

2023年4月21日

# 主要国経済 Outlook

2023年5月号 (No. 438)

経済調査部  
ニューヨークリサーチセンター  
ロンドンリサーチセンター

## [目次]

Overview .....	2
世界で分かれる、中国（米国）との距離の取り方 経済調査部 シニアエコノミスト 近藤 智也	
日本経済 .....	4
金利が上昇したら日本経済はどうか 経済調査部 シニアエコノミスト 神田 慶司	
米国経済 .....	13
景気後退は近いのか？ 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 .....	24
引き続きリスクを意識する 経済調査部 シニアエコノミスト 近藤 智也 ロンドンリサーチセンター シニアエコノミスト 橋本 政彦	
中国経済 .....	34
リベンジ消費 > 不動産不況 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

## 世界で分かれる、中国（米国）との距離の取り方

近藤 智也

### 世界

米国の中堅銀行の経営破綻に端を発した金融システム不安が高まってから1ヵ月が経ち、破綻の連鎖が防がれたため、金融市場は落ち着きを取り戻している。もっとも、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、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等の影響が世界経済に及ぶことが予想される。IMFは、大幅な信用収縮が生じれば2023年の世界経済が1%に減速するというリスクシナリオを示している。他方、この1ヵ月間で目立ったのが中国を中心とした各国首脳の活発な往来である。3月下旬に中国の習近平主席がロシアを訪問した他、スペインのサンチェス首相やフランスのマクロン大統領、EUのフォンデアライエン欧州委員会委員長等、欧州からの訪中が相次いだ。一方、中国と対立する米国は経済安全保障の観点から、半導体関連の輸出規制に続いて対中投資抑制策を公表する予定である。各国とも中国は主要な貿易相手だが、欧州の中国との距離感は米国と異なり、総じて中国との関係継続を重視し、フォンデアライエン委員長は、中国への過度な依存度を引き下げてリスクを減らしていくデリスキングを主張する。中国との関係は、裏を返せば、米国との距離感をどう保つかに言い換えられる。米国自身、中国とのデカップリングを進めると同時に、フレンド・ショアリングという同盟・友好国との関係強化を図っている。だが、4月半ばに発表された米国のEV購入の税優遇策では米国メーカーのみが対象となった。米政府はルールを厳格に適用しただけだろうが、優遇を期待していた米国と近い関係の国々からすれば思惑が外れた形だ。

### 日本

現在も2%の物価安定目標の達成はめどが立たないが、一方で2023年春闘では賃上げ率が30年ぶりの高水準となりそうだ。今後、人件費の増加を理由にサービスなど幅広い品目で値上げが行われれば、インフレの持続性が高まり、いずれ日本銀行は金融政策の正常化に着手するだろう。そこで将来の金利上昇リスクについて定量的に検討した。金利が上昇すると、家計は純利息収入が増加するが、その恩恵は無職世帯や高齢世帯に偏っている。中間所得層や30~40代の世帯では金利上昇による悪影響がとりわけ大きい。さらに、動学的な波及経路を考慮した金利上昇の影響の大きさを測るため、マクロモデルを用いてシミュレーションを行った。短期金利が1%pt上昇する場合の実質GDPへの影響は3年目で▲0.8%であり、長期金利が1%pt上昇する場合の2倍以上のインパクトがある。もっとも、3%ptや5%ptといった大幅な金利上昇が短期間に起きれば、システミック・リスクの発生やリスクプレミアムの高まりなどマクロモデルに反映させることができない非線形的な影響を日本経済にもたらし得る。

### 米国

今回の銀行不安による信用収縮で米国経済は景気後退にどれほど近づくだらうか。国内銀行のリスクアセット状況に基づけば、商工業ローンや商業用不動産ローンが減少しており、信用収縮のあおりを受ける可能性が高いのは企業と考えられる。他方、銀行の消費者ローンや住宅ローンは増えており、銀行不安が米国経済の屋台骨である個人消費を直接的に落ち込ませると

は現時点で考えにくい。金融引き締めや企業向けの貸出スタンスの厳格化によって雇用環境は緩やかに悪化し、個人消費も徐々に減速していくことが想定されるが、豊富な労働需要を背景に失業者が急増するような事態は回避できると期待される。仮に、個人消費に悪影響が及ぶとすれば、銀行不安が市場へと波及することによる逆資産効果などの発現が考えられる。他方、インフレが順調に減速すれば、銀行不安が金融・資本市場に広がることへの予防策や広がった後の政策対応の余地を増やし、雇用や家計の下振れリスクを抑制することにつながるだろう。

## 欧州

企業の生産関連指標の堅調さを背景に、ユーロ圏の2023年1-3月期の成長率はゼロ近傍に上方修正される公算が大きい。企業のマインドも、エネルギー危機に怯えた冬を乗り切って、現状認識が大きく改善している。対照的に、先行きへの期待感は足踏み状態になっている。国際的な金融システム不安は一旦後退したが、将来の信用収縮につながる不安は残っている。当面、欧州金融機関の態度・行動が、企業や家計にどのような影響を及ぼすか注視する必要がある。ECBは、金融の安定に配慮しながら、インフレ抑制という難しいミッションに取り組まなければならない。一方、英国は明確な悪化こそ回避しているものの、高インフレ、相次ぐストライキなどを背景に冴えない。ただし、エネルギー価格の下落と政策効果で4-6月期以降、CPIの上昇率には鈍化が見込まれ、実質賃金の減少には歯止めが掛かることになろう。BOEによる累積的な利上げの効果は今後本格化するとみられ、英国経済の先行きは引き続き慎重にみるべきである。

## 中国

中国国家统计局によると、2023年1-3月の実質GDP成長率は前年同期比4.5%となり、2022年10-12月の2.9%から加速した。消費を中心に予想以上の回復となったことを受けて、大和総研は2023年の中国経済見通しを従来の5.6%から5.9%へ引き上げた。「ウィズコロナ」政策への転換の恩恵を大きく受けたのが、消費である。中でも接触型消費の代表格である外食の回復は著しい。レストラン収入は2022年の6.3%減から2023年1-3月は13.9%増と2桁の増加となった。一方、2022年の中国経済の大幅減速の主因のひとつとなった不動産不況は最悪期を脱したとみられるが、本格回復からは程遠い。「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）の進展によって、2023年3月の住宅竣工面積は35.4%増となった。しかし、「保交楼」はあくまでも建設中の物件が対象であり、新規需要を直接刺激するわけではない。2023年3月の住宅新規着工面積は27.0%減と、デベロッパーの開発意欲の低迷が続いている。

### 主要国実質 GDP 見通し＜要約表＞

	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>1.4</u>	<u>1.7</u>	<u>1.0</u>
米国	-0.6	3.2	2.6	1.5	0.0	0.0	0.4	1.0	5.9	2.1	1.2	0.9
ユーロ圏	3.6	1.5	-0.1	-0.2	0.5	0.6	1.0	1.2	5.3	3.5	0.6	1.2
英国	0.2	-0.4	0.5	0.1	-0.4	-0.5	0.1	0.9	7.6	4.1	-0.1	0.7
中国	0.4	3.9	2.9	4.5	8.2	5.2	5.7	5.0	8.4	3.0	5.9	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	-4.5	-3.5	-2.7	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

## 金利が上昇したら日本経済はどうか

神田 慶司  
久後 翔太郎  
中村 華奈子  
高須 百華

### [要約]

- 現在も 2%の物価安定目標の達成はめどが立たないが、一方で 2023 年春闘では賃上げ率が 30 年ぶりの高水準となりそうだ。今後、人件費の増加を理由にサービスなど幅広い品目で値上げが行われれば、インフレの持続性が高まり、いずれ日本銀行（日銀）は金融政策の正常化に着手する可能性がある。そこで本稿では、将来の金利上昇リスクについて定量的に検討した。
- 長期金利が 1%pt 上昇する場合、純利息収入への影響は家計が+0.3 兆円、企業が▲0.1 兆円、政府が▲0.7 兆円、日銀が+0.3 兆円、金融機関等が+0.3 兆円と試算される。さらに短期金利も 1%pt 上昇すると、家計が+1.0 兆円、企業が▲3.0 兆円、政府が▲1.3 兆円、日銀が▲4.7 兆円、金融機関等が+8.0 兆円へと大幅に拡大する。家計は純利息収入が増加するが、その恩恵は無職世帯や高齢世帯に偏っている。中間所得層や 30~40 代の世帯では金利上昇による悪影響がとりわけ大きい。
- 上記試算は各経済主体の行動が変化しない静学的な分析である。動学的な波及経路を考慮した金利上昇の影響の大きさを測るため、マクロモデルを用いてシミュレーションを行うと、短期金利が 1%pt 上昇する場合の実質 GDP への影響は 3 年目で▲0.8%であり、長期金利が 1%pt 上昇する場合の 2 倍以上のインパクトがある。もっとも、3%pt や 5%pt といった大幅な金利上昇が短期間に起きれば、システミック・リスクの発生やリスクプレミアムの高まりなどマクロモデルに反映させることができない非線形的な影響を日本経済にもたらし得る。

## 1. 金利上昇で各経済主体の利息収入・利払い負担はどう変わる？

### 将来の金利高リスクを定量的に検討

2023年4月9日、日本銀行（日銀）の総裁に植田和男氏が就任し、新しい体制が始動した。就任後の記者会見で植田総裁は、現在の大規模緩和策を継続することで2%の物価安定目標の達成を目指す考えを強調した。

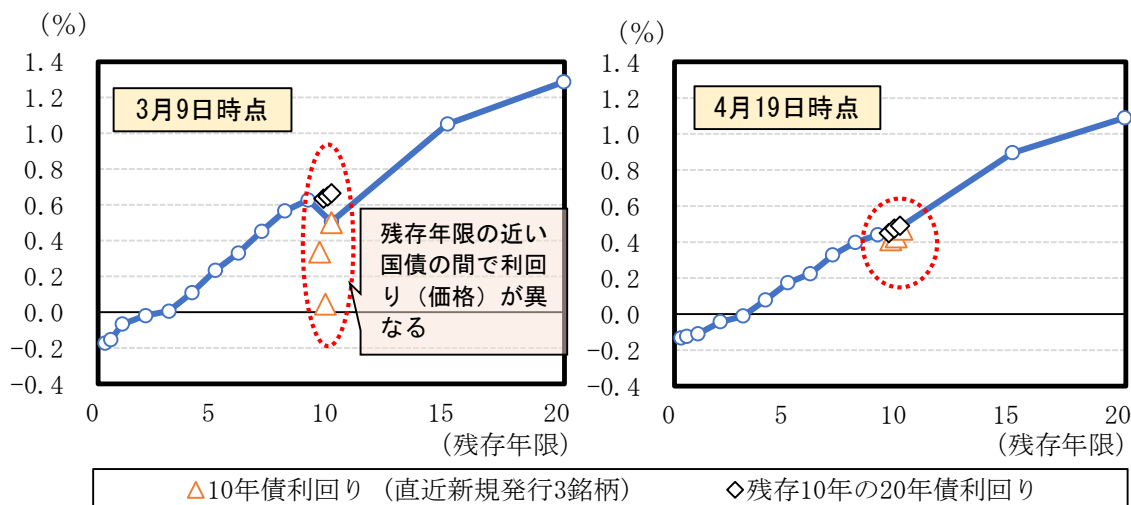
3月に米金融機関の経営破綻などで金融不安が広がり、海外だけでなく日本の国債利回りにも低下圧力がかかった。結果として、イールドカーブの「歪み」はこのところ目立たなくなっている（**図表1**）。世界経済の下振れリスクの高まりや、長短金利操作（イールドカーブ・コントロール、YCC）の副作用対策の必要性の低下などから、日銀は4月27・28日に開かれる金融政策決定会合においてYCCの継続を決定するとみている。

一方、2023年春闘では賃上げ率が大幅に高まる見込みだ。日本労働組合総連合会（連合）が集計した定期昇給相当込みの賃上げ率は3.69%（4月11日時点）と、30年ぶりの高水準となった。記録的な物価高や労働需給のひっ迫などを背景に、中小企業でも2%を超えるベースアップ率での妥結が相次いだ。

これまでのインフレは食料やエネルギーが中心で持続性に欠けていた。だが、人件費の増加を理由にサービスなど幅広い品目で値上げが行われれば、欧米のような持続性の高いディマンドプル・インフレへと変化する可能性がある。さらに物価安定目標の達成が視野に入れば、日銀は金融政策の正常化に着手することになる。

金融政策の正常化などによって金利が上昇する場合、各経済主体と経済全体にどのような影響をもたらすのであろうか。本稿では将来の金利上昇リスクについて定量的に検討する。

図表1：日本国債の最近のイールドカーブ



（出所）Bloomberg、日本証券業協会より大和総研作成

## 金利上昇の影響は短期金利が上昇するかどうかで大きく変わる

まず家計と企業の直近のバランスシートを確認しよう（**図表 2**）。日本銀行「資金循環統計」によると、家計の金融資産残高は2022年末で2,023兆円であった。このうち預金は1,000兆円と資産全体の約半分を占める。

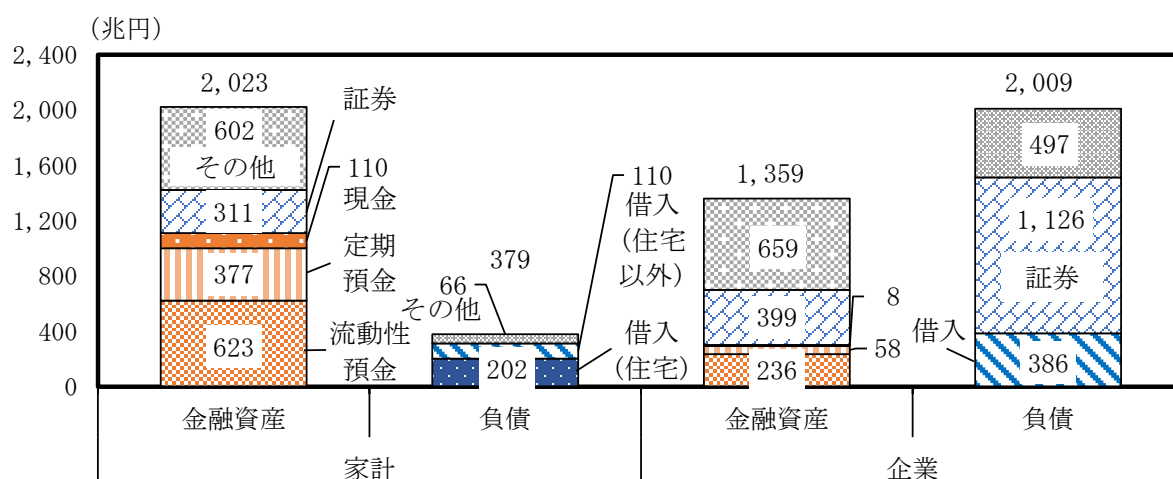
金利が上昇すると利息収入の増加が期待される。ただし、短期金利が据え置きで長期金利のみ上昇する場合、623兆円の流動性預金（普通預金）の利息はほとんど変わらない。377兆円の定期預金も満期が来るまで利息は変わらず、金利上昇の恩恵を受けるのは、年間80兆円弱とみられる新規契約分に限られる。そのため家計の利息収入は短期金利が上昇するかどうかや時間軸によって大きく変わるとみられる。

家計の負債残高は379兆円で、住宅ローン残高は202兆円であった（2022年末）。国土交通省「民間住宅ローンの実態に関する調査」によると、金利タイプ別では「変動金利型」が貸出残高の66%、新規貸出額の76%を占めた（2021年度）。預金と同様、家計の利払い負担は長期金利よりも短期金利の影響を受けやすい構造となっている。

家計は預金額が借入額を大幅に上回るのに対し、企業（非金融法人企業）は借入額が預金額をやや上回る。家計に比べ、金利上昇時に利息収入よりも利払い負担が増えやすいことが示唆される。借入金は設備等投資や資金繰りなどに活用されているため、金利上昇は利払い費の増加以上に企業の事業活動に悪影響を及ぼす。

こうしたバランスシートの特徴を踏まえ、以下では、(1) 長期金利のみ1%pt上昇、(2) 短期金利と長期金利がそれぞれ1%pt上昇、という2ケースを想定し、利息収入と利払い費への影響を経済主体別に試算する。

図表 2：家計と企業のバランスシートの状況（2022 年末）



(注) 「企業」は非金融法人企業で、企業負債のうち「借入」は民間金融機関貸出を、「証券」は株式等・投資信託受益証券と債務証券を指す。

(出所) 日本銀行統計より大和総研作成

## (1) 長期金利のみ 1%pt 上昇するケース

家計・日銀・金融機関等の純利息収入が増加する一方、政府・企業では減少

長期金利が 1%pt 上昇する場合の利息収入及び利払い負担の変化額を示したものが**図表 3**である。ここでは「家計」「企業」「政府」「日銀」の純利息収入の合計額が海外部門を含む「金融機関等」の純利息収入（逆符号）と一致するように試算している（**後掲図表 4**も同様）。家計や日銀、金融機関等では利息収入が利払い負担を上回り、両者の差額である純利息収入が増加する一方、企業や政府の純利息収入は減少する。

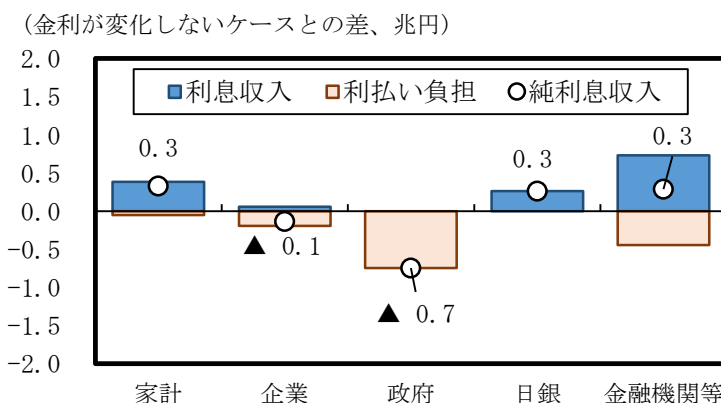
家計の利息収入は、金融資産のうち新規定期預金に適用される金利が上昇することで増加する。一方、負債面では新規の自動車ローンや住宅ローンなどに適用される金利が上昇し、利払い負担が増加する。結果として、家計の純利息収入は 0.3 兆円程度増加する。

企業についても同様に、金融資産のうち新規定期預金への適用金利の上昇が利息収入を押し上げる一方、負債面では新規借入金の利払い負担が増加する。ただし前述のように、企業の借入額は預金額を上回るため、長期金利の上昇は利息収入よりも利払い負担を押し上げやすい。企業における純利息収入は 0.1 兆円程度減少する。

長期金利の上昇による悪影響を最も受けるのは政府であり、新規に発行する国債の利払い費が増加することで純利息収入は 0.7 兆円程度減少する。一方、日銀のそれは新規国債の購入により 0.3 兆円程度増加する。

金融機関等の純利息収入は 0.3 兆円程度増加する。家計や企業の利息収入の増加は金融機関等にとって利払い負担の増加となる一方、新発国債の購入や企業を中心とした新規借入金からの利息収入が増加する。

**図表 3：長期金利のみ 1%上昇する場合の純利息収入への影響**



(注 1) 「金融機関等」には海外部門を含む。

(注 2) 各経済主体の資産・負債それぞれについて長期金利の影響を受ける項目を抽出し、適応される金利を短期金利と長期金利で回帰することで得た係数を用いて、長期金利が 1%pt 上昇した場合の利息収入・利払い負担額を算出。

(出所) 日本銀行統計、住宅金融支援機構、一般社団法人全国銀行協会より大和総研作成

## (2) 短期金利と長期金利がそれぞれ1%pt上昇するケース

### 企業と日銀、金融機関等の純利息収入が大きく変化

長期金利だけでなく短期金利も1%pt上昇すると、利息収入と利払い負担のいずれも(1)のケースから増加し、純利息収入は特に企業、日銀、金融機関等で変化すると試算結果が得られた(図表4)。

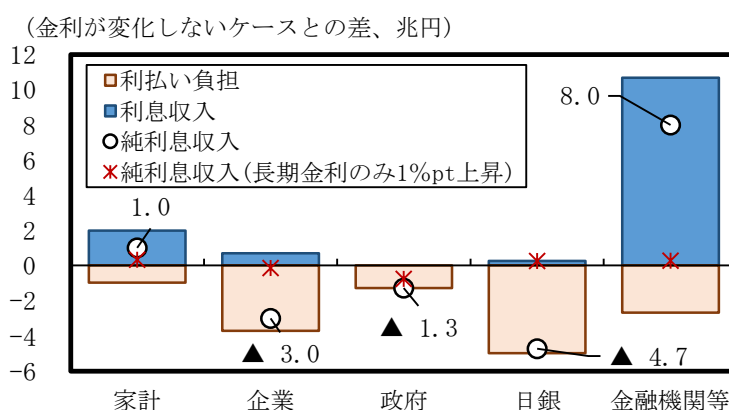
家計では定期預金金利に加え、短期金利の影響を強く受ける普通預金金利も上昇することで、利息収入は2.0兆円程度増加する。変動金利型の住宅ローンなど既存の負債の利払い負担も増加するものの、利息収入の増加額の方が大きく、純利息収入は1.0兆円程度増加する。

(1)のケースで0.1兆円程度と試算していた企業の純利息収入の減少幅は3.0兆円程度に拡大する。利息収入と利払い負担のいずれも増加するが、とりわけ利払い負担の増加額が大きい。

日銀の純利息収入は(1)のケースでプラスであったが、短期金利も上昇するとマイナスに転じる。さらに減少額は4.7兆円程度と、企業や政府のそれを上回る。短期金利の上昇は当座預金への付利の引き上げにつながり、これによって日銀から金融機関への利払い費が増加するためである。

金融機関等の純利息収入は8.0兆円程度増加する。企業などへの貸付や当座預金からの利息収入の増加により、0.3兆円程度であった(1)のケースから大幅に増加する。

**図表4：短期金利と長期金利がそれぞれ1%pt上昇する場合の純利息収入への影響**



(注1) 金融機関等には海外部門を含む。

(注2) 各経済主体の資産・負債それぞれについて長期金利の影響を受ける項目を抽出し、適応される金利を短期金利と長期金利で回帰することで得た係数を用いて、短期金利と長期金利が1%pt上昇した場合の利息収入・利払い負担額を算出。

(出所) 日本銀行統計、住宅金融支援機構、一般社団法人全国銀行協会より大和総研作成

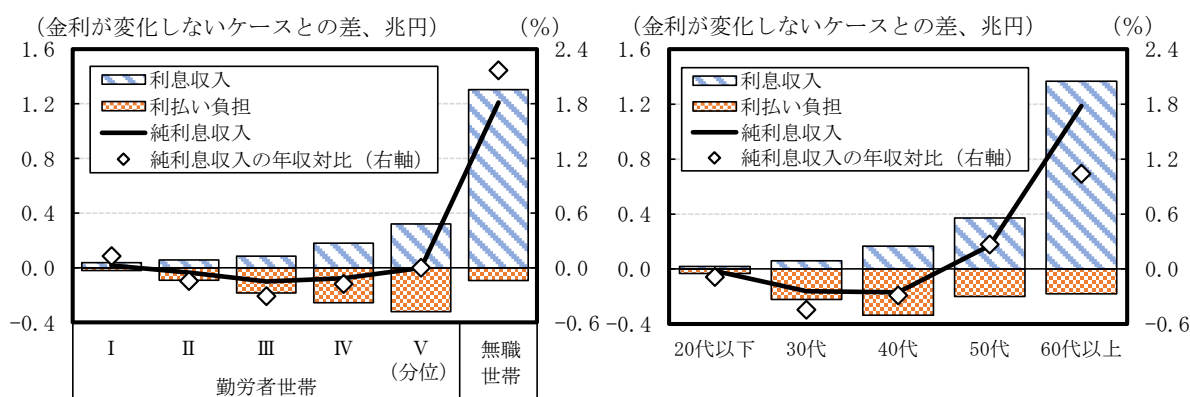


## 中間所得層や 30～40 代の世帯では金利上昇による悪影響がとりわけ大きい

家計は 2 つのケースのいずれにおいても純利息収入が増加するとの試算結果が得られたが、金利上昇の恩恵を受ける世帯と負担を被る世帯が存在する点には注意が必要だ。

ケース (2) における家計の純利息収入への影響 (+1.0 兆円程度) を、総務省「2019 年全国家計構造調査」を用いて世帯属性別に分けた結果が**図表 5**である (左図：就業状態・年収階級別、右図：年齢階級別)。純利息収入の変化額は折れ線グラフで、これを世帯の年収対比で見たものは「◇」印で示している。

**図表 5：就業状態・年収階級別（左）、世帯主の年齢階級別（右）に見た家計の純利息収入への影響（短期金利と長期金利がそれぞれ 1%pt 上昇するケースを想定）**



(注) 総世帯ベース。2019 年全国家計構造調査を用いて**図表 4**で試算した家計の純利息収入への影響 (+1.0 兆円) を世帯属性別に分解。

(出所) 総務省統計より大和総研作成

**図表 5 左**の無職世帯に目を向けると、利息収入の増加額が突出して大きい。利払い負担への影響が小さく、純利息収入は金利上昇によって 1.2 兆円程度（年収対比で 2%程度）増加する。無職世帯の世帯主の多くは年金受給者などの高齢者だ。そのため**図表 5 右**の 60 代以上の世帯にも同様の傾向が見られる。無職世帯や高齢世帯は他世帯と比べて預貯金が多く、金利上昇による恩恵を受けやすい。また、住宅ローンの返済を終えた世帯が多いため借入が少ない。

年収下位 20%を占める第 I 分位の勤労者世帯や、20 代以下の世帯では金利上昇の影響が限定的である。こうした世帯では所得水準が低いゆえに貯蓄率が低く、預貯金も借入も少ないことが背景にある。また、年収上位 20%を占める第 V 分位世帯を見ると、利息収入の増加額は勤労者世帯の中で最も大きいだけでなく、借入の多さから利払い負担の増加額も大きい。高所得世帯では、金利上昇による恩恵が利払い負担の増加によって相殺されている。

金利上昇で最も打撃を受けるのが、第 III 分位の勤労者世帯や 30～40 代の世帯だ。第 III 分位世帯の純利息収入は▲0.1 兆円程度だが、年収対比では▲0.3%程度とマイナス幅が最も大きい。30 代や 40 代の世帯も同▲0.4～▲0.3%程度だ。子育て世代と重なることから住宅や自動車を購入する世帯が比較的多く、預貯金を上回る負債を抱えている。金利上昇は、住宅ローンや自動車ローンなどの利払い負担の増加を通じて生活を圧迫するだろう。

## 2. マクロモデルによる金利上昇の動学的な影響と将来のリスク

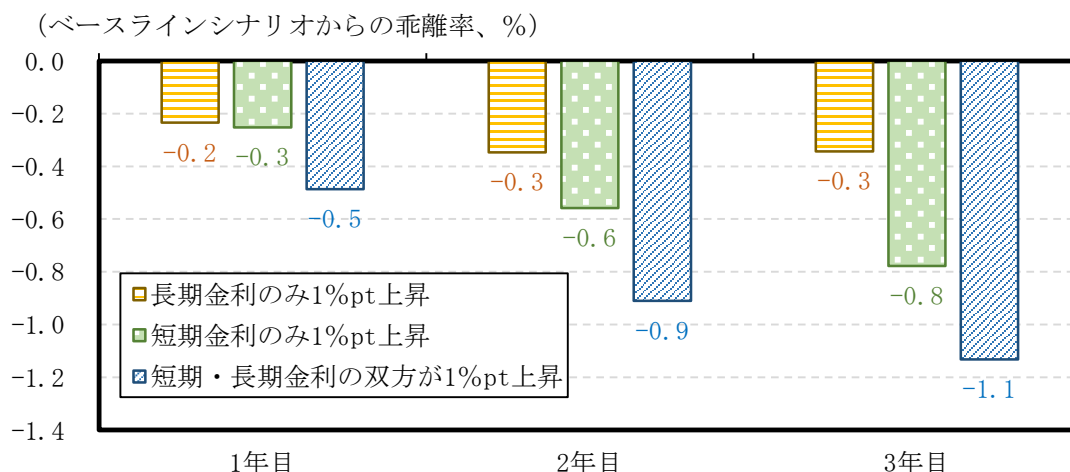
### 短期金利 1%pt の上昇は実質 GDP を 3 年目で▲0.8%と長期金利の 2 倍以上の大きさ

前章での分析は、金利上昇による各経済主体への直接的な影響を詳しく考察できる半面、金利上昇が投資需要を抑制し、景気が悪化して企業や家計の所得が減少するといった影響を全く考慮していない。すなわち、前出の試算は各経済主体の行動が変化しない静学的な分析であり、経済全体で見た金利上昇の影響はゼロとなっている。

そこで、動学的な波及経路を考慮した金利上昇の影響の大きさを測るため、大和総研の短期マクロモデルを用いてシミュレーションを行う。**図表 6** は金利が 1%pt 上昇した場合に日本の実質 GDP に及ぶ影響をまとめたものだ。ここでは短期金利、長期金利、短期金利と長期金利という 3 つのケースを想定したが、いずれにおいても実質 GDP は減少する<sup>1</sup>。

前章での分析結果と同様、金利上昇時の経済全体への悪影響は長期よりも短期の方が大きい。短期金利が 1%pt 上昇すると実質 GDP は 3 年目で 0.8%程度押し下げられ、長期金利が上昇する場合の 2 倍以上のインパクトがある。イールドカーブの起点である短期金利は貸出金利など種々の金利に波及しやすいほか、期間別貸出のボリュームゾーンも短期ゾーンに集中している。こうした日本経済の構造がマクロモデルに直接的、間接的に描写されたためである。

図表 6：金利が 1%pt 上昇した場合に実質 GDP に及ぶ影響



(注) 大和総研の短期マクロモデルによるシミュレーション結果。  
(出所) 各種統計より大和総研作成

<sup>1</sup> 内閣府が 2022 年 12 月に公表した直近の短期日本経済マクロ計量モデルによるシミュレーション結果を見ると、短期金利を 1%pt 引き上げる場合、長期金利が内生的に 0.5%pt 前後上昇し、実質 GDP は 3 年目で 1.2% 減少する。大和総研のマクロモデルで短期金利が 1%pt、長期金利が 0.5%pt 上昇すると、実質 GDP は 3 年目で 1.0%程度減少しており、内閣府のシミュレーションに近い結果といえる。

## 物価安定目標の達成が視野に入ればインフレ過熱と大幅利上げのリスクも

現在も2%の物価安定目標の達成はめどが立たず、日銀は当分の間、政策金利を極めて低い水準で維持するとみられる。だが仮に、高水準の賃上げが継続して物価の基調が強まり、目標達成が視野に入れば、今度はインフレが過熱するリスクを意識する必要がある。

日本のインフレ期待は米国や欧州に比べて適合的であり、現実の物価上昇率の影響を受けやすい。そのため一度インフレが加速すると、期待インフレ率の上昇と相まって実質金利が下がりやすく、景気が過熱しやすい。IMF (2022)<sup>2</sup>などが指摘しているように、こうした状況下で物価を安定させるためには大幅な利上げが必要となる可能性がある。

**図表 6** では金利が1%pt 上昇する場合を想定したが、3%pt や5%pt といった大幅な金利上昇が短期間に起きれば、債務不履行の急増やシステミック・リスクの発生、リスクプレミアムの高まりなど、マクロモデルに反映させることができない非線形的な影響を日本経済にもたらし得る。異例の低金利環境が長期化したことで金利上昇に脆弱な経済構造になっており、政府の財政状況は厳しさを増しているからだ。

植田総裁は就任後の記者会見（2023年4月10日）で、「物価の安定の達成というミッションの総仕上げに向けて、理論・実務の両面で、尽力してまいりたい」<sup>3</sup>と述べた。物価安定目標の達成への道筋をつけ、インフレを過熱させないように金融政策を正常化できるか。日本のインフレの潮目が変わりつつある中、植田・日銀の今後の政策運営が注目される。

<sup>2</sup> International Monetary Fund (2022) World Economic Outlook, October 2022.

また、「[コロナ禍における物価動向を巡る諸問題](#)」に関するワークショップ第3回「[わが国の賃金形成メカニズム](#)」（2022年12月23日）において、星岳雄・東京大学大学院経済学研究科教授は、「WEO（筆者注：World Economic Outlook October 2022）の分析と同意見であり、適合的な予想形成の度合いが強いわが国においては、賃金上昇を伴うかたちでインフレ率が高すぎる状態になった際には、強力な金融政策の引き締めを行う必要がある」との見解を示した。

<sup>3</sup> [https://www.boj.or.jp/about/press/kaiken\\_2023/kk230411a.pdf](https://www.boj.or.jp/about/press/kaiken_2023/kk230411a.pdf)

図表7：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
													( 1.0)	( 1.8)	( 1.1)
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 景気後退は近いのか？

企業関連は景気後退に近づくも、家計・雇用関連はまだ距離がある

矢作 大祐

## [要約]

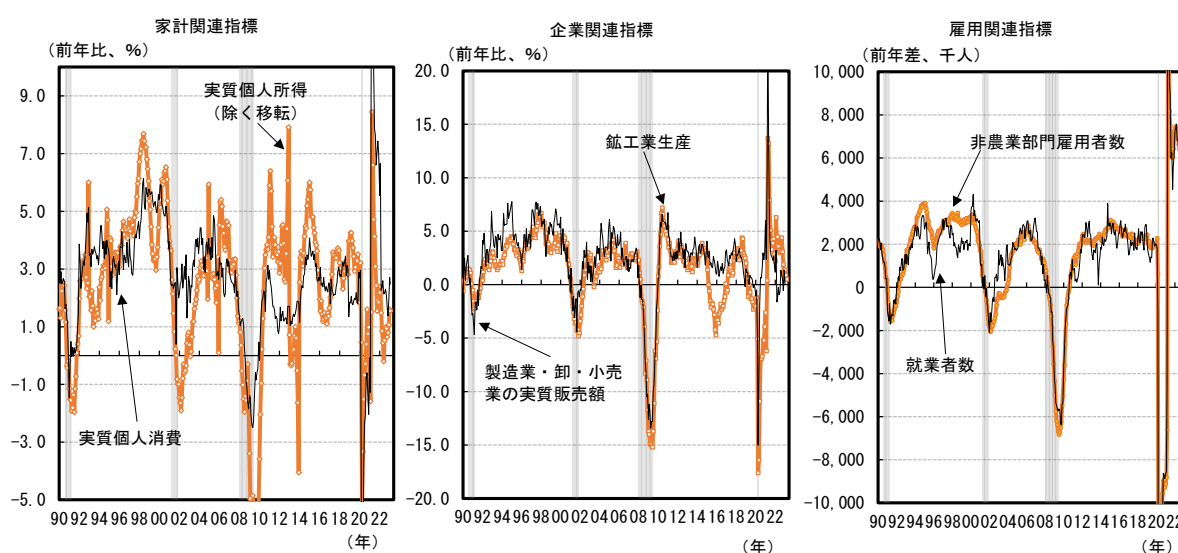
- 足下では銀行不安を契機とした信用収縮によって景気後退に陥る可能性が IMF や FRB から指摘されている。非営利・無党派の研究機関である全米経済研究所（NBER）が景気判断を行う際に用いる指標を確認すると、企業関連指標で見た場合に米国経済は景気後退に近づいている一方、依然として底堅い雇用関連指標や回復の傾向が見られる家計関連指標に注目すると景気後退から距離がある。
- では、今回の銀行不安による信用収縮で米国経済は景気後退にどれほど近づくのだろうか。国内銀行のリスクアセット状況に基づけば、商工業ローンや商業用不動産ローンが減少しており、信用収縮のあおりを受ける可能性が高いのは企業と考えられる。他方、銀行の消費者ローンや住宅ローンは増えており、銀行不安が米国経済の屋台骨である個人消費を直接的に落ち込ませるとは現時点で考えにくい。
- 金融引き締めや企業向けの貸出スタンスの厳格化によって雇用環境は緩やかに悪化し、個人消費も徐々に減速していくことが想定されるが、豊富な労働需要を背景に失業者が急増するような事態は回避できると期待される。仮に、個人消費に悪影響が及ぶとすれば、銀行不安が市場へと波及することによる逆資産効果などの発現が考えられる。他方、インフレが順調に減速すれば、銀行不安が金融・資本市場に広がることへの予防策や広がった後の政策対応の余地を増やし、雇用や家計の下振れリスクを抑制することにつながるだろう。

## くすぶる信用収縮懸念

シリコンバレーバンクやシグネチャーバンクの経営破綻から1カ月以上がたった。この間、ファーストリパブリックバンクやウェスタンアライアンスバンクといった一部の銀行の経営状態が不安視されたことはあったが、現在まで更なる連鎖破綻は起きておらず、銀行不安は小康状態が続いているといえる。他方、銀行の貸出スタンスの厳格化が資金調達環境を悪化させ、景気に悪影響を及ぼすという信用収縮に対する懸念は強いままである。4月12日に公表された3月21-22日のFOMCの議事録では、信用収縮の影響を考慮し、2023年後半には米国経済が緩やかな景気後退に突入するとのFRBスタッフの見通しが示された。このほか、4月11日にIMFが公表した世界経済見通しでは、銀行不安に伴う影響が不透明な中で、ベースシナリオとして2023-2024年の米国経済はプラス成長が続くとの見方は維持するも、金融環境が厳しいストレス状態に置かれた場合にはマイナス成長に転じるとのリスクシナリオが示された。FRBやIMFの米国経済の見通しは、銀行不安を契機に慎重なものに変わったといえる。

問題はこうしたFRBやIMFが示した景気後退の蓋然性である。米国において景気判断を行う非営利・無党派の研究機関である全米経済研究所(NBER)は、経済活動全般が数カ月以上にわたって相当な下降局面にある場合を景気後退と定義している。NBERは景気判断に際し、雇用関連(非農業部門雇用者数、就業者数)、企業関連(鉱工業生産、企業の実質販売額)、家計関連(実質個人所得(除く移転)、実質個人消費)といった経済指標を用いている。過去にNBERが景気後退期と判断した期間において、これらの指標は前年比或いは前年差でマイナスに落ち込んでいくことが多い(図表1)。

図表1 NBERの景気判断に用いられる経済指標(左図:家計、中央図:企業、右図:雇用)



(注) シャドー部分は景気後退期。NBERは卸・小売の実質販売額を用いているが、長期データが利用できないため、製造業・卸・小売の実質販売額を使用。

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

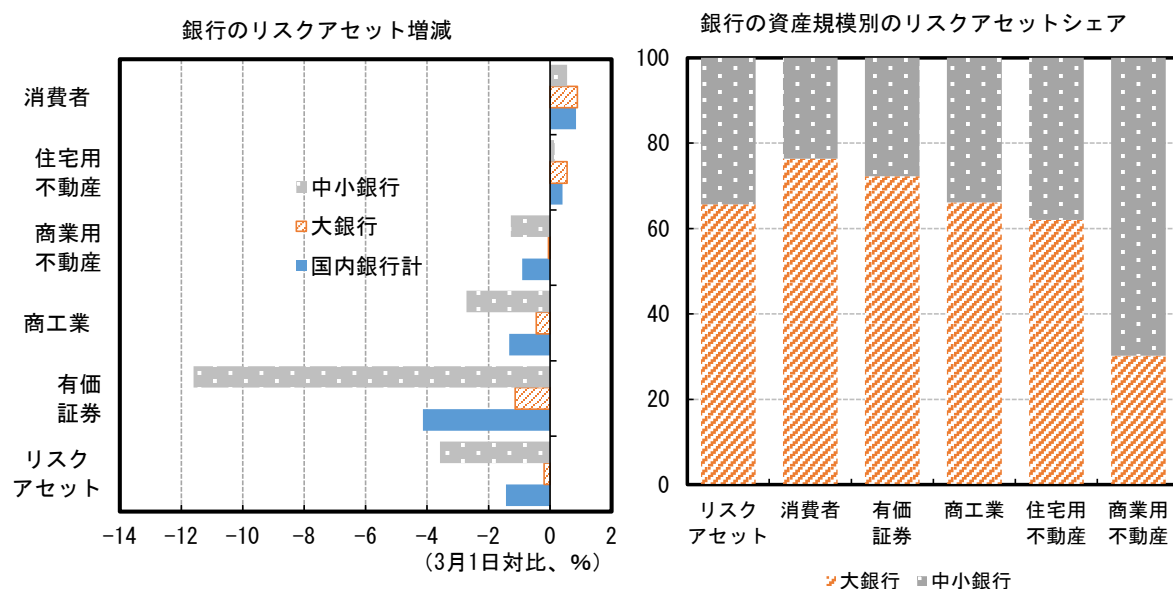
これらの経済指標を見ると、足下では企業関連指標が冴えない。企業の実質販売額の前年比は2022年上半期にマイナスに転じた後、横ばいでの推移が続いている。鉱工業生産に関しては、

前年比プラスで推移しているものの、下降トレンドが続いており、いつマイナスに転じてもおかしくない。他方で、家計関連指標は減速から足下ではやや上昇に転じている。実質個人所得（除く移転）の前年比は 2022 年上半期に一度マイナスに転じたが、その後はプラスで推移している。実質個人消費の前年比は 2022 年 11 月まで下降トレンドが続いた後、上昇トレンドへと転じている。雇用関連の指標に関しても、前年差で下降トレンドが続いているが、依然として大幅なプラスで推移している。コロナ禍を挟む大幅な振れによって前年比や前年差の見方が難しくなっているが、直近の雇用統計においても就業者数及び雇用者数が堅調な伸びを示しており、雇用関連指標は底堅く推移していると評価できる。以上を踏まえれば、現時点において、企業関連指標で見ると米国経済は景気後退に近づいている一方、依然として底堅い雇用関連指標や回復の傾向が見られる家計関連指標に注目すると、景気後退から距離があるといえる。

## 信用収縮は対企業で進む

NBER が景気後退と判断するのは、企業関連に加え、雇用関連や家計関連が悪化し、マイナスに転じる場合と想定される。では、今回の銀行不安による信用収縮で米国経済は景気後退にどれほど近づくのだろうか。国内銀行のリスクアセットの状況を確認すると、直近（4月5日）のリスクアセット全体は、銀行不安が発生する前（3月1日）対比で▲1.4%と減少した（図表2左）。リスクアセットの内訳を見ると、有価証券、商工業ローン、商業用不動産ローンが減少している。有価証券は流動性が相対的に高く、優先的に売却されたか、或いはFRBによる流動性供給の担保として用いられたと考えられる。商工業ローンや商業用不動産ローンの減少に関しては、企業関連指標が景気後退に近づいていることもあり、企業に対する貸出態度の厳格化が進んだとみられる。他方、相対的に底堅い家計・雇用関連指標を受け、消費者向けローンや住宅用不動産ローンは増加しており、家計に対する貸出態度は厳格化していないようである。

図表2 銀行のリスクアセット増減、銀行の資産規模別のリスクアセットシェア



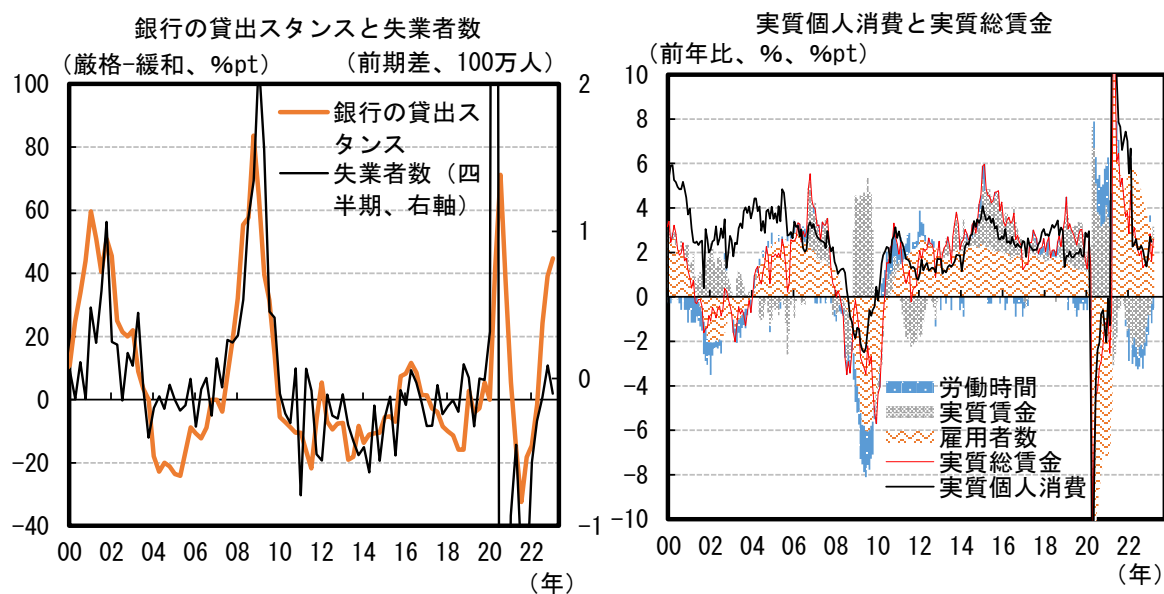
(注) どちらの図表も 4月5日時点。リスクアセットは各項目を足し合わせた全体。

(出所) FRB、Haver Analytics より大和総研作成

また、リスクアセットの内訳に関して、国内銀行の資産規模別のシェアを見ると、減少した商工業ローンや商業用不動産ローンは中小銀行のプレゼンスが相対的に大きい（図表2右）。経営不安の懸念が強い中小銀行によるリスクアセットの縮小の影響が、企業の資金調達難へとつながりやすいと考えられる。他方で、消費者向けローンは大銀行のプレゼンスが大きい。足下の大銀行の決算（2023年1-3月期）を踏まえても、ネガティブサプライズは少なく、経営は安定している。大銀行が消費者向けローンを大幅に減少させることは考えにくく、プレゼンスが相対的に小さい中小銀行が多少減少させたとしても個人消費への影響は限定的だろう。つまり、銀行不安に伴う悪影響は主に企業に及ぶと考えられ、前述の景気判断に用いる経済指標のうち、企業関連指標の一層の悪化が懸念される。一方、消費者向けローンの増加が示すように、銀行不安に伴う家計への直接的な影響は現時点で限定的と考えられる。

信用収縮が雇用及び家計にも及ぶとすれば、銀行の更なる連鎖破綻が発生するか、或いは企業の景況感が悪化し、米国全体の景気が下振れすることが想定される。連鎖破綻が現時点で発生していない以上、米国全体の景気の下振れが主な焦点となる。銀行の貸出状況と雇用の関係性に着目すると、銀行の貸出スタンスと失業者数の増減は連動する傾向がある（図表3左）。これは、銀行の貸出スタンスが厳格化すれば、企業は資金繰り難を人員整理といったコストカット（失業者数の増加）で乗り切るといった解釈が可能だろう。しかし、2022年以降の金融引き締めに伴う貸出スタンスの厳格化に対して、失業者数の増加は抑制されている。高水準の求人件数が示すように労働需要が強い中で、過去ほど企業が人員整理を進める意欲が低いことが背景として考えられる。足下で労働需要は減退しつつあり、雇用環境も緩やかに悪化していくことは想定されるものの、依然として求人件数は失業者数対比で高水準にあり、仮に失業しても新しい仕事は見つかりやすい状況にあるといえる。つまり、従来に比べて銀行貸出の厳格化による失業者数の増加が進みにくい可能性があるだろう。

図表3 銀行の貸出スタンスと失業者数、実質個人消費と実質総賃金





家計関連に注目すると、実質個人消費は元手となる実質個人所得に左右される。消費と所得、及び雇用環境の関係を見るために、実質総賃金を雇用者数と実質賃金、労働時間に分解すると、過去においては雇用者数が大きく減少し、実質総賃金を下押しした際に実質個人消費が大きく落ち込む傾向がある（図表 3 右）。前述の通り失業者数が増加しにくい（≒雇用者数が減少しにくい）可能性があることは、実質総賃金の大幅な落ち込みを回避し、実質個人消費の下振れリスクを抑制し得るだろう。また、これまで総賃金の下押し要因であった賃金に関しては、名目賃金上昇率が減速しているものの、インフレの方が大幅に減速しており、その結果、実質賃金上昇率はプラスに転じた。雇用環境が大崩れしなければ、総賃金の下押し圧力は和らぎ、個人消費をサポートすることも考えられるだろう。なお、足下では銀行不安を契機に 3 月の小売売上高が減少したとの見方もあるが、1 月の大幅増からの反動減とも考えられる。BEA が公表するクレジット/デビットカードの取引データを基にした週次の個人消費も、3 月は概ね不調であったが、4 月に入って増加したことから、反動減が一巡しつつあることを示唆している。

## インフレの減速が政策対応余地を生む

足下までの経済指標を踏まえれば、信用収縮に伴う企業の下振れ懸念は強いものの、総じて底堅い雇用や家計に対する影響は現時点では軽微といえる。雇用や家計に影響を及ぼすとすれば、こうした銀行不安が金融・資本市場へと広がりを見せた場合であろう。具体的には、金融・資本市場での信用リスクの再評価が進んだり、リスクマネーの供給源である短期金融市場でのストレスが強まった場合等が挙げられる。こうした金融・資本市場での混乱が逆資産効果をもたらすことで、個人消費が大幅に減少すれば、景気後退に近づくことになるだろう。

他方、懸案事項の一つであるインフレが減速していけば、銀行不安が金融・資本市場に広がることへの予防策や広がった後の政策対応の余地が増え、雇用や家計の下振れリスクを抑制することにつながる。足下のインフレ動向を確認すると、3 月の CPI は、ヘッドラインが前月比+0.1%と減速感を強めるとともに、コア CPI も同+0.4%と減速した。コア CPI の内訳に関して、コア財は同+0.2%と加速したものの、帰属家賃のペースダウンなどによってコアサービスが同+0.4%と減速した。また、3 月の PPI に関してヘッドラインが同▲0.5%と 3 カ月ぶりにマイナスに転じた。

こうしたインフレ指標の減速を踏まえ、5 月 2-3 日の FOMC では、0.25%pt の利上げを実施した後、利上げの停止が想定される。金融引き締めが銀行不安の発生の一因となっていたことを踏まえれば、利上げ停止は銀行セクターへのストレスが更に強まっていくことを抑制し得るだろう。また、利上げ停止を契機に、バランスシートの縮小 (QT) の調整に関する議論がしやすくなることも期待される。FRB などを通じて銀行セクターへの流動性供給は拡大しており、FRB のバランスシートは既に拡大しているものの、金融・資本市場のメインプレイヤーであるノンバンクはこうした流動性供給へのアクセスが難しい。インフレが高止まりするリスクに配慮する必要はあるものの、インフレの減速が順調に進み、市場全体への流動性を左右する QT の調整余地が拡大すれば、金融・資本市場でのストレスの高まりを和らげることも可能となろう。

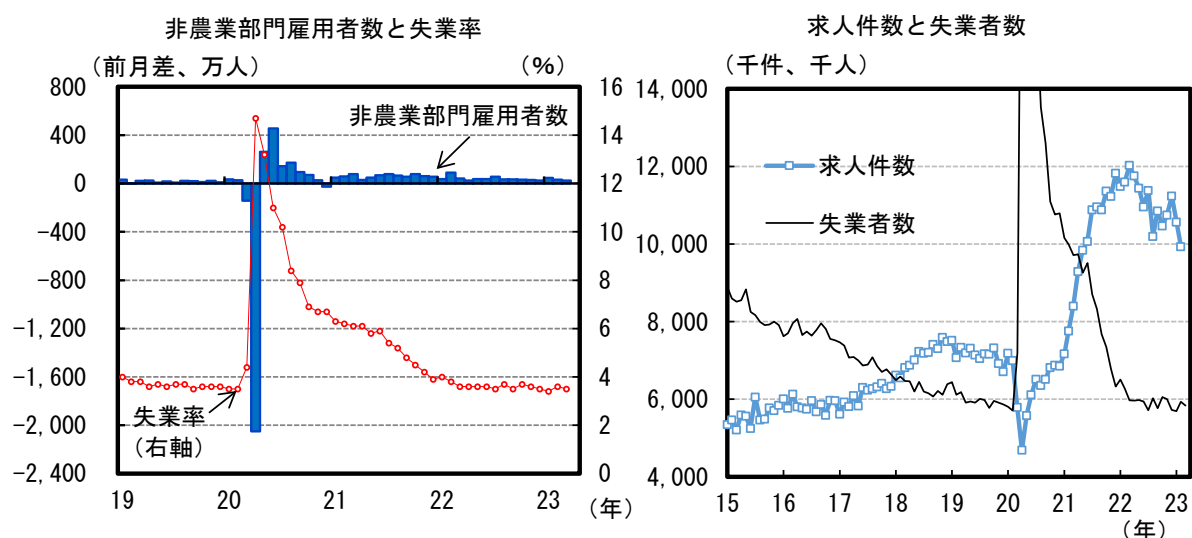
## 雇用環境はまだ底堅いが、バックミラーにすぎないか<sup>1</sup>

2023年3月の雇用統計では、非農業部門雇用者数が前月差+23.6万人と2月から減速した。3カ月移動平均で見ると3月が同+34.5万人と2月とほぼ同程度の伸び幅となったように、均せば底堅い結果といえる。また、失業率は同▲0.1%ptと低下（改善）し、3.5%となった。非労働力人口が減少し、労働市場への参入が拡大するとともに、それを上回る就業者の増加が見られたことから、ポジティブな結果であったといえる。他方で、内容を見ると、就業者に関しては非自発的パートタイム就業者が5カ月連続で増え、失業者に関しては解雇による失業者の増加幅が2020年9月以来の大きさになるなど、雇用環境の悪化を示すデータもある。なお、注目の賃金上昇率が前年比で減速したことは、インフレ圧力の抑制という意味でポジティブである。

その他の雇用関連指標を見ると、2023年2月の求人件数は前月差▲63.2万件と2カ月連続で減少した。ただし、3月の失業者数（583.9万人）に比べれば、求人件数は依然として高水準である。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（4月2日-4月8日）は23.9万人となり、2月後半以降22万から25万人のレンジで推移している。新規失業保険申請件数の水準はコロナ禍前（2020年1月以前）の水準に比べて目立って多くはないが、20万人前後で推移していた2022年下半年から2023年初に対して上方シフトしている。

これらのデータは銀行不安による影響が出る前の雇用環境を映すバックミラーの意味合いが強いと考えられる。シリコンバレーバンクの経営破綻に端を発した銀行不安の影響はこれからだろう。銀行不安による雇用環境への影響として今後想定されるのは、銀行の貸出スタンスの厳格化が進むことで、企業が資金繰り難に対して人員削減（＝失業者数の増加）といったコストカットを行うことである。ただし、幾分減退は見られるものの依然強い労働需要を背景に、仮に失業しても新しい仕事は見つかりやすく、雇用環境の悪化も緩やかとなる可能性がある。

図表4 非農業部門雇用者数と失業率、求人件数と失業者数



(出所) BLS、Haver Analytics より大和総研作成

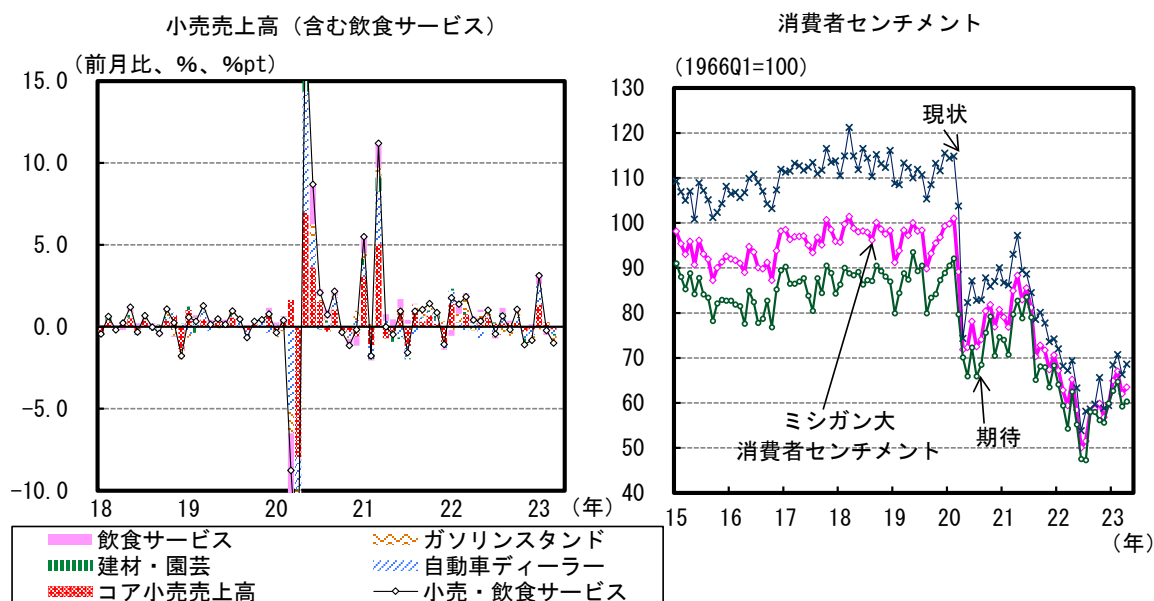
<sup>1</sup> 大和総研 ニューヨークリサーチセンター 矢作大祐「非農業部門雇用者数は前月差+23.6万人」（2023年4月10日）参照 [https://www.dir.co.jp/report/research/economics/usa/20230410\\_023737.html](https://www.dir.co.jp/report/research/economics/usa/20230410_023737.html)

### 3月の小売売上高は2カ月連続で減少するも、反動減という側面もある

個人消費の動向を確認すると、2023年3月の小売売上高(含む飲食サービス)は前月比▲1.0%となり、市場予想(Bloomberg調査:同▲0.4%)を下回った。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、コア小売売上高も同▲0.3%と3カ月ぶりに減少した。3月の小売売上高(含む飲食サービス)の内訳を見ると無店舗販売(同+1.9%)が好調さを維持した。ヘルスケア(同+0.3%)は減速したが、プラスを維持し、娯楽用品(同+0.2%)や飲食サービス(同+0.1%)はプラスに転じた。他方、これらを除いた主要業種は概ね減少しており、中でもガソリンスタンド(同▲5.5%)、GMS(同▲3.0%)、家電(同▲2.1%)、建材・園芸(同▲2.1%)の減少幅が大きい。銀行不安が消費者行動に影響を与えた可能性もあるが、1月の小売売上高の大幅増からの反動減の継続という側面もあるだろう。BEAが公表するクレジット/デビットカードの取引データを基にした週次の個人消費も、3月は概ね不調であったが、4月に入って増加していることから、反動減が一巡しつつあることを示唆している。

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4月が前月差+1.5ptと改善し、水準は63.5となった。構成指数の内訳を見ると、現状指数(同+2.3pt)、期待指数(同+1.1pt)ともに改善した。ミシガン大学は、現時点で消費者は経済環境に重大な変化を感じていないと指摘している。消費者向けローンは経営が安定している大規模銀行のシェアが大きく、経営不安の懸念が強い中小銀行も含めて消費者向けローンは増加していることから、これまでのところ銀行不安を背景とした銀行経営の保守化が直接的に個人消費に悪影響を与えているとはいえない。雇用環境の悪化が緩やかとなる可能性がある中で、個人消費の先行きを巡る懸念材料は、銀行不安が市場へと波及して株価が下落し、逆資産効果をもたらすことであろう。

図表5 小売売上高(含む飲食サービス)、消費者センチメント



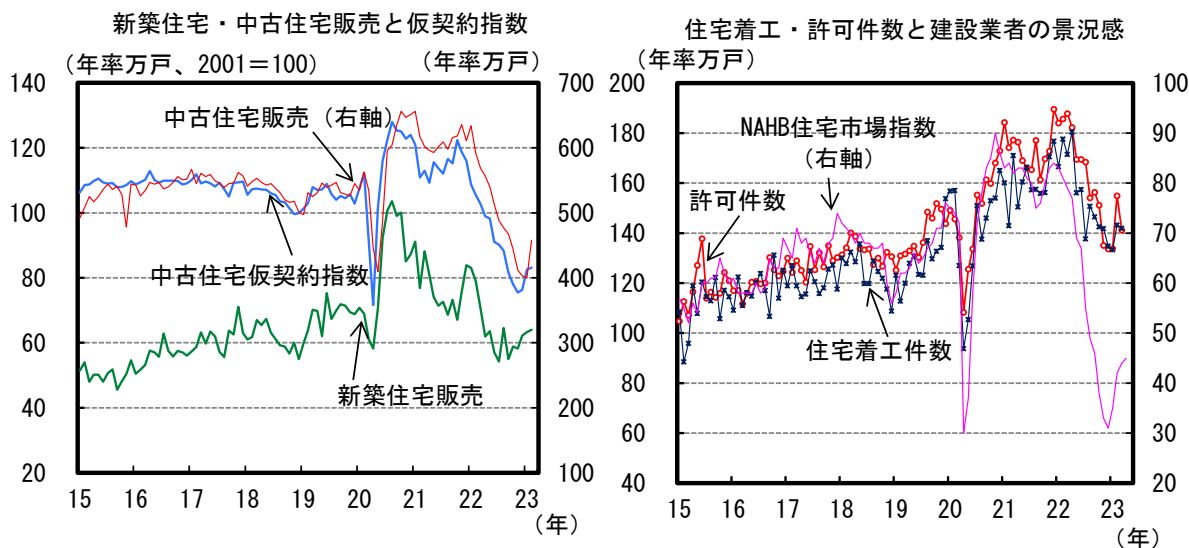
(出所) Census、ロイター/ミシガン大、Haver Analytics より大和総研作成

## 住宅市場に対する銀行不安の影響は現時点で軽微

住宅需要に目を向けると、2023年2月の新築住宅販売（戸建）は、前月比+1.1%と3カ月連続で増加した。また、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。また、中古住宅販売の先行指標である中古住宅仮契約指数は、2月に同+0.8%と3カ月連続で上昇した。金融引き締めが続く中で住宅ローン金利は依然として高水準にあるものの、住宅価格が前年比で低下している中で、住宅需要はボトムアウトの兆しを示している。

住宅供給に関しては、新築住宅着工は、2023年3月に前月比▲0.8%とマイナスに転じた。また、先行指標である建設許可も同▲8.8%と大幅に落ち込んだ。ただし、新築住宅着工も建設許可も2月が大幅増となり、さらには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。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4月分は前月差+1ptと、4カ月連続で改善した。NAHBは、住宅建設業者は建材不足などに頭を悩ませているものの、中古住宅在庫が低水準で推移する中で、新築住宅に対する需要が強まったことで、マインドが改善したと説明している。また、現在高水準の住宅ローン金利がさらに低下すれば、住宅需要が強まると考えているようである。他方、銀行の経営破綻に関連して、銀行の貸出スタンスは引き続き厳しいものの、これまでのところ資金調達環境は悪化していないとしている。前述の通り、銀行不安の発生後も銀行は現在まで住宅用不動産ローン残高を増やしていることもあり、住宅市場への影響は現時点で軽微ということだろう。

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



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

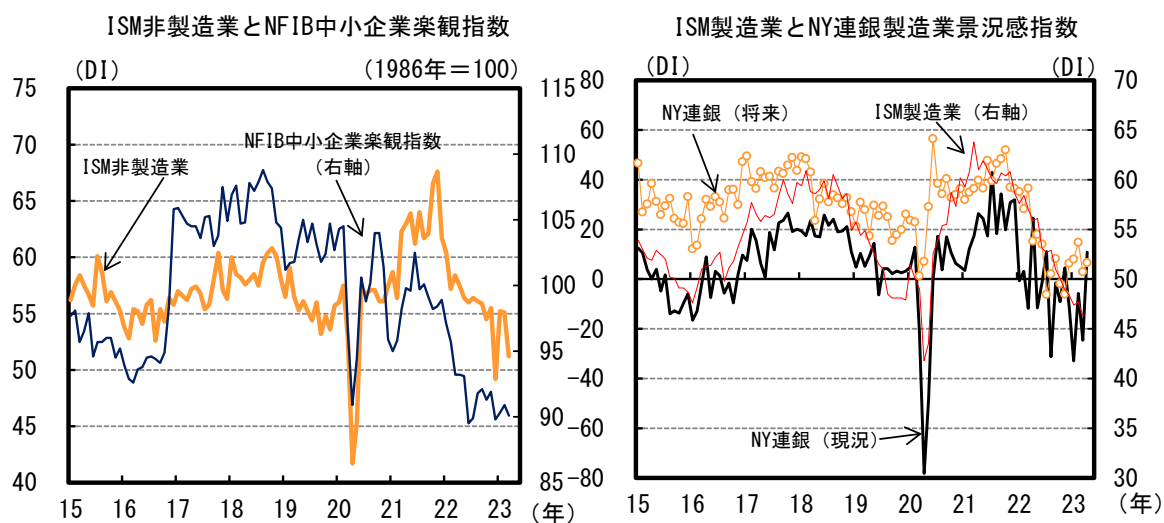
## 非製造業マインドが大幅に悪化

2023年3月のISM景況感指数は、製造業が前月差▲1.4%ptの46.3%となり、好不況の目安である50%を5カ月連続で下回った。非製造業は同▲3.9%ptと大幅に悪化し、水準は51.2%となった。製造業に加えて、非製造業もマインドの悪化が本格化し始めた可能性がある。構成項目を見ると、製造業に関しては、生産指数が小幅に改善したものの、それ以外（新規受注指数、雇用指数、在庫指数、入荷遅延指数）は悪化し、全ての構成項目が2015年12月以来となる50%を下回った。非製造業に関しては、全ての構成項目（事業活動指数、新規受注指数、雇用指数、入荷遅延指数）が悪化した。企業のコメントを見ると、製造業・非製造業ともに売上や受注状況は業種によって良し悪しが分かれている。他方で、現時点では銀行不安に伴う悪影響にはほとんど言及されていないが、景気の先行きに対しては慎重な見方を有している企業が多い。

中小企業マインドに関しては、2023年3月のNFIB（全米独立企業連盟）中小企業楽観指数は、前月差▲0.8ptと3カ月ぶりに悪化し、水準は90.1となった。内訳項目を見ると、実質販売増加に対する期待が悪化し、求人が埋まらない企業の割合や事業拡張を進める企業の割合が低下した。NFIBは、中小企業が景気の先行きに対して慎重であると指摘している。

3月の企業マインドをまとめると、これまで堅調であった非製造業も落ち込み始めた可能性があるとともに、業種や企業規模に関わらず、景気の先行きに対する慎重な見方が強い。非製造業に先行してマインドが悪化してきた製造業に関して、2023年4月中旬までの動向を含むNY連銀製造業景況感指数を見ると、現況指数（前月差+35.4pt）は大幅に改善し、5カ月ぶりにプラスに転じた。将来指数（同+3.7pt）に関しても改善し、5カ月連続でプラスを維持した。3月半ばからのドル安の進展などが製造業マインドの改善に貢献したとも考えられるが、銀行が企業向けのローンを減らしており、企業の資金繰り状況は悪化していくことを踏まえれば、企業マインドの改善が本格的に進むことは考えにくいだろう。

図表7 ISM非製造業とNFIB中小企業楽観指数、ISM製造業とNY連銀製造業景況感指数



(出所) ISM、NY連銀、NFIB、Haver Analytics より大和総研作成

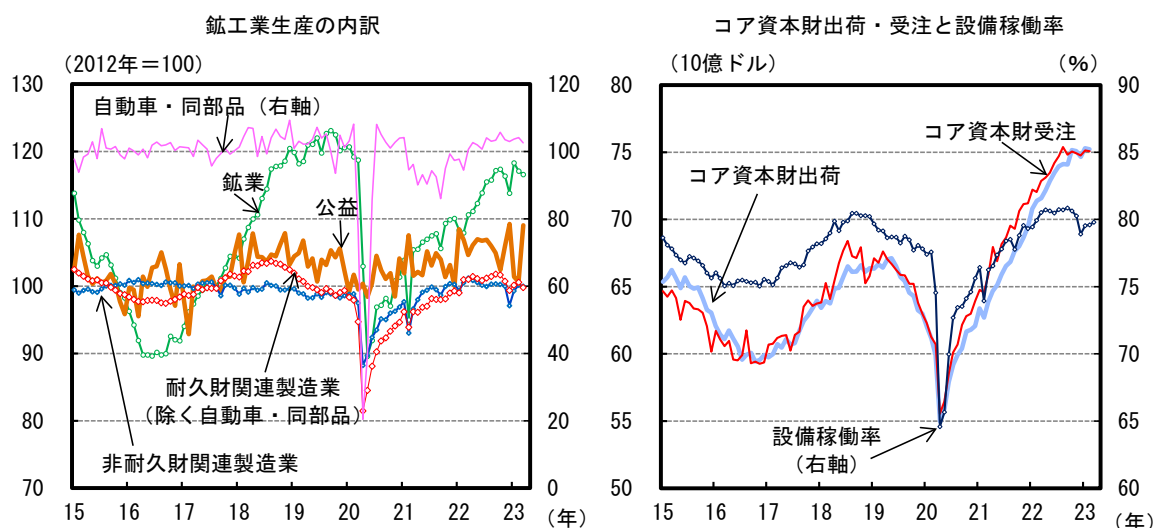
### 3月の鉱工業生産指数は3カ月連続で上昇も、製造業はマイナスに転じる

企業の実体面に関して、2023年3月の鉱工業生産指数は前月比+0.4%と3カ月連続で上昇し、市場予想（Bloomberg調査：同+0.2%）を上回った。ただし、鉱工業生産指数の内訳を見ると、平均気温の低下による公益（同+8.4%）の押し上げが大きく、製造業（同▲0.5%）は3カ月ぶりにマイナスに転じ、鉱業（同▲0.5%）は2カ月連続でマイナスとなった。なお、2023年1-3月期の鉱工業生産指数は、前期比年率+0.2%と小幅なプラスに転じた。

製造業の内訳を見ると、耐久財（前月比▲0.9%）、非耐久財（同▲0.1%）ともにマイナスに転じた。耐久財に関しては、一次金属を除いて主要業種でマイナスとなった。とりわけマイナス幅が大きいのは、木製品（同▲2.9%）、非金属鉱物（同▲2.6%）、電気機械（同▲1.7%）、自動車・同部品（同▲1.5%）である。非耐久財に関しては、衣服・革製品（同+2.0%）や石油・石炭製品（同+1.3%）、紙（同+0.8%）などが堅調な伸びとなった一方で、化学（同▲0.9%）や飲食料品・たばこ（同▲0.4%）がマイナスに転じ、足を引っ張った。

設備投資関連の指標について、機械投資の一致指標であるコア資本財出荷は2023年2月に前月比▲0.1%、先行指標であるコア資本財受注が同▲0.1%と、どちらも再びマイナスに転じた。鉱工業生産のうち、製造業の生産が3月に落ち込んだことを踏まえれば、3月のコア資本財出荷・受注も冴えない結果となることが想定される。なお、2023年3月の設備稼働率は前月から横ばいの79.8%となり、長期平均（1972-2022年：79.7%）を小幅に上回った。こうした設備の稼働状況を踏まえれば、通常は設備投資が増加することが想定されるが、銀行が企業向けローンを抑制する中で、企業の資金繰り状況は悪化すると考えられ、設備投資意欲は増しにくいとみられる。

図表8 鉱工業生産の内訳、コア資本財出荷・受注と設備稼働率



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

## 経済見通し

足下までの経済指標を踏まえ、2023年1-3月期の実質GDP成長率は前期比年率+1.5%と減速したとみられる。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、設備投資が減速し、住宅投資が落ち込む一方、堅調な個人消費がけん引役となり、同+3.0%と加速したとみられる。足下では銀行不安を契機とした信用収縮によって景気後退に陥る可能性がIMFやFRBから指摘されている。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兆候といえる。

国内銀行のリスクアセット状況に基づけば、商工業ローンや商業用不動産ローンが減少しており、信用収縮のあおりを受ける可能性が高いのは企業と考えられる。他方、銀行の消費者ローンや住宅ローンは増えており、銀行不安が米国経済の屋台骨である個人消費を直接的に落ち込ませるとは現時点で考えにくい。金融引き締めや企業向けの貸出スタンスの厳格化によって雇用環境は緩やかに悪化し、個人消費も徐々に減速していくことが想定されるが、豊富な労働需要を背景に失業者が急増するような事態は回避できることが期待される。本見通しにおいても、予想期間において過去の景気後退期で見られたような実質個人消費が前年比でマイナスに落ち込むことは、現時点のベースシナリオとして予想していない。仮に、個人消費に悪影響が及ぶとすれば、銀行不安が市場へと波及することによる逆資産効果などの発現が考えられる。他方、インフレが順調に減速すれば、銀行不安が金融・資本市場に広がることへの予防や広がった後の政策対応の余地を増やし、雇用や家計の下振れリスクを抑制する可能性を高めることにつながるだろう。

図表9 米国経済見通し

	四半期												暦年			
	2022				2023				2024				2021	2022	2023	2024
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV				
	前期比年率、%												前年比、%			
国内総生産	-1.6	-0.6	3.2	2.6	1.5	0.0	0.0	0.4	1.0	1.4	1.6	1.7				
〈前年同期比、%〉	3.7	1.8	1.9	0.9	1.7	1.8	1.0	0.5	0.4	0.7	1.1	1.4	5.9	2.1	1.2	0.9
個人消費	1.3	2.0	2.3	1.0	3.8	0.7	0.6	0.8	1.1	1.3	1.5	1.7	8.3	2.7	1.8	1.1
設備投資	7.9	0.1	6.2	4.0	1.3	-1.8	-3.6	-1.9	-0.7	0.5	0.9	1.3	6.4	3.9	0.9	-0.8
住宅投資	-3.1	-17.8	-27.1	-25.1	-8.5	-9.9	-7.6	-6.1	-3.0	-0.2	1.0	1.5	10.7	-10.6	-15.2	-3.4
輸出	-4.6	13.8	14.6	-3.7	1.6	1.0	0.9	1.5	1.9	2.2	2.5	2.7	6.1	7.1	2.6	1.8
輸入	18.4	2.2	-7.3	-5.5	1.9	0.0	0.1	0.5	1.1	1.6	1.9	2.2	14.1	8.1	-1.4	1.0
政府支出	-2.3	-1.6	3.7	3.8	2.3	1.2	1.3	1.5	1.5	1.6	1.4	1.2	0.6	-0.6	2.1	1.4
国内最終需要	1.3	0.2	1.5	0.7	2.8	0.1	-0.1	0.3	0.8	1.2	1.4	1.5	6.7	1.7	1.1	0.8
民間最終需要	2.1	0.5	1.1	0.0	3.0	-0.1	-0.3	0.1	0.7	1.1	1.4	1.6	8.1	2.1	0.8	0.6
鉱工業生産	3.7	4.1	2.1	-2.5	0.2	-0.3	-1.2	-0.8	-0.2	0.4	1.2	1.4	4.4	3.4	-0.2	-0.1
消費者物価指数	9.2	9.7	5.5	4.2	3.8	3.0	3.3	2.8	2.2	2.0	2.0	2.2	4.7	8.0	4.2	2.4
失業率(%)	3.8	3.6	3.5	3.6	3.5	3.7	4.2	4.5	4.5	4.4	4.3	4.2	5.4	3.6	4.0	4.3
貿易収支(10億ドル)	-281	-252	-207	-205	-209	-205	-203	-200	-197	-194	-192	-190	-845	-945	-817	-774
経常収支(10億ドル)	-281	-237	-219	-207	-208	-202	-197	-191	-187	-182	-178	-174	-846	-944	-798	-720
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	4.35	4.04	4.02	3.85	3.70	3.55	3.40	3.26	0.27	2.98	4.07	3.48
10年債利回り(%)	1.94	2.93	3.11	3.83	3.65	3.57	3.64	3.54	3.42	3.30	3.18	3.07	1.44	2.95	3.60	3.24

(注1) 網掛けは予想値。2023年4月19日時点。

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

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

# 欧州経済 引き続きリスクを意識する

2023 年を上方修正する動きはあるが、トータルでは変わらず

近藤 智也  
橋本 政彦

## [要約]

- 企業の生産関連指標の堅調さを背景に、ユーロ圏の 2023 年 1-3 月期の実質 GDP 成長率はゼロ近傍に上方修正される公算が大きい。企業のマインドも、エネルギー危機に怯えた冬を乗り越って、現状認識が大きく改善している。だが、対照的に、先行きへの期待感足踏み状態になっている。国際的な金融システム不安は一旦後退したものの、将来の信用収縮につながる不安は残っているとみられる。当面、欧州金融機関の態度・行動が、企業や家計にどのような影響を及ぼすか注視する必要がある。引き続き、ECB は、金融の安定に配慮しながら、インフレ抑制という難しいミッションに取り組まなければならない。
- 英国経済は明確な悪化こそ回避しているものの、高インフレ、相次ぐストライキなどを背景に冴えない。ただし、エネルギー価格の下落と政策効果で 4-6 月期以降、CPI の上昇率には鈍化が見込まれることから、実質賃金の減少には歯止めが掛かることになろう。一方、BOE による累積的な利上げの効果は今後本格化するとみられ、英国経済の先行きは引き続き慎重にみるべきである。



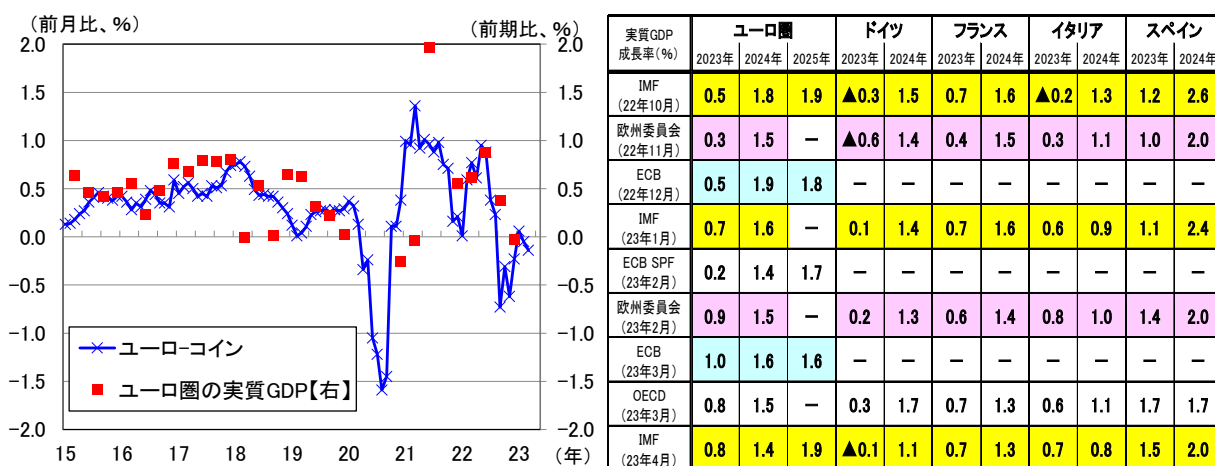
## ユーロ圏経済

### 2023年1-3月期はゼロ近傍の成長へ ～ 2023-24年トータルで見れば大きな変更なし

IMFが4月に改定した世界経済見通しによると、ユーロ圏の経済成長率は2023年が+0.8%、2024年が+1.4%となった。従来の見方から2023年は上方修正された一方、その分、2024年は伸び率が引き下げられた。2023年に関しては、2022年10月時点をボトムに過度な悲観論が後退する傾向が続いているが、同時に2024年分が下方修正されることでオフセットされている（特に主要国はその傾向が強い）。従って、2023-2024年トータルで見ると、成長見通しが必ずしも明るくなったわけではない（一方、2025年以降の姿は2022年10月時点と変わらない）。

主要国を見ると、ドイツは2023年が▲0.1%と再びマイナス成長に陥る予想となり、2024年も従前の+1.4-1.5%から+1.1%に下方修正された。（2025年以降も含めて）ウクライナ侵攻に伴うインパクトが、中長期的にドイツ経済の重しになっている。もっとも、4月半ばにドイツ経済・気候保護省が発表した月報では、2023年のドイツの成長率は2022年10月時点の▲0.4%から僅かながらプラスになると上方修正し、IMFとは対照的な見方を示した。ドイツ政府が見方を引き上げた背景には、経済指標や先行指標を基に1-3月期がプラスに転じる点が挙げられ、2四半期連続のマイナス成長を回避すると予想している。一方、IMFは、フランスの2023年成長率を据え置く一方、2024年を0.3%pt下方修正した。また、イタリアとスペインは、1月時点と比べて、2023年成長率の上方修正と2024年の下方修正でトータルでは変わらないと予想する。

図表1 ユーロ圏の月次GDP（左）、各国経済見通し【年次】（右）



(注) 左図：ユーロ圏実質GDPは2020年1-3月期：前期比▲3.4%、4-6月期：同▲11.5%、7-9月期：同+12.4%。

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

### 1-2月の生産増は足もとの上方修正要因 ～ 現状認識は改善するも、先行きの不透明感が残る

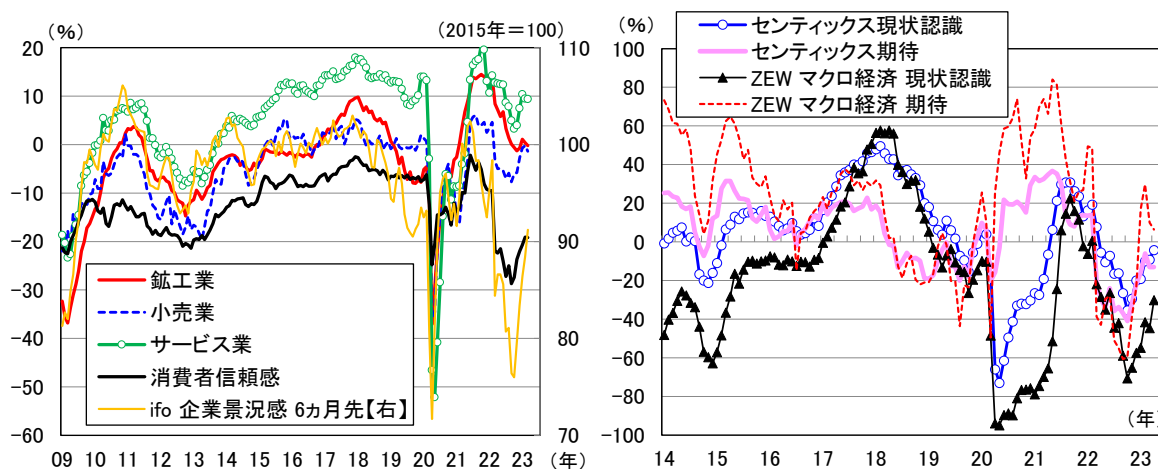
2023年2月のユーロ圏の鉱工業生産指数（建設除く）は前月比+1.5%と2ヵ月連続で上昇し、2008年4月以来の高水準となった。内訳は、資本財（同+2.2%）や非耐久消費財（同+1.9%）、中間財（同+1.1%）、エネルギー（同+1.1%）、耐久消費財（同+0.2%）と揃ってプラスになった。1-2月の生産水準は、2022年10-12月比で+1.3%と高い伸びとなり、1-3月期の成長率見通しを上昇修正する要因となっている。国別では、ベルギー（同+6.1%）やルクセ

ンブルク(同+4.9%)、ギリシャ(同+4.8%)等が大きく上昇した一方、スロベニア(同▲3.6%)やフィンランド(同▲2.3%)、ポルトガル(同▲2.0%)が大きく落ち込んだ。主要国では、イタリアが2ヵ月連続低下と低迷しているが、ドイツが2ヵ月連続で高い伸びを示し、フランスとスペインは2ヵ月ぶりに上昇した。

3月のユーロ圏の景況感指数(総合)は99.3と小幅ながら2ヵ月連続で前月から低下し、昨年終盤からの改善傾向に足踏みが見られる。企業景況感のうち鉱工業やサービス業に加えて、小売業も6ヵ月ぶりに悪化した。一方、ドイツ企業にフォーカスしたifo 経済研究所が公表した3月の景況感(ビジネス活動の現状認識、半年先の期待感ともに前月から改善し、これまでの期待主導で現状は横ばいのままという姿から変化している。ifo 経済研究所のコメントを見ると、“製造業の先行きの見方には悲観論がほぼ完全に払拭され、現状にも満足している”“サービスセクターでは、より多くの企業が売上増加を期待している”と明るい指摘があるのに対して、“卸小売は僅かな改善にとどまり、先行きに悲観的な小売業に変化がなかった”と業種によって格差が生じている。

企業の景況感に関しては、3年半ば以降に高まった金融システム不安の影響がどのように反映されるか注目されたが、ifo 経済研究所は“いくつかの国際的な金融機関が混乱したにもかかわらず、ドイツ経済は安定している”と評価しており、懸念された影響はほとんどなかったようだ。ただ、より市場動向に敏感な投資家の信頼感調査では、3月には一連の金融不安が強い圧力となって期待を中心に投資家マインドが冷え込んだが、4月は、現状認識が約1年ぶりの高水準に大きく改善する一方、先行きは慎重なままである。冬場のエネルギー危機を乗り越え、金融機関の連鎖破綻も生じなかった安心感が現状の改善を後押ししたものの、金融機関の貸し渋り等保守的な経営態度が将来の信用収縮につながる不安は残っているという複雑な心理を反映していると考えられる。引き続き、不確実性を払拭するには時間を要するとみられ、信用収縮のリスクが企業や家計の行動にどのような影響を及ぼすか見極めていく必要があるだろう。

図表2 ユーロ圏の企業景況感・消費者マインド(左)、金融不安に翻弄される投資家心理(右)



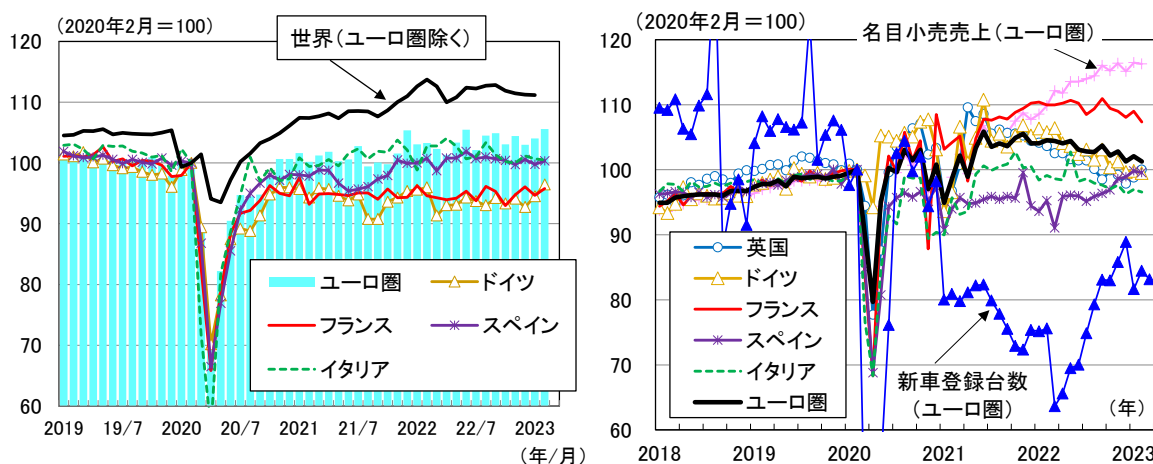
(注) 右図：いずれも調査対象はユーロ圏。

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

## 引き続き、高インフレが個人消費を抑制している

企業関連が足もとで上向いているのとは対照的に、個人消費関連は一部を除いて、2022年からの低下トレンドが止まらない。2月のユーロ圏の実質小売売上は前月比▲0.8%（名目ベースも同▲0.2%）と2ヵ月ぶりに減少し、前月の実質小売売上の増分（同+0.8%）をほぼ相殺した。この結果、1-2月の実質小売の水準は2022年10-12月比で▲0.2%となり、2023年1-3月期も力強い個人消費の回復は期待できなさそうだ。2月の内訳を見ると、自動車燃料が同▲1.8%と減少した他、食品・飲料等（同▲0.6%）と非食料品（同▲0.7%）も減少した。ユーロ圏加盟国のうちスロベニア（同▲10.5%）を筆頭に、主要国ではドイツとフランスが1%を上回る減少、イタリアとスペインも振るわなかった。未公表のギリシャを除くユーロ圏19カ国中、前月から増加した国はキプロス（同+1.6%）やルクセンブルク（同+0.8%）、ベルギー（同+0.7%）等7カ国にとどまる。エネルギー価格の下落や政府による様々なサポート等はあるものの、消費者マインドは過去の危機（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漸く戻ってきたにすぎず、個人消費が景気の牽引役になるには力不足とみられる。

図表3 ユーロ圏と世界の鉱工業生産（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。右図：凡例内は実質小売売上。2023年3月の新車登録台数は大和総研試算。  
(出所) Eurostat、オランダ経済分析局、ECB、Haver Analytics 資料より大和総研作成

## エネルギー要因が剥落してインフレ率の鈍化が進む中、ECBが注目するコアは過去最高を更新

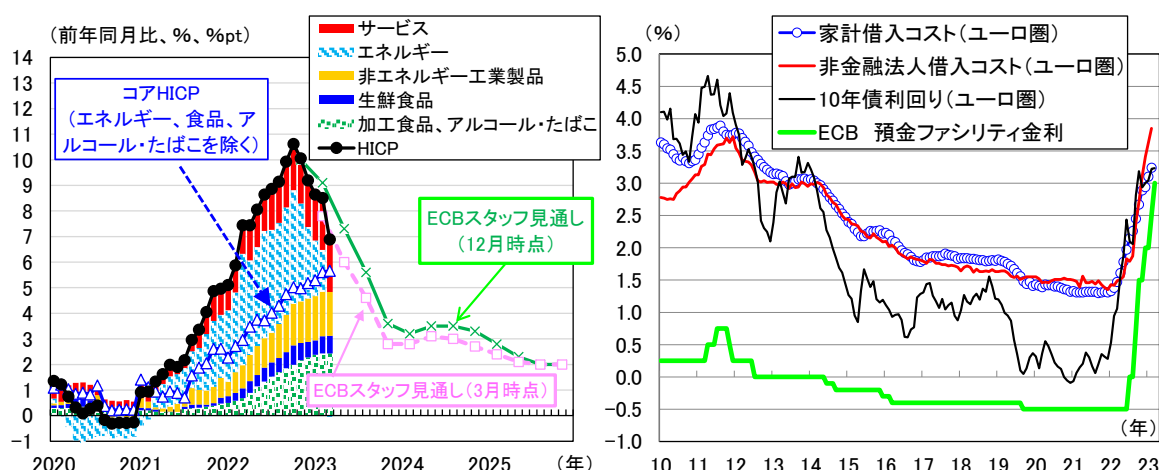
2023年3月のユーロ圏のCPI（HICP）は前年比+6.9%と、2022年2月以来の低い伸び率となった（ECBが試算する前月比ベースでも+0.3%と、1-2月の同+0.6%からペースダウン）。国別に見ると、ラトビアの前年比+17.2%からルクセンブルクの同+2.9%まで依然として広範囲に分布しているが、20%を上回る国はなくなり、2桁台の伸びを記録した国も4カ国にとどまった。もっとも、2023年1-3月期では前年比+8.0%になり、2023年3月時点のECBスタッフ見通し（1-3月期：同+7.8%）を上回った。3月の中身を見ると、エネルギー（シェアはHICPの約1割）は同▲0.9%と2021年2月以来のマイナスに転じた。対照的に、HICPの2割を占める食品、アルコール・たばこが同+15.5%、HICPの約4割を占めるサービスは同+5.1%といずれも統計で遡及できる1997年以降の最高を更新した（約1/4を占める非エネルギー工業製品は同+6.6%と前月から伸び率は縮小）。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。また、コア HICP（エネルギー、食品、アルコール・たばこを除く）は同+5.7%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  
の政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、インフレ警戒感を緩め  
られない状況が続いている。

米国発の金融システム不安が欧州にも伝播していた最中に開催された 3 月 16 日の ECB の金融  
政策理事会では一部に慎重な対応を求める意見があり、金融市場でも 5 月以降の利上げ観測が  
後退した。その後米国の金融不安が落ち着き ECB 域内への危機波及が見られないこと、さら  
には引き続きインフレ抑制を重視する ECB メンバーの発言もあって、利上げ継続がコンセンサ  
スになっている。ただ、一部のタカ派は 50bp の選択肢を残すものの、次回 5 月 4 日の利上げ幅は  
3 月までの 50bp から 25bp に縮小するという見方が強い（足もとの先物市場では 50bp 利上げを  
見込む割合は 2 割程度）。今後の焦点は、いつまで利上げを続けてターミナルレートほどの水準  
か、そしてどれくらい据え置かれるのか（つまりいつ利下げに転じるか）ということになる。足  
もとの先物市場は、夏までにあと 75bp 程度の引き上げを想定している<sup>1</sup>。

3 月の声明では、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、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、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の評価していく方  
針を示した。直近までのデータを見ると、前述の通り 3 月のコアインフレ率のピークアウトが  
観察されない以上、利上げ継続は妥当な判断となる。ただ、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る一方、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 が短期変動にも  
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。

図表 4 ユーロ圏のインフレ率の要因分解（左）、借入コストの推移（右）



(注) 右図：家計の借入コストは住宅購入目的。

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

<sup>1</sup> 2023 年 4 月の IMF の世界経済見通しでは、ユーロ圏の政策金利（預金ファシリティ金利）は 2024 年初めま  
でに約 3.7%へ引き上げられ、2024 年後半以降利下げに転じ、2026 年初めにかけて 2.5%前後まで下がる  
と想定されている。2022 年 10 月時点の前提と比べると、ターミナルレートは約 200bp 高まった計算になる。

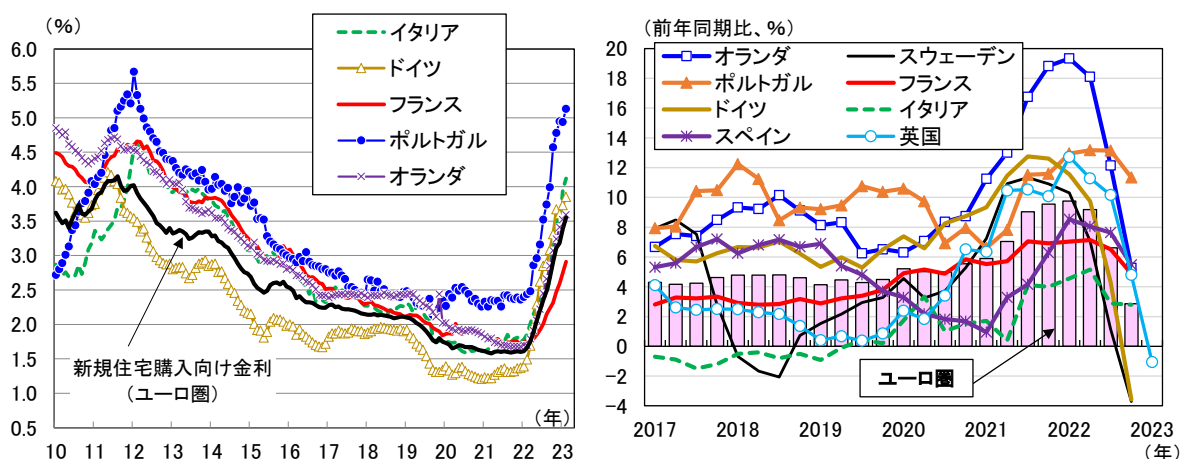
## 金融機関の態度が今後の金融政策を方向付ける可能性 ～ 貸し渋りは実質的な引き締め

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 ECB だが、金融システム不安の高まりを受けて、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強まっている。金融市場の心理の変化を受けて長短金利が低下したが、今後懸念されるのは、システム不安を背景に金融機関の貸出スタンスが厳格化し（貸し渋りや資金回収を急ぐケース等）、企業や家計の資金調達環境を悪化させ、景気に悪影響を及ぼすという信用収縮が進むかであろう。

金融不安が生じる前の時点で、既に企業や家計の借入コストは大幅に上昇しており、企業は2009年以來、家計（住宅購入向け）は2012年以來の高さとなっている。金融機関の融資態度が厳格化すれば一段とコストが増して、企業のビジネス活動や家計の支出行動を制約する恐れがある。実際、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総じて鈍化しており、家計の住宅購入意欲の低下を反映している。また、借入コストの上昇は、新規借入だけでなく、既存の住宅ローンを抱えている家計にとっても借換え時の負担増を意味するため、将来に備えて今のうちから支出を控える家計も出てこよう。足もとの雇用環境が堅調である点は一定の返済能力を担保しているものの、金融機関の行動次第では、家計の余裕度が予想以上に小さくなる可能性がある。一方、欧米では規制強化を模索する動きがあり、今回の金融機関の破綻を受けて一段と強化されれば、金融機関の行動を萎縮させるかもしれない。当面は、3月の金融不安を反映したECBの銀行貸出調査（5月2日公表）の結果が注目される。

家計向けの融資を中心に延滞率は低水準であるが、金融機関は、先行きの景気減速に伴う不良債権の増加を見越して貸倒引当金を積み増している。一段と積み増す必要性が高まるかは、第一に家計の返済能力を左右する雇用環境、そして住宅価格の動向も鍵となろう。IMF（4月の世界経済見通し）が、住宅市場がハイリスクと指摘した国には、ルクセンブルクやスウェーデン、オランダ、ポルトガル、デンマーク、フィンランド、エストニア等のEU加盟国が列挙される一方、スペインやフランス、ドイツ、イタリア等の主要国は相対的にリスクが低いと分類された。

図表5 ユーロ圏各国の家計が直面する金利上昇（左）、欧州各国の住宅価格の推移（右）



(注) 左図：住宅購入向け金利は、利払いやその他手数料を含む。

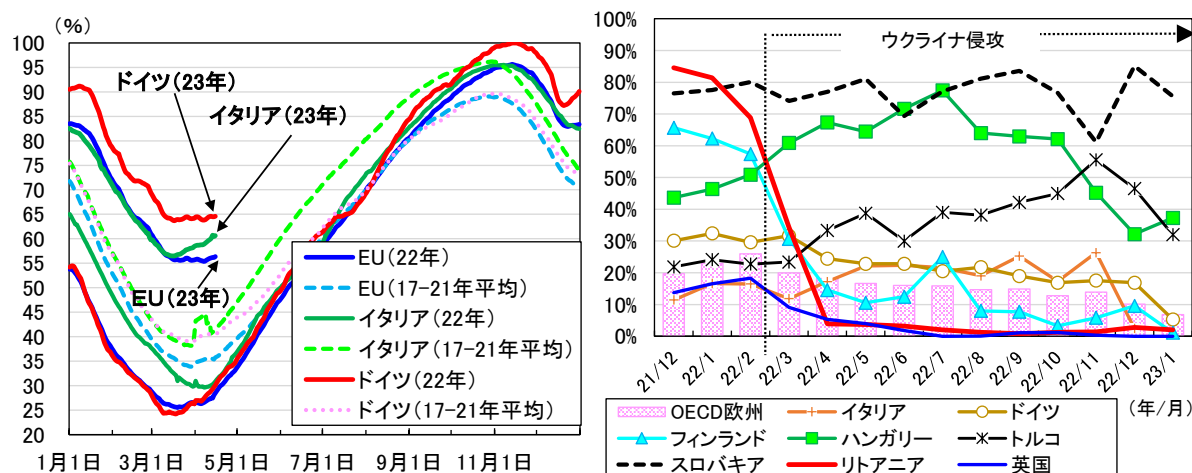
(出所) ECB、Eurostat、Nationwide、Haver Analytics 資料より大和総研作成

## 2023-24年の冬に向けて、エネルギーは依然として不確定要素 ～ OPEC プラスが攪乱する

欧州では、ガスの需給関係が逼迫する事態を回避しつつ、ガスの暖房需要期は概ね終了しつつある。4月18日時点の欧州のガス貯蔵率はEU全体で56%台と下げ止まっている。ドイツ（約65%）やイタリア（60%台）が高い一方、ベルギー（約40%）やフランス（約30%）は低いというように国によって貯蔵率に差はあるものの、いずれも例年の水準を上回る点は共通しており、2022-23年の冬は節約に成功したといえよう。これからは次の需要期に向けて備えて調達を行う期間に移行していく。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は残る。エネルギー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。

4月に入って、OPEC プラスはサプライズの追加の協調減産に踏み切り、原油価格の維持を目指している。インフレ抑制を目指して行動してきた欧米（エネルギーの需要サイド）からすると、OPEC プラスの決定はインフレの鈍化傾向に水を差す恐れがあり、金融政策の判断を難しくさせるだろう。このように、エネルギー供給サイドと需要サイドのせめぎあいが年末にかけて激化していくと予想される中で、ドイツは、エネルギー需給の逼迫に備えて一時的に延長していた原発の稼働を予定通り4月15日で終了した。ドイツは、脱ロシア<sup>2</sup>に加えて原発に依存しないエネルギー（電力）調達のハードルを自ら高める選択肢を実行した格好になる。想定外のことが生じ、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）、石油のロシア依存度の推移（右）



(注) 右図：石油輸入全体に占めるロシアからの輸入の割合。

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

<sup>2</sup> IEA の分析によると、トルコを含めた OECD 欧州の石油輸入のロシア依存度は、2023年1月には6.8%と、ウクライナ侵攻前（2022年1月）の20%超の1/3以下に低下した。この1年間で欧州のロシア依存度は着実に下がっており、主要国で見ると、ドイツは約30%から5.3%に、フランスは約20%から0.8%に、イタリアも16.6%から3.2%にそれぞれ低下している（スペインや英国等のようにゼロ%になった国も）。ただ、EUの加盟国には、スロバキアやチェコ、ハンガリー、ラトビア、ギリシャ等のように、依存度が今なお20%を超えている国も散見され、必ずしも全ての国で脱ロシア化が進捗しているわけではない。

## 英国経済

### 2月の月次GDPは前月から横ばい、1-3月期もマイナス成長を回避か

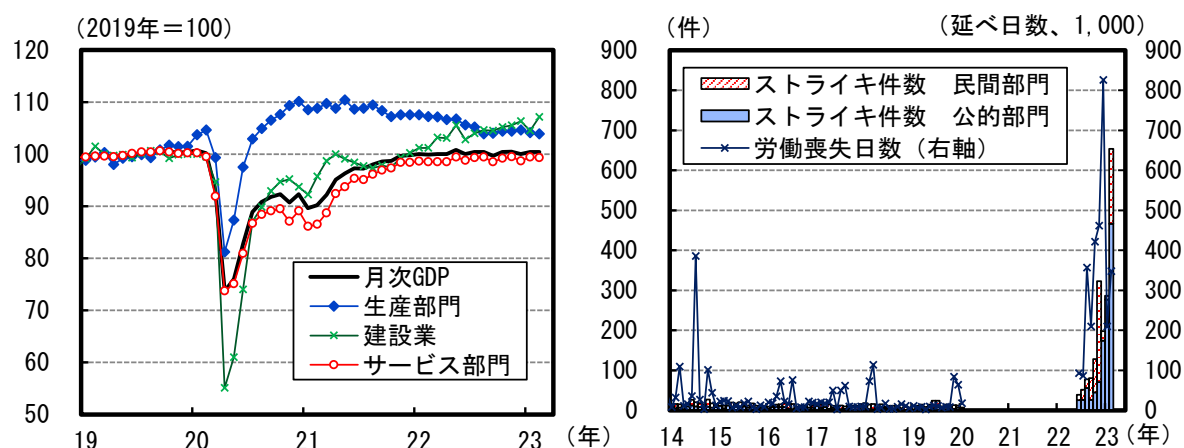
2023年2月の月次GDPは前月から横ばいとなり、コロナ禍前のピーク（2020年1月）を下回る低水準での推移が続く結果となった。もっとも、月次GDPの1-2月平均値は、2022年10-12月平均対比で+0.1%と僅かながら上回っており、英国は10-12月期に続いて1-3月期もマイナス成長を回避した可能性が高まっている。英国経済は決して好調とはいえない一方で、明確な悪化も見られておらず、昨年来BOEが提示してきた数四半期にわたってGDPの減少が続く見通しなどを念頭に置けば、意外にも底堅い。

2月の月次GDPの内訳を業種別に確認すると、生産部門は前月比▲0.2%と2ヵ月連続で減少し、サービス部門も同▲0.1%と小幅ながら減少に転じた。他方、前月に悪天候などの影響で大きく落ち込んでいた建設業が同+2.4%と大幅な増加に転じたことで全体を下支えした。

生産部門では、鉱業が前月比+3.0%と3ヵ月ぶりの増加に転じたものの、電気・ガス（同▲2.2%）の減少が全体を押し下げた。ONSによれば平年に比べて気温が高かったことで電気・ガスの需要が抑制されたという。製造業については、化学（同▲2.5%）や電気機械（同▲4.6%）などが前月から減少する一方、コンピューター・電子機器（同+2.9%）や輸送用機械（同+1.5%）などが増加し、全体としては前月から横ばいとなった。

サービス部門では、とりわけ教育（前月比▲1.7%）と、公共サービス（同▲1.1%）の減少幅が大きく全体の足を引っ張ったが、これらの業種の減少にはストライキが影響したと報告されている。実際、ONSが公表する統計を確認すると、2月のストライキ件数は公的部門を中心に大幅に増加し、1931年の統計開始以来の最高値を更新した。ストライキによる労働喪失日数は、直近のピークである2022年12月に比べれば落ち着いてはいるものの、非常に高い水準にある。英国では3月以降も鉄道、空港、医療従事者など、公的部門を中心に多くのストライキが実施されている。とりわけ公的部門におけるストライキは、サービスが停止・遅延することで幅広い企業・産業の活動に悪影響を及ぼす可能性が高く、その動向を注視していく必要がある。

図表7 英国の月次GDPの推移（左）、ストライキ件数とストライキによる労働喪失日数（右）



(注) 右図の2020年2月～2022年3月のデータは、新型コロナウイルス感染拡大の影響により欠損。

(出所) ONSより大和総研作成

## 政策効果でインフレ率の減速が見込まれるも、高金利は当面継続

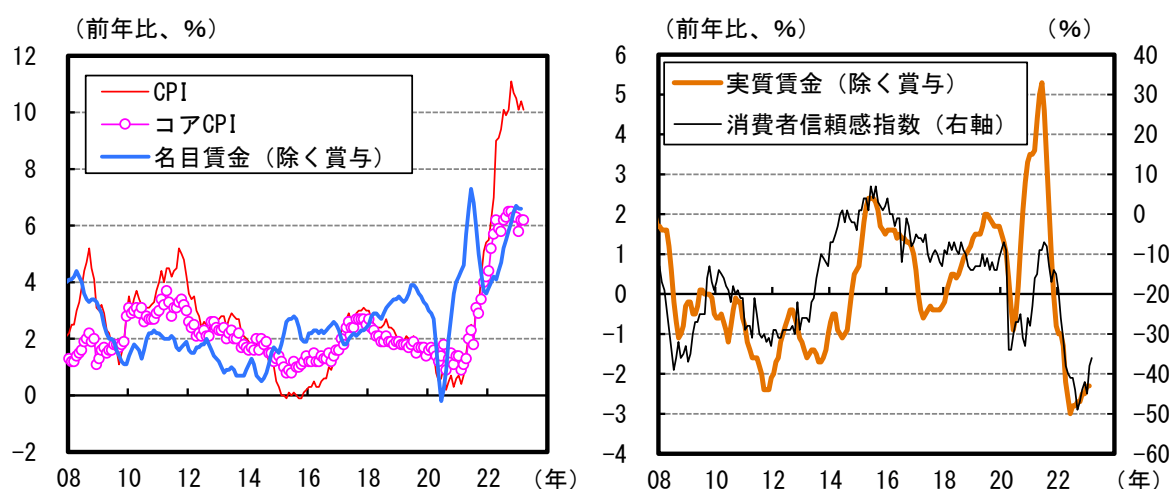
ストライキの頻発に象徴されるように、引き続き英国経済が直面する最大の問題は、高インフレによって家計が苦しめられていることである。2022年12月-2023年2月の賃金上昇率（賞与除くベース）は前年比+6.6%と高い伸びが続いたものの、歴史的な高インフレによって実質ベースでは同▲2.3%と15ヵ月連続で前年を下回った。

足もとまでのインフレ動向を確認すると、3月のCPIは前年比+10.1%となり、2月（同+10.4%）から上昇幅が縮小しつつも、2桁台の高い伸びが続く結果となった。ガソリン価格の低下によりエネルギーの伸びが大幅に縮小したが、食品価格の上昇がその影響の一部を相殺した。また、エネルギーおよび食品・アルコール飲料・たばこを除いたコアCPIは同+6.2%と、減速が見込まれていた市場予想に反して前月と同程度の伸びとなった。英国のインフレ率は2022年後半をピークに頭打ちの兆しが見られるものの、下落ペースは鈍く、高止まりが続いている。

ただし、インフレ率は4-6月期以降、鈍化していく公算が大きい。エネルギー市況の下落に加えて、3月に政府が公表した春季財政報告に盛り込まれたエネルギー価格保証などの政策が押し下げに寄与すると見込まれる。インフレ率の鈍化によって実質賃金の減少には歯止めが掛かるとみられ、先行きの個人消費を下支えする要因となるだろう。また、実質賃金の持ち直しは、なおも低水準にとどまる消費者マインドの改善にもつながると考えられ、マインド面からもプラスの効果が期待される。

もっとも、インフレ率がBOEの目標である2%を見通せるようになるまでには、長い時間を要するとみられ、BOEの引き締め姿勢がすぐに和らぐとは考え難い。インフレ率のピークアウトが明確に確認されれば、追加利上げの必要性は低下するとみられるものの、政策金利は当面、高い水準で維持されることになろう。2022年後半から住宅価格が頭打ちになるなど、金利上昇の影響は既に見られ始めているが、これまでの利上げの累積的な効果は、タイムラグを伴って今後本格化するとみられる。英国経済の先行きについては、引き続き慎重にみるべきである。

図表8 英国のインフレ率と名目賃金上昇率（左）、実質賃金上昇率と消費者信頼感指数（右）



(注) 左右とも賃金は3ヵ月移動平均値。

(出所) ONS、GfK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%	-0.2%	0.5%	0.6%	1.0%	1.2%	1.7%	1.9%	1.6%	3.5%	0.6%	1.2%
家計消費支出	0.4%	4.3%	3.7%	-3.4%	0.1%	0.6%	1.2%	1.4%	1.7%	1.8%	1.8%	1.7%	4.3%	0.4%	1.5%
政府消費支出	0.3%	-0.3%	-0.8%	3.0%	-0.8%	0.1%	-0.2%	0.4%	0.5%	0.8%	1.2%	0.8%	1.1%	0.2%	0.5%
総固定資本形成	-2.7%	3.8%	16.7%	-13.6%	2.1%	1.1%	1.1%	1.4%	2.4%	2.6%	2.8%	2.5%	3.8%	0.4%	2.1%
輸出等	5.8%	7.1%	7.0%	0.3%	1.7%	2.6%	3.0%	3.2%	3.0%	3.4%	3.5%	3.2%	7.2%	2.8%	3.2%
輸入等	-2.5%	7.9%	17.8%	-7.4%	2.5%	2.4%	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%	1.2%	0.4%	0.2%	0.5%	0.8%	1.1%	1.4%	1.6%	3.5%	0.6%	1.2%
家計消費支出	8.2%	5.9%	2.3%	1.2%	1.1%	0.2%	-0.4%	0.8%	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%	0.3%	0.4%	0.5%	-0.1%	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%	1.7%	1.0%	-2.6%	1.4%	1.5%	1.9%	2.3%	2.6%	3.8%	0.4%	2.1%
輸出等	8.6%	7.7%	7.6%	5.0%	4.0%	2.8%	1.9%	2.6%	3.0%	3.2%	3.3%	3.3%	7.2%	2.8%	3.2%
輸入等	9.4%	8.4%	11.1%	3.5%	4.8%	3.5%	0.1%	3.0%	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%	1.2%	2.1%	0.7%	0.4%	0.8%	1.2%	1.6%	2.0%	2.2%	2.1%	1.0%	1.8%
実質小売売上高	5.9%	1.1%	-0.6%	-2.6%	-2.5%	0.8%	0.9%	1.6%	1.5%	1.6%	1.7%	1.7%	0.9%	0.2%	1.6%
消費者物価	6.1%	8.0%	9.3%	10.0%	8.0%	5.8%	4.5%	3.0%	3.0%	2.4%	2.3%	2.1%	8.4%	5.3%	2.4%
生産者物価	33.1%	36.5%	41.1%	27.2%	16.4%	8.7%	7.0%	5.1%	4.4%	2.7%	2.3%	3.7%	34.3%	9.1%	3.2%
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	42.1	48.3	50.4	43.5	43.1	43.8	44.8	43.5	-325.3	184.4	175.3
経常収支	0.5	-41.0	-92.9	-15.8	53.0	54.0	53.7	53.8	52.5	52.8	54.0	54.2	-149.3	214.5	213.6
独 国債10年物（期中平均）	0.16%	1.09%	1.35%	2.13%	2.34%	2.55%	2.60%	2.54%	2.46%	2.41%	2.35%	2.28%	1.18%	2.51%	2.37%
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4月19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	2.0%	0.2%	-0.4%	0.5%	0.1%	-0.4%	-0.5%	0.1%	0.9%	1.4%	1.4%	1.5%	4.1%	-0.1%	0.7%
家計消費支出	5.0%	0.9%	-1.2%	0.9%	0.3%	0.4%	0.3%	0.2%	0.3%	0.4%	0.5%	0.5%	5.3%	0.3%	0.3%
一般政府消費支出	-1.4%	-6.6%	3.0%	2.1%	2.0%	3.5%	2.2%	1.8%	1.5%	1.3%	1.3%	1.2%	1.8%	1.9%	1.7%
総固定資本形成	39.0%	-8.8%	4.5%	1.0%	5.0%	-4.2%	-6.5%	-2.9%	1.7%	3.5%	3.9%	4.5%	8.6%	-0.4%	0.2%
輸出等	-26.1%	22.1%	49.0%	-5.4%	-23.1%	-3.2%	2.2%	1.9%	2.3%	2.5%	2.7%	2.9%	9.9%	-1.8%	2.0%
輸入等	37.1%	2.1%	-11.8%	-0.8%	-16.7%	-1.0%	1.3%	1.5%	1.6%	1.8%	2.3%	2.5%	13.3%	-5.9%	1.6%
前年同期比（除く失業率）															
国内総生産	10.6%	3.8%	2.0%	0.6%	0.1%	-0.0%	-0.1%	-0.2%	0.0%	0.4%	0.9%	1.3%	4.1%	-0.1%	0.7%
家計消費支出	15.0%	4.6%	1.3%	1.4%	0.2%	0.1%	0.5%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%	5.3%	0.3%	0.3%
一般政府消費支出	9.1%	-0.4%	-0.1%	-0.8%	0.1%	2.7%	2.5%	2.4%	2.2%	1.7%	1.5%	1.3%	1.8%	1.9%	1.7%
総固定資本形成	13.5%	6.6%	6.8%	7.6%	0.3%	1.5%	-1.3%	-2.2%	-3.0%	-1.1%	1.5%	3.4%	8.6%	-0.4%	0.2%
輸出等	6.9%	5.6%	21.5%	6.2%	7.3%	1.2%	-7.9%	-6.2%	0.8%	2.2%	2.3%	2.6%	9.9%	-1.8%	2.0%
輸入等	21.2%	18.2%	9.7%	5.2%	-7.1%	-7.8%	-4.6%	-4.0%	0.8%	1.5%	1.8%	2.0%	13.3%	-5.9%	1.6%
鉱工業生産	-1.6%	-2.7%	-4.1%	-2.7%	-2.9%	-1.5%	-0.0%	0.3%	0.9%	0.6%	1.2%	1.0%	-2.8%	-1.1%	0.9%
実質小売売上高	6.0%	-6.2%	-5.5%	-5.8%	-4.0%	-2.4%	-0.3%	0.8%	0.6%	0.8%	0.9%	1.0%	-3.1%	-1.5%	0.8%
消費者物価	6.2%	9.2%	10.0%	10.7%	10.2%	6.9%	5.4%	3.7%	3.3%	2.8%	2.5%	1.9%	9.1%	6.5%	2.6%
生産者物価（出荷価格）	11.6%	17.8%	19.0%	16.0%	11.3%	5.2%	3.0%	3.4%	4.8%	4.1%	3.6%	3.3%	16.1%	5.6%	4.0%
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%	4.0%	4.4%
10億英ポンド															
貿易収支	-71.6	-64.7	-48.9	-45.3	-50.5	-51.6	-51.1	-50.9	-50.7	-50.5	-50.3	-50.1	-230.5	-204.2	-201.6
経常収支	-50.5	-28.2	-12.7	-2.5	-8.1	-9.0	-8.3	-8.1	-7.5	-7.0	-6.7	-6.4	-93.9	-33.4	-27.6
国債10年物（期中平均）	1.42%	2.04%	2.66%	3.68%	3.54%	3.80%	3.74%	3.65%	3.52%	3.34%	3.24%	3.14%	2.45%	3.68%	3.31%
政策金利（未値）	0.75%	1.25%	2.25%	3.50%	4.25%	4.50%	4.50%	4.50%	4.50%	4.50%	4.25%	3.75%	3.50%	4.50%	3.75%

(注) 網掛け部分は大和総研予想（2023年4月19日時点）。

(出所) ONS、イングランド銀行、大和総研

# 中国経済 リベンジ消費>不動産不況

1月～3月は4.5%成長。年間成長率予想を5.6%→5.9%に引き上げ

齋藤 尚登

## [要約]

- 中国国家统计局によると、2023年1月～3月の実質GDP成長率は前年同期比4.5%（以下、変化率は前年比、前年同期比、前年同月比）となり、2022年10月～12月の2.9%から加速した。消費を中心に予想以上の回復となったことを受けて、大和総研は2023年の中国経済見通しを従来の5.6%から5.9%へ引き上げた。
- 「ウィズコロナ」政策への転換の恩恵を大きく受けたのが、消費である。小売売上は2022年の0.2%減から2023年1月～3月は5.8%増（3月は10.6%増）となった。中でも接触型消費の代表格である外食の回復は著しい。レストラン収入は2022年の6.3%減から2023年1月～3月は13.9%増（3月は26.3%増）と2桁の増加となった。
- 2022年の中国経済の大幅減速の主因のひとつとなった不動産不況は最悪期を脱したとみられるが、本格回復からは程遠い。「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）の進展によって、2023年3月の住宅竣工面積は35.4%増となった。しかし、「保交楼」はあくまでも建設中の物件が対象であり、新規需要を直接刺激するわけではない。2023年3月の住宅新規着工面積は27.0%減と、デベロッパーの開発意欲の低迷が続いている。

## 2023年1月～3月の実質GDP成長率は前年同期比4.5%に回復

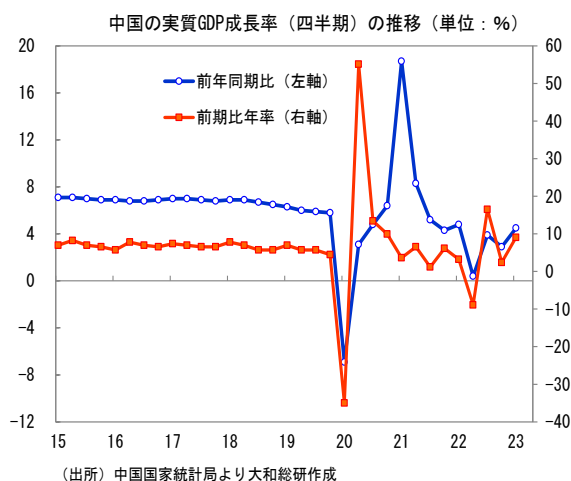
中国国家统计局によると、2023年1月～3月の実質GDP成長率は前年同期比4.5%（以下、断りのない限り、変化率は前年比、前年同期比、前年同月比）となり、2022年10月～12月の2.9%、2022年年間の3.0%から加速した。ただし、3月に開催された第14期全国人民代表大会（全人代）第1回会議で示された政府成長率目標の5.0%前後には届いていない。

2023年1月～3月の成長率は前期比で2.2%、前期比年率は9.1%となり、2022年10月～12月のそれぞれ、0.6%、2.4%から大きく回復した。この間の違いは「ゼロコロナ」政策から「ウィズコロナ」政策への転換であった。

2023年1月～3月の4.5%成長の需要項目別寄与度は、最終消費支出が3.0%pt、総資本形成は1.6%pt、純輸出は▲0.1%ptであった。2022年の3.0%成長に対する寄与度は、最終消費支出が1.0%pt、総資本形成は1.5%pt、純輸出0.5%ptであったことからすると、今回は消費が景気回復を主導したことが分かる。

消費を中心に予想以上の回復となったことを受けて、大和総研は2023年の中国経済見通しを従来の5.6%から5.9%へ引き上げた。

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



実質GDP成長率（前年比） 需要項目別寄与度（単位：％、%pt）

	実質GDP成長率	最終消費支出	総資本形成	純輸出
2015	7.0	4.9	1.6	0.6
2016	6.8	4.5	3.1	▲0.8
2017	6.9	3.9	2.7	0.3
2018	6.7	4.3	2.9	▲0.5
2019	6.0	3.5	1.7	0.7
2020	2.2	▲0.2	1.8	0.6
2021. 1-3	18.7	9.3	4.4	4.6
1-6	13.0	7.5	2.6	2.7
1-9	10.1	6.1	1.8	2.0
1-12	8.4	5.5	1.1	1.8
2022. 1-3	4.8	3.3	1.3	0.2
1-6	2.5	0.8	0.8	0.9
1-9	3.0	1.2	0.8	1.0
1-12	3.0	1.0	1.5	0.5
2023. 1-3	4.5	3.0	1.6	▲0.1

(出所) CEIC、中国国家统计局より大和総研作成

## リベンジ消費が景気回復を牽引

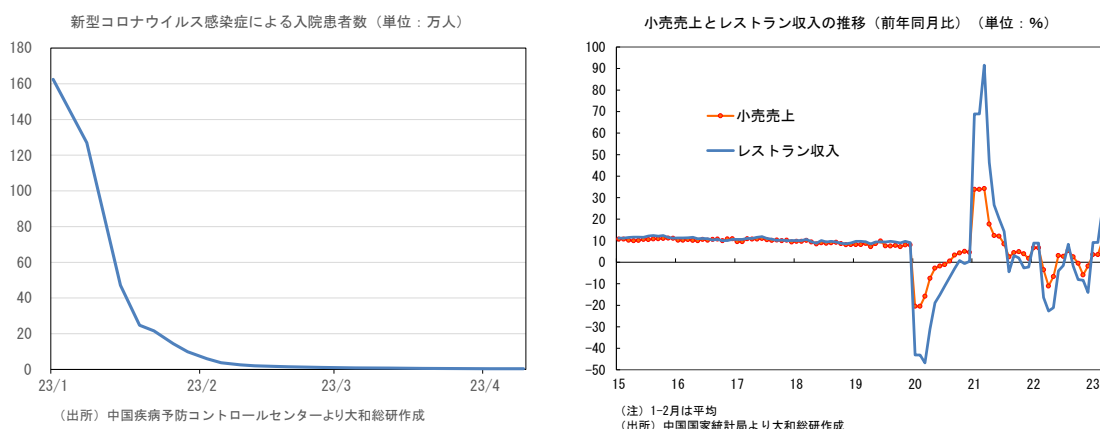
中国は2023年1月8日より、新型コロナウイルス感染症の分類・管理を従来の「乙類甲管理」（分類は中程度の重篤度であるが、最も厳格な管理が必要）から「乙類乙管理」（分類も管理も中程度）に引き下げたことにより、不可逆的な「ウィズコロナ」政策に転換した。

中国疾病予防コントロールセンターによると、PCR検査による陽性判明者のピークは2022年12月22日の694万人であったが、その後は急速に減少し、直近の2023年4月13日には2,036

人となった。また、新型コロナウイルス感染症による入院患者は2023年1月5日の162.5万人から大幅に減少し、2月中旬以降はかなり抑制された状態となっている。

「ウィズコロナ」政策への転換の恩恵を大きく受けたのが、消費である。小売売上は2022年の0.2%減から2023年1月～3月は5.8%増（3月は10.6%増）となった。中でも接触型消費の代表格である外食の回復は著しい。レストラン収入は2022年の6.3%減から2023年1月～3月は13.9%増（3月は26.3%増）と2桁の増加となった。

### 新型コロナウイルス感染症による入院患者数（左） 小売売上、レストラン収入の伸び率（右）



一方で、2023年1月～3月は通信機器、建築・内装材料、自動車、家電・音響映像機器、文化オフィス用品の売上が前年割れとなった。住宅関連の不振は不動産不況からの回復が限定的であることを、耐久消費財の前年割れは雇用改善の鈍さなどから接触型消費以外の消費が回復に至っていないことを示唆している。

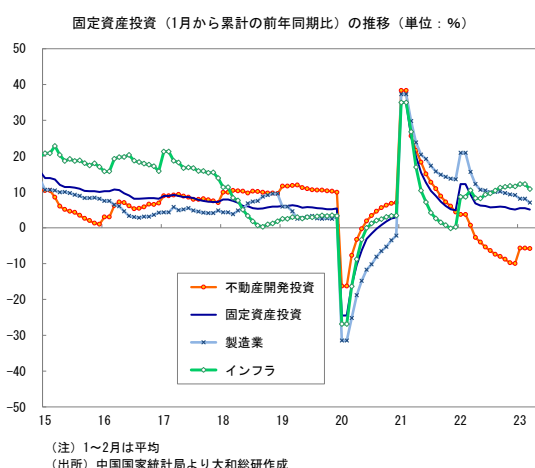
なお、自動車販売金額については、2023年1月～2月の9.4%減から3月は11.5%増に回復した（1月～3月では2.3%減）。2022年6月から導入されたガソリン車に対する車両購入税率の半減措置（価格の10%→5%）は12月末に終了したが、2023年1月～2月はその再開を期待する向きが購入を先送りしていた可能性が高い。政府による後継政策は発表されていないが、自動車メーカーが値引きや様々なキャンペーンを展開したことが3月の自動車購入を後押ししたと思われる。

### 1月～3月の固定資産投資は2022年年間の伸び率と変わらずの5.1%増

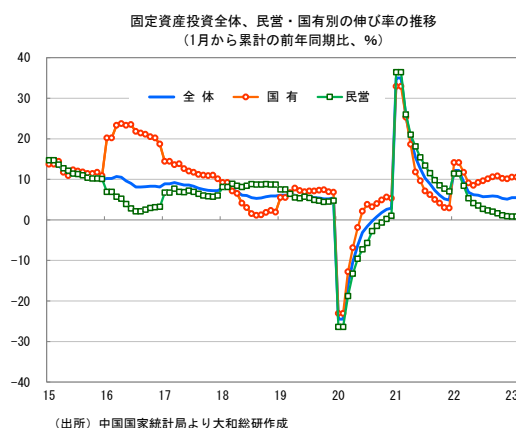
2023年1月～3月の固定資産投資は5.1%増となり、2022年と同じ伸び率となった。ただし、1月～2月の5.5%増からは減速している。1月～3月の内訳は、製造業投資は7.0%増（2022年は9.1%増）、電気・水道・ガスを含むインフラ投資が10.8%増（同11.5%増）、不動産開発投資が5.8%減（同10.0%減）であった。

2022年は政策の恩恵が国有企業に偏る「国進民退」の状況下で、国有企業の固定資産投資は10.1%増となったのに対して、民営企業は0.9%増にとどまった。2023年1月～3月はそれぞれ10.0%増、0.6%増であった。2022年12月の中央経済工作会議、ならびに2023年3月に開催された全人代では、2023年の重点活動任務のひとつに「2つのいささかも揺るがない」政策を着実に実施することが掲げられた。2つの政策とは、「いささかも揺るがずに公有制経済（国有経済）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（民営経済）の発展を奨励、支持、誘導する」ことを意味する。当然、後者には民営企業へのテコ入れ策が含まれようが、これといった具体策は発表されていない。国有企業の投資が息切れし、民営企業の投資の回復がもたつけば、固定資産投資は減速を余儀なくされるだけに、今後の政策動向が注目される。

### 分野別固定資産投資の推移（左）



### 民営・国有別固定資産投資の推移（右）



## 3月の輸出急回復の持続性には疑問符

2023年1月～3月の輸出は0.5%増（以下、断りのない限り、貿易はドル建て）、輸入は7.1%減となった。貿易黒字は33.1%増の2,047億ドルであった。

輸出は2023年1月～2月の6.8%減から3月は14.8%増へと急回復した。恐らくこれは、2022年12月下旬にかけての新型コロナウイルス感染症の感染爆発が終結し、さらに2023年1月～2月の旧正月の帰郷ラッシュが終わったことで供給体制が復旧したことが大きいとみられる。今後、積み上がった受注の消化が一巡すれば、世界需要の減速の影響が色濃く出ることになろう。

輸入は2022年10月以降の前年割れが2023年3月（1.4%減）まで続いている。消費は非接触型消費を中心に大きく回復しているが、耐久消費財への需要は強くない。さらに、固定資産投資の減速も影響していよう。

### 主要経済統計の推移（前年比、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	3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		4.5		3.0	5.3		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	3.9	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	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	▲5.8	▲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	7.0	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	9.9	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	10.6	▲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	26.3	▲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	14.8	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	▲7.4	▲10.2	▲1.4	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

## 中国の住宅市場は回復しているのか

最後のトピックスとして、最近問い合わせの多い中国の住宅市場は回復しているのか？という点について述べる。確かに、2023年3月の住宅竣工面積は35.4%増を記録し、70都市新築住宅価格は前月比+0.4%と2カ月連続で上昇している。一方で、1月～3月の不動産開発投資は5.8%減とマイナスに沈んだままであるし、3月の住宅新規着工面積に至っては27.0%減と大幅な減少となった。これをどう読み解けばよいのか。

ポジティブな点は、2022年の不動産不況の大きな要因のひとつとなった、デベロッパーの資金調達難に起因する工事中断問題が改善に向かっていることである。2022年7月末に政治局会議は「保交楼」（物件を契約通りの数量、品質、納期で購入者に引き渡す）を重要課題として取り上げた。ただし、デベロッパーの資金調達へのテコ入れが本格的に始まったのは、11月11日に中国人民銀行と中国銀行保険監督管理委員会（当時。2023年3月の国务院機構改革により、現在は国家金融監督管理総局）が、不動産市場の安定・健全な発展のための16項目の金融サポート策を発表してからである。商業銀行は5兆円以上の貸出枠を設定したが、これは名目GDPの4%強に相当する金額であり、効果は大きいとみられる。

さらに中国人民銀行は2023年3月末までに商業銀行6行に対して2,000億元の「保交楼」特別貸出を実施した他、優良デベロッパーへの資金サポートを強化する旨の窓口指導を繰り返しているもようである。住宅竣工面積の急回復は「保交楼」の進展によるところが大きいと考えられる。

次に、2022年は住宅市場での取引量が大きく落ち込んだにもかかわらず、住宅価格はさほど大きく下がらなかった。全国70都市の新築住宅価格は2022年10月に▲2.4%のボトムを付けた後、2023年に入るとマイナス幅を縮小させ、3月は▲1.4%となった。前月比については、2023年2月に18カ月ぶりにプラスに転じ、3月は+0.4%となった。これは、①中国版総量規制は、住宅の需要と供給をともに減退させるものであり、需給のバランスは大きく崩れていない、②

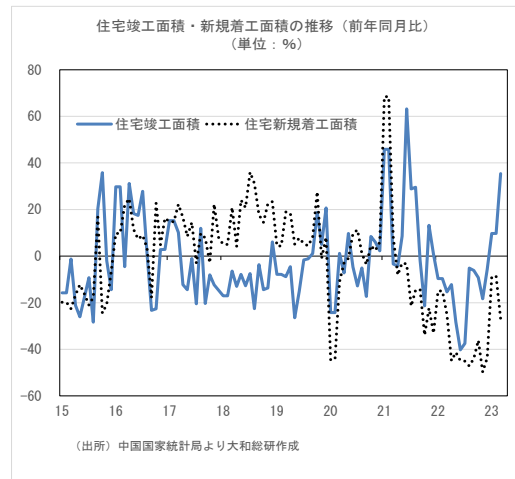
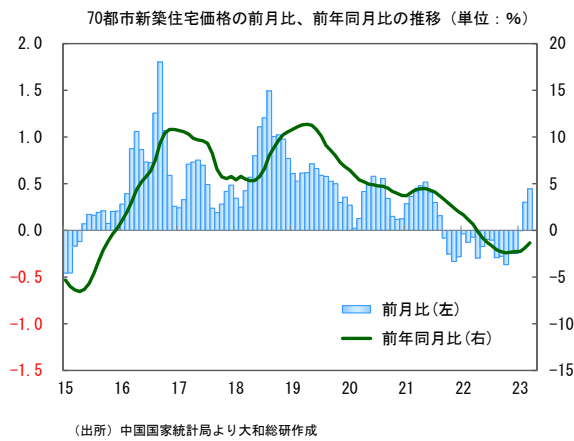
大都市圏では価格上昇が続いた一方で、価格が下落する地方都市では、価格に下限を設けるなど、人為的に価格下落に歯止めをかけていた、③「保交楼」の進展により、住宅市場に対するセンチメントが改善した、ことなどが背景にある。

一方、ネガティブな点は、「保交楼」はあくまでも建設中の物件が対象であり、新規需要を直接刺激するわけではないことである。2023年3月の住宅販売金額は8.8%増となったが、前年同月（2022年3月）は29.1%減であり、本格回復には程遠い。さらに、住宅新規着工面積は1月～2月の▲8.7%から、3月は▲27.0%へとマイナス幅が大きく拡大した。

結局のところ、住宅市場は最悪期こそ脱したとみられるが、その背景は工事中断問題の改善である。肝心の住宅需要は本格回復から程遠く、デベロッパーの開発意欲は低迷が続いている。

70 都市新築住宅価格の推移（左）

住宅竣工面積・新規着工面積の推移（右）

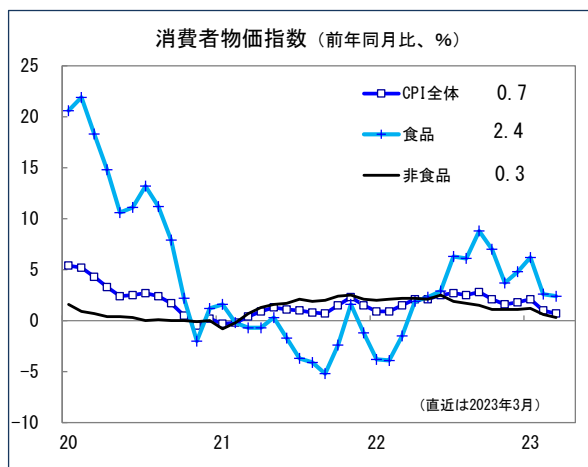
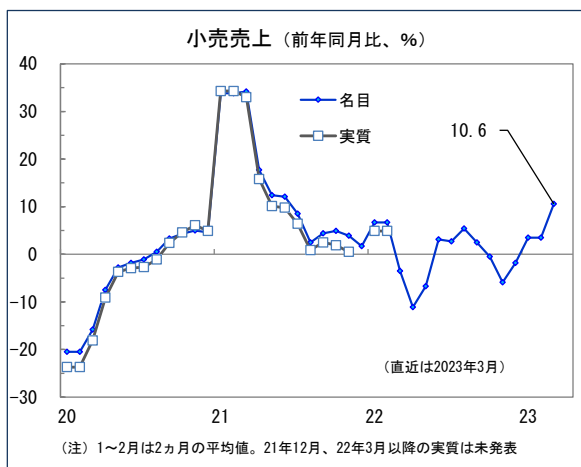
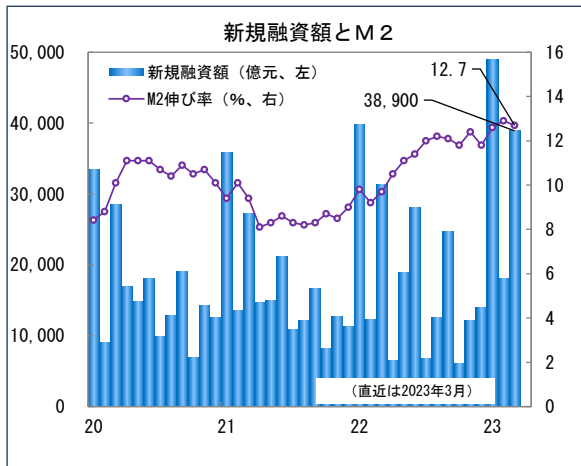
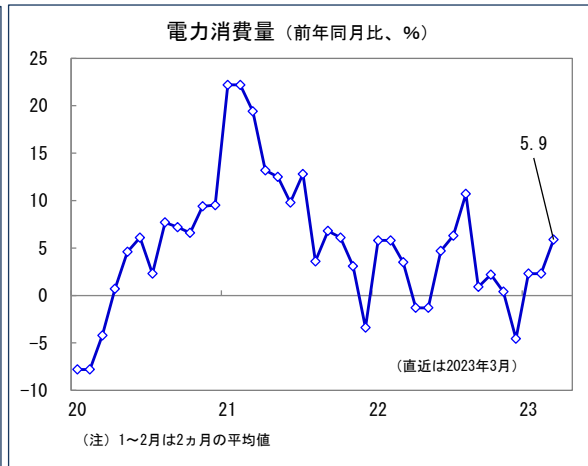
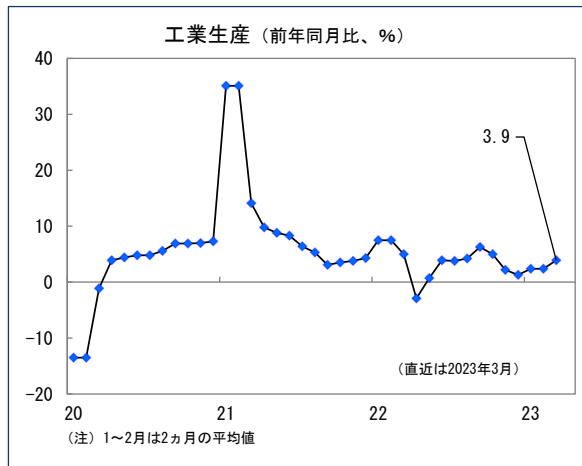


主要経済指標一覧

	2022年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	3月
実質GDP成長率（四半期、前年同期比、％）	4.8	-	-	0.4	-	-	3.9	-	-	2.9	-	-	4.5
工業生産（前年同月比、％）	5.0	-2.9	0.7	3.9	3.8	4.2	6.3	5.0	2.2	1.3	2.4	-	3.9
電力消費量（前年同月比、％）	3.5	-1.3	-1.3	4.7	6.3	10.7	0.9	2.2	0.4	-4.6	2.3	-	5.9
鉄道貨物輸送量（前年同月比、％）	8.1	9.5	6.0	7.3	12.3	3.0	9.1	3.3	-1.6	-0.9	-0.9	6.8	-
固定資産投資（前年累計比、％）	9.3	6.8	6.2	6.1	5.7	5.8	5.9	x	5.3	5.1	5.5	-	5.1
不動産開発投資（前年累計比、％）	0.7	-2.7	-4.0	-5.4	-6.4	-7.4	-8.0	-8.8	-9.8	-10.0	-5.7	-	-5.8
小売売上 名目（前年同月比、％）	-3.5	-11.1	-6.7	3.1	2.7	5.4	2.5	-0.5	-5.9	-1.8	3.5	-	10.6
実質（前年同月比、％）	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
消費者物価指数 全体（前年同月比、％）	1.5	2.1	2.1	2.5	2.7	2.5	2.8	2.1	1.6	1.8	2.1	1.0	0.7
食品（前年同月比、％）	-1.5	1.9	2.3	2.9	6.3	6.1	8.8	7.0	3.7	4.8	6.2	2.6	2.4
非食品（前年同月比、％）	2.2	2.2	2.1	2.5	1.9	1.7	1.5	1.1	1.1	1.1	1.2	0.6	0.3
工業製品出荷価格指数（前年同月比、％）	8.3	8.0	6.4	6.1	4.2	2.3	0.9	-1.3	-1.3	-0.7	-0.8	-1.4	-2.5
工業生産者購入価格指数（前年同月比、％）	10.7	10.8	9.1	8.5	6.5	4.2	2.6	0.3	-0.6	0.3	0.1	-0.5	-1.8
新規融資額（億元）	31,300	6,454	18,900	28,046	6,790	12,500	24,700	6,152	12,100	14,000	49,000	18,100	38,900
M2伸び率（％）	9.7	10.5	11.1	11.4	12.0	12.2	12.1	11.8	12.4	11.8	12.6	12.9	12.7
輸出（前年同月比、％）	14.3	3.5	16.4	17.0	18.1	7.4	5.5	-0.4	-9.0	-10.0	-6.8	-	14.8
輸入（前年同月比、％）	0.7	0.1	3.5	-0.1	1.4	-0.3	0.1	-0.7	-10.6	-7.4	-10.2	-	-1.4
貿易収支（億米ドル）（1月、2月は平均）	443.2	494.8	784.0	973.7	1026.5	808.7	841.6	848.3	687.4	772.9	582.6	-	881.9
新築商品住宅価格指数 北京（前年同月比、％）	5.7	5.8	5.9	5.8	5.5	5.8	6.1	5.9	5.7	5.8	5.2	4.7	4.6
上海（前年同月比、％）	4.1	3.8	3.4	3.4	3.5	3.7	3.8	4.0	4.0	4.1	4.2	3.9	4.1
商用不動産 着工面積（前年累計比、％）	-17.5	-26.3	-30.6	-34.4	-36.1	-37.2	-38.0	-37.8	-38.9	-39.4	-9.4	-	-19.2
完工面積（前年累計比、％）	-11.5	-11.9	-15.3	-21.5	-23.3	-21.1	-19.9	-18.7	-19.0	-15.0	8.0	-	14.7
不動産販売 面積（前年累計比、％）	-13.8	-20.9	-23.6	-22.2	-23.1	-23.0	-22.2	-22.3	-23.3	-24.3	-3.6	-	-3.5
金額（前年累計比、％）	-22.7	-29.5	-31.5	-28.9	-28.8	-27.9	-26.3	-26.1	-26.6	-26.7	-0.1	-	3.0

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

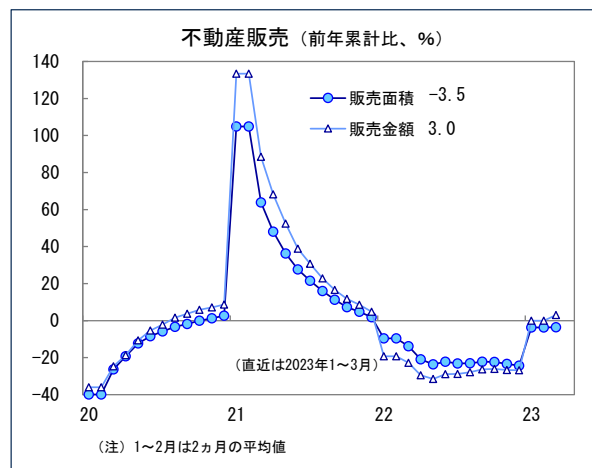
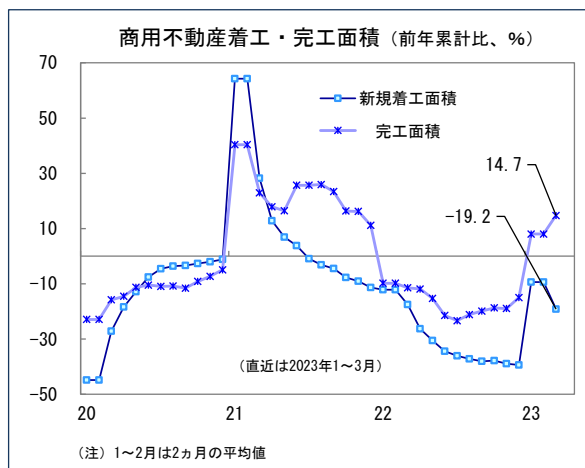
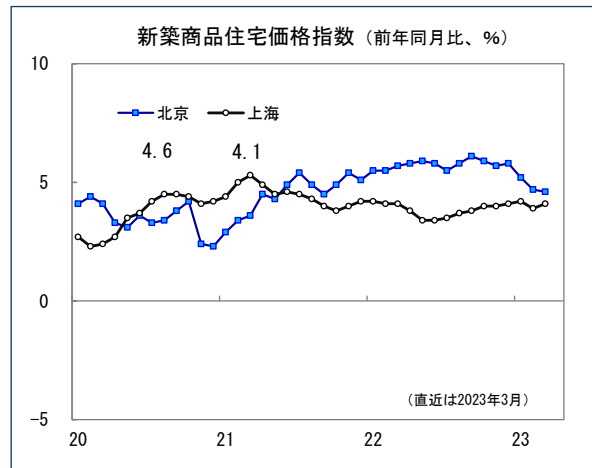
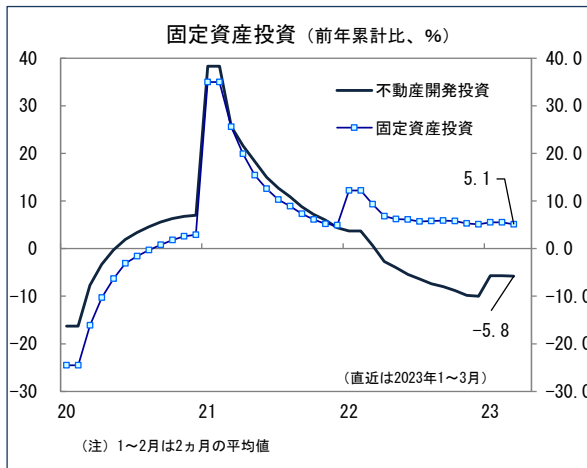
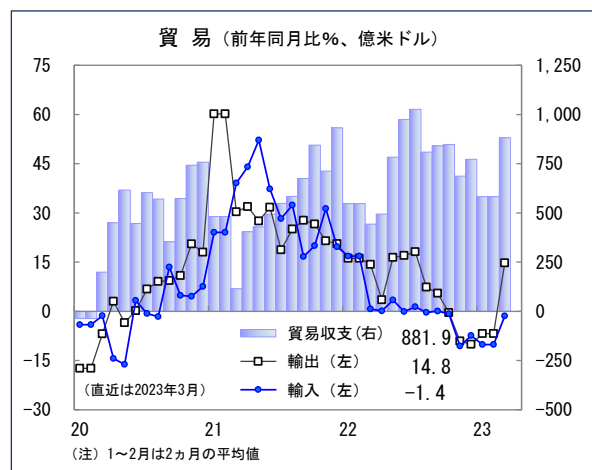
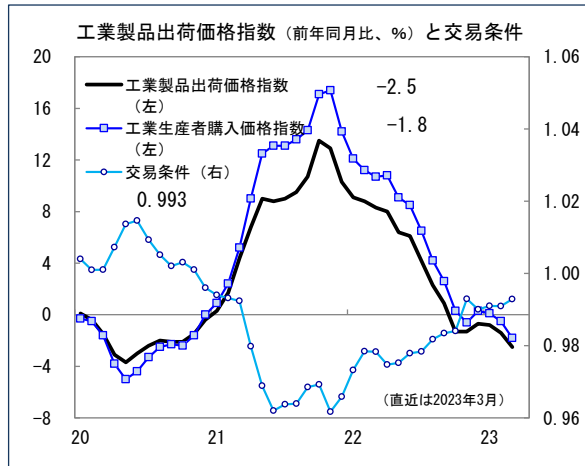
## 主要経済指標一覧（続き）



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



## 主要経済指標一覧（続き）



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