

2023年1月24日

# 主要国経済 Outlook

2023年2月号 (No. 435)

経済調査部  
ニューヨークリサーチセンター

## [目次]

Overview .....	2
極端な悲観論は修正へ 経済調査部長 山崎 加津子	
日本経済 .....	4
急回復するインバウンドと関心が高まる金融政策の先行き 経済調査部 シニアエコノミスト 神田 慶司	
米国経済 .....	15
「炭鉱のカナリア」からの警告 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 .....	25
暖冬が超悲観論を後退させる 経済調査部 シニアエコノミスト 近藤 智也	
中国経済 .....	37
リベンジ消費で23年は5.6%成長へ 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

## 極端な悲観論は修正へ

山崎 加津子

### 世界

世界経済の成長率予想の下方修正とインフレ予想の上方修正が繰り返された 2022 年のあと、2023 年はこの流れが反転する可能性が出てきた。この 1 月に IMF と OECD から相次いで 2023 年の世界経済の成長率は 2022 年秋に予想していたほどには悪くないかもしれないとのコメントがあり、今後の上方修正の可能性が示唆された。背景には、中国が 2022 年 12 月に「ゼロコロナ」政策から「ウィズコロナ」政策へ転換したこと、米欧のインフレ率が高水準ながらも低下傾向にあり、FRB、ECB、BOE が利上げ幅の縮小に動いていることなどがあろう。もっとも、欧州のインフレ率低下は、記録的な暖冬でエネルギー需要が抑制されたという「幸運」によるところが小さくない。感染爆発を乗り越えて中国経済の正常化が進展する可能性が高まり、日本もインバウンド消費の一段の拡大を訪日中国人の増加に期待している。とはいえ、中国のリベンジ消費拡大はエネルギーや鉱物資源、あるいは食料品などの需要拡大を通じて、世界のインフレ圧力を高める可能性がある。景気に対して悲観一辺倒ではなくなったものの、インフレ率の低下傾向がこのまま維持されるとは限らず、中央銀行にとって神経を使う局面はまだ続くだろう。

### 日本

2022 年 10-12 月期の財輸出は米欧中の景気悪化を受けて減少した一方、サービス輸出に含まれるインバウンド消費は急回復した。2023 年の実質インバウンド消費は訪日中国人が春頃から本格回復するとの想定の下、前年から 3 兆円ほど増加する見込みだ。円高と世界同時不況が発生しても、インバウンドの回復が日本経済の大きな下支え要因になる姿は変わらないだろう。日銀は 2023 年 1 月の金融政策決定会合で政策の現状維持を決定した。大規模緩和策の先行きを占う上では、当面は米国景気や春闘の結果などが注目される。2022 年春闘で 2%程度だった賃上げ率は 2023 年に 3%台に乗せる可能性がある。米国景気の落ち込みが深刻なものでなければ、日銀は早ければ 2023 年 7 月の展望レポートで物価見通しを引き上げ、金融政策の「点検」の結果を公表しつつ、長短金利操作の終了など大規模緩和策の転換に踏み切る可能性も否定できない。この場合でも、国債などの購入や低金利の維持などを通じて、金融緩和そのものは継続するとみられる。デフレ脱却や 2%の物価安定目標の達成後は、インフレを安定させつつ、財政・金融政策の正常化を進めるという難しい課題が待ち受けている。

### 米国

足下までの経済統計は雇用環境が堅調さを維持するも、インフレは減速するというポジティブな結果となった。1 月 31 日・2 月 1 日に開催予定の次回 FOMC では、利上げ幅が 0.25%pt とさらに縮小することが見込まれる。金融引き締めが必要が低下することで、景気的大幅な調整を経ずともインフレが減速していくソフトランディングへの期待が高まっている。ただし、12 月の ISM 非製造業景況感指数は好不況の目安である 50%を下回った。経験則に基づけば、同指数が 50%を下回る期間は、景気後退期であることがほとんどであり、近い将来の景気後退が示唆されている可能性がある。ISM 非製造業景況感指数と連動性の高い実質個人消費に関して、

足下の消費関連統計は冴えず、先行きも消費を喚起するイベントの少ない上半期は消費行動が抑制されやすい。2月以降に公表される1月分の消費関連指標が引き続き悪化したり、雇用環境が悪化の兆しを示す場合には、ソフトランディングへの期待は裏切られることになるだろう。

## 欧州

景気の谷は浅く、当初懸念されていたほどの深刻な景気後退には至らないとの見方が強まっているが、その主因は「神風」ならぬ異常な暖かさである。エネルギー需給に対する懸念が後退し、エネルギー価格の下落は、企業や家計の負担軽減だけでなく、政府の財布にも優しい状況を生んでいる。さらに、インフレ率がピークアウトしたため、利上げペースの減速、そして早晩の利上げ停止への期待感が高まっている。ただ、2023年を通じて見れば、昨年来の不透明感・不確実性は簡単には払拭できないだろう。すなわち、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なく、エネルギー供給への懸念は企業や家計に慎重さを強いるとみられる。年後半には、エネルギー供給懸念が再びネックとなって、インフレ鈍化ペースが緩慢に、そして経済成長率の加速が限定的になる可能性も否定できない。

## 中国

2022年の実質GDP成長率は前年比3.0%（以下、変化率は前年比）となった。低成長にとどまったのは、12月上旬までの「ゼロコロナ」政策と、不動産不況によるところが大きい。大和総研は従来、2023年の実質GDP成長率を4.5%程度と想定し、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って、6%超にも3%にもなり得るとしていた。下振れ要因として挙げたのが、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ることであった。しかし、新型コロナウイルス感染症に対する管理レベルの引き下げによって、「ゼロコロナ」政策への揺り戻しの懸念は大きく低下し、景気下振れの可能性も低減した。感染爆発は12月がピークとなった可能性がある。これを受けて、2023年の実質GDP成長率見通しを従来の4.5%程度から5.6%程度に引き上げる。ただし、2023年のやや高めの成長予想は、2022年が低成長にとどまった反動によるところが大きくなるだろう。2023年の中国経済にさほど強気になれない背景にあるのは、①住宅市場の回復に対する慎重な想定、②主要先進国の景気減速による輸出の鈍化、などである。

### 主要国実質GDP見通し＜要約表＞

	(%)				(前年比%)				(前年比%)			
	2022年				2023年				2021年	2022年	2023年	2024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	2.1	1.3	1.9	0.9
									<u>2.5</u>	<u>1.9</u>	<u>1.4</u>	<u>1.0</u>
米国	-1.6	-0.6	3.2	1.8	0.5	0.0	0.2	0.8	5.9	2.0	0.9	1.1
ユーロ圏	2.6	3.4	1.2	-0.9	-0.8	0.4	0.6	1.2	5.3	3.4	0.2	1.4
英国	2.5	0.2	-1.2	0.1	0.1	-1.6	-0.7	0.1	7.6	4.1	-0.5	0.7
中国	4.8	0.4	3.9	2.9	4.0	8.0	5.0	5.5	8.4	3.0	5.6	4.3
ブラジル	2.4	3.7	3.6	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	5.0	3.0	0.9	1.0
インド	4.1	13.5	6.3	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	<u>8.7</u>	<u>7.0</u>	<u>6.5</u>	<u>6.5</u>
ロシア	3.5	-4.1	-3.7	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	4.7	-3.0	-2.5	1.5

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

日本の2024年および2024年度の予想値は暫定。

(出所) 各種統計より大和総研作成

# 日本経済 2023年1月

## 急回復するインバウンドと関心が高まる金融政策の先行き

神田 慶司  
久後 翔太郎  
小林 若葉

### [要約]

- 2022年10-12月期の財輸出は米欧中の景気悪化を受けて減少した一方、サービス輸出に含まれるインバウンド消費は急回復した。2023年の実質インバウンド消費は訪日中国人が春頃から本格回復するとの想定の下、前年から3兆円ほど増加する見込みだ。円高と世界同時不況が発生しても、インバウンドの回復が2023年の日本経済の大きな下支え要因になるという姿は変わらないだろう。
- 日本銀行（日銀）は2023年1月の金融政策決定会合で政策の現状維持を決定した。大規模緩和策の先行きを占う上では、当面は米国景気や春闘の結果などが注目される。2022年春闘で2%程度だった賃上げ率は2023年に3%台に乗せる可能性がある。米国景気の落ち込みが深刻なものでなければ、日銀は早ければ2023年7月の展望レポートで物価見通しを引き上げ、金融政策の「点検」の結果を公表しつつ、長短金利操作の終了など大規模緩和策の転換に踏み切る可能性も否定できない。この場合でも、国債などの購入や低金利の維持などを通じて、金融緩和そのものは継続するとみられる。
- デフレ脱却や2%の物価安定目標の達成後は、インフレを安定させつつ、財政・金融政策の正常化を進めるという難しい課題が待ち受けている。ほぼ10年前の2013年1月に政府・日銀は共同声明を出したが、これに盛り込まれた成長力強化や財政健全化は期待された成果を上げることはできなかった。デフレ脱却が現実味を帯びつつある中、労働生産性の上昇に裏付けられた実質賃金の引き上げや出生率の向上、国・地方のプライマリーバランス黒字化などでは、これまで以上に成果が求められる。

## 急回復するインバウンド、関心が高まる金融政策と春闘

日本の主要輸出先である米国、欧州、中国の景気減速が鮮明になっている。米欧では高インフレや大幅な利上げで経済活動が悪化しており、米国では年末商戦の不振など個人消費に陰りが見られた。ユーロ圏では2022年10-12月期の実質GDPが前期比で7四半期ぶりのマイナス成長に転じたとみられる。中国では「ゼロコロナ」政策による厳しい行動制限や、12月の政策転換後の新型コロナウイルス感染爆発などを受け、10-12月期の実質GDPは前期比横ばいとどまった。こうした外需の悪化により、日本の財輸出（輸出数量指数）は同3%程度減少した。

もともと、サービス輸出に含まれるインバウンド消費が急速に回復したことで、財・サービス輸出は増勢を維持したとみられる。個人消費は新型コロナウイルス感染「第8波」や約40年ぶりの高インフレが下押ししたものの、政府や自治体の観光需要喚起策もあってサービス消費を中心に緩やかに回復したようだ。10-12月期の実質GDPは前期比でプラス成長に転じるだろう<sup>1</sup>。

本稿では、このところ日本経済を力強く下支えしているインバウンドの現状やシナリオ別の見通しを示す。さらに、12月の金融政策決定会合で長期金利の許容変動幅を拡大したこともあって関心が高まっている日本銀行（日銀）の金融政策の当面の見通しなどについても検討する。

### 1. 2023年のインバウンド消費は3兆円の増加を見込む

#### 足元の状況を踏まえ2023年の訪日外客数見通しを2,500万人程度に引き上げ

訪日外客数は水際対策が大幅緩和された2022年10月から急増している。9月は2019年同月比▲91%にとどまったが、12月には同▲46%までマイナス幅が縮小した（**図表1左**）。低迷が続く訪日中国人を除けば同▲26%だ。

国・地域別の構成割合を見ると、12月の訪日外客数のうち韓国が33%を占めた（**図表2右**）。韓国は2019年同月比+84%と感染拡大前を大幅に上回ったが、比較対象の2019年は日韓関係の悪化で訪日客数が落ち込んだためであり、2018年同月比では▲33%だ。このほか、台湾、香港、米国が上位を占める。他方、2019年12月に訪日外客数の3割程度を占めた中国は2019年同月比▲95%とほとんど回復していない。

当社が2022年12月に公表した「[2023年の日本経済見通し](#)」では、2023年の訪日外客数を2,000万人程度と見込んでいた。12月の実績が想定を上回ったことや、中国政府が2023年1月8日から水際対策を大幅緩和<sup>2</sup>したことなどを踏まえ、この見通しを2,500万人程度に引き上げる（**図表1左**）。

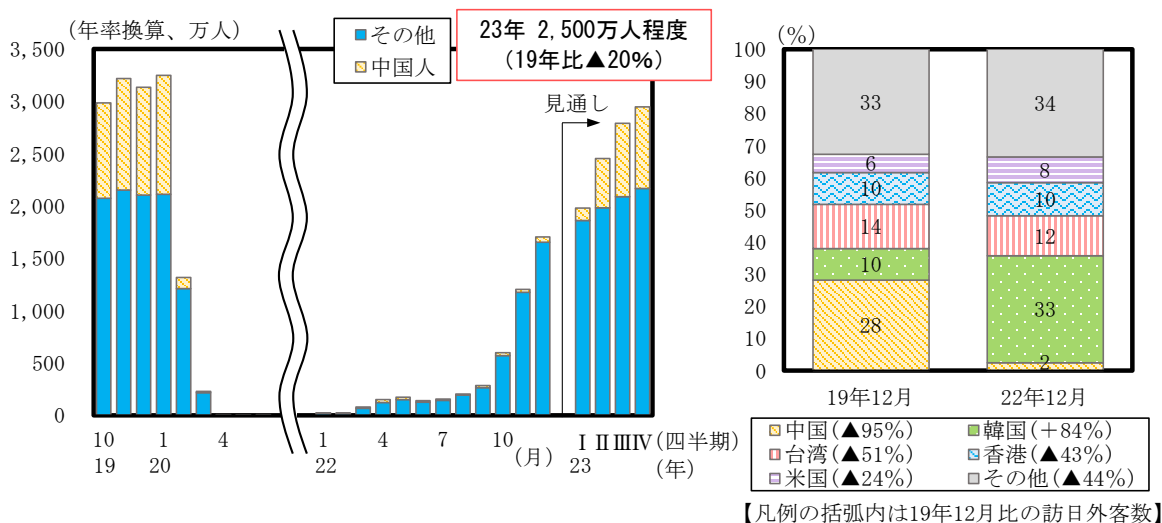
<sup>1</sup> 2022年10-12月期の実質GDP成長率における最新の見通しは、2023年1月末に公表する予定のレポートで示す。また、2024年度までの経済見通しの詳細は2月下旬公表予定の「第216回日本経済予測」で述べる。

<sup>2</sup> 入国時の隔離が不要になり、旅行目的のパスポートの申請手続きが再開された。日本などへの団体旅行は未だ禁止されているものの、相手国の水際対策が緩和されれば、今後解禁される可能性がある。



中国では12月から感染拡大が深刻化しており、幅広い国で中国に対する水際対策が強化されている。日本政府は本稿執筆時点で、中国からの直行便での入国時に陰性証明を求めており、入国時検査も実施している。中国本土からの直行旅客便の受け入れは成田・羽田・関西・中部の4空港に限定し、航空会社に対して増便<sup>3</sup>を行わないように要請した。こうしたことから、訪日中国人の本格回復は中国での感染拡大が落ち着き、日本の水際対策が緩和されることが必要だろう。当社では2023年春からの本格回復を見込んでいる。

図表1：訪日外客数の推移（季節調整値、左）と国・地域別の構成割合（右）



(出所) 日本政府観光局 (JNTO) 統計より大和総研作成

### 訪日中国人 100 万人増の経済効果は 2,400 億円と訪日韓国人の 3 倍程度

インバウンドの回復をけん引する訪日韓国人について、直近のデータである 2019 年の国内消費額を見ると<sup>4</sup>、宿泊費や飲食費が大半を占める (図表 2)。100 万人の韓国人が日本を訪れた場合、国内消費増加額は約 700 億円と試算される。さらに、消費の増加が他産業の経済活動を刺激する効果 (波及効果) を含めれば、経済効果は 900 億円程度に拡大する。

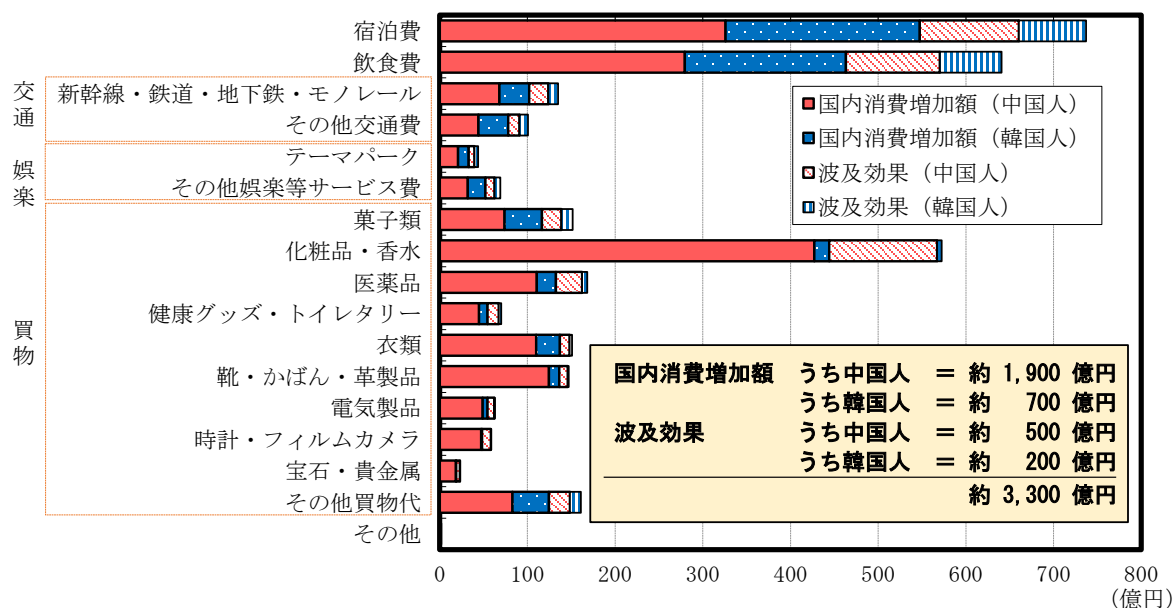
訪日韓国人の 1 人あたり消費額は 2019 年で訪日外客平均の半分程度であり、訪日中国人の 3 分の 1 程度にとどまる。経済効果の観点から見れば、インバウンド消費の回復にはやはり訪日中国人の増加が欠かせないだろう。

そこで訪日中国人が 100 万人増加した場合の経済効果を試算すると、波及効果を含めて 2,400 億円程度である (図表 2)。費目別に見ると、宿泊費や飲食費のほか、化粧品・香水、医薬品、靴・かばん・革製品、衣類などで増加する。訪日中国人の本格回復が始まれば、とりわけホテル、旅館、飲食店、百貨店、小売店などで収益が改善しやすいとみられる。

<sup>3</sup> 中国本土からの直行便は 2022 年 12 月 27 日時点で週 60 便だという (「中国コロナ急拡大、岸田首相『詳細な状況の把握が困難』…中国からの入国に限り水際対策強化へ」(読売新聞、2022 年 12 月 27 日))。2019 年冬ダイヤにおける中国からの直行旅客便は同 1,300 便程度であった (国土交通省「国際線就航状況」)。

<sup>4</sup> 2020 年 4-6 月期以降は消費額の詳細な調査が公表されていない。

図表 2：訪日中国人・韓国人が 100 万人ずつ増加した場合の経済効果



(注 1) 訪日中国人・韓国人の国内消費増加額は、それぞれ 2019 年の費目別購入者単価に購入率を掛け、訪日外客数の増加分を掛け合わせた (2020 年 4-6 月期以降は消費額の詳細な調査が公表されていない)。  
(注 2) 波及効果は、2015 年の産業連関表 (107 部門) を基に輸入内生モデルを用いて推計。国内消費が増加した影響が、自部門及び他部門へ波及して付加価値額を増加させる効果を表している。  
(出所) 観光庁、日本政府観光局、総務省統計より大和総研作成

## 円高・世界同時不況を想定しても 2023 年のインバウンド消費は景気の下支え要因に

メインシナリオでは 2023 年の実質インバウンド消費額<sup>5</sup>を 3.7 兆円と見込んでいる (図表 3)。感染拡大前である 2019 年の 4.5 兆円には届かないが、2022 年 (訪日外客数から試算した実績見込み) からは 3 兆円程度の増加だ。メインシナリオのドル円レートは 1 ドル=130 円程度と想定している。2019 年から 21 円/ドルの円安ドル高であり、インバウンド消費額の増加要因として期待される。半面、1 人あたり消費額が比較的大きい中国人割合が 2019 年から低下し、消費額の小さい韓国人割合が高まることは平均消費額を押し下げるとみられる。

2023 年は円高<sup>6</sup>と世界経済下振れのリスクが大きい。これらのリスクが発現した場合、実質インバウンド消費額はどの程度の影響を受けるのだろうか。

リスクシナリオの分析に際し、訪日外客数と訪日外客 1 人あたり消費額それぞれについて、2019 年の訪日外客数上位 20 カ国のパネルデータを用いて推計を行った。説明変数には、前者は各国の GDP、対円実質為替レート、ビザ要件、格安航空会社 (LCC) の就航状況などを、後者は対円実質為替レート<sup>7</sup>を利用した。

仮に 2023 年が 1 ドル=110 円程度で推移した場合 (メインシナリオ対比で 20 円の円高ドル安)、同年のインバウンド消費額は 3.2 兆円 (同▲0.5 兆円程度) になる (図表 3)。訪日外客 1

<sup>5</sup> GDP 統計における非居住者家計の国内での直接購入額。

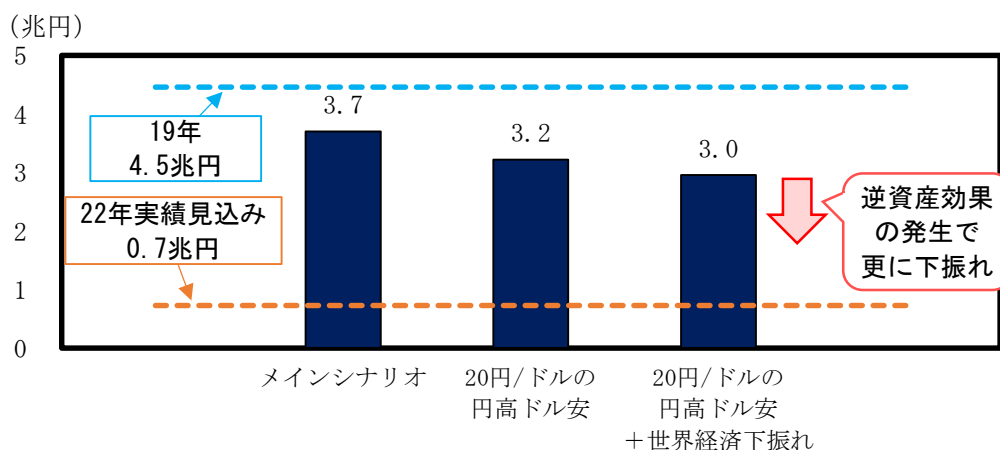
<sup>6</sup> 詳しくは、神田慶司・久後翔太郎・小林若葉・岸川和馬「[2023 年は円安よりも円高リスクに注意](#)」(大和総研レポート、2022 年 11 月 25 日) を参照。

<sup>7</sup> 1 人あたり消費額の推計において説明変数に各国の GDP を加えても、統計的に有意な差はなかった。

人あたり消費額は6%減少し、訪日外客数も7%減少する。

円高に加えて、当社の「[第215回日本経済予測（改訂版）](#)」（2022年12月8日）で示した世界同時不況（第3章で示した「リスクシナリオ②」で中国のロックダウンを除く）が発生した場合、2023年の世界経済成長率は▲4%台まで落ち込み、実質インバウンド消費額は3.0兆円（メインシナリオ対比▲0.7兆円程度）と推計される（**図表3**）。訪日外客1人あたり消費額の減少率は変わらないが、訪日外客数の減少率が15%に拡大する。試算には株安による逆資産効果が含まれておらず、これを考慮すれば落ち込み幅が更に拡大するだろう。それでも、実質インバウンド消費額は国際間の人の移動が秋まで厳しく抑制されていた2022年の水準を大幅に上回るとみられる。外部環境が大幅に悪化したとしても、インバウンドの回復が2023年の日本経済の大きな下支え要因になるという姿は変わらないだろう。

**図表3：シナリオ別に見た2023年の実質インバウンド消費の見通し**



(注1) メインシナリオでは2023年の為替相場を1ドル=130円程度と想定。

(注2) 2つのリスクシナリオは、訪日外客数、1人あたり消費額それぞれについて2019年の訪日外客数上位20カ国のパネルデータによる推計値を使った分析。訪日外客数は推計値（潜在需要）とメインシナリオの想定に差があることから、リスクシナリオの場合の潜在需要の乖離率をメインシナリオの想定に乗じた。「世界経済下振れシナリオ」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」（ただし中国のロックダウンは想定しない）。

(出所) 内閣府、観光庁、日本政府観光局（JNTO）、FRB、IMF、各国統計、Haver Analytics より大和総研作成

## 2. 関心が高まる日銀の金融政策の先行き

### 1月会合で大規模緩和継続の意思を改めて示した日銀

日銀は2023年1月の金融政策決定会合において政策の現状維持を決定するとともに、「共通担保資金供給オペレーション」の拡充などを決定した<sup>8</sup>。この措置は金融機関による裁定取引の増加を通じて、日銀の金融市場調節方針と整合的な利回り曲線（イールドカーブ）の形成を促すことで、市場の機能改善が期待されている。

<sup>8</sup> 1月の金融政策決定会合などについては久後翔太郎「[『共通担保資金供給オペ』の拡充でYCCの持続性向上を図る日本銀行](#)」（大和総研レポート、2023年1月20日）を参照。

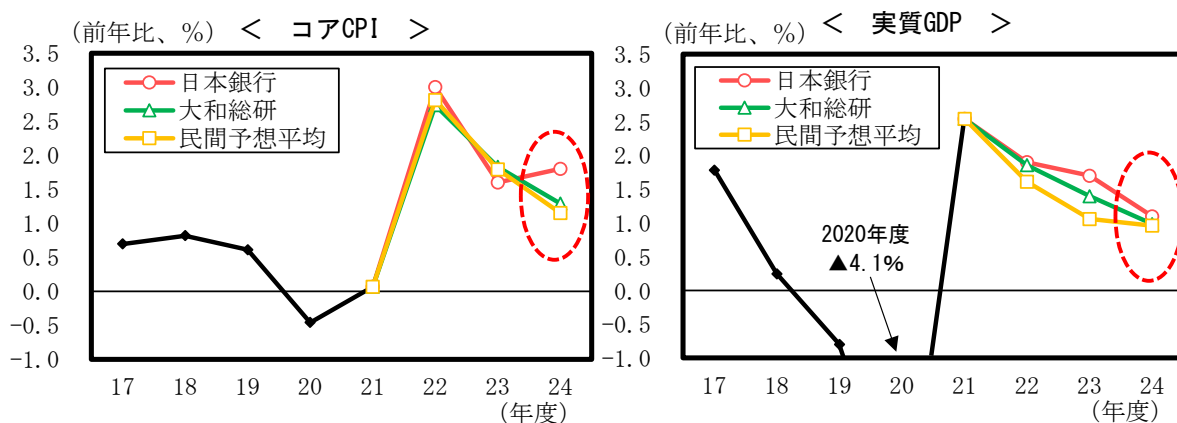


前回の12月会合では長短金利操作（イールドカーブ・コントロール、YCC）の運用を見直し、長期金利の許容変動幅を「±0.25%程度」から「±0.5%程度」に拡大することなどを決定した。市場では「事実上の方針転換」との見方が広がり、1月会合での許容変動幅の更なる拡大やYCCの撤廃の可能性も燻っていたが、日銀は大規模緩和を継続する意思を改めて示した形だ。

背景には、2%の物価安定目標を達成するめどが未だに立たないことがある。1月会合で公表された「経済・物価情勢の展望」（展望レポート）における政策委員見通しの中央値を見ると、生鮮食品を除く総合ベースの消費者物価指数（コアCPI）は2022年度で前年比+3.0%、2023年度で同+1.6%、2024年度で同+1.8%であった（図表4左）。

2024年度について直近の民間見通しと比較すると、実質GDP成長率では日銀も民間も1%程度を見込む一方（図表4右）、コアCPI上昇率では日銀の見通しが民間のそれを明確に上回る。日銀は賃金と物価が循環的に上昇し、期待インフレ率が高まっていくことを民間よりも強く想定しているのだろう。だがそれでも2%には届かず、コアCPIからエネルギー価格の影響を除いた物価上昇率は2024年度で同+1.6%にとどまる見込みだ。

図表4：展望レポート（2023年1月）で示された政策委員見通し（中央値）と民間見通し



(注)「民間予想平均」はESPフォーキャストの2023年1月調査。大和総研の2024年度見通しは暫定。  
(出所)日本銀行「経済・物価情勢の展望」、日本経済研究センター「ESPフォーキャスト」、内閣府統計より大和総研作成

#### 少なくとも米国景気の底入れや春闘の結果が見えてくるまでは大規模緩和を継続か

展望レポートでは、総裁・副総裁を含む9人の政策委員が経済・物価見通しのリスクについてどのように評価しているのかが示されている。このうち2023年度の日本の実質GDP成長率見通しに目を向けると、9人のうち6人が「下振れリスクが大きい」と評価した。展望レポートでは経済の第1のリスク要因として、「海外の経済・物価情勢と国際金融資本市場の動向」を指摘している。高インフレと利上げなどによる外需の悪化を通じて、2023年度の日本経済が下振れするリスクを多くの政策委員は警戒しているようだ。

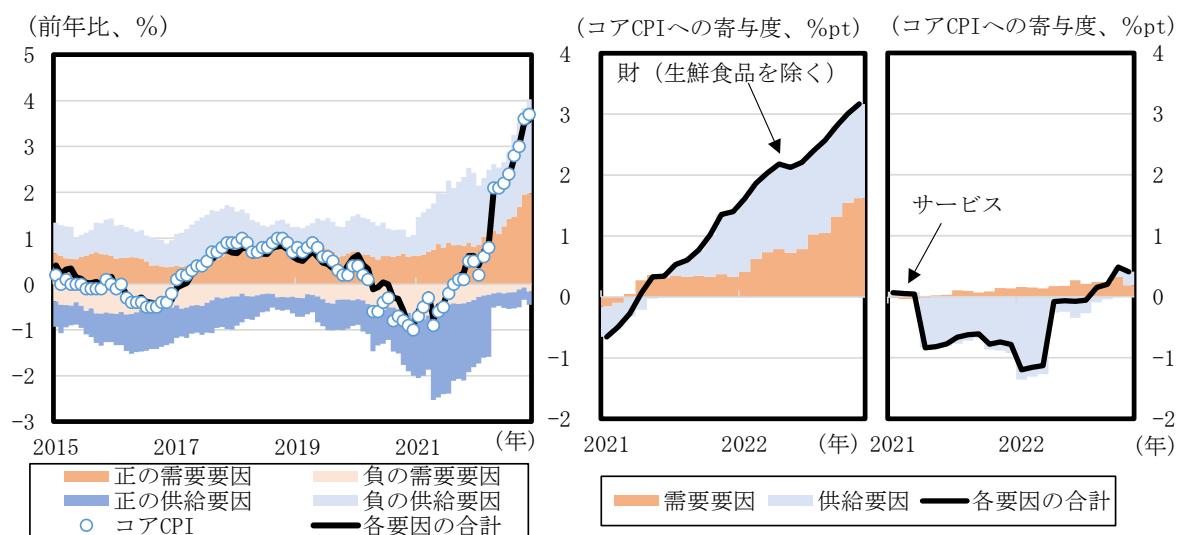
また、日銀の見通しのようにコアCPI上昇率が2024年度で1%台後半を保つには、インフレが資源高や円安といった供給ショックではなく、需要の増加によって高まる必要がある。こう

したメカニズムの進展度合いを確認するため、米サンフランシスコ連銀の Shapiro (2022)<sup>9</sup>の手法を参考にコア CPI 上昇率を「正の需要要因」「負の需要要因」「正の供給要因」「負の供給要因」の4つに分解すると、財については「負の供給要因」だけでなく「正の需要要因」による押し上げ幅も拡大している（**図表 5 左・中央**）<sup>10</sup>。一方、サービスでは需要要因による物価の押し上げはわずかだ（**図表 5 右**）。

サービス物価も「正の需要要因」によって押し上げられるようになるには、賃上げの加速が必要である。メンバーシップ型の雇用慣行が広く定着している日本ではとりわけ春闘での賃上げが重要であり（**後掲図表 6**）、2023 年にどの程度高まるかが注目される。

こうしたことを踏まえると、日銀は金融市場に目配りしつつ必要に応じて緩和策の更なる修正を行う可能性はあるものの、米国景気の底入れや春闘の結果などがある程度明らかになるまでは経済・物価見通しの不確実性が大きいため、大規模緩和を継続するとみている。

**図表 5：コア CPI 上昇率の要因分解（左）と財・サービスの寄与（中央、右）**



(注) Shapiro (2022) を参考に、家計調査における個別品目への支出と対応する CPI の構成品目を用いて、各品目を①正の需要要因、②負の需要要因、③正の供給要因、④負の供給要因のいずれかに分類した。

(出所) 総務省統計より大和総研作成

### 2023 年春闘での賃上げ率は定昇込みで 3% 台に乗せる可能性も

約 40 年ぶりの高インフレや労働需給のひっ迫などを受け、2023 年の春闘での賃上げは前年から加速しそうだ。

**図表 6** では厚生労働省「賃金引上げ等の実態に関する調査」における従業員 100 人以上の企業を対象とした定期昇給込みの賃金改定率（春闘での賃上げ率）を示している。春闘での賃上げ率に影響を及ぼす企業業績や労働需給、インフレ率、交易条件などを説明変数として推計する

<sup>9</sup> Shapiro, Adam Hale. (2022). "Decomposing Supply and Demand Driven Inflation." Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper 2022-18. Available at: <https://doi.org/10.24148/wp2022-18>

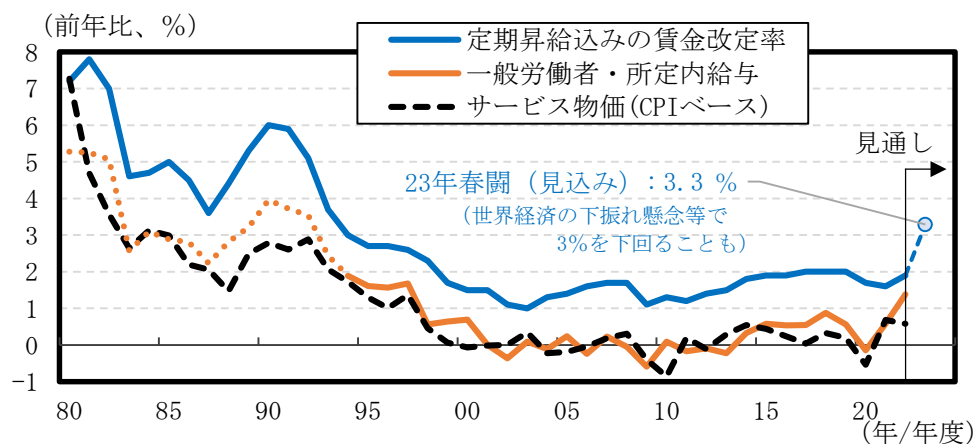
<sup>10</sup> 詳細は、久後翔太郎・中村華奈子・和田恵「『需要インフレ』の側面もある現在の物価高」（大和総研レポート、2022 年 12 月 12 日）

と、2022年で1.9%だった賃上げ率は2023年に3.3%に高まるとの結果が得られた（「インフレ手当」といった一時金で対応する企業があることを考慮して賃上げ率を調整）。

ただし、先述のように2023年は外部環境が大幅に悪化するリスクが大きい。企業は推計値のような水準での賃上げには慎重になるとみられるため、現実的には3%台に乗せるかどうかといったところだろう。

2023年春闘での賃上げ率が仮に3%程度になる場合、ベースアップ率が1%pt程度高まることを意味する。一般労働者（≒正規雇用者）の所定内給与の伸び率は同程度押し上げられ、人件費の増加分が小売価格に転嫁されればサービス物価などの上昇にもつながる（図表6）。これが更なる賃上げをもたらせば、2024年春闘でも賃上げ率は高止まりするだろう。

図表6：賃金改定率（春闘での賃上げ率）・所定内給与・サービス物価の長期推移



（注1）サービス物価は消費税調整済で2021年度は携帯電話通信料を除く。2022年度の値は月次の直近値を平均した値。1993年度までの所定内給与（点線部分）は事業所規模30人以上でパートタイム労働者を含む。  
（注2）賃金改定率は厚生労働省「賃金引上げ等の実態に関する調査」で従業員100人以上の企業を対象。2023年における賃金改定率（春闘での賃上げ率）の見込みは、①売上高の伸び率、②CPI上昇率、③需要不足失業率、④交易条件（対数換算）、⑤定数項、を説明変数として推計（①～④は前年の値で、①は10%、③は5%、それ以外は1%有意水準を満たす）。推計期間は1976～2022年、修正済み決定係数は0.88。足元では「インフレ手当」といった一時金で対応する企業があるため、帝国データバンクのアンケート調査を参考に2023年春闘での賃上げ率見込みを調整。

（出所）総務省、厚生労働省統計より大和総研作成

### 家計の「値上げ嫌い」は2022年に大きく変化

2000～19年における日本の労働生産性上昇率は1人1時間あたり（マンアワーベース）で年率+1%程度であった。2%の物価安定目標の達成と整合的な名目賃金上昇率は、3%程度が目安といえる。正規雇用者に当てはめると、ベースアップ率（所定内給与の上昇率）は年3%程度である。

企業がこれほど高い賃上げを毎年受け入れるかどうかは、人件費の増加分を円滑に価格転嫁でき、家計は値上げを受け入れる一方で賃上げを要求するという行動が日本社会に再び定着するかどうかにかかっている。この点、家計の値上げに対する反応は約40年ぶりの高インフレによって大きく変化したようだ。

東京大学大学院教授の渡辺努氏の研究室が毎年実施しているアンケート調査では、日本・米国・英国・ドイツ・カナダの消費者に対して物価の見通しや価格上昇時の消費行動などを尋ねている。このうち、「行きつけのスーパーマーケットでいつも購入している商品を買おうとしたときに、価格が10%上がっていたらどうしますか？」との質問に対して日本は「他の店に行く」との回答割合が2021年までは顕著に高かった。しかしながら2022年5月に実施した調査結果では欧米並みの水準まで回答割合が低下し、日本人の「値上げ嫌い」という特徴は見られなくなったという（渡辺（2022）<sup>11</sup>）。今後は家計だけでなく、企業の価格改定行動も大きく変化するかどうか注目される。

### 日銀は早ければ2023年7月に大規模緩和策を転換する可能性も否定できず

2023年はインバウンドの回復が継続する見込みであることに加え、岸田文雄政権は同年春に新型コロナウイルスの感染症法上の扱いを「2類相当」から「5類」に移行する方針である。経済活動の正常化が進展する一方で労働力人口は趨勢的な減少が見込まれることから、人手不足は一段と深刻化するだろう。こうした中で賃金と物価の循環的な上昇が強まれば、いずれは2%の物価安定目標の達成は視野に入るとみられる。

春闘での賃上げ率が大幅に高まり、米国景気の落ち込みが深刻なものでなければ、日銀は早ければ2023年7月の展望レポートで物価見通しを引き上げる可能性がある。さらに、金融政策の「点検」の結果を公表しつつYCCの終了（従来の短期金利操作に移行）など大規模緩和策の転換に踏み切る可能性も否定できない。この場合でも、国債などの購入や低金利の維持などを通じて、金融緩和そのものは継続するとみられる。

### インフレ目標達成後は「インフレの安定」と「財政・金融政策の正常化」の両立が課題に

デフレ脱却や2%の物価安定目標の達成後は、インフレを安定させつつ、財政・金融政策の正常化を進めるという難しい課題が待ち受けている。大規模な財政出動や金融緩和を継続すれば、インフレは許容できない水準へと加速し、歳出の大幅な削減や厳しい金融引き締めなどを余儀なくされるだろう。

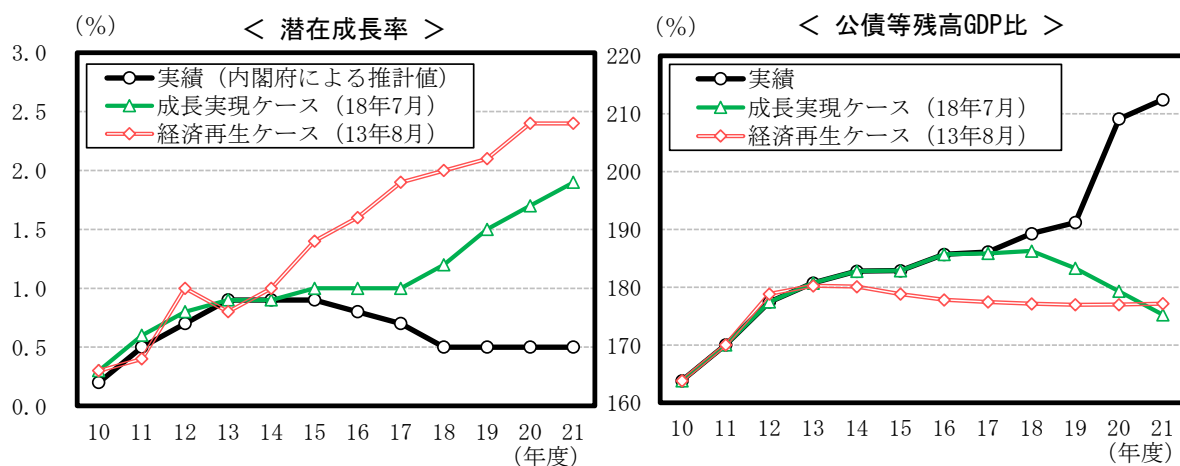
ほぼ10年前の2013年1月22日、政府と日銀はデフレ脱却と持続的な経済成長の実現のための政策連携についての共同声明を出した。政府はこの10年間で幅広い分野で制度・規制改革などを行い、社会保障・税一体改革や経済・財政一体改革、働き改革などを推進した。だが、共同声明に盛り込まれた成長力強化や財政健全化は期待された成果を上げることはできなかった。すなわち、潜在成長率の低下傾向と政府債務残高GDP比の上昇傾向は変わらなかった。

<sup>11</sup> 渡辺努『世界インフレの謎』（2022年10月、講談社）

内閣府は「中長期の経済財政に関する試算」（中長期試算）を年に2回公表している。共同声明の公表から約半年後の2013年8月の中長期試算を見ると、政府・日銀の取り組みが奏功する「経済再生ケース」では2021年度に潜在成長率が2.5%程度まで高まり、公債等残高GDP比は180%を下回る見通しだった。それから約5年後に公表された中長期試算の「成長実現ケース」でもこれに近い姿が描かれていた（図表7）。しかしながら2022年7月に公表された直近の中長期試算を見ると、2021年度の潜在成長率は0.5%にとどまり、公債等残高GDP比は210%を超えた。

デフレ脱却が現実味を帯びつつある。労働生産性の上昇に裏付けられた実質賃金の引き上げや出生率の向上、国・地方のプライマリーバランス黒字化などでは、これまで以上に成果が求められる。

図表7：内閣府中長期試算における過去の見通しと実績



(注) 名目GDPの実績値は基準改定等の影響で変わるため、右図ではどの系列も最新のGDPの公表値を利用。資料公表時点での予測部分はそれぞれの名目GDP成長率見通しを用いて延伸。

(出所) 内閣府「中長期の経済財政に関する試算」、内閣府統計より大和総研作成



図表 8 : 日本経済見通し&lt;第 215 回日本経済予測 改訂版 (2022 年 12 月 8 日)&gt;

	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 (2.1)	1.9 (1.3)	1.4 (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	82.6	72.0	72.0	72.0	72.0	72.0	77.2	88.7	72.0
為替レート(円/ドル)	109.4	110.1	113.7	116.2	129.6	138.4	141.4	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

# 米国経済 「炭鉱のカナリア」からの警告

インフレは減速するも、高まる景気後退懸念

矢作 大祐

## [要約]

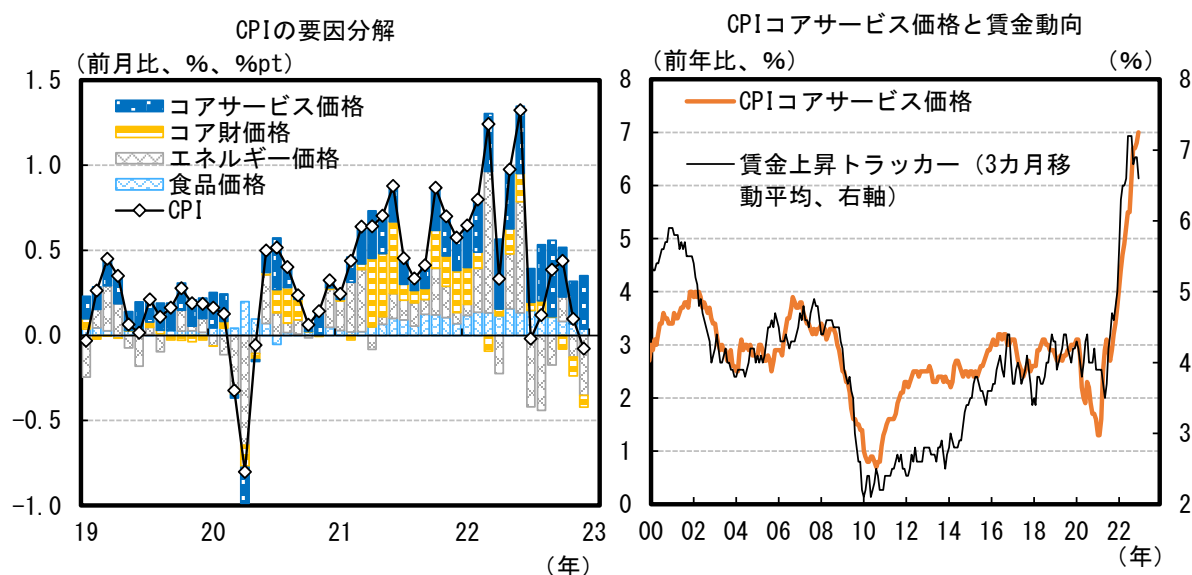
- 足下までの経済統計は雇用環境が堅調さを維持するも、インフレは減速するというポジティブな結果となった。インフレが減速傾向を示す中で、1月31日・2月1日に開催予定の次回FOMCでは、利上げ幅が0.25%ptとさらに縮小することが見込まれる。金融引き締め必要性が低下することで、景気的大幅な調整を経ずとも、インフレが減速していくソフトランディングへの期待が高まることになる。
- ソフトランディングに向けた期待が高まる一方、ISM非製造業景況感指数が好不況の目安である50%を下回った。経験則に基づけば、ISM非製造業景況感指数が50%を下回る期間は、景気後退期であることがほとんどであり、近い将来の景気後退を示唆する「炭鉱のカナリア」からの警告といえる。
- 労働需要は既に減退している可能性があり、堅調とされる雇用環境が今後悪化する可能性は否定できない。そして、ISM非製造業景況感指数と連動性の高い実質個人消費に関しても、足下の消費関連統計は冴えず、先行きも消費を喚起するイベントの少ない上半期は消費行動が抑制されやすい。2月以降に公表される1月分の経済指標が引き続き悪化したり、雇用環境が悪化の兆しを示す場合には、ソフトランディングへの期待は裏切られることになるだろう。

## 高まるソフトランディング期待

足下までの経済統計は、雇用環境が堅調さを維持しながらも、インフレは減速するというポジティブな結果となった。雇用環境に関しては、2022年12月の非農業部門雇用者数が市場予想を上回るとともに、失業率は低下した。失業率に関しては就業者数の増加に加え、非労働力人口も減少（＝労働市場への参入増）した。労働供給が増える中で賃金上昇率も減速し、インフレ圧力の低下を期待させる結果となった。インフレに関しては、CPIのヘッドライン（前年比+6.5%、前月比▲0.1%）、コアCPI（前年比+5.7%、前月比+0.3%）ともに、概ね市場予想通りの減速傾向を示した。コアCPIの内訳を見ると、コア財価格（前月比▲0.3%）は3カ月連続でマイナスとなり、需要の減退やサプライチェーンの改善の進展がうかがえる。コアサービス価格（同+0.5%）の伸びは3カ月連続で概ね横ばいで推移している。遅行性があり、ウェイトの大きい家賃がコアサービス価格を押し上げているが、足下での住宅市場の調整を踏まえれば、先行きの減速が見込まれる。また、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）が頭打ちの傾向を強めていることも安心材料といえる。

この他、サーベイベースの期待インフレは5年先が+3.0%と横ばい圏で推移する一方、1年先が+4.0%と減速した。1年先が高止まりすると、一般的に注目される5年先にも上昇圧力がかかりやすくなるため、1年先が減速したことはポジティブな結果といえる。インフレが減速傾向を示す中で、1月31日・2月1日に開催予定の次回FOMCでは、利上げ幅が0.25%ptとさらに縮小することが見込まれる。金融引き締めペースが低下することで、景気の大幅な調整を経ずとも、インフレが減速していくソフトランディングへの期待が高まることになる。

図表1 CPIの要因分解、CPIコアサービス価格と賃金動向



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

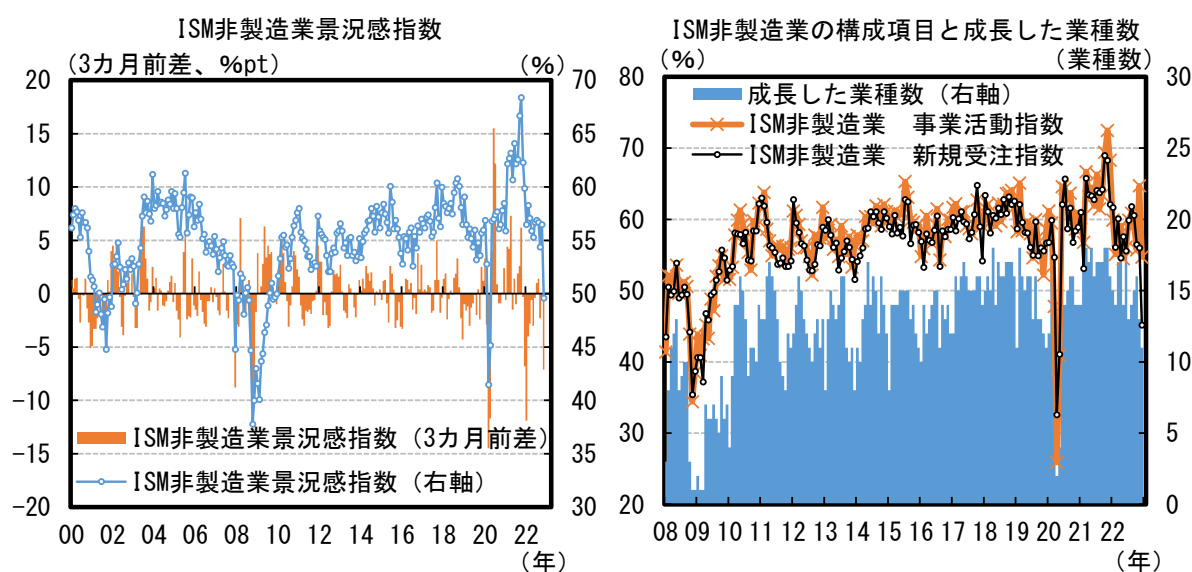
## 「炭鉱のカナリア」からの警告

ソフトランディングに向けた期待が高まる一方、景気悪化を示唆する経済指標も見られる。具

体的には、12月のISM非製造業景況感指数が急激に落ち込み、好不況の目安である50%を下回ったことが挙げられる。経験則に基づけば、ISM非製造業景況感指数が50%を下回る期間は、景気後退期であることがほとんどであり、近い将来の景気後退を示唆する「炭鉱のカナリア」からの警告といえる。他方、今回のISM非製造業景況感指数の落ち込みに対して、市場は反応を示さなかった。その背景には、50%を小幅に下回った程度であることや、企業マインドは単月の振れが大きく、均して評価すべきとの認識がある。また、中身を見ても、12月に成長したと回答したのは18業種中11業種と過半となっている。ISM非製造業景況感指数の構成項目に関しても、全般的なビジネス状況を示す事業活動指数は50%を上回っており、大きく落ち込んだ新規受注指数に関しては、12月後半の歴史的な大寒波に伴う一過性の影響があったとも捉えられる。

そして、ISM非製造業景況感指数と連動性の高い非農業部門雇用者数が、前述の通り堅調であったことも市場に安心感を与えた。高水準の求人件数に見られる豊富な労働需要が、雇用環境の大幅な悪化を防ぐバッファとなっている。大手IT企業や金融機関が人員整理を始めているものの、新規失業保険申請件数が1月初旬まで週当たり20万人前後と低水準で推移しているように、豊富な労働需要が人員整理の対象となった人々を吸収していると考えられる。

図表2 ISM非製造業景況感指数、ISM非製造業の構成項目と成長した業種数



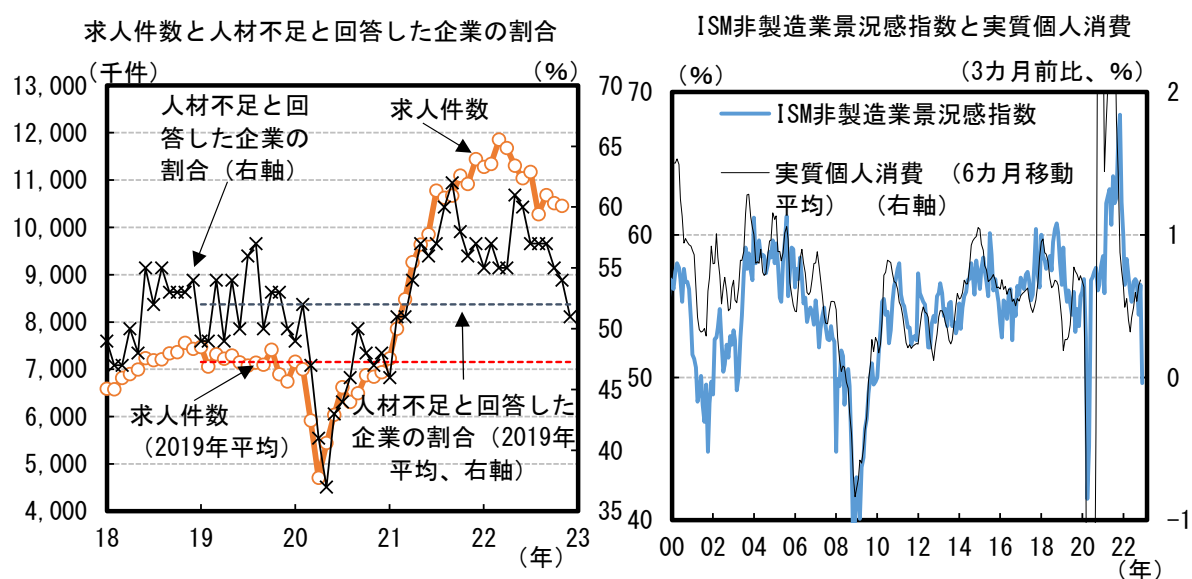
(出所) ISM、Haver Analytics より大和総研作成

しかし、ISM非製造業景況感指数の落ち込みを過小評価すべきではない。過去を振り返れば、こうした大幅な悪化は景気後退期前後に発生しやすい。単月の変動の影響を緩和するために、ISM非製造業景況感指数の3カ月前差を見ると、▲5%ptよりも大きなマイナス幅となったのは、統計開始(1997年7月)以来、今回を除けば、オミクロン株が猛威を振るった2022年1-2月、コロナ禍初期の2020年4-5月、リーマン・ショック前後の2008年1月、10-12月、ドットコム・バブル崩壊直前の2001年1月の9回である。このうち、今回のように50%半ばから大きく落ち込み50%割れとなったのは、景気後退直前(2001年1月)或いは景気後退直後(2008年1月、2020年4月)であり、景気悪化のシグナルとして一定の信頼性はある。

全体的な雇用環境が堅調とはいえ、人材派遣の雇用者数の減少幅の拡大や非自発的パートタイム就業者数の増加など、景気悪化の兆候は見られる。また、賃金上昇率の低下は、労働需給のタイトさが緩和している証左といえる。労働供給は多少増えたとはいえ、労働参加率はコロナ禍前を下回っており、労働需要の緩和が起きている可能性がある。例えば、中小企業の雇用マインド（求人に対して人材が不足していると回答した企業の割合）は、コロナ禍前並みの水準へ低下しており、人材不足は緩和の兆しが見られている。中小企業の雇用マインドはこれまで求人件数と連動していたが足下で乖離しつつあり、求人件数の多さが際立っている。企業が、高い条件で希少性の高い人材の募集を増やしたことで、一部の求人が残り続けており、求人件数がかさ増しされている可能性がある。実際の労働需要は求人件数よりも低いとみられ、今後も雇用環境の悪化を防ぐバッファとして期待できるかは不透明さも残る。今回のISM非製造業景況感指数が示唆したように、企業マインドが急激に悲観的になり、雇用環境が今後悪化する可能性は否定できない。

そして、ISM非製造業景況感指数は米国経済の屋台骨である実質個人消費のトレンドと連動している点も注目点である。足下の個人消費は、金融引き締め効果によって緩やかな減速トレンドにあるが、消費を喚起するイベントの少ない上半期は消費行動が抑制されやすい。本来大幅に売上が伸びやすい2022年10-12月期の小売売上高が前期比年率+0.5%と例年に比べて冴えなかったことも相まって、2023年上半期に消費者行動が抑制されれば、景気の減速感は一層強まることになる。個人消費が減速感を強めれば、連動するISM非製造業景況感指数も市場の期待とは裏腹に近い将来に反発しない恐れがある。市場は1月26日の2022年10-12月期GDP、1月31日・2月1日の次回FOMCに注目している。たとえこれらのイベントを無事に通過したとしても、雇用統計及びISM非製造業景況感指数が発表される2月3日が、米国経済のソフトランディングが可能か否かの分岐点となる可能性があるだろう。

図表3 求人件数と人材不足と回答した企業の割合、ISM非製造業景況感指数と実質個人消費



(出所) BLS、NFIB、ISM、BEA、Haver Analytics より大和総研作成



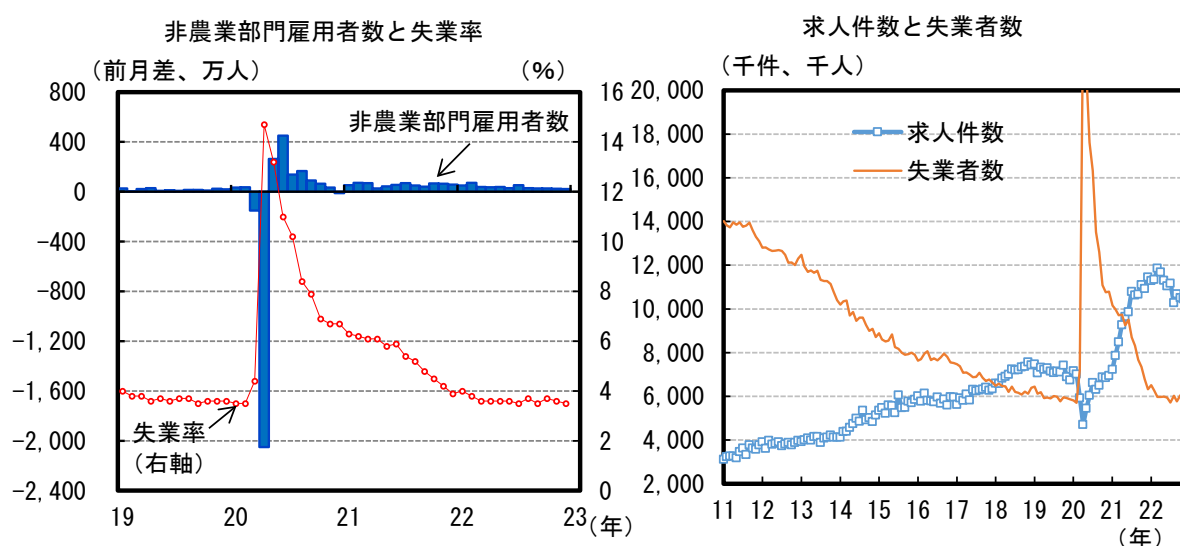
## 雇用環境は堅調さ維持、賃金上昇率は減速<sup>1</sup>

2022年12月の雇用統計では、非農業部門雇用者数が前月差+22.3万人と、市場予想を上回る結果となった。失業率は前月差▲0.1%ptの3.5%と、市場予想を下回った（改善）。人材派遣の雇用者数の減少幅の拡大や、非自発的パートタイム就業者数の増加など、景気減速に伴う影響は一部で見られたものの、全体的には堅調な結果であったといえる。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減速した。非労働力人口も減少（＝労働市場への参入増）しており、労働需給がタイトな中では、ポジティブな要素といえる。

足下の雇用環境について、新規失業保険申請件数を確認すると、直近値（1/8-1/14）は19.0万件となった。9月末以降は20万人前後で推移していることから、雇用環境に大幅な悪化は見られない。雇用環境の堅調さは、豊富な労働需要に裏付けられている。11月の求人件数は前月差▲5.4万件と減少したものの、水準は1,045.8万件となった。12月の失業者数が572.2万人であることを踏まえれば、失業者数対比で求人件数は依然として大きいといえる。

他方で、賃金上昇率が減速したことは、労働需給のタイトさが緩みつつあることを示唆している。中小企業の雇用マインド（求人に対して人材が不足していると回答した企業の割合）は2022年後半から低下に転じ、依然として高水準ながら人材不足は緩和の兆しが見られている。こうした中小企業の雇用マインドを踏まえれば、求人件数の数値がかさ増しされている可能性もあり、雇用環境の悪化を防ぐバッファとして期待できるかは不透明さも残るだろう。非農業部門雇用者数と連動しているISM非製造業景況感指数が12月に大幅に悪化したように、企業マインドが悲観的になり、雇用環境が急激に悪化する可能性は否定できない。

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>1</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+22.3万人」（2023年1月10日）参照 [https://www.dir.co.jp/report/research/economics/usa/20230110\\_023540.html](https://www.dir.co.jp/report/research/economics/usa/20230110_023540.html)

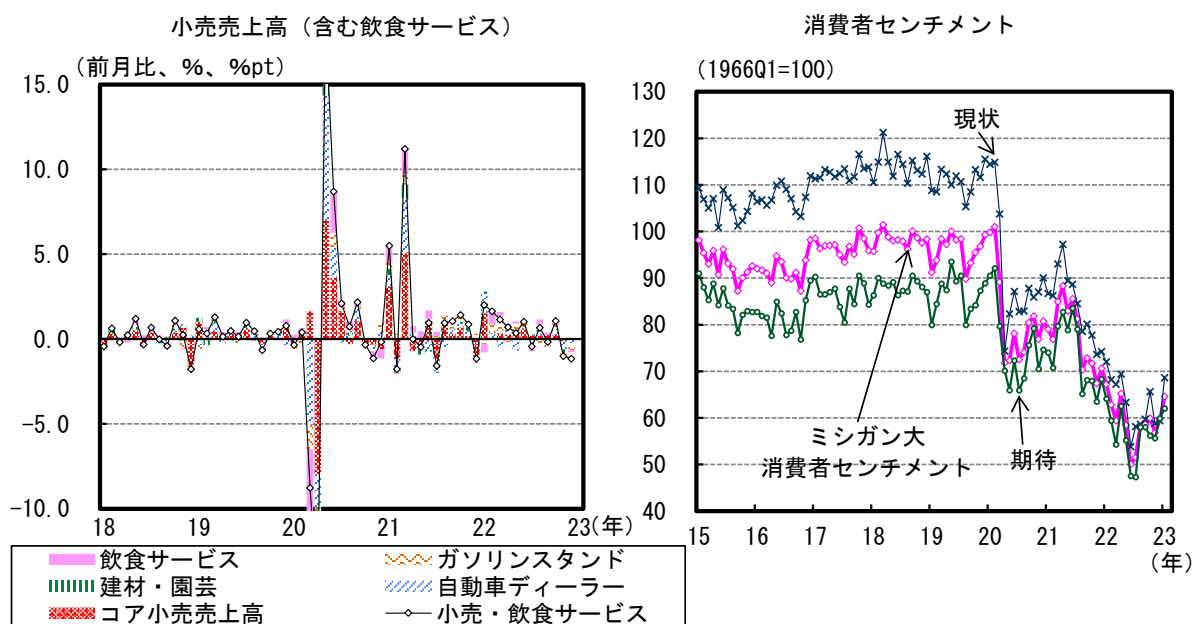
## 小売売上高は大幅に減少も、消費者マインドは改善

個人消費の動向を確認すると、2022年12月の小売売上高（含む飲食サービス）は前月比▲1.1%と2カ月連続で減少し、市場予想（Bloomberg調査：同▲0.8%）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▲0.7%と2カ月連続で減少した。どちらも過去分が下方修正されたこともあり、弱い結果であったといえる。なお、2022年10-12月期で見ても、小売売上高が前期比年率+0.5%、コア小売売上高が同+1.9%といずれも減速した。例年、家計の消費行動が積極化するホリデー商戦の時期であったことを踏まえれば、弱さが際立つ。

12月の小売売上高（含む飲食サービス）の内訳を見ると、ガソリン価格の下落に伴いガソリンスタンド（前月比▲4.6%）の落ち込みが目立つ。また、家具・身の回り品（同▲2.5%）、自動車・同部品（同▲1.2%）、無店舗販売（同▲1.1%）、家電（同▲1.1%）も大幅に減少した。ホリデー商戦で売上増が期待されたGMS（同▲0.8%）や衣服・宝飾品（同▲0.3%）も冴えない。12月は歴史的な大寒波に伴う消費行動への悪影響もあったと考えられるため、2023年1月の反発も考えられるが、仮に1月も冴えない結果となれば、個人消費に黄色信号が灯る。

小売売上高が振るわなかった一方で、消費者マインドは改善した。ロイター／ミシガン大消費者センチメント（速報値）は、2023年1月が前月差+4.9ptと2カ月連続で改善し、水準は64.6となった。構成指数の内訳を見ると、期待指数（同+2.1pt）に比べて、現状指数（同+9.2pt）の回復幅が大きい。ミシガン大学は、収入の増加とインフレの減速によって家計の財務状況が改善したと指摘している。インフレの減速傾向が消費者マインドを引き続き押し上げると期待される一方で、足下の景気後退懸念の強まりが本格的なマインド回復を妨げると想定される。

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



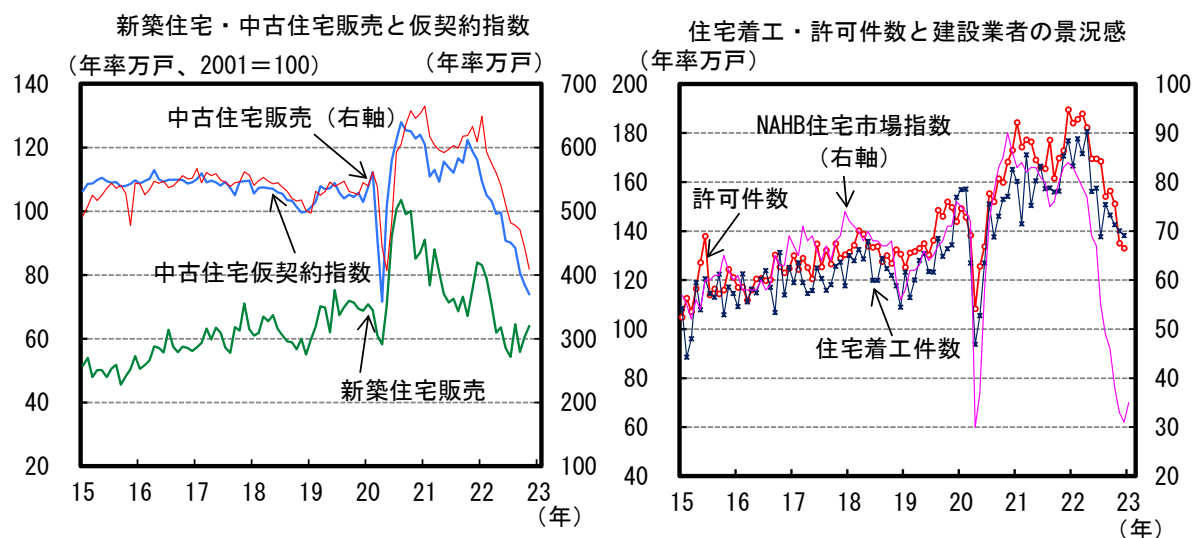
（出所）Census、ロイター／ミシガン大、Haver Analytics より大和総研作成

## 建設業者のマインドは小幅に回復

住宅需要に目を向けると、2022年11月の新築住宅販売（戸建）は、前月比+5.8%と2カ月連続で増加した。10、11月に増加したとはいえ、2カ月間合計で大幅に減少した9月の減少分を回復したにすぎない。また、2022年11月の中古住宅販売（コンドミニアム等含む）は同▲7.7%と10カ月連続で減少し、マイナス幅も3カ月連続で拡大した。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11月に同▲4.0%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が、価格水準は依然として高い。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%強と高水準となっており、住宅ローン申請件数も低調なまま推移している。次回FOMCでの利上げ幅のさらなる縮小が想定されているとはいえ、金融引き締めは継続しており、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12月に前月比▲1.4%と4カ月連続で減少した。先行指標である建設許可についても、同▲1.6%と3カ月連続でマイナスとなった。他方、住宅建設業者のマインドについて、NAHB（全米住宅建設業協会）住宅市場指数を見ると、2023年1月分は前月差+4ptと2021年12月以来となる改善に転じた。とはいえ、水準は35と極めて低い水準にある。NAHBは、住宅建設業者のマインドは弱気のままであるものの、今回の改善は転換点となり得ると指摘しており、2023年後半には住宅建設の回復が進む可能性があることを指摘した。この背景として、住宅ローン金利や住宅価格が低下傾向を続け、住宅の入手可能性が改善することを挙げている。もっとも、こうした想定はインフレや金融政策運営に左右されることには変わりはない。また、足下では景気悪化懸念が強まっており、家計の住宅購入意欲が高まるかは不透明といえ、住宅市場の回復が本格化するのには利下げが始まるであろう2024年以降と想定する。

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

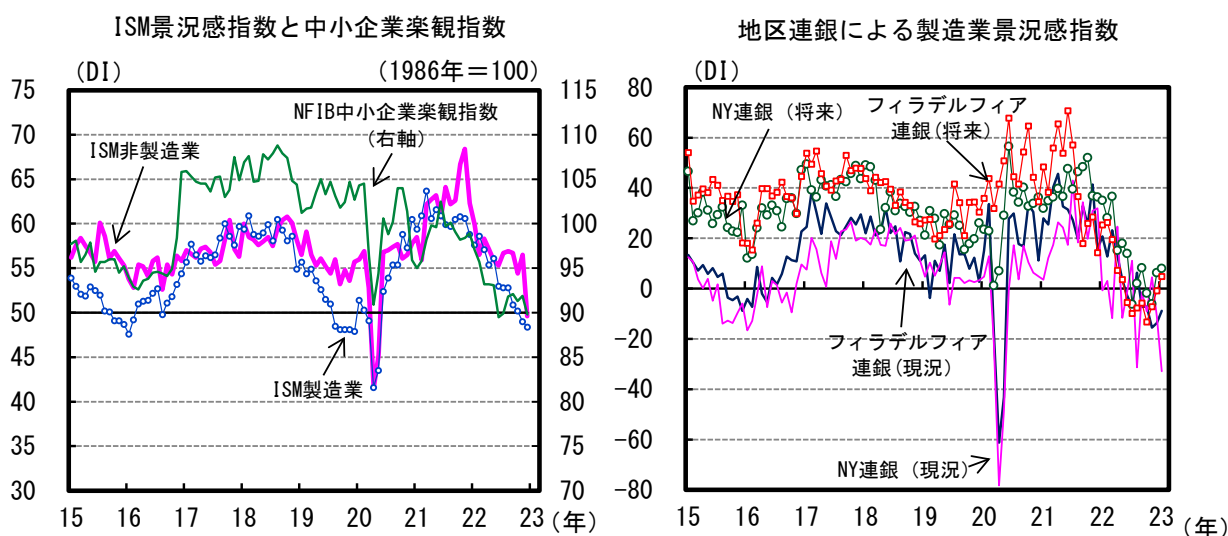
## ISM 製造業、非製造業ともに 50%を下回る

2022年12月のISM景況感指数は、製造業が前月差▲0.6%ptの48.4%となり、好不況の目安である50%を2カ月連続で下回った。非製造業は同▲6.9%ptの49.6%となった。マイナス幅は2020年4月以来の大きさと、50%を下回ったのは2020年5月以来となる。構成項目を見ると、製造業に関しては、雇用指数と在庫指数以外（新規受注指数、生産指数、入荷遅延指数）が悪化した。非製造業に関しては、すべての構成項目が低下したが、事業活動指数、新規受注指数のマイナス幅が大きい。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増え、先行きに対して悲観的な見方が広がり始めた。

中小企業マインドに関しては、2022年12月のNFIB（全米独立企業連盟）中小企業楽観指数は、前月差▲2.1ptと悪化に転じ、水準は89.8と2022年6月以来の低水準となった。内訳項目を見ると、景況感の改善に対する期待や利益に対する期待が大幅に悪化した。NFIBは、中小企業が2023年の売上やビジネスの状況が悪化するとの見方を有していることを指摘している。

12月の企業マインドをまとめれば、製造業、非製造業ともにマインドは悪く、中小企業も悲観的なマインドが強まった。12月末の歴史的な大寒波によるマインドへの悪影響も考えられるため、2023年1月中旬までの動向を含む地区連銀景況感指数（現況指数）が注目された。こうした中で、フィラデルフィア連銀（前月差+4.8pt）は小幅に改善したもののマイナス域で推移している。また、NY連銀（同▲21.7pt）はさらに大きく落ち込んだ。将来指数がNY連銀（同+1.7pt）、フィラデルフィア連銀（同+5.8pt）のどちらも改善したのは救いだが、企業のマインドは12月の大寒波が終わった後も冴えない状況が続いており、一時的ではない様相を示している。

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



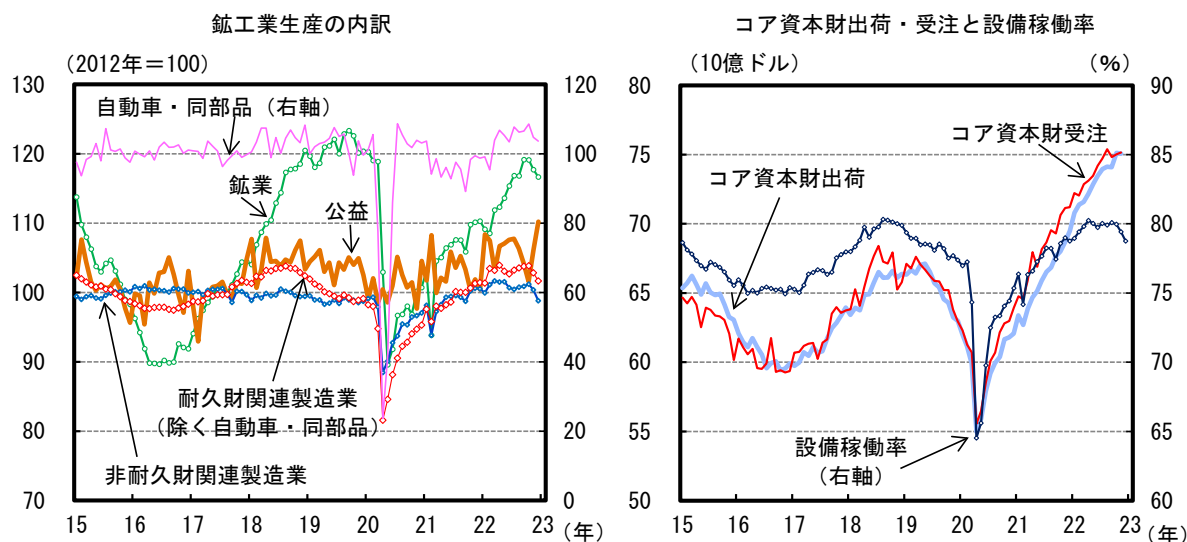
## 12月の鉱工業生産は2カ月連続でマイナスとなる

企業の実体面に関して、2022年12月の鉱工業生産指数は前月比▲0.7%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。10-12月期は前期比年率▲1.7%と、コロナ禍初期の2020年4-6月期以来となるマイナスに沈んだ。

12月の内訳を見ると、大寒波に伴う暖房需要が強まったことで公益（前月比+3.8%）が大幅増を継続した一方で、製造業（同▲1.3%）と鉱業（同▲0.9%）が2カ月連続で落ち込んだ。製造業の内訳を見ると、耐久財（同▲1.1%）、非耐久財（同▲1.5%）ともに2カ月連続でマイナスとなった。耐久財に関しては、機械（同▲3.4%）や木製品（同▲2.1%）、電気機械（同▲1.5%）の落ち込みが大きい。非耐久財に関しては、印刷（同▲3.4%）、石油・石炭製品（同▲3.1%）、繊維・繊維製品（同▲2.6%）が足を引っ張った。12月の歴史的な大寒波の影響もあるとはいえるが、製造業マインドも悪化していることを踏まえれば、鉱工業生産指数は下降トレンドへの転換が進んでいると捉えるべきだろう。

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11月に前月比▲0.1%となり、2カ月ぶりにマイナスに転じた。出荷に関しては10月の大幅増からの反動減という側面もあるが、先行指標であるコア資本財受注が同+0.1%と減速しており、弱含みつつあるといえる。こうした中で、12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、12月の出荷・受注も一層弱い結果となる可能性がある。設備稼働率に関しては前月差▲0.7%pt低下の78.8%となり、長期平均（1972-2021年：79.6%）を下回った。設備稼働率は低下傾向を強めており、製造業の設備投資意欲も低下していくことが見込まれる。非製造業に関しても、企業マインドが大幅に悪化したことを踏まえれば、省力化投資も見込みにくいかもしれない。資金調達環境がタイトな中で、2023年1-3月期以降は設備投資の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+1.8%と7-9月期からペースダウンすると見込む。個人消費と設備投資は堅調な伸びを維持する一方で、住宅投資と純輸出、民間在庫が全体を押し下げると考える。

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年を通じて各四半期で前期比年率で+1%を下回るペースが続くという見方を据え置く。また、今回から本レポートで公表する2024年に関しては、FRBが利下げへと転じることで、米国経済の自律的な成長を示す民間最終需要（個人消費、設備投資、住宅投資の和）が加速すると見込む。ただし、FF金利水準は引き続きFOMC参加者の中立金利（中央値：2.5%）を上回って推移すると考えられ、緩やかな回復ペースに留まると予想している。

堅調な雇用環境と減速するインフレが、米国経済のソフトランディング期待を高める一方で、企業マインドや企業活動は悪化傾向を強め、小売売上高といった個人消費関連統計も軟調になっており、景気後退懸念は強まっている。米国経済の屋台骨である個人消費を考える上で、その裏付けとなる所得、つまりは雇用環境の堅調さが持続するかが景気後退の可能性を測る上でカギを握ることになる。足下の経済指標は12月の歴史的な大寒波の影響を受けているとも考えられるが、仮に2月以降に公表される1月分の経済指標が引き続き悪化したり、雇用環境が悪化の兆しを示す場合には、米国経済のソフトランディングへの期待は裏切られることになるだろう。

図表9 米国経済見通し

	四半期												暦年			
	2022				2023				2024				2021	2022	2023	2024
	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 〈前年同期比、%〉	-1.6	-0.6	3.2	1.8	0.5	0.0	0.2	0.8	1.3	1.5	1.6	1.7	5.9	2.0	0.9	1.1
個人消費	1.3	2.0	2.3	2.8	1.4	0.7	0.9	1.1	1.3	1.5	1.6	1.7	8.3	2.8	1.6	1.3
設備投資	7.9	0.1	6.2	4.4	0.7	-1.6	-2.0	0.0	0.9	1.4	1.9	2.3	6.4	3.9	1.2	0.5
住宅投資	-3.1	-17.8	-27.1	-25.9	-19.3	-6.6	-3.9	0.0	0.6	1.2	1.6	2.1	10.7	-10.7	-16.7	-0.2
輸出	-4.6	13.8	14.6	0.2	0.6	1.1	2.0	2.3	2.8	3.0	3.1	3.3	6.1	7.4	3.3	2.6
輸入	18.4	2.2	-7.3	0.9	0.3	0.9	1.8	2.1	2.4	2.7	2.9	3.2	14.1	8.5	-0.1	2.4
政府支出	-2.3	-1.6	3.7	2.3	1.4	0.9	1.1	1.5	1.5	1.5	1.4	1.3	0.6	-0.7	1.5	1.4
国内最終需要	1.3	0.2	1.5	2.0	0.7	0.2	0.4	1.0	1.3	1.5	1.6	1.7	6.7	1.8	0.9	1.1
民間最終需要	2.1	0.5	1.1	1.9	0.5	0.0	0.3	0.9	1.2	1.5	1.7	1.8	8.1	2.3	0.8	1.1
鉱工業生産	4.7	5.0	1.8	-1.7	0.8	0.4	0.5	1.0	1.5	1.8	2.1	2.3	4.9	3.9	0.6	1.4
消費者物価指数	9.2	10.5	5.7	3.1	2.6	4.1	3.4	2.8	2.2	2.2	2.1	2.1	4.7	8.0	3.9	2.6
失業率（%）	3.8	3.6	3.5	3.6	3.8	4.1	4.3	4.2	4.1	4.1	4.0	3.9	5.4	3.6	4.1	4.0
貿易収支（10億ドル）	-283	-254	-211	-211	-219	-218	-217	-216	-215	-214	-213	-213	-845	-958	-871	-856
経常収支（10億ドル）	-283	-239	-239	-216	-222	-220	-217	-214	-211	-209	-207	-205	-846	-976	-873	-832
FFレート（%）	0.50	1.75	3.25	4.50	5.00	5.25	5.25	5.25	5.00	4.75	4.50	4.25	0.25	4.50	5.25	4.25
2年債利回り（%）	1.44	2.72	3.38	4.39	4.25	4.39	4.41	4.28	4.15	4.00	3.85	3.71	0.27	2.98	4.33	3.93
10年債利回り（%）	1.94	2.93	3.11	3.83	3.68	4.00	4.11	4.05	3.95	3.83	3.71	3.60	1.44	2.95	3.96	3.77

（注1）網掛けは予想値。2023年1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

# 欧州経済 暖冬が超悲観論を後退させる

## インフレピークアウト下における金融引き締めの方

近藤 智也

### [要約]

- 企業景況感や消費者マインドは下げ止まりから改善へと移行し、最も脆弱な鉱工業の景況感も下げ止まりつつあるが、業種や国によってばらつきが見られる。実体経済では、マインドの動きとは裏腹に年末にかけて悪化しているデータもあり、まだ調整局面といえよう。先行する期待感が剥落するリスクには留意が必要である。
- 景気の谷は浅く、当初懸念されていたほどの深刻な景気後退には至らないとの見方が強まっており、その主因が「神風」ならぬ、異常な暖かさである。エネルギー需給に対する懸念が後退し、エネルギー価格の下落は、企業や家計の負担軽減だけでなく、政府の財布にも優しい状況を生んでいる。さらに、インフレ率がピークアウトしたため、利上げペースの減速、そして早晩の利上げ停止への期待感が高まっている。
- ただ、2023 年を通じて見れば、昨年来の不透明感・不確実性は簡単には払拭できないだろう。すなわち、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なく、エネルギー供給への懸念は企業や家計に慎重さを強いとみられる。年後半には、エネルギー供給懸念が再びネックとなって、インフレ鈍化ペースが緩慢に、そして経済成長率の加速が限定的になる可能性も否定できない。

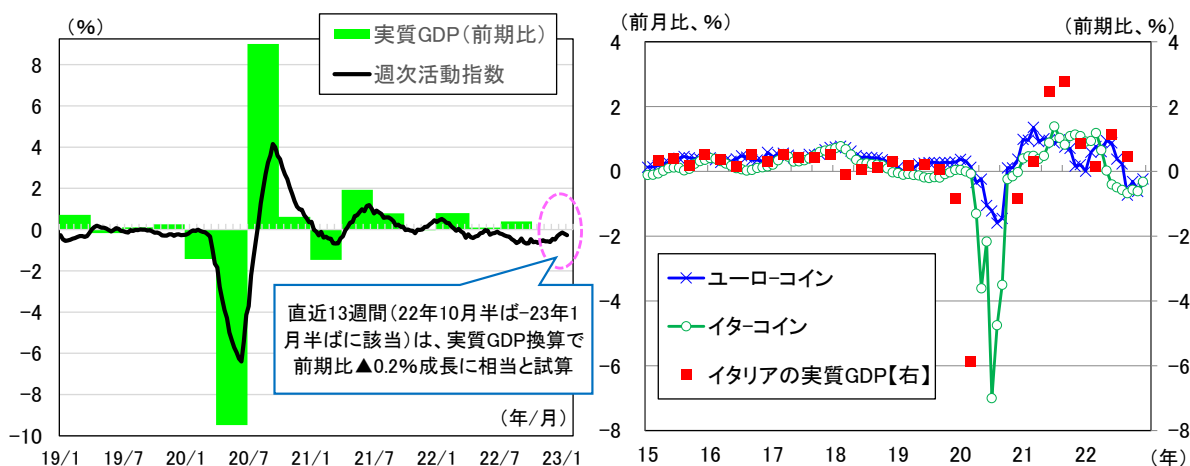
## ユーロ圏経済

年末にかけて過度な悲観論が後退する一方で、先行きに対する慎重さを堅持する必要も

2022年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た。欧州委員会は、2022年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。

一方、ドイツ連銀が発表するドイツの週次活動指数や、イタリア中銀とCentre for Economic Policy Research (CEPR) が公表している月次GDP (Euro-coin や Ita-coin) 等、より足もとの動向を示す指標を見ると、年末にかけてマイナス幅が縮小している。スパイラル的に景気が悪化していることを否定する内容であり、このところ強まっていた過度な悲観論の後退と整合的である（当然ながら、国によって景気後退の長さや深さは異なろう）。もっとも、ドイツの週次活動は1月に入って再びマイナス成長を示唆する等、必ずしも力強いプラス成長を辿ろうとしているとはいえず、ゼロ近傍で停滞しているという不安定な状態がより正しい現状認識ではないだろうか。

図表1 ドイツの週次活動指数（左）、ユーロ圏・イタリアの月次GDP（右）



### 2022年のドイツ経済は+1.9%成長 ~ 年末にかけてマイナス成長を回避したか

ユーロ圏の2022年10-12月期の実質GDP速報値は1月31日に公表される予定だが（ドイツは1月30日）、ドイツ連邦統計局が2022年のドイツの経済成長率（暫定試算）を一足早く明らかにした。2022年は、ロシアのウクライナ侵攻をきっかけにエネルギー・食品価格の上昇に拍車が掛かり、インフレ率（国内基準）は前年比+7.9%と1951年以来の高い伸びを記録した（ただし、1951年当時は西ドイツのインフレ率）。もっとも、2022年は、政府が実施した様々な支援

策によって消費者の負担が軽減され、部分的にインフレ率が抑制された面がある。具体的には、毎月一定額に抑えた近郊公共交通機関の利用や燃料の割引、再生可能エネルギー法（EEG）サーチャージの廃止、ガスと暖房にかかる VAT（付加価値税）の一時的な削減等である。他方で、高インフレに対処するために ECB は 11 年ぶりに利上げに踏み切るだけでなく、他の先進国の中央銀行よりも後手に回った分だけ、近年例のないハイペースで政策金利を引き上げてきた。このように、インフレと金利上昇が家計や企業活動の重しとなった結果、2022 年の経済成長率は同 +1.9%（カレンダー要因調整前）と 2021 年の同 +2.6% から鈍化した。ただ、2022 年夏場にかけて示された、同 +1.5% 以下にとどまるという慎重な見方を上回った（ドイツ連銀は 12 月半ばの経済見通しで同 +1.7% と予想した）。また、1-3 月期～7-9 月期の成長率が公表済みと同じという前提で、2022 年 +2.0%（カレンダー要因調整後）から逆算すると、10-12 月期は前期比 +0.1%～+0.4% になったとみられる。ただ、過去分がリバイスされる可能性があるため、実際に年末にかけてマイナス成長を回避できたかは、詳細な結果を待たなければならない。

ドイツ連邦統計局は“2022 年は、ウクライナでの戦争や非常に高いエネルギー価格の上昇の影響を受けた”と総括し、“深刻な資材不足や配送のボトルネック、食料品などの価格の著しい上昇、熟練労働者の不足、そして勢いは減退しつつもパンデミック継続という要素もあった。このような困難な環境が続いたが、ドイツ経済は全体として堅調に成長した”と指摘した。部門別では、サービス業はコロナ禍からの制限解除を受けてキャッチアップ効果が顕在化した。鉱工業や建設業は価格高騰や原材料・部品不足によって活動が妨げられた。特に、2022 年前半にはウクライナ侵攻で世界的なサプライチェーンの寸断が生じ製造業が大きな影響を受けた。

### 期待感主導のマインド改善はいつまで続くか ～ 実体経済との乖離に注目

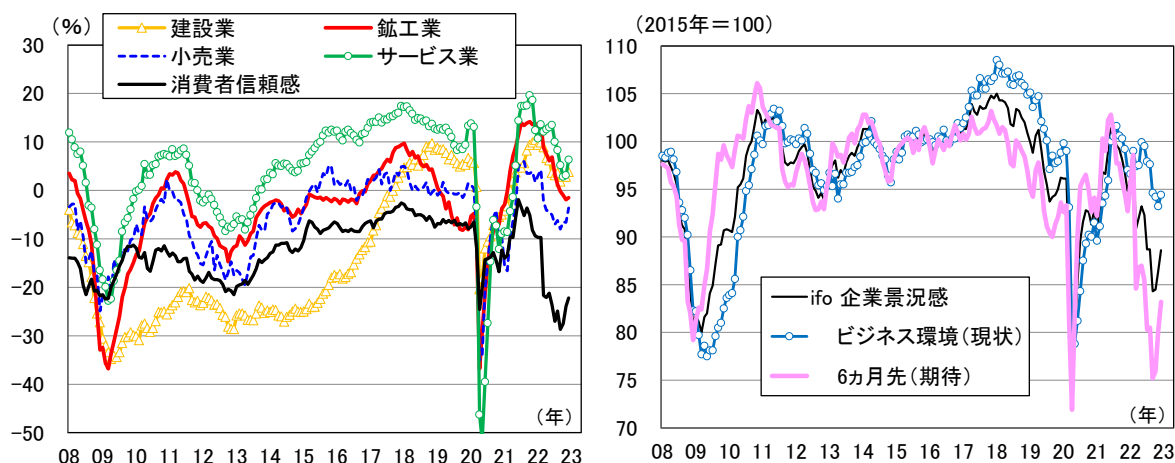
2022 年 12 月のユーロ圏の景況感指数（総合、欧州委員会発表）は 95.8 と 2 ヶ月連続で改善し 8 月以来の高水準となった。消費者マインドの改善に続いて、企業の景況感にも下げ止まりから改善の兆しが見られる。ただ、サービス業や小売業の改善幅に比べると、鉱工業は限定的で、業種によってばらつきがある。主要国の中でも、ドイツやスペイン、イタリアの景況感が改善している一方、フランスは 5 月をピークに悪化傾向に歯止めが掛からない等、国によって千差万別である<sup>1</sup>。

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も 88.6 と 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 ヶ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 ヶ月ぶりに上昇に転じ、企業景況感の下げ止まりを示した。ifo のコメントも 10 月の“厳しい冬に直面している”から、11 月の“リセッションは予想していたほど深刻にならない可能性がある”、そして 12 月の“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”と大きく改善してきた。また、1 月に入って発表された sentix の Economic Index や ZEW の Financial Market Survey 等の投資家の信頼感調査でも、先行きの見通しが大幅に改善している（現状認識

<sup>1</sup> フランスの場合、ウクライナ侵攻後の消費者マインドの落ち込み幅が他の主要国よりも相対的に小さかったために、直近の改善幅が限定的であるという要素も考えられる。

は小幅な改善)。その背景として、ZEWは“エネルギー市場の状況がより良くなっていることや、ドイツ政府のエネルギー価格上限設定が特に寄与した”とし、さらに“中国の新型コロナウイルスに関する規制解除によってドイツの輸出状況が改善”し、“インフレ率が鈍化し続けるという見通しが消費関連セクターの期待を明るくしている”と言及する。

図表2 ユーロ圏の企業景況感・消費者マインドの推移(左)、ifoドイツ企業景況感の推移(右)



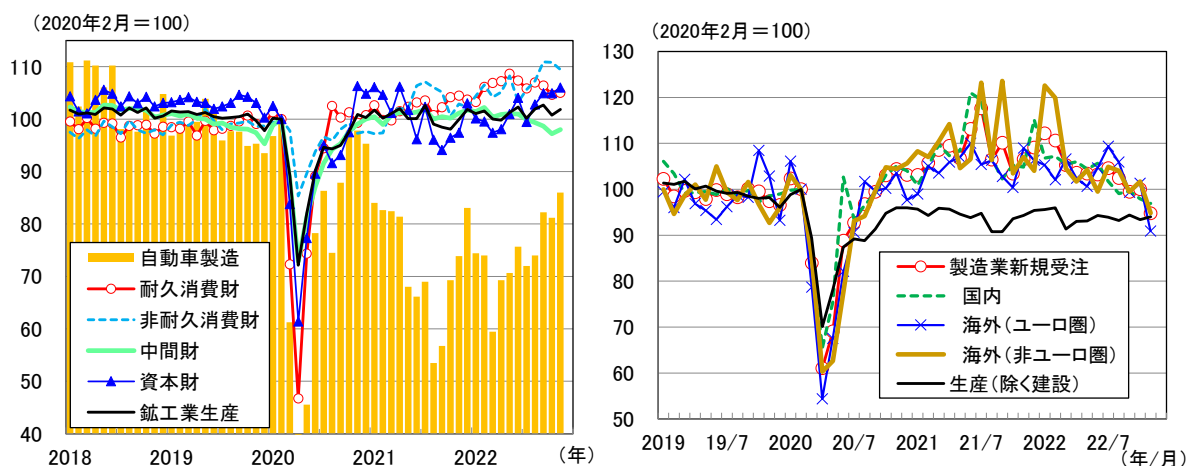
(出所) Eurostat、欧州委員会、ifo 経済研究所、Haver Analytics 資料より大和総研作成

11月のユーロ圏の鉱工業生産(建設除く)は前月比+1.0%と2ヵ月ぶりにプラスに転じたが、10月の減少率(同▲1.9%)の半分程度の反発にとどまった。内訳は資本財(同+1.0%)や中間財(同+0.8%)、耐久消費財(同+0.4%)が堅調だった一方、非耐久消費財(同▲1.3%)とエネルギー(同▲0.9%)が落ち込んだ。国別では、アイルランド(同+6.4%)やルクセンブルク(同+5.0%)、マルタ(同+4.6%)等、10月に大きく低下した国々が一転して上昇に転じた。主要国では、ドイツが2ヵ月ぶり、フランスが3ヵ月ぶりに上昇する一方、イタリアとスペインはいずれも3ヵ月連続で低下しており、生産活動の悪化に歯止めが掛かっていない。ドイツやフランスにしても、この半年間の生産水準はほぼ横ばいで推移し、停滞感は否めない。

ドイツの11月の製造業受注は前月比▲5.3%と市場予想を大きく上回る減少率となった。ウクライナ侵攻後の9ヵ月間のうち、プラスとなったのは僅か2ヵ月間にすぎない。国内受注が同▲1.1%減と2ヵ月連続で減少したが、それ以上に海外受注は同▲8.1%と大幅に落ち込んだ点が響いた。ユーロ圏からが同▲10.3%、非ユーロ圏からが同▲6.8%とともに減少し、輸出のウェイトが大きいドイツ経済にとっては、外需の減少は大きな懸念材料である。また、製造業の国内からの受注残はほぼ横ばいで推移している一方、海外からの受注残は、消費財を除く資本財や中間財が減少傾向にある。ただ、海外受注残全体では、コロナ禍前(2020年2月)の水準を約25%上回っており(国内は40%上回る)、一定の生産ペースを維持するだろう。

総じて、企業マインドは先行きへの期待感を中心に高まっているものの、実体経済のデータからは、企業は実際には厳しい冬を迎えているとみられる。現状が厳しい故に、前述したように、規制を解除し経済活動の正常化を進める中国に対する期待が高いのだろう。先行する期待感が剥落するリスクには留意が必要である。



**図表3 ユーロ圏の鉱工業生産（左）、ドイツの製造業受注 ～ 外需の落ち込みが顕著（右）**


(出所) Eurostat、ドイツ連邦統計局、Haver Analytics 資料より大和総研作成

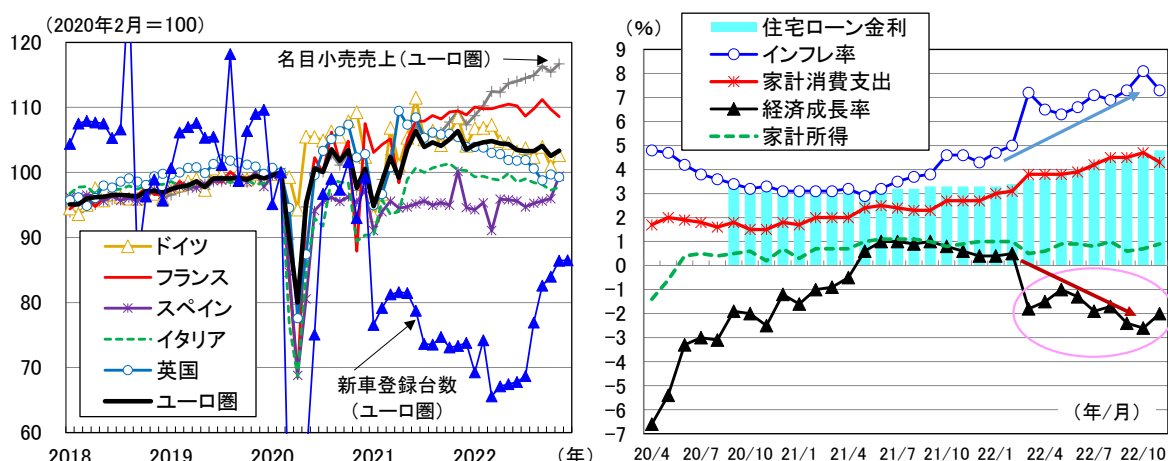
### 各国の個人消費を取り巻く環境にばらつきが見られる ～ 実質購買力への働きかけ方の差

11月のユーロ圏の実質小売売上は前月比+0.8%となったが（名目ベースでも同+1.1%と増加）、10月のマイナス（同▲1.5%）を相殺できなかった。内訳は、非食料品（自動車燃料を除く）が同+1.6%、自動車燃料が同+1.0%と増加したが、食品・飲料等が同▲0.9%と2ヵ月連続で減少した。食品・飲料等の名目売上がほぼ横ばいで推移している点を踏まえると、消費者は食料品等の価格上昇に対して、購入量を控えるという節約を行っていると考えられる。ユーロ圏加盟国の約半数がドイツのように10月マイナス、11月プラスというパターンになったが、フランスとオーストリアは2ヵ月連続、ルクセンブルクとスロベニアは3ヵ月連続で減少している。対照的にスペインは同+3.6%と高い伸びとなり、4ヵ月連続で増加した。

12月のユーロ圏の新車登録台数は前月比+0.1%とほぼ横ばいとどまったが、春先以降、増加基調を辿っている。それでも2022年全体では前年比▲4.1%と3年連続で減少した。年末にコロナ禍前（2020年2月）の水準を再び回復したドイツは、2022年全体でも3年ぶりに増加に転じた一方、フランスやスペイン、イタリアは同▲5～10%の減少となり、国によるばらつきが見られる。

一方、11月の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マイナス幅が縮小し、消費者のインフレ予想は10月の8.1%から7.3%に低下した。家計消費支出の伸びも鈍ったが、インフレ見通しが低下した影響もあっただろう。ただ、引き続き所得の伸びは1%未満にとどまると消費者は予想しており、インフレ率を相殺するほどの十分な賃上げは期待できない状況のままである。住宅ローンの予想金利は一段と上昇し、家計の住宅取得にとっては負担感が増すと予想されている。もっとも、ここでも国によるばらつきがある。インフレ見通しはフランスやドイツ、オランダは小幅ながら上昇し、消費者のインフレ警戒感は根強い。さらに、ドイツとオランダの消費者は消費支出の伸びが鈍ると見込んでおり、実質ベースでは目減りし、消費者の節約志向が続く可能性を示唆している。

図表4 欧州各国の実質小売売上と新車登録（左）、ユーロ圏の消費者の見方（右）



(注) 小売売上は自動車を除く。左図：凡例内は実質小売売上。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

### インフレ率に一喜一憂する状況が続く ～ ECBのスタンスと市場の見直しには乖離が見られる

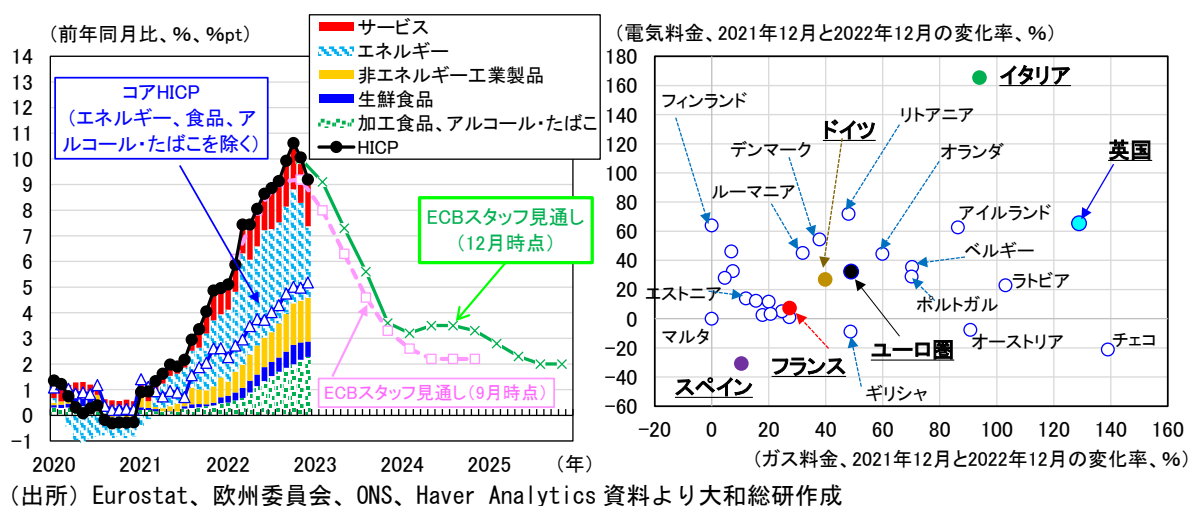
12月のユーロ圏のCPI(HICP)は前年比+9.2%となり、統計で遡及できる1997年以降の最高を更新した10月の同+10.6%をピークに2ヵ月連続で鈍化した。この結果、10-12月期のインフレ率は同+10.0%で、欧州委員会見通しの予想(同+10.2%)を下回り、ECBスタッフ見通し(同+10.0%)と一致した。これまで見通しを上回るペースでインフレ率は上昇し、ECB等は改定の度に予想の上方修正を余儀なくされてきたが、直近では見通し(23年1-3月期に同+9.1%と見込む)を下回る可能性も出てきて、ECBにとってはうれしい誤算といえよう。12月分を要因分解すると、エネルギー価格の上昇(同+25.5%)がインフレ率を大きく押し上げる要因の一つだが、寄与度は同+2.79%ptに縮小し1年ぶりの小ささとなった。2023年入っても、エネルギーの市場価格は下落傾向にあり、各国政府が消費者支援策を打ち出していることも加わって、エネルギー価格の伸びは鈍化していくと予想される。

他方で、食品、アルコール・たばこが前年比+13.8%に加速し、寄与度は同+2.88%ptとエネルギーを上回った。消費者にとって食品等はエネルギーと同様に生活必需品であり、価格上昇は家計を圧迫するとみられる。非エネルギー生産財価格は同+6.4%に、人件費に直結するサービス価格も同+4.4%と上昇が止まらない。製造業等、製品や部品を生産している部門では、人件費だけでなく、原材料価格の上昇が価格形成に影響する。これに対して、サービスは専ら人が提供している要素が強く、賃金の変化はサービス価格に反映されやすい。労働需給が緩めばサービス価格はピークアウトしようが、逆に、現状のように労働市場が底堅いと、サービス価格は高止まりすることになる。そして、今後の金融政策を占う上でECBメンバーが注目するコアHICP(エネルギー、食品、アルコール・たばこを除く)は同+5.2%と過去最高を更新した。

ピークアウトを示唆するインフレ動向を踏まえて、2023年に入ると、金融市場では、ECBの政策金利引き上げペースが一段と減速して、利上げの停止、さらにその先には利下げの可能性も視野に入れるという見方が出てきた。これに対して、ECBメンバーからは、コアインフレ率の動向を注視していく、コアがピークアウトするまで金融引き締めを継続すべき、夏場まで利上げ

し続ける等の見解が示されている。この点を踏まえると、12月のインフレ指標から、利上げスピードの行方やターミナルレートの水準を判断するのは時期尚早、判断材料不足といえよう。12月の金融政策理事会や記者会見でラガルド総裁が示した方針から何ら変化はない点を強調する発言も相次いだ。つまり、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”、“一定期間50bp/回のペースで金利を引き上げていく”、“次回は50bp引き上げ”“50bp1回だけとは思わないように”という、市場よりもタカ派のスタンスである。また、ECBは、政策金利のスピード調整と同時に、資産購入プログラムで保有する証券残高の削減ペース（当面は、3月から満期償還分全額を再投資に回すことを停止し、4-6月期末まで月平均150億ユーロ減らす）を決める予定である。量的引き締めの本格化は、より長い年限の金利水準を高止まりさせる要因になることから、景気・インフレ見通しと照らして判断していく必要があるだろう。

図表5 ユーロ圏のインフレ率の要因分解（左）、欧州各国のエネルギー価格の変化（右）



### 暖冬（異常気象）が脱ロシアの痛みを緩和 ～ 天候次第という不確実性と脱炭素への危機感

12月、ECBは、ベースシナリオ（ユーロ圏：2023年+0.5%成長、2024年+1.9%成長）に対して、2023年▲0.6%、2024年+0.2%というダウンサイドのリスクシナリオを提示した。具体的には、ウクライナ紛争の長期化に加えて、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している。しかも、ガス不足は今2022-23年の冬だけでなく、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。EUのエネルギー需要調整もうまく機能しないという八方塞がりの状態である。この結果、ガス価格は2023年246ユーロ/MWh、2024年201ユーロ/MWhとベースシナリオの約2倍の価格水準で高止まると、ダウンサイドのリスクシナリオは見込んでいる。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・食料品等広範な価格高騰、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をもたらす等、様々な事態が表面化していくシナリオである。

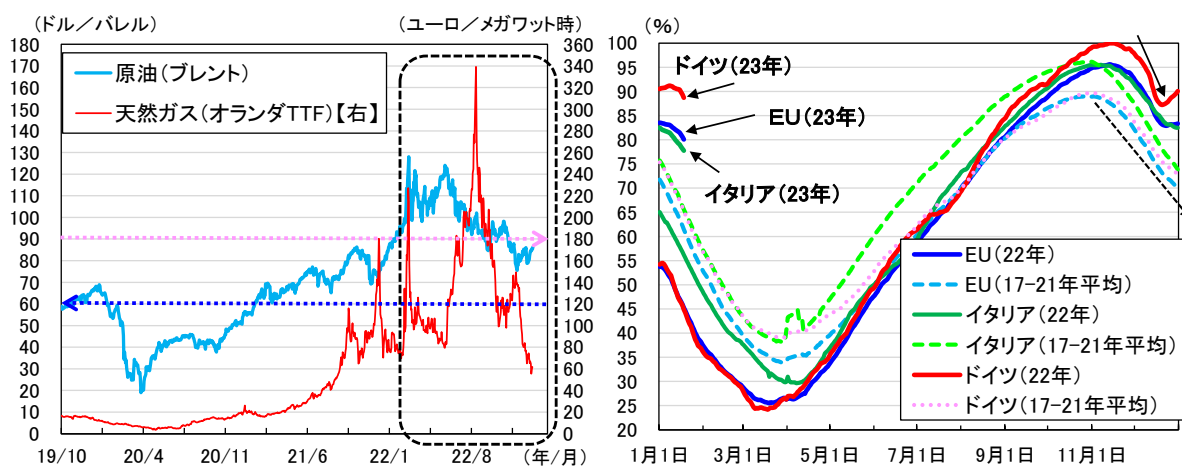
これに対して、EUはエネルギー価格に上限価格を設定しようと試みて、12月に入ってEU理事会は、ロシアへの制裁の一環として、EU域外に海上輸送されるロシア産原油の上限価格を60ドル/バレルにすることで合意し、12月5日から同上限価格が適用された（石油製品に適用され

る上限価格は今後検討)。EU 域内への海上輸送の原油輸入は 6 月に決定した経済制裁第 6 弾に基づき 12 月 5 日から禁止されている。

EU 内には天然ガスにも上限価格設定を求める動きがあり、紆余曲折の協議の末、12 月 19 日に上限価格を 180 ユーロ +  $\alpha$  /MWh で合意した。ただ、石油価格の上限設定とは異なり、その目的は、EU としての統一行動によってガスの輸入価格（調達コスト）を抑えたいということであり、その対象はロシア産に限らない。イタリアやスペイン、ポーランド等が制度導入を求める一方、ドイツやオランダ、オーストリア等は反対した。大まかに分類すると、前者は財政的に脆弱な国が多いのに対して、後者は財政に余裕があり、ある程度高値でも自力で調達できる、あるいは自国の家計や企業のガスコストの負担を軽減するような財政措置を実施できる国といえるだろう。ドイツ等が導入に消極的だった背景には、EU のガス価格を押し下げの試みは節約意欲の低下を招く等、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る他、ガス供給国が安値を嫌い、EU 域外からのエネルギー調達が滞る恐れも想定される。同時に、域内のエネルギーが、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。最終的には、需給が逼迫した時等には上限価格措置を一時停止できるという規定を設けることで、ドイツが譲歩して賛成に回り、多数決で採択された（オランダとオーストリアは棄権、ハンガリーが反対）。

ガス価格の上限設定は 2023 年 2 月 15 日から適用可能になるが、当面は適用されない公算が大きい。というのも、1 月半ばの天然ガスの先物価格（オランダ TTF）は約 60 ユーロ/MWh とウクライナ侵攻前の価格水準（約 88 ユーロ/MWh）を下回り、EU が設定した上限価格の三分之一にとどまっているからである。価格が大幅に下がっている理由はグローバルな需給関係が逼迫していないからであり、欧州の今冬の気温が全般的に高く、暖房用のガス使用量は抑えられていることも一因である。2022 年 10-11 月にかけては、欧州の気温が例年を上回る暖冬であり、12 月に入ると一転して気温が低下し暖房需要も増したものの、年末から年明けにかけては、記録的な温かさとなった。この結果、冬に備えて高めてきたガスの貯蔵率は引き続き例年の前年同期を大幅に上回っており、この冬は乗り切れそうだという安心感がガス価格を押し下げている。

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



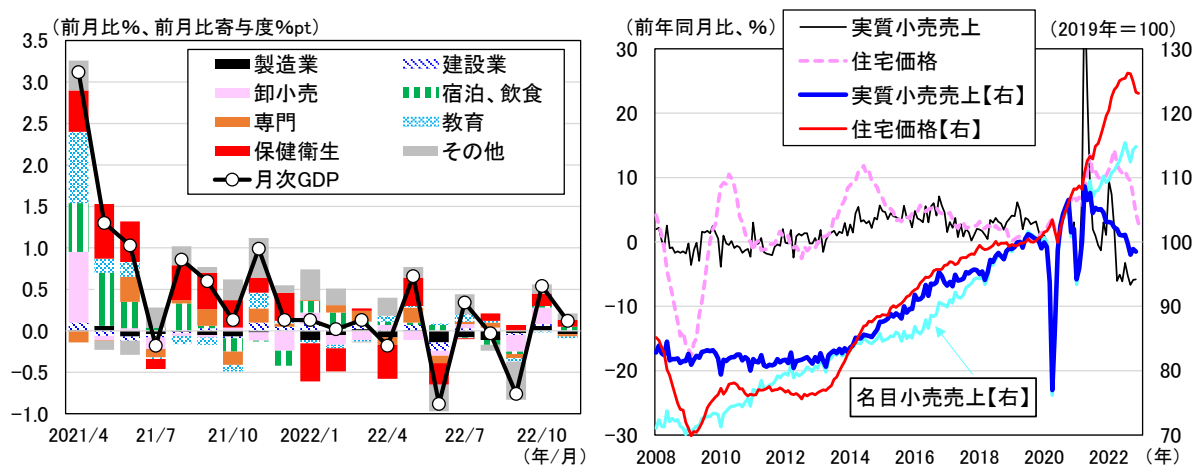
だが、この先、気温がどうなるかを正確に予想することは難しく、暖房需要が低下する来春まで、天候という不確実要因に左右される点を考慮しなければならない。また、仮にこの冬を乗り切ったとしても、ロシアからの調達に期待できない現状のままでは貯蔵に不透明な要素が多く、むしろ 2023-24 年冬の方がより厳しい需給環境になる恐れがある。2023 年央から年末にかけてエネルギー供給懸念が再びネックになれば、2023 年後半の成長率の加速は限定的にとどまる可能性がある。

## 英国経済

### ストライキの影響も顕在化し、景気の足を引っ張る可能性が高まる

2022 年 11 月の月次 GDP は前月比+0.1%と 10 月（同+0.5%）に続いて増加した。業種別では、管理・支援サービス（同+2.0%）、情報通信（同+1.7%）、保健衛生（同+0.9%）等がプラスだった。ONS によると、管理・支援サービスの堅調さは企業の求人数が依然として高水準であることが追い風となっており、電気通信とコンピュータープログラミング、コンサルティング等の需要増が情報通信を押し上げている。また、新型コロナウイルス関連の活動が低下しているにもかかわらず、保健衛生はプラスに寄与したという。逆に、運輸倉庫（同▲2.7%）や製造業（同▲0.5%）が足を引っ張った。運輸倉庫の大幅マイナスは、鉄道輸送や郵便、宅配便業界においてストライキが発生し経済活動が低迷したことが主因であると ONS は分析している。また、再びマイナスに転じた製造業では、9-10 月に続いて自動車等の輸送機器製造が牽引したものの、医薬品製造や化学製造の減少によるマイナス効果が上回った。また、電気ガス蒸気空調供給は 10 月に続いて 11 月の平均気温が例年よりも高く、暖房需要が少なかったことが不振につながった。なお、11 月はサッカーの世界カップが開催された関係で、飲食サービスが活発になった一方、開催中は英国内でサッカーリーグが中断し試合が行われなかったために、スポーツ活動や娯楽レクリエーションが落ち込むという特殊要因が働いたと ONS は言及する。

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



## 頻発するストライキが賃上げ→インフレ押し上げに結び付く可能性 ～ BOE の警戒感緩まず

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、12月のCPI(HICPベース)は前年比+10.5%と、41年ぶりの上昇率となった10月の同+11.1%から2ヵ月連続で鈍化した。この結果、10-12月期のインフレ率は同+10.7%になり、BOEが11月に示したインフレ見通し(10-12月期:同+10.9%)を僅かに下回った。ONSによると、12月のインフレ率鈍化は輸送関連、そして衣類・履物、娯楽・文化の鈍化が響いた。輸送関連のうち自動車燃料は7月の同+43.7%をピークに、12月は同+11.5%まで鈍化した。また、娯楽・文化の中では、コンピューターゲームの価格変動がインフレ鈍化に貢献した。逆に、12月にインフレ率を押し上げた項目はレストラン・ホテルと食品・非アルコール飲料であった。前者は同+11.3%と10月の+10.2%から加速し、1991年9月以来の高い伸びとなった。主に、宿泊ホテル料金やレストラン・カフェの価格上昇が牽引した。また、食品・非アルコール飲料の価格は上昇し続けており、同+16.8%と1977年9月以来の高い伸びとなった。具体的には、牛乳やチーズ、卵の価格上昇が大きく、砂糖やジャム等の品目も価格押し上げに寄与した。

寄与度が前月から縮小したとはいえ、インフレ率を押し上げている最大の項目は、主に電気やガス等の住宅・家事サービスであり、全体の約三分の一を占める。次いで寄与度の大きい食品・非アルコール飲料を合わせると、12月のインフレ率(前年比+10.5%)の約半分を説明できる。従って、エネルギーや食料品といった生活必需品の価格上昇が家計を圧迫しており、生活水準を維持するために、労働者が企業に対して大幅な賃上げを求めるといった動きはごく自然なものといえよう。その一環として、広範なストライキが頻発している。また、エネルギー、食品、アルコール・たばこを除くコアHICPは同+6.3%となった。コアインフレが上昇し続けているユーロ圏に対して、英国では、8月以降、同+6.3%～+6.5%のレンジの中で推移している。

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、依然としてコロナ禍前(2020年2月)の1.5倍近くと高水準ながらも、2022年5月をピークに6ヵ月連続で減少している。先行きの景気の見方が厳しくなる中で、企業側の採用意欲はやや低下しているとみられる。2022年9-11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+6.4%と2022年に入ってから着実に高まっているものの、インフレ率が賃金上昇率を上回っていることから、インフレ分を調整した実質ベースでは同▲2.6%減と引き続きマイナス圏で推移し、労働者側としては厳しい状況にある。

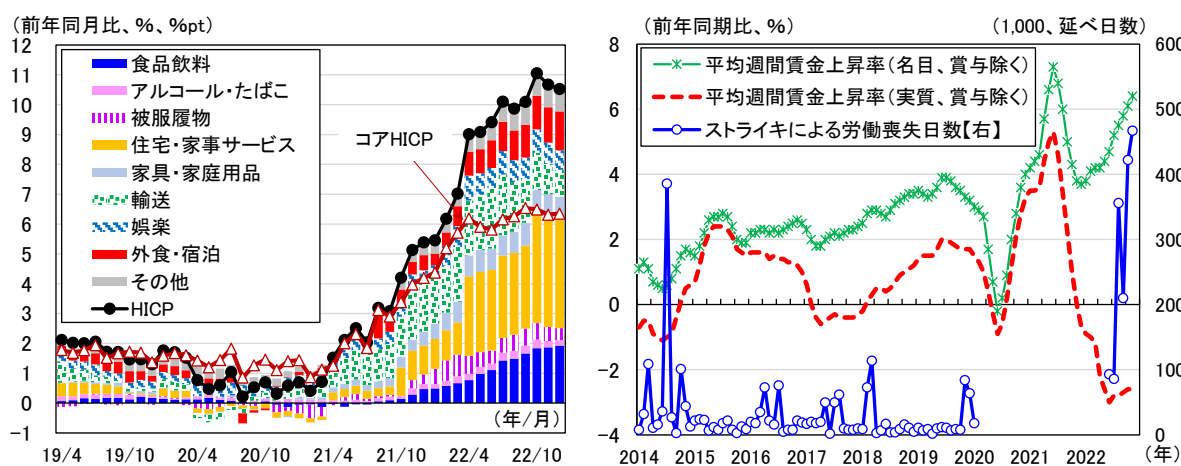
頻発するストライキによる労働喪失日数(working days lost due to strike)は、11月には46.7万日(うち公的部門が4.4万日、民間部門が42.3万日)に達し、2011年11月(99.7万日)以来の高水準になった。当時は約95%が公的部門で発生したストライキによるものだったのに対して、2022年は9割が民間部門である<sup>2</sup>。また、これまでは単月で大規模なストライキが発生し労働喪失日数が膨らむことが多かったが、足もとでは、8月以降、大規模なストライキが継続している。この結果、2022年(6～11月累計)のストライキによる労働喪失日数は、1990年以来、32年ぶりの多さとなっている。また、産業別に見ると、4分の3以上が運輸倉庫・情報通

<sup>2</sup> なお、かつては公的セクターだった企業が、民営化によって民間部門にシフトしたケースもあるだろう。

信、1割強が教育、4%が行政サービス、3%が製造業で生じている。

一方、失業率は2022年央をボトムに僅かだが上昇に転じ、低下し続けている大陸欧州とは様相が異なる。しかも、コロナ禍以降、労働参加率が低下し続けている点を考慮すると、失業率を額面通りには受け取れない面もある<sup>3</sup>。失業者数は引き続き低水準で、名目賃金上昇率も高い伸びを維持していることから、英国の雇用環境を過度に悲観的に見る必要はないものの<sup>4</sup>、ブレグジットで人手不足に直面していた企業側に少しずつ変化が見られるようになってきている。つまり、国外からの雇用流入が滞り、企業が限られた人材の中から採用しなければならない（ベストの人材が取れない）という現状が続くと、生産性の低下・機会損失の増加等、企業にとって英国内にとどまることはマイナスとなろう。長期的には、企業が国外に流出してしまうリスクも懸念しなければならない。

図表8 英国のHICPの要因分解（左）、賃金上昇率とストライキによる労働喪失日数の推移（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。

右図：週間賃金上昇率は後方3ヵ月移動平均値。

(出所) ONS、Haver Analytics 資料より大和総研作成

<sup>3</sup> 職についていない人が労働市場にとどまれば失業者にカウントされるが、労働市場から退出して戻ってこなければ（非労働力化）、失業者ではなくなるため、統計上の失業率は見かけ上低くなる。これらの層には高齢で引退した退職者も含まれるため、一概に解釈できないが、65歳未満の労働参加率の方が低下している（65歳以上はほぼ横ばい）。

<sup>4</sup> 企業のリストラが本格化し失業者が増加するような雇用調整が行われれば、景気へのインパクトは大きくなるだろう。

図表9 ユーロ圏経済・金利見通し

	2022				2023				2024				2022	2023	2024
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4			
前期比年率															
国内総生産	2.6%	3.4%	1.2%	-0.9%	-0.8%	0.4%	0.6%	1.2%	1.4%	1.8%	1.9%	1.9%	3.4%	0.2%	1.4%
家計消費支出	0.1%	4.4%	3.2%	-0.8%	-0.5%	0.5%	1.2%	1.5%	1.8%	1.9%	1.7%	1.6%	4.1%	0.7%	1.6%
政府消費支出	0.4%	-0.4%	0.8%	0.4%	0.2%	0.4%	-0.2%	0.4%	0.5%	0.6%	0.9%	0.7%	1.2%	0.3%	0.5%
総固定資本形成	-2.9%	3.9%	15.2%	-1.6%	-0.4%	0.7%	1.2%	1.8%	2.6%	2.9%	3.5%	2.7%	4.3%	2.0%	2.3%
輸出等	5.9%	7.2%	7.1%	1.3%	1.6%	2.5%	3.0%	3.4%	3.1%	3.6%	3.4%	3.9%	7.4%	3.0%	3.3%
輸入等	-2.8%	9.1%	17.7%	1.4%	2.5%	2.5%	3.4%	3.4%	3.8%	3.7%	3.4%	3.4%	8.6%	4.6%	3.5%
前年同期比（除く失業率）															
国内総生産	5.5%	4.3%	2.3%	1.6%	0.7%	-0.0%	-0.2%	0.3%	0.9%	1.2%	1.6%	1.8%	3.4%	0.2%	1.4%
家計消費支出	7.9%	5.5%	1.8%	1.7%	1.6%	0.6%	0.1%	0.7%	1.2%	1.6%	1.7%	1.7%	4.1%	0.7%	1.6%
政府消費支出	3.1%	0.8%	0.6%	0.3%	0.3%	0.5%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.6%	0.7%	1.2%	0.3%	0.5%
総固定資本形成	3.6%	2.8%	7.3%	3.4%	4.1%	3.3%	-0.0%	0.8%	1.6%	2.1%	2.7%	2.9%	4.3%	2.0%	2.3%
輸出等	8.7%	7.9%	7.8%	5.4%	4.3%	3.1%	2.1%	2.6%	3.0%	3.3%	3.4%	3.5%	7.4%	3.0%	3.3%
輸入等	9.3%	8.5%	10.7%	6.1%	7.5%	5.8%	2.4%	3.0%	3.3%	3.6%	3.6%	3.6%	8.6%	4.6%	3.5%
鉱工業生産（除く建設）	-0.1%	0.4%	1.6%	1.5%	0.4%	-0.5%	-0.7%	-0.0%	0.7%	1.1%	1.5%	1.7%	0.8%	-0.2%	1.2%
実質小売売上高	6.1%	1.0%	-0.6%	-1.6%	-0.6%	0.3%	1.1%	1.4%	1.6%	1.8%	1.9%	1.9%	1.1%	0.5%	1.8%
消費者物価	6.1%	8.0%	9.3%	10.0%	7.5%	6.0%	4.5%	3.1%	3.3%	2.9%	2.6%	2.2%	8.4%	5.2%	2.7%
生産者物価	33.1%	36.5%	41.2%	26.4%	18.0%	13.0%	9.1%	7.0%	5.9%	5.2%	4.6%	4.6%	34.1%	11.5%	5.1%
失業率	6.9%	6.7%	6.6%	6.5%	6.6%	6.8%	6.9%	7.0%	6.9%	6.9%	6.8%	6.8%	6.7%	6.9%	6.9%
10億ユーロ															
貿易収支	-43.5	-94.2	-121.8	10.7	19.1	26.3	28.3	20.2	19.9	20.8	20.7	21.7	-248.8	93.9	83.1
経常収支	11.2	-39.2	-105.9	36.6	34.4	34.9	34.2	34.6	33.0	33.2	33.8	35.8	-97.2	138.1	135.8
独 国債10年物（期中平均）	0.16%	1.09%	1.35%	2.13%	2.34%	2.53%	2.49%	2.42%	2.34%	2.29%	2.23%	2.16%	1.18%	2.44%	2.26%
欧 政策金利（未値）	0.00%	0.00%	1.25%	2.50%	3.25%	3.50%	3.50%	3.50%	3.50%	3.50%	3.50%	3.00%	2.50%	3.50%	3.00%

（注）網掛け部分は大和総研予想（2023年1月19日時点）。2023年1月1日にクロアチアがユーロ圏に加わり、ユーロ圏加盟国は20カ国となったが、図表中の数字は実績・予想ともに19カ国ベースである。

（出所）Eurostat、ECB、大和総研

図表10 英国経済・金利見通し

	2022				2023				2024				2022	2023	2024
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4			
前期比年率															
国内総生産	2.5%	0.2%	-1.2%	0.1%	0.1%	-1.6%	-0.7%	0.1%	1.3%	1.6%	1.7%	1.3%	4.1%	-0.5%	0.7%
家計消費支出	3.0%	4.8%	-4.4%	-1.3%	-0.5%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.4%	5.0%	-0.6%	0.3%
一般政府消費支出	-2.3%	-5.5%	2.0%	1.1%	-0.5%	0.2%	1.2%	1.1%	1.0%	1.1%	1.1%	1.2%	1.6%	0.2%	1.0%
総固定資本形成	20.4%	-6.6%	4.6%	-4.5%	6.5%	-10.7%	-5.3%	-1.1%	2.6%	3.2%	3.4%	4.5%	4.9%	-2.0%	0.3%
輸出等	-18.7%	16.2%	40.5%	-13.5%	-0.6%	0.8%	1.3%	1.9%	2.3%	2.5%	3.2%	2.7%	10.0%	2.7%	2.1%
輸入等	33.5%	0.5%	-13.5%	6.1%	2.3%	-1.0%	1.3%	1.8%	2.2%	1.8%	2.3%	2.5%	12.4%	-0.0%	1.8%
前年同期比（除く失業率）															
国内総生産	10.7%	4.0%	1.9%	0.4%	-0.2%	-0.7%	-0.5%	-0.6%	-0.2%	0.6%	1.2%	1.5%	4.1%	-0.5%	0.7%
家計消費支出	14.4%	5.1%	1.0%	0.5%	-0.4%	-1.5%	-0.4%	0.0%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	5.0%	-0.6%	0.3%
一般政府消費支出	8.9%	-0.3%	-0.2%	-1.2%	-0.8%	0.7%	0.5%	0.5%	0.9%	1.1%	1.1%	1.1%	1.6%	0.2%	1.0%
総固定資本形成	9.5%	3.5%	3.7%	3.0%	-0.2%	-1.3%	-3.7%	-2.8%	-3.7%	-0.2%	2.0%	3.4%	4.9%	-2.0%	0.3%
輸出等	9.5%	6.8%	21.1%	3.5%	8.9%	5.1%	-3.2%	0.8%	1.5%	2.0%	2.4%	2.7%	10.0%	2.7%	2.1%
輸入等	20.4%	17.0%	8.1%	5.3%	-1.4%	-1.8%	2.2%	1.1%	1.1%	1.8%	2.0%	2.2%	12.4%	-0.0%	1.8%
鉱工業生産	-2.0%	-3.5%	-5.6%	-2.2%	0.0%	1.4%	2.9%	1.9%	2.0%	2.3%	2.5%	2.6%	-3.3%	1.6%	2.4%
実質小売売上高	6.3%	-5.8%	-5.1%	-4.7%	-1.3%	0.5%	1.0%	1.1%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	-2.5%	0.3%	1.2%
消費者物価	6.2%	9.2%	10.0%	10.7%	9.9%	7.3%	6.7%	5.2%	4.9%	3.8%	2.8%	1.9%	9.1%	7.2%	3.3%
生産者物価（出荷価格）	11.6%	17.9%	18.9%	17.3%	15.9%	10.3%	9.0%	5.8%	5.0%	2.8%	0.6%	-1.3%	16.5%	10.1%	1.7%
失業率	3.7%	3.8%	3.6%	3.8%	3.9%	4.2%	4.4%	4.6%	4.8%	5.0%	5.2%	5.2%	3.7%	4.3%	5.1%
10億英ポンド															
貿易収支	-71.2	-65.2	-51.2	-40.3	-41.7	-40.8	-40.9	-40.9	-40.9	-40.7	-40.2	-40.1	-227.9	-164.4	-162.0
経常収支	-46.5	-35.1	-19.4	-13.8	-15.0	-14.3	-14.3	-14.3	-14.4	-14.1	-13.8	-13.7	-114.8	-57.9	-55.9
国債10年物（期中平均）	1.42%	2.04%	2.66%	3.68%	3.64%	3.69%	3.61%	3.52%	3.39%	3.21%	3.11%	3.01%	2.45%	3.61%	3.18%
政策金利（未値）	0.75%	1.25%	2.25%	3.50%	4.25%	4.25%	4.25%	4.25%	4.25%	4.25%	4.25%	3.75%	3.50%	4.25%	3.75%

（注）網掛け部分は大和総研予想（2023年1月19日時点）。

（出所）ONS、イングランド銀行、大和総研

# 中国経済

## リベンジ消費で 23 年は 5.6%成長へ

「ウィズコロナ」への不可逆的な転換。懸念は住宅市場と外需

齋藤 尚登

### [要約]

- 中国国家统计局によると、2022 年の実質 GDP 成長率は前年比 3.0%（以下、変化率は前年比）となった。中国経済が低成長にとどまったのは、12 月上旬までの「ゼロコロナ」政策と、不動産不況によるところが大きい。
- 大和総研は従来、2023 年の実質 GDP 成長率を 4.5%程度と想定し、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って、6%超にも 3%にもなり得るとしていた。下振れ要因として挙げたのが、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ることであった。しかし、新型コロナウイルス感染症に対する管理レベルの引き下げによって、「ゼロコロナ」政策への揺り戻しの懸念は大きく低下し、景気下振れの可能性も低減した。感染爆発は昨年 12 月がピークとなった可能性がある。これを受けて、2023 年の実質 GDP 成長率見通しを従来の 4.5%程度から 5.6%程度に引き上げる。
- ただし、2023 年のやや高めの成長予想は、2022 年が低成長にとどまった反動によるところが大きくなろう。これは 2020 年と 2021 年の成長率の関係と同じである。2020 年と 2021 年の平均が 5.3%であったのに対して、2022 年と 2023 年の平均は当社の予想では 4.3%にとどまる。2023 年の中国経済にさほど強気になれない背景にあるのは、①住宅市場の回復に対する慎重な想定、②主要先進国の景気減速による輸出の鈍化、などである。

## 2022 年の実質 GDP 成長率は前年比 3.0%に減速

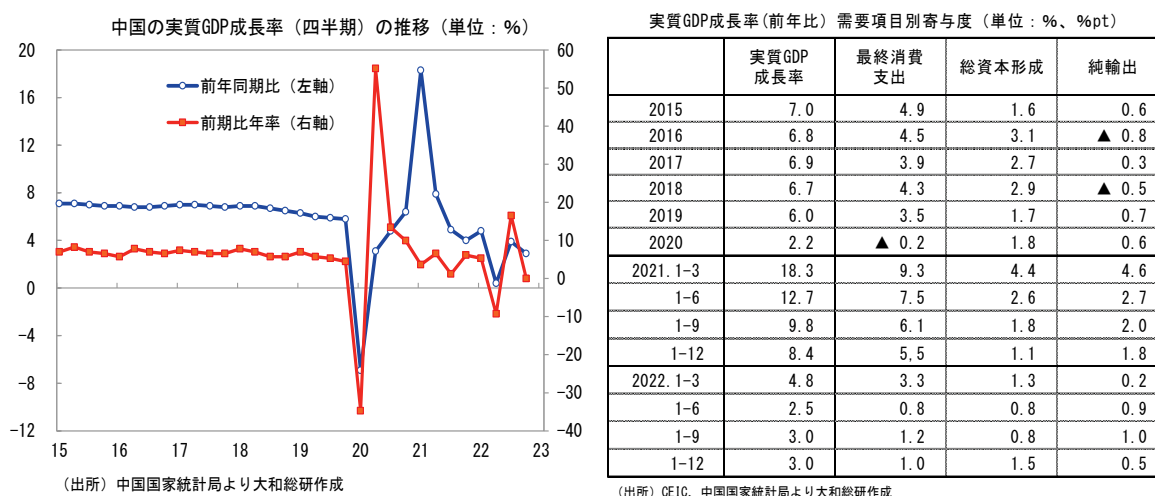
中国国家统计局によると、2022 年の実質 GDP 成長率は前年比 3.0%（以下、断りのない限り、変化率は前年比、前年同期比、前年同月比）となり、2021 年の 8.4%から大きく減速した。2021 年の高成長は、2020 年がコロナ禍の影響で 2.2%成長に失速した反動によるところも大きく、2020 年と 2021 年の平均は 5.3%であった。とはいえ、2022 年の 3.0%成長はこれをも大きく下回り、2022 年 3 月の全国人民代表大会（全人代）で示された政府目標の 5.5%前後は全くの未達成に終わった。2022 年は「ゼロコロナ」政策を厳格に執行し、人々の生命・健康を守り抜くことを最優先した、ということであろうが、経済への悪影響は大きくなった。

四半期ごとの実質 GDP 成長率を見ると、1 カ月半にわたる上海市ロックダウン（都市封鎖）の影響で、2022 年 4 月～6 月は 0.4%に落ち込んだ。同期の前期比は▲2.4%、前期比年率は▲9.3%となったが、これは 2020 年 1 月～3 月のそれぞれ▲10.1%、▲34.7%以来のマイナス成長であり、まさに第二次コロナショックというべき状況となった。

2022 年の 3.0%成長の需要項目別寄与度は、最終消費支出が 1.0%pt、総資本形成は 1.5%pt、純輸出は 0.5%pt であった。2021 年の 8.4%成長に対する寄与度は、それぞれ 5.5%pt、1.1%pt、1.8%pt であり、それとの比較では 2022 年は最終消費支出の寄与度が大きく下がっている。3 月の全人代以降、そして 10 月の党大会以降、新型コロナウイルス感染症の新規感染者が急増し、「ゼロコロナ」政策下で行動制限が強化されたことが、接触型消費を中心とした消費の抑制要因となった。

次に、産業別実質 GDP 成長率の推移を見ると、不動産業が 6 四半期連続の前年割れとなるなど、不振が続いた。この他、新型コロナウイルス感染症の新規感染者数が急増した 2022 年 4 月～6 月と 10 月～12 月は、主要都市でロックダウンや行動制限が実施されたことを受けて、ホテ

### 中国の実質 GDP 成長率（四半期）の推移（左）と需要項目別寄与度（右）





ル・飲食業、交通運輸がマイナス成長となった。サプライチェーンが寸断され、物流が滞るなど状況が最も厳しかった4月～6月については、リース・商業サービス、卸売・小売業、製造業、その他サービス業も前年割れとなった。一方で、IT・ソフトウェア、金融業は年間を通じて堅調を維持し、建設業は年後半に加速した。IT・ソフトウェアは米中デカップリングが進む中で国内の技術開発・国産化率の引き上げが推進されたこと、金融業は「ゼロコロナ」政策下で金融による景気サポートの強化が要請されたこと、などが堅調の背景にあらう。建設業については、不動産建設が足を引っ張った一方で、インフラ建設が牽引役となったと思われる。

### 中国の産業別実質 GDP 成長率（前年比）（単位：％）

	実質GDP 成長率	第一次 産業	第二次 産業	工業	うち製造業	建設業	第三次 産業	交通 運輸	卸売・ 小売業	ホテル・ 飲食業	金融業	不動産業	IT・ソフト ウェア	リース・商 業サービス	その他 サービス業
2019.1-3	6.3	2.7	5.3	5.2	5.3	5.8	7.2	6.8	5.7	5.2	6.5	2.2	24.3	8.5	6.5
2019.4-6	6.0	3.3	4.7	4.7	4.4	4.7	7.2	6.6	5.9	5.6	7.1	2.1	23.2	7.5	6.6
2019.7-9	5.9	2.7	4.5	4.2	3.8	5.8	7.4	6.9	5.5	5.9	6.5	3.9	21.0	8.7	7.4
2019.10-12	5.8	3.4	5.0	5.0	4.8	4.9	6.9	5.7	5.3	5.3	6.5	2.1	18.6	10.0	7.1
2020.1-3	▲ 6.9	▲ 3.1	▲ 9.7	▲ 8.5	▲ 10.1	▲ 18.2	▲ 5.4	▲ 13.6	▲ 17.5	▲ 39.5	4.9	▲ 7.6	14.6	▲ 6.7	▲ 2.0
2020.4-6	3.1	3.5	4.6	4.1	4.6	7.0	1.8	2.0	1.6	▲ 21.7	6.0	2.4	17.3	▲ 5.3	▲ 1.1
2020.7-9	4.8	4.1	5.9	5.5	6.3	7.3	4.2	4.3	3.6	▲ 8.7	6.8	4.6	20.1	▲ 4.2	2.1
2020.10-12	6.4	4.3	6.7	6.8	7.4	5.8	6.6	8.0	6.8	▲ 0.8	5.9	4.9	21.0	4.8	4.4
2021.1-3	18.7	8.1	24.4	24.4	26.8	22.8	15.6	32.1	26.6	43.7	5.4	21.4	21.2	7.9	8.8
2021.4-6	8.3	7.6	7.5	8.8	9.2	1.8	8.3	12.7	9.6	17.1	4.1	7.1	19.5	5.8	6.2
2021.7-9	5.2	7.1	3.6	4.9	4.6	▲ 1.8	5.4	5.9	7.6	5.7	4.0	▲ 1.6	17.1	5.8	5.2
2021.10-12	4.3	6.4	2.5	3.8	3.1	▲ 2.1	4.6	4.0	5.9	4.7	5.5	▲ 2.9	11.5	5.6	5.0
2022.1-3	4.8	6.0	5.8	6.4	6.1	1.4	4.0	2.1	3.9	▲ 0.3	5.1	▲ 2.0	10.8	5.1	4.9
2022.4-6	0.4	4.4	0.9	0.4	▲ 0.3	3.6	▲ 0.4	▲ 3.5	▲ 1.8	▲ 5.3	5.9	▲ 7.0	7.6	▲ 3.3	▲ 0.2
2022.7-9	3.9	3.4	5.2	4.6	4.0	7.8	3.2	2.6	1.6	2.8	5.5	▲ 4.2	7.9	5.4	4.4
2022.10-12	2.9	4.0	3.4	2.5	2.3	7.0	2.3	▲ 3.9	0.3	▲ 5.8	5.9	▲ 7.2	10.0	5.6	5.7

（出所）中国国家统计局より大和総研作成

## 主要経済指標でみる 2022 年の中国経済の回顧

2022 年の中国経済が低成長にとどまったのは、12 月上旬までの「ゼロコロナ」政策と、不動産不況によるところが大きい。前者について、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。不動産については、2020 年 8 月からの中国版総量規制によって、特に民営デベロッパーが資金調達難に陥り、デフォルト（債務不履行）が相次いだ。工事中断問題が発生し、住宅販売や不動産開発投資などが落ち込んだ。さらに、10 月～12 月には主要国経済の減速を受けて、輸出が失速した。

### 工業生産

2022 年の工業生産は 3.6% 増となり、2021 年の 9.6% 増、2020 年と 2021 年の平均（2020 年のコロナショックと 2021 年の反動の影響を均すことが目的。以下同）である 6.1% 増から減速した。2022 年の分野別では石炭や石油・天然ガスなどの採掘業が 7.3% 増（2021 年は 5.3% 増、2 年平均は 2.9% 増）、製造業は 3.0% 増（同 9.8% 増、同 6.6% 増）、電力・熱・ガス・水の生産と供給業が 5.0% 増（同 11.4% 増、同 6.6% 増）であった。

主要製品のうち、2022年に10%以上減少したのは金属加工機械、集積回路、セメントであった。これらについては、内需の減速や世界的な需要減退が響いている。一方、生産が10%以上増加したのは電気自動車など新エネルギー車と発電設備である。国家の政策サポートを受けた新エネルギー車の生産急増は2021年から継続しており、2022年は97.5%増を記録した。2022年11月、12月は、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も、新エネルギー車は好調が続いた。発電設備については2022年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。

## 小売売上

2022年の小売売上は0.2%減となり、2021年の12.5%増、2020年と2021年の平均である4.0%増から大きく下振れした。中でも新型コロナウイルス感染症の新規感染者が急増した2022年4月～6月、10月～12月はいずれも3カ月連続で前年割れとなるなど、厳格な「ゼロコロナ」政策による行動制限の影響を大きく受けた。

接触型消費の典型である外食（レストラン収入）は、2022年は6.3%減に沈んだ。外食は2020年と2021年の平均でも0.5%減となっており、不振が際立っている。

2022年の自動車販売金額は0.7%増となり、2021年の7.6%増、2020年と2021年の平均である2.8%増から減速した。とはいえ、2022年1月～5月が9.9%減であったことからすると、6月1日以降のガソリン車の車両購入税率半減措置（価格の10%→5%）は政策としてある程度の効果を発揮したことになる。ただし、10月以降は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は避けられず、11月の自動車販売金額は前年割れとなった。

## 固定資産投資

2022年の固定資産投資は5.1%増と、2021年の4.9%増、2020年と2021年の平均の3.9%増から加速した。2022年の内訳は、製造業投資は9.1%増（2021年は13.5%増、2020年と2021年の平均は5.4%増）、電気・水道・ガスを含むインフラ投資が11.5%増（同0.2%増、同1.8%増）、不動産開発投資が10.0%減（同4.4%増、同5.7%増）であった。

2022年の固定資産投資を支えたのが、インフラ投資であった。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69兆円）のうち3.45兆元を6月末までに発行し（残りの0.2兆元は地方の銀行の資本増強に使用）、その後0.5兆元の追加発行が行われた。この他にも政策銀行による貸出増加などが、インフラ投資の増加を支えた。

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、2022年1月～4月に前年割れに転じてから月を追うごとにマイナス幅を広げるなど、減少に歯止めはかかっていない。

## 貿易

2022年の輸出は7.1%増（以下、断りのない限り、貿易はドル建て）となり、2021年の29.6%増、2020年と2021年の平均の15.9%増から減速した。特に、10月～12月は6.5%減へと失速したが、これは、米国、欧州などの景気減速で需要が抑制されたことが主因であり、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たとみられる。

2022年の輸入は1.1%増にとどまった。2021年は30.0%増、2020年と2021年の平均は13.7%増であった。輸入は2022年3月以降、内需低迷を主因に低空飛行が続いたが、やはり10月～12月は6.5%減と前年割れとなった。

2022年の貿易黒字は30.8%増の8,769億ドルであった（ちなみに、10月～12月の貿易黒字は6.6%減の2,325億ドル）。

### 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	12月	2022年	2020年と 2021年の 平均
実質GDP成長率	4.8			0.4			3.9			2.9		3.0	5.3
工業生産	7.5	5.0	▲ 2.9	0.7	3.9	3.8	4.2	6.3	5.0	2.2	1.3	3.6	6.1
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	5.1	5.1	3.9
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	▲ 10.0	▲ 10.0	5.7
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	9.1	9.1	5.4
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	11.5	11.5	1.8
小売売上	6.7	▲ 3.5	▲ 11.1	▲ 6.7	3.1	2.7	5.4	2.5	▲ 0.5	▲ 5.9	▲ 1.8	▲ 0.2	4.0
うち外食	8.9	▲ 16.4	▲ 22.7	▲ 21.1	▲ 4.0	▲ 1.5	8.4	▲ 1.7	▲ 8.1	▲ 8.4	▲ 14.1	▲ 6.3	▲ 0.5
輸出	16.2	14.3	3.5	16.2	17.1	18.2	7.5	5.7	▲ 0.2	▲ 8.9	▲ 9.9	7.1	15.9
輸入	16.8	0.7	0.2	3.5	0.1	1.8	0.1	0.3	▲ 0.7	▲ 10.6	▲ 7.5	1.1	13.7

（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、年）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。2022年は2020年と2021年の平均との比較、2020年と2021年の平均は2019年との比較

（出所）中国国家统计局より大和総研作成

## 「ウィズコロナ」政策への不可逆的な転換

2022年12月7日に、国务院新型コロナウイルス感染症共同予防・制御機構は「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。これによって、中国の「ゼロコロナ」政策は大幅に緩和され、実質的な「ウィズコロナ」政策に転換された。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。

さらに、2022年12月26日、中国政府は新型コロナウイルス感染症の管理レベルを引き下げ、「ゼロコロナ」政策を完全に放棄する旨を発表した。感染症の分類と管理には重篤度の高い順に甲乙丙があり、従来コロナは「乙類甲管理」とし、重篤度は乙であるが、管理はコレラやペスト並みの甲が必要とされてきた。これが「乙類乙管理」に引き下げられたのである（日本でいえば、2類相当から5類に変更するイメージ）。「乙管理」は2023年1月8日から実施されており、もはや感染者に隔離措置は取られず、濃厚接触者の判定も行わず、高リスク地区・低リスク地区の区分も行われなくなった。感染者の退院や職場復帰の際のPCR検査の実施も不要とされた。

防疫体制の大幅な緩和により、中国は感染爆発に見舞われた。感染者の把握が困難になり、当局は2022年12月13日以降、無症状の新規感染者数の発表を取りやめ、2023年1月9日以降は、有症状の新規感染者数の発表も取りやめた。1日当たりの新規感染者数については、数百万人から1千数百万人に上るとの推計がある。2023年1月13日の報道では、北京大学の推計によると、これまでの累計の感染者は中国の人口の64%に当たる9億人に達したとしている。

また、中国政府は2023年1月14日に、2022年12月8日から2023年1月12日までの医療機関における新型コロナウイルス感染症による死亡者は5万9,938人であると発表した（うち、基礎疾患との合併症による死亡者は5万4,435人、新型コロナウイルス感染症の呼吸不全による死亡者は5,503人）。従来の死亡者数には基礎疾患との合併症による死亡は含まれず、極端な過少計上が行われていたが、これはある程度実態を反映した数字との評価が可能であろう。さらに、発熱外来の診療件数のピークが2022年12月23日であったことも併せて発表された。

中国では2023年1月22日が春節（旧正月）であり、1月21日～27日が7連休となる。人々が春節を故郷で過ごしたり、観光をするための特別輸送体制は2023年1月7日～2月15日の40日間とされている。感染が爆発的に広がる中で帰省や観光を自粛するムードもあろうが、当局による規制がなくなり、相当程度の「民族大移動」が生じる可能性がある。中国交通運輸部によると、今年の春節の特別輸送体制の期間中に延べ20.95億人の各種交通機関の利用が見込まれ、これは前年同期のほぼ2倍で、コロナ禍前の2019年の同時期の70.3%まで回復すると予想されている。この前後で感染が再び増加する懸念は残るが、人口の6割以上が感染を経験したということであれば、追加的な影響は限定されよう。

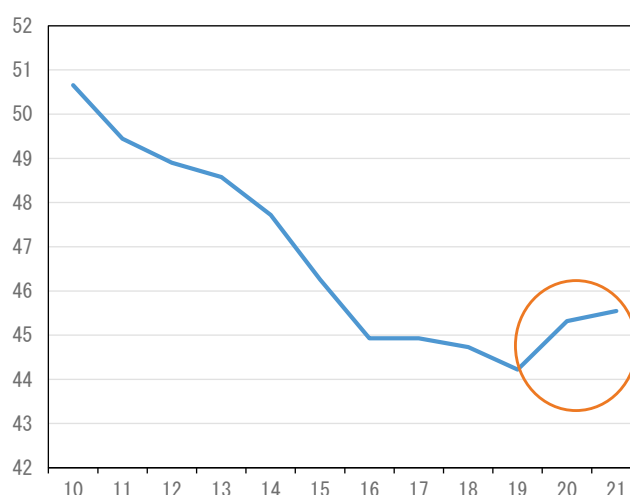
## 2023年の実質GDP成長率見通しを5.6%に上方修正

大和総研は従来、2023年の実質GDP成長率を4.5%程度と想定し、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って、6%超にも3%にもなり得るとしていた。下振れ要因として挙げたのが、死亡者の急増などで「ゼロコロナ」政策への揺り戻しが起

きることであった。しかし、同政策の根拠であった管理レベルの引き下げによって、「ゼロコロナ」政策への揺り戻しの懸念は大きく低下し、景気下振れの可能性も低減した。さらに、感染爆発は昨年12月がピークとなった可能性がある。これを受けて、2023年の実質GDP成長率見通しを従来の4.5%程度から5.6%程度に引き上げる。

牽引役は過去3年分のリベンジ消費となろう。北京市や上海市の知人への電話取材によると、レストランは「感染が一気に広がると心配なほどの大賑わい」となり、「ゼロコロナ」政策から「ウィズコロナ」政策への転換と感染爆発のピークアウトによって、街の風景が一変したという。このリベンジ消費の原資の一部となるのが、コロナ禍における総貯蓄率（GDPから最終消費支出を引いたものをGDPで除した比率）の上昇分である。少子高齢化の進展などにより、中国の総貯蓄率は2010年をピークに低下が続いていたが、コロナ禍による所得・雇用への不安などから消費が抑制され、2020年以降は再び上昇している。

### 中国の総貯蓄率の推移（単位：％）



（注）総貯蓄率は（名目GDP－最終消費支出）÷名目GDP（％）で計算  
（出所）中国国家統計局より大和総研作成

ただし、2023年のやや高め成長予想は、2022年が低成長にとどまった反動によるところが大きくなろう。これは2020年と2021年の成長率の関係と同じである。2020年と2021年の2年平均が5.3%であったのに対して、2022年（3.0%）と2023年（5.6%と予想）の平均は4.3%にとどまる。2023年の中国経済にさほど強気になれない背景にあるのは、①住宅市場の回復に対する慎重な想定、②主要先進国の景気減速による輸出の鈍化、などである。

①に関連して、デベロッパーの資金調達難による工事中断問題については、2022年11月以降、商業銀行が4兆元の貸出枠を設定するなど、改善に向けた大きな一歩が踏み出されようとしている。2022年末の住宅施工面積は64億㎡であり、平均的な販売価格は1㎡当たり1万元である。10%が工事中断問題を抱えると仮定すると、その販売金額は6.4兆元であり、頭金を3割とすると、焦げ付く可能性のある住宅ローンは約4.5兆元と計算される。4兆元の貸出枠はこの金額とほぼ見合っている。



工事進行基準で金額が計上される不動産開発投資は、工事が再開すれば回復する可能性がある。その一方で、中国では完成前（工事中）の物件を購入するのが全体の9割を占めており、工事中断問題が改善したからといって、新規需要が刺激されるわけではない。2023年の住宅市場の回復については、慎重な見方をしている。

上記②の世界需要の減速が中国の輸出の抑制要因となることはいうまでもない。一方で、中国の内需（消費）回復による輸入増加（海外にとっての輸出増加）への期待が高まろう。ただし、(1) リベンジ消費は、外食や観光といった接触型のサービス消費に大きく表れること、(2) 経済安全保障分野などでは国産化率の引き上げが進められていること、(3) 加工貿易では輸出の減速が輸入のそれと連動すること、に注意が必要である。

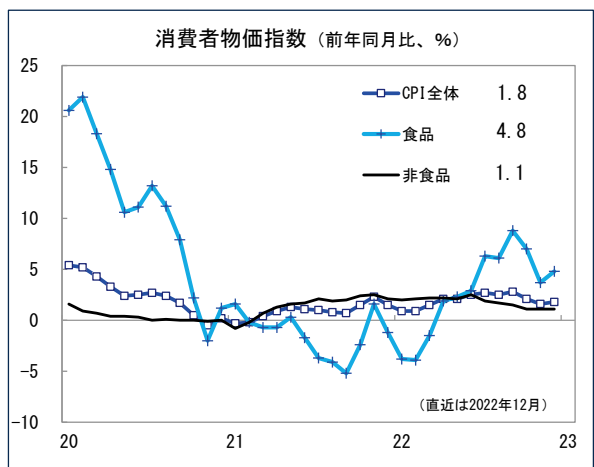
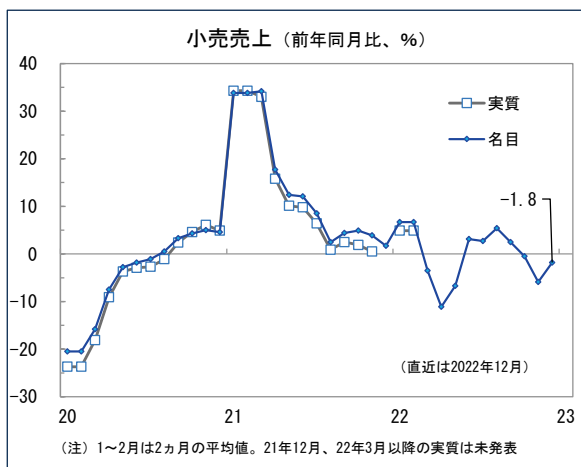
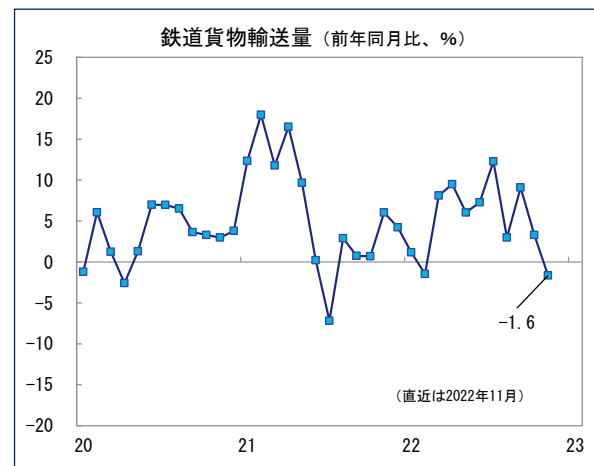
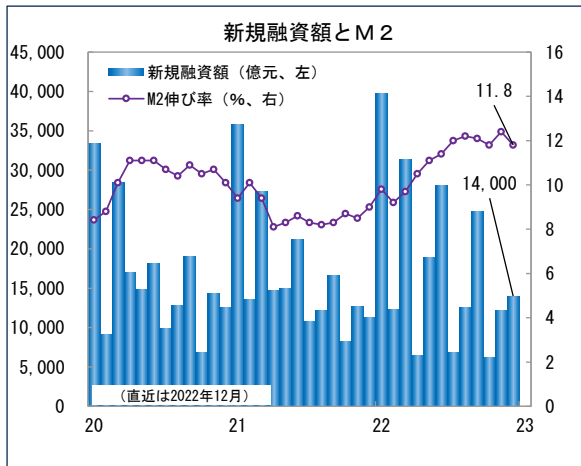
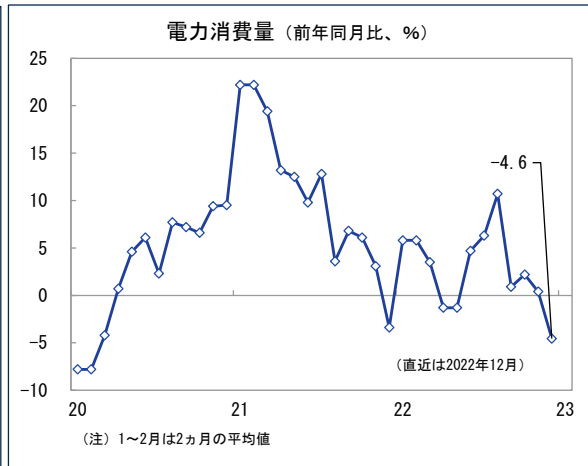
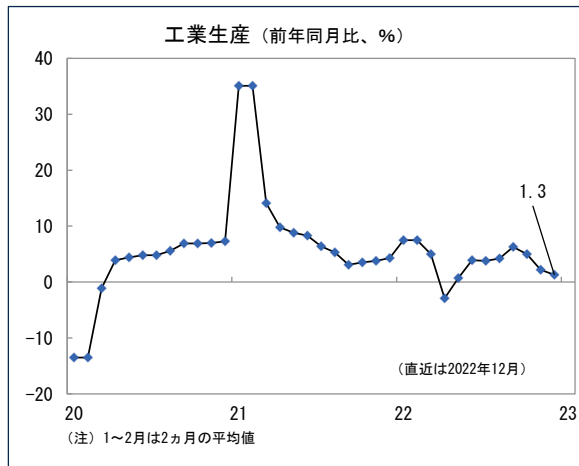
日本にとっては、中国人訪日旅行者によるインバウンドの本格回復が期待されるどころだが、これにはもう少し時間がかかりそうである。「ゼロコロナ」政策の完全放棄によって、中国への入国者に対しては48時間以内のPCR検査が陰性であれば、入国後のPCR検査と集中隔離などが一切不要となった。これまでフライトなどに課されていた各種制限・制約も撤廃された。中国側の準備は整ったわけだが、中国の新型コロナウイルス感染症の感染状況に鑑みれば、受け入れ側は慎重にならざるを得ない。日本政府が中国からの渡航者に入国時PCR検査を実施し、中国便の増加にストップをかけたのは必要な措置であると思われ、その報復として、中国政府がビザの発給を制限するというのは理解し難い話である。いずれにせよ、中国の感染状況が落ち着けば問題はクリアされる。インバウンドの本格回復は時間の問題であり、そのタイミングが早く来ることを期待したい。

## 主要経済指標一覧

	2021年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	12月
実質GDP成長率（四半期、前年同期比、%）	4.0	-	-	4.8	-	-	0.4	-	-	3.9	-	-	2.9
工業生産（前年同月比、%）	4.3	7.5	5.0	-2.9	0.7	3.9	3.8	4.2	6.3	5.0	2.2	1.3	
電力消費量（前年同月比、%）	-3.4	5.8	3.5	-1.3	-1.3	4.7	6.3	10.7	0.9	2.2	0.4	-4.6	
鉄道貨物輸送量（前年同月比、%）	4.2	1.2	-1.5	8.1	9.5	6.0	7.3	12.3	3.0	9.1	3.3	-1.6	
固定資産投資（前年累計比、%）	4.9	12.2	9.3	6.8	6.2	6.1	5.7	5.8	5.9	x	5.3	5.1	
不動産開発投資（前年累計比、%）	4.4	3.7	0.7	-2.7	-4.0	-5.4	-6.4	-7.4	-8.0	-8.8	-9.8	-10.0	
小売売上 名目（前年同月比、%）	1.7	6.7	-3.5	-11.1	-6.7	3.1	2.7	5.4	2.5	-0.5	-5.9	-1.8	
実質（前年同月比、%）	-	4.9	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
消費者物価指数 全体（前年同月比、%）	1.5	0.9	0.9	1.5	2.1	2.1	2.5	2.7	2.5	2.8	2.1	1.6	1.8
食品（前年同月比、%）	-1.2	-3.8	-3.9	-1.5	1.9	2.3	2.9	6.3	6.1	8.8	7.0	3.7	4.8
非食品（前年同月比、%）	2.1	2.0	2.1	2.2	2.2	2.1	2.5	1.9	1.7	1.5	1.1	1.1	1.1
工業製品出荷価格指数（前年同月比、%）	10.3	9.1	8.8	8.3	8.0	6.4	6.1	4.2	2.3	0.9	-1.3	-1.3	-0.7
工業生産者購入価格指数（前年同月比、%）	14.2	12.1	11.2	10.7	10.8	9.1	8.5	6.5	4.2	2.6	0.3	-0.6	0.3
新規融資額（億元）	11,338	39,800	12,300	31,300	6,454	18,900	28,046	6,790	12,500	24,700	6,152	12,100	14,000
M2伸び率（%）	9.0	9.8	9.2	9.7	10.5	11.1	11.4	12.0	12.2	12.1	11.8	12.4	11.8
輸出（前年同月比、%）	20.6	16.2	14.3	3.5	16.2	17.1	18.2	7.5	5.7	-0.2	-8.9	-9.9	
輸入（前年同月比、%）	19.7	16.8	0.7	0.2	3.5	0.1	1.8	0.1	0.3	-0.7	-10.6	-7.5	
貿易収支（億米ドル）	932.1	548.5	444.5	493.0	777.6	971.1	1018.6	800.7	841.3	852.7	692.5	780.1	
新築商品住宅価格指数 北京（前年同月比、%）	5.1	5.5	5.5	5.7	5.8	5.9	5.8	5.5	5.8	6.1	5.9	5.7	5.8
上海（前年同月比、%）	4.2	4.2	4.1	4.1	3.8	3.4	3.4	3.5	3.7	3.8	4.0	4.0	4.1
商用不動産 着工面積（前年累計比、%）	-11.4	-12.2	-17.5	-26.3	-30.6	-34.4	-36.1	-37.2	-38.0	-37.8	-38.9	-39.4	
完工面積（前年累計比、%）	11.2	-9.8	-11.5	-11.9	-15.3	-21.5	-23.3	-21.1	-19.9	-18.7	-19.0	-15.0	
不動産販売 面積（前年累計比、%）	1.9	-9.6	-13.8	-20.9	-23.6	-22.2	-23.1	-23.0	-22.2	-22.3	-23.3	-24.3	
金額（前年累計比、%）	4.8	-19.3	-22.7	-29.5	-31.5	-28.9	-28.8	-27.9	-26.3	-26.1	-26.6	-26.7	

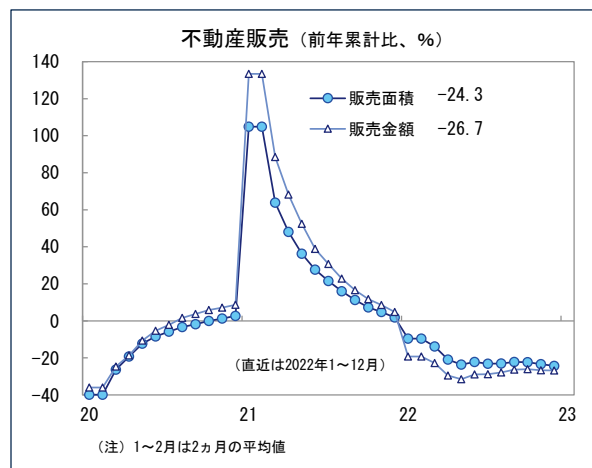
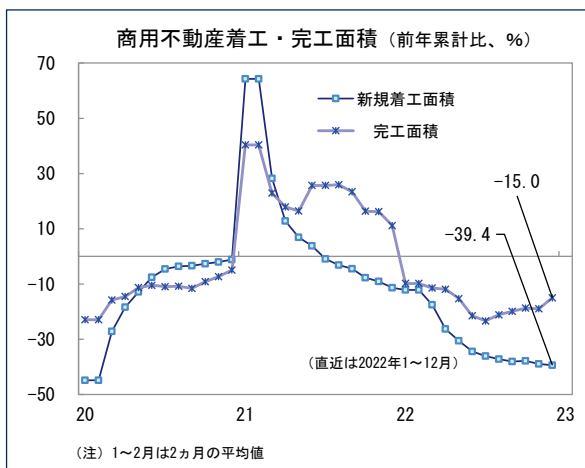
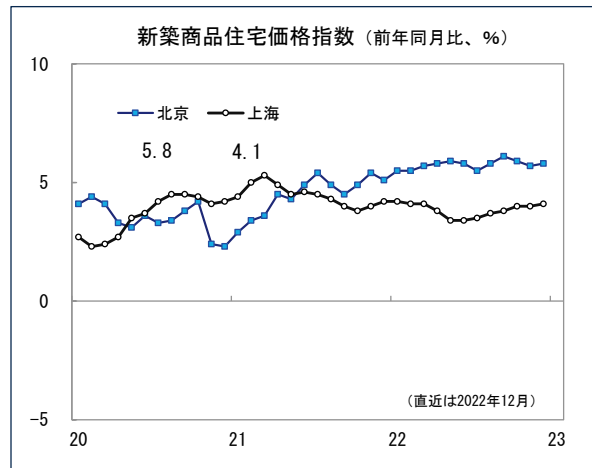
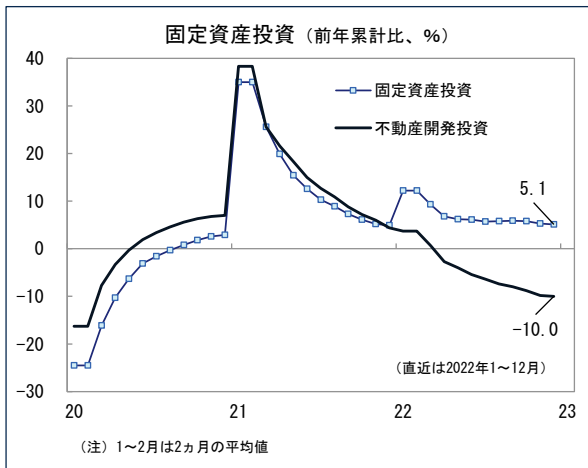
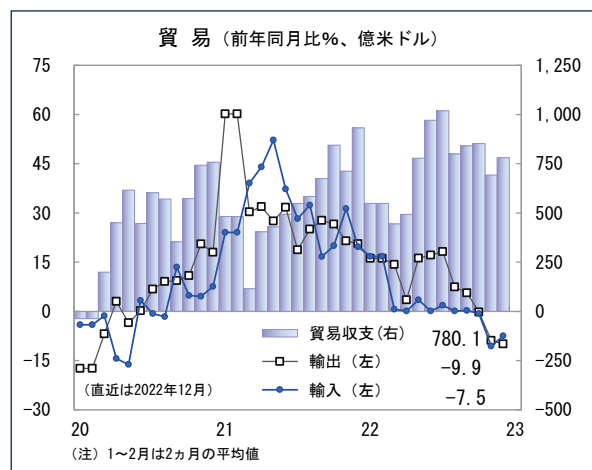
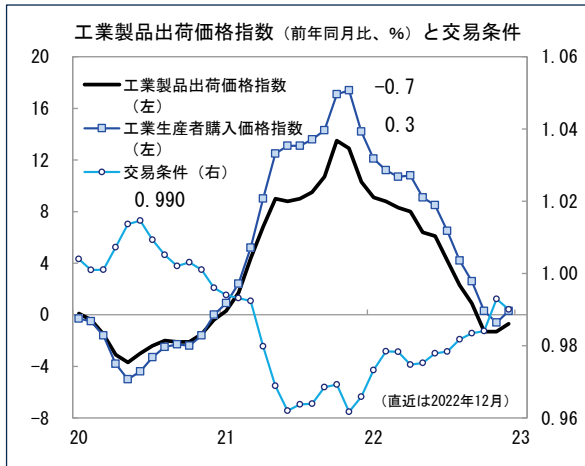
（出所）中国国家统计局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー局、CEIC より大和総研作成

## 主要経済指標一覧（続き）



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

主要経済指標一覧（続き）



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