

2023年2月24日

主要国経済 Outlook

2023年3月号 (No. 436)

経済調査部
ニューヨークリサーチセンター

[目次]

Overview	2
「コロナ禍前」との比較	
経済調査部長 山崎 加津子	
日本経済	4
経済見通しを改訂／日銀は新執行部の下でも緩和路線を当面継続か	
経済調査部 シニアエコノミスト 神田 慶司	
米国経済	15
「FRBに逆らうな」	
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
相対的に明るい展望を描けず	
経済調査部 シニアエコノミスト 近藤 智也	
中国経済	38
習3期目政権、最初の全人代の注目点	
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

「コロナ禍前」との比較

山崎 加津子

世界

この3年余り、経済をみる上で重視されてきたのが「コロナ禍前」との比較である。2020年初頭に新型コロナウイルス感染が瞬く間に世界に伝播した時、未知の感染症への対処方法として人の移動や接触を極力減らすほかなく、世界経済は急激かつ大幅に落ち込んだ。その後、感染拡大抑制と経済活動の両立が図られる中で経済の正常化が進み、2022年には多くの国で実質GDPがコロナ禍前の水準を回復した。厳格な経済封鎖を行わなかった日本では、経済正常化への取り組みが遅行した面があったが、2023年にはコロナ禍前の経済水準を回復できそうである。ただし、世界経済が直面する課題はコロナ禍による経済規模の縮小だけではない。多くの国でインフレ率はコロナ禍前を大幅に上回り、米欧の中央銀行は政策金利を大幅に引き上げてきたものの、もう一段の利上げが必要とみられる。金融引き締めを受けて資金調達コストが上昇する政府、企業、家計は、より効率的な資金配分が不可欠となる。政府部門は、ウクライナ支援、安全保障対策、温室効果ガス対策などの費用増大が見込まれる中で、財政の持続可能性をどう確保するかという難しい課題に直面する。そして企業部門では、次の成長に向けた設備投資と人の投資をいかにして重点的に実行するかがますます重要になるだろう。

日本

2022年10-12月期のGDP1次速報の公表を受け、経済見通しを改訂した。メインシナリオにおける実質GDP成長率は22年度+1.4%、23年度+1.6%、24年度+1.0%（暦年ベースでは23年+1.8%、24年+1.1%）と見込む。経済活動の正常化や緩和的な財政・金融政策などが景気を下支えし、米欧経済が減速する中でも23年度を中心に高めのプラス成長となるだろう。ただし、米国の深刻な景気後退入りなど海外を中心にリスクが山積しており注意が必要だ。生鮮食品を除く総合ベースの消費者物価指数（コアCPI）上昇率は、22年度+2.9%、23年度+1.8%、24年度+1.4%と見込んでいる。日本銀行は米国景気の底入れや春闘での賃上げ動向がある程度明らかになるまでは、現状の金融緩和策の枠組みを維持するとみている。ただし、新総裁の下で「点検」や政府との共同声明の修正などを実施し、イールドカーブ・コントロールの見直し（段階的に短期金利操作に移行）に着手する可能性もある。その場合でも、国債買い入れの継続や低金利の維持、フォワードガイダンスなど金融緩和そのものは継続するだろう。

米国

足下のインフレ指標は減速ペースが鈍化しており、インフレ率が高止まりし得ることを再確認させる結果となっている。インフレをさらに減速させるため、FOMCは金融環境を引き締めることに維持することで需要を抑制する必要があるとの見解を示している。だが、市場参加者の楽観的な見通しによって、足下では金融環境が緩和している。これにより需要は押し上げられ、インフレ圧力が残存する恐れがある。こうした中で、タカ派のFOMC参加者が利上げ幅の拡大を提起し、市場参加者に警告を与えている。引き締め的な金融環境を維持できればソフトランディングの実現へと前進するが、仮に緩和的な金融環境が続けば、FOMCは利上げ幅の拡大や、ターミ

ナルレートの引き上げ、FF 金利を高め維持する期間の長期化といった、実力行使に頼らざるを得なくなる。景気全体が減速している中で、市場参加者がウォール・ストリートの相場格言である「FRB に逆らうな」を重視し、FOMC 参加者の警告に耳を傾けることができるか否かが、必要以上の金融引き締めや結果としての景気的大幅な調整を避ける上でのカギとなるだろう。

欧州

ユーロ圏と英国の 2022 年 10-12 月期の実質 GDP 成長率はマイナス成長を回避した。穏やかな天候（暖冬）や節約努力によってエネルギー需給逼迫への懸念が後退したことを背景に、天然ガス等のエネルギー価格が下落している。また、各国政府が家計や企業に対して様々な支援策を実施して負担軽減を図り、部分的にインフレ率が抑制されたことも経済活動を支えたと考えられる。もっとも、支援策の規模は個々の財政状況によって異なり、成長格差を生んでしまう可能性がある。2023 年に入って、様々な予測機関が今年の成長率見通しを上方修正しているが、かといって楽観的にもなれない中途半端な見方にとどまっている。その背景には、昨年来の不透明感・不確実性が容易には払拭できないという現実がある。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、例えば、2023-24 年の冬に向けた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だろう。また、過度な財政支援は金融政策の効果を弱め、大幅な賃上げ実現はインフレ再燃のリスクを高めよう。

中国

2023 年 3 月 5 日に、第 14 期全国人民代表大会（全人代）第 1 回全体会議が開幕する。注目される国家機構人事について、2022 年 10 月の党人事で序列 2 位となった李強氏が、引退する李克強氏の後任の國務院総理（首相）に就任するとみられている。昨年 10 月の党人事では、習近平総書記を筆頭に 24 名の政治局委員が選出されたが、経済・金融に造詣の深い人物は、経済・金融担当の副首相に就任すると目される何立峰氏くらいしか見当たらなかった。今回の國務院人事では、大臣（部長）クラスで、実務に明るい人物がどれだけ登用されるかにも注目している。さらに、政府活動報告における政府成長率目標の発表が注目される。大和総研は 2023 年の政府成長率目標は「5.0%前後」に設定される可能性が高いとみている。2022 年が 3.0%成長にとどまったことを考えると、控え目な目標設定といえるが、習近平 3 期目政権の最初の年度だからこそ、超過達成が目指されていると思われる。

主要国実質 GDP 見通し<要約表>

	(%)								(前年比%)			
	2022年			2023年				2024年	2021年	2022年	2023年	2024年
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	(下線及び斜字は年度)			
日本	4.6	-1.0	0.6	3.1	2.7	1.4	0.6	1.0	2.1	1.1	1.8	1.1
									<u>2.6</u>	<u>1.4</u>	<u>1.6</u>	<u>1.0</u>
米国	-0.6	3.2	2.9	0.2	0.0	0.2	0.7	1.3	5.9	2.1	1.0	1.1
ユーロ圏	3.4	1.2	0.4	-0.6	0.4	0.6	1.0	1.3	5.3	3.5	0.5	1.3
英国	0.4	-0.7	0.1	-1.5	-0.7	0.0	0.1	1.0	7.6	4.0	-0.5	0.7
中国	0.4	3.9	2.9	4.0	8.0	5.0	5.5	0.0	8.4	3.0	5.6	4.3
ブラジル	3.7	3.6	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	5.0	3.0	0.9	1.0
インド	13.5	6.3	N.A.	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	-4.1	-3.7	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	4.7	-2.1	-1.0	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。

(出所) 各種統計より大和総研作成

日本経済 2023年2月

経済見通しを改訂／日銀は新執行部の下でも緩和路線を当面継続か

神田 慶司
小林 若葉
久後 翔太郎
岸川 和馬
中村 華奈子

[要約]

- 2022年10-12月期のGDP1次速報の公表を受け、経済見通しを改訂した。メインシナリオにおける実質GDP成長率は22年度+1.4%、23年度+1.6%、24年度+1.0%（暦年ベースでは23年+1.8%、24年+1.1%）と見込む。経済活動の正常化や緩和的な財政・金融政策などが景気を下支えし、米欧経済が減速する中でも23年度を中心に高めのプラス成長となるだろう。ただし、米国の深刻な景気後退入りなど海外を中心にリスクが山積しており注意が必要だ。
- 生鮮食品を除く総合ベースの消費者物価指数（コアCPI）上昇率は、22年度+2.9%、23年度+1.8%、24年度+1.4%と見込んでいる。日本銀行は米国景気の底入れや春闘での賃上げ動向がある程度明らかになるまでは、現状の金融緩和策の枠組みを維持するとみている。ただし、新総裁の下で「点検」や政府との共同声明の修正などを実施し、イールドカーブ・コントロールの見直し（段階的に短期金利操作に移行）に着手する可能性もある。その場合でも、国債買い入れの継続や低金利の維持、フォワードガイダンスなど金融緩和そのものは継続するだろう。

1. 2022年10-12月期の景気動向と2023年1-3月期の見通し

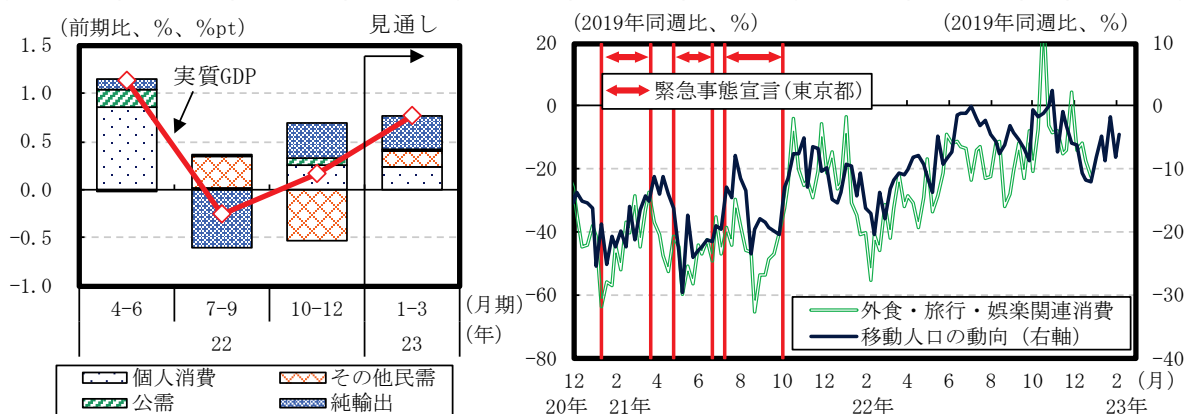
10-12月期の実質GDPは在庫減で小幅のプラス成長にとどまるも消費・輸出が増加

2022年10-12月期の実質GDP成長率は前期比年率+0.6%（前期比+0.2%）と小幅のプラス成長となった（**図表1左**）¹。市場予想を下回ったが、これは民間在庫変動によるGDP成長率の押し下げ幅（前期比▲0.5%pt）が予想よりも大きかったことが主因である。民間在庫の減少は経済活動が活発であったことを表し、「意図せざる在庫減」といえる。GDP統計では民間・公的在庫変動をGDPから控除した「最終需要」という項目が掲載されているが、最終需要の成長率は前期比年率+2.3%であった。実態としては、GDP成長率が示すよりも景気の回復基調は強い。

個人消費は新型コロナウイルス感染「第8波」や物価高により抑制された。だが、今回も政府による行動制限がなかったことや（**図表1右**）、全国旅行支援や給付金などの経済対策、自動車の供給制約の緩和などもあって前月比+0.5%と3四半期連続で増加した。設備投資は前期に大幅に増加した反動もあって減少に転じたものの、輸出は訪日外客（インバウンド）消費の急増でサービス輸出が押し上げられ、財輸出も増勢を維持した。

需要項目別に見ると（**図表1左**）、民需関連では個人消費が増加した一方、設備投資と住宅投資は減少した。前述のように在庫変動も実質GDP成長率を押し下げた。公需関連では政府消費が増加した一方、公共投資は減少に転じた。外需関連では輸出が増加し、輸入が減少した結果、純輸出（外需）の寄与度はプラスとなった。

図表1：実質GDP成長率の実績と見通し（左）、移動人口と外食・旅行・娯楽関連消費（右）



(注1) 左図は季節調整値。

(注2) 右図の移動人口は全ての市区町村の「推定居住地が市区町村外のもの」の人口を週ごとに集計したもの。外食・旅行・娯楽関連消費は「外食」「交通」「教養娯楽サービス」の合計値。

(出所) 内閣府、総務省、V-RESAS より大和総研作成

輸入デフレーターが8四半期ぶりに低下したことで、交易条件の変化による海外への所得流出額（または海外からの所得流入額）²を調整した実質GDI（国内総所得）は10-12月期で前期

¹ 詳細は、神田慶司・小林若葉「[2022年10-12月期GDP（1次速報）](#)」（大和総研レポート、2023年2月14日）を参照。

² 「交易利得（損失）」と呼ばれ、デフレーターの基準年（現行では2015年）からの交易条件の変化による所得の増減を表す。基準年が変更されることで交易利得（利得）が修正される点には留意が必要である。

比年率+1.6%と実質 GDP 成長率を上回った。また、実質 GDI に海外からの利子や配当などの純受取を加えた実質 GNI（国民総所得）は同+4.9%と高い伸び率を記録した。円安・資源高の影響が一服したことや、利子や配当金の受取額の増加により、家計や企業の所得環境は GDP で見る以上に改善した。

1-3 月期の実質 GDP は 2 四半期連続のプラス成長を見込む

2023 年 1-3 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率+3.1%と見込んでいる。感染状況の改善や自動車の供給制約の更なる緩和、政府のエネルギー高対策の効果もあって個人消費は回復が継続するだろう。設備投資は非製造業を中心に増加するとみている。インバウンド消費の更なる増加も見込まれる。

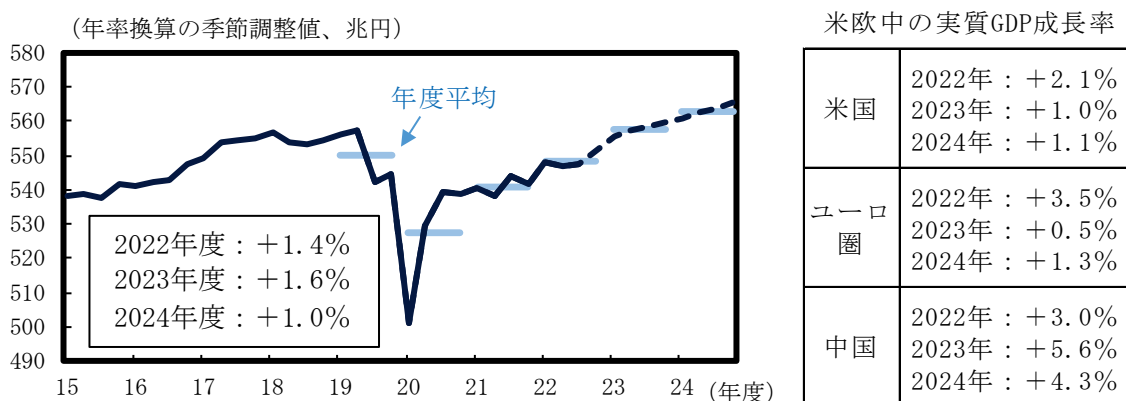
高インフレと金融引き締めに直面する米国とユーロ圏の 10-12 月期の実質 GDP はいずれもプラス成長であった。もっとも、大幅な利上げによる経済活動への影響は遅行的に表れる。2023 年 1-3 月期の欧米向けの財輸出は需要の悪化を受けて停滞するだろう。一方、「ゼロコロナ」政策の撤廃で経済活動の正常化が急速に進む中国向け財輸出は持ち直すとみているが、経済安全保障を理由とした半導体関連財の輸出規制が現実味を帯びてきている。同規制の動向や、日本経済に与える影響には注意が必要だ。

2. 2023、24 年度の日本経済見通し

国内と中国の経済正常化と緩和的な財政・金融政策でプラス成長を継続

メインシナリオにおける日本の実質 GDP 成長率は 2022 年度で前年比+1.4%、2023 年度で同+1.6%、2024 年度で同+1.0%と見込んでいる（**図表 2**、暦年ベースでは 2023 年で同+1.8%、2024 年で同+1.1%）。前提となる海外経済は当社の各国担当者の最新（2 月 20 日時点）の見通しに基づく。詳細については各国の経済見通しレポートを参照されたい。

図表 2：日本の実質 GDP 見通しと海外経済の前提



(注) 図中の破線は大和総研による予測値。米欧中の見通しは大和総研の各国担当者の予測に基づく。
(出所) 内閣府、各国統計より大和総研作成

2022年度の成長率見通しは2022年12月8日公表の「[第215回日本経済予測（改訂版）](#)」（以下、前回予測）から0.4%pt引き下げたが、経済活動の正常化と緩和的な財政・金融政策により個人消費やインバウンド消費を中心に回復基調をたどるという見方は前回予測と同様だ。ただし、2023年1月に再開された全国旅行支援は割引率が縮小されたため、旅行需要の押し上げ効果は小さくなる。また、足元の動向を踏まえ設備投資を下方修正した。

2023年度の成長率見通しは0.2%pt引き上げた。米欧中の2023年の実質GDP成長率見通しがいずれも引き上げられたことや、後述するように中国人訪日客が2023年春から本格回復すると想定したことなどが背景にある。5月8日に新型コロナウイルスの感染症法上の分類が現在の「2類相当」から「5類」に引き下げられることで、経済活動の正常化が2023年度前半を中心に進むとみている。濃厚接触者等への行動制限の撤廃は、経済社会的負担を大幅に軽減しよう。今回から公表する2024年度は緩やかな成長にとどまるだろう。プラスの「成長率のゲタ」を除くと前年比+0.7%と低成長を見込んでいる。

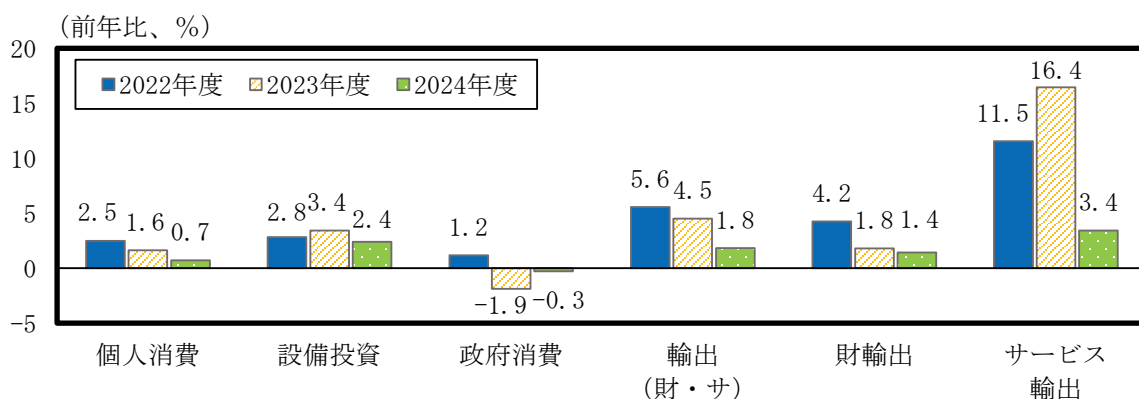
主な需要項目については**図表3**のような推移を見込んでいる。個人消費は2023年春にかけて全国旅行支援の効果が剥落するものの、感染状況の安定で外食や娯楽需要が下支えしよう。自動車の供給制約が緩和することで、ペントアップ（繰越）需要の発現も期待される。

設備投資はPCやスマホ向けの半導体関連需要の落ち込みから増勢が一服したが、先行きは国内の経済活動の正常化が加速することで、非製造業を中心に設備投資が持ち直すだろう。ただし、米欧経済の不透明感から製造業で投資を手控える動きが出る可能性には注意が必要だ。

政府消費は、検査事業やワクチン接種などの感染症対策による押し上げが徐々に剥落することで、2023年10-12月期にかけて減少すると見込んでいる。その後は、高齢化が進展する中で医療・介護給付費を中心に増加していた感染拡大前のトレンドに戻るとみている。

輸出に関して、財輸出は中国経済の再開が押し上げるものの、米欧経済の減速の影響もあって2024年度にかけて成長率は前年比+1%台にとどまるとみている。一方、サービス輸出ではインバウンド消費が大幅に回復する見込みだ。

図表3：主な需要項目の見通し



(出所) 内閣府統計より大和総研作成

日本経済の主な下支え・押し上げ要因

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 を 2019 年対比で見ると、日本は対象国の中で最も回復が遅れたスペインにほぼ並ぶ。日本は主要先進国の中でも、経済活動の正常化による需要の回復余地が依然として大きいといえる。

日本経済は 2023 年を中心に経済活動の正常化が進むことで、国内のサービス消費やインバウンド消費が本格回復し、半導体不足の解消で自動車のペントアップ需要が発現（挽回生産）すると見込んでいる（**図表 4**）。さらに景気の主な下支え・押し上げ要因としては、感染拡大後に大幅に増加した家計貯蓄の取り崩しと政府の経済対策が物価高の影響を緩和することや、輸入インフレの一服も挙げられる。

2023 年春闘での賃上げの加速も期待される。2023 年 1 月 23 日に公表した「[日本経済見通し：2023 年 1 月](#)」（以下、前月号）で述べたように、2022 年春闘で 2%程度だった定期昇給込みの賃上げ率は 2023 年春闘で 3%台に乗せる可能性がある。もっとも、春闘での賃上げ動向が明らかでないため、メインシナリオでは大幅な賃上げを想定していない。

図表 4：日本経済の主な下支え・押し上げ要因

要因	備考
国内のサービス消費の回復	5月8日から新型コロナの感染症法上の位置づけを「2類相当」から「5類」に移行
インバウンド（訪日外客）消費の回復	低迷する中国人訪日客も23年春頃から本格回復することでインバウンド消費は23年に約3兆円増の見込み
半導体不足の解消による自動車の挽回生産	自動車のペントアップ（繰越）需要が発現すれば家計向けだけでも約1.6兆円の需要増
感染拡大後に大幅に増加した家計貯蓄の取り崩しと政府の経済対策が物価高の影響を緩和	感染拡大前のペースを超えて家計が貯蓄した「過剰貯蓄」は約47兆円（22年の個人消費額の16%分に相当）
輸入インフレの一服	世界経済の減速を背景に資源価格は安定的に推移か（ウクライナ情勢が緊迫化すれば資源価格高騰の恐れ）
23年春闘で賃上げが加速	22年で2%程度だった定昇込み賃上げ率は23年に3%台に乗せる可能性も

（出所）各種資料より大和総研作成

「5 類」移行でサービス消費の本格回復の可能性が高まる

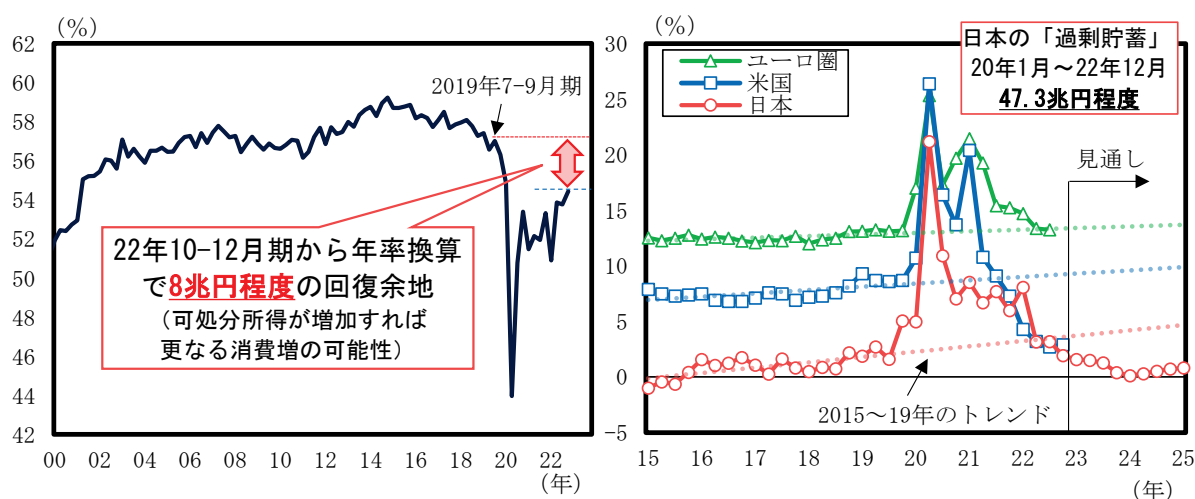
感染拡大は 2023 年以降も断続的に続く可能性が高いが、欧米ではすでにコロナ前の生活をおおむね取り戻した。新型コロナウイルスの感染症法上の位置づけが 5 月 8 日から「5 類」に移行することなどにより、日本でも欧米並みの「ウィズコロナ」が実現する可能性が高まっている。

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は、2022 年 10-12 月期で可処分所得比 54%と推計される（**図表 5 左**）。1 回目の緊急事態宣言が発出された 2020 年 4-6 月期の 44%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%を依然として下回る。この水準を回復すれば、サービス消費は 8 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額が大きくなる。

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、2023年春までは全国旅行支援などの需要喚起策がサービス消費の回復を後押しする見込みだ。全国旅行支援が仮に3月末まで延長されると、実施期間中の経済効果は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。

物価高は家計の購買力の低下を通じて個人消費を下押ししているが、感染拡大後にそれまでのペースを上回って積み上がった約47兆円の「過剰貯蓄」³や政府の経済対策がこの影響を緩和している。家計貯蓄率は欧米でも感染拡大後に急上昇したが、米国ではこのところ大幅に低下しており、米国家計は「過剰貯蓄」を取り崩すことで記録的な高インフレ下でも消費水準を維持している（図表5右）。今後は日本でも「過剰貯蓄」の取り崩しが進むとみられ、物価高が続く中でもサービス消費や自動車支出などの増加を支える大きな要因となるだろう。

図表5：可処分所得対比のサービス消費（インバウンド分を除く、左）と日米欧の貯蓄率（右）



(注1) 左図は季節調整値。サービス消費に含まれるインバウンド消費分は、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～2022年7-9月期は費目別支出のデータがないため、前者は2010年4-6月期、後者は2020年1-3月期と2022年10-12月期の平均のサービス消費割合を利用した。2022年10-12月期の可処分所得は大和総研による試算値。

(注2) 右図は季節調整値。日本の2015～19年のトレンド線は、消費増税や自然災害の影響を強く受けた2019年10-12月期を除く。

(出所) 内閣府、観光庁、BEA、欧州委員会、Haver Analyticsより大和総研作成

インバウンドの本格回復は2023年を中心に景気を押し上げ

日本政府観光局によると、訪日外客数は2022年10月の水際対策の大幅緩和直後から急増している。9月は2019年同月比▲91%にとどまったが、2023年1月に同▲44%までマイナス幅が縮小した。ただし、2019年で全体の約3割を占めた中国人に限れば同▲96%と低迷したままだ。

³ 2015～19年（消費増税や自然災害の影響を強く受けた2019年10-12月期を除く）に見られた家計貯蓄額のトレンドからの乖離分を「過剰貯蓄」とみなして試算。2022年の個人消費額の16%分に相当し、2023年における当社の消費者物価上昇率見通し（前年比+1.9%）を大幅に上回る。なおGDP統計の年次改定を受けて可処分所得が下方修正されたことなどから「過剰貯蓄」は前回予測から縮小した。

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⁴、訪日外客数の回復は当面継続するだろう。一方、中国人訪日客の回復時期は中国政府の判断に左右される。中国政府は2023年2月6日に海外への団体旅行を解禁したが、対象国に日本は含まれず、タイやロシアなど20カ国に限られている。

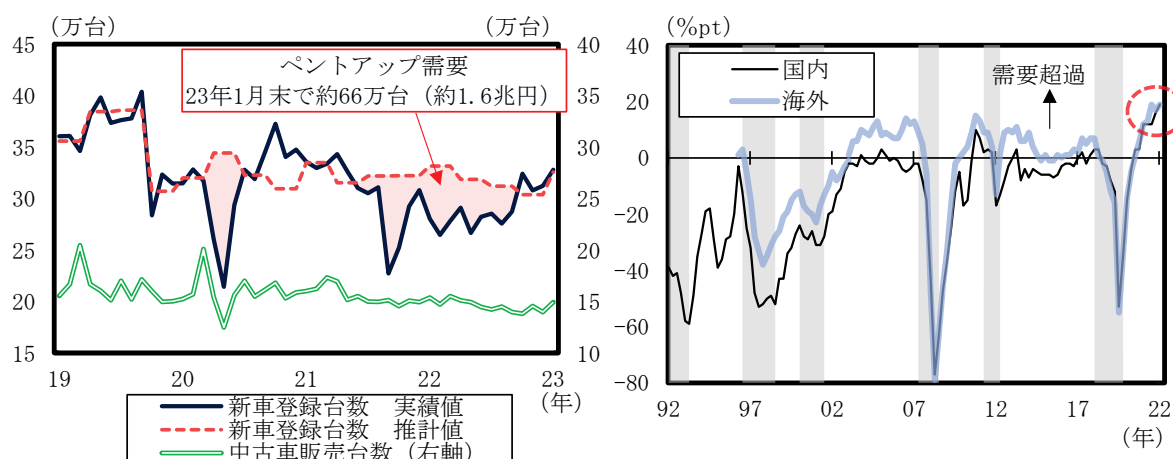
もっとも、日中両国の感染状況はこのところ改善していることから、メインシナリオでは2023年春頃に日本への団体旅行が解禁されると想定している。その結果、2022年で383万人だった訪日外客数は2023年で2,500万人程度へと増加する見込みである（前回予測から500万人程度引き上げ）。さらに2024年は3,200万人程度と2019年並みの水準を回復するとみている（年度ベースでは2023年度で2,800万人程度、2024年度で3,300万人程度）。

実質インバウンド消費額で見れば、2023年に3兆円増加ほどするだろう。今後は円高や世界経済の下振れによって訪日外客数が伸び悩む可能性があるが、前月号で示したように、こうしたリスクが発現したとしても、インバウンドの回復が2023年を中心に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。

家計向けの自動車のペントアップ需要は2023年1月末で約1.6兆円

自動車向けの半導体不足は2022年後半から緩和しており、2023年1月の国内乗用車の新車販売台数は2021年5月以来の高水準となった（大和総研による季節調整値）。供給制約のない場合の自動車の需要を推計すると（図表6左の赤い破線）、2022年秋以降の新車販売台数はおおむね需要に見合った水準にあるようだ。ただし、これまでに供給が需要に追い付かなかったことで発生したペントアップ需要は依然として高水準にあるとみられ、2023年1月末時点で約66万台、金額では約1.6兆円に上ると推計される。

図表6：国内乗用車のペントアップ需要（左）と日銀短観における自動車の需給判断DI（右）



(注1) 左図は大和総研による季節調整値。試算方法については第214回日本経済予測の図表2-13を参照。

(注2) 右図は2003年12月調査以前と2004年3月調査以降は調査方法の改定により連続しない。2003年12月調査については新旧ベースの数値を併記している。シャドウは景気後退期。

(出所) 日本銀行、内閣府、総務省、日本自動車販売協会連合会、全国軽自動車協会連合会より大和総研作成

⁴ 詳細については当社の「[日本経済見通し：2022年10月](#)」を参照。

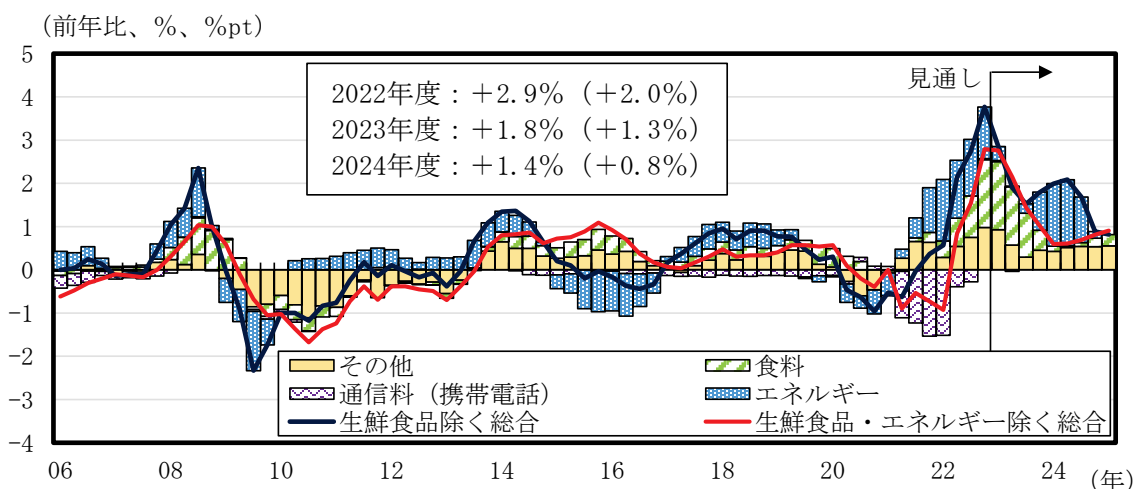
日銀短観の需給判断 DI を見ると、自動車の需給が極めてひっ迫していることが確認できる。2022 年 12 月調査の自動車の需給判断 DI（プラス幅が大きいほど需給がひっ迫）は国内・海外ともに+19%pt と、遡及可能な 1990 年代以降でいずれも最高水準付近にある（**図表 6 右**）。自動車のペントアップ需要は国内だけでなく、海外でも積み上がっている可能性が示唆される。半導体不足が解消し、ペントアップ需要（≒受注残）に対応するための自動車の挽回生産が本格化すれば、耐久財消費だけでなく輸出や設備投資（企業の自動車購入）も押し上げるだろう。

コア CPI 上昇率はエネルギー高対策の効果もあって 2023 年 7-9 月期にかけて低下へ

生鮮食品を除く総合ベースの CPI（コア CPI）は直近の資源価格と為替レートを前提として、2022 年度で前年比+2.9%、2023 年度で同+1.8%、2024 年度で同+1.4%と見込んでいる（**図表 7**）。

資源高や円安が一巡したことで、輸入物価の伸びはすでにピークアウトしているが、企業の価格転嫁の動きは十分には進んでいない。2022 年度ほどではないにせよ、2023 年度も食料品を中心とした値上げの動きが続くとみている。

図表 7 : CPI の見直し（各年度の数字は生鮮食品除く、括弧内は生鮮食品・エネルギー除く）



(注) 作成時の資源価格と為替レートを前提とした物価見直し。全国旅行支援は 2022 年 10 月から年末年始を除いて 2023 年 3 月末まで実施され、エネルギー高対策は 2023 年 9 月末まで実施（2~10 月分のエネルギー代が軽減）されると想定。

(出所) 総務省統計より大和総研作成

輸入小麦の政府売渡価格の改定が 2023 年 4 月に予定されているが、仮に価格が引き上げられれば、パンや麺類などの製品価格に影響を及ぼすだろう。電気料金の更なる値上げにも注意が必要だ。大手電力会社 10 社のうち 7 社は、規制料金について 4 月（東京電力と北海道電力は 6 月）からの値上げ申請を行った。加えて、東京電力など 5 社は託送料金の上昇に伴い家庭向け電気料金を 4 月から値上げすると発表した。

他方、政府の総合経済対策に盛り込まれたエネルギー高対策はコア CPI の上昇を当面抑制する見込みだ。同対策の効果により、コア CPI 上昇率は 2023 年 2 月から 10 月にかけて月あたり前年比 1.2%pt 程度押し下げられると試算される。11 月以降のコア CPI 上昇率は短期的に高まるものの、エネルギー価格の押し上げが縮小する 2024 年度にかけて低下していくだろう。

生鮮食品とエネルギーを除いた CPI 上昇率は 2023 年初めから低下傾向が続き、2024 年後半からは緩やかに上昇して 2025 年 1-3 月期で前年比+1%程度となる見通しだ。マクロの需給バランスの引き締まりや賃金上昇率の高まりなどを受けて、物価の基調は予測期間を通して緩やかな上昇を続けるとみている。

日銀は新執行部の下でも緩和路線を当面継続か

政府は 2023 年 2 月 14 日、日本銀行（日銀）の黒田東彦総裁の後任に、東京大学名誉教授で日銀審議委員も務めた植田和男氏を起用する人事案を国会に提示した。副総裁には氷見野良三前金融庁長官、内田真一日銀理事を起用する。大規模緩和策の副作用が指摘される中、金融政策は新たな局面を迎える。

メインシナリオでは、米国景気の底入れや春闘での賃上げ動向がある程度明らかになるまでは、日銀は現在の金融緩和策の枠組みを維持すると想定している。足元で前年比+4%台に乗せた CPI 上昇率は「コストプッシュ・インフレ」の側面が依然として大きい。だが、家計の消費行動や企業の価格改定行動にはこのところ変化が見られる⁵。賃金と物価の循環的な上昇メカニズムが機能し始めており、これは過去四半世紀には見られなかった現象といえる。こうした中で、日銀が持続的な物価上昇の可能性を摘みかねない拙速な金融引き締めに動く可能性は小さいとみている。

ただし、長期金利の許容変動幅の更なる拡大など市場機能の改善などを目的とした措置が年内に実施される可能性はある。金融市場における不均衡の是正は日銀の喫緊の課題だ。また、新総裁の下で金融緩和策の効果と弊害に関する「点検」や、政府との共同声明の修正などを実施し、YCC の見直し（段階的に短期金利操作に移行）に着手することも考えられる。その場合でも、2%の物価安定目標の達成が視野に入るまでは、国債買い入れや低金利の維持、フォワードガイダンスなどの金融緩和策を継続するだろう。

⁵ 詳細については、当社の「[第 216 日本経済予測](#)」（2023 年 2 月 20 日）の第 4 章を参照。

3. グローバルに見たリスク要因

引き続き米国の深刻な景気後退入りなどに警戒

先述したように、当社の2023年における海外経済見通しは米欧中共に前回予測から改善した。だが、世界経済の下振れリスクには引き続き警戒が必要である。

図表 8 では世界経済の主なリスク要因として7つ挙げた。このうち蓋然性が比較的高く、リスクが発現した場合の打撃も大きいのが米国の深刻な景気後退入りだ。連邦準備制度理事会（FRB）の金融引き締めの効果もあってインフレは鈍化しているものの、2023年1月の雇用統計では市場予想を上回る堅調さが示され、同月の消費者物価指数（CPI）の伸び率も市場予想を上回った。強すぎる雇用情勢を受けて想定以上に短期金利が引き上げられたり、利上げ期間が長期化したりすれば、米国経済が失業率の大幅な上昇を伴うマイナス成長に陥る可能性は高まる。

図表 8：世界経済の主なリスク要因

- ① 米国の**深刻な景気後退入り**（⇒失業率の大幅な上昇を伴うマイナス成長）
- ② **ウクライナ情勢**の一段の緊迫化（⇒欧州を中心とした景気の悪化、資源価格の高騰）
- ③ 中国で**不動産市場**が大幅調整
- ④ 日銀が**イールドカーブ・コントロール（YCC）**を撤廃
- ⑤ 一部の新興国で**債務リスク**が顕在化
- ⑥ **台湾有事**の発生
- ⑦ 重症化リスクを大幅に高める**新たな変異株**の流行

（出所）大和総研作成

ウクライナ情勢が一段と緊迫化するリスクには常に警戒が必要である。また、中国で不動産市場が大幅に調整することも考えられる。国内のリスク要因としては金融政策の大幅な見直しが挙げられる。例えば、日本銀行が新執行部の下で金融緩和策の効果や副作用の「点検」などを行い、長短金利操作（イールドカーブ・コントロール、YCC）の撤廃を行うことで長期金利が上昇するシナリオが考えられる（メインシナリオでは予測期間中の長短金利はおおむね横ばいと想定）。

このほか、米国をはじめとする先進国の金利上昇は新興国の利払い負担を急速に増加させており、一部の新興国では債務リスクが顕在化する恐れがある。台湾有事が発生すれば、中国・台湾との経済的結びつきが共に強い日本は甚大な打撃を受けることになる。新型コロナウイルスはワクチンの普及やオミクロン株の流行などを経て重症化リスクが大幅に低下したが、仮に重症化リスクを大幅に高める新たな変異株が流行すると、世界各国の経済正常化の歩みは大幅な後退を余儀なくされるだろう。

図表 8 で挙げたリスク要因の多くはテールリスクといえるが、これらのうち、①の「米国リスク」、②の「欧州リスク」、③の「中国リスク」がそれぞれ発現した場合の実質 GDP への影響（成長率の押し下げ幅）を試算した結果が**図表 9**である。ここでは、米国で失業率が10%程度まで上昇し、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、中国で不動産

市場が大幅に縮小するというシナリオを想定した。

例えば「米国リスク」が発現すると、米国の実質 GDP 成長率は 4.6%pt 低下する。2023 年の成長率見通しに当てはめると、メインシナリオの前年比+1.0%は同▲3.6%まで落ち込むということだ。日本の実質 GDP 成長率への影響も▲2.8%pt と極めて大きく、これだけでも日本はマイナス成長に陥ることになる。

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引き続き注意が必要だ。

図表 9：米欧中でテールリスクが発現した場合の各国・地域の実質 GDP 成長率への影響

	世界経済	(%pt)				
		日本	米国	中国	ユーロ圏	新興国 (除く中国)
米国リスク ⇒失業率が10%程度上昇	▲ 3.7	▲ 2.8	▲ 4.6	▲ 2.2	▲ 3.3	▲ 4.2
欧州リスク ⇒ユーロ圏の金融機関のレバレッジが15%縮小（10年代前半の政府債務危機時の約1.5倍）	▲ 1.8	▲ 1.3	▲ 0.6	▲ 1.1	▲ 4.2	▲ 2.0
中国リスク ⇒不動産市場が大幅に縮小（08年の世界金融危機時の2倍）	▲ 1.4	▲ 1.0	▲ 0.4	▲ 2.6	▲ 0.4	▲ 1.7

(注) 当社マクロモデルによる試算。試算方法の詳細については第 215 回日本経済予測（改訂版）を参照。

(出所) IMF、Haver Analytics より大和総研作成

図表 10：日本経済見通し<第 216 回日本経済予測（2023 年 2 月 20 日）>

	2022			2023				2024				2025	2022 年度 (暦年)	2023 年度 (暦年)	2024 年度 (暦年)
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3			
実質 GDP(年率、兆円)	548.0	546.7	547.5	551.7	555.4	557.4	558.2	559.5	560.9	562.3	563.8	565.3	548.6	557.5	563.1
<前期比、%>	1.1	-0.3	0.2	0.8	0.7	0.3	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3			
<前期比年率、%>	4.6	-1.0	0.6	3.1	2.7	1.4	0.6	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0			
<前年同期比、%>	1.7	1.5	0.6	1.9	1.2	2.0	2.0	1.4	1.1	0.9	1.0	1.0	1.4	1.6	1.0
													(1.1)	(1.8)	(1.1)
民間消費支出(前期比、%)	1.6	0.0	0.5	0.4	0.6	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	2.5	1.6	0.7
民間住宅投資(前期比、%)	-1.9	-0.4	-0.1	0.2	0.6	0.3	0.0	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-4.4	0.8	-0.6
企業設備投資(前期比、%)	2.1	1.5	-0.5	0.6	1.3	1.2	0.9	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5	2.8	3.4	2.4
政府消費支出(前期比、%)	0.8	0.1	0.3	-0.1	-0.6	-1.3	-0.9	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	1.2	-1.9	-0.3
公共投資(前期比、%)	0.5	0.7	-0.5	0.6	0.8	0.5	0.4	0.3	0.5	0.5	0.5	0.5	-3.4	1.8	1.9
輸出(前期比、%)	1.5	2.5	1.4	1.4	1.2	0.8	0.5	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5	5.6	4.5	1.8
輸入(前期比、%)	0.9	5.5	-0.4	-0.4	0.5	0.5	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	7.5	1.9	1.1
名目 GDP(前期比年率、%)	4.2	-3.1	5.2	6.6	4.2	1.8	3.1	2.3	1.4	1.3	1.3	1.6	1.9	3.6	1.8
GDPデフレーター(前年同期比、%)	-0.3	-0.4	1.1	1.2	1.9	2.4	1.9	1.4	1.1	1.1	0.6	0.4	0.4	1.9	0.8
鉱工業生産(前期比、%)	-2.7	5.9	-3.0	0.7	3.4	1.4	0.4	0.1	0.0	0.1	0.2	0.2	0.4	5.1	0.9
コアCPI(前年同期比、%)	2.1	2.7	3.8	2.9	1.9	1.5	1.8	2.0	2.1	1.7	0.9	0.8	2.9	1.8	1.4
失業率(%)	2.6	2.6	2.5	2.5	2.4	2.4	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.5	2.3	2.3
貿易収支(兆円、年率)	-15.1	-23.4	-20.2	-14.3	-13.0	-12.6	-12.7	-12.4	-12.4	-12.2	-12.0	-11.8	-18.1	-12.6	-12.0
経常収支(兆円、年率)	12.9	2.7	10.0	13.7	16.8	17.4	17.7	18.2	18.6	19.1	19.6	20.2	9.9	17.6	19.4
前提															
原油価格(WTI、ドル/バレル)	108.5	91.4	82.6	78.2	78.5	78.5	78.5	78.5	78.5	78.5	78.5	78.5	90.2	78.5	78.5
為替レート(円/ドル)	129.6	138.4	141.4	132.4	133.9	133.9	133.9	133.9	133.9	133.9	133.9	133.9	135.4	133.9	133.9

(注) 網掛け部分は大和総研予想。

(出所) 大和総研

米国経済 「FRB に逆らうな」

FOMC はより強い金融引き締めを迫られるリスクが高まる

矢作 大祐

[要約]

- 足下までの経済統計を踏まえると、冴えない企業活動が下押しすることで実質 GDP 成長率は抑制され、その結果として、最大の懸念材料であるインフレが減速していくことが期待される。一方、堅調な雇用環境に裏付けられた家計の消費行動が景気を下支えすることで、大幅な景気悪化を避けることができるという、ソフトランディングの可能性が見えつつある。
- しかし、足下のインフレ指標は減速ペースが鈍化しており、インフレ率が高止まりし得ることを再確認させる結果となっている。最大の懸念材料であるインフレをさらに減速させるため、FOMC は金融環境を引き締めの的に維持することで需要を抑制する必要があるとの見解を示している。だが、FOMC の見解に反し、市場参加者の楽観的な見通しによって、足下では金融環境が緩和している。これにより、需要は押し上げられ、最終的にはインフレ圧力が残存する恐れがある。
- こうした中で、タカ派の FOMC 参加者が利上げ幅の拡大を提起し、市場参加者に警告を与えている。引き締めの金融環境を維持できればソフトランディングの実現へと前進するが、仮に緩和的な金融環境が続けば、FOMC は利上げ幅の拡大や、ターミナルレートの引き上げ、FF 金利を高め維持する期間の長期化といった、実力行使に頼らざるを得なくなる。景気全体が減速している中で、市場参加者がウォール・ストリートの相場格言である「FRB に逆らうな」を重視し、FOMC 参加者の警告に耳を傾けることができるか否かが、必要以上の金融引き締めや結果としての景気的大幅な調整を避ける上でのカギとなるだろう。

景気後退懸念は和らぐが、インフレの高止まりリスクは強まる

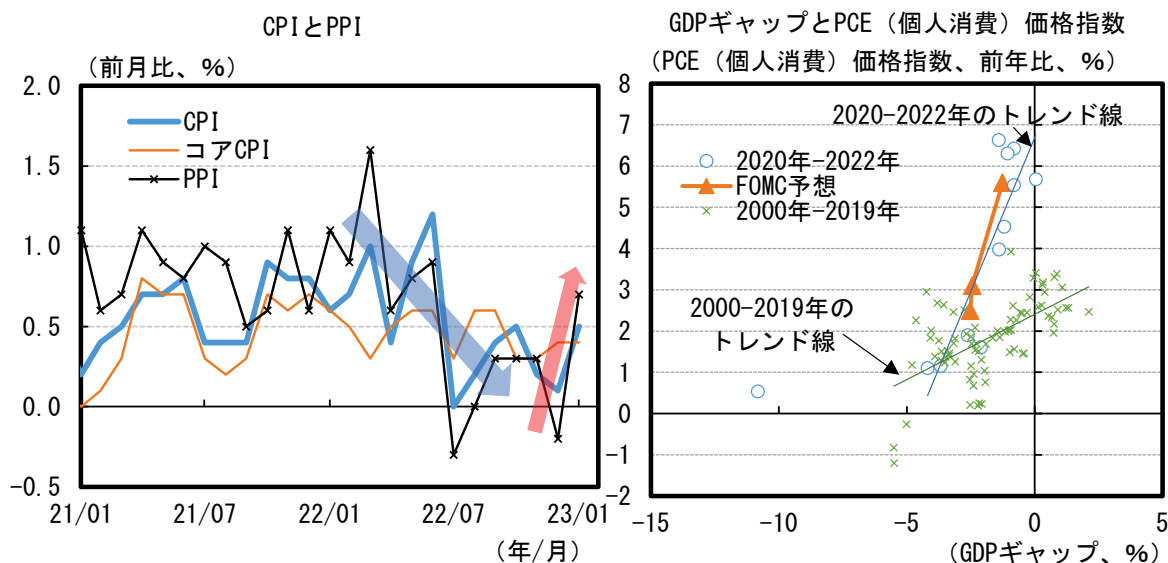
足下までの経済指標を見ると、米国経済の屋台骨である個人消費関連指標の堅調さが目立つ。2023年1月の小売売上高は2022年11月・12月の前月比での減少から一転し、大幅増となった。消費の裏付けとなる雇用・賃金に関しては、雇用者数が大きく増加し、失業率は歴史的低水準まで低下した。また、消費者マインドも底打ちの兆しを示している。他方、投資や企業の生産関連指標は、弱さが目立つ。新築住宅着工は減少し続けており、鉱工業生産は2022年11月・12月の落ち込みから回復できていない。2022年12月に50%割れとなったISM非製造業景況感指数が2023年1月に持ち直したことで景気の急激な悪化は避けられる可能性があるが、企業マインドが継続的に改善していく兆しは見られない。以上を踏まえれば、冴えない企業活動が下押しすることで実質GDP成長率は抑制され、その結果として、目下の懸念材料であるインフレが減速していくことが期待される。一方、堅調な雇用環境に裏付けられた家計の消費行動が景気を下支えすることで、大幅な景気悪化を避けることができるという、ソフトランディングの可能性が見えつつある。

しかし、こうしたソフトランディング期待とは裏腹に、足下のインフレ指標の減速ペースは鈍化している。2023年1月のCPIは、ヘッドライン（前年比+6.4%、前月比+0.5%）、コアCPI（前年比+5.6%、前月比+0.4%）ともに、市場予想を上回った。食品価格（前月比+0.5%）が高い伸びを維持したことに加え、エネルギー価格（同+2.0%）が上昇に転じたことで全体を押し上げた。コアCPIに関しては、コア財（同+0.1%）が衣服や医薬品の押し上げによって4カ月ぶりに上昇に転じた。コアサービス（同+0.5%）は、家賃の上昇によって押し上げられ、高い伸びが続いている。また、1月のPPI（前年比+6.0%、前月比+0.7%）も市場コンセンサスを上回り、前月比でプラスに転じた。単月のCPIやPPIの結果に過剰反応するべきではないが、2022年下半年から減速し始めたインフレが高止まりし得ることを再確認させる結果といえる。

最大の懸念材料であるインフレをさらに減速させるため、FOMCは金融環境を引き締めに維持することで需要を抑制する必要があると認識している。パウエルFRB議長は、1月31日・2月1日のFOMC（以下、2月のFOMC）後の記者会見で、現在はインフレ減速の初期段階にあるという認識の下、2023年内にさらに数回の利上げの実施を示唆するとともに、2023年内の利下げに対して否定的な姿勢を示した¹。2022年12月時点のFOMC参加者の見通しにおいても、引き締めの金融環境を維持することで、2023年・2024年の実質GDP成長率は、2%前後とされる潜在成長率を下回ると想定しており、GDPギャップはマイナス幅が拡大していくという絵姿になっている。インフレに関しては、GDPギャップとPCE（個人消費）価格指数との関係性を基にした広義のフィリップスカーブの形状が、コロナ禍（2020年以降）を境に変化している。コロナ禍後の広義のフィリップスカーブはデータ数の少なさから、不確実性を伴うことに留意が必要だが、FOMCのインフレ見通しは、コロナ禍後のフィリップスカーブの形状に概ね沿ったペースでの減速を見込んでいる。

¹ 大和総研 ニューヨークリサーチセンター 矢作大祐「FOMC 0.25%ptに利上げ幅を縮小」（2023年2月2日）参照 https://www.dir.co.jp/report/research/economics/usa/20230202_023608.html

図表1 CPIとPPI、GDPギャップとPCE（個人消費）価格指数



(注) 右図のFOMC予想は2022年12月時点の2022年から2024年を予想したもの。なお、2020年-2022年のトレンド線に関しては、2020年4-6月期を外れ値として除去。

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

ソフトランディングに必要なのは、「FRBに逆らうな」

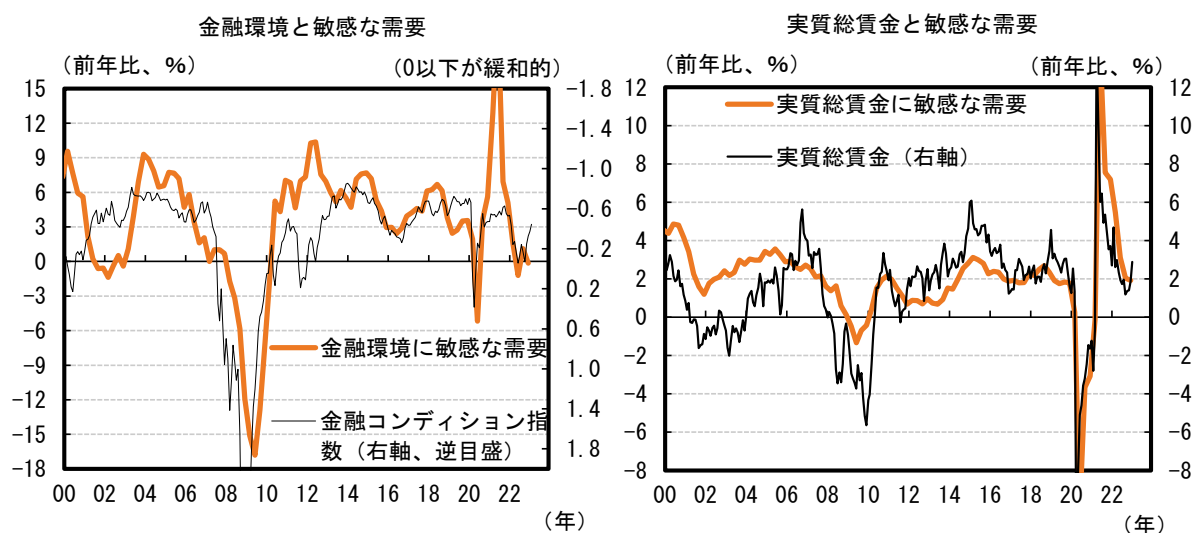
こうしたFOMCのスタンスを受け、本来であれば金融環境は引き締めの維持されることが想定される。しかし、シカゴ連銀が算出した米国金融コンディション指数が継続的に低下しているように、金融環境は緩和的な傾向を示している。この背景には、市場参加者の中でソフトランディング期待が高まっていることがある。そして、更なる利上げが控えているとはいえ、利上げフェーズが終盤に差し掛かっていることや、遅かれ早かれ利下げに転じるとの先行きへの期待もあるだろう。加えて、2022年11月以降の金融環境の緩和的な傾向に対して、パウエル議長が2月のFOMC時点で懸念を示さなかったことで、市場参加者はパウエル議長が金融環境の多少の緩和を容認したと捉えたようである。

しかし、緩和的な金融環境は需要拡大要因となり得る。民間最終需要のうち、金融環境に敏感な需要（住宅投資、設備投資、耐久財消費の和）は、これまでの金融環境の引き締めに応じて減速してきた。しかし、足下の金融環境の緩和によって、これらがボトムアウトする可能性が示されている。例えば、住宅市場に関しては足下まで低迷しているが、後述の通り住宅建設業者のマインドは回復しつつある。加えて、足下の雇用環境の堅調さによって実質総賃金に敏感な需要（非耐久財消費、サービス消費の和）が底堅く推移することで民間最終需要はさらに押し上げられ、最終的にはインフレ圧力が残存する恐れがあるだろう。

2月のFOMC以降、FOMC参加者は金融環境を引き締めの維持することを強調し、金融環境の更なる緩和を押し留めようとしている。しかし、FOMC参加者のけん制も市場参加者にとっては聞き慣れたものとなり、金融環境の緩和に歯止めがかかりにくくなってしまっている。こうした中で、2月16日にFOMCのタカ派のメスター・クリーブランド連銀総裁及びブラード・セントルイス連銀総裁が、2月のFOMCで（実際の利上げ幅の0.25%ptではなく）0.50%ptの利上げ

に説得力があったと述べるとともに、3月21日・22日予定のFOMCで0.50%ptへと利上げ幅を拡大し得ることを示唆した。タカ派から市場参加者への明確な牽制球が投げられた結果、米国債金利は上昇し、株価は下落したことから、直近の金融環境はやや引き締めの方向へと戻る兆しを見せている。また、市場参加者の2023年末のFF金利の見通しにおいても、一時は5%を下回ったが、足下では5%強となっており、年内の利下げ期待が幾分低下したといえるだろう。

図表2 金融環境と敏感な需要、実質総賃金と敏感な需要



(注) 金融環境に敏感な需要は住宅投資、設備投資、耐久財消費の和、実質総賃金に敏感な需要は非耐久財消費、サービス消費の和。

(出所) BEA、BLS、シカゴ連銀、Haver Analytics より大和総研作成

市場参加者がタカ派からの警告を今後も深刻に受け止めれば、引き締めの金融環境が維持され、需要の押し上げに伴うインフレ圧力の残存は回避できるかもしれない。しかし、市場参加者がタカ派の警告ですら耳慣れてしまい、再び金融環境が緩和してしまえば、FOMCは最終的に実力行使に頼らざるを得なくなる。実力行使の選択肢としては、タカ派が指摘したような利上げ幅の拡大が挙げられる。2022年を振り返れば、CPIの減速などを契機に一時的に金融環境が緩和した際には、FOMCは利上げ幅の拡大を通じて市場の楽観姿勢を抑え込んできた。他方、利上げ幅の拡大は、FOMC参加者のこれまでの予想を変更することになり、FOMCの見立ての甘さを露呈することになりかねない。また、2023年のFOMCの投票権保有者の構成を踏まえると、利上げ幅の拡大に消極的なハト派的なFOMC参加者が2022年に比べて増えていることから、利上げ幅の拡大はハードルが高い。

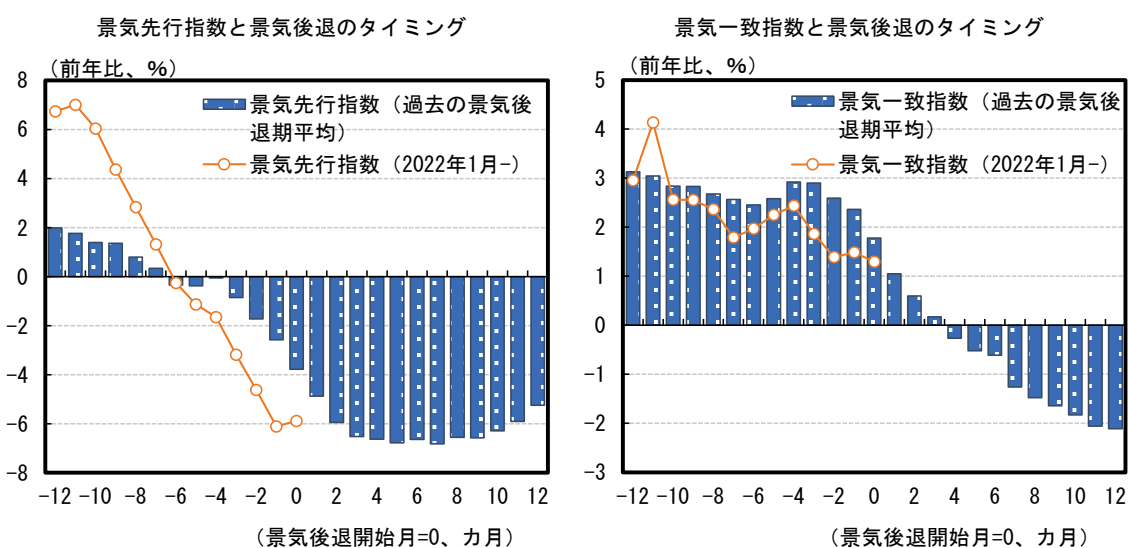
実現可能性のある実力行使の手段としては、ターミナルレート（利上げの最終到達地点）を引き上げることが挙げられる。2022年のFOMC参加者のFF金利見通し（ドットチャート）では、1つ前の会合で示された最高値を上回るように中央値が切り上がってきた。2022年12月に公表されたドットチャートにおいて示された、2023年末の中央値（5.125%）が現時点で想定されるターミナルレートであるが、最高値の5.625%が3月のFOMC以降でターミナルレートが引き上げられる場合の目安となるだろう。また、FF金利を高め維持する期間をより長期化させることもハト派の合意を相対的に得やすい。2022年12月に公表されたドットチャートでは、2024年

から利下げフェーズへと移行し、2024 年末時点で 2023 年末から 1.00%pt の利下げが見込まれていた。3 月以降に公表されるドットチャートで、2024 年の利下げ幅が 1.00%pt 未満となれば、利下げ時期が先送りされる可能性を示唆しているといえる。

パウエル議長は、現在は利上げ幅を縮小させながら、今までに実施してきた金融引き締めによる累積的な効果を見極める時期にあると認識している。既存の金融引き締めがインフレを抑制する上で不足している可能性もあるが、金融引き締めの効果が発現するまでに時間を要するという可能性も考えられる。前者の場合は中立金利の水準が上がっていることで更なる金融引き締めが必要となり得るが、後者の場合は更なる金融引き締めは景気を必要以上に調整させることになりかねない。景気サイクルに着目すると、コンファレンス・ボードが公表する景気先行指数は、これまで前年比でマイナスに転じてから平均して 6 カ月後に景気後退期となる傾向があった。足下では景気先行指数の前年比がマイナスへと転じてから既に 6 カ月が経った。また、過去において景気一致指数の前年比は景気後退と認定されて 3 カ月後にマイナスに転じる傾向があるが、足下の景気一致指数の前年比は過去の景気後退期の直前よりも低い伸び幅となっている。景気先行指数及び景気一致指数で見た場合では、米国経済はいつ景気後退期となってもおかしくない経済状況にあるといえる。

以上をまとめれば、一部で強い経済指標が見受けられるものの、景気全体は減速しており、FOMC が 2022 年 12 月のドットチャートに沿って、0.25%pt の利上げを継続しながら金融政策の効果の見極めを続けることが、米国経済のソフトランディングに向けても肝要となる。そして、当面のリスクは、FOMC から市場参加者への警告が軽視され、最終的に FOMC が想定以上の金融引き締めを余儀なくされることであろう。ウォール・ストリートには「FRB に逆らうな」という相場格言がある。市場参加者が FOMC 参加者の警告に耳を傾けることができるか否かが、必要以上の金融引き締めや結果としての景気的大幅な調整を避ける上でのカギを握ることになる。

図表 3 景気先行指数と景気後退のタイミング、景気一致指数と景気後退のタイミング



(注) 過去の景気後退期は 1960 年以降が対象。2022 年 1 月以降の景気先行指数、景気一致指数については、景気先行指数の前年比がマイナスに転じたタイミング (2022 年 7 月) が過去の景気後退期平均 (景気後退開始月の 6 カ月前) と一致するように配置。

(出所) コンファレンス・ボード、Haver Analytics より大和総研作成

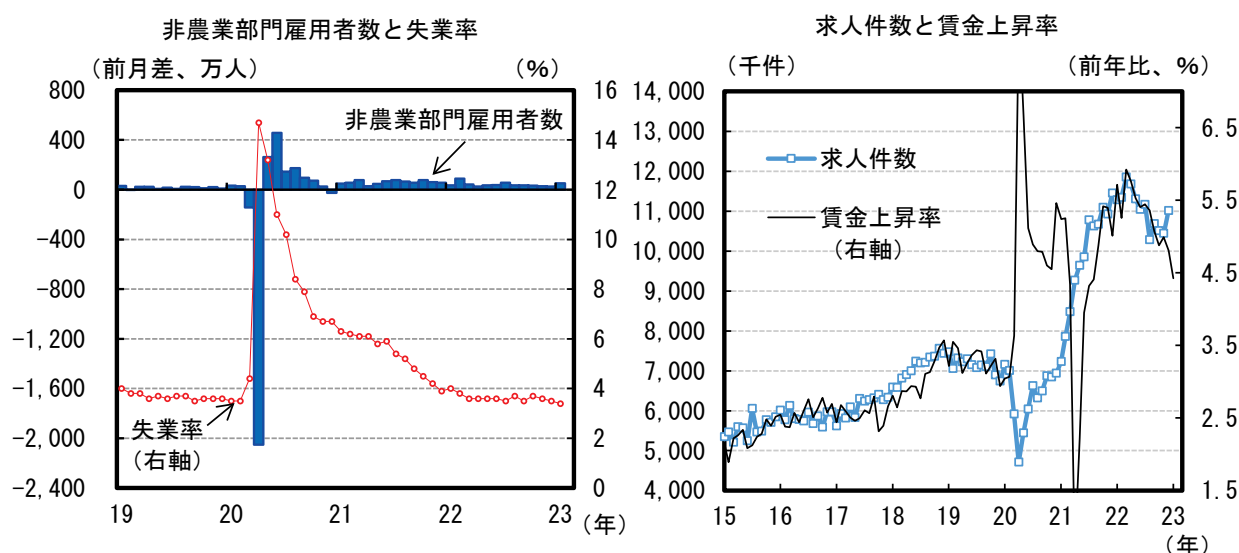
雇用環境は堅調さを維持し、賃金上昇率は減速²

2023年1月の雇用統計では、非農業部門雇用者数が前月差+51.7万人と、市場予想を大きく上回る結果となった。失業率に関しても、前月差▲0.1%ptの3.4%と、1969年5月以来の低水準となり、市場予想を下回った（改善）。人材派遣の雇用者数は増加に転じ、非自発的失業者数が減少するなど、これまで景気減速に伴う影響が見られてきた項目についても改善しており、雇用環境の堅調さが際立っている。新規失業保険申請件数から足下までの雇用環境を見ても、直近週（2/5-11）は19.4万人と低水準で推移している。

こうした雇用環境の堅調さは、労働需要の強さに裏付けられている。2022年12月の求人情数は前月差+57.2万件となり、水準は1,101.2万件となった。2023年1月の失業者数569.4万人と比べると、求人情数は2倍程度の高水準にある。2022年12月に50%を下回ったISM非製造業景況感指数も2023年1月分が雇用統計の1月分と同日に公表され、前月差+6.0%ptの55.2%と前月の悪化分を概ね回復した。雇用者数はISM非製造業景況感指数と概ね連動する傾向があり、今回の雇用統計の堅調さは企業マインドの好調さにも裏付けられたことになる。

この他、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。労働供給が拡大していない点は引き続き課題だが、雇用環境が堅調でありながら賃金上昇率で測るインフレ圧力が低下した点は、米国経済がソフトランディングへと向かうことを期待させる結果であったといえる。他方、コロナ禍の変動を除けば、求人情数と賃金上昇率は連動する傾向があるが、足下では乖離しており、賃金上昇率の減速ペースが今後緩やかになる可能性もあるだろう。

図表4 非農業部門雇用者数と失業率、求人情数と賃金上昇率



(出所) BLS、Haver Analytics より大和総研作成

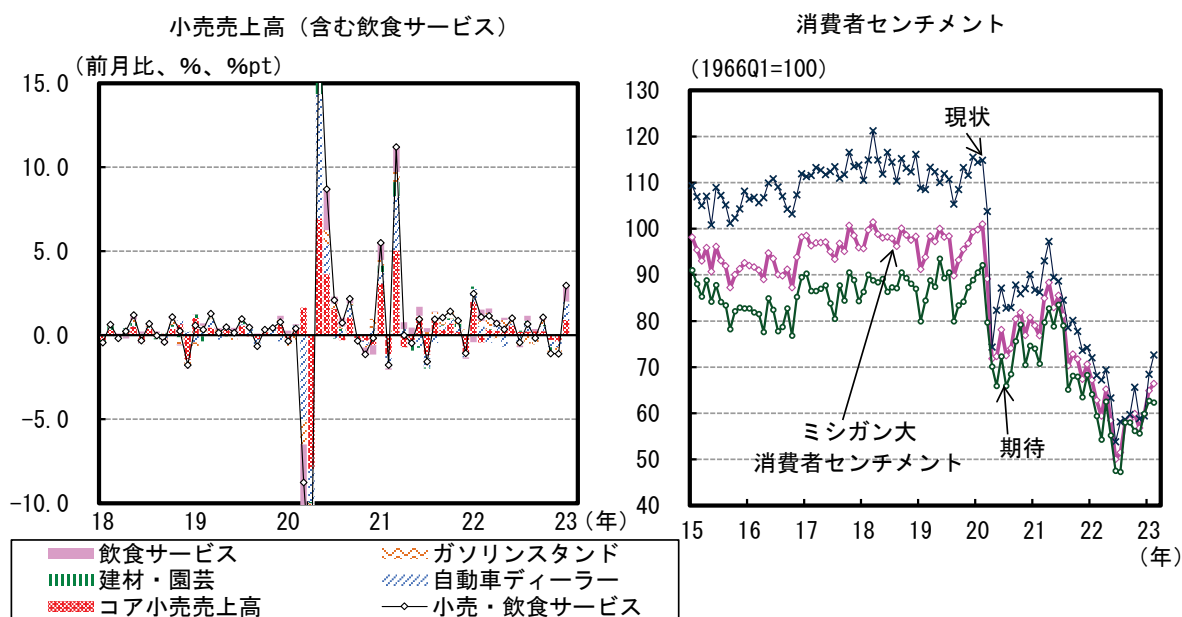
² 大和総研 ニューヨークリサーチセンター 矢作大祐「非農業部門雇用者数は前月差+51.7万人」(2023年2月6日) 参照 https://www.dir.co.jp/report/research/economics/usa/20230206_023611.html

小売売上高は大幅増、消費者マインドも3カ月連続で改善

個人消費の動向を確認すると、2023年1月の小売売上高(含む飲食サービス)は前月比+3.0%と3カ月ぶりに増加し、市場予想(Bloomberg調査:同+1.7%)を上回った。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+1.7%と3カ月ぶりに増加した。1月の小売売上高(含む飲食サービス)の内訳を見ると、飲食サービス(同+7.2%)に加えて、前月までに落ち込み幅が大きかった、自動車ディーラー(同+6.4%)、家具・身の回り品(同+4.4%)、家電(同+3.5%)、GMS(同+3.2%)が増加した。1月の小売売上高は、季節調整による振れや、大寒波となった12月からの反動増、在庫一掃のための販促といった一時的な押し上げ要因があった。また、コア小売売上高・小売売上高ともに、均してみれば横ばい圏で推移している。両者がさらに落ち込まなかったことは安心材料といえるが、1月の結果をもって個人消費の堅調さを過信すべきではない。

消費者マインドに関しては、ロイター/ミシガン大消費者センチメント(速報値)は、2023年2月が前月差+1.5ptと3カ月連続で改善し、水準は66.4となった。構成指数の内訳を見ると、現状指数(同+4.2pt)が改善した一方で、期待指数(同▲0.4pt)は3カ月ぶりに悪化した。ミシガン大学は、インフレの減速が足下のマインド改善に寄与した一方で、価格水準の高さが引き続き消費者マインドの重荷となっていることや先行きの雇用環境の悪化懸念によって、消費者は慎重になっていると指摘している。インフレ減速が実質所得を押し上げることで個人消費が大幅に悪化することは考えにくい一方で、先行きの景気の悪化懸念が消費者心理の改善を妨げ、個人消費は緩やかに減速していくと考えられる。

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



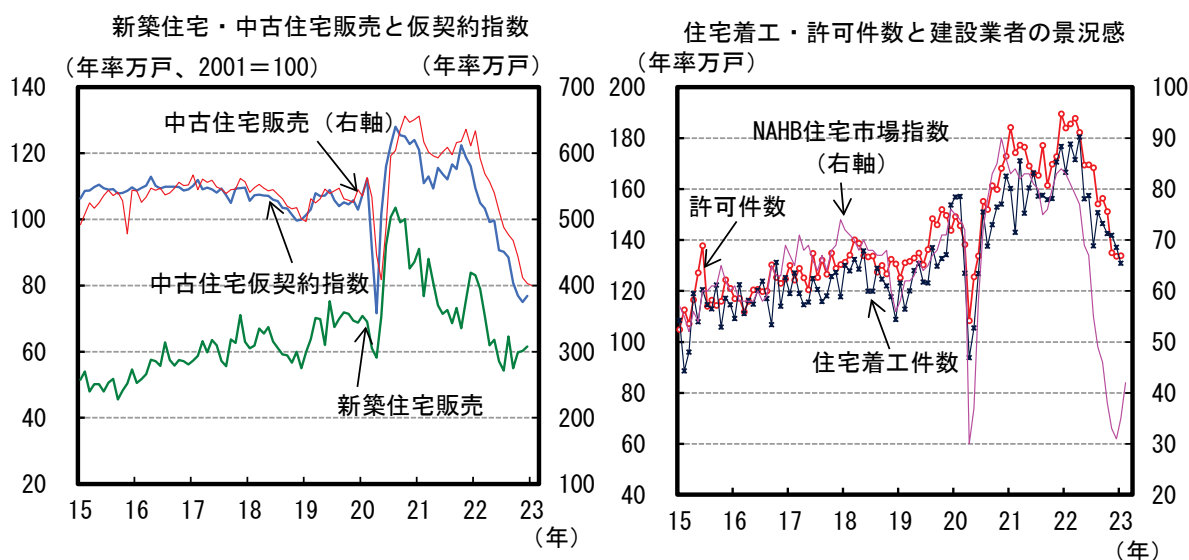
(出所) Census、ロイター/ミシガン大、Haver Analytics より大和総研作成

建設業者のマインドは2カ月連続で回復

住宅需要に目を向けると、2022年12月の新築住宅販売（戸建）は、前月比+2.3%となった。3カ月連続で増加したことによって、大幅に減少した9月の減少分を取り戻しつつある。2023年1月の中古住宅販売（コンドミニアム等含む）に関しては、同▲0.7%と12カ月連続で減少した。中古住宅販売は2022年2月以降減少し続けたわけだが、結果的に中古住宅の在庫月数は2022年1月の1.9カ月分から2023年1月には3.4カ月分まで上昇した。在庫状況が改善を見せる中で、中古住宅販売のマイナス幅が縮小している。金融引き締めが続いている中で、住宅需要の回復は本格化しづらいものの、その悪化ペースは緩和しつつあるといえる。

住宅供給に関しては、新築住宅着工は、2023年1月に前月比▲4.5%と5カ月連続で減少した。他方、先行指標である建設許可については、同+0.1%と小幅ながらも4カ月ぶりに増加に転じた。また、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2月分は前月差+7ptと大幅に上昇し、2カ月連続で改善した。NAHBは、住宅ローン金利がいまだに高水準ながらも幾分低下したことで、住宅市場が底入れの兆しを示しつつあると指摘している。とはいえ、水準は42と依然として極めて低水準にあり、住宅市場の持ち直しが本格化するまでには時間を要することが想定される。NAHBも、足下の10年債利回りの上昇によって住宅ローン金利が再上昇する可能性を認識しており、持ち直しが本格化するタイミングとして2023年後半から2024年初頭との見解を示している。

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

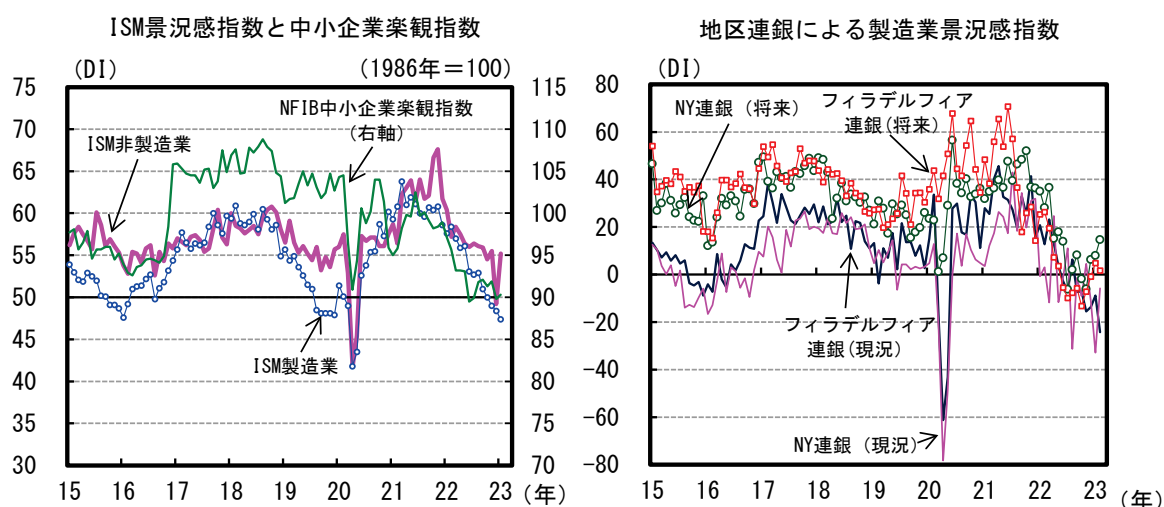
ISM 製造業は引き続き悪化も、ISM 非製造業は反発

2023年1月のISM景況感指数は、製造業が前月差▲1.0%ptの47.4%となり、好不況の目安である50%を3カ月連続で下回った。非製造業は同+6.0%ptの55.2%となり、2020年5月以来の50%割れとなった前月の低下分を概ね回復した。ISM非製造業が再び50%以上へと回復したことは景気が急激に悪化しないことを示唆する安心材料といえる。しかし、景気後退期前後はこうした50%を挟む上下動が激しくなるため、2月以降の結果も要注目だろう。構成項目を見ると、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全ての項目が改善し、中でも事業活動指数、新規受注指数のプラス幅が大きい。コメントを見ると、製造業に関してコスト上昇圧力は緩和するも、受注や売上上の減少を指摘する声が強い。非製造業に関しては、業種によって受注はまちまちであるが、サプライチェーンの混乱がマインド改善の妨げとなっている点は共通している。

中小企業マインドに関しては、2023年1月のNFIB（全米独立企業連盟）中小企業楽観指数は、前月差+0.5ptと改善に転じ、水準は90.3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改善した。ただし、NFIBは、インフレが減速し始めているものの、中小企業が先行きに対して悲観的な見通しを有しているとコメントしている。

1月の企業マインドをまとめると、非製造業及び中小企業のマインドは数値上改善したものの、企業のコメントを踏まえれば、上昇トレンドに転じるような兆しは見られない。悪化を続ける製造業に関して、2023年2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+27.1pt）は大幅に改善した。しかし、依然としてマイナス域にあり、2022年12月、2023年1月の大幅な悪化からの反動とも考えられる。フィラデルフィア連銀（同▲15.4pt）に関しては大幅に悪化したことから、製造業マインドは依然として冴えない。将来指数についてもNY連銀（同+6.7pt）、フィラデルフィア連銀（同▲3.2pt）と方向感はまだまちまちであり、企業マインドが継続して改善するようになるには時間を要することが想定される。

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



(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

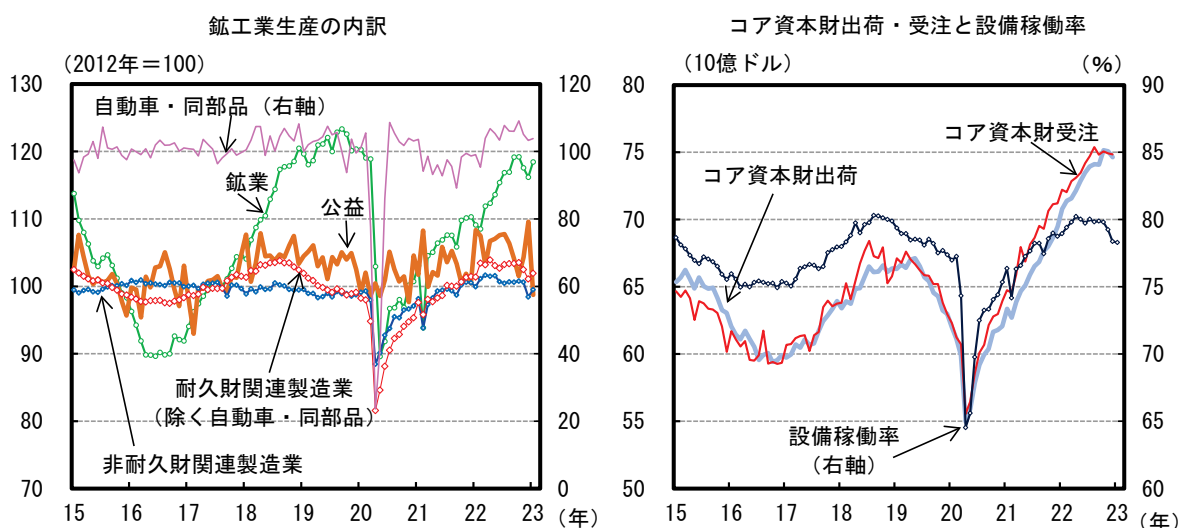
1月の鉱工業生産は前月から横ばい

企業の実体面に関して、2023年1月の鉱工業生産指数は前月比+0.0%となり、市場予想(Bloomberg調査:同+0.5%)を下回る軟調な結果となった。12月の大寒波の影響で落ち込んだ製造業(同+1.0%)と鉱業(同+2.0%)は反動増となったが、11・12月の落ち込みに比べて回復の勢いは弱い。なお、1月は気温が相対的に高かったことで暖房需要が低下し、公益(同▲9.9%)は大きく落ち込んだ。

製造業の内訳を見ると、耐久財(前月比+0.8%)、非耐久財(同+1.1%)ともに3カ月ぶりに増加に転じた。耐久財に関しては、非金属鉱物(同+2.4%)、機械(同+1.7%)、電気機械(同+1.3%)がけん引役となった。非耐久財に関しては、衣服・革製品(同+3.7%)や繊維・繊維製品(同+2.2%)、飲食料品(同+1.7%)、化学(同+1.6%)の伸びが大きい。前月の落ち込みから回復したとはいえ、その回復幅は落ち込み幅と比べて小さくなく、鉱工業生産指数は下降トレンドが継続しているといえる。

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12月に前月比▲0.6%、先行指標であるコア資本財受注が同▲0.1%と、いずれも2カ月連続で減少した。2023年1月は鉱工業生産指数の製造業が示すように、出荷・受注ともに増加すると想定されるが、製造業マインドの低調さを踏まえれば、一時的な反動増にすぎないだろう。設備稼働率に関しては前月差▲0.1%pt低下の78.3%となり、長期平均(1972-2022年:79.6%)を下回っている。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引き続き低下していくことが見込まれる。金融機関の貸出態度が厳格化する中で、企業は資金調達が難しくなり、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の予想を維持する。

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

2022年10-12月期の実質GDP成長率は前期比年率+2.9%となり、2四半期連続で高い伸びを維持した。ただし、米国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）は、FOMCが利上げを続ける中で設備投資が減速し、住宅投資が落ち込んだことで同+0.2%と大幅に減速した。2023年1-3月期の実質GDP成長率は、個人消費が引き続き堅調さを維持する一方で、住宅投資が大幅なマイナスとなるとともに、設備投資がマイナスに転じることで前期比年率+0.2%と減速すると見込む。

当面のリスク要因は、FOMC参加者からの警告を市場参加者が軽視し、金融環境の緩和が進展することで需要が押し上げられ、最大の懸念材料であるインフレが高止まりすることである。景気は減速しており、FOMCが2022年12月のドットチャートに沿って、0.25%ptの利上げを継続しながら金融政策の効果の見極め、適切な金融引き締めを実施することが米国経済のソフトランディングに向けても肝要となる。しかし、金融環境が緩和し、インフレの高止まりリスクが強まれば、最終的にFOMCが想定以上の金融引き締めを余儀なくされ得る。市場参加者がウォール・ストリートの相場格言である「FRBに逆らうな」を重視し、FOMC参加者の警告に耳を傾けることができるか否かが、必要以上の金融引き締めや結果としての景気的大幅な調整を避ける上でのカギとなる。

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	-1.6	-0.6	3.2	2.9	0.2	0.0	0.2	0.7	1.3	1.5	1.7	1.8				
〈前年同期比、%〉	3.7	1.8	1.9	1.0	1.4	1.6	0.8	0.3	0.6	0.9	1.3	1.6	5.9	2.1	1.0	1.1
個人消費	1.3	2.0	2.3	2.1	2.1	0.8	1.0	1.2	1.4	1.6	1.8	1.9	8.3	2.8	1.7	1.4
設備投資	7.9	0.1	6.2	0.7	-1.8	-2.8	-3.3	-1.3	-0.4	0.1	0.5	0.9	6.4	3.6	-0.6	-0.8
住宅投資	-3.1	-17.8	-27.1	-26.7	-17.4	-7.0	-4.4	-2.4	0.1	0.6	1.0	1.5	10.7	-10.7	-16.6	-1.1
輸出	-4.6	13.8	14.6	-1.3	0.7	1.1	1.9	2.3	2.8	3.0	3.1	3.3	6.1	7.2	3.0	2.6
輸入	18.4	2.2	-7.3	-4.6	-0.3	0.5	1.0	1.3	1.6	1.9	2.2	2.5	14.1	8.1	-1.5	1.6
政府支出	-2.3	-1.6	3.7	3.7	0.5	1.2	1.3	1.6	1.5	1.5	1.4	1.3	0.6	-0.6	1.7	1.5
国内最終需要	1.3	0.2	1.5	0.8	0.7	0.2	0.3	0.8	1.1	1.3	1.5	1.7	6.7	1.7	0.7	1.0
民間最終需要	2.1	0.5	1.1	0.2	0.8	0.0	0.1	0.7	1.0	1.3	1.5	1.7	8.1	2.1	0.5	0.9
鉱工業生産	4.7	5.0	1.3	-2.4	-1.3	0.1	0.0	0.6	1.2	1.6	1.9	2.2	4.9	3.8	-0.3	1.1
消費者物価指数	9.2	9.7	5.5	4.2	4.3	3.9	3.2	2.7	2.2	2.2	2.0	2.2	4.7	8.0	4.4	2.5
失業率(%)	3.8	3.6	3.5	3.6	3.5	3.9	4.3	4.2	4.0	3.9	3.8	3.7	5.4	3.6	4.0	3.8
貿易収支(10億ドル)	-281	-252	-209	-206	-214	-212	-209	-206	-202	-199	-197	-195	-845	-948	-840	-793
経常収支(10億ドル)	-283	-239	-239	-210	-217	-213	-208	-203	-199	-194	-190	-186	-846	-970	-842	-769
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	4.36	4.55	4.53	4.36	4.21	4.06	3.91	3.77	0.27	2.98	4.45	3.99
10年債利回り(%)	1.94	2.93	3.11	3.83	3.66	4.00	4.07	3.97	3.85	3.73	3.61	3.50	1.44	2.95	3.93	3.67

(注1) 網掛けは予想値。2023年2月21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 相対的に明るい展望を描けず

ウクライナ侵攻から1年、容易には長期低迷のリスクを払拭できない

近藤 智也

[要約]

- ユーロ圏と英国の2022年10-12月期の実質GDP成長率は、マイナス成長を回避した。当初警戒されていた過度な悲観論は後退したものの、ゼロ近傍の低成長にとどまったことも事実だ。GDPの中身を見ても、個人消費の落ち込みを、輸入の減少による外需のプラス寄与等で穴埋めする形となっており、ポジティブに評価することは難しい。消費者マインドは下げ止まりから改善へと変化しているが、実際の財布の紐は堅いままである。
- 穏やかな天候（暖冬）や節約努力によって、エネルギー需給逼迫への懸念が後退したことを背景に、天然ガス等のエネルギー価格が下落している。また、各国政府が家計や企業に対して様々な支援策を実施して負担軽減を図り、部分的にインフレ率が抑制されたことも経済活動を支えたと考えられる。もっとも、支援策の規模は個々の財政状況によって異なり、成長格差を生んでしまう可能性がある。
- 2023年に入って、様々な予測機関が今年の成長率見通しを上方修正しているが、かといって楽観的にもなれない中途半端な見方にとどまっている。その背景には、昨年来の不透明感・不確実性が容易には払拭できないという現実がある。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、例えば、2023-24年の冬に向けた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だろう。また、インフレ率の鈍化は金融当局にとってポジティブだが、過度な財政支援は金融政策の効果を弱め、大幅な賃上げ実現はインフレ再燃のリスクを高めよう。

ユーロ圏経済

2022年10-12月期のGDP成長率は+0.1%とプラスを維持 ～ 主要国はゼロ近傍にとどまる

ユーロ圏の2022年10-12月期の実質GDP成長率(改定)は前期比+0.1%(年率換算+0.4%)となり、辛うじてプラス成長を維持した¹。とはいえ、2022年2月のロシアのウクライナ侵攻、それを機に急加速したエネルギー・食品等の価格上昇、高インフレを抑え込むためのECBによる前例のないペースでの金融引き締め、エネルギー供給懸念等先行きの不透明感を嫌気した企業や消費者のマインドの急落等、幾多の逆風に晒されながら、ユーロ圏は脅威の粘り腰を見せた。ユーロ圏各国の成長率を見ると、主要国ではドイツ(前期比▲0.2%)とイタリア(同▲0.1%)がマイナスに転じたのに対して、フランス(同+0.1%)とスペイン(同+0.2%)はプラスと明暗が分かれたが、総じてゼロ近傍の低成長といえよう。一方、リトアニア(同▲1.7%)やオーストリア(同▲0.7%)等、ユーロ圏加盟国(除く未発出国)の約1/3がマイナスに陥ったが、2四半期連続のマイナス成長となった国はフィンランドだけだった²。

ユーロ圏では、穏やかな天候(暖冬)でエネルギー需給逼迫への懸念が後退したことを背景に、天然ガス等のエネルギー価格が大幅に下落している。また、各国政府が家計や企業に対して様々な支援策を実施して負担軽減を図り、部分的にインフレ率が抑制された点も経済活動を支えたと考えられる。だが、GDPの中身を見ると、個人消費の落ち込みを、輸入の減少によって外需寄与度がプラスになって穴埋めするという構図であり、ポジティブに評価することは難しい。様々なサポート要因もあって、消費者マインドは10-12月期に下げ止まりから改善へと変化しているが、実際の財布の紐は堅いままで個人消費は低迷しており、先行きへの不透明さはなかなか払拭できていない。

フランス国立統計経済研究所(INSEE)によると、10月に発生したストライキの影響で製油所における生産が大幅に落ち込み、ガソリン供給に支障をきたした。同様に、2023年1月に入ると、マクロン政権が推進しようとしている年金制度改革(退職年齢を段階的に引き上げて年金支給開始を遅らせる等)に対して、労働組合が強く反発して大規模かつ広範なデモやストライキが実施された。今後もストライキが頻発すれば、1-3月期の成長の足を引っ張る可能性がある。一方、INSEEは2月7日に発表した短期見通しにおいて、1-3月期と4-6月期の成長率は前期比+0.2%になると予想している。ただし、INSEEは同見通しにはアップサイド、ダウンスайд両方の不確実性があり、コストショックの影響がより強く感じられることや金融引き締めの継続等が、経済活動により重くのしかかってくる可能性は排除できないと指摘している。

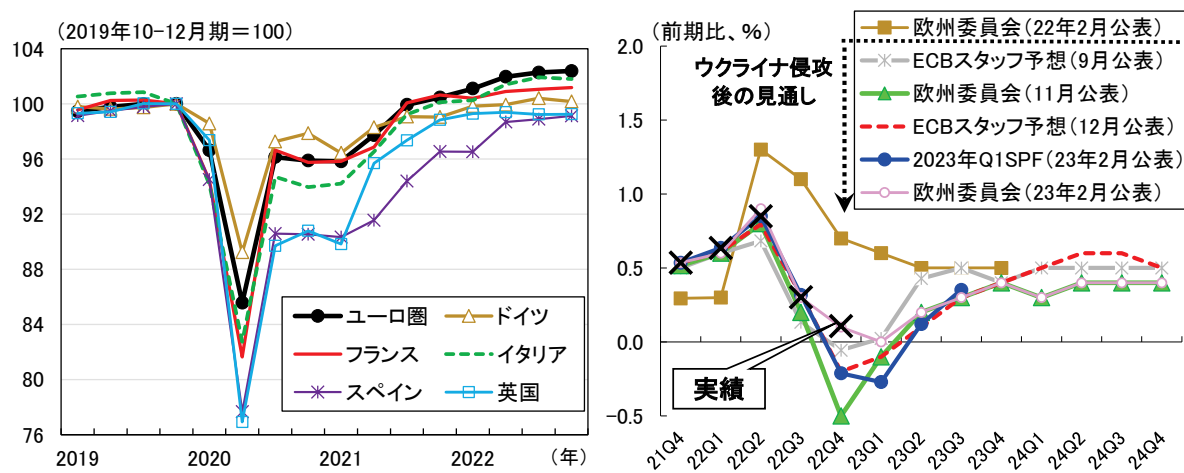
需要項目の詳細が明らかになっていないドイツについては、1月13日にドイツ連邦統計局が2022年のドイツの経済成長率を発表した際には、10-12月期がプラス成長になる可能性も示唆されたが、実際にはマイナス成長に落ち込んだ。ドイツ連邦統計局は、民間消費支出が振るわな

¹ 速報値は前期比+0.1%(年率換算+0.5%)で、わずかながら下方修正された。ECBが発表した専門家への調査(Survey of Professional Forecasters, SPF、2月3日公表)では同▲0.21%と予想されていた。詳細は、拙稿「ユーロ圏、22年10-12月期もプラス成長維持」(大和総研レポート、2023年2月1日)を参照。

² EUに対象を広げると、ハンガリーとチェコが2四半期連続マイナスのリストに加わる。10-12月期末公表の5カ国のうちエストニアとギリシャ、クロアチアは前期がマイナス成長で、2四半期連続の可能性はある。

かったとしており、マイナス成長の主因だったとみられる。また、8 四半期ぶりにマイナス成長となったイタリアの場合、農林水産業と鉱工業の両方が減少する一方、サービス業が増加し、需要項目別では、外需がプラスに寄与したが、内需（在庫変動等）のマイナスが勝った。

図表 1 欧州主要国の実質 GDP（左）、専門家等によるユーロ圏の景気見通し（右）



(出所) Eurostat、ONS、欧州委員会、ECB、Haver Analytics 資料より大和総研作成

欧州委員会の見通し（2月13日公表）によると、2023年1-3月期のユーロ圏の成長率は前期比0.0%にとどまるも³、4-6月期以降は同+0.2%、同+0.3%、同+0.4%と緩やかなプラス成長を辿っていく。3カ月前時点に想定されていた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入りは回避される。この結果、2023年の成長率は0.6%pt引き上げられて+0.9%になるとみられる。1月末に見通しを改定したIMF同様に、これまでの下方修正の連続から漸く上方修正へと転じた。国別では、マイナス成長に落ち込むと危惧されていたドイツがプラス予想に転じ（前年比▲0.6%→同+0.2%）、フランスやイタリア、スペイン等の主要国も軒並み引き上げられた。もっとも、2023年の成長率が成長のゲタを履いている点（ユーロ圏は+0.4%）を踏まえると、実感としては割り引いてみる必要があるだろう。また、2024年の予想成長率は主要国では前回から小幅な下方修正、ユーロ圏全体で変わらずの+1.5%となった。

IMFや欧州委員会、そしてドイツ政府がドイツ経済はマイナス成長を回避すると上方修正する一方⁴、ドイツ連銀は最新の月報（2月20日公表）で、10-12月期は暖冬やエネルギー価格下落、底堅い労働市場等によって当初の予想ほど悪化しなかったと指摘した上で、1-3月期も経済が縮小する可能性があり、その後年末にかけて緩やかなプラス成長という見通しを示した。2023年全体では12月時点（▲0.5%）より改善するものの、小幅なマイナス成長になる可能性が高いと言及する。エネルギー需給逼迫や製造業等のボトルネックは緩和されたが、世界経済の減速で輸出が伸び悩み、高インフレが引き続き経済成長の足を引っ張る点が慎重な見方の理由である。

このように、過度な悲観論は遠のいたが、かといって楽観的にもなれない中途半端な見方にと

³ 四半期ごとの予想成長率が発表されている国では、ドイツやオーストリア、フィンランド、デンマーク、スウェーデンの5カ国が2023年1-3月期にマイナス成長になると想定されている。

⁴ IMFは2023年の成長率を10月時点の▲0.3%から+0.1%に、ドイツ政府は1月25日に公表した年次経済報告書で、10月時点の▲0.4%から+0.2%にそれぞれ引き上げた。ドイツ政府はガス・電気料金への価格上限設定等のエネルギー危機対応やドイツ経済の回復力の高さ、エネルギー節約等を見直し要因に挙げている。

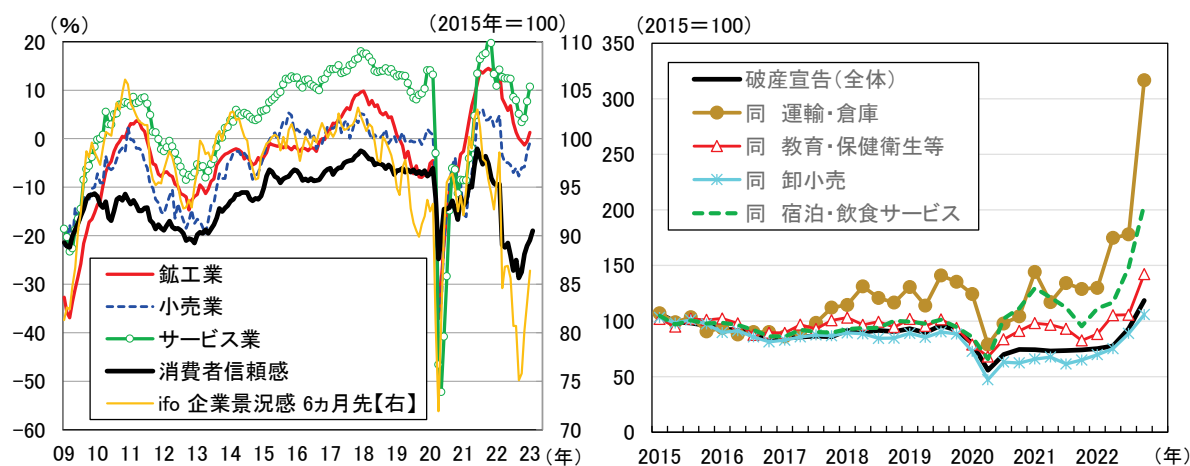
どまっている背景には、ウクライナ侵攻をきっかけに引き起こされている様々な事象、例えば、エネルギー供給懸念や高インフレ、利上げの累積効果等が 2023 年も重しになっている。

企業マインドは期待感主導で改善するも、現状認識は慎重なまま ～ 外需の先行きに懸念

2023 年 1 月のユーロ圏の景況感指数（総合、欧州委員会発表）は 99.9 と 3 ヶ月連続で上昇した。企業景況感のうち、特に小売業やサービス業の改善ペースが大きい一方、鉱工業の改善は限定的である。また、消費者マインドの改善は続いているが、そもそもウクライナ侵攻後の消費者マインドの落ち込み方が企業景況感よりも急激であり、過去の危機（リーマン・ショックや債務危機、コロナ禍等）のボトムを下回る水準まで落ち込んだ点を踏まえると、改善度合いは緩慢といえよう。前期に続いて 2023 年 1-3 月期も、ユーロ圏の個人消費の回復力が鈍い可能性がある。

ifo 経済研究所が発表した 1 月のドイツ企業の景況感指数は 90.2 と 7 ヶ月ぶりの高水準となった。ビジネス環境の先行き（半年先）は急速に改善している一方、現状認識はここ 5 ヶ月間ほぼ横ばいで推移しており、2023 年に入って力強い成長にシフトしていく胎動は見られない。製造業の現状認識は 5 ヶ月ぶりの高水準に回復したが、サービス業は 1 年ぶりの低水準に悪化し、ifo によると、運輸倉庫やホスピタリティで現状認識の悪化が見られるという。期待感主導で景況感は押し上げられているが、足もとはそこまで明るくないのが現実である。

図表 2 ユーロ圏の企業景況感・消費者マインドの推移（左）、ユーロ圏の企業倒産の推移（右）



(注) 左図：消費者信頼感のみ、直近は 2023 年 2 月分（速報）。

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

2022 年 12 月のユーロ圏の鉱工業生産（建設除く）は前月比▲1.1%と 2 ヶ月ぶりに低下した。内訳は同+1.3%と 6 ヶ月ぶりにプラスに転じたエネルギー以外は、中間財（同▲2.8%）や耐久消費財（同▲1.4%、4 ヶ月連続減）、非耐久消費財（同▲1.0%）そして資本財（同▲0.4%）と揃って振るわなかった。国別では、アイルランド（同▲8.5%）やルクセンブルク（同▲5.2%）、リトアニア（同▲4.0%）が大きく低下した。主要国では、ドイツ（同▲2.1%）が大きく低下する一方、イタリアやフランス、スペインは上昇と明暗が分かれた。政府からのエネルギー節約要請の影響が、ガスの使用量が大きい化学等のウェイトが大きいドイツにより大きく出た可能性がある。また、ドイツの 12 月の製造業受注は前月比+3.2%と 2 ヶ月ぶりに増加した。前月比

で増減を繰り返しているが、ウクライナ侵攻後の半年間（2022年3月から8月）の水準に比べると9-12月平均の水準は約5%低い。12月は国内受注・海外受注ともに増加したが、前月からの反動と考えると海外受注の増加は限定的だ（同▲6.9%→同+1.2%）。中でも、ユーロ圏とは対照的に、非ユーロ圏からの受注水準は2020年7月以来の低水準に落ち込んだ。2022年初をピークに低下トレンドを辿っており、海外需要（ユーロ圏外）の弱さが顕著になっている。

ユーロ圏の企業は、コロナ禍においては各国政府の緊急融資や返済猶予等のサポートを受けて経営を維持してきたが、新規事業の登録件数がほぼ横ばいで推移する中、2022年後半以降、破産宣告（倒産）件数が急増し（半年間で約5割増）、10-12月期は2015年の統計開始以来の高水準になった。ほぼ全ての業種において倒産件数は増加基調だが、特に運輸・倉庫や宿泊・飲食サービス、教育・保健衛生等、卸小売などの業種で急増している。業種や国によって濃淡が見られるが、ウクライナ侵攻で加速した高インフレや人手不足、需要不足、金利上昇のコスト増等、様々な要因が企業に逆風になっている。

このように、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が、実体経済のデータからは、企業が現状に関して慎重な対応にとどまっていることが見て取れる。ユーロ圏外からの受注大幅減に見られるように、外需の行方には留意が必要であろう。また、ゼロコロナ政策を撤廃した中国の経済活動が一段と活発になれば、欧州企業・経済にとってプラスの要素（輸出やインバウンド消費）も増していくと期待されるが、同時に、中国経済の本格回復が世界的なエネルギー需給の逼迫→エネルギー価格の再加速に結び付けば、欧州は高インフレから容易には脱せられないだろう。また、米中対立の余波（例えば、米国の中国向け輸出規制に協調を求められる可能性）も不確実な要素である。現時点では、中国の動向は欧州にとって諸刃の剣といえよう。

消費者マインドの改善が財布の紐を緩めるまでには至らない現状

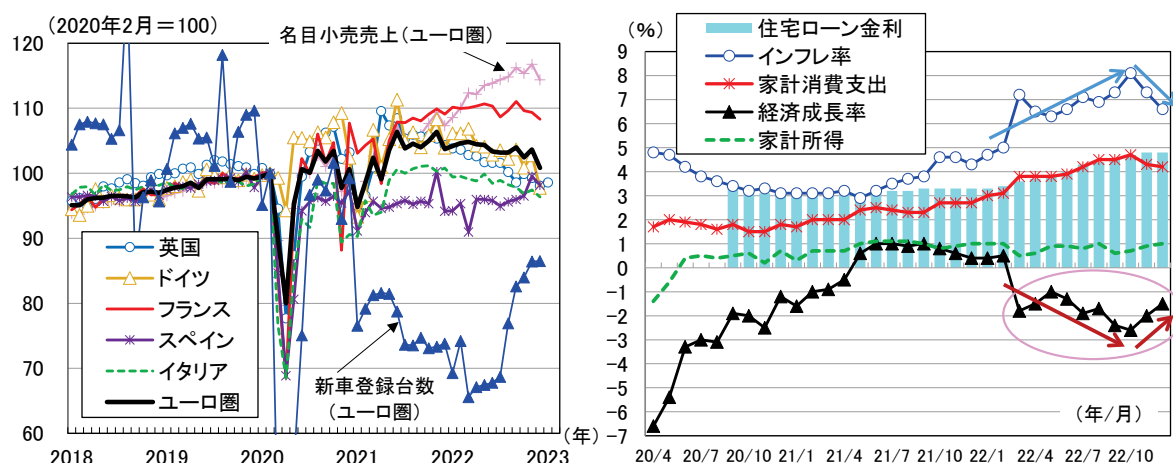
12月のユーロ圏の実質小売売上は前月比▲2.7%（名目ベースでも同▲2.0%）と2ヵ月ぶり減少し、2022年春以降の減少傾向が変わらない。自動車燃料が同+2.3%と増加したが、食品・飲料等（同▲2.9%、3ヵ月連続減）や非食料品（同▲2.6%）の減少が響いた。ユーロ圏加盟国のうちスロベニアやオーストリア、マルタを除くほとんどの国で減少しており（ギリシャは未発表）、中でも、オランダ（同▲6.3%）やドイツ（同▲4.9%）、ルクセンブルク（同▲3.8%）の落ち込み幅が大きい。エネルギー価格の下落や政府による様々なサポート（エネルギー価格の上限設定や補助金支給等）が個人消費への影響を軽減しているものの、消費者は浮いた分をそのまま他の支出に回すほど積極的な行動を見せていない。マインドの改善にもかかわらず、消費者は節約志向を緩めていない。オランダ経済分析局が指摘するように、家計の実質購買力の低下には、高インフレ継続と賃上げの遅れが響いている。

欧州自動車工業会（ACEA）によると、2023年1月のユーロ圏の新車登録台数は前年比+12.1%と6ヵ月連続で増加した。部品不足という自動車生産のネックだった問題が解消に向かっていることが大きいと考えられる。ただ、高インフレや自動車ローン等の金利上昇が家計を圧迫しており、今後も順調に増加し続けるかは不透明である。国別では、スペイン（同+51.4%）やイタリア（同+19.0%）、フランス（同+8.8%）等が好調である一方、最大の市場であるドイツは

同▲2.6%と半年ぶりに減少に転じた。ドイツの場合、法律改正を受けて年末にかけて駆け込み需要が発生し、年明けはその反動で減少したとみられる。

12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2ヵ月連続でマイナス幅が縮小し、消費者のインフレ予想も低下した。家計消費支出の伸びも鈍り、インフレ見通しが低下した影響もあっただろう。引き続き所得の見通しは慎重のままだが、国によって千差万別である。オランダやスペインの消費者は前年比2%台半ばと相対的に高い伸びを期待し、ドイツやベルギーは1%台前半で概ね横ばいであるのに対して、フランスは前年割れ、イタリアもほぼゼロ成長と消費者は慎重な見方を崩していない。

図表3 欧州各国の実質小売上と新車登録台数（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、ACEA、Haver Analytics 資料より大和総研作成

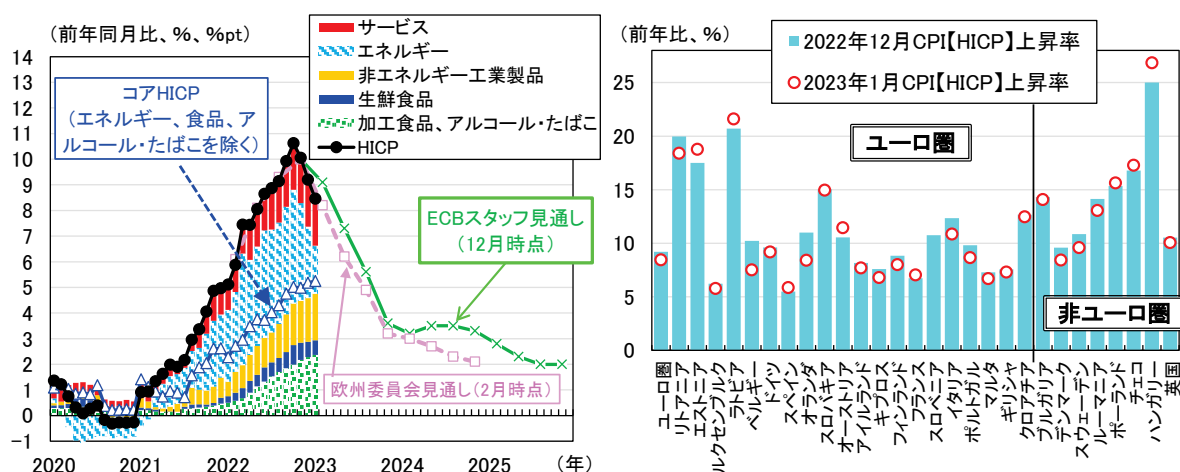
インフレへの警戒を解かないECB ～ ターミナルレート接近でコアへの注目度が一段と高まる

2023年1月のユーロ圏のCPI（HICP）は前年比+8.5%となり、3ヵ月連続で上昇率が鈍化した。1月実績は、1-3月期のECBスタッフ見通し（12月時点、同+9.1%）を下回り、欧州委員会見通し（2月時点、同+8.2%）の想定に概ね沿った動きといえよう。インフレ鈍化の主因はエネルギー価格の上昇率が同+17.2%と着実に縮小していることであり、寄与度は2021年9月以来の小ささになるとみられる。エネルギーの市場価格はウクライナ侵攻前を下回る水準で推移しており、各国政府が消費者支援策を打ち出していることも考慮すると、短期的には、エネルギー価格の寄与度は小さくなっていくと予想される。他方で、食品、アルコール・たばこが同+14.1%に一段と加速し、その寄与度はエネルギーを上回って全体の約1/3を占めている。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している。また、非エネルギー生産財価格は同+6.9%に、サービス価格は同+4.2%になった。賃金の変化が反映されやすいサービス価格は前月からやや鈍化したものの、労働市場が底堅い現状を踏まえると高止まりする可能性がある。製造業からサービス業まで幅広い業種において人手不足が企業活動の制約要因の1つになっていることに加え、引き続き生活費危機対応を求める声は強く、潜在的に賃金が上昇しやすい環境にあると考えられる。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%と過去最高水準にある。

ECBは2023年2月の金融政策理事会で政策金利を50bp引き上げた。5回連続、しかも過去にないハイペースな引き締め（累計300bp）である。声明文では“安定したペースで金利を大幅に引き上げ、中期的な目標である2%にインフレ率がタイムリーに戻ることを確かにするために、十分に抑圧的な水準で金利を維持する方針を据え置く”とした。そして、次回3月も50bpの利上げを実施するつもりであると予告した⁵。ラガルド総裁は記者会見で“100%のコミットメントではないが、かなり強い決意”であると“強い（strong）”という表現を10回近く繰り返した。前回の記者会見でもラガルド総裁は“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”、“50bpを1回だけとは思わないように”と言及しており、2月の決定にサプライズはない。また、声明文では、3月に“今後の金融政策の道筋を評価する”とし、次々回5月以降の政策変更の可能性を残した。

次のステップを探っていた金融市場では、ピークアウトを示唆するインフレ動向を踏まえて、今後ECBの政策金利引き上げペースが減速して、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たという見方が一時的に強まった。しかし、2月の利上げ決定以降も、ECBメンバーからは、コアHICPの伸びがピークアウトするまで金融引き締めを継続すべき、利上げの累積効果がまだほとんど見られず、どれくらい時間がかかるか不確実である等、金融引き締め継続を強く示唆する発言が相次いでいる。従って、市場の思惑とは異なり、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、判断材料不足であろう。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も調節していく（当面は2023年3月から満期償還分全額を再投資に回すことを停止し、6月末まで月平均150億ユーロ減らす）。積極的な資産売却というプロセスは先送りし、再投資の調整を中心とした目先の量的引き締め（QT）の方針を示した。QT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。

図表4 ユーロ圏のインフレ率の要因分解（左）、欧州各国のインフレ率の比較（右）



(注) 左図：要因分解の2023年1月分、右図：ルーマニア、ポーランド、チェコ、ハンガリーは大和総研試算。
(出所) Eurostat、欧州委員会、ONS、Haver Analytics 資料より大和総研作成

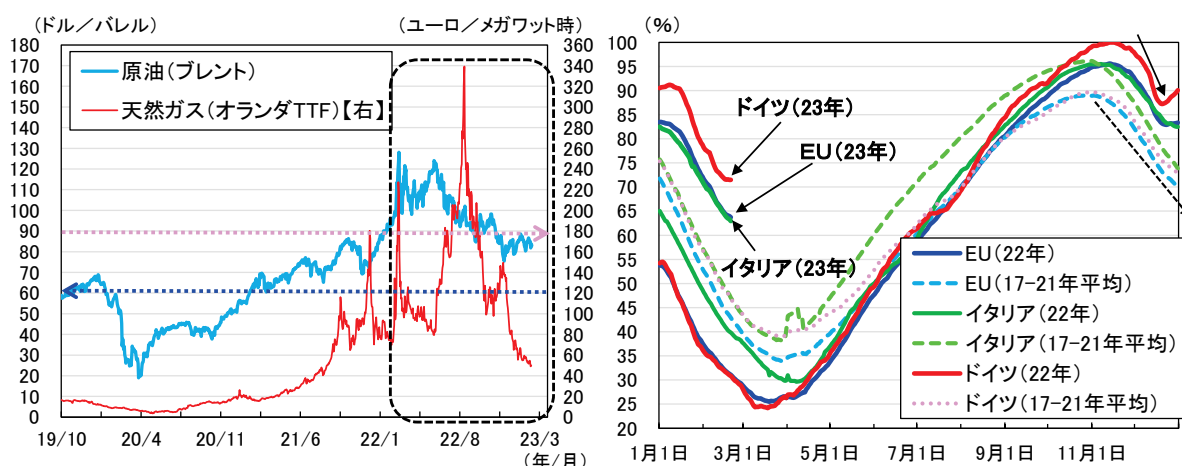
⁵ ECBは、金融引き締めに移る直前の2022年6月に次回は25bpの利上げと宣言しながら、実際には7月に50bp引き上げた経緯がある（1回目の裏切り）。また、9月の利上げの際には、9月を含めて2回以上5回未満の利上げが必要であるとしながら、次回3月に利上げが行われると5回目になる（2回目の裏切り）。

エネルギー価格の行方は経済見通しの不確定要素 ～ 2023-24年の冬が本当の危機の可能性

EUはエネルギー価格に上限価格を設定しようと試みており、昨年12月のロシア産原油に続いて、2月にもロシア産の石油製品に適用される上限価格が決定された。また、EUは天然ガスにも上限価格を設定することで合意し、上限価格を180ユーロ+ α /MWhで合意した。ガス価格上限は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、2月半ば時点の天然ガスの先物価格（オランダTTF）は50ユーロ/MWh台で推移しており、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1/3以下にとどまっている。価格が大幅に下がっている主因はガスの需給関係が逼迫していないためで、冬に備えて欧州各国がガスの貯蔵や使用量の抑制に努めてきた結果、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。直近の欧州のガス貯蔵率はEUとイタリアが約63%、ドイツが71%台と例年を大幅に上回っている。1月後半以降は貯蔵率の低下ペースがやや速まったが、このまま過去1ヵ月間平均ペースで低下しても、ボトムになるであろう3月末時点でEUの貯蔵率は45%前後、ドイツは約50%となり、例年の水準を上回る計算になる。

欧州委員会の見通し（2月時点）では、前提となるエネルギー価格を天然ガスは2023年、2024年ともに60ユーロ/MWh台前半で想定し、前回11月時点よりも約6割安、約4割安という低い価格である⁶。しかし、価格を左右する気温がこの先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3月まで、天候という不確定要因に左右される点を考慮しなければならない。また、昨夏のような猛暑・干ばつに襲われて再び電力不足に直面する可能性も否定できない。仮に2022-23年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では今後のガス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高まり、企業活動や家計の支出を制約することになれば、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。

図表5 原油・天然ガス価格の推移（左）、欧州のガス貯蔵率の推移（右）



(注) 左図：矢印は、EUが設定した上限価格（原油60ドル/バレル、天然ガス180ユーロ/MWh）の水準。

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

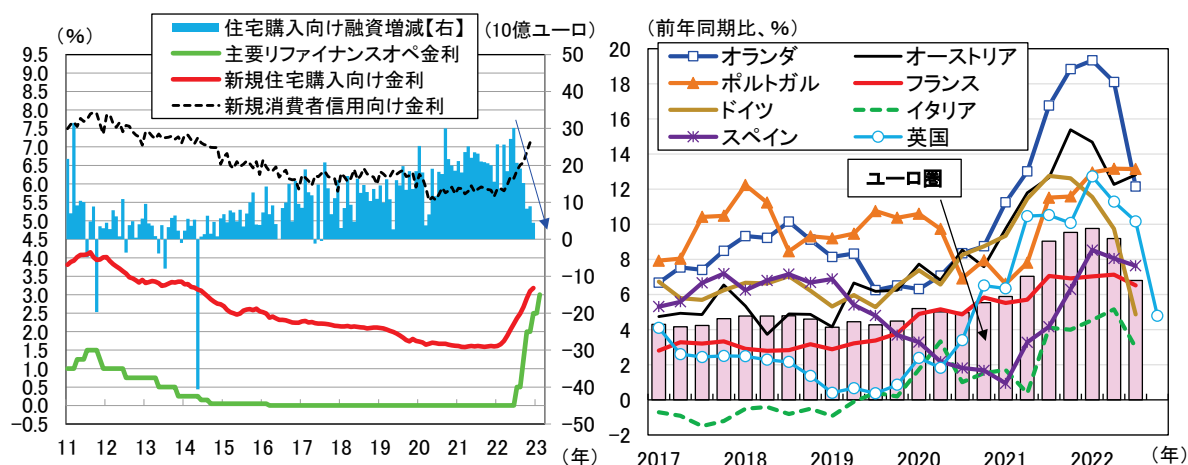
⁶ 電気料金の想定は2023年が前回比で約6割安、2024年が同約3割安となっており、原油価格は約85ドル/バレル、約80ドル/バレルと概ね前回と同じ水準である。

金利上昇の影響はどこに顕在化するか ～ 住宅市場の調整はこれから

ECB の金融引き締めに合わせて、金融機関の住宅購入向け融資の増加ペースは鈍化しており、家計の住宅購入意欲の低下を反映しているとみられる。また、金利上昇は既存の住宅ローン（例えば、変動金利や短期の借入）を抱えている家計にとっても、近い将来の負担増を意味する。ただ、雇用環境が堅調である点は一定の返済能力を担保しており（失業による返済延滞リスクは限定的）、また金融機関の融資態度は 2022 年春から貸出基準を引き締める方向にシフトしていることから、リーマン・ショックのような事態がすぐに顕在化するとは想定していない。もっとも、前述した消費者の見通し（ECB 調査）によると、住宅ローンの予想金利は徐々に上昇しており、新規に住宅取得を計画する場合には負担感が増すと予想される。消費者の見方には国によってばらつきがあり、コロナ禍以降の超低金利局面で住宅価格の上昇率が大きかった国ほど、消費者の住宅市場に対する見方は慎重であり、局所的な住宅市場の調整は避けられないだろう。

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、コロナ禍対応に続いてウクライナ侵攻に関連して歳出が膨らむ政府部門の借入コストを増やす。ECB が懸念するように、政府による過剰な財政サポートは金融引き締めの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。

図表 6 ユーロ圏の家計が直面する金利上昇（左）、欧州各国の住宅価格（右）



(注) 左図：住宅購入向け金利や消費者信用向け金利は、利払いに加えて、その他手数料を含む。

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

英国経済

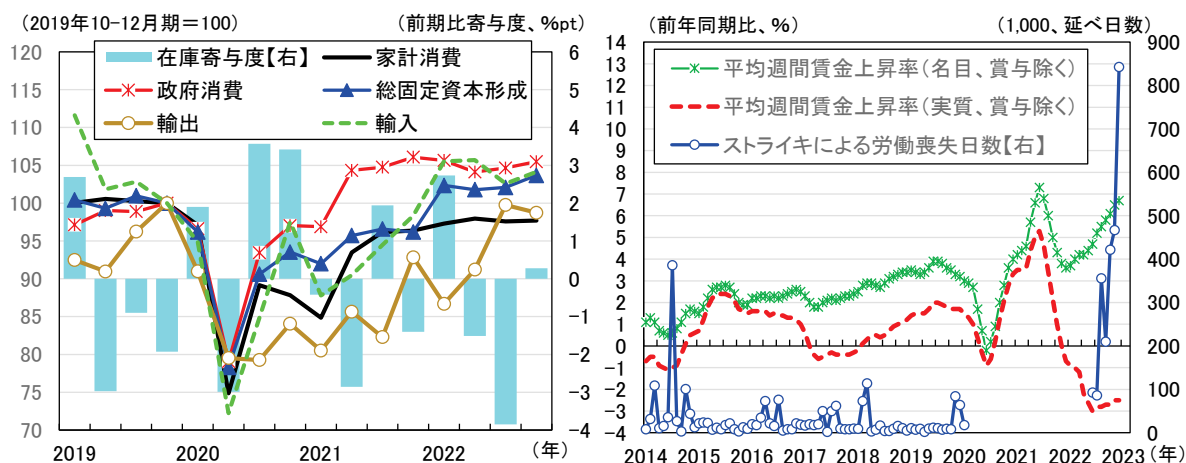
2022年10-12月期の英国経済はゼロ成長 ～ マイナスを回避するも、大陸欧州よりも劣位

英国の2022年10-12月期の実質GDP成長率は前期比0.0%（年率換算+0.1%）と、辛うじて2四半期連続のマイナス成長を回避した。コロナ禍前（2019年10-12月期）の水準を依然として▲0.8%下回っており、欧州の中では、スペイン（▲0.9%）と並んで景気回復が緩慢な国の1つとなっている。しかも、1月末にIMFが改定した世界経済見通しでは、欧州各国の2023年の成長率予想が軒並み上方修正される中で、英国の成長率は3ヵ月前時点から▲0.9%pt引き下げられて▲0.6%と3年ぶりのマイナス成長に陥ると予想されている。

需要項目では、家計最終消費支出（非営利除く）が前期比+0.1%と2四半期ぶりにプラスに転じたが、エリザベス2世の崩御に伴う服喪期間や国葬が行われた日がバンクホリデーになったという特殊要因が作用した7-9月期（同▲0.4%）の落ち込みをカバーできなかった。ONSは、個人消費の鈍さの理由として、高インフレで家計の実質所得が圧迫されている点を指摘しており、家庭用品・サービスや食品・非アルコール飲料、娯楽等支出が引き続き減少している。名目の家計最終消費支出は同+1.3%と堅調に推移したものの、高インフレが実質ベースの支出の伸びを押し下げた。政府最終消費支出は、新型コロナウイルスのワクチン接種の増加を反映した保健衛生関連や国防関連等の支出が膨らんだことから、同+0.8%と2四半期連続で増加した。

総固定資本形成は前期比+1.5%と2四半期連続で増加し、10-12月期の牽引役の1つとなった。中でも、工場や機械、輸送機器等の企業の設備投資が同+4.8%増加し、コロナ禍前の水準を回復した。対照的に住宅や非居住用等の建設投資は減少に転じ、BOEの連続利上げに加えて、9~10月にかけての政治の混乱に伴う金利高騰の悪影響を受けたと考えられる。また、7-9月期の成長率を約3.9%ptも押し下げた在庫要因は10-12月期には3四半期ぶりにプラス寄与となった。一方、成長の足を引っ張る形になったのが外需であり、寄与度は同▲0.8%ptと3四半期ぶりにマイナスとなった。輸出が同▲1.0%と減少したことに加えて、輸入が同+1.5%と増えたことが影響しており、輸入減少で外需寄与度がプラスになった推測されるユーロ圏とは対照的な動きになった。ONSは、保険や金融サービス、知的財産等の減少がサービス輸出を押し下げ、主に機械や輸送機器、化学薬品の輸入が増加したと指摘している。

図表7 英国GDP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) 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

BOEは景気見通しを上方修正するも、インフレ警戒感に残る ~賃上げ要求の実現度に左右

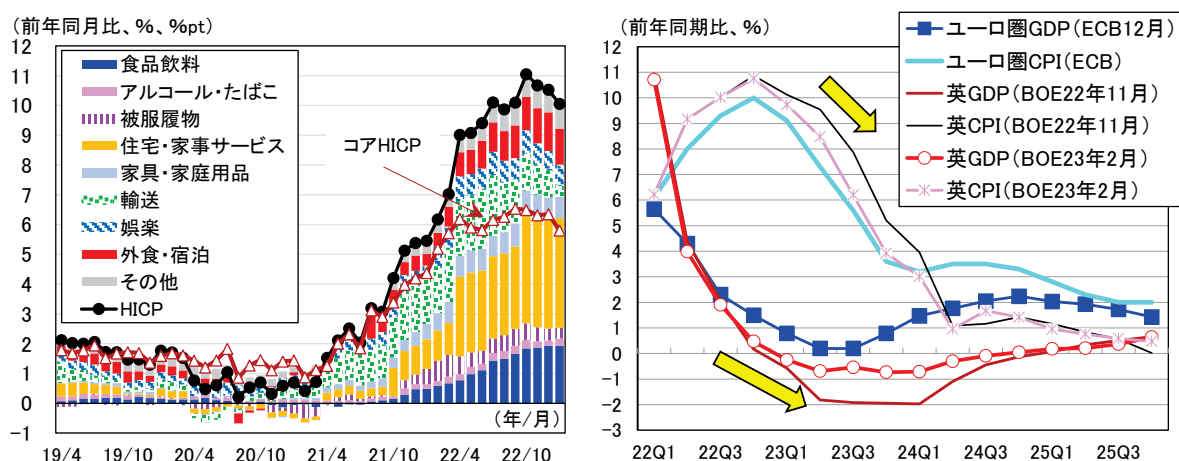
BOEは2月初めに開催された金融政策委員会で、政策金利を50bp引き上げて4.00%にすると発表した。これで2021年12月に利上げに転じてから10会合連続の引き上げとなり（累計の利上げ幅は390bpに）、政策金利は2008年10月以来の高さとなった。今回の決定に関しても、9人のBOEメンバーの見解が分かれた。ベイリー総裁を含む7人が50bpの引き上げを主張する一方（前回12月の会合で75bpの利上げを主張した1人が今回は50bpに賛同）、前回同様に2人

が据置きを求めた。市場では、今後 BOE が利上げ幅の縮小、そして利上げ停止へと動くとの期待感が高まっており、それは ECB に対してよりも強い。ただ、声明文では、物価上昇圧力が持続していれば一段の利上げに踏み切る可能性を示唆し、ベイリー総裁も、賃上げが予想以上に実現したり、サービス価格の上昇が強まった場合には追加利上げの根拠になることを記者会見で示した。引き続き、英国では広範囲で大幅な賃上げを求める動きが見られ、大規模なストライキが断続的に実施されれば経済成長の足を引っ張る一方、堅調な労働市場を背景に労使交渉が高い水準で妥結することになれば、BOE は追加利上げを迫られるという難しい局面にある。

利上げと同時に発表された BOE のインフレ・経済見通しでは、今後、金融市場が織り込んでいる想定に基づいて金利が推移するケースと、金利が 4.0% で据え置かれるケースの二通りが示される。前者の想定は、金利が 7-9 月期にかけて約 4.5% まで上昇し、2024 年を通じて緩やかに低下する（約 70bp）と見込まれており、3 ヶ月前の想定よりもピークとなる金利水準が約 70bp 低い。また、経済見通しは、2023 年 1-3 月期から 2024 年 1-3 月期まで 5 四半期に及ぶマイナス成長を予想している（2023 年の成長率が前年比▲0.5%、2024 年が同▲0.3%）。ただ、これも前回の想定よりも、マイナス成長の長さも谷の深さもマイルドな予想に修正されている。また、インフレ見通しでは、2022 年 10-12 月期実績の前年比+10.7% をピークに 2023 年から 2024 年半ばにかけてインフレ率が急激に鈍化し、2024 年 4-6 月期以降は同+2% を下回り続けるというものだ。

1 月の CPI (HICP ベース) は前年比+10.1% と 3 ヶ月連続で鈍化したが、BOE のインフレ見通し (1-3 月期：同+9.7%) をクリアするには、今後も着実に低下していくことが求められる。ONS によると、1 月のインフレ率鈍化は輸送関連、特に航空旅客輸送と自動車燃料の価格下落を反映しており、さらにレストラン・ホテルの価格変化も寄与しているという。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+5.8% と 2022 年 6 月以来の低水準になった。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、昨年夏からのレンジ (同+6.3% ~+6.5%) の下限を下回り、BOE としては見通しの蓋然性を確認する安心材料となる。

図表 8 英国の HICP の要因分解 (左)、BOE が改定した景気・インフレ見通し (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：ECB (22 年 12 月時点)、英国 (22 年 11 月・23 年 2 月時点、いずれも市場の金利予想を前提) の見通し。
(出所) ONS、BOE、ECB、Haver Analytics 資料より大和総研作成

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%	0.4%	-0.6%	0.4%	0.6%	1.0%	1.3%	1.8%	2.1%	1.7%	3.5%	0.5%	1.3%
家計消費支出	0.1%	4.4%	3.2%	-1.0%	-0.5%	0.4%	1.2%	1.4%	1.8%	1.9%	1.8%	1.6%	4.1%	0.7%	1.6%
政府消費支出	0.4%	-0.4%	0.8%	0.4%	0.4%	0.4%	-0.2%	0.4%	0.5%	0.7%	0.9%	0.7%	1.2%	0.3%	0.5%
総固定資本形成	-2.9%	3.9%	15.2%	-1.1%	-0.4%	0.7%	1.2%	1.5%	2.6%	2.9%	3.5%	2.6%	4.3%	2.1%	2.3%
輸出等	5.9%	7.2%	7.1%	1.3%	1.6%	2.5%	3.0%	3.2%	3.1%	3.6%	3.7%	3.6%	7.4%	3.0%	3.3%
輸入等	-2.8%	9.1%	17.7%	-1.2%	2.2%	2.4%	3.4%	3.4%	3.8%	3.7%	3.4%	3.4%	8.4%	4.0%	3.5%
前年同期比 (除く失業率)															
国内総生産	5.5%	4.3%	2.3%	1.9%	1.1%	0.4%	0.2%	0.4%	0.8%	1.2%	1.6%	1.7%	3.5%	0.5%	1.3%
家計消費支出	7.9%	5.5%	1.8%	1.7%	1.5%	0.5%	0.0%	0.7%	1.2%	1.6%	1.7%	1.8%	4.1%	0.7%	1.6%
政府消費支出	3.1%	0.8%	0.6%	0.3%	0.3%	0.5%	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%	0.6%	0.7%	1.2%	0.3%	0.5%
総固定資本形成	3.6%	2.8%	7.3%	3.5%	4.2%	3.4%	0.1%	0.7%	1.5%	2.0%	2.6%	2.9%	4.3%	2.1%	2.3%
輸出等	8.7%	7.9%	7.8%	5.4%	4.3%	3.1%	2.1%	2.6%	3.0%	3.2%	3.4%	3.5%	7.4%	3.0%	3.3%
輸入等	9.3%	8.5%	10.7%	5.4%	6.7%	5.0%	1.7%	2.9%	3.3%	3.6%	3.6%	3.6%	8.4%	4.0%	3.5%
鉱工業生産 (除く建設)	-0.1%	0.5%	1.5%	1.0%	0.9%	-0.1%	-0.3%	-0.1%	0.5%	1.0%	1.4%	1.7%	0.7%	0.1%	1.1%
実質小売売上高	6.1%	1.0%	-0.6%	-2.6%	-0.6%	0.3%	1.1%	1.3%	1.6%	1.8%	1.9%	1.9%	0.9%	0.5%	1.8%
消費者物価	6.1%	8.0%	9.3%	10.0%	7.5%	5.4%	4.3%	3.0%	3.2%	2.4%	2.3%	1.9%	8.4%	5.0%	2.4%
生産者物価	33.1%	36.5%	41.2%	27.3%	14.2%	7.0%	6.1%	5.4%	5.0%	2.5%	2.1%	3.0%	34.3%	8.0%	3.1%
失業率	6.8%	6.7%	6.7%	6.6%	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	-43.7	-94.7	-122.4	-60.6	20.6	26.0	25.3	13.0	17.4	17.7	18.4	18.2	-321.4	85.0	71.8
経常収支	11.2	-39.2	-105.9	28.0	43.3	44.1	43.5	43.6	42.1	42.6	44.3	45.7	-105.9	174.5	174.7
独 国債10年物 (期中平均)	0.16%	1.09%	1.35%	2.13%	2.36%	2.66%	2.64%	2.58%	2.50%	2.45%	2.39%	2.32%	1.18%	2.56%	2.41%
欧 政策金利 (未値)	0.00%	0.00%	1.25%	2.50%	3.50%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	3.75%	3.25%	2.50%	4.00%	3.25%

(注) 網掛け部分は大和総研予想 (2023年2月21日時点)。

(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	1.8%	0.4%	-0.7%	0.1%	-1.5%	-0.7%	0.0%	0.1%	1.0%	1.3%	1.5%	1.5%	4.0%	-0.5%	0.7%
家計消費支出	3.9%	2.7%	-1.5%	0.5%	-0.7%	0.1%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%	5.3%	-0.0%	0.3%
一般政府消費支出	-1.6%	-5.7%	2.1%	3.2%	1.6%	0.9%	1.1%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	1.1%	1.9%	1.3%	1.0%
総固定資本形成	28.2%	-2.2%	1.2%	6.3%	5.8%	-9.5%	-4.8%	-1.2%	2.6%	3.2%	3.4%	4.5%	7.7%	0.0%	0.5%
輸出等	-24.0%	22.5%	43.1%	-4.0%	-0.6%	0.8%	1.3%	1.9%	2.3%	2.5%	3.2%	2.7%	10.3%	5.2%	2.1%
輸入等	32.5%	0.7%	-11.3%	6.1%	2.3%	-1.0%	1.3%	1.8%	2.2%	1.8%	2.3%	2.5%	12.6%	0.3%	1.8%
前年同期比 (除く失業率)															
国内総生産	10.5%	3.9%	1.9%	0.4%	-0.4%	-0.7%	-0.5%	-0.5%	0.1%	0.6%	1.0%	1.3%	4.0%	-0.5%	0.7%
家計消費支出	14.7%	4.8%	1.5%	1.4%	0.2%	-0.4%	0.0%	-0.0%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	5.3%	-0.0%	0.3%
一般政府消費支出	9.0%	-0.2%	-0.1%	-0.6%	0.2%	2.0%	1.7%	1.2%	1.0%	1.1%	1.0%	1.0%	1.9%	1.3%	1.0%
総固定資本形成	11.3%	6.3%	5.7%	7.8%	2.7%	0.7%	-0.8%	-2.6%	-3.3%	-0.1%	2.0%	3.4%	7.7%	0.0%	0.5%
輸出等	7.7%	6.5%	21.2%	6.4%	13.7%	8.3%	-0.7%	0.8%	1.5%	2.0%	2.4%	2.7%	10.3%	5.2%	2.1%
輸入等	20.2%	16.8%	8.6%	5.9%	-0.8%	-1.2%	2.2%	1.1%	1.1%	1.8%	2.0%	2.2%	12.6%	0.3%	1.8%
鉱工業生産	-1.7%	-3.1%	-5.3%	-4.2%	1.5%	1.4%	1.5%	1.5%	1.7%	1.9%	2.0%	2.1%	-3.6%	1.5%	1.9%
実質小売売上高	6.1%	-6.0%	-5.2%	-5.8%	0.5%	0.3%	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	0.6%	0.6%	-2.9%	0.4%	0.5%
消費者物価	6.3%	9.1%	10.0%	10.7%	9.9%	7.4%	6.2%	4.5%	4.0%	3.3%	2.6%	1.8%	9.1%	6.9%	2.9%
生産者物価 (出荷価格)	11.6%	17.9%	19.0%	16.1%	14.9%	9.9%	7.6%	4.3%	3.3%	1.9%	0.5%	-1.0%	16.2%	9.0%	1.2%
失業率	3.7%	3.8%	3.6%	3.7%	3.8%	4.0%	4.2%	4.4%	4.5%	4.5%	4.4%	4.4%	3.7%	4.1%	4.5%
10億英ポンド															
貿易収支	-70.6	-64.4	-49.4	-45.5	-37.3	-36.5	-36.5	-36.5	-36.5	-36.2	-35.8	-35.6	-229.9	-146.9	-144.1
経常収支	-46.5	-35.1	-19.4	-14.3	-11.5	-10.7	-10.8	-10.8	-10.8	-10.5	-10.2	-10.1	-115.2	-43.8	-41.5
国債10年物 (期中平均)	1.42%	2.04%	2.66%	3.68%	3.56%	3.64%	3.58%	3.49%	3.36%	3.18%	3.08%	2.98%	2.45%	3.57%	3.15%
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%	4.00%	3.50%	3.50%	4.25%	3.50%

(注) 網掛け部分は大和総研予想 (2023年2月21日時点)。

(出所) ONS、イングランド銀行、大和総研

中国経済

習 3 期目政権、最初の全人代の注目点

2023 年の政府成長率目標は超過達成を前提に「5%前後」か

齋藤 尚登

[要約]

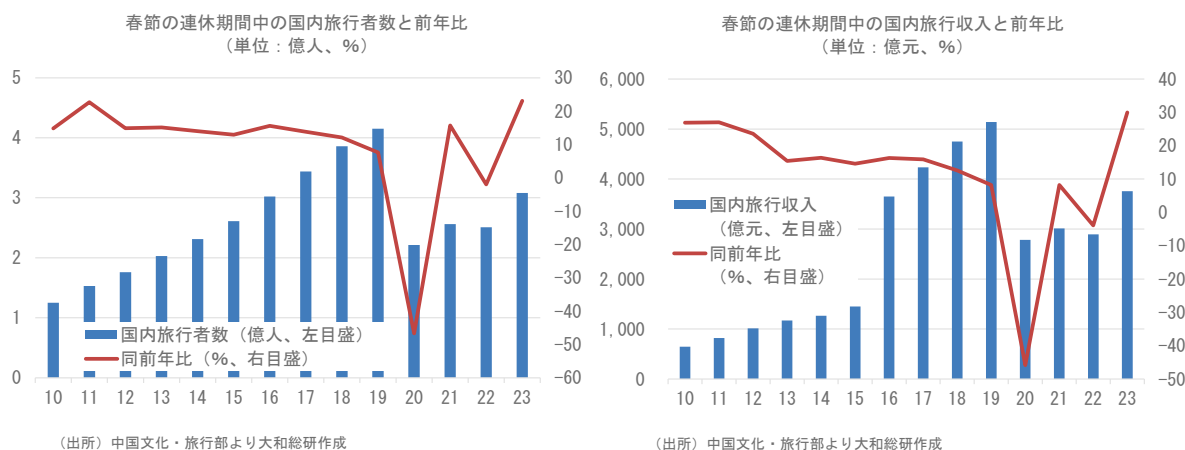
- 2023 年 1 月の消費は、接触型消費と自動車販売とで明暗が分かれた。2023 年 1 月 21 日～27 日の春節の連休は、政府による行動制限が課されない 4 年ぶりの大型連休となった。中国文化・旅行部によると、期間中の国内旅行者数は前年同期比 23.1%増の 3.08 億人と大きく改善した。完全復活にはまだ距離があるが、大きな一歩を踏み出したとの評価が可能であろう。一方で、1 月の乗用車販売台数は前年同月比 32.9%の急減を余儀なくされた。春節の連休の関係で営業日数が少なかったことに加えて、車両購入税率の半減措置が 2022 年 12 月末で終了した反動が大きかった。
- 2023 年 3 月 5 日に、第 14 期全国人民代表大会（全人代）第 1 回全体会議が開幕する。注目される国家機構人事について、2022 年 10 月の党人事で序列 2 位となった李強氏が、引退する李克強氏の後任の国務院総理（首相）に就任するとみられている。昨年 10 月の党人事では、習近平総書記を筆頭に 24 名の政治局委員が選出されたが、経済・金融に造詣の深い人物は、経済・金融担当の副首相に就任すると目される何立峰氏くらいしか見当たらなかった。今回の国務院人事では、大臣（部長）クラスで、実務に明るい人物がどれだけ登用されるかにも注目している。
- さらに、政府活動報告における政府成長率目標の発表が注目される。大和総研は 2023 年の政府成長率目標は「5.0%前後」に設定される可能性が高いとみている。2022 年が 3.0%成長にとどまったことを考えると、控え目な目標設定といえるが、習近平 3 期目政権の最初の年度だからこそ、超過達成が目指されていると思われる。

明暗が分かれた接触型消費と自動車販売

中国では旧正月（春節）の時期のずれによる影響を避けるため、工業生産や小売売上、固定資産投資といった主要経済統計の多くは、1月と2月の合計が3月中旬に発表される（2023年は3月15日に発表予定）。1月、2月の単月のデータが入手できるのは、物価や金融統計などのほか、住宅価格、自動車生産・販売といった一部の産業統計に限られる。

2023年1月の消費は、接触型消費と自動車販売とで明暗が分かれた模様である。中国ではほぼ3年にわたり継続された「ゼロコロナ」政策が、2022年12月初旬に実質的に「ウィズコロナ」政策に転換された。2023年1月8日以降は、新型コロナウイルス感染症の分類・管理が従来の「乙類甲管理¹」から「乙類乙管理」に引き下げられたことにより、「ゼロコロナ」政策への再転換の可能性はほぼなくなり、「ウィズコロナ」政策は不可逆的なものとなった。こうした中、2023年1月21日～27日の春節の連休は、政府による行動制限が課されない4年ぶりの大型連休となった。中国文化・旅行部によると、期間中の国内旅行者数は前年同期比23.1%増（以下、変化率は前年比、前年同期比、前年同月比）の3.08億人、国内旅行収入は30.0%増の3,758.4億元（約7.1兆円）と大きく改善した。コロナ禍以前の2019年を100とすると、国内旅行者数は74.2に、国内旅行収入は73.1に回復した。完全復活にはまだ距離があるが、大きな一歩を踏み出したとの評価が可能であろう。

春節の連休中の国内旅行者数（左）と国内旅行収入（右）の推移



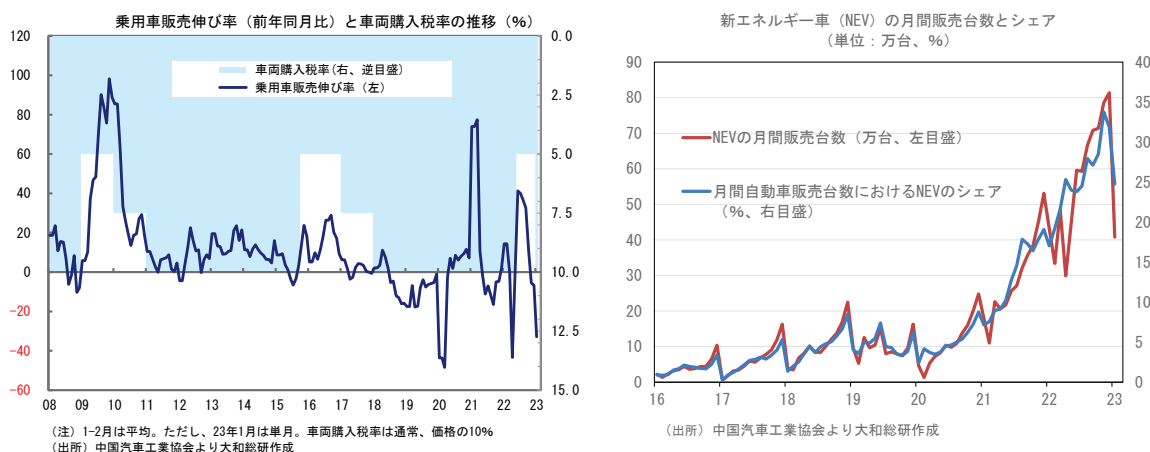
一方で、2022年12月初旬までの「ゼロコロナ」政策下での感染者急増と、「ウィズコロナ」政策下での感染爆発を受けて、11月、12月の乗用車販売台数は前年割れを余儀なくされたが、2023年1月は32.9%の急減となった。この背景には、①旧正月の時期のずれ（2023年の春節の連休は1月21日～27日、2022年は1月31日～2月6日）により、2023年は1月の営業日数が少なかったこと、②2022年6月からのガソリン車に対する車両購入税率の半減措置（価格の10%→5%）が12月末で終了したこと、などがある。

¹ 重篤な病状（分類）・嚴重な管理の順に甲・乙・丙がある。新型コロナウイルス感染症は、従来、病状は中程度であるが、ペストやコレラ並みの最も嚴重な管理が必要とされた。

さらに、電気自動車（EV）など新エネルギー車の販売台数は、2022年に95.6%増を記録したが、2023年1月は5.3%減とマイナスに沈んだ。新エネルギー車の車両購入税は2014年以降免税が続き、2023年についても早々に延長が発表されていたが、国家の補助金政策が2022年末に終了したことなどが嫌気された。

実のところ、ガソリン車に対する車両購入税率の半減措置と、新エネルギー車に対する補助金政策は、1月の早い段階で「延長」が発表されると期待されたが、2月21日時点で朗報はもたらされていない。政策への期待による買い控えが1月の販売減少の一因となったのである。それでも一部では3月5日に開幕する第14期全国人民代表大会（全人代）第1回全体会議で李強氏が新首相に就任してから、新たなサポート策が打ち出されるとの憶測がくすぶっている。今後の政策動向を注視したい。

乗用車販売と車両購入税率（左）、新エネルギー車の販売台数と自動車販売に占めるシェア（右）



住宅価格に下げ止まりの兆し。しかし、住宅購入意欲の低迷は続く

2023年1月の全国70都市新築住宅価格は▲2.3%と、3カ月連続で同じ下落幅となった。前月比は±0.0%となり、住宅価格には下げ止まりの兆しが見える。工事中断問題の改善を目的としたデベロッパーへの貸出増加が、住宅市場の安定化に寄与するとの期待が高まっている可能性も否定できないが、基本的には需要と供給がともにシュリンクしたことによる「縮小均衡」がその背景にある。

2023年1月の金融統計を見ると、経済全体の資金調達額のネットの増減額は3.2%減の5.98兆元（約113.6兆円）となったが、これは銀行引受手形や企業債券、政府債券、株式発行など、人民元貸出以外の資金調達額が減少したことによるもので、人民元貸出増加額は17.4%増の4.93兆元（約93.7兆円）となり、経済を支えた。中国人民銀行によると、インフラ投資向け、製造業向け、環境保護向け、デベロッパーへのサポートなどへの貸出が増加したとされる。一方で、住宅ローンが大半を占める家計向け中長期貸出増加額は、1月は2,231億元（約4.2兆円）

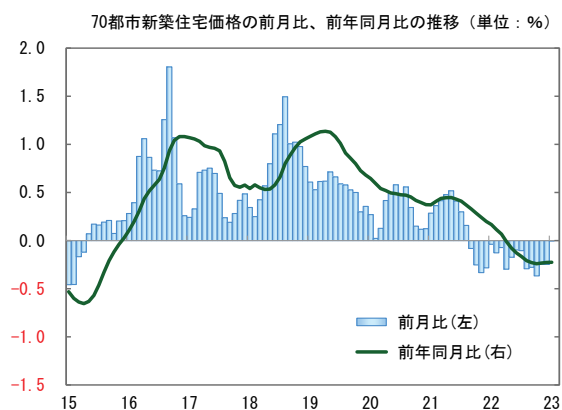
にとどまり、前年同月の7,424億元（約14.1兆円）から大きく減少した。ちなみに、この統計は2022年2月と5月に純減となったが、これは新規貸出よりも返済が多かったことを意味している。昨年来3回の利下げと住宅ローン金利の下限引き下げにより、住宅需要の刺激効果が期待されたが、それは限定的で、既存の借入者の低金利ローンへの借り換えが主流となった模様である。住宅需要は低迷が続いているとみるべきであろう。

社会資金調達金額のネットの増減額（単位：億元、%）

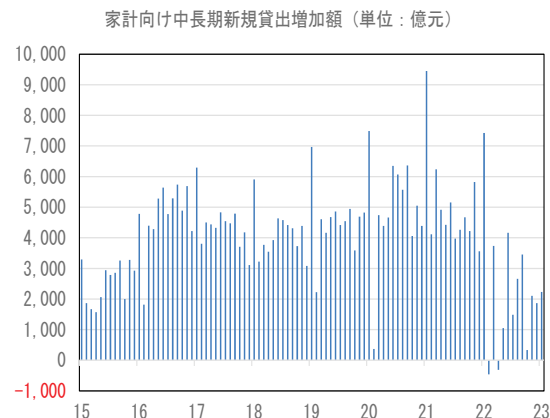
	合計	人民元貸出	外貨貸出	委託貸出	信託貸出	未割引の銀行引受手形	企業債券	政府債券	非金融企業 の域内株式 発行
2021年1月	51,884	38,182	1,098	91	▲ 842	4,902	3,917	2,437	991
2021年2月	17,243	13,413	464	▲ 100	▲ 936	639	1,356	1,017	693
2021年3月	33,762	27,511	282	▲ 42	▲ 1,791	▲ 2,296	3,807	3,131	783
2021年4月	18,569	12,840	▲ 272	▲ 213	▲ 1,328	▲ 2,152	3,624	3,739	814
2021年5月	19,522	14,294	7	▲ 408	▲ 1,295	▲ 926	▲ 1,077	6,701	717
2021年6月	37,017	23,182	701	▲ 474	▲ 1,046	▲ 221	3,927	7,508	956
2021年7月	10,752	8,391	▲ 78	▲ 151	▲ 1,571	▲ 2,316	3,091	1,820	938
2021年8月	29,893	12,713	347	177	▲ 1,362	127	4,649	9,738	1,478
2021年9月	29,026	17,755	▲ 19	▲ 22	▲ 2,098	14	1,137	8,066	772
2021年10月	16,176	7,752	▲ 33	▲ 173	▲ 1,061	▲ 886	2,261	6,167	846
2021年11月	25,983	13,021	▲ 134	35	▲ 2,190	▲ 383	4,006	8,158	1,294
2021年12月	23,580	10,350	▲ 649	▲ 416	▲ 4,553	▲ 1,419	2,167	11,674	1,851
2021年合計	313,407	199,404	1,714	▲ 1,696	▲ 20,073	▲ 4,917	32,865	70,156	12,133
前年比 (%)	-10.1	-0.5	18.3	純減幅縮小	純減幅拡大	純減	-26.1	-15.8	36.0
2022年1月	61,759	41,988	1,031	428	▲ 680	4,733	5,838	6,026	1,439
2022年2月	12,170	9,084	480	▲ 74	▲ 751	▲ 4,228	3,610	2,722	585
2022年3月	46,565	32,291	239	107	▲ 259	287	3,750	7,074	958
2022年4月	9,327	3,616	▲ 760	▲ 2	▲ 615	▲ 2,557	3,652	3,912	1,166
2022年5月	28,415	18,230	▲ 240	▲ 132	▲ 619	▲ 1,068	366	10,582	292
2022年6月	51,926	30,540	▲ 291	▲ 380	▲ 828	1,066	2,346	16,216	589
2022年7月	7,785	4,088	▲ 1,137	89	▲ 398	▲ 2,744	960	3,998	1,437
2022年8月	24,712	13,344	▲ 826	1,755	▲ 472	3,486	1,512	3,045	1,251
2022年9月	35,411	25,686	▲ 713	1,508	▲ 191	132	345	5,533	1,022
2022年10月	9,134	4,431	▲ 724	470	▲ 61	▲ 2,156	2,413	2,791	788
2022年11月	19,837	11,448	▲ 648	▲ 88	▲ 365	191	604	6,520	788
2022年12月	13,058	14,401	▲ 1,665	▲ 101	▲ 764	▲ 554	▲ 4,887	2,809	1,443
2022年合計	320,099	209,147	▲ 5,254	3,580	▲ 6,003	▲ 3,412	20,509	71,228	11,758
前年比 (%)	2.1	4.9	純減	純増	純減幅縮小	純減幅縮小	-37.6	1.5	-3.1
2023年1月	59,800	49,300	▲ 131	584	▲ 62	2,963	1,486	4,140	964
前年比 (%)	-3.2	17.4	純減	36.4	純減幅縮小	-37.4	-74.5	-31.3	-33.0

(注) 社会資金調達金額の増減額は、金融システムから経済に供給された資金のネット増減額
(出所) 中国人民銀行より大和総研作成

70都市新築住宅価格（前月比、前年同月比）（左）と家計向け中長期貸出増加額の推移（右）



(出所) 中国国家统计局より大和総研作成



(出所) 中国人民銀行より大和総研作成

習近平 3 期目政権で最初の全人代の注目点

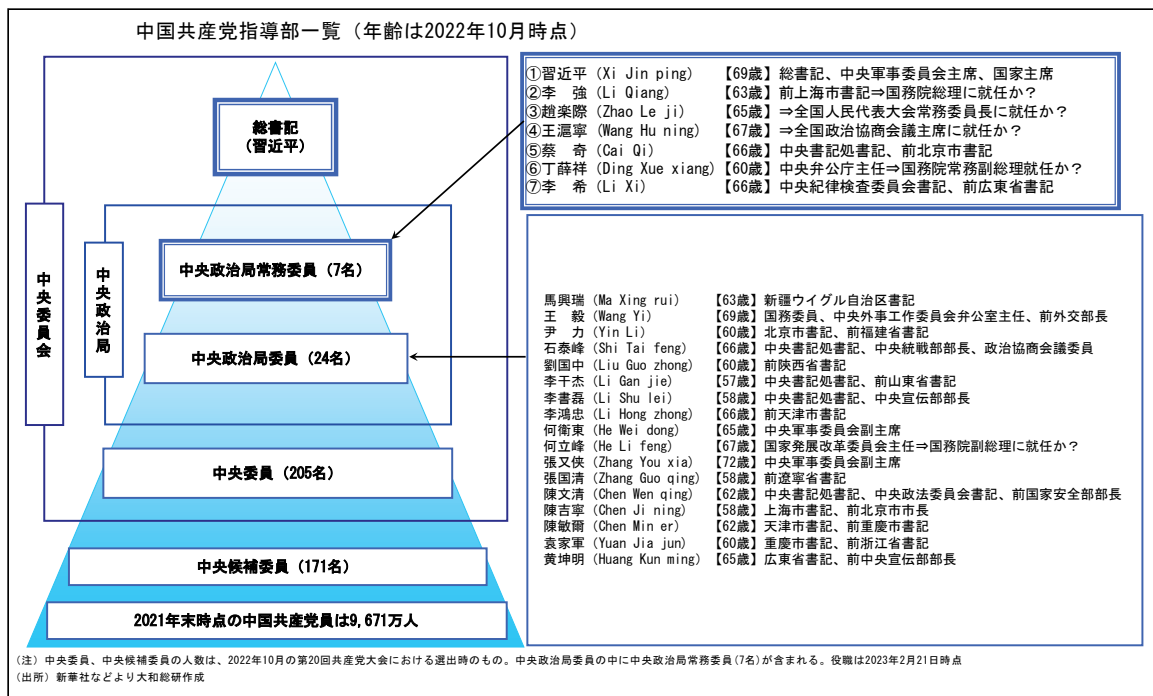
国家機構人事

2023年3月5日に、習近平3期目政権で最初の全人代が開幕する。2022年10月に開催された中国共産党第20回大会直後の党人事では、最高指導部を腹心で固めた習近平一強体制が確立され、異例の3期目がスタートした。そして今回の全人代では、国家主席・国家副主席、首相・副首相・部長（大臣）といった国務院（内閣）メンバーなど、国家機構人事が決定される。

国家主席には、習近平氏の3選がほぼ確実視され、国家副主席には、現職の王岐山氏に代わり、韓正副首相の就任が予想されている。韓正氏は、2022年10月の党人事において、最高指導部の政治局常務委員を外れ（中央委員にも選出されず）、引退するとみられていた。この状況は5年前の王岐山氏と同じであり、今後は外交面などで習近平氏をサポートすることになる。

2022年10月の党人事で、序列2位となった李強氏は、引退する李克強氏の後任の国務院総理（首相）に、序列3位の趙樂際氏は栗戰書氏の後任の全人代常務委員長（国会議長）に、序列4位の王滬寧氏は汪洋氏の後任の全国政治協商会議主席に、序列6位の丁薛祥氏は韓正氏の後任の常務（筆頭）副首相に就任するとみられている。ちなみに、序列5位の蔡奇氏は王滬寧氏の後任の中央書記処書記として、党務を担い、序列7位の李希氏は昨年10月の党人事で中央紀律検査委員会書記に就任し、反腐敗・汚職の陣頭指揮を執っている。

中国共産党指導部一覧



また、国務院人事では何立峰・国家発展改革委員会主任が経済・金融担当の副首相に就任する可能性が高い。何氏は習近平氏の福建省時代からの腹心であり、現職の劉鶴副首相の「マーケット機能を重視」する姿勢を引き継ぐことが期待されている。なお、昨年10月の党人事では、習近平総書記を筆頭に24名の政治局委員が選出されたが、経済・金融に造詣の深い人物は何立峰氏くらいしか見当たらなかった。今回の国務院人事では、大臣（部長）クラスで、実務に明るい人物がどれだけ登用されるかにも注目している。

李強新首相の独自色は打ち出されるのか？

今回の全人代の政府活動報告は李克強首相が行う最後の報告となる。全人代の国家機構人事で李克強首相は引退し、李強氏が後任となる可能性が高い。基本方針を李克強氏が中心となって決定し、李強氏がそれを遂行する形となるが、方針策定の段階で李強氏のスタンスや考え方は取り入れられるのであろうか。ちなみに、温家宝前首相と李克強首相の交代のタイミングであった2013年の政府活動報告では胡錦濤・温家宝路線が継承され、李克強氏の独自色は打ち出されていなかった。李克強首相の独自のキーワードである「簡政放権」（行政機構・組織の簡素化、権限の委譲など行政体制改革）や「大衆創業、万衆創新」（大衆による起業、万人によるイノベーション）の政府活動報告における初出は、前者は2014年、後者は2015年であった。

こうしてみると、今回の政府活動報告は李克強時代の総括的な色彩が濃くなると予想される。李強氏の経歴を見ると、地方からのたたき上げの印象が強く、国務院での勤務経験はない。李強氏の行政手腕は未知数の部分が多いということだ。全人代終了後に首相による記者会見が開かれるのが恒例であり、その場で李強氏の基本的なスタンスや考え方が披露されるかに注目している。

李強氏の略歴

生年	1959年7月（63歳）	原籍 浙江省
学歴	1978年～1982年	浙江農業大学。2003年～2005年香港理工大学管理學院（修士）
略歴	1983年4月 1976年～2011年 2011年～2012年 2012年～2016年 2016年～2017年 2017年 2017年～2022年 2022年	中国共産党入党 浙江省で勤務経歴を積む。2004年～2011年は党委員会秘書長。【習近平氏は2002年～2007年に浙江省】 浙江省副書記、政法委員会書記 浙江省副書記、省長代理、省長 江蘇省書記 中央政治局委員、江蘇省書記 中央政治局委員、上海市書記 中央政治局常務委員

（出所）新華社などより大和総研作成

政府成長率目標は5%前後か

全人代の注目点のひとつに、政府活動報告における政府成長率目標の発表がある。コロナショック下の2020年の中国の実質GDP成長率は2.2%にとどまり、2021年はその反動もあって8.4%（当初発表は8.1%）の高成長を遂げた。2年平均は5.3%（当初発表では5.1%）であった。2022年の全人代では、同年の政府成長率目標は2年平均を上回る5.5%前後に設定されたが、実績は

3.0%にとどまり、目標は全くの未達成に終わった。「ゼロコロナ」政策の徹底により、国民の生命・健康を何よりも重視した、ということであろうが、経済へのダメージは大きくなった。

2023年の政府成長率目標は何%に設定されるのであろうか。3月5日の全人代開幕を前に全ての地方政府が人民代表大会を開催し、2023年の成長率目標を発表している。(単純)平均は6.0%と、2022年の6.3%から引き下げられた。個別では、最も低いのが天津市の4.0%であり、最も高いのは海南省の9.5%である。海南省の2020年・2021年の2年平均の実質成長率は7.3%であった一方で、2022年の実質成長率は0.2%にとどまった。観光業が一大産業である海南省は、「ゼロコロナ」政策による行動制限の影響をもろに受けた格好である。2023年の高い成長率目標の背景には、「ウィズコロナ」政策への転換による観光業の回復に加え、2025年までに省全体を自由貿易港(ゼロ関税)にする計画が推進されていることがある。

こうした中で、大和総研は2023年の政府成長率目標は「5.0%前後」に設定される可能性が高いとみている。2022年が3.0%成長にとどまったことを考えると、控え目な目標設定といえるが、習近平3期目政権の最初の年度だからこそ、超過達成が目指されていると思われる。

地方政府が発表した実質成長率目標の推移 (単位: %)

	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
北京	7.0	6.5	6.5	6.5	6.0-6.5	6.0	6.0以上	5.0以上	4.5以上
天津	9.0	9.0	8.0	5.0	4.5	5.0	6.5	5.0以上	4.0
河北	7.0	7.0	7.0	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5	6.0
山西	6.0	6.0	5.5	6.5	6.3	6.1	8.0	6.5	6.0
内モンゴル	8.0	7.5	7.5	6.5	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0
遼寧	6.0	6.0	6.5	6.5	6.0-6.5	6.0	6.0以上	5.5以上	5.0以上
吉林	6.5	7.0	7.0	6.0	5.0-6.0	5.0-6.0	6.0-7.0	6.0	6.0
黒竜江	6.0	6.0-6.5	6.0-6.5	6.0	5.0	5.0	6.0	5.5	6.0
上海	7.0	6.5-7.0	6.5	6.5	6.0-6.5	6.0	6.0以上	5.5	5.5以上
江蘇	8.0	7.5-8.0	7.0-7.5	7.0	6.5	6.0	6.0以上	5.5以上	5.0
浙江	7.5	7.0-7.5	7.0	7.0	6.5	6.0-6.5	6.5以上	6.0	5.0以上
安徽	8.5	8.5	8.5	8.0	7.5-8.0	7.5	8.0	7.0以上	6.5
福建	10.0	8.5	8.5	8.5	8.0-8.5	7.0-7.5	7.5	6.5	6.0
江西	9.0	8.5	8.5	8.5	8.0-8.5	8.0	8.0	7.0以上	7.0
山東	8.5	7.5-8.0	7.5	7.0	6.5	6.0以上	6.0	5.5以上	5.0以上
河南	8.0	8.0	7.5	7.5	7.0-7.5	7.0	7.0以上	7.0	6.0
湖北	9.0	9.0	8.0	7.5	7.5-8.0	7.5	10.0以上	7.0	6.5
湖南	8.5	8.5	8.0	8.0	7.5-8.0	7.5	7.0以上	6.5以上	6.5
広東	7.5	7.0-7.5	7.0	7.0	6.0-6.5	6.0	6.0以上	5.5	5.0以上
広西	8.0	7.5-8.0	7.5	7.0-7.5	7.0	6.0-6.5	7.5以上	6.5以上	5.5
海南	8.0	7.0-7.5	7.0	7.0	7.0-7.5	6.5	10.0以上	9.0	9.5
重慶	10.0	10.0	10.0	8.5	6.0	6.0	6.0以上	5.5	6.0以上
四川	7.5	7.0	7.5	7.5	7.5	8.5	7.0	6.5	6.0
貴州	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	8.0	8.0	7.0	6.0
雲南	8.5	8.5	8.5	8.5	8.5	全国平均以上	8.0	7.0	6.0
チベット	12.0	10.0	11.0	10.0	10.0	9.0	9.0以上	8.0	8.0
陝西	10.0	8.0	8.0	8.0	7.5-8.0	6.5	6.5	6.0	5.5
甘肅	8.0	7.5	7.5	6.0	6.0	6.0	6.5	6.5以上	6.0
青海	8.0	7.5	7.5	7.0	6.5-7.0	6.0-6.5	6.0以上	5.5	5.0
寧夏	8.0	7.5	8.0	7.5	6.5-7.0	6.5	7.0以上	7.0	6.5
新疆	9.0	7.0	7.0	7.0	5.5	5.5	6.5	6.0	7.0
全国(単純平均)	7.9	7.8	7.7	7.3	6.9	6.5	7.0	6.3	6.0

(注1) 水色は前年より目標が引き下げられていることを、薄橙色は前年より目標が引き上げられていることを表す

(注2) 紺地に白抜き数字は前年より目標が2.5%ポイント以上引き下げられていることを、濃色の地に白抜き数字は同様に2.5%ポイント以上引き上げられていることを表す

(出所) 各地方政府活動報告、各地方国民経済と社会発展計画の執行状況・計画案などにより大和総研作成

最後に、2023年の経済政策運営上の重点は、2022年12月初旬まで継続された「ゼロコロナ」政策で傷んだ経済の回復に置かれよう。2022年12月の中央経済工作会議でその方向性が打ち出されたが、2023年2月16日に発行された中国共産党理論誌「求是」では、習近平総書記がその際に行った演説の一部を「現在の経済工作のいくつかの重要な問題」と題して、内容を改めて掲載した。骨子は以下の通りであり、こうしたポイントが2023年の政府活動報告における重点政策を形成する可能性が高い。

①国内需要拡大に注力する

総需要の不足が現在、経済が直面している突出した問題である。内需拡大戦略を大きな力で実施し、より強力な措置を講じる。消費の回復と拡大を目的とした政策を優先的に実行する。都市・農村の住民の収入を様々なルートで増加させる。特に消費性向は高いが、新型コロナウイルス感染症の影響が大きい中低所得層の消費能力を高める。消費者ローンを中心に増やし、住宅・住環境の改善、（電気自動車など）新エネルギー車、高齢者向けサービス、教育、医療、文化などの消費をサポートする。政府投資と政策的な奨励によって、社会全体の有効投資を刺激する。現在、民間投資が比較的弱く、政府投資に呼び水としての役割を發揮させる。第14次5カ年計画（2021年～2025年）の重点プロジェクトの実施を加速し、交通、エネルギー、水利、農業、情報などのインフラ建設を強化する。重要科学技術インフラと基幹コア技術研究開発能力の構築を前倒して推進する。政策金融による国家プロジェクトへの資金調達サポートを増強する。民間資本による国家重点プロジェクトと弱点分野への参画を奨励する。輸出に経済をけん引する役割を引き続き發揮させ、先進技術、重要設備、エネルギー・資源の輸入を積極的に拡大する。

②現代的な産業システムの建設加速

製造業の重点産業チェーンを強固にし、鍵となる核心技術と部品のボトルネックを解消し、産業システムのセルフコントロールと安全性を保障し、国民経済の循環を保障する。重要エネルギー・鉱物資源の国内探査・開発と備蓄・生産を増強し、新エネルギーシステムの計画・建設を加速し、国家戦略物資の備蓄保障能力を引き上げる。食糧の生産能力を引き上げる。伝統的産業の世界分業体制における地位と競争力を引き上げ、新エネルギー、人工知能、バイオ、グリーン低炭素、量子コンピュータなど最先端技術の開発と応用を加速させる。「専精特新（専門化、精密化、特色化、斬新化）」企業の発展を支援する。デジタルエコノミーを大いに発展させ、監督管理水準を引き上げ、プラットフォーム企業が発展をリードし、雇用を創造し、国際的な競争の中で大いに活躍することをサポートする。

③「2つのいささかも揺るがない」²の確実な実施

国有資本・国有企業改革をさらに深化させ、国有企業のコアの競争力を引き上げ、国有企業の経済責任と社会責任の関係をうまく処理する。中国の特色ある国有企業の現代的なガバナンスをよりよくし、市場メカニズムによって会社が運営されるようにする。制度上、法律上、国有企

² 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。

業と民営企業は平等の待遇であることをしっかりと実行し、政策と世論が民営経済と民営企業が壮大に発展することを奨励・サポートする。民営企業の財産権と企業家の権益は法に基づき保護される。各レベルの幹部は民営企業が抱える難題を解決する。

④さらなる外資誘致・外資利用

高水準の対外開放を推進し、貿易・投資協力の質とレベルを引き上げる。市場参入を拡大し、現代的サービス分野の開放の度合いを拡大する。外資企業の内国民待遇をしっかりと実施し、外資企業の法に依拠した政府購入、入札、基準制定への参加を保障し、知的財産権と合法的な権益の保護を強化する。CPTPP（環太平洋パートナーシップに関する包括的および先進的な協定）や DEPA（デジタル経済パートナーシップ協定）への加盟準備を積極的に行い、国内の関連領域の改革を深化させる。

⑤重大な経済・金融リスクの効果的な防止・解消

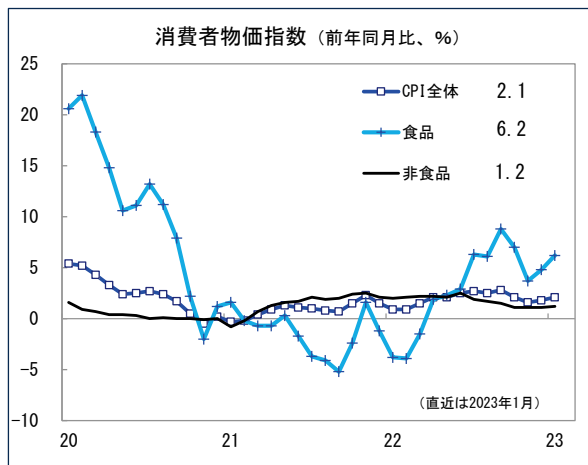
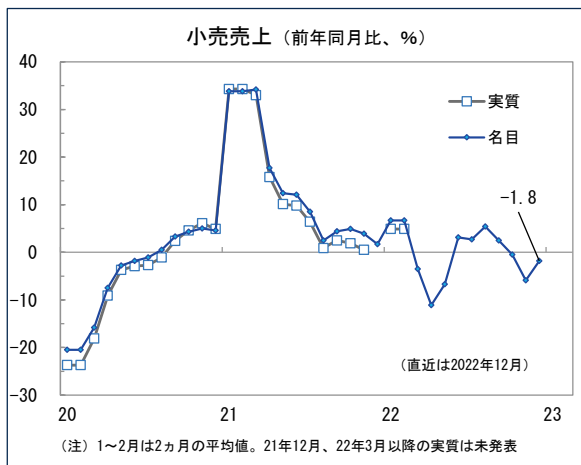
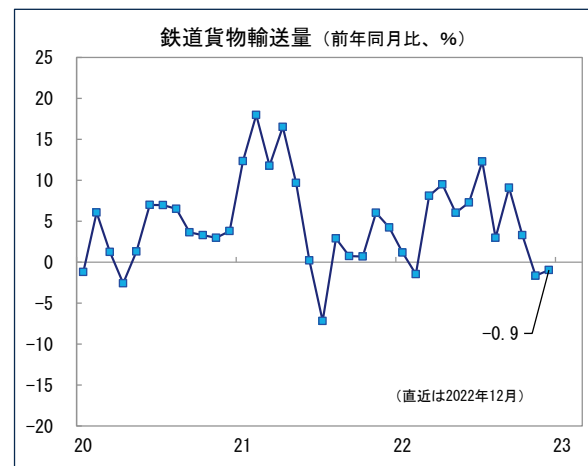
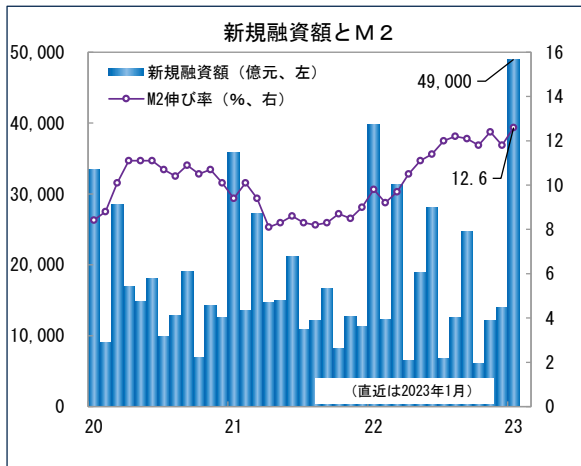
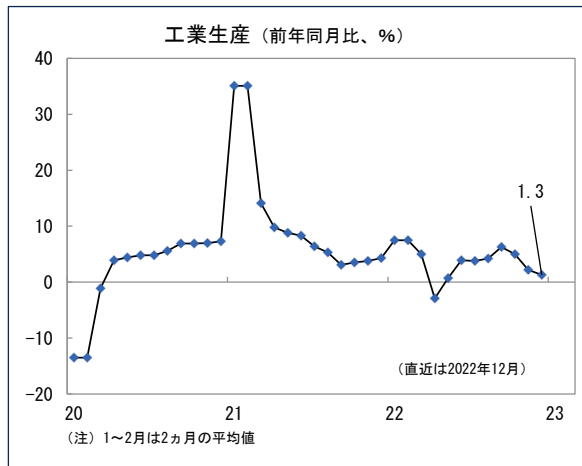
不動産セクターが引き起こすシステム・リスクを防ぐ。不動産市場の安定した発展を確保し、「保交楼」（物件を契約通りの数量、品質、納期で購入者に引き渡す）を着実にやり、民生と安定を保ち、資金調達需要を満ちし、業界のM&Aを推進し、健全・良質な不動産上位企業のリスクを効果的に防止・解消する。不動産企業の資産負債状況を改善し、同時に違法犯罪行為を法に基づき処罰する。都市毎の政策によって、実需とよりよい住宅への需要をサポートし、（農村などから移住した）新市民や青年などの住宅問題を解決し、長期賃貸市場の建設を模索する。住宅は住むものであって投資商品ではないとの位置づけを堅持し、不動産産業の新たな発展モデルへのソフトランディングを推進する。金融リスクを防止・解消し、（局所的ではなく）区域の広がりを持つシステム・リスクを防止する。地方政府の債務リスクを防止・解消し、債務の増加を抑制し、債務残高の削減を図る。

主要経済指標一覧

	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	2023年1月
実質GDP成長率（四半期、前年同期比、%）	-	-	4.8	-	-	0.4	-	-	3.9	-	-	2.9	-
工業生産（前年同月比、%）	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、%）	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、%）	1.2	-1.5	8.1	9.5	6.0	7.3	12.3	3.0	9.1	3.3	-1.6	-0.9	-
固定資産投資（前年累計比、%）	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、%）	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、%）	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、%）	0.9	0.9	1.5	2.1	2.1	2.5	2.7	2.5	2.8	2.1	1.6	1.8	2.1
食品（前年同月比、%）	-3.8	-3.9	-1.5	1.9	2.3	2.9	6.3	6.1	8.8	7.0	3.7	4.8	6.2
非食品（前年同月比、%）	2.0	2.1	2.2	2.2	2.1	2.5	1.9	1.7	1.5	1.1	1.1	1.1	1.2
工業製品出荷価格指数（前年同月比、%）	9.1	8.8	8.3	8.0	6.4	6.1	4.2	2.3	0.9	-1.3	-1.3	-0.7	-0.8
工業生産者購入価格指数（前年同月比、%）	12.1	11.2	10.7	10.8	9.1	8.5	6.5	4.2	2.6	0.3	-0.6	0.3	0.1
新規融資額（億元）	39,800	12,300	31,300	6,454	18,900	28,046	6,790	12,500	24,700	6,152	12,100	14,000	49,000
M2伸び率（%）	9.8	9.2	9.7	10.5	11.1	11.4	12.0	12.2	12.1	11.8	12.4	11.8	12.6
輸出（前年同月比、%）	16.1	14.3	3.5	16.4	17.1	18.1	7.4	5.6	-0.3	-9.0	-9.9	-	-
輸入（前年同月比、%）	16.8	0.7	0.1	3.5	0.0	1.6	0.0	0.2	-0.7	-10.6	-7.5	-	-
貿易収支（億米ドル）	547.7	445.0	494.3	783.0	972.8	1022.2	802.7	840.5	849.4	690.6	780.1	-	-
新築商品住宅価格指数 北京（前年同月比、%）	5.5	5.5	5.7	5.8	5.9	5.8	5.5	5.8	6.1	5.9	5.7	5.8	5.2
上海（前年同月比、%）	4.2	4.1	4.1	3.8	3.4	3.4	3.5	3.7	3.8	4.0	4.0	4.1	4.2
商用不動産 着工面積（前年累計比、%）	-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、%）	-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、%）	-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、%）	-19.3	-22.7	-29.5	-31.5	-28.9	-28.8	-27.9	-26.3	-26.1	-26.6	-26.7	-	-

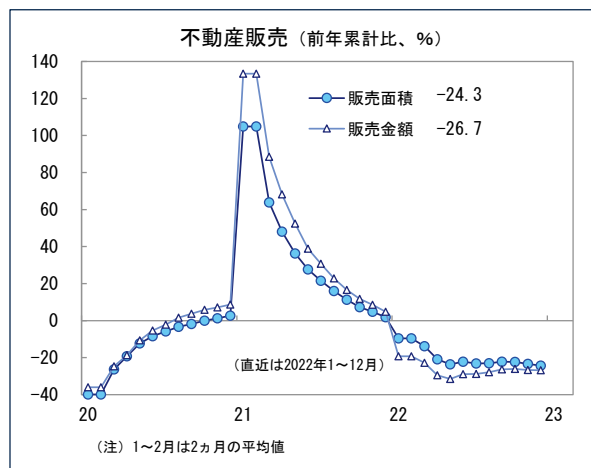
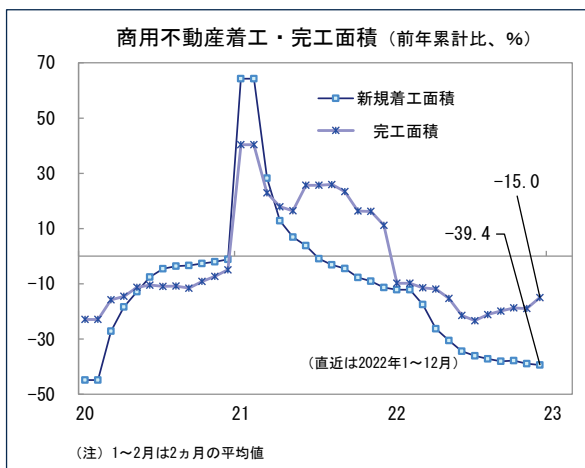
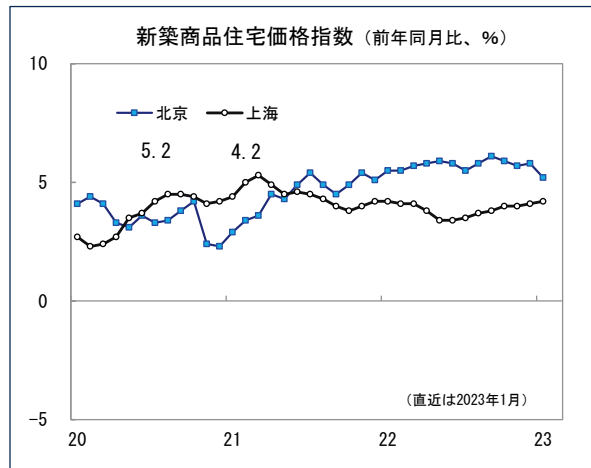
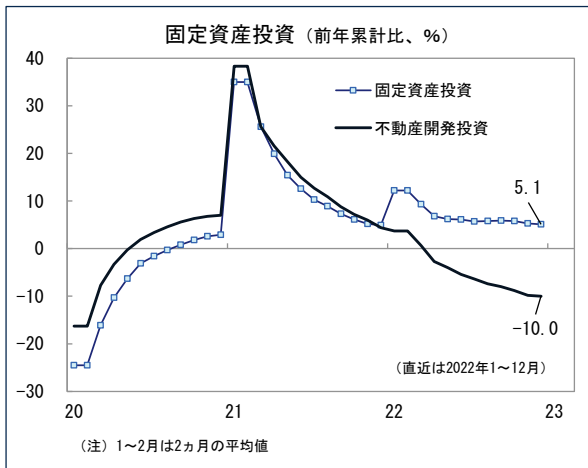
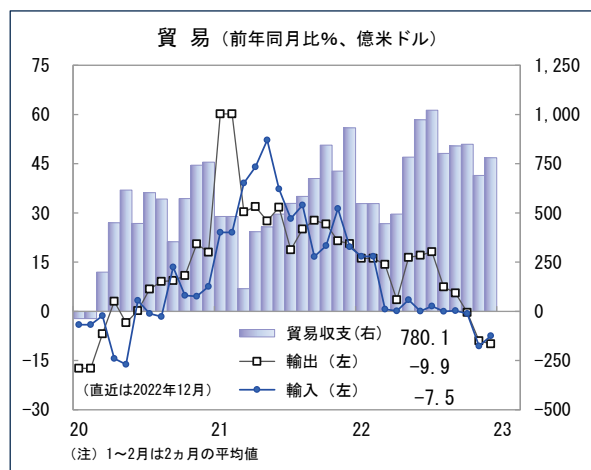
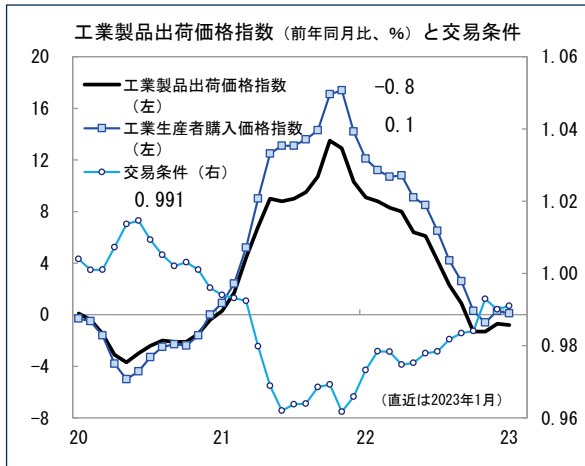
（出所）中国国家统计局、中国人民銀行、通関統計、中国エネルギー局、CEIC より大和総研作成

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