

2023年3月23日

主要国経済 Outlook

2023年4月号 (No. 437)

経済調査部
ニューヨークリサーチセンター

[目次]

Overview	2
急浮上した金融システム不安の二つのインパクト	
経済調査部長 山崎 加津子	
日本経済	4
2023年春闘では大幅ベアに／物価高の中でも好調な企業収益の背景	
経済調査部 シニアエコノミスト 神田 慶司	
米国経済	14
米銀行破綻をどうみるか	
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
一難去ってまた一難	
経済調査部 シニアエコノミスト 近藤 智也	
中国経済	38
李強・新首相下での中国経済の行方	
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

急浮上した金融システム不安の二つのインパクト

山崎 加津子

世界

米国のシリコンバレーバンクの突然の経営破綻をきっかけに、ここ 1 年余りの米欧の急速な利上げが金融システム不安を引き起こすことへの懸念が一気に高まった。米当局は破綻銀行の預金の全額保護、銀行への流動性供給プログラムの創設などを矢継ぎ早に打ち出し、また日米欧など 6 中銀によるドル供給強化の方針も発表された。一方、ECB は 3 月 16 日に 0.5%pt、FRB は 3 月 22 日に 0.25%pt の利上げをそれぞれ発表し、金融政策ではインフレ抑制を重視する姿勢が示された。ECB、FRB とも金融システム不安の拡散は大いに警戒しつつも、現状は個別銀行の特殊ケースで、金融政策の方針を見直すべき事態には至っていないとの判断である。米国もユーロ圏もインフレ率はピークアウトしたものの高水準にとどまっており、現時点では妥当な判断と考えられる。ただし、金融システム不安が解消されるまでには時間を要すると見込まれ、その間、銀行の貸出姿勢の厳格化、企業の投資意欲や家計の消費意欲の後退などの影響が世界経済に及ぶことが予想される。短期的な市場へのインパクトに加え、このような中長期的なインパクトにも目配りが必要となった中、米欧の利上げ停止時期が早まる可能性が出てきた。

日本

2023 年春闘の賃上げ率は 30 年ぶりの高水準となる可能性が高まった。日本労働組合総連合会（連合）が 3 月 17 日に公表した第 1 回回答集計結果によると、定期昇給込みの賃上げ率は 3.80% で、1993 年以来の高い水準であった。中小企業を含めてベースアップ（ベア）率が大幅に引き上げられ、非正規雇用者の賃上げ額も例年を大きく上回った。仮に、今春の大幅ベアによって所定内給与が前年比 1.5%pt 高まると、実質賃金の前年比変化率は 2023 年度前半にプラスとなる。ただし、賃金面からの物価上昇圧力が高まることで、2024 年 1-3 月期には再びマイナスに転じるとみられる。そうなれば、2024 年春闘では前年に続いて「物価高に負けない賃上げ」を求める声が高まり、賃上げ率は高水準を維持する可能性がある。2022 年は資源高の中でもマクロで見た企業収益は好調だった。しかしながら、好調な業種でも、2022 年に増収減益となった中小企業は多い。今後は大幅な賃上げによる人件費の増加も見込まれる。幅広い企業の収益拡大と高水準の賃上げを両立させるためにも、円滑に価格転嫁できる環境の整備が引き続き重要だ。

米国

3 月 10 日にシリコンバレーバンク、3 月 12 日にシグネチャーバンクが経営破綻に至ったことで、米銀行セクターへの不安が強まった。これに対し、経営破綻した両行の預金全額保護や FRB による新たな流動性供給プログラムの創設、そして、米銀行大手 11 行によるファーストリパブリックバンクへの支援など、官民が協力し、迅速に対応した。こうした初期対応は、両行の経営破綻に伴う混乱が銀行システム全体に拡大することを防いだと評価できる。しかし、一度不安心理が高まれば解消することは容易ではない。各銀行は手元流動性の確保に奔走している。また、銀行は市場の標的とならないよう、より安全志向な経営スタンスへと転換することも想定される。加えて、市場における信用リスクの再評価も進むだろう。つまりは、信用収縮が発生す

ることによって、雇用環境や国内需要を急速に冷やすことが景気のリスク要因となる。こうした中、一部の市場参加者の中で、FRBが金融政策を緩和的な方向へと修正していくのではないかと期待がある。ただし、FRBが金融緩和へと拙速に修正してしまえば、懸案事項である高インフレが残存するリスクは高まる。FRBは金融不安と高インフレの間で板挟みになっており、金融政策を取り巻く不確実性が高まっていること自体も景気の下振れリスクとなり得るだろう。

欧州

ユーロ圏の2022年10-12月期の実質GDP成長率は若干のマイナス成長に下方修正された。個人消費と企業の設備投資が揃って落ち込み、輸出も伸び悩んだ。もっとも、ユーロ圏が当初警戒されていたほどの落ち込みを回避したのも事実である。穏やかな天候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、天然ガス等のエネルギー価格は下落している。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。だが、3月半ば以降、米国発の国際的な金融システム不安が欧州にも伝播し、新たな懸念材料となっている。短期間で収束すれば経済への影響は小さいだろうが、人々の疑心暗鬼を払拭するには時間を要する可能性があり、欧州金融機関の態度が企業や家計に与える影響にも注視する必要があるだろう。当面、ECBは、インフレ抑制に加えて、金融の安定を維持するという難題に対処しなければならない。

中国

2023年3月の第14期全国人民代表大会（全人代）第1回会議で李強氏が後任の首相に就任した。経済重視、開明派、国民生活への配慮、民営企業への思い入れといったキーワードから浮かび上がる李強氏の姿勢は、その穏やかな語り口とも相まって「ソフト路線」ということになるのではないだろうか。全人代では、2023年の政府成長率目標を5.0%前後と設定した。李強首相は記者会見で、「成長率目標の実現は決して容易ではなく、一層努力する必要がある」とした。恐らくこれは、「実現は容易ではないため積極的な景気テコ入れ策を講じて、目標を必ず達成する」と読み替えて差し支えないであろう。中国人民銀行は3月19日に、銀行の預金準備率を0.25%引き下げることを発表した。李強首相の経済回復を重視する姿勢に中央銀行が早速反応した格好である。2022年の中国経済は実質3.0%成長にとどまったが、2023年は5.6%程度の実質成長が可能であるとみている。

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	4.7	-1.1	0.1	3.3	3.0	1.4	0.8	1.0	2.1	1.0	1.8	1.1
									<u>2.6</u>	<u>1.0</u>	<u>1.8</u>	<u>1.1</u>
米国	-0.6	3.2	2.9	1.1	0.0	0.1	0.7	1.2	5.9	2.1	1.2	1.0
ユーロ圏	3.6	1.5	-0.1	-0.6	0.4	0.6	1.0	1.4	5.3	3.5	0.4	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	5.0	8.4	3.0	5.6	4.3
ブラジル	3.7	3.6	1.9	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	5.0	2.9	0.9	1.0
インド	13.2	6.3	4.4	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	<u>9.1</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.	5.6	-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 年春闘では大幅ベアに／物価高の中でも好調な企業収益の背景

神田 慶司
岸川 和馬

[要約]

- 2023 年春闘の賃上げ率は 30 年ぶりの高水準となる可能性が高まった。日本労働組合総連合会（連合）が 3 月 17 日に公表した第 1 回回答集計結果によると、定期昇給込みの賃上げ率は 3.80% で、1993 年以来の高い水準であった。中小企業を含めてベースアップ（ベア）率が大幅に引き上げられ、非正規雇用者の賃上げ額も例年を大きく上回った。
- 仮に、今春の大幅ベアによって所定内給与が前年比 1.5%pt 高まると、実質賃金の前年比変化率は 2023 年度前半にプラスとなる。ただし賃金面からの物価上昇圧力が高まることで、2024 年 1-3 月期には再びマイナスに転じるとみられる。そうなれば、2024 年春闘では前年に続いて「物価高に負けない賃上げ」を求める声が高まり、賃上げ率は高水準を維持する可能性がある。
- 2022 年は資源高の中でもマクロで見た企業収益は好調だった。背景を探るため、付加価値額の動きを「マージン」と「数量」の 2 つの要因に分けて整理した。製造業の加工業種では、主にマージン要因によって付加価値額が増加した業種が多く、その傾向は情報通信機器や電子部品などで顕著であった。反対に非製造業では、電力・ガス・熱供給を中心にマージンが悪化し、付加価値額が減少した。好調な業種でも、2022 年に増収減益となった中小企業は多い。今後は大幅な賃上げによる人件費の増加も見込まれる。幅広い企業の収益拡大と高水準の賃上げを両立させるためにも、円滑に価格転嫁できる環境の整備が引き続き重要だ。

1. 2023年春闘では30年ぶりの高い賃上げ率を実現か

連合の第1回回答集計結果における賃上げ率は1993年の水準に次ぐ3.80%

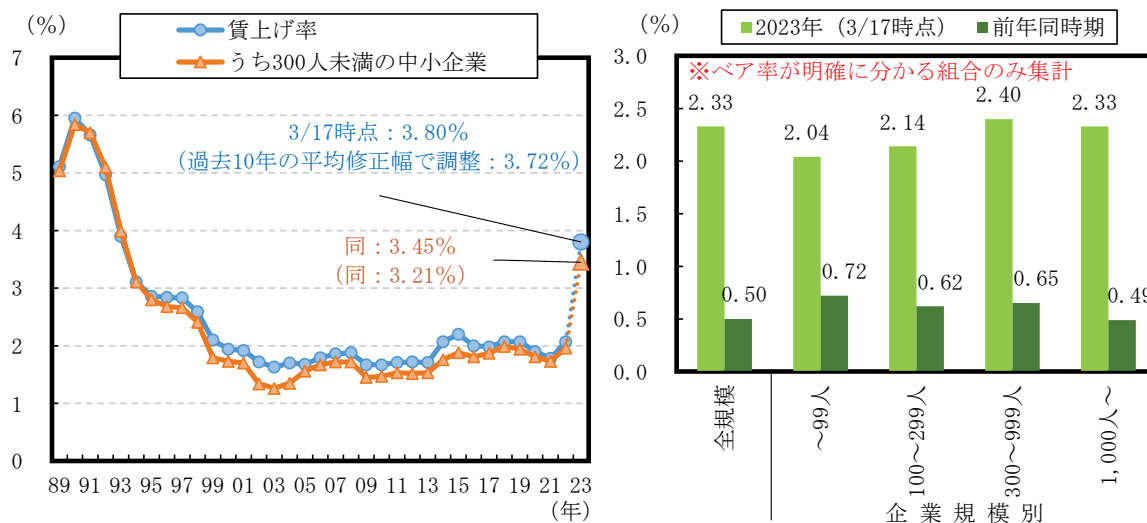
2023年春闘の賃上げ率は30年ぶりの高水準となる可能性が高まった。日本労働組合総連合会（連合）が3月17日に公表した第1回回答集計結果によると、定期昇給（定昇）込みの賃上げ率は3.80%、従業員300人未満の中小企業では3.45%であった（**図表1左**）。

6月末に公表される最終集計結果の賃上げ率は、第1回のそれを下回る傾向が見られる。そこで過去10年間の修正幅で調整すると、全規模の賃上げ率は3.57~3.79%（平均修正幅で調整すると3.72%）、中小企業では2.99~3.36%（同3.21%）に低下する。それでもこの水準で着地すれば、全規模では3.90%だった1993年以来の高い賃上げ率であり、中小企業でも3%台に乗せる可能性がある。当社や、民間調査機関の予想平均値である3%程度を大きく上回る結果となりそうだ。

連合はベースアップ（ベア）率が明確に分かる組合を対象とした集計結果も公表している。対象組合の定昇込み賃上げ率は3.99%で、ベア率は2.33%であった（**図表1右**）。2022年の消費者物価指数（CPI）は前年比+2.5%であり、平均的な生計費の増加分をおおむねカバーするベアが実施される。また前年の第1回回答集計結果と比べると、定昇相当分はほぼ横ばいで、ベア率が1.83%pt高まった。どの企業規模でもベア率が大幅に引き上げられており、企業規模の大きい企業ほど前年からの引き上げ幅が大きい。

非正規雇用者の賃上げも加速した。有期・短時間・契約等労働者の賃上げ額は加重平均で時給61.7円と、過去10年間の賃上げ額（同12.0~30.5円）を大きく上回った。記録的な物価高や人手不足の深刻化、多くの企業で高水準にある企業収益などを背景に、2023年春闘では企業規模や雇用形態にかかわらず大幅な賃上げが実現するとみられる。

図表1：連合が公表する賃上げ率の推移（左）と企業規模別に見たベースアップ率（ベア率、右）



(注) 平均賃金方式での回答を集計した結果。

(出所) 日本労働組合総連合会「2023年春闘 第1回回答集計結果」(2023年3月17日)より大和総研作成

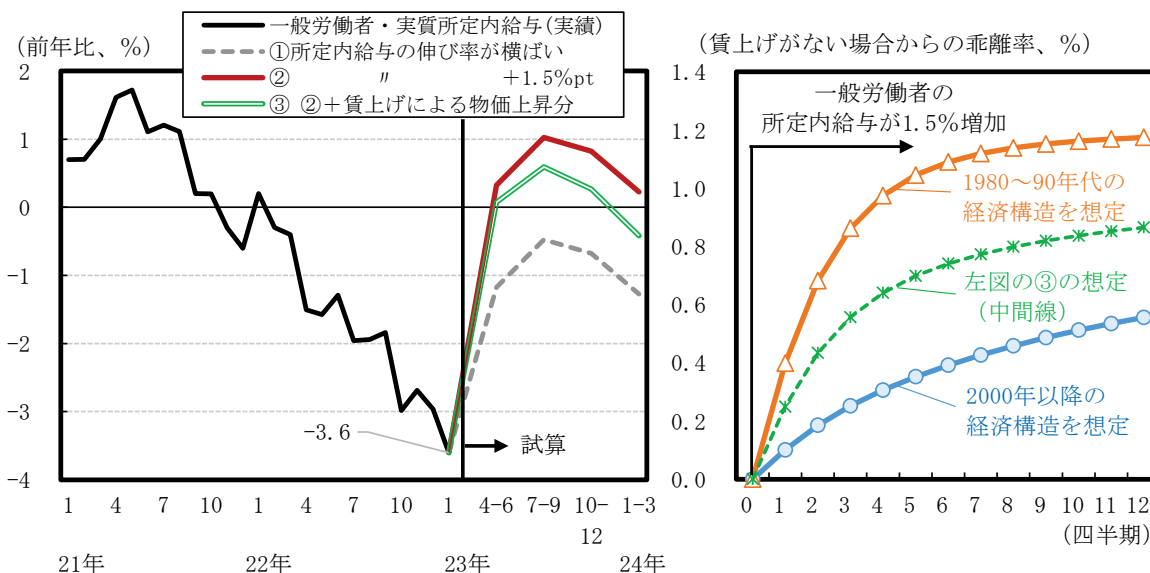
今春の大幅ベアで賃金と物価の循環的上昇が加速する可能性が高まる

足元では約40年ぶりの物価高に賃金上昇が追い付かず、厚生労働省「毎月勤労統計調査」に見る実質賃金は大幅に下落している。2023年春闘の集計結果はこうした厳しい所得環境が大きく改善することを示唆する。欧米の金融機関の破綻や中銀の利上げなど世界経済の先行き不透明感が強まる中、高水準の賃上げは国内景気の下支え要因となるだろう。

図表2左では一般労働者（≒正規雇用者）の実質所定内給与を示している。直近の2023年1月ではCPI（持家の帰属家賃を除く総合）が前年比+5.1%へと上昇したことで、実質所定内給与は同▲3.6%まで落ち込んだ。もっとも、2月以降は政府のエネルギー高対策によって物価上昇率が同1%pt超抑制されることに加え、輸入インフレの影響も4-6月期頃から低下していく見込みである（当社の直近の物価見通しに基づく）。そのため今後の所定内給与の伸び率が横ばいと想定しても実質額のマイナス幅は縮小するが、2023年度中にプラスに転じることは難しいとみられる（**図表2左**のケース①）。

だが今春の大幅ベアにより、所定内給与は前年比で1.5%ptほど高まる可能性が出てきた¹。実現すれば、実質額の伸び率は2023年度前半にプラスへと転じる一方、賃金面からの物価上昇圧力の強まりが実質所定内給与を押し下げることも考えられる（**図表2左**のケース②、③）。

図表2：一般労働者の実質所定内給与における2023年度のシナリオ別見通し（左）と所定内給与の1.5%増加がCPIに与える影響（右）



(注1) 左図はCPI（持家の帰属家賃を除く総合）で実質化した所定内給与。2023年度のCPI見通しは当社の「第216回日本経済予測（改訂版）」に基づき、持家の帰属家賃の寄与度を足元の水準で横ばいと想定。

(注2) 右図は小型のマクロモデルによって一般労働者の所定内給与が1%増加した場合の生鮮食品・エネルギーを除くCPIへの影響を試算。2つのケースは、推計期間を1983～99年と2000年以降に分けた推計結果。

(出所) 総務省、厚生労働省、内閣府、日本銀行統計より大和総研作成

¹ 前述したように、連合の第1回回答集計結果ではベア率が前年から1.83%pt高まったが、対象組合の定昇込み賃上げ率は全組合のそれよりも0.2%ptほど高い。また最終集計結果では下方修正される傾向があることも踏まえると、実際のベア率の引き上げ幅は1.5%pt程度に縮小するとみられる。一般労働者の所定内給与の伸び率はベア率の動きに連動する傾向が長期的に見られることから、ここでは一般労働者の所定内給与の伸び率がベア率と同様に1.5%pt高まると想定した。

所定内給与と物価の関係は家計の消費行動や企業の価格改定行動によって変化する。そこで小型のマクロモデルを作成し、1980～90年代と2000年以降の2つの時期で推計した結果が**図表2右**である。インフレがおおむね定着していた1980～90年代では、所定内給与が1.5%増加したときの物価への影響は1年後で+1%程度、2年後で+1.1%程度となる。一方、2000年代以降の場合は2年後でも+0.5%程度にとどまる。デフレ経済の下で企業は価格改定に慎重になり、賃金と物価の循環的な上昇メカニズムが機能しにくくなったためとみられる。

神田・久後・小林(2023)²で指摘したように、家計と企業の行動にはこのところ変化が見られ、1980～90年代の経済構造に近づいている可能性がある。そこで**図表2左**のケース③では、賃金と物価の関係が1980～90年代と2000年代の中間にあると想定すると、2023年度のCPI見通しは前年比+1.7%から同+2.2%へと高まる(いずれも総合ベース)。実質所定内給与の伸び率はケース②から低下し、2024年1-3月期には再びマイナスに転じる。そうなれば、2024年春闘では前年に続いて「物価高に負けない賃上げ」を求める声が高まり、賃上げ率は高水準を維持する可能性がある。

「ダイヤモンドプル・インフレ」への転換が加速し、物価見通しは上方修正へ

以上の試算結果は、資源高や円安などを主因とする「コストプッシュ・インフレ」から賃金上昇を伴う「ダイヤモンドプル・インフレ」への転換を、今春の大幅ベアが強く後押しすることを示唆している。

直近の民間調査機関の平均的な物価見通しでは、インフレ率が年1%程度へと低下していく姿が描かれており、当社も同じだ。このシナリオでは新型コロナウイルス禍からの経済活動の正常化もあってマクロの需給バランスの改善が続き、物価の上昇圧力は強まる一方、家計や企業の経済行動は変わらない。つまり、日本経済がゼロインフレ均衡(デフレではない状況)に戻ることを暗に想定した見通しといえる。

だが、前述のように家計・企業行動には変化が見られる。さらに今春の大幅ベアによって企業の値上げの動きが財だけでなくサービスにも広がれば、日本がインフレ均衡にあった1990年代前半までの経済構造に移行(デフレから完全に脱却)する蓋然性は高まる。

この点、企業が人件費の増加分を円滑に価格転嫁できる環境の整備が重要だ。政府は中小企業に対して価格交渉や転嫁を適正に行うことができているかを調査し、2023年2月に初めて企業名とともに公表した。効果の大きさは不明確だが、価格転嫁を社会問題化することで、企業間の価格転嫁が進みやすくなる可能性がある。

当社では引き続き春闘での賃上げや価格転嫁の動きなどを注視しつつ、5月下旬に公表する「第217回日本経済予測」において物価見直しを見直す予定である。

² 神田慶司・久後翔太郎・小林若葉「[賃金と物価の循環的上昇は加速するか](#)」(大和総研レポート、2023年2月22日)

2. 賃上げを後押しした高水準の企業収益の背景

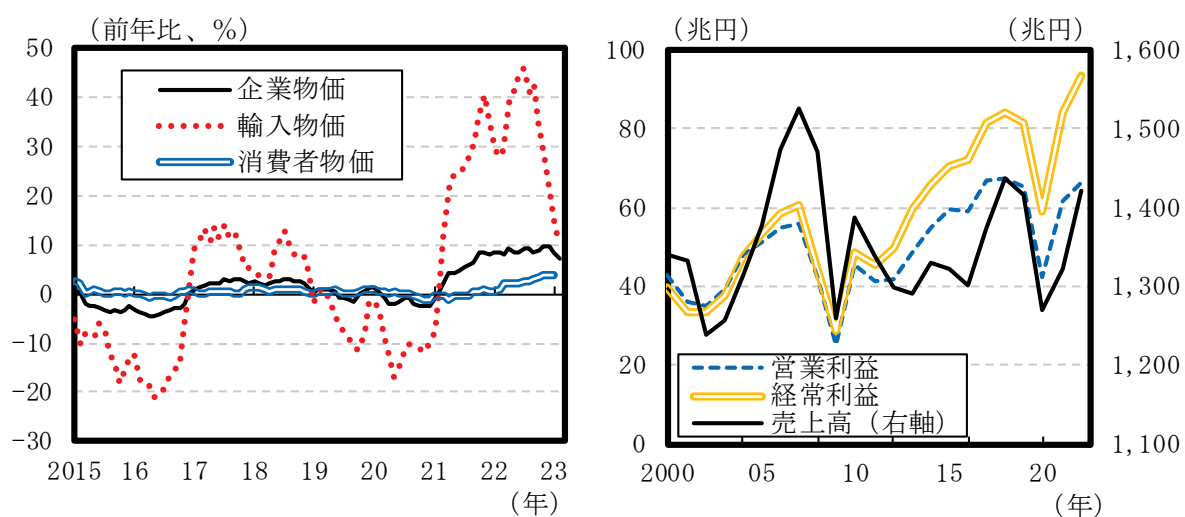
物価高の逆風下でも好調だった 2022 年の企業収益

2023 年春闘で多くの企業が高水準の賃上げを受け入れた背景には、資源高の中でも好調だった企業収益もあるだろう。

2022 年はロシアのウクライナ侵攻による供給網の混乱や円安もあって輸入インフレが急速に進み、輸入物価指数は一時前年比+40%を超えた（**図表 3 左**）。製造コストや物流コストなどが増加し、2022 年の企業物価指数は同+9.7%と 42 年ぶりの上昇率を記録した。

足元では輸入インフレが落ち着きつつあり、企業物価指数（CGPI）上昇率も頭打ちの兆しが見られるが、逆風下にあった 2022 年の日本企業の売上高や営業利益は前年から増加した（**図表 3 右**）。水準で見ても、売上高、営業利益ともにコロナ禍前の 2019 年を超えた。海外での収益が含まれる経常利益は、円安で受取額が上振れしたことで過去最高を大幅に更新した。

図表 3：各種物価指数（左）、日本企業の収益動向（全規模・全産業、右）



(注) 企業物価は総平均。輸入物価は円ベース。消費者物価は総合指数。

(出所) 日本銀行、総務省、財務省統計より大和総研作成

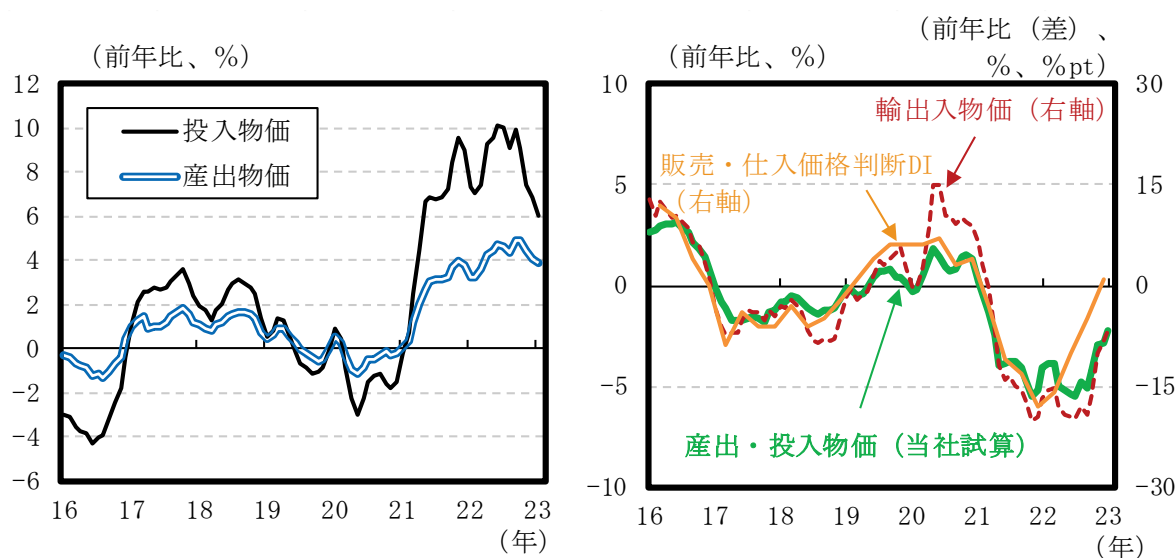
試算した産出・投入物価指数に見る交易条件は足元で改善

資源高の中でも企業収益が好調だったのはなぜか。その要因は「マージン」と「数量」の2つに大別されるが、前者は生産される財・サービスの価格（産出物価）と、生産のために投入される財・サービスの価格（投入物価）との関係に左右されやすい。

産出・投入物価は日本銀行が製造業を対象に作成していたが、2022 年 4 月分をもって公表を停止した。そこで本稿では、日本銀行「最終需要・中間需要物価指数」を参考に、CGPI、CPI、企業向けサービス価格指数、輸出入物価指数を構成する計 1,600 品目程度の価格指数を 2015 年産業連関表に基づいて統合し、産出・投入物価指数を試算した。

図表 4 左で示した産出・投入物価を見ると、投入物価上昇率は2021年初めから産出物価上昇率を大幅に上回って推移していたが、足元では両者の乖離幅が縮小傾向にある。結果として産出物価を投入物価で除した交易条件は改善しており、日銀短観の販売価格判断DIと仕入価格判断DIとの差（いわゆる「疑似交易条件」）にも表れている（**図表 4 右**）。背景には輸入インフレの落ち着きがあり、輸出入物価における交易条件も同様に改善している。価格転嫁が進んでマージンが拡大し、企業収益を押し上げているようだ。

図表 4：当社試算の産出・投入物価指数（左）と各種交易条件の比較（右）



(注) 産出・投入物価は日本銀行「最終需要・中間需要物価指数」を参考に、国内企業物価指数、輸出入物価指数、企業向けサービス価格指数、消費者物価指数、産業連関表（いずれも2015年基準、基準改定されたものは2020年基準によって足元まで延長）を統合して作成。

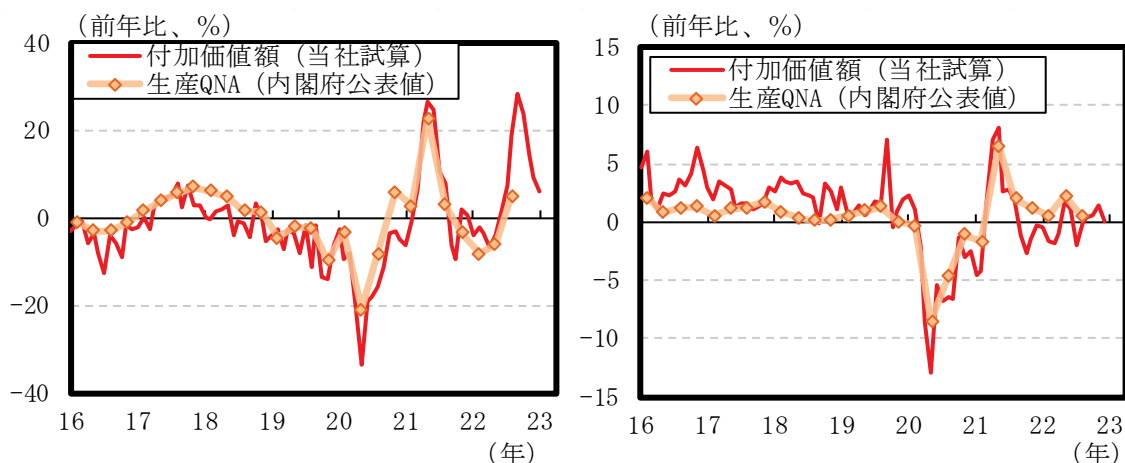
(出所) 日本銀行、総務省統計より大和総研作成

業種別の付加価値額の動きを月次で把握することで好調な企業収益の背景を探る

さらに、産出・投入物価指数と他統計を組み合わせることで企業収益（付加価値額）の動きもある程度把握することができる。**図表 5**は、2015年産業連関表の産出額と中間投入額を産出・投入物価指数や鉱工業生産指数などを用いて延長することで、製造業の加工業種と非製造業の付加価値額を月次ベースで試算したものである。なお、製造業の素材業種については試算上の制約などから掲載していない。

当社試算の付加価値額の前年比は、内閣府が公表する生産側系列の付加価値額の四半期速報値（生産QNA）の動きをおおむね捉えている（**図表 5**）。また、生産QNAの直近値は2022年7-9月期だが、当社試算の付加価値額の直近値は製造業で2023年1月、非製造業で2022年12月である。こうした速報性を活かし、以下では2022年の付加価値額の推移をマージンと数量の両面から業種別に整理する。

図表 5：当社試算の付加価値額と内閣府公表の生産 QNA（左：製造業の加工業種、右：非製造業）



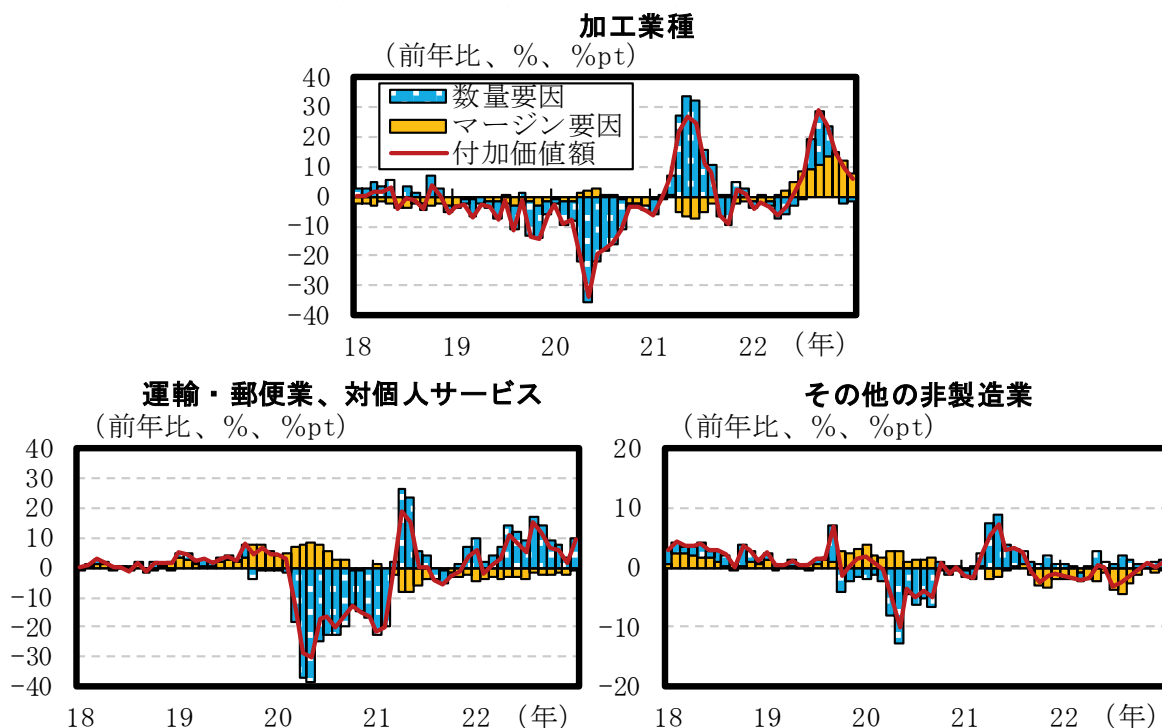
(注) 「生産 QNA」は生産側系列の付加価値額の四半期速報値で直近は 2022 年 7-9 月期。

(出所) 内閣府、財務省、総務省統計より大和総研作成

製造業・加工業種では 2022 年半ばからマージンの拡大が付加価値額を押し上げ

試算した付加価値額の要因分解を業種属性別に見たものが図表 6 である。前掲図表 4 で確認したように、産出・投入物価指数における交易条件は足元で改善しており、マージンが拡大していることが示唆されたが、業種別に見るとその動向は一様ではないことが分かる。

図表 6：業種属性別に見た付加価値額とその内訳



(注) 数量要因は、製造業（加工業種）では鉱工業生産指数、非製造業では第 3 次産業活動指数の前年比を利用。製造業の業種分類は日銀短観に準拠。対個人サービスには飲食・宿泊業を含む。データ制約により建設業、公務は含まない。

(出所) 日本銀行、総務省、経済産業省統計より大和総研作成

製造業のうち加工業種では、2022 年半ばからマージンの拡大が付加価値額を押し上げてきた。ウクライナ危機や円安による資源高からやや遅れる形で徐々に価格転嫁が進み、直近の 3 カ月程度では数量要因が伸び悩む中でも付加価値額の拡大に寄与している。

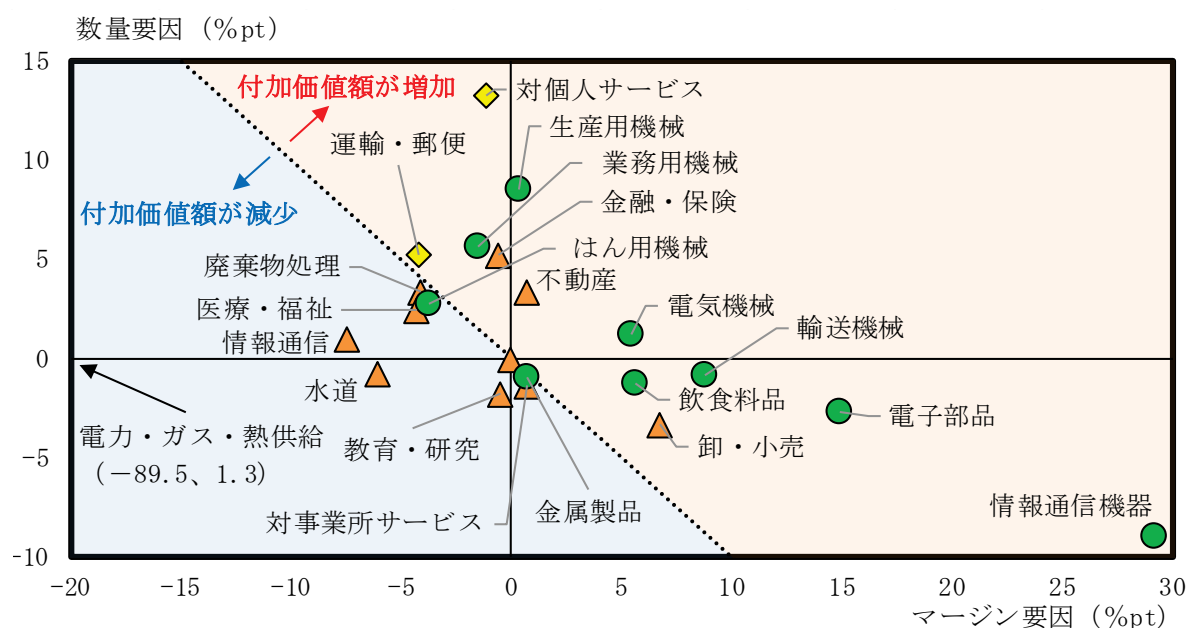
他方、非製造業ではマージンが悪化している。ただし、新型コロナウイルス感染拡大の影響を受けやすい業種（運輸・郵便業、宿泊・飲食や娯楽業などからなる対個人サービス）に絞ると、マージンが悪化する中でも 2022 年の付加価値額は大幅に増加した。経済活動の正常化が進み、数量要因が収益を押し上げたためである。一方、その他の非製造業では数量要因による押し上げはわずかであり、付加価値額は伸び悩んでいる。

情報通信機器や電子部品などでマージンが拡大する一方、電ガスのマージンは急激に悪化

2022 年における付加価値額の変動要因を業種別にまとめたのが**図表 7**だ。ここでは横軸にマージン要因、縦軸に数量要因を取り、135 度線よりも右側（左側）に位置する業種は付加価値額が前年から増加（減少）したことを表す。

まず製造業の加工業種（図中の「○」印）に目を向けると、ほとんどの業種で付加価値額が増加した。とりわけ情報通信機器や電子部品などではマージンの拡大が寄与した。数量要因がマイナスの輸送機械では自動車のペントアップ（繰越）需要が積み上がっており、今後は供給制約の解消による挽回生産が付加価値額を押し上げるとみられる。他方で生産用機械や業務用機械では、マージンが伸び悩む一方で数量が押し上げ要因となった。外需の縮小もあって追加的な数量の伸びが見込みにくい中、今後は価格転嫁の進展が付加価値額を左右するだろう。

図表 7：業種別に見た 2022 年の付加価値額（前年比）の内訳



(注) 加工業種は「○」印、感染拡大の影響を受けやすい非製造業は「◇」印、その他の非製造業は「△」印で示した。

(出所) 日本銀行、総務省統計より大和総研作成

非製造業の分布はまばらだ。感染拡大の影響を受けやすい対個人サービスと運輸・郵便（図中の「◇」印）の付加価値額はいずれも増加したものの、価格転嫁はあまり進んでいない。特に運輸・郵便では、燃料価格の高騰などによるコスト増加分を十分に転嫁できず、経済活動の正常化の追い風を受ける中でも付加価値額の増加は小幅にとどまった。2023 年は中国人を含む訪日外客（インバウンド）消費の本格回復や、新型コロナウイルスの感染症法上の扱いが「5 類」に移行することによるサービス消費の更なる回復が見込まれることから、価格転嫁と数量のいずれの動きも注目される。

上記 2 業種以外の非製造業（図中の「△」印）では、加工業種とは反対に付加価値額が減少した業種が多い。金融・保険と不動産では数量要因が、卸・小売ではマージン要因によって付加価値額が増加したが、その他のほとんどの業種では主にマージン要因が付加価値額を押し下げた。とりわけ電力・ガス・熱供給はエネルギー高の影響を強く受けてマージンが急激に悪化した。

企業規模別に見れば増収減益の中小企業が多いことに注意する必要

2022 年に付加価値が増加した業種でも、厳しい業績だった中小企業が多いことに注意する必要がある。図表 8 は、財務省「法人企業統計」における 2022 年の製造業・非製造業の売上高や営業利益などの前年差を企業規模別に示したものである。

図表 8：2022 年における規模別・業種別の企業業績（前年差、10 億円）

製造業					
企業規模 （資本金）	1,000万～ 2,000万円	2,000万～ 5,000万円	5,000万～ 1億円	1億～ 10億円	10億円～
売上高	1,512	2,192	2,422	6,569	22,994
（人件費）	▲ 103	▲ 83	192	454	364
営業利益	20	▲ 98	▲ 26	▲ 280	1,267
経常利益	▲ 40	▲ 222	47	▲ 152	4,073

非製造業					
企業規模 （資本金）	1,000万～ 2,000万円	2,000万～ 5,000万円	5,000万～ 1億円	1億～ 10億円	10億円～
売上高	▲ 6,041	13,513	9,058	15,980	29,281
（人件費）	129	1,321	1,321	1,089	78
営業利益	▲ 517	▲ 222	1,035	1,597	1,900
経常利益	▲ 1,053	▲ 524	691	1,627	4,977

（出所）財務省統計より大和総研作成

資本金 10 億円以上の大企業では、業種を問わず売上高、営業利益、経常利益のいずれも増加した。また、企業規模が大きいほど営業利益に対して経常利益の増加幅が大きい。前述したように、経常利益には海外での収益が含まれるため、グローバルに事業展開する大企業では 2022 年の記録的な円安の恩恵を受けたとみられる。

一方、製造業では資本金 10 億円未満の企業が営業減益、もしくは経常減益となった。全ての企業規模で増収だったものの、価格競争力の低さなどから売上原価などの増加分を大企業のように販売価格に転嫁できず、利益が圧迫されたようだ。中小企業と大企業との間で価格転嫁が進まなかったことも一因とみられる。また、同 5,000 万円未満の企業では人員調整を伴う人件費の抑制が行われたにもかかわらず減益となった。

非製造業では資本金 5,000 万円未満の企業が減益となったが、特に同 1,000 万～2,000 万円の企業では売上高も減少した。事業コストの増加だけでなく、販売面でも苦境に立たされている。

円滑な価格転嫁が企業収益や賃上げ動向のポイントに

以上のように、2022 年の企業収益はマクロで見れば好調であったが、詳細を見ると大企業に収益が偏在しており、厳しい事業環境に直面した業種や中小企業も少なくない。

前章で見たように、2023 年春闘では中小企業を含めて高水準の賃上げが実施される可能性が高まっている（**前掲図表 1**）。大企業よりも人手不足が深刻な中小企業では、人材を確保するために大企業に見劣りしない賃上げを受け入れざるを得なかった面もあるだろう。マージンの悪化などで減益となった上に人件費が一段と増加するため、今後の企業収益への影響に注意を払う必要がある。また、幅広い企業の収益拡大と高水準の賃上げを両立させるためにも、円滑な価格転嫁がやはり課題となるだろう。

図表 9：日本経済見通し＜第 216 回日本経済予測 改訂版（2023 年 3 月 9 日）＞

	2022			2023				2024				2025	2022 年度	2023 年度	2024 年度
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	(暦年)	(暦年)	(暦年)
実質GDP(年率、兆円)	548.1	546.6	546.7	551.2	555.2	557.2	558.3	559.6	561.0	562.4	563.9	565.3	548.2	557.5	563.1
<前期比、%>	1.2	-0.3	0.0	0.8	0.7	0.4	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3			
<前期比年率、%>	4.7	-1.1	0.1	3.3	3.0	1.4	0.8	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0			
<前年同期比、%>	1.7	1.5	0.4	1.8	1.2	1.9	2.1	1.5	1.1	0.9	1.0	1.0	1.4	1.7	1.0
民間消費支出(前期比、%)	1.6	0.0	0.3	0.5	0.6	0.5	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	2.4	1.7	0.8
民間住宅投資(前期比、%)	-1.9	-0.4	0.0	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	0.5	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	1.1	-1.8	-0.3
公共投資(前期比、%)	0.6	0.7	-0.3	0.5	0.7	0.5	0.4	0.3	0.5	0.5	0.5	0.5	-3.3	1.7	1.9
輸出(前期比、%)	1.5	2.5	1.5	1.3	1.2	0.8	0.5	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5	5.6	4.6	1.8
輸入(前期比、%)	0.9	5.5	-0.4	-0.4	0.6	0.5	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	7.5	2.0	1.1
名目GDP(前期比年率、%)	4.3	-3.2	4.7	8.0	4.9	2.2	3.0	3.4	0.9	1.0	1.3	1.7	1.9	4.1	1.8
GDPデフレーター(前年同期比、%)	-0.3	-0.4	1.2	1.5	2.3	2.9	2.3	1.8	1.3	1.1	0.6	0.2	0.5	2.4	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	3.1	2.0	1.4	1.7	2.3	2.1	1.7	0.9	0.8	2.9	1.9	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)	-14.9	-22.3	-20.6	-14.7	-13.3	-13.0	-13.1	-12.8	-12.8	-12.7	-12.5	-12.3	-17.7	-12.8	-12.3
経常収支(兆円、年率)	12.4	4.0	9.9	13.8	17.4	18.0	18.4	18.9	19.3	19.8	20.4	21.0	10.1	18.3	20.2
前提															
原油価格(WTI、ドル/バレル)	108.5	91.4	82.6	77.6	77.6	77.6	77.6	77.6	77.6	77.6	77.6	77.6	90.1	77.6	77.6
為替レート(円/ドル)	129.6	138.4	141.4	133.6	137.2	137.2	137.2	137.2	137.2	137.2	137.2	137.2	135.7	137.2	137.2

(注) 網掛け部分は大和総研予想。
(出所) 大和総研

米国経済 米銀行破綻をどうみるか

信用収縮と金融政策を巡る不確実性の高まりが景気の下振れリスクに

矢作 大祐

[要約]

- 3月10日にシリコンバレーバンク、3月12日にシグネチャーバンクが経営破綻に至ったことで、米銀行セクターへの不安が強まった。とりわけ、シリコンバレーバンクに関しては、財務強化策を公表した日の翌日9日に預金の取り付け騒ぎが発生し、翌々日には現金支払いに対応できずに破綻に至るといふ急転直下の展開であった。
- これに対し、経営破綻した両行の預金全額保護やFRBによる新たな流動性供給プログラムの創設、そして、米銀行大手11行によるファーストリパブリックバンクへの支援など、官民が協力し、迅速に対応した。こうした初期対応は、両行の経営破綻に伴う混乱が銀行システム全体に拡大することを防いだと評価できる。
- しかし、一度不安心理が高まれば解消することは容易ではない。各銀行は手元流動性の確保に奔走している。また、銀行は市場の標的とならないよう、より安全志向な経営スタンスへと転換することも想定される。加えて、市場における信用リスクの再評価も進むだろう。つまりは、信用収縮が発生することによって、雇用環境や国内需要を急速に冷やすことが景気のリスク要因となる。
- こうした中、一部の市場参加者の中で、FRBが金融政策を緩和的な方向へと修正していくのではないかと期待がある。ただし、FRBが金融緩和へと拙速に修正してしまえば、懸案事項である高インフレが残存するリスクは高まる。FRBは金融不安と高インフレの間で板挟みになっており、金融政策を取り巻く不確実性が高まっていること自体も景気の下振れリスクとなり得るだろう。

シリコンバレーバンクが経営破綻

3月10日、米国の総資産規模2,000億ドル超（2022年12月時点）のシリコンバレーバンク（以下、SVB）が経営破綻した。SVBは、銀行持株会社SVBファイナンシャル・グループ（以下、SVBFG）傘下の銀行であり、カリフォルニア州のサンタクララを本店としている。SVBはテクノロジーやライフサイエンス／ヘルスケア分野のベンチャー企業や、こうした分野に投資するベンチャー・キャピタルを主要な顧客層としており、米国のベンチャー産業を支える金融機関という特徴を有する。

SVBが経営破綻した経緯は以下の通りである（図表1）。3月8日（水）の夕方（米国東部標準時、以下同）、SVBFGが債券投資関連の損失拡大と、その損失を埋めるための増資計画を公表した。SVBは財務強化策を講じたわけだが、これまでにSVBから預金が流出していたこともあり、財務状況に対して人々は不安を募らせた。結果、3月9日のSVBFGの株価は前日比60.4%下落するとともに、預金者が預金引き出しに殺到する取り付け騒ぎに発展した。9日だけで420億ドルの預金引き出しが発生し、SVBは9.6億ドルの債務超過となった。SVBは資金繰りに奔走したが、現金支払いに対応できず、3月10日にカリフォルニア州金融保護イノベーション局は連邦預金保険公社（以下、FDIC）を管財人に指定し、SVBの閉鎖を公表、事実上の経営破綻となった。

SVBの経営破綻の発端となった、債券関連の損失拡大に関しては、金融引き締めによる債券価格の下落が背景にある。ただし、金融引き締めによる債券価格の下落は想定されていたことである。SVBに限らず銀行セクターは時価で評価するトレーディング勘定を減らし、取得価額で評価する満期保有目的勘定を増やしてきた。満期保有目的勘定とすることで短期的な価格変動による銀行の財務状況への悪影響を緩和する。しかし、満期まで保有できずに売却することとなれば、債券価格は時価で評価されることになる。取得価額に比べて債券価格が落ちている場合には損失が発生する。SVBの債券投資関連の損失が拡大したのは、満期保有目的勘定の債券の売却を迫られるほど、手元流動性がひっ迫したことが背景にある。

SVBはベンチャー産業を支える金融機関であり、その預金構造もベンチャー産業の動向に左右されやすかった。まず、金融引き締め後のベンチャー・キャピタルの苦境がSVBの預金獲得を困難にした。また、ベンチャー企業がリストラを行う中で、解雇手当など現金需要の高まりに伴う預金流出が起きやすくなっていたといえる。加えて、トランプ政権時に厳格な規制や監督の対象となる銀行持株会社の基準が、連結総資産500億ドル以上から2,500億ドル以上へと引き上げられたことで、SVBは手元流動性の確保を促す規制の網から抜け落ちていた。SVBに限ったことではないが、SNSなどで不安心理が拡大し、預金流出のペースが加速したことや、ネットバンキングによる資金移動が容易になったことなど、デジタルイノベーションの発展の影響もあるだろう。こうした様々な要因が重なり、SVBは手元流動性がひっ迫する中で、満期保有目的勘定の債券売却が必要になった。結果的に金融引き締め以降の債券価格の下落の影響を受け、SVBは損失を拡大させることになり、財務強化策の発表もむなしく、取り付け騒ぎへと事態は発展していくことになった。

SVBの閉鎖に加え、12日にはニューヨーク州のシグネチャーバンク（以下、SBNY）も経営破綻

に至り、米国の銀行セクター全体に対する不安は強まっていった。SBNYは暗号資産（仮想通貨）関連のセクターに顧客層が集中していた。この他、ビジネスモデルこそ異なるものの、ファーストリパブリックバンク（以下、FRC）など預金構成が一部に集中している銀行の株価が大幅に下落した。米国の銀行セクターに厳しい視線が注がれる中、米政府、中央銀行及び米大手銀行は矢継ぎ早に対応策を講じた。まず、12日に米財務省、FRB、FDICは、SVBおよびSBNYの預金保護の上限を1口座当たり25万ドルから全額保護へと変更する旨を共同声明で発出した。預金を全額保護することで、他行も含めた更なる取り付け騒ぎの予防を狙ったものと考えられる。

また、12日にFRBは預金取扱機関に対し、国債などの適格資産を担保に最長1年間のローンを提供する銀行タームファンディングプログラム（以下、BTFP）の創設を公表した。担保は時価ではなく、額面価格で評価されることから、預金取扱機関の資金繰りをサポートするとともに、資産の投げ売りに伴う市場の混乱を防ぐ意味も有する。そして、16日にはFRCに対する米大手銀行11行による総額300億ドルの預金預け入れが公表された。FRCが経営破綻に至るのを防ぐとともに、米大手銀行の財務状況が健全であることを示したといえる。経営破綻の連鎖を食い止めるために官民が協力して迅速に対応したといえ、政策対応や協力が不足したことで金融システム全体に混乱が波及した2008年のリーマン・ショックの教訓を活かしたと評価できる。

図表1 今般の米銀行破綻及び官民の主な対応

日時	概要
3月8日	SVBの親会社であるSVBFGが債券投資関連の損失拡大及び財務強化策を公表。
3月9日	SVBで預金取り付け騒ぎが発生。
3月10日	SVBは事業を停止。FDICの管理下に入り、事実上の経営破綻に。
3月12日	SBNYは事業を停止。FDICの管理下に入り、事実上の経営破綻に。
3月12日	財務省、FRB、FDICは上記二行の預金を全額保護する旨の共同声明を発出。
3月12日	FRBは預金取扱機関に対し、最大1年間のローンを提供するBank Term Funding Program (BTFP) を創設。
3月13日	FRBは、5月1日までにSVBの失敗を考慮し、規制と監督の見直しを公表すると発表。
3月16日	米大手銀行11行がFRCに対して合計300億ドルの預金をする旨を公表。

(注) 日時は米国東部標準時。

(出所) FRB、カリフォルニア州金融保護イノベーション局、FDIC、財務省より大和総研作成

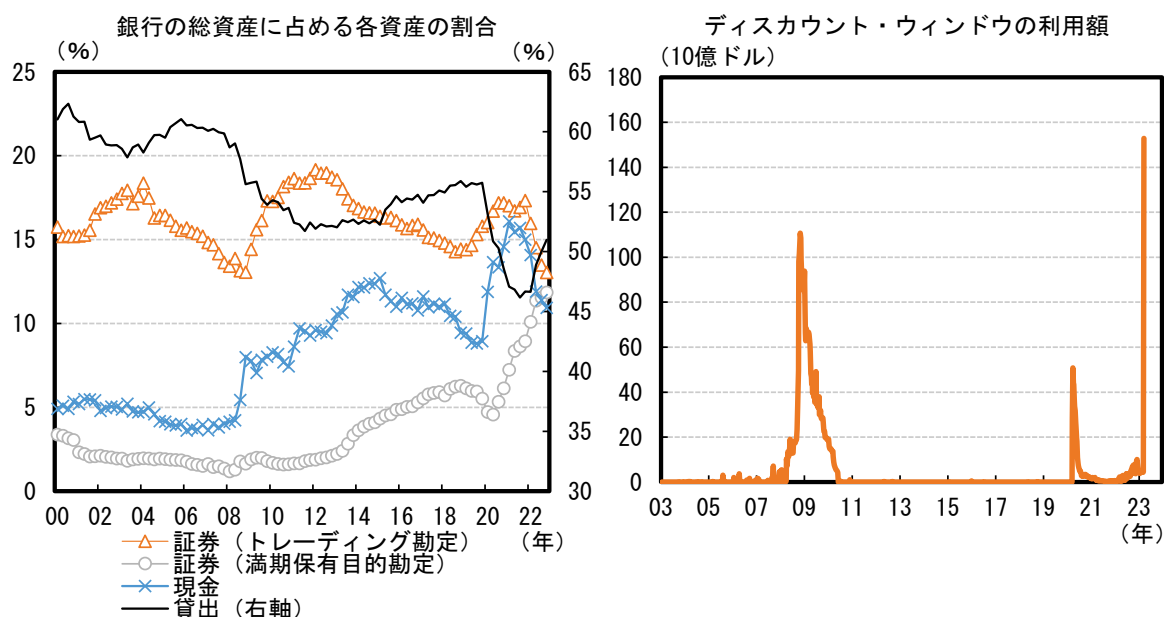
銀行は流動性を高め、安全志向を強める

とはいえ、一度不安心理が高まれば解消することは容易ではない。銀行セクター全体でも、SBNYやSVBほどではないにせよ、総資産に占める現金のシェアは落ちており、手元流動性がひっ迫する可能性はある（図表2左）。また、銀行セクター全体で見ても、有価証券のうち満期保有目的勘定が増加しているのは前述の通りである。そして、SVBが直面した預金の急減は、他の銀行にとっても他人事ではない。金融引き締めによって景気全体が減速し、雇用環境の悪化が想定される中で、リストラに伴う現金需要の高まりは、ベンチャー企業に限らないだろう。そして、前述のデジタルライゼーションの発展は近年各銀行が積極的に取り組んできたことでもある。

各銀行は次なるSVBやSBNYにならないよう、手元流動性の確保へと奔走している。FRBの銀行に対する常設の貸出制度であるディスカウント・ウィンドウの利用額は一週間で1,529億ド

ると、2008年のリーマン・ショック時を上回り過去最大規模となった（図表2右）。リーマン・ショック時に比べて銀行資産残高は大きくなっていることから単純に比較できない。とはいえ、ディスカウント・ウィンドウの利用は伝統的にスティグマ（レピュテーションへの悪影響）があるとされてきたことを踏まえれば、利用額の急増は金融機関の流動性確保に向けた切実さを示しているといえる。また、新設のBTFPの利用額は119億ドルとなった。なお、銀行への流動性供給が増えた結果、FRBのバランスシートは足下で急拡大している。

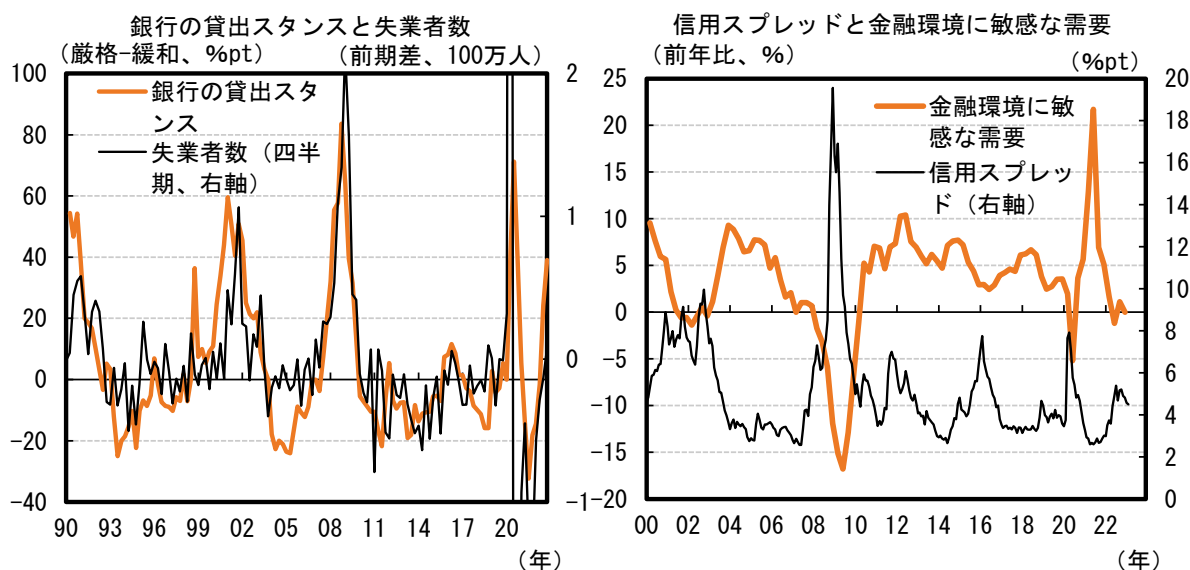
図表2 銀行の総資産に占める各資産の割合、ディスカウント・ウィンドウの利用額



(注) 右図はディスカウント・ウィンドウのうち、健全な金融機関を対象としたプライマリー・クレジット。
(出所) FDIC、FRB、Haver Analytics より大和総研作成

また、今回の経営破綻は手元流動性の不足が主因ではあるが、銀行は市場の標的とならないよう、経営スタンスをより安全志向なものへと転換することも想定される。具体的には、損失を避けるために、ハイリスクな投融資を減らす、つまり、貸出スタンスを厳格化することが挙げられる。銀行の貸出スタンスの厳格化は、企業の資金繰り悪化へとつながる。そして、企業は資金繰り難をコストカットで乗り切る。結果的に、企業は人員削減を積極化させることから、過去に貸出スタンスが厳格化した際には失業者は増加する傾向があった（図表3左）。また、銀行の貸出スタンスの厳格化と時を同じく、市場の信用リスクの再評価も進む可能性がある。銀行の貸出スタンスと信用スプレッド（=ハイイールド債利回り-米10年債利回り）は連動する傾向があるが、銀行の貸出スタンスほど足下の信用スプレッドは拡大しておらず、信用リスクへの警戒度は低い。ただし、前述の共同声明では、株主と特定の無担保債権者は保護されないことも併せて記載された。投資の自己責任原則は当然のこととはいえ、市場参加者に信用リスクの再評価の必要性を強く認識させることになるだろう。市場の信用リスクの再評価が本格化すれば、銀行貸出スタンスの厳格化と相まって、企業の資金調達環境は一層悪化することが想定される。つまりは、信用収縮が発生することによって、金融環境に連動しやすい需要（設備投資、住宅投資、耐久財消費の和）が大きく落ち込むことが示唆される（図表3右）。

図表3 銀行の貸出スタンスと失業者数、信用スプレッドと金融環境に敏感な需要



(注) 信用スプレッド=ハイイールド債利回り-10年債利回り。金融環境に敏感な需要は設備投資、住宅投資、耐久財消費の和。

(出所) セントルイス連銀、FRB、BEA、Haver Analytics より大和総研作成

バランスシートの縮小ペースの減速は一考の余地あり

銀行の経営破綻が発生したことで、3月21・22日開催のFOMCへの注目度は一層高まった。金融引き締めによる債券価格の下落は想定されるものであったとはいえ、急ピッチでの金融引き締めの副作用が出たとの見方もあり、市場の一部には利上げ停止や利下げを望む声もある。また、銀行の経営破綻を契機とした資金調達環境の悪化は、FRBが望むような秩序ある過程を経たものとはならないかもしれないが、需要を抑制し、結果的にFRBの金融引き締めの必要性を低減させることも想定される。CMEが算出するFedWatch（FF先物市場から算出される利上げ・利下げ確率）によると、FOMCの開催前（3月20日）の時点で、0.25%ptの利上げが行われる確率は7割強、金利据え置きは3割弱となっていた（図表4左）。

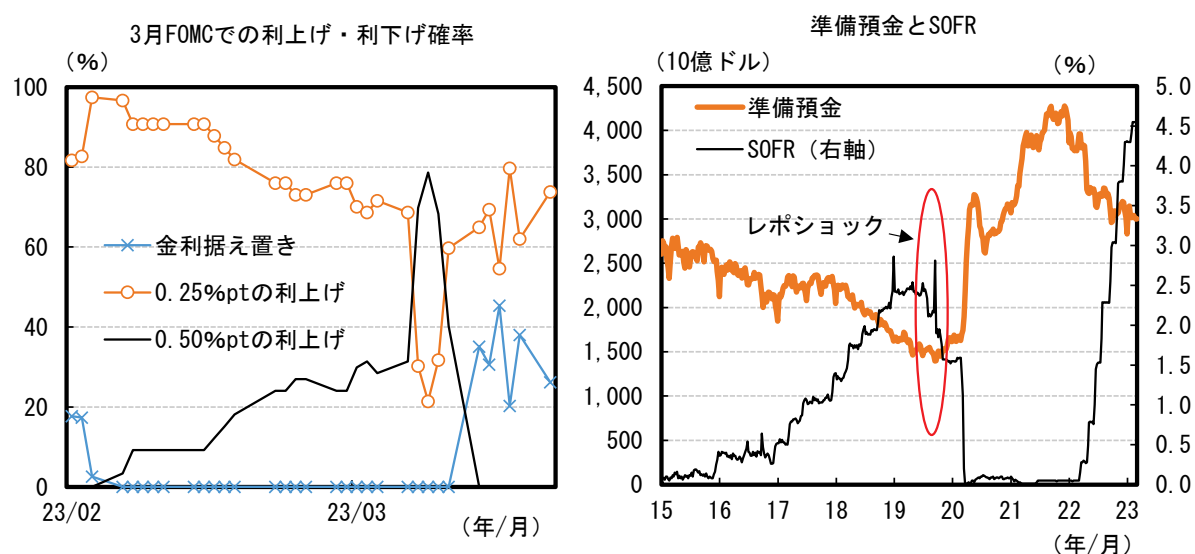
もともと、3月14日に公表された2月のCPIは、ヘッドラインが前月比+0.4%と伸び幅が前月から縮小した一方で、エネルギー・食品を除くコアに関しては同+0.5%と前月から加速し、市場予想を上回った。FRBが注視している雇用環境に関しても、2月は強弱入り交じる結果となったが、労働需給は依然としてタイトなままであり、賃金上昇率の減速は緩やかなものとなっている。需要の減退がインフレの抑制へと至るまでには時間を要することが想定される中、利上げを止めることによるインフレの高止まりリスクは残る。また、FRBには金融リスクに関しては金融規制で対応し、雇用・物価に関しては金融政策で対応するとの原則がある。3月13日には、バーFRB副議長が5月1日までに監督と規制の見直しを公表する予定と発表しており、原則通りの対応を示した。3月のFOMCで利上げの停止や利下げへと拙速に転換してしまえば、今回の銀行の経営破綻が、従来のスタンスを変更するほど金融システムに対する悪影響を有するとFRBが認めることになりかねない。大和総研は、更なる銀行の連鎖破綻や金融システムの急激な混乱が生じない限り、3月のFOMCで0.25%ptの利上げを継続し、FRBがインフレに対する断固

とした姿勢を示すと考えている。ただし、ターミナルレートの据え置き（2022年12月のFOMC時点：5.1%）や、経済・金融の動向によって利上げを止める準備があることを示すことで、タカ派的な印象を抑え、バランスを取ることが予想される。

他方、流動性支援策の一環として、バランスシートの縮小（QT）ペースを減速させることは選択肢として考えられる。更なる利上げ幅の縮小が利上げの停止を意味する一方で、過去のQT（2017年10月-2019年7月、国債の減額キャップは毎月300億ドル）の2倍の規模となっている現在のQT（2022年6月-、国債の減額キャップは毎月600億ドル）には調整の余地がある。また、2022年6月より開始されたQTによって、銀行の準備預金は急ピッチで減少してきた。過去のQTを振り返ると、銀行の準備預金が減少したことや資金需要の季節的な高まりなどから、2019年9月にはレポレート（SOFR）が急騰（以下、レポショック）した（図表4右）。FRBはシステムレポを実施するとともに、短期国債の購入を通じて市場に流動性を供給することとなった。その後、FRBはこうしたレポショックの再発を防ぐために、常設レポファシリティなど流動性供給の仕組みを整備した。足下もFRBによる流動性供給によって銀行の準備預金は増えた。ただし、流動性は、シャドバンキングやFinTechなど幅広い主体に共通して重要である。FRBによる流動性の供給対象が銀行中心であることや今回の銀行破綻を契機に銀行が保守的になる中でマーケットメイキング機能が低下する可能性があることを踏まえれば、市場全体の流動性のひっ迫を抑制するために、QTのペース減速は一考の余地があるといえるだろう。

金融システムの安定は、引き締め的な金融環境を維持しながら、秩序ある形でインフレを減速させる前提条件である。しかし、金融システムの安定のために、金融政策を拙速に緩和的な方向へ修正すれば、高インフレが残存するリスクは高まる。そして、高インフレが残存すれば、引き締め的な金融環境を維持する期間が長期化し、金融システムに長い間負荷をかけることになる。FRBは進退両難な局面に直面しており、市場の思惑も交錯している。資金調達環境の悪化に加え、こうした不確実性の高まり自体が景気を下押しするリスク要因となり得るだろう。

図表4 3月FOMCでの利上げ・利下げ確率、準備預金とSOFR



（出所）CME、FRB、Haver Analytics より大和総研作成

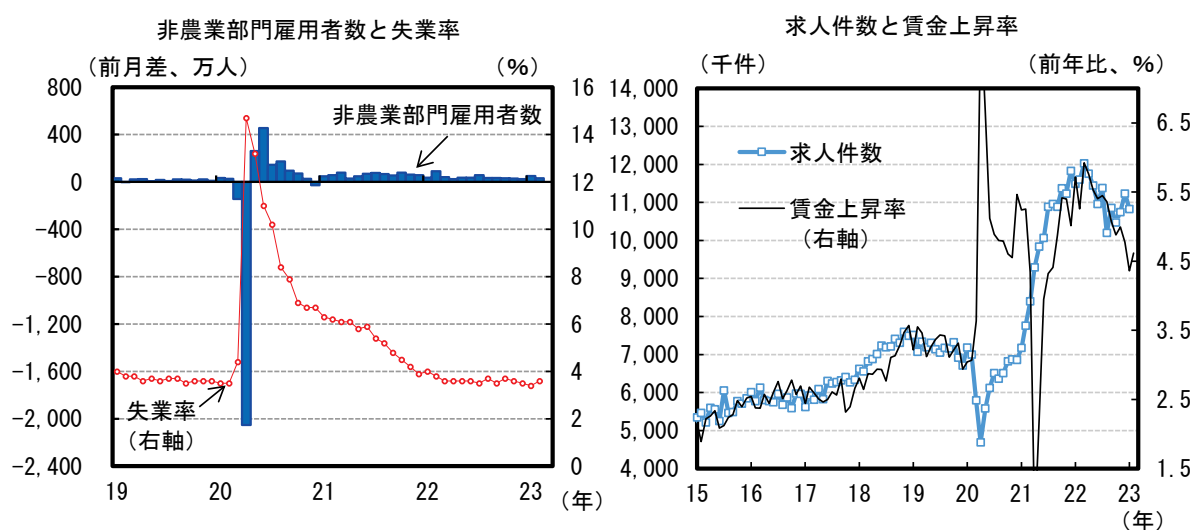
雇用環境は強弱が入り交じるまだら模様¹

2023年2月の雇用統計では、非農業部門雇用者数が前月差+31.1万人と、市場予想を大きく上回る結果となった。他方、失業率は同+0.2%pt 上昇（悪化）し、3.6%となった。内容を見ても、就業者に関しては非自発的パートタイム就業者が4カ月連続で増え、失業者に関してはレイオフ・解雇ともに増加した。また、堅調な結果となった雇用者数についても、内訳を見ると、レジャー・娯楽や教育・医療といった低賃金業種の伸びが堅調である一方、情報や金融など高賃金業種は減速傾向が続いている。1980年以降の過去の景気後退期において、コロナ禍を除けば、低賃金業種の雇用者数の落ち込みは相対的に緩やかであったが、高賃金業種の落ち込みが大きくなる傾向がある。足下では、低賃金業種・高賃金業種ともにプラスを維持していることから堅調といえるものの、コロナ禍を除く過去の景気後退期の構図に近づきつつある。

もともと、労働需要の強さを背景に、雇用環境の悪化ペースは緩やかとなることが想定される。2023年1月の求人件数は前月差▲41.0万件と3カ月ぶりに減少したが、水準は1,082.4万件と高水準のままである。また、新規失業保険申請件数から直近の雇用環境を見ると、直近週（3月5日-3月11日）は19.2万人となった。20万人を上回った前週（2月26日-3月4日）から、再び20万人を下回ったことで、雇用環境は急減速していないとみられる。

この他、最大の懸念材料であるインフレ加速に関して、賃金上昇率は前年比で小幅に加速したが前月比で減速した。非労働力人口の減少に見られるように、労働供給が拡大したことは、賃金上昇率の減速、ひいてはインフレ圧力を抑制するという意味でポジティブな結果といえる。加えて、前述の低賃金業種の雇用者数の伸びの堅調さと、高賃金業種の雇用者数のペースダウンは、賃金上昇率の減速につながっているだろう。ただし、雇用環境の悪化ペースが緩やかとなることが想定される中で、賃金上昇率の減速も急ピッチでは進みにくいことが想定される。

図表5 非農業部門雇用者数と失業率、求人件数と賃金上昇率



(出所) BLS、Haver Analytics より大和総研作成

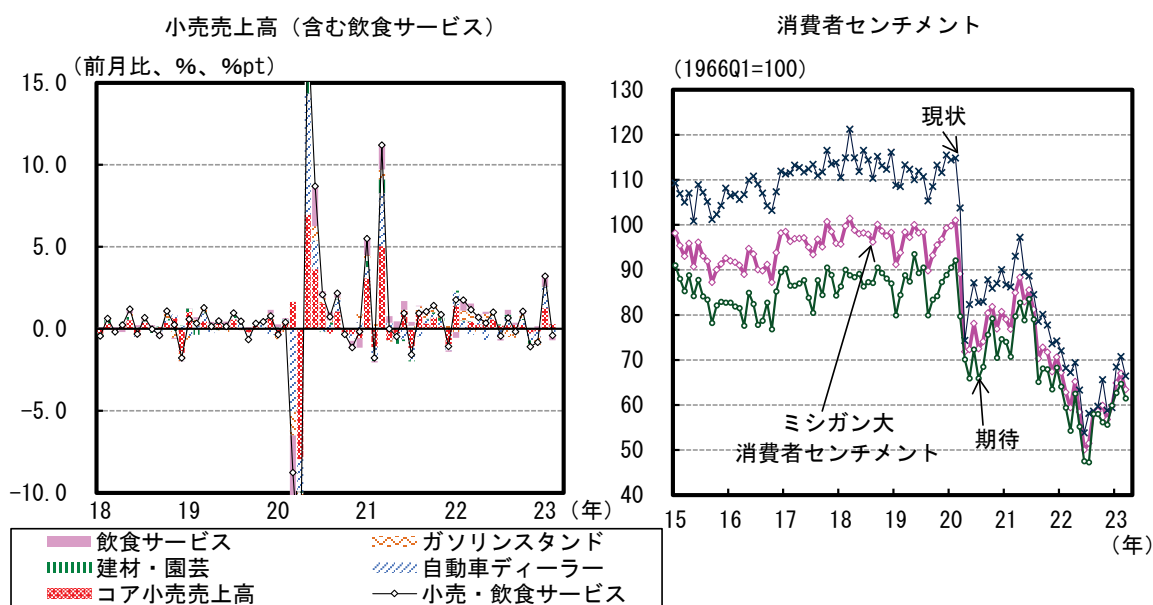
¹ 大和総研 ニューヨークリサーチセンター 矢作大祐「非農業部門雇用者数は前月差 31.1 万人」(2023 年 3 月 13 日) 参照 https://www.dir.co.jp/report/research/economics/usa/20230313_023685.html

小売売上高は減少も悪い結果ではない

個人消費の動向を確認すると、2023年2月の小売売上高(含む飲食サービス)は前月比▲0.4%となり、市場予想(Bloomberg調査:同▲0.3%)を下回った。他方、1月分の急増からの反動減としては減少幅が小さいこと、さらには1月分が上方修正されたことを踏まえれば、必ずしも悪い結果ではない。また、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、コア小売売上高が同+0.5%と2カ月連続で増加したことも合わせて見れば、底堅い結果であったといえる。2月の小売売上高(含む飲食サービス)の内訳を見ると、前月に急増した家具・身の回り品(同▲2.5%)、飲食サービス(同▲2.2%)、自動車・同部品(同▲1.8%)、衣服・宝飾品(同▲0.8%)が反動減となり、足を引っ張った。他方で、無店舗販売(同+1.6%)やヘルスケア(同+0.9%)、GMS(同+0.5%)などは好調を維持した。

消費者マインドに関して、ロイター/ミシガン大消費者センチメント(速報値)は、2023年3月が前月差▲3.6ptと4カ月ぶりに悪化し、水準は63.4となった。構成指数の内訳を見ると、現状指数(同▲4.3pt)、期待指数(同▲3.2pt)ともに悪化した。ミシガン大学は、インフレの高止まり懸念が消費者マインドを押し下げたと指摘している。他方で、インフレ期待に関しては、1年先が前月差▲0.3%ptの+3.8%と2021年4月以来の低さとなり、5年先が前月差▲0.1%ptの+2.8%と2022年9月以来の低さとなったことから、インフレに対する消費者の懸念は和らいでいるようにみえる。しかし、ミシガン大学は、1年先・5年先のどちらのインフレ期待もコロナ禍前の水準を上回っていること、そして、銀行セクターの混乱が続く中で、FRBの政策対応の見通しが付きにくいことから、インフレ期待が不安定になる可能性があることを指摘している。インフレへの懸念が残るとともに、銀行の経営破綻に伴う景気への悪影響が消費者マインドの重石となる可能性があるだろう。

図表6 小売売上高(含む飲食サービス)、消費者センチメント



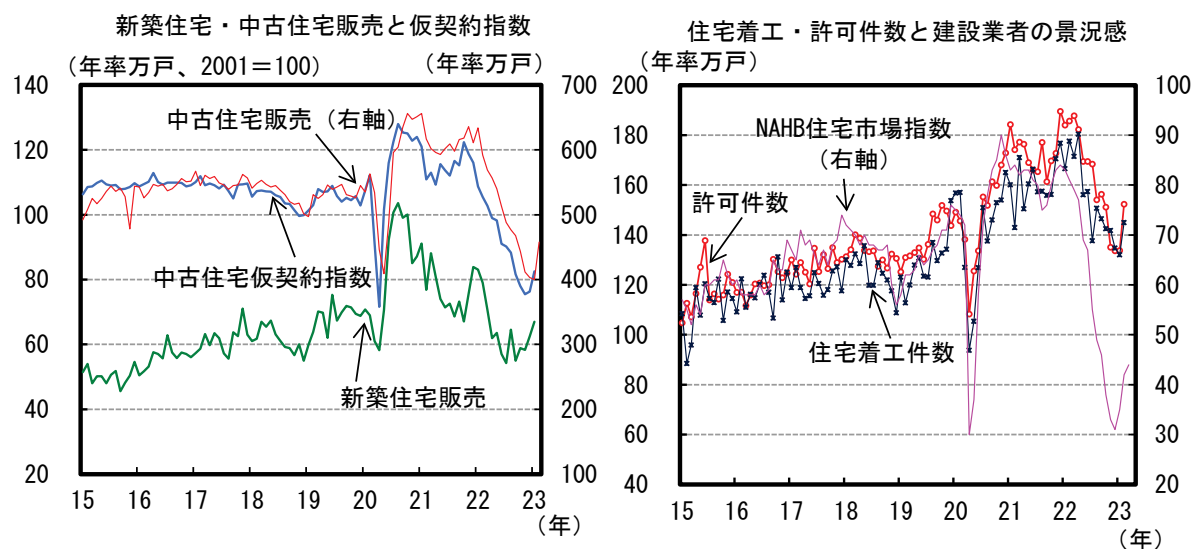
(出所) Census、ロイター/ミシガン大、Haver Analytics より大和総研作成

住宅市場はボトムアウトの兆しも、銀行の経営破綻が重石に

住宅需要に目を向けると、2023年1月の新築住宅販売（戸建）は、前月比+7.2%と2カ月連続で大幅な増加となった。販売件数も年率換算で67.0万件と2022年3月以来の水準となった。2023年2月の中古住宅販売（コンドミニアム等含む）に関しては、同+14.5%と大幅に増加し、2022年1月以来となるプラスに転じた。金融引き締めが続く中で住宅ローン金利は高水準にある一方、住宅価格が緩やかながらも減速傾向にある中で、住宅需要はボトムアウトの兆しを示しつつある。

住宅供給に関しては、新築住宅着工は、2023年2月に前月比+9.8%と6カ月ぶりに増加した。先行指標である建設許可については、同+13.8%と2カ月連続で増加した。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3月分は前月差+2ptと、3カ月連続で改善した。NAHBは、建設コストの高止まりなど住宅建設業者が直面する状況は厳しいものの、力強いペントアップ需要が存在すると指摘している。また、銀行の経営破綻の影響に関しては、足下の長期金利の低下が住宅ローン金利を押し下げ、住宅需要を押し上げるとNAHBは予想している。しかし、銀行の保守化や金融引き締めの影響によって、建設業者向けの資金供給が滞る恐れがあると指摘している。結果的に、手ごろな価格の住宅を供給するハードルが上がり、住宅市場の回復に水を差す可能性があるだろう。

図表7 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

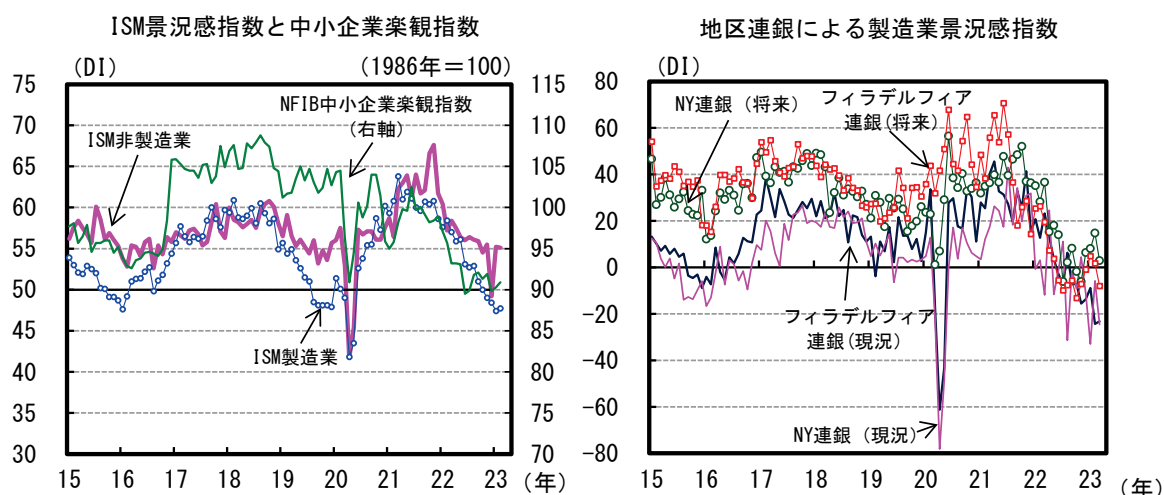
非製造業は底堅いが、製造業は悪いまま

2023年2月のISM景況感指数は、製造業が前月差+0.3%ptの47.7%となり、好不況の目安である50%を4カ月連続で下回った。非製造業は同▲0.1%ptの55.1%と、前月からほとんど変わらず、3カ月連続で50%を上回った。非製造業は底堅いが、製造業は悪いままという構図が続いている。構成項目を見ると、製造業に関しては、新規受注指数が大幅に改善し全体を押し上げたものの、これ以外（生産指数、雇用指数、在庫指数、入荷遅延指数）は悪化した。非製造業に関しては、新規受注指数と雇用指数は改善したが、事業活動指数と入荷遅延指数は悪化した。コメントを見ると、製造業に関しては、足下の受注は底堅いが、先行きの受注に対する懸念が強い。非製造業に関しては、景況感が緩やかに減速しているとの見方が多い。

中小企業マインドに関しては、2023年2月のNFIB（全米独立企業連盟）中小企業楽観指数は、前月差+0.6ptと2カ月連続で改善し、水準は90.9となった。内訳項目を見ると、実質販売増加に対する期待や利益に対する期待が改善した。ただし、NFIBは、中小企業が今後数カ月でビジネスが改善するとは考えておらず、高インフレと労働力不足に苦しみ続けていると指摘した。

2月の企業マインドをまとめると、多少の上下動はありながらも、景況感は緩やかに悪化している。製造業に関して、2023年3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▲18.8pt）は大幅に落ち込んだ。また、フィラデルフィア連銀（同+1.1pt）に関しては、小幅に改善したものの、水準は大幅なマイナス域に沈んでおり、製造業マインドは引き続き冴えない。将来指数についてはNY連銀（同▲11.8pt）、フィラデルフィア連銀（同▲9.7pt）ともに悪化しており、先行きに対する悲観的な見方は継続している。なお、今回の地区連銀景況感指数において、銀行の経営破綻の影響に関しては織り込み切れていないことが想定され、今後企業マインドがさらに下振れする可能性がある。

図表8 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

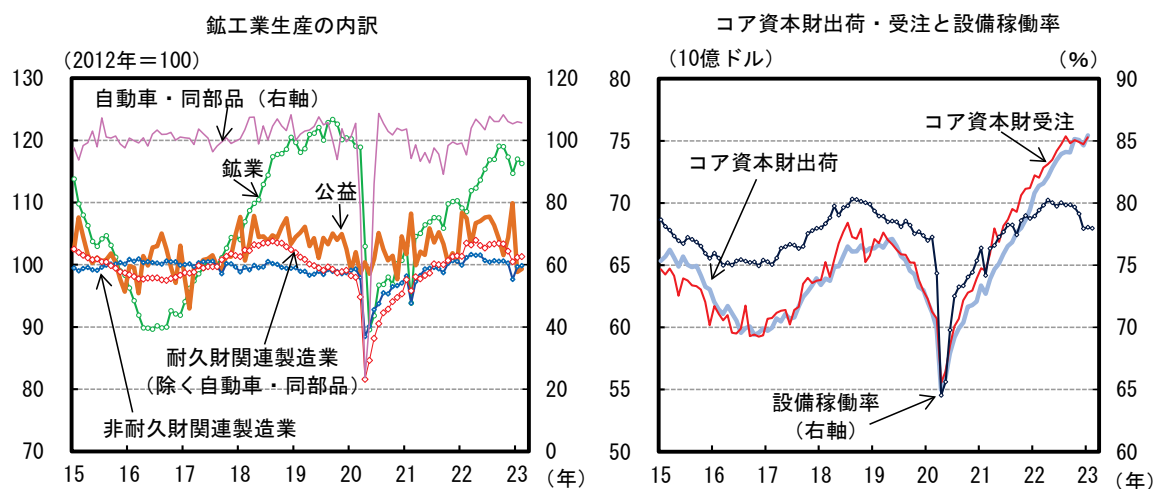
2月の鉱工業生産は前月から横ばい

企業の実体面に関して、2023年2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+0.4%)を下回った。2023年1月分が上方修正されたとはいえ、2022年12月が下方修正されたことで、前月の水準が切り下がっていたことから、総じて軟調な結果であったといえる。製造業(同+0.1%)は2カ月連続でプラスとなったが、伸び幅は減速した。前月に大幅に落ち込んだ公益(同+0.5%)はプラスに転じたが、鉱業(同▲0.6%)が再びマイナスとなり、全体を押し下げた。

製造業の内訳を見ると、耐久財(前月比+0.1%)、非耐久財(同+0.2%)ともに2カ月連続でプラスとなったものの、伸び幅は縮小した。耐久財に関しては、コンピューター・電子機器(同+1.2%)が5カ月ぶりにプラスに転じるとともに、木製品(同+1.1%)、電気機械(同+0.9%)などがけん引役となった。他方で、1月に大幅に上昇した非金属鉱物(同▲0.5%)や機械(同▲0.4%)が反動で落ち込み、足を引っ張った。非耐久財に関しては、化学(同+1.2%)が2カ月連続で大幅な伸びとなったが、繊維・繊維製品(同▲2.1%)、ゴム・プラスチック(同▲1.8%)、紙(同▲0.9%)、衣服・革製品(同▲0.8%)が冴えない。

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2023年1月に前月比+1.1%、先行指標であるコア資本財受注が同+0.8%と、いずれも3カ月ぶりに増加した。もともと、2023年2月の設備稼働率は前月から横ばいの78.0%となり、長期平均(1972-2022年:79.6%)を大幅に下回ったことから、出荷や受注が継続して増加することは考えにくい。また、製造業マインドの低調さを踏まえても、設備投資意欲は増しづらいとみられる。むしろ銀行の経営破綻を契機とした信用リスクの再評価が本格化すれば、企業の資金調達は難しくなり、設備投資を大幅に抑制する可能性もあるだろう。

図表9 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、2023年1-3月期の実質GDP成長率は前期比年率+1.1%と減速すると見込む。他方、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、設備投資が減速し、住宅投資が落ち込むものの、堅調な個人消費がけん引役となり、同+2.6%と加速すると見込む。こうした民間最終需要の底堅さは、米国経済が急激な景気悪化を回避するという意味ではポジティブな要因だが、インフレを高止まりさせる可能性があるという意味でネガティブな要素といえる。

もともと、SVB等の経営破綻を契機に米国経済は下振れリスクが高まったといえる。米国経済を巡る目下のリスク要因は、銀行の貸出スタンスの保守化や市場の信用リスクの再評価、つまりは信用収縮が進むことで、雇用環境や国内需要を急速に冷やすことである。雇用環境の悪化や需要の抑制は、インフレが減速していく上で必要なプロセスであるが、銀行の経営破綻といったショッキングな出来事を発端として景気悪化が急激に進むことは、望ましい結果とはいえないだろう。とはいえ、一部の市場参加者が期待しているように金融政策を緩和的な方向へと拙速に修正してしまえば、高インフレが残存するリスクは高まる。FRBは金融不安と高インフレの間で板挟みになっており、金融政策を取り巻く不確実性が高まっている。そして、その不確実性の高まり自体も景気の下振れリスクとなり得るだろう。

図表 10 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	2.7	1.1	0.0	0.1	0.7	1.2	1.4	1.5	1.6				
〈前年同期比、%〉	3.7	1.8	1.9	0.9	1.6	1.7	1.0	0.5	0.5	0.8	1.2	1.4	5.9	2.1	1.2	1.0
個人消費	1.3	2.0	2.3	1.4	3.4	0.8	0.9	1.1	1.3	1.4	1.5	1.6	8.3	2.8	1.8	1.2
設備投資	7.9	0.1	6.2	3.3	1.0	-2.4	-3.1	-0.9	0.5	0.9	1.4	1.8	6.4	3.8	0.7	-0.1
住宅投資	-3.1	-17.8	-27.1	-25.9	-7.8	-6.8	-4.9	-2.6	-0.6	0.3	0.9	1.4	10.7	-10.7	-14.1	-1.4
輸出	-4.6	13.8	14.6	-1.6	11.5	0.7	1.2	1.6	2.0	2.3	2.5	2.7	6.1	7.2	5.4	1.9
輸入	18.4	2.2	-7.3	-4.2	7.6	0.1	0.6	0.9	1.3	1.6	1.9	2.2	14.1	8.2	0.4	1.2
政府支出	-2.3	-1.6	3.7	3.6	1.7	1.5	1.1	1.4	1.4	1.5	1.4	1.2	0.6	-0.6	2.0	1.4
国内最終需要	1.3	0.2	1.5	0.7	2.5	0.2	0.2	0.8	1.1	1.3	1.5	1.6	6.7	1.7	1.1	1.0
民間最終需要	2.1	0.5	1.1	0.1	2.6	0.0	0.1	0.7	1.1	1.3	1.5	1.7	8.1	2.1	0.9	0.9
鉱工業生産	4.7	5.0	1.3	-3.5	-3.1	-1.1	-0.4	-0.1	0.6	0.9	1.6	1.8	4.9	3.8	-1.3	0.5
消費者物価指数	9.2	9.7	5.5	4.2	4.3	4.3	3.6	3.0	2.4	2.3	2.2	2.3	4.7	8.0	4.6	2.7
失業率 (%)	3.8	3.6	3.5	3.6	3.6	3.9	4.4	4.3	4.1	4.0	4.0	3.9	5.4	3.6	4.0	4.0
貿易収支 (10億ドル)	-281	-252	-207	-205	-205	-201	-199	-196	-193	-191	-188	-186	-845	-945	-801	-759
経常収支 (10億ドル)	-283	-239	-217	-210	-208	-203	-199	-194	-190	-185	-181	-178	-846	-948	-803	-734
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	4.31	4.12	4.10	3.93	3.78	3.63	3.48	3.34	0.27	2.98	4.12	3.56
10年債利回り (%)	1.94	2.93	3.11	3.83	3.61	3.66	3.73	3.63	3.51	3.39	3.27	3.16	1.44	2.95	3.66	3.33

(注1) 網掛けは予想値。2023年3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 一難去ってまた一難

国際的な金融システム不安が実体経済に与える影響に注視

近藤 智也

[要約]

- ユーロ圏の2022年10-12月期の実質GDP成長率は若干のマイナス成長に下方修正された。個人消費と企業の設備投資という民間需要の両輪が揃って落ち込み、輸出の伸び悩みも低成長の一因である。ユーロ圏の足を引っ張った主役がドイツだが、2023年1-3月期も小幅ながらマイナス成長になる可能性が高まっている。ドイツ連銀は、輸出の増加が限定的である他、高インフレと消費者の消極的な支出態度が重しになって、個人消費の回復力が弱い点を指摘している。
- もっとも、ユーロ圏が、当初警戒されていたほどの落ち込みを回避したのも事実である。穏やかな天候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、天然ガス等のエネルギー価格は下落している。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。
- 欧州では暖房需要期の終盤に差し掛かっており、大きな課題だった目先のエネルギー危機を乗り切ったとみられる。だが、3月半ば以降、米国発の国際的な金融システム不安が欧州にも伝播し、新たな懸念材料となっている。短期間で収束すれば経済への影響は小さいだろうが、人々の疑心暗鬼を払拭するには時間を要する可能性があり、欧州金融機関の態度が企業や家計に与える影響にも注視する必要があるだろう。当面、ECBは、インフレ抑制に加えて、金融の安定を維持するという難題に対処しなければならない。

ユーロ圏経済

2022年10-12月期のGDP成長率は若干のマイナス成長に～ドイツの落ち込みが足を引っ張る

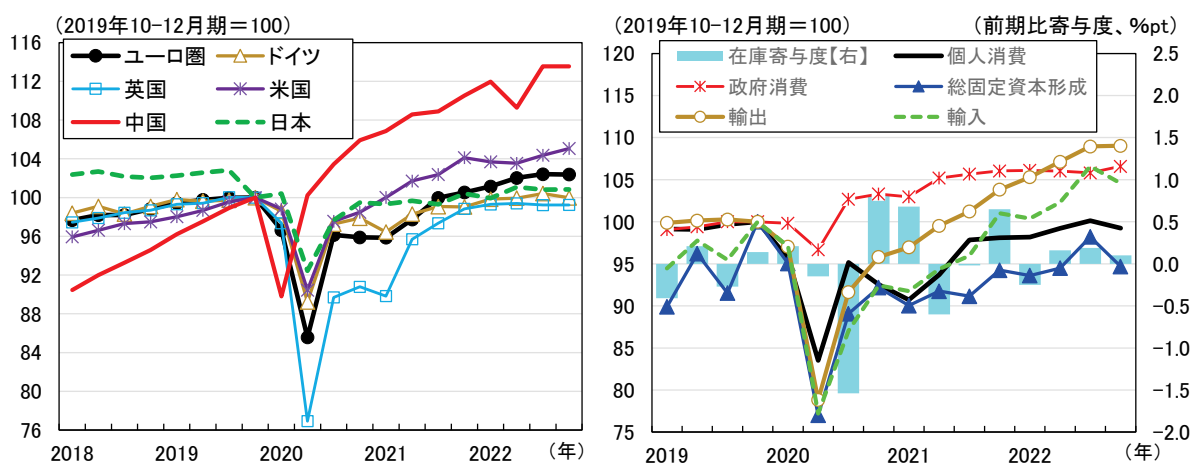
ユーロ圏の2022年10-12月期の実質GDP成長率は前期比▲0.03%（年率換算▲0.1%）と僅かながら7四半期ぶりのマイナス成長となり、速報値から下方修正された。需要項目別内訳を見ると、個人消費は同▲0.9%と7四半期ぶりに、総固定資本形成は同▲3.6%と3四半期ぶりにマイナスに転じ、合わせて同▲1.26%ptも成長率を押し下げた。総固定資本形成のうち、約半分を占める建設投資が同▲0.9%と3四半期連続のマイナスとなった他、約3割を占める機械投資（同▲1.6%）や2割強を占める知的財産生産物（同▲11.5%）も減少に転じ、低調な企業活動を反映したといえる。このような民間需要の低迷に対して、政府消費が同+0.7%と3四半期ぶりにプラスとなったことに加えて、輸出が同+0.1%と辛うじてプラスを維持し、輸入が同▲1.9%と大きく落ち込んだことから、外需の寄与度は同+0.97%ptと景気を支えた（他に在庫変動が同+0.1%pt）。もっとも、最大のプラス要因となった輸入の減少は、個人消費や企業の設備投資という内需の弱さの裏返しであると考えられ、ポジティブに評価することは難しい。

ユーロ圏各国の成長率を見ると、ギリシャが前期比+1.4%と加盟国の中で最も高い伸びを示し、マルタ（+1.2%）、キプロス（+1.1%）が続く¹。いずれも東地中海に面する国である。逆に、ルクセンブルク（同▲3.8%）やエストニア（同▲1.6%）、フィンランド（同▲0.6%）、リトアニア（同▲0.5%）、ドイツ（同▲0.4%）、イタリア（同▲0.1%）、ラトビア（同▲0.03%）の7カ国がマイナス成長に陥り、エストニアは4四半期連続、ラトビアが3四半期連続、フィンランドは2四半期連続で低下した。ポーランド（同▲2.4%）やスウェーデン（同▲0.5%）等非ユーロ圏も含めると、総じてウクライナとロシアの近隣国ほど厳しい経済環境だったといえる。このうちユーロ圏の成長を最も足を引っ張ったのがドイツである。

ドイツの10-12月期の成長率は速報値の前期比▲0.2%から同▲0.4%に下方修正された（1月半ばの時点ではプラス成長の可能性も示唆されていた）。需要項目別では、民間消費支出が同▲1.0%と4四半期ぶりに減少した。実質所得の目減りに合わせて消費支出を調整しており、貯蓄を取り崩してまで生活水準を維持するという形になっていない。また、総固定資本形成も同▲2.5%と2四半期ぶりに減少し、建設投資と機械投資がともに落ち込んだ。さらに、輸出も同▲1.0%と3四半期ぶりに落ち込んだ。このように、ドイツ経済の牽引役である個人消費、設備投資、輸出の3部門が揃って振るわなかった（輸入の減少率が輸出の減少率を上回ったために、外需の寄与度はプラスを維持）。ドイツ同様に遅れて需要項目が明らかになったイタリアの場合（GDP成長率自体は速報値から微修正にとどまった）、民間消費支出がマイナスに転じた点や外需の寄与度がプラスというのは他の主要国と同じだが、総固定投資が同+2.0%と3四半期ぶりに高い伸びとなった（ドイツとスペインはマイナス、フランスはプラスだが前期から鈍化）。建設投資が2四半期ぶりに増加した他、機械機器や知的財産生産物も堅調に推移した。

¹ 1月末の速報段階ではアイルランドの成長率が前期比+3.5%と最も高かったが、同+0.3%へ大幅に下方修正された。アイルランド中央統計局（CSO）によると、速報値は小売上、給与データ、その他産業活動等の情報に基づいて推計しており、今回が、期末から30日後に速報値を発表するというCSOとして初めての試みだった。ただ、大幅に改定された事実を踏まえると、当局にとってはほろ苦いデビューだったかもしれない。

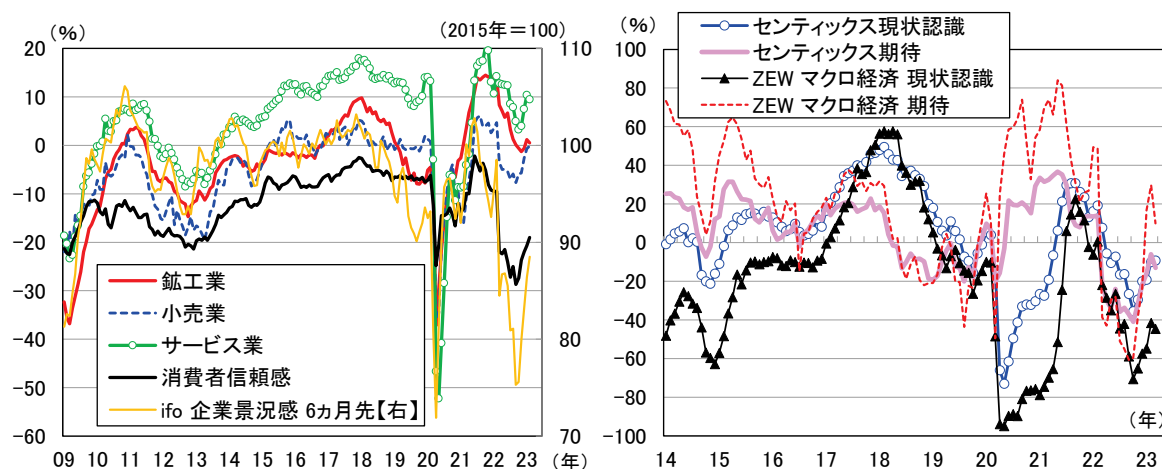
図表1 世界各国・地域の実質 GDP の推移 (左)、ユーロ圏の実質 GDP 需要項目別の推移 (右)



慎重な現状認識を反映して企業マインドの改善が鈍る ～ 信用不安は今後のマイナス材料に

2023年2月のユーロ圏の景況感指数(総合)は99.7と4ヵ月ぶりに前月から低下した。企業景況感のうち小売業や建設業は改善しているが、鉱工業やサービス業は足踏み状態である。消費者マインドはウクライナ侵攻直前の2022年2月以来の水準まで回復したが、漸く過去の危機(リーマン・ショックや債務危機、コロナ禍等)のボトムと同水準に戻ってきたにすぎず、改善度合いは緩慢といえよう。一方、3月半ば以降に高まった金融システム不安の影響を反映した実体経済のデータはまだ公表されていないが、金融機関の経営破綻前後に集計された投資家の信頼感調査を比較すると、一連の信用不安が強い圧力となって、投資家マインドを大きく冷やしている²。インフレ懸念に加えて、相次ぐ金融機関の経営危機やグローバルな金融市場の混乱を受けて次はどこかという不安が残っており、人々の疑心暗鬼を払拭するには時間を要する可能性がある。破綻した金融機関と直接取引をしていない企業や家計も例外ではないだろう。

図表2 ユーロ圏の企業景況感・消費者マインド (左)、金融不安で悪化する投資家心理 (右)



² 3月6日に公表された sentix の Economic Index は3月2日から4日に集計された結果であるのに対して、3月21日に公表された ZEW の Financial Market Survey は3月13日から20日までに実施された調査である。

1月のユーロ圏の鉱工業生産指数（建設除く）は前月比+0.7%と2ヵ月ぶりに上昇した。内訳は同+1.5%とプラスに転じた中間財以外は、資本財（同▲0.2%）や耐久消費財（同▲0.7%）、エネルギー（同▲0.8%）、非耐久消費財（同▲2.1%）と揃って振るわなかった。国別では、アイルランド（同+9.3%）やドイツ（同+1.8%）、スロベニア（同+1.1%）等が上昇した一方、オランダ（同▲4.3%）やベルギー（同▲4.1%）、ラトビア（同▲3.2%）が大きく低下した他、ドイツを除く主要国、フランスやスペイン、イタリアも低下した。ユーロ圏20ヵ国中上昇したのは6ヵ国にすぎず、ユーロ圏の生産水準はここ半年間横ばい圏で推移している。主要国で唯一上昇したドイツの1月の製造業受注は同+1.0%と2ヵ月連続で増加した。ただ、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月-2023年1月平均の水準は約5%低く、2022年初をピークにした低下トレンドが転換したかは不透明だ。1月は国内受注が2ヵ月ぶりに減少したが、海外受注（特に非ユーロ圏から）の増加が相殺した。

このように、企業マインドは先行きへの期待感主導で明るくなってきたが、実体経済のデータからは、企業が現状に関して慎重なままであることが読み取れる。加えて、足もとでは、国際的な金融システム不安がもたらす不確実性が投資家のマインドを冷やしているが、今後、企業や家計の行動にどのようなインパクトを与えるか見極めていく必要があるだろう。また、2022年10-12月期は輸出が伸び悩み、引き続き外需の行方も注目される。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。

後述する ECB スタッフによる新たな経済見通しでは、これまでのロシアからのエネルギー供給が止まるというリスクシナリオに代わって、中国経済が予想以上に強く回復して国際商品価格が上昇するというシナリオが取り上げられている。具体的には、2023年の中国経済の成長率がベースシナリオから1.1%pt上振れしたケースであり、ユーロ圏のインフレ率は2023-24年にかけて0.2%ptほど上昇すると ECB は試算している。中国の景気回復によって世界的にエネルギー需要がタイトになり（ユーロ圏からするとエネルギーの奪い合い）、エネルギー価格がベースシナリオの前提よりも1割近く上昇すると想定しているからである。同時に、中国向けを中心に輸出が伸びることが想定されるため、ユーロ圏の成長率が0.1%pt高まると ECB は予想する。もっとも、中国の景気回復が輸入誘発度の低い個人消費主導となる可能性が高く、中国向け輸出への波及効果は投資主導の回復に比べて小さいことから、ユーロ圏にもたらされる恩恵がシミュレーションよりも限定的になる可能性があると、ECB は分析する。

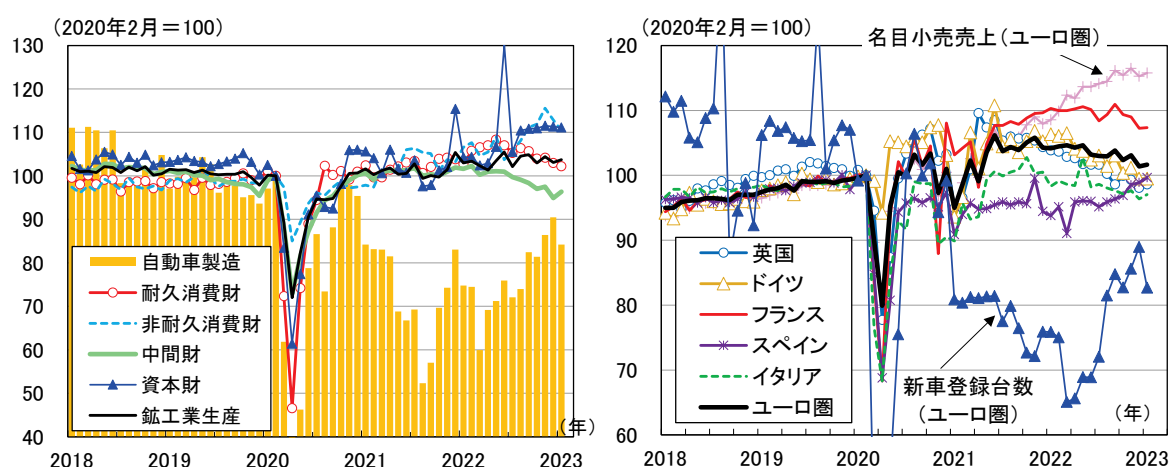
消費者マインドの改善が続くものの、実際の支出は慎重なまま

1月のユーロ圏の実質小売売上は前月比+0.3%（名目ベースで同+0.5%）と2ヵ月ぶり増加したが、前月の大幅減（同▲1.7%）を相殺するには至らない。自動車燃料が同▲1.5%と減少したが、食品・飲料等（同+1.8%、4ヵ月ぶりの増加）や非食料品（同+0.8%）が増加した。ユ

一環加盟国のうちオランダやルクセンブルク、スロベニアが4%超の高い伸びを示す一方、オーストリアやスロバキアの落ち込み幅が大きかった。主要国では、イタリアとスペインがそれぞれ同+0.7%増加したが、ドイツやフランスは前月までのマイナスから脱したものの、ほぼ横ばいにとどまった。この結果、1月のドイツとフランスの消費水準は2022年10-12月期を約1%下回っており、2023年1-3月期も力強い個人消費の回復は期待できない可能性がある。

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）によって消費者の負担は軽減されているが、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といえよう。

図表3 ユーロ圏の鉱工業生産（左）、欧州各国の実質小売売上と新車登録台数（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。

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

ECB、インフレ抑制のために事前予告通り 50bp 利上げに踏み切る ～ 金融安定に対しても配慮

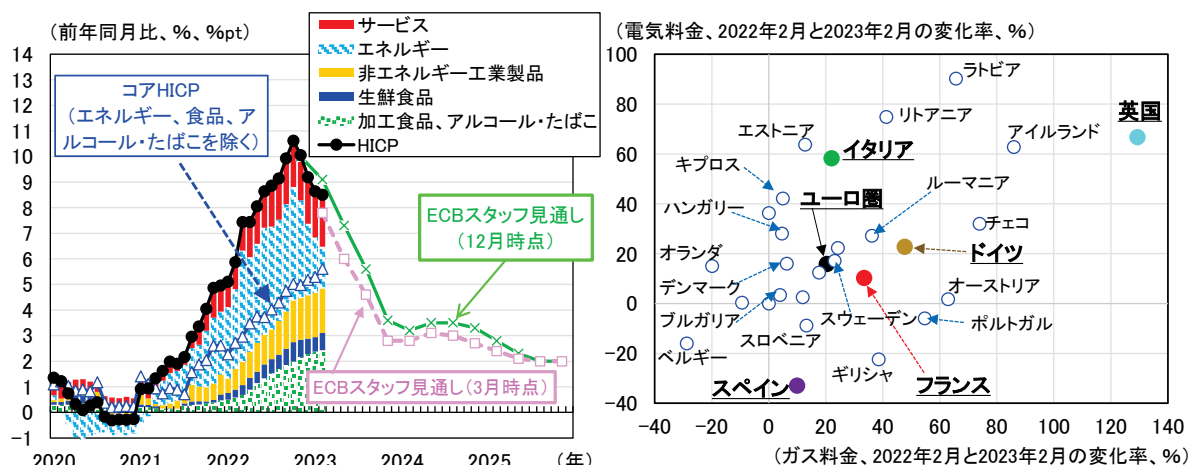
2023年2月のユーロ圏のCPI（HICP）は前年比は+8.5%となり、2022年10月の同+10.6%をピークに4ヵ月連続で上昇率が鈍化した。もっとも、ECBが試算する前月比ベースでは+0.7%と、1月の同+0.6%を上回る高い伸びを記録し、2023年に入ってから高い伸びが続いている。2022年12月時点のECBスタッフ見通し（1-3月期：前年比+9.1%）を下回っているが、1-2月実績をもとに、改定された2023年3月時点のECBスタッフ見通し（1-3月期：同+7.8%）をクリアするには、3月は前月比▲0.3%となる必要がある。

2月の中身を見ると、エネルギー（シェアはHICPの約1割）は前年比+13.7%と一段と鈍化し、寄与度も1年半ぶりの小幅となった。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、寄与度は引き続き小さくなっていくと予想される。対照的に、HICPの約4割を占めるサービスは同+4.8%、約1/4を占める非エネルギー工業製品が同+6.8%、シェア2割の食品、アルコール・たばこが同+15.0%、いずれも統計で遡及できる1997年以降の最高を更新した。賃金の変化が反映されやすいサービスは、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、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。それ故、企業がコスト回収と利幅拡大等を目指して値上げに積極的になる可能性も否定できない。また、コア HICP（エネルギー、食品、アルコール・たばこを除く）も同+5.6%と過去最高を更新した。コアのピークアウトが金融引き締めの方策転換には必須と主張する ECB メンバー（特にタカ派）からすると、2月の結果は、インフレ警戒を緩めるには程遠く、むしろ大幅利上げ（50bp）継続を主張する根拠になろう。

国別に見ると、ラトビアの前年比+20.1%からルクセンブルクの同+4.8%まで広範囲に分布しているが、2桁超の高い伸びを記録した国は6カ国で最も多かった10-11月の12カ国から半減した。一方、2月の前年比上昇率が1月よりも加速した国はドイツやフランス、スペイン、オランダ等、規模の大きい国を中心に8カ国に及び、特にフランス（同+7.2%）とスロバキア（同+15.4%）は、2020年から始まった今般のインフレ上昇局面における最も高い伸びを記録した。

図表4 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）



(注) 右図：英国は2022年1月と2023年1月の変化率。

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

ECBは2023年3月16日の金融政策理事会で政策金利を50bp引き上げた。6回連続、しかも過去にないハイペースな引き締め（2022年7月からの累計利上げ幅は350bp）だが、前回2月に“強い決意”で予告した通りの利上げであり、それ自体にサプライズはない。ただ、理事会直前のタイミングで発生した米国金融機関の経営破綻に端を発する金融システムへの不安が高まる中（特に、3月15日にはスイスのクレディ・スイスに対する信用不安が高まる等、欧州にも危機が伝播していた）、ECBはインフレ抑制を優先させた格好である。米国、スイス等域外における危機には各国の金融当局が対応しており、域内への具体的な波及が見られず、緊急措置は必要ないと判断したとみられる。仮に実際に危機が生じていないにもかかわらず、ECBが前言（50bp引き上げ）を翻して利上げ幅を縮小させたり、利上げを見送るといった予備的な対応をしたら、市場はそこまで悪いのかと、かえって不安を煽ってしまう恐れもあっただろう。

もっとも、ECBは市場の懸念を無視したわけではなく、声明文において“現在の市場の緊張を注意深く監視しており、必要に応じて対処する用意がある”とし、具体的には“ECBの政策ツールは、必要になれば、ユーロ圏の金融システムに流動性支援を提供し、金融政策のスムーズな伝達を維持するために十分に用意されている”と、域内の金融システム安定維持に努めていく姿

勢を示した。金融システム不安が短期間で収束すれば、ECBは再びインフレ抑制重視の政策に回帰するだろうが、その判断は難しいと考えられる。危機の芽が域内にあるとは限らないだけでなく、情報伝達ツールが発達した現在、域外から域内への不安の伝播は瞬時といってよい。

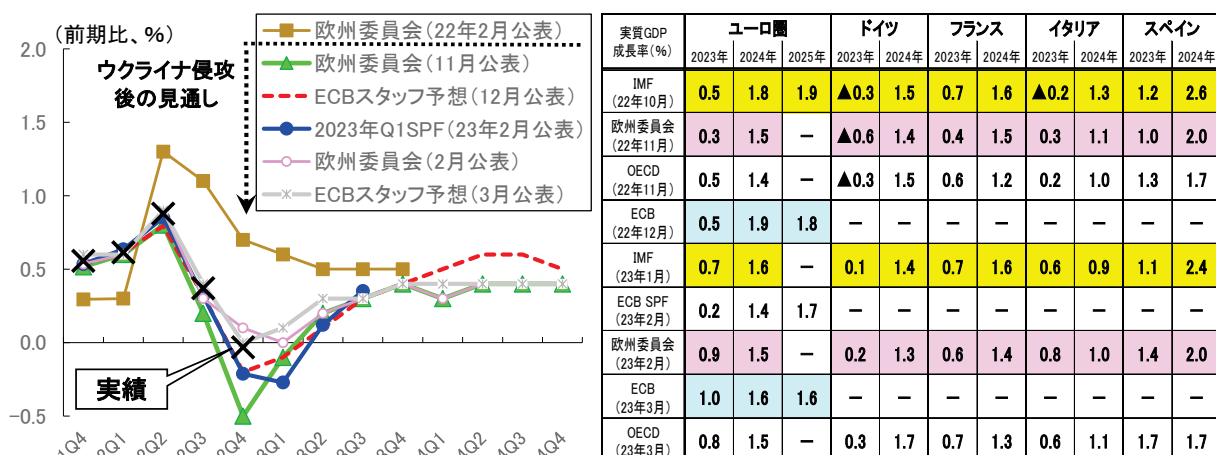
そして、2月までの声明文で言及してきた、今後の（大幅な）利上げ継続方針については明記せず、よりデータを重視したアプローチで政策判断していく姿勢を強調した。具体的には、最新のマクロ経済データだけでなく、金融市場動向等の金融データに基づいてインフレ見通しを評価し、さらに基調的なインフレ（つまり、コアインフレ）の動き、金融政策の影響の波及状況を評価していくと列挙した。ただ、これまでの利上げの完全な影響を測ることは困難という指摘もあり（OECD、3月17日）、ECBの判断は簡単ではなく、内部から異論も出やすいだろう。また、実体経済のデータは実際に反映されるまでにタイムラグが生じてしまう一方、金融データはタイムラグが短く（特に心理面の変化は瞬時に広がる）、リアルタイムで観察される。その分、当局の政策が金融市場の短期的な動向・変動に左右される面が強まり、大きくぶれる恐れが出てこよう。このように、ECBは具体的な判断材料を提示したものの、短期変動にも配慮するとしたために政策の予見性は低下し、不確実性は容易には払拭できないとみられる。

ECBが金融政策理事会と同時に公表したECBスタッフによる経済・インフレ見通しでは³、2022年の経済成長率が前回2022年12月時点の+3.4%から+3.6%に引き上げられた上で、2023年も0.5%pt引き上げられて+1.0%成長に上方修正された。逆に、2024年・2025年はとも+1.6%に下方修正された（12月時点ではそれぞれ+1.9%、+1.8%）。2021年を100とした場合、2025年のGDP水準は12月時点と3月時点でほぼ同程度に収斂していく姿になる。また、インフレ予想は2023年が12月時点の+6.3%から+5.3%に引き下げられ、2024年も同+3.4%から+2.9%に、2025年も同+2.3%から+2.1%にそれぞれ下方修正された。四半期毎では、2022年10-12月期にインフレ率がピークをつけた点は変わらないが、2023年の鈍化ペースが加速する。そして、前回は2024年を通じて3%台で推移し2025年4-6月期に漸く2%台前半になる見通しだったが、今回は、2023年末から2024年初めには一時的に3%を下回る水準まで低下する。ただ、ECBのインフレ目標2%に近づく時期は2025年半ばという見方は従来と大きく変わらない。

直近のOECDの見通しを含めて、2023年のドイツ経済はマイナス成長を回避する見方が強まっている。だが、ドイツ連銀は最新の月報（3月20日公表）において2022年10-12月期（前期比▲0.4%）ほど落ち込まないものの、2023年1-3月期もマイナス成長になる可能性が高いという見通しを示した。ドイツ連銀が毎週公表している週次活動指数でも、直近13週間（2022年12月下旬-2023年3月中旬に該当）は実質GDP換算で前期比+0.0%成長に相当と試算している。2四半期連続のマイナス成長になる背景として、ドイツ連銀は、2023年に入って鉱工業生産は回復したが、輸出の増加が限定的で、肝心の個人消費も高インフレと消費者の消極的な支出態度が重しになっている点を列挙している。また、堅調な労働市場が景気のバッファーになると考えられる一方、ドイツ連銀は、コアインフレ率が引き続き高止まりするという見方を示した。

³ なお、改定されたECBスタッフによる経済・インフレ見通しや前提条件は、2月15日から3月1日までにまとめられたものであり、3月に入ってから金融システム不安や株価下落の影響は反映されていない。

図表5 専門家等によるユーロ圏の景気見通しの推移（左）、各国経済見通し【年次】（右）



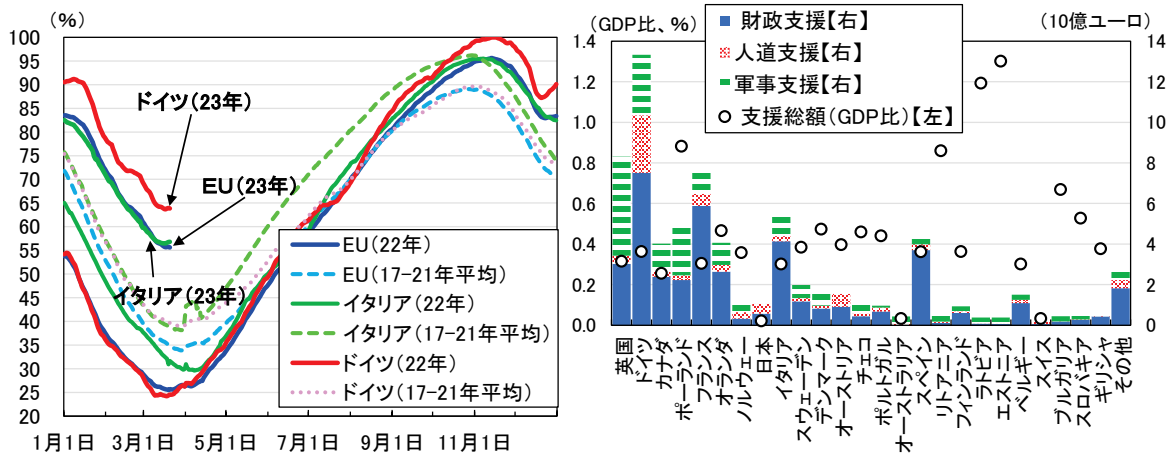
(出所) Eurostat、ECB、欧州委員会、OECD、IMF、Haver Analytics 資料より大和総研作成

とりあえず、エネルギー危機を乗り切った ～ 2023-24年の冬に向けては依然として不確定要素

経済見通しが引き上げられたにもかかわらずインフレ率が鈍化するという ECB の見直し改定の背景には、前提となる外部環境の変化が指摘できよう。具体的には、3ヵ月前の時点では2023年も高値が続く（前年比横ばいの120ユーロ/MWh）と見込まれていた天然ガスの価格が前年比で半減（58ユーロ/MWh）と大幅に引き下げられ、2024-25年も50-60ユーロ/MWhで推移するという見通しになっている。また、電気料金の卸売価格の想定も、2023年が前年比2割増という従来の想定から同5割減へ値下がりする見通しに大きく修正された。実際、天然ガスの先物価格（オランダTTF）は2月末には50ユーロ/MWhを割り込み、金融システム不安が高まった3月半ば以降はウクライナ侵攻前の価格水準（約88ユーロ/MWh）の半分程度で推移している。同様に、原油価格も70ドル台/バレルで推移し、ECBの想定を下回っている。このように、企業や消費者が負担するエネルギーコストが大きく軽減され、予想インフレ率も引き下げられる。だが、コアインフレ（食品・エネルギーを除く）率の見通しは、2023年は3ヵ月前の+4.2%から+4.6%へと、インフレ全体とは対照的に上方修正されている。サービスや非エネルギー工業製品の価格が従前よりも上昇すると見込まれているようだ。従って、ECBメンバーが注目するコアインフレがピークアウトするまでは、インフレ警戒感はなかなか緩まないとみられる。

欧州では、ガスの需給関係が逼迫する事態を回避しつつ、ガスの暖房需要期も終盤に差し掛かっている。3月20日時点の欧州のガス貯蔵率はEUとイタリアが55-56%台、ドイツが63%台と例年を大幅に上回っている。フランスやベルギーのように3割前後まで低下した国もあるが、それでも例年水準を上回る。総じて、1月後半以降、貯蔵率の低下ペースがやや速まったが、足もとでは低下ペースが鈍り下げ止まりつつある。価格を左右する気温・天候がこの先どうなるか正確に予想することは難しく、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。ロシアからの調達に期待できない現状では今後のガス貯蔵に依然として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となる可能性が高い。

図表6 欧州のガス貯蔵率の推移（左）、西側諸国のウクライナ支援（右）

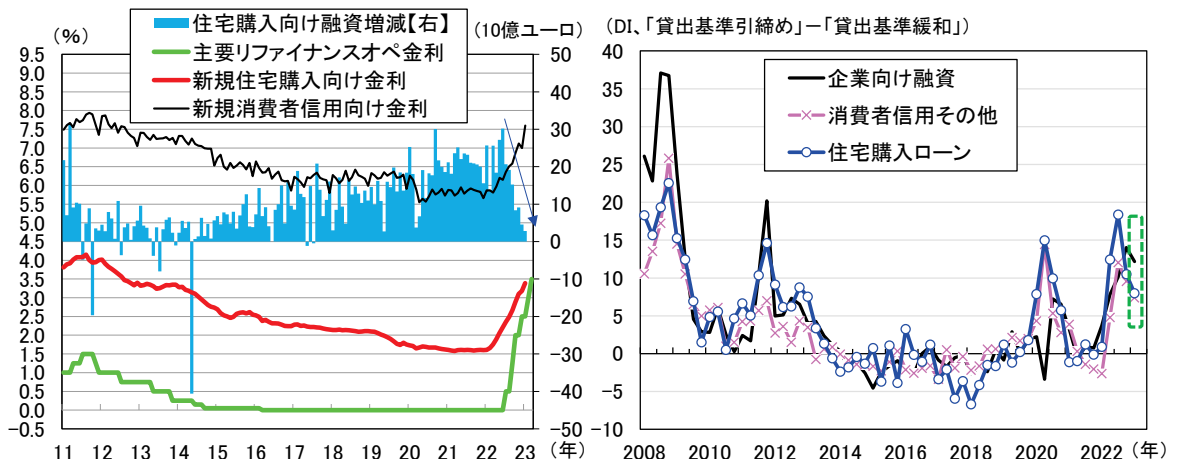


(注) 右図：米国（732 億ユーロ）を除く。EU としての支援額 350 億ユーロをシェアに応じて加盟各国に配分。
 (出所) Gas Infrastructure Europe (AGSI+)、キール世界経済研究所資料より大和総研作成

金融システム不安が、貸し渋り等金融機関の慎重な行動につながるリスクには注意

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。金利上昇は既存の住宅ローン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。2 月には長短金利ともに上昇し、消費者信用向けや住宅購入向けの金利は 2012 年以来の高さになっている。だが、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、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ため、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。ただ、3 月に入って金融システム不安が高まっている。これまでインフレ抑制のために金融引き締めを急いできた中央銀行が金融安定にも配慮する必要が生じ、利上げや量的引き締めのペースダウン、あるいは早々の引き締め停止へ政策を修正するのではという思惑が金融市場で急速に強まっている（一部には、近い将来の金融緩和を予想する向きも）。金融市場の心理の変化を受けて長短金利が低下しているが、今後懸念されるのは、システム不安を背景に金融機関が貸し渋りや資金回収を急ぐケースであり、その場合、実体経済への悪影響が拡大しよう。

図表7 ユーロ圏の家計が直面する金利上昇（左）、ユーロ圏金融機関の貸出基準（右）



(注) 左図：住宅購入向け金利や消費者信用向け金利は、利払いや手数料を含む。右図：23 年 1-3 月期は予測。
 (出所) ECB、Eurostat、Haver Analytics 資料より大和総研作成

英国経済

1月の月次 GDP は前月比+0.3% ~ 労働市場に軟化の兆し、インフレ鈍化につながるかは不明

2023年1月の月次 GDP は前月比+0.3%と、2022年12月の同▲0.5%から一転してプラス成長に回復した。ただ、前月比でプラスマイナスはあるものの、2021年12月以降、月次 GDP の水準は横ばい傾向で推移しており、他の先進国と比較しても英国経済の停滞感が強い。

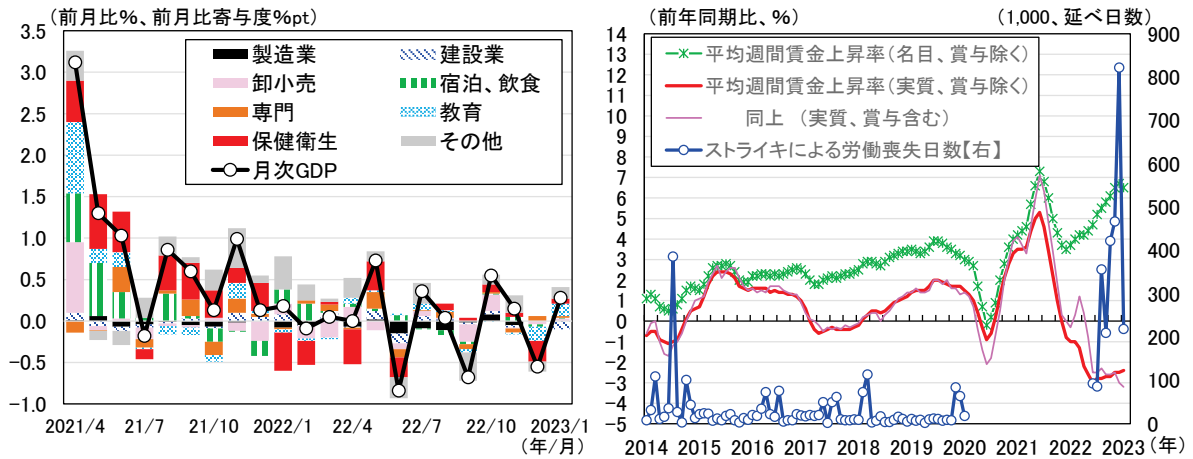
業種別では、サービス部門が2ヵ月ぶりに増加する一方、生産部門は5ヵ月ぶりに減少し明暗が分かれた。サービス部門のうちプラスの寄与度が大きかった業種は、教育（前月比+2.5%、5ヵ月ぶりのプラス）、運輸倉庫（同+1.6%、3ヵ月ぶりのプラス）、保健衛生（同+0.7%）、芸術娯楽レクリエーション（同+3.4%、3ヵ月ぶりのプラス）等だった。ONSによると、運輸倉庫が増加した背景には、2022年12月に郵便のストライキの影響で落ち込んだ反動という面がある。また、芸術娯楽レクリエーションの場合、サッカーのワールドカップ開催中は英国内のプレミアリーグが中断して試合が行われなかったが、1月に入ってスケジュールが完全に通常通りに戻り、スポーツ活動や娯楽レクリエーションが増加したとONSは指摘する。サービス部門の中で不動産活動が唯一マイナスとなり、住宅購入の動きが鈍くなった点を反映していると考えられる。

一方、生産部門では、製造業（前月比▲0.4%）が最も足を引っ張ったが、このうち医薬品製造が同▲4.7%と大きく落ち込んだ他、機械設備製造（同▲1.6%）や自動車等の輸送機器製造（同▲0.5%）もマイナスに寄与した。また、建設業が同▲1.7%と減少しており、ONSによると、経済の先行きの不透明さを理由に作業の遅れやキャンセル、そして顧客からの受注が減ったという。一方で、1月前半の大雨によって屋外作業が難しかったが、災害からの復旧・修理や保守作業が増えるという特殊要因もあったようだ。

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）よりも4割弱多いものの、2022年5月をピークに9ヵ月連続で減少している。景気の先行きが不透明な中で、企業側の採用意欲が低下しているとみられる。2022年11月-2023年1月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+6.5%と高水準ながらも頭打ち感がある。また、インフレ率が賃金上昇率を上回っているため、インフレ分を調整した実質ベースでは同▲2.4%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（なお、賞与を含むベースで見ると一段とマイナス幅が大きい）。

昨年来頻発してきたストライキによる労働喪失日数（working days lost due to strike）は、1月は21.9万日と前月の約3割程度に減少した。民間部門で発生したストライキが大幅に減少する一方、公的部門ではストライキが増加し労働喪失日数が前月から約4割増えて、2014年7月以来の高水準となった。

図表8 英国の月次 GDP の推移（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

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	2.5%	3.6%	1.5%	-0.1%	-0.6%	0.4%	0.6%	1.0%	1.4%	1.8%	2.1%	1.7%	3.5%	0.4%	1.3%
家計消費支出	0.4%	4.3%	3.7%	-3.4%	-0.2%	0.5%	1.2%	1.4%	1.7%	1.8%	1.7%	1.6%	4.3%	0.4%	1.5%
政府消費支出	0.3%	-0.3%	-0.8%	3.0%	-0.9%	0.1%	-0.2%	0.4%	0.5%	0.8%	1.2%	0.7%	1.1%	0.2%	0.5%
総固定資本形成	-2.7%	3.8%	16.7%	-13.6%	0.8%	0.9%	1.2%	1.5%	2.6%	2.9%	3.4%	2.6%	3.8%	0.0%	2.3%
輸出等	5.8%	7.1%	7.0%	0.3%	1.7%	2.5%	3.0%	3.2%	3.1%	3.6%	3.7%	3.6%	7.2%	2.8%	3.3%
輸入等	-2.5%	7.9%	17.8%	-7.4%	2.4%	2.5%	3.4%	3.5%	3.7%	3.6%	3.3%	3.4%	8.0%	2.8%	3.5%
前年同期比（除く失業率）															
国内総生産	5.5%	4.4%	2.4%	1.8%	1.1%	0.3%	0.1%	0.3%	0.8%	1.2%	1.6%	1.8%	3.5%	0.4%	1.3%
家計消費支出	8.2%	5.9%	2.3%	1.2%	1.0%	0.1%	-0.5%	0.7%	1.2%	1.5%	1.6%	1.7%	4.3%	0.4%	1.5%
政府消費支出	3.0%	0.8%	0.1%	0.5%	0.2%	0.3%	0.5%	-0.2%	0.2%	0.4%	0.7%	0.8%	1.1%	0.2%	0.5%
総固定資本形成	4.0%	3.0%	7.7%	0.5%	1.3%	0.6%	-2.9%	1.1%	1.5%	2.0%	2.6%	2.9%	3.8%	0.0%	2.3%
輸出等	8.6%	7.7%	7.6%	5.0%	4.0%	2.8%	1.9%	2.6%	3.0%	3.2%	3.4%	3.5%	7.2%	2.8%	3.3%
輸入等	9.4%	8.4%	11.1%	3.5%	4.8%	3.4%	0.1%	2.9%	3.3%	3.6%	3.5%	3.5%	8.0%	2.8%	3.5%
鉱工業生産（除く建設）	1.8%	2.5%	3.1%	1.3%	1.5%	0.5%	0.2%	0.6%	1.2%	1.7%	2.2%	2.4%	2.2%	0.7%	1.9%
実質小売売上高	5.9%	1.1%	-0.7%	-2.7%	0.2%	0.2%	0.5%	1.0%	1.2%	1.4%	1.4%	1.5%	0.8%	0.5%	1.4%
消費者物価	6.1%	8.0%	9.3%	10.0%	8.0%	5.7%	4.3%	2.9%	3.2%	2.7%	2.6%	2.1%	8.4%	5.2%	2.6%
生産者物価	33.1%	36.5%	41.1%	27.3%	16.2%	8.3%	6.1%	4.9%	5.0%	3.8%	3.4%	4.1%	34.3%	8.6%	4.1%
失業率	6.8%	6.7%	6.7%	6.7%	6.6%	6.7%	6.8%	6.9%	6.9%	6.8%	6.7%	6.6%	6.7%	6.7%	6.7%
10億ユーロ															
貿易収支	-49.0	-97.6	-122.3	-56.5	36.5	42.0	41.5	29.2	34.2	34.8	36.0	36.0	-325.3	149.1	140.9
経常収支	11.2	-39.2	-105.9	28.0	56.0	56.8	56.3	56.4	55.4	56.2	58.3	59.7	-105.9	225.6	229.6
独 国債10年物（期中平均）	0.16%	1.09%	1.35%	2.13%	2.35%	2.59%	2.63%	2.56%	2.48%	2.43%	2.37%	2.30%	1.18%	2.53%	2.40%
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3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%	9.5%	6.5%	5.2%	3.6%	3.2%	2.8%	2.5%	1.8%	9.1%	6.1%	2.6%
生産者物価（出荷価格）	11.6%	17.9%	19.0%	16.1%	15.1%	9.2%	6.6%	3.5%	2.7%	2.0%	1.4%	0.0%	16.2%	8.4%	1.5%
失業率	3.7%	3.8%	3.6%	3.7%	3.8%	3.9%	4.1%	4.2%	4.3%	4.4%	4.4%	4.3%	3.7%	3.9%	4.3%
10億ポンド															
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%	3.57%	3.60%	3.54%	3.45%	3.32%	3.14%	3.04%	2.94%	2.45%	3.54%	3.11%
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3月21日時点）。

(出所) ONS、イングランド銀行、大和総研

中国 李強・新首相下での中国経済の行方

曰く「5.0%前後」の実現は困難。ゆえに経済テコ入れ策を発表へ

齋藤 尚登

[要約]

- 2023年3月の第14期全国人民代表大会（全人代）第1回会議で李克強氏が引退し、李強氏が後任の首相に就任した。経済重視、開明派、国民生活への配慮、民営企業への思い入れといったキーワードから浮かび上がる李強氏の姿勢は、その穏やかな語り口とも相まって「ソフト路線」ということになるのではないだろうか。2023年は経済の再活性化が最優先課題であり、こうした状況において、李強氏の手腕に対する懸念が高まる場面は少ないであろう。問題は、経済が好転し、自信を取り戻した習近平氏が再び社会主義的な政策を強めた際に、ストッパーや調整役を李強氏が務めることが難しいことである。
- 全人代では、2023年の政府成長率目標を前年比5.0%前後（以下、変化率は前年比）と設定した。李強首相は記者会見で、「成長率目標の実現は決して容易ではなく、一層努力する必要がある」とした。恐らくこれは、「実現は容易ではないため積極的な景気テコ入れ策を講じて、目標を必ず達成する」と読み替えて差し支えないであろう。中国人民銀行は3月19日に、銀行の預金準備率を0.25%引き下げることが発表された。李強首相の経済回復を重視する姿勢に中央銀行が早速反応した格好である。2022年の中国経済は実質3.0%成長にとどまったが、2023年は5.6%程度の実質成長が可能であるとみている。

李強新首相は「経済を重視する開明派」？

2023年3月5日～13日に開催された第14期全国人民代表大会（全人代）第1回会議では、李克強氏が首相を退き、李強氏が後任に就いた。

李強首相はどのような人物で、どのような経済政策を指向するのであろうか。

李強氏は浙江省での勤務経歴が長く（1976年～2016年。最後は浙江省長）、2016年～2017年は江蘇省書記、2017年～2022年には上海市書記を務めた。この間、2017年10月の第19回党大会後の人事で政治局委員、2022年10月の第20回党大会後の人事で政治局常務委員に昇格している。李強氏は2004年～2011年に浙江省党委員会秘書長を務めており、習近平氏の浙江省時代（2002年～2007年）を支えた。その後の昇格は習近平氏の引きによるのは明らかであり、李強氏は習近平氏の最側近のひとりといわれている。

李強氏は国务院（内閣）での勤務経歴は皆無である。首相としての手腕は未知数というほかないのだが、筆者は李強氏のことを「経済を重視する開明派」ではないかと推察している。昨年春に上海市は2カ月にわたる厳格なロックダウンを余儀なくされ、同市経済は壊滅的な悪影響を受けた。筆者が注目するのはロックダウン直前までの李強氏の市政運営である。他の都市が新型コロナウイルス感染症の感染者が少し増加しただけで、市全体など広範囲にわたるローラー作戦的なPCR検査を実施し、行動制限を一様に強化したのに対して、上海市は早期発見・早期隔離・早期治療を徹底することで、PCR検査の範囲と行動制限を行うエリアを極小化して、経済への悪影響を最小限にとどめようとした。ロックダウンについても当初は上海市を東西に分けてそれぞれ5日間ずつとすることで、経済の下振れを限定的にすることを目指していた。オミクロン株は無症状の感染者が多いことが特徴であり、結果的にこのやり方は機能しなかったのだが、少なくとも李強氏は経済活動を維持するための、より合理的な方法を模索しようとしていたとの評価が可能ではないか。

李強首相の略歴

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学院（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 2023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年に浙江省で勤務】 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、上海市書記（10月まで） 国务院総理（首相）

（出所）新華社などより大和総研作成

副首相には、丁薛祥氏（政治局常務委員）、何立峰氏（政治局委員）、張国清氏（政治局委員）、劉国中氏（政治局委員）の4名が任命された。何立峰氏が経済・金融を担当することになる。何立峰氏は習近平氏の福建省時代の部下であり、経済全般を管轄する国家発展改革委員会主任を務めた人物である。

何立峰氏の後任の国家発展改革委員会主任には鄭柵潔氏が就任した。鄭氏の知名度は高くないが、福建省や浙江省などで勤務経歴を積み、2003年～2015年にかけては地方の発展改革委員会で働いた。また、何立峰氏と鄭柵潔氏はかつて上司と部下の関係にあり、何氏が福建省廈門市書記の時代に、鄭氏は同市の発展改革委員会主任であった。また、鄭氏は2015年に国家エネルギー局副局長に就任したが、同局を管轄するのは国家発展改革委員会であり、当時何氏は同委員会副主任であった。今後、経済政策については習近平—李強—何立峰—鄭柵潔ラインが策定・実行していくことになり、伝達はスムーズに機能しよう。

また、財政部部長は劉昆氏、中国人民銀行総裁は易綱氏がそれぞれ留任した。ともに2018年3月から現職にあり、財政・金融政策の安定性・継続性が重視されたとみられる。特に、易綱氏は、金融実務に長け、米国の滞在歴が長く、豊富な国際人脈を誇る人物である。同氏は退任の可能性が高いとみられていただけに、留任はプラスに評価できよう。

昨秋に党人事が発表された際に香港や中国の株価は大きく下落したが、今回の国家機構人事を受けて株価は若干上昇した。そう悪くはないとの評価なのだろう。

強面の習近平氏とは対照的に李強首相はソフト路線？

2023年3月13日の全人代閉幕会議において、習近平国家主席が重要演説を行った。その骨子は以下の通りであった。

- ① 中華民族の偉大な復興は後戻りのない歴史プロセスに入った、
- ② 強国建設、民族復興のバトンは我々のこの世代に歴史的に引き継がれた、
- ③ 強国建設、民族復興の新たな征途において、我々は断固として揺るぎなく質の高い発展を図らなければならない、
- ④ 我々は常に人民至上を堅持しなければならない、
- ⑤ 我々は発展と安全保障をよりよく両立させなければならない、
- ⑥ 我々は（香港、マカオにおける）「一国二制度」の実践と（中台）祖国統一の大業を着実に推進しなければならない、
- ⑦ 我々は人類運命共同体の構築の推進に努力しなければならない、
- ⑧ 国を治めるには必ずまず党を治め、党を興して初めて国が強くなる、
- ⑨ 強国建設と民族復興の壮大な目標は人々を鼓舞し、奮闘、前進させる。

時間にして15分程度のスピーチであったが、「強国」が12回登場するなど、相変わらずの強硬路線が貫かれた。

そして、全人代閉幕後、李強氏は首相として初めての記者会見に臨んだ。習近平氏の方針や発言の引用が多かったが、端々に李強氏の特徴が垣間見えた。例えば、今後の重点として、(1)「人」を中心とした発展思想を強固に打ち立てる、(2)力を集中して質の高い発展を推進する、(3)「改革開放」の深化を堅持する、ことを掲げた。(1)では、大多数の庶民は日々GDPがどれくらい伸びたかを気にはせず、人々の関心は住宅、就業、収入、教育、医療、環境など、身近で具体的なことにあり、こうしたテーマを重視する考えを示した。また、(3)では、「改革で飯を食い、開放の道を歩む」というフレーズを用いて「改革開放」を重視する姿勢を強調した。

また、李強氏は非公有制経済(民営企業)の発展した地方での勤務経歴が長く、世界で活躍する温州商人で有名な浙江省温州市の書記を務めたことがある。記者会見では民営経済への思い入れが披露された。具体的には「4つの千」の起業家精神であり、それは「千山万水をくまなく歩き、千言万語を語り尽くし、千方百計を考え尽くし、千辛万苦を嘗め尽くす」ことであるという。

これまで見てきた経済重視、開明派、国民生活への配慮、民営企業への思い入れといったキーワードから浮かび上がる李強氏の姿勢は、その穏やかな語り口とも相まって「ソフト路線」ということになるのではないだろうか。習近平国家主席の強面ぶりとは対照的な印象を受けた。

中国経済は2022年12月初旬までの厳格な「ゼロコロナ」政策で疲弊した。このため、2023年は経済の再活性化が最優先課題となる。こうした状況において、李強氏の手腕に対する懸念が高まる場面は少ないであろう。問題は、経済が好転し、自信を取り戻した習近平氏が再び社会主義的な政策を強めた際に、ストッパーや調整役を李強氏が務めることが難しいことである。例えば、習近平氏が公有制経済(国有企業)を重視し、政策の恩恵が国有企業に偏り、民営企業が蚊帳の外に置かれる「国進民退」が深刻化した際に、李克強前首相は「大衆創業」(大衆による創業・起業)や「万衆創新」(万人によるイノベーション)を打ち出して、その悪影響を和らげようとした。こうした役回りを習近平氏に絶対服従の李強氏に期待することは難しいと思われる。

さらにいえば、不動産問題と金融リスク、少子高齢化問題など、長期的・構造的な課題についての処方箋は未だ書かれていないようである。記者会見でも定年延長問題について明確な発言をしなかった。デビュー戦はまずまずの滑り出しとなった李強首相であるが、解決すべき課題は山積している。

曰く「5.0%前後」の成長率目標実現は困難。ゆえに経済テコ入れ策を発表へ

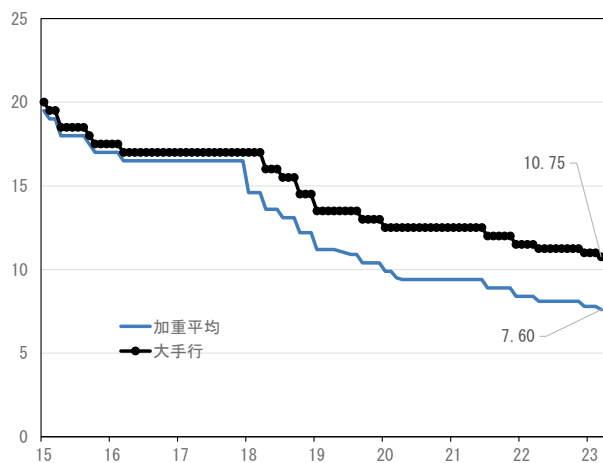
3月の全人代では、2023年の政府成長率目標を前年比5.0%前後(以下、変化率は前年比、前年同期比、前年同月比)と設定した。2022年の5.5%前後からは0.5%ポイント引き下げられた格好である。昨年5年に1度の党大会の開催年に当たり、やや高めの成長率目標が掲げられ

たが、今年も巡航速度とされる水準に設定された。ただし、昨年が3.0%成長にとどまったことを考えると、今年はその反動が期待できるはずである。2023年は2年連続の目標未達成は許されず、超過達成を前提にやや低めの政府成長率目標が設定された可能性がある。都市新規雇用増加数が2022年の1,100万人以上から2023年は1,200万人前後に引き上げられたのは、景気回復への自信の表れでもあろう。

こうした中、李強首相は記者会見で、「成長率目標の実現は決して容易ではなく、一層努力する必要がある」とした。恐らくこれは、「実現は容易ではないため積極的な景気テコ入れ策を講じて、目標を必ず達成する」と読み替えて差し支えないであろう。中国人民銀行は3月19日に、銀行の預金準備率を0.25%引き下げることを発表した。これは2022年12月以来の引き下げであり、加重平均の預金準備率は7.6%となる（実施は3月27日）。今回の引き下げにより、5,500億元程度（約11兆円）の貸出余力が増える計算となる。李強首相の経済回復を重視する姿勢に中央銀行が早速反応した格好である。

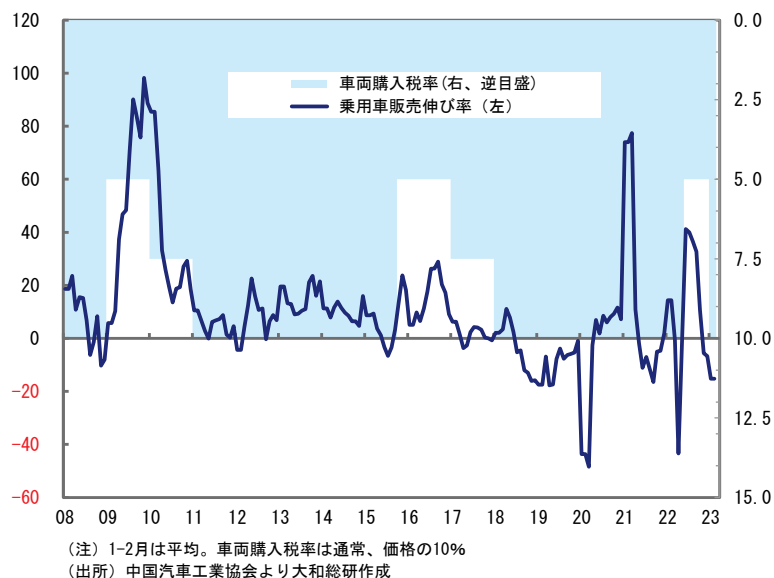
この他、今後、自動車購入に関する何らかの刺激策が発表される可能性が高い。中国は2023年1月8日以降、不可逆的な「ウィズコロナ」政策に転換し、レストラン収入（外食）などが大きく回復したが、2023年1月～2月の乗用車販売台数は15.2%減と冴えなかった。これには2022年6月からのガソリン車に対する車両購入税率の半減措置（価格の10%→5%）が12月末で終了したことが背景にある。同様の半減措置は、リーマン・ショック後の2019年1月～12月（2010年1月～12月は7.5%の軽減措置）、人民元ショック（チャイナショック）後の2015年10月～2016年12月（2017年1月～12月に7.5%の軽減措置）に実施されたが、いずれも期間は1年以上であり、その後1年間の軽減措置を設けることでソフトランディングを目指したという共通点がある。今回はそのパターンに当てはまらず、テコ入れ策としては中途半端な感じが否めない。半減措置を再度導入するのか、あるいは別の刺激策を用意するのかは不明だが、今後、産業界のすそ野が広い自動車関連などで新たなテコ入れ策が発表される可能性は高い。

中国の預金準備率の推移（単位：％）



(注) 2023年3月27日の引き下げを含む
(出所) 中国人民銀行より大和総研作成

乗用車販売伸び率（前年同月比）と車両購入税率の推移（％）



2023年1月～2月の主要経済指標、景気回復に強弱

中国は2023年1月8日より、新型コロナウイルス感染症の分類・管理を従来の「乙類甲管理」（分類は中程度の重篤度であるが、最も厳格な管理が必要）から「乙類乙管理」（分類も管理も中程度）に引き下げたことにより、不可逆的な「ウィズコロナ」政策に転換した。2022年の中国経済は実質3.0%成長にとどまったが、大和総研は、2023年は5.6%程度の実質成長が可能であるとみている。ただし、2023年1月～2月はまさに病み上がりという状況であった。

工業生産

2023年1月～2月の工業生産は2.4%増となり、2022年12月の1.3%増から若干加速した（ただし、2022年年間の3.6%増は下回っている）。1月～2月の分野別では石炭や石油・天然ガスなどの採掘業が4.7%増、製造業は2.1%増、電力・熱・ガス・水の生産と供給業が2.4%増であった。

主要製品のうち、10%以上減少したのはパソコン、ロボット、集積回路、自動車、金属加工機械などであった。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%以上増加したのは太陽エネルギー電池、発電設備、電気自動車など新エネルギー車である。太陽エネルギー電池や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。また、国家の政策サポートを受けた新エネルギー車の生産は2021年、2022年にそれぞれ倍増となった。2023年1月～2月は16.3%増に減速したとはいえ、増加が続いている。

小売売上

2023年1月～2月の小売売上（名目）は3.5%増となり、2022年12月の1.8%減から増加に転じた。「ウイズコロナ」政策への転換の恩恵を受けたレストラン収入（外食）は9.2%増となり、昨年12月の14.1%減から様変わりとなった。その割に小売売上の伸び率が抑制されているのは、自動車販売金額が9.4%減となったのが主因である。自動車販売金額を除く小売売上は5.0%増であった。

固定資産投資

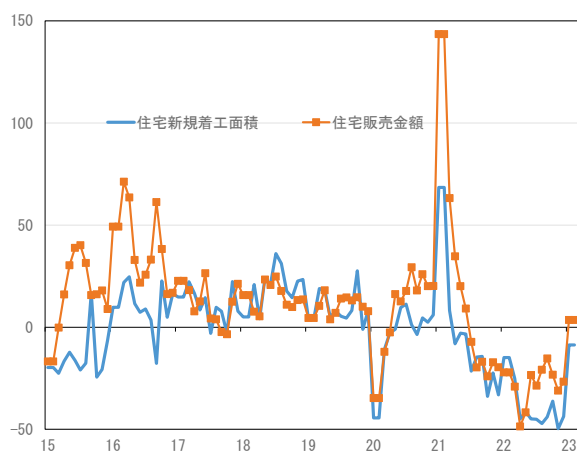
2023年1月～2月の固定資産投資は5.5%増となり、2022年の5.1%増からやや加速した。内訳は、製造業投資は8.1%増（2022年は9.1%増）、電気・水道・ガスを含むインフラ投資が12.2%増（2022年は11.5%増）、不動産開発投資が5.7%減（2022年は10.0%減）であった。

2022年の中国経済を苦しめた不動産不況は最悪期を脱したもようである。昨年来の3度にわたる住宅ローン金利引き下げなどのテコ入れ策や、物件を契約通りの品質・納期で購入者に引き渡す「保交楼」（工事中断→再開へ）に対する資金サポートが奏功したとみられる。2023年1月～2月の住宅販売金額は3.5%増となり、2021年6月以来の増加となった。

貿易

2023年1月～2月の輸出は6.8%減（以下、断りのない限り、貿易はドル建て）、輸入は10.2%減と、2022年10月以降、前年割れが続いている。輸出の不振は、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、輸入の低迷は内需不振がその背景にある。1月～2月合計の貿易黒字は6.8%増の1,169億ドルであった。

住宅新規着工面積と住宅販売金額の推移（前年同月比）（単位：％）



（注）1～2月は平均
（出所）中国国家统计局より大和総研作成

主要経済統計の推移（前年同期比、前年同月比）（単位：％）

	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	2023年 1～2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	2.4	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	5.5	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	▲ 5.7	▲ 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	8.1	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	12.2	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	3.5	▲ 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	9.2	▲ 6.3	▲ 0.5
輸出	16.1	14.3	3.5	16.4	17.0	18.1	7.4	5.5	▲ 0.4	▲ 9.0	▲ 10.0	▲ 6.8	7.1	15.9
輸入	16.8	0.7	0.1	3.5	▲ 0.1	1.4	▲ 0.3	0.1	▲ 0.7	▲ 10.6	▲ 7.5	▲ 10.2	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

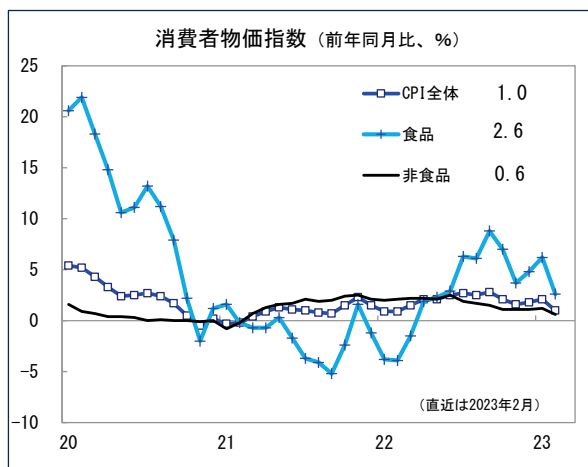
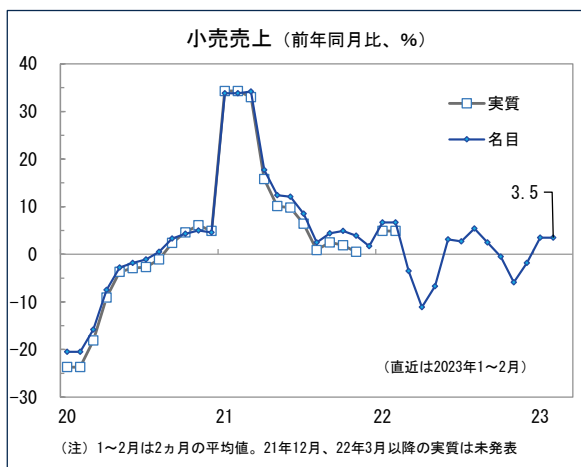
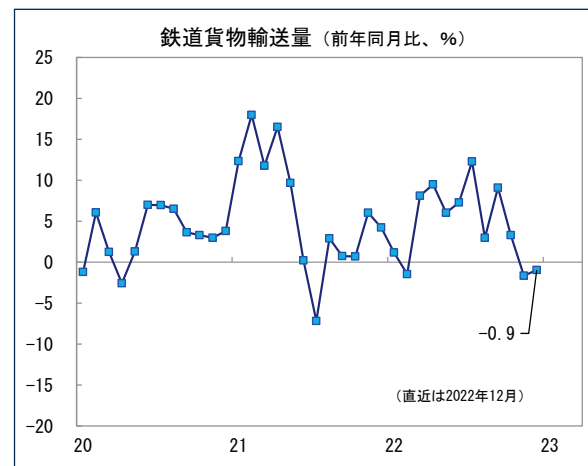
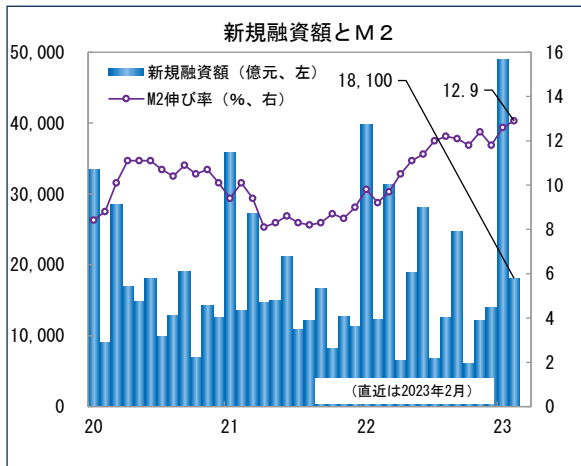
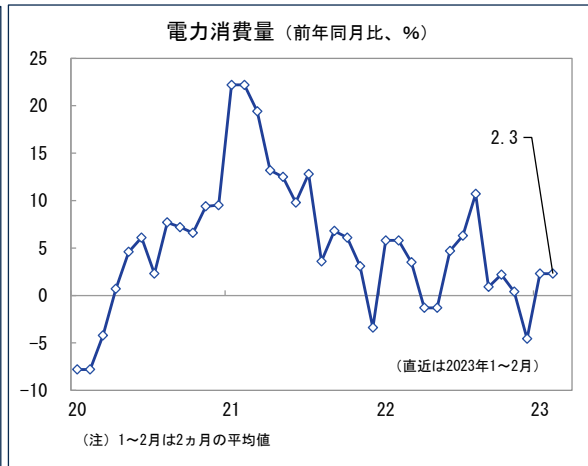
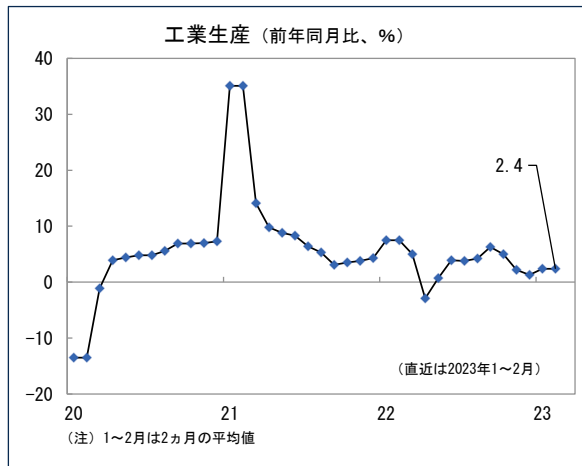
(出所) 中国国家统计局より大和総研作成

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	2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	5.0	-2.9	0.7	3.9	3.8	4.2	6.3	5.0	2.2	1.3	2.4	2.4
電力消費量（前年同月比、％）	5.8	3.5	3.5	-1.3	-1.3	4.7	6.3	10.7	0.9	2.2	0.4	-4.6	2.3	2.3
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	5.8	5.3	5.1	5.5	5.1	3.9
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	-5.7	-	-
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	3.5	-	-
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	1.0
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	2.6
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	0.6
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	-1.4
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	-0.5
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	18,100
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	12.9
輸出（前年同月比、％）	16.1	14.3	3.5	16.4	17.0	18.1	7.4	5.5	-0.4	-9.0	-10.0	-6.8	-	-
輸入（前年同月比、％）	16.8	0.7	0.1	3.5	-0.1	1.4	-0.3	0.1	-0.7	-10.6	-7.5	-10.2	-	-
貿易収支（億米ドル）（1月、2月は平均）	547.3	443.5	494.7	783.7	973.2	1025.9	807.9	840.8	848.4	688.7	776.3	584.4	-	-
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	4.7
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	3.9
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	-9.4	-	-
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	8.0	-	-
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	-3.6	-	-
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	-0.1	-	-

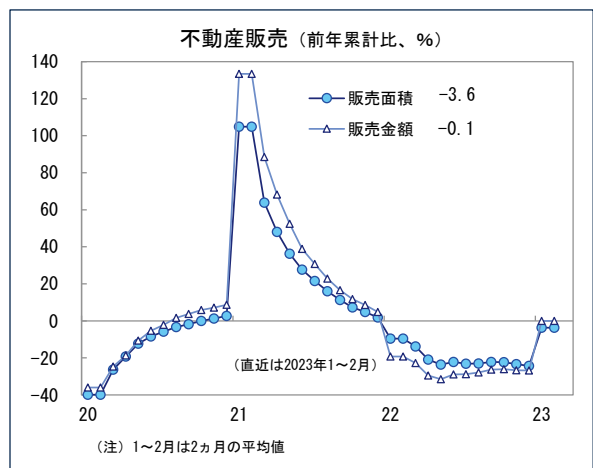
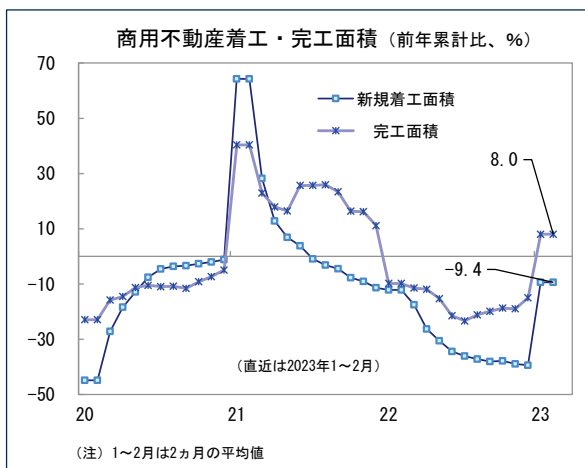
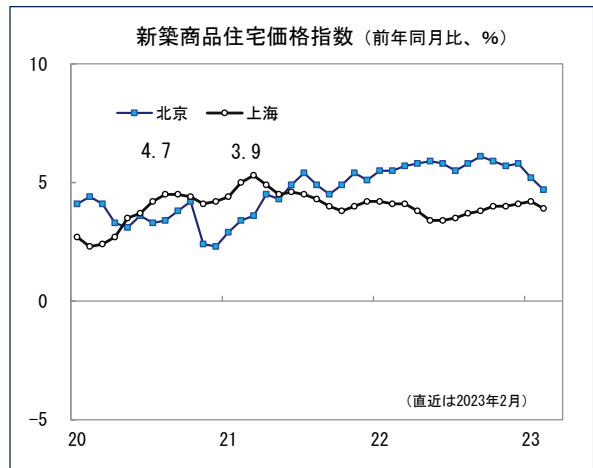
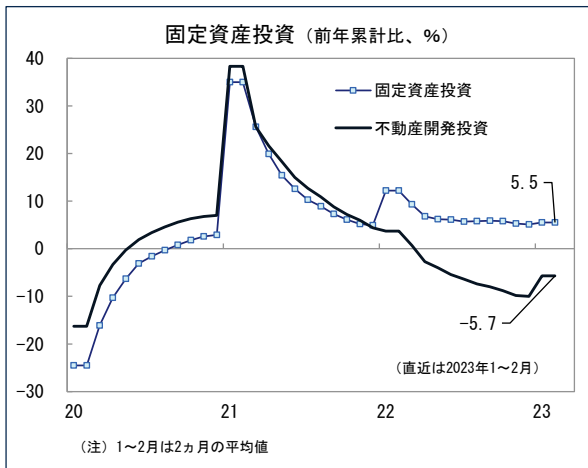
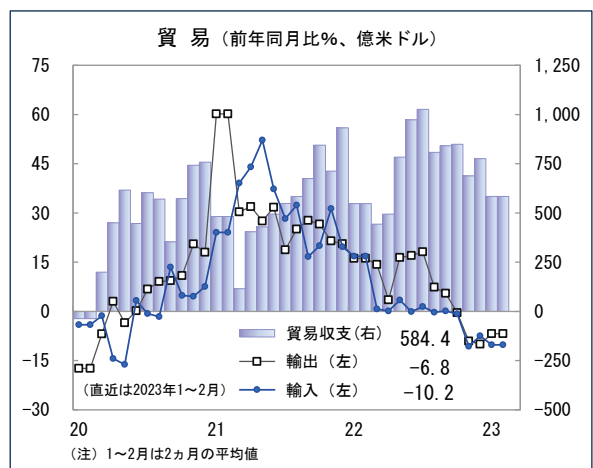
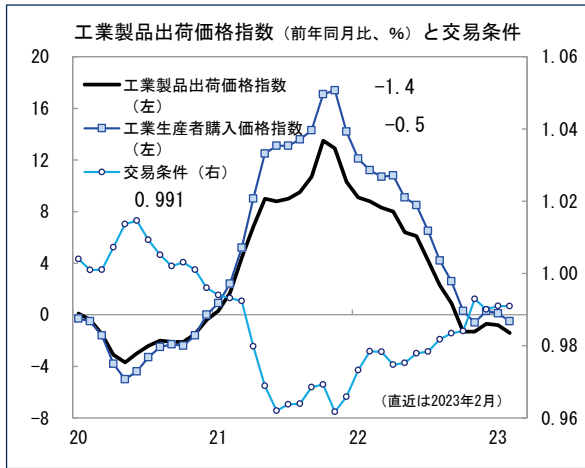
(出所) 中国国家统计局、中国人民銀行、通関統計、中国エネルギー局、CEICより大和総研作成

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