2023 年 5 月 22 日

２０２３－２０２４年度経済見通しについて
～インフレ、利上げ、金融不安と課題が山積み～

株式会社明治安田総合研究所（社長　神田 智尚）は、２０２３年１－３月期のＧＤＰ速報値の発表を踏まえ、２０２３－２０２４年度の経済見通しを作成いたしました。
主要ポイントは以下のとおりです。

１．日本のＧＤＰ成長率予測

実質ＧＤＰ成長率：　２０２３年度 １．１％　　２０２４年度 １．４％

名目ＧＤＰ成長率：　２０２３年度 ３．５％　　２０２４年度 ２．０％

２．要点

①2023 年後半の欧米経済は、利上げの影響が時差を伴って波及するのに伴い、一段の減速を余儀なくされる。ただ、金融不安の落ち着きと、雇用市場の強さもあって、深刻な景気後退は免れる。年末以降は欧米とも金融緩和に舵を切るとみられ、2024 年の景気は再び上向くと予想する。中国景気は当面ペントアップディマンド（繰越需要）が支えるが、不動産市場の低迷は長引く見込み。政府が大規模な景気刺激策に消極的なこともあり、回復ペースは緩慢なものにとどまる。

②日本経済は、年度前半は物価高が引き続き個人消費の重石となる。世界経済の減速を背景に輸出も低迷が予想される。一方で、人流回復と賃上げ、インバウンドの回復等が支えになるほか、年度後半は物価上昇率がピークアウトに向かうことで、実質所得の安定的なプラス転換が個人消費を押し上げると予想。ただ、来年の賃上げ率は今年を下回る可能性が高く、景気は本格回復には届かない。物価目標も達成を宣言できない状況が続く。

③欧米は、2024 年末まで利下げを継続する。日銀は、「多角的なレビュー」の終了後に、YCC（イールドカーブ・コントロール）の枠組み見直しを進めるとみる。ただ、10 年国債利回りの変動許容幅拡大等の微修正であればいつでも実施される可能性。

＜主要計数表＞

	２０２２年度	２０２３年度		２０２４年度	
	実績		前回		前回
実質成長率	１．２％	１．１％	０．７％	１．４％	１．４％
成長率寄与度					
・内需	１．８％	１．５％	１．０％	１．４％	１．３％
・外需	▲０．６％	▲０．４％	▲０．３％	０．０％	０．１％
名目成長率	１．９％	３．５％	２．２％	２．０％	１．７％

※前回は２０２３年２月時点の予想

ご照会先　㈱明治安田総合研究所
経済調査部
電　話▶03-6261-7947　ＦＡＸ▶03-3511-3200
Ｅメール▶yuichi.kodama@meijiyasuda.co.jp
ホームページ▶https://www.myri.co.jp/

目次

タイトル	執筆者	ページ
ＧＤＰ成長率・主要経済指標予測	－	P3～P4
日本経済見通し	フェロー　チーフエコノミスト 小玉　祐一	P5～P17
米国経済見通し	エコノミスト　　前田　和孝	P18～P23
欧州経済見通し	エコノミスト　　前田　和孝 エコノミスト　　木村　彩月	P24～P29
中国経済見通し	エコノミスト　　木村　彩月	P30～P34
豪州経済見通し	エコノミスト　　木村　彩月	P35～P36
原油相場見通し	エコノミスト　　前田　和孝	P37～P38

GDP成長率・主要経済指標予測

1. 日本のGDP成長率予測

（前期比）

	2021年度	2022年度	2023年度	2024年度	2022年度		2023年度				2024年度			
					10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月
実質GDP	2.6%	1.2%	1.1%	1.4%	▲ 0.0%	0.4%	0.3%	0.2%	0.4%	0.6%	0.4%	0.3%	0.2%	0.2%
前期比年率	2.6%	1.2%	1.1%	1.4%	▲ 0.1%	1.6%	1.3%	0.9%	1.5%	2.5%	1.6%	1.1%	0.7%	0.7%
前年同期比	2.6%	1.2%	1.1%	1.4%	0.4%	1.3%	0.5%	0.9%	1.3%	1.6%	1.6%	1.7%	1.5%	1.0%
民間最終消費支出	1.5%	2.4%	1.7%	1.9%	0.2%	0.6%	0.4%	0.3%	0.7%	0.8%	0.4%	0.3%	0.2%	0.2%
民間住宅投資	▲ 1.1%	▲ 4.4%	▲ 0.2%	0.2%	0.1%	0.2%	0.0%	▲ 0.3%	▲ 0.4%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%
民間設備投資	2.1%	3.0%	2.1%	1.3%	▲ 0.7%	0.9%	0.6%	0.6%	0.5%	0.4%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%
政府最終消費支出	3.4%	1.1%	0.5%	0.6%	0.2%	▲ 0.0%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
公的固定資本形成	▲ 6.4%	▲ 2.6%	2.3%	0.4%	0.2%	2.4%	0.3%	0.1%	▲ 0.4%	0.2%	0.6%	0.1%	▲ 0.3%	0.3%
財貨・サービスの輸出	12.4%	4.4%	▲ 1.5%	2.8%	2.0%	▲ 4.2%	0.3%	▲ 0.4%	▲ 0.5%	1.1%	1.0%	1.0%	0.8%	0.8%
財貨・サービスの輸入	7.1%	7.1%	0.7%	2.6%	▲ 0.0%	▲ 2.3%	0.6%	0.3%	0.2%	0.6%	0.7%	0.7%	0.8%	0.9%
名目GDP	2.4%	1.9%	3.5%	2.0%	1.1%	1.7%	1.0%	0.5%	0.6%	0.8%	0.6%	0.4%	0.2%	0.2%
GDPデフレーター（前年比）	▲ 0.2%	0.7%	2.4%	0.6%	1.2%	2.0%	2.6%	3.4%	2.5%	1.3%	0.8%	0.6%	0.5%	0.4%

（前期比寄与度）

	2021年度	2022年度	2023年度	2024年度	2022年度		2023年度				2024年度			
					10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月
実質GDP	2.6%	1.2%	1.1%	1.4%	▲ 0.0%	0.4%	0.3%	0.2%	0.4%	0.6%	0.4%	0.3%	0.2%	0.2%
民間最終消費支出	0.8%	1.3%	0.9%	1.0%	0.1%	0.3%	0.2%	0.1%	0.4%	0.4%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%
民間住宅投資	▲ 0.0%	▲ 0.2%	▲ 0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	▲ 0.0%	▲ 0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
民間設備投資	0.3%	0.5%	0.4%	0.2%	▲ 0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
政府最終消費支出	0.7%	0.2%	0.1%	0.1%	0.0%	▲ 0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
公的固定資本形成	▲ 0.4%	▲ 0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	▲ 0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	▲ 0.0%	0.0%
民間在庫品増加	0.4%	0.1%	▲ 0.1%	0.0%	▲ 0.5%	0.1%	▲ 0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
純輸出	0.8%	▲ 0.6%	▲ 0.4%	0.0%	0.4%	▲ 0.3%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	▲ 0.0%	▲ 0.0%
財貨・サービスの輸出	2.0%	0.8%	▲ 0.3%	0.5%	0.4%	▲ 0.9%	0.1%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.2%
財貨・サービスの輸入	▲ 1.2%	▲ 1.4%	▲ 0.1%	▲ 0.5%	0.0%	0.6%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	▲ 0.0%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	▲ 0.2%	▲ 0.2%

（兆円、2015年暦年連鎖価格）

	2021年度	2022年度	2023年度	2024年度	2022年度		2023年度				2024年度			
					10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月
実質GDP	541.0	547.7	553.6	561.6	546.8	549.0	550.8	552.0	554.1	557.6	559.7	561.3	562.2	563.2
民間最終消費支出	288.7	295.7	300.7	306.3	295.5	297.2	298.4	299.2	301.3	303.7	305.1	306.0	306.8	307.4
民間住宅投資	18.6	17.8	17.8	17.8	17.8	17.9	17.9	17.8	17.7	17.8	17.8	17.8	17.9	17.9
民間設備投資	87.2	89.8	91.7	92.9	89.6	90.4	91.0	91.5	92.0	92.4	92.6	92.8	93.0	93.2
政府最終消費支出	117.8	119.1	119.7	120.4	119.2	119.2	119.4	119.6	119.9	120.0	120.2	120.3	120.5	120.6
公的固定資本形成	27.6	26.9	27.5	27.6	26.8	27.4	27.5	27.5	27.4	27.5	27.6	27.6	27.5	27.6
民間在庫品増加	1.2	1.7	0.9	1.1	0.3	0.8	0.4	1.0	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.2
純輸出	0.5	▲ 2.3	▲ 4.7	▲ 4.6	▲ 1.5	▲ 3.5	▲ 3.8	▲ 4.6	▲ 5.3	▲ 4.9	▲ 4.7	▲ 4.4	▲ 4.6	▲ 4.7
財貨・サービスの輸出	103.9	108.5	106.8	109.8	111.5	106.8	107.2	106.7	106.2	107.3	108.4	109.4	110.3	111.2
財貨・サービスの輸入	103.4	110.8	111.5	114.4	113.0	110.3	111.0	111.3	111.5	112.2	113.1	113.9	114.8	115.9

2. 主要指標予測

	2021年度	2022年度	2023年度	2024年度	2022年度		2023年度				2024年度			
			予測				予測							
					10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月
鉱工業生産(前年比)	5.8%	▲ 0.2%	0.7%	2.1%	▲ 0.2%	▲ 1.4%	2.2%	▲ 2.8%	0.5%	3.4%	2.6%	2.2%	2.2%	1.4%
消費者物価指数(除く生鮮食品、前年比)	0.1%	3.0%	2.7%	1.4%	3.8%	3.5%	3.4%	3.0%	2.5%	2.0%	1.6%	1.4%	1.4%	1.2%
貿易収支(季調値、兆円)	▲ 5.4	▲ 21.8	▲ 15.0	▲ 12.2	▲ 6.0	▲ 4.2	▲ 4.1	▲ 3.9	▲ 3.6	▲ 3.4	▲ 3.3	▲ 3.1	▲ 3.0	▲ 2.8
経常収支(季調値、兆円)	20.1	9.3	11.8	13.8	2.5	2.5	2.7	2.8	3.0	3.2	3.3	3.5	3.5	3.6
完全失業率(季調値:平均)	2.8%	2.6%	2.6%	2.5%	2.5%	2.6%	2.6%	2.7%	2.7%	2.6%	2.5%	2.5%	2.4%	2.4%
WTI原油価格($/バレル、※)	77	90	78	85	80	76	75	75	80	80	80	85	85	90

※年度は平均値、四半期は期末値を記載

3. 海外経済指標予測総括表

		2021年	2022年	2023年	2024年	2022年	2023年				2024年			
				予測				予測						
						10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月
米国	実質GDP成長率(前期比年率)	5.9%	2.1%	1.3%	0.8%	2.6%	1.1%	0.5%	0.3%	0.1%	0.6%	1.0%	1.7%	2.0%
	個人消費支出	8.3%	2.7%	1.8%	1.0%	1.0%	3.7%	1.0%	0.3%	0.2%	1.0%	1.6%	1.7%	1.9%
	住宅投資	10.7%	▲ 10.6%	▲ 12.5%	▲ 1.7%	▲ 25.1%	▲ 4.2%	▲ 4.0%	▲ 3.8%	▲ 3.5%	▲ 2.0%	▲ 0.2%	0.9%	1.6%
	設備投資	6.4%	3.9%	1.4%	▲ 0.1%	4.0%	0.7%	0.4%	▲ 1.2%	▲ 2.4%	0.4%	0.8%	1.3%	1.5%
	在庫(寄与度)	0.2%	0.7%	▲ 0.4%	0.0%	1.5%	▲ 2.3%	1.3%	0.2%	0.2%	▲ 0.4%	▲ 0.5%	0.2%	0.3%
	純輸出(寄与度)	▲ 1.3%	▲ 0.4%	0.6%	▲ 0.0%	0.4%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	▲ 0.0%	▲ 0.1%	▲ 0.1%
	輸出	6.1%	7.1%	3.5%	1.5%	▲ 3.7%	4.8%	1.9%	0.9%	0.7%	1.5%	1.7%	2.0%	2.5%
	輸入	14.1%	8.1%	▲ 0.9%	1.1%	▲ 5.5%	2.9%	1.0%	0.4%	0.3%	1.0%	1.4%	1.9%	2.4%
	政府支出	0.6%	▲ 0.6%	2.5%	1.2%	3.8%	4.7%	0.7%	0.8%	1.1%	1.4%	1.6%	1.3%	1.2%
	失業率(※)	5.4%	3.6%	3.8%	4.2%	3.5%	3.5%	3.7%	4.0%	4.3%	4.3%	4.2%	4.1%	4.0%
	CPI(総合、※)	4.7%	8.0%	4.4%	2.7%	6.5%	5.0%	4.2%	3.7%	3.4%	3.0%	2.7%	2.4%	2.2%
	政策金利(誘導目標上限、期末値)	0.25%	4.50%	5.00%	3.25%	4.50%	5.00%	5.25%	5.25%	5.00%	4.50%	4.00%	3.50%	3.25%
ユーロ圏	実質GDP成長率(前期比)	5.3%	3.5%	0.7%	1.4%	▲ 0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.3%	0.3%	0.4%	0.5%	0.6%
	家計消費	3.7%	4.3%	0.7%	1.7%	▲ 0.9%	0.2%	0.2%	0.4%	0.6%	0.5%	0.4%	0.3%	0.3%
	政府消費	4.3%	1.3%	0.6%	0.7%	0.8%	▲ 0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%
	固定投資	3.8%	3.7%	0.1%	1.9%	▲ 3.6%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.5%	0.6%	0.6%	0.7%
	純輸出(寄与度)	1.3%	▲ 0.2%	▲ 0.1%	▲ 0.7%	0.9%	0.2%	▲ 0.1%	▲ 0.4%	▲ 0.5%	▲ 0.2%	0.0%	0.1%	0.1%
	輸出	10.6%	6.9%	2.1%	2.1%	0.0%	0.8%	0.2%	▲ 0.1%	▲ 0.2%	0.5%	1.0%	1.3%	1.4%
	輸入	8.4%	7.9%	2.4%	3.6%	▲ 1.9%	0.4%	0.5%	0.7%	0.7%	0.9%	1.0%	1.1%	1.2%
	失業率(※)	7.7%	6.7%	6.7%	6.6%	6.7%	6.5%	6.6%	6.7%	6.8%	6.7%	6.7%	6.6%	6.5%
	CPI(総合、※)	2.6%	8.4%	5.6%	2.6%	9.2%	6.9%	6.0%	4.5%	3.0%	2.7%	2.7%	2.5%	2.3%
	政策金利(期末値)	▲0.50%	2.00%	3.75%	2.25%	2.00%	3.00%	3.50%	3.75%	3.75%	3.25%	2.75%	2.25%	2.25%
英国	実質GDP成長率(前期比)	7.6%	4.1%	0.3%	0.5%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	0.2%	0.2%	0.3%

※暦年は平均値、四半期は期末値を記載

１．日本経済見通し

＜要　　約＞

1－3 月期の日本の実質 GDP 成長率は前期比＋0.4%（年率換算：＋1.6%）と、3 四半期ぶりのプラス成長となった。ただ、実額（季調値）ベースでは、コロナ前かつ消費増税直前の 2019 年 7－9 月期の水準をまだ▲1.5%下回っている。

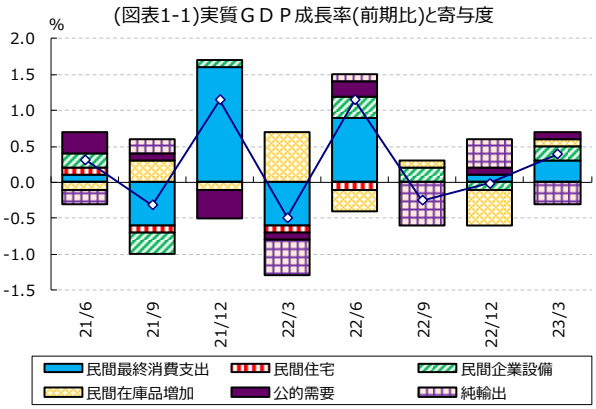
当面は、生活必需品の価格上昇が引き続き個人消費の足枷になる。今年の春闘では高めの賃上げが確実視されるが、実質賃金の安定的なプラス転換は年度後半まで待つ必要がある。生産性の低迷が続くなか、2024 年の賃上げ率は 2023 年を下回る可能性が高く、2024 年度までの個人消費は均せば緩慢な回復にとどまるとみる。

設備投資は、人手不足対応の省力化投資が支える構図が続く。関連する DX 投資や、国策でもある GX 投資は、多少の業績の振れにかかわらず継続的な投資が求められる分野である。半導体不況や海外経済の停滞が短期的には下押し要因となるものの、2024 年度にかけては均せば底堅い推移が続くとみる。輸出は、低迷していた中国向けの回復が見込まれる一方、欧米向けの減速が予想されることで、2023 年度は低迷が続くが、米国景気が回復に向かう 2024 年度にかけて再び上向くと予想する。インバウンドに限れば好調な推移が続こう。

日銀は、1 年から 1 年半程度かけて行なう「多角的なレビュー」を経たうえで、2024 年度後半以降、出口への歩みを進めるとみる。

1－3 月期 GDP は 3 四半期ぶりのプラスに

1－3 月期の日本の実質 GDP 成長率は前期比＋0.4%（年率換算：＋1.6%）と、事前の市場予想（前期比＋0.2%、年率換算＋0.8%、当社予想は同＋0.2%、＋0.7%）を上回った（図表 1-1）。



(出所)内閣府「四半期別ＧＤＰ速報」

2022 年 10－12 月期の伸びがマイナス圏に下方修正されたため（前期比▲0.0%）、3 四半期ぶりのプラス成長となる。逆に、昨年後半は欧米基準のテクニカルリセッションに陥っていたことも明らかになった。結局、2022 暦年は 1－3 月期も含め、4 四半期中 3 四半期で前期比マイナス成長だったことになる。10－12 月期の反動増の勢いが思いのほか弱かった分、今期の伸びが高めになった面もあるだろう。

1－3 月期の実質 GDP の実額（季調値）は約 549.0 兆円で、コロナ前かつ消費増税直前の 2019 年 7－9 月期の水準をまだ▲1.5%下回っている。それ以前で今回より低かった四半期を探すと、2017 年 1－3 月期まで遡る必要がある。2022 年度通年の伸びは前年比＋1.2%で、2 年連続のプラスだが、こちらも 2019 年度との比較ではまだ▲0.4%下回っている。

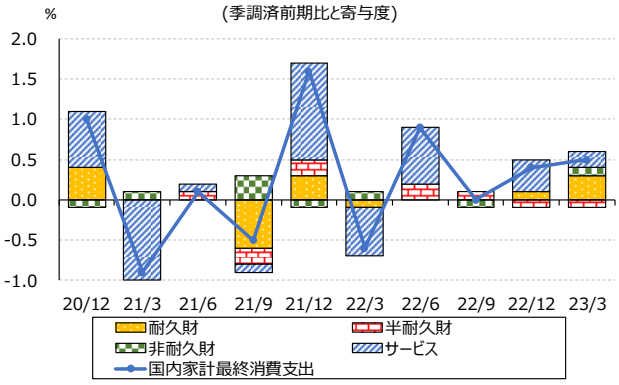
内外需別の寄与度を見ると、1－3 月期は内需が＋0.7%、外需（純輸出）が▲0.3%で、内需の好調が

目立った。なお、インバウンドを反映する非居住者家計の国内での直接購入（個人消費の控除項目、輸出に計上）は、昨年 10－12 月期に前期比＋343.1%と 4 倍以上増加したが、1－3 月期も同＋67.0%と続伸した。この結果、実質 GDP への寄与度は 2 期連続で＋0.3%ポイントとなった。インバウンドを含めても輸出の寄与度は▲0.9%なので、それだけ 1－3 月期の輸出が弱かったということである。

2023 年度前半の景気は、エネルギー関連や食品など、生活必需品の価格高騰が引き続き個人消費の下押し圧力となる状況が続くと見込まれる。高めの賃上げや、政府の物価高対策が一定程度下支えとなるものの、個人消費は力強さを欠き、輸出も低迷が続くなかで、日本の景気は停滞気味の推移が続くと予想する。

年度後半は、物価上昇ペースの鈍化に伴う実質所得の安定的なプラス転換が個人消費の回復を支えよう。2024 年度にかけては米国景気も回復が見込まれ、輸出も上向くと予想される。ただ、2024 年の賃上げ率は 2023 年を下回る可能性が高く、景気は本格回復と言える状況には届かない状態が続くだろう。

(図表1-2)形態別国内家計最終消費支出の推移
(季調済前期比と寄与度)



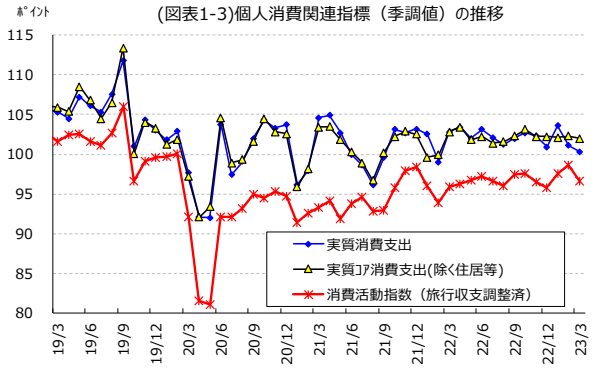
（出所）内閣府「四半期別GDP速報」

個人消費は物価次第

民間最終消費支出は前期比＋0.6%（寄与度＋0.3%）と、堅調な伸びとなった。名目雇用者所得が 5 四半期連続の前期比プラスとなる一方で、実質雇用者所得が 6 四半期連続のマイナスとなるなど、物価高が引き続き下押し圧力になっている。そうしたなかでも、昨年末以降の人流回復、供給制約の緩和、各種の経済対策等が下支えになった形である。

形態別国内家計最終消費支出を見ると（図表 1-2）、耐久財が前期比＋5.9%（寄与度：＋0.3%）、半耐久財が同▲2.6%（同▲0.1%）、非耐久財が同＋0.7%（同＋0.1%）、サービスが同＋0.8%（同＋0.2%）となっている。サービスについては人流回復の反映、耐久財に関しては、家電製品や自動車の供給制約が和らいだことも影響したとみられる。

(図表1-3)個人消費関連指標（季調値）の推移

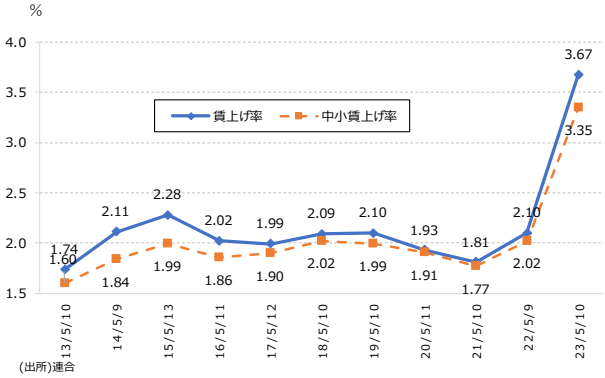


（出所）総務省「家計調査」、日銀「消費活動指数」

物価上昇が続くなかでも、個人消費はここまでなんとか持ちこたえてきた。家計調査の実質消費支出、日銀の消費活動指数等の主要指標は、2022 年度以降、均せば概ね横ばい圏の推移が続いている（図表 1-3）。

ただ、昨年 10 月以降に関しては、コロナ禍からの反動増のほか、全国旅行支援などの政策効果でかさ上げされてきた面もあった。今後の動向を占ううえで最も重要になるのは所得環境だが、この点、2023 年の春闘で賃上げ率の大幅アップが確実視されているのは心強い。5 月 10 日に公表された春闘第 5 回回答集計結果に

(図表1-4)春闘第5回回答集計結果の年次別推移

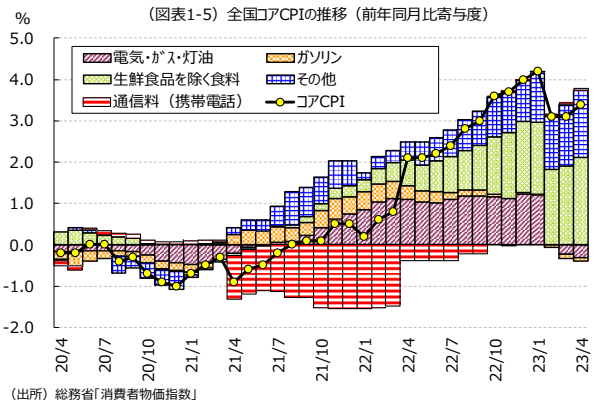


（出所）連合

おける、定期昇給相当込みの賃上げ率は 3.67%と、引き続き高い伸びを維持。ベアも 2.14%と、集計が開始された 2015 年以降、最も高い伸びを保っている（図表 1-4）。300 人未満の中小組合の賃上げ率も 3.35%、100 人未満が 3.03%と、中小企業にも賃上げが波及する流れも変わっていない。春闘の動向から見ると、ここまで 1%前後の伸びが続いてきた名目所定内給与は、2%台後半まで伸び幅が拡大すると予想される。もっとも、現状ではまだ物価上昇率が 3%を超えていることから、実質賃金が安定的にプラス転換する時期は物価動向に左右される。

年度後半の物価は鈍化へ

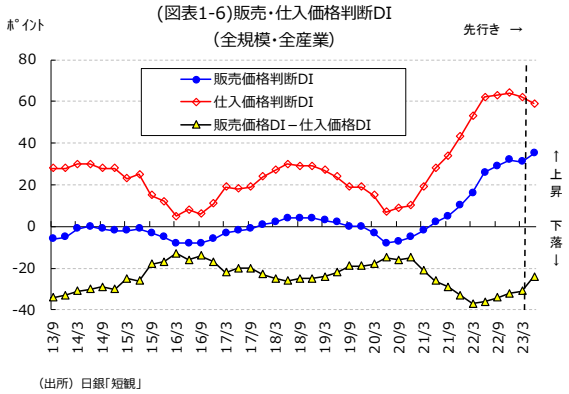
4 月の全国消費者物価指数（総合）は前年比＋3.5%（3 月：同＋3.2%）、除く生鮮（コア）は同＋3.4%（同＋3.1%）となった（図表 1-5）。政府による「電気・ガス価格激変緩和対策事業」の効果で、2 月以降、伸び幅が大きく縮小しており、総務省によれば、3 月の総合指数への同対策の寄与度は▲1.00%ポイントとなっている。



ただ、6 月からは電力大手 7 社が申請していた家庭向け電気料金の値上げが実施される。値上げ幅は 14～42%と大きい。政府によれば、激変緩和措置等の物価対策を加味した場合は 7 社中 5 社が当初申請前よりも低い料金水準になるとのことだが、ここまでの値上げだけでも家計の負担感は相当大きくなっている。また、電気料金の激変緩和措置は 9 月末までが期限となっている。電気料金は家計の大きな関心事のひとつであり、総選挙が近いと考えられることもあって、新たな負担軽減策が打ち出される可能性はかなり高いとみられる。

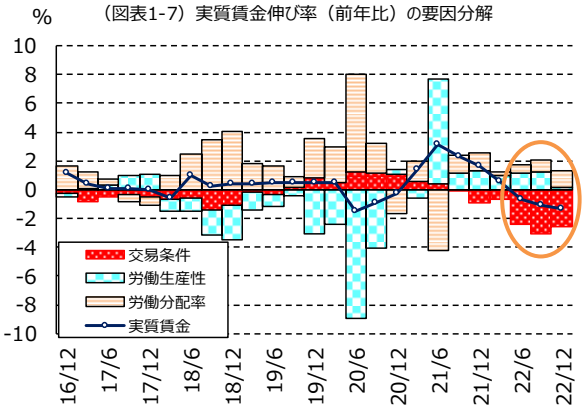
食品価格の上昇も長引いている。帝国データバンクの、「食品主要 195 社」価格改定動向調査（4 月 28 日時点）によれば、2023 年における家庭用を中心とした飲食料品の値上げ品目数が累計 2 万 1,205 品目に上ったとのことである。2 万品目の値上げが明らかになったのは前年が 7 月だったのに対し、2023 年は 4 月と 3 ヵ月早い。ほとんどが原材料費の上昇を理由として挙げており、7 月以降も、輸入小麦の価格改定、電気代の引き上げなどを背景に断続的な値上げが続く見通しである。ただ、値上げ品目数は 4 月の 5,116 品目から 5 月は 824 品目と急減しており、値上げラッシュがいったん落ち着く兆しも見える。

元々の物価高の主因である一次産品価格や為替相場は、一時に比べれば落ち着いた推移に転じている。日銀短観の販売価格判断 DI を見ると、全産業ベースで 1 ポイント低下の 31、仕入価格判断 DI は 2 ポイント低下の 62 となり、両者とも上昇トレンドが一服している（図表 1-6）。この間、販売価格判断 DI－仕入価格判断 DI で示される交易条件は着実な回復が続いており、ここまではある程度順調に価格転嫁が行なわれてきた様子を示している。このままであれば、消費者物価の上昇圧力は徐々に緩和に向かう可能性が高い。



実質賃金上昇率は、労働生産性、労働分配率、交易条件（GDP デフレーター/消費者物価指数で計算）に分解できる（図表 1-7）。2022 年は、輸入物価上昇に伴う交易条件の悪化が実質賃金を大きく下押ししていた。輸入デフレーターは分子の GDP デフレーターの控除項目であり、輸入デフレーターが上昇すれば GDP デフレーターは低下しやすく、輸入デフレーターが低下すれば GDP デフレーターは上昇しやすくなる。したがって、2023 年度後半にかけ、輸入デフレーターが沈静化すれば、交易条件はさらに改善する可能性が高い。同様に、分母の CPI（消費者物価指数）が下がっても交易条件は改善し、実質賃金の押し上げ要因となる。

（図表1-7）実質賃金伸び率（前年比）の要因分解



実質賃金（雇用者報酬÷就業者数÷消費者物価）
＝（実質GDP÷労働者数）×（雇用者報酬÷名目GDP）×（GDPデフレーター÷CPI）（※）
＝労働生産性×労働分配率×交易条件（※）として試算
※GDPデフレーターは輸出入デフレーターを含むため、（GDPデフレーター÷CPI）の算式は交易条件とほぼ同義

（出所）内閣府「四半期別QE速報」、総務省「労働力調査」より明治安田総研作成

もっとも、2024 年以降の賃上げの持続性については現時点では疑問符が付く。今年の大幅な賃上げは、2022 年の円安に伴う業績改善に支えられた面が大きかった。為替相場や労働分配率は、一方向への動きが続くことを期待できる性質のものではない。持続的、安定的な賃上げを実現するためには、生産性の上昇基調の定着が不可欠になるが、足元でも低迷が続いている。2024 年度までの個人消費は均せば緩慢な回復にとどまるとみる。

住宅投資の基調は弱い

民間住宅投資は、前期比＋0.2%（寄与度：＋0.0%）と、2 四半期連続のプラスとなった。住宅価格や建築費の高止まりが重石となったものの、首都圏のマンション販売に持ち直しの動きが見られたこと等が寄与した。

足元の日本の住宅市場は全体として弱含んでいる。4 月のさくらレポート（日銀地域経済報告）における住宅投資の判断は、9 地域中 3 地域で引き下げられ、5 地域で横ばい、1 地域で引き上げという結果であった（図表 1-8）。「減少」、「弱い」、「弱め」といった表現が用いられている地域は過半数の 5 地域となっている。

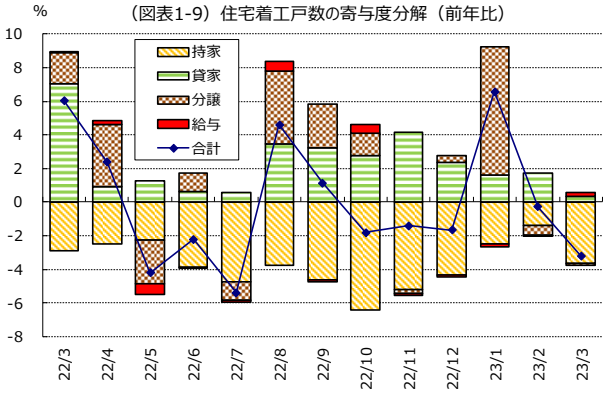
（図表1-8）さくらレポートの地域別判断（住宅投資）

地域	2023年1月	2023年4月	修正方向
北海道	減少している	減少している	→
東北	弱めの動きとなっている	弱い動きとなっている	↓
北陸	弱めの動きがみられている	減少している	↓
関東甲信越	持ち直しつつある	持ち直しつつある	→
東海	弱い動きとなっている	弱い動きとなっている	→
近畿	横ばい圏内で推移している	緩やかに増加している	↑
中国	貸家・分譲を中心に持ち直している	横ばい圏内の動きとなっている	↓
四国	弱めの動きとなっている	弱めの動きとなっている	→
九州・沖縄	横ばい圏内の動きとなっている	横ばい圏内の動きとなっている	→

（出所）日銀「地域経済報告（さくらレポート）」

国土交通省発表の新築住宅着工戸数を見ると、元々一戸当たりの単価が高い持家の減少基調が顕著である（図表 1-9）。貸家は相対的に良好で、相続税対策としての需要のほか、持家からの需要シフトが支えている模様である。分譲は振れの大きいマンションの影響で不安定だが、均せばプラス寄与となっている。住宅着工全体では、過去 12 ヵ月中 8 ヵ月で前年比マイナスである。

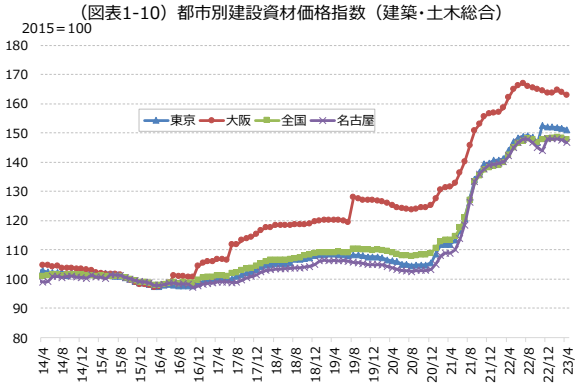
（図表1-9）住宅着工戸数の寄与度分解（前年比）



（出所）国土交通省「住宅着工統計」

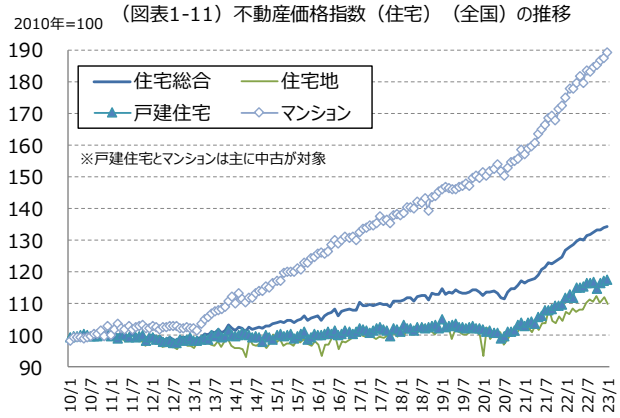
住宅市場が軟調に推移している理由として、買い手と売り手が口を揃えて指摘するのが販売価格の上昇である。資材価格の上昇が要因として大きく、一般財団法人経済調査会が発表している建設資材価格指数を見ると、2021 年以降急上昇し、わずか 1 年半の間に約 1.5 倍に達している（図表 1-10）。これを受けて、住宅価格も上昇している（図表 1-11）。

（図表1-10）都市別建設資材価格指数（建築･土木総合）



（出所）一般社団法人経済調査会

（図表1-11）不動産価格指数（住宅）（全国）の推移



（出所）国土交通省「不動産価格指数（住宅）」

特にマンション価格の高騰が著しい。価格上昇は 2013 年頃から始まっており、2020 年以降は上昇ペースが加速している。供給サイドの要因としては、持家同様建設資材の上昇に加え、リーマンショック後に中小のデベロッパーが淘汰され、寡占化が進んだこと、ステイホームで市場に出回る中古マンションが減ったこと等が影響している。需要サイドの要因としては、女性労働力率の上昇に伴い「パワーカップル」と呼ばれる層の厚みが増したこと、郊外での在宅勤務需要の増加、投資目的での購入増、足元では販売センターへの人流回復も寄与していると考えられる。不動産経済研究所が公表しているマンション市場動向によれば、2022 年度の首都圏のマンション一戸当たり平均価格は 6,907 万円で、2013 年からは＋37.9%の上昇、コロナ前の 2019 年との比較でも＋14.1%の上昇となっている。戸建住宅価格指数も 2020 年央のボトムから足元までで約 2 割の上昇となっている。

図表 1-10 からは、資材価格の上昇ペースがピークアウトしつつある様子もうかがえるが、現在建築中、あるいはこれから着工の物件は、持家、分譲、貸家といった利用形態にかかわらず、値上がり後の建築資材を使ったものになるため、供給サイドとしては値下げがしにくく、需要を抑える要因になり続けるだろう。

今後の資材価格の方向性は、一次産品価格と為替相場に左右される。ウクライナ情勢次第でもあるが、世界的に景気が減速傾向にあるなかで、一次産品価格が当面大きく上昇する可能性は低い。為替相場については、一時の「超円安」的な動きはすでに沈静化している。ただ、米国の利上げ停止が示唆されるなかでも、いまだに 130 円/ﾄﾞﾙ台半ばの円安圏で推移しており、米国のリセッションシナリオが具現化しない限り、130 円/ﾄﾞﾙを大きく割り込む円高は考えにくくなっている。資材価格は当面高値圏での推移か、低下に向かうにしてもそのペースは緩やかなものにとどまるだろう。

低金利環境の持続性をどう読むかもポイントだが、この点について大きな懸念は不要とみている。日銀は植田新総裁のもと、徐々に金融政策正常化への道を探ると考えられるものの、マイナス金利についてはたとえ解除したとしてもゼロに戻すのが精いっぱいと考えられる。低い潜在成長率のもと、インフレ期待の上昇も限定的なレベルにとどまっていることを考えれば、YCC（イールドカーブ・コントロール）解除後の長期金利の上昇余地も大きくないだろう。植田総裁は、金利上昇が景気に悪影響を与える可能性については細心の注意を払いつつ、金融政策の舵取りを行なうと考えられ、「金融政策の失敗」的な要素が住

宅投資の腰折れを招く可能性は低いとみている。

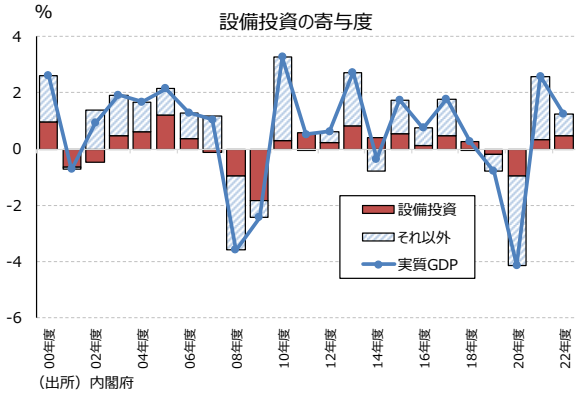
利用形態別に見ると、持家着工は今後も低迷が続くと考えられる。分譲についても一戸建ては持家同様の推移となるだろう。分譲マンションについては、投資マネーで支えられている分、バブル崩壊的に価格が崩れる可能性もないわけではないが、首都圏マンションの在庫数がピーク時から 3 割以上減少するなど、大手デベロッパーの供給調整が続くなかで、価格は高止まりする可能性が高い。そうしたなか、都市部については販売数が伸び悩む状況が続こう。1 次取得層を中心とした実需層が郊外に流れる動きが続くと考えられることもあり、全体としての着工件数は緩やかな減少にとどまると見込む。一方、貸家は堅調な推移が続くと考えられる。新規購入を締めて同じところに住み続ける人が増える結果、リノベーションや修繕等の需要は好調な推移が見込まれるが、住宅投資全体では均せば減少傾向が続くと予想する。

引き続き底堅い投資計画

民間企業設備投資は、前期比＋0.9％（寄与度：＋0.2 ％）と、2四半期ぶりのプラスとなった。2022年度通年では前年比＋3.0％で、実質GDPの伸びが同＋1.2％のところ、寄与度は＋0.5％と約4割を占めている（図表1-12）。2021年度の同＋2.1％に続き、2年連続で2％前後の伸びを確保したという意味では底堅いが、2020年度が同▲5.7％と大幅マイナスだったことから、まだ2019年度の水準までは戻っていない。リーマンショック後の2010年代前半の動きと比べても、反動増の動きは力強いとまでは言えない。

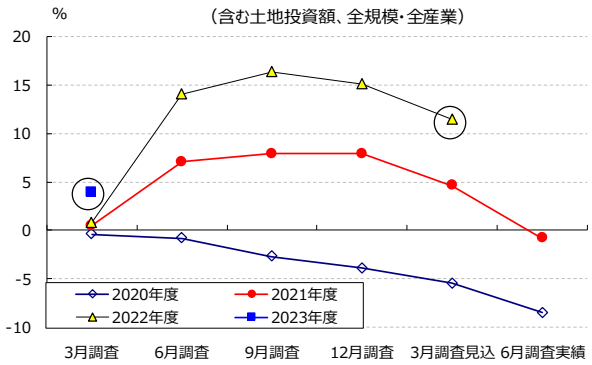
ただ、設備投資計画は引き続き良好である。3月短観における2022年度の設備投資計画（全規模・全産業ベース）は、12月調査の前年度比＋15.1％から同＋11.4％まで下方修正されたものの、依然として二桁の伸びを保っている（図表1-13）。2023年度の計画も、例年に比し高めのスタートになっている。業種別に見ると、製造業が前年度比＋6.3％と堅調である。非製造業も同＋2.4％と、例年であればマイナス圏からのスタートとなるところ、統計が遡れる1984年以来初めてのプラス圏でのスタートとなっている。生産・営業用設備判断DIも、先行きは低下に向かうとの見通しで（低下なら不足方向、上昇なら過剰方向）、水準的にも、設備の不足超を示すマイナス圏にある（図表1-14）。設備投資の先行きの見通しは総じて悪くない。

（図表1-12）実質GDPの推移（前年比）と設備投資の寄与度



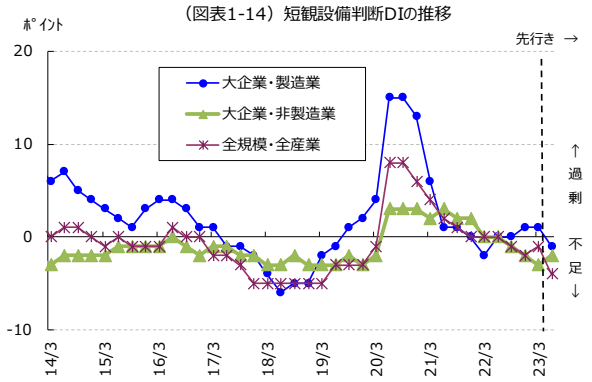
（出所）内閣府

（図表1-13）設備投資計画（前年度比）（含む土地投資額、全規模・全産業）



（出所）日銀「短観」

（図表1-14）短観設備判断DIの推移



（出所）日銀「短観」

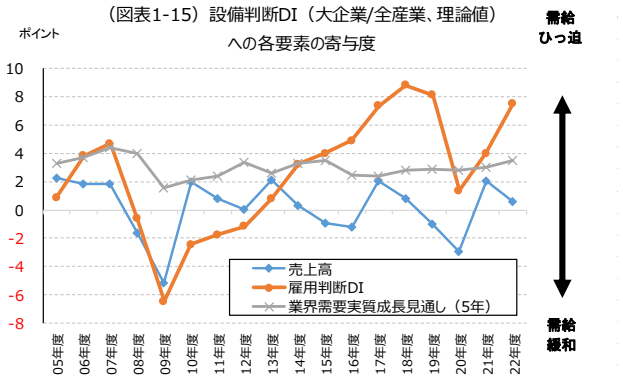
人手不足も設備投資の下支えに

近年は宿泊・飲食や建設など、非製造業を中心に、労働需給のひっ迫が深刻化した業種が、省力化・省

人化投資に力を入れる傾向が顕著になっている。一方、いったん導入した生産設備は長期にわたり使用が想定されるものであることから、潜在成長率の持続的な低下に伴う企業の中長期的な成長期待の低下が、能力増強型投資の低迷につながっている面もある。

そこで、短観の設備判断DIを被説明変数とし、説明変数として、同じく短観の売上実績（前年度比）と雇用判断DI、および内閣府の「企業行動に関するアンケート調査」における「業界需要の実質成長率見通し（今後5年の見通し）」の3変数をとると、高い相関が確認できる（図表1-15）。この結果に基づき、各説明変数の設備判断DIの理論値への寄与度を計算すると、コロナ禍で労働需給が一時的に緩んだ2020年度を除けば、2015年度以降は雇用判断DIが最も大きな設備投資判断DIの押し上げ要因になっている。労働需給のひっ迫は、多少の景気の振れにかかわらず今後も続く可能性が高い。コロナ禍で多くの企業がデジタル化の遅れを実感している現状も考えれば、今後も人手不足要因がDX関連を中心に設備投資の下支えに寄与する展開が期待できそうである。

（図表1-15）設備判断DI（大企業/全産業、理論値）への各要素の寄与度



(出所)明治安田総研作成

短観設備判断ＤＩの決定要因(1995年度～2022年度、年次)

	大企業全産業	大企業製造業	大企業非製造業
説明変数	係数	係数	係数
売上	-0.35 ***	-0.35 ***	-0.17 ***
雇用判断ＤＩ	0.39 ***	0.63 ***	0.16 ***
業界需要の実質成長率　（今後5年の見通し）	-2.62 ***	-5.47 ***	-1.42 **
R^2	0.97	0.97	0.88

＊：5%基準で有意　＊＊：1%基準で有意　＊＊＊：0.1%基準で有意 (t値)

※設備・雇用判断ＤＩは数値が下がれば ひっ迫、上がれば緩和なので、符号条件は売上と業界需要の実質成長率がマイナス、雇用判断ＤＩがプラス

企業の成長期待も上向いている。2023年度の業界需要の実質成長率見通し（今後5年の見通し）は、前年度から0.4%ポイント上昇の1.7%となった。1.7%という伸びは、金融危機の直前で世界的に景気が上向いていた2006年度以来の水準、0.4%ポイントという前年からの伸びの拡大幅は、バブル終盤の1989年度以来の大きさである。これが持続的なものになれば、設備投資が中長期的かつ安定的に伸びていく展開が期待できるが、現時点でそこまで見込むのは難しい。人口減少トレンドが続くなかでは、内需型の企業、特に地方の中小企業を中心に、成長期待の低迷が続き、能力増強型投資に対する及び腰な姿勢もなかなか変わらない可能性が高いためである。

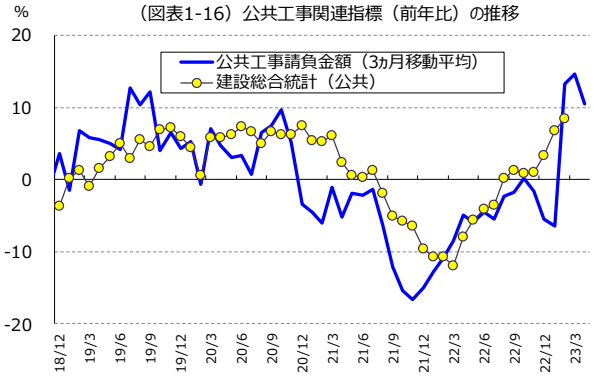
人口減少の流れが変えられない以上、企業の成長期待を押し上げるには生産性の向上が不可欠になるが、日銀の試算では、アベノミクス始動後、日本のTFP（全要素生産性）はむしろ低下してきた。第4次産業革命が自律的に大きく花開くような展開にならない限り、企業の低成長予想は投資マインドの抑制要因となる状況が続く可能性が高い。

もっとも、向こう2年間というスパンであれば、設備投資は力強さを欠きつつも、底堅い推移が続くというのがメインシナリオである。米国景気の不確実性は大きいが、インフレと利上げが同時並行的に進むなか、ここまで予想以上の頑健性を示してきたのは事実である。雇用需給の引き締まりと過剰貯蓄が下支えとなることで、減速はしても深刻な景気後退は避けられる可能性が高い。一方で、国内の人手不足による省力化投資への需要は今後も衰えないだろう。関連するDX投資、国策でもあるGX投資は、多少の業績の振れにかかわらず継続的な投資が求められる分野である。半導体不況や海外経済の停滞が短期的には下押し要因となるものの、2024年度にかけては均せば底堅い推移が続くとみている。

公共投資は横ばい圏内の推移

1－3 月期の公的固定資本形成は、前期比＋2.4%（寄与度：＋0.1%）と、4 四半期連続のプラスとなった。その前が 5 四半期連続のマイナスで、2022 年度はマイナスのゲタを履いたスタートになったことから、2022 年度通年では前年比▲2.6%と 2 年連続のマイナスとなっている。公共投資は補正予算の執行時期次第で波ができやすい。先行指標である公共工事請負金額はここへきて再び勢いを増しており（図表 1-16）、短期的には公共投資が回復する可能性を示唆している。

（図表1-16）公共工事関連指標（前年比）の推移

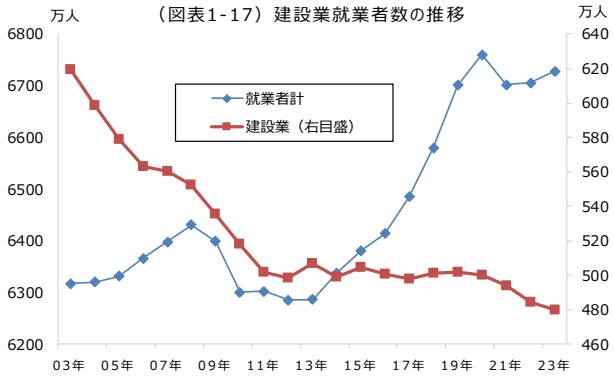


（出所）国土交通省「建設総合統計」、東日本建設業保証㈱「公共工事前払金保証統計」

4 月のさくらレポートにおいて、公共投資の判断は、北海道が「高水準ながら弱めの動きとなっている」から「弱めの動きとなっている」へ下方修正される一方、関東甲信越が「弱い動きとなっている」から「横ばい圏内の動きとなっている」へと上方修正された。他の 7 地域は 10 月と同じ判断が示された。「高め」、「高水準」との表現が用いられているのは 4 地域、「弱め」との表現が 2 地域で、水準の高さを指摘する地域が多いものの、方向性については増加しているとした地域はない。

同レポートの企業へのアンケートでは、下方修正された北海道から「落札から工事開始までの間に資材価格が上昇することを懸念し、公共事業の入札が不落に終わるケースが出てきている。大型工事も一服しており、受注の増加は見込み難い（釧路支店）」と、資材価格の上昇の影響を指摘する声が上がっている。上方修正した関東甲信越からは「公共工事請負金額は、国土強靭化関連の防災・減災工事などが継続的に発注されていることから、横ばい圏内で推移している（松本支店）」といった声が上がっている。高め、高水準とした地域からは、引き続き国土強靭化関連が高水準で推移しているとの声が多く上がっている。一方で、現場の人手不足から受注を見送らざるを得ないケースも出ているとの声もある。

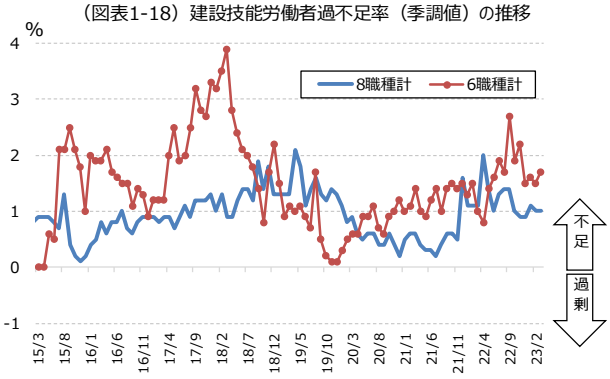
（図表1-17）建設業就業者数の推移



(出所)総務省「労働力調査」

建設業界の人手不足は引き続き深刻である。総務省の労働力調査によると、就業者全体では 2013 年以降、増加傾向が顕著になったのに対し、建設業は横ばい圏での推移が続き、コロナ後はむしろ減少している（図表 1-17）。国土交通省が公表している「建設労働需給調査」では、6 職種、8 職種とも 2015 年後半以降は一度もマイナス（過剰超）には振れておらず、労働需給は引き締まった状態が続いている（図表 1-18）。いったん緩みかけた時期もあったが、足元では再び不足超幅が広がっている。

（図表1-18）建設技能労働者過不足率（季調値）の推移



※6職種：型わく工（土木、建築）、左官、とび工、鉄筋工（建築、土木）
8職種：6職種＋電工、配管工

(出所)国土交通省「建設労働需給調査」

同調査における今後の労働者の確保に関する見通しでも、翌々月（5 月）は、「困難」と「やや困難」の合計

が 23.7%で、対前年同月（18.1%）比 5.6%ポイントの上昇となっている。人手不足が建築コストの増加や工期の長期化を引き起こす状況は今後も続くと見込まれる。

2022 年末の第二次補正予算では 1 兆 2,502 億円の公共事業費が計上された。防災・減災・国土強靭化対策については、約 1 兆円の公共事業費が同対策の 2023 年度事業に充当されるとのことで、これが今年度の公共投資の下支えとなろう。これによる経済効果は、実質 GDP ベースで＋0.17%とみている。国土強靭化計画が 5 ヵ年計画として組み込まれているなか、今後も公共事業関係費の予算は少なくとも前年と同水準のレベルが確保される可能性が高く、2024 年度までの公共投資は、均せば横ばい圏内の推移が続くと予想する。

輸出は軟調な推移

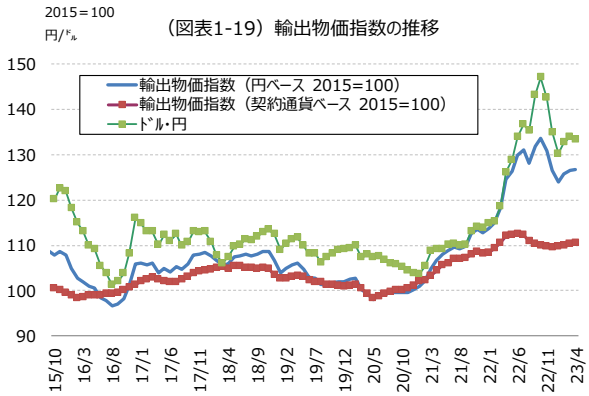
1－3 月期の実質輸出は前期比▲4.2%（寄与度：▲0.9%）と、6 四半期ぶりのマイナスとなった。マイナス幅も大きく、輸出だけで実質 GDP を▲0.9%も押し下げている。財貨、サービス別では、財貨の輸出が同▲6.5%（同▲1.2%）、サービスの輸出が同＋5.6%（同＋0.2%）となっている。昨年末以降の中国における感染再拡大で中国向けの財輸出が大きく落ち込む一方、水際対策の緩和に伴うインバウンド需要の回復がサービス輸出を支えた形とみられる。

昨年来、大きく進んだ円安は、これまでのところ数量ベースの輸出の底上げに寄与しているようには見えない。ただ、輸出と為替相場の相関は近年薄れている。背景には、輸出企業が現地通貨建ての製品価格をあまり動かさなくなってきたことがある。ドル/円相場と契約通貨建ての輸出物価の相関係数を計算すると、1980 年代は▲0.84 と、高いマイナス相関を記録していたのに対し、1990 年代は▲0.54、2000 年代以降は▲0.23 と、だんだん相関が弱くなってきている。

昨年の大幅な円安進行時も契約通貨建ての輸出物価は下がっておらず、むしろ緩やかな上昇傾向にあった（図表 1-19）。理由としては、1990 年代以降、対ドルでの円高トレンドに苦しむなかで、日本の輸出企業が収益を犠牲にして製品価格をすえ置き、競争力を確保する努力を続けた結果、円安でも価格を安易に下げられなくなった可能性がある。契約通貨の多様化や、輸出の高付加価値品へのシフトも一因だろう。たとえ輸出量が増えなくても、円安が進めば価格指数の上昇を通じて金額ベースの輸出は増え、企業収益も拡大するので企業は恩恵を受けるが、輸出数量自体は為替相場よりも海外景気の動向で左右される状況が続くだろう。

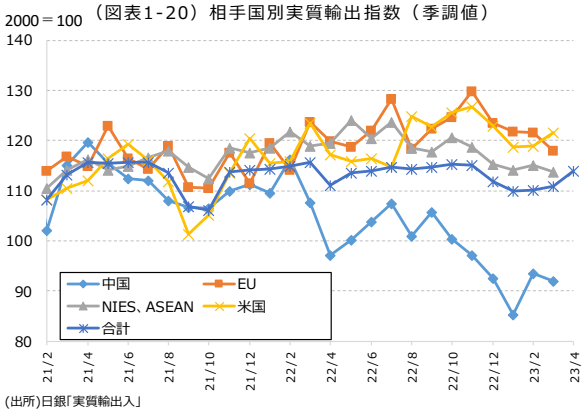
国別かつ品目別の季節調整済データが得られる日銀の実質輸出指数を見ると（図表 1-20）、2022 年は中国以外が回復に向かう一方、中国向けが大きく鈍化、両者の綱引きのなかで横ばいが続いたが、昨年末以降は中国で感染が急拡大したインパクトが上回り、12 月は前月比▲2.8%、1 月は同▲1.8%と悪化した。中国向けの下げ止

（図表1-19）輸出物価指数の推移



（出所）日本銀行

（図表1-20）相手国別実質輸出指数（季調値）

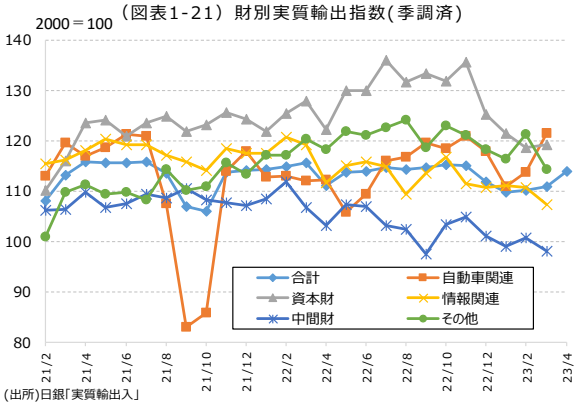


(出所)日銀「実質輸出入」

まりもあって、2、3 月は持ち直している。4 月の実質輸出は前月比で＋2.7%と高めの伸びとなっており、やはり中国向けの回復が寄与したと見込まれる。ただ、EU 向けが低下傾向にあるほか、米国向けも一進一退の推移となっており、全体として回復基調が続くかどうかは疑問符が付く。

財別に見ると、自動車関連が 2、3 月と上向いている（図表 1-21）。パワー半導体などの部品の供給制約が緩和したことが、大手自動車メーカーの工場の稼働率の回復を通じ輸出の正常化に寄与したとみられるほか、中国の経済活動の正常化も影響した可能性がある。一方、情報関連は昨年以降均せば鈍化傾向にある。世界的な半導体関連業界の不振はまだ続いており、当面は苦しい状況が続くだろう。コロナ禍での巣ごもり需要の一巡や世界的なインフレ、中国経済の悪化を背景に、世界的にパソコンやスマートフォンの出荷が落ち込んだことがメモリー半導体などの供給超過を招いた。半導体メーカーの設備投資意欲は低下し、これが半導体製造装置の需要の下押し要因になってきた。米国の輸出規制強化も響いている。日本政府は 3 月 31 日に米国と足並みを揃える形で、先端分野の半導体製造装置の輸出規制対象として新たに 23 品目を追加することを決定した。半導体関連業界の不振は、今しばらくの間輸出の足を引っ張る状況が続くと考えられる。

（図表1-21）財別実質輸出指数(季調済)



(出所)日銀「実質輸出入」

海外景気の動向を見ると、中国は、経済活動再開に伴うペントアップディマンド（繰越需要）の発現が見込まれるものの、政府は大規模な景気対策には慎重で、不動産市場の回復も鈍いことから、緩やかな持ち直しにとどまる可能性が高い。米国では、3 月上旬のシリコンバレー銀行（SVB）の破綻に端を発した金融不安は、いったん落ち着きを取り戻しているものの、FRB（米連邦準備制度理事会）による利上げの影響がタイムラグを伴って実体経済に現れることで、景気は減速が見込まれる。欧州も、ECB（欧州中央銀行）の利上げが景気の足枷になるとみる。

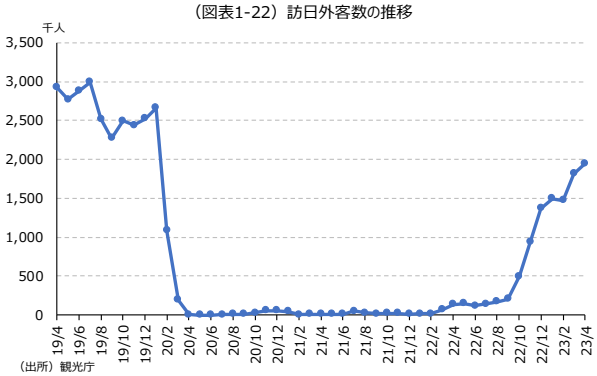
日本にとっては、主要輸出先の景気の先行き不透明感が強いなか、輸出が景気を牽引する展開は期待できない。輸出の本格回復は、米国景気が底打ちから回復に向かう 2024 年度にずれ込むと予想する。

インバウンドへは期待可能

GDP 統計上輸出となるインバウンド需要には今後も期待できる。

観光庁の調査によれば、訪日外客数は昨年 10 月に水際対策を緩めて以降急回復、2022 年 9 月の 20.7 万人から、2023 年 4 月（速報値）は 194.9 万人 と 10 倍近くに増加した（図表 1-22）。これは、コロナ禍前のピークである 2019 年 7 月の 299.1 万人の約 65%に当たる。平均宿泊日数も増加傾向にあり、延べ宿泊者数ベースではコロナ禍前の約 8 割にまで回復している。

（図表1-22）訪日外客数の推移

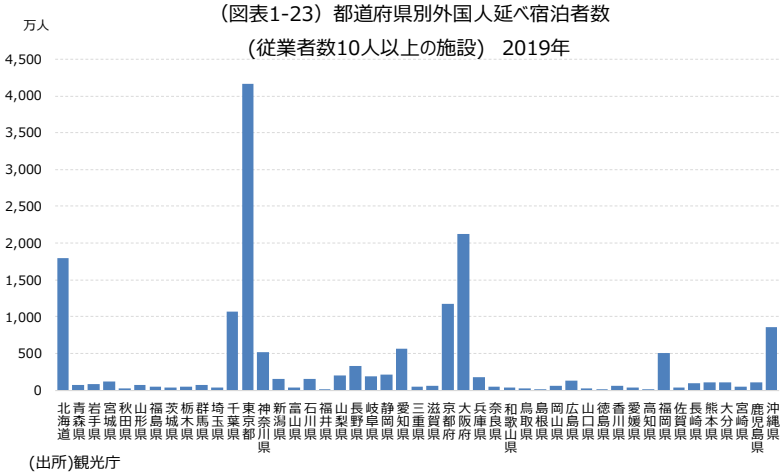


（出所）観光庁

また、中国からの来日数は、コロナ前は全体の約 3 分の 1 を占めていたが、直近 4 月は 5.6%にすぎな

い。しかし、政府は中国からの渡航者に対する水際対策を 4 月 5 日から緩和している。現状中国側が禁じている日本行き団体旅行が解禁されれば、訪日外国人の増加ペースは再加速する可能性がある。仮に、訪日外国人消費額が年末までかけてコロナ前の水準まで戻るとしたら、2023 年通年の名目 GDP を前年比で 0.6%押し上げる計算になる。実際にはこのペースを上回る可能性もありそうである。

（図表1-23）都道府県別外国人延べ宿泊者数
（従業者数10人以上の施設） 2019年



(出所)観光庁

これまでは、外国人観光客の訪問が一部の都道府県に偏っていたのが実態で（図表 1-23）、地方活性化には十分寄与してこなかった。ただ、リピーターが増えるにつれ、モノ消費からコト消費、都市から地方への流れが加速する展開が期待できる。地方にとっては、外国人観光客に向けたプロモーションの巧拙も成長力を左右する要素になりそうである。主要観光地については、オーバーツーリズムを緩和するインフラ整備が引き続き大きな課題になるだろう。

フォワードガイダンスが変更される

植田総裁初となる 4 月 27、28 日の日銀金融政策決定会合では、金融政策はすえ置かれた。ただ、フォワードガイダンスについてはやや大きめの修正が施されたほか、会見では「多角的なレビュー」の方向性が示されるなど、今後の金融政策の方針について一定の示唆は得られた。

会合後に公表された「金融市場調節方針に関する公表文」における、今後の金融政策の方針を示すパラグラフは、下記のとおり変更された。（下線部は追加された部分）

「<u>日本銀行は、内外の経済や金融市場を巡る不確実性がきわめて高い中、経済・物価・金融情勢に応じて機動的に対応しつつ、粘り強く金融緩和を継続していくことで、賃金の上昇を伴う形で、2%の「物価安定の目標」を持続的・安定的に実現することを目指していく。</u>

「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続する。マネタリーベースについては、消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比上昇率の実績値が安定的に 2%を超えるまで、拡大方針を継続する。引き続き企業等の資金繰りと金融市場の安定維持に努めるとともに、必要があれば、躊躇なく追加的な金融緩和措置を講じる。」

ちなみに、前回 3 月の公表文は以下の通りだった。（下線部は削除された部分、主要部分のみ）

「日本銀行は、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続する。マネタリーベースについては、消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比上昇率の実績値が安定的に 2%を超えるまで、拡大方針を継続する。

当面、新型コロナウイルス感染症の影響を注視し、企業等の資金繰り支援と金融市場の安定維持に努めるとともに、必要があれば、躊躇なく追加的な金融緩和措置を講じる。政策金利については、現在の長短金利の水準、または、それを下回る水準で推移することを想定している。」

新型コロナウイルス感染症の 2 類から 5 類への区分変更を控えていたこともあって、新型コロナウイルスに紐付けたフォワードガイダンスについては、タイミング的に今回の会合で変更が予想されていた。市場が織り込む時間軸が短期化しないような工夫がなされているが、今後の金融政策運営を行なうにあたっての自由度はわずかながら広がった印象がある。

まず、「政策金利については、現在の長短金利の水準、または、それを下回る水準で推移することを想定している」という文は丸ごと削除された。植田総裁は会合後の定例会見で、「*新たに一番最初のところに、これまでのような金融緩和を粘り強く続けるという文言を入れまして、そのなかで読み込むというように整理させていただいた*」と述べている。ただ、冒頭の文で政策金利についての具体的な水準についての言及はない。「機動的に対応しつつ」との一節が入り、政策の微修正に含みを持たせた形となっていることもあって、修正前との比較では、より柔軟な金融政策を可能にしたように見える。

「「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続する」という文は残り、物価目標の達成が見えない限り YCC の撤廃はないという方針を改めて明らかにした。もし、物価目標未達下で YCC を撤廃する場合はこの文章の修正が必要で、そのためには新たな根拠が必要になる。おそらくその役割を果たすのが「多角的なレビュー」ということになるのだろうが、作業に 1 年～1 年半かけるとのことなので、この間は YCC の枠組みが残る可能性が高まった。

10 年国債利回りの変動許容幅の拡大等の微修正であれば、サプライズ的に実施される可能性は常にある。しかし、植田総裁はここまで、会見や議会証言等を通じ、市場に強くハト派スタンスを印象付けてきている。ここでだしぬけに変動許容幅を拡大したら、コミュニケーション能力に問題ありと批判される可能性が高い。植田総裁には当初からそのつもりはないとみるのが妥当かもしれない。市場が催促相場的な様相を呈さない限り、変動許容幅についても極力動かさない方針を維持する可能性が高まった。

レビューの目的は長い目で見た政策変更

レビューの対象期間は、ゼロ金利に到達した 1998 年以降の約 25 年間となる。植田総裁は会見のなかで、これが近い将来の政策変更を目的としたものではないことを再三強調している。期間を 1 年～1 年半と長めに設定したのも、市場が早期に金融政策の正常化を織り込む展開を防ぐ目的があると考えられる。ただ、会見では、「*正常化を始めるプロセスがどんどん後ろずれしていく可能性もゼロではないわけで、それが 2 年後、3 年後、4 年後となってしまう可能性も残念ですがありうる。そうするとそういうところで、出口の始め方なのか、あるいは、微妙な言い方になりますが長引く可能性が出てくる現在の金融緩和政策を、副作用を減じつつどういう風に継続していくのかという点は、当然考慮しなくてはいけない点になりますし、このレビューでもそういう場合はできれば取り上げていきたい*」と、かなり慎重に言葉を選びながら、レビューがやや長い目で見た場合の政策変更の根拠になりうる点については認めている。

植田総裁は、ここまでの金融政策の評価について、「*政策の効果と副作用のバランスは間違えないよう*

に常に注意深く、分析しできる限り情報発信していきたい」と、効果と副作用のバランスを注視していく姿勢を示している。レビュー後の金融政策の枠組みが変わるとしたら、副作用と効果のバランスが崩れた局面では、物価目標の達成如何にかかわらず、より柔軟に政策変更できる建付けになっていくだろう。

物価目標達成の可能性が以前より高まっているとはいえ、その確率は50%を大きく下回るとみている。一方で、副作用は蓄積していくことから、レビューを経たうえで、2024年末までには、YCC、マイナス金利とも解除の可能性を見込む。（担当：小玉）

２．米国経済見通し

＜要　　約＞

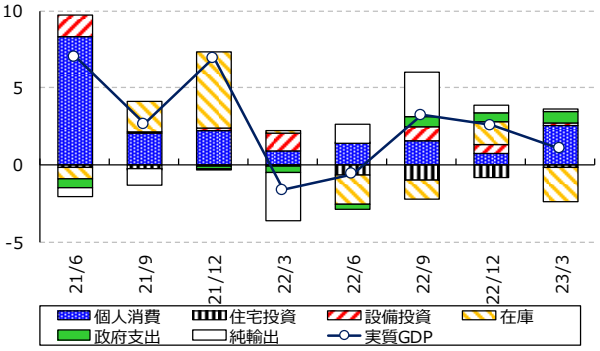
1－3 月期の米実質 GDP 成長率は前期比年率＋1.1%と、3 四半期連続のプラスとなったものの、前期（同＋2.6%）から伸びは鈍化した。もっとも、成長率押し下げの主因は最終需要に含まれない在庫投資で、国内最終需要（在庫投資と純輸出を除く）は同＋3.2%と前期（同＋0.7%）から伸びが拡大しており、米国経済は総じて堅調である様子が示された。

今後の個人消費は、過剰貯蓄が引き続き下支え役となるものの、雇用環境の軟化や家計の信用条件の悪化などにより、2023 年後半には減速すると見込まれる。設備投資は、FRB が利上げ終了後も政策金利を当面維持する可能性が高いことから、2023 年は低迷を見込む。住宅投資も金利上昇の影響を受け、しばらくは軟調な推移が続くとみられ、米国景気は 2023 年にわたって減速基調をたどると予想する。ただ、CPI は、賃金上昇圧力が緩和に向かうほか、住居関連の寄与が徐々に低下することで、2023 年末に前年比＋3%台半ば、2024 年末に同＋2%程度まで伸びが鈍化すると予想する。FRB は物価上昇圧力の緩和などを受け、2023 年末から 2024 年にかけて利下げを実施するとみており、景気は 2024 年にかけて徐々に持ち直すと予想する。

足元の米国経済は堅調

1－3 月期の米実質 GDP 成長率（速報値）は前期比年率＋1.1%と、3 四半期連続のプラスとなったものの、前期（同＋2.6%）から伸びは鈍化した（図表 2-1）。事前の市場予想（同＋1.9%）も下回った。もっとも、成長率押し下げの主因は最終需要に含まれない在庫投資である。FRB の利上げが続くなか、国内最終需要（在庫投資と純輸出を除く）は同＋3.2%と、前期（同＋0.7%）から伸びが拡大しており、米国経済は総じて堅調である様子が示された。

（図表2-1）米国実質GDP成長率と寄与度（前期比年率）



（出所）米商務省

需要項目別に見ると、民間最終消費支出は前期比年率＋3.7%（GDP への寄与度：＋2.48%ポイント）と、前期の同＋1.0%から伸びが拡大した。内訳を見ると、財消費は同＋6.5%と、5 四半期ぶりにプラスに転じた。耐久財が同＋16.9%と二桁プラスとなった影響が大きい。サービス消費は同＋2.3%と前期から伸びが拡大した。飲食・宿泊（同＋4.8%）などが高い伸びとなった。

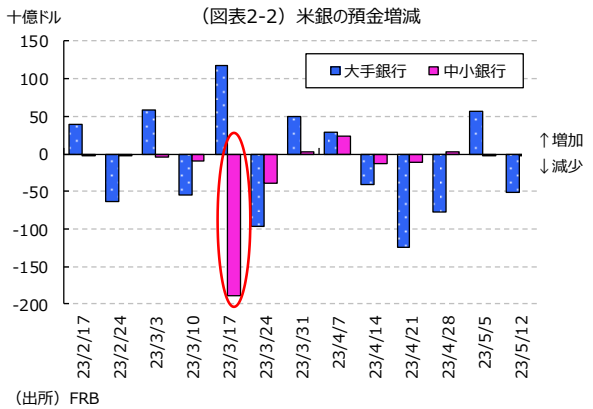
設備投資は同＋0.7%（同＋0.10%ポイント）と、前期の同＋4.0%から伸びが鈍化した。内訳では、構築物投資が同＋11.2%、知的財産投資が同＋3.8%と前期から伸びが鈍化したほか、機械投資は同▲7.3%と 2 四半期連続のマイナスとなった。住宅投資は同▲4.2%（同▲0.17%ポイント）と、前期の同▲25.1%からマイナス幅が縮小した。もっとも、これで 8 四半期連続のマイナスであり、住宅投資が冷え込んでいる状況は変わらない。在庫投資の寄与度は▲2.26%ポイントと、2 四半期ぶりにマイナスとなった。

政府支出は同＋4.7%（同＋0.81%ポイント）と、3 四半期連続のプラスとなった。連邦政府支出が同＋7.8%、州・地方政府支出が同＋2.9%といずれも伸びが拡大した。

輸出は同＋4.8%（同＋0.54%ポイント）と、前期の同▲3.7%から 2 四半期ぶりにプラスに転じた。サービス輸出が同▲5.5%と、2020 年 4－6 月期以来のマイナスとなった一方、財輸出は同＋10.0%と二桁の高い伸びになった。ゼロコロナ政策の解除に伴い、最大の貿易相手国である中国の景気が回復したことが財輸出の増加につながった可能性がある。輸入は同＋2.9%（同▲0.43%ポイント）と、前期の同▲5.5%からプラスに転じ、この結果、実質 GDP 成長率に対する純輸出の寄与度は＋0.11%ポイントとなった。

金融不安はしばらくくすぶり続ける

3 月上旬にシリコンバレー銀行（SVB）をはじめとする複数の銀行が破綻した直後には、中小銀行から預金が大きく流出したものの、金融当局が預金保護等の対応策を実施したこともあって、その後こうした動きは沈静化している（図表 2-2）。また、セントルイス連銀が公表する、金融市場の緊張度を示す金融ストレス指数を見ても、3/17 の週には＋1.57 ポイントまで急上昇したが、5/12 の週には▲0.52 ポイントと落ち着きを取り戻している（図表 2-3）。



（図表2-2）米銀の預金増減
（出所）FRB

（図表2-3）金融ストレス指数
（出所）セントルイス連銀

もっとも、FRB が 3 月に新たに創設した、銀行の保有する米国債や住宅ローン担保証券（MBS）を担保に最長 1 年資金を貸し出すバンク・ターム・ファンディング・プログラム（BTFP）の利用額は高水準となっている。5 月 1 日にはファーストリパブリック銀行の破綻と、JP モルガンチェースによる買収が発表されたほか、3 日には同じく中堅銀行のパックウェスト・バンコープ、4 日にはウエスタン・アライアンス・バンコーポレーションがいずれも経営再建策を検討していると報じられるなど、金融不安の火種は依然としてくすぶっている。SVB に関しては、コロナ特需の一巡や FRB の利上げによって経営が悪化したベンチャーやスタートアップ企業が中心顧客だったという特殊な事情はあるものの、ネットバンキングを通じた急速な預金流出による流動性の枯渇や、金利上昇による含み損の発生といった事象は他の銀行でも起こる可能性がある。金融不安の再燃時には、金融当局による預金保護対象行の拡大や、FRB による流動性供給が実施されるとみるが、当面は予断を許さない状況が続くとみられる。

債務上限問題は X デー直前での合意がメインシナリオ

今年 1 月に米国政府の債務残高が上限である 31.4 兆ドルに達し、その後、米財務省は、公務員退職・障害基金（CSRDF）や郵政公社退職者医療給付基金（PSRHBF）への追加投資を停止するなどの特別措置を講じ、資金を手当てしている。ただ、今のままでは早ければ 6 月 1 日にも債務不履行に陥る可能性が指

摘されている。共和党が多数を占める議会下院は、債務上限を 1.5 兆ドル引き上げる代わりに、今後 10 年間の政府支出の伸びを 1%に抑えるほか、バイオ燃料の税額控除の終了や学生ローンの返済免除の取り消しなどを通じて、計 4.8 兆ドルの歳出を削減する法案を 4 月 26 日に可決した。もっとも、バイデン大統領は、民主党の主要政策であるグリーンエネルギー関連の支出削減を受け入れることに難色を示している。こうしたなか、バイデン大統領と共和党のマッカーシー下院議長は、5 月に入り 9 日、16 日と 2 度会談を実施したが、議論は平行線のままとなっている。ホワイトハウスの試算によれば、仮に長期のデフォルトに陥った場合、失業率は 5.0%上昇し、実質 GDP を 6.1%押し下げるとのことである。こうした事態が起きれば、共和党、民主党ともに世論の批判は免れない。今回も資金繰りが行き詰まる「X デー」間近まで不透明感が高い状態が続くとみられるが、最終的には共和党の法案内容を修正し、民主党が一部の歳出削減策を受け入れる形で合意に至るというのがメインシナリオである。

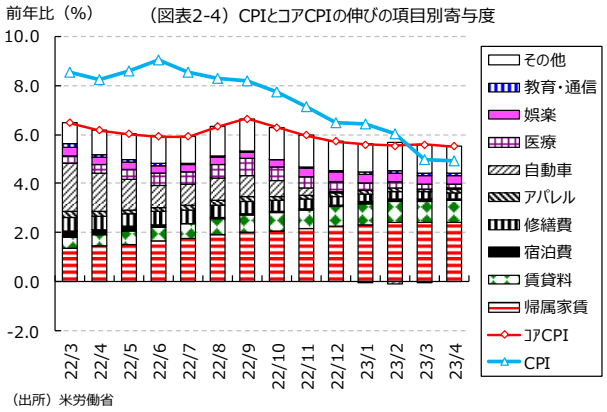
コア CPI の伸びは鈍化へ

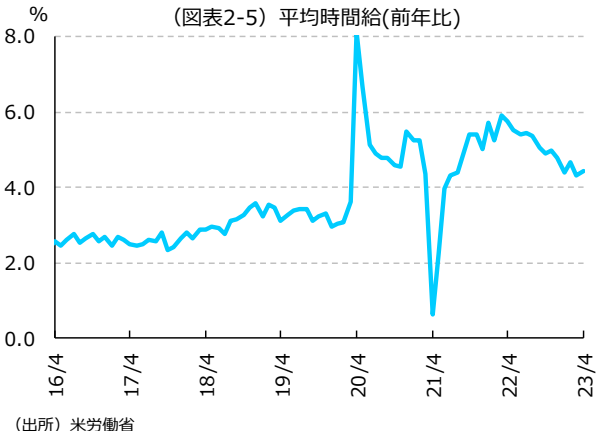
4 月の米 CPI は前年比＋4.9%と、10 ヵ月連続で伸びが鈍化した。食品とエネルギーを除いたコア CPI も同＋5.5%と、2 ヵ月ぶりに鈍化した（図表 2-4）。コア CPI を財とサービスに分けると、コア財が同＋2.0%と小幅な伸びにとどまっているのに対し、コアサービスは同＋6.8%と高い伸びとなっている。

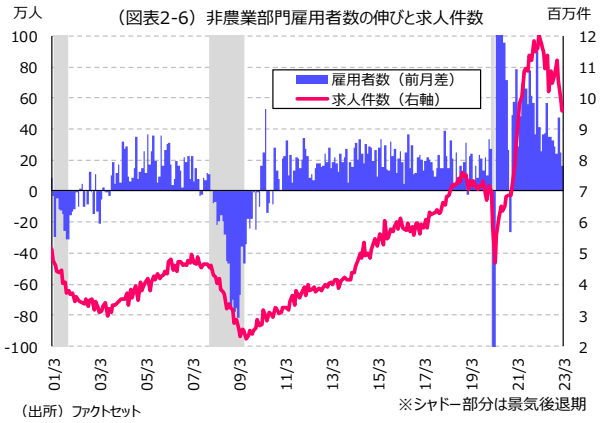
コア財の約 3 割を占める自動車（新車及び中古車）の生産は、半導体をはじめとする部品不足の緩和に伴い今後も回復傾向で推移するとみられる。一方、自動車ローンの金利が上昇していることから需要は弱含むと予想され、自動車価格は今後も低下傾向が続くと予想する。

サービス価格の動向を占ううえで重要となる賃金の推移を見ると、4 月の時間当たり賃金は前年比＋4.4%と、前月の同＋4.3%から伸びが拡大したものの、均せば低下傾向が続いている（図表 2-5）。雇用者数が増加しつつも、求人件数はピークアウトしており、労働需給は緩和に向かっている（図表 2-6）。こうしたなか、賃金の上昇ペースは今後も鈍化傾向が続くと見込まれる。

賃貸料や帰属家賃を含む住居関連は一度上昇すると下がりにくい性質があることから、高止まりが続いている。もっとも、4 月は前年比＋8.1%と、2021 年 2 月以来はじめて伸びが前月から鈍化した。足元では住宅価格の上昇は頭打ちとなっており、住居関連項目の寄与は次第に低下に向かうと予想する。コア CPI は、







2023 年末に前年比＋3%台半ば、2024 年末には FRB が目標とする同＋2%程度まで鈍化すると予想する。

個人消費は 2023 年後半に減速

米国の実質個人消費支出は、物価高が続くなかでも、均せばコロナ感染拡大前のトレンドラインに沿った形で堅調な推移が続いている（図表 2-7）。

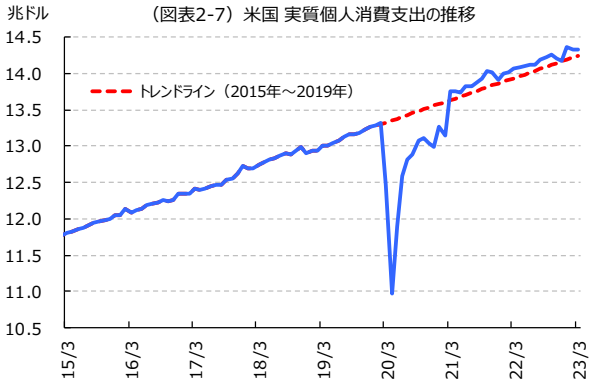
これまでの個人消費を下支えしてきた過剰貯蓄の規模を推計すると、今年の 1－3 月期時点でまだ 1 兆ドル程度残っている（図表 2-8）。これまでの取り崩しペースを考えれば、過剰貯蓄は少なくとも 2023 年にわたって、個人消費の下支え要因になると予想される。

一方で、家計の信用条件の悪化や雇用環境の軟化は今後の個人消費の重石になるとみる。FRB が 4 月に実施したシニア・ローン・オフィサー・オピニオン・サーベイ（SLOOS）によれば、融資基準を厳格化させた銀行の割合から緩和させた銀行の割合を差し引いた DI は、商工業融資（大・中規模企業向け）が 46.0%ポイント、消費者ローン（クレジットカード）向けが 30.4%ポイントとなるなど、企業向け・家計向けを問わず急上昇している（図表 2-9）。

FRB は 5 月 FOMC（米連邦公開市場委員会）での政策金利引き上げを最後に、今回の利上げサイクルを終了させたとみているが、過去の推移を見る限り、銀行の融資基準が緩和に向かうのは FRB が利下げを開始して一定期間が過ぎた後である。ましてや、金融不安がくすぶり続けていることを考えれば、利上げ打ち止めや利下げ開始が貸出態度の軟化に即座につながる展開は期待しづらい。

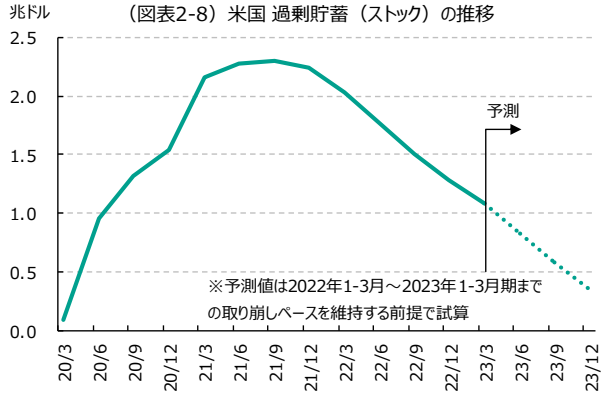
ニューヨーク連銀の調査によれば、1 年後に現在より信用獲得が「非常に困難」、「やや困難」になると予想する家計の割合は高止まりしている。クレジットカードローン金利は上昇傾向が続いており、昨年 10－12 月期には約 20%に達している。金利の上昇に呼応する形で延滞率も高まっており、借り入れによる消費は今後、減少に転じる可能性が高い。4 月の非農業部門雇用者数の伸びは前月比＋25.3 万人と、足元の雇用環境は堅調だが、雇用者数はすでにコロナ禍前の水準に戻っており、今後は増加ペースが鈍化していくことが見込まれる。過剰貯蓄が引き続き下支え役になるほか、インフレ率の鈍化が見込まれることから、個人消費が大きく落ち込む展開は考えにくいが、2023 年後半にはコロナ感染拡大前のトレンドをやや下回る推移に転じると予想する。ただ、2024 年には FRB による利下げにより、クレジットカードロー

（図表2-7）米国 実質個人消費支出の推移



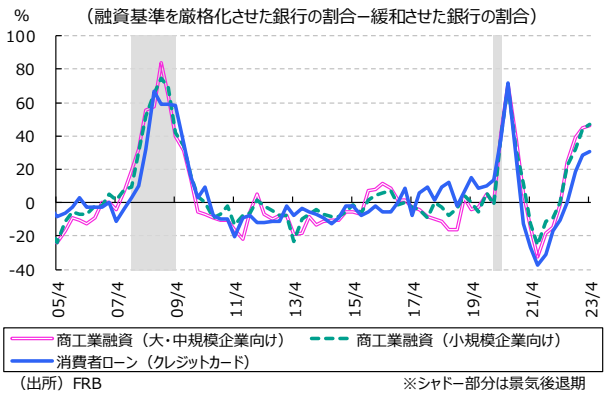
（出所）ファクトセットより明治安田総研作成

（図表2-8）米国 過剰貯蓄（ストック）の推移



（出所）ファクトセットより明治安田総研作成

（図表2-9）銀行の貸出態度
（融資基準を厳格化させた銀行の割合－緩和させた銀行の割合）



（出所）FRB　※シャドー部分は景気後退期

ンなどの借入金利が低下するなかで、個人消費は持ち直しに向かうとみる。

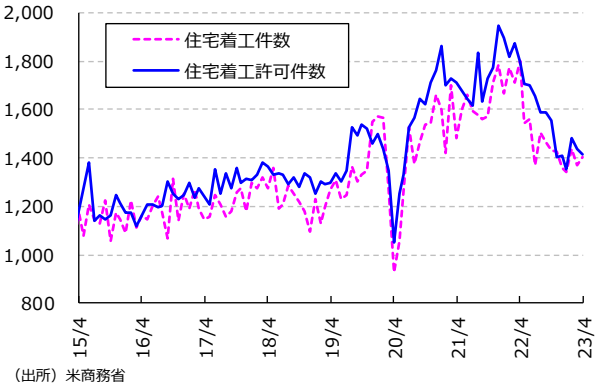
住宅投資は 2024 年に持ち直し

4 月の住宅着工件数は前月比＋2.2%と、2 ヵ月ぶりにプラスとなったが、前月（同▲4.5%）の落ち込みを取り戻すには至らなかった（図表 2-10）。住宅着工の先行指標とされる住宅着工許可件数は同▲1.5%と、2 ヵ月連続でマイナスとなった。

一方、住宅建設業者の景況感を示す住宅市場指数を見ると、5 月は 50 と 5 ヵ月連続で上昇した（図表 2-11）。また、コンファレンスボードの調査によれば、6 ヵ月以内に新居を購入する予定がある人の割合（6 ヵ月後方移動平均）は底を打ち、家計の住宅購入意欲は戻りつつある。

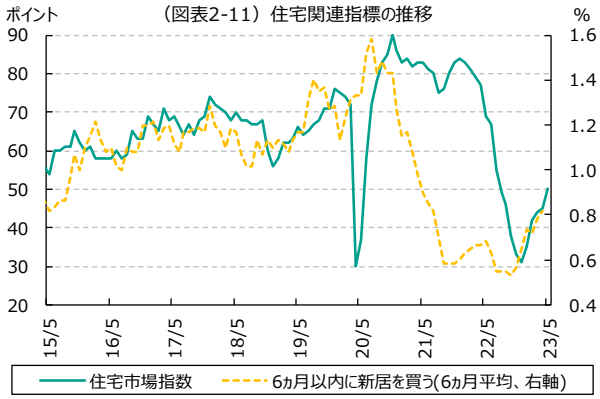
とはいえ、30 年固定住宅ローン金利は 6%を超えるなど、依然として高水準である。住宅価格の上昇には一服感が出てきてはいるものの、過去の水準と比べれば高く、住宅取得に二の足を踏む人は多いと考えられる。住宅投資は 2023 年にわたって軟調な推移が続くとみる。ただ、その後は需要低迷を反映して住宅価格が低下傾向に転じると見込まれるほか、FRB の利下げによって住宅ローン金利も低下することから、2024 年末にかけて徐々に持ち直すと予想する。

（図表2-10）住宅着工件数と住宅着工許可件数の推移



（出所）米商務省

（図表2-11）住宅関連指標の推移



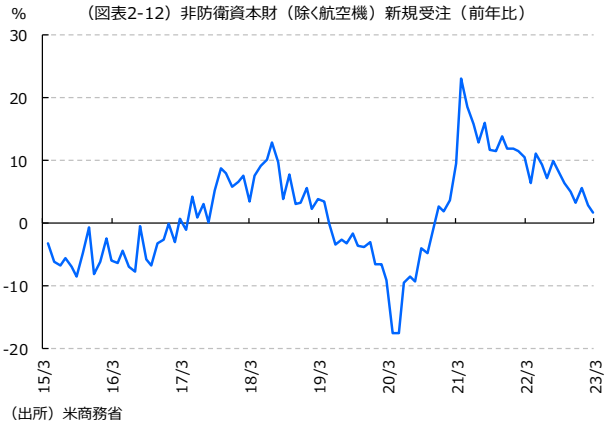
（出所）NAHB、コンファレンスボード

設備投資もしばらくは軟調な推移へ

設備投資の先行指標とされる非防衛資本財新規受注（除く航空機、前年比）は低下基調をたどっており、コロナ禍からの経済活動再開に伴って見られた設備投資への積極姿勢は一服している（図表 2-12）。実質 GDP の設備投資に先行する傾向がある ISM 製造業新規受注指数を見ると、4 月は 45.7 と 8 ヵ月連続で好不況の境目である 50 を割り込んでいる。

全米製造業協会（NAM）が行なった2023年1－3月期の製造業予測調査において、「現在直面している主要な課題」を尋ねたところ、1年前に比べて「輸送・物流コスト」や、「サプライチェーンの目詰まり」などが減少する一方、「国内景気、自社製品への国内需要の鈍化」が大きく増加している（図表2-13）。FRB の利上げなどに伴う米国景気の先行き不透明感の高まり

（図表2-12）非防衛資本財（除く航空機）新規受注（前年比）

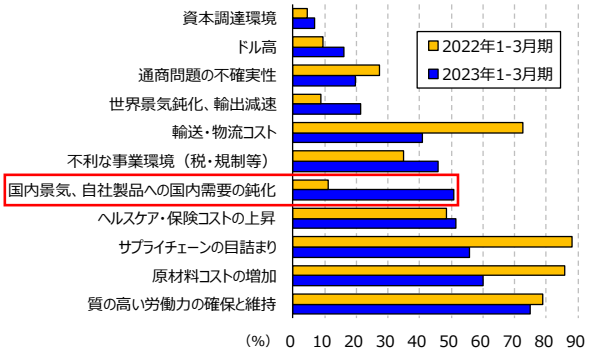


（出所）米商務省

明治安田総合研究所

が、企業にとっての懸案事項となっている様子がうかがえる。金融不安がくすぶり続けていることに加え、FRB が利上げ終了後も政策金利を維持する可能性が高いことを考慮すると、2023年の設備投資は低迷を余儀なくされると見込む。もっとも、2024年は FRB が利下げに転じるなか、借入コストの低下を追い風に設備投資は回復トレンドに復すると予想する。

（図表2-13）企業が現在直面している主要な課題



（出所）全米製造業協会（NAM）　※複数回答可のため、合計が100%を超過

2023 年末以降の利下げを見込む

5 月 2、3 日開催の FOMC では、FRB は政策金利である FF レートの誘導目標を 0.25%引き上げ、5.00－5.25%とした。雇用環境が依然として堅調に推移しており、物価の伸びも高水準であることから、10 会合連続の利上げを決めた。

FOMC 後に公表された声明文では、金融政策の先行きに関して、「累積した金融政策引き締め、金融政策が経済活動とインフレに及ぼす遅行効果、経済・金融の動向を考慮する」との考えを維持した一方、「いくらか追加の政策引き締めが適切かもしれない」との文言を削除し、利上げ停止が近づいてきている可能性を示唆した。

パウエル議長は、今後の金融政策の方針に関して、あくまでデータに依拠するとの考えを強調している。FRB が重視しているコア PCE デフレーターに関しては、3 月は前年比＋4.6%と依然として目標を上回る伸びとなっている。4 月の雇用統計では、失業率は 3.4%と 2 ヵ月連続で低下（改善）した。一方で、パウエル議長は FOMC 後の記者会見で、足元の実質金利とされる 2%は実質中立金利よりもかなり高い水準にあるとの認識を示している。また、今後の政策反応関数について、インフレ率、賃金、経済成長、労働市場以外に、信用収縮の動向にも注意を払うとしている。銀行の貸出基準がすでに厳格化していることを考えれば、FRB は 5 月 FOMC での政策金利引き上げを最後に、利上げサイクルを終了させたとみる。その後は、米国景気の減速基調が鮮明化し、物価上昇圧力が緩和することもあって、FRB は 2023 年末以降利下げに転じ、2024 年末には FF レートは 3.00－3.25%まで低下すると予想する。（担当：前田）

３．欧州経済見通し

＜要　　約＞

ユーロ圏の 1－3 月期実質 GDP 成長率は前期比＋0.1%と、小幅ながらプラスとなった。2023 年のユーロ圏景気については、エネルギー調達難への懸念が残るほか、ECB の利上げに伴う借入コストの増加が設備投資の重石になるとみる。米国景気の減速で外需も停滞気味の推移を予想する。個人消費については、インフレ率の鈍化傾向が続くことに加え、賃金が上昇することから年後半に持ち直すとみるが、景気は全体として低空飛行が続くと予想する。2024 年は、供給体制の安定化が進むことでエネルギー不足の問題が解決に向かうほか、ECB の利下げが下支え役になることから、景気は上向く展開を予想する。

英国の 1－3 月期実質 GDP 成長率は前期比＋0.1%と、小幅のプラスだった。在庫投資の寄与がプラスとなる一方、ストライキの影響で政府支出の寄与がマイナス、外需の寄与もマイナスとなった。物価高の影響により、個人消費の寄与も低下した。2023 年の英国景気は、政府による光熱費対策などに下支えされる一方、高水準の物価が引き続き個人消費や設備投資の抑制要因になるとみる。最大の貿易相手である EU や米国の景気減速により、輸出も伸び悩むことから、停滞気味の推移を予想する。もっとも、2024 年にはインフレ率が 2%近辺まで低下するとみられるのに加え、EU や米国の景気が回復に向かうことで、緩やかながら持ち直すと予想する。

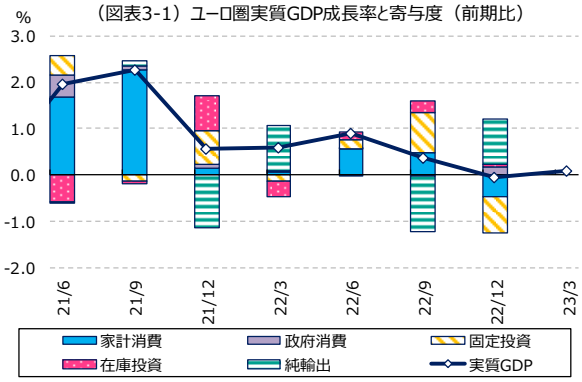
1－3 月期実質 GDP 成長率は小幅プラス

1－3 月期のユーロ圏実質 GDP 成長率は前期比＋0.1%と、小幅ながらプラスとなった（図表 3-1）。主要国の成長率は、ドイツ（同▲0.5%→±0.0%）、フランス（同±0.0%→＋0.2%）、イタリア（同▲0.1%→＋0.5%）、スペイン（同＋0.4%→＋0.5%）と、ドイツを除いてプラスとなった。

GDP 成長率と連動性が高いユーロ圏総合 PMI（企業購買担当者景気指数）を見ると、4 月は 54.1 と、好不況の境目となる 50 を 4 ヵ月連続で上回った（図表 3-2）。業種別では、製造業が 45.8 と 3 ヵ月連続で悪化する一方、サービス業は 56.2 と 5 ヵ月連続の改善となり、サービス業主導で景況感は持ち直しが続いている。

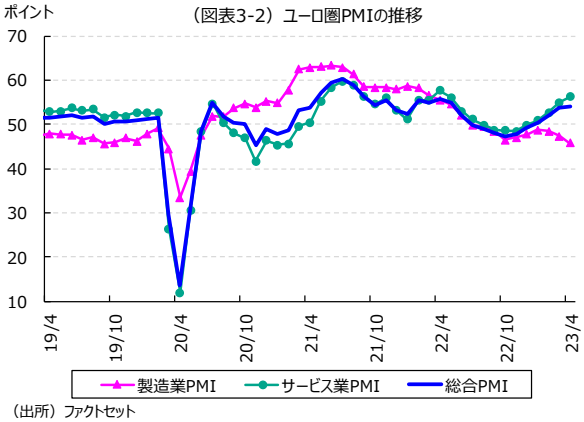
昨年後半以降、ユーロ圏景気の懸念材料となっていたエネルギー問題は最悪期を脱した可能性が高い。欧州では、ロシアからのノルド・ストリーム経由の天然ガス輸入が停止したことなどに伴い、ガス在庫が枯渇

（図表3-1）ユーロ圏実質GDP成長率と寄与度（前期比）



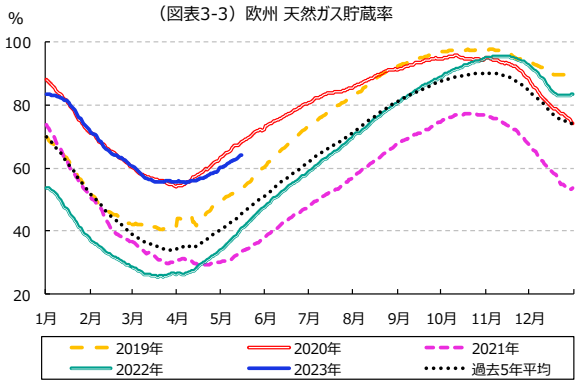
（出所）ユーロスタット

（図表3-2）ユーロ圏PMIの推移



（出所）ファクトセット

するリスクが高まったが、ガス需要削減の取組みに加え、記録的な暖冬が追い風となり、天然ガス貯蔵率は、足元で過去5年平均を上回って推移している（図表3-3）。今後もロシアからのパイプライン経由でのガス輸入が再開する可能性は低いものの、ユーロ加盟国は、代替調達先の確保や LNG（液化天然ガス）の受け入れ基地の整備など、すでに来冬に向けた対応を進めている。ただ、今年は中国のゼロコロナ政策の解除に伴う景気回復などで、アジアの LNG 需要の増加が見込まれる。また、欧州では近年、風量が不十分であることに伴う風力発電量の減少や、夏場の猛暑と雨不足による石炭輸送の遅滞など、天候要因によるエネルギーの供給不足が常態化している。こうした点を踏まえると、2023 年中はエネルギー調達難への懸念が企業の生産や設備投資意欲の下押し圧力になると予想する。もっとも、2024 年は、中国景気の回復ペースの鈍化が見込まれるほか、調達先の多様化に伴う供給体制の安定化が進むことから、エネルギー調達の問題は解決に向かうと予想する。

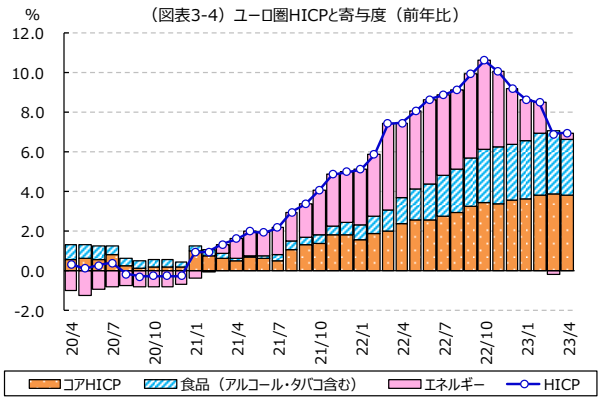


（図表3-3）欧州 天然ガス貯蔵率
（出所）AGSI＋公表資料より明治安田総研作成

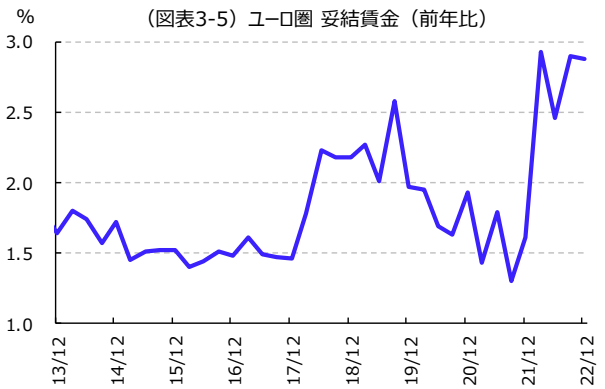
今後のユーロ圏景気については、2023 年はエネルギー調達難への懸念が残るほか、ECB の利上げに伴う借入コストの増加が設備投資の重石になるとみる。米国景気の減速で外需も停滞気味の推移を予想する。個人消費は、インフレ率の鈍化傾向が続くことに加え、賃金が上昇することから年後半に持ち直すとみるが、景気は全体として低空飛行が続くと予想する。ただ、2024 年には、供給体制の安定化が進むことからエネルギー不足の問題が解決に向かうほか、ECB の利下げが下支え役になることから、景気が上向く展開を予想する。

物価は緩やかに鈍化

ユーロ圏の4月の総合 HICP（消費者物価指数）は前年比＋7.0%と、6ヵ月ぶりに伸び幅が拡大した（図表3-4）。速報値で公表される主要4分類を見ると、食品・アルコール・タバコ（3 月：寄与度＋3.23%ポイント→4 月：同＋2.82%ポイント、寄与度差：▲0.41%ポイント）、エネルギーを除く工業製品（同＋1.75%ポイント→同＋1.64%ポイント、同▲0.11%ポイント）の寄与幅がマイナスとなった一方、エネルギー（同▲0.20%ポイント→同▲0.14%ポイント、同＋0.06%ポイント）、サービス（同＋2.11%ポイント→同＋2.16%ポイント、同＋0.05%ポイント）はプラスとなった。今後は、エネルギーの物価上昇率に対する寄与は低下傾向が続くほか、食品価格の上昇も穀物の先物価格が一時に比べて低水準となっていることから、2023 年後半には落ち着くと予想する。



（図表3-4）ユーロ圏HICPと寄与度（前年比）
（出所）ユーロスタット



（図表3-5）ユーロ圏 妥結賃金（前年比）
（出所）ファクトセット

一方、賃金上昇に伴ってサービス価格は当面の間、

上昇基調の持続が見込まれる。ユーロ圏の 2022 年 10－12 月期の妥結賃金は前年比＋2.9%と、高い伸びになっている（図表 3-5）。物価高が続くなか、賃上げを求める動きは過熱している。ドイツでは、3 月下旬に統一サービス産業労組ベルディと鉄道運輸労組 EVG が 10%以上の賃上げを求めてストライキを実施し、鉄道の運休や航空機の発着遅れが発生するなど、日常生活に支障をきたす事態が生じている。政府も対応を迫られており、ユーロ加盟国の多くは、賃金水準が低い労働者層への影響を考慮し、最低賃金の引き上げを行なっている。労働組合による賃上げ交渉や、政府による最低賃金の引き上げは今後も継続される可能性が高い。もっとも、生活必需品の価格が時間の経過とともに落ち着くことで、賃上げのモメンタムも次第に弱まるとみられ、2024 年には賃金の上昇幅は縮小に向かうと予想する。今後のユーロ圏のインフレ率は緩やかな鈍化傾向が続き、2024 年後半に ECB の目標とする 2%近辺に収束すると予想する。

個人消費は 2023 年後半以降持ち直し

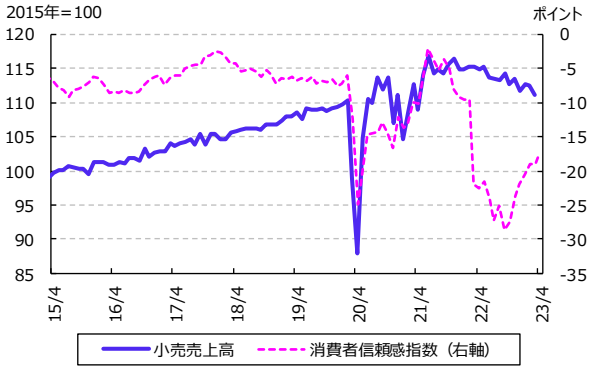
GDP 統計上の個人消費と概ね似た動きをするユーロ圏の実質小売売上高を見ると、3 月は前月比▲1.2%と、2 ヵ月連続でマイナスとなった（図表 3-6）。内訳を見ると、ガソリン（同＋1.6%）はプラスだったものの、飲食物・タバコ（同▲1.4%）、ガソリンを除く非食品（同▲1.1%）は売上が減少した。四半期ベースで見ると、1－3 月期は前期比▲0.4%と、5 四半期連続のマイナスであり、物価高の影響で個人消費は弱めの推移が続いている。

3 月のユーロ圏の失業率は 6.5%と、前月から 0.1%ポイント低下し、統計開始以来の最低値を更新した（図表 3-7）。雇用環境は当面の間、堅調に推移するとみられ、個人消費の下支え役になると見込まれる。労働需給の引き締まりを受け、賃金も上昇傾向となっているほか、インフレ率は今後も鈍化傾向で推移することから、今後、実質賃金は上昇に向かうとみる。消費者マインドも改善しはじめており、個人消費は 2023 年後半から 2024 年にかけて、持ち直しの動きが続くと予想する。

借入コストの増加が設備投資の重石に

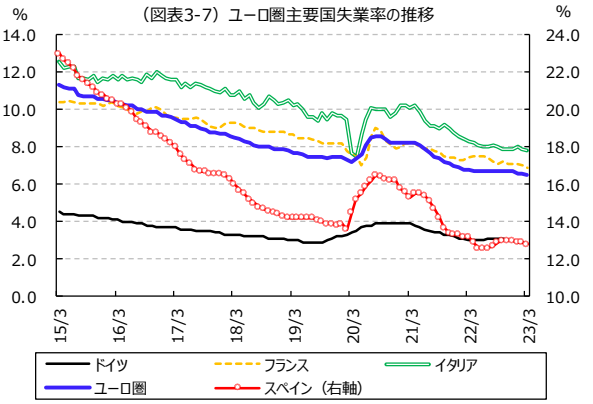
1－3 月期の銀行貸出調査によれば、銀行の貸出基準はリスク認識の高まりによって厳格化した（図表 3-8）。米国で金融不安がくすぶるなか、3 月にクレディ・スイスの経営不安が表面化したが、現時点でそれ以外の欧州の金融機関への広がりは見られていない。た

（図表3-6）ユーロ圏小売売上高と消費者信頼感指数



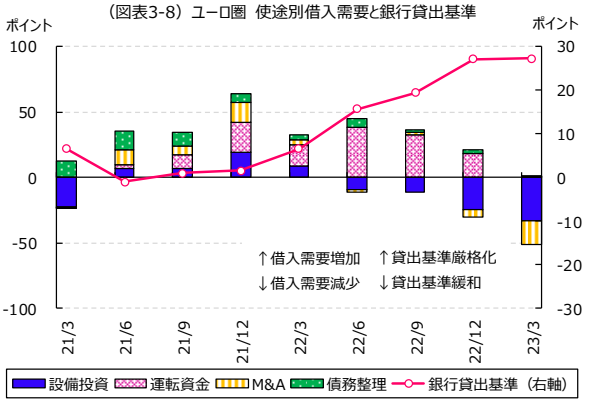
（出所）ファクトセット

（図表3-7）ユーロ圏主要国失業率の推移



（出所）ファクトセット

（図表3-8）ユーロ圏 使途別借入需要と銀行貸出基準

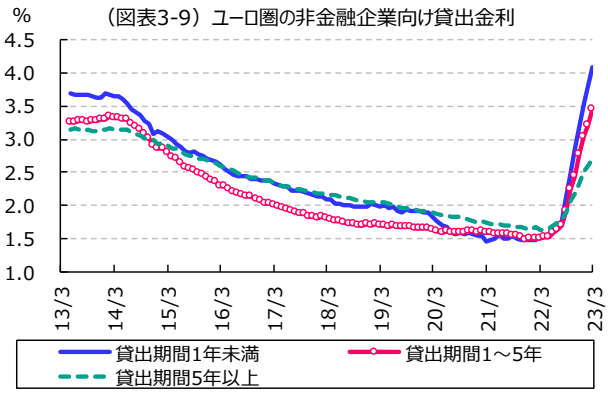


（出所）ECB「Bank Lending Survey」

だ、ECB の利上げに伴う流動性、資金調達リスクは残ることから、銀行の貸出態度がすぐに軟化に向かう展開は期待しづらい。

企業の借入需要は前期から減少した。資金使途別の内訳を見ると、設備投資向けの資金需要は、昨年 4－6 月期以降 4 四半期連続で減少している。欧州委員会の設備投資サーベイ調査によれば、2023 年の企業の設備投資計画は昨年 10－11 月時点で前年比＋15.4%と、計画上は高い伸びを保っている。もっとも、ユーロ圏の非金融企業向けの貸出金利は ECB の利上げに呼応する形で急上昇しているほか（図表 3-9）、金融不安への警戒感が残ることから、企業の設備投資姿勢は慎重化が予想され、2023 年の設備投資は低迷を見込む。ただ、2024 年は ECB の利下げの効果に加え、米国景気の持ち直しによって外需も回復に向かうとみられることから、徐々に上向く展開を予想する。

（図表3-9）ユーロ圏の非金融企業向け貸出金利



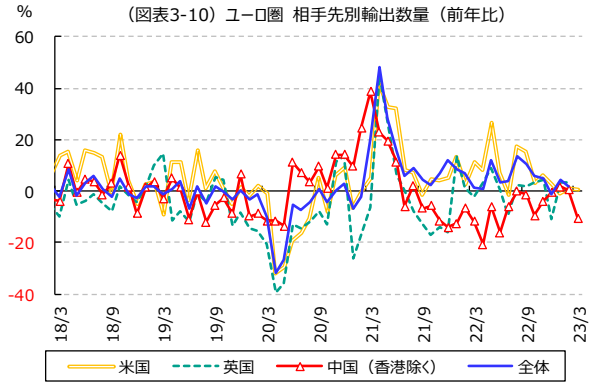
（出所）ファクトセット

輸出は 2024 年に回復

3 月のユーロ圏の輸出金額は前月比▲0.1%と、3 ヵ月ぶりのマイナスとなった。輸出数量に関しては均せば横ばい圏での推移が続いている（図表 3-10）。中国向けの勢いが鈍化しつつあるほか、米国、英国向けが停滞気味の推移となっている影響が大きい。

今後の主要貿易相手国の景気動向を見ると、米国では、金融不安がくすぶり続ける可能性が高いほか、FRB による利上げの影響がタイムラグを伴って実体経済に現れることで、景気は減速が見込まれる。英国も、BOE（イングランド銀行）の利上げが景気の足枷になるとみる。中国景気は、ゼロコロナ政策の解除が押し上げ要因となるが、不動産市場の低迷の影響は尾を引くとみられ、緩やかな回復にとどまる可能性が高い。

（図表3-10）ユーロ圏 相手先別輸出数量（前年比）



（出所）ファクトセット

2023 年のユーロ圏の輸出は、中国向けが回復に向かうものの、米国向けや英国向けの低迷が見込まれることから、停滞気味の推移が続くと予想する。もっとも、FRB や BOE が利下げに転じた後は、米国、英国とも景気の持ち直しが予想されることから、2024 年の輸出は再び回復に向かうとみる。

ECB は 7 月まで利上げを実施し、2024 年に利下げに転じる

5 月の ECB の政策理事会では、主要政策金利を 0.25%引き上げることを決定した（図表 3-11）。4 会合ぶりに利上げ幅を縮小させ、これで主要政策金利は預金ファシリティ金利が 3.25%、主要リファイナンスオペ金利が 3.75%、限界貸出ファシリティ金利が 4.00%まで引き上げられた。資産買入れ策については、APP（資産買入れプログラム）で保有する資産を 2023 年 6 月末まで平均 150 億ユーロ/月減らした後、7 月には全額再投資を停止することを決めた。2023 年後半の APP における保有資産の償還予定額は総額 1,487 億ユーロとなっている。月によって償還金額は異なるものの、単純平均で 248 億ユーロ/月の資産

明治安田総合研究所

を縮小する形となる。なお、PEPP（パンデミック緊急買入れプログラム）で買い入れた資産については、今まで通り全額再投資を行なう。

声明文では、これまでの利上げの影響について、「過去の利上げの効果はユーロ圏の金融環境には力強く伝達されているものの、実体経済に対するラグや伝達の強さは依然として不確実なままである」との認識を示した。今後の金融政策の方針に関しては、データに依拠したアプローチを継続するとした一方で、「中期的なインフレ率を目標である 2%に適時に戻すのを確実にするため、政策金利を十分に制限的な水準に引き上げ、必要な限りその水準を維持する」とし、利上げサイクルが終了した後も、当面は政策金利を高い水準にとどめる考えを示している。

（図表3-11）ECBの主な金融政策

政策金利
預金ファシリティ金利　　：＋3.25%
主要リファイナンスオペ金利：＋3.75%
限界貸出ファシリティ金利　：＋4.00%

資産買入れ
・APP（資産買入れプログラム）
債券の買入れは2022年7月1日に終了
償還された債券の再投資を一部取りやめることを通じて、資産の縮小を2023年3月より開始し、6月末まで平均150億ユーロ/月の資産を縮小
2023年7月に再投資を停止
・PEPP（パンデミック緊急買入れプログラム）
債券の買入れは2022年3月末に終了
償還された債券の再投資は2024年末まで実施（期間、資産クラス、対象国は柔軟に変更）
・TPI（伝達保護措置）を導入

民間金融機関への資金供給オペレーション
2022年11月23日以降、TLTROⅢ（条件付き長期資金供給オペレーション第3弾）の適用金利を変更

※赤字は5月政策理事会での変更点

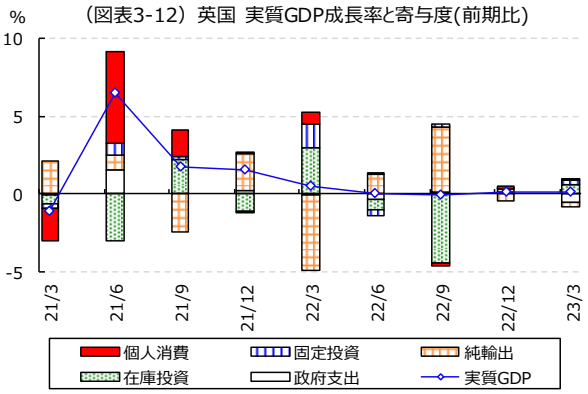
（出所）ECB公表資料より明治安田総研作成

銀行貸出の厳格化や企業の資金需要の減少など、ECB によるこれまでの利上げの効果が出始めてはいるものの、インフレ率は当面目標である 2%を上回って推移すると予想される。ラガルド総裁は、5 月の理事会では利上げ幅に関し、50bp と 25bp を主張するメンバーはいたものの、すえ置きを主張するメンバーはいなかったと述べた。理事会後も、フランス中央銀行のビルロワドガロー総裁や、リトアニア中銀のシムクス総裁が今後の複数回の利上げを支持する発言を行なっていることも踏まえると、ECB は主要政策金利を 6 月と 7 月に 0.25%ずつ引き上げるとみる。もっとも、ユーロ圏景気は停滞気味の推移が見込まれることから、2024 年は最初の会合以降、0.25%の利下げを 6 回実施し、政策金利（主要リファイナンスオペ金利）を 2.75%まで引き下げると予想する。

英国景気は2024年に緩やかに持ち直し

英国の1－3月期実質GDP成長率は前期比＋0.1%と、小幅にプラスだった（図表3-12）。在庫投資の寄与がプラスとなる一方、ストライキの影響で政府支出の寄与がマイナス、外需の寄与もマイナスとなった。物価高の影響により、個人消費の寄与も低下した。

（図表3-12）英国 実質GDP成長率と寄与度(前期比)

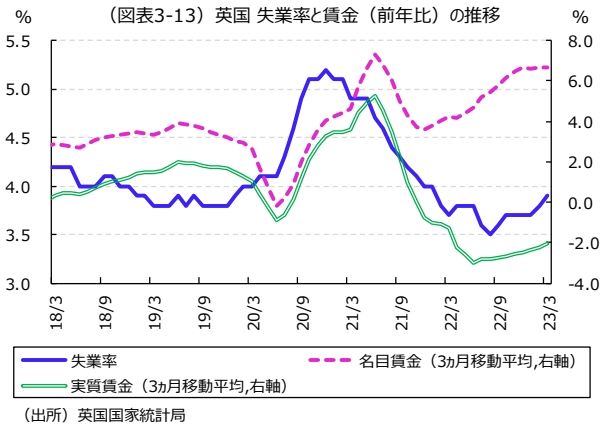


（出所）英国国家統計局　　※統計上の誤差あり

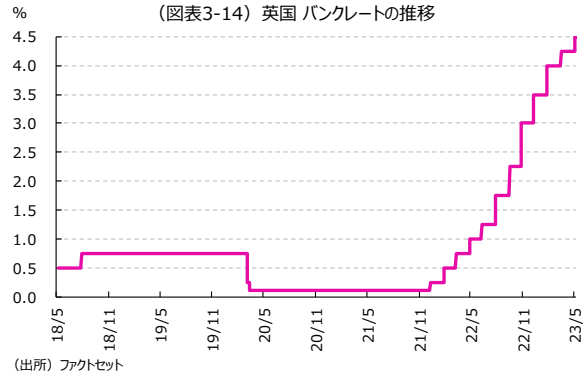
英国の3月のCPIは前年比＋10.1%と、前月から伸びが鈍化したものの、食料価格の高止まりや賃金上昇によるサービス価格の上昇などを背景に、依然として二桁の高い伸びとなっている。もっとも、前年のエネルギー価格上昇に伴うベース効果が剥落するほか、インフレ率の低下に伴って賃上げ機運も後退することなどから、2024年にはBOEが目標とする2%近辺に収束するとみる。

雇用・所得環境を見ると、1－3月の失業率は3.9%と、依然として低水準を維持しているが（図表3-13）、

名目賃金の上昇率がインフレ率を下回るなか、実質賃金の伸びがマイナス圏での推移となる状況が続くと見込まれるため、今年の個人消費は低迷を予想する。ただ、2024年にかけては、物価の伸びが鈍化することで、実質賃金がプラスに転じるとみられることなどから持ち直すとみる。



（出所）英国国家統計局



（出所）ファクトセット

BOEは5月のMPC（金融政策委員会）で、政策金利であるバンクレートを4.25%から4.50%に引き上げた（図表3-14）。今後の利上げに関するフォワードガイダンスでは、「より持続的なインフレ圧力を示す証拠があれば、さらなる金融引き締めが必要となる」と、前回3月会合の方針が維持された。また、四半期毎に公表されるMPR（金融政策報告書）のGDP成長率見通しは、2023年4－6月期以降、2026年4－6月期まで13四半期連続のプラス成長を見込んでいる。また、インフレ率見通しは前回2月のMPRから上方修正され、BOEの物価目標である2%を下回る時期が、2024年4－6月期から2025年1－3月期へと後ろ倒しされた。失業率見通しも、労働需要が予想以上に底堅いことなどを反映し引き下げられた。経済・物価見通しの上方修正に加え、今後の利上げに関するフォワードガイダンスが維持されたことも踏まえると、BOEは次回6月のMPCでも0.25%の利上げを実施し、政策金利を4.75%まで引き上げると予想する。もっとも、これまでの累積的な利上げの効果により、今後実体経済にさらなる下押し圧力がかかることが予想されることから、6月会合での利上げを最後に、政策金利をすえ置くとみる。

英国政府が昨年11月に公表した「秋季財政報告」では、2023年4月以降、家庭用のエネルギー料金の上限を年間2,500ポンドから3,000ポンドに引き上げるとしていたが、その後、3月の「春季財政報告」では、同料金の上限を2023年6月末まで年間2,500ポンドにすえ置くことを決定した。政府による光熱費対策は、インフレ率の押し下げや家計の実質購買力の落ち込みを一定程度緩和するとみられる。

2023年の英国景気は、政府による光熱費対策などに下支えされる一方、高水準の物価が引き続き個人消費や設備投資の抑制要因になるとみる。最大の貿易相手であるEUや米国の景気減速により、輸出も伸び悩むことから、停滞気味の推移を予想する。もっとも、2024年にはインフレ率が2%近辺まで低下するとみられるのに加え、EUや米国の景気が回復に向かうことで、緩やかながら持ち直すと予想する。（担当：前田、木村）

4. 中国経済見通し

＜要　　約＞

中国の 1－3 月期実質 GDP 成長率は前期比＋2.2%と、前期（同±0.0%）から回復、事前の市場予想も上回った。ゼロコロナ政策の解除に伴うペントアップディマンドの発現により、宿泊・飲食業や運輸・倉庫・郵便業などのサービス業を中心に改善した。

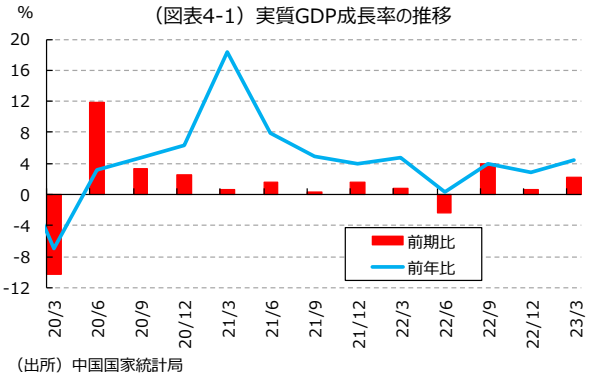
3 月に開催された全人代では、経済成長率目標を昨年の「前年比＋5.5%前後」から、「同＋5.0%前後」に引き下げた。政府は「穏中求進（安定を優先し、安定のなかで前進を求める）」の考えのもと、今年も安定を軸とする政策運営を継続する見込みである。大規模な景気刺激策は期待できないものの、内需拡大やインフラ投資に向けた支援を実施する方針が示されたほか、金融政策も緩和的なスタンスを維持する方針である。

見通し期間中の中国景気は、約 3 年に及んだゼロコロナ政策で蓄積されたペントアップディマンドが引き続き見込まれるほか、政府による景気支援策や穏健な金融政策に下支えされることで、回復基調で推移しよう。ただ、冴えない不動産市場や輸出低迷が足枷となるため、緩やかな回復にとどまるとみる。

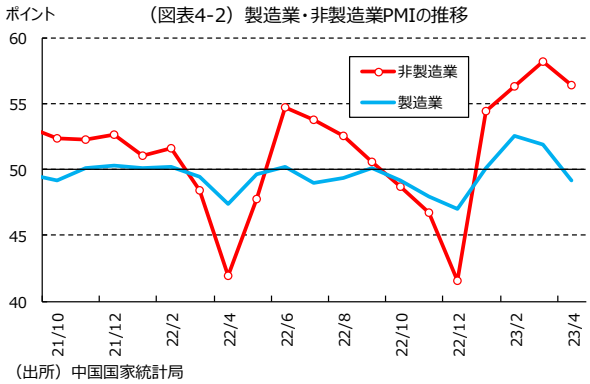
2023 年の実質 GDP 成長率は前年比＋5.3%、2024 年は同＋4.5%と予想する。

1－3 月期の実質 GDP 成長率は市場予想を上回る

4 月 18 日に公表された中国の 2023 年 1－3 月期の実質 GDP 成長率は前期比＋2.2%、前年比＋4.5%と、いずれも前期から改善した（図表 4-1）。業種別の内訳が分かる前年比で見ると、ゼロコロナ政策の解除に伴うペントアップディマンドの発現により、宿泊・飲食業（前年比＋13.6%）や運輸・倉庫・郵便業（同＋4.8%）などのサービス業中心にプラス転換、ないしプラス幅を拡大させた。長らく景気の足を引っ張っている不動産業（同＋1.3%）は 7 四半期ぶりにプラスに転じたものの、小幅な伸びにとどまった。



（図表4-1）実質GDP成長率の推移
（出所）中国国家統計局



（図表4-2）製造業・非製造業PMIの推移
（出所）中国国家統計局

4 月の PMI は、製造業が 49.2 と、4 ヵ月ぶりに景気拡大・縮小の境目である 50 を下回った（図表 4-2）。非製造業は 56.4 と高水準で推移しており、ゼロコロナ政策で落ち込んだ昨年 12 月との比較では、＋14.8 ポイント改善している。サブ指数を見ると、行動制限等が解除されたことでサービス業や建設業などの景況が急回復している。当面は、サービス業などを中心とした非製造業が中国景気を主導する展開が続きそうである。

全人代では内需拡大などの政策方針を示す

3 月 5 日に開幕した全人代（日本の国会に相当）で行なわれた「政府活動報告」において、経済成長率や失業率などの政府目標が示された。2023 年の経済成長率目標は、前年の「前年比＋5.5%前後」から「同＋5.0%前後」へ引き下げられた（図表 4-3）。雇用に関する指標では、都市部調査失業率が「5.5%以内」から、「5.5%前後」へ若干下方修正される一方、都市部新規就業者数は「1,100 万人以上」から「1,200 万人前後」へ上方修正された。物価目標は、「前年比＋3.0%前後」にすえ置かれており、物価の安定と雇用の拡大の両立を目指す方針である。

（図表4-3）全人代で示された主要な政府目標

	22年目標	23年目標
実質GDP成長率	5.5%前後	5.0%前後
消費者物価指数（前年比）	3.0%前後	3.0%前後
都市部調査失業率	5.5%以内	5.5%前後
都市部新規就業者数	1,100万人以上	1,200万人前後
財政赤字（対GDP比）	2.8%前後	3.0%
地方政府特別債券発行額	3.65兆元	3.80兆元
マネーサプライ(M2)の伸び	名目GDP成長率に基本的に一致	名目GDP成長率に基本的に一致

（出所）中国政府公表資料より明治安田総研作成

（図表4-4）全人代で示された主な政策方針

1.内需の拡大 新エネルギー車などの耐久財消費のほか、教育・医療などサービス消費への支援実施 第14次5ヵ年計画プロジェクトや主要インフラ建設などの推進
2.近代的な産業システムの構築 主要な製造業での技術開発推進、DX（デジタル・トランスフォーメーション）の加速
3.国有企業と民間企業への支援 国有企業の核心的な能力強化と民間企業の権益保護。中小・零細企業の発展支援
4.外資の誘致 対外開放を推進、外資を誘致。国内外の二つの市場・資源の相乗効果を高める
5.経済・金融の重大リスクの防止 地方政府の債務リスクの緩和や不動産市場の安定化、金融監督の強化
6.食糧生産の安定と農村部の開発 穀物生産能力の向上、農村部のインフラ設備強化
7.グリーン開発・投資 環境汚染の予防、新エネルギーシステムの構築
8.国民生活の質向上に向けた取組み 教育・医療の質向上、高齢者向け介護サービスの強化、出産支援制度の改善

（出所）中国政府公表資料より明治安田総研作成

財政政策に関しては、GDP に対する財政赤字比率を前年の「2.8%前後」から「3.0%」へ引き上げたほか、地方政府の特別債券発行予定額を前年から上方修正し、引き続き財政面から景気を下支えしていく方針を示した。金融政策に関しては、広義のマネーサプライ（M2）の伸びを前年同様、「名目 GDP 成長率に基本的に一致させる」とした。流動性を担保し、資金需要に応えることで、実体経済の発展をサポートするとの考えを示している。全体としては、「穏中求進（安定を優先し、安定のなかで前進を求める）」の考えのもと、今年も安定を軸とする政策運営が予想される。

政策方針については、内需拡大に向けた支援策など 8 つの重点分野が掲げられた（図表 4-4）。内需拡大策としては、新エネルギー車などの耐久財消費のほか、教育や医療などの個人向けサービス消費を支援し、個人消費の安定と回復を目指すとした。また、第 14 次 5 ヵ年計画における大型プロジェクトを推進するとしており、主要インフラの建設も引き続き推進する意向を示した。一方、不動産市場については、債務状況の悪化が著しい不動産開発企業の負債比率引き下げなど、不動産業の安定成長を目指すとしたが、「住宅は住むためのものであり、投機のためのものではない」という姿勢は維持された。関連産業も含めれば GDP の約 3 割を占めると言われる不動産市場が、景気回復の足枷となる状況は続きそうである。

見通し期間中の中国景気は、約 3 年に及んだゼロコロナ政策で蓄積されたペントアップディマンドが引き続き見込まれるほか、政府の景気支援策、穏健な金融政策が下支え役となることで、回復基調で推移しよう。ただ、冴えない不動産市場が足枷となるほか、世界景気減速に伴う輸出低迷も下押し要因となることで、緩やかな回復にとどまるとみる。2023 年の実質 GDP 成長率は前年比＋5.3%、2024 年は同＋4.5%と予想する。

個人消費は持ち直しが続く

4 月の小売売上高は前年比＋18.4%と、前月（同＋10.6%）からプラス幅が拡大した（図表 4-5）。ただ、昨年の上海ロックダウンの反動増という面が大きく、2 年前比では＋5.3%と、小幅の伸びにとどま

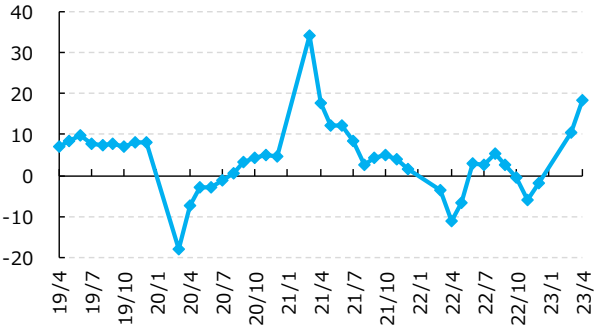
っている。品目別に見ると、ゼロコロナ政策の解除に伴う外出需要の回復により、外食（同＋43.8%）や衣類（同＋32.4%）、宝飾品（同＋44.7%）などの伸びが高い。

中国国家統計局が公表している1人当たりの消費支出額と人口統計を基に、ゼロコロナ政策の行動制限等で下押しされた家計の消費支出額（トレンドラインとの乖離）を推計すると、2020年から2022年にかけての合計額は約4.8兆元にのぼる（図表4-6）。これは、2022年の中国の名目GDPの約4.0%に相当する規模である。この推計額のすべてが今後の消費に回ることはないとしても、繰越需要はそれなりに大きいと考えられる。消費マインドを表す消費者信頼感指数を見ると、3月は94.9ポイントと、上海ロックダウンが実施される前の水準を下回っているもの、足元では改善傾向にあり、目先の個人消費は堅調な推移が期待できる（図表4-7）。

個人消費の先行きを見通すうえで重要な雇用・所得環境を見ると、4月の都市部調査失業率は5.2%と、前月から0.1%ポイント低下（改善）した（図表4-8）。2月以降は、政府目標の「5.5%前後」を下回っている。一方、若年層（16歳～24歳）の失業率は、大卒者の増加などを背景に20.4%と、過去最悪の水準となった。政府は16歳から24歳までの失業者を雇用する企業に対し、雇用補助金を支給するほか、大卒者を雇用する企業に対しては、社会保険や職業訓練に対する補助金等を支給するなどの一連の支援策を打ち出している。PBOC（中国人民銀行）が実施している全国の預金者へのアンケート調査を見ると、雇用期待と収入期待が大きく改善した（図表4-9）。ゼロコロナ政策が解除されたことも、企業の採用意欲の回復につながるとみられる。政府は今年の全人代で、雇用拡大を目指す方針を示しており、雇用の改善ペースが思わしくない場合は、さらなる政策対応も期待できよう。

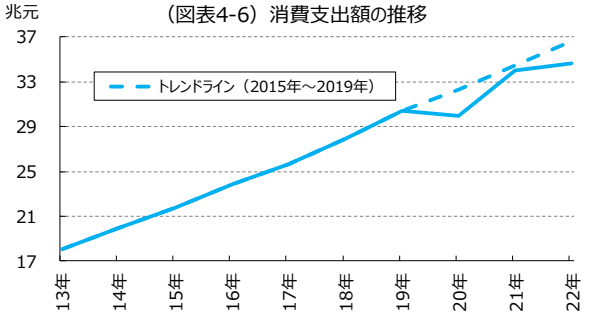
今後の個人消費は、経済活動の正常化に伴うペントアップディマンドが発現するなか、政府による雇用支援策が下支えとなることで、回復基調で推移するとみる。ただ、繰越需要が一巡するにつれて、次第に伸び

（図表4-5）小売売上高の推移（前年比）



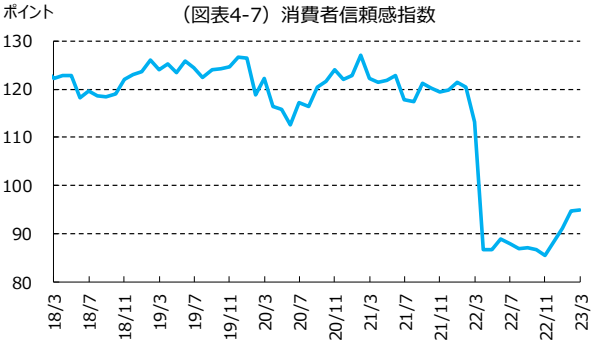
（出所）中国国家統計局　※2月の数値は、1月，2月の累計値

（図表4-6）消費支出額の推移



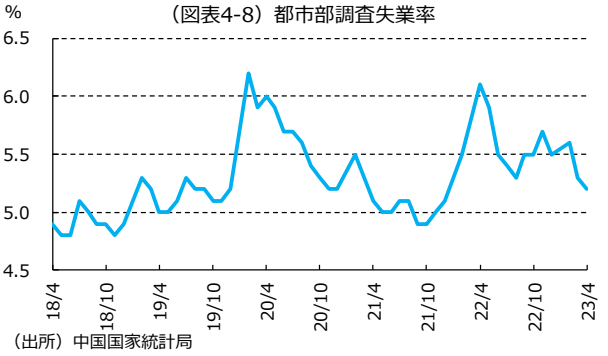
（出所）中国国家統計局資料より明治安田総研作成

（図表4-7）消費者信頼感指数



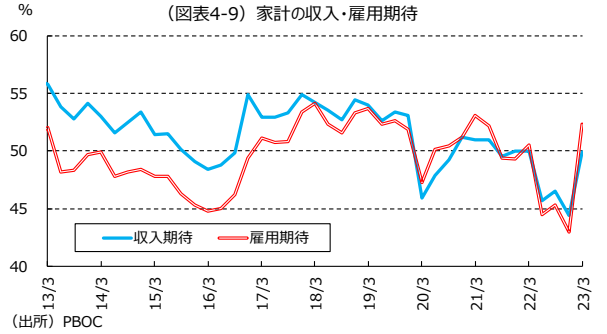
（出所）中国国家統計局

（図表4-8）都市部調査失業率



（出所）中国国家統計局

（図表4-9）家計の収入・雇用期待



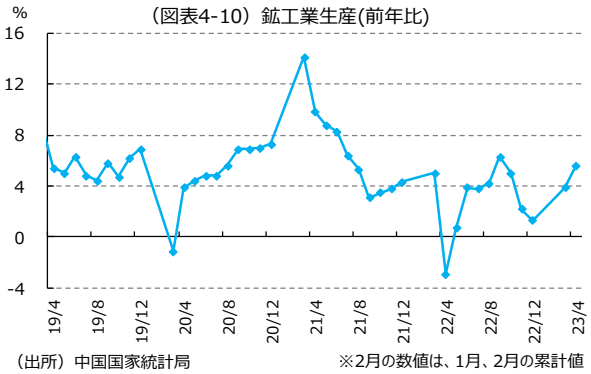
（出所）PBOC

が緩やかになると予想する。

主要輸出品の生産は軟調

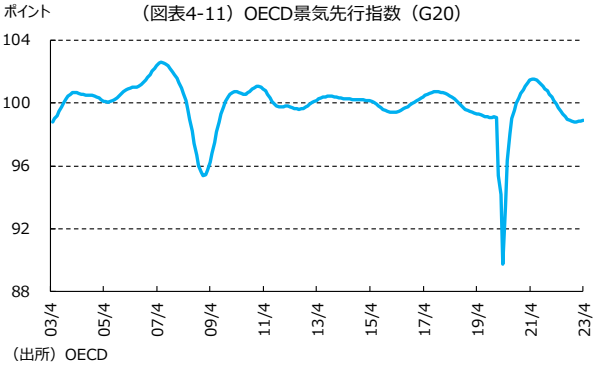
4 月の鉱工業生産は前年比＋5.6%と、前月の同＋3.9%から伸びが加速した（図表 4-10）。もっとも、小売売上高と同様に上海ロックダウンの反動増という面が大きく、前月比では▲0.5%と、5 ヵ月ぶりにマイナスとなっている。

品目別に見ると、自動車や太陽電池、発電設備などの前年比の伸びが高い。自動車は、政府による新エネルギー車等の補助金政策が昨年末にいったん終了したものの、3 月からは北京市や広州市などの一部都市で新たな補助金政策が開始されている。また、大手メーカー各社が新車販売価格の値下げに踏み切ったことも奏功している。中国汽車工業協会（CAAM）が公表した 4 月の自動車販売台数は、上海ロックダウンの反動増もあって前年比＋82.7%と高い伸びとなっているほか、コロナ禍前の 2019 年同月比でも＋9.0%となっている。



（図表4-10）鉱工業生産(前年比)

（出所）中国国家統計局　※2月の数値は、1月、2月の累計値



（図表4-11）OECD景気先行指数（G20）

（出所）OECD

一方、主要輸出品であるマイコン機器やスマートフォンなどの生産は、ゼロコロナ政策の解除でサプライチェーンの問題が改善したにもかかわらず、マイナス圏での推移が続いている。巣ごもり需要の一巡で世界的にパソコン・スマートフォン需要が減退しているほか、世界景気減速を反映している可能性がある。世界景気に先行する傾向がみられる OECD 景気先行指数を見ると、景気拡大・縮小の境目となる 100 を下回る推移が続いており（図表 4-11）、輸出は今後も減速基調をたどる可能性が高い。また、業種別に見ると、米国等との経済摩擦を背景に、ハイテク製造業（前年比＋2.5%）などが製造業全体（同＋6.5%）を下回る伸びで推移している。

1－4 月の累計では、鉄鋼や銑鉄、セメントなどが底堅い。政府によるインフラ投資支援を背景に、中国西部を中心にデータセンターや 5G 基地局などの建設プロジェクトが堅調で、今後もインフラ建設に関連する生産は増加基調が続くとみる。

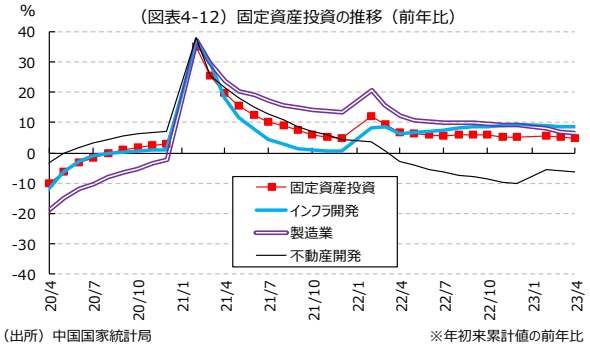
今後の生産活動は、内需向けが持ち直す一方、海外向けが軟調な推移をたどることで、緩慢な回復にとどまると予想する。もっとも、米欧などの主要国の景気が回復に向かう 2024 年には、回復ペースは持ち直すとみる。

固定資産投資は緩やかな回復基調で推移

1－4 月の固定資産投資（年初来累計）は前年比＋4.7%と、前月（同＋5.1%）から伸びが鈍化した（図表 4-12）。企業別に見ると、民間企業（同＋0.4%）がかろうじてプラス圏なのに対し、国有企業（同＋9.4%）は高めの伸びとなっており、政府主導で回復している様子がうかがえる。

セクター別では、インフラ開発投資（同＋8.5%）や製造業投資（同＋6.4%）が下支え役となっている。

全人代で地方政府の特別債券発行予定額が 3.65 兆元から 3.80 兆元へ上方修正されたこともあり、インフラ開発投資は今後も堅調な推移が期待できる。製造業投資の業種別の内訳を見ると、電気機械器具が高い伸びとなっているほか、化学や電子機器などの業種も底堅い。太陽光パネルの設置など、2060 年のカーボンニュートラル達成に向けた GX 投資が積極的に行なわれているほか、米国との経済摩擦が激化するなかで、ハイテク産業などの自国生産強化が推進されていることから、製造業投資も底堅い推移が続くとみる。



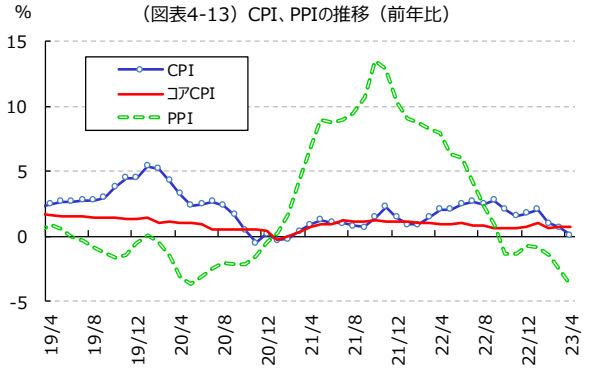
（図表4-12）固定資産投資の推移（前年比）
（出所）中国国家統計局
※年初来累計値の前年比

一方、不動産開発投資は同▲6.2%と、前月（同▲5.8%）からマイナス幅が拡大した。4 月の新築住宅価格は前月比＋0.3%と、3 ヵ月連続でプラスとなった。都市別に見ても、主要 70 都市のうち 62 都市で上昇するなど、不動産市場が底入れしている様子がうかがえる。しかしながら、政府は、「住宅は住むためのものであり、投機のためのものではない」との考えを維持している。また、国連の推計によれば、主要な住宅購入者層である 25～34 歳の人口は 2023 年、2024 年合計で約 1,760 万人（2022 年対比で約▲8.5%）減少する見込みである。住宅需要の先細りも重石となるなか、不動産開発投資は当面軟調な推移が予想される。

今後の固定資産投資は、インフラ開発投資や製造業投資が下支えするなか、不動産開発投資が足枷となることで、緩やかな回復基調で推移するとみる。

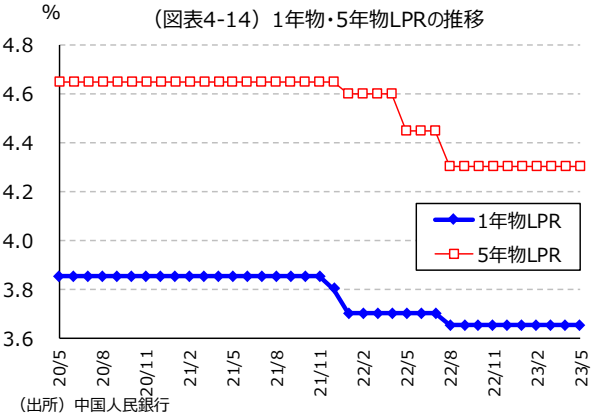
金融政策は緩和的なスタンスを維持

4 月の CPI は前年比＋0.1%と、原油価格などのエネルギー価格が一時期に比し低下していることなどを背景に、3 ヵ月連続で伸びが鈍化した（図表 4-13）。ゼロコロナ政策の解除後も、政府目標である「同＋3.0%前後」を下回る推移が続いている。川上の物価を示す PPI（生産者物価指数）もマイナス圏で推移しており、物価上昇圧力は和らいでいる。



（図表4-13）CPI、PPIの推移（前年比）
（出所）中国国家統計局

PBOC は昨年 8 月以降、事実上の政策金利である LPR（ローン・プライムレート）をすえ置いているものの（図表 4-14）、3 月には預金準備率を大手銀行、中小銀行でそれぞれ 0.25%引き下げたほか、4 月には 4 大国有銀行などの主要銀行に対し預金金利の引き下げを要請するなど、追加金融緩和に動いている。全人代でも「穏健な金融政策」を行なう方針が示されているが、足元では金融引き締めを続ける米国との金利差拡大などを背景に、元安ドル高が進行、資金流出への警戒感が高まっている。PBOC は今後、LPR を当面低水準にすえ置くことで、景気を下支えすると予想する。（担当：木村）



（図表4-14）1年物･5年物LPRの推移
（出所）中国人民銀行

５．豪州経済見通し

＜要　　約＞

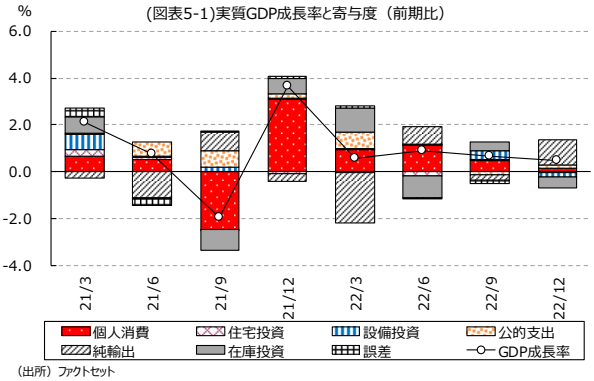
豪州の 1－3 月期実質 GDP 成長率は、堅調な雇用環境を背景とした個人消費の増加と、豪州最大の輸出相手である中国がゼロコロナ政策を解除したことに伴う輸出の回復により、プラス成長を維持したと予想する。

中国では、経済活動の正常化による景気回復が進んでいるほか、豪州の輸出品への貿易障壁が緩和されつつあることが輸出のプラス材料になるとみる。また、水際対策の緩和でインバウンド需要が回復することが、サービス輸出の増加に寄与すると予想する。個人消費は、堅調な雇用環境が下支えとなる一方、物価高や RBA（豪州準備銀行）の累積的な利上げが下押し要因になるため、今年の回復ペースは緩慢なものにとどまるとみる。もっとも、世界景気減速などを背景に物価上昇圧力が徐々に低下することが見込まれるため、2024 年以降次第に持ち直そう。

2023 年の実質 GDP 成長率は前年比＋1.5%、2024 年は同＋2.0%と予想する。

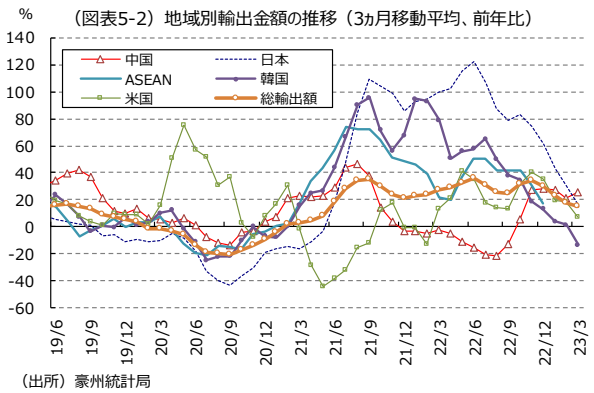
1－3 月期実質 GDP 成長率はプラスを予想

豪州の 2022 年 10－12 月期実質 GDP 成長率は前期比＋0.5%と、前期から伸びは鈍化したものの、5 四半期連続のプラスとなった（図表 5-1）。最大の輸出相手である中国がゼロコロナ政策を解除したことなどにより、外需の寄与がプラスとなったほか、個人消費もプラス寄与となった。1－3 月期も、雇用環境が堅調に推移したことや経済活動の再開に伴い、サービス消費が増加したほか、引き続き中国向け輸出が回復したとみられることから、プラス成長を維持したと予想する。



輸出は緩やかな増加基調で推移すると予想

豪州の 3 月の輸出金額の伸び（3 ヵ月移動平均、前年比）は＋15.1%と、前月から伸び幅が縮小した（図表 5-2）。相手国別に見ると、米国向けなどが鈍化する一方、中国向けが堅調に推移している。中国とは現在、2020 年に設けられた豪州からの輸出品に対する貿易障壁撤廃に向けた協議を行なっており、石炭輸出に関してはすでに再開されている。ゼロコロナ政策の解除に伴う経済活動の再開も進んでいることで、中国向けは引き続き堅調な推移が見込まれる。加えて、水際対策の緩和による外国人観光客数の増加が、サービス



明治安田総合研究所

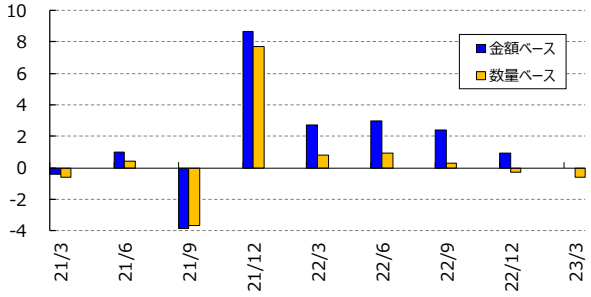
輸出の回復に寄与することもあり、今後の輸出は、緩やかながらも増加基調で推移すると予想する。

個人消費の回復ペースは次第に持ち直し

豪州の 1－3 月期の小売売上高（名目）は前期比＋0.0%と、前期からほぼ横ばいだった（図表 5-3）。外食が好調だった一方、家具などが減少した。数量ベースでは同▲0.6%と 2 四半期連続のマイナスとなった。

豪州の 1－3 月期の CPI は前年同期比＋7.0%と、前期（同＋7.8%）から鈍化したものの、依然として高水準であり、物価高が個人消費を下押しする状況が続いている。また、RBA による累積的な利上げを反映して住宅ローン金利は上昇、家計の返済負担が高まっている。

（図表5-3）豪州 小売売上高（前期比）



（出所）豪州統計局

個人消費の先行きを見通すうえで重要な雇用環境を見ると、4 月の失業率は 3.7%と、2022 年半ば以降、歴史的な低水準を維持している。雇用者数も、フルタイム雇用を牽引役に均せば増加基調で推移している。失業率の先行指標である求人広告数を見ると、2022 年半ばをピークに減少しているものの、コロナ前（2020 年 2 月）との比較では＋92.4%と、飲食・宿泊サービスや芸術・文化サービスなどを中心に高水準となっている。労働需給は今後もひっ迫気味で推移する公算が大きい。

今年の個人消費に関しては、物価高や RBA の累積的な利上げが重石となることで、回復ペースは緩慢になるとみる。もっとも、物価高については、世界景気の減速や供給制約の改善などを背景に、次第に落ち着く見通しである。雇用環境が堅調に推移するなか、インフレ率が徐々に鈍化すると見込まれることから、2024 年の個人消費は次第に持ち直すとみる。

RBA は 5 月で利上げを停止すると予想

RBA は、5 月 2 日に開催された金融政策委員会で、2 会合ぶりに 0.25%の利上げを決定し、政策金利は 3.60%から 3.85%へ引き上げられた。声明文では、「インフレ率はピークを過ぎたものの、依然として高いままである」との認識を示し、「妥当な期間内にインフレ率を目標水準へ戻すことの重要性を考慮し、追加利上げの実施が正当であると判断した」との考えを示した。RBA は先行きの物価動向に関して、供給制約の改善により財価格の伸びは今後も鈍化傾向が続くとした一方、サービス価格は労働需給ひっ迫に伴う賃金上昇や、電気・ガス代などの上昇により今年は上昇傾向が続くと予測している。もっとも、2024 年以降は、景気減速により賃金やエネルギー価格の上昇圧力が緩和するに従い徐々に鈍化し、2025 年半ばに前年比＋3%まで低下するとの考えを示している。金融引き締めの影響が時間差を伴って実体経済に現れるなか、声明文で「経済を安定的に維持しながら、インフレ率を 2～3%の目標範囲に戻すことを目指す」との意向が示されていることを踏まえれば、RBA は今会合を最後に利上げを停止し、2024 年末まで政策金利をすえ置くと予想する。

見通し期間中の豪州景気は、回復基調を維持するとみる。輸出は中国向けなどの回復により、増加基調をたどると予想する。2023 年の個人消費は、物価高や RBA の累積的な利上げが下押し要因となり、回復ペースが緩慢なものにとどまるものの、2024 年にはインフレ率が鈍化することから、次第に持ち直すとみる。2023 年の実質 GDP 成長率は前年比＋1.5%、2024 年は同＋2.0%と予想する。（担当：木村）

６．原油相場見通し

足元の原油価格は 70 ドル/バレル台で推移

2023 年の WTI（ウエスト・テキサス・インターミディエート）原油先物価格は、中国のゼロコロナ政策の解除に伴う原油需要の回復期待や、OPEC プラスの一部加盟国によるサプライズ減産の発表などが押し上げ要因となった。一方、金融不安の広がりを受けて米国景気の先行き不透明感が高まったことなどが重石となり、65－85 ドルを中心とするボックス圏での推移が続いている（図表 6-1）。

（図表6-1）WTI原油先物価格の推移

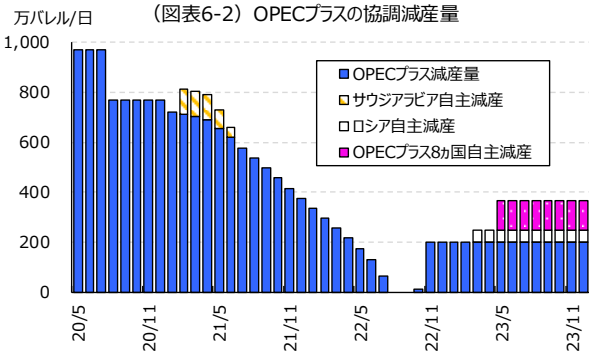
（出所）ファクトセット

先行きの原油需要を見通すうえで重要となる米国と中国の景気動向を見ると、米国では、FRB による利上げの影響がタイムラグを伴って実体経済に現れることで、2023 年にわたって景気は減速すると見込まれる。ただ、FRB が 2023 年末に利下げに転じることで、2024 年は景気が持ち直すとみる。中国景気は、ゼロコロナ政策の解除が押し上げ要因となるが、不動産市場の低迷の影響は尾を引くとみられ、見通し期間にかけて緩やかな回復にとどまると予想する。こうした見通しを踏まえると、2023 年の原油需要の増加は限定的となるものの、2024 年にはペースが上向くとみる。

OPEC プラスの減産が原油価格の下支え要因に

供給面を見ると、OPEC プラスの一部加盟国は、かねてより実施していた 200 万バレル/日の減産に加えて、5 月からの生産量を約 116 万バレル/日減らすことを決めた（図表 6-2）。IMF（国際通貨基金）の試算によれば、OPEC プラスの盟主であるサウジアラビアが財政収支を均衡させるために必要とする価格は 80 ドル/バレル近辺とされる。足元の原油価格は同水準を下回っており、今後も OPEC プラスがさらなる減産を決める可能性は残る。また、仮に減産まで踏み込まないにしても、追加減産観測が原油価格の下支え要因になることが見込まれる。

（図表6-2）OPECプラスの協調減産量



※22年9月は10万バレル/日の増産
※8ヵ国の内訳は、サウジアラビア、イラク、UAE、クウェート、カザフスタン、アルジェリア、オマーン、ガボン
（出所）各種報道資料、OPEC公表資料より明治安田総研作成

ロシア産原油については、昨年 12 月に EU、G7、豪州がロシアの石油収入を減らすことなどを目的として、取引価格の上限を 60 ドル/バレルにすることを決めたほか、価格上限を上回る原油輸送に対して資金供給や保険提供などを禁止した。一方、ロシアは今年 2 月、こうした動きに対抗する形で 3 月から 50 万バレル/日の減産を実施することを表明した。さらに、4 月には当初 2023 年 6 月としていた減産期間を 2023 年末まで延長することも決めている。

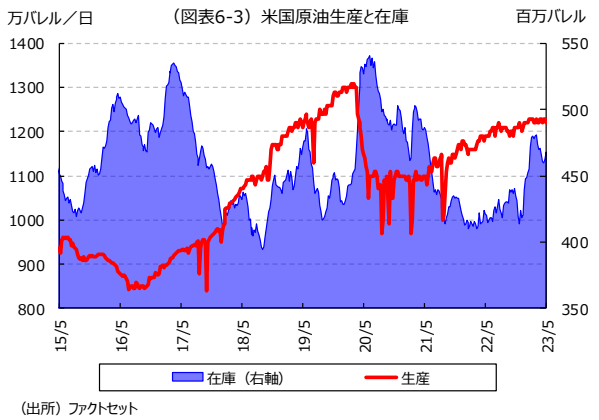
ロシア産の主力油種であるウラル原油の価格は、足元では 57 ドル/バレル近辺で推移している。同水準は WTI や北海ブレント原油価格などと比べて 15～20 ドル/バレルほど低い。ロシア産原油の主要な輸

出先は、ウクライナ侵攻に起因する一連の経済制裁に参加していない中国、インドといった国にすでにシフトしている。ロシア産原油の価格に優位性があることや、中国景気が回復傾向で推移することを考えれば、今後もロシア産原油の生産・輸出の減少は小幅なものにとどまると予想する。

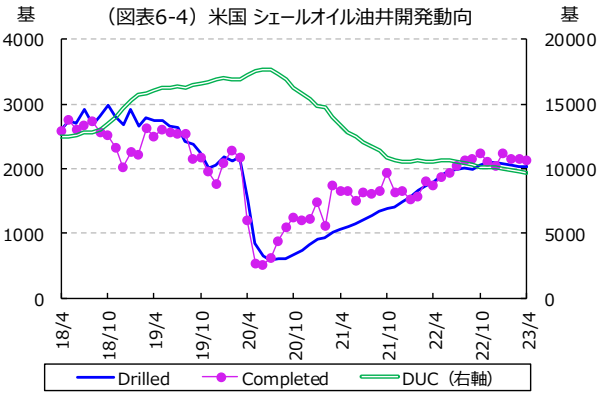
米国シェールオイルの増産ペースは緩やか

足元の米国の原油生産量は 1,220 万バレル/日と、コロナ禍前の水準を下回る推移が続いている（図表 6-3）。シェールオイルの開発動向を見ると、すでに掘削が終わり、仕上げ作業を施すだけで生産が開始可能となる「掘削済み・未仕上げ坑井（DUC）」の取り崩しが一服しているほか、「掘削段階に当たるリグ稼働数（Drilled）」、「完成した坑井（completed）」も増加傾向が頭打ちとなっている（図表 6-4）。

カンザスシティ連銀が公表した 2023 年 1－3 月期のアンケート調査によれば、多くのシェールオイル生産企業の採算ラインは 64 ドル/バレルで、足元の原油価格は同水準を上回っている。一方、掘削を増やすために必要としている価格は 86 ドル/バレルとなっており、この水準を上回るには至っていない。同調査では、企業の 9 割近くが、来年にかけて原材料コストが「増加する」もしくは「変わらない」と回答しており、開発に必要となるコストも高止まりが続く見込みである。脱炭素化の推進も引き続き新規投資の足枷となることから、今後もシェールオイルの増産ペースは緩やかなものにとどまると予想する。



（図表6-3）米国原油生産と在庫
（出所）ファクトセット



（図表6-4）米国 シェールオイル油井開発動向
（出所）ファクトセット

原油価格は 2024 年にレンジを切り上げ

米中景気の見通しを踏まえれば、今後の原油需要は、2023 年は緩慢な回復にとどまるものの、2024 年には増加ペースが上向く展開を予想する。供給面では、ロシア産原油の供給減少は小幅にとどまると予想するが、OPEC プラスの追加減産の可能性が残るほか、米国の原油生産の回復は限定的となることから、増加ペースは緩慢なものになるとみる。

2023 年の原油価格は、需要の回復が限定的となる一方、OPEC プラスの追加減産観測などが下支え役となり、60－90 ドル/バレルのレンジで推移するとみる。2024 年は、米国景気の持ち直しで需要が回復基調をたどることなどから、70－100 ドル/バレルでの動きが中心になると予想する。（担当：前田）

※本レポートは、明治安田総合研究所が情報提供資料として作成したものであり、いかなる契約の締結や解約を目的としたものではありません。掲載内容について細心の注意を払っていますが、これによりその情報に関する信頼性、正確性、完全性などについて保証するものではありません。掲載された情報を用いた結果生じた直接的、間接的トラブルや損失、損害については、一切の責任を負いません。またこれらの情報は、予告なく掲載を変更、中断、中止することがあります。

●照会先●　株式会社 明治安田総合研究所　　〒102-0073 東京都千代田区九段北3－2－11 TEL03-6261-7947