# Marubeni

# 丸紅経済研究所

# Weekly Briefing

# 2024年 8月 26日 号

<u>グローバルトレンド</u>			
公開されたハリス氏の経済アジェンダ 研究主幹 峰尾 洋一	1		
米金融政策-利下げ開始の確度高まる	2		
エコノミスト 清水 拓也 <b>ウクライナがロシアへの越境攻撃を本格化、今後の展望は?</b> > ニス・エス・ススト・45七、工程	2		
シニア・エコノミスト 坂本 正樹 <b>タイ新首相就任:政局の不透明感が続けば経済にも影響か</b> アナリスト 菅原 考史	3		
世界経済概況			
<b>日本経済(実質GDP/消費者物価)</b> シニア・エコノミスト 浦野 愛理	4		
プログラスト (開発)	4		
中国経済(主要経済指標/住宅市場)	5		
シニア・アナリスト 李 雪連 <b>欧州経済(英国:実質GDP/消費者物価)</b> シニア・エコノミスト 佐藤 洋介	5		

# 公開されたハリス氏の経済アジェンダ

研究主幹 峰尾 洋一

**就任100日以内の行動目標**:8月16日、ハリス陣営が経済関連のアジェンダを公開した (注1)。これはハリス氏が大統領就任100日以内に実施する施策という位置付けだ。「ハリス氏の経済政策(ハリスノミクス・カマラノミクス)」と表記する報道も見られるが、実態としては生計費の引き下げに的を絞ったものであり、経済政策の中の限られた一部 (注2) と考えられる。内容は、価格吊り上げ阻止といった規制部分と、税額控除や住宅購入資金援助などの財政措置の二種に区分される。

企業に厳しく消費者に寄りそう内容:アジェンダには、住宅、医療、日用品、育児関連の家計支出を抑制する施策が含まれる(左下図)。若年層向け低価格住宅を建設する業者への税優遇以外では、企業に対しては規制を強化し、追加負担を強いる一方、消費者向けには、価格引き下げや税額控除、住宅購入資金援助など、高騰する生計費に対する不満の解消を狙った内容が多い。施策の多くはバイデン政権を踏襲する。児童・保険料・勤労所得関連税額控除、処方箋薬価引下げは導入実績のある措置の延長や再導入であり、住宅購入資金援助もバイデン政権下で提案済である。

財政措置の多くは税額控除:超党派の非営利団体であるCRFB (注3) の試算によれば、10年間の財政へのインパクトは、処方箋薬価引き下げによる2,500億ドルの支出減を差し引いて1.7兆ドルとされる(右下図)。そのうち、1.2兆ドルが児童税額控除、5,500億ドルが保険料税額控除と勤労所得税額控除であり、財政措置の大半が家計向けの税額控除である。アジェンダはこれらの資金源に触れていないが、ハリス陣営は企業や富裕層への増税による税収増を見込んでいるとみられる (注4)。

実現可能性については、議会選挙結果次第:アジェンダに含まれる施策は、(i) 既存枠組みで実施可能なもの(処方箋薬価引き下げ促進や独禁法執行強化など)、(ii) 民主党が上下院多数党の場合に実現可能性の高いもの(税額控除、税優遇、住宅購入資金援助、大企業の買占め規制 (注5) など)、(iii) 現状情報不足で実施可否が不明のもの(食料・日用品の価格吊り上げ規制)の三種類に分類される。 このうち、(ii)の効果が大きく、アジェンダ全体の実現可能性は議会選挙結果に左右される。

**リセット・バイデンとしての意義**: 前述の通り、施策には既に枠組みが存在するものが多く、議会選挙で上下院を民主党が押さえれば早期実現が可能である一方、新しい発想には乏しい。それでも、選挙キャンペーンとしては効果が期待できる。児童税額控除は月割りの給付つきで、物価高の痛みに即効性があり、有権者への訴求力が高い。値上げ規制や価格引き下げ要求など企業に厳しく接するのは、バイデン政権下で発生したインフレの責任を企業に負わせる意図だろう。バイデン陣営の、経済成長や低失業率などの実績を強調するやり方を変え、インフレの存在を認めた上で、その責任を「価格を吊り上げてきた」企業に負わせ、その企業を取締り、国民に寄りそう。更にその企業をトランプ氏と結び付けて攻撃する。新たなメッセージングで経済面で低評価だったバイデン氏のイメージからも解放される。ただ、政府の価格抑制は供給減少につながり、かえって価格上昇を生む可能性もある。本アジェンダは経済政策というより足元の選挙戦術として評価されるべきだろう。

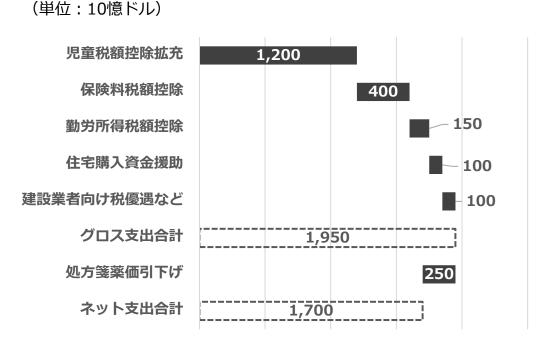
- (注1) "Vice President Harris Lays Out Agenda to Lower Costs for American Families", 2024/8/16 via mailchi.mp
- (注2) 公開された資料には、全体の経済政策の中には、高齢者向け保険の維持強化、投資促進と雇用創出、教育や育児費用引下げ、労働者の賃上 げ支援、安定ビジネス環境確立、新規技術開発促進などが含まれると書かれており、これらは今後公表されることも考えられる。
- (注3) Committee for a Responsible Federal Budget (責任ある連邦予算委員会)
- (注4) バイデン政権の2025年度予算案・ 8月19日採択の政策綱領に法人税引上げ(21%⇒28%)が含まれ、CRFBの質問に対してハリス陣営は 「企業や富裕層への増税で必要支出を賄う」と回答している。
- (注5) 関連する法案、Stop Predatory Investing Act (2023)、Preventing the Algorithmic Facilitation of Rental Housing Cartels Act of 2024 (2024)は提案済であり、民主党が上下院多数党となれば実現可能性が高まる。

### ▽アジェンダの概要

### 規制 財政措置 若年層向け低価格住宅建 大企業の買占めや価格吊 住宅購入費用引 設業者への税優遇・住宅 下げ り上げ規制 購入資金支援 処方箋薬価引下げによる 処方箋薬価引下げ促進・ 医療費負担緩和 拡充、ヘルスケア業界の 財政支出削減・患者の自 競争の促進 己負担分の抑制 食料・日用品の価格吊り 食料・日用品 上げ規制、独禁法執行強 価格引下げ 化 児童税額控除・勤労所得 中低所得者向 税額控除・保険料税額控 税額控除

### (出所) 公開されたアジェンダより丸紅経済研究所作成

### ▽10年の財政インパクト



(出所)CFRBのデータより丸紅経済研究所作成

# 米金融政策 - 9月利下げ開始の確度高まる

エコノミスト 清水 拓也

**衆目を集めたパウエル議長講演**:米連邦準備制度理事会(FRB)のパウエル議長は23日、年次経済シンポジウム「ジャクソンホール会議」にて講演、米経済の現状認識とそれに基づく政策の方向性、パンデミック後の急激なインフレとそれに対応した金融政策の評価などについて見解を述べた。

**講演内容の注目点**:特に注目されたのは、①物価・労働市場に関する評価、②利下げへの言及の2点。 ①については、FRBの2つの責務(物価の安定、雇用の最大化)のうち、物価目標の達成に向け確信 が深まったこと、労働市場の減速リスクが高まっており、これ以上の冷え込みは歓迎されないこと などの見解が示された。こうした評価の下、②については労働市場をはじめ経済が直面するリスク に応じて金融政策を緩和方向に調節するとの方針が明示された。

利下げペースはなおもデータ次第:講演内容は、9月の連邦公開市場委員会(FOMC、17-18日開催予定)にも利下げが開始されるとの市場織り込みと、最近の同氏の発言を裏付けるものだった。一方で、以後の利下げペースは依然として不明確であり、実際の経済・物価データに左右される見通し。労働市場の本格的な軟化が確認された場合、通常の利下げ幅より大きい利下げが実施されるとの見方もあり、差し当たり9月6日公表の雇用統計の結果が注目される。

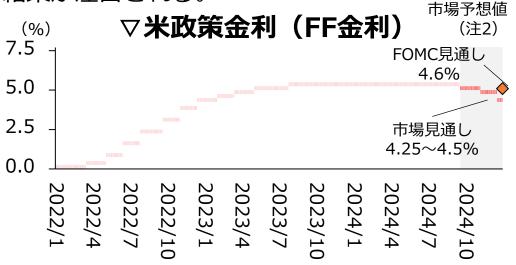
### ▽ パウエルFRB議長の講演内容

### ▶ 現状認識

- 失業率の急激な上昇を避けつつ、物価安定に向けかなり進展した。
- 労働市場の冷え込みは明白。労働市場の一段の冷え込みは歓迎しない。
- FRBの2つの責務に関し、インフレ率の上振れリスクは後退し、雇用の下振れリスクが高まったことで、両者のリスクバランスは変化した。
- 堅調な労働市場を支えるために可能なことはすべて行う。

### ▶ 政策見通し

- 政策調整の時期が来ている。
- 利下げのタイミングとペースは、今後取得するデータ・見通しの変化、 リスクのバランスに左右される。
- 現行の政策金利水準に基づけば、労働市場の低迷をはじめとするあらゆるリスクに対応する十分な利下げ余地が得られている。(出所) FRB、各種報道より作成



- 市場予想(8/23) ♦ FOMC参加者の24年末見通し(注1)
- (注1) 19人の参加者による見通しの中央値(2024年6月会合時点)(注2) FF会利失物市場に織り込まれた政策会利予相値
- (注2) FF金利先物市場に織り込まれた政策金利予想値 (出所) FRB、CME groupより作成

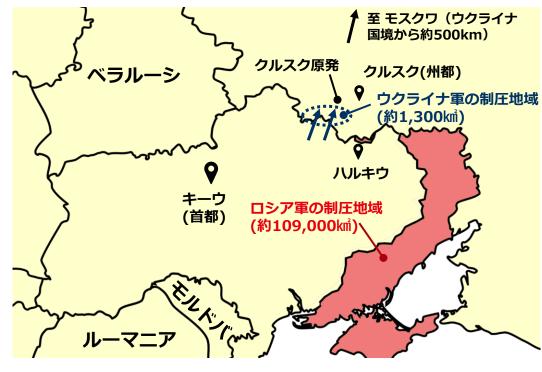
# ウクライナがロシアへの越境攻撃を本格化、今後の展望は?

シニア・エコノミスト 坂本 正樹

**ロシアへの越境攻撃が本格化**: ウクライナ軍は8月6日からロシアのクルスク州へ最大規模の越境攻撃を行い、ウクライナ当局によれば20日までに約1,300kmの領土を制圧した。ウクライナがロシア側の領土を制圧するのは初めてで、ロシアにとっても他国に領土の占領を一時的にも許すのは第二次大戦以降初めてのことになる。

**攻撃の目的**: 越境攻撃におけるウクライナ軍の目的は、①ロシア軍の戦力を防衛に割かせることでウクライナ東部の攻勢を抑える、②制圧地域を停戦交渉における交換材料に使う、③クルスク州のガス関連施設を抑えて供給先のハンガリーの親口的な動きをけん制する、④戦果を挙げることでロシア世論の動揺とウクライナ支援国における「支援疲れ」の軽減を図る、⑤ロシアの「核の脅し」に基づく「レッドライン(=越えてはならない一線)」を形骸化させて欧米の長距離兵器支援拡大を促すなど、多岐にわたると考えられる。

### ▽ウクライナ周辺地図



(出所) 戦争研究所などより丸紅経済研究所作成

戦局・情勢への影響:ウクライナのゼレンスキー大統領は19日までに越境攻撃の「目標は達成している」と述べるなど、制圧地域の更なる拡大には慎重な姿勢もうかがわせた。ウクライナ軍は制圧地域のスジャ市に軍司令部を置き少なくとも数千人の部隊を配置するなど、長期占領の姿勢をとっている。ただ、ウクライナ軍の戦力を考えると長期の制圧は困難という見方が強く、戦局を大きく覆す可能性は現状では低い。ウクライナの登位を強力分散が同国東部におけるロシアの優位を強るおきく覆す可能性は現状では低い。ウクライナの支援国やロシアの政府・世論に与える心理的影響については不透明な部分も多いが、ウクライナ軍が制圧地域を維持する間は注意が必要だろう。

# タイ新首相就任: 政局の不透明感が続けば経済にも影響か

アナリスト 菅原 考史

**首相交代**:16日、タイの下院は与党連合の最大会派でタクシン派のタイ貢献党のペートンタン党首を首相に選出した。タイでは昨年5月に総選挙が行われ、連立工作を経て8月にタイ貢献党のセター氏が首相に選出された。しかし今年4月の内閣改造で同首相が犯罪歴のある人物を閣僚に起用したことをめぐり、憲法裁判所が倫理規定違反として同首相の解任命令を下し、8月14日にセター首相は就任1年満たずで失職していた。新首相のペートンタン氏はタクシン元首相の次女で、同国史上最年少(37歳)の首相となる。

**武力と司法の介入**:2001年に発足したタクシン政権は、ポピュリズム色の強い統治で支持を集めたが、保守派勢力との対立が激化。2006年と2014年には、両者の衝突を収束させるという名目で軍事クーデターが発生した。2019年総選挙を経て、親軍派の国民国家の力党(PPRP)が政権を継承。一方、昨年の総選挙では、既存政治の打破を訴える改革派・前進党が予想外の第一党に。長年の政敵であったタクシン派と親軍派が連立を組み、同党からの首相選出を阻止した。前進党は、王室に対する不敬罪の改正を掲げていたが、7日に憲法裁判所が違憲とみなし解党処分に\*。同国では軍部など保守派の意向を受けるとされる憲法裁判所の司法判断が時の政局に影響を与えてきた。

\*9日、公職権の10年間停止を命じられた党幹部などを除き、大半の議員は新党・国民党に鞍替えした。

今後の展開:ペートンタン氏は政治経験が乏しく、父タクシン氏の助言を受けると公言。タクシン氏は2008年から国外逃亡を続けてきたが、昨年のセター首相選出日に帰国。国王の恩赦で減刑を受け、今年8月18日に正式に釈放された。タクシン氏の名誉回復を求めるタイ貢献党と、軍部など保守派との間で政治的取引があったとみられる。ただし過去の経緯からタクシン氏の政治介入を警戒する向きもあり、ペートンタン氏が親軍政党を含む連立をまとめきれなければ、過去の政権と同様、司法介入による同氏の失職やタクシン氏に対する再度の実刑判決など、タクシン派と親軍派による政局争いの構図に回帰する恐れもある。まずは組閣に向けて、各党への閣僚ポストの配分に注目が集まるが、セター内閣の失敗もあるため候補者の犯罪歴など身辺調査には時間を要するとみられる。

経済への影響:19日発表の同国4-6月期GDPは、前年同期比+2.3%と5四半期ぶりに2%を上回ったが、東南アジア諸国の中では低位の成長率が定着している。タイ貢献党は公約の目玉として、年収84万バーツ(約353万円)未満など一定の条件を満たす国民約4,500万人に対し、一人当たり1万バーツ(約4.2万円)をデジタル通貨で支給するデジタルウォレット政策を推進。支給は10月から始まるとされ、実施されれば一定の景気刺激効果が期待される。こうした政策に伴う財政悪化が懸念される中、21日、タイ中銀は政策金利を2.5%で据え置き、新政権の出方を様子見る格好に。今後、首相交代に伴う政治の不透明感が、予算執行や制度改革の遅延を招くと見られれば、国外からの投資資金の減少など中長期的な成長阻害につながるリスクもある。

### ▽タイ政治の対立軸

2001年以降		
タクシン派	保守派	
(タイ愛国党)	(民主党)	

タクシン派は選挙勝利を重ねるも、保守派との対立が激化。大規模な抗議活動など市中の混乱に発展し、軍が介入。タクシン派の政党は、司法判断で二度の解党処分に。

2014年クーデター以降			
タクシン派	軍、親軍派		
(タイ貢献党)	(PPRP等)		

2014年クーデターを機に軍が実 権掌握を継続。2019年総選挙を 経て親軍政党へ民政移管。第一党 (タクシン派) に不利な選挙制度 には批判も。

(出所) 各種報道より丸紅経済研究所作成

2023年総選挙		
改革派	タクシン派	
(前進党)	親軍派	

2019年総選挙で改革派の新未来 党が第三党に。司法判断で解党す るも、前進党として立て直し、 2023年総選挙では第一党に躍進。 政敵のタクシン派と親軍派が連立 を組み、前進党を封じ込め。

予想される展開		
タクシン派	親軍派	
(タイ貢献党)	(PPRP等)	

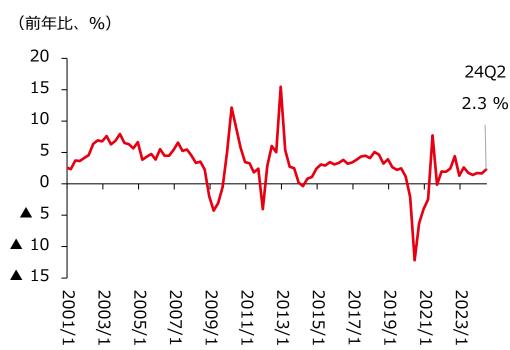
前進党の解党処分により、改革派の党勢が削がれれば、タクシン派と親軍派の対立軸に回帰か。ただし新党・国民党の結成で革新派勢力が盛り返す可能性も。

### ▽政権幹部人事

	セター内閣	ペートンタン内閣	
首相	セター(タイ貢献党)	ペートンタン(タイ貢献党)	
副首相 (兼)商務相	プームタム(タイ貢献 党)	プラサート現デジタル経済社会 相か?(タイ貢献党)	
副首相 (兼)財務相	ピチャイ (無所属)	財務相続投も副首相兼任解除 か?	
副首相 (兼)内務相	アヌティン(タイ誇り党 党首)	続投を希望 (前内閣と同じポストを希望)	
副首相 (兼)資源・環境相	パッチャラワート(国民 国家の力党)	続投を希望 (前内閣と同じポストを希望)	
副首相 (兼)エネルギー相	ピーランパン(タイ団結 国家建設党)	続投を希望	
副首相 (兼)運輸相	スリヤ(タイ貢献党)	続投か?	

### (出所) 8/22までの各種報道より丸紅経済研究所作成

### ▽実質GDP成長率



# 日本経済

シニア・エコノミスト 浦野 愛理

GDP: 4~6月期の実質GDP成長率は、前期比+0.8%(年率換算+3.1%)と2四半期ぶりのプラスに。一部自動車メーカーで追加的な認証不正問題が発覚したものの、総じてみれば自動車生産の再開が進んだことで輸出や設備投資、個人消費などがプラスに寄与した。特に物価高を背景に長らく低迷が続いてきた個人消費は5四半期ぶりに増加。自動車などの耐久財が前期からの反動で増加したことが主因だが、半耐久財や非耐久財も増加した。先行きは、年後半にかけて海外経済の減速や国内の利上げが重しとなる一方、自動車生産の回復や所得環境の改善により緩やかな成長を見込む。

消費者物価(CPI):7月の総合CPIは前年比+2.8%(6月同+2.8%)と上昇率は横ばい。食料品の押し上げ寄与の縮小が続いた一方、政府による電気・ガス価格抑制策の終了に伴い電気代がプラスに寄与した。基調的な動きを示すコアコアCPIは同1.9%(6月同+2.2%)と日銀の2%物価目標を割り込んだ。先行きは、電気・ガス価格抑制策の一時再開(8~10月使用分)が押し下げ要因となる一方で、年前半の円安による輸入物価の上昇や賃金上昇分を小売価格に転嫁する動きは上昇要因に。

▽実質GDP(寄与度)

▽消費者物価(CPI)

8

7

6

5

4

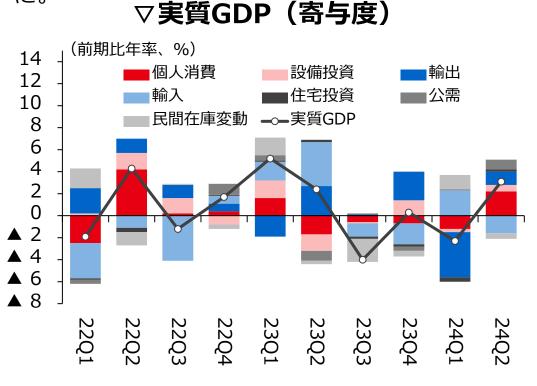
3

2

1

0

1



# (前年比、%) 生鮮食品 生鮮食品を除く食料 電気代 ガス代 灯油 ガソリン代 携帯通信料 その他 総合CPI ーー・コアコアCPI\*

2023/1

(注) \*生鮮食品及びエネルギーを除く (出所) 総務省

2022/4

2022/7

2022/10

# 米国経済

(出所) 内閣府

エコノミスト 清水 拓也

2023/7

2024/1

2023/4

消費者物価(CPI):7月はCPIが前年比+2.9%(6月同+3.0%)、変動の大きいエネルギー・食品を除いたコアCPIが同+3.2%(6月+3.3%)と、それぞれ上昇率が縮小した。一方、前月比ではCPIが+0.2%(6月同▲0.1%)、コアCPIが同+0.2%(6月同▲0.1%)とそれぞれ上昇に転じている。前月比でみた場合、横ばい圏にとどまっていたサービス価格が再び上昇し、全体を押し上げた格好。ただし、インフレ率の高止まりが懸念されていた前年同期と比較すると上昇ペースはなおも緩やかであり、現時点ではディスインフレ傾向が保たれている状況と評価される。

**小売売上高**:7月の小売売上高は前月比+1.0%(6月同▲0.2%)と大きく増加した。自動車・同部品(同+3.6%)による大幅な押し上げが主因だが、これは前月分がディーラー向け管理システムを提供するソフトウェア企業へのサイバー攻撃により押し下げられた反動によるもので、一過性にとどまる可能性が高い。なお、GDPの算出に用いられる部門のみで構成されるコア小売売上高は同+0.3%(6月同+0.9%)強めだった前月から減速も、3カ月連続でプラス圏を維持。

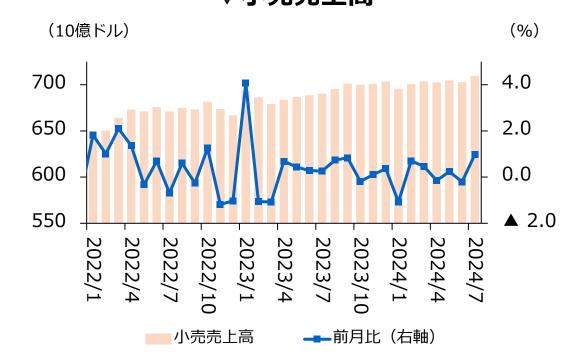
### ▽消費者物価指数(CPI)

### (前年比%、寄与度%ポイント) 10.0 6.0 2.0 **▲** 2.0 2020/ 2021/1 2023/1 2021/ 2022/1 2022/7 寄与度: ■37財 スーパーコアサービス 誤差 エネルキ゛ー 食品 前年比: ---CPI

(注) コア財:食品・エネルギー関連財を除く財品目。 スーパーコアサービス:住居費・エネルギー関連サービス を除くサービス品目。

(出所) 米商務省より丸紅経済研究所作成

### ▽小売売上高



(出所)米商務省

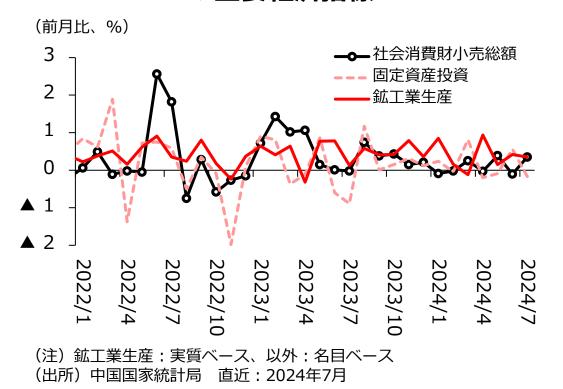
# 中国経済

シニア・アナリスト 李雪連

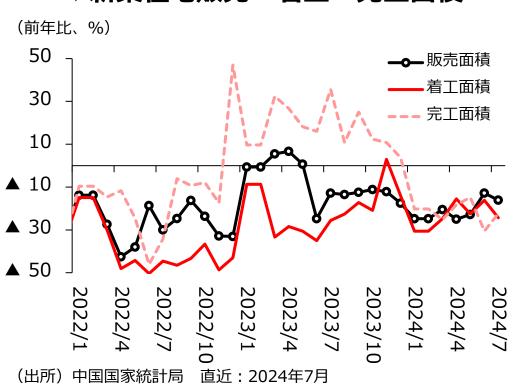
主要経済指標:7月も強弱が混在。鉱工業生産は前月比+0.4%(6月同+0.4%)と、通信機器や鉄道車両・船舶製造を中心に増勢を維持。消費関連では社会小売総額が同+0.4%(6月同▲0.1%)とプラスの伸びに。サービスではレジャーを中心に拡大したほか、財では通信機器や食料品、医薬品の好調さが全体を押し上げた。一方、固定資産投資は同▲0.2%(6月同+0.6%)と住宅開発投資の減少が重しとなりマイナス圏に。製造業の設備投資およびインフラ建設投資は一定の底堅さが持続。中国政府は8月16日に通年の実質GDP成長率目標(前年比+5.0%程度)の必達に向け、年末にかけて消費や投資の喚起、地方政府債の有効活用などに一層注力することを強調した。

住宅市場:7月は低迷が継続。新築住宅(面積ベース)の販売は前年比▲16.1%、新規着工は同▲24.3%、完工は同▲22.4%といずれも減少が続いた。70主要都市の新築住宅販売価格は、前月比▲0.6%と14カ月連続で下落した。70主要都市のうち、下落は6月に比べ2都市増加して66都市に。4大都市では、広州、深センに続き北京も4月以降下落に転じており、プラス圏は上海のみに。

### ▽主要経済指標



▽新築住宅販売・着工・完工面積



# 欧州経済(英国)

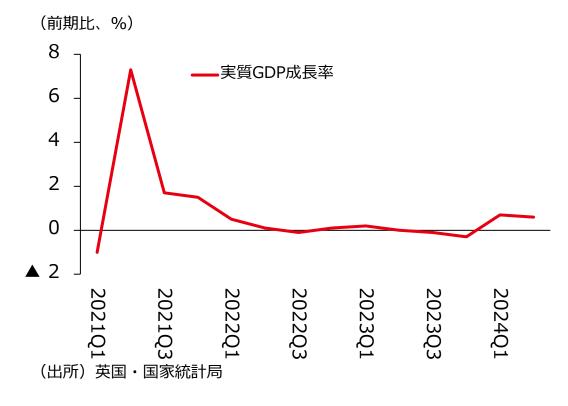
シニア・エコノミスト 佐藤 洋介

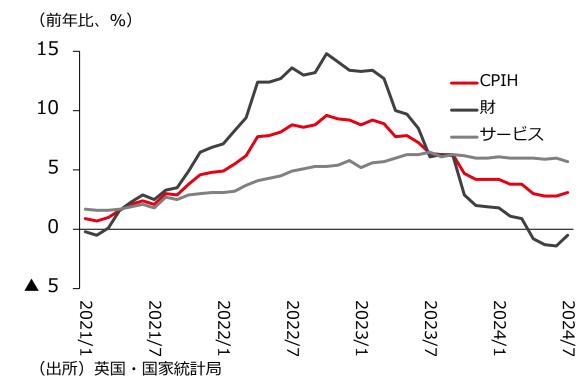
実質GDP成長率: 4~6月期実質GDP成長率は前期比+0.6%(前期同+0.7%)と2四半期連続でのプラス成長になった。寄与度では総固定資本形成が+2.4%ポイントと大きくプラスに貢献したが、純輸出の▲2.2%ポイントと打ち消し合い成長率への影響はほぼ中立だった模様。家計消費の寄与は+0.1%ポイントで前期から縮小した。なお、総固定資本形成のうち、企業投資は前期比▲0.1%(前期同+0.5%)と減少した一方で、一般政府は同+2.6%(前期同▲0.7%)と増加した。

消費者物価(CPIH): 7月の消費者物価指数(CPIH)上昇率は前年比+3.1%(6月同+2.8%)と拡大した。財価格は前年比▲0.5%(6月同▲1.4%)と4カ月連続で前年割れとなった一方で、サービス価格は同+5.7%(6月同+6.0%)と高めの伸びが続いた。8月に利下げが実施されたが、サービス中心にインフレ圧力が残存していることが確認された格好。なお、ガス・電力価格は昨年6月を境に低下傾向にあり、10月以降は前年比マイナスが続いている。ただし、2021年3月(当指標の改定後の基準月)と比較すれば、それぞれ68%、45%高い水準。

### ▽実質GDP成長率

### ▽消費者物価指数(CPIH)





## 問い合わせ先 research@marubeni.com

# 丸紅経済研究所

〒100-8088 東京都千代田区大手町一丁目4番2号 https://www.marubeni.com/jp/research/

### (免責事項)

- 本資料は公開情報に基づいて作成されていますが、当社はその正当性、相当性、完全性を保証するものではありません。
- 資料に従って決断した行為に起因する利害得失はその行為者自身に帰するもので、当社は何らの責任を負うものではありません。
- 本資料に掲載している内容は予告なしに変更することがあります。
- 本資料に掲載している個々の文章、写真、イラストなど(以下「情報」といいます)は、当社の著作物であり、日本の著作権法及びベルヌ条約などの国際条約により、著作権の保護 を受けています。個人の私的使用及び引用など、著作権法により認められている場合を除き、本資料に掲載している情報を、著作権者に無断で複製、頒布、改変、翻訳、翻案、公衆送信、送信可能化などすることは著作権法違反となります。