

# 日本経済の展望と課題

## 世界経済の分断リスクにどう対応するか

---

株式会社大和総研  
理事長 中曾 宏  
2023年9月19日

# IMFによる世界経済見通し(2023年7月)

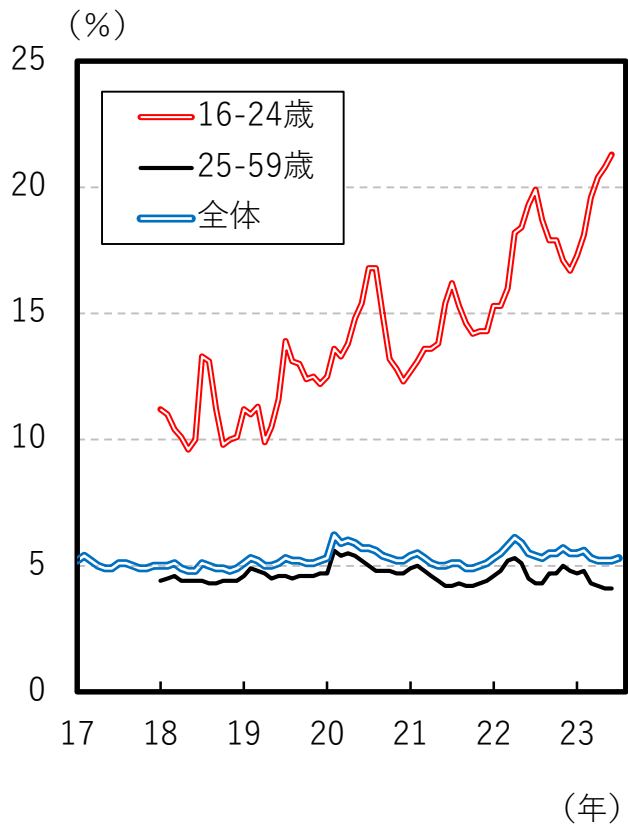
(%、%pt)

	実績	予測		修正幅	
		23年7月時点		23年4月→23年7月	
		2022	2023	2024	2023
世界	3.5	3.0	3.0	0.2	0.0
先進国	2.7	1.5	1.4	0.2	0.0
米国	2.1	1.8	1.0	0.2	-0.1
ユーロ圏	3.5	0.9	1.5	0.1	0.1
ドイツ	1.8	-0.3	1.3	-0.2	0.2
英国	4.1	0.4	1.0	0.7	0.0
日本	1.0	1.4	1.0	0.1	0.0
新興国	4.0	4.0	4.1	0.1	-0.1
サブサハラアフリカ	3.9	3.5	4.1	-0.1	-0.1
新興欧州	0.8	1.8	2.2	0.6	-0.3
ロシア	-2.1	1.5	1.3	0.8	0.0
新興アジア	4.5	5.3	5.0	0.0	-0.1
中国	3.0	5.2	4.5	0.0	0.0
インド	7.2	6.1	6.3	0.2	0.0
ASEAN-5	5.5	4.6	4.5	0.1	-0.1
中東・中央アジア	5.4	2.5	3.2	-0.4	-0.3
中南米・カリブ	3.9	1.9	2.2	0.3	0.0
ブラジル	2.9	2.1	1.2	1.2	-0.3

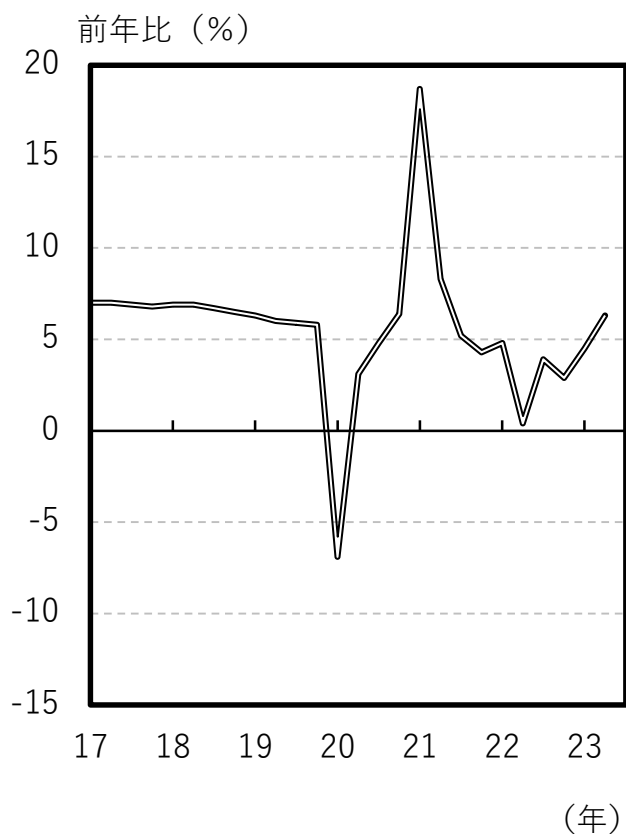
(出所) IMF “World Economic Outlook” より大和総研作成

# 中国の失業率、実質GDP、個人消費

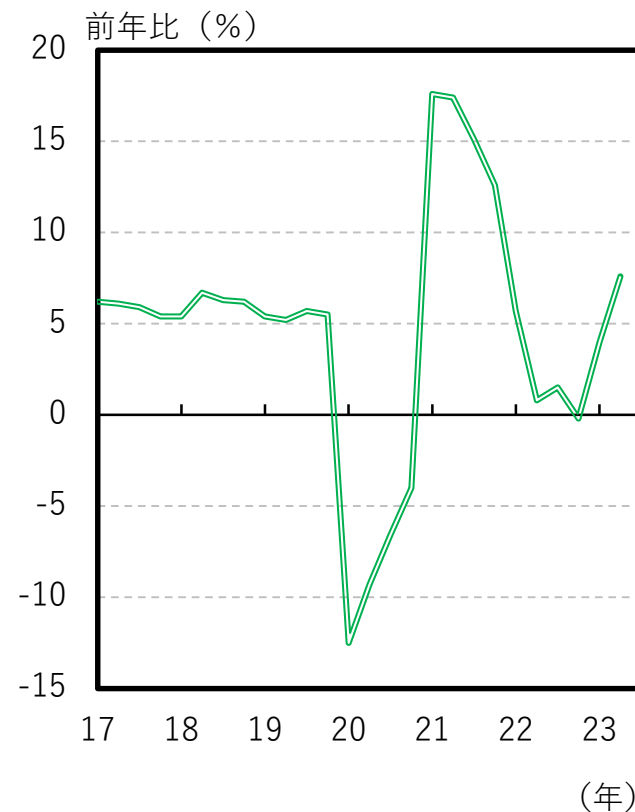
## 失業率



## 実質GDP



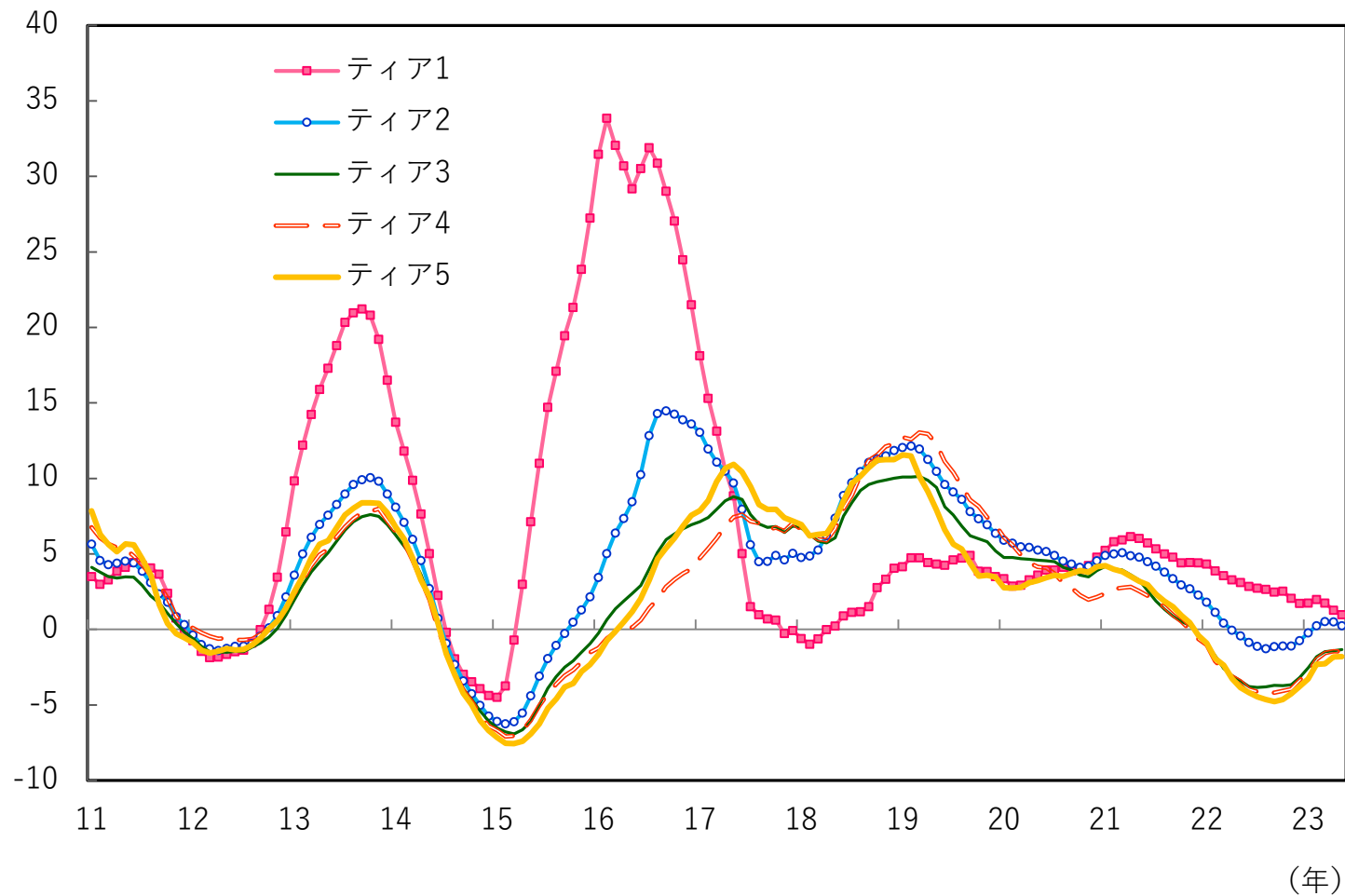
## 個人消費



(注) 年齢別の失業率は2023年7月分から公表を暫定停止。  
(出所) 中国国家统计局、Haver Analyticsより大和総研作成

# 中国の都市階級別に見た新築住宅価格の推移

(前年比、%)



(注) 直近値は2023年7月。  
(出所) 中国国家统计局より大和総研作成

# 中国恒大集団のバランスシート

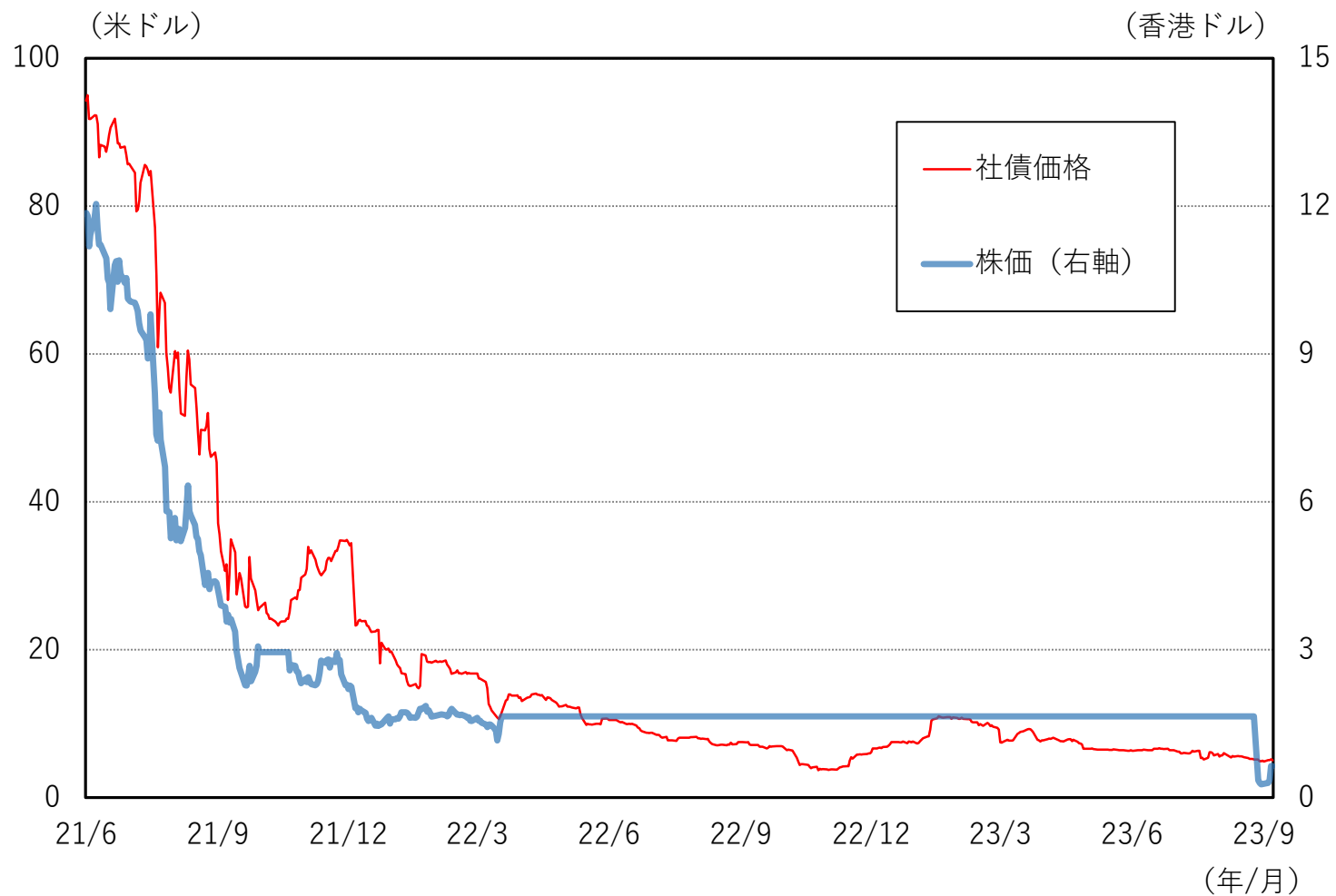
(100万元)

資産		純資産	
非流動資産		株主持分等	-644,203
使用権資産	13,941	<b>負債</b>	
関連・合併事業会社投資	27,141	非流動負債	
その他	124,451	長期借入金	42,954
<b>非流動資産合計</b>	<b>165,533</b>	その他	53,680
流動資産		<b>非流動負債総額</b>	<b>96,634</b>
開発中不動産	1,085,988	流動負債	
売却用不動産	98,390	短期借入金	581,811
売掛金・その他の債権	224,930	営業債務・その他	1,056,574
前払費用・その他	118,325	契約債務	603,979
拘束預金	9,334	その他	49,202
現金及び現金同等物	4,047	<b>流動負債総額</b>	<b>2,291,566</b>
その他	37,450	<b>総負債</b>	<b>2,388,200</b>
<b>流動資産総額</b>	<b>1,578,464</b>	<b>負債・株主持分合計</b>	<b>1,743,997</b>
<b>総資産額</b>	<b>1,743,997</b>		

(注) 香港会計基準。拘束預金は、主に建設プロジェクトのための保証金、銀行引受手形及び借入に対する保証金と不動産販売に対する保証金で構成される。2023年6月30日時点。

(出所) 中国恒大集団 2023中間決算報告書より大和総研作成

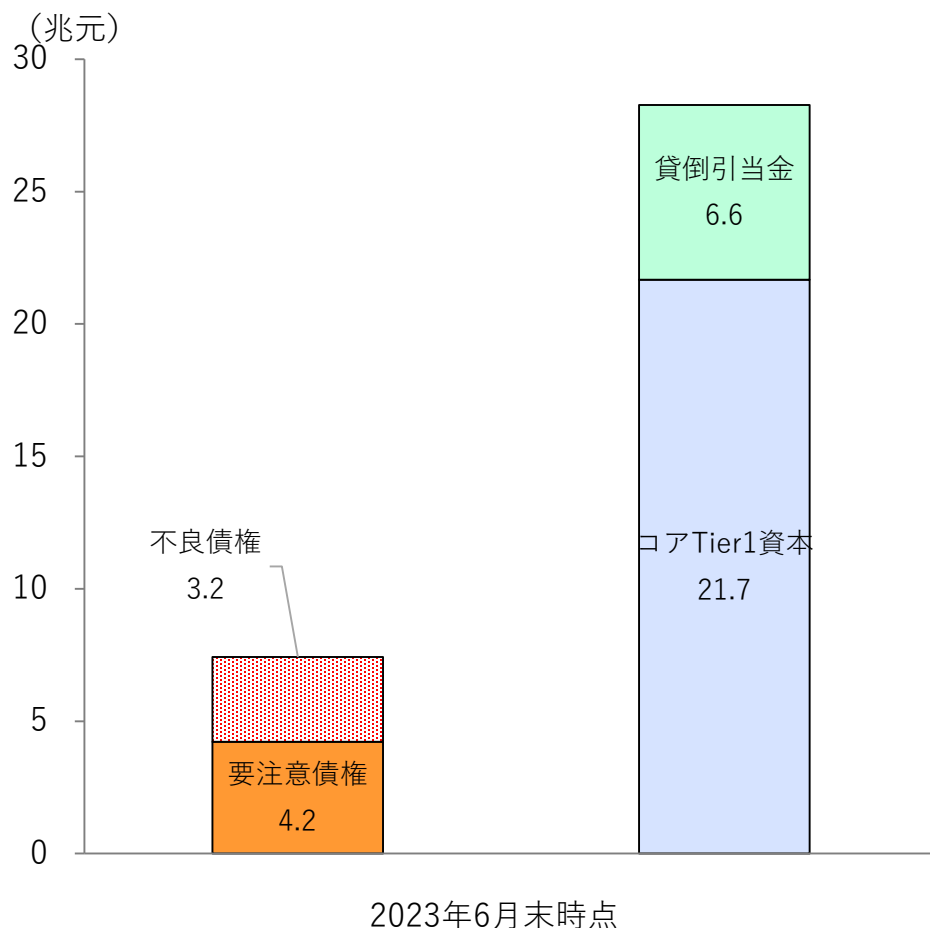
# 中国恒大集団の社債価格と株価



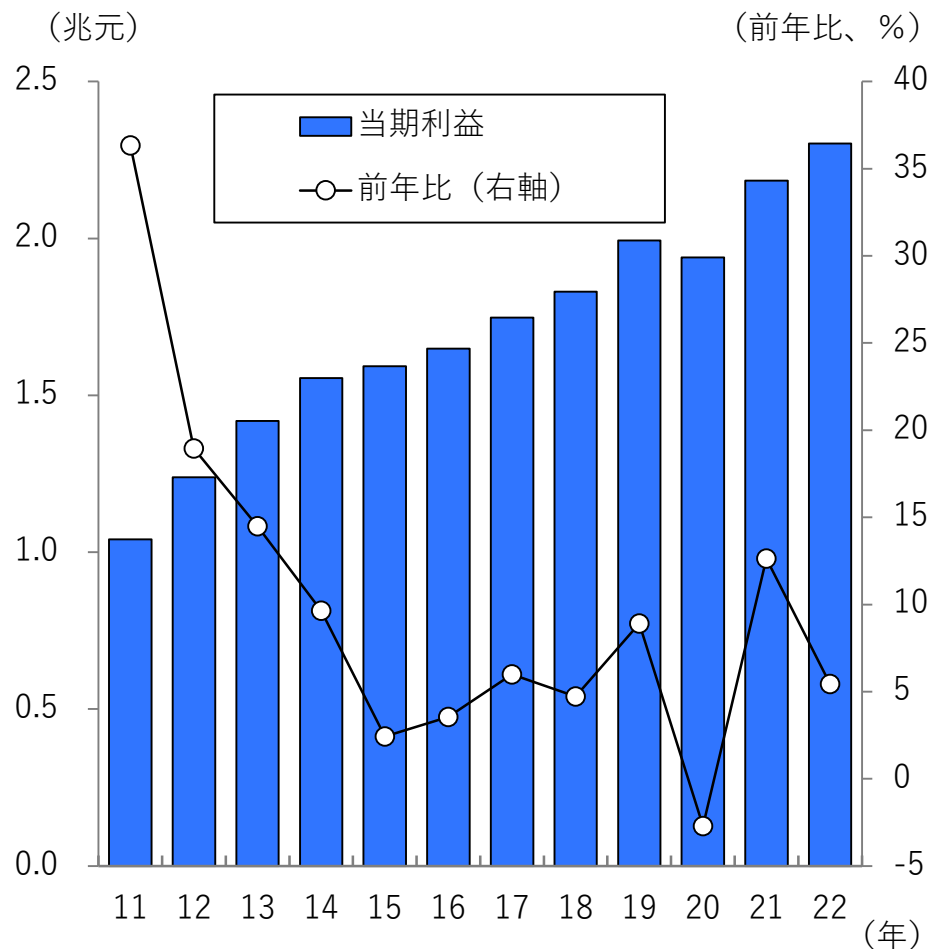
(出所) Bloombergより大和総研作成

# 中国の銀行の不良債権と自己資本、利益の対比

## 主要商業銀行の不良債権と自己資本



## 主要商業銀行の当期利益



(出所) 中国銀行保険監督管理委員会、Haver Analyticsより大和総研作成

# 上場デベロッパーの3つのレッドライン抵触状況と融資規制(2023年9月3日現在、2021年度決算)

レッドライン 抵触数	表示	リスク	年間の有利子 負債増加率	社名
ゼロ	緑	リスク小	15%以内	中国海外発展(中央企業)、華潤置地(中央企業)、招商蛇口(中央企業)、合生創展集団(民営企業)、中国金茂(中央企業)、濱江集団(民営企業)、仁恒置地集団(民営企業)、雅居樂集団(民営企業)、華発株式(国有企業)、中駿集団ホールディング(民営企業)、龍湖集団(民営企業)、建発国際集団(国有企業)、金地集団(国有企業)、 <b>遠洋集団(国有企業)</b> 、 <b>弘陽不動産(民営企業)</b> 、 <b>万科企業(国有企業)</b> 、 <b>華僑城集団(中央企業)</b> 、 <b>越秀不動産(国有企業)</b> 、 <b>禹州不動産(民営企業)</b> 、 <b>保利発展(中央企業)</b> 、 <b>徳信中国(民営企業)</b> 、 <b>旭輝ホールディング集団(民営企業)</b> 、 <b>新城ホールディング(民営企業)</b> 、 <b>金輝集団(民営企業)</b>
1	黄	↑ ↓	10%以内	融信中国(民営企業)、金科株式(民営企業)、緑城中国(国有企業)、大悦城不動産(国有企業)、龍光集団(民営企業)、合景泰富集団(民営企業)、美的置業(民営企業)、 <b>碧桂园(民営企業)</b> 、 <b>時代中国ホールディング(民営企業)</b> 、 <b>中梁ホールディング(民営企業)</b> 、 <b>大唐不動産(民営企業)</b> 、 <b>力高集団(民営企業)</b> 、 <b>建業不動産(民営企業)</b> <b>2021年6月末16社→2022年12月末13社</b>
2	橙		5%以内	首開株式(国有企業)、保利置業集団(中央企業)、 <b>宝龍不動産(民営企業)</b> 、 <b>正栄不動産(民営企業)</b> 、 <b>荣盛発展(民営企業)</b> 、 <b>中南建設(民営企業)</b> 、 <b>緑地ホールディング(国有企業)</b> <b>2021年6月末2社→2022年12月末7社</b>
3	赤		リスク大	0%以内
期限内に決算が未発表				<b>融創中国(民営企業)</b> 、 <b>中国恒大(民営企業)</b> 、 <b>世茂集団(民営企業)</b> 、 <b>中国奥園(民営企業)</b> 、 <b>祥生ホールディング集団(民営企業)</b> 、 <b>佳兆業集団(民営企業)</b> 、 <b>新力ホールディング集団(民営企業)</b> 、 <b>花様年ホールディング(民営企業)</b> <b>2022年12月末8社</b>

(注1) 3つのレッドラインでは、①前受金控除後の総負債比率(総負債÷総資産×100)が70%以上、②純負債資本比率(有利子負債から現預金を控除したものを÷資本×100)が100%以上、③現預金短期負債比率(現預金÷短期負債×100)が100%以下、であることを問題視している。

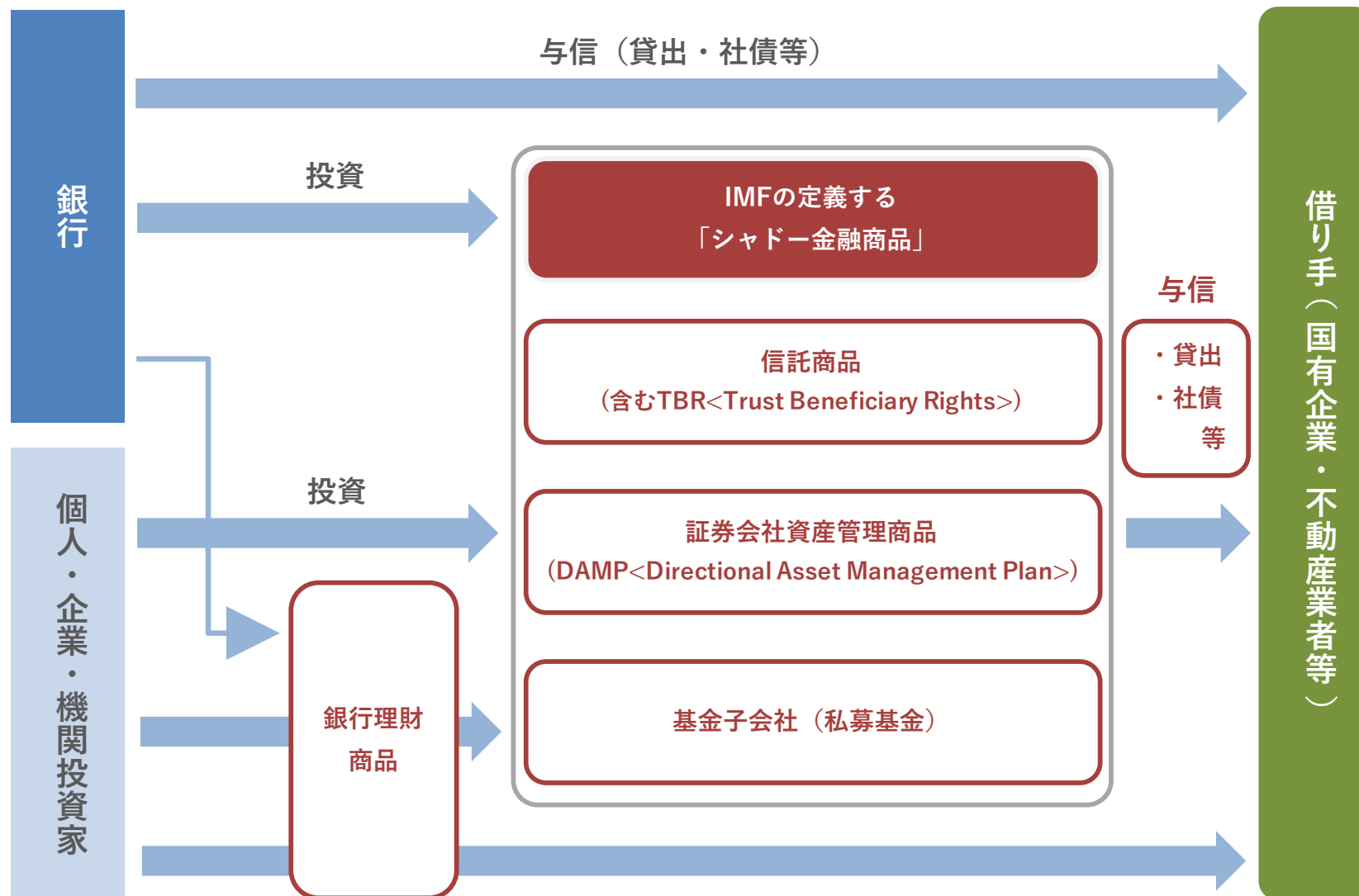
(注2) 2021年6月のそれぞれのカテゴリーに入る企業数は大和証券キャピタル・マーケット香港リミテッド作成資料による。

(注3) 赤い字は債務不履行(デフォルト)や債務返済猶予が報道されている企業。

(出所) 克而瑞不動産研究院(中国民間不動産シンクタンク)より大和総研作成

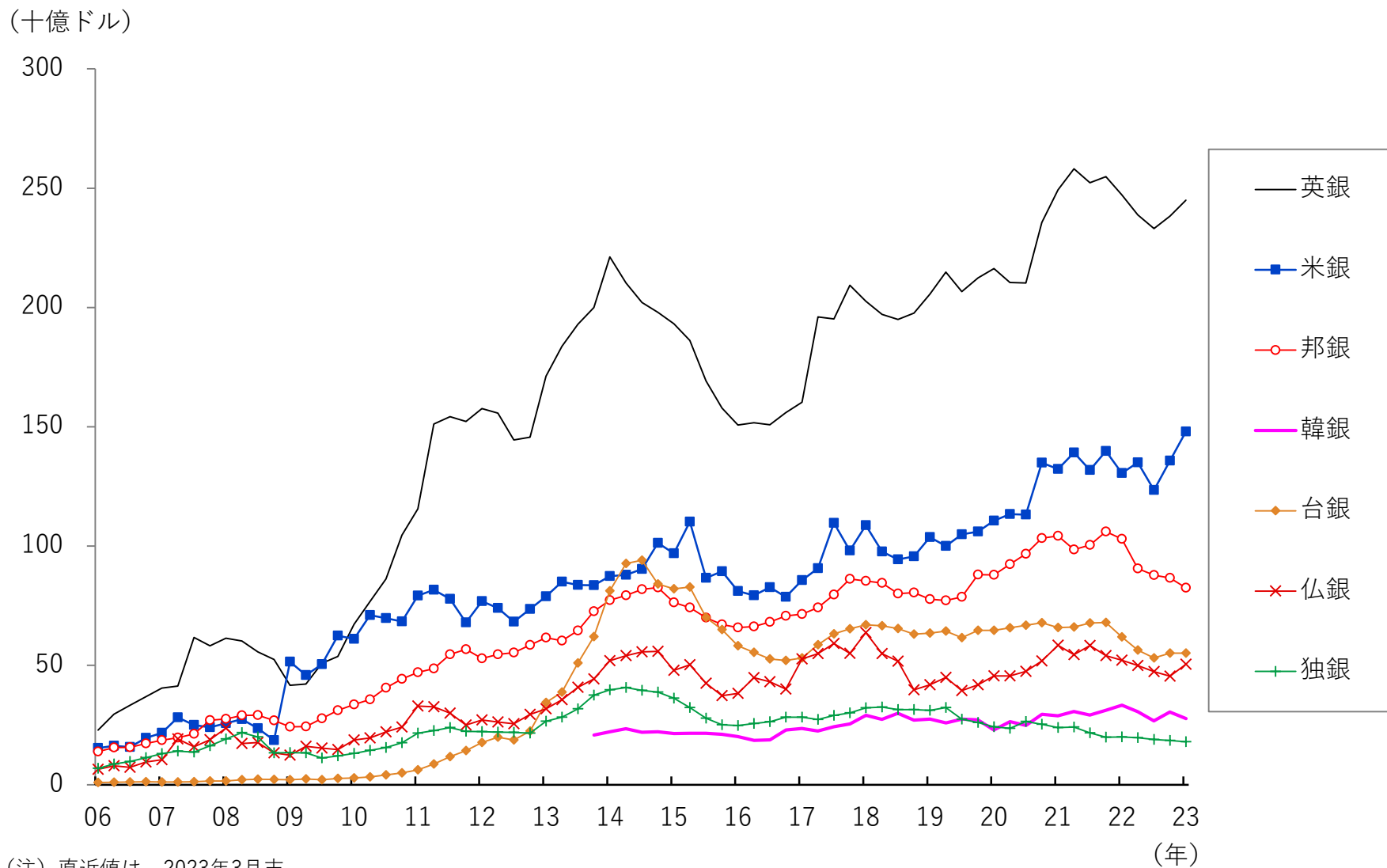


# 中国のシャドーバンキング



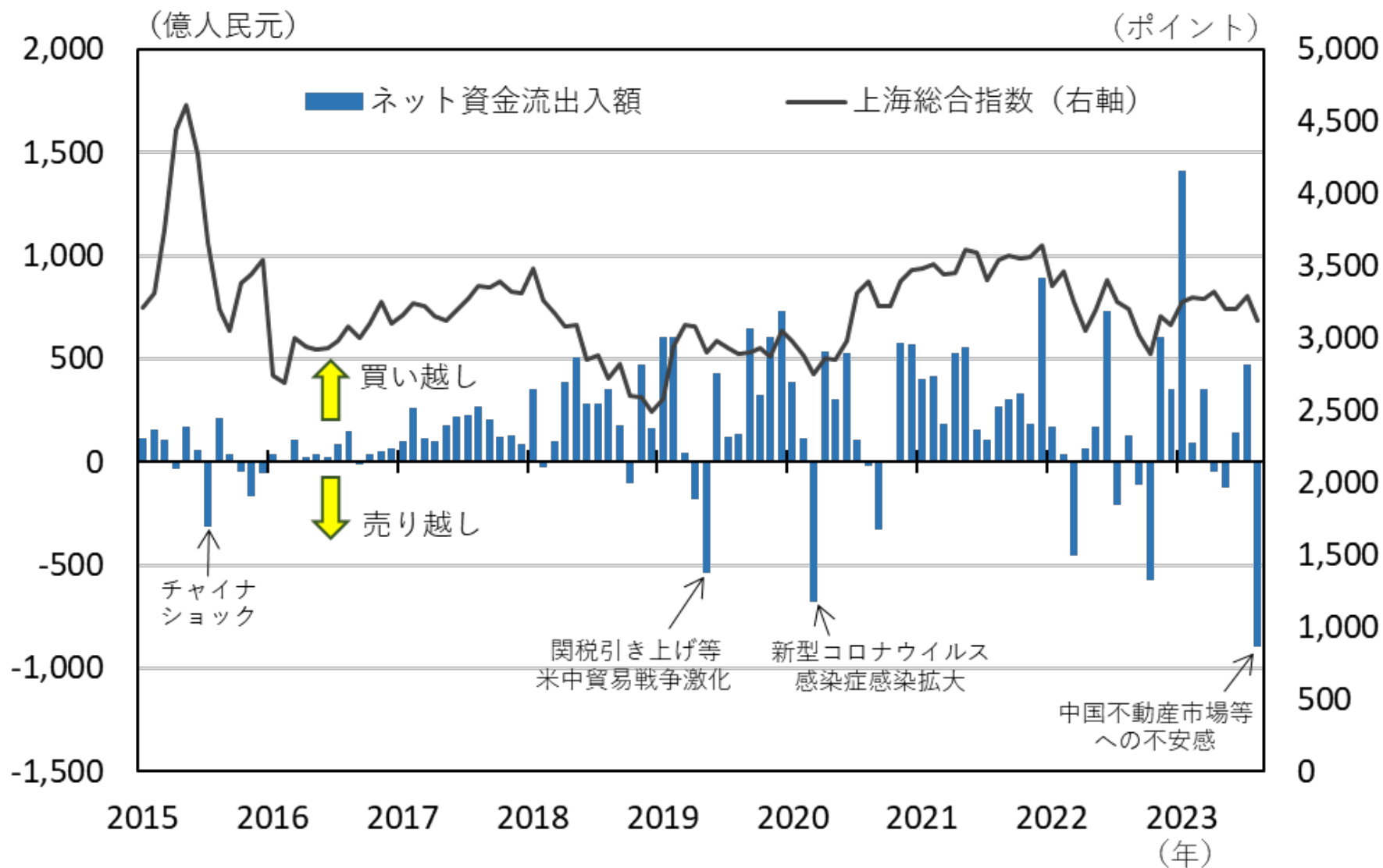
(出所) 「中国の見通しと金融面の展開」大阪経済大学福本智之 (2021年9月)

# 中国向け国際与信残高



(注) 直近値は、2023年3月末。  
(出所) BISより大和総研作成

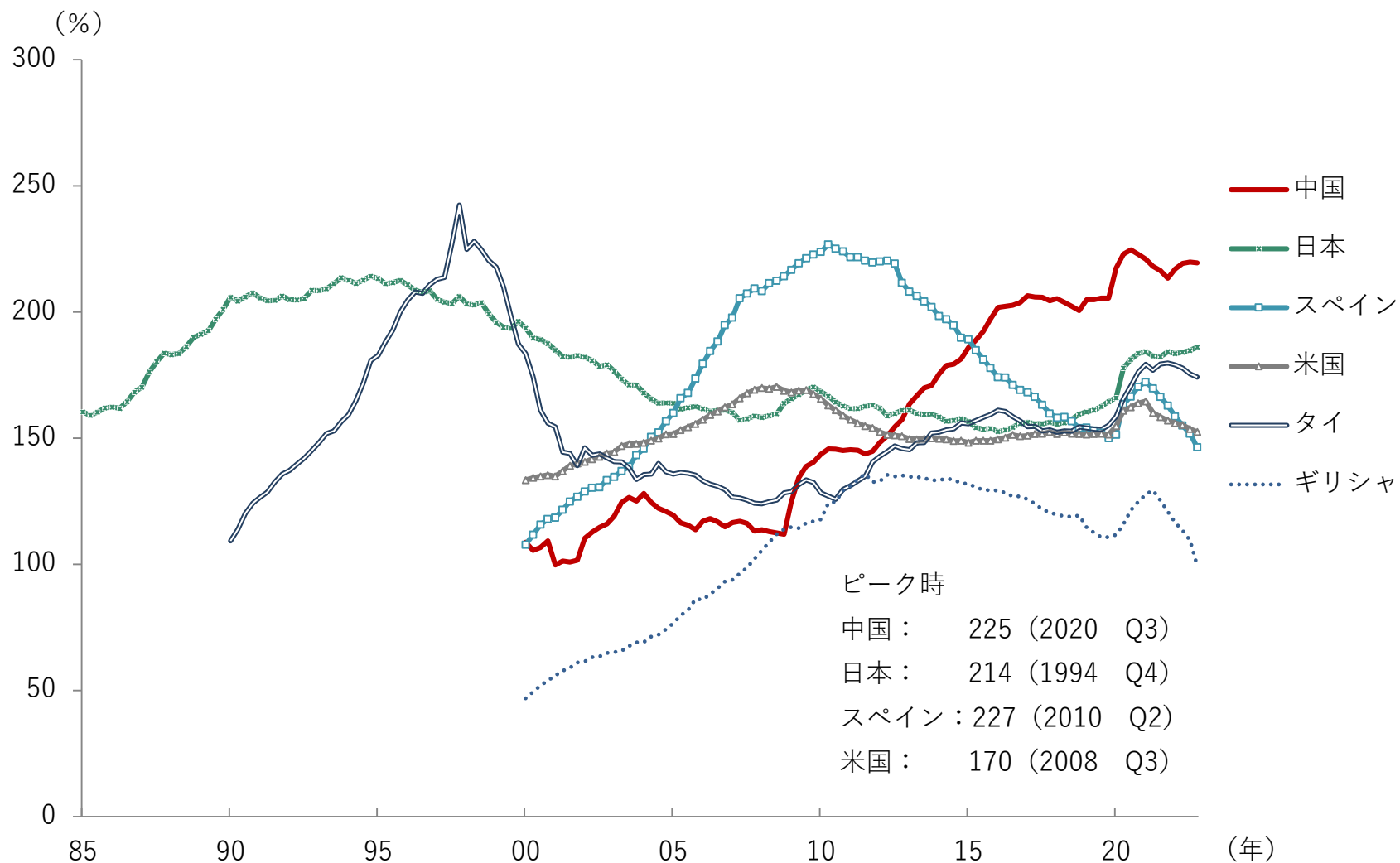
# ストックコネクトを通じた中国本土株式市場への月次ネット資金流出入額と上海総合指数



(注) 月次データ。2023年8月31日時点で1人民元は20.00円。

(出所) Bloombergより大和総研作成

# 民間非金融部門債務残高対GDP比

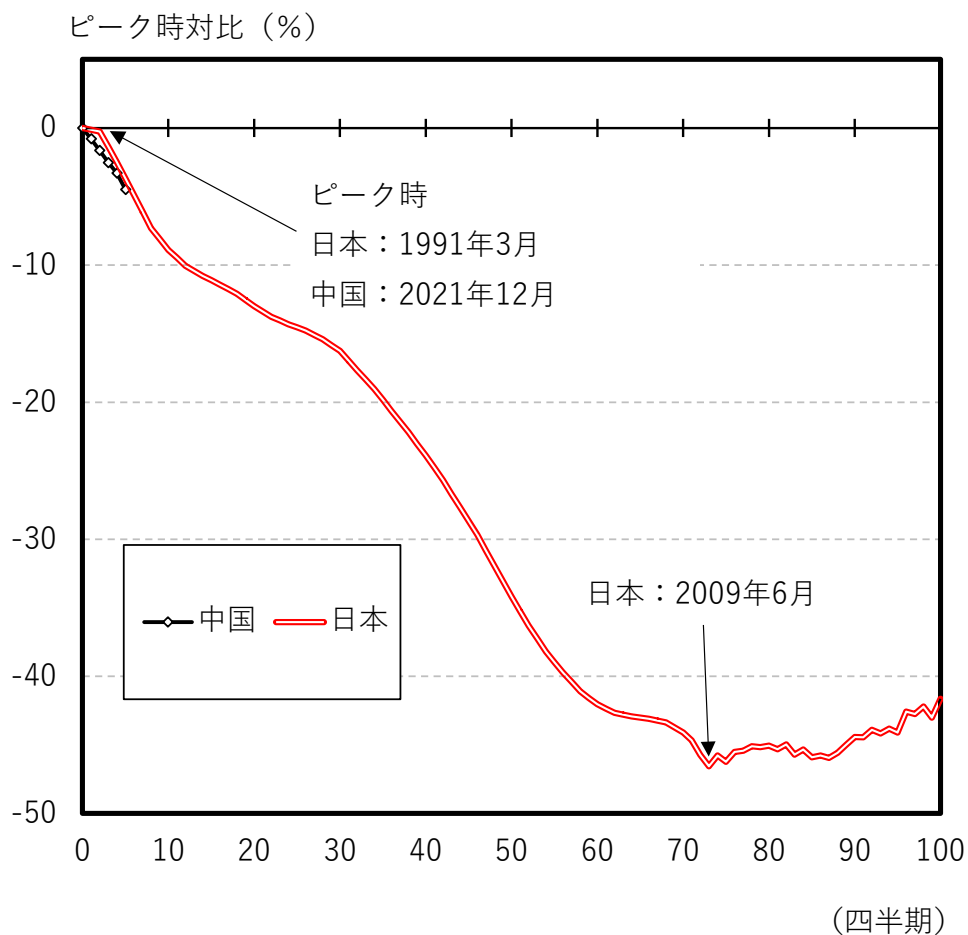


(注) 直近値は2022年第4四半期。

(出所) BISより大和総研作成

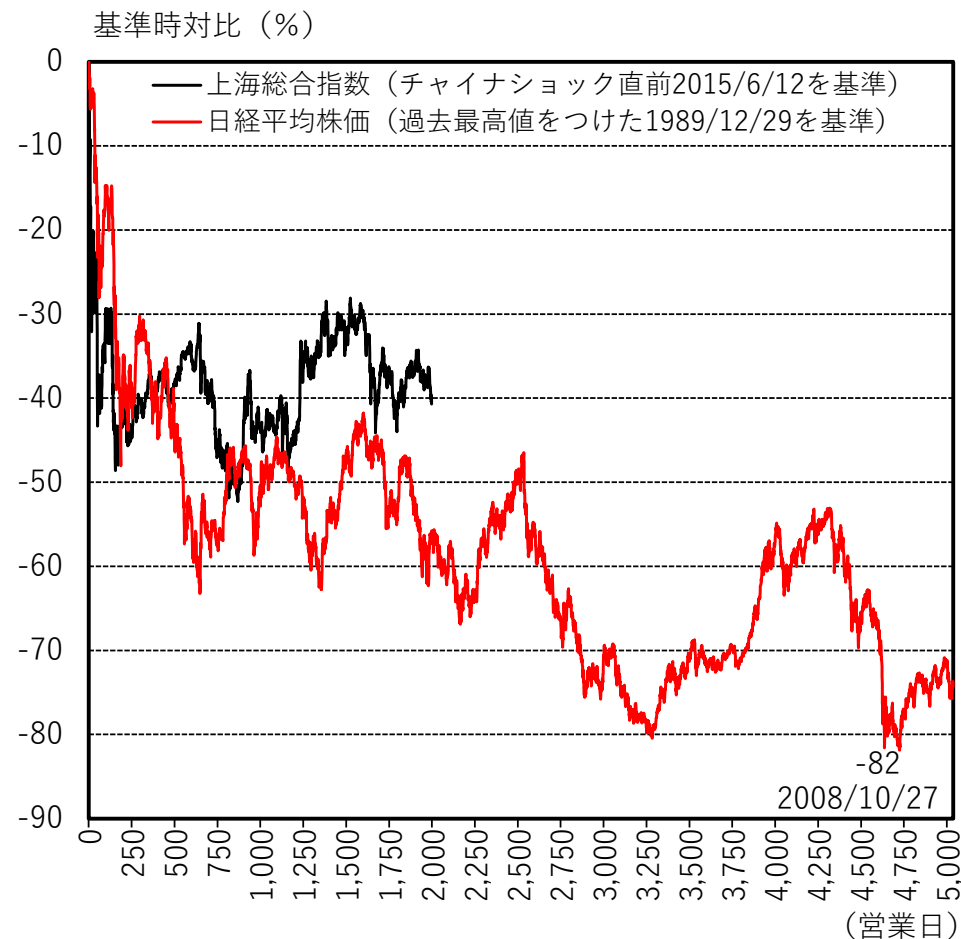
# 日中の住宅価格(左)と株価指数(右)の推移

## 住宅価格



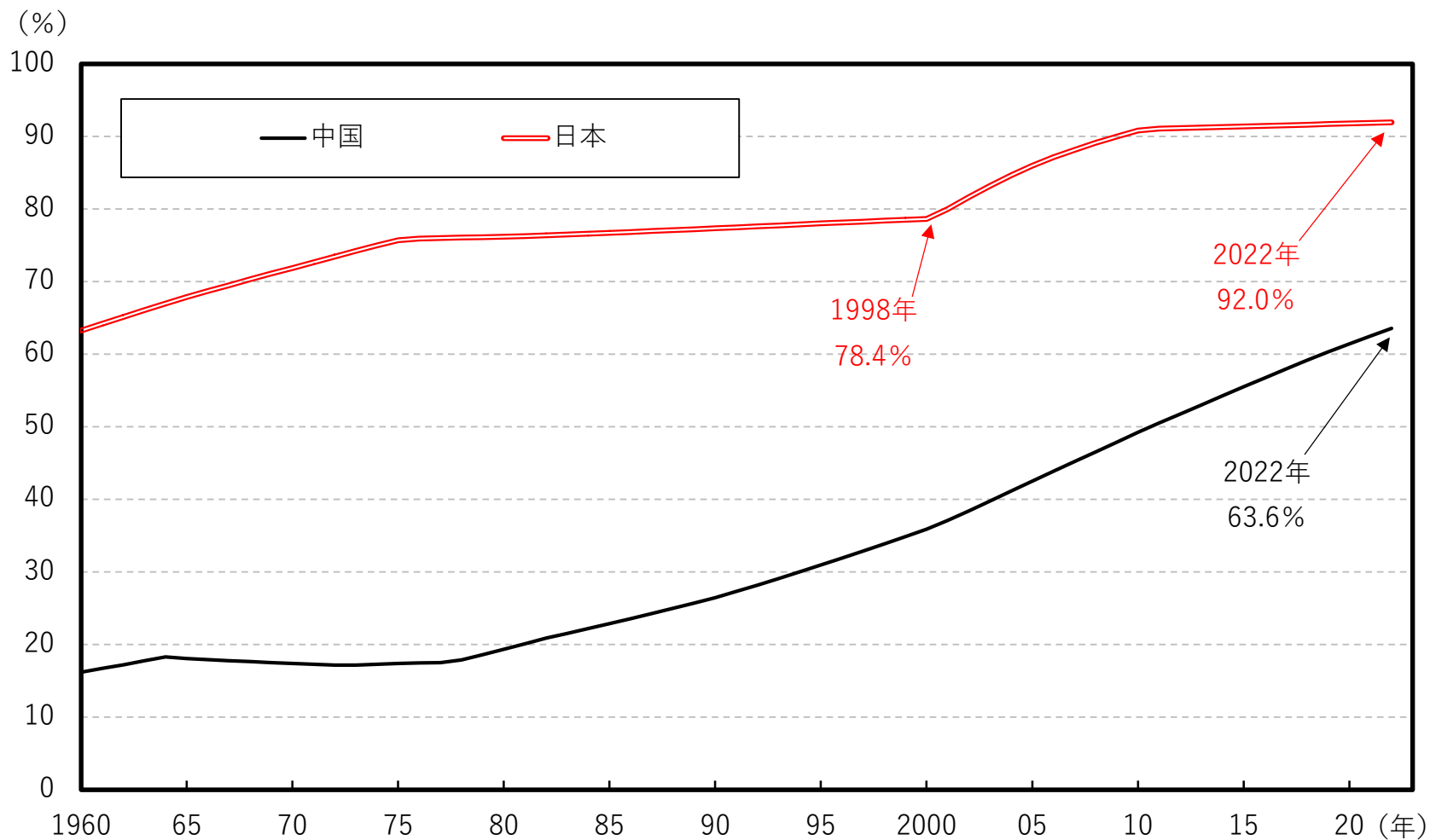
(出所) BISより大和総研作成

## 株価指数



(出所) Bloombergより大和総研作成

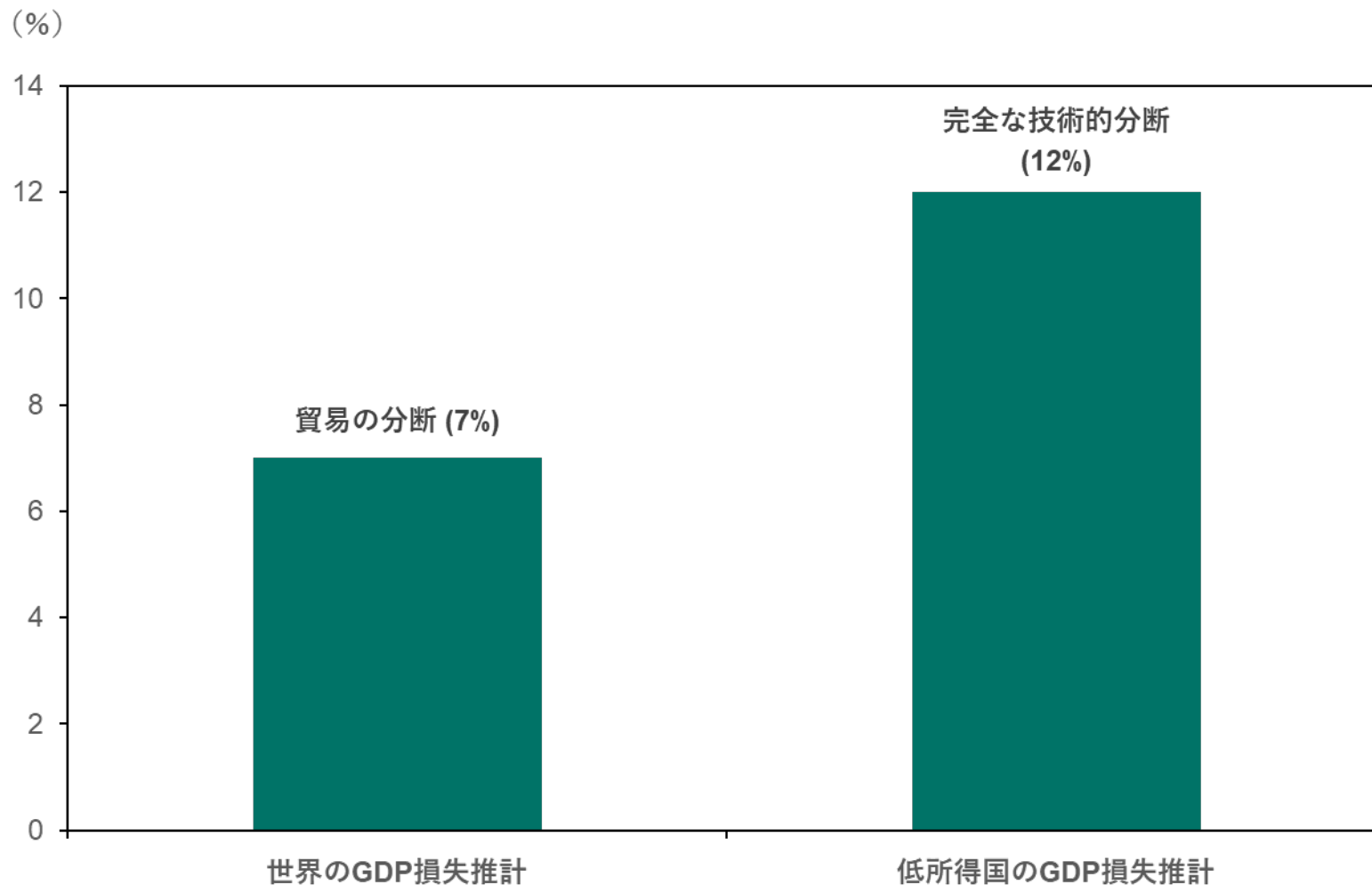
# 日中の都市化率(都市人口比率)



(注) 「都市人口比率」は、都市部に在住する人口が総人口に占める割合。

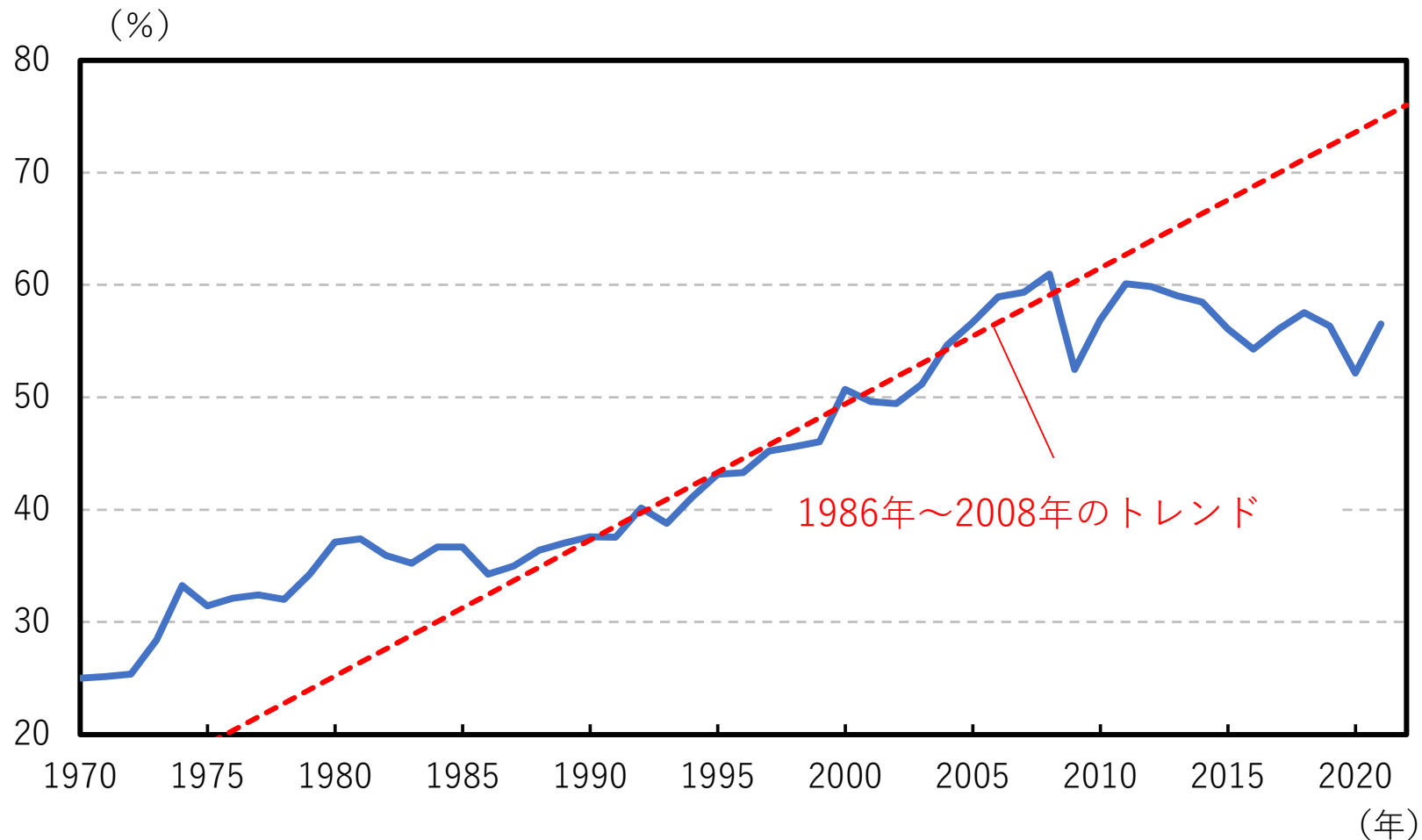
(出所) 世界銀行より大和総研作成

## 世界貿易の分断による長期的な経済損失の推計(対GDP比)



(出所) Marijn A. Bolhuis, Jiaqian Chen, Benjamin R Kett, 2023. "Fragmentation in Global Trade: Accounting for Commodities," IMF Working Papers, Carlos Goes, Eddy Bekkers, 2022. "The Impact of Geopolitical Conflicts on Trade, Growth, and Innovation," WTO Staff Working Paper (ERSD-2022-09) より大和総研作成

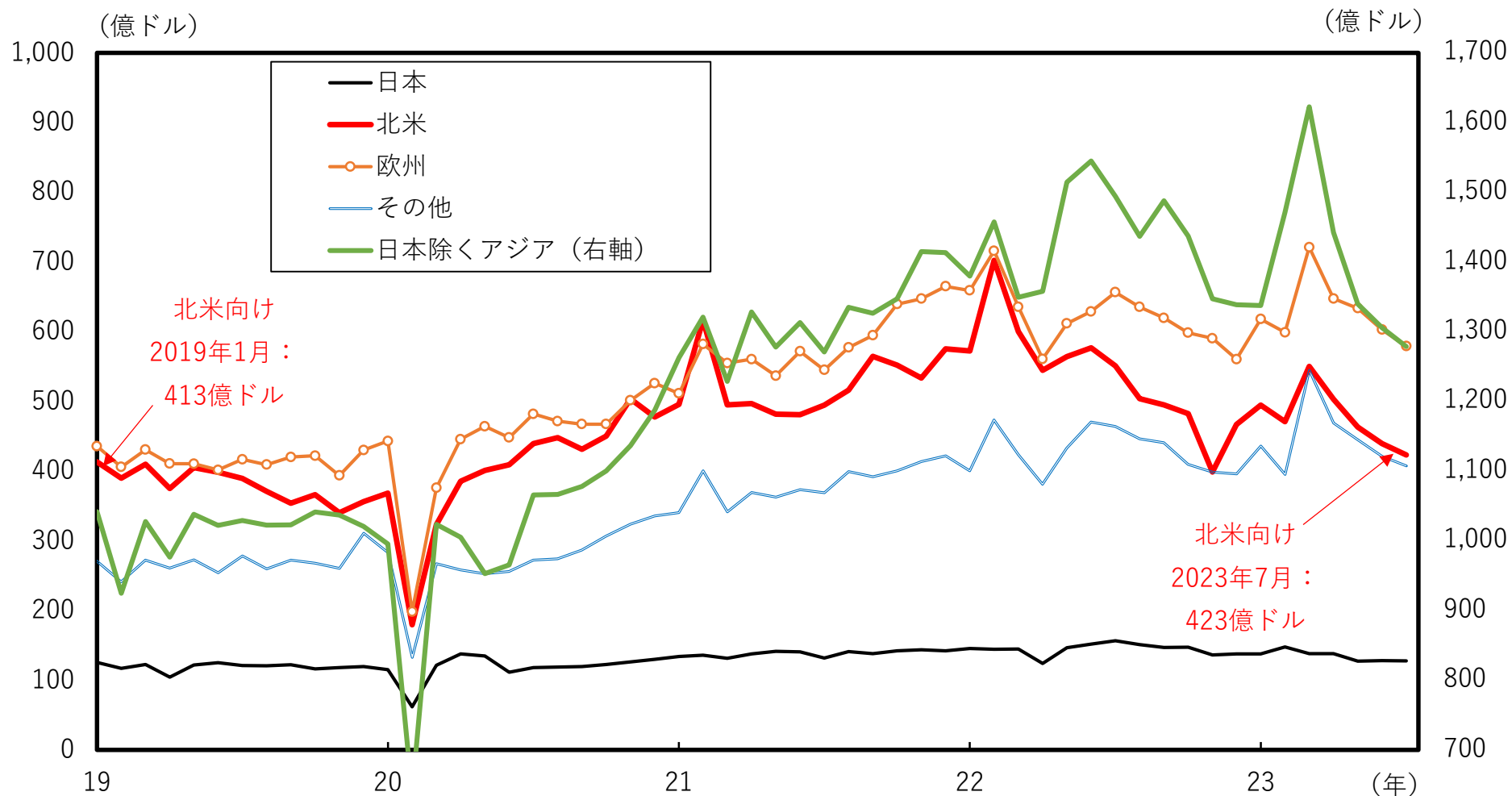
# 世界の貿易額(対GDP比)



(出所) 世界銀行より大和総研作成



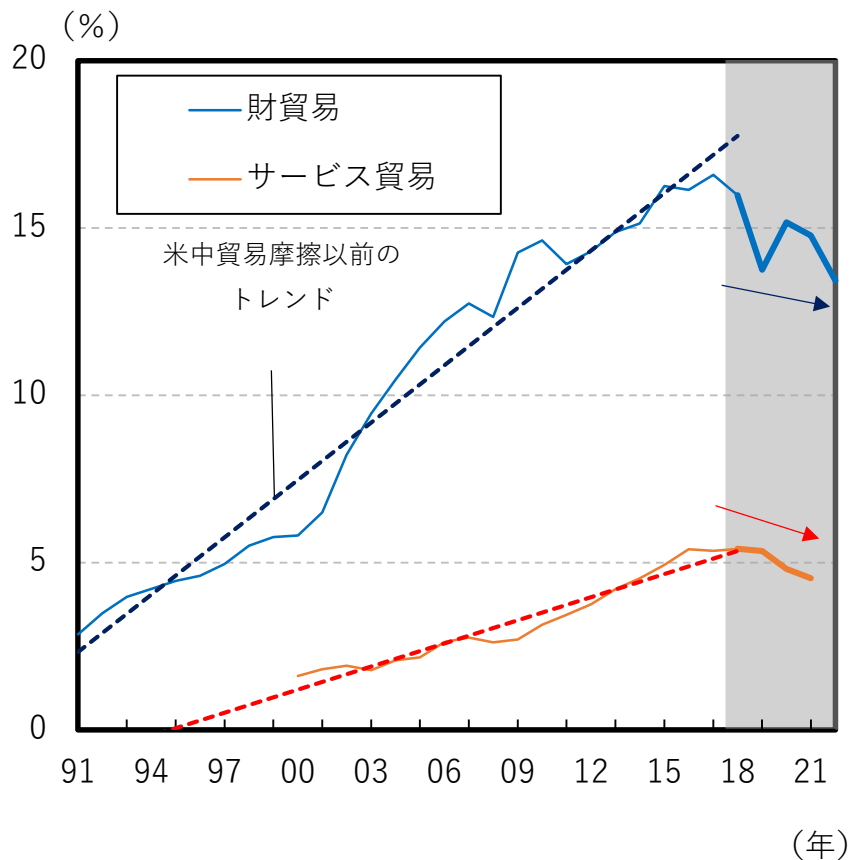
# 中国の各国・地域向け輸出



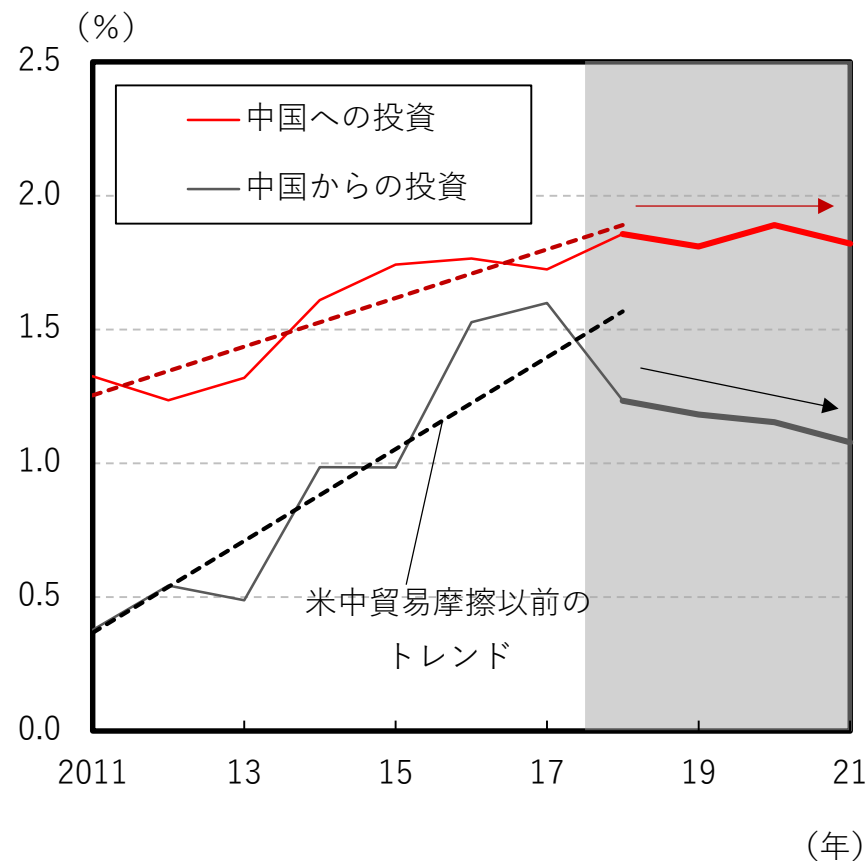
(出所) 中国海関総署、Haver Analyticsより大和総研作成

# 米国の対世界貿易額・直接投資残高に占める中国の割合

## 貿易



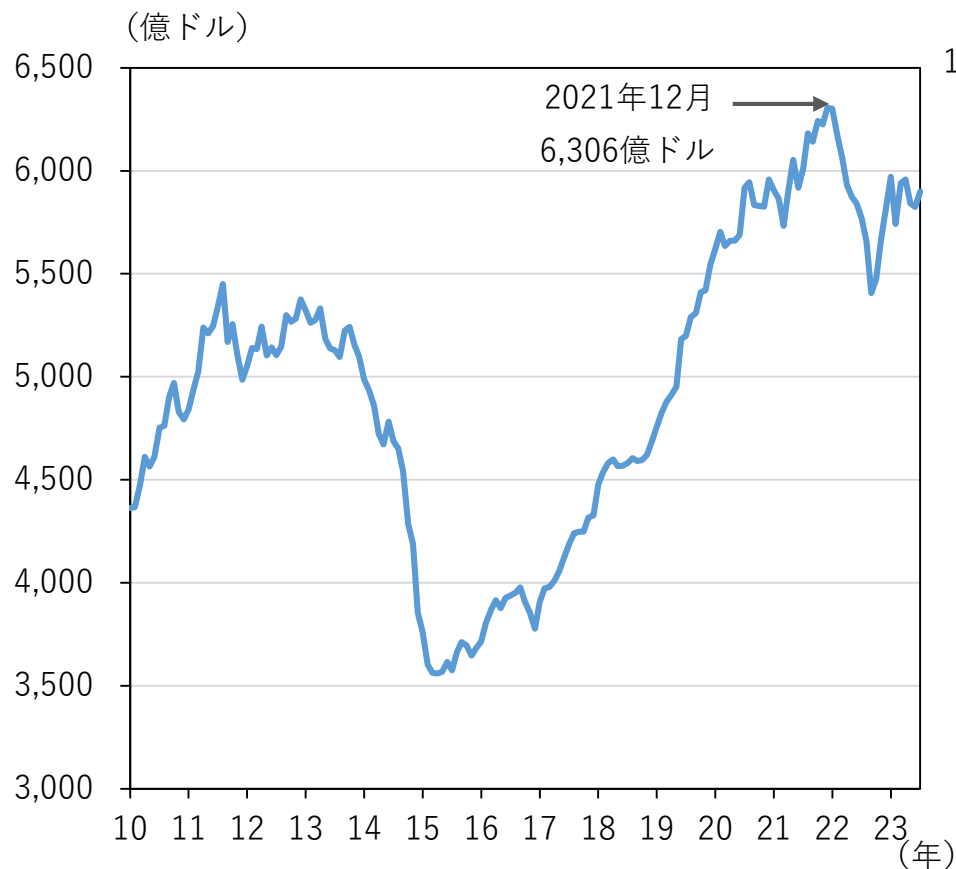
## 直接投資



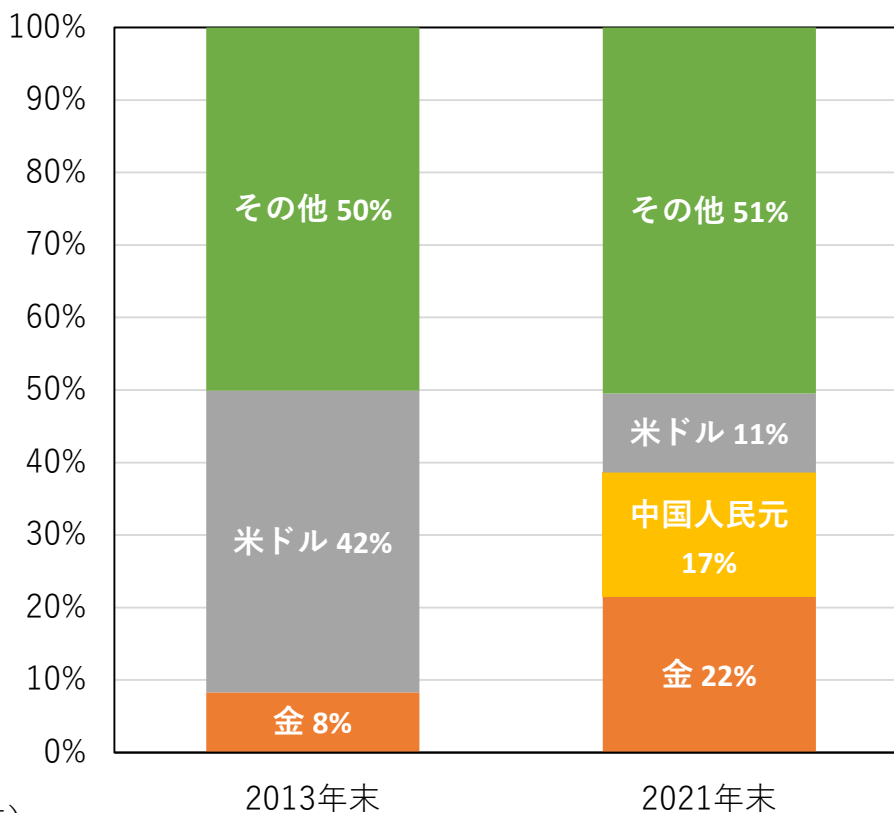
(注) シャドーは米中貿易摩擦（2018年以降）の期間。右図の「中国への投資」は米国からの直接投資総額に占める中国向け投資の割合、「中国からの投資」は米国向け直接投資総額に占める中国からの直接投資の割合で、数値はいずれも残高。  
 (出所) OECD統計より大和総研作成

# ロシア外貨準備高

推移



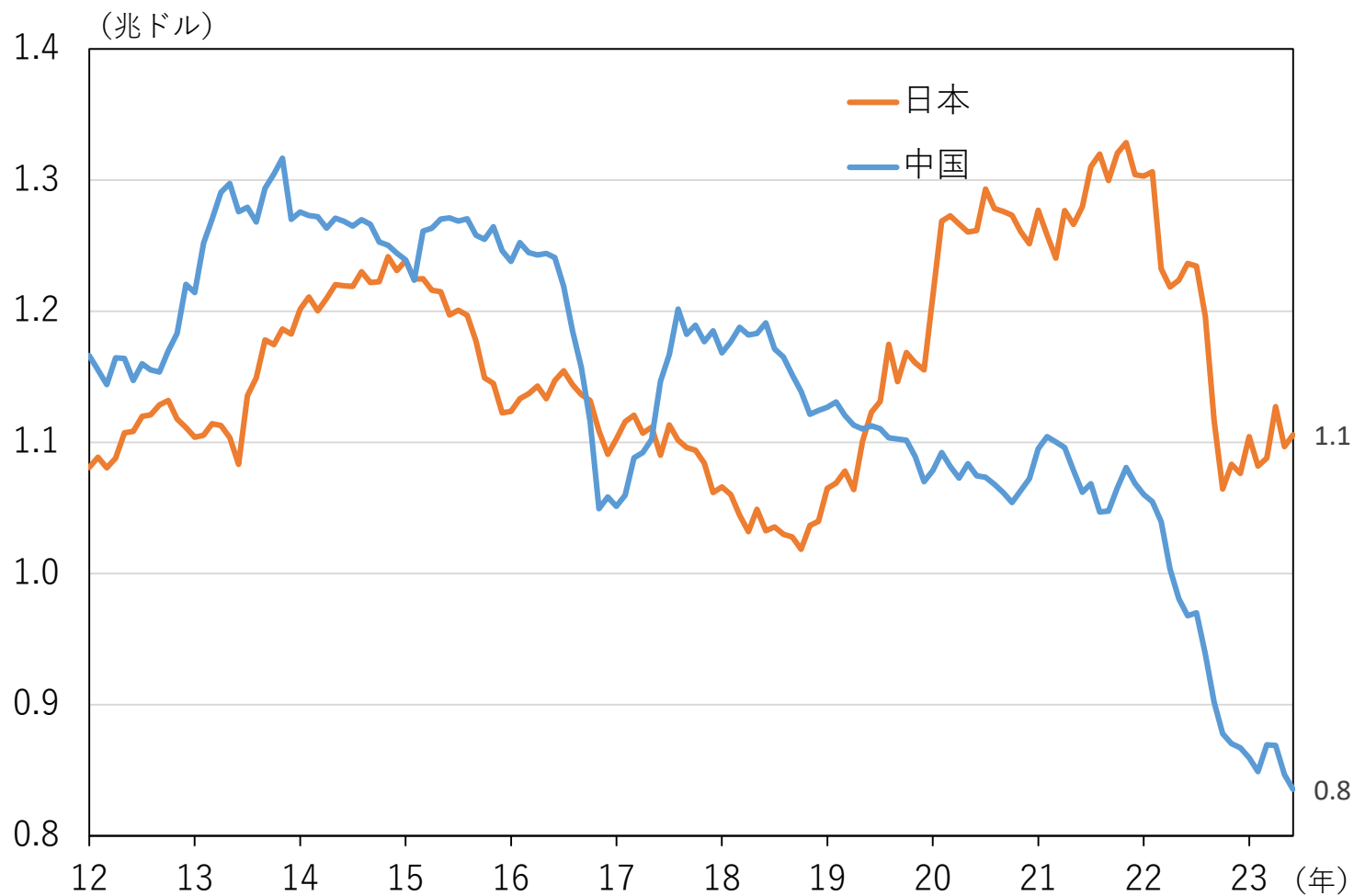
構成比率



(注) 右図の構成比率の合計は、四捨五入の関係で100%とならない。

(出所) ロシア中央銀行より大和総研作成

# 日本・中国の米国債保有額



(出所) 米財務省、Haver Analyticsより大和総研作成

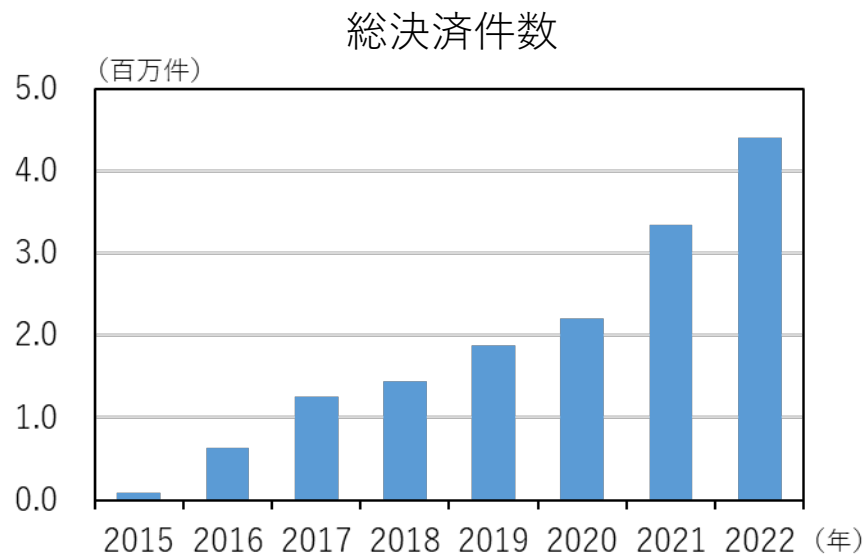
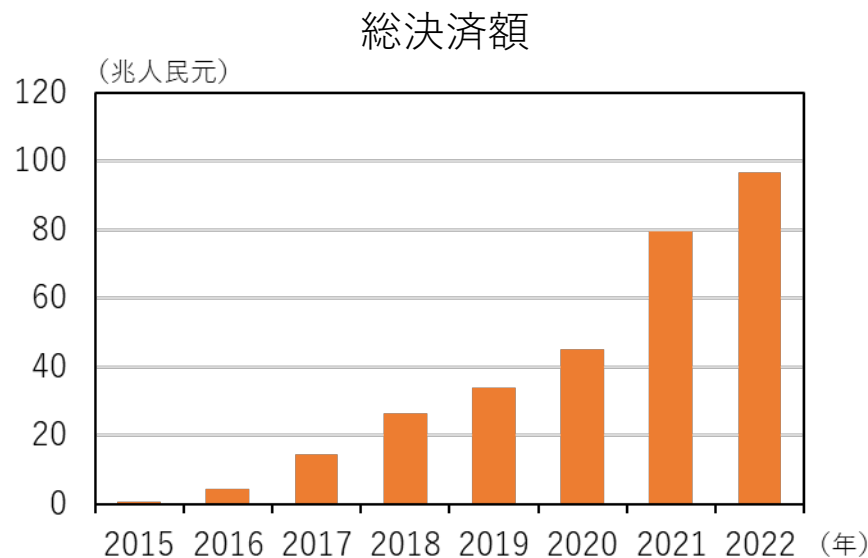
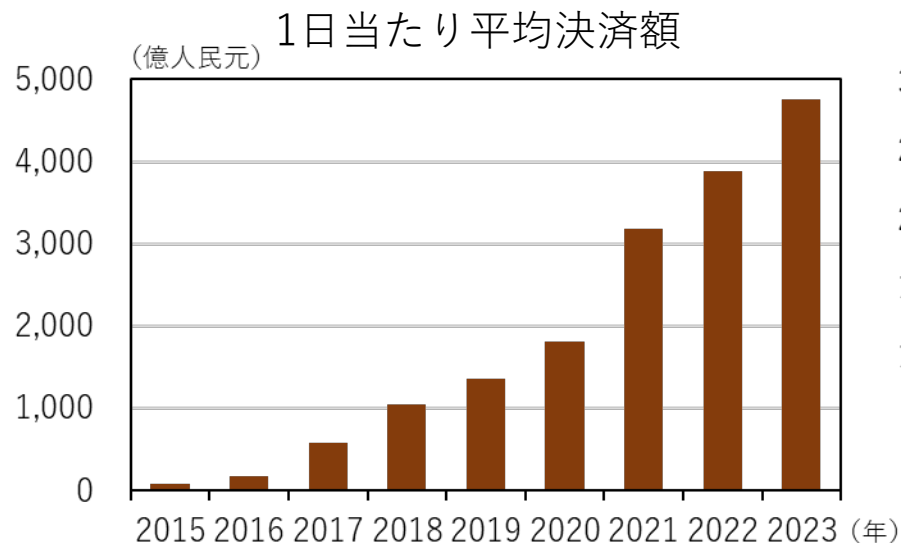
# 日・米・中の対外決済システムの比較

	日銀ネット（外為円）	CHIPS	CIPS
通貨	日本円	米ドル	中国人民幣元
運営主体	中央銀行	民間	民間（中国人民銀行の監督管理下）
決済方式	RTGS（即時グロス決済）方式	リアルタイムの DNS（時点ネット決済）方式	RTGS（即時グロス決済）方式・ DNS（時点ネット決済）方式
その他機能	-	-	DVP決済（証券／資金同時決済）・ PVP決済（多通貨同時決済）
運用時間	5営業日、12時間30分	5営業日、20時間	5営業日、24時間+4時間 （休日の次の営業日は稼働開始時間を通常の8:30から4時間早める。）
参加機関数 （）内は間接参加機関数	27	43	91 (1,365)
一営業日平均取扱件数 （2022年）	29,917件	529,040件	17,700件
一営業日平均取扱金額 （2022年）	21.9兆円	1.9兆ドル （約247兆円）	3,884億元 （約7.6兆円）

（注）ドル、元は2022年中の為替レートの平均で円換算している。

（出所）日本銀行、The Clearing House、クロスボーダー人民幣元決済システムより大和総研作成

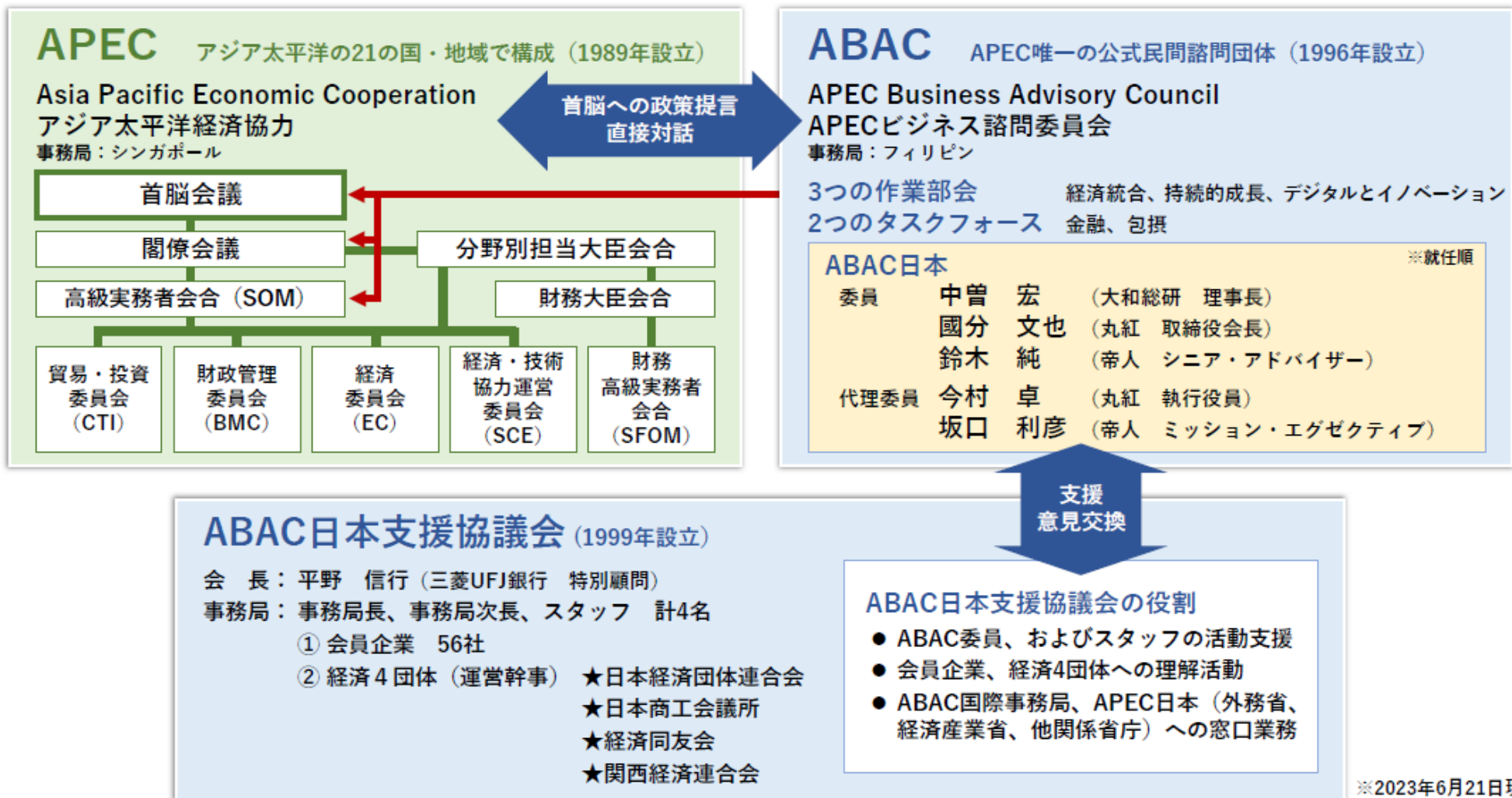
# CIPS決済金額・件数の推移



(注) 2023年の1日当たり平均決済金額と1日当たり平均決済件数は、2023年4-6月期の値。2023年9月8日現在、1人民元は20.13円。

(出所) 中国人民銀行、クロスボーダー人民元決済システムより大和総研作成

# APEC / ABAC 組織・相関図

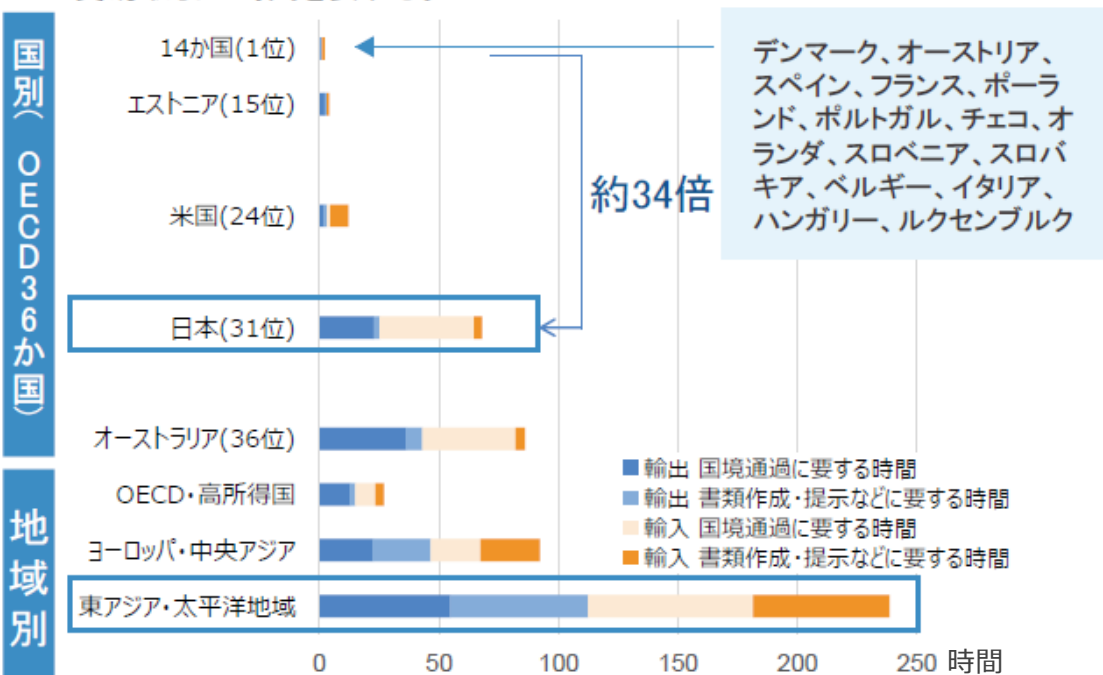


（出所）APEC、ABAC、ABAC日本支援協議会

# 貿易関連書類のデジタル化を通じてサプライチェーンの効率化を推進するTradeWaltz

## 貿易取引に係る時間(単位:時間)<sup>1)</sup>

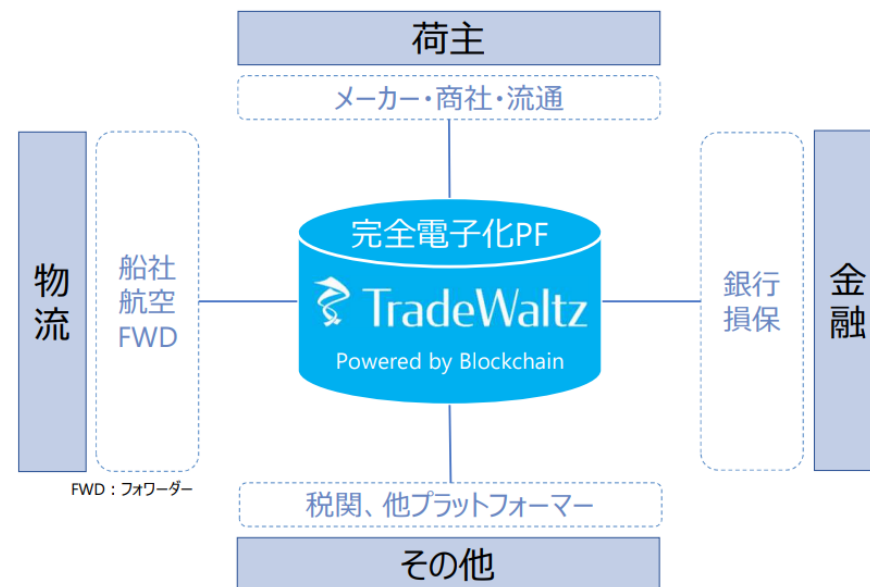
東アジア・太平洋地域や日本は、他の先進地域・国と比較して、貿易取引に時間を要する。



1) 世界銀行グループ "Doing Business—Trading Across Borders" より抜粋 (2019年9月6日最終アクセス)

(出所) 株式会社トレードワルツ (左図横軸記載の単位「時間」は大和総研加筆)

## 産官学ALL JAPANで取り組む貿易DXスタートアップ



ブロックチェーン技術で、貿易のアナログ作業をデジタル化



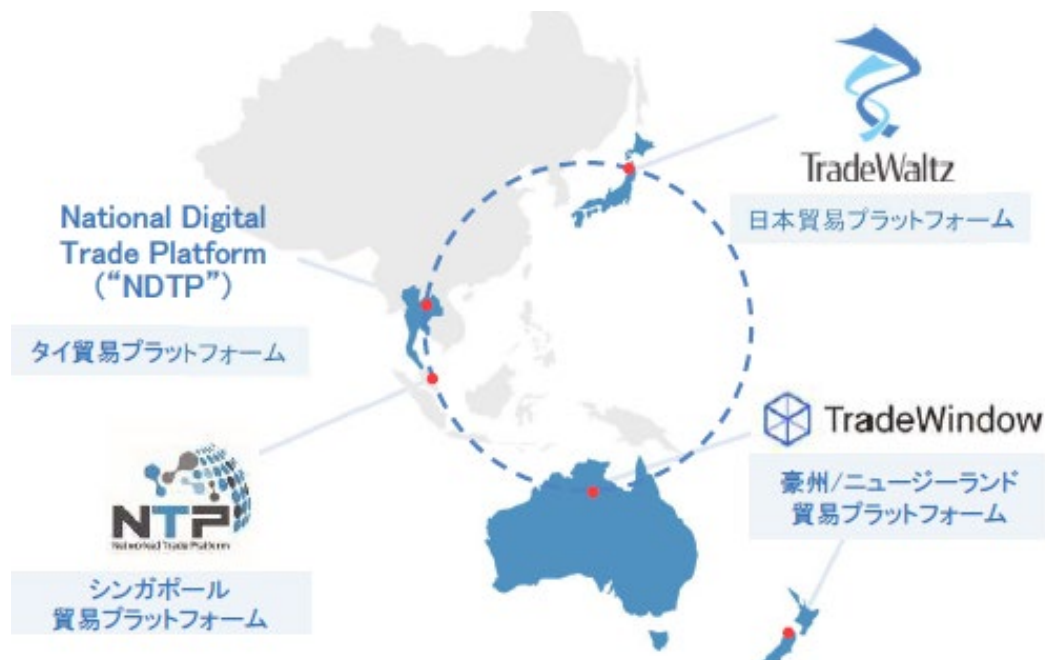
# 日本発の貿易デジタル化のプラットフォーム・TradeWaltz

## 主な参画企業

銀行	三菱UFJ銀行	
	三井住友銀行	
	みずほ銀行	
	一部地方銀行	
保険会社	東京海上日動火災保険	
	損保ジャパン日興興亜	
	三井住友海上火災保険	
荷主 (総合商社)	住友商事	
	三菱商事	
	双日	
	豊田通商	
	丸紅	
	伊藤忠商事	
	兼松	
	三井物産	
	船会社/ 物流会社	川崎汽船
		日本通運
日本郵船		
事務局/IT企業	NTTデータ (ブロックチェーンの専門家)	

運営会社への最初の投資元企業

海外のデジタル貿易プラットフォームとの相互接続に成功



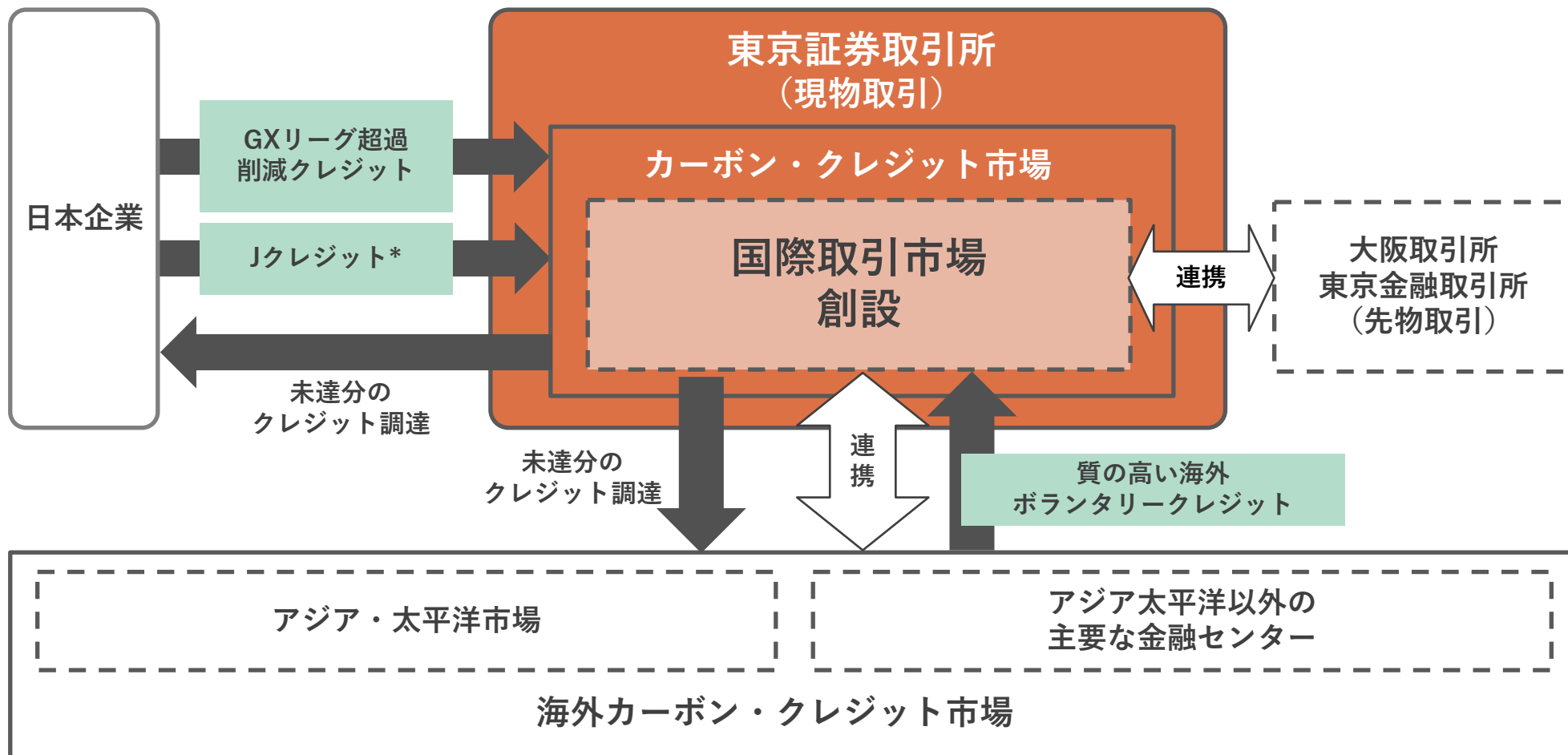
(注) 2023年2月時点。

(出所) 株式会社トレードワルツ提供資料より大和総研作成

(出所) 株式会社トレードワルツ (タイトルは大和総研加筆)

## 相互運用性のあるカーボントレード市場の発展

2023年度に国内でカーボン・クレジット市場を導入する際には、国際取引が可能な海外の主要なカーボン・クレジット市場との相互運用性を重視し、国際取引を可能とすることが重要。



(\*) 東京都はJクレジットを用いた中小企業の排出量取引モデル事業の令和5年度より開始する予定。

(出所) 各種資料より大和総研作成

# トランジション・ファイナンスのアジア・太平洋への展開

## クライメート・トランジション・ファイナンスに関する基本指針(2021年5月)

要素1 :

資金調達者のクライメート・トランジション戦略とガバナンス

要素2 :

ビジネスモデルにおける環境面のマテリアリティ (重要度)

要素3 :

科学的根拠のあるクライメート・トランジション戦略 (目標と経路を含む)

要素4 :

実施の透明性

推進中

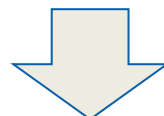


トランジション・ファイナンス推進のための各分野でのロードマップ策定

10産業 (鉄鋼、化学、電力、ガス、石油、紙・パルプ、セメント、海運、航空、自動車) はロードマップを参照しながらトランジション・ボンド/ローンにて資金調達を実施。

今後の方向性

日本の各産業は脱炭素化に向けた戦略・取組にフロントランナーとして取り組む



日本型のトランジション・ファイナンス手法のアジア・太平洋地域への普及促進。他国のタクソノミー型アプローチとの相互運用性の確保

(出所) 経済産業省ウェブページより東京国際金融機構作成

# 日本企業によるトランジションボンドの発行実績(2023年7月現在)

発行体数：17社



発行本数：39本



発行金額：6,112億円

発行年月	発行体	金額(億円)	年限
2021/7	日本郵船	100・100	5・7
2022/2	日本航空	100	5
2022/2	東京ガス	100・100	7・10
2022/5	JERA	120・80	5・10
2022/5	九州電力	300・250	5・10
2022/5	大阪ガス	100	10
2022/5	IHI	110・90	5・10
2022/6	JFE H	250・50	5・10
2022/6	ENEOS H	850・150	10・20
2022/7	出光興産	100・100	5・10
2022/8	大阪ガス	270	10

発行年月	発行体	金額(億円)	年限
2022/8	大同特殊鋼	100	5
2022/9	三菱重工業	100	5
2022/11	東邦ガス	100	10
2022/11	北陸電力	185・153・106	5.4・10・20
2022/12	西部ガス	100・50	5・10
2022/12	東京ガス	97・101	60・60
2023/3	東北電力	100・50	10・20
2023/5	大阪ガス	100・100・150	5・20・10
2023/5	中国電力	200・600	5・10
2023/6	日本航空	200	10
2023/7	日本郵船	100・100	5・10

(出所) 日本取引所グループ ESG債プラットフォームより大和総研作成

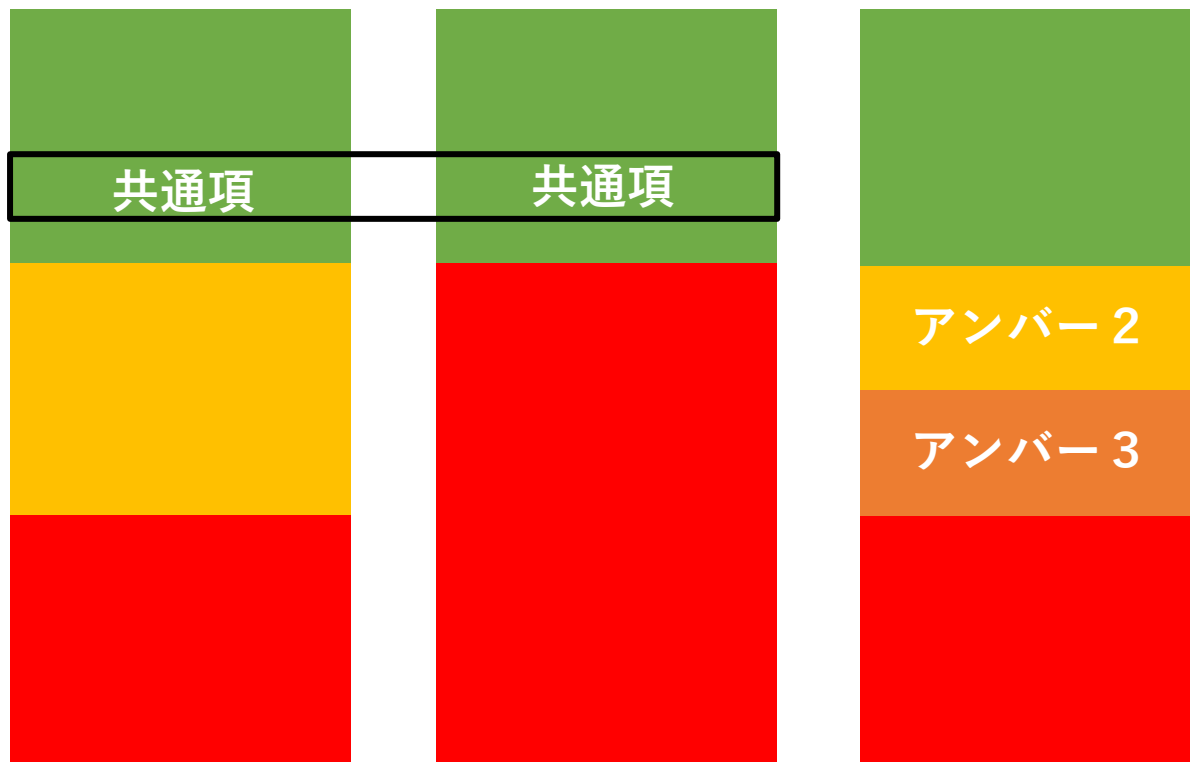
# タクソノミー vs ロードマップ

タクソノミー

中国

EU

ASEAN



セクター別  
ロードマップ

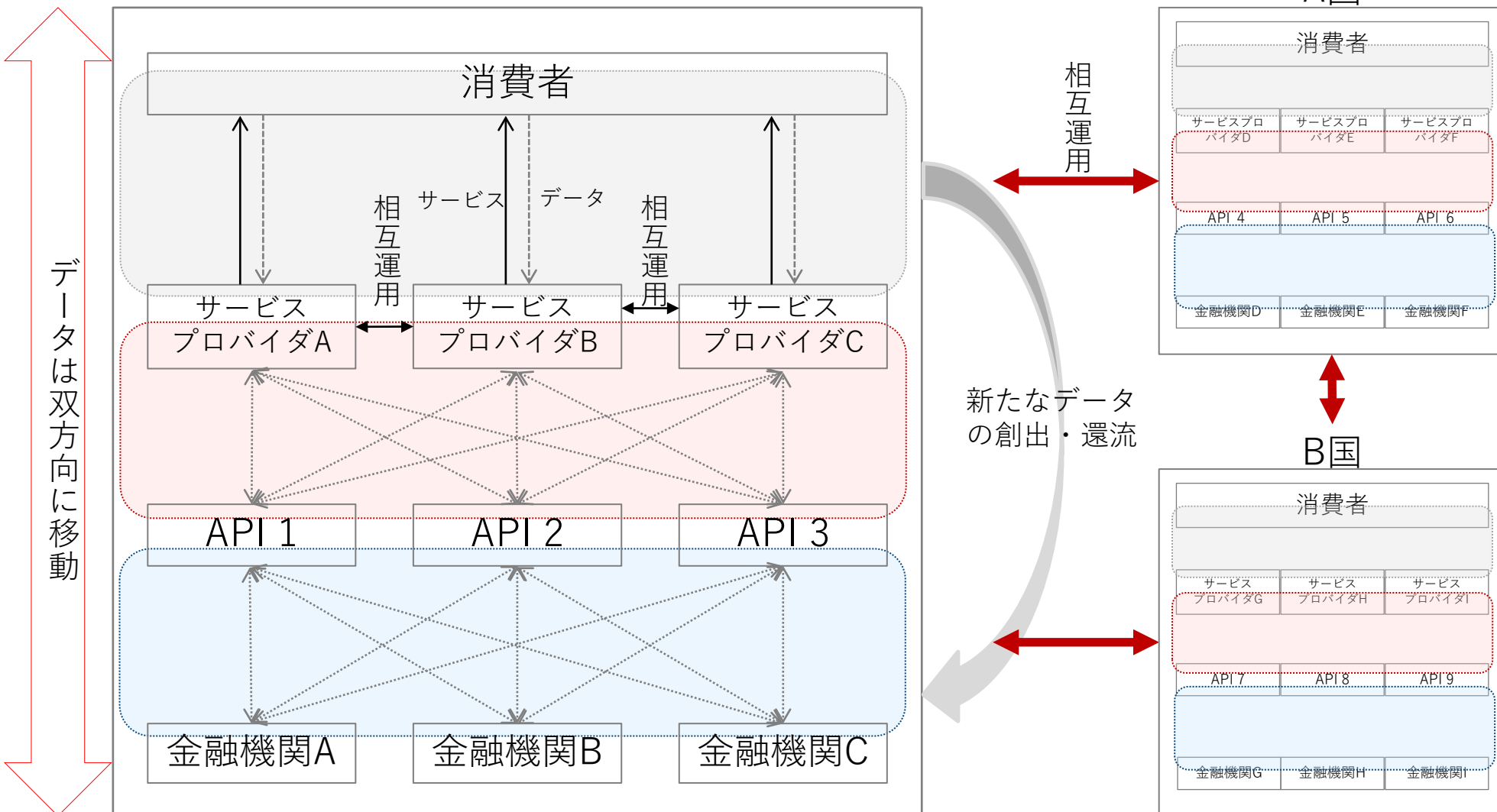
日本



セクターA セクターB セクターC

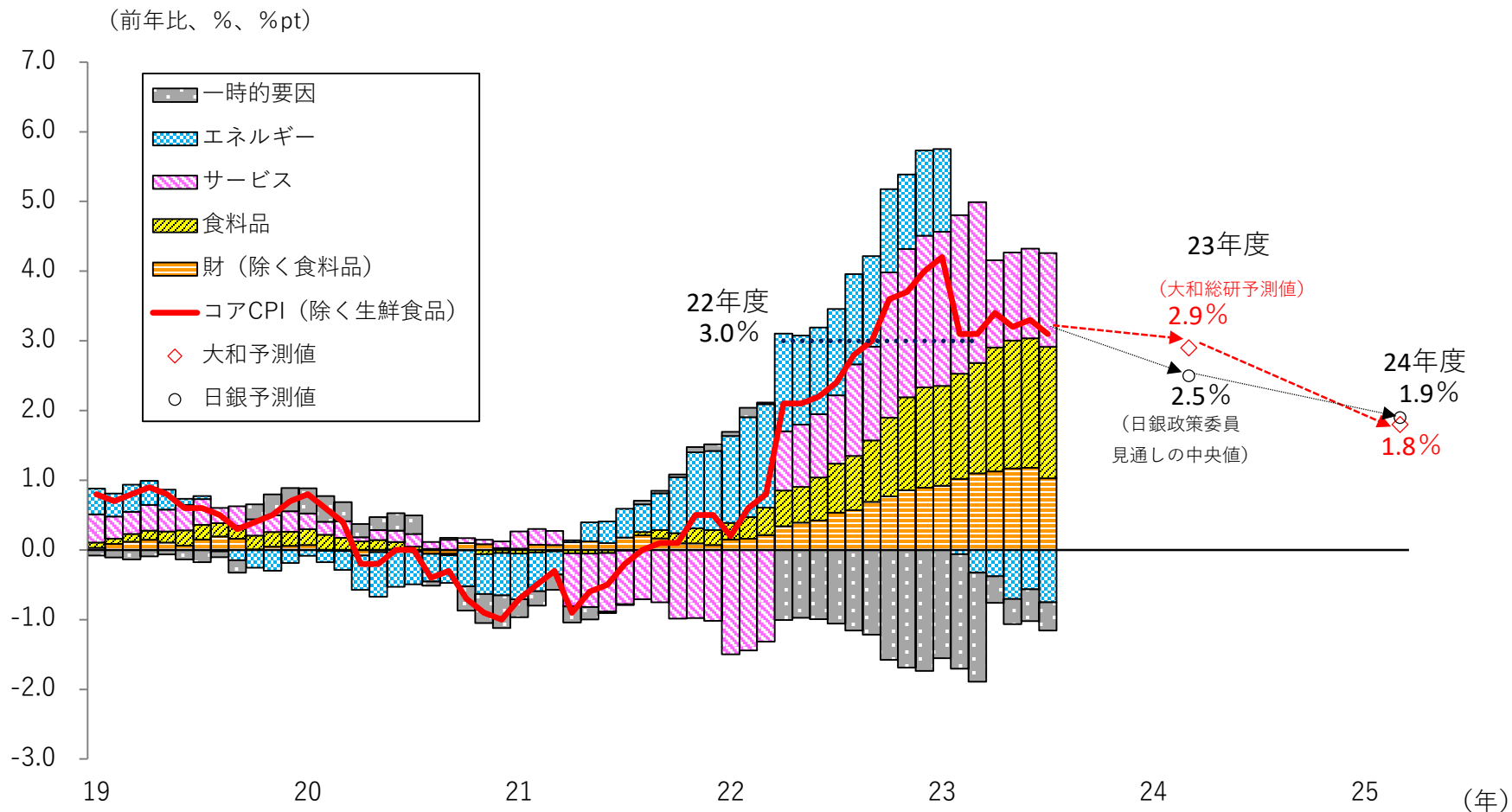
(出所) 各種資料より大和総研作成

# オープンデータ(オープンバンキング)における相互運用可能性



(出所) 大和総研作成

# 消費者物価指数(除く生鮮食品)の内訳と日銀展望レポートの見通し



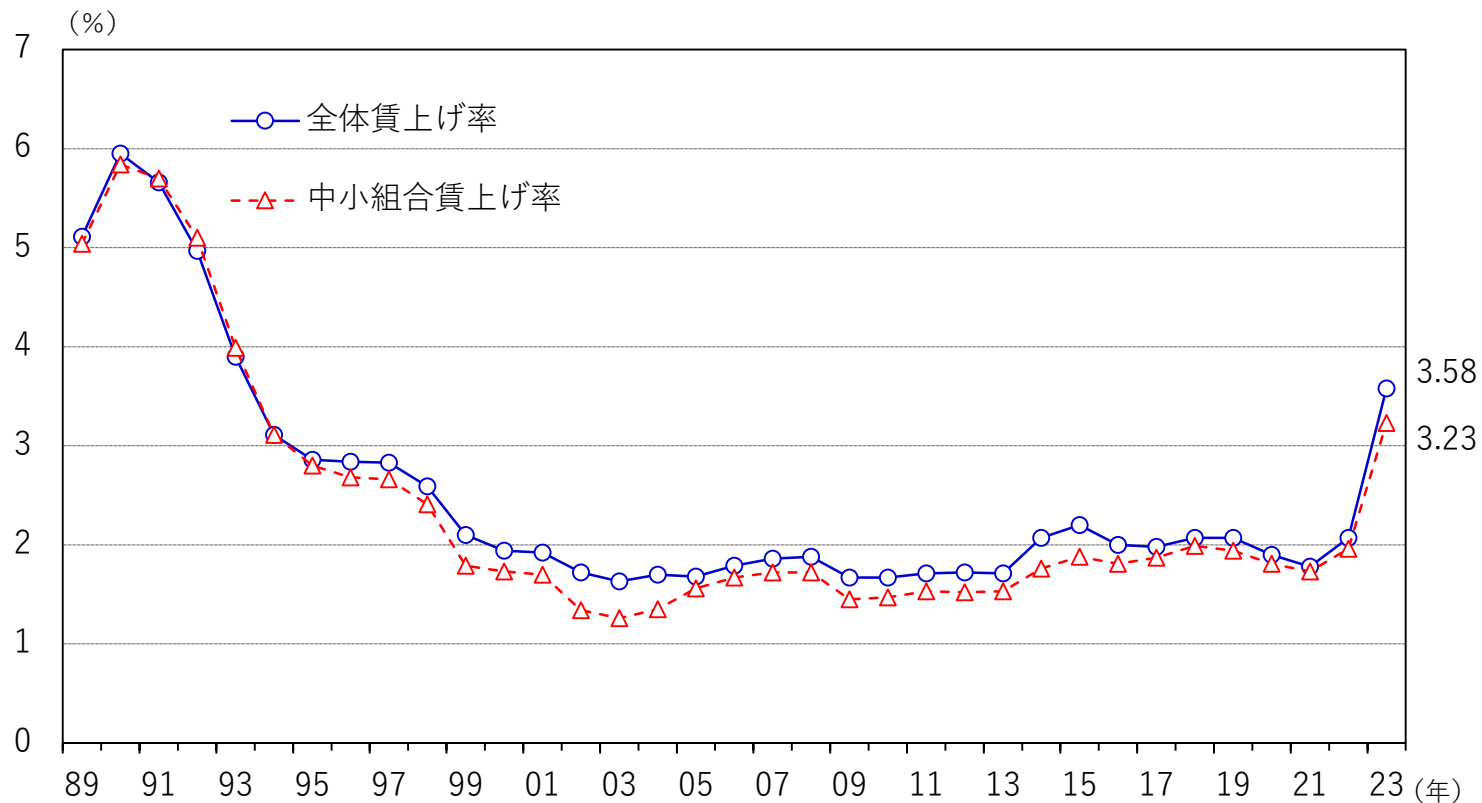
(注1) 一時的要因は、消費税率の引き上げ、教育無償化、旅行支援策、携帯電話通信料の引き下げの影響からなる試算値。

(注2) 日銀展望レポートは2023年7月。

(注3) 消費者物価指数(実績)の直近値は2023年7月。

(出所) 総務省、日本銀行より大和総研作成

# 春闘賃上げ率の推移



(注1) 中小組合は組合員300人未満の組合。

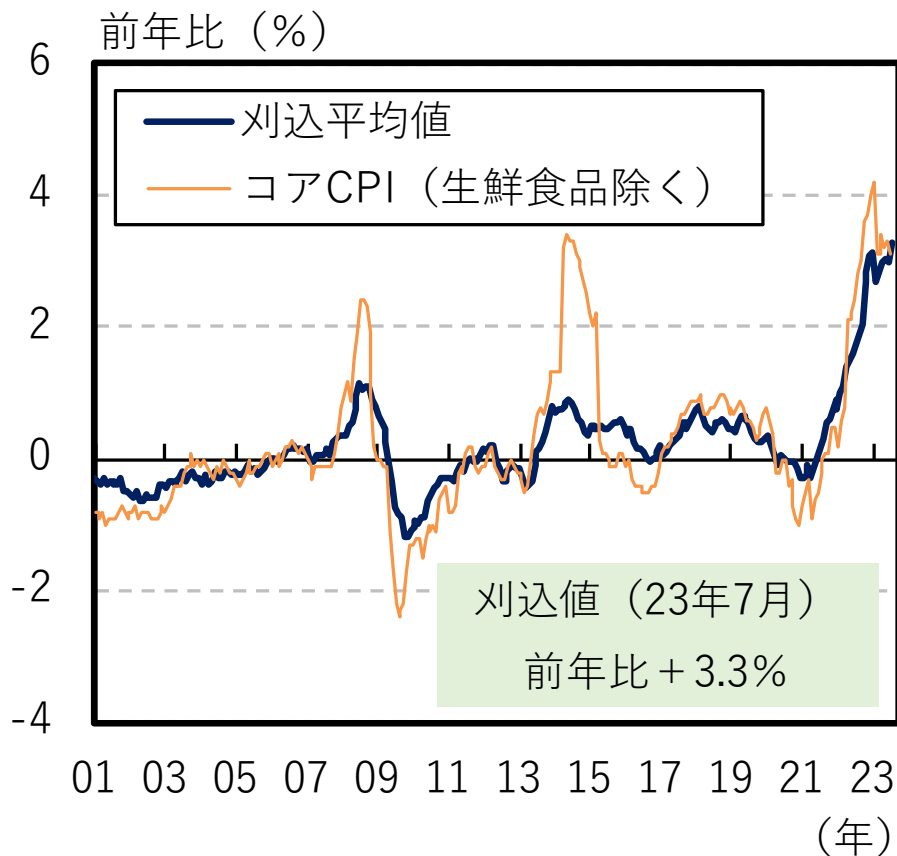
(注2) 集計組合員数による加重平均（平均賃金方式）。

(出所) 日本労働組合総連合会（連合）より大和総研作成

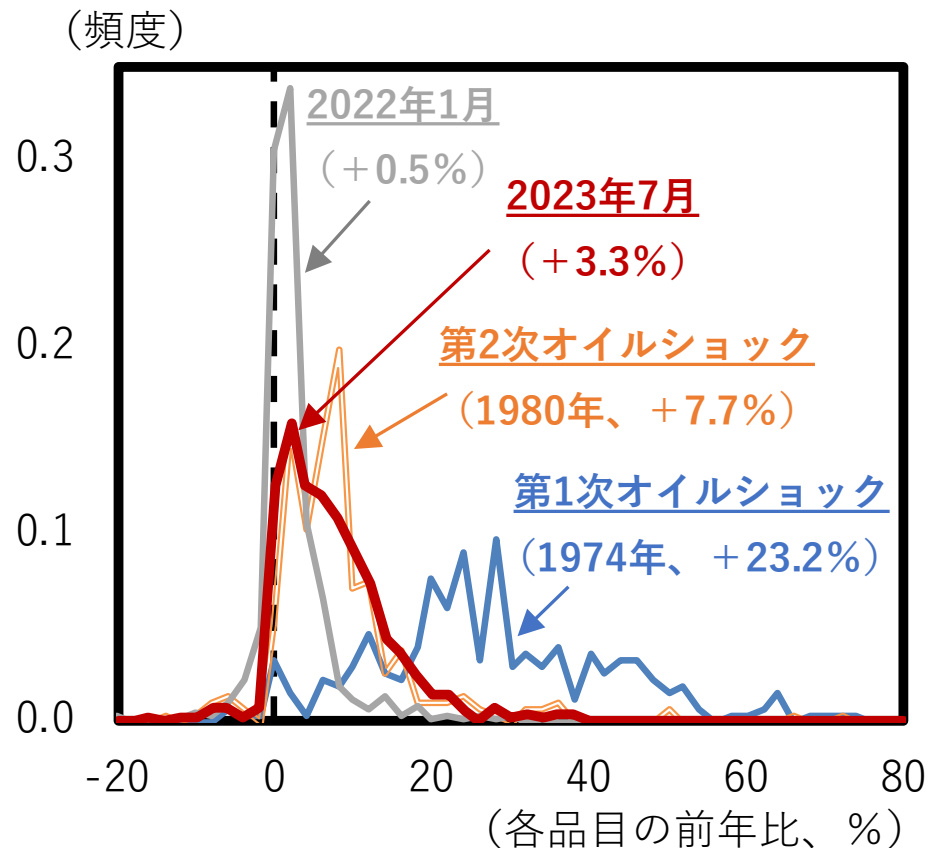


# 消費者物価の変動

## 日本のコアCPI及び刈込平均値



## CPI採用品目の価格上昇率分布

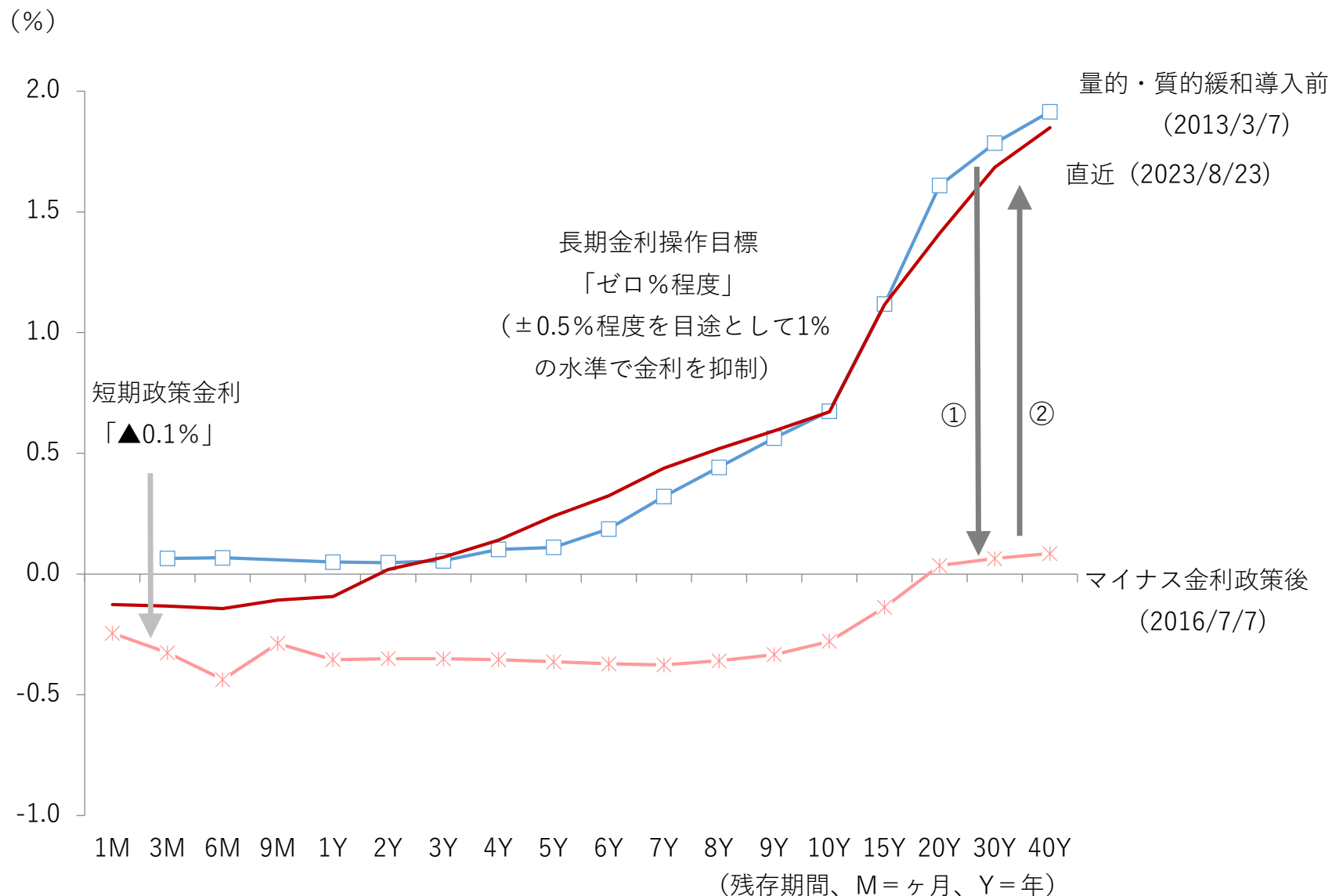


<前年比0%以下の品目割合>			
第1次オイルショック	5%	第2次オイルショック	9%
2022年1月	41%	2023年7月	16%

(注) 左図の刈込平均値は、価格変動が大きい品目(上下各10%)を機械的に控除した値。右図の各時点の括弧内にある値はCPI総合指数の前年比。80%を超える上昇品目、▲20%を超える下落品目の頻度はわずかであるため表示していない。

(出所) 日本銀行、総務省統計より大和総研作成

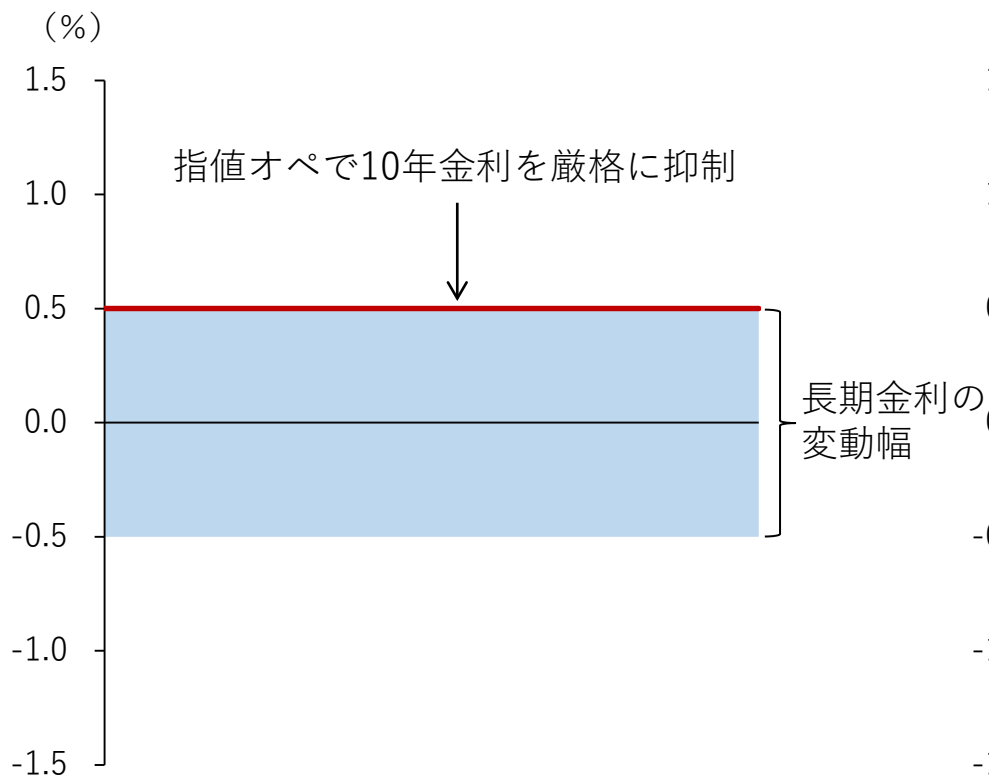
# イールドカーブの変化



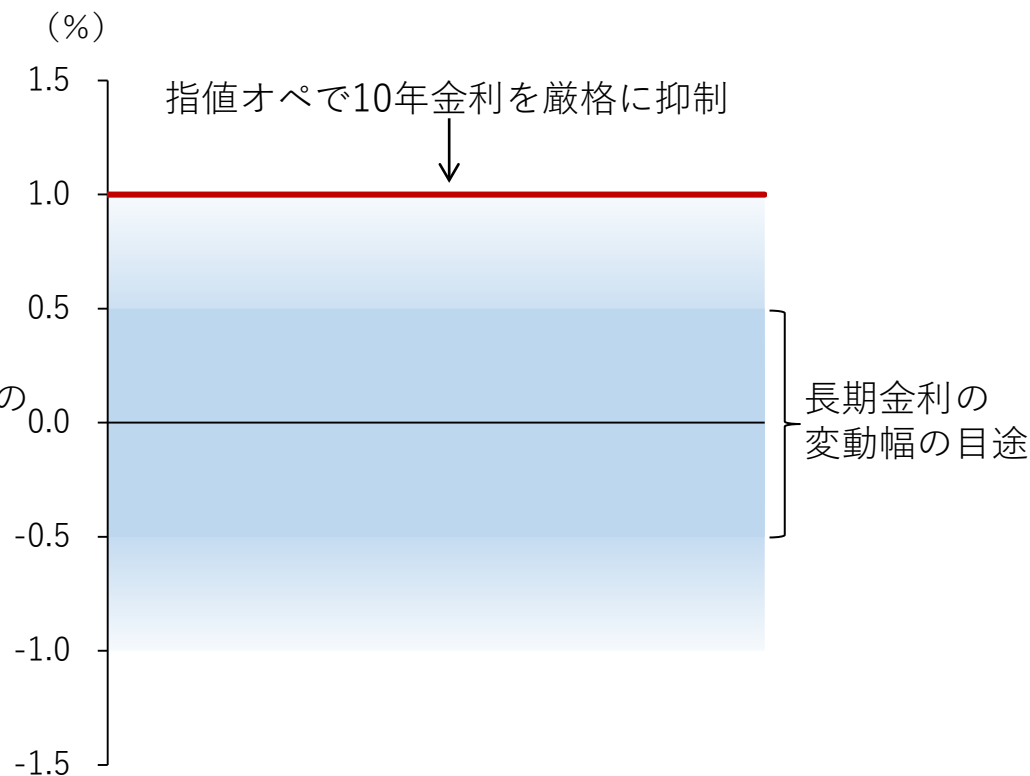
(出所) Haver Analyticsより大和総研作成

# イールドカーブコントロールの運用の柔軟化(2023年7月金融政策決定会合)

## 従来



## 柔軟化後



運用の柔軟化により金融緩和の持続性を高める

- 経済・物価が上振れる場合
  - ✓ 実質金利は低下
  - ✓ 市場機能等への影響を軽減
- 経済・物価が下振れる場合
  - ✓ 長期金利は低下

(出所) 日本銀行より大和総研作成

本資料は投資勧誘を意図して提供するものではありません。

本資料記載の情報は信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。また、記載された意見や予測等は作成時点のものであり今後予告なく変更されることがあります。

(株)大和総研と大和証券(株)は、(株)大和証券グループ本社を親会社とする大和証券グループの会社です。

内容に関する一切の権利は(株)大和総研にあります。無断での複製・転載・転送等をご遠慮ください。