

2023年6月22日

主要国経済 Outlook

2023年7月号 (No. 440)

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
誰を信じればいいのか、百家争鳴の状態 ～ しばらく一喜一憂が続こう 経済調査部 シニアエコノミスト 近藤 智也	
日本経済	3
経済安保面で高まりつつある「中国リスク」と国内投資活発化の課題 経済調査部 シニアエコノミスト 神田 慶司	
米国経済	13
7月 FOMC で利上げ再開か 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	23
景気後退からの回復シナリオ 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
利下げは景気テコ入れの号砲か？ 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

誰を信じればいいのか、百家争鳴の状態 ～ しばらく一喜一憂が続こう

近藤 智也

銀行不安が表面上小康状態にあり、懸案だった米国の債務上限問題も、毎度ながらのチキンゲームを繰り広げたとはいえ、2024年11月の米大統領選挙後の2025年1月1日まで先送りが決まった。当面の不透明さが払拭されたことから、世界の株式市場はポジティブな反応を見せている。もっとも、これまでの累積的な利上げがタイムラグを伴って实体经济に影響することや信用収縮の拡大の可能性等の理由から、特に米国では、近い将来の景気低迷を予想する向きが多い。見込まれる景気の悪化度合いに濃淡はあるものの、株高と奇妙に同居している状態だ。

新たな不透明要因になっているのが、インフレを巡る各国中央銀行の対応である。先駆けて利上げを停止したオーストラリアやカナダの中銀は、インフレの高止まり懸念や想定以上の景気の力強さを受けて、6月に入って予想外の利上げに踏み切り、市場にインフレ抑制の困難さを印象付けた。一方、FRBは6月の利上げを見送ると同時に、年末までに計50bpの追加利上げを見込むという見通しを示し、その解釈を巡って市場を混乱させた。対照的に、テクニカルリセッションに陥ったユーロ圏では、予想通り政策金利を引き上げたECBのトップが、次回も利上げの可能性が極めて高いと予告する。そして、最も厳しい道程が予想されているのがイングランド銀行である。英国のインフレ率は他よりも高いままで、コアが再加速する等、今後も断続的な利上げを余儀なくされよう。実際、市場では、米国を上回るターミナルレートを織り込んでいる。

このように、各国中銀によって直近の対応にばらつきが見られるが、タカ派のメンバーは“引き締め不足よりは引き締め過ぎる方向に間違えるべき”と主張するのに対し、ハト派のメンバーは拙速な結論を戒める。いずれも共通している点はデータ次第という姿勢であるが、一見して誰もが納得するような明解な材料が示されるとは限らない。肝心のデータは、全て同じ方向を向いているわけではなく、スタンスによって重視するポイントが異なれば、その解釈にずれが生じるだろう。メンバーの発言に一喜一憂しながら、結局、中銀の判断は“出たこと勝負”という状況がしばらく続くとみられる。

主要国実質 GDP 見通し<要約表>

	(%)						(前年比%)					
	2022年		2023年				2024年		2021年	2022年	2023年	2024年
	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	(下線及び斜字は年度)			
日本	-1.5	0.4	2.7	1.5	1.8	1.6	1.4	1.0	2.2	1.0	1.5	1.3
									<u>2.6</u>	<u>1.4</u>	<u>1.5</u>	<u>1.2</u>
米国	3.2	2.6	1.1	1.0	0.4	0.1	0.7	1.3	5.9	2.1	1.3	0.8
ユーロ圏	1.4	-0.4	-0.4	0.5	0.7	0.9	1.2	1.6	5.3	3.5	0.5	1.2
英国	-0.4	0.5	0.5	0.2	0.2	0.3	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	4.0	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	5.0	2.9	2.4	1.5
インド	6.2	4.5	6.1	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	<u>9.1</u>	<u>7.2</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

経済安保面で高まりつつある「中国リスク」と国内投資活発化の課題

神田 慶司
岸川 和馬
中村 華奈子

[要約]

- 日中間の経済的な結びつきはこの 20 年ほどで急速に強まった。その結果、日本の財貿易は欧米に比べ中国への偏重が目立つ。国際産業連関表をもとに中間投入額に占める中国由来の割合を算出すると、日本は G7 諸国の中で最大だ。一部のレアメタルやレアアースは、日本だけでなく世界においても中国からの輸入シェアが高く、代替調達が困難になりやすい。経済安全保障面での日本企業の課題は業種によって大きく異なり、例えば電気機械や一般機械はとりわけ中国の生産能力を活用しているため、脱中国を進める場合は第三国への生産拠点の移管や国内回帰などが選択肢になるだろう。
- インド太平洋経済枠組み（IPEF）で議論されている「重要品目」で脱中国が進めば、サプライチェーンの安定性が高まる半面、中国向け輸出の減少という形で日本経済にマイナスの影響を及ぼすとみられる。日本が中国から安価に輸入していた重要品目を IPEF 参加国などから新たに調達することで、輸入コストが増加することも懸念される。一方、IPEF 内での重要品目の貿易は活発化することが予想され、日本にとっては参加国向けの輸出が増える好機となるだろう。重要品目の多くで日本の国際競争力は比較的高く、中国からの代替調達先となる可能性がある。
- 経済安全保障の重要性の高まりや円安の進展もあり、生産拠点としての日本の競争力は改善した。だが、それが国内投資の自律的な増加につながるとは限らない。仮に機械関連業種の中国現地法人が事業活動の 1 割（売上高で 3 兆円弱）を日本に移管すると、日本の GDP は 2.4 兆円増加する一方、企業の営業利益は 0.6 兆円減少すると試算される。国内投資が活発化するには、「低成長・低収益」という日本の課題などに官民が連携して積極的に対応し、事業拠点としての魅力を高めていく必要がある。

1. 経済安全保障面での「中国リスク」

日本経済見通しへの影響が徐々に強まる経済安全保障

米国と中国が激しく対立する中、2022年2月にロシアのウクライナ侵略が始まり、経済安全保障の重要性は一段と増した。半導体や蓄電池などにおける先端技術の開発や製品の生産・供給、レアメタル・レアアースの調達などでは、自国内あるいは価値観などを共有する国家（同志国）間で行おうとする動きが広がっている。

こうした中、日本政府は技術流出を防止するため、2023年7月23日から中国を含む一部の国・地域への先端半導体製造装置の輸出を規制する¹。一方、効率性を重視して構築されてきたサプライチェーンは安定性の強化のための見直しを迫られており、結果として対内直接投資や日本企業の国内回帰が促進されることも考えられる。

日本はインド太平洋経済枠組み（IPEF）や輸出規制などを通じて米国などと緊密に連携していることから、中国政府が同国市場へのアクセスを将来部分的に制限するリスクが徐々に高まっている。また、日中間の経済的な結びつきは日ロ間のそれよりも格段に強い。そこで以下では、中国リスクを念頭に置き、日本企業・経済への影響や課題などについて検討する。

日本は欧米に比べ財貿易の中国偏重が顕著

中国は2001年12月の世界貿易機関（WTO）加盟をきっかけに対内直接投資や貿易量などが増加し、グローバルサプライチェーンにおいて「世界の工場」としての役割を果たすようになった。実質GDP成長率は2000年代に前年比+10%前後の高成長を実現し、家計や企業の所得が増加したことで、供給面だけでなく需要面でも中国の存在感は高まった。

日本は中国市場に最も積極的に参入した国の1つである。地理的な近さなどもあり、両国間の経済的な結びつきはこの20年ほどで急速に強まった。例えば、日本の財の輸出額に占める中国向けの割合はWTO加入直前の2000年で6%だったが、2022年には同19%に達した（**図表1左**）。さらに経済協力開発機構（OECD）が公表する付加価値輸出額で見ると²、直近の2018年では同21%と米国並みの水準にある。すなわち、日本の輸出は米国だけでなく中国の需要動向の影響も受けやすい構造に変わった。輸入額でも対中割合が高まり、2022年で同21%となった。

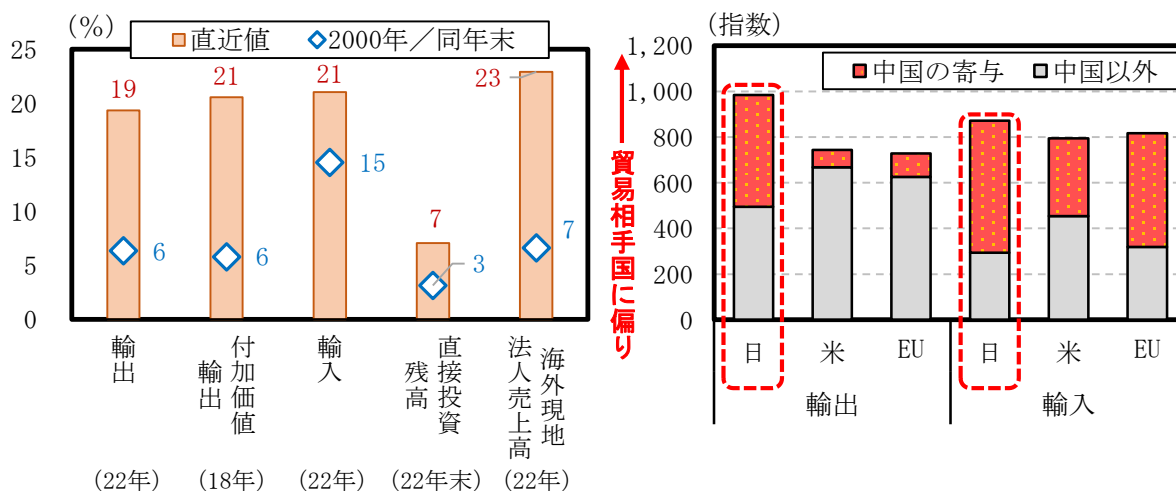
日本の対外直接投資残高に占める中国向けの割合は2022年末で7%である（2000年末は同3%）。ただし、海外現地法人の売上高における中国の割合はそれ以上に高まっており、2000年の同7%から2022年には同23%へと上昇した。

欧米に比べると、日本の財貿易は中国への偏重が目立つ。貿易相手国の集中度を表すHHI（Herfindahl-Hirschman Index）を試算した**図表1右**を見ると、2021年の日本のHHIは輸出入ともに米国とEUのそれを上回った。また中国の寄与がかなり大きく、輸入において顕著だ。

¹ 詳しくは岸川和馬「[規制強化が進む日本の経済安全保障政策の影響](#)」（大和総研レポート、2023年6月19日）を参照。

² 最終財の付加価値がどの国・産業に由来するかという観点から国際産業連関表を用いて再集計した輸出額。

図表 1：対中貿易・直接投資等（左）、各国・地域における貿易相手国の集中度（HHI、右）



(注) 左図の直近値の時期は括弧内に記載。右図は 2021 年の値。集中度指数 (HHI) は財の貿易総額に占める相手国のシェアの 2 乗和であり、10,000 に近いほど貿易相手国の偏りが大きいことを示す。
(出所) 財務省、日本銀行、OECD、UN Comtrade、国際貿易センターより大和総研作成

日本の生産活動は特に中間財などにおいて中国の影響を受けやすい

OECD が公表する 2018 年の国際産業連関表を用いて中間投入額（自国産除く）に占める中国由来の割合を算出すると、日本は G7 諸国の中で最大である（図表 2 左）。

中間投入は「加工貿易活動」と「中間財・サービス」に大別することができる。加工貿易活動とは、第三国から輸入した原材料などを加工したり、組み立てたりして再輸出する経済活動である。対中依存度を押し上げているのは中間財・サービスで、主に繊維製品、電子部品、金属製品、鉄鋼、非鉄金属が挙げられる。図表 1 右の試算結果と合わせると、日本国内の生産活動は中国から輸入する中間投入財に大きく依存する様子が窺える。

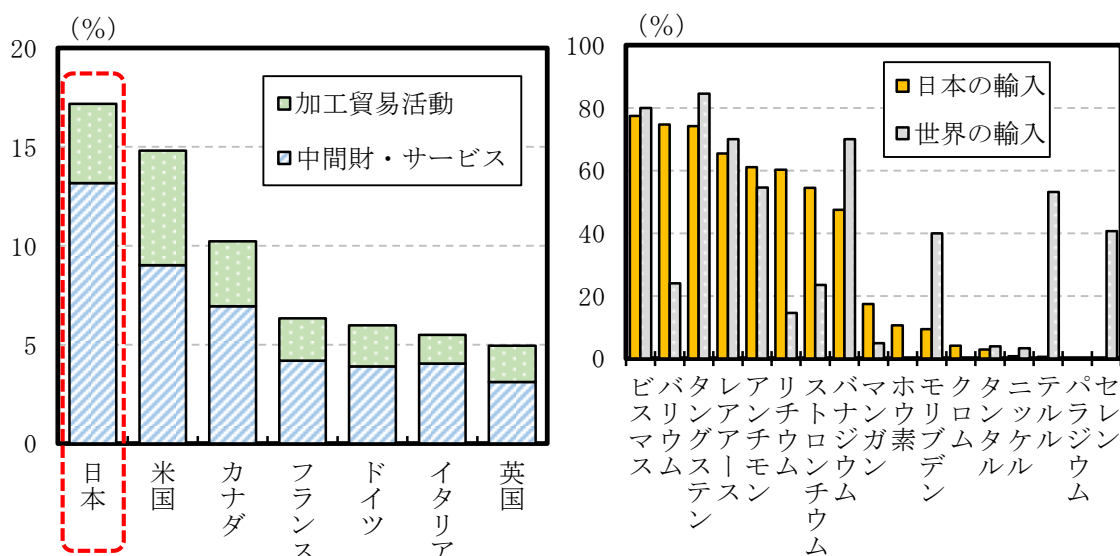
経済安全保障面でのリスクが特に高いのは、非鉄金属のうちレアメタルやレアアースであろう。日本の輸入額における中国のシェアは 2022 年で約 5 割に上り、特にビスマスやタングステン、レアアース、アンチモンなどは世界の輸入においても中国のシェアが高い³（図表 2 右）。これらは中国以外の国への代替調達が困難になりやすく、中国政府の動向によっては自動車や IT 機器、家電など幅広い工業製品の生産に影響を及ぼす可能性がある。

この点、日本政府はレアメタル権益の確実な確保に向けた支援措置など安定供給体制の強化を図るとともに、同志国等との協調などを通じて重要鉱物の安定供給の確保に取り組む方針である⁴。また 2023 年 4 月半ばに開催された「G7 札幌気候・エネルギー・環境大臣会合」では、鉱山開発や製錬所の建設に対する 130 億ドルの財政支援のほか、いわゆる都市鉱山からの鉱物回収やリサイクルの推進などが決定された。

³ バリウムやリチウムは日本の対中依存度が高い一方で中国の世界シェアが低いため、代替調達は比較的容易である可能性がある。ただし、バリウムは電気自動車 (EV) 1 台に 1 万個以上搭載されることもあるセラミックコンデンサの原料であり、リチウムは経済安全保障推進法で「特定重要物資」に指定された蓄電池の主原料であるなど、ともにサプライチェーン上で重要な役割を持つレアメタルである点には注意が必要だ。

⁴ 「経済財政運営と改革の基本方針 2023」（2023 年 6 月 16 日閣議決定）

図表 2：中間投入額における中国由来の割合（左）、中国からのレアメタル等の輸入シェア（右）



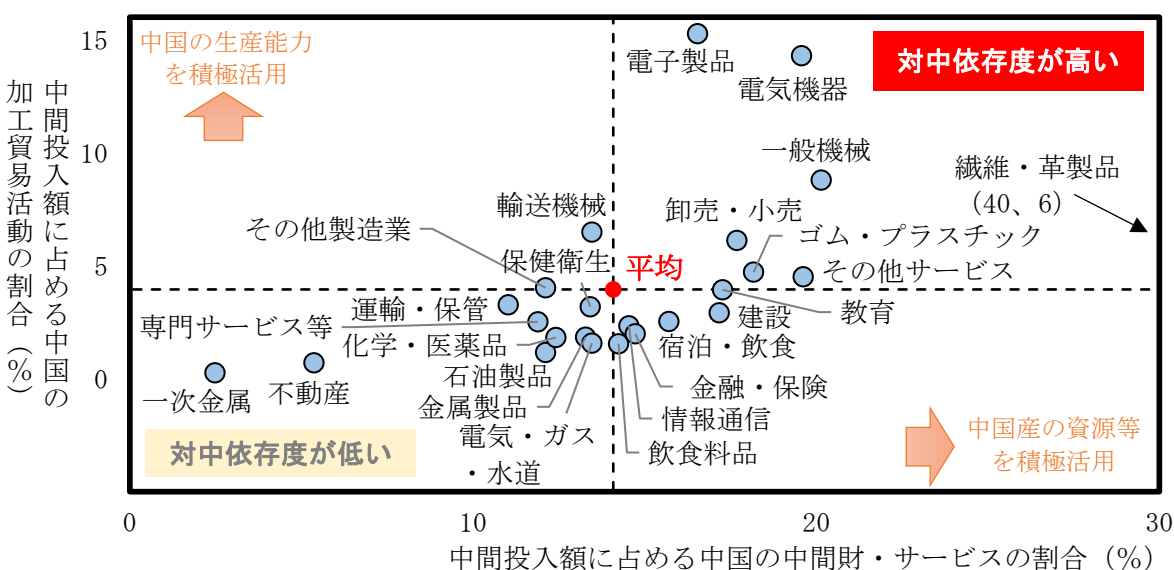
(注) 左図は 2018 年の数値で、各国の生産活動における中間投入額（自国産除く）のうち中国由来のものが占める割合。右図は 2022 年の数値。

(出所) OECD 統計、United States Geological Survey より大和総研作成

経済安全保障面での日本企業の課題は業種によって大きく異なる

日本において業種別に見ると、中国の中間投入への依存度やその内容は様々である。図表 2 左の分析を各業種に当てはめた結果が図表 3 だ。中央に位置する全業種平均と比較すると、左下に位置する業種ではサプライチェーン上の対中依存度が比較的低い。一次金属や不動産、石油製品、化学・医薬品などが該当する。

図表 3：業種別に見た日本の中間投入額に占める中国由来の割合



(注) 2018 年の数値で、中間投入額は自国産を除く。図表中の平均値は、各産業の産出額（国際産業連関表に準拠）で加重平均することで算出。

(出所) OECD 統計より大和総研作成

反対に、対中依存度が比較的高い（図表中の右上に位置する）のは、電子製品、電気機器、一般機械、繊維・革製品などである。電気・一般機械は中国の加工貿易活動の割合がとりわけ高く、全業種の中でも中国の生産能力を積極的に活用している。輸送機械も同様の傾向が見られるが、鉱物など中国産の資源等への依存度は比較的低い。一方、繊維・革製品は衣料品の材料である生地や糸などの多くを中国から調達していることから、中間投入額に占める中国の中間財などの割合が群を抜いて高い。

今後、日本企業が中国への過度な依存を緩和しようとする場合、それが中国の生産能力に起因するものであれば、第三国への生産拠点の移管や国内回帰などが選択肢となり得る。また、中国の資源等に起因するものであれば、代替調達先の確保や資源節約的な技術開発などが考えられる。このように、経済安全保障面での日本企業の課題は業種によって大きく異なることが上記の分析から示唆される。

2. IPEF 参加による負の影響と代替需要取り込みへの期待

IPEF では半導体など「重要品目」の脱中国化について議論

価値観などを共有する国家間で経済安全保障に対応する動きが広がっており、足元では「フレンド・ショアリング」（友好国に限定したサプライチェーンの構築）に関する議論も活発化している。中でも注目されるのが、米国を軸とした事実上の対中包囲網ともいえる IPEF だ⁵。

参加国は米国、日本、インド、韓国、オーストラリア、インドネシア、タイなど計 14 カ国で、合計した経済規模は世界の GDP の 4 割（2022 年）に相当する。IPEF は貿易協定のようなものではなく、関税撤廃のように実効性の高い仕組みは伴わない。財貿易に関しては、サプライチェーンの弱点となり得る「重要品目」（半導体、鉱物資源、蓄電池、主要原材料など）を対象を絞って交渉が進められている。

IPEF は 2022 年 5 月に立ち上げられ、9 月の閣僚級会合で正式交渉の開始が宣言された。直近では 2023 年 5 月の閣僚級会合において、サプライチェーンの強靱化に関する共同声明が採択された。調達先の分散化や重要物資に関する共同研究開発などが盛り込まれ、地政学リスクが強く意識された内容であった。

重要品目における対中輸出の減少や代替調達コストの増加が生じるおそれ

IPEF の「重要品目」で脱中国が進めば、サプライチェーンの安定性が高まる半面、中国向け輸出の減少という形で日本経済にマイナスの影響を及ぼすとみられる。

図表 4 左では重要品目等における日本の対中輸出額を示した。ここでは、主要原材料を鉄鋼とプラスチックと想定し、経済安保促進法において特定重要物資に指定された医薬品も掲載し

⁵ IPEF による日本経済への影響などについては、岸川和馬・細田健介「[インド太平洋経済枠組み（IPEF）が日本にもたらすインパクト](#)」（『大和総研調査季報』2022 年秋季号（Vol. 48）、pp. 16-27）で検討した。

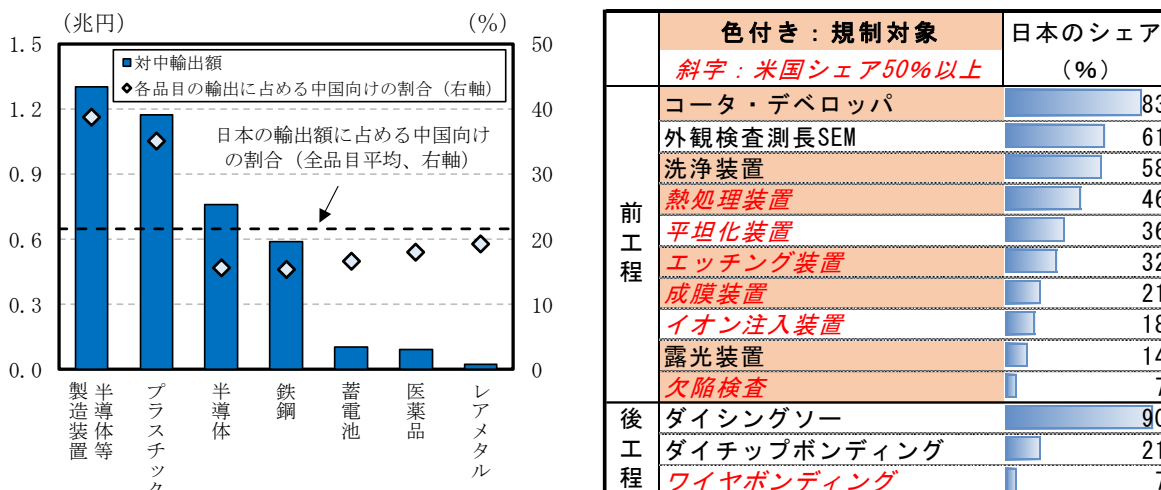
ている。重要品目等の対中輸出額は 2021 年で計 4 兆円程度であり、これが仮に 10%減少するだけでも、名目 GDP 比で 0.1%弱に相当する損失となる。

とりわけ半導体等製造装置とプラスチックに対する影響が大きく、両品目は中国向けの割合も高い。これらを製造する企業にとって中国はいわば「お得意様」であり、対中輸出が制限されれば国内の雇用や生産設備にも影響が及ぶだろう。

このうち半導体製造装置については、日本政府が 2023 年 7 月 23 日から実施する先端半導体製造装置の輸出規制の影響が当面は注目される。政府は国内企業への影響について限定的との見解を示しているが⁶、将来的に機会損失が膨らむ可能性は否定できない。

確かに新たな規制対象は 23 品目に絞られているが、日本の生産シェアが高い前工程用の装置が含まれている（図表 4 右）。また、輸出の減少が規制対象外の品目にも及ぶおそれがある。輸出規制によって半導体の製造に必要な装置を日本からの輸入で揃えるのが困難になれば、その他の半導体関連財の需要も減少し得るからだ。それでなくとも、一部の装置で高いシェアを持つ米国が輸出規制を実施していることから（図表 4 右中の赤い斜字）、日本から見た外需の縮小は避けられないだろう。さらに、日米などの輸出規制を受けて中国などの規制対象国が半導体製造技術の開発を加速させれば、長期的には同装置の外需が一層減少する可能性もある。

図表 4：IPEF の「重要品目」等における日本の対中輸出額（左）、半導体製造装置における日本の生産シェア（右）



(注) 左図は 2021 年の数値。右図は 2018 年の数値で、色付けした品目は日本の規制対象。赤い斜字は米国が世界シェアの過半を占める品目。露光装置はコータ・デベロッパを除く。

(出所) 財務省、経済産業省、UN Comtrade、Informa Tech 資料より大和総研作成

日本が中国から安価に輸入していた重要品目を IPEF 参加国などから新たに調達することで、輸入コストが増加することも懸念される。中国からの輸入単価と参加国のそれとの差額から試算すると、日本が 2021 年の重要品目等の輸入数量を維持するためには年 57 億ドル程度（当時の為替レートで 0.6 兆円程度）の追加コストが発生する。世界の GDP の 4 割を占める IPEF 参

⁶ 経済産業省「[西村経済産業大臣の閣議後記者会見の概要](#)」（2023 年 3 月 31 日）

加国が一斉に脱中国を進めれば、これらの品目の獲得競争が生じて価格が高騰し、代替調達コストが一層増加する可能性もある。

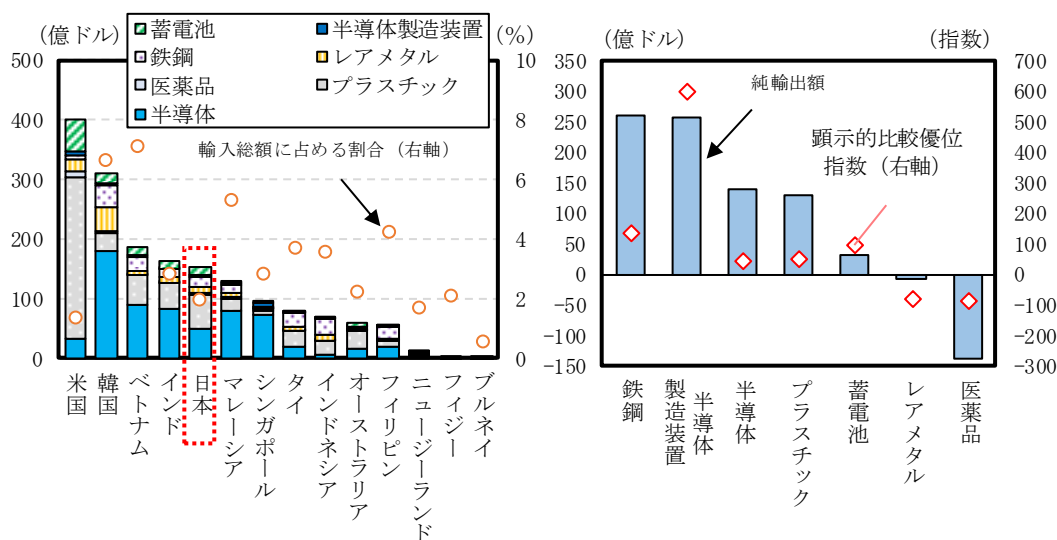
日本は IPEF 参加国の代替需要を取り込むことで悪影響を緩和できるか

IPEF 参加国は中国からの重要品目の輸入を減らす一方、IPEF 内での重要品目の貿易は活発化することが予想される。日本にとっては、参加国向けの輸出が増える好機となるだろう。

重要品目等における参加国の対中輸入額をまとめたものが**図表 5 左**である。特に輸入額が多いのは、米国ではプラスチックと蓄電池で、その他の参加国では半導体、プラスチック、鉄鋼である。これらは脱中国によって宙に浮く可能性のある需要とも読み替えられ、合計額は 1,550 億ドル程度（当時の為替レートで 17 兆円程度、日本を除く）に上る。

この点、重要品目等における日本の国際競争力を「顕示的比較優位指数」で測ると（**図表 5 右**）、レアメタルと医薬品を除いてプラス圏にあり、半導体製造装置は特に高水準にある。すなわち重要品目の多くで日本の国際競争力は比較的高く、中国からの代替調達先となる可能性がある。今後は参加国の需要額がとりわけ大きい半導体やプラスチック産業において日本が競争力を発揮するかどうかや、対中輸出の減少や代替調達コストの増加といった悪影響を代替需要の取り込みでどの程度緩和できるかなどが注目される。

図表 5：IPEF の「重要品目」等における参加国の対中輸入額（左）と日本の国際競争力（右）



(注1) 左図は IPEF の「重要品目」に加え、日本の経済安保促進法において「特定重要物資」に指定されている医薬品を掲載。2021 年の数値で、韓国・ベトナム・シンガポール・タイ・ブルネイは 2020 年。

(注2) 右図のレアメタルはレアアースを含む。顕示的比較優位指数の計算式は以下の通り（X は輸出額、M は輸入額、添え字の j は日本、w は世界全体、i は品目を示す）。

$$\{(X_{ij}/X_j) / (X_{iw}/X_w) - 1\} - \{(M_{ij}/M_j) / (M_{iw}/M_w) - 1\} \times 100$$

(出所) UN Comtrade、国際貿易センターより大和総研作成

3. 経済安全保障の強化で国内投資は活発化するか

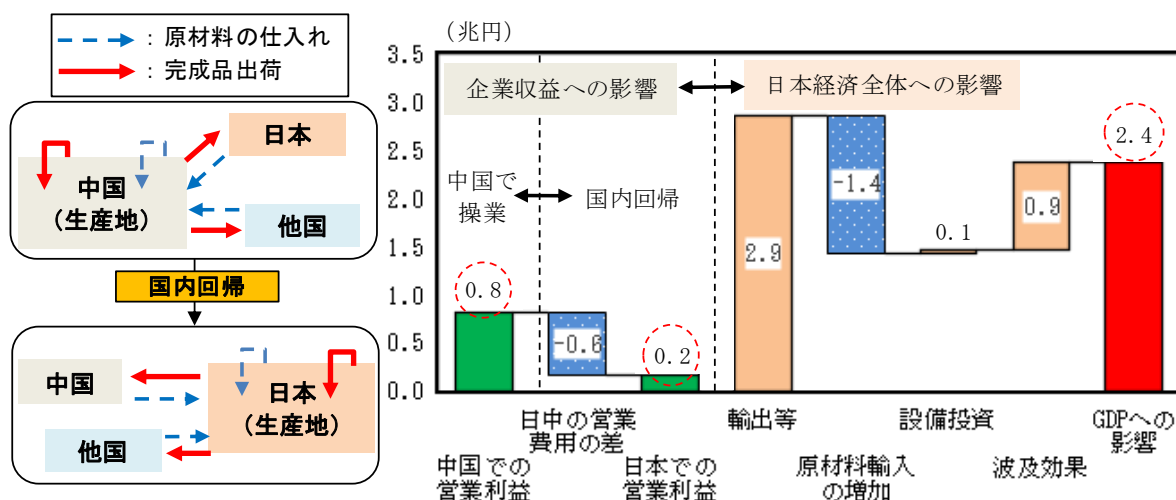
海外事業の国内回帰は経済効果が大きい一方で企業収益にはマイナスの影響

政府は半導体や蓄電池など重要物資の安定供給に資する民間企業の国内設備投資に対して、大規模な経済的支援策を実施している。台湾の半導体メーカーであるTSMCは熊本県で工場建設を進めているが、約86億ドル（1兆円超）の設備投資額に対して政府は最大で4,760億円を支援する。また、国内半導体メーカーのラピダスが次世代半導体工場を北海道に建設するが、総額約5兆円と見込まれている投資額に対して政府は約3,300億円を支援する。トヨタ自動車のEV（電気自動車）用リチウムイオン電池開発に対しても1,178億円の支援を決定した。対象事業の総額は約3,300億円の見込みであり、投資額の3分の1超が補助金で賄われる。

こうした国内投資が日本経済に大きなプラスの効果をもたらすことはいうまでもない。だが上記の案件は、公費による民間企業の大幅な負担軽減は国益にかなうと政府が判断した特殊なケースである。経済安全保障の重要性の高まりや円安の進展などにより、生産拠点としての日本の競争力は改善したものの、それが国内投資の自律的な増加につながるとは限らない。

一例として、中国での事業活動が日本に移管された場合の日本企業・経済への影響を、経済産業省「海外事業活動基本調査」や産業連関表などをもとに定量的に検討しよう。**図表6**は機械関連の3業種（一般機械、電気機械、輸送機械）を対象に、中国現地法人の事業活動の1割（売上額で3兆円弱）が日本に移管した場合の試算結果である。日本国内では設備投資が増加するほか、貿易フローも変化する（**図表6左**）。原材料の調達先が替わることで日本の輸入額が増加する一方、中国現地法人が行っていた生産活動が日本に移ることで輸出額なども増加する。経済波及効果を含めると、日本のGDPは2.4兆円増加する（**図表6右**）。

図表6：機械関連の3業種において中国現地法人の事業活動の1割（売上額で3兆円弱）が日本に移管した場合の貿易フローの変化（左）と企業収益・日本経済への影響（右）



(注)「機械関連の3業種」とは一般機械、電気機械、輸送機械。日本での営業利益は、中国現地法人の売上高に日本の機械企業の売上高営業利益率を乗じることで算出した。輸出等の増加は、生産地を中国から日本に移管した場合に売上高が変わらないと仮定した数値。波及効果は付加価値ベース。

(出所) 経済産業省、総務省、Haver Analytics より大和総研作成

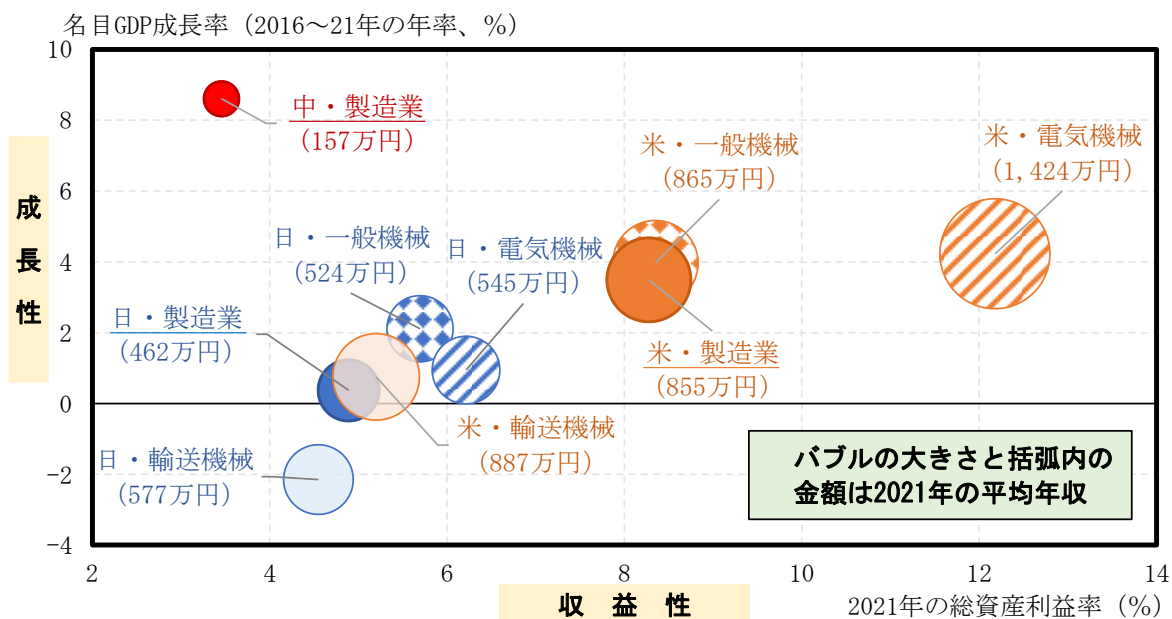
しかしながら、企業収益への影響はむしろマイナスになる点には注意が必要だ。日中間の収益率の違いを機械的に当てはめると、国内回帰後の営業利益は中国で操業を続けた場合と比べて0.6兆円減少するとみられる（**図表 6 右**）。企業がこれほど大きな機会費用を負担しても日本で事業活動を行う理由がなければ、国内回帰が自発的に進む可能性は低い。

国内回帰による日本経済への恩恵は大きいですが、その主体となる企業にとっては中国での操業の方が経済合理的であり、国内回帰を選択しにくいという状況にあるとみられる。実際、日本の中国向け直接投資は足元でも底堅く推移しており、今のところ企業行動に大きな変化は見られない。

「低成長・低収益」という日本市場の課題にも官民で取り組む必要

国内投資が活発化するには、企業から見た事業拠点としての日本の魅力を高めていく必要があるだろう。**図表 7** は日本・米国・中国における製造業と機械関連の3業種について、収益性（総資本利益率）と成長性（当該業種の名目GDP成長率）、事業コスト（従業員の平均年収）を散布図で比較したものである。

図表 7：日米中の製造業における収益率と成長率、雇用者の平均年収



(注) 総資産利益率は当期純利益ベース。雇用者の平均年収は2021年の市場為替レートで円換算している。
(出所) 内閣府、財務省、厚生労働省、FRB、US Census、BEA、中国国家統計局、CEIC、Haver Analytics より大和総研作成

製造業に目を向けると、米国の収益性の高さと中国の成長性の高さが目立つ。米国では雇用者の平均年収（2021年で855万円）が日中のそれを大幅に上回るなど事業コストが高いにもかかわらず、総資産利益率は8%を超える。

中国の製造業の収益性は3カ国の中で最も低いものの、2016～21年の名目GDP成長率は年率換算で+8.6%と成長性が飛びぬけて高い。また中国の名目賃金は長期に上昇してきたとはいえ、雇用者の平均年収は日本の3分の1程度にとどまる。工業用地の全国平均地価も日本より低く⁷、中国のコスト競争力は依然として高いようだ。国内外の製造業の企業から見ると、日本は米国や中国に比べて魅力に乏しい投資先に写っているだろう。

機械関連の3業種について日米間で比較しても同様の傾向が確認できる。とりわけ両国で乖離が大きいのが電気機械だ。米国における電気機械の総資産利益率は12%超と、日本のその2倍近い水準にある。また、名目GDP成長率は年率換算で3%ptほどの開きがある。

政府は重要物資の安定供給の強化だけでなく、「低成長・低収益」という日本の製造業が抱える課題や、先端技術の専門人材の確保や育成⁸などにおいても、民間企業と連携して積極的に取り組む必要がある。

図表8：日本経済見通し＜第217回日本経済予測 改訂版（2023年6月8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)	548.8	546.7	547.3	551.0	553.1	555.6	557.8	559.8	561.1	562.4	563.7	565.1	548.5	556.5	563.1
<前期比、%>	1.4	-0.4	0.1	0.7	0.4	0.5	0.4	0.4	0.2	0.2	0.2	0.2			
<前期比年率、%>	5.6	-1.5	0.4	2.7	1.5	1.8	1.6	1.4	1.0	0.9	0.9	1.0			
<前年同期比、%>	1.8	1.5	0.4	1.9	0.7	1.6	2.0	1.5	1.5	1.2	1.0	1.0	1.4	1.5	1.2
													(1.0)	(1.5)	(1.3)
民間消費支出(前期比、%)	1.7	0.1	0.2	0.5	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	0.1	-0.1	0.4	0.6	0.6	0.0	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-4.4	1.1	-0.1
企業設備投資(前期比、%)	2.2	1.5	-0.6	1.4	0.7	0.8	0.8	0.7	0.5	0.5	0.5	0.5	3.1	3.0	2.4
政府消費支出(前期比、%)	0.7	0.0	0.2	0.1	-0.5	-1.3	-0.9	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	1.1	-1.7	-0.3
公共投資(前期比、%)	0.7	0.9	0.0	1.5	0.7	0.6	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	-3.0	2.9	1.3
輸出(前期比、%)	1.5	2.5	2.0	-4.2	1.3	1.9	1.3	0.8	0.4	0.4	0.4	0.5	4.4	1.9	2.7
輸入(前期比、%)	1.0	5.6	0.0	-2.3	0.2	0.4	0.5	0.4	0.3	0.2	0.2	0.3	7.2	0.4	1.3
名目GDP(前期比年率、%)	5.1	-3.6	4.7	8.3	4.7	2.6	2.9	3.6	1.6	1.2	1.2	1.4	2.0	4.1	2.1
GDPデフレーター(前年同期比、%)	-0.3	-0.4	1.2	2.0	2.8	3.4	2.6	1.7	1.1	1.1	0.9	0.5	0.6	2.6	0.9
鉱工業生産(前期比、%)	-2.7	5.9	-3.0	-1.8	3.3	2.2	0.8	-0.1	0.0	0.2	0.3	0.3	-0.2	3.8	1.2
コアCPI(前年同期比、%)	2.1	2.7	3.8	3.5	3.0	2.1	2.1	2.3	2.1	2.0	1.3	1.2	3.0	2.4	1.7
失業率(%)	2.6	2.6	2.5	2.6	2.6	2.5	2.5	2.5	2.4	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	-12.3	-10.7	-10.2	-9.6	-9.6	-9.5	-9.4	-9.1	-18.1	-10.6	-9.3
経常収支(兆円、年率)	12.8	4.1	9.9	10.2	17.8	20.7	21.5	22.1	22.8	23.1	23.5	24.1	9.2	20.5	23.3
前提															
原油価格(WTI、ドル/バレル)	108.5	91.4	82.6	76.0	74.0	71.7	71.7	71.7	71.7	71.7	71.7	71.7	89.6	72.3	71.7
為替レート(円/ドル)	129.6	138.4	141.4	132.3	137.0	139.6	139.6	139.6	139.6	139.6	139.6	139.6	135.4	139.0	139.6

(注) 網掛け部分は大和総研予想。
(出所) 大和総研

⁷ 工業用地の全国平均地価を比較すると、2021年で日本は4.1万円/㎡程度に対し、中国は1.5万円/㎡程度である。国土交通省、中国自然資源部、CEICより大和総研作成。中国については2021年の市場為替レートで円換算している。

⁸ 電子情報技術産業協会（JEITA）「国際競争力強化を実現するための半導体戦略 2023年版」によると、今後10年間で必要とされる半導体分野の人材は国内主要8社で4万人にのぼるといふ。

米国経済 7月 FOMC で利上げ再開か

7月 FOMC まで経済指標と FOMC 参加者の発言に一喜一憂

矢作 大祐

[要約]

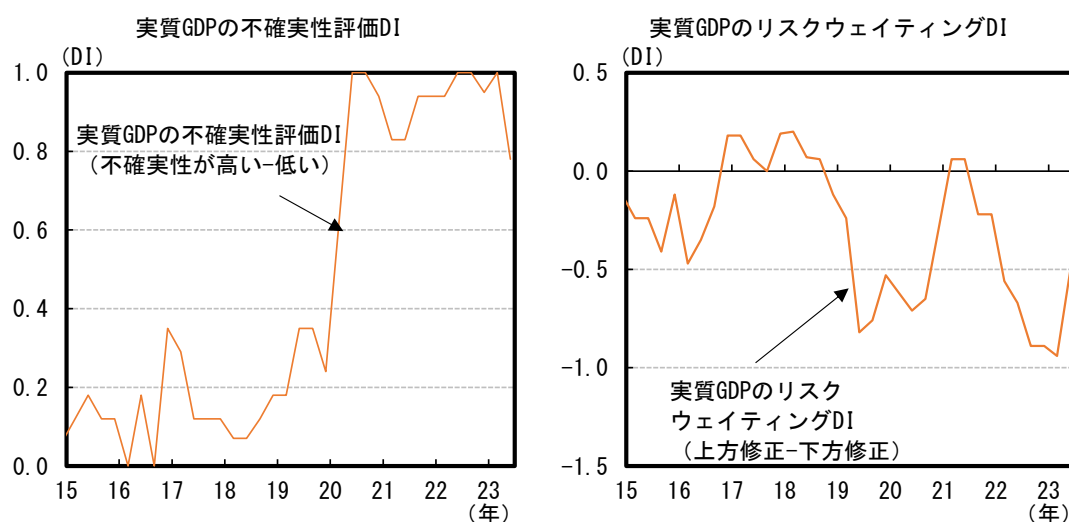
- 2023年6月13日・14日に開催されたFOMC（連邦公開市場委員会）では、市場の予想通り金利は据え置きとなった。しかし、FOMC参加者の金利予想であるドットチャートの2023年末中央値が0.50%pt引き上げられるサプライズが起きた。7月25日・26日の次回FOMCで、早くも利上げが再開される可能性がある。他方、ドットチャートに対して、市場参加者の年内利上げの折り込みは、0.25%ptに留まる。こうした予想の乖離はままあるが、過去を見れば両者の見通しは収斂していくことが多く、今後の経済指標やFOMC参加者の発言を通じて見解のすり合わせがなされていくことが想定される。
- 経済指標としては、5月のコアPCE価格指数（6月30日公表）、6月の雇用統計（7月7日公表）の賃金上昇率及びCPI（7月12日公表）が注目される。とりわけコアPCE価格指数や賃金上昇率は、利上げを回避するのであれば一層の減速が望まれるが、これまでを振り返れば減速ペースは緩やかといえる。またCPIに関しては、サービス価格の減速が本格化していくかがカギを握ることになる。
- 加えて、経済指標に対するFOMC参加者の見解も注目されるが、FOMC参加者のスタンスもそれぞれ異なることから、指標の解釈にもばらつきが生じ、市場はFOMC参加者の発言に対して一喜一憂することになるだろう。銀行不安を経験し、市場や人々が不確実性に対して敏感になっている中で、市場や人々が混乱すれば、3月の銀行不安の時のように、景気や金融政策の見通しは一層不透明になる。FOMCが市場と慎重にコミュニケーションができるかが、秩序あるインフレ減速のプロセスを進める上で重要となろう。

6月のFOMCでは金利据え置きも、7月FOMCで利上げ再開か

2023年6月13日・14日に開催されたFOMC（連邦公開市場委員会）では、政策金利であるFF（フェデラルファンド）レートの誘導目標レンジが、従来の5.00-5.25%で据え置かれた¹。5月のFOMCで利上げの一旦停止が示唆されていたことから、市場にとっても金利据え置きは既定路線であったといえる。他方で、今回のFOMCで公表されたFOMC参加者のFF金利見通し（ドットチャート）における2023年末の中央値が、前回の見通しから0.50%pt（0.25%ptの利上げを2回分）引き上げられたことは市場にとってサプライズとなった。また、パウエル議長がFOMC声明文発表後の記者会見で、7月25日・26日の次回FOMCに関して「live」という政策変更があり得る際の単語を用いたことから、早くも7月のFOMCで利上げが再開される可能性がある。

年内0.50%ptの追加利上げが示唆された背景には、FOMC参加者の中で実質GDP成長率が上振れするとともに、インフレの減速ペースが前回の予想公表時（3月のFOMC時点）に比べて緩やかになるとの見方が強まったことが挙げられる。6月時点のFOMC参加者による経済見通し（SEP）を見ると、2023年の実質GDP成長率（4Qの前年比）が3月時点の+0.4%から+1.0%、2023年のコアPCE価格指数の上昇率（同）が3月時点の+3.6%から+3.9%へと上方修正された。こうした景気判断の変更は、足下までの景気の底堅さに加え、3月以来、景気の下振れリスク要因となっていた銀行不安が小康状態にあることや、5月に債務上限問題が解決したことを反映したものと考えられる。FOMC参加者は、実質GDPに関する不確実性評価DIにおいて、不確実性が低下したと捉え、上振れ・下振れリスクの認識を測る実質GDPに関するリスクウェイトDIにおいて、下振れリスクが縮小したと認識している。

図表1 実質GDPの不確実性評価DI、実質GDPのリスクウェイトDI



(出所) FRB より大和総研作成

年内0.50%ptの追加利上げの示唆は、インフレの減速が緩やかな中でドットチャートの中央値が繰り返し上方修正されてきた過去のFOMCの傾向に戻ったといえるのかもしれない。各FOMC

¹ 大和総研 ニューヨークリサーチセンター 矢作大祐「FOMC FF金利は予想通り据え置き」（2023年6月15日）参照 https://www.dir.co.jp/report/research/economics/usa/20230615_023849.html

時点における 2023 年末のドットチャートの中央値の推移を見ると、2022 年 12 月の FOMC までは前回のドットチャートの最高値を上回るように上方修正されてきた。3 月初にパウエル議長は先行きの利上げの再加速（0.25%pt から 0.50%pt へ）をほのめかしたことから、本来は従来通り上方修正される可能性があったが、銀行不安によって 3 月のドットチャートの中央値は 2022 年 12 月のドットチャートの中央値のまま据え置かれた。6 月のドットチャートの中央値（5.6%）は、FOMC 参加者の認識における景気の下振れリスクが低下したことで、これまでの FOMC が繰り返してきたようにインフレ率高止まりへの懸念が再び強まり、2022 年 12 月のドットチャートの最高値（5.6%）まで引き上げられたとも解釈できよう。

図表 2 FOMC 参加者の FF 金利予想値（2023 年末）

（年/月）	21/12	22/03	22/06	22/09	22/12	23/03	23/06
中央値（%）	1.6	2.8	3.8	4.6	5.1	5.1	5.6
最高値（%）	2.1	3.6	4.4	4.9	5.6	5.9	6.1

（出所）FRB より大和総研作成

FOMC 参加者の金利や景気・物価の見通しに変化があった一方、市場参加者は前述の 3 月の FOMC 時点の FOMC 参加者の見通しに近い想定を置いている。6 月の市場コンセンサス（Blue Chip）を見ると、2023 年の実質 GDP 成長率（4Q の前年比）は+0.5%、コア PCE 価格指数の上昇率（同）が+3.7%となっている。そして、市場では 2023 年 7 月の FOMC での 0.25%pt の追加利上げは織り込まれているものの、それ以降は年内金利据え置きがベースシナリオとなっている。FOMC 参加者の予想と市場参加者の予想の間に乖離が生じていることはままあるが、過去を見れば両者の見通しは収斂していくことが多い。パウエル議長も政策変更に関して市場を驚かせるようなことはしないと述べていることから、2023 年内の追加利上げに関しても今後の経済指標や FOMC 参加者の発言を通じて見解のすり合わせがなされていくことが想定される。

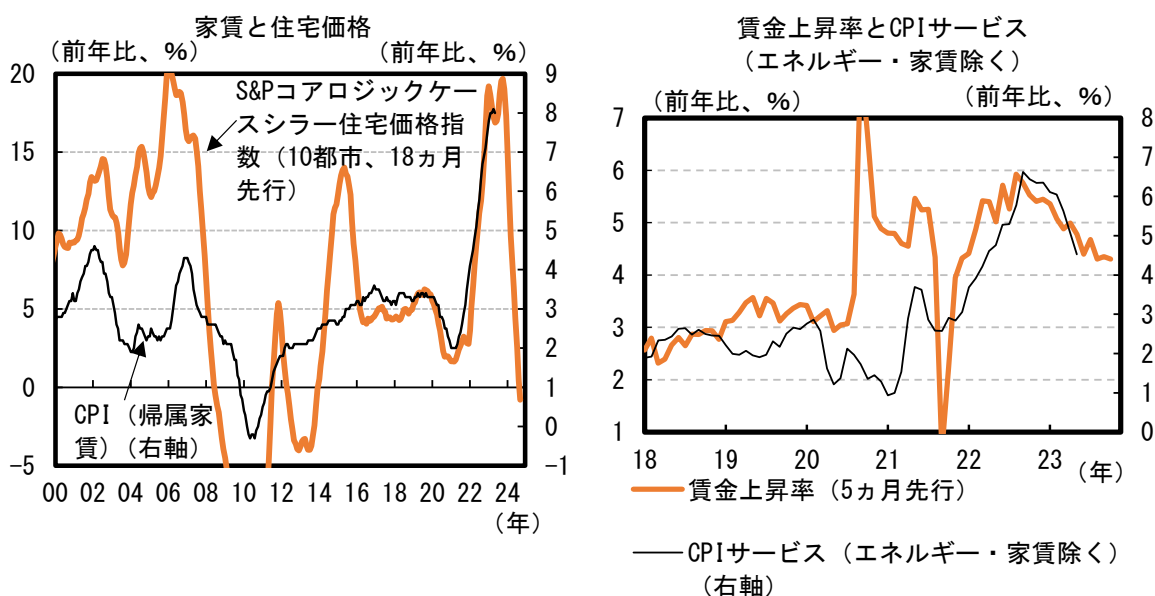
見解のすり合わせの過程において、当面は 7 月の FOMC での 0.25%pt の利上げの可能性が焦点となる。パウエル議長は、今後の利上げに関してデータ次第と述べていることから、FOMC の前に公表される主要指標がその可能性を判断する上でのカギを握る。具体的には 5 月のコア PCE 価格指数（6 月 30 日公表）、6 月の雇用統計（7 月 7 日公表）及び CPI（7 月 12 日公表）といった経済指標が注目されよう。各指標におけるポイントを確認すると、パウエル議長が高止まりを懸念しているコア PCE 価格指数に関して、追加利上げが示唆されていなかった 3 月時点の FOMC 予想に近いペースとなれば、金利据え置きのバイアスが強まることになる。具体的には、5 月以降のコア PCE 価格指数が前月比+0.23%以下の伸びとなることが基準となる。他方で、6 月の FOMC 予想に近いペースとなれば利上げバイアスは強まることになり、前月比+0.28%が目安となる。なお、過去 2 年間でコア PCE 価格指数が前月比+0.23%を下回ったことは 3 回しかない。

雇用統計に関しては、パウエル議長がコア PCE 価格指数を構成するコアサービス価格と連動することで注目している、賃金上昇率がポイントとなる。賃金上昇率は緩やかな減速傾向にあるものの、2023年1月以降で見ると、前年比+4.4%前後の推移が続いており、足踏みしている。インフレが2%前後で推移してきた2018-2019年の賃金上昇率が前年比+3%前半で推移してきたことを踏まえれば、現状の賃金上昇率は1%程度で高止まりしている。賃金上昇率に関するFOMC参加者の予想値はないが、2023年内に2018-19年の賃金上昇率のペースに近づくことを仮の目標とすれば、6月以降の賃金上昇率の前月比が+0.26%以下まで減速する必要がある。なお、過去2年間で賃金上昇率の前月比が+0.26%を下回ったことは1回しかない。

CPIに関しては、CPIのコアサービス価格指数の減速具合を確認することとなる。依然として高い伸びとなっている家賃がピークアウトの傾向を示すがが注目される。パウエル議長は、主要な住宅価格が急減速する中で家賃のピークアウトは時間の問題としながらも、実際に減速し始めるのが想定よりも遅くなる可能性があり、データを確認したいと述べた。また、コアサービス価格指数(除く家賃)が賃金上昇率とともに減速ペースを速めるかについても要注目である。パウエル議長は、労働需給は幾分緩和し始めているものの、インフレが減速していく初期段階であり、継続的にペースダウンしていくかを見届けたいと指摘している。

こうした指標の結果に対するFOMC参加者の発言を手掛かりに、7月のFOMCでの利上げ再開の可能性を読み解いていくことになる。ただ、FOMC参加者のスタンスもそれぞれ異なることから、指標の解釈にもばらつきが生じ、市場はFOMC参加者の発言に対して一喜一憂することになるだろう。金融政策を巡って先行きを見通しにくくなっており、銀行不安を経験し、市場や人々が不確実性に対して敏感になっている点は不安要素である。市場や人々が混乱すれば、3月の銀行不安の時のように、景気や金融政策の見通しは一層不透明になる。FOMCが市場と慎重にコミュニケーションができるかが、秩序あるインフレ減速のプロセスを進める上で重要となろう。

図表3 家賃と住宅価格、賃金上昇率とCPIサービス(エネルギー・家賃除く)



(出所) BLS、S&P、Haver Analytics より大和総研作成

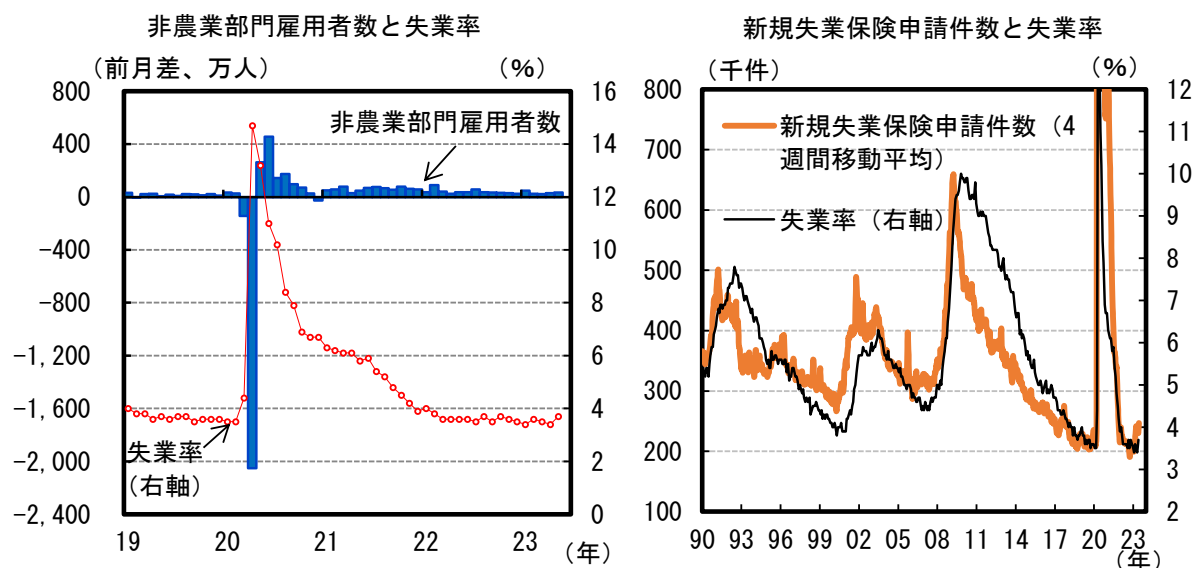
新規失業保険申請件数の水準は上方にシフト²

2023年5月の雇用統計では、非農業部門雇用者数が前月差+33.9万人と前月から加速し、市場予想を大きく上回った。しかし、失業率は同+0.3%ptの3.7%と上昇に転じ、内容を見ても非自発的失業が増加した。事業所調査（堅調な雇用者数）と、家計調査（増加した失業者数）で方向感が異なる結果になったといえる。強弱が入り交じっている現状は、雇用統計で見た場合の雇用環境の悪化ペースが緩やかであることを示唆している。

その他の雇用関連指標を見ると、2023年4月の求人件数は前月差+35.8万件と4カ月ぶりに増加し、水準も1010.3万件となった。4月の求人件数の水準は直近の失業者数の約1.7倍となっており、依然として労働需要は高水準にあるといえる、他方で、新規失業保険申請件数に関しては、6月4日-6月10日には26.2万人となり、2週連続で26万人台となった。新規失業件数が20万台前半で推移していた2月から5月後半に比べて、足下は水準が上方にシフトしており、6月以降の雇用統計においても失業率が継続的に上昇していく可能性がある。

失業率が上昇していく可能性がある一方、労働需要が高水準である以上、人々が職を選ばなければ、失業率の急上昇は回避できると考えられ、雇用環境が急激に悪化しにくい状況には変わりない。また、雇用環境の悪化は、金融引き締め効果がようやく発現し始めたことを意味し、賃金上昇率の減速への帰結を意味する。景気の急激な腰折れを示唆しない現状程度の雇用環境の悪化であれば、インフレ抑制の観点からポジティブに捉えることもできるだろう。

図表4 非農業部門雇用者数と失業率、新規失業保険申請件数と失業率



(出所) BLS、Haver Analytics より大和総研作成

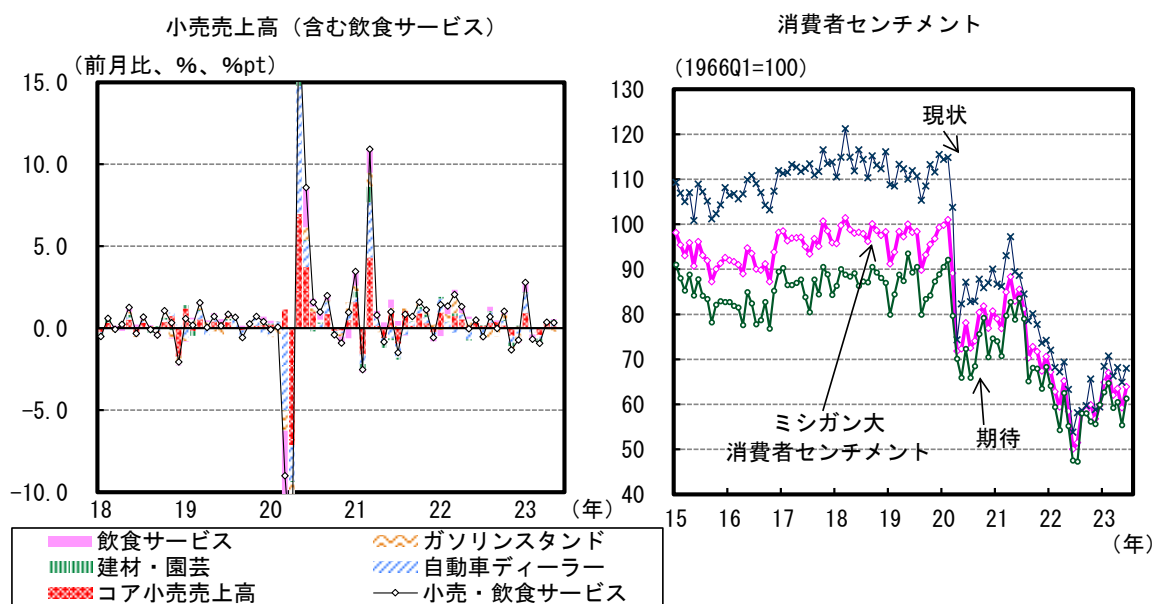
² 大和総研 ニューヨークリサーチセンター 矢作大祐「非農業部門雇用者数は前月差+33.9万人」（2023年6月5日）参照 https://www.dir.co.jp/report/research/economics/usa/20230605_023835.html

5月の小売売上高は底堅く推移し、消費者マインドは改善

個人消費の動向を確認すると、2023年5月の小売売上高(含む飲食サービス)は前月比+0.3%と2カ月連続で増加し、市場予想(Bloomberg調査:同▲0.1%)を上回った。振れが大きい業種(自動車ディーラー、ガソリンスタンド、建材・園芸、飲食サービス)を除く、コア小売売上高は同+0.2%と2カ月連続で増加したものの減速した。5月の小売売上高(含む飲食サービス)の内訳を見ると、堅調な伸びとなったのは建材・園芸(同+2.2%)、自動車・同部品(同+1.4%)であり、冴えない結果となったのはガソリンスタンド(同▲2.6%)と、振れが大きい業種の増減が目立った。この他、GMS(同+0.4%)、飲食サービス(同+0.4%)なども底堅い。

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は、2023年6月(速報値)が前月差+4.7ptと改善し、水準は63.9となった。構成指数の内訳を見ると、現状指数(同+3.1pt)に比べて、期待指数(同+5.9pt)の改善幅が大きい。ミシガン大学は、インフレが減速し、債務上限問題が解決したことが消費者マインドを押し上げたと説明している。また、ミシガン大学は消費者が先行きの景気に対する楽観姿勢を強めた一方で、将来の所得に対する期待が軟化しており、消費者マインドは低水準のままと評価している。消費者マインドにおいて景気の下振れリスクが低下していることはポジティブな要因といえるが、足下で雇用環境が緩やかに悪化していることが足かせとなり、消費者マインドは大幅には改善しにくい状況が続くと想定される。

図表5 小売売上高(含む飲食サービス)、消費者センチメント



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

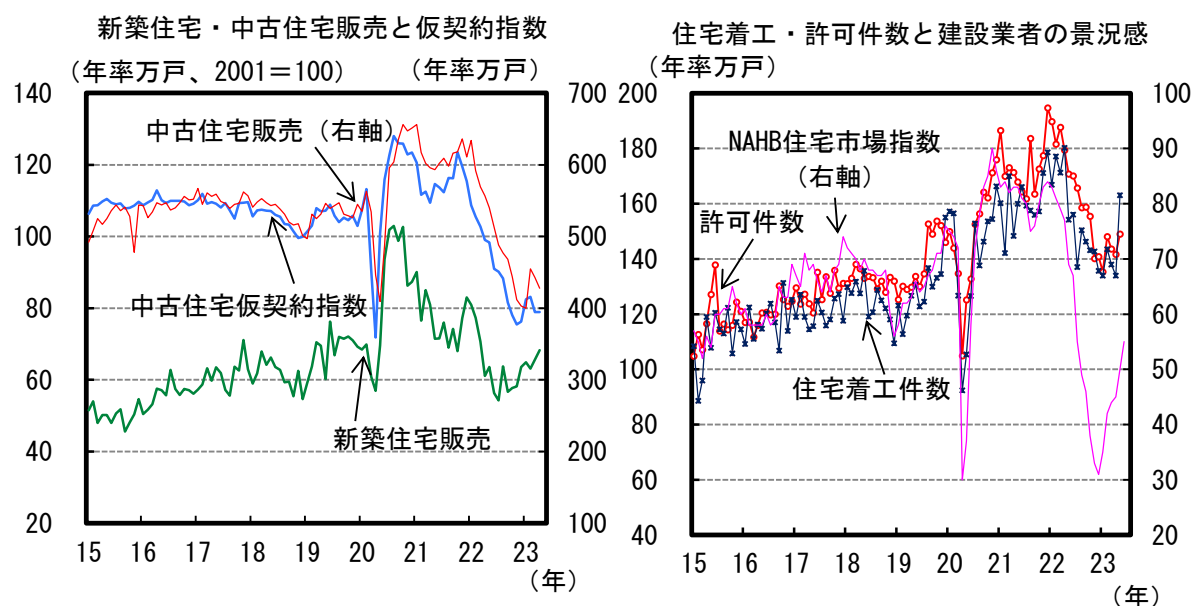
住宅市場は改善の兆しが継続

住宅需要に目を向けると、2023年4月の新築住宅販売（戸建）は、前月比+4.1%と2カ月連続で増加した。他方で、中古住宅販売（ condominium等含む）に関しては、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考えられ、先行指数である中古住宅仮契約指数は4月に前月比+0.0%と反動減は一巡しつつある。とはいえ、中古住宅の在庫が低水準のまま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選好する状況は続く可能性があるだろう。続いて、ロイター／ミシガン大消費者センチメントの住宅購入意欲を確認すると、5月は銀行不安や債務上限問題で大幅に悪化したが、6月（速報値）は4月の水準まで回復した。

住宅供給に関しては、新築住宅着工は、2023年5月に前月比+21.7%と急伸し、3カ月ぶりのプラスに転じた。また、先行指標である建設許可は同+5.2%と3カ月ぶりに増加した。着工、建設許可ともに、2月の大幅増からの反動減が続いていたが、その影響が一巡しつつあるといえる。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6月分は前月差+5ptと5月に引き続き大幅に上昇し、6カ月連続で回復した。NAHBは、住宅在庫の水準が低いことや、サプライチェーンの段階的な改善が続いていることから、建設業者は住宅市場について慎重ながらも楽観視していると指摘している。

以上のように、住宅需要・供給ともに改善の兆しが続いている。しかし、住宅ローン金利は高止まりしており、住宅需要が本格的に回復していく足かせとなり得る。また、NAHBは住宅建設業者が融資を受けることがさらに困難になっており、住宅供給が拡大しにくい可能性があるとして指摘している。利上げの再開が示唆される中で、住宅需要・供給ともに資金調達環境が改善することは見込みにくく、住宅市場が再度冷え込むリスクは残る。

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



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

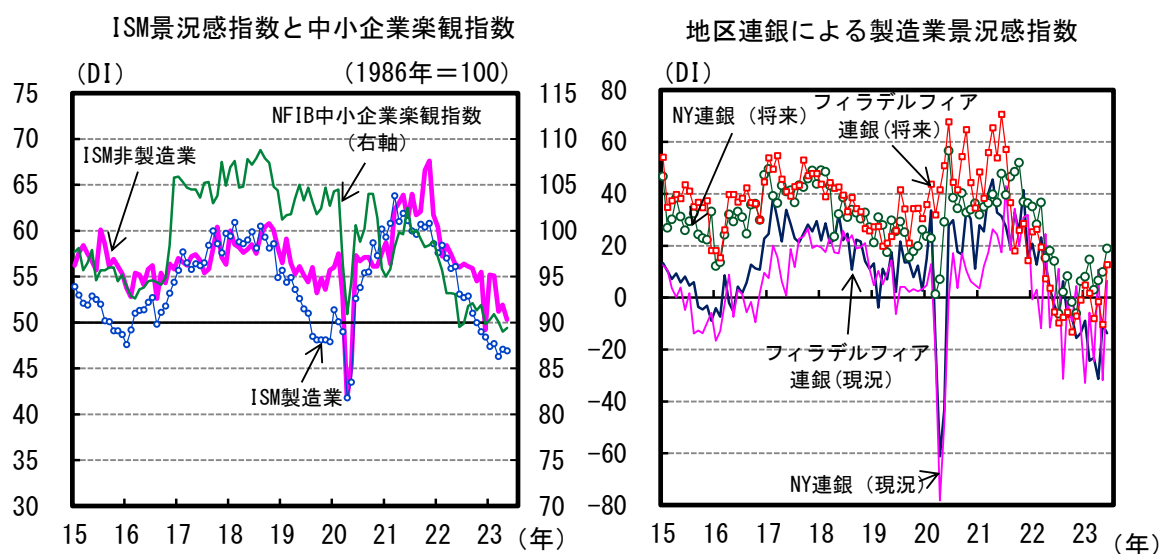
ISM 非製造業も好不況の目安である 50%付近まで低下

2023年5月のISM景況感指数は、製造業が前月差▲0.2%ptの46.9%と悪化した。好不況の目安である50%を7カ月連続で下回ったが、足下で悪化ペースは緩やかになっている。他方、非製造業は同▲1.6%ptと悪化し、水準は50.3%と好不況の目安である50%に肉薄した。構成項目を見ると、製造業に関しては、新規受注指数と入荷遅延指数、在庫指数が悪化した一方、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、雇用指数、新規受注指数、入荷遅延指数の全てが悪化した。企業のコメントを見ると、製造業・非製造業ともに、ビジネスの好不調は業種によってばらつきがある。とはいえ、前月から成長したと回答した業種数は製造業・非製造業のどちらも減少しており、企業を取り巻く環境は悪化しているといえる。

中小企業マインドに関しては、2023年5月のNFIB(全米独立企業連盟)中小企業楽観指数は、前月差+0.4ptと3カ月ぶりに改善し、水準は89.4となった。内訳項目を見ると、利益に対する期待は悪化したものの、資本支出計画や在庫状況は改善した。ただ、指数が改善したとはいえ、NFIBは中小企業経営者が景気の先行きに対して懸念を抱いたままであると指摘している。

足下の企業マインドをまとめると、製造業のマインドの悪化ペースが緩やかになった一方で、非製造業のマインドの悪化が目立つ。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+38.4pt)が大きく改善した。3カ月連続で大幅な変動となっており方向感をつかみにくいが、3カ月移動平均で見れば2022年後半以降マイナスが続いている。フィラデルフィア連銀(同▲3.3pt)は悪化し10カ月連続でマイナスとなった。他方、将来指数に関しては、NY連銀(同+9.1pt)、フィラデルフィア連銀(同+23.0pt)のどちらも改善し、水準もプラスとなった。地区連銀製造業景況感指数でみれば製造業は先行きに対して楽観的になりつつあるようだが、前述の通り中小企業は先行きに対して懸念を抱いているという指摘もあることから、企業マインドが一貫して改善していくという状況とはいえない。

図表7 ISM景況感指数とNFIB中小企業楽観指数、地区連銀による製造業景況感指数



(出所) ISM、NY連銀、フィラデルフィア連銀、NFIB、Haver Analyticsより大和総研作成

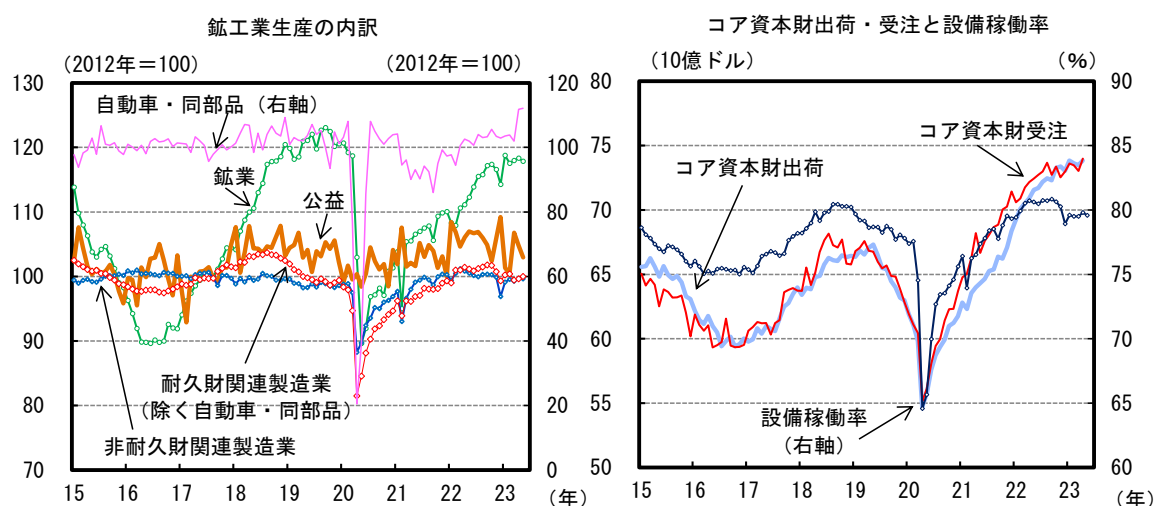
5月の鉱工業生産指数は低下し、市場予想を下回る

企業の実体面に関して、2023年5月の鉱工業生産指数は前月比▲0.2%と低下し、市場予想(Bloomberg調査:同+0.1%)を下回った。鉱工業生産指数の内訳を見ると、4月に加速した製造業(同+0.1%)が減速した。また、鉱業(同▲0.4%)はマイナスに転じ、公益(同▲1.8%)は2カ月連続でマイナスとなった。

製造業の内訳を見ると、耐久財(前月比+0.3%)はプラスを維持したが、非耐久財(同▲0.1%)はマイナスに転じた。耐久財に関しては、その他輸送用機器(同+2.5%)がプラスに転じ、電気機械(同+1.4%)が2カ月連続で高い伸びとなったことが全体を押し上げた。一方、4月に高い伸びとなったコンピューター・電子機器(同▲0.8%)や一次金属(同▲0.6%)がマイナスになったことに加え、自動車・同部品(同+0.2%)が大幅に減速したことが足を引っ張った。非耐久財に関しては、石油・石炭製品(同+1.7%)が加速したものの、衣服・革製品(同▲1.6%)や印刷(同▲0.9%)、繊維・繊維製品(同▲0.9%)が全体を押し下げた。

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4月に前月比+0.5%、先行指標であるコア資本財受注が同+1.3%とどちらも3カ月ぶりにプラスに転じた。他方、5月の鉱工業生産指数がマイナスに転じたことで、5月のコア資本財出荷は伸び悩むことが想定される。なお、2023年5月の設備稼働率は前月差▲0.2%ptの79.6%となり、長期平均(1972-2022年:79.7%)とほぼ同水準となった。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しやすいと言えるが、銀行が企業向けローンの融資基準を厳格化している中で、設備投資へと回す資金も抑制されると考えられる。また、企業マインドを見ると、製造業に加え、非製造業も悪化したことを踏まえれば、設備投資意欲も低下していると想定される。

図表8 鉱工業生産の内訳、コア資本財出荷・受注と設備稼働率



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

経済見通し

足下までの経済指標を踏まえ、2023年4-6月期の実質GDP成長率は前期比年率+1.0%と、1-3月期（同+1.1%）に近いペースを維持すると見込む。他方、米国の自律的な成長を示す民間最終需要（個人消費、設備投資、住宅投資の和）は、設備投資が加速するも、住宅投資は引き続きマイナス成長となるとともに、個人消費が減速することで同+1.6%と減速すると見込む。民間最終需要は減速するものの、依然としてペースは堅調であり、急激な景気悪化を回避するという意味ではポジティブに捉えられるが、インフレ抑制の観点からはネガティブといえる。

景気の下振れリスクが低下し、インフレが高止まりし得るとの認識はFOMC参加者内で共有されており、6月のFOMCでは年内0.50%ptの利上げの可能性が示唆された。そして、データ次第では、早くも7月のFOMCで利上げが再開される可能性がある。市場参加者も7月のFOMCでの0.25%ptの利上げは現時点でも織り込んでいるものの、市場参加者は、その後は年内金利据え置きを想定しており、FOMC参加者の認識と乖離がある。こうした認識の乖離は、FOMC参加者の発言を市場が解釈することで収斂していくとみられるが、FOMC参加者のスタンスもそれぞれ異なることから、金融政策を巡る不確実性を生み得る。銀行不安を経験した市場や人々が不確実性に対して敏感になっている点は不安要素となる。市場や人々が混乱すれば、3月の銀行不安の時のように、景気や金融政策の見通しは一層不透明になることから、FOMCが市場と慎重にコミュニケーションできるかが、秩序あるインフレ減速のプロセスを進める上で重要となる。

図表9 米国経済見通し

	四半期												暦年			
	2022				2023				2024				2021	2022	2023	2024
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV				
	前期比年率、%												前年比、%			
国内総生産	-1.6	-0.6	3.2	2.6	1.1	1.0	0.4	0.1	0.7	1.3	1.5	1.7				
〈前年同期比、%〉	3.7	1.8	1.9	0.9	1.6	2.0	1.2	0.6	0.5	0.6	0.9	1.3	5.9	2.1	1.3	0.8
個人消費	1.3	2.0	2.3	1.0	3.7	1.5	0.8	0.9	1.1	1.3	1.5	1.7	8.3	2.7	2.0	1.2
設備投資	7.9	0.1	6.2	4.0	0.7	2.4	-1.7	-2.5	-0.4	1.1	1.5	1.7	6.4	3.9	1.9	-0.1
住宅投資	-3.1	-17.8	-27.1	-25.1	-4.2	-4.6	-5.8	-4.7	-1.7	0.6	1.4	2.0	10.7	-10.6	-13.2	-2.0
輸出	-4.6	13.8	14.6	-3.7	4.8	-1.5	0.9	0.7	1.2	1.9	2.1	2.3	6.1	7.1	2.9	1.2
輸入	18.4	2.2	-7.3	-5.5	2.9	1.1	0.1	0.5	0.8	1.3	1.5	1.8	14.1	8.1	-0.7	1.0
政府支出	-2.3	-1.6	3.7	3.8	4.7	2.7	1.9	1.1	1.3	1.4	1.2	1.1	0.6	-0.6	3.1	1.5
国内最終需要	1.3	0.2	1.5	0.7	3.2	1.8	0.4	0.3	0.9	1.3	1.4	1.6	6.7	1.7	1.5	1.0
民間最終需要	2.1	0.5	1.1	0.0	2.9	1.6	0.2	0.1	0.8	1.3	1.5	1.7	8.1	2.1	1.2	0.9
鉱工業生産	3.7	4.1	2.1	-2.5	-0.4	2.0	-0.4	-0.9	-0.1	0.7	1.3	1.5	4.4	3.4	0.2	0.3
消費者物価指数	9.2	9.7	5.5	4.2	3.8	2.9	3.4	3.3	2.5	2.3	2.3	2.4	4.7	8.0	4.2	2.7
失業率 (%)	3.8	3.6	3.5	3.6	3.5	3.6	3.9	4.3	4.3	4.3	4.2	4.1	5.4	3.6	3.8	4.2
貿易収支 (10億ドル)	-276	-251	-211	-214	-201	-218	-218	-219	-220	-220	-220	-221	-845	-945	-856	-881
経常収支 (10億ドル)	-281	-237	-219	-207	-200	-214	-212	-210	-209	-207	-206	-205	-846	-944	-837	-827
FFレート (%)	0.50	1.75	3.25	4.50	5.00	5.25	5.50	5.50	5.25	5.00	4.75	4.50	0.25	4.50	5.50	4.50
2年債利回り (%)	1.44	2.72	3.38	4.39	4.35	4.23	4.69	4.53	4.38	4.23	4.08	3.94	0.27	2.98	4.45	4.16
10年債利回り (%)	1.94	2.93	3.11	3.83	3.65	3.59	3.84	3.74	3.62	3.50	3.38	3.27	1.44	2.95	3.71	3.44

(注1) 網掛けは予想値。2023年6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 景気後退からの回復シナリオ

高インフレの収束が拠り所、高止まりリスクに警戒

橋本 政彦

[要約]

- 2023年1-3月期のユーロ圏のGDP成長率は二次速報段階のプラス成長から下方修正され、前期比▲0.1%となった。2四半期連続のマイナス成長となり、ユーロ圏経済はごく浅いながらもテクニカルリセッション入りが確認された。しかし、4-6月期には緩やかな景気拡大に復すると見込む。
- 足元の経済統計を確認すると、企業部門、とりわけ製造業で低迷が続いている。製造業については供給制約の解消という好材料がありつつ、内外需双方の減速により弱い動きが続くとみられる。
- 他方、家計部門については、最大の懸案事項であった高インフレが、エネルギー価格の下落を主因に着実に改善へと向かっている。また、労働市場は引き続きひっ迫した状態にあり、雇用・所得環境の改善が、先行きの個人消費の増加をサポートする公算が大きい。
- 家計にとっての好材料である賃金の上昇は、インフレ抑制を目指すECBにとっては悩みの種となりつつある。個人消費、サービス業中心の景気拡大が続くことで、賃金、およびコアインフレ率の高止まりが続き、結果として、高い政策金利が長期間維持されるリスクについては意識しておく必要がある。

ユーロ圏経済

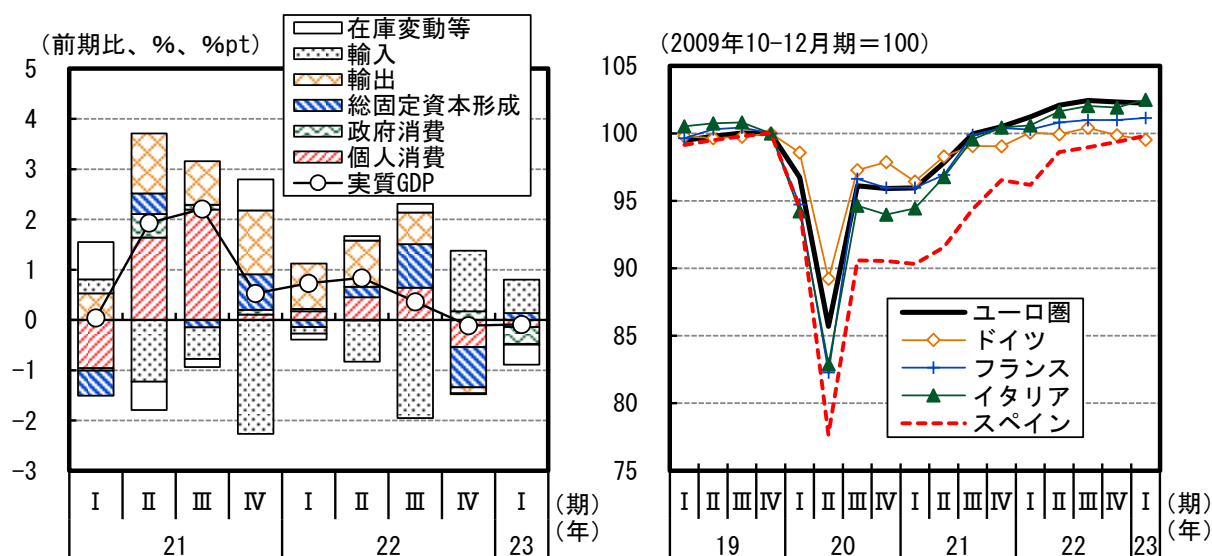
2023年1-3月期の実質 GDP はマイナス成長に下方修正、テクニカルリセッション入り

6月8日に公表されたユーロ圏の2023年1-3月期の実質 GDP 成長率（確報値）は、プラス成長（前期比+0.1%、前期比年率+0.3%）だった二次速報値から下方修正され、前期比▲0.1%（前期比年率▲0.4%）のマイナス成長となった。これにより、ユーロ圏の実質 GDP 成長率は2022年10-12月期に続き2四半期連続のマイナス成長となり、ユーロ圏経済がテクニカルリセッションに陥っていることが示された。

確報で明らかになった需要項目別の内訳では、個人消費は前期比▲0.3%と減少幅を縮小させつつも、2四半期連続で減少した。また、政府消費が同▲1.6%と大幅なマイナスとなったことに加え、在庫投資が前期比▲0.4%ptと2四半期連続のマイナス寄与となったことが GDP を押し下げた。他方、固定資本形成については前期比+0.6%と2四半期ぶりの増加に転じている。外需に関して見ると、輸出が同▲0.1%、輸入が同▲1.3%といずれも前期から減少したが、輸入の減少幅が輸出より大きかったことで、外需（純輸出）寄与は2四半期連続でのプラスとなった。

国別に成長率を確認すると、主要国ではイタリア（前期比+0.6%）、スペイン（同+0.5%）、フランス（同+0.2%）がプラス成長となる一方、速報段階ではゼロ成長だったドイツが下方修正され、同▲0.3%と2四半期連続のマイナス成長となった。ドイツ以外では、アイルランド（同▲4.6%）、リトアニア（同▲2.1%）、オランダ（同▲0.7%）、エストニア（同▲0.6%）、マルタ（同▲0.5%）、ギリシャ（同▲0.1）がマイナス成長となった。マイナス成長となった国の数は7カ国とユーロ加盟国の半数を下回ったものの、ユーロ圏 GDP で最大シェアのドイツのマイナス成長、およびアイルランドの大幅な減少が響き、ユーロ圏全体ではマイナス成長という格好である。

図表1 ユーロ圏 GDP の需要項目別内訳（左）、ユーロ圏と主要国の実質 GDP（右）



(出所) Eurostat より大和総研作成

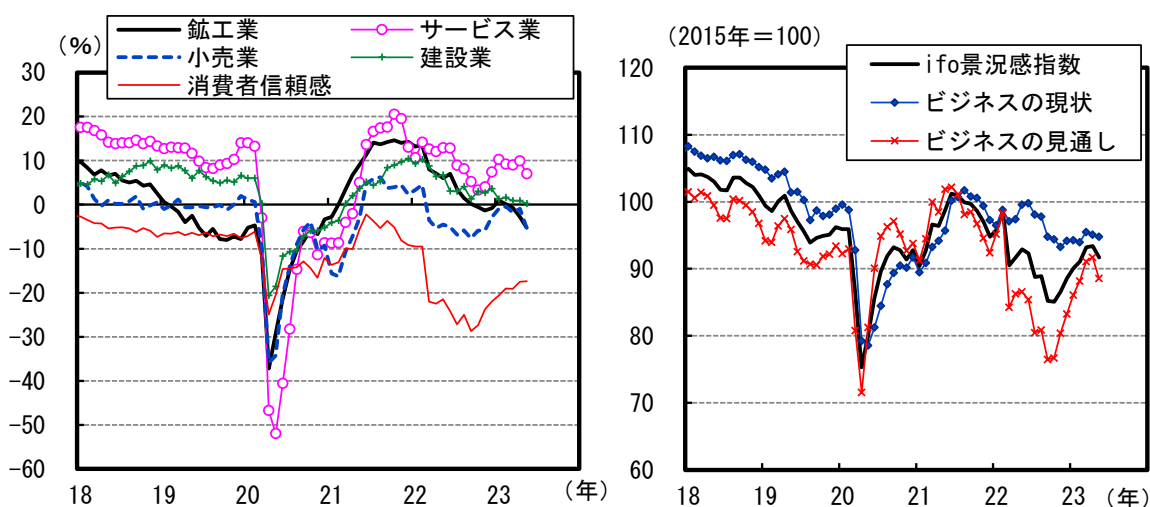
ただし、ドイツのマイナス成長に関しては、コロナ禍の収束に伴うワクチン接種や検査の減少による政府消費の大幅な減少（前期比▲4.9%）や、補助金の終了による自動車販売の低迷が影響しており、一時的な要因による下押しが響いている。また、アイルランドの大幅なマイナス成長に関しては、振れが大きい一部の多国籍大企業による知的財産投資の減少が影響したことがCSO（アイルランド中央統計局）によって指摘されている。ユーロ圏は2022年末からテクニカルリセッション入りとなったが、マイナス幅は限定的であることに加え、こうした特殊要因が影響したことを踏まえれば、先行きについては過度に悲観的になる必要はないだろう。今回の見通しでは、ユーロ圏の2023年の経済成長率見通しを、従来の前年比+0.7%から同+0.5%へと引き下げたが（2024年予想は同+1.2%で不変）、主な要因は1-3月期の下方修正であり、4-6月期以降は、緩やかな景気拡大に復すると見込む。

5月は企業部門の景況感が軒並み悪化

もともと、持ち直しが期待される4-6月期に関して、足元の経済統計は冴えないものが多く、とりわけ製造業を中心とした企業部門では弱さが目立つ。

ユーロ圏の景況感指数（総合）は、4月のごく小幅な改善（前月差+0.1pt）に続き、5月は同▲2.5ptと想定外に大きく低下した。指数の水準は96.5と、2000年以降の長期平均（=100）を下回っており、4-5月の平均でも97.8と、長期平均のみならず1-3月平均（99.3）も下回っている。5月の低下に関して部門別に内訳を見ると、指数を構成する5部門のうち、消費者信頼感が低水準ながらも前月からわずかに上昇する一方で、企業関連の4部門（鉱工業、サービス業、小売業、建設業）がいずれも前月から低下した。指数の水準に着目すると、企業部門においては、サービス業が相対的に好調さを維持する中、鉱工業、建設業の停滞感が強いというバランスに大きな変化はない。5月の低下によって、鉱工業の指数は2020年11月以来の低さとなった。

図表2 ユーロ圏景況感指数（左）、ifo景況感指数（右）



（出所）欧州委員会、ifo 経済研究所より大和総研作成

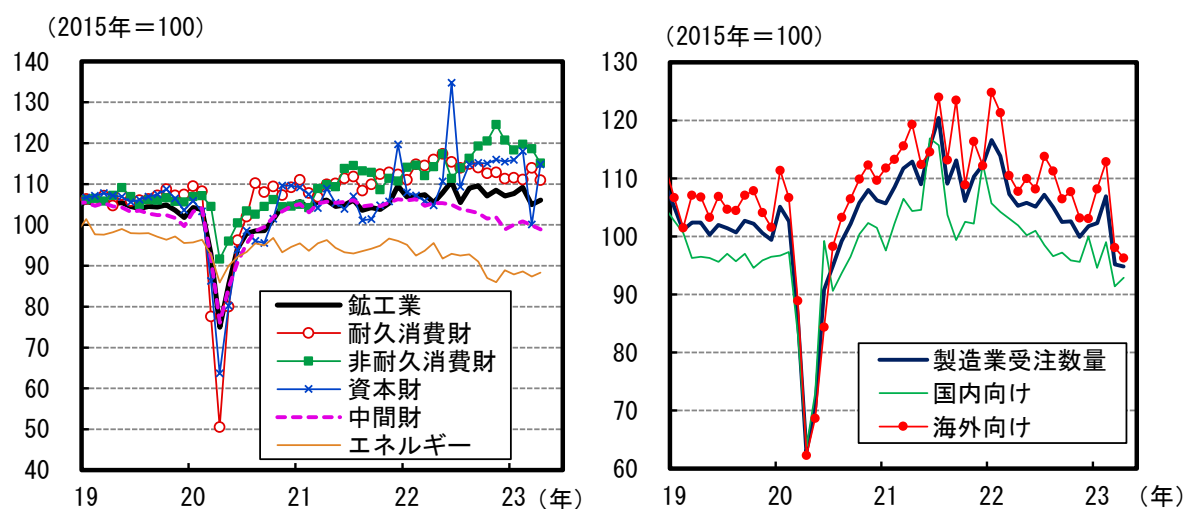
また、企業の景況感に関して、ドイツの ifo 経済研究所が公表するドイツ企業の景況感指数を見ても、5月は91.7と、前月の93.4から7ヵ月ぶりの低下に転じている。ビジネス環境の現状認識が前月差▲0.3ptと2ヵ月連続で低下したことに加え、先行きの見通しが同▲3.1ptと8ヵ月ぶりの低下に転じた。見通しについては、大きく落ち込んだ2022年に比べれば高い水準を維持しているものの、依然として現状指数に比べて低い水準にあり、企業は将来に対して慎重姿勢を崩していない。

4月の鉱工業生産は増加に転じるも、前月の減少分を補うには至らず

企業部門については、マインド面だけでなく、ハードデータでも引き続き停滞感が強い。4月のユーロ圏の鉱工業生産は前月比+1.0%と2ヵ月ぶりに増加に転じたが、その増加幅は前月の減少幅（同▲3.8%）を大幅に下回っており、均してみれば緩やかな減少が続いている。

財別の内訳では、資本財が前月比+14.7%と大幅に増加したことに加え、エネルギーが同+1.0%と増加した。ただし、資本財の大幅な増加については、振れが大きいアイルランドの前月の大幅減からの回復が影響しており、下振れからの揺り戻しにすぎない。一方、中間財（同▲1.0%）、非耐久消費財（同▲3.0%）は2ヵ月連続で減少し、耐久消費財については同▲2.6%と2021年8月以来の減少幅となった。主要国の動向を見ると、フランスが同+0.8%増加し、相対的に堅調だった。他方、イタリアは同▲1.9%と4ヵ月連続で減少し、減少幅も拡大した他、スペインは同▲1.8%と減少に転じた。ドイツは前月から横ばいにとどまったが、前月に同▲1.9%と減少していたことを踏まえると、物足りない結果である。

図表3 ユーロ圏の鉱工業生産（左）、ドイツの製造業受注（右）



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

製造業の受注動向に関して、4月のドイツの製造業受注数量は前月比▲0.4%となり、増加を見込んでいた市場予想に反して2ヵ月連続で減少した。前月の2桁減（同▲10.3%）に続いて2ヵ月連続で減少したことで、受注水準はコロナ禍による落ち込みからの回復過程にあった2020年6月以来の低さとなっており、製造業における需要の弱さを示す結果となった。受注の内訳

を国内外別に見ると、国内向けが同+1.6%とわずかに増加する一方、海外向けが同▲1.8%減少しており、外需の落ち込みが目立つ。

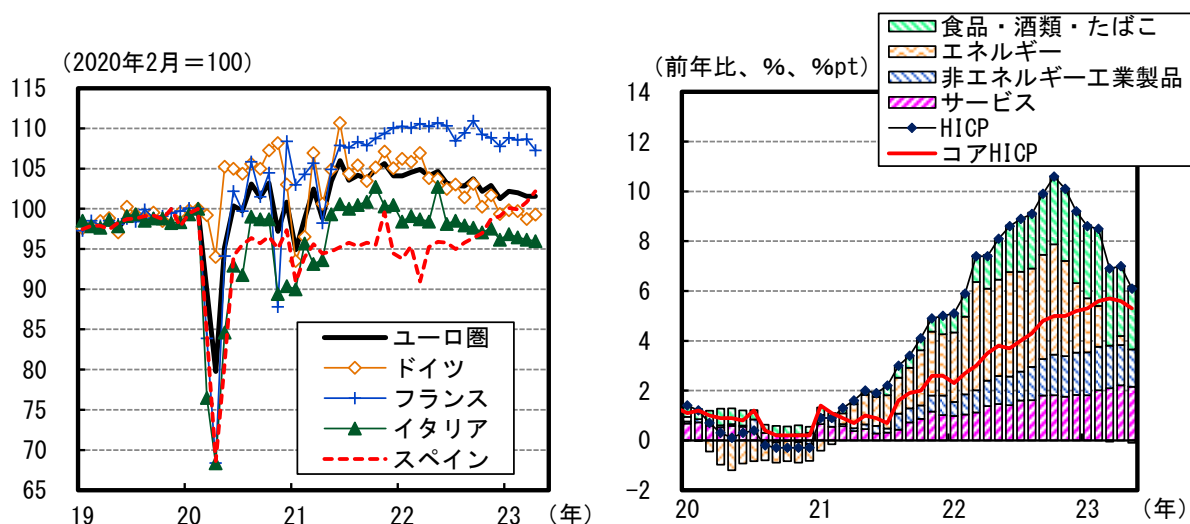
各種サーベイなどによればこれまで製造業の下押し要因となってきた供給制約は、今なお続いているものの、その度合いは徐々に緩和しつつあることが確認されている。また、これまで供給制約が続いてきたことで、製造業の受注残が高水準であることは、製造業の生産を下支えする要因となろう。しかし、主要輸出相手国である米国の景気減速懸念が高まるなど、域内外の需要が伸び悩む中では製造業の本格的な回復は見込み難い。

実質小売は伸び悩み、インフレ率は幅広い品目で上昇ペースが鈍化

家計部門の動向に関して、4月のユーロ圏の実質小売売上高は前月から横ばいとなった。3月のマイナス幅が改定によって大幅に縮小（前月比▲1.2%→同▲0.4%）したことは好材料だが、2ヵ月連続の減少の後の横ばいであり、引き続き小売売上高は緩やかな減少基調から抜け出せていない。価格高騰が続く中、食品・飲料・たばこの売上が同▲0.5%と3ヵ月連続で減少したことに加え、自動車燃料が同▲2.3%と減少したことが押し下げに寄与した。他方、非食品（除く自動車燃料）については、通信販売の増加などを受けて同+0.5%と増加に転じたが増加幅は前月の減少幅に比べて小さく、やはり力強さに欠ける。

国別では、フランスが前月比▲1.3%と大きく減少し、2021年5月以来の低水準となった他、イタリアは同▲0.2%と小幅ながら3ヵ月連続で減少し、こちらも2021年4月以来の低さとなっている。ドイツは同+0.5%と3ヵ月ぶりの増加に転じたものの、増加幅は前月の減少幅（同▲1.0%）の半分程度にとどまっており、2022年初からの減少トレンドの範囲内での動きである。他方、このところ主要国の中でも堅調なのはスペインであり、4月は同+1.4%と大きく増加し、2010年12月以来の高水準となった。スペインについては、他のユーロ圏諸国に先んじてインフレ率がピークアウトし、5月時点で前年比+2.9%（HICPベース）と比較的マイルドな伸びとなっていることが、消費の増加につながっていると考えられる。

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）



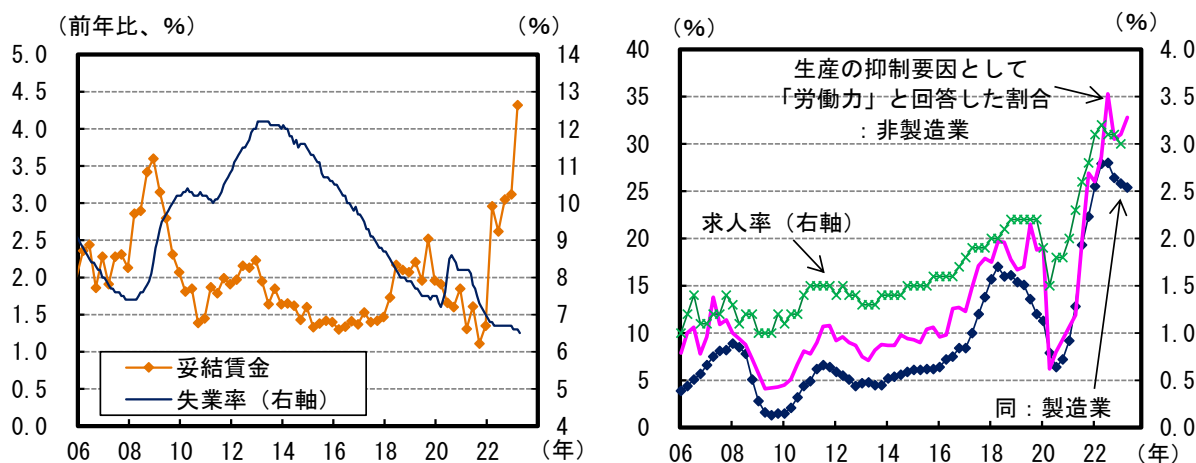
(出所) Eurostat より大和総研作成

こうしたスペインの状況を踏まえれば、ユーロ圏全体でも、インフレ率の鈍化が着実に進んでいることは、経済の先行きを見通す上での好材料である。5月のユーロ圏HICPは前年比+6.1%と、前月から▲0.9%ptと大幅に鈍化し、上昇幅は2022年2月以来の小ささとなった。インフレ率が大幅に鈍化した最大の要因はエネルギー価格の低下であり、自動車燃料価格の低下などからエネルギー価格は前月比▲2.1%低下し、前年比ベースでも▲1.8%と減少に転じた。また、このところインフレ率を押し上げる最大の項目となっている食品・酒類・たばこについても、前年比+12.5%と依然として極めて高い伸びながらも、上昇幅は2ヵ月連続で縮小している。さらに、5月はエネルギー、食品・酒類・たばこを除いたコアHICPについても同+5.3%と、前月の同+5.6%から低下した。耐久財を中心にコア財（非エネルギー工業製品）価格の伸びが3ヵ月連続で縮小したことに加え、サービス価格も過去最高を記録した前月から伸びが鈍化している。

加えて、個人消費を取り巻く環境として、雇用・所得環境は底堅い。賃金に関して、ECBが注目する妥結賃金は2023年1-3月期に前年比+4.3%と、前期の同+3.1%から伸びが大きく加速し、ユーロ圏20ヵ国ベースでは2005年7-9月期の統計開始以来の最高値となった。また、1991年まで遡れる19ヵ国ベースでも同+4.1%であり、これは1993年1-3月期以来の高さである。妥結賃金の加速については、労使交渉による高インフレの後追いという側面があるものの、これに加えて、労働需給のひっ迫が背景にあると考えられる。事実、4月のユーロ圏の失業率は6.5%と前月から0.1%pt低下し、過去最低を更新している。

企業の労働需要に目を向けると、2023年1-3月期の求人率は3.0%となり、前期の3.1%からわずかに低下した。しかし、2006年の統計開始以来の最高水準近辺で推移しており、企業の労働需要は非常に強い状態が続いている。また、企業サーベイによれば、特に労働集約的なサービス業で労働力の不足感が強い。こうした労働需要の強さに鑑みれば、雇用者数、賃金の両面から家計所得の増加は続く公算が大きく、インフレ率と鈍化と相俟って、個人消費の増加をサポートすると考えられる。

図表5 ユーロ圏の失業率と妥結賃金（左）、求人率と企業の労働力不足（右）



(出所) Eurostat、ECB、欧州委員会より大和総研作成

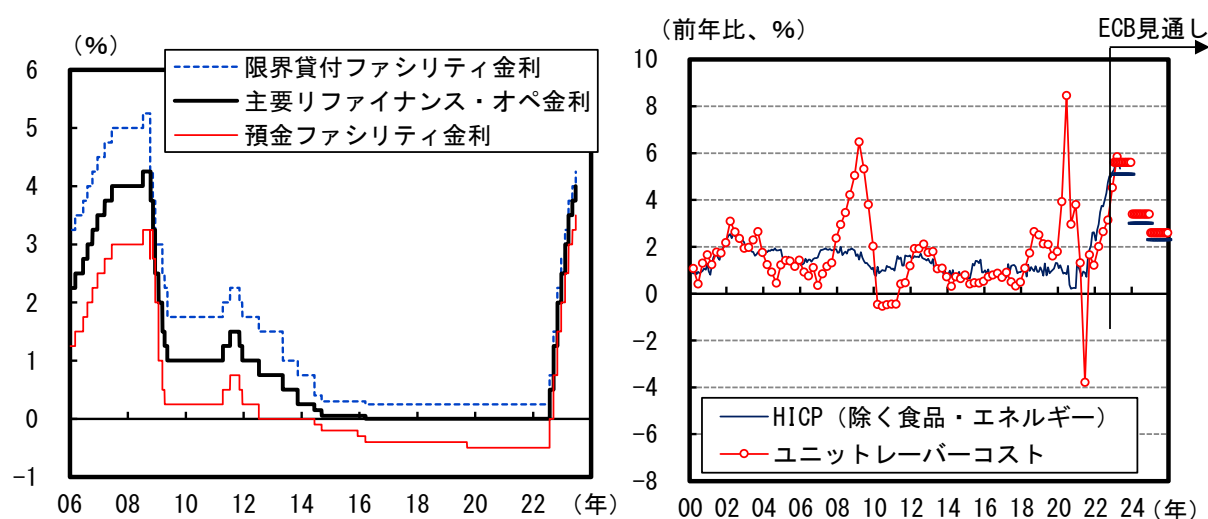
ECBは8会合連続の利上げを決定、先行きの焦点はコアインフレと労働市場

2023年6月15日に行われたECB理事会では、8会合連続の利上げが決定され、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（政策金利の変更は6月21日から）。前回、5月の理事会において、ECBはさらなる利上げを続ける姿勢を示していたため、追加利上げの決定は既定路線でありサプライズはない。また、量的引き締めについては、前回理事会で予定としてアナウンスされた7月でのAPP（資産購入プログラム）の再投資停止が改めて確認された他、PEPP（パンデミック緊急購入プログラム）については2024年末まで再投資を続けるとの従来の方針が維持された。こちらも想定通りの内容である。

6月理事会での利上げの有無以上に注目されていた、先行きの政策姿勢については、引き続き利上げを続ける意向であることが示された。声明文では「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」の文言が、前回声明文のまま残された。また、声明文公表後の会見においてラガルド総裁は、「まだカバーすべき領域がある（we have ground to cover）」、「まだ目的地には達していない（we're not at destination）」とした上で、ベースラインに重大な変化がない限り、7月の理事会での追加利上げの可能性が極めて高いと発言している。

問題はその後も利上げをさらに続けていくか否かだが、ECBはデータ依存のアプローチを続けていく方針を示している。当然ながら、最大の焦点は減速しつつも依然として高止まりが続くインフレ率の動向となるが、これに加えて、インフレ圧力となり得る労働市場関連のデータの重要性が増している。ラガルド総裁は6月理事会の会見において、利上げを続ける理由として、インフレ率が高すぎること、労働市場を中心にインフレ圧力が強いことを主な理由として挙げた。また、6月の理事会で公表された新たなECBスタッフによる経済見通しでは、インフレ率、特にエネルギー・食品を除いたコアインフレ率が大きく上方修正されたが、ラガルド総裁はその理由をユニットレーバーコスト（ULC）の上振れによるものと説明している。

図表6 ユーロ圏の政策金利（左）、ECBスタッフによるコアインフレ率とULCの見通し（右）



(出所) ECB より大和総研作成

ULCは、生産性対比でみた賃金であるため、生産性の向上によっても抑制され得る。事実、ラガルド総裁は6月の会見において、ULCの上昇については、生産性の問題と言及している。しかし、金利操作を中心とした金融政策を政策手段とするECBが、政策によって生産性を押し上げるのは困難である。結局のところ、ULCの上昇を抑えるためにECBは、労働需要を抑制し、賃金に働きかける必要がある。

既述した通り、欧州の労働市場は労働吸収力の大きいサービス業を中心に、ひっ迫した状態が続いており、賃金、ひいては賃金と連動性の高いコアインフレが減速するためには、サービス業の減速を待つ必要があると考えられる。だが一方、先行きについては、総合インフレの低下に伴う実質所得の改善を受けた個人消費の回復が見込まれること、しかも、コロナ禍による落ち込みからの回復が遅れてきたサービス消費でペントアップデマンドが期待されることから、ECBの想定以上に労働市場が堅調さを維持する可能性がある。エネルギーを中心とした川上価格の低下などを踏まえれば、コアインフレ率が再加速する可能性は低いものの、高止まりが続くことで高い政策金利が長期間維持されるリスクは想定しておく必要がある。現状、累次の利上げが实体经济に重大な影響は及ぼしていないといえるが、政策効果のタイムラグも含めて金利敏感なセクターへの影響や、金融システムへの波及については引き続き注意を要する。

英国経済

4月の月次GDPは小幅増、ストライキがなおも足を引っ張る

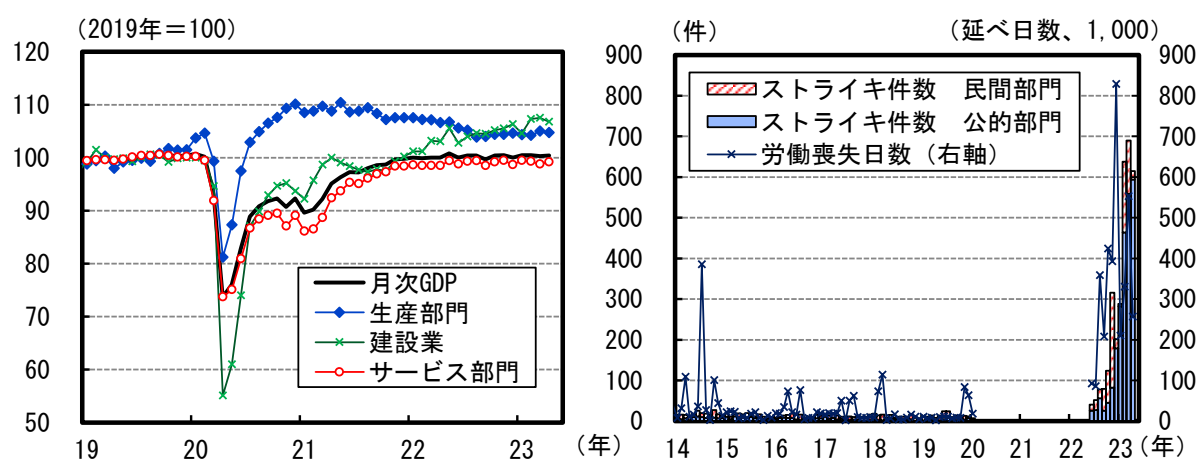
英国の2023年4月の月次GDPは前月比+0.2%と2ヵ月ぶりの増加に転じた。もっとも、増幅は前月の減少幅(同▲0.3%)よりも小さく、4月のGDPの水準は1-3月期平均対比で+0.0%となっており、英国経済はほぼゼロ成長での推移が続いている。

4月のGDPの内訳では、生産部門(前月比▲0.3%)、および建設業(同▲0.6%)の生産が前月から減少する一方で、サービス業が同+0.3%と増加に転じたことが全体を押し上げた。生産部門では、医薬品、コンピューター・電子・光学機器などの落ち込みを主因に製造業の生産が同▲0.3%と5ヵ月ぶりの減少に転じた他、鉱業(同▲1.9%)が2ヵ月連続で減少した。また、建設業については、同▲0.6%と3ヵ月ぶりの減少に転じた。建設のうち維持・補修については同+0.1%と小幅ながら増加し、2月に記録した過去最高値に近い水準で推移する一方で、新規の建設が同▲1.0%と落ち込んだ。特に民間住宅の減少が報告されており、高金利による需要の抑制が顕在化しているとみられる。

サービス業の内訳を見ると、小売販売の増加などから卸売・小売業(前月比+1.0%)が増加に転じた他、情報サービス(同+1.3%)、宿泊・飲食サービス(同+1.8%)、事務サービス(同+0.9%)など幅広い業種で生産が増加した。前月の3月は記録的な多雨がサービス業の活動の下押し要因になった一方、4月は平年並みの天候となったことで反動が表れたとみられる。他方、サービス業のうち、保険・衛生については同▲0.9%と2ヵ月連続で減少したが、これに関してONS(英国国家統計局)は、4日間にわたって行われた医師によるストライキの影響があったと言及している。

ストライキの状況を確認すると、4月のストライキの件数は615件となり、依然として高水準ながら、3月の690件からは減少した。また、ストライキによる労働喪失日数に関しても25.7万日と3月の55.3万日から大きく減少しており、ストライキによる経済活動への悪影響は和らいでいる。もっとも、民間セクターでのストライキは2022年末をピークにして減少しているのに対し、公的セクターのストライキ件数は、4月に1996年のセクター別統計開始以来の最高値を記録した（労働喪失日数については減少）。4月は交通機関でのストライキがなかったため、他産業への影響は限定的であったとみられるものの、5月以降は再び鉄道などの交通機関でもストライキが行われている。また、6月末からの8月の繁忙期には空港職員による断続的なストライキも予定されており、ストライキが及ぼす直接、間接的な影響については引き続き注視していく必要がある。

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



(出所) ONS より大和総研作成

賃金と物価がスパイラル的に上昇

英国経済における最大の悩みの種であるインフレ率については、ユーロ圏などと同様にエネルギー価格の下落を主因に上昇ペースが鈍化している。2023年4月のCPIは前年比+8.7%となり、3月の同+10.1%から大きく上昇幅が縮小した。一方、コアインフレ率の鈍化ペースが想定以上に遅れている。4月のコアCPI（除くエネルギー、食品・酒類・たばこ）は同+6.8%と、前月並みの伸び（同+6.2%）を見込んでいた市場予想に反して大きく加速し、1992年3月以来、約31年ぶりの高い伸びとなった。

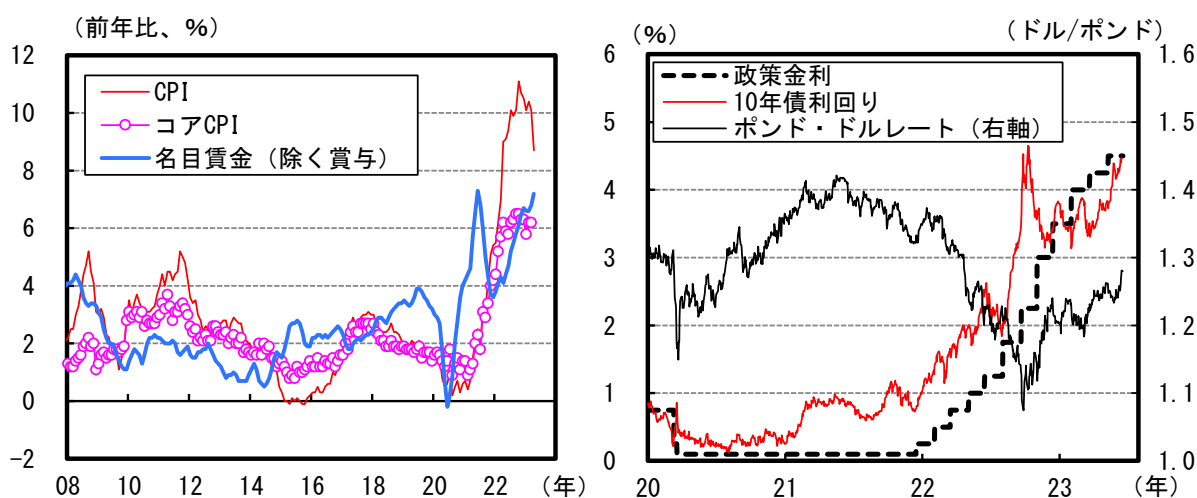
英国でコアインフレ率が高止まりする理由の一つとして考えられるのが、高い賃金上昇率である。2023年2-4月の賃金上昇率（除く賞与）は前年比+7.2%と、1-3月の同+6.8%から+0.4%pt加速し、2021年4-6月以来の高い伸びとなった。求人件数は2022年前半をピークとした減少基調が続いており、労働需要には陰りが見られるものの、高いインフレ率を背景としたストライキの頻発が賃金上昇率の加速につながっていると考えられる。他方、こうした人件費の増加による収益への影響を軽減するために、企業は販売価格を引き上げているとみられ、実

際、コストに占める人件費の割合が大きいサービスの価格は、4月に前年比+6.9%と、1992年3月以来の高い伸びを記録した。

英国における足元の状況は、ECBが懸念する賃金とインフレ率のスパイラル的な上昇が現実のものになっているといえ、ユーロ圏以上にインフレを取り巻く状況は深刻である。BOEは2023年6月22日に実施される金融政策委員会で、13回連続となる利上げを決定するとみられるが、その後もさらなる引き締めを検討が必要となる可能性が高い。

なお、英国においては、政策金利の上昇もさることながら、このところ長期金利の上昇基調が鮮明となっている。10年債利回りは6月に入って4.4%台まで上昇し、2022年10月のトラス前政権による減税策をきっかけとした金利急騰時（ピークは一時4.6%台まで上昇）に迫る水準となった。2023年初から続いてきた政策金利との逆イールドは足元でほぼ解消しており、経済見通しに対する過度な悲観の後退が、長期金利の上昇につながっているとみられる。また、為替レートについても、長期金利の上昇に沿う形でこのところポンド高が続いている。英国経済に対する見方が悲観一色だった昨年後半から今年初めに比べ、利上げは实体经济に影響を及ぼしやすくなっているとみられ、金利上昇に加えて、ポンド高が外需を中心に経済を下押しする可能性にも目配りしていく必要がある。

図表8 インフレ率と賃金上昇率（左）、英国の政策金利・長期金利・為替レート（右）



(出所) ONS、BOE 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	3.0%	3.4%	1.4%	-0.4%	-0.4%	0.5%	0.7%	0.9%	1.2%	1.6%	1.9%	1.7%	3.5%	0.5%	1.2%
家計消費支出	1.3%	3.5%	5.1%	-4.1%	-1.0%	0.6%	1.2%	1.4%	1.6%	1.7%	1.8%	1.7%	4.5%	0.1%	1.5%
政府消費支出	0.9%	-0.3%	-0.1%	3.1%	-6.1%	1.9%	0.9%	0.4%	0.5%	0.8%	1.2%	0.8%	1.4%	-0.5%	0.8%
総固定資本形成	-2.5%	3.9%	16.9%	-13.4%	2.6%	0.5%	-2.1%	-0.8%	1.0%	2.6%	2.8%	2.5%	3.8%	-0.1%	0.9%
輸出	7.2%	7.5%	5.0%	-1.0%	-0.3%	-2.1%	2.2%	2.5%	3.0%	3.4%	3.5%	3.2%	7.4%	0.8%	2.6%
輸入	0.3%	7.2%	17.6%	-9.5%	-5.1%	-1.2%	2.0%	2.3%	2.9%	3.4%	3.6%	3.3%	8.4%	-0.6%	2.6%
	前年同期比（除く失業率）														
国内総生産	5.5%	4.4%	2.5%	1.8%	1.0%	0.3%	0.1%	0.4%	0.8%	1.1%	1.4%	1.6%	3.5%	0.5%	1.2%
家計消費支出	8.4%	5.8%	2.7%	1.4%	0.8%	0.1%	-0.9%	0.5%	1.2%	1.5%	1.6%	1.7%	4.5%	0.1%	1.5%
政府消費支出	3.2%	1.0%	0.6%	0.9%	-0.9%	-0.4%	-0.1%	-0.8%	0.9%	0.6%	0.7%	0.8%	1.4%	-0.5%	0.8%
総固定資本形成	3.9%	3.0%	7.8%	0.6%	1.9%	1.1%	-3.3%	0.0%	-0.4%	0.2%	1.4%	2.2%	3.8%	-0.1%	0.9%
輸出	9.1%	8.3%	7.7%	4.6%	2.7%	0.4%	-0.3%	0.6%	1.4%	2.8%	3.1%	3.3%	7.4%	0.8%	2.6%
輸入	10.1%	8.9%	11.7%	3.4%	2.0%	-0.0%	-3.5%	-0.5%	1.5%	2.7%	3.1%	3.3%	8.4%	-0.6%	2.6%
鉱工業生産（除く建設）	1.8%	2.7%	3.2%	1.3%	0.2%	-0.8%	-0.6%	0.2%	0.8%	1.5%	1.9%	2.2%	2.2%	-0.3%	1.6%
実質小売売上高	5.9%	1.2%	-0.6%	-2.6%	-2.5%	-2.1%	-1.0%	0.3%	0.9%	1.4%	1.6%	1.7%	0.9%	-1.3%	1.4%
消費者物価	6.1%	8.0%	9.3%	10.0%	8.0%	6.1%	4.6%	2.8%	2.6%	2.5%	2.3%	2.1%	8.4%	5.3%	2.4%
生産者物価	33.1%	36.5%	41.1%	27.2%	10.9%	0.5%	-6.6%	-4.9%	-0.7%	4.1%	3.2%	2.8%	34.3%	-0.4%	2.3%
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	-50.4	-95.5	-124.3	-58.4	1.4	13.4	16.3	19.5	22.5	25.5	27.9	30.7	-328.6	50.6	106.6
經常収支	0.5	-41.0	-92.9	-15.8	73.8	83.4	85.8	88.6	91.2	93.9	96.2	98.6	-149.3	331.5	380.0
独 国債10年物（期中平均）	0.16%	1.09%	1.35%	2.13%	2.34%	2.40%	2.53%	2.46%	2.40%	2.34%	2.30%	2.28%	1.18%	2.43%	2.33%
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6月20日時点）。

（出所）Eurostat、ECBより大和総研作成

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%	0.5%	0.2%	0.2%	0.3%	0.8%	1.1%	1.3%	1.5%	4.1%	0.3%	0.7%
家計消費支出	5.0%	0.9%	-1.2%	0.9%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	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%	1.2%	1.8%	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%	-2.5%	-1.3%	0.8%	1.9%	3.5%	4.2%	8.6%	1.2%	0.7%
輸出等	-26.1%	22.1%	49.0%	-5.4%	-28.8%	-3.8%	2.2%	1.9%	2.1%	2.5%	2.7%	2.9%	9.9%	-3.7%	1.9%
輸入等	37.1%	2.1%	-11.8%	-0.8%	-25.9%	-4.5%	1.3%	1.5%	1.6%	1.8%	2.3%	2.5%	13.3%	-9.3%	1.3%
	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%	0.3%	0.4%	0.6%	0.9%	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%	0.2%	0.2%	0.3%	0.4%	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%	1.1%	0.5%	-0.6%	-0.3%	1.2%	2.6%	8.6%	1.2%	0.7%
輸出等	6.9%	5.6%	21.5%	6.2%	5.2%	-0.9%	-9.8%	-8.1%	0.6%	2.2%	2.3%	2.5%	9.9%	-3.7%	1.9%
輸入等	21.2%	18.2%	9.7%	5.2%	-9.8%	-11.3%	-8.2%	-7.6%	-0.1%	1.5%	1.8%	2.0%	13.3%	-9.3%	1.3%
鉱工業生産	-1.6%	-2.7%	-4.1%	-2.7%	-2.6%	-1.4%	0.3%	0.6%	0.8%	0.8%	1.2%	1.0%	-2.8%	-0.8%	1.0%
実質小売売上高	6.1%	-6.2%	-5.5%	-6.0%	-4.2%	-2.2%	-0.3%	1.0%	0.8%	0.8%	0.9%	1.0%	-3.1%	-1.5%	0.9%
消費者物価	6.2%	9.2%	10.0%	10.7%	10.2%	8.2%	7.1%	5.4%	4.7%	3.9%	3.5%	2.8%	9.1%	7.7%	3.7%
生産者物価（出荷価格）	11.5%	17.8%	18.9%	15.9%	11.2%	3.6%	1.4%	1.9%	3.2%	4.1%	3.6%	3.3%	16.1%	4.3%	3.6%
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	-48.6	-48.3	-48.2	-48.2	-48.2	-48.2	-48.1	-230.5	-194.0	-192.6
經常収支	-50.5	-28.2	-12.7	-2.5	-4.8	-4.1	-3.5	-3.2	-2.7	-2.2	-1.8	-1.5	-93.9	-15.5	-8.2
国債10年物（期中平均）	1.42%	2.04%	2.66%	3.68%	3.54%	3.97%	4.62%	4.60%	4.49%	4.32%	4.19%	4.09%	2.45%	4.18%	4.27%
政策金利（末値）	0.75%	1.25%	2.25%	3.50%	4.25%	4.75%	5.25%	5.25%	5.25%	5.25%	5.25%	4.75%	3.50%	5.25%	4.75%

（注）網掛け部分は大和総研予想（2023年6月20日時点）。

（出所）ONS、BOEより大和総研作成

中国 利下げは景気テコ入れの号砲か？

日本の半導体製造装置の輸出管理強化とインバウンドの行方

齋藤 尚登

[要約]

- 日本が先端半導体製造装置 23 品目を対象に輸出管理を強化することに、中国は強く反発している。対抗措置が想定されるが、その因果関係が分かりにくいのが中国の特徴だ。2023 年 4 月 29 日に日本の水際対策が全て終了してからも中国による日本への団体旅行が再開されないのはなぜだろうか。中国は決して認めないであろうが、今回の日本の輸出管理強化に対する不満や不快感が影響している可能性がある。筆者の読み違いであることを願うが、日本への団体旅行の解禁は政治マターとなり、さらに後ずれする懸念がある。
- 足元の中国の景気回復は鈍い。こうした中、中国人民銀行は 2023 年 6 月 20 日、政策金利を 0.1%pt 引き下げた。これで経済が好転するとは考えにくい、下半期の景気回復のための第一歩と位置付けられているのであろう。7 月末には中国共産党政治局会議が開催され、上半期の経済実績の総括と下半期の経済政策の重点が決定されるとみられる。これを機に、あるいはその前にも景気テコ入れ策が発表される可能性が高い。その成否のカギを握るのは民営企業への「優遇」策の発動の有無である。民営企業向けの銀行貸出の伸び率が全体を上回るようにしたり、預金準備率引き下げの際に、増加した貸出余力の向け先の多くを民間企業にするよう、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。不動産市場安定化の観点からは、財務の健全性の高い民営デベロッパーの資金調達の改善が喫緊の課題だ。こうした政策の発動がなければ、景気の本格回復は難しくなる。

日本の先端半導体製造装置の輸出管理強化に中国は強く反発

我が国は、国際的な平和および安全の維持を妨げると認められる技術の提供と貨物の輸出について、外国為替および外国貿易法（外為法）に基づき、経済産業大臣の許可を受ける義務を課している。経済産業省は、国際的な安全保障環境が厳しさを増す中、軍事転用の防止を目的として、先端の半導体製造装置に関する特定の貨物・技術を輸出管理の対象に加えることとした。2023 年 3 月 31 日に省令改正案が公表され、パブリックコメントを募集した後の 5 月 23 日に省令改正を公布、7 月 23 日に施行の運びとなった。

今回の輸出管理の対象は、先端半導体製造装置 23 品目であり、具体的には半導体の製造過程で生じる不純物を取り除く装置やプラズマを用いた成膜装置、熱処理によって薄膜内の隙間等を除去する装置、極端紫外線（EUV）関連装置の製造装置、最先端の半導体構造を実現するためのエッチング装置、検査装置が含まれる。全地域が管理対象となる仕向け地であるが、経済産業大臣の事前の認可を必要としない包括認可対象には、42 カ国・地域が指定されている。内訳は通常兵器および関連汎用品・技術の輸出管理に関するワッセナー・アレンジメント参加国からロシアと日本を除き、台湾とシンガポールを加えた 42 カ国・地域である。これらの国・地域以外に上記先端半導体製造装置 23 品目を輸出する際には、事前に経済産業大臣の許可が必要とされ、これには中国が含まれる。

米国は 2022 年 10 月、軍事転用の恐れがある中国向け先端品製造装置や技術の輸出管理を強化しており、日本やオランダにも同様の措置を講ずることを求めていた。既述の 23 品目には、日本の生産シェアが高い装置が含まれている。既に一部の装置で高いシェアを持つ米国が輸出管理を実施していることから、対中包囲網は一段と狭められたといえよう。

しかし、こうした措置は日本と中国の特定産業・企業に悪影響を及ぼす。まず、日本は中国の半導体装置関連市場の一部を失うことになる。日本の半導体製造装置の輸出のうち中国向けは全体の 3 割超を占める。今回の輸出管理強化の対象はその一部であるが、関連企業の売上・利

日本が新たに輸出管理を強化する 23 品目の先端半導体製造装置

	品目カテゴリー	品目概要
1	洗浄	真空下で不純物の除去を行う装置
2		各製造工程の前処理として表面の不純物の除去を行う装置
3		表面の性質を変えた上で不純物の除去を行う装置
4	デポジション (成膜)	めっき法によりコバルトを成膜する装置等
5		化学的な方法でタングステンの層を成膜する装置
6		タングステン又はモリブデンを選択的に成膜する装置
7		ルテニウム配線層を成膜する装置
8		プラズマを用いウェハを回転させ、原子レベルで成膜する装置
9		絶縁体の層を細長い溝の中に成膜する装置
10		EUVマスク用の成膜を行う装置
11		シリコンやシリコン化合物を規則正しく成長させ成膜する装置
12		プラズマを用いてエッチング耐性のある膜を成膜する装置
13		プラズマを用いて原子レベルでタングステンを成膜する装置
14		プラズマを用いて絶縁体の層を隙間なく成膜する装置
15	アニーリング (熱処理)	熱処理によって薄膜内の隙間等を除去する装置
16	リソグラフィ (露光)	EUVマスク用防護カバー
17		EUVマスク用防護カバー製造装置
18		EUV用に設計された塗布・現像装置
19		ArF-Wet（フッ化アルゴンレーザー液浸）露光装置
20	エッチング (化学的除去)	最先端の半導体構造（立体構造）を実現するエッチング装置
21		薬液を用いたエッチング装置
22		微細で深いエッチングを行うための装置
23	検査	EUVマスクの検査装置

(出所) CISTEC Journal (安全保障貿易情報センター) 2023. 5 No. 205 p. 6より改正省令の部分を省略

益の減少、投資回収期間の長期化、設備投資意欲の減退などが懸念される。中国では、技術開発意欲が高まり、関連投資が増加し、国産化率が高まるとの見方がある一方で、技術獲得のための時間的・金銭的コストの増加や開発期間の長期化などが懸念される。

こうした中、中国は日本の輸出管理強化に強く反発し、2023年4月に世界貿易機関（WTO）に調査を要請した。商務省の報道官は「日本が公布した措置は（中略）、中国・日本両国の企業の利益と両国の経済貿易協力関係を著しく損なう。（中略）同措置は自由貿易と国際貿易規則に対する嚴重な背離であり、中国は断固反対する。日本は直ちに誤ったやり方を正し、関連措置が両国半導体業界の正常な協力と発展を阻むのを回避し、グローバルな半導体の産業チェーンの安定を維持すべきである。中国は措置を講ずる権利を留保し、自国の合法的な権益を断固維持する」などと発言した。外務省の報道官は、「中国の利益を損なうならば、黙って見過ごすことなく断固とした措置をとる」などとしている。中国による何らかの報復措置が想定される。

想定される中国による報復措置。日本向け団体旅行の再開がさらに後ずれ？

その内容を占う上で参考になるのが、2020年12月1日に施行された「中国輸出管理法」である。同法は、軍用品やデュアルユース（軍民両用）品などについて、国家の安全と利益を守るために、特定の品目の輸出を管理できる旨を規定している。同法には様々な懸念や問題点が指摘されているが、中でも輸出管理措置を発動する対象を中国当局が恣意的に拡大することが可能になっている点が問題視される。中国の「国家の安全」には、経済や文化、社会、科学技術、情報、資源の安全などが含まれる。「国家の利益」に至ってはほぼ全てがその範疇に入りかねない。よって、中国による恣意的な措置が発動されるリスクを想定しておく必要がある。2010年9月には、日本の海上保安庁の巡視船と中国漁船が尖閣諸島沖で衝突した事件を契機に、中国はレアアースの対日輸出を制限した。因果関係がとても分かりにくいのが中国の特徴だ。

日本政府は中国での新型コロナウイルス感染症の感染爆発を受けて、2022年12月30日以降、中国に7日以内の渡航歴のある全ての入国者に入国時審査を実施し、中国からの直行便での入国者については全員入国時審査を実施する臨時的な措置を講じた。中国はこれに反発して、2月の団体旅行一部解禁で日本は対象外にしたわけだが、日本の水際対策の臨時的措置は段階的に緩和され、4月29日以降は完全に撤廃された。それでも中国による日本への団体旅行は再開されないでいる。これはなぜだろうか。

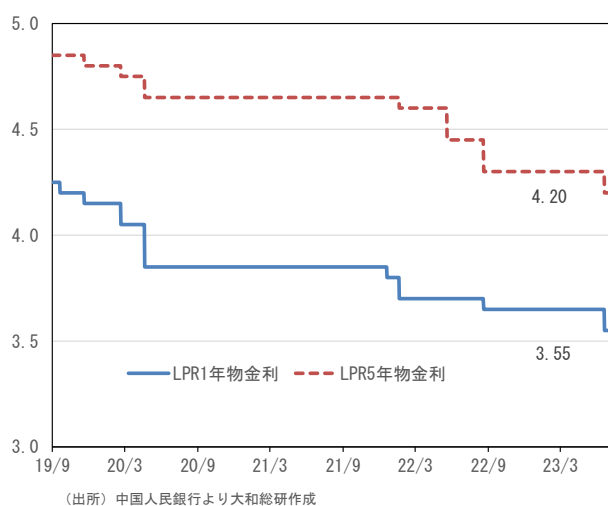
中国は決して認めないであろうが、今回の日本の先端半導体製造装置の輸出管理強化に対する不満や不快感が影響している可能性がある。繰り返しとなるが、中国の対抗措置は因果関係がとても分かりにくいのが特徴だ。日本のインバウンドは、中国にとって富の流出である。筆者の読み違いであることを願うが、日本への団体旅行の解禁は政治マターとなり、さらに後ずれする懸念があろう。

10 カ月ぶりの利下げは下半期の景気回復のための第一歩

中国人民銀行は2023年6月20日、銀行の貸出金利の参照レートであるLPR1年物金利を0.1%pt引き下げて3.55%に、住宅ローン金利の参照レートであるLPR5年物金利を同じく0.1%pt引き下げて4.2%とした。利下げは2022年8月20日以来、10カ月ぶりである。

0.1%ptの利下げで経済が好転するとは考えにくい、恐らくこれは下半期の景気回復のための第一歩と位置付けられているのであろう。7月末には恒例の中国共産党政治局会議が開催され、上半期の経済実績の総括と下半期の経済政策の重点が決定されるとみられる。これを機に、あるいはその前にも景気テコ入れ策が発表される可能性が高い。

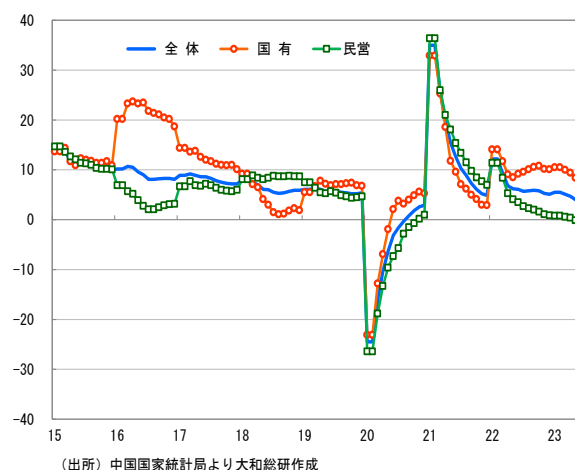
LPR1年物、5年物の推移（単位：％）



筆者が注目するのは、①民営企業へのテコ入れ策と、②不動産市場安定化策の行方である。①について、2023年の全国人民代表大会（全人代）の政府活動報告は、「2つのいささかも揺るがない」、すなわち「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」ことを重要政策のひとつに掲げた。しかし、実際に起きているのは「国進民退」である。これは政策の恩恵が国有企業に集中し、民営企業は蚊帳の外に置かれることを表す。次頁上図は固定資産投資の伸び率を国有部門と民営部門に分けたものである。2023年1月～5月は全体が前年同期比4.0%増（以下、変化率は前年比、前年同期比、前年同月比）と、2022年の5.1%増から減速する中で、1月～5月の国有部門は8.4%増となった。一方で、民営部門は0.1%減となり、2年7カ月ぶりに前年割れとなってしまった。

「両方とも大事にする」のでは状況が改善しないのであれば、民営企業を「優遇」するくらいが丁度良いのかもしれない。例えば、民営企業向けの銀行貸出の伸び率が全体を上回るようにしたり、預金準備率引き下げの際に、増加した貸出余力の向け先の多くを民間企業にするよう、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。こうした政策が発動されなければ、景気の本格回復は難しくなる。

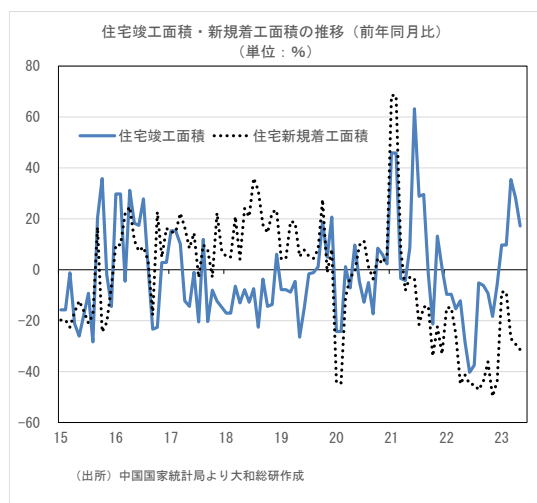
固定資産投資全体、民営・国有別の伸び率の推移（1月から累計の前年同期比、%）



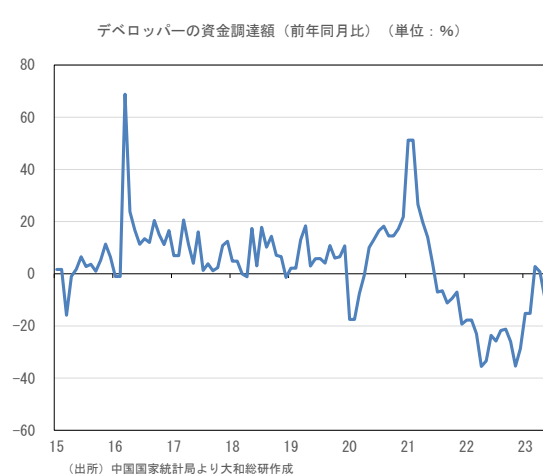
次に、②の不動産市場の安定化について、デベロッパーへの銀行貸出の強化などによって、住宅を契約通りの品質と納期で購入者に引き渡す「保交楼」はある程度奏功し、住宅竣工面積が増加している。一方で、「保交楼」は建設中の物件の完成と引き渡しが目的であり、新規需要を刺激するわけではない。2023年5月の住宅竣工面積は17.2%増（4月は28.3%増）であった一方で、新規着工面積は31.4%減（4月は29.2%減）と全くの不振であった。さらに懸念されるのは、「保交楼」の息切れである。デベロッパーの資金調達状況（月次）を見ると、2023年3月に21カ月ぶりに増加に転じたものの、5月には再び前年割れとなった。住宅ローンや予約金・前受金は増加を維持したが、国内貸出やデベロッパーの自己資金が4月以降、再び減少している。

瀕死のデベロッパーを全て救う必要はないが、少なくとも2020年8月の中国版総量規制（負債関連の「3つのレッドライン」）の導入時に財務の健全性が高いと判断されたものの、その後の銀行の貸し渋りなどでデフォルトを余儀なくされた民営のデベロッパーについては、金融面でのサポートがあってしかるべきであろう。

住宅竣工面積・新規着工面積の推移（左）



デベロッパーの資金調達（右）



リベンジ消費は早くも息切れ？

小売売上は2022年の0.2%減から2023年1月～5月は9.3%増となった。ただし、2023年3月以降の好調については、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。2023年4月の小売売上は18.4%増、5月は12.7%増となったが、2022年と2023年の伸び率の平均はそれぞれ2.6%増、2.5%増にとどまっている。

接触型消費の代表格であるレストラン収入（外食）は、2022年の6.3%減から2023年1月～5月は22.6%増と2桁の増加となった。4月は43.8%増、5月は35.1%増、2022年と2023年の伸び率の平均はそれぞれ5.4%増、3.2%増となり、リベンジ消費は早くも息切れしてしまった感がある。

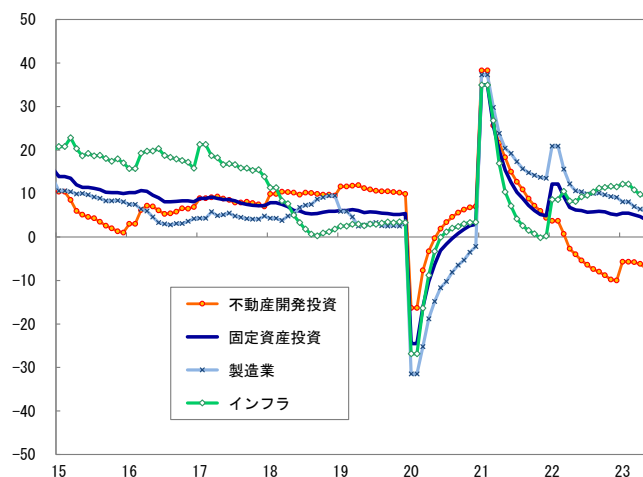
自動車販売金額は、2022年の0.7%増から2023年1月～5月は8.9%増となった。4月は38.0%増、5月は24.2%増、2022年と2023年の伸び率の平均はそれぞれ2.8%減、2.1%増であった。2022年6月から導入されたガソリン車に対する車両購入税率の半減措置（価格の10%→5%）は12月末に終了し、2023年6月以降は反動減が懸念されるが、今度は前年のベースが高いことがその背景であり、実態が見えにくい状況が続くだろう。

1月～5月の固定資産投資は4.0%増に減速

固定資産投資は2022年の5.1%増から2023年1月～5月は4.0%増に減速した。

2023年1月～5月の分野別内訳は、製造業投資は6.0%増（2022年は9.1%増）、電気・水道・ガスを含むインフラ投資が9.5%増（同11.5%増）、不動産開発投資が7.2%減（同10.0%減）であった。

固定資産投資（1月から累計の前年同期比）の推移（単位：％）



(注) 1～2月は平均値
(出所) 中国国家统计局より大和総研作成

5月の輸出は前年割れ

2023年1月～5月の輸出は0.3%増（以下、断りのない限り、貿易はドル建て）、輸入は6.7%減となった。貿易黒字は27.8%増の3,595億ドルであった（2022年は輸出が7.0%増、輸入は1.0%増、貿易黒字は30.8%増の8,766億ドル）。

2023年5月の輸出は7.5%減となり、3カ月ぶりに前年割れとなった。3月（14.8%増）～4月（8.5%増）の堅調は、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。5月の前年割れについては、積み上がった受注の消化が一巡し、世界需要の減速の影響が色濃く出てきた可能性がある。

輸入は2022年10月以降の減少が2023年5月（4.5%減）も続いた。内需の回復が鈍いことは確かであるが、消費も固定資産投資も増加を維持している。製品や部品の国内調達率（国産化率）の高まりが、輸入を減退させている可能性がある。

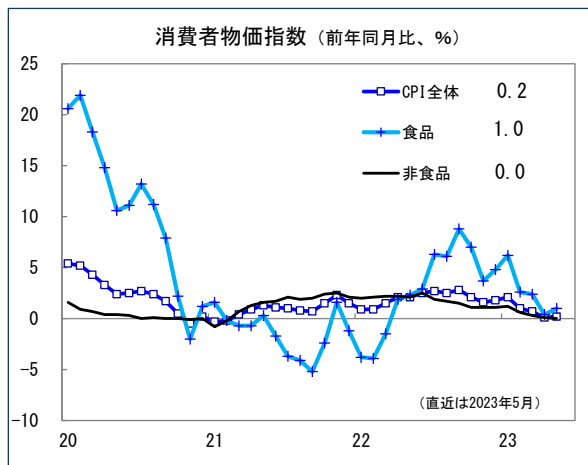
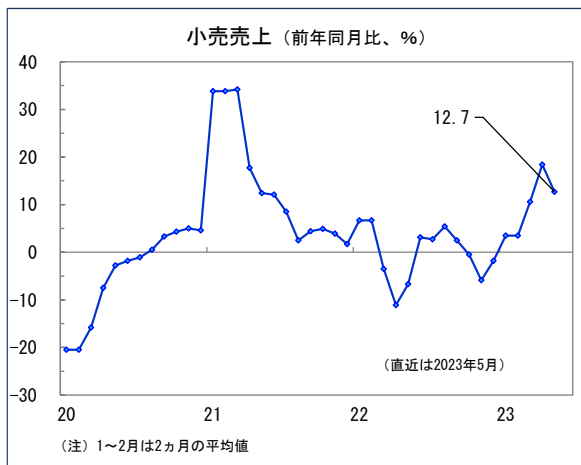
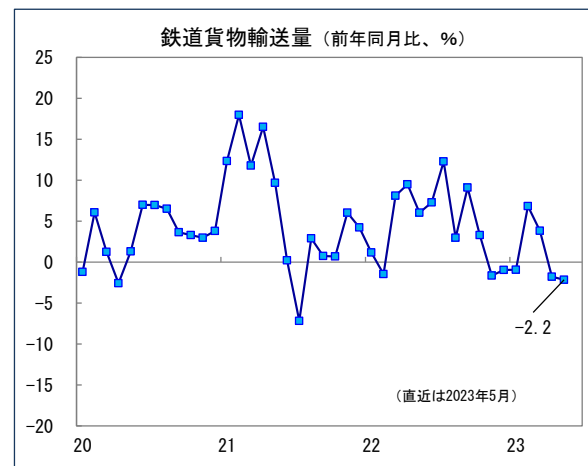
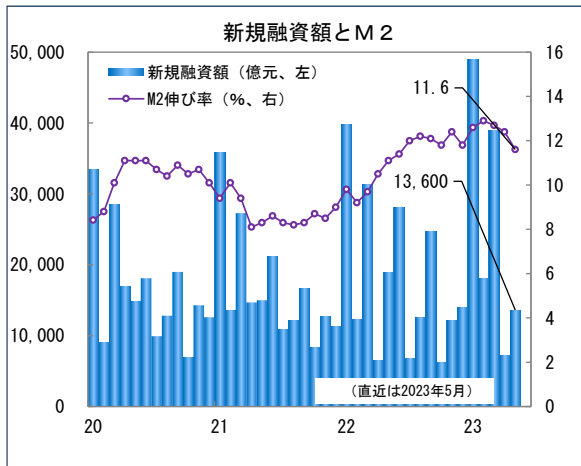
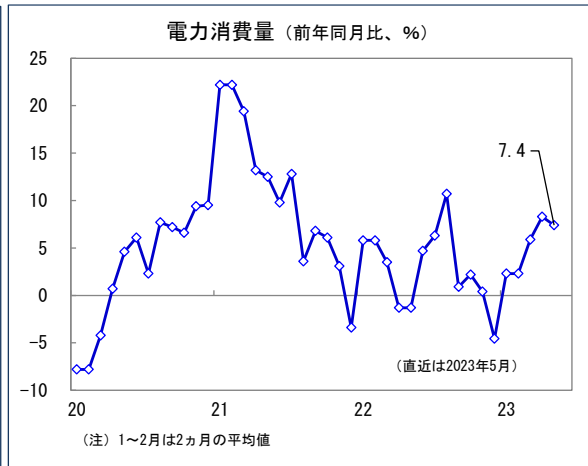
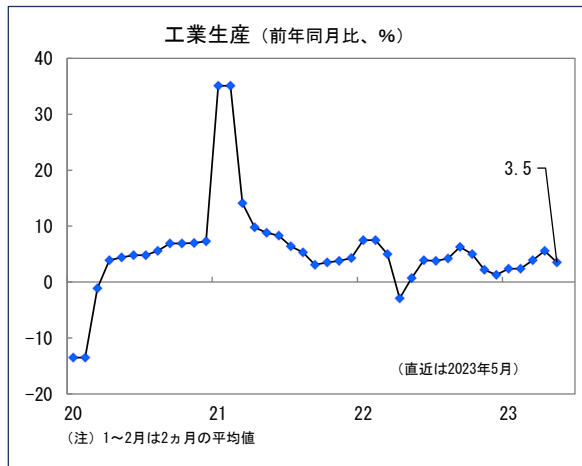
中国と西側先進国とのデカップリングやデリスキングは、輸出・輸入両面の阻害要因となり得る。今後の動向に注視が必要である。

主要経済指標一覧

	2022年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	5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、%）	0.7	3.9	3.8	4.2	6.3	5.0	2.2	1.3	2.4		3.9	5.6	3.5
電力消費量（前年同月比、%）	-1.3	4.7	6.3	10.7	0.9	2.2	0.4	-4.6	2.3		5.9	8.3	7.4
鉄道貨物輸送量（前年同月比、%）	6.0	7.3	12.3	3.0	9.1	3.3	-1.6	-0.9	-0.9	6.8	3.8	-1.8	-2.2
固定資産投資（前年累計比、%）	6.2	6.1	5.7	5.8	5.9	x	5.3	5.1	5.5		5.1	4.7	4.0
不動産開発投資（前年累計比、%）	-4.0	-5.4	-6.4	-7.4	-8.0	-8.8	-9.8	-10.0	-5.7		-5.8	-6.2	-7.2
小売売上（前年同月比、%）	-6.7	3.1	2.7	5.4	2.5	-0.5	-5.9	-1.8	3.5		10.6	18.4	12.7
消費者物価指数 全体（前年同月比、%）	2.1	2.5	2.7	2.5	2.8	2.1	1.6	1.8	2.1	1.0	0.7	0.1	0.2
食品（前年同月比、%）	2.3	2.9	6.3	6.1	8.8	7.0	3.7	4.8	6.2	2.6	2.4	0.4	1.0
非食品（前年同月比、%）	2.1	2.5	1.9	1.7	1.5	1.1	1.1	1.1	1.2	0.6	0.3	0.1	0.0
工業製品出荷価格指数（前年同月比、%）	6.4	6.1	4.2	2.3	0.9	-1.3	-1.3	-0.7	-0.8	-1.4	-2.5	-3.6	-4.6
工業生産者購入価格指数（前年同月比、%）	9.1	8.5	6.5	4.2	2.6	0.3	-0.6	0.3	0.1	-0.5	-1.8	-3.8	-5.3
新規融資額（億円）	18,900	28,046	6,790	12,500	24,700	6,152	12,100	14,000	49,000	18,100	38,900	7,188	13,600
M2伸び率（%）	11.1	11.4	12.0	12.2	12.1	11.8	12.4	11.8	12.6	12.9	12.7	12.4	11.6
輸出（前年同月比、%）	16.4	17.0	18.1	7.4	5.5	-0.4	-9.1	-10.1	-6.8		14.8	8.5	-7.5
輸入（前年同月比、%）	3.4	-0.1	1.4	-0.4	0.0	-0.8	-10.5	-7.1	-9.9		-1.4	-7.9	-4.5
貿易収支（億米ドル）（1月、2月は平均）	784.3	974.1	1027.0	810.3	842.6	849.2	683.9	766.1	576.4		881.6	902.4	657.9
新築商品住宅価格指数 北京（前年同月比、%）	5.9	5.8	5.5	5.8	6.1	5.9	5.7	5.8	5.2	4.7	4.6	4.5	4.3
上海（前年同月比、%）	3.4	3.4	3.5	3.7	3.8	4.0	4.0	4.1	4.2	3.9	4.1	4.6	4.9
商用不動産 着工面積（前年累計比、%）	-30.6	-34.4	-36.1	-37.2	-38.0	-37.6	-38.9	-39.4	-9.4		-19.2	-21.4	-23.1
完工面積（前年累計比、%）	-15.3	-21.5	-23.3	-21.1	-19.9	-18.7	-19.0	-15.0	8.0		14.7	18.2	19.1
不動産販売 面積（前年累計比、%）	-23.6	-22.2	-23.1	-23.0	-22.2	-22.3	-23.3	-24.3	-3.6		-3.5	-5.4	-8.5
金額（前年累計比、%）	-31.5	-28.9	-28.8	-27.9	-26.3	-26.1	-26.6	-26.7	-0.1		3.0	5.2	3.0

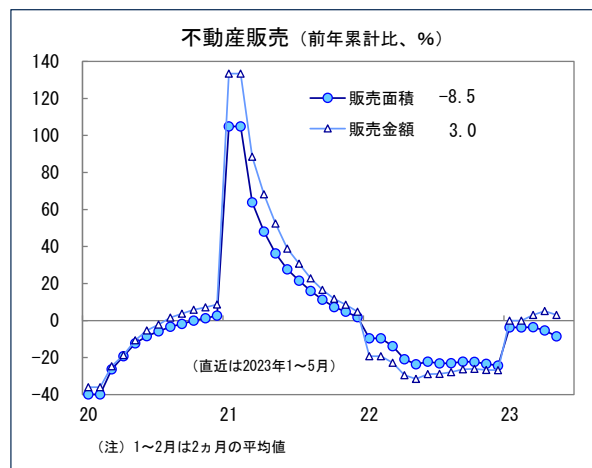
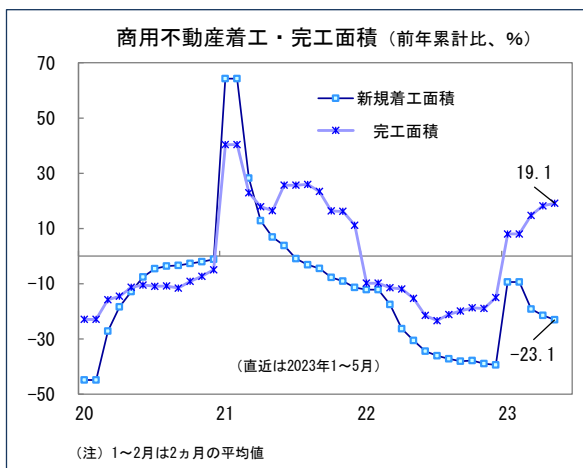
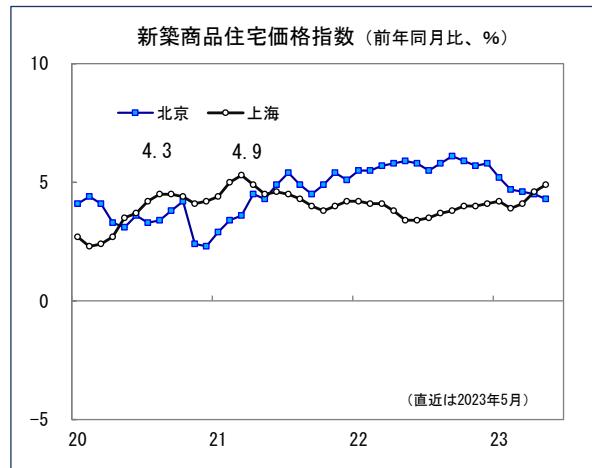
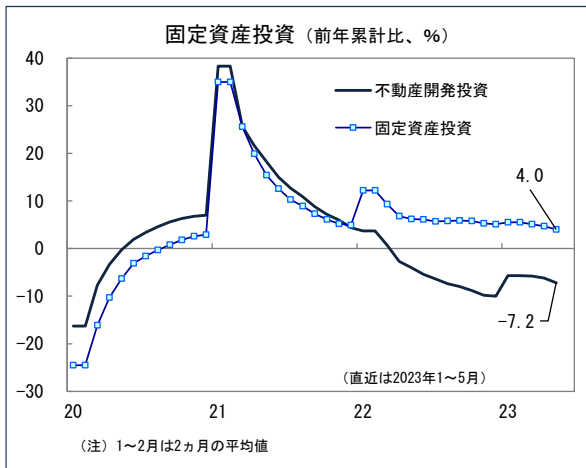
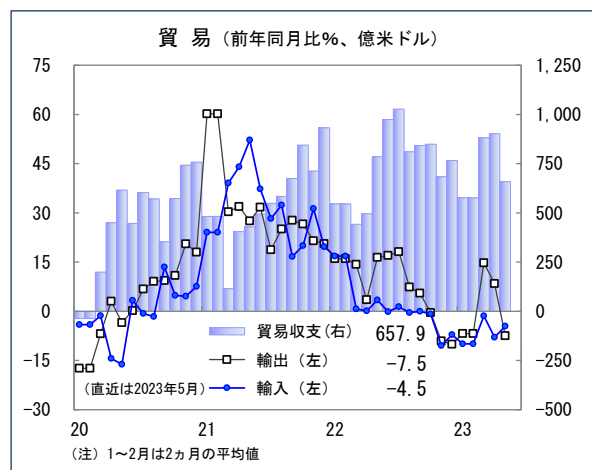
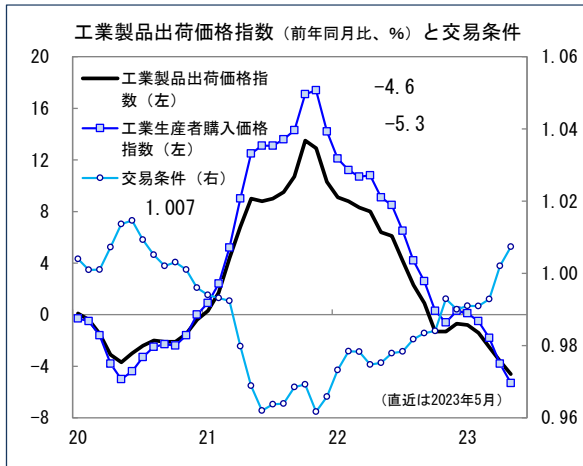
（出所）中国国家统计局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー局、CEIC より大和総研作成

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