

2023年11月24日

主要国経済 Outlook

2023年12月号 (No. 445)

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
正念場を迎える世界景気	
経済調査部 シニアエコノミスト 佐藤 光	
日本経済	3
経済見通しを改訂／緩やかな景気回復とインフレの定着を見込む	
経済調査部 シニアエコノミスト 神田 慶司	
米国経済	14
懸念される個人消費の下振れ	
経済調査部 主任研究員 矢作 大祐 ニューヨークリサーチセンター 研究員 藤原 翼	
欧州経済	24
高まる利下げ期待	
ロンドンリサーチセンター シニアエコノミスト 橋本 政彦	
中国経済	36
国債増発で5%超成長。背景に習氏の面子	
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

正念場を迎える世界景気

佐藤 光

世界経済は、引き続き先行きに対する不透明感が強い状態であり、景気については正念場を迎えていると考えられる。景気のソフトランディングへの期待は実現するだろうか。

先ごろ発表された 2023 年 7-9 月期の実質 GDP 成長率は、主要国の間でも方向がまちまちであった。米国（前期比年率換算+4.9%）と中国（同+5.3%）は個人消費を中心に成長が加速した。一方で、ユーロ圏（同▲0.2%）と日本（同▲2.1%）は設備投資の停滞などを背景に、ともにマイナスに落ち込んだ。欧米での金融環境のタイト化や中国での不動産不況の継続をはじめ、各地域で景気に対する大きな下振れリスクがくすぶり続けている。

このような中で、今年末にかけての金融政策は特に注目されよう。米国では、FOMC メンバーの 9 月時点の見通し（中央値）に反して現水準での利上げ打ち止めが市場コンセンサスとなりつつあるが、FRB のパウエル議長はそのようなムードに釘を刺している。12 月 FOMC で公表される経済見通しで、FRB の姿勢が改めて示されよう。欧州では、前回 11 会合ぶりに政策金利を据え置いた ECB の次の一手がポイントとなる。米国は連邦議会がねじれ状態であること、EU では財政ルールの見直しが協議されており、財政規律の復活に向かっていることから、欧米では当面積極的な財政政策は期待しにくい。金融政策の行方が景気に直結し得るといえる。

金融政策を左右するインフレは、足元では落ち着きつつある。特に食料品については FAO（国連食糧農業機関）が発表する食料価格指数の低下傾向が続いている。

一方、地政学リスクには引き続き注視が必要だ。中東情勢については被害拡大への国際的な批判の高まりもあり、紛争当事者が交渉のテーブルにつき始めた。ただし、周辺への波及も含めて予断を許さない。長期化しているウクライナ問題については、戦車等の地上部隊が行動しやすいとされる冬を迎える。通常であれば 2024 年に実施されるロシアとウクライナ双方の大統領選挙に向けて、支持拡大のためにここから戦果を競う恐れもある（一方で、和平が目指される可能性もあろう）。地政学リスクがどう変化するのか、特に資源価格への影響に注目したい。

主要国実質 GDP 見通し<要約表> (2023 年 11 月 22 日時点)

	(%)				(前年比%)				(前年比%)			
	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	10-12	(下線及び斜字は年度)			
日本	3.7	4.5	-2.1	2.8	2.1	1.2	1.1	0.9	2.2	0.9	1.8	1.5
									<u>2.6</u>	<u>1.3</u>	<u>1.7</u>	<u>1.3</u>
米国	2.2	2.1	4.9	1.5	0.4	0.6	1.2	1.5	5.8	1.9	2.4	1.5
ユーロ圏	0.2	0.6	-0.2	0.2	0.9	1.1	1.4	1.6	5.9	3.4	0.5	0.8
英国	1.3	0.8	-0.1	0.0	0.3	0.8	1.1	1.4	8.7	4.3	0.5	0.5
中国	4.5	6.3	4.9	5.6	5.0	4.0	4.4	4.0	8.4	3.0	5.4	4.3
ブラジル	4.0	3.4	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	5.0	2.9	2.9	1.8
インド	6.1	7.8	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	<u>9.1</u>	<u>7.2</u>	<u>6.5</u>	<u>6.5</u>
ロシア	-1.8	4.9	5.5	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	5.6	-2.1	2.5	1.0

(注) グレー部分は予想値、それ以外は実績値。四半期伸び率は、中国、ブラジル、インド、ロシアは前年比、それ以外は前期比年率。
(出所) 各種統計より大和総研作成

日本経済

経済見通しを改訂／緩やかな景気回復とインフレの定着を見込む

神田 慶司
久後 翔太郎
田村 統久
岸川 和馬
中村 華奈子

[要約]

- 2023年7-9月期のGDP1次速報の公表を受け、経済見通しを改訂した。メインシナリオにおける実質GDP成長率は2023年度+1.7%、2024年度+1.3%（暦年ベースでは2023年+1.8%、2024年+1.5%）と見込む。
- 「成長のゲタ」を除いた2024年度の実質GDP成長率は前年比+0.7%であり、経済活動の正常化の一巡もあって緩やかな景気回復を見込む。2024年春闘での賃上げ率が前年並みかそれを上回ることや、シリコンサイクルの回復局面入り、政府の経済対策などが景気を下支えするだろう。生鮮食品を除く総合ベースの消費者物価指数（コアCPI）は、2023年度で前年比+2.8%、2024年度で同+2.8%と見込んでいる。価格転嫁の更なる進展などを踏まえ、前回予測から物価見通しを引き上げた。
- 2024年春闘での賃上げ率がある程度判明する2024年4月の金融政策決定会合で、日本銀行（日銀）は長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）の撤廃とマイナス金利政策の解除に踏み切ると想定している。ゼロ金利政策に移行し、緩和的な金融環境は当面維持されるだろう。その後、日銀は経済・物価情勢を注視しつつ、緩和の度合いを段階的に縮小させていくとみている（2024年10-12月期に0.25%の利上げを想定）。

1. 2024 年度にかけて景気は減速するもインフレは定着へ

7-9 月期の実質 GDP は物価高や自動車の供給制約などで 3 四半期ぶりのマイナス成長

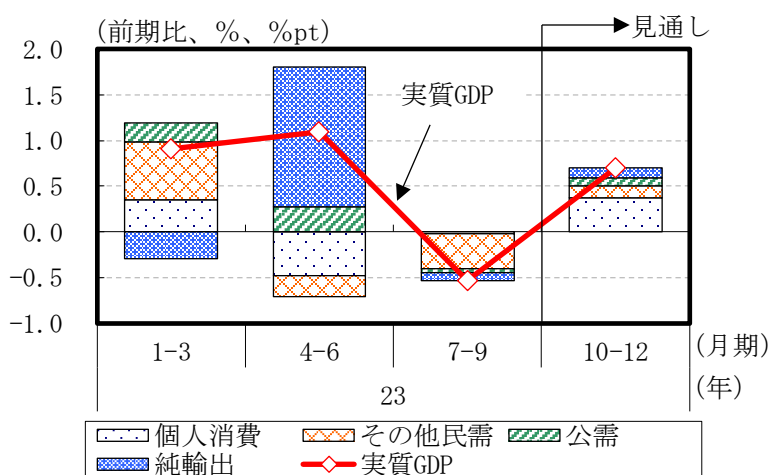
2023 年 7-9 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率▲2.1%（前期比▲0.5%）と、3 四半期ぶりのマイナス成長となった（**図表 1**）¹。

輸出は増加したものの設備投資や個人消費などの民需が振るわず、停滞感の強い内容であった。もっとも、実質 GDP の落ち込みの 6 割程度は民間在庫変動によるもので、自動車の製品在庫の減少などが背景にある。一部の自動車メーカーで 7~8 月に国内工場の稼働が停止するなど供給制約が発生し、自動車の在庫が輸出に回った一方、家計向けでは販売台数の減少として影響が表れた。在庫変動を除いた最終需要は前期比年率▲0.9%と、4-6 月期が同+5.0%の高成長だった割にはマイナス幅が小さかった。

需要項目別に見ると（**図表 1**）、民需関連では全ての項目で減少した。公需関連では政府消費が増加した一方、公共投資が減少した。外需関連では輸出と輸入がともに増加したが、輸入の増加幅は輸出のそれよりも大きく、純輸出はマイナスに転じた。

2023 年 10-12 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率+2.8%と、プラス成長に転じると見込んでいる。自動車の供給制約の解消で受注残の消化のための挽回生産が行われ、耐久財消費などを押し上げるだろう。インフレ率の低下は個人消費の回復に寄与するとみられる。欧米経済の減速や半導体市場の調整もあって設備投資はこのところ低迷しているものの、2 四半期連続で減少した反動や、中国経済の回復もあって 10-12 月期は増加に転じるとみている。

図表 1 実質 GDP 成長率の実績と見通し



(注) 季節調整値。

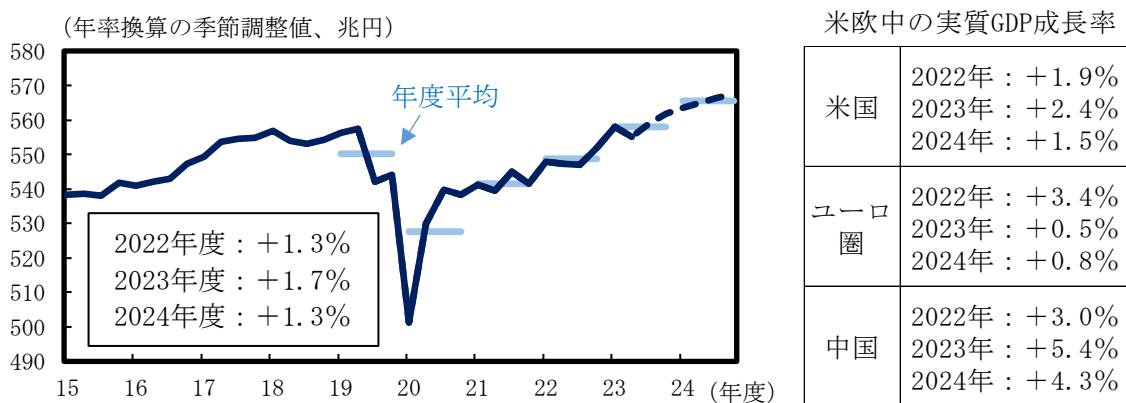
(出所) 内閣府統計より大和総研作成

¹ 詳細は、神田慶司・田村統久「[2023 年 7-9 月期 GDP \(1 次速報\)](#)」(大和総研レポート、2023 年 11 月 15 日)を参照。

日本の実質 GDP 成長率見通しを 2023 年度+1.7%、2024 年度+1.3%に改訂

図表 2 ではメインシナリオにおける実質 GDP の推移と、その前提である海外経済見通しを示した。海外経済については当社の各国担当者の最新（11 月 21 日時点）の見通しに基づく。詳細については各国の経済見通しを参照されたい。

図表 2 日本の実質 GDP 見通し（左）と海外経済の前提（右）



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

(出所) 内閣府、各国統計より大和総研作成

上記の海外経済見通しの下、メインシナリオにおける日本の実質 GDP 成長率は 2023 年度で前年比+1.7%、2024 年度で同+1.3%と見込んでいる（暦年ベースでは 2023 年で同+1.8%、2024 年で同+1.5%）。

2023 年度の成長率見通しは 9 月 8 日公表の「[第 218 回日本経済予測（改訂版）](#)」（以下、前回予測）から 0.2%pt 引き下げた。7-9 月期の実績などを反映し、個人消費、設備投資などを下方修正したことなどが主因だ。ただし、経済活動の正常化や賃上げの加速、緩和的な財政・金融政策などにより、物価高の下でも景気回復が継続するという見方は前回予測と同様である。

2024 年度の成長率見通しは前回予測から 0.4%pt 引き上げた。ただし、「成長率のゲタ」（各四半期の前期比の伸び率がゼロで達成できる実質 GDP 成長率）を除くと前年比+0.7%であり、実勢としては緩やかな成長を見込んでいる。新型コロナウイルス禍（以下、コロナ禍）以降に膨張した政府支出が当面は高水準で推移するとみて政府消費を上方修正した。また、前回予測で 2023 年度中に見込んでいた需要回復が物価高の影響などで 2024 年度に後ずれするとみて個人消費を上方修正した。

主な需要項目に関しては、図表 3 左のような推移を見込んでいる。このうち個人消費は、経済活動の正常化により、引き続きサービス消費や自動車を中心に増加が続くとみている（後掲図表 5）。また物価高が続く中でも、春闘での高水準の賃上げ率やインフレの鈍化による実質所得への下押し圧力の緩和、コロナ禍以降に大幅に積み上がった家計貯蓄の取り崩しなどが消費を下支えするとみられる。

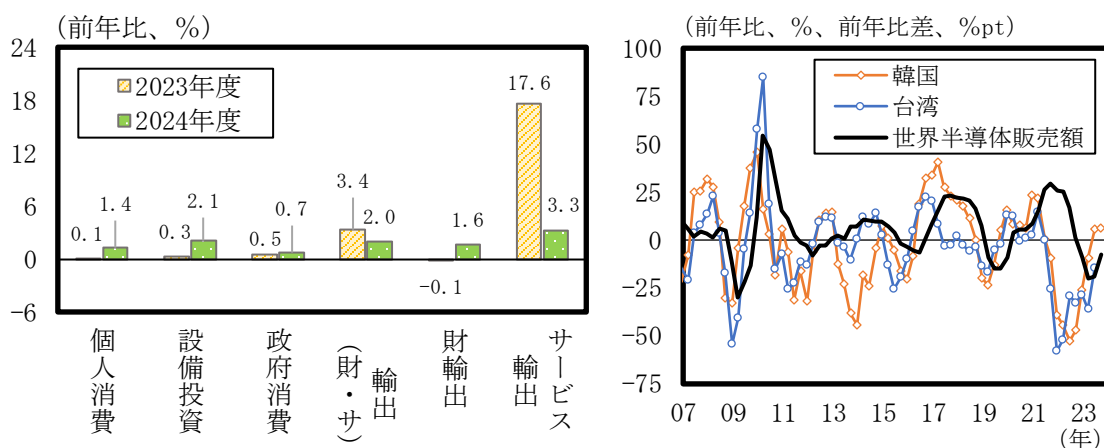
設備投資は、国内の経済活動の正常化で非製造業を中心に更新投資や能力増強投資が持ち直すとみている。グリーン化やデジタル化への対応のための投資も下支えしよう。ただし、海外経済の先行き不透明感の強まりが製造業における設備投資の重しとなる可能性には警戒が必要だ。

政府消費は、高齢化が進展する中で医療・介護給付費を中心に増加を続けるとみている。当面は検査事業やワクチン接種などのコロナ関連費用の減少が押し下げ要因となるものの、2024年度にはそうした影響が徐々に剥落し、伸びは加速しよう。

最後に輸出に関しては、2023年度の財輸出は前年を下回るとみている。供給制約の緩和で自動車のペントアップ需要が春頃から発現しており、2023年度中の輸出を下支えするとみられる一方、資本財などでは2023年度末まで海外経済の減速の影響が色濃く表れよう。2024年度は海外経済の緩やかなプラス成長やシリコンサイクル（世界半導体市場に見られる循環）の回復を背景に、増加すると見込んでいる。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。先端半導体などで高いシェアを持ち、シリコンサイクルに先行して動く台湾や韓国の電子部品・デバイスの出荷・在庫バランスは明確に改善している（図表3右）。

サービス輸出では、日本への団体旅行が解禁された中国人訪日客を中心に、インバウンド消費が2023年度に大幅に回復する見込みだ。中国人訪日客数は直近の2023年10月で2019年同月の35%の水準にとどまる。2024年度も増加は続くが、そのペースは緩やかになるとみている。

図表3 主な需要項目の見通し（左）、台湾・韓国における電子部品・デバイスの出荷・在庫バランスと世界半導体販売額（右）



(注) 左図の「財・サ」は財およびサービス。

(出所) 内閣府、KOSTAT、MOEA、SIA、Haver Analytics より大和総研作成

2. 2024年度までの日本経済のポイント

緩やかな景気回復の下でデフレ脱却と金融政策の転換を見込む

足元の状況を踏まえつつ、2024年度までの日本経済のポイントをまとめたのが**図表4**である。経済活動の正常化はこの一年で大きく進展したが、それでも自動車生産やインバウンド、サービス消費における「伸びしろ」は残っている。2024年度も一定程度の経済の下支え効果が見込めるだろう²（サービス消費の回復余地については後述、**後掲図表5**）。

図表4 2024年度までの日本経済のポイント

経済正常化
<ul style="list-style-type: none"> ○自動車の挽回生産（受注残の消化）：24年前半に終了へ ⇒家計向けのペントアップ（繰越）需要は23年10月末で39万台（1.0兆円） ○インバウンド：増加ペースは減速するも中国人訪日客を中心に回復余地 ⇒24年の訪日外客数は3,600万人（前年差1,090万人）、消費額は5.0兆円（同0.9兆円）の見込み ○個人消費：サービスを中心に回復余地 ⇒回復余地は23年7-9月期で7兆円。所得環境やマインドの改善が進めばサービス消費の回復ペースが加速
経済の下支え・押し上げ要因
<ul style="list-style-type: none"> ○24年春闘：賃上げ率は前年並みかそれを上回る見込み ⇒定昇込み賃上げ率は3.8%の見込み（連合集計値で23年春闘は3.58%） ○財政・金融政策：経済対策の効果発現と緩和的な金融環境の継続 ⇒総合経済対策の実施。日銀は24年4月にYCC撤廃・マイナス金利解除を実施するも低金利環境を維持か ○家計貯蓄：コロナ禍以降に発生した「過剰貯蓄」はなお高水準 ⇒コロナ禍前のペースを超えて積み上がった家計貯蓄は23年9月末で約44兆円（22年の消費額の約15%分） ○シリコンサイクル：24年に回復局面入りの可能性 ⇒先端半導体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・在庫バランスは明確に改善
経済の主な下振れリスク
<ul style="list-style-type: none"> ○米国の深刻な景気後退入り（米銀の貸出態度の厳格化による景気的大幅悪化） ⇒米銀行の貸出態度が現水準で推移すると、実質GDPへの影響（年間）は米国で▲1.7%、日本で▲1.1% ○中東情勢・ウクライナ情勢の緊迫化 ⇒原油価格が150ドル/bblに上昇すると日本の実質GDPへの影響は▲0.6%程度 ○中国の過剰債務問題の顕在化 ⇒技術の停滞等を背景に中国の資本ストックは2,840兆円過剰（資本係数の長期トレンドからの乖離幅） ○米中対立の激化（経済安保リスクの発現など） ⇒レアメタルなどの重要物資が調達難に。米国による対中投資規制に日本も参加？ ○国内の長期金利高・円高の急伸 ⇒日米両国の金融政策の転換で金利差が縮小。購買力平価（90~120円/ドル程度）が意識されることも
 <ul style="list-style-type: none"> ・24年度の景気は緩やかながらも回復基調が続く（「成長のゲタ」を除く実質GDP成長率は+0.7%） ・インフレの持続性が高まり、日銀は4月に政策転換、政府は24年度後半にもデフレ脱却宣言か ・海外経済の下振れリスクには細心の警戒が必要 ・国内の金利上昇や円高のリスクも高まる

（出所）各種資料より大和総研作成

このほか、2024年度（年）は春闘での賃上げ率が前年並みかそれを上回る見込みである（**後掲図表7左**）。インフレの鈍化とあいまって、実質賃金（1人当たり実質雇用者報酬）は2024年7-9月期に前年比でプラスに転換するとみられる（**後掲図表7右**）。2023年11月2日に岸田文雄政権が閣議決定した「デフレ完全脱却のための総合経済対策」（以下、総合経済対策）の経済

² 家計向けの自動車のペントアップ需要の試算方法については前回予測の**図表2-5**を参照。インバウンド見通しについては当社の「[日本経済見通し：2023年10月](#)」で取り上げた。

効果は今後3年程度の累計で8.8兆円程度と試算され、当面の経済を下支えするだろう。

第3章で述べるように、日本銀行（日銀）は2024年4月の金融政策決定会合で2%の物価安定目標の達成のめどが立ったと判断し、長短金利操作（イールドカーブ・コントロール、YCC）を撤廃するとともに、マイナス金利を解除すると想定している。ただし短期金利は当面ゼロ%で据え置くなど、金融政策の転換後も低金利環境は維持されると見込んでいる。政府は早ければ2024年度後半にもデフレ脱却を宣言する可能性がある。

コロナ禍以降に急速に積み上がった家計貯蓄は高水準のまま、引き続き物価高の影響を緩和するだろう。フローベースの家計貯蓄を見ると、2015～19年のペースを上回って貯蓄された「過剰貯蓄」は2023年9月末で約44兆円（2022年の個人消費額の約15%に相当）に上る。家計金融資産残高は2023年6月末で2,115兆円と過去最高を更新し、株価の上昇もあって2019年12月末から230兆円ほど増加した（このうち現預金は同時期に110兆円ほど増加）。

一方、2024年度は引き続き海外経済を中心に下振れリスク要因が多い。主なものを挙げると、①米銀行の貸出態度の厳格化による米国景気的大幅な悪化、②中東情勢・ウクライナ情勢の緊迫化、③中国の過剰債務問題の顕在化、④米中対立の激化（経済安全保障リスクの発現）、⑤国内の長期金利高・円高の急伸、である。

このうち①について、米国では追加利上げ観測が後退するなど当面の経済は底堅く推移するとみられるものの、サービス物価上昇率の高止まりで金融引き締めが長期化すれば、いずれ強い信用収縮が発生する可能性も否定できない。そこで米銀行の貸出態度が現水準で推移するケースを想定し、当社のマクロモデルを用いて試算すると、実質GDPへの影響（年間）は米国で▲1.7%、日本でも▲1.1%とみられる³。

中東情勢やウクライナ情勢は予断を許さず、資源価格の高騰を引き起こすことも考えられる。仮に原油価格が150ドル/バレルに上昇すると、日本の実質GDPへの影響は年間で▲0.6%程度と試算される。中国では不動産不況が長期化の様相を呈しており、企業は過剰債務問題を抱えている。資本係数の長期トレンドからの乖離分を過剰資本ストックと見なすと、その規模は2,840兆円程度に上る。米中対立の激化を背景に経済安全保障リスクが高まり、中国依存度の大きいレアメタルなどの重要物資の調達に支障をきたしたり、米国が準備を進めている対中投資規制に日本も参加したりすることで、日本企業の生産活動に影響が及ぶ可能性がある。

日本銀行（日銀）の金融政策の正常化が進めば、長期金利への上昇圧力が強まる。一方で米国は2024年7-9月期に利下げを実施する見込みであり、日米金利差の縮小もあってドル円レートは円高基調に転じる可能性がある。その際、市場参加者の関心が購買力平価（PPP）に移れば、円高を加速させるかもしれない。PPPは算出方法などによって結果が変わるため、1973年基準の相対的PPP（消費者物価、企業物価、単位労働コストそれぞれで試算）や経済開発協力機構（OECD）の絶対的PPPを集計すると、1ドル90～120円程度と直近の市場レートを大幅に上回る円高水準だ。

³ 試算方法の詳細については「[第217回日本経済予測（改訂版）](#)」（2023年6月8日）を参照。

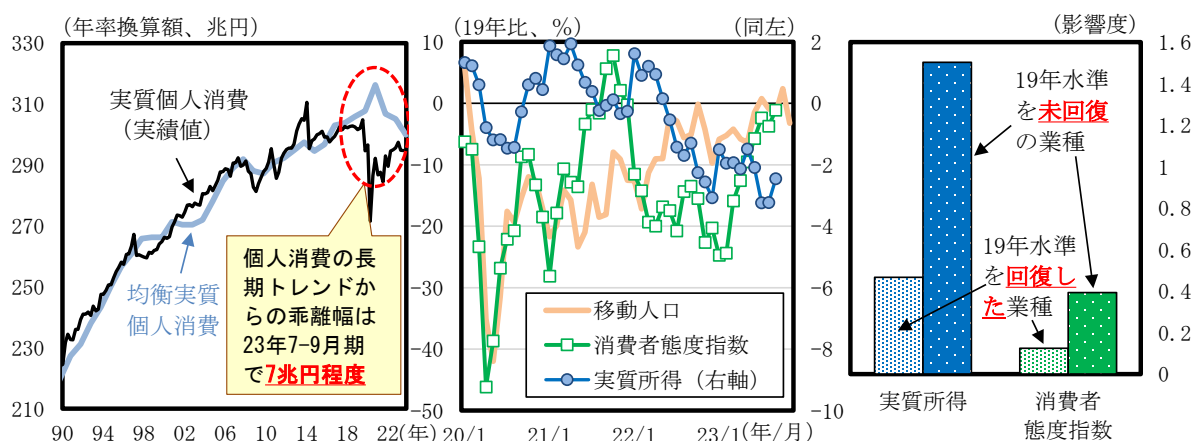
以上のように 2024 年度までの日本経済のポイントを概観したが、これらのうち個人消費の回復余地について以下で詳しく取り上げる。

所得環境や消費者マインドの改善により、サービス消費の回復は加速する見込み

名目 GDP の 6 割を占める個人消費は、コロナ禍以降の回復がとりわけ遅れている需要項目である。今後の回復余地を把握するため、年齢構成や可処分所得、実質金利ギャップ、純金融資産を基に個人消費の理論値（長期トレンド）を推計し、実績値と比較したものが**図表 5 左**だ。

個人消費はコロナ禍前までは長期トレンドに収束するように推移していたが、コロナ禍直後に両者が大きく乖離した。直近の 2023 年 7-9 月期でも、個人消費は長期トレンドを年率換算額で 7 兆円程度下回る。これは、ファンダメンタルズから見て達成可能な消費水準と比べて実際の消費額が少ないことを意味する。個人消費の回復余地と見なすことができ、その大部分はサービス消費が占める。

図表 5 個人消費の長期トレンドと実績値（左）、人出と所得・消費者マインド（中央）、個人向けサービスに対する所得と消費者マインドの影響（右）



(注) 左図の推計式の詳細は「[第 202 回日本経済予測 \(改訂版\)](#)」(2019 年 9 月 9 日)の**図表 4-1**を参照。中央図の移動人口は、全ての市区町村の「推定居住地が市区町村外のものの人口」を週ごとに集計したもので 2019 年同週比。実質所得は、所定内給与に雇用者数を乗じたものを持家の帰属家賃を除く総合ベースの CPI で実質化。右図は、第 3 次産業活動指数の広義対個人サービスに該当する業種ごとに実質所得と消費者態度指数の影響を推計し、各業種のウェイトで加重平均した。外れ値の影響を除くため、上下 10%に該当する業種は集計対象から外した。

(出所) 内閣府、総務省、財務省、厚生労働省、経済産業省、V-RESAS より大和総研作成

サービス消費の回復が鈍い背景には、コロナ禍によって家計の消費行動が構造的に変化した可能性や、物価高などを背景に家計が消費支出を増やすことに慎重になっている可能性が考えられる。このうち前者については現時点で実態が明らかでない部分が多いため、以下では後者について定量的に検討する。

図表 5 中央は、移動人口の動向と消費者マインド、マクロの実質所得（基調を見るため所定内給与ベースで掲載）の推移を示したものだ。コロナ禍で大きく落ち込んだ人出は、経済活動の正常化が進むにつれて回復し、2023年10月にはコロナ禍前の水準を月平均で2%程度上回った。消費者マインドに目を向けると、足元では2019年比▲1%程度まで回復している⁴。一方、実質所得は物価高に名目所得上昇が追いつかず、2022年に入って減少傾向にある。

消費者マインドと実質所得はいずれも短期的にサービス消費に影響を与える要因である。そこで、これら2つの要因がサービス消費に与える影響を定量的に分析した結果が**図表 5 右**である。ここでは第3次産業活動指数のうち個人向けサービス（広義対個人サービス）に含まれる業種を対象に、消費者マインドと実質所得が各業種の活動指数に与える影響を推計した。

活動指数が2019年の水準を超えた業種（回復業種）とそうでない業種（未回復業種）に分けると、未回復業種における消費者マインドと実質所得の影響度は、いずれも回復業種のそれよりも高い傾向が見られる。とりわけ実質所得の影響を強く受けることから、物価高による実質所得の減少が家計の消費行動を慎重にさせ、サービス消費の回復ペースを抑えていることが示唆される。

当社の見通しに照らせば、後述するように、2024年春闘での高い賃上げ率見通しや物価上昇率の低下を受けて、1人当たり実質雇用者報酬は2024年7-9月期に前年比でプラスに転じる見込みだ（**後掲図表 7**）。実質所得の増加は消費者マインドの改善を促す可能性もあり、これまで回復ペースの鈍かったサービスでも消費支出が増加しやすくなるだろう。

3. 賃金・物価・金融政策見通しの概要

2024年度の新コアコア CPI 見通しを前年比+1.9%に引き上げ

生鮮食品を除く総合ベースの消費者物価指数（コア CPI）は、直近の資源価格と為替レートを前提として、2023年度で前年比+2.8%、2024年度で同+2.8%と見込んでいる（**図表 6**）。生鮮食品とエネルギーを除く総合ベースでは、それぞれ同+3.9%、同+1.9%の見込みだ。価格転嫁の更なる進展や、後述するように2024年春闘の賃上げ率が前年並みかそれを上回る見込みであることなどを踏まえ、前回予測から物価見通しを引き上げた。

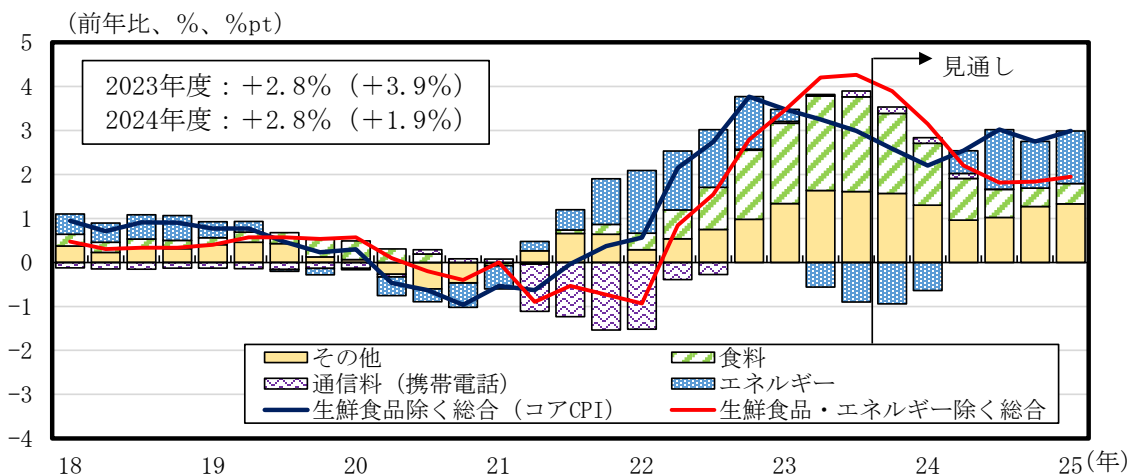
帝国データバンクの価格改定動向調査によると、2023年の食品の値上げ品目数は、10月末時点で予定されている分を含めて約3万2千品目となった（前年比+24.9%）⁵。10月には酒税引き上げの影響により酒類や飲料を中心に約4,600品目の値上げが行われたが、2024年の値上げ予定品目数は500品目程度であり（10月末時点）、値上げラッシュは一旦落ち着きを見せた。人件費などの増加は続いており、2024年に入っても値上げは断続的に行われる見込みだが、食品価格の前年比変化率は徐々に低下していくだろう。

⁴ 消費者マインドについては、2019年の消費増税の影響で発射台が低い点には留意する必要がある。

⁵ 帝国データバンク『[『食品主要195社』価格改定動向調査-2023年11月](#)』（2023年10月31日）

エネルギーでは、東京電力など電力大手 7 社による規制料金の値上げが物価の押し上げ要因となっている。一方、前述のように総合経済対策でエネルギー高対策は 2024 年 4 月末まで延長された。終了後は、対策が実施されていた前年の裏の影響によってエネルギー価格が前年比で上昇し、当面の物価の押し上げ要因になることには留意が必要だ（**図表 6**）。

図表 6 CPI の見通し（各年度の数字は生鮮食品除く、括弧内は生鮮食品・エネルギー除く）



(注) 作成時の資源価格と為替レートを前提とした物価見通し。エネルギー高対策は 2024 年 4 月末まで実施（うち電気・ガス代の引き下げは補助額を半減して 5 月末まで実施）されると想定。

(出所) 総務省統計より大和総研作成

春闘での賃上げ率は 2024 年も高水準を維持する見込み

2023 年春闘では、定期昇給（定昇）込みの賃上げ率（加重平均）は 3.58%と、30 年ぶりの高水準となった⁶。2024 年春闘では前年並みかそれを上回る賃上げ率を見込んでいる。

春闘での賃上げ率に影響を及ぼす企業業績や労働需給、CPI 上昇率、交易条件（いずれも前年の値）などを説明変数として推計すると、2024 年の賃上げ率は 3.8%との結果が得られた（**図表 7 左**）。売上高の増加率が 2023 年は縮小することが賃上げ率の下押し要因として働くものの、交易条件の改善や CPI 上昇率の高まりによる押し上げ要因の方がより大きく働くことで、2024 年の賃上げ率は前年をやや上回る水準になると推計された。

外部労働市場（転職市場）は足元でも活発だ。例えばパーソルキャリア（doda）によると、転職求人倍率は求人数の増加で 2022 年に大幅に上昇し、2023 年に入っても緩やかな上昇基調が続いている。直近の 2023 年 9 月では 2.39 倍（前年差+0.28pt）だった。転職によって賃金が上昇しやすい状況では、内部労働市場が発達している日本でも、企業は従業員の離職を防ぐため賃上げに対して積極的にならざるを得なくなる⁷。こうした「防衛的な賃上げ」は人手不足が深

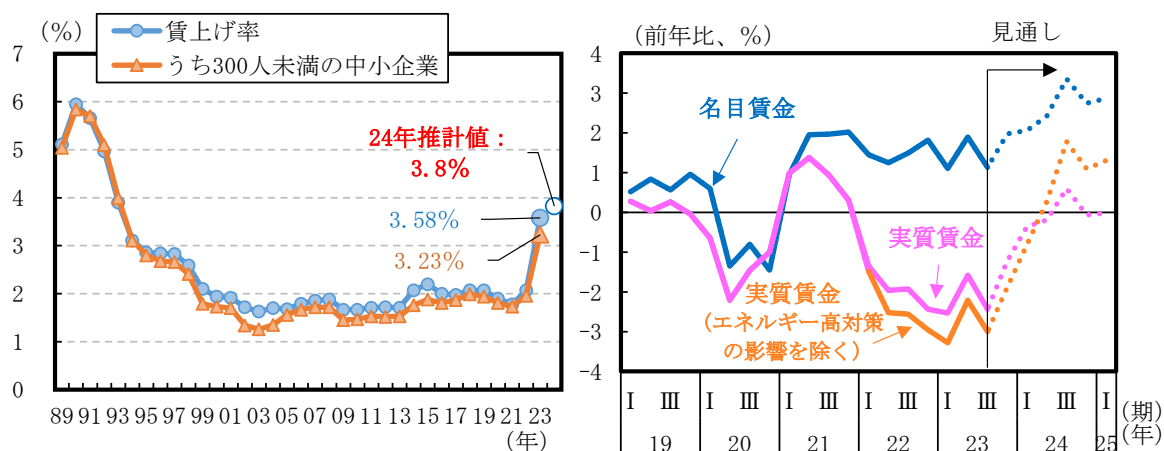
⁶ 日本労働組合総連合会（連合）『[『未来につながる転換点』となり得る高水準の回答～2023 春季生活闘争第 7 回（最終）回答集計結果について～](#)』（2023 年 7 月 5 日）参照。

⁷ 古川角歩、城戸陽介、法眼吉彦（2023）「求人広告情報を用いた正社員労働市場の分析」（日本銀行ワーキングペーパーシリーズ、No. 23-J-2）では、求人市場における募集賃金の上昇が正社員の平均賃金を押し上げる波及経路として、①従業員にとって転職を検討する際の賃金上がり、人材を引き留めるために企業が賃金を

刻な業種や中小企業で実施されやすく、2024年春闘でも賃上げ要因になるだろう。

さらに2024年後半には、1人当たり雇用者報酬ベースの実質賃金が前年比でプラスに転じる見込みだ（図表7右）。前年比のマイナス幅の拡大が続いていた実質賃金は、2023年前半に入って拡大が落ち着きつつある。今後はインフレ率が低下する中で名目賃金上昇率が緩やかに高まることで、実質賃金は2024年7-9月期に前年比でプラスに転換する。その後はゼロ近傍で推移するが、エネルギー高対策終了による物価上昇分を除けば、プラス圏で安定的に推移するだろう。

図表7 2024年春闘での賃上げ率見通し（左）、1人当たり雇用者報酬の見通し（右）



(注1) 左図は平均賃金方式での回答を集計した結果。2024年の賃上げ率見通しは、①売上高の伸び率、②CPI上昇率、③需要不足失業率、④交易条件（対数換算）、⑤賃金ダミー、⑥定数項、を説明変数とした推計式から作成（①～④は前年の値で、①・③は10%、それ以外は1%有意水準を満たす。推計期間は1976～2023年、修正済み決定係数は0.92）。被説明変数の賃上げ率には、1989年以降は連合の最終集計結果の実績値を、1988年までは厚生労働省「賃金引上げ等の実態に関する調査」を利用。

(注2) 右図の図中の点線は大和総研による予測値。

(出所) 内閣府、総務省、財務省、厚生労働省、日本銀行、日本労働組合総連合会（連合）「2023年春闘第7回（最終）回答集計結果」（2023年7月5日）より大和総研作成

日銀は2024年4月にYCC撤廃とマイナス金利解除を実施する見込み

日銀は2024年春闘の結果がある程度判明する4月の金融政策決定会合で、①YCCの撤廃、②マイナス金利政策の解除（ゼロ金利政策へ移行）に踏み切るとみている。

2023年10月の金融政策決定会合において、日銀は長期金利の変動幅を±1%程度まで認めるなど、YCCの一段の形骸化が図られた。だが、債券市場の機能度合いは依然として低いとみられる。今後はYCCそのものを撤廃し、日銀が長期金利の形成に関与する度合いを減らしていくことが課題になるだろう。

引き上げる経路（外圧効果）と、②求人掲載している企業が募集賃金との整合性を取るために自社の従業員賃金を引き上げる経路（内圧効果）が指摘されている。

YCCの撤廃で懸念されるのは、投機的な動きによる長期金利の急上昇だ。経済や物価といったファンダメンタルズに基づいて長期金利が緩やかに上昇するのは好ましいことだが、投機的な動きによる長期金利の急上昇は実体経済や金融市場に悪影響を及ぼす。こうした状況を回避し、長期金利の安定化を図るため、日銀はYCC撤廃後も指値オペを残すとみられる。

マイナス金利政策の解除後はゼロ金利政策への移行を想定しており、緩和的な金融環境は当面維持されるだろう。日銀は経済・物価情勢を注視しつつ、緩和の度合いを段階的に縮小させていくとみている（本予測のメインシナリオでは2024年10-12月期に0.25%の利上げを想定）。

図表8 日本経済見通し<第219回日本経済予測（2023年11月21日）>

	2022			2023				2024				2025	2022	2023	2024
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	年度 (暦年)	年度 (暦年)	年度 (暦年)
実質GDP(年率、兆円)	547.9	547.4	547.1	552.0	558.1	555.1	559.0	561.9	563.6	565.2	566.5	567.6	548.7	558.2	565.6
<前期比、%>	1.2	-0.1	-0.1	0.9	1.1	-0.5	0.7	0.5	0.3	0.3	0.2	0.2			
<前期比年率、%>	4.7	-0.4	-0.2	3.7	4.5	-2.1	2.8	2.1	1.2	1.1	0.9	0.8			
<前年同期比、%>	1.5	1.4	0.3	2.0	1.7	1.2	2.2	1.7	1.1	1.9	1.3	1.0	1.3	1.7	1.3
													(0.9)	(1.8)	(1.5)
民間消費支出(前期比、%)	1.7	0.2	0.2	0.7	-0.9	0.0	0.7	0.5	0.3	0.3	0.2	0.2	2.5	0.1	1.4
民間住宅投資(前期比、%)	-2.1	0.1	1.0	0.5	1.8	-0.1	0.0	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	-3.2	2.5	-1.7
企業設備投資(前期比、%)	1.7	1.9	-0.9	1.7	-1.0	-0.6	0.8	0.7	0.6	0.6	0.5	0.5	3.0	0.3	2.1
政府消費支出(前期比、%)	0.4	0.0	0.1	0.1	0.0	0.3	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.7	0.5	0.7
公共投資(前期比、%)	0.5	1.1	0.0	1.4	0.3	-0.5	0.7	0.5	0.4	0.2	0.2	0.2	-3.2	1.8	1.2
輸出(前期比、%)	1.9	2.2	1.5	-3.5	3.9	0.5	0.6	0.5	0.4	0.5	0.5	0.4	4.5	3.4	2.0
輸入(前期比、%)	1.2	5.1	0.2	-2.1	-3.8	1.0	0.1	0.2	0.4	0.4	0.3	0.3	7.2	-3.3	1.4
名目GDP(前期比年率、%)	3.7	-3.1	5.4	9.4	10.5	-0.2	5.1	4.6	3.4	3.5	3.3	3.2	2.0	5.6	3.6
GDPデフレーター(前年同期比、%)	-0.2	-0.3	1.2	2.0	3.5	5.1	3.9	3.0	2.2	2.1	2.3	2.3	0.7	3.8	2.2
鉱工業生産(前期比、%)	-1.5	3.1	-1.7	-1.8	1.4	-1.2	0.9	0.6	0.3	0.5	0.5	0.6	-0.3	-0.5	1.7
コアCPI(前年同期比、%)	2.1	2.7	3.8	3.5	3.2	3.0	2.6	2.2	2.5	3.0	2.7	3.0	3.0	2.8	2.8
失業率(%)	2.6	2.6	2.5	2.6	2.6	2.7	2.6	2.5	2.4	2.4	2.4	2.4	2.6	2.6	2.4
貿易収支(兆円、年率)	-14.8	-22.3	-20.6	-14.9	-3.9	-2.7	-4.6	-3.2	-3.0	-2.8	-3.0	-2.9	-18.0	-3.6	-2.9
経常収支(兆円、年率)	11.8	3.0	8.7	9.7	23.5	24.6	27.7	28.5	28.7	28.8	29.0	29.1	8.3	26.0	28.8
前提															
原油価格(WTI、ドル/バレル)	108.5	91.4	82.6	76.0	73.6	82.2	79.5	75.9	75.9	75.9	75.9	75.9	89.6	77.8	75.9
為替レート(円/ドル)	129.8	138.4	141.6	132.4	137.5	144.6	149.8	149.6	149.6	149.6	149.6	149.6	135.4	145.4	149.6

(注) 網掛け部分は大和総研予想。
(出所) 大和総研

米国経済 懸念される 個人消費の下振れ

インフレの高止まりリスクもくすぶる

矢作 大祐
藤原 翼

[要約]

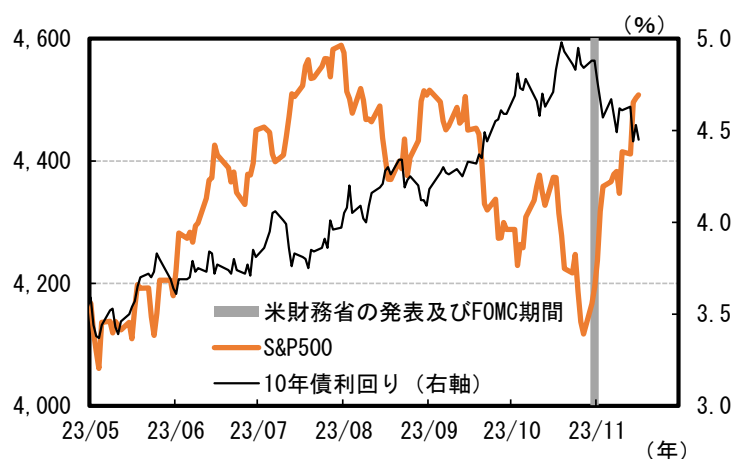
- 米 10 年債利回りの上昇やそれに伴う主要株価指数の下落などによってタイト化していた金融環境は、国債需給に改善の見込みが立ったことや、追加利上げの機運が低下したことで、10 月末以降に緩和方向へと転じた。また、CPI は減速感を強める一方、小売売上高は底堅い結果となり、景気の大幅な悪化を経ずに、インフレが減速するというソフトランディング期待は高まっている。
- 他方で、個人消費に関しては若年層を中心に消極化しつつあり、下振れリスクが高まっている。若年層は、失業率が上昇している中で、学生ローンの返済にも追われ、消費を抑制せざるを得ない。もっとも、2023 年内は、ホリデー商戦における値引きセールや、株高を通じた資産効果による消費の下支えが期待できる点は安心感を与える。
- 一方、2024 年に入れば、個人消費の主な下支え役は株式等のリスク資産の価格上昇による資産効果となる。ただし、資産効果に頼るのは不安が残る。株価は金利の変動に左右されやすく、金利は FRB の金融引き締めに対するスタンス次第といえる。期待インフレ率が上昇し、インフレの高止まり懸念が強まれば、FRB はタカ派的なスタンスを強めることになる。市場では早期利下げへの期待が高まる中、12 月の FOMC で公表予定のドットチャートはタカ派的なサプライズを起こし得る。そして、2024 年に入った後も引き締め的な金融環境が長く維持されれば、金融システムへの負荷はかかりやすくなる。そうなれば、株高による資産効果を期待するよりも、場合によっては株安による逆資産効果を懸念しなければならないかもしれない。

ソフトランディング期待は高まるも、個人消費の下振れが懸念材料

米10年債利回りの上昇やそれに伴う主要株価指数の下落などによってタイト化していた金融環境は、10月末以降に緩和方向へと転じた。契機となったのは、10月30日に米財務省が公表した資金調達予想額で国債需給の緩みが改善していく見込みが立ち、米10年債のタームプレミアムの上昇圧力が緩和したことが挙げられる。加えて、10月31日・11月1日のFOMCでパウエル議長が追加利上げに慎重な姿勢を示したことや、11月3日に公表された10月の雇用統計が緩やかに悪化したことで、期待短期金利が低下傾向となった点も寄与した。高止まりしていた米10年債利回りが低下に転じたことで、主要株価指数も上昇した。

パウエル議長は、10月末以降の金融環境の緩和に対して、11月9日の講演会で更なる金融引き締めが適切となれば躊躇せず実施すると発言し、タカ派的なスタンスを強めた。パウエル議長の発言を受け、金融環境が再びタイト化する可能性もあったが、11月14日に公表された10月のCPIが、ヘッドライン（前月比+0.0%、市場予想：同+0.1%）、コア（同+0.2%、市場予想：同+0.3%）ともに市場予想を下回り、減速感を強めたことで、追加利上げの機運は低下した。また、11月15日に公表された小売売上高が7か月ぶりに前月比マイナスに転じたものの、市場予想を上回るとともに、過去分が上方修正されたことから、景気は底堅く推移していると市場からは受け止められた。足下の経済指標は、景気的大幅な悪化を経ずに、インフレが減速するというソフトランディング期待を高めるものといえる。

図表1 10年国債利回りとS&P500

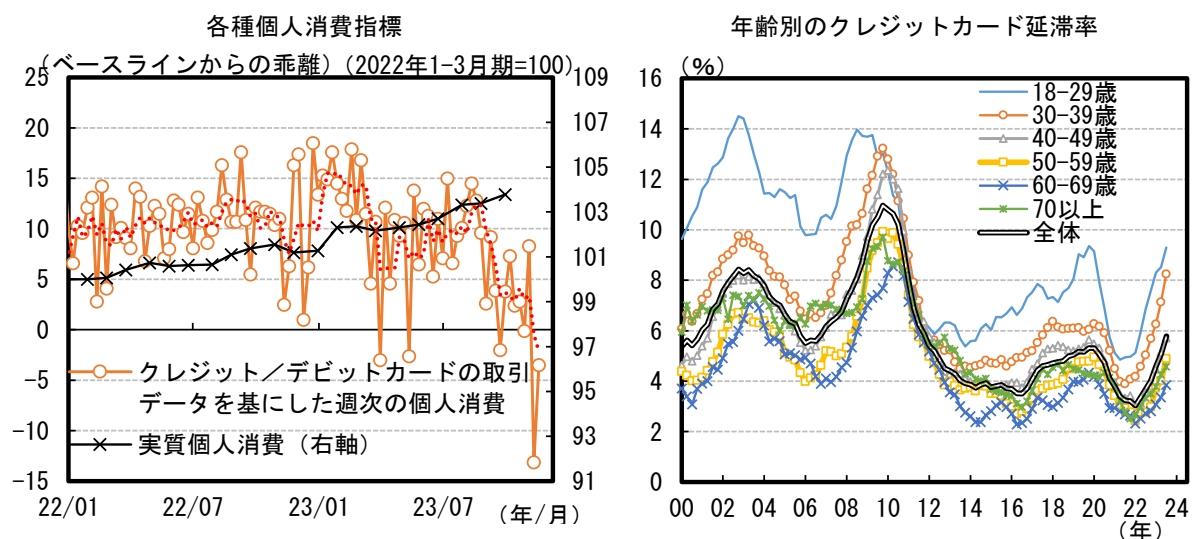


(出所) FRB、S&P、Haver Analytics より大和総研作成

しかし、景気の下振れを示唆するデータも見られ始めている。BEAが公表するクレジット／デビットカードの取引データを基にした週次の個人消費は足下で減速傾向を強めており、米国経済の屋台骨である個人消費が今後落ち込んでいく可能性を示唆している。大手小売業者も11月半ばの決算発表時に、減速しつつも長引く高インフレや、学生ローンの返済再開、貯蓄率の低下などが選択的支出の重石になっているといった、個人消費の腰折れ懸念に関する声を上げ始めている。10月の小売売上高も、必需的支出が消費のけん引役となっていたという点は、消費者の財布の紐が堅くなりつつある可能性を示唆している。

消費者マインドに注目すると、消費者センチメントを公表するミシガン大は、低所得層や若年層のマインドが大幅に悪化したと指摘している。全体的に見れば、雇用環境の悪化ペースは緩やかといえるが、若年層の失業率は上昇傾向にあり、消費の裏付けとなる所得面で悪化の兆しが見られる。また、クレジットカードの延滞率を見ても、20代は他の世代に比べて高く、30代はコロナ禍前の水準を大きく上回っている。20代から30代は学生ローンの保有率が高く、所得面が悪化する中で債務の返済にも追われ、消費を抑制せざるを得なくなっているとも考えられる。もっとも、米国の消費額全体のうち、こうした20-30代以下の若年層が占める割合は3-4割と相対的に低く、40代以降の中年層以上が占める割合は6-7割と高い。また、中年層以上は金融資産を相対的に多く保有しており、労働所得だけでなく、株式・投資信託などからの資産所得も得られる。2023年のこれまでの株価パフォーマンスは2022年に比べて高く、資産効果によって個人消費を押し上げていると考えられる。2023年内は、若年層の消費が消極化しても、ホリデー商戦における値引きセールや株高を通じた資産効果による消費の下支えが期待できる点には安心感がある。

図表2 各種個人消費指標、年齢別のクレジットカード延滞率



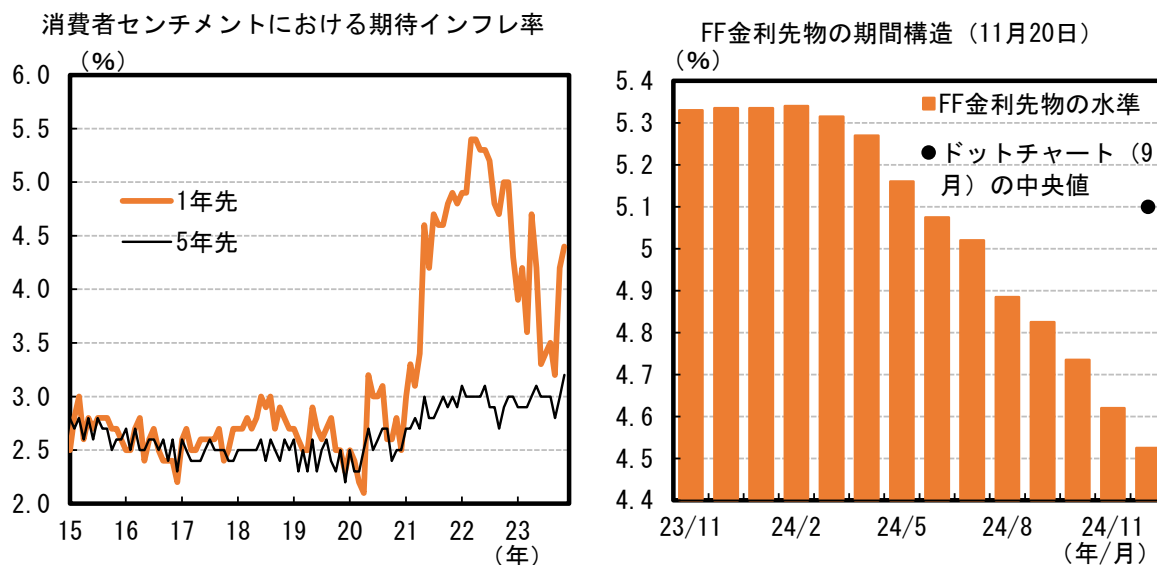
インフレ高止まりのリスクがくすぶる中、FRBのタカ派化リスクは残る

一方、ホリデー商戦という消費を喚起するイベントが終わり、2024年に入れば、個人消費の主な下支え役は株式等のリスク資産の価格上昇による資産効果となる。しかし、リスク資産価格は変動することから、個人消費を持続的に押し上げるかは不透明である。今回の金融引き締めサイクルの開始以来、株価はFRBのスタンスの変化に伴う金利の変動や、金融引き締めの副作用に対する懸念の強弱に左右されてきた。追加利上げの機運が低下したとはいえ、インフレの動向次第でFRBはタカ派に振れ得る。そして、国債需給に関しても、2024年以降は買い手の投資余力の縮小が本格化する恐れがあることから、金利や株価のボラティリティが再び上昇する可能性もある。

インフレ動向に着目すると、減速ペースが緩やかになる兆しが見られる点に注意が必要である。具体的には、前述の消費者センチメントの項目の一つである、期待インフレ率が1年先も5年先も上昇していることが挙げられる。ミシガン大学は、消費者が先行きのガソリン価格の高止まりに対する懸念を強めたことで、期待インフレ率が上昇したと指摘している。ガソリン価格は足下では低下しており、期待インフレ率が再び低下することも考えられるが、この2年間、地政学リスクの高まりに伴い原油価格の変動幅が大きくなっており、消費者も警戒感を緩めにくくなっている。加えて、期待インフレ率の上昇は生活実感としての高インフレが反映されている可能性がある。サンフランシスコ連銀の研究によれば、期待インフレ率が上がると人々は上昇する生活費に見合う賃金の引き上げを要求し得る。今般増加している労働争議やストライキは、この指摘を裏付けているとも考えられる。そして、企業が賃金の引き上げ等のコストを価格に転嫁させれば、インフレの高止まりリスクは継続することになる。

パウエル議長は、前述の11月9日の講演会において、期待インフレ率を上昇させないために金融引き締めが有効であったことを指摘した。期待インフレ率の上昇が継続すれば、FRBも警戒感を強め、タカ派的なスタンスとなるだろう。FRBの警戒感を測る上では、12月の次回FOMCで公表されるFOMC参加者のFF金利見通し（ドットチャート）の中央値が注目点となる。12月のドットチャートの中央値は、政策判断の余地を確保し2024年での追加利上げの選択肢も残しつつ、前回（9月）の結果（2024年末5.1%、2025年末3.9%、2026年末2.9%）と等しくなる可能性がある。他方で、市場では、2024年半ばから利下げフェーズへと転じ、2024年内合計0.75%pt以上の利下げが織り込まれている（11月20日時点）。インフレが一層減速していくとの自信をFRBが強められるようなデータが公表されない限り、12月のドットチャートはタカ派的なサプライズを起こす可能性がある。そして、2024年に入った後も引き締めの金融環境が長く維持されれば、金融システムへの負荷はかかりやすくなる。そうなれば、株高による資産効果を期待するよりも、場合によっては株安による逆資産効果を懸念しなければならないかもしれない。

図表3 消費者センチメントにおける期待インフレ率、FF金利先物の期間構造（11月20日）



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

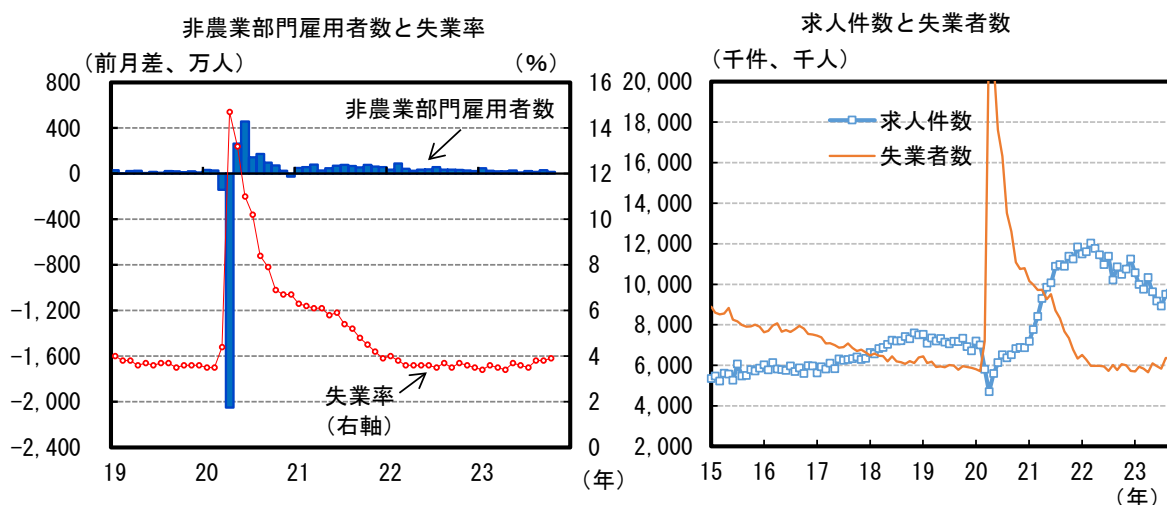
雇用環境は緩やかに悪化も、未だ労働需給はタイト

2023年10月の米雇用統計¹は、非農業部門雇用者数が前月差+15.0万人と前月から減速し、市場予想（Bloomberg調査：+18.0万人）を下回った。さらに雇用者数の過去分が下方修正された。失業率に関しては、前月から同+0.1%pt上昇して3.9%となり、市場予想（Bloomberg調査：3.8%）を上回る（悪い）結果となった。失業者の内訳を見ても、レイオフ（同+9.2万人）や解雇（同+16.4万人）による失業者が増加した。雇用者数が減速したことに加えて失業率も上昇した点で、総じてネガティブな結果といえる。もっとも、雇用者数の減速はストライキによる影響や、大幅に増加した9月からの反動といった要因も考えられる。失業率も上昇したとはいえ、4.0%前後とされる自然失業率を上回っておらず、今回の雇用統計をもって雇用環境が悪化傾向を強めたとは断言できない。

その他の雇用関連指標を見ても、雇用環境の悪化ペースは緩やかなままといえる。例えば、2023年9月の求人件数は前月差+5.6万件と2カ月連続で増加した。直近の失業者数と比べても、求人件数は1.5倍弱の水準となっており、労働需要は依然として堅調といえる。また、新規失業保険申請件数から足下の雇用環境を見ると、直近週（11月5日-11日）は23.1万件となり、8月半ば以来の水準まで増加した。とはいえ、4週間移動平均が22.0万件に留まるなど、依然として低水準であり、顕著な増加傾向は見られない。

雇用環境は米国経済が急激には悪化していないことを示唆しており、安心感を与える。他方で、労働需給のタイトさは大きく変わっていない。10月の雇用統計では賃金上昇率はペースダウンしたが、先行きにおいてはタイトな労働需給によって賃金上昇率の減速ペースは緩やかなものとなるだろう。加えて、UAW（全米自動車労働組合）による大規模なストライキは終結したものの、今後も待遇改善要求の動きに広がりが見られる場合には、賃金上昇圧力が高止まりし得ることから注意が必要だろう。

図表4 非農業部門雇用者数と失業率、求人件数と失業者数



(出所) BLS、Haver Analytics より大和総研作成

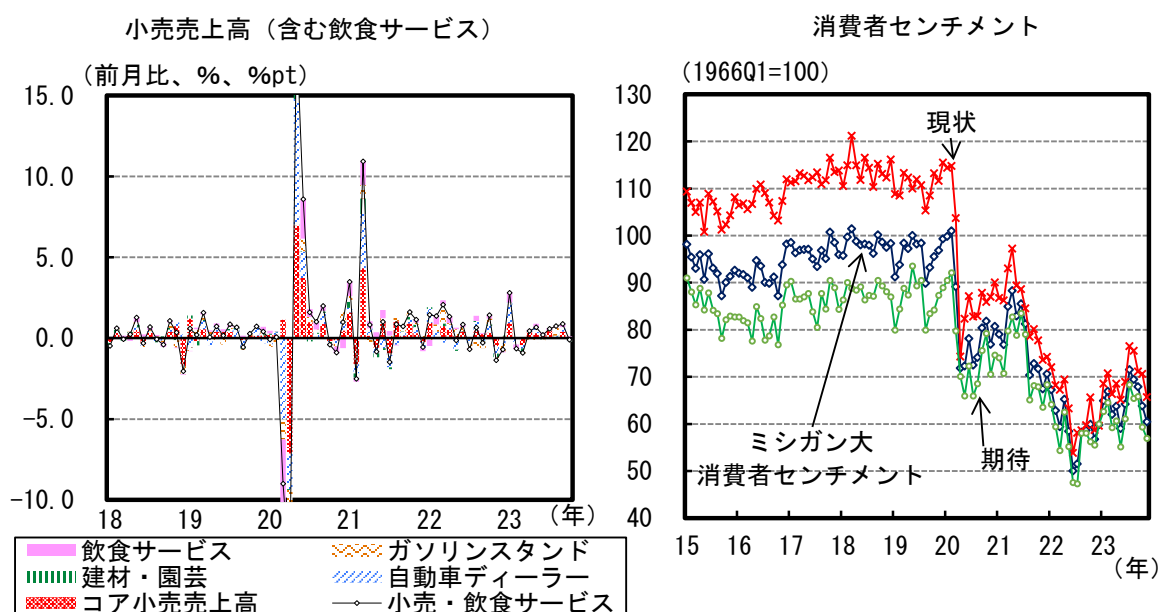
¹ 大和総研 ニューヨークリサーチセンター 藤原翼、経済調査部 矢作大祐「[非農業部門雇用者数は+15.0万人に減速](#)」(11月6日) 参照

足下の小売売上高は底堅いものの、消費者マインドの悪化が続く

個人消費の動向を確認すると、2023年10月の小売売上高（含む飲食サービス）は前月比▲0.1%と7カ月ぶりにマイナスに転じたものの、市場予想（Bloomberg調査：同▲0.3%）を上回った。また、9月分は+0.2%pt上方修正され、同+0.9%となった。振れが大きい業種（自動車ディーラー、ガソリンスタンド、建材・園芸、飲食サービス）を除く、コア小売売上高については減速した一方で、同+0.2%とプラスを維持した。前月の大幅上昇からの反動も考えられる中で、底堅い結果になったといえよう。10月の小売売上高（含む飲食サービス）の内訳を見ると、家具（同▲2.0%）や自動車・同部品（同▲1.0%）、レジャー・娯楽用品（同▲0.8%）、ガソリンスタンド（同▲0.3%）が全体を下押しした。また、無店舗販売（同+0.2%）や飲食サービス（同+0.3%）は前月から伸びが縮小した。他方で、伸び幅が大きいのは、ヘルスケア製品（同+1.1%）や飲食料品（同+0.6%）といった必需的支出である。ホリデー商戦が本格化し、選択的支出の積極化に期待がかかる一方で、必需的支出が消費のけん引役となっている点は、消費者の財布の紐が堅くなりつつある可能性を示唆している。

消費者マインドについては悪化傾向にある。ロイター/ミシガン大消費者センチメントは、2023年11月（速報値）が前月差▲3.4%ptと4カ月連続で下落し、水準は60.4になった。構成指数の内訳を見ると、現状指数（同▲4.9%pt）、期待指数（同▲2.4%pt）ともに悪化した。ミシガン大学は、高金利による悪影響の懸念を背景に消費者の長期の経済見通しが悪化したと指摘している。また、同様にミシガン大学が指摘した低所得層と若年層のマインド悪化に関しては、若年層の失業率の上昇や、10月から再開された学生ローンの返済が悪影響を及ぼしている可能性がある。この他、消費者のインフレ見通し（期待インフレ率）を見ると、1年先（+4.4%）、5年先（+3.2%）がともに上昇した。インフレが高止まりすることになれば、引き締め的な金融政策が長期化し、引き続き消費者センチメントの重石となり得る。

図表5 小売売上高（含む飲食サービス）、消費者センチメント



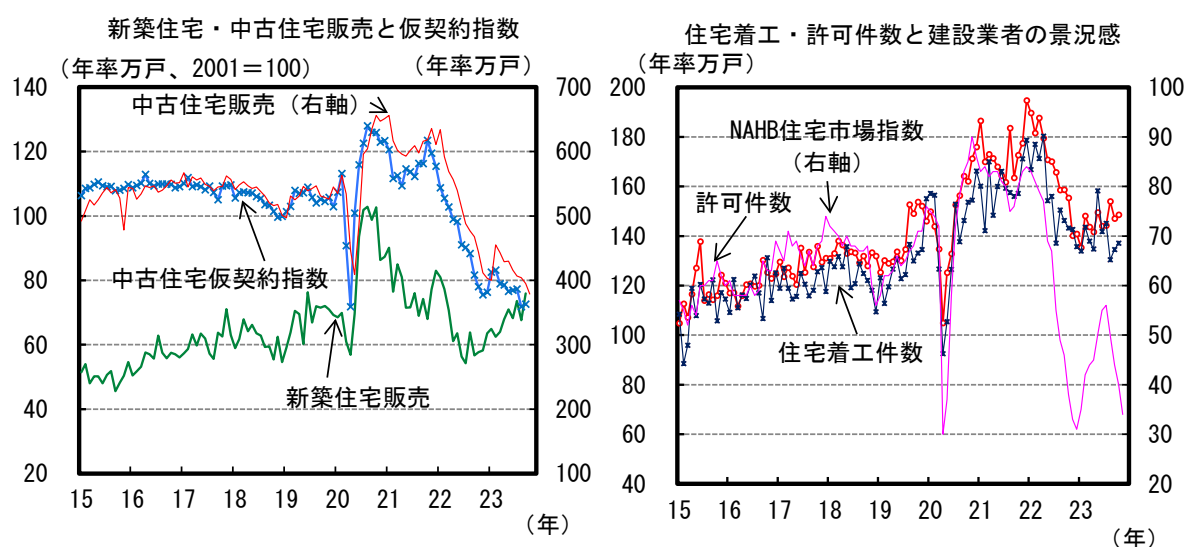
（出所）ロイター/ミシガン大、Census、Haver Analytics より大和総研作成

住宅市場関連のマインドはコロナ禍以降の最低水準まで悪化

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、2023年10月が前月比▲4.1%と5カ月連続で減少した。他方で、新築住宅販売（戸建）は、9月に同+12.3%と大幅に増加した。新築住宅販売（戸建）の9月の急増は、8月の大幅減からの反動増という側面もあるが、中古住宅の在庫不足によって住宅購入希望者は新築住宅以外の選択肢が少なくなっていることも影響しているだろう。また、新築住宅価格は中古住宅価格に比べて高水準である場合が多いものの、建設業者は住宅面積の小さい新築住宅を供給することで、住宅価格を抑制し、住宅購入意欲をサポートしている。もっとも、11月のロイター／ミシガン大消費者センチメントの住宅購入判断は33ptと、コロナ禍以降最低となった2022年11月と同水準まで低下した。住宅ローン金利が高水準にあることから、住宅需要が抑制されやすい環境にあることは変わらない。

住宅供給に関しては、新築住宅着工は、2023年10月に前月比+1.9%と2カ月連続で増加した。9・10月の増加は8月の大幅減からの反動増と考えられる。また、新築住宅着工の先行指標である建設許可は、10月に同+1.1%と増加に転じたことから、新築住宅着工は11月も増加することが期待される。しかし、住宅建設業者のマインドに関して、NAHB（全米住宅建設業協会）住宅市場指数を見ると、2023年11月分は前月差▲6ptと4カ月連続で悪化し、水準も34と、2022年12月以来の低さとなった。NAHBは足下の10年債金利の低下によって、住宅ローン金利も先行き低下することで、住宅需要が回復し、住宅建設業者のマインドも改善するとの期待を示した。もっとも、FRBがインフレ抑制に向けて政策金利を長い間高水準で維持することが想定される中で、住宅ローン金利の低下幅も限定的となり得ることから、持続的に建設業者のマインドが回復するかは不透明といえる。

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



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

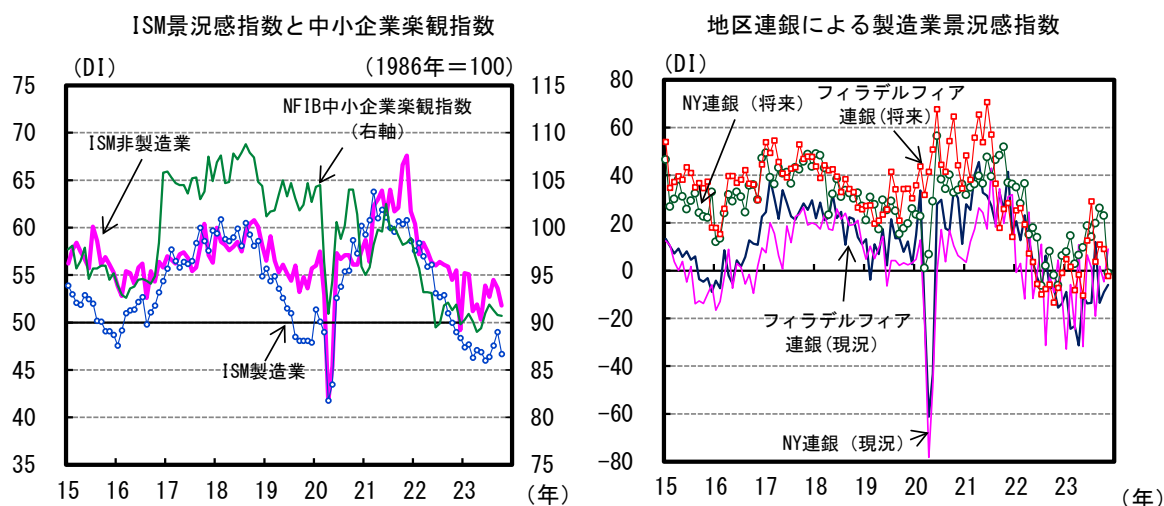
企業マインドは総じて悪化、先行きに対する慎重な見方が強まる

2023年10月のISM景況感指数は、製造業が前月差▲2.3%ptの46.7%と4カ月ぶりに悪化した。非製造業も同▲1.8%ptと2カ月連続で悪化し、水準は51.8%となった。構成項目を見ると、製造業に関しては、入荷遅延指数を除く、新規受注指数、雇用指数、生産指数、在庫指数が悪化した。非製造業に関しては、新規受注指数は改善したものの、事業活動指数、入荷遅延指数、雇用指数が悪化し、足を引っ張った。続いて、企業のコメントを見ると、製造業は受注残が減少し、先行きに対する慎重な見方が多い。非製造業に関しては、人件費の高止まりやストライキによるサプライチェーンへの悪影響などコスト面に関する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10月のNFIB（全米独立企業連盟）中小企業楽観指数は、前月差▲0.1ptと3カ月連続で悪化し、水準は90.7となった。内訳項目を見ると、利益に対する期待が大幅に悪化した。NFIBは、中小企業が依然として業況について悲観的であり、コスト高により在庫を積み増す余裕がなく、見通しは暗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、企業は先行きに対して慎重な見方を強めている。2023年11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+13.7pt）が改善した一方、将来指数（同▲24.0pt）が2カ月連続で悪化し、マイナス幅も大きく拡大した。フィラデルフィア連銀に関しても、現況指数（同+3.1pt）は改善したものの、将来指数（同▲11.3pt）が大幅に悪化した。企業マインドの悪化が自動車関連のストライキの影響などの一時的な要因によるものであれば、その要因が解決すれば企業マインドも再び改善する。しかし、企業が景気の先行きに関して不透明性が強まっていると認識していることから、企業マインドの改善には時間を要すると覚悟すべきだろう。

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



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

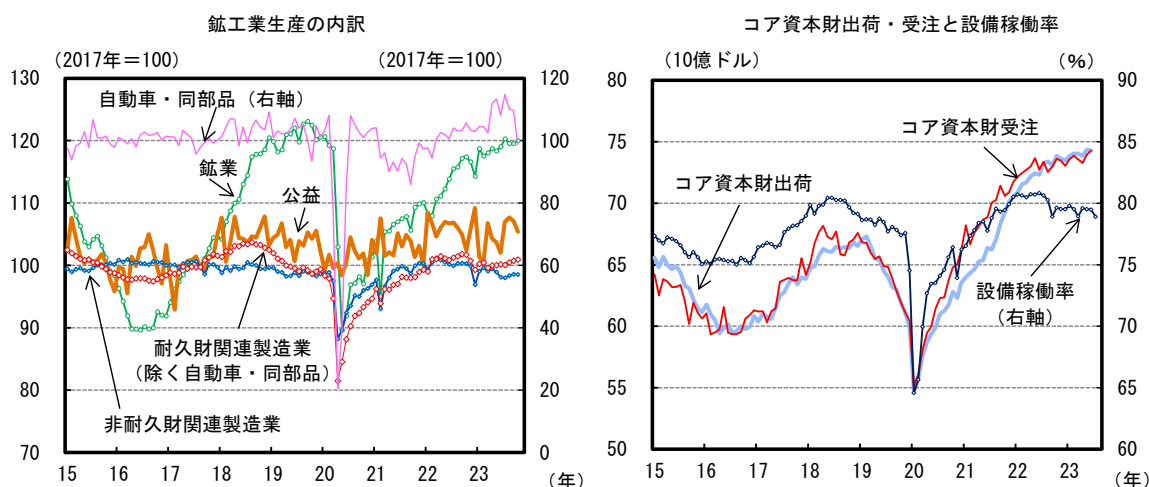
自動車関連のストライキによって鋳工業生産はマイナスに転じる

企業の実体面に関して、2023年10月の鋳工業生産指数は前月比▲0.6%と、市場予想(Bloomberg調査:同▲0.3%)を下回った。9月についても下方修正されたことから、総じて冴えない結果といえる。10月の内訳を見ると、鋳業(同+0.4%)はプラスに転じたが、製造業(同▲0.7%)はマイナスに転じ、公益(同▲1.6%)はマイナス幅が拡大した、製造業の内訳を見ると、耐久財(同▲1.3%)、非耐久財(同▲0.1%)のどちらもマイナスに転じた。耐久財に関しては、自動車・同部品(同▲10.0%)が大幅なマイナスとなり、全体を押し下げた。9月半ばから始まったUAW(全米自動車労働組合)による自動車関連のストライキの影響が発現したといえる。一方で、自動車・同部品を除いた耐久財(同+0.2%)は、前月並みの伸び幅となった。非耐久財に関しては、石油・石炭製品(同+2.2%)や紙(同+0.7%)が堅調な伸びとなったものの、ゴム・プラスチック製品(同▲2.2%)や化学(同▲0.6%)が足を引っ張った。

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9月に前月比▲0.1%とマイナスに転じた。先行指標であるコア資本財受注は同+0.5%と2カ月連続で堅調な伸びとなった点は安心材料だが、直近の鋳工業生産指数が落ち込んだことを踏まえれば、10月のコア資本財出荷もマイナスとなり得る。続いて、2023年10月の設備稼働率に関しては、ストライキの影響によって前月差▲0.6%pt低下し、水準は78.9%と2021年10月以来の低さとなり、設備の稼働状況はひっ迫していないといえる。

もともと、UAWと米自動車大手との労使交渉が10月末に暫定合意に達し、ストライキは終結に向かったことから、11月以降は企業の生産活動や設備投資は回復に向かっていくことが期待される。ただし、前記のように企業は景気の先行きに対して慎重なスタンスとなっていることから、生産活動や設備投資はストライキの影響が本格化する前の状態への回復に留まり、それ以上に積極化していくことは考えにくいだろう。

図表8 鋳工業生産の内訳、コア資本財出荷・受注と設備稼働率



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

経済見通し

2023年7-9月期の実質GDPは前期比年率+4.9%と4-6月期から大幅に加速し、市場予想(Bloomberg調査:同+4.5%)を上回った。設備投資がマイナスに転じるも、個人消費や住宅投資が全体を押し上げた。米国経済の自律的な成長を反映する民間最終需要(個人消費、設備投資、住宅投資の和)も前期から加速したことから、米国経済は好調を維持したと評価できる

2023年10-12月期に関しては、自動車関連のストライキの影響を受け、設備投資は引き続きマイナスとなることが想定される。住宅投資に関しても、10年債利回りが低下したとはいえ、住宅ローン金利は依然として高止まりしており、再度落ち込むと予想する。個人消費は、若年層の消費の消極化が下振れ要因となるも、ホリデー商戦における値引きセールや株高を通じた資産効果に支えられ、ベースシナリオとしては急激な腰折れの可能性は低いと考えられる。実質GDP成長率は前期比年率+1.5%と減速を見込むが、7-9月期の大幅な加速からの反動も考慮すれば十分に底堅いペースといえる。

一方、ホリデー商戦という消費を喚起するイベントが終わり、2024年に入れば、個人消費の主な下支え役は株式等のリスク資産の価格上昇による資産効果となる。ただし、資産効果に頼るのは不安が残る。株高は金利の変動に左右されやすく、金利はFRBの金融引き締めに対するスタンス次第といえる。期待インフレ率が上昇し、インフレの高止まり懸念が強まれば、FRBはタカ派的なスタンスを強めるだろう。市場では早期利下げへの期待が高まる中、12月の次回FOMCで公表予定のドットチャートはタカ派的なサプライズを起こし得る。そして、2024年に入った後も引き締めの金融環境が長く維持されれば、金融システムへの負荷はかかりやすくなる。そうなれば、株高による資産効果を期待するよりも、場合によっては株安による逆資産効果を懸念しなければならないかもしれない。

図表9 米国経済見通し

	四半期												暦年			
	2022				2023				2024				2021	2022	2023	2024
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	前年比、%			
	前期比年率、%												前年比、%			
国内総生産	-2.0	-0.6	2.7	2.6	2.2	2.1	4.9	1.5	0.4	0.6	1.2	1.5				
(前年同期比、%)	3.6	1.9	1.7	0.7	1.7	2.4	2.9	2.7	2.2	1.8	0.9	0.9	5.8	1.9	2.4	1.5
個人消費	0.0	2.0	1.6	1.2	3.8	0.8	4.0	2.8	1.3	1.1	1.3	1.6	8.4	2.5	2.3	1.8
設備投資	10.7	5.3	4.7	1.7	5.7	7.4	-0.1	-0.7	-2.2	-1.3	0.2	1.4	5.9	5.2	4.0	-0.4
住宅投資	-1.8	-14.1	-26.4	-24.9	-5.3	-2.2	3.9	-5.4	-3.0	-0.8	1.0	1.5	10.7	-9.0	-11.4	-1.4
輸出	-4.6	10.6	16.2	-3.5	6.8	-9.3	6.2	1.9	0.8	1.1	1.4	1.7	6.3	7.0	2.5	1.2
輸入	14.7	4.1	-4.8	-4.3	1.3	-7.6	5.7	2.4	1.1	1.0	1.1	1.3	14.5	8.6	-1.5	1.3
政府支出	-2.9	-1.9	2.9	5.3	4.8	3.3	4.6	2.8	1.3	1.5	1.1	1.0	-0.3	-0.9	3.8	2.1
国内最終需要	0.7	0.9	0.7	0.7	3.8	2.0	3.5	2.0	0.7	0.8	1.1	1.5	6.6	1.7	2.2	1.5
民間最終需要	1.5	1.5	0.3	-0.2	3.6	1.7	3.3	1.9	0.5	0.6	1.2	1.6	8.1	2.3	1.8	1.4
鉱工業生産	3.7	4.1	2.1	-2.5	-0.3	0.8	2.0	-2.4	-0.5	0.0	1.1	1.7	4.4	3.4	0.2	0.0
消費者物価指数	9.2	9.7	5.5	4.2	3.8	2.7	3.6	2.9	2.5	2.3	2.5	2.7	4.7	8.0	4.1	2.7
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	-185	-186	-188	-188	-187	-187	-842	-951	-777	-749
経常収支(10億ドル)	-284	-249	-223	-216	-214	-212	-193	-194	-194	-194	-193	-192	-831	-972	-813	-774
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	4.95	4.77	4.62	4.47	4.32	0.27	2.98	4.62	4.55
10年債利回り(%)	1.94	2.93	3.11	3.83	3.65	3.59	4.15	4.64	4.47	4.38	4.29	4.20	1.44	2.95	4.01	4.34

(注1) 網掛けは予想値。2023年11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 高まる利下げ期待

インフレ率は2%台まで鈍化も、なおも上振れリスクが残る

橋本 政彦

[要約]

- ユーロ圏の2023年7-9月期の実質GDP成長率（改定値）は前期比▲0.1%（前期比年率▲0.2%）と、3四半期ぶりのマイナス成長となった。マイナス幅自体は非常に小幅であるものの、プラス成長であった年前半のプラス幅も小さかったことから、ユーロ圏経済は足元1年間、ほぼゼロ成長で推移している。
- 景況感指数などを見る限り、ユーロ圏経済は10-12月期に入ってからでも停滞が続いている。だが一方、これまでユーロ圏経済の大きな悩みとなっていたインフレ率が速いペースで鈍化していることは、ユーロ圏経済にとっての好材料である。
- インフレ率の想定以上の鈍化を受けて、金融市場ではECBが利下げに転じるタイミングへの注目度が高まっている。もっとも、賃金上昇率の高止まりや家計の期待インフレ率の上昇などから、インフレ率の高止まりに対する懸念は完全には払拭されていない。
- ECBはなおも残るインフレ上振れリスクを見極めたいと考えられ、ラガルド総裁が発言した通り、「今後数四半期（next couple of quarters）」は政策金利を据え置く可能性が高い。

ユーロ圏経済

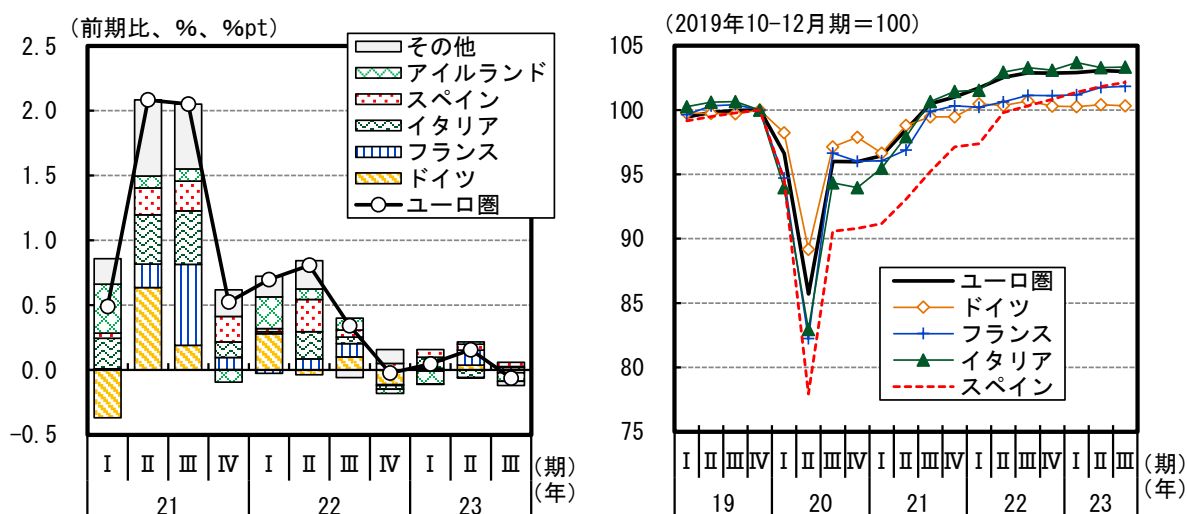
7-9 月期のユーロ圏 GDP は 3 四半期ぶりのマイナス成長

ユーロ圏の2023年7-9月期の実質GDP成長率(改定値)は前期比▲0.1%(前期比年率▲0.2%)と、速報値(前期比▲0.1%、前期比年率▲0.4%)からほぼ変わらず、3四半期ぶりのマイナス成長となった。マイナス幅自体は非常に小幅であるものの、プラス成長であった年前半のプラス幅も小さかったことから、ユーロ圏経済は足元1年間、ほぼゼロ成長で推移している。

国別では、7-9月期はアイルランドがユーロ圏全体を最も大きく押し下げた。アイルランドは前期比▲1.8%と大幅なマイナス成長になり、これによってユーロ圏のGDPは▲0.07%pt押し下げられている。同国のGDPは一部の多国籍大企業の動向に左右され振れが大きいことで知られるが、7-9月期についても多国籍企業の影響が大きいセクターが下押し要因となったとCS0(アイルランド中央統計局)は報告している。また、ユーロ圏最大の経済規模を持つドイツが同▲0.1%と小幅ながらも2四半期ぶりのマイナス成長となったほか、フィンランド(同▲0.9%)、オーストリア(同▲0.6%)、ポルトガル(同▲0.2%)、エストニア(同▲0.2%)、オランダ(同▲0.2%)、スロベニア(同▲0.2%)、リトアニア(同▲0.1%)がマイナス成長となった。現時点で成長率が公表されている16カ国のうち半数を超える9カ国がマイナス成長であり、ユーロ圏経済は幅広い国で停滞している。

他方、キプロス(前期比+1.1%)、ラトビア(同+0.6%)、ベルギー(同+0.5%)、スペイン(同+0.3%)、スロバキア(同+0.2%)、フランス(同+0.1%)はプラス成長となり、イタリアは横ばいであった(前期比年率では+0.2%と、厳密には小幅なプラス成長)。需要項目の内訳が既に公表されているフランス、スペインのデータを確認すると、いずれも輸出の減少が下押し要因となる中、個人消費の伸びが前期から加速し、内需の増加によってプラス成長を維持する形となっている。

図表1 ユーロ圏実質GDP成長率と国別寄与(左)、ユーロ圏主要国の実質GDP水準(右)



(出所) Eurostat より大和総研作成

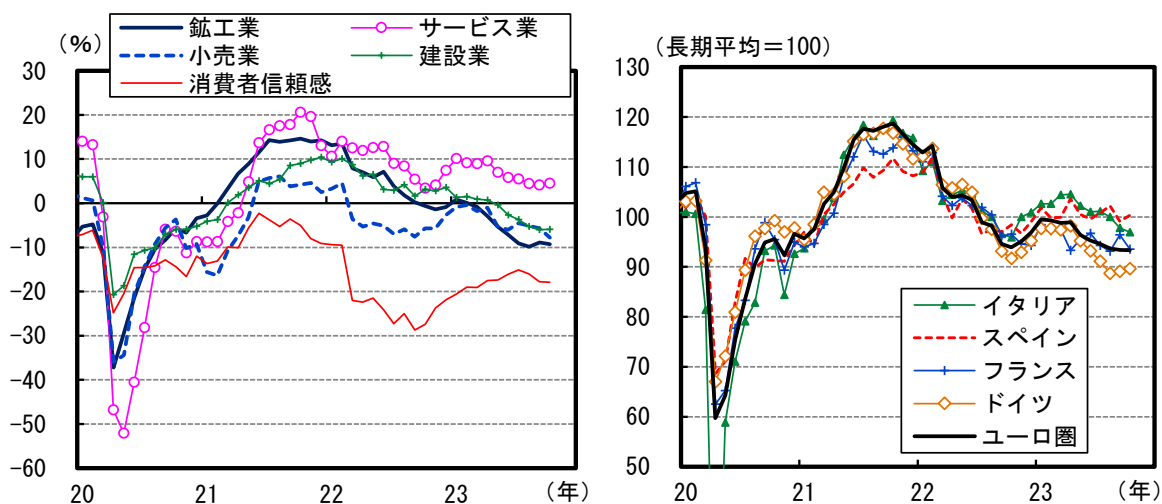
10月の景況感指数は6ヵ月連続で低下

10月以降のユーロ圏経済の動向に関して、景況感指数（総合、欧州委員会発表）を確認すると、10月は93.3と6ヵ月連続で低下し、2020年11月以来の低水準となった。マイナス成長となった7-9月期平均（93.9）と比べても0.6pt低く、ユーロ圏経済は10-12月期に入っても停滞が続いていることを強く示唆する結果である。

景況感指数の内訳を見ると、10月は小売業の指数が前月差▲2.1ptと大きく低下したことが主な押し下げ要因となった。加えて、鉱工業が2ヵ月ぶりに低下し、消費者信頼感指数も同▲0.1ptと小幅ながらも3ヵ月連続で低下している。他方、サービス業の指数は6ヵ月ぶりに改善し、建設業が8ヵ月ぶりの改善に転じた。

国別では、イタリアが前月差▲0.9ptと3ヵ月連続で低下したほか、前月に大きく改善していたフランスが同▲2.9ptと低下に転じたことが全体を押し下げた。イタリアでは消費者信頼感指数およびサービス業の低下幅が大きい一方、フランスは小売業、建設業、鉱工業の低下幅が大きかった。他方、スペインは同+1.2ptと2ヵ月ぶりに改善し、ドイツは同+0.5ptと2ヵ月連続で上昇した。ドイツに関して、ifo 経済研究所が公表する企業景況感指数も10月は6ヵ月ぶりに改善しており、足元でドイツの景況感の悪化に歯止めが掛かっていることはやや明るい兆しといえる。もっとも、その水準は依然として低く、景気悪化のペースが和らいでいる可能性はあるものの、景気回復を示唆するほどの力強さはみられない。

図表2 ユーロ圏の景況感指数の内訳（左）、ユーロ圏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月の鉱工業生産は消費財を中心に減少

企業部門のハードデータを見ると、9月のユーロ圏の鉱工業生産指数は前月比▲1.1%と再び低下に転じた。指数の水準は2021年6月以来の低さとなり、低下に歯止めが掛からない。前年比ベースでは2023年3月以降、前年割れが続いており、9月は前年比▲6.9%とコロナ禍にあっ

た2020年6月以来のマイナス幅となった。

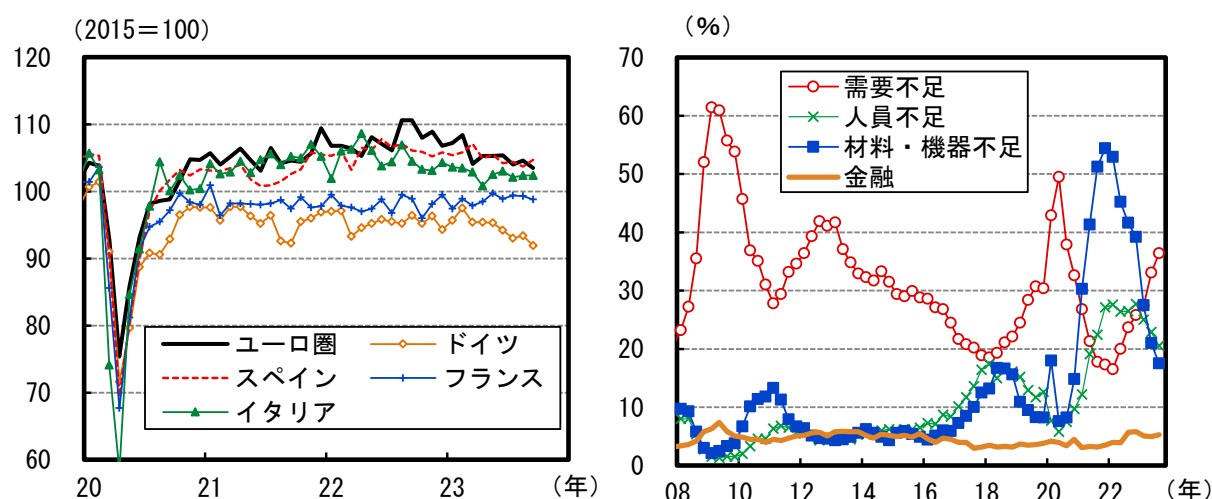
財別では消費財が前月比▲2.0%と大幅に低下したことが全体を大きく押し下げており、後述する個人消費の弱さが製造業にも影響する結果となっている。また、エネルギーが同▲1.3%、中間財が同▲0.3%と、いずれも2ヵ月連続で低下した。資本財は同+0.3%と2ヵ月連続で上昇したが、上昇は小幅に留まり2022年半ばをピークとした低下基調の域を出ない。

国別では、ドイツが前月比▲1.6%と2ヵ月ぶりに低下したほか、フランスが同▲0.5%と低下した。他方、スペインは同+1.0%と上昇に転じ、イタリアは前月から横ばいであった。主要国の生産は総じて停滞しているが、中でもドイツの生産水準は2020年8月以来の低さまで落ち込んでおり、ユーロ圏全体の足を引っ張る構図が続いている。

製造業の受注動向を見ていくと、9月のドイツの製造業受注数量は前月比+0.2%と2ヵ月連続で増加した。国内向けが同▲5.9%と大幅に減少する一方で、海外向けが同+4.2%と増加し、外需の堅調さが全体を押し上げた形である。もっとも、大型案件を除く受注数量は同▲2.2%と3ヵ月ぶりの減少に転じ、受注の水準は3月以来の低さとなっている。海外向けについても大型案件を除くベースでは同▲0.3%と減少しており、9月の受注の増加についてはやや割り引いてみる必要がある。

実際、欧州委員会サーベイによる製造業の「受注に対する評価」はドイツ、ユーロ圏ともに9月にわずかに上昇したものの、10月は再び低下に転じている。また同サーベイの四半期調査項目である生産阻害要因を確認すると、2023年10月調査で「需要不足」と回答する企業の割合は、ユーロ圏全体で前回調査から3.3%pt上昇し36.4%となった。製造業を取り巻く環境は未だ改善の兆しが見られない。

図表3 ユーロ圏主要国の鉱工業生産（左）、製造業の生産阻害要因（右）



(出所) Eurostat、欧州委員会より大和総研作成

9月の実質小売売上高は3ヵ月連続で減少、消費者マインドも停滞

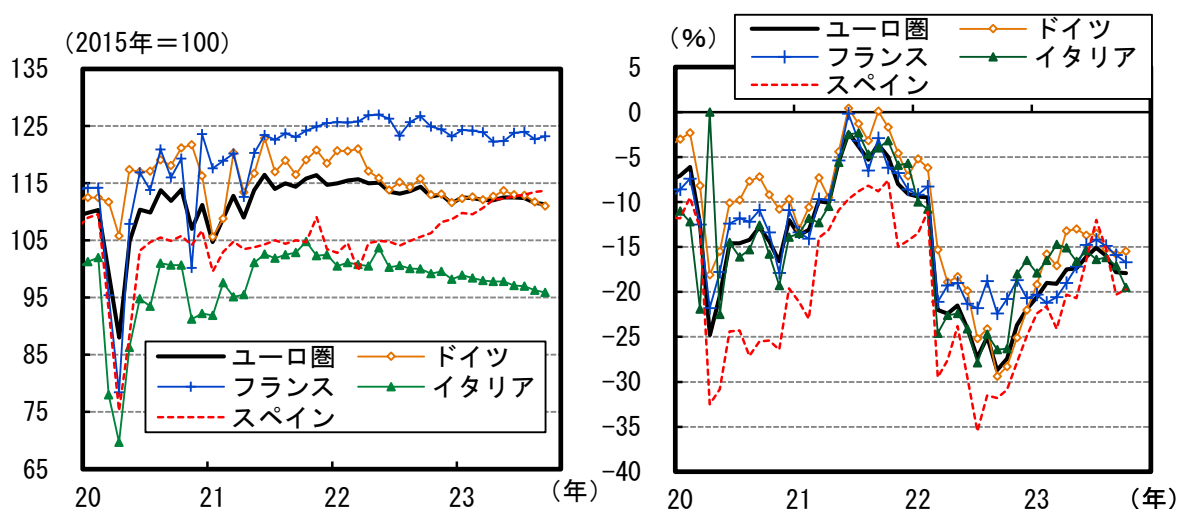
家計部門の動向についても総じて冴えない状況が続いている。9月の実質小売売上高は前月比▲0.3%と3ヵ月連続で減少し、水準面では2021年4月以来の低さまで落ち込んだ。四半期ベースでは7-9月期は前期比▲0.5%と2四半期ぶりの減少に転じている。GDP統計で個人消費の増加が報告されたフランスは同+0.4%、スペインは同+0.9%と、実質小売売上高も増加しているものの、ドイツ(同▲1.1%)、イタリア(同▲1.2%)をはじめ、多くの国で減少しており、その減少分を補うには至らなかった。

9月分の内訳を見ると、食品価格の上昇ペースが和らぐ中、食品・飲料・たばこが前月比+1.4%と増加に転じたものの、ガソリン価格の上昇を受けて自動車燃料が前月比▲0.9%と4ヵ月連続で減少した。また、非食品(除く燃料)が同▲1.9%と2ヵ月連続で減少し、2022年6月以来の減少幅となったことが全体を大きく下押しした。

国別では、ドイツが前月比▲0.6%、イタリアは同▲0.4%といずれも4ヵ月連続で減少しており、減少基調が続いている。他方、フランスは同+0.4%と2ヵ月ぶりの増加に転じ、スペインは同+0.2%と7ヵ月連続の増加となった。ユーロ圏全体、および他の主要国の小売売上高が停滞する中、スペインについては引き続き増加基調を維持している。

足元までの消費者マインドの状況を確認すると、10月の消費者信頼感指数は前月差▲0.1ptと、小幅ながら3ヵ月連続で低下した。構成指数のうち、「最近1年間の財務状況」と「大型品購入判断」が改善する一方、「将来1年間の財務状況」および「将来1年間の経済見通し」がいずれも3ヵ月連続で低下した。ECBが実施する消費者期待調査においても、家計の「経済成長率見通し」は7月以降、3ヵ月連続で低下しており、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が消費者マインドを下押ししているとみられる。

図表4 ユーロ圏主要国の実質小売売上高(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

10月のインフレ率は2%台まで低下

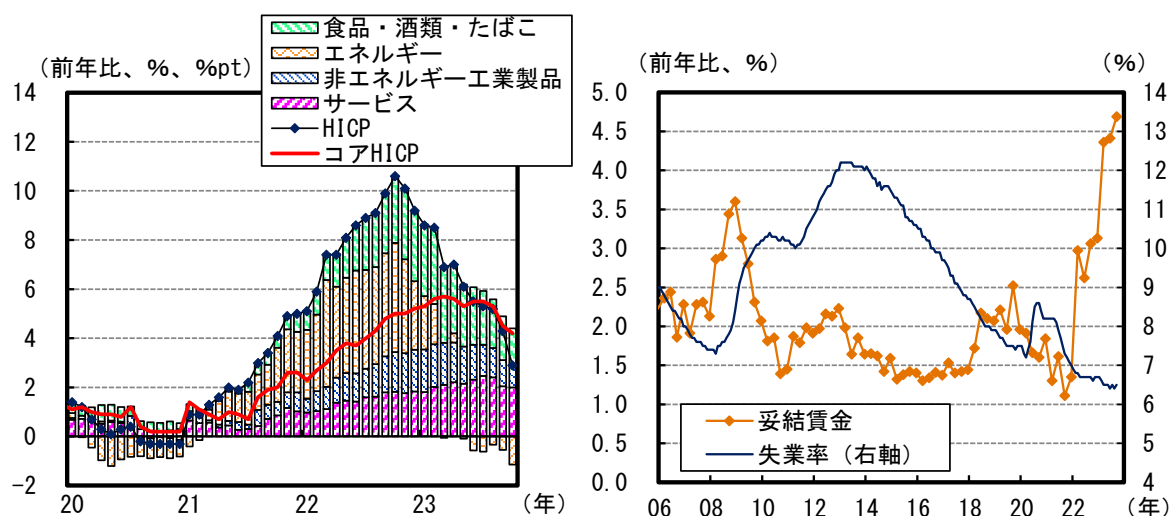
ここまで見てきたように、ユーロ圏経済は家計・企業ともに停滞が続いている。だが一方、これまでユーロ圏経済の大きな悩みとなっていたインフレ率が早いペースで鈍化していることは、ユーロ圏経済にとっての好材料である。

10月の消費者物価指数（HICP）は前年比+2.9%と、前月の同+4.3%から大幅に鈍化し、2021年7月以来の2%台まで低下した。最大の要因はエネルギー価格が前月比▲1.1%と3ヵ月ぶりに低下し、前年の水準が高かったこともあって前年比は▲11.2%と大幅に低下したことである。また、飲食料品・たばこも同+7.4%と前月から伸びが鈍化し、コアHICPも同+4.2%と前月の同+4.5%から鈍化した。

コアHICPの内訳では、コア財（非エネルギー工業製品）が前年比+3.5%と前月（同+4.1%）から大きくペースダウンした。需給の緩和を受けて川上価格が下落する中、家具・家電類や自動車、衣服など幅広い品目で上昇率の鈍化が見られている。一方、サービスについては同+4.6%と、前月（同+4.7%）から鈍化しつつも、低下幅は小幅に留まった。外食サービスなどで上昇率が低下する一方、宿泊サービスや教育サービスなどでは上昇幅が拡大した。

賃金動向に関して、7-9月期のユーロ圏の妥結賃金は前年比+4.7%と前期から伸びが加速し、ユーロ圏20ヵ国ベースでは統計が公表される2005年7-9月期以来、最大の伸びを記録した。企業景況感の悪化や求人件数の頭打ち、賃金交渉の土台となるインフレ率の鈍化を踏まえれば賃金上昇ペースは今後低下していくとみられる。しかし、景気が減速しつつも失業率は低位に留まり、企業の人手不足感がなお強いことを踏まえれば、賃金上昇率の鈍化は緩やかに進むことになるだろう。インフレ率が早いペースで鈍化する中、実質所得の増加は当面続く公算が大きい。実質所得の増加はそれ自体が個人消費を押し上げることに加え、足元で改善が一服している消費者マインドの押し上げにもつながることが期待される。

図表5 ユーロ圏HICPの要因分解（左）、失業率と妥結賃金（右）



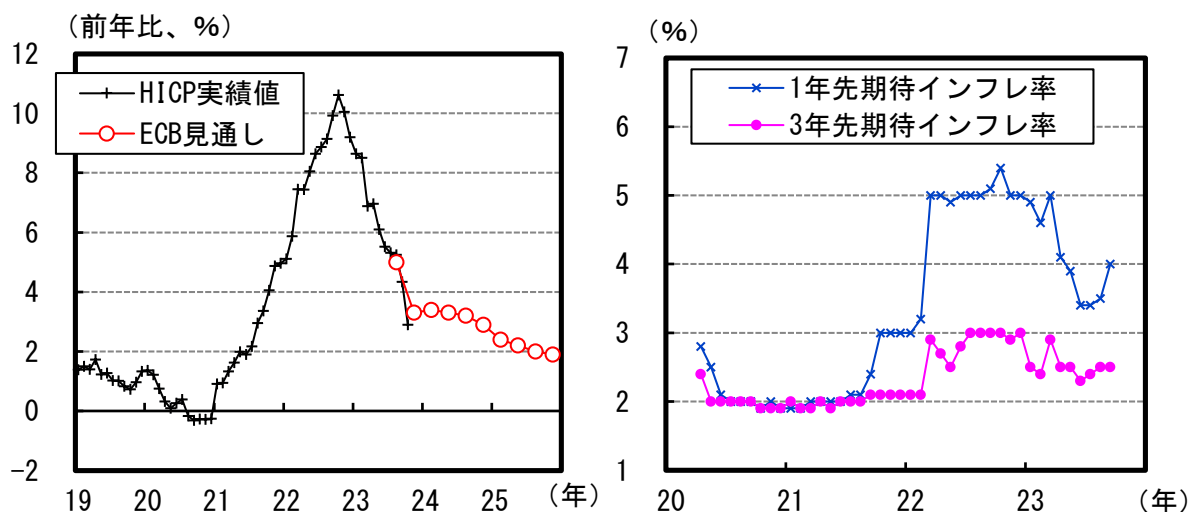
（出所）Eurostat、ECB より大和総研作成

ECBは想定通り10月理事会で利上げを見送り、当面は様子見

インフレ率の鈍化が想定よりも早いペースで進んでいることは、金融政策を行う ECB にとっても朗報である。10月27日に実施された理事会で ECB は、2022年6月以来、11会合ぶりに政策金利を据え置いた。前回、9月の理事会では、利上げの実施とともに、金利水準がインフレを抑制するのに十分な水準になったという見方が示され、利上げ停止に向けた強いサインが出されていたことから、ECBは宣言通り様子見姿勢へと転換した。ただし、先行きはあくまで経済指標次第であり、仮にインフレ目標の達成が難しくなれば、追加の利上げも選択肢として残すというスタンスが維持されていた。10月の理事会後に公表された10月のHICPが前年比+2.9%と、9月時点でのECBの見通し(10-12月期:同+3.3%)を大きく下回ったことで、追加利上げの必要性は低下したと考えられる。

インフレ率の想定以上の鈍化を受けて、金融市場では次なる政策変更として利下げに転じるタイミングへの注目度が高まっている。もっとも、ECBが利下げに転じるためには、足元のインフレ率の下振れだけでは材料不足であろう。確かにインフレ率は2%台まで低下したが、足元でインフレ率を押し下げているエネルギーによるマイナスは今後剥落する公算が大きい。コアHICPも徐々に上昇率が低下しているものの、10月時点のHICPに対するコアHICPの寄与度は+2.9%ptと、これだけで目標の2%を上回っており、インフレ目標を安定的に達成するためには、さらなる減速が必要となる。しかし、既述のように、労働需給がひっ迫する中、賃金上昇率は高止まりが続いており、サービスを中心としたインフレ圧力は強い。さらに、足元では家計の期待インフレ率が再び上昇に転じるなど、インフレ率の高止まりに対する懸念は完全には払拭されていない。

図表6 ECBによるインフレ率見通しと実績値(左)、家計の期待インフレ率(右)



(注) 左図の ECB 見通しは 2023 年 9 月時点。

(出所) ECB、Eurostat より大和総研作成

ラガルド総裁は11月10日に行われたイベントで、「今後数四半期(next couple of quarters)」は政策金利を据え置く可能性が高いと発言した。これは市場が過度に早く利下げを織り込むこ

とで市場金利が低下し、引き締め効果が低下することをけん制する意図もあったとみられるが、これに加えて、なおも残るインフレ率の上振れリスクを見極めたいためだろう。大和総研は、インフレ率の鈍化を受けてユーロ圏経済が個人消費主導の回復へ向かうという見通しの元、利下げ開始は2024年後半という従来見通しを維持する。

英国経済

7-9 月期 GDP は内需低迷で小幅なマイナス成長

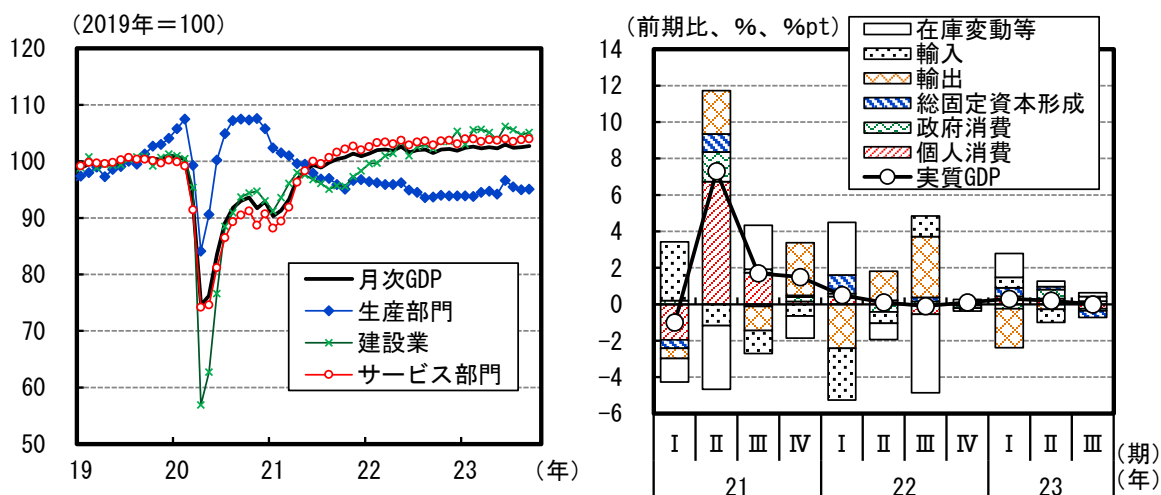
英国の2023年7-9月期の実質GDP成長率は前期比▲0.0%（前期比年率▲0.1%）となり、非常に小幅ながら4四半期ぶりのマイナス成長となった。同時に公表された月次GDPの動きを確認すると、7月に前月比▲0.6%と大きく落ち込んだ後、8月（同+0.1%）、9月（同+0.2%）は2ヵ月連続で増加したものの、7月の落ち込み分を補うには至らなかった。

四半期ベースの統計から需要項目別の動向を見ると、7-9月期は個人消費が前期比▲0.4%、政府消費が同▲0.5%、総固定資本形成が同▲2.0%となっており、内需項目が軒並み前期から減少しGDPを押し下げた。

個人消費の内訳では、宝飾品等を含む「その他財・サービス」が減少した他、運輸、食品などの減少が押し下げ要因となった。また、政府消費の減少については保健、および教育の減少が影響したが、保健に関してONS（国家統計局）は医師によるストライキが影響したと報告している。

総固定資本形成については、民間設備投資が1-3月期と4-6月期の高い伸びの後、3四半期ぶりに前期比▲4.2%と減少に転じたことが全体を押し下げた。ONSによれば、4-6月期に大幅に増加した航空機関連投資の減少が影響したと報告されている。また、1-3月期は減税終了に伴う駆け込み需要が押し上げ要因となっていたため、そこからの反動減が続いたことも7-9月期の下押し要因になった。

図表7 英国の月次GDPと内訳（左）、実質GDP成長率と需要項目別寄与（右）



（出所）ONS より大和総研作成

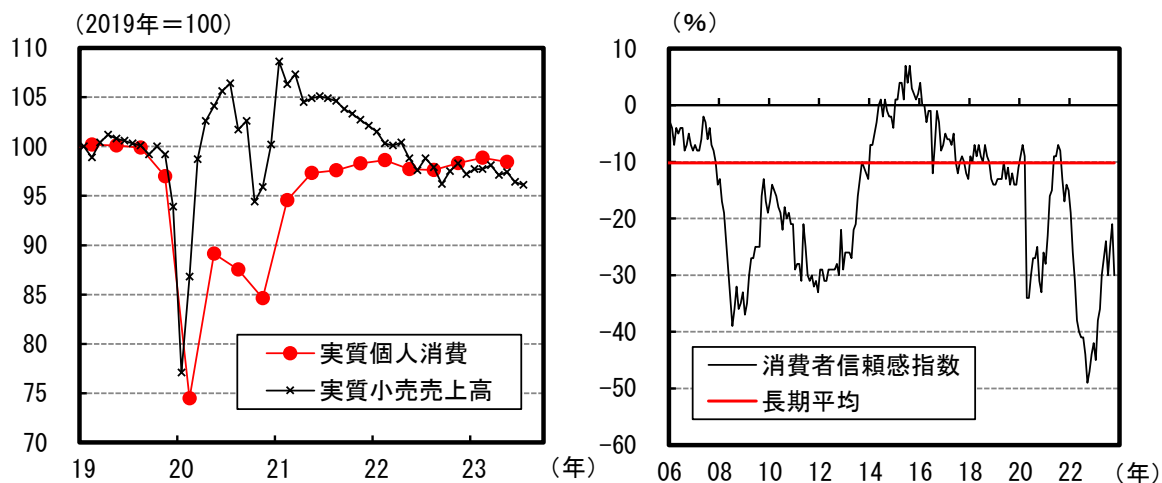
外需に関して、輸出が前期比+0.5%と増加したことに加えて、輸入が同▲0.8%と減少したこととで外需（純輸出）寄与度は前期比+0.4%ptと4四半期ぶりのプラスとなった。外需のプラス寄与が内需によるマイナスをほぼ相殺した形だが、輸入の減少は内需の弱さを反映したものであり、必ずしもポジティブに捉えるべきものではない。

個人消費は10月も低迷

10月以降の状況に関して、10月の小売売上高は実質ベースでは前月比▲0.3%と減少した。9月が大幅なマイナスとなっていたため、市場予想では前月からの反動増が見込まれていたが、そうした見方に反して2ヵ月連続の減少となった。7-9月期に減少した個人消費は、10-12月期も低調な出だしとなった。なお、9月分についても前月公表時点での同▲0.9%から同▲1.1%へと下方修正されている。

内訳では、自動車燃料が前月比▲2.0%と大きく減少したことが最大の下押し要因となったが、それ以外にも家庭用品（同▲1.1）、衣服（同▲0.9%）、食料品（同▲0.3%）、百貨店（同▲0.1%）と、幅広い業種で売上が減少した。ONSは生活費の高騰や月後半の天候不順などを減少の理由として報告しているが、これに加えて一部の小売店からは消費者マインドの悪化が影響したとのコメントがあったという。

図表8 英国の実質個人消費と実質小売売上高（左）、消費者信頼感指数（右）



(注) 右図の長期平均は1974年1月から直近月の平均値。

(出所) ONS、GfK、Haver Analyticsより大和総研作成

実際、英国の消費者信頼感指数の10月分は前月から▲9ptと大きく低下し、これまで続いていた改善基調が腰折れする形となった。直近の最悪期である2022年半ばに比べれば状況は改善しているものの、消費者マインドは依然として長期平均を大きく下回る低水準にある。統計を公表するGfKによれば、引き続き光熱費や家賃、住宅ローンなど生活費の高騰が消費者マインドを押し下げているとされたほか、中東情勢の悪化もマインド低下に影響した可能性が指摘されている。また、指数の内訳では構成項目である5指標全てが悪化したが、特に大型品購入判

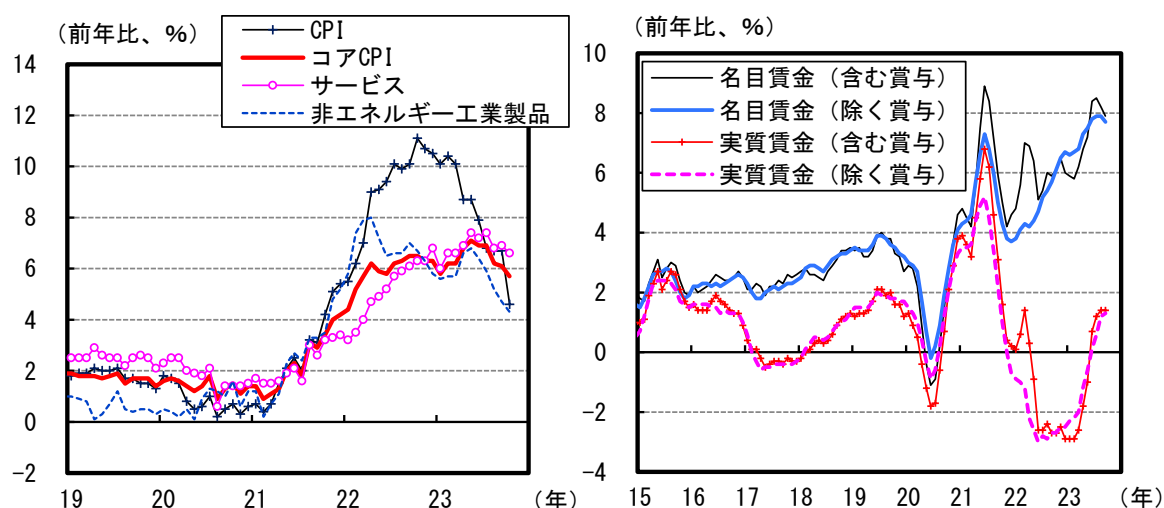
断の落ち込みが大きい。金利上昇が消費者にとっての懸念材料になっている可能性が示唆され、小売業者にとって書き入れ時となるクリスマスシーズンの消費が停滞するリスクが高まっている。

10月のCPIは政策要因で伸びが大幅に縮小

家計を取り巻く環境としてインフレ率の動向を見ると、10月の英国のCPIは前年比+4.6%となり、前月の同+6.7%から大きく上昇幅が縮小し、2021年10月以来の低い伸びとなった。急激にインフレ率が鈍化した最大の要因はエネルギーが同▲15.7%と、1989年の現行統計開始以来、最大のマイナスとなったことである。前年の価格水準が高かったことに加えて、Ofgem（ガス・電力市場局）が設定するエネルギー価格上限が10月から引き下げられ、前月比でも▲3.3%と低下したことが影響した。

また、エネルギー以外に関しても、飲食料品・たばこが前年比+10.3%と引き続き2桁の高い伸びながら6ヵ月連続で上昇幅が縮小したほか、コア財（非エネルギー工業製品）価格（同+4.3%）、サービス価格（同+6.6%）も伸びが縮小しており、幅広い品目でインフレ率は鈍化している。飲食料品・たばこ、エネルギーを除いたコアCPIは同+5.7%となり、2022年3月以来の低い伸びとなった。コア財においては、自動車価格が前年割れとなったことや、前月に続いて家具類の上昇ペースの鈍化が押し下げ要因となっており、金利上昇がインフレ抑制につながっているとみられる。また、サービスについては、運輸サービスや宿泊サービスの鈍化が目立った。

図表9 英国のCPI・コアCPIと財・サービス別内訳（左）、名目賃金と実質賃金（右）



(出所) ONS より大和総研作成

賃金動向に関して、7~9月平均の賃金（賞与含むベース）は前年比+7.9%と、6~8月の同+8.2%から伸びが縮小した。上昇幅の縮小は2ヵ月連続である。前月はNHS（National Health Service）職員に支払った賞与による押し上げが剥落し上昇幅が縮小する一方、賞与を除いた賃

金は過去最高の伸びであった。これに対して7～9月は賞与を除いた賃金の伸びも同+7.7%と、前月の同+7.9%から小幅に縮小した。賃金上昇率はなおも非常に高い状態にあるものの、労働需給の緩和を受けて、賃金上昇ペースに鈍化の兆しが出始めている。

一方で、賞与を含む実質賃金の7～9月平均は前年比+1.4%と前月と変わらず、賞与を除くベースでは同+1.3%と前月から上昇幅が+0.1%pt 拡大した。既述の通り、10月にはインフレ率が急速に鈍化しており、名目賃金の伸びが頭打ちとなる中でも、実質賃金の上昇ペースはさらに加速する公算が大きい。

BOEは2会合連続で金利据え置きも、高金利の長期間維持を宣言

10月の金融政策委員会で、BOEは9月会合に続いて2会合連続で政策金利を据え置いた。ただし、声明文にはこれまでと同様、「より持続的なインフレ圧力の証拠があれば、金融政策のさらなる引き締めが必要となる」の文言は残され、追加利上げはなおも選択肢として残っていることが示された。加えて、「最新の予測は、金融政策が長期間にわたって制限的になる必要がある可能性が高いことを示している」との表現が追加されており、インフレ率を目標である2%に回帰させるために、現行の高い金利を当面据え置くというECBと同様のスタンスが示された。

既述の通り、インフレ率がピークから着実に鈍化しているという状況は英国もユーロ圏と同じだが、その伸び率はなおも4%台と、目標の2%やユーロ圏よりもかなり高い状態にある。さらに、賃金上昇率の高さもインフレ率を高止まりさせる要因となり得ることから、ECBよりもBOEの方がインフレ目標達成へのハードルは高い。

高い金利水準の影響は、既に住宅価格の下落などに顕著に表れているが、消費者マインドや耐久財消費などへと影響は広がりつつある。さらに高金利の期間が長引けば、固定金利の終了に伴う住宅ローンの借り換えによる金利負担の増加など、悪影響はさらに広がっていくことになろう。当然ながら、景気が極端に下振れすることになれば、BOEが利下げに踏み切る可能性は高まることになろうが、高インフレと景気悪化が併存するスタグフレーション的な状況においては、物価安定を責務とするBOEの判断は遅れる可能性がある。英国を取り巻く状況は、ユーロ圏経済以上に厳しく、引き続き下振れリスクを強く警戒していく必要があると思われる。

図表 10 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%	-0.2%	0.2%	0.9%	1.1%	1.4%	1.6%	3.4%	0.5%	0.8%
家計消費支出	-0.1%	3.7%	4.0%	-2.9%	0.6%	-0.1%	0.4%	0.6%	1.2%	1.3%	1.4%	1.7%	4.2%	0.4%	1.0%
政府消費支出	1.8%	-0.8%	-0.2%	1.9%	-2.3%	1.5%	1.5%	0.9%	0.9%	0.8%	0.8%	0.7%	1.6%	0.2%	1.0%
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%	1.3%	2.1%	2.6%	2.8%	0.9%	0.6%
輸出	6.7%	8.5%	3.9%	-0.6%	-0.2%	-3.7%	-1.5%	-1.0%	1.2%	1.9%	2.3%	2.8%	7.4%	-0.1%	0.5%
輸入	0.6%	8.0%	9.0%	-4.2%	-4.2%	-0.8%	-3.2%	-0.6%	1.4%	2.1%	2.5%	3.0%	8.0%	-0.9%	0.7%
	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%	0.1%	0.2%	0.4%	0.5%	0.9%	1.3%	3.4%	0.5%	0.8%
家計消費支出	8.3%	5.5%	2.2%	1.1%	1.3%	0.4%	-0.5%	0.4%	0.5%	0.9%	1.1%	1.4%	4.2%	0.4%	1.0%
政府消費支出	3.4%	1.7%	0.6%	0.7%	-0.4%	0.2%	0.7%	0.4%	1.2%	1.0%	0.8%	0.8%	1.6%	0.2%	1.0%
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%	0.1%	0.8%	1.6%	2.8%	0.9%	0.6%
輸出	9.0%	8.4%	7.7%	4.6%	2.9%	-0.2%	-1.5%	-1.6%	-1.3%	0.1%	1.1%	2.0%	7.4%	-0.1%	0.5%
輸入	10.1%	9.0%	10.2%	3.2%	1.9%	-0.2%	-3.1%	-2.2%	-0.8%	-0.1%	1.3%	2.2%	8.0%	-0.9%	0.7%
鉱工業生産 (除く建設)	1.6%	2.0%	3.8%	1.3%	-0.1%	-1.4%	-4.6%	-3.3%	-1.8%	-0.2%	1.5%	1.8%	2.2%	-2.4%	0.3%
実質小売売上高	6.1%	1.3%	-0.6%	-2.8%	-2.7%	-1.9%	-1.7%	-0.6%	-0.3%	-0.0%	0.8%	1.3%	0.9%	-1.7%	0.4%
消費者物価	6.1%	8.0%	9.3%	10.0%	8.0%	6.2%	5.0%	3.1%	2.9%	2.8%	2.5%	2.3%	8.4%	5.5%	2.6%
生産者物価	33.1%	36.5%	41.1%	27.2%	10.9%	-1.4%	-10.6%	-8.9%	-4.9%	1.7%	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	-52.0	-97.5	-127.2	-63.8	-7.2	1.5	23.8	25.5	27.3	29.8	32.5	35.1	-34.5	43.5	124.6
経常収支	19.6	-36.4	-65.4	-7.4	37.6	61.3	83.7	82.4	83.6	85.5	87.7	89.9	-89.5	264.9	346.8
独 国債10年物 (期中平均)	0.16%	1.09%	1.35%	2.13%	2.34%	2.37%	2.59%	2.76%	2.70%	2.64%	2.60%	2.59%	1.18%	2.51%	2.63%
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11月21日時点)。

(出所) Eurostat、ECB より大和総研作成

図表 11 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%	-0.1%	0.0%	0.3%	0.8%	1.1%	1.4%	4.3%	0.5%	0.5%
家計消費支出	2.9%	1.4%	-3.6%	-0.5%	3.0%	2.1%	-1.7%	0.2%	0.3%	0.4%	0.7%	0.9%	4.9%	0.5%	0.2%
一般政府消費支出	3.1%	-7.9%	3.0%	-2.9%	-4.6%	10.5%	-1.9%	1.0%	1.1%	1.2%	1.3%	1.3%	2.5%	-0.2%	1.3%
総固定資本形成	25.0%	0.3%	5.1%	0.1%	10.4%	3.3%	-7.8%	-2.1%	-1.5%	0.3%	1.2%	1.9%	7.9%	2.6%	-1.3%
輸出等	-27.7%	24.2%	52.1%	0.7%	-23.3%	-3.6%	2.2%	1.9%	2.1%	2.5%	2.7%	2.7%	8.6%	-0.4%	1.9%
輸入等	42.7%	7.7%	-12.7%	1.9%	-6.9%	9.2%	-3.1%	1.2%	1.4%	1.7%	1.9%	1.9%	14.1%	-1.4%	1.4%
	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%	0.2%	0.2%	0.6%	0.9%	4.3%	0.5%	0.5%
家計消費支出	16.2%	4.3%	0.4%	0.0%	0.0%	0.2%	0.7%	0.9%	0.2%	-0.2%	0.4%	0.6%	4.9%	0.5%	0.2%
一般政府消費支出	10.8%	0.7%	0.5%	-1.3%	-3.2%	1.3%	0.1%	1.1%	2.6%	0.3%	1.1%	1.2%	2.5%	-0.2%	1.3%
総固定資本形成	11.4%	5.7%	7.7%	7.2%	3.9%	4.6%	1.3%	0.7%	-2.1%	-2.8%	-0.5%	0.5%	7.9%	2.6%	-1.3%
輸出等	4.6%	2.5%	19.0%	8.3%	9.9%	3.2%	-6.6%	-6.3%	0.6%	2.2%	2.3%	2.5%	8.6%	-0.4%	1.9%
輸入等	20.8%	18.5%	9.9%	8.1%	-2.8%	-2.5%	0.1%	-0.1%	2.1%	0.3%	1.6%	1.7%	14.1%	-1.4%	1.4%
鉱工業生産	-5.4%	-3.4%	-2.8%	-2.3%	-2.2%	-0.5%	1.3%	1.2%	1.4%	0.4%	0.7%	1.0%	-3.5%	-0.1%	0.9%
実質小売売上高	6.1%	-6.3%	-5.6%	-6.5%	-4.9%	-2.8%	-2.0%	-1.6%	-1.4%	-1.4%	-0.2%	1.0%	-3.3%	-2.8%	-0.5%
消費者物価	6.2%	9.2%	10.0%	10.7%	10.2%	8.4%	6.7%	4.5%	4.4%	3.0%	3.2%	3.0%	9.1%	7.4%	3.4%
生産者物価 (出荷価格)	11.5%	17.8%	18.8%	15.8%	11.1%	2.7%	-0.2%	-0.4%	0.9%	3.5%	4.0%	3.4%	16.0%	3.1%	3.0%
失業率	3.7%	3.8%	3.6%	3.7%	3.9%	4.2%	4.2%	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	-42.8	-41.4	-40.0	-39.6	-39.0	-38.3	-219.3	-182.0	-156.9
経常収支	-46.8	-25.2	-10.0	3.6	-15.2	-25.3	-19.9	-18.5	-16.8	-16.3	-15.7	-15.0	-78.3	-78.8	-63.9
国債10年物 (期中平均)	1.42%	2.04%	2.66%	3.68%	3.54%	3.99%	4.46%	4.39%	4.23%	4.14%	4.05%	3.97%	2.45%	4.10%	4.10%
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1) 網掛け部分は大和総研予想 (2023年11月21日時点)。

(注2) 統計精度の低下により、ONS は一部の労働統計の公表を一時停止しており、2023年7-9月期の失業率は別統計を用いて ONS が推計した実験統計ベース。

(出所) ONS、BOE より大和総研作成

中国：国債増発で5%超成長。背景に習氏の面子

李克強前首相死去、1兆元の国債増発、独身の日のネットセール

齋藤 尚登

[要約]

- 中国の全国人民代表大会（日本の国会に相当）常務委員会は、2023年10月～12月に国債を1兆元（約21兆円、GDP比0.8%）増発することを決定した。インフラ投資増強で成長率を押し上げる。中国国家統計局によると、2023年1月～9月の実質GDP成長率は前年同期比5.2%（以下、変化率は前年比、前年同期比）となり、10月～12月は4.4%で年間5.0%成長が可能となる計算だ。国債を増発しなくても政府目標は十分に達成可能であると思われるのに、なぜ増発に踏み切ったのであろうか。第二次コロナショック下の2022年は、政府成長率目標5.5%前後に対して、実績は3.0%にとどまった。これには、人々の生命を最優先し、「ゼロコロナ」政策を継続したという大義名分があった。しかし、「ウィズコロナ」政策に転換した2023年はそうはいかない。2023年の政府目標5.0%前後は必達であり、それを上回る着地が「政治的」に要請されているのであろう。習近平総書記の面子を立てる、これが国債増発の背景だ。
- 中国経済見通しに変更はない。2023年は5.4%程度、2024年は4.3%程度の実質成長となろう。2023年は政府成長率目標の5.0%前後を上回ると見ているが、これは2022年の低成長の反動によるところが大きく、景気が強いというわけではない。住宅開発を牽引役とした経済発展パターンは終わりを迎え、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。

中国経済に関連する3つのトピックス

本レポートでは、中国経済に関連する3つのトピックス、具体的には、①李克強前首相の死去による中国経済への影響、②2023年10月24日に発表された1兆元（GDP比0.8%）の国債増発の効果、③11月11日の独身の日ネットセールにみる消費行動の変化、について取り上げる。

李克強前首相の死去による中国経済への影響

2023年10月27日、この3月まで中国で2期10年にわたり首相を務めた李克強前首相が68歳という若さで死去した。李氏の中国経済・政治への影響力は首相退任とともに失われており、直接的な影響は「ない」といってよいだろう。

李氏は、遼寧省党書記時代に「経済動向を把握するのに電力消費量、鉄道貨物輸送量、銀行貸出残高に注目している」と発言したと伝えられ、この3つを合成した「李克強指数」が注目された時期があった。ただし、これは中国経済全体を見る指標ではないと考える。李氏は、鉄鋼など重工業中心の産業構造という遼寧省の特徴を踏まえて、同地域の経済動向を分析するのに最も適した指標を選んだのだ。李氏が経済に明るかったことを示すエピソードのひとつといえよう。

また、李氏の経済政策は「リコノミクス（李経済学）」と称された。これには、強力な経済刺激策の回避、デレバレッジ（負債率の引き下げ）、構造改革の推進により、持続的安定成長を目指す意図があった。この考えは、2015年11月以降の「サプライサイドの構造改革」に反映された。具体的には、①過剰生産能力の解消、②過剰不動産在庫の削減、③デレバレッジ、④企業コストの削減、⑤弱点の補強（脱貧困、イノベーション重視、環境保護など）、であり、「構造改革」に重点が置かれた。

李克強前首相は、かつては習近平総書記のライバルと目され、1期目（2013年3月～2018年3月）にはそれなりの存在感を誇った。李氏は、習氏との間にある種の緊張感があり、時にプレーキ役・調整役を果たした。李氏には自身の政策を象徴するいくつかのキーワードがある。例えば、「簡政放権」（政府の関与・介入の縮小や権限移譲）、「大衆創業」（大衆による起業）、「万衆創新」（万人によるイノベーション）などだ。特に、習氏が公有制経済（国有企業）を重視し、政策の恩恵が国有企業に偏る「国進民退」が深刻化した2015年秋～2016年にかけて、李氏はこうしたキーワードを持ち出して、左傾化した政策を中和し、民営企業をサポートしようと試みたのだ。

しかし、2期目（2018年3月～2023年3月）に入り習氏への権力集中が加速すると、李氏の指導力は急速に失われていった。

2023年3月5日、李氏が全国人民代表大会（全人代、日本の国会に相当）で最後の政府活動報告を行った。同報告は、実績の回顧である前半と、その年の政府活動案などの後半に分かれる。今回は前半が8割強の分量だったのに対して、後半は2割弱にとどまった。温家宝氏と李克強氏の交代期だった2013年の政府活動報告は、前半が半分弱、後半が半分強だった。露骨な

李克強外しが行われたのだろう。2023年の政府活動報告の後半において、李氏の独自色のあるキーワードである簡政放権、大衆創業、万衆創新は1回も使われなかった。李氏の影響力は、首相退任とともに即時排除されたのである。

こうした背景を勘案すれば、李克強氏死去による中国経済への直接的な影響はないだろう。懸念されるのは、既に明確になっている、習近平「一強体制」の弊害だ。習近平総書記は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。であれば、景気テコ入れの際に直ぐに着手すべきは、民営企業への強力なサポートであったはずだ。しかし、現状では、「国進民退」が続いてしまっている。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。

1兆元（GDP比0.8%）の国債増発の効果

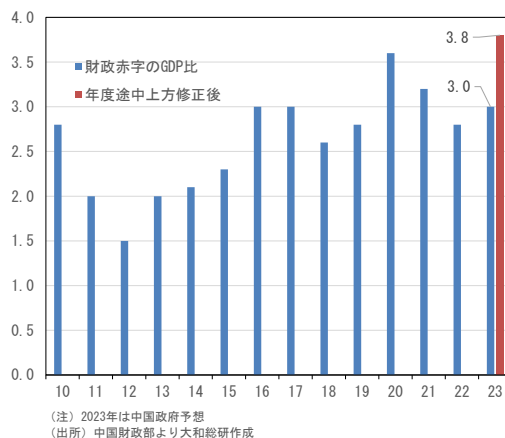
2023年10月20日から24日に開催された第14期全人代常務委員会第6回会議は、2023年10月～12月に国債を1兆元（約21兆円、GDP比0.8%）増発することを決定した。これによって、2023年の財政赤字は当初予算の3兆8,800億元（約80兆円）から4兆8,800億元（約101兆円）に増加し、財政赤字のGDP比率は同様に3.0%から3.8%に拡大するとされた。全額が地方政府に移転され、2023年に半分の5,000億元、2024年に残りの5,000億元が使用される。資金の使途は、(1)大水などの被災地の再建、(2)治水プロジェクト、(3)自然災害緊急対応能力の向上、(4)洪水対策プロジェクト、(5)灌漑地区建設・改造、土壌流出対策、(6)都市排水・水害対応能力向上、(7)自然災害総合対策システムの構築、(8)東北地区（遼寧省、黒竜江省、吉林省）や北京市・天津市・河北省などの高規格農地建設、の8つの主要分野である。

国債増発によるインフラ投資増強は成長率を押し上げる。IMF（国際通貨基金）は11月7日に中国の経済見通しを上方修正した。2023年は従来の前年比5.0%（以下、変化率は前年比、前年同期比、前年同月比）から5.4%へ、2024年は同様に4.2%から4.6%へ、それぞれ0.4%pt引き上げた。

中国国家統計局が発表した2023年1月～9月の実質GDP成長率は5.2%となり、10月～12月は4.4%で年間5.0%成長が可能となる計算だ。国債を増発しなくても政府目標は達成可能であると思われるのに、なぜ増発に踏み切ったのであろうか。しかも、従来、中国政府は年度の財政赤字のGDP比を3.0%以内に抑制することを強く意識してきた。第一次コロナショック下の2020年（3.6%）、2021年（3.2%）こそ3.0%を超えたが、2023年の3.8%はこの水準をも上回る。

上海市ロックダウンに代表される第二次コロナショック下の2022年は、政府成長率目標5.5%前後に対して、実績は3.0%にとどまった。これには、人々の生命を最優先し、「ゼロコロナ」政策を継続したという大義名分があった。しかし、「ウィズコロナ」政策に転換した2023年はそうはいかない。2023年の政府目標5.0%前後は必達であり、それを上回る着地が「政治的」に要請されているのであろう。習近平総書記の面子を立てる、これが国債増発の背景だ。

中国の財政赤字の GDP 比の推移（単位：％）

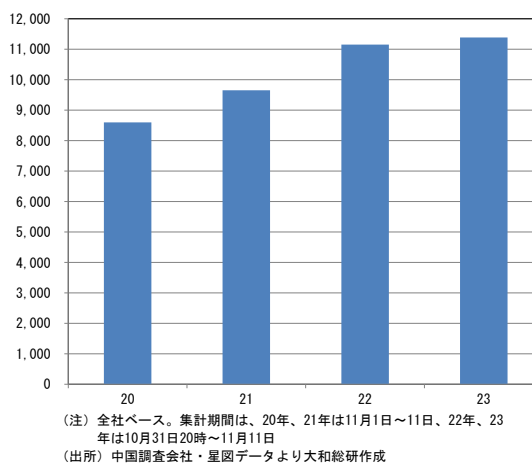


独身の日のネットセールにみる消費行動の変化

中国の調査会社である星図データによると、10月31日20時から独身の日（11月11日終日）までのネットセールは2.1%増の1兆1,386億元（約24兆円）にとどまった。業界第2位のJD.comの創業記念日である6月18日（6月1日～18日）のネットセールと併せて年2回の大セール時期に、消費者の財布のひもが緩んでもおかしくはなかったが、そうはならなかった。ネット各社への規制が強化された2020年以降、お祭り騒ぎは自粛されているが、2023年の独身の日のネットセールは明らかに頭打ちの様相を呈している。

現地報道によると、売上上位には、家電、スマートフォン、服装、コスメ、靴・カバンなどの耐久消費財や日用品が並ぶ。キーワードは「最安値」だ。年に2回の大セールは賢く利用するが、「爆買い」は鳴りを潜めるなど、消費行動はより合理的になっているように見受けられる。見方を変えれば、かつてのような勢いはなくなっているということだ。

独身の日のネットセールの売上（単位：億元）

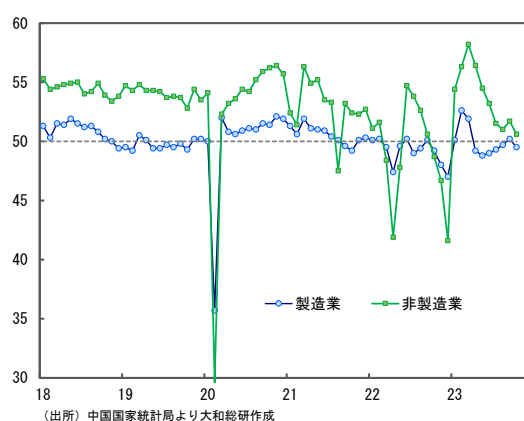


2023年10月の中国経済は弱含み

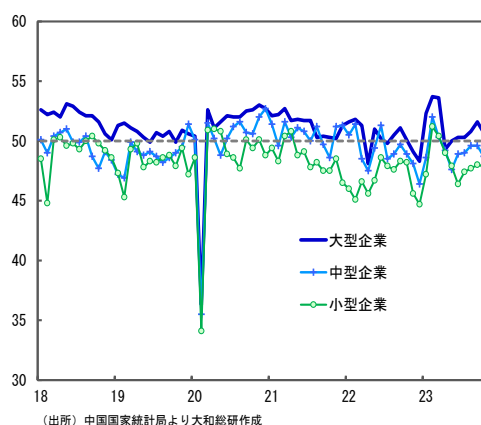
中国国家统计局によると、2023年10月の製造業PMI（購買担当者景気指数）は49.5となり、景気の拡大と縮小の境目である50を下回った。9月（50.2）は6カ月ぶりに50を超えたが、再び50割れに転じた。企業規模別には、大型企業が9月の51.6から10月は50.7に、中型企業、小型企業は同様に49.6→48.7、48.0→47.9となった。大型企業の多くは国有企業、中型・小型企業のほとんどが民営企業であり、「国進民退」が続いている。

非製造業PMIは2023年9月の51.7から10月は50.6となった。景気は拡大しているがペースはやや鈍化していることが示唆される。

製造業・非製造業PMI（左）



企業規模別製造業PMI（右）



景気回復を牽引していた消費がやや減速

2023年10月の小売売上は7.6%増、1月～10月は6.9%増であった。ただし、10月の堅調は前年同月がゼロコロナ政策による行動制限の影響で、0.5%減に沈んでいた反動によるところが大きい。2022年と2023年の増減率の平均は、9月は4.0%増、10月は3.5%増となり、10月はやや減速した。

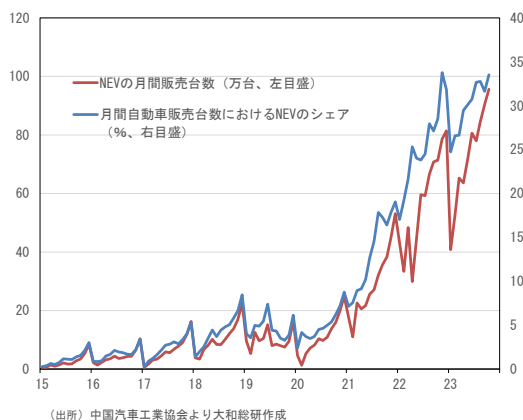
2023年10月の外食（レストラン収入）は17.1%増、1月～10月は18.5%増であった。接触型消費の代表格である外食は、前年同期に厳格な行動制限を強いられた反動増がとりわけ大きい。ただし、2022年と2023年の増減率の平均は、9月は5.8%増、10月は3.7%増となり、こちらも10月に減速している。

2023年10月の自動車販売金額は11.4%増、1月～10月は5.3%増となった。なお、自動車は、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%）を講じたが、同年10月～12月については、新型コロナウイルス感染症の感染者急増に伴う行動制限の影響が大きく出た。2022年9月の自動車販売金額は14.2%増だったのに対して、10月は3.9%増にとどまった経緯がある（さらに11月は4.2%減に落ち込

んだ)。2023年10月の販売好調はこの反動増による。2022年と2023年の増減率の平均は、9月は8.4%増、10月は7.6%増であった。

それでも消費全体の伸び率が抑制されている中で、自動車販売が比較的堅調であることに、疑問を持つ向きがあるかもしれない。販売堅調の背景には、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。

新エネルギー車（NEV）の月間販売台数とシェア（単位：万台、%）



固定資産投資は減速が続く

固定資産投資は2023年1月～9月の3.1%増から1月～10月は2.9%増に減速した。

2023年1月～10月の分野別内訳は、製造業投資が6.2%増となり、1月～9月と同じ伸び率となった以外は、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8.3%増（1月～9月は8.6%増）、不動産開発投資は9.3%減（同9.1%減）であった。

不動産開発投資に関連して、2023年1月～10月の住宅販売面積は前年割れが続き、住宅新規着工面積は23.6%減を記録するなど、「不動産不況」に改善の兆しはみえない。

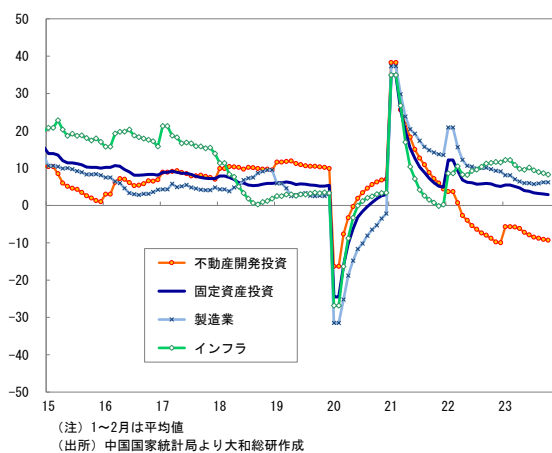
「不動産不況」の契機は2020年8月に導入された中国版総量規制であった。中国人民銀行と住宅・都市農村建設部は、デベロッパーの負債状況に対して、総負債比率70%以上など「3つのレッドライン」を設け、3つとも抵触した高リスク企業は、以後は新たに有利子負債を増やすことはできないとする厳格な融資管理を実施した。一方で、1つも抵触していない低リスクのデベロッパーは、15%増以内であれば有利子負債の増加が認められるとした。財務の健全性の高いデベロッパーが生き残る優勝劣敗が進むと期待されたわけだが、実際は全く異なる様相を呈した。銀行の貸し渋りや売上減少などで資金繰りが悪化し、デフォルト（もしくは債務返済猶予）

を余儀なくされた民営デベロッパーが急増したのである。

財務的には健全であったが、政府のサポートが期待し難い「民営」という理由だけで、販売不振に陥ったデベロッパーについては、国有・民営の別にかかわらず、政府主導で金融面でのサポートを実施すべきだと、大和総研は考える。それが不動産購入者に浸透すれば、少なくとも民営デベロッパー＝倒産リスクが高い、という連想が断ち切れ、不動産市場のセンチメントが改善し、過去2年分の実需のリベンジ購入が現実味を帯びるためである。

こうした中、11月17日に中国人民銀行、金融監督管理総局、中国証券監督管理委員会が開催した金融機関座談会では、不動産デベロッパーの合理的な資金調達ニーズを国有・民営の差別なく満たすこと、正常に運営されている不動産デベロッパーに対して貸し惜しみや貸し剥がしをしないこと、などが指示された。さらに現地報道（財新ネット）によると、同座談会では、国有・民営デベロッパーのホワイトリストを作成し、円滑な資金調達をサポートする方針が伝えられたという。これが実施されれば、住宅市場の安定化に寄与する可能性があり、今後の動向に注目したい。

固定資産投資全体、分野別の推移（1月から累計の前年同期比、単位：％）



2023年10月の輸出は6カ月連続の前年割れ、輸入は15カ月ぶりに増加

2023年10月の輸出は6.4%減（以下、断りのない限り、貿易はドル建て）となり、9月の6.1%減からマイナス幅が若干拡大した。輸出は6カ月連続の前年割れであり、世界需要減速の影響が色濃く出てきている。1月～10月は5.6%減であった。

2023年10月の輸入は3.0%増となり、15カ月ぶりに増加に転じた。原油や金属鉱が大きく増加しており、国家が備蓄を、企業が在庫を増やした可能性がある。1月～10月は6.5%減となった。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。

2023年10月の貿易黒字は30.8%減の565億ドル、1月～10月は2.7%減の6,840億ドルであった。通年でも貿易黒字が縮小する可能性が高い。

中国経済見通しは変更なし

中国経済見通しに変更はない。2023年は5.4%程度、2024年は4.3%程度の実質成長となる。

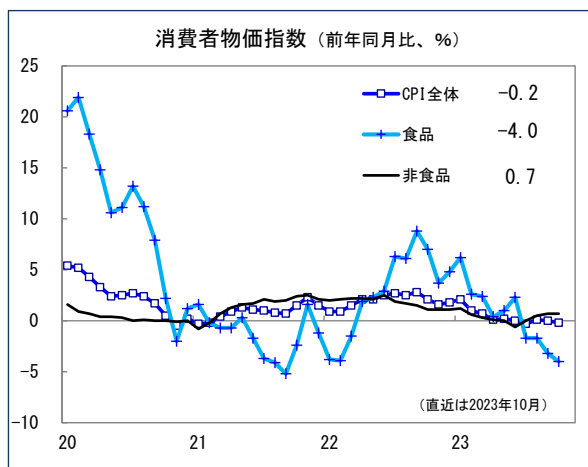
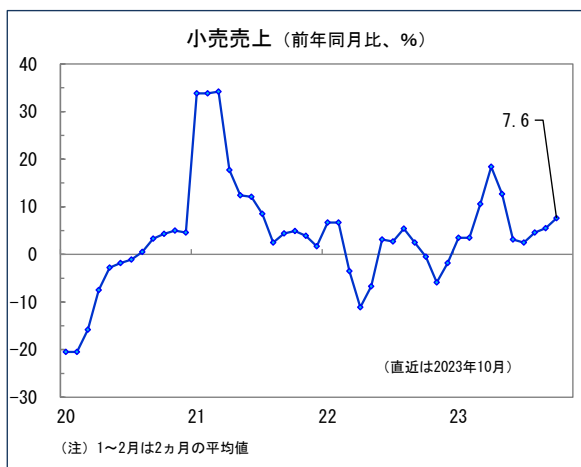
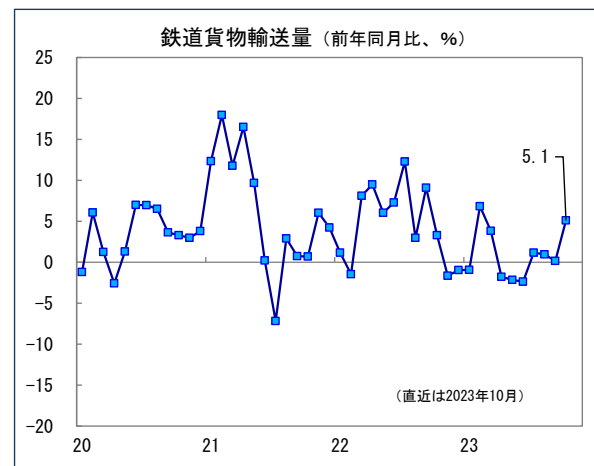
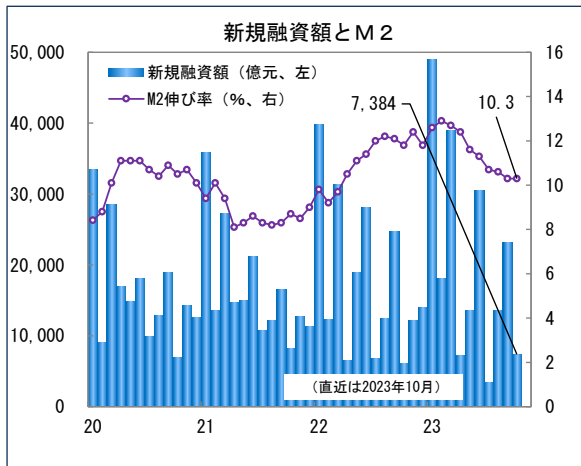
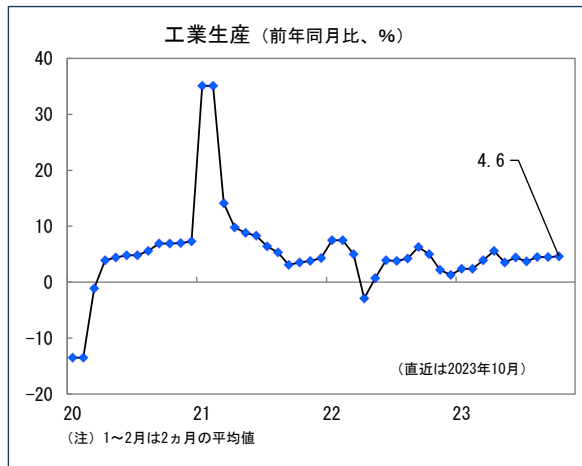
2023年は政府成長率目標の5.0%前後を上回ると見ているが、これは2022年の低成長の反動によるところが大きく、景気が強いというわけではない。住宅開発を牽引役とした経済発展パターンは終わりを迎え、巡航速度といわれる成長率は数年前の5%台から4%台に低下した可能性が高い。2024年の実質GDP成長率はこれと見合いの水準を想定している。

主要経済指標一覧

	2022年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	10月
実質GDP成長率（四半期、前年同期比、%）	-	-	2.9	-	-	4.5	-	-	6.3	-	-	4.9	-
工業生産（前年同月比、%）	5.0	2.2	1.3	2.4	3.9	5.6	3.5	4.4	3.7	4.5	4.5	4.6	4.6
電力消費量（前年同月比、%）	2.2	0.4	-6.7	2.3	5.9	8.3	7.4	3.9	6.5	3.9	9.9	8.4	8.4
鉄道貨物輸送量（前年同月比、%）	3.3	-1.6	-0.9	-0.9	6.8	3.8	-1.8	-2.2	-2.4	1.2	1.0	0.2	5.1
固定資産投資（前年累計比、%）	5.8	5.3	5.1	5.5	5.1	4.7	4.0	3.8	3.4	3.2	3.1	2.9	2.9
不動産開発投資（前年累計比、%）	-8.8	-9.8	-10.0	-5.7	-5.8	-6.2	-7.2	-7.9	-8.5	-8.8	-9.1	-9.3	-9.3
小売売上（前年同月比、%）	-0.5	-5.9	-1.8	3.5	10.6	18.4	12.7	3.1	2.5	4.6	5.5	7.6	7.6
消費者物価指数 全体（前年同月比、%）	2.1	1.6	1.8	2.1	1.0	0.7	0.1	0.2	0.0	-0.3	0.1	0.0	-0.2
食品（前年同月比、%）	7.0	3.7	4.8	6.2	2.6	2.4	0.4	1.0	2.3	-1.7	-1.7	-3.2	-4.0
非食品（前年同月比、%）	1.1	1.1	1.1	1.2	0.6	0.3	0.1	0.0	-0.6	0.0	0.5	0.7	0.7
工業製品出荷価格指数（前年同月比、%）	-1.3	-1.3	-0.7	-0.8	-1.4	-2.5	-3.6	-4.6	-5.4	-4.4	-3.0	-2.5	-2.6
工業生産者購入価格指数（前年同月比、%）	0.3	-0.6	0.3	0.1	-0.5	-1.8	-3.8	-5.3	-6.5	-6.1	-4.6	-3.6	-3.7
新規融資額（億元）	6,152	12,100	14,000	49,000	18,100	38,900	7,188	13,600	30,512	3,459	13,600	23,100	7,384
M2伸び率（%）	11.8	12.4	11.8	12.6	12.9	12.7	12.4	11.6	11.3	10.7	10.6	10.3	10.3
輸出（前年同月比、%）	-1.8	-10.4	-12.6	-8.2	11.1	7.6	-7.3	-12.2	-14.1	-8.4	-6.1	-6.4	-6.4
輸入（前年同月比、%）	-1.3	-11.1	-7.5	-9.9	-1.8	-8.6	-5.0	-6.8	-12.1	-7.2	-6.2	3.0	3.0
貿易収支（億米ドル）（1月、2月は平均）	817.1	657.8	690.1	519.8	774.7	860.6	653.8	695.0	797.6	678.1	775.8	565.3	565.3
新築商品住宅価格指数 北京（前年同月比、%）	5.9	5.7	5.8	5.2	4.7	4.6	4.5	4.3	3.5	3.5	2.8	2.9	2.1
上海（前年同月比、%）	4.0	4.0	4.1	4.2	3.9	4.1	4.6	4.9	4.8	4.5	4.1	4.4	4.4
商用不動産 着工面積（前年累計比、%）	-37.8	-38.9	-39.4	-9.4	-19.2	-21.4	-23.1	-24.9	-25.1	-24.9	-23.9	-23.7	-23.7
竣工面積（前年累計比、%）	-18.7	-19.0	-15.0	8.0	14.7	18.2	19.1	18.4	19.9	18.6	19.1	18.4	18.4
不動産販売 面積（前年累計比、%）	-22.3	-23.3	-24.3	-3.6	-3.5	-5.4	-8.5	-13.7	-14.9	-15.9	-16.4	-16.7	-16.7
金額（前年累計比、%）	-26.1	-26.6	-26.7	-0.1	3.0	5.2	3.0	-4.5	-7.0	-9.0	-10.4	-10.7	-10.7

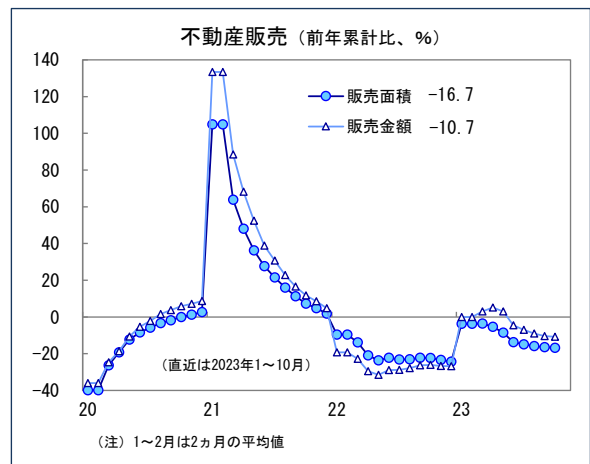
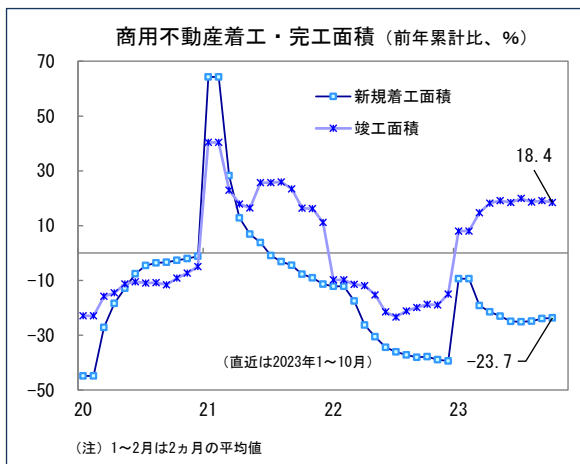
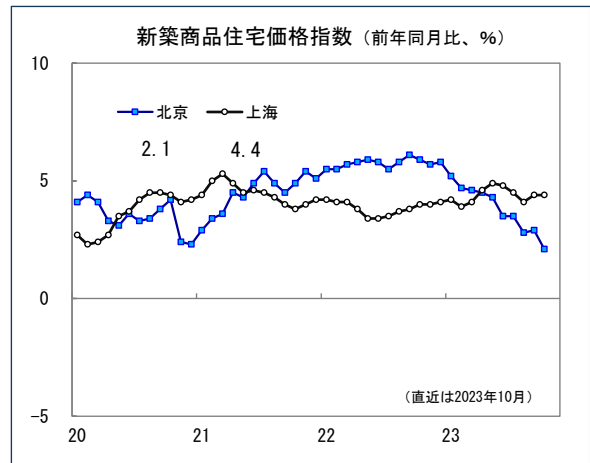
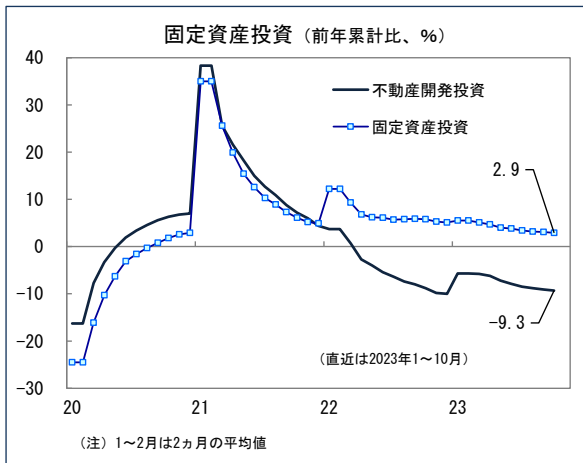
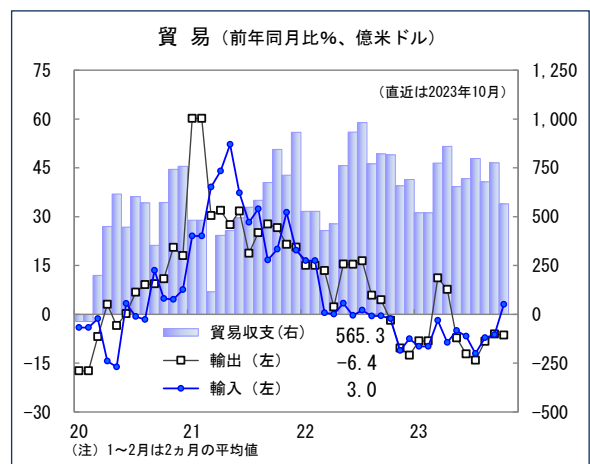
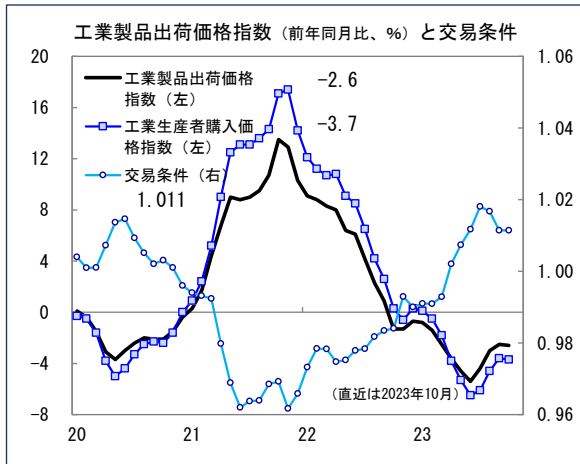
（出所）中国国家统计局、中国人民银行、通関統計、中国国家エネルギー局、CEIC より大和総研作成

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