

2023年5月25日

# 主要国経済 Outlook

2023年6月号 (No. 439)

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
世界における米国の信用が損なわれる危険～銀行不安から国家不安へ 経済調査部 シニアエコノミスト 近藤 智也	
日本経済	4
経済見通しを改訂／「好材料」の増加で安定性を増す日本経済 経済調査部 シニアエコノミスト 神田 慶司	
米国経済	14
債務上限問題の行方は？ 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
過度な悲観は後退 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
変調？一時的減速？ 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

## 世界における米国の信用が損なわれる危険～銀行不安から国家不安へ

近藤 智也

### 世界

銀行不安に続いて、再び米国の国内問題が世界の金融市場を混乱させるリスク要因になっている。銀行不安が突然発生したのに対して、債務上限によるデフォルト問題は以前から分かっていたにもかかわらず、解決を瀬戸際まで延ばすという点で著しい不作為といえよう。しかも、過去に何度も繰り返されてきたためか、一部の議員は財務省発表のデッドラインを疑っている。オバマ政権下で生じた同様の危機時（2011年や13年、15年）は、FOMCがリーマン・ショックで導入した低金利を維持しコアインフレ率も1%台と低かったが、今回は終盤とはいえ、利上げ局面・高インフレ下での混乱である。リセッションの可能性も指摘されるタイミングで不透明さが一段と増すことから、金融市場がその行方に神経を尖らせるのも当然だ。大統領経済諮問委員会は債務上限問題が米国経済に与える影響を試算し、デフォルトに陥る最悪のケースでは、財政対応も困難なためリーマン・ショック級のダメージになるとしたが、注目すべきは、土壇場で決着しデフォルトを回避しても景気下押しのコストが発生する点である。インフレに加えてデフォルトが意識されれば、米国への信用は低下し世界的なドル離れにつながる恐れがある。つまり、世界が低リスク資産の代表である米国債を従前ほど保有しなくなると、金利上昇圧力は高まり、ドル安は米国のインフレ率を押し上げよう。市場にとってのポジティブサプライズは、長期間（例えば24年の大統領選挙後まで）の先送りでも米議会が合意することだが、現実的には、小幅な上限引き上げ等猶予期間の短い妥協となる可能性が高い。ただ、そうなるも混乱は繰り返され、無駄なコストを払いながら、米国の景気や信用は徐々に悪化していく恐れがある。

### 日本

2023年1-3月期のGDP1次速報の公表を受け、経済見通しを改訂したが、経済活動の正常化や春闘での大幅な賃上げ、緩和的な財政・金融政策などが景気を下支えし、世界経済が減速する中でも日本経済の回復が続くとみている。日本経済の下振れリスクは主に海外にあり、中でも銀行不安が高まった米国の当面の経済動向には注意が必要だ。また、インフレ見通しについては、春闘で30年ぶりの高い賃上げ率の実現が見込まれる中、企業の価格設定行動がこのところ積極化しており、賃金と物価が循環的に上昇し始めていることから大きく上方修正した。日本銀行は、2024年度にかけて現在の金融緩和策の枠組みを維持すると見込んでいる。ただし、米国の景気下振れリスクや2024年春闘の結果がある程度判明し、賃金の上昇を伴う形で基調的なインフレ率が2%に向けて高まっていくと日銀が判断すれば、早ければ2024年4月の金融政策決定会合でレビューの公表とイールドカーブ・コントロールの撤廃などに踏み切る可能性がある。

### 米国

目下、米国経済の懸案となっているのは、政府債務上限問題である。6月初旬にも資金繰りが厳しくなり、デフォルトとなる可能性がある。デフォルトを避けるためには、債務上限の引き上げや上限の適用一時停止といった議会の承認が必要だが、民主党と共和党の間で意見の相違がある。仮に両党の指導部間で合意したとしても、議会の承認が得られるかは別問題である。上下

院で多数党が異なるねじれ議会で議論の集約が難しい中で、両党の議席数の差が僅差であることから、政党間だけでなく政党内でも綱引きが激しくなり、法案通過のハードルを高めている。最終的には債務上限の引き上げに合意することがベースシナリオではあるものの、資金繰りが厳しくなるぎりぎりまで民主・共和党間の攻防は続くだろう。たとえデフォルトが回避されたとしても、政治の混乱を背景とした不透明感が消費者マインドを下押しする。米国経済を下支えしてきた個人消費が落ち込むことになれば、マイナス成長に転じる可能性は高まるだろう。

## 欧州

2023年1-3月期のユーロ圏の実質GDP成長率は前期比年率+0.3%のプラス成長へと転じ、 कारणとしてテクニカルリセッションを免れた。ユーロ圏経済を悩ませてきた高いインフレ率は、エネルギー価格の低下を主因に鈍化しており、過度な悲観は後退しつつある。インフレ率の鈍化に伴い、減少が続いてきた家計の実質賃金は下げ止まるとみられ、消費者マインドも改善基調が続くと見込まれる。消費者マインドの水準は依然として過去の景気後退期並みの低水準にあり、個人消費の力強い回復は見込み難いが、緩やかに増加し景気を下支えすることが期待される。ECBは5月の理事会で、7会合連続の利上げを決定しつつ、利上げ幅を縮小した。ただし、先行きも利上げを続けることを示唆しており、ECBにとっては高すぎるインフレ率の抑制が政策の最優先事項である。為替の変動などを通じてECBの利上げはこれまで以上に強い引き締め効果を持つ可能性があり、利上げが実体経済に及ぼす影響について引き続き注意が必要だろう。

## 中国

中国国家统计局によると、2023年4月の失業率は5.2%に低下した。一方で、16歳～24歳の失業率は20.4%となり、過去最高を記録した。今後の若年層の失業率改善には、景気回復に加え、雇用吸収力の大きい民営企業支援策を積極的に強化することが不可欠だ。例えば、民営企業向けの銀行貸出の伸び率が全体を数%ポイント上回るように、中国人民銀行が窓口指導を行うなど、実効性のある政策の実施が望まれる。足元の景気回復ペースは鈍化している。小売売上は2023年3月の前年同月比10.6%増から4月は18.4%増に加速したが、これは前年同月が上海市ロックダウンなどによって大幅減となった反動によるところが大きい。固定資産投資は2022年の5.1%増から2023年1月～4月は4.7%増に減速した。1月～4月の所有形態別内訳は、民営企業が0.4%増、国有企業は9.4%増と、大きな差が維持されている。年後半の景気回復を確固としたものにするには民営企業への積極的なテコ入れが不可欠だ。

### 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 (下線及び斜字は年度)			
	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6				
日本	-1.0	-0.1	1.6	2.2	2.1	1.8	1.3	1.0	2.2	1.0	1.3	1.4
									<u>2.6</u>	<u>1.2</u>	<u>1.5</u>	<u>1.2</u>
米国	3.2	2.6	1.1	0.4	0.0	0.2	0.9	1.3	5.9	2.1	1.2	0.8
ユーロ圏	1.5	-0.2	0.3	0.5	0.5	0.8	1.3	1.7	5.3	3.5	0.7	1.2
英国	-0.4	0.5	0.5	0.3	0.0	0.1	0.8	1.1	7.6	4.1	0.3	0.7
中国	3.9	2.9	4.5	8.2	5.2	5.7	5.0	4.0	8.4	3.0	5.9	4.3
ブラジル	3.6	1.9	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	5.0	2.9	0.9	1.0
インド	6.3	4.4	N.A.	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	-3.5	-2.7	-1.9	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	5.6	-2.1	0.5	1.0

(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

## 経済見通しを改訂／「好材料」の増加で安定性を増す日本経済

神田 慶司  
久後 翔太郎  
小林 若葉  
岸川 和馬  
中村 華奈子

### [要約]

- 2023年1-3月期のGDP1次速報の公表を受け、経済見通しを改訂した。メインシナリオにおける実質GDP成長率は23年度+1.5%、24年度+1.2%（暦年ベースでは23年+1.3%、24年+1.4%）と見込む。経済活動の正常化や春闘での大幅な賃上げ、緩和的な財政・金融政策などが景気を下支えし、世界経済が減速する中でも日本経済の回復が続くとみている。日本経済の下振れリスクは主に海外にあり、中でも銀行不安が高まった米国の当面の経済動向には注意が必要だ。
- 生鮮食品を除く総合ベースのCPI（コアCPI）は23年度+2.4%、2024年度+1.7%と見込んでいる。春闘で30年ぶりの高い賃上げ率の実現が見込まれる中、企業の価格設定行動がこのところ積極化しており、賃金と物価が循環的に上昇し始めていることから大きく上方修正した。
- 日本銀行は、予測期間中は現在の金融緩和策の枠組みを維持すると見込んでいる。ただし、米国の景気下振れリスクや2024年春闘の結果がある程度判明し、賃金の上昇を伴う形で基調的なインフレ率が2%に向けて高まっていくと日銀が判断すれば、早ければ2024年4月の金融政策決定会合でレビューの公表とイールドカーブ・コントロールの撤廃などに踏み切る可能性がある。

## 1. 内需を中心にプラス成長を見込むも外需の悪化に要注意

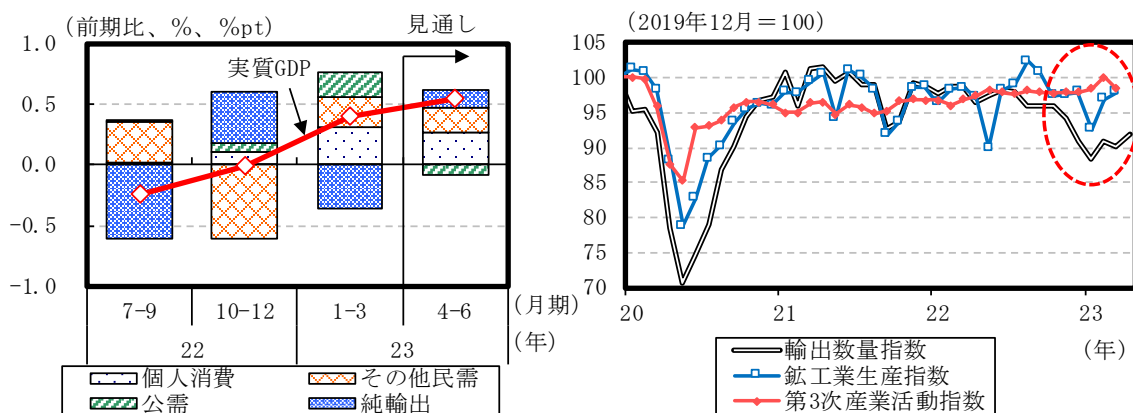
### 1-3 月期の実質 GDP は民需が牽引する形で 3 四半期ぶりのプラス成長

2023 年 1-3 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率+1.6%（前期比+0.4%）と、3 四半期ぶりのプラス成長となった（**図表 1 左**）<sup>1</sup>。個人消費や設備投資などの民需が総じて増加したことで、海外経済の減速などで輸出が大幅に減少した影響は抑えられた（**図表 1 右**）。また、サービス輸出に含まれる訪日外客（インバウンド）消費は大幅に増加した。

需要項目別に見ると（**図表 1 左**）、民需関連では全ての項目が増加したほか、公需関連では政府消費がわずかに減少し、公共投資は増加した。外需関連では輸出と輸入のいずれも減少した。輸出の減少額が輸入のそれを上回ったことで、純輸出（外需）の寄与度はマイナスに転じた。

このうち個人消費は前期比+0.6%と、物価高が続く中でも 4 四半期連続で増加した。政府の総合経済対策で電気・都市ガス料金が抑制されたものの、個人消費デフレーター伸び率は同+1.1%と前期（同+0.7%）から大幅に高まった。その結果、マクロで見た実質賃金ともいえる実質雇用者報酬は 6 四半期連続で減少し、1 回目の緊急事態宣言が発出された 2020 年 4-6 月期の水準を下回った。こうした中でも新型コロナウイルス感染拡大後に大幅に積み上がった家計貯蓄が原資となり、所得が減少する中で消費の回復が継続した。

**図表 1：実質 GDP 成長率の実績と見通し（左）、輸出数量と生産、第 3 次産業活動（右）**



(注) 左図、右図ともに季節調整値。

(出所) 内閣府、経済産業省より大和総研作成

### 4-6 月期の実質 GDP は 2 四半期連続のプラス成長を見込む

2023 年 4-6 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率+2.2%と見込んでいる。物価高が続く中、新型コロナウイルスの感染症法上の扱いが「5 類」に移行したことや、2023 年春闘での賃上げ率が 30 年ぶりの高水準となる見込みであることなどが個人消費の更なる回復を後押しするだろう。また、インバウンド消費は中国人訪日客を中心に回復余地が依然として大きい。

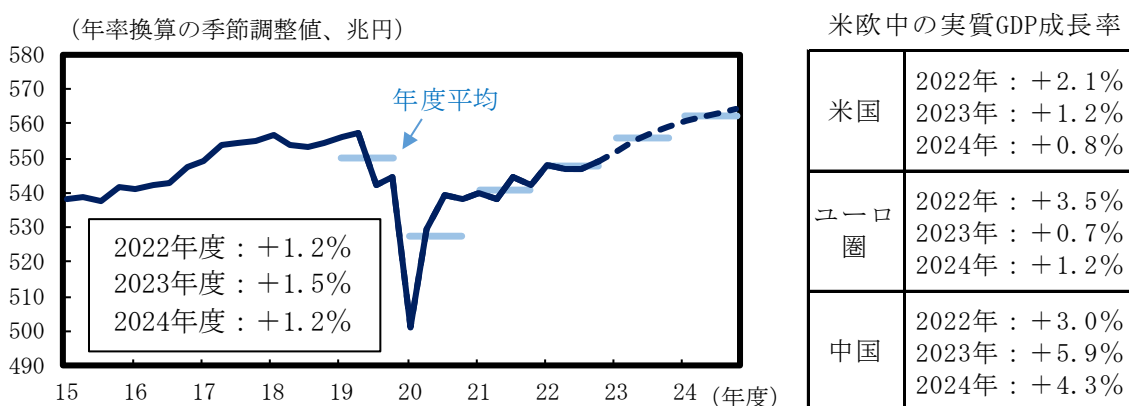
<sup>1</sup> 詳細は、神田慶司・小林若葉「[2023 年 1-3 月期 GDP \(1 次速報\)](#)」（大和総研レポート、2023 年 5 月 17 日）を参照。

一方、米国では3月および5月に一部金融機関が経営破綻するなど先行き不透明感が強まっている。インフレ率は低下傾向にあるものの、連邦準備制度理事会（FRB）の目標値である2%を大きく上回る。賃金上昇率も高止まりしており、金融引き締めが長期化したり追加利上げが実施されたりする可能性も否定できない。ウクライナ情勢は引き続き予断を許さず、欧州経済の一段の悪化や資源価格の高騰も考えられる。海外経済の減速が日本経済にもたらす影響には引き続き注意が必要だ。

## 日本経済見通しの概要 ～経済正常化が国内消費などを後押しするも財輸出は伸び悩み

図表2ではメインシナリオにおける実質GDPの推移と、その前提である海外経済見通しを示した。海外経済については当社の各国担当者の最新（5月23日時点）の見通しに基づく。

図表2：日本の実質GDP見通しと海外経済の前提



(注) 図中の破線は大和総研による予測値。米欧中の見通しは大和総研の各国担当者の予測に基づく。

(出所) 内閣府、各国統計より大和総研作成

2023年の実質GDP成長率は、米国で前年比+1.2%、ユーロ圏で同+0.7%、中国で同+5.9%と見込んでいる。地域別に見ると、米国の2023年1-3月期の実質GDPは前期比年率+1.1%と前期（同+2.6%）から減速した。タイトな金融環境の下で住宅投資や設備投資、民間在庫などが足を引っ張った一方、GDPの7割を占める個人消費は加速しており、一部には底堅さが見られた。先行きは消費と雇用の緩やかな減速が見込まれるほか、銀行不安や高インフレに伴う景気の下振れリスクが懸念される。なお、2023年の実質GDP成長率見通しは3月9日公表の「[第216回日本経済予測（改訂版）](#)」（以下、前回予測）から0.1%pt上方修正した。詳細については各国経済見通しのレポートを参照されたい。

こうした海外経済見通しの下、メインシナリオにおける日本の実質GDP成長率は2023年度で前年比+1.5%、2024年度で同+1.2%と見込んでいる（暦年ベースでは2023年で同+1.3%、2024年で同+1.4%）。



2023年度の成長率見通しは前回予測から0.2%pt引き下げた。「ゼロコロナ」政策の撤廃後も中国の財需要の回復が鈍く、対中輸出の回復が想定以上に遅れていることや、欧米向け輸出をより慎重に見込んだことが主因だ。また品目別では、PCやスマートフォン向けの半導体需要の低迷を背景に、半導体製造装置の輸出が停滞している。財輸出の回復の遅れに伴い、設備投資の見通しも下方修正した。もっとも、経済活動の正常化や緩和的な財政・金融政策などにより（**後掲図表4**）、物価高の下でも景気回復が継続するという見方は前回予測と同様である。

2024年度の成長率見通しは前回予測から0.2%pt引き上げた。ただしプラスの「成長率のゲタ」を除くと前年比+0.6%と低成長を見込んでいる。経済活動の正常化に伴う需要の回復が一服することで、緩やかな成長にとどまるだろう。

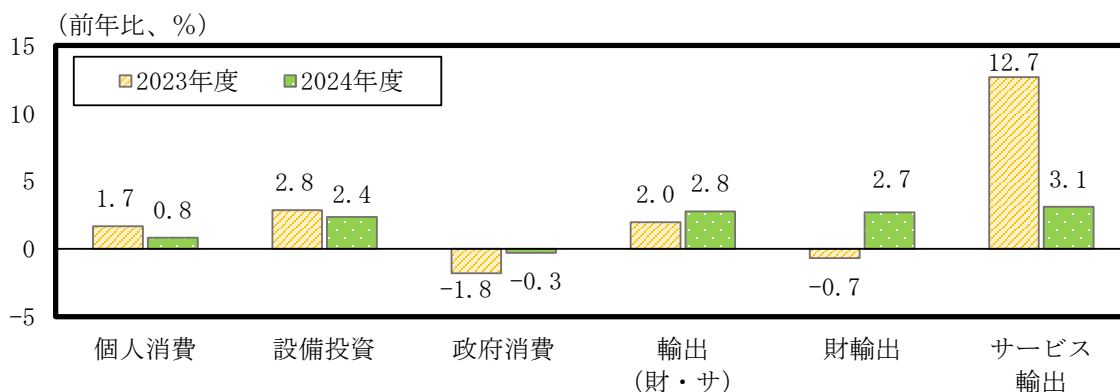
主な需要項目については**図表3**のような推移を見込んでいる。物価高が続く中、コロナ禍で大幅に積み上がった家計貯蓄や春闘での大幅な賃上げなどが個人消費の回復を後押しするだろう。半導体不足の解消によって自動車のペントアップ（繰越）需要の発現も期待される。

設備投資は、国内の経済活動の正常化が加速することで、非製造業を中心に更新投資や能力増強投資が持ち直すだろう。グリーン化・デジタル化対応のための投資も下支えするとみられる。ただし、米欧経済の先行き不透明感の強まりから製造業で投資を手控える動きが出る可能性には注意が必要だ。

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

輸出に関して、2023年度の財輸出は前年を下回るだろう。半導体不足の解消で2023年央から自動車などのペントアップ需要が発現するとみられるものの、その他の財は2023年秋頃まで海外経済の減速の影響が色濃く表れよう。一方、サービス輸出では中国人訪日客を中心にインバウンド消費が大幅に回復する見込みだ。

図表3：主な需要項目の見通し



(出所) 内閣府統計より大和総研作成

## 「好材料」の増加で安定性を増す日本経済

日本経済は2023年度を中心に、比較的多くの景気下支え要因が存在する。具体的には、①「5類」移行によるサービス消費の回復、②「過剰貯蓄」の取り崩しが物価高の影響を緩和、③インバウンド消費の更なる回復、④供給制約の解消による自動車の挽回生産と機械受注残の消化、⑤2023年春闘で賃上げが加速、⑥緩和的な財政・金融政策の継続、⑦輸入インフレの一服、などが指摘できる（図表4）。前回予測からは⑤が加わり、⑥では現在の金融緩和策が縮小する可能性が当面は小さくなったことで（2章を参照）、日本経済の安定性は増したといえる。

GDP統計における国内のサービス消費のうちインバウンド分を控除した消費額は、2023年1-3月期で可処分所得比54%と推計される。感染拡大前で消費増税前の2019年7-9月期の同57%を依然として下回り、この水準を回復すれば、サービス消費は年率換算額で8兆円程度押し上げられることになる。もっとも、サービス消費が回復する過程で財消費が停滞する可能性もあるため、消費全体の増加額は割り引いてみる必要があるが、当面は「5類」移行や全国旅行支援<sup>2</sup>などがサービス消費の回復を後押しする見込みだ。

図表4：日本経済の7つの好材料

要因	備考
① 「5類」移行による <b>サービス消費の回復</b>	サービス消費の対可処分所得比は依然として低く、19年7-9月期の水準まで上昇すると <b>8兆円程度の増加</b>
② 「 <b>過剰貯蓄</b> 」の取り崩しが物価高の影響を緩和	感染拡大前のペースを超えて積み上がった家計貯蓄は <b>23年3月末で約45兆円</b> （22年の消費額の16%分に相当）
③ <b>インバウンド消費</b> の更なる回復	低迷が続く <b>中国人訪日客の本格回復</b> もあり、インバウンド消費は <b>23年に3.2兆円増の見込み</b>
④ 供給制約の解消による <b>自動車の挽回生産</b> や機械受注残の消化	自動車のペントアップ（繰越）需要が発現すれば <b>家計向けだけでも約1.7兆円の需要増</b>
⑤ <b>23年春闘</b> で賃上げが加速	定昇込み賃上げ率は <b>30年ぶりの高水準となる見込み</b>
⑥ <b>緩和的な財政・金融政策</b> の継続	拙速な金融引き締めで2%の <b>物価安定目標の達成が遠のくリスクを重くみる植田・日銀はYCCを当面継続へ</b>
⑦ <b>輸入インフレ</b> の一服	世界経済の減速を背景に <b>資源価格は安定的に推移か</b> （ウクライナ情勢が緊迫化すれば資源価格高騰の恐れ）

（出所）大和総研作成

物価高は家計の購買力の低下を通じて個人消費を下押ししているが、感染拡大後にそれまでのペースを上回って積み上がった約45兆円の「過剰貯蓄」<sup>3</sup>がこの影響を緩和している（2023年3月末時点の金額で、2022年の個人消費額の16%分に相当）。実質雇用者報酬が大幅に減少する中で個人消費が4四半期連続で増加したのは、家計貯蓄の一部が取り崩されて消費の原資に充てられたためといえる。

<sup>2</sup> 全国旅行支援は6月まで延長され、一部の地域では7月も実施される予定。

<sup>3</sup> 2015～19年（消費増税や自然災害の影響を強く受けた2019年10-12月期を除く）に見られた家計貯蓄額のトレンドからの乖離分を「過剰貯蓄」とみなして試算。



訪日外客数は2022年10月に水際対策が大幅に緩和された直後から急増し、2023年4月には2019年同月の67%の水準まで回復した。ただし、2019年で1,000万人程度だった中国人訪日客に限れば同15%にとどまる。今後は日中間の定期便の増加や、中国政府による日本への団体旅行の解禁などにより回復ペースが加速するだろう。当社では、2023年の訪日外客数を2,400万人程度（前年差2,000万人程度増）、インバウンド消費額を4.1兆円（前年差3.2兆円増）と見込んでいる。

自動車向けの半導体不足の緩和により、2023年4月の国内乗用車の新車販売台数は2021年4月以来の高水準となった（大和総研による季節調整値）。ただし、これまでに供給が需要に追いつけなかったことで発生したペントアップ需要は依然として高水準にあり、2023年4月末時点で約63万台、金額では約1.7兆円に上ると推計される。ペントアップ需要に対応（受注残を消化）するための自動車の挽回生産は2023年夏頃から本格化するとみられ<sup>4</sup>、耐久財消費だけでなく輸出や設備投資（企業の自動車購入）も押し上げるだろう。

### 春闘での賃上げ率は2024年も3%台に乗せる可能性

前述のように、2023年春闘では30年ぶりの高い賃上げ率が実現する見込みだ。日本労働組合総連合会（連合）が5月10日に公表した第5回回答集計結果によると、定期昇給（定昇）込みの賃上げ率（加重平均）は3.67%、従業員300人未満の中小企業では3.35%であった。

今後の焦点は、2024年以降も高水準の賃上げ率が継続するかどうかだ。そこで、春闘での賃上げ率に影響を及ぼす企業業績や労働需給、消費者物価指数（CPI）上昇率、交易条件（いずれも前年の値）などを説明変数として推計すると、2024年春闘における賃上げ率は3.2%との結果が得られた（**図表5左**）。2023年は交易条件が改善し、CPI上昇率や需要不足失業率は前年並みで推移する一方、売上高の増加率が縮小すると見込んでいるためである。

2023年春闘での賃上げ率の推計値は3.1%であり、実際には3.6%台で着地する可能性が高い。推計値を大きく上回る賃上げが実施される理由の1つとして、外部労働市場（転職市場）の活発化があるとみられる。転職によって賃金が上昇しやすい状況になれば、内部労働市場が発達している日本でも、企業は従業員の離職を防ぐため賃上げに対して積極的にならざるを得なくなる<sup>5</sup>。こうした「防衛的な賃上げ」は、大企業よりも人手不足が深刻な中小企業で実施されやすいと考えられる。

**図表5右**は、民間の転職支援サービス企業の公表データをもとに転職市場動向を示したものである。転職求人倍率を見ると、2022年に入って急速に上昇しており、8月には2倍を超えた。転職希望者数が横ばい圏で推移する一方、求人数は2020年半ばから趨勢的に増加している。厚

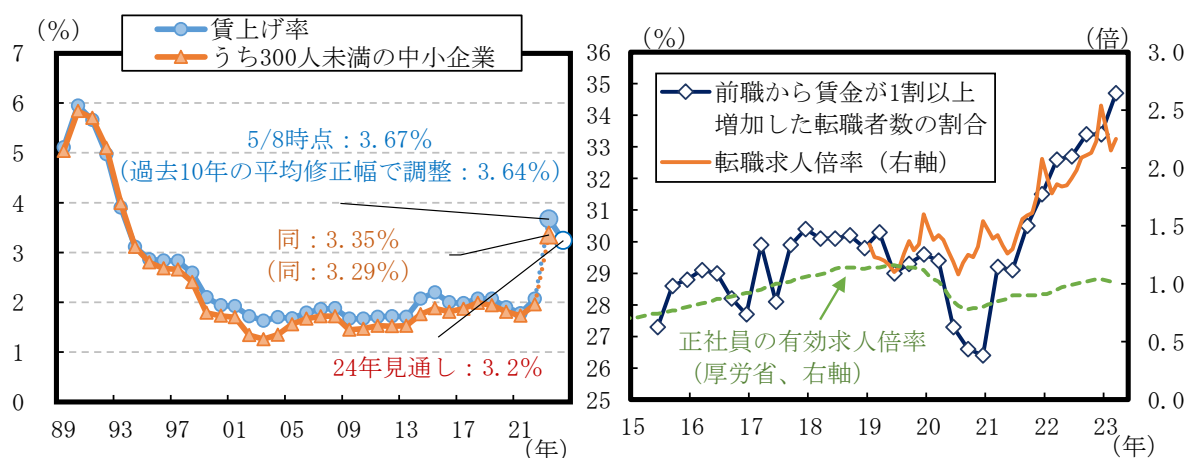
<sup>4</sup> 報道によると、トヨタ自動車は2023年の夏頃には高水準の挽回生産も計画しているという。

<sup>5</sup> 古川角歩、城戸陽介、法眼吉彦（2023）「求人広告情報を用いた正社員労働市場の分析」（日本銀行ワーキングペーパーシリーズ、No. 23-J-2）では、求人市場における募集賃金の上昇が正社員の平均賃金を押し上げる波及経路として、①従業員にとって転職を検討する際の賃金上がり、人材を引き留めるために企業が賃金を引き上げる経路（外圧効果）と、②求人掲載している企業が募集賃金との整合性を取るために自社の従業員賃金を引き上げる経路（内圧効果）が指摘されている。

生労働省が公表する正社員の有効求人倍率の直近値は感染拡大前の水準並みであり、転職市場での労働需給のひっ迫が顕著だ。また、転職により賃金が1割以上増加した転職者数の割合は2021年後半から2022年前半にかけて急速に上昇し、2023年1-3月期は2002年4-6月期以降で最高値を記録した。

今後、外需の腰折れで製造業を中心に労働需要が減少し、賃上げ機運がしばむ可能性はあるものの、景気の回復基調が継続して外部労働市場も一段と活発化すれば、2024年春闘での賃上げ率は前年に続き3%台に乗せるだろう。

図表5：連合が公表する春闘での定昇込み賃上げ率の推移（左）、転職市場の動向（右）



(注1) 左図は平均賃金方式での回答を集計した結果。2024年の賃上げ率見通しは、①売上高の伸び率、②CPI上昇率、③需要不足失業率、④交易条件（対数換算）、⑤賃金ダミー、⑥定数項、を説明変数とした推計式から作成（①～④は前年の値で、①は10%、②と④～⑥は1%有意水準を満たす。推計期間は1976～2022年、修正済み決定係数は0.92）。被説明変数の賃上げ率には、1989年以降は連合の実績値を、1988年までは厚生労働省「賃金引上げ等の実態に関する調査」を利用。2023年の賃上げ率は連合の直近の回答集計結果から作成。  
 (注2) 右図の左軸は、転職支援サービス『リクルートエージェント』利用者のうち転職により賃金が1割以上増加した転職者数の割合を、2015年4-6月期から示している。右軸の転職求人倍率は、dodaの会員登録者1名に対する中途採用の求人数を2019年1月から示している。正社員の有効求人倍率は季節調整値。  
 (出所) 総務省、財務省、厚生労働省、日本銀行、日本労働組合総連合会（連合）「2023年春闘 第5回回答集計結果」（2023年5月10日）、株式会社リクルート「転職時の賃金変動状況」、パーソルキャリア（doda）「転職求人倍率レポート」より大和総研作成

## グローバルに見たリスク要因では引き続き米国の深刻な景気後退入りなどに警戒

日本経済にとってのリスク要因は主に海外にある。具体的には、米国の深刻な景気後退入りやウクライナ情勢の一段の緊迫化、中国の不動産市場の大幅な調整などが挙げられる。

中でも米国の当面の経済動向には注意が必要だ。金融引き締め長期化などによって米国で強い信用収縮や深刻な銀行危機が起きるシナリオを想定し、当社のマクロモデルによって各国・地域の実質GDP成長率への影響度を試算した結果が**図表6**である。

米銀行の貸出態度が現水準で長期化する「リスクシナリオ①」が発現すると、米国の実質GDP成長率は1.8%pt低下する。2024年の成長率見通しに当てはめると、メインシナリオの前年比+0.8%は同▲1.0%まで落ち込むということだ。日本への影響も▲1.1%ptと大きく、実質GDP

成長率は同+1.4%から同+0.3%へと低下する。さらに、米銀行の貸出態度がリーマン・ショック時並みに厳格化する「リスクシナリオ②」が発現すると、日米欧の実質 GDP 成長率はいずれも大幅なマイナス成長に陥る。

日本は欧米主要国に比べて景気の回復基調が継続しやすい環境にあるものの、米国を中心とする海外経済の大幅な悪化には引き続き注意が必要だ。

図表 6：米国経済のリスクシナリオが発現した場合の各国・地域の実質 GDP 成長率への影響

	世界経済	(%)pt)				
		日本	米国	中国	ユーロ圏	新興国 (除く中国)
<b>リスクシナリオ①</b> →米銀行の貸出態度が <b>現水準で長期化</b>	▲ 1.5	▲ 1.1	▲ 1.8	▲ 0.9	▲ 1.3	▲ 1.7
<b>リスクシナリオ②</b> →米銀行の貸出態度が <b>リーマン・ショック時並みに厳格化</b>	▲ 4.0	▲ 3.0	▲ 5.0	▲ 2.3	▲ 3.6	▲ 4.5

(注) 当社マクロモデルによる試算。試算方法の詳細については「第 217 回日本経済予測」(2023 年 5 月 23 日)の第 5 章を参照。

(出所) IMF、Haver Analytics より大和総研作成

## 2. 物価と金融政策の見通し

### コア CPI 上昇率は 2024 年度で前年比+1.7%の見込み

生鮮食品を除く総合ベースの CPI (コア CPI) は直近の資源価格と為替レートを前提として、2023 年度で前年比+2.4%、2024 年度で同+1.7%と見込んでいる (図表 7)。生鮮食品とエネルギーを除く総合ベースでは、予測期間の最終時期にあたる 2025 年 1-3 月期で同+1.5%程度と見込んでいる。

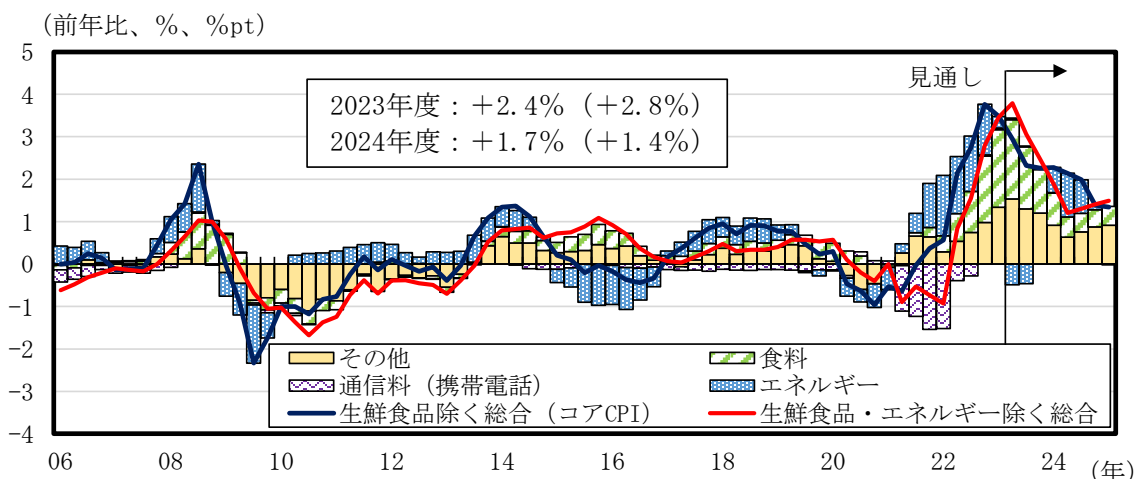
飲食料品では幅広い品目で値上げが引き続き行われている。帝国データバンクの価格改定動向調査によると、2023 年に値上げが予定されている品目数は 4 月末時点で 2 万品目を超える見込みだ<sup>6</sup>。1 回あたりの平均値上げ率も 2022 年と比べて高めに推移している。

エネルギーについては、東京電力など電力大手 7 社が家庭向け電気料金のうち規制料金について 6 月 1 日からの値上げを発表した (7 月分の CPI に反映)。標準的な家庭における値上げ幅は、当初の申請より圧縮されたものの最大 4 割程度であり、物価の押し上げ要因となる。

他方、政府の追加の物価高対策では物価高の影響を受けた生活者や事業者に対する支援として「推奨事業メニュー」が提示されており、LP ガス料金の負担軽減などが含まれる。こうした政策は先行きの物価を一定程度押し下げるとみられる。

<sup>6</sup> 詳細は帝国データバンク「『食品主要 195 社』価格改定動向調査—2023 年 5 月」(2023 年 4 月 28 日)を参照。

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



(注) 作成時の資源価格と為替レートを前提とした物価見通し。全国旅行支援は2022年10月から年末年始と大型連休を除いて2023年6月末まで実施され、エネルギー高対策は2023年9月末まで実施（2～10月分のエネルギー代が軽減）されると想定。2023年度の再生可能エネルギー発電促進賦課金の単価は1.40円/kwh。  
(出所) 総務省統計より大和総研作成

#### 企業の価格設定行動の積極化などを受け物価見通しを引き上げ

春闘での大幅な賃上げが見込まれる中、企業の価格設定行動がこのところ積極化しており、賃金と物価が循環的に上昇し始めている。急速に低下している輸入物価上昇率に比べ、コアCPI上昇率の低下幅は小さくなるだろう。

企業のインフレ期待も高まっているようだ。日銀短観の5年先の物価見通し（全規模・全産業）は2022年9月に前年比+2.0%へと上昇した（2023年3月で同+2.1%）。調査を開始した2014年3月以降で2%に達したのは初めてのことだ。また、企業のインフレ予想と密接に関係する、価格改定頻度の低い品目（「粘着価格」品目）の価格は2022年半ばから急上昇している<sup>7</sup>。米アトランタ連銀の分析を参考に、当社が推計した日本の粘着価格品目の価格上昇率は2023年4月で同+2.8%と、約30年ぶりの水準まで高まった<sup>8</sup>。

こうした物価を取り巻く環境の変化を受け、前回予測から物価見通しを引き上げた。生鮮食品・エネルギーを除く総合ベースのCPI上昇率では、2023年度で前年比1.2%pt、2024年度で同0.6%ptの上方修正である。

<sup>7</sup> 価格改定頻度の低い財やサービス（粘着価格品目）を提供する企業は、次の価格改定までの間に見込まれる物価変動を勘案して最適な価格を設定するため、インフレ期待の上昇はこうした企業に値上げ幅の拡大を促す。価格の粘着性と期待インフレ率の関係は、例えばカルボ型粘着価格モデルなどで整理されている。

<sup>8</sup> 「粘着価格」品目価格の試算方法などについては前回予測の第4章を参照。

## 日銀は現在の金融緩和策の枠組みを当面維持する見込み

2023年4月の金融政策決定会合において、日銀はこれまでの金融政策運営に関するレビューの実施とともに、長短金利操作（イールドカーブ・コントロール、YCC）による金融緩和の維持を決めた。

当社の物価見通しを前提にすると（**前掲図表7**）、基調的なインフレ率は予測期間中に2%に届かない。そのため当社のメインシナリオでは、現在の金融緩和策の枠組みが維持されると見込んでいる。1年から1年半程度の時間をかけて実施されるレビューの結果を公表するまでは、日銀はYCCの撤廃など大幅な政策の見直しに動きにくいだろう。

ただし、米国の景気下振れリスクや2024年春闘の結果がある程度判明し、賃金の上昇を伴う形で基調的なインフレ率が2%に向けて高まっていくと日銀が判断すれば、早ければ2024年4月の金融政策決定会合でレビューの公表とYCCの撤廃などに踏み切る可能性がある。

図表8：日本経済見通し＜第217回日本経済予測（2023年5月23日）＞

	2022			2023				2024				2025	2022年度 (暦年)	2023年度 (暦年)	2024年度 (暦年)
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3			
実質GDP(年率、兆円)	548.3	546.9	546.8	549.0	551.9	554.8	557.3	559.2	560.5	561.8	563.1	564.5	547.7	555.7	562.4
<前期比、%>	1.1	-0.2	0.0	0.4	0.5	0.5	0.5	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2			
<前期比年率、%>	4.7	-1.0	-0.1	1.6	2.2	2.1	1.8	1.3	1.0	0.9	0.9	1.0			
<前年同期比、%>	1.8	1.6	0.4	1.3	0.5	1.5	1.9	1.9	1.6	1.3	1.0	1.0	1.2	1.5	1.2
													(1.0)	(1.3)	(1.4)
民間消費支出(前期比、%)	1.7	0.0	0.2	0.6	0.5	0.5	0.4	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、%)	-1.8	-0.5	0.2	0.2	0.4	0.6	0.6	0.0	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-4.4	1.3	-0.1
企業設備投資(前期比、%)	2.1	1.5	-0.7	0.9	0.9	0.8	0.8	0.7	0.5	0.5	0.5	0.5	3.0	2.8	2.4
政府消費支出(前期比、%)	0.7	0.0	0.2	0.0	-0.5	-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	1.1	0.2	2.4	0.7	0.6	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	-2.6	3.6	1.3
輸出(前期比、%)	1.5	2.5	2.0	-4.2	1.2	1.9	1.3	0.8	0.4	0.4	0.4	0.5	4.4	2.0	2.8
輸入(前期比、%)	1.0	5.6	0.0	-2.3	0.5	0.6	0.6	0.4	0.3	0.2	0.2	0.3	7.1	0.9	1.3
名目GDP(前期比年率、%)	4.3	-3.1	4.3	7.1	5.2	2.8	2.9	3.4	1.9	1.2	1.2	1.4	1.9	4.0	2.1
GDPデフレーター(前年同期比、%)	-0.3	-0.4	1.2	2.0	2.8	3.3	2.5	1.5	1.1	1.1	0.9	0.6	0.7	2.5	0.9
鉱工業生産(前期比、%)	-2.7	5.9	-3.0	-1.8	4.6	1.9	0.6	-0.2	0.0	0.2	0.3	0.3	-0.2	4.8	1.0
コアCPI(前年同期比、%)	2.1	2.7	3.8	3.5	3.0	2.3	2.3	2.3	2.1	2.0	1.4	1.3	3.0	2.4	1.7
失業率(%)	2.6	2.6	2.5	2.6	2.6	2.6	2.5	2.5	2.5	2.4	2.4	2.4	2.6	2.5	2.4
貿易収支(兆円、年率)	-14.8	-22.3	-20.6	-15.0	-12.7	-11.3	-10.9	-10.1	-10.1	-10.0	-9.9	-9.6	-18.1	-11.2	-9.8
経常収支(兆円、年率)	12.8	4.1	9.9	10.2	17.2	19.7	20.5	21.1	21.9	22.2	22.6	23.2	9.2	19.6	22.4
前提															
原油価格(WTI、ドル/バレル)	108.5	91.4	82.6	76.0	74.1	71.9	71.9	71.9	71.9	71.9	71.9	71.9	89.6	72.4	71.9
為替レート(円/ドル)	129.6	138.4	141.4	132.3	136.6	138.7	138.7	138.7	138.7	138.7	138.7	138.7	135.4	138.2	138.7

(注) 網掛け部分は大和総研予想。  
(出所) 大和総研



# 米国経済 債務上限問題の行方は？

たとえ両党の指導部間で合意しても一件落着ではない

矢作 大祐

## [要約]

- 目下、米国経済の懸案となっているのは、政府債務上限問題である。2023年1月に政府債務が上限に達した後、財務省は特別措置を通じた資金のやりくりを続けてきたが、6月初旬にも資金繰りが厳しくなり、デフォルトとなる可能性がある。デフォルトを避けるためには、債務上限の引き上げや上限の適用一時停止といった議会の承認が必要だ。無条件での債務上限引き上げを目指す民主党と、引き上げに当たって政府支出の削減を求める共和党の間で意見の相違がある。こうした中、民主・共和党の指導部（バイデン大統領と共和党のマッカーシー下院議長等）での議論が続いており、歩み寄りの兆しも見られている。
- とはいえ、仮に両党の指導部間で何らかの合意に達したとしても、議会の承認が得られるかは別問題である。共和党の極右派議員連盟はマッカーシー下院議長に対して安易に妥協しないよう圧力をかけており、民主党のリベラル派議員は憲法修正第14条発動による強行突破の準備をするようバイデン政権に要請している。上下院で多数党が異なるねじれ議会であることだけでも議論の集約が難しい中で、上下院での両党の議席数の差が僅差であることから、政党間だけでなく政党内でも綱引きが激しくなり、法案通過のハードルを高めているといえる。
- 最終的には債務上限の引き上げに合意することがベースシナリオではあるものの、資金繰りが厳しくなるぎりぎりまで民主・共和党間の攻防は続くことが想定される。たとえデフォルトが回避されたとしても、こうした政治の混乱を背景とした不透明感が消費者マインドの下押し要因となり、米国経済を下支えしてきた個人消費が落ち込むことになれば、マイナス成長に転じる可能性は高まることになるだろう。

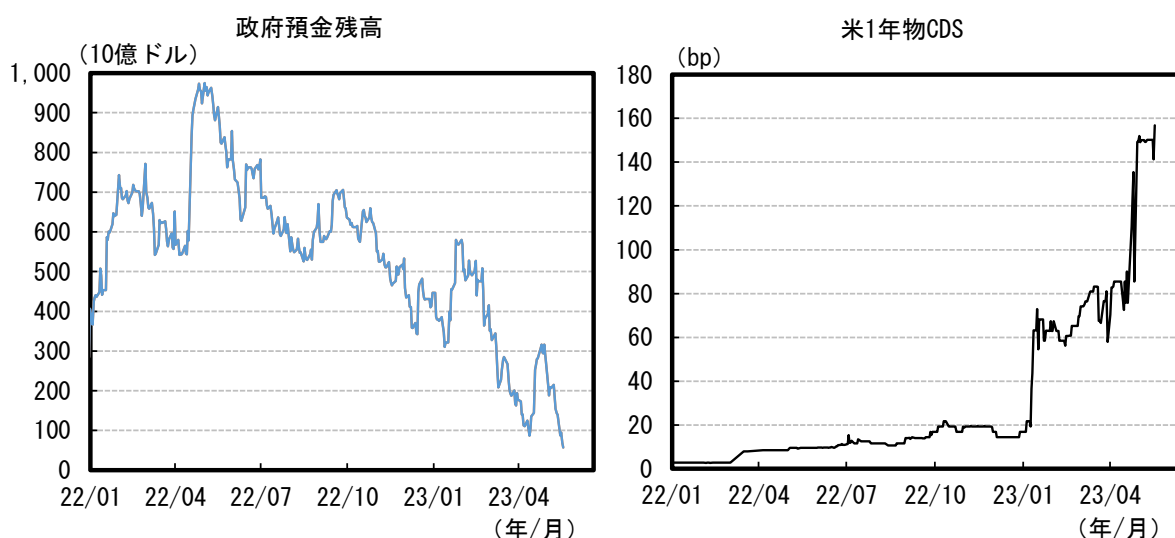
## 債務上限問題は6月初旬がデッドラインか

4月の米国経済見通し以降の動向を振り返ると、最大の懸念事項である銀行不安に関しては、5月1日のファーストリパブリック銀行の破綻によって、更なる連鎖破綻の懸念が強まったものの、足下では破綻は起きていない。また、5月2・3日に開催されたFOMCでは0.25%ptの利上げが決定されるとともに、利上げの一旦打ち止めが示唆された<sup>1</sup>。FOMC参加者が早期の利下げ転換に消極的なことから、金融環境の緩和がすぐに起きることは想定しにくいものの、2022年から急ピッチで進んできた利上げが一区切りついたといえる。

他方で、当面の懸案となっているのが、政府債務上限問題（以下、債務上限問題）である。2023年1月に政府債務が上限に達した後、財務省は特別措置を通じた資金のやりくりを続けてきた。しかし、こうした資金のやりくりにも限界があり、仮に資金が枯渇することになれば、最悪のケースとして米国債等の債務の返済が滞るといったデフォルトが発生することになる。デフォルトを防ぐためには、債務上限の引き上げや上限の適用一時停止といった議会の承認が必要である。5月以降イエレン財務長官や議会予算局（CBO）は早ければ6月初旬にも資金繰りが厳しくなり、デフォルトとなる可能性があることを指摘している。

こうした政府の指摘に対する当初の市場の認識は、デッドラインを早めに設定することで、議会の対応を促しているというものであり、半信半疑であったといえる。しかし、政府預金残高が急減していたことや、債務上限問題を継続的に研究してきた超党派のシンクタンクである超党派政策センター（BPC）も、資金繰りが厳しくなり得る時期について、従来の2023年7-9月期から6月初旬-8月初旬へと前倒ししたことで市場においても債務上限問題のデッドラインが早まっているとの懸念は強まった。結果、米国債の信用リスクを示す米1年物CDSのスプレッドは債務上限問題が発生した2011年や2013年を大きく上回り、足下まで高い水準で推移している。

図表1 政府預金残高、米1年物CDSのスプレッド



(出所) U.S. Department of the Treasury、NYSE、Bloomberg、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「FOMC 今回の利上げをもって一旦打ち止め」（2023年5月8日）参照 [https://www.dir.co.jp/report/research/economics/usa/20230508\\_023783.html](https://www.dir.co.jp/report/research/economics/usa/20230508_023783.html)

債務上限問題のデッドラインが前倒しされた背景として、BPC は税収が予想よりも下振れしたことを挙げている。具体的には、カリフォルニア州などで自然災害の影響を受けた人々の納税期限を4月から年後半へと延長したことが影響しているようだ。CBOは、5月から6月初旬における利用可能な財源は3,600億ドル程度、資金需要は約2,750億ドル-4,000億ドルと見積もっている。資金需要を抑え、デフォルトせずに6月初旬を乗り越えれば、法人税の納税（6月15日が期限）や追加的な特別措置が利用可能（6月30日）となることで資金繰りに余裕ができ、7月末までデッドラインは引き延ばされることが想定される。

## たとえ両党の指導部間で合意しても一件落着ではない

無条件での債務上限の引き上げを目指す民主党と、引き上げに当たって政府支出の削減を求める共和党の間で意見の相違がある。債務上限問題を巡る主な動向としては、4月26日に共和党が主導する下院において、連邦債務上限を最大1.5兆ドル引き上げるとともに、約4.8兆ドルの政府支出削減策を盛り込んだ法案（「The Limit, Save, Grow Act of 2023」、以下、LSG Act）を可決した<sup>2</sup>。一方、上院を主導する民主党やバイデン大統領は、LSG Actに対して当初は否定的なスタンスを示した。

民主・共和党の間で債務上限問題を巡って意見の隔たりがある中、民主・共和党の指導部（バイデン大統領と共和党のマッカーシー下院議長等）の会談が5月9日、5月16日に行われた。5月9日の会談では議論は平行線をたどったものの、5月16日の会談では両者から合意は可能とのメッセージが出されたことから、歩み寄りが見られ始めたものと考えられる。他方、バイデン大統領が日本で開催されたG7サミットに参加している間は、スタッフ間での協議を継続し、民主・共和党の間で依然として大きな隔りがあるとの報道もあった。直近では、G7サミットから帰国したバイデン大統領とマッカーシー下院議長の会談が5月22日に開催された。合意には至らなかったものの、バイデン大統領が1兆ドルの歳出削減案を提案し、マッカーシー下院議長は良い議論だったと述べており、指導部間で合意に向けて進展が見られているといえよう。

とはいえ、仮に両党の指導部間で何らかの合意に達したとしても、議会の承認が得られるかは別問題である。例えば、共和党下院議員を中心とした極右派議員連盟とされるフリーダム・コーカス（自由議員連盟）は、マッカーシー下院議長に対し、民主党が主導する上院がLSG Actを可決するまで、バイデン大統領との交渉を中止するよう求めている。自由議員連盟の一部議員は2023年1月に下院議長を選出する際に、マッカーシー氏への投票を拒み、同氏が選出されるまで合計15回の投票が行われた経緯がある。下院での共和党と民主党の議席数が僅差な中で、政府支出の削減を含む法案は民主党議員からの積極的な賛同が期待しにくいことを踏まえれば、共和党内での取りこぼしは避ける必要があり、下院では自由議員連盟の賛同を得られるような

<sup>2</sup> 法案の具体的な内容は、2024年度の裁量的支出を2022年度の水準に戻すとともにその後10年間の増加率を1%に抑制、未使用の新型コロナウイルス関連の基金の取り消しや、インフレ削減法のエネルギー・気候変動関連の税制優遇措置の取り消し、内国歳入庁（IRS）の徴税強化のための資金増額の取り消し、フードスタンプやメディケイド等の条件厳格化、学生ローン免除の取り消し等がある。詳細はCommittee for a Responsible Budgetのウェブサイト（2023年4月26日）参照 <https://www.crfb.org/blogs/cbo-scores-limit-save-grow-act>

議会運営が想定される。

他方で、上院においては、主導する民主党が LSG Act に対して否定的なスタンスを取っているのは前述の通りである。LSG Act のうち、エネルギー・気候変動関連の税制優遇措置の取り消しや、フードスタンプやメディケイド等の条件厳格化、そして学生ローン免除の取り消しに関して、とりわけ民主党リベラル派からの拒否反応が強い。バーニー・サンダース上院議員ら 11 人からなる民主党リベラル派のグループは、バイデン大統領宛てに書簡を発出し、LSG Act に賛同できないこと、そして、現時点で超党派の合意が期待しにくい中で憲法修正第 14 条の発動の準備をするよう要請した。サンダース上院議員らは、憲法修正第 14 条 4 項の「法律により授けられた合衆国の公的債務の効力は、(中略)これを争うことはできない」という規定を基に、米国政府は議会の合意がなくとも債務の返済等を継続することができると考えているようだ。

バイデン大統領は 5 月 9 日に憲法修正第 14 条の発動を検討していることを示唆した。一方で、イエレン財務長官は、憲法修正第 14 条の発動は、その妥当性を問う訴訟に発展する可能性が高いことや、その妥当性を判断するために時間を要することから、債務上限問題の引き上げを解決する上で現実的な選択肢となるかは不透明と指摘している。憲法修正第 14 条の発動による解決が不透明であることから、議会での債務上限の引き上げが優先される。上院における民主党と共和党の議席数も拮抗している中で、LSG Act を考慮しない法案は共和党議員から賛同を得にくい。他方、LSG Act を考慮してしまえば民主党内のリベラル派からの賛同が得られないだろう。上院ではリベラル派に配慮した議会運営にならざるを得ない。

以上のように、上下院で多数党が異なるねじれ議会であることだけでも議論の集約が難しい中で、上下院での両党の議席数の差が僅差であることから、政党間だけでなく政党内でも綱引きが激しくなり、法案通過のハードルを高めているといえる。両党の議員は、デフォルトを引き起こした張本人として非難されないよう、最終的には債務上限の引き上げに合意することが想定されるものの、瀬戸際戦術を活用しながらそれぞれの要求を最大限実現しようと試みるだろう。こうした債務上限問題を巡る先行きの不透明さによって、後述の通り、消費者マインドは悪化している。振り返れば、債務上限問題の懸念が強まった 2011 年 6-8 月にも消費者マインドは大幅に悪化し、債務上限問題の懸念が強まる前 (2011 年 5 月) の水準へと回復したのは 2012 年 1 月と時間を要した。当時と現在を単純に比較はできないが、債務上限問題に伴う米国経済の不確実性の高まりが、消費者マインドの重石となる恐れがあるだろう。

債務上限問題による景気への悪化は政府も懸念を強めている。債務上限問題の顛末がもたらす経済効果に関しては、大統領経済諮問委員会 (CEA) が 3 つのシナリオ別に試算している。具体的には、2023 年 7-9 月期の実質 GDP に関して、(1) 瀬戸際戦術 (デフォルトは回避) では前期比年率で▲0.3%、(2) 短期的なデフォルトでは同▲0.6%、(3) 長期的なデフォルトでは▲6.1%というものである。具体的な試算の前提を明かしていないことに加え、そもそも米国は過去にデフォルトに至っておらず、悪影響に関する精緻な試算も困難ではあることから、こうした試算結果は参考値といえるが、債務上限問題の展開次第によっては、景気悪化が急激に進む可能性がある点に注意が必要だろう。

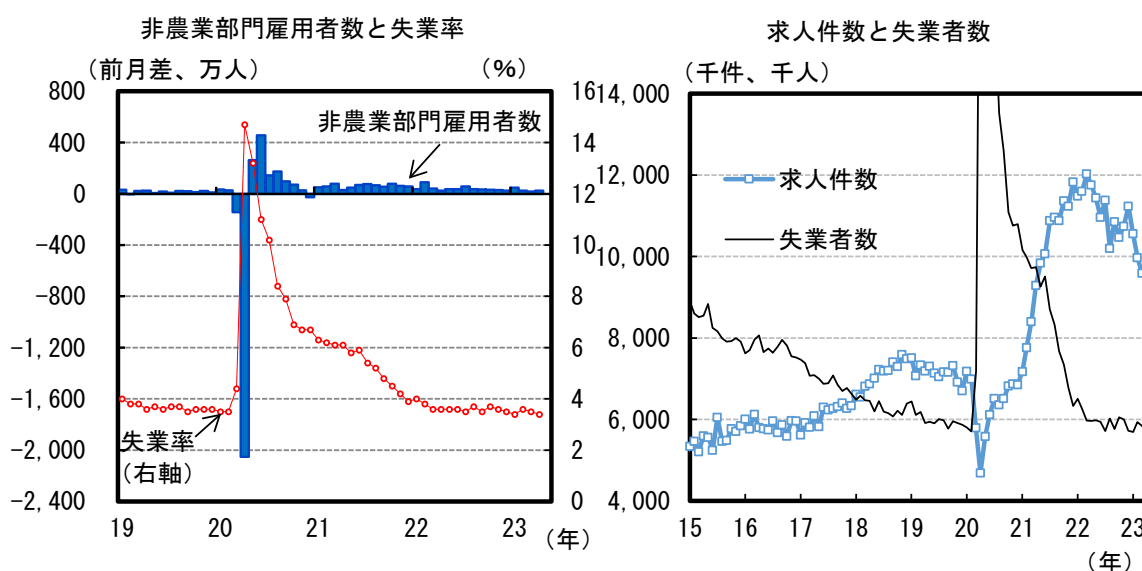
### タイトな労働需給が継続<sup>3</sup>

2023年4月の雇用統計では、非農業部門雇用者数が前月差+25.3万人と前月から加速し、市場予想を大きく上回った。失業率は同▲0.1%ptの3.4%と2カ月連続で低下し、内容を見ても非自発的失業者、非自発的パートタイム就業者ともに減少しており、ポジティブな結果といえる。銀行不安を契機とした信用収縮の恐れがある中で、今回の雇用統計の結果は雇用環境がなお底堅く推移していることを示している。

その他の雇用関連指標を見ると2023年3月の求人件数は前月差▲38.4万件と3カ月連続で減少した。しかし、3月の求人件数の水準は959.0万件と直近の失業者数の約1.7倍となっており、依然として高水準である。新規失業保険申請件数から直近の雇用環境を見ると、4月30日-5月6日には26.4万人と、2021年10月末以来の高水準となった。ただし、増分の大きかったマサチューセッツ州では、当局から不正申請によって失業保険申請件数が急増したとの声明が出された。新規失業保険申請件数は増加傾向にあるとはいえものの、マサチューセッツ州での不正申請の影響や、直近週（5月7日-5月13日）が24.2万人とペースダウンしたことを踏まえれば、雇用環境は緩やかな悪化にとどまっているといえよう。

雇用環境の悪化が緩やかなものとなることで個人消費を下支えし、米国経済の底堅さを示唆している点は、銀行不安に伴う下振れ懸念が強い中で安心材料といえる。他方で、今回の雇用統計で非労働力人口は増加し、労働参加率や就業率は前月から横ばいとなったように、労働需給のタイトさは継続している。賃金上昇率についても4月は再加速しており、インフレ圧力の継続が懸念されよう。

図表2 非農業部門雇用者数と失業率、求人件数と失業者数



(出所) BLS、Haver Analytics より大和総研作成

<sup>3</sup> 大和総研 ニューヨークリサーチセンター 矢作大祐「非農業部門雇用者数は前月差+25.3万人」(2023年5月8日) 参照 [https://www.dir.co.jp/report/research/economics/usa/20230508\\_023784.html](https://www.dir.co.jp/report/research/economics/usa/20230508_023784.html)

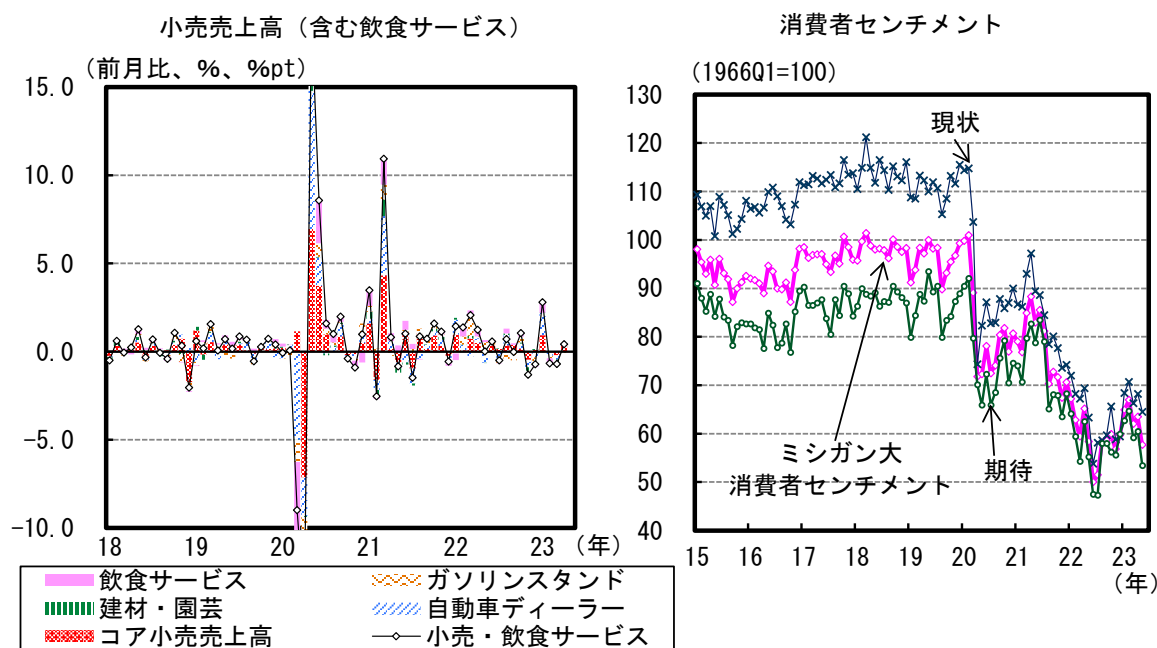


## 4月の小売売上高は増加に転じるも、消費者マインドは悪化

個人消費の動向を確認すると、2023年4月の小売売上高(含む飲食サービス)は前月比+0.4%と3カ月ぶりにプラスに転じた。市場予想(Bloomberg調査:同+0.7%)を下回ったものの、前月のマイナス幅の縮小やガソリン価格の下落に伴うガソリンスタンドの売上の減少を考慮すれば、悪い結果ではないだろう。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、コア小売売上高は同+0.7%とプラスに転じ、堅調な伸びとなった。4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+1.2%)や、ヘルスケア(同+0.9%)、GMS(同+0.9%)、飲食サービス(同+0.6%)が堅調な伸びとなった。他方、減少幅が大きいのは、娯楽用品(同▲3.3%)やガソリンスタンド(同▲0.8%)、家具・身の回り品(同▲0.7%)である。品目によって方向感はまだまちまちではあるが、全体で見れば1月の大幅増からの2-3月の反動減が一巡しつつあるようだ。

他方、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5月が前月差▲5.8ptと悪化し、水準は57.7となった。構成指数の内訳を見ると、現状指数(同▲3.7pt)に比べて、期待指数(同▲7.1pt)の悪化幅が大きい。ミシガン大学は、債務上限問題など経済に関するネガティブなニュースが急増したことで、消費者マインドは大きく悪化したと指摘している。振り返れば、債務上限問題の懸念が強まった2011年6-8月にも消費者マインドは大幅に悪化し、債務上限問題の懸念が強まる前(2011年5月)の水準へと回復したのは2012年1月と時間を要した。当時と現在を単純に比較はできないが、債務上限問題に伴う米国経済の不確実性の高まりが、当面の間消費者マインドを下押しするとともに、回復に至るまでも時間がかかる恐れがあるだろう。

図表3 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

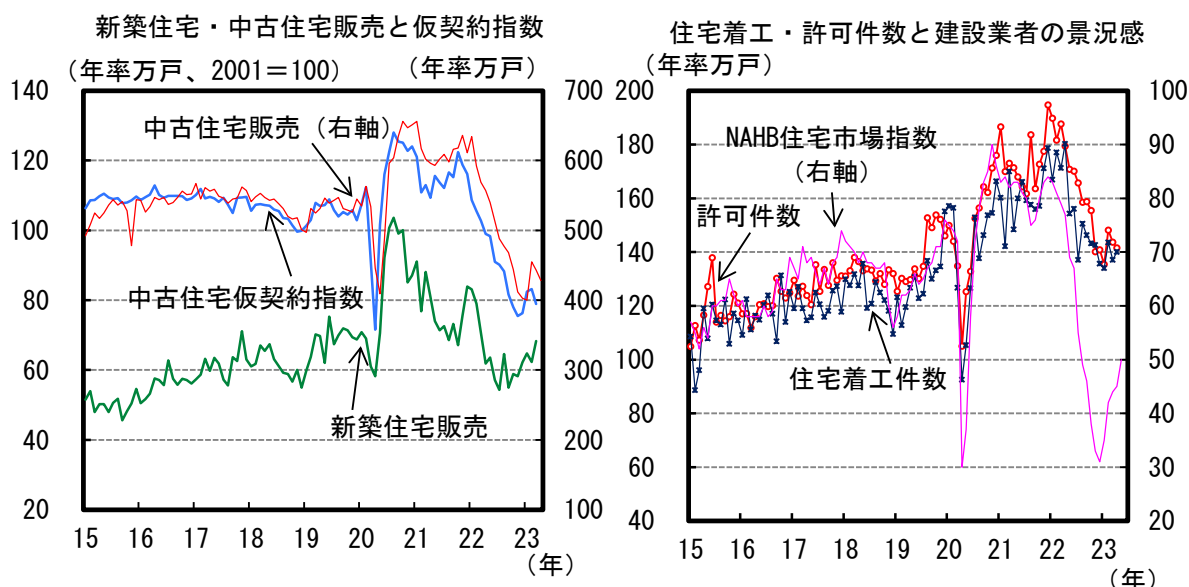
## 住宅市場は大幅な悪化局面から脱しつつあるが、再度冷え込む可能性も

住宅需要に目を向けると、2023年3月の新築住宅販売（戸建）は、前月比+9.6%と大幅に増加した。他方で、中古住宅販売（コンドミニアム等含む）に関しては、2023年3月が同▲2.6%、4月が同▲3.4%と2カ月連続で減少した。ただし、中古住宅販売の3-4月の減少は、2月が大幅に増加したことによる反動減という側面もあるだろう。また、中古住宅の在庫が低水準となり価格が上昇している中で、人々が新築住宅の購入を嗜好しているとも考えられる。金融引き締めによって住宅ローン金利は依然として高水準にあり、住宅需要を抑制し得るが、銀行不安がある中でも住宅ローン貸出は増加している。

住宅供給に関しては、新築住宅着工は、2023年4月に前月比+2.2%とプラスに転じた。他方で、先行指標である建設許可は同▲1.5%と2カ月連続で減少した。新築住宅着工も建設許可も2月が大幅増であったことを踏まえれば、建設許可の減少も過度な心配は必要ないだろう。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5月分は前月差+5ptと大幅に上昇し、5カ月連続で改善した。NAHBは、住宅建設業者は建材不足や住宅建設のためのローン条件の厳格化といった困難に直面しているものの、住宅在庫が低水準の中で住宅供給を増やそうとしていると指摘している。

以上をまとめれば、住宅需要・供給ともに大幅な悪化局面からは脱しつつある。しかし、住宅建設のための資金調達コストの高まりや、債務上限問題に伴う国債金利上昇などによって住宅ローン金利が上昇すれば、住宅市場が再度大幅に冷え込むリスクは残る。

図表4 新築住宅・中古住宅販売と仮契約指数、住宅着工・許可件数と建設業者の景況感



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

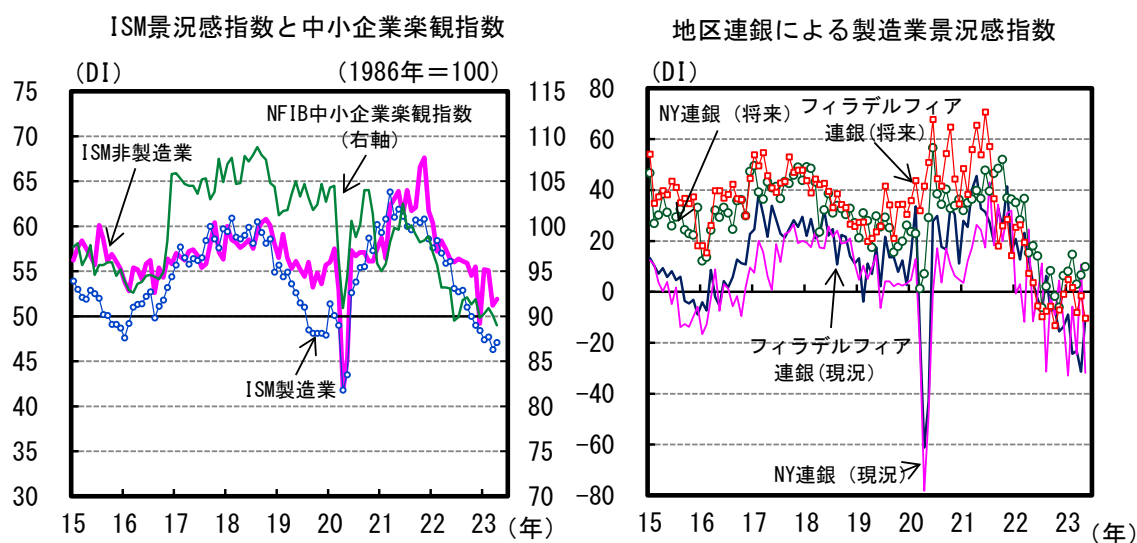
## 企業マインドは収益の悪化に対する懸念が強まる

2023年4月のISM景況感指数は、製造業が前月差+0.8%ptの47.1%と小幅に改善したものの、好不況の目安である50%を6カ月連続で下回った。非製造業は同+0.7%ptと3カ月ぶりに改善し、水準は51.9%となった。ただし、非製造業に関しても前月の大幅な悪化からの反発にしては小幅な改善にとどまる。構成項目を見ると、製造業に関しては、入荷遅延指数と在庫指数が悪化した一方、新規受注指数、生産指数、雇用指数が改善した。非製造業に関しては、事業活動指数と雇用指数が悪化した。新規受注指数、入荷遅延指数が改善した。企業のコメントを見ると、景気が減速する中で、製造業や一部の非製造業では顧客の価格上昇に対する受容度が低下しており、収益の悪化が懸念されている。

中小企業マインドに関しては、2023年4月のNFIB(全米独立企業連盟)中小企業楽観指数は、前月差▲1.1ptと2カ月連続で悪化し、水準は89.0と2013年1月以来の低水準となった。内訳項目を見ると、在庫状況や、利益に対する期待、実質販売増加に対する期待が悪化している。NFIBは予想される売上に比べて在庫過多と認識する中小企業が増えていると指摘しており、利益や販売に対する期待の悪化と併せて、景気減速の影響がうかがえる。

足下の企業マインドをまとめると、収益の悪化に対する懸念が強まっているといえよう。2023年5月中旬までの動向を含む地区連銀製造業景況感指数(現況指数)を見ると、NY連銀(前月差▲42.6pt)は再びマイナスに転じ、フィラデルフィア連銀(同+20.9pt)は改善するも9カ月連続でマイナスで推移している。将来指数に関しては、NY連銀(同+3.2pt)は改善しているが、フィラデルフィア連銀(同▲8.8pt)は悪化した。均してみれば、NY連銀の将来指数を除けば、総じて悪化傾向が続いているといえる。なお、企業マインドに関するサーベイにおいて、現時点では債務上限問題に関する言及は少ない。企業が懸念を強める前に債務上限問題が解決されなければ、企業マインドの悪化傾向が一層強まる可能性があるだろう。

図表5 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

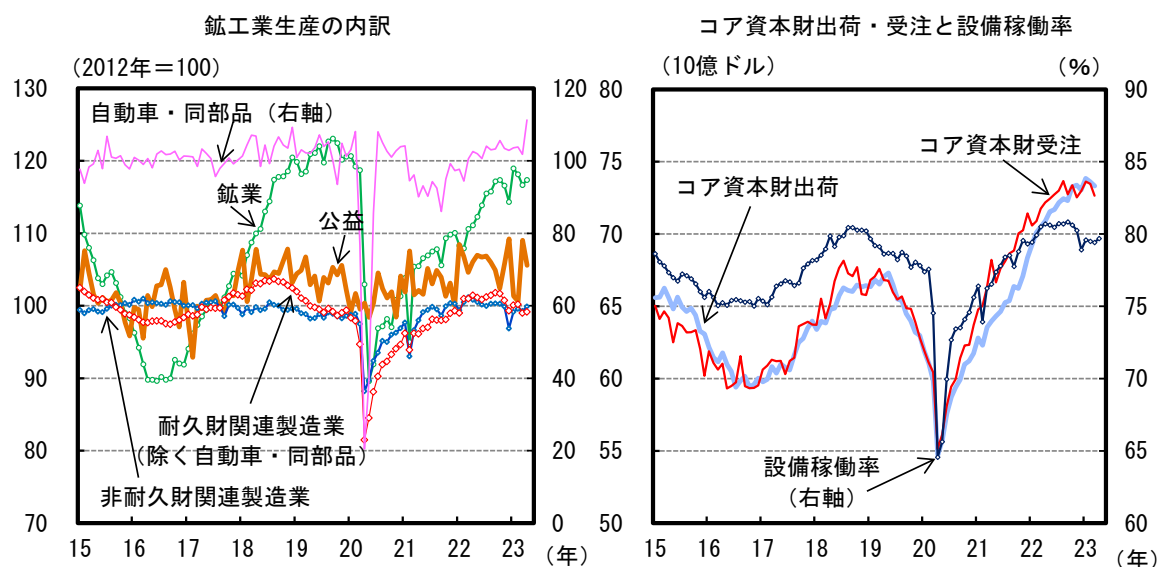
## 4月の鉱工業生産指数は市場予想を上回るも、過去分は下方修正

企業の実体面に関して、2023年4月の鉱工業生産指数は前月比+0.5%と上昇し、市場予想(Bloomberg調査:同+0.0%)を上回った。ただし、過去分(2-3月)に関しては、下方修正されており、4月の水準も修正前の3月の水準を小幅に上回る程度であることから、生産の回復ペースは緩慢といえる。鉱工業生産指数の内訳を見ると、3月に大幅に上昇した公益(同▲3.1%)がマイナスに転じた一方で、製造業(同+1.0%)や鉱業(同+0.6%)はプラスに転じた。

製造業の内訳を見ると、耐久財(前月比+1.4%)、非耐久財(同+0.6%)ともにプラスに転じた。耐久財に関しては、自動車・同部品(同+9.3%)の上昇幅が大きい。その他、コンピューター・電子機器(同+2.1%)や一次金属(同+0.9%)も堅調な伸びとなった。他方で、機械(同▲0.5%)やその他輸送用機器(同▲0.4%)、家具・家事用品(同▲0.4%)などは冴えない結果といえる。非耐久財に関しては、衣服・革製品(同▲0.8%)や印刷(同▲0.4%)などが足を引っ張った一方で、ゴム・プラスチック(同+1.2%)や飲食料品・たばこ(同+0.7%)、化学(同+0.7%)などが全体を押し上げた。

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3月に前月比▲0.4%と2カ月連続でマイナスとなった。鉱工業生産のうち、製造業の生産が4月に上昇したとはいえ、出荷の先行指標であるコア資本財受注が同▲1.1%とマイナス幅を拡大させたことを踏まえれば、4月のコア資本財出荷もプラス転換は期待しにくいだろう。なお、2023年4月の設備稼働率は前月差+0.3%ptの79.7%となり、長期平均(1972-2022年:79.7%)の水準に漸く達した。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の融資基準を厳格化する中で、企業の資金繰り状況は悪化すると考えられる。また、債務上限問題を巡って景気の先行きの不透明感が強まっていることから、設備投資意欲は増しにくいとみられる。

図表6 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

2023年1-3月期の実質GDP成長率は前期比年率+1.1%となった。民間在庫による下押しが主因で2022年10-12月期からは減速したものの、3四半期連続でプラス成長となった。金融引き締めの影響を受け、設備投資が減速し、住宅投資は落ち込んだが、屋台骨の個人消費が押し上げた。米国経済の自律的な成長を反映する民間最終需要の伸び幅が拡大したことから、1-3月期の米国経済は依然として底堅い結果であったといえる。

2023年4-6月期に関しては、厳しい資金調達環境が想定される中で、設備投資や住宅投資は引き続き抑制される可能性が高い。個人消費も雇用環境の緩やかな悪化に歩調を合わせて減速していくと見込まれる。民間最終需要以外の要因による押し上げも期待しにくく、4-6月期の実質GDP成長率は一層の減速が予想される。加えて、債務上限問題が米国経済の先行きを見通しにくくしている。最終的には債務上限の引き上げに合意することがベースシナリオではあるものの、資金繰りが厳しくなるぎりぎりまで民主・共和党間の攻防は続くことが想定される。たとえデフォルトが回避されたとしても、こうした政治の混乱を背景とした不透明感が消費者マインドの下押し要因となり、米国経済を下支えしてきた個人消費が落ち込むことになれば、マイナス成長に転じる可能性は高まることになるだろう。

図表7 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	1.1	0.4	0.0	0.2	0.9	1.3	1.6	1.8				
〈前年同期比、%〉	3.7	1.8	1.9	0.9	1.6	1.8	1.0	0.4	0.4	0.6	1.0	1.4	5.9	2.1	1.2	0.8
個人消費	1.3	2.0	2.3	1.0	3.7	1.4	0.7	0.9	1.1	1.3	1.5	1.7	8.3	2.7	1.9	1.2
設備投資	7.9	0.1	6.2	4.0	0.7	0.3	-1.9	-2.8	-0.5	1.0	1.3	1.5	6.4	3.9	1.3	-0.4
住宅投資	-3.1	-17.8	-27.1	-25.1	-4.2	-4.5	-6.9	-5.0	-1.5	0.7	1.6	2.2	10.7	-10.6	-13.1	-2.1
輸出	-4.6	13.8	14.6	-3.7	4.8	0.5	0.8	1.2	1.7	2.0	2.1	2.3	6.1	7.1	3.3	1.6
輸入	18.4	2.2	-7.3	-5.5	2.9	1.3	0.1	0.5	0.8	1.3	1.6	1.8	14.1	8.1	-0.9	1.0
政府支出	-2.3	-1.6	3.7	3.8	4.7	2.3	1.4	1.4	1.5	1.6	1.4	1.2	0.6	-0.6	2.9	1.5
国内最終需要	1.3	0.2	1.5	0.7	3.2	1.2	0.3	0.3	0.9	1.3	1.4	1.6	6.7	1.7	1.4	0.9
民間最終需要	2.1	0.5	1.1	0.0	2.9	1.0	0.0	0.1	0.8	1.2	1.4	1.7	8.1	2.1	1.1	0.8
鉱工業生産	3.7	4.1	2.1	-2.5	-0.5	1.2	-0.6	-1.1	-0.1	0.6	1.2	1.5	4.4	3.4	0.0	0.1
消費者物価指数	9.2	9.7	5.5	4.2	3.8	3.2	3.1	2.9	2.2	2.0	2.1	2.2	4.7	8.0	4.2	2.5
失業率 (%)	3.8	3.6	3.5	3.6	3.5	3.6	4.0	4.4	4.4	4.3	4.2	4.1	5.4	3.6	3.9	4.3
貿易収支 (10億ドル)	-281	-252	-207	-205	-204	-191	-189	-186	-183	-180	-178	-176	-845	-945	-770	-718
経常収支 (10億ドル)	-281	-237	-219	-207	-203	-188	-183	-178	-173	-168	-164	-160	-846	-944	-751	-664
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	4.00	3.94	3.77	3.62	3.47	3.32	3.18	0.27	2.98	4.01	3.40
10年債利回り (%)	1.94	2.93	3.11	3.83	3.65	3.47	3.44	3.33	3.21	3.09	2.97	2.86	1.44	2.95	3.47	3.03

(注1) 網掛けは予想値。2023年5月22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 過度な悲観は後退

ECB は利上げ路線を継続、金利上昇の影響にはなおも警戒

橋本 政彦

## [要約]

- 2023年1-3月期のユーロ圏の実質GDP成長率は前期比年率+0.3%のプラス成長へと転じ、かろうじてテクニカルリセッションを免れた。これまでユーロ圏経済を悩ませてきた高いインフレ率は、エネルギー価格の低下を主因に鈍化しており、ユーロ圏経済に対する過度な悲観は後退しつつある。
- インフレ率の鈍化に伴い、減少が続いてきた家計の実質賃金は下げ止まるとみられ、消費者マインドも改善基調が続くと見込まれる。消費者マインドの水準は依然として過去の景気後退期並みの低水準にあり、個人消費の力強い回復は見込み難いが、緩やかに増加し景気を下支えすることが期待される。
- ECBは5月の理事会で、7会合連続の利上げを決定しつつ、利上げ幅を縮小した。ただし、先行きも利上げを続けることを示唆しており、ECBにとっては高すぎるインフレ率の抑制がなおも政策の最優先事項である。米国のFRBが利上げの停止へと向かう中、為替の変動などを通じてECBの利上げはこれまで以上に強い引き締め効果を持つ可能性があり、利上げが实体经济に及ぼす影響について引き続き注意が必要だろう。

## ユーロ圏経済

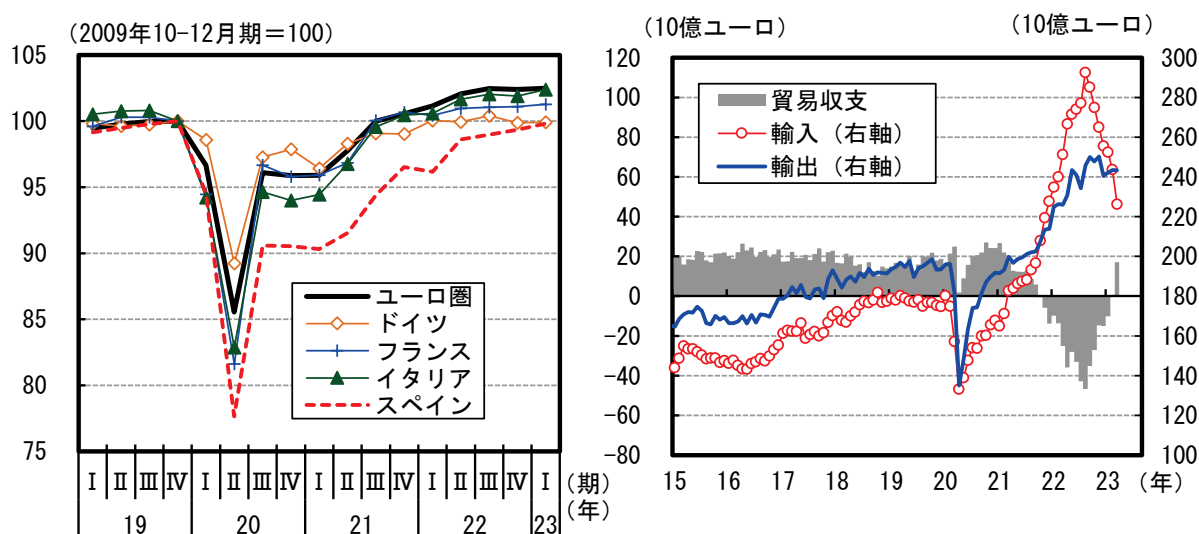
### 2023年1-3月期はプラス成長に転換し、テクニカルリセッションを回避

ユーロ圏の2023年1-3月期の実質GDP成長率（二次速報値）は前期比+0.1%（前期比年率+0.3%）となり、2022年10-12月期のマイナス成長（前期比▲0.0%、前期比年率▲0.2%）から、小幅ながらもプラス成長へと転じた。かろうじてテクニカルリセッション（2四半期連続でのマイナス成長）を免れたことで、2022年の後半から広がっていた欧州経済に対する過度な悲観は後退しつつある。

1-3月期の成長率を国別に見ると、主要国のうちドイツはほぼ横ばいに留まったものの、フランス（前期比+0.2%）、イタリア（同+0.5%）、スペイン（同+0.5%）はプラス成長となり、総じて底堅い結果となった。また、主要国以外では、ポルトガル（同+1.6%）、フィンランド（同+1.1%）の伸びが大きい。他方、アイルランド（同▲2.7%）リトアニア（同▲3.0%）、オランダ（同▲0.7%）、オーストリア（同▲0.3%）の4カ国はマイナス成長となった。

1-3月期がプラス成長となったこと自体はポジティブに評価できるが、留意すべき点として、プラス成長には外需（純輸出）寄与の拡大、しかも内需の低迷を反映した輸入の減少がGDPを押し上げた可能性が高いことが挙げられる。GDPベースの実質輸出入の詳細については、さらなるデータの公表を待つ必要があるが、貿易統計によれば、ユーロ圏の財輸出数量の1-2月平均は2022年10-12月期対比で▲0.7%、財輸入数量は同▲2.0%となっている。なお、すでに3月までデータが公表されている金額ベースでは、価格低下もあって1-3月期の輸入は前期比▲9.2%と大幅に減少し、輸出の減少（同▲1.3%）を大きく上回ったことで、貿易収支は2021年7-9月期以来の黒字に転じた。

図表1 ユーロ圏と主要国の実質GDP（左）、貿易収支の推移（右）



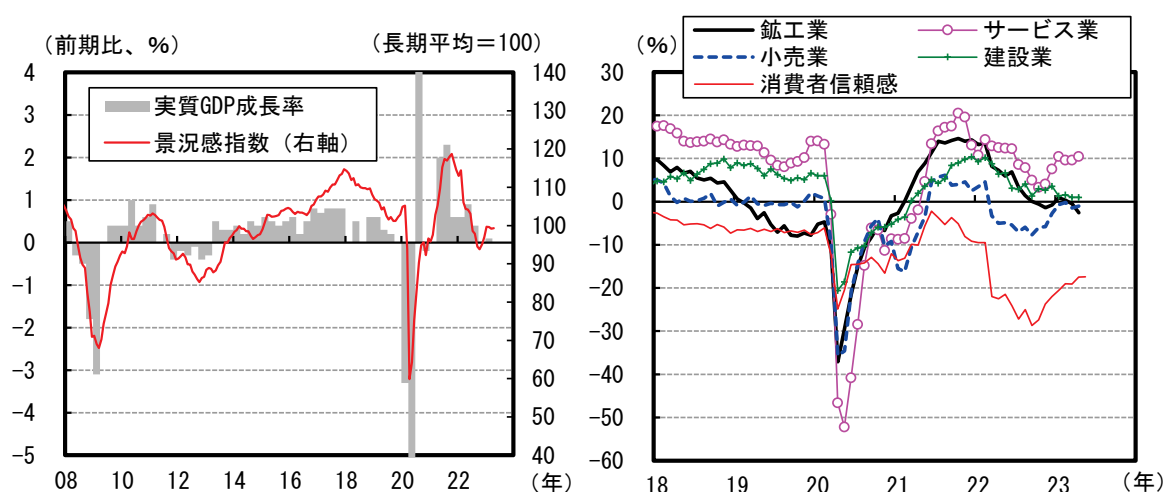
(出所) Eurostat より大和総研作成

## 景況感は4月以降も緩やかな景気回復を示唆、サービス業が牽引役

4月以降の状況に関して、ユーロ圏の景況感指数（総合）を確認すると、4月は99.3と前月（99.2）からほぼ横ばいの結果となった。2022年末にかけて見られていた持ち直しの動きは2023年に入って足踏みする格好となっているが、水準としては2000年以降の長期平均（=100）に近い水準で推移しており、緩やかな景気拡大が続いていることを示唆する。

もっとも、景況感指数の内訳を見ると、部門、業種によってその動きはまちまちである。とりわけ足元では、企業部門の中でもサービス業が堅調である一方、鉱工業が停滞しており、両者の動きに乖離が見られる。サービス業の景況感指数は2021年半ばから2022年秋ごろまでは低下傾向にあったが、2022年の終盤にかけて再び持ち直しており、足元でも比較的高い水準を維持している。他方、鉱工業の景況感指数は2022年末にかけて一時的に下げ止まりの動きを見せたものの、2月以降、3ヵ月連続で低下し、4月の水準はコロナ禍からの回復途上にあつた2021年1月以来の低さとなっている。

図表2 ユーロ圏 GDP と景況感指数（左）、景況感指数の内訳（右）



(注) 右図は消費者信頼感のみ最新値は2023年5月、それ以外は同年4月。

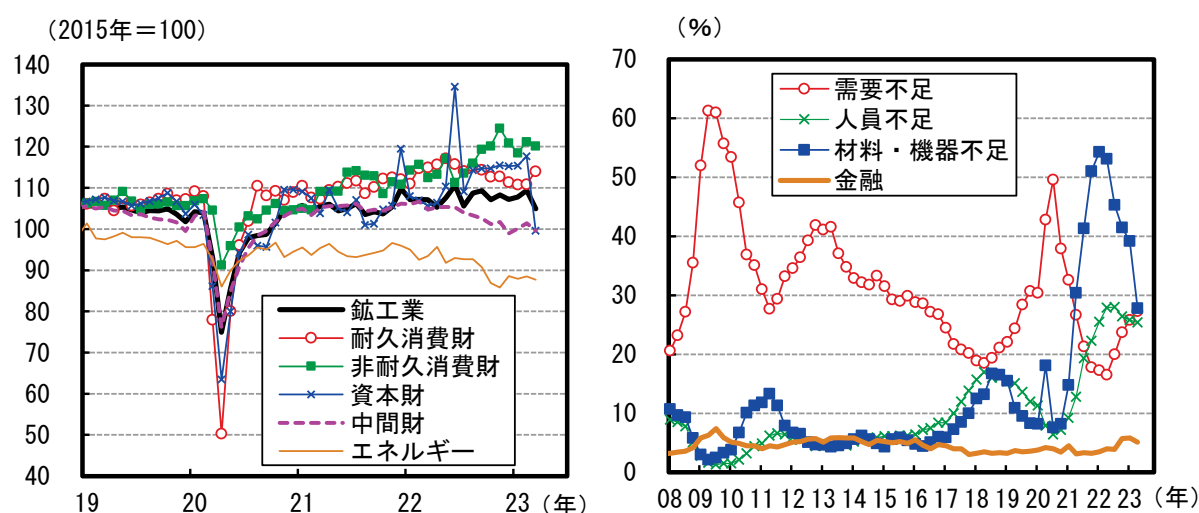
(出所) Eurostat、欧州委員会より大和総研作成

鉱工業の停滞は、景況感のみならずハードデータにおいても確認される。3月のユーロ圏の鉱工業生産は前月比▲4.1%と大幅に減少した。財別に中身を見ると、耐久消費財（前月比+2.8%）のみ前月から増加し、資本財（同▲15.4%）、中間財（同▲1.8%）、エネルギー（同▲0.9%）、非耐久消費財（同▲0.8%）と、幅広い財で前月から生産が落ち込んだ。また、国別ではアイルランドの生産が同▲26.3%と急減したことが全体を大きく押し下げた。同国の生産は一部の多国籍大企業の動きに左右されやすいことが知られており、一時的な要因が生産の押し下げにつながった可能性があるだろう。しかし、3月はドイツ（同▲3.1%）、フランス（同▲1.1%）、イタリア（同▲0.6%）と、主要国でも生産の落ち込みが見られたことに加え、大半の国で前月から生産が減少しており、アイルランドの影響を除いても基調は弱い。四半期ベースでは、1-3月期は前期比▲0.2%と前期からマイナス幅が縮小しつつも2四半期連続の減少となった。

製造業に関して、企業サーベイによる生産抑制要因を確認すると、コロナ禍以降、最大の要因である材料・機器不足の割合が足元で大きく低下し、供給網の混乱は解消へと向かいつつあることが分かる。一方、需要不足を挙げる企業の割合は4四半期連続で増加しており、生産停滞の要因がこれまでの供給制約から需要不足へと変化しつつあることが見て取れる。これまで供給制約が長く続いてきたことで、製造業では多くの受注残が積み上がっているとみられ、当面の生産を下支えすると見込まれるものの、生産の先行きについては慎重にみるべきであろう。

なお、相対的に好調さを維持するサービス業では、活動の抑制要因として需要の減少を挙げる企業の割合は足元でもほとんど増加しておらず、人員不足が最大の制約要因となっている。また、製造業においても、幾分状況は改善しつつもなお過去に比べて人手不足感が強い状況が続いている。ユーロ圏の就業者数は2023年1-3月期には前期比+0.6%と8四半期連続で増加し、増加ペースは2022年1-3月期以来の速さへと再加速したが、先行きについても企業の労働需要の強さを背景に、労働市場の改善は続く可能性が高い。

図表3 ユーロ圏の鉱工業生産（左）、製造業の生産抑制要因（右）



(出所) Eurostat、欧州委員会より大和総研作成

### 実質小売売上高は減少基調が続くも、個人消費を取り巻く環境は最悪期を脱する

家計部門の動向に関して、3月のユーロ圏の実質小売売上高は前月比▲1.2%と2ヵ月連続での減少し、2021年4月以来の低水準となった。国別では、ドイツが同▲2.2%と大幅に減少した他、フランス(同▲1.4%)、イタリア(同▲0.3%)など、過半の国で前月から減少しており、内訳を見ても総じて軟調である。四半期ベースでは2023年1-3月期は前期比▲0.4%と、前期(同▲1.0%)に比べれば減少ペースは鈍化しつつも、5四半期連続の減少となっており、2022年から続く減少基調に歯止めが掛かっていない。

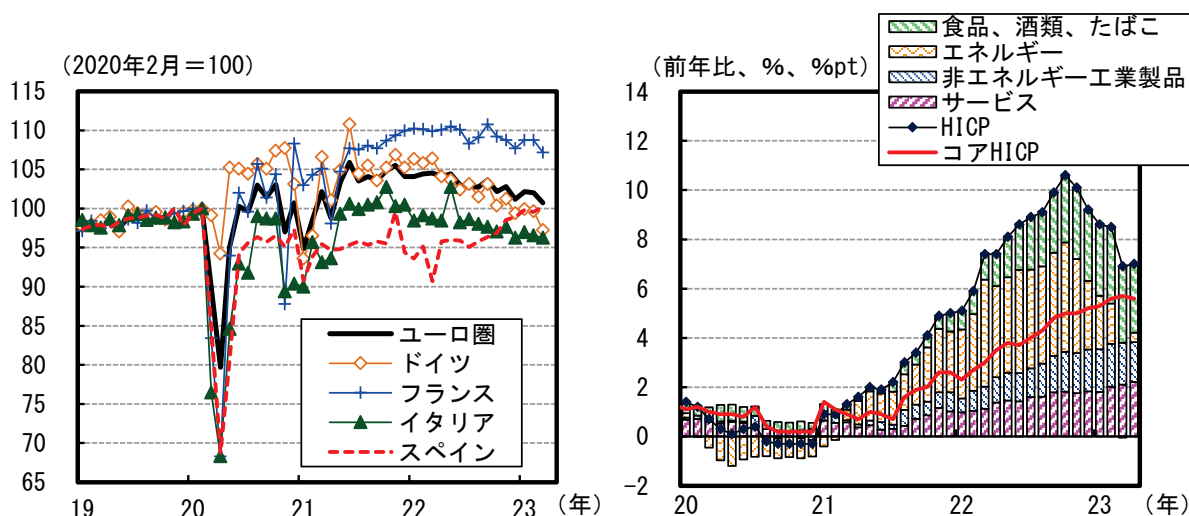
ただし、実質小売売上高に見る財消費の停滞の背景には、経済再開に伴うサービス消費の増加が影響している可能性がある。サービス消費も含むGDPベースの実質個人消費の水準は、データが確認できる2022年10-12月期時点でコロナ禍前(2019年10-12月期)を下回っており、

2023年1-3月期もコロナ禍前の水準を回復していないとみられる。一方、実質小売売上高はコロナ禍前を上回る水準で減少傾向にあり、コロナ禍による落ち込みから速やかに回復した財消費からサービス消費へと個人消費のウエイトが移りつつあることを示唆する。前述したサービス業の景況感の堅調さも、こうしたサービス消費の回復を裏付けている。もちろん、サービス消費の回復を考慮したとしても個人消費のトレンドは決して力強いものとは言えないが、実質小売売上高に比べれば個人消費全体の落ち込みはマイルドとみられる。

個人消費の先行きについては、引き続き、家計を圧迫するインフレの動向が最大の焦点となろう。4月のユーロ圏HICPは前年比+7.0%と6ヵ月ぶりに前月（同+6.9%）から上昇幅が拡大し、インフレの鈍化傾向が一旦足踏みする形となった。前月に前年割れとなっていたエネルギー価格が、小幅ながら再び上昇に転じたことが上昇幅拡大の主な要因である。もっとも、エネルギー価格の水準は2022年10月のピークから1割程度低下しており、現状の価格水準が続けば前年比で見た変化率は2023年末に向けてマイナス幅を拡大させていく公算が大きい。また、足元でインフレ率を押し上げる最大の要因となっている食品価格は、なおも2桁台の高い伸びが続いているものの、上昇ペースは前月から鈍化し、ピークアウトの兆しが見られ始めた。エネルギー・食品・アルコール・たばこを除いたコアHICPについては、高止まりが続くリスクが残るものの、HICP全体の上昇幅は縮小基調が続くと見込まれ、個人消費を取り巻く環境は最悪期を脱しつつある。

実際、足元までの消費者マインドの状況を見ると（前掲図表2右図）、5月の消費者信頼感指数は前月から+0.1%ptと小幅ながら2ヵ月連続で改善し、2022年9月を底に持ち直しの動きが続いている。水準としては依然として過去の景気後退期並みの低さに留まっていることから、なおも個人消費の力強い回復は期待し難いものの、インフレ率の低下に伴い消費者マインドの改善基調は先行きも続くともみられ、個人消費は緩やかに改善すると見込まれる。

図表4 ユーロ圏の実質小売売上高（左）、インフレ率の要因分解（右）



(出所) Eurostat より大和総研作成

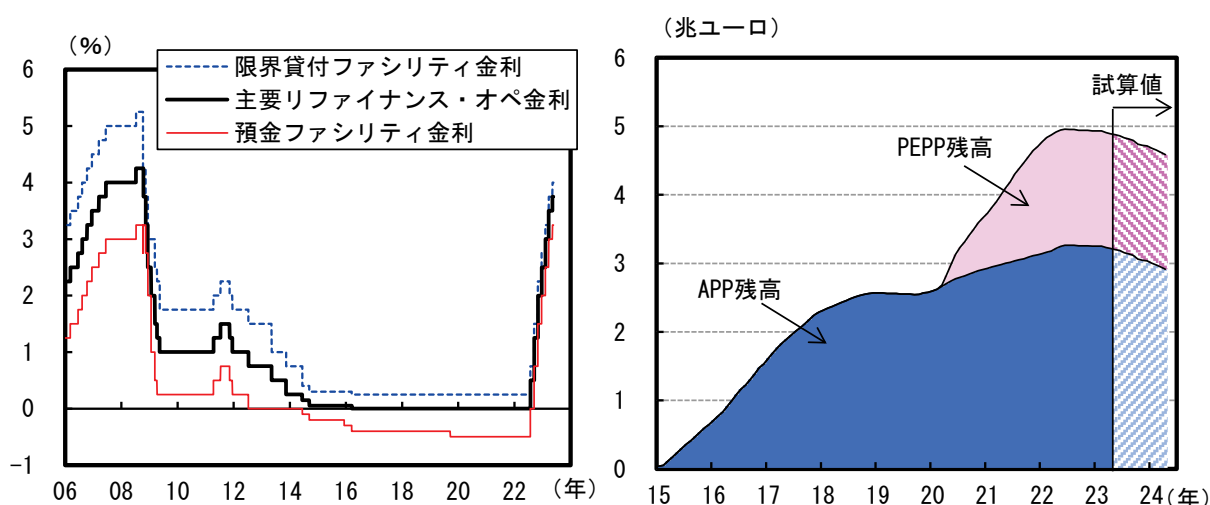


## ECB は利上げ幅縮小、ただし利上げ継続が基本路線

伸びが鈍化しつつも高いインフレが続く中、2023年5月4日に行われたECB理事会では7会合連続となる利上げが決定され、政策金利である主要3金利がそれぞれ0.25%pt引き上げられた。これにより主要リファイナンスオペ金利は3.75%となり、2008年11月以来の高さとなった。利上げ幅は前回までの0.50%ptから縮小したが、金融市場ではほぼ事前に織り込まれていたため、サプライズのない結果であった。

5月のECB理事会においては、利上げ幅が縮小されたことよりもむしろ、さらなる利上げを続ける姿勢が示されたことが最大の注目点であった。声明文には、「理事会の将来の決定により、政策金利はインフレ率を2%の中期目標に適時に戻すことを達成するのに十分に抑制的な水準に引き上げられ」と明記されている。また、ラガルド総裁は声明文公表後の会見において、「我々にはまだカバーする領域があり、立ち止まってははいない」と発言したことからも、利上げ継続がECBの基本路線であることが分かる。会見後の質疑応答では、5月理事会の0.25%ptの利上げに対して、0.50%の利上げを主張する参加者が複数いたこと、その一方で金利の据え置きを主張したものはいなかったことが明らかになっている。依然としてECB内部においてはインフレ抑制が政策の最優先事項であり、引き締めバイアスが強い。

図表5 ユーロ圏の政策金利（左）、資産購入プログラムによるECBの保有資産（右）



(注) 右図の試算値は、ECB公表のAPPの償還予定額より大和総研が作成。

(出所) ECBより大和総研作成

また、5月の理事会で量的縮小の加速が決定されたことも、ECBのタカ派姿勢を表しているものと解釈できる。ECBは5月の理事会において、資産購入プログラム（APP）で買い入れた債券の再投資を7月から停止する予定であることを公表した。これによって、6月までは毎月150億ユーロのバランスシート縮小ペースが、7月以降は毎月250億ユーロ程度へと加速することになる。決定内容自体は既定路線であったものの、6月の理事会を待たずして再投資の停止が通知さ

れたことはやや意外感のあるものであった<sup>1</sup>。会見においてラガルド総裁は、再投資の停止による引き締め効果はそれほど大きくないとしているものの、利上げに加えて量的縮小も着実に進捗していくことになる。

5月の理事会の内容を踏まえると、ECBはさらに複数回の利上げを実施する可能性が高く、その後もコアインフレの明確なピークアウトが確認されるまで、政策金利は高い水準で据え置かれると見込まれる。ラガルド総裁は会見において、これまでの累次の利上げの実体経済への波及が見られていないと言及しており、これは裏を返せば、高すぎるインフレ率を抑制するためには、多少の景気悪化をも厭わない姿勢とも解釈できる。したがって、とりわけ金利に敏感な住宅投資や設備投資などで減速感が強まったとしても、インフレ率が高止まりする限りにおいては、金融引き締めを停止したり、利下げに転じたりする理由とはなりづらい。金利上昇によって、企業や家計の借り入れコストはすでに明確に上昇し、借り入れ需要も減少が見られているが、家計や企業による借り入れの抑制トレンドはしばらく続くと思込まれる。

また、米国のFRBがこれまで続けてきた利上げの停止へと向かう中、ECBによる引き締めの継続は、これまで以上に強い引き締め効果を持つ可能性がある点にも注意が必要だろう。米国で景気の減速感が強まることで、減速しつつあるユーロ圏の輸出はさらに鈍化する可能性が高まっているが、仮に金融政策の方向性の違いからユーロ高が一段と進めば、輸出が想定外に大きく落ち込むリスクが高まろう。欧州経済の見通しは以前に比べて明るさが増しているものの、引き続き下振れリスクへの警戒が必要である。

## 英国経済

### ストライキが下押し要因となるも、1-3月期 GDP は小幅なプラス成長

英国の2023年1-3月期の実質GDP成長率は前期比+0.1%（前期比年率+0.5%）となった。2022年7-9月のマイナス成長の後、小幅ながら2四半期連続のプラス成長となり、英国経済は低成長ながらも、かろうじて悪化を免れている。

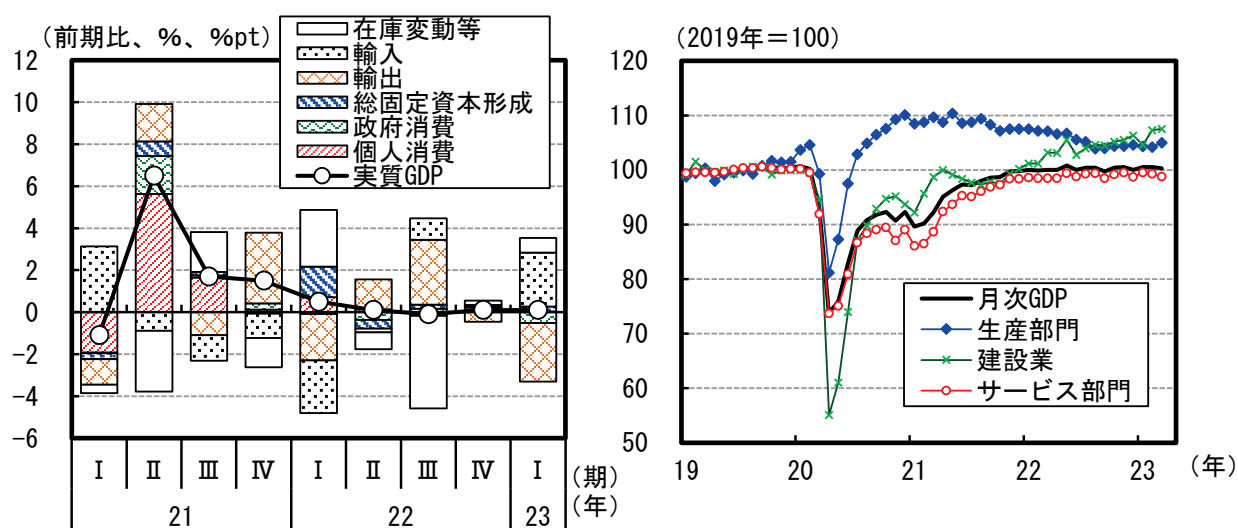
1-3月期のGDPの内訳を需要項目別に見ていくと、高インフレによる実質所得の目減りが続く中、個人消費はほぼ横ばいに留まったが、固定資本形成が前期比+1.3%と前期から加速し、3四半期連続で増加した。ONS（英国国家統計局）によれば、固定資本形成のうち住宅投資が前期から減少する一方、企業および政府の投資が増加し、特に公共投資の増加が全体を押し上げたと報告されている。一方で、政府消費については、同▲2.5%と大きく減少した。公的サービス、防衛、教育、医療などで減少が見られており、具体的な影響を取り出すのは難しいとされつつ、ストライキが押し下げ要因となった可能性が高いことが指摘されている。実際、3月のストライキ件数は公的部門を中心に増加しており、2月に続いて2ヵ月連続で過去最高を更新した。外需に関しては、輸出（同▲8.1%）、輸入（同▲7.2%）ともに前期から大幅に減少したが、輸出の減

<sup>1</sup> 一部報道によれば、0.50%ptの利上げを主張する参加者に利上げ幅縮小を納得させるため、見返りとしてAPPの再投資終了が決定されたと伝えられたが、ラガルド総裁は会見において、そうした取引はなかったとして明確に否定している。

少幅が輸入のそれを上回ったことで外需寄与は2四半期連続のマイナスとなった。

1-3月期 GDP と同時に公表された月次 GDP の動きを確認すると、1月に前月比+0.5%となった後、2月は横ばい、3月は同▲0.3%と一進一退の動きとなっている。3月の動きをセクター別に見ると、生産部門は同+0.7%と3ヵ月ぶりの増加に転じ、建設業も同+0.2%と2ヵ月連続で増加した一方、サービス部門が同▲0.5%と落ち込んだことが全体の足を引っ張った。サービス部門の内訳では小売上の低迷などから、卸売・小売業（同▲1.4%）が落ち込んだ他、情報サービス（同▲1.1%）、事務サービス（同▲1.3%）、運輸（同▲1.7%）など、幅広い業種で減少した。もっとも、3月は上述のストライキに加えて、記録的な多雨（1836年以降の3月で、過去6番目の多さ、イギリス気象庁発表）が、サービス業の下押し要因となったとみられ、4月には反動増が期待される。

図表6 英国 GDP の需要項目別寄与（左）、月次 GDP（右）



(出所) ONS より大和総研作成

### 英国のリセッション懸念は後退、高インフレ持続には引き続き注意

英国経済の先行きを占う上での最大の焦点となるインフレの動向に関して、3月のCPIは前年比+10.1%と、前月（同+10.4%）からわずかに上昇幅が縮小しつつ市場予想を上回り、なおも2桁の高い伸びが続く結果となった。また、コアCPIの伸びは前月と変わらず同+6.2%となり、こちらも高止まりが続いている。もっとも、ベース効果の剥落やエネルギー価格保証政策の効果によって、インフレ率の伸びは急速に鈍化していくのがほぼ確実とみられ、物価上昇による目減りが続いてきた実質賃金はインフレの緩和によって増加へと向かう公算が大きい。すでに5月分まで公表されている消費者信頼感指数は2月以降、4ヵ月連続で改善しており、なおも低水準ながら家計のマインドは徐々に前向きになりつつある。

足元までの経済が想定以上に底堅く推移していることに加えて、インフレ率のピークアウトが見えてきたことで、これまで悲観一辺倒だった英国経済の見通しは明るさを増している。BOEが5月10日に公表した金融政策レポートでは、2023年の実質GDP成長率見通しは前年比+

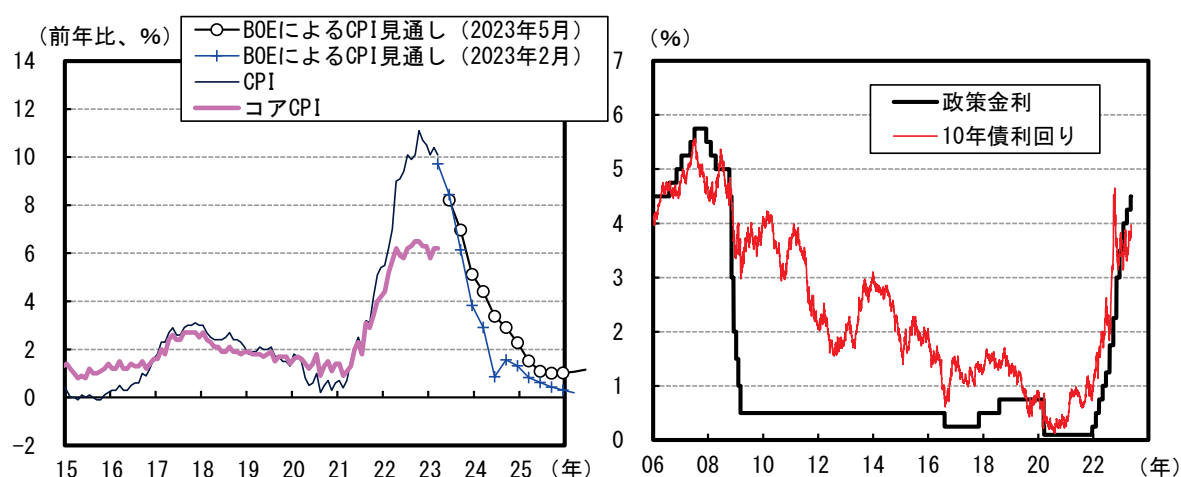
0.25%とされ（先行きの金利が市場予想に沿ったものになるケース）、マイナス成長（同▲0.5%）を見込んでいた2月時点から一転してプラス成長へと上方修正された。四半期ごとの成長パスを見ても、前期比ベースでプラス成長が続く見通しとなっており、従来のリセッションを見込むシナリオ（2023年1-3月期から2024年1-3月期まで5四半期連続でのマイナス成長）が修正されている。また、IMFも5月23日に経済見通しを改定し、2023年の成長率見通しを従来の前年比▲0.3%から同+0.4%へと上方修正し、景気後退を見込んでいないことを明らかにした。

もともと、英国経済の先行きに関して、他の先進国に比べてなおも高止まりするインフレ率が最大のリスク要因であることは変わらない。エネルギー価格の低下によるインフレの減速は蓋然性が高い一方で、景気が底堅さを増すことは、コアインフレの鈍化を阻害する可能性がある。実際、BOEは足元のインフレ動向に関して、サービスについては概ね予想通りに推移しているとする一方、食品やエネルギー以外の財価格が想定よりも上振れしていることを認め、5月の見通しではインフレ率の見通しを従来予想から上昇修正した。この結果、CPIが目標の2%を下回るタイミングは、2月見通し時点では2024年4-6月期だったのが、5月の見通しでは2025年1-3月期と大きく後ずれしている。

BOEは5月10日に開催した金融政策委員会で、12会合連続となる0.25%の利上げを決定したが、声明文においてはインフレ圧力が永続的であればさらなる引き締めが必要であるとの表現が据え置いている。より大幅な利上げ幅を主張した参加者がいたECBとは対照的に、BOEにおいては5月の利上げに際して、2名の委員が金利の据え置きを主張していることから、引き締めバイアスはさほど強くないとみられる。しかし、インフレ率については上振れリスクが強いとの認識は共有されており、タカ派姿勢を強める可能性は排除できない。

また、英国ではこれまで景気後退懸念が長期金利の上昇を抑制してきたという側面があるとみられ、景気見通しに明るさが増す中、長期金利の上昇圧力が高まっている。累次の利上げ、金利上昇の影響はタイムラグを伴って今後本格化すると見込まれ、とりわけ金利の影響を受けやすい投資需要の先行きについては慎重にみていく必要がある。

図表7 BOEによるCPI見通し（左）、英国の政策金利と長期金利（右）



(出所) BOE、ONS より大和総研作成

図表8 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	2.4%	3.7%	1.5%	-0.2%	0.3%	0.5%	0.5%	0.8%	1.3%	1.7%	1.9%	1.7%	3.5%	0.7%	1.2%
家計消費支出	0.4%	4.3%	3.6%	-3.4%	-0.4%	0.5%	1.1%	1.4%	1.6%	1.7%	1.8%	1.7%	4.3%	0.3%	1.5%
政府消費支出	0.5%	0.2%	-0.3%	3.4%	-1.0%	1.2%	0.6%	0.4%	0.5%	0.8%	1.2%	0.8%	1.4%	0.7%	0.7%
総固定資本形成	-2.6%	3.7%	16.8%	-13.4%	2.0%	-2.0%	-3.0%	-1.5%	1.0%	2.6%	2.8%	2.5%	3.8%	-0.9%	0.4%
輸出	5.6%	7.2%	6.8%	-0.0%	4.5%	3.0%	2.8%	2.5%	3.0%	3.4%	3.5%	3.2%	7.2%	3.5%	3.0%
輸入	-2.3%	8.0%	18.0%	-7.5%	2.5%	2.5%	2.3%	2.3%	2.9%	3.5%	3.6%	3.3%	8.1%	2.6%	2.9%
	前年同期比 (除く失業率)														
国内総生産	5.5%	4.4%	2.5%	1.8%	1.3%	0.5%	0.3%	0.5%	0.8%	1.1%	1.4%	1.6%	3.5%	0.7%	1.2%
家計消費支出	8.2%	5.9%	2.3%	1.2%	1.0%	0.0%	-0.6%	0.6%	1.1%	1.4%	1.6%	1.7%	4.3%	0.3%	1.5%
政府消費支出	3.1%	1.0%	0.5%	1.0%	0.6%	0.8%	1.0%	0.3%	0.7%	0.6%	0.7%	0.8%	1.4%	0.7%	0.7%
総固定資本形成	3.9%	2.9%	7.7%	0.5%	1.7%	0.3%	-4.3%	-1.1%	-1.4%	-0.2%	1.2%	2.2%	3.8%	-0.9%	0.4%
輸出	8.6%	7.7%	7.6%	4.9%	4.6%	3.5%	2.6%	3.2%	2.8%	2.9%	3.1%	3.3%	7.2%	3.5%	3.0%
輸入	9.5%	8.5%	11.2%	3.6%	4.8%	3.5%	-0.1%	2.4%	2.5%	2.7%	3.1%	3.3%	8.1%	2.6%	2.9%
鉱工業生産 (除く建設)	1.9%	2.6%	3.1%	1.2%	0.2%	-0.3%	-0.2%	0.4%	1.0%	1.4%	1.9%	2.2%	2.2%	0.0%	1.6%
実質小売売上高	5.9%	1.1%	-0.7%	-2.6%	-2.6%	-1.9%	-0.8%	0.7%	1.6%	1.9%	2.2%	2.3%	0.9%	-1.2%	2.0%
消費者物価	6.1%	8.0%	9.3%	10.0%	8.0%	6.4%	4.9%	3.1%	2.9%	2.5%	2.3%	2.2%	8.4%	5.5%	2.4%
生産者物価	33.1%	36.5%	41.1%	27.2%	11.3%	8.5%	6.8%	5.0%	4.4%	2.7%	2.3%	3.2%	34.3%	7.8%	3.1%
失業率	6.8%	6.7%	6.7%	6.7%	6.6%	6.6%	6.7%	6.8%	6.8%	6.7%	6.7%	6.6%	6.7%	6.7%	6.7%
	10億ユーロ														
貿易収支	-48.7	-96.9	-124.7	-57.0	6.6	21.4	26.2	29.9	33.1	36.2	39.1	42.2	-327.3	84.2	150.5
経常収支	0.5	-41.0	-92.9	-15.8	73.8	87.6	91.9	95.1	97.9	100.8	103.4	106.1	-149.3	348.5	408.2
独 国債10年物 (期中平均)	0.16%	1.09%	1.35%	2.13%	2.34%	2.44%	2.58%	2.50%	2.44%	2.38%	2.33%	2.31%	1.18%	2.46%	2.36%
欧 政策金利 (末値)	0.00%	0.00%	1.25%	2.50%	3.50%	4.00%	4.25%	4.25%	4.25%	4.25%	4.00%	3.50%	2.50%	4.25%	3.50%

(注) 網掛け部分は大和総研予想 (2023年5月23日時点)。

(出所) Eurostat、ECB より大和総研作成

図表9 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%	0.5%	0.3%	0.0%	0.1%	0.8%	1.1%	1.3%	1.4%	4.1%	0.3%	0.7%
家計消費支出	5.0%	0.9%	-1.2%	0.9%	0.2%	0.4%	0.3%	0.2%	0.3%	0.4%	0.5%	0.5%	5.3%	0.2%	0.3%
一般政府消費支出	-1.4%	-6.6%	3.0%	2.1%	-9.5%	3.2%	2.2%	1.8%	1.5%	1.3%	1.3%	1.2%	1.8%	-1.2%	1.7%
総固定資本形成	39.0%	-8.8%	4.5%	1.0%	5.4%	0.5%	-3.4%	-2.1%	0.8%	1.9%	3.5%	4.2%	8.6%	1.0%	0.4%
輸出等	-26.1%	22.1%	49.0%	-5.4%	-28.8%	-6.3%	2.2%	1.9%	2.3%	2.5%	2.7%	2.9%	9.9%	-4.2%	1.8%
輸入等	37.1%	2.1%	-11.8%	-0.8%	-25.9%	-4.2%	1.3%	1.5%	1.6%	1.8%	2.3%	2.5%	13.3%	-9.2%	1.4%
	前年同期比 (除く失業率)														
国内総生産	10.6%	3.8%	2.0%	0.6%	0.2%	0.2%	0.3%	0.2%	0.3%	0.5%	0.8%	1.2%	4.1%	0.3%	0.7%
家計消費支出	15.0%	4.6%	1.3%	1.4%	0.2%	0.0%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%	5.3%	0.2%	0.3%
一般政府消費支出	9.1%	-0.4%	-0.1%	-0.8%	-2.9%	-0.4%	-0.6%	-0.7%	2.2%	1.7%	1.5%	1.3%	1.8%	-1.2%	1.7%
総固定資本形成	13.5%	6.6%	6.8%	7.6%	0.4%	2.8%	0.8%	0.0%	-1.1%	-0.7%	1.0%	2.6%	8.6%	1.0%	0.4%
輸出等	6.9%	5.6%	21.5%	6.2%	5.2%	-1.5%	-10.4%	-8.7%	-0.0%	2.2%	2.3%	2.6%	9.9%	-4.2%	1.8%
輸入等	21.2%	18.2%	9.7%	5.2%	-9.8%	-11.2%	-8.1%	-7.6%	0.0%	1.5%	1.8%	2.0%	13.3%	-9.2%	1.4%
鉱工業生産	-1.6%	-2.7%	-4.1%	-2.7%	-2.6%	-1.5%	0.2%	0.5%	0.7%	0.8%	1.2%	1.0%	-2.8%	-0.9%	0.9%
実質小売売上高	6.0%	-6.2%	-5.5%	-5.9%	-3.8%	-1.9%	0.0%	1.2%	0.9%	0.8%	0.9%	1.0%	-3.1%	-1.2%	0.9%
消費者物価	6.2%	9.2%	10.0%	10.7%	10.2%	8.1%	6.8%	5.0%	4.4%	3.5%	2.9%	2.6%	9.1%	7.5%	3.3%
生産者物価 (出荷価格)	11.5%	17.9%	19.0%	15.9%	11.3%	5.2%	2.9%	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%	3.9%	3.9%	4.0%	4.1%	4.1%	4.2%	4.1%	4.0%	3.7%	4.0%	4.1%
	10億英ポンド														
貿易収支	-71.6	-64.7	-48.9	-45.3	-49.0	-50.1	-49.8	-49.7	-49.6	-49.6	-49.6	-49.5	-230.5	-198.5	-198.4
経常収支	-50.5	-28.2	-12.7	-2.5	-4.8	-5.6	-5.0	-4.7	-4.2	-3.6	-3.3	-2.9	-93.9	-20.1	-14.0
国債10年物 (期中平均)	1.42%	2.04%	2.66%	3.68%	3.54%	3.85%	4.10%	4.00%	3.89%	3.72%	3.59%	3.49%	2.45%	3.87%	3.67%
政策金利 (末値)	0.75%	1.25%	2.25%	3.50%	4.25%	4.75%	4.75%	4.75%	4.75%	4.75%	4.25%	3.75%	3.50%	4.75%	3.75%

(注) 網掛け部分は大和総研予想 (2023年5月23日時点)。

(出所) ONS、BOE より大和総研作成



# 中国経済 変調？一時的減速？

若年層の高失業率とデフレ懸念。民営企業への積極的なテコ入れが鍵

齋藤 尚登

## [要約]

- 中国国家统计局によると、2023年4月の失業率は5.2%に低下した。一方で、16歳～24歳の失業率は20.4%となり、統計の発表が始まった2018年1月以降の最高を記録した。今後の若年層の失業率改善には、景気回復に加え、雇用吸収力の大きい民営企業支援策を積極的に強化することが不可欠だ。例えば、民営企業向けの銀行貸出の伸び率が全体を数%ポイント上回るように、中国人民銀行が窓口指導を行うなど、実効性のある政策の実施が望まれる。
- 足元の景気回復ペースは鈍化している。小売売上は2023年3月の前年同月比10.6%増（以下、変化率は前年比、前年同期比、前年同月比）から4月は18.4%増に加速したが、これは前年同月が上海市ロックダウンなどによって大幅減となった反動によるところが大きい。2022年と2023年の伸び率の平均は3月が3.3%増、4月は2.6%増にとどまり、4月はむしろ減速している。固定資産投資は2022年の5.1%増から2023年1月～4月は4.7%増に減速した。1月～4月の所有形態別内訳は、民営企業が0.4%増、国有企業は9.4%増と、大きな差が維持されている。年後半の景気回復を確固としたものにするには民営企業への積極的なテコ入れが不可欠だ。
- 2023年と2024年の中国経済見通しに変更はない。2023年は5.9%程度、2024年は4.3%程度の実質成長を予想している。2023年の成長率予想をやや高めと感じる向きもあろうが、これは2022年が「ゼロコロナ」政策と不動産不況によって3.0%成長にとどまった反動によるところが大きい。大和総研の想定通りとなれば、2022年と2023年の平均は4.4%となる計算だ。中国経済の回復は力強さに欠けよう。

## 若年層の失業率は初の2割超え。改善の鍵は民間企業への積極的なテコ入れ

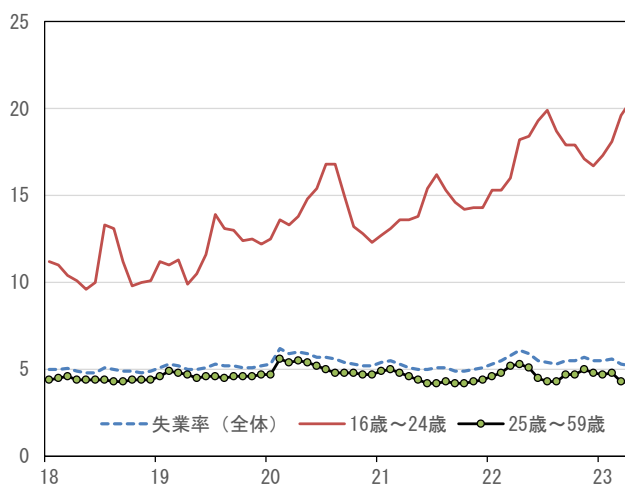
中国国家统计局によると、2023年4月の失業率は5.2%となった。上海市ロックダウンなど第2次コロナショックさなかの2022年4月の6.1%や、中国共産党第20回大会直後に新型コロナウイルス感染症の感染者が急増し、厳格な「ゼロコロナ」政策がとられた2022年11月の5.7%から大きく低下した。中国は2022年12月に「ゼロコロナ」政策を緩和し、2023年1月8日以降は、新型コロナウイルス感染症の分類と管理を従来の「乙分類甲管理」（分類は中程度の重篤度の乙分類であるが、管理は最も厳格な甲管理とする）から「乙分類乙管理」に引き下げ、不可逆的な「ウィズコロナ」政策に転換した。これに伴う景気回復が失業率低下の主因である。

中国の失業率は16歳～24歳、25歳～59歳の2つの年齢層のデータが発表されるが、両者の動きは全く異なっている。上記に倣い、2022年4月、11月、そして2023年4月の失業率を確認すると、16歳～24歳は18.2%→17.1%→20.4%となり、第2次コロナショック時の失業率を大きく上回ったばかりか、この統計の発表が始まった2018年1月以降、初めて20%を超えた。一方で、25歳～59歳のそれは、5.3%、5.0%、4.2%と低下傾向をたどり、全体の失業率の低下の主因となっている。

若年層の高い失業率の背景としてよく指摘されるのが、大学卒業者が年々増加するなど高学歴化が進展する一方で、高レベル人材を必要とする産業の発展がそれに見合っていないという点である。確かに、若年層の失業率は大学生・大学院生が就職のため労働市場に参入する毎年7月にその年のピークを付ける特徴がある。

しかし、教育部によると2022年の中国の大学進学率は59.6%（ただし、社会人入試、企業・団体派遣などを含むベース）であり、問題は高学歴者の就職難にとどまらない可能性が高い。まず、若年層の失業率が上昇しやすい背景のひとつに、企業のリストラのしわ寄せが若年層に集中することがある。中国でも労働者保護の意識が高まりつつあり、ある程度の規模以上の企業

中国の失業率の推移（単位：％）



(出所) 中国国家统计局より大和総研作成

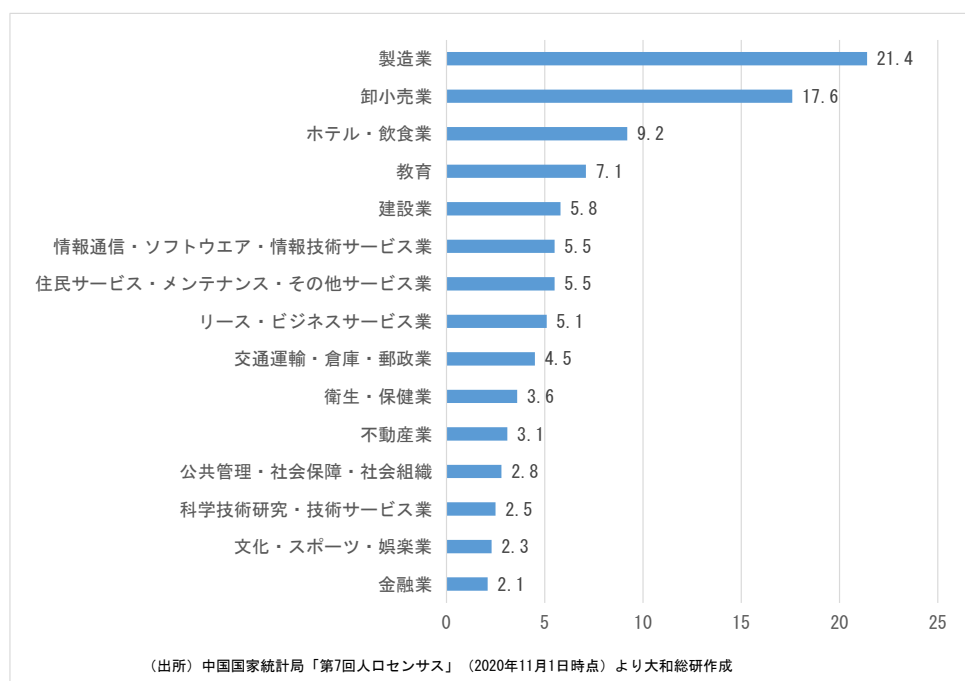
などが会社都合で従業員を解雇する場合、勤続年数に応じた補償を行うことが義務付けられている。若年層は雇用の調整弁として使われることが多いということだ。

さらに、ここも若年層の失業率が大きく上昇している主因としては、若年層の雇用吸収力が大きい産業が、政策の悪影響やコロナ禍、あるいは世界的需要減退によって不況に陥ったことが挙げられる。

2021年5月に発表された第7回人口センサスによると、2020年11月1日時点の16歳～24歳の若年層の就業先の構成比上位は、製造業（内訳ではコンピューター・通信・その他電子設備製造業、電気機械・器具製造業などの割合が比較的大きい）、卸小売業、ホテル・飲食業、教育、建設業、情報通信・ソフトウェア・情報技術サービス業、住民サービス・メンテナンス・その他サービス業、リース・ビジネスサービス業などであった。さらに、大学卒業以上の学歴を有する者は、情報通信・ソフトウェア・情報技術サービス業、金融業、不動産業、教育、（ハイエンドの）製造業などへの選好が比較的高く、高校・中学卒業者は卸小売業、ホテル・飲食業、建設業、製造業などで働く人が多い。

卸小売業やホテル・飲食業は「ゼロコロナ」政策による需要減退、教育や情報通信・ソフトウェア・情報技術サービス業は政府による規制強化によって大量解雇が相次いだ業種である。2021年7月には学習塾を全て非営利団体に移行させる規制が発表され、学習塾の9割が倒産を余儀なくされた。巨大IT・プラットフォーム企業では規制強化による収益力低下と巨額の罰金などが響き、2022年以降、アリババは2万人程度、テンセントはおよそ4,400人のリストラを発表している。この他、中国版総量規制の導入を契機に、かつてない販売不振に見舞われた不動産業は大規模な人員整理を実施している。

#### 16歳～24歳の若年層の就業先の構成比上位業種（単位；％）



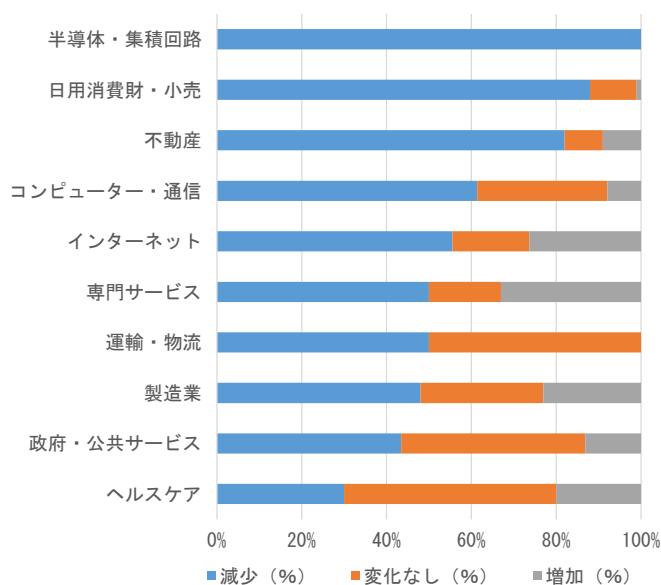
また、下図は2023年の大学卒業見込み者を対象とした業種別の求人動向（前年比で減少、変わらず、増加で回答）を見たものであり、半導体・集積回路、日用消費財・小売、不動産、コンピューター・通信、インターネットなどで求人を減らすと回答した企業数の割合が大きいことが分かる。半導体・集積回路にいたっては回答した全ての企業が求人を減らすとしている。

それでは、今後の若年層の失業率改善には何が必要であろうか。景気回復はいうまでもないが、筆者は巨大IT・プラットフォーム企業をはじめとする民営企業の中国共産党・政府に対する信頼回復が鍵を握ると考えている。習近平国家主席曰く、民営経済は「税収の5割以上、GDPの6割以上、技術革新の7割以上、都市部雇用の8割以上、企業数の9割以上を占める」としている。しかし、現状では国の政策の恩恵が国有企業に集中し、民営企業が蚊帳の外に置かれる「国進民退」の問題が深刻化している。

こうした中、2022年12月の中央経済工作会議ならびに2023年3月の全国人民代表大会では、2023年の経済政策運営の重点のひとつに「2つのいささかも揺るがない」を着実に実施することを掲げた。具体的には、「いささかも揺るがずに公有制経済を強固にし、発展させ、いささかも揺るがずに非公有制経済の発展を奨励、支持、誘導する」ことであり、「制度上および法律上、国有企業と民営企業に平等の待遇をしっかりと実行し、政策と世論が民営経済と民営企業が壮大に発展することを奨励・サポートする。民営企業の財産権と企業家の権益は法に基づき保護される。各レベルの幹部は民営企業が抱える難題を解決する」とした。しかし、方針は発表されても実効性のある具体策はまだ発表されていないのが現状だ。

今後、中国共産党・政府に求められるのは、短期的には民営企業支援策を積極的に強化すること、中長期的には「2つのいささかも揺るがない」政策を貫徹することであろう。前者について

## 2023年の大学卒業者向けの求人動向



(出所) 中国大手求人サイト51jobより大和総研作成

は、例えば、民営企業向けの銀行貸出の伸び率が全体を数%ポイント上回るように、中国人民銀行が窓口指導を行うなど、実効性のある政策の実施が望まれる。

2022年11月に全国の主要都市で展開された「白紙運動」は厳格な「ゼロコロナ」政策に対する抗議運動であったが、その背景には雇用喪失や収入減少などの経済的困窮があった。運動の中心は若年層であり、中国共産党・政府にとって、若年層の高失業率問題の改善は喫緊の課題であるといえよう。

## 「デフレ」懸念

ここ2カ月ほど、中国では「デフレ」懸念が取り沙汰されている。2023年4月の消費者物価指数は前年同月比+0.1%（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、3月の+0.7%から上昇幅が圧縮された。工業製品出荷価格指数は2022年10月からマイナスとなり、3月は▲2.5%、4月は▲3.6%と下落幅を広げた。中国人民銀行が5月15日に発表した「2023年第1四半期の金融政策執行報告」によると、「デフレとは物価が持続的に下落し、通貨供給量も減少傾向が続くことで、多くの場合、景気が後退する。現状で中国がデフレに陥っていないことは明らかである」と指摘している。確かに現状はディスインフレであり、デフレではない。

今後数カ月は前年の水準が高かったこともあり、消費者物価指数が下落する可能性がある。短期的な物価下落は実質購買力の上昇により消費をサポートするが、これをポジティブな材料と捉えられないのは、中国の内需回復に対する不透明感や懸念が台頭しているためであろう。後述するように、足元の中国経済の回復ペースは鈍化している。年後半の景気の本格回復に向けて、サポート策の強化が待たれるところだ。

## 接触型消費以外は苦戦

小売売上は2022年の0.2%減から2023年1月～4月は8.5%増となった。ただし、2023年3月、4月の好調については、前年同月が上海市ロックダウンなどによって大幅減となった反動によるところが大きい。小売売上は2023年3月の10.6%増から4月は18.4%増に加速したが、2022年と2023年の伸び率の平均はそれぞれ3.3%増、2.6%増にとどまり、4月はむしろ減速している。

こうした中で、比較的堅調だったのが、接触型消費の代表格であるレストラン収入（外食）であった。レストラン収入は2022年の6.3%減から2023年1月～4月は19.8%増と2桁の増加となった。3月は26.3%増、4月は43.8%増であり、2022年と2023年の伸び率の平均はそれぞれ2.8%増、5.4%増と、4月に加速した。

自動車販売金額は、2022年の0.7%増から2023年1月～4月は5.4%増となった。3月は11.5%増、4月は38.0%増を記録したが、2022年・2023年の伸び率の平均はそれぞれ1.6%増、



2.8%減であった。4月の販売増は、2022年4月の急減（31.6%減）の穴を埋め切れていない。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、2023年6月以降はこの反動も懸念される。

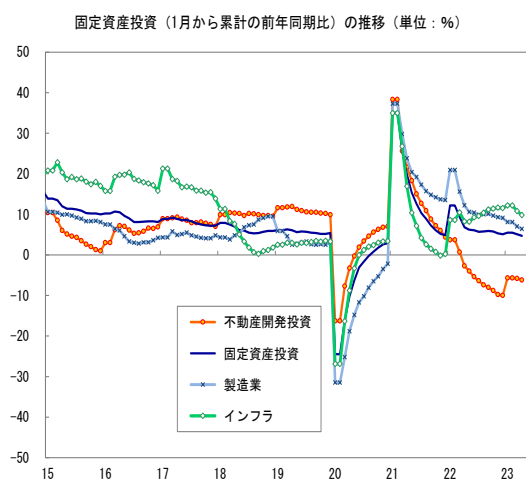
## 1月～4月の固定資産投資は4.7%増に減速

固定資産投資は2022年の5.1%増から2023年1月～4月は4.7%増に減速した。前月比は、3月が0.8%減、4月は0.6%減となり、2カ月連続で減少している。

1月～4月の固定資産投資の所有形態別内訳は、民営企業が0.4%増、国有企業は9.4%増と、大きな差が維持されている。既述した「国進民退」は改善していない。

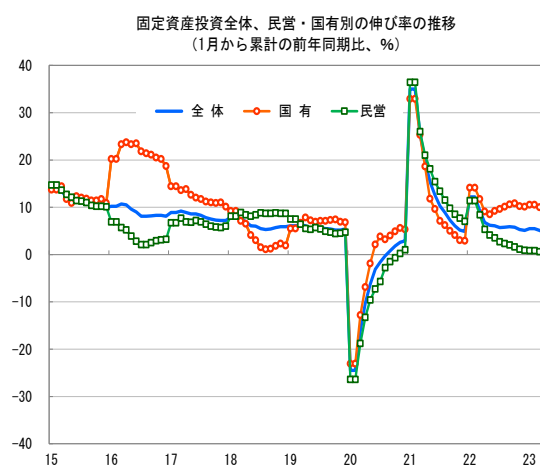
1月～4月の分野別内訳は、製造業投資は6.4%増（2022年は9.1%増）、電気・水道・ガスを含むインフラ投資が9.8%増（同11.5%増）、不動産開発投資が6.2%減（同10.0%減）であった。不動産開発投資に関連して、住宅を契約通りの品質と納期で購入者に引き渡す「保交楼」はある程度奏功し、4月の住宅竣工面積は28.3%増（2022年と2023年の伸び率の平均でも6.1%増）と堅調であった。ただし、「保交楼」はあくまでも建設中の物件の完成と引き渡しを目的であり、新規需要を刺激するわけではない。4月の新規住宅着工面積は29.2%減（2年間の平均は37.5%減）と大幅なマイナスに沈んだままである。昨年来の不動産不況は継続しているとみるべきであろう。

分野別固定資産投資の推移（左）



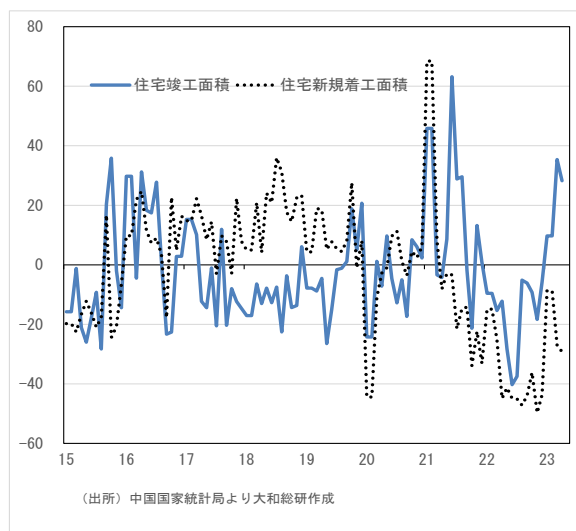
（注）1～2月は平均  
（出所）中国国家統計局より大和総研作成

民営・国有別固定資産投資の推移（右）



（出所）中国国家統計局より大和総研作成

### 住宅竣工面積・新規着工面積の推移（前年同月比）（単位：％）



## 4月の輸出は比較的堅調。一方輸入はマイナス幅拡大

2023年1月～4月の輸出は2.5%増（以下、断りのない限り、貿易はドル建て）、輸入は7.2%減となった。貿易黒字は45.0%増の2,942億ドルであった（2022年は輸出が7.0%増、輸入は1.0%増、貿易黒字は30.8%増の8,770億ドル）。

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、4月は8.5%増と堅調だった。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。ただし、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ようになるだろう。

輸入は2022年10月以降の前年割れが2023年4月（7.9%減）まで続いている。4月は3月の1.4%減からさらにマイナス幅が拡大した。消費は接触型消費を中心に回復しているが、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。

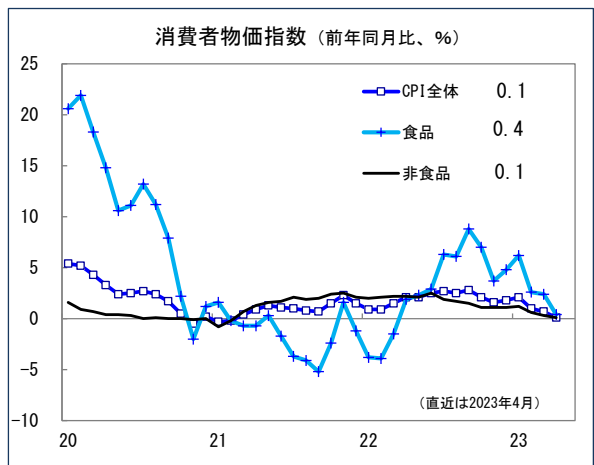
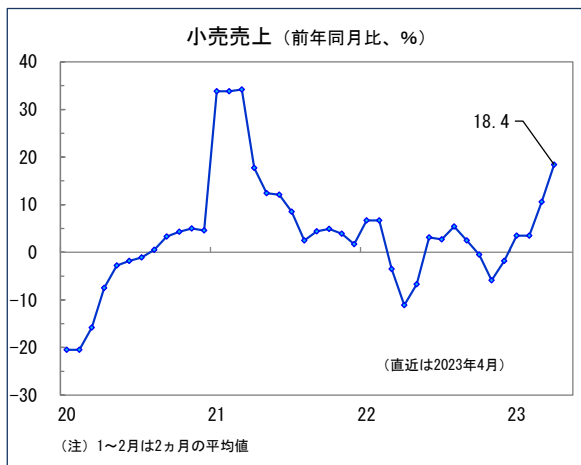
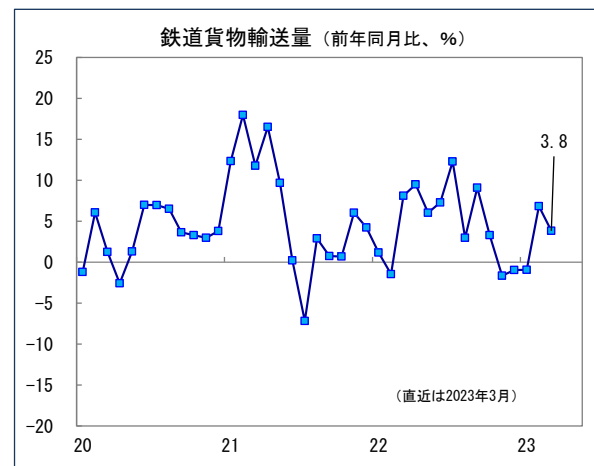
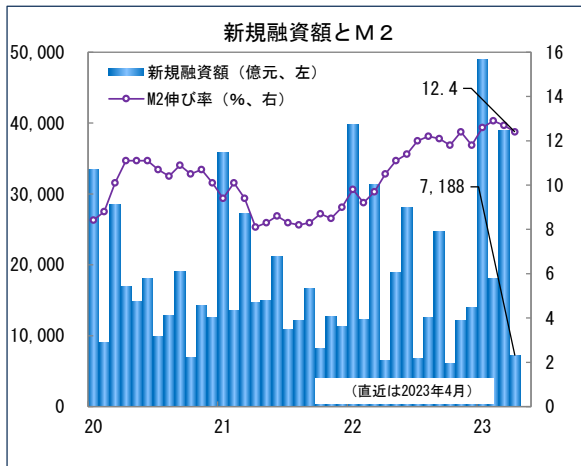
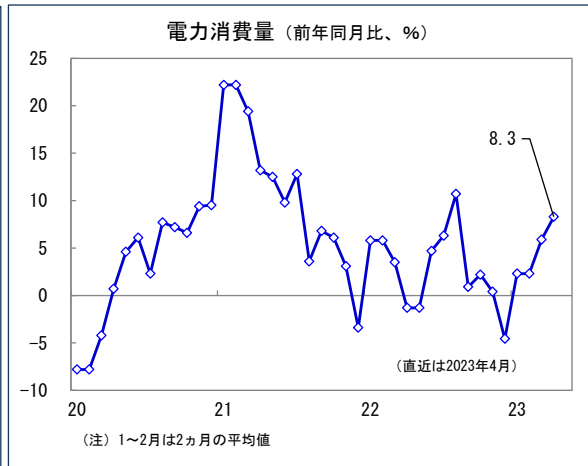
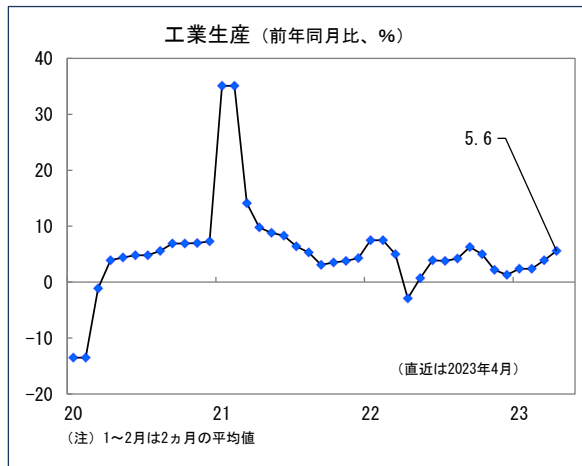
最後に、2023年と2024年の中国経済見通しに変更はない。2023年は5.9%程度、2024年は4.3%程度の実質成長を予想している。2023年の成長率予想をやや高めと感じる向きもあろうが、これは2022年が「ゼロコロナ」政策と不動産不況によって3.0%成長にとどまった反動によるところが大きい。大和総研の想定通りとなれば、2022年と2023年の平均は4.4%となる計算だ。中国経済の回復は力強さに欠けよう。

## 主要経済指標一覧

	2022年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	4月
実質GDP成長率（四半期、前年同期比、%）	-	-	0.4	-	-	3.9	-	-	2.9	-	-	-	4.5	-
工業生産（前年同月比、%）	-2.9	0.7	3.9	3.8	4.2	6.3	5.0	2.2	1.3	2.4			3.9	5.6
電力消費量（前年同月比、%）	-1.3	-1.3	4.7	6.3	10.7	0.9	2.2	0.4	-4.6	2.3			5.9	8.3
鉄道貨物輸送量（前年同月比、%）	9.5	6.0	7.3	12.3	3.0	9.1	3.3	-1.6	-0.9	-0.9		6.8	3.8	
固定資産投資（前年累計比、%）	6.8	6.2	6.1	5.7	5.8	5.9	x	5.3	5.1	5.5			5.1	4.7
不動産開発投資（前年累計比、%）	-2.7	-4.0	-5.4	-6.4	-7.4	-8.0	-8.8	-9.8	-10.0	-5.7			-5.8	-6.2
小売売上（前年同月比、%）	-11.1	-6.7	3.1	2.7	5.4	2.5	-0.6	-5.9	-1.8	3.5			10.6	18.4
消費者物価指数 全体（前年同月比、%）	2.1	2.1	2.5	2.7	2.5	2.8	2.1	1.6	1.8	2.1	1.0		0.7	0.1
食品（前年同月比、%）	1.9	2.3	2.9	6.3	6.1	8.8	7.0	3.7	4.8	6.2	2.6		2.4	0.4
非食品（前年同月比、%）	2.2	2.1	2.5	1.9	1.7	1.5	1.1	1.1	1.1	1.2	0.6		0.3	0.1
工業製品出荷価格指数（前年同月比、%）	8.0	6.4	6.1	4.2	2.3	0.9	-1.3	-1.3	-0.7	-0.8	-1.4		-2.5	-3.6
工業生産者購入価格指数（前年同月比、%）	10.8	9.1	8.5	6.5	4.2	2.6	0.3	-0.6	0.3	0.1	-0.5		-1.8	-3.8
新規融資額（億元）	6,454	18,900	28,046	6,790	12,500	24,700	6,152	12,100	14,000	49,000	18,100		38,900	7,188
M2伸び率（%）	10.5	11.1	11.4	12.0	12.2	12.1	11.8	12.4	11.8	12.6	12.9		12.7	12.4
輸出（前年同月比、%）	3.5	16.4	17.0	18.1	7.4	5.5	-0.4	-9.1	-10.0	-6.8			14.8	8.5
輸入（前年同月比、%）	0.1	3.4	-0.1	1.4	-0.4	0.0	-0.8	-10.5	-7.2	-10.0			-1.4	-7.9
貿易収支（億米ドル）（1月、2月は平均）	494.9	784.2	974.0	1026.9	809.9	842.4	849.5	685.1	769.4	578.9			882.0	902.1
新築商品住宅価格指数 北京（前年同月比、%）	5.8	5.9	5.8	5.5	5.8	6.1	5.9	5.7	5.8	5.2	4.7		4.6	4.5
上海（前年同月比、%）	3.8	3.4	3.4	3.5	3.7	3.8	4.0	4.0	4.1	4.2	3.9		4.1	4.6
商用不動産 着工面積（前年累計比、%）	-26.3	-30.6	-34.4	-36.1	-37.2	-38.0	-37.8	-38.9	-39.4	-9.4			-19.2	-21.4
完工面積（前年累計比、%）	-11.9	-15.3	-21.5	-23.3	-21.1	-19.9	-18.7	-19.0	-15.0	8.0			14.7	18.2
不動産販売 面積（前年累計比、%）	-20.9	-23.6	-22.2	-23.1	-23.0	-22.2	-22.3	-23.3	-24.3	-3.6			-3.5	-5.4
金額（前年累計比、%）	-29.5	-31.5	-28.9	-28.8	-27.9	-26.3	-26.1	-26.6	-26.7	-0.1			3.0	5.2

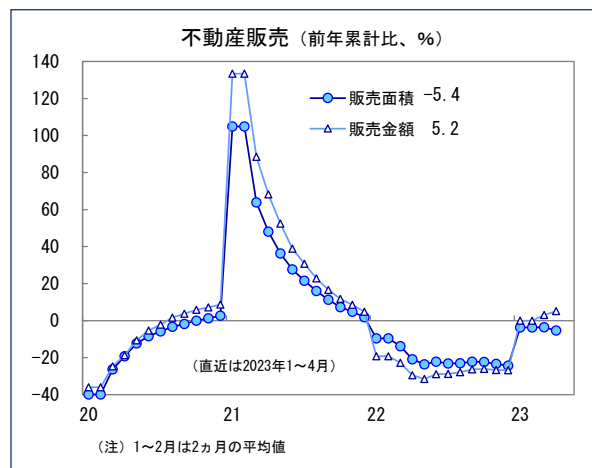
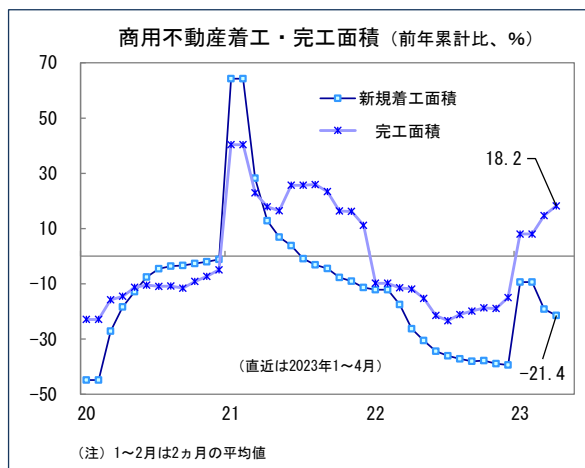
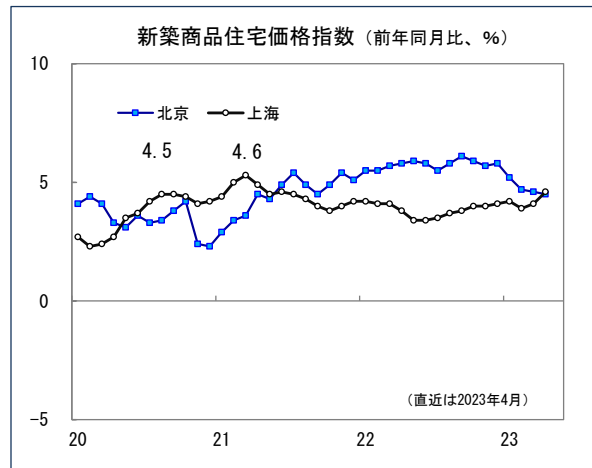
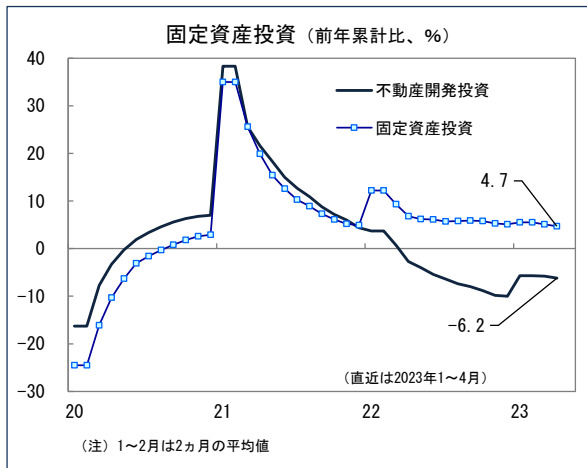
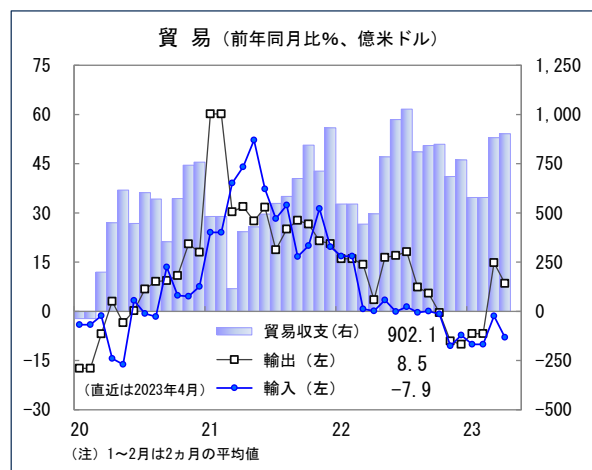
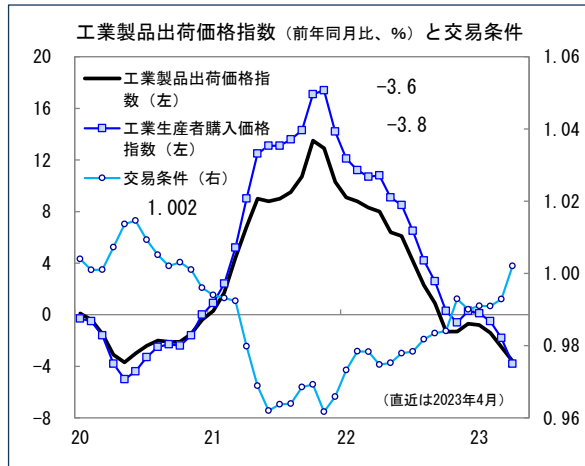
（出所）中国国家统计局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー局、CEIC より大和総研作成

## 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