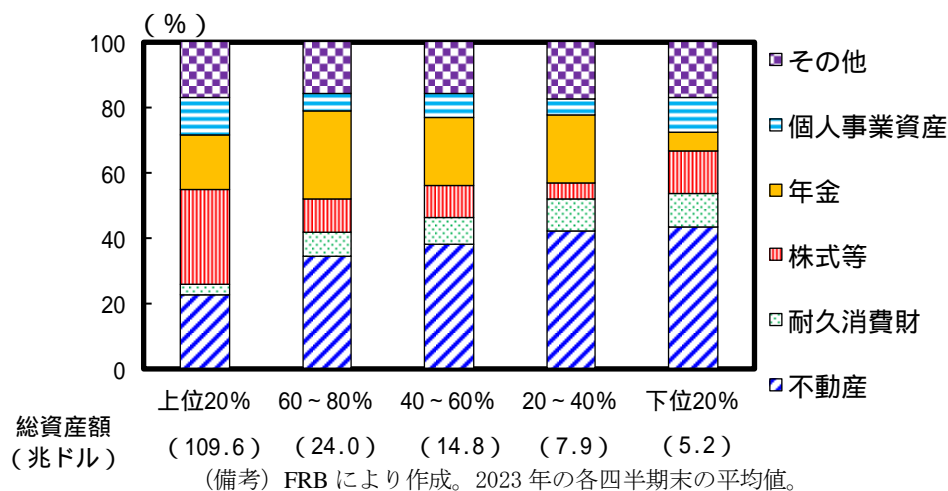
(備考) アメリカ商務省により作成。



- (備考) 1. アメリカ商務省により作成。2023年値。
 2. 等価個人所得（個人所得を世帯人員数の平方根で割ったもの）の所得階層別シェア。
 3. ()内は2023年における個人所得全体に占める各項目のシェアを記載している。

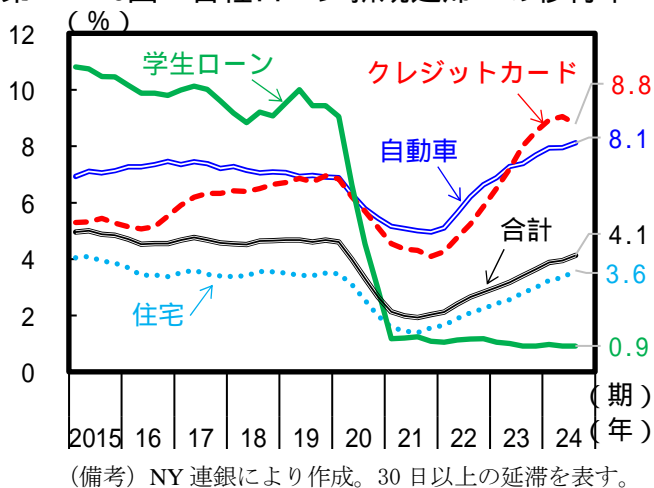
配当で高所得者層のシェアが高い背景には、所得階層別の資産保有割合の違いがある。所得階層別の資産内訳をみると（第2-1-18図）、所得階層上位20%は株式等の保有資産に占める割合が他の所得階層よりも高いことから、高所得者層の方が低所得者層よりも配当の伸びによる所得増加の恩恵を受けやすいといえる。一方、所得階層が低いほど不動産の保有資産に占める割合が高く、所有する不動産が居住している住居である場合、資産価値が増大しても売却することが難しいと考えられる。

第2-1-18図 所得階層別保有資産内訳⁵⁹



なお、クレジットカードローンの新規延滞への移行率は2021年以降上昇している（第2-1-19図）。ニューヨーク連銀の調査（Felix, Daniel and Wilbert (2024)）では、経済的に不安定な者⁶⁰ほどBNPL（Buy Now Pay Later）⁶¹の利用頻度が高いことも指摘されており、低所得者層における消費の持続性には留意が必要である。

第2-1-19図 各種ローン新規延滞への移行率



⁵⁹ 「年金」は確定給付年金受給権（確定給付（DB）制度から将来支払われる予定の給付金）と確定拠出年金受給権（確定拠出（DC）年金制度及び生命保険会社が個人に直接販売する年金）の合計、「株式等」は企業株式及び投資信託の保有（確定拠出年金を通じて所有する株式及び投資信託を除く）を指す。

⁶⁰ Felix, Daniel and Wilbert (2024)では、信用スコアが620未満の者、過去1年以内に与信取引の申請が却下された者、または、過去1年以内に30日以上延滞がある者を「経済的に安定していない者」（financially fragile）と定義している。

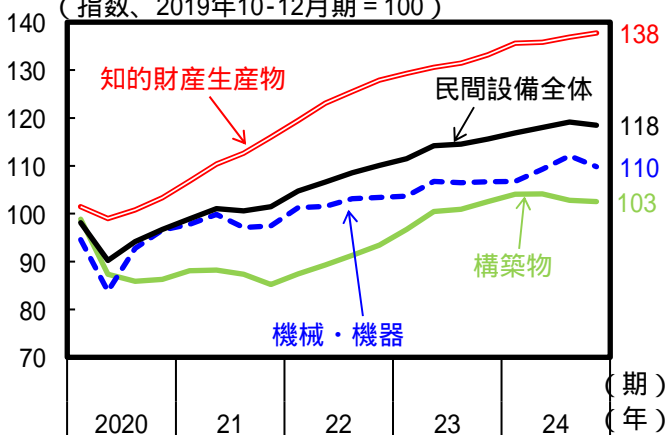
⁶¹ BNPL（Buy Now Pay Later）は、分割払いにおける手数料が原則無料で利用可能な後払い決済の方法。

（設備投資は緩やかに増加している）

次に、設備投資の動向について確認する。2023年10-12月期以降、設備投資は緩やかに増加している（第2-1-20図）。感染症拡大以降、知的財産投資が設備投資の伸びをけん引してきたが、2024年4-6月期及び7-9月期の設備投資の伸びは、主に機械・機器投資によってけん引されており、中でも航空機、コンピュータ・周辺機器の増加寄与が大きい（第2-1-21図、第2-1-22図）。ただし、2024年10-12月期は前期比年率▲2.2%と2021年7-9月期以来、13四半期ぶりに減少した。機械・機器投資のうち航空機がマイナスに寄与しているが、これは後述のボーイング社によるストライキの影響を受けていると考えられる。なお、構築物投資は、インフレ抑制法やCHIPS及び科学法（半導体法）等の政策効果により2023年以降は製造業向けの構築物投資が増加に寄与していたが、2024年7-9月期以降はおおむね横ばいとなっており、効果は一巡したとみられる（第2-1-23図）。

第2-1-20図 民間設備投資（指数）

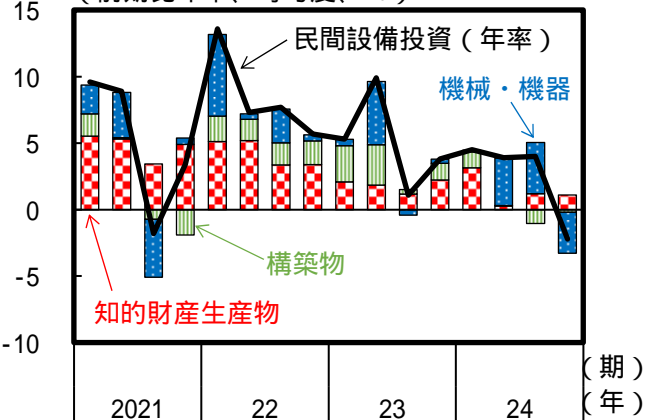
（指数、2019年10-12月期 = 100）



（備考） 1. アメリカ商務省により作成。
2. 季節調整済み年率換算値。

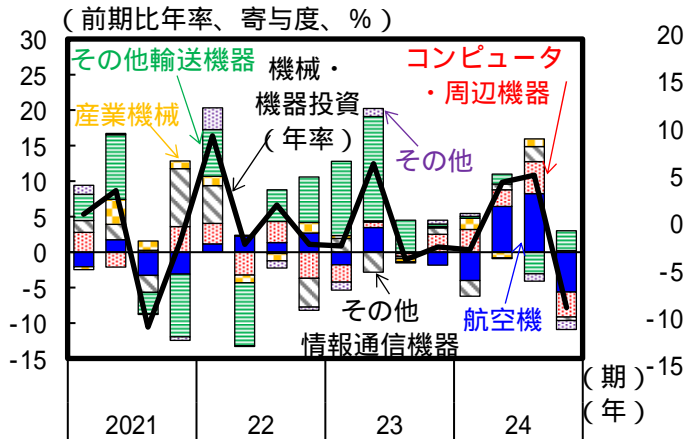
第2-1-21図 民間設備投資（寄与度）

（前期比年率、寄与度、%）



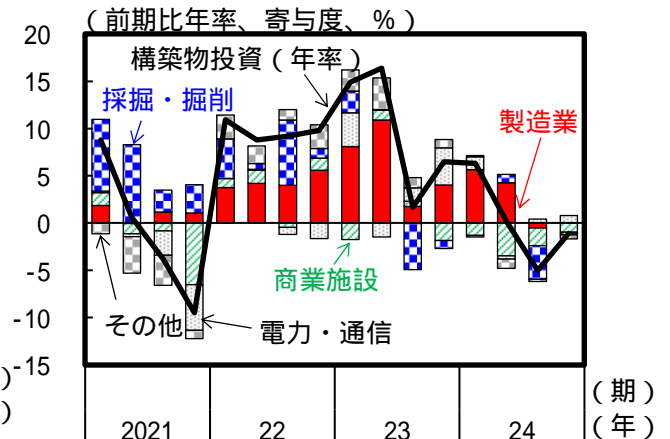
（備考） 1. アメリカ商務省により作成。
2. 統計上の誤差があるため、各項目の合計は全体と一致しない。

第2-1-22図 機械・機器投資（寄与度）



(備考) 1. アメリカ商務省により作成。
2. 統計上の誤差があるため、各項目の合計は全体と一致しない。

第2-1-23図 構築物投資（寄与度）

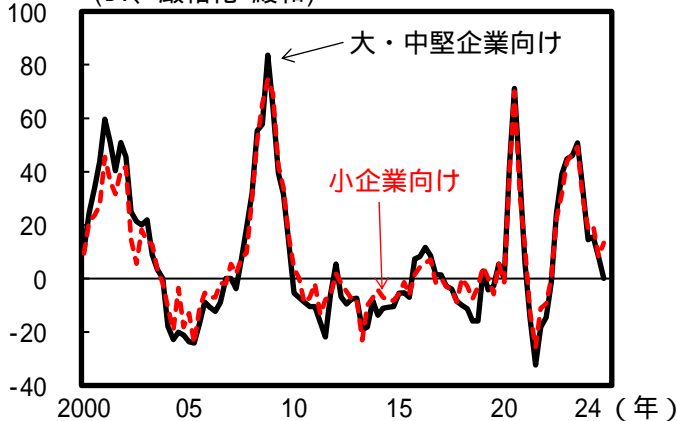


(備考) 1. アメリカ商務省により作成。
2. 統計上の誤差があるため、各項目の合計は全体と一致しない。

ここで、設備投資をめぐる金融環境を確認する。2022年以降、金融引締めが進んでに伴って、金融機関の商工業向けローンの貸出態度は厳格化してきていたが、2023年9月以降、FRBが政策金利を据え置く中、緩和に向けた動きが進んでいる（第2-1-24図）。また、企業側の資金需要についても、2022年以降、金融引締めが進んでに伴って軟調になってきていたが、2023年7-9月期以降、堅調の方向に動いている（第2-1-25図）。2024年9月、11月、12月にはFRBによる政策金利の引下げが行われたところであり、今後の設備投資をめぐる金融環境には注視が必要である。

第2-1-24図 貸出態度

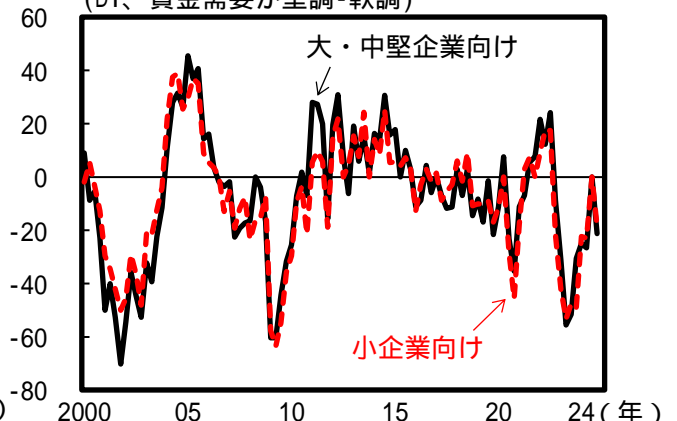
(DI、厳格化-緩和)



(備考) FRB により作成。

第2-1-25図 資金需要

(DI、資金需要が堅調-軟調)

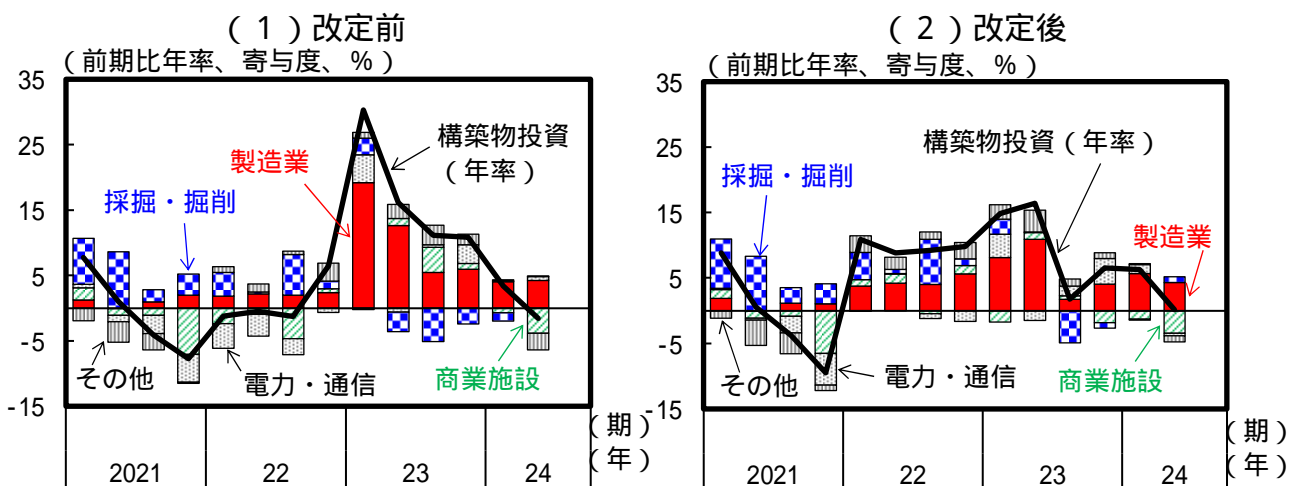


(備考) FRB により作成。

Box. 構築物投資の改定について

ここでは、構築物投資における前述のアメリカのGDP統計の2024年年次改定の影響について確認する。改定前は、構築物投資は2021年7－9月期から5四半期連続でマイナス成長が続いていたが、改定後には押下げ要因となっていた電力・通信及び商業施設のマイナス寄与が縮小したこと等により、2022年にはプラス成長に転じている。また、改定前は2023年1－3月以降は半導体法等の政策を受け製造業向けの構築物投資（工場建設等）が増加に大きく寄与していたが、改定後では製造業が構築物投資をけん引する絵姿自体は変わらないものの、改定前と比較すると製造業の寄与は縮小している。このことから、半導体法等による製造業向けの構築物投資の押し上げ効果は、改定前に考えられていたほどは大きくなかったことが示唆される（図1）。

図1 構築物投資（寄与度）



(備考) 1. アメリカ商務省により作成。

2. 統計上の誤差があるため、各項目の合計は全体と一致しない。

（住宅着工はおおむね横ばい）

住宅着工は、2024年後半にかけておおむね横ばいで推移している⁶²（第2-1-26図）。

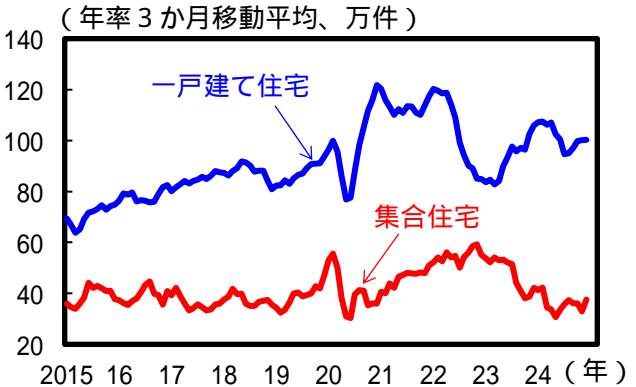
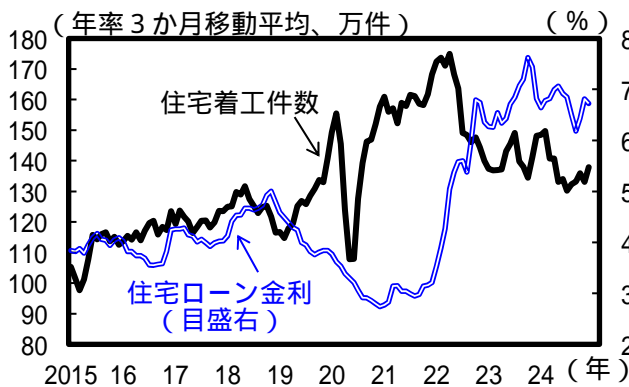
物件種類毎の推移を確認すると（第2-1-27図）、一戸建て住宅の着工件数は22年以降、住宅ローン金利が急上昇する中大きく減少したが、23年以降は中古住宅の在庫不足による新築住宅の供給喚起もあり、増加に転じていた。しかし、住宅ローン金利の高止まりが長期化する中、24年以降は足踏みがみられている。

一方、集合住宅の着工件数は、22年末にかけて緩やかに増加していたが、23年以降は減少が継続し、おおむね感染症拡大前の水準に回帰している。

以下、一戸建て住宅市場、集合住宅市場それぞれについて確認していく。

第2-1-26図 住宅着工件数と住宅ローン金利

第2-1-27図 物件種類別住宅着工件数



(備考) 1. アメリカ商務省、米連邦住宅貸付抵当会社により作成。
2. 住宅ローン金利は30年物固定金利の各月平均。

(備考) アメリカ商務省により作成。

感染症拡大後の一戸建て住宅市場では、在庫不足が顕著となっている。住宅在庫は2000年代後半以降、趨勢的に減少⁶³していた中、20～21年にかけての低金利環境下で住宅販売が急増したことにより、22年初にかけて一段と減少した。その後、住宅ローン金利が大幅に上昇したことにより、いわゆる「ロックイン効果⁶⁴」が生じ、中古住宅市場に出回る物件が少ない状態が継続している。24年末にかけて、新築住宅在庫が積み上がる中、中古住宅在庫も24年末にかけては反発の兆しがみられるものの、住宅市場全体と

⁶² 2024年7月の住宅着工件数はハリケーン・ベリルの影響を受け、南部を中心に大きく減少した。また、同年10月値も南部を中心に減少しており、ハリケーン・ヘリーン及びミルトンの影響を受けている可能性がある。

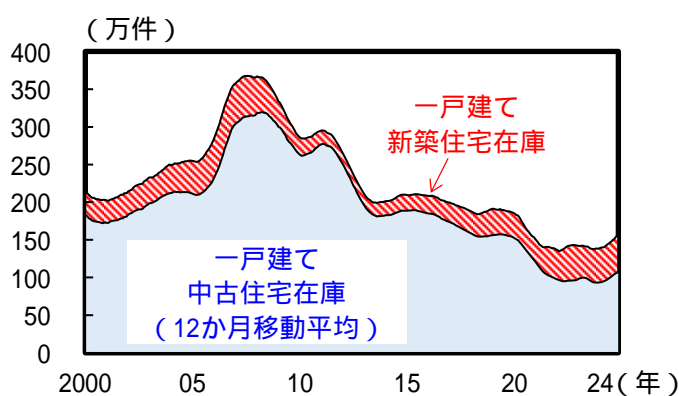
⁶³ 世界金融危機以降、住宅バブルの崩壊に伴ってアメリカにおける住宅建設業が大幅に縮小したことや土地利用規制等により、世帯数の増加に見合うだけの住宅供給が行われてこなかったことが可能性として挙げられる。詳しくは内閣府（2024b）。

⁶⁴ 低金利環境下で住宅を購入または借り換えをした住宅所有者が、金利が上昇した局面において、住宅を住み替える際の金利負担の増加を嫌い、現在住んでいる家を売却するのを躊躇することを指す。

して依然として歴史的な低水準となっている（第2-1-28図）。

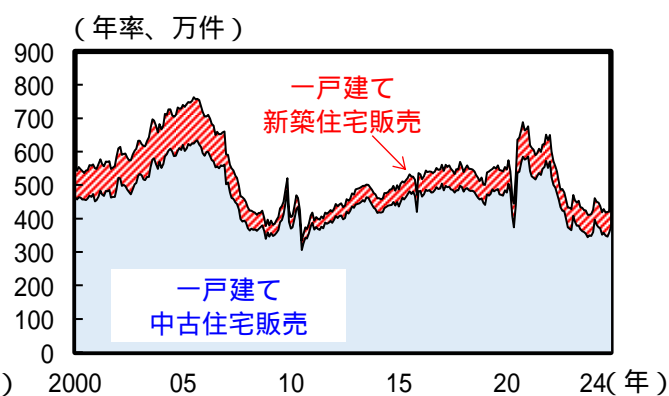
次に、住宅販売をみると、新築住宅販売は23年以降、増加に転じているものの、住宅ローン金利の高止まりや中古住宅の在庫不足により、住宅販売市場での規模が大きい中古住宅の販売は減少傾向にある。したがって、住宅市場全体としてみれば、依然として低迷が続いている（第2-1-29図）。

第2-1-28図 住宅在庫



(備考) アメリカ商務省、全米リアルター協会により作成。

第2-1-29図 住宅販売



(備考) アメリカ商務省、全米リアルター協会により作成。

このように、一戸建て住宅市場では、住宅ローン金利の高止まりと中古住宅の在庫不足、加えて、後述の住宅価格の高騰により、販売が低迷していると考えられる。こうした販売動向に加えて、新築住宅の在庫の積増しが進んでいることが、24年末にかけての一戸建て住宅着工件数の弱い動きの背景となっている可能性がある。

次に、集合住宅の現状を確認する。アメリカ商務省センサス局が公表する月次新築住宅建設統計（Monthly New Residential Construction）では、住宅建設の各段階の状況を確認することができる（第2-1-30図）。

第2-1-30図 月次新築住宅建設統計概観

住宅建設の段階	
建設許可件数	当該月に建設を許可された住宅の件数。
建設許可済み着工待ち件数	建設許可をされたが、着工されていない住宅の件数（月末時点のストック）。
着工件数	当該月に着工された住宅の件数。
建設中件数	着工されたが、完工していない住宅の件数（月末時点のストック）。
完工件数	当該月に完工された住宅の件数。

(備考) アメリカ商務省を参考に内閣府作成。

前述のとおり、集合住宅の着工件数は2023年以降に減少に転じ、24年末にかけては感染症拡大前の水準でおおむね横ばいで推移しているが、その背景について、集合住宅の需給動向に着目して考察する。

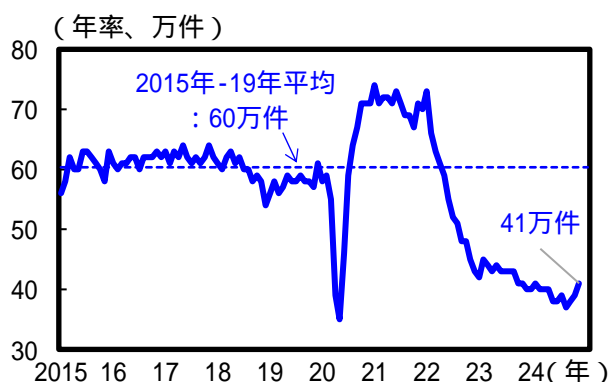
まず、集合住宅の需要動向をみると、低金利環境が続いていた2020年後半から集合住宅販売（中古）は増加し、2022年初まで高水準での販売が継続した。しかし、FRBが金融引締めへ転じた2022年春以降、集合住宅販売は減少し、2024年末まで低迷が続いている（第2-1-31図）。

次に、集合住宅の供給動向を、住宅着工以降の各建設段階の統計を用いて確認する。集合住宅の着工件数は、2020年～21年にかけての旺盛な集合住宅需要を受けて住宅開発が進んだことにより、2022年末にかけて大きく増加した（第2-1-32図 紫二重線）。しかし、着工件数が増加する中で、感染症拡大によるサプライチェーンの混乱や、熟練労働者を始めとする人手不足等によって⁶⁵住宅建設期間が長期化した（第2-1-33図）。結果として、着工はされたものの未完工である、建設中件数は大きく積み上がり、23年半ばには100万件に達した（第2-1-32図 緑細線）。着工件数が減少に転じる中、23年半ば以降、集合住宅の建設が進み完工件数が増加する中、建設中件数は解消が進んでいる（第2-1-32図 赤太線）。

以上より、集合住宅市場では、高金利下で販売が低迷する中、2024年末にかけては、22年以降に着工された物件の完工が進んだことによって供給が増加している局面にある。

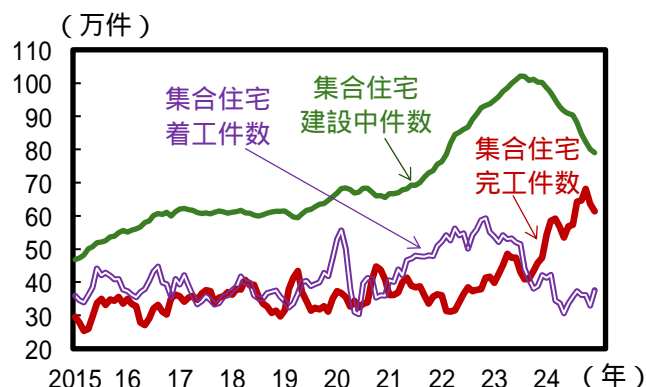
なお、地域別の集合住宅完工件数をみると、南部の住宅完工件数が全体の伸びをけん引していることが分かる（第2-1-34図）。

第2-1-31図 集合住宅販売件数



(備考) 1. 全米リアルター協会により作成。
2. 中古住宅販売のうち、condo and co-opの販売を示す。

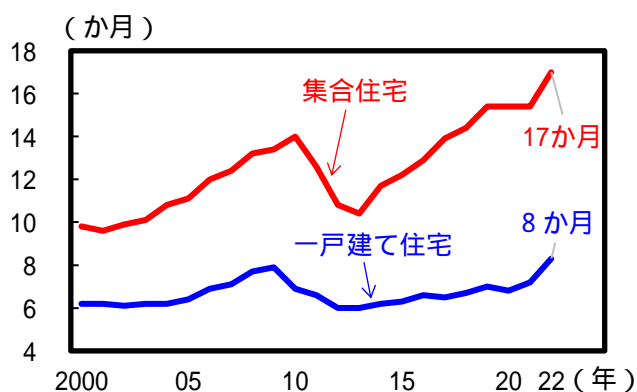
第2-1-32図 着工・建設中・完工件数
(集合住宅)



(備考) 1. アメリカ商務省により作成。
2. 着工件数、完工件数は年率換算、3か月移動平均値。

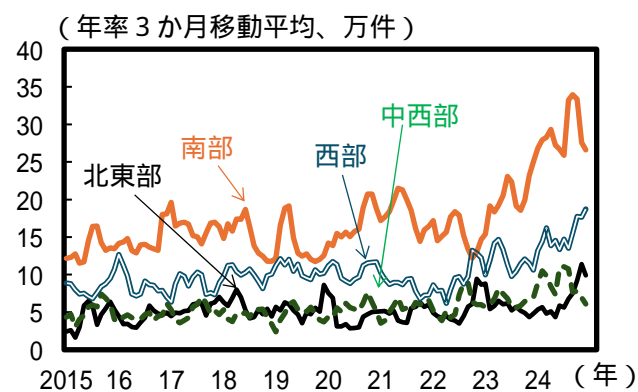
⁶⁵ Zhao (2022)

第2-1-33図 住宅建設期間



(備考) 1. アメリカ商務省により作成。
2. 民間住宅の着工から完成までに要した期間の平均値。

第2-1-34図 地域別住宅完工件数
(集合住宅)



(備考) アメリカ商務省により作成。

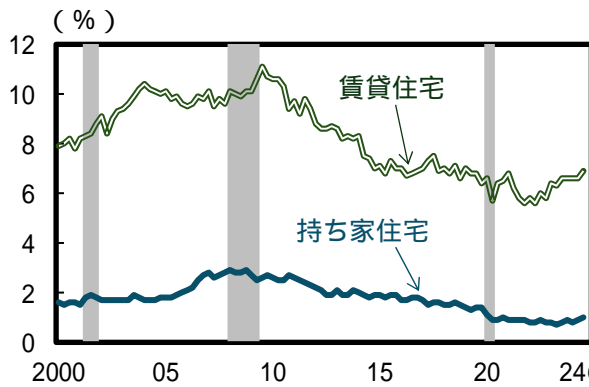
ここで、空室率⁶⁶を用いて集合住宅の需給動向を確認する。アメリカにおいて集合住宅は賃貸物件として使用されることが多い⁶⁷ため、賃貸住宅の空室率をみると（第2-1-35図（1））、2024年末にかけて緩やかに上昇しており、集合住宅需給は緩和する方向にある。ただし、空室率の水準は過去と比べて低く、集合住宅市場の需給が緩んでいる状況ではないと考えられる。また、地域別の賃貸物件空室率を確認すると（第2-1-35図（2））、集合住宅の供給が増加している南部においても、空室率の急上昇はみられていない。

⁶⁶ 賃貸住宅の空室率は、賃貸物件のうち空室となっている物件の割合、持ち家住宅の空室率は持ち家物件のうち空室となっている物件の割合。空室率の上昇は需給の緩和を、低下は需給のひっ迫を示唆する。

⁶⁷ Cage (2019)では、2017年及び18年の Consumer Expenditure Interview Survey によると、アメリカにおける持ち家物件のうち92%が一戸建て住宅、2.9%が集合住宅、また、賃貸物件のうち47.6%が一戸建て住宅、46.9%が集合住宅となっていることが示されている。また、Wade (2023)によると、2022年に完工された集合住宅物件のうち、93%が賃貸用、7%が分譲用として建設された。

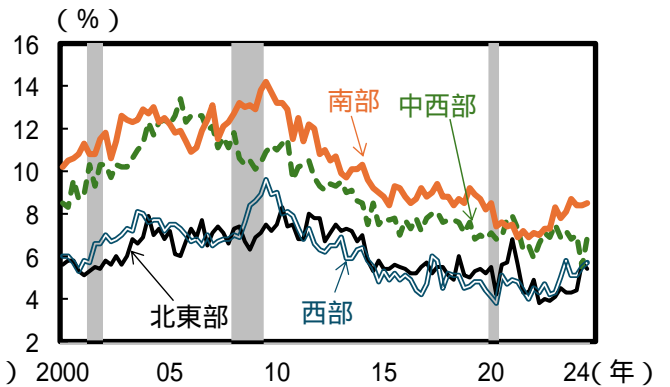
第2-1-35図 空室率

(1) 持ち家、賃貸住宅空室率(全米)



(備考) 1. アメリカ商務省、NBERにより作成。
2. シャドー部分は景気後退期。

(2) 地域別賃貸住宅空室率



(備考) 1. アメリカ商務省、NBERにより作成。
2. シャドー部分は景気後退期。

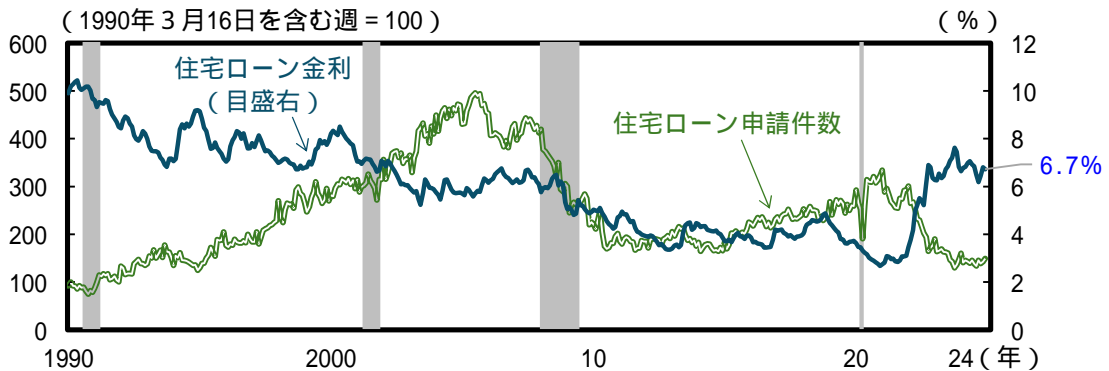
ただし、集合住宅の2024年末の建設中件数は約80万件と、感染症拡大前（2015年～19年）平均である59万件と比べれば高水準にある。これまでに続き、建設中件数の解消が進んだ場合、集合住宅の供給は引き続き高水準となる可能性が高いことから、集合住宅の需給動向には引き続き注視が必要である。

次に、金融環境、各種景況感及び住宅価格について整理し、先行きについて考える。

まず、金融環境について確認する。

住宅ローン金利（30年物固定金利）は、2024年末にかけても感染症拡大前の水準と比較して高い状態が続いている。住宅ローン申請件数（住宅購入目的）は、住宅ローン金利が上昇に転じた2021年後半から減少に転じた後、2024年末にかけて低水準で推移している（第2-1-36図）。

第2-1-36図 住宅ローン金利と住宅ローン申請件数

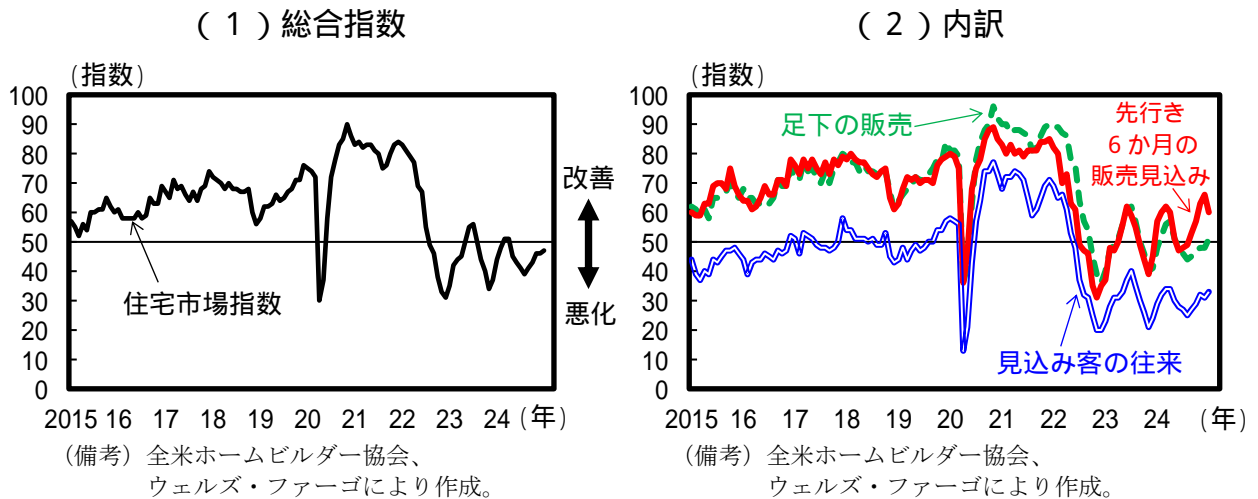


(備考) 1. 米抵当銀行協会、米連邦住宅貸付抵当公社、NBERにより作成。
2. 住宅ローン金利は30年物固定金利の各月平均
3. 住宅ローン申請件数は住宅購入目的の申請。休祝日の調整済系列。
4. シャドー部分は景気後退期。

次に、事業者側及び消費者側双方の景況感を確認する。

住宅建設業者の景況感であるNAHB住宅市場指数⁶⁸は、2025年1月時点で47と、中立水準である50を9か月連続で下回っている（第2-1-37図（1））。内訳別にみると、「足下の販売（current sales）」指数は24年末にかけて50を挟んでおおむね横ばいで推移し、「見込み客の往来（traffic of prospective buyers）」指数は50を下回る水準で推移する一方、「先行き6か月の販売見込み（sales expectations in the next six months）」指数は中立水準の50を超えている（第2-1-37図（2））。住宅ローン金利の高止まりを主因として、足下の業況については明確な改善傾向はみられないものの、先行きについては改善を見込んでいることがうかがえる。

第2-1-37図 住宅市場指数

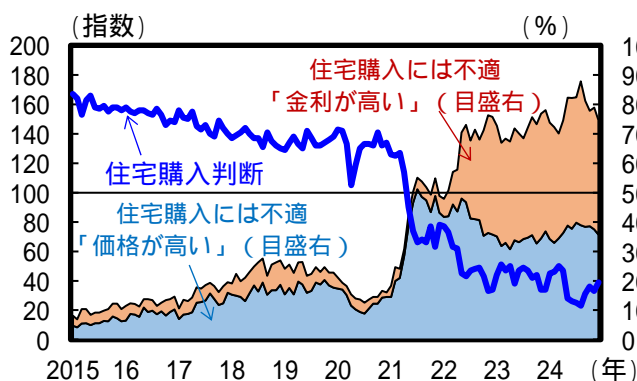


消費者側の景況感を現況、先行きに分けて確認する。まず、現況について、ミシガン大学による消費者マインド調査における住宅購入判断を確認すると（第2-1-38図）、後述のとおり、住宅価格が大幅に上昇した2021年以降低下に転じた後、FRBによる金融引締めが開始された22年初以降一段と低下、24年末にかけても低迷している。住宅購入に不適と答えている理由として、住宅価格の高さと金利の高さが多く挙げられており、これらが住宅需要を抑制している構図が読み取れる。

先行きについて、コンファレンスボード消費者マインド調査における「住宅購入計画」をみると、2024年初以降、住宅ローン金利のピークアウトとともに下げ止まり、反発をしていたが、2024年末にかけては再び落ち込んでいる（第2-1-39図）。後述のとおり、2024年末にかけて、金融市場が見込む2025年中の利下げ回数が減少しており、住宅ローン金利高止まりへの懸念が高まっている可能性がある。

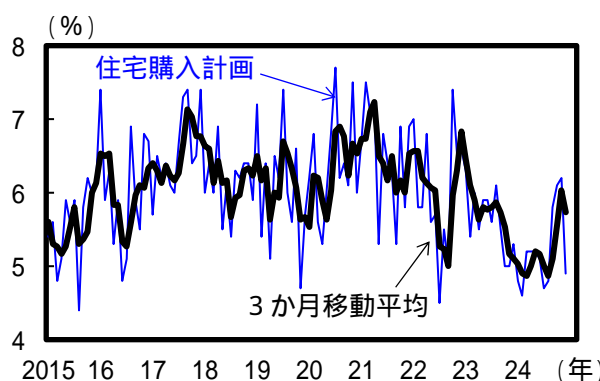
⁶⁸ 一戸建て住宅建設業者に対する調査を基に算出される一戸建て住宅市場の景況感指数。「足下の販売」、「見込み客の往来」、「先行き6か月の販売見込み」の3つのサブインデックスを基に計算され、50を境界として一戸建て住宅市場の改善、悪化を示唆する。

第2-1-38図 住宅購入判断



- (備考) 1. ミシガン大学により作成。
 2. 住宅購入判断は、「今は住宅購入をするのにいい時期か」という質問に、「適した時期」と答えた人の割合から「不適な時期」と答えた人の割合を引いて、100を足したもの。
 3. 住宅購入判断理由は、上記質問への回答者にその理由を複数回答で集計したものの割合。合計が100%となるよう調整。

第2-1-39図 住宅購入計画



- (備考) 1. コンファレンスボードにより作成。
 2. 回答者のうち、今後6か月に住宅購入計画がある割合。

最後に、住宅価格について確認する。

2000年以降の住宅価格の推移を確認すると⁶⁹、2000年代初頭以降の住宅バブル及びその崩壊を経て、2010年代半ばから感染症拡大前の2019年にかけては、おおむね年率5%程度での上昇が続いていた⁷⁰（第2-1-40図）。その後、2020年半ば以降は、住宅ローン金利の大幅な低下⁷¹や、リモートワークの普及⁷²等によって住宅需要が拡大する一方、建設資材の高騰や人手不足によって投入コストが高まった（第2-1-41図）こと等によって⁷³住宅価格は急伸した。

⁶⁹ ここでは、S&P コア・ロジック ケース・シラー住宅価格指数を用いている。同指数は、一戸建て中古住宅の販売価格の動向を示す指数であり、リピートセールス法（同一物件の異時点間の価格差を基に価格変化を算出する手法）を用いて、3か月移動平均で算出されている。ここでは主要20都市指数を用いている。

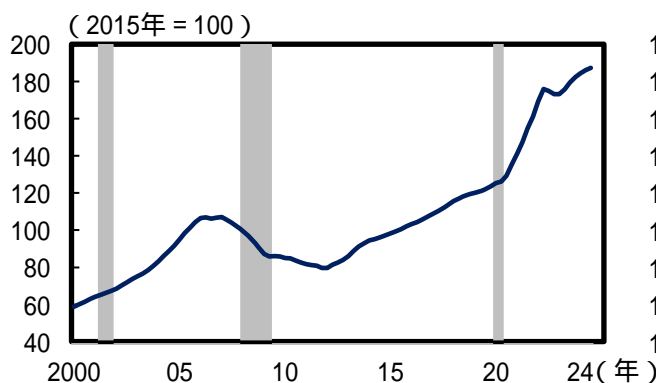
⁷⁰ 2010年代の住宅価格上昇の背景として、供給面では、住宅バブルの崩壊に伴い住宅建設業が大幅に縮小したことや各種ゾーニング規制の存在、需要面では人口増による住宅需要の創出等を背景とした、住宅需給の構造的なひっ迫が挙げられる。詳細は内閣府（2024b）参照。

⁷¹ 30年物固定金利は2020年2月の3.5%程度から2020年12月にかけて2.7%程度まで低下した。

⁷² Mondragon and Wieland (2022)は、リモートワークの普及が、より広い住宅や、リモートワークに適した地域での住宅需要を高めること等により、2019年末から2021年末にかけての住宅価格の上昇のうち半分以上に寄与したと指摘している。

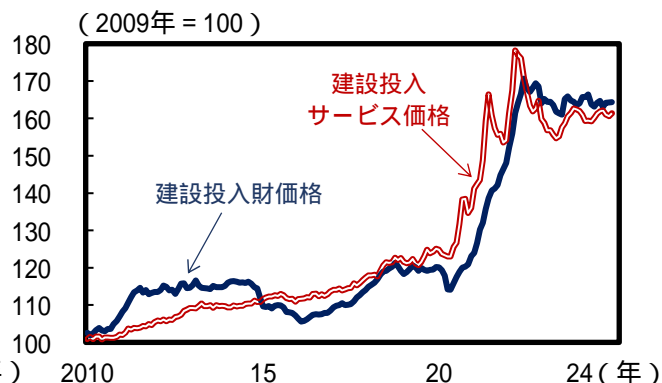
⁷³ FRB (2021)、内閣府 (2022)

第2-1-40図 住宅価格指数



(備考) 1. S&Pグローバル、NAHBにより作成。
2. シェード部分は景気後退期。

第2-1-41図 建設業への投入価格



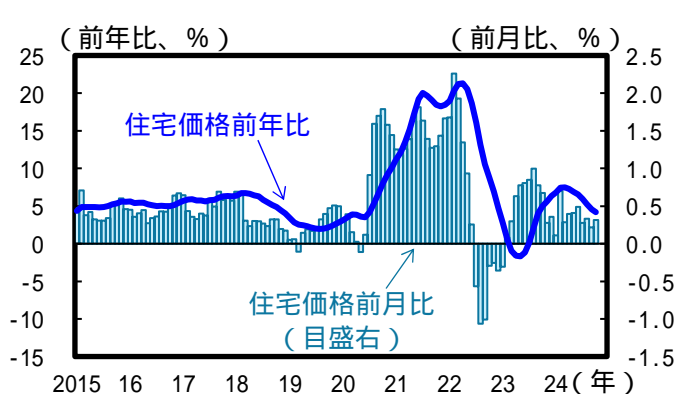
(備考) 1. アメリカ労働省により作成。
2. それぞれ、生産者物価中間需要ステージ1における財投入及びサービス投入価格。

2022年初以降、FRBの金融引締めが行われると住宅価格は一時低下に転じたが、大きな値崩れを起こすことはなく、24年末にかけて前月比0.3~0.4%前後での緩やかな上昇が続いている（第2-1-42図）。

なお、住宅価格の水準を新築住宅・中古住宅別でみると、前述のとおり、在庫の積み上がりが見られる新築住宅は価格が頭打ちとなっている一方、中古住宅は緩やかに上昇している（第2-1-43図）。

第2-1-42図 住宅価格指数

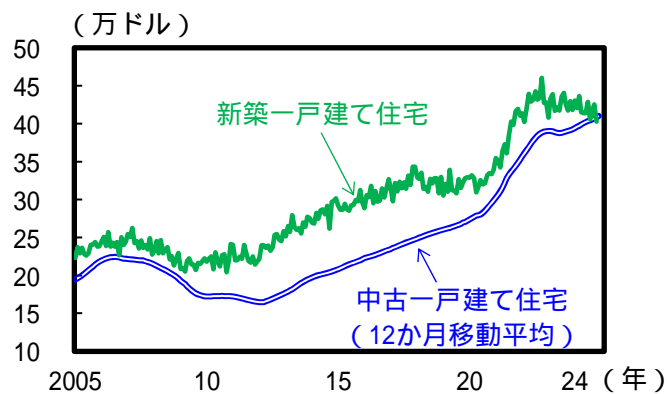
(前年比、前月比)



(備考) S&Pグローバルにより作成。

第2-1-43図 住宅価格

(新築住宅・中古住宅別)



(備考) アメリカ商務省、全米リアルター協会により作成。

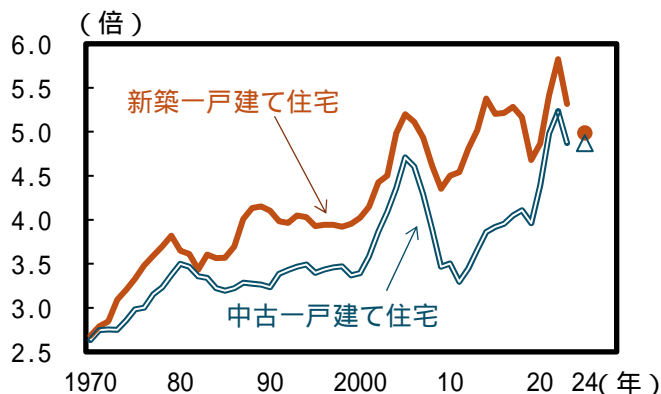
住宅価格の割高感を確認するために、世帯収入中央値に対する住宅価格をみると、新築住宅・中古住宅いずれもおおよそ5倍と過去最高に近い水準にあり、住宅購入における家計負担は厳しさを増している（第2-1-44図）。

次に、アメリカの標準的な家計による標準的な住宅の購入における負担感について、住宅取得能力指数⁷⁴を用いて確認する。住宅取得能力指数は、住宅価格が上昇した2021年以降低下に転じ、FRBによる金融引締めが開始された2022年初以降一段と低下、足下にかけては感染症拡大前よりも低い水準で低迷している。

ここで、先行きについて、FRBによる利下げが行われる中、住宅ローン金利が緩やかに低下すると仮定した時、（１）住宅価格の上昇ペースが加速する場合（年率6.2%）、（２）住宅価格の上昇ペースが鈍化する場合（年率2.4%）、それぞれにおいて、住宅取得能力指数がどのように推移するかを試算した（試算方法の詳細については付注2-1参照）。

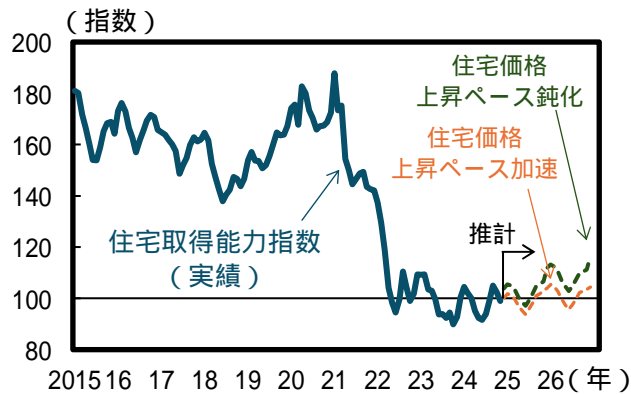
試算の結果、第2-1-45図のとおり、今後の住宅価格の上昇ペースが鈍化した場合においても、住宅取得能力指数は2026年末にかけて感染症拡大前の水準を大幅に下回ることが示唆された。すなわち、感染症拡大後の住宅価格の急上昇に世帯収入の上昇が追いついておらず、仮に住宅ローン金利が感染症拡大前の水準に回帰し、住宅価格の伸びが先行き緩やかになったとしても、家計が住宅を購入する際の負担は感染症拡大前に比べて大きくなったままであるということになる。

第2-1-44図 世帯収入中央値に対する住宅価格



(備考) 1. アメリカ商務省、全米リアルター協会により作成。
2. 2024年の世帯収入は、2023年世帯収入を、2023年から2024年の一人当たり個人所得の伸びで延伸した内閣府試算値。

第2-1-45図 住宅取得能力指数



(備考) 1. 全米リアルター協会により内閣府作成。
2. 推計は内閣府試算。期間は2024年12月以降。

⁷⁴ 住宅取得能力指数 (Housing Affordability Index (HAI)) は、標準的なアメリカの家計が標準的な住宅をローンを組んで購入することが可能かどうかを示す指数であり、全米リアルター協会が作成し、公表している。100を超えれば、標準的なアメリカの家計が標準的な住宅をローンを組んで購入するに見合う収入を得ている状態であることが分かる。

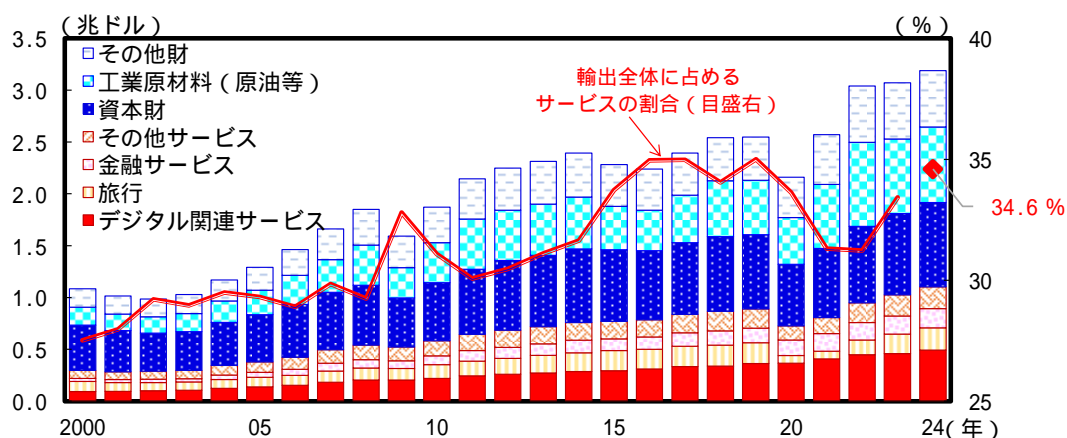
以上より、先行きについて考えると、各種マインドからは住宅ローン金利のピークアウトとともに、住宅投資が回復に向かうことが示唆される。ただし、住宅ローン金利が今後低下していくとしても、世帯収入に対する住宅価格の割高感により住宅購入を諦めざるを得ない層が感染症拡大前よりも増えていることにより、住宅投資の回復ペースは緩慢なものとなる可能性もあるため、住宅市場の動向については引き続き注視する必要がある。

（財輸入の増加が財輸出の増加を上回り、財の貿易赤字は拡大傾向）

次に、貿易の動向について確認する。

まずは、財・サービス別の輸出額の動向をみると、財・サービスともに輸出は増加傾向にあり、特に、知的財産権使用料や情報通信等のデジタル関連サービスがけん引し、サービス輸出の比率は上昇傾向にある（第2-1-46図）。

第2-1-46図 財・サービス別輸出額の推移

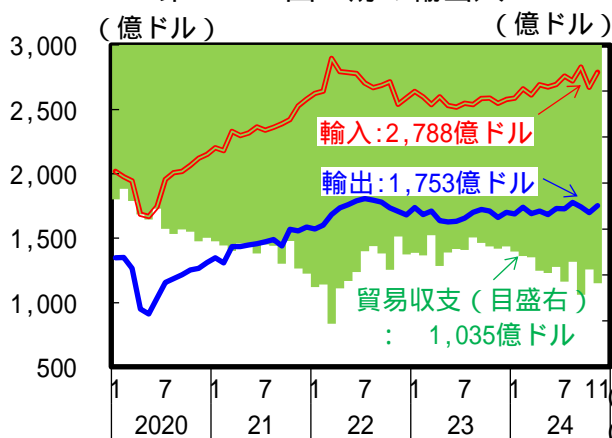


（備考） 1. アメリカ商務省により作成。国際収支ベース、名目値。「資本財」は自動車・同部品を含む。「デジタル関連サービス」の輸出額は、知的財産権使用料、情報通信、その他ビジネスサービスの輸出額の合計。
2. 2024年の値は、2024年1月から11月の輸出額（名目季節調整値）の平均の年換算値。

以下、財・サービス別に貿易の動向を詳細に確認する。

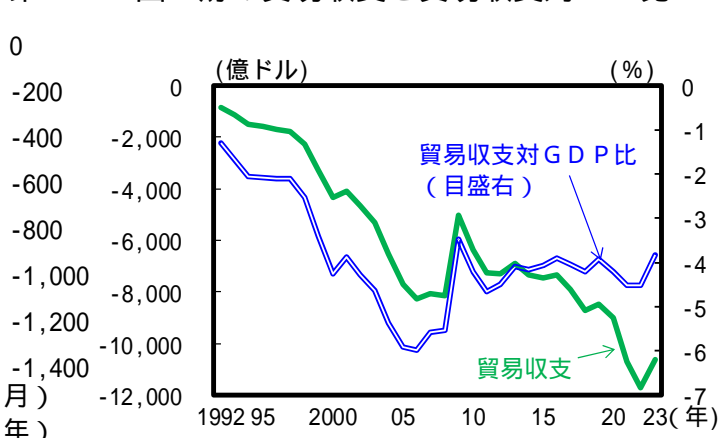
まずは、財貿易の動向をみると（第2-1-47図）、足下では財輸出は緩やかに増加する中で、財輸入は財輸出を上回るペースで増加している結果、財の貿易赤字は拡大傾向にある。ただし、より長い期間でみた場合は（第2-1-48図）、財の貿易赤字は拡大傾向にあるものの、貿易収支対GDP比は2008年の世界金融危機後はおおむね横ばいで推移している。これは、貿易赤字の増加ペースが、GDP全体の増加ペースとおおむね同じペースであることを意味する。

第2-1-47図 財の輸出入



(備考) 1. アメリカ商務省により作成。
2. 通関ベース、名目、季節調整値。

第2-1-48図 財の貿易収支と貿易収支対GDP比

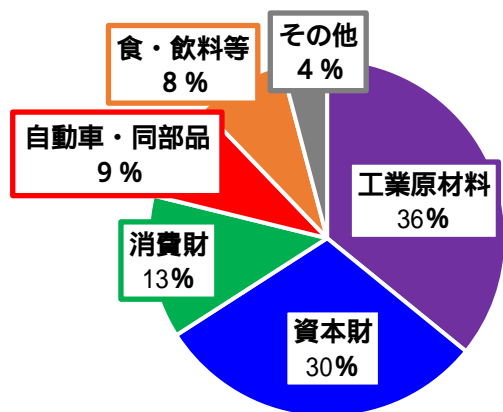


(備考) アメリカ商務省により作成。通関ベース。名目値。暦年値。

以下、輸出入をけん引する品目や、アメリカを取り巻く貿易状況について確認する。

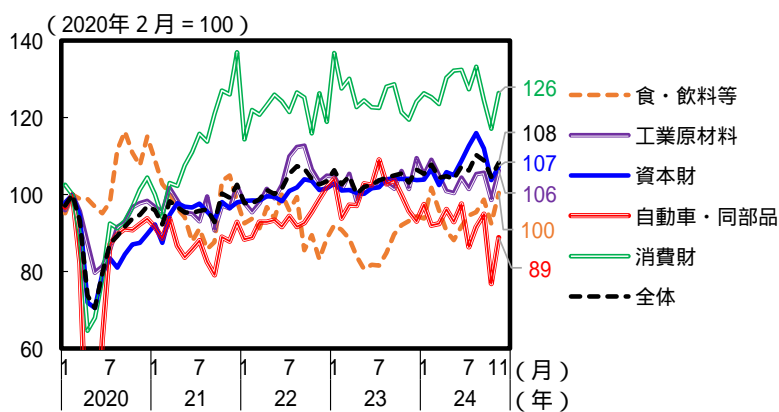
財輸出の内訳をみると（第2-1-49図）、工業原材料、資本財、消費財が財輸出に占めるシェアが高い。また、財輸出の推移をみると（第2-1-50図）、感染症拡大以降、資本財と消費財が財輸出をけん引してきたことが分かる。

第2-1-49図 財輸出額に占める品目別の割合



(備考) 1. アメリカ商務省により作成。
2. 国際収支ベース。2023年値。

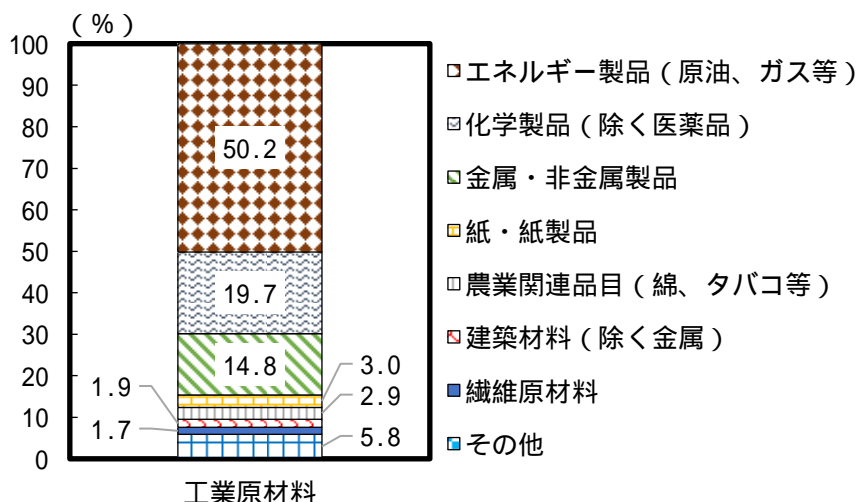
第2-1-50図 財輸出の推移



(備考) 1. アメリカ商務省により作成。
2. 通関ベース、実質値、季節調整値。

まず、財輸出の36%を占める工業原材料の品目別の内訳をみると（第2-1-51図）、エネルギー製品（原油、ガス等）が半分を占めている（シェールオイルを多く生産するテキサス州及びアメリカ全体のエネルギー生産については、第3項を参照）。

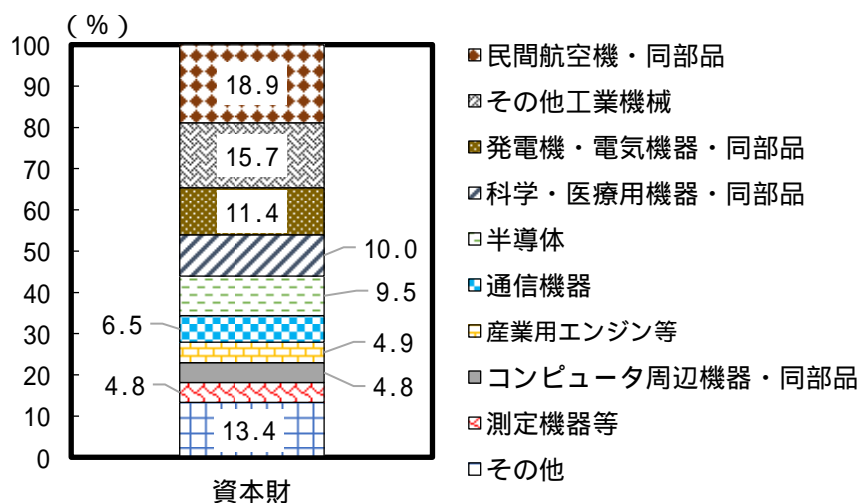
第2-1-51図 工業原材料輸出に占める品目別シェア



(備考) 1. アメリカ商務省により作成。
2. 国際収支ベース。2023年値。

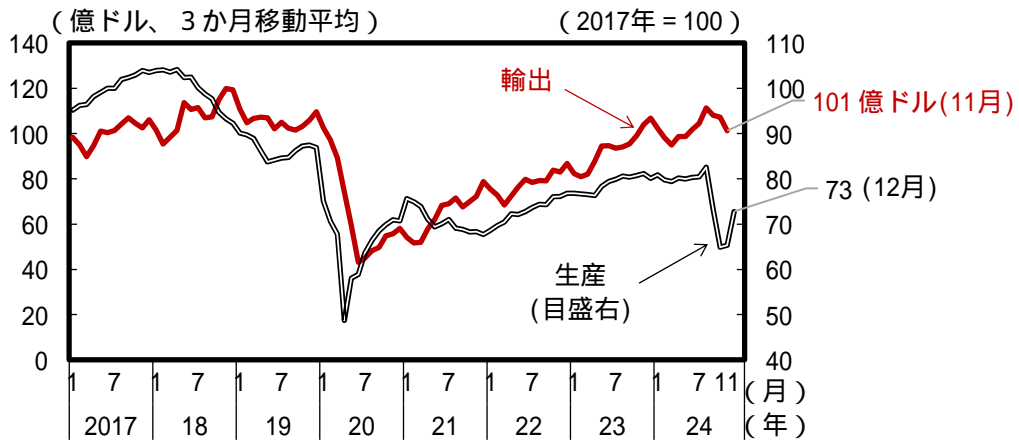
次に、財輸出の3割を占める資本財の内訳をみると、民間航空機・同部品のシェアが大きい（第2-1-52図）。民間航空機の生産、輸出の推移をみると（第2-1-53図）、増加傾向にある。ただし、2024年9月は生産、輸出ともに落ち込んでおり、これは、同年9月3日にボーイング社でストライキが発生したことが背景にあると考えられる。

第2-1-52図 資本財輸出に占める品目別シェア



(備考) 1. アメリカ商務省により作成。
2. 国際収支ベース。2023年値。

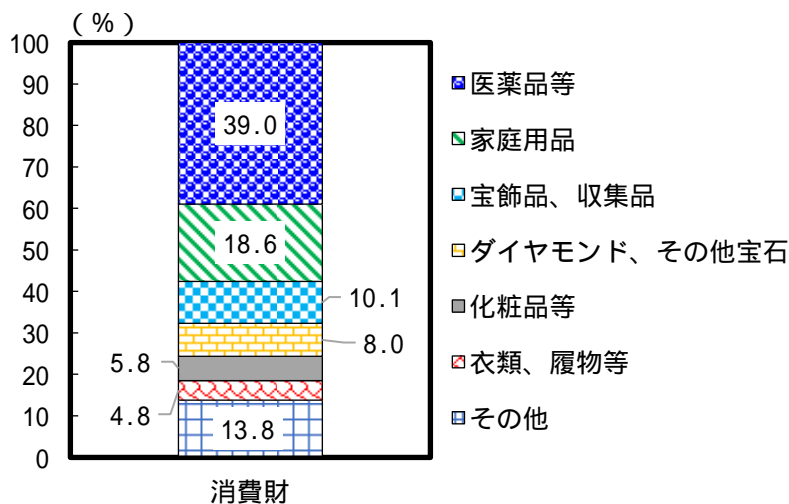
第2-1-53図 民間航空機の輸出額、生産の推移



(備考) 1. FRB、アメリカ商務省により作成。
 2. 輸出は民間航空機・エンジン・同部品の輸出額。通関ベース、名目値。
 3. 生産は航空機・同部品の生産指数。

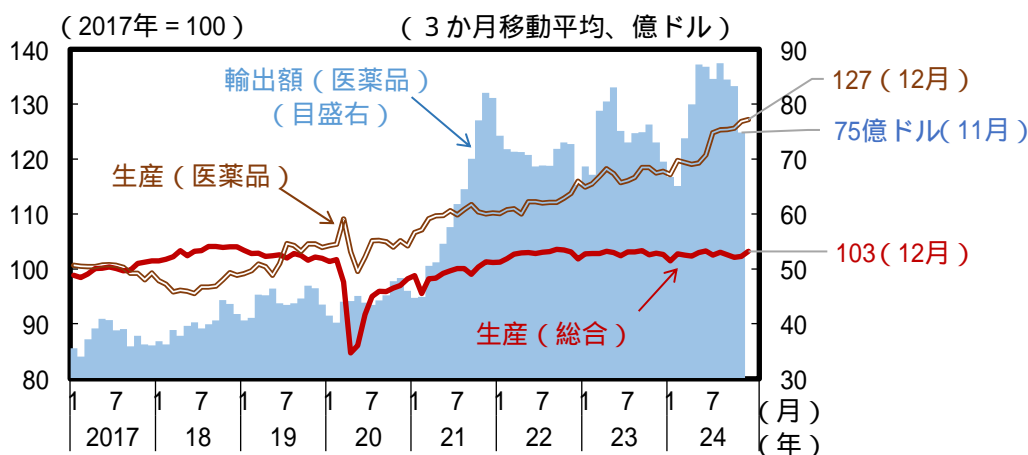
次に、財輸出の13%を占める消費財の内訳をみると、医薬品等のシェアが大きい（第2-1-54図）。医薬品の輸出の推移をみると（第2-1-55図）、新型コロナウイルス感染症のワクチンが開発された2021年からアメリカの医薬品輸出は大きく増加し、2024年でもその規模を維持している。また、アメリカ内における医薬品の生産をみても、生産全体を大きくけん引していることが分かる。

第2-1-54図 消費財輸出に占める品目別シェア



(備考) 1. アメリカ商務省により作成。
 2. 国際収支ベース。2023年値。

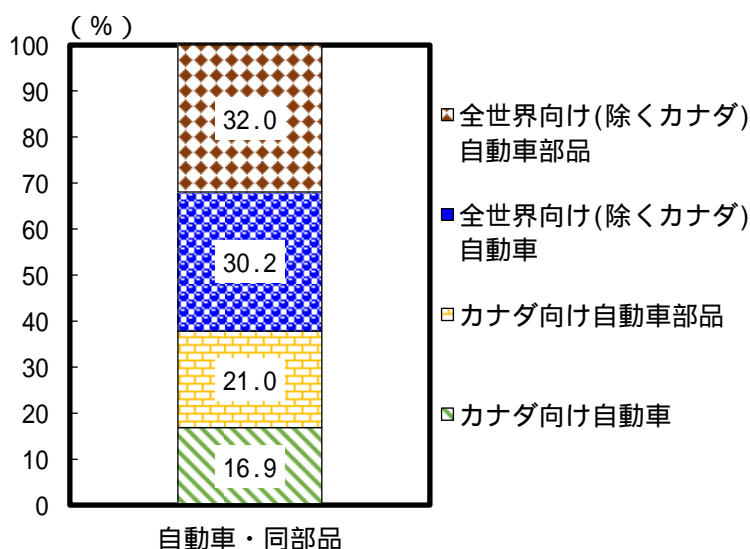
第2-1-55図 医薬品の生産、輸出額の推移



(備考) 1. FRB、アメリカ商務省により作成。
2. 輸出額は通関ベース、名目値。

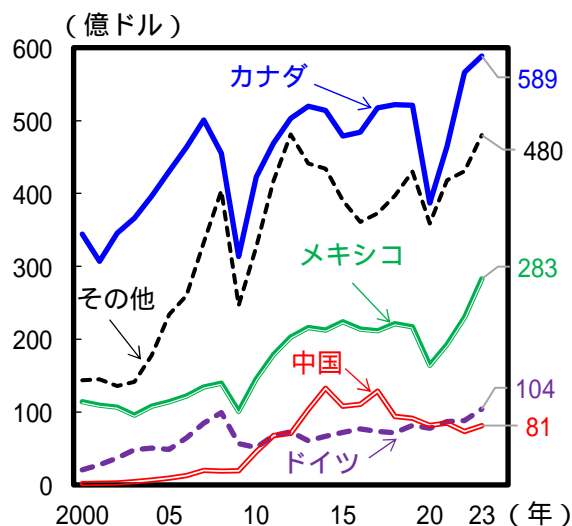
次に、財輸出の9%を占める自動車・同部品の内訳をみると(第2-1-56図)、自動車部品のシェアが半数以上を占めている。また、カナダ向けの自動車・同部品のシェアは約4割となっている。同品目の国別輸出額の推移をみると(第2-1-57図)、アメリカに接するカナダ、メキシコ向けの輸出額が大きく、USMCAが発効された2020年以降は、カナダ、メキシコ向けの輸出が増加傾向にある。

第2-1-56図 自動車・同部品の輸出に占める品目別シェア



(備考) 1. アメリカ商務省により作成。国際収支ベース。2023年値。
2. 自動車は新車・中古車を含む。自動車部品はエンジン等を含む。

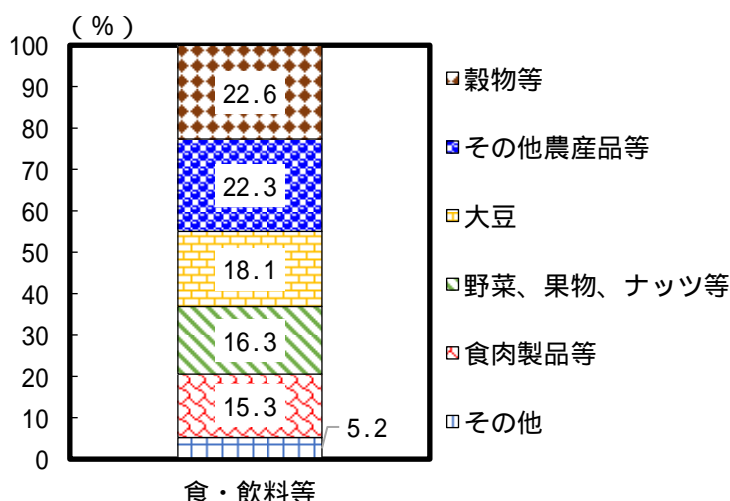
第2-1-57図 自動車・同部品の輸出相手国別輸出額の推移



(備考) 1. アメリカ商務省により作成。
2. 通関ベース、実質値、季節調整値。

最後に、財輸出の8%を占める食飲料等お訳をみると（第2-1-58図）、穀物等、その他農産品等のシェアが大きいですが、他の品目と比較して、輸出品目の偏りが小さいことが分かる。

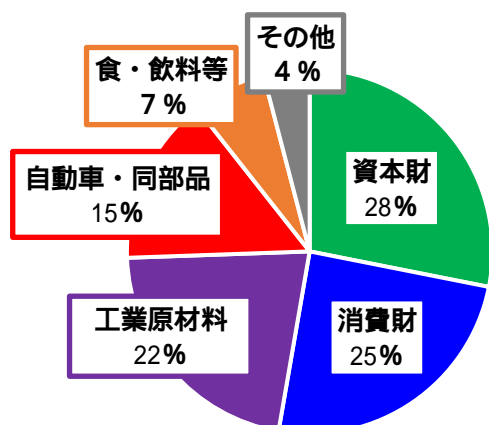
第2-1-58図 食・飲料等の輸出に占める品目別シェア



(備考) 1. アメリカ商務省により作成。
2. 国際収支ベース。2023年値。

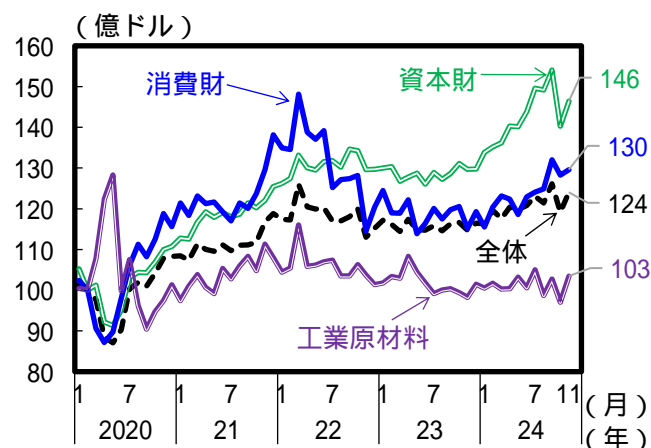
次に、財輸入について確認する。財輸入の内訳をみると（第2-1-59図）、資本財、消費財、工業原材料が財輸入に占めるシェアが高い。また、財輸入の推移をみると（第2-1-60図）、感染症拡大以降、資本財と消費財が財輸入をけん引してきたことが分かる。なお、2024年9月の財輸入の急増は、国際港湾労働者協会（ILA）（以下「港湾組合」という。）と使用者団体の米海運連合（USMX）との間で2024年9月末に更新を控えていた新たな労働協約に関する交渉が予定どおりに進む見通しが立たず、港湾組合がストライキに突入する可能性が高まり、アメリカの企業が駆け込みで商品を輸入したことによる一時的要因と考えられる。

第2-1-59図 財輸入の内訳（2023年）



(備考) 1. アメリカ商務省により作成。
2. 国際収支ベース。2023年値。

第2-1-60図 財輸入の推移



(備考) 1. アメリカ商務省により作成。
2. 通関ベース、実質値、季節調整値。

2024年5月14日、バイデン政権は、1974年通商法第301条（いわゆるスーパー301条）に基づき、EVや半導体等中国からの輸入品180億ドル相当⁷⁵に対する関税の引上げを発表した。具体的には、「中国の不正な貿易慣行からアメリカの労働者と企業を守るため」として、主にバイデン政権下で戦略的分野として投資を行ってきた品目⁷⁶を対象に、現行0～25%の関税率を25～100%まで引き上げることとした。翌週22日にはアメリカ通商代表部（USTR）が関税引上げ対象品目や適用除外品目のリスト⁷⁷、引上げ時期等を示した官報案を発表しパブリックコメントを受け付け、同年9月13日にパブリックコメントを踏まえたリストの見直し結果が公表された。

第2-1-61表のとおり、品目別に2024年、25年、26年の3つの時期に分けて関税引上げが実施されることとされており、2024年の関税引上げ品目については2024年9月27日以降、2025年の関税引上げ品目については2025年1月1日以降、関税の引上げが実施されている。

2024年5月に公表されたリストから大きな変更点はなかったものの、パブリックコメントを踏まえ、医療品（注射器と注射針、呼吸器、フェイスマスク、医療用手袋）については、関税引上げのタイミングや関税率について変更があった⁷⁸。

⁷⁵ 2023年の対中国財輸入額は4,269億ドル（アメリカ商務省、通関ベースより）。180億ドルはその約4.2%に当たる。

⁷⁶ インフレ抑制法やCHIPS及び科学法（半導体法）。詳細は内閣府（2023、2024a）を参照。

⁷⁷ 適用除外となるのは次の2つであり、いずれも期限は25年5月31日までとなる。（1）アメリカの国内製造で使用される特定の機械については事業者からの適用除外申請を受け付ける。（2）アメリカ国内で太陽電池の製造に使用される機械については事業者からの申請なしで適用除外となる。

⁷⁸ 見直し結果では、パブリックコメント等を踏まえて修正した経緯が述べられている。呼吸器、フェイスマスクは25%を超える税率を求める意見と、中国以外の国から入手することが困難なことから段階的な引き上げを求める意見とのバランスを取り、修正したとされている。医療用手袋は新型コロナウイルス感染症拡大後のアメリカの備えと

第2-1-61表 2024年以降の対中関税の引上げ方針⁷⁹

品目	関税措置
電気自動車（EV）	2024年に25%から100%に引上げ
半導体	2025年に25%から50%に引上げ
リチウムイオン電池（EV用）	2024年に7.5%から25%に引上げ
リチウムイオン電池（EV用以外）	2026年に7.5%から25%に引上げ
電池部品（リチウム以外）	2024年に7.5%から25%に引上げ
太陽電池	2024年に25%から50%に引上げ
鉄鋼・アルミ製品	2024年に0～7.5%から25%に引上げ
天然黒鉛	2026年に0%から25%に引上げ
永久磁石	2026年に0%から25%に引上げ
その他重要鉱物	2024年に0%から25%に引上げ
船舶対岸クレーン	2024年に0%から25%に引上げ
注射器と注射針	（2024年に0%から50%に引上げ）
	2024年に0%から100%に引上げ
フェイスマスク	（2024年に7.5%から25%に引上げ）
	2024年に7.5%から25%に引上げ
	2026年に25%から50%に引上げ
医療用手袋	（2026年に7.5%から25%に引上げ）
	2025年に7.5%から50%に引上げ
	2026年に50%から100%に引上げ

（備考） 1. アメリカ通商代表部により作成。

2. （ ）内はパブリックコメントにより変更する前の関税引上げ時期、関税率。

また、パブリックコメントの結果を通知した官報では、新たに半導体等の製造に使用されるタングステン、ポリシリコン、ウエハー⁸⁰について2025年から25%の関税引上げを検討していることが示された⁸¹。2024年12月11日には当該品目について実施したパブリックコメントを踏まえ、2025年1月1日からタングステンは25%、ポリシリコンとウエハーは50%関税が引き上げられることが決定した。2023年における該当品目の上位輸入国をみると（第2-1-62図）、タングステンは中国からの輸入が1位、ポリシリコン、ウエハーは中国からの輸入が2位となっており、今後の当該品目の輸入動向を注視する必要がある。

CARES 法に基づく資金援助により今後1年間で国内における医療用手袋の生産の増加が見込まれること、また、25%を超える税率を求める意見があったことを踏まえ、修正したとされている。

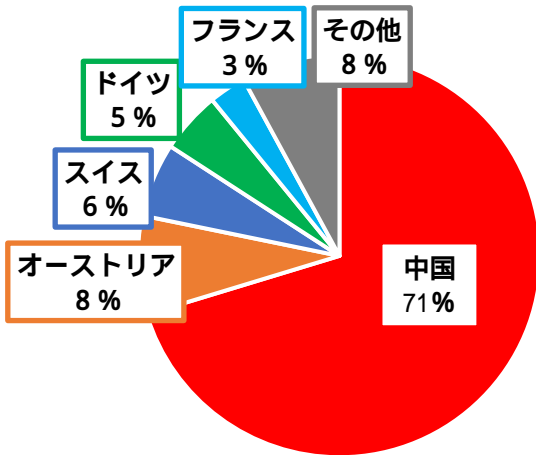
⁷⁹ フェイスマスクのうち、使い捨て繊維マスク（Face Masks of Textiles, Disposable）（HTSコード:6307.90.9870）については、2025年に7.5%から25%に引上げ、2026年に25%から50%に引上げ。

⁸⁰ タングステンは、レアメタルの一種であり、金属の中でも特に耐熱性・耐久性に優れるとともに、ヒーターや反射板のほか、工業用・医療用等の様々な分野で使用されている。ポリシリコン、ウエハーは半導体製造の基盤として利用される。

⁸¹ タングステン（HTSコード：8101.94.00、8101.99.10、8101.99.80）、ポリシリコン（2804.61.00）、ウエハー（3818.00.00）

第2-1-62図 タングステン、ポリシリコン、ウエハーの相手国別輸入割合

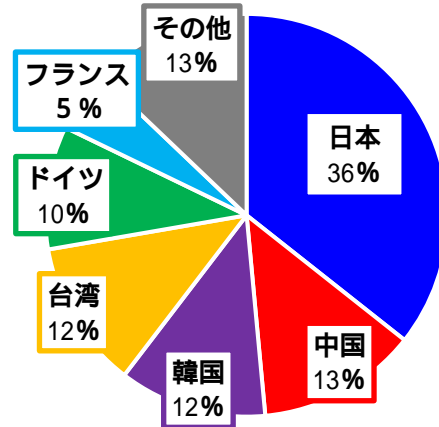
(1) タングステンの相手国別輸入割合



タングステン	
対世界輸入	0.7億ドル
対中国輸入	0.5億ドル

(備考) 1. アメリカ商務省により作成。
2. 通関ベース、名目値。2023年値。

(2) ポリシリコン、ウエハーの相手国別輸入割合

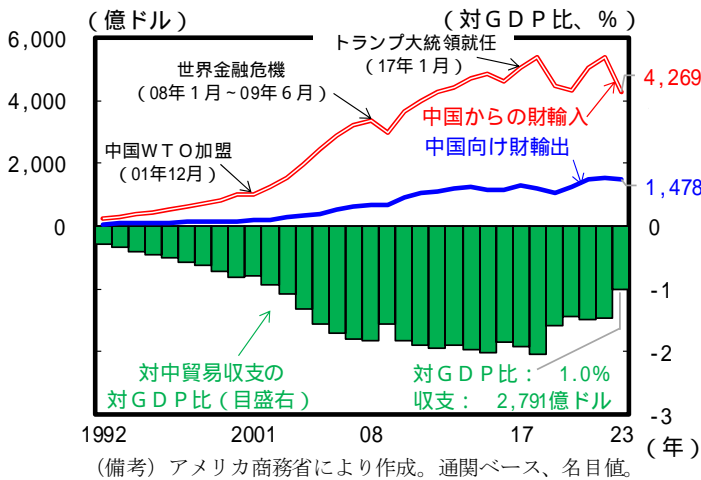


ポリシリコン、ウエハー	
対世界輸入	16億ドル
対中国輸入	2億ドル

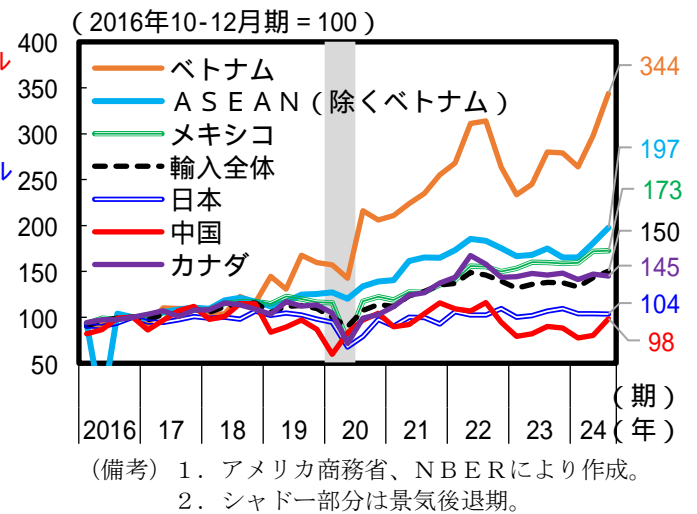
(備考) 1. アメリカ商務省により作成。
2. 通関ベース、名目値。2023年値。

次に、アメリカと中国の財の輸出入の推移をみると、2018年以降、中国からの財輸入は頭打ちで推移している（第2-1-63図、第2-1-64図）。中国からの財輸入が頭打ちとなっているのは、第一次トランプ政権下に起きた米中両国間での追加関税の応酬が影響している（第2-1-65表）。一方、感染症拡大以降はASEAN（特にベトナム）、メキシコからの財輸入は増加傾向にある。

第2-1-63図 中国との財の輸出入



第2-1-64図 財輸入の推移（相手国別）



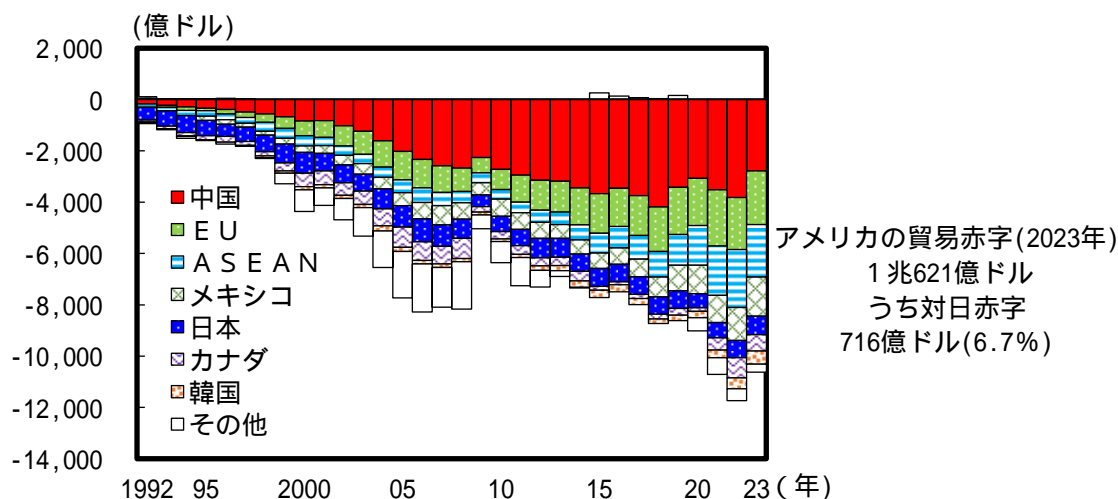
第2-1-65表 第一次トランプ政権時の米中間の関税引上げ

追加関税	日付	米国	中国
第1弾	2018年 7月6日	340億ドル相当、818項目、 25%追加関税	340億ドル相当、545項目、 25%追加関税
第2弾	2018年 8月23日	160億ドル相当、279項目、 25%追加関税	160億ドル相当、333項目、 25%追加関税
第3弾	2018年 9月24日	2,000億ドル相当、5,745項目、 10%追加関税 (2018年9月24日) 10%から25%に引上げ (2019年5月10日)	600億ドル相当、5,207項目、 5~10%追加関税 (2018年9月24日) 5~10%から5~25%に引上げ (2019年6月1日)
第4弾	2019年 9月1日	1,200億ドル相当、 15%追加関税	750億ドル相当、 5~10%追加関税

(備考) 各国政府公表資料により作成。

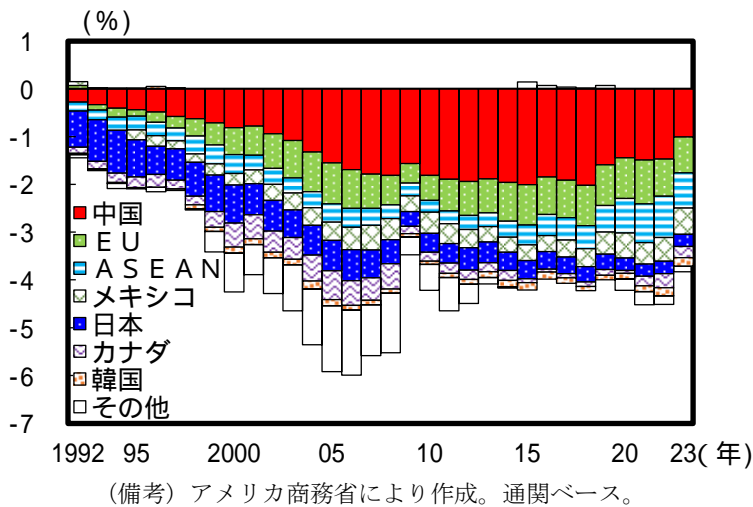
次に、貿易収支の推移をみると、前述のとおり、財の貿易赤字は拡大しているものの、経済成長を続けていることから、貿易収支対GDP比では2008年の世界金融危機後はおおむね横ばいで推移している（第2-1-66図、第2-1-67図）。また、前述のとおり、2018年以降、中国からの財輸入が頭打ちとなる中、感染症拡大以降、ASEAN・メキシコからの財輸入は増加傾向にあることから、対中国の貿易赤字対GDP比は2018年以降は低下している一方で、メキシコ、カナダ、ASEAN諸国がその分を補うように拡大しており、アメリカの貿易相手国に変化が生じていることが分かる。

第2-1-66図 国別貿易収支



(備考) アメリカ商務省により作成。通関ベース。名目値。

第2-1-67図 国別貿易収支対GDP比



トランプ大統領は就任日（2025年1月20日）に複数の大統領令に署名を行った（第2-1-68表）。そのうちの一つの「米国第一の貿易政策」（America First Trade Policy）では、長期にわたる大きな財貿易赤字の理由及びそれによる経済・安全保障上のリスクや、他国による不公正な貿易慣行等について、2025年4月1日までに調査することを閣僚に指示している。

また、2025年2月1日に、カナダ及びメキシコからの輸入品に原則として25%⁸²、中国からの輸入品に10%の追加関税を課す大統領令に署名を行った。カナダ及びメキシコについては、発動前に1か月間の延期が決まったものの⁸³、中国からの輸入品に対しては2025年2月4日に10%の追加関税を発動している。

カナダからは原油等の工業原材料、メキシコからは自動車・同部品、中国からは玩具等の消費財の輸入が大きく、カナダ、メキシコ及び中国の3か国からの財輸入額はアメリカの財輸入額全体の約4割を占めることから、これら3か国との通商政策の動向はアメリカ経済に一定の影響を与え得ると考えられる（第2-1-69図）。

今後のアメリカの通商政策の動向には注視が必要である。

⁸² カナダのエネルギー資源に対しては、追加関税率を10%とする。

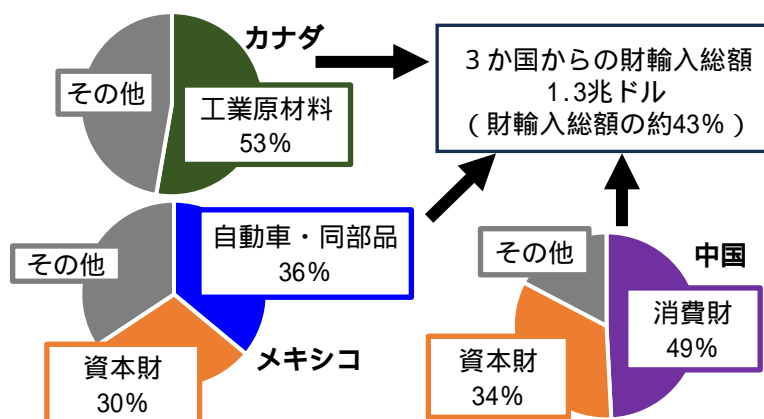
⁸³ トランプ大統領は、カナダ及びメキシコへの関税措置を2025年3月4日まで一時停止する大統領令に署名した。

第2-1-68表 トランプ大統領が就任日（2025年1月20日）に署名した主な大統領令

貿易政策：以下について2025年4月1日までに大統領に報告
商務長官：長期にわたる大きな財貿易赤字の理由及びそれによる経済・安全保障上のリスク、製造業の経済安全保障、地政学的な競争相手国に対する輸出管理政策等の調査及び改善案等
財務長官：関税等を徴収する「対外歳入庁」設置に向けた調査等
USTR：他国の不公正な貿易慣行の調査、USMCAの評価と見直しに向けた準備開始、既存の貿易協定の見直し、対中貿易政策の評価・追加関税の検討等
エネルギー政策
・ 国家エネルギー緊急事態を宣言
・ エネルギー探査・生産の促進
・ バイデン政権下のEV促進のための大統領令（2030年までに新車販売の50%以上をEV及びハイブリッド車とする）の撤廃
移民政策
・ 南部国境での緊急事態を宣言、国境警備強化
・ 不法移民の排除及び各種移民政策の厳格化
物価高政策
・ 住居費を大幅に引き下げ、住宅供給を拡大
・ 食料費や燃料費を押し上げる気候変動対策の廃止
政府効率化省の設置
パリ協定からの離脱、WHO脱退

(備考) 1. ホワイトハウスHPにより作成。
2. 大統領令は、Executive Order、Presidential Memorandum、Presidential Proclamation等を指す。

第2-1-69図 カナダ、メキシコ、中国からの財輸入

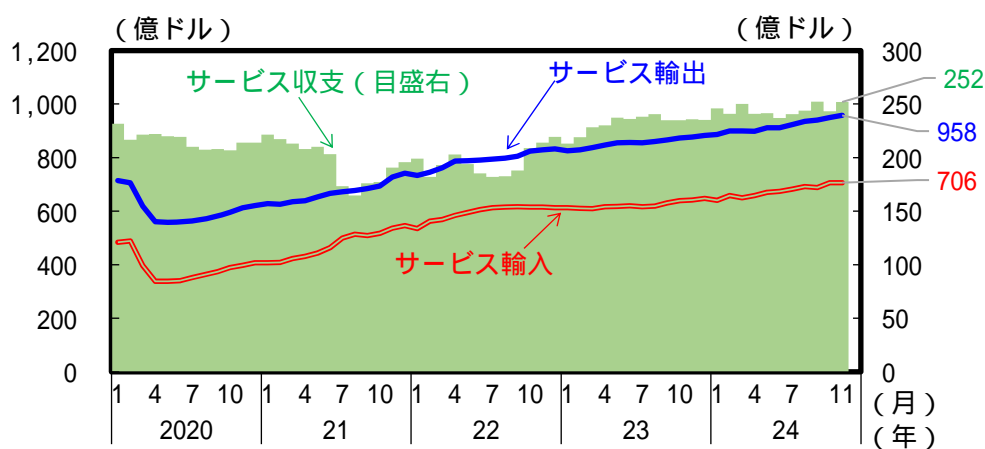


(備考) 1. アメリカ商務省により作成。
2. 国際収支ベース。2023年の輸入額。
3. 財輸入は一般商品 (General merchandise) の輸入。

(サービス輸出はデジタル関連サービスを中心に拡大傾向)

次に、サービス貿易の動向をみると（第2-1-70図）、サービス輸出、輸入はともに感染症拡大期に一時的に減少したものの、2020年半ば以降、増加傾向にある。サービス輸出とサービス輸入がともに増加する中、2023年半ば以降、サービス収支の黒字幅はおおむね横ばいで推移している。以下では、感染症拡大期のサービス輸出の減少要因と、サービス輸出をけん引している品目及び輸出相手国について確認する。

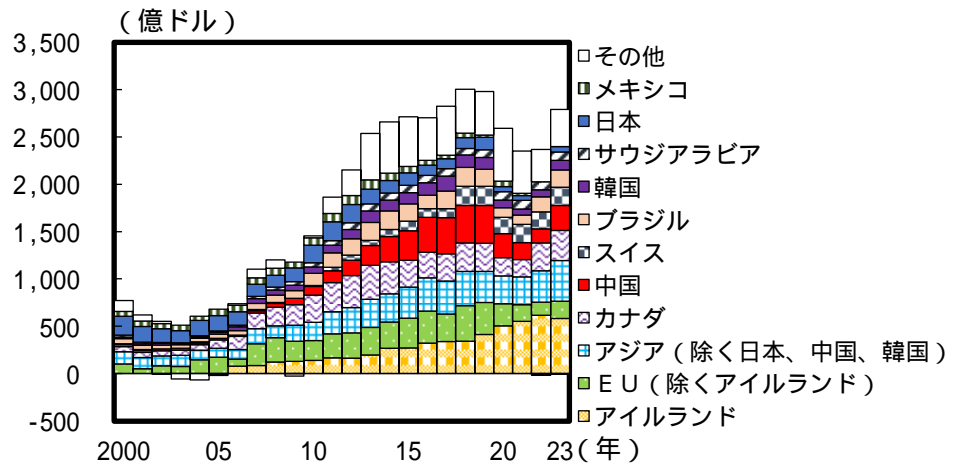
第2-1-70図 サービスの輸出入、収支



(備考) アメリカ商務省により作成。名目、季節調整値。

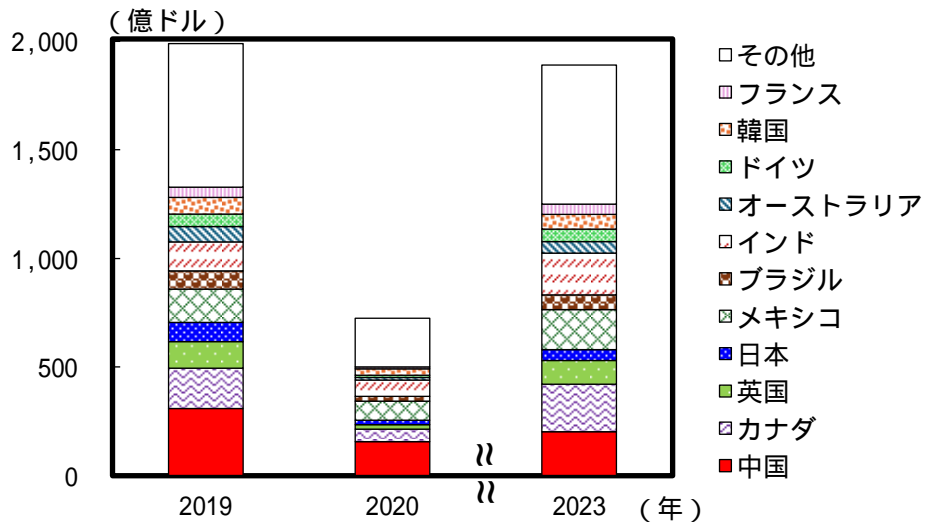
サービス収支を相手国別にみると（第2-1-71図）、アイルランドに対するサービス黒字は大きくかつ拡大傾向にあることが分かる（詳細は後述）。また、2020年から2021年にかけて、特に中国、カナダに対するサービス収支の黒字幅が縮小している。これは、感染症拡大による渡航禁止が影響していると考えられ、同期間における旅行サービス輸出額の減少に起因していることが確認できる（第2-1-72図）。

第2-1-71図 国別サービス収支



(備考) アメリカ商務省により作成。名目値。

第2-1-72図 国別旅行輸出額



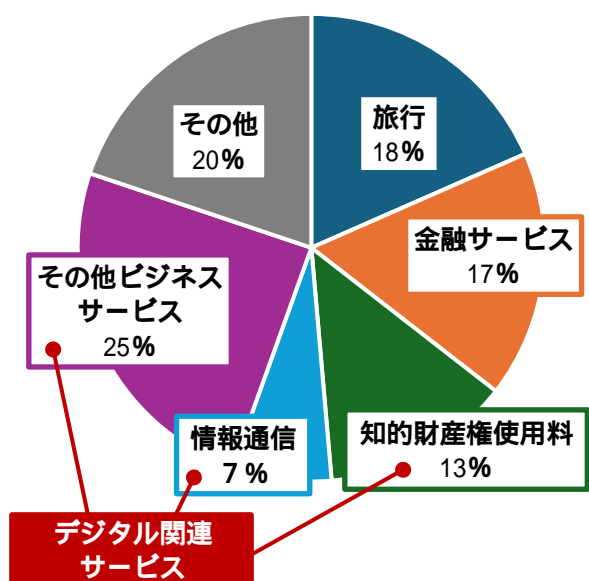
(備考) アメリカ商務省により作成。名目値。

ここで、サービス輸出の品目別割合をみると、その他ビジネスサービス⁸⁴や旅行の割合が高いことが分かる(第2-1-73図)。一方、サービス黒字が拡大傾向にあるアイルランド向けの輸出をみると、デジタル関連サービス(「知的財産権使用料」「情報通信」、「その他ビジネスサービス」)の割合が9割弱と高い(第2-1-74図)。アイルランド向けの輸出全体に占めるデジタル関連サービスの輸出の割合が高い背景としては、アイルランドは、法人税率が低いことに加え、若年人口比率や教育水準が高く英語圏であることから、多国籍企業がアイルランドに集積していることが挙げられる⁸⁵。

⁸⁴ 「その他ビジネスサービス」には、「研究開発(R&D)サービス」、「専門的・コンサルティングサービス」等が含まれる。

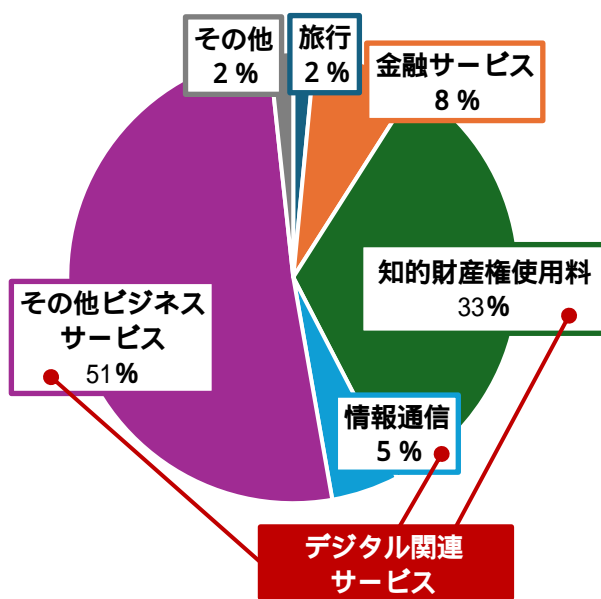
⁸⁵ 詳細は、村田(2024)参照。

第2-1-73図 全世界向けサービス輸出品目別割合



(備考) 1. アメリカ商務省により作成。
2. 国際収支ベース。2023 年値。

第2-1-74図 アイルランド向けサービス輸出品目別割合



(備考) 1. アメリカ商務省により作成。
2. 国際収支ベース。2023 年値。

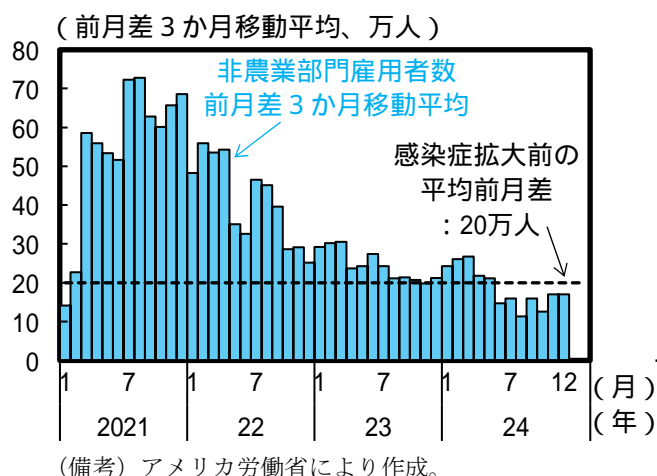
2. 労働市場、物価、金融政策、財政の動向

(労働需給は緩和が継続)

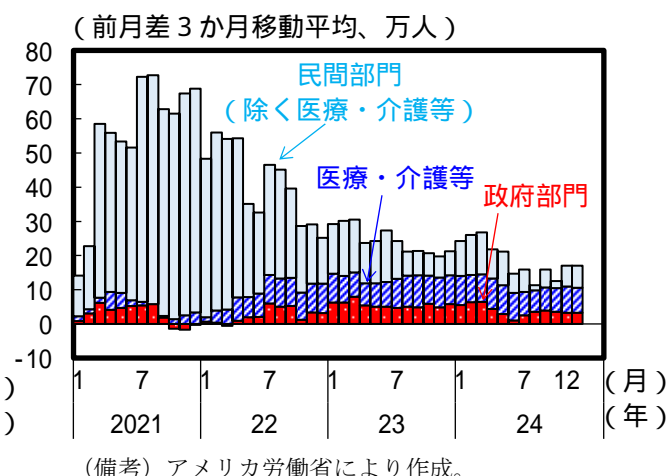
アメリカの労働市場では、労働需給の緩和が継続している。2024年後半にかけてのアメリカ雇用統計事業所調査⁸⁶における非農業部門雇用者数は、3か月移動平均でみると、感染症拡大前の平均前月差⁸⁷である20万人をやや下回るペースで、緩やかに増加している⁸⁸（第2-1-75図（1））。業種別の雇用者数前月差を確認すると、医療・介護等及び政府部門⁸⁹の伸びが底堅い一方で、医療・介護等を除く民間部門の伸びが徐々に縮小している（第2-1-75図（2））。

第2-1-75図 雇用者数前月差

(1) 全体



(2) 業種別



⁸⁶ アメリカ労働省労働統計局（BLS）が月次で公表している雇用統計（The Employment Situation）は、家計調査（Household Survey）及び事業所調査（Establishment Survey）の2つの調査に基づき作成されている。家計調査は約6万世帯の家計に向けたアンケート調査を基に作成され、事業所調査は約11.9万の企業及び政府機関（約62.9万の事業所（worksites）に相当）の給与支払いデータを基に作成される。調査対象期間は、家計調査は通常、毎月12日を含む1週間、事業所調査は毎月12日を含む給与支払い期間となっている。失業率、労働参加率等は家計調査から、非農業部門雇用者数、労働時間、時間当たり賃金等は事業所調査から作成されている。

⁸⁷ 感染症拡大前の平均前月差は、雇用者数が世界金融危機前の水準に戻った2014年5月から2020年2月までの非農業部門雇用者数の前月差を平均したものの。

⁸⁸ 事業所調査による非農業部門雇用者数は毎年、州の失業保険プログラムのデータに基づく年次改定が行われる。8月21日に公表された年次ベンチマーク改定（速報値）によると、2023年4月から2024年3月までの12か月間の非農業部門雇用者の増加幅が290万人（月平均24.2万人）から208万人（月平均17.4万人）に、81.8万人下方修正される見込みとなっている。

⁸⁹ 2022年半ば以降の政府部門（Government）雇用者の増加をけん引しているのは、州政府（State government）や地方自治体（Local government）における教育部門（Education）の雇用である。これは、感染症拡大期に解雇された、または、離職した教員の補充が行われてきたためと考えられる。

Box. ストライキ、ハリケーンによる雇用統計への影響

2024年10月の非農業部門雇用者数は前月差3.6万人と、9月分（同25.5万人）から増勢が鈍化したが、一部企業によるストライキ及びハリケーンによる一時的な要因が影響している可能性がある。ここでは、これらが雇用統計に及ぼす影響を整理する。なお、失業率は家計調査を基に、非農業部門雇用者数は事業所調査を基に推計されている。

（1）ストライキ

事業所調査の雇用者数⁹⁰には、調査対象期間全体にわたってストライキに参加し、給与を受け取らなかった者は含まれない⁹¹。

一方、家計調査は、調査対象者の質問票への回答を基に就業者数を推計する。家計調査における就業者の定義は図1のとおりであり、調査対象期間にストライキ(労働争議)を行っていた労働者は就業者とみなされる。

（2）ハリケーン

ハリケーンを含む悪天候による事業所調査の雇用者数への影響を見積もるのは難しい⁹²が、悪天候によって労働者が調査対象期間全体にわたって無給で休む場合は、雇用されているとはみなされない。

一方、家計調査では、悪天候によって調査対象期間中に働けなかった労働者（図2）は、その期間に賃金が支払われたか否かに関わらず、就業者とみなされる。

以上より、家計調査により作成される失業率はハリケーンやストライキによる一時的影響を受けにくい一方で、事業所調査により作成される非農業部門雇用者数はこうした一時的影響を比較的受けやすいといえる。

⁹⁰ 事業所調査の非農業部門雇用者数には、自営業者等が含まれない。詳細は後述。

⁹¹ アメリカ労働省は調査対象期間のストライキの状況をCES Strike Reportとして毎月公表しており、2024年10月分については、調査対象期間に4.4万人のストライキ参加者がいたとされているため、おおむね同じ人数分の下押しがあったと考えられる。ストライキが事業所調査に与える影響に関する詳細はBLS (2015)を参照。

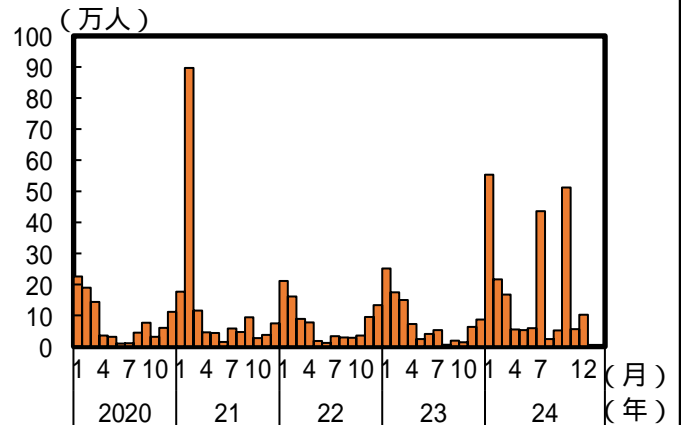
⁹² アメリカ労働省によると、雇用者数の推計に対する異常気象の影響を正確に数値化することは不可能であるとされている。また、悪天候は、雇用者数よりも週平均労働時間に影響を与える可能性が高いとされている。

図1 家計調査における就業者の定義

就業者 (Employed people) 以下のいずれかに該当する者
有給従業員として何らかの仕事に従事した (最低1時間)
自営業に従事した、または、自営農場で働いた
無給の家族経営事業で15時間以上働いた
病気、休暇、悪天候、労働争議、その他の理由 により、一時的に仕事や事業から離れた (休暇中の賃金の有無や、他の仕事を探してい るかどうかに関わらず)

(備考) アメリカ労働省を参考に内閣府作成。

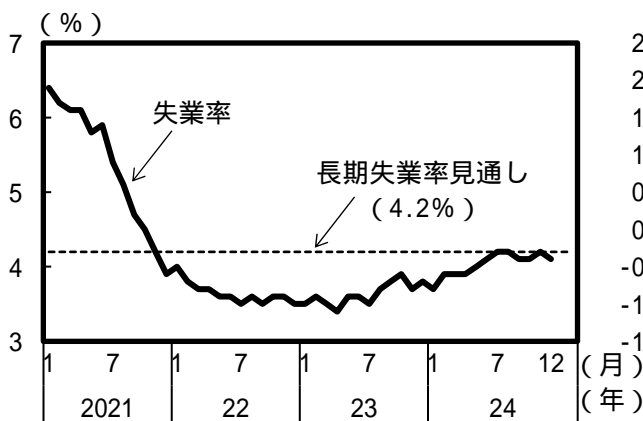
図2 悪天候によって働けなかった人



(備考) アメリカ労働省により作成。

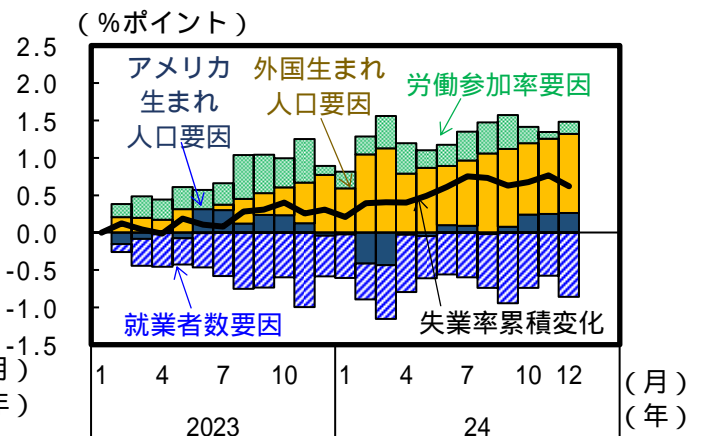
家計調査における失業率は、2022年半ばから23年半ばにかけて3.5%前後の水準で推移した後、やや上昇したが、24年半ばからは連邦公開市場委員会 (FOMC) の参加者による長期失業率見通し⁹³である4.2%近傍で、おおむね横ばいで推移している (第2-1-76図)。23年以降の失業率の累積変化を人口要因のうちアメリカ生まれ人口要因、人口要因のうち外国生まれ人口要因、労働参加率要因、就業者数要因に分解⁹⁴すると、労働需要である就業者数要因が一定の下押し圧力となる中、主に外国生まれ人口の増加による労働供給の増加が、失業率の上昇に寄与してきたことが分かる (第2-1-77図)。

第2-1-76図 失業率



(備考) アメリカ労働省、FRBにより作成。

第2-1-77図 失業率変化の要因分解



(備考) アメリカ労働省により作成。

⁹³ FOMC の参加者による「適切な金融政策の下で、経済に更なるショックがない場合に収束すると予想される失業率」の想定を集計したものの中央値。

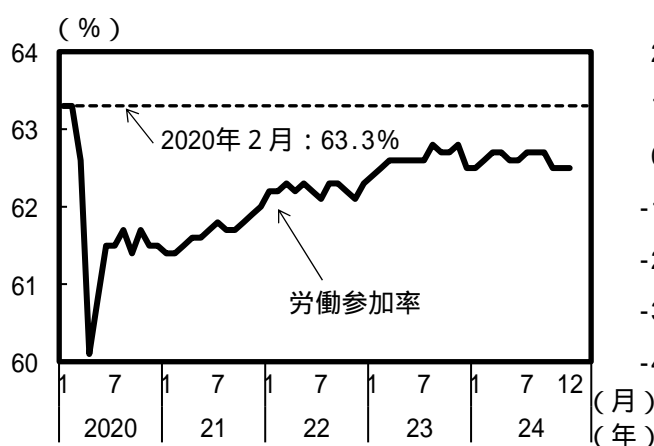
⁹⁴ 失業率の要因分解の詳細については、付注2-2を参照のこと。

ここで、23年以降の労働供給の増加要因を、労働参加率と人口（生産年齢人口）に分けて分析する。

まず労働参加率をみると、23年以降、感染症拡大後の回復傾向に頭打ちがみられる（第2-1-78図）。55歳以上の労働参加率が感染症拡大以降、低水準で推移する中、感染症拡大後の労働参加率回復のけん引役となっていた25～54歳、特に女性の労働参加率が24年末にかけて頭打ちとなったことから、労働参加率は全体として回復傾向が頭打ちとなっている。

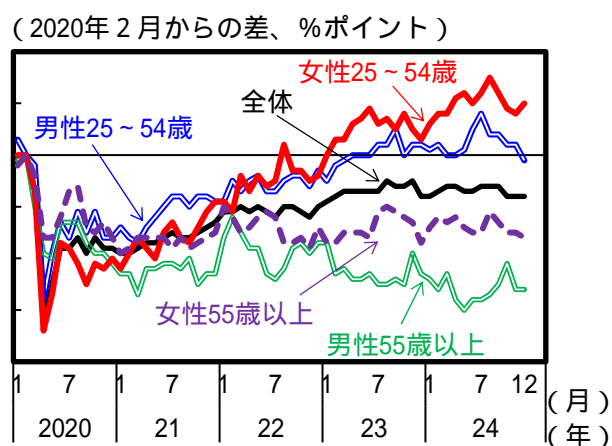
第2-1-78図 労働参加率

（全体の推移）



（備考）アメリカ労働省により作成。

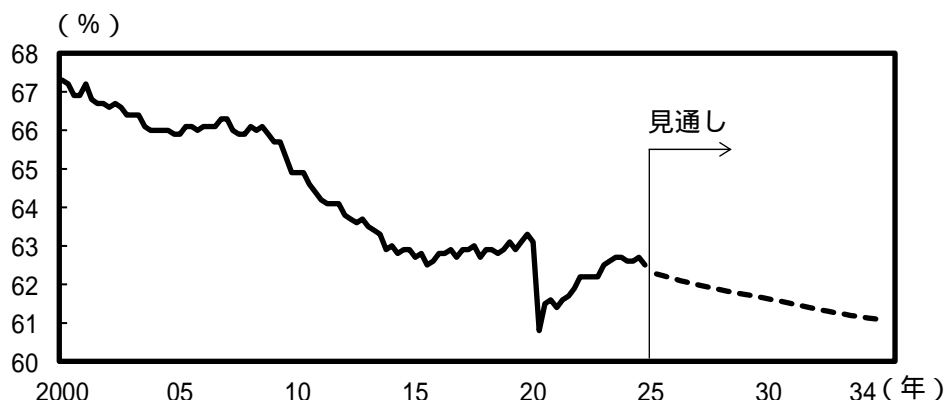
（属性別）



（備考）アメリカ労働省により作成。

なお、長期的にみると、労働参加率は全体として緩やかな低下傾向にある（第2-1-79図）。CBO（アメリカ連邦議会予算局）の見通しによると、主に人口の高齢化、特に、ベビーブーマー世代⁹⁵の退職が継続することにより、2030年代半ばにかけて緩やかに低下していくことが示されている。

第2-1-79図 労働参加率の長期推移と見通し



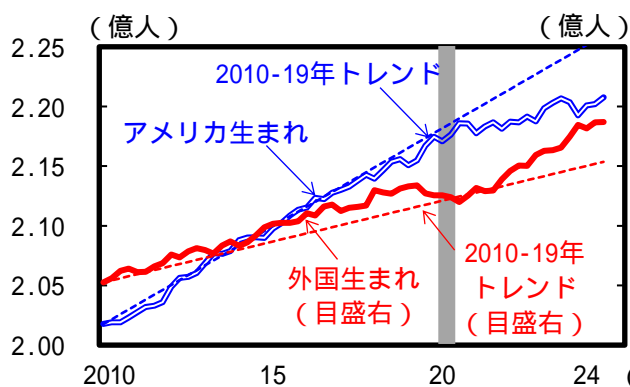
(備考) 1. アメリカ労働省、CBOにより作成。
2. 見通し期間は2025年1-3月期以降。

次に、人口について確認する。家計調査における16歳以上人口の推移を出生地別に確認すると、2020年以降、アメリカ生まれ人口の伸びが鈍化する一方、外国生まれ人口の伸びが加速してきたことが分かる（第2-1-80図（1））。特に、23年以降、16歳以上人口の増加は、ほとんど外国生まれの人口の増加によるものであることが分かる（第2-1-80図（2））。

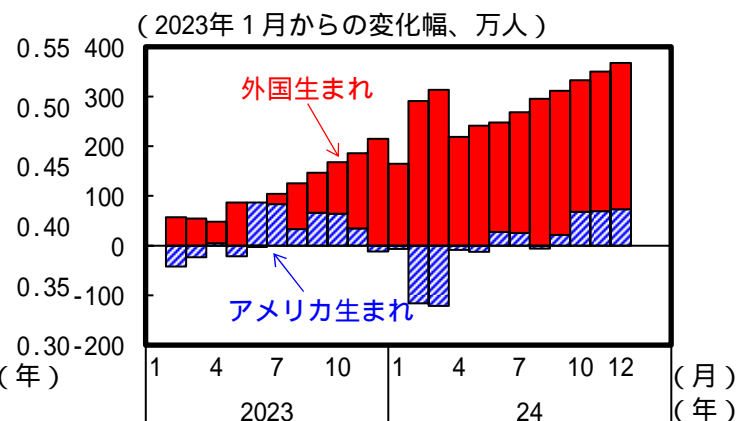
第2-1-80図 出生地別16歳以上人口の推移

(1) 2010年以降 水準

(2) 2023年以降 変化幅



(備考) 1. アメリカ労働省、NBERにより作成。
2. 四半期平均。
3. シャドー部分は景気後退期。



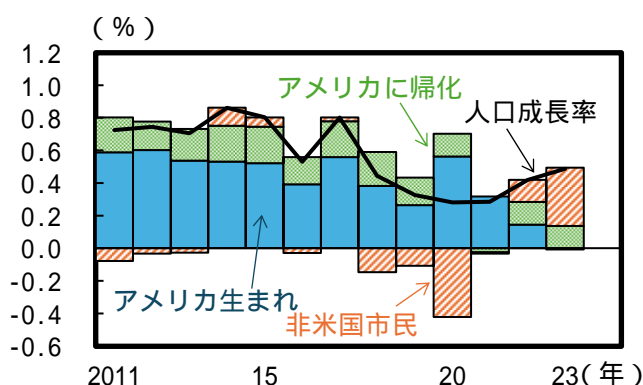
(備考) 1. アメリカ労働省により作成。
2. 未季調値。

⁹⁵ 第二次世界大戦終結後の1946年～1964年の間に生まれた世代を指す。

外国生まれ人口⁹⁶について、アメリカに帰化した者（Naturalized U.S. citizen）と非米国市民（Not a U.S. citizen）に分けて確認すると、特に、23年については、非米国市民の増加が人口全体の増加をけん引していることが分かる（第2-1-81図）。非米国市民には、永住権の取得者や一時的滞在者、難民及び不法移民が含まれるが、23年にはメキシコ国境において遭遇した入国希望者⁹⁷のうち約6割がアメリカ国内に入国しているとの指摘⁹⁸もあり（第2-1-82図）、23年における非米国市民の伸びには、不法移民の大幅な流入も寄与していることが示唆される。

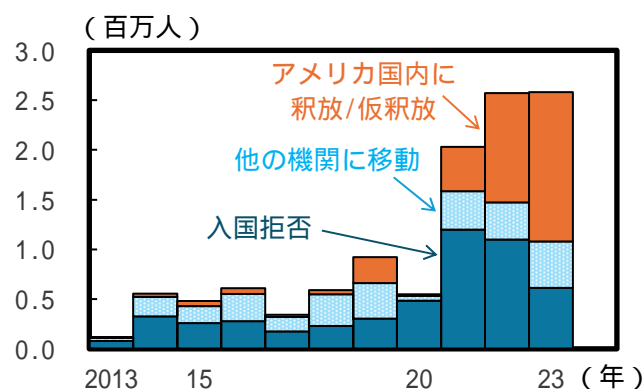
このため、感染症拡大後、特に23年以降のアメリカ労働市場における需給ひっ迫の緩和には、移民を中心とする人口増加による労働供給の拡大が大きく寄与したと考えられる。

第2-1-81図 内訳別人口成長率



(備考) 1. アメリカ商務省センサス局により作成。
2. 20年、21年はCurrent Population Survey Annual Social and Economic Supplements (CPS ASEC、月次統計であるCPSの調査内容に加えて、就業経験等の追加的な項目が調査される年次統計)に基づいて計算。

第2-1-82図 メキシコ国境における入国希望者の処遇



(備考) Orrenius et al. (2024)により作成。

⁹⁶ ここでの外国生まれ人口は、American Community Survey を基にアメリカ商務省センサス局が推計したもの。

⁹⁷ 遭遇データには、アメリカ国境警備隊 (USBP) によるタイトル8 (合衆国法律集 (USC) 第8章: 行政府に対して、許可なくアメリカに入国した者及びアメリカ滞在の法的根拠を確立できない者を国外退去させることに加え、将来的な移民手続きも禁じるなどの権限を与えている) に基づく逮捕、税関・国境取締局業務部 (OFO: Office of Field Operations) によるタイトル8に基づく入国拒否、タイトル42 (USC 第42章: 行政府に対して、外国からの入国者を經由した感染症防止のために移民の入国を制限する権限を与えている) に基づく追放が含まれる。なお、タイトル42に基づく追放は2020年3月21日に始まり、2023年5月11日に終了している。

⁹⁸ Orrenius et al. (2024)

ただし、アメリカにおける移民の受入れは政策動向による部分が大きい。24年9月までのメキシコ国境における入国希望者との遭遇データを確認すると、21年以降に大幅に増加⁹⁹したものの、24年以降は減少に転じ、バイデン政権が24年6月にメキシコ国境からの不法越境者の流入を制限する大統領令を公表して以降、一段と減少している（第2-1-83図）。

トランプ大統領は就任初日（2025年1月20日）にアメリカ南部国境における緊急事態を宣言し、国境警備の強化や不法移民の排除及び各種移民政策を厳格化する大統領令に署名した（第2-1-68表）。加えて、アメリカ国内に2022年時点で約1,100万人¹⁰⁰いるとされる不法移民の強制送還も開始しており、移民政策はバイデン政権下と比較して厳格化している。アメリカにおける業種別就業者に占める外国生まれの人の割合を確認すると、建設、農業等¹⁰¹に加え、飲食・宿泊等¹⁰²において、外国生まれの人、特に不法移民等が含まれる非米国市民の割合が他の業種に比べて高く、第二次トランプ政権における厳格な移民政策の影響を受けやすいと考えられる（第2-1-84図）。こうした業種別の影響を含め、移民政策によるアメリカ労働市場への影響を注視する必要がある。

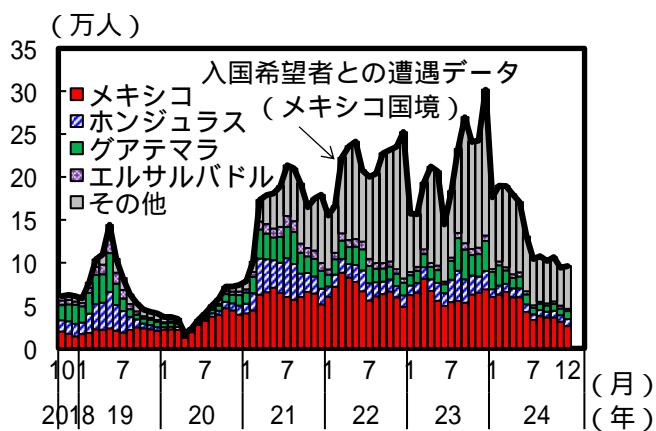
⁹⁹ バイデン大統領（当時）は就任初日の2021年1月20日に、一定の条件を満たした不法移民が市民権を取得できるようにすること等を定めた移民法案の草案を議会に送付するとともに、トランプ大統領が第一次政権時に撤廃を試みてきたDACA（Deferred Action for Childhood Arrivals：幼少期に親に連れられて不法入国した若者の強制送還を猶予する措置）を維持するための覚書に署名。21年2月24日には、トランプ大統領が第一次政権時に発動していた、移民ビザ取得希望者への入国停止命令を解除すると発表した。また、2021年10月8日には、2022年度の難民受け入れ制限を従来の6.25万人から12.5万人に倍増することを決定するなど、移民に対して寛容な政策を打ち出していた。

¹⁰⁰ Pew Research Centerによる推計。Passel and Krogstad (2024)を参照。

¹⁰¹ 農業等は、農林水産業、狩猟、鉱業（Agriculture, forestry, fishing and hunting, and mining）。

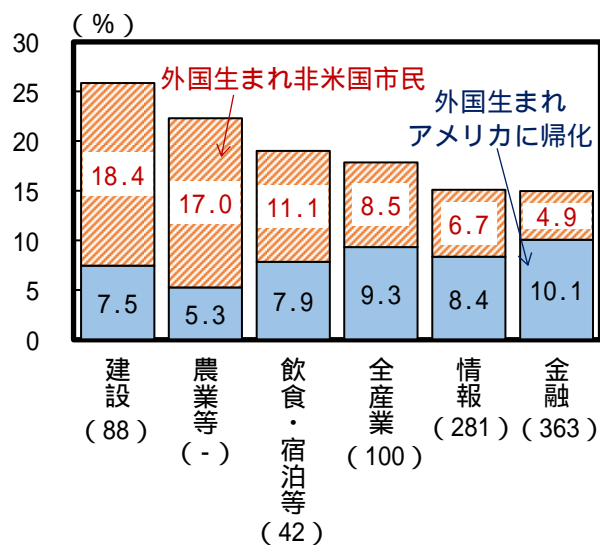
¹⁰² 飲食・宿泊等は、芸術、エンターテインメント、レクリエーション、宿泊・飲食サービス（Arts, entertainment, and recreation, and accommodation and food services）。

第2-1-83図 メキシコ国境での遭遇データ
(出身国別)



- (備考) 1. アメリカ税関・国境取締局により作成。
2. 遭遇データには、アメリカ国境警備隊による逮捕、税関・国境取締局業務部による入国拒否、追放が含まれる。
3. メキシコ国境とはアメリカ南西部国境 (Southwest Land Border)。

第2-1-84図 業種別就業者に占める
外国生まれの人の割合



- (備考) 1. アメリカ商務省、アメリカ労働省により作成。2023年値。
2. 非米国市民には、永住権取得者、一時滞在者、難民及び不法移民が含まれる。
3. ()内は、雇用者数一人当たり付加価値。農林水産業、狩猟、鉱業を除く全産業の一人当たり付加価値を100とした指数。

Box. 失業率を変化させない雇用者数の伸び

失業率の変動と、非農業部門雇用者数の増減には一定の負の相関がみられるが、失業率の前期差と非農業部門雇用者数の前期差を、感染症拡大前後でプロットすると（図1）、失業率の前期差が0%ポイントとなる雇用者数の伸び（図1の切片）が感染症拡大以降、大きくなっていることが分かる。

家計調査、事業所調査それぞれから作成される雇用者数が同じであると仮定すると¹⁰³、例えば、労働力人口が10万人増加した場合、家計調査における失業率を4%で一定とするためには、事業所調査における非農業部門雇用者数が9万6千人増加しなければならない。すなわち、失業率を変化させない雇用者数の伸びは、主に労働力人口の拡大ペースに左右されることになる（図2）。

Petrosky-Nadeau and Stewart (2024)は、感染症拡大後の労働参加率の回復及び移民の急増を背景として、同期間の失業率を変化させない雇用者数の伸びが、一時的に高まっていた可能性を指摘している。長期的なトレンドとされる前月差7~9万人¹⁰⁴から、多ければ前月差23万人程度まで高まっていた可能性があるとしており、特に、2023年半ば以降、非農業部門雇用者数が前月差20万人を超えて拡大する中、失業率が上昇していたことと整合的である¹⁰⁵。なお、先行きについては、2025年末までに10万人を下回る長期的なトレンドまで減少すると予測されている。

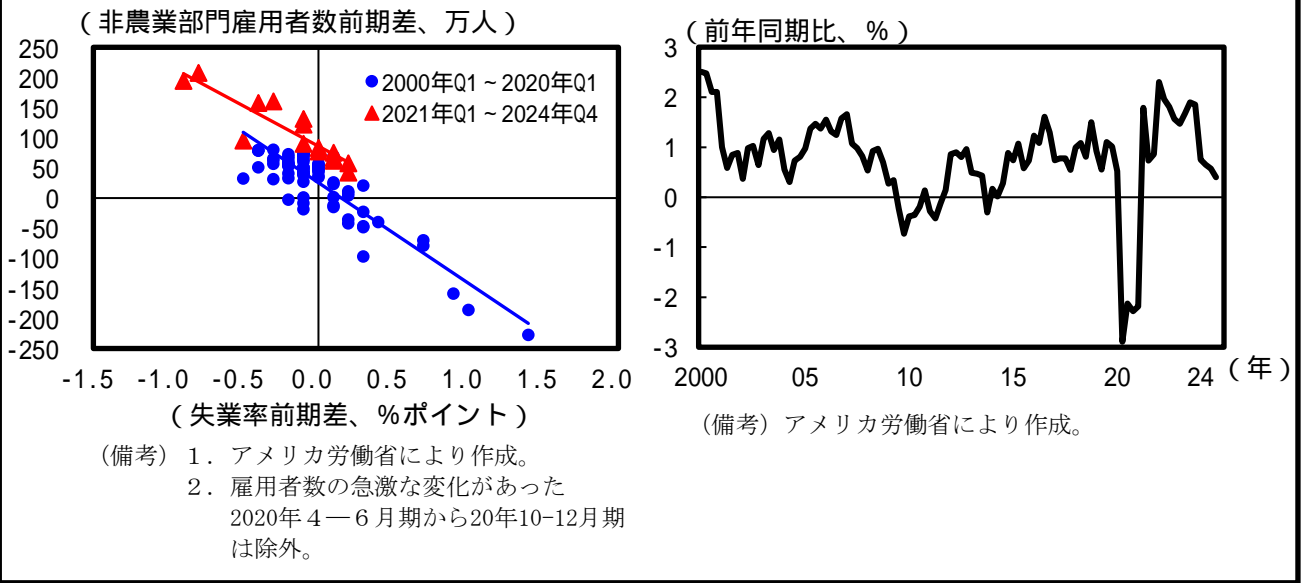
¹⁰³ 前述のとおり、家計調査の雇用の概念は、非法人の自営業者、家族経営企業で働く無給の家族労働者、農業関連労働者、家事手伝い等家庭生活支援サービスに従事する労働者、無給休暇中の労働者を含む。一方、事業所調査においては、前述の労働者は全て除かれる（農林水産業関連労働者のうち伐採（Logging）に従事する者は含まれる）。また、一時帰休中の労働者について、家計調査では失業者とみなされる一方、事業所調査では調査対象期間に給与を受け取った場合は雇用者とみなされる。

¹⁰⁴ Bidder et al. (2016)

¹⁰⁵ Edelberg and Watson (2024)では、家計調査における雇用者数の推計の基となっているセンサス局の人口推計が感染症拡大後の移民の純流入の拡大を十分に勘案できておらず、結果として家計調査の雇用者数が実態よりも低く見積もられている可能性があるとして指摘している。こうした両調査における雇用者数のかい離も、（家計調査における）失業率を変化させない（事業所調査における）非農業部門雇用者数の伸びを押し上げている要因の一つである可能性がある。

図1 失業率の変動と非農業部門雇用者数の増減

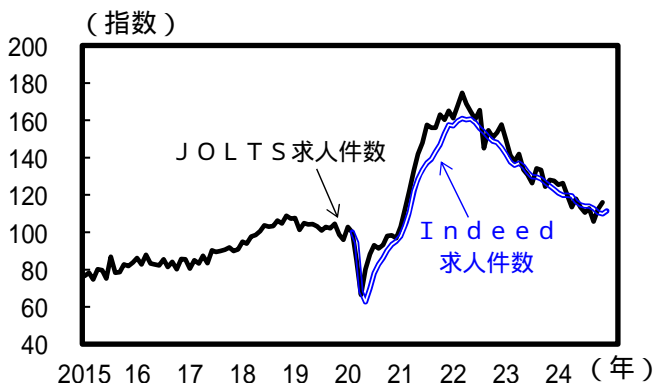
図2 労働力人口の伸び



次に、労働需要について、JOLTS求人数¹⁰⁶及びIndeed求人数¹⁰⁷をみると、22年初をピークに減少が続いた後、24年末にかけては、おおむね感染症拡大前の水準で推移している（第2-1-85図）。

また、求職者（失業者）一人当たりの求人数である求人倍率は、感染症拡大前の水準をやや下回るまで低下した後、24年末にかけては下げ止まっている（第2-1-86図）。感染症拡大後の労働需給ひっ迫は、おおむね解消したといえる。

第2-1-85図 求人件数



(備考) 1. アメリカ労働省、Indeedにより作成。
2. JOLTS求人件数は2020年2月=100、Indeed求人件数は2020年2月1日=100。

第2-1-86図 求人倍率



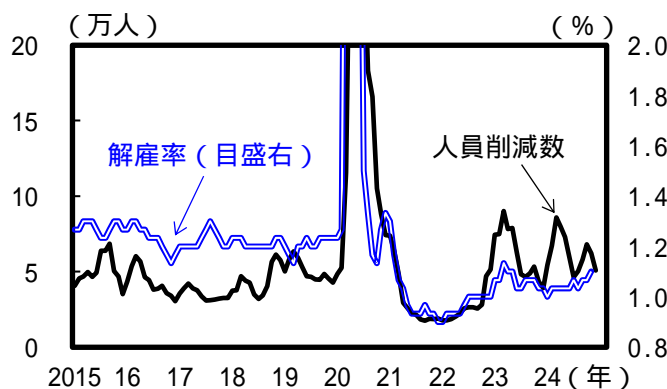
(備考) アメリカ労働省により作成。

¹⁰⁶ Job Openings and Labor Turnover Survey (JOLTS) における求人件数 (Job Openings)。アメリカ労働省により毎月公表されている。

¹⁰⁷ 求人検索エンジンを運営する Indeed 社が公表する求人件数に関する指数。2020年2月1日以降の季節調整済みの求人件数を指数化したもの。

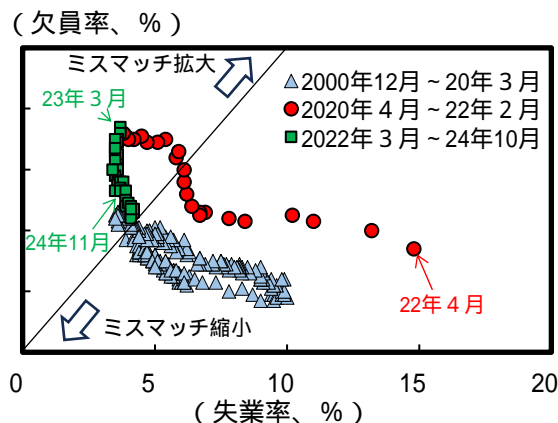
一方、企業による人員削減及び解雇率は低位で推移しており（第2-1-87図）、労働投入の調整を人員削減によって行う動きは限定的であることがうかがえる¹⁰⁸。UV曲線では、失業率が低位にとどまる中、欠員率がおおむね感染症拡大前の水準まで低下しており、ソフトランディングへの道のりをたどっている¹⁰⁹（第2-1-88図）。

第2-1-87図 人員削減数と解雇率



(備考) 1. アメリカ労働省、チャレンジャー・グレイ・アンド・クリスマスにより作成。
2. 3か月移動平均値。

第2-1-88図 UV曲線



(備考) アメリカ労働省により作成。

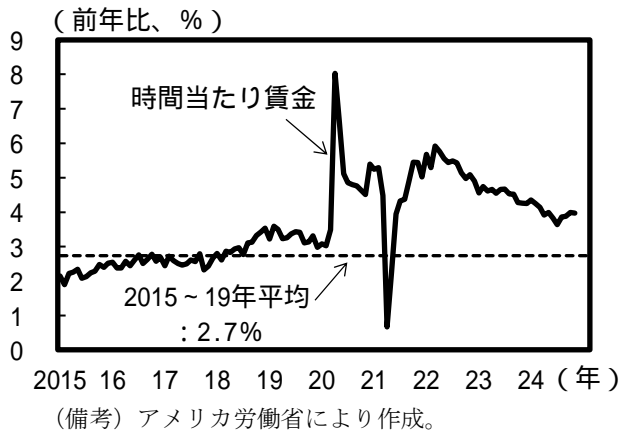
(賃金の伸びはおおむね横ばい)

感染症拡大後の労働需給ひっ迫が解消する中、賃金動向をみると（第2-1-89図）、前年比でみた時間当たり賃金の伸びは、2024年半ばにかけて鈍化した後、24年末にかけては4%前後でおおむね横ばいで推移している。アトランタ連銀が公表するWage Growth Tracker (WGT)及びアメリカ労働省が公表する雇用コスト指数も、22年のピーク以降、伸びが鈍化し、24年末にかけては4%程度で推移している（第2-1-90図）。

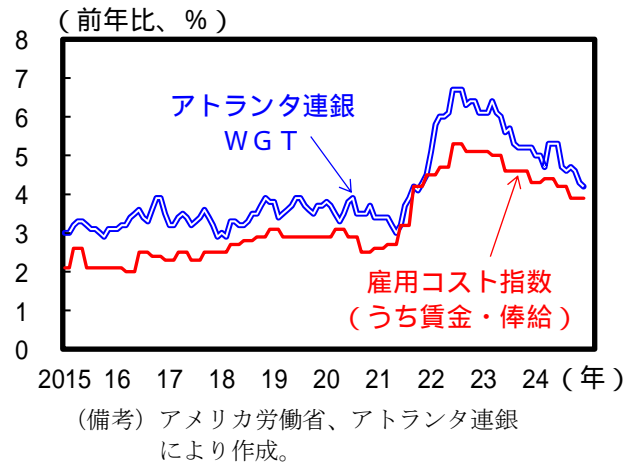
¹⁰⁸ 2024年9月に公表されたページブック（12の地区連銀が管轄する各地域における現在の経済状況に関する公表物であり、主に定性的な情報を基に、各地域の経済状況と見通しが示されている）では、いくつかの地区で企業が従業員の勤務時間の調整等を行っているが、レイオフの報告は稀であるとしている。

¹⁰⁹ Figura and Waller (2022)

第2-1-89図 時間当たり賃金上昇率



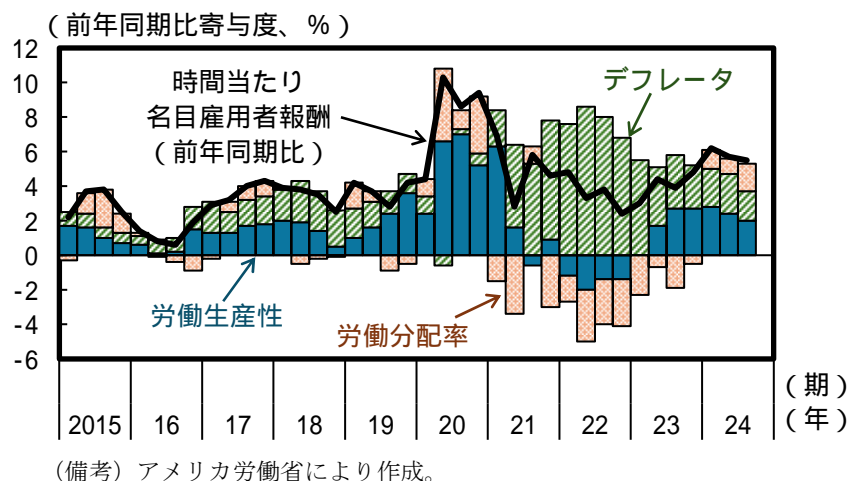
第2-1-90図 WGT、雇用コスト指数



ここで、感染症拡大前から足下にかけての時間当たり名目雇用者報酬の伸びを労働分配率、実質労働生産性、付加価値デフレータの3つの要因に分けて考える¹¹⁰ (第2-1-91図)。物価上昇率 (コアPCEデフレータ) が2%前後で安定していた2017～19年頃にかけての時間当たり名目雇用者報酬は、労働分配率がおおむね一定の下、労働生産性、デフレータの寄与がそれぞれ1.5%ポイント、2.0%ポイント前後の、あわせて3.5%～4.0%で推移をしていた。その後、感染症拡大に伴い、3つの要因がそれぞれ大きく変動した後、2024年初以降、労働生産性、デフレータの寄与がともに2%ポイント前後で推移する中、労働分配率のプラス寄与が続いている。

以下では、労働生産性と労働分配率の動向を確認する。

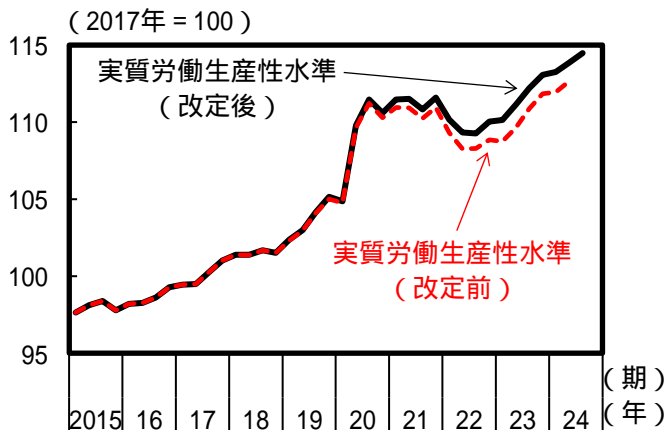
第2-1-91図 時間当たり名目雇用者報酬 前年同期比伸びの要因分解



¹¹⁰ 時間当たり名目雇用者報酬の寄与度分解は次式による。時間当たり名目雇用者報酬(Hourly compensation) = 労働分配率 (Labor share) × 時間当たり労働生産性 (Labor productivity) × 付加価値デフレータ (Value-added output price deflator)

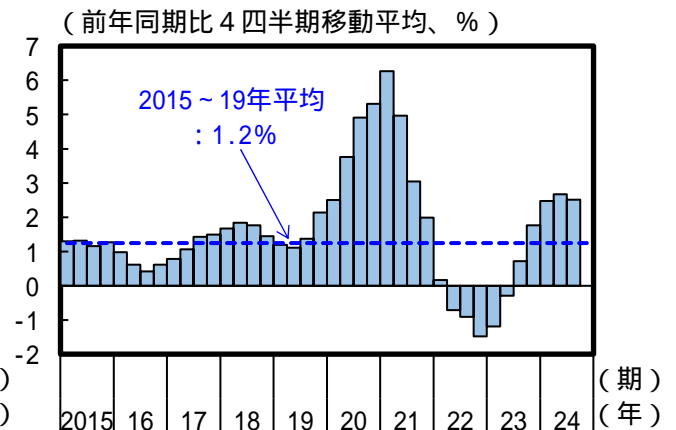
まず、労働生産性について、アメリカ労働省が公表する非農業民間部門の労働生産性は、前述のGDP統計の2024年年次改定を受けて上方改定された結果（第2-1-92図）、2020～23年の実質労働生産性の伸び（年率）は1.9%と、感染症拡大前の2015～19年の伸び（年率）である1.2%を大きく上回ることとなった（第2-1-93図）。

第2-1-92図 実質労働生産性水準



（備考）アメリカ労働省により作成。

第2-1-93図 実質労働生産性の伸び



（備考）アメリカ労働省により作成。

感染症拡大期の2020年後半～21年前半にかけて、労働生産性の伸びが大きく上昇したことについては、一時的な労働者構成の変化や資本装備率の高まり等によるものであることが指摘されている¹¹¹。実際に、感染症の収束に伴って経済が再開した21年以降の労働生産性の伸びは低下に転じ、2022年にはマイナスに落ち込んでいる。ただし、2023年末以降の実質労働生産性の伸びは2015～19年平均の年率1.2%を上回る伸びとなっており、賃金上昇を下支えしている。

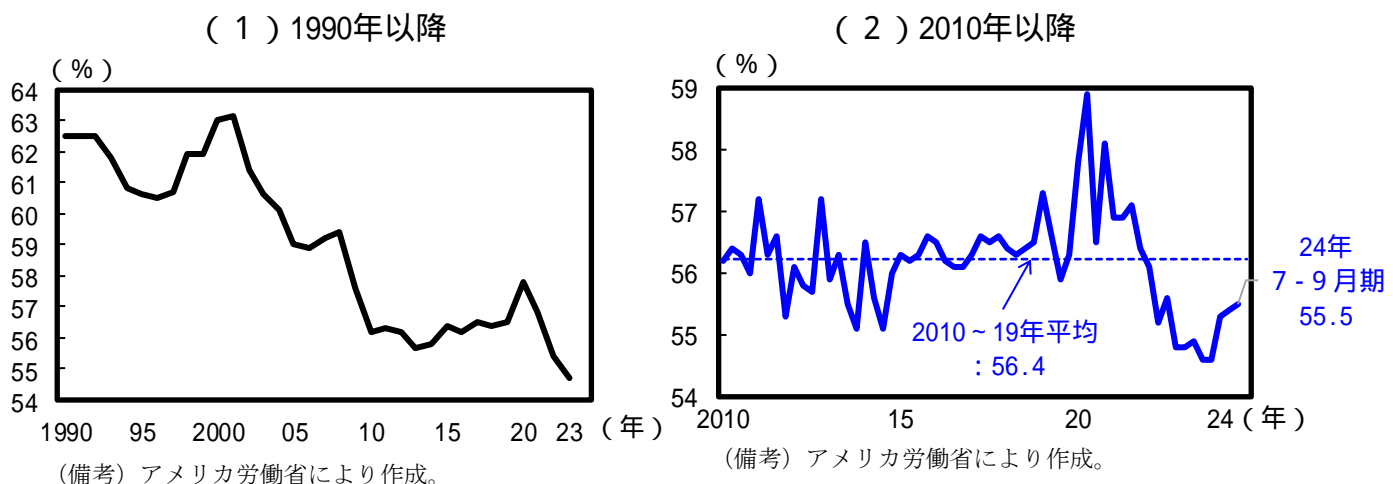
¹¹¹ 感染症拡大期には、相対的にスキルの低い労働者が職を失ったため、労働者の平均的なスキルが一時的に高まるとともに、労働者1人が活用できる資本が一時的に大きく増加した。詳細は、Fernald et al. (2024)。

次に労働分配率について確認する。

アメリカの労働分配率は長期的に低下傾向にある（第2-1-94図（1））。アメリカを含めた先進諸国の趨勢的な労働分配率の低下の背景については、（1）資本財価格の（賃金に対する）相対的な低下、（2）貿易や海外へのアウトソーシングを含めたグローバル化、（3）労働市場や制度の変化、（4）生産性が高く労働分配率の水準が低い資本集約的な「スーパースター企業」が経済活動に占めるシェアの上昇、が指摘されている¹¹²。なお、アメリカにおいては特に、（4）の「スーパースター企業」のシェアが上昇したことにより、労働分配率が低下してきた可能性が指摘されている¹¹³。

2010年代以降の労働分配率はおおむね横ばいで推移してきたが、感染症拡大後に一時的に上昇した後、2023年末にかけては過去最低水準まで低下した。なお、2024年末にかけては反発がみられており（第2-1-94図（2））、短期的には、時間当たり名目雇用者報酬の下支え要因となっている。

第2-1-94図 労働分配率の推移



以上のように、アメリカにおける2024年末にかけての賃金上昇の底堅さの主な背景として、感染症拡大前と比較して高い労働生産性の伸びが継続していることが挙げられる。労働分配率を含め、賃金動向に大きな影響を与えるこれらの要因について、引き続き注視していく必要がある。

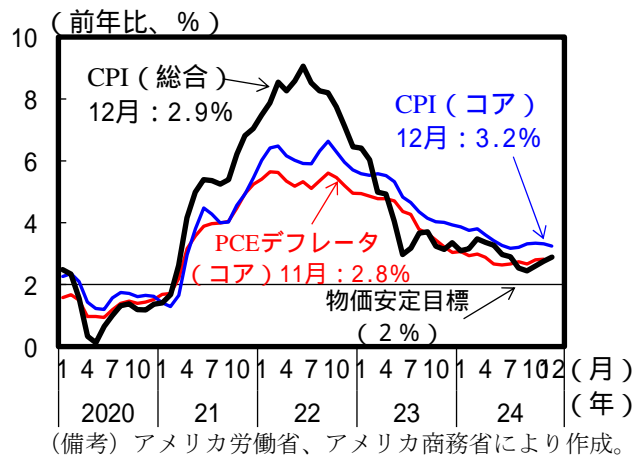
¹¹² IMF (2017)、OECD (2018)、内閣府 (2018)

¹¹³ Autor et al. (2017)

（消費者物価上昇率は2%台まで低下）

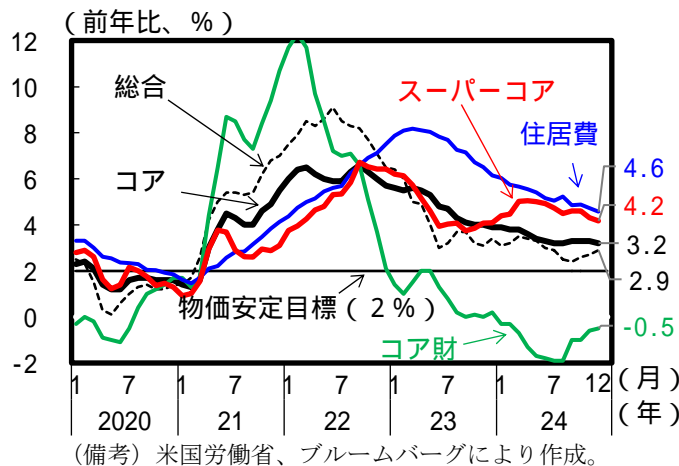
消費者物価指数（CPI）（総合）をみると、前年比は2022年6月（9.1%）をピークに低下したのち、23年7月以降、3%台でおおむね横ばいで推移してきた。24年4月以降は低下傾向にあったものの、24年10月以降上昇し、24年12月は2.9%となった。また、FOMCが重視しているPCEデフレーター（コア）の前年比をみると、2024年5月以降、2.7~2.8%前後でおおむね横ばいで推移している（第2-1-95図）。

第2-1-95図 CPIとPCEデフレーター（前年比）



次に、CPIの推移を項目別に確認する。変動の大きいエネルギー、食料品を除いたCPI（コア）の前年比をみると、3%台でおおむね横ばいで推移している。CPI（コア）は、コア財（エネルギー、食料品を除く財）、住居費、スーパーコア（電力、ガス、住居費を除くサービス）の3つに分解することができ、これらの前年比の推移をみると、コア財が大きく低下している一方、住居費、スーパーコアは依然として高い水準にとどまっている（第2-1-96図）。

第2-1-96図 消費者物価（前年比）の推移



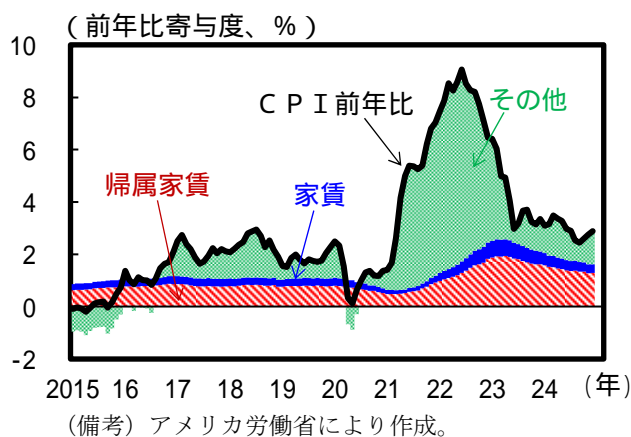
以下、住居費及びスーパーコアについて詳細に確認する。

CPIの住居費には主に、賃借人が実際に支払っている「家賃」と、家を所有人が自身の家を借りていると仮定した「帰属家賃」が含まれる。これら2項目（以下「CPI家賃」という。）がCPI全体に占めるウェイトは約35%と、物価動向に与える影響は大きく、2023年以降の消費者物価上昇率の鈍化ペースが緩やかになっている要因の一つとなっている（第2-1-97図）。

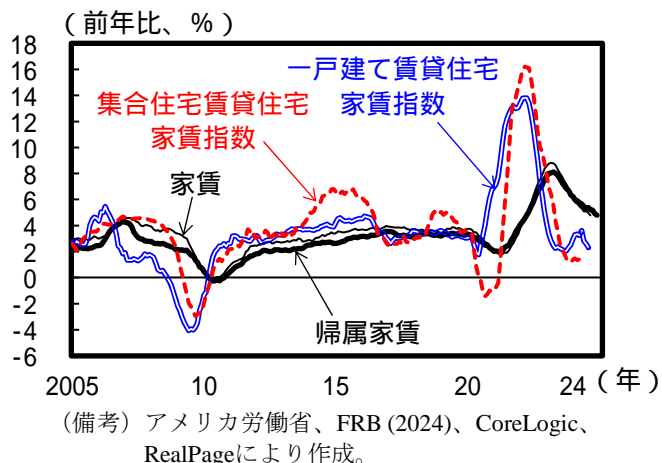
CPI家賃を作成する上で実施されるCPI Housing Surveyのサンプルには、新たな物件の賃貸契約をしたばかりの人のほか、同じ物件に住み続けている人も含まれる。前者が支払う家賃は、賃貸住宅市場における募集賃料とおおむね同様の動きをする一方で、後者が支払う家賃は、基本的には契約期間中は上昇しないことから、賃貸住宅市場における募集賃料の変動に対してラグが生じる。こうしたことから¹¹⁴、CPI家賃は、賃貸住宅市場における募集家賃を民間企業が集計・作成している家賃指標（以下「民間家賃指標」という。）に約1年程度遅れて推移するとされていた¹¹⁵。

しかし、民間家賃指標の伸びが2023年半ば頃には感染症拡大前の水準まで鈍化した一方で、CPI家賃の伸びは2024年末においても感染症拡大前の水準を上回っており、そのラグが長期化している（第2-1-98図）。

第2-1-97図 CPI総合前年比寄与度



第2-1-98図 CPI家賃と民間家賃指標



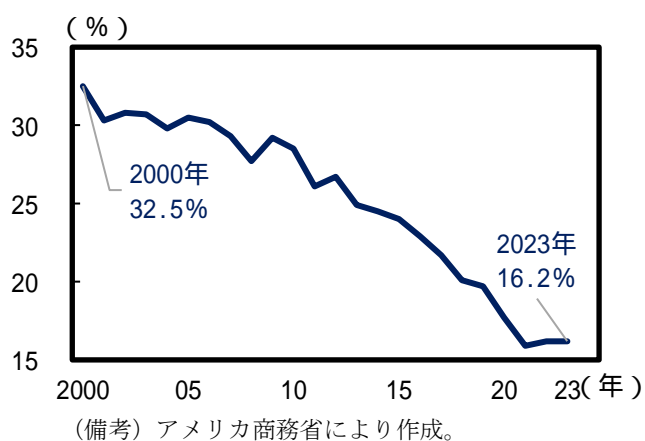
¹¹⁴ CPI家賃を作成するに当たって行われるCPI Housing Surveyでは、サンプルが6分割され、各パネルが6か月おきに調査される。したがって、例えば単月でサンプル全体の家賃が大きく上昇したとしても、その上昇が全て反映されるには6か月かかることになる。

¹¹⁵ Bolhuis et al. (2022)、Lansing et al. (2022)

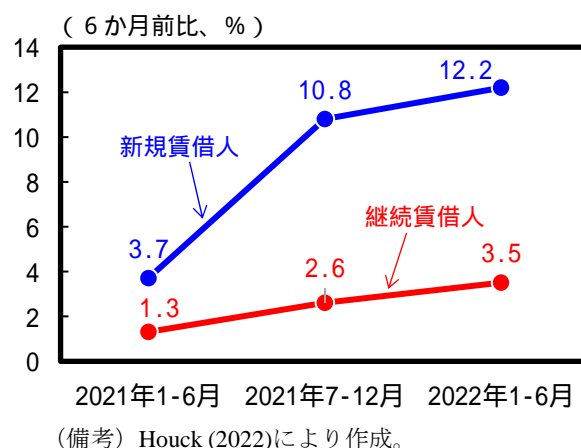
CPI家賃の民間家賃指標への遅れが長期化している背景としては、以下2点が指摘されている¹¹⁶。1点目は、CPI Housing Surveyのサンプルにおいて、新たな物件の賃貸契約をしたばかりの人の割合が低くなっており、民間家賃指標の動向がCPI家賃に反映されるまでに要する期間が長期化していることである。現在住んでいる賃貸物件に過去1年以内に引越してきた人の割合は2000年以降低下しており、2023年時点で過去最低に近い水準にある（第2-1-99図）。2点目は、感染症拡大後の賃貸住宅市場における募集賃料の伸びが急速に上昇したため、同じ物件に住み続けている人の家賃に反映されるのにこれまでよりも時間を要していることである。募集賃料の伸びが急速に上昇した2021年以降、新たな物件の賃貸契約をしたばかりの人の家賃が大幅に上昇する一方で、同じ物件に住み続けている人の家賃の上昇は緩やかなものにとどまった（第2-1-100図）。結果、募集賃料の水準と同じ物件に住み続けている人の家賃水準との差が過去よりも大きくなったことから、そのキャッチアップに時間を要している可能性がある。

以上を踏まえると、CPI家賃と民間家賃指標とのラグが長期化してはいるものの、2024年末にかけて民間家賃指標が感染症拡大前の伸びで推移する中、CPI家賃も感染症拡大前の伸びの水準に緩やかに回帰すると考えられる。

第2-1-99図 現在の賃貸物件に
1年以内に引越してきた人の割合



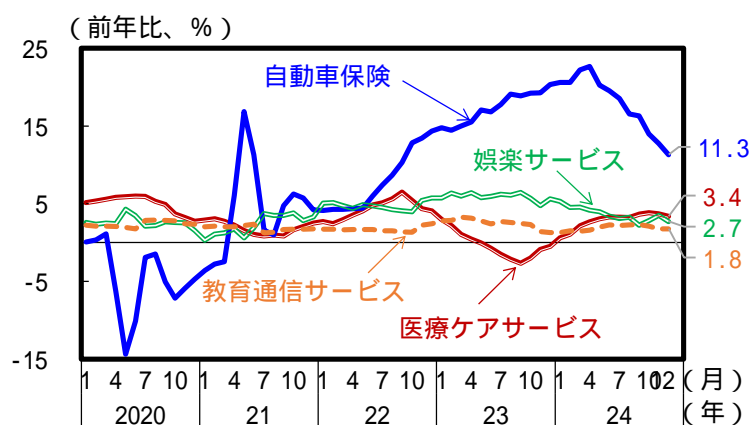
第2-1-100図 新規賃借人の家賃と
継続賃借人の家賃の伸び



¹¹⁶ Loewenstein et al. (2024)、高原 (2024)

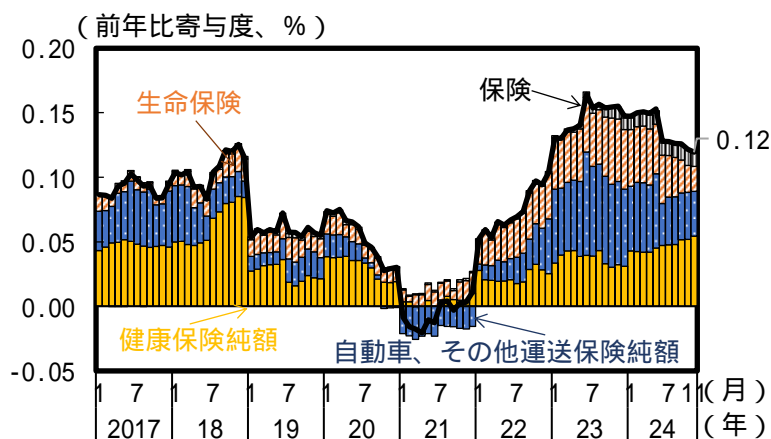
次にスーパーコアを確認する。CPIのスーパーコアを品目別にみると、自動車保険の上昇が大きいことが分かる（第2-1-101図）。保険の物価上昇をより細かく確認するために、PCEデフレータの保険（insurance）の品目別の寄与度をみると、2023年頃から自動車、その他運送保険純額を中心に保険が全体的に上昇していることが分かる（第2-1-102図）。

第2-1-101図 消費者物価のスーパーコアの内訳項目の推移（前年比）



（備考）アメリカ労働省により作成。

第2-1-102図 PCEデフレータの「保険」の前年比寄与度



（備考）アメリカ商務省により作成。

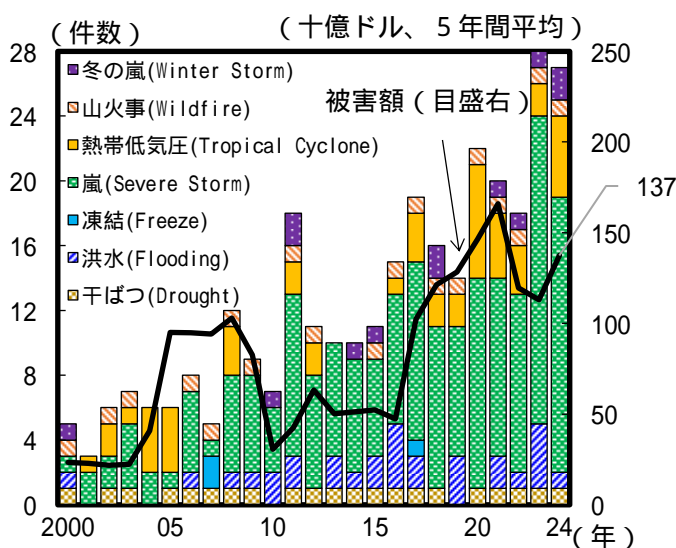
自動車保険料が上昇している要因として、ビリオンダラー災害（被害額が10億ドルを超える災害）の件数が増加傾向にあることが挙げられる¹¹⁷（第2-1-103図）。自然災害の増加を受け、保険会社は保険金の支払い規模が拡大することを忌避し、住宅向け損害保険の引き受けから相次いで撤退し、残された会社は保険料を引き上げるといった事象

¹¹⁷ このほか、第1項で示したとおり、自動車・同部品の生産者物価が高止まり、自動車生産に必要なコストが大きい状況が続いていることも自動車保険料が上昇している要因の一つとなっている可能性がある。

が発生している。自然災害は年々増加傾向にあることから、今後、保険関係の物価上昇を注視する必要がある。ただし、2024年11月のFOMC後の記者会見においてパウエル議長が言及¹¹⁸したとおり、住居費、保険にはキャッチアップインフレが起きている可能性があり、必ずしも現在のインフレ圧力を反映しているわけではないことには留意が必要である。

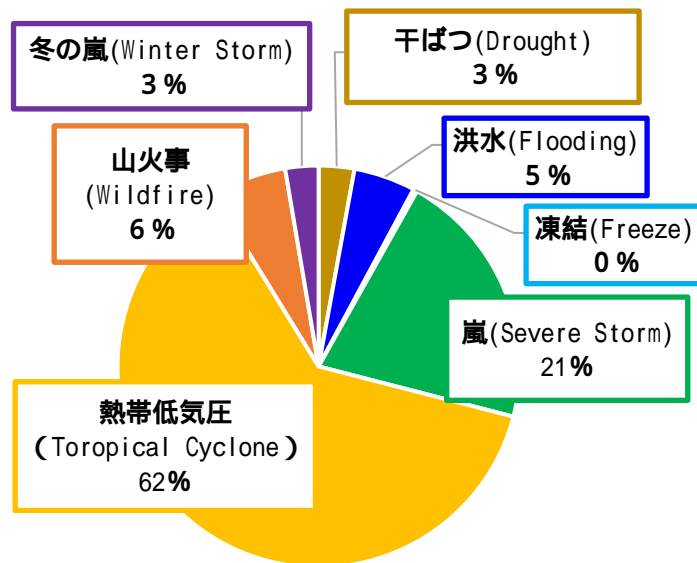
第2-1-103図 ビリオンダラー災害の件数、被害額、被害額に占める割合（災害別）

(1) ビリオンダラー災害の件数、被害額



(備考) 1. アメリカ海洋大気庁により作成。
2. 「熱帯低気圧」はハリケーンを含む。

(2) 被害額に占める割合（災害別）



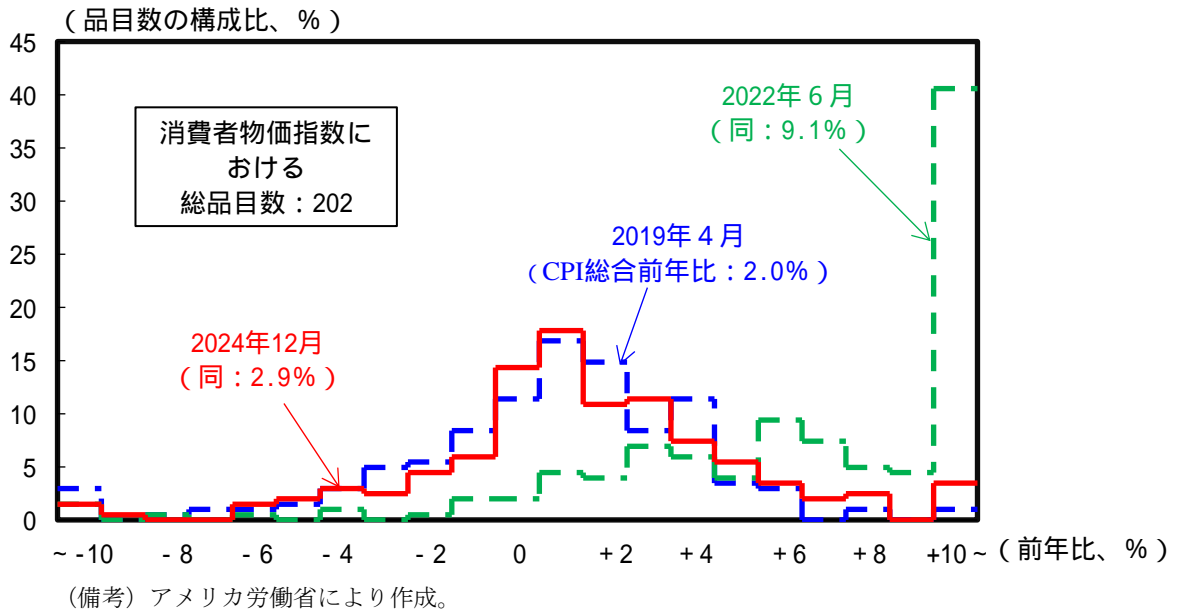
(備考) 1. アメリカ海洋大気庁により作成。
2. 2000年から2024年の災害被害額の合計に占める災害別の金額の割合。

ここで、感染症拡大前、物価高騰期、そして直近の3つの期間における消費者物価上昇率の品目数の構成比を確認する(第2-1-104図)。具体的には、①消費者物価上昇率の前年比が2.0%だった2019年4月、②消費者物価上昇率が前年比9.1%と感染症拡大以降最も高い水準にあった2022年6月、③直近の2024年12月の品目ごとの物価上昇率をみると、以下のようにまとめられる。

- ① 大半の品目の物価上昇率が▲2%～4%の範囲にとどまり、左右対称の単峰型を形成。
- ② 財を中心に多くの品目の物価上昇率が10%以上となり、右に偏った分布を形成。
- ③ 大半の品目の物価上昇率が▲2%～4%の範囲にとどまり、左右対称の単峰型に戻りつつあることがうかがえる。

¹¹⁸ 2024年11月のFOMC後の記者会見の中でパウエル議長は、住居費の価格の伸びの高さは過去の上昇圧力を反映しており、新規賃料の低い伸びが反映されることに時間がかかっており、このような「キャッチアップインフレ」は住居費のほか、保険価格にも生じていることについて言及している。

第2-1-104図 消費者物価上昇率の品目数の構成比



コラム2 国際商品市況

本コラムでは、各国の物価動向や景気動向に影響を与える可能性のある原油、天然ガス、小麦の価格動向について概観する。まず、2021年～2024年6月までの国際市場における各商品の価格の動きを振り返り、その後2024年7月以降の足元の価格の動きを詳しくみていく。

(i) 原油

原油価格（WTI）（図1（1））は、2021年当初は60ドル/バレルであったが、2022年2月に起きたウクライナ侵略をきっかけとして一時120ドル/バレルまで上昇した。その後は値下がり転じたが、2023年10月のパレスチナ武装勢力によるイスラエルへの攻撃を契機とした中東情勢の緊迫化から、100ドル/バレル近くまで上昇した。その後は、価格はやや下落し、2024年6月は80ドル/バレル前後で推移した。

足下の動向をみると（図2（1））、2024年7月当初は83ドル/バレルであったが、中東情勢の緊迫化懸念の後退や中国の景気後退観測等から、7月末には75ドル/バレルまで下落した。8月に入ると、中東情勢が再度緊迫化したことから80ドル/バレルまで上昇する場面もあったが、その後は下落に転じ、8月下旬には73ドル/バレルまで値下がりした。9月には、アメリカの景気の減速懸念やOPECの原油需要予測の下方修正等を受けて65ドル/バレルまで下落した。その後は持ち直しの動きとなり、10月初旬にはイランのイスラエルへのミサイル攻撃を契機とした中東情勢の悪化懸念から77ドル/バレルまで上昇したが、中旬以降は中東情勢の悪化懸念が後退したことから、下旬には70ドル/バレルまで下落した。11月に入ると、OPECの自主減産縮小の延長等から下値が抑えられ、おおむね横ばいでの動きとなり、68ドル/バレル前後で推移した。12月はイスラエルとレバノンのシーア派民兵組織であるヒズボラとの停戦合意を受け下落したのち、シリア情勢の不透明感の高まりから71ドル/バレルまでやや上昇した。1月中旬には、米英によるロシア石油生産・輸出に対する制裁強化の発表を受け、78ドル/バレルまで上昇した。

(ii) 天然ガス

欧州における天然ガスの先物価格（TTF）（図1（2））は、2021年当初は20ユーロ/メガワット時であったが、2021年冬期の低い気温に起因する需要増によって上昇した後、ロシアによるウクライナへの侵略により、一時210ユーロ/メガワット時まで上昇した。2022年8月には、ロシアのガスパロムによるノルドストリーム・パイプラインの定

期修理とその間のガス供給停止の発表により供給不安となり、一時300ユーロ/メガワット時まで上昇した。2023年10月には、パレスチナ武装勢力によるイスラエルへの攻撃等の中東情勢の悪化を受け、50ユーロ/メガワット時まで上昇した。その後は、おおむね横ばいでの推移となり、2024年6月下旬には34ユーロ/メガワット時となった。

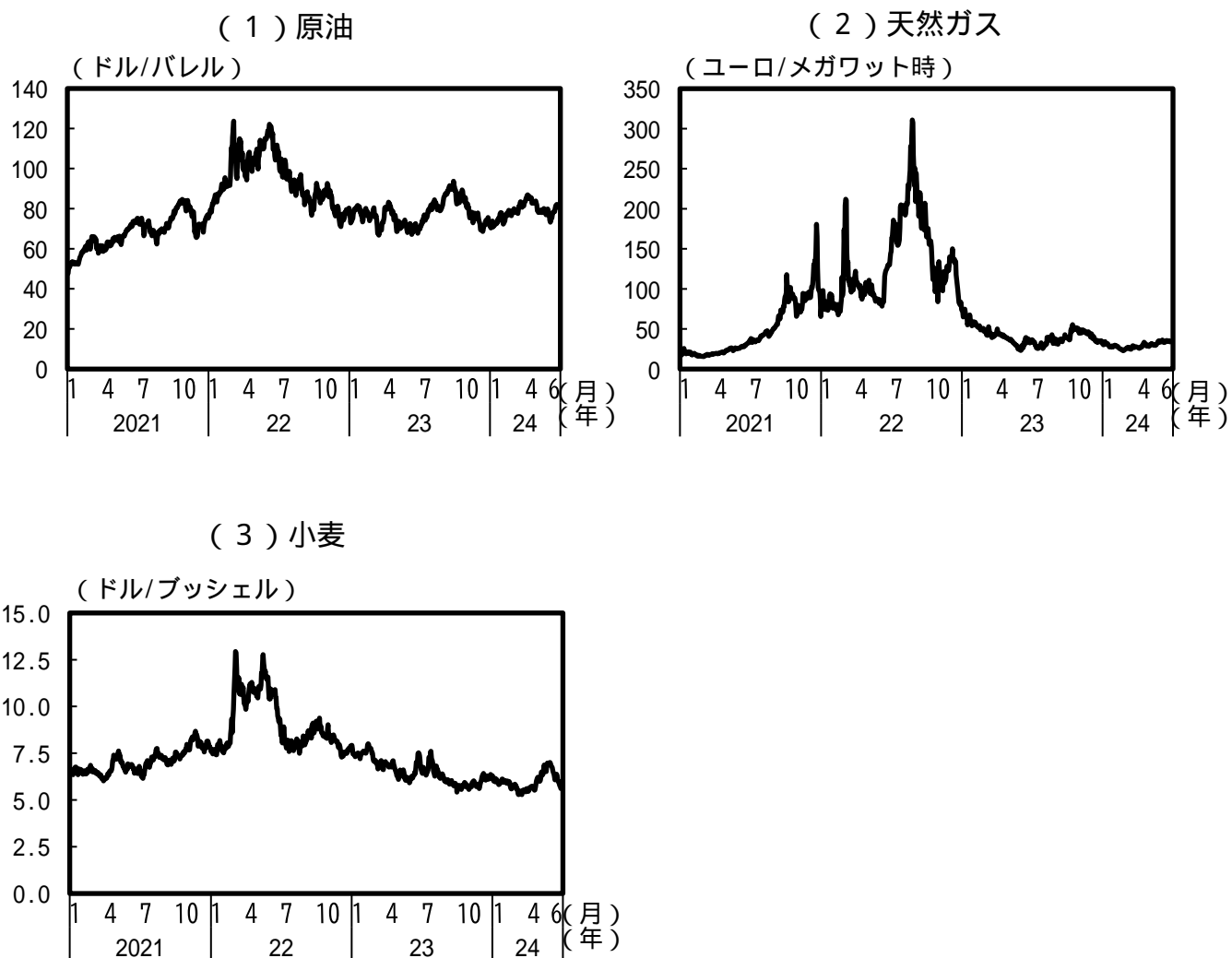
足下の動向をみると（図2（2））、2024年7月当初は33ユーロ/メガワット時であったが、8月にはウクライナ軍によるロシアのクルスク州への越境攻撃を背景とした地政学的リスクの高まりから、40ユーロ/メガワット時まで上昇した。9月に入ると、初旬は弱めの需要からやや下落したが、中旬以降はウクライナ情勢の緊迫化への懸念等から上昇傾向に転じ、10月には、40ユーロ/メガワット時まで値上がりしたが、在庫の多さなどにより上値が抑制され、その後はおおむね横ばいでの推移となった。11月に入ると、気温の低下による在庫の取り崩しやウクライナ情勢の悪化懸念等から、48ユーロ/メガワット時まで上昇した。12月は、初旬は比較的温暖な気候が予測され価格は下落したが、中旬にロシアのプーチン大統領によるウクライナとのガス輸送協定を延長しないとの発言を受け、月末に50ユーロ/メガワット時まで値上がりした。1月に入ると、気候が比較的温暖となったため、48ユーロ/メガワット前後で推移した。

（iii）小麦

小麦価格（シカゴ商品取引所）（図1（3））は、2021年当初は6.5ドル/ブッシェルであったが、2022年2月のウクライナ侵略を受けて、供給不安が高まり、12.9ドル/ブッシェルまで上昇した。その後は、アメリカの供給量増の見通しから値下がりし、2022年末には7.5ドル/ブッシェルまで下落した。2023年以降は需給が安定したことで、やや下落し、2024年6月下旬には5.7ドル/ブッシェルとなった。

足下の動向をみると（図2（3））、2024年7月当初は5.8ドル/ブッシェルであったが、世界最大の輸出国であるロシアの減産懸念が緩和し、アメリカ等でも豊作の観測が高まったため下落し、7月末には5.3ドル/ブッシェルとなった。その後、8月はおおむね横ばいで推移したが、9月に入ると、天候不順の影響を受けた世界的な供給減から価格は上昇し、10月初旬には6.0ドル/ブッシェルまで値上がりした。しかし、その後は小麦生産国であるカザフスタン等で豊作が見込まれたことから供給増の見通しとなり、価格は低下し、11月下旬には5.5ドル/ブッシェルとなった。12月から1月は需給の変化が少なく、横ばいでの動きとなり、5.5ドル/ブッシェル前後で安定的に推移している。

図1 国際商品市況(2021年1月~2024年6月)



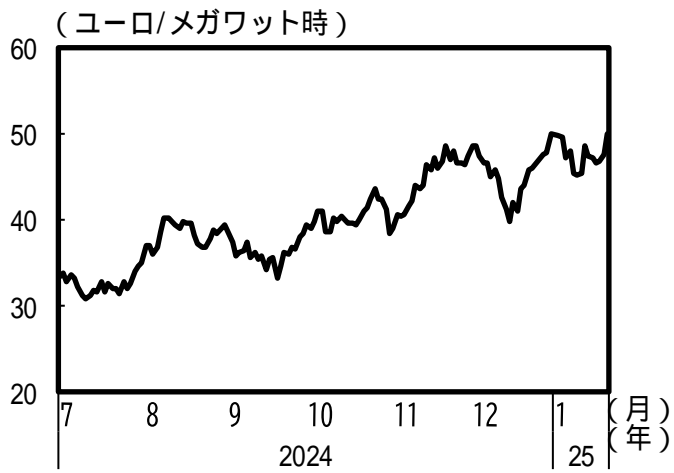
(備考) ブルームバーグにより作成。

図2 国際商品市況 (2024年7月以降)

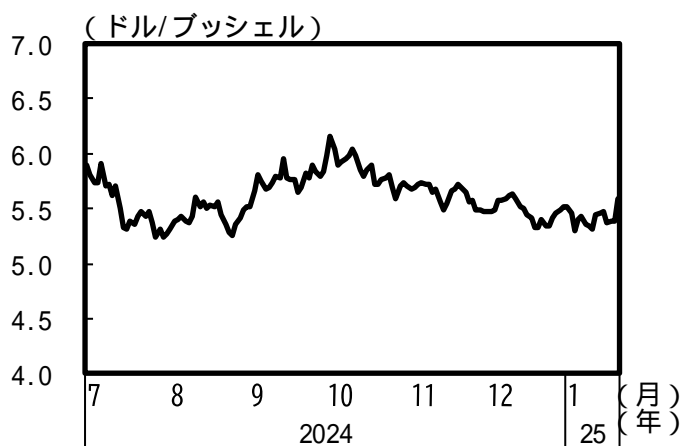
(1) 原油



(2) 天然ガス



(3) 小麦



(備考) ブルームバーグにより作成。

（政策金利は引下げ）

ここまでみてきたとおり、物価上昇率が2%台まで低下し、労働市場の需給緩和が進む中、政策金利は引き下げられた。

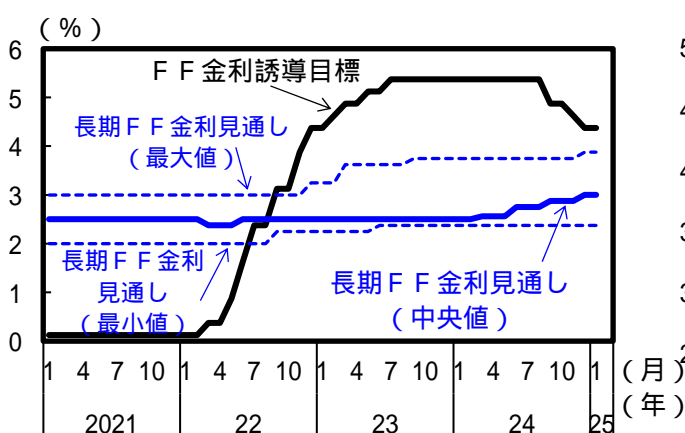
FRBは、2023年9月以降、FF金利の誘導目標範囲を5.25～5.50%に据え置いていたが、24年9月の利下げを皮切りに、同年末にかけての3会合で累計1%ポイントの利下げを行った。トランプ大統領の就任後初となる2025年1月会合では、4会合ぶりにFF金利の誘導目標範囲を据え置いた（第2-1-105図、第2-1-107表）。

今後の金融政策決定に関して、25年1月会合では、「（トランプ政権の政策が）どのように実行されるか、我々の政策対応がどうあるべきかを理解するところまでは、急がないつもり」と、先行きの政策決定における慎重なスタンスを示した。

2024年12月会合にて公表された四半期経済見通し（Summary of Economic Projection）によれば、25年末までに0.5%ポイントの利下げ（1回の利下げ幅を0.25%ポイントとすれば、2回分の利下げに相当）が行われる可能性が高いことが示されている。なお、金融市場が見込むFF金利の推移は、24年9月以降切り上がった結果、24年12月時点では、25年末までに0.25%ポイント程度の利下げしか織り込まれていない（第2-1-106図）。

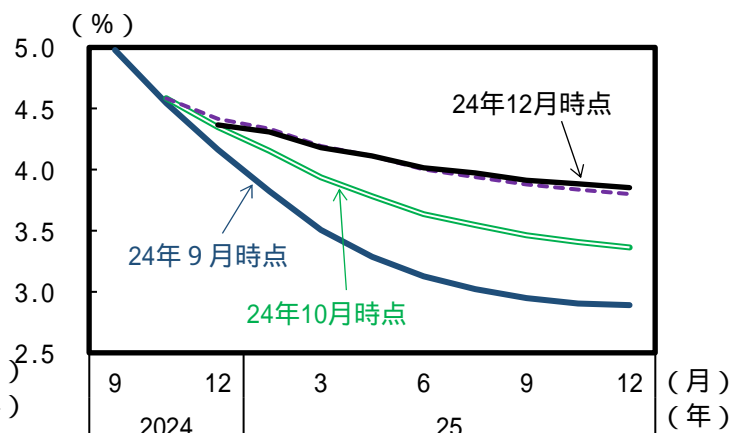
同見通しにおける、FOMC参加者による中立金利（長期FF金利）の想定を確認すると、2024年以降、中央値が切り上がると同時にその分散も大きくなっており（第2-1-105図）、中立金利の水準をめぐる不確実性は大きい。

第2-1-105図 政策金利の推移



- (備考) 1. FRBにより作成。
2. 長期FF金利見通しとは、FOMC参加者による「経済のバランスが保たれ、最大限の雇用と物価の安定を達成する金利」の見通し。

第2-1-106図 金融市場の利下げ見込み



- (備考) 1. ブルームバーグにより作成。
2. FF金利先物市場の市場参加者が見込むFF金利の推移。

第2-1-107表 欧米の金融政策の動向

	FRB	ECB	BOE
政策金利	<p>・利上げ～据置き～利下げ [22年3月～]</p> <p>FF金利（誘導目標範囲）</p> <p>: 0.00～0.25%</p> <p>0.25～0.50%に引上げ [22年3月]</p> <p>0.75～1.00%に引上げ [22年5月]</p> <p>1.50～1.75%に引上げ [22年6月]</p> <p>2.25～2.50%に引上げ [22年7月]</p> <p>3.00～3.25%に引上げ [22年9月]</p> <p>3.75～4.00%に引上げ [22年11月]</p> <p>4.25～4.50%に引上げ [22年12月]</p> <p>4.50～4.75%に引上げ [23年2月]</p> <p>4.75～5.00%に引上げ [23年3月]</p> <p>5.00～5.25%に引上げ [23年5月]</p> <p>5.00～5.25%で据置き [23年6月]</p> <p>5.25～5.50%に引上げ [23年7月]</p> <p>5.25～5.50%で据置き [23年9月]</p> <p>5.25～5.50%で据置き [23年11月]</p> <p>5.25～5.50%で据置き [23年12月]</p> <p>5.25～5.50%で据置き [24年1月]</p> <p>5.25～5.50%で据置き [24年3月]</p> <p>5.25～5.50%で据置き [24年5月]</p> <p>5.25～5.50%で据置き [24年6月]</p> <p>5.25～5.50%で据置き [24年7月]</p> <p>4.75～5.00%に引下げ [24年9月]</p> <p>4.50～4.75%に引下げ [24年11月]</p> <p>4.25～4.50%に引下げ [24年12月]</p> <p>4.25～4.50%で据置き [25年1月]</p>	<p>・利上げ～据置き～利下げ [22年7月～]</p> <p>預金ファシリティ金利</p> <p>: 0.50%</p> <p>0.00%に引上げ [22年7月]</p> <p>0.75%に引上げ [22年9月]</p> <p>1.50%に引上げ [22年10月]</p> <p>2.00%に引上げ [22年12月]</p> <p>2.50%に引上げ [23年2月]</p> <p>3.00%に引上げ [23年3月]</p> <p>3.25%に引上げ [23年5月]</p> <p>3.50%に引上げ [23年6月]</p> <p>3.75%に引上げ [23年7月]</p> <p>4.00%に引上げ [23年9月]</p> <p>4.00%で据置き [23年10月]</p> <p>4.00%で据置き [23年12月]</p> <p>4.00%で据置き [24年1月]</p> <p>4.00%で据置き [24年3月]</p> <p>4.00%で据置き [24年4月]</p> <p>3.75%に引下げ [24年6月]</p> <p>3.75%で据置き [24年7月]</p> <p>3.50%に引下げ [24年9月]</p> <p>3.25%に引下げ [24年10月]</p> <p>3.00%に引下げ [24年12月]</p> <p>2.75%に引下げ [25年1月]</p>	<p>・利上げ～据置き～利下げ [21年12月～]</p> <p>バンクレート（準備預金付利金利）</p> <p>: 0.10%</p> <p>0.25%に引上げ [21年12月]</p> <p>0.50%に引上げ [22年2月]</p> <p>0.75%に引上げ [22年3月]</p> <p>1.00%に引上げ [22年5月]</p> <p>1.25%に引上げ [22年6月]</p> <p>1.75%に引上げ [22年8月]</p> <p>2.25%に引上げ [22年9月]</p> <p>3.00%に引上げ [22年11月]</p> <p>3.50%に引上げ [22年12月]</p> <p>4.00%に引上げ [23年2月]</p> <p>4.25%に引上げ [23年3月]</p> <p>4.50%に引上げ [23年5月]</p> <p>5.00%に引上げ [23年6月]</p> <p>5.25%に引上げ [23年8月]</p> <p>5.25%で据置き [23年9月]</p> <p>5.25%で据置き [23年11月]</p> <p>5.25%で据置き [23年12月]</p> <p>5.25%で据置き [24年2月]</p> <p>5.25%で据置き [24年3月]</p> <p>5.25%で据置き [24年5月]</p> <p>5.25%で据置き [24年6月]</p> <p>5.00%に引下げ [24年8月]</p> <p>5.00%で据置き [24年9月]</p> <p>4.75%に引下げ [24年11月]</p> <p>4.75%で据置き [24年12月]</p> <p>4.50%に引下げ [25年2月]</p>
量的緩和の縮小、保有資産の削減	<p>・保有資産の削減[22年6月～]</p> <p>米国債</p> <p>: 保有額を月300億ドルを上限に削減 [22年6～8月]</p> <p>保有額を月600億ドルを上限に削減 [同9月～]</p> <p>保有額を月250億ドルを上限に削減 [24年6月～]</p> <p>MBS</p> <p>: 保有額を月175億ドルを上限に削減 [22年6～8月]</p> <p>保有額を月350億ドルを上限に削減 [同9月～]</p> <p>※保有資産の削減は原則として再投資の調整により実施。</p>	<p>・保有資産の削減[23年3月～]</p> <p>資産購入プログラム（APP）</p> <p>: 償還された元本の再投資を一部停止[23年3～6月]</p> <p>償還された元本の再投資を停止 [同7月～]</p> <p>パンデミック緊急購入プログラム（PEPP）</p> <p>: 償還された元本の再投資の一部停止を開始[24年7～12月]</p> <p>償還された元本の再投資を停止 [25年1月～]</p>	<p>・保有資産の削減[22年2月～]</p> <p>英国債</p> <p>: 購入枠8,750億ポンド満期を迎えた国債の再投資を中止 [22年2月]</p> <p>購入枠での保有国債を800億ポンド削減し7,580億ポンドとする [同11月～23年9月]</p> <p>購入枠での保有国債を1,000億ポンド削減し6,580億ポンドとする [23年10月～24年9月]</p> <p>購入枠での保有国債を1,000億ポンド削減し5,580億ポンドとする [24年10月～25年9月]</p> <p>・長期国債を緊急的に買い入れ（累計193億ポンド） [22年9月28日～10月14日]</p> <p>緊急的に買い入れた国債の一部売却 [同11月29日～]</p> <p>社債</p> <p>: 購入枠200億ポンド満期を迎えた社債の再投資を中止 [22年2月]</p> <p>売却により保有資産を完全に解消 [24年4月]</p>

(備考) 1. FRB、ECB、BOEにより作成。
 2. 各括弧内は、当該金利水準等の適用が開始された、または利上げ・利下げ等が実施された年月を示す。
 3. 太字は金融緩和縮小または金融引締めに関連する事項。
 4. 「量的緩和の縮小、保有資産の削減」については22年以降継続中の主なものについて記載。

(財政赤字は拡大傾向)

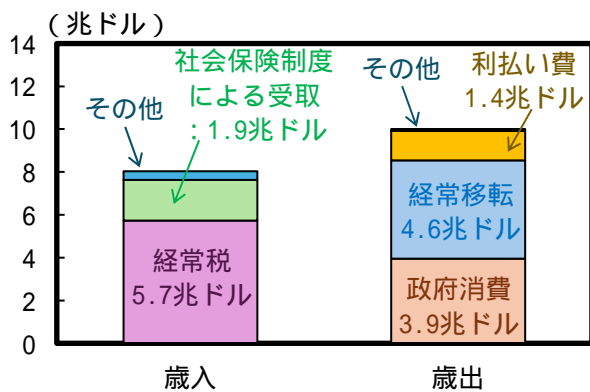
政権交代による財政への影響に注目が高まる中、以下では、アメリカの一般政府の財政状況について確認した後、赤字が拡大している連邦政府の財政状況について整理する。

まず、アメリカの一般政府の財政状況について確認する。

2024会計年度¹¹⁹における一般政府の歳入・歳出¹²⁰をみると、歳入7.8兆ドル、歳出9.7兆ドルと、歳出が歳入を上回ることで1.9兆ドルの財政赤字が生じている（第2-1-108図（1））。連邦政府、州・地方政府別に確認すると、連邦政府が歳入4.9兆ドルに対して歳出6.8兆ドル、州・地方政府が歳入3.8兆ドルに対して歳出3.9兆ドルと、2024会計年度における一般政府の財政赤字のほぼ全てを連邦政府の財政赤字が占めていることが分かる（第2-1-108図（2））。

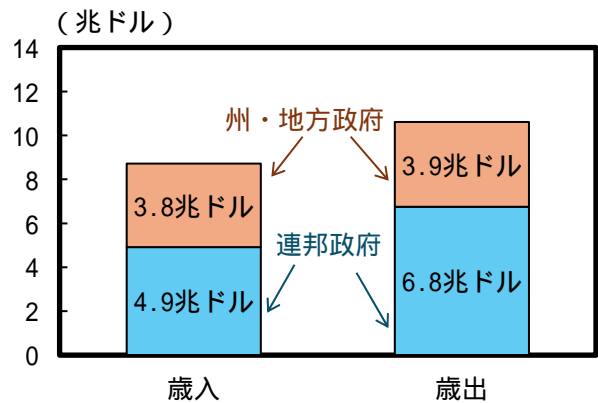
第2-1-108図 一般政府の歳入・歳出（2024会計年度）

(1) 歳入・歳出項目別



(備考) 1. アメリカ商務省により作成。
2. 経常税 (Current tax) には個人所得税や法人所得税等が含まれる。

(2) 連邦、州・地方政府別



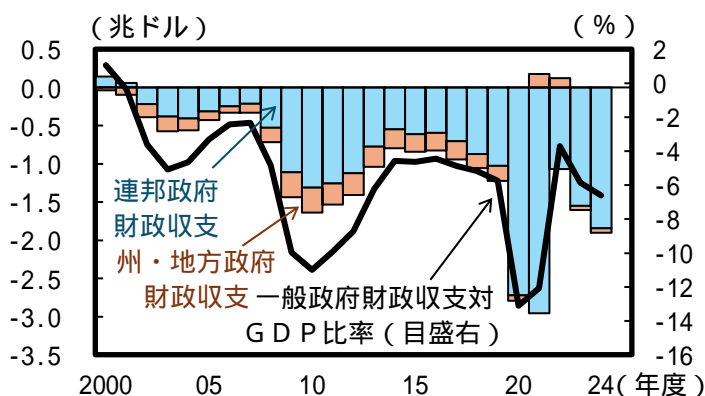
(備考) アメリカ商務省、アメリカ財務省により作成。

一般政府の財政収支の推移をみると、2001年以降、連邦政府の財政赤字の拡大を主因として赤字が拡大している（第2-1-109図）。こうした状況下で、一般政府債務残高は積み上がっている（第2-1-110図）。

¹¹⁹ アメリカにおける 2024 会計年度は、2023 年 10 月から 2024 年 9 月までの期間を指す。

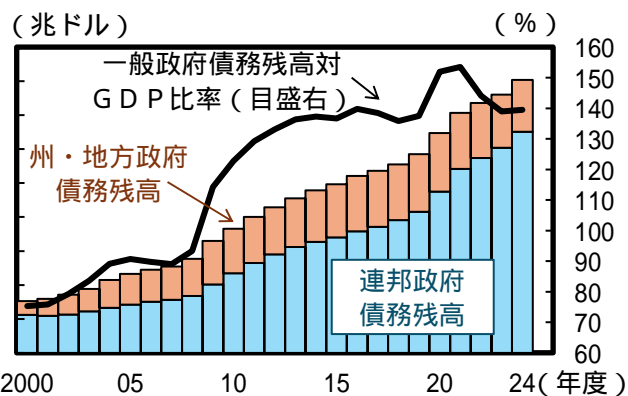
¹²⁰ NIPA における一般政府部門 (General government sector) には、政府企業 (Government enterprises) を除く、連邦政府及び州・地方政府が含まれる (BEA (2024b))。なお、第 2-1-108 図 (1) については、連邦政府から州・地方政府への交付金 (Grants-in-aid) が、連邦政府の歳出項目及び州・地方政府の歳入項目には含まれていない。一方、第 2-1-108 図 (2) については、連邦政府から州・地方政府への交付金が連邦政府の歳出項目及び州・地方政府の歳入項目に含まれている。このため、第 2-1-108 図 (1) と第 2-1-108 図 (2) とでは、一般政府の歳入の総額や歳出の総額が一致しない。詳しくは Baker and Kelly (2008) を参照。

第2-1-109図 一般政府財政収支



(備考) アメリカ商務省により作成。

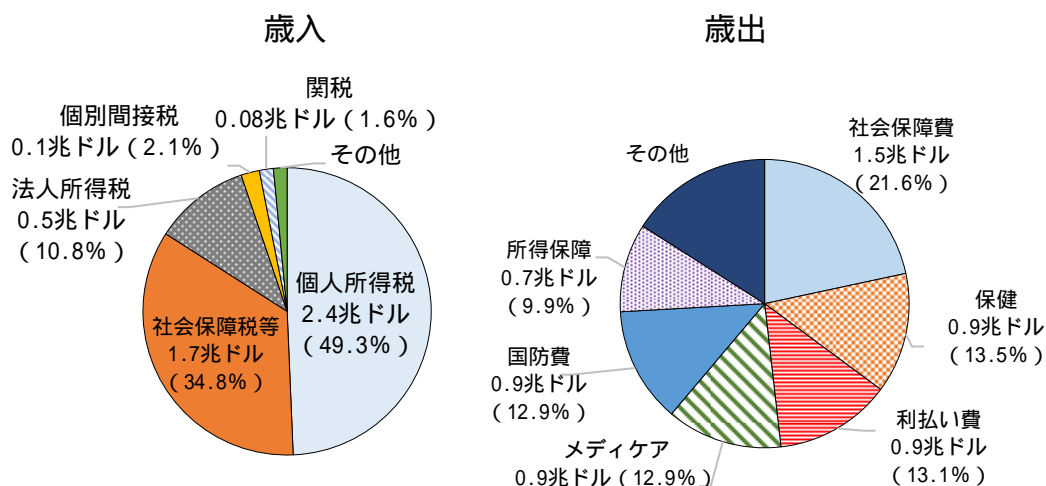
第2-1-110図 一般政府債務残高



(備考) アメリカ商務省、FRBにより作成。

以下、一般政府の財政赤字の主因となっている連邦政府の財政状況について確認する。
 2024会計年度における連邦政府の歳入は4.9兆ドル、歳出は6.8兆ドルであり、結果として財政赤字は1.8兆ドルと、前会計年度の1.7兆ドルから拡大した。2024会計年度の歳入、歳出の内訳をみると、歳入は大きい順に個人所得税（2.4兆ドル）、社会保障税等（1.7兆ドル）、法人所得税（0.5兆ドル）となる一方、歳出は社会保障費（1.5兆ドル）、保健（0.9兆ドル）、利払い費（0.9兆ドル）、メディケア（0.9兆ドル）、国防費（0.9兆ドル）と続く（第2-1-111図）。

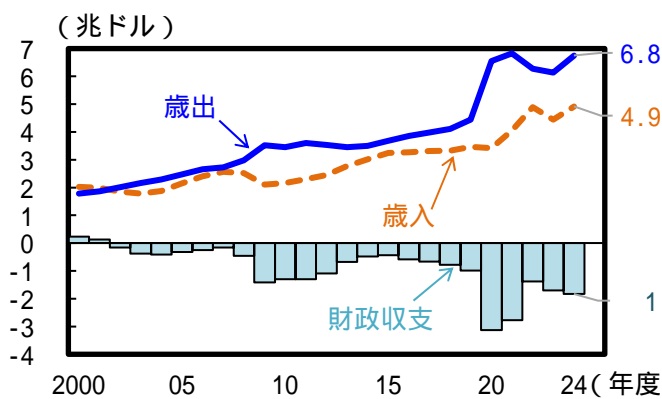
第2-1-111図 2024会計年度 連邦政府歳入歳出内訳



(備考) アメリカ財務省により作成。

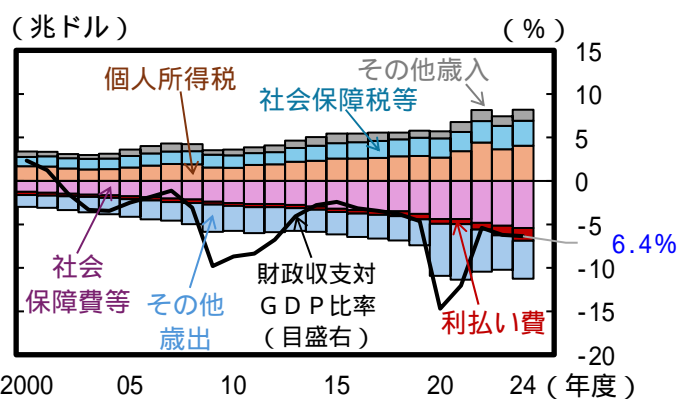
次に、連邦政府の財政収支の推移を確認する。1998年度から2001年度まで黒字となっていた連邦政府の財政収支¹²¹は、2002年度以降、赤字に転じた¹²²。その後は、世界金融危機や感染症拡大に伴う大規模な財政支出により一時的に赤字が拡大する局面を挟みながら、赤字は拡大傾向にあり、財政収支対GDP比は低下傾向にある（第2-1-112図、第2-1-113図）。結果として連邦政府の債務残高は積み上がっており、対GDP比でもおおむね上昇傾向にある（第2-1-114図）。

第2-1-112図 連邦政府の歳入・歳出及び財政収支



(備考) アメリカ財務省により作成。

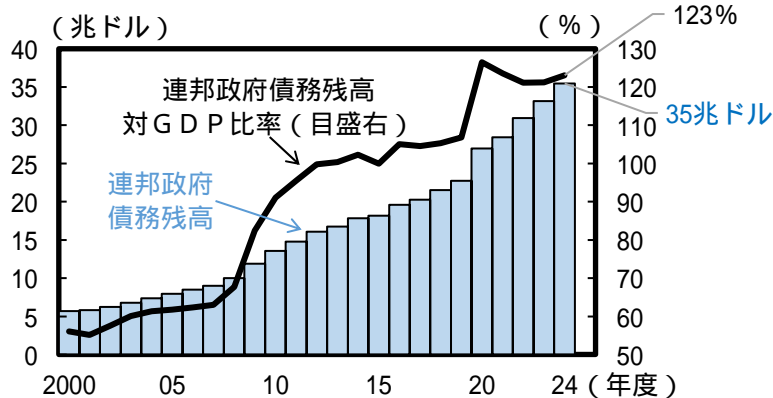
第2-1-113図 歳入・歳出項目別財政収支、対GDP比率



(備考) 1. アメリカ財務省、アメリカ商務省により作成。

2. 社会保障費等には社会保障費、メディケア、保健が含まれる。

第2-1-114図 連邦政府債務



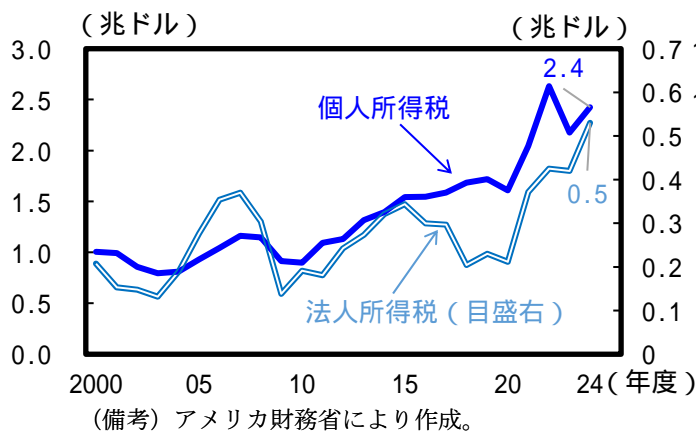
(備考) アメリカ財務省、アメリカ商務省により作成。

¹²¹ クリントン政権下での財政赤字削減に向けた取組に加え、同時期の景気回復・拡大局面で税収が伸びるなどの要因も寄与し、1998年度には財政黒字に転じた。

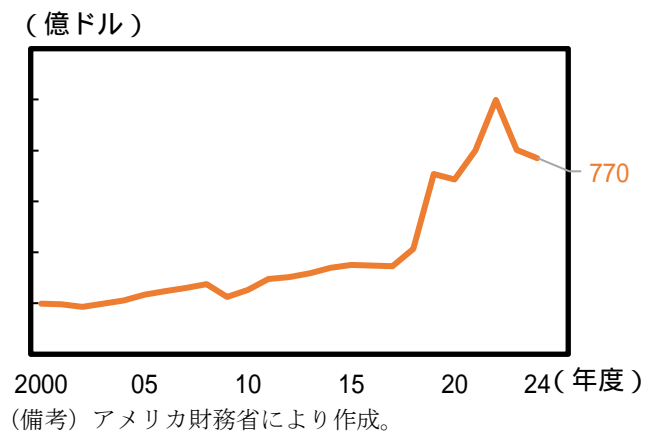
¹²² ITバブルに端を発した景気後退（NBERによる景気後退期は2001年4月から11月）に加えて「ブッシュ減税」と総称される複数の減税策、国防費の増加等により、2002年度には1997年度以来の財政赤字となった。

以下では、主な歳入・歳出項目について詳細に確認する。歳入について、感染症拡大前の個人所得稅収入は、2018年1月から個人所得稅率の引下げ¹²³が実施されたにも関わらず、2019年度にかけて緩やかに増加した。その後、感染症拡大期の2020年度にやや減少したものの、22年度にかけては景気の回復に伴う良好な雇用・所得環境を支えに急拡大し、24年度にかけても底堅く推移している。法人所得稅は2016年度以降伸び悩んでいた中、2018年1月から実施された連邦法人稅率の引下げ¹²⁴等を受け、18～20年度は2,000億ドル程度まで落ち込んだ。しかし、その後は、感染症拡大からの景気回復を背景として急伸し、24年度には5,000億ドルを超えた（第2-1-115図）。關稅収入は、第一次トランプ政権下で導入された累次の關稅措置の影響を受け、2019年度以降、拡大している（第2-1-116図）。

第2-1-115図 所得稅收入（個人・法人）



第2-1-116図 關稅收入

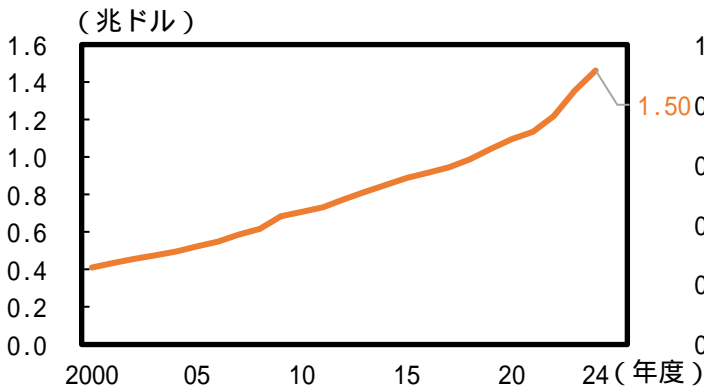


¹²³ 第一次トランプ政権下において成立した2017年稅制改革法における個人稅制改革では、個人所得稅の最高稅率の引下げ（39.6%→37.0%、2025年までの時限立法）等が行われた。

¹²⁴ 2017年稅制改革法における法人稅制改革では、2018年1月から連邦法人稅率が21%に引き下げられた。

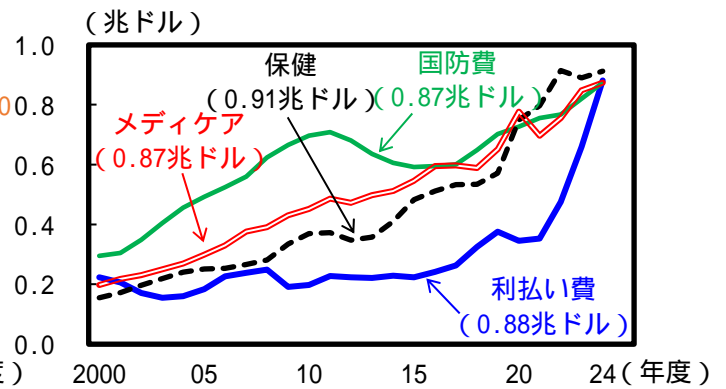
歳出面では、最大の支出項目である社会保障費は、高齢化を背景として長期的に増加傾向にある（第2-1-117図）。こうした中、2022年度以降、長期金利の上昇とともに利払い費が増加しており、2024年度には、国防費やメディケア等の支出項目と同程度の水準まで増加した（第2-1-118図）。なお、CBOの見通しによれば先行きも利払い費は増加していくことが見込まれている（第2-1-119図）。

第2-1-117図 社会保障費



(備考) アメリカ財務省により作成。

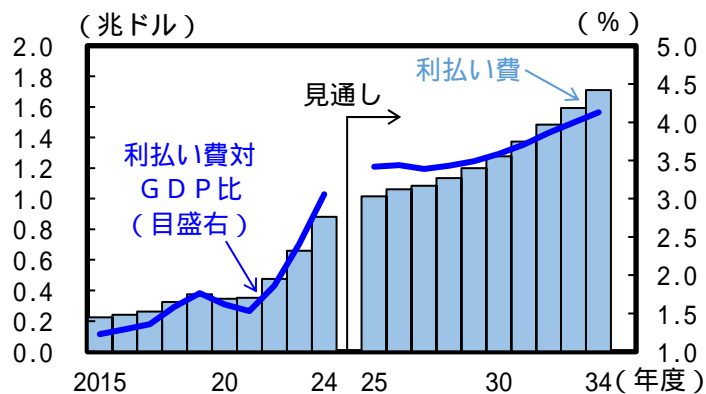
第2-1-118図 主要歳出項目



(備考) 1. アメリカ財務省により作成。

2. ()内は2024会計年度における歳出額。

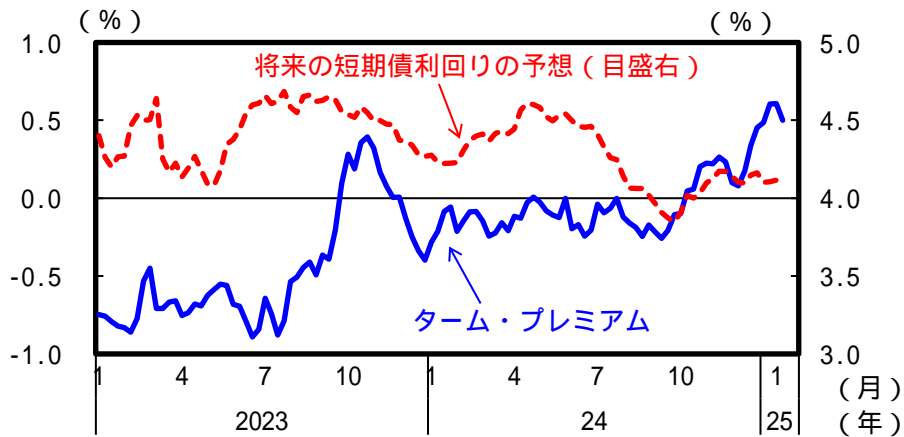
第2-1-119図 利払い費の見通し



(備考) 1. アメリカ商務省、アメリカ財務省、CBOにより作成。

2. CBOによる見通し期間は2025会計年度以降。

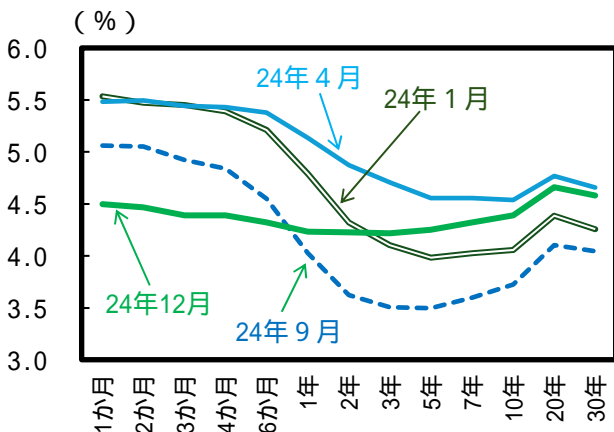
第2-1-121図 米10年国債のターム・プレミアム



(備考) 1. ニューヨーク連銀により作成。
2. 週平均。

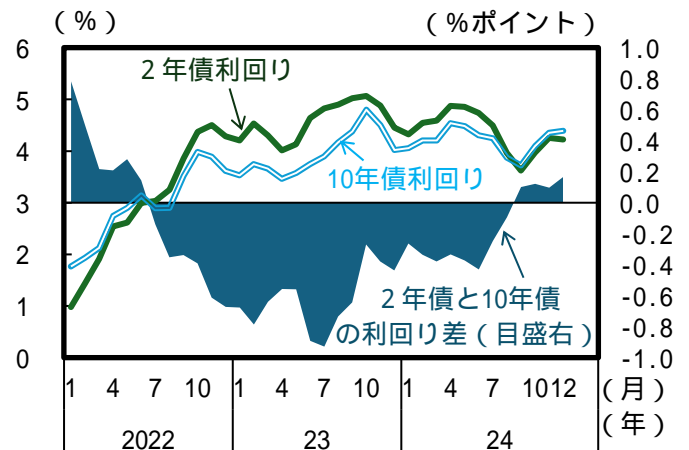
米国債のイールドカーブを確認すると、2024年9月以降、利下げ局面に入ったことにより短期債の利回りが低下する一方で、前述のとおり長期債の利回りは上昇している（第2-1-122図）。2年、10年債の利回り差（10年債利回り－2年債利回り）は、2022年半ば以降で初めてプラスに転じている（第2-1-123図）。

第2-1-122図 米国債のイールドカーブ



(備考) 1. アメリカ財務省により作成。
2. 横軸は償還までの年限。
3. 利回りは月平均。

第2-1-123図 米2年債、10年債利回り



(備考) 1. アメリカ財務省により作成。
2. 利回りは月平均。

3 . 産業別・州別の経済動向

1 項ではアメリカ経済は総じて景気拡大が続いていることを確認した。ただし、産業ごと、州ごとに景気回復の程度や早さにはばらつきがあると考えられる。本項では、感染症拡大後のアメリカの産業別、州別の経済動向について確認する。まずは人口・経済規模の大きい4州（カリフォルニア州、テキサス州、フロリダ州、ニューヨーク州）の経済動向について確認し、これらの州が感染症拡大後のアメリカ経済をけん引してきたことを確認するとともに、州ごとの産業構造等の違いについて確認する。その後、いわゆる「ラストベルト」と呼ばれる4州（ミシガン州、ウィスコンシン州、ペンシルバニア州、オハイオ州）の経済動向について確認し、これらの州の経済成長率が低い¹²⁶要因を産業構造等から考察する（第2-1-124図）。

第2-1-124図 アメリカの州の位置



(備考) 人口・経済規模の大きい上位4州（カリフォルニア州、テキサス州、フロリダ州、ニューヨーク州）、ラストベルト4州（ミシガン州、ウィスコンシン州、ペンシルバニア州、オハイオ州）を色付けしている。

¹²⁶ 過去10年間（2014年から2023年）の実質GDP成長率の平均をみると、カリフォルニア州は3.4%、テキサス州は3.4%、フロリダ州は4.0%、ニューヨーク州は1.8%である一方、ミシガン州は1.6%、ウィスコンシン州は1.4%、ペンシルバニア州は1.3%、オハイオ州は1.7%である。

(人口・経済規模が大きい州が感染症拡大後のアメリカの景気回復をけん引)

まずは、アメリカの州別の人口をみると（第2-1-125表）、1位がカリフォルニア州、2位がテキサス州、3位がフロリダ州、4位がニューヨーク州である（以下、これらの4州を総称して「人口上位4州」という。）。また、人口上位4州のGDP・個人消費をみると、カリフォルニア州はともに1位、テキサス州はともに2位、フロリダ州はGDPが4位で個人消費は3位、ニューヨーク州はGDPが3位で個人消費は4位となっており、人口上位4州は経済規模も大きいことが分かる。

なお、人口上位4州の2023年の名目GDPを諸外国の名目GDPと比較すると（第2-1-126表、第2-1-127図）、カリフォルニア州（3.87兆ドル）は世界5位のインド（3.57兆ドル）、テキサス州（2.58兆ドル）は世界8位のイタリア（2.30兆ドル）、ニューヨーク州（2.17兆ドル）は世界9位のブラジル（2.17兆ドル）、フロリダ州（1.60兆ドル）は世界15位のスペイン（1.62兆ドル）と、それぞれ同程度の経済規模をもっていることが分かる。

第2-1-125表 人口、名目GDP、名目個人消費の州別順位（2023年）

	人口	名目GDP	名目個人消費
1	カリフォルニア州 3,897万人（11.6%）	カリフォルニア州 3.87兆ドル（14.0%）	カリフォルニア州 2.53兆ドル（13.4%）
2	テキサス州 3,050万人（9.1%）	テキサス州 2.58兆ドル（9.3%）	テキサス州 1.60兆ドル（8.5%）
3	フロリダ州 2,261万人（6.8%）	ニューヨーク州 2.17兆ドル（7.8%）	フロリダ州 1.36兆ドル（7.2%）
4	ニューヨーク州 1,957万人（5.8%）	フロリダ州 1.60兆ドル（5.8%）	ニューヨーク州 1.25兆ドル（6.6%）
5	ペンシルバニア州 1,296万人（3.9%）	イリノイ州 1.10兆ドル（4.0%）	ペンシルバニア州 0.74兆ドル（3.9%）

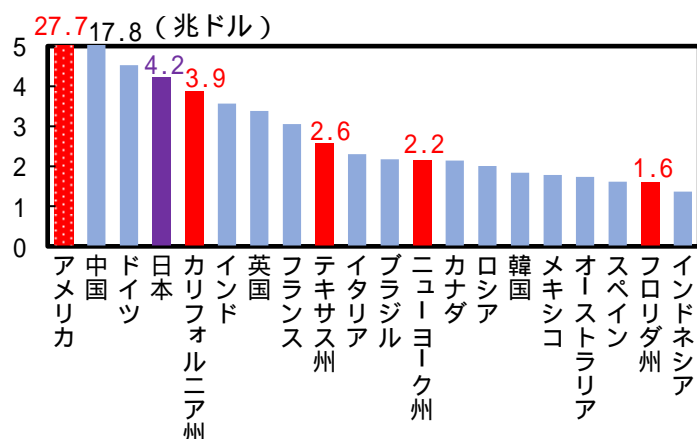
（備考）アメリカ商務省により作成。（）内は全米に対する各州のシェアを記載している。

第2-1-126表 名目GDPの国別順位（2023年）

順位	国名	兆ドル	順位	国名	兆ドル
1	アメリカ	27.72	11	ロシア	2.01
2	中国	17.76	12	韓国	1.84
3	ドイツ	4.53	13	メキシコ	1.79
4	日本	4.22	14	オーストラリア	1.74
5	インド	3.57	15	スペイン	1.62
6	英国	3.38	16	インドネシア	1.37
7	フランス	3.05	17	オランダ	1.15
8	イタリア	2.30	18	トルコ	1.13
9	ブラジル	2.17	19	サウジアラビア	1.07
10	カナダ	2.14	20	スイス	0.89

（備考）IMFにより作成。

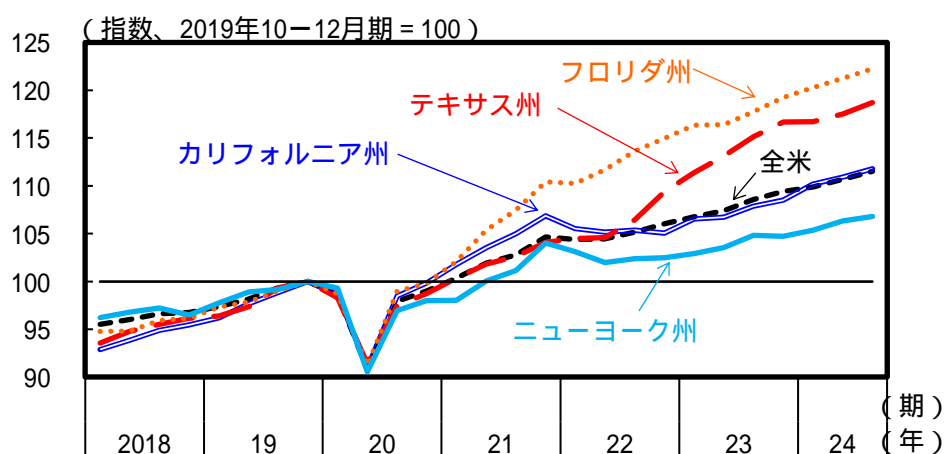
第2-1-127図 アメリカの人口上位4州と主要国のGDP（2023年）



(備考) アメリカ商務省、IMFにより作成。

GDPシェアの37%¹²⁷を占める人口上位4州の感染症拡大後の実質GDPの推移をみると（第2-1-128図）、人口上位4州のうち特にテキサス州やフロリダ州が全米を上回る伸びで経済成長を続けてきたことが分かる。また、アメリカの実質GDP成長率を州別に寄与度分解を行うと（第2-1-129図）、人口上位4州の感染症拡大後の実質GDP成長率寄与度の合計は4.2%ポイントであり、同期間の全米の成長率9.4%の44%を占めている¹²⁸。中でも、GDPの伸びが高いテキサス州やフロリダ州、そして、GDPの伸びは全米と同程度であるものの経済規模が全米1位のカリフォルニア州が大きくプラスに寄与している。このことから、感染症拡大以降のアメリカの景気回復をカリフォルニア州、テキサス州、フロリダ州がけん引してきたことが分かる。

第2-1-128図 州別の実質GDP（指数、2019年10-12月期 = 100）

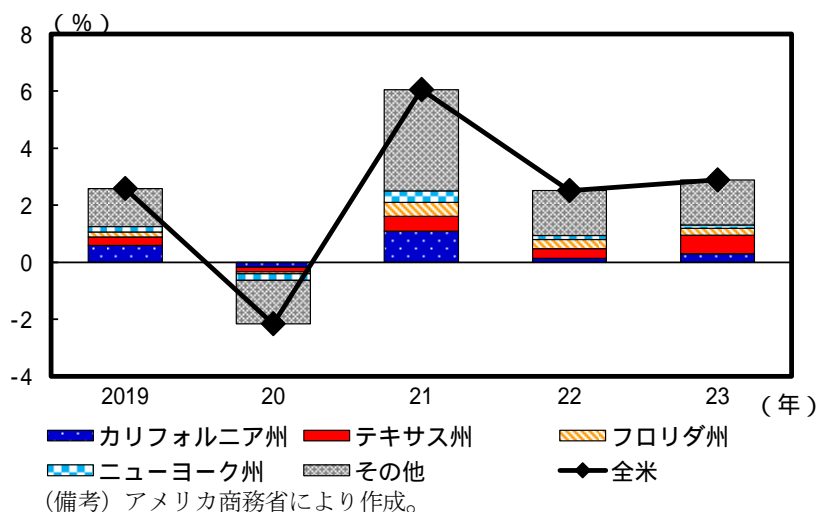


(備考) アメリカ商務省により作成。

¹²⁷ 2023年の人口上位4州の名目GDPが全米の名目GDPに占めるシェアは37%。

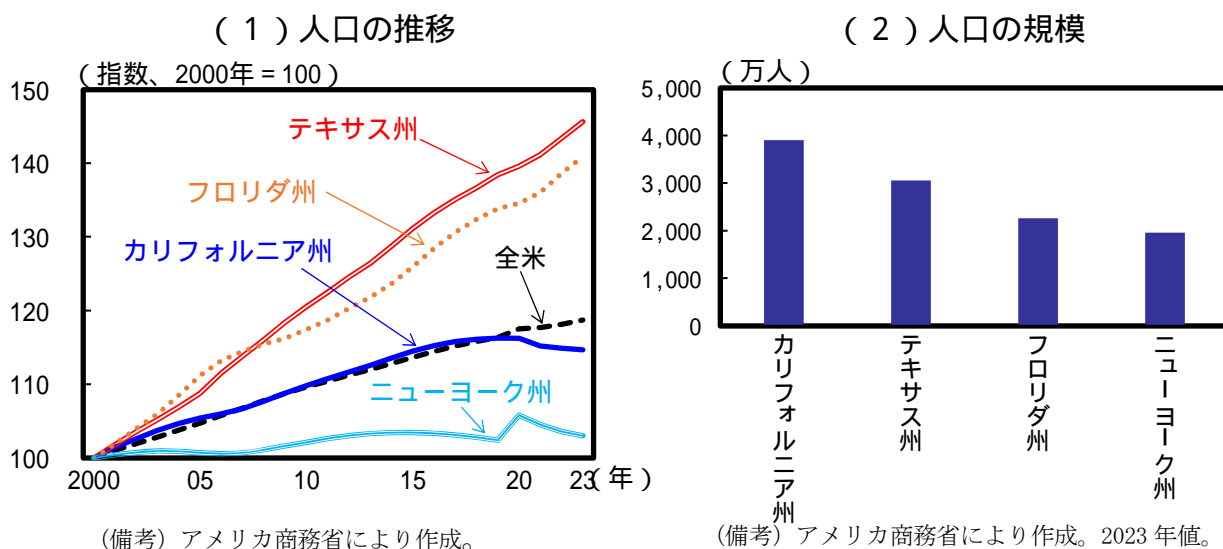
¹²⁸ 2019年から2023年の人口上位4州の実質GDP成長率の全米に対する寄与度の合計は4.2%ポイント、同期間の全米の実質GDP成長率は9.4%。

第2-1-129図 実質GDP成長率の州別寄与度分解



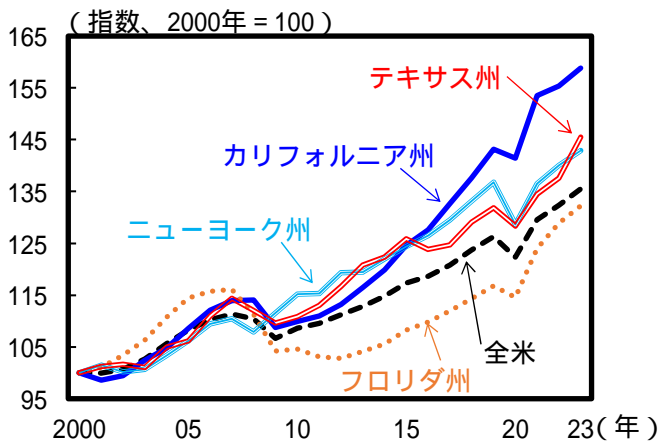
感染症拡大後のテキサス州、フロリダ州の実質GDPの伸びが全米を上回っている理由としては、同州の人口増加が挙げられる。人口上位4州の人口の推移をみると（第2-1-130図）、テキサス州とフロリダ州は2000年以降、全米を上回る伸びで人口が増加しており、感染症拡大後も全米を上回る伸びでの人口増加が続いている。一方、ニューヨーク州の人口の伸びは、2000年以降、全米の伸びを下回っており、また、カリフォルニア州の人口の伸びは感染症拡大前までは全米とおおむね同じ伸びで推移していたが、感染症拡大以降は、ニューヨーク州、カリフォルニア州ともに人口が減少傾向にある。なお、一人当たり実質GDPをみると（第2-1-131図）、カリフォルニア州、ニューヨーク州、テキサス州は全米を上回って伸びているのに対して、フロリダ州の伸びは全米を下回っていることから、フロリダ州の経済成長は人口増加によるものが大きいことが分かる。

第2-1-130図 州別の人口



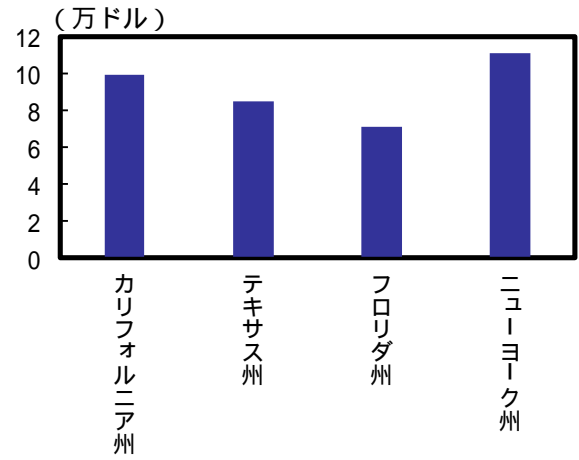
第2-1-131図 州別の一人当たりGDP

(1) 一人当たり実質GDPの推移



(備考) アメリカ商務省により作成。

(2) 一人当たり名目GDPの規模



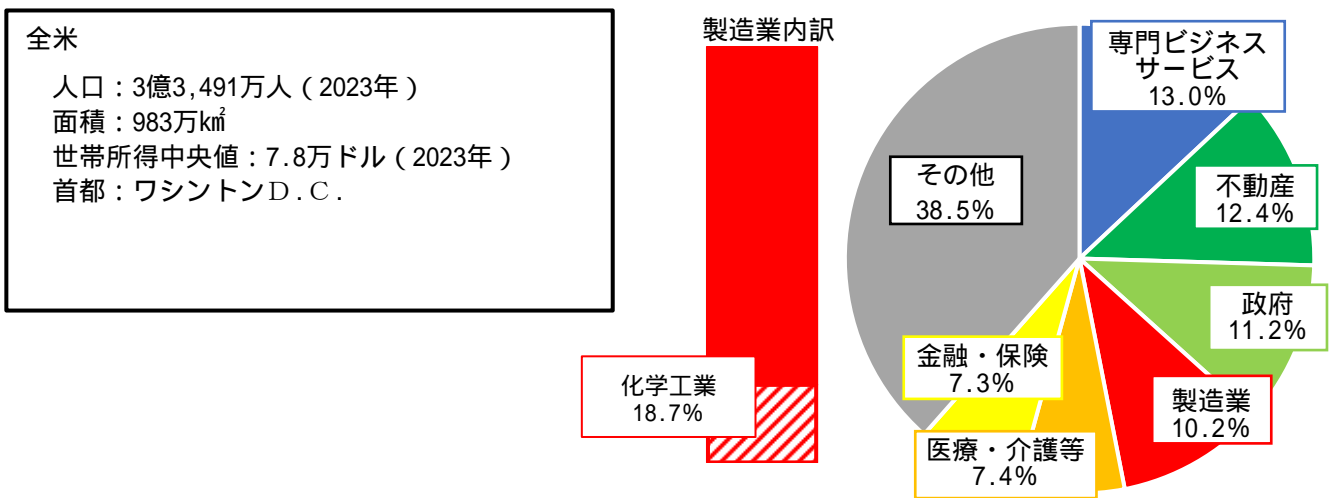
(備考) アメリカ商務省により作成。2023年値。

(カリフォルニア州は情報産業を中心に経済成長)

それでは、人口上位4州は、感染症拡大後、どのような産業で付加価値を生み出してきたのだろうか。このことを確認するために、州別の基本情報及び産業構成についてみてみよう。

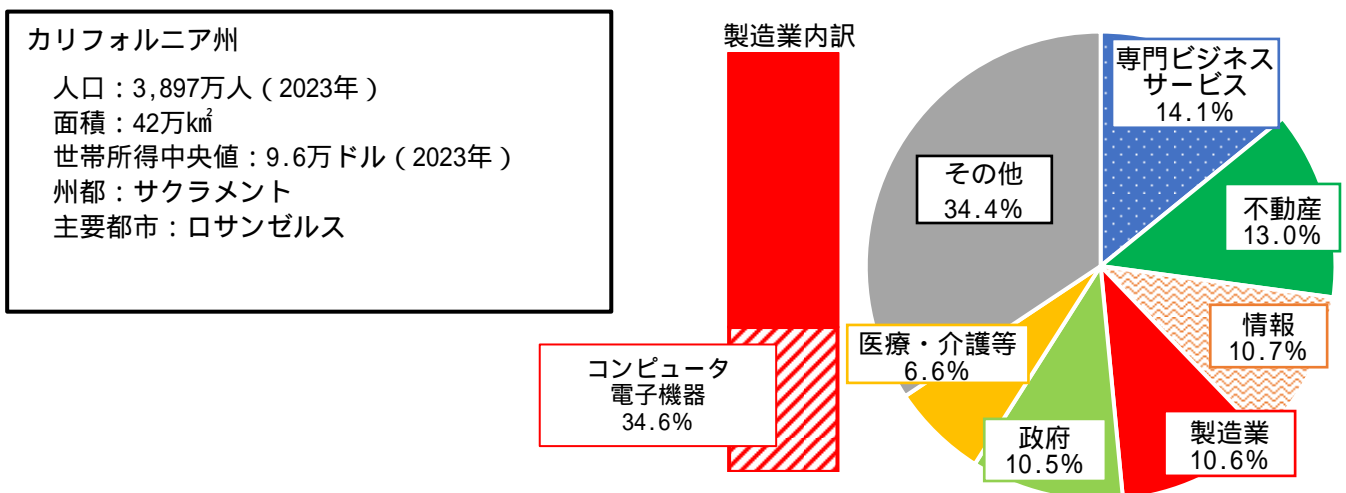
まずは人口・GDP・個人消費ともに全米1位のカリフォルニア州の産業構成をみると、専門ビジネスサービスや情報等の産業構成比が全米と比較して高い(第2-1-132図、第2-1-133図)。また、製造業の中でも特にコンピュータ電子機器の構成比が高い点が特徴的である。

第2-1-132図 アメリカの基本情報・産業別付加価値構成比



(備考) アメリカ商務省により作成。

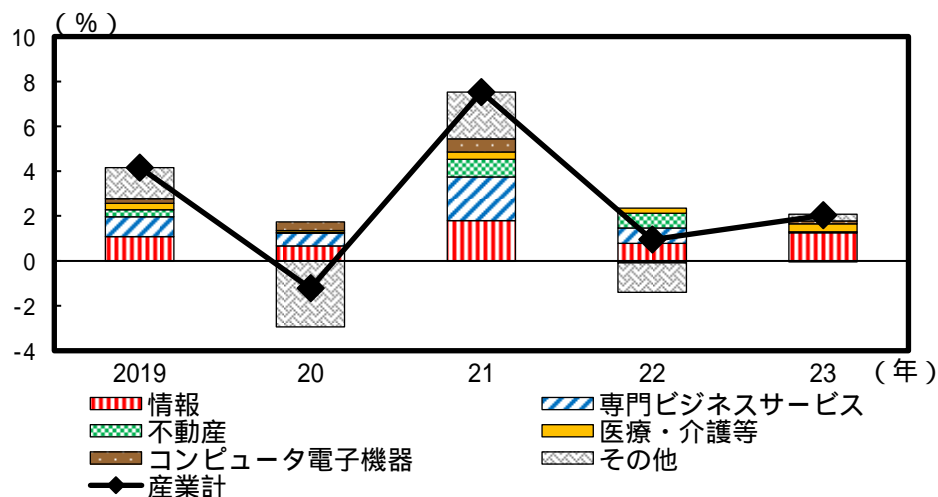
第2-1-133図 カリフォルニア州の基本情報・産業別付加価値構成比



(備考) アメリカ商務省により作成。

カリフォルニア州の感染症拡大以降の実質GDP成長率を産業別にみると（第2-1-134図）、カリフォルニア州の主要産業である情報産業は感染症拡大以降、成長をけん引してきた。一方で、専門ビジネスサービスについては2021年は大きく伸びたものの、2022年以降はプラス寄与が縮小している。

第2-1-134図 カリフォルニア州の実質GDP成長率の産業別寄与度分解

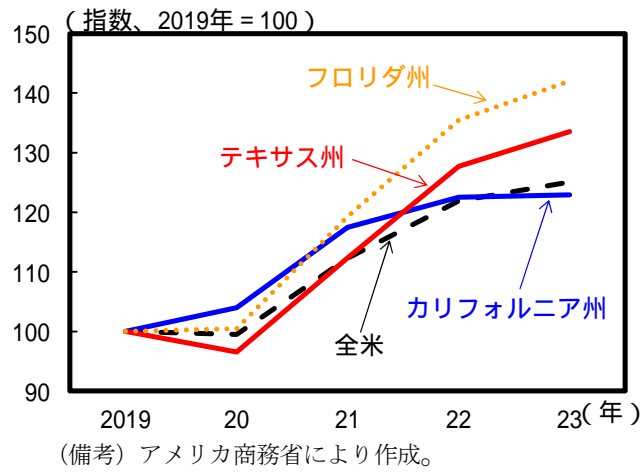


(備考) アメリカ商務省により作成。

2022年以降、専門ビジネスサービスのプラス寄与が縮小した要因としては、テキサス州やフロリダ州では専門ビジネスサービスの付加価値が全米を上回って伸びた一方で、カリフォルニア州では専門ビジネスサービスの付加価値の伸びが全米を下回る伸びにとどまったことが挙げられる（第2-1-135図）。専門ビジネスサービスの内訳をみると、カリフォルニア州におけるコンピュータシステムの設計及び関連サービスや企業経営部門¹²⁹の付加価値の伸びが2022年以降、全米を下回る一方で、テキサス州やフロリダ州は高い伸びとなっている（第2-1-136図）。

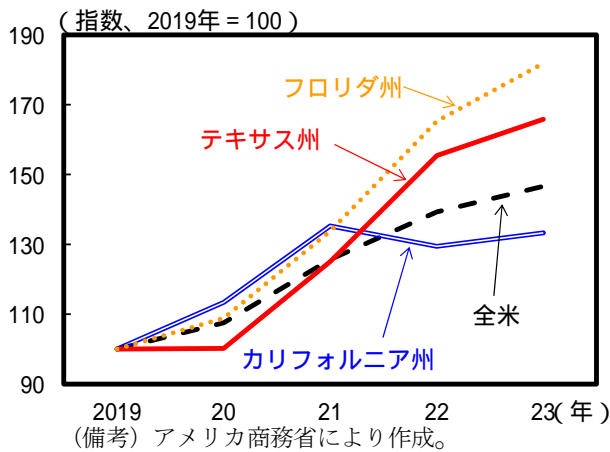
¹²⁹ 北米産業分類システム（NAICS）における「企業経営部門」（Management of Companies and Enterprises）は、（1）支配権を所有したり、経営上の意思決定に影響を与えることを目的として、企業の証券（またはその他の持分）を保有する事業所、または、（2）企業を管理、監督、運営し、通常、企業の戦略的または組織的計画及び意思決定の役割を担う事業所（政府機関を除く）で構成されている。

第2-1-135図 専門ビジネスサービスの実質付加価値の推移

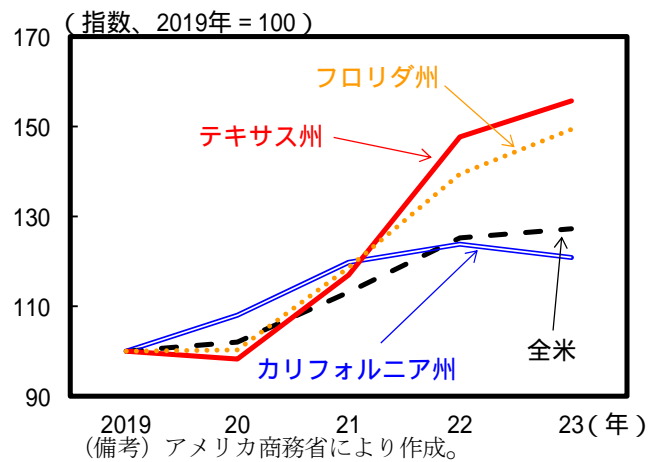


第2-1-136図 専門ビジネスサービスの内訳項目の実質付加価値の推移

(1) コンピュータシステムの設計及び関連サービス



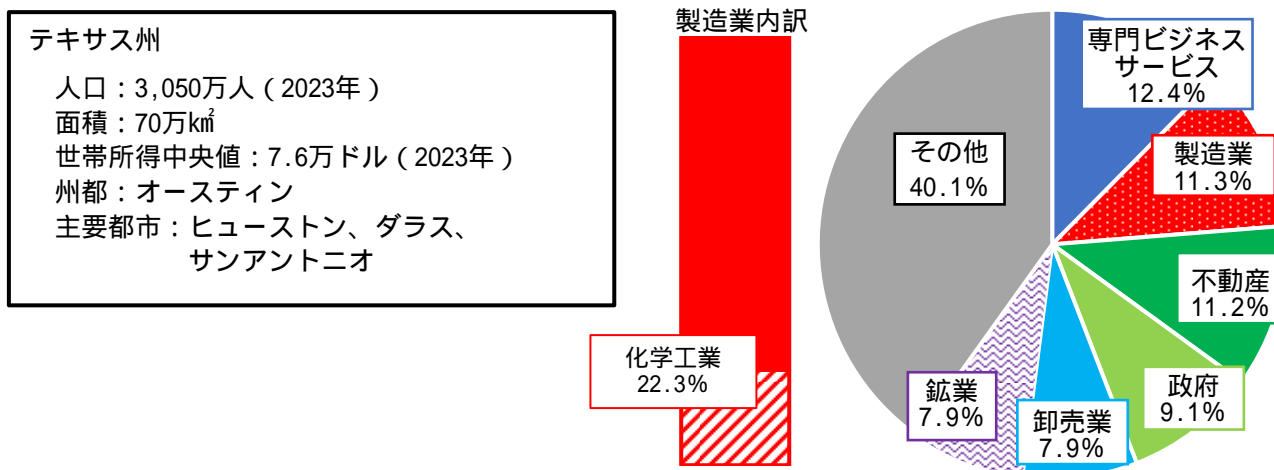
(2) 企業経営部門



(テキサス州は鉱業や専門ビジネスサービスを中心に経済成長)

次に、人口・GDP・個人消費ともに全米2位のテキサス州の産業構成をみると（第2-1-137図）、全米と比較して製造業や鉱業等の産業構成比が高い。また、後述のとおり、原油生産量が多い州であることもあり、製造業の中でも特に化学工業の構成比が高く、全米を上回っている。

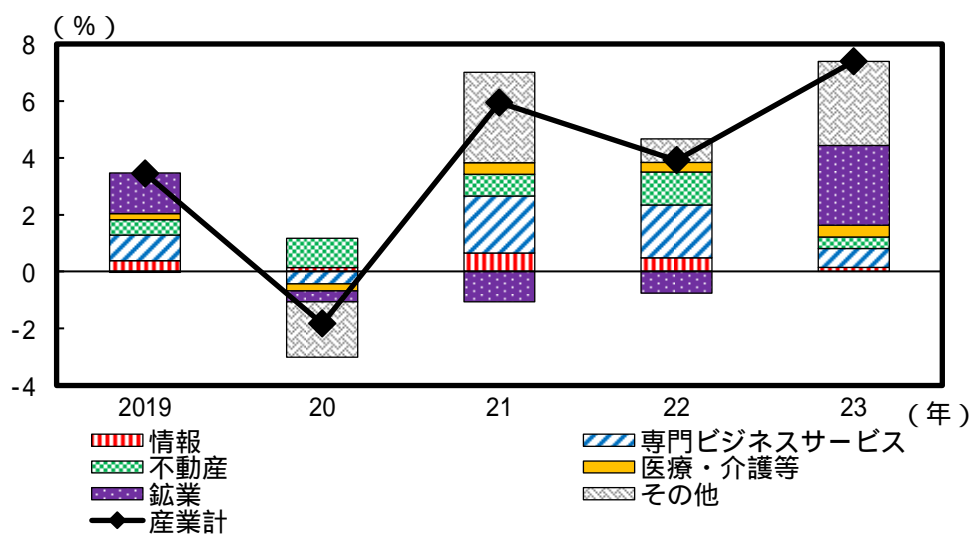
第2-1-137図 テキサス州の基本情報・産業別付加価値構成比



(備考) アメリカ商務省により作成。

テキサス州の感染症拡大以降の実質GDP成長率を産業別にみると（第2-1-138図）、2021年・2022年は前述のとおり専門ビジネスサービスがプラス寄与したほか、人口の増加に伴い不動産業がプラスに寄与している（詳細は後述）。一方、主要産業である鉱業は2021年・2022年はマイナスに寄与していたものの、2023年は大きくプラスに寄与し、成長をけん引した。テキサス州の鉱業の実質付加価値が2023年に増加した背景としては、テキサス州の主要な原油生産地であるパーミアン地域において、掘削装置当たりの生産量が増加していることが挙げられる（詳細はBox参照）。

第2-1-138図 テキサス州の実質GDP成長率の産業別寄与度分解



(備考) アメリカ商務省により作成。

Box. アメリカの鉱業の特徴や近年の動向

ここでは、アメリカの鉱業の特徴や近年の動向について確認する。

アメリカでは2010年代に入って以降、国内でのシェールオイルの採掘効率が向上し、規制緩和も進んだ。これによりシェールオイル生産量が増加した結果（図1）、原油、石油製品の輸入が減少する一方で、輸出が増加してきた（図2）。2020年には輸出が輸入を上回り、その差は拡大傾向にある。

図1 シェールオイル生産量

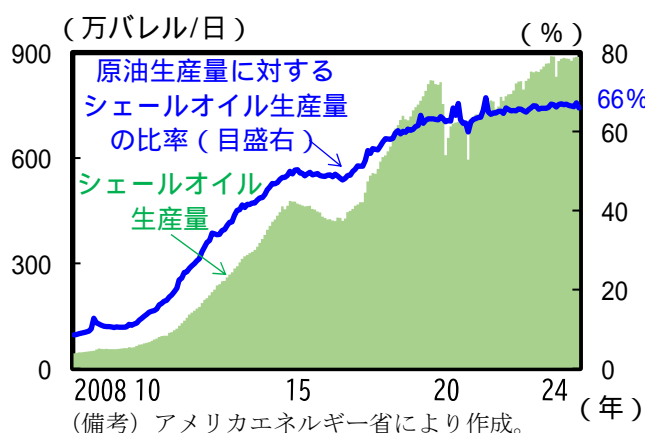
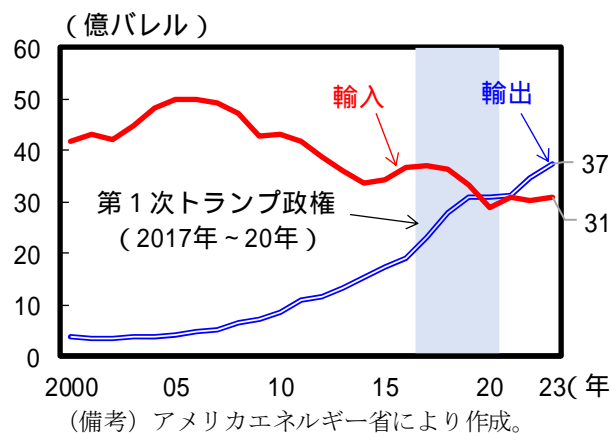


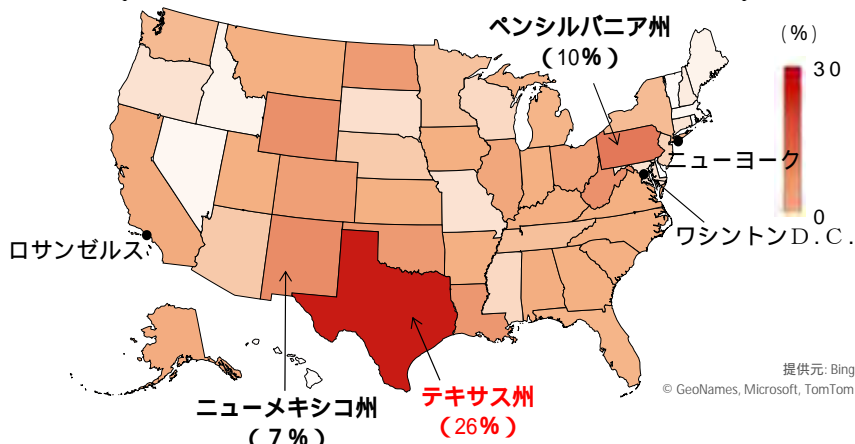
図2 原油、石油製品の輸出入



2022年における州別の一次エネルギー生産量のシェアをみると、テキサス州は26%と全米の中で大きなシェアを占めている（図3）。また、後述のとおり、2023年における鉱業の付加価値の全米に占めるシェアの約5割を占めており、テキサス州がアメリカの鉱業を大きくけん引していることが分かる。

図3 州別の一次エネルギー生産量のシェア

（一次エネルギーは石炭、天然ガス、原油等）



（備考）1. アメリカエネルギー省により作成。
2. 各州における一次エネルギー生産の熱量の全米に占めるシェア。

この理由としては、テキサス州に原油、特にシェールオイルの生産地が多く立地していることが挙げられる。アメリカエネルギー省が公表しているシェールオイル生産の主要な7地域のうちパーミアン、イーグルフォード、アナダルコ、ヘインズビルの4つの地域はテキサス州に位置している¹³⁰（図4）。

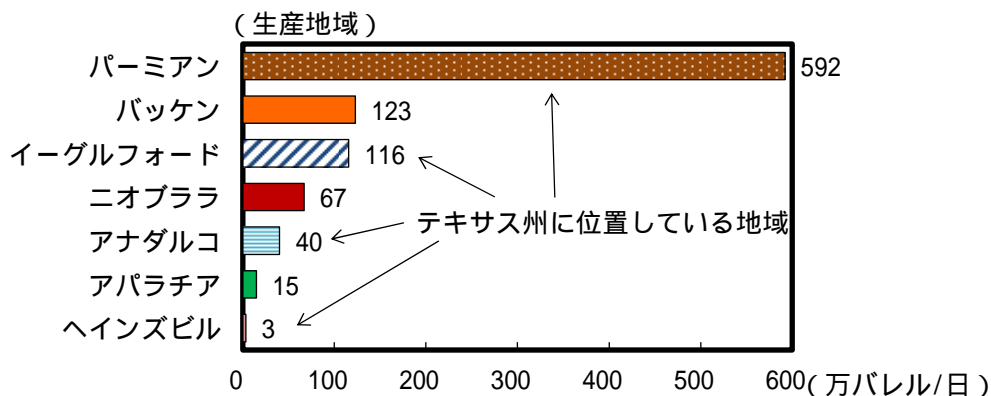
図4 主要なシェールオイル生産地



（備考）アメリカエネルギー省“Drilling Productivity Report”（2024年5月）を基に Map Chart により内閣府作成。

全米最大のシェールオイル生産量を誇るパーミアン含め、テキサス州に位置する4地域で、シェールオイル生産の主要な7地域の原油生産全体の約8割を占めている（図5）。

図5 生産地ごとの原油生産量



（備考）1. アメリカエネルギー省により作成。
2. 2023年における1日あたり原油生産量の平均。

¹³⁰ パーミアンに位置する55群のうち51群、イーグルフォードに位置する23群のうち23群、アナダルコに位置する29群のうち5群、ヘインズビルに位置する25群のうち13群がテキサス州の郡である。

パーミアンでの原油生産量は増加傾向にあり、また、掘削装置当たりの生産量（資本の生産性に相当）も足下では緩やかに増加している（図6）。なお、先行きについては、アメリカエネルギー省が公表している見通しでは、アメリカ全体での原油生産は今後も伸びていくとされている（図7）。

図6 パーミアンでの原油生産量と掘削装置当たりの生産量

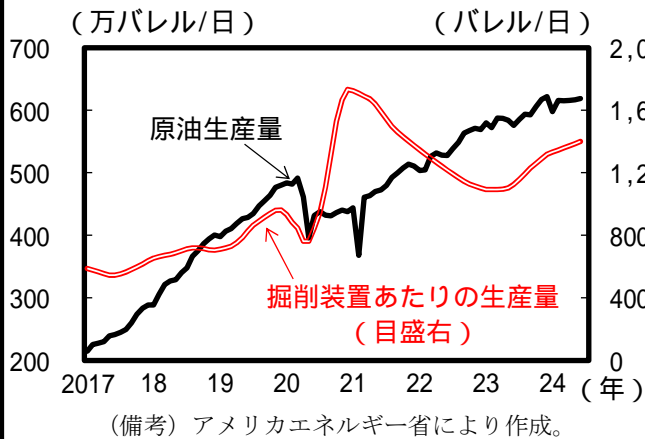
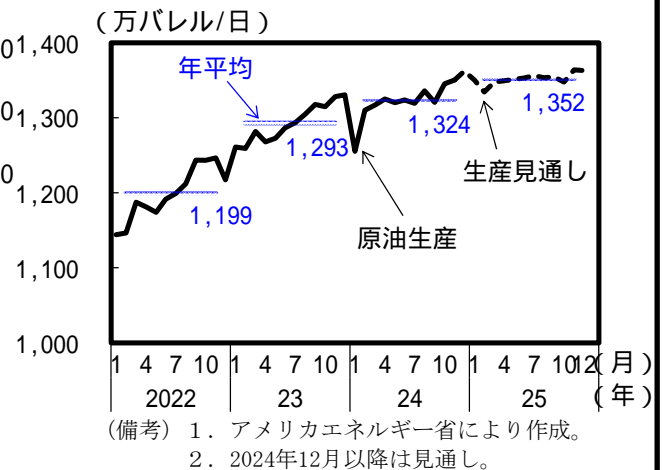


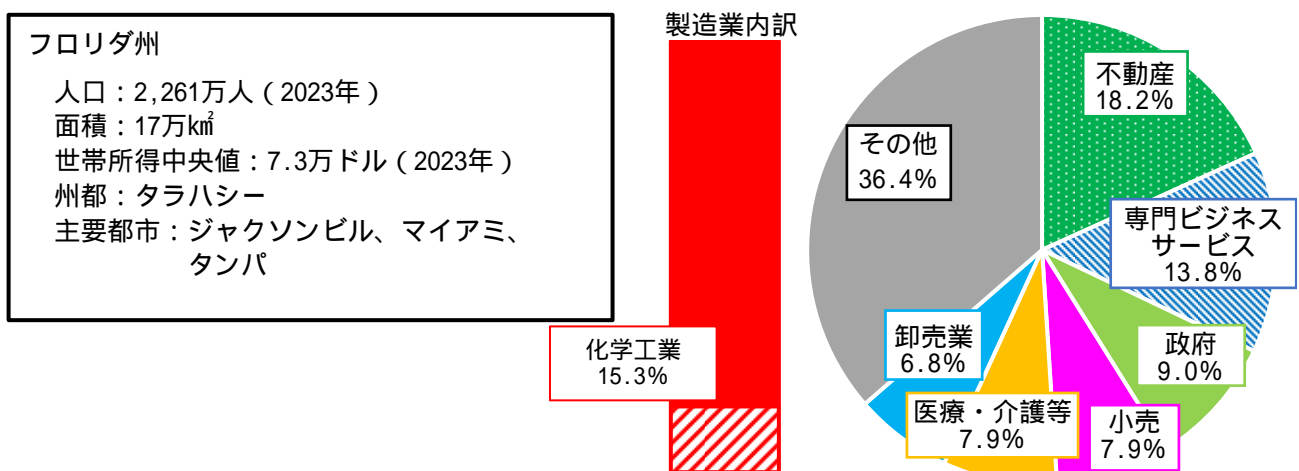
図7 アメリカ全体での原油生産と原油生産の見通し



(フロリダ州は専門ビジネスサービスや不動産を中心に経済成長)

次に、人口・個人消費が全米3位、GDPが全米4位のフロリダ州の産業構成をみると（第2-1-139図）、全米と比較して不動産業や専門ビジネスサービス等の産業構成比が高い。また、全米と同様、製造業の中では特に化学工業の構成比が高い。

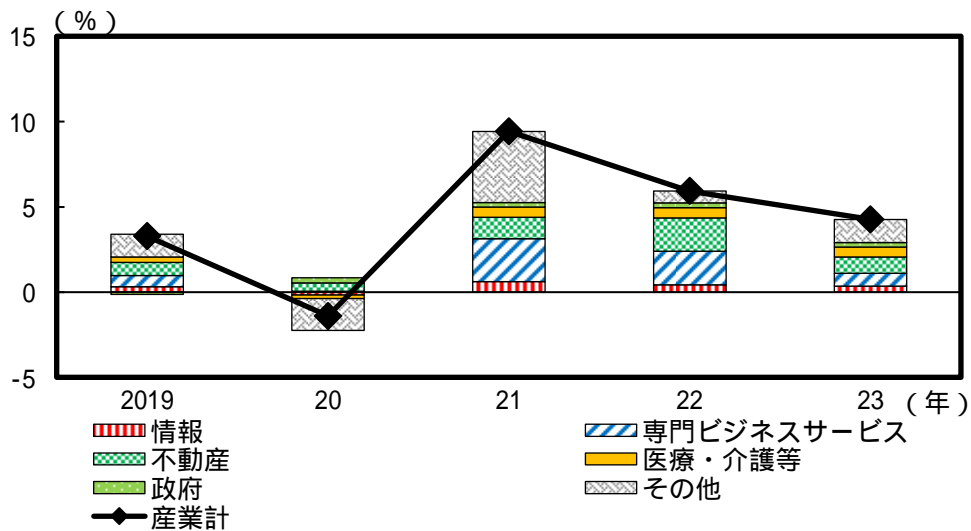
第2-1-139図 フロリダ州の基本情報・産業別付加価値構成比



(備考) アメリカ商務省により作成。

フロリダ州の感染症拡大以降の實質GDP成長率を産業別にみると（第2-1-140図）、2021年以降、不動産業や専門ビジネスサービスが成長をけん引している。

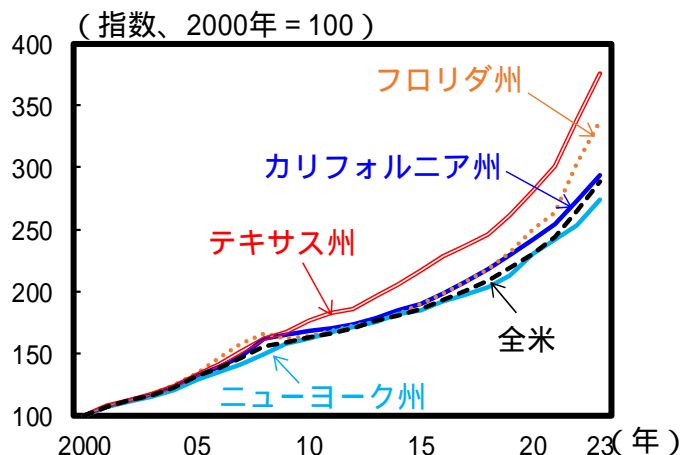
第2-1-140図 フロリダ州の實質GDP成長率の産業別寄与度分解



(備考) アメリカ商務省により作成。

フロリダ州で不動産業の付加価値が大きくプラスに寄与している要因として、人口の増加が挙げられる。前述のとおり、テキサス州やフロリダ州の人口の伸びは、全米の伸びを上回っており、特に感染症拡大以降、大きく上昇している。こうした人口の増加に伴い、家賃等の住居費の州全体の支出総額が増加したことから（第2-1-141図）、不動産業の付加価値が増加していると考えられる。

第2-1-141図 人口上位4州の住居費の消費



(備考) アメリカ商務省により作成。

コラム3 ハリケーンの影響への影響について

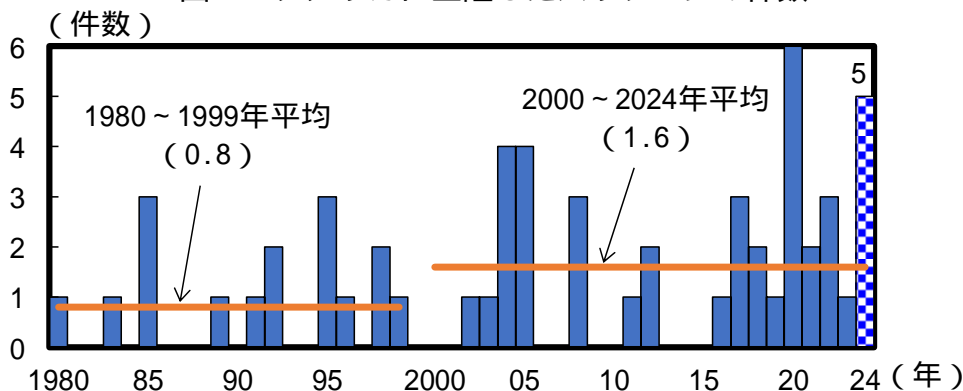
本コラムでは、2024年にアメリカに上陸したハリケーンが生産に与えた影響を確認する¹³¹。アメリカでは例年、6月から11月頃にかけてハリケーンが上陸し、特に南部から東海岸にかけての沿岸部が被害を受けやすい。ハリケーンは風速別に5つのカテゴリーに分けられるが、カテゴリー3～5はMajor hurricane（大型ハリケーン）と呼ばれており、特に警戒が必要とされている。また、ハリケーンは勢力が弱まった後も熱帯低気圧として竜巻や豪雨、洪水等様々な災害を引き起こす。アメリカ海洋大気庁では、ビリオンダラー災害（被害額が10億ドルを超える災害）を公表しているが、このうち、ハリケーンを含む「熱帯低気圧」の発生件数をみると、2024年は5つのハリケーンがアメリカ本土に上陸しており（表1）、2000年代（2000～2024年）の平均に比べて多い（図2）。

表1 2024年にアメリカに上陸したハリケーン

ハリケーン名	カテゴリー	期間	災害額	死者数	鉱工業生産指数への主な影響
Beryl(ベリル)	1	7月8日	72億ドル	46名	自動車・同部品、 鉱業、公益（電気、ガス）
Debby(デビー)	1	8月5～9日	25億ドル	17名	公益（電気、ガス）
Francine (フランシーヌ)	2	9月11～12日	13億ドル	0名	
Helene(ヘリーン)	4	9月24日	787億ドル	219名	航空機・その他輸送機器、 自動車・同部品
Milton(ミルトン)	3	10月9～10日	343億ドル	32名	航空機・その他輸送機器

- (備考) 1. アメリカ海洋大気庁により作成。2025年1月27日時点。
 2. ハリケーンのカテゴリーはアメリカ上陸時のもの。
 3. 鉱工業生産指数への主な影響については内閣府により作成。

図2 アメリカに上陸したハリケーンの件数

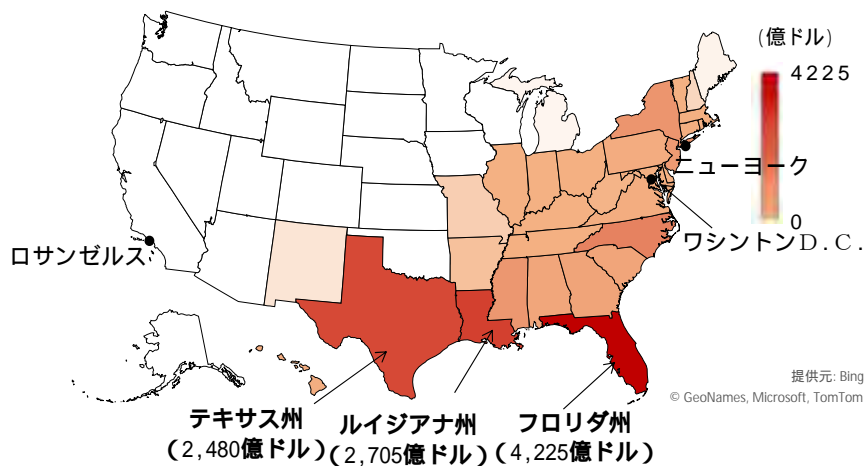


- (備考) 1. アメリカ海洋大気庁により作成。2025年1月27日時点。

¹³¹ ここでは、アメリカに上陸したハリケーンのうち、被害総額が10億ドルを超えたハリケーンを取り扱う。なお、当該月のハリケーンによる鉱工業生産指数への影響が平年並みである場合、毎年同時期に発生する季節性と認識される結果、鉱工業生産指数の季節調整値においてはハリケーンの影響が一定程度取り除かれると考えられる。一方、平年以上にハリケーンが発生した2024年については、各月の鉱工業生産指数の季節調整値にハリケーンの影響が及んだ可能性がある。

また、9月にアメリカに上陸したハリケーン・ヘリーンは洪水や停電も引き起こし、海岸から離れた内陸部にも被害を及ぼした。このため、同年のハリケーンによる被害額の総額は1,240億ドルとなった。また、2024年までの熱帯低気圧による州別被害額をみると、特にハリケーンが勢力を保ったまま上陸した南部、東海岸付近の州の被害額が大きい(図3)。

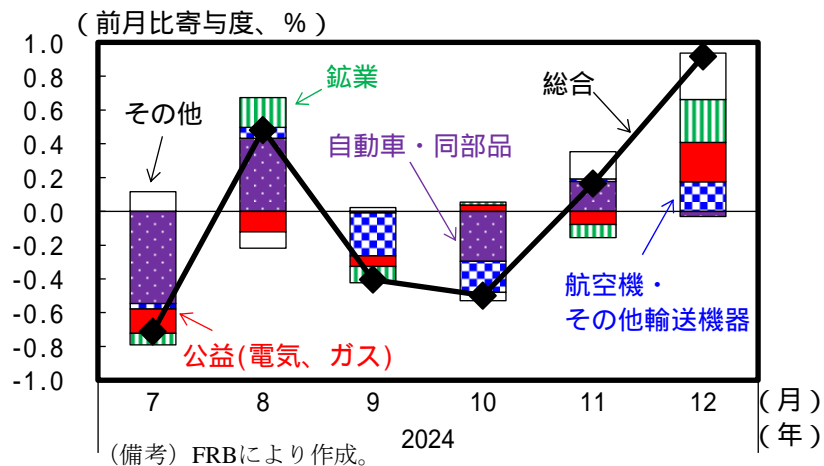
図3 1980～2024年における熱帯低気圧による州別被害額



(備考) 1. アメリカ海洋大気庁により作成。
2. ハリケーンは熱帯低気圧の分類に含まれる。

2024年に上陸したハリケーンが生産に与えた影響を確認するために、まずはアメリカの鉱工業生産指数を品目別に確認する。鉱工業生産指数の品目別前月比寄与度をみると(図4)、2024年7月は自動車・同部品、公益(電気、ガス)、鉱業がマイナスに寄与、同年8月は公益がマイナスに寄与、同年9月は航空機・その他輸送機械がマイナスに寄与、同年10月は自動車・同部品、航空機・その他輸送機械がマイナスに寄与している。

図4 鉱工業生産の品目別前月比寄与度



以降では、産業別の州別付加価値シェアの地図と熱帯低気圧（ハリケーン含む）の進路を重ね合わせるにより、2024年に上陸したハリケーンが生産に与えた影響を各月ごとに確認する（付図2-3参照）。

24年7月は、ハリケーン・ベリルがテキサス州に上陸し、同州の付加価値シェアが高い鉱業及び公益の生産に影響を及ぼしたと考えられる（付図2-3：図1、図2）。また、熱帯低気圧に変わった後も、自動車の付加価値シェアが比較的高いミシガン州及びインディアナ州周辺にまで到達したことにより、自動車・同部品の生産にも影響を及ぼしたと考えられる¹³²（付図2-3：図3）。

24年8月にフロリダ州に上陸したハリケーン・デビーの被害額は、2024年にアメリカに上陸したハリケーンの中では比較的小さいが、公益の付加価値シェアが比較的高いフロリダ州を通過したことから、公益の生産に影響を及ぼしたと考えられる（付図2-3：図2）。

24年9月は、前述のとおりボーイング社でストライキが発生したことに加え、ヘリーンの上陸が生産に影響を与えた¹³³。ヘリーンは、航空輸送の付加価値シェアが比較的高いフロリダ州及びジョージア州、自動車・同部品の付加価値シェアが比較的高いインディアナ州を通過したことから、24年9月の航空輸送及び自動車・同部品の生産に影響を及ぼしたと考えられる（付図2-3：図3、図4）。なお、24年10月17日にFRBが公表した24年9月の鉱工業生産指数のプレスリリースでは、ストライキとハリケーンが指数全体を▲0.6%下押ししたと試算されている。

24年10月は、ハリケーン・ミルトンが、航空輸送の付加価値シェアが比較的高いフロリダ州に上陸した（付図2-3：図4）。ヘリーン及びミルトンが、24年10月の航空機・その他輸送機器の生産に影響を及ぼしたと考えられる。

以上みてきたように、2024年7月以降、アメリカに上陸したハリケーンの影響により、航空機や鉱業等の生産が一定程度押し下げられたと考えられる。今後も、ハリケーン等の一時的要因が発生した場合には、鉱工業生産指数等の経済指標にどのように影響を与えたのか、注意深くみていく必要がある。

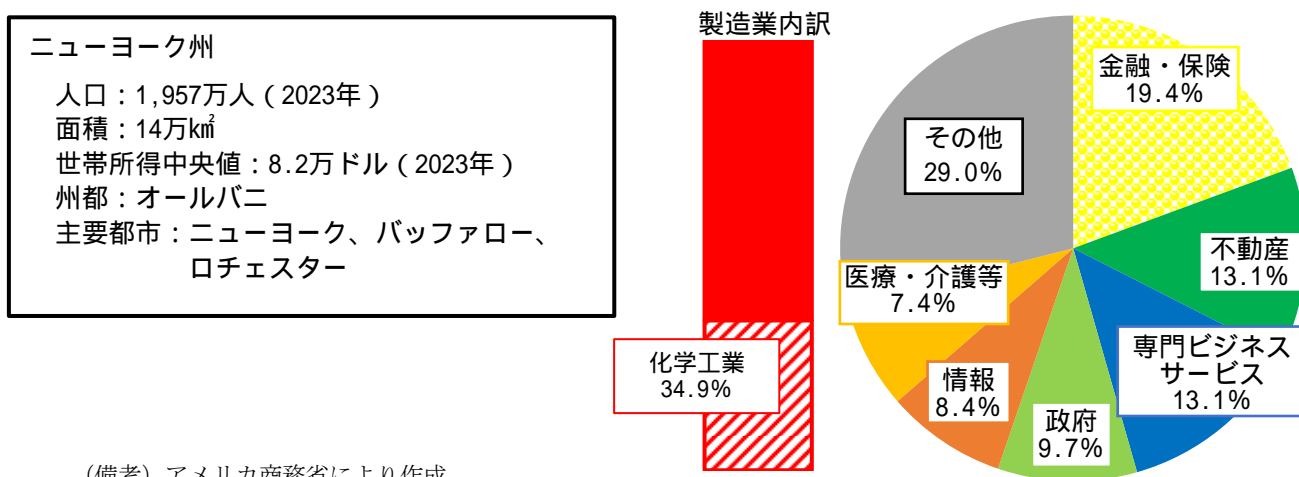
¹³² 2024年7月の自動車・同部品のマイナスに寄与しているのは熱帯低気圧の影響のほか、前述のとおり、同年6月に自動車販売店向けに顧客や在庫管理を行うシステムを提供するソフトウェア会社がサイバー攻撃を受けたことも影響している可能性がある。

¹³³ アメリカ海洋大気庁によると、ヘリーンはフロリダ州に上陸し、熱帯低気圧に変わった後に直撃したノースカロライナ州、サウスカロライナ州でも大きな被害を与えた。ヘリーンは、マリア（2017年）以来、大西洋で最も破壊的なハリケーン、アメリカ本土を襲ったハリケーンとしてはカトリーナ（2005年）以来、最も破壊的なハリケーンとされている。

(ニューヨーク州は金融・保険の落ち込みから経済成長率が全米を下回る)

次に、人口・個人消費が全米4位、GDPが全米3位のニューヨーク州の産業構成をみると(第2-1-142図)、全米と比較し金融・保険の構成比が2割弱と高いことが特徴的である。また、全米と同様、製造業の中では特に化学工業の構成比が高い。

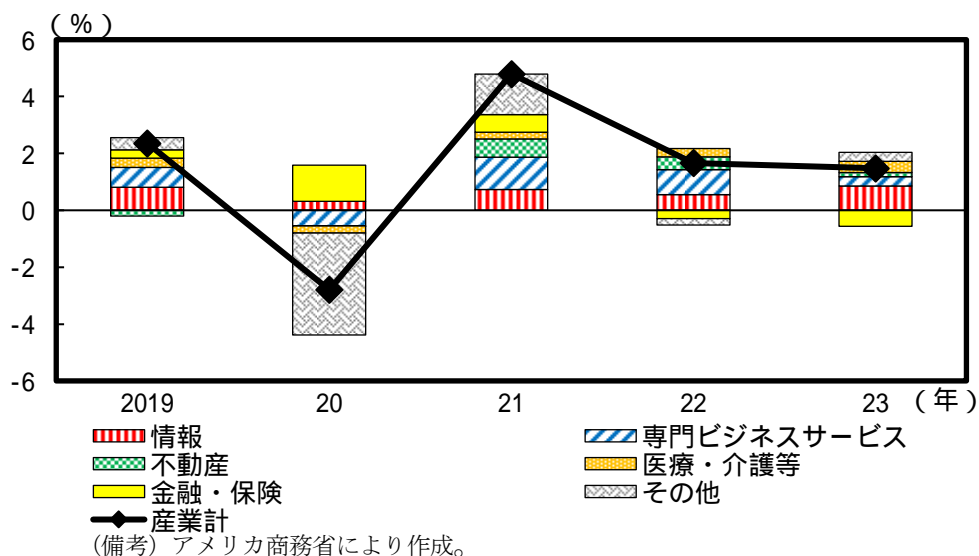
第2-1-142図 ニューヨーク州の基本情報・産業別付加価値構成比



ニューヨーク州の感染症拡大以降の実質GDP成長率を産業別にみると(第2-1-143図)、2021年は専門ビジネスサービスや金融・保険が成長をけん引したものの、2022年以降は専門ビジネスサービスのプラス寄与が縮小する中、金融・保険がマイナス寄与した結果¹³⁴、感染症拡大以降の実質GDPの伸びは全米の伸びを下回っている。

¹³⁴ ニューヨーク州の金融・保険の付加価値の前年比は実質では2022年が▲1.5%、2023年が▲2.9%とマイナスとなっている一方で、名目では2022年が3.5%、2023年が1.1%とプラスである(ニューヨーク州の金融・保険の付加価値デフレータの前年比は2022年が5.1%、2023年が4.2%)。

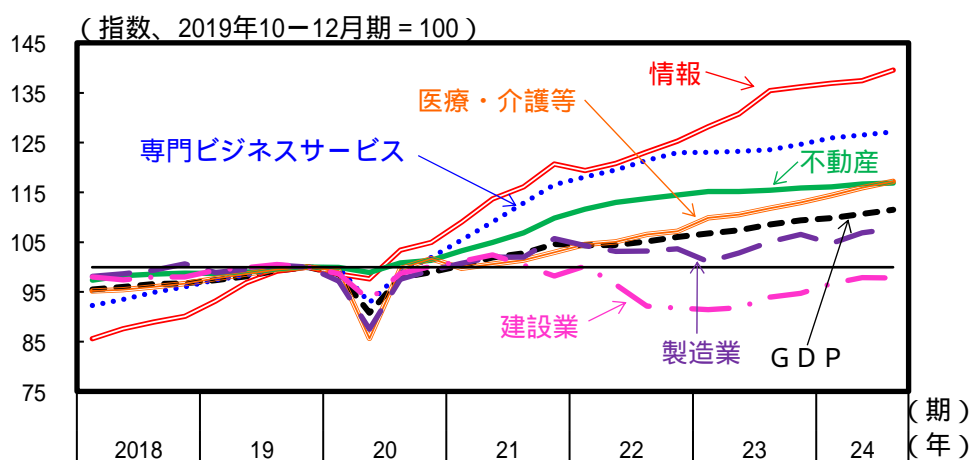
第2-1-143図 ニューヨーク州の実質GDP成長率の産業別寄与度分解



(人口上位4州が情報産業や専門サービス等を中心にアメリカの景気回復をけん引)

以上、みてきたとおり、人口上位4州を中心に、情報産業や専門サービス等の知識集約型の産業が大きく成長に寄与してきた。加えて、テキサス州やフロリダ州を中心に、人口増加に支えられ、不動産業等も成長に寄与してきた。こうした人口上位4州のけん引もあり、アメリカ全体としても、情報産業、専門ビジネスサービス、不動産業が感染症拡大後の経済成長をけん引してきた(第2-1-144図)。さらに、2024年後半はハリケーンによる一時的な影響を受けたものの、テキサス州では鉱業が感染症拡大後の成長をけん引してきた。こうした多様な産業が感染症拡大後のアメリカの景気回復を支えてきたことが分かる。

第2-1-144図 産業別実質GDPの推移(指数、2019年10-12月期 = 100)

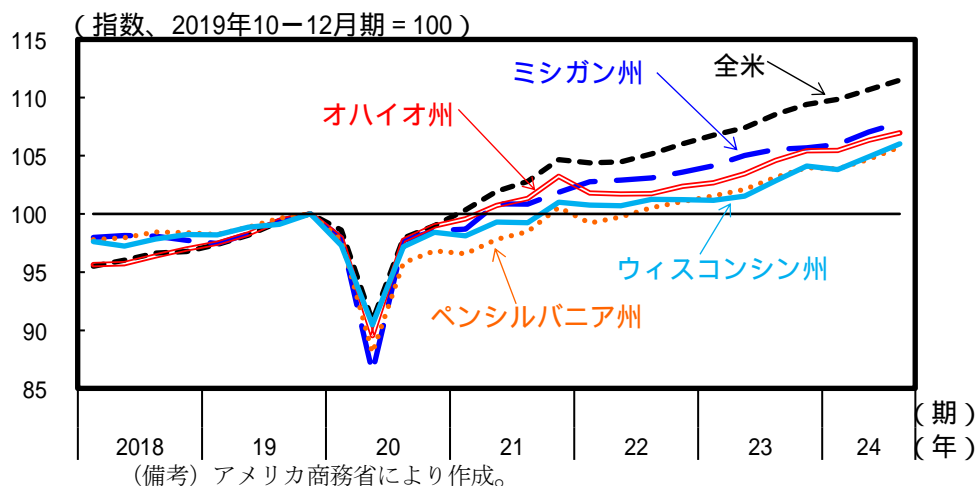


（いわゆる「ラストベルト」と呼ばれる州では、景気回復が遅れている）

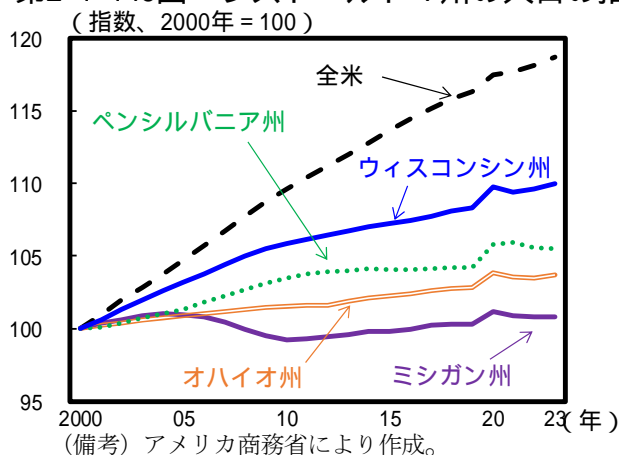
人口上位4州が大きな付加価値を生み出して、感染症拡大後のアメリカの景気回復をけん引してきた一方で、いわゆる「ラストベルト」と呼ばれる州では景気回復が遅れている。ラストベルトは主として製鉄業等重厚長大産業を基幹産業としており、1950年代以降衰退した地域とされることが多い¹³⁵。ここでは、ラストベルトと呼ばれる州のうちミシガン州、ウィスコンシン州、ペンシルバニア州、オハイオ州の4州について確認する（以下、4州をまとめて「ラストベルト4州」という。）。

ラストベルト4州の感染症拡大後の実質GDPの推移を確認すると（第2-1-145図）、全米を下回る伸びとなっている。また、ラストベルト4州の人口の伸びは全米の伸びをいずれも下回っている（第2-1-146図）。

第2-1-145図 ラストベルト4州の実質GDPの推移（指数、2019年10-12月期 = 100）



第2-1-146図 ラストベルト4州の人口の推移

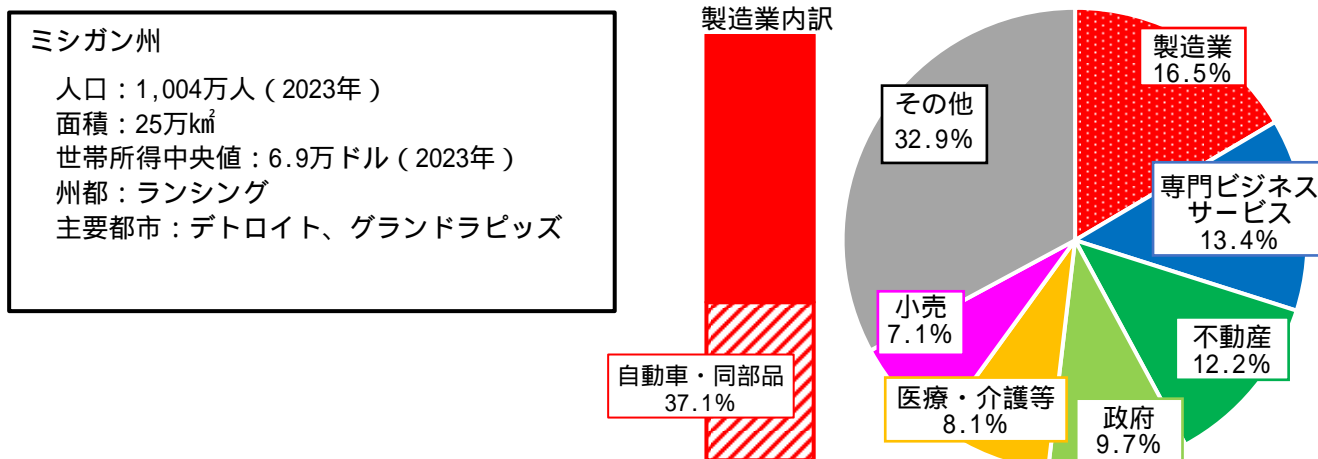


¹³⁵ 山縣（2020）によると、ラストベルトには、イリノイ州、インディアナ州、ウィスコンシン州、ウェストバージニア州、オハイオ州、ニューヨーク州、ミシガン州、ペンシルバニア州の多くのエリア、または、五大湖沿いの一部地域が含まれることが多い。

(ラストベルト4州では製造業の産業構成比が高く世帯所得中央値は全米を下回る)

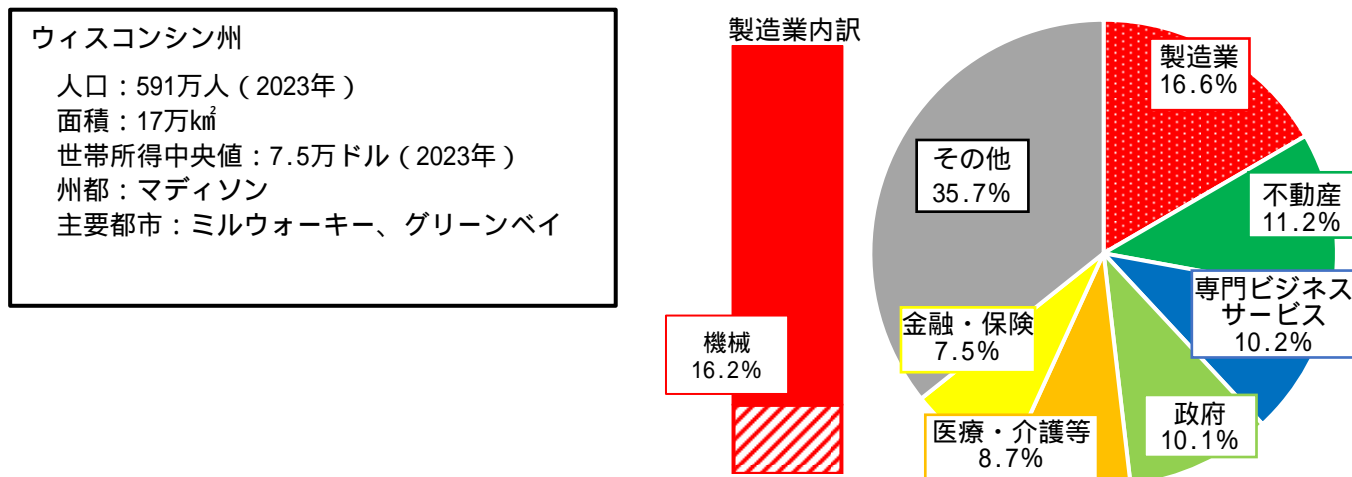
以降、これらのラストベルト4州が景気回復が遅れている要因を考察する。ラストベルト4州の産業構成を確認すると、いずれの州も製造業の産業構成比が全米と比較して高いことが分かる(第2-1-147図、第2-1-148図、第2-1-149図、第2-1-150図)。

第2-1-147図 ミシガン州の基本情報・産業別付加価値構成比



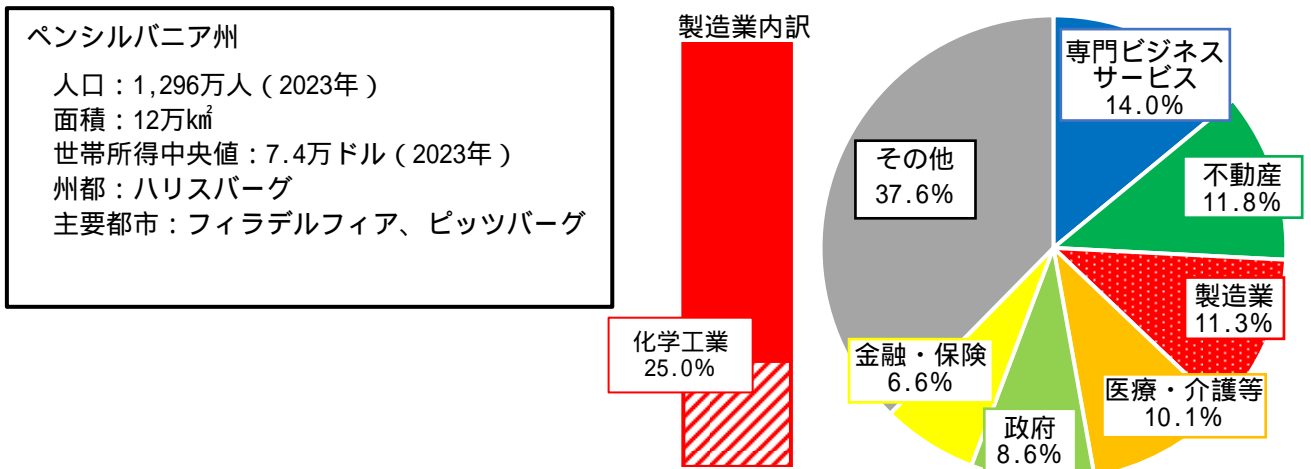
(備考) アメリカ商務省により作成。

第2-1-148図 ウィスコンシン州の基本情報・産業別付加価値構成比



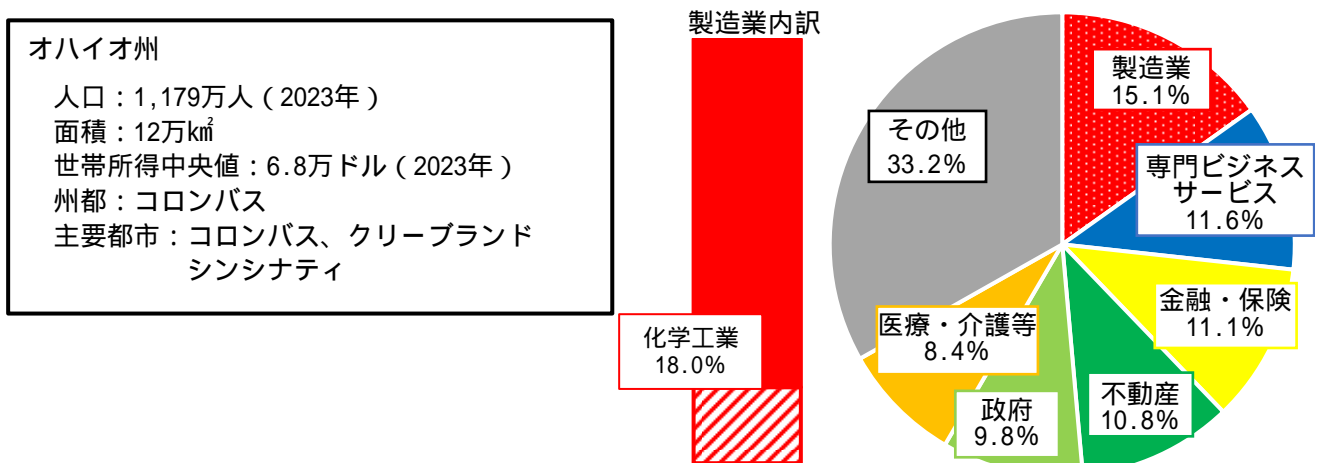
(備考) アメリカ商務省により作成。

第2-1-149図 ペンシルバニア州の基本情報・産業別付加価値構成比



（備考）アメリカ商務省により作成。

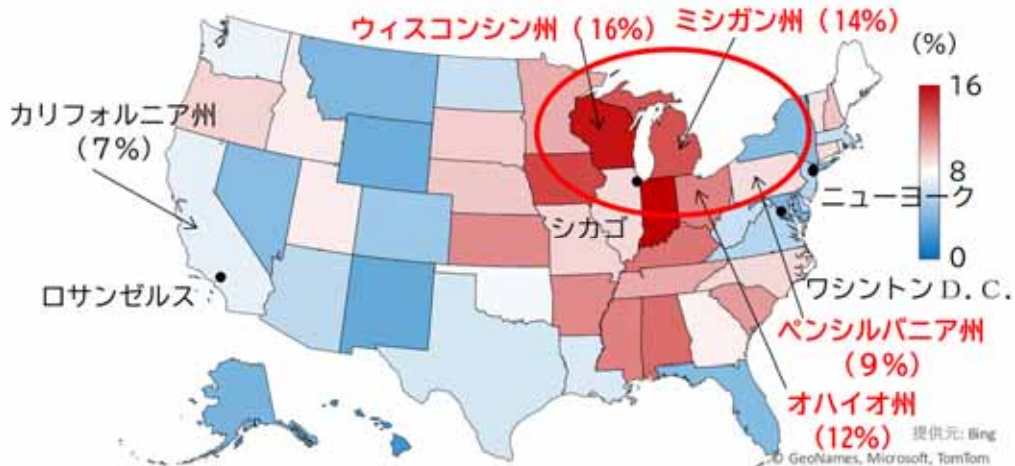
第2-1-150図 オハイオ州の基本情報・産業別付加価値構成比



（備考）アメリカ商務省により作成。

製造業従事者比率を州別にみても（第2-1-151図）、ラストベルト4州では製造業従事者比率が高く、製造業を中心の産業構成となっていることがうかがえる。

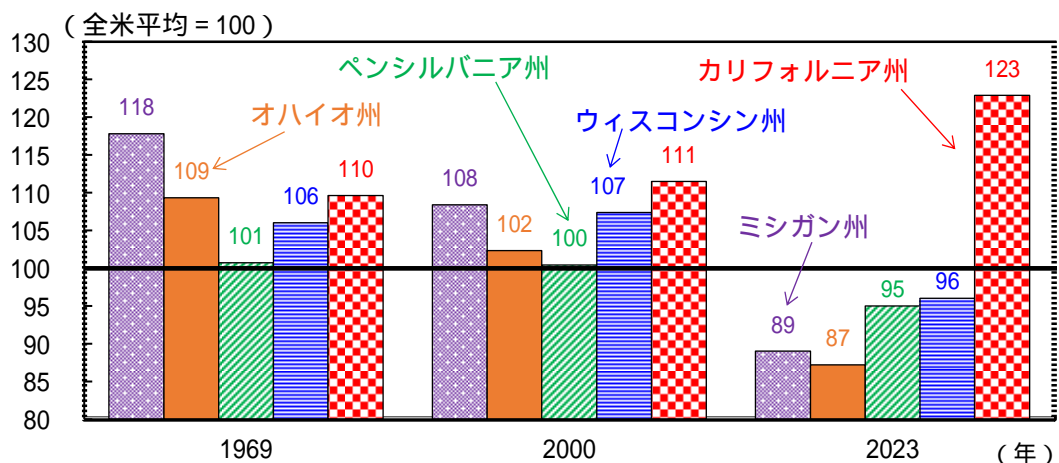
第2-1-151図 州別の製造業従事者比率（2023年）



（備考）アメリカ労働省により作成。製造業従事者比率は、製造業の雇用者数が非農業部門雇用者数全体に占める割合。

また、ラストベルト4州の世帯所得中央値をみると、1969年、2000年は全米を上回っていたものの、2023年は全米を下回っている（第2-1-152図）。

第2-1-152図 州別の世帯所得中央値

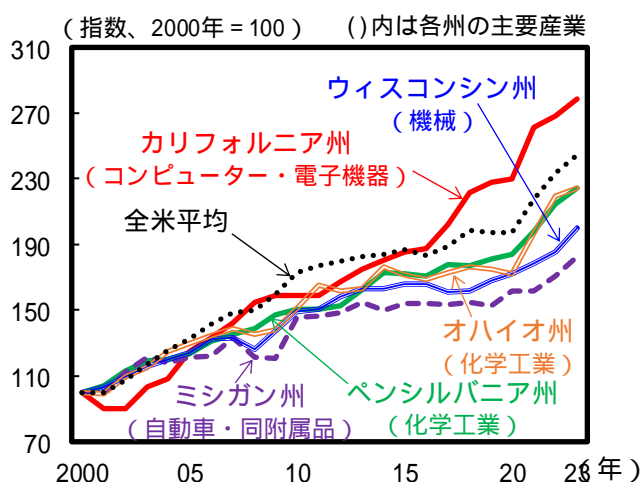


（備考）アメリカ商務省により作成。

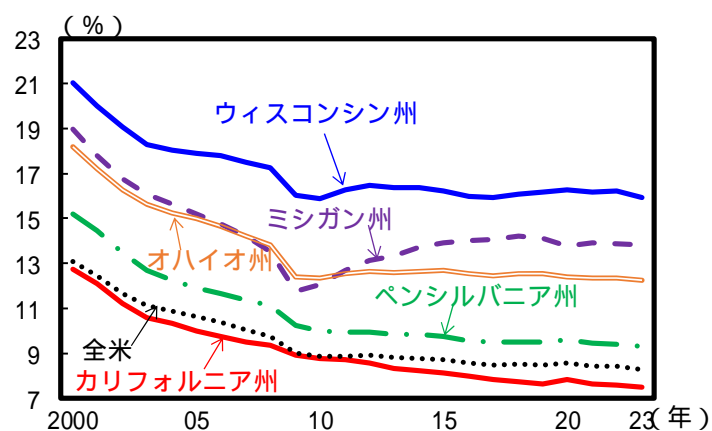
(ラストベルト4州では製造業の労働生産性の伸びが低い)

ここで、製造業の労働生産性をみると(第2-1-153図)、ラストベルト4州は全米と比べて、製造業の労働生産性の伸びが小さいことが分かる。一方、製造業従事者比率の推移をみると(第2-1-154図)、ラストベルト4州ともに全米よりも高く、2010年以降、おおむね横ばいで推移している。労働生産性の伸びが低い製造業の企業が多いことや、それに従事する労働者が多いことが、ラストベルト4州の実質GDPの伸びの低さにつながっている。

第2-1-153図 州別の製造業の労働生産性



第2-1-154図 州別の製造業従事者比率



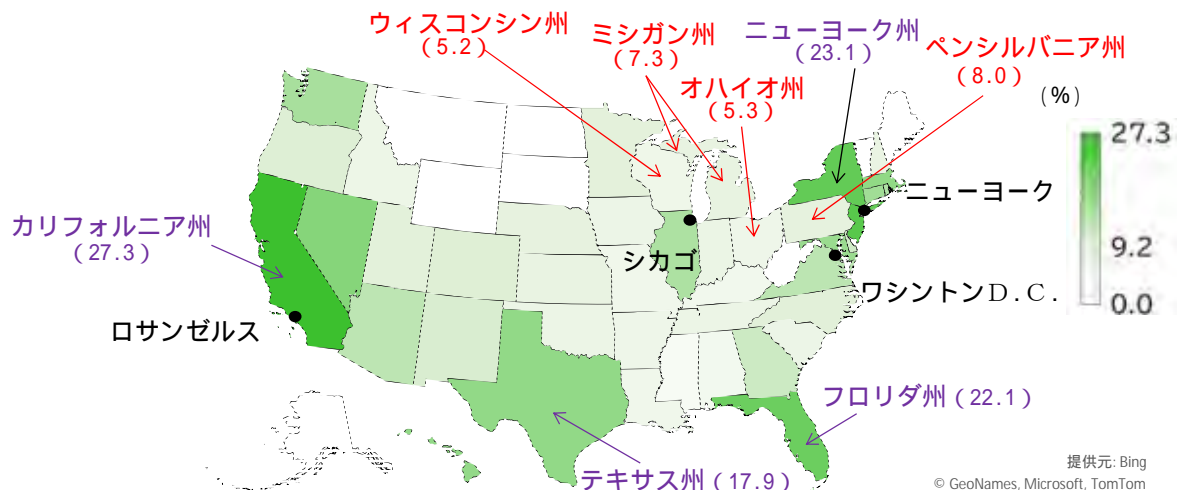
(備考) アメリカ商務省、アメリカ労働省により作成。製造業の労働生産性は、製造業の付加価値額を製造業の非農業部門雇用者数で除して算出。()内は2023年における各州製造業のうち付加価値額が最大の産業を記載している。製造業従事者比率は、製造業の雇用者数が非農業部門雇用者数全体に占める割合。

(ラストベルト4州では外国生まれの人口比率が低く、高齢化率が高い)

ラストベルト4州において、製造業の労働生産性の伸びが低いにも関わらず、製造業従事者比率が低下しない背景の一つとして、人口構成が挙げられる。

総人口に占める外国生まれの者の人口比率を州別に確認すると(第2-1-155図)、人口上位4州では外国生まれの人口比率が高い一方で、ラストベルト4州では外国人生まれの人口比率が低い。

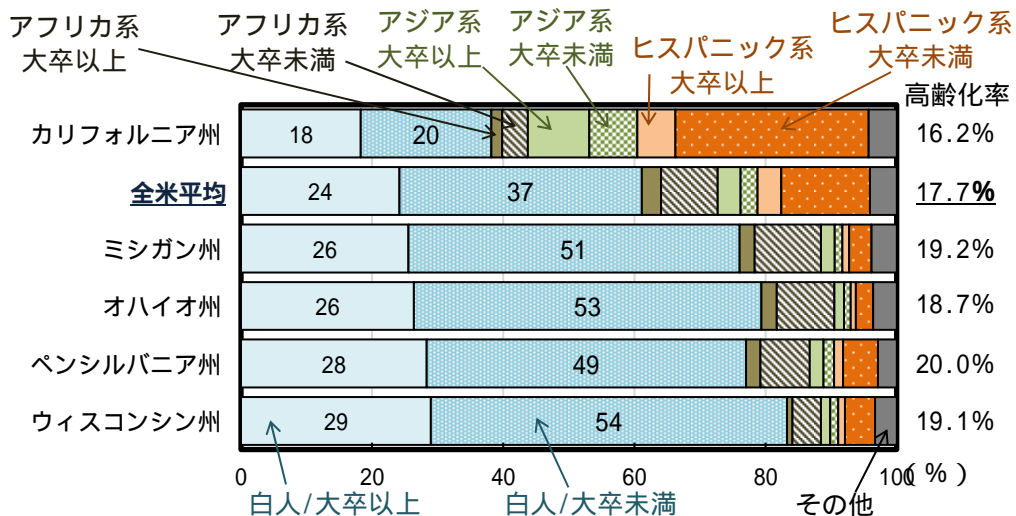
第2-1-155図 外国生まれの者の人口比率(2023年)



(備考) アメリカ商務省により作成。

より詳細に、人種別学歴別の人口割合をみると(第2-1-156図)、ラストベルト4州では白人の大卒未満の割合が全米よりも高い。また、高齢化率についても、全米を上回っている。

第2-1-156図 州別の人口構成と高齢化率



(備考) アメリカ商務省により作成。人口構成は25歳以上の人口に占める割合。2023年値。高齢化率は65歳以上の人口が総人口に占める割合。2023年7月1日時点。()内は2023年7月1日時点の総人口。

製造業の労働生産性が低い場合、より労働生産性が高い産業に労働者が移動することにより、州全体の労働生産性を高めることができる。ただし、高齢化率が高く、また、学歴別の人口割合に偏りがみられるラストベルト4州では、産業間の労働移動や知識集約型の労働生産性の高い産業を振興することが容易ではないと考えられる。こうした構造的な要因が、情報産業や専門サービス等の知識集約型の産業を中心に大きな付加価値を生み出している人口上位4州との経済成長の差につながっている可能性がある。

第2節 欧州の景気動向

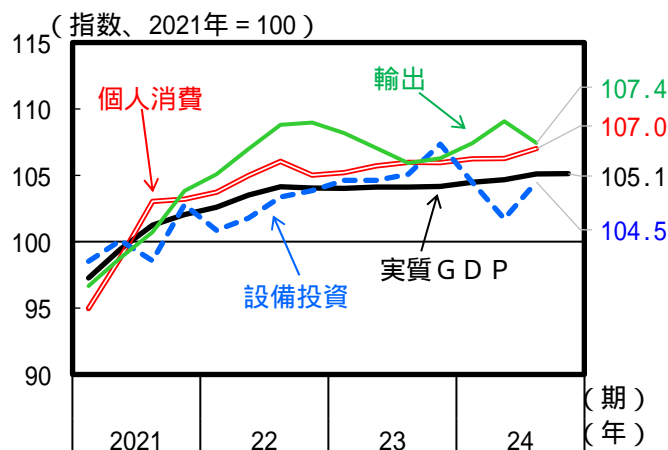
本節では、主に2024年後半のユーロ圏及び英国経済を概観するとともに、両地域の主要需要項目である個人消費、設備投資及び輸出を中心に分析する。あわせて、消費動向の背景にもあると考えられる雇用についても分析する。

1. ユーロ圏経済の動向

(景気は、総じて持ち直しの動き)

ユーロ圏経済の動向を実質GDPの推移から概観¹³⁶すると、2022年後半以降、急激な物価上昇と金融引締めを受けて、実質GDPが横ばい傾向で推移してきた。その後、物価上昇率の低下に伴う実質賃金の上昇等を受けて消費は持ち直しの動きがみられること等から、2023年7－9月期以降実質GDP成長率はプラスで推移しており¹³⁷、景気は、一部に足踏みがみられるものの持ち直しの動きがみられる(第2-2-1図)。

第2-2-1図 実質GDP 需要項目別の動向



(備考) 1. ユーロスタットにより作成。
2. 季節調整値。設備投資は公的部門含む非住宅設備投資。

以下では、主要な需要項目である個人消費、設備投資及び輸出について分析する。

(個人消費は、持ち直しの動き)

はじめに、個人消費の動向を財の消費動向から確認する。

まず、実質小売販売額の動向をみると、2021年秋以降、感染症収束に伴う経済活動の

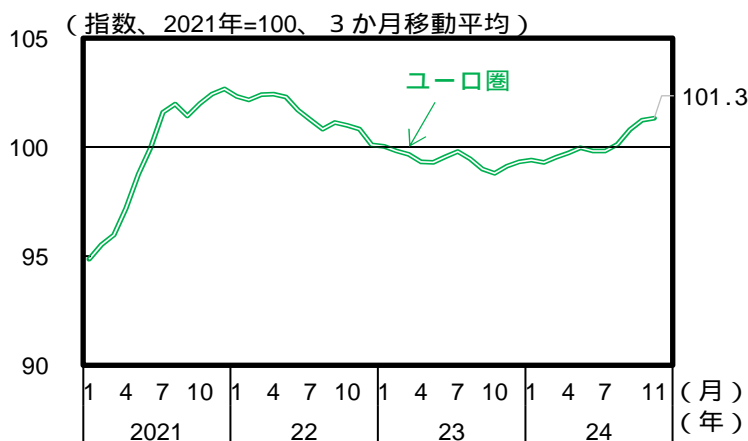
¹³⁶ GDPを構成する需要項目の対GDP比を2023年名目金額ベースで見ると、個人消費53.0%、政府消費21.2%、総固定資本形成21.9%、財輸出34.6%、サービス輸出15.8%。ユーロ圏は英国と比較して財輸出への依存度が高い。

¹³⁷ ユーロ圏は、2024年4－6月期前期比年率0.7%、2024年7－9月期同1.6%、2024年10－12月期0.1%。

再開やウクライナ侵略に伴うエネルギー価格等の高騰を受けた消費者物価の上昇により、実質小売販売額は、低下傾向が続いた。2023年後半以降は消費者物価の上昇の鈍化と名目賃金の上昇を受けて実質賃金がプラスで推移する中、消費は持ち直しの動きがみられている（第2-2-2図）。

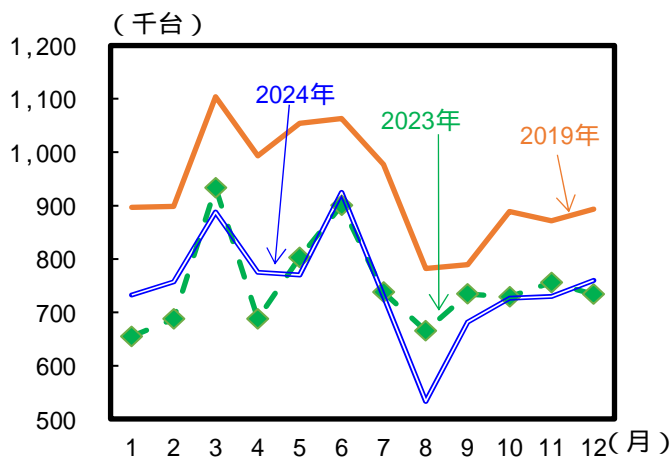
しかしながら、自動車の新規登録台数の動向をみると、供給制約が解消された2023年9月以降も感染症拡大前の2019年を下回る水準で推移し、2024年12月においてもこの傾向が続いており、後述のとおり高額商品に対する購買意欲は戻っていない（第2-2-3図）。

第2-2-2図 実質小売の推移



(備考) 1. ユーロスタットにより作成。
2. 季節調整値。

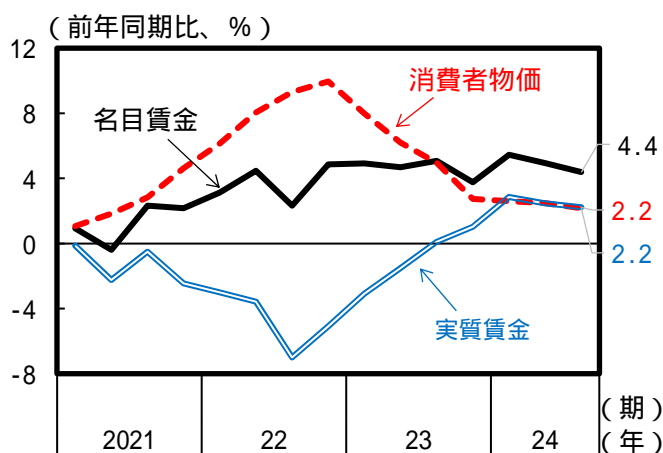
第2-2-3図 自動車新規登録台数の推移



(備考) 欧州委員会により作成。

このような消費動向の説明要因となり得る、実質賃金の動向を確認する。前述の要因により、消費者物価上昇率が名目賃金上昇率を上回り、実質賃金の上昇率が2021年1－3月期以降マイナス傾向で推移していたが、消費者物価上昇率の低下と名目賃金上昇率の上昇を受けて、2023年7－9月期以降は実質賃金の上昇率がプラスで推移している（第2-2-4図）。

第 2-2-4 図 実質賃金と物価の推移



(備考) 1. ECB、ユーロスタットにより作成。
2. 実質値は名目賃金を消費者物価総合（帰属家賃含まない）で実質化。

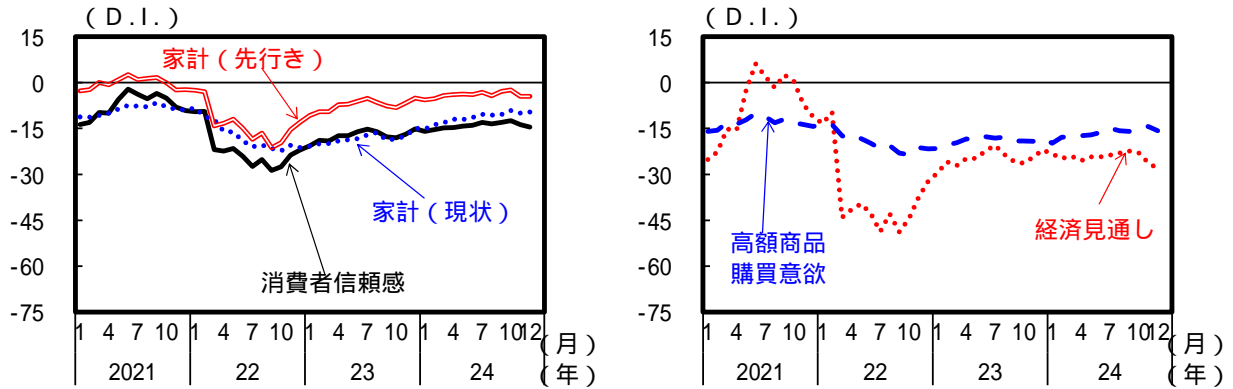
実質賃金の上昇率がプラスで推移している中でも消費の回復が緩やかなものにとどまる背景には、消費者信頼感（消費者マインド）¹³⁸の改善ペースの弱さが考えられる。消費者マインドを構成する、家計の現状と先行き、経済見通し及び高額商品購買意欲の推移をみると、2024年に入って以降、家計の先行きは、消費者物価上昇率の低下を受けて、ほぼゼロ近傍まで改善しているが、経済見通しや高額商品購買意欲は、後述する雇用不安や物価見通しを受けた貯蓄志向の高さから、停滞している。

加えて、2024年6月以降、欧州中央銀行（ECB）は4回政策金利を引き下げているが、依然として政策金利は高い水準にとどまっており、これに伴うローン金利の高止まりもあいまって、高額商品購買意欲は改善の動きがみられず、消費者マインドは全体として改善ペースが弱い状況にある（第2-2-5図）。

¹³⁸ 消費者に対し家計の現状及び予想される今後12か月間の先行き、予想される全般的な今後12か月間の経済状況の見通し、今後12か月間に大きな買い物をする意向（高額商品購買意欲）に関する質問に対するDIの単純平均値（%ポイント）。

第2-2-5図 消費者信頼感

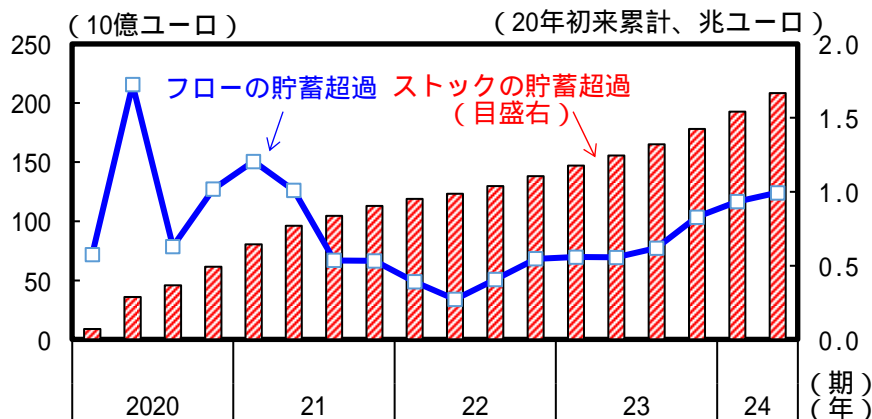
(1) 全体、家計(現状)、家計(先行き) (2) 経済見通し、高額商品購買意欲



(備考) 欧州委員会により作成。

このように消費者マインドの改善ペースが弱いことから、超過貯蓄は引き続き増加傾向となっている。感染症拡大前の2019年各四半期の貯蓄額と比較して積みあがった超過貯蓄を、フロー及びストックベースでみると、フローは感染症収束に伴い低下傾向となっていたが、2022年半ば以降は緩やかな上昇傾向に転じている。これを受けて、ストックは、増加が継続している。この結果、超過貯蓄ストックは、GDP比でみて、ユーロ圏では2024年4-6月期は約11.4%（約1.7兆ユーロ）となっており、貯蓄を積み増す動きが続いていることが確認できる（第2-2-6図）。

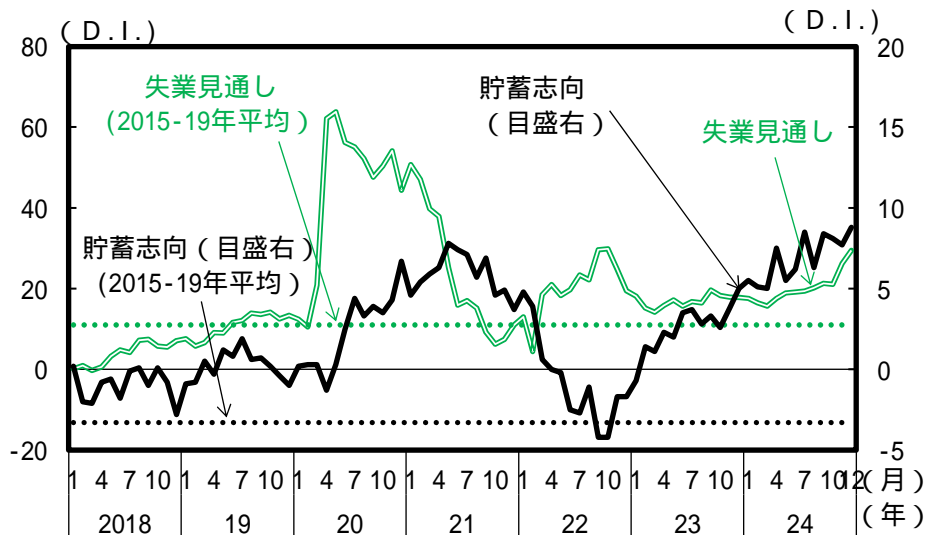
第2-2-6図 超過貯蓄の動向



- (備考)
1. ユーロスタットにより作成。季節調整値。
 2. 貯蓄超過(フロー、ストック)の前提となる各四半期の貯蓄額の計算式は、
貯蓄額=家計可処分所得-家計最終消費支出。
 3. フロー、ストックの貯蓄超過額はともに名目値。

こうした超過貯蓄の増加の背景には、貯蓄志向の高まりが指摘されている。欧州委員会は、政策の先行き不透明感や雇用不安により、貯蓄志向が高まっていた可能性を指摘している。そこで貯蓄志向をみてみると、2022年2月以降、消費者物価上昇率の急激な高まりを受け貯蓄志向はマイナスに転じた。その後、消費者物価上昇率の低下を受け、2023年4月以降、貯蓄志向はプラスに転じ、2024年に入ってからではプラス幅が拡大し、感染症拡大前の2015年から2019年までの平均のマイナス3.3を上回って推移するなど、貯蓄志向の高まりが確認できる。加えて、雇用不安については、失業見通しをみてみると、感染症拡大期の2020年に大きく上昇したものの感染症の収束を受けて2021年夏頃には大きく低下している。さらに、ウクライナ侵略を契機としたエネルギー価格の上昇を受けた生産調整を背景に雇用不安は再び上昇に転じ、感染症拡大前の2015年から2019年までの平均の11.0を上回って推移している（第2-2-7図）。特に2024年夏以降は、ドイツの大手自動車メーカーが創業以来初となる国内工場閉鎖を検討していることが報じられたこと等により雇用不安は高まっており（第2-2-8表）、失業見通しは大きく上昇するとともに貯蓄志向は高止まりしている。

第2-2-7図 貯蓄志向、失業見通し、物価見通し



(備考) 1. ユーロスタットにより作成。季節調整値。
 2. 貯蓄志向は、家計に対し、12か月先までの貯蓄志向を尋ねたもの。
 失業見通しは、家計に対し、12か月先までの失業の見込みを尋ねたもの。

第2-2-8表 ドイツ大手自動車メーカー国内工場閉鎖の動向

2024年9月2日	ドイツ大手自動車メーカー史上初となる国内工場の閉鎖を検討しているとの報道。
9月4日	ドイツ大手自動車メーカーは、国内工場の閉鎖を含むコスト削減計画について従業員向け会合を開催。
9月10日	ドイツ大手自動車メーカーは、国内6か所の工場で2029年まで雇用を保障すること等を盛り込んだ一連の労働協約の破棄を発表。
9月25日	ドイツ大手自動車メーカーは産業別労働組合IGメタルと第1回労使交渉を実施も、合意なく終了。IGメタルは、工場閉鎖回避、雇用保障の復活、7%の賃上げを求めるも、ドイツ大手自動車メーカーは要求を拒否。IGメタルは、12月初旬からのストライキを警告。
10月28日	ドイツ大手自動車メーカーは、少なくとも3か所の国内工場閉鎖や、存続する工場の規模縮小等を盛り込んだ事業再編計画を事業所委員会に提示。
10月30日	ドイツ大手自動車メーカーは産業別労働組合IGメタルと第2回労使交渉を実施。
11月21日	ドイツ大手自動車メーカーは産業別労働組合IGメタルと第3回労使交渉を実施も平行線のまま終了。
12月9日	ドイツ大手自動車メーカーは産業別労働組合IGメタルと第4回労使交渉を実施も妥協点を見いだせずに終了。
12月20日	ドイツ大手自動車メーカーは産業別労働組合IGメタルと第5回労使交渉を実施し、妥結。交渉は16日から20日までに5日間に及び、当面の工場閉鎖や人員削減はなく、会社側は10%の賃金カット要求を撤回した。

(備考) 各種報道等を基に作成。

以上のように、消費は、総じてみれば持ち直しの動きがみられている。その背景には、実質賃金の持ち直しの動きがある。他方、持ち直しの動きが緩やかな背景には、政策の先行き不透明感や雇用不安を背景とした貯蓄意欲の高まりを受けた消費者マインドの改善ペースの弱さがある。

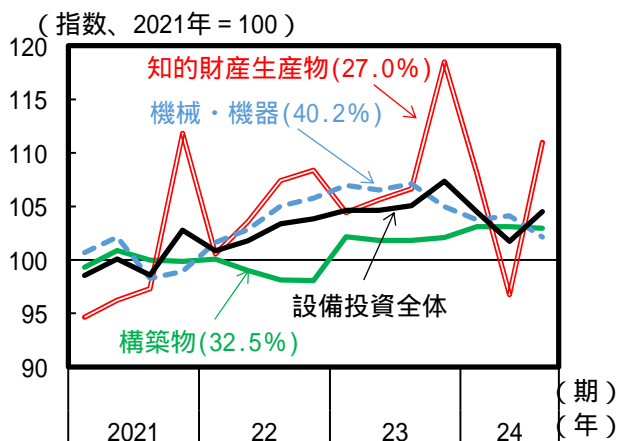
(設備投資は、弱含んでいる)

続いて、設備投資の動向を確認する。

2021年以降は、政策対応¹³⁹を受けた脱炭素やデジタル化に向けた投資需要を中心に、知的財産生産物投資¹⁴⁰、機械・機器投資及び構築物投資のいずれも持ち直しの動きがみられていた。しかし2023年以降は、政策の先行き不透明感に加え、高い金利水準の継続や中国等の輸出先の資本財需要の低下を受けた工場建設等を控える動きがみられ始めたことから、知的財産生産物投資、機械・機器投資及び構築物投資のいずれもおおむね横ばいとなっている。さらに、2024年半ば以降は、機械・機器投資は弱含んでおり、設備投資全体としても弱含んでいる(第2-2-9図)。

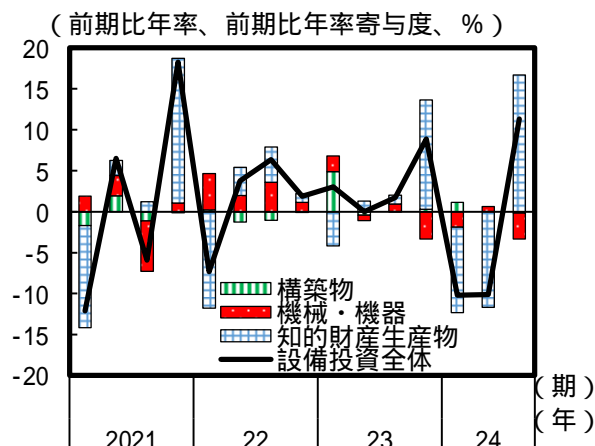
第2-2-9図 実質設備投資

(1) 指数



- (備考) 1. ユーロスタットにより作成。
2. 季節調整値(年率換算)。
3. 凡例括弧内は2023年の設備投資全体に占める割合。

(2) 寄与度



- (備考) 1. ユーロスタットにより作成。
2. 季節調整値(年率換算)。
3. 各項目の合計は統計上の誤差があるため、投資推移全体と一致しない。

この背景には、政策の先行き不透明感による設備投資マインドの弱さが指摘されている。例えば、ドイツにおいては、成長機会法が規模を大幅に縮小して成立するなど政策

¹³⁹ 内閣府(2024a)

¹⁴⁰ アイルランドには特に情報通信や製薬会社等の多国籍企業が集積しており、特許権等の知的財産権の子会社への移転が設備投資の知的財産生産物投資に計上されることから、一時的に急増することがある。2024年4-6月期には、多国籍企業による大規模な組織改編に伴う知的財産権の移転により知的財産生産物投資が大幅に減少し、2024年7-9月期はその反動から大幅に増加した。

の先行き不透明感に加え¹⁴¹、政府内対立を受けた政局の先行き不透明感から（第2-2-10表）、設備投資マインドの低下傾向が続いている（第2-2-11図）。

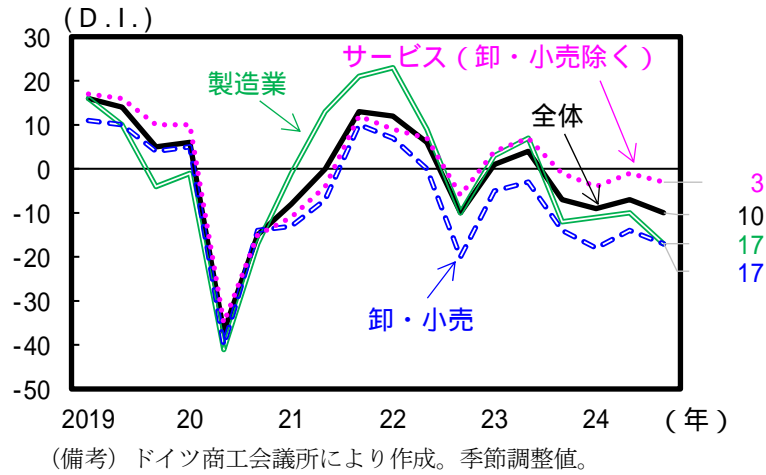
第2-2-10表 ドイツ政局の動向

日時	主な出来事
6月8～9日	欧州議会選挙において、ドイツ選挙区で与党が敗北。キリスト教民主同盟（CDU）・キリスト教社会同盟（CSU）が大勝し、「ドイツのための選択肢」（AfD）が第2党となった。
9月1日	ザクセン州議会選挙でCDUが第1党。AfDが僅差で第2党。与党・社会民主党（SPD）は、第4党となった。テューリンゲン州議会選挙では、AfDが第1党、CDUが第2党、SPDは第5党となった。
9月22日	ブランデンブルク州議会選挙では、与党・SPDが第1党、AfDが僅差で第2党となった。
11月6日	ショルツ首相（SPD）は、25年度予算案をめぐる対立していたリントナー財務相（FDP党首）の解任を発表。自由民主党（FDP）が連立から離脱。2025年1月15日に首相信任投票を実施すると表明。
11月7日	最大野党・CDUのメルツ党首は、遅くとも来週初めまでに信任投票を行うことを要求。
11月12日	与党・SPDと、CDU・CSUが、連邦議会（下院）選挙を2025年2月23日に実施することで合意。
11月25日	与党・SPD執行委員会は、次回連邦議会（下院）選挙に向けて、ショルツ首相を全会一致で首相候補に正式指名。
12月16日	ショルツ首相信任投票が実施され、ショルツ首相信任案は否決。
2月23日 （予定）	連邦議会（下院）選挙。

（備考）各種報道等を基に作成。

¹⁴¹ 内閣府（2024b）。成長機会法は補助を削減するなど修正され、最終的に2024年3月、年間32億ユーロ（0.5兆円）規模の設備投資支援まで縮減され、成立した。

第2-2-11図 ドイツ設備投資マインド

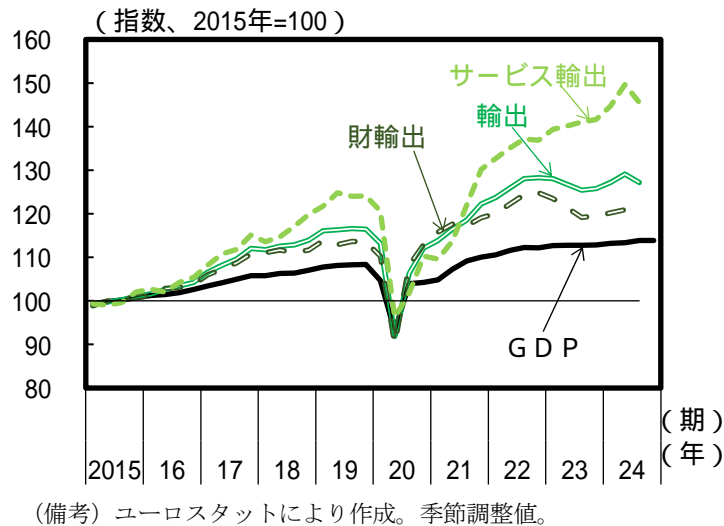


(財輸出は弱含んでいる)

続いて輸出の動向を確認する。

まず、財輸出及びサービス輸出の動向をみると、感染症拡大後の落ち込みから持ち直したものの、総じてみれば、2022年以降停滞している。輸出のうち、対GDP比で34.6%を占める財輸出では、2022年7－9月期以降弱含んでいる。一方、対GDP比で15.9%を占めるサービス輸出は2021年以降増加傾向にある（第2-2-12図）。

第2-2-12図 実質輸出（財輸出、サービス輸出）

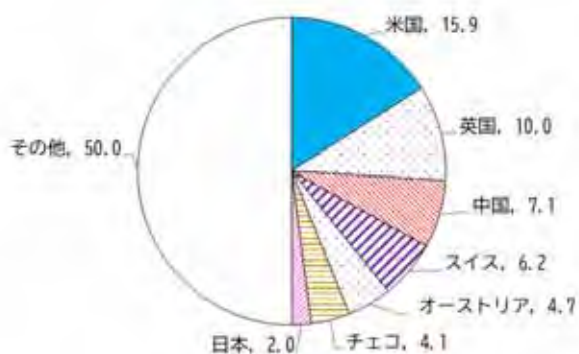


こうした動きの背景には輸出相手国の需要動向が考えられるため、相手国別の動向をみしてみる。

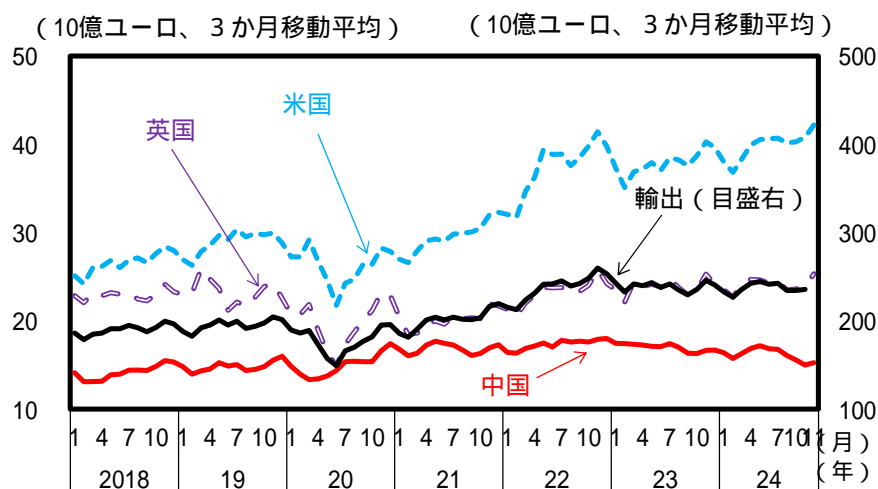
まず、ユーロ圏外輸出における主要貿易相手国は米国（構成比15.9%）、英国

(10.0%)、中国(7.1%)である。英国のEU離脱と感染症拡大を受けて2020年1月以降、財輸出は低下したが、米国向け輸出にけん引されて2020年8月以降は持ち直しの動きに転じた。2023年以降は中国の需要減退を受けて中国向け輸出は緩やかな減少傾向にあることから(詳細は後述)、財輸出は弱含んでいる(第2-2-13図)。

第2-2-13図 主要輸出相手国の構成比と主要輸出相手国別の推移(財輸出)
(1) 相手国の構成比(%)



(2) 相手国別の推移



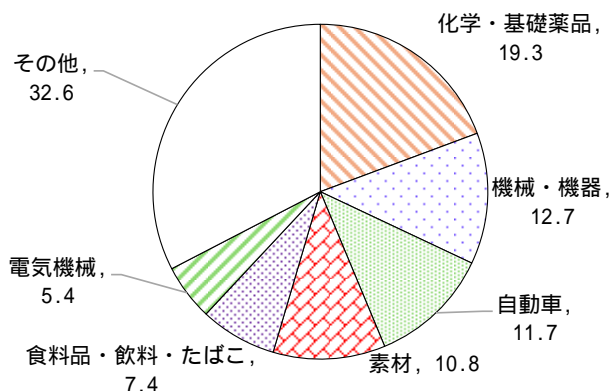
- (備考) 1. ユーロスタットにより作成。
2. 輸出相手国の構成比は、ユーロ圏外輸出、2023年名目金額ベース、季節調整値(年率換算)。
3. 輸出相手国別の推移は、ユーロ圏外輸出、名目、金額ベースの3か月移動平均。

また、ユーロ圏外輸出の品目別では、化学・基礎薬品(構成比19.3%)、機械・機器(同12.7%)、自動車(同11.7%)が主要品目である。化学・基礎薬品は感染症が拡大する中でも堅調に推移しており、2020年以降財輸出をけん引している。アイルランド

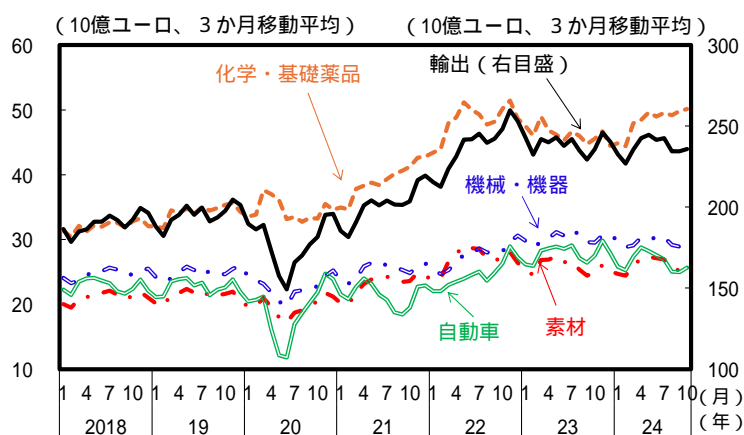
には大手製薬企業が集積していることから、医薬品の輸出が堅調に推移¹⁴²しており、米国向けや英国向けの化学・基礎薬品がユーロ圏の財輸出をけん引していると考えられる。一方、機械・機器や自動車は、2022年秋以降停滞している（第2-2-14図）。

第2-2-14図 ユーロ圏の輸出品目別構成比と主要品目の推移

(1) 品目別構成比 (%)



(2) 主要品目の推移



- (備考) 1. ユーロスタットにより作成。
 2. 品目別構成比は、ユーロ圏外輸出、2023年名目金額ベース。
 3. 主要品目の推移は、ユーロ圏外輸出、名目、金額ベースの3か月移動平均。

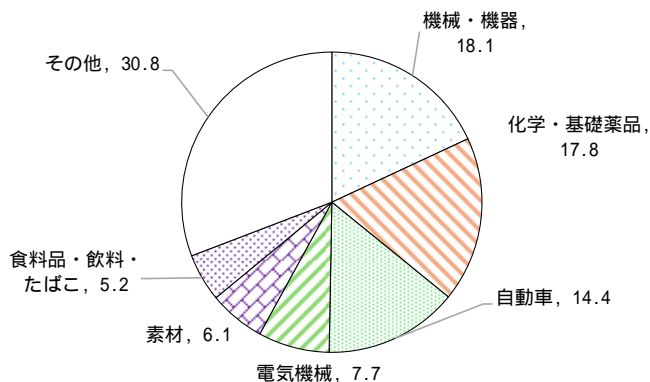
中国向けの財輸出の品目構成比をみると、機械・機器 (18.1%)、化学・基礎薬品 (17.8%)、自動車 (14.4%) となっている。また主要品目の推移をみると、機械・機器は振れを伴いつつも緩やかな増加基調にあったが2024年6月以降減少に転じている。

¹⁴² 村田 (2024) は、低い法人税率に加え若年人口比率や教育水準が高く、英語圏にあるというアイルランドの特徴から情報通信や製薬会社等の多国籍企業が集積し、感染症拡大を契機としたデジタル化の進展や医薬品需要の増加が同国の輸出の増加につながったと指摘している。

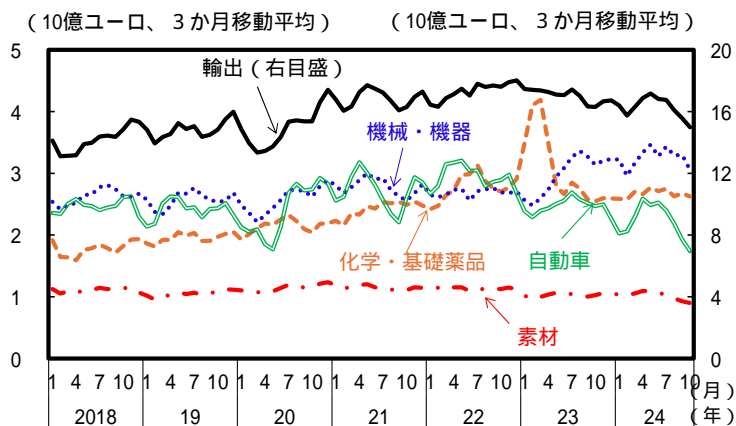
化学・基礎薬品は2023年2月から3月にかけて急増、2023年4月の上海ロックダウン発生後に急落し、その後はおおむね横ばいで推移している¹⁴³。自動車については、2022年から2024年にかけて27.4%減少しており¹⁴⁴、自動車輸出の低下が中国向け輸出を下押ししている（第2-2-15図）。

第2-2-15図 中国向け輸出の品目別構成比と主要品目の推移（財輸出）

(1) 品目別構成比 (%)



(2) 主要品目の推移



- (備考) 1. ユーロスタットにより作成。
 2. 品目別構成比は、ユーロ圏外輸出、2023年名目金額ベース。
 3. 主要品目の推移は、ユーロ圏外輸出、名目、金額ベースの3か月移動平均。

以上のように、圏外輸出は中国向け輸出が押し下げているが、自動車の中国向け輸出の鈍化がその主な要因であると考えられる。

¹⁴³ この間、物価が上昇しており、実質輸出で見ると減少している。

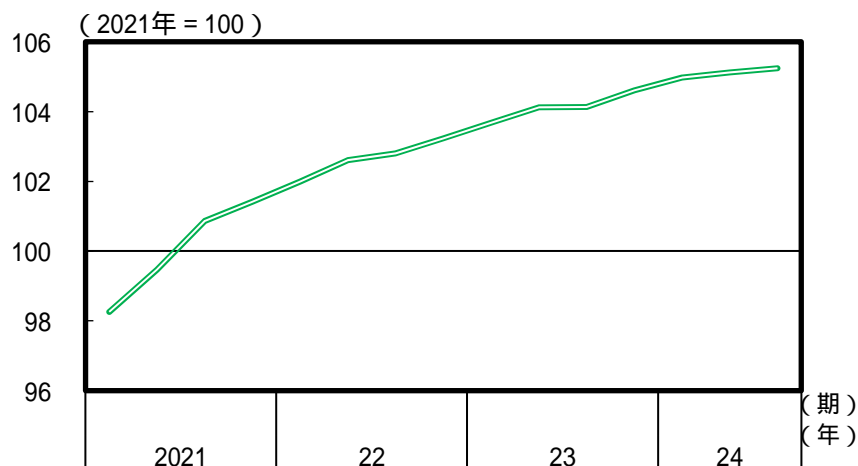
¹⁴⁴ 2022年1—12月平均と2024年1—11月平均の比較をしたもの。

(労働需給のひっ迫が続く)

続いて、消費動向の背景にある労働市場の動向を確認する。

まず、就業者数は、2021年以降増加傾向で推移しているが、2024年4－6月期以降伸びが緩やかになっている（第2-2-16図）。

第2-2-16図 就業者数

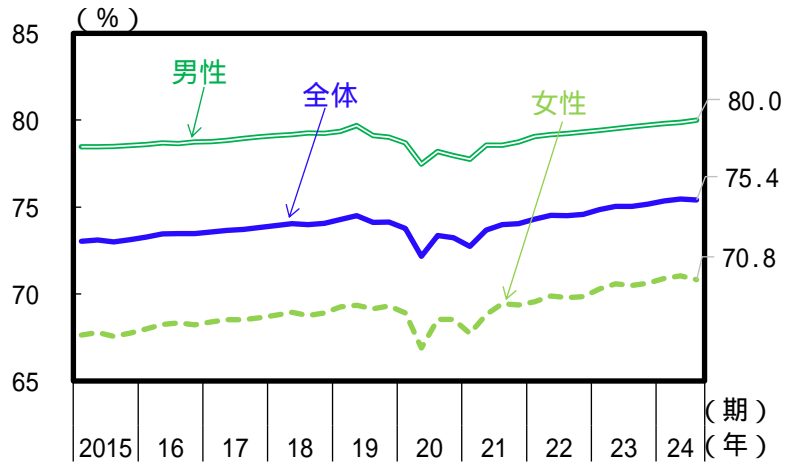


(備考) 1. ユーロスタットにより作成。季節調整値。
2. 15歳以上64歳以下。

さらに、労働参加率をみると、感染症拡大以前から男女ともに労働参加率は上昇傾向にあるものの、女性の労働参加率は2024年7－9月期には70.8%と男性に比べ9.2%ポイント低く、労働力不足への対応の観点から改善の余地が大きいことが確認できる¹⁴⁵（第2-2-17図）。

¹⁴⁵ European Commission (2023)は、高齢化の進展とともに女性の労働参加率の低さが労働力不足の一因と指摘しており、解決策として税制や給付制度の改革による労働意欲の向上を提案している。

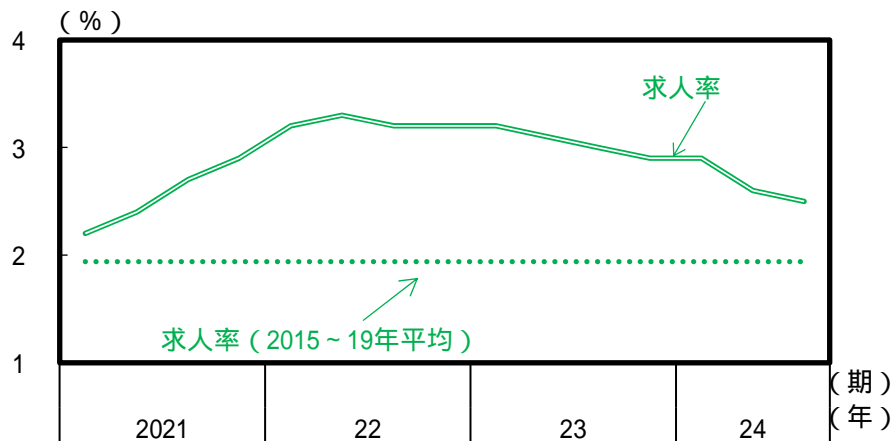
第2-2-17図 労働参加率



(備考) 1. OECD Data Explorer により作成。季節調整値。
2. 労働参加率は、15歳から64歳までの人口のうち労働力人口の割合。

続いて、労働需要の強さを求人率¹⁴⁶の動向から確認する。2021年以降、経済活動の再開等を受けて労働需要が増加したことから求人率が上昇し、2022年前半にかけて3.4%となった。その後、金融引締めを受けた労働需要の減速により低下傾向となったが、2024年7—9月期には2.5%と感染症拡大前の5年間平均と比べて0.6%ポイント高い水準にとどまり、引き続き感染症拡大以前と比べて大きな労働需要がみられる（第2-2-18図）。

第2-2-18図 求人率



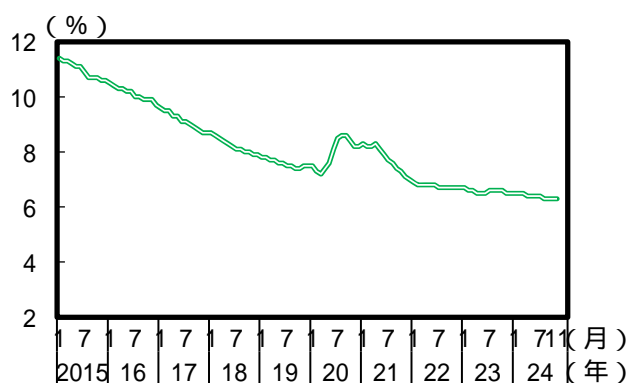
(備考) 1. 季節調整値。
2. ユーロスタットにより作成。農林水産業を除いた値。

¹⁴⁶ 求人数と雇用者数の和に対する求人数の割合。

以上のように、就業者数は2021年以降増加傾向にある中で、求人率は、感染症拡大前をなお上回っている。

こうした中で、感染症拡大以降の労働需給のひっ迫を受け低下してきた失業率は、2024年12月において6.3%と引き続き歴史的な低水準を維持し、労働市場は引き続きひっ迫していると考えられる¹⁴⁷（第2-2-19図）。

第2-2-19図 失業率



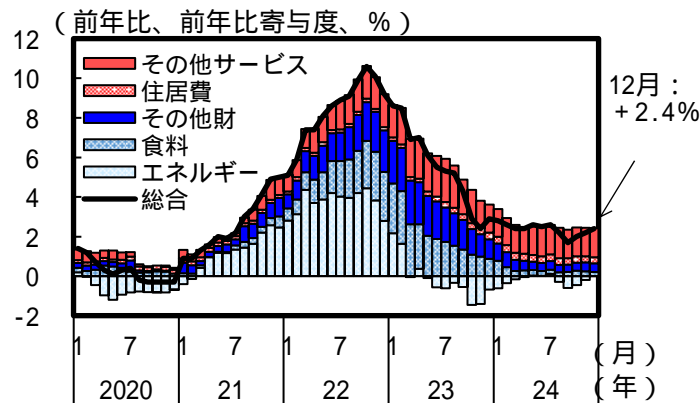
（備考）ユーロスタットにより作成。季節調整値。

（輸入インフレ圧力は弱まりつつあり、消費者物価上昇率は低下傾向）

消費者物価上昇率（総合、前年比）は、2022年半ば以降低下傾向となり、2023年10月以降2%台で推移している（第2-2-20図）。要因としてはエネルギー価格上昇率の寄与の低下が挙げられる。住居費以外のその他サービス価格上昇率はおおむね横ばいで推移していたが、労働市場のひっ迫が続き、2023年7－9月期以降実質賃金のプラス幅が拡大していることを受け、2024年5月には物価上昇に対する寄与が高まっている。

¹⁴⁷ 失業率6.3%は、ユーロ圏通貨導入（1999年1月）以降の最低水準。

第2-2-20図 消費者物価上昇率（総合）（前年比）¹⁴⁸



(備考) 1. ユーロスタットにより作成。
2. 住居費は帰属家賃を含まない。

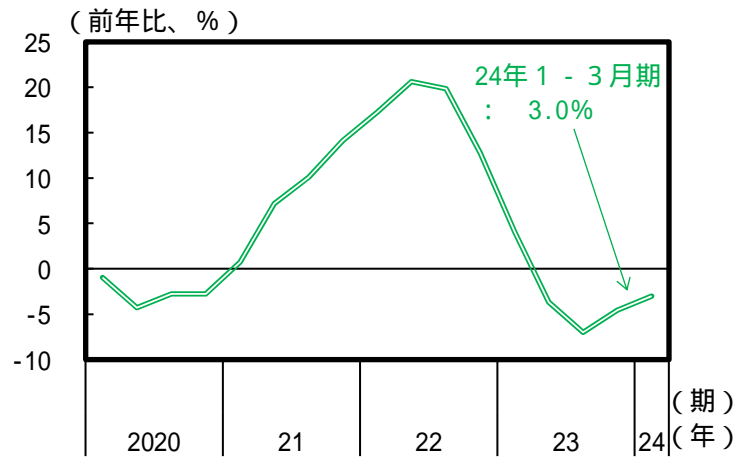
エネルギー、食料及びその他財の価格上昇率が低下している背景としては、輸入インフレ圧力の収束が考えられる。財及びサービスの輸入物価¹⁴⁹（前年比）の動向をみると（第2-2-21図）、2022年前半から年半ばにかけては、ウクライナ侵略を受けたエネルギー及び食料価格の高騰（コラム2：図1）により、財を中心に輸入物価上昇率は加速した。しかしながら、2022年後半以降は、金融引締め進展に伴う通貨高に加え（第2-2-22図）、エネルギー及び食料価格の下落（コラム2：図1）並びに国際物流コストの低下（第2-2-23図）を受け、輸入物価の上昇率は低下傾向となり、2023年以降はマイナスで推移している。こうしたことから、輸入インフレ圧力は一旦収束していると考えられる。

¹⁴⁸ 帰属家賃を含まない。

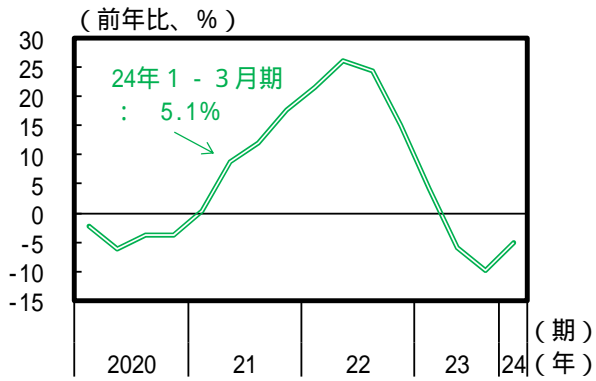
¹⁴⁹ ここでの輸入物価は、国民経済計算における輸入デフレータを用いている。2023年の実質輸入額全体に占める財の輸入額の割合は70.0%であり、財のウェイトが相対的に高い。

第2-2-21図 輸入物価

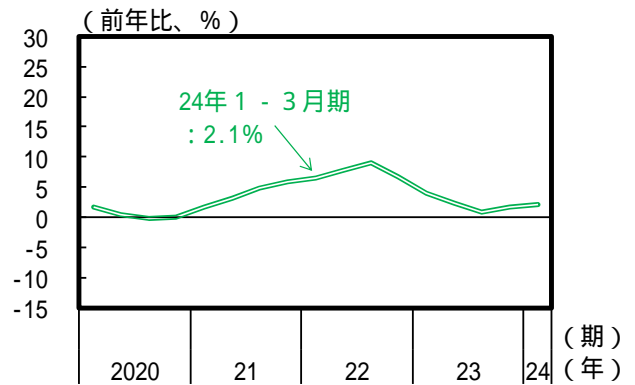
(1) 全体



(2) 財

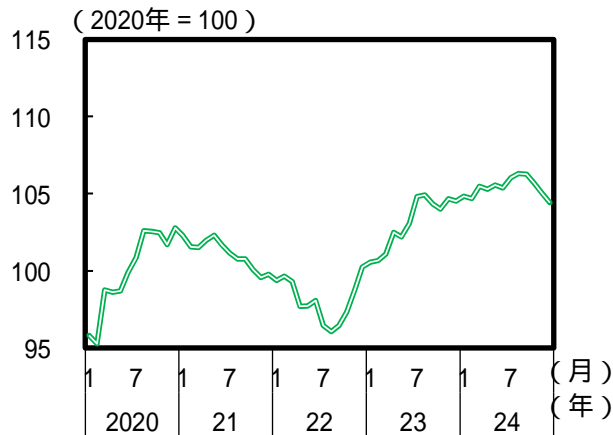


(3) サービス



(備考) OECD Data Explorer により作成。

第2-2-22図 名目実効為替レート



(備考) 1. 国際決済銀行 (BIS) により作成。
2. 月平均値。Broad ベース。

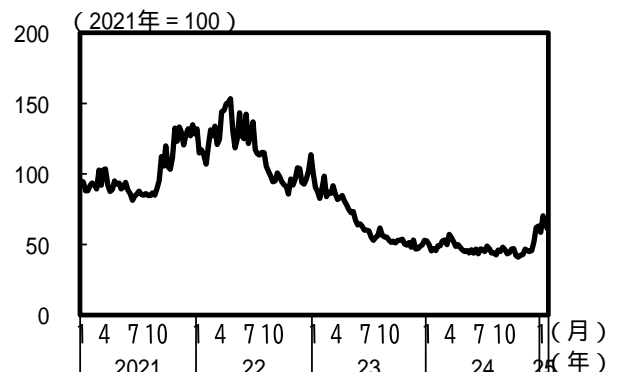
第2-2-23図 国際物流コスト (バルチック指数)

(1) 海運



(備考) ブルームバーグにより作成。

(2) 空運



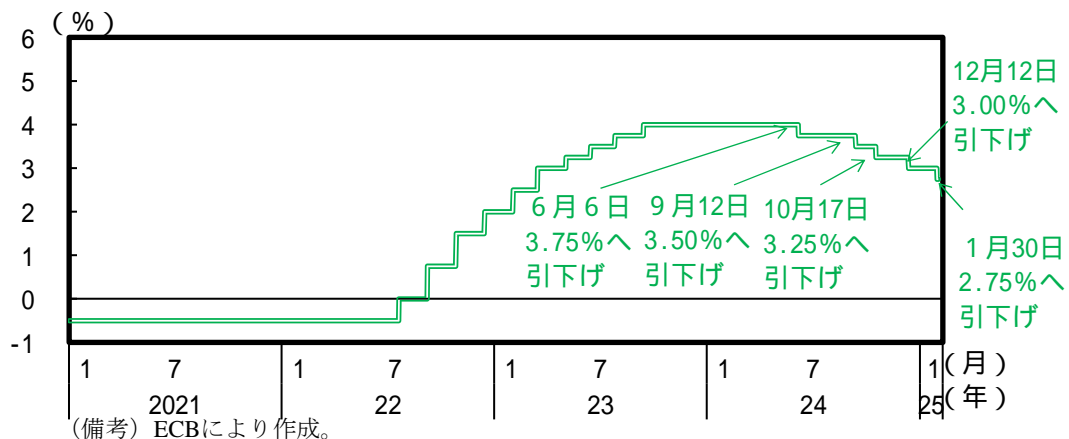
(備考) 1. Baltic/TAC data により作成。
2. フランクフルト発の空運指数。

(ECBは物価上昇率の低下を受けて政策金利を引下げ)

ECBは、2022年夏以降、消費者物価上昇率の加速を受けて政策金利の引上げを継続してきたが、2023年秋以降は政策金利を据え置いてきた。その効果もあり消費者物価上昇率は2022年末以降低下傾向となった。2023年10月以降、消費者物価上昇率が安定的に2%台で推移してきたことを受け、ECBは2024年6月に政策金利である預金ファシリティ金利を0.25%ポイント引き下げて以降、9月、10月、12月、2025年1月とそれぞれ0.25%ポイント引き下げ、2.75%とした¹⁵⁰ (第2-2-24図、第2-1-107表)。

¹⁵⁰ ECBは、9月12日の金融政策決定会合の声明で預金ファシリティ金利を金融政策運営の中心的金利としている。

第2-2-24図 ECBの政策金利の推移



ECBは、今後の金融政策については、2024年1月の理事会において、データに依拠し、会合ごとに適切な政策スタンスを決定するアプローチをとるとしている。また、今後の政策金利については、経済・金融データによる物価上昇の見通し、基調的な物価変動、金融政策の波及状況に基づいて、会合ごとに決定するとしている。さらに、量的引締めに向けた保有資産の削減については、ECBはパンデミック緊急購入プログラム（PEPP）において償還された元本の再投資を2024年7月より一部停止し、2025年1月以降は全て停止した（第2-1-107表）。

（財政規律の維持をめぐる状況）

感染症拡大に伴って一時的に停止した財政規律の再適用の動きがみられている。

欧州委員会では、一年の一般政府財政赤字の対GDP比が3%を超えないように義務付ける財政ルールである安定成長協定があるが、感染症拡大に伴って2020年から一時的に適用を停止していた。その後感染症収束を受け、2024年から安定成長協定が再適用されたものの、フランス等一部の国では安定成長協定に基づく財政規律の維持が直ちには困難であるため、2029年から2031年までを財政調整期間として中期財政計画を策定し、財政健全化を図ることとなっている。

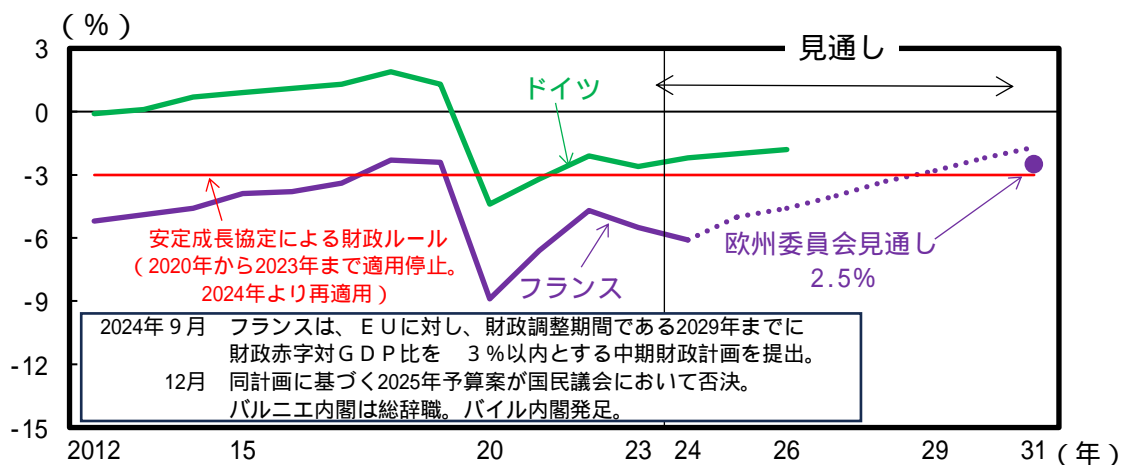
ドイツでは、2024年の実質GDP成長率が2年連続でマイナス成長となった。このような状況の中、2025年予算案¹⁵¹において財政規律の維持をめぐる与党内の対立が生じた結果、リントナー財務相が解任される事態となっている。

またフランスでも、欧州委員会へ提出された中期財政計画に基づく2025年予算案につ

¹⁵¹ ウクライナ侵略を受けたエネルギー価格の高騰を受け、ドイツ政府は電力価格ブレーキやガス価格ブレーキ等家計及び企業向け支援策を実施していた。安定成長協定が再適用される2024年以降、支援策は産業向けの電気料金補助等企業向け支援に縮小しているため、財政規律の維持をめぐる与党内の対立の要因とされていた。

いて、歳出削減等が盛り込まれていたことから野党の強い反対を受け、2024年12月に否決されるとともに、バルニエ内閣が総辞職する事態に至っている（第2-2-25図）。

第2-2-25図 ドイツ及びフランスの一般政府財政赤字対GDP比



（備考）欧州委員会、ユーロスタット、各種報道等により作成。

このように、財政規律の維持をめぐる対立する状況が消費者マインドや設備投資マインドの低下を通じて消費や設備投資を押し下げる可能性もある。財政政策の動向を注視する必要がある。

2. 英国経済の動向

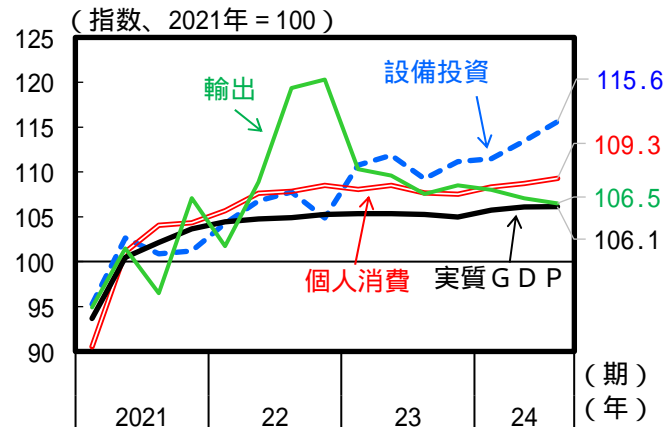
（景気は、総じて持ち直しの動き）

英国経済の動向を実質GDPの推移から概観¹⁵²すると、英国では2022年後半以降、急激な物価上昇と金融引締めを受けて、実質GDPが横ばい傾向で推移してきたが、物価上昇率の低下に伴う実質賃金の上昇等を受けて、2023年10－12月期以降実質GDP成長率はプラスで推移しており¹⁵³、景気は持ち直している（第2-2-26図）。

¹⁵² GDPを構成する需要項目の対GDP比を2023年名目金額ベースで見ると、個人消費62.9%、政府消費20.7%、総固定資本形成17.6%、財輸出14.6%、サービス輸出16.5%。英国はユーロ圏に比べサービス輸出への依存度が高い。

¹⁵³ 2024年4－6月期同1.8%、2024年7－9月期同0.6%。

第2-2-26図 実質GDP 需要項目別の動向



(備考) 1. 英国国家統計局により作成。
2. 季節調整値。設備投資は非住宅民間設備投資。

以下では、主要な需要項目である個人消費、設備投資及び輸出について分析する。

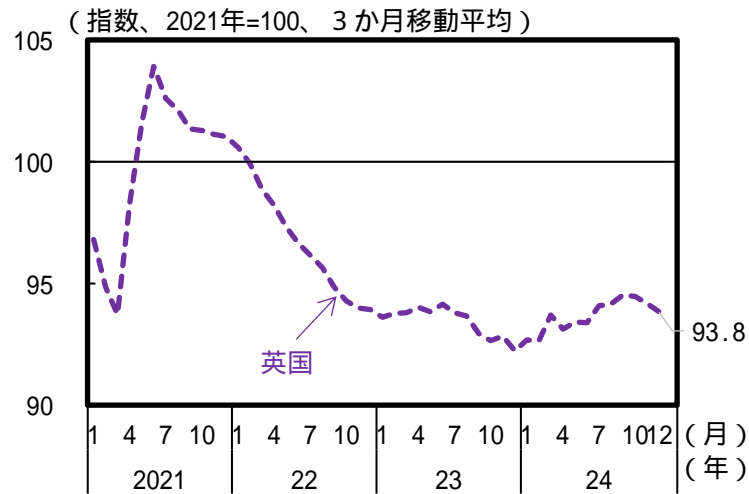
(消費は持ち直している)

はじめに、個人消費の動向を財の消費動向から確認する。

まず、実質小売販売額の動向をみると、2021年秋以降、感染症収束に伴う経済活動の再開やウクライナ侵略に伴うエネルギー価格等の高騰を受けた消費者物価の上昇により、実質小売販売額は、低下傾向が続いた。2023年後半以降は消費者物価の上昇の鈍化と名目賃金の上昇を受けて実質賃金の上昇率がプラスで推移する中、持ち直している（第2-2-27図）。

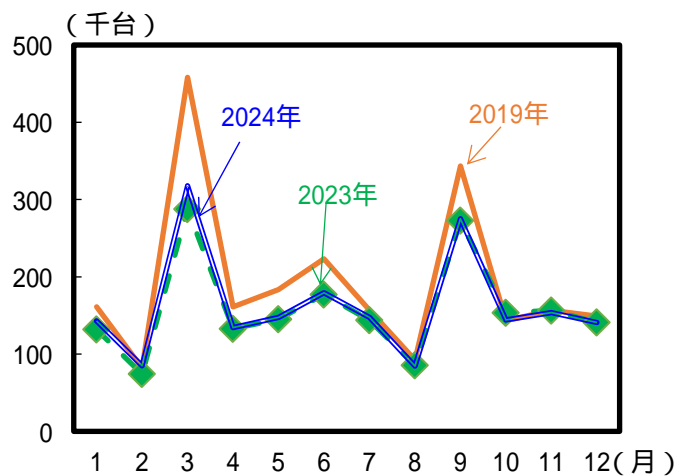
また、自動車の新規登録台数の動向をみると、供給制約が解消された2023年9月以降も感染症拡大前の2019年を下回る水準で推移したが、2024年12月においては感染症拡大前の水準に回復している（第2-2-28図）。

第2-2-27図 実質小売の推移



(備考) 1. 英国国家統計局により作成。
2. 季節調整値。

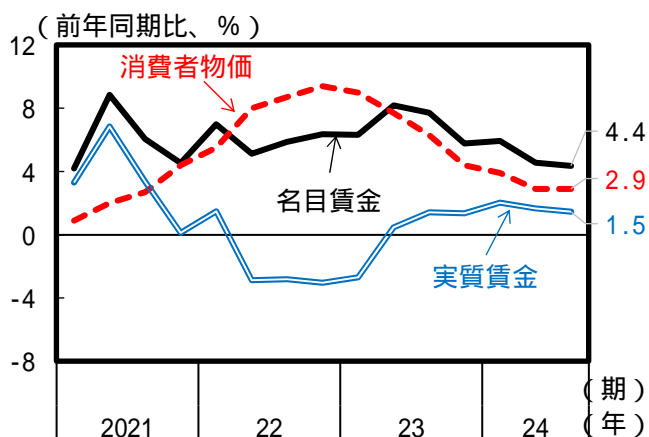
第2-2-28図 自動車新規登録台数の推移



(備考) 英国自動車協会により作成。

このような消費動向の説明要因となり得る、実質賃金の動向を確認する。前述の要因により、消費者物価上昇率が名目賃金上昇率を上回り、実質賃金の上昇率が2022年4－6月期以降マイナス傾向で推移していたが、消費者物価上昇率の低下と名目賃金上昇率の上昇を受けて、2023年4－6月期以降は実質賃金の上昇率がプラスで推移している(第2-2-29図)。

第2-2-29図 実質賃金と物価の推移



(備考) 1. 英国国家統計局により作成。
2. 実質値は週平均賃金の名目値を消費者物価総合（帰属家賃含む）で実質化。

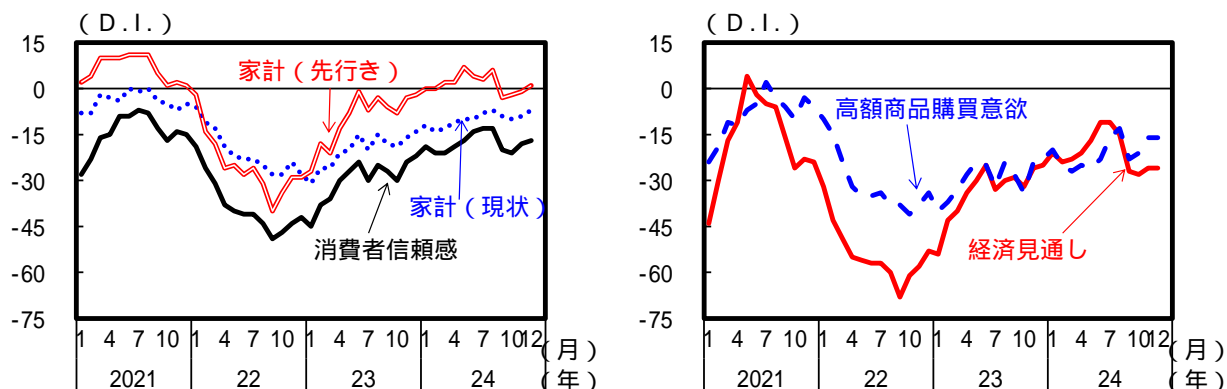
また、消費者信頼感をみると、2024年に入って以降、家計の先行きは、消費者物価上昇率の低下を受け改善が続き、2024年6月にはプラスとなった。しかし、2024年8月、10月末に提出される秋季予算において家計負担が増える可能性が報じられたことを受け¹⁵⁴、2024年9月に家計の先行きはマイナスに転じるとともに、経済見通しや高額商品購買意欲はマイナス幅が拡大した。2024年10月末に発表された秋季予算では、国民年金保険料の負担を企業に求めるものであることが判明すると、高額商品購買意欲のマイナス幅は縮小に転じ、2024年12月には、家計の先行きはプラスに転じている。

ただし、2024年6月以降、イングランド銀行は2回政策金利を引き下げているが、依然として政策金利は高い金利水準にとどまっており、これに伴うローン金利の高止まりもあいまって、高額商品購買意欲は改善の動きが鈍く、消費者信頼感（消費者マインド）は全体として改善ペースが弱い状況にある（第2-2-30図）。

¹⁵⁴ 英国のスターマー首相は2024年8月27日、首相官邸で演説し財政や社会的な分断等、国家の根本的な部分の修復に向けた長期的な取組（fixing the foundations）が必要であり、そのために難しい選択も取らなければならないとし、10月30日に発表が予定される財政計画については「痛みを伴うものとなる」と述べた。

第2-2-30図 消費者信頼感

(1) 全体、家計(現状)家計(先行き) (2) 経済見通し、高額商品購買意欲



(備考) GfKにより作成。

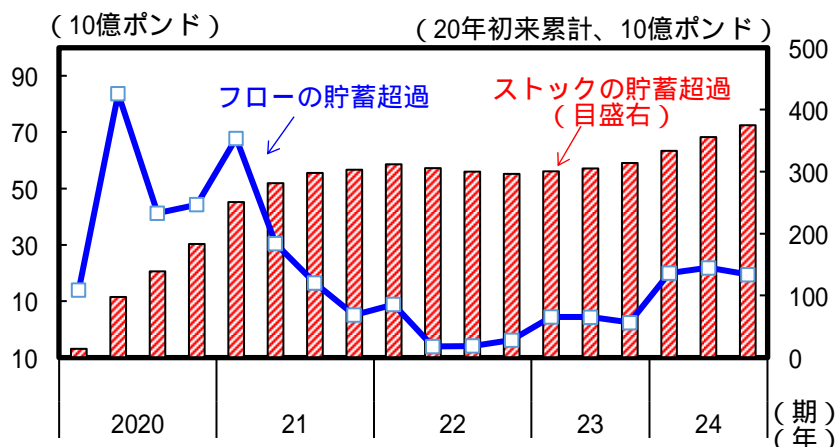
このように消費者マインドの改善ペースが弱いことから、超過貯蓄は引き続き増加傾向となっている。感染症拡大前の2019年各四半期の貯蓄額と比較して積みあがった超過貯蓄を、フロー及びストックベースでみると、フローは感染症収束に伴い低下傾向となっていたが、2022年半ば以降は緩やかな上昇傾向に転じている。これを受けて、ストックは、同様に2022年半ば以降は緩やかな増加傾向にある。この結果、超過貯蓄ストックは、GDP比でみて、2024年7－9月期は約13.8%（約0.4兆ポンド）となっている（第2-2-31図）。

こうした超過貯蓄の増加の背景について、OECD¹⁵⁵は、スナク内閣の支持率は低迷し、政策の先行き不透明感から、貯蓄志向が高まっていた¹⁵⁶と指摘している。

¹⁵⁵ OECD (2024a)

¹⁵⁶ 下院議員は2024年中に任期満了を迎える中、スナク首相は2024年5月31日に下院を解散し、7月4日に総選挙を実施した結果、2010年5月以来14年ぶりに政権が交代し、スターマー内閣が成立した。

第2-2-31図 超過貯蓄の動向



- (備考) 1. 英国国家統計局により作成。季節調整値。
 2. 貯蓄超過（フロー、ストック）の前提となる各四半期の貯蓄額の計算式は、
 $\text{貯蓄額} = \text{家計可処分所得} - \text{家計最終消費支出}$ 。
 3. フロー、ストックの貯蓄超過額はともに名目値。

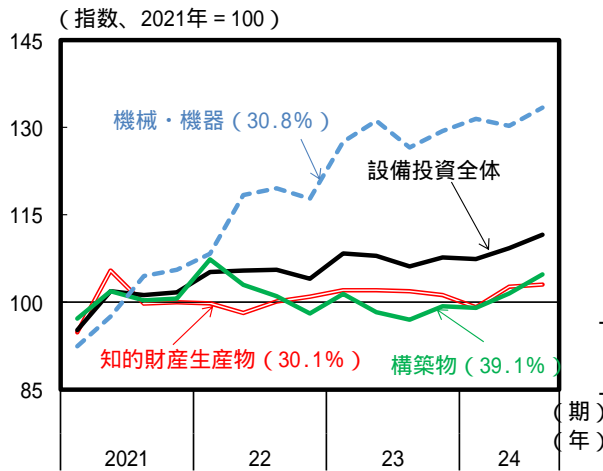
以上のように、消費は、実質賃金が持ち直しの動きをみせる中でも、政策の先行き不透明感から消費者マインドの改善ペースの弱さがみられるが、総じてみれば持ち直している。

（設備投資は、持ち直しの動きがみられる）

英国においても、ユーロ圏と同様に政策対応を受けた脱炭素やデジタル化に向けた設備投資需要から、2021年以降、知的財産生産物投資、機械・機器投資及び構築物投資のいずれも持ち直してきた。金融引締めやEU離脱に伴う経済の先行きに対する懸念、さらには2023年半ば以降は政策の先行き不透明感もあいまって機械・機器投資及び知的財産生産物が減速した。2024年7月にスターマー内閣が発足して以降、設備投資マインドは上向いており、2024年7－9月期には機械・機器投資及び知的財産生産物が持ち直しの動きがみられている。設備投資全体としては持ち直しの動きがみられている（第2-2-32図）。

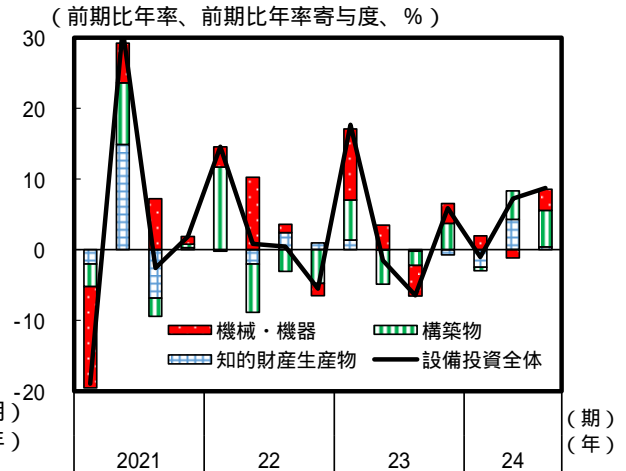
第2-2-32図 実質設備投資

(1) 指数



- (備考) 1. 英国国家統計局により作成。
 2. 設備投資は非住宅設備投資(公的部門を含む)。
 3. 季節調整値(年率換算)。
 4. 凡例括弧内は2023年の設備投資全体に占める割合。

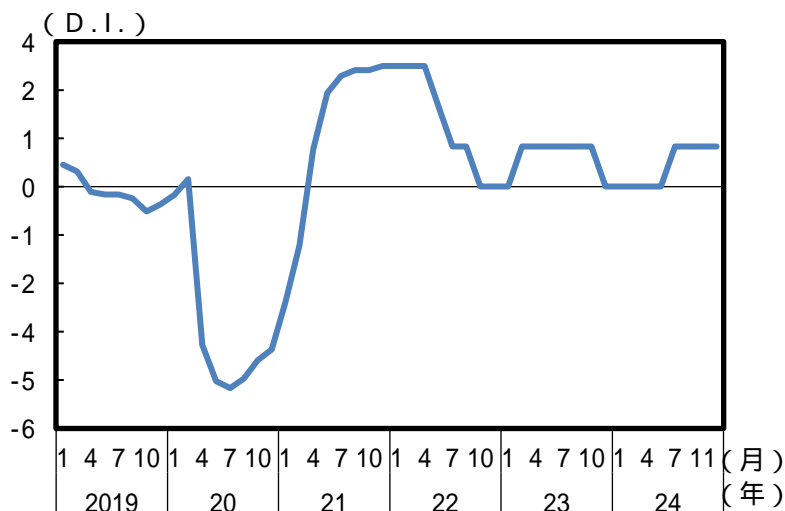
(2) 寄与度



- (備考) 1. 英国国家統計局により作成。
 2. 季節調整値(年率換算)。
 3. 設備投資は非住宅設備投資(公的部門を含む)。
 4. 各項目の合計は統計上の誤差があるため、投資推移全体と一致しない。

加えて、設備投資マインドをみてみると、2023年11月以降、政局不安から設備投資マインドは横ばいで推移していたが、2024年7月のスターマー内閣の発足と2024年8月以降の政策金利の引下げもあいまって、設備投資マインドはプラスで推移しており、引き続き設備投資は持ち直しの動きが続いていくことが期待される(第2-2-33図)。

第2-2-33図 設備投資マインド



- (備考) 1. イングランド銀行により作成。
 2. BOE 職員による 2,255 社 (2024 年 11 月現在) の最高財務責任者への聞き取りに基づく景況判断評価指標。
 3. +5 ポイントから-5 ポイントの幅で評価、+5 は急上昇、0 は横ばい、-1 は急降下を示す。
 4. 全セクターの英国内における民間企業の投資意欲 (今後 12 か月間の支出予定額)。
 5. 投資とは、工場、機械、車両、ICT (ハードウェアとソフトウェア)、新しい建物、研究開発 (R&D) 等の非金融資産への支出と定義される。

以上のように、高い金利水準の継続の中でもマインドの改善を受け、設備投資は持ち直しの動きがみられている。

(財輸出は、持ち直しているがこのところ一服感がみられる。サービス輸出は、緩やかに増加しているものの、一服感がみられる)

続いて輸出の動向を確認する。

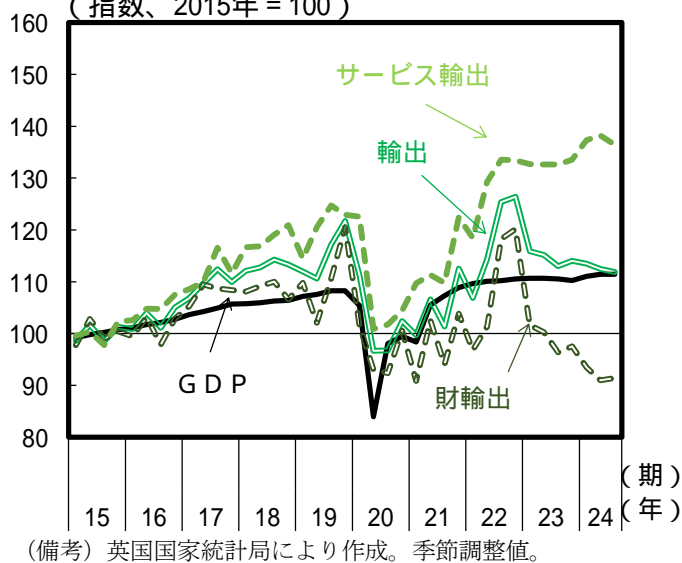
2020年1月のEU離脱と、感染症拡大があいまって、2020年4-6月期に財輸出、サービス輸出ともに大きく減少した。その後、対GDP比で14.6%を占める財輸出は、一時的な増加を除き¹⁵⁷減少傾向にあった。2024年4-6月期を底に持ち直しているものの¹⁵⁸、感染症拡大前の水準を回復していない。対GDP比で16.5%を占めるサービス輸出は、感染症の収束を受けて緩やかに増加傾向が続き、2024年7-9月期以降一服感がみられるものの¹⁵⁹、感染症拡大前の水準を超えて推移している (第2-2-34図)。

¹⁵⁷ ウクライナ侵略を受けた金価格の上昇を受けて 2022 年 7-9 月期から 2022 年 10-12 月期に大きく増加。

¹⁵⁸ 英国の 2024 年 7-9 月期の財輸出は前期比 0.5%増。

¹⁵⁹ 英国の 2024 年 7-9 月期のサービス輸出は前期比▲1.3%。

第2-2-34図 実質輸出（財輸出、サービス輸出）
（指数、2015年 = 100）



こうした動きの背景には輸出相手国の需要動向が考えられるため、相手国別の動向をみてみる。

まず財輸出の輸出相手国別の動向をみると、主要輸出相手国は、米国（構成比15.3%）、ドイツ（8.6%）、オランダ（7.8%）、アイルランド（7.1%）、中国（5.6%）となっており、ユーロ圏¹⁶⁰に比べ、英国は、中国への依存度が低い。輸出相手国別の推移をみると、財輸出は2023年9月以降緩やかな低下傾向にあるが、米国向け財輸出は高止まりする一方、ドイツやアイルランド等ユーロ圏向けの輸出は2023年以降減少傾向が続いており、英国の財輸出を下押ししている¹⁶¹（第2-2-35図）。この要因について、OECD¹⁶²は、英国のEU離脱の影響を指摘している。なお、中国向け輸出は、中国における感染症拡大時の2021年12月と、2022年2月のウクライナ侵略を受けた2022年10月に急増している¹⁶³が、おおむね2023年以降、停滞している。

¹⁶⁰ ユーロ圏の輸出相手国別構成比は、米国15.9%、英国10.0%、中国7.1%。

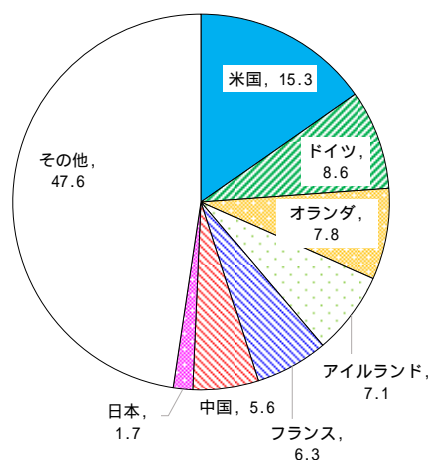
¹⁶¹ 英国はEUから離脱したものの、2024年12月、環太平洋パートナーシップに関する包括的及び先進的な協定（CPTPP）へ加盟した。

¹⁶² OECD (2024a)

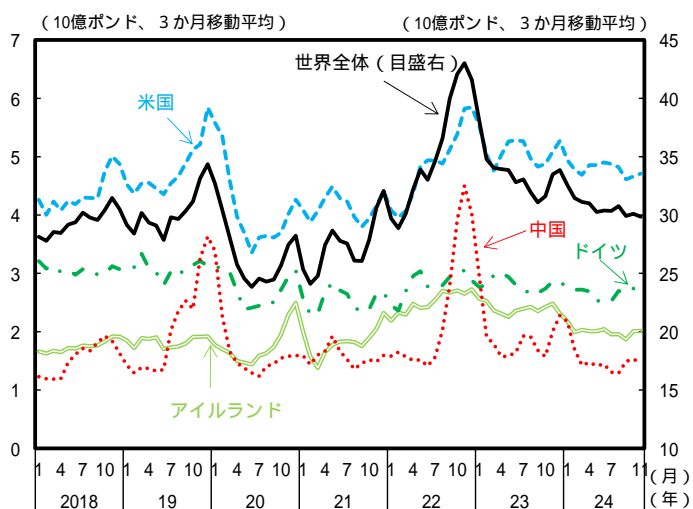
¹⁶³ 中国向けの財輸出が大きく変動している時期（2019年後半、2022年後半）は、金輸出が増加したものと考えられる。

第2-2-35図 英国の財輸出の主要輸出相手国と主要輸出相手国別の推移

(1) 相手国の構成比 (%)



(2) 相手国別の推移



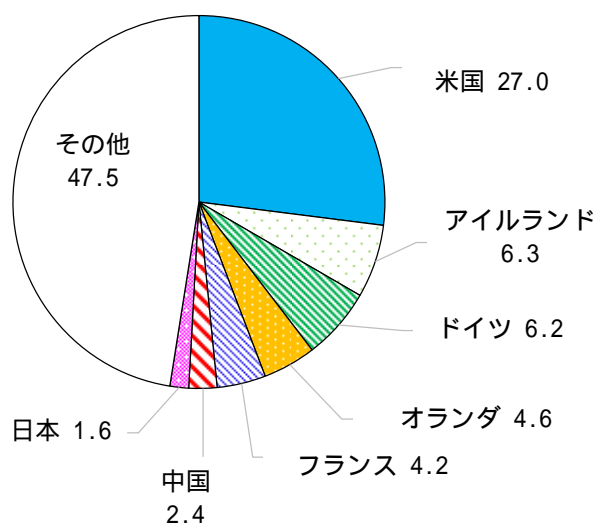
- (備考) 1. 英国国家統計局により作成。
 2. 相手国の構成比は、2023年名目金額ベース。
 3. 主要品目の推移は、名目、金額ベースの3か月移動平均。

次に、サービス輸出の動向をみると、主要輸出相手国は、米国 (27.0%)、アイルランド (6.3%)、ドイツ (6.2%) となっている。また相手国別の推移をみると、米国向けがけん引する形で緩やかな増加傾向にある。また、ドイツやアイルランド等ユーロ圏向けのサービス輸出も緩やかな増加傾向にあり、総じてみれば緩やかな増加傾向にある¹⁶⁴ (第2-2-36図)。

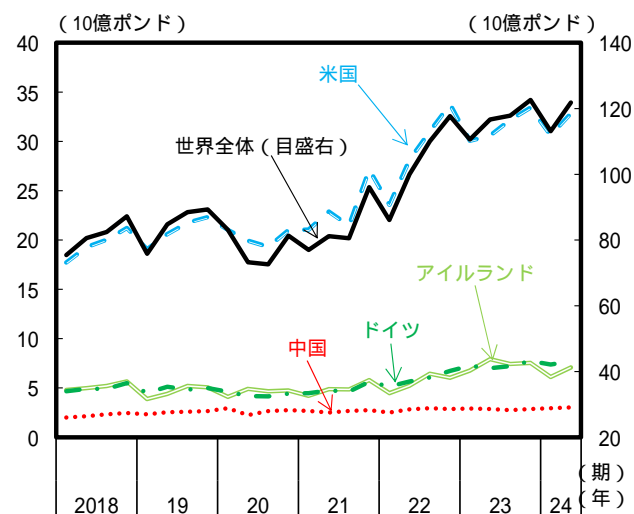
¹⁶⁴ 下平 (2024) は、サービス輸出の輸出に占める割合は財輸出よりも高く、法律、会計、広告等専門コンサルティングサービス等のビジネスサービスがけん引していると指摘している。

第2-2-36図 英国のサービス輸出の主要輸出相手国と主要輸出相手国別の推移

(1) 相手国の構成比



(2) 相手国別の推移



- (備考) 1. 英国国家統計局により作成。
 2. 相手国の構成比は、2023年名目金額ベース。
 3. 主要品目の推移は、名目、四半期ベース。

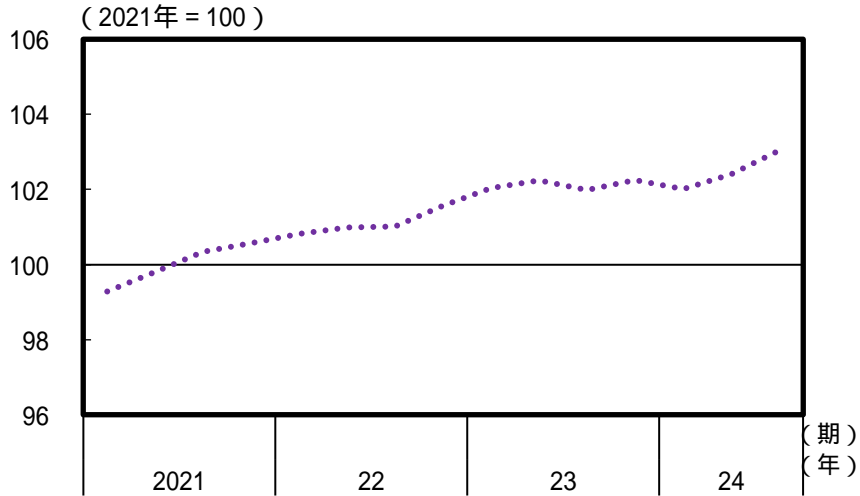
以上のように、財輸出、サービス輸出とも対米国向け輸出が堅調に推移している。しかしながら、財輸出は、EU離脱の影響等からユーロ圏向けが停滞しており、総じてみれば緩やかな減少傾向にあるが、このところ持ち直している。サービス輸出は、米国向けに加えユーロ圏向けも堅調に推移しており、総じてみれば緩やかな増加傾向にある。

(労働需給のひっ迫は解消)

続いて、消費動向の背景にある労働市場の動向を確認する。

まず、就業者数は2021年以降増加傾向にあったが、2023年以降おおむね横ばい傾向で推移している(第2-2-37図)。

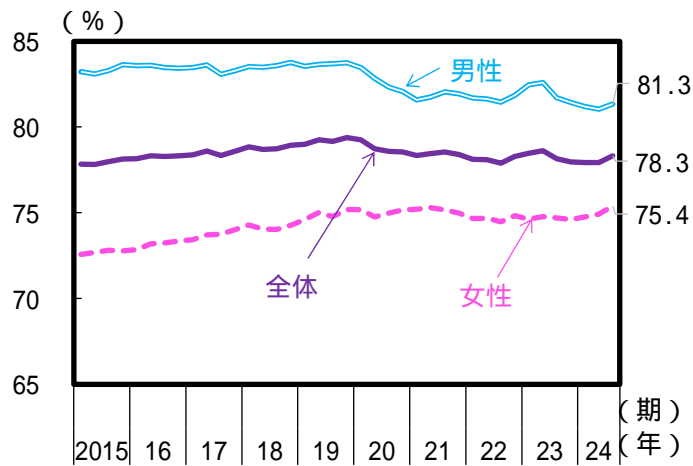
第2-2-37図 就業者数



(備考) 1. 英国国家統計局により作成。季節調整値。
2. 16歳以上64歳以下。

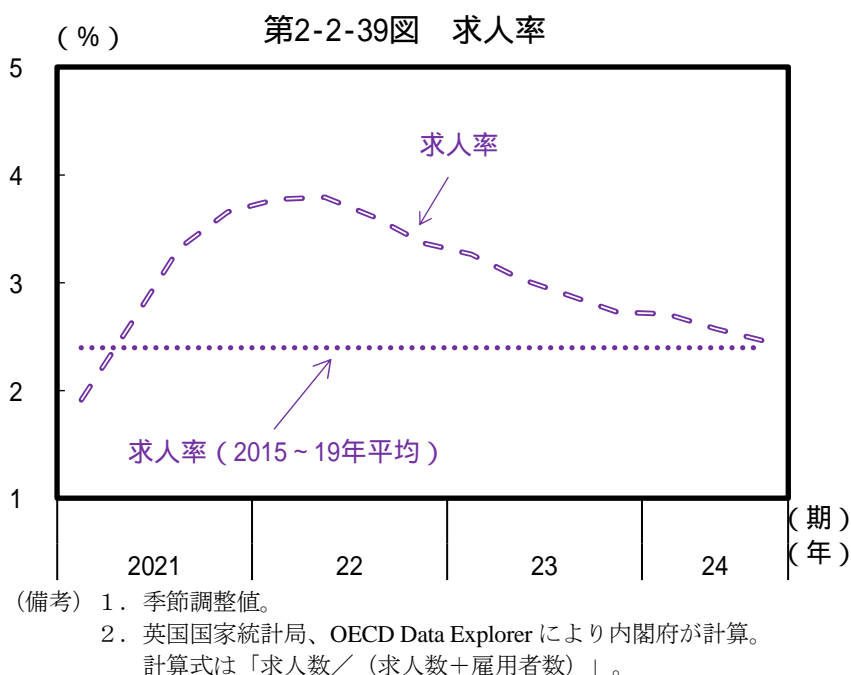
さらに、労働参加率をみると、感染症拡大後、男性の労働参加率が精神疾患等長期疾病に伴う非労働力化等の影響を受け、2019年10-12月期から2024年4-6月期にかけて2.7%ポイント低下したこと等から、全体としては2.4%ポイント低下しているが、ユーロ圏と比較して高い水準を維持している（第2-2-38図）。

第2-2-38図 労働参加率



(備考) 1. OECD Data Explorer により作成。季節調整値。
2. 労働参加率は、15歳から64歳までの人口のうち労働力人口の割合。

続いて、労働需要の強さを求人率¹⁶⁵の動向から確認する。2021年以降経済活動の再開等を受けて労働需要が増加したことから求人率が上昇し、2022年前半にかけて3.8%となった。その後、金融引締めを受けた労働需要の減速により低下傾向となった。2024年7-9月期には2.5%と感染症拡大前とおおむね同水準まで低下しており、労働需要はおおむね感染症拡大以前と同水準まで縮小したものと考えられる（第2-2-39図）。



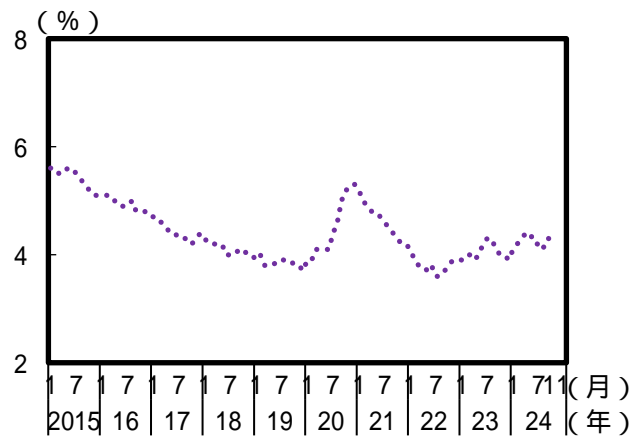
以上のように、就業者数は2023年以降はおおむね横ばい傾向で推移し、労働参加率は引き続き高い水準を維持している。求人数は、おおむね感染症拡大前と同水準まで減少したものとみられる。

このため、失業率は、低い水準にあった2022年に比べ2023年に入って以降は上昇し、その後おおむね横ばいで推移していることから、労働市場のひっ迫が解消しつつあると考えられる¹⁶⁶（第2-2-40図）。

¹⁶⁵ 求人数と雇用者数の和に対する求人数の割合。

¹⁶⁶ BOE (2024)は、正社員の確保の困難さの動向を調査した民間企業に対する調査結果では、困難さの低下がみられており、失業率は歴史的にみても低水準であるが、労働市場が緩和している可能性を指摘している。

第2-2-40図 失業率



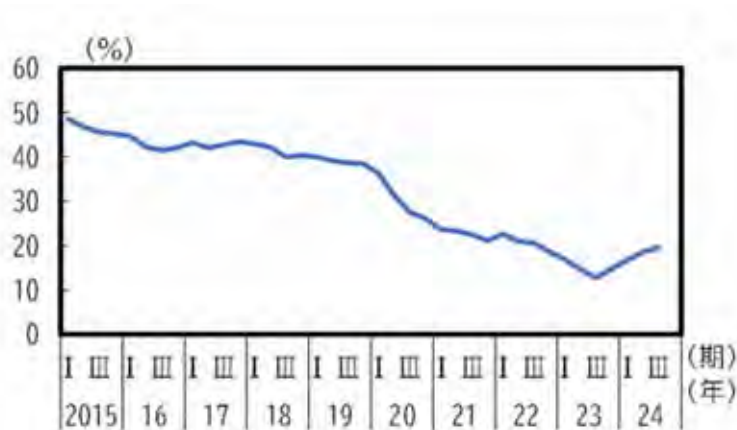
(備考) 英国国家統計局により作成。

コラム4 英国の雇用統計の動向

英国の雇用情勢を計測する統計については、労働力調査や求人数調査等が存在するが、代表的なものは労働力調査である。

労働力調査は国家統計局が実施するもので、失業率、就業者数、失業者数、非労働力人口（People economically inactive）等を¹⁶⁷、サンプルとして抽出された家計に対し対面で実施する調査である。感染症拡大前の2019年10－12月期の回答率は約40％程度であったが、感染症拡大期において対面形式での調査が困難となったことから電話形式に切り替えた結果、回答率が大幅に落ち込み、2023年7－9月期には約13％まで低下した（図1）。

図1 英国労働力調査の回答率



（備考）英国国家統計局により作成。

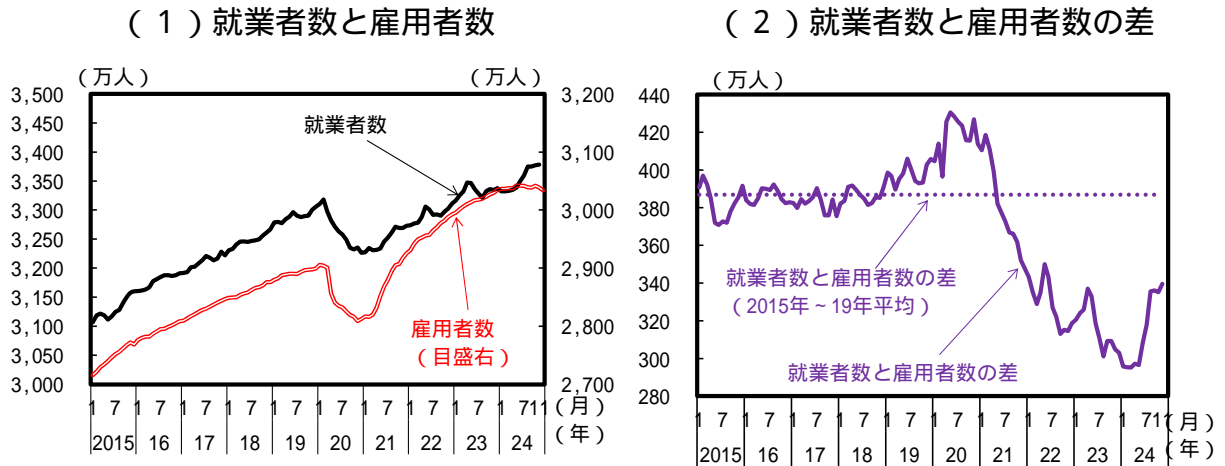
このため、労働力調査で把握される就業者数の動向が、後述する源泉徴収票ベースの雇用者数調査で把握される雇用者数の動向と乖離する¹⁶⁸等、統計上の不確実性が高まっていたことから、英国国家統計局は2023年10月¹⁶⁹以降、労働力調査により公表される失業率、就業者数、失業者数及び非労働力人口について公表を停止した（図2）。

¹⁶⁷ 労働力調査は1992年から四半期ごとに行われている。サンプルは現在、2024年第7－9月期の時点で英国の世帯数26,617世帯、59,139人の個人で構成される。把握した失業率等のデータは、ILOやOECD等国際機関への報告にも活用されている。

¹⁶⁸ 感染症拡大前の2015年から2019年までは、就業者数と雇用者数の差は386万人程度で推移したが、2020年4月以降は振れ幅が大きい。

¹⁶⁹ 2023年10月には、2023年8月値を公表する予定であった。

図2 就業者数と雇用者数、就業者数と雇用者数の差の推移



(備考) 1. 英国国家統計局により作成。
2. 就業者数は、2022年8月からの遡及改定値を含む公表系列。

この問題に対処するため、国家統計局は、サンプル数の増加¹⁷⁰や、オンラインでの調査の試行等回答率の向上を図る対策を講じた。

また、統計上の不確実性が高まっていた要因には、移民の純流入が適切に反映されていなかったことも考えられた。このため、移民の動向を反映した2021年国勢調査におけるイングランド及びウェールズの調査結果が2023年11月に先行的に公表されたことを受け、2024年2月、推計の基礎データを差し替えて失業者数等を暫定推計値として公表を再開した。この際、公表を停止していた2023年8月値以降のデータも遡及的に公表する形で公表した¹⁷¹ (図3～図6)。

¹⁷⁰ これによりサンプル世帯数は2023年7～9月期の約20,000世帯から、2024年1～3月期には約23,000世帯へと増加した。

¹⁷¹ この変更により、全ての期間で、16歳以上の英国の人口規模が50万人から75万人程度増加した。

図3 失業率

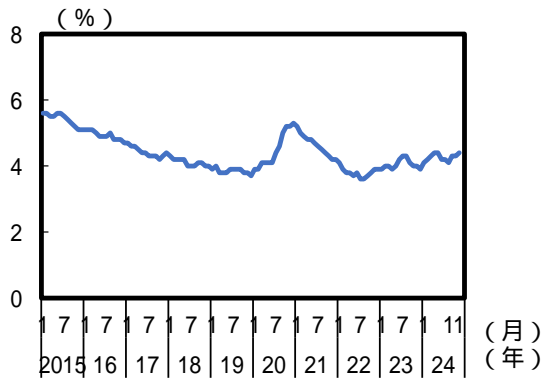


図4 就業者数

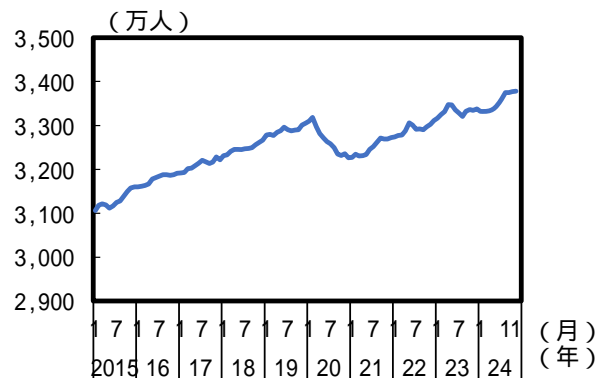


図5 失業者数

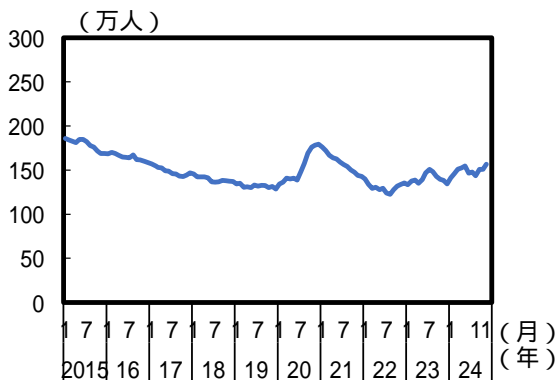
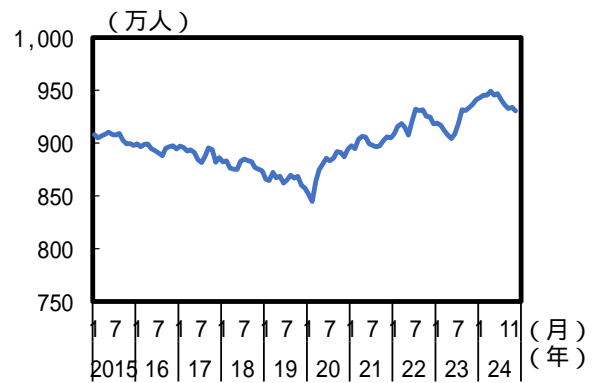


図6 非労働力人口



(備考) 1. 英国国家統計局により作成。
2. 2022年8月からの遡及改定値を含む公表系列。

しかしながら、労働力調査においては統計としての信頼性の不透明感が依然として残るため、英国当局は労働市場の分析等をする際には、労働力調査だけでなく他の雇用統計も考慮に入れることを推奨している。

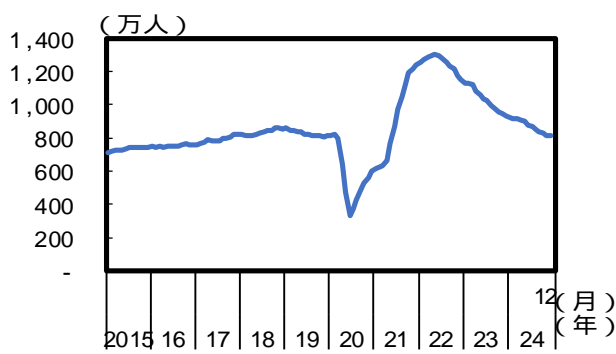
国家統計局が考慮すべき雇用統計として例示しているものには、求人数統計 (Vacancy statistics、図7) や源泉徴収票ベースの雇用者調査 (Earnings and Employment from Pay As You Earn Real Time Information、図8) 等が挙げられる。

国家統計局が作成する求人数統計は、企業へのアンケートを通じて、企業の総求人数を算出したものであり、2001年4月より毎月作成されている (2023年6月から公式に国家統計となった)。サンプルとなる企業数は約6,100社であり、毎回含まれる1,400社の大企業と、四半期ごとにランダムに抽出される残りの4,700社の中小企業から構成されている。

源泉徴収票ベースの雇用者調査は、歳入関税庁（His Majesty's Revenue and Customs）及び国家統計局が英国に在住する雇用主が当局に提出する税関連の情報を用いて作成しており¹⁷²、2014年7月より毎月公表されている。この調査はオンラインで行われる、全雇用者を対象とした全数調査である。2024年12月時点では、約3,034万人が調査対象となっている規模の大きなオープンデータ¹⁷³であることに加え、オンラインで行われる業務統計を2次利用しているため速報性が高いという特徴がある。

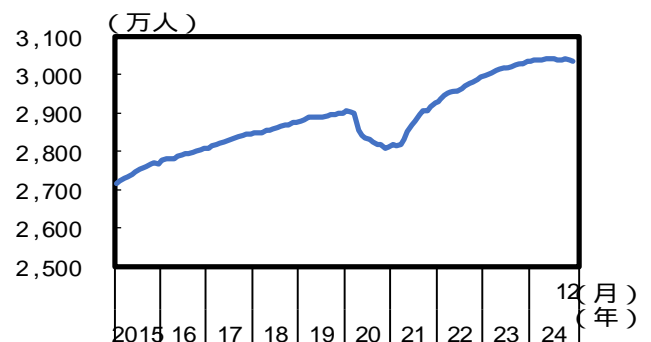
国家統計局は、労働力調査については2025年1—3月期に、2024年10—12月期のモニタリング結果を公表することとしており、失業率等についての信頼性の不透明感は今後も続く可能性がある。このため、内閣府においては、英国の労働市場を分析する際には、これら2つの統計も踏まえ総合的に雇用情勢を判断している¹⁷⁴。

図7 求人数の推移



(備考) 英国国家統計局により作成。

図8 雇用者数の推移



(備考) 英国国家統計局により作成。

¹⁷² 現在、正式な国家統計承認のための審査が実施されている。

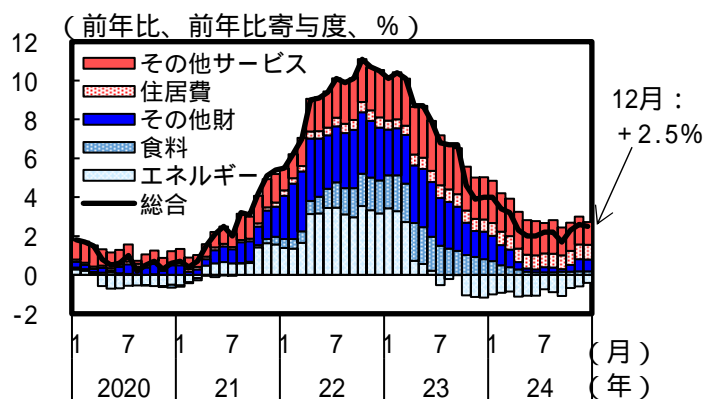
¹⁷³ デジタル庁（2024）。国、地方公共団体及び事業者が保有する官民データのうち、誰もがインターネット等を通じて容易に編集等ができるような、2次利用可能なルールで作成され、機械判読に適したものであり、無償で利用できるデータ。

¹⁷⁴ 内閣府「月例経済報告」における英国の雇用の判断では、2024年10月分から雇用者数に関する判断を追加した。

（輸入インフレ圧力は弱まりつつあり、消費者物価上昇率は低下傾向）

消費者物価上昇率（総合、前年比）は、2022年半ば以降低下傾向となり、2024年5月には2.0%まで低下している（第2-2-41図）。要因として、エネルギー及び食料等財価格の上昇率低下が挙げられるが、2023年10月以降は、エネルギー価格上昇率の低下が全体の消費者物価上昇率を1%ポイント程度押し下げている。住居費以外のその他サービス価格上昇率はおおむね横ばいで推移している。

第2-2-41図 消費者物価上昇率（総合）（前年比）



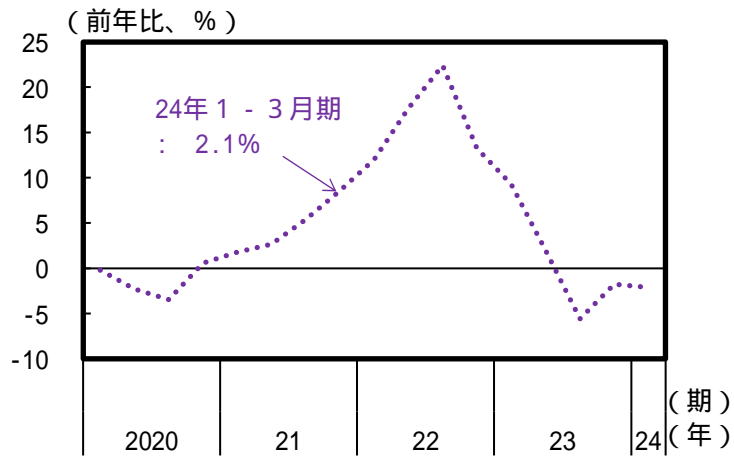
（備考） 1. 英国国家統計局により作成。
2. 住居費は附属家賃を含まない。

エネルギー、食料及びその他財の価格の上昇率が低下している背景としては、輸入インフレ圧力の収束が考えられる。財及びサービスの輸入物価¹⁷⁵（前年比）の動向をみると（第2-2-42図）、2022年前半から年半ばにかけては、ウクライナ侵略を受けたエネルギー及び食料価格の高騰（コラム2：図1）により、財を中心に輸入物価上昇率は加速した。しかしながら、2022年後半以降は、金融引締め進展に伴う通貨高に加え（第2-2-43図）、エネルギー及び食料価格の下落（コラム2：図1）並びに国際物流コストの低下（第2-2-44図）を受け輸入物価の上昇率は低下傾向となり、2023年以降はマイナスで推移している。こうしたことから、輸入インフレ圧力は一旦収束していると考えられる。

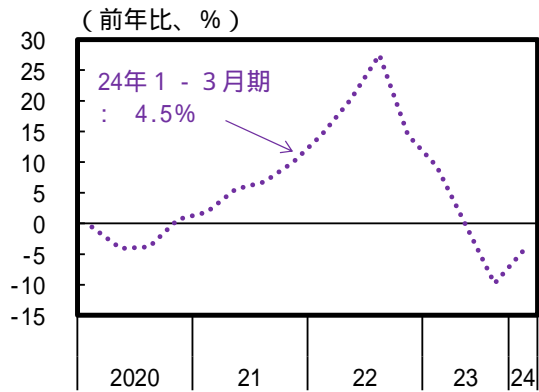
¹⁷⁵ ここでの輸入物価は、国民経済計算における輸入デフレーターを用いている。2023年の実質輸入額全体に占める財の輸入額の割合は64.1%であり、財のウェイトが相対的に高い。

第2-2-42図 輸入物価

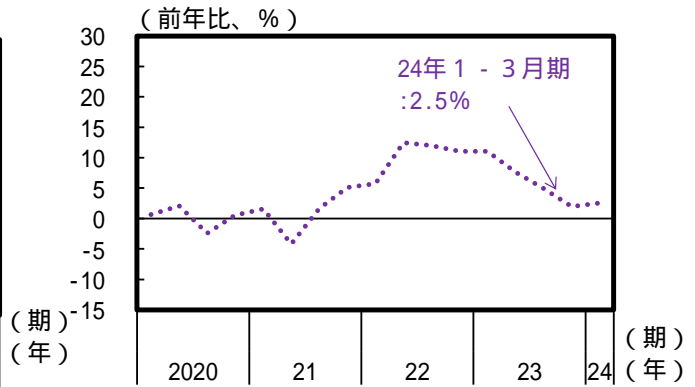
(1) 全体



(2) 財

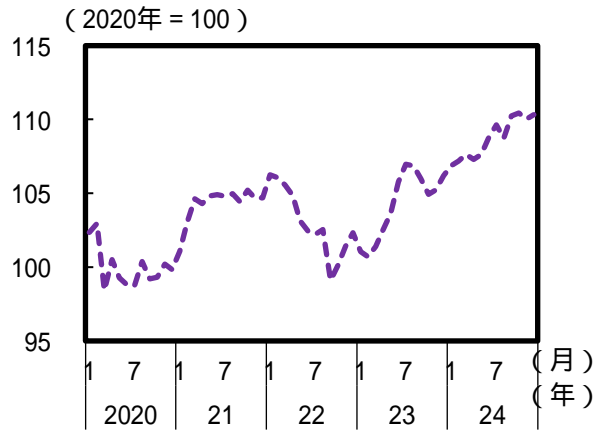


(3) サービス



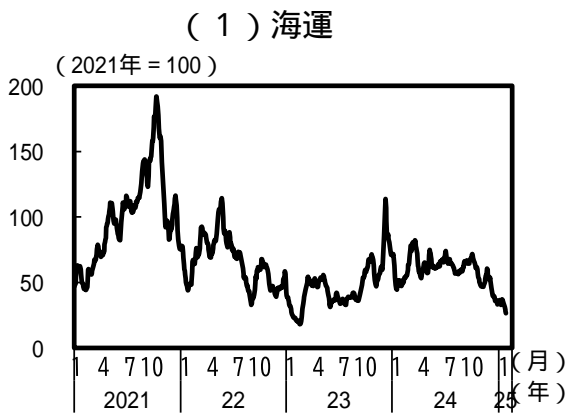
(備考) OECD Data Explorer により作成。

第2-2-43図 名目実効為替レート

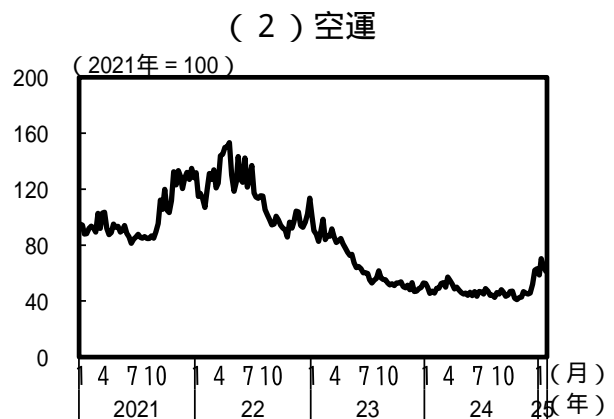


(備考) 1. 国際決済銀行 (BIS) により作成。
2. 月平均値。Broad ベース。

第2-2-44図 国際物流コスト (バルチック指数)



(備考) ブルームバーグにより作成。

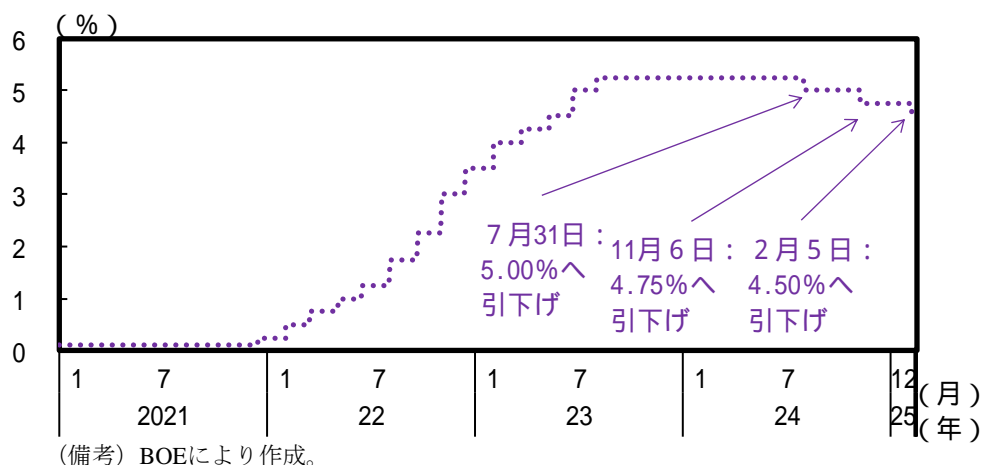


(備考) 1. Baltic/TAC data により作成。
2. フランクフルト発の空運指数。

(BOEは物価上昇率の低下を受けて政策金利を引下げ)

イングランド銀行 (BOE) は、2021年末以降、消費者物価上昇率の加速を受けて政策金利の引上げを継続してきたが、2023年秋以降は政策金利を据え置いてきた。金利引上げの効果もあり消費者物価上昇率は2022年末以降低下傾向となった。2024年5月以降、消費者物価上昇率が2%台で推移してきたことを受け、BOEは政策金利のバンクレート(注)を2024年7月、11月、2025年2月とそれぞれ0.25%ポイント引き下げ、4.50%とした(第2-2-45図、第2-1-107表)。

第2-2-45図 BOEの政策金利の推移



また、BOEは、保有する英国国債の削減を進めている。2022年2月に満期を迎えた国債の再投資を中止して以降、金融政策目的で保有する国債を削減しており、2024年9月の金融政策委員会において、2025年9月までに金融政策目的で保有する国債を1,000億ポンド¹⁷⁶削減することを公表している。

今後の金融政策については、2025年2月の金融政策委員会において、中期的に物価上昇率を持続可能な形で2%の目標まで戻すためには、委員会の任務に沿って、十分な期間、十分に制約的な金融政策であり続ける必要があるとの認識を示した（第2-1-107表）。

（利払い費の拡大等財政状況に留意が必要）

英国においては、財政規律と競争力の向上に資する財政支出の両立が課題となっている¹⁷⁷。英国国債の長期金利は、おおむね米国国債の長期金利に連動して上昇傾向にあるが、2025年1月には、いわゆるトラスショックが生じた2022年9月当時と同水準まで急激に上昇している（第2-2-46図）。

¹⁷⁶ このうち870億ポンドは満期を迎える国債への再投資の中止によるもの。

¹⁷⁷ OECD (2024a)

第2-2-46図 英国国債の長期金利の推移



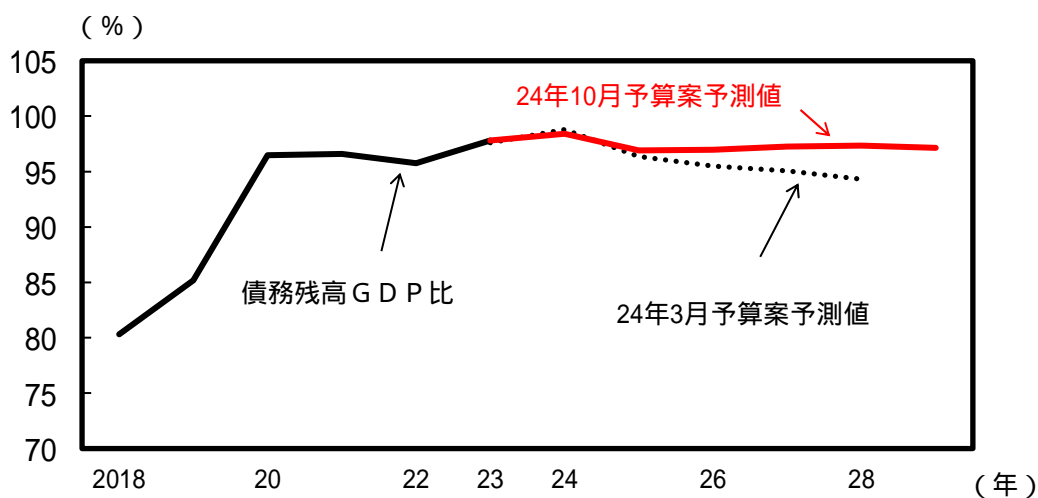
(備考) ブルームバーグにより作成。2018年1月1日から2025年1月22日までの値。

この背景には、財政状況に対する市場参加者の懸念が考えられる。そこで、公共部門債務残高対GDP比¹⁷⁸をみる。

2024年3月に公表された2024年春季予算における予測値において、公共部門債務残高対GDP比は、2024年-2025年の98.8%をピークに低下傾向になり、2028年-2029年には94.3%となる見通しが示されていた。しかし2024年10月に公表された2024年秋季予算における予測値において、公共部門債務残高対GDP比は、2024~25年に98.4%とピークを迎えるもののおおむね横ばいで推移し、2028年-2029年には97.1%となる見通しが示されている（第2-2-47図）。

¹⁷⁸ 一般政府だけでなく、政府管理下の全ての公的機関や企業、金融機関（BOE）等を含む、公共部門全体。

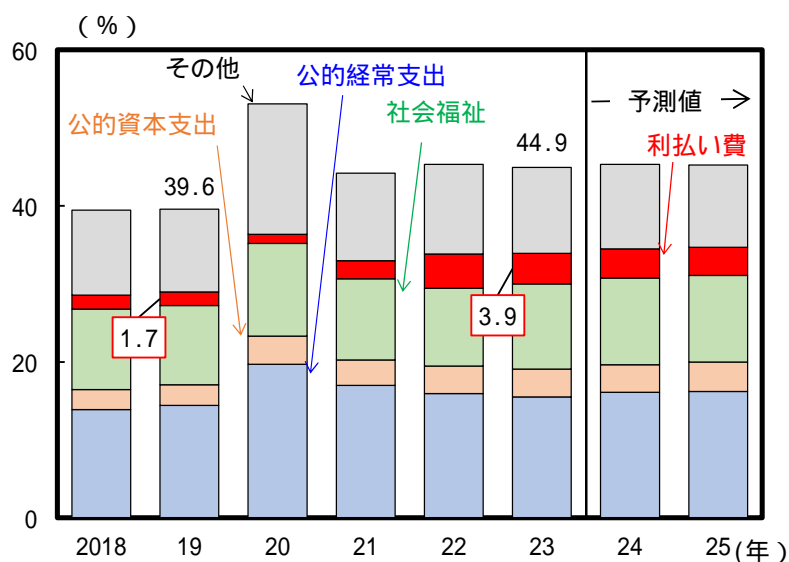
第2-2-47図 英国の公共部門債務残高対GDP比



(備考) 1. 英国予算局 (2024年10月公表) により作成。
2. 4月1日から翌年の3月31日までの年度の数値。

さらに、公共部門支出対GDP比をみると、英国国債の利払い費は感染症拡大前である2019年の1.7%から、2023年には3.9%と2.3倍となっており、2024年以降も同程度で推移する見通しとなっている (第2-2-48図)。

第2-2-48図 英国の公共部門支出対GDP比 (構成別)



(備考) 1. 英国予算局 (2024年10月公表) により作成。
2. 4月1日から翌年の3月31日までの年度の数値。

このように、英国国債金利の上昇が続き、利払い費の増加は高止まりする見通しである等、財政状況に留意する必要がある。

（まとめ：景気の先行きは持ち直しが期待される）

これまでみてきたように、物価上昇率が低下する中で、ユーロ圏、英国ともに実質GDP成長率は2024年7－9月期でプラスとなり、景気は総じて持ち直している。なお、英国と比べると、ユーロ圏では消費、設備投資及び輸出の弱さがみられるなどの違いもみられる。

先行きについては、ユーロ圏及び英国ともに、政策金利の高止まりの長期化に伴う下振れリスクには留意する必要があるものの、景気は持ち直すことが期待される。個人消費は、名目賃金の上昇傾向が続く中で、消費者物価上昇率の低下を受けた実質可処分所得の増加とともに、政策金利引下げ期待の高まりによる消費者マインドの改善、それに伴う超過貯蓄の取崩しを受けて、緩やかに持ち直していくことが考えられる。

設備投資については、英国では、政策金利の引下げとともに脱炭素やデジタル化に向けた政策効果が発現する一方、ユーロ圏では、政策の不確実性により、引き続き弱含みで推移することが懸念される。

さらに、ユーロ圏、英国ともにアメリカの政策動向を受けた世界経済の変動に留意する必要がある。英国については、これに加え、2024年12月に発効したCPTPPへの加盟による市場拡大の影響に留意する必要がある。

また、ユーロ圏、英国ともに財政状況をめぐる動向を注視する必要がある。

第3節 世界経済のリスク要因

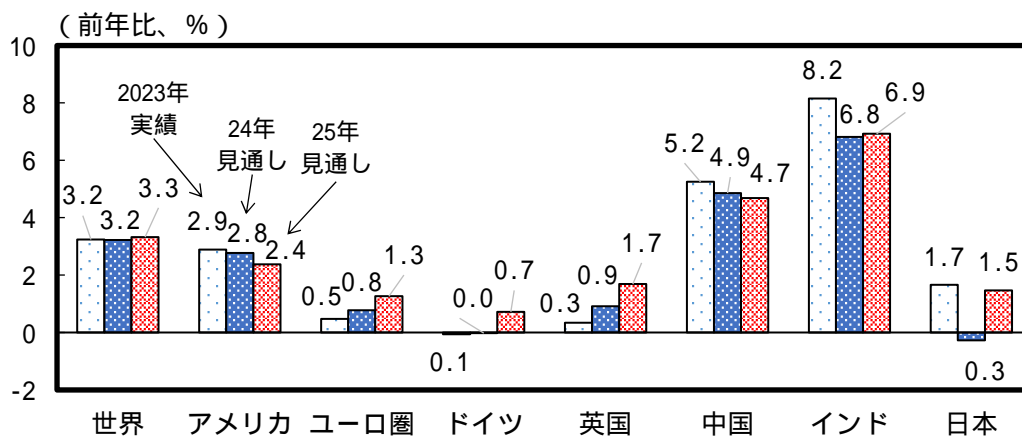
これまで、第1章で中国経済について、第2章第1節、第2節で欧米経済について分析した。本節では、前節までの分析結果及び世界経済の見通しを踏まえて、先行きのリスク要因について分析する。

1. 世界経済の見通し

(世界経済は安定して成長する見込み)

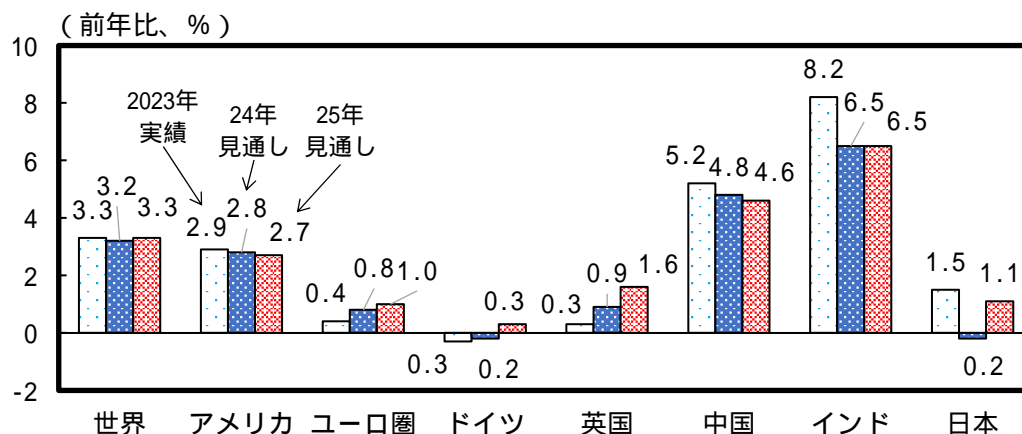
2024年12月に公表されたOECDの経済見通しでは、金融引締めの影響が緩和していくとともに、物価上昇率の低下に伴う政策金利の更なる引下げが金利動向に敏感な民間投資等を支えることにより、2025年の世界経済の成長率は3.3%に高まると予測されている(第2-3-1図)。2025年1月に公表されたIMFの中間見通しにおいても、2025年の世界経済の成長率は3.3%と堅調に推移することが予測されており、各国についてもおおむねOECDと変わらない見通しとなっている(第2-3-2図)。

第2-3-1図 OECDによる世界及び各国の実質GDP成長率見通し(2024年12月)



(備考) OECD (2024b)により作成。インドは年度の値。

第2-3-2図 IMFによる世界及び各国の実質GDP成長率見通し（2025年1月）



（備考）IMF（2025）により作成。インドは年度の値。

2．先行きのリスク要因

国際機関は2025年の世界経済について安定的な成長を予測しているが、本項では、前節までの分析結果を踏まえた先行きのリスク要因について整理する。

（アメリカの政策動向）

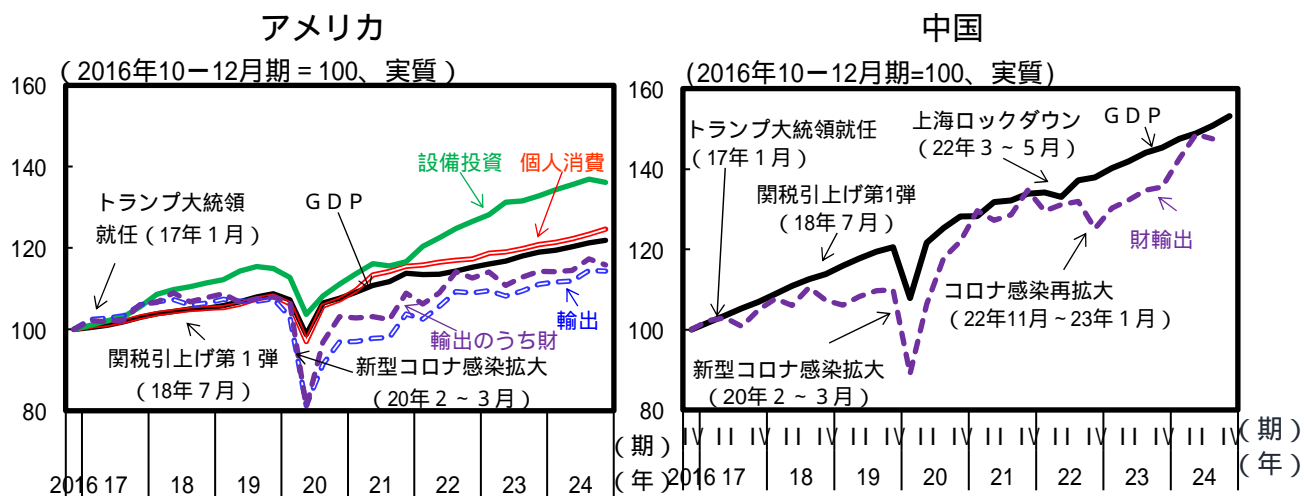
2024年11月5日¹⁷⁹に行われたアメリカ大統領選挙では、中国に対する関税の引上げ、法人税率の引下げ、不法移民の強制送還等の政策を主張した共和党のトランプ候補が民主党のハリス候補に勝利し、2025年1月20日に大統領に就任した。第2章第1節で示したとおり、トランプ大統領は、就任直後、移民政策やエネルギー政策、気候変動対策等、アメリカ内外の経済に影響を与え得る様々な分野についての大統領令に署名を行った（第2-1-68表）。

アメリカは世界のGDPの約4分の1を占めており、アメリカ経済の動向は世界経済に大きな影響をもたらし得る。特に関税については、第一次トランプ政権時の米中貿易摩擦では、2018年以降数次にわたり、米中間で相互に関税を引き上げた結果¹⁸⁰、2018年後半以降、アメリカ・中国ともに輸出は頭打ちとなった（第2-3-3図）。通商政策は、貿易等を通じて、直接的・間接的に世界各国の経済へ影響を与える可能性があることから、アメリカの政策動向とその影響には留意が必要である。

¹⁷⁹ アメリカ時間。

¹⁸⁰ 内閣府（2024b）

第2-3-3図 2017年以降の米中の経済動向



(備考) アメリカ商務省、中国国家統計局、オランダ経済分析総局により作成。中国の財輸出は月次指数の単純平均。

(欧米における高い金利水準の継続)

欧米の中央銀行の政策金利は、2023年夏以降のピーク時から低下したものの（第2-1-107表）、依然としていわゆる中立金利よりは高い水準が継続している（第2-3-4表）。

欧米において政策金利が引き下げられる一方で、アメリカの長期金利は2024年10月以降上昇に転じており、アメリカの金利上昇に連動して英国でも長期金利は上昇、ドイツも2025年初にかけて上昇基調となっている（第2-3-5図）。このため、家計の住宅ローンの利払い費負担や企業の資金調達コストの高止まりから、経済活動が過度に抑制されることにより、景気が下振れるリスクは継続すると考えられる。また、政府による利払い費の高止まりにより、財政悪化への懸念が高まり、更に長期金利が上昇するリスクも考えられる。

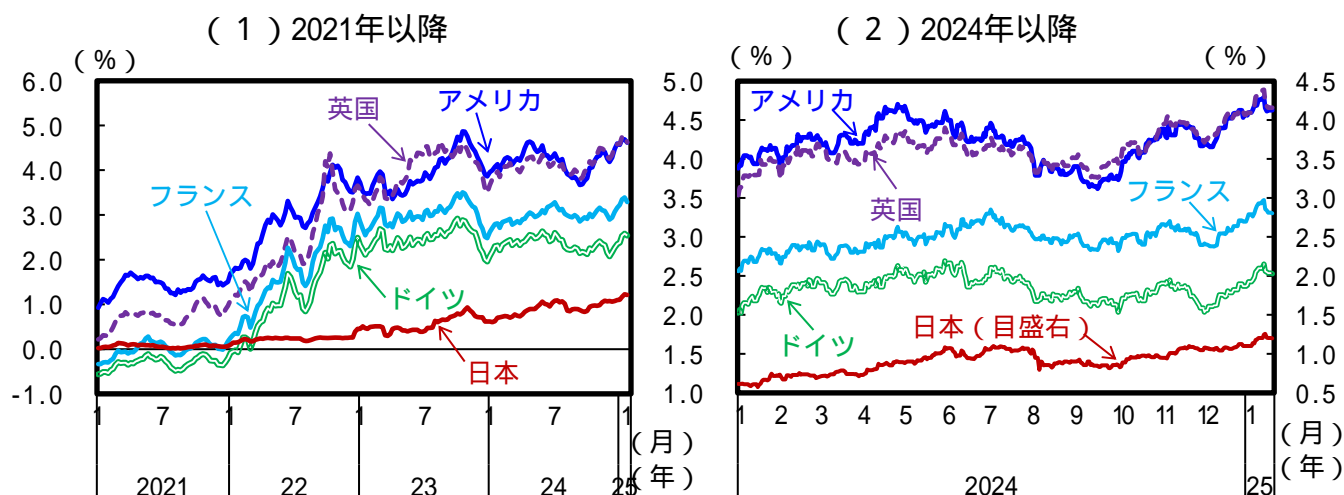
さらに、ドイツやフランスでは、第2章第2節で示したとおり、財政規律の維持をめぐる状況が消費者マインドや設備投資マインドの低下を通じて消費や設備投資を押し下げる可能性があることにも留意する必要がある。

第2-3-4表 欧米の中央銀行の中立金利の見方

アメリカ	長期F F金利見通しの中央値：3.0%（2024年12月） ※FOMC参加者による「経済のバランスが保たれ、最大限の雇用と物価の安定を達成する金利」の想定を集計したものの中央値。
ユーロ圏	12月12日の会見における欧州中央銀行（ECB）のラガルド総裁発言： スタッフの試算では、1.75%から2.5%のレンジにあると考えられているが、適切な時期になれば議論になるであろう。
英国	イングランド銀行（BOE）企業アンケート調査（2024年12月）による中立金利（拡張的でも緊縮的でもない金利）の中央値：3.25%。

（備考）FRB、ECB、BOEにより作成。

第2-3-5図 日米欧主要国の長期金利



（中国における不動産市場の停滞の継続に伴う影響）

第1章で分析したとおり、中国では、不動産市場の停滞が継続する中で、相次いで打ち出された政策は製造業投資等の供給面の増加をもたらしているが、政策支援を受けた一部の品目を除けば消費は横ばいにとどまっており、景気は足踏み状態が続いている。我が国のバブル崩壊後の経験も踏まえると、人口減少局面での不動産市場の停滞は、解消に時間を要し、当面継続することが考えられる。不動産市場の停滞が長期化したり、住宅価格等の一層大幅な下落が生じたりすることによって更に中国の景気が下押しされた場合、貿易や投資を通じて世界全体としても景気が下振れるリスクがある。

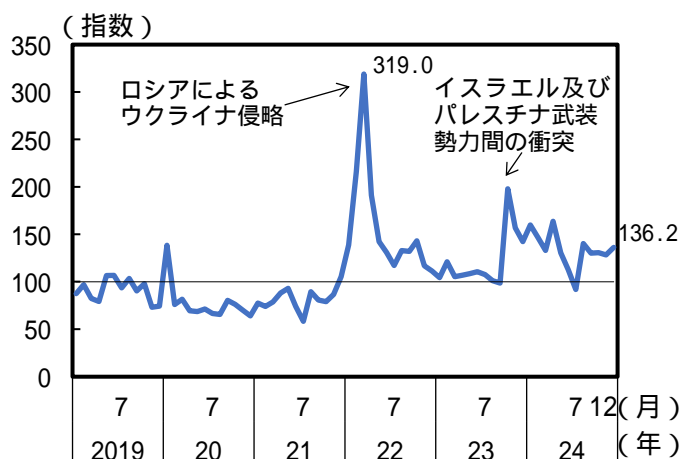
(中東地域やウクライナ侵略をめぐる地政学的リスク)

足下の地政学的リスク指数をみると、ウクライナ侵略開始の影響があった2022年3月、イスラエル及びパレスチナ武装勢力間の衝突が発生した2023年10月と比較すると低いものの、中東情勢が悪化した2024年8月以降再び水準が高まっている(第2-3-6図)。

中東情勢は、イスラエル及びパレスチナ武装勢力間の衝突が発生した2023年10月7日以降、緊迫が続いており、欧州とアジア間の海運がスエズ運河を回避し、喜望峰回りとなる動きが続いている(第2-3-7図)。

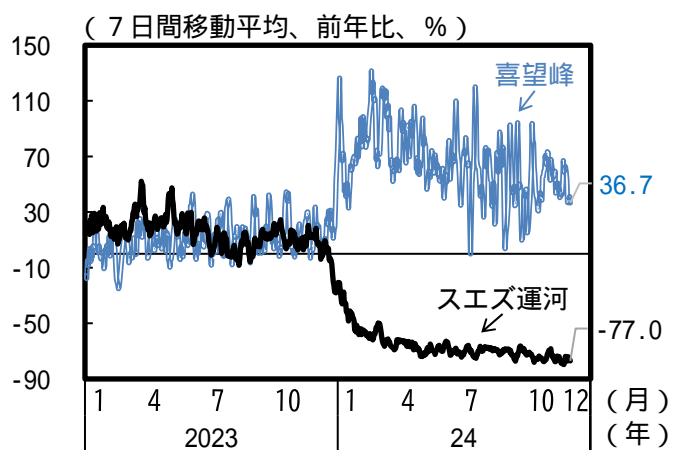
また、ウクライナ侵略を受けて、欧州におけるエネルギー供給制約も継続しており、こうした地政学的緊張の高まりによって、例えば原油供給の減少、途絶が発生した場合、エネルギー価格の上昇を通じて、世界各国の物価上昇率に影響を与える可能性が考えられるため、中東地域やウクライナ侵略をめぐる情勢を引き続き注視する必要がある。

第2-3-6図 地政学的リスク指数



- (備考) 1. Caldara, D., and M. Iacoviello (2022).
<https://www.matteoiacoviello.com/gpr.htm> より 2025年1月30日にダウンロードしたデータにより作成。
2. 1985年から2019年の平均を100とした指数。
2024年12月までの月次データ。
3. アメリカ、英国、カナダで発行される主要10紙における地政学上の悪影響に及ぼす出来事に関する記事の数を月ごとに集計し、算出した指数。

第2-3-7図 スエズ運河と喜望峰を通過する積載量



- (備考) 1. IMF Port Watch により作成。
 2. 貨物船とタンカーの合計。
 3. 2024年12月1日までのデータ。

付注 2 - 1 住宅取得能力指数の試算について

1. 概要

アメリカにおける住宅取得能力指数（Housing Affordability Index：HAI）の2024年12月～2026年12月までの値を、一定の仮定の下で試算する。

2. データ出所

全米リアルター協会、FRB、米連邦住宅貸付抵当公社

3. 全米リアルター協会による住宅取得能力指数の計算方法

中古住宅価格中央値を*MEDPRICE*、住宅ローン金利を*IR*としたとき、住宅価格の2割を頭金として支払うことを仮定すると、住宅を購入した際の毎月の支払額*PMT*は以下のとおり。

$$PMT = MEDPRICE \times 0.8 \times \frac{IR/12}{1 - \frac{1}{(1 + IR/12)^{360}}}$$

家計における毎月の収入に対する住居費の支払いは、25%が妥当であると仮定したとき、住宅の購入に見合う家計所得を*QINC*、家計所得中央値を*MEDINC*とすると、住宅取得能力指数*HAI*は以下のとおり。

$$QINC = PMT \times 4 \times 12$$
$$HAI = \frac{MEDINC}{QINC} \times 100$$

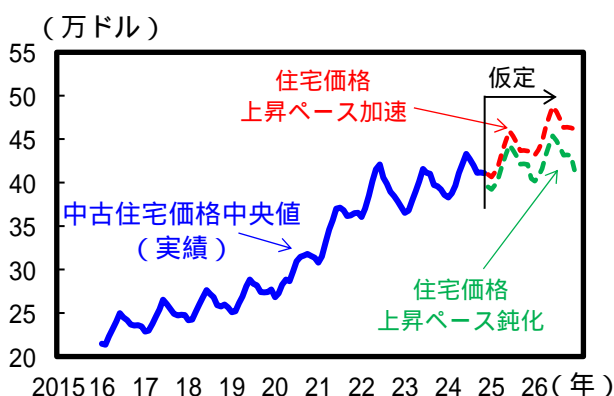
4. 住宅取得能力指数の先行きの試算

中古住宅価格中央値*MEDPRICE*、住宅ローン金利*IR*、家計所得中央値*MEDINC*のそれぞれについて、以下の仮定をおいた上で、住宅取得能力指数*HAI*の先行きの試算を行った。

(1) 中古住宅価格中央値*MEDPRICE*

中古住宅価格中央値は、上昇ペースが加速（年率6.2%）、または、鈍化（年率2.4%）すると仮定した（図1）。

図1 中古住宅価格中央値（実績と仮定）



2015 16 17 18 19 20 21 22 23 24 25 26(年)

(備考) 1. 全米リアルター協会により内閣府作成。

2. 仮定は内閣府試算。期間は2024年12月以降。

(2) 住宅ローン金利 IR

まず、FF金利と住宅ローン金利（30年物固定）について、両者の関係を以下の推計式で推計した。

$$IR_t = \beta_0 + \beta_1 FFR_t + \varepsilon_t$$

IR は住宅ローン金利（30年物固定）、 FFR はFF金利¹⁸¹、 β_0, β_1 はパラメータ、 ε は誤差項。推計期間は2000年1月～2024年12月、なお、FF金利誘導目標範囲が0.00%～0.25%となっていた2008年12月～2015年11月、2020年3月～2022年2月は除外した。最小二乗法による推計結果は以下のとおり。

$$\widehat{IR}_t = 4.36^{***} + 0.49^{***} \widehat{FFR}_t$$

(0.131) (0.029)

決定係数 R^2 : 0.53

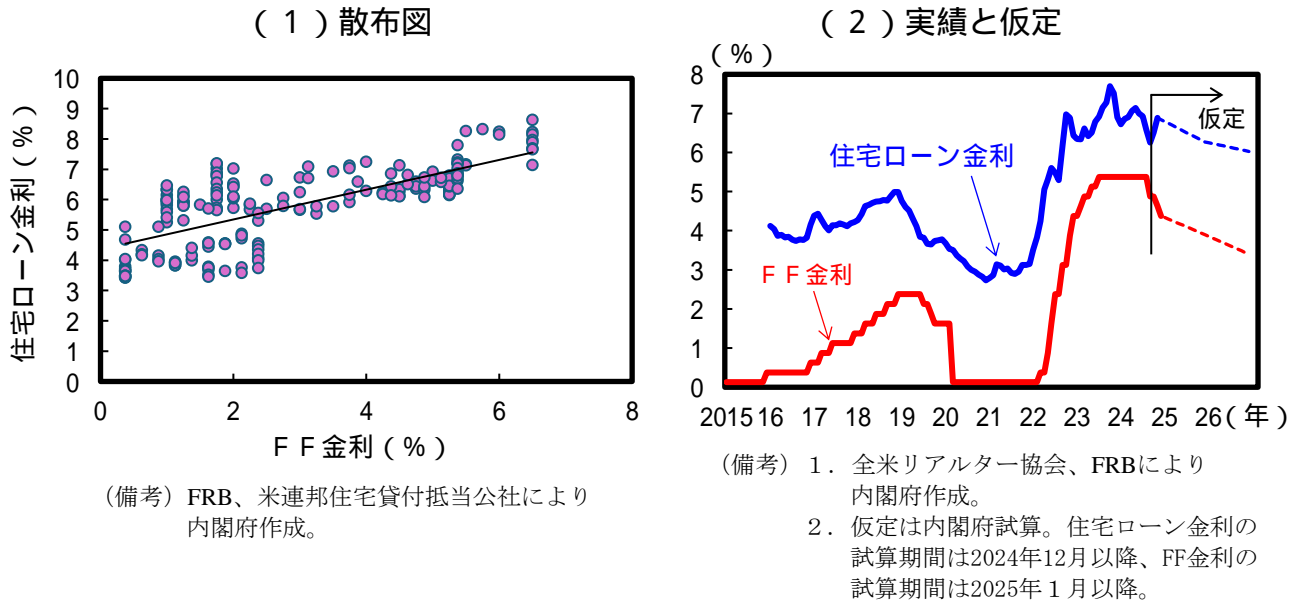
※ ***は有意水準1%で有意であることを示す。括弧内はロバスト標準誤差。

FF金利と住宅ローン金利（30年物固定）の関係は、図2（1）のとおり。

なお、FOMCによる見通し（2024年12月）では、FF金利が2025年末に3.9%、26年末に3.4%まで低下していくことが示されたため、本試算においては上記推計を用いて、住宅ローン金利は26年末にかけて6.0%まで緩やかに低下していくと仮定した（図2（2））。

¹⁸¹ FF金利誘導目標に範囲が導入された2008年12月以降は、FF金利誘導目標範囲の中央値とする。

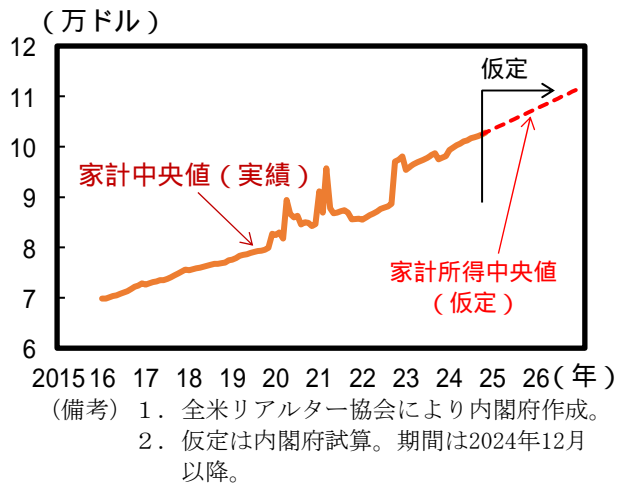
図2 FF金利と住宅ローン金利



(3) 家計所得中央値MEDINC

家計所得中央値は2023年以降のトレンドに沿って増加していくことを仮定した(図3)。

図3 家計所得中央値(実績と仮定)



付注 2 - 2 失業率の前月差の要因分解

1 . データ出所

アメリカ労働省

2 . 要因分解の方法

労働力人口を L 、労働参加率を α 、就業者数を E 、16歳以上人口を N 、そのうちアメリカ生まれ人口を N_N 、外国生まれ人口を N_F とすると ($L = \alpha N$, $N = N_N + N_F$)、失業率 U は以下のとおり書くことができる。

$$U = \frac{L - E}{L} = 1 - \frac{E}{L} = 1 - \frac{E}{\alpha N} = 1 - \frac{E}{\alpha(N_N + N_F)}$$

ここで、 U を独立なパラメータ N_N, N_F, α, E に関する関数

$$f(N_N, N_F, \alpha, E) \equiv 1 - \frac{E}{\alpha(N_N + N_F)}$$

とみなし、全微分すると、

$$\begin{aligned} df(N_N, N_F, \alpha, E) &= \frac{\partial}{\partial N_N} f(N_N, N_F, \alpha, E) dN_N + \frac{\partial}{\partial N_F} f(N_N, N_F, \alpha, E) dN_F \\ &\quad + \frac{\partial}{\partial \alpha} f(N_N, N_F, \alpha, E) d\alpha + \frac{\partial}{\partial E} f(N_N, N_F, \alpha, E) dE \\ \Leftrightarrow df(N_N, N_F, \alpha, E) &= \frac{E}{\alpha N^2} dN_N + \frac{E}{\alpha N^2} dN_F + \frac{E}{\alpha^2 N} d\alpha - \frac{1}{\alpha N} dE \end{aligned}$$

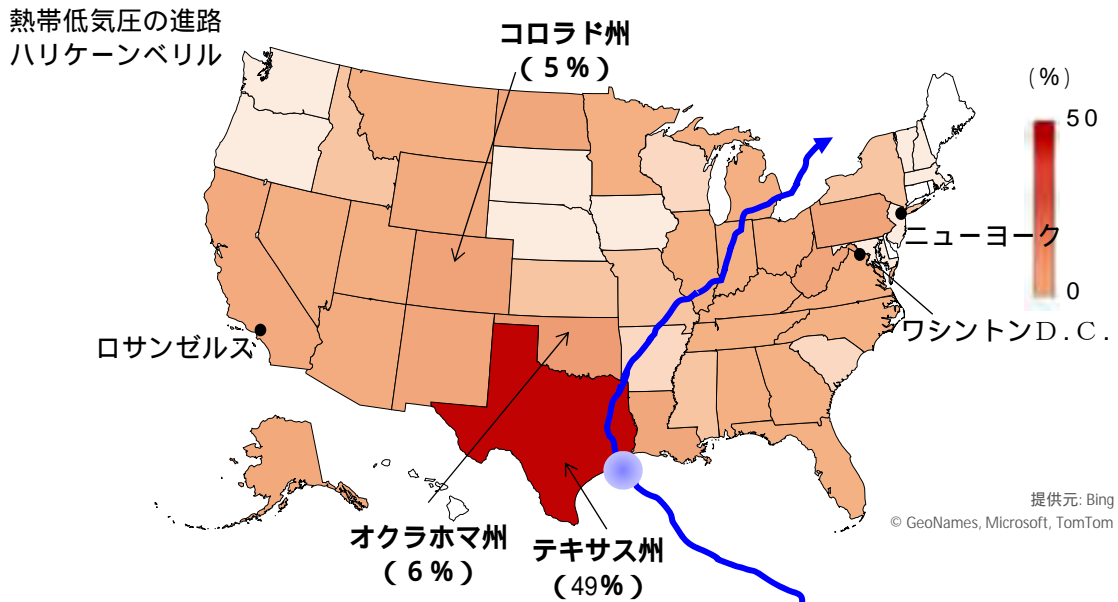
と書くことができることから、以下の近似式が成り立つ。

$$\Delta U \approx \frac{E}{\alpha N^2} \Delta N_N + \frac{E}{\alpha N^2} \Delta N_F + \frac{E}{\alpha^2 N} \Delta \alpha - \frac{1}{\alpha N} \Delta E$$

このため、上記近似式から、右辺第一項をアメリカ生まれ人口要因、第二項を外国生まれ人口要因、第三項を労働参加率要因、第四項を就業者数要因として、失業率の前月差を要因分解ができる。第2-1-77図は、上記近似式を用いて失業率の2023年1月以降の累積変化を要因分解したものである。

付図 2 - 3 ハリケーンの進路と産業別付加価値シェア

図 1 鉱業の付加価値シェアとハリケーン・ベリル



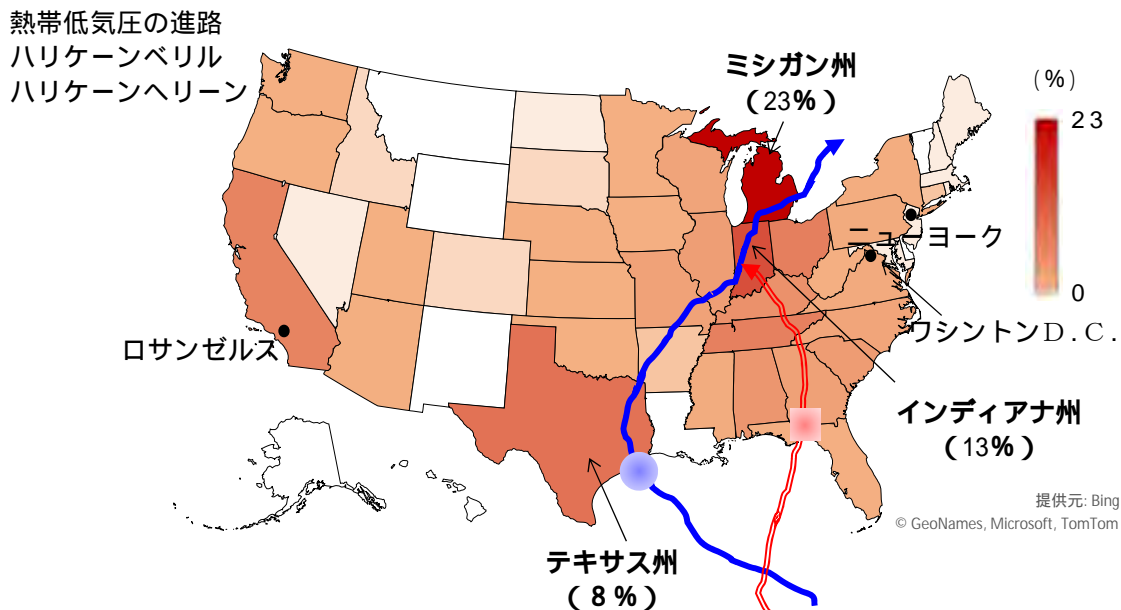
(備考) アメリカ商務省、アメリカ海洋大気庁により作成。鉱業の付加価値シェアは、各州の鉱業の名目付加価値が全米の鉱業の名目付加価値に占めるシェア。2023 年値。

図 2 公益の付加価値シェアとハリケーン・ベリル、デビー



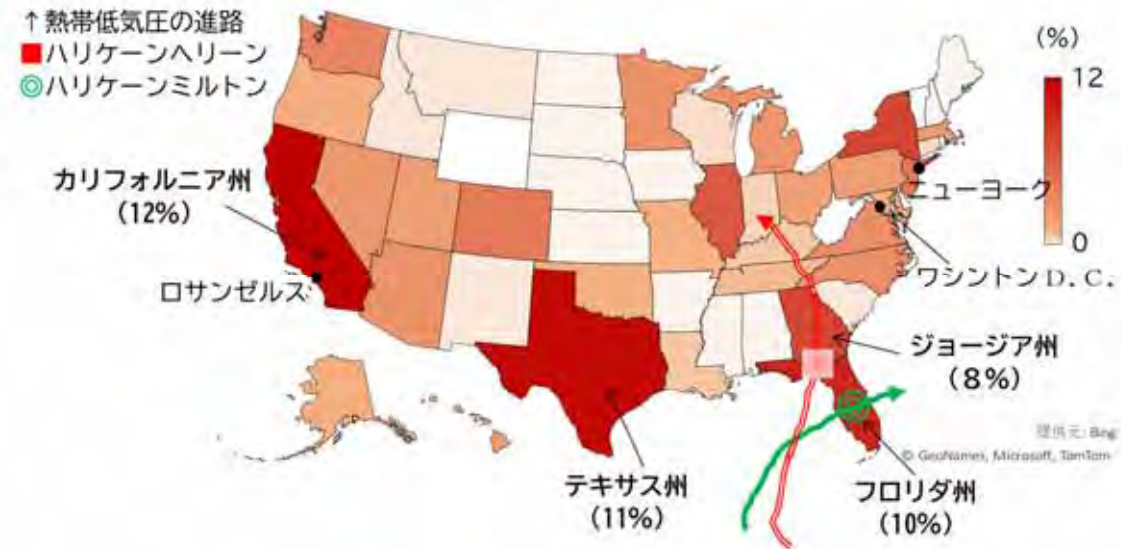
(備考) アメリカ商務省、アメリカ海洋大気庁により作成。公益の付加価値シェアは、各州の公益の名目付加価値が全米の自動車・同部品の名目付加価値に占めるシェア。2023 年値。

図3 自動車・同部品の付加価値シェアとハリケーン・ベリル、ヘリーン



(備考) アメリカ商務省、アメリカ海洋大気庁により作成。自動車・同部品の付加価値シェアは、各州の自動車・同部品の名目付加価値が全米の自動車・同部品の名目付加価値に占めるシェア。2023年値。

図4 航空輸送の付加価値シェアとハリケーン・ヘリーン、ミルトン



(備考) アメリカ商務省、アメリカ海洋大気庁により作成。航空輸送の付加価値シェアは、各州の航空輸送の名目付加価値が全米の航空輸送の名目付加価値に占めるシェア。2023年値。

参考文献

(第2章)

- 荒木健伍、加藤恵理奈 [2024] 「アメリカのGDP統計の年次改定について」内閣府今週の指標 No.1361 2024年11月
- 下平凌大 [2024] 「英国のサービス輸出の動向について」内閣府今週の指標 No. 1355 2024年8月
- 高原混平 [2024] 「アメリカCPI家賃の最近の動向」内閣府今週の指標 No.1362 2024年11月
- 多田洋介 [2023] 「四半期国民経済計算(QNA)の改善に向けて～主要先進国のアプローチから～」内閣府経済社会総合研究所『経済分析』第207号
- デジタル庁 [2024] 「オープンデータ基本指針」
- 内閣府 [2018] 「平成30年度経済白書～今、Society 5.0の経済へ～」
- 内閣府 [2022] 『世界経済の潮流2021年Ⅱ－中国の経済成長と貿易構造の変化－』
- 内閣府 [2023] 『世界経済の潮流2022年Ⅱ－インフレ克服に向かう世界経済－』
- 内閣府 [2024a] 『世界経済の潮流2023年Ⅱ－中国のバランスシート調整・世界的なサービス貿易の発展－』
- 内閣府 [2024b] 『世界経済の潮流2024年Ⅰ－AIで変わる労働市場－』
- 村田晃希 [2024] 「アイルランド経済の高成長の背景について」内閣府今週の指標 No.1360 2024年10月
- 山縣宏之 [2020] 「ラストベルトの経済状態分析：産業構造動態・産業構造分極化・製造業労働者・州産業政策」『国際経済』71巻 (2020) p. 97-120
- Autor, D., D. Dorn, L. Katz, C. Patterson, and J. Van Reenen [2017] “The Fall of the Labor Share and the Rise of Superstar Firms”, Working Paper 23396, National Bureau of Economic Research, May 2017.
- Baker, B. E., and P. A. Kelly [2008] “A Primer on BEA’s Government Accounts”, BEA Briefing, March 2008.
- Bidder, R., T. Mahedy, and R. G. Valletta [2016] “Trend Job Growth: Where’s Normal?”, FRBSF Economic Letter, October 2016.
- Bureau of Economic Analysis [2023a] “2023 Comprehensive Update of the National Economic Accounts: Summary of Results”, September 2023.
- Bureau of Economic Analysis [2023b] “Results of the 2023 Comprehensive Update of the National Economic Accounts”, September 2023.
- Bureau of Economic Analysis [2024a] “2024 Annual Update of the National Economic Accounts: Summary of Results”, September 2024.
- Bureau of Economic Analysis [2024b] “NIPA Handbook: Concepts and Methods of the U.S. National Income and Product Accounts”, December 2024.
- Bureau of Economic Analysis [2024c] “Results of the 2024 Annual Update of the National Economic Accounts” September 2024.
- Bureau of Labor Statistics [2015] “Understanding strikes in CES estimates”, *Monthly Labor Review*, November 2015.
- Bolhuis, M. A., J. N. L. Cramer, and L. H. Summers [2022] “The Coming Rise in Residential Inflation”, Working Paper 29795, National Bureau of Economic Research, February 2022.
- Caldara, D., and M. Iacoviello [2022] “Measuring Geopolitical Risk”, *American Economic Review*, April, 112(4), pp.1194-1225.
- Cage, R. [2019] “Measuring of Owner Occupied Housing in the U.S. Consumer Price Index”, Bureau of Labor Statistics, November 2019.
- Edelberg, W., and T. Watson [2024] “New immigration estimates help make sense of the pace of employment”, The Hamilton Project Brookings, March 2024.
- European Commission [2023] *Employment and Social Developments in Europe*, July 2023.
- Felix., et al. [2024] “How and Why Do Consumers Use “Buy Now, Pay Later”?”, Liberty Street Economics, February 2024.

Fernald, J. G. et al. [2024] “Productivity During and Since the Pandemic”, FRBSF Economic Letter, November 2024.

Figura, A., and C. Waller [2022] “What does the Beveridge curve tell us about the likelihood of a soft landing?”, FEDS Notes, July 29, 2022.

BOE [2024] *Monetary Policy Report*, May 2024

FRB [2021] *Monetary Policy Report*, July 2021.

FRB [2024] *Monetary Policy Report*, July 2024.

Hacioglu-Hoke, S. et al. [2024] “A Better Way of Understanding the US Consumer: Decomposing Retail Spending by Household Income”, FEDS Notes, October 2024.

Houck, B. [2022] “Housing Leases in the U.S. Rental Market”, Bureau of Labor Statistics Spotlight on Statistics, September 2022.

IMF [2017] “Understanding the Downward Trend in Labor Income Shares”, World Economic Outlook, April 2017, Chapter 3.

IMF [2025] *World Economic Outlook Update: Global Growth: Divergent and Uncertain*, January 2025.

Lansing, K., L. E. Oliveira, and A. Shapiro [2022] “Will Rising Rents Push Up Future Inflation?”, FRBSF Economic Letter, February 2022.

Loewenstein, L., J. Meyer, and R. J. Verbrugge [2024] “New-Tenant Rent Passthrough and the Future of Rent Inflation”, Economic Commentary, Federal Reserve Bank of Cleveland, October 2024.

Mondragon, J. A., and J. Wieland [2022] “Housing Demand and Remote Work”, Working Paper 30041, National Bureau of Economic Research, May 2022.

Passel, J. S., and J. M. Krogstad [2024] “What we know about unauthorized immigrants living in the U.S.”, Short Reads, Pew Research Center, July 2024.

Petrosky-Nadeau, N., and S. A. Stewart [2024] “Breakeven Employment Growth”, FRBSF Economic Letter, July 2024.

OECD [2018] *Employment Outlook 2018*, OECD publishing, July 2018.

OECD [2024a] *OECD Economic Surveys: United Kingdom 2024*, September 2024.

OECD [2024b] *OECD Economic Outlook, Volume 2024 Issue 2*, December 2024.

Orrenius, P. M. et al. [2024] “Unprecedented U.S. immigration surge boosts job growth, output”, Dallas Fed Economics, July 2024.

Wade, J. [2023] “Multifamily Completed in 2022: Primarily Built-For-Rent and High-Density Buildings”, Eye on Housing, National Association of Home Builders, October 2023.

Zhao, N. [2023] “Supply-Chain Issues Lengthened Single-Family Build Times in 2022”, Eye on Housing, National Association of Home Builders, June 2022.

主な統計の入手先

国・地域	作成機関	URL
アメリカ	商務省経済分析局 (BEA) 商務省センサス局 労働省統計局 (BLS) 財務省 連邦準備制度理事会 (FRB) 議会予算局 (CBO) 連邦住宅貸付抵当公社 エネルギー情報局 (EIA) 海洋大気庁 (NOAA)	https://www.bea.gov/ https://www.census.gov/ https://www.bls.gov/ https://www.treasury.gov/ https://www.federalreserve.gov/ https://www.cbo.gov/ https://www.freddiemac.com/ https://www.eia.gov/ https://www.noaa.gov/
中国	海関総署 自動車工業協会 国家統計局 財政部 人民銀行	http://www.customs.gov.cn/ http://www.caam.org.cn/ http://www.stats.gov.cn/ http://www.mof.gov.cn/index.htm http://www.pbc.gov.cn/
ユーロ圏	欧州委員会 欧州中央銀行 (ECB) ユーロスタット	https://commission.europa.eu/index_en https://www.ecb.europa.eu/home/html/index.en.html https://ec.europa.eu/eurostat
ドイツ	連邦統計局 商工会議所	https://www.destatis.de/DE/Home/_inhalt.html https://www.dihk.de/de
英国	国家統計局 (ONS) 英国自動車製造取引業者協会 (SMMT) イングランド銀行 (BOE)	https://www.ons.gov.uk/ https://www.smtt.co.uk/ https://www.bankofengland.co.uk/
オランダ	オランダ経済分析総局	https://www.cpb.nl/en/
日本	総務省統計局 国立社会保障・人口問題研究所 厚生労働省	https://www.stat.go.jp/index.html https://www.ipss.go.jp/ https://www.mhlw.go.jp/toukei/list/81-1.html

国際機関等	資料名	URL
BIS : Bank for International Settlements	Effective exchange rates	https://data.bis.org/topics/EER
IMF : International Monetary Fund	World Economic Outlook	https://www.imf.org/en/Publications/WEO
OECD : Organisation for Economic Co-operation and Development	Economic Outlook OECD Data Explorer	https://www.oecd.org/economic-outlook/ https://data-explorer.oecd.org/
United Nations	World Population Prospects	https://population.un.org/wpp/
GfK	GfK consumer-confidence- barometer	https://www.gfk.com/products/gfk-consumer-confidence-barometer

「世界経済の潮流 2024年Ⅱ」

政策統括官（経済財政分析担当）	林伴子
大臣官房審議官（経済財政分析担当）	中澤信吾
参事官（海外担当）	篠崎敏明

執筆担当者

荒木健伍	伊藤久仁良	加藤恵理奈	北島大地	下平凌大
鈴木大地	高原滉平	二宮奈織子	細江僚汰	堀田彩華
堀添奈緒美	三浦祥吾	村田晃希		

(五十音順)