

2023年9月22日

主要国経済 Outlook

2023年10月号 (No. 443)

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
分かれる中銀の対応 ～ 共通認識は、“高い水準でより長く維持する”	
経済調査部 シニアエコノミスト 近藤 智也	
日本経済	3
処理水問題の影響は限定的か／「最低賃金 1,500 円」目標達成の課題	
経済調査部 シニアエコノミスト 神田 慶司	
米国経済	12
まだハト派にはなれない	
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
ECB は利上げ停止へ	
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	32
中国版「失われた 20 年」の始まり？	
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

分かれる中銀の対応 ～ 共通認識は、“高い水準でより長く維持する”

近藤 智也

欧米の中央銀行（中銀）は金融引き締め最終局面に近づき、ターミナルレートを何%にするか、微調整に余念がない。各中銀によって直近の対応は異なるものの、高い金利水準を長期間維持することが共通認識になっているとみられる。また、目先はデータ次第という点も同じだが、データ次第で市場の心理も変化するため、先行きの不透明感払拭は容易ではないだろう。

ECBは10回連続の利上げを実施すると同時に、今後の利上げ継続には慎重なスタンスを示した。もっとも、理事会後のメンバーの発言は、追加利上げの可能性を残すタカ派から今回が最後というニュアンスを醸し出すハト派まで、相変わらずばらばらである。この他、スウェーデンとノルウェーは金利を引き上げたが、後者はもう1回の利上げの可能性を強く示唆する。一方、Fedは今年に入って2度目となる金利据置きを全会一致で選択したが、過半数のメンバーは年内あと1回の利上げを想定し、しかも最終利上げとなる確度は以前よりも高まった形だ。また、14回連続で引き上げてきたBOEも据置きに転じたが、5対4の僅差の決定である。BOEは米国やユーロ圏に比べてインフレ抑制に苦勞しており、国民の信頼を取り戻す道程は厳しそうだ。

現行のインフレ率が中銀の目標を大きく上回り、エネルギー高や賃上げ交渉等のインフレ懸念が残る中で利上げを停止するという判断は難しく、同時に、景気抑制気味の金利水準を“より長く維持”と強調する中銀の選択はごく当然だろう。2024年に向けては、この“長さ”がどれくらいか、つまり、どこが早く金融緩和に転じられるかが焦点になろう。それには、インフレ率が順調かつ早期に目標に回帰しそうだ中銀が確信する必要があり、累積の利上げ効果が景気減速を招くこともセットになろう。ただ、これまで急激に金利を引き上げてきたにもかかわらず、ブレーキの利きが鈍い背景には、企業や家計が金利上昇への耐性を強めていることが考えられる。企業であれば、金利負担以上に収益が増えている、あるいは金利が上昇する前に低利で十分な資金を確保している等だ。とはいえ、高金利状態が予想以上に長期化すれば、企業は借り換えのタイミングで負担が大幅に増える可能性があり、景気悪化のリスクも高まるだろう。

主要国実質 GDP 見通し<要約表> (2023年9月20日時点)

	(%)					(前年比%)						
	2022年 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	3.2	4.8	-0.3	1.6	0.6	1.1	0.9	2.2	1.0	2.0	1.1
									<u>2.7</u>	<u>1.4</u>	<u>1.9</u>	<u>0.9</u>
米国	2.6	2.0	2.1	2.4	0.6	0.1	0.4	1.0	5.9	2.1	2.1	0.9
ユーロ圏	-0.2	0.3	0.5	0.2	0.6	0.9	1.3	1.8	5.4	3.4	0.6	1.0
英国	0.5	0.6	0.8	0.3	0.1	0.4	0.8	1.1	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	3.4	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	5.0	2.9	2.9	1.8
インド	4.5	6.1	7.8	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

処理水問題の影響は限定的か／「最低賃金 1,500 円」目標達成の課題

神田 慶司
田村 統久
岸川 和馬

[要約]

- 当社では、福島第一原子力発電所の処理水放出を巡る日中関係の悪化（処理水問題）に関するレポートを8月31日に公表し、暫定試算として、日本の実質GDPへの影響を▲6.1～▲1.2兆円程度と見積もった。だがその後の中国の動きなどを見ると、影響額は当初の想定よりもかなり小さくなる可能性が高まってきた。想定を見直して再試算した結果、実質GDPへの影響額は▲0.2～▲0.1兆円程度とみられる。
- もっとも、「中国リスク」は燻り続けるだろう。米中対立が激化する中、経済安全保障の分野で日本と米国との連携が進んでいるからだ。当面のリスクとして特に注目されるのは、米国による対中投資規制の影響である。5月のG7広島サミットでの首脳声明などを踏まえ、日本が米国と足並みを揃えて対中投資規制に踏み切る可能性は否定できず、そうなれば中国の更なる反発は必至だ。
- 政府が新たな最低賃金目標として掲げた「1,500円」は現在の欧州諸国並みの金額だが、平均賃金対比では主要国の最高水準を大幅に上回る。その意味で、政府が新目標の達成時期を「2030年代半ば」と明示したのは評価できる。「平均賃金対比の最低賃金の水準」と「平均賃金上昇率」から6つのシナリオを作成して定量的に検討すると、新目標の達成には平均賃金対比での最低賃金の引き上げか、成長力強化か、あるいはその両方が必要で、目標達成は容易ではない。今後は円滑に価格転嫁できる環境の整備や生産性向上の取り組みを官民で一段と推進するとともに、マクロの賃金対比で見た最低賃金の望ましい水準などについても政労使で議論を深めるべきだ。

処理水問題の影響と最低賃金の新目標をどうみるべき？

「[日本経済見通し：2023年8月](#)」を公表した8月22日以降、経済面では注目すべき2つの出来事が起きた。

1つ目は、東京電力福島第一原子力発電所にたまる処理水の海洋放出を巡る日中関係の悪化（以下、「処理水問題」）である。中国政府は処理水の海洋放出に反発し、日本産の海産物の輸入を全面的に停止することを発表した。日本などへの団体旅行は同月10日に解禁されたが、各種報道によると、処理水問題の影響で中国から日本への旅行をキャンセルする動きが広がっているという。

2つ目は、最低賃金の新たな政府目標が設定されたことである。2023年度の最低賃金は全国加重平均の時給で1,004円となり、従来の政府目標である1,000円を超えた。これを受け、岸田文雄首相は8月31日に開かれた新しい資本主義実現会議で、2030年代半ばまでに最低賃金が1,500円となることを目指すと表明した。

そこで本稿の前半では、処理水問題による日本経済への影響や今後の中国リスクについて検討し、後半では最低賃金の新目標に対する評価や目標達成の課題について述べる。

1. 処理水問題の影響は限定的の見込みだが中国リスクは継続

処理水問題による日本経済への影響額は▲0.2～▲0.1兆円程度か

当社では処理水問題に関するレポートを8月31日に公表した¹。暫定試算として、日本の実質GDPへの影響はリスクシナリオ①で▲1.2兆円程度、リスクシナリオ②で▲6.1兆円程度と見積もっていた。

リスクシナリオ①では処理水問題が1年間継続し、その間の中国人訪日客は直近値（2019年比で3割程度）で横ばい、香港からの訪日客は直近（同9割程度）から半減すると想定した。さらにリスクシナリオ②では①に加えて、中国国内で大規模な反日デモや不買運動が発生し、日本から中国（香港含む）への財輸出が2割減少すると想定した。

だがその後の中国の動きなどを見ると、影響額は当初の想定よりもかなり小さくなる可能性が高まってきた。例えば、中国共産党系のメディアである「環球時報」は社説で中国国民に冷静な対応を呼びかけ、大規模な反日デモは9月3日の「抗日戦争勝利記念日」でも起きなかった。日本政府が尖閣諸島を国有化したことで日中関係が急速に悪化した2012年とは異なる。当時は中国国内で自動車などの不買運動も発生した。また、9月9～10日にインドで開催された主要20カ国・地域首脳会議（G20サミット）では、中国の李強首相は処理水問題に関して直接言及しなかった。

¹ 神田慶司・末吉孝行・田村統久・岸川和馬「[処理水問題により、日本のGDPは1.2～6.1兆円減少する可能性【暫定試算】](#)」（大和総研レポート、2023年8月31日）。

こうした状況を踏まえると、処理水問題は長期化せず、中国人訪日客の落ち込みは小さいとみられる。そこで新たな試算では、不確実性が大きいものの、処理水問題の影響は11月頃には落ち着き、中国人訪日客は緩やかながらも回復を続けると想定した（香港からの訪日客は小幅な減少を想定）。中国向け海産物輸出とインバウンドの減少による日本の実質 GDP への影響額は▲0.2～▲0.1兆円程度と試算される。

経済安保面での中国リスクは継続

もともと、「中国リスク」は燻り続けるだろう。米中対立が激化する中、経済安全保障の分野で日本と米国との連携が進んでいるからだ²。

米国は2022年10月に半導体関連製品の輸出管理規制を強化し、半導体製造装置の輸出シェアが高い日本とオランダに協調を呼びかけた。日本は米国の要請に事実上応じる形で、2023年7月23日から先端半導体製造装置の輸出管理を強化した。こうした動きに反発した中国は8月1日、ガリウムとゲルマニウムの関連品目の輸出規制に踏み切った。これらのレアメタルは半導体の素材など幅広い用途で使われている。ガリウムでは世界生産量の98%（2022年）、精製ゲルマニウムでは同66%（2020年）が中国産だ³。

今回の措置は、対象品目の輸出企業に中国政府からの許可を得ることを義務付けるもので、輸出そのものが禁止されるわけではない。だが仮に日本企業が中国からの調達に難しくなれば、新たな調達先の確保や調達価格の上昇、供給制約による生産調整といったコストが発生する。

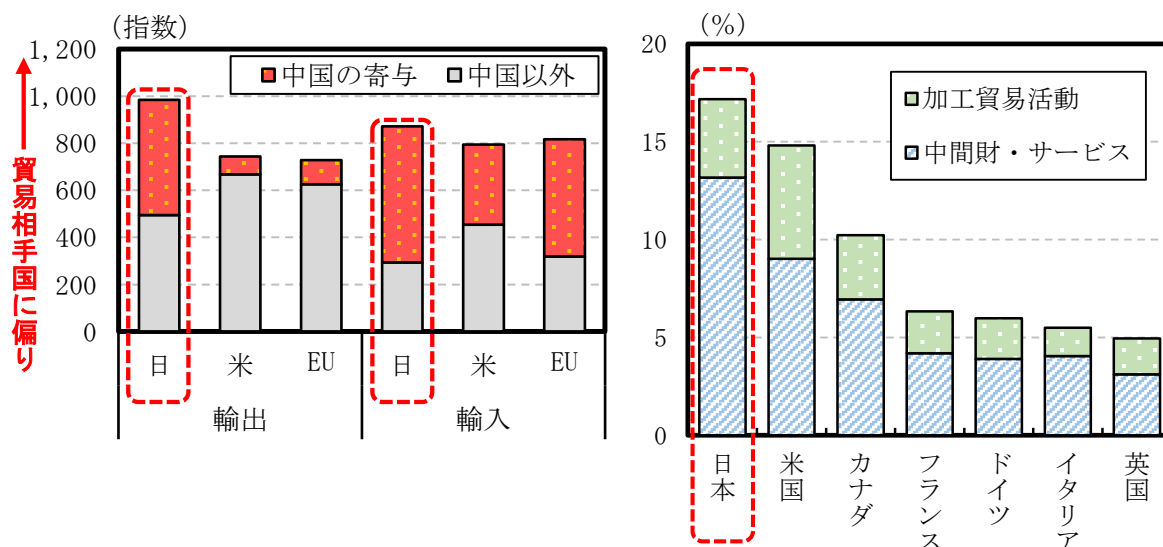
日本は中国との経済面での相互依存関係が深いいため、モノの流れが制限されたり止められたりしたときの影響は欧米よりも大きいとみられる。HHI（Herfindahl-Hirschman Index）を用いて貿易相手国の集中度を試算した**図表1左**を見ると、2021年の日本のHHIは輸出入ともに米国とEUのそれを上回った。また中国の寄与がかなり大きく、輸入において顕著だ。

経済協力開発機構（OECD）が公表する2018年の国際産業連関表を用いて、中間投入額に占める中国由来の割合を算出すると、日本は主要7カ国（G7）の中で最も大きい。また**図表1右**で示したように、中国由来の中間投入を「加工貿易活動」（中国の生産能力を活用）と「中間財・サービス」（中国産の資源等を活用）に大別すると、日本はとりわけ後者において中国依存度が高く、業種別では繊維・革製品、一般機械、電気機器などが該当する。

² 「日本経済見通し：2023年6月」では経済安全保障面での中国リスクについて分析した。

³ ガリウムの世界生産量における中国シェアの値はUnited States Geological Survey “MINERAL COMMODITY SUMMARIES 2023”、精製ゲルマニウムの値については独立行政法人エネルギー・金属鉱物資源機構（JOGMEC）「鉱物資源マテリアルフロー2021 ゲルマニウム（Ge）」を利用。

図表1：貿易相手国の集中度（HHI、左）と中間投入額における中国由来の割合（右）



(注) 左図は2021年の値で、集中度指数 (HHI) は財の貿易総額に占める相手国のシェアの2乗和であり、10,000に近いほど貿易相手国の偏りが大きいことを示す。右図は2018年の数値で、各国の生産活動における中間投入額（自国産除く）のうち中国由来のものが占める割合。「加工貿易活動」は当該国の生産能力を活用し、「中間財・サービス」は当該国産の資源等を活用していることを意味する。

(出所) 財務省、日本銀行、OECD、UN Comtrade、国際貿易センターより大和総研作成

経済安保面での当面のリスクは米国の対中投資規制による影響

日本は米国が主導する「インド太平洋経済枠組み」(IPEF)に参加している。参加国は日本や米国のほか、インド、韓国、オーストラリア、インドネシア、タイなど計14カ国で、合計した経済規模は世界のGDPの4割(2022年)に相当する。財貿易に関してIPEFでは、サプライチェーンの弱点となり得る重要物資の脱一国依存(中国依存の低減)などについて交渉が進められている。今回の処理水問題による日本経済への影響が限定的だったとしても、日中関係は不安定な状況が続く可能性がある。

当面のリスクとして特に注目されるのは、米国による対中投資規制の影響だ。バイデン大統領は2023年8月9日、米国から懸念国(countries of concern)への投資に関する大統領令に署名した⁴。半導体、量子技術、人工知能(AI)などの先端分野が対象で、これらの対外投資が懸念国の軍事発展に利用されるリスクに対処するのが目的だ。懸念国については、大統領令の付属書(Annex)で中国(香港とマカオを含む)のみが指定されたことから、事実上の対中投資規制といえる。これを受けて米国財務省は8月14日、規則案を策定するためのパブリックコメントを募集する官報を公示した⁵。

日本が対中投資規制でも米国と足並みを揃える可能性は否定できない。5月のG7広島サミットで採択された経済安全保障などに関する首脳声明⁶には、対外投資規制は輸出及び対内投資に

⁴ The White House “[Executive Order on Addressing United States Investments in Certain National Security Technologies and Products in Countries of Concern](#)”

⁵ Federal Resister “[Provisions Pertaining to U.S. Investments in Certain National Security Technologies and Products in Countries of Concern](#)”

⁶ 「[経済的強靱性及び経済安全保障に関するG7首脳声明](#)」(2023年5月20日、外務省 仮訳)

関する既存の管理手段を補完するための重要な手段になり得ると認識することなどが盛り込まれた。7月23日から先端半導体製造装置の輸出管理を強化している日本は、将来的には安全保障上のリスクに対処するため対中投資規制の導入に踏み切る可能性がある。

そうなれば、中国の更なる反発は必至だ。西側諸国と中国との間で規制の応酬合戦に発展し、貿易や投資の過度な制限が日本及び世界経済を悪化させるリスクには引き続き注意が必要である。

2. 「最低賃金 1,500 円」目標の評価と課題

新目標では実額水準の大幅な引き上げだけでなく達成時期の目安も示す

前述のように、最低賃金が2023年度に全国加重平均で1,000円を超えたことを受け、政府は2030年代半ばまでに1,500円になることを目指すという新たな目標を掲げた⁷。従来目標は「できる限り早期に最低賃金の全国加重平均が1000円以上」⁸であったが、新目標は実額の水準を従来目標の1.5倍に引き上げただけでなく、達成時期について「2030年代半ば」という目安も示した。

仮に2035年度に1,500円に達するには、2024年度から年率3.4%で引き上げていく必要がある。新型コロナウイルスの感染拡大で経済が大きく悪化した2020年度を除き、最低賃金は2016年度から2022年度まで毎年3%程度引き上げられ、2023年度は4.5%だったことから、ペースが大幅に加速するわけではない。

だが問題は、新目標をどのような経済状況の下で達成するかだ。一国全体（マクロ）の賃金や物価が低迷する状況で最低賃金だけが大幅に引き上げられると、低賃金労働者の所得環境は改善される一方、企業には人件費負担が重くのしかかることになる。とりわけ中小事業者や対面型サービス業の収益が圧迫されることで、事業者が廃業を迫られたり低賃金労働者で失業が発生したりする可能性がある。

1,500円は現在の欧州並みの金額だが平均賃金対比では主要国最高水準を大幅に上回る

8月31日の新しい資本主義実現会議後に行われた記者会見で、当時の後藤茂之内閣府特命担当大臣は「1,500円ということ自体は、今のヨーロッパ諸国の最賃の水準等から見て、目標として掲げることについては是非関係者の皆さんに御理解をいただきたいし、いただける数字」⁹と述べた。

⁷ 神田慶司・田村統久・中村華奈子「[最低賃金の新たな目標は『1,500円』？](#)」（大和総研レポート、2023年8月16日）では、欧州などの事例や最低賃金の国際比較、シナリオ別の最低賃金見通しの試算などを通じて新目標の課題やポイントを整理した。

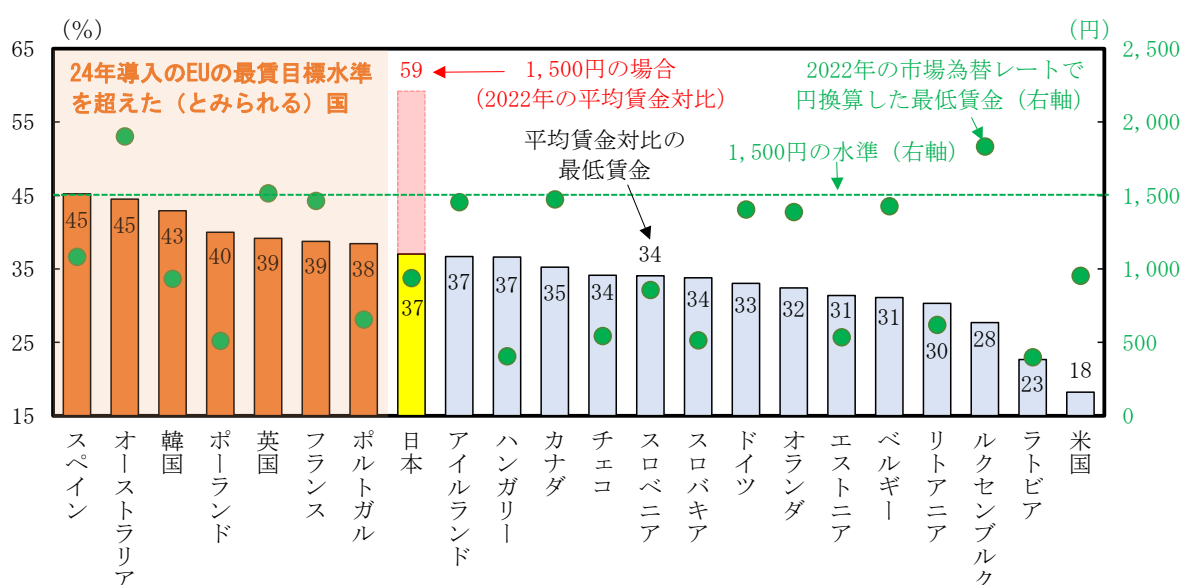
⁸ 「経済財政運営と改革の基本方針2022」（2022年6月7日閣議決定）

⁹ https://www.cao.go.jp/minister/2210_s_goto/20230831kaiken.html

図表 2 の丸印は、市場為替レートで円換算した 2022 年の最低賃金額を OECD 加盟国間で比較したものである。日本の水準は経済規模が比較的大きな国の中では低位にある。これが仮に 1,500 円であれば、上記の大臣発言のように英国やフランス、ドイツなどと概ね同水準になる。

だが、各国の最低賃金はそれぞれの経済構造や就業構造などを反映して決定される。絶対額で最低賃金を評価する際には、こうした経済社会の実情も考慮しなければならない。そこで**図表 2** の棒グラフでは、マクロの平均賃金対比で各国の最低賃金の水準を示した。平均賃金は GDP 統計の「賃金・俸給」を時給換算したもので、国際比較が可能だ。ただし、賃金・俸給には現物の給与や役員報酬などが含まれる点に留意する必要がある。

図表 2：2022 年における平均賃金対比と円換算した最低賃金（比較可能な OECD 加盟 22 カ国）



(注) 日本の最低賃金は期間加重平均を取ること暦年ベースに修正し、平均賃金（時給換算した賃金・俸給）は 2021 年の実績値から他統計をもとに延長推計。その他の国は実績値または OECD による予測値を利用。

(出所) OECD、総務省、内閣府、厚生労働省、Haver Analytics より大和総研作成

日本の最低賃金は 2022 年で平均賃金対比 37%と推計され、掲載した 22 カ国の中では 8 番目に高い。日本の水準を上回る 7 カ国のうち、英国は賃金中央値の 60%まで最低賃金を引き上げるという従来の政府目標を 2020 年に達成した¹⁰。フランスとポルトガルは 2018 年時点で賃金中央値の 60%を超え、2024 年中にも適用が始まる欧州連合（EU）指令¹¹の目標をすでに達成している。日本の最低賃金は 2023 年度に大幅に引き上げられたことを踏まえると、直近では 2022 年のポルトガルに近い水準にあるとみられる¹²。

¹⁰ 現在の英国は成人（現在は 23 歳以上）向けの最低賃金について、2024 年までに賃金中央値の 3 分の 2 まで引き上げる目標を掲げている。毎年の改定額は経済や雇用情勢などに鑑みて決めている。

¹¹ EU 加盟国が最低賃金の水準を評価するための参照値として、賃金中央値の 60%あるいは平均賃金の 50%を挙げている。参照値自体の指定はなく、各加盟国が決定することができる。

¹² 2023 年度の最低賃金は平均賃金対比 38%程度と見込まれる。なお、2023 年度の平均賃金は 2021 年度の実績値に、他統計の 2022 年度実績と、直近の内閣府「中長期の経済財政に関する試算」における 2023 年度の賃金見通しを用いて延長した試算値。

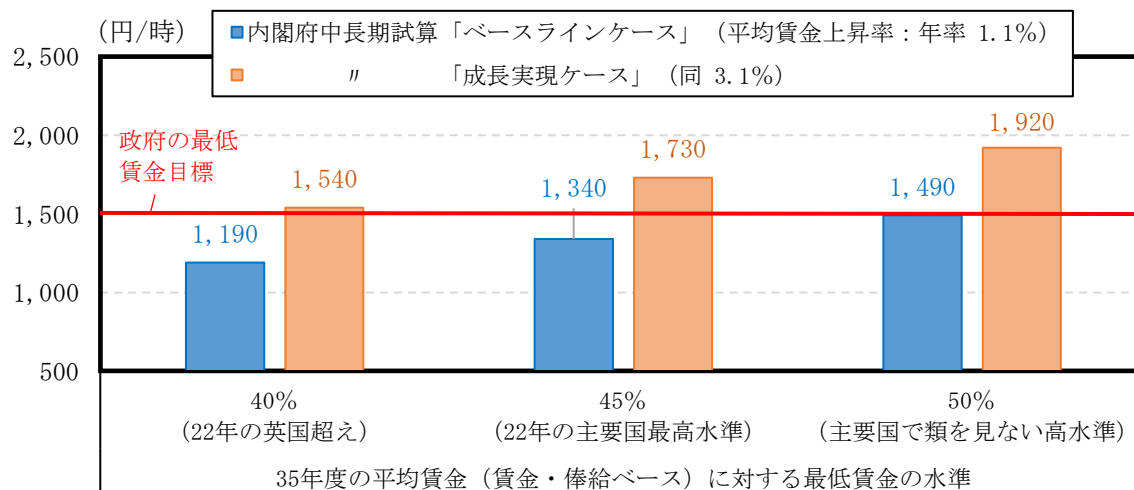
ここで日本の最低賃金が1,500円として機械的に試算すると、2022年の平均賃金対比で59%となる。**図表2**で最も高いスペインの同45%を14%ptも上回る。これは日本の平均賃金が諸外国の中でかなり低い水準にあるためだ。経済実態から見れば、日本の最低賃金をただちに欧州並みの1,500円に引き上げると企業負担が過重になり、廃業や低賃金労働者等の失業の増加などの悪影響が目立つことになるだろう。

その意味において、政府が最低賃金の新目標で達成時期を2030年代半ばと明示したのは評価できる。前出の記者会見で後藤大臣は、「できれば早く到達できることについて、これは可能性も残していますし、(中略)最賃が2030年代半ばまでに前倒しで実現されていく日本経済の今後の道筋が見えれば、それはより好ましいことであると考えています」と述べ、あくまで経済実態に配慮して最低賃金を引き上げていく考えを示した。

新目標の達成には平均賃金対比での引き上げか成長力強化、あるいは両方が必要

最低賃金の新目標の達成には、賃金と物価の循環的な上昇や労働生産性の向上を中長期的に実現する必要があるだろう。そこで**前掲図表2**の分析をもとに、6つのシナリオを作成して2035年度の日本の最低賃金を試算した結果が**図表3**だ。

図表3：2035年度における日本のシナリオ別最低賃金見通し



(注) 平均賃金上昇率の見通しは、直近の内閣府「中長期の経済財政に関する試算」(内閣府中長期試算)における2024～35年度の平均。2033～35年度における平均賃金上昇率は2032年度の値を利用。

(出所) OECD、内閣府、総務省、厚生労働省より大和総研作成

ここでは2035年度の平均賃金に対する最低賃金の比率について、①2022年の英国などをやや上回る「40%」、②2022年における主要国の最高水準並みの「45%」、③主要国で類を見ない高水準である「50%」、という3つのケースを想定した。

2024年度から2035年度までの平均賃金上昇率は、2023年7月に公表された内閣府「中長期の経済財政に関する試算」(以下、内閣府中長期試算)における「ベースラインケース」と「成

長実現ケース」の見通しを利用した（ただし 2033～35 年度における平均賃金上昇率は 2032 年度の値を利用）。

両ケースでは全要素生産性（TFP）上昇率の想定が大きく異なる。足元の経済状況を将来に投影したベースラインケースでは、TFP 上昇率が直近の景気循環の平均値である 0.5%程度で推移する。一方、成長実現ケースでは、これが 1980～90 年代の平均値である 1.4%程度へと高まる。労働参加率も高めに推移し、2035 年度までの平均賃金上昇率は年率 3.1%と、ベースラインケースの同 1.1%を上回る。

図表 3 で、平均賃金上昇率が年率 1.1%のベースラインケースに基づく、2035 年度に政府の新目標を達成するには、平均賃金に対する最低賃金の比率を 50%程度まで引き上げる必要がある。つまり現在の経済状況が将来にわたって変わらなければ、最低賃金を平均賃金対比で 10%ポイント超引き上げないと新目標を達成できない。

2035 年度までの引き上げ率は年率 3.4%と、2010 年代後半以降の実績に比べてさほど高いわけではないが、企業の負担は相当に重くなることが予想されるため、廃業や低賃金労働者の雇用環境の悪化といった悪影響が表れる可能性がある。こうした場合は目標の達成時期を遅らせるなどして柔軟に対応すべきだろう。

次に、平均賃金上昇率が年率 3.1%の成長実現ケースに基づく、3つの試算値で平均賃金に対する最低賃金の比率が最も低い 40%のシナリオでも新目標を達成する。この場合、平均賃金上昇率をやや上回るペースで最低賃金を引き上げればよいと、企業の負担は比較的小さい。

だが、そもそも成長実現ケースを実現することができるのかどうか大きな課題だ。およそ 10 年前の 2013 年 8 月に公表された内閣府中長期試算の「経済再生ケース」（成長実現ケースに相当）を見ると、2012 年度で 1%程度と推計されていた潜在成長率（実質 GDP のトレンド成長率）は 2021 年度に 2.5%程度まで高まると見込まれていた。それから約 5 年後に公表された成長実現ケースの 2021 年度見通しでは 2.0%程度に引き下げられた。直近の内閣府中長期試算では、同年度の実績値を 0.2%と推計している。この 10 年で政府は幅広い分野で制度・規制改革などを行ってきたものの、成長力強化の面で成果を上げることはできなかった。

以上の試算結果を踏まえると、新目標の達成には平均賃金対比での最低賃金の引き上げか、成長力強化か、あるいはその両方が必要ということになる。10 年超の時間をかけて引き上げていくとしても、最低賃金が 1,500 円になるのは容易なことではないだろう。

マクロの賃金対比で見た最低賃金の望ましい水準などについても議論を深めるべき

2023 年 8 月 31 日の新しい資本主義実現会議では、労使双方の委員から政府目標に対する考えを示した資料が提出された。

日本労働組合総連合会（連合）の資料には、「新たな中期目標を政労使の十分な理解のもとでセットするには、数字の根拠や時間軸の置き方などをしっかり検討する必要がある。（中略）英国や EU 指令など世界の最低賃金の考え方も参考にすべきである」と述べられた。また日本商工

会議所の資料では、「労使の意見を踏まえて目指すべき水準を政府方針として掲げることは否定しないが、経済実勢等を考慮して、適宜見直しを行うことも必要」と述べられた。

今後は最低賃金の新目標の達成に向けて、円滑に価格転嫁できる環境の整備や生産性向上の取り組みを官民で一段と推進するとともに、新目標をどのような経済環境の下で達成するか、マクロの賃金対比でどれくらいの最低賃金水準が日本において妥当なのかなどについても政労使で議論を深めるべきだ。

図表4：日本経済見通し＜第218回日本経済予測 改訂版（2023年9月8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 (暦年)	年度 (暦年)	年度 (暦年)
実質GDP(年率、兆円)	549.1	547.5	547.8	552.1	558.6	558.2	560.4	561.2	562.7	563.9	565.0	565.9	549.2	559.5	564.4
<前期比、%>	1.3	-0.3	0.1	0.8	1.2	-0.1	0.4	0.1	0.3	0.2	0.2	0.2			
<前期比年率、%>	5.3	-1.2	0.2	3.2	4.8	-0.3	1.6	0.6	1.1	0.9	0.8	0.6			
<前年同期比、%>	1.7	1.5	0.4	2.0	1.6	2.0	2.3	1.6	0.8	1.0	0.8	0.9	1.4	1.9	0.9
													(1.0)	(2.0)	(1.1)
民間消費支出(前期比、%)	1.8	0.0	0.3	0.6	-0.6	1.0	0.9	0.4	0.1	0.1	0.1	0.1	2.5	1.2	1.1
民間住宅投資(前期比、%)	-1.8	-0.1	1.0	0.7	2.0	-1.2	0.4	0.0	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4	-3.0	2.2	-1.1
企業設備投資(前期比、%)	2.0	1.5	-0.7	1.6	-1.0	1.4	1.2	1.0	0.5	0.4	0.4	0.3	3.1	2.2	2.6
政府消費支出(前期比、%)	0.5	-0.1	0.2	0.1	0.0	-0.8	-1.3	-1.0	0.4	0.4	0.3	0.3	0.7	-1.3	-0.7
公共投資(前期比、%)	0.6	1.0	0.1	1.4	0.2	0.7	0.7	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	-3.1	2.6	1.2
輸出(前期比、%)	1.9	2.4	1.5	-3.8	3.1	0.6	0.6	0.9	0.6	0.5	0.5	0.4	4.5	2.5	2.4
輸入(前期比、%)	1.1	5.5	-0.1	-2.3	-4.4	4.2	1.0	1.0	0.2	0.2	0.2	0.2	7.2	-1.2	2.7
名目GDP(前期比年率、%)	4.7	-3.6	5.0	9.0	11.4	-0.4	2.1	3.2	1.9	1.3	1.2	2.0	2.0	5.1	1.9
GDPデフレーター(前年同期比、%)	-0.3	-0.4	1.2	2.0	3.5	4.1	3.0	2.2	1.0	1.1	1.1	0.8	0.7	3.2	1.0
鉱工業生産(前期比、%)	-1.5	3.1	-1.7	-1.8	1.4	1.6	2.0	1.0	-0.1	-0.1	0.1	0.1	-0.3	2.4	2.1
コアCPI(前年同期比、%)	2.1	2.7	3.8	3.5	3.2	2.8	2.4	3.2	2.9	2.3	1.8	1.3	3.0	2.9	2.0
失業率(%)	2.6	2.6	2.5	2.6	2.6	2.6	2.5	2.4	2.4	2.3	2.3	2.3	2.6	2.5	2.3
貿易収支(兆円、年率)	-14.8	-22.3	-20.6	-14.9	-3.5	-10.4	-12.2	-12.1	-11.7	-11.8	-11.5	-11.3	-18.0	-9.5	-11.5
経常収支(兆円、年率)	12.8	4.1	9.9	11.0	23.8	21.7	20.4	20.1	20.9	21.5	22.0	22.4	9.4	21.4	21.6
前提															
原油価格(WTI、ドル/バレル)	108.5	91.4	82.6	76.0	73.6	81.6	87.5	87.5	87.5	87.5	87.5	87.5	89.6	82.6	87.5
為替レート(円/ドル)	129.6	138.4	141.4	132.3	137.4	144.5	147.7	147.7	147.7	147.7	147.7	147.7	135.4	144.3	147.7

(注) 網掛け部分は大和総研予想。

(出所) 大和総研

米国経済 まだハト派にはなれない

従業員の待遇改善を求める動きが活発化、インフレ圧力は高止まりか

矢作 大祐

[要約]

- 2023年9月19日・20日に開催されたFOMC（連邦公開市場委員会）における注目点は、2023年内の追加利上げの可能性と、2024年以降の利下げのタイミングであった。ドットチャート（FOMC参加者のFF金利見通し）の中央値によれば、2023年末は5.6%、2024年末が5.1%となった。2023年に関しては、前回（6月13日・14日）のドットチャートから据え置きとなり、残り2会合で0.25%ptの追加利上げが見込まれている。2024年に関しては、前回のドットチャートで合計1.00%ptの利下げが予想されていたが、合計0.50%ptへと利下げ幅が縮小し、利下げのタイミングが後ずれする可能性を示唆するものとなった。市場の想定と比べて、今回のFOMCはタカ派的な印象が強いといえる。
- もっとも、追加利上げも利下げタイミングの先送りも、FOMC参加者でコンセンサスを得ているというよりは、オプション的な意味合いがあるかもしれない。結局のところ、金融政策の先行きは、インフレの減速と労働需給のタイトさの緩和の進捗次第といえる。一定の進捗は見られるものの、足下で従業員の待遇改善を求める動きが活発化しており、賃金上昇率が下がりにくくなる恐れがある点は懸念材料だ。UAW（全米自動車労働組合）によるストライキなど、企業の生産活動が混乱することになれば、財価格の上昇をもたらす可能性もある。インフレの高止まり懸念が強まれば、追加利上げや利下げ先送りといったオプションは、より現実味を帯びることになる。市場参加者もハト派的になるのは時期尚早だろう。

2023 年は追加利上げ、2024 年は利下げ先送りとタカ派的な 9 月の FOMC

2023 年 9 月 19 日・20 日に開催された FOMC（連邦公開市場委員会）では、政策金利である FF（フェデラルファンド）レートの誘導目標レンジが、従来の 5.25-5.50% で据え置かれた¹。今回の金利据え置きは、市場参加者にとってサプライズとはならなかった。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）によると、FOMC の開催前（9 月 18 日）の時点で、据え置きの確率は 99% となっていた。タカ派のウォラーFRB 理事が、今回の FOMC での金利据え置きを示唆していたことで、市場の織り込みが進んでいたといえる。

金利据え置きが想定内であったことから、焦点は追加利上げの可能性と利下げまでの距離感となった。FedWatch によれば、FOMC 前の時点（9 月 18 日）で、11 月、12 月の FOMC でも金利が据え置かれる可能性が過半となり、7 月の FOMC での利上げが最後との見方が市場の中で主流であった。また、利下げに関しては、2024 年 6 月の FOMC 或いは 7 月の FOMC で実施されるという見立てが市場では相対的に多かった。他方、今回の FOMC で公表された FOMC 参加者の FF 金利見通し（ドットチャート）における中央値は、2023 年末が 5.6%、2024 年末が 5.1% となった。2023 年に関しては、前回（6 月 13 日・14 日）のドットチャートから据え置きとなり、残り 2 会合で 0.25%pt の追加利上げが見込まれている。2024 年に関しては、前回のドットチャートでは合計 1.00%pt の利下げが予想されていたが、合計 0.50%pt へと利下げ幅が縮小し、利下げのタイミングが後ずれする可能性を示唆するものとなった。市場の想定と比べて、今回の FOMC はタカ派的な印象が強いといえる。

こうしたタカ派的な結果となった背景には、景気の堅調さに伴いインフレが沈静化するまで時間を要するとの FOMC 参加者の認識がある。もっとも、追加利上げも利下げ先送りのデータ次第である。追加利上げに関して、パウエル議長はデータに基づいて慎重に判断すると述べており、FOMC 参加者内でのコンセンサスというよりはオプション的な意味合いがあるかもしれない。また、2024 年に関しても、中央値よりも低い金利を予想する FOMC 参加者は 9 名、中央値よりも高い金利を予想する FOMC 参加者は 6 名となり、形状は中央値に比べてややハト派的に映る。

インフレは減速し、雇用は悪化しているが、賃金の高止まりリスクは継続

FOMC が追加利上げを実施するか否か、利下げタイミングを先送りするか否かは、結局のところインフレの減速と労働需給のタイトさの緩和の進捗次第といえる。FOMC がインフレ目標の基準としている PCE（個人消費支出）価格指数を確認すると、7 月に 2 カ月連続で前月比 +0.2% となり、前年比でも +3.3% となった。前月比 +0.2% という伸びは、FOMC のインフレ目標である前年比 +2% の達成に近づくペースといえる。また、FOMC がインフレの基調判断に用いるコア PCE 価格指数に関しては、前年比 +4.2% と、依然として高水準にある。しかし、前年比というのはインフレのトレンドを見る上では有用だが、短期的な動きは見えづらい。短期的な動きを見る上で、3 カ月前比年率や 6 カ月前比年率に注目すると、コア PCE 価格指数の 3 カ月前比年率

¹ 大和総研 ニューヨークリサーチセンター 矢作大祐「FOMC ドットチャートはタカ派的」（2023 年 9 月 21 日）参照 https://www.dir.co.jp/report/research/economics/usa/20230921_024003.html

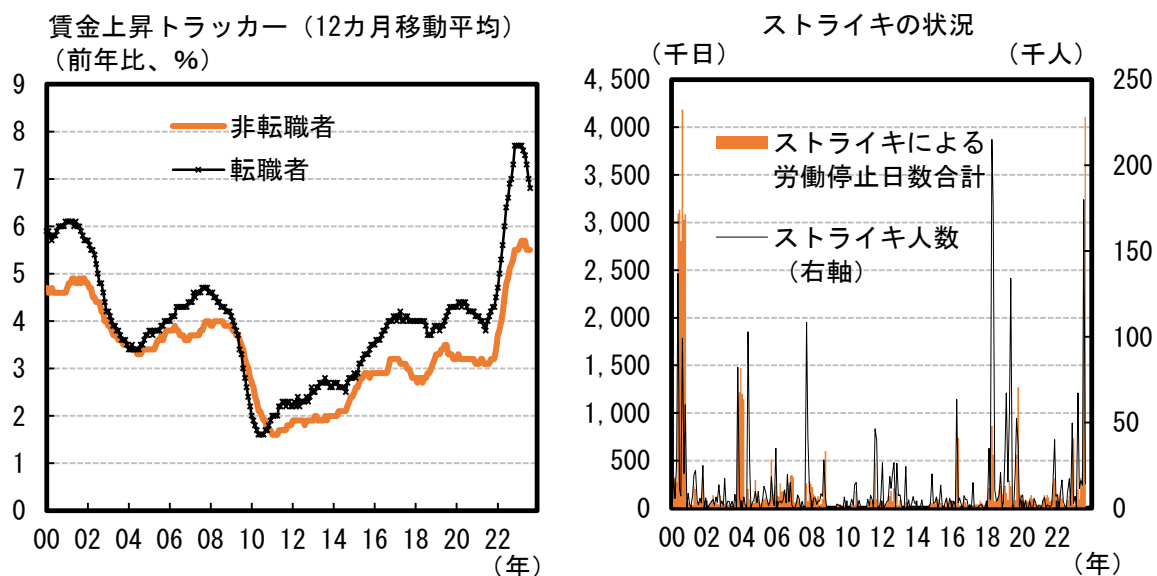
は7月が+2.9%、6カ月前比年率は+3.4%と、前年比に比べて減速している。

雇用環境に関しては、非農業部門雇用者数の伸びが減速し、求人件数が減少しているのは、後述の通りである。とりわけ、求人件数は2023年に入り7カ月間で合計240.7万件減少した。2022年の求人件数が合計59.2万件の減少であったことと比べて、労働需要の減少ペースは加速している。労働需給のタイトさの緩和は着実に進展しており、賃金上昇率、ひいてはコアPCE価格指数の減速を期待させる。

他方で、足下では従業員の待遇改善を求める動きが活発化しており、賃金上昇率が下がりにくくなる恐れがある。例えば、輸送大手のUPSは労使交渉の結果、パートタイム労働者の待遇改善として今後5年で現在の時給を少なくとも40%以上（例：時給18.25ドル→25.75ドル）引き上げることを承諾した。また、UAW（全米自動車労働組合）も米3大自動車メーカーに対して大幅な賃上げを要求しており、交渉期限までに交渉がまとまらなかった結果、9月15日よりストライキに発展した。労働組合による待遇改善要求は米国全体で活発化しており、足下のストライキによる労働停止日数は2000年以来最も高い水準になった。労働需要の減少に伴い転職者の賃金上昇率は減速しているが、従業員の待遇改善を求める動きの拡大によって非転職者の賃金上昇率は高止まりしており、インフレ圧力が長引く可能性がある。

労働者の賃金上昇といった待遇改善は、人々の生活水準を引き上げ、消費余力の向上を促し、米国経済を活性化させ得る。しかし、インフレの高止まりリスクが懸念される現在においては、米国経済を活性化させることも、賃金上昇率が減速しないことも、ネガティブな意味合いを有する。また、ストライキが続けば、企業の生産活動に混乱をもたらす。コロナ禍においてサプライチェーンの混乱が財価格の上昇に帰結したことは記憶に新しい。インフレの高止まり懸念が強まれば、追加利上げや利下げ先送りといったオプションは、より現実味を帯びることになるだろう。

図表1 賃金上昇トラッカー（12カ月移動平均）、ストライキの状況



（注）労働停止日数はストライキに参加した労働者数と、実際に労働に従事しなかった日数の積。

（出所）BLS、アトランタ連銀、Haver Analytics より大和総研作成

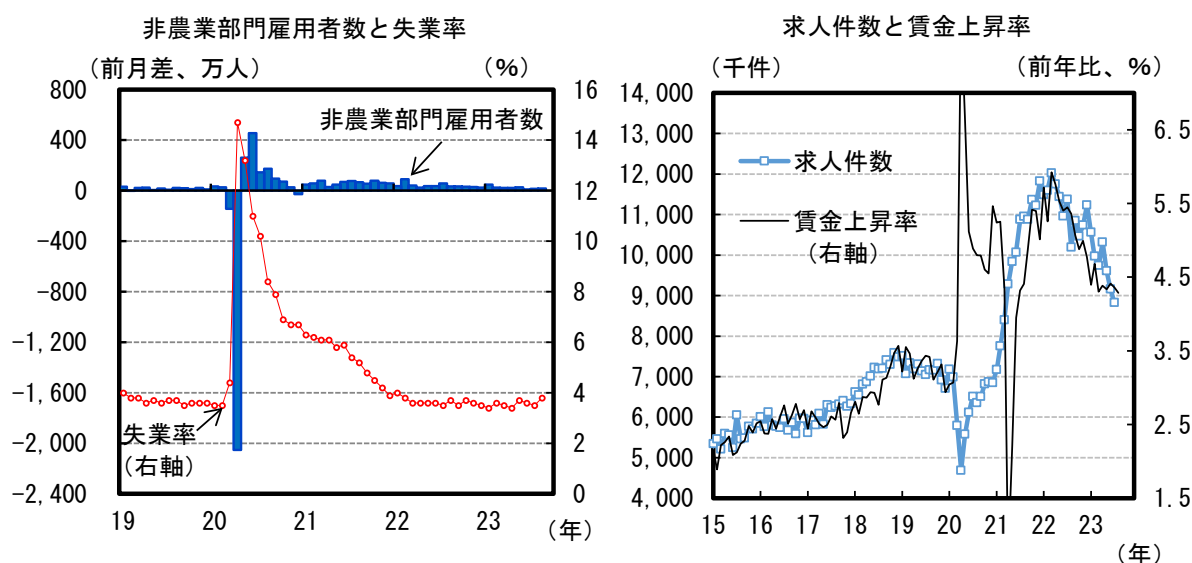
雇用環境は緩やかに悪化し、労働需給のタイトさも緩和へ

2023年8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+17.0万人）を上回った。しかし、過去分が大幅に下方修正されたことや、雇用者数の伸び幅が好不調の境目となる+20.0万人を3カ月連続で下回ったことから、雇用者数は減速感が強まっている。また、失業率に関しては同+0.3%ptと3カ月ぶりに上昇し、3.8%となった（悪化）。失業率の内訳を見ると、失業率の押し上げは非労働力人口の減少及び失業者数の増加によるものである。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ともに増加し、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が増加した。また、非労働力人口の減少に関しても、労働市場への参加を意味することから、労働需給のタイトさの緩和を意味する。労働供給が拡大する中で、賃金上昇率は前年比+4.3%と減速した。8月の雇用統計をまとめれば、雇用環境が緩やかに悪化していることを確認できる結果であったといえる。

その他の雇用関連指標を見ると、2023年7月の求人件数は前月差▲33.8万件と3カ月連続で減少した。また、過去分が下方修正されたことで求人件数の水準は882.7万件と、900万件を2021年3月ぶりに下回った。また、新規失業保険申請件数を確認すると、9月10日-9月16日は20.1万人となった。8月前半の25万人前後と比べて、8月半ば以降は20.1万人-23.2万人と水準が下方シフトしたことから、雇用環境が急激に悪化しているような兆しは見られない。

雇用環境が緩やかに悪化する中で、労働需給のタイトさが緩和し、賃金上昇率も減速したことは、インフレ抑制の観点から望ましい結果といえる。ただし、UPSやUAWの労使交渉で大幅な賃上げ要求がなされたように、既存社員の待遇改善の波が押し寄せている。労働需給のタイトさが緩和しつつあるとはいえ、こうした賃上げ交渉が他の企業やセクターにも波及し、賃金上昇圧力が継続する可能性があるだろう。

図表2 非農業部門雇用者数と失業率、求人件数と賃金上昇率



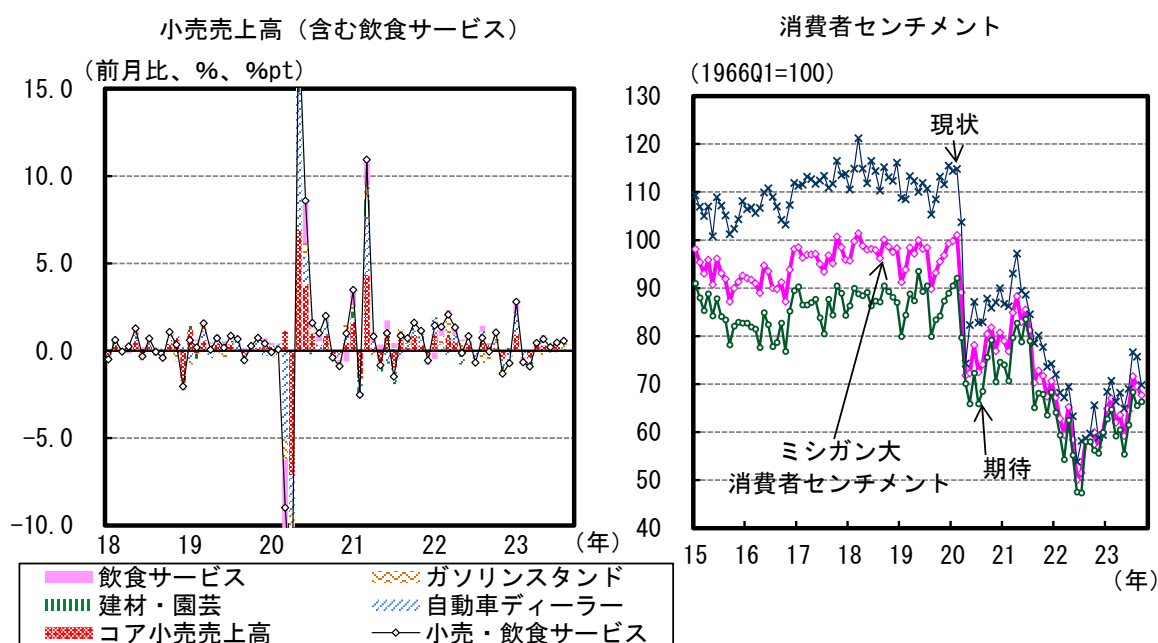
(出所) BLS、Haver Analytics より大和総研作成

小売売上高は強くも弱くもない結果、消費者センチメントは悪化

個人消費の動向を確認すると、2023年8月の小売売上高(含む飲食サービス)は前月比+0.6%と前月から伸び幅が加速し、市場予想(Bloomberg調査:同+0.2%)を上回った。他方で、過去分が下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、コア小売売上高は同+0.1%と減速したことを踏まえれば、強くも弱くもない結果といえる。8月の小売売上高(含む飲食サービス)の内訳を見ると、ガソリン価格の上昇により、ガソリンスタンド(同+5.2%)が大幅増となった。この他に、衣服・宝飾品(同+0.9%)や家電(同+0.7%)の伸び幅が大きい。他方で、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前月からの反動で、レジャー・娯楽用品(同▲1.6%)は前月比マイナスに落ち込み、無店舗販売(同+0.0%)も大幅に減速した。

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9月(速報値)が前月差▲1.8ptと2カ月連続で低下し、水準は67.7ptとなった。構成指数の内訳を見ると、期待指数(同+0.8pt)は小幅に改善したが、現状指数(同▲5.9pt)は悪化した。全体の数値自体は低下したものの、ミシガン大学は消費者の経済環境に対する短期的及び長期的な期待が緩やかに改善したと指摘している。もっとも、2024財政年度の予算を巡る民主党・共和党の議論が激しさを増す中で、本予算だけでなくつなぎ予算も成立しなかった場合は、政府機関の閉鎖となる可能性がある。ミシガン大学は、こうした政府機関の閉鎖について消費者は今のところ懸念していないが、現実味を帯びてくれば経済に対する期待は低下し得ると指摘している。10月から始まる学生ローンの返済再開や雇用環境の緩やかな悪化に加えて、政府機関の閉鎖が消費者センチメントの重石となり得るだろう。

図表3 小売売上高(含む飲食サービス)、消費者センチメント



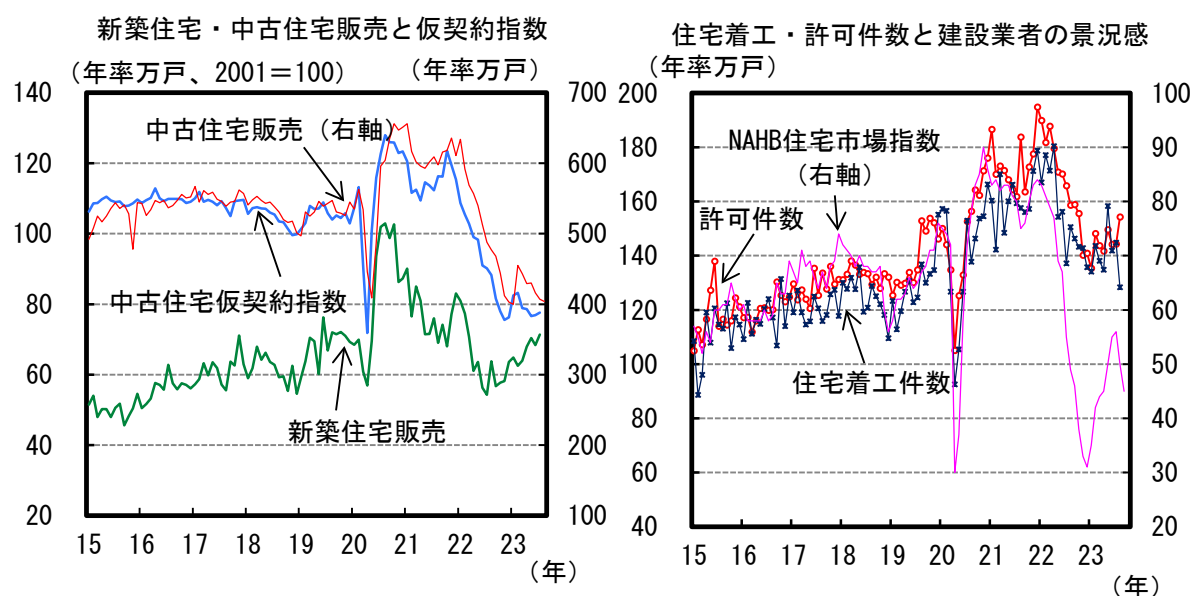
(出所) Census、ロイター/ミシガン大、Haver Analytics より大和総研作成

住宅ローン金利の上昇が住宅市場の重石となる状況は継続

住宅需要に目を向けると、2023年7月の新築住宅販売（戸建）は、前月比+4.4%と増加に転じた。他方で、中古住宅販売（コンドミニアム等含む）に関しては、8月が同▲0.7%と3カ月連続で減少した。中古住宅販売の先行指標である中古住宅仮契約指数が、7月に同+0.9%と2カ月連続でプラスとなったことからプラス転換も予想されていたが、期待外れの結果となった。中古住宅販売と新築住宅販売の間で方向感の違いが顕著になっている背景として、中古住宅の在庫は少しずつ増加しているものの、依然として低水準なままであり、購入の際の選択肢が少ないことが中古住宅販売を抑制していると考えられる。また、新築住宅価格（中央値）が中古住宅価格（中央値）を上回るという関係は変わっていないものの、在庫不足で需給がタイトになっている中古住宅価格が上昇傾向である一方、新築住宅価格は下落している。この結果、新築住宅と中古住宅の間の価格差が小さくなり、これまでに比べて新築住宅が選好されやすくなっている。とはいえ、住宅ローン金利が上昇する中で、ロイター／ミシガン大消費者センチメントの住宅購入判断は低下しており、新築住宅販売の先行きも楽観視できないだろう。

住宅供給に関しては、新築住宅着工は、2023年8月に前月比▲11.3%と大幅に減少した。西部での着工が大幅に落ち込んだことが全体を押し下げたわけだが、これは8月後半にカリフォルニア州に到達した大型ハリケーン・ヒラリーによる大雨や洪水による悪影響が要因として考えられよう。なお、新築住宅着工の先行指標である建設許可は、同+6.9%と大幅に増加したことから、9月の新築住宅着工は増加に転じるとみられる。もともと、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9月分は前月差▲5ptと2カ月連続で大幅に悪化した。NAHBは住宅ローン金利の上昇が人々の住宅購入意欲を押し下げ、それに伴い、住宅建設業者のマインドも悪化したと指摘している。住宅ローン金利が低下するまでは、住宅市場の本格的な回復は期待しにくいといえよう。

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



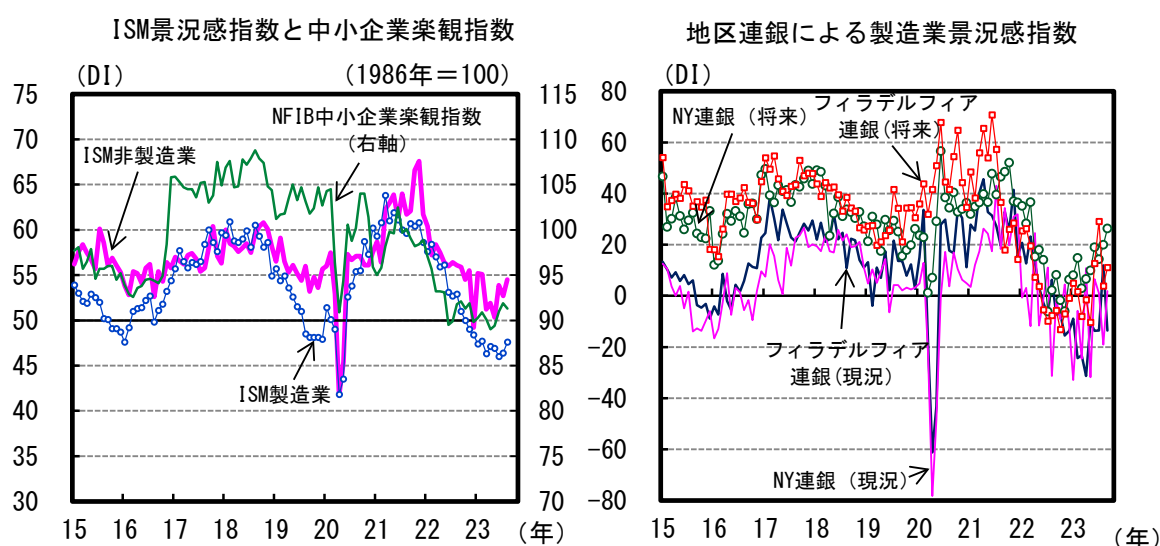
(出所) Census、NAR、NAHB、Haver Analytics より大和総研作成

企業マインドは改善も、底打ちするかは予断を許さない

2023年8月のISM景況感指数は、製造業が前月差+1.2%ptの47.6%と2カ月連続で改善した。また、非製造業は同+1.8%ptと改善に転じ、水準は54.5%となった。構成項目を見ると、製造業に関しては、新規受注指数と在庫指数が悪化した。雇用指数、入荷遅延指数、生産指数は改善した。非製造業に関しては、事業活動指数、雇用指数、新規受注指数、入荷遅延指数のいずれもが改善した。企業のコメントを見ると、非製造業は景気減速の影響はありながらも需要は底堅いという認識が主流である。他方で、製造業は受注の鈍化や業績の悪化といった指摘が目立つ。製造業は顧客の在庫の解消が進んだ一方で、在庫の積み上げが再開するかは不透明な点を懸念している。顧客が景気の先行きに懸念を有していることや、サプライチェーンの混乱の改善が進んだことで、在庫の積み増しニーズが低下しているとの指摘もある。

中小企業マインドに関しては、2023年8月のNFIB(全米独立企業連盟)中小企業楽観指数は、前月差▲0.6ptと4カ月ぶりに悪化し、水準は91.3となった。内訳項目を見ると、利益に対する期待が改善した一方で、景況感に対する期待や実質販売の増加に対する期待が悪化した。NFIBは、景気の先行きに対する見通しが暗い中で、中小企業は今すぐ雇用を増やし、好調な個人消費の恩恵を得ようとする動きがあるとの見解を示している。足下の企業マインドをまとめると、ISM景況感指数が製造業も非製造業も改善しており、数値上は景況感に底打ちの兆しが見られる。2023年9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ても、NY連銀は現況指数(前月差+20.9pt)、将来指数(同+6.4pt)ともに改善した。フィラデルフィア連銀は現況指数(同▲25.5pt)が前月の大幅上昇から低下に転じた一方、将来指数(同+7.2pt)は改善した。もっとも、企業のコメントは決して楽観的なものばかりではなく、とりわけ製造業や中小企業では先行きに対する慎重な声も多い。引き締め的な金融環境は継続しており、政府機関が閉鎖する可能性や労使交渉の増加など企業運営における課題は多いことから、企業マインドが底打ちするかは予断を許さない。

図表5 ISM景況感指数とNFIB中小企業楽観指数、地区連銀による製造業景況感指数



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

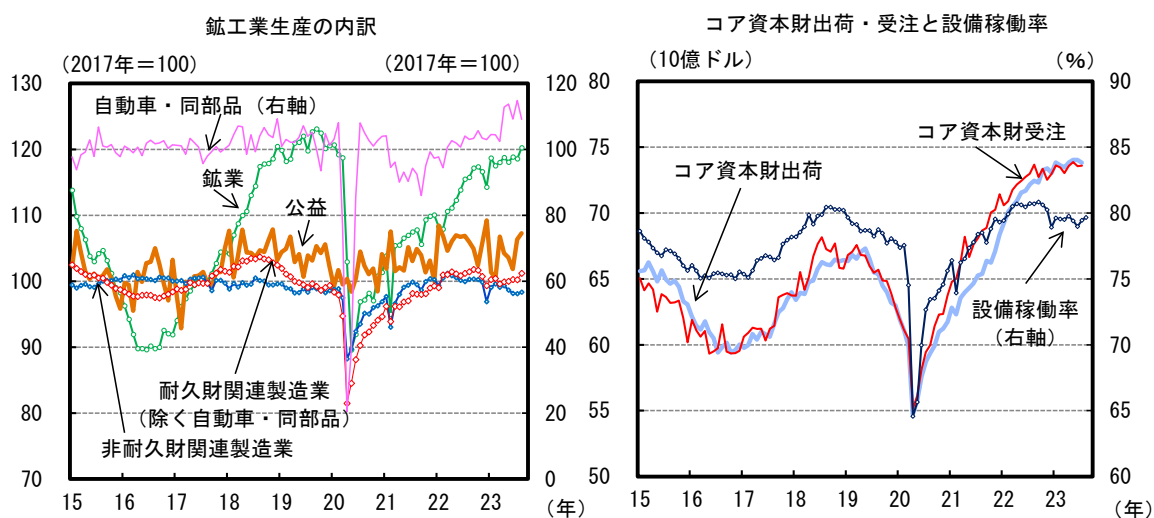
8月の鉱工業生産指数は上昇も、先行きは自動車関連のストライキが重石に

企業の実体面に関して、2023年8月の鉱工業生産指数は前月比+0.4%と2カ月連続で上昇し、市場予想（Bloomberg調査：同+0.1%）を上回った。過去分の改訂に関しては、7月分はプラス幅が縮小したものの、5、6月のマイナス幅が縮小したことで、合わせて見れば水準が上方修正された。8月の結果や過去分の改訂を踏まえれば、ポジティブな結果といえる。

鉱工業生産指数の内訳を見ると、製造業（前月比+0.1%）、鉱業（同+1.4%）、公益（同+0.9%）といずれも上昇した。製造業の内訳を見ると、耐久財（同+0.1%）が減速したものの、非耐久財（同+0.2%）は加速した。耐久財に関しては、前月に大幅に上昇した自動車・同部品（同▲5.0%）が反動減となった。他方で、自動車・同部品を除く耐久財（同+1.0%）は堅調な伸びとなった。その他輸送用機器（同+3.3%）や機械（同+2.0%）、一次金属（同+1.6%）、家具・家事用品（同+1.3%）などがけん引役となった。非耐久財に関しては、衣服・革製品（同▲3.5%）や繊維・繊維製品（同▲2.4%）が足を引っ張ったが、印刷（同+1.3%）や化学（同+1.0%）が全体を押し上げた。

設備投資関連の指標について、機械投資の一致指標であるコア資本財出荷は2023年7月に前月比▲0.3%と4カ月ぶりにマイナスに転じた。他方で、先行指標であるコア資本財受注が同+0.1%となったことや、8月の鉱工業生産指数が上昇したことを踏まえれば、8月のコア資本財出荷はプラスに転じることが想定される。続いて、2023年8月の設備稼働率に関しては、前月差+0.2%ptと2カ月連続で上昇し、長期平均（1972-2022年：79.7%）と同水準になった。設備の稼働状況が過去と比べてひっ迫しているとはいえ、銀行の貸出態度が厳格化し、商工業向けローン残高が緩やかに減少していることを踏まえれば、設備投資が活性化するような見通しはつきにくい。また、UAWと米自動車大手との労使交渉がまとまらなかったことで、9月15日より特定の生産現場で順次ストライキが行われることとなった。交渉妥結までに時間を要すれば、生産活動や設備投資の重石となることが危惧される。

図表6 鉱工業生産の内訳、コア資本財出荷・受注と設備稼働率



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

経済見通し

足下までの経済指標を踏まえ、2023年7-9月期の実質GDP成長率は前期比年率+2.4%と、4-6月期から加速すると見込む。米国経済の屋台骨である個人消費は加速する公算が大きい一方で、金融引き締めの影響を受けて住宅投資はマイナス幅が拡大すると見込む。また、銀行の商工業向けローンが緩やかに減少する中で、設備投資は減速することが想定される。UAWのストライキが長引けば、生産活動や設備投資の重石となり、設備投資がマイナスに転じる可能性もある。

他方で、景気がインフレを加速させるような堅調さを見せれば、金融引き締めの長期化へと帰結し得る。9月のFOMCで公表されたドットチャート（中央値）が追加利上げと利下げタイミングの先送りを示唆する結果となったのも、足下の景気の堅調さによってインフレ沈静化まで時間を要すると考えられているからであろう。

もっとも、追加利上げも利下げタイミングの先送りもFOMC参加者でコンセンサスを得ているというよりは、オプション的な意味合いを有するかもしれない。結局のところ、金融政策の先行きは、インフレの減速と労働需給のタイトさの緩和の進捗次第といえる。一定の進捗は見られるものの、足下で従業員の待遇改善を求める動きが活発化しており、賃金上昇率が下がりにくくなる恐れがある点は懸念材料だ。UAWによるストライキなど、企業の生産活動が混乱することになれば、財価格の上昇をもたらす可能性もある。インフレの高止まり懸念が強まれば、追加利上げや利下げ先送りといったオプションは、より現実味を帯びることになる。市場参加者もハト派的になるのは時期尚早だろう。

図表7 米国経済見通し

	四半期												暦年			
	2022				2023				2024				2021	2022	2023	2024
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV				
	前期比年率、%												前年比、%			
国内総生産 （前年同期比、%）	-1.6	-0.6	3.2	2.6	2.0	2.1	2.4	0.6	0.1	0.4	1.0	1.4	5.9	2.1	2.1	0.9
個人消費	1.3	2.0	2.3	1.0	4.2	1.7	3.3	1.4	0.8	1.1	1.3	1.6	8.3	2.7	2.4	1.5
設備投資	7.9	0.1	6.2	4.0	0.6	6.1	1.0	-2.5	-4.7	-3.4	-1.3	0.3	6.4	3.9	2.8	-2.0
住宅投資	-3.1	-17.8	-27.1	-25.1	-4.0	-3.6	-5.0	-3.0	-1.6	0.7	1.5	2.1	10.7	-10.6	-12.6	-1.4
輸出	-4.6	13.8	14.6	-3.7	7.8	-10.6	5.4	1.3	0.7	1.0	1.3	1.7	6.1	7.1	2.3	0.8
輸入	18.4	2.2	-7.3	-5.5	2.0	-7.0	2.3	1.0	0.5	0.8	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	3.3	1.1	1.2	1.4	1.5	1.3	1.1	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	2.4	0.7	0.1	0.5	1.0	1.4	6.7	1.7	2.0	0.9
民間最終需要	2.1	0.5	1.1	0.0	3.2	2.1	2.6	0.6	-0.2	0.3	0.9	1.4	8.1	2.1	1.7	0.8
鉱工業生産	3.7	4.1	2.1	-2.5	-0.3	0.7	0.5	0.0	-1.2	-0.5	0.9	1.6	4.4	3.4	0.0	-0.1
消費者物価指数	9.2	9.7	5.5	4.2	3.8	2.7	3.5	4.0	2.5	2.3	2.3	2.4	4.7	8.0	4.2	2.9
失業率（%）	3.8	3.6	3.5	3.6	3.5	3.5	3.7	4.0	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	-202	-204	-193	-193	-192	-191	-191	-191	-842	-951	-792	-765
経常収支（10億ドル）	-284	-249	-223	-216	-214	-212	-199	-197	-194	-191	-189	-187	-831	-972	-823	-761
FFレート（%）	0.50	1.75	3.25	4.50	5.00	5.25	5.50	5.50	5.50	5.25	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	4.91	4.90	4.75	4.60	4.45	4.30	0.27	2.98	4.61	4.53
10年債利回り（%）	1.94	2.93	3.11	3.83	3.65	3.59	4.12	4.11	3.98	3.89	3.80	3.71	1.44	2.95	3.87	3.85

（注1）網掛けは予想値。2023年9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 ECB は利上げ停止へ

金融政策の焦点は高金利継続の時間軸へと移行

橋本 政彦

[要約]

- ECB は 2023 年 9 月 14 日に行われた理事会で、10 会合連続の利上げとなる 0.25% の追加利上げを決定した。ただし、声明文には利上げの停止を示唆する内容が盛り込まれ、2022 年 7 月以降続けられてきた ECB の利上げサイクルは、9 月の利上げを以て停止される可能性が高い。
- 利上げの停止が強く示唆された背景には、ユーロ圏経済の景気減速があると考えられる。9 月に公表された ECB による経済見通しでは、インフレ見通しが軽微に修正された一方、足元を中心に実質 GDP 成長率の予想が引き下げられた。
- 依然として目標を大きく上回るインフレ率を目標の 2% へと回帰させるため、ECB は今後も引き締め的な金融環境を維持する必要がある。ECB は現行の金利水準を据え置くことに強くコミットし、引き締め効果の持続に努めることになるだろう。ラガルド総裁も明言する通り、金融政策の焦点は金利水準から時間軸へと移ることになり、政策変更をしないことが今後の ECB の基本スタンスになると見込まれる。

ユーロ圏経済

ECBは9月会合で利上げ実施も、声明文で利上げ停止を示唆

ECBは2023年9月14日に行われた理事会で、10回連続の利上げとなる0.25%の追加利上げを決定し、3つの政策金利（主要リファイナンスオペ金利、限界貸付ファシリティ金利、預金ファシリティ金利）はそれぞれ、4.50%、4.75%、4.00%となった。今回の利上げによって、預金ファシリティ金利は過去最高水準に達し、主要リファイナンスオペ金利は世界金融危機前のピークを上回り2001年7月以来の高さとなった。事実上の利上げが予告されていた7月の理事会とは異なり、9月の理事会での利上げは経済指標次第で判断するとされていたため、事前の市場予想では利上げの有無に関して意見が割れていた。また、理事会直前にECBによるインフレ見通しが引き上げられるとのリーク報道が出たことで、市場では急速に利上げの織り込みが進んだため大きなサプライズとはならなかったものの、結果としてECBはタカ派的な選択をしたことになる。

だが、利上げの決定とは対照的に、声明文やラガルド総裁の会見はハト派的な内容となった。特に注目すべきは、声明文に利上げの停止を示唆する内容が盛り込まれたことである。具体的には、「現在の評価を踏まえ、主要政策金利は、十分な期間にわたって据え置かれた場合に、インフレ率の適時目標復帰に多大な寄与をするとみられる水準に到達し」という表現が新たに加えられた。また、ラガルド総裁は声明文公表後の会見で、今後の政策の議論においては、金利水準よりも制限的な水準を維持する期間へと焦点が移っていくと発言した。政策金利については「今がピークとは言えない」と発言し、追加利上げも選択肢として残されていることが強調されたものの、明らかにスタンスはこれまでと変化している。

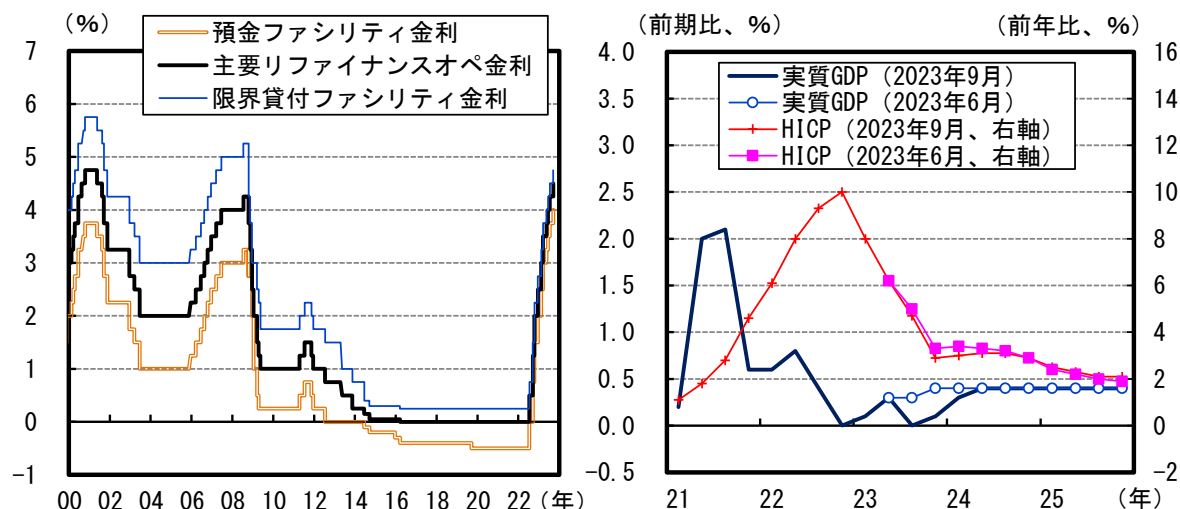
こうしたECBのスタンス変更は、足元の景気減速の影響を踏まえたものだろう。今回公表されたECBスタッフによる経済見通しを確認すると、実質GDP成長率は2023年が前年比+0.7%、2024年が同+1.0%、2025年が同+1.5%となり、前回6月時点と比べてそれぞれ▲0.2%pt、▲0.5%pt、▲0.1%ptずつ引き下げられた。2024年がより大きく下方修正された形だが、これについてはゲタ（carry over）の影響が大きいと説明されている。実際、四半期ベースでの成長率という点では、目下の2023年7-9月期、および10-12月期の成長率見通しが引き下げられる一方、2024年以降はほとんど変更されていない。ただし、前回見通しでは2025年まで緩やかに低下していくことが見込まれていた失業率は、2024年にかけて上昇し、その後横ばいで推移する見通しへと変更された。

インフレ率の見通しに関して見ると、HICPは2023年が前年比+5.6%、2024年が同+3.2%と、それぞれ+0.2%pt上方修正される一方、2025年は同+2.1%と▲0.1%pt下方修正された。エネルギー・食品を除くコアHICPについては、2023年が同+5.1%と変わらず、2024年（同+2.9%）、2025年（同+2.2%）が、それぞれ▲0.1%下方修正されていることから、ヘッドラインHICPの上方修正は主にエネルギー価格の前提が上方修正されたことに因る。四半期ごとの予想を見ると、前回見通しではHICPは2025年末時点でも目標の+2.0%を上回る見通しだったが、今回見通しでは2025年7-9月時点で+2.0%に到達する見通しとなった。2%の目標達成の

時期が幾分前倒しされたことも利上げ停止示唆の根拠になったと考えられる。

今回の理事会の内容を素直に受け取れば、ECB の利上げサイクルは今回の利上げで一時停止とみるべきだろう。もっとも、依然として目標を大きく上回るインフレ率を目標の2%へと回帰させるため、ECB は今後も引き締め的な金融環境を維持する必要がある。利上げの打ち止め感が強まったことで、市場が次の政策変更として「利下げ」の織り込みを強めれば、市場金利が低下し、引き締め効果が弱まることになる。その意味では、ECB は現行の金利水準を据え置くことに強くコミットすることで、引き締め効果の持続に努めることになるだろう。ラガルド総裁も明言する通り、金融政策の焦点は金利水準から時間軸へと移ることになり、過去最速のペースで利上げを続けてきたこれまでとは一転して、政策変更をしないことが今後の ECB の基本スタンスになると見込まれる。

図表1 ECB の政策金利（左）、ECB スタッフによる実質 GDP とインフレ率見通し（右）



(注) 右図は ECB が公表する小数点第 1 位までのデータから作成。

(出所) ECB より大和総研作成

8 月のインフレ率は前月からわずかに鈍化も、引き続き上振れリスク優勢

ユーロ圏の 8 月の HICP は速報段階では前年比+5.3%と前月の同様の伸びであったが、確報で同+5.2%とへと下方修正され、前月から伸びがわずかに鈍化する結果となった。エネルギー価格が前月比ベースで+3.3%と 1 月以来の上昇に転じ、前年比ベースでのマイナス幅が縮小したものの、食品価格の上昇ペースが鈍化したことに加え、コア HICP も前年比+5.3%と前月の同+5.5%から伸びが鈍化した。コア HICP の伸びが鈍化したのは 3 ヶ月ぶりである。

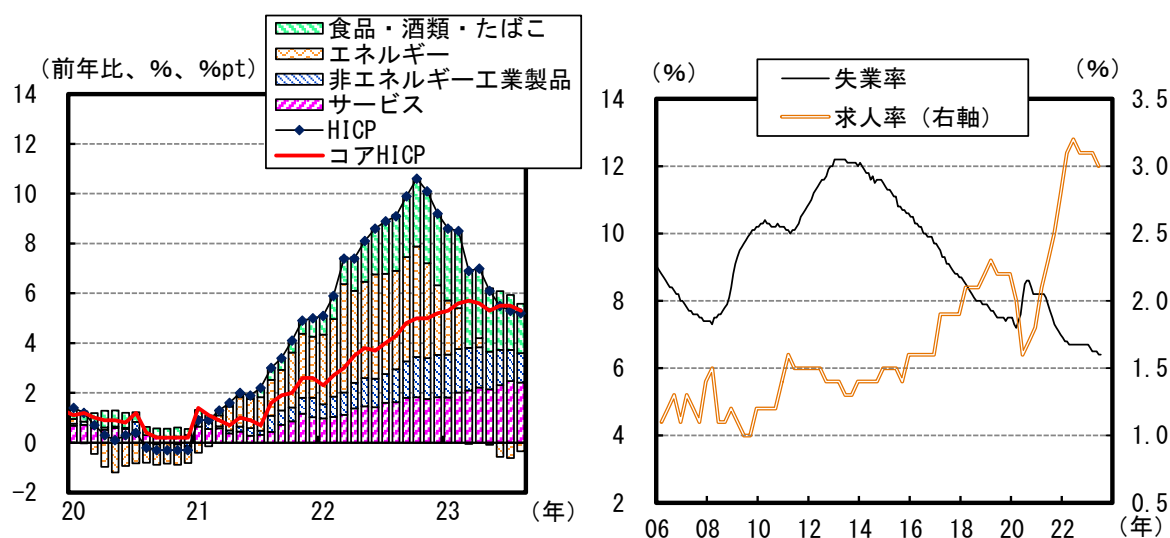
コア HICP の内訳を見ると、コア財（非エネルギー工業製品）価格は前年比+4.7%となり、2022 年 7 月以来の低い伸びとなった。コア財価格の上昇幅縮小は 6 ヶ月連続であり、着実に鈍化が進んでいる。サービス価格についても、同+5.5%と前月（同+5.6%）から上昇幅が縮小したが、縮小幅は▲0.1%pt に留まっており、過去最高水準を記録した前月からの変化は小さい。

財の川上価格である生産者物価指数は、サプライチェーンの正常化、および需要停滞による需給の緩和を受けて、2023年1月から7ヵ月連続で前月比マイナスとなり、7月の前年比は▲7.6%と2009年7月以来の大幅な下落となった。また、エネルギーを除くベースでも生産者物価は4ヵ月連続で前月比マイナスとなっており、川上価格の下落が続く中、財価格の上昇圧力は先行きも緩和していくと見込まれる。

他方で、企業景況感の悪化が続いているにもかかわらず労働市場はひっ迫した状態が続いており、賃金上昇圧力は強いままである。2023年4-6月期の求人率は3.0%と前期（3.1%）からわずかに低下したもののなお高水準を維持し、7月の失業率は6.4%と前月同様に過去最低となった。ドイツの特殊要因が剥落することで、9月にサービス価格の上昇ペースが大きく低下すると見込まれるが、こうした労働需給のタイトさ、賃金上昇圧力の強さを踏まえると、その後サービス価格の高止まりが続くリスクは残る。

加えて、足元で再び原油価格が上昇していることも、インフレ率の上振れ要因として注意が必要である。サウジアラビアの減産やロシアの輸出抑制による需給ひっ迫懸念から、ブレント原油は9月に入って2022年11月以来となる95ドル/バレルを上回った。原油価格の影響を強く受けるエネルギー価格自体はコアインフレ率に含まれず、あくまで外生要因という位置づけにあるものの、企業のコスト上昇や期待インフレ率の上昇によって、コアインフレ率にも影響しかねない。コア財価格のデスインフレが続くことでHICPの伸びは鈍化傾向が続くと見込まれるが、インフレ率については引き続き上振れリスクが優勢である。

図表2 ユーロ圏のHICP（左）、失業率と求人率（右）



(出所) Eurostat より大和総研作成

8月も景況感指数の悪化が継続

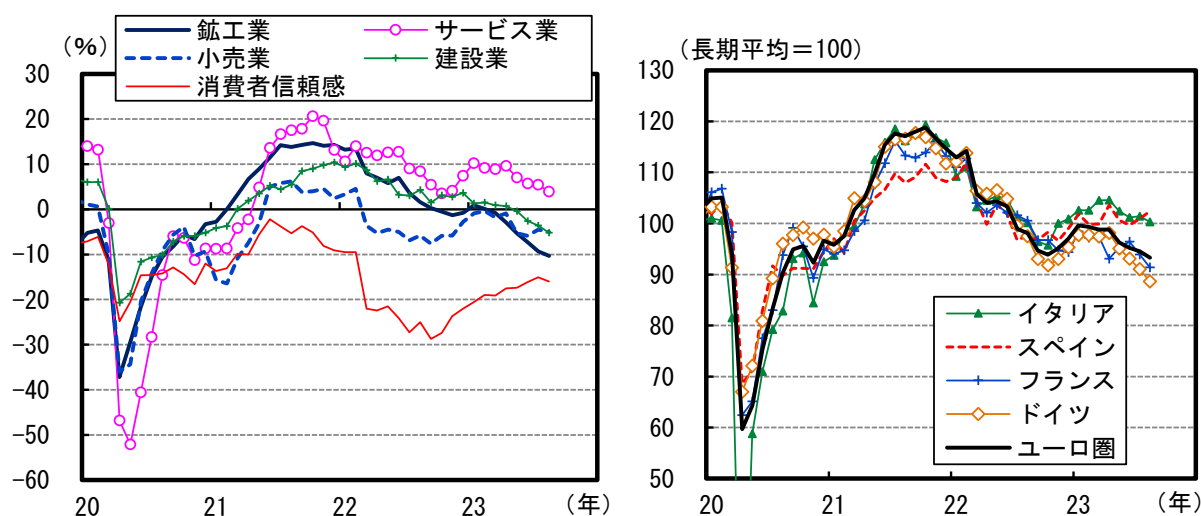
ユーロ圏の景況感指数（総合、欧州委員会発表）の8月分は、前月差▲1.2ptと4ヵ月連続で低下し、悪化に歯止めが掛からない。景況感指数の水準は93.3と直近のボトムであった2022年

10月を下回り、コロナ禍からの回復過程あった2020年11月以来の低さまで落ち込んでいる。景況感指数の動きとGDP成長率は必ずしも連動するわけではないものの、足元の景況感の落ち込みは7-9月期の成長率鈍化を強く示唆する。

8月の景況感指数の内訳を見ると、鉱工業が前月差▲1.0ptと7ヵ月連続で低下した他、建設業は同▲1.6ptと6ヵ月連続で低下し、悪化トレンドが続いている。加えて、サービス業も相対的には高い水準を維持しつつも同▲1.5ptと4ヵ月連続で低下しており、このところ明確に減速している。さらに、小売業が前月の上昇から再び低下（同▲0.5pt）に転じ、これまで改善基調が続いてきた消費者信頼感指数も同▲0.9ptと5ヵ月ぶりに低下した。内訳5系列がすべて前月から低下しており、ヘッドラインの低下のみならず内容も良くない。

また、国別ではドイツが前月差▲2.4ptと4ヵ月連続で低下し、フランスは同▲2.5ptと2ヵ月連続で低下、イタリアは同▲1.1ptと2ヵ月ぶりに低下した。一方、スペインは同+1.5ptと2ヵ月連続で上昇し、堅調さを維持している。もっとも、指数の水準は経済規模が大きいドイツ(88.6)、フランス(91.4)が特に低いことは、ユーロ圏経済が苦境に陥っていることを示しているといえる。

図表3 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) 欧州委員会より大和総研作成

鉱工業生産は4ヵ月ぶりの低下、受注減で在庫調整圧力も高まる

製造業のハードデータの動きを見ていくと、7月のユーロ圏の鉱工業生産指数は前月比▲1.1%となり、4ヵ月ぶりの低下に転じた。財別では、資本財が同▲2.7%と大きく落ち込んだ他、耐久消費財が同▲2.2%と足を引っ張った。耐久消費財の低下は4ヵ月連続であり、足元で特に低下基調が強い。他方で、エネルギーは同+1.6%と2ヵ月連続で上昇した。また、非耐久消費財(同+0.4%)、中間財(同+0.2%)は2ヵ月ぶりに上昇に転じたが、上昇幅はいずれも前月の低下幅に比べて小さく、低下トレンドの中での動きに留まっている。

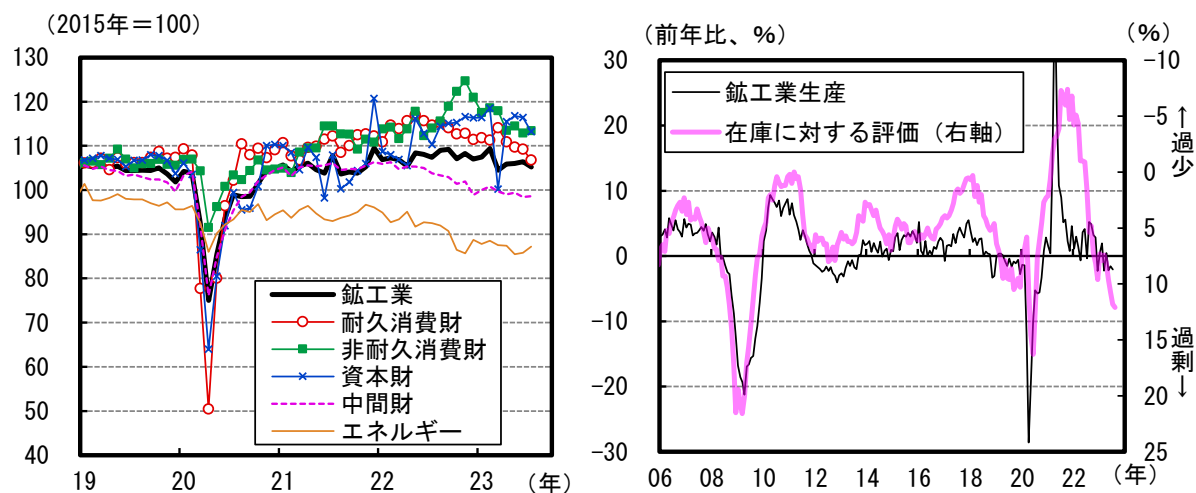
国別の動向を確認すると、ドイツが前月比▲1.6%と3ヵ月連続で低下し、低下幅も拡大する

軟調な結果となった。また、イタリアも同▲0.7%と3ヵ月ぶりの低下に転じている。前月に同+11.7%と大幅に上昇していたアイルランドが、反動で同▲6.6%と低下したことも、ユーロ圏全体の押し下げに作用した。一方、フランスは同+0.8%、スペインは同+0.2%といずれも2ヵ月ぶりの上昇となった。

製造業の受注動向に関して、7月のドイツの製造業受注数量を確認すると、前月までの増加から一転して、前月比▲11.7%と大幅に減少した。もっとも、前月時点で6月分は航空宇宙産業における大型受注による押し上げが報告されており、7月分はそこからの反動減が押し下げ要因となった格好である。大型受注を除く受注数量は、6月に同▲2.8%と減少した後、7月は同+0.3%と小幅に増加しているが、受注は緩やかな減少傾向が続いていると捉えるべきであろう。欧州委員会サーベイにおける「受注に対する評価」を見ても、ドイツは8月も前月差▲6.4ptと14ヵ月連続で低下し、低下幅の拡大が続いている。また、ユーロ圏全体でも同▲3.3ptと6ヵ月連続で低下している。

現時点ではマインド統計の悪化ほどには、鉱工業生産の落ち込みが見られていないが、これは以前の供給制約下で積み上がった受注残が下支え要因になっているとみられる。実際、ドイツの製造業受注残は、徐々に減少し始めているものの、なおも高い水準にある。だが一方、ユーロ圏製造業の「在庫に対する評価」を見ると、急激に在庫調整圧力が高まっていることが確認できる。製造業を取り巻く環境は厳しく、まだ底打ちの兆しは見られない。

図表4 ユーロ圏の鉱工業生産（左）、鉱工業生産と在庫に対する評価（右）



(出所) Eurostat、欧州委員会より大和総研作成

個人消費は均してみれば横ばい圏

家計部門の動向に関して、7月のユーロ圏の実質小売売上高は前月比▲0.2%減少した。ただし、6月分は前月時点の同▲0.3%から同+0.2%へと上方修正されており、均してみれば横ばい圏での推移が続く形となった。内訳を見ると、自動車燃料が同▲1.2%と減少したことが全体を押し下げた。他方で、食品・飲料・たばこが同+0.4%と3ヵ月連続で増加した他、オンライン

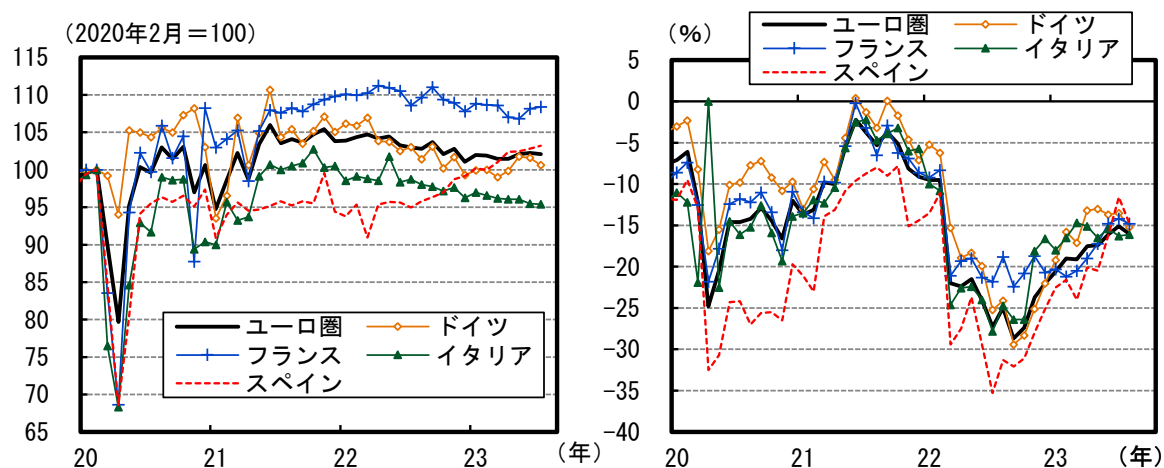
販売が同+3.8%と好調だったことを受けて、非食品（除く燃料）も同+0.5%と4ヵ月連続で増加している。ヘッドラインは前月から減少しているものの、減少が一部の品目に偏っていることに鑑みれば、内容の印象は悪くない。

国別の動向を見ると、ドイツが前月比▲1.0%と減少したことが全体を下押しした。また、主要国の中で特に停滞感が強いイタリアは、同▲0.1%と小幅ながら2ヵ月連続で減少し、引き続き冴えない推移が続いている。一方、フランスが同+0.2%と2ヵ月連続で増加した他、スペインは同+0.4%と5ヵ月連続で増加し、増加トレンドを維持する結果となった。

消費動向の裏付けとなる消費者センチメントに関して、既述の通り8月のユーロ圏消費者信頼感指数は前月差▲0.9ptと5ヵ月ぶりの低下に転じた。国別に見ると、イタリアが同+0.2ptと小幅に上昇したものの、ドイツ（同▲1.7pt）、スペイン（同▲3.2pt）が大幅に低下した他、フランスも同▲0.6ptと低下している。

家計を悩ませる高インフレは先行きも低下基調が続くとみられること、労働市場が堅調さを維持していることから、家計マインドは改善基調が続くと期待される。ただし、企業マインドの悪化傾向が続き、経済の先行きに対する慎重さが増す中では、家計マインドの改善基調も足踏みする可能性がある。今後の欧州経済の回復シナリオにおいては、個人消費の持ち直しがカギを握っており、インフレ・所得動向に加えて、消費者マインドの改善基調が続くか否かに注目していく必要がある。

図表5 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

英国経済

7月の月次GDPは幅広い業種で減少

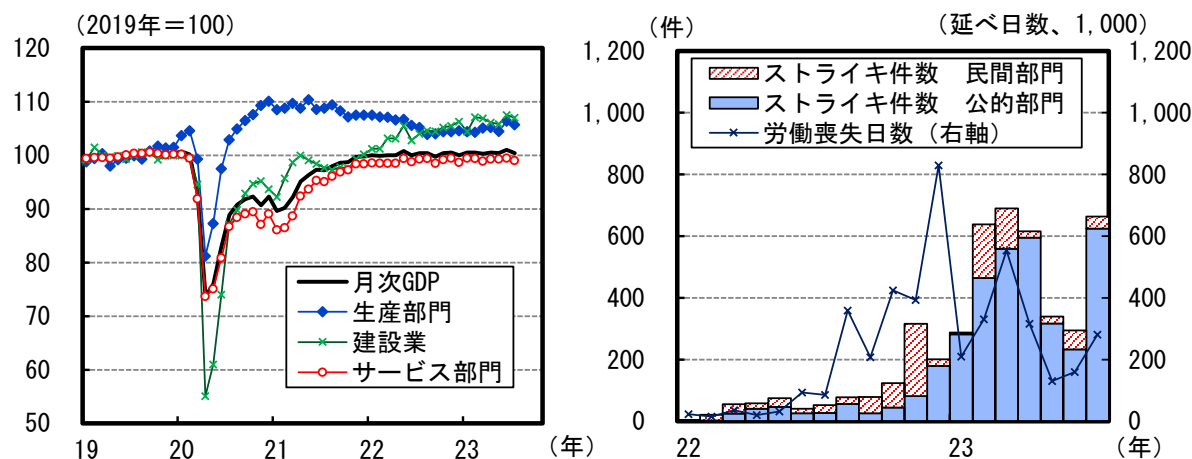
英国の7月の月次GDPは前月比▲0.5%と2ヵ月ぶりに減少した。内訳を見ると、製造業を含む生産部門が同▲0.7%、建設業、サービス部門がそれぞれ同▲0.5%と、いずれも前月の増加から減少に転じている。ただし、生産部門、建設業については前月の大幅な増加からの反動減とみ

られ、減少幅は前月の増加幅に比べて小さい。7月の水準を4-6月期と比較すると、生産部門が0.3%、建設業が0.5%上回る一方、サービス部門は0.4%下回っている。サービス部門の軟調さによって、7月のGDP全体では4-6月期を0.2%下回っており、7-9月期に入っても英国経済は引き続き横ばい圏での推移が続いている。

7月のサービス部門の減少については、NHS (National Healthcare Service) 職員によるストライキの増加によって保健・衛生が最大の下押し要因となった他、教員のストライキが影響し、教育が5ヵ月ぶりの減少に転じた。実際、ストライキ発生件数を見ると、7月は663件と4ヵ月ぶりに増加し、2023年3月以来の高水準となった。また、ストライキによる労働喪失日数も増加しており、一時落ち着きを見せていたストライキが、7月は再び経済活動の足かせとなったことが確認できる。他方、全体として弱含むサービス業の中でも好調だったのが娯楽サービスであり、前月比+6.6%と2021年5月以来の大幅な増加となった。ホリデーシーズンに入っのサービス消費の好調さがうかがえる結果といえる。

ただし、好調なサービス消費に対して、7月の財消費は軟調な結果となった。7月の実質小売売上高は前月比▲1.2%と4ヵ月ぶりの減少に転じた。自動車燃料の売上が同+0.7%増加したのはサービス消費の堅調さと整合的であるが、食品の売上が同▲2.6%と減少し、非食品（除く自動車燃料）も同▲1.7%と減少した。なお、オンライン販売を中心とした非店舗小売については同+2.8%と大幅にしており、これに関してONS（英国国家統計局）は、天候不順とオンライン事業者のセールが寄与したと報告している。高いインフレ率が続く、消費者マインドの水準は依然として低い中、家計は消費の内訳を選別することで、全体の支出抑制に努めている。

図表6 英国の月次GDPと内訳（左）、ストライキ件数とストライキによる労働喪失日数（右）



(出所) ONS より大和総研作成

実質賃金は上昇ペース加速、一方で労働需給は悪化

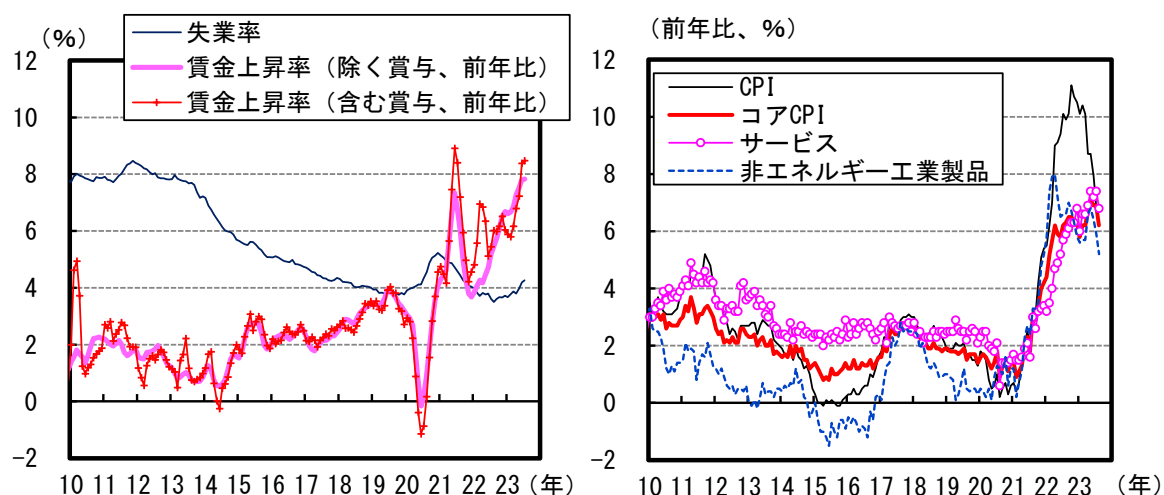
家計の賃金動向を見ると、5~7月平均の賃金（賞与含むベース）は前年比+8.5%と、4~6月の同+8.4%から伸びが加速する結果となった。賞与を除く賃金が同+7.8%と、過去最高を記録した前月と同程度の伸びであったことに加えて、ストライキへの対応として政府がNHS職員、

および公務員に対して支払った賞与が押し上げ要因となった。公的部門の賃金（賞与含む）は同+12.2%と、極めて高い伸びとなっている。賃金の上昇ペース加速とインフレ率の鈍化によって、賞与を含む実質賃金は同+1.2%、賞与を除く実質賃金は同+0.6%となり、いずれも前月から増加幅が拡大した。

また、8月のCPIは前年比+6.7%となり、前月（同+6.8%）から加速を見込んでいた市場予想に反して伸びが鈍化した。特筆すべきは、コアCPIが同+6.2%と、前月の同+6.9%から急激に鈍化したことである。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）が同+5.2%と、前月（同+5.9%）から0.7%pt伸びが縮小し、2021年12月以来の小ささとなった他、サービスも同+6.8%と前月の同+7.4%から0.6%pt鈍化した。財については、家具類や家電など、耐久財価格の鈍化が目立っており、金利上昇による影響がうかがえる。他方、サービスについては娯楽サービスや宿泊・飲食サービスでの上昇幅が縮小した。

以上のように、賃金、物価の両面から家計の実質賃金は改善が続いている。だがその一方で、労働需給についてはこのところ緩和傾向が続いている。5～7月平均の失業率は4.3%と3ヵ月連続で上昇した。BOEが8月に公表した見通しでは、失業率は2023年末時点で4.1%とごく緩やかな悪化を見込んでいたが、失業率は既にこの水準を上回っている。5～7月の失業者数は前月差+2.5万人と3ヵ月連続で増加し、就業者数は同▲4.8万人と3ヵ月連続で減少した。また、6～8月の求人件数は同▲2.8万件の98.9万件と、15ヵ月連続で減少し、2021年5～7月以来、およそ2年ぶりに100万件を下回った。

図表7 英国の失業率と賃金上昇率（左）、CPIとコアCPI（右）



(注) 失業率、賃金上昇率は3ヵ月後方移動平均値。
(出所) ONS より大和総研作成

CPIの下振れで、BOEも利上げ停止が近づく

8月のCPI、とりわけコアCPIが想定以上の鈍化を見せたことは、インフレ沈静化を目指すBOEにとっては心強い材料といえる。BOEが8月に公表した経済見通しでは、7-9月期のCPIは前年比+6.93%と見込まれており、現実の物価はこの予測よりも早いペースで鈍化している。9月6

日、BOE のベイリー総裁は英国議会の財務委員会で行った年次報告で、利上げに関して「サイクルの頂点にかなり近づいたと考えている」と述べたが、こうした見方は 8 月の CPI の結果を受けて、より多くの委員の間で共有される可能性が高い。

だが一方、タカ派的な委員が足元で重視している賃金上昇率については、まだ鈍化の兆しが見られていない。BOE はこれまでも利上げを続ける中でも意見の対立が続いてきたが、現時点で利上げの停止が完全にコンセンサスを得ているとは考えづらい。また、インフレ率が依然として目標の 2% を大きく上回っていることを踏まえると、金融市場が先回りして利下げを織り込み、引き締め効果が弱まってしまうことへの懸念があるのは、BOE も ECB と同様である。

8 月 CPI のサプライズを受けて、先物市場では急速に利上げ停止の織り込みが進んだが、これまで通り、インフレの上振れリスクを注視しつつ、経済指標次第の金融政策運営を続けていくというのがあくまで基本路線となろう。9 月の金融政策委員会は利上げの有無に加えて、利上げの停止に向けた先行きのガイダンスが最大の注目点である。

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%	3.3%	1.3%	-0.2%	0.3%	0.5%	0.2%	0.6%	0.9%	1.3%	1.8%	1.7%	3.4%	0.6%	1.0%
家計消費支出	0.0%	4.7%	3.6%	-2.8%	0.1%	0.1%	0.2%	1.2%	1.4%	1.6%	1.8%	1.7%	4.3%	0.3%	1.2%
政府消費支出	1.5%	-1.1%	-0.1%	2.1%	-2.4%	1.0%	0.9%	0.4%	0.5%	0.8%	1.2%	0.8%	1.4%	0.0%	0.7%
総固定資本形成	-2.3%	3.5%	3.5%	-0.8%	1.3%	1.1%	-0.1%	-0.8%	0.5%	1.5%	2.6%	2.5%	2.9%	1.0%	0.8%
輸出	6.4%	6.8%	5.0%	-1.4%	0.1%	-2.7%	-0.5%	0.8%	1.9%	2.6%	3.1%	3.2%	7.2%	0.3%	1.5%
輸入	0.2%	8.2%	10.5%	-5.6%	-5.1%	0.3%	-0.2%	0.9%	1.9%	2.6%	3.3%	3.3%	8.1%	-0.6%	1.8%
	前年同期比 (除く失業率)														
国内総生産	5.4%	4.2%	2.3%	1.7%	1.1%	0.5%	0.2%	0.4%	0.6%	0.7%	1.1%	1.4%	3.4%	0.6%	1.0%
家計消費支出	8.1%	5.7%	2.3%	1.3%	1.4%	0.2%	-0.6%	0.4%	0.7%	1.1%	1.5%	1.6%	4.3%	0.3%	1.2%
政府消費支出	3.1%	1.3%	0.4%	0.6%	-0.4%	0.1%	0.4%	-0.1%	0.7%	0.6%	0.7%	0.8%	1.4%	0.0%	0.7%
総固定資本形成	3.6%	2.6%	4.6%	0.9%	1.9%	1.3%	0.4%	0.4%	0.2%	0.3%	0.9%	1.8%	2.9%	1.0%	0.8%
輸出	8.9%	8.1%	7.6%	4.2%	2.6%	0.2%	-1.1%	-0.6%	-0.1%	1.2%	2.1%	2.7%	7.2%	0.3%	1.5%
輸入	10.1%	9.1%	10.4%	3.1%	1.7%	-0.2%	-2.7%	-1.0%	0.7%	1.3%	2.2%	2.8%	8.1%	-0.6%	1.8%
鉱工業生産 (除く建設)	1.8%	2.4%	3.2%	1.2%	0.1%	-1.1%	-2.9%	-1.7%	-1.1%	0.3%	1.6%	2.0%	2.1%	-1.4%	0.7%
実質小売売上高	5.9%	1.2%	-0.6%	-2.5%	-2.4%	-1.9%	-0.9%	0.5%	1.0%	1.3%	1.4%	1.6%	0.9%	-1.2%	1.3%
消費者物価	6.1%	8.0%	9.3%	10.0%	8.0%	6.2%	4.9%	3.3%	3.1%	3.2%	2.9%	2.4%	8.4%	5.6%	2.9%
生産者物価	33.1%	36.5%	41.1%	27.2%	10.9%	-1.4%	-11.0%	-9.8%	-5.9%	0.5%	2.5%	2.5%	34.3%	-3.4%	-0.2%
失業率	6.8%	6.7%	6.7%	6.7%	6.6%	6.5%	6.5%	6.5%	6.6%	6.6%	6.7%	6.7%	6.7%	6.5%	6.7%
	10億ユーロ														
貿易収支	-52.1	-98.4	-128.3	-64.1	-5.9	0.3	9.4	12.5	16.0	19.6	22.4	25.3	-343.0	16.2	83.3
経常収支	16.8	-35.9	-87.7	-4.8	37.3	46.2	50.9	52.8	55.4	58.1	60.1	62.3	-111.5	187.3	235.9
独 国債10年物 (期中平均)	0.16%	1.09%	1.35%	2.13%	2.34%	2.37%	2.57%	2.73%	2.67%	2.61%	2.57%	2.55%	1.18%	2.50%	2.60%
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9月20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%	0.3%	0.1%	0.4%	0.8%	1.1%	1.3%	4.1%	0.4%	0.6%
家計消費支出	5.0%	0.9%	-1.2%	0.9%	0.2%	3.0%	0.1%	0.4%	0.3%	0.4%	0.5%	0.7%	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%	3.2%	1.0%	1.1%	1.2%	1.3%	1.3%	1.8%	1.3%	2.1%
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%	0.5%	1.5%	2.1%	8.6%	2.1%	-0.6%
輸出等	-26.1%	22.1%	49.0%	-5.4%	-25.0%	-9.5%	6.1%	1.9%	2.1%	2.5%	2.7%	2.7%	9.9%	-3.2%	2.0%
輸入等	37.1%	2.1%	-11.8%	-0.8%	-14.3%	4.2%	4.2%	1.2%	1.4%	1.7%	1.9%	1.9%	13.3%	-4.0%	2.0%
	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%	0.6%	0.5%	0.4%	0.4%	0.6%	0.9%	4.1%	0.4%	0.6%
家計消費支出	15.0%	4.6%	1.3%	1.4%	0.2%	0.7%	1.0%	0.9%	0.9%	0.3%	0.4%	0.5%	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%	2.6%	2.3%	4.5%	1.6%	1.1%	1.2%	1.8%	1.3%	2.1%
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%	-1.3%	-0.3%	0.8%	8.6%	2.1%	-0.6%
輸出等	6.9%	5.6%	21.5%	6.2%	6.6%	-1.1%	-9.2%	-7.5%	-0.0%	3.1%	2.3%	2.5%	9.9%	-3.2%	2.0%
輸入等	21.2%	18.2%	9.7%	5.2%	-6.5%	-6.0%	-2.0%	-1.5%	2.7%	2.1%	1.6%	1.7%	13.3%	-4.0%	2.0%
鉱工業生産	-1.6%	-2.7%	-4.1%	-2.7%	-2.5%	-0.9%	2.0%	2.3%	2.4%	2.0%	1.2%	1.0%	-2.8%	0.2%	1.7%
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%	6.7%	4.7%	4.4%	3.0%	3.4%	2.9%	9.1%	7.4%	3.4%
生産者物価 (出荷価格)	11.5%	17.8%	18.9%	15.8%	11.2%	2.7%	-0.5%	-0.2%	0.9%	3.3%	4.0%	3.1%	16.0%	3.1%	2.8%
失業率	3.7%	3.8%	3.6%	3.7%	3.9%	4.2%	4.3%	4.3%	4.4%	4.4%	4.5%	4.5%	3.7%	4.2%	4.5%
	10億英ポンド														
貿易収支	-71.6	-64.7	-48.9	-45.3	-49.6	-48.1	-43.9	-41.7	-40.2	-39.4	-38.5	-37.4	-230.5	-183.3	-155.5
経常収支	-50.5	-28.2	-12.7	-2.5	-10.8	-14.3	-10.5	-8.6	-7.1	-6.7	-6.1	-5.5	-93.9	-44.1	-25.4
国債10年物 (期中平均)	1.42%	2.04%	2.66%	3.68%	3.54%	3.99%	4.48%	4.25%	4.16%	4.07%	3.98%	3.90%	2.45%	4.07%	4.03%
政策金利 (末値)	0.75%	1.25%	2.25%	3.50%	4.25%	5.00%	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%	5.25%	3.50%	5.50%	5.25%

(注) 網掛け部分は大和総研予想 (2023年9月20日時点)。

(出所) ONS、BOE より大和総研作成

中国版「失われた 20 年」の始まり？¹

人口減少・少子高齢化、総需要減少、過剰投資、過剰債務、国進民退

齋藤 尚登

[要約]

- 中国では「日本化」「日本病」をキーワードに、日本の「失われた 20 年」と中国経済の相違点を分析するレポートの発表が相次いだ。筆者は、中長期的に中国の成長率低下は不可避であり、いずれ長期低迷局面が訪れる可能性が高いとみている。これは、(1) 人口減少と少子高齢化の急速な進展、(2) 住宅需要の減退など総需要の減少、(3) 過剰投資と投資効率の低下、(4) それと表裏一体の過剰債務問題、(5) 「国進民退」とイノベーションの停滞、などの構造的な問題が中国の成長力を低下させるためである。
- 上記はいずれも構造的な問題であり、状況の改善は極めて難しい。こうした中、万能薬ではないが、処方箋のひとつとして挙げられるのは、「国進民退」からの脱却である。李克強前首相時代には、①中小企業向け貸出増加率が全体を大きく上回るようにする、②預金準備率引き下げにより増加した貸出余力について、多くを中小企業貸出に振り向けるように窓口指導を行う、といった政策を実施したことがある。中小企業の多くは民営企業である。民営企業の圧倒的なプレゼンスに鑑みれば、民営企業にこそ、手厚いサポートがなされるべきであろう。こうした政策を社会主義的な考え方が強い習近平 3 期目政権が打ち出すことができるのか。処方箋は明らかなのに実行できなければ、それこそが習近平一強体制の弊害ということになるだろう。

¹ 本レポートは 2023 年 8 月 31 日付けの時事通信社『金融財政ビジネス』に掲載された拙稿「中国版失われた 20 (30) 年への懸念」をベースに大幅に加筆・編集したものである。

中国版「失われた 20 年」の始まり？

この夏、中国では日本の「失われた 20 年」と中国経済の相違点に関するレポートの発表が相次いだ。大方の結論は「中国と日本は違う」というものであったが、本当にそうなのであろうか？政府が前年比 5%前後（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）の実質 GDP 成長率目標を掲げる中国で、このようなブームが起きたのは、人々が将来の成長に大きな疑問を持ち始めたからにはほかならない。

筆者は、中長期的に中国の成長率低下は不可避であり、いずれ長期低迷局面が訪れる可能性が高いとみている。これは、(1) 人口減少と少子高齢化の急速な進展、(2) 住宅需要の減退など総需要の減少、(3) 過剰投資と投資効率の低下、(4) それと表裏一体の過剰債務問題、(5) 「国進民退」（政策の恩恵が国有企業に集中し、民営企業が蚊帳の外に置かれる）とイノベーションの停滞、などの構造的な問題が中国の成長力を低下させるためである。以下では、それぞれについて、ポイントを解説したい。

(1) 人口減少と少子高齢化の急速な進展

1 つ目のポイントは人口減少と少子高齢化の急速な進展である。

中国国家统计局によると、2022 年末の人口は 14 億 1,175 万人となり、前年末比で 85 万人減少した。中国で人口が減少したのは、毛沢東時代の無謀な鉄鋼・食糧増産計画に象徴される大躍進政策後の飢饉によって、出生率（人口に対する出生人数の比率）の急低下と死亡率（人口に対する死亡人数の比率）の大幅な上昇が生じた 1960 年代初頭以来となる。

2022 年の人口減少は、出生率の急速な低下が主因である。この背景には、①1979 年から 2015 年まで続いた「一人っ子」政策の弊害、住宅・教育など高い経済コストの問題、結婚や出産に対する考え方の多様化などの構造的な要因に、②「ゼロコロナ」政策という特殊要因が加わったことがある。②の特殊要因の剥落により、短期的にはある程度のリバウンドは期待できるかもしれないが、構造的な要因に変化はなく、いずれ不可逆的な人口減少が続くことになろう。

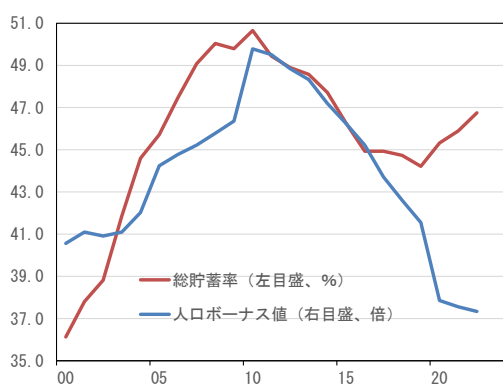
人口の高齢化も急速に進んでいる。一般に、65 歳以上の高齢者が人口に占める割合が 7%を超えた社会を高齢化社会、14%を超えた社会を高齢社会、21%を超えた社会を超高齢社会と呼ぶ。中国が高齢化社会となったのは 2001 年、高齢社会となったのは 2021 年であった（2022 年は 14.9%）。さらに、国連の“World Population Prospects 2022”によると、2034 年には超高齢社会に突入する。高齢化社会から高齢社会は 20 年を要したが、高齢社会⇒超高齢社会は 13 年しかかからない計算だ。

少子高齢化と経済成長率の関係を見るために、人口ボーナスについて取り上げる。人口ボーナス値は、生産年齢人口（15 歳～64 歳人口）÷従属人口（14 歳以下人口+65 歳以上人口）で計算され、これが高いということは、働き手が相対的に多い一方で、養育費のかかる子どもと、年金・医療の社会負担の大きい高齢者が相対的に少ない状態である。人口ボーナス値の上昇によって、経済には、労働投入量の増加、社会保障負担の相対的な減少、貯蓄率の上昇といったプラ

スの効果をもたらされることになる。国家統計局によると、中国の人口ボーナス値のピークは2010年であった。少子高齢化の進行でこの歯車は逆回転を始めた。すなわち、労働投入量の減少、高齢者社会保障負担の増加、貯蓄率の低下が、経済成長を押し下げ始めたのである。

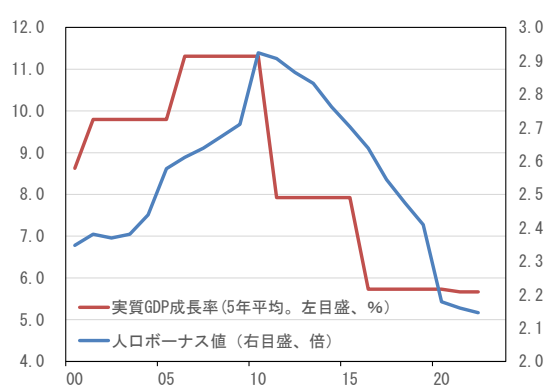
図表1は、2000年以降の人口ボーナス値と総貯蓄率の関係を示しており、ともに2010年をピークに低下傾向にあった。ここ数年は連動性が崩れているが、これは、コロナ禍による所得・雇用への不安などから消費が抑制され、総貯蓄率が上昇したためである。人口ボーナス値と実質GDP成長率の連動性も高い（図表2）。中国の人口ボーナス値は今後も超長期にわたり低下が続くとみられ、中国の経済成長力を一段と押し下げよう。

（図表1）人口ボーナス値と総貯蓄率
（単位：％、倍）



（注）人口ボーナス値は15歳～64歳の労働年齢人口÷従属年齢人口（倍）で、総貯蓄率は（名目GDP-最終消費支出）÷名目GDP（％）で計算
（出所）中国国家统计局より大和総研作成

（図表2）人口ボーナス値と実質GDP成長率
（単位：％、倍）



（注）人口ボーナス値は15歳～64歳の労働年齢人口÷従属年齢人口（倍）で計算。実質GDP成長率は5年ごとの平均、2021年と2022年は2年平均
（出所）中国国家统计局より大和総研作成

（2）住宅需要の減退など総需要の減少

2つ目のポイントは住宅需要の減退など総需要の減少である。

これに関連して、中国経済は2022年から続く「不動産不況」によって下振れを余儀なくされており、この視点を含めて以下で詳しく見ていきたい。

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（既出）によると、中国最大の実需層を形成する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。中国では1959年～1961年の飢饉によって出生率が大幅に低下したが、その反動で1963年～1971年にベビーブームが到来した。その子ども世代が住宅購入層を形成したのである。しかし、国連の推計によると、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。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いうことだ。

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。地方政府は主要な歳入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。これが、今まさに起きていることなのであろう。

2022年以降の中国経済は「不動産不況」に苦しんでいる。きっかけは2020年8月の中国版総量規制の導入である。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わけだが、実際はそうではなかった。図表3は中国内外の上場デベロッパー55社の3つの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)や債務返済猶予が報道された企業を赤字で記した。これによると、かつて財務の健全性が高かったデベロッパーも相次いでデフォルトやデフォルト寸前に追い込まれている。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。結果として、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。

こうした状況下、一部デベロッパーへの資金サポートが行われ、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た。しかし、これはあくまでも工事再開が目的であり、新規需要を刺激する政策ではないことに注意が必要だ。住宅新規着工面積は前年割れが続いている。2023年1月～8月の住宅竣工面積は19.5%増となった一方で、住宅販売面積は5.5%減、住宅新規着工面積は24.7%減となった(図表4)。竣工面積の増加・販売面積の減少により住宅在庫は増加し、1月～8月は19.9%増(1軒100㎡、専用面積80㎡としておよそ313.7万戸)となった(図表5)。

(図表3) 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9月20日時点。2021年度決算)

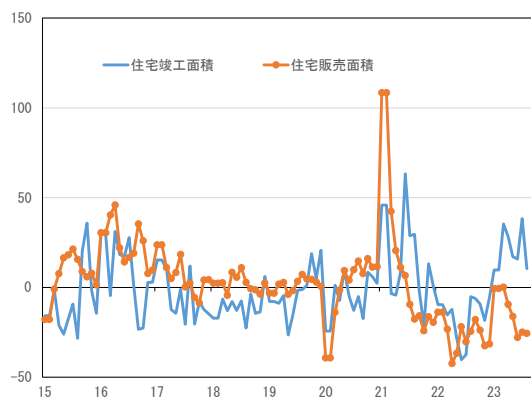
レッドライン 抵触数	表示	リスク	年間の有利子 負債増加率	社名
ゼロ	緑	リスク小	15%以内	中国海外発展(中央企業)、華潤置地(中央企業)、招商蛇口(中央企業)、合生創展集団(民営企業)、中国金茂(中央企業)、濱江集団(民営企業)、仁恒置地集団(民営企業)、雅居樂集団(民営企業)、華發株式(国有企業)、中駿集団ホールディング(民営企業)、龍湖集団(民営企業)、建發国際集団(国有企業)、金地集団(国有企業)、遠洋集団(国有企業)、弘陽不動産(民営企業)、万科企業(国有企業)、華僑城集団(中央企業)、越秀不動産(国有企業)、禹州不動産(民営企業)、保利發展(中央企業)、德信中国(民営企業)、旭輝ホールディング集団(民営企業)、新城ホールディング(民営企業)、金輝集団(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)、大悦城不動産(国有企業)、龍光集団(民営企業)、合景泰富集団(民営企業)、美的置業(民営企業)、碧桂园(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)、力高集団(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)、保利置業集団(中央企業)、宝龍不動産(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)、世茂集団(民営企業)、中国奥園(民営企業)、祥生ホールディング集団(民営企業)、佳兆業集団(民営企業)、新力ホールディング集団(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総負債資本比率(有利子負債から現預金を控除したもの÷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)や債務返済猶予が報道されている企業

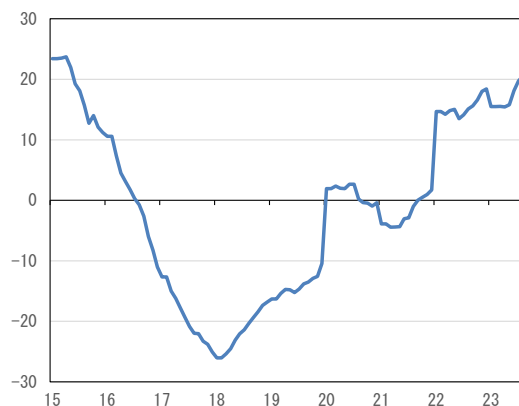
(出所) 克而瑞不動産研究院(中国民間不動産シンクタンク)より大和総研作成

(図表 4) 住宅竣工面積と住宅販売面積
(前年同月比) (単位: %)



(注) 1~2月は平均
(出所) 中国国家统计局より大和総研作成

(図表 5) 住宅在庫面積
(前年同月比) (単位: %)



(出所) 中国国家统计局より大和総研作成

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 年が政府目標通りの 5.0%成長となった場合、2 年間の平均は 4.0%にとどまることになる。両者で 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。

これまで住宅需要に的を絞って述べてきたが、人口減少は総需要の抑制要因となり、中国の成長力を低下させていこう。

(補論) 不動産不況は直ちに金融危機には結び付かない

2023 年 8 月 17 日には中国恒大集団 (エバー・グランデ。以下、恒大) がニューヨークの裁判所に米連邦破産法第 15 条の適用を申請したことが大きなニュースとなったが、実は大した話ではない。破産=倒産のイメージがあるが、これは外貨建て債務の再編のための時間稼ぎが目的である。より深刻なのは、大手デベロッパーの碧桂園 (カントリー・ガーデン) が債務不履行 (デフォルト) 寸前に追い込まれたことである。

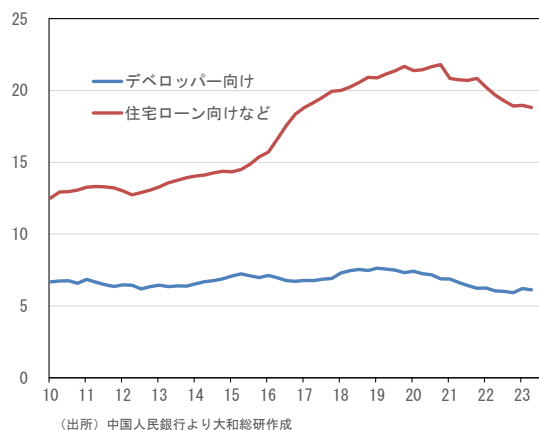
恒大と碧桂園はデベロッパーとしての健全性が大きく異なる。そもそも恒大は、2020 年 8 月に導入された中国版総量規制で、負債関連の 3 つのレッドラインに 3 つとも抵触し、年間の有利子負債増加率は「0%以内」とされた。恒大は、EV (電気自動車)、飲料水、テーマパーク、サッカークラブといったシナジー効果が期待し難い分野に経営の手を広げるなど、借金に依存した乱脈経営がたたった。一方で、碧桂園は当時、3 つのレッドラインに 1 つしか抵触せず、年間の有利子負債増加率は「10%以内」とされた。同社は「真っ当なデベロッパー」(中国の政府系

シンクタンク)であるが、民営のデベロッパー＝デフォルトリスクが高い＝倒産リスクが高い、との連想によって、購入者が敬遠→売上減少→巨額赤字計上→資金繰り悪化という負のスパイラルに陥ってしまったのである。不動産不況はフェーズが一段悪化したといえる。

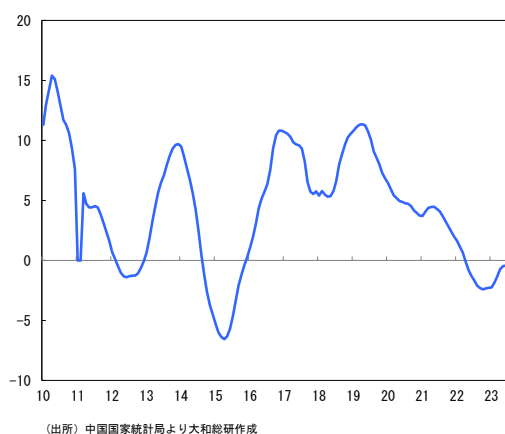
こうなると、不動産不況は金融危機につながるのか？との懸念が台頭するが、中国の銀行のデベロッパーへのエクスポージャーは思いのほか小さい。銀行貸出全体に占めるデベロッパー向け貸出は2023年6月末時点で6.1%にとどまる（最大ウェイトは2019年3月末の7.6%）。一方で、住宅ローン向けなどの割合は6月末時点で18.8%（最大ウェイトは2020年12月末の21.8%）と比較的高い（図表6）。それではどのような場合に、不良債権化するリスクが高まるのであろうか。中国政府は1軒目の住宅を実需とみなし、頭金の割合を低く抑えて購入を促進している。北京市の場合は35%だ。一方、2軒目は投資・投機需要とみなし、北京市の場合、頭金の割合は60%（高級物件は80%）に跳ね上がる。銀行は残りの部分について住宅を担保にローンを提供するので、物件の価格が頭金の割合以上に下落し、購入者が住宅ローンの返済ができなくなった時には、不良債権化のリスクが大きく高まることになる。

日本のバブル崩壊の経験に鑑みれば、だから安心とはいえない。ただし、これだけ「不動産不況」と騒がれながらも、需要と供給の縮小均衡が奏功し、今のところ70都市の新築住宅価格（2023年8月）は、0.6%の下落にとどまっている（図表7）。今後の動向を注視する必要があるが、今から過度に悲観的になる必要はないのではないか。

（図表6）銀行貸出に占める不動産関連の割合
（単位：％）



（図表7）全国70都市新築住宅価格
（前年同月比）（単位：％）



(3) 過剰投資と投資効率の低下

3つ目のポイントは、過剰投資と投資効率の低下である。

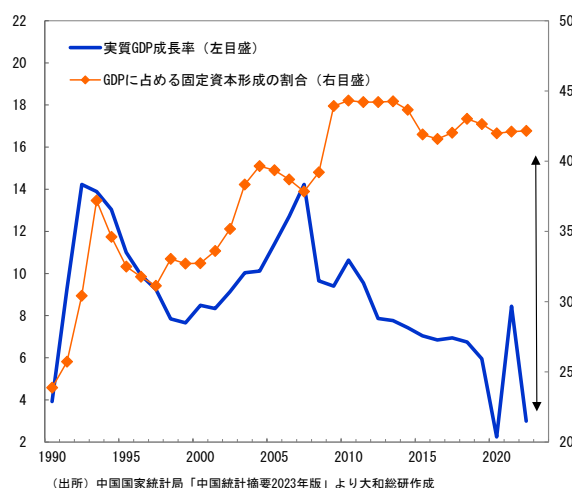
GDPに占める固定資本形成の割合（投資比率）と、実質GDP成長率の関係を見ると、2008年以前は連動性が高く、ある程度有効な投資が行われていた可能性が高い（図表8）。しかし、2009年以降、投資比率は大きく上昇しその後高止まりした一方で、GDP成長率は概ね低下が続いてい

る。中国の投資比率は、2010年～2013年に44%台を記録し、2022年でも42.2%と高水準であった。日本の経験では高度成長期終盤の1973年の36.4%がピークであったが、中国では2009年以降14年にわたり40%以上という、本来なら持続不可能と思われる水準が続いている。成長率と投資比率のギャップ拡大の契機は2008年11月発動の4兆元（当時のGDP比は12.5%）の景気対策であり、それ以降、いかに巨額かつ低効率の投資が行われたかを物語っている。

一体どの程度の過剰な投資が行われたのであろうか。1978年からリーマン・ショックまでの中国の投資比率は平均で32.1%であり、それを上回る部分を過剰投資とみなすと、2009年～2022年の累計では112.4兆元、2022年のGDP比では93.3%、円換算では2,248兆円に達する。実に日本のGDPの4年分に相当する金額である。

中国では「投資主導から消費主導」への経済発展パターンへの転換が叫ばれてから久しいが、経済構造の転換は遅々として進んでいないことが示されている。過剰投資が行われる中、投資効率は著しく低下し、少なくとも従来型産業の投資需要は減退していく可能性が高い。

（図表8）実質GDP成長率とGDPに占める固定資本形成の割合（投資比率）（単位：％）



(4) 過剰債務問題

4つ目のポイントとして、過剰投資問題と表裏一体なのが、過剰債務問題である。

国際決済銀行 (BIS) の統計によると、中国の債務残高のGDP比はリーマン・ショック後の2008年11月の4兆元の景気対策以降、急拡大した。全体では2008年末の138.9%から直近の2022年末には297.2%に達している。主体別には、政府（中央・地方）は2008年末の27.1%から2022年末には77.7%に、同様に家計は17.9%⇒61.3%、非金融企業は93.9%⇒158.2%となった（図表9）。最も大きいのが非金融企業の債務であり、その多くは国有企業によるものである。

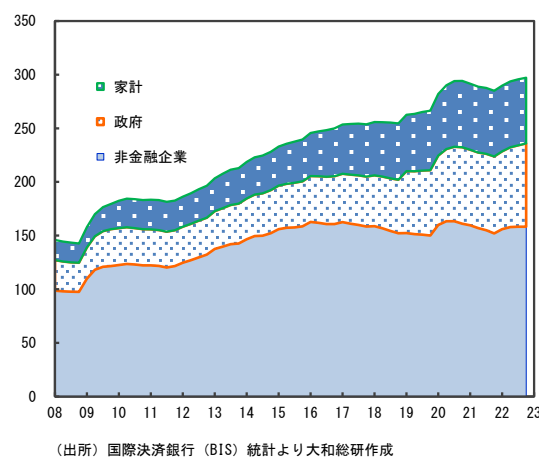
この点で、中国経済は金利上昇に対して脆弱だ。筆者は、中国の債務問題の本丸は国有企業を中心とする企業債務であると考えている。景気失速などにより国有企業の経営が悪化し、銀行の不良債権が急増し、その処理のために銀行の自己資本が毀損すれば、銀行は貸出を減らさざ

るを得ず、国有企業が一段の経営難に陥る、という連鎖が発生する可能性は否定できない。そのトリガーとなり得るものとして、①急速な元安、キャピタルフライト、金利急騰、②住宅価格の暴落、あるいは長期低迷などを想定している。

それでは、①や②はどのような状況で発生し得るのであろうか。中国による台湾武力統一、すなわち「台湾有事」がひとたび発生すれば、西側諸国は中国に対して経済制裁を発動することになろう。西側諸国の中央銀行が中国人民銀行の海外資産を凍結し、為替介入のための外貨準備へのアクセスが制約を受ける場合、人民元防衛のため、中国は金利を大幅に引き上げざるを得なくなるかもしれない。

過剰債務の問題では、国有企業改革こそが喫緊の課題であることは明らかだ。しかし、現実に行き始めていることは、後述する「国進民退」であり、抜本的な国有企業改革は後回しにされている。

(図表 9) 中国の部門別債務残高の GDP 比 (単位 : %)



(5) 「国進民退」とイノベーションの停滞

5つ目のポイントが「国進民退」とイノベーションの停滞である。

習近平氏は2022年10月に開催された第20回党大会など様々な場面で、「いささかも揺らぐことなく公有制経済を打ち固めて発展させ、いささかも揺らぐことなく非公有制経済の発展を奨励・支援・リードさせる」などとして、国有企業も民営企業も両方とも重要だと主張する。

しかし、民営企業には強烈な逆風が吹いている。2020年秋以降、巨大IT・プラットフォーム企業では規制が強化されたほか、巨額の罰金が科されるなどして、収益力が大きく低下した。数年前まで我が世の春を謳歌していたアリババは2022年に2万人程度、テンセントはおよそ4,400人のリストラを余儀なくされた。

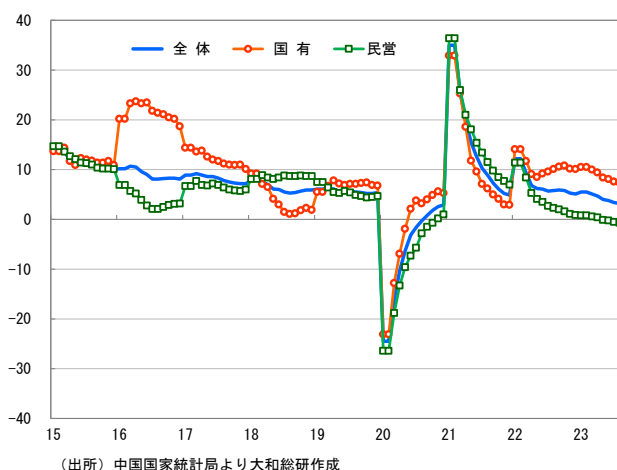
固定資産投資の伸び率を国有部門と民営部門に分けると、2023年1月～8月は全体が3.2%増となる中、国有部門は7.4%増と堅調であった一方で、民営部門は0.7%減と明暗を分けた(図表10)。まさに「国進民退」が続いている。

こうした中で、中国共産党・政府は民営企業のコ入れに重い腰をあげつつある。2023年7月19日に党中央と国務院は、「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。これを受けて、国家発展改革委員会は7月24日、民営企業の投資を促進するために、投資先として交通、水利、クリーンエネルギーなど、国家が推奨するプロジェクトをリストアップし、それに携わる民営企業のリストを銀行に提供するといった政策を実施するとした。銀行にしてみれば、国家のお墨付きとなった民営企業への貸出を増やすことが可能になる。このほか、債券や株式の発行、インフラ分野の不動産投資信託（REIT）の推進など、資金調達が多様化により、民営企業の投資需要を支えるとしている。

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、既述の方針を長期にわたり堅持できるのかは疑問がある。

さらに、「国進民退」という状況で、果たしてイノベーションが巻き起こるのだろうか。しかも、米国が主導する、半導体など経済安全保障分野のデカップリング、あるいはデリスキングは国有・民営の別を問わず、中国（企業）がその対象となっている。習近平氏が主導する「5つの発展理念」の筆頭に掲げられた「イノベーション主導の経済発展」は、画餅に帰す可能性が高まりつつあるのではないか。

（図表 10）固定資産投資全体、民営・国有別の推移（1月から累計の前年同期比、%）



「国進民退」からの脱却が不可欠

これまで指摘した諸問題は構造的な問題であり、状況の改善は極めて難しい。こうした中、万能薬ではないが、処方箋のひとつとして挙げられるのは、「国進民退」からの脱却である。

まず、国有企業は保護の対象から競争にさらされる存在に変わらなければならない。「国有企業改革」の推進である。企業債務の多くを国有企業が占めており、債務の削減・処理に加え、国

有企業の収益性や製品の付加価値を高めることに資する政策の推進がなされるべきである。ただし、拙速に事を運べば、企業倒産・失業者の急増や信用収縮が発生し、経済に大きなダメージを与えかねない。よって、「国有企業改革」は漸進的に実施する必要がある。

直ぐに着手できるのが、民営企業への強力なサポートだ。例えば、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されたものの、その後の銀行の貸し渋りや売上減少などで資金繰りが悪化し、デフォルト（もしくは債務返済猶予）を余儀なくされた民営デベロッパーについては、政府主導で金融面でのサポートを実施するべきであろう。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ると期待される。

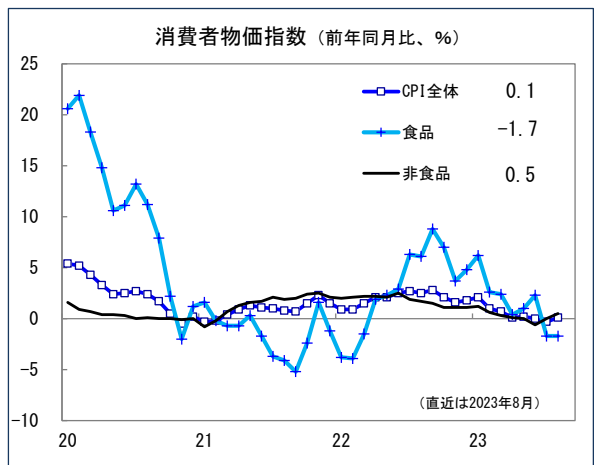
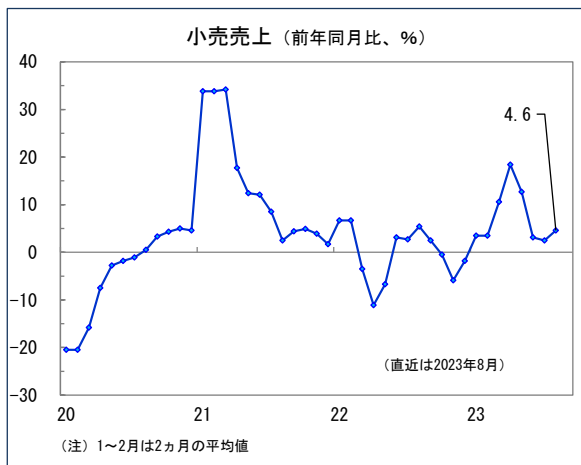
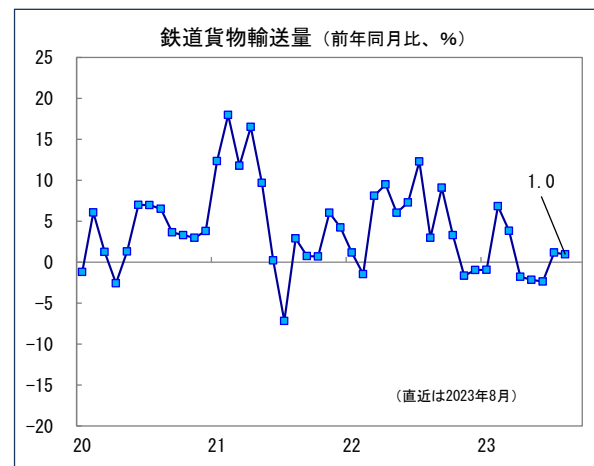
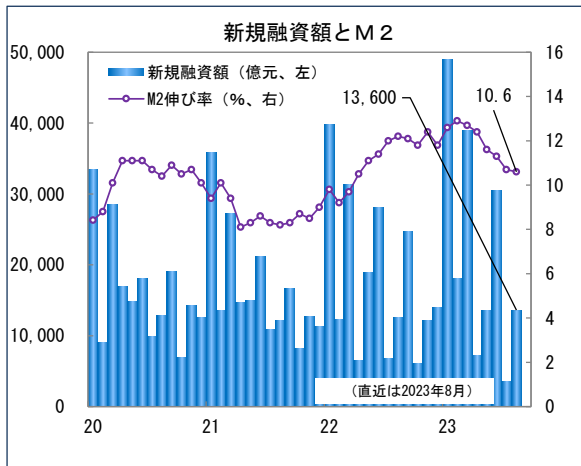
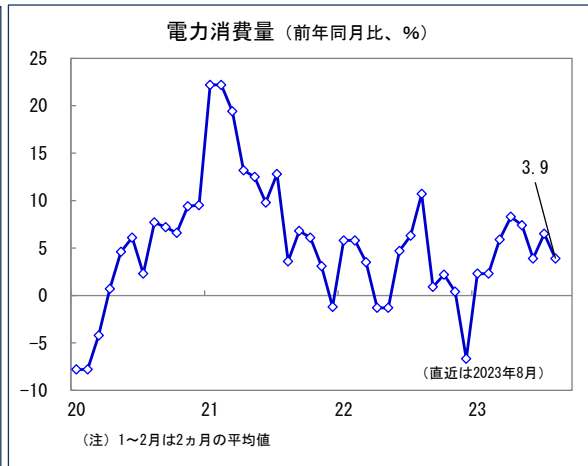
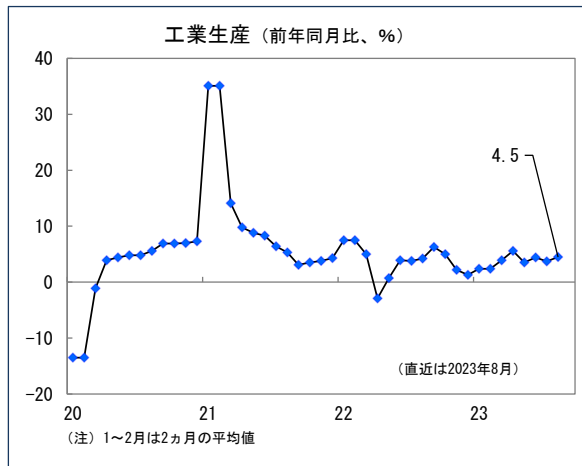
金融面でのサポートは、民営デベロッパーに限定されない。李克強前首相時代には、①中小企業向け貸出増加率が全体を大きく上回るようにする、②預金準備率引き下げにより増加した貸出余力について、多くを中小企業貸出に振り向けるように窓口指導を行う、といった政策を実施したことがある。中小企業の多くは民営企業である。習近平国家主席は2018年11月の民営企業座談会において、「民営経済は税収の5割以上、GDPの6割以上、技術革新の7割以上、都市部雇用の8割以上、企業数の9割以上を占める」と発言したことがある。民営企業の圧倒的なプレゼンスに鑑みれば、民営企業にこそ、手厚いサポートがなされるべきであろう。こうした政策を社会主義的な考え方が強い習近平3期目政権が打ち出すことができるのか。処方箋は明らかなのに行うことができなければ、それこそが習近平一強体制の弊害ということになる。

主要経済指標一覧

	2022年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	8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、%）	4.2	6.3	5.0	2.2	1.3	2.4	3.9	5.6	3.5	4.4	3.7	4.5	4.5
電力消費量（前年同月比、%）	10.7	0.9	2.2	0.4	-6.7	2.3	5.9	8.3	7.4	3.9	6.5	3.9	3.9
鉄道貨物輸送量（前年同月比、%）	3.0	9.1	3.3	-1.6	-0.9	-0.9	6.8	3.8	-1.8	-2.2	-2.4	1.2	1.0
固定資産投資（前年累計比、%）	5.8	5.9	5.8	5.3	5.1	5.5	5.1	4.7	4.0	3.8	3.4	3.2	3.2
不動産開発投資（前年累計比、%）	-7.4	-8.0	-8.8	-9.8	-10.0	-5.7	-5.8	-6.2	-7.2	-7.9	-8.5	-8.8	-8.8
小売売上（前年同月比、%）	5.4	2.5	-0.5	-5.9	-1.8	3.5	10.6	18.4	12.7	3.1	2.5	4.6	4.6
消費者物価指数 全体（前年同月比、%）	2.5	2.8	2.1	1.6	1.8	2.1	1.0	0.7	0.1	0.2	0.0	-0.3	0.1
食品（前年同月比、%）	6.1	8.8	7.0	3.7	4.8	6.2	2.6	2.4	0.4	1.0	2.3	-1.7	-1.7
非食品（前年同月比、%）	1.7	1.5	1.1	1.1	1.1	1.2	0.6	0.3	0.1	0.0	-0.6	0.0	0.5
工業製品出荷価格指数（前年同月比、%）	2.3	0.9	-1.3	-1.3	-0.7	-0.8	-1.4	-2.5	-3.6	-4.6	-5.4	-4.4	-3.0
工業生産者購入価格指数（前年同月比、%）	4.2	2.6	0.3	-0.6	0.3	0.1	-0.5	-1.8	-3.8	-5.3	-6.5	-6.1	-4.6
新規融資額（億元）	12,500	24,700	6,152	12,100	14,000	49,000	18,100	38,900	7,188	13,600	30,512	3,459	13,600
M2伸び率（%）	12.2	12.1	11.8	12.4	11.8	12.6	12.9	12.7	12.4	11.6	11.3	10.7	10.6
輸出（前年同月比、%）	6.5	4.7	-1.5	-10.0	-11.9	-8.5	11.3	7.3	-7.3	-12.4	-14.3	-8.8	-8.8
輸入（前年同月比、%）	-0.5	-0.3	-1.2	-10.9	-7.3	-9.7	-1.9	-8.5	-4.8	-6.8	-12.3	-7.3	-7.3
貿易収支（億米ドル）（1月、2月は平均）	787.6	826.7	823.5	664.9	706.5	522.1	784.3	864.6	655.5	698.0	803.8	682.0	682.0
新築商品住宅価格指数 北京（前年同月比、%）	5.8	6.1	5.9	5.7	5.8	5.2	4.7	4.6	4.5	4.3	3.5	3.5	2.8
上海（前年同月比、%）	3.7	3.8	4.0	4.0	4.1	4.2	3.9	4.1	4.6	4.9	4.8	4.5	4.1
商用不動産 着工面積（前年累計比、%）	-37.2	-38.0	-37.8	-38.9	-39.4	-9.4	-19.2	-21.4	-23.1	-24.9	-25.1	-24.9	-24.9
竣工面積（前年累計比、%）	-21.1	-19.9	-18.7	-19.0	-15.0	8.0	14.7	18.2	19.1	18.4	19.9	18.6	18.6
不動産販売 面積（前年累計比、%）	-23.0	-22.2	-22.3	-23.3	-24.3	-3.6	-3.5	-5.4	-8.5	-13.7	-14.9	-15.9	-15.9
金額（前年累計比、%）	-27.9	-26.3	-26.1	-26.6	-26.7	-0.1	3.0	5.2	3.0	-4.5	-7.0	-9.0	-9.0

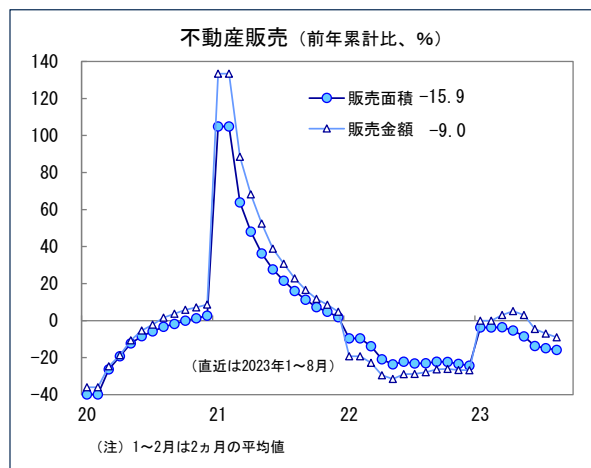
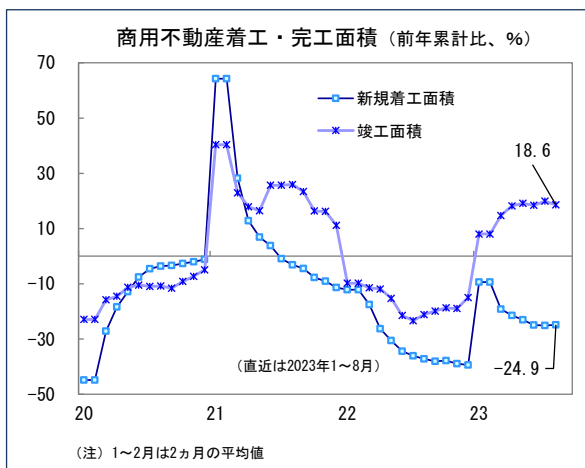
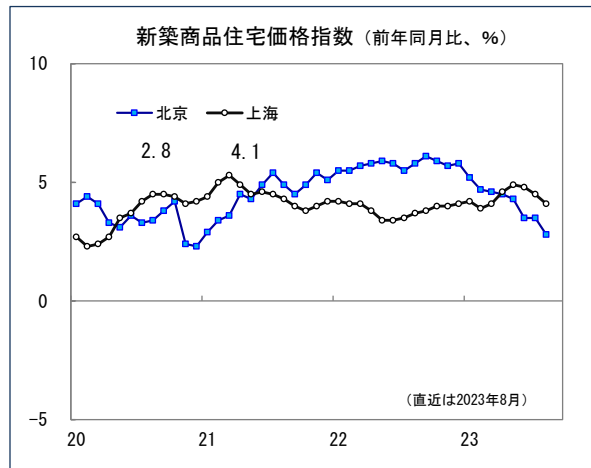
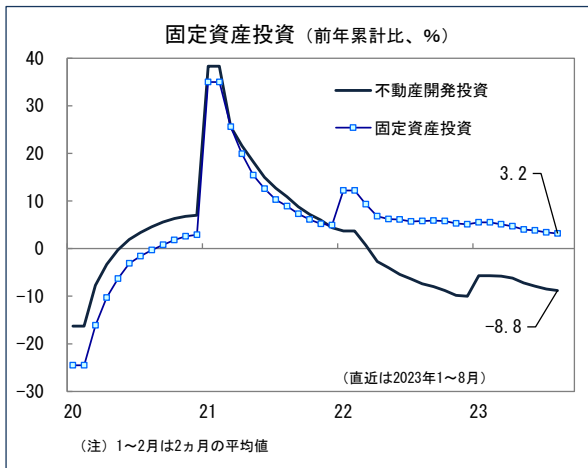
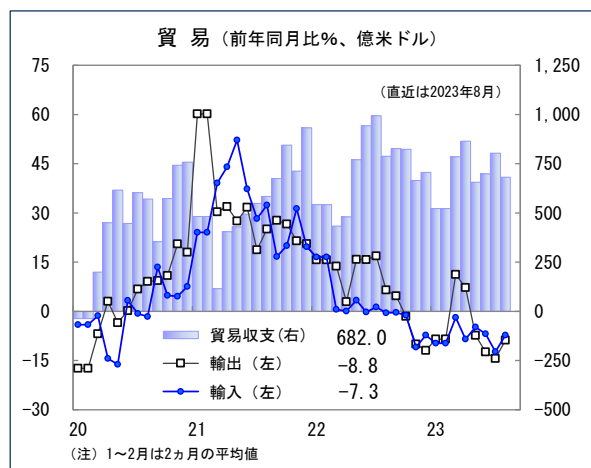
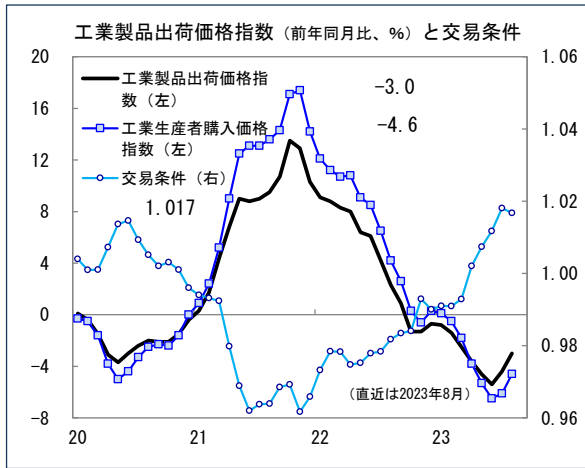
（出所）中国国家统计局、中国人民銀行、通関統計、中国国エネルギー局、CEICより大和総研作成

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