

2023年8月23日

# 主要国経済 Outlook

2023年9月号 (No. 442)

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  |
| 中国発の金融不安は、世界経済に影響を与えるか<br>経済調査部 シニアエコノミスト 近藤 智也           |    |
| 日本経済  | 3  |
| 経済見通しを改訂／23年度は高成長を見込むも24年度は大幅に減速<br>経済調査部 シニアエコノミスト 神田 慶司 |    |
| 米国経済  | 15 |
| ジャクソンホールの注目点は？<br>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  | 25 |
| 続くインフレ警戒モード<br>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  | 36 |
| 最悪ケースは金融危機のトリガーに<br>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

## 中国発の金融不安は、世界経済に影響を与えるか

近藤 智也

世界（日米欧中）の4-6月期の成長率（前期比）を見ると、日米欧は前期から加速した。ただ、米国は設備投資や個人消費が堅調、日本は民需が振るわず輸出が牽引、そして明確な成長ドライバー不在のユーロ圏ではスペインが米国に、フランスは日本にそれぞれ近い成長パターンと、成長の中身にはばらつきが見られる。一方、成長率が鈍化した中国では、不動産不況の深刻度が増し、若年層の失業率の高さに示されるように個人消費等の内需に勢いがなくなり、輸出も減少傾向が続く。そのような状況下、中国が富の流出を意味するアウトバウンド（日本からするとインバウンド）を解禁したことにはやや意外感もあろう。8月の団体旅行の解禁先には、日本だけでなく、対立する米国やオーストラリア、そしてドイツや英国等の欧州の国々も含まれる。

3月に生じた米国発の銀行不安に続いて、ここもと中国発の金融不安に懸念が集まっている。古今東西、日本のバブル崩壊や米国のリーマン・ショック等、不動産・住宅が絡む景気後退は度々発生している。中国では、従来、金融緩和等によって不動産市場を底入れさせて景気回復を図るというパターンを取ってきたが、現状は、不動産不況が深刻化し金融緩和の効果も限定的で、財政面からも大規模な景気対策を打ちにくいとされる。

次の焦点は、国際金融市場を通じて世界的なリスクに繋がるかだが、中国の不動産市場への海外資本のコミットが限定的であれば、リーマン・ショックのように瞬時に世界に影響が広がる可能性は低い。現時点で、ソフトランディングかハードランディングの判断は時期尚早だが、後者の場合でも、日本のバブル崩壊に近いのではないかと。当時の日本と今の中国を比較すると、いずれも世界第2位で、世界全体に占める割合もほぼ同じだ。もっとも、中国の人口は直近減少に転じたとはいえ、その規模は日本の10倍以上と、需要・供給の両面で世界へのインパクトは大きい。そもそも政治体制が異なり、中国では強力なリーダーが適切な政策を実行すれば、国民の不満を抑えられるかもしれない。いずれにしろ、中国景気が低迷するとグローバルな影響は避けられず、中国向けの輸出や中国からのインバウンドへの期待は少し控えめが無難だろう。

### 主要国実質 GDP 見通し<要約表> (2023年8月21日時点)

|      | (%)            |       |      |      |       | (前年比%) |      |       |             |            |            |            |
|------|----------------|-------|------|------|-------|--------|------|-------|-------------|------------|------------|------------|
|      | 2022年<br>10-12 | 2023年 |      |      | 2024年 |        |      | 2021年 | 2022年       | 2023年      | 2024年      |            |
|      |                | 1-3   | 4-6  | 7-9  | 10-12 | 1-3    | 4-6  | 7-9   | (下線及び斜字は年度) |            |            |            |
| 日本   | 0.2            | 3.7   | 6.0  | -0.6 | 0.9   | 0.1    | 1.2  | 1.2   | 2.2         | 1.0        | 2.2        | 0.9        |
|      |                |       |      |      |       |        |      |       | <u>2.7</u>  | <u>1.4</u> | <u>2.1</u> | <u>0.8</u> |
| 米国   | 2.6            | 2.0   | 2.4  | 1.6  | 0.6   | 0.2    | 0.5  | 1.1   | 5.9         | 2.1        | 2.0        | 0.8        |
| ユーロ圏 | -0.2           | 0.1   | 1.0  | 0.5  | 0.7   | 0.9    | 1.3  | 1.9   | 5.4         | 3.4        | 0.7        | 1.1        |
| 英国   | 0.5            | 0.6   | 0.8  | 0.0  | 0.2   | 0.5    | 0.9  | 1.2   | 7.6         | 4.1        | 0.4        | 0.6        |
| 中国   | 2.9            | 4.5   | 6.3  | 5.0  | 5.6   | 5.0    | 4.0  | 4.4   | 8.4         | 3.0        | 5.4        | 4.3        |
| ブラジル | 1.9            | 4.0   | N.A. | N.A. | N.A.  | N.A.   | N.A. | N.A.  | 5.0         | 2.9        | 2.4        | 1.5        |
| インド  | 4.5            | 6.1   | N.A. | 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  | -2.7           | -1.8  | 4.9  | N.A. | N.A.  | N.A.   | N.A. | N.A.  | 5.6         | -2.1       | 1.5        | 1.0        |

(注) グレー部分は予想値、それ以外は実績値。四半期伸び率は、中国、ブラジル、インド、ロシアは前年比、それ以外は前期比年率。

(出所) 各種統計より大和総研作成

# 日本経済

## 経済見通しを改訂／23年度は高成長を見込むも24年度は大幅に減速

神田 慶司  
田村 統久  
久後 翔太郎  
岸川 和馬  
中村 華奈子

### [要約]

- 2023年4-6月期のGDP1次速報の公表を受け、経済見通しを改訂した。メインシナリオにおける実質GDP成長率は23年度+2.1%、24年度+0.8%（暦年ベースでは23年+2.2%、24年+0.9%）と見込む。
- 2023年度の日本経済は、経済活動の正常化や賃上げの加速、緩和的な財政・金融政策などが下支え要因となり、物価高の下でも景気回復が継続しよう。足元では自動車の挽回生産が本格化している。急回復が続くインバウンドでは、団体旅行の解禁で中国人訪日客の本格回復が視野に入った。また、2022年度の円安は経済活動の正常化が遅れたことで「悪い円安」だったといえるが、2023年度は「良い円安」に転じたとみられる。
- 一方で2024年度は好材料に乏しい。経済活動の正常化は一巡し、交易損失の縮小も落ち着くとみられる。欧米が利下げ局面に入る見込みであることやシリコンサイクルの持ち直しは景気の押し上げ要因となり得るが、海外景気の下振れリスクには警戒が必要だ。日米の金融政策の方向性の転換で円高が進む可能性もある。
- 当社メインシナリオでは、基調的なインフレ率は予測期間中に2%に届かず、現在の金融緩和策の枠組みは維持されると想定している。ただし、賃金の上昇圧力が一段と強まり、基調的なインフレ率の上昇ペースが想定を上回れば、2024年度前半にも長短金利操作（YCC）の撤廃に踏み切る可能性がある。

## 1. 2023 年度は高成長を見込むも 2024 年度は低成長へ

### 4-6 月期の実質 GDP は高成長だったが民需は振るわず

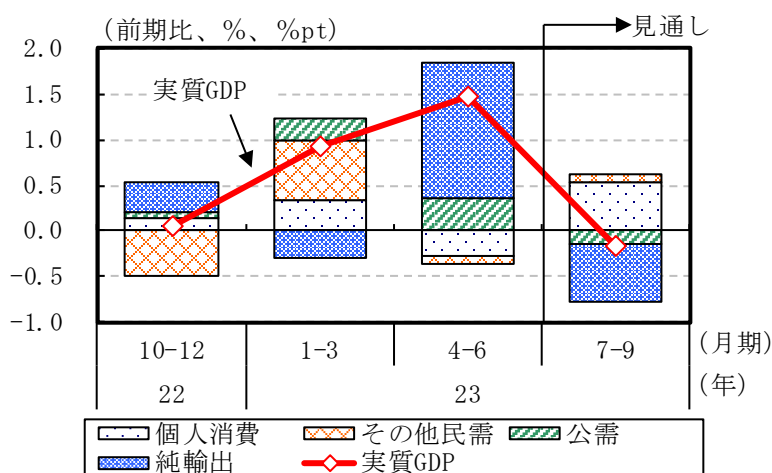
2023 年 4-6 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率+6.0%（前期比+1.5%）と 3 四半期連続のプラス成長となった（**図表 1**）<sup>1</sup>。GDP の実額は過去最高を更新した。自動車輸出やインバウンド（訪日外客）消費が増加した一方で鉱物性燃料やワクチンなどの輸入が減少し、純輸出（外需）が大幅に増加したことが GDP の高成長の主因である。ただし民需は 2 四半期ぶりに減少しており、GDP 成長率が示すほど内容は良くない。

需要項目別に見ると、民需関連では個人消費と在庫が減少した一方、住宅投資と設備投資は増加した。このうち個人消費については、新型コロナウイルス感染症の感染症法上の「5 類」移行などが外食や旅行などのサービス消費を後押ししたものの、家電などの耐久財や非耐久財の落ち込みが大きかった。公需関連では政府消費と公共投資がいずれも増加し、外需関連では前述のように純輸出が増加した。

輸入デフレーターの下落で交易条件が改善したことにより、海外への所得流出額（交易損失）は年率換算額で 4.4 兆円縮小した。その結果、実質 GDP に交易損失を加えた実質 GDI（国内総所得）は前期比年率+9.7%と、1-3 月期の同+6.7%から更に伸び率が高まった。輸入インフレによる所得環境への悪影響が一段と和らいだことは、家計や企業の経済活動を下支えしたとみられる。

2023 年 7-9 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率▲0.6%と、4 四半期ぶりのマイナス成長を見込んでいる。もっとも、4-6 月期からの反動減という側面が大きく、内需については回復基調に復するとみている。

図表 1 実質 GDP 成長率の実績と見通し



(注) 季節調整値。

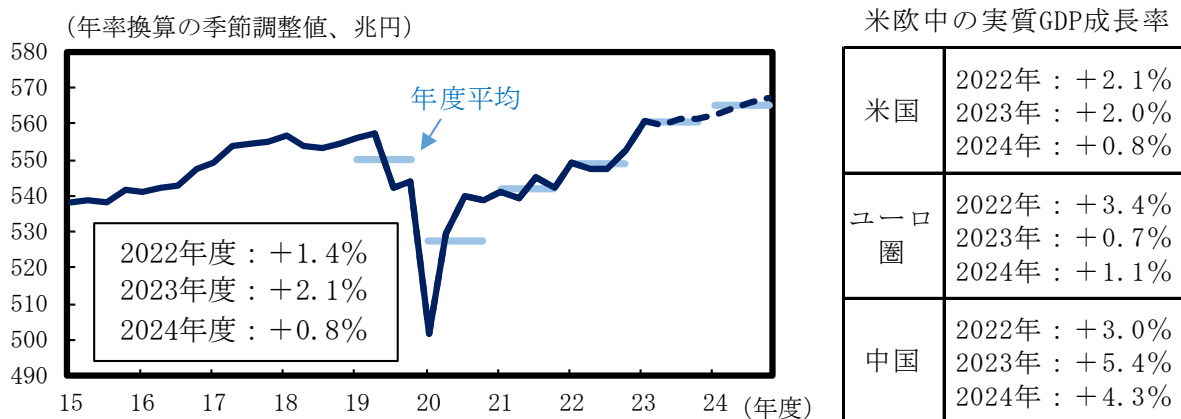
(出所) 内閣府統計より大和総研作成

<sup>1</sup> 詳細は、神田慶司・田村統久「[2023 年 4-6 月期 GDP \(1 次速報\)](#)」(大和総研レポート、2023 年 8 月 15 日)を参照。

## 日本の実質 GDP 成長率見通しを 2023 年度+2.1%、2024 年度+0.8%に改訂

図表 2 ではメインシナリオにおける実質 GDP の推移と、その前提である海外経済見通しを示した。海外経済については当社の各国担当者の最新（8 月 21 日時点）の見通しに基づく。詳細については各国の経済見通しを参照されたい。

図表 2 日本の実質 GDP 見通しと海外経済の前提



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

(出所) 内閣府、各国統計より大和総研作成

上記の海外経済見通しの下、メインシナリオにおける日本の実質 GDP 成長率は 2023 年度で前年比+2.1%、2024 年度で同+0.8%と見込んでいる（暦年ベースでは 2023 年で同+2.2%、2024 年で同+0.9%）。

2023 年度の成長率見通しは 6 月 8 日公表の「[第 217 回日本経済予測（改訂版）](#)」（以下、前回予測）から 0.6%pt 引き上げた。4-6 月期の実績を踏まえて輸入を下方修正し、輸出や住宅投資<sup>2</sup>を上方修正したことなどが主因だ。経済活動の正常化や賃上げの加速、緩和的な財政・金融政策などにより、物価高の下でも景気回復が継続するという見方は前回予測と同様である。

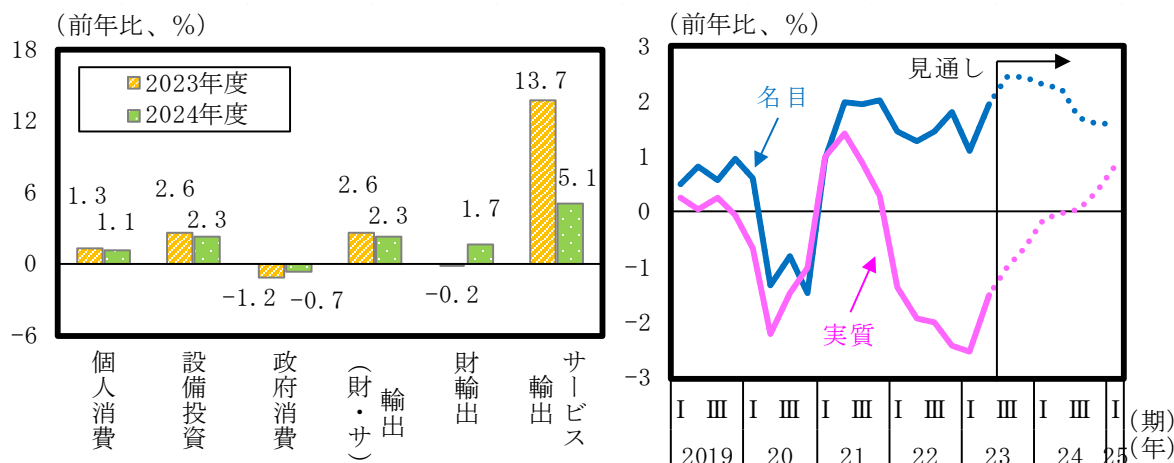
2024 年度の成長率見通しは前回予測から 0.4%pt 引き下げた。前年度が 2%超の高成長を見込む影響で成長率が低下した面が大きい。後述するように、経済活動の正常化に伴う需要回復の一巡などもあって、緩やかな成長にとどまるだろう（[後掲図表 8](#)）。

主な需要項目については[図表 3 左](#)のような推移を見込んでいる。このうち個人消費は、経済活動の正常化により、引き続きサービス消費や自動車を中心に増加が続くとみている。また物価高が続く中でも、賃上げの加速やインフレ率の低下などが実質賃金を押し上げることや（[図表 3 右](#)）、コロナ禍で大幅に積み上がった家計貯蓄の取り崩しなどが消費を下支えするだろう。もっとも、2024 年度は経済活動が正常化し、個人消費の回復は緩やかになるとみている。

<sup>2</sup> 基礎統計となる国土交通省「建設総合統計」の遡及改定を受けて、住宅投資の過去の推移が大きく改定された。2023 年 1-3 月期の 2 次 QE 時点での住宅投資は 2022 年半ばまで減少傾向が続き、その後は横ばい圏で推移していた。それが 4-6 月期 1 次 QE では 2022 年 10-12 月期から明確に持ち直しており、実態としては住宅投資の回復が進んでいたことが確認された。

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

図表3 主な需要項目の見通し（左）、賃金（1人あたり雇用者報酬）の見通し（右）



(注) 左図の「財・サ」は財およびサービス。右図の図中の点線は大和総研による予測値。

(出所) 内閣府、総務省統計より大和総研作成

政府消費は、検査事業やワクチン接種などの感染症対策による押し上げが剥落することで、2023年度末にかけて緩やかに減少すると見込んでいる。その後は、高齢化が進展する中で医療・介護給付費を中心に増加していたコロナ禍前のトレンドに戻るとみている。

最後に輸出に関しては、2023年度の財輸出は前年並みになるだろう。春頃から発現した自動車のペントアップ需要が2023年度中の輸出を下支えする一方、その他の財は2023年度末まで海外経済の減速の影響が色濃く表れるとみている。2024年度は海外経済の持ち直しやシリコンサイクル（世界半導体市場で見られる好況と不況の循環）の回復局面入りもあって緩やかに増加する見通しである。サービス輸出では日本への団体旅行が解禁された中国人訪日客を中心に、インバウンド消費が2023年度に大幅に回復する見込みだ。2024年度も増加を見込んでいるが、そのペースは緩やかになるとみている。

### 2023年度は海外リスクに注意しつつも7つの「好材料」で高成長を見込む

海外経済の悪化による輸出の下振れリスクには引き続き注意が必要だが、前回予測でも指摘したように、2023年度の日本経済は比較的多くの景気下支え要因が存在する。

具体的には、①供給制約の解消による自動車の挽回生産と機械受注残の消化、②インバウンド消費の更なる回復、③サービス消費の回復余地、④賃上げの加速、⑤「過剰貯蓄」の取り崩しが物価高の影響を緩和、⑥輸入インフレの一服と円安効果、⑦緩和的な財政・金融政策の継続、などが指摘できる（図表4）。

図表 4 2023 年度の日本経済の 7 つの好材料

| 要因                                     | 備考  |
|--|---|
| ① 供給制約の解消による <b>自動車の挽回生産</b> や機械受注残の消化 | 自動車のペントアップ（繰越）需要は家計向けだけでも <b>23年7月末で約1.4兆円</b> （他に輸出、企業向けあり）          |
| ② <b>インバウンド消費</b> の更なる回復               | <b>中国人訪日客を中心に回復</b> し、23年のインバウンド消費は前年から <b>3兆円超の増加見込み</b>             |
| ③ <b>サービス消費の回復余地</b>                   | サービス消費の対可処分所得比が19年7-9月期の水準まで上昇すると、23年4-6月期から <b>約7兆円の増加</b>           |
| ④ 賃上げの加速                               | 春闘での賃上げ率は <b>30年ぶりの高水準</b> を実現し、最低賃金は全国平均で <b>1,000円超え</b>            |
| ⑤ 「 <b>過剰貯蓄</b> 」の取り崩しが物価高の影響を緩和       | 感染拡大前のペースを超えて積み上がった家計貯蓄は <b>23年6月末で約45兆円</b> （22年の消費額の15%分に相当）        |
| ⑥ 輸入インフレの一服と <b>円安効果</b>               | 交易損失は <b>直近3四半期で約9兆円縮小</b> 。経済正常化が進んだ <b>23年の円安は日本経済にプラス</b> （「良い円安」） |
| ⑦ <b>緩和的な財政・金融政策</b> の継続               | 日銀は7月会合で長期金利の変動幅の運用柔軟化を決定したことで <b>長短金利操作（YCC）の早期撤廃の可能性は低下</b>         |

（出所）大和総研作成

上記 7 つの好材料のうち、前回予測から特に変化が見られたものを挙げると、①の自動車の挽回生産は 4-6 月期から本格化し、②では団体旅行解禁で中国人訪日客の本格回復が視野に入った。また⑥では交易損失が 2023 年 4-6 月期まで 3 四半期連続で縮小したほか、円安ドル高が足元で急速に進んだ。後述するように、経済活動の正常化が遅れた 2022 年とは異なり、円安は日本経済にネットでプラスの効果をもたらすとみられる。

そこで以下では、自動車の挽回生産、インバウンド、円安効果の 3 つについて順に述べる。なお、⑦の金融政策については **2 章**で取り上げる。

#### <自動車の挽回生産> ペントアップ需要動向を踏まえると 2023 年度末までに終了か

半導体不足の緩和が 2022 年後半から進んだことで、2023 年 4-6 月期の普通乗用車の鉱工業生産指数は 2022 年 10-12 月期比で約 30%上昇した。自動車や関連産業における増産が国内の経済活動を押し上げている。

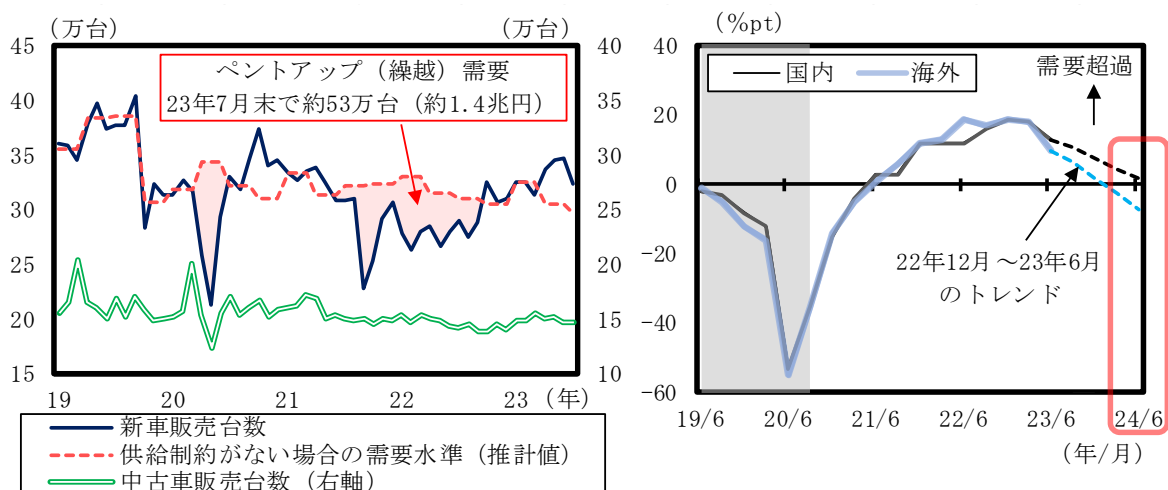
国内乗用車の新車販売台数を見ると、2022 年 10-12 月期で月平均 31.5 万台だった販売台数は、2023 年 1-3 月期に同 32.2 万台、同年 4-6 月期に同 34.4 万台と増加ペースが加速している（大和総研による季節調整値）。供給制約がない場合の需要水準を推計すると、新車販売台数は 2023 年 4 月頃からこれを明確に上回っている。ペントアップ需要に対応した挽回生産が本格化したようだ（**図表 5 左**）。ペントアップ需要は家計向けだけでも 7 月末で約 53 万台（金額では約 1.4 兆円）に上り、輸出向けや企業向けでも蓄積されているとみられる。

日銀短観における自動車の需給判断 DI を見ても、国内外の超過需要（ペントアップ需要に相当）は 2022 年後半にかけて極めて高い水準まで上昇した後、2023 年 3 月以降は挽回生産もあって低下傾向にある（**図表 5 右**）。仮にペントアップ需要が 2022 年 12 月から 2023 年 6 月までのペースで発現していけば、海外向けは 2024 年 3 月頃、国内向けは 2024 年 6 月頃に挽回生産が

終了することになる。

足元では自動車生産が加速しているが、このペースが継続すると、国内外のペントアップ需要に対応した挽回生産は2023年度中に終了する見込みである。自動車産業の裾野は広く、挽回生産は国内景気を下支えする要因となり得るが、こうした景気浮揚効果は2024年度には期待しにくい点に留意が必要だ。

図表5 国内自動車のペントアップ需要（左）、日銀短観における自動車の需給判断DI（右）



(注) 左図は大和総研による季節調整値。試算方法については、2022年8月19日公表の大和総研レポート「[第214回日本経済予測](#)」の図表2-13を参照。右図のシャドウは景気後退期。

(出所) 日本銀行、内閣府、総務省、日本自動車販売協会連合会、全国軽自動車協会連合会より大和総研作成

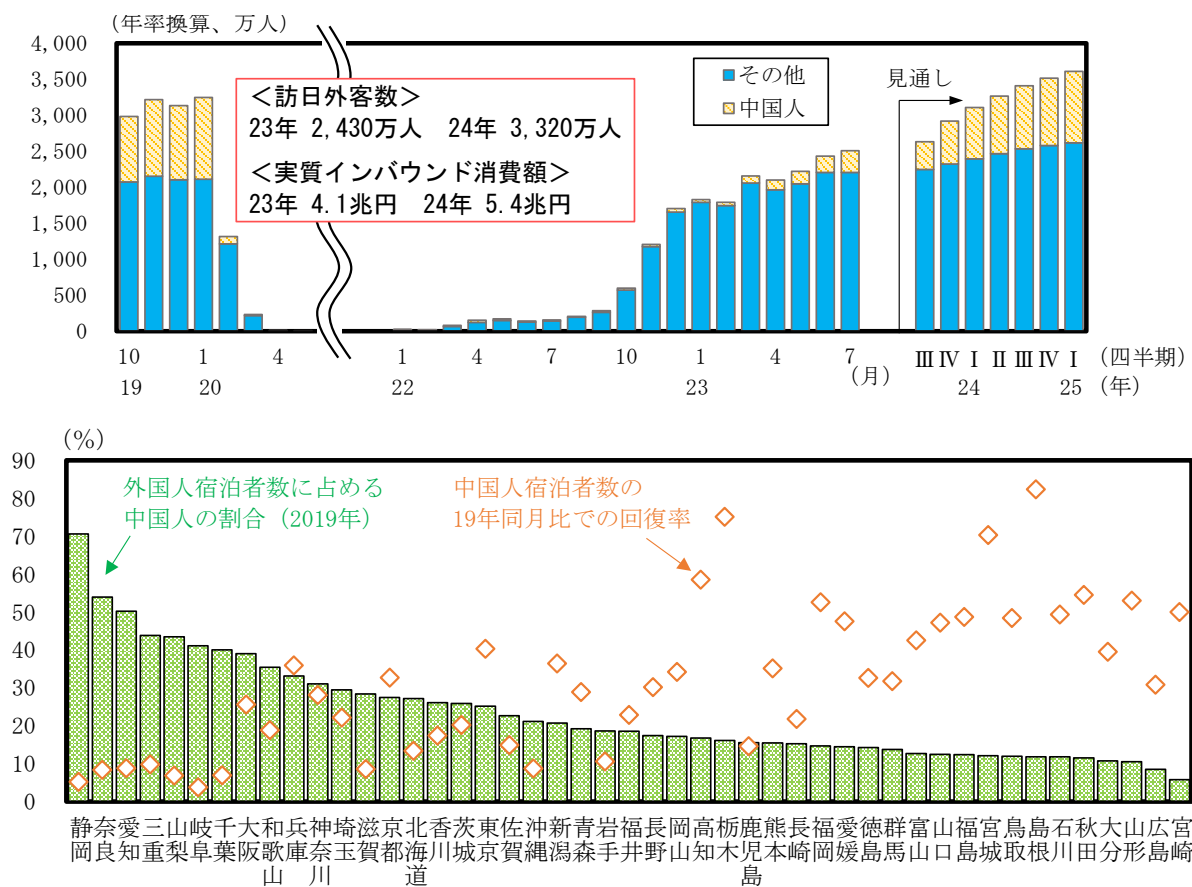
### <インバウンド> 団体旅行解禁もあり 2023年の実質消費額は約4.1兆円の見込み

2023年7月の訪日外客数は232万人だった。3年5カ月ぶりに200万人を超えた6月から更に増加し、2019年同月の77.6%まで回復した。中国を除いた国・地域では同103.4%とコロナ禍前を上回ったものの、中国人訪日客は同29.8%と依然として低水準にある。中国の団体旅行解禁は、急回復が続くインバウンドにとって更なる追い風となるだろう。

図表6上は訪日外客数の推移とインバウンド消費額の見通しである。前回予測では、中国人訪日客が2023年7-9月期から本格回復すると想定していた。そのため、団体旅行解禁によるインバウンド消費額の見通しの上方修正幅はわずかである。他方、足元の円安の進行はインバウンド消費額の見通しの押し上げ要因となろう。「[日本経済見通し：2023年1月](#)」によると、20%程度の円安ドル高は訪日外客1人あたり消費額を年6%、訪日外客数を同7%押し上げる。こうした効果も織り込んだ2023年の訪日外客数は2,430万人（前年差+2,050万人）、実質インバウンド消費額は4.1兆円（同+3.2兆円）と見込まれる。2024年の訪日外客数は2019年の水準を超えるだろう。



図表6 訪日外客数の推移とインバウンド消費額の見通し（上）、中国人宿泊者数の動向（下）



(注) 上図は大和総研による季節調整値。下図の外国人宿泊者数は、2019年の従業者数10人以上の施設における延べ宿泊者数。◇印は、2023年5月の中国人宿泊者数における2019年同月比を表す。

(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

もともと、訪日中国人数増加の影響は地域によって大きく異なる。2019年の外国人宿泊者数に占める中国人の割合を都道府県別に見ると、静岡（71%）や奈良（54%）、愛知（50%）で特に高かった（従業者数10人以上の施設を対象とした延べ宿泊者数、図表6下）。こうした地域では、中国人宿泊者数の回復がとりわけ遅れている。見方を変えれば、中国人訪日客の本格回復による観光業の活性化の余地が大きい地域といえる。また鳥取と島根のように、2019年で中国人宿泊者割合が同程度の地域でも、足元の回復度合いに違いがあることも注目される。

前述のように、団体旅行解禁により中国人訪日客の回復基調が強まる可能性は高いが、今後の回復ペースが想定よりも緩やかになる可能性がある。「[日本経済見通し：2023年7月](#)」で指摘したように、中国人観光客はコロナ禍以降、旅行先として日本以外の国・地域を選ぶ傾向が強まったからだ。こうした傾向が団体旅行解禁後も続くのか注視していく必要がある。

#### <円安効果> 経済活動の正常化が進んだことで円安は日本経済にとってプラスに

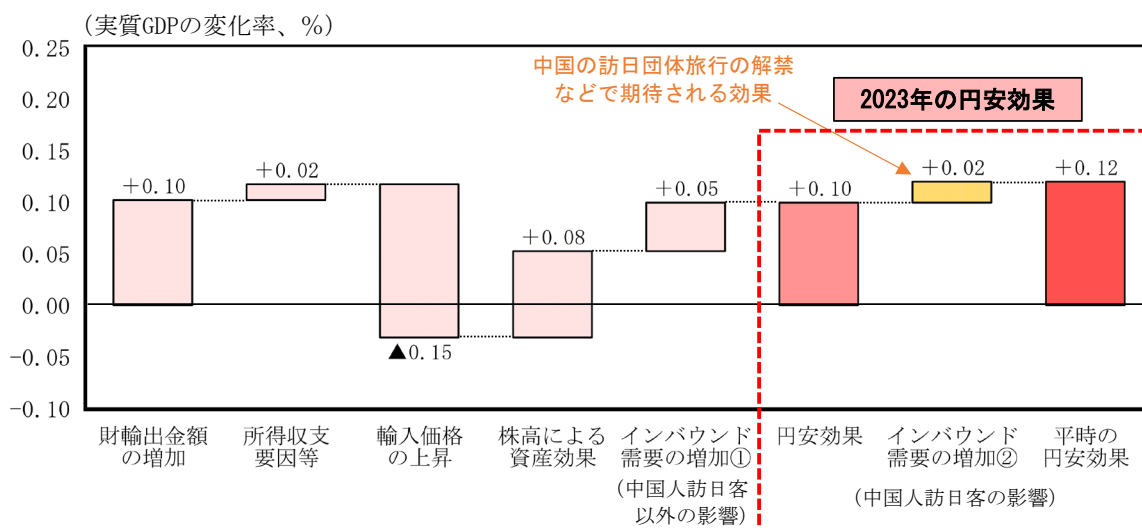
2022年春から秋にかけて円安ドル高が急速に進んだが、その際、日本経済にもたらす経済効果はネットで「プラス」なのか「マイナス」なのかについて議論が盛んに行われた。

これについて当社の「[第213回日本経済予測（改訂版）](#)」（2022年6月8日）では、通常の経済状況で発生する円安はネットでプラスとみられるものの、2022年は経済活動の正常化の遅れなど（自動車などの供給制約や厳格な水際対策など）によってプラスの効果が発現しにくくなり、輸入コストの上昇というマイナスの影響の方が大きくなったとの試算結果を示した。すなわち2022年の円安は、いわゆる「悪い円安」だったと評価した。

しかしながら2023年は経済活動の正常化が十分に進み、通常の経済状況をおおむね回復したことで、「良い円安」に転じたとみられる。**図表7**は当社のマクロモデルを用いて、円安ドル高による2023年の実質GDPへの影響を要因に分けて試算した結果である。ここでは2023年のドル円レートが同年1月（130.5円/ドル）の水準で横ばいのケースと、10%減価したケースを想定し、両ケースの差分を円安の効果として試算している。

実質GDPは10%の円安ドル高で0.10%程度押し上げられる。これに中国の団体旅行解禁の効果を含めれば、経済効果は0.12%程度に高まる。円安ドル高が内需関連業種の収益などを直接的に悪化させることは確かだが、動学的な経路や波及効果なども考慮すると、日本経済の押し上げ要因になっているとみられる。

**図表7 10%の円安ドル高による2023年の実質GDPへの影響（ドル円レートが年初から横ばいのケースとの差分）**



(注) 大和総研のマクロモデルを利用した試算であり、各要因の影響は波及効果を含む。2023年のドル円レートが同年1月（130.5円/ドル）の水準で横ばいのケースと、10%減価したケースを想定し、両ケースの差分を試算。「インバウンド需要の増加」はアウトバウンド需要の減少の影響を含む。

(出所) 大和総研作成

## 2024年度の日本経済は好材料に乏しく、金融政策の早期正常化や円高のリスクが煽る

以上のように、2023年度の日本経済は景気押し上げ要因の多さから内需を中心に回復基調が継続し、2%程度の高成長となる見込みである。だが、2024年度には息切れする可能性が高い（**図表8**）。

前掲図表 4 で挙げた 7 つの好材料のうち、自動車の挽回生産やインバウンド、サービス消費など経済活動の正常化に関連する項目については、景気の押し上げ要因として期待しにくい、効果が限定的となるだろう。交易損失の縮小も 2023 年度中に落ち着くとみられる。

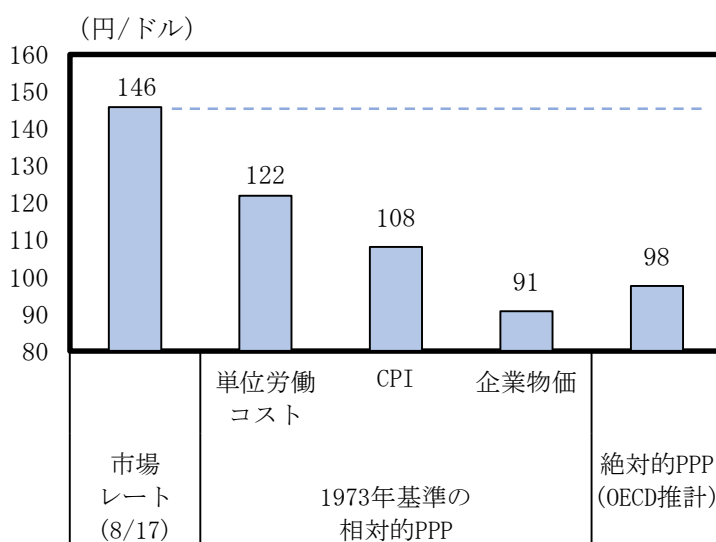
図表 8 2024 年度の日本経済のポイント

- 国内では経済正常化の一巡で**景気の押し上げ要因が大きく減少**
  - 欧米ではインフレ鈍化で**利下げ局面へ**。**シリコンサイクルは回復局面**に入る可能性
  - 23年度に続き、**米銀行の貸出態度の厳格化**による米国景気の大規模な悪化、**ウクライナ情勢**の緊迫化、**中国の過剰債務問題**の顕在化、**米中対立の激化**などへの警戒が必要
  - 日銀は早ければ**24年度前半にも長短金利操作（YCC）を撤廃**。日米の金融政策の方向性が転換すればドル円相場は**円高ドル安へ**
- ⇒24年度の日本経済は好材料に乏しく、金融政策の早期正常化や円高のリスクが煽る

(出所) 大和総研作成

海外に目を向けると、当社のメインシナリオにおける欧米経済見通しでは、インフレ圧力の弱まりなどを受けて 2024 年中に利下げが実施されるとみている。また、このところ底入れの兆しが見られるシリコンサイクルが回復局面に入れば、2024 年度の半導体関連輸出や生産の増加を後押しする可能性がある。一方、2023 年度に続き、米銀行の貸出態度の厳格化による米国景気の大規模な悪化、ウクライナ情勢の緊迫化、中国の過剰債務問題の顕在化、米中対立の激化などへの警戒が必要だ。

図表 9 直近のドル円レートと各種購買力平価（PPP）



(注) 絶対的 PPP は 2022 年の推計値。相対的 PPP のうち単位労働コストベース PPP は 2023 年 4-6 月期、CPI、企業物価ベース PPP は 7 月のデータ。

(出所) 内閣府、総務省、日本銀行、BEA、BLS、FRB、OECD、Haver Analytics より大和総研作成

ドル円レートは円安から円高にシフトする可能性がある。このところ円安が進行している一因として、日米の金融政策の方向性の違いが挙げられる。前述のように、米連邦準備制度理事会（FRB）はメインシナリオにおいて2024年中に利下げを実施する見込みである一方、後述するように、日本銀行（日銀）は早ければ2024年7月にも金融緩和策の枠組みを見直す可能性がある。

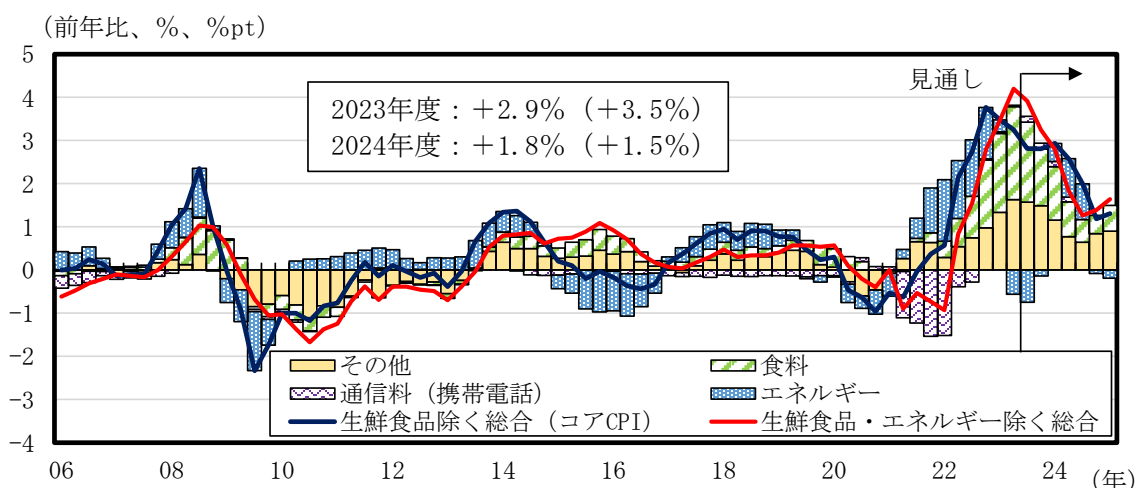
当社の「[第215回日本経済予測（改訂版）](#)」（2022年12月8日）で指摘したように、米国の利上げが終了に近づくと、ドル円レートに対する日米金利差の影響度や感応度は小さくなる傾向が過去には見られた。今回も市場参加者の関心が金利差以外の経済の基礎的諸条件（ファンダメンタルズ）に移り、それが購買力平価（PPP）などであった場合は、円高ドル安圧力は次第に高まるだろう（**図表9**）。

## 2. 日本の物価・金融政策見通し

2024年度のコアCPI見通しは前年比+1.8%で上昇基調が継続すれば2025年度中に2%へ

生鮮食品を除く総合ベースのCPI（コアCPI）は直近の資源価格と為替レートを前提として、2023年度で前年比+2.9%、2024年度で同+1.8%と見込んでいる（**図表10**）。生鮮食品とエネルギーを除く総合ベースでは、予測期間の最終時期にあたる2025年1-3月期で同+1.6%程度と見込んでいる。予測期間終盤の上昇ペースが継続すれば、基調的なインフレ率は2025年度中に2%に達するとみている。

**図表10 CPIの見通し（各年度の数字は生鮮食品除く、括弧内は生鮮食品・エネルギー除く）**



(注) 作成時の資源価格と為替レートを前提とした物価見通し。エネルギー高対策は2023年9月末まで実施（2～10月分のエネルギー代が軽減）されると想定。

(出所) 総務省統計より大和総研作成

飲食料品では引き続き幅広い品目で値上げが行われている。帝国データバンクの価格改定動向調査によると、今後予定されている2023年の値上げ予定品目数は、7月末時点で3万品目を

超えた<sup>3</sup>。一時に比べて値上げのペースは緩やかになったものの、秋には酒類や調味料などを中心に再び値上げラッシュが訪れる可能性がある。ただし、2022年に行われた値上げの裏の影響が出ることで、食料価格の前年比変化率は徐々に低下するだろう。

エネルギーでは、東京電力など電力大手7社による規制料金の値上げが物価の押し上げ要因となる。さらに、足元ではガソリン価格も高騰している。2023年8月14日時点のガソリン価格(全国平均、レギュラー)は181.9円と、15年ぶりの高水準となった。背景には燃料価格の上昇や燃料油価格激変緩和補助金の縮小があるが、補助金は2023年9月末での終了が予定されており、10月以降はガソリン価格が一段と上昇する可能性もある。各種報道によると同対策の延長が政府内で検討されているが、その詳細は本稿執筆時点で不明であるため、当社の物価見通しには反映していない。他方、政府の物価高対策ではLPガス料金の負担軽減などを含む「推奨事業メニュー」が提示されており、こうした政策は先行きの物価を一定程度押し下げるだろう。

### 金融緩和策の枠組みの当面維持を想定しているが早ければ24年度前半に見直しも

2023年7月の金融政策決定会合において、日銀は長短金利操作(YCC)の運用を柔軟化することを決定した。長期金利の変動幅は従来通り「±0.5%程度」とした一方、その位置づけを「目途」へと変更した。加えて、従来は0.5%であった10年債金利の指値オペ<sup>4</sup>での買入利回りを1.0%に引き上げた。

7月会合で同時に公表された「経済・物価情勢の展望(2023年7月)」では、2023年度の物価見通し<sup>5</sup>を4月時点の前年比+1.8%から同+2.5%へと大幅に引き上げた。一方、2024年度以降の物価見通しはおおむね維持されており、2024年度は同+1.9%(4月時点で同+2.0%)、2025年度は同+1.6%(4月時点と同じ)であった。

インフレ率が高まると長期金利は上昇しやすくなる。上昇圧力が強いほど、YCCによって金利の上昇を抑制することで債券市場などに生じる悪影響は大きくなり得る。柔軟化の背景には、こうしたリスクが顕在化することを未然に防ぎつつ、YCCの持続性を高めることがある。

もっとも、当社の物価見通しを前提にすると(図表10)、基調的なインフレ率は予測期間中に2%に届かない。そのため本予測のメインシナリオでは、現在の金融緩和策の枠組みが維持されると想定している(2%に達するとみられる2025年度に日銀は金融政策の正常化に着手)。

賃金の上昇圧力が一段と強まることで、基調的なインフレ率の上昇ペースはメインシナリオを上回る可能性がある。この場合、日銀は早ければ2024年度前半の金融政策決定会合で「多角的レビュー」の公表と指値オペを含むYCCの撤廃などに踏み切り、その後は経済・物価情勢を見極めつつ、マイナス金利を解除するだろう。

<sup>3</sup> 帝国データバンク『『食品主要195社』価格改定動向調査—2023年8月』(2023年7月31日)

<sup>4</sup> 指値オペとは、日銀が指定した利回りで国債を無制限に買い入れるオペレーション。

<sup>5</sup> コアCPIの前年比における政策委員見通しの中央値。

金融政策運営における当面のリスクとしては、日銀が警戒するインフレ率の上振れだけでなく、長期金利の上昇も挙げられる。後者を考える上で重要となるのが指値オペの性質だ。このオペレーションの特徴は、日銀が特定の利回りで国債を無制限に買い入れることにコミット（約束）することにある。将来もこの約束が果たされると市場が信じれば、日銀は国債利回りを目標とする水準以下に誘導することができる。日銀が特定の値段（利回り）で国債を必ず買うのなら、国債を持つ市場参加者はその値段よりも安く（その利回りよりも高く）国債を市場に売却する動機はないからだ。結果として国債利回りは指値オペでの買入利回りの水準よりも低くなる。

日銀が指値オペの買入利回りを引き上げたのは、この1年では2022年12月に続き2回目である。長期金利が現在の上限值である1%に近づけば、再び予防的に指値オペの買入利回りが引き上げられるとの観測は強まりやすくなった。仮に債券市場でこうした観測が支配的となれば、日銀が指値オペでの買入利回りを引き上げる前に（日銀が高値で国債を購入する間に）、国債を売ろうとする動きが加速するだろう。市場の需給バランスが急激に緩和し、長期金利が上限値を超えて上昇するリスクには注意が必要だ。

図表 11 日本経済見通し<第 218 回日本経済予測 (2023 年 8 月 21 日)>

|                    | 2022  |       |       | 2023  |       |       |       | 2024  |       |       |       | 2025  | 2022       | 2023       | 2024       |
|--------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------------|------------|------------|
|                    | 4-6   | 7-9   | 10-12 | 1-3   | 4-6   | 7-9   | 10-12 | 1-3   | 4-6   | 7-9   | 10-12 | 1-3   | 年度<br>(暦年) | 年度<br>(暦年) | 年度<br>(暦年) |
| 実質GDP(年率、兆円)       | 549.0 | 547.3 | 547.6 | 552.6 | 560.7 | 559.8 | 561.1 | 561.2 | 562.8 | 564.5 | 565.9 | 567.2 | 549.2      | 560.6      | 565.1      |
| <前期比、%>            | 1.3   | -0.3  | 0.0   | 0.9   | 1.5   | -0.2  | 0.2   | 0.0   | 0.3   | 0.3   | 0.3   | 0.2   |            |            |            |
| <前期比年率、%>          | 5.1   | -1.2  | 0.2   | 3.7   | 6.0   | -0.6  | 0.9   | 0.1   | 1.2   | 1.2   | 1.0   | 0.9   |            |            |            |
| <前年同期比、%>          | 1.7   | 1.5   | 0.4   | 2.0   | 2.0   | 2.3   | 2.5   | 1.5   | 0.5   | 0.8   | 0.9   | 1.1   | 1.4        | 2.1        | 0.8        |
| 民間消費支出(前期比、%)      | 1.8   | 0.0   | 0.2   | 0.6   | -0.5  | 1.0   | 0.8   | 0.4   | 0.1   | 0.1   | 0.1   | 0.1   | 2.5        | 1.3        | 1.1        |
| 民間住宅投資(前期比、%)      | -1.8  | -0.1  | 0.9   | 0.7   | 1.9   | -1.2  | 0.4   | 0.0   | -0.4  | -0.4  | -0.4  | -0.4  | -3.0       | 2.1        | -1.1       |
| 企業設備投資(前期比、%)      | 1.7   | 1.7   | -0.7  | 1.8   | 0.0   | 0.8   | 0.6   | 0.6   | 0.5   | 0.6   | 0.6   | 0.5   | 3.1        | 2.6        | 2.3        |
| 政府消費支出(前期比、%)      | 0.4   | 0.0   | 0.2   | 0.1   | 0.1   | -0.8  | -1.3  | -1.0  | 0.4   | 0.4   | 0.2   | 0.2   | 0.7        | -1.2       | -0.7       |
| 公共投資(前期比、%)        | 0.1   | 1.1   | 0.3   | 1.7   | 1.2   | 0.4   | 0.4   | 0.2   | 0.2   | 0.1   | 0.1   | 0.1   | -3.1       | 3.5        | 0.8        |
| 輸出(前期比、%)          | 1.9   | 2.4   | 1.5   | -3.8  | 3.2   | 0.6   | 0.8   | 0.6   | 0.5   | 0.6   | 0.6   | 0.5   | 4.5        | 2.6        | 2.3        |
| 輸入(前期比、%)          | 1.1   | 5.5   | -0.1  | -2.3  | -4.3  | 4.1   | 1.0   | 1.0   | 0.2   | 0.2   | 0.2   | 0.2   | 7.2        | -1.1       | 2.7        |
| 名目GDP(前期比年率、%)     | 4.1   | -3.3  | 4.9   | 9.5   | 12.0  | -0.5  | 2.4   | 2.0   | 2.0   | 1.5   | 1.8   | 1.7   | 2.0        | 5.3        | 1.8        |
| GDPデフレーター(前年同期比、%) | -0.3  | -0.4  | 1.2   | 2.0   | 3.4   | 4.0   | 3.2   | 2.2   | 1.1   | 1.1   | 0.9   | 0.7   | 0.7        | 3.2        | 1.0        |
| 鉱工業生産(前期比、%)       | -1.5  | 3.1   | -1.7  | -1.8  | 1.4   | 2.5   | 1.5   | 1.0   | -0.1  | -0.1  | 0.1   | 0.1   | -0.3       | 2.8        | 1.9        |
| コアCPI(前年同期比、%)     | 2.1   | 2.7   | 3.8   | 3.5   | 3.2   | 2.8   | 2.8   | 2.9   | 2.6   | 2.0   | 1.2   | 1.3   | 3.0        | 2.9        | 1.8        |
| 失業率(%)             | 2.6   | 2.6   | 2.5   | 2.6   | 2.6   | 2.5   | 2.4   | 2.4   | 2.3   | 2.3   | 2.3   | 2.3   | 2.6        | 2.4        | 2.3        |
| 貿易収支(兆円、年率)        | -14.8 | -22.3 | -20.6 | -14.9 | -3.5  | -9.9  | -10.8 | -10.9 | -10.6 | -10.5 | -10.2 | -9.9  | -18.0      | -8.7       | -10.2      |
| 経常収支(兆円、年率)        | 12.8  | 4.1   | 9.9   | 11.0  | 23.8  | 22.2  | 21.8  | 21.1  | 21.9  | 22.6  | 23.2  | 23.6  | 9.4        | 22.2       | 22.8       |
| 前提                 |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |            |            |            |
| 原油価格(WTI、ドル/バレル)   | 108.5 | 91.4  | 82.6  | 76.0  | 73.6  | 79.3  | 80.4  | 80.4  | 80.4  | 80.4  | 80.4  | 80.4  | 89.6       | 78.4       | 80.4       |
| 為替レート(円/ドル)        | 129.6 | 138.4 | 141.4 | 132.3 | 137.4 | 143.9 | 145.8 | 145.8 | 145.8 | 145.8 | 145.8 | 145.8 | 135.4      | 143.2      | 145.8      |

(注) 網掛け部分は大和総研予想。

(出所) 大和総研

# 米国経済 ジャクソンホールの注目点は？

米国経済は弱い企業部門と、堅調な家計部門で二極化

矢作 大祐

## [要約]

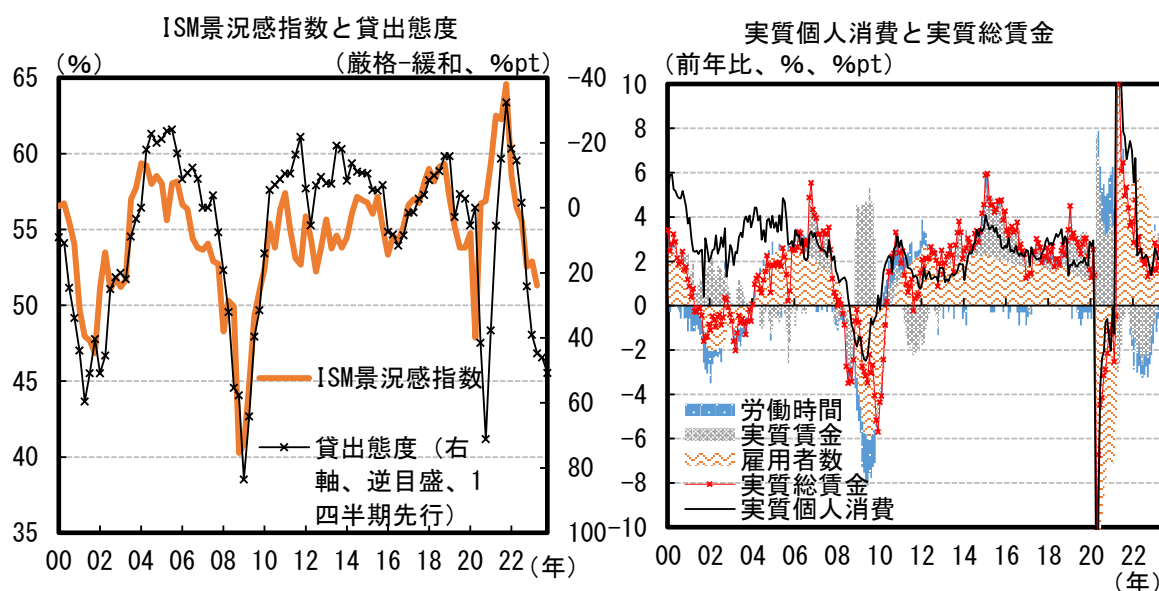
- 足下の米国経済は、企業部門の弱さが目立つ一方、家計部門は堅調さを維持するという二極化状態となっている。インフレ動向を見ても、CPIのヘッドライン及びコアの前月比の伸びが小幅なものとなり、減速傾向は続いているが、コアサービスの高止まりやエネルギー価格の高値など懸念材料もある。
- 企業部門の弱さが今後一層際立てば、需要の抑制や雇用環境の悪化などを通じてインフレが減速していく可能性がある。一方で、堅調な個人消費が景気を下支えし、インフレが高止まりする可能性もある。FOMCは景気の上振れと下振れの可能性を両にらみしながら、追加利上げの是非を判断する難しい局面に直面している。
- 市場参加者にとっても金融政策の先行きが見通しにくくなっている中で、8月24日-26日にジャクソンホールで開催される金融政策に関するシンポジウムで、FOMC参加者のスタンスを確認することとなろう。インフレ圧力の持続や金融引き締め効果が薄まっていることが強調されれば、追加利上げや引き締めの金融環境を維持する期間が長期化するシグナルと捉えるべきだろう。他方で、金融不安定性に対する強い懸念が示されれば、更なる金融引き締めに対してFOMCが慎重なスタンスを取っていると認識すべきだろう。

## 企業部門の弱さが目立つも、家計部門は堅調

足下の米国経済は、企業部門の弱さが目立つ一方、家計部門は堅調さを維持するという二極化状態となっている。企業部門に関して、そのマインドを見ると、ISM 製造業景況感指数は7月に小幅に改善したが、好不況の目安である50%を9カ月連続で下回っている。相対的に底堅く推移してきたISM非製造業景況感指数についても、7月は悪化しており、目安の50%に近づきつつある。また、企業活動に注目すると、7月の鉱工業生産指数は大幅に上昇したが、6月が大幅に下方修正されたことや、自動車・同部品や公益といった特定の業種による押し上げが大きいことから割り引いて考えるべきだろう。銀行の貸出態度の厳格化が企業の資金調達環境を悪化させている中で、足下の金利上昇が拍車をかけ、企業活動を一層抑制する可能性がある。

他方で、7月の小売売上高が市場予想を上回る結果となったことが示すように、米国経済の屋台骨である個人消費は堅調さを維持している。本来であれば、企業部門の弱さが雇用環境の悪化へと帰結することで個人消費も減速するが、労働需給がタイトな中で雇用環境は依然として底堅いままである。また、インフレが減速する中で、実質賃金上昇率がプラスに転じたことも、個人消費の押し上げ要因となっているだろう。消費者マインドに関しても、悲惨指数(CPI前年比伸び率+失業率)が改善する中で、回復傾向を示している。堅調な個人消費が下支えし、景気の急激な腰折れは避けられるという意味ではポジティブに捉えられるものの、景気の減速ペースが緩やかなことでインフレ圧力が緩和しにくくなる恐れがある。

図表1 ISM景況感指数と貸出態度、実質個人消費と実質総賃金



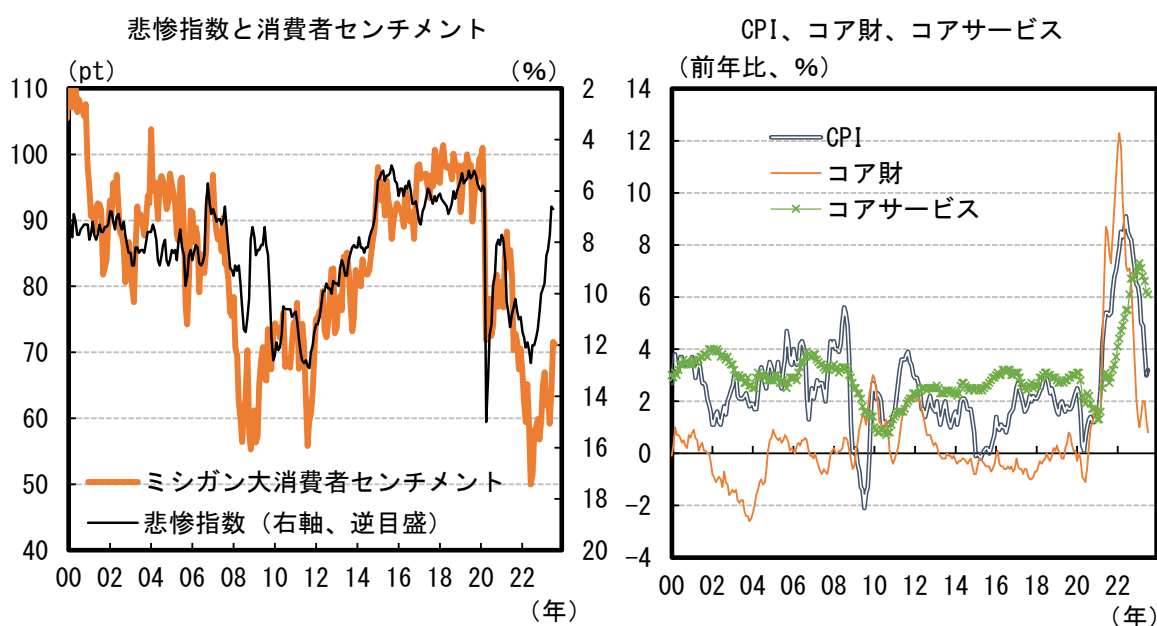
(注) ISM 景況感指数は製造業と非製造業を合成したもの。貸出態度は大企業・中堅企業向け。  
(出所) BLS、FRB、ISM、BEA、Haver Analytics より大和総研作成

足下のインフレ動向を確認すると、7月のCPIは前年比ではヘッドラインが+3.2%と再加速し、エネルギー・食品を除くコアCPIは+4.7%と小幅な減速にとどまった。しかし、前年比でのヘッドラインの再加速やコアCPIの小幅な減速は、ベース効果の剥落によるものであり、前月比で見れば、ヘッドラインが+0.2%、コアCPIが+0.2%と低い伸びとなったことから、イン



フレの減速傾向は続いているといえる。他方で、CPIの内訳を見ると、コア財（前年比+0.8%）の減速が目立つ一方で、コアサービス（同+6.1%）は高止まりしている。コアサービスのうち、家賃は当面の間ペースダウンが期待されるものの、家賃に先行する住宅価格は足下で上昇に転じており、先行きの家賃の上昇圧力になり得る。また、家賃・エネルギーを除くサービスは、連動する賃金上昇率が高止まりする中で、下がりにくくなる可能性がある。そして、これまでインフレを下押ししてきたエネルギー価格に関しても、原油価格が7月以降上昇に転じており、先行きはインフレを加速させることも想定される。景気の減速ペースが緩やかなことも考慮すれば、インフレの減速が足踏みする可能性が懸念される。

図表2 悲惨指数と消費者センチメント、CPI、コア財、コアサービス



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

## 金融政策の先行きをジャクソンホールから読む

企業部門の弱さが一層際立てば、需要の抑制や雇用環境の悪化などを通じてインフレが減速していく可能性がある。他方で、堅調な個人消費が景気を下支えし、インフレが高止まりする可能性もある。7月のFOMCの議事録を見ても、これまでの金融引き締めが経済に与える累積的な影響に関して、需要が減速しきらずにインフレが高止まりする可能性がある一方、急激な景気減速が発生する可能性もあると両論併記されている。議事録でのフォワードガイダンスの議論でも、インフレの上振れリスクに対し更なる金融引き締めが必要となる可能性があるとしつつも、9月19・20日のFOMCでの利上げに関して特段の記述はなかった。FOMCは景気の上振れと下振れの可能性を両にらみしながら、追加利上げの是非を判断する難しい局面に直面している。

市場参加者の見立てをCMEが算出するFedWatch（FF先物市場から算出される利上げ・利下げ確率）を基に確認すると、直近でも9月のFOMCでの金利据え置きの可能性が9割弱となっている。他方で、10月31日・11月1日及び12月12日・12月13日のFOMCに関しては、年内据え置きの確率が約5割、いずれかの会合で0.25%ptの利上げの確率が約4割と、見解が分かれて

いる。また、利上げの可能性が残されている中でやや気が早いものの、金融引き締めが最終盤に近づきつつあることから、利下げへの距離感も注目されることである。6月のFOMCで公表されたドットチャートの中央値が2024年の利下げを示唆していることで、市場参加者の中で2024年上半期には利下げフェーズへと転じるとの見方が大勢となっているものの、そのタイミングに関しては3月から6月と予想にばらつきがある。市場参加者にとっても金融政策運営の見通しが付きにくくなっているといえる。

金融政策の先行きを考える上で、8月24日-26日にジャクソンホールで開催される金融政策に関するシンポジウムでの議論が当面の注目材料となる。今回のシンポジウムに関しては「グローバル経済における構造的変化」というテーマと、25日のパウエルFRB議長による講演が公表されている。やや漠然としたテーマではあるが、シンポジウムを通じてインフレ圧力を持続させる構造的変化が強調されれば、タカ派的な印象を与えることになる。例えば、米国経済においてインフレ圧力として懸念される労働需給のタイトさは、コロナショックを契機とした人口のボリューム層である50代終わりから60代の退職の本格化による人材不足という変化が背景にあるだろう。働き盛りの世代(25-54歳)の労働参加率がコロナ禍前の水準を超え、労働供給の拡大余地が小さくなっていることを踏まえれば、インフレを抑制するために、労働需要の抑制、つまりは景気減速を推し進める必要性を示唆することとなる。

また、金融引き締めの効果が薄まっていることが指摘される可能性もある。例えば、急ピッチで金融引き締めを進めてきても緩やかな景気減速にとどまっていることを受け、自然利子率の上昇に関する議論が盛り上がっている。NY連銀は、自然利子率に関する分析(「ポストコロナの自然利子率」及び「ポストコロナの短期自然利子率の進化」)を公表している。両分析の概要は、自然利子率を短期と長期に区別した上で、長期自然利子率に関しては一定或いは若干低下している一方で、短期自然利子率に関しては上昇している可能性があるというものである。NY連銀は、短期自然利子率の上昇が、これまでの急ピッチでの利上げにもかかわらず、景気の減速が緩やかであることを合理的に説明しているとの見解を示している。こうしたNY連銀による指摘は、インフレを抑制するために、更なる金融引き締めや引き締めの金融環境を維持する期間を長期化する必要性を高めることにつながる議論といえよう。

他方で、金融引き締めの副作用といった論点が提示される可能性もある。議事録の中で、米国の金融システムの脆弱性が顕著であるとの見解がFRBスタッフから示された。例えば、住宅市場や商業用不動産市場のバリュエーション指標がファンダメンタルズと比較して依然として高いことが指摘された。とりわけ、商業用不動産に関しては、在宅勤務の普及という変化によって、ファンダメンタルズが著しく低下している可能性があるとの警鐘を鳴らしている。また、8月に入り、商業用不動産向けの債権が多い中小銀行の信用格付けの引き下げが行われた。この他、金利上昇が続く中で銀行の収益悪化が懸念されており、米銀行大手70行以上の信用格付けの引き下げの可能性も示唆されている。3月以来の銀行不安において、SNS等を通じて不安心理が急激に広まり、預金流出が急ピッチで進むことが示された点は、金融システムの安定性を脅かす構造的変化とも考えられる。こうした金融不安定性の議論が強調されれば、更なる金融引き締めに対するFOMCの慎重なスタンスを示すこととなり、ハト派的な印象を与え得るだろう。

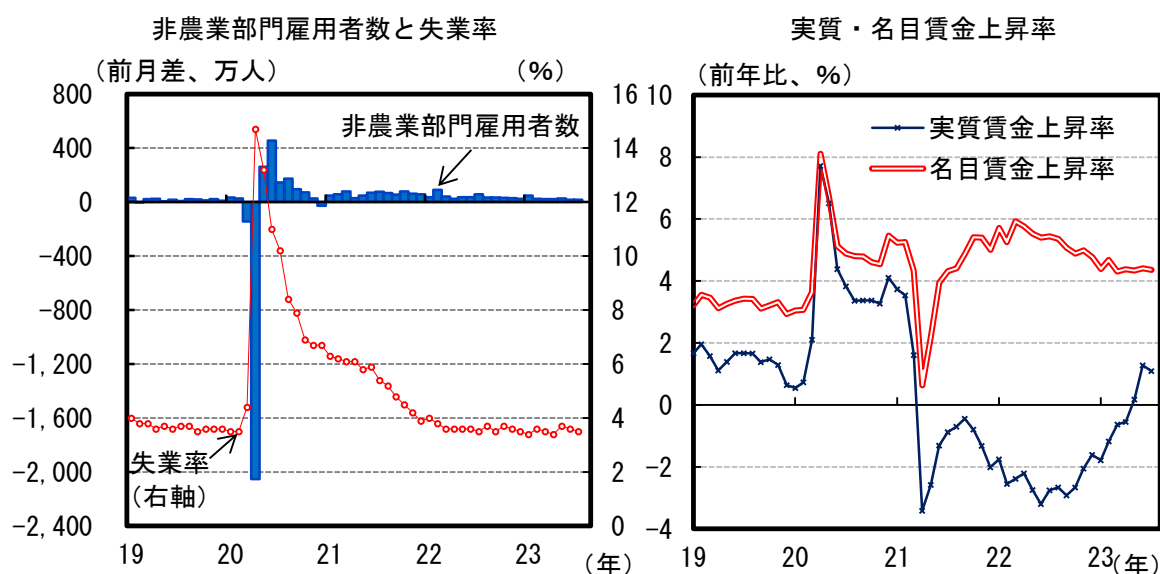
## 雇用環境は緩やかに悪化も、労働需給はタイトなまま

2023年7月の雇用統計では、非農業部門雇用者数が前月差+18.7万人と市場予想（Bloomberg調査：同+20.0万人）を下回った。過去分も下方修正されたことで、雇用者数の伸び幅が好不調の境目となる+20.0万人を2カ月連続で下回ったことから、雇用者数の伸びに減速感が見られる。とはいえ、政府部門を除いた民間部門雇用者数（同+17.2万人）は7月に加速しており、3カ月移動平均で見ても4月以降+20万人弱のペースを維持していることから、減速ペースは緩やかといえる。また、失業率に関しては、同▲0.1%ptと2カ月連続で低下し、3.5%となった（改善）。労働力人口の増加が失業率の押し上げ要因となる一方、就業者数が大幅に増加したことで失業率を押し下げた。労働力人口の増加は労働市場への参加を意味することから、労働需給を緩和させる意味でもポジティブである。失業者の内訳を見ると、非自発的失業者のうちレイオフ、解雇による失業者数は減少し、就業者に関しても、景気に敏感な業容縮小の影響によるパートタイム就業者は減少したことから、雇用環境は底堅いままと評価できよう。

その他の雇用関連指標を見ると、2023年6月の求人件数は前月差▲3.4万件と2カ月連続で減少し、求人件数の水準も958.2万件と2021年4月以来の低水準となった。とはいえ、直近の失業者数の584.1万人を大きく上回っていることに変わりはなく、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、8月6日-8月12日には23.9万人となった。22万人程度で推移していた7月に比べて、8月に入ってから25万人弱へと水準は幾分上方シフトしているものの、雇用環境が急激に悪化するような兆しは見られない。

雇用環境が底堅い中で、賃金上昇率は前年比+4.4%前後とコロナ禍前と比べて高水準で推移している。また、インフレが減速する中で、実質賃金上昇率もプラスに転じていることから、個人消費を下支えすると考えられる。米国経済の屋台骨である個人消費が堅調なままとなれば、インフレ圧力が緩和しにくくなる恐れがあるだろう。

図表3 非農業部門雇用者数と失業率、実質・名目賃金上昇率



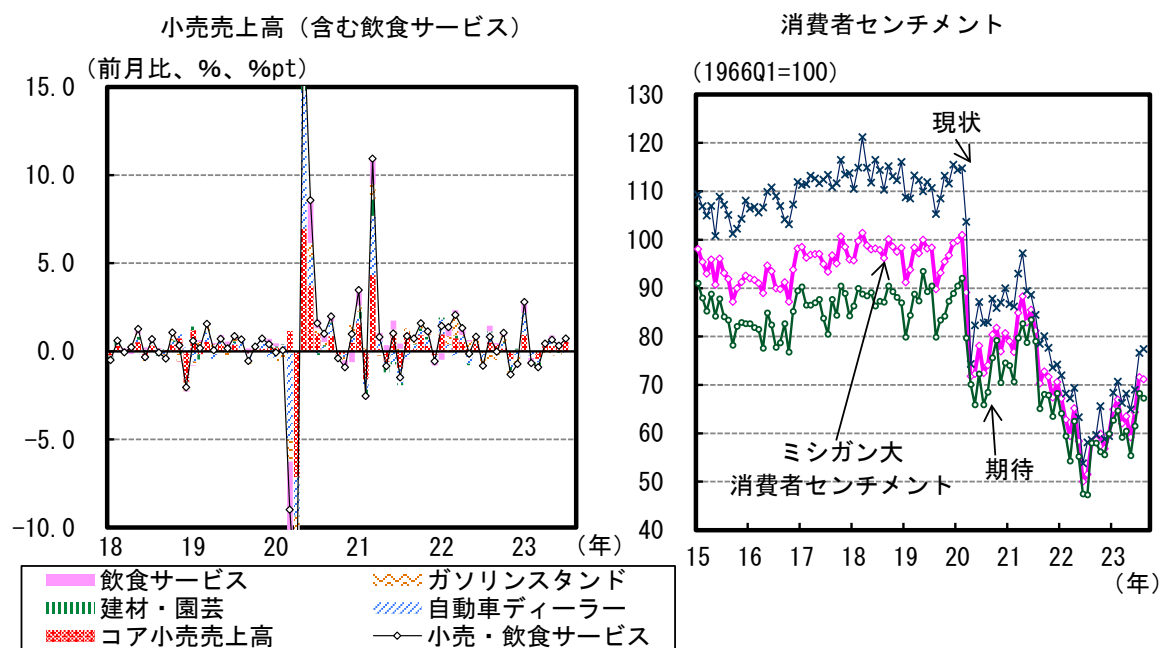
(出所) BLS、Haver Analytics より大和総研作成

## 小売売上高は堅調、消費者マインドも改善傾向

個人消費の動向を確認すると、2023年7月の小売売上高(含む飲食サービス)は前月比+0.7%と前月から伸び幅が加速し、市場予想(Bloomberg調査:同+0.4%)を上回った。また、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、コア小売売上高も同+1.0%と加速したことから、堅調な結果であったといえる。7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%)やレジャー・娯楽用品(同+1.5%)、飲食サービス(同+1.4%)、衣服・宝飾品(同+1.0%)である。アマゾン・プライムデー(7月11日-12日)の開催に伴い、様々な小売店がセールイベントを開催したことが売上増につながったと考えられる。他方で、前月に堅調であった家具・身の回り品(同▲1.8%)、家電(同▲1.3%)、自動車・同部品(同▲0.3%)は減少に転じた。

消費者マインドに関して、ロイター/ミシガン大消費者センチメントは、2023年8月(速報値)が前月差▲0.4ptと小幅に低下し、水準は71.2ptとなった。構成指数の内訳を見ると、現状指数(同+0.8pt)は改善したものの、期待指数(同▲1.0pt)は悪化した。ミシガン大学は消費者の経済環境に対する見方は前月から大きな変化はないとする一方、3カ月前に比べて大幅に改善していると指摘している。雇用環境が底堅いままインフレが減速したことで、悲惨指数(インフレ率+失業率)が改善していることは、消費者マインドが回復していくことを期待させるだろう。他方で、6月末の連邦最高裁判断を受けてこれまで支払い猶予措置が取られていた連邦学生ローンの債務返済が10月から再開されることは、若年層や低所得層の重石となる可能性がある。新たな免除策は講じられているものの、秋口以降の消費動向には注意を要する。

図表4 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

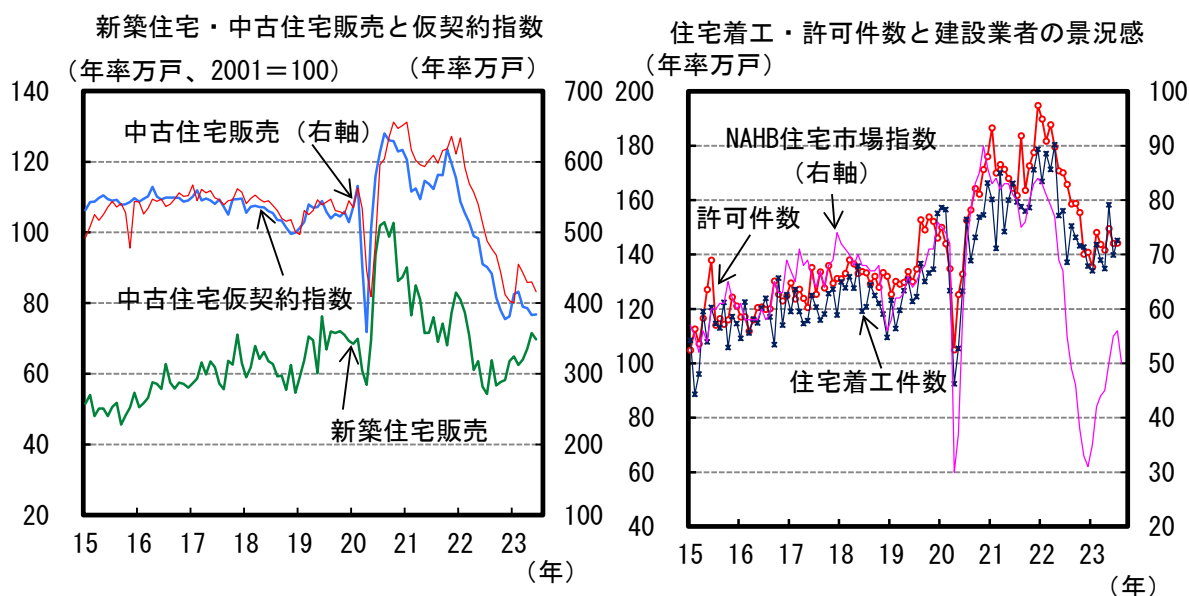
## 住宅ローン金利の上昇が住宅市場の回復の足かせに

住宅需要に目を向けると、2023年6月の新築住宅販売（戸建）は、前月比▲2.5%と4カ月ぶりに減少した。また、中古住宅販売（コンドミニアム等含む）に関しても、6月は同▲3.3%と減少した。なお、中古住宅販売の先行指標である中古住宅仮契約指数は、6月に同+0.3%と3カ月ぶりにプラスに転じたものの、力強さに欠ける。住宅ローン金利が上昇していることに加え、新築・中古住宅のどちらも販売価格が上昇していることから、人々が住宅購入をためらっていると考えられる。

住宅供給に関しては、新築住宅着工は、2023年7月に前月比+3.9%と前月の大幅減から増加へと転じた。他方で、新築住宅着工の先行指標である建設許可は、同+0.1%と小幅なプラスにとどまったことから、先行きに関して楽観視はできない。住宅建設業者のマインドについて、NAHB（全米住宅建設業協会）住宅市場指数を見ても、2023年8月分は前月差▲6ptと8カ月ぶりに低下した。NAHBは住宅ローン金利の上昇と建設費の高騰が住宅建設業者のマインドを冷やしたと指摘している。

移民の増加や自然災害なども相まって潜在的な住宅需要は依然として高いものの、住宅価格の上昇や住宅ローン金利の上昇が住宅購入意欲を削いでいる。一方、住宅建設業者も住宅供給の拡大に消極的になっており、住宅市場の回復は足踏み状態になっているといえよう。

図表5 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

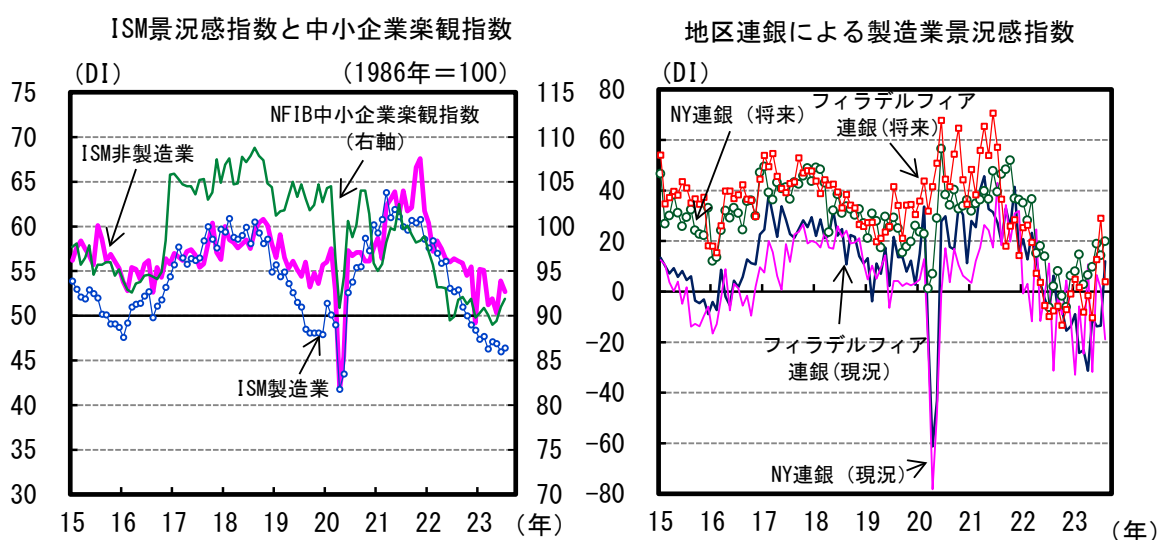
## ISM 製造業は 9 カ月連続で 50%割れ、ISM 非製造業も悪化

2023 年 7 月の ISM 景況感指数は、製造業が前月差+0.4%pt の 46.4%と 3 カ月ぶりに改善したが、好不況の目安である 50%を 9 カ月連続で下回った。非製造業は同▲1.2%pt と悪化に転じ、水準は 52.7%となった。構成項目を見ると、製造業に関しては、雇用指数は悪化した、新規受注指数、入荷遅延指数、生産指数、在庫指数は改善した。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、新規受注指数が悪化した。企業のコメントを見ると、製造業は売上に関して業種でまちまちで、中国の景気悪化による悪影響を懸念する声も見られた。非製造業は売上に関しては堅調という声が目立つ一方、コスト削減を進めているという指摘が増えている。

中小企業マインドに関しては、2023 年 7 月の NFIB (全米独立企業連盟) 中小企業楽観指数は、前月差+0.9pt と 3 カ月連続で改善し、水準は 91.9 となった。内訳項目を見ると、景況感に対する期待が大幅に改善した一方、利益に対する期待は大幅に悪化している。ISM 非製造業と同様に、中小企業もコスト削減の必要性が高まっているように伺える。

足下の企業マインドをまとめると、製造業は低迷し、非製造業や中小企業はコスト削減圧力が高まっており、企業を取り囲む環境は引き続き厳しい。2023 年 8 月中旬までの動向を含む地区連銀製造業景況感指数を見ると、NY 連銀は現況指数 (前月差▲20.1pt) が悪化した一方で、将来指数 (同+5.6pt) は改善した。反対に、フィラデルフィア連銀は現況指数 (同+25.5pt) が大幅に改善した一方で、将来指数 (同▲25.2pt) は大幅に悪化した。地区連銀製造業景況感指数はボトムアウトの兆しも見られていたが、足下では振れが大きく、方向感が捉えにくくなっている。銀行の貸出態度の厳格化や足下の金利上昇などに伴う資金繰り環境の悪化を踏まえれば、企業マインドが改善しづらい状況は当面続くと考えるべきだろう。

図表 6 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

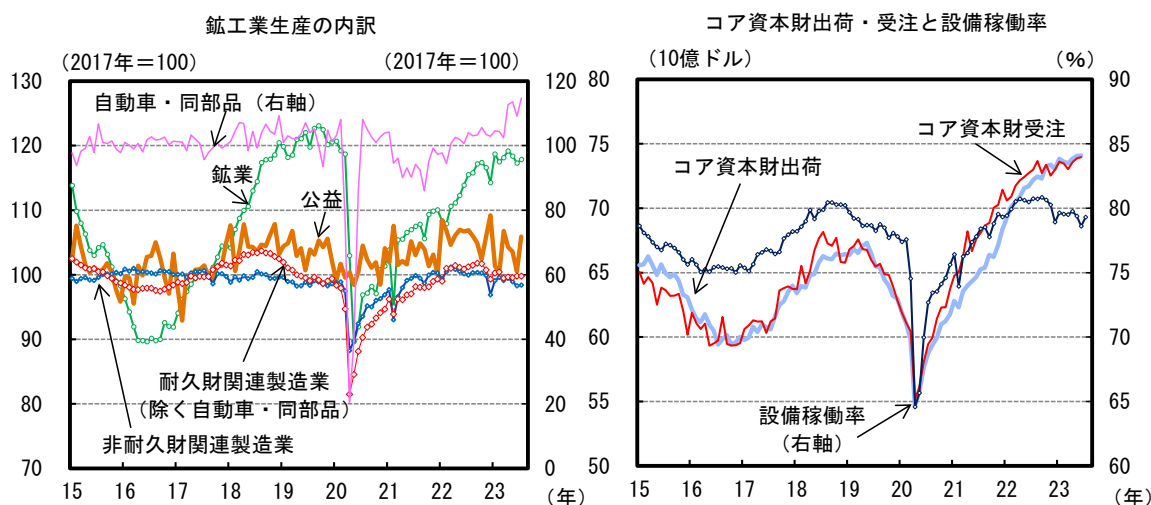
## 7月の鉱工業生産指数の上昇は、反動増や過去分の下方修正を割り引くべき

企業の実体面に関して、2023年7月の鉱工業生産指数は前月比+1.0%と3カ月ぶりに上昇し、市場予想（Bloomberg調査：同+0.3%）を上回った。しかし、5-6月からの反動増の側面があることに加え、6月が下方修正（同▲0.5%→同▲0.8%）されたことを割り引いて考えるべきだろう。

工業生産指数の内訳を見ると、製造業（前月比+0.5%）、鉱業（同+0.5%）、公益（同+5.4%）のいずれもプラスに転じた。製造業の内訳を見ると、耐久財（同+0.8%）が非耐久財（同+0.1%）よりも大幅に上昇した。耐久財に関しては、前月に大幅に落ち込んだ自動車・同部品（同+5.2%）が大きく反発した。他方で、自動車・同部品を除く耐久財は同+0.0%と前月から横ばいであった。機械（同+1.3%）やコンピューター・電子機器（同+1.0%）は堅調な伸びとなったが、電気機械（同▲1.7%）や家具・家事用品（同▲1.2%）、一次金属（同▲1.2%）が足を引っ張った。非耐久財に関しては、繊維・繊維製品（同+3.1%）や石油・石炭製品（同+1.1%）のプラス幅が大きい。

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6月に前月比+0.1%、先行指標であるコア資本財受注が同+0.1%とどちらも3カ月連続でプラスとなったものの、伸び幅は縮小した。7月の鉱工業生産指数が大幅に上昇したとはいえ、自動車・公益といった特定の業種による押し上げが大きいことや、5-6月分のマイナス分を取り戻すことができていることを踏まえれば、7月のコア資本財出荷の伸びは期待しにくい。また、2023年7月の設備稼働率は前月差+0.7%ptの上昇となったものの、水準は79.3%と長期平均（1972-2022年：79.7%）を3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の想定に変化はない。企業マインドを見ても、景況感が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が考えられることに加え、非製造業も景況感が悪化していることから積極的な投資は期待しにくいといえよう。

図表7 鉱工業生産の内訳、コア資本財出荷・受注と設備稼働率



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

## 経済見通し

2023年4-6月期の実質GDP成長率は前期比年率+2.4%となり、市場予想（Bloomberg調査：同+1.5%）を上回った。金融引き締めの影響を受けて住宅投資は引き続き落ち込んだが、設備投資は加速し、個人消費は底堅く推移した。結果、米国経済の自律的な成長を反映する民間最終需要（個人消費、設備投資、住宅投資の和）も堅調なペースとなったことから、米国経済は好調を維持したといえる。

2023年7-9月期に関しては、資金調達環境が厳しさを増す中で、設備投資や住宅投資は落ち込むことが想定される。他方で、実質賃金上昇率がプラスに転じたことによって個人消費は堅調さを維持すると考えられる。実質GDP成長率は前期比年率+1.6%と減速することが見込まれるものの、金融引き締めが最終盤に近づく中でも2%前後とみられる潜在成長率を幾分下回る程度であり、十分に底堅いペースを予想する。

リスクシナリオについては、企業部門の弱さが今後一層際立つことによる下振れリスクも、堅調な個人消費によってインフレが高止まりする上振れリスクの両方がある。こうした中で、FOMCは景気の上振れと下振れの可能性を両にらみしながら、追加利上げの是非を判断する難しい局面に直面している。市場参加者にとっても金融政策の先行きが見通しにくくなっている中で、8月24日-26日にジャクソンホールで開催される金融政策に関するシンポジウムで、FOMC参加者のスタンスを確認することとなろう。インフレ圧力の持続や金融引き締めの効果が薄まっていることが強調されれば、追加利上げや引き締めの金融環境を維持する期間が長期化するシグナルと捉えるべきだろう。他方で、金融不安定性に対する強い懸念が示されれば、更なる金融引き締めに対してFOMCが慎重なスタンスを取っていると認識すべきだろう。

図表8 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<br>（前年同期比、%） | -1.6    | -0.6  | 3.2   | 2.6   | 2.0  | 2.4   | 1.6  | 0.6  | 0.2  | 0.5  | 1.1  | 1.4  | 5.9   | 2.1   | 2.0   | 0.8  |
| 個人消費               | 1.3     | 2.0   | 2.3   | 1.0   | 4.2  | 1.6   | 2.4  | 1.4  | 0.9  | 1.1  | 1.3  | 1.6  | 8.3   | 2.7   | 2.3   | 1.4  |
| 設備投資               | 7.9     | 0.1   | 6.2   | 4.0   | 0.6  | 7.7   | -0.9 | -3.2 | -4.0 | -2.7 | -0.6 | 0.2  | 6.4   | 3.9   | 2.7   | -1.8 |
| 住宅投資               | -3.1    | -17.8 | -27.1 | -25.1 | -4.0 | -4.2  | -3.7 | -3.0 | -1.6 | 0.8  | 1.6  | 2.1  | 10.7  | -10.6 | -12.5 | -1.2 |
| 輸出                 | -4.6    | 13.8  | 14.6  | -3.7  | 7.8  | -10.8 | 5.2  | 1.1  | 0.6  | 0.9  | 1.3  | 1.7  | 6.1   | 7.1   | 2.2   | 0.7  |
| 輸入                 | 18.4    | 2.2   | -7.3  | -5.5  | 2.0  | -7.8  | 3.5  | 0.7  | 0.3  | 0.7  | 1.1  | 1.3  | 14.1  | 8.1   | -2.4  | 0.5  |
| 政府支出               | -2.3    | -1.6  | 3.7   | 3.8   | 5.0  | 2.6   | 1.6  | 1.3  | 1.4  | 1.5  | 1.3  | 1.2  | 0.6   | -0.6  | 3.1   | 1.4  |
| 国内最終需要             | 1.3     | 0.2   | 1.5   | 0.7   | 3.5  | 2.3   | 1.7  | 0.6  | 0.2  | 0.6  | 1.1  | 1.4  | 6.7   | 1.7   | 1.9   | 0.9  |
| 民間最終需要             | 2.1     | 0.5   | 1.1   | 0.0   | 3.2  | 2.3   | 1.7  | 0.5  | 0.0  | 0.4  | 1.0  | 1.4  | 8.1   | 2.1   | 1.6   | 0.7  |
| 鉱工業生産              | 3.7     | 4.1   | 2.1   | -2.5  | -0.3 | 0.0   | 0.5  | -0.3 | -0.9 | -0.2 | 1.1  | 1.6  | 4.4   | 3.4   | 0.0   | 0.0  |
| 消費者物価指数            | 9.2     | 9.7   | 5.5   | 4.2   | 3.8  | 2.7   | 2.5  | 3.2  | 2.6  | 2.3  | 2.3  | 2.4  | 4.7   | 8.0   | 4.0   | 2.6  |
| 失業率（%）             | 3.8     | 3.6   | 3.5   | 3.6   | 3.5  | 3.5   | 3.6  | 3.8  | 4.2  | 4.5  | 4.5  | 4.4  | 5.4   | 3.6   | 3.6   | 4.4  |
| 貿易収支（10億ドル）        | -276    | -251  | -211  | -214  | -201 | -212  | -198 | -198 | -198 | -199 | -200 | -200 | -842  | -951  | -809  | -797 |
| 経常収支（10億ドル）        | -284    | -249  | -223  | -216  | -219 | -228  | -212 | -210 | -209 | -207 | -206 | -205 | -831  | -972  | -869  | -828 |
| FFレート（%）           | 0.50    | 1.75  | 3.25  | 4.50  | 5.00 | 5.25  | 5.50 | 5.50 | 5.50 | 5.50 | 5.00 | 4.75 | 0.25  | 4.50  | 5.50  | 4.75 |
| 2年債利回り（%）          | 1.44    | 2.72  | 3.38  | 4.39  | 4.35 | 4.26  | 4.87 | 4.81 | 4.66 | 4.51 | 4.36 | 4.21 | 0.27  | 2.98  | 4.57  | 4.44 |
| 10年債利回り（%）         | 1.94    | 2.93  | 3.11  | 3.83  | 3.65 | 3.59  | 4.10 | 4.05 | 3.92 | 3.83 | 3.74 | 3.65 | 1.44  | 2.95  | 3.85  | 3.79 |

（注1）網掛けは予想値。2023年8月21日時点。

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

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



# 欧州経済 続くインフレ警戒モード

ユーロ圏の景況感の悪化が続くものの、労働需給は依然としてタイト

橋本 政彦

## [要約]

- ユーロ圏の実質 GDP は 4-6 月期にプラス成長となったものの、景況感指数は悪化傾向が続いており、ユーロ圏経済は好調とは言い難い。とりわけ鉱工業の景況感の悪化に歯止めが掛からず、国別ではドイツがユーロ圏全体の足を引っ張る構図が続いている。
- エネルギー価格の低下を主因としたインフレ率の鈍化に加えて、景況感の悪化基調もあって、ECB はこれまでの利上げ継続路線から、経済指標次第へと金融引き締めスタンスを緩めた。もっとも、ユーロ圏では景況感の悪化にもかかわらず労働市場が堅調さを維持しており、サービス価格高止まりへの警戒感は依然として強い中、ECB が利上げの停止を決断するために十分な材料はまだそろっていないとみられる。
- 労働市場が堅調さを維持するユーロ圏とは対照的に、英国では労働市場の悪化が徐々に進みつつある。ただし、インフレ率、賃金上昇率はユーロ圏以上に高い状態が続いており、英国が置かれる状況は一層厳しい。利上げの継続によって労働市場のさらなる悪化が続けば、インフレ沈静化に伴う個人消費の回復も力強さを欠くものになる可能性があり、景気の下振れリスクはユーロ圏よりも大きい。

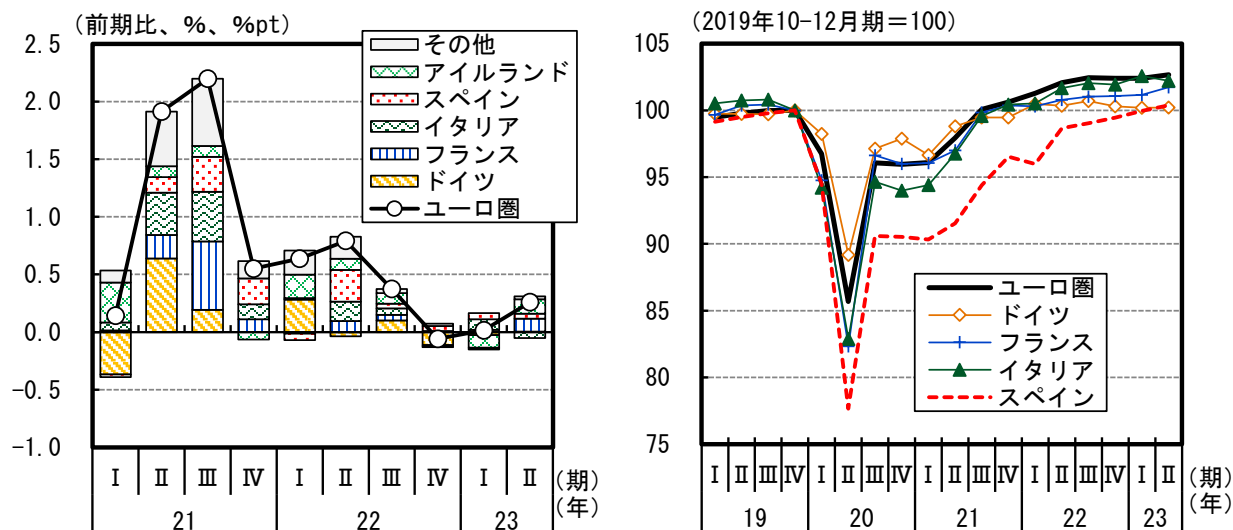
## ユーロ圏経済

### 4-6 月期 GDP はプラス成長だが、明確なドライバー不在

ユーロ圏の2023年4-6月期の実質GDP成長率改定値は、速報値段階からはほぼ変わらず、前期比+0.3%（前期比年率+1.0%）となった。ユーロ圏の実質GDPは2022年10-12月期のマイナス成長の後、2023年1-3月期は横ばいとなり、昨年冬場から停滞が続いていたが、4-6月期に入って持ち直しが確認される形となった。

ユーロ圏各国の成長率を見ると、主要国ではフランス（前期比+0.5%）、スペイン（同+0.4%）が好調な結果となり、ドイツはほぼ横ばい（同+0.0%）となった。他方、イタリアについては同▲0.3%と2四半期ぶりのマイナス成長に転じている。主要国以外では、多国籍企業の動向に左右され振れが大きいアイルランドが、前期からの反動で同+3.3%と大きく増加した。アイルランドの実質GDPがユーロ圏全体に占める割合は4%弱と決して大きくないが、大幅なプラス成長の結果、4-6月期のユーロ圏GDP成長率への寄与度は前期比+0.12%ptと、現時点で結果が判明している加盟国で最大のプラス寄与となっている。この他、リトアニアが同+2.8%とこちらも前期からの反動で大きく増加した他、スロベニア（同+1.4%）、フィンランド（同+0.7%）、スロバキア（同+0.4%）、ベルギー（同+0.2%）がプラス成長となった。一方、ポルトガルは前期から横ばいとなり、ラトビア（同▲0.6%）、オーストリア（同▲0.4%）、キプロス（同▲0.4%）オランダ（同▲0.3%）、エストニア（同▲0.3%）はマイナス成長であった。

図表1 ユーロ圏実質GDP成長率の国別寄与（左）、ユーロ圏と主要国の実質GDP水準（右）



(出所) Eurostat より大和総研作成

ユーロ圏全体に関して、需要項目別の内訳はまだ明らかになっていないが、既に内訳が公表されている個別国の動向を見ると、その動きは国によってまちまちである。同じプラス成長となったフランスとスペインでも内容は対照的であり、フランスでは個人消費を中心に内需が減少する中、輸出の増加が成長率を押し上げる一方、スペインは個人消費、総固定資本形成が増加し

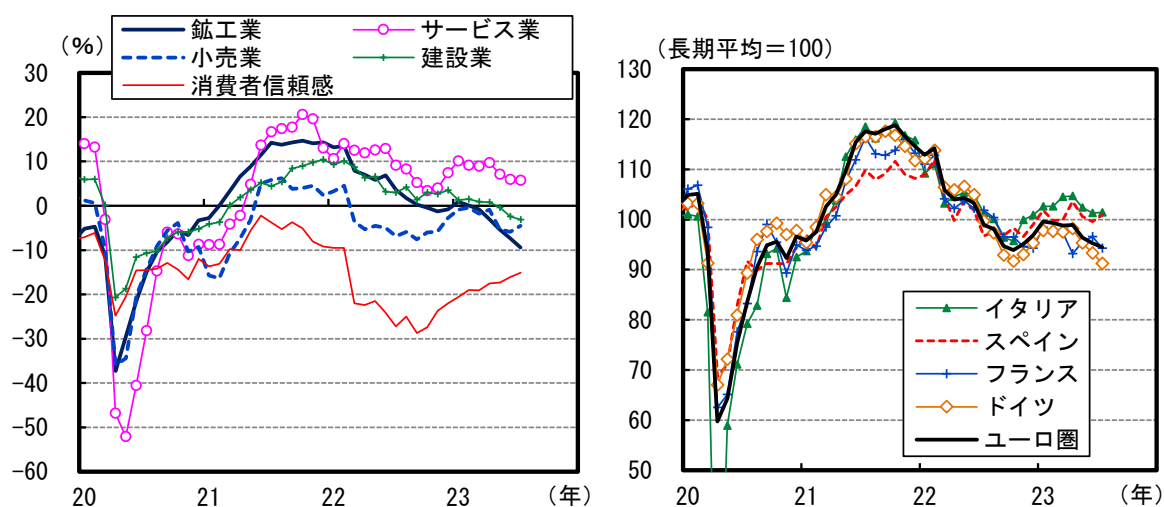
内需がけん引役となった。ユーロ圏全体として明確な成長ドライバーを見出しづらく、プラス成長に転じたとはいえ、ユーロ圏経済は好調とは言い難い。

## 7月も景況感指数の悪化基調が継続、ドイツが「問題児」

ユーロ圏経済の足取りの重さはマインド統計の動きに強く表れている。ユーロ圏の景況感指数（総合、欧州委員会発表）は、7月まで3ヵ月連続で低下し、水準は94.5と2022年10月以来の低さとなった。2022年末から2023年初にかけては一時、改善の動きが見られていたものの、2023年1月をピークとした悪化傾向に足元でも歯止めが掛かっていない。7月は鉱工業の指数が6ヵ月連続で低下し、2020年8月以来の低水準となったことに加え、建設業も5ヵ月連続で低下し、両業種の悪化が全体の足を引っ張る構図が続いている。また、サービス業についても、相対的に高い水準を維持しつつ、足元では3ヵ月連続で低下し減速感が見られる。一方、消費者信頼感指数は緩やかな改善基調が続いているものの、その水準は依然として低いままである。

主要国の景況感指数を国別に見ると、ドイツが前月差▲2.1ptと3ヵ月連続で低下し、フランスが同▲2.3ptと3ヵ月ぶりに低下した。他方で、スペイン（同+1.3pt）、イタリア（同+0.1pt）はいずれも3ヵ月ぶりの上昇に転じた。鉱工業の景況感が低下し足を引っ張るという構図は4ヵ国に共通しているが、とりわけドイツでの低下幅が大きく（同▲4.4pt）、景況感を大きく押し下げている。加えて、ドイツではこのところ建設業の景況感の悪化が著しく、7月も同▲2.4ptと悪化が続いた。この結果、ドイツの総合指数の水準は91.2と、直近のボトムであった2022年10月（91.7）を下回り、2020年7月以来の低水準まで落ち込んでいる。域内最大の経済規模を持つドイツの停滞は、ユーロ圏経済にとって大きな悩みとなっている。

図表2 ユーロ圏の景況感指数の内訳（左）、ユーロ圏と主要国の景況感指数（右）



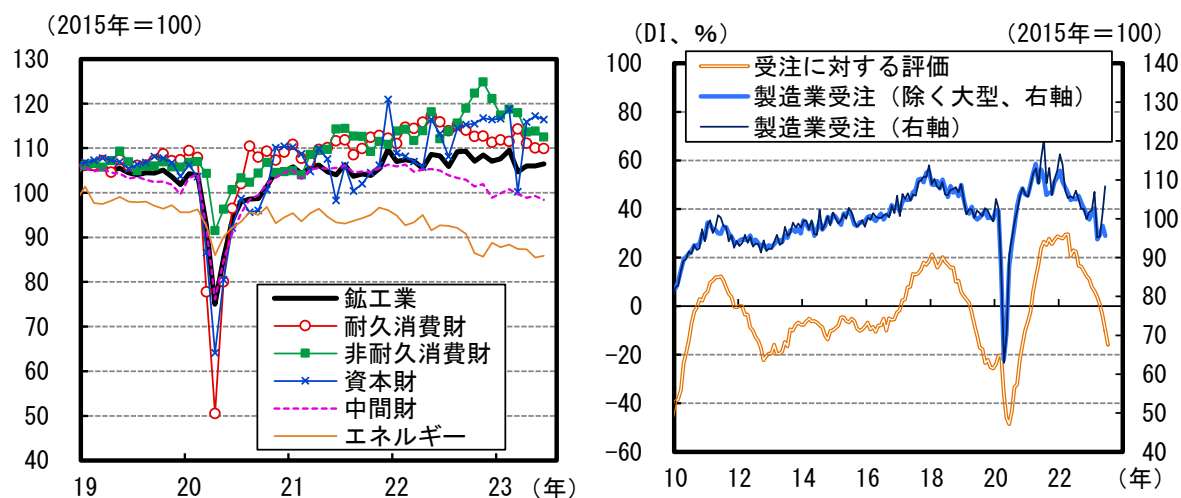
(出所) Eurostat、欧州委員会より大和総研作成

## 6月の鉱工業生産は増加も、受注は引き続き減少基調

景況感の悪化傾向が続く鉱工業の生産動向を確認すると、6月のユーロ圏の鉱工業生産は前月比+0.5%と想定以上に堅調な結果となった。四半期ベースでは、4-6月期は前期比▲1.0%と3四半期連続で減少し、減少幅は前期から拡大したが、これは3月の大幅な落ち込み（前月比▲4.4%）が影響しており、4月以降の月次の動きを見れば、鉱工業生産は足元で下げ止まりつつある。

もともと、6月の生産を財別に見ると、エネルギーが前月比+0.5%と増加する一方、耐久消費財（同▲0.1%）、非耐久消費財（同▲1.1%）、資本財（同▲0.7%）、中間財（▲0.9%）と大半の財で前月から減少しており、ヘッドラインが改善したにもかかわらず内容が良くない。また、国ごとの動きを見ても、ウエイトが大きいドイツ（同▲1.3%）、フランス（同▲0.9%）、スペイン（同▲1.0）が前月から減少している。ユーロ圏全体の生産の増加については、振れが大きいアイルランドが同+13.1%と大幅に増加したことによる統計上のゆがみが影響している可能性があり、6月の増加はやや割り引いて見る必要がある。

図表3 ユーロ圏の鉱工業生産（左）、ドイツの製造業受注数量と受注に対する評価（右）



(出所) Eurostat、欧州委員会、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、6月のドイツの製造業受注数量を確認すると、前月比+7.0%と大幅に増加し2022年2月以来の高水準となった。国内向けについては同▲2.0%と減少に転じる一方、海外向けが同+13.5%と大幅に増加したことが全体を大きく押し上げた。ただし、ドイツ連邦統計局によれば、大型受注、特に航空・宇宙産業における急増が全体を大きく押し上げたと報告されている。実際、大型受注を除くベースの受注数量は同▲2.6%と減少しており、特殊要因を除いて見れば、受注の減少傾向が続いている。また、既述の景況感指数の構成指数である「受注に対する評価」を見ても、ドイツは7月も前月差▲6.0ptと大幅に低下し、2020年11月以来の低水準となり、ユーロ圏全体でも同▲2.4ptと5ヵ月連続で低下している。同調査における四半期調査項目によれば、直近7月調査で鉱工業の生産を阻害する要因として、「需要不足」と回答する企業の割合は33.1%まで増加し、2020年10月以来の高水準となった。また、これ

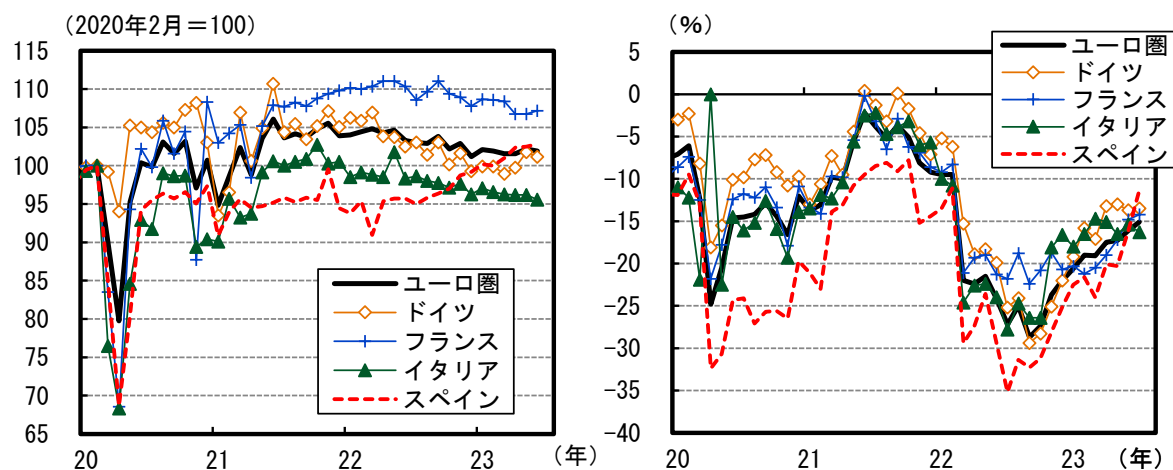
まで最大の要因だった「材料・機器不足」の比率が低下したこともあり、「需要不足」が最大の要因となっている。鉱工業生産が本格的な持ち直しに向かうためには、需要の増加を待つ必要があるが、足元の受注の弱さに鑑みれば、当面停滞が続く公算が大きい。

## 実質小売は下げ止まりも、国によってばらつき

家計部門の動向を見ていくと、6月のユーロ圏の実質小売売上高は前月比▲0.3%と減少に転じた。ただし、5月分が前月公表段階の前月比横ばいから同+0.6%へと上方修正されており、5月の増加分に比べて6月の減少幅が小さいことから、単月での減少をネガティブに捉える必要はないだろう。四半期ベースでは4-6月期は前期比+0.0%と、ごく小幅ながら6四半期ぶりの増加に転じており、実質小売売上高は下げ止まりの兆しが見られている。

6月の動きを国別の動きを見ると、スペインが前月比+0.4%と4ヵ月連続で増加し好調を維持した他、フランスも同+0.4%と増加した。ドイツは同▲0.6%と3ヵ月ぶりに減少したが、5月（同+2.1%）の大幅な増加に鑑みると、6月の減少は小幅に留まった。ドイツ連邦統計局がGDP統計公表時に個人消費の安定化に言及したように、ドイツの小売売上高は均してみれば持ち直しつつある。一方、イタリアは前月の同横ばいから、6月は同▲0.6%と再び減少に転じており、主要国の中でも相対的に冴えない。

図表4 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

消費動向の裏付けとなる消費者センチメントに関して、7月のユーロ圏消費者信頼感指数は前月差+1.0ptと4ヵ月連続で上昇した。消費者にとって大きな悩みの種であるインフレ率が、エネルギー価格の下落を主因に着実に鈍化していることが、消費者センチメントの改善に繋がっているとみられる。国別では、スペインが同+4.7ptと大幅に上昇したことに加えて、フランスが同+0.6ptと5ヵ月連続で上昇し、ドイツは同+0.2pt小幅ながら上昇に転じた。他方、イタリアは同▲0.9ptと低下に転じている。このところイタリアの消費者センチメントは改善に一服感が見られているが、これはイタリアのインフレ率（7月HICP：前年比+6.3%）が、スペイン

(同+2.1%) やフランス (同+5.1%) に比べて依然として高いことに加え、期待インフレ率の高止まりが影響しているとみられる<sup>1</sup>。裏を返せば、個人消費の先行きについては、引き続きインフレの動向がカギを握るといえる。

## 7月 HICP は前月から鈍化、ただしコア HICP はサービスの加速で高止まり

7月のユーロ圏 HICP は前年比+5.3%と、3ヵ月連続で上昇幅が縮小した。上昇幅縮小の要因はエネルギー価格の下落幅拡大 (6月: ▲5.6%→7月: 同▲6.1%) と、飲食料品・たばこの上昇幅縮小 (6月: 同+11.6%→7月: 同+10.8%) であり、これらを除いたコア HICP は同+5.5%と前月と同じ伸びとなった。コア HICP のうち、コア財 (非エネルギー工業製品) 価格は同+5.0%と5ヵ月連続で伸び率が縮小した一方で、サービス価格が同+5.6%と前月から加速し、過去最高の伸びを更新した。

インフレ率の先行きに関して、商品市況が足元水準で推移すると仮定すれば、ベース効果によって前年比でのエネルギー価格の低下、および食品価格の上昇幅縮小は続くと思われる。また、需給の緩和による川上価格の低下を受けて、コア財価格についてもさらに上昇ペースを縮小させていく公算が大きく、結果としてヘッドライン HICP の鈍化傾向は先行きも続くと考えられる。こうしたインフレ率の鈍化傾向は先行きの個人消費をサポートする要因となろう。

他方、足元でも上昇ペースの加速が続くサービス価格については、先行きも上振れリスクが大きいと思われる。7月のサービス価格の上振れについては、ホリデー需要が本格化する中、航空運賃、パック旅行、宿泊・飲食などのレジャー関連品目の上昇が寄与しており、季節的な要因も影響した。だが、これに加えて、サービス価格との関係性が強いと考えられる労働市場は、ユーロ圏全体として景況感が悪化する中でも底堅い。過去極めて連動性が高かったユーロ圏の景況感指数と、同調査における雇用期待指数を比べると、足元では雇用期待指数の低下幅が小さく両者に乖離が見られている。景況感が落ち込む中においても、企業の労働需要はさほど落ち込んでおらず、4-6月期の雇用者数は前期比+0.2%と増加し、6月の失業率は6.4%と過去最低水準を維持している。労働需給は引き続き歴史的にタイトな状況にあり、賃金、ひいてはサービス価格の上昇圧力は根強い。

景況感が悪化する中においても労働市場が堅調さを維持していることは、景気全体にとって決して悪いことではない。しかし、こうした労働需要の強さによってサービス価格、ひいてはコア HICP が低下しづらくなっているという状況は、2%の物価安定を目指す ECB にとっては厄介な状況といえる。

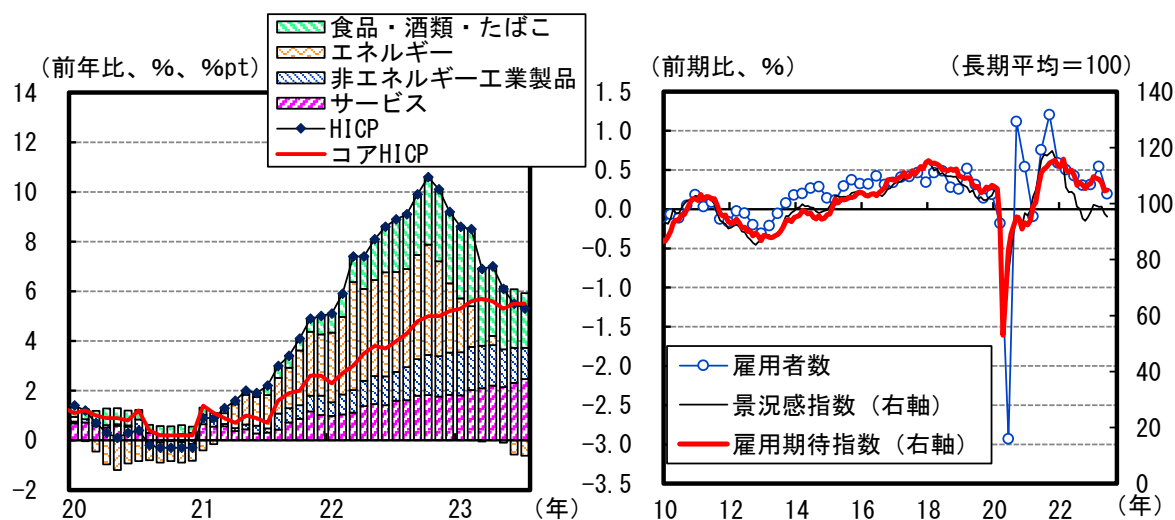
7月27日に行われた理事会で ECB は、6月理事会で実質的に予告した通りに0.25%pt の追加利上げを実施した。他方、理事会後の会見でラガルド総裁は、次回会合での利上げの実施についての明言を避け、先行きの金融政策についてはあくまでデータ次第であるとのスタンスを強調した。また、声明文の文言を見ても、前回の「政策金利はインフレ率を2%の中期目標に適時に

<sup>1</sup> ECB が実施する Consumer Expectation Survey によれば、2023年6月時点の12ヵ月先期待インフレ率 (中央値) は、対象の6ヵ国合計の3.4%に対し、イタリアは4.9%と対象国の中で最も高い。

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」から「政策金利を十分に抑制的な水準に設定する」へと変更されており、利上げの休止も選択肢として意識させる表現へと変更された。こうした ECB のスタンスの変化は、インフレ率が ECB の見込み通りに低下していることに加えて、景況感の悪化に配慮をしたものとみられる。

だが一方、ラガルド総裁は会見でサービス価格を中心としたコアインフレ率の上振れに対する警戒感に言及しており、利上げの継続は引き続き選択肢として残されている。むしろ、データへの依存度を高める ECB が利上げを停止するためには、データによりサービス価格、コアインフレ率沈静化への道筋が確認される必要があり、コアインフレ自体の減速のみならず、労働需給緩和の兆しが求められよう。当然ながら、ECB は次回 9 月理事会の直前までのデータを見極めつつ、利上げの判断をすることになるが、既述の労働市場の堅調さに鑑み、大和総研では 9 月理事会でも 0.25%pt の追加を行うという見方を維持する。

図表 5 ユーロ圏の HICP (左)、ユーロ圏景況感指数・雇用期待指数と雇用者数の伸び (右)



(出所) Eurostat、欧州委員会より大和総研作成

## 英国経済

### 4-6 月期 GDP は低成長ながら、市場予想から若干上振れ

英国の 2023 年 4-6 月期の実質 GDP 成長率は前期比+0.2% (前期比年率+0.8%) となり、前期から横ばいが見込まれていた市場予想に反して、前期から成長率が加速する結果となった。同時に公表された月次 GDP の動きを確認すると、4 月 (前月比+0.2%)、5 月 (同▲0.1%) はほぼ横ばい圏での動きとなっていたが、6 月に同+0.5%と 2022 年 10 月以来の高い伸びとなったことが 4-6 月期全体を大きく押し上げた。四半期ベースでは 4-6 月期の実質 GDP の水準はなおもコロナ禍前のピーク (2019 年 7-9 月期、月次ベースのピークは 2020 年 1 月) を下回っているものの、6 月単月では 2022 年 5 月以来、再びコロナ禍前の水準を回復した。

6 月の月次 GDP の内訳を見ると、製造業が前月比+2.4%と大幅に増加したことで、生産部門

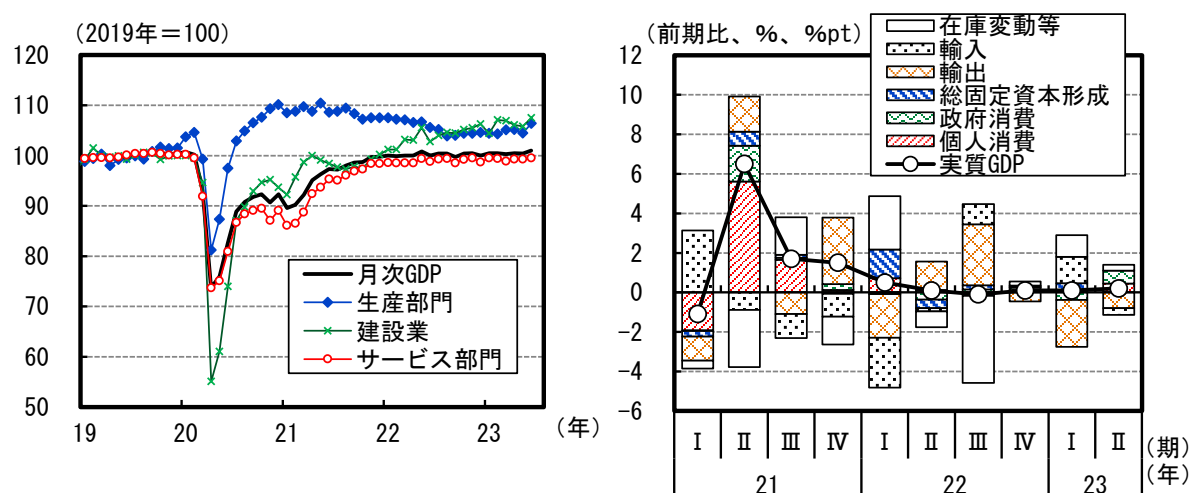
が同+1.8%となった他、建設業（同+1.6%）、サービス部門（同+0.2%）と、広範なセクターで生産が増加した。ONS（英国国家統計局）によれば、チャールズ3世の戴冠式により例年に比べて祝日が1日多かった5月からの反動が、6月に生産活動が大幅に増加する要因になったとされた。また、6月は例年に比べて気温が高かったことも、レジャー関連業種や建設業の好調さに繋がったと指摘されている。

四半期統計から需要項目別の動きを確認すると、4-6月期のプラス成長においては政府消費が前期比+3.1%と大幅に増加したことが最大の押し上げ要因となった。行政サービスおよび国防関連が押し上げに寄与しており、ONSはNHS(National Health Service：国民保健サービス)職員に対する賃上げが押し上げ要因となった可能性を指摘している。次いで、プラス寄与が大きかったのは個人消費である。個人消費は同+0.7%となり、2022年1-3月期以来の高い伸びとなった。個人消費の内訳では運輸、娯楽、宿泊・飲食によるプラス寄与が大きく、対面サービスの回復が個人消費の増加をけん引した。

消費の堅調さとは対照的に、固定資本形成は前期比横ばいに留まった。航空機への投資によって輸送用機械への投資が大幅に増加した一方で、情報化関連・機械投資が減少に転じた。情報化関連・機械投資は、設備投資向け税制優遇策<sup>2</sup>の期限切れに伴う駆け込み需要によって前期に大きく増加しており、そこからの反動減が下押し要因になった。この他、民間住宅投資が3四半期連続で減少した他、公共投資も減少に転じている。

外需に関しては、輸出が前期比▲2.5%と3四半期連続で減少する一方、輸入が同+1.0%と4四半期ぶりの増加に転じ、外需寄与は3四半期連続のマイナスとなった。輸入の増加については、機械、および航空機などの輸送用機器の増加が報告されており、堅調だった個人消費ではなく設備投資向けが主な押し上げ要因となった。

図表6 英国の月次GDPと内訳（左）、GDPと需要項目別寄与（右）



(出所) ONS より大和総研作成

<sup>2</sup> 2021年4月1日から2年間限定で導入された「スーパー控除 (Super-deduction)」。対象となる新規の設備投資について、その130%を減価償却することができる措置。



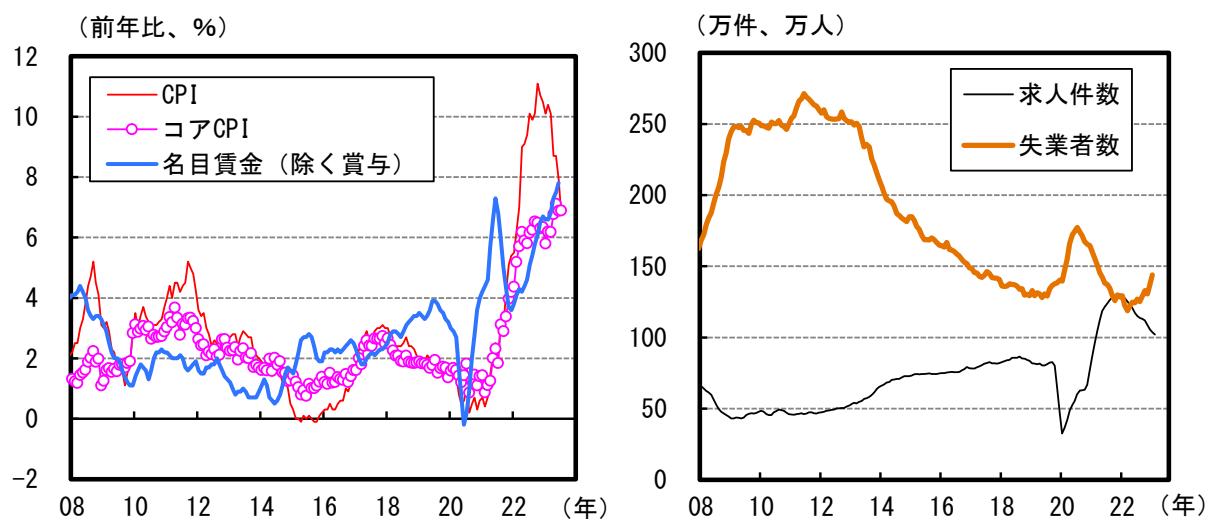
## 賃金は一層加速し、労働市場が悪化する中でも利上げ継続の可能性大

2023年8月2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14会合連続となる利上げを決定した。ただし、利上げ幅は0.25%ptとなり、前回6月会合の0.50%ptから再び縮小された。BOEは足元の経済統計をまちまち（mixed）と評価しており、経済活動の鈍化を示す兆候が見られる一方、賃金上昇率が上振れするなど、引き続きインフレ率の上振れリスクが残ることを利上げの理由として説明している。なお、決定に際しては、9名の委員のうち、2名（マン委員、ハスケル委員）は6月会合と同様の0.50%ptの利上げを主張する一方で、1名（ディングラ委員）は金利の据え置きを主張しており、BOE内部でも意見が割れる形となった。

8月委員会後に公表されたインフレ関連の指標を確認すると、7月のCPIは、前年比+6.8%と前月の同+7.9%から大幅に上昇幅が縮小した。Ofgem（ガス電力市場監督局）が定めた新たな電気・ガス価格の上限が7月から適用されたことで、エネルギー価格が急激に低下（前月比▲9.5%、前年比▲7.8%）したことが主因である。一方、エネルギー・飲食料品・たばこを除いたコアCPIは同+6.9%と前月と変わらぬ伸びとなった。コアCPIを財・サービス別に見ると、コア財価格は同+5.9%と2ヵ月連続で上昇ペースが鈍化する一方、サービス価格は同+7.4%と再加速する形となっており、インフレの2次的影響を懸念するBOEにとっては良くない結果である。

また、4～6月平均の賃金（賞与含むベース）は前年比+8.2%となり、3～5月の同+7.2%から大幅に加速した。これまでの度重なるストライキを受けて政府が決定したNHS職員に対する賞与が大きな押し上げ要因となったが、これに加えて賞与を除く賃金も同+7.8%と、比較可能な2001年以降で最大の伸びを記録した。賃金の大幅な上昇とインフレ率の鈍化によって賞与を含む実質賃金は同+0.5%と2022年1～3月以来の増加に転じ、賞与除くベースでも同+0.1%と2021年8～10月以来の増加に転じた。個人消費の先行きを考える上では好材料である一方、高すぎる賃金の伸びは、インフレ抑制という観点からはやはり望ましくない。

図表7 英国のCPI、賃金の推移（左）、求人件数と失業者数（右）



(出所) ONS より大和総研作成

一方、英国ではユーロ圏と状況が異なり、労働需給に緩和の動きが見られている。4～6月平均の失業率は4.2%となり2ヵ月連続で前月から上昇した。失業者数は前月から6.9万人増加し、就業者数は同▲12.3万人と2020年10～12月以来の減少幅となっている。また、5～7月の求人件数は同▲1.6万件の102.0万件と、14ヵ月連続で減少しており、企業による労働需要は着実に減少している。

労働市場という観点からみるとユーロ圏よりも英国の方が、これまでの利上げの効果が实体经济へと波及しているといえる。だが、それにもかかわらず賃金の高止まりが続き、インフレ率もユーロ圏以上に高い状況が続いていることを踏まえると、英国が置かれる状況は一層厳しい。BOEは2%のインフレ目標を責務とする以上、さらなる引き締めを続ける可能性が高いが、既に労働市場が悪化しつつあることに鑑みると、今後見込まれるインフレ沈静化に伴う個人消費の回復も力強さを欠くものになる可能性があり、景気の下振れリスクはユーロ圏よりも大きい。英国経済はこれまでもユーロ圏経済に比べて回復が遅れてきたが、先行きについてもユーロ圏以上に慎重に見る必要があるだろう。

図表8 ユーロ圏経済・金利見通し

|                 | 2022          |       |        |       | 2023  |       |        |       | 2024  |       |       |       | 2022   | 2023  | 2024  |
|-----------------|---------------|-------|--------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|
|                 | Q1            | Q2    | Q3     | Q4    | Q1    | Q2    | Q3     | Q4    | Q1    | Q2    | Q3    | Q4    |        |       |       |
|                 | 前期比年率         |       |        |       |       |       |        |       |       |       |       |       |        |       |       |
| 国内総生産           | 2.6%          | 3.2%  | 1.5%   | -0.2% | 0.1%  | 1.0%  | 0.5%   | 0.7%  | 0.9%  | 1.3%  | 1.9%  | 1.7%  | 3.4%   | 0.7%  | 1.1%  |
| 家計消費支出          | 1.2%          | 3.6%  | 5.1%   | -3.9% | -1.2% | 0.5%  | 0.9%   | 1.2%  | 1.4%  | 1.6%  | 1.8%  | 1.7%  | 4.5%   | 0.1%  | 1.4%  |
| 政府消費支出          | 1.1%          | -0.4% | 0.2%   | 2.6%  | -6.3% | 4.8%  | 0.9%   | 0.4%  | 0.5%  | 0.8%  | 1.2%  | 0.8%  | 1.4%   | -0.1% | 1.0%  |
| 総固定資本形成         | -1.7%         | 3.4%  | 4.0%   | -2.2% | 2.5%  | 1.4%  | -2.1%  | -0.8% | 0.5%  | 1.5%  | 2.6%  | 2.5%  | 3.0%   | 0.8%  | 0.6%  |
| 輸出              | 7.1%          | 7.2%  | 4.3%   | -1.2% | 0.9%  | -2.1% | 2.0%   | 1.8%  | 2.1%  | 2.8%  | 3.5%  | 3.2%  | 7.3%   | 0.9%  | 2.1%  |
| 輸入              | 0.6%          | 7.9%  | 10.7%  | -5.8% | -4.6% | -0.8% | 1.8%   | 1.7%  | 2.1%  | 2.8%  | 3.6%  | 3.3%  | 8.2%   | -0.4% | 2.2%  |
|                 | 前年同期比 (除く失業率) |       |        |       |       |       |        |       |       |       |       |       |        |       |       |
| 国内総生産           | 5.4%          | 4.2%  | 2.4%   | 1.8%  | 1.1%  | 0.6%  | 0.4%   | 0.6%  | 0.8%  | 0.9%  | 1.2%  | 1.4%  | 3.4%   | 0.7%  | 1.1%  |
| 家計消費支出          | 8.4%          | 5.9%  | 2.7%   | 1.5%  | 0.8%  | 0.1%  | -0.9%  | 0.3%  | 1.0%  | 1.3%  | 1.5%  | 1.6%  | 4.5%   | 0.1%  | 1.4%  |
| 政府消費支出          | 3.2%          | 1.0%  | 0.6%   | 0.9%  | -1.0% | 0.2%  | 0.4%   | -0.1% | 1.6%  | 0.6%  | 0.7%  | 0.8%  | 1.4%   | -0.1% | 1.0%  |
| 総固定資本形成         | 3.8%          | 2.7%  | 4.7%   | 0.8%  | 1.9%  | 1.4%  | -0.1%  | 0.2%  | -0.2% | -0.2% | 0.9%  | 1.8%  | 3.0%   | 0.8%  | 0.6%  |
| 輸出              | 9.1%          | 8.3%  | 7.6%   | 4.3%  | 2.7%  | 0.4%  | -0.1%  | 0.6%  | 0.9%  | 2.2%  | 2.5%  | 2.9%  | 7.3%   | 0.9%  | 2.1%  |
| 輸入              | 10.2%         | 9.2%  | 10.6%  | 3.2%  | 1.8%  | -0.3% | -2.4%  | -0.5% | 1.2%  | 2.1%  | 2.6%  | 2.9%  | 8.2%   | -0.4% | 2.2%  |
| 鉱工業生産 (除く建設)    | 1.8%          | 2.4%  | 3.2%   | 1.2%  | 0.1%  | -1.2% | -1.6%  | -0.9% | -0.3% | 1.2%  | 1.7%  | 2.0%  | 2.2%   | -0.9% | 1.1%  |
| 実質小売売上高         | 5.9%          | 1.2%  | -0.6%  | -2.5% | -2.5% | -2.1% | -1.2%  | 0.2%  | 0.7%  | 1.1%  | 1.4%  | 1.5%  | 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%   | 2.9%  | 2.8%  | 2.8%  | 2.7%  | 2.4%  | 8.4%   | 5.4%  | 2.7%  |
| 生産者物価           | 33.1%         | 36.5% | 41.1%  | 27.2% | 10.9% | -1.4% | -10.1% | -8.6% | -4.5% | 2.0%  | 2.9%  | 2.6%  | 34.3%  | -2.8% | 0.7%  |
| 失業率             | 6.8%          | 6.7%  | 6.7%   | 6.7%  | 6.6%  | 6.4%  | 6.5%   | 6.5%  | 6.6%  | 6.7%  | 6.6%  | 6.5%  | 6.7%   | 6.5%  | 6.6%  |
|                 | 10億ユーロ        |       |        |       |       |       |        |       |       |       |       |       |        |       |       |
| 貿易収支            | -51.5         | -99.4 | -129.8 | -62.8 | -0.5  | 4.8   | 9.5    | 13.8  | 17.1  | 20.7  | 23.6  | 26.7  | -34.4  | 27.6  | 88.1  |
| 経常収支            | 16.8          | -35.9 | -87.7  | -4.8  | 37.3  | 51.9  | 55.5   | 58.8  | 61.3  | 64.1  | 66.4  | 68.9  | -111.5 | 203.5 | 260.7 |
| 独 国債10年物 (期中平均) | 0.16%         | 1.09% | 1.35%  | 2.13% | 2.34% | 2.37% | 2.61%  | 2.67% | 2.61% | 2.55% | 2.51% | 2.49% | 1.18%  | 2.50% | 2.54% |
| 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8月21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%   | 0.8%  | 0.0%   | 0.2%  | 0.5%  | 0.9%  | 1.2%  | 1.4%  | 4.1%   | 0.4%   | 0.6%   |
| 家計消費支出        | 5.0%          | 0.9%  | -1.2%  | 0.9%  | 0.2%   | 3.0%  | 0.2%   | 0.3%  | 0.3%  | 0.4%  | 0.5%  | 0.5%  | 5.3%   | 0.7%   | 0.5%   |
| 一般政府消費支出      | -1.4%         | -6.6% | 3.0%   | 2.1%  | -7.1%  | 13.2% | 2.2%   | 1.8%  | 1.5%  | 1.3%  | 1.3%  | 1.2%  | 1.8%   | 1.2%   | 2.2%   |
| 総固定資本形成       | 39.0%         | -8.8% | 4.5%   | 1.0%  | 10.1%  | -0.1% | -2.8%  | -2.2% | -0.8% | 1.2%  | 2.3%  | 3.5%  | 8.6%   | 2.1%   | -0.3%  |
| 輸出等           | -26.1%        | 22.1% | 49.0%  | -5.4% | -25.0% | -9.5% | 2.2%   | 1.9%  | 2.1%  | 2.5%  | 2.7%  | 2.7%  | 9.9%   | -3.6%  | 1.5%   |
| 輸入等           | 37.1%         | 2.1%  | -11.8% | -0.8% | -14.3% | 4.2%  | 1.4%   | 1.2%  | 1.4%  | 1.7%  | 1.9%  | 1.9%  | 13.3%  | -4.3%  | 1.7%   |
|               | 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%   | 0.4%  | 0.5%   | 0.4%  | 0.4%  | 0.4%  | 0.7%  | 1.0%  | 4.1%   | 0.4%   | 0.6%   |
| 家計消費支出        | 15.0%         | 4.6%  | 1.3%   | 1.4%  | 0.2%   | 0.7%  | 1.1%   | 0.9%  | 0.9%  | 0.3%  | 0.4%  | 0.4%  | 5.3%   | 0.7%   | 0.5%   |
| 一般政府消費支出      | 9.1%          | -0.4% | -0.1%  | -0.8% | -2.2%  | 2.6%  | 2.4%   | 2.3%  | 4.6%  | 1.7%  | 1.5%  | 1.3%  | 1.8%   | 1.2%   | 2.2%   |
| 総固定資本形成       | 13.5%         | 6.6%  | 6.8%   | 7.6%  | 1.5%   | 3.8%  | 2.0%   | 1.1%  | -1.5% | -1.2% | 0.1%  | 1.5%  | 8.6%   | 2.1%   | -0.3%  |
| 輸出等           | 6.9%          | 5.6%  | 21.5%  | 6.2%  | 6.6%   | -1.1% | -10.0% | -8.3% | -1.0% | 2.2%  | 2.3%  | 2.5%  | 9.9%   | -3.6%  | 1.5%   |
| 輸入等           | 21.2%         | 18.2% | 9.7%   | 5.2%  | -6.5%  | -6.0% | -2.6%  | -2.2% | 2.0%  | 1.4%  | 1.6%  | 1.7%  | 13.3%  | -4.3%  | 1.7%   |
| 鉱工業生産         | -1.6%         | -2.7% | -4.1%  | -2.7% | -2.5%  | -0.9% | 1.6%   | 1.9%  | 2.1%  | 1.6%  | 1.2%  | 1.0%  | -2.8%  | 0.0%   | 1.5%   |
| 実質小売売上高       | 6.0%          | -6.3% | -5.5%  | -6.2% | -4.7%  | -2.6% | -1.1%  | 0.3%  | 0.5%  | 0.4%  | 0.9%  | 1.0%  | -3.2%  | -2.1%  | 0.7%   |
| 消費者物価         | 6.2%          | 9.2%  | 10.0%  | 10.7% | 10.2%  | 8.4%  | 6.6%   | 4.9%  | 4.5%  | 3.1%  | 3.5%  | 2.9%  | 9.1%   | 7.5%   | 3.5%   |
| 生産者物価 (出荷価格)  | 11.5%         | 17.8% | 18.9%  | 15.8% | 11.2%  | 2.7%  | -1.2%  | -1.8% | -0.7% | 1.7%  | 3.3%  | 3.4%  | 16.0%  | 2.5%   | 1.9%   |
| 失業率           | 3.7%          | 3.8%  | 3.6%   | 3.7%  | 3.9%   | 4.2%  | 4.3%   | 4.3%  | 4.4%  | 4.4%  | 4.3%  | 4.2%  | 3.7%   | 4.2%   | 4.3%   |
|               | 10億英ポンド       |       |        |       |        |       |        |       |       |       |       |       |        |        |        |
| 貿易収支          | -71.6         | -64.7 | -48.9  | -45.3 | -49.6  | -48.1 | -47.3  | -46.5 | -45.8 | -45.1 | -44.2 | -43.2 | -230.5 | -191.4 | -178.4 |
| 経常収支          | -50.5         | -28.2 | -12.7  | -2.5  | -10.8  | -14.3 | -13.6  | -13.1 | -12.5 | -12.2 | -11.6 | -11.1 | -93.9  | -51.8  | -47.3  |
| 国債10年物 (期中平均) | 1.42%         | 2.04% | 2.66%  | 3.68% | 3.54%  | 3.99% | 4.56%  | 4.72% | 4.64% | 4.55% | 4.46% | 4.38% | 2.45%  | 4.20%  | 4.51%  |
| 政策金利 (末値)     | 0.75%         | 1.25% | 2.25%  | 3.50% | 4.25%  | 5.00% | 5.50%  | 5.75% | 5.75% | 5.75% | 5.75% | 5.50% | 3.50%  | 5.75%  | 5.50%  |

(注) 網掛け部分は大和総研予想 (2023年8月21日時点)。

(出所) ONS、BOE より大和総研作成

# 中国 最悪ケースは金融危機のトリガーに

「不動産不況」が深刻化、軟着陸の鍵は健全な民営デベロッパーの救済

齋藤 尚登

## [要約]

- 中国で「不動産不況」が一段と深刻化しているが、これは構造的な問題である。ソフトランディングのためには、少なくとも2020年8月の中国版総量規制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デベロッパーについては、金融面でのサポートをしっかりとすべきであろう。それが不動産購入者に浸透すれば、少なくとも民営デベロッパー＝倒産リスクが高い、という連想が断ち切れ、過去2年分の「実需」のリベンジ購入が期待されることになるだろう。
- 一方のハードランディングの可能性も中長期的には否定できない。現在は利下げ局面（2023年8月21日に、中国人民銀行は1年物LPRを0.1%引き下げ）であり、差し迫った危機ではないが、今後、金利が大きく上昇するような局面では住宅需要は一段と落ち込み、企業や家計の負債圧縮意欲は一段と高まり、投資や消費を抑制するだろう。最悪のケースとして、景気失速下で住宅価格が暴落し、価格低迷が長期化するようなことがあれば、銀行の不良債権は激増し、中国発の金融危機が発生してもおかしくはない。今後の「不動産不況」の行方には細心の注意を払う必要がある。

## 「不動産不況」が深刻化、最悪ケースでは金融危機のトリガーに

### 中国恒大集団が米国で破産法の適用を申請

かつて中国第2位の不動産デベロッパーであった中国恒大集団（以下、恒大）は2023年8月17日、米ニューヨークで連邦破産法第15条の適用を申請した。これにより、恒大は米国内での訴訟や強制的な差し押さえなどを回避することが可能となり、外貨建て債務の再編に向けた債権者との協議を加速させる狙いがあるとされる。日本や中国では破産＝倒産のイメージが強いかもしれないが、今回の破産申請は経営再建を目的としている。

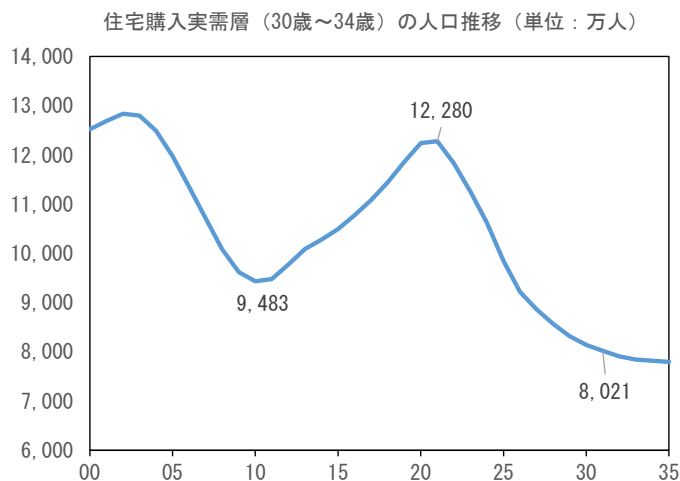
だからといって、恒大が経営再建に大きく近づいたわけではない。恒大の2022年末の負債総額はおよそ2.4兆元（約48兆円）、うち有利子負債は6,000億元超、そのうち外貨建ては27%を占める。外貨建ての有利子負債は負債総額の7%程度であり、さらにその一部が今回の債務再編のターゲットということになる。恒大の経営不振が明らかになった2021年夏以降、2年が経過しても恒大の債務再編問題は遅々として進んでいない。中国政府は抜本的な解決策を講じず、問題を先送りにしている。

### 住宅実需は減少

このところ、筆者のもとに中国の「不動産不況」の行方について、多くのお問い合わせを頂いている。それに応えるべく、いくつかのポイントについて、解説をしたい。

まず、中国の住宅実需は2021年が直近のピークであり、2022年以降は減少する。国連の“World Population Prospects 2022”によると、中国最大の实需層を形成する30歳～34歳人口は過去10年間で29.5%増加し、2021年は1億2,280万人となった。しかし、同推計はこの人口層は今後の10年間で34.7%減少し、8,021万人に減るとしている。

### 住宅実需層（30歳～34歳人口）は既にピークアウト、今後10年で大幅に減少



（注）2022年以降は国連の推計による  
（出所）国連“World Population Prospects 2022”より大和総研作成

実需が大幅に減少するという事は、供給調整がうまくいかなければ住宅価格暴落の可能性があるとことだ。住宅は居住目的だけでなく、家計と企業が投資目的で保有することも多く、先行きの不透明感が強まれば、負債圧縮を目的に、家計は消費を、企業は投資を抑制する。銀行も不良債権増大により貸出余力が低下することになる。地方政府は主要な収入源である土地使用権売却収入が減少して、財政難が深刻化することで、成長のための投資余力が低下することになる。これが、今まさに起きていることなのかもしれない。

## 不動産不況のきっかけとなった中国版総量規制の本当の狙い

2022年以降、中国は「不動産不況」に苦しんでいるが、事態はますます悪化している。

きっかけは2020年8月の中国版総量規制の導入であった。中国人民銀行と住宅・都市農村建設部は、デベロッパーの負債状況に対して、「3つのレッドライン」を設け、3つとも抵触した高リスク企業は、以後は新たに有利子負債を増やすことはできないとする厳格な融資管理を実施した。一方で、3つとも抵触していない低リスクのデベロッパーは、15%増以内であれば有利子負債の増加が認められるとした。

財務の健全性の高いデベロッパーを中心に優勝劣敗が進むと期待されたのだが、実際はそうではなかった。下図は中国内外で上場するデベロッパー55社の3つレッドライン抵触状況(2021年決算時点)を見たものであり、債務不履行(デフォルト)が報道された企業を赤字で記した。これによると、財務の健全性とデフォルトの発生状況とはあまり関係はない。特徴的なのは、デフォルトを起こした32社のうち、民営デベロッパーが実に29社を数えた一方で、国有デベロッパーはわずか3社にとどまったことである。中国版総量規制は、デベロッパーの財務の健全性向上が目的ではなく、民営デベロッパーの淘汰が目的とされる所以である。ここにも「国進民退」(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)問題が発露している。多くの民営デベロッパーで資金繰りが悪化し、工事中断問題が社会問題化したのである。

### 上場デベロッパーの3つのレッドライン抵触状況と融資規制 (2023年8月20日時点。2021年度決算)

| レッドライン<br>抵触数 | 表示 | リスク    | 年間の有利子<br>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  | ↑<br>↓ | 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)、宝龍不動産(民営企業)、正栄不動産(民営企業)、栄盛發展(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(有利子負債から現預金を控除したの÷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

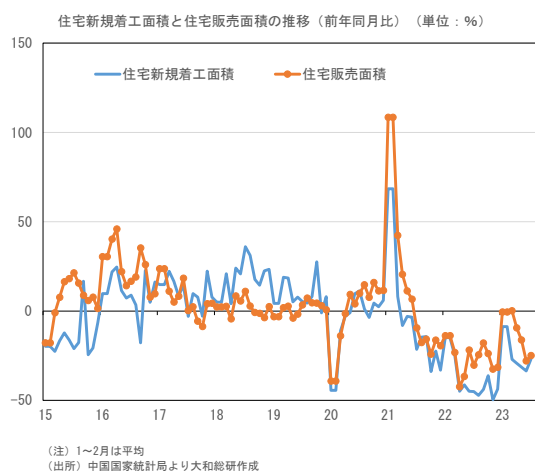
さらに、この問題には負の連鎖がある。中国では、建設中に物件を購入し、住宅ローンの返済が始まるケースが多いが、引き渡し不能リスクを懸念する市民は、民営デベロッパーの建設というだけで、購入をためらう。本来なら財務的に健全なデベロッパーであっても、売上減少→利益減少（もしくは赤字）→財務体質悪化→資金調達困難化→債務返済懸念、という経路で容易にデフォルト組に転落していく。最近新聞紙上を賑わせている大手デベロッパーの碧桂園（カントリー・ガーデン）ホールディングスは、この典型だ。碧桂園は2021年度決算では3つのレッドラインのうち1つしか抵触していない比較的健全なデベロッパーに位置付けられていたが、2023年1月～6月には500億元（約1兆円）前後の赤字になった模様であり、資金繰りの悪化が表面化した。

### 「不動産不況」は一段と深刻化

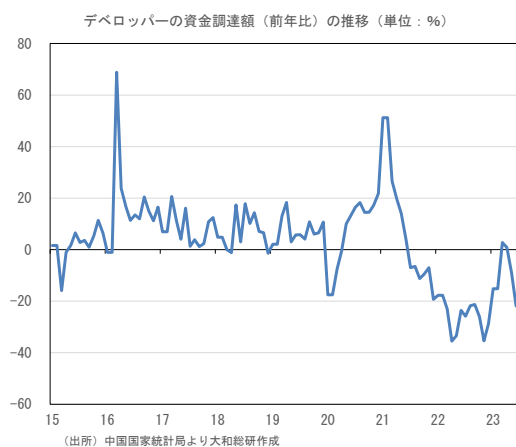
2023年1月～7月の固定資産投資は前年同期比3.4%増（以下、変化率は前年比、前年同期比、前年同月比）にとどまったが、中でも不動産開発投資は8.5%減に落ち込んだ。不動産開発投資は2022年も10.0%減と前年割れとなっており、状況は一段と悪化している。

こうした状況下、昨年11月以降、一部デベロッパーへの資金サポートが行われ、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」が推進された。これによって、工事が再開された物件が出始めた結果、2023年に入ると住宅竣工面積が増加するようになっている。ただし、恐らくこれも国有デベロッパーのプロジェクトが中心になっていよう。さらに「保交楼」の息切れも懸念される。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り、6月と7月は20%以上の減少となった。前年同月がそれぞれ20%以上のマイナスであったことを踏まえると、デベロッパーの資金調達は極端に悪化している。こうした中で、住宅新規着工面積は大幅な減少が続いているのである。

#### 住宅新規着工面積・販売面積の推移（左）



#### デベロッパーの資金調達額（右）



なお、「保交楼」はあくまでも工事再開と物件の購入者への受け渡しが目的であり、新規の住宅購入を刺激するわけではない。2023年に入り住宅販売面積は持ち直しの兆候があったのだが、4月以降はマイナス幅を広げ、6月、7月は一気に20%以上の減少となった。住宅竣工面積が増加し、住宅販売面積が減少すれば、住宅在庫は大きく増加することになる。2023年7月末の住宅在庫は19.7%増となり、1軒100㎡（専有面積80㎡）として、中国全土で312万戸の住宅在庫を抱えている計算だ。

## 政策は迷走

住宅市場の安定化・不動産不況からの脱却について、政策は打ち出されてはいる。しかし、その効果には大きな疑問符が付く。

2023年7月27日の国営通信新華社の報道によると、住宅都市農村建設部の倪虹部長（大臣）は、①1軒目の住宅購入については、頭金の割合や住宅ローン金利を一段と下げる、②住み替え物件の購入については、税金や費用の減免などの政策を講じる、などの不動産市場活性化策を発表した。

中国では、1軒目を実需と見なす一方、2軒目以降の住宅購入については、頭金の割合や住宅ローン金利を引き上げるなどして、投資・投機的な需要を抑制している。北京市の場合、1軒目の住宅の頭金の割合は価格の35%、住宅ローン金利は4.75%、2軒目の頭金は60%（高級物件は80%）、住宅ローン金利は5.25%となっている（2023年7月末時点）。従来は、住み替えの場合、住宅ローンの記録があれば2軒目と見なされていた。しかし、今後は住宅ローンの記録があっても現有物件を売却するなどすれば、買い替え物件は1軒目とカウントされ、頭金の割合と住宅ローン金利が引き下げられる。

これは住み替え需要を刺激する可能性が高いが、それ以上に住宅市場の供給が増えることになろう。政策を享受するには、住宅所有を一旦ゼロにする必要があり、2軒所有している者は、2軒とも売却して新たに1軒を購入することになる。住み替え促進策は、中国の住宅市場の「買い手市場」化を一段と加速させる可能性があるだろう。現地では、住宅の流動性が高まるとのポジティブな評価が多いが、その実、価格下落が加速するリスクを内包している。住宅市場の安定化や不動産不況からの脱出に対する効果は限定的だと思われる。

付言すると、中国の住宅政策は都市に委ねられている部分も多く、一部都市（福建省福州市・廈門市、四川省成都市、遼寧省瀋陽市など）では2軒目の頭金比率を大きく下げたり、住宅ローン金利を1軒目並みとするなど、投資・投機を促進する政策を発表したところもある。これは地方の都市に多いのだが、これから先、実需層が減少していくことを考えると、一時的に販売が増加しても、その後、中長期的には一段と大きな売り圧力にさらされる懸念が高まることになろう。



## 中国経済への影響

いずれにしても長期的に住宅実需が減少するのであれば、それに見合いで供給も圧縮していく必要がある。「縮小均衡」によって価格のソフトランディングを目指す意図があるのだが、「縮小均衡」によって、住宅の開発と販売に依存した経済発展パターンは立ち行かなくなる。これも既に 2022 年から始まっている可能性が高い。2020 年の第 1 次コロナショック時の中国の実質 GDP 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。一方で、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の 5.4%成長となった場合、2 年間の平均は 4.2%にとどまることになる。両方で 1%pt 以上の差が生じるが、その多くは「不動産不況」によって説明することが可能だ。

これまで見てきたように、「不動産不況」は構造的な問題である。ソフトランディングのためには、少なくとも 2020 年 8 月の中国版総量規制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デベロッパーについては、金融面でのサポートをしっかりとすべきであろう。それが不動産購入者に浸透すれば、少なくとも民営デベロッパー＝倒産リスクが高い、という連想が断ち切られ、過去 2 年分の「実需」のリベンジ購入が期待されることになろう。

一方のハードランディングの可能性も中長期的には否定できない。現在は利下げ局面（2023 年 8 月 21 日に、中国人民銀行は 1 年物 LPR を 0.1%引き下げ）であり、差し迫った危機ではないが、今後、金利が大きく上昇するような局面では住宅需要は一段と落ち込み、企業や家計の負債圧縮意欲は一段と高まり、投資や消費を抑制するだろう。最悪のケースとして、景気失速下で住宅価格が暴落し、価格低迷が長期化するようなことがあれば、銀行の不良債権は激増し、中国発の金融危機が発生してもおかしくはない。

今後の「不動産不況」の行方には細心の注意を払う必要がある。

## リベンジ消費は息切れ

2023 年 7 月の小売売上は 2.5%増となり、6 月の 3.1%増から一段と減速した。

接触型消費の代表格である外食（レストラン収入）は、2023 年 6 月は 16.1%増、7 月は 15.8%増と高い伸び率となったが、これは前年同月が前年割れだった反動によるところが大きい。ただし、2022 年と 2023 年の伸び率の平均を見ても、6 月は 5.6%増、7 月は 6.8%増となり、比較的堅調な推移となっている。

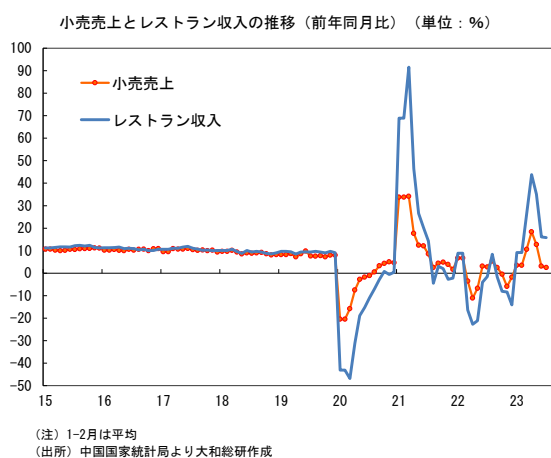
2023 年 7 月の自動車販売金額は 1.5%減（6 月は 1.1%減）となったが、これは 2022 年 6 月～12 月に実施されたガソリン車の車輛購入税率の半減措置（価格の 10%→5%）によって、前年同期の販売が大きく増加した反動による。2022 年と 2023 年の伸び率の平均は、6 月は 8.2%増、7 月は 7.3%増となり、こちらも比較的堅調に推移している。

一方で、消費の足を引っ張ったのは、「不動産不況」に関連した建築・内装関連や家電など、

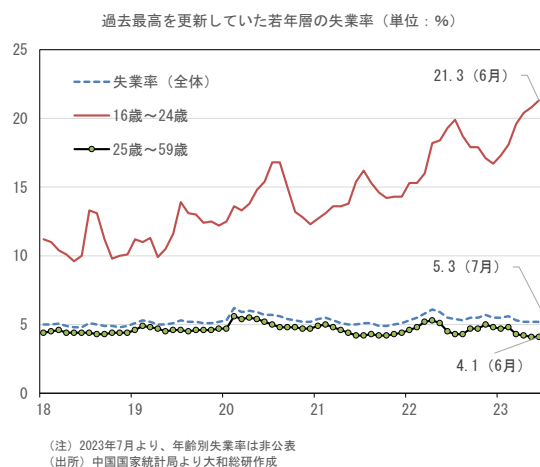
そして裁量的消費の金・銀・宝石や化粧品などであった。

一般的に冴えない消費の要因のひとつは、若年層（16歳～24歳）の高失業率であるが、国家統計局は2023年7月以降、年齢別失業率の発表を取り止めるとした。若年層の失業率は、2023年6月に21.3%に達したが、この統計は毎年人数が大きく増加してきた大学生が労働市場に参入する7月に上振れする特徴があった。当然、今年の7月も過去最高を更新すると懸念されたのだが、統計自体を発表しないという愚挙に出たのである。ちなみに、7月の全体の失業率は5.3%となり、6月の5.2%からわずかに上昇した。

### 小売売上とレストラン収入（左）



### 失業率の推移（右）



## 1月～7月の固定資産投資は3.4%増に減速

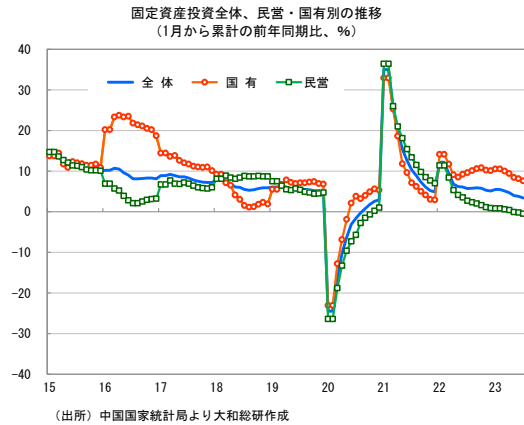
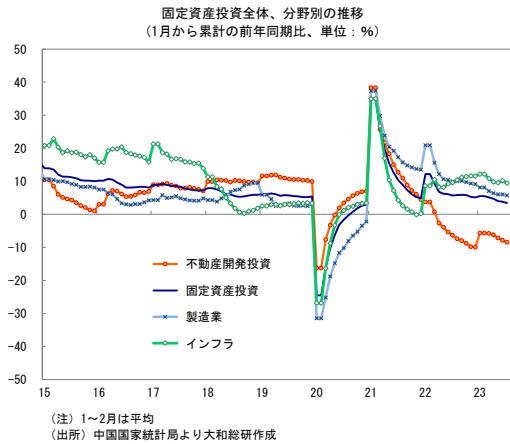
固定資産投資は2023年1月～6月の3.8%増から、1月～7月は3.4%増に減速した。

2023年1月～7月の分野別内訳は、製造業投資は5.7%増（1月～6月は6.0%増）、電気・水道・ガスを含むインフラ投資が9.4%増（同10.1%増）、不動産開発投資が8.5%減（同7.9%減）であった。

また、2023年1月～7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7.6%増（1月～6月は8.1%増）であったのに対して、民営は0.5%減（同0.2%減）と明暗が分かれた。2022年春以降、「国進民退」の状況が続いている。

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)



7月の輸出入はマイナス幅が拡大

2023年7月の輸出は14.5%減(以下、断りのない限り、貿易はドル建て)と、6月の12.4%減からマイナス幅が拡大した。7月の輸入は12.4%減となり、6月の6.9%減からこちらもマイナス幅を広げた。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7月の貿易黒字は19.4%減の806億ドルであった。貿易黒字が2桁の減少となるのは5月以降、3カ月連続であり、純輸出の低迷を示唆している。

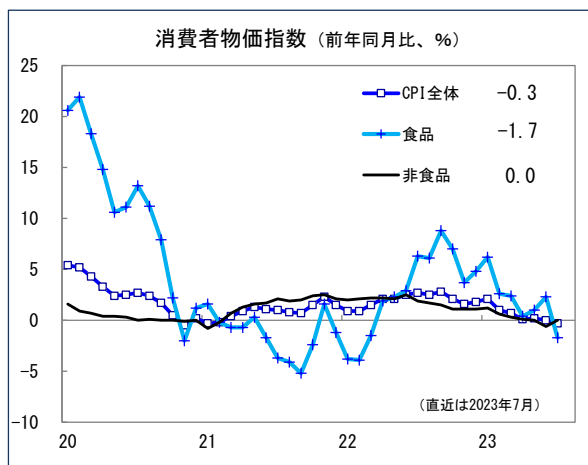
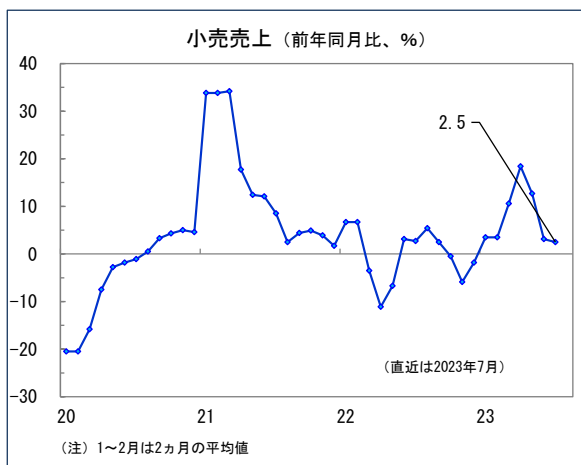
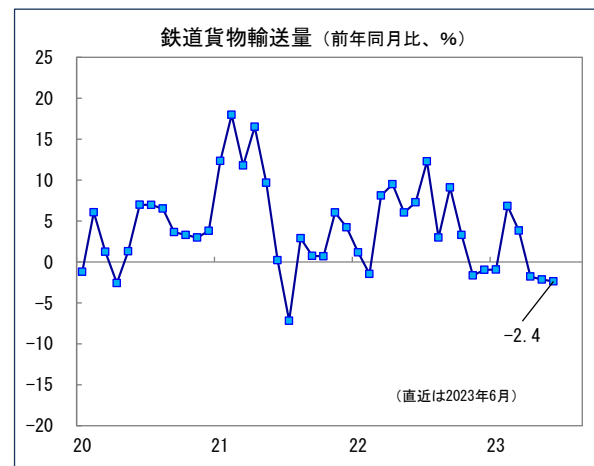
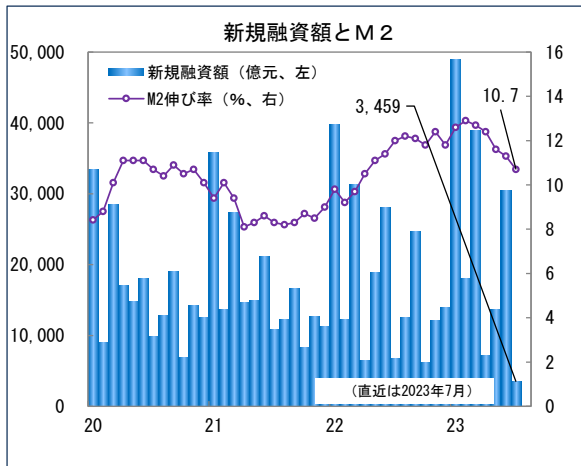
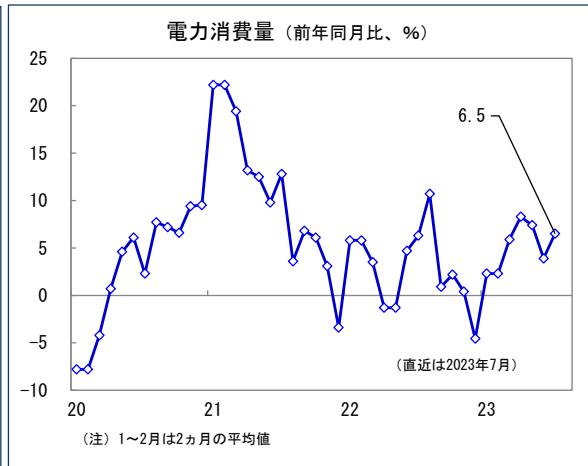
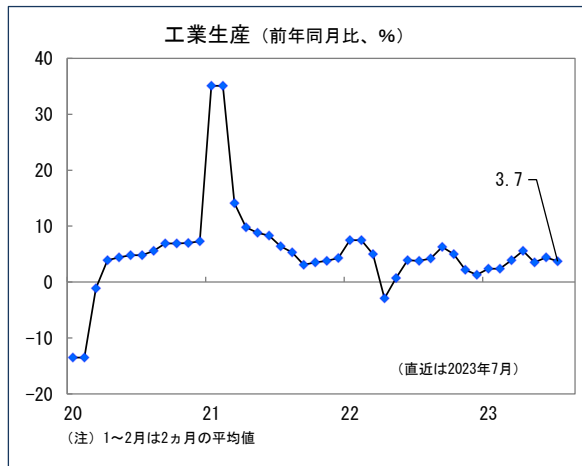
最後に、中国と西側先進国とのデカップリングやデリスキングは、輸出・輸入両面の阻害要因となる。今後の動向に引き続き注視が必要である。

主要経済指標一覧

|                        | 2022年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     | 7月 |
|------------------------|---------|--------|--------|-------|--------|--------|---------|--------|--------|-------|--------|--------|----|
| 実質GDP成長率(四半期、前年同期比、%)  | -       | -      | 3.9    | -     | -      | 2.9    | -       | -      | 4.5    | -     | -      | 6.3    | -  |
| 工業生産(前年同月比、%)          | 3.8     | 4.2    | 6.3    | 5.0   | 2.2    | 1.3    | 2.4     | 3.9    | 5.6    | 3.5   | 4.4    | 3.7    |    |
| 電力消費量(前年同月比、%)         | 6.3     | 10.7   | 0.9    | 2.2   | 0.4    | -4.6   | 2.3     | 5.9    | 8.3    | 7.4   | 3.9    | 6.5    |    |
| 鉄道貨物輸送量(前年同月比、%)       | 12.3    | 3.0    | 9.1    | 3.3   | -1.6   | -0.9   | -0.9    | 6.8    | 3.8    | -1.8  | -2.2   | -2.4   |    |
| 固定資産投資(前年累計比、%)        | 5.7     | 5.8    | 5.9    | 5.8   | 5.3    | 5.1    | 5.5     | 5.1    | 4.7    | 4.0   | 3.8    | 3.4    |    |
| 不動産開発投資(前年累計比、%)       | -6.4    | -7.4   | -8.0   | -8.8  | -9.8   | -10.0  | -5.7    | -5.8   | -6.2   | -7.2  | -7.9   | -8.5   |    |
| 小売売上(前年同月比、%)          | 2.7     | 5.4    | 2.5    | -0.5  | -5.9   | -1.8   | 3.5     | 10.6   | 18.4   | 12.7  | 3.1    | 2.5    |    |
| 消費者物価指数 全体(前年同月比、%)    | 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、%)            | 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、%)           | 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、%)    | 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、%)   | 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)              | 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(%)               | 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、%)            | 17.2    | 6.5    | 4.9    | -1.0  | -9.7   | -11.4  | -8.1    | 11.4   | 7.3    | -7.1  | -12.4  | -14.5  |    |
| 輸入(前年同月比、%)            | 1.4     | -0.5   | -0.1   | -1.0  | -10.7  | -7.1   | -9.7    | -1.7   | -8.1   | -4.6  | -6.9   | -12.4  |    |
| 貿易収支(億米ドル)(1月、2月は平均)   | 1000.2  | 786.5  | 827.2  | 837.9 | 669.7  | 719.8  | 532.5   | 783.9  | 869.7  | 663.9 | 707.2  | 806.0  |    |
| 新築商品住宅価格指数 北京(前年同月比、%) | 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、%)            | 3.5     | 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、%)    | -36.1   | -37.2  | -38.0  | -37.8 | -38.9  | -39.4  | -9.4    | -19.2  | -21.4  | -23.1 | -24.9  | -25.1  |    |
| 竣工面積(前年累計比、%)          | -23.3   | -21.1  | -19.9  | -18.7 | -19.0  | -15.0  | 8.0     | 14.7   | 18.2   | 19.1  | 18.4   | 19.9   |    |
| 不動産販売 面積(前年累計比、%)      | -23.1   | -23.0  | -22.2  | -22.3 | -23.3  | -24.3  | -3.6    | -3.5   | -5.4   | -8.5  | -13.7  | -14.9  |    |
| 金額(前年累計比、%)            | -28.8   | -27.9  | -26.3  | -26.1 | -26.6  | -26.7  | -0.1    | 3.0    | 5.2    | 3.0   | -4.5   | -7.0   |    |

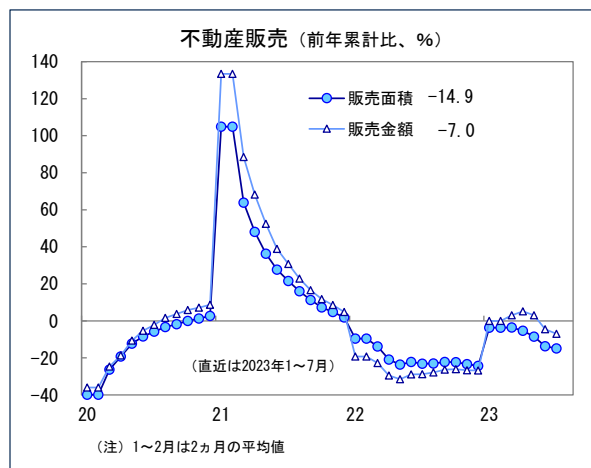
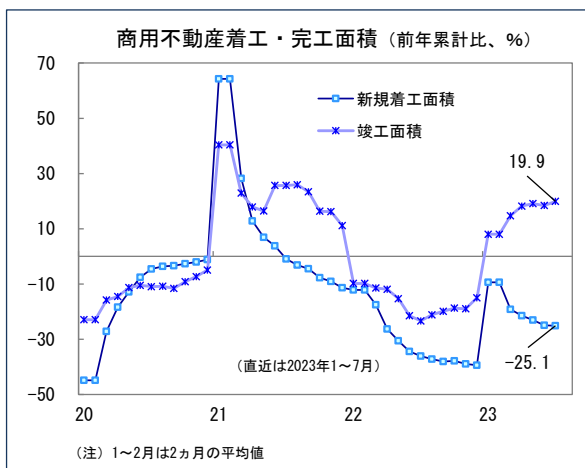
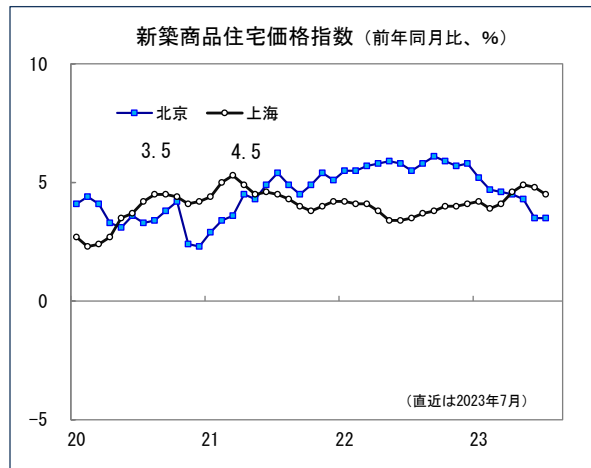
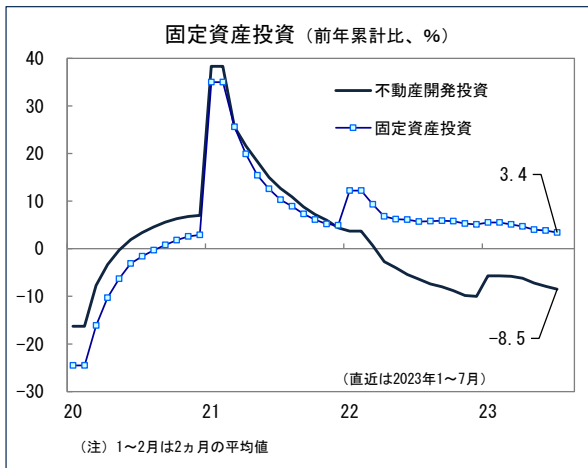
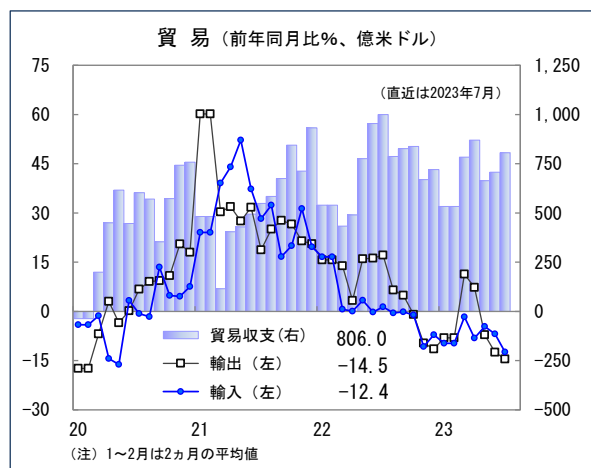
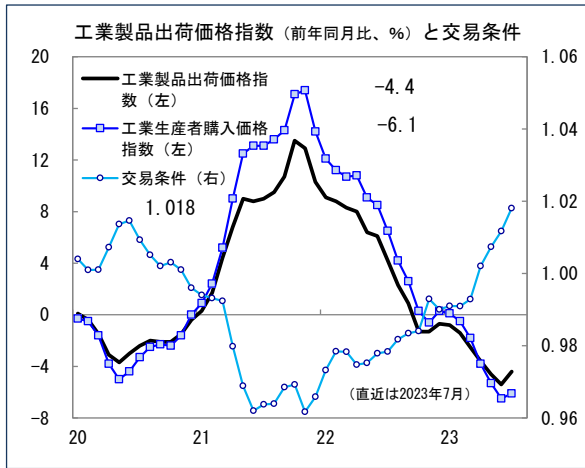
(出所) 中国国家统计局、中国人民銀行、通関統計、中国国エネルギー局、CEIC より大和総研作成

## 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