

2022年12月23日

# 主要国経済 Outlook

2023年1月号 (No. 434)

経済調査部  
ニューヨークリサーチセンター

## [目次]

### Overview ..... 2

風向きは変わるか

経済調査部長 山崎 加津子

### 日本経済 ..... 4

2023年の日本経済

経済調査部 シニアエコノミスト 神田 慶司

### 米国経済 ..... 14

2023年の米国経済

ニューヨークリサーチセンター 主任研究員 矢作 大祐

### 欧州経済 ..... 26

2023年の欧州経済

経済調査部 シニアエコノミスト 近藤 智也

### 中国経済 ..... 39

2023年の中国経済 見通しは上振れも

経済調査部 主席研究員 齋藤 尚登

各種レポートは大和総研ウェブサイトでもご覧いただけます。

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

# Overview

## 風向きは変わるか

山崎 加津子

### 世界

2022年の世界経済は数十年ぶりの高インフレ、その抑制を目的とした急ピッチの利上げ、インフレ加速の主因となったロシアのウクライナ侵攻と戦闘状態の長期化など、様々な逆風に直面した。一方、2020年、2021年の世界経済を翻弄した新型コロナウイルス感染症の影響度合いは、「ゼロコロナ」政策に固執した中国を別として、低下した。高インフレと金利上昇を背景に世界経済は減速傾向にあり、欧州ではマイナス成長が見込まれる。ただ、悪化の一途をたどってきた消費者や企業の景気見通しに若干ながら改善の動きが出てきた。原油や小麦など川上の価格低下がようやく川下に反映され始め、米欧のインフレ率にピークアウトの兆しがあることが一因だろう。12月にFRB、ECB、BOEはそろって利上げ幅の縮小に動いた。また、中国は12月に「ゼロコロナ」政策から「ウィズコロナ」政策への実質的な転換を図った。米欧のエネルギーや食品を除くコアインフレ率はまだ高水準にあり、金融政策も利上げ継続の方針を堅持している。中国では新規感染者が急増し、「ゼロコロナ」政策への揺り戻しの懸念が残る。風向きが変わることへのハードルはまだ高いが、上記のような変化の兆しに注目したい。

### 日本

大和総研のメインシナリオでは、2023年の日本の実質GDP成長率を前年比+1.9%と見込んでいる。サービス消費・インバウンド（訪日外客）・自動車生産を中心に回復余地が大きいことに加え、緩和的な財政・金融政策が継続するとみられる。また、約55兆円の「過剰貯蓄」と経済対策が物価高の悪影響を緩和するだろう。約40年ぶりの高インフレや人手不足などを背景に、2023年の春闘では賃金改定率が大幅に上昇する可能性がある。日本銀行は2022年12月の金融政策決定会合で長期金利の変動幅の拡大などを決定したが、賃金と物価の循環的な上昇を明確に確認するまでは長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）を維持するとみている。ただ、2023年の日本の成長率見通しは上振れよりも下振れ余地が圧倒的に大きい。最大の下振れリスクは米国の深刻な景気後退入りである。米国で失業率が10%近くまで上昇すれば、日本はマイナス成長に転じることになる。さらに、ユーロ圏での金融機関のレバレッジの大幅な縮小や、中国での複数の大都市のロックダウンと不動産市場の大幅な縮小、国内の経済正常化の遅れ、自動車向け半導体不足の長期化が加われば、日本の実質GDP成長率は同▲4%台まで悪化しよう。

### 米国

米国経済は2023年も引き締めの金融環境が続き、実質GDP成長率は前年比+0.7%と一段と減速するだろう。雇用環境の悪化が見込まれるが、それが賃金上昇圧力を抑制することでインフレを減速させていく。大和総研は、CPIに関して2022年11月の前年比+7.1%から、2023年6月には同+4%前後、同年12月には同+3%前後まで低下すると見込んでいる。インフレが順調に減速すれば、2023年下半期には実質時給の伸びがプラスに転じ、個人消費への下押し圧力が和らぐ。また、2024年以降の利下げを織り込んで市場金利が低下することで、2023年下半期には設備投資や住宅投資もボトムアウトしていくと考えられる。他方で、2023年の米国経済

は三つのリスクが想定される。第一に労働需給の逼迫が長期化してインフレが高止まりするリスク、第二に政府債務上限問題を背景に市場が不安定化するリスク、そして第三に両リスクが同時に顕在化し、インフレが高止まりする中で景気後退が発生するリスクである。この場合、FOMC はインフレ対策と景気のコトコトの二者択一を迫られる懸念が出てくる。

## 欧州

先行きへの期待感を中心に、消費者信頼感・企業景況感の悪化の下げ止まりと改善の兆しが見え始めた。2022 年末から 2023 年初めにかけてマイナス成長に陥るといったシナリオの蓋然性が高まる一方、景気の谷は浅く、当初想定したほど深刻な景気後退には至らないとの見方が強まっている。ただ、2022 年を覆っていた不透明感・不確実性は、2023 年にも払拭できないだろう。つまり、ロシアによるウクライナへの軍事侵攻が欧州経済の重しになる構図に変化は見られず、エネルギー供給への懸念は企業や家計に慎重な支出行動を強いるだろう。年末にかけてインフレ率はピークアウトした可能性があるが、2023 年のインフレ鈍化ペースは緩慢になると見込まれる。中央銀行は景気減速への配慮よりもインフレ抑制を重視するタカ派のスタンスを鮮明にしておき、2023 年前半まで利上げは続く可能性が出てきた。ユーロ圏経済を取り巻く環境は引き続き混沌としており、マイナス成長が短期間で済んだとしても、2023 年央から年末にかけてエネルギー供給懸念が再びネックになり、成長率の加速は限定的にとどまる可能性が高い。

## 中国

新型コロナウイルス感染症の新規感染者が増加する中、中国は 12 月以降、「ゼロコロナ」政策から実質的な「ウィズコロナ」政策に転換した。防疫体制の緩和により感染者が急増しているとみられ、当該地域では市民が外出を控え、経済活動が停滞している。10 月～12 月の実質 GDP 成長率は前年比 1.9%程度にとどまり、2022 年の実質 GDP 成長率は同 2.7%程度となろう。2023 年の中国経済見通しは、感染拡大を抑制できるか否か、「ウィズコロナ」政策を貫徹できるかどうか大きく左右される。大和総研は 2023 年の実質 GDP 成長率を同 4.5%程度と想定しているが、「ウィズコロナ」政策を貫徹できれば、過去 3 年分のリベンジ消費を牽引役に同 6%超の実質成長も期待できる。一方で、死亡者の急増などで「ゼロコロナ」政策への揺り戻しが起きれば同 3%成長もあり得る。ただし、2 年連続の低成長では、国民生活も政治ももたないことを考えると、経済成長が重視される可能性が高く、アップサイドリスクに留意する必要がある。

### 主要国実質 GDP 見通し＜要約表＞

	(%)				(前年比%)				(前年比%)			
	2022年				2023年				2020年	2021年	2022年	2023年
	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	(下線及び斜字は年度)			
日本	-1.8	4.5	-0.8	4.3	2.5	1.2	0.0	0.8	-4.3	2.1	1.3	1.9
									<u>-4.1</u>	<u>2.5</u>	<u>1.9</u>	<u>1.4</u>
米国	-1.6	-0.6	2.9	1.4	0.2	0.0	0.2	0.7	-2.8	5.9	1.9	0.7
ユーロ圏	2.5	3.2	1.3	-1.6	-1.0	0.3	1.0	1.3	-6.3	5.3	3.3	0.1
英国	2.8	0.9	-0.7	-1.3	0.7	-2.5	-1.2	-0.1	-11.0	7.5	4.4	-0.7
中国	4.8	0.4	3.9	1.9	3.0	7.0	4.0	4.1	2.2	8.1	2.7	4.5
ブラジル	2.4	3.7	3.6	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	-3.9	4.6	3.0	0.9
インド	4.1	13.5	6.3	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	<u>-6.6</u>	<u>8.7</u>	<u>7.0</u>	<u>6.0</u>
ロシア	3.5	-4.1	-4.0	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	-2.7	4.7	-4.0	-2.5

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

(出所) 各種統計より大和総研作成

# 2023 年の日本経済

実質 GDP 成長率は+2%程度を見込むもののマイナスに転じることも

神田 慶司  
小林 若葉

## [要約]

- 2022 年は歴史的な高インフレが発生し、欧米など多くの国・地域では厳しい金融引き締めを余儀なくされた。また、ロシアのウクライナ侵攻で資源価格が高騰し、一部の新興国では食糧危機が発生した。中国では厳しいロックダウン（都市封鎖）が同国の経済活動を大幅に抑制しただけでなく、グローバルサプライチェーンの混乱ももたらした。日本も主要国と同様に 2022 年の経済成長率が低下するとみられる。国内の経済正常化の遅れや半導体不足による自動車減産、資源高と円安による海外への所得流出などにより経済活動の停滞感が強かった。
- 当社のメインシナリオでは、2023 年の日本の実質 GDP 成長率を前年比+1.9%と見込んでいる。サービス消費・インバウンド（訪日外客）・自動車生産を中心に回復余地が大きいことに加え、緩和的な財政・金融政策が継続するとみられる。また、約 55 兆円の「過剰貯蓄」と経済対策が物価高の悪影響を緩和するだろう。約 40 年ぶりの高インフレや人手不足などを背景に、2023 年の春闘では賃金改定率が大幅に上昇する可能性がある。日本銀行は 2022 年 12 月の金融政策決定会合で長期金利の変動幅の拡大などを決定したが、賃金と物価の循環的な上昇を明確に確認するまでは長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）を維持するとみている。
- 2023 年の日本の実質 GDP 成長率見通しは上振れよりも下振れ余地が圧倒的に大きい。最大の下振れリスクは米国の深刻な景気後退入りである。米国で失業率が 10%近くまで上昇すれば、日本はマイナス成長に転じることになる。さらに、ユーロ圏での金融機関のレバレッジの大幅な縮小や、中国での複数の大都市のロックダウンと不動産市場の大幅な縮小、国内の経済正常化の遅れ、自動車向け半導体不足の長期化が加われば、日本の実質 GDP 成長率は同▲4%台まで悪化するとみられる。

## 1. 2022 年の日本経済を振り返る

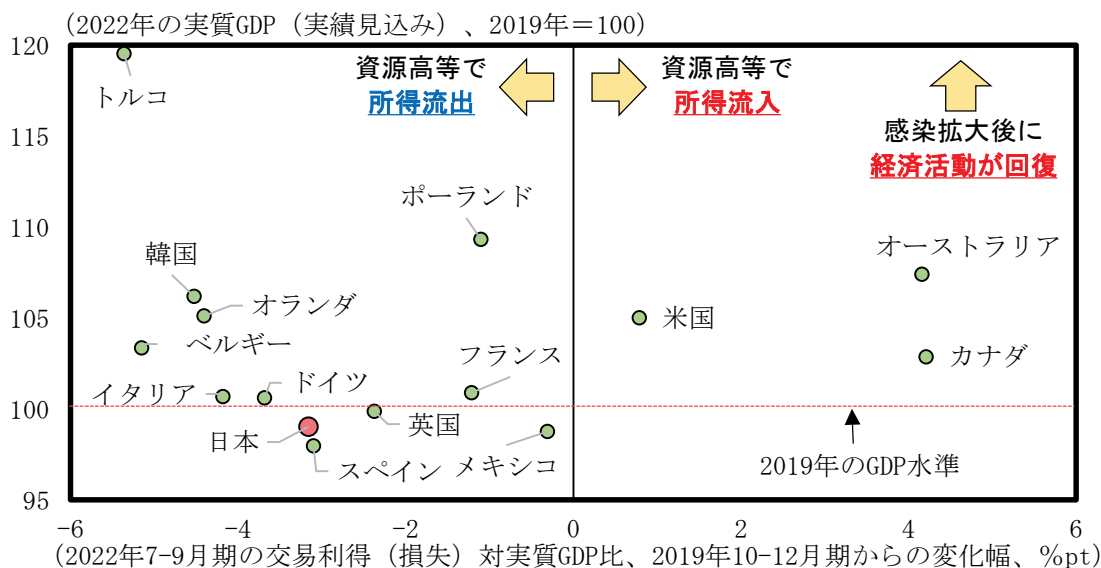
### 歴史的な高インフレと金融引き締め、ウクライナ危機などで停滞した 2022 年

2022 年の世界経済は、新型コロナウイルス禍からの回復で高成長となった前年から一転して厳しい状況に陥った。国際通貨基金（IMF）の直近の見通し（2022 年 10 月）によると、2022 年の世界経済成長率は前年比+3.2%と前年の同+6.0%からほぼ半減するとみられている。大半の国・地域で成長率が低下し、とりわけ二大経済大国である米国（2021 年：同+5.7% ⇒ 2022 年：同+1.6%）と中国（2021 年：同+8.1% ⇒ 2022 年：同+3.2%）の景気急減速が目立つ。

経済活動が正常化する中で歴史的な高インフレが発生し、欧米など多くの国・地域では厳しい金融引き締めを余儀なくされた。また、ロシアのウクライナ侵攻により資源価格が高騰し、欧州を筆頭に天然ガスなどの調達難に直面したほか、一部の新興国では食糧危機が発生した。このうち資源価格については、世界景気の悪化などを背景に 6 月初めに価格上昇が一服し、その後は振幅を伴いつつ下落基調が続いた。直近では原油や天然ガス、銅、小麦、とうもろこしなど幅広いコモディティの価格はウクライナ侵攻前の水準並みかそれを下回る。他方、中国・上海市などで長期間実施された厳しいロックダウン（都市封鎖）は同国の経済活動を大幅に抑制しただけでなく、グローバルサプライチェーンの混乱ももたらした。

2022 年の日本の実質 GDP 成長率は前年比+1.3%と、前年の同+2.1%から低下するとみている（当社の直近見通し）。成長率の低下は主要国と同様だが、日本は経済活動の正常化の遅れや半導体不足による自動車減産、資源高による海外への所得流出などにより、成長率が示す以上に経済活動の停滞感は強かった。

図表 1 OECD 加盟 15 カ国における 2022 年の実質 GDP と交易利得（損失）の状況



(注) OECD 加盟国のうち、購買力平価 (OECD 推計) で換算した 2021 年の経済規模上位 15 カ国を掲載。2022 年の日米英の実質 GDP は大和総研の直近の見通し、その他は OECD (2022 年 11 月) の見通しに基づく。

(出所) 内閣府、各国統計、OECD、Haver Analytics より大和総研作成



**図表 1** は経済協力開発機構（OECD）加盟国のうち経済規模で上位 15 カ国を対象に、2022 年の実質 GDP（実績見込み）の対 2019 年比を縦軸、2022 年 7-9 月期の交易利得（損失）対実質 GDP 比の 2019 年 10-12 月期からの変化幅を横軸に取って散布図にしたものである。2022 年の日本の実質 GDP は 2019 年の水準を下回り、スペイン、メキシコに次いで 3 番目に回復が遅れている。また、資源輸入国である日本は資源高によって交易条件（輸出価格と輸入価格の比率）が悪化した。交易条件の悪化による海外への所得流出を表す交易損失は 2019 年 10-12 月期から対実質 GDP 比で 3.2%pt（年率換算額で 17.3 兆円）拡大した。一方、米国やカナダ、オーストラリアは **図表 1** の右方に位置しており、経済活動の正常化や資源高などが当該国の景気を下支えした。

ウクライナ危機によって日本とロシアの貿易は縮小した。2021 年で全体の 1.0%を占めた対ロ輸出は 2022 年 11 月で同 0.6%へと低下し、輸入も 2021 年の同 1.8%から 2022 年 11 月には同 1.2%へと低下した（財務省「貿易統計」）。もっとも、日ロ間貿易の規模はもともと小さく、当初ロシアからの供給停止が懸念された天然ガスやパラジウム（自動車の生産に利用されるレアメタル）などの資源は 2022 年春以降も安定的に供給されたため、日本経済に及ぼす直接的な悪影響は限定的であったといえる。また、ロシアへの直接投資残高は 2021 年で全体の 0.2%とごくわずかであり、日本企業によるロシアでの事業の縮小や撤退の影響も同様に小さかったとみられる（財務省・日本銀行「国際収支統計」）。

## 大幅に進んだ円安は 2022 年の日本経済にとっては「悪い円安」に

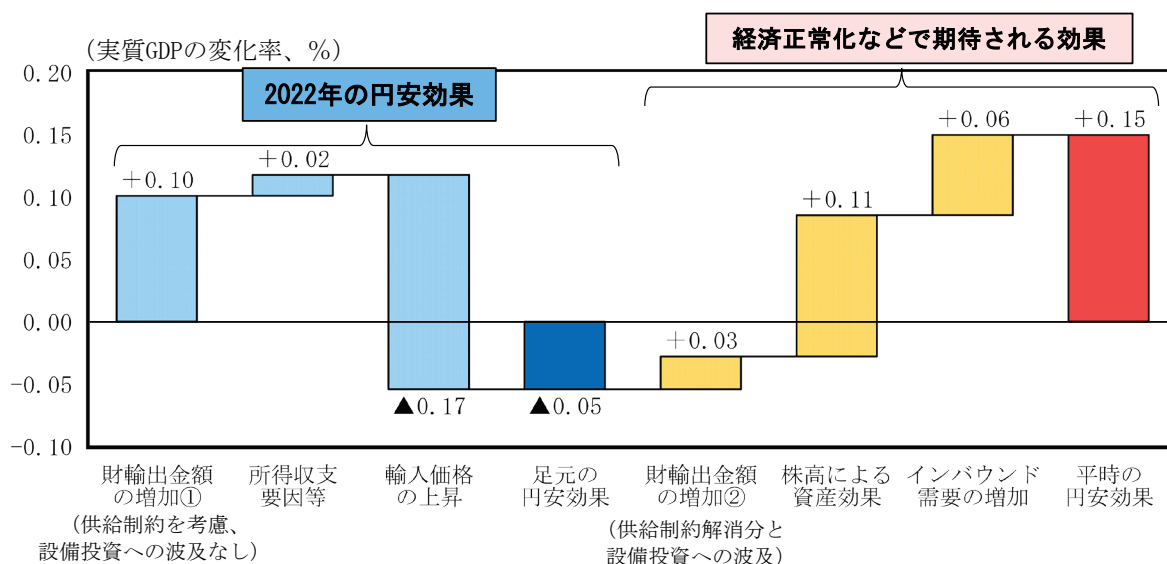
2022 年 3 月初めに 115 円/ドル程度だったドル円レートは 10 月に一時 151 円台まで円安が加速した。金融政策の方向性が日米で明確に異なることなどが円売りドル買いの流れを強めた。「[日本経済見通し：2022 年 5 月](#)」などで示したように、通常の経済状況下での円安は日本経済にネットでプラスの影響をもたらすとみられる。だが 2022 年はプラス面が表れにくい状況であったため、ネットでマイナス（いわゆる「悪い円安」）になり、経済活動を抑制したようだ。

**図表 2** は当社のマクロモデルを用いて、円安ドル高による 2022 年の実質 GDP への影響を要因に分けて試算した結果である。ここでは 2022 年 4 月以降のドル円レートが同年 1-3 月期（116 円/ドル）の水準で横ばいのケースと、4 月初めから 12 月 16 日までは実績でそれ以降は横ばいで推移するケースを想定し、両ケースの差分（2022 年では前年比 22 円/ドル（20%）の減価）を円安の影響として試算している。

円安が日本経済にプラスの影響を及ぼす経路は主に 3 つ考えられる。1 つ目は、輸出金額や対外投資による純受取額が増加し、企業収益の拡大を通じて設備投資や雇用者報酬などが増加することで、幅広い業種に経済効果が波及する。2 つ目は、円安によって輸出企業などの業績が上向くとの見方が株式市場参加者の間で広がり、株価の上昇とこれによる資産効果を通じて個人消費が刺激される。そして 3 つ目は、サービス輸出に含まれるインバウンド（訪日外客）需要が円安によって押し上げられる。海外から見ると、円安は日本のあらゆる財やサービスの価格の低下を意味するからだ。半面、日本人にとっては海外旅行の費用が高まることになるため、国内旅行に振り向けるといった行動（サービス輸入の減少と国内消費の増加）を促す。

2022年の円安ドル高のスピードは極めて速かった。米国や欧州を中心に景気後退懸念が強まるなど先行き不透明感も強かった。こうした中で円安ドル高が輸出企業などの収益を押し上げても、企業は設備投資の増加や賃上げに対して慎重になりやすく、株価も軟調に推移しやすい。また、日本の財輸出の主力は自動車だが、同産業では2021年から半導体不足などの供給制約に直面しており、円安で輸出数量が増加する効果は表れにくかった。水際対策は10月11日に大幅緩和されたが、10月の訪日外国人数は2019年同月比▲80%にとどまる（日本政府観光局「訪日外客統計」）。このように円安のプラスの影響が発現しにくい状況下では、輸入コストの上昇というマイナスの影響がプラスのそれを上回り、2022年の実質GDPへの影響は▲0.05%と試算される（図表2）。

図表2 円安ドル高による2022年の実質GDPへの影響（ドル円レートが2022年1-3月期から横ばいのケースとの差分で、前年比22円/ドル（20%）の減価を想定）



（注）大和総研のマクロモデルによる試算結果。2022年4月以降のドル円レートが同年1-3月期（116.2円/ドル）の水準で横ばいのケースと、4月1日から12月16日までは実績でそれ以降は横ばいで推移するケースを想定し、両ケースの差分を試算。「インバウンド需要の増加」はアウトバウンド需要の減少の影響を含む。

（出所）大和総研作成

## 2. 2023年の日本経済のメインシナリオ

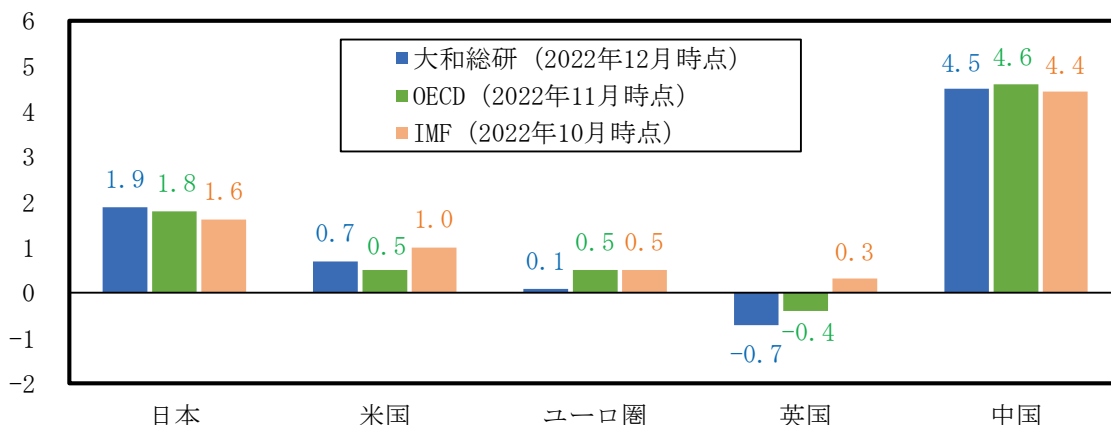
### 日本の実質GDP成長率は欧米主要国を明確に上回る+1.9%の見込み

欧米での利上げは2023年に入っても継続することがほぼ確実であり、経済活動に及ぼす悪影響は2023年に本格的に表れるとみられる。中国政府は2022年12月7日に「ゼロコロナ」政策から実質的な「ウィズコロナ」政策に転換したが、感染による死亡者の急増などでゼロコロナ政策への揺り戻しが起きれば、2022年春に上海市などで実施されたような厳しいロックダウンが再実施される可能性がある。こうした中、2023年の日本経済はどのように推移するだろうか。

当社のメインシナリオでは、2023年の日本の実質GDP成長率を前年比+1.9%と見込んでいく。図表3は主要国・地域における2023年の実質GDP成長率見通しを示したが、OECDやIMFの直近見通しと同様、日本は米国やユーロ圏、英国を明確に上回るプラス成長になるとみている。

図表3 主要国・地域における2023年の実質GDP成長率見通し

(前年比、%)



(出所) IMF、OECD 資料より大和総研作成

日本経済は、内需の弱さから海外経済の影響を強く受けることが多い。ただし、今回はコロナ禍からの経済正常化に伴う需要の回復余地が大きいという点で、通常の経済状況とは異なる。すなわち、詳細は後述するように、①国内のサービス消費、②インバウンド、③自動車生産、の3つの回復が期待される。

物価高による個人消費への悪影響は、感染拡大後に大幅に積み上がった家計貯蓄（2015～19年の貯蓄ペースを上回る「過剰貯蓄」は2022年9月末で55兆円程度<sup>1)</sup>）の取り崩しや、政府の経済対策により緩和されるとみられる。また欧米などの中央銀行とは異なり、日本銀行は金融緩和策を継続することも景気を下支えするだろう。

### 国内のサービス消費の回復・インバウンドの増加・自動車の挽回生産に期待

足元では1日あたり新規感染者数が増加傾向にあり、感染「第8波」が始まったとみられる。2023年も断続的に感染拡大が続く可能性は高いが、欧米ではすでにコロナ前の生活をおおむね取り戻した。オミクロン株対応ワクチンの接種や経口治療薬の普及、新型コロナウイルスの感染症法の扱いの見直しなどにより、2023年に日本でも欧米並みの「ウィズコロナ」が実現するかどうか注目される。

GDP 統計における国内のサービス消費のうち、インバウンド分を控除した消費額を推計すると、本稿執筆時点で直近値である2022年4-6月期は可処分所得比で53.1%だった。1回目の緊急事態宣言が発出された2020年4-6月期の43.9%からは大幅に上昇したものの、感染拡大前で消費増税前の2019年7-9月期の57.0%を依然として下回る(図表4)。この水準を回復すれば、サービス消費は12兆円程度押し上げられることになり、可処分所得の増加を伴えばさらに消費

<sup>1)</sup> 2015～19年に見られた家計貯蓄のトレンドからの乖離分を「過剰貯蓄」とみなすと、その額は2022年9月末で約55兆円に達したと試算される。これは2022年の個人消費額(実績見込み)の18%にあたり、2023年の消費者物価上昇率見通し(前年比+1.8%)を大幅に上回る。



額が大きくなるだろう。サービス消費が回復する過程で財消費が停滞する可能性もあるため、消費全体の増加額は割り引いてみる必要があるが、当面は全国旅行支援などがサービス消費の回復を後押しする見込みだ。なお、全国旅行支援は12月27日まで実施され、2023年1月10日からは割引率を引き下げて予算がなくなるまで延長される。仮に3月末まで実施されると、経済効果は1.6兆円程度と試算され、Go To トラベルの1.2兆円程度を上回る。

インバウンドの大幅な増加も見込まれる（図表5）。先述のように水際対策が大幅に緩和された2022年10月の訪日外客数は2019年同月比▲80%にとどまったが、11月は同▲62%とマイナス幅が大幅に縮小した。先行して水際対策を緩和・撤廃した米英の入国者数の動きなども参考にすると<sup>2</sup>、日本では2023年初にかけて訪日外客数が急回復するだろう。ただし、2019年で全体の約3割を占めた中国人訪日客については足元でも低迷している。当面は中国政府の水際対策（帰国後の隔離措置など）の影響もあって緩やかな回復ペースにとどまると見込んでいる。

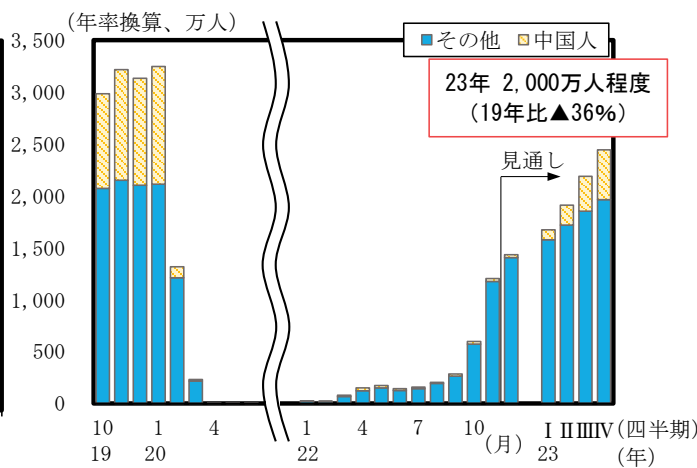
日系自動車メーカー大手9社の国内生産台数は依然として2020年1-3月期の水準を下回るものの、半導体不足の緩和を背景に2022年6月から回復傾向が見られる。すでにパソコンやスマートフォン向けの半導体需給は緩んでいることから、2023年中には自動車向けの供給が正常化すると見込まれる。自動車の需要に生産が追い付いていない状況が長期化したことで、家計向けの自動車のペントアップ（繰越）需要は2022年11月末時点で約74万台（金額では約1.8兆円）に上ると推計される。半導体不足の緩和・解消に伴って自動車の挽回生産が本格化すれば、耐久財消費のほか、設備投資（企業の自動車購入）や輸出も大きく押し上げられるだろう。

図表4 国内サービス消費の推移



(注) インバウンド分を除くサービス消費。インバウンド消費はSNAの非居住者家計の国内での直接購入に観光庁「訪日外国人消費動向調査」より算出したサービス消費の割合を乗じて試算。同調査は2010年1-3月期以前、2020年4-6月期以降は費目別支出のデータがないため、それぞれ直後、直前の四半期のサービス消費割合を利用。  
(出所) 内閣府、観光庁統計より大和総研作成

図表5 訪日外客数の想定



(注) 大和総研による季節調整値。  
(出所) 内閣府、日本政府観光局統計より大和総研作成

<sup>2</sup> 詳細については当社の「日本経済見通し：2022年10月」を参照。

### 3. 世界同時不況が発生すれば日本も大幅なマイナス成長の可能性

2023年における景気のプラス要因とマイナス要因をまとめたのが**図表6**である。当社のメインシナリオでは蓋然性が比較的高いプラス要因として、図表内の「◎」印を付けた4つを想定している。これ以外にプラス要因となり得るものとしては、「春闘での大幅な賃上げ」、「中国政府の実質的な『ウィズコロナ』政策への転換による過去3年分の『リベンジ』消費」、「世界的な半導体市場の持ち直し」、「『Jカーブ効果』の発現、対内直接投資の活発化」などが挙げられる。

図表6 2023年で考えられる主な景気のプラス・マイナス要因

	内容（◎はメインシナリオでの想定）	備考
プラス要因	◎国内のサービス消費活動の正常化	サービス消費の回復余地は年率換算で10兆円超
	◎インバウンドの増加	インバウンドは23年春にかけて急回復か
	◎供給制約の解消による自動車の挽回生産	半導体不足問題は23年中の解消を見込む
	◎国内で緩和的な財政・金融政策が継続	大幅な賃上げが実現しても当面は金融緩和策を維持か <b>（24年も賃上げが継続すれば出口戦略が本格化？）</b>
	○春闘での <b>大幅な賃上げ</b>	
	○中国政府の実質的な「ウィズコロナ」政策への転換による <b>過去3年分の「リベンジ」消費</b>	経済活動の正常化が円滑に進めば、23年の中国の実質GDP成長率は <b>+6%超に加速</b> する可能性
	○国内の <b>半導体市場の持ち直し</b>	中国経済の成長加速は半導体市場の回復を後押し
○ <b>「Jカーブ効果」</b> の発現、対内直接投資の活発化	為替レートの変動が大きい局面では企業行動が慎重に	
マイナス要因	○ <b>米国失業率の大幅な上昇</b> （ハードランディング）	23年における <b>最大の景気下振れリスク</b>
	○ウクライナ危機などを背景としたエネルギーの価格上昇と調達難、金融引き締めで <b>欧州の景気が悪化</b>	<b>信用収縮</b> が起きれば一段と経済活動が停滞
	○中国で <b>厳しいロックダウン、不動産市場の大幅調整</b>	<b>債務問題に発展</b> すれば事態は深刻に
	○国内の経済正常化の遅れ、半導体不足の長期化	新型コロナウイルスの <b>感染症法上の扱い</b> に注目
	△一部の <b>新興国で債務リスク</b> が顕在化	特に <b>アルゼンチン、チリ、トルコ</b> に要注意
	△重症化リスクを大幅に高める <b>新たな変異株の流行</b>	経済正常化が世界的に大きく後退
	△ロシアと西側諸国の <b>直接的な武力衝突、核戦争</b>	中国などロシアに友好的な国も核兵器の使用には反対
	△ <b>台湾有事</b> の発生	発生すれば <b>日本及び世界経済への打撃は甚大</b> か

2023年の日本の実質GDP成長率は**楽観シナリオで+2%台後半、悲観シナリオで▲4%台**（※「マイナス要因」のうち「△」の項目は想定せず）のイメージ  
メインシナリオでは+1.9%であり、上振れよりも**下振れ余地が圧倒的に大きい**

（出所）大和総研作成

#### 2023年春闘で賃上げ率が大幅に上昇する可能性があるものの金融緩和策は継続か

厚生労働省が従業員100人以上の企業を対象に調査した春闘での賃上げ率（定期昇給込みの賃金改定率）を見ると、2022年は1.9%と感染拡大前の2019年の水準並みまで回復した。2023年は世界経済の減速が見込まれるものの、労使ともに春闘での賃上げに前向きな姿勢を示している。場合によっては賃上げ率が1994年以来の3%台に乗せる可能性がある。

国内では約40年ぶりの高インフレが発生したことに加え、財務省「法人企業統計」に見る全規模全産業の経常利益はこのところ過去最高水準付近にある。円安が追い風となった製造業だけでなく、非製造業でも好調な業種が多い。労働需給は極めてひっ迫しており、日銀短観の2022年12月調査における雇用人員判断DI（「過剰」-「不足」）のマイナス幅は前回調査から拡大した。3カ月後の先行きも雇用不足感が一段と強まる見込みで、非製造業のDIのマイナス幅は雇

用不足感が最も強かった 2019 年頃並みの水準にある。GDP 統計に見る直近の労働分配率（＝名目雇用者報酬÷名目 GDP）は過去 40 年間で最高水準付近にあることから、賃上げによるコストの増加分を販売価格に転嫁する動きは広がりやすいとみられる。

当社では 2023 年の消費者物価指数（CPI）を前年比+1.8%と見込んでいる（生鮮食品を除く総合ベースでは同+1.9%。資源価格と為替レートは 2022 年 12 月上旬の水準で横ばいと想定）。春闘で大幅な賃上げが実現すれば、当社の 2023 年の物価見通しから上振れするだろう。

もっとも、日本銀行は賃金と物価の循環的な上昇を明確に確認するまでは長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）を維持するとみている。物価の基調を見る上で重視される単位労働コストや GDP デフレーター、需給ギャップに目を向けると、賃金面からの物価上昇圧力を表す単位労働コストは感染拡大後におおむね横ばいで推移している。GDP デフレーターは前年割れが続いており、輸入物価の上昇分を国内価格に十分に転嫁できていない。米国では単位労働コストと GDP デフレーターの前年比上昇率は CPI とともに高まっている。また、内閣府と日本銀行が推計した直近の需給ギャップはいずれも需要不足を示唆している。現在は持続性の低い「コストプッシュ・インフレ」の側面が依然として大きいといえよう。賃金と物価の循環的な上昇を伴う「ダイヤモンドプル・インフレ」への転換が十分に進むためには、2023 年だけでなく、2024 年も春闘での大幅な賃上げが必要となる可能性がある。

### 「ウィズコロナ」へ円滑に移行できれば中国の 2023 年の実質 GDP 成長率は 6%超に加速

中国では 2023 年の経済政策運営の重点を決定する中央経済工作会議が 2022 年 12 月 15、16 日に開催された。経済政策運営の重点の筆頭に掲げられたのは「国内需要の拡大」である。その原動力として期待されるのは、ゼロコロナ政策から実質的な「ウィズコロナ」政策への転換による過去 3 年分の「リベンジ消費」となろう。メインシナリオにおいて+4.5%程度と見込んでいる 2023 年の中国の実質 GDP 成長率は、「ウィズコロナ」に円滑に移行できれば+6%超へと加速する可能性がある<sup>3</sup>。欧米の景気停滞が見込まれる中で中国の回復基調が強まれば、日本の対中財輸出や訪日中国人観光客（サービス輸出に該当）を押し上げるとみられる。

国内の半導体市場は 2022 年秋の時点で「在庫積み上がり局面」にあったとみられ、当社のメインシナリオでは 2023 年中はおおむね「在庫調整局面」に位置するとみている。これは 3~4 年の周期である半導体業界の景気循環（シリコンサイクル）に基づくものだが、中国経済の回復が加速すれば半導体市場の在庫調整が想定以上に進み、「意図せざる在庫減局面」に入って 2023 年の半導体関連財の増産を後押しする可能性がある。

### 2023 年は「良い円安」に転じる可能性がある一方で Jカーブ効果などは見込みにくい

先述のように、2022 年の円安ドル高は「悪い円安」といえる状況にあったが（前掲図表 2）、水際対策の大幅緩和によるインバウンドの回復や自動車の供給制約の緩和・解消もあって 2023

<sup>3</sup> 詳細は本稿 p. 39 齋藤尚登「[2023 年の中国経済見通しは上振れも](#)」（大和総研レポート、2022 年 12 月 20 日）を参照。

年は「良い円安」に転じる可能性がある。さらに、輸出企業が現地販売価格を引き下げて販売数量の拡大を図ったり（いわゆる「Jカーブ効果」の発現）、対内直接投資が拡大したりすれば、円安のメリットはさらに大きくなるだろう。

もともと、足元では日本銀行の金融緩和策の運用の見直しを受けて円高ドル安が進んでいる。2022年12月20日に開催された金融政策決定会合では、市場機能の改善を図り、より円滑にイールドカーブ全体の形成を促していくため、イールドカーブ・コントロールの運用を一部見直すことを決定した。具体的には、国債買入れ額を月間7.3兆円から同9兆円程度に増額しつつ、長期金利の変動幅を「±0.25%程度」から「±0.5%程度」に拡大した。2023年は円安よりも円高リスクに注意を払う必要があり<sup>4</sup>、為替レートの変動が大きい状況は当面続く可能性がある。こうした中で円安を生かした企業行動が抑制されれば、Jカーブ効果や対内直接投資の拡大は見込みにくい。

### 米国が深刻な景気後退に陥れば2023年の日本経済もマイナス成長へ

一方、2023年の景気の大きなマイナス要因となり得るものとしては、「米国失業率の大幅な上昇」、「欧州での信用収縮」「中国で厳しいロックダウン、不動産市場の大幅調整」などがある（**前掲図表6**）。

米欧中で想定される深刻な景気下振れリスクについては、当社の「[第215回日本経済予測（改訂版）](#)」（2022年12月8日）で定量的に検討した。具体的には、米国で失業率が10%近くまで上昇し、ユーロ圏で金融機関のレバレッジが15%縮小する信用収縮が発生し、中国で複数の大都市のロックダウンに加えて不動産市場の大幅縮小が発生する。これらが同時に顕在化して世界同時不況が発生した場合（リスクシナリオ）の2023年の経済見通しが**図表7**である<sup>5</sup>。このうち日本については、メインシナリオで前年比+1.9%の実質GDP成長率がリスクシナリオでは同▲3.6%まで落ち込む。さらに、国内の経済正常化の遅れや自動車向け半導体不足の長期化が加われば同▲4%台まで悪化するとみられる。

**図表7**の試算には盛り込まれていないが、先進国・中国経済の低迷や金利高によって一部の新興国の債務リスクが顕在化する可能性がある。ファンダメンタルズ（経済の基礎的諸条件）の観点から見れば、アルゼンチンやチリ、トルコに警戒する必要がある。また、重症化リスクを大幅に高める新型コロナウイルスの新たな変異株の出現や、ロシアと中国に関する地政学的リスク（ロシアと西側諸国の直接的な武力衝突や台湾有事など）にも引き続き注意が必要である。

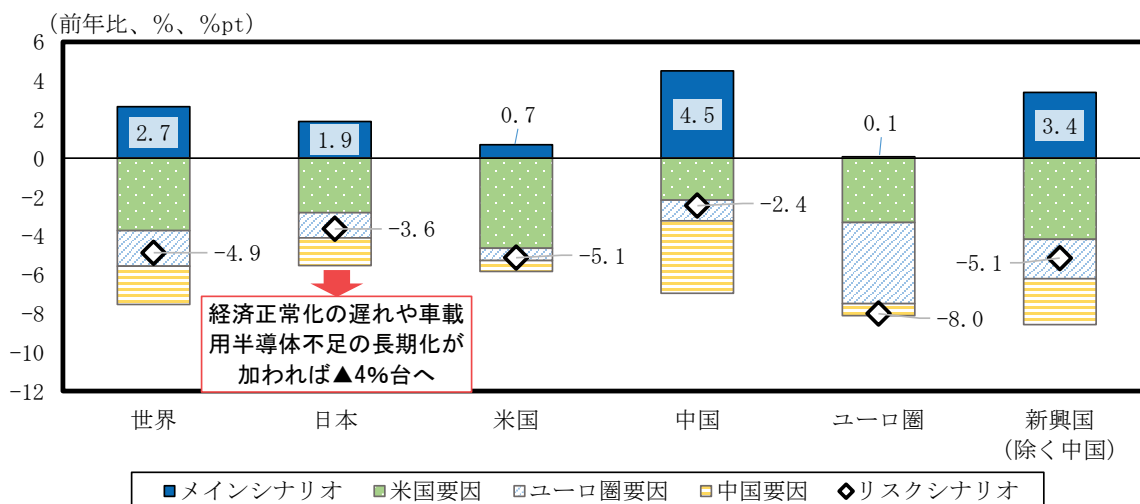
2023年はとりわけ、米国で失業率の大幅な上昇と深刻な景気後退を招くかどうか注目がされる。米連邦準備制度理事会（FRB）や当社のメインシナリオでは失業率の緩やかな上昇を見込んでいる一方、元財務長官のサマーズ氏らは労働市場のミスマッチの影響で失業率は大幅な上昇を余儀なくされるとみている。後者の見方が正しければ、**図表7**の「米国要因」リスクが発現す

<sup>4</sup> 2023年のドル円レートの方向性については、神田慶司・久後翔太郎・小林若葉・岸川和馬「[2023年は円安よりも円高リスクに注意](#)」（大和総研レポート、2022年11月25日）で検討した。

<sup>5</sup> 試算には株安や為替レートの変動など金融市場の影響が含まれていないことに留意する必要がある。

ることになり、これだけでも日本はマイナス成長に転じることになる。日本は欧米主要国に比べて景気の回復基調が継続しやすい環境にあるものの、米国を中心とする海外経済の大幅な悪化には警戒が必要だ。

図表7 米欧中で深刻なリスクが顕在化した場合の2023年の実質GDP成長率見通し



(注1) メインシナリオは、日本、米国、中国、ユーロ圏については大和総研の見通し、他はIMF (2022) “World Economic Outlook, October 2022” を掲載。

(注2) リスクシナリオは当社の「第215回日本経済予測 (改訂版)」(2022年12月8日)の第3章で示した「リスクシナリオ②」に基づく。「米国要因」は同国の失業率が9.7%まで上昇し、「ユーロ圏要因」は同地域の金融機関のレバレッジが15%縮小する信用収縮が発生し、「中国要因」は複数の大都市のロックダウンに加えて不動産市場の大幅縮小が発生することを想定。

(出所) IMF等より大和総研作成

図表8 日本経済見通し<第215回日本経済予測 改訂版 (2022年12月8日)>

	2021			2022				2023				2024	2021	2022	2023
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	年度 (暦年)	年度 (暦年)	年度 (暦年)
実質GDP(年率、兆円)	540.4	537.9	544.4	542.0	547.9	546.8	552.6	556.1	557.8	557.8	558.9	560.6	540.8	550.8	558.5
<前期比、%>	0.3	-0.5	1.2	-0.5	1.1	-0.2	1.1	0.6	0.3	0.0	0.2	0.3			
<前期比年率、%>	1.3	-1.8	4.9	-1.8	4.5	-0.8	4.3	2.5	1.2	0.0	0.8	1.2			
<前年同期比、%>	7.7	1.8	0.8	0.4	1.6	1.5	1.6	2.7	1.7	2.1	1.1	0.8	2.5	1.9	1.4
													(2.1)	(1.3)	(1.9)
民間消費支出(前期比、%)	0.1	-1.3	3.2	-1.0	1.7	0.1	0.5	0.8	0.4	0.2	0.1	0.1	1.5	2.7	1.5
民間住宅投資(前期比、%)	1.5	-1.6	-1.3	-1.7	-1.9	-0.5	0.4	0.6	0.3	0.0	-0.3	-0.3	-1.1	-4.3	0.6
企業設備投資(前期比、%)	1.5	-1.8	0.7	-0.4	2.0	1.5	1.1	1.3	1.3	1.1	1.1	1.0	2.1	3.8	4.9
政府消費支出(前期比、%)	1.9	1.3	-1.1	0.5	0.7	0.1	0.7	-0.2	-1.3	-1.8	-0.3	0.1	3.4	1.4	-2.6
公共投資(前期比、%)	-1.7	-3.3	-3.6	-3.1	0.7	0.9	1.0	0.9	0.8	0.5	0.3	0.3	-6.4	-2.3	2.7
輸出(前期比、%)	3.0	-0.3	0.6	1.2	1.5	2.1	0.7	0.9	1.0	0.6	0.4	0.7	12.3	4.9	3.4
輸入(前期比、%)	4.4	-1.2	0.3	3.7	1.0	5.2	-2.2	0.6	0.6	0.4	0.4	0.4	7.1	6.6	1.9
名目GDP(前期比年率、%)	1.5	-2.4	3.4	0.7	3.9	-2.9	5.0	3.4	2.0	0.7	2.4	2.8	2.4	1.7	2.1
GDPデフレーター(前年同期比、%)	-0.5	-0.2	-0.3	0.4	-0.2	-0.3	0.1	-0.4	0.1	0.7	1.0	1.2	-0.1	-0.2	0.7
鉱工業生産(前期比、%)	0.3	-1.9	0.2	0.8	-2.7	5.9	-1.2	3.5	1.7	0.0	0.0	0.2	5.7	2.1	5.2
コアCPI(前年同期比、%)	-0.6	0.0	0.4	0.6	2.1	2.7	3.6	2.5	1.9	1.4	1.8	2.2	0.1	2.7	1.8
失業率(%)	2.9	2.8	2.7	2.7	2.6	2.6	2.5	2.5	2.4	2.4	2.3	2.3	2.8	2.5	2.3
貿易収支(兆円、年率)	4.0	-0.9	-2.9	-6.8	-15.1	-23.4	-21.0	-21.4	-21.7	-21.2	-21.2	-21.1	-1.6	-20.1	-21.2
経常収支(兆円、年率)	25.6	19.5	19.0	16.7	12.9	3.1	4.6	4.4	4.6	4.7	4.5	4.7	20.3	6.3	4.6
前提															
原油価格(WTI、ドル/バレル)	66.2	70.5	77.1	95.0	108.5	91.4	80.8	72.0	72.0	72.0	72.0	72.0	77.2	88.2	72.0
為替レート(円/ドル)	109.4	110.1	113.7	116.2	129.6	138.4	141.7	136.6	136.6	136.6	136.6	136.6	112.3	136.5	136.6

(注) 網掛け部分は大和総研予想。

(出所) 大和総研



# 2023 年の米国経済

## ①インフレ高止まり、②政治不安、③FOMC の尚早なハト派化がリスク

矢作 大祐

### [要約]

- 2022 年の米国経済は、高インフレと FOMC の金融引き締めにより振り回された一年であった。高インフレが続く中で、急ピッチでの金融引き締めが進み、米国経済は減速傾向を示している。2023 年も引き締めの金融環境は続き、実質 GDP 成長率は前年比 +0.7% と減速感はいつそう強まるだろう。先んじて落ち込んだ住宅投資に加え、設備投資も大幅に減速すると考えられる。雇用環境が徐々に悪化することで、米国経済の屋台骨である個人消費もペースダウンし、米国経済の下支え役としては期待しにくくなるだろう。
- 雇用環境の悪化は、労働需給のタイトさを緩和させ、賃金上昇圧力を抑制することで、インフレを減速させていく。大和総研は、CPI に関して 2022 年 11 月の前年比 +7.1% から、2023 年 6 月には同 +4% 前後、同年 12 月には同 +3% 前後まで低下すると見込んでいる。インフレが順調に減速していけば、2023 年下半年には実質時給がプラスに転じ、個人消費への下押し圧力が和らぐ。また、インフレが減速すれば、2024 年以降の利下げを織り込み、市場金利が低下することで、2023 年下半年には設備投資や住宅投資もボトムアウトしていくと考えられる。
- 他方で、2023 年の米国経済は三つのリスク要因が想定される。第一に、労働需給のタイトさが長期化し、インフレが高止まりするリスクである。第二に、政府債務上限問題を背景とした市場の不安定化による景気後退リスクの高まりが懸念される。第三に、両リスクが同時に顕在化する、つまり、インフレが高止まりしている時期に景気後退が発生することで、FOMC はインフレ対策（引き締めの金融環境）と景気のコトコト入れ（緩和的な金融環境）という二者択一を迫られるリスクである。とりわけ懸念されるのは、高インフレの中でも金融緩和を優先することで、高インフレが定着し、後々に急激な金融引き締めと景気的大幅な調整が必要となった 1970 年代後半から 1980 年代前半の状況の再発可能性が高まることだろう。

## 引き締めの金融環境が続く、2023 年も低成長が継続

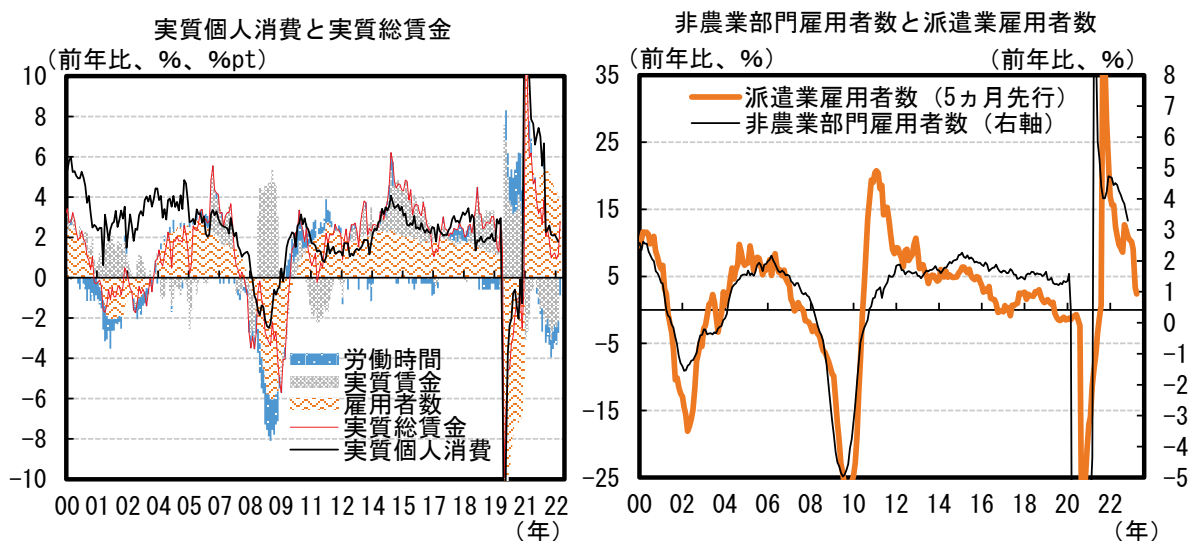
2022 年の米国経済を振り返れば、高インフレと FRB による金融引き締めにより振り回された一年であった。6 月に前年比+9.1%と約 41 年ぶりの高い伸びとなった CPI は、その後減速傾向にあるものの、11 月は同+7.1%と依然高水準にある。インフレを抑制するために、FRB は 3 月から利上げを、6 月からバランスシートの縮小 (QT) を開始した。高インフレが続く中で、3 月の FOMC において 0.25%pt で始まった利上げは、5 月の FOMC では 0.50%pt、6、7、9、11 月の FOMC ではそれぞれ 0.75%pt の利上げへとペースアップした。12 月の FOMC では、5 会合ぶりに 0.50% の利上げを決定し、今回の利上げフェーズで初めて利上げ幅を縮小したわけだが、大幅利上げであることに変わりはない<sup>1</sup>。金融引き締めが進み、住宅ローン金利が上昇する中で、住宅投資が大幅に落ち込み、米国経済は減速傾向を示している。純輸出や民間在庫による押し下げもあったものの、実質 GDP 成長率は 1-3 月期、4-6 月期と 2 期連続でマイナス成長となり、市場はテクニカル・リセッションと認識した。米国経済の自律的な成長を意味する民間最終需要（個人消費、設備投資、住宅投資の和）はプラスを維持したものの、1-3 月期の前期比年率+2.1%から 4-6 月期及び 7-9 月期はそれぞれ同+0.5%と減速した。

米国経済の前提となる金融環境に関しては、2023 年も引き締めの状況が続くことが想定される。2022 年 12 月の FOMC で公表された、FOMC 参加者による FF 金利予想（ドットチャート）の中央値は 2023 年末が 5.125%となり、2023 年内は計 0.75%pt の利上げが予想される。2023 年 1 月 31 日・2 月 1 日の次回 FOMC で 0.50%pt の利上げが行われれば、同年 3 月の FOMC で 0.25%pt の利上げを実施することで利上げは打ち止めとなる。あるいは、各会合で 0.25%pt の利上げとなれば 2023 年 5 月の FOMC で利上げが打ち止めとなる。いずれにせよ、今回のドットチャートに基づけば 2023 年上半期での利上げ完了が基本路線だろう。ただし、パウエル FRB 議長は 12 月 FOMC 後の記者会見で「十分に引き締めの金融政策スタンスをしばらくの間維持する」ことを強調しており、2023 年下半期も FF 金利は 5%を超える水準で推移すると予想される。

2023 年上半期に利上げが続く可能性が高いことに加え、これまでの金融引き締めの累積的な効果が発現し、2023 年の米国経済は減速感が一層強まると見込む。実質 GDP 成長率に関しては、2022 年を前年比+1.9%と見込むのに対し、2023 年は同+0.7%と予想する。主な需要項目に関しては、高水準の住宅ローン金利が住宅投資を引き続き抑制するとともに、これまで底堅く推移してきた設備投資に関しても資金調達環境のタイト化などを反映し、大幅に減速すると考えられる。また、米国経済の屋台骨である個人消費に関しては、雇用環境が緩やかに悪化することで、ペースダウンしていくことが予想される。2022 年は、実質個人消費と連動性の高い実質総賃金のうち、実質時給が落ち込む一方で、雇用者数の伸びが下支えしてきた。しかし、雇用者数に先行する傾向のある派遣業の雇用者数が既に落ち込む中で、雇用者数も先行き減速傾向を強めていくと考えられ、個人消費の下支え役としては期待しにくくなるだろう。

<sup>1</sup> 大和総研 ニューヨークリサーチセンター 矢作大祐「FOMC 0.50%pt に利上げ幅を縮小」（2022 年 12 月 15 日）参照 [https://www.dir.co.jp/report/research/economics/usa/20221215\\_023488.html](https://www.dir.co.jp/report/research/economics/usa/20221215_023488.html)

図表1 実質個人消費と実質総賃金、非農業部門雇用者数と派遣業雇用者数



(出所) BEA、BLS、Haver Analytics より大和総研作成

こうした雇用環境の悪化は、個人消費の減速を通じた需要の抑制に加えて、インフレ圧力の緩和をもたらす。パウエル議長は、インフレについて、コア財価格の減速傾向が顕著となり、住宅価格も減速の兆しが見られる一方、コアサービス価格（除く家賃）は高止まりしていると指摘している。コアサービス価格（除く家賃）は賃金上昇率と連動する傾向があり、労働需給のタイトさが緩和していけば、インフレ圧力は低下していくことになる。大和総研は、CPI に関して 2022 年 11 月の前年比 +7.1% から、2023 年 6 月には同 +4% 前後、同年 12 月には同 +3% 前後まで低下すると見込んでいる。インフレが順調に減速していけば、これまで実質総賃金を押し下げてきた実質時給が 2023 年後半にはプラスに転じることが想定され、個人消費への下押し効果は和らいでいくことが想定される。

また、インフレが落ち着いてくれば、次第に利下げムードが強まってくることになる。12 月のドットチャートでは、2024 年に 1.00%pt、2025 年に 1.00%pt の利下げが見込まれており、2023 年後半には市場での利下げの織り込みが進み、市場金利に低下圧力がかかるだろう。12 月のドットチャートの予想期間において、FF 金利は FOMC 参加者の長期見通し水準（中央値 2.5%）を上回ったままであることから、引き締めの金融環境は継続するが、家計・企業の資金調達環境が幾分改善し、住宅投資や設備投資も徐々にボトムアウトしていくと考えられる。

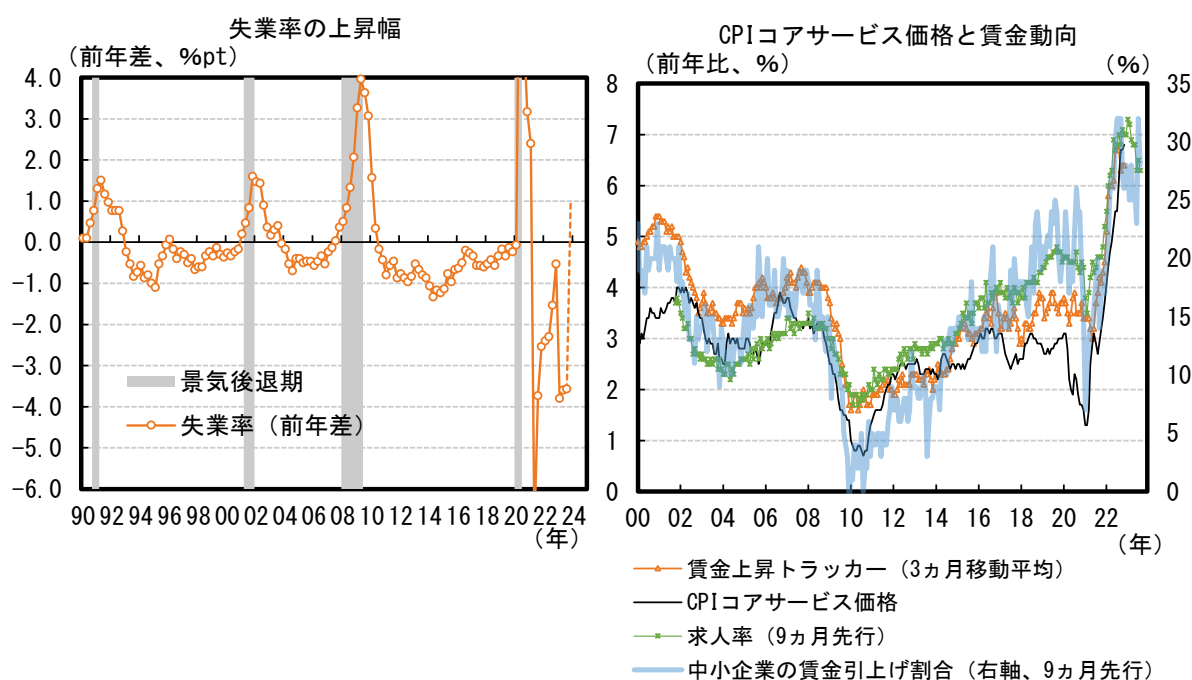
## 2023 年の米国経済を取り巻く三つのリスク

以上がベースシナリオであるが、先行きの米国経済を巡っては主に三つのリスク要因が考えられる。第一に、労働需給のタイトさが継続し、インフレが高止まりするリスクである。前述の通り、コアサービス（除く家賃）価格が減速する上で、賃金上昇率の低下が肝要となる。賃金上昇率の低下に向けては、景気が減速することで労働需給のタイトさが緩和していく必要があり、

そのシグナルとして失業率の上昇が挙げられる。FOMC 参加者の失業率見通し（2022 年 12 月時点、中央値）では、2023 年末の失業率が前年差で 0.9%pt 上昇することを見込んでいる。こうした失業率の上昇幅は、成長率が大幅に落ち込む景気後退期に見られるが、2023 年にマイナス成長を予想する FOMC 参加者は少数派となっている。つまり、FOMC 参加者は景気後退期のようなマイナス成長はないものの、失業率は景気後退期並みに上昇するという過去にあまり見られない将来像を描いていることになる。こうした FOMC 参加者の見方に対し、求人件数が失業者数を大幅に上回る足下の労働需要の強さを踏まえれば、労働需給の緩和には時間を要する可能性がある。例えば、CPI のコアサービス価格と連動性の高い賃金上昇率（アトランタ連銀公表の賃金上昇トラッカー）はようやくピークアウトの傾向を示し始めたところである。また、中小企業の賃金引き上げ割合や求人率は、賃金上昇率に先行する傾向があるが、両指標はピークアウトの兆候を示しつつあるものの、高水準で推移している。つまり、景気が多少減速したとしても、インフレ圧力の緩和には時間を要する可能性がある。

インフレ圧力が長期化すれば、2023 年の利上げ幅も 12 月のドットチャートから上振れし得る。12 月のドットチャートでは、2023 年に中央値よりも多くの利上げを見込んだ FOMC 参加者の方が、少ない利上げを見込んだ FOMC 参加者よりも多い。また、利下げフェーズへの移行が想定される 2024 年に関しても、中央値よりも低い金利を予想する FOMC 参加者は 5 名であり、高い金利を予想する FOMC 参加者の 7 名と比べて少数派となっている。つまり、FOMC 参加者もインフレの高止まりリスクを懸念しており、金融引き締めが長引く恐れがあるだろう。インフレ圧力が長期化すれば、実質賃金のプラス転換が遅れ、個人消費の回復が先送りされることに加え、追加的な金融引き締めによって住宅投資や設備投資のボトムアウトも遅延することになる。

図表 2 失業率の上昇幅、CPI コアサービス価格と賃金動向



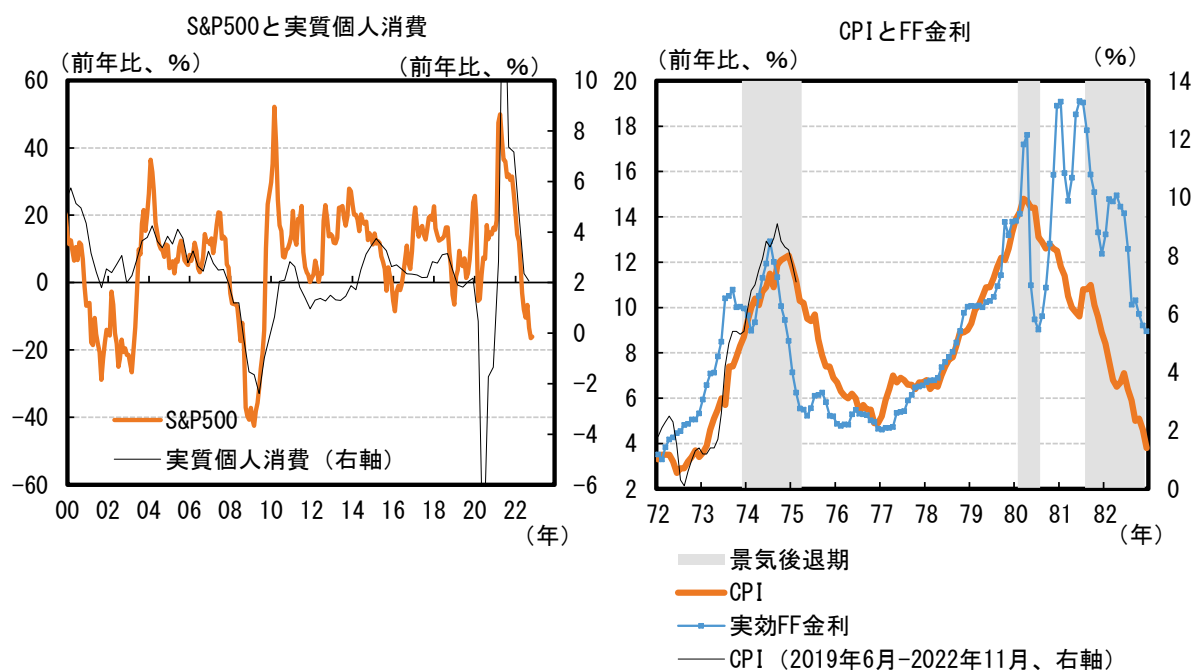
(注) 左図の点線部分（2022 年 10-12 月期、2023 年 10-12 月期）は、12 月 FOMC で示された FOMC 参加者の失業率予想（中央値）を基に算出。

(出所) NBER、BLS、FRB、アトランタ連銀、NFIB、Haver Analytics より大和総研作成

第二に、米国政治を巡る不確実性がもたらす景気の下振れリスクである。11月の中間選挙の結果、2023年1月から始まる第118議会は上院（民主党）と下院（共和党）で多数派が異なるねじれ議会となる。ねじれ議会では、政策の実現に向けて民主・共和党間での政策調整が不可欠となる。過去のねじれ議会において、法案成立数が減少する傾向が見られたことから、2023年においても法案成立の難易度は高いことが想定される。こうしたねじれ議会による政治の停滞によって、2023年は政府債務上限問題が再燃する可能性がある。2021年12月に債務上限が2.5兆ドル引き上げられたことで、連邦政府の債務上限は約31.4兆ドルとなったが、2022年11月時点での債務残高は約31.3兆ドルとなり、上限まで400億ドルを割り込んだ。2023年1-3月期には債務残高が上限に達する可能性が高い。

上限に達した後は、資金の枯渇を防ぐために、財務省が特別措置を通じて資金をやりくりすることが想定されるが、仮に資金が枯渇することになれば、最悪の場合に米国債等の債務の返済が滞るといったデフォルトが発生することになる。デフォルトを防ぐためには、債務上限の引き上げや上限の適用一時停止といった議会の合意が必要となる。仮に合意に失敗した場合、資金が枯渇しデフォルトする可能性が高い時期として2023年7-9月期が想定される。つまり、債務残高が上限に達し、資金が枯渇するまでの2023年上半期から下半期前半にかけては、米国債等のデフォルトリスクが高まる可能性がある。最終的にデフォルトを回避できたとしても、2011年に政府債務上限問題を契機に米国債の格付けが引き下げられた時のように、市場が大きく混乱する可能性は残る。個人消費は株価（S&P500）と連動する傾向があり、前年比で▲20%以下となると冷え込む傾向がある。金融引き締めによって株価が落ち込む中で、市場が大きく混乱すれば、株安によって逆資産効果をもたらし、景気の下振れリスクとなり得るだろう。

図表3 S&P500と実質個人消費、CPIとFF金利



(注) 右図の黒線のみ2019年6月から2022年11月。

(出所) BEA、BLS、FRB、S&P、NBER、Haver Analyticsより大和総研作成



第三にインフレの高止まりリスクと景気後退リスクの高まりを背景とした、金融政策の分断リスクが挙げられる。そもそも金融引き締めによって成長率が抑制されている中で、マイナス成長に転じるハードルは低く、上述の政治を巡る不確実性も相まって、景気後退リスクは高い。景気後退に陥れば、需給ギャップが緩和し、労働需給が緩和することで、タイムラグをもちながらインフレが減速していくことが想定される。仮にインフレが落ち着いてきた時期であれば、景気後退が発生しても引き締めの金融環境を転換させることも選択肢となり得る。しかし、インフレが高止まりしている時期に景気後退が発生すれば、FOMC はインフレ対策（引き締めの金融環境）と景気のコインジデンス（緩和的な金融環境）という二者択一を迫られ得る。

パウエル議長は、金融緩和へと転じることが時期尚早であったために、インフレが高水準で定着してしまった1970年代を取り上げ、インフレ対策を最優先事項とすることをこれまでも繰り返している。他方、いざ景気後退に直面した場合に、FOMC が一致団結して金融引き締めを継続できるかは不透明である。積極的な金融引き締めでインフレ抑制に成功したと評価されている1980年代初頭においても、景気後退リスクが高まった際にFOMCにおいてインフレ対策を優先することで一枚岩となることは難しく、金融環境が急激にタイト化した際には一時的に利下げに転じざるを得なかった。12月のFOMCでの利上げ幅の縮小は、急ピッチでの金融引き締めが景気を過度に冷やすことへの警戒が一つの根拠となっている。利上げ幅の縮小は、景気後退を回避し、秩序立ったインフレの抑制を目指すという意味で、金融引き締めの継続性に寄与すると考えられる一方で、景気後退リスクが高まった場合にFOMC参加者が金融引き締めの継続に躊躇する可能性も示唆している。

前述の通り、ドットチャート上はターミナルレートが引き上げられやすい状況にあるが、FOMCでの投票権構成を踏まえれば印象は異なる。2022年はタカ派がハト派に比べて多く、中立派もタカ派化しやすい構造にあったが、2023年はハト派がタカ派に比べて多くなり、中立派はハト派に誘導されやすい可能性がある<sup>2</sup>。つまり、2023年はFOMC参加者の中でも意見の相違が激しくなり得る。2022年は高インフレに悩まされたわけではあるが、景気が強い中でFOMCが金融引き締めを進めやすい環境であった。しかし、2023年は高インフレリスクと景気後退リスクを両にらみするという、難しい局面で金融引き締めを継続することになる。図表3の右図のように、インフレは減速しつつあり、1970年代半ばの状況に類似しつつある。そして、近い将来景気後退に落ち込み、FOMC参加者内で金融引き締めと金融緩和で意見が二分したり、時期尚早に金融緩和へと転換してしまえば、パウエル議長が懸念していた、高インフレの定着に伴い後々に急激な金融引き締めと景気的大幅な調整が必要となった1970年代末から1980年代前半の再発可能性が高まることも想定されるだろう。

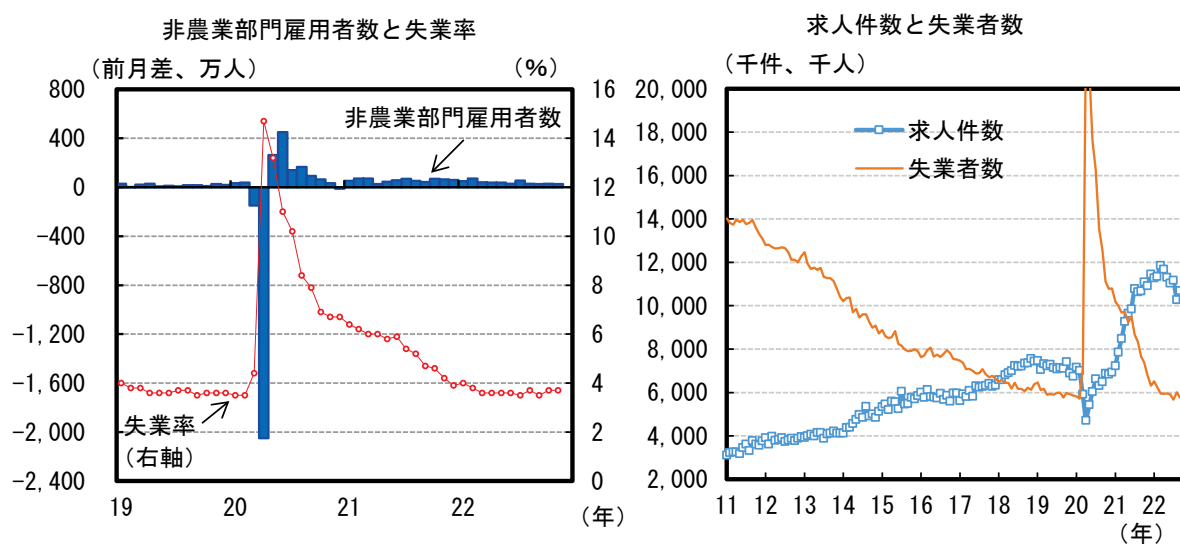
<sup>2</sup> 2023年の輪番制による地区連銀総裁の投票権は、エバンス・シカゴ連銀総裁、ハーカー・フィラデルフィア連銀総裁、カシュカリ・ミネアポリス連銀総裁、ローガン・ダラス連銀総裁が有する。結果、ハト派は2022年の1人から3人へと変わる。

## 労働需給はタイトなままで、賃金上昇圧力の緩和には時間を要する<sup>3</sup>

2022年11月の雇用統計では、非農業部門雇用者数が前月差+26.3万人と、市場予想を上回る結果となった。失業率は前月から横ばいの3.7%と、市場予想通りとなった。雇用者数や失業率が堅調な結果となった一方で、非自発的失業や非自発的パートタイム就業者が増加したことから、景気減速の影響も見受けられる。最大の懸念材料であるインフレ加速に関して、賃金上昇率は前月比及び前年比で加速した。非労働力人口が増加するなど、労働需給のタイトさは継続しており、最大の懸念材料であるインフレ加速に関しては、収束が見通しにくい状況が続いている。

足下の雇用環境について、大手IT企業に加え、金融機関や一部の事業会社での人員削減に関する報道が見られており、失業者数の押し上げ要因となることが想定される。他方で、新規失業保険申請件数を確認すると、直近値(12/4-12/10)は21.1万件となり、9月末以降は20万人前半での推移している。労働需要に関しては、10月の求人件数は前月差▲35.3万件と減少したものの、水準は1,033.4万件となった。11月の失業者数が601.1万人であることを踏まえれば、失業者数対比で豊富な労働需要が、人員整理の対象となった人々の受け皿となっていると考えられよう。こうした高水準の求人件数が雇用環境の急激な悪化を抑制するバッファーとなっている一方で、失業率の上昇に見られるような労働需給の緩和、ひいては賃金上昇圧力の緩和には時間を要するというところだろう。

図表4 非農業部門雇用者数と失業率、求人件数と失業者数



(出所) BLS、Haver Analytics より大和総研作成

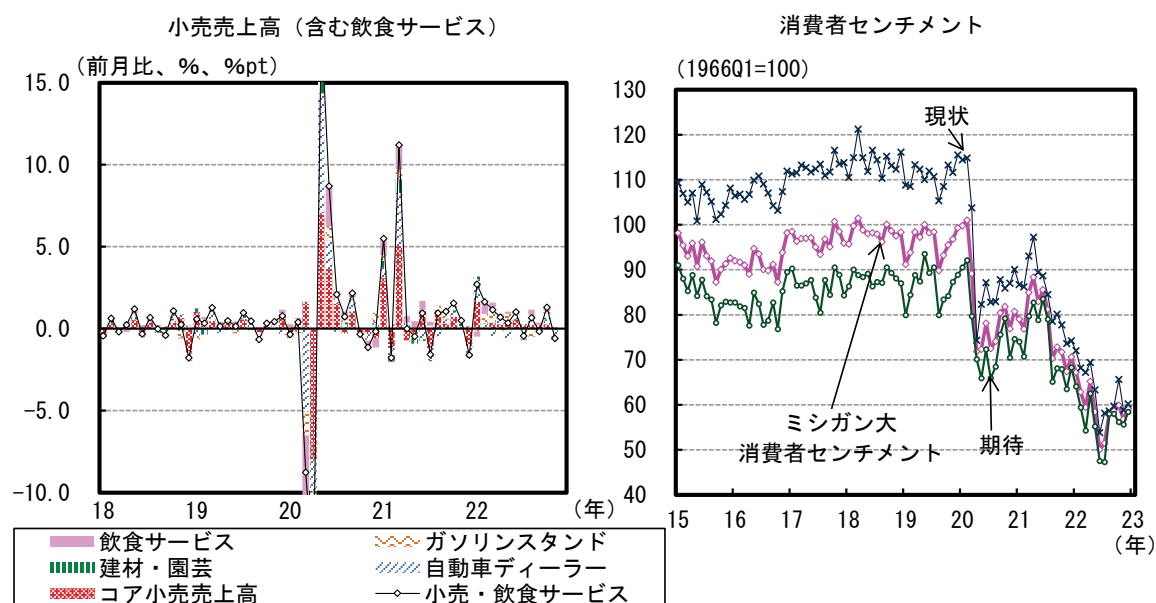
<sup>3</sup> 大和総研 ニューヨークリサーチセンター 矢作大祐「非農業部門雇用者数は前月差+26.3万人」(2022年12月5日) 参照 [https://www.dir.co.jp/report/research/economics/usa/20221205\\_023453.html](https://www.dir.co.jp/report/research/economics/usa/20221205_023453.html)

## 小売売上高は減少も、消費者マインドは小幅に改善

個人消費の動向を確認すると、2022年11月の小売売上高（含む飲食サービス）は前月比▲0.6%となり、市場予想（Bloomberg調査：同▲0.2%）を下回った。振れが大きい業種（自動車ディーラー、ガソリンスタンド、建材・園芸、飲食サービス）を除く、コア小売売上高についても、同▲0.2%とマイナスに転じた。小売売上高（含む飲食サービス）の内訳を見ると、飲食サービス（同+0.9%）、飲食料品（同+0.8%）、ヘルスケア製品（同+0.7%）が堅調だったものの、それ以外のほとんどの項目はマイナスとなった。中でも、家具・身の回り品（同▲2.6%）や建材・園芸（同▲2.5%）、自動車・部品（同▲2.3%）の落ち込みが大きい。いずれも10月に大幅に増加した項目であり、反動減という側面もあるだろう。また、ホリデー商戦到来に伴い、本来売上増が期待されるGMS（同▲0.1%）や衣服・宝飾品（同▲0.2%）は、期待外れの結果となった。GMSや衣服・宝飾品といったホリデー商戦関連消費の不調は、景気悪化の兆しともいえる。ただし、原数値ベースでは堅調さを維持しており、季節調整による歪みの影響も考えられる。ホリデー商戦を考える上では、単月の結果で一喜一憂するのではなく、来月も併せた10-12月期の結果を見るべきだろう。

小売売上高が振るわなかった一方で、消費者マインドは小幅に改善した。ロイター／ミシガン大消費者センチメント（速報値）は、12月が前月差+2.3ptと改善に転じ、水準は59.1となった。構成指数の内訳を見ると、現状指数（同+1.4pt）、期待指数（同+2.8pt）ともに改善した。ミシガン大学は、消費者の高インフレに対する懸念が幾分緩和したと指摘している。CPIが減速傾向を示す中で、短期の期待インフレに関しても、2カ月連続で低下した。インフレの減速傾向は、消費者マインドを押し上げる一方で、足下の景気後退懸念の強まりがマインドを押し下げることから、当面は消費者マインドが本格的に改善することは期待しにくいだろう。

図表5 小売売上高（含む飲食サービス）、消費者センチメント



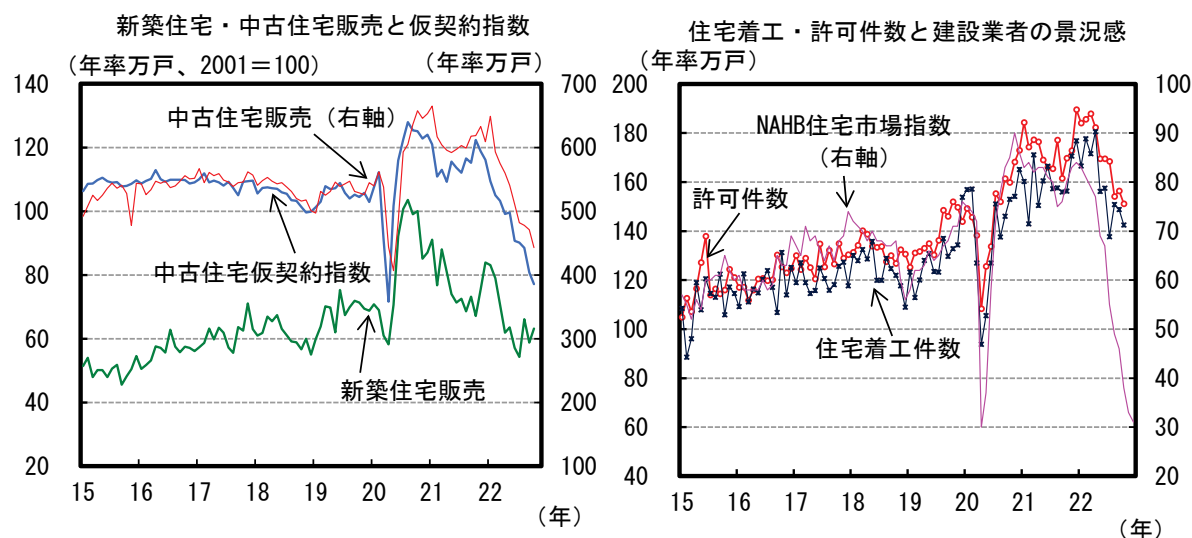
(出所) Census、ロイター／ミシガン大、Haver Analytics より大和総研作成

## 建設業者のマインドは1年を通じて悪化し、水準はコロナ禍直後並み

住宅需要に目を向けると、2022年10月の新築住宅販売（戸建）は、前月比+7.5%と9月の大幅減からプラスに転じた。増加したとはいえ、減速傾向の中での単月の振れであろう。2022年10月の中古住宅販売（コンドミニアム等含む）は同▲5.9%と、9カ月連続で減少し、マイナス幅も拡大した。また、中古住宅販売の先行指標である中古住宅仮契約指数は10月に前月比▲4.6%となった。中古住宅価格は低下し、新築住宅価格も伸びが緩やかになってきてはいるものの価格水準は高いままである。住宅ローン金利（30年固定）も11月初旬の7%強から徐々に低下しているものの、6%半ばと依然として高水準となっており、住宅ローン申請件数も低調である。利上げ幅が縮小したとはいえ、金融引き締めが続いていることに変わりはなく、住宅需要関連指標は引き続き悪化している。

住宅供給に関しては、新築住宅着工は、2022年10月に前月比▲4.2%と2カ月連続で減少し、マイナス幅も拡大した。先行指標である建設許可についても、同▲3.3%と再びマイナスに転じた。住宅建設業者のマインドに関しても、足下まで悪化の一途である。NAHB（全米住宅建設業協会）住宅市場指数を見ると、2022年12月分は前月差▲2ptの低下となり、1年を通じて悪化し続けたことになる。また、水準も31とコロナ禍直後の最低水準である2020年4月の30とほとんど変わらない。NAHBは、高水準の住宅ローン金利や建材などのコスト高による安価な住宅購入の難しさが住宅需要を抑制しているとコメントしている。また、住宅建設業者は、住宅需要を活性化するために、インセンティブを増やしているとも指摘している。ただし、建材や人件費などのコストは高止まりしており、住宅建設業者が住宅価格を引き下げる余地はほとんどないと指摘している。住宅価格の引き下げ幅が限定的となれば、住宅需要も抑制される。NAHBによれば、住宅建設業者は2024年以降のFOMCでの利下げに期待しているようだが、裏を返せば、引き締め的な金融環境が続く2023年は低調さを維持する可能性があるということだろう。

図表6 新築住宅・中古住宅販売と仮契約指数、住宅着工・許可件数と建設業者の景況感



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

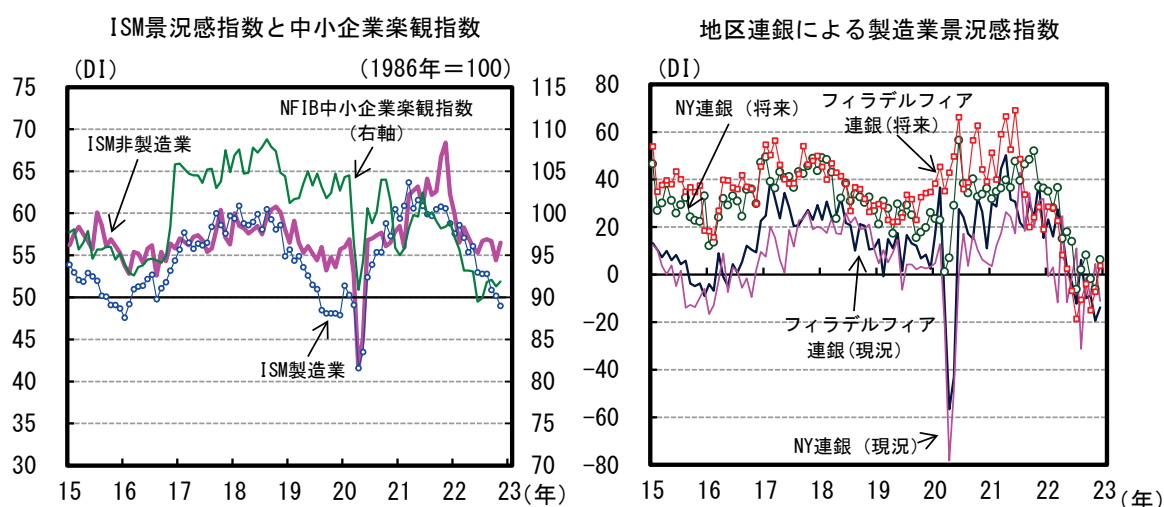
## 企業マインドは好悪入り混じる

2022年11月のISM景況感指数は、製造業が前月差▲1.2%ptの49.0%となった。好不況の目安である50%を下回ったのは、コロナ禍初期の2020年5月以来となる。他方で、非製造業は同+2.1%ptと3カ月ぶりに改善し、水準は56.5%となった。製造業に関しては、入荷遅延指数以外（新規受注指数、生産指数、雇用指数、在庫指数）が悪化した。非製造業に関しては、事業活動指数、雇用指数が改善した一方で、新規受注指数、入荷遅延指数が悪化した。コメントを見ると、製造業に関しては、受注や売上の減少を指摘する声がさらに強まっている。他方で、非製造業に関してはサプライチェーンの混乱がビジネス上の課題として引き続き認識されている一方で、ビジネスに関しては堅調という指摘が多い。

中小企業マインドに関しては、2022年11月のNFIB（全米独立企業連盟）中小企業楽観指数は、前月差+0.6ptと改善に転じ、水準は91.9となった。内訳項目を見ると、実質販売増加に対する期待や景況感の改善に対する期待が改善した。NFIBは、中小企業は労働力不足やサプライチェーンの混乱や、高インフレを何とか対処しており、ビジネスは回復していると指摘している。

11月の企業マインドをまとめれば、製造業のマインド悪化が顕著な一方で、非製造業や中小企業ではマインドが回復しており、ばらつきが見られる。2022年12月中旬までの動向を含む地区連銀景況感指数（現況指数）を見ると、NY連銀（前月差▲15.7pt）は悪化した一方で、フィラデルフィア連銀（同+5.6pt）は改善した。現況指数はまちまちとなったが、将来指数はNY連銀（同+12.4pt）、フィラデルフィア連銀（同+10.9pt）のどちらも改善した。両指数は振れが大きいので、解釈が難しいところではあるが、現況指数がマイナス圏で推移している一方で、将来指数はプラス圏へと転じつつあり、先行きに対して幾分光が差し始めているようにも映る。インフレ減速が企業の先行きに対するマインドを楽観的にさせている可能性があるだろう。とはいえ、景気が減速していく中でマインド改善の本格化はハードルが高いといえるだろう。

図表7 ISM景況感指数とNFIB中小企業楽観指数、地区連銀による製造業景況感指数



（出所）ISM、NY連銀、フィラデルフィア連銀、NFIB、Haver Analyticsより大和総研作成

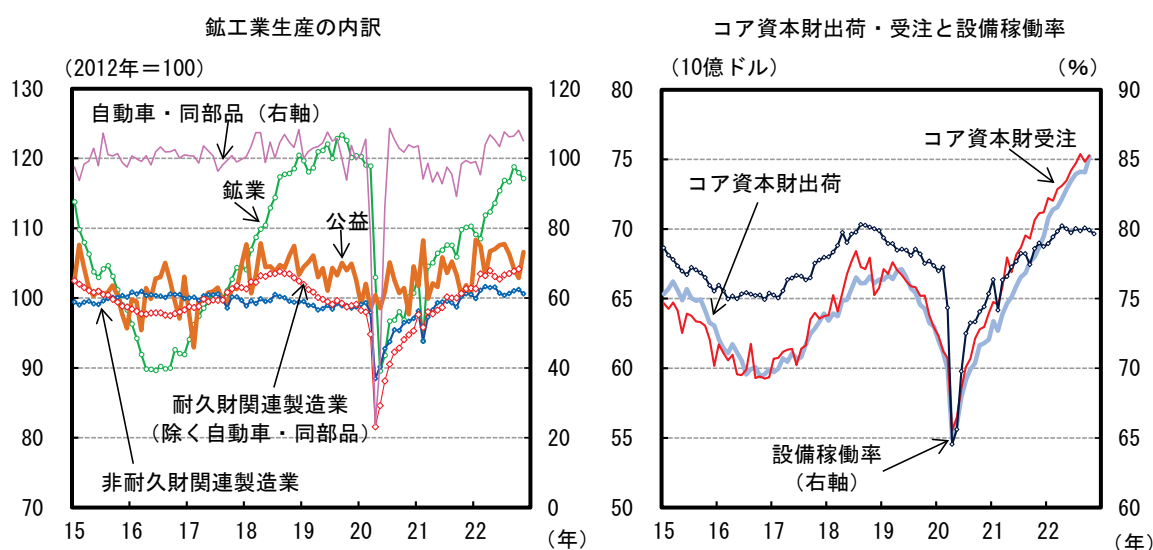


## 11月の鉱工業生産は2カ月連続でマイナスとなる

企業の実体面に関して、2022年11月の鉱工業生産指数は前月比▲0.2%と2カ月連続でマイナスとなった。市場予想（Bloomberg調査：同+0.1%）を下回る軟調な結果といえる。11月の内訳を見ると、公益（同+3.6%）が4カ月ぶりに増加した一方で、鉱業（同▲0.7%）が2カ月連続で減少し、製造業（同▲0.6%）も5カ月ぶりにマイナスに転じたことで全体を押し下げた。製造業の内訳を見ると、耐久財（同▲0.6%）、非耐久財（同▲0.6%）ともに落ち込んだ。耐久財に関しては、自動車・同部品（同▲2.8%）や電気機械（同▲2.4%）、一次金属（同▲1.4%）などの落ち込みが大きい。前月の大幅増からの反動減という側面もあるだろう。非耐久財に関しては、印刷（同+1.6%）を除いたすべての業種でマイナスとなった。中でもゴム・プラスチック（同▲1.8%）や、繊維・繊維製品（同▲1.0%）が足を引っ張った。

設備投資関連の指標について、機械投資の一致指標であるコア資本財出荷は2022年10月に前月比+1.5%となり、先行指標であるコア資本財受注は同+0.6%といずれもプラスに転じた。他方で、11月の鉱工業生産が2カ月連続でマイナスとなったことを踏まえれば、11月の出荷・受注も軟調な結果となる可能性がある。設備稼働率に関しては前月差▲0.2%pt 低下の79.7%となり、長期平均（1972-2021年：79.6%）に肉薄している。設備稼働率は横ばいから緩やかな低下傾向にあることから、製造業の設備投資意欲も徐々に低下していくだろう。非製造業を中心に、省力化投資などの需要は残ることから、10-12月期の企業の設備投資は底堅く推移すると考えられるものの、金融引き締めによって資金調達環境がタイトな中で、2023年1-3月期以降はペースダウンが顕著になると予想される。

図表8 鉱工業生産の内訳、コア資本財出荷・受注と設備稼働率



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

## 経済見通し

足下までの経済指標を踏まえれば、2022年10-12月期の実質GDP成長率は前期比年率+1.4%と7-9月期からペースダウンすると見込む。ホリデー商戦の中で個人消費は改善するも、住宅投資の大幅な減少が続くとともに設備投資が減速することで足を引っ張ることが予想される。

2023年も引き締めの金融環境が続く中で、米国経済は減速していくと考えられる。実質GDP成長率に関しては、2023年を通じて前期比年率で+1%を下回るペースが続くことが想定される。米国経済の屋台骨である個人消費も、雇用環境が徐々に悪化することで減速し、これまでのように米国経済の下支え役としては期待しにくくなる。他方で、雇用環境の悪化は、労働需給のタイトさを緩和させ、賃金上昇圧力を抑制することで、インフレを減速させていく。CPIに関して2023年6月には前年比+4%前後、同年12月には同+3%前後まで低下すると見込んでいる。インフレが順調に減速していけば、2023年下半年には実質時給がプラスに転じ、個人消費への下押し圧力が和らぐことになろう。また、インフレが減速することで、2024年以降の利下げを織り込み、市場金利が低下することで、2023年下半年には設備投資や住宅投資もボトムアウトしていきと考える。

他方で、労働需給のタイトさが長期化し、インフレが高止まりするリスクや、政府債務上限問題などを背景とした市場の不安定化による景気後退リスクの高まりが懸念される。両リスクが別々の時期に顕在化すれば、それぞれに対応することが可能だが、インフレが高止まりしている時期に景気後退が発生すれば、FOMCはインフレ対策（引き締めの金融環境）と景気のコ入れ（緩和的な金融環境）という二者択一を迫られ得る。とりわけ懸念されるのは、高インフレの中でも金融緩和を優先することで、高インフレが定着し、後々に急激な金融引き締めと景気的大幅な調整が必要となった1970年代後半から1980年代前半の状況の再発可能性が高まることだろう。

図表9 米国経済見通し

	四半期												暦年			
	2021				2022				2023				2020	2021	2022	2023
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV				
	前期比年率、%												前年比、%			
国内総生産	6.3	7.0	2.7	7.0	-1.6	-0.6	2.9	1.4	0.2	0.0	0.2	0.7				
〈前年同期比、%〉	1.2	12.5	5.0	5.7	3.7	1.8	1.9	0.5	1.0	1.1	0.5	0.3	-2.8	5.9	1.9	0.7
個人消費	10.8	12.1	3.0	3.1	1.3	2.0	1.7	2.8	1.0	0.8	0.9	1.1	-3.0	8.3	2.8	1.4
設備投資	8.9	9.9	0.6	1.1	7.9	0.1	5.1	2.7	-0.9	-1.7	-2.5	-0.5	-4.9	6.4	3.6	0.2
住宅投資	11.6	-4.9	-5.8	-1.1	-3.1	-17.8	-26.8	-25.5	-17.8	-9.7	-3.8	0.2	7.2	10.7	-10.6	-16.6
輸出	0.4	4.9	-1.1	23.5	-4.6	13.8	15.3	2.5	1.9	1.2	2.2	2.5	-13.2	6.1	7.6	4.2
輸入	7.6	7.9	6.6	18.6	18.4	2.2	-7.3	3.6	1.4	1.0	2.0	2.4	-9.0	14.1	8.7	0.8
政府支出	6.5	-3.0	-0.2	-1.0	-2.3	-1.6	3.0	2.9	2.3	1.5	1.5	1.6	2.6	0.6	-0.7	2.0
国内最終需要	9.9	8.2	1.7	2.0	1.3	0.2	0.9	1.9	0.4	0.3	0.4	0.9	-1.9	6.7	1.7	0.7
民間最終需要	10.6	10.7	2.1	2.6	2.1	0.5	0.5	1.7	0.1	0.0	0.2	0.8	-2.8	8.1	2.2	0.5
鉱工業生産	3.1	6.5	3.5	4.8	4.7	5.0	1.7	0.5	0.4	0.3	0.5	1.0	-7.0	4.9	4.1	0.9
消費者物価指数	4.1	8.2	6.7	7.9	9.2	10.5	5.7	3.7	3.7	3.6	3.1	2.8	1.2	4.7	8.0	4.2
失業率(%)	6.2	5.9	5.1	4.2	3.8	3.6	3.5	3.7	3.8	4.0	4.3	4.2	8.1	5.4	3.7	4.1
貿易収支(10億ドル)	-197	-204	-219	-225	-283	-254	-211	-229	-228	-227	-227	-227	-654	-845	-976	-908
経常収支(10億ドル)	-189	-206	-226	-225	-283	-251	-206	-223	-219	-216	-215	-213	-620	-846	-963	-864
FFレート(%)	0.25	0.25	0.25	0.25	0.50	1.75	3.25	4.50	5.25	5.25	5.25	5.25	0.25	0.25	4.50	5.25
2年債利回り(%)	0.13	0.17	0.23	0.53	1.44	2.72	3.38	4.39	4.40	4.53	4.54	4.41	0.40	0.27	2.99	4.47
10年債利回り(%)	1.32	1.59	1.32	1.54	1.94	2.93	3.11	3.82	3.89	4.26	4.35	4.29	0.89	1.44	2.95	4.20

(注1) 網掛けは予想値。2022年12月19日時点。

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

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

# 2023 年の欧州経済

## エネルギー供給危機が、インフレ鈍化と景気浮揚を妨げる

近藤 智也

### [要約]

- これまでの高インフレと企業景況感・消費者信頼感の悪化の累積効果によって、足もとの生産や個人消費のデータは景気悪化を示唆している。一方で、先行きへの期待感を中心に、マインド悪化の下げ止まりから改善の兆しも見え始めている。2022 年末から 2023 年初めにかけてマイナス成長に陥るといったシナリオの蓋然性が高まる一方、景気の谷は浅く、当初想定したほど深刻な景気後退には至らないとの見方が強まっている。
- ただ、2022 年を覆っていた不透明感・不確実性は、2023 年になっても払拭できないだろう。つまり、ロシアによるウクライナへの軍事侵攻が欧州経済の重しになっている構図に変化は見られず、エネルギー供給への懸念は、企業や家計に慎重な支出行動を強いるだろう。
- 高インフレに対処するため、ECB や BOE は政策金利を大幅に引き上げてきたが、2022 年最後の金融会合では揃って利上げ幅を縮小させた。年末にかけてインフレ率はピークアウトした可能性があるが、2023 年のインフレ鈍化ペースは緩慢になると見込まれる。中央銀行は景気減速への配慮よりもインフレ抑制を重視するタカ派のスタンスを鮮明にしており、2023 年前半まで利上げは続く可能性が出てきた。
- ユーロ圏経済を取り巻く環境は引き続き混沌としており、マイナス成長が短期間で済んだとしても、2023 年央から年末にかけてエネルギー供給懸念が再びネックになり、成長率の加速は限定的にとどまる可能性が高い。

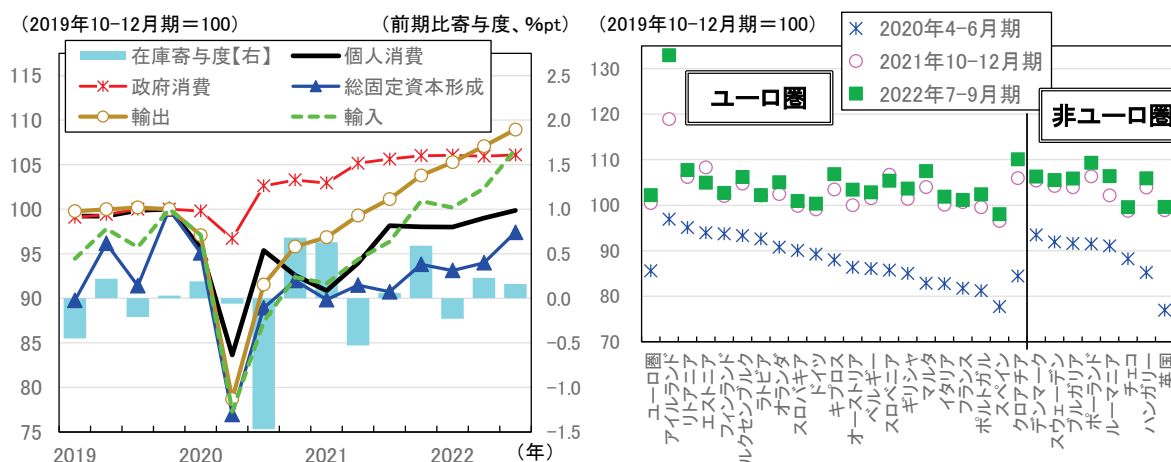
## ユーロ圏経済

### 7-9 月期の GDP 成長率実績は上方修正 ～ マイナス成長は加盟国の約 1/3 にとどまる

ユーロ圏の 2022 年 7-9 月期の実質 GDP 成長率は前期比+0.3%（年率換算+1.3%）と速報値から上方修正されたが、1-3 月期の同+0.6%、4-6 月期の同+0.8%からは大幅に減速した。ユーロ圏全体の GDP 需要項目別内訳を見ると、個人消費は同+0.9%と 4-6 月期（同+1.0%）からやや減速したものの、景気の足を引っ張る要因とはならず、高インフレのもとでも底堅く推移した。政府消費は同+0.1%と 2 四半期ぶりにプラスとなったが、2022 年に入ってからはほぼ横ばいで推移し、成長への寄与はニュートラルである。個人消費以上に成長の牽引役になったのが総固定資本形成であり、同+3.6%と 8 四半期ぶりに高い伸びとなった。その内訳を見ると、約半分を占める建設投資は 2 四半期連続で減少したが、2 割強を占める知的財産生産物が同+16.8%と急増し、3 割を占める機械も同+2.0%と 4 四半期連続で増加し（機械のうち輸送関連は同+7.1%と伸び率が加速）、建設投資の落ち込みを相殺した。内需が前期よりも加速した一方、外需は、輸出が同+1.7%と堅調に推移したものの、輸入が同+4.3%と高い伸びを示したことから、外需の寄与度は同▲1.11%pt と全体の成長率を押し下げた。冬に備えてエネルギー輸入が増加した要因の他、堅調な内需を反映して輸入が増えた面もあろう。

ユーロ圏各国の成長率を見ると、アイルランドが前期比+2.3%と突出して高い他、キプロスやマルタがそれぞれ同+1.3%、ルクセンブルクが同+1.1%と小国が高い成長を示した。逆に、エストニア（同▲1.8%）やラトビア（同▲1.7%）、スロベニア（同▲1.4%）の減少率が大きく、この 3 カ国を含めた計 6 カ国（ギリシャ、フィンランド、オランダ）がマイナス成長に陥った。7-9 月期の時点で 2 四半期連続のマイナス成長となったのはエストニアのみである。主要 4 カ国では、イタリアが同+0.5%、ドイツが同+0.4%、フランスとスペインが同+0.2%といずれもプラス成長を維持したが、ドイツを除く 3 カ国は前期から減速した。

図表 1 ユーロ圏の実質 GDP 需要項目別の推移（左）、欧州各国のコロナ禍以降の回復度合い（右）



（注）クロアチアは 2023 年 1 月からユーロ圏に加入する予定。

（出所）Eurostat、ONS、Haver Analytics 資料より大和総研作成

7-9 月期まではマイナス成長を回避したユーロ圏経済だが、11 月に発表された欧州委員会の見通しに続いて、ECB も最新の経済見通し（12 月 15 日公表）で、2022 年 10-12 月期・2023 年

1-3月期と2四半期連続のマイナス成長、いわゆるテクニカルリセッションに陥ると予想している。ただ、足もとの落ち込み幅は当初の想定よりも小さくなっており<sup>1</sup>、深刻な景気後退には至らないとの見方が強まっている（当然ながら、国によって景気後退の長さや深さは異なる）。

### 期待感主導でマインドは下げ止まりから改善へ ～ 景気後退は当初ほど深刻にならない可能性

10月のユーロ圏の鉱工業生産（建設除く）は前月比▲2.0%と3ヵ月ぶりに減少した。夏以降の企業マインドの悪化が実体経済に反映されたといえよう。仮に11-12月が前月比横ばいだと、10-12月期は前期比▲0.9%と5四半期ぶりのマイナスになる。10月の内訳は非耐久消費財が前月比+0.3%とプラスを保ったが、エネルギー（同▲3.9%）、耐久消費財（同▲1.9%）、中間財（同▲1.3%）、資本財（同▲0.6%）は減少した。国別では、アイルランドが同▲10.7%と前月からの反動減が見られた他、ルクセンブルクが同▲4.4%、マルタが同▲2.8%と小国の落ち込みが続く。主要国はフランス（同▲2.6%）、イタリア（同▲1.0%）、ドイツ（同▲0.9%）、スペイン（同▲0.4%）と揃って減少した。逆に、プラスとなった国はスロバキア（同+1.3%）、リトアニア（同+1.1%）、ギリシャ（同+0.5%）、オーストリア（同+0.2%）の僅か4ヵ国にすぎない。

11月のユーロ圏の景況感指数（総合、欧州委員会発表）は93.7と9ヵ月ぶりに改善した。ウクライナ侵攻以降悪化してきた消費者マインドが2ヵ月連続で改善したのに対して、企業の景況感指数は鉱工業が悪化し続ける一方、サービス業は5ヵ月ぶりに改善、小売業は横ばいと業種によってばらつきが見られる。11月の牽引役となった消費者マインドは6月以来の高水準となったが、2020年春のコロナ禍でつけた当時のボトムの水準に漸く戻った程度であり<sup>2</sup>、個人消費に力強さが出てくるには程遠い。引き続き、エネルギー供給不足への懸念や高インフレの長期化、さらには世界経済の減速傾向や金融政策の引き締め（金利上昇）がユーロ圏の企業経営者や消費者のマインドの重しになっている。

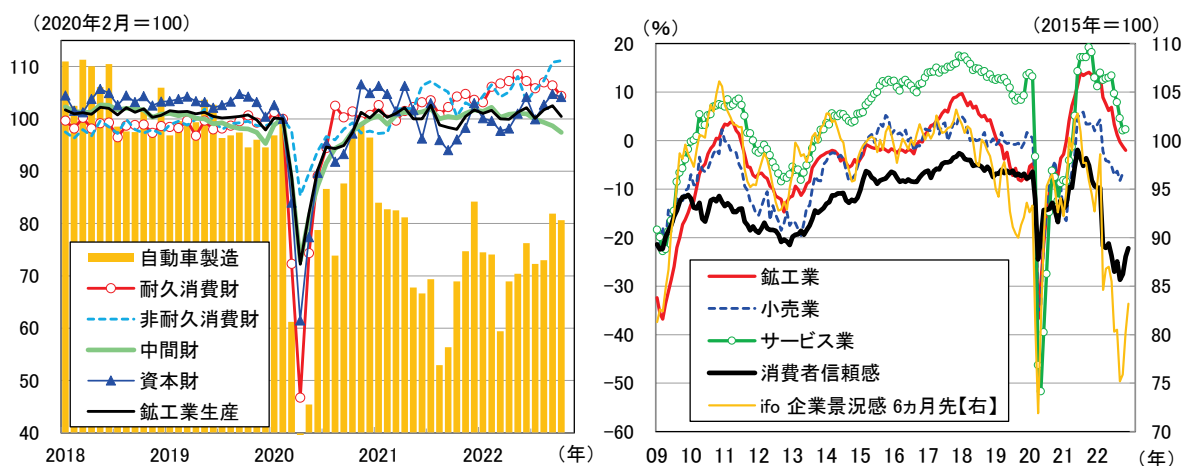
ただ、ifo 経済研究所が発表した12月のドイツ企業の景況感指数は88.6と市場予想を上回り、8月以来の高水準となった。ビジネス環境の先行き（半年先）見通しが3ヵ月連続で改善し半年ぶりの高水準になっただけでなく、現状認識も7ヵ月ぶりに上昇に転じ、企業景況感の下げ止まり感を示している。また、サプライチェーンの問題に関しても、年央までは製造業の7割超が原材料や中間製品の不足が生産活動を妨げていると回答していたが、年末には約5割まで低下し、状況が改善している。ifoも“ドイツ経済のセンチメントはかなり明るくなった。期待が著しく改善し、ドイツ企業は希望を持ってホリデーシーズンを迎えた”と言及し、2ヵ月前の“ドイツ経済は厳しい冬に直面している”とのコメントから大きく様変わりした。主要国の中で景気の谷が深く、かつ回復のスピードも鈍いとみられていたドイツの景気後退は、当初多くの人が予想していたほど深刻にならない可能性が高まっている。

<sup>1</sup> 欧州委員会は、10-12月期の成長率を前期比▲0.5%と予想する一方、ECBスタッフは同▲0.2%と見込む。両者の2023年の四半期ごとの想定は概ね同じだが、2024年に関しては、各四半期で欧州委員会が同+0.3~+0.4%と23年後半と同じペースの成長を予想しているのに対して、ECBは同+0.5%~+0.6%に加速するとやや楽観的だ。その結果、ECBの2024年の予想成長率は前年比+1.9%と、欧州委員会（同+1.5%）を上回る。

<sup>2</sup> 1985-2019年の単純平均は▲9.9%、2000-2019年の20年間平均でも▲10.9%、2010-2019年の10年間平均は▲11.0%であり、現状の水準（11月▲23.9%）はそれらを大幅に下回ったままである。



図表2 ユーロ圏の鉱工業生産（左）、ユーロ圏の企業景況感・消費者マインドの推移（右）



(注) 右図：消費者信頼感のみ、直近値は2022年12月（速報値）。

(出所) Eurostat、欧州委員会、ifo 経済研究所、Haver Analytics 資料より大和総研作成

### 高インフレに加えて金利上昇が、個人消費の回復を妨げるリスクに

10月のユーロ圏の実質小売売上は前月比▲1.8%と3ヵ月ぶりに減少し（名目ベースでも同▲0.8%と半年ぶりに減少）、減少率はオミクロン株による感染拡大に対処した行動制限があった2021年12月以来の大幅減となった。行動制限の影響を受けた前回と、制限がほぼない直近10月では外部環境が異なり、それだけ足もとは高インフレの打撃を被って、消費者マインドの悪化が実質購買力を低下させたと考えられる。仮に11-12月が横ばいで推移すると、10-12月期は前期比▲1.3%と4四半期連続の減少、しかも過去2四半期の2倍以上のマイナス幅になる。10月は非食料品（自動車燃料を除く）が前月比▲2.1%、食品・飲料等が同▲1.5%、オンライン販売も同▲0.9%と揃って減少した。国別では、オーストリアやベルギー、ドイツ、フランスの減少率が大きく、対照的にスペインは小幅ながら3ヵ月連続でプラスを維持した。

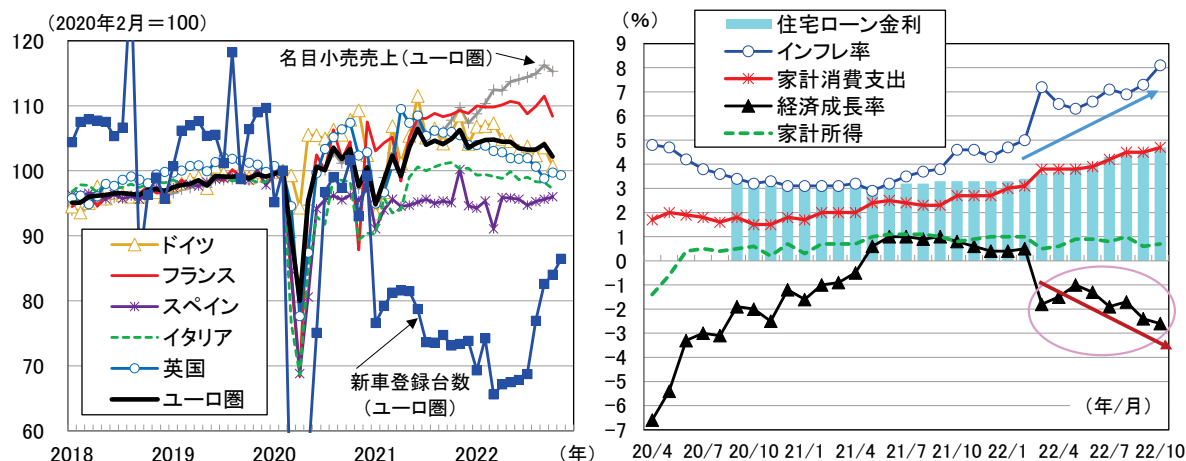
ECBの消費者を対象にした調査（CES）によると、今後12ヵ月の成長率見通しはウクライナ侵攻以降マイナス成長に転じ、直近10月調査では▲2.6%と一段と低下した。依然として消費者のインフレ予想は上昇し8.1%と過去最高を更新した。消費者は、高インフレを背景に消費支出が約5%増えると予想する一方、所得の伸びは1%未満にとどまると慎重であり、所得と支出のギャップを埋めるために貯蓄を取り崩すという構図は変わらない。今後の焦点は、11月以降の消費者マインドの下げ止まりやインフレ鈍化が実際の個人消費に反映されるかであろう。

また、住宅ローン金利の先高観が一段と強まっており、新規に住宅取得を検討している家計には重荷であろう。OECDの分析（11月公表のEconomic Outlook）によると、ユーロ圏全体での新規住宅ローンにおける変動金利の割合は2022年で14.9%と2003年の43.4%から大きく低下している。ただ、国によって2022年の状況は異なり、フィンランドが97.1%、ポルトガル66.7%、オーストリア36.1%、イタリア27.4%、スペイン21.8%とユーロ圏全体を上回っている<sup>3</sup>。対照的にドイツは10.3%、フランスは3.0%と低い。変動金利の割合の高い国ほど、今般の住宅ローン金利の大幅上昇の影響が早期にかつ大きく顕在化すると予想される。一方、住宅価格の見

<sup>3</sup> 欧州全体でもノルウェー95.6%、スウェーデン66.4%、デンマーク38.9%と北欧は変動金利の割合が高い。

通しも鈍化傾向が鮮明になっており、中でもオランダの消費者は前年割れと今後急激に価格が下がることを懸念している。価格調整がさらに進むと、新規取得にはポジティブでも、既存の取得者にとっては資産の目減りを意味し、負の資産効果が作用する可能性がある。

図表3 欧州各国の実質小売上と新車登録（左）、ユーロ圏の消費者の見方（右）



(注) 小売上は自動車を除く。左図：凡例内は実質小売上。右図：今後12ヵ月の伸び率や水準を示す。

(出所) Eurostat、ECB、Haver Analytics 資料より大和総研作成

### インフレ率がピークアウトするも、高インフレが続く可能性 ～ ECBがタカ派姿勢を鮮明に

11月のユーロ圏のCPI(HICP)は前年比+10.1%となり、統計で遡及できる1997年以降の最高を更新した10月の同+10.6%から0.57%pt鈍化した。インフレ率が前月より鈍化したのは約1年半ぶりである<sup>4</sup>。要因分解すると、エネルギー価格の上昇(同+34.9%)がインフレ率を押し上げる最大の要因だが、寄与度は前月から縮小した。エネルギー市場価格やユーロ圏の原材料価格(エネルギー)の下落が川下のCPIにも漸く波及した。他方で、加工食品、アルコール・たばこ、そして非エネルギー生産財価格の寄与度は拡大した。今後の金融政策を占う上でECBメンバーが注目する11月のコアHICP(エネルギー、食品、アルコール・たばこを除く)は同+5.0%と過去最高だった10月と変わらなかった。国別では、ラトビア(同+21.7%)やエストニア、リトアニア(同+21.4%)、等のインフレ率が高く、スペイン(同+6.7%)やフランス(同+7.1%)、マルタ(同+7.2%)等は低い。両グループの顔触れはここ最近同じである。ユーロ圏全体では13カ国のインフレ率が前月から鈍化し、3カ国が変わらず、3カ国が加速した。

ECBは12月15日に開催された金融政策理事会で政策金利を50bp引き上げた。4回連続、しかも過去にないハイペースな引き締め(累計250bp)だが、利上げ幅は9月・10月の各75bpから縮小した。だが、声明文ではインフレ目標2%を実現するために“金利を安定したペースで大幅に上昇させる必要がある”と言及し、ラガルド総裁も記者会見で、安定したペースの大幅上昇について、“一定期間50bpのペースで金利を引き上げていくことを意味するのは明らか”と発言した。“次回は50bp引き上げ”“50bp1回だけとは思わないように”とも明言し、次のステップとして利上げ停止の時期を探っていた市場に比べて、ECBはかなりタカ派のスタンスである。

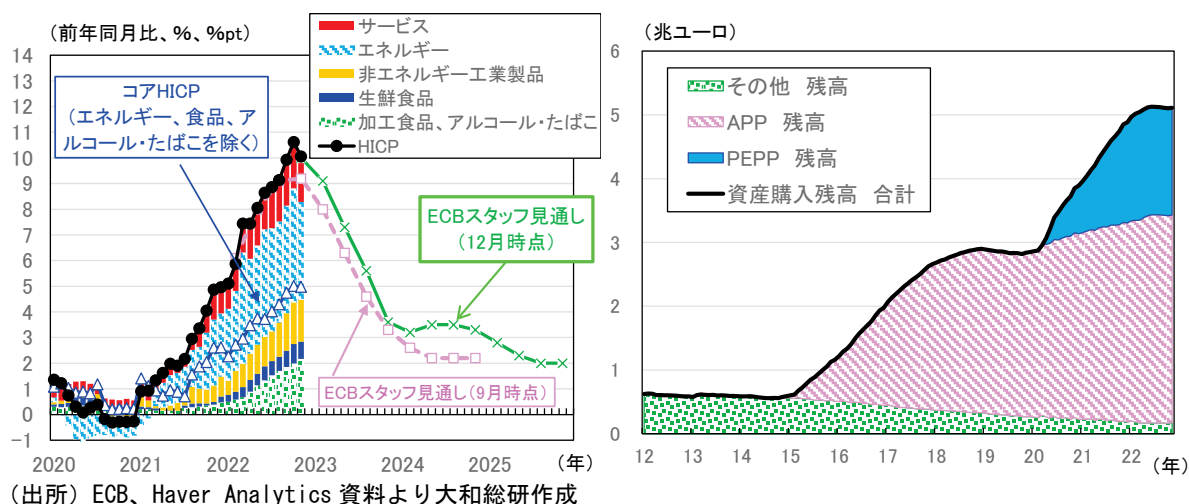
<sup>4</sup> 10-12月期のインフレ率を欧州委員会見通し(11月時点)は前年比+10.2%、ECBスタッフ見通し(12月時点)は同+10.0%と見込む。ECBの想定通りになるには12月は同+9.5%未満とさらに鈍化する必要がある。

この ECB のタカ派スタンスの背景には、インフレ目標に近づくタイミングが従来よりも後ずれし、それだけ高インフレが持続する恐れがあるというインフレ見通しの修正があると考えられる。具体的には、2022 年 10-12 月期にインフレ率がピークをつける点は従来（9 月時点）と変わらないものの、従来は 2024 年に入れば 2% 台前半まで鈍化するという見通しだったが、直近の見通しでは、2024 年を通じて 3% 台で推移し 2025 年 4-6 月期に漸く 2% 台前半に鈍化すると想定している。従来よりも約 1 年間後ずれするインフレ見通しであり、特に 2023 年は経済成長率が 0.4%pt 下方修正される一方、インフレ率は 0.8%pt 上方修正されるというスタグフレーション化が進む形であり、ECB は難しい舵取りを迫られよう。

ECB が保有する証券残高は 5.1 兆ユーロと、コロナ禍前の 2.8-2.9 兆ドルから大幅に膨らんでいる。全体の約 6 割以上を占める資産購入プログラム（APP、約 3.3 兆ユーロ）について、今回の理事会では、2023 年 3 月初めから満期償還分全額を再投資に回すことを停止し、残高を減らしていく方針を示した。ただ、具体的な削減ペースは、2023 年 4-6 月期末までは月平均 150 億ユーロ、その後は今後決めるとしている（詳細は次回 2 月の会合で発表）。積極的な資産売却という次のプロセスのタイミングや規模感は先送りし、とりあえず量的引き締め（QT）の目先の方針を示した印象が強い。QT の本格化は金利水準が高止まりする要因になるため、景気・インフレ見通しの不確実な現状では政策の柔軟性を確保したというところか。

一方、少なくとも 2024 年末まで残高を維持するパンデミック緊急購入プログラム（PEPP、約 1.7 兆ユーロ）の 10-11 月期の純買入れ増減は小幅にとどまり、償還分をそのまま同じ国の証券に再投資している。夏場にスプレッド拡大が懸念されたイタリアやスペイン、ポルトガルは純減し、ギリシャは純増したものの、変化幅自体はドイツやオランダの方が大きい。6-7 月期に、金利上昇を抑制する目的で特定の国の残高を増やしたような露骨な変動は見られない。

図表 4 ユーロ圏のインフレ率の要因分解（左）、ECB の保有資産残高の推移（右）



### 2023 年に予想される様々な課題 ~ 引き続きエネルギーの脱ロシア・脱炭素の動きに揺れる

ECB は、ユーロ圏の 2022 年の成長率を +3.4% と 9 月時点から 0.3%pt 引き上げる一方、2023 年は 0.4%pt 下方修正の +0.5% に鈍化し、2024 年には従来と同じ 1.9% に加速するという標準

シナリオを示した<sup>5</sup>。また、ドイツ連銀が12月に改定したドイツ経済見通しは、エネルギー供給不足の懸念や高インフレ、そして外需低迷が響いて2023年央まで景気後退が続き、2023年全体でも▲0.5%とマイナス成長を予想している。当社の見通しでも、引き続きウクライナへの軍事侵攻が2023年のユーロ圏経済の重しになるとみる。侵攻を機にエネルギーや食料品等生活必需品の価格が高騰したことが個人消費の足を引っ張る他、エネルギー供給への懸念は企業景況感や消費者マインドを大幅に悪化させ、先行きへの不透明感が企業や家計に慎重な支出行動を強いている。EUはエネルギー価格に上限価格を設定しようとしているが、うまく機能する保証はなく、エネルギー需給の逼迫は天候次第という不確実性は払拭できないだろう。一般的に、供給サイドからは価格下落をもたらすような行動は期待できず、むしろ、収入確保・価格維持のために減産等供給を絞る蓋然性が高い。高インフレに対処するため、ECBは政策金利を大幅に引き上げてきたが、2023年のインフレ率の鈍化ペースはECBの新しい想定のように緩慢で、2023年前半まで利上げは続く可能性が出てきた。さらに、利上げとともにQTが現実のものとなっている。長短金利の上昇は、住宅ローンを組む家計や事業資金を調達する企業だけでなく、エネルギー対策で歳出(債務)が膨らむ政府部門の借入コストを増やす。政府による過剰な財政サポートは、金融引き締め効果を減じてしまい、意図せざる形で利上げ拡大・長期化を招くかもしれない。域内における財政余裕度・信用力の格差拡大は、財政政策と金融政策のアンバランスを通じて、各国の足並みの乱れにつながる恐れがある<sup>6</sup>。このように、ユーロ圏経済を取り巻く環境は引き続き混沌としており、マイナス成長が短期間で済んだとしても、2023年央から年末にかけてエネルギー供給懸念が再びネックになり、成長率の加速は限定的にとどまる可能性が高い。

図表5 各機関による経済見通し ～ 2023年はゼロ成長へ

実質GDP 成長率(%)	ユーロ圏			英国			ドイツ			フランス			イタリア			スペイン		
	2022年	2023年	2024年	2022年	2023年	2024年	2022年	2023年	2024年	2022年	2023年	2024年	2022年	2023年	2024年	2022年	2023年	2024年
ECB (22年6月)	2.8	2.1	2.1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
欧州委員会 (22年7月)	2.6	1.4	-	-	-	-	1.4	1.3	-	2.4	1.4	-	2.9	0.9	-	4.0	2.1	-
ECB (22年9月)	3.1	0.9	1.9	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
IMF (22年10月)	3.1	0.5	1.8	3.6	0.3	0.6	1.5	▲0.3	1.5	2.5	0.7	1.6	3.2	▲0.2	1.3	4.3	1.2	2.6
BOE (22年11月)	3.25	0.0	0.0	4.2	▲1.6	▲0.9	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
欧州委員会 (22年11月)	3.2	0.3	1.5	4.2	▲0.9	0.9	1.6	▲0.6	1.4	2.6	0.4	1.5	3.8	0.3	1.1	4.5	1.0	2.0
OECD (22年11月)	3.3	0.5	1.4	4.4	▲0.4	0.2	1.8	▲0.3	1.5	2.6	0.6	1.2	3.7	0.2	1.0	4.7	1.3	1.7
ECB (22年12月)	3.4	0.5	1.9	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

(出所) ECB、欧州委員会、IMF、BOE、OECD 資料より大和総研作成

<sup>5</sup> 標準シナリオに対して、ECBは2023年▲0.6%、2024年+0.2%と大きく落ち込むダウンサイドシナリオを提示している。具体的には、ウクライナ紛争長期化に加えて、ロシア産の石油の海上輸送だけでなく、ガス供給が完全にストップし、代替エネルギーの調達がままならない状況を想定する。しかも、ガス不足は今冬だけでなく、2023-2024年の冬でも深刻になり、厳しい寒さがそれを助長する。また、EUのエネルギー需要調整もうまく機能しないと八方塞がりの状態である。この結果、2023年から2024年にかけて、ガス価格はEUが定めた上限価格180ユーロを大幅に上回る水準で推移する。また、サプライチェーンが混乱し、エネルギー不足(配給制)がもたらす生産への打撃、商品・食料品価格の高騰、貿易の減少、そして不確実性の高まりが金融セクターの混乱(株式・債券市場の大幅な価格調整、資金調達環境の悪化)をもたらす等、様々な事態が表面化しよう。ECBの想定はかなり極端とも指摘できるが、同時に可能性がゼロと言い切れないのが現実であろう。

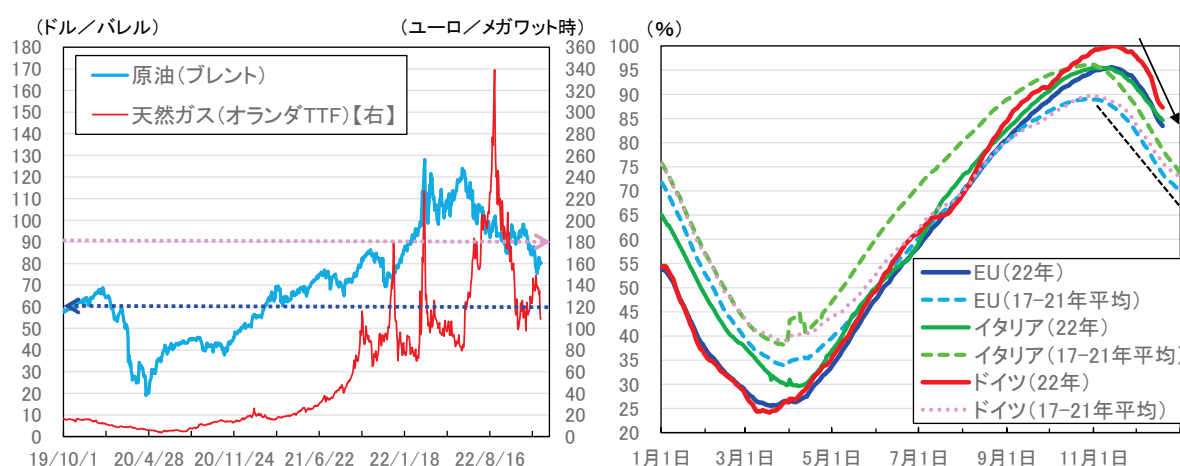
<sup>6</sup> 12月のECBの利上げに対して、脆弱な国の代表であるイタリア新政権からECBを批判する声が上がっている。ECB総裁を務めたドラギ前首相時代であれば起きなかったかもしれない。



ドイツをはじめとする EU 各国は、冬に備えてガスの貯蔵率を引き上げることに努め、2022 年のガスの貯蔵率は例年の前年同期を上回る水準に達した（EU 全体では 8 月半ば以降、例年の水準を上回っている）。幸い 10 月の気温が高かったために貯蔵率は高水準を維持したが、11 月後半になると、寒さが本格化するにつれて暖房用のガス使用量が増えて、ガスの貯蔵率は下がり始めている。特に、12 月上旬以降は貯蔵量の減り方は加速し、イタリア等を除く大方の国において、例年との乖離幅が縮小している。一段と気温が低下して厳冬になればガスの消費量は増え、需給の逼迫から市場価格は上昇し、各国政府は需要調整のために一段と厳しい措置を迫られる可能性がある。家庭用を優先して産業向けを減らせば生産活動への影響は避けられず、家庭向けも配給制になれば人々の行動を制約し個人消費の重しになろう。暖房需要が低下する来春まで、天候という不確実要因に左右される点を考慮しなければならない。

加盟国間の不均衡を回避する手段として、EU で検討されているガス価格の上限設定や共同購入等の計画は、議論の進展とともに市場価格を押し下げている。ただ、EU のガス価格を押し下げる試みはかえってガスの需要（消費量）を増やしてしまう可能性が指摘されている他、安値を嫌って域外からのエネルギー供給が滞ることも想定される。同時に、域内のエネルギー（電力）が、高値で購入しようとする域外に流出することを阻止する対応も求められる。結果的にエネルギー市場の需給が逼迫し、価格上昇圧力を高めてしまう恐れがある。需要超過の状況において、需要サイドが価格をコントロールしようとする試みは困難を伴う点に留意すべきだろう。さらに、仮にこの冬を乗り切ったとしても、ロシアからの調達が期待できない現状のままでは貯蔵に不透明な要素が多く、むしろ 2023 年冬の方がより厳しい需給環境になる恐れがあり、2023 年後半の欧州経済見通しを左右する一因になろう。また、2022 年のような猛暑・干ばつに見舞われれば、電気料金の高騰・電力不足や水不足は再び国民生活を直撃しよう。このように、天候要因は目先の冬だけでなく、2023 年一年間を通じて意識しておく必要がある。

図表 6 原油・天然ガス価格の推移（左）、欧州のガス貯蔵率の推移（右）



(出所) Gas Infrastructure Europe (AGSI+)、Haver Analytics 資料より大和総研作成



## 英国経済

### 10月は反動増もあってプラス成長に回帰したが、11月以降はストライキの影響も顕著に

7-9月期が6四半期ぶりのマイナス成長に落ち込んだ英国経済の場合、9月の月次GDPは前月比▲0.6%と大きく落ち込んだ。これは、エリザベス2世の国葬が行われた19日がバンクホリデー（祝日）となり、多くの企業・店舗が休業したり、通常とは異なる営業を行ったという特殊要因が作用したからである。10月は前月からの反動増もあって同+0.5%と3ヵ月ぶりに増加に転じ、市場予想をやや上回った。業種別では、卸小売・自動車オートバイ修理（同+1.9%）が最大の牽引役となったが、これは反動増の面が強い。続いて保健衛生（同+1.3%）がプラスに押し上げたが、ONSによると、新型コロナウイルスの検査やワクチン接種の増加が影響したという。その他に、製造業（同+0.7%）が5ヵ月ぶりに増加したことがプラスに貢献しており、医薬品製造や自動車等の輸送機器製造が牽引した。特に、輸送機器製造は1年ぶりの高水準に達し、大陸欧州同様に自動車生産が回復している。逆に、成長を最も押し下げたのが電気ガス蒸気空調供給（同▲2.4%）になるが、これは10月の気温が高く、暖房需要が少なかったことが一因である他、ONSは、一連のエネルギー価格上昇を受けて消費者の行動が変化した点（つまり、エネルギー消費の節約）も反映している可能性がある」と指摘する。

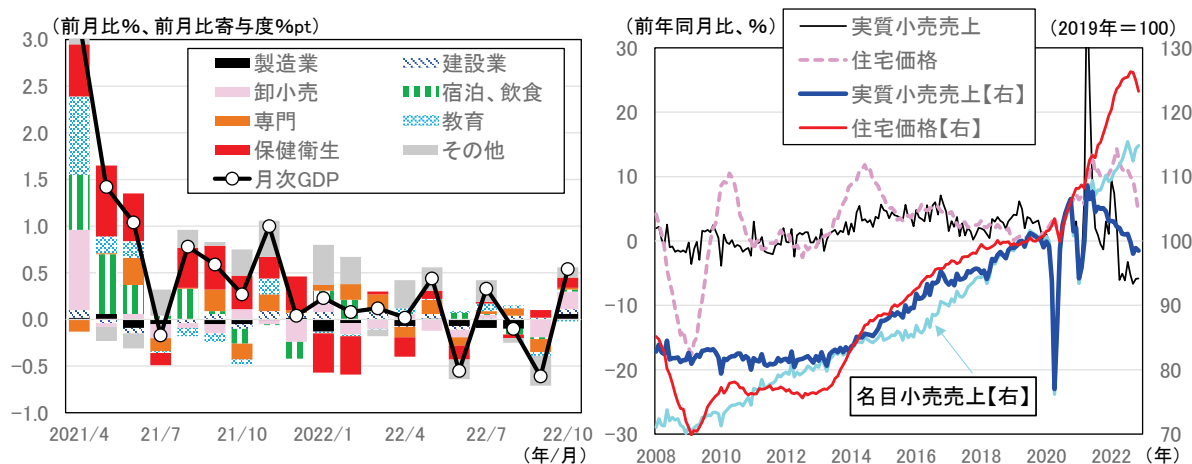
また、ONSは、10月に発生したストライキが周辺ビジネスに影響を及ぼしている点にも言及している。具体的には、鉄道ストライキは、宿泊業や飲食サービスに余波が及び、収益の減少につながったが、代替手段となったバス輸送では売上が増えたケースもある。また、港湾でのストライキは輸送・物流、海運、機械製造等の売上を減少させた他、郵便のストライキは、代替手段となった民間宅配事業や人材派遣業の収益を増やしたという報告もあったという。このように、ストライキの影響を一概に捉えることは難しい。英国の労働市場を見ると、雇用者数は増加し続ける一方、これまで人手不足を示す象徴だった企業の求人件数は、依然として高水準ながらも、5月をピークに5ヵ月連続で減少し頭打ち感がある。景気減速・悪化見込みが企業側の採用意欲を慎重化させていると考えられ、企業経営者は組合が満足するほどの大幅な賃上げになかなか応じられないだろう。2022年8-10月期の名目週間賃金上昇率（賞与除くベース、3ヵ月移動平均）は前年比+6.1%と2022年に入ってから高まっているが、インフレ率が賃金上昇率を上回っているために、インフレ分を調整した実質ベースでは同▲2.7%減と目減りし続けている。

エネルギーや食料品等様々な物品・サービスの価格が賃金を上回る伸び率を示している状況では、消費者は生活水準が厳しくなっていると感じてしまう。それ故、より大幅な賃上げを求めて、公的セクターを中心に広範なストライキが頻発している。郵便や公共交通機関等（鉄道の運転や空港の入国審査等）に始まり、ゴミの収集や教員、そして看護師等の医療従事者までも賃上げ・待遇改善を求めるストライキを実施し、国民生活は大きな不便を被っているが、これまでのところ、多くの人々が組合の行動に一定の理解を示している。

10-12月期の成長を見通す上では、10月の反動増後の動向が注目されるが、11月の実質小売売上は前月比▲0.4%と2ヵ月ぶりに減少した（名目ベースでは同+0.5%と2ヵ月連続で増加）。非食料品の売上は同▲0.6%と落ち込んだが、一部の小売業ではブラックフライデーにおける売

上増が見られ、百貨店や家具店、アパレル等は増加した。一方、食料品は同+0.9%と堅調に推移したが、ONSは、消費者がクリスマス向けに前倒しで買いだめした可能性を指摘した。物の値段が上昇している現実を踏まえた消費者の合理的な行動といえるが、12月はその反動が出る懸念が残る。また、BOEの連続利上げに加えてトラスショックによって増幅された金利上昇の影響が、住宅市場で顕在化している。住宅価格は3ヵ月連続で前月の水準を下回り、前年比の伸び率も8月の2桁台から11月は4%台と半減し、2020年央以来の低い伸びに鈍化している。過去の住宅市場調整局面でも見られたような価格変化といえよう。このように、年末にかけて消費者の支出行動は慎重さが増していると考えられる。

図表7 英国の月次GDPの推移（左）、実質小売売上と住宅価格の推移（右）



(注) 右図：小売売上は自動車燃料を含む。

(出所) ONS、Nationwide Building Society、Haver Analytics 資料より大和総研作成

## BOEも利上げ幅を縮小するも、ECB以上に難しい舵取り～国民の信用を失う

消費者に慎重な行動を強いている最大の要因が高インフレであり、11月のCPI(HICPベース)は前年比+10.7%と、41年ぶりの上昇率となった10月の同+11.1%からやや鈍化した。BOEが11月に示したインフレ見通し(10-11月で均すと同+10.9%)に概ね沿った結果だ。11月の上昇率鈍化はもっぱら輸送関連、中でも自動車燃料と中古自動車の価格上昇率の鈍化が響いた。自動車燃料は7月の同+43.7%をピークに、11月は同+17.2%まで鈍化した。また、中古自動車は、半導体不足を背景にした新車の生産停滞もあってコロナ禍での需要増から2021年を通じて価格が上昇したが、足もとではその反動から下落に転じている。また、たばこや宿泊サービス、衣類・履物、ゲーム・おもちゃ等の娯楽関連も、インフレ率鈍化に貢献した。逆に、11月にインフレ率を押し上げたのがレストランやパブ等で提供されるアルコール類の値上げだった。

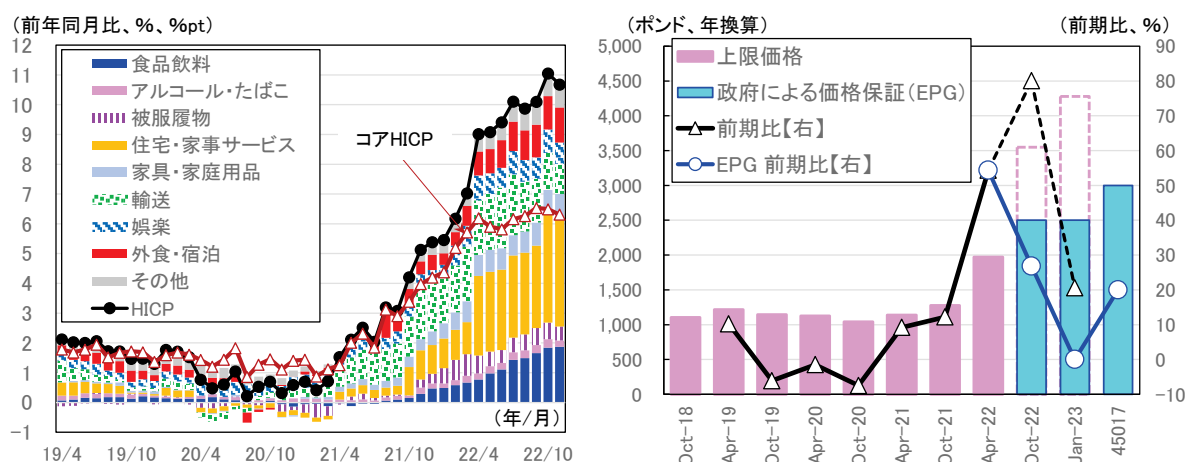
BOEは12月半ばに開催された金融政策委員会で、政策金利を50bp引き上げて3.50%にすると発表した。これで2021年12月に利上げに転じてから9会合連続の引き上げとなり、2008年10月以来、約14年ぶりの高水準となった。ただ、今回も、9人のBOEメンバーの見解は分かれた(9月は5対4、11月は7対2)。ベイリー総裁を含む6人が50bpと前回11月(75bp)から利上げ幅縮小を主張する一方、2人が政策金利を3%で据え置くことを、残る1人は75bpの利上げを求めた。据え置き派は景気後退が労働市場に影響を及ぼし始めている点や利上げ効果の

ラグを重視し、75bp 派はインフレや賃金圧力が想定よりも長期間強いままになる点を踏まえ、今利上げを前倒しすることによって、来年以降の過度な利上げリスクを軽減できると主張した。

声明文では、労働市場の逼迫を背景にインフレ率や賃金の上昇圧力が高まっており（民間部門の賃金上昇率がBOEの想定を上回る）、持続性がある可能性を踏まえると、さらなる金融引き締めが正当化されるとBOEは言及しており、2023年に入っても利上げは継続すると予想される。また、BOEスタッフは、2022年10-12月期の成長率が前期比▲0.1%減と2四半期連続のマイナスになると見込んでいる。ただ、11月に公表されたBOEの経済見通しで想定された落ち込み幅、7-9月期：同▲0.5%、10-12月期：同▲0.3%（金融市場が織り込んだ通りに金利が推移するケース<sup>7)</sup>）と比べると景気の谷は浅くなる模様だ。

引き続き、BOEの金融政策の行方を含めて、英国の成長率見通しには不確実性が残る。スナク政権が打ち出した増税と歳出削減をセットにした緊縮財政政策を前提にした予算責任局（OBR）の見通しでは、2022年7-9月期から5四半期連続でマイナス成長を辿り、2023年の経済成長率は▲1.4%と落ち込む一方、2023年のインフレ率は7.4%とBOEの想定（8.1~8.4%）よりも低い。10月に政府が導入したエネルギー価格保証（EPG）は延長され、標準的な世帯が負担する電気・ガス料金の上限は2023年4月から2024年3月まで年間3,000ポンドにとどめられる。これによって、BOEは、2023年4-6月期のインフレ率は想定（9.5~9.7%）よりも約0.75%pt押し下げられると試算する。また、保守党の中からは、景気への影響を懸念して過度な緊縮財政に反対する動きが見られ、頻発する公的部門のストライキへの対応も求められることから、緊縮財政の景気押し下げ効果はやや緩和されると予想する。

図表8 英国のHICPの要因分解（左）、英国の電気・ガス料金の上限価格の推移（右）



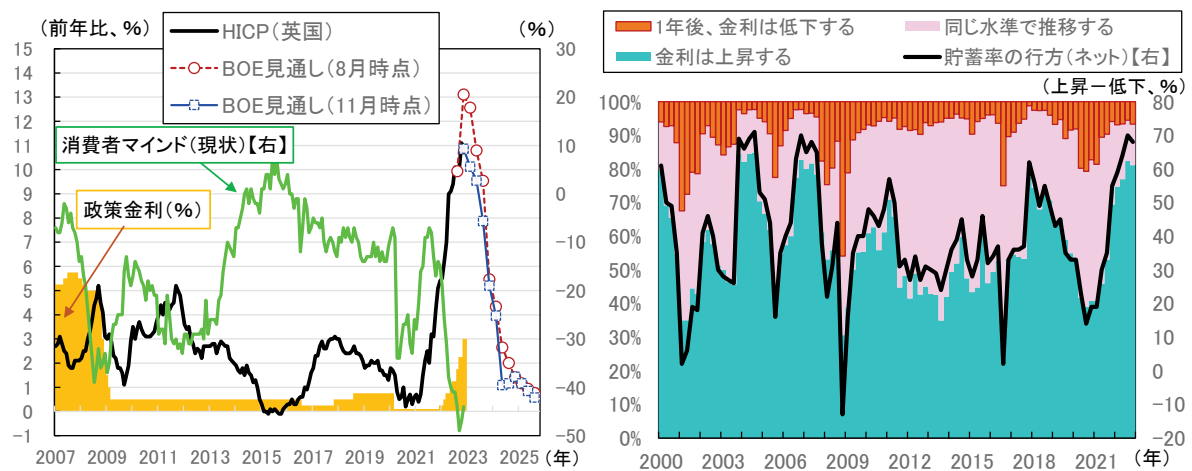
(注) 左図：コアはエネルギー、食品、アルコール・たばこを除く。その他は、保健医療や通信、教育を含む。  
(出所) ONS、Ofgem、OBR、Haver Analytics 資料より大和総研作成

BOE等が実施した四半期調査（Bank of England/Ipsos Inflation Attitudes Survey、2022年11月調査）において、国民がBOEの仕事ぶりを満足と回答した割合が23%に低下する一方、不

<sup>7)</sup> 金利の想定は、2023年に入っても金利は1-3月期、4-6月期と約100bpずつ引き上げられ、2023年後半は5.2%弱で推移し2024年を通じて緩やかに低下する（約40bp）。金利が3.0%で据え置かれるケースでは、7-9月期の成長率は前期比▲0.5%、10-12月期は同▲0.1%とマイナス成長を予想した。

満とする割合が35%に高まった結果、ネット（満足－不満、%）は▲12%と1999年の調査開始以降で過去最低に落ち込んだ。高インフレを抑制できていない現状に対して、BOEが国民の信用を失っている。消費者の金利見通しは、先高観が依然として強く、7割の消費者が金利上昇を予想している。過去にも金利上昇予想の割合が約6～7割に高まった時があったが（2003年終わりから2004年、2006年終わりから2007年、あるいは2011年、2017年）、過去はいずれも小幅上昇を見込む割合が全体の5～6割を占めたが、足もとでは大幅上昇を見込む割合が全体の約1/3、小幅上昇が4割となっており、先高観の度合いが強いといえよう。また、金利先高観が高い時には消費者の貯蓄志向は強く、貯蓄を取り崩して消費支出を支えるというシナリオが描けない可能性がある。

図表9 BOEのインフレ率【HICP上昇率】見通しと政策金利（左）、英国消費者の金利見通し（右）



（出所）ONS、BOE/Ipsos、GfK、Haver Analytics 資料より大和総研作成

図表 10 ユーロ圏経済・金利見通し

	2021				2022				2023				2021	2022	2023
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4			
前期比年率															
国内総生産	-0.2%	8.2%	9.3%	2.2%	2.5%	3.2%	1.3%	-1.6%	-1.0%	0.3%	1.0%	1.3%	5.3%	3.3%	0.1%
家計消費支出	-7.2%	14.3%	19.1%	-0.5%	-0.1%	4.2%	3.5%	-0.9%	-0.4%	0.4%	1.3%	1.7%	3.7%	4.1%	0.8%
政府消費支出	-1.3%	8.9%	1.8%	1.4%	0.2%	-0.4%	0.6%	0.0%	0.2%	0.4%	0.4%	0.6%	4.3%	1.1%	0.3%
総固定資本形成	-9.0%	7.4%	-3.2%	14.3%	-2.9%	3.8%	15.4%	-1.6%	-0.4%	0.7%	1.5%	1.9%	3.7%	4.3%	2.1%
輸出等	4.4%	10.4%	7.7%	10.9%	5.9%	7.0%	7.2%	0.8%	1.6%	2.7%	3.3%	3.3%	10.4%	7.3%	3.0%
輸入等	-3.1%	12.4%	8.6%	20.3%	-2.9%	8.9%	18.2%	2.0%	2.8%	2.8%	3.4%	3.4%	8.2%	8.7%	4.9%
前年同期比 (除く失業率)															
国内総生産	-0.8%	14.2%	3.9%	4.8%	5.5%	4.2%	2.3%	1.3%	0.5%	-0.2%	-0.3%	0.4%	5.3%	3.3%	0.1%
家計消費支出	-5.0%	12.3%	2.9%	5.9%	7.9%	5.4%	1.7%	1.7%	1.6%	0.7%	0.1%	0.7%	3.7%	4.1%	0.8%
政府消費支出	3.2%	8.7%	2.9%	2.6%	3.0%	0.7%	0.4%	0.1%	0.1%	0.3%	0.3%	0.4%	4.3%	1.1%	0.3%
総固定資本形成	-5.5%	18.9%	2.0%	2.0%	3.6%	2.7%	7.4%	3.4%	4.1%	3.3%	0.1%	0.9%	3.7%	4.3%	2.1%
輸出等	-0.2%	26.2%	10.5%	8.3%	8.7%	7.9%	7.7%	5.2%	4.1%	3.0%	2.1%	2.7%	10.4%	7.3%	3.0%
輸入等	-5.6%	22.1%	10.3%	9.2%	9.3%	8.4%	10.8%	6.3%	7.8%	6.2%	2.7%	3.1%	8.2%	8.7%	4.9%
鉱工業生産 (除く建設)	4.8%	23.6%	5.7%	0.4%	-0.2%	0.4%	1.6%	0.4%	0.0%	0.7%	0.3%	0.5%	7.9%	0.6%	0.4%
実質小売売上高	2.2%	12.1%	2.4%	4.4%	6.1%	1.0%	-0.7%	-1.9%	-0.6%	1.4%	1.1%	1.4%	5.1%	1.1%	0.8%
消費者物価	1.1%	1.8%	2.8%	4.6%	6.1%	8.0%	9.3%	10.3%	8.4%	7.0%	5.5%	3.7%	2.6%	8.5%	6.1%
生産者物価	2.1%	9.2%	14.0%	24.0%	33.1%	36.5%	41.9%	49.8%	40.2%	32.6%	24.7%	15.1%	12.3%	40.6%	27.1%
失業率	8.2%	8.1%	7.5%	7.1%	6.8%	6.7%	6.6%	6.7%	6.8%	6.9%	7.0%	7.0%	7.7%	6.7%	6.9%
10億ユーロ															
貿易収支	68.1	38.7	25.5	-19.2	-42.3	-95.9	-125.8	-8.7	-5.3	-3.4	-5.7	-6.7	113.1	-272.7	-21.0
経常収支	96.4	86.5	65.7	33.2	12.3	-39.6	-55.8	35.0	31.9	32.1	32.4	32.6	281.8	-48.1	129.0
独 国債10年物 (期中平均)	-0.42%	-0.22%	-0.37%	-0.24%	0.16%	1.09%	1.35%	2.11%	2.38%	2.56%	2.47%	2.41%	-0.31%	1.18%	2.46%
欧 政策金利 (未値)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	1.25%	2.50%	3.25%	3.50%	3.50%	3.50%	0.00%	2.50%	3.50%

(注) 網掛け部分は大和総研予想 (2022年12月20日時点)。

(出所) Eurostat、ECB、大和総研

図表 11 英国経済・金利見通し

	2021				2022				2023				2021	2022	2023
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4			
前期比年率															
国内総生産	-4.6%	28.8%	7.3%	6.6%	2.8%	0.9%	-0.7%	-1.3%	0.7%	-2.5%	-1.2%	-0.1%	7.5%	4.4%	-0.7%
家計消費支出	-13.6%	47.6%	12.1%	2.7%	2.5%	0.3%	-2.2%	-1.1%	-0.5%	0.1%	0.2%	0.2%	6.2%	4.7%	-0.5%
一般政府消費支出	0.4%	33.7%	1.0%	5.6%	-4.4%	-6.0%	5.5%	1.2%	-0.5%	0.2%	1.3%	1.2%	12.6%	1.4%	0.6%
総固定資本形成	-5.5%	11.0%	2.7%	4.8%	14.6%	-5.5%	10.6%	-4.5%	8.6%	-11.9%	-5.8%	-1.4%	5.6%	5.3%	-1.1%
輸出等	-24.5%	32.5%	-14.0%	49.0%	-16.8%	15.0%	36.0%	-13.5%	-0.6%	0.8%	1.3%	1.8%	-0.3%	8.6%	2.2%
輸入等	-41.0%	14.0%	18.5%	4.5%	52.9%	-5.7%	-12.3%	4.5%	2.2%	-1.0%	1.3%	2.0%	2.8%	12.6%	-0.5%
前年同期比 (除く失業率)															
国内総生産	-7.8%	24.3%	8.5%	8.9%	10.9%	4.4%	2.4%	0.4%	-0.1%	-0.9%	-1.1%	-0.8%	7.5%	4.4%	-0.7%
家計消費支出	-12.8%	24.7%	7.7%	10.1%	14.9%	4.3%	0.8%	-0.1%	-0.9%	-0.9%	-0.3%	0.0%	6.2%	4.7%	-0.5%
一般政府消費支出	0.5%	32.1%	12.0%	9.4%	8.1%	-1.0%	0.0%	-1.0%	-0.0%	1.6%	0.5%	0.5%	12.6%	1.4%	0.6%
総固定資本形成	-4.1%	20.9%	5.2%	3.1%	8.2%	3.9%	5.8%	3.4%	2.0%	0.3%	-3.7%	-2.9%	5.6%	5.3%	-1.1%
輸出等	-13.9%	5.7%	2.1%	6.4%	9.0%	5.2%	18.0%	3.0%	7.7%	4.2%	-3.2%	0.8%	-0.3%	8.6%	2.2%
輸入等	-9.9%	22.3%	8.7%	-4.5%	21.2%	15.6%	7.2%	7.2%	-3.1%	-1.9%	1.8%	1.1%	2.8%	12.6%	-0.5%
鉱工業生産	6.2%	23.6%	3.9%	-1.3%	-1.7%	-2.5%	-3.4%	-1.9%	0.4%	1.6%	3.1%	2.2%	7.4%	-2.4%	1.8%
実質小売売上高	-1.0%	23.0%	0.7%	0.9%	6.2%	-5.7%	-5.1%	-4.9%	-1.4%	0.7%	1.0%	1.1%	5.3%	-2.6%	0.4%
消費者物価	0.6%	2.1%	2.8%	4.9%	6.2%	9.2%	10.0%	10.8%	9.9%	7.5%	7.3%	6.2%	2.6%	9.1%	7.6%
生産者物価 (出荷価格)	1.2%	4.2%	6.2%	9.2%	11.6%	17.9%	18.9%	17.3%	15.8%	10.6%	10.2%	7.8%	5.2%	16.5%	11.0%
失業率	4.9%	4.7%	4.3%	4.0%	3.7%	3.8%	3.6%	3.8%	3.9%	4.2%	4.4%	4.6%	4.5%	3.7%	4.3%
10億英ポンド															
貿易収支	-39.0	-31.4	-45.5	-38.0	-67.8	-62.3	-49.9	-39.4	-40.7	-39.9	-40.0	-40.1	-153.8	-219.5	-160.7
経常収支	-12.3	-6.9	-23.1	-3.2	-43.9	-33.8	-18.5	-15.5	-16.6	-15.9	-16.0	-16.0	-45.6	-111.6	-64.5
国債10年物 (期中平均)	0.61%	0.87%	0.71%	0.95%	1.42%	2.04%	2.66%	3.66%	3.77%	3.83%	3.75%	3.67%	0.79%	2.45%	3.75%
政策金利 (未値)	0.10%	0.10%	0.10%	0.25%	0.75%	1.25%	2.25%	3.50%	4.25%	4.25%	4.25%	4.25%	0.25%	3.50%	4.25%

(注) 網掛け部分は大和総研予想 (2022年12月20日時点)。

(出所) ONS、イングランド銀行、大和総研



# 2023年の中国経済 見通しは上振れも

「ウィズコロナ」への転換。試練の後に消費主導で景気回復へ

齋藤 尚登

## [要約]

- 新型コロナウイルス感染症の新規感染者が急増する中、中国は12月以降、「ゼロコロナ」政策から実質的な「ウィズコロナ」政策に転換した。防疫体制の緩和により感染者が急増しているとみられ、このような地域では市民が外出を控え、経済活動が停滞している。10月～12月の実質GDP成長率は前年同期比1.9%程度（以下、変化率は前年同期比、前年比）にとどまり、2022年の実質GDP成長率は2.7%程度となろう。
- 2023年の中国経済見通しは、感染拡大を抑制できるか否か、「ウィズコロナ」政策を貫徹できるかどうかにより大きく左右される。大和総研は2023年の実質GDP成長率を4.5%程度と想定しているが、「ウィズコロナ」政策を貫徹できれば、過去3年分のリベンジ消費を牽引役に6%超の実質成長も期待できる。一方で、死亡者の急増などで「ゼロコロナ」政策への揺り戻しが起きれば3%成長もあり得る。ただし、2年連続の低成長では、国民生活も政治ももたないことを考えると、経済成長が重視される可能性が高く、アップサイドリスクに留意する必要がある。

## 実質的な「ウィズコロナ」政策に転換

中国の「ゼロコロナ」政策が本格緩和を迎えた。2022年11月と12月に緩和が行われたが、前者は「ゼロコロナ」政策の行きすぎの是正、後者は実質的な「ウィズコロナ」政策への転換と、性質は全く異なる。

そもそも中国で「ゼロコロナ」政策が堅持されたのは、感染者や死亡者の少なさをもって、社会主義体制の優位性、さらには習近平政権長期化の正統性を示すためであったと思われる。10月の中国共産党第20回大会と党人事によって、最高指導部を腹心で固めた習近平政権の3期目が始まり、「ゼロコロナ」を堅持する政治的な目的は達成された。次は経済の再活性化に軸足が移ると期待されたのである。

こうした中で、2022年11月11日に国務院新型コロナウイルス感染症共同予防・制御機構が「新型コロナウイルス感染症の予防・制御措置を一段と改善し、科学的に的確に予防・制御活動を行うことに関する通知」を発出した。同通知では、①感染者の濃厚接触者に対する「7日間の集中隔離+3日間の自宅健康観察」の管理措置を「5日間の集中隔離+3日間の自宅隔離」に短縮する、②従来の高リスク・中リスク・低リスクの地域3分類を高リスク・低リスクの2分類に簡素化し、管理下に置かれる人々を最大限に減少させる、③PCR検査の対象をむやみに拡大させない、といった20項目の措置を発表した。

しかし、これらはいくまでも「ゼロコロナ」政策を堅持した上での、その行きすぎの是正であった。新型コロナウイルス感染症の新規感染者は、通知が出された直後の11月15日に上海市ロックダウン（都市封鎖）さなかの4月下旬以来の2万人を超えとなり、同月23日に過去最多となる3万人を超え、さらに27日には4万人を超える急増ぶりとなった。こうした状況下で「ゼロコロナ」政策はむしろ強化されると懸念された。

ロックダウンや行動制限により、生活に困るのは一般市民である。10月の党大会前後から「ゼロコロナ」政策への不満は隠しようがなくなり、11月下旬には広州市や新疆ウイグル自治区、上海市、北京市など多くの都市で抗議行動が確認された。権力基盤を盤石にした習近平氏にとって、こうした下からの突き上げは衝撃であったに違いない。習近平政権はコロナ対策の本格的な緩和に踏み切らざるを得なくなったのである。

政府当局は12月7日に、「新型コロナウイルス感染症の予防・抑制措置の実施をさらに最適化することに関する通知」を出し、10項目の措置を発表した。具体的には、①高リスク区の設定・認定は、建物や職場、フロア、世帯単位とし、みだりに範囲を拡大してはならない、②行政区全体の住民を対象としたPCR検査は実施せず、その範囲を縮小し頻度を減らす。防疫を目的に（よりコストの低い）抗原検査を行う。老人ホーム、福祉施設、医療機関、託児所、小中学校など除き、PCR検査の陰性証明の提示と健康コード（行動履歴）のチェックを行わない。省をまたぐ移動の際のPCR検査陰性証明の提示と健康コードのチェックを行わない、③感染者のうち無症状者や軽症者は自宅隔離を行い、症状が重くなった場合は医療機関で治療する。濃厚接触者は5日間の自宅隔離を行い、5日目にPCR検査を行い、陰性であれば自宅隔離を解除する、④

高リスク区の早期封鎖・早期解除を行う。連続して5日以上感染者が出なければ高リスク区の解除を行う、⑤高齢者のワクチン接種率を高める、などであった。

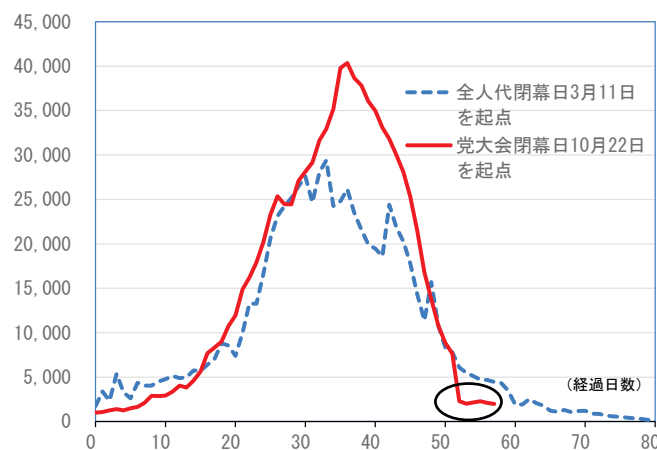
11月の段階では濃厚接触者も施設などでの集中隔離が求められていたことからすると、大幅な緩和といえる。12月の通知では、もはや「ゼロコロナ」という言葉は使われていない。そもそも「ゼロコロナ」政策は持続不可能であり、経済・社会活動を重視する「ウィズコロナ」政策への転換はプラスに評価できる。

しかし、中国の「ゼロコロナ」政策から「ウィズコロナ」政策への転換は、各地で繰り返された抗議行動を機に突然決定された節があり、事前準備は十分ではなかった。中国でもm-RNAワクチンの生産工場が建設されているが、量産体制には至っていない。また、中国製ワクチンは有効率が相対的に低い不活化ワクチンであるが、「ウィズコロナ」政策への転換前に接種回数が大きく増えた事実もない。各地に設置されていたPCR検査場は撤去された一方で、抗原検査キットは品切れとなり、解熱剤などの医薬品も入手が困難となるなど混乱が発生している。

これから中国は「ウィズコロナ」政策貫徹への正念場を迎えることになる。防疫体制を緩めれば新規感染者が急増するのは自明である。下の図表は2022年3月5日～11日の第13期全国人民代表大会（全人大）第5回全体会議と、10月16日～22日の党大会のそれぞれ最終日を起点に、新型コロナウイルス感染症の新規感染者数をプロットしたものであり、ほぼ同じような経緯を辿っているように見える。しかし、前者では極めて厳格な「ゼロコロナ」政策の下で頻繁なPCR検査が行われた一方で、後者では12月に入るとPCR検査数が大きく減り、12月13日以降は無症状者が計上されなくなったという違いがある。現地報道などによると、感染状況は今回の方が厳しく、足元でも感染者は大きく増加している可能性が高い。

さらに、北京市などで流行しているオミクロン株の派生型は高熱が出る人が多いなど、「無症状者・軽症者が多い」という通説とは異なっている。死亡者が増える中でも「ウィズコロナ」政策が貫徹できるのか、3期目に突入した習近平政権は早速、大きな試練に直面している。

#### 2022年の重要な政治イベント後に急増した新型コロナウイルス感染症新規感染者数（単位：人）



(注) 無症状感染者の発表は12月12日まで。それ以降は有症状のみ  
(出所) 中国国家衛生健康委員会より大和総研作成

## 2023年の経済政策運営、キーワードは成長・雇用・物価の3つの安定

2022年12月15日～16日に、2023年の経済政策運営の重点を決定する中央経済工作会議が北京で開催された。

中国経済は厳しい下押し圧力にさらされている。中央経済工作会議では、経済の現状を「経済回復の基礎は未だ強固ではなく、需要収縮、供給制約、(成長)期待低下の三重の圧力は依然として比較的大きく、外部環境は大きく動揺・不安定化し、我が国経済に深刻な影響を及ぼしている」と分析した。2022年1月～9月の中国の実質GDP成長率は前年同期比3.0%（以下、変化率は前年同期比、前年比）であった。新型コロナウイルス感染症の新規感染者の急増と不動産不況によって10月、11月の主要経済統計も大きく下振れしていることからすると、年間では2.7%程度の実質成長にとどまる可能性が高い。2022年3月の全人代で発表された政府成長率目標は5.5%前後であり、全くの未達成に終わろうとしている。

こうした中で開催された中央経済工作会議では、「成長の安定、雇用の安定、物価の安定」の3つの安定をキーワードに5つの経済政策運営の重点を掲げた。具体的には、下の図表の通りである。

### 中央経済工作会議で掲げられた2023年の重点政策（2022年は参考）

2023年の5項目の重点政策

- ①国内需要の拡大に注力
- ②現代的な産業システムの建設加速
- ③「2つのいささかも揺るがない」の確実な実施
- ④さらなる外資誘致・外資利用
- ⑤重大な経済・金融リスクの効果的な防止・解消

（注）「2つのいささかも揺るがない」とは、いささかも揺るがずに公有制経済を強固にし、発展させ、いささかも揺るがずに非公有制経済の発展を奨励、支持、誘導すること

（出所）2022年12月、2021年12月の中央経済工作会議に関する報道より大和総研作成

（参考）2022年の7項目の重点政策

- ①安定・有効なマクロ政策
- ②企業の活力を持続的に引き出すマイクロ政策
- ③国民経済循環を円滑にする構造政策
- ④科学技術政策の着実な実施
- ⑤発展の動力を活性化させる改革・開放政策
- ⑥発展のバランスと協調性を増強した区域（地域）政策
- ⑦民生の最低ラインをしっかりと保障する社会政策

2023年の5つの経済政策運営の重点に関連して、ここでは3点指摘したい。

まず、「国内需要の拡大」が筆頭に掲げられた。2022年に続き、2023年も低成長が続けば、失業率の高い若年層を中心に人心の離散を招きかねない（党・政府への批判が一段と高まりかねない）。党・政府にとって、こうした事態は何としても避けたいところであろう。

景気回復の原動力と期待されるのが、「ゼロコロナ」政策から実質的な「ウィズコロナ」政策への転換による、過去3年分のリベンジ消費である。今回の中央経済工作会議では、新型コロナウイルス感染症対策について、「感染予防・制御と経済社会の発展を両立させ、適時適切に感染予防・制御措置を最適化し、新段階の予防・制御措置を真剣に実施する」などとした。「新段

階」とは「ゼロコロナ」政策から「ウィズコロナ」政策への転換を意味していると思われる。

2 つ目のポイントは内外からネガティブな評価のあった政策の一部軌道修正が図られていると考えられることである。具体的には、重点③の「2つのいささかも揺るがない」の確実な実施、と④のさらなる外資誘致・外資利用がそれに該当する。

「2つのいささかも揺るがない」とは、「いささかも揺るがずに公有制経済を強固にし、発展させ、いささかも揺るがずに非公有制経済の発展を奨励、支持、誘導する」ことを指す。ただし、これを額面通りに受け取る向きは少ないであろう。政策の恩恵が国有企業に集中し、民营企业は蚊帳の外に置かれる「国進民退」はその一例である。中央経済工作会議では、「我々が『2つのいささかも揺るがない』を堅持しているのか否か、社会は不正確な議論をしている。態度を明らかにして、少しも曖昧であってはならない」とした。国有企業と民营企业を平等に扱っていないと、世間がみなしていることを党・政府が自覚していることになる。2021年以降、アリババやテンセントなど、巨大化した民营企业に対する規制が強化され、成長性が大きく低下した。こうした企業はリストラの断行を余儀なくされ、若年層の高失業率の一因となっている。景気を支えるために、民营企业への締め付けがある程度緩和される可能性が高い。

さらなる外資誘致・外資利用には、今更という感じを受ける。米中対立の継続・激化や3年にわたる「ゼロコロナ」政策への固執などにより、中国からの撤退を行う、あるいは検討する外資企業が増えてもおかしくはない。こうした状況に対する政府当局の危機感が、外資誘致・外資利用を2023年の経済政策運営の重点に置いたことに表れている。

3 つ目のポイントは不動産問題への取り組み強化である。重点⑤の経済・金融リスクの防止・解消では、不動産問題への言及が多くを占めている。過度な負債を抱えるデベロッパーへの融資規制強化に端を発する工事中断問題によって、中国の住宅市場は極端な不振を余儀なくされている。2022年1月～11月の住宅販売金額は28.4%減、住宅新規着工面積は39.5%減に落ち込んだ。7月末には政治局会議が「保交楼」（物件を契約通りの数量、品質、納期で購入者に引き渡す）を重要課題として取り上げたが、デベロッパーの資金調達へのテコ入れが本格的に始まったのは、11月11日に中国人民銀行（中央銀行）と中国銀行保険監督管理委員会が、不動産市場の安定・健全な発展のための16項目の金融サポート策を発表してからである。これを受けて商業銀行は4兆元以上の貸出枠を設定するなどしている（12月18日の報道）。「保交楼」は現在建設中の物件の引き渡しを目的であり、これによって、住宅ローンの支払い拒否問題（銀行の不良債権増大）を改善しようとしているのであろう。

ただし、「保交楼」にしても、今回の中央経済工作会議にしても新規需要を刺激するような政策は打ち出されていないことに注意が必要である。2023年に住宅市場が大きく回復する展望は描きにくいのではないかと。



## 11月の中国経済は失速

11月の中国経済は失速した。新型コロナウイルス感染症の1日当たり新規感染者数が急増する中で、11月中は「ゼロコロナ」政策が堅持された。頻発したロックダウンや行動制限によって接触型消費は失速し、生産・物流などにも悪影響が出た。

### 工業生産

2022年11月の工業生産は2.2%増となり、10月の5.0%増から減速した。1月～11月は3.8%増であった。11月の分野別では石炭や石油・天然ガスなどの採掘業が5.9%増（10月は4.0%増）、製造業は2.0%増（同5.2%増）、電力・熱・ガス・水の生産と供給業が1.5%減（同4.0%増）であった。

11月の主要製品のうち、10%以上減少したのはパソコン、集積回路、金属加工機械、スマートフォン、布であった。これらについては、世界的な需要減退や中国の内需急減速が響いている。一方、生産が10%以上増加したのは発電設備と、電気自動車など新エネルギー車である。発電設備は8月の水力発電の減少による電力不足を機に、他の発電源の設備増強が図られていると考えられる。コロナ禍で生産ラインがストップするなどして自動車生産全体が減少する中で、新エネルギー車は好調が続いた。

### 小売売上

2022年11月の小売売上は5.9%減となり、10月の0.5%減からマイナス幅を広げた。1月～11月は0.1%減であった。

接触型消費の典型である外食（レストラン収入）は、11月も8.4%減（10月は8.1%減）と大幅なマイナスが続いた。1月～11月は5.4%減に沈んでいる。10月は共産党大会の開催前から各地で防疫体制が厳格化されたことなどが響き、11月にはコロナ禍で接触型消費が抑制された。

11月の自動車販売金額は4.2%減となり、車両購入税率の半減措置（価格の10%→5%）が始まった6月からの販売増加が途絶えた。コロナ禍で一部地域の生産ラインや販売店の営業がストップした影響が出た。

### 固定資産投資

2022年1月～11月の固定資産投資は5.3%増と、1月～10月の5.8%増から減速した。単月では10月の4.3%増から11月は0.7%増に減速した計算となる。1月～11月の内訳は、製造業投資は9.3%増（1月～10月は9.7%増）、電気・水道・ガスを含むインフラ投資が11.6%増（同11.4%増）、不動産開発投資が9.8%減（同8.8%減）であった。

インフラ投資は分野別で伸びが唯一加速した。原資のひとつである地方政府特別債券は2022

年の発行枠 3.65 兆元（約 73 兆円）のうち 3.45 兆元を 6 月末までに全て発行し、8 月末までにプロジェクトに投入された。この他にも政策銀行による貸出増加など合計で 1.9 兆元（約 38 兆円）、GDP 比 1.7%分のインフラ投資のための新規の資金調達を追加で認められた。

一方、デベロッパーの資金調達難による工事中断問題がクローズアップされる不動産開発投資は減少に歯止めはかかっていない。単月では 10 月の 16.0%減から 11 月は 19.9%減にマイナス幅を広げた。

## 貿易

2022 年 11 月の輸出は 8.9%減（以下、断りのない限り、貿易はドル建て）となり、10 月の 0.2%減からマイナス幅を大きく広げた。最大の要因は、米国、欧州などの景気減速で需要が抑制されたことであり、コロナ禍で国内生産・物流が滞り、港湾機能が一部低下したことも影響している。また、11 月の輸入は 10.6%減と、10 月の 0.7%減から 2 桁のマイナスとなった。輸入は 2022 年 3 月以降、低空飛行が続いていたが、11 月は内需の低迷が大きく響いた。11 月の貿易黒字は 2.8%減の 692 億ドルであった。

なお、2022 年 1 月～11 月の輸出は 9.0%増、輸入は 2.0%増、貿易黒字は 38.4%増の 7,989 億ドルであった。

### 主要経済指標の推移（単位：前年比、%）

	2022年 1～2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月
実質GDP成長率	4.8		0.4			3.9				
工業生産	7.5	5.0	▲ 2.9	0.7	3.9	3.8	4.2	6.3	5.0	2.2
固定資産投資	12.2	9.3	6.8	6.2	6.1	5.7	5.8	5.9	5.8	5.3
うち不動産開発投資	3.7	0.7	▲ 2.7	▲ 4.0	▲ 5.4	▲ 6.4	▲ 7.4	▲ 8.0	▲ 8.8	▲ 9.8
製造業投資	20.9	15.6	12.2	10.6	10.4	9.9	10.0	10.1	9.7	9.3
インフラ投資	8.6	10.5	8.3	8.2	9.2	9.6	10.4	11.2	11.4	11.6
小売売上	6.7	▲ 3.5	▲ 11.1	▲ 6.7	3.1	2.7	5.4	2.5	▲ 0.5	▲ 5.9
うち外食	8.9	▲ 16.4	▲ 22.7	▲ 21.1	▲ 4.0	▲ 1.5	8.4	▲ 1.7	▲ 8.1	▲ 8.4
輸出	16.2	14.3	3.5	16.2	17.1	18.2	7.5	5.7	▲ 0.2	▲ 8.9
輸入	16.8	0.7	0.2	3.5	0.1	1.8	0.1	0.3	▲ 0.7	▲ 10.6

（注1）固定資産投資は内訳を含めて1月からの累計

（注2）インフラ投資は電気・水道・ガスを含むベース

（注3）青は前の月（四半期）よりもデータが悪化したこと、黄はデータが改善したことを表す

（出所）中国国家統計局より大和総研作成

## 中国経済見通し 2022年は2.7%、2023年は4.5%。アップサイドリスクも

中国国家統計局によると、2022年1月～9月の実質GDP成長率は3.0%にとどまった。新型コロナウイルス感染症の新規感染者が急増する中、中国は12月以降、「ゼロコロナ」政策から実質的な「ウィズコロナ」政策に転換した。防疫体制の緩和により感染者が急増しているとみられ、このような地域では市民が外出を控えるなどして経済活動が停滞している。10月～12月の実質GDP成長率は1.9%程度にとどまり、2022年の実質GDP成長率は2.7%程度となろう。

中央経済工作会議では、2023年の政府成長率目標についても議論された模様であるが、正式な発表は2023年3月の全人代での発表を待つ必要がある。現地報道では、5%前後、5%以上という予想が多い。

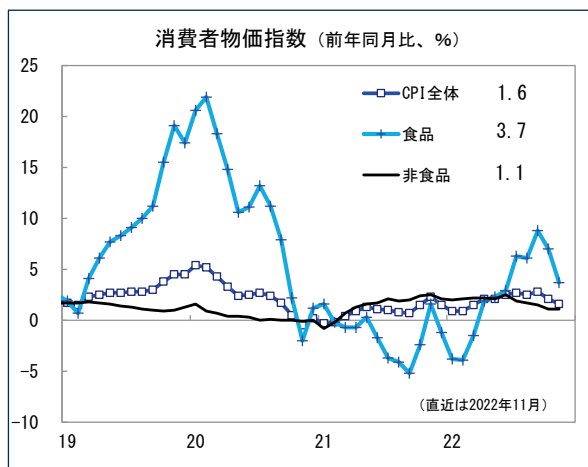
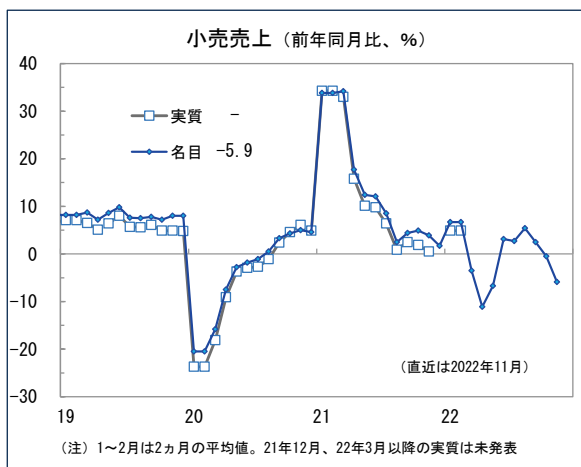
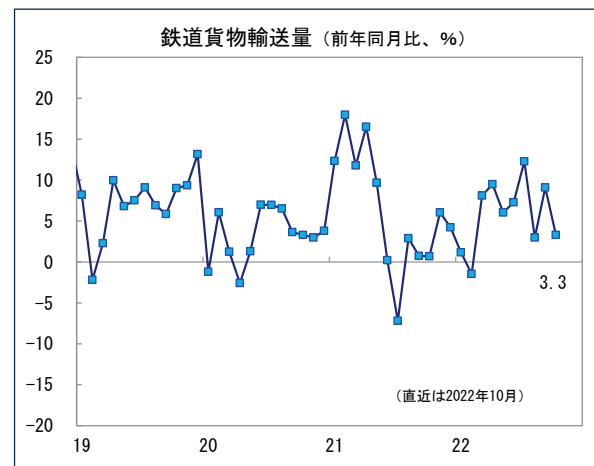
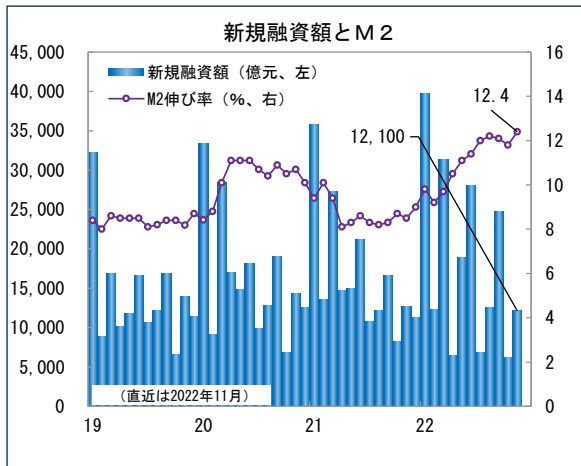
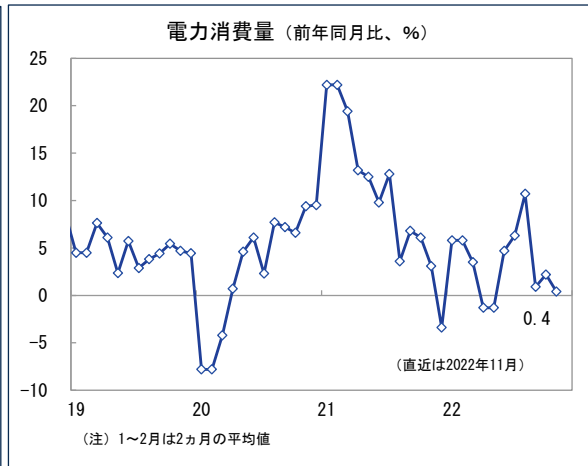
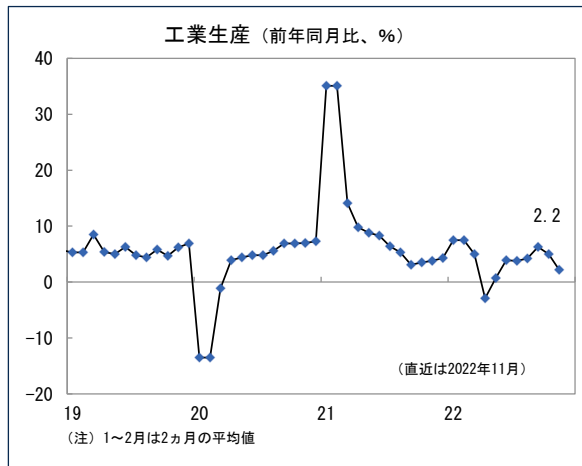
2023年の中国経済見通しは、感染拡大を抑制できるか否か、「ウィズコロナ」政策を貫徹できるかどうか大きく左右される。大和総研は2023年の実質GDP成長率を4.5%程度と想定しているが、「ウィズコロナ」政策を貫徹できれば、過去3年分のリベンジ消費を牽引役に6%超の実質成長も期待できる。一方で、死亡者の急増などで「ゼロコロナ」政策への揺り戻しが起きれば3%成長もあり得る。ただし、2年連続の低成長では、国民生活も政治ももたないことを考えると、経済成長が重視される可能性が高く、アップサイドリスクに留意する必要がある。

### 主要経済指標一覧

	2021年11月	12月	2022年1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月
実質GDP成長率（四半期、前年同期比、%）	-	4.0	-	-	4.8	-	-	0.4	-	-	3.9	-	-
工業生産（前年同月比、%）	3.8	4.3	7.5		5.0	-2.9	0.7	3.9	3.8	4.2	6.3	5.0	2.2
電力消費量（前年同月比、%）	3.1	-3.4	5.8		3.5	-1.3	-1.3	4.7	6.3	10.7	0.9	2.2	0.4
鉄道貨物輸送量（前年同月比、%）	6.0	4.2	1.2	-1.5	8.1	9.5	6.0	7.3	12.3	3.0	9.1	3.3	-
固定資産投資（前年累計比、%）	5.2	4.9	12.2		9.3	6.8	6.2	6.1	5.7	5.8	5.9	5.8	5.3
不動産開発投資（前年累計比、%）	6.0	4.4	3.7		0.7	-2.7	-4.0	-5.4	-6.4	-7.4	-8.0	-8.8	-9.8
小売売上 名目（前年同月比、%）	3.9	1.7	6.7		-3.5	-11.1	-6.7	3.1	2.7	5.4	2.5	-0.5	-5.9
実質（前年同月比、%）	0.5	-	4.9		-	-	-	-	-	-	-	-	-
消費者物価指数 全体（前年同月比、%）	2.3	1.5	0.9	0.9	1.5	2.1	2.1	2.5	2.7	2.5	2.8	2.1	1.6
食品（前年同月比、%）	1.6	-1.2	-3.8	-3.9	-1.5	1.9	2.3	2.9	6.3	6.1	8.8	7.0	3.7
非食品（前年同月比、%）	2.5	2.1	2.0	2.1	2.2	2.2	2.1	2.5	1.9	1.7	1.5	1.1	1.1
工業製品出荷価格指数（前年同月比、%）	12.9	10.3	9.1	8.8	8.3	8.0	6.4	6.1	4.2	2.3	0.9	-1.3	-1.3
工業生産者購入価格指数（前年同月比、%）	17.4	14.2	12.1	11.2	10.7	10.8	9.1	8.5	6.5	4.2	2.6	0.3	-0.6
新規融資額（億元）	12,700	11,338	39,800	12,300	31,300	6,454	18,900	28,046	6,790	12,500	24,700	6,152	12,100
M2伸び率（%）	8.5	9.0	9.8	9.2	9.7	10.5	11.1	11.4	12.0	12.2	12.1	11.8	12.4
輸出（前年同月比、%）	21.5	20.6	16.2		14.3	3.5	16.2	17.1	18.2	7.5	5.7	-0.2	-8.9
輸入（前年同月比、%）	31.3	19.7	16.8		0.7	0.2	3.5	0.1	1.8	0.1	0.3	-0.7	-10.6
貿易収支（億米ドル）	712.7	932.1	548.5		444.5	493.0	777.6	971.1	1018.6	800.7	841.3	852.7	692.5
新築商品住宅価格指数 北京（前年同月比、%）	5.4	5.1	5.5	5.5	5.7	5.8	5.9	5.8	5.5	5.8	6.1	5.9	5.7
上海（前年同月比、%）	4.0	4.2	4.2	4.1	4.1	3.8	3.4	3.4	3.5	3.7	3.8	4.0	4.0
商用不動産 着工面積（前年累計比、%）	-9.1	-11.4	-12.2		-17.5	-26.3	-30.6	-34.4	-36.1	-37.2	-38.0	-37.8	-38.9
完工面積（前年累計比、%）	16.2	11.2	-9.8		-11.5	-11.9	-15.3	-21.5	-23.3	-21.1	-19.9	-18.7	-19.0
不動産販売 面積（前年累計比、%）	4.8	1.9	-9.6		-13.8	-20.9	-23.6	-22.2	-23.1	-23.0	-22.2	-22.3	-23.3
金額（前年累計比、%）	8.5	4.8	-19.3		-22.7	-29.5	-31.5	-28.9	-28.8	-27.9	-26.3	-26.1	-26.6

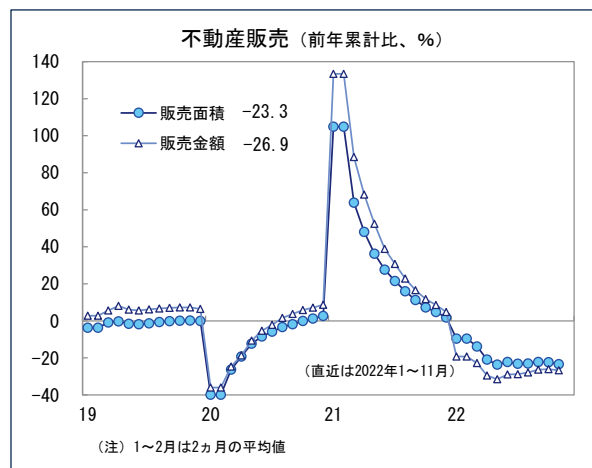
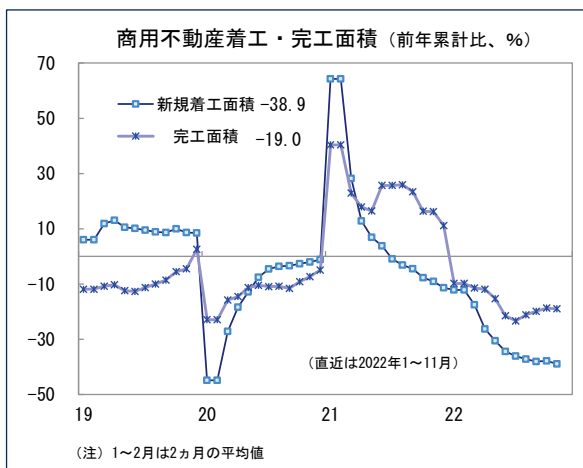
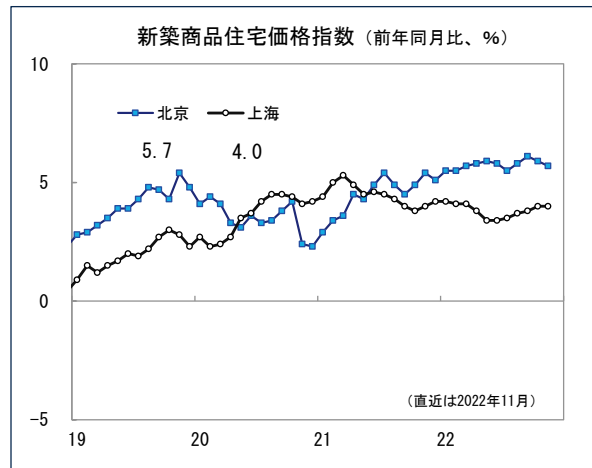
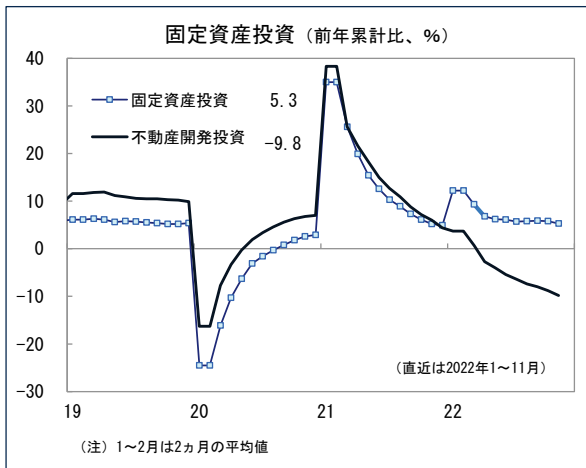
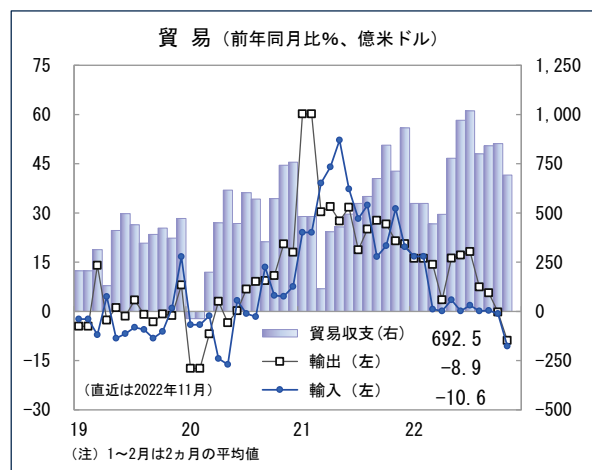
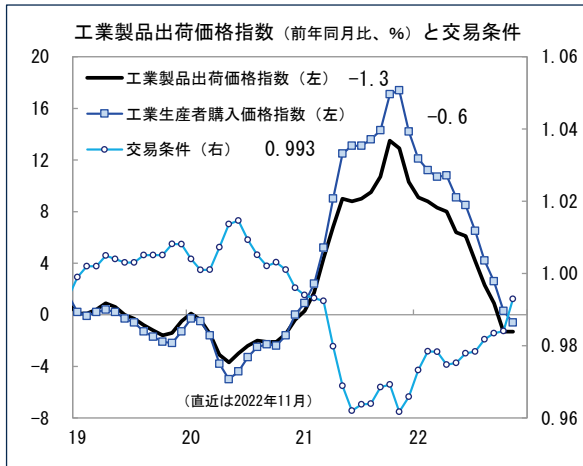
（出所）中国国家統計局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー局、CEIC より大和総研作成

## 主要経済指標一覧（続き）



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

## 主要経済指標一覧（続き）



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