

2023年7月21日

主要国経済 Outlook

2023年8月号 (No. 441)

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
定まらない世界経済の方向感 ～ 様々な要因がインフレ見通しを左右 経済調査部 シニアエコノミスト 近藤 智也	
日本経済	3
6月の訪日外客数は200万人超えも、中国人の回復は遅れる可能性 経済調査部 シニアエコノミスト 神田 慶司	
米国経済	10
ソフトランディングは可能か 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	21
本格回復はまだ先 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	31
局面打開策は民営企業の強力テコ入れ 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

定まらない世界経済の方向感 ～ 様々な要因がインフレ見通しを左右

近藤 智也

引き続き、先進国経済の行方を左右しているのがインフレ動向である。直近のインフレ率は市場予想を上回るペースで鈍化しており、大幅な追加利上げの必要性が低下し、過度な景気悪化は回避されるかもしれないという見方が高まった。減速するが、近い将来の景気低迷は短期間で軽微にとどまるという、いわゆるソフトランディングへの期待が米国を中心に強まっている。

もっとも、今後もインフレ率が順調に鈍化していくかは不透明で、ソフトランディングへの道は隘路になるとみられる。足元では、景気・インフレ見通しを左右する様々な要因が顕在化している。世界各地で猛暑や大雨といった異常気象に見舞われ、人々の通常の生活が妨げられている。不要不急の外出を控えるようにという呼びかけはコロナ禍のロックダウンを想起させ、夏のバカンスシーズンを迎えた観光関連業に打撃となる他、異常気象は農作物生産にも影響しよう。ウクライナの穀物輸出停止と相俟って、食料品価格の上昇圧力に晒される可能性がある。

また、欧米ではストライキが頻発している。高インフレを受けて、賃上げや年金・健康保険等の福利厚生改善など、より良い労働環境を求める動きだが、米国のエンターテインメント業界の場合、新しい技術であるAIの利用によって自分たちの仕事が打撃を被るとして、規制も要求している。ストライキ期間中はビジネスがストップするため（サービスの供給停止）、長期化するほど経済損失は膨らむ一方、企業は、増加する労働コストをいずれ価格に転嫁するだろう。

2023年上期の中国経済はロックダウン解除からの景気加速が期待されたが、4-6月期の成長が市場予想を下回る等、早くも息切れの様相である。中国向け輸出の増加を見込んでいた海外の企業からすると、当てが外れてしまった。逆に、先進国の景気減速に加えて、中国に対する新たな戦略を打ち出したドイツをはじめとする欧州や米国で進む、中国との付き合い方を見直す動きは、輸出を増やしたい中国にとってもマイナスであろう。外需に期待できない分、強力な内需喚起策を求める動きが出てこよう。いずれにせよ、国際貿易の停滞は世界経済にマイナスだ。

このように、2023年後半以降も、世界経済の方向感が定まらない状態が続くとみられる。

主要国実質 GDP 見通し<要約表> (2023年7月19日時点)

	(%)						(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	2.0	1.5	0.8	0.1	0.3	0.8	5.9	2.1	1.7	0.7
ユーロ圏	1.4	-0.4	-0.4	0.5	0.8	0.8	0.9	1.3	5.3	3.5	0.5	1.1
英国	-0.4	0.5	0.6	0.1	0.1	0.1	0.5	0.9	7.6	4.1	0.2	0.5
中国	3.9	2.9	4.5	6.3	5.0	5.6	5.0	4.0	8.4	3.0	5.4	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	-1.8	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

6月の訪日外客数は200万人超えも、中国人の回復は遅れる可能性

神田 慶司
中村 華奈子

[要約]

- 2023年6月の訪日外客数は207万人と、2019年同月の72%の水準まで回復した。ただし中国人訪日客に限れば同24%にとどまり、「伸びしろ」は依然として大きい。また、最近は円安の効果もあって訪日外客1人あたり消費額は大幅に増加しており、新型コロナウイルス感染拡大前比で3~5割ほど増加した国・地域が多い。2023年4~6月期の実質インバウンド消費額は2019年10~12月期以来の4兆円台を回復し、同時期の実質GDP成長率を押し上げた可能性が高い。
- 当社の直近の経済見通しでは、2023年7~9月期からの中国人訪日客数の本格回復を想定していた。だが、中国政府による日本への団体旅行の解禁が当面見送られる可能性が高まっている。2019年で中国人訪日客の7割程度を占めた個人旅行者においても、旅行先として日本以外の国・地域を選ぶ中国人の割合が感染拡大後に高まっており、経済正常化後も継続する可能性がある。
- 上記を踏まえ、当社のインバウンド見通しを下方修正した。新たなメインシナリオでは、不確実性が大きいものの、中国から日本への団体旅行が2024年初めに解禁されると想定した。直近の実績値も反映させた訪日外客数は、2023年で2,350万人（従来シナリオ対比▲130万人）、2024年で3,130万人（同▲90万人）と見込む。また、団体旅行が予測期間中に解禁されず、旅行先として日本が選ばれにくい状況が継続するリスクシナリオでは、2024年で2,990万人（同▲230万人）と見込む。

1. 回復が続くインバウンドの最近の特徴

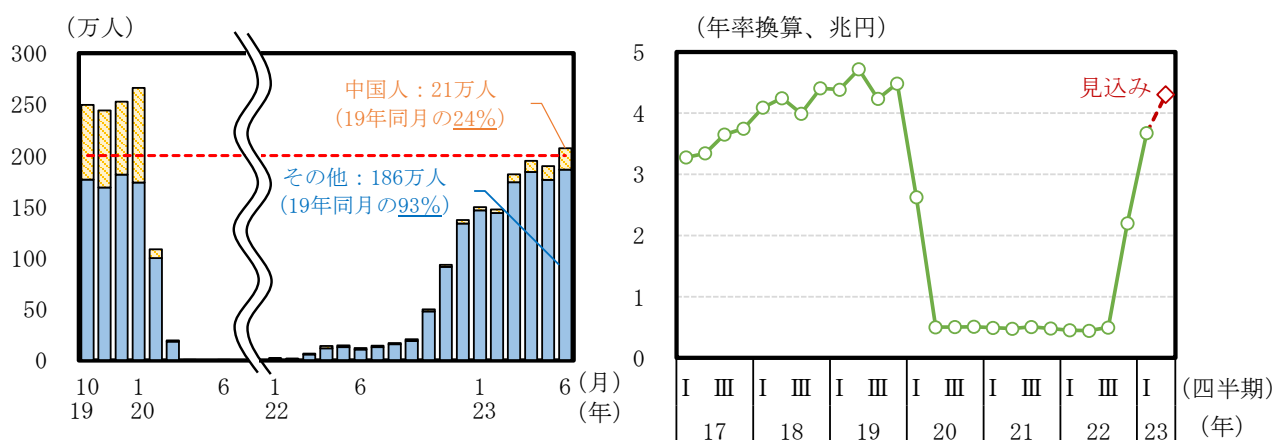
4-6 月期の実質インバウンド消費は 2019 年 10-12 月期以来の 4 兆円台回復の見込み

インバウンドの回復が続いている。日本政府観光局が 2023 年 7 月 19 日に公表した 6 月の訪日外客数は 207 万人だった（**図表 1 左**）。200 万人を超えたのは、新型コロナウイルス感染症が拡大する直前の 2020 年 1 月以来のことだ。

288 万人だった 2019 年 6 月の 72%まで回復したことになる。中国を除いた国・地域で見れば同 93%に達した一方、中国人訪日客は同 24%にとどまる。見方を変えれば、2019 年で 1,000 万人程度だった中国人訪日客の「伸びしろ」は依然として大きい。

内閣府「国民経済計算」（いわゆる GDP 統計）によると、政府が水際対策を大幅緩和する直前の 2022 年 7-9 月期における実質インバウンド消費額¹は、季節調整後の年率換算額で 0.5 兆円だった。それがわずか 2 四半期後の 2023 年 1-3 月期には同 3.7 兆円まで回復した。訪日外客数の前期比増加率を単純に当てはめると（季節調整は大和総研による）、4-6 月期は同 4.3 兆円になる見込みだ（**図表 1 右**）。4 兆円を超えるのは 2019 年 10-12 月期以来のことで、2023 年 4-6 月期の実質 GDP 成長率を押し上げた可能性が高い²。

図表 1 訪日外客数（左）と実質インバウンド消費額（右）の推移



（注）右図は GDP 統計における非居住者家計の国内での直接購入額（実質、季節調整値）。23 年 4-6 月期の見込み額は訪日外客数（大和総研による季節調整値）の前期比増加率をもとに算出。

（出所）日本政府観光局、内閣府統計より大和総研作成

多くの国・地域では円安効果もあって 1 人あたり旅行消費額が大幅に増加

2023 年 7 月 19 日には観光庁から 4-6 月期の訪日外国人旅行消費額も公表された。そこで以下では、直近のインバウンドの状況について整理する。

図表 2 は訪日外国人旅行消費額の上位 20 カ国・地域を対象に、直近の訪日外客数と 1 人あたり旅行消費額を 2019 年同月（期）比で見たものである。バブルの大きさは直近の旅行消費額を

¹ GDP 統計における非居住者家計の国内での直接購入額（季節調整値）。

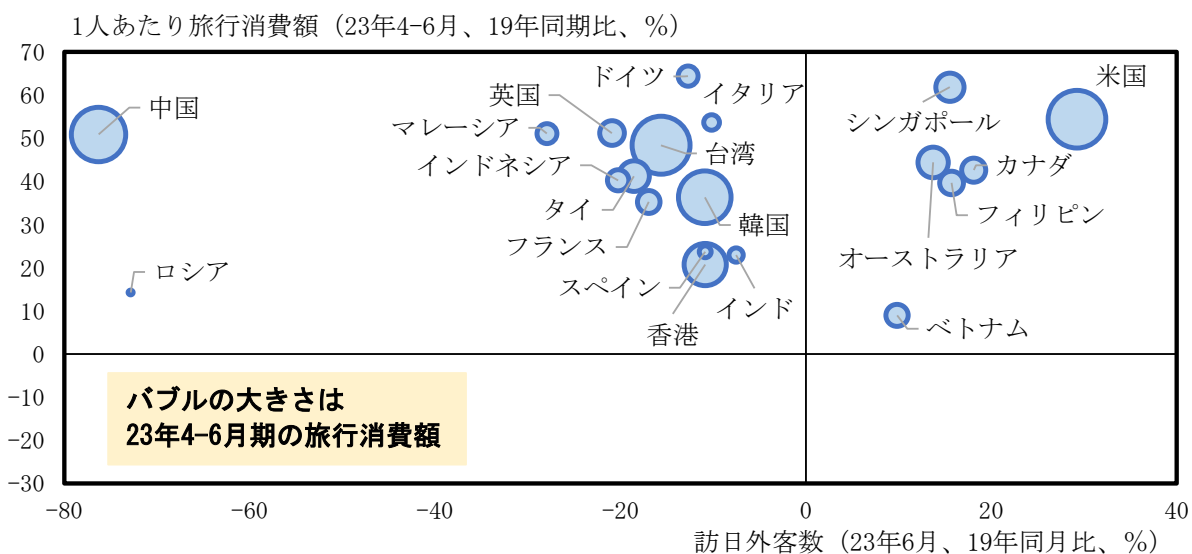
² 当社では、4-6 月期の実質 GDP 成長率の 1 次速報値予想に関するレポートを 7 月 31 日に公表する予定。

表す。

横軸の訪日外客数に目を向けると、米国、カナダ、シンガポールなど6カ国は2019年同月比でプラスだが、それ以外では同▲30～▲10%程度の国・地域が多い。中国とロシアはとりわけ回復が遅れている。出国者数などアウトバウンド³の月次データを公表している英国、米国、韓国の2019年同月比を見ると、足元では訪日外客数のそれに近い水準にある。Haver Analyticsなどの情報ベンダーで取得可能なデータは限られているものの、中ロを除く多くの国・地域では、アウトバウンド需要の回復状況が訪日外客数に反映されているとみられる。

1人あたり旅行消費額は、円安の効果もあって2019年同期比+30～50%程度の国・地域が多い。1人あたり旅行消費額に人数を乗じたインバウンド消費額は、すでに感染拡大前の水準を超えた国・地域がほとんどだ。

図表2 主要な国・地域からの直近の訪日外客数と1人あたり旅行消費額



(注) 縦軸はパッケージツアー参加費を含む1人1回あたりの旅行消費額。図表内の国・地域は旅行消費額上位20カ国・地域であり、総額の9割程度を占める。23年4-6月期のロシアの旅行消費額は公表されていないため、1-3月期のデータを利用。

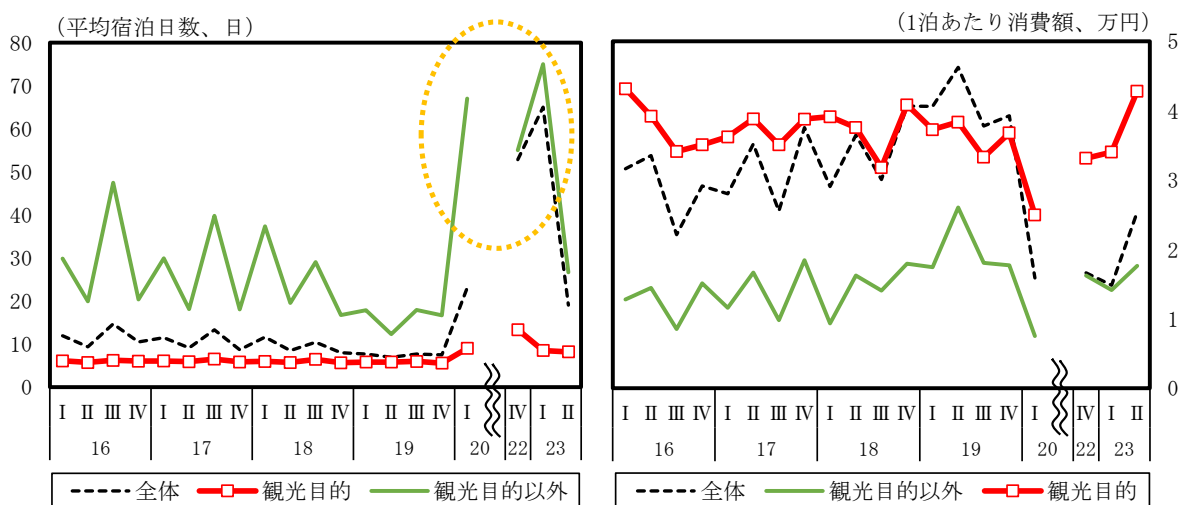
(出所) 日本政府観光局、観光庁統計より大和総研作成

1-3月期までの中国人訪日客の1人あたり消費額の激増は滞在期間の長期化などが影響

2023年4-6月期における中国人訪日客の1人あたり旅行消費額は2019年同期比+50%程度だが(図表2)、感染拡大後から2023年1-3月期までは同+200%前後という極めて高い伸び率で推移していた。そこで図表3では、中国人訪日客の1人あたり旅行消費額を「平均宿泊日数」と「1泊あたり消費額」に分けて時系列で示したが、観光目的以外の訪日客の平均宿泊日数が大幅に伸びたことが主因だったことがわかる。

³ 英国は出国者数、米国は飛行機を利用した出国者数、韓国は出国者の海外での消費額。

図表3 中国人訪日客の平均宿泊日数（左）と1泊あたり消費額（右）の推移



(注) 1泊あたり消費額はパッケージツアー参加費を含む。
 (出所) 観光庁統計より大和総研作成

「観光目的以外」には、主にビジネスや親族・知人訪問、短期留学などが該当する。2023年1-3月期では、ビジネスが50%程度、留学が25%程度、親族・知人訪問が20%弱を占めた。4-6月期はビジネスと親族・知人訪問がそれぞれ10%ptほど高まった一方、留学目的の占める割合は3%程度まで低下した。留学目的の平均宿泊日数は感染拡大前で90日程度だったが、このところ200日前後で推移している。4-6月期の平均宿泊日数が感染拡大前の水準まで戻った背景には、こうした観光目的以外の訪日客の行動の変化がある。

観光客に限って見れば、平均宿泊日数、1泊あたり消費額ともに感染拡大前から増加したものの、他国・地域の増加ペースとさほど変わらない。いわゆる「爆買い」は感染拡大後に発生しておらず、比較的安定して推移している。

2. 中国人訪日客の回復の遅れでインバウンド見通しを下方修正

日本への団体旅行の解禁見送りや旅行先の変化などで中国人訪日客数の回復が遅れる可能性

当社の直近の経済見通し⁴では、2023年7-9月期からの中国人訪日客数の本格回復を想定していた。だが、中国政府による日本への団体旅行の解禁が当面見送られることにより、本格回復の時期が後ずれする可能性が高まっている⁵。

振り返ると、日本政府は2022年末に中国で発生した感染爆発を受け、中国からの直行便での入国者に対する水際対策の臨時的措置を実施した。中国政府はこれに反発し、2023年2月の団体旅行一部解禁で日本を対象外にした。日本政府は4月29日に臨時的措置を完全に撤廃したが、

⁴ 「第217回日本経済予測（改訂版）」（2023年6月8日）

⁵ 日中間の定期便が今秋以降も緩やかな増加にとどまる可能性もある。国土交通省「2023年夏期スケジュール 国際線定期便の概要」（2023年3月26日）によると、2023年夏期（3月26日～10月28日）における中国路線の当初の運航便数は、2019年冬期（2019年10月27日～2020年3月28日）当初比▲77%だった。11月以降も定期便の増加が緩やかになれば、中国人訪日客の回復は供給面から抑制されるとみられる。

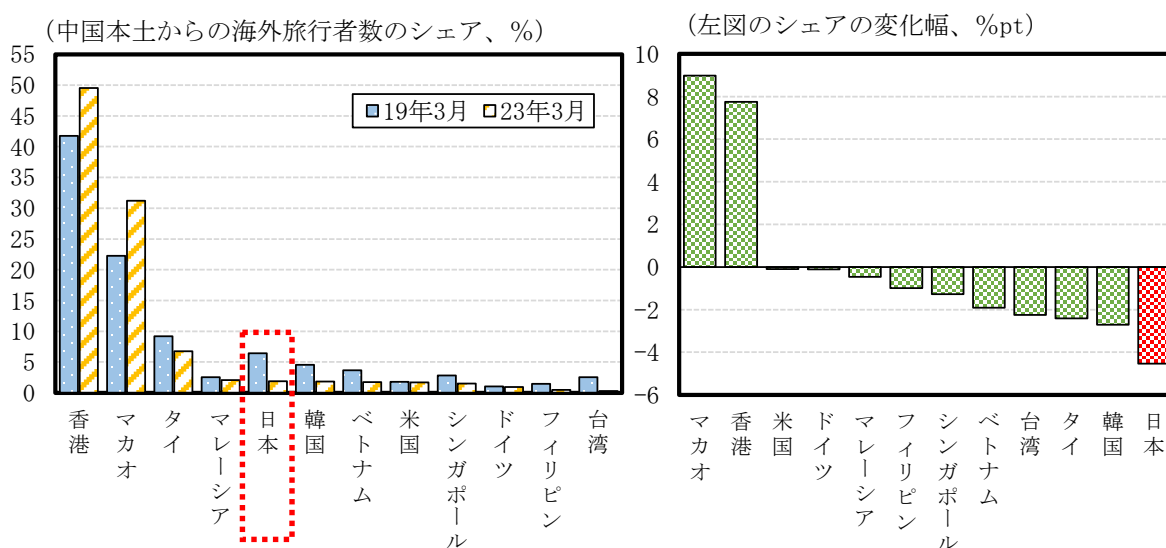
その後も解禁は見送られている。

新型コロナウイルス感染症はもはや問題でないとすれば、団体旅行の解禁見送りは中国政府の政治マターになった可能性がある。この点、日本政府は3月31日に先端半導体製造装置の輸出管理強化に関する省令改正案を公表し、7月23日から実施する。中国など一部の国・地域向けが対象となったため、中国政府はこれに強く反発し、4月に世界貿易機関（WTO）に調査を要請した。仮に日本への団体旅行の解禁見送りが中国政府の対抗措置の一種だとすれば、当分の間は中国人団体客の受け入れは期待しにくい⁶。

さらに、2019年で中国人訪日客の7割程度を占めた個人旅行者においても（観光庁「訪日外国人消費動向調査」）、旅行先として日本以外の国・地域を選ぶ中国人の割合が高まった可能性がある。中国本土からの海外旅行者数は2019年で1.7億人だったが、最近の旅行先の動きを詳しく見るため、**図表4**では香港とマカオを含めデータの入手可能な12カ国・地域を集計した（掲載国・地域への中国人旅行者数は2019年で全体の7割程度）。**図表4左**では2023年3月と2019年同月における掲載国・地域のシェアを掲載し、その変化幅を**図表4右**で示した。

2023年3月において香港とマカオのシェアは圧倒的に高く、2019年同月から一段と上昇している。その他の国のシェアは一様に低下したが、中でも日本の低下幅が大きい。団体旅行が解禁されていないことが要因である可能性には留意が必要だが、2019年同月では掲載国・地域の中でタイに次いで4番目に高かった日本のシェアは、直近では米国並みの水準にある。「ウィズコロナ」政策に移行した2023年の中国人のアウトバウンド需要は急速に回復すると見込まれる中で、日本が感染拡大前のように需要を取り込めるかどうかは現時点で不透明だ。

図表4 中国本土からの海外旅行者数のシェア（掲載の12カ国・地域ベース、左）と変化幅（右）



(注) 中国本土からの海外旅行者数のうち、香港とマカオを含めデータの入手可能な12カ国・地域を集計。なお、データの関係上、マレーシアには香港、マカオからの旅行者数が、ドイツには香港からの旅行者数が含まれる。掲載国・地域への中国人旅行者数は2019年で全体の7割程度を占める。

(出所) 日本政府観光局、各国統計、Haver Analytics より大和総研作成

⁶ 齋藤尚登「[中国：利下げは景気テコ入れの号砲か?](#)」（大和総研レポート、2023年6月21日）

2023 年を中心にメインシナリオのインバウンド見通しを下方修正

以上の検討を踏まえ、当社のインバウンド見通しにおける中国人訪日客数の想定を**図表 5 上**のように見直す（その他の国・地域からの訪日外客の想定は変更なし）。

前述のように、従来のシナリオでは 2023 年 7-9 月からの中国人訪日客の本格回復を想定していた。これについて新たなメインシナリオでは、不確実性が大きいものの、日本への団体旅行は 2024 年初めに解禁される（本格回復の時期を半年程度後ずれ）。また旅行先としての日本の魅力も回復していくと想定する。その結果、直近の実績値も反映させた訪日外客数は 2023 年で 2,350 万人（従来シナリオ対比▲130 万人）、2024 年で 3,130 万人（同▲90 万人）と見込む（**図表 5 左下・右下**）。

中国人訪日客の 1 人あたり旅行消費額は 2023 年 4-6 月期で 34 万円と、全体の平均額（20 万円）を大きく上回る。そのため実質インバウンド消費額見通しの下方修正幅は訪日外客数のそれよりも大きくなっている。

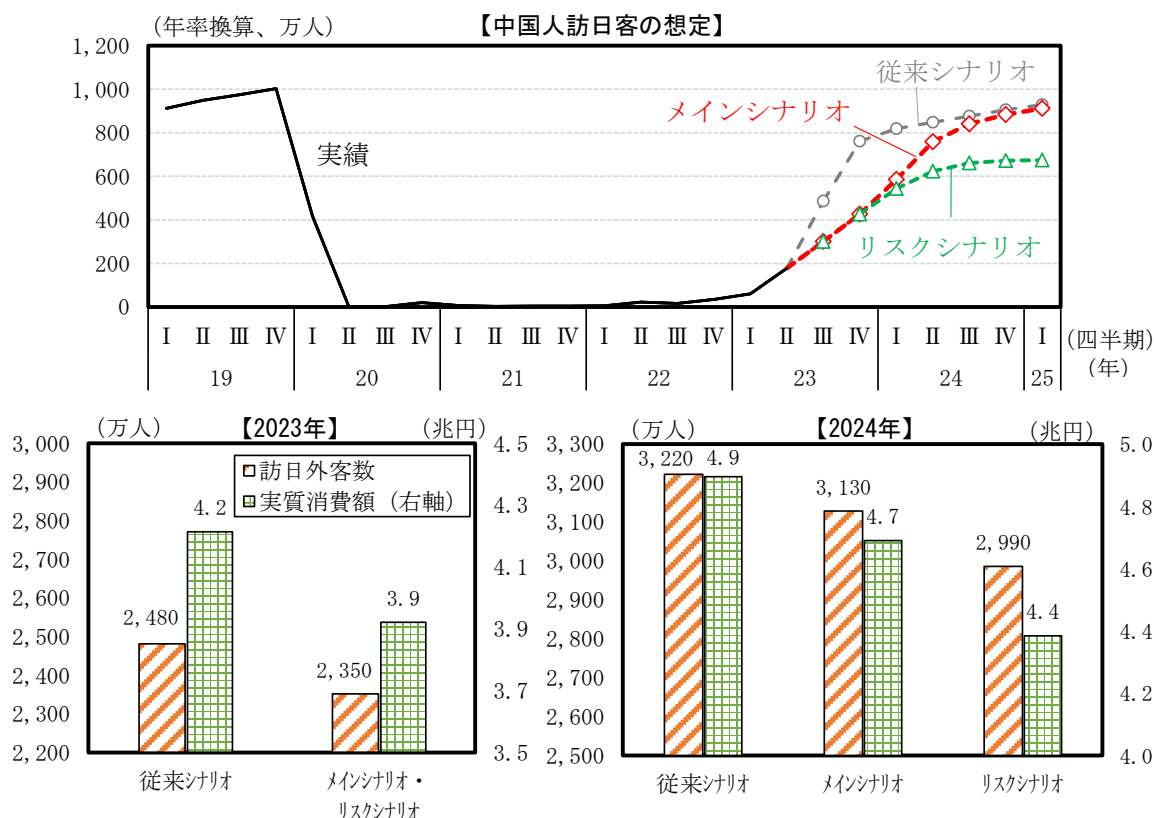
新たなメインシナリオの想定が楽観的である可能性は小さくない。そこで、日本への団体旅行は予測期間中に解禁されず、旅行先として日本が選ばれにくい状況が継続する⁷と想定した「リスクシナリオ」を作成した（**図表 5 上**）。訪日外客数は 2023 年で 2,350 万人（従来シナリオ対比▲130 万人）、2024 年で 2,990 万人（同▲230 万人）と見込む（**図表 5 左下・右下**）。

インバウンド見通しの下振れリスクという点では、メインシナリオでの想定よりも円高が進行したり、世界経済成長率が低下したりすることも考えられる。当社の「[日本経済見通し：2023 年 1 月](#)」で述べたように、例えばメインシナリオに比べ 20 円程度の円高ドル安が発生すると、訪日外客 1 人あたり消費額は 6%減少し、訪日外客数も 7%減少する。

もっとも、2022 年は国際間の人の移動が秋まで厳しく抑制されていたため、リスクシナリオの発現に加えて外部環境が大幅に悪化したとしても、2022 年の水準（訪日外客数で 383 万人、実質インバウンド消費額で 0.9 兆円）を大幅に上回る可能性は高い。景気の押し上げ幅は縮小するものの、インバウンドの回復が 2023 年の日本経済の追い風になるという姿は変わらないだろう。

⁷ 前掲**図表 4**の分析をもとに、旅行先の変化の影響で中国人訪日客は約 5%分（2019 年に当てはめると約 500 万人）が回復しないと想定した。

図表5 シナリオ別に見たインバウンド見通し



(注) 図表4の分析をもとに、リスクシナリオでは旅行先の変化の影響で中国人訪日客は約5%分(2019年に当てはめると約500万人)が回復しないと想定。その他の国・地域からの訪日外客の想定は変更なし。

(出所) 日本政府観光局、観光庁、内閣府統計より大和総研作成

図表6 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

米国経済 ソフトランディングは可能か

ソフトランディングに向けて、求人件数は 390 万件程度減少する必要

矢作 大祐

[要約]

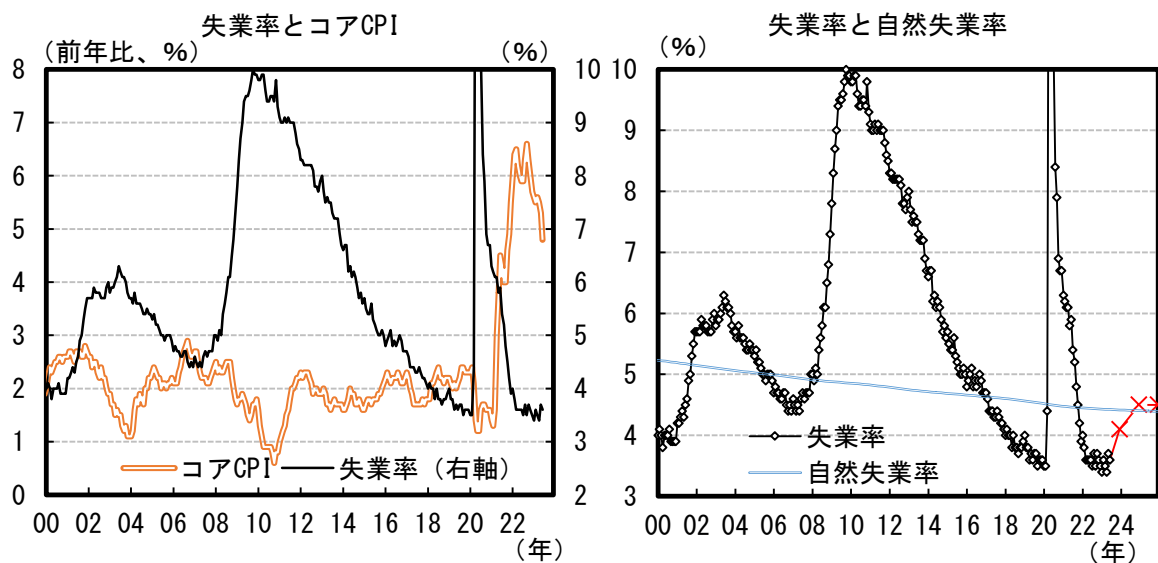
- 雇用環境が底堅く推移する一方、6月のCPIが減速したことで、市場参加者の中ではソフトランディング期待が高まっている。このまま失業率が大幅に上昇せずにインフレが減速していくためには、サンフランシスコ連銀の分析に基づけば、求人件数の大幅な減少が必要といえる。
- ソフトランディングに必要な求人件数の減少幅は、2025年10-12月期までに390万件程度と試算され、毎月13万件程度減少し続ければ達成可能である。求人件数がピークとなった2022年3月から直近までの減少幅が約220万件、1カ月当たり16万件弱で減少してきたことを踏まえれば、十分に達成可能なペースといえる。
- しかし、労働供給の拡大余地が少ない中で、企業が採用を抑制するほどに収益が悪化、つまりは景気の減速が必要とも考えられる。求人件数を減少させるために一層の景気減速が必要となれば、結局のところ失業率の押し上げにつながり得ることは、ソフトランディングを実現する上での不安要素である。
- 景気減速を実現するために、7月のFOMCでは0.25%ptの追加利上げが予想される。もっとも、ウォラー理事が指摘したように、金融引き締め効果のタイムラグが短期化しているのであれば、更なる景気減速を実現するために、利上げはFOMC参加者によって現在想定されている年内合計0.50%ptにとどまらない可能性もあるだろう。

高まるソフトランディング期待

6月のCPIはヘッドラインが前年比+3.0%と減速し、2021年3月以来の低水準となった。コアCPIも同+4.8%と減速し、市場コンセンサス（Bloomberg：同+5.0%）を下回った。コアCPIの内訳を見ても、コア財（同+1.3%）、コアサービス（同+6.2%）ともに減速感を強めるポジティブな結果となった。一方で、景気は底堅く推移している。雇用環境に関しては、6月の非民間部門雇用者数は前月差+20.9万人と減速したものの、依然として好不調の目安となる+20万人を上回っている。また、失業率についても同▲0.1%ptの3.6%と低下した。こうした結果を受け、市場参加者の中では景気が大幅に悪化せずに高インフレから脱却するというソフトランディングへの期待が高まっている。

他方で、フィリップス曲線が示すようにインフレと雇用環境はトレードオフの関係にある。つまり、過去の経験則によると、インフレの減速には雇用環境の悪化を伴う。しかし、コアCPIが2022年9月の前年比+6.6%から直近値の同+4.8%に低下しても、2022年3月以降の失業率が3.4%-3.7%のレンジで推移しており、トレードオフの関係は薄れている（図表1左図）。こうした現状に対して、パウエル議長も過去にほとんど見られなかった事象と指摘している。また、先行きについても、FOMC参加者は、雇用環境の大幅な悪化を想定していない。直近（2023年6月）のFOMC参加者の経済見通し（以下、SEP）では、インフレ（PCE価格指数上昇率）が2%に向かって減速していくとの見立ての中で、失業率は2024年10-12月期、2025年10-12月期に中央値で4.5%まで上昇するとの予想が示されている¹。失業率が上昇するとはいえ、水準は自然失業率を小幅に上回る程度であり、過去の景気後退期ほどの上昇は見込まれておらず、FOMC参加者はソフトランディングを予想しているといえる（図表1右図）。

図表1 失業率とコアCPI、失業率と自然失業率



（注）右図の赤いマーカ一部分は、2023年6月のFOMC参加者の失業率見通し（中央値）。

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

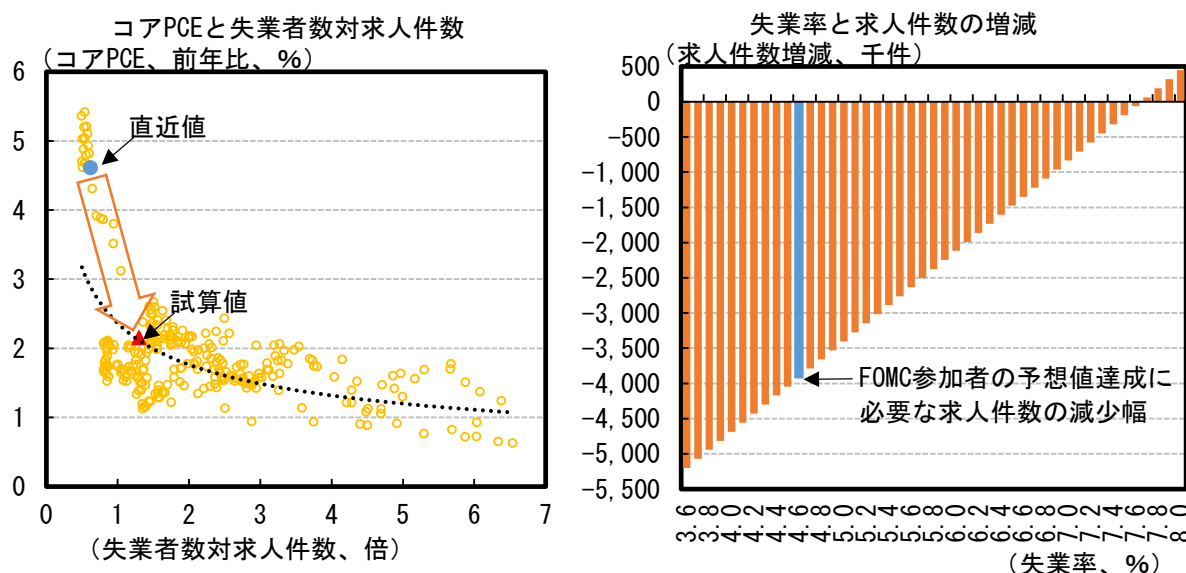
¹ 大和総研 ニューヨークリサーチセンター 矢作大祐「FOMC FF金利は予想通り据え置き」（2023年6月15日）参照 https://www.dir.co.jp/report/research/economics/usa/20230615_023849.html

ソフトランディングの達成条件は求人件数の減少

過去の経験則から乖離している現状やFOMC参加者の見通しの背景に関する分析として、足下ではサンフランシスコ連銀による説明が注目されている²。サンフランシスコ連銀の分析は、(1) 求人と失業の関係を表すバレッジ曲線の傾きは低失業率の場合においては急勾配になり、失業率の大幅な上昇を引き起こすことなく、求人件数が高い水準から減少すること、(2) インフレ率と失業率の関係を表すフィリップス曲線の傾きは、低失業率の場合には急勾配になり、失業率が大幅に上昇せずともインフレ率が押し下げられること、という2点にまとめられる。サンフランシスコ連銀は上記の分析を組み合わせ、失業率が上昇せずとも求人件数の減少によって労働需給が緩和し、インフレ率が低下するというソフトランディングが実現し得ると結論付けている。

また、サンフランシスコ連銀は、ソフトランディングの可能性を測る指標も併せて提示している。その指標とは、失業者数対求人件数であり、労働供給を示す失業者数と労働需要を示す求人件数を組み合わせたもので、パウエル議長も記者会見や講演会で度々言及してきたものである。サンフランシスコ連銀によれば、インフレ期待が安定していた過去の期間において、失業者数対求人件数は0.9程度であったが、直近値(5月)は約0.6倍と求人件数が失業者数を大きく上回っている。サンフランシスコ連銀は、直近(2023年6月)のSEPで示された、2025年10-12月期のコアPCE価格指数(前年同期比+2.2%)へと近づくためには、失業者数対求人件数が約1.3倍まで上昇する必要があると分析している(図表2左図)。

図表2 コアPCEと失業者数対求人件数、失業率と求人件数の増減



(注) 左図は2001年から2023年までをプロットし、点線は傾向線。「試算値」はコアPCE価格指数が、直近のSEPで示された2025年10-12月期の前年同期比+2.2%となるための失業者数対求人件数の水準を示したものです。(出所) BEA、BLS、FOMCより大和総研作成

続いて、サンフランシスコ連銀の分析を基に、より具体的にソフトランディングの条件を確認

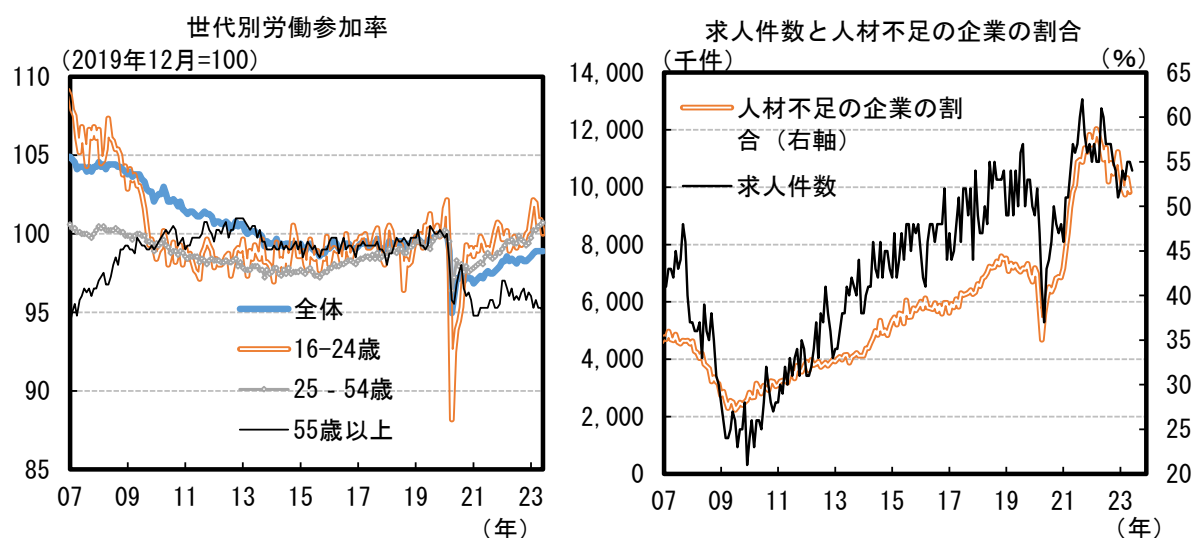
² Erin E. Crust, Kevin J. Lansing, and Nicolas Petrosky-Nadeau, “Reducing Inflation along a Nonlinear Phillips Curve,” FRBSF Economic Letter 2023-17, July 10, 2023

したい。図表 2 右図は縦軸を求人件数増減、横軸を失業率として、失業者数対求人件数が 1.3 倍となる組み合わせを示している。極端なケースを想定すれば、失業率が現時点の 3.6% から変わらない場合には求人件数は直近（2023 年 5 月）の 982.4 万件から半分以下の水準まで減少する必要がある。一方、求人件数が変わらない場合には、失業率は約 7.7% と現時点から 2 倍以上の水準まで上昇する必要がある。なお、直近の SEP で想定されている 4.5% の失業率（2025 年 10-12 月時点）を前提とすれば、求人件数は 390 万件程度の減少、つまりは現時点から約 6 割の水準まで減少する必要がある。1 カ月当たりで換算すると、求人件数が 13 万件程度減少し続けられれば、2025 年 10-12 月期までに必要となる求人件数の減少幅を達成することが可能となる。求人件数がピークとなった 2022 年 3 月から直近までの減少幅が約 220 万件、1 カ月当たり 16 万件弱で減少してきたことを踏まえれば、十分に達成可能なペースといえる。

求人件数の抑制のため、結局は景気の減速が必要か

もっとも、直近の FOMC 参加者による FF 金利見通し（ドットチャート）に基づく、2024 年からは利下げへと転じることが想定されている。2025 年末まで、FF 金利の長期見通し（2.5%）を上回る金利水準が見込まれているとはいえ、金融環境の引き締め程度は利下げによって徐々に低下し、求人件数の減少ペースも鈍る可能性があるだろう。そのため、追加利上げが想定される 2023 年内においては、求人件数は必要となる減少ペース以上に加速することが望ましい。そこで、求人件数の減少ペースの加速の可能性について、労働供給の拡大と企業の採用意欲の減退という 2 点から考えてみたい。労働供給に着目すると、若年層（16-24 歳）と働き盛りの世代（25-54 歳）の労働参加率はコロナ禍前の水準を超え、2010 年以來のトレンドに概ね沿った水準となっている（図表 3 左図）。他方で、55 歳以上の世代は、ベビーブーマー（50 歳代後半以上）の退職の本格化によって、コロナ禍前の水準を下回っている。これまでの求人件数の減少は、55 歳未満の人々の労働参加の拡大が求人への充足につながった結果といえるだろう。

図表 3 世代別労働参加率、求人件数と人材不足の企業の割合



(出所) BLS、NFIB より大和総研作成

問題は労働供給の更なる拡大が今後も望めるか、という点である。55歳未満の人々がコロナ禍前のトレンド以上に労働参加を積極化させるか、55歳以上の人々が労働市場に再参入することが必要となる。働き盛りの世代の労働参加率は83.5%と2002年以来の高水準となっており、更なる上昇余地は少なくなっている。若年層に関しては、大学進学率が頭打ちの傾向となっていることから、労働参加が拡大する可能性はある。ただし、若年層の中で高等教育を希望する割合は依然として高く、労働参加が大幅に拡大するほど大学進学率が低下していくとは考えにくい。55歳以上の世代に関しては、新型コロナウイルスの感染リスクを抑制するために早期退職した人が、ポストコロナへの移行によって職場に復帰するとの期待もある。しかし、ポストコロナへと移行してから1年程度がたっても、55歳以上の世代の労働参加率はむしろ下がっていることを踏まえれば、職場復帰が今後進むことは考えにくい。以上を踏まえれば、今後も労働供給の拡大によって求人件数が減少していくという楽観的な想定は控えるべきかもしれない。

労働供給の更なる拡大が望みにくいのであれば、労働需要の抑制が必要となる。労働需要に関連して、企業の人繰りの状況を確認すると、求人条件に適した人材がいないと回答した企業の割合は、最大となった2022年9月の62%から2023年6月には54%まで低下したが、依然として高水準にある(図表3右図)。人材不足が続く中で求人件数が減るとすれば、労働需給のマッチング効率性が改善するか、或いは生産性向上などによって人材採用の必要性が低下することなどが考えられる。労働需給のマッチング効率性はコロナ禍での悪化から回復しているものの、求人件数の減少の推進力となるほどの更なる改善が進むかは不透明である。また、生産性向上に関しては中長期的な取り組みとなる。より短期間で求人件数を減らすためには、企業が採用する余裕がなくなること、つまりは企業収益の減少といった景気の減速が必要とも考えられる。

以上をまとめれば、求人件数を減少させるために一層の景気減速が必要となれば、結局のところ失業率の押し上げにつながり得ることは、ソフトランディングを実現する上での不安要素である。そして、景気減速を実現するために、FOMCが取れる手段は利上げである。6月のFOMCで示唆された、2023年内合計0.50%ptの追加利上げに関して、パウエル議長は6月末の講演会で、2会合連続(7月25-26日、9月19-20日のFOMCでそれぞれ0.25%ptずつの利上げ)での利上げ実施に含みを持たせた。市場参加者は、既に7月のFOMCでの利上げを織り込んでおり、7月のFOMC後のパウエル議長の記者会見やその後のデータを確認しながら9月のFOMCでの連続利上げの可能性を検討していくことになる。

他方で、追加利上げが2回にとどまらない可能性も認識しておく必要がある。タカ派のウォラーFRB理事は、7月半ばの講演会で金融政策の効果が発現するまでのタイムラグが短期化しており、昨年来の金融引き締めによる影響の大部分が既に経済に波及している可能性を指摘した。結果的に、これまでの引き締めによる需要とインフレの更なる鈍化は期待できなくなり、一層の景気減速を実現するためには更なる金融引き締めが必要であるとの見解を示している。ウォラー理事の見解は必ずしもFOMC参加者内のコンセンサスとは限らないが、もし求人件数の減少ペースが想定以上に緩やかであれば、ウォラー理事のようなタカ派的な見解がFOMC内でより説得力を増していく可能性はあるだろう。

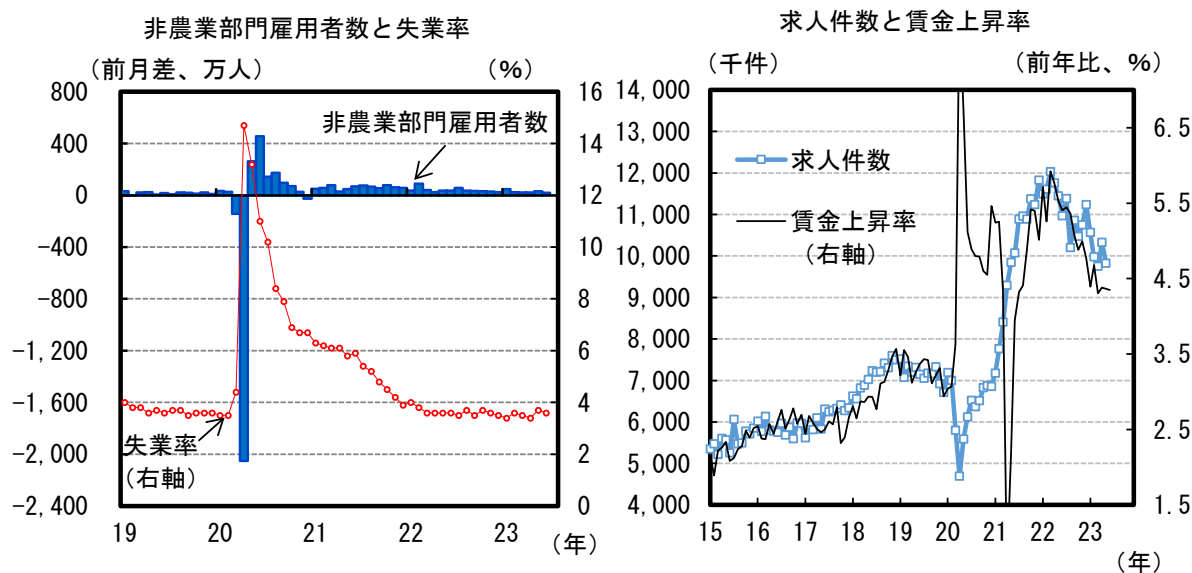
雇用環境は緩やかに悪化

2023年6月の雇用統計では、非農業部門雇用者数が前月差+20.9万人と前月から減速し、市場予想を下回った。過去分に関しても大幅に下方修正されており、雇用者数の伸びに減速感が見られる。とはいえ、雇用者数の伸び幅が好不調の目安となる+20万人を依然として上回っていることから、十分に底堅い結果と評価できる。また、失業率に関しては、同▲0.1%ptの3.6%と低下（改善）に転じたことも含めれば、雇用環境の悪化ペースは総じて緩やかといえよう。

その他の雇用関連指標を見ると、2023年5月の求人件数は前月差▲49.6万件と減少に転じた。求人件数は減少したものの、水準は982.4万件と直近の失業者数の595.7万人を大きく上回っており、労働需給はタイトなままである。新規失業保険申請件数に関しては、7月2日-7月8日には23.7万人となった。5月末から6月半ばにかけて新規失業保険申請件数は1週間当たり26万人強で推移していたが、6月後半以降は同23-24万人と幾分水準が下方にシフトしていることから、足下においても雇用環境の急激な悪化は見られていない。

雇用環境の悪化ペースが緩やかな中で、賃金上昇率は前年比+4.4%前後での推移が続いており、インフレ圧力が先行きにおいても継続する可能性を示唆している。雇用環境の悪化ペースが緩やかなことは景気の急激な腰折れを回避するという観点ではポジティブといえるが、インフレ抑制の観点からはネガティブな意味合いを有するだろう。

図表4 非農業部門雇用者数と失業率、求人件数と賃金上昇率



(出所) BLS、Haver Analytics より大和総研作成

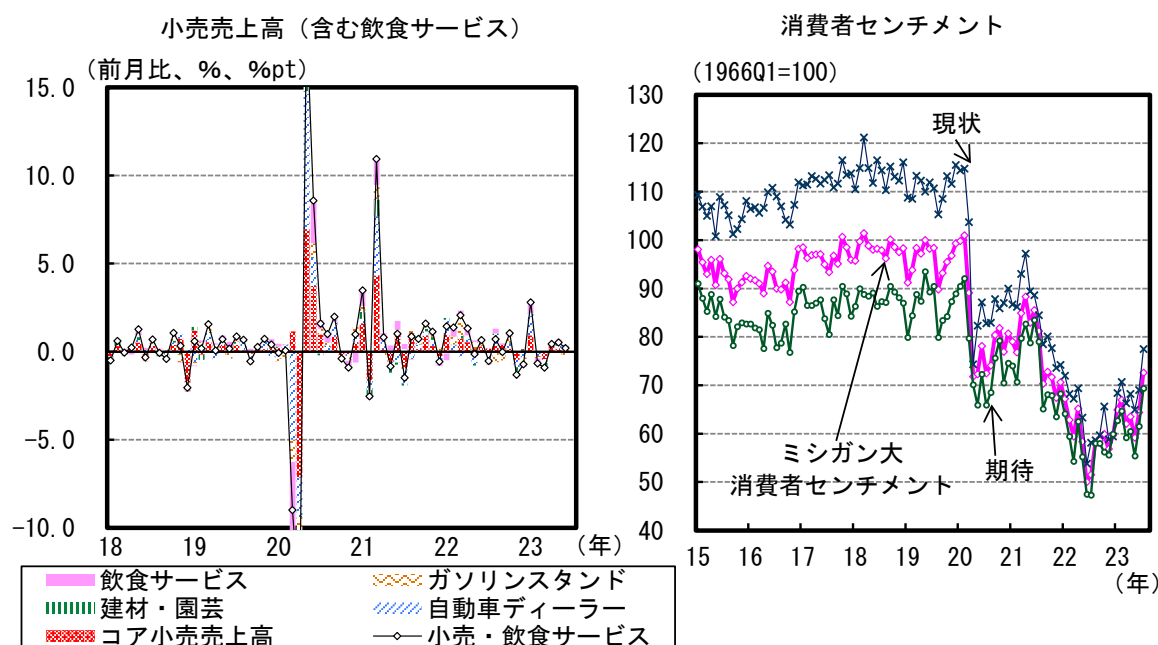
小売売上高は底堅く推移、消費者マインドも改善

個人消費の動向を確認すると、2023年6月の小売売上高(含む飲食サービス)は前月比+0.2%と3カ月連続でプラスとなったものの、市場予想(Bloomberg調査:同+0.5%)を下回った。しかし、過去分が上方修正されたことや、振れが大きい業種(自動車ディーラー、ガソリンスタンド、建材・園芸、飲食サービス)を除く、コア小売売上高が同+0.6%と加速したことを併せてみれば、底堅い結果であったといえる。6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無店舗販売(同+1.9%)、家具・身の回り品(同+1.4%)、家電(同+1.1%)である。他方で、減少したのはガソリンスタンド(同▲1.4%)、建材・園芸(同▲1.2%)といった振れが大きい業種である。

消費者マインドに関して、ロイター/ミシガン大消費者センチメントは、2023年7月(速報値)が前月差+8.2pt、水準は72.6ptと2021年9月以来の水準まで改善した。構成指数の内訳を見ると、現状指数(同+8.5pt)、期待指数(同+7.9pt)ともに上昇した。ミシガン大学は雇用環境が安定していることに加え、インフレが減速したことが消費者マインドを押し上げたと言及している。

もともと、米連邦最高裁がバイデン政権による連邦学生ローンの一部免除措置を認めない判断を下したことで、支払い猶予措置が打ち切りとなり、10月より債務の返済が再開される。米教育省によれば連邦学生ローンは4,360万人が借りており、残高は総額1.6兆ドルとされる(2023年3月末時点)。バイデン政権は、最高裁判断を受け、連邦学生ローン制度の運用見直しを通じた新たな免除策や、1年間は返済が滞っても債務者のクレジットスコアの低下が生じないようにする措置を講じている。こうした措置は増加する債務者負担を幾分軽減し、個人消費の急激な腰折れを抑制することが想定されるが、秋口以降の消費動向には注意を要する。

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

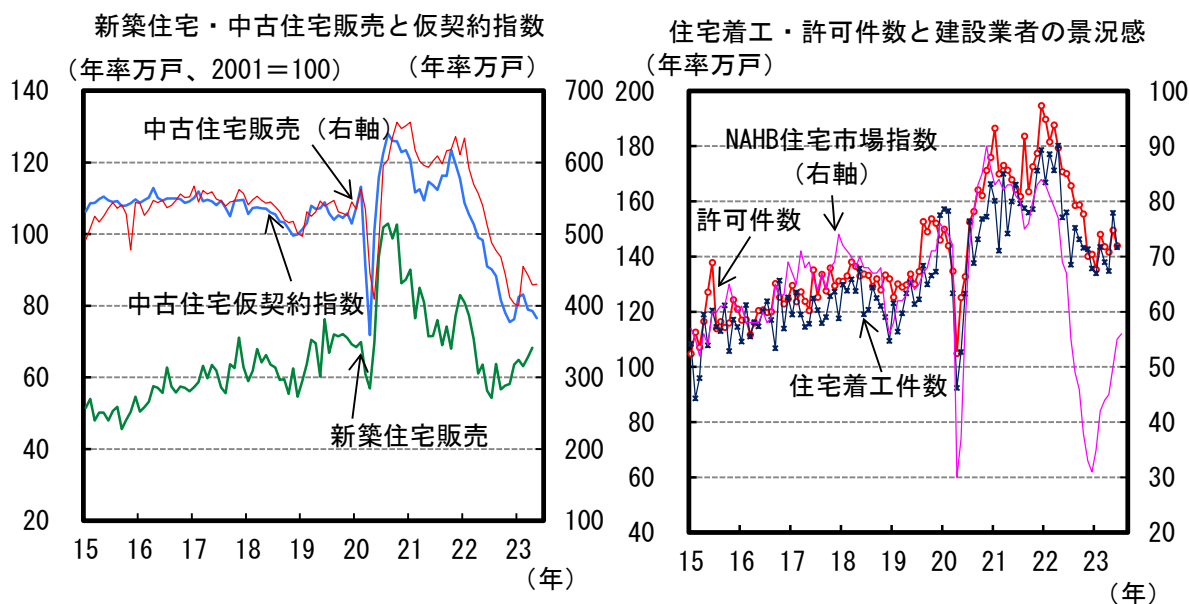
住宅市場の回復ペースは緩慢

住宅需要に目を向けると、2023年5月の新築住宅販売（戸建）は、前月比+12.2%と3カ月連続で増加し、伸び幅も大きく拡大した。中古住宅販売（コンドミニアム等含む）に関しては、5月が同+0.2%と3カ月ぶりに増加に転じた。中古住宅販売は2月の大幅増からの反動減が一服しつつあるようだ。とはいえ、中古住宅販売に先行する中古住宅仮契約指数は、5月が同▲2.7%と3カ月連続で低下した。これは、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、新築住宅に対する中古住宅の割高感が強まっていることが背景にはあるだろう。結果的に、人々が新築住宅の購入を選好する状況は継続する可能性がある。

住宅供給に関しては、新築住宅着工は、2023年6月に前月比▲8.0%と大きく落ち込んだ。これは大幅増となった5月からの反動減と考えられる。また、先行指標である建設許可は同▲3.7%と2カ月ぶりに減少に転じたことから、反動減は当面継続する可能性があるだろう。もっとも、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7月分は前月差+1ptと7カ月連続で回復した。NAHBは多くの住宅購入希望者が新築住宅を探していることが住宅建設業者のマインド改善につながった一方で、住宅ローン金利の上昇や材料・用地入手が困難であることに頭を悩ませていると指摘している。

住宅需要は新築住宅が堅調も、中古住宅の回復が足踏みしている。また、住宅供給に関しても、ボトムアウトはしたものの変動が大きく、均してみれば回復ペースは緩慢といえる。追加利上げが想定される中で、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、住宅市場は回復を継続するとしても緩やかなペースが想定され、再調整へと転じるリスクもあるだろう。

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



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

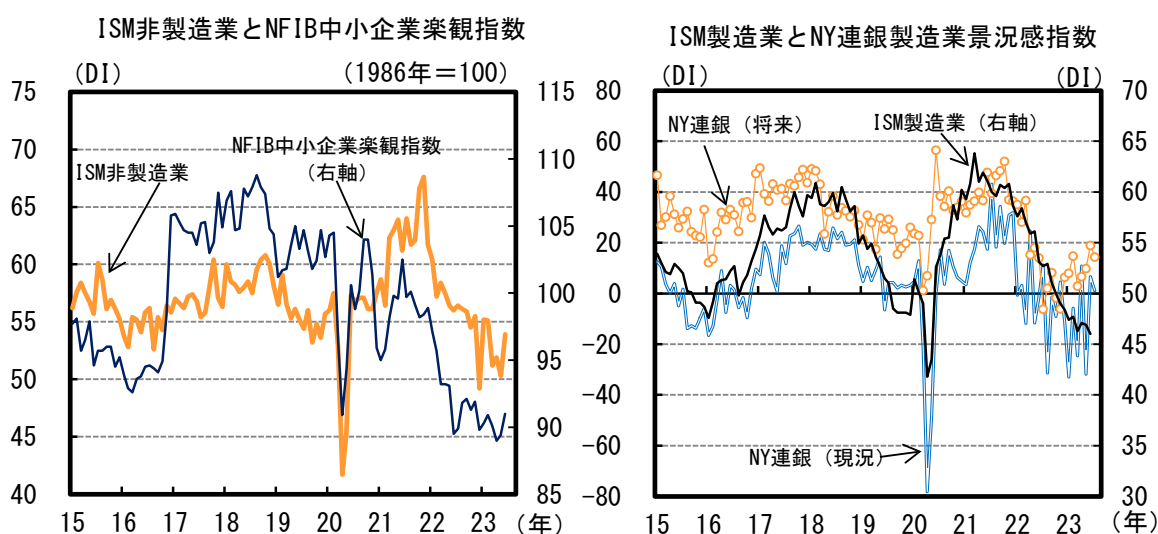
ISM 製造業は悪化も、ISM 非製造業は改善

2023年6月のISM景況感指数は、製造業が前月差▲0.9%ptの46.0%と2カ月連続で悪化し、好不況の目安である50%を8カ月連続で下回った。他方、非製造業は同+3.6%ptと改善に転じ、水準は53.9%となった。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が改善した一方、生産指数、雇用指数、在庫指数が悪化した。非製造業に関しては、入荷遅延指数を除き、事業活動指数、雇用指数、新規受注指数が改善した。企業のコメントを見ると、製造業は受注の減少や業績の下方修正といったネガティブな声が多い一方で、非製造業は依然として好調というポジティブな声も多い。

中小企業マインドに関しては、2023年6月のNFIB(全米独立企業連盟)中小企業楽観指数は、前月差+1.6ptと2カ月連続で改善し、水準は91.0と2022年11月以来の水準まで回復した。内訳項目を見ると、景況感の改善に対する期待や実質販売の増加に対する期待が大きく改善した。ただ、NFIBは、指数が改善したとはいえ、水準は長期平均(49年間)である98.0を大きく下回っており、中小企業経営者が景気の先行きに対して悲観的な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、製造業のマインドは引き続き悪化したが、非製造業や中小企業のマインドは改善しており、方向感にばらつきがある。2023年7月中旬までの動向を含むNY連銀製造業景況感指数を見ると、現況指数(前月差▲5.5pt)は悪化した。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ものの、2023年4月以降はボトムアウトの兆しも見られる。また、将来指数(同▲4.6pt)に関しても7月は悪化したものの水準はプラスであり、先行きに対する楽観的な見方は継続している。企業マインドが悪化一辺倒でないことは、景気が急激に腰折れしていないことを意味しており、ソフトランディング期待を高める結果といえる。

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



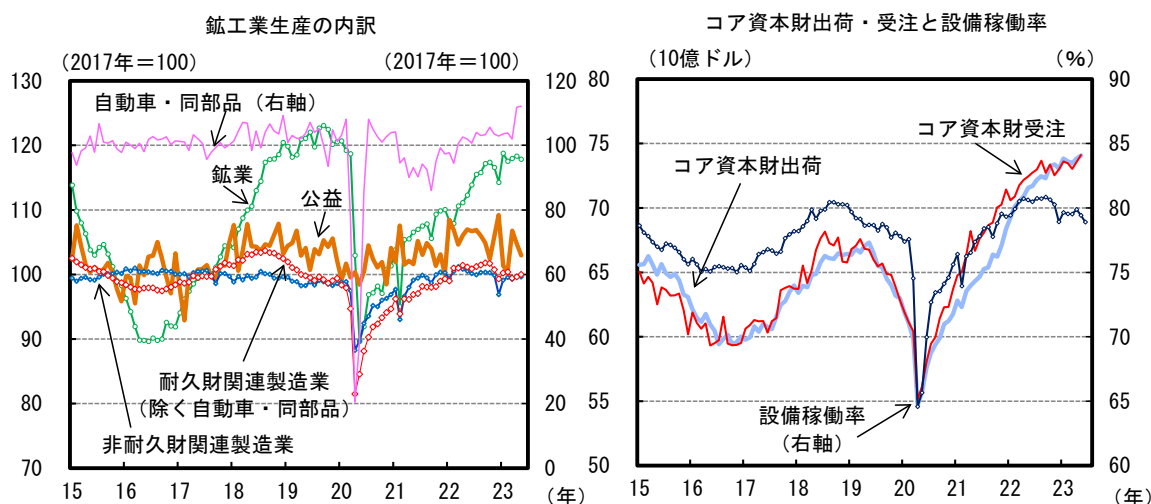
6月の鉱工業生産指数は低下し、市場予想を下回る

企業の実体面に関して、2023年6月の鉱工業生産指数は前月比▲0.5%と2カ月連続で低下し、市場予想（Bloomberg調査：同+0.0%）を下回った。鉱工業生産指数の内訳を見ると、製造業（同▲0.3%）、鉱業（同▲0.2%）は2カ月連続、公益（同▲2.6%）は3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▲0.1%）はマイナスに転じ、非耐久財（同▲0.6%）は2カ月連続のマイナスとなった。耐久財に関しては、自動車・同部品（同▲3.0%）のマイナス幅が大きい。他方で、自動車・同部品を除く耐久財は同+0.4%となった。木製品（同+1.9%）、その他輸送用機器（同+1.6%）やコンピューター・電子機器（同+1.3%）などは堅調な伸びとなった。非耐久財に関しては、化学（同+0.8%）を除けば、総じて振るわなかった。繊維・繊維製品（同▲2.9%）、印刷（同▲2.5%）、石油・石炭製品（同▲1.6%）のマイナス幅が大きい。

設備投資関連の指標について、機械投資の一致指標であるコア資本財出荷は2023年5月に前月比+0.3%、先行指標であるコア資本財受注が同+0.7%とどちらも2カ月連続でプラスとなった。他方、6月の鉱工業生産指数が同マイナスとなったことで、6月のコア資本財出荷も伸び悩む可能性があるだろう。なお、2023年6月の設備稼働率は前月差▲0.5%ptの78.9%となり、長期平均（1972-2022年：79.7%）を2カ月連続で下回った。先行きに関して、こうした設備の稼働状況を踏まえれば、設備投資意欲は抑制されると想定される。企業マインドを見ても、景況感が改善した非製造業に関しては省力化投資などが継続する可能性があるものの、景況感が継続的に悪化している製造業は設備投資計画の中止や先延ばしなども考えられるだろう。

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+1.5%と、1-3月期(同+2.0%)から減速すると見込む。他方、米国の自律的な成長を示す民間最終需要(個人消費、設備投資、住宅投資の和)は、設備投資が加速するも、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+2.0%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。

雇用環境の状況が底堅く推移する一方、6月のCPIが減速したことで、市場参加者の中ではソフトランディング期待が高まっている。このまま失業率が大幅に上昇せずにインフレが減速していくというソフトランディングに向かっていくためには、サンフランシスコ連銀の分析に基づけば、求人件数の大幅な減少が必要といえる。必要な求人件数の減少ペースは十分に達成可能だが、労働供給の拡大余地が少ない中で、企業が採用を抑制するほどの収益の悪化、つまりは景気減速が必要とも考えられる。求人件数を減少させるために一層の景気減速が必要となれば、結局のところ失業率の押し上げにつながり得ることは、ソフトランディングを実現する上での不安要素である。そして、景気減速を実現するために、7月のFOMCでは0.25%ptの追加利上げが予想される。加えて、ウォラー理事が指摘したように、金融引き締め効果のタイムラグが短期化しているのであれば、更なる景気減速を実現するために、利上げはFOMC参加者によって現在想定されている年内合計0.50%ptにとどまらない可能性もあるだろう。

図表9 米国経済見通し

	四半期												暦年			
	2022				2023				2024				2021	2022	2023	2024
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	前年比、%			
	前期比年率、%												前年比、%			
国内総生産	-1.6	-0.6	3.2	2.6	2.0	1.5	0.8	0.1	0.3	0.8	1.2	1.5				
〈前年同期比、%〉	3.7	1.8	1.9	0.9	1.8	2.3	1.7	1.1	0.7	0.5	0.6	0.9	5.9	2.1	1.7	0.7
個人消費	1.3	2.0	2.3	1.0	4.2	1.3	1.1	0.7	1.1	1.3	1.5	1.7	8.3	2.7	2.1	1.2
設備投資	7.9	0.1	6.2	4.0	0.6	6.2	1.0	-1.6	-3.4	-2.1	-0.3	0.4	6.4	3.9	2.8	-1.1
住宅投資	-3.1	-17.8	-27.1	-25.1	-4.0	-0.9	-2.4	-4.7	-1.8	0.5	1.3	1.9	10.7	-10.6	-11.9	-1.3
輸出	-4.6	13.8	14.6	-3.7	7.8	-1.2	1.8	0.6	1.1	1.9	2.1	2.3	6.1	7.1	3.8	1.3
輸入	18.4	2.2	-7.3	-5.5	2.0	1.0	0.9	0.4	0.8	1.3	1.5	1.8	14.1	8.1	-1.1	1.0
政府支出	-2.3	-1.6	3.7	3.8	5.0	2.8	1.3	1.1	1.3	1.4	1.2	1.1	0.6	-0.6	3.1	1.3
国内最終需要	1.3	0.2	1.5	0.7	3.5	2.1	1.0	0.3	0.4	0.8	1.2	1.4	6.7	1.7	1.7	0.8
民間最終需要	2.1	0.5	1.1	0.0	3.2	2.0	1.0	0.1	0.3	0.7	1.2	1.5	8.1	2.1	1.5	0.7
鉱工業生産	3.7	4.1	2.1	-2.5	-0.2	0.7	-1.7	-0.5	-0.9	-0.2	0.9	1.3	4.4	3.4	-0.1	-0.3
消費者物価指数	9.2	9.7	5.5	4.2	3.8	2.7	3.1	3.3	2.5	2.3	2.3	2.4	4.7	8.0	4.1	2.7
失業率(%)	3.8	3.6	3.5	3.6	3.5	3.5	3.8	4.1	4.3	4.5	4.5	4.4	5.4	3.6	3.7	4.4
貿易収支(10億ドル)	-276	-251	-211	-214	-201	-216	-215	-216	-216	-217	-217	-218	-842	-951	-848	-868
経常収支(10億ドル)	-284	-249	-223	-216	-219	-233	-229	-228	-227	-225	-224	-223	-831	-972	-908	-898
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	4.26	4.68	4.52	4.37	4.22	4.07	3.93	0.27	2.98	4.45	4.15
10年債利回り(%)	1.94	2.93	3.11	3.83	3.65	3.59	3.80	3.70	3.58	3.46	3.34	3.23	1.44	2.95	3.69	3.40

(注1) 網掛けは予想値。2023年7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 本格回復はまだ先

製造業の不振が足を引っ張る構図が続く

橋本 政彦

[要約]

- リセッションからの回復が期待されていた 4-6 月期に入ってもユーロ圏経済の足取りは重い。とりわけ製造業では生産、受注の減少、景況感の悪化が続いており、経済全体の足を引っ張る状況が続いている。
- また、実質小売売上高に見る個人消費についても、引き続き力強さを欠いている。ただし、スペインなど、一部の国では改善の動きも見られており、悪化一辺倒ではない。企業景況感の悪化傾向とは対照的に、消費者センチメントは低水準ながらも改善基調を続けており、ホリデー需要が本格化する夏場にかけて、多くの国でサービスを中心に個人消費が活性化することが期待される。
- 足元のインフレ率は、6月にECBが公表した見通しに沿った動きとなっており、7月のECB理事会では、6月理事会で予告された通り、追加利上げが実施される公算が大きい。注目点は9月以降に向けたガイダンスということになるが、依然として高いインフレ率に鑑みれば、さらなる追加利上げの選択肢を残すことになろう。もっとも、インフレ率の鈍化傾向や、足元の企業景況感の弱さを踏まえれば、利上げの終着点は着実に近づいている。

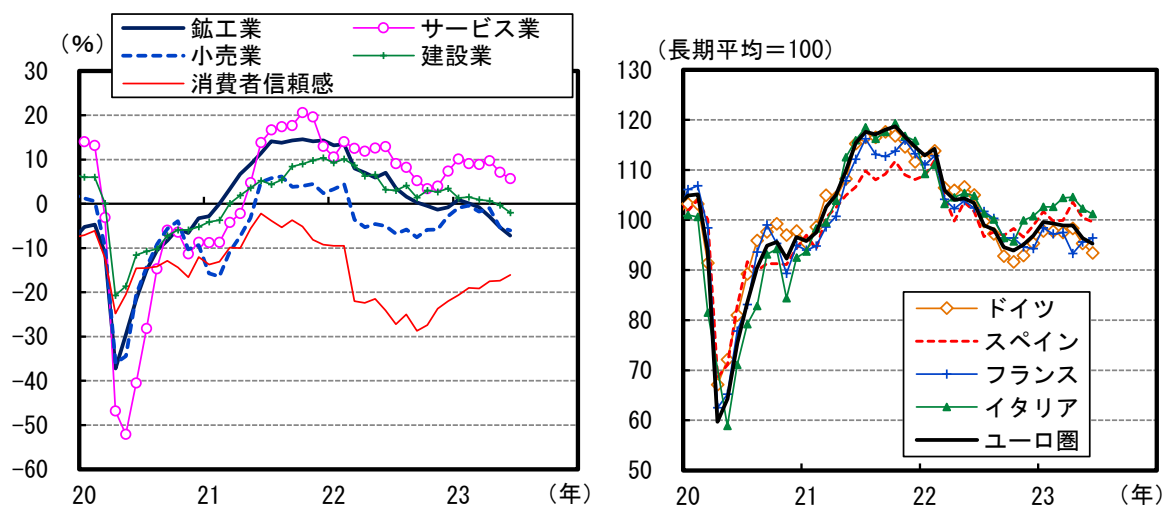
ユーロ圏経済

景況感は6月も悪化、製造業の悪化に歯止めが掛からず

2022年10-12月から2023年1-3月期にかけてテクニカルリセッション（2四半期連続のマイナス成長）に陥ったユーロ圏では、今年の春先から過度な慎重論は後退し、4-6月期以降の回復が期待されている。しかし、4-6月期に入ってもユーロ圏経済の足取りは重い。ユーロ圏の景況感指数（総合）の6月分は、前月差▲1.1ptと2ヵ月連続で低下し、指数の水準は95.3と2022年11月以来の低さとなった。また四半期ベースで見ても、4-6月期平均は96.9と、直近のボトムである2022年10-12月期の95.3はかろうじて上回ったものの、2023年1-3月期の99.3からは低下に転じている。

こうした足元の景況感の悪化の最大の要因となっているのは、鉱工業の停滞である。6月分の景況感指数の内訳を部門別に見ると、企業関連の4部門が軒並み悪化したが、中でも鉱工業が前月差▲1.9ptと大幅なマイナスとなり全体を押し下げた。鉱工業の景況感指数は5ヵ月連続で悪化しており、6月の指数の水準は2020年9月以来の低さとなっている。また、2022年後半から2023年初にかけて持ち直しが見られていたサービス業についても、他の業種に比べて相対的に高い水準を維持しているものの、ここ2ヵ月は低下しており息切れが見られる。一方、家計部門については、消費者信頼感指数はなおも低水準ながら同+1.3ptと3ヵ月連続で改善し、企業部門が軒並み悪化する中、緩やかな改善基調が続いている。

図表1 ユーロ圏景況感指数の内訳（左）、ユーロ圏と主要国の景況感指数（右）



(出所) 欧州委員会より大和総研作成

主要国の景況感指数を国別に見ると、ドイツが前月差▲1.9pt、イタリアが同▲1.1pt、スペインが同▲0.9ptと低下した。製造業の悪化が全体を押し下げるという構図は3ヵ国に共通しているが、スペインでは消費者信頼感が大きく改善したことで全体の低下幅は相対的に小幅に留まった。他方、フランスについては同+0.8ptと2ヵ月連続で上昇した。消費者信頼感の改善に加えて、4月に大きく落ち込んだ製造業が2ヵ月連続で改善したことが押し上げに寄与した。指数

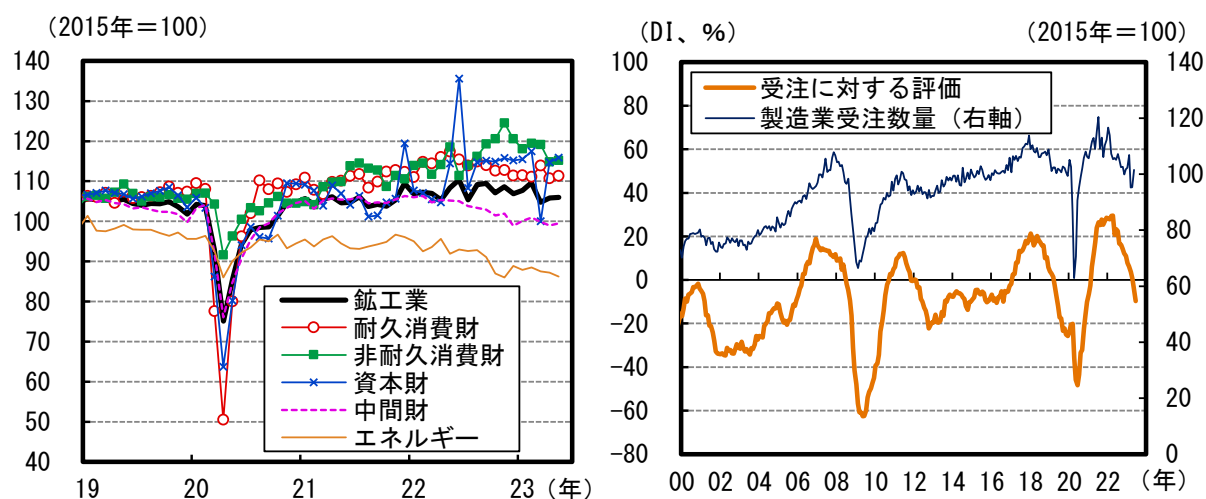
の水準に着目すると、イタリア（101.2）は2000年以降の長期平均（=100）を上回っているものの、スペイン（99.6）、フランス（96.4）、ドイツ（93.4）は長期平均を下回っており、特にドイツの軟調さが目立つ。

製造業の生産、受注は減少基調

景況感の悪化傾向が明確となっている鉱工業に関して、生産の動向を確認すると、5月のユーロ圏の鉱工業生産は前月比+0.2%と2ヵ月連続で増加した。しかし、4、5月の増加分を合わせても3月の大幅な減少（同▲4.4%）を補うには至らず、均してみれば緩やかな減少が続いている。4-5月平均は1-3月平均を1.4%下回っており、四半期ベースで4-6月期が前期比プラスに転じるためには6月に4%超の増加が必要となることから、3四半期連続での減少がほぼ確実な情勢である。

5月の生産を財別に見ると、エネルギーが前月比▲1.1%と減少する一方、中間財（同+0.5%）、資本財（同+1.0%）、耐久消費財（同+0.5%）、非耐久消費財（同+0.3%）と多くの財で生産の増加が見られた。ただし、2ヵ月連続で増加した資本財以外は、いずれも前月の減少幅に比べて増加幅は小幅に留まっている。前年比で見ても資本財以外は前年割れとなっており、総じて軟調である。国別では、フランスが前月比+1.3%と2ヵ月連続で増加し、イタリア（同+1.6%）、スペイン（同+0.7%）と増加に転じた。他方、ドイツは同▲0.2%と小幅ながら2ヵ月ぶりの減少に転じた。

図表2 ユーロ圏の鉱工業生産（左）、ドイツの製造業受注数量と受注に対する評価（右）



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

製造業の受注動向に関して、5月のドイツの製造業受注数量を確認すると、前月比+6.4%と大幅に増加した。仕向け先別では、国内向けが同+6.2%、海外向けが同+6.4%といずれも増加している。もっとも、5月の増加は大幅に減少した3月（同▲10.9%）からの揺り戻しの域を出ない。前述した景況感指数の構成指数である、「受注に対する評価」は、ドイツでは6月まで12

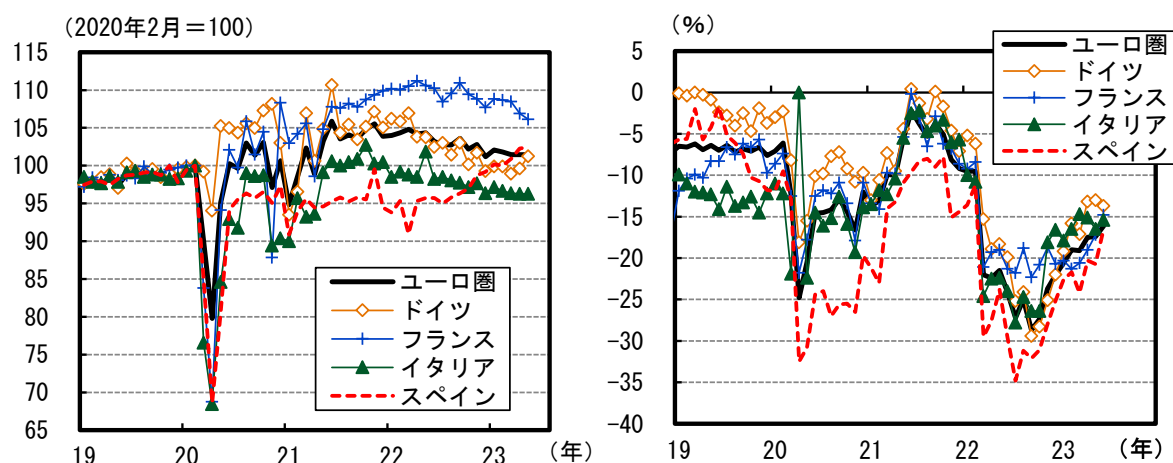
ヵ月連続で低下しており、なおも受注の減少が続いていることを示唆する。ユーロ圏全体でも同指数は4ヵ月連続で低下しており、大まかなトレンドはドイツと同様である。なおもドイツの製造業の受注残は高い水準にあることから、生産が急激に減少する可能性は低いとみられるが、受注が減少基調となる中、製造業を取り巻く環境は厳しさを増している。

ユーロ圏の実質小売は停滞が続くが、ドイツで持ち直しの兆し

家計部門の動向に関して、5月のユーロ圏の実質小売売上高は2ヵ月連続で前月から横ばいとなった。2021年半ばをピークにした減少基調に下げ止まりの兆しが見られているとも捉えられるが、未だ反転の兆しは見られない。内訳を見ると、非食品（除く自動車燃料）の売上が前月比+0.1%とわずかに増加する一方、価格高騰が続く食品・飲料・たばこが同▲0.5%と4ヵ月連続で減少し、自動車燃料も同▲0.3%と2ヵ月連続で減少した。

実質小売売上高の4-5月平均値は1-3月期平均を0.3%下回り、4-6月期が1-3月期を上回るには6月に前月比+1.0%の伸びが必要となる。四半期ベースでは4-6月期も前期から減少する可能性が高く、4-6月期も個人消費によるGDPの大幅な押し上げは期待できない。ただし、国別に見ると、動きにばらつきが見られ、一部の国には明るさも見られる。とりわけ足元で好調なのがスペインであり、5月は前月比+0.2%と3ヵ月連続で増加し、2022年初から明確な増加基調が続いている。水準を見てもコロナ禍前のピーク（2020年12月）を大きく上回り、2010年12月以来の高さとなった。また、ドイツはこれまで減少基調が続いてきたが、4、5月は2ヵ月連続で増加し、特に5月は同+1.6%と大幅に増加した。四半期ベースでも4-6月期は2022年1-3月期以来の増加に転じる見込みが大きく、ドイツ連銀は7月17日に公表した月報で、個人消費の安定化によって4-6月期の実質GDPは小幅なプラス成長となった可能性が高いとの見方を示している。他方、主要国の中でもイタリア、フランスは振るわず、イタリアは前月まで3ヵ月連続で減少した後、5月は横ばいとなり、フランスは同▲0.7%と4ヵ月連続で減少した。

図表3 ユーロ圏の実質小売売上高（左）、消費者信頼感指数（右）



(出所) Eurostat、欧州委員会より大和総研作成

ドイツ連銀の月報では個人消費の安定化の主な要因に関して、消費者センチメントの改善に言及している。消費者信頼感指数を国別に見ると、ドイツ、イタリア、スペインについては2022年半ばをボトムに改善基調が続いており、改善が遅れていたフランスでも2023年に入ってから持ち直しが見られている。水準自体はなおも低水準にあるものの、2022年に急激に消費者センチメントが悪化する一因となったインフレが徐々に落ち着きつつあることに鑑みれば、消費者センチメントの改善基調は先行きも続くと思われる。ドイツ連銀は、消費者センチメントの改善は、旅行消費に代表されるサービス分野の支出拡大にもつながっていると指摘しており、ホリデー需要が本格化する夏場にかけて、多くの国でサービスを中心に個人消費が活性化すると期待される。ユーロ圏では製造業での苦境が続いているが、個人消費、サービス業を中心に緩やかな景気回復が続くという基本シナリオに変更はない。

6月CPIは想定通りの減速、ECBは7月理事会で追加利上げへ

消費者センチメントの改善、個人消費回復のカギを握るインフレの動向に関して、6月のユーロ圏HICPは前年比+5.5%となり、前月から上昇幅が▲0.6%ptと大きく縮小した。2022年10月時点で同+10%を上回っていたインフレ率は着実に上昇幅が縮小している。上昇幅縮小の最大の要因はエネルギー価格の低下であり、前月比では▲0.7%低下し、前年比でも▲5.6%と下落幅が大きく拡大した。また、食品・酒類・たばこについては前年比+11.6%と引き続き2桁台の高い伸びが続いているものの、3ヵ月連続で上昇幅は縮小し、上昇ペースは幾分和らいでいる。

他方、エネルギー、食品・酒類・たばこを除いたコアHICPが前年比+5.5%となり、3ヵ月ぶりに上昇ペースが加速した。コア財（非エネルギー工業製品）価格は、同+5.5%と4ヵ月連続で上昇幅が縮小した一方で、サービス価格が同+5.4%と、前月から+0.4%pt伸びが拡大したことがその要因である。ただし、サービス価格の加速については、前年夏にエネルギー消費抑制策としてドイツで導入された公共料金的大幅値下げ（9ユーロチケット）によるベース効果が影響している¹。川上価格の低下を受けて財価格の低下が続くと見込まれることに加えて、サービス価格におけるベース効果は9月には剥落することになるため、9月以降はコアベースでもインフレ率の上昇ペースの鈍化傾向が強まると見込まれる。

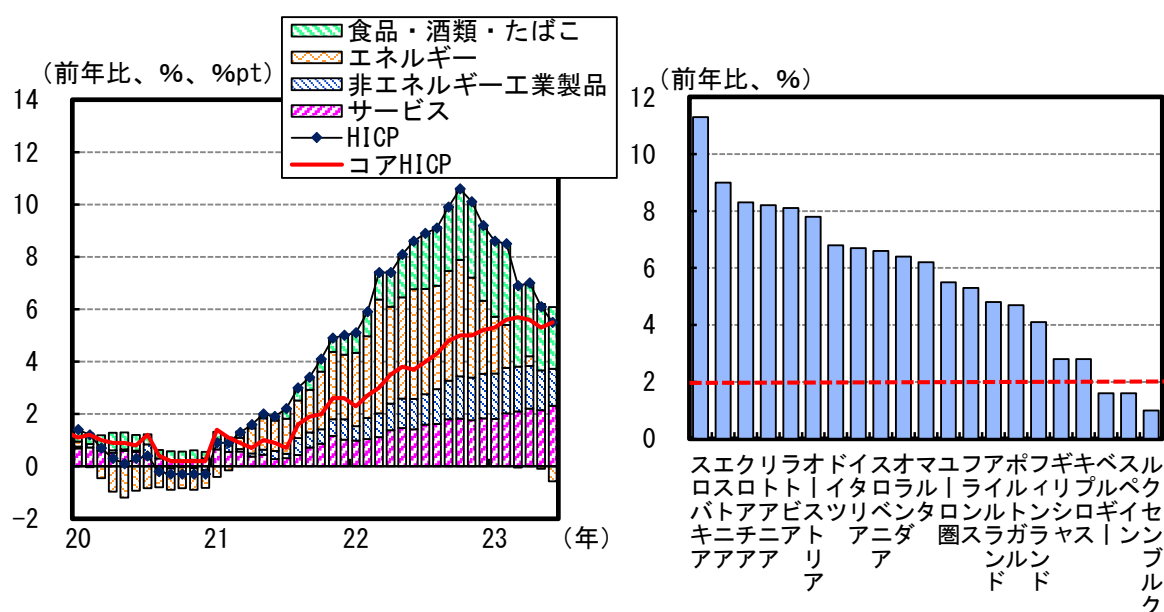
6月のHICPの結果を受けて、4-6月期のHICPは前年比+6.2%、コアHICPは同+5.5%となり、ECBが6月に公表した予測値といずれも一致した。足元のインフレ動向は基本的にはECBの見通しに沿って推移していることから、ECBの金融政策スタンスは6月理事会時点から大きく変化していないとみられる。6月の理事会後の会見でラガルド総裁は、次回7月27日に行われる理事会での追加利上げを事実上予告しており、7月の理事会では予告通り利上げが実施される公算が大きい。その意味においては、利上げ有無よりも、9月以降の金融政策に向けたガイダンスが7月の理事会での最大の注目点となる。

¹ 2022年6月～8月の3ヵ月間限定で、月額9ユーロでドイツ全土の公共交通機関（一部除く）が乗り放題となるチケット。前年の価格下落の反動が出たことで、ドイツのサービス価格（HICPベース）は2023年5月の前年比+4.4%から、6月は同+6.1%へと急加速している。

既述の通り、インフレ率は着実に減速しているものの、HICP はなおも ECB が目標とする 2% を大幅に上回り、このところ ECB が注視するコア HICP についても、特殊要因を割り引いたとしても高止まりが続いている。また、5月の失業率は6.5%と4月に続いて過去最低水準を維持し、労働需給が引き締まった状態にあることを踏まえれば、賃金上昇圧力は根強いと考えられる。インフレの上振れ、高止まりに対する警戒感を解くために十分な材料は揃っておらず、ECB はこれまで通り、先行きについてはデータ次第というスタンスを維持しつつ、9月以降の追加利上げという選択肢を残すことになるだろう。

ただし、HICP を国ごとに見ると、6月時点でスペイン(前年比+1.6%)、ベルギー(同+1.6%)、ルクセンブルク(同+1.0%)の3カ国では、ECBの目標である2%を下回った。インフレ率が2%の伸びを下回る国の数は今後次第に増加することが見込まれ、ECB 内部でも追加利上げを求める声は徐々に小さくなっていく可能性があるだろう。また、ECBの政策目標が2%のインフレ目標達成であることに疑いはないものの、製造業を中心に企業部門の停滞感が強まっていることも、追加利上げの判断に影響を与えるとみられる。利上げの終着点は着実に近づいているとみられ、大和総研では、7月、9月にそれぞれ0.25%ptの利上げが実施された後、ECBによる利上げサイクルは休止されると予想する。

図表4 ユーロ圏 HICP の要因分解 (左)、ユーロ圏各国の 2023 年 6 月の HICP 上昇率 (右)



(出所) Eurostat より大和総研作成

英国経済

5月の月次GDPは小幅減、英国経済は引き続き横ばい圏

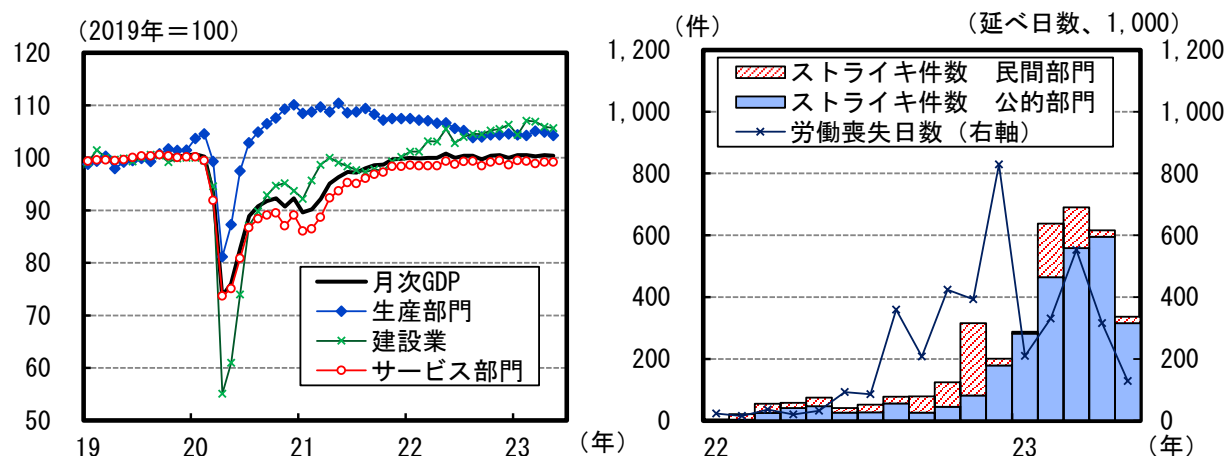
英国の2023年5月の月次GDPは前月比▲0.1%と2ヵ月ぶりの減少に転じた。5月はチャールズ3世の戴冠式が行われたことで例年に比べて祝日が1日多く、祝日の増加が生産活動の下押しとなることが懸念されていた。実際、ONS(英国国家統計局)によれば一部業種では影響が報

告されており、それを踏まえた上でごく小幅なマイナスに留まったことは、底堅い結果であったと評価すべきであろう。もっとも、2023年5月のGDPの水準は1-3月期平均対比で▲0.1%、また4-5月平均は同▲0.0%と、ほぼゼロ成長での推移が続いている。GDPの水準はコロナ禍前のピーク（2020年1月）を未だ回復しておらず、英国経済はなおも停滞から抜け出せていない。

5月のGDPの内訳を確認すると、生産部門が前月比▲0.6%と2ヵ月連続で減少し、建設業が同▲0.2%と3ヵ月連続で減少した。生産部門の内訳では、木製品・紙製品・印刷や機械などの減少を主因に製造業の生産が同▲0.2%と2ヵ月連続で減少した他、電気・ガス（同▲2.0%）、水供給（同▲1.7%）の生産が減少し全体を押し下げた。他方、生産部門のうち鉱業は同+0.3%と3ヵ月ぶりの増加に転じた。ただし、3、4月の減少に比べて増加幅が限定的であり、基調としては弱いままである。ONSによれば、製造業や建設業では既述の戴冠式による祝日の増加が生産の押し下げに寄与したと報告されている。

サービス業については前月の増加の後、5月は横ばいとなった。保健・衛生（前月比+1.1%）、芸術・娯楽サービス（同+1.8%）などが主な押し上げ要因となる一方、卸売・小売（同▲0.5%）、事務サービス（同▲0.7%）、宿泊・飲食サービス（同▲0.9%）などで減少した。保健・衛生の増加については、4月に若手医師による4日間のストライキが行われた一方で、5月には実施されておらず、ストライキの影響緩和が押し上げに作用した可能性がONSによって指摘されている。実際、ONSが公表するストライキの発生件数は、5月は336件と前月の600件超から大幅に減少し、ストライキによる労働喪失日数も2022年7月以来の少なさとなった。長期的に見れば、依然として高い水準にあるものの、ストライキによる経済への悪影響は緩和傾向にある。この他、芸術・娯楽については、戴冠式による祝日の増加がプラスに働いた可能性があるという。他方、前月から減少した卸売・小売については、とりわけ自動車を除く卸売が減少し、事務サービスについては、求人の減少による採用活動の縮小が影響した。

図表5 英国の月次GDP（左）、ストライキ件数と労働喪失日数（右）



(出所) ONS より大和総研作成

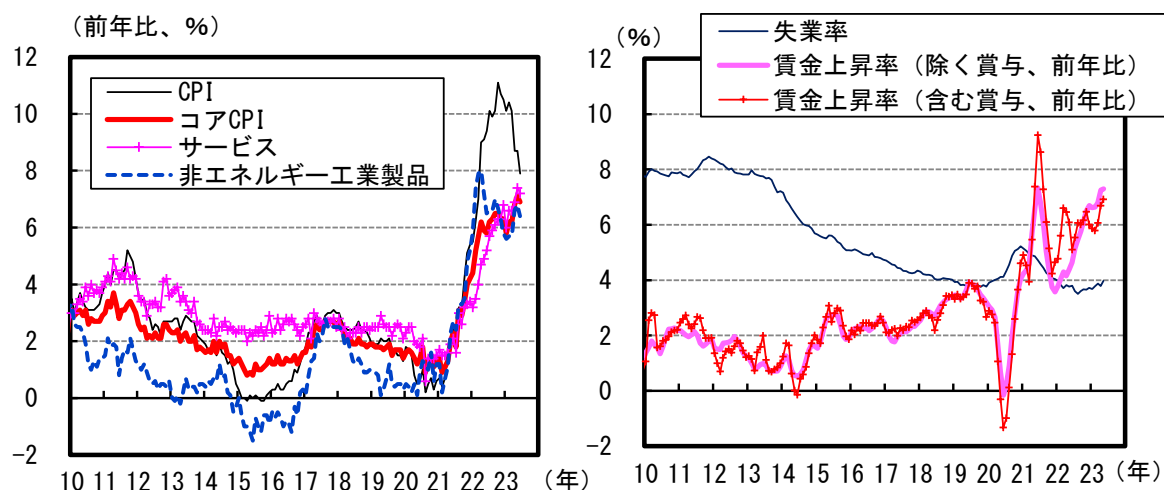
賃金上昇・インフレのスパイラルが懸念材料

2023年6月21日に実施された金融政策委員会でBOE（イングランド銀行）は、13会合連続となる0.50%ptの利上げを実施した。5月、および3月会合での利上げ幅は0.25%ptだったが、利上げ幅が再び拡大された。BOEが利上げ幅拡大に踏み切った理由は、インフレの上振れリスクに対する認識が強まったことである。前回、5月の会合から6月会合の間に公表された4月、5月のCPIは、いずれもBOEや市場の予想を上回り、エネルギー、食品を除くコアCPIについては想定に反して加速する結果となった。BOEは6月会合の声明文において、「外的なコストショックによって引き起こされる国内物価と賃金の二次的な影響は、発生するのに掛かった時間よりも解消するのに時間が掛かる」としており、物価と賃金のスパイラル的な上昇に対する警戒感を改めて強調した。

6月の金融政策委員会以降に公表された6月のCPIは前年比+7.9%と、前月から上昇幅が縮小した。エネルギー価格の伸びが大きく縮小したことが、引き続き上昇幅縮小の最大の要因である。また6月はこれに加えて、飲食料品価格もわずかながら上昇幅縮小し、このところ加速が続いていたコアCPIについても、同+6.9%と5ヵ月ぶりに伸びが縮小した。コアCPIの内訳を財・サービス別に見ると、コア財（非エネルギー工業製品）価格が同+6.4%、サービス価格が同+7.2%と、いずれも前月から上昇幅が縮小している。

一方、労働統計では、2023年3～5月の賃金（賞与含むベース）が前年比+6.9%と、前月の同+6.7%から上昇率が加速し、賞与を除くベースでも同+7.3%と高止まりが続く結果となった。失業率（2023年3～5月平均）については、失業者の増加と労働参加率の上昇という需給両面からの要因によって、前月から+0.2%pt上昇したものの、4.0%と低水準に留まっている。当然ながら、失業率が低位にあること自体は決して悪いことではないが、インフレの沈静化を責務とするBOEにとっては悩ましい状況が続いている。英国のインフレ率は減速しつつも、2%のインフレ目標はおろか、同じく高インフレに悩むユーロ圏や米国と比べても高い伸びが続いており、BOEはまだ利上げの停止を議論できるような環境にない。

図表6 英国のCPIの推移（左）、賃金上昇率と失業率（右）



(出所) ONS より大和総研作成

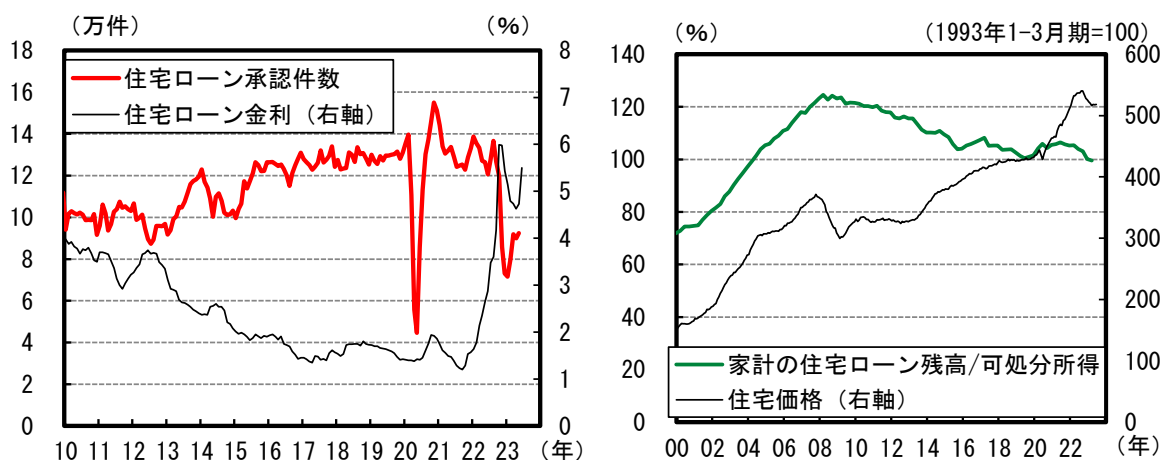
住宅市場では高金利への警戒感が急速に高まる

BOEによるさらなる利上げが見込まれる中、その悪影響への懸念が急速に高まっているのが住宅市場である。不動産データ会社マネーファクトによれば、5年物固定住宅ローン金利は7月に入って、トラス前政権下で金利が急騰した後の2022年11月以来初めて6%台に到達し、2年物固定金利は同時期を上回って2008年8月以来の高さとなったと報告されている。BOEが7月12日に公表した金融安定性報告書では、2021年からの利上げの影響によって既に450万件的住宅ローンで利払い費が増加しているとされ、2023年後半に満期を迎える住宅ローンでは、一般的なケースで毎月の利払い費が220ポンド程度増加するとの試算が示された。

住宅ローン承認件数は住宅ローン金利上昇に沿う形で大幅に減少しており、新規の住宅購入、住宅投資については既に金利上昇の影響が顕在化している。一方、金融安定性報告書が指摘するように、英国家計が保有する住宅ローンの大半は固定金利（主に2年、5年）であるため、金利上昇に伴う家計の利払い費増加の影響が本格的に表れるまでにはタイムラグが発生することになる。低金利時に組まれた住宅ローンの固定期間が終了する2023年後半以降、金利上昇の悪影響が、住宅投資の減少ではなく金利負担増加に伴う個人消費の減少という形で表れる可能性がある。

また、住宅価格は2022年をピークに下落基調に転じている点にも注意が必要だ。リーマン・ショック前などに比べれば、家計や金融機関のバランスシートは健全であるため、住宅価格の下落が大規模な危機を引き起こす可能性は低いとみられる。だが、金融安定性報告書公表後の記者会見でベイリー総裁は、既存の金融規制の対象外であるノンバンクでの脆弱性を指摘した。また、住宅価格の下落が逆資産効果を通じて個人消費を下押しするリスクなどもあり、住宅市場の動向が様々な経路を通じて経済に悪影響を及ぼす可能性には注意を払っていく必要がある。

図表7 住宅ローン金利と住宅ローン承認件数（右）、家計の住宅ローンと住宅価格（右）



(注) 左図の住宅ローン金利は2年物固定金利 (75% Loan to Value)、月次データで直近は2023年6月。

(出所) BOE、ONS、Nationwide Building Society、Haver Analytics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	3.0%	3.4%	1.4%	-0.4%	-0.4%	0.5%	0.8%	0.8%	0.9%	1.3%	1.9%	1.7%	3.5%	0.5%	1.1%
家計消費支出	1.3%	3.5%	5.1%	-4.1%	-1.0%	0.2%	1.1%	1.2%	1.4%	1.6%	1.8%	1.7%	4.5%	0.0%	1.4%
政府消費支出	0.9%	-0.3%	-0.1%	3.1%	-6.1%	3.0%	0.9%	0.4%	0.5%	0.8%	1.2%	0.8%	1.4%	-0.3%	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%	0.5%	1.5%	2.6%	2.5%	3.8%	-0.1%	0.5%
輸出	7.2%	7.5%	5.0%	-1.0%	-0.3%	-2.1%	2.7%	2.5%	2.1%	2.8%	3.5%	3.2%	7.4%	0.9%	2.4%
輸入	0.3%	7.2%	17.6%	-9.5%	-5.1%	-1.2%	2.4%	2.3%	2.1%	2.8%	3.6%	3.3%	8.4%	-0.5%	2.4%
	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%	1.0%	1.2%	1.4%	3.5%	0.5%	1.1%
家計消費支出	8.4%	5.8%	2.7%	1.4%	0.8%	-0.0%	-1.0%	0.4%	1.0%	1.3%	1.5%	1.6%	4.5%	0.0%	1.4%
政府消費支出	3.2%	1.0%	0.6%	0.9%	-0.9%	-0.1%	0.1%	-0.5%	1.2%	0.6%	0.7%	0.8%	1.4%	-0.3%	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%	-0.5%	-0.2%	0.9%	1.8%	3.8%	-0.1%	0.5%
輸出	9.1%	8.3%	7.7%	4.6%	2.7%	0.4%	-0.2%	0.7%	1.3%	2.5%	2.7%	2.9%	7.4%	0.9%	2.4%
輸入	10.1%	8.9%	11.7%	3.4%	2.0%	-0.0%	-3.4%	-0.4%	1.4%	2.4%	2.7%	2.9%	8.4%	-0.5%	2.4%
鉱工業生産 (除く建設)	1.8%	2.7%	3.2%	1.2%	0.3%	-1.7%	-1.4%	-0.7%	-0.2%	1.3%	1.7%	2.0%	2.2%	-0.9%	1.2%
実質小売売上高	5.9%	1.2%	-0.7%	-2.6%	-2.5%	-2.1%	-1.1%	0.1%	0.7%	1.2%	1.4%	1.6%	0.9%	-1.4%	1.2%
消費者物価	6.1%	8.0%	9.3%	10.0%	8.0%	6.2%	4.6%	3.0%	2.9%	3.0%	2.7%	2.5%	8.4%	5.4%	2.8%
生産者物価	33.1%	36.5%	41.1%	27.2%	10.9%	-1.0%	-8.7%	-7.1%	-3.0%	3.2%	3.1%	2.7%	34.3%	-1.9%	1.5%
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	-53.1	-98.4	-126.8	-64.1	-2.7	-8.5	-4.3	-0.6	2.8	6.3	9.2	12.2	-342.4	-16.1	30.5
経常収支	16.8	-35.9	-87.7	-4.8	37.3	55.6	59.1	62.0	64.6	67.3	69.7	72.1	-111.5	214.0	273.7
独 国債10年物 (期中平均)	0.16%	1.09%	1.35%	2.13%	2.34%	2.37%	2.44%	2.40%	2.34%	2.28%	2.24%	2.22%	1.18%	2.39%	2.27%
欧 政策金利 (末値)	0.00%	0.00%	1.25%	2.50%	3.50%	4.00%	4.50%	4.50%	4.50%	4.50%	4.50%	4.00%	2.50%	4.50%	4.00%

(注) 網掛け部分は大和総研予想 (2023年7月19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%	0.6%	0.1%	0.1%	0.1%	0.5%	0.9%	1.1%	1.2%	4.1%	0.2%	0.5%
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%	-7.1%	3.2%	2.2%	1.8%	1.5%	1.3%	1.2%	1.8%	1.8%	-0.5%	1.7%
総固定資本形成	39.0%	-8.8%	4.5%	1.0%	10.1%	1.2%	-2.8%	-2.2%	-0.8%	1.2%	2.3%	3.5%	8.6%	2.3%	-0.2%
輸出等	-26.1%	22.1%	49.0%	-5.4%	-25.0%	3.7%	2.2%	1.9%	2.1%	2.5%	2.7%	2.7%	9.9%	-1.1%	2.4%
輸入等	37.1%	2.1%	-11.8%	-0.8%	-14.3%	7.5%	1.3%	1.5%	1.6%	1.8%	2.3%	2.5%	13.3%	-3.8%	2.1%
	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%	0.2%	0.4%	0.6%	0.9%	4.1%	0.2%	0.5%
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%	-2.2%	0.2%	0.0%	-0.1%	2.2%	1.7%	1.5%	1.3%	1.8%	-0.5%	1.7%
総固定資本形成	13.5%	6.6%	6.8%	7.6%	1.5%	4.1%	2.3%	1.4%	-1.2%	-1.2%	0.1%	1.5%	8.6%	2.3%	-0.2%
輸出等	6.9%	5.6%	21.5%	6.2%	6.6%	2.3%	-6.9%	-5.1%	2.5%	2.2%	2.3%	2.5%	9.9%	-1.1%	2.4%
輸入等	21.2%	18.2%	9.7%	5.2%	-6.5%	-5.2%	-1.9%	-1.3%	2.9%	1.5%	1.8%	2.0%	13.3%	-3.8%	2.1%
鉱工業生産	-1.6%	-2.7%	-4.1%	-2.7%	-2.5%	-1.3%	0.4%	0.7%	0.8%	0.8%	1.2%	1.0%	-2.8%	-0.7%	1.0%
実質小売売上高	6.0%	-6.3%	-5.5%	-6.1%	-4.4%	-2.3%	-0.4%	0.8%	0.8%	0.8%	0.9%	1.0%	-3.2%	-1.6%	0.9%
消費者物価	6.2%	9.2%	10.0%	10.7%	10.2%	8.4%	7.4%	5.8%	5.4%	4.0%	3.5%	3.0%	9.1%	7.9%	4.0%
生産者物価 (出荷価格)	11.5%	17.8%	18.9%	15.8%	11.1%	2.6%	0.5%	1.0%	2.4%	4.1%	3.6%	3.3%	16.0%	3.6%	3.4%
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	-49.6	-51.6	-50.9	-50.5	-50.3	-49.9	-49.5	-49.1	-230.5	-202.7	-198.8
経常収支	-50.5	-28.2	-12.7	-2.5	-10.8	-13.6	-12.9	-12.5	-12.0	-11.7	-11.3	-11.1	-93.9	-49.9	-46.1
国債10年物 (期中平均)	1.42%	2.04%	2.66%	3.68%	3.54%	3.99%	4.47%	4.41%	4.33%	4.24%	4.15%	4.07%	2.45%	4.10%	4.20%
政策金利 (末値)	0.75%	1.25%	2.25%	3.50%	4.25%	5.00%	5.75%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%	5.75%	3.50%	6.00%	5.75%

(注) 網掛け部分は大和総研予想 (2023年7月19日時点)。

(出所) ONS、BOE より大和総研作成

中国 局面打開策は民営企業の強力テコ入れ

23年4～6月の中国経済、ロックダウンからの反動は小幅にとどまる

齋藤 尚登

[要約]

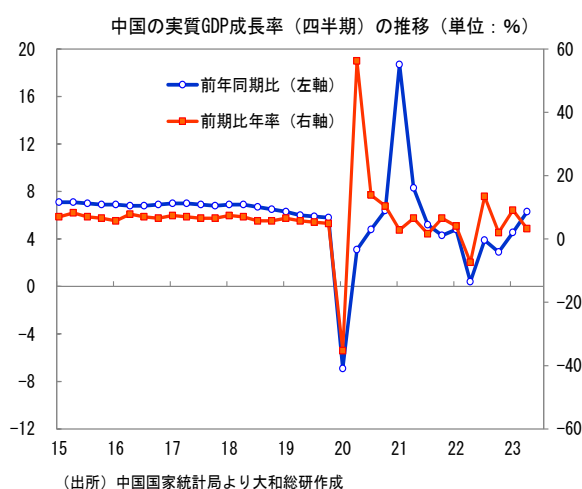
- 中国国家统计局によると、2023年4月～6月の実質GDP成長率は前年同期比6.3%（以下、断りのない限り、変化率は前年比、前年同期比）となり、1月～3月の4.5%から加速した。しかし、2022年4月～6月が上海市ロックダウンの影響などで、わずか0.4%であったことを考えると、反動増は小幅にとどまったといわざるを得ない。厳格な「ゼロコロナ」政策から「ウィズコロナ」政策への転換に伴う経済再開（リオープン）は早くも息切れした格好だ。
- 中国経済の本格回復には、民営企業を強力にサポートする必要がある。7月末に中国共産党の中央政治局会議が開催され、下半期の経済政策の重点を決定するとみられる。その場でこうした決意が語られるのか否か、大いに注目されよう。李強首相は民営企業が発展する浙江省での勤務経歴が長く、その重要性を熟知している。しかし、社会主義的な考え方が強い習近平国家主席が、果たして民営企業をことさらに重視する政策を容認するのだろうか。否の場合、中国経済の本格回復は期待薄となろう。2023年の実質成長率は5.4%程度となり、政府目標の5.0%前後は達成できよう。しかし、2022年が3.0%成長にとどまったことを考えると、中国の成長力は明らかに低下している。

2023年4月～6月の景気回復は期待外れ

中国国家统计局によると、2023年4月～6月の実質GDP成長率は前年同期比6.3%（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、1月～3月の4.5%から加速した。しかし、2022年4月～6月が上海市ロックダウンの影響などで、わずか0.4%であったことを考えると、反動増は小幅にとどまったといわざるを得ない。4月～6月の前期比は0.8%、年率換算は3.2%と、1月～3月のそれぞれ2.2%、9.1%から大きく減速した。厳格な「ゼロコロナ」政策から「ウィズコロナ」政策への転換に伴う経済再開（リオープン）は早くも息切れした格好だ。

2023年1月～6月の5.5%成長の需要項目別寄与度は、最終消費支出が4.2%pt、総資本形成は1.8%pt、純輸出は▲0.6%ptであった。1月～3月の4.5%成長に対する寄与度は、最終消費支出が3.0%pt、総資本形成は1.6%pt、純輸出は▲0.1%ptであったことからすると、消費が景気を牽引した形となっている。ただし、これも2022年1月～6月の最終消費支出の寄与度が0.8%ptにとどまっていた反動によるものである。

中国の実質GDP成長率（四半期）の推移（左） 需要項目別寄与度（右）



実質GDP成長率（前年比） 需要項目別寄与度（単位：％、％pt）

	実質GDP成長率	最終消費支出	総資本形成	純輸出
2015	7.0	4.9	1.6	0.6
2016	6.8	4.5	3.1	▲0.8
2017	6.9	3.9	2.7	0.3
2018	6.7	4.3	2.9	▲0.5
2019	6.0	3.5	1.7	0.7
2020	2.2	▲0.2	1.8	0.6
2021. 1-3	18.7	8.8	5.1	4.8
1-6	13.0	7.0	3.3	2.7
1-9	10.1	5.7	2.3	2.1
1-12	8.4	5.5	1.1	1.8
2022. 1-3	4.8	3.2	0.6	0.9
1-6	2.5	0.8	0.5	1.2
1-9	3.0	1.3	0.6	1.1
1-12	3.0	1.0	1.5	0.5
2023. 1-3	4.5	3.0	1.6	▲0.1
2023. 1-6	5.5	4.2	1.8	▲0.6

(出所) CEIC、中国国家统计局より大和総研作成

リベンジ消費は早くも息切れ

中国は2023年1月8日より、新型コロナウイルス感染症の分類・管理を従来の「乙類甲管理」（分類は中程度の重篤度であるが、最も厳格な管理が必要）から「乙類乙管理」（分類も管理も中程度）に引き下げたことにより、不可逆的な「ウィズコロナ」政策に転換した。2020年から3年間続いた「ゼロコロナ」政策に終止符が打たれ、リベンジ消費への期待が高まったのである。中国の総貯蓄率は、高齢化の進展に伴い2010年をピークに低下傾向にあったが、コロナ禍で消費が抑制された結果、2020年～2022年はトレンドに反して上昇が続いた。トレンドからの乖離を合計すると、GDP比で9.5%程度となり、これがリベンジ消

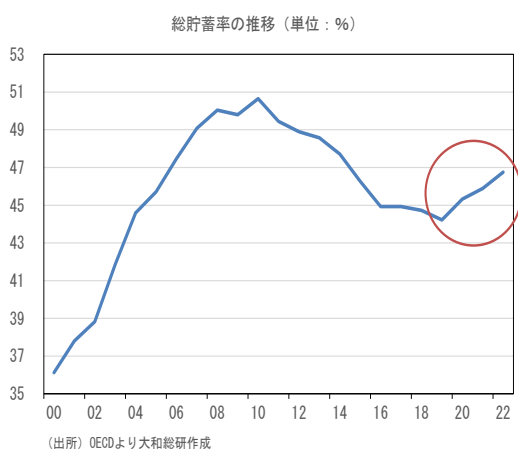
費の源泉となると期待された。しかし、期待に反して消費者の財布のひもは緩んでいない。

2023年4月～6月の小売売上は10.7%増となり、1月～3月の5.8%増から加速したが、これは前年同期が4.6%減に沈んだ反動によるものである。2022年と2023年の伸び率の平均は、4月～6月は2.8%増にとどまり、1月～3月の4.5%増から減速した。

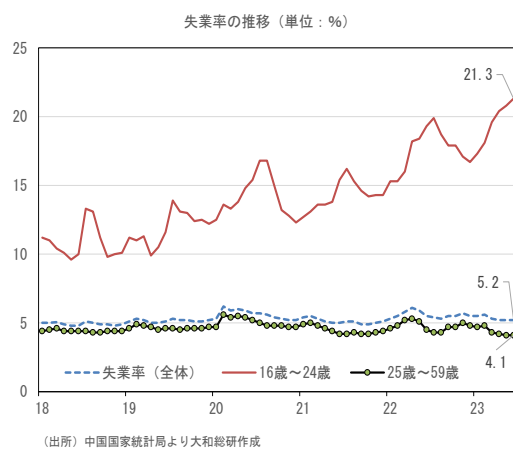
同様に、接触型消費の代表格である外食（レストラン収入）は、2023年4月～6月は29.9%増となり、1月～3月の13.9%増から加速した。しかし、2022年と2023年の伸び率の平均は、4月～6月は4.7%増となり、1月～3月の7.0%増から鈍化している。

冴えない消費の要因のひとつは、若年層（16歳～24歳）の高失業率である。2023年6月は実に21.3%に達し、過去最高の更新が続いている。背景には、3年にわたった「ゼロコロナ」政策や、2020年秋口からの巨大IT・プラットフォーム企業に対する規制強化、2021年夏の学習塾の非営利団体への移行、など政策の悪影響により、民営企業を中心に若年層の雇用吸収効果の大きい産業が軒並み不況に陥ったことなどがある。かつて、中国の若年層は「月光族（毎月の給料を使い尽くす）」と呼ばれ、消費性向が高かったのだが、こうした人々が節約志向を強めているのである。

総貯蓄率の推移（左）



失業率の推移（右）



1月～6月の固定資産投資は3.8%増に減速

固定資産投資は2023年1月～3月の5.1%増から1月～6月は3.8%増に減速した。

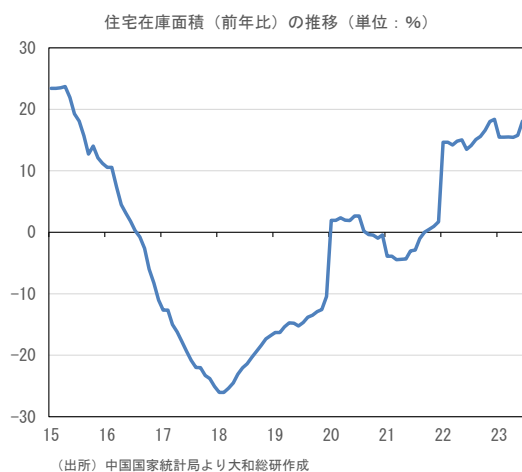
2023年1月～6月の分野別内訳は、製造業投資は6.0%増（1月～3月は7.0%増）、電気・水道・ガスを含むインフラ投資が10.1%増（同10.8%増）、不動産開発投資が7.9%減（同5.8%減）であった。

不動産開発投資に関連して、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、住宅竣工面積は増加している。

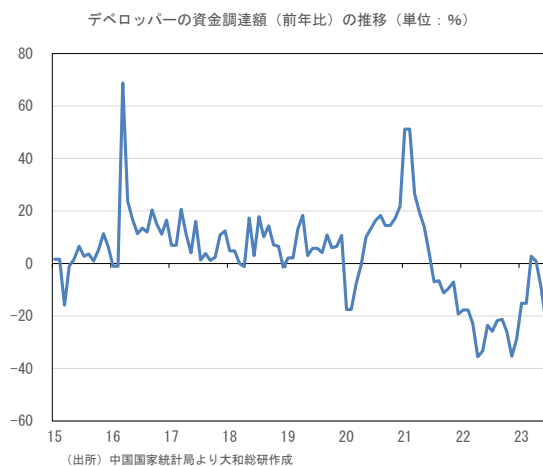
一方で、「保交楼」は建設中の物件の完成と引き渡しが目的であり、新規需要を刺激するわけではない。供給が増加する一方で、需要が減退すれば、住宅在庫は増加する。2023年6月末の住宅在庫面積は18.1%増の3.1億㎡に積み上がった。こうした状況下で5月、6月の新規着工面積は3割以上の減少を記録している。さらに懸念されるのは、「保交楼」の息切れだ。デベロッパーの資金調達額（月次）は、2023年3月に21カ月ぶりに増加に転じたものの、5月には再び前年割れとなり、6月は21.9%減にマイナス幅を広げた。

また、2023年1月～6月の固定資産投資を国有部門と民営部門に分けると、国有は8.1%増であったのに対して、民営は0.2%減と明暗が分かれた。「国進民退」とは、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が、2022年春以降、こうした状況が続いている。

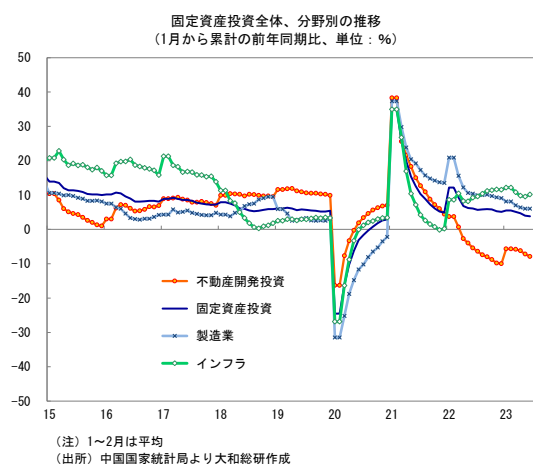
住宅在庫面積（前年比）の推移（左）



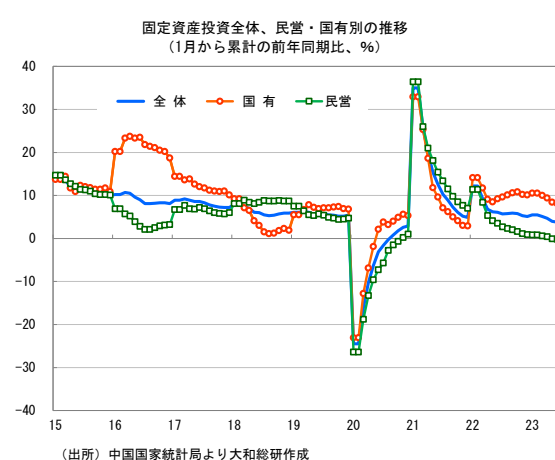
デベロッパーの資金調達額（前年比）の推移（右）



固定資産投資全体、分野別の推移（左）



固定資産投資全体、民営・国有別の推移（右）



4月～6月の輸出はマイナス幅が拡大

2023年4月～6月の輸出は4.7%減（以下、断りのない限り、貿易はドル建て）と、1月～3月の1.5%減からマイナス幅が拡大した。3月から4月に輸出が堅調に推移する局面があったが、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かったとみられる。5月は7.1%減、6月は12.4%減とマイナス幅を広げた。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のであろう。

2023年4月～6月の輸入は6.4%減と、1月～3月の7.0%減からほぼ変わらずであった。輸入は2022年8月から前年割れが続いている。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。

2023年4月～6月の貿易黒字は0.8%増の2,237億ドルであった。1月～3月は22.7%増の1,850億ドルであり、貿易黒字の増加率鈍化が実質GDP成長率の需要項目別寄与度における純輸出のマイナス幅拡大（1月～3月は▲0.1%pt、1月～6月は▲0.6%pt）につながった。

最後に、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る。今後の動向に引き続き注視が必要である。

景気の本格的な回復に必要な民营企业への強力なテコ入れ策

このように、中国経済は内憂外患の状況に陥っており、景気テコ入れのための様々な政策の発動が期待されている。具体的には、①年内の追加利下げ（中国人民銀行は2023年6月20日に政策金利を0.1%pt引き下げ）、②預金準備率引き下げによる貸出増加、③1兆元（GDP比0.8%）規模の特別国債の発行による景気下支え、④インフラ投資などに充当する地方政府特別債券の増額、⑤各種補助金による耐久消費財の購入促進策やクーポン配布による消費刺激策、などである。こうした景気テコ入れ策はある程度の効果が期待できる。しかし、④のインフラ投資の投資収益率は低下し、投資回収期間の長期化のみならず、不良債権化リスクも高まっている。⑤の耐久消費財の補助金政策は需要の先食いであり、その後は反動が懸念される。クーポン配布による消費刺激策の効果は一過性のものととどまる。

こうした中で、筆者が注目するのは、(1) 民营企业への強力なテコ入れ策と、(2) 不動産市場安定化策の行方である。

まず、民营企业へのテコ入れ策に関連して、中国人民銀行は7月7日、中国の巨大プラットフォーム企業のアリババの金融部門であるアントグループに、過去の金融関連の法律・規定違反に対するものとして71億元（約1,353億円）の罰金を科すとした。巨額な罰金と民营企业へのテコ入れ策は、相容れないようにみえるが、ポイントは、これをもって巨大プラットフォーム企業の金融業務に対する集中是正が完了し、通常の監督管理に移行するとしている点である。

李強首相は7月12日に、プラットフォーム企業座談会を開催し、「広範なプラットフォーム企業が発展をリードし、雇用を創出し、国際競争の中で大いに力を振るうことを希望する。」「イノベーション・ブレイクスルーを持続的に推進する」「政府は透明性のある、予測可能な常態化した監督管理制度を整備し、業界の発展を促す」などとして、プラットフォーム企業の発展を支援するとした。この他、7月17日には、鄭柵潔・国家発展改革委員会主任が鉄鋼、電子部品、食品加工など幅広い産業の民営企業の経営者を集めた座談会を開催している。この中で、国家発展改革委員会は民営企業との意見交換の場を常設し、民営企業の生の声を聞き、民営経済の発展環境を改善していくとした。

さらに、中国共産党中央と国務院は7月14日付け（発表は7月19日）で「民営経済の壮大な発展を促進することに関する意見」を発表した。これは基本方針であり、政策の具体化が待たれる。

こうした動きは歓迎すべきであるが、求められるのは民営企業に対する具体的な強力なテコ入れ策の発動だ。2018年11月の民営企業座談会において、習近平国家主席は「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」と発言した。であれば、民営企業への支援を厚くすることが、景気回復には最も効果的なのはである。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。

次に、不動産市場の安定化についても新たな政策が打ち出されている。7月10日、中国人民銀行と国家金融監督管理総局は、2022年11月の16項目のサポート策の実施期間を当初予定から1年半ほど延長して（2022年11月から半年以内に期限が到来する金融支援は1年間延長→2024年末に期限が到来するものは1年間延長）、工事中断問題を改善し、住宅の期限通りの引き渡しを推進するとした。ただし、これはデベロッパーの資金調達難の一部を緩和し得るが、住宅への需要を高めるような政策ではない。

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。次頁図表は中国の上場デベロッパーの3つのレッドライン抵触状況と債務不履行（デフォルト）の関係を見たものであり、財務の健全性とデフォルト状況にはあまり関係がない。55社のうちデフォルトを起こしたのは31社を数えるが、その内訳は、民営デベロッパーが28社に達した一方で、国有デベロッパーはわずか3社にとどまる。ここでも「国進民退」が生じているのである。

結局のところ、中国経済の本格回復には、民営企業を強力にサポートする必要がある。7月末に中国共産党の中央政治局会議が開催され、下半期の経済政策の重点を決定するとみられる。その場でこうした決意が語られるのか否か、大いに注目されよう。李強首相は民営企業が発展する浙江省での勤務経歴が長く、その重要性を熟知している。しかし、社会主義的な考え方が強

い習近平国家主席が、果たして民営企業をことさらに重視する政策を容認するのだろうか。否の場合、中国経済の本格回復は期待薄となろう。

大和総研は2023年の中国の実質GDP成長率を5.4%程度と予想している。政府目標の5.0%前後は達成できるとの見立てだ。2020年の第1次コロナショック時の実質成長率は2.2%、2021年はその反動もあり8.4%成長を遂げ、2年間の平均は5.3%であった。同様に、第2次コロナショック時の2022年の実質成長率は3.0%となり、2023年が大和総研の想定通り(5.4%)の場合、2年間の平均は4.2%にとどまる。中国の成長力は明らかに低下している。

**不動産デベロッパー（上場会社）の負債関連の3つのレッドライン抵触状況と融資規制
(2023年7月18日時点。2021年度決算)**

レッドライン 抵触数	表示	リスク	年間の有利子 負債増加率	社名
ゼロ	緑	リスク小	15%以内	中国海外発展(中央企業)、華潤置地(中央企業)、招商蛇口(中央企業)、合生創展集團(民営企業)、中国金茂(中央企業)、濱江集團(民営企業)、仁恒置地集團(民営企業)、雅居樂集團(民営企業)、華發株式(国有企業)、中駿集團ホールディング(民営企業)、龍湖集團(民営企業)、建發國際集團(国有企業)、金地集團(国有企業)、遠洋集團(国有企業)、弘陽不動産(民営企業)、万科企業(国有企業)、華僑城集團(中央企業)、越秀不動産(国有企業)、禹州不動産(民営企業)、保利發展(中央企業)、德信中国(民営企業)、旭輝ホールディング集團(民営企業)、新城ホールディング(民営企業)、金輝集團(民営企業)
1	黄	↑ ↓	10%以内	融信中国(民営企業)、金科株式(民営企業)、綠城中国(国有企業)、大悅城不動産(国有企業)、龍光集團(民営企業)、合景泰富集團(民営企業)、美的置業(民営企業)、碧桂園(民営企業)、時代中国ホールディング(民営企業)、中梁ホールディング(民営企業)、大唐不動産(民営企業)、力高集團(民営企業)、建業不動産(民営企業)
2	橙		5%以内	首開株式(国有企業)、保利置業集團(中央企業)、宝龙不動産(民営企業)、正栄不動産(民営企業)、荣盛發展(民営企業)、中南建設(民営企業)、綠地ホールディング(国有企業)
3	赤		リスク大	0%以内
期限内に決算が未発表				融創中国(民営企業)、中国恒大(民営企業)、世茂集團(民営企業)、中国奥園(民営企業)、祥生ホールディング集團(民営企業)、佳兆業集團(民営企業)、新力ホールディング集團(民営企業)、花樣年ホールディング(民営企業)

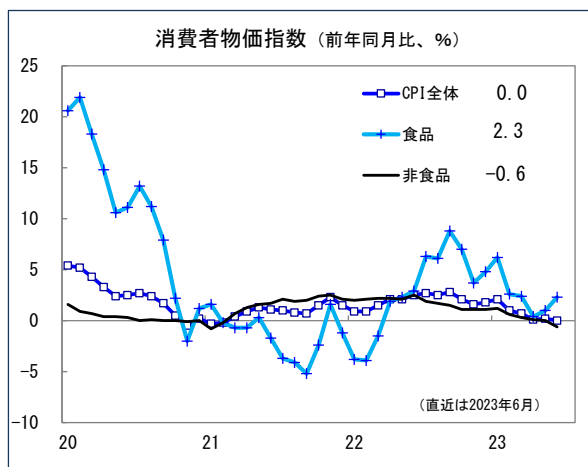
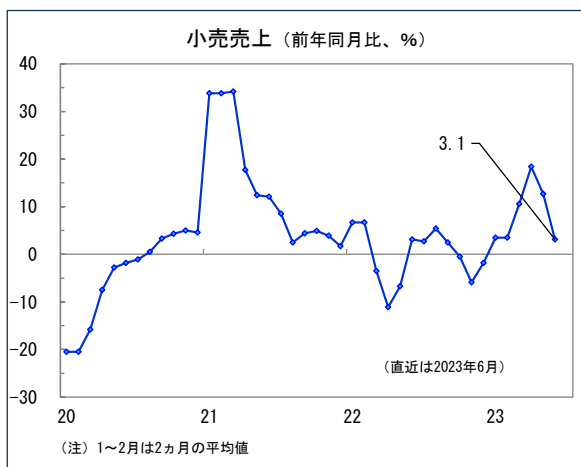
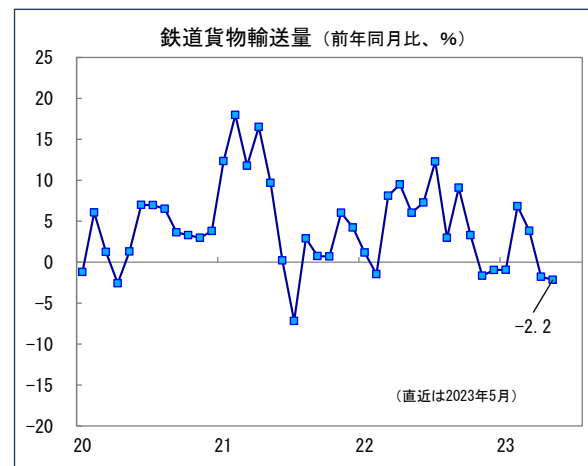
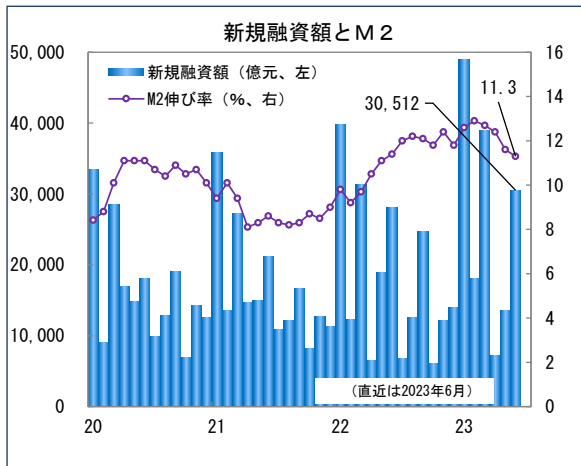
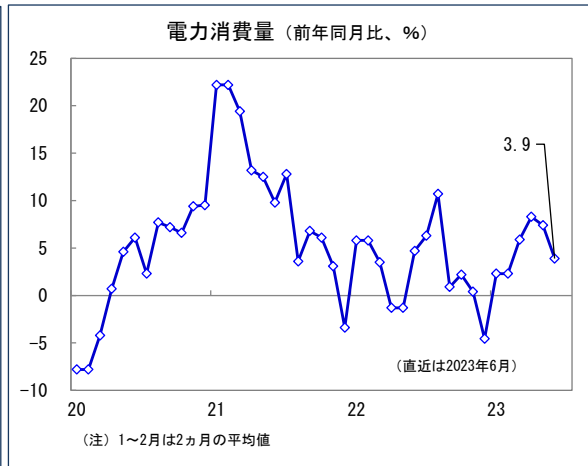
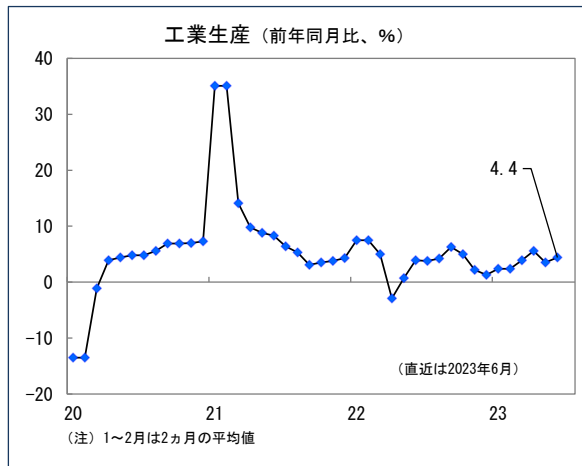
(注1) 3つのレッドラインでは、①前受金控除後の総負債比率(総負債÷総資産×100)が70%以上、②純負債資本比率(有利子負債から現金を控除したもの÷資本×100)が100%以上、③現預金短期負債比率(現預金÷短期負債×100)が100%以下、であることを問題視している
 (注2) 赤い字は債務不履行(デフォルト)が報道されている企業
 (出所) 中国民間不動産シンクタンク「克而瑞不動産研究院」より大和総研作成

主要経済指標一覧

	2022年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	6月
実質GDP成長率(四半期、前年同期比、%)	0.4	-	-	3.9	-	-	2.9	-	-	4.5	-	-	6.3
工業生産(前年同月比、%)	3.9	3.8	4.2	6.3	5.0	2.2	1.3	2.4	3.9	5.6	3.5	4.4	4.4
電力消費量(前年同月比、%)	4.7	6.3	10.7	0.9	2.2	0.4	-4.6	2.3	5.9	8.3	7.4	3.9	3.9
鉄道貨物輸送量(前年同月比、%)	7.3	12.3	3.0	9.1	3.3	-1.6	-0.9	-0.9	6.8	3.8	-1.8	-2.2	-2.2
固定資産投資(前年累計比、%)	6.1	5.7	5.8	5.9	x	5.3	5.1	5.5	5.1	4.7	4.0	3.8	3.8
不動産開発投資(前年累計比、%)	-5.4	-6.4	-7.4	-8.0	-8.8	-9.8	-10.0	-5.7	-5.8	-6.2	-7.2	-7.9	-7.9
小売売上(前年同月比、%)	3.1	2.7	5.4	2.5	-0.5	-5.9	-1.8	3.5	10.6	18.4	12.7	3.1	3.1
消費者物価指数 全体(前年同月比、%)	2.5	2.7	2.5	2.8	2.1	1.6	1.8	2.1	1.0	0.7	0.1	0.2	0.0
食品(前年同月比、%)	2.9	6.3	6.1	8.8	7.0	3.7	4.8	6.2	2.6	2.4	0.4	1.0	2.3
非食品(前年同月比、%)	2.5	1.9	1.7	1.5	1.1	1.1	1.1	1.2	0.6	0.3	0.1	0.0	-0.6
工業製品出荷価格指数(前年同月比、%)	6.1	4.2	2.3	0.9	-1.3	-1.3	-0.7	-0.8	-1.4	-2.5	-3.6	-4.6	-5.4
工業生産者購入価格指数(前年同月比、%)	8.5	6.5	4.2	2.6	0.3	-0.6	0.3	0.1	-0.5	-1.8	-3.8	-5.3	-6.5
新規融資額(億元)	28,046	6,790	12,500	24,700	6,152	12,100	14,000	49,000	18,100	38,900	7,188	13,600	30,512
M2伸び率(%)	11.4	12.0	12.2	12.1	11.8	12.4	11.8	12.6	12.9	12.7	12.4	11.6	11.3
輸出(前年同月比、%)	16.2	17.2	6.5	4.9	-1.0	-9.7	-11.4	-8.0	11.4	7.3	-7.1	-12.4	-12.4
輸入(前年同月比、%)	-0.2	1.4	-0.5	-0.1	-0.9	-10.7	-7.2	-9.9	-1.6	-8.1	-4.5	-6.8	-6.8
貿易収支(億米ドル)(1月、2月は平均)	954.0	1000.2	786.5	827.2	835.2	670.0	720.4	534.3	781.3	868.2	662.6	706.2	706.2
新築商品住宅価格指数 北京(前年同月比、%)	5.8	5.5	5.8	6.1	5.9	5.7	5.8	5.2	4.7	4.6	4.5	4.3	3.5
上海(前年同月比、%)	3.4	3.5	3.7	3.8	4.0	4.0	4.1	4.2	3.9	4.1	4.6	4.9	4.8
商用不動産 着工面積(前年累計比、%)	-34.4	-36.1	-37.2	-38.0	-37.8	-38.9	-39.4	-9.4	-19.2	-21.4	-23.1	-24.9	-24.9
竣工面積(前年累計比、%)	-21.5	-23.3	-21.1	-19.9	-18.7	-19.0	-15.0	8.0	14.7	18.2	19.1	18.4	18.4
不動産販売 面積(前年累計比、%)	-22.2	-23.1	-23.0	-22.2	-22.3	-23.3	-24.3	-3.6	-3.5	-5.4	-8.5	-13.7	-13.7
金額(前年累計比、%)	-28.9	-28.8	-27.9	-26.3	-26.1	-26.6	-26.7	-0.1	3.0	5.2	3.0	-4.5	-4.5

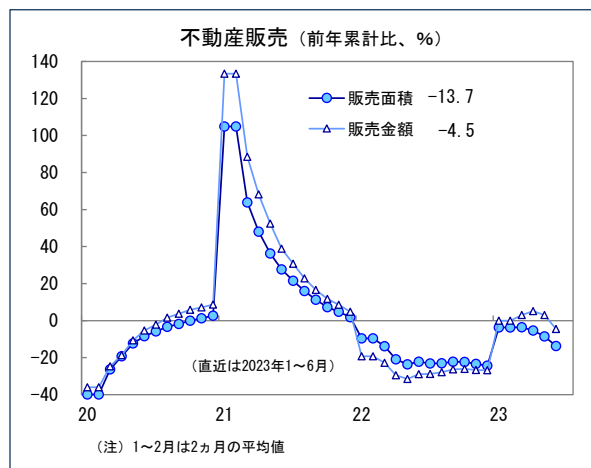
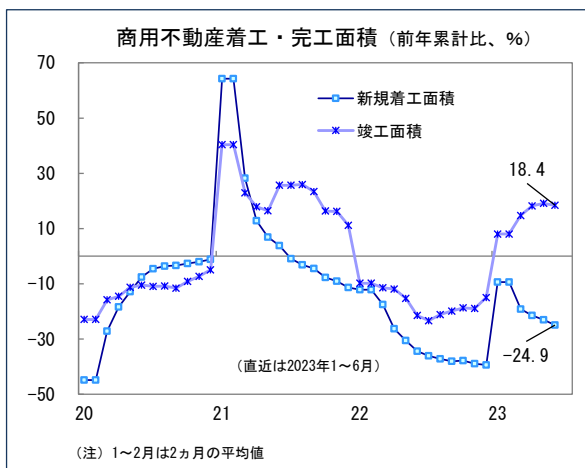
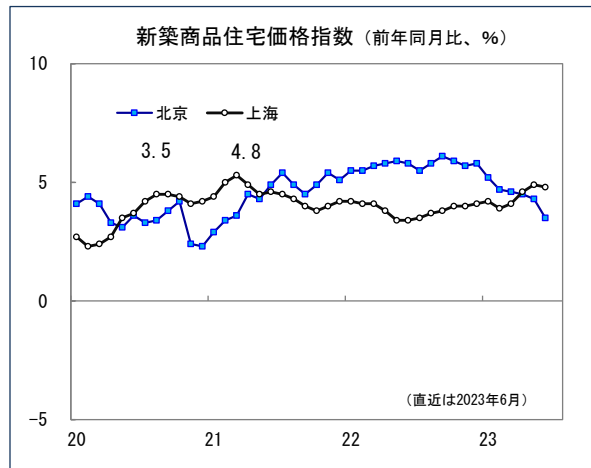
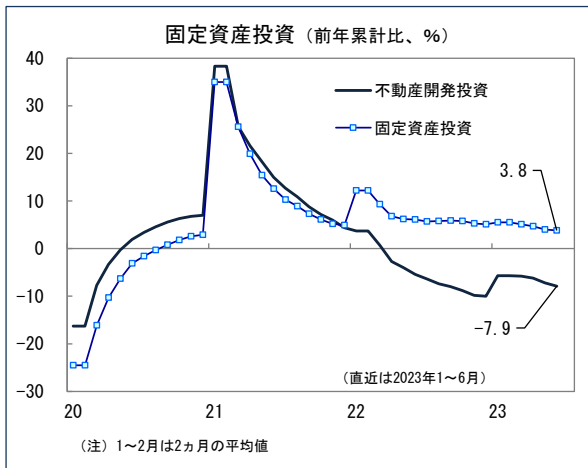
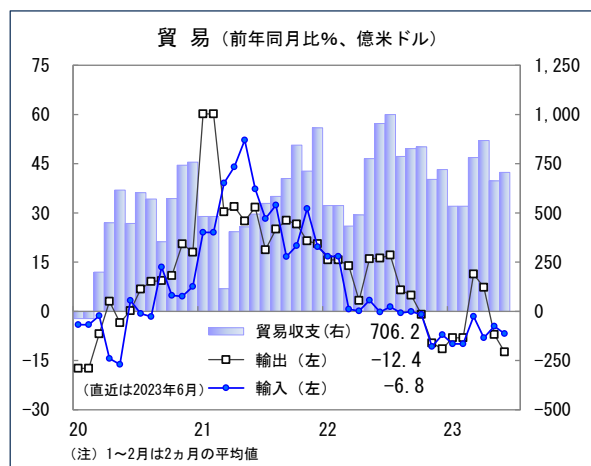
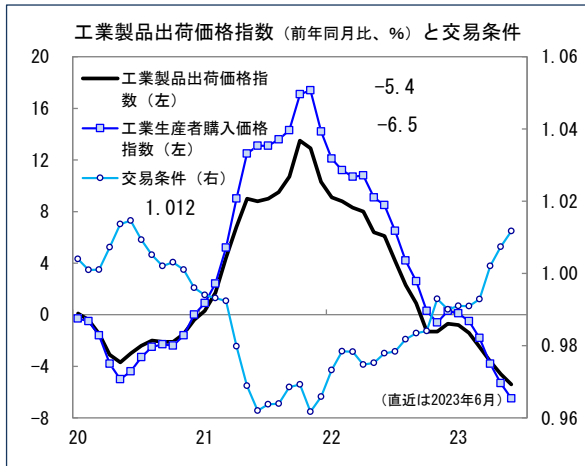
(出所) 中国国家统计局、中国人民銀行、通関統計、中国国エネルギー局、CEIC より大和総研作成

主要経済指標一覧（続き）



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

主要経済指標一覧（続き）



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