

2023年10月23日

主要国経済 Outlook

2023年11月号 (No. 444)

経済調査部
ロンドンリサーチセンター

[目次]

Overview	2
中東情勢緊迫化 ～ また一つ加わった世界経済の不透明要因	
経済調査部 シニアエコノミスト 佐藤 光	
日本経済	3
23年7-9月期はマイナス成長へ／輸出の先行きと競争力強化の課題	
経済調査部 シニアエコノミスト 神田 慶司	
米国経済	13
長期金利上昇×金融引き締め長期化の帰結は？	
経済調査部 主任研究員 矢作 大祐	
欧州経済	22
続く景況感の悪化	
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
消費主導の景気回復。でも強くはない	
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

中東情勢緊迫化 ～ また一つ加わった世界経済の不透明要因

佐藤 光

イスラム組織ハマスによるイスラエルへの大規模攻撃をはじめとして、中東地域で新たな紛争が起こっている。そして、きわめて残念なことに当事者双方の損害は拡大し続けており、他のイスラム組織との衝突も含めてさらなる紛争の拡大が懸念されるなど、事態の不透明感は増している。様々な要因から世界が景気減速懸念に身構えている状況下に、また一つ悩ましい問題が加わったといえる。当面の世界経済への影響に関しては、以下の2点に注目している。

一つは、事態が長期化する懸念である。パレスチナ問題に関しては、米国政府のスタンスがイスラエル支持ではっきりしていることがポイントとなる。米国が紛争の一方に肩入れすることは、世界の分断の新たな材料になってしまう可能性が高い。米中対立を軸とした「民主主義国」と「権威主義国」との分断や、先進国と発展途上国、あるいは各宗派間の対立など、様々な要素が絡んで事態が複雑化・細分化することは、問題の解決を遅らせるだろう。もちろんテロ行為は許されないものだが、“テロ”とのレッテルを貼って相手を拒絶するような姿勢は、昨年来のウクライナ問題でも見られるように、双方の歩み寄りもなく事態が長期化する要因となり得る。

もう一つは、インフレ再加速の懸念である。中東での紛争が拡大すれば、周辺に位置しており、世界の物流のチョークポイント（戦略的に重要な場所）でもあるスエズ運河やホルムズ海峡の航行に支障をきたす恐れが指摘される。中東が主要な産出地であり、直接影響し得る原油価格のみならず食糧や素材も含めて、物流の停滞が幅広い商品価格の高騰を招きかねない。既に、海運市況で代表的なバルチック海運指数は今年の高値を更新してきた。今後影響が広がる場合、主要国ではようやく落ち着き始めたインフレが再加速し、消費の阻害要因となる恐れに注意が必要となる。そして、インフレは世界経済の注目点である各国の金融政策の行方にも大きな影響を及ぼすだろう。米国と欧州では利上げの打ち止めムードが高まりつつあるが、インフレが再加速する場合、引き締め的な金融政策が長引くことや、再度の利上げのリスクも指摘される。一方で金融緩和が続く日本や中国でも、緩和策の継続がより困難になることが考えられる。

主要国実質 GDP 見通し<要約表> (2023年10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	2.2	2.1	3.0	1.0	0.3	0.6	1.2	5.9	2.1	2.2	1.1
ユーロ圏	-0.1	0.2	0.6	-0.1	0.5	0.8	1.3	1.8	5.9	3.4	0.5	0.9
英国	0.5	1.3	0.8	-0.2	0.1	0.3	0.8	1.0	8.7	4.3	0.5	0.5
中国	2.9	4.5	6.3	4.9	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	2.0	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

23年7-9月期はマイナス成長へ／輸出の先行きと競争力強化の課題

神田 慶司
岸川 和馬

[要約]

- 9月の中国人訪日客数は回復基調が継続した。東京電力福島第一原子力発電所の処理水放出を受けた日中関係悪化の影響は限定的だったようだ。中国人以外の訪日客数が季節調整値で9月に過去最多を更新したことや、円安の進行などを踏まえ、訪日外客数の見通しを上方修正した。23年は2,500万人、24年は3,620万人と見込んでいる。
- インバウンド需要が含まれるサービス輸出は堅調な一方、財輸出は伸び悩んでいる。実質輸出を財別に見ると、半導体不足の緩和で挽回生産が本格化した自動車関連財が輸出全体を押し上げる一方、その他の財は総じて低調だ。先行きの実質輸出は海外景気の持ち直しやシリコンサイクルの回復局面入りなどもあって緩やかな増加を見込んでいるが、中東情勢の緊迫化や中国の不動産不況など海外経済の動きには注意が必要だ。
- 足元の経済指標の動きを踏まえ、7-9月期の実質GDP成長率は前期比年率▲0.5%と暫定的に見込んでいる。9月8日時点では同▲0.3%と予想していたが、輸出などを上方修正した一方で個人消費を大きく下方修正したことから、実質GDP成長率のマイナス幅は従来予想からわずかに拡大した。10月末に公表するGDP1次速報予想レポートで改めて示す予定である。
- 日本の輸出の世界シェアは過去20年間で半減するなど厳しい競争環境にさらされており、輸出競争力強化の重要性が増している。背景には、国際競争力の高い製品の国内生産が減少したことや、日本が他国製品にシェアを奪われやすい産業構造であること、近年は製品の品質面で他国に追いつかれつつあることなどがある。企業が投資の成果をきちんと再評価して効果的な投資を進めたり、産官学の連携によって技術開発のマネタイズを促したりするといった取り組みが肝要だ。

1. 財・サービス輸出の先行きと 2023 年 7-9 月期の実質 GDP 見通し

中国人訪日客数は処理水問題発生後の 9 月も回復基調が継続

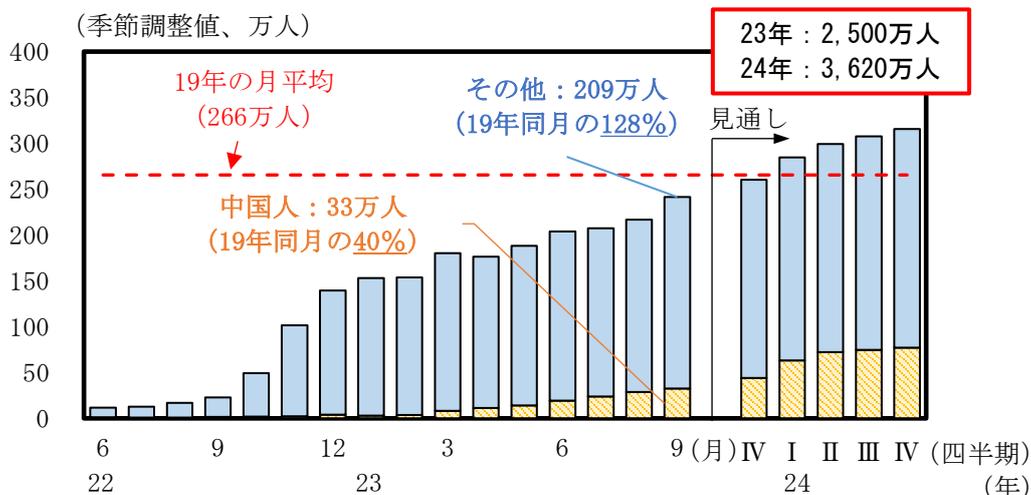
2023 年 8 月 24 日に東京電力福島第一原子力発電所の処理水が海洋に放出されたことを受けて日中関係は悪化した（以下、「処理水問題」）。だが、これによる中国人訪日客数への影響は限定的だったようだ。

日本政府観光局が 10 月 18 日に公表した 9 月の中国人訪日客数は 33 万人と、2019 年同月の 40% の水準まで回復した（8 月：同 36%、7 月：同 30%）。当社による季節調整値でも回復基調が継続しており（**図表 1**）、中国政府による団体旅行解禁が需要を下支えしたとみられる。「[日本経済見通し：2023 年 9 月](#)」では処理水問題の影響について検討したが、中国人訪日客数は緩やかな回復を続け、11 月頃には問題が落ち着くと想定の下、中国向け海産物輸出とインバウンド需要の減少による日本の実質 GDP への影響額を▲0.2～▲0.1 兆円程度と試算した。不確実性は依然として小さくないが、この試算結果の蓋然性は高まったといえる。

一方、9 月の中国人以外の訪日客数は 2019 年同月の 128% に達した。季節調整値では 209 万人と、過去最多だった 2019 年 6 月（201 万人）の水準を超えた。足元の円安の進行はインバウンド需要を刺激したとみられる。「[日本経済見通し：2023 年 1 月](#)」で示したように、20 円の円安ドル高は訪日外客数を同 7% 増加させると推計される。

中国人訪日客数の回復余地の大きさや円安効果などを踏まえると、訪日外客数は今後も回復を続けるだろう。9 月 8 日時点の見通しを上方修正し、2023 年で 2,500 万人（従来見通しとの差は+100 万人）、2024 年で 3,620 万人（同+280 万人）と見込んでいる。新型コロナウイルス禍（以下、コロナ禍）前の 2019 年は月平均で 266 万人だったが、2024 年 1-3 月期にはこの水準を超えて推移するだろう（**図表 1**）。

図表 1 訪日外客数の推移と見通し



(注) 季節調整と見通しは大和総研による。四半期の棒グラフは月次換算値。括弧内の数字（19年同月比）は原数値から算出。

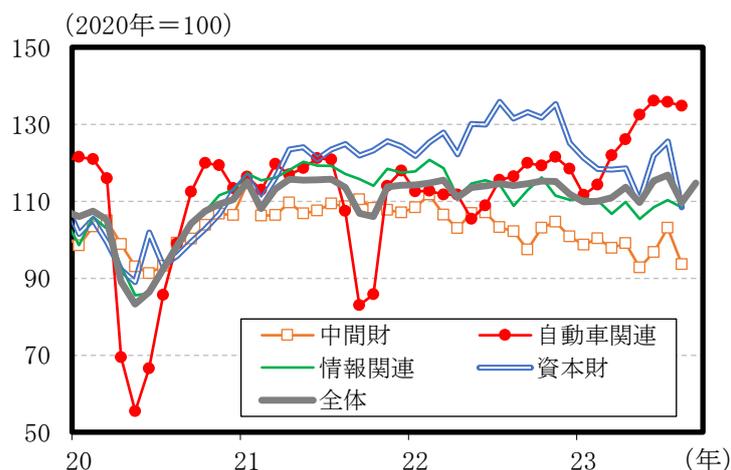
(出所) 日本政府観光局より大和総研作成

7-9 月期の財輸出は 2 四半期連続で増加するも自動車関連以外の財が振るわず

インバウンド需要が含まれるサービス輸出は堅調な一方、財輸出はこのところ横ばい圏で推移している。日本銀行が公表する実質輸出（季節調整値）を見ると、2023 年 7-9 月期は前期比 +0.8%と小幅に増加した。2 四半期連続の増加だが、それでも 2022 年 10-12 月期並みの水準にとどまる（**図表 2**）。

実質輸出を財別に見ると、半導体不足の緩和で挽回生産が本格化した自動車関連財が輸出全体を押し上げている。自動車関連財は 2023 年 1 月を底に回復基調が強まり、コロナ禍前（2019 年平均）を上回る水準にある。他方、2022 年後半から足元にかけては資本財輸出の軟調さが目立つ。米国や欧州での金融引き締めを背景に海外企業の設備投資意欲が減退したことや、日米による半導体関連財の輸出管理の強化で半導体製造装置が減少したことなどが要因だ。総じてみれば、海外経済の減速などによる輸出への下押し圧力を自動車の挽回輸出が相殺するという構図が継続している。

図表 2 財別にみた日本の実質輸出の推移



(注) 季節調整値。

(出所) 日本銀行統計より大和総研作成

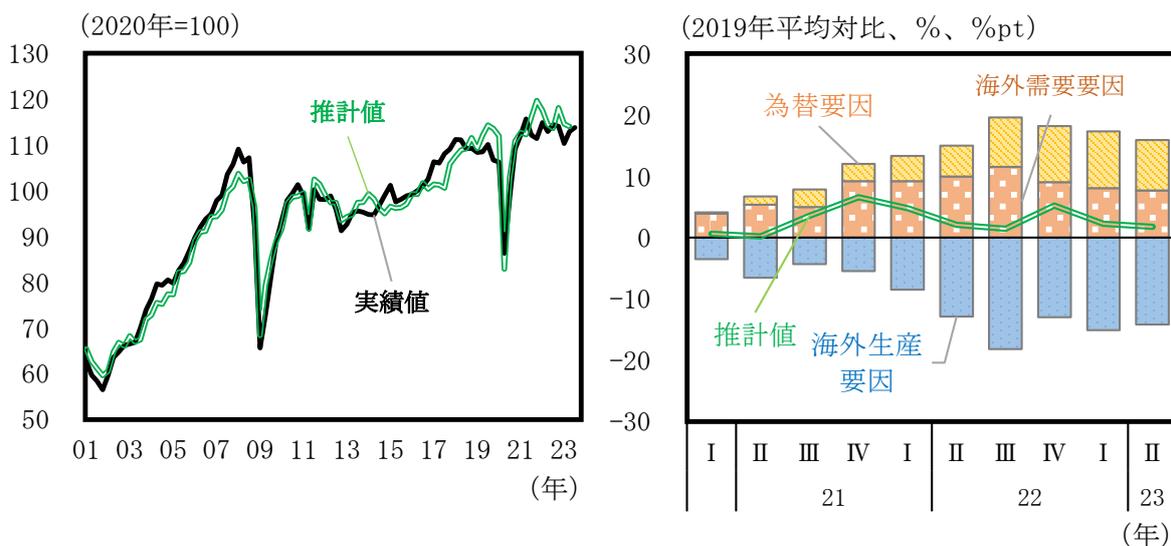
海外生産シフトなどの影響で円安による輸出の押し上げ効果が見えにくくなった可能性

実質輸出が伸び悩んでいる背景を、輸出関数の推計によって整理した結果が**図表 3**である。ここでは推計式の説明変数に、①海外需要（世界貿易量）、②為替（実質実効為替レート）、③海外現地子会社の生産動向（製造業の海外生産比率）、の3つを用いた¹。**図表 3 左**の 2021 年 1-3 月期から 2023 年 1-3 月期に目を向けると、実質輸出の実績値は供給制約による減産などの影響を受けて推計値を下回っていた。それが 2023 年 4-6 月期には実績値と推計値がおおむね一致しており、**図表 2**と同様、供給制約が大きく緩和したことが示唆される。

¹ このほかリーマン・ショック（2009 年 1-3 月期）や、東日本大震災によるサプライチェーンの混乱（2011 年 4-6 月期）、コロナショック（2020 年 4-6 月期）に対応するダミー変数を加えた。推計式の詳細は**図表 3**の注を参照。

2021年1-3月期以降の実質輸出の推計値の変動要因を分解した**図表3右**を見ると、世界貿易量の増加や円安が実質輸出を2019年平均対比で押し上げた一方、海外生産比率の上昇は押し下げ要因となった。実質実効為替レートは2022年春から円安が大幅に進み、足元では約50年ぶりの円安水準にあるが、海外需要が2022年10-12月期から減退していることに加え、2022年中は国内よりも海外現地子会社での生産が相対的に活発化したことで、円安による輸出の押し上げ効果が見えにくくなった可能性がある²。

図表3 実質輸出の推計値と実績値（左）、2021年1-3月期以降の推計値の変動要因（右）



(注) 実質輸出（季節調整値）の推計値は以下の式に基づく。

$$\ln(EX) = 0.92 + 1.28 * \ln(WTV) - 0.34 * \ln(REER(-1)) - 3.35 * RFP + \text{経済ショックダミー}$$

EX：実質輸出、WTV：世界貿易量、REER：実質実効為替レート、RFP：製造業の海外生産比率

推計期間は2000年1-3月期から2023年4-6月期で、EX・WTV・RFPは季節調整値。「経済ショックダミー」は2009年1-3月期、2011年4-6月期、2020年4-6月期に設定。パラメータは定数項と2011年4-6月期のダミー変数が5%有意水準、それ以外は1%有意水準を満たす。

(出所) 日本銀行、財務省、経済産業省、オランダ経済政策分析局より大和総研作成

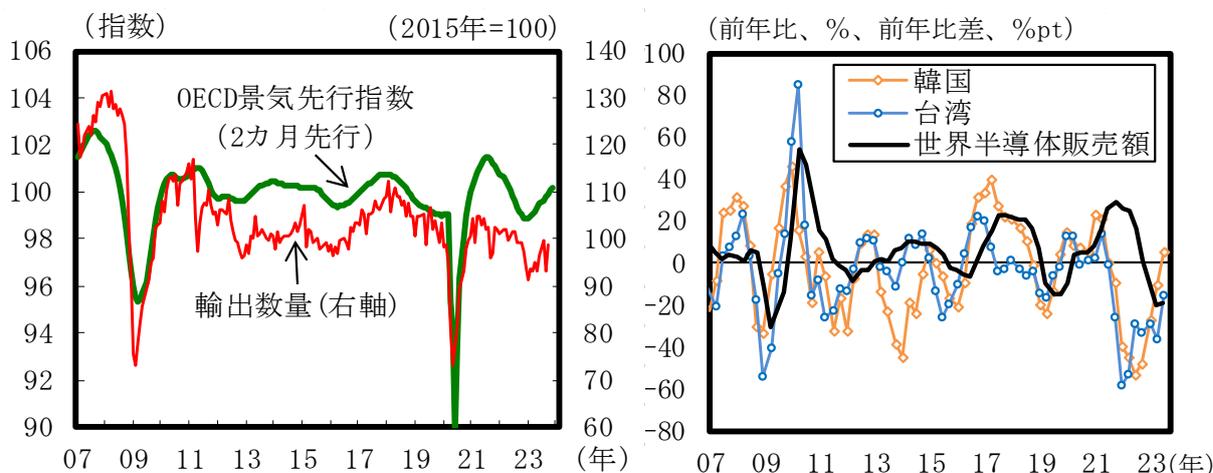
外需の持ち直しやシリコンサイクルの回復局面入りなどにより実質輸出は緩やかな増加へ

実質輸出の先行きについては、緩やかに増加するとみている。輸出の動きに2カ月程度先行する傾向があるOECD景気先行指数は上昇基調にあり、外需の持ち直しが示唆される(図表4左)。半導体不足の緩和による挽回生産が継続する中、主力の自動車関連財が輸出を下支えしよう。また、3~4年周期で循環するグローバルな半導体市況(シリコンサイクル)の回復局面入りも好材料だ(図表4右)。世界半導体販売額に見るシリコンサイクルは2023年春に底を打ったとみられ、先端半導体などで高いシェアを持つ台湾や韓国の電子部品・デバイスの出荷・在庫バランスも明確に改善している。今後、シリコンサイクルの回復基調が強まる中で日本の半導体製造装置などへの需要が高まるとみられる。

² 円安が輸出数量の増加に結びつきにくくなった一因として、為替レートが変化したときにそれが契約通貨建ての輸出価格に転嫁されにくくなったこと、すなわち為替レート変動の輸出価格へのパススルー率(転嫁率)が低下したことも挙げられる。詳細については「[日本経済見通し：2022年1月](#)」を参照されたい。

もつとも、外需の大幅な悪化による輸出の下振れリスクには注意が必要だ。足元では、中東情勢の緊迫化によるエネルギー供給への影響が懸念されている。加えて、最大の輸出先である中国では不動産不況を主因に景気は力強さに欠ける。中国の2023年7-9月期の実質GDP成長率は前年比+4.9%と前期（同+6.3%）から低下した。また、欧米では大幅な景気悪化を伴わない「ソフトランディング」の確度が高まっている半面、インフレ率は足元でも高水準にある。金融引き締めが想定以上に長期化し、その影響で欧米経済が大幅に悪化すれば、日本の輸出への影響は避けられないだろう。

図表4 日本の輸出数量と海外景気動向（左）、台湾・韓国における電子部品・デバイス工業の出荷・在庫バランスと世界半導体販売額（右）



(注) 左図は季節調整値（輸出数量は内閣府による季節調整）で、OECD 景気先行指数はG20 ベース。
(出所) 日本銀行、財務省、内閣府、OECD、KOSTAT、MOEA、SIA、Haver Analytics より大和総研作成

7-9 月期の実質 GDP は輸出や民需が押し上げるも、輸入の大幅増でマイナス成長となる見込み

2023年9月のインバウンド・貿易関連統計の結果を受け、GDP 統計における7-9月期の財・サービスの実質輸出は前期比+1.3%、実質輸入は同+4.4%と暫定的に見込んでいる。未公表の9月分の国際収支統計次第で大きく変動する可能性はあるものの、7-9月期の実質GDP成長率に対する純輸出（外需）の寄与度は輸入の大幅増を受けて同▲0.6%ptになるだろう。

民需については、経済活動の正常化を受けて個人消費が緩やかに増加するとみている（前期比+0.3%）。ただし、足元で一部サービス業の持ち直しに足踏みが見られる点には注意を要する。設備投資は更新投資や能力増強投資などが進み、前期から増加したとみられる（同+1.9%）。その結果、7-9月期の実質GDP成長率は前期比年率▲0.5%と暫定的に見込んでいる。9月8日時点では同▲0.3%と予想していたが、輸出などを上方修正した一方で個人消費を大きく下方修正したことから、実質GDP成長率のマイナス幅は従来予想からわずかに拡大した。

7-9月期の実質GDP成長率見通しについては、10月末に公表するGDP1次速報予想レポートで改めて示す予定である。

2. 輸出競争力の向上に向けた中長期的な課題

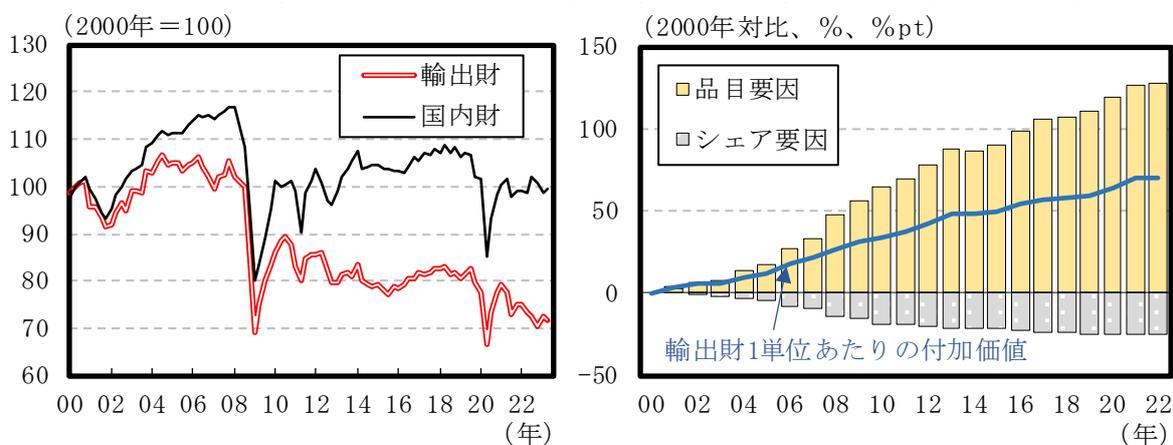
日本の輸出財生産における稼働率や、輸出財の品質面での優位性が長期的に低下

前述のように、当面の輸出は緩やかな増加を見込んでいるものの、日米の金融政策の方向性の転換などを契機として円高が大幅に進んだり、経済安全保障面から一部製品の管理が強化されたりして輸出が抑制される可能性も否定できない。輸出の持続的な増加に向けて、輸出製品の国際競争力を高める重要性は一段と増している。

だが過去 20 年間で振り返ると、国際競争における日本のプレゼンスはむしろ低下した。国際貿易センターによると、日本の輸出額の世界シェアは中国が世界貿易機関(WTO)に加盟した 2001 年で 6.6%だったが、リーマン・ショック直後の 2009 年で 4.7%、直近の 2022 年では 3.1%へと低下した。

この間、製造業の海外生産比率が大幅に上昇した影響もあり³、日本国内では輸出財生産における稼働率が 2000 年の 7 割程度の水準まで落ち込んでいる（図表 5 左）。世界貿易量が増加基調を辿っているにもかかわらず稼働率が低迷する背景には、企業収益の増加につながるような競争力の高い輸出製品が国内で生産されていないことがあるだろう。

図表 5 輸出財および国内財の稼働率指数（左）、輸出財の高付加価値化の要因分解（右）



(注) 2つの図表の試算方法はいずれも経済産業省『通商白書 2015』に基づく。右図は輸出価格指数および輸出物価指数から計算。左図は四半期ベースの季節調整値で、稼働率指数の計算式は以下の通り。

輸出財稼働率指数 = 輸出数量指数 ÷ (生産能力指数 × 輸出比率)

輸出比率 = {(輸出財出荷指数 × 輸出財ウェイト) ÷ (輸出財出荷指数 × 輸出財ウェイト + 国内財出荷指数 × 国内財ウェイト)}

国内財稼働率指数 = 国内向け鉱工業出荷指数 × (1 - 輸出比率)

(出所) 内閣府、日本銀行、財務省、経済産業省統計より大和総研作成

輸出製品の高付加価値化の取り組みは停滞していたわけではない。輸出財の平均価格と輸出物価から測った輸出財 1 単位あたりの付加価値は、2000 年から一貫して向上してきた（図表 5 右）。経済産業省『通商白書 2015』を参考に要因分解すると、各品目の付加価値が上昇したこと

³ 経済産業省「海外事業活動基本調査」によると、製造業の海外生産比率は 2001 年度で 14.3%だったが、直近の 2021 年度には 25.8%へと高まった。

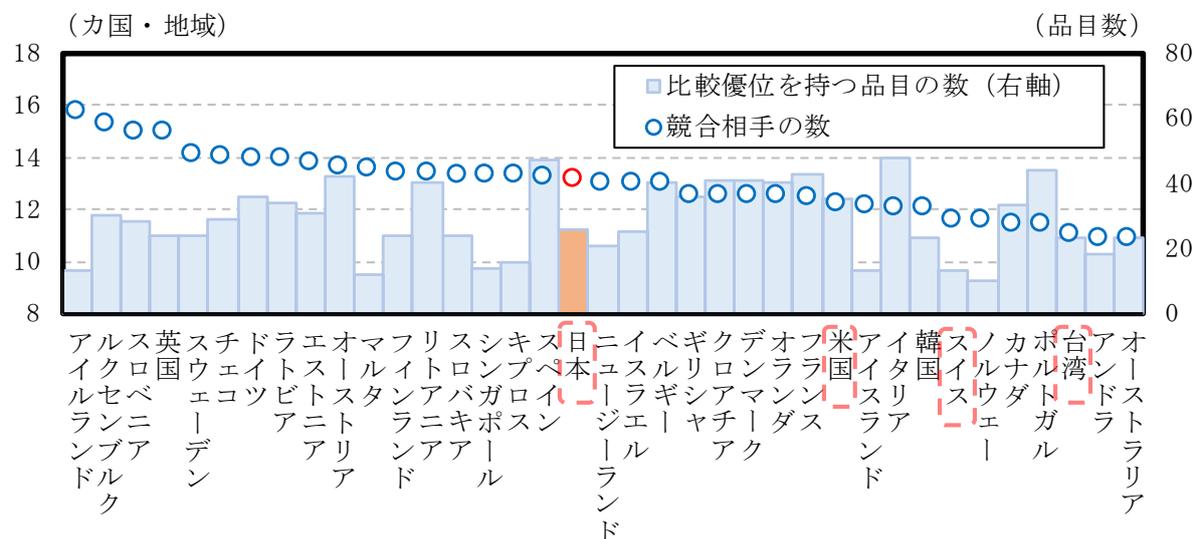
に加え、低付加価値の製品が輸出品目全体に占める割合が頭打ちとなったことがマクロの高付加価値化に寄与している。

だが、他国との競争という観点から考えれば、日本の輸出財の高付加価値化（垂直的差別化）が相対的に進んでいるかどうかの方がより重要だ。世界銀行が各国の生産性や輸出財の付加価値などの多面的な指標から作成した「輸出品質指数」(Industrial Export Quality Index)を見ると、日本の輸出財の品質は1990年時点で突出して高かった。しかしながらその後は低下傾向を辿り、他国との差が縮小した。韓国では1990年代前半や2000年代前半に指数が大幅に上昇し、2009年に日本に追いついた。また、台湾は2017年に日本の水準を超え、ドイツは徐々に日本との差を詰めている。総じてみれば、日本の輸出財における品質面での国際的な優位性が失われ、他国の製品に代替されやすくなったといえる。

産業構造の面から見ても日本の輸出財は他国製品に代替されやすい

こうしたことから、競合国の製品に代替されにくく普遍性が低い輸出製品を生産するような産業構造を目指すことが、日本経済の課題の1つといえるだろう。そこでHidalgo and Hausmann (2009)⁴を参考に、直近5年間(2018~22年)における各国・地域の輸出製品の普遍性を測定したものが**図表6**だ。

図表6 先進国・地域が比較優位を持つ品目の数と競合相手数



(注) 先進国・地域の定義はIMFによる(データ制約によりプエルトリコとサンマリノは含まない)。比較優位を持つ品目は、HSコード2桁分類品目のうち顕示的比較優位指数が1を上回る品目。競合相手の数は、(自国の比較優位品目で同様に比較優位を持つ他国・地域の数) ÷ (自国の比較優位品目数) によって算出。(出所) UN Comtrade、国際貿易センターより大和総研作成

⁴ Hidalgo C.A. and Hausmann R. (2009) “The building blocks of economic complexity,” *Proceedings of the National Academy of Sciences*, Vol. 106, No. 26, pp. 10570-10575

図表 6 は、先進国 39 カ国・地域（IMF 定義、ただしデータ制約によりプエルトリコとサンマリノは含まない）が生産する製品の平均的な競合相手の数と、各国・地域が生産を得意とする品目（比較優位を持つ品目、以下「比較優位品目」）の数を示している。各国・地域の HS コード 2 桁分類（97 品目）の顕示的比較優位指数を算出することで、ある国・地域の比較優位品目において同様に比較優位を持つ他国・地域がいくつ存在しているかをマーカーで示した。言い換えれば、ある国・地域が強みとする分野で競合相手国・地域がどれほど存在するかを示している。

これによると、例えば比較優位品目の数が日本と同程度の台湾は、電気機械や精密機器のように生産の模倣が困難な分野で比較優位を持っており、競合相手国・地域が少ない。また米国は、日本とは対照的に、比較優位品目が多いながらも競合相手が少ない。航空機などの機械産業で高いシェアを持つことに加え、食料品のように先進国が生産を得意とするケースが少ない分野でも強みを持つことなどが背景にある。スイスは時計や医療用品といったごく一部の産業に特化しており、競合相手が少ないといった特徴がある。

他方、日本は比較優位品目が少ない割に競合相手が多い。日本が強みを持つ品目は多くないにもかかわらず、それらの品目では他国・地域も高い生産能力を持つため、他国製品による代替が進みやすい産業構造になっている。とりわけ日本の輸出の 6 割を占めるアジア向けは、規格や材質が決まっていて他国に代替されやすい中間財が中心だ。むしろ、高度化や差別化の余地が大きい機械類（一般機械、電気機械、輸送用機械）を中心に、最終財の生産能力の強化をより重視することが効果的だろう。

「プロダクト・サイクル論」に見る日本企業の課題は効果的な技術開発投資

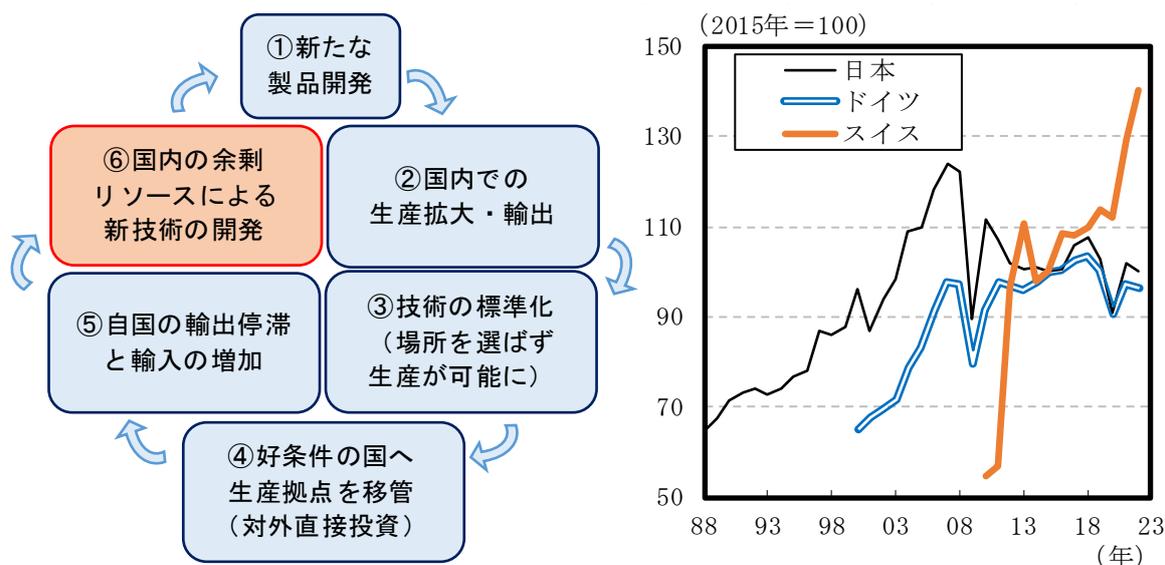
産業構造の再構築のみならず、企業単位での輸出競争力の強化も引き続き重要だ。そこで以下では、国際経済学における「プロダクト・サイクル論」を参考にしつつ、輸出企業の競争力強化の道筋について考える。

プロダクト・サイクル論は、企業が以下の①から⑥の段階を循環的に進むことで、新製品の開発や競争力の向上を達成していく過程を体系化したものだ（**図表 7 左**）。

企業は①新製品を開発し、②国内生産や輸出を拡大させる。生産を重ねるうちに、③生産技術が標準化され、場所を選ばずに生産することが可能となる。これを受け、企業は海外市場の開拓や人件費の抑制を目的に④生産拠点を海外に移管する（対外直接投資）。他方、同製品を自国で生産するよりも海外現地法人が生産したものを逆輸入する方が割安になり、⑤自国での生産・輸出の鈍化や輸入の増加が発生する。そして国内では、⑥生産の縮小や対外直接投資収益から得られた余剰リソースを用いて新たな技術開発が行われる。企業はこの新技術をもとに①新製品の開発へ進む、というサイクルを繰り返す。

典型例が日本の自動車産業だ。1950年代に当時の通商産業省が打ち出した「国民車構想」をはじめとして開発競争が激化し、1970年代にかけては高度成長期の中で生産や輸出が拡大した。生産拡大による技術の標準化も進み、1990年代以降は生産拠点の海外移管が進んだ。他方、国内では2010年代から輸出台数が伸び悩み、海外で生産された日本メーカーの車を日本が輸入する事例が増えた。そして現在、国内では電気自動車や自動運転など、新技術の開発が進んでいる。

図表7 プロダクト・サイクル論の概念図（左）、日本、ドイツ、スイスの輸出数量指数（右）



(出所) 財務省、欧州委員会、スイス連邦統計局、スイス税関総局、Haver Analytics より大和総研作成

リーマン・ショック以降の輸出数量は減少傾向にある一方（図表7右）、同時期の輸入数量は増加傾向にある。こうした動きをプロダクト・サイクル論に当てはめると、プロダクト・サイクル上では⑤が発生していたといえる。近年の日本は⑥に差し掛かっている可能性があることから、増産や費用削減のための投資よりもイノベーションに注力し、①や②の段階を目指すことが目下の課題だ。

もっとも、世界銀行によれば、2010年以降の日本の研究開発投資額（対GDP比）は世界4位前後で推移してきた。日本企業がイノベーションに消極的だったわけではなく、資金投入の面では⑥に進んでいたといえる。他方、各国のイノベーションの能力や、その成果を指数化した「世界イノベーション指数」は2022年で世界13位だった（世界知的所有権機関）。高水準の投資が成果に結びついておらず、イノベーション投資の成果まで評価基準に含めた指標では低い順位になったとみられる。製品化や付加価値の向上につながるような効果的なイノベーション投資が少なければ、プロダクト・サイクル論に従うと①新製品の開発や②生産・輸出の拡大には進めない。実際、リーマン・ショック後に経済正常化が一巡した後の2011年からコロナショック前の2019年までの輸出数量の伸び率を見ると、日本は年平均で▲0.8%だったのに対し、産業構造が日本に近いドイツのそれは同+1.1%であった（図表7右）。

ドイツの世界イノベーション指数は8位と日本よりも上位にあり、プロダクト・サイクルが回りやすい環境が醸成されてきた。1950年代から続くマイスター制度の下で政府が技術発展を支援してきたことなどが奏功したとみられる。また、技術立国として知られるスイスは2011年から2022年まで世界イノベーション指数の1位を維持してきた。2011年から2019年のわずか9年間で輸出数量が倍増しており（**図表7右**）、日本に比べて輸出競争力が顕著に向上してきたことが見て取れる。

GX や DX などの拡大を背景に技術開発投資の重要性は一層高まる

日本が技術開発の成果で諸国に後れを取っていることや、今日デジタル・トランスフォーメーション（DX）やグリーン・トランスフォーメーション（GX）などの新興分野で需要が高まっていることもあり、新たな技術開発を進める重要性は一層増している。各企業がイノベーション投資の成果をきちんと再評価して効果的な技術開発投資を実現し、日本全体でプロダクト・サイクルを回す必要がある。

半面、需要の変化に対応しつつ持続的に競争力を強化しなければ、日本は世界の潮流に取り残され、輸出の世界シェアが一段と低下するおそれがある。学术界から産業界への技術移転の促進や、DX・GXの需要拡大に対応した政府による投資喚起など、産官学で迅速に取り組むべきだ。

図表8 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 長期金利上昇×金融 引き締め長期化の帰結は？

金融システムへの負荷を増やし、景気の調整幅を大きくする可能性

矢作 大祐

[要約]

- 足下の米国経済に関する最大の注目点は、米 10 年債利回りの上昇だ。堅調な景気と金融引き締めの長期化観測を背景とした期待短期金利の高止まりに加え、国債需給の悪化を契機としたタームプレミアムの上昇によって米 10 年債利回りは 10 月 19 日にほぼ 5.0%まで上昇した。こうした中、FOMC 参加者内で、長期金利の上昇によって追加利上げの必要性が低下しているとの認識が共有されているようだ。
- しかし、9 月の CPI や PPI のヘッドラインが市場予想を上回ったように、インフレの高止まり懸念は根強い。長期金利の上昇によって景気が減速し、需給ギャップが緩和すると想定しても、従業員の待遇改善要求に伴う賃金上昇率の高止まりや地政学リスクの高まりによるエネルギー価格上昇などが、インフレの減速ペースを遅らせるかもしれない。
- 当面の FOMC の基本シナリオとしては、追加利上げが必要か様子見をしつつ、インフレが順調に減速していくよう引き締めの金融環境を維持するために、政策金利をより長期間にわたって高水準に維持することが現時点の選択肢として優勢のようだ。しかし、引き締めの金融環境を長期間にわたって維持することは、金融システムに負荷をかけ得る。結果的に 2006 年から 2008 年にかけてのように、景気の調整幅が大きくなる可能性に注意が必要だ。

米 10 年債利回りの上昇によって追加利上げの必要性は低下か

足下の米国経済に関する最大の注目点は、米 10 年債利回りの上昇だ。米 10 年債利回りは、銀行不安に伴い今年 3 月～4 月に 3.3%程度まで低下したが、金融システム全体の不安定化には至らなかったことで、5 月以降は上昇トレンドへと転じた。その後、足下までの堅調な景気と金融引き締め長期化観測を背景とした期待短期金利の高止まりに加え、国債需給の悪化を契機としたタームプレミアムの上昇によって 10 月 19 日にほぼ 5.0%まで上昇した¹。

こうした中、足下の長期金利の上昇によって景気が抑制されることで、追加利上げの必要性が低下するとの観測が強まっている。ローガン・ダラス連銀総裁はタームプレミアムによって長期金利が上昇しているのであれば、政策金利を引き上げる必要性は低くなるかもしれないとの見解を示した。デイリー・サンフランシスコ連銀総裁はさらに踏み込んで、今般の長期金利の上昇が利上げ 1 回分に相当し得ると指摘した。これまで FRB のタカ派化をけん引してきたウォラーFRB 理事も、10 月 11 日には「金利上昇が FRB の代わりに仕事をしてくれる」と述べている。FOMC 参加者内でも、追加利上げの必要性の低下という認識が共有されているようだ。FOMC 参加者の発言を背景に、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) において、10 月 30 日・11 月 1 日の FOMC での政策金利の据え置き確率は 9 割を超え、12 月 12 日・13 日の FOMC においても 6 割弱となっている (10 月 19 日時点)。

長期金利上昇×金融引き締めの長期化＝？

しかし、9 月の CPI や PPI のヘッドラインが市場予想を上回ったように、インフレ高止まり懸念は根強い。7-9 月期の実質 GDP 成長率はさらに加速すると見込まれており、需給ギャップがひっ迫し、インフレ圧力となり得る。長期金利の上昇により景気が減速し、ゆくゆくは需給ギャップが緩和すると想定しても、インフレが順調に減速していくかは予断を許さない。例えば、従業員の待遇改善要求の聲が高まる中で、賃金上昇率の減速ペースは緩やかになる可能性がある。その場合、人件費と連動しやすい CPI のコアサービス (除く家賃) 価格が落ち着くまでには時間を要することとなる。加えて、イスラエル・パレスチナ紛争を契機とした中東地域での地政学リスクの高まりにより、エネルギー価格が高水準で推移することも考えられる。CPI のエネルギー価格は、WTI と連動する傾向がある。米エネルギー情報局 (EIA) の WTI に関する予想を基にすれば、CPI エネルギーは 2024 年にわたって CPI 全体の押し上げ要因となり得る (図表 2 左図)。そして、エネルギー価格は消費者の期待インフレにも影響する。エネルギー価格の上昇を受け、期待インフレも上昇しており、インフレが高水準のままで固定される可能性を示唆している。

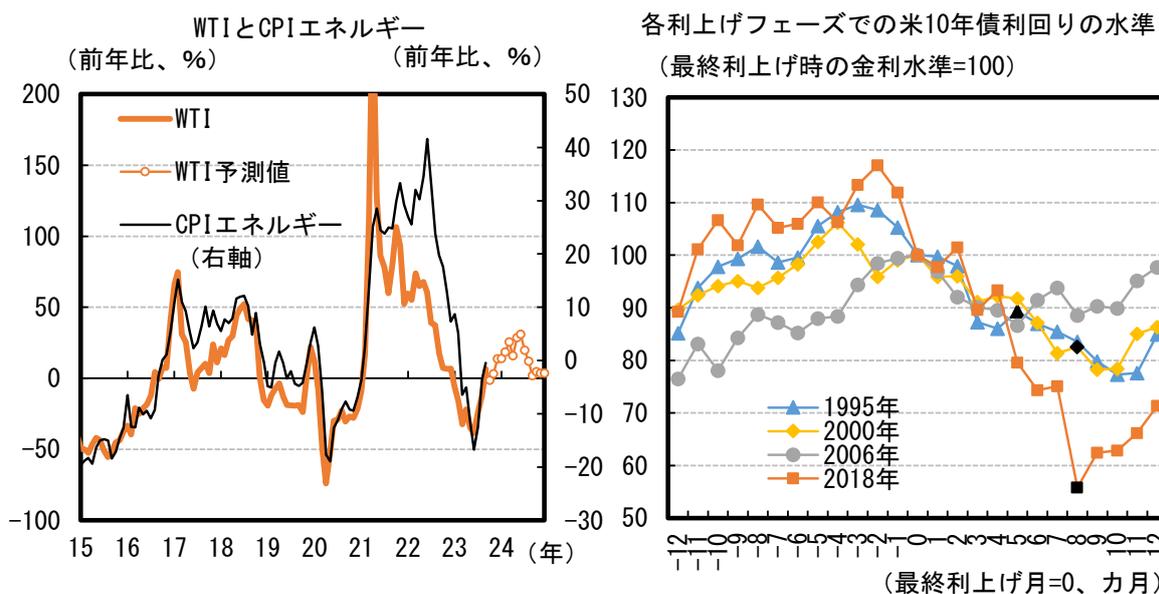
インフレの高止まりが意識されれば、FOMC 参加者の中でも追加利上げの可能性が再燃することになる。ローガン総裁は、長期金利の上昇が経済の力強さによるものであれば、FOMC で一段

¹ 国債需給の悪化に関して、供給面に着目すると、2023 年 6 月の債務再編問題の解決を機に国債発行が再開されたことが挙げられる。また、税収が想定よりも少なく、金利上昇に伴う利払い負担がかさんだことで、財政赤字が拡大し、国債発行の増加が加速した。需要面に関しては、FRB によるバランスシートの縮小による買い手の減少に加えて、金利変動の大きさから市場参加者も手を出しにくくなっている。例えば、10 月 12 日の 30 年債入札においては、テールの拡大といった需要の低調さを示唆する結果となった。

の措置が必要となると指摘している。パウエル FRB 議長やウォラー理事も追加利上げの可能性に関して含みを持たせている。もっとも、当面の FOMC の基本シナリオとしては、追加利上げが必要か様子見をしつつ、引き締めの金融環境を長期間維持することが現時点の選択肢として優勢のようだ。例えば、ウォラー理事は「政策金利をより長期間にわたって高水準に維持することによって長期金利が押し上げられる」と述べている。また、ジェファーソン FRB 副議長は、「長期金利の上昇が景気の堅調さを反映している場合、従来の想定以上の長い期間において引き締めの金融環境を維持する必要がある」との見解を示している。

過去 30 年間の利上げ終盤戦を振り返ると、利上げ停止後の早い時期に利下げへと転じた 1995 年、2000 年、2018 年 (=利上げ停止年、以下同) では、利上げ停止 2-4 カ月前に米 10 年債利回りはピークを付け、その後利下げに転じるまで金利は低下した (図表 2 右図)。他方で、利下げまでの期間が長かった 2006 年に関しては米 10 年債利回りのピークは利上げ停止の時期まで後ずれし、その後も他の時期に比べて金利の低下幅は小さかった。ジェファーソン副議長やウォラー理事が指摘した政策金利をより長期間にわたって高水準に維持することは、長期金利を押し上げる上で有効な手段であることがわかる。もっとも、引き締めの金融環境を長期間にわたって維持することは、金融システムに負荷をかけることになる。金融引き締めだけが要因ではないが、利下げまでの期間が長かった 2006 年の帰結は、住宅市場の大幅な調整に伴う 2007 年のパリバ・ショック、そして、2008 年のリーマン・ショックの発生だった。現在の経済・金融の状況が 2006 年と酷似しているわけではないものの、今年上半期の銀行破綻や商業用不動産の値下がりなど金融システムを揺るがし得るような不安要素はある。景気が堅調であるからこそ、インフレを抑制するために必要となる金融引き締めの期間は長くなり、その結果として金融システムへの負荷が増え、先行きの景気の調整幅が大きくなることが懸念材料といえる。

図表 1 WTI と CPI エネルギー、各利上げフェーズでの米 10 年債利回りの水準



(注) 左図の WTI 予測値は EIA に基づく。右図の マーカー (黒) は利下げが開始されたタイミング。なお、2006 年は最終利上げから 15 カ月後に利下げに転じたことから、グラフ内での利下げタイミングの該当はない。

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

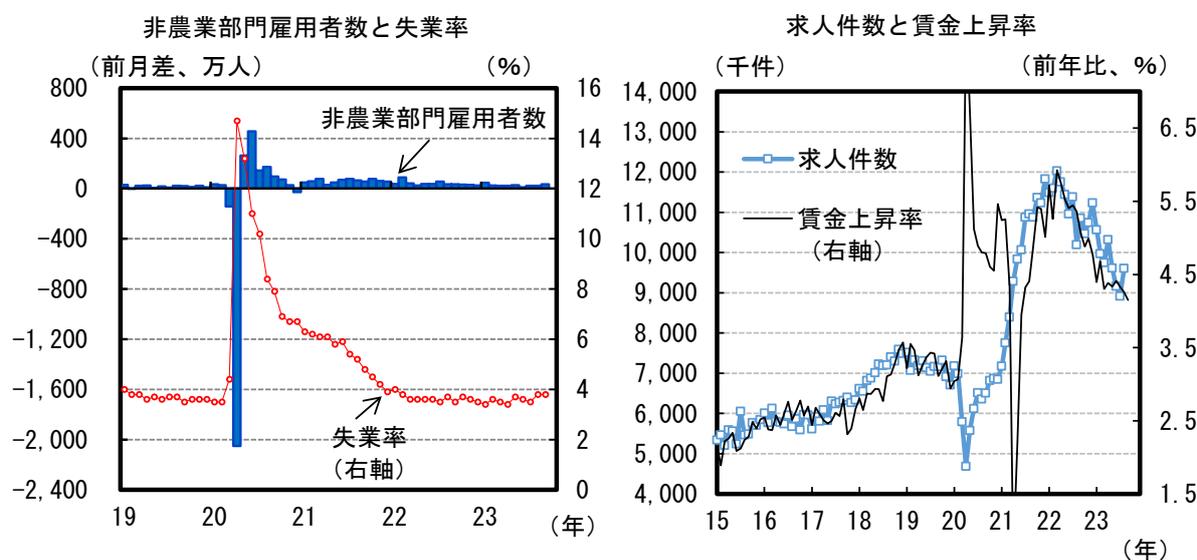
雇用環境は堅調なまま、賃金上昇率の伸びは緩やかに減速

2023年9月の雇用統計では、非農業部門雇用者数が前月差+33.6万人と市場予想（Bloomberg調査：同+17.0万人）を上回った。また、過去分が大幅に上方修正され、雇用者数の伸び幅が好不調の境目となる+20.0万人を3カ月連続で上回ったことから、雇用者数から見た雇用環境は堅調そのものといえる。失業率に関しては、前月から横ばいの3.8%となった。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ともに減少した。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、雇用環境に悪化の兆候は見られない。9月の雇用統計をまとめれば、雇用環境は堅調なままといえる。

その他の雇用関連指標を見ると、2023年8月の求人件数は前月差+69.0万件と4カ月ぶりに増加に転じた。また、過去分も上方修正され、求人件数の水準は961.0万件と、2023年5月以来の高水準となった。また、新規失業保険申請件数を確認すると、10月1日-10月7日は19.8万人となり、2023年1月以来の低水準となった。9月の半ば以降は週20万人前後と低水準での推移が続いており、雇用環境は足下も急激に悪化はしていない。

堅調な雇用環境は景気の腰折れを避ける上で安心材料といえるが、労働需給のタイトさによるインフレの上昇圧力が高まるという意味では懸念材料といえる。こうした懸念の一方で、9月の賃金上昇率を見ると、前月比は+0.2%と2022年2月以来の、前年比は+4.2%と2021年6月以来の低水準となった。これは、情報、金融・不動産、専門企業向けサービスといった高賃金業種の雇用者数の伸びが減速し、賃金の上昇圧力が和らいでいることが背景にあるだろう。足下の雇用環境をまとめれば、堅調さを維持しつつも、賃金上昇率の伸びが緩やかになるという米国経済のソフトランディングを期待させるものといえよう。もっとも、収束の見通しが立たない自動車関連のストライキに代表されるように、従業員の待遇改善要求は高まっており、賃金上昇率が今後減速しにくくなる恐れがある点は注意が必要である。

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



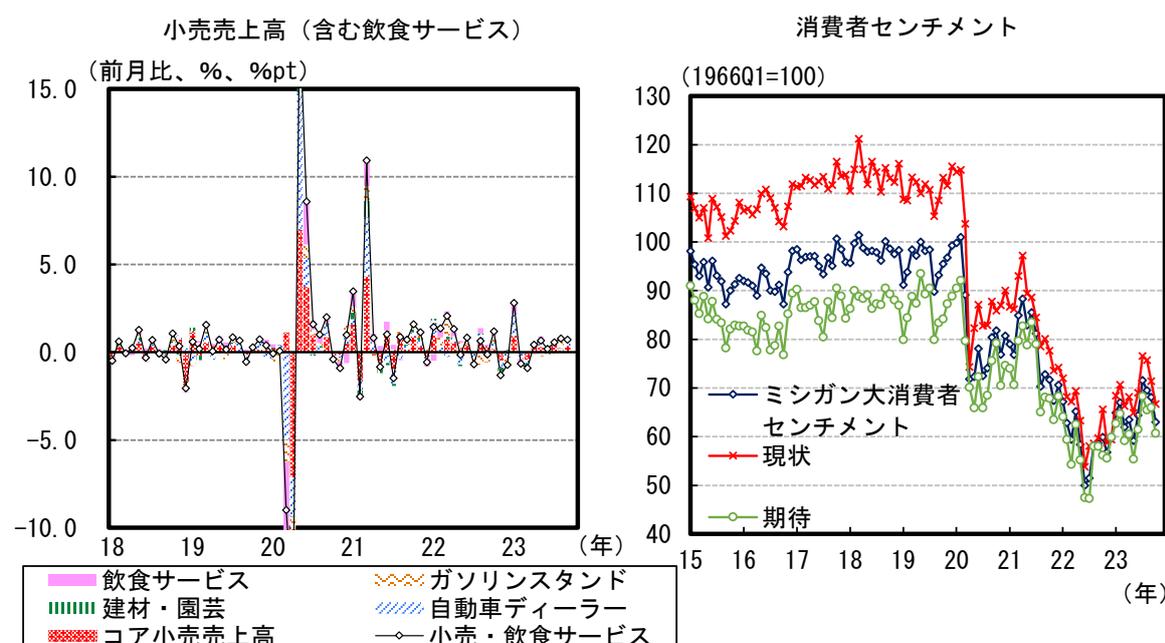
(出所) BLS、Haver Analytics より大和総研作成

小売売上高は好調も、消費者マインドは悪化

個人消費の動向を確認すると、2023年9月の小売売上高(含む飲食サービス)は前月比+0.7%と、市場予想(Bloomberg調査:同+0.3%)を上回った。また、過去分が上方修正されるとともに、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+0.6%と加速したことから、ポジティブな結果といえる。9月の小売売上高(含む飲食サービス)の内訳を見ると、無店舗販売(同+1.1%)、自動車・同部品(同+1.0%)、ガソリンスタンド(同+0.9%)、飲食サービス(同+0.9%)の伸び幅が大きい。他方で、衣服・宝飾品(同▲0.8%)や家電(同▲0.8%)は振るわなかった。なお、四半期で見ると、2023年7-9月期の小売売上高(含む飲食サービス)は前期比年率+6.9%と2022年4-6月期以来の高い伸びとなり、個人消費の堅調さがうかがえる結果となった。

小売売上高が好調だった一方で、消費者マインドは悪化した。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▲5.1ptと3カ月連続で低下し、水準は63.0となった。構成指数の内訳を見ると、現状指数(同▲4.7pt)、期待指数(同▲5.3pt)ともに悪化した。ミシガン大学は、インフレ懸念の高まりに伴い、家計の財務状況や短期的な景況感への期待が悪化したと指摘している。消費者のインフレ見通し(期待インフレ)を見ると、1年先(+3.8%)、5年先(+3.0%)ともに上昇した。どちらもコロナ禍前の10年間(2010年-2019年)の平均値(1年先:+2.9%、5年先:+2.7%)を上回っている。消費者の期待インフレが高水準で定着すれば、インフレ率が高止まりするリスクは残ることとなる。結果的に、金融引き締め
の長期化が想定されることとなり、消費者マインド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



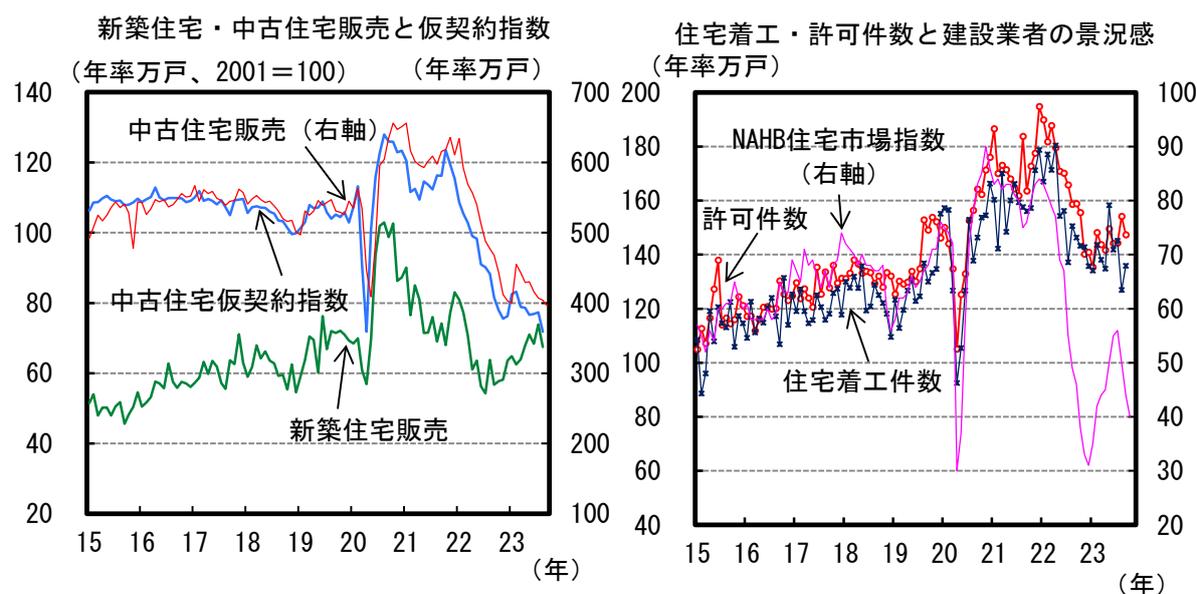
(出所) Census、ロイター/ミシガン大、Haver Analytics より大和総研作成

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、中古住宅販売（コンドミニアム等含む）に関しては、9月が前月比▲2.0%と4カ月連続で減少した。また、これまで中古住宅販売に比べて堅調であった新築住宅販売（戸建）は、2023年8月に同▲8.7%と減少に転じた。新築住宅販売（戸建）の8月の落ち込みは、7月の大幅増からの反動減の可能性もあるが、住宅ローン金利の上昇による需要鈍化の兆しとも考えられる。これまでは住宅販売業者が住宅ローン金利の一部を肩代わりするという販売促進策（バイダウン）を取ることで住宅需要を下支えしてきた。しかし、足下の長期金利の上昇に伴い、住宅販売業者がバイダウンを行っても住宅ローン金利が極めて高い水準となり、住宅需要が抑制されている可能性がある。

住宅供給に関しては、新築住宅着工は、2023年9月に前月比+7.0%と大幅に増加した。しかし、9月の反発は8月からの反動増の可能性が高い。また、新築住宅着工の先行指標である建設許可は、同▲4.4%とマイナスに転じたことから、先行きは楽観できない。住宅建設業者のマインドに関しても、NAHB（全米住宅建設業協会）住宅市場指数を見ると、2023年10分は前月差▲4ptと3カ月連続で悪化し、水準も40と2023年1月以来の低さとなった。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。NAHBによれば、住宅販売業者も販売価格を抑制することで、住宅需要を喚起しようとしているようだ。しかし、割引率は小幅なままであり、住宅価格は依然として高止まりしていることから、現時点で人々の住宅購入意欲を高める効果は期待しにくい。FRBが政策金利をより長期間にわたって高水準に維持するならば、住宅ローン金利も高止まりすることが想定され、住宅市場の回復には時間を要するといえよう。

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

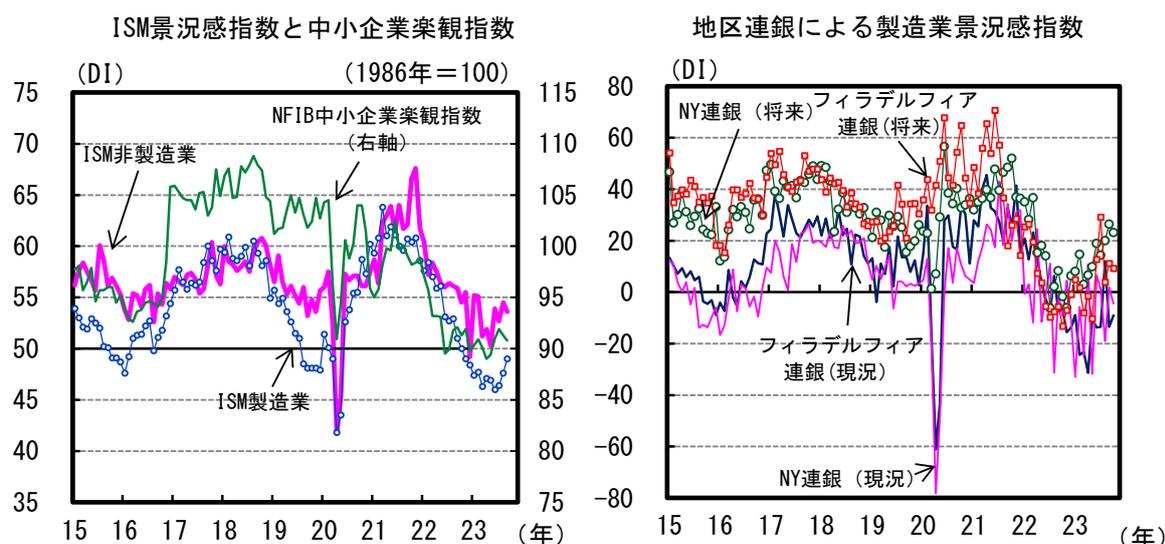
企業マインドは方向感がまちまち、経済環境の不確実性の高さを示す

2023年9月のISM景況感指数は、製造業が前月差+1.4%ptの49.0%と、3カ月連続で改善した。好不況の境目となる50.0%は依然下回っているものの、2022年11月以来の水準まで回復しており、底入れの兆しが見受けられる。他方で、非製造業は同▲0.9%ptと悪化に転じ、水準は53.6%となった。構成項目を見ると、製造業に関しては、入荷遅延指数のみ悪化し、新規受注指数、雇用指数、生産指数、在庫指数は改善した。非製造業に関しては、事業活動指数と入荷遅延指数は改善したが、雇用指数と新規受注指数が悪化し、足を引っ張った。続いて、企業のコメントを見ると、非製造業は一部で金融引き締めが悪影響に言及する声もあったが、サプライチェーンや業績の改善といったポジティブな見解が主流である。他方で、製造業はストライキによる悪影響や景気後退リスクの高まりといったネガティブな指摘が目立つ。

中小企業マインドに関しては、2023年9月のNFIB(全米独立企業連盟)中小企業楽観指数は、前月差▲0.5ptと2カ月連続で悪化し、水準は90.8となった。内訳項目を見ると、景況感に対する期待や金融環境に対する期待が大きく悪化した。NFIBは、中小企業が依然として将来の業績について悲観的であり、売上の伸びが鈍化し、収益が圧迫されていることから、財務状況の改善のためには値上げに踏み切らざるを得ないとコメントしている。

足下の企業マインドをまとめると、指標によって方向感がまちまちな状況といえる。2023年10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▲6.5pt)、将来指数(同▲3.2pt)ともに悪化した。他方で、フィラデルフィア連銀は現況指数(同+4.5pt)が改善したものの、将来指数(同▲1.9pt)は悪化した。企業マインドは元々振れが大きいのが、足下では一層トレンドが捉えにくくなっており、企業にとっても好不況の判断がつきづらい不確実性の高い経済環境であることを示唆している。

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



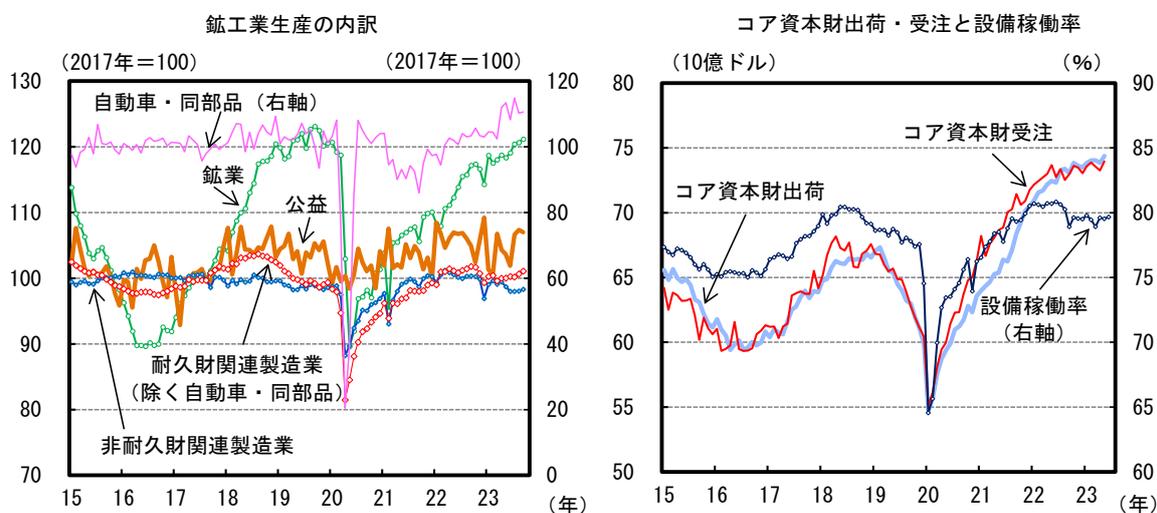
(出所) ISM、NY連銀、フィラデルフィア連銀、NFIB、Haver Analyticsより大和総研作成

9月の鉱工業生産指数は底堅いが、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9月の鉱工業生産指数は前月比+0.3%と、市場予想(Bloomberg調査:同+0.0%)を上回った。過去分の改訂に関しては、7月分はプラス幅が拡大したものの、6月分と8月分が引き下げられたことで、合わせて見れば水準が下方修正された。こうした過去分の水準の下振れを考慮する必要はあるものの、総じて底堅い結果といえる。その内訳を見ると、公益(同▲0.3%)はマイナスとなったが、製造業(同+0.4%)がプラスに転じ、鉱業(同+0.4%)は加速した。製造業の内訳を見ると、耐久財(同+0.4%)はプラスに転じ、非耐久財(同+0.3%)も加速した。耐久財に関しては、木製品(同+2.4%)、一次金属(同+1.5%)、その他輸送用機器(同+0.9%)が堅調な伸びとなった。ストライキの影響が懸念されていた自動車・同部品(同+0.3%)は小幅なプラスとなった。ストライキの開始時期が9月の後半であったことや特定の生産現場で順次実施されたことから、9月時点での影響は軽微だったようである。非耐久財に関しては、印刷(同▲2.4%)や衣服・革製品(同▲1.3%)が足を引っ張ったが、ゴム・プラスチック製品(同+1.7%)や繊維・繊維製品(同+0.6%)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8月に前月比+0.7%とプラスに転じた。先行指標であるコア資本財受注が同+0.9%となり、直近の鉱工業生産指数が上昇したことを踏まえれば、9月のコア資本財出荷も底堅い結果となるだろう。続いて、2023年9月の設備稼働率に関しては、前月差+0.1%pt上昇し、長期平均(1972-2022年:79.7%)と同水準になった。ただし、設備稼働率は2023年1月以降、79%台で横ばいとなっており、過去と比べてひっ迫しているとまではいえない。そして、銀行の貸出態度が厳格化するとともに、長期金利も上昇する中では、設備投資が活性化する見通しはつきにくい。また、UAW(全米自動車労働組合)と米自動車大手との労使交渉は合意に至っていない。UAWはストライキ拡大の可能性を示唆しており、当面は自動車関連の生産活動や設備投資が抑制されるだろう。このように、先行きには不透明感も残る。

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+3.0%と、4-6月期から加速すると見込む。金融引き締めの影響を受け、設備投資は減速し、住宅投資はマイナス幅の拡大が見込まれる一方で、個人消費は大幅に加速し、全体を押し上げると予想する。2023年10-12月期の実質GDP成長率は金融引き締めの効果によって減速すると見込むものの、従業員の待遇改善要求に伴う賃金上昇率の高止まりや地政学リスクの高まりによるエネルギー価格上昇などインフレの高止まり懸念は根強い。

FOMCは、追加利上げが必要か様子見をしつつ、インフレが順調に減速していくよう引き締めの金融環境を維持するために、政策金利をより長期間にわたって高水準に維持するという戦略を取ることが想定される。しかし、引き締めの金融環境を長期間にわたって維持することは、金融システムに負荷をかけ得る。結果的に2006年から2008年にかけてのように、景気の調整幅が大きくなる可能性に注意が必要となろう。

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	前年比、%			
	前期比年率、%												前年比、%			
国内総生産	-2.0	-0.6	2.7	2.6	2.2	2.1	3.0	1.0	0.3	0.6	1.2	1.6				
（前年同期比、%）	3.6	1.9	1.7	0.7	1.7	2.4	2.5	2.1	1.6	1.2	0.8	0.9	5.9	2.1	2.2	1.1
個人消費	0.0	2.0	1.6	1.2	3.8	0.8	4.1	2.0	1.1	1.1	1.3	1.6	8.3	2.7	2.3	1.7
設備投資	10.7	5.3	4.7	1.7	5.7	7.4	0.9	-1.3	-3.8	-1.6	0.2	1.3	6.4	3.9	4.1	-0.8
住宅投資	-1.8	-14.1	-26.4	-24.9	-5.3	-2.2	-4.8	-6.4	-3.1	-1.0	0.6	1.1	10.7	-10.6	-12.4	-2.8
輸出	-4.6	10.6	16.2	-3.5	6.8	-9.3	1.0	0.7	0.8	1.0	1.3	1.7	6.1	7.1	1.8	0.3
輸入	14.7	4.1	-4.8	-4.3	1.3	-7.6	-1.4	1.0	0.5	0.8	1.1	1.4	14.1	8.1	-2.4	0.0
政府支出	-2.9	-1.9	2.9	5.3	4.8	3.3	1.1	1.0	1.4	1.3	1.3	1.2	0.6	-0.6	3.2	1.3
国内最終需要	0.7	0.9	0.7	0.7	3.8	2.0	2.8	1.1	0.3	0.7	1.2	1.5	6.7	1.7	2.0	1.1
民間最終需要	1.5	1.5	0.3	-0.2	3.6	1.7	3.2	1.2	0.1	0.5	1.1	1.6	8.1	2.1	1.8	1.1
鉱工業生産	3.7	4.1	2.1	-2.5	-0.3	0.7	2.5	0.7	-1.3	-0.3	0.9	1.5	4.4	3.4	0.5	0.3
消費者物価指数	9.2	9.7	5.5	4.2	3.8	2.7	3.6	4.2	2.6	2.6	2.3	2.4	4.7	8.0	4.2	3.0
失業率（%）	3.8	3.6	3.5	3.6	3.5	3.5	3.7	3.9	4.1	4.3	4.3	4.2	5.4	3.6	3.7	4.3
貿易収支（10億ドル）	-276	-251	-211	-214	-202	-204	-183	-183	-183	-184	-184	-183	-842	-951	-771	-735
経常収支（10億ドル）	-284	-249	-223	-216	-214	-212	-191	-190	-190	-191	-190	-189	-831	-972	-808	-759
FFレート（%）	0.50	1.75	3.25	4.50	5.00	5.25	5.50	5.50	5.50	5.50	5.25	5.00	0.25	4.50	5.50	5.00
2年債利回り（%）	1.44	2.72	3.38	4.39	4.35	4.26	4.92	5.02	4.87	4.72	4.57	4.42	0.27	2.98	4.64	4.65
10年債利回り（%）	1.94	2.93	3.11	3.83	3.65	3.59	4.15	4.68	4.57	4.48	4.39	4.30	1.44	2.95	4.02	4.44

（注1）網掛けは予想値。2023年10月20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 続く景況感の悪化

消費者マインド改善の再加速が欧州経済持ち直しのカギ

橋本 政彦

[要約]

- ユーロ圏の景況感指数は 2023 年 9 月も低下し、悪化基調に歯止めが掛からない。企業部門の悪化トレンドが続いていることに加えて、2022 年後半から改善が続いてきた消費者マインドについても、このところ改善が頭打ちとなっている。
- 消費者にとって大きな懸念材料であるインフレについては、着実に上昇ペースが鈍化している。だが一方、これまでインフレ率の鈍化と同時に低下してきた家計の期待インフレは足元で再び上昇に転じており、それが消費者マインドの改善が止まる一因になっている可能性がある。
- 川上価格の下落に遅行してインフレ率は先行きも鈍化が続く可能性が高く、実質所得の増加を背景とした個人消費の増加が景気拡大を下支えするという見通しについては、現時点で修正する必要はないと思われる。だが一方、消費者マインドの改善が鈍れば、個人消費の拡大ペースは所得の増加に比べて緩やかなものになるおそれがある。欧州経済が本格回復に向かうためには、消費者マインドが再び改善基調に復することが、必要となる。

ユーロ圏経済

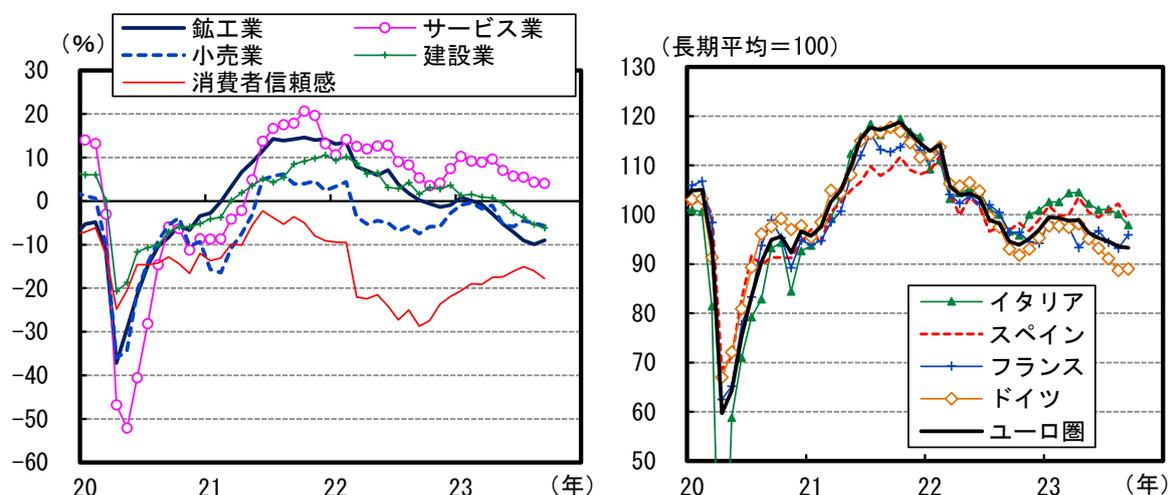
9月の景況感指数は5ヵ月連続で低下

ユーロ圏の景況感指数（総合、欧州委員会発表）の2023年9月分は、前月差▲0.3ptと5ヵ月連続で低下した。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にあった2020年11月以来の低さまで落ち込んでいる。

9月の景況感指数の内訳を見ると、消費者信頼感指数が前月差▲1.8ptと大きく低下したことが特に全体を大きく押し下げた。消費者信頼感指数は2022年9月をボトムに改善基調が続いてきたが、足元では2ヵ月連続で低下し、改善が足踏みする形となっている。また、悪化トレンドが続いている企業部門は9月も総じて軟調な結果となった。建設業は同▲0.8ptと低下幅が縮小しつつも7ヵ月連続で低下した他、サービス業は同▲0.3ptと5ヵ月連続で低下し、小売業は同▲0.6ptと2ヵ月連続の低下となった。他方、企業部門で唯一改善が見られたのは鉱工業であり、同+0.9ptと8ヵ月ぶりの上昇に転じている。ただし、企業部門の中で鉱工業の指数の水準が最も低いという状況に変化はなく、単月で改善が見られたとはいえ、決して楽観視できるような結果ではない。

国別では、スペインが前月差▲3.2ptと大きく低下した他、イタリアが同▲2.2ptと2ヵ月連続で低下した。他方、フランスは同+2.7ptと3ヵ月ぶりに上昇し、ドイツも同+0.3ptと小幅ながら5ヵ月ぶりの上昇に転じている。フランスにおいては、鉱工業、サービス業、建設業と幅広い企業関連の改善が全体を押し上げ、ドイツでは鉱工業が同+1.8ptと8ヵ月ぶりの上昇に転じたことが全体の指数を押し上げた。もっとも、景況感指数の水準はドイツが主要国の中で最も低い状態が続いており、ユーロ圏全体の足を引っ張っている。ドイツは2022年10-12月期にテクニカルリセッション入りしたが、景況感指数の低さに照らせば7-9月期もマイナス成長となった可能性が高い。

図表1 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

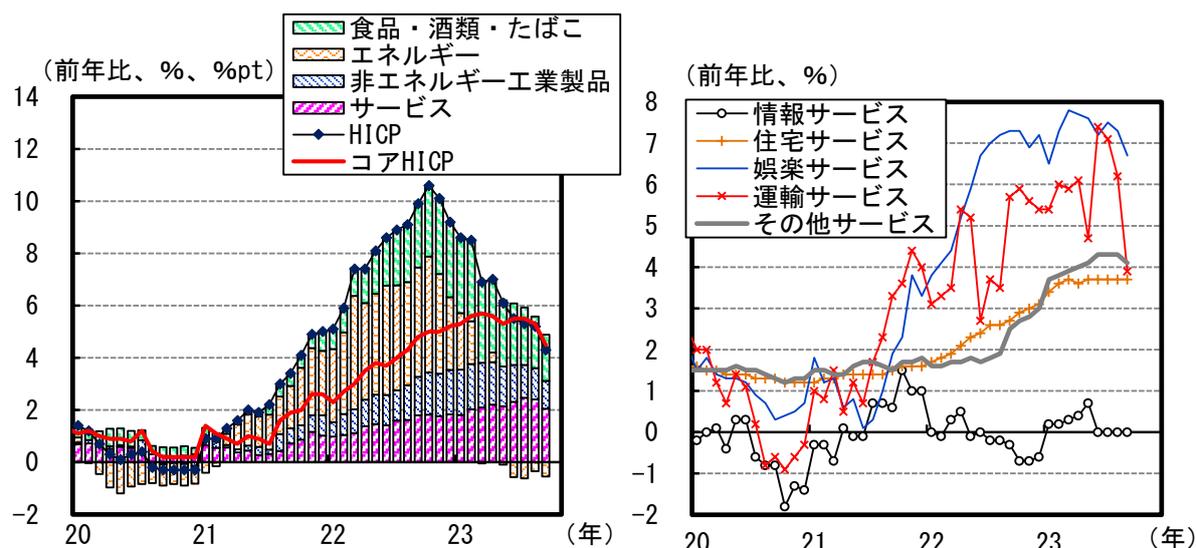
9月のインフレ率は上昇幅が大きく縮小

ユーロ圏経済の先行きを見通す上で、引き続き最大の注目点となるインフレ率の動向を見ると、9月のHICPは前年比+4.3%と、前月の同+5.2%から大幅に伸びが縮小し、2021年10月以来の低さとなった。エネルギー価格が同▲4.6%となり、前月（同▲3.3%）からマイナス幅が拡大したことに加え、飲食料品・たばこは同+8.8%と依然として高い伸びが続きつつも前月（同+9.7%）からは伸びが鈍化した。さらに、これらを除いたコアHICPも同+4.5%と、前月の同+5.3%から大幅に伸びが縮小している。

コアHICPの内訳をさらに財、サービス別に分けると、コア財（非エネルギー工業製品）が前年比+4.1%と前月から▲0.6%pt縮小し、サービス価格は▲0.8%pt縮小の同+4.7%となった。前年比の伸びはサービス価格の方が高い状態にあるが、前月から変化という点においては、サービス価格の方が縮小幅が大きい。

サービス価格の伸び縮小に大きく寄与したのは、ドイツで2022年6月～8月に実施された公共交通機関定額サービス（9ユーロチケット）の裏の影響が剥落し、運輸サービスの伸びが急激に縮小したことである。ドイツの運輸サービス価格は8月の前年比+14.0%から9月は同+2.7%まで伸びが縮小し、サービス価格全体は8月の同+6.8%から9月は同+4.7%まで上昇ペースが鈍化した。もっとも、ドイツ以外でもサービス価格の伸びは鈍化している国が多く、ユーロ圏全体のサービス価格を品目別に見ても、娯楽サービスで上昇幅が縮小するなど、総じて上昇ペースの加速に歯止めが掛かっている。財に比べてインフレ率の低下が遅れているサービスでもインフレ圧力は和らぎつつあることは、欧州経済の先行きを見通す上での好材料といえる。

図表2 ユーロ圏HICPの要因分解（左）、サービス価格の内訳（右）



（出所）Eurostat より大和総研作成

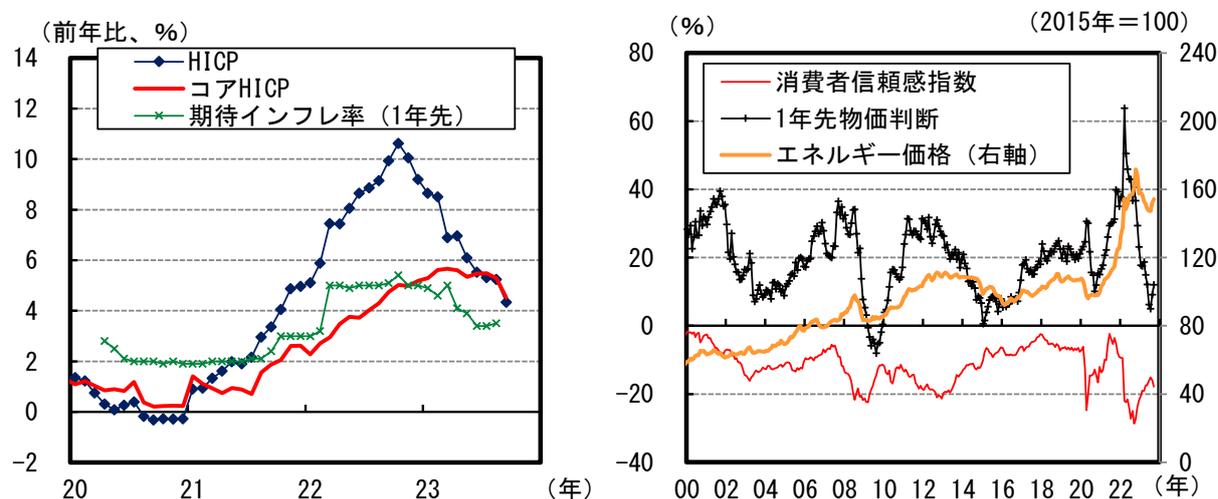
だが一方、HICPの減速傾向が続いているにもかかわらず、足元で家計の期待インフレ率の低下が進まない点には留意が必要である。

ECBがユーロ圏主要6カ国（ベルギー、ドイツ、スペイン、フランス、イタリア、オランダ）を対象に実施する消費者期待調査（Consumer Expectation Survey）によれば、2023年8月の期待インフレ率（1年先）は+3.5%と、5ヵ月ぶりに上昇した。また、欧州委員会調査による1年先の物価判断も8月、9月と2ヵ月連続で前月から上昇している。足元の期待インフレ率の上昇には、ガソリンを中心にエネルギー価格が前月比ベースで上昇に転じたことなどが影響しているとみられる。だが、これまでの記録的な高インフレによって家計の期待インフレ率が上方にシフトし、低下しづらくなっている可能性も否定できない。

前述の通り、インフレ率の低下に伴って改善が続いてきた消費者信頼感指数は、足元で改善が頭打ちとなっている。これは企業を取り巻く環境の悪化や、それに伴う家計の景気見通しの悪化を反映したものと考えられるが、これに加えて、期待インフレ率の再上昇も影響している可能性がある。

もちろん、現実のインフレ率の鈍化が続けば、それによって実質所得は押し上げられる。生産者物価などの川上価格の下落に遅行してインフレ率は先行きも鈍化が続く可能性が高く、実質所得の増加を背景とした個人消費の増加が景気拡大を下支えするという見通しについては、現時点で修正する必要はないと思われる。だが一方、消費者マインドの改善が鈍れば、個人消費の拡大ペースは所得の増加に比べて緩やかなものになるおそれがある。欧州経済が本格回復に向かうためには、消費者マインドが再び改善基調に復することが必要となる。

図表3 ユーロ圏HICPと期待インフレ率（左）、消費者信頼感・物価判断・エネルギー価格（右）



(注) 左図の期待インフレ率の調査対象はベルギー、ドイツ、スペイン、フランス、イタリア、オランダの6カ国。

(出所) Eurostat、ECB、欧州委員会より大和総研作成

8月の実質小売売上高は大幅に減少も、自動車販売が好調

家計の消費動向に関して足元の状況を確認すると、8月の実質小売売上高は前月比▲1.2%と大きく減少した。実質小売売上高はこのところ横ばい圏での推移が続いていたが、8月の大幅減

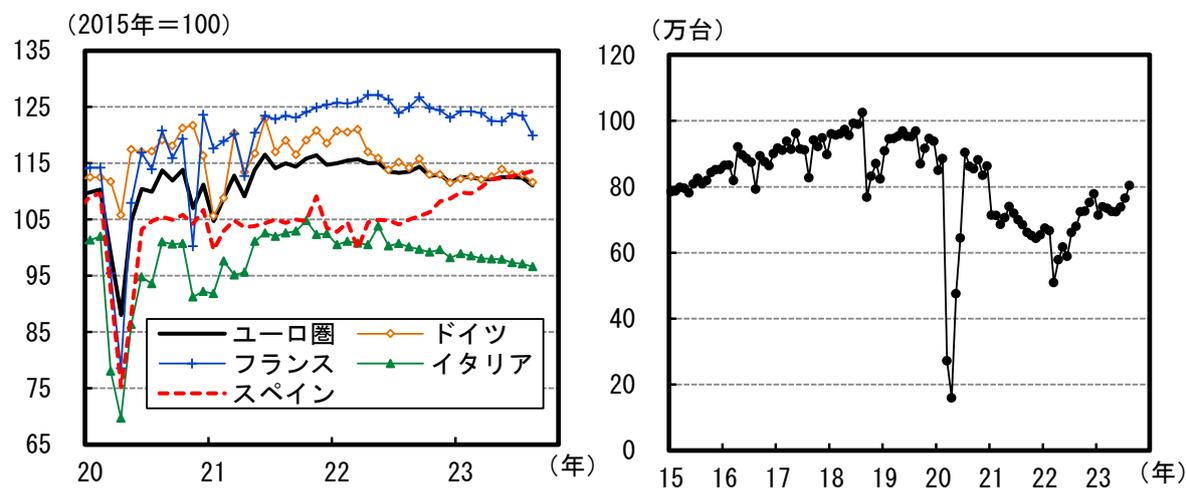
少によって指数の水準は111.0と、2021年4月以来の低さまで落ち込んでいる。

内訳を見ると、価格上昇を受けて自動車燃料が前月比▲3.0%と大幅に減少したことが全体を大きく押し下げた。また、通信販売・オンライン販売が前月の増加の反動で落ち込んだことを主因に、非食品（除く燃料）が同▲0.9%と減少し、食品・飲料・たばこについても同▲1.2%と減少した。幅広い品目で販売が減少しており、ヘッドラインの落ち込みの大きさに加えて内容も良くない。

国別では、特にフランスが前月比▲2.8%と大きく落ち込んだ他、ドイツが同▲1.2%減少した。また、イタリアは同▲0.5%と7ヵ月連続の減少となり、緩やかな減少トレンドが続いている。他方、スペインは同+0.4%と6ヵ月連続で増加しており、他の主要国の動きに反して増加基調を維持している。

なお、実質小売売上高が大幅に減少したフランスに関して、フランス国立統計経済研究所（INSEE）が公表する実質財消費は、8月に前月比▲0.5%となり、実質小売売上高に比べて減少幅がだいぶ小さい。これは、小売売上高に含まれず、かつ消費全体に占める割合が大きい輸送用機械への支出が同+2.5%と大幅に増加したことが主因である。ユーロ圏全体で見ても、8月の新車販売台数（ECBによる季節調整値）は同+5.0%と大幅に増加した。供給制約の解消が販売の増加に繋がっているとみられ、3ヵ月連続で増加し水準は2020年12月以来の高さとなっている。財消費全体としては実質小売売上高ほどには落ち込んでいないとみられる。

図表4 ユーロ圏の実質小売売上高（左）、新車販売台数（右）



（出所）Eurostat、ECB より大和総研作成

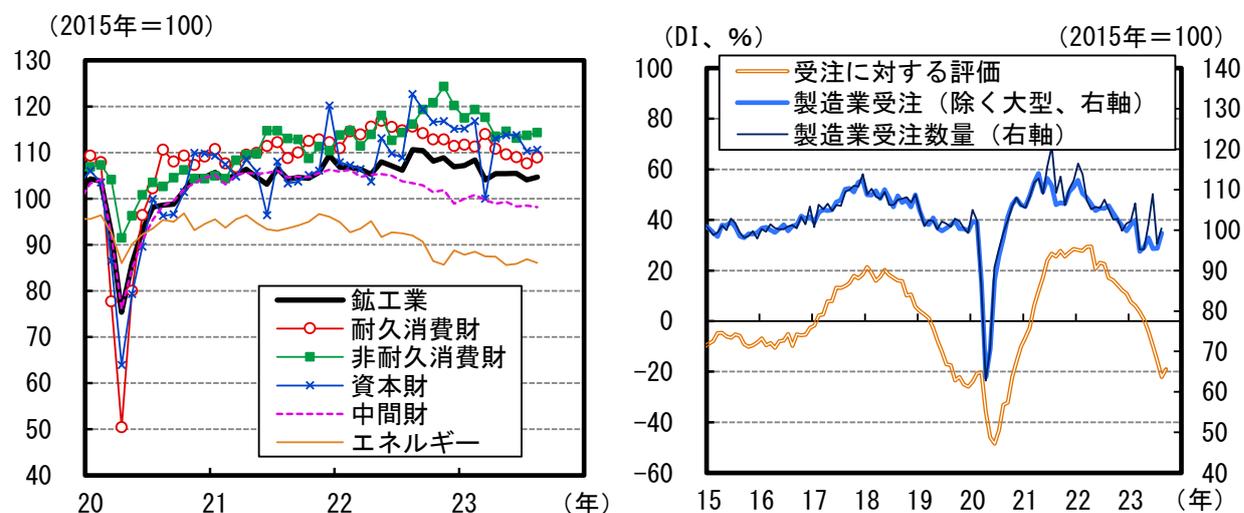
8月の鉱工業生産は小幅に増加

企業部門の動向に関して、8月のユーロ圏の鉱工業生産指数は前月比+0.6%と、2ヵ月ぶりの上昇に転じた。ただし、前月の低下幅（同▲1.3%）に比べて上昇幅は小さく、生産水準は緩やかな減少基調が続いている。

財別では、耐久消費財（前月比+1.2%）、非耐久消費財（同+0.5%）、資本財（同+0.3%）が上昇しており、最終財の上昇が全体を押し上げた。非耐久消費財については2ヵ月連続の増加となったものの、耐久消費財、資本財についてはいずれも前月の低下幅に比べて上昇幅が小さく、低下トレンドの中での動きに留まっている。一方、中間財は同▲0.3%と2ヵ月ぶりに低下し、エネルギーは同▲0.9%と3ヵ月ぶりに低下した。

製造業の受注動向を確認すると、8月のドイツの製造業受注数量は前月比+3.9%と増加した。増加は前月の大幅な減少（同▲11.3%）からの揺り戻しとみられるが、前月のマイナス幅に比べて8月のプラス幅は小さい。もっとも、このところ製造業受注は大型案件によって振れが大きくなっており、大型案件を除く受注数量は7月の同+0.1%の後、8月は同+3.9%と2ヵ月連続で増加している。水準は過去に比べてまだ低いものの、2021年をピークとした受注の下げ止まりを期待させる結果といえる。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、9月はドイツで前月差+3.1ptと15ヵ月ぶりに上昇に転じた。また、フランス、スペインでも小幅に改善し、ユーロ圏全体でも同+0.9ptと7ヵ月ぶりの改善に転じている。受注の反転を期待するにはまだ明らかに物足りないものの、製造業を取り巻く環境の悪化は徐々に緩和してきている可能性がある。

図表5 ユーロ圏の鉱工業生産（左）、ドイツの製造業受注と受注に対する評価（右）



(出所) Eurostat、ドイツ連邦統計局、欧州委員会より大和総研作成

英国経済

8月の月次GDPは増加も、7-9月期はマイナス成長の可能性

英国の8月の月次GDPは前月比+0.2%と増加に転じた。内訳を見ると、サービス部門が同+0.4%と増加したことが全体を押し上げた。一方、生産部門は同▲0.7%となり、建設業は同▲0.5%と、いずれも2ヵ月連続で減少した。

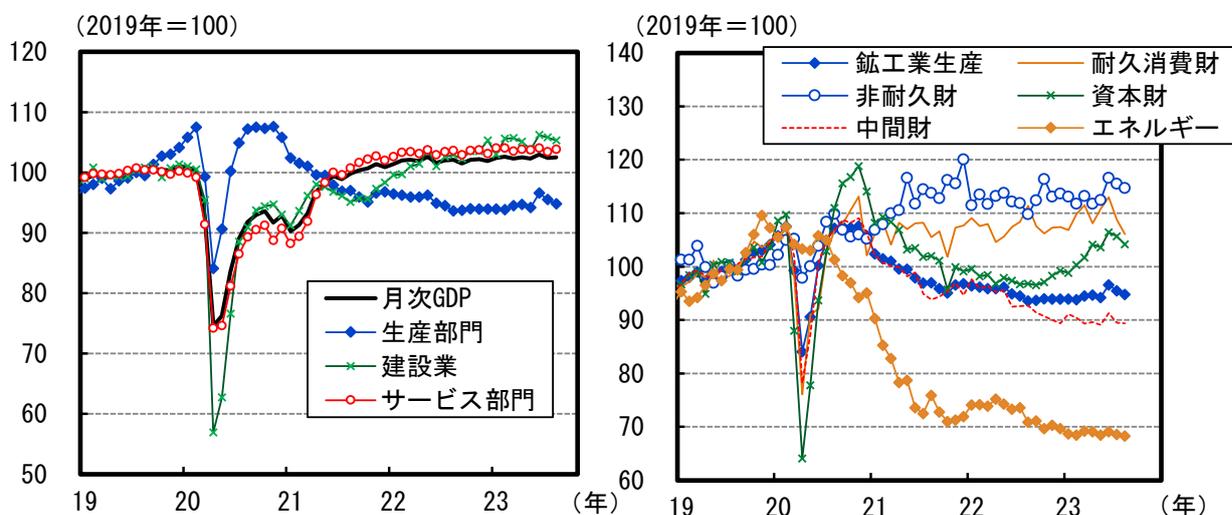
サービス部門では、娯楽サービスが前月の大幅増からの反動で前月比▲7.4%と大きく低下し

たものの、それ以外の業種で軒並み増加した。前月にストライキが下押し要因となっていた教育サービスが同+1.6%と大幅に増加した他、専門サービス（同+1.2%）、情報サービス（同+0.9%）の増加幅が好調な結果となり、全体の押し上げに寄与した。なお、教育サービスと同様に、前月にストライキによる減少が報告されていた保健・衛生も同+0.5%と増加に転じたものの、増加幅は前月の低下幅（同▲2.3%）に比べて小幅に留まっている。

他方、前月から減少した生産部門については、鉱業が前月比+2.9%と増加に転じる一方、製造業（同▲0.8%）、電気・ガス（同▲1.8%）、水道（同▲1.6%）と、いずれも2ヵ月連続で減少した。製造業については、全13業種のうち9業種で生産が減少しており、特にその他製造業・補修（同▲3.4%）、コンピューター・電子機器（同▲3.2%）のマイナス幅が大きく全体の足を引っ張っている。鉱工業生産は内訳を財別に見ても、全ての категорияが2ヵ月連続で減少しており、足元で減速感が強まっている。

8月の結果を受けて月次GDPの7-8月平均値は、4-6月期に比べて0.14%低い水準となっており、四半期ベースで7-9月期が前期から増加するためには、9月に前月比+0.35%の伸びが必要となる。この伸び自体は極端にハードルが高いものではないが、7-9月期は2022年7-9月期以来のマイナス成長となる可能性が高まっている。

図表6 英国の月次GDPと内訳（左）、鉱工業生産の財別内訳（右）



(出所) ONS より大和総研作成

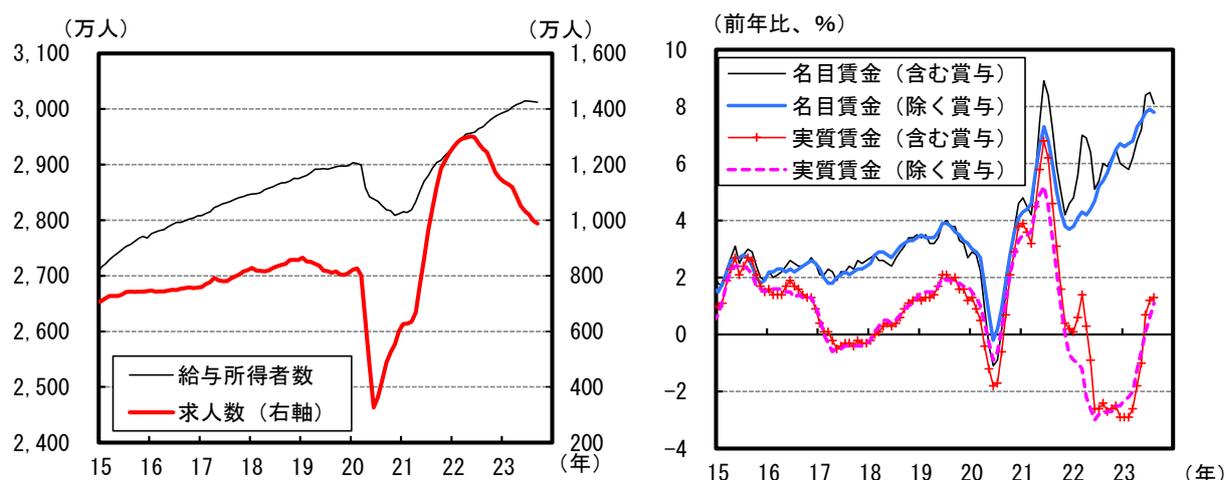
労働市場は緩やかに悪化も、インフレ鈍化が実質賃金を下支え

英国経済は引き続き停滞感が強い状況が続いており、労働市場も徐々に悪化しつつある。9月の給与所得者数（速報値）は前月差▲1.1万人と3ヵ月連続で減少し、減少幅は2ヵ月連続で拡大した。前年比で見れば依然として増加が続いているものの、足元で雇用の増加は頭打ちとなっている。また、企業の労働需要に関して求人件数を見ると、7~9月は同▲1.0万人と16ヵ月連続で減少し、減少トレンドが続く結果となった。

賃金動向を見ると、6～8月平均の賃金（賞与含むベース）は前年比+8.1%と、5～7月の同+8.5%から伸びが縮小した。5～7月の高い伸びはストライキへの対応として政府がNHS(National Health Service) 職員に支払った賞与が押し上げ要因となっており、8月にはその押し上げが剥落した。ただし、賞与を除く賃金についても同+7.8%と、統計公表以来の最高値を更新した前月（同+7.9%）からわずかながら伸びが縮小した。なおも賃金の伸びは非常に高い状態にあるものの、上昇幅の縮小は2023年1月以来であり、労働需給の緩和が進む中、賃金上昇圧力は幾分和らぎつつあるようである。

一方、賃金よりも速いペースでインフレ率が鈍化していることで、名目賃金の伸びが頭打ちとなる中でも、実質賃金の伸びは足元で加速している。賞与を含む実質賃金の6～8月平均は前年比+1.3%と前月から上昇幅が+0.1%pt 拡大した。また、賞与を除くベースでは同+1.1%と前月から上昇幅が+0.5%pt 拡大し、2021年7-9月以来の高い伸びとなった。雇用の伸びが鈍化していることは英国経済にとって懸念材料である一方、実質賃金の上昇が個人消費を下支えする要因となっている。

図表7 英国の給与所得者数と求人数（左）、名目賃金と実質賃金（右）



(注) 左図の求人数、右図の賃金は3ヵ月後方移動平均値。
(出所) ONS より大和総研作成

9月のCPI上昇率は前月と変わらず、10月には大きく伸びが鈍化する見通し

インフレ率の動向を見ていくと、9月の英国のCPIは前年比+6.7%となり、前月と同じ伸びとなった。コアCPIは同+6.1%と、小幅ながら前月（同+6.2%）から上昇幅が縮小し、飲食料品・たばこも同+11.8%と依然として高い伸びが続きつつ、前月からは伸びが縮小した。他方、エネルギー価格が前月比+1.6%と2ヵ月連続で上昇し、前年比ベースでのマイナス幅が縮小したため、CPI全体の伸びは前月と変わらなかった。

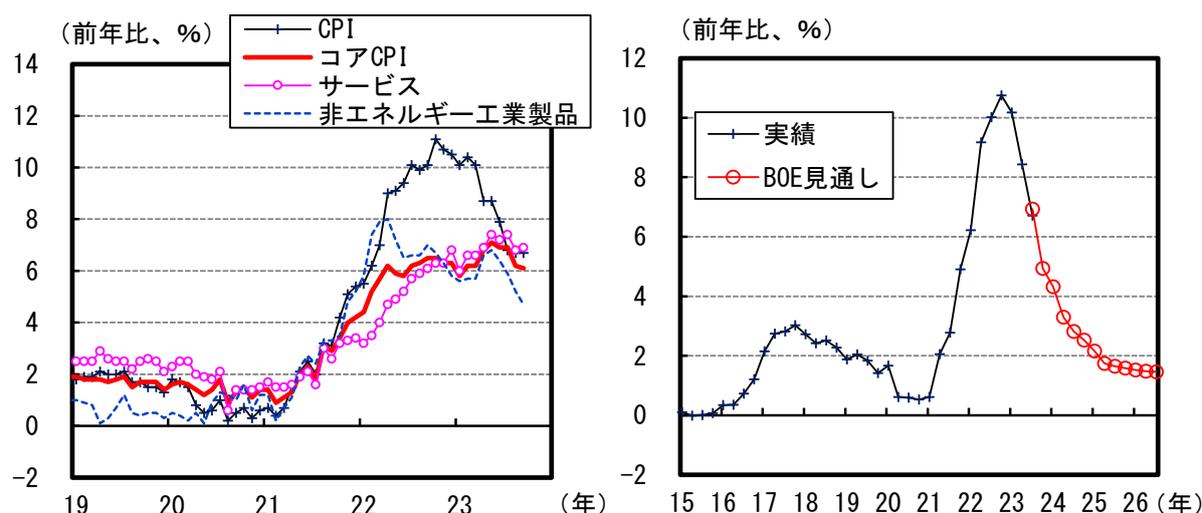
コアCPIの内訳を見ると、コア財（非エネルギー工業製品）の伸びは前年比+4.7%と前月の同+5.2%から縮小し、2021年10月以来の低さとなった。他方、サービス価格については同+

6.9%と前月（同+6.8%）から伸びが再加速しており、財価格のディスインフレが進む一方で、サービス価格の伸びがなかなか鈍化しないという構図が続く結果となっている。サービス価格については、新学期のタイミングで教育関連の価格が上昇した他、娯楽関連、宿泊サービスなどで上昇ペースが加速したことが押し上げに寄与した。他方、コア財においては、家具類や自動車など、耐久財関連の上昇ペース鈍化が目立っており、金利上昇がインフレ抑制に繋がっていることをうかがわせる内容となっている。

9月のCPIではインフレ率の鈍化が足踏みする形となったが、10月以降は再び上昇ペースが減速していくと見込まれる。賃金上昇率の高さに鑑みると、サービス価格については高止まりが続くリスクがあるものの、川上価格の低下を主因としたコア財価格の低下基調は先行きも続く可能性が高い。加えて、10月はエネルギー価格による押し下げへの寄与が大きく拡大することが見込まれる。原油価格は6月をボトムに上昇しているものの、Ofgem（ガス・電力市場局）が設定するエネルギー価格上限は10月以降、7-9月対比で約7%引き下げられており、これによってエネルギー価格は大きく下落幅を拡大させることになる。労働需給の緩和が進む中、名目賃金の上昇ペースは鈍化していく可能性が高まっているが、それ以上に速いペースでインフレ率が低下し実質賃金の増加が続くことが、英国経済を下支えすると見込まれる。

なお、四半期ベースでは7-9月期のCPIは前年比+6.7%となり、BOEによる8月時点での見通し（同+6.9%）を0.2%pt下回った。BOEは2023年9月の金融政策委員会で政策金利の据え置きを決定し、2021年12月会合から14会合連続で続けてきた利上げサイクルを停止したが、上記のエネルギー価格要因によって目先のインフレ率は大幅に伸びが鈍化する可能性が高いことを踏まえると、利上げを再開する可能性は現時点では低いと考えられる。

図表8 英国のCPIと財・サービス別内訳（左）、BOEによるCPI見通し（右）



(注) 右図のBOE見通しは2023年8月時点。

(出所) ONS、BOEより大和総研作成

図表9 ユーロ圏経済・金利見通し

	2022				2023				2024				2022	2023	2024
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4			
	前期比年率														
国内総生産	2.8%	3.3%	1.4%	-0.1%	0.2%	0.6%	-0.1%	0.5%	0.8%	1.3%	1.8%	1.7%	3.4%	0.5%	0.9%
家計消費支出	-0.1%	3.7%	4.0%	-2.9%	0.6%	-0.1%	-0.3%	1.0%	1.3%	1.6%	1.8%	1.7%	4.2%	0.3%	1.1%
政府消費支出	1.8%	-0.8%	-0.2%	1.9%	-2.3%	1.5%	0.9%	0.4%	0.5%	0.8%	1.2%	0.8%	1.6%	0.1%	0.8%
総固定資本形成	-2.0%	2.0%	4.7%	-1.0%	1.7%	0.3%	-0.5%	-0.8%	0.5%	1.5%	2.6%	2.5%	2.8%	0.9%	0.7%
輸出	6.7%	8.5%	3.9%	-0.6%	-0.2%	-3.7%	-1.0%	0.8%	1.9%	2.6%	3.1%	3.2%	7.4%	0.1%	1.3%
輸入	0.6%	8.0%	9.0%	-4.2%	-4.2%	-0.8%	-0.9%	1.9%	2.6%	3.3%	3.3%	3.3%	8.0%	-0.5%	1.6%
	前年同期比 (除く失業率)														
国内総生産	5.5%	4.1%	2.4%	1.8%	1.2%	0.5%	0.2%	0.3%	0.5%	0.6%	1.1%	1.4%	3.4%	0.5%	0.9%
家計消費支出	8.3%	5.5%	2.2%	1.1%	1.3%	0.4%	-0.7%	0.3%	0.5%	0.9%	1.4%	1.6%	4.2%	0.3%	1.1%
政府消費支出	3.4%	1.7%	0.6%	0.7%	-0.4%	0.2%	0.5%	0.1%	0.8%	0.6%	0.7%	0.8%	1.6%	0.1%	0.8%
総固定資本形成	3.5%	2.2%	4.6%	0.9%	1.9%	1.4%	0.1%	0.2%	-0.1%	0.2%	0.9%	1.8%	2.8%	0.9%	0.7%
輸出	9.0%	8.4%	7.7%	4.6%	2.9%	-0.2%	-1.4%	-1.0%	-0.5%	1.1%	2.1%	2.7%	7.4%	0.1%	1.3%
輸入	10.1%	9.0%	10.2%	3.2%	1.9%	-0.2%	-2.5%	-1.3%	0.3%	1.1%	2.2%	2.8%	8.0%	-0.5%	1.6%
鉱工業生産 (除く建設)	1.6%	2.0%	3.8%	1.4%	-0.1%	-1.3%	-4.3%	-3.1%	-1.6%	-0.1%	1.6%	2.0%	2.2%	-2.2%	0.5%
実質小売売上高	6.1%	1.2%	-0.7%	-2.8%	-2.6%	-1.9%	-1.8%	-0.5%	-0.1%	0.2%	1.3%	1.5%	0.9%	-1.7%	0.7%
消費者物価	6.1%	8.0%	9.3%	10.0%	8.0%	6.2%	5.0%	3.1%	3.0%	3.1%	2.8%	2.4%	8.4%	5.5%	2.8%
生産者物価	33.1%	36.5%	41.1%	27.2%	10.9%	-1.4%	-10.6%	-9.0%	-4.9%	1.6%	3.3%	2.8%	34.3%	-3.0%	0.6%
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	-52.3	-97.9	-129.0	-64.6	-6.1	1.2	26.2	27.5	29.9	32.4	34.9	37.7	-343.8	48.9	134.9
経常収支	19.6	-36.4	-65.4	-7.4	37.6	61.3	71.8	72.6	74.4	76.5	78.6	81.0	-89.5	243.2	310.5
独 国債10年物 (期中平均)	0.16%	1.09%	1.35%	2.13%	2.34%	2.37%	2.59%	2.88%	2.82%	2.76%	2.72%	2.70%	1.18%	2.54%	2.75%
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10月19日時点)。

(出所) Eurostat、ECB より大和総研作成

図表10 英国経済・金利見通し

	2022				2023				2024				2022	2023	2024
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4			
	前期比年率														
国内総生産	2.1%	0.4%	-0.3%	0.5%	1.3%	0.8%	-0.2%	0.1%	0.3%	0.8%	1.0%	1.3%	4.3%	0.5%	0.5%
家計消費支出	2.9%	1.4%	-3.6%	-0.5%	3.0%	2.1%	-0.2%	0.4%	0.3%	0.4%	0.5%	0.7%	4.9%	0.7%	0.4%
一般政府消費支出	3.1%	-7.9%	3.0%	-2.9%	-4.6%	10.5%	4.2%	1.0%	1.1%	1.2%	1.3%	1.3%	2.5%	0.6%	2.1%
総固定資本形成	25.0%	0.3%	5.1%	0.1%	10.4%	3.3%	-2.5%	-2.1%	-1.5%	0.3%	1.2%	1.9%	7.9%	3.3%	-0.6%
輸出等	-27.7%	24.2%	52.1%	0.7%	-23.3%	-3.6%	-0.2%	1.9%	2.1%	2.5%	2.7%	2.7%	8.6%	-0.7%	1.6%
輸入等	42.7%	7.7%	-12.7%	1.9%	-6.9%	9.2%	0.2%	1.2%	1.4%	1.7%	1.9%	1.9%	14.1%	-0.9%	1.8%
	前年同期比 (除く失業率)														
国内総生産	11.4%	3.9%	2.1%	0.7%	0.5%	0.6%	0.6%	0.5%	0.3%	0.3%	0.6%	0.8%	4.3%	0.5%	0.5%
家計消費支出	16.2%	4.3%	0.4%	0.0%	0.0%	0.2%	1.1%	1.3%	0.7%	0.2%	0.4%	0.5%	4.9%	0.7%	0.4%
一般政府消費支出	10.8%	0.7%	0.5%	-1.3%	-3.2%	1.3%	1.6%	2.6%	4.1%	1.9%	1.1%	1.2%	2.5%	0.6%	2.1%
総固定資本形成	11.4%	5.7%	7.7%	7.2%	3.9%	4.6%	2.7%	2.1%	-0.7%	-1.5%	-0.5%	0.5%	7.9%	3.3%	-0.6%
輸出等	4.6%	2.5%	19.0%	8.3%	9.9%	3.2%	-7.2%	-6.9%	0.0%	1.6%	2.3%	2.5%	8.6%	-0.7%	1.6%
輸入等	20.8%	18.5%	9.9%	8.1%	-2.8%	-2.5%	0.9%	0.8%	3.0%	1.1%	1.6%	1.7%	14.1%	-0.9%	1.8%
鉱工業生産	-5.4%	-3.4%	-2.8%	-2.3%	-2.2%	-0.5%	1.3%	1.7%	1.9%	0.9%	1.2%	1.0%	-3.5%	0.1%	1.3%
実質小売売上高	6.0%	-6.3%	-5.6%	-6.4%	-4.8%	-2.7%	-1.3%	0.2%	0.4%	0.3%	0.9%	1.0%	-3.3%	-2.2%	0.6%
消費者物価	6.2%	9.2%	10.0%	10.7%	10.2%	8.4%	6.7%	4.7%	4.3%	2.7%	3.1%	2.9%	9.1%	7.4%	3.2%
生産者物価 (出荷価格)	11.5%	17.8%	18.8%	15.8%	11.1%	2.7%	-0.4%	-0.0%	1.2%	3.5%	4.1%	3.1%	16.0%	3.1%	3.0%
失業率	3.7%	3.8%	3.6%	3.7%	3.9%	4.2%	4.3%	4.4%	4.5%	4.5%	4.6%	4.5%	3.7%	4.2%	4.5%
	10億英ポンド														
貿易収支	-68.2	-62.1	-48.1	-40.9	-49.7	-48.1	-45.9	-43.9	-42.5	-42.1	-41.5	-40.7	-219.3	-187.6	-166.7
経常収支	-46.8	-25.2	-10.0	3.6	-15.2	-25.3	-23.7	-21.8	-20.1	-19.7	-19.1	-18.4	-78.3	-86.0	-77.4
国債10年物 (期中平均)	1.42%	2.04%	2.66%	3.68%	3.54%	3.99%	4.46%	4.64%	4.55%	4.46%	4.37%	4.29%	2.45%	4.16%	4.42%
政策金利 (末値)	0.75%	1.25%	2.25%	3.50%	4.25%	5.00%	5.25%	5.25%	5.25%	5.25%	5.25%	5.00%	3.50%	5.25%	5.00%

(注) 網掛け部分は大和総研予想 (2023年10月19日時点)。

(出所) ONS、BOE より大和総研作成

中国 消費主導の景気回復。でも強くはない

2023 年は政府目標の 5%前後の実質成長を達成へ

齋藤 尚登

[要約]

- 中国国家统计局によると、2023 年 7 月～9 月の実質 GDP 成長率は前年同期比 4.9%（以下、断りのない限り、変化率は前年比、前年同期比）となり、ブルームバーグ社集計の予想平均である 4.5%を上回った。これを受けて、年間の成長率予測を引き上げるところが相次いだ。大和総研は元々やや強気にみていたこともあり、見通しは変更しない。2023 年は 5.4%程度となろう。2023 年の政府成長率目標は 5.0%前後であり、これを上回るとの見立てだ。
- ただし、景気が強いというわけではない。2020 年の第一次コロナショック下の実質成長率は 2.2%、2021 年は反動増もあり、8.4%成長を遂げ、2 年間の平均は 5.3%であった。一方、第二次コロナショック下の 2022 年は 3.0%に減速し、2023 年が大和総研の想定通り（5.4%）となった場合、2 年間の平均は 4.2%にとどまる計算だ。巡航速度といわれる成長率は数年前の 5%台から 4%台に低下した可能性が高い。大和総研は 2024 年の実質 GDP 成長率を 4.3%程度と想定している。
- 習近平国家主席が提唱した「一帯一路」は 10 周年を迎え、2023 年 10 月 17 日～18 日に、北京市で国際フォーラムが開催された。中国の一帯一路参加国向けの輸出が全体に占める割合は 2012 年の 34.8%から 2022 年は 42.7%に、輸入は 43.8%から 49.0%に拡大した。ただし、これは ASEAN とロシアの寄与がほとんどである。中国の輸出は 2012 年～2022 年の 10 年で年平均 5.7%増、輸入は 4.1%増となったが、一帯一路をテコに中国向け輸出（中国にとっての輸入）を加速しようと目論んでいた多くの一帯一路参加国にとって、期待された成果は出ていないとみられる。

2023年7月～9月の実質 GDP 成長率は大方の予想を上回る前年同期比 4.9%

中国国家统计局によると、2023年7月～9月の実質 GDP 成長率は前年同期比 4.9%（以下、断りのない限り、変化率は前年比、前年同期比、前年同月比）となり、ブルームバーグ社集計の予想平均である 4.5%を上回った。4月～6月の 6.3%からは減速したが、4月～6月の高めの成長は、前年同期が上海市ロックダウンの影響などで僅か 0.4%成長にとどまった反動増によるところが大きい。2022年と 2023年の実質 GDP 成長率の平均は、4月～6月は 3.4%、7月～9月は 4.4%であった。7月～9月の前期比は 1.3%、年率換算は 5.3%となり、4月～6月のそれぞれ 0.5%、2.0%から加速している。

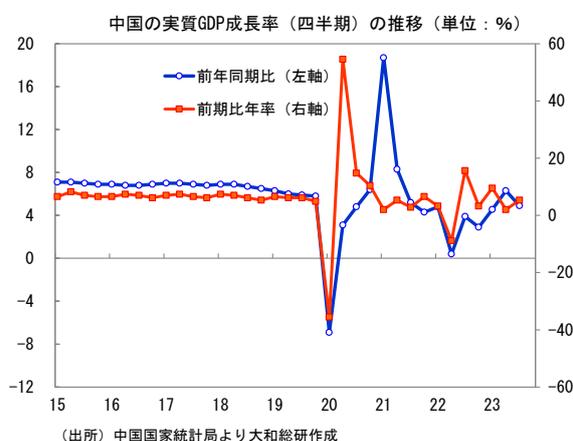
2023年1月～9月の 5.2%成長の需要項目別寄与度は、最終消費支出が 4.4%pt、総資本形成は 1.6%pt、純輸出は▲0.7%pt であった。1月～6月の 5.5%成長の需要項目別寄与度は、最終消費支出が 4.2%pt、総資本形成は 1.8%pt、純輸出は▲0.6%pt であり、1月～9月は消費の寄与度が一段と拡大した。

予想を上回る 2023年7月～9月の実質 GDP 成長率を受けて、年間の成長率予測を引き上げるところが相次いだ。大和総研は元々やや強気に見ていたこともあり、見直しは変更しない。2023年は 5.4%程度の実質成長となろう。2023年の政府成長率目標は 5.0%前後であり、これを上回ることが可能との見立てだ。2023年10月～12月を 5.6%と想定したのは、2022年10月～12月が「ゼロコロナ」政策の強化により、2.9%成長にとどまった反動増を踏まえている。

ただし、景気が強いというわけではない。2020年の第一次コロナショック下の実質成長率は 2.2%、2021年は反動増もあり、8.4%成長を遂げ、2年間の平均は 5.3%であった。一方、第二次コロナショック下の 2022年は 3.0%に減速し、2023年が大和総研の想定通り（5.4%）となった場合、2年間の平均は 4.2%にとどまる計算だ。巡航速度といわれる成長率は数年前の 5%台から 4%台に低下した可能性が高い。大和総研は 2024年の実質 GDP 成長率を 4.3%程度と想定している。

中国の実質 GDP 成長率（四半期）（左）

需要項目別寄与度（右）



実質GDP成長率(前年比) 需要項目別寄与度 (単位：％、%pt)

	実質GDP成長率	最終消費支出	総資本形成	純輸出
2015	7.0	4.9	1.6	0.6
2016	6.8	4.5	3.1	▲ 0.8
2017	6.9	3.9	2.7	0.3
2018	6.7	4.3	2.9	▲ 0.5
2019	6.0	3.5	1.7	0.7
2020	2.2	▲ 0.2	1.8	0.6
2021	8.4	5.5	1.1	1.8
2022. 1-3	4.8	3.2	0.6	0.9
1-6	2.5	0.8	0.5	1.2
1-9	3.0	1.3	0.6	1.1
1-12	3.0	1.0	1.5	0.5
2023. 1-3	4.5	3.0	1.6	▲ 0.1
1-6	5.5	4.2	1.8	▲ 0.6
1-9	5.2	4.4	1.6	▲ 0.7

(出所) CEIC、中国国家统计局より大和総研作成

消費が景気回復を牽引

2023年7月～9月の小売売上は4.2%増となり、4月～6月の10.7%増から減速した。ただし、4月～6月の2桁増は、前年同期が上海市ロックダウンの影響などで4.6%減に沈んだ反動増によるところが大きい。2022年と2023年の増減率の平均は、4月～6月の2.8%増から7月～9月は3.9%増に伸び率を高めた。

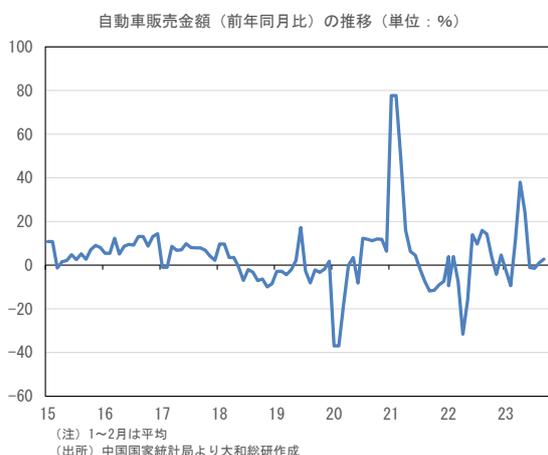
接触型消費の代表格である外食（レストラン収入）は、2023年7月～9月は14.0%増となり、4月～6月の29.9%増から減速した。一方で、2022年と2023年の増減率の平均は、4月～6月の4.7%増から7月～9月は7.6%増に加速している。

自動車については、中国政府が2022年6月～12月末にガソリン車の車両購入税率の半減措置（価格の10%→5%）を講じ、販売が刺激された経緯がある。2023年7月～9月にはその反動減が懸念されたが、増加を維持し、底堅い動きとなっている。

この背景には、①EV（電気自動車）などNEV（新エネルギー車）の国家レベルの補助金政策は2022年末に終了したが、各都市が後継の政策を打ち出すなどして、販売好調が続いていること、②2022年末の家計100世帯当たりの自動車保有台数は、都市で51.4台、農村で32.4台にとどまり、メーカーによる値下げキャンペーンなど様々な購入刺激策が新規需要を刺激しやすいこと、などが挙げられよう。

このように、小売売上は実態として、2023年7月～9月に回復したといえる。背景のひとつとして指摘できるのが、2023年からの「ウィズコロナ」政策への転換が雇用を改善しつつあることだ。失業率は2023年7月分から年齢別（16歳～24歳、25歳～59歳）のデータの発表を止めてしまったが、全体は2022年末の5.5%から2023年6月は5.2%、9月には5.0%へ低下した。国民一人当たりの可処分所得は2022年の5.0%増から、2023年1月～6月は6.5%増、1月～9月は6.3%増となった。中国はデフインフレの状態にあり、実質可処分所得はそれぞれ、2.9%増、5.8%増、5.9%増となっている。

自動車販売金額（左）



新エネルギー車の月間販売台数とシェア（右）



固定資産投資は減速が続く

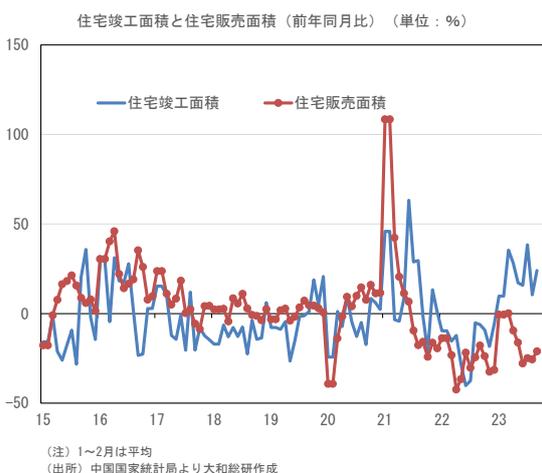
固定資産投資は2023年1月～6月の3.8%増から1月～9月は3.1%増に減速した。

2023年1月～9月の分野別内訳は、製造業投資が6.2%増となり、1月～6月の6.0%増から若干加速した以外は、減速もしくはマイナス幅が拡大した。電気・水道・ガスを含むインフラ投資は8.6%増（同10.1%増）、不動産開発投資は9.1%減（同7.9%減）であった。

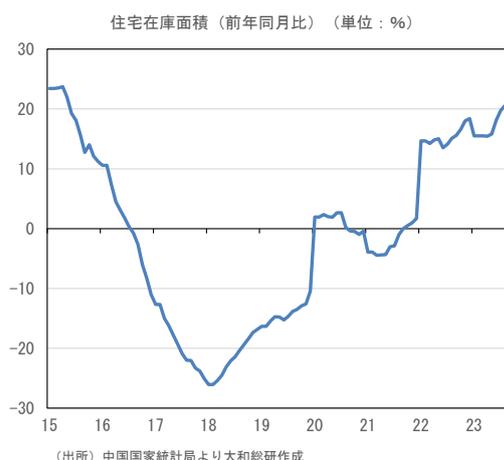
不動産開発投資に関連して、国有デベロッパーへの銀行貸出の強化などによって、住宅を契約通りの品質と納期で購入者に引き渡す「保交楼」はある程度奏功し、住宅竣工面積は増加している。2023年1月～9月は20.1%増（1月～6月は18.5%増）であった。一方、「保交楼」は建設中の物件の完成と引き渡しが目的であり、新規需要を刺激するわけではない。相次ぐ民営デベロッパーのデフォルト（債務不履行）や返済猶予期間入りも嫌気されて、1月～9月の住宅販売面積は6.3%減（1月～6月は2.8%減）となった。供給が増加し、需要が減少すれば、在庫は増加する。2023年9月末の住宅在庫面積は19.7%増（6月末は18.0%増）の3.1億㎡に積み上がっている。1軒当たり100㎡（専有面積は80㎡）として、311.9万軒分に相当する規模である。こうした状況下で1月～9月の住宅新規着工面積は23.9%減（1月～6月は24.9%減）を記録した。「不動産不況」に明確な改善の兆しはみえない。

また、2023年1月～9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7.2%増（1月～6月は8.1%増）と、減速しつつも比較的堅調であったのに対して、民営は0.6%減（同0.2%減）と明暗が分かれた。「国進民退」とは、政策の恩恵が国有企業に集中し、民営企業は蚊帳の外に置かれることを表すが、2022年春以降、こうした状況が続いている。

住宅竣工面積と住宅販売面積（左）

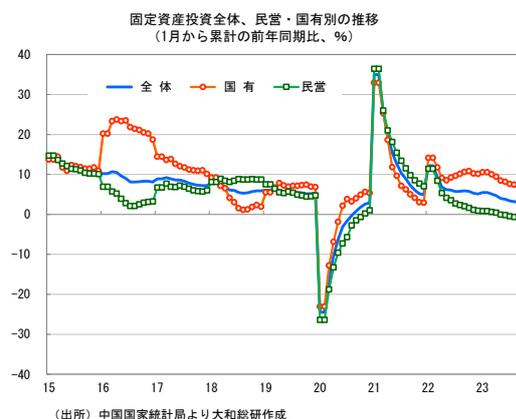
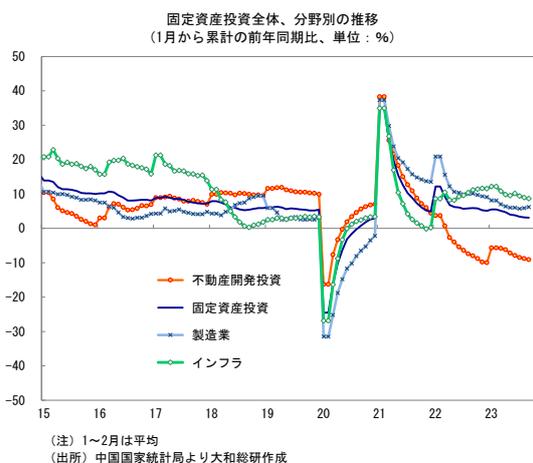


住宅在庫面積（右）



固定資産投資全体、分野別の推移（左）

固定資産投資全体、民営・国有別の推移（右）



2023年7月～9月の輸出はマイナス幅が拡大

2023年7月～9月の輸出は9.8%減（以下、断りのない限り、貿易はドル建て）となり、1月～3月の1.8%減、4月～6月の4.8%減からマイナス幅が拡大した。世界需要減速の影響が色濃く出てきたのであろう。1月～9月は5.7%減であった。

2023年7月～9月の輸入は8.6%減となった。輸入は2022年8月から前年割れが続いており、2023年1月～3月は7.0%減、4月～6月は6.7%減であった。米中対立の深刻化を端緒とする、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。1月～9月は7.5%減となった。

2023年7月～9月の貿易黒字は13.1%減の2,263億ドルであった。輸出の落ち込みがより大きくなったことが黒字縮小に反映されている。1月～3月は21.3%増の1,827億ドル、4月～6月は1.3%増の2,214億ドルであった。1月～9月は0.1%増の6,304億ドルとなり、通年では貿易黒字が縮小する可能性が高い。

一帯一路と中国の貿易

習近平国家主席が提唱した「一帯一路」は10周年を迎え、2023年10月17日～18日には、北京市で国際フォーラムが開催された。国営新華社によると、中国は世界の152カ国との間で協力文書に調印したとしている。一帯一路によって、中国と参加国との貿易関係はどう変化したのであろうか。

中国の一帯一路参加国向けの輸出が全体に占める割合は2012年の34.8%から2022年は42.7%に、輸入は43.8%から49.0%に拡大した。ただし、これはASEANとロシアの寄与がほとんどである。

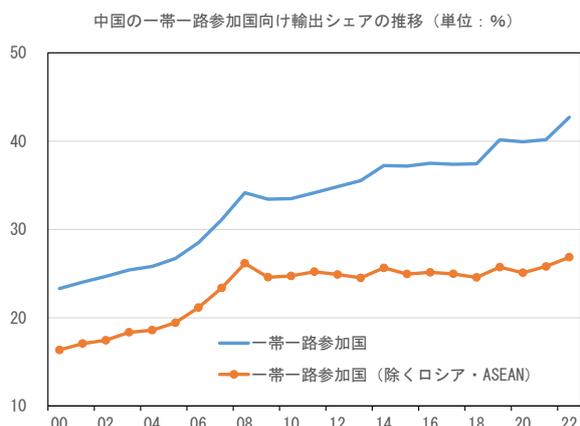
このうち、中国のロシアとの貿易額急増の主因は、一帯一路ではない。中国は米国との対抗

上、ロシアとの関係を深め、ロシアによるウクライナ侵攻によって、西側諸国によるロシアへの経済制裁が発動される中で、原油など資源を中心に中国のロシアからの輸入が急増した。中国の輸入に占めるロシアの割合は、2012年は2.4%、2021年は2.9%だったが、2022年には4.1%に上昇した。

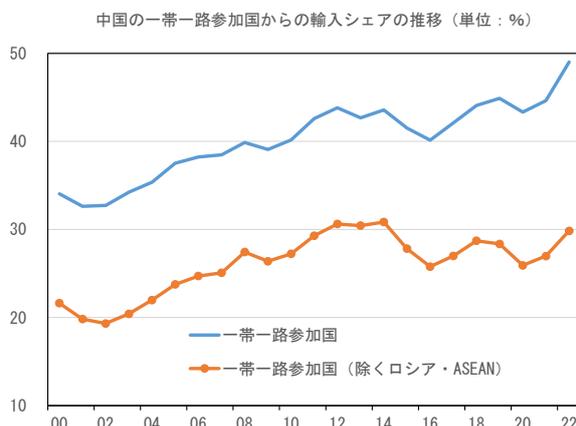
他方、中国とASEANの関係はここ10年、貿易・投資の面で緊密さを増している。一帯一路は、中国の海外での資源の確保や国内の過剰生産への対策などが誕生のきっかけだったと指摘されている。こうした中で、ASEANとの関係においては、米国を中心に進みつつあったTPP（環太平洋経済連携協定）対策としての側面も大きいといわれている（米国が離脱したのは周知の通り）。中国包囲網と称されたTPPに対抗する形で、中国はASEANへの投資や貿易の増加を通じて、自国を中心とした経済圏の確立を急いだのである。実際、中国とASEANの貿易依存度は、中国が一帯一路の一環としてFTA（自由貿易協定）戦略を本格化させた2015年以降、大きく高まっている。一帯一路におけるFTA戦略を通じて、中国からASEANへ資本が流入し貿易を誘発するという好循環が生まれたといっている。

一方、中国のASEANとロシアを除く一帯一路参加国向けの輸出・輸入シェアは、2012年と2022年でほぼ変わらない。中国の輸出は2012年から2022年の10年で年平均5.7%増、輸入は4.1%増となったが、一帯一路をテコに中国向け輸出（中国にとっての輸入）を加速しようと目論んでいた多くの参加国にとって、期待された成果は出ていないとみられる。

中国の一帯一路参加国向け輸出シェア（左）・輸入シェア（右）



（注）一帯一路参加国は一帯一路ポータルサイトの「中国一帯一路網」に記載ある国のうちクック諸島・ニウエ・パレスチナを除く140カ国
（出所）Haver Analyticsより大和総研作成



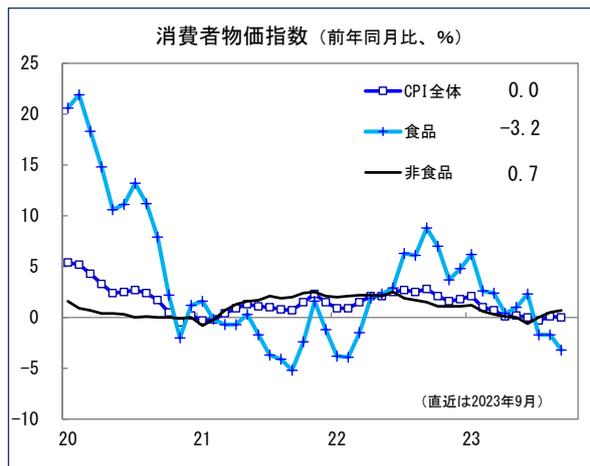
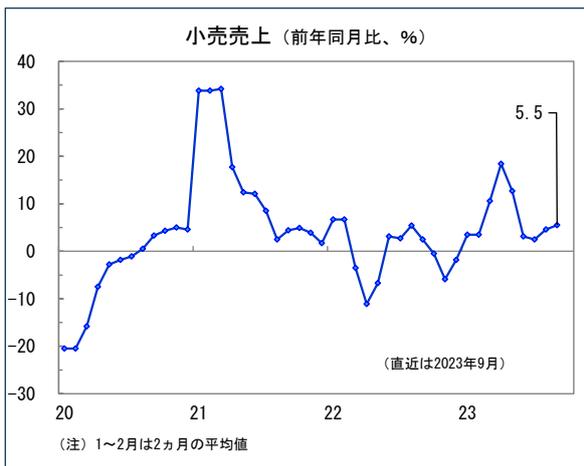
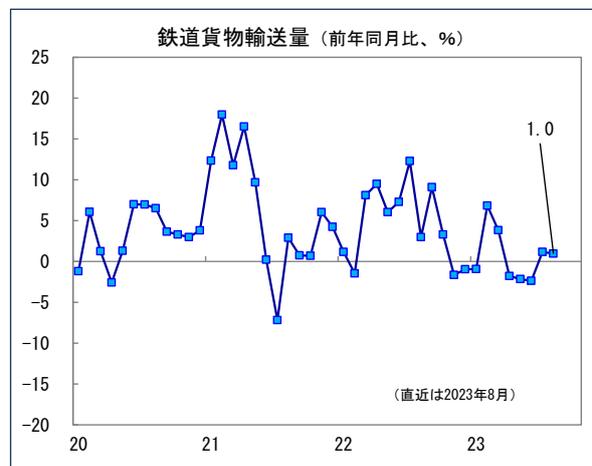
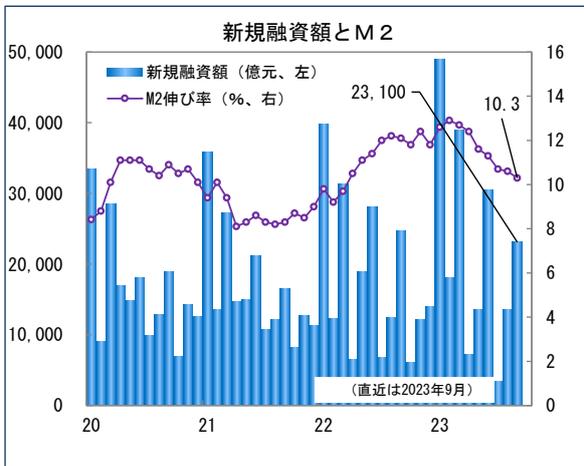
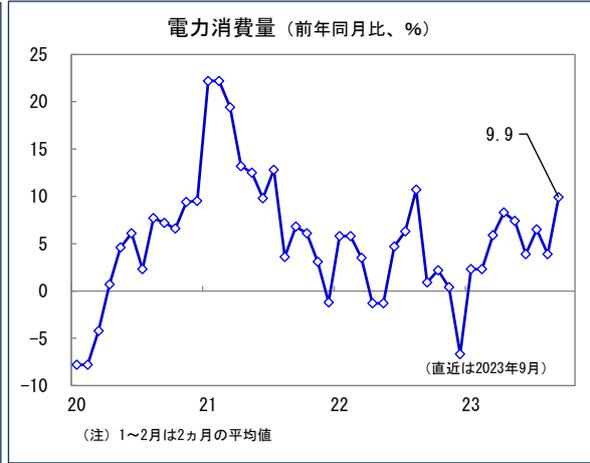
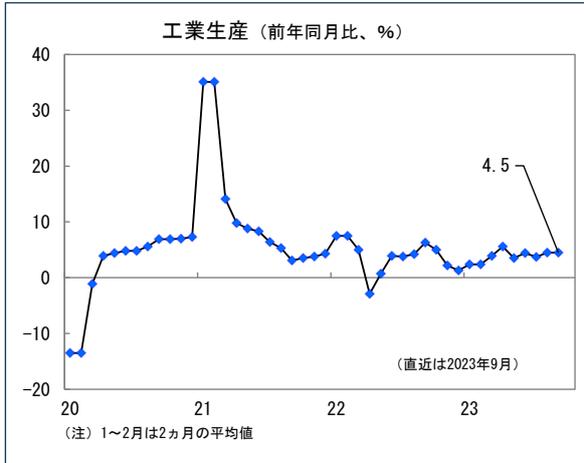
（注）一帯一路参加国は一帯一路ポータルサイトの「中国一帯一路網」に記載ある国のうちクック諸島・ニウエ・パレスチナを除く140カ国
（出所）Haver Analyticsより大和総研作成

主要経済指標一覧

	2022年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	9月
実質GDP成長率（四半期、前年同期比、%）	3.9	-	-	2.9	-	-	4.5	-	-	6.3	-	-	4.9
工業生産（前年同月比、%）	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、%）	0.9	2.2	0.4	-6.7	2.3		5.9	8.3	7.4	3.9	6.5	3.9	9.9
鉄道貨物輸送量（前年同月比、%）	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、%）	5.9	5.8	5.3	5.1	5.5		5.1	4.7	4.0	3.8	3.4	3.2	3.1
不動産開発投資（前年累計比、%）	-8.0	-8.8	-9.8	-10.0	-5.7		-5.8	-6.2	-7.2	-7.9	-8.5	-8.8	-9.1
小売売上（前年同月比、%）	2.5	-0.5	-5.9	-1.8	3.5		10.6	18.4	12.7	3.1	2.5	4.6	5.5
消費者物価指数 全体（前年同月比、%）	2.8	2.1	1.6	1.8	2.1	1.0	0.7	0.1	0.2	0.0	-0.3	0.1	0.0
食品（前年同月比、%）	8.8	7.0	3.7	4.8	6.2	2.6	2.4	0.4	1.0	2.3	-1.7	-1.7	-3.2
非食品（前年同月比、%）	1.5	1.1	1.1	1.1	1.2	0.6	0.3	0.1	0.0	-0.6	0.0	0.5	0.7
工業製品出荷価格指数（前年同月比、%）	0.9	-1.3	-1.3	-0.7	-0.8	-1.4	-2.5	-3.6	-4.6	-5.4	-4.4	-3.0	-2.5
工業生産者購入価格指数（前年同月比、%）	2.6	0.3	-0.6	0.3	0.1	-0.5	-1.8	-3.8	-5.3	-6.5	-6.1	-4.6	-3.6
新規融資額（億元）	24,700	6,152	12,100	14,000	49,000	18,100	38,900	7,188	13,600	30,512	3,459	13,600	23,100
M2伸び率（%）	12.1	11.8	12.4	11.8	12.6	12.9	12.7	12.4	11.6	11.3	10.7	10.6	10.3
輸出（前年同月比、%）	4.6	-1.7	-10.2	-12.3	-8.4		11.2	7.1	-7.4	-12.3	-14.3	-8.7	-6.2
輸入（前年同月比、%）	-0.4	-1.3	-11.0	-7.5	-9.8		-1.8	-8.6	-4.9	-6.8	-12.2	-7.3	-6.3
貿易収支（億米ドル）（1月、2月は平均）	826.8	822.1	660.5	699.3	522.1		782.5	862.6	655.2	696.7	802.2	682.6	778.3
新築商品住宅価格指数 北京（前年同月比、%）	6.1	5.9	5.7	5.8	5.2	4.7	4.6	4.5	4.3	3.5	3.5	2.8	2.9
上海（前年同月比、%）	3.8	4.0	4.0	4.1	4.2	3.9	4.1	4.6	4.9	4.8	4.5	4.1	4.4
商用不動産 着工面積（前年累計比、%）	-38.0	-37.8	-38.9	-39.4	-9.4		-19.2	-21.4	-23.1	-24.9	-25.1	-24.9	-23.9
竣工面積（前年累計比、%）	-19.9	-18.7	-19.0	-15.0	8.0		14.7	18.2	19.1	18.4	19.9	18.6	19.1
不動産販売 面積（前年累計比、%）	-22.2	-22.3	-23.3	-24.3	-3.6		-3.5	-5.4	-8.5	-13.7	-14.9	-15.9	-16.4
金額（前年累計比、%）	-26.3	-26.1	-26.6	-26.7	-0.1		3.0	5.2	3.0	-4.5	-7.0	-9.0	-10.4

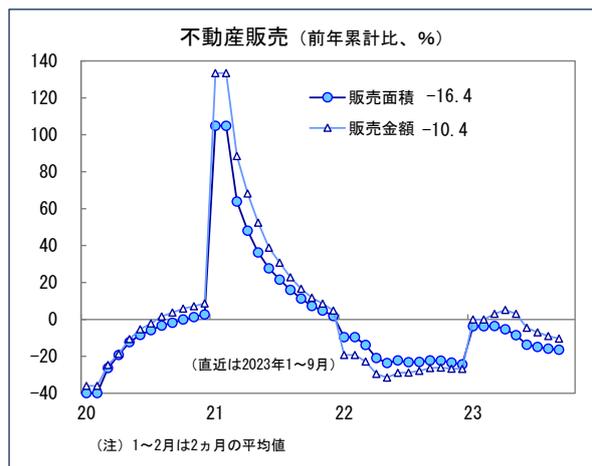
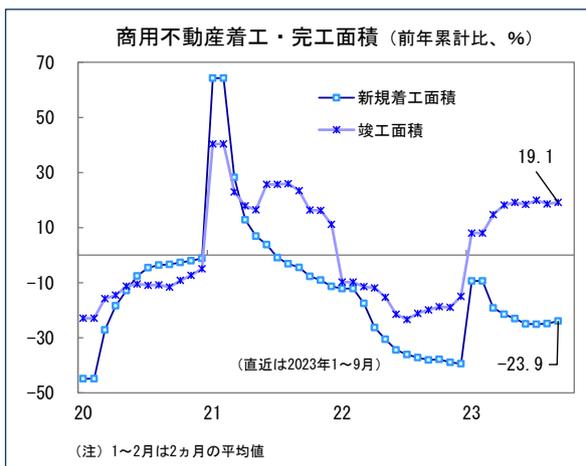
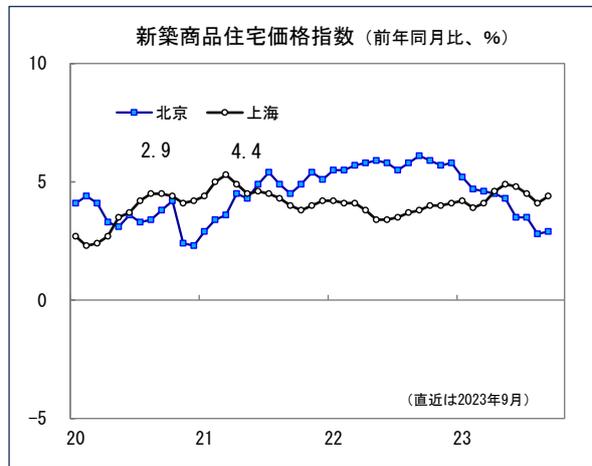
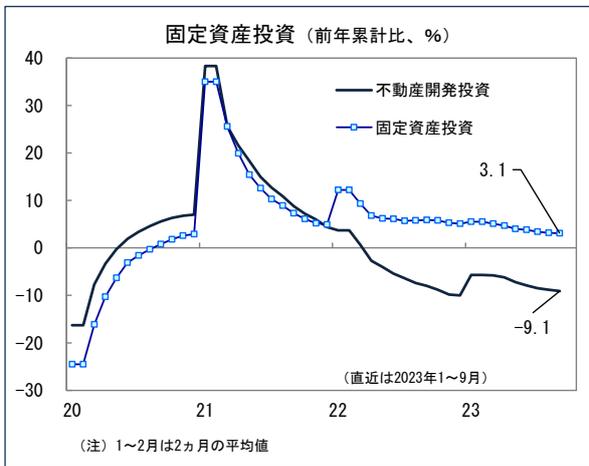
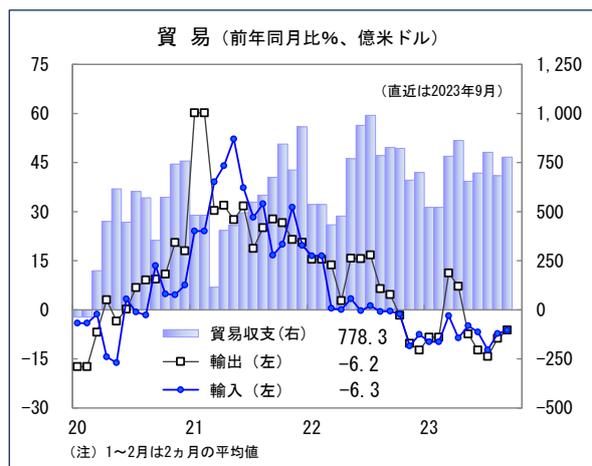
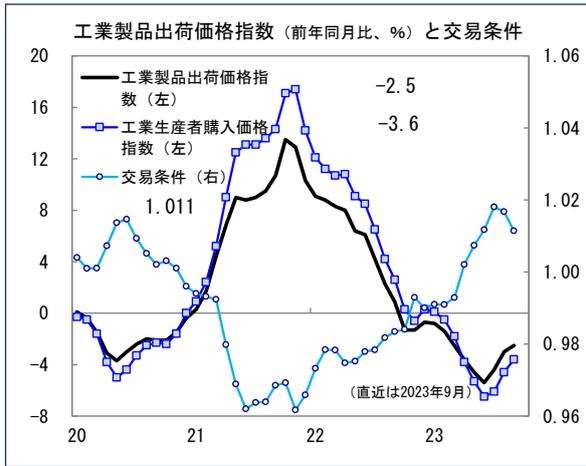
（出所）中国国家统计局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー局、CEIC より大和総研作成

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

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