2023 年 8 月 18 日

２０２３－２０２４年度経済見通しについて

～軟着陸に向け正念場を迎える世界経済～

株式会社明治安田総合研究所（社長　神田 智尚）は、２０２３年４－６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 ２．１％　　２０２４年度 １．１％

名目ＧＤＰ成長率：　２０２３年度 ５．３％　　２０２４年度 ２．２％

２．要点

①米国経済の減速は、ソフトランディングの範疇に収まる可能性が高まっているが、その過程における需要鈍化は、一定程度世界経済の重石になろう。一方、中国景気の基調は予想以上に弱い。不動産市場の低迷と、主要国のデリスキング的な動きが足枷となることで、今後も力強さに欠ける推移が続くとみる。2023 年度の世界経済は全体として減速を余儀なくされるが、2024 年度は欧米の金融緩和への転換などを背景に持ち直すと予想する。

②日本経済は当面厳しい状況が続くが、物価上昇率の鈍化に伴う実質賃金のプラス転換が、秋口以降個人消費の下支えとなろう。設備投資は、業界横断的なデジタル分野の投資需要が旺盛で、2024 年度にかけ堅調な推移が続くとみる。輸出は中国向けの停滞や欧米向けの軟化に伴い 2023 年度中は低迷が続く。2024 年度のポイントは賃上げの持続性だが、生産性の伸び悩みが続くなか、実質賃金の持続的上昇は期待しづらく、景気は本格回復と言える状況には至らないと予想する。

③日銀は、7 月の政策修正により、金融政策の柔軟化という意味では当面動く必要はなくなった。今後 1 年程度かけて行なう「多角的なレビュー」を経たうえで、2024 年度後半以降、「出口」への歩みを進めていくとみる。

＜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	１．４％	２．１％	１．１％	１．１％	１．４％
成長率寄与度					
・内需	１．９％	１．２％	１．５％	１．４％	１．４％
・外需	▲０．６％	０．９％	▲０．４％	▲０．３％	０．０％
名目成長率	２．０％	５．３％	３．５％	２．２％	２．０％

※前回は２０２３年５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
ﾎｰﾑﾍﾟｰｼﾞ▶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～P16
米国経済見通し	エコノミスト　　前田　和孝	P17～P22
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	P23～P28
中国経済見通し	エコノミスト　　木村　彩月	P29～P33
豪州経済見通し	エコノミスト　　木村　彩月	P34～P35
原油相場見通し	エコノミスト　　前田　和孝	P36～P37

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
			予測					予測						
実質GDP	2.7%	1.4%	2.1%	1.1%	0.0%	0.9%	1.5%	▲ 0.2%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.4%	0.5%
前期比年率	2.7%	1.4%	2.1%	1.1%	0.2%	3.7%	6.0%	▲ 0.7%	0.9%	0.8%	1.2%	1.4%	1.5%	2.0%
前年同期比	2.7%	1.4%	2.1%	1.1%	0.4%	1.9%	2.1%	2.3%	2.5%	1.7%	0.5%	1.1%	1.2%	1.5%
民間最終消費支出	1.5%	2.5%	0.5%	1.4%	0.2%	0.6%	▲ 0.5%	0.2%	0.3%	0.4%	0.5%	0.3%	0.3%	0.2%
民間住宅投資	▲ 0.6%	▲ 3.0%	3.1%	▲ 0.6%	0.9%	0.7%	1.9%	0.3%	0.2%	▲ 0.6%	▲ 0.5%	0.0%	0.1%	0.2%
民間設備投資	2.3%	3.1%	2.5%	3.1%	▲ 0.7%	1.8%	0.0%	0.6%	0.8%	0.9%	0.6%	0.7%	0.9%	1.0%
政府最終消費支出	3.4%	0.7%	0.4%	0.7%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%
公的固定資本形成	▲ 6.5%	▲ 3.1%	3.3%	0.5%	0.3%	1.7%	1.2%	0.6%	▲ 0.3%	0.2%	0.5%	0.2%	▲ 0.4%	0.3%
財貨・サービスの輸出	12.4%	4.5%	1.4%	1.1%	1.5%	▲ 3.8%	3.2%	0.0%	▲ 0.3%	▲ 0.4%	0.2%	0.8%	1.0%	1.1%
財貨・サービスの輸入	7.1%	7.2%	▲ 3.0%	2.9%	▲ 0.1%	▲ 2.3%	▲ 4.3%	2.0%	0.3%	0.6%	0.6%	0.7%	0.7%	0.6%
名目GDP	2.5%	2.0%	5.3%	2.2%	1.2%	2.3%	2.9%	▲ 0.1%	0.4%	0.7%	1.1%	0.0%	0.5%	0.7%
GDPデフレーター(前年比)	▲ 0.1%	0.7%	3.1%	1.1%	1.2%	2.0%	3.4%	4.1%	3.0%	2.1%	1.5%	1.0%	1.0%	0.8%

(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
			予測					予測						
実質GDP	2.7%	1.4%	2.1%	1.1%	0.0%	0.9%	1.5%	▲ 0.2%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.4%	0.5%
民間最終消費支出	0.8%	1.4%	0.2%	0.8%	0.1%	0.3%	▲ 0.3%	0.1%	0.2%	0.2%	0.3%	0.2%	0.1%	0.1%
民間住宅投資	▲ 0.0%	▲ 0.1%	0.1%	▲ 0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	▲ 0.0%	▲ 0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
民間設備投資	0.4%	0.5%	0.4%	0.5%	▲ 0.1%	0.3%	0.0%	0.1%	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%
政府最終消費支出	0.7%	0.2%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%
公的固定資本形成	▲ 0.4%	▲ 0.2%	0.2%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%	▲ 0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	▲ 0.0%	0.0%
民間在庫品増加	0.4%	0.2%	0.0%	0.0%	▲ 0.4%	0.4%	▲ 0.2%	0.1%	0.0%	0.0%	▲ 0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
純輸出	0.8%	▲ 0.6%	0.9%	▲ 0.3%	0.3%	▲ 0.3%	1.8%	▲ 0.4%	▲ 0.1%	▲ 0.2%	▲ 0.1%	0.0%	0.0%	0.1%
財貨・サービスの輸出	2.0%	0.9%	0.3%	0.2%	0.3%	▲ 0.8%	0.7%	0.0%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	0.0%	0.1%	0.2%	0.2%
財貨・サービスの輸入	▲ 1.2%	▲ 1.4%	0.6%	▲ 0.5%	0.0%	0.6%	1.1%	▲ 0.4%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	▲ 0.1%

(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
			予測					予測						
実質GDP	541.7	549.2	560.9	566.9	547.6	552.6	560.7	559.7	561.0	562.1	563.7	565.7	567.8	570.6
民間最終消費支出	288.7	295.9	297.2	301.5	295.7	297.5	296.0	296.7	297.6	298.8	300.3	301.2	302.0	302.7
民間住宅投資	18.8	18.2	18.8	18.7	18.3	18.4	18.8	18.8	18.9	18.8	18.7	18.7	18.7	18.7
民間設備投資	87.7	90.4	92.7	95.6	90.0	91.6	91.7	92.2	93.0	93.9	94.4	95.1	96.0	97.0
政府最終消費支出	117.8	118.7	119.2	120.0	118.7	118.8	118.9	119.1	119.3	119.4	119.6	119.9	120.1	120.4
公的固定資本形成	27.6	26.7	27.6	27.7	26.7	27.2	27.5	27.7	27.6	27.6	27.7	27.8	27.7	27.7
民間在庫品増加	1.2	2.3	2.3	2.6	0.7	2.5	1.7	2.5	2.6	2.7	2.6	2.6	2.6	2.7
純輸出	0.5	▲ 2.3	2.6	0.8	▲ 1.8	▲ 3.5	4.8	2.7	2.1	1.0	0.5	0.5	0.7	1.3
財貨・サービスの輸出	103.9	108.5	110.1	111.2	111.1	106.8	110.3	110.3	110.0	109.6	109.8	110.6	111.6	112.9
財貨・サービスの輸入	103.4	110.8	107.4	110.5	112.8	110.3	105.5	107.6	107.9	108.6	109.3	110.1	110.9	111.6

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)	5.5%	0.3%	0.2%	1.7%	▲ 0.2%	▲ 1.3%	1.0%	▲ 2.0%	▲ 0.1%	1.9%	0.9%	1.5%	2.1%	2.4%
消費者物価指数(除く生鮮食品、前年比)	0.1%	3.0%	3.0%	1.9%	3.8%	3.5%	3.2%	3.3%	2.9%	2.7%	2.5%	2.0%	1.6%	1.5%
貿易収支(季調値、兆円)	▲ 5.5	▲ 21.8	▲ 11.1	▲ 10.4	▲ 5.9	▲ 4.2	▲ 2.3	▲ 2.7	▲ 3.1	▲ 3.0	▲ 2.8	▲ 2.7	▲ 2.5	▲ 2.4
経常収支(季調値、兆円)	20.1	9.5	16.3	17.7	2.5	2.7	5.9	4.1	3.2	3.0	3.9	4.3	4.6	5.0
完全失業率(季調値:平均)	2.8%	2.6%	2.6%	2.5%	2.5%	2.6%	2.6%	2.6%	2.7%	2.6%	2.5%	2.5%	2.4%	2.4%
WTI原油価格($/バレル、※)	77	90	82	87	80	76	70	80	82	85	85	87	87	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%	2.0%	0.9%	2.6%	2.0%	2.4%	1.3%	1.0%	0.4%	0.1%	1.5%	2.2%
	個人消費支出	8.3%	2.7%	2.2%	1.1%	1.0%	4.2%	1.6%	1.5%	1.2%	0.5%	0.1%	2.4%	2.8%
	住宅投資	10.7%	▲ 10.6%	▲ 12.4%	▲ 1.5%	▲ 25.1%	▲ 4.0%	▲ 4.2%	▲ 3.0%	▲ 2.8%	▲ 2.6%	▲ 2.3%	3.8%	4.9%
	設備投資	6.4%	3.9%	2.7%	▲ 0.1%	4.0%	0.6%	7.7%	▲ 1.3%	▲ 2.7%	▲ 1.9%	0.3%	2.6%	3.5%
	在庫(寄与度)	0.2%	0.7%	▲ 0.5%	0.1%	1.5%	▲ 2.1%	0.1%	0.8%	0.2%	0.2%	0.0%	▲ 0.5%	▲ 0.3%
	純輸出(寄与度)	▲ 1.3%	▲ 0.4%	0.8%	▲ 0.0%	0.4%	0.6%	▲ 0.1%	0.4%	0.1%	▲ 0.0%	▲ 0.1%	▲ 0.4%	▲ 0.3%
	輸出	6.1%	7.1%	2.2%	0.0%	▲ 3.7%	7.8%	▲ 10.8%	6.9%	▲ 2.0%	▲ 1.3%	0.3%	2.7%	4.0%
	輸入	14.1%	8.1%	▲ 2.7%	0.1%	▲ 5.5%	2.0%	▲ 7.8%	2.2%	▲ 1.7%	▲ 0.8%	0.6%	3.8%	4.6%
	政府支出	0.6%	▲ 0.6%	3.2%	1.4%	3.8%	5.0%	2.6%	2.4%	1.8%	1.0%	0.7%	1.1%	1.5%
	失業率(※)	5.4%	3.6%	3.7%	4.1%	3.5%	3.5%	3.6%	3.7%	3.9%	4.1%	4.2%	4.1%	4.0%
	CPI(総合、※)	4.7%	8.0%	4.0%	2.6%	6.5%	5.0%	3.0%	3.2%	3.0%	2.9%	2.7%	2.5%	2.2%
	政策金利(誘導目標上限、期末値)	0.25%	4.50%	5.00%	4.25%	4.50%	5.00%	5.25%	5.50%	5.50%	5.50%	5.25%	4.75%	4.25%
ユーロ圏	実質GDP成長率(前期比)	5.3%	3.5%	0.7%	1.2%	▲ 0.1%	0.0%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.4%	0.4%	0.5%
	家計消費	3.7%	4.3%	0.3%	1.7%	▲ 1.0%	▲ 0.3%	0.2%	0.4%	0.6%	0.5%	0.4%	0.3%	0.3%
	政府消費	4.3%	1.3%	▲ 0.6%	0.8%	0.6%	▲ 1.6%	0.5%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%
	固定投資	3.8%	3.7%	1.0%	0.2%	▲ 0.6%	0.6%	0.2%	0.1%	▲ 0.3%	▲ 0.4%	0.4%	0.5%	0.6%
	純輸出(寄与度)	1.3%	▲ 0.2%	0.4%	▲ 0.7%	0.6%	0.8%	▲ 0.3%	0.0%	▲ 0.4%	▲ 0.3%	▲ 0.1%	0.0%	0.1%
	輸出	10.6%	6.9%	1.1%	0.2%	▲ 0.3%	0.2%	0.2%	0.1%	▲ 0.3%	▲ 0.2%	0.0%	0.7%	0.8%
	輸入	8.4%	7.9%	0.3%	1.7%	▲ 1.5%	▲ 1.2%	0.8%	0.2%	0.5%	0.4%	0.2%	0.7%	0.6%
	失業率(※)	7.7%	6.7%	6.5%	6.5%	6.7%	6.5%	6.4%	6.5%	6.6%	6.6%	6.5%	6.5%	6.4%
	CPI(総合、※)	2.6%	8.4%	5.1%	2.8%	9.2%	6.9%	5.5%	4.6%	3.2%	2.9%	2.9%	2.7%	2.5%
	政策金利(期末値)	▲0.50%	2.00%	3.75%	2.50%	2.00%	3.00%	3.50%	3.75%	3.75%	3.75%	3.50%	3.00%	2.50%
英国	実質GDP成長率(前期比)	7.6%	4.1%	0.4%	0.4%	0.1%	0.1%	0.2%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%

※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＞

4－6 月期の日本の実質 GDP 成長率は前期比＋1.5%（年率換算：＋6.0%）と大方の予想を上回る高い伸びを記録、水準的にもコロナ前かつ消費増税直前の 2019 年 7－9 月期を上回った。もっとも、内需はマイナスで、外需の伸びも持続性に乏しく、先行きは予断を許さない。

個人消費は、生活必需品の価格上昇が当面下押し圧力として残る。ただ、春闘では高めの賃上げが実現しており、秋口以降は、物価のピークアウトに伴う実質賃金のプラス転換が支えとなろう。問題は賃上げの持続性。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力強さに欠ける状況が続くと予想。

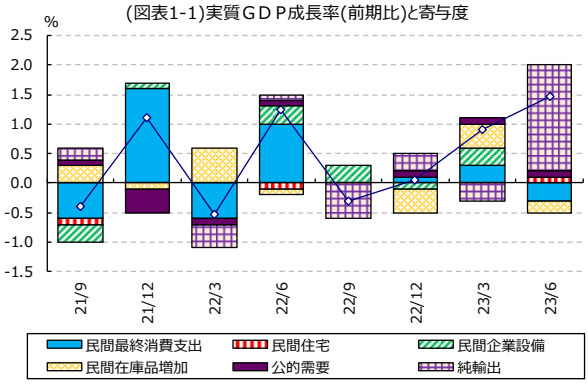
設備投資は、人手不足や海外景気の減速が足枷となるものの、業界横断的なデジタル分野の投資需要は旺盛で、2024 年度にかけ堅調な推移が続く可能性が高い。製造業では EV、AI 関連、非製造業ではサービス関連の投資再開が支えとなろう。輸出は、中国向けの停滞が続き、欧米景気の減速も見込まれることで 2023 年度は低迷が続くが、2024 年度は徐々に上向く。インバウンドに限れば、好調な推移が続こう。

日銀は、1 年程度かけて行なう「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。

4－6 月期 GDP は予想外の高成長

4－6 月期の日本の実質 GDP 成長率は前期比＋1.5%（年率換算：＋6.0%）と、事前の市場予想（前期比＋0.8%、年率換算＋2.9%、当社予想は同＋0.7%、＋2.7%）を大きく上回った（図表 1-1）。水準的には、これでコロナ前かつ消費増税直前の 2019 年 7－9 月期をようやく超えたことになる。日本経済は名実ともに脱コロナを果たしたと言いたいところだが、内容的には特殊要因に助けられた部分が大きく、先行きについては決して楽観できる状況ではない。

(図表1-1)実質ＧＤＰ成長率(前期比)と寄与度



(出所)内閣府「四半期別ＧＤＰ速報」

まず、内外需別の前期比への寄与度を見ると、内需が▲0.3%ポイント、外需（純輸出）が＋1.8%ポイントとなっている。これだけの大幅プラス成長にもかかわらず、内需の寄与度はマイナスで、伸びのバランスは大きく外需に偏っている。内需の内訳を見ると、民間最終消費支出が前期比▲0.5%と大幅マイナス、民間設備投資は同＋0.0%とほぼ横ばいで、内需の両輪は冴えない結果である。一方で、外需の内訳を見ると、輸出は同＋3.2%と高い伸び、輸入は同▲4.3%の大幅マイナスである。この結果、輸出のプラス寄与度は＋0.7%ポイント、輸入のプラス寄与度は同＋1.1%ポイントに達した。

輸出に関しては、後述するように部品不足の緩和に伴い自動車輸出が大幅に増加した影響が大きいとみられ、持続性には疑問符がつく。輸入の減少については、これが円安の影響により輸入品から国内品へ

の代替が進んでいる様子を反映しているのであれば必ずしも悪いことではないが、内需はあくまでマイナスであり、単に内需の弱さを反映して比例的に減少したという側面の方が強いだろう。また、1－3 月期は民間在庫変動の寄与度が＋0.4%ポイントに達しており、その調整の一環で減少した面もあるかもしれない。輸入のプラス寄与度自体は大きいが、それは輸入が GDP を「押し上げた」わけではない点には注意が必要である。

輸出の大幅増、輸入の大幅減はいずれも一時的な動きと考えられる一方、足元では物価高が個人消費への圧迫を強めていることもあり、7－9 月期の実質 GDP 成長率はマイナスとなる可能性が高まった。物価のピークアウトが見えてくるまでは、国内景気は厳しい状況が続く可能性が高い。

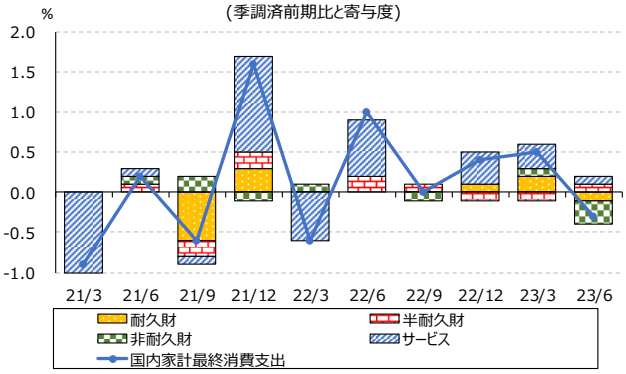
年度後半は、物価上昇ペースの鈍化に伴う実質所得のプラス転換が個人消費の回復を支えよう。2024 年度後半にかけては欧米景気も再び回復が見込まれ、輸出も上向くと予想される。ただ、2024 年の賃上げ率は 2023 年を下回る可能性が高く、景気は本格回復と言える状況には届かない状態が続くとみる。

足元の個人消費は息切れ

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▲3.3%（寄与度：▲0.1%)、半耐久財が同＋2.8%（同＋0.1%)、非耐久財が同▲1.9%（同▲0.3%)、サービスが同＋0.3%（同＋0.1%）となっている。全体的に物価高の影響を受けているとみられるが、そうしたなかで、耐久財のマイナスについては、家電製品や自動車の供給制約の緩和に伴い 2 四半期連続で高めの伸びが続いた反動が現れた形。非耐久財のマイナスは食料品等の身の回り品の価格高騰が特に大きくなっている影響。サービスのプラスについては人流回復を反映した形とみられる。

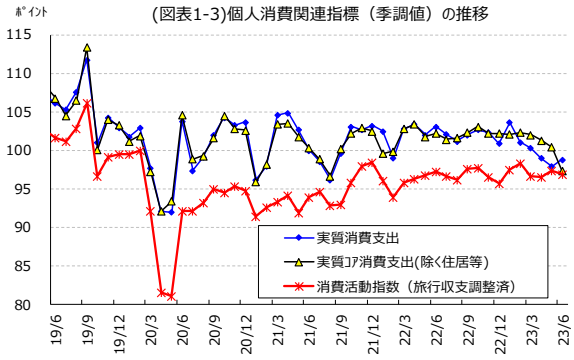
2022 年度の個人消費は概ね横ばい圏内の推移が続いたが、年度後半はコロナ禍からの反動増のほか、全国旅行支援などの政策効果でかさ上げされていた面もあった。こうした効果の一巡と、物価高の持続に伴い、ここへきて息切れ感が目立つようになってきている（図表 1-3)。個人消費はしばらく低迷が続く可能性が高い。

(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」

(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」

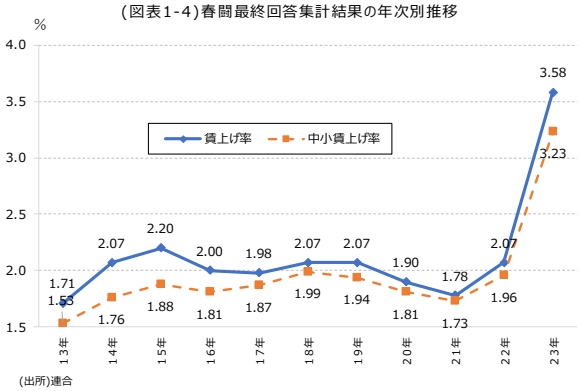
賃上げは持続性が問題

7 月 5 日に公表された 2023 年春闘の第 7 回回答集計結果（最終）における、定期昇給相当込みの賃上げ率は 3.58%と、昨年の 2.07%を大きく上回る着地となった（図表 1-4)。ベアも 2.12%と、昨年を 1.49%上回り、集計が開始された 2015 年以降、最も高い伸びとなった。300 人未満の中小企業の賃上げ率も

3.23%と3%を超えた。100人未満は2.94%と3%を小幅に割り込んだものの、賃上げの流れが中小企業にまで波及している様子が示されている。

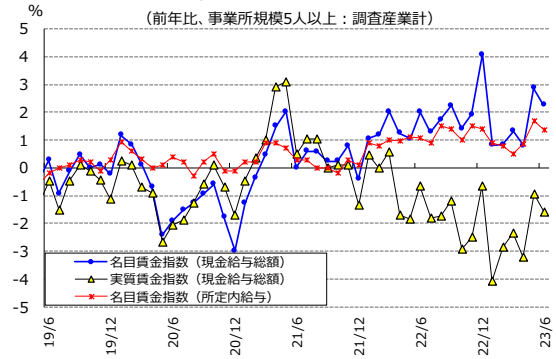
ただ、毎勤統計の実質賃金はいまだにマイナス圏での推移が続いている（図表 1-5）。6 月の実質賃金指数（現金給与総額）は前年比▲1.6%と、5 月の同▲0.9%からマイナス幅が拡大した。春闘で高めの賃上げが実現しているにもかかわらず、名目賃金指数、特に所定内賃金指数が伸び悩んでいるのが要因のひとつである。6 月の名目所定内賃金指数は前年比＋1.4%だが、これは昨年後半の平均レベルの伸びにすぎない。統計上の技術的な問題を考慮してもやや不自然な動きである。雇用者に占める組合加入者の割合（推定組織率）は16.5%にすぎないものの、春闘の賃上げ率はすべての企業がある程度参考にする。もともと振れの大きい統計なのに加え、交渉結果が実際の給与に反映されるまではタイムラグがあること、特に組合のない中小企業の賃上げ決定は遅れる傾向にあること等が影響している可能性が高く、名目所定内賃金指数の伸びは今後、平均すれば同＋2%を上回る推移にまで拡大するとみる。現金給与総額ベースでは同＋3%を超える月が増えてこよう。年度後半はコストプッシュ圧力の緩和に伴い、物価上昇率が鈍化に向かうことで、実質現金給与総額もプラス圏での推移が中心になる可能性を見込む。なお、4－6 月期の GDP 速報値では、実質雇用者所得が同＋0.6%と、7 四半期ぶりにプラスに転じており、マクロベースの所得環境にはすでに好転の兆しが現れている。

（図表1-4）春闘最終回答集計結果の年次別推移



（出所）連合

（図表1-5）名目賃金指数と実質賃金指数の推移
（前年比、事業所規模5人以上：調査産業計）



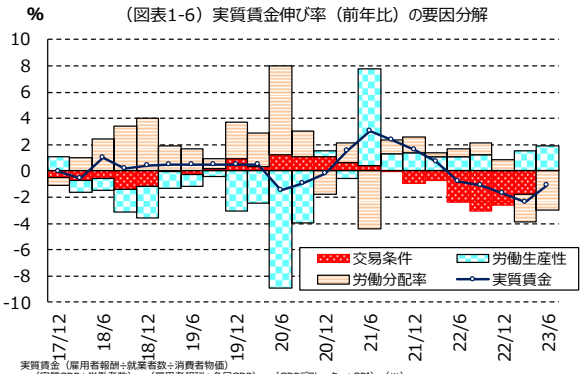
（出所）厚生労働省「毎月勤労統計」

問題は来年以降の賃上げの持続性である。昨年度の大幅な円安進行は、企業セクター、特に輸出企業のウェートが高い大企業には全体ではプラスに働いたが、家計部門には輸入物価の上昇を通じ直接的な打撃となった。この点、増益分を物価高で苦しむ従業員に還元しようという機運が企業の間で盛り上がるのはある意味自然な流れであった。しかし、今年度は昨年度ほどの好業績が期待できないのに加え、物価上昇率も下がることになれば、経営サイドとしては来年の春闘で今年並みの賃上げ率を提示する理由は乏しくなる。

人口減少の影響もあって、過去 10 年の潜在成長率は均せば低下傾向が続き、これが企業の成長期待を押し下げてきた。こうした環境下では、固定費の上昇につながるベアを継続するのは難しい。なかでも、雇用の約 7 割を有する中小企業、特に地方の内需型の中小企業はいまだにベアに消極的である。コストプッシュ圧力が一巡した後、なお賃上げと物価上昇の好循環が続くかどうかは、現時点では微妙と言わざるを得ない。

また、重要なのはあくまで実質賃金である。実質賃金の

（図表1-6）実質賃金伸び率（前年比）の要因分解



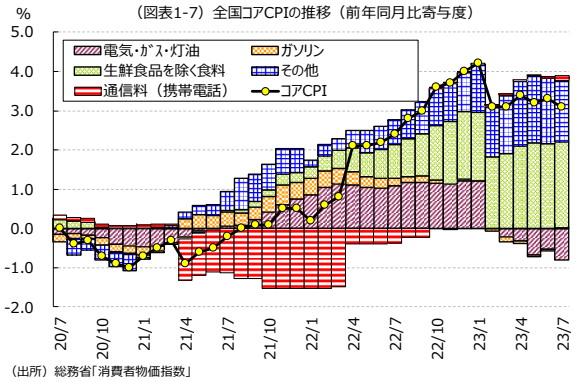
実質賃金（雇用者報酬÷就業者数÷消費者物価）
＝（実質GDP÷労働者数）×（雇用者報酬÷名目GDP）×（GDPデフレーター÷CPI）（※）
＝労働生産性×労働分配率×交易条件（※）として試算
※GDPデフレーターは輸出入デフレーターを含むため、（GDPデフレーター÷CPI）の算式は交易条件とほぼ同義

（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

伸びは交易条件、労働分配率、労働生産性の 3 要素に分解できるが（図表 1-6）、このうち交易条件と労働分配率は（労働者にとって）一方向への改善が期待できるものではない。実質賃金の上昇トレンドが定着するためには、生産性の上昇トレンドが定着することが必要だが、これは日本経済の積年の課題である。

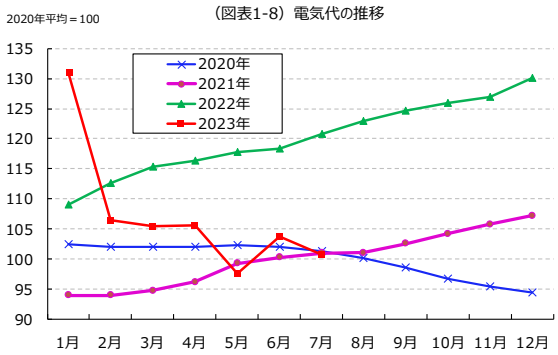
年度後半の物価の伸びは鈍化へ

7 月の全国消費者物価指数（生鮮食品を除く総合指数、コア CPI）は前年比＋3.1%と、6 月から▲0.2%ポイント伸び幅が縮小した（図表 1-7）。総合指数は、野菜を中心に生鮮食品の価格が上昇したことで、同＋3.3%と、6 月と同じ伸びとなった。



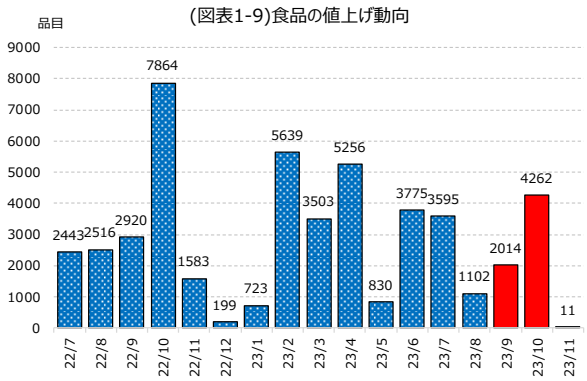
（図表1-7）全国コアCPIの推移（前年同月比寄与度）
（出所）総務省「消費者物価指数」

燃料である液化天然ガス（LNG）価格の安定に伴い、電力大手 7 社が 7 月に電気料金を引き下げており、電気代（6 月：前年比▲12.4%→7 月：同▲16.6%　総合指数への寄与度差▲0.18%ポイント）が大きめの押し下げ要因となった（図表 1-8）。ガス大手 4 社も値下げを実施しており、都市ガス代（同▲2.8%→同▲9.0%　同▲0.07%ポイント）の寄与度差もマイナスである。エネルギー全体（同▲6.6%→同▲8.7%　同▲0.19%ポイント）では、6 月から約▲0.2%ポイントの押し下げ要因になっている。他に、大きな押し下げ要因になったのは携帯電話機（同＋19.3%→同＋0.5%　同▲0.15%ポイント）だが、これは前年 7 月の値上げのベース効果が剥落したという要因が大きく、8 月以降の寄与度差は縮小が確実である。



（図表1-8）電気代の推移
（出所）総務省「消費者物価指数」

一方、大きめの押し上げ要因になったのは宿泊料（同＋5.5%→同＋15.1%　同＋0.10%ポイント）と通信料（携帯電話）（同＋2.9%→同＋10.2%　同＋0.09%ポイント）である。インバウンドの増加により、ホテル業界は再び価格設定に強気になっている。生鮮食品を除く食料（同＋9.2%→同＋9.2%　同＋0.01%ポイント）の伸びはほとんど変わらず、食料品の価格上昇圧力が和らぎつつある様子が確認できる結果となった。

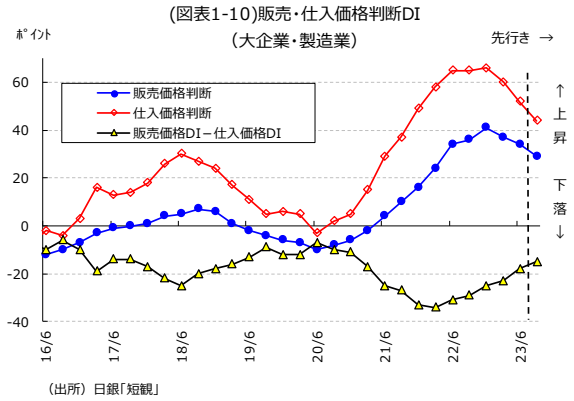


(図表1-9)食品の値上げ動向
(出所)帝国データバンク

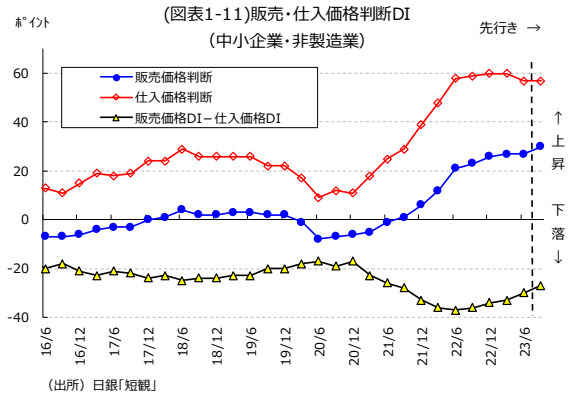
7 月はまだ政府の「電気・ガス価格激変緩和対策事業」の影響（寄与度）が、総合指数に対し▲0.99%の押し下げ要因となっている（電気代が▲0.83%、都市ガス代が▲0.16%、いずれも総務省の試算値）。激変緩和措置は 9 月末までが期限となっており、この取り扱いが焦点となる。7 月 20 日に開催された経済財政諮問会議では、民間議員から、具体的な政策名は名指ししなかったものの、こうした対策は「段階的に縮

小・廃止」するとともに、低所得者・地域などに重点を絞ってきめ細かく支援すべきとの提言がなされた。一方、与党内では存続を求める声が根強い。電気料金は家計の大きな関心事のひとつであり、なんらかの形で継続される可能性が高いとみる。対策の規模は電気代の推移との兼ね合いということになろうが、とりあえずは、現在公表されている 9 月の補助率（1～8 月の半額）を継続することで様子をみるというのがメインシナリオである。物価上昇率には▲0.5%ポイント程度の押し下げ効果が残ることになる。

帝国データバンクの、「食品主要 195 社」価格改定動向調査（7 月 31 日時点）によれば、家庭用を中心とした飲食料品の値上げ品目数が 2022 年は通年で 2 万 5,768 品目だったのに対し、調査時点で 3 万 710 品目とすでに 1.2 倍に達している。ただ、8 月の値上げは 1,102 品目と、前年同月の半分以下にとどまっており、年初来の値上げラッシュは一服しつつある（図表 1-9）。年度始以降の実質個人消費が弱含むなど、消費者の「値上げ疲れ」も明らかで、企業も価格転嫁への積極姿勢は維持しづらくなっている。年度後半以降は、食品価格のピークアウトも明らかとなり、コア CPI の伸びは明確な鈍化を見込む。

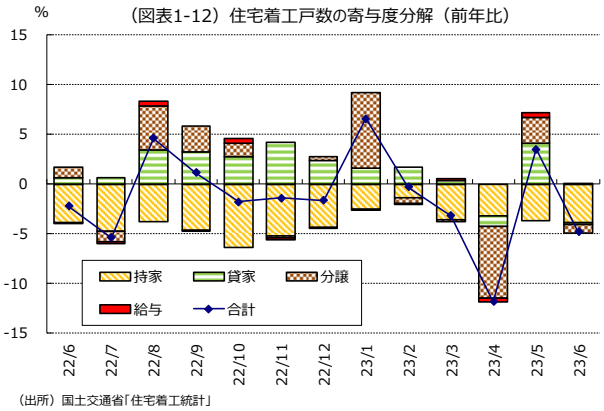


6 月短観からは、企業の価格転嫁が後半戦に入っている可能性がうかがえる。大企業・製造業の販売価格判断 DI、仕入価格判断 DI はともにピークアウトしつつあり（図表 1-10）、交易条件（販売価格判断 DI－仕入価格判断 DI）も改善に向かっている。ただ、大企業より中小企業、製造業より非製造業の価格転嫁の動きが遅い。中小企業・非製造業では、仕入価格判断 DI は一方的な上昇には歯止めがかかったとはいえ、高止まりが続いている状況にあり、販売価格判断はまだ緩やかな上昇トレンドが続いている（図表 1-11）。交易条件は改善しているものの、仕入れ価格が下がらない限り販売価格も下げられないことを考えれば、物価上昇率の鈍化には相応の時間がかかる可能性が高い。



住宅投資の基調は弱い

4－6 月期の民間住宅投資は、前期比＋1.9%（寄与度：＋0.1%ポイント）と高めの伸びとなった。これで 3 四半期連続のプラスである。民間住宅デフレーターが 3 四半期連続でマイナスとなっており（それ以前は 7 四半期連続のプラス）、住宅価格の高騰が一巡しつつあることが、足元の住宅投資の下支えになっている様子がうかがえる。



とはいえ、足元の住宅市場を取り巻く環境は良好と

は言えない。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 1-12）。貸家は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が、このところ前年比マイナスとなる月が増えてきた。分譲は振れの大きいマンションの影響で不安定な推移が続いている。持家と比べた場合の相対的な割安感や、低金利環境等が下支えになっている模様だが、均せばやはり冴えない推移となっている。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。

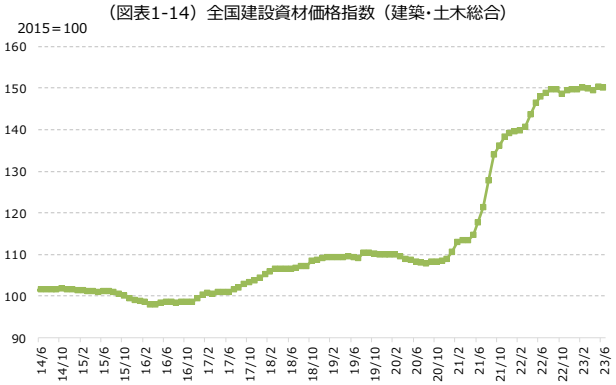
7 月のさくらレポート（日銀地域経済報告）における住宅投資の判断は、9 地域中 1 地域で引き上げ、1 地域で引き下げ、7 地域で横ばいという結果であった（図表 1-13）。5 地域で、「減少」、「弱い」、「弱め」といった表現が用いられている。アンケートでは、「賃上げが進む中にあっても、それ以上に住宅価格の高騰による家計へのインパクトが大きく、顧客の購買意欲減退につながっている（金沢）」と、販売価格の上昇を指摘する声が各地から数多く寄せられている。「上昇の続く分譲マンションの販売価格は、サラリーマンの購入限度を超えつつあり、上物の着工を先送りしている結果、塩漬けの建設用地が増えている（札幌）」と、価格高騰が着工の遅れにつながっているとの声もある。資材価格の上昇には一服感がみられるとの声もあるが、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、それ以前はわずか 1 年半の間に約 1.4 倍に上昇していた。現在建築中、あるいはこれから着工の物件は、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、今後も需要を抑える要因になり続けよう（図表 1-14）。

（図表1-13）さくらレポートの地域別判断（住宅投資）

地域	2023年4月	2023年7月	修正方向
北海道	減少している	減少している	→
東北	弱い動きとなっている□	弱い動きとなっている□	→
北陸	減少している	減少している	→
関東甲信越	持ち直しつつある	横ばい圏内の動きとなっている	↓
東海	弱い動きとなっている□	弱い動きとなっている□	→
近畿	緩やかに増加している	緩やかに増加している	→
中国	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	→
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	持ち直しの動きがみられている	↑

（出所）日銀「地域経済報告（さくらレポート）」

（図表1-14）全国建設資材価格指数（建築・土木総合）



（出所）一般社団法人経済調査会

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、一次産品価格が大きく上昇する可能性は高くない。ただ、為替相場については、米国の利上げ停止が示唆されるなかでも、いまだに 140 円/㌦台の推移となっており、米国の景気後退が深刻化しない限り、130 円/㌦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。

7 月末の日銀の政策修正を受け、金利動向にも注目が集まっているが、この点については大きな心配はいらないかもしれない。住宅ローン金利のうち固定金利は長期金利に、変動金利は短期金利の動向に大きな影響を受ける。8 月には、メガバンクなどの大手 5 行が一部住宅ローンの基準金利を引き上げたが、その後長期金利が持続的に上昇を続ける気配はない。日銀は来年以降、徐々に金融政策正常化への道筋を探ると考えられるものの、低い潜在成長率のもとで、中長期的な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は大きくないだろう。たとえマイナス金利を解除したとしても、ゼロに戻す程度が精いっぱいと考えられ、変

動金利の上昇余地も限定的と考えられる。何より、金利上昇が景気の下押し圧力になる可能性は日銀の最も警戒するところでもあり、植田総裁は細心の注意を払いつつ、かじ取りを行なっていくとみられる。

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、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。都心部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ゼロではなく、テールリスクとしての警戒は必要である。一方、貸家は堅調な推移が続くと考えられる。新規購入を諦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。

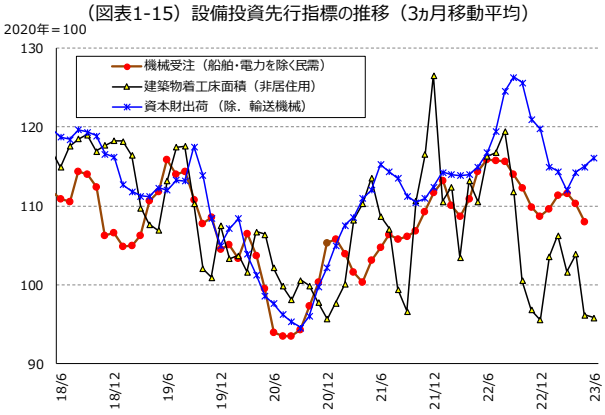
好調な設備投資計画

4－6 月期の民間企業設備投資は、前期比＋0.0%（寄与度：＋0.0%ポイント）と、ほぼ横ばいとなった。増勢が一服した形で、設備投資に先行する主要 3 指標（3ヵ月移動平均）も、足元では不安定な推移が続いている。資本財国内出荷（除．輸送機械）はやや上向いているが、機械受注（船舶・電力を除く民需）と建築物着工床面積（非居住用）は弱含んでおり、目先、設備投資の力強い回復は示唆されていない（図表 1-15）。

ただし、各種統計から確認できる設備投資計画は良好である。まず、6 月短観における 2022 年度の設備投資実績（全規模・全産業ベース）は、3 月調査の前年度比＋11.4%から同＋9.2%まで下方修正されたものの、二桁近い伸びを確保。2022 年度の設備投資が堅調だったことを改めて示した（図表 1-16）。2023 年度の計画は 3 月調査の前年比＋3.9%から同＋11.8%まで上方修正されており、昨年 6 月調査の伸びは下回っているものの、堅調な推移が続いている。生産・営業用設備判断 DI も、先行きは低下に向かうという見通しで（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での推移が続いている（図表 1-17）。

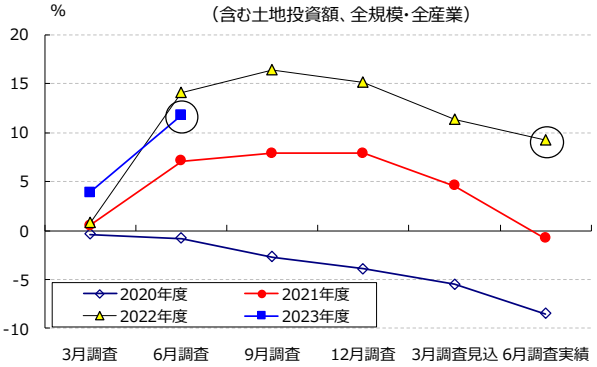
日本政策投資銀行（DBJ）が発表した「2023 年度設備投資計画調査」によると（調査時点 6 月 23 日）、2022 年度の全産業の設備投資実績は前年比＋10.7%と、50 年ぶりの高さだった計画値の同＋26.8%からは大幅

（図表1-15）設備投資先行指標の推移（3ヵ月移動平均）



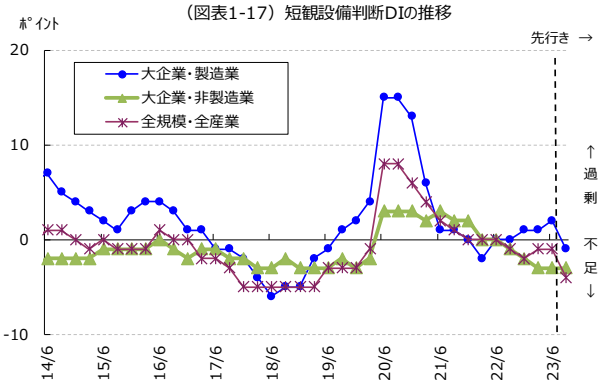
（出所）内閣府「機械受注」、国交省「建築着工」、経産省「鉱工業出荷内訳表」

（図表1-16）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1-17）短観設備判断DIの推移



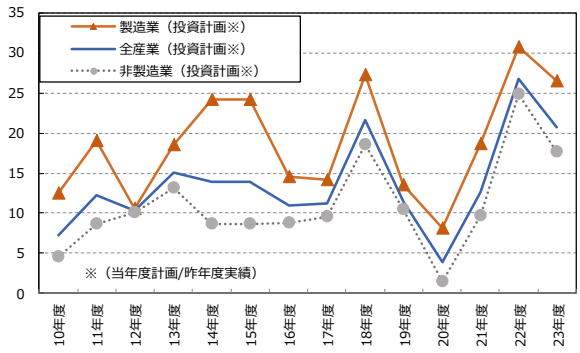
（出所）日銀「短観」

下方修正されたものの、二桁の伸びを確保した。ちなみに下方修正の理由として、人手不足などによる工期の遅れや工事費高騰などを挙げる企業が 2 年連続で増加している。この傾向は今後も当面続くと考えられ、これが前述の各種先行指標の弱さに反映されている可能性がある。

2023 年度計画は 3 年ぶりに前年の伸びを下回ったものの、同＋20.7%と引き続き約 2 割の伸びとなっている（図表 1-18）。発表元が過去の修正パターンをもとに試算した結果では、最終的な伸び率は同 7%程度になる見通しである。同調査の設備投資実績は GDP ベースの設備投資とも比較的近い推移をたどるが（図表 1-19）、調査元の試算では、GDP ベースの実質設備投資も過去最高を更新する可能性があるとのことである。過去最高だった 2018 年度と同水準なら、前年比＋2.0%の伸びとなる。

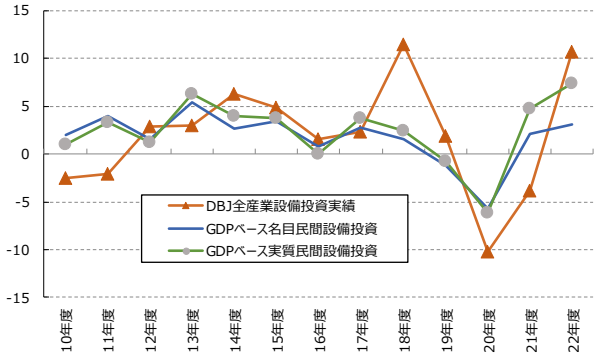
この他、4 月 30 日時点での調査ではあるが、日本経済新聞社がまとめた 2023 年度の設備投資動向調査における全産業の設備投資計画も、前年度実績比＋16.9%の高い伸びとなっている。DBJ と日経の調査からは、業界横断的なデジタル分野の投資需要が旺盛な様子がうかがえる。人手不足などの供給サイドの制約要因はあっても、2024 年度にかけての設備投資は基本的に堅調な推移が続く可能性が高い。

（図表1-18）設備投資計画増減推移



（出所）日本政策投資銀行「設備投資計画調査」

（図表1-19）DBJとGDPの設備投資実績比較（前年比）

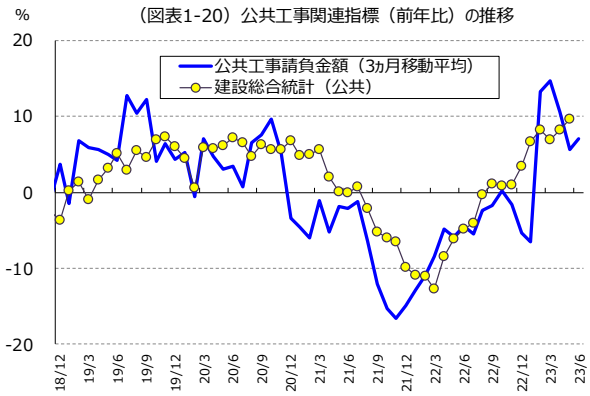


（出所）日本政策投資銀行「設備投資計画調査」

製造業では、半導体の供給制約の緩和や EV 対応で自動車産業の投資増が予想されるほか、デジタル化の加速に伴い半導体製造装置や半導体材料、データセンター、AI 関連の投資増が見込める。非製造業では人流の再拡大を受け、鉄道の安全対策や航空機関連、ホテル、テーマパーク関連等の投資再開が確実である。2022 年度に大きく伸びた、都心の大型ビジネス拠点の再開発投資も継続する。

需要サイドのリスク要因は海外景気の動向である。バブルが崩壊した 1990 年代以降、日本の設備投資は短期的には外需に左右される性格が強まった。予想以上に回復力が鈍い中国景気や、利上げの影響が本格化する欧米景気の動向が気になるが、米国景気の失速リスクはここへきてむしろ低下しつつある。中国景気は停滞気味の推移が避けられないが、米国景気がなんとかソフトランディングの範疇にとどまれば、設備投資の大きな下押し圧力にはならないだろう。

（図表1-20）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」

公共投資は均せば横ばい

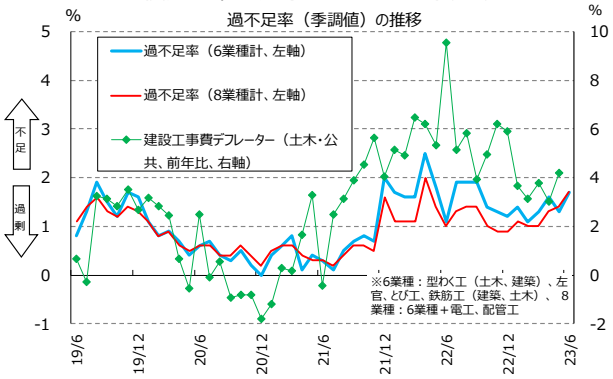
4－6 月期の公的固定資本形成は、前期比＋1.2%（寄与度：＋0.1%ポイント）と、5 四半期連続のプラスとなった。その前が 4 四半期連続のマイナスだ

が、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プラス圏で推移しており（図表 1-20）、短期的には堅調な推移が続く可能性が高い。

7 月のさくらレポートにおける公共投資の判断は、北海道が「弱めの動きとなっている」から「持ち直している」へ、近畿が「高水準で推移している」から「増加している」へとそれぞれ上方修正されたほかは、4 月と同じ判断が示された。この結果、「弱め」との表現が用いられているのは北陸のみとなった。アンケートでは、「大型インフラ整備や防災・減災対策などの国土強靱化関連工事を中心に受注は底堅く推移（岡山支店）」と、国土強靱化関連工事の恩恵を指摘する声が多い一方、「北陸新幹線工事の一巡により弱めの動きが続いている（金沢支店）」といった声もある。また、「これ以上公共案件が増加した場合、人手不足から他の工事は抑制せざるを得ない（釧路支店）」と、こちらでも人手不足を懸念する声が上がっている。

国土交通省が公表している「建設労働需給調査」における建設技能労働者の過不足率を見ると、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 1-21）。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。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（8 月）は、「困難」と「やや困難」の合計が 27.8%で、対前年同月（26.0%）比＋1.8%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民間設備投資と同じだが、国土強靱化計画が 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見通しである。多少の工期の遅れがあったとしても、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。

（図表1-21）建設工事費デフレーターと建設技能労働者過不足率（季調値）の推移



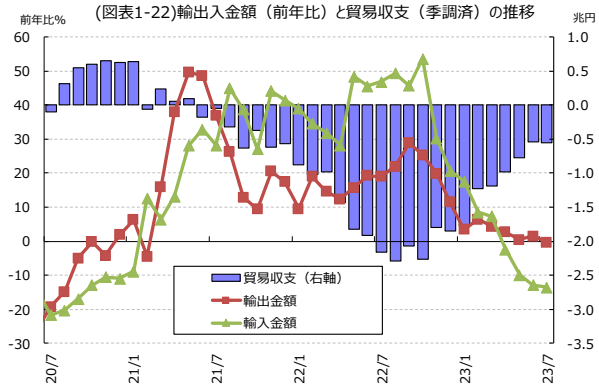
（出所）国土交通省「建設工事費デフレーター」、「建設労働需給調査」

輸出は中国景気が足枷

4－6 月期の実質輸出は前期比＋3.2%（寄与度：＋0.7%）と大幅プラスだが、1－3 月期が同▲3.8%の大幅マイナスだった反動という側面もあり、10－12 月期の水準は取り戻せていない。財貨、サービス別では、財貨の輸出が同＋3.3%（同＋0.6%）、サービスの輸出が同＋2.9%（同＋0.1%）で、財貨のプラス寄与が大きいが、これは挽回生産の活発化を反映した自動車の大幅増に支えられた形である。

財務省から発表された 7 月の貿易統計によると、輸出金額は前年比▲0.3%で（6 月：同＋1.5%）、29 ヵ月ぶりのマイナスとなった（図表 1-22）。品目別の内訳を見ると、自動車が同＋28.2%と大きく伸びており、自動車だけで全体への寄与度が＋4.0%ポイントに達している。裏返せば他の品目のマイナス寄与が▲4.3%だったということであり、自動車の挽回生産が一巡した後の輸出が弱含む可能性が高いことを示

（図表1-22)輸出入金額（前年比）と貿易収支（季調済）の推移

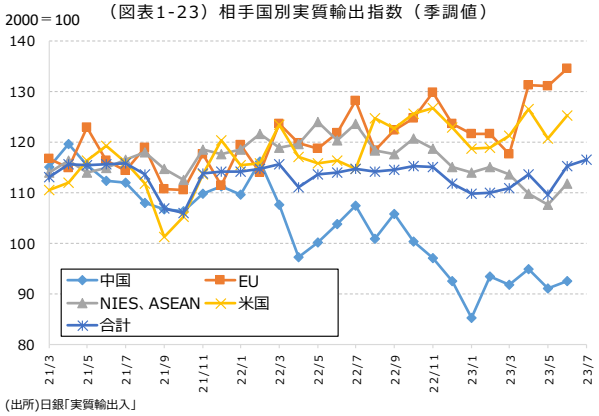


（出所）財務省「貿易統計」

している。

相手国別に見ると、2022 年度は中国向けの不振が足を引っ張った（図表 1-23）。この点、中国経済の動向が輸出回復のカギを握ると言っても過言ではないが、中国の 2023 年 4－6 月期の実質 GDP 成長率は前期比＋0.8%と、前期（同＋2.2%）から伸びが鈍化している。約 3 年に及んだゼロコロナ政策が解除された後の回復局面としては物足りない結果である。反動増的な動きが早くも息切れしつつあるように見える背景には、関連産業を含めれば GDP の 3 割に達すると言われる不動産市場の不振がある。ただ、政府は本格的な不動産市場のてこ入れ策には及び腰である。もともとは、不動産価格の高騰が格差拡大と社会の不安定化の背景にあるとの認識のもと、投資規制を強化してきた経緯があり、安易に規制緩和には踏み切れない。国外への資金流出懸念などを踏まえれば、追加の金融緩和余地も大きくはなく、今年の中国景気は力強さに欠ける推移が続く可能性が高い。日本からの中国向け輸出は、足元では下げ止まった感があるが、反発力は弱く、停滞気味の推移が続きそうである。

（図表1-23）相手国別実質輸出指数（季調値）

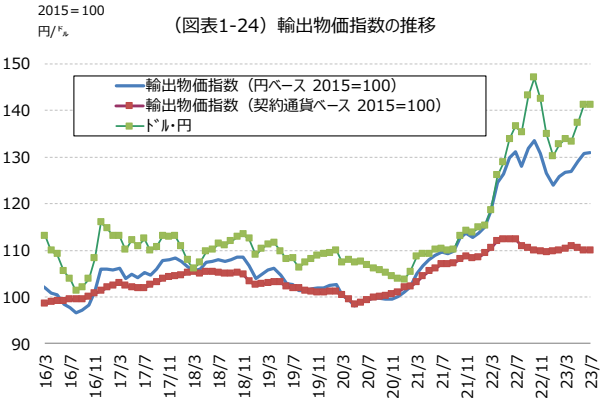


（出所）日銀「実質輸出入」

一方、米国景気は予想以上の底堅さを見せている。堅調な雇用環境や、コロナ禍で積み上がった過剰貯蓄がここまで主力の個人消費を支えてきた。ただ、利上げの効果が今後さらに経済全体に浸透していくことを考えれば、夏場以降の景気は減速基調を強める可能性が高い。欧州景気も類似の推移となろう。2024 年は欧米とも利下げで景気を支えると予想されるが、少なくとも 2023 年度中の日本の輸出は低迷が続きそうである。

なお、昨年来大きく進んだ円安は、輸出企業の円換算後の業績改善には貢献しているものの、契約通貨ベースの輸出物価が下がっていないことから、輸出の直接的なサポート要因にはなっていない（図表 1-24）。契約通貨の多様化や、高付加価値品へのシフトもあって、企業は近年、為替相場の変動による現地通貨建て製品価格の見直しをかつてほど頻繁に実施しなくなっており、この傾向は今後も変わらないとみられる。輸出数量自体は為替相場よりももっぱら海外景気の動向で左右される状況が続くだろう。

（図表1-24）輸出物価指数の推移



（出所）日本銀行

インバウンドは順調に回復

一方、インバウンド需要は着実な回復が続いている。今回の GDP 速報値で、インバウンドが含まれ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）のプラス寄与度は＋0.1%ポイントで、1－3 月期の＋0.3%ポイントから縮小したものの、直近 3 四半期の累計のプラス寄与度は＋0.6%ポイントに達している。潜在成長率が 0%台前半と考えられるなか、このインパクトは小さくない。

日本政府観光局（JNTO）の「訪日外客統計」によれば、2023 年 7 月の訪日外客数（速報値）は 232.1 万人で、コロナ前の同月（2019 年 7 月）の 77.6%にまで回復した。1－7 月累計では 1,303.3 万人と、年間

2,000 万人を超えるペースとなっている。7 月に関しては全体の 27.0%が韓国、18.2%が台湾である。コロナ前は全体の約 3 分の 1 を中国が占めていたが、7 月の時点ではまだ 13.5%にとどまっている。中国政府が日本行きの団体旅行の制限を続けてきたのが主因だが、これは 8 月 10 日に解除された。今後、中国からの旅行客が本格回復に向かう可能性は高く、年度後半の訪日外客数はコロナ前の水準を大きく超えていく展開が期待できる。ただ、ホテル代の高騰が国内旅行に水を差す可能性があるほか、物価のピークアウト時期の後ずれにつながる可能性も考えられる。

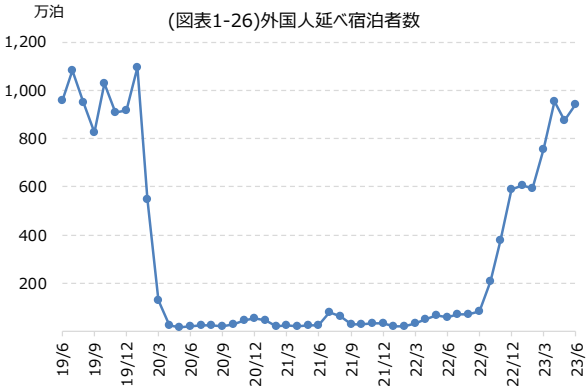
来訪数だけではなく、1 人当たりの平均消費額や宿泊数も伸びている。観光庁の「訪日外国人消費動向調査」によると、観光・レジャー目的で来日した訪日外国人の 4－6 月期の消費単価は 177,315 円で、2019 年同期の 35%増、平均泊数は 7.1 泊で同 15%増となっている（図表 1-25）。同庁の「宿泊旅行統計調査」によると、6 月の外国人延べ宿泊者数は 2019 年 6 月対比で 98%と、ほぼコロナ前の水準に戻った（図表 1-26）。主として円安が寄与した動きと考えられるが、米中景気が振るわず、通常の輸出が冴えないなかでも、インバウンドが今年の輸出を一定程度支える展開が期待できよう。

(図表1-25)国籍・地域別 1人1回当たり旅行消費単価、平均泊数、【観光・レジャー目的】（2023年4-6月）

	消費単価（円/人）		平均泊数（泊/人）	
		対2019年4-6月比		対2019年4-6月比
全国籍・地域	177,315	35%	7.1	15%
韓国	84,401	46%	3.3	3%
台湾	140,834	63%	5.5	-4%
香港	172,219	29%	6.7	22%
中国	343,453	74%	8.2	41%
タイ	178,239	60%	6.9	13%
シンガポール	261,045	63%	9.4	24%
マレーシア	156,683	44%	7.4	13%
インドネシア	182,041	47%	8.2	5%
フィリピン	177,814	78%	7.8	-16%
ベトナム	120,939	35%	5.4	-13%
インド	242,868	91%	10.1	1%
英国	297,970	67%	15.1	39%
ドイツ	309,668	38%	15.3	13%
フランス	289,332	20%	15.1	1%
イタリア	266,778	61%	12.2	-16%
スペイン	248,395	34%	14.1	24%
米国	288,831	64%	10.9	21%
カナダ	264,543	69%	12.4	5%
オーストラリア	282,773	51%	14.2	15%
その他	304,778	66%	14.4	14%

（出所）観光庁「訪日外国人消費動向調査」

(図表1-26)外国人延べ宿泊者数



（出所）観光庁「宿泊旅行統計調査」

事実上の変動許容幅の拡大を実施

7 月 27、28 日に開催された日銀政策決定会合では、10 年国債利回りの変動許容幅（上下±0.5%）を維持したうえで、連続指値オペの水準を 0.5%から 1.0%に引き上げ、0.5%から 1.0%までの緩やかな上昇を容認するとの決定がなされた。わかりにくいが、単なる変動許容幅の拡大としなかったのは、市場から出口政策の第一歩と受け取られるのを防ぐ意図があったと考えられる。投機的な動きは容認しないとのことだが、投機に基づく金利上昇と健全な上昇を区別するのは容易ではなく、実際の運営は、事実上の変動許容幅の拡大とほぼ変わらない扱いになると考えられる。

日銀としては、今回の変更により、年明けのような大量の国債買い入れや、イールドカーブの歪みに悩まされるリスクがかなり低下した。マイナス圏に沈んでいる可能性が高い日本の実質中立金利や、いまだ限界的な上昇にとどまる中長期的なインフレ期待を考えると、ファンダメンタルズに即した動きが続く限り、10 年国債利回りが 1%に到達してなお上昇を続ける展開は考えにくい。金融政策の柔軟化という意味では、これで当面新たな措置は必要なくなった。これ以上の変動許容幅の拡大は、さすがに YCC 撤廃と同義である。実際、次の一手は、YCC の撤廃となる可能性が高く、物価目標の達成を宣言できてもでき

なくても、来年以降に実施することになるとみている。

物価目標の達成を宣言するためには、賃金上昇と物価上昇の好循環を確認することが必要と思われるが、そのためには来年の春闘まで確認する必要があるのではないか。逆に、来年度以降物価上昇率が再び2%を割り込み、物価目標の達成が再び見通せなくなった場合には、「多角的レビュー」の結果を踏まえ、YCC にある意味「見切りをつける」ことになるのではないか。物価目標の達成の可能性が以前より高まっているのは確かだが、その確率は依然 5 割を大きく下回るとみている。（担当：小玉）

２．米国経済見通し

＜要　　約＞

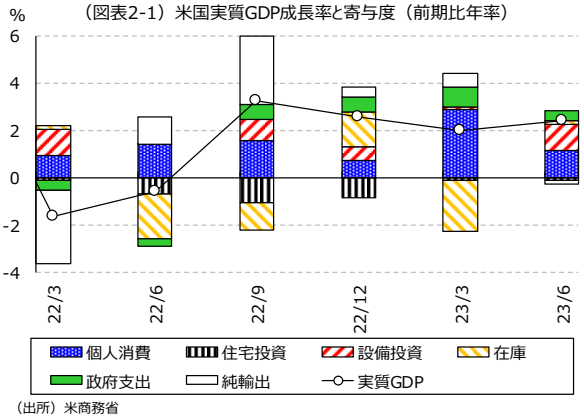
4－6 月期の米実質 GDP 成長率（速報値）は前期比年率＋2.4%と、前期（同＋2.0%）から伸びが拡大した。輸出が落ち込んだことから純輸出の寄与はマイナスだったが、景気の基調を見るうえで重要となる国内最終需要（在庫投資と純輸出を除く）は同＋2.3%となり、米連邦準備制度理事会（FRB）による利上げが続くなかでも、景気の堅調さが示された。

今後の個人消費は、家計の信用条件の悪化に加え、「財政責任法」の成立に伴う学生ローンの支払いなどが重石となり、秋口以降減速に向かうと見込む。設備投資は、FRB が政策金利を当面維持する可能性が高いことから、2023 年後半から 2024 年前半にかけて停滞を見込む。住宅投資も軟調な推移が続くとみられ、米国景気は 2024 年前半にかけて緩やかな減速基調をたどると予想する。CPI は、賃金上昇圧力が緩和に向かうほか、住居費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%前後まで伸びが鈍化すると予想する。2024 年は物価上昇圧力が緩和するなか、FRB が 4－6 月期以降利下げに転じることで、年後半以降景気は徐々に持ち直すと予想する。

足元の米国景気は堅調

4－6 月期の米実質 GDP 成長率（速報値）は前期比年率＋2.4%と、前期（同＋2.0%）から伸びが拡大した（図表 2-1）。事前の市場予想（同＋1.8%）も上回り、これで 4 四半期連続のプラスとなった。輸出が落ち込んだことから純輸出の寄与はマイナスだったが、景気の基調を見るうえで重要となる国内最終需要（在庫投資と純輸出を除く）は同＋2.3%となり、FRB による利上げが続くなかでも、景気の堅調さが示された。

（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＋1.6%（GDP への寄与度：＋1.12%ポイント）と、前期の同＋4.2%から伸びは鈍化したものの、12 四半期連続のプラスとなった。内訳を見ると、財消費は同＋0.7%と 2 四半期連続のプラスだった。サービス消費は同＋2.1%と前期（同＋3.2%）から伸びが鈍化したものの、堅調な推移が続いている。もっとも、ここまでサービス消費を牽引してきた飲食・宿泊サービスはマイナス寄与となり、コロナ禍からの経済活動再開に伴う外出需要が一巡しつつある様子を示している。

設備投資は前期比年率＋7.7%（GDP への寄与度：＋0.99%ポイント）と、前期の同＋0.6%から伸びが大幅に拡大した。内訳を見ると、機械投資が同＋10.8%と 3 四半期ぶりのプラスに転じたほか、構築物投資が同＋9.7%、知的財産投資が同＋3.9%と堅調だった。機械投資では輸送機械が、知的財産投資ではソフトウェアが押し上げ要因となった。 住宅投資は同▲4.2%（GDP への寄与度：▲0.16%ポイント） と、

前期の同▲4.0%からマイナス幅が拡大した。これで9四半期連続のマイナス。住宅ローン金利の高止まりなどから、依然として軟調な推移が続いている。在庫投資の寄与度は＋0.14%ポイントと、2四半期ぶりにプラスとなった。政府支出は前期比年率＋2.6%（GDPへの寄与度：＋0.45%ポイント）と、4四半期連続のプラスとなった。連邦政府支出が同＋0.9%、州・地方政府支出が同＋3.6%といずれもプラスだった。

輸出は前期比年率▲10.8%（GDPへの寄与度：▲1.28%ポイント）と、前期の同＋7.8%から2四半期ぶりのマイナスに転じた。サービス輸出は同＋1.8%とプラスだったものの、財輸出が同▲16.3%と二桁のマイナスになったことが足を引っ張った。最大の貿易相手国である中国景気の回復が、ゼロコロナ政策が解除されたにもかかわらず鈍いことや、安全保障を背景とした対中半導体関連規制の強化などが財輸出の減少につながった可能性がある。輸入は同▲7.8%（GDPへの寄与度：＋1.16%ポイント）と前期の同＋2.0%からマイナスに転じ、この結果、実質GDP成長率に対する純輸出の寄与度は▲0.12%ポイントとなった。

債務不履行は回避も、学生ローン支払いは個人消費の重石に

米国では、今年1月に政府の債務残高が上限である約31.4兆ドルに達し、早ければ6月初旬にも資金繰りが行き詰まる可能性が指摘されていたが、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27日に、債務上限の適用を2025年1月1日まで停止することで基本合意した。その後、ホワイトハウスは合意内容を取りまとめた「財政責任法」に署名し、債務不履行に陥る事態は回避された。もっとも、同法では、債務上限の適用を停止する一方で、社会保障や国防費を除く裁量的支出を2024年度は前年比横ばい、2025年度は1%の伸びに抑制するほか、低所得者向けの食糧支援プログラム（SNAP）の基準厳格化、学生ローンの返済猶予措置の今年8月末での停止などが盛り込まれた。

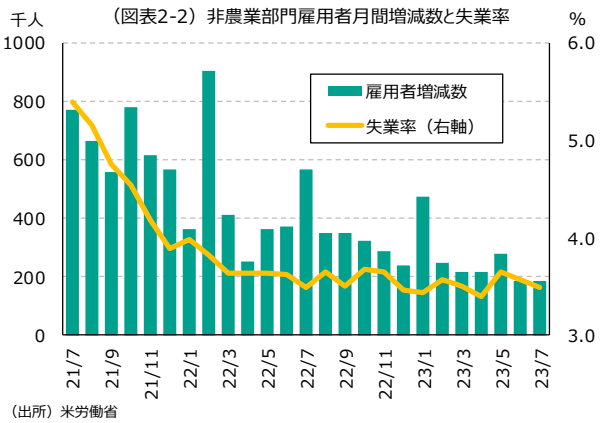
連邦政府が提供する学生ローンに関しては、2020年3月にコロナ対策で導入した返済猶予措置に加え、バイデン大統領が昨年8月に年収12.5万ドル未満の借り手に1人当たり1万ドル、低所得者にはさらに1万ドルを免除する措置を打ち出していた。このうち返済猶予措置については、トランプ政権時代から数えて計8回期限が延長されていたが、今回の財政責任法の成立に伴い、今年10月から支払いが再開されることとなった。免除措置についても、米連邦最高裁判所が効力を認めない判断を6月末に下した。約2,600万人が同措置による免除を申請しており、金額は約4,400億ドルに及ぶとされる。その後、米教育省が世帯所得に基づく学生ローンの返済計画の調査を実施し、約80万人を対象に390億ドルを免除することを発表したが、当初措置の免除金額と比べれば大きく減ることになる。米国の家計が抱える学生ローンの総額は約1兆6,000億ドルで、名目GDPの約7%に相当する。今後は返済猶予や免除停止が一定程度個人消費の重石になると予想される。

非農業部門雇用者数の増加幅は縮小へ

米国の雇用環境を見ると、7月の非農業部門雇用者数は前月比＋18.7万人と、市場予想（同＋20.0万人）を下回った（図表2-2）。また、過去分は5月が同＋30.6万人から同＋28.1万人へ、6月が同＋20.9万人から同＋18.5万人へ、2ヵ月合計で4.9万人下方修正され、雇用者数の伸びは均せば縮小傾向となっている。

7月の雇用の伸びを部門別に見ると、物品生産部門（6月：前月比＋3.1万人→7月：同＋1.8万人）、

政府部門（同＋5.7 万人→同＋1.5　万人）が前月から鈍化した一方、民間サービス部門（同＋9.7　万人→同＋15.4 万人）は拡大した。民間サービス部門では、教育・医療サービス（同＋7.1　万人→同＋10.0 万人）が依然として雇用増を牽引している。



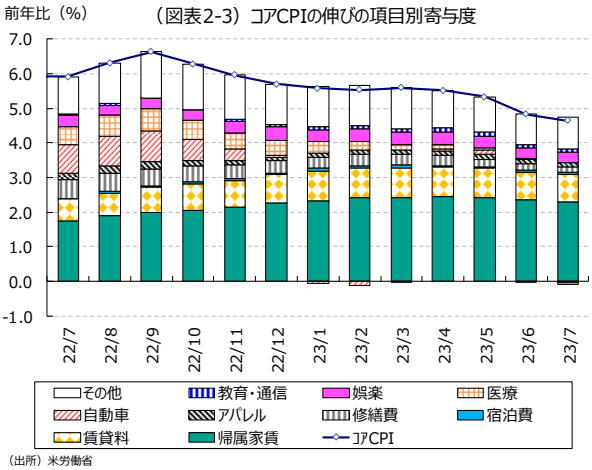
（図表2-2）非農業部門雇用者月間増減数と失業率
（出所）米労働省

一方、家計調査から推計される失業率は 3.5%と、2 ヵ月連続で低下している。労働参加率は 62.6%と 5 ヵ月連続の横ばいとなった。働き盛りのプライムエイジ（25 歳以上 54 歳以下）の労働参加率は 83.4%とすでにコロナ禍前の水準を上回っているが、55 歳以上は 38.6%と、コロナ感染の収束に伴って経済活動が正常化するなかでも低位での推移が続いており、全体の労働参加率の上昇傾向は頭打ちとなっている。

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、今後も増加ペースが鈍化していくことが見込まれる。コロナ禍からの経済活動再開後、高い伸びが続いていた娯楽・宿泊業の雇用者数が 2 ヵ月連続で鈍化しているほか、労働市場全体の先行指標とされる人材派遣サービスも 3 ヵ月連続のマイナスとなっており、雇用環境は次第に軟化すると予想する。

コア CPI の伸びは鈍化へ

7 月の米消費者物価指数（総合指数、CPI）は前年比＋3.2%と、エネルギー価格のマイナス幅の縮小などから、13 ヵ月ぶりに伸びが拡大した。一方、食品とエネルギーを除く総合指数（コア CPI）は同＋4.7%と、4 ヵ月連続で伸びが鈍化した（図表 2-3）。コア CPI を財とサービスに分けると、コア財は同＋0.8%と小幅な伸びにとどまっている。コアサービスは同＋6.1%と 5 ヵ月連続で鈍化しているものの、依然として高めの伸びが続いている。



（図表2-3）コアCPIの伸びの項目別寄与度
（出所）米労働省

コア財の約 3 割を占める自動車（新車及び中古車）の需要は、ローン金利の上昇により弱含むとみられ、自動車価格は今後も軟調に推移すると予想される。CPI の中古車価格に先行する傾向があるマンハイム中古車価格指数は 7 月に前月比▲1.6%と、4 ヵ月連続で低下しており、コア財価格は今後も低下基調をたどると見込む。

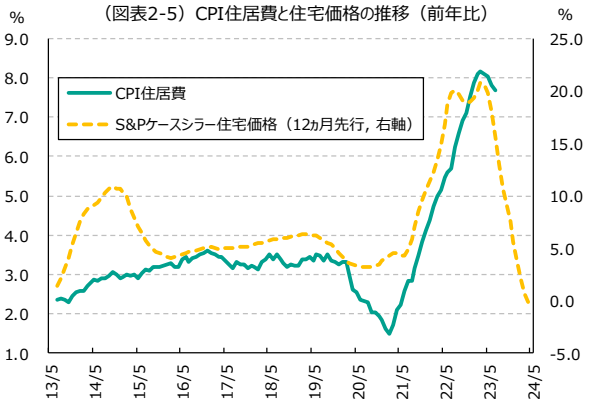
（図表2-4）平均時間給(前年比)
（出所）米労働省

サービス価格の動向を占ううえで重要となる賃金動向を見ると、7 月の時間当たり賃金は前年比＋4.4%と、2 ヵ月連続で同じ伸びとなった（図表 2-4）。もっとも、6 月の雇用動態調査（JOLTS）では、求人件数が約 958 万件と 2 ヵ月連続で減少するなど、労働需給は

緩和に向かっており、賃金の上昇ペースは今後も鈍化傾向が続くと予想する。

賃貸料や帰属家賃を含む住居費の推移を見ると、7月は前年比＋7.7%と、4ヵ月連続で伸びが鈍化している（図表2-5）。住宅価格の指標となるS&Pコアロジック・ケースシラー住宅価格指数の伸びは前年比で鈍化傾向が続き、直近では2ヵ月連続でマイナスを記録している。住宅価格の動向を踏まえると、住居費の寄与は次第に低下に向かうとみられ、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%前後まで伸びが鈍化すると予想する。

（図表2-5）CPI住居費と住宅価格の推移（前年比）



（出所）米労働省、セントルイス連銀公表資料より明治安田総研作成

個人消費は2023年秋口以降に減速

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堅調な推移が続いている（図表2-6）。

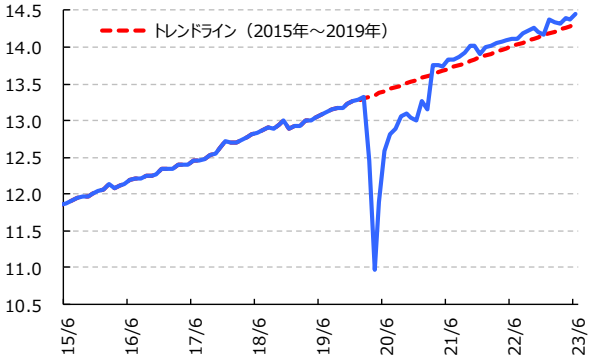
借り入れによる個人消費のメルクマールとなる消費者信用残高を見ると、2023年4－6月期は約5.0兆ドルと、増加傾向で推移している（図表2-7）。内訳であるクレジットカードなどの「リボルビング払い」、学生ローンや自動車ローンなどの「非リボルビング払い」のいずれも増加傾向となっており、借り入れによる消費は依然として堅調である。

一方で、FRBが7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50.8%ポイント、消費者ローン（クレジットカード）向けが36.4%ポイントと、企業向け・家計向けを問わず上昇している（図表2-8）。

クレジットカードローン金利は上昇傾向が続いており、4－6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の増勢は次第に頭打ちになると予想する。

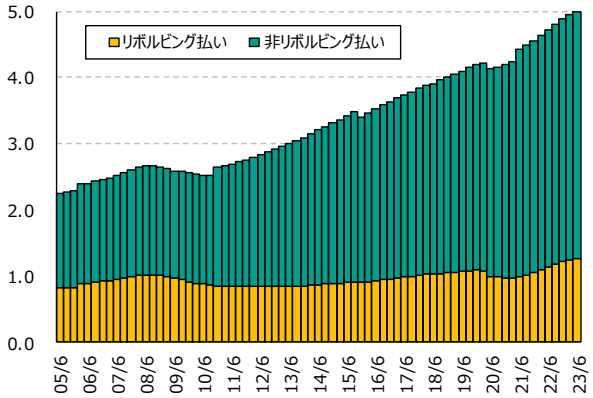
2023年の個人消費は、過剰貯蓄が中高所得層を中心に下支え役になるほか、インフレ率の鈍化が見込まれることから、大きく落ち込む展開は考えにくい。もっとも、家計の信用条件の悪化が重石となり、秋口以降

（図表2-6）米国 実質個人消費支出の推移



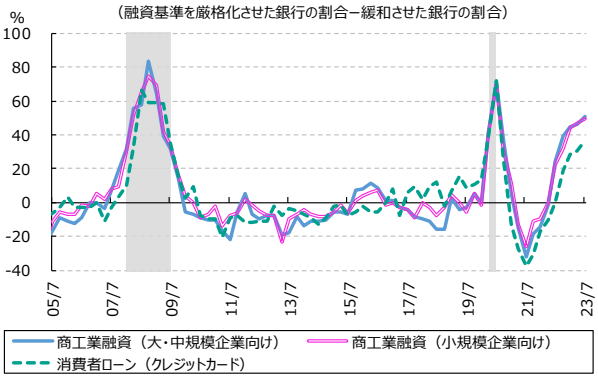
（出所）ファクトセットより明治安田総研作成

（図表2-7）米国 消費者信用残高



（出所）FRB

（図表2-8）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）



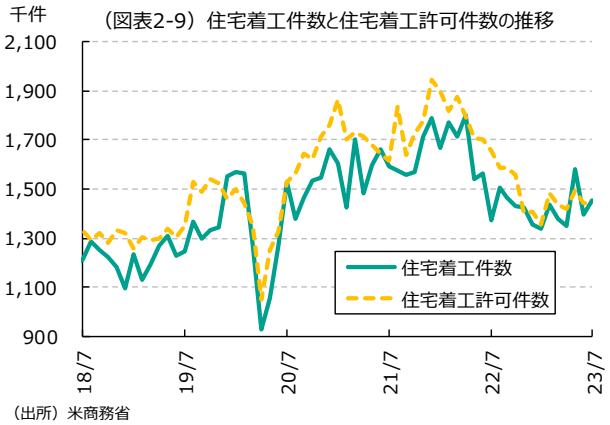
（出所）FRB　※シャドー部分は景気後退

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。2024年はFRBの利下げ開始以降、クレジットカードローンなどの借入金利が低下するなかで、持ち直しに向かうとみる。

住宅投資は 2024 年に持ち直し

7 月の住宅着工件数は前月比＋3.9%と、2 ヵ月ぶりにプラスに転じた（図表 2-9）。住宅着工の先行指標とされる住宅着工許可件数には下げ止まりの兆しが見られる。

中古住宅価格が在庫不足により高止まりする一方、新築価格は低下基調となっており、新築を中心に販売件数は持ち直しつつある。とはいえ、住宅建設業者の景況感を示す住宅市場指数を見ると、8 月は 50 と前月から低下したほか、新築住宅価格も過去の水準と比べればまだ高い。30 年固定住宅ローン金利も 7%近辺と高水準で推移していることも考えれば、住宅市場の本格回復にはもう少し時間がかかりそうである。



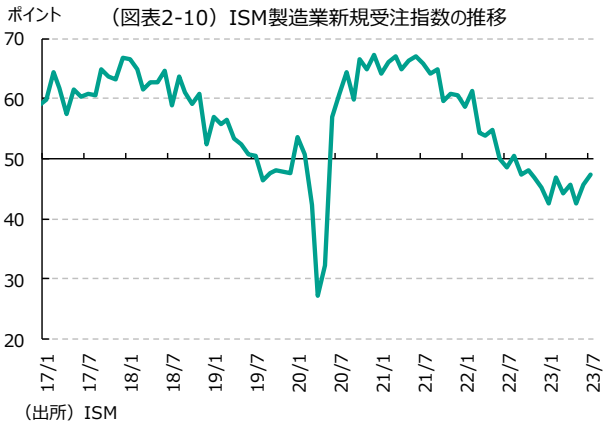
（出所）米商務省

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、住宅価格の低下傾向が続くと見込まれるほか、FRB の利下げ以降は住宅ローン金利も低下が見込まれることから、2024 年末にかけて徐々に持ち直すと予想する。

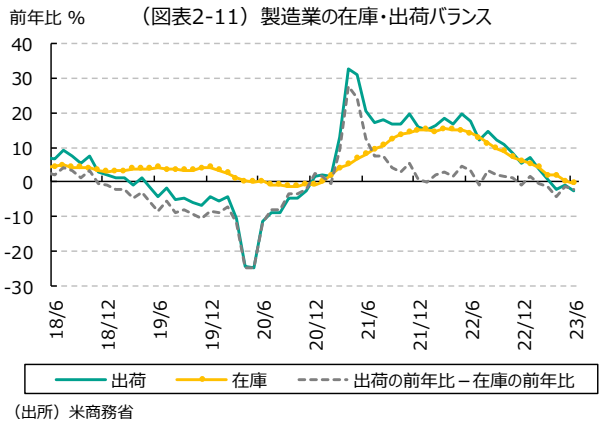
設備投資もしばらく軟調に推移

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、7 月は 47.3 と前月から上昇したものの、8 ヵ月連続で好不況の境目である 50 を割り込んでいる（図表 2-10）。

製造業の在庫・出荷バランスを見ると、在庫調整が進んではいるものの、依然として在庫の伸びが出荷の伸びを上回っているためマイナス圏で推移している（図表2-11）。



（出所）ISM

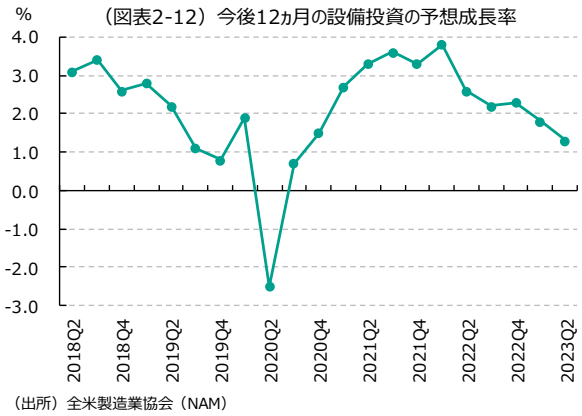


（出所）米商務省

全米製造業協会（NAM）が行なった2023年第2四半期の製造業予測調査における、今後12ヵ月の設備投資見通しを見ても、前回第1四半期調査から悪化し、2020年第4四半期以来の低水準にとどまっている（図表2-12）。また、同調査では、現在直面している主要な課題として、多くの企業が「国内景気、自社製品への国内需要の鈍化」を挙げており、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。

FRB は利上げ終了後も政策金利を当面維持する可能

性が高いことを考慮すると、2023年後半から2024年前半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年後半は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2-12）今後12ヵ月の設備投資の予想成長率
（出所）全米製造業協会（NAM）

2024年4－6月期以降の利下げを見込む

7月25、26日開催の米連邦公開市場委員会（FOMC）では、政策金利であるFFレートの誘導目標を0.25%引き上げ、5.25－5.50%とした。FRBは、前回の6月会合で11会合ぶりに利上げを停止したが、雇用環境が依然として堅調に推移していることなどから、利上げ再開を決めた。これでFFレートは2001年以来、約22年ぶりの高さとなった。

FOMC後に公表された声明文では、まず景気の現状判断部分が、前回の「緩やかな（modest）ペースで拡大し続けている」から「適度な（moderate）ペースで拡大している」へと幾分上方修正された。雇用の伸びは堅調で、インフレ率は引き続き上昇しているとの見方は維持した。金融政策の先行きに関しても、追加の金融引き締めの程度を判断するうえで、「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」との表現が前回から踏襲されたほか、「委員会は追加情報と金融政策への影響についての評価を継続する」と、利上げによる影響を注意深く見極めるスタンスに変更はなかった。

FOMC後に行なわれた記者会見でパウエル議長は、先行きの金融政策はあくまでデータに依拠する方針を維持した。次回9月のFOMCまでには、雇用統計とCPIが各1回ずつ公表される。これらの結果を踏まえたうえで、利上げするかどうかの判断を下すことになるが、金融引き締めの効果が現れるまでのラグやインフレ動向を見極める時間を確保する選択肢をとる可能性が高いとみている。パウエル議長がコアインフレの高さに注意を払っていることなどから、今後はコアCPIの動向がより重要になるが、コア財価格の伸びは今後も縮小し続けると見込まれるほか、サービス価格の伸びも鈍化傾向が続くと予想される。そのため、結果的に利上げは今回で打ち止めになるというのがメインシナリオである。

利下げについては、パウエル議長は「年内は考えていない」としたものの、インフレが継続的に鈍化すれば、政策金利を引き下げることが可能になるとも述べている。米国景気はここまで予想以上の底堅さを見せているものの、利上げの効果は今後本格化し、インフレ率は鈍化基調をたどると見込まれる。FRBはこれによる実質金利の上昇を見極めたうえで、来年の4－6月期に利下げを開始すると予想する。（担当：前田）

３．欧州経済見通し

＜要　　約＞

ユーロ圏の 4－6 月期実質 GDP 成長率（速報値）は前期比＋0.3%と、3 四半期ぶりのプラスとなった。もっとも、物価高が重石となり、景気回復ペースは緩慢なものにとどまっている。2023 年のユーロ圏景気については、欧州中央銀行（ECB）の利上げに伴う借入コストの高止まりが設備投資の足枷になるとみる。米国景気の減速など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以降持ち直すとみるが、景気は全体として低空飛行が続くと予想する。ただ、2024 年は ECB の利下げが下支え役になることなどから、景気が上向く展開を予想する。

英国の 4－6 月期実質 GDP 成長率は前期比＋0.2%と、前期（同＋0.1%）から伸びが小幅拡大した。3 四半期連続のプラスとなったものの、低空飛行が続いている。見通し期間中の英国景気は、物価高が長引くなか、金融引き締めサイクルが長期化することが、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、輸出も伸び悩むとみられ、停滞気味の推移を予想する。

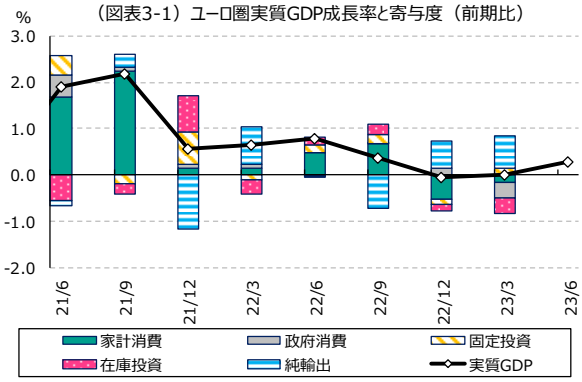
4－6 月期実質 GDP 成長率は 3 四半期ぶりのプラス

4－6 月期のユーロ圏実質 GDP 成長率（速報値）は前期比＋0.3%と、3 四半期ぶりのプラスとなった（図表 3-1）。もっとも、物価高が重石となり、景気回復ペースは緩慢なものにとどまっている。主要国の成長率は、ドイツ（同▲0.1%→±0.0%）、フランス（同＋0.1%→＋0.5%）、イタリア（同＋0.6%→▲0.3%）、スペイン（同＋0.5%→＋0.4%）と、フランスとスペインはプラスだったものの、ドイツは横ばい、イタリアはマイナスとまちまちだった。

GDP 成長率と連動性が高いユーロ圏企業購買担当者景気指数（PMI）を見ると、7 月は総合で 48.6 と、好不況の境目となる 50 を 2 ヵ月連続で下回っている（図表 3-2）。業種別では、製造業が 42.7 と、受注の減少などを要因に 2020 年 5 月以来の低水準となっている。また、サービス業は 50.9 と、かろうじて 50 を上回ってはいるものの、これで 3 ヵ月連続の悪化となり、増勢はピークアウトしている。

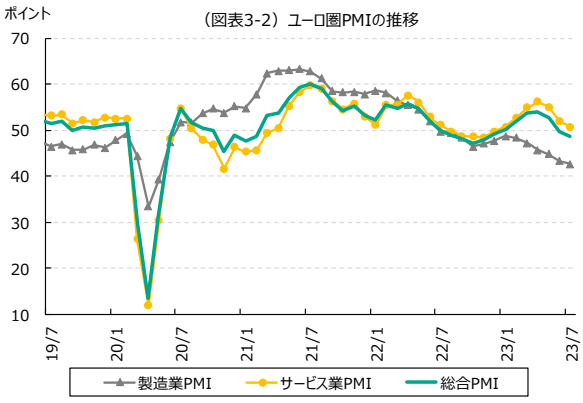
2023 年のユーロ圏景気については、ECB の利上げに伴う借入コストの高止まりが設備投資の足枷になる

（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

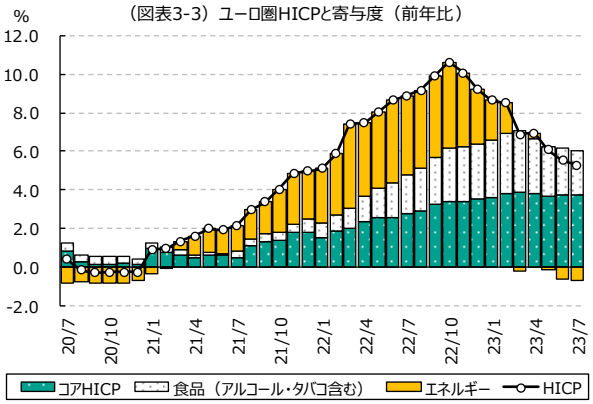


（出所）ファクトセット

とみる。米国景気の減速など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以降持ち直すとみるが、景気は全体として低空飛行が続くと予想する。ただ、2024 年は ECB の利下げが下支え役になることなどから、景気が上向く展開を予想する。

インフレ率の伸びは鈍化傾向で推移

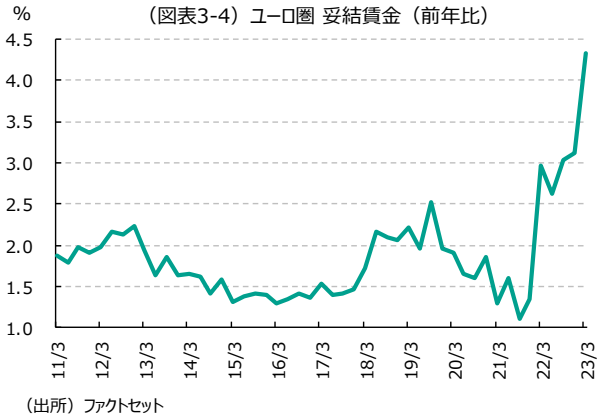
7 月のユーロ圏消費者物価指数（総合指数、HICP）は前年比＋5.3%と、3 ヵ月連続で伸びが鈍化した（図表 3-3）。速報値で公表される主要 4 分類の物価上昇率に対する寄与度を見ると、食品・アルコール・タバコ（6 月：寄与度＋2.42%ポイント→7 月：同＋2.26%ポイント、寄与度差：▲0.16%ポイント）、エネルギーを除く工業製品（同＋1.46%ポイント→同＋1.34%ポイント、同▲0.12%ポイント）が前月から低下し、エネルギー（同▲0.64%ポイント→同▲0.74%ポイント、同▲0.07%ポイント）はマイナス幅が拡大した。一方、サービス（同＋2.26%ポイント→同＋2.34%ポイント、同＋0.08%ポイント）の寄与度は上昇し、その結果、エネルギー・食品・アルコール・タバコを除く総合指数（コア HICP）は同＋5.5%と前月と同じ伸びになった。



（図表3-3）ユーロ圏HICPと寄与度（前年比）
（出所）ユーロスタット

昨年来、ユーロ圏の懸念材料となっていた天然ガス価格の高騰は避けられる可能性が高く、エネルギーの物価上昇率に対する寄与は、当面の間マイナスでの推移が続くとみる。ユーロ圏諸国はロシア以外の代替調達先の確保や、LNG の受け入れ基地の整備など、すでに冬に向けた対応を進めている。また、ゼロコロナ政策の解除後も中国の景気回復ペースが鈍いことから、アジアの LNG 需要の増加も限定的と見込まれる。厳冬に見舞われるリスクはあるものの、欧州の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おり、十分な在庫を確保できる可能性が高い。食品に関しても、エネルギーや穀物相場の落ち着きを受け、全体への寄与度は低下傾向が続くと見込む。

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 2023 年 1－3 月期の妥結賃金は前年比＋4.3%と、約 30 年ぶりの高い伸びとなっており、賃金上昇圧力は根強い（図表 3-4）。ユーロ圏諸国の多くは、物価高による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継続している。もっとも、食品や電気代といった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は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。



（図表3-4）ユーロ圏 妥結賃金（前年比）
（出所）ファクトセット

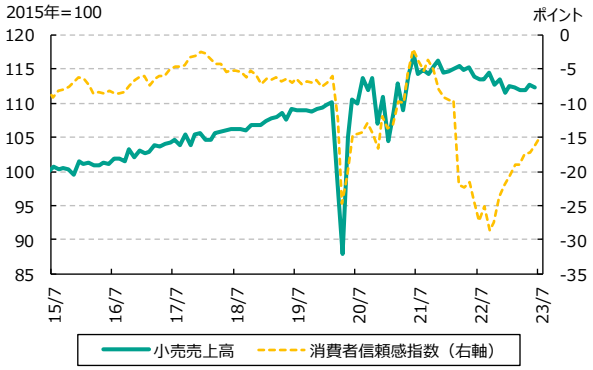
今後のユーロ圏のインフレ率は引き続き緩やかな鈍化傾向で推移し、2025 年前半に ECB の目標とする 2%近辺に収束すると予想する。

個人消費は持ち直しが続く

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、6 月は前月比▲0.3%と 3 ヵ月ぶりにマイナスとなった（図表 3-5）。内訳を見ると、ガソリン（同＋1.0%）はプラスだったものの、飲食物・タバコ（同▲0.3%）、ガソリンを除く非食品（同▲0.2%）といった品目の売上が減少した。物価高が食品を中心に個人消費の重石となっている様子がうかがえる。もっとも、四半期ベースでは、4－6 月期が前期比＋0.0%と、小幅ながら 6 四半期ぶりのプラスに転じており、個人消費には持ち直しの兆しも見えつつある。

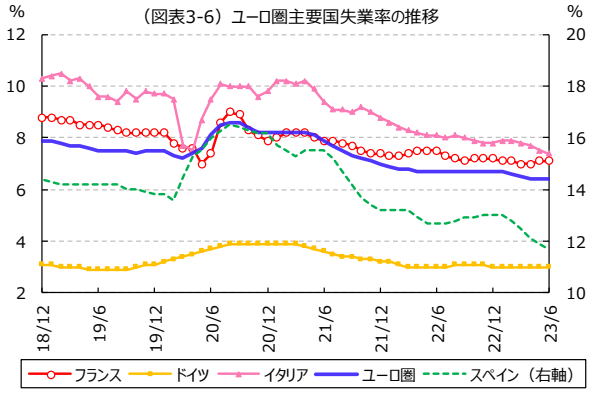
今後に関しては、賃金が上昇する一方、インフレ率が鈍化に向かうことから、2023 年後半に実質所得はプラス転換するとみる。雇用環境が底堅く推移しているのが賃金や個人消費にとって好材料となる。6 月のユーロ圏の失業率は 6.4%と、3 ヵ月連続で横ばいとなり、統計開始以来の最低値を維持している（図表 3-6）。雇用環境は当面の間堅調に推移するとみられ、個人消費の下支え役になると見込まれる。消費者マインドも改善が続いており、個人消費は 2023 年後半から 2024 年にかけて、持ち直しの動きが続くと予想する。

（図表3-5）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3-6）ユーロ圏主要国失業率の推移



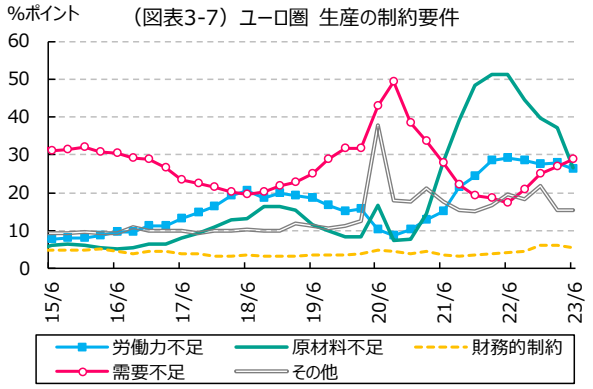
(出所)ユーロスタット

借入コストの高止まりが設備投資の重石に

ユーロ圏の 6 月の鉱工業生産は前月比＋0.5%と、3 ヵ月連続でプラスとなった。もっとも、4－6 月の上昇分を合わせても、3 月の落ち込み（同▲4.4%）を取り戻せていない。

欧州委員会の調査によれば、昨年前半は海上物流のひっ迫のほか、半導体不足といったサプライチェーンの目詰まりが生産の足枷となっていた（図表 3-7）。しかしながら、その後は制約要因が原材料不足から需要不足へと徐々にシフトしている。

（図表3-7）ユーロ圏 生産の制約要件



（出所）欧州委員会公表資料より明治安田総研作成

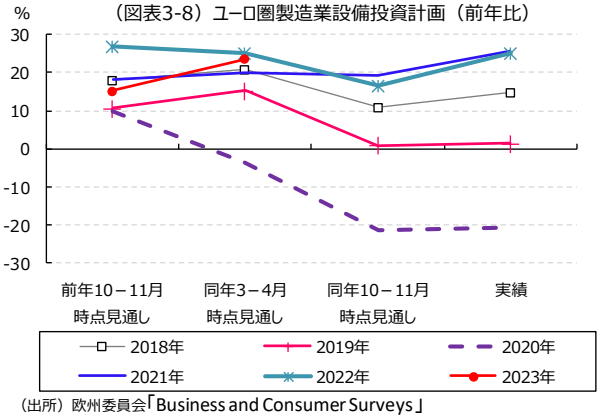
欧州委員会の設備投資サーベイ調査を見ると、2023 年の企業の設備投資計画は、3－4 月時点で前年比＋23.5%となっており、計画上は高い伸びを保っている（図表 3-8）。一方、4－6 月期の銀行貸出調査で、資金調達面から設備投資動向を見ると、設備投資への需要は 5 四半期連続で減少している。昨年はロシアのウクライナ侵攻に伴い、鉄鋼や半導体原料といった資材の供給が滞ったことや、天然ガス需給のひっ迫による電力不足の懸念などが設備投資の足枷と

なっていた。

足元では、こうした供給制約による影響は薄れつつあるものの、ECB の利上げによる借入コストの増加などが重石になっているとみられる（図表 3-9）。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 も＋14.1 と、前期（＋27.2）からは低下したものの、依然としてプラス圏で推移している。

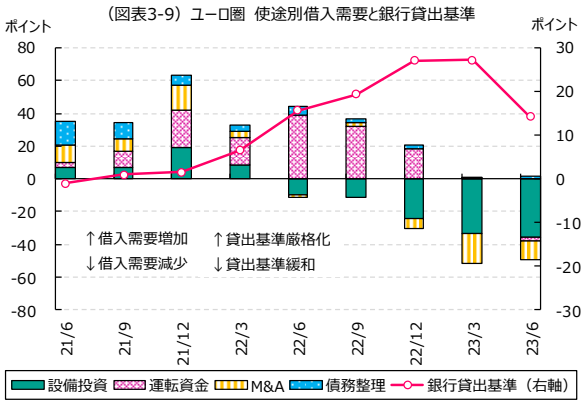
欧州委員会は今年 2 月に、「グリーンディール産業計画」を発表し、グリーン関連産業への資金支援や規制緩和などを実施する方針を示している。こうした支援もあって、グリーン関連の投資需要は底堅い推移が見込まれる。ただ、借入コストの高止まりや需要減退への懸念により、2023 年の設備投資は停滞気味の推移を見込む。2024 年は ECB の利下げの効果に加え、グリーン関連投資が下支えすることで、回復軌道に復すると予想する。

（図表3-8）ユーロ圏製造業設備投資計画（前年比）



（出所）欧州委員会「Business and Consumer Surveys」

（図表3-9）ユーロ圏 使途別借入需要と銀行貸出基準



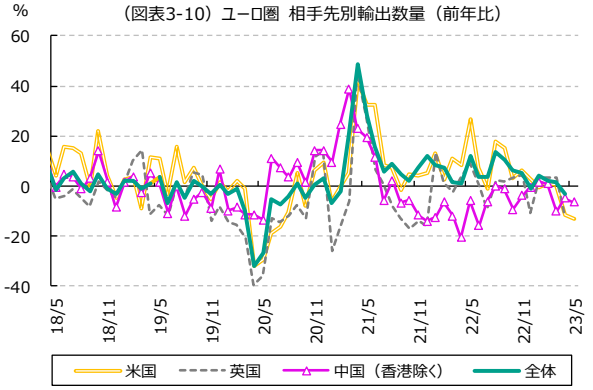
（出所）ECB「Bank Lending Survey」

輸出は 2024 年に上向くも、回復ペースは緩慢

6 月のユーロ圏の輸出金額は前月比▲0.5%と、2 ヵ月ぶりにマイナスに転じた。輸出数量を見ると、米国、英国向けの落ち込みに加え、中国向けも停滞気味の推移となっており、全体では減少傾向が続いている（図表 3-10）。

今後の主要貿易相手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時間差を伴って実体経済に現れることで、今年後半の景気は減速が見込まれる。英国も、イングランド銀行（BOE）の利上げが景気の足枷になるとみる。中国景気は不動産市場の低迷が続くことなどから、緩やかな回復にとどまると予想する。

（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

半導体規制を巡る動きも対中輸出の足枷となる可能性が高い。オランダ政府は 6 月 30 日に、米国に追随する形で、先端半導体製造装置の新たな対中輸出規制を導入することを決定した。一方、こうした動きを受け、中国は 8 月 1 日より半導体材料などに使用されるガリウムと、ゲルマニウム関連製品の輸出を規制している。今後も EU と中国の双方が貿易障壁を設けるなどの措置をとる可能性がある。

2023 年のユーロ圏の輸出は、中国向けが伸び悩むほか、米国向けや英国向けの低迷が見込まれることから、冴えない推移が続くと予想する。FRB が利下げに転じた後は、米国景気の持ち直しが見込まれ、2024 年の輸出は上向くとみるが、回復ペースは緩慢なものにとどまると予想する。

明治安田総合研究所

ECB は 9 月利上げ後、様子見姿勢に転じる

7 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）。これで利上げは 9 会合連続となり、主要政策金利は預金ファシリティ金利が 3.75%、主要リファイナンスオペ金利が 4.25%、限界貸出ファシリティ金利が 4.50%まで引き上げられた。また、民間金融機関が ECB に預ける最低準備金への付利金利の水準をこれまでの預金ファシリティ金利から 0%へ引き下げることを新たに決めた。ECB はこの措置について、金融政策の効率性を改善させると解説している。最低準備金に対する付利をやめ、実質的に預金準備率の引き上げと同様の金融引き締め効果を狙ったものとみられる。

資産買入れ策については、資産買入れプログラム（APP）で保有する資産の再投資を 7 月から全額停止する方針を維持した。パンデミック緊急買入れプログラム（PEPP）で買い入れた資産については、全額再投資を行なう。

（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　　：＋3.75%
主要リファイナンスオペ金利：＋4.25%
限界貸出ファシリティ金利　：＋4.50%

資産買入れ
・資産買入れプログラム（APP）
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
・パンデミック緊急買入れプログラム（PEPP）
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）
・伝達保護措置（TPI）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、条件付き長期資金供給オペレーション第3弾（TLTROⅢ）の適用金利を変更

※赤字は7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

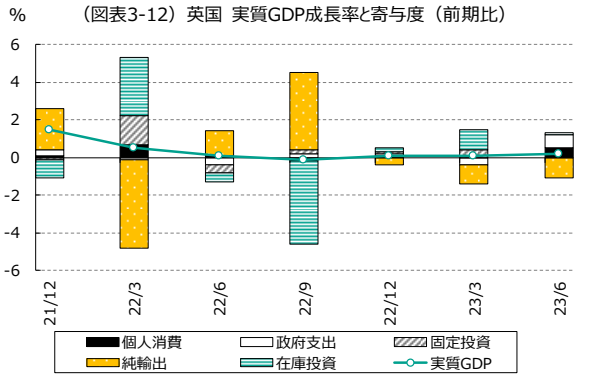
声明文では、今後の金融政策の方針に関して、データに依拠したアプローチを継続するとしたうえで、前回の「中期的なインフレ率を目標である 2%に適時に戻すために、政策金利を十分抑制的な水準に引き上げ、必要な限りその水準を維持する」から「中期的なインフレ率を目標である 2%に適時に戻すために、必要な限り政策金利を十分抑制的な水準に設定する」へと変更した。「政策金利を十分抑制的な水準に引き上げ」との文言が削除され、今回の利上げサイクルが終了に近づいている可能性が示された。

一方、ラガルド総裁は理事会後の記者会見で、次回 9 月会合については「利上げもあり得るし、すえ置きもあり得る」とし、明言を避けた。足元では、銀行貸出の厳格化や、企業の資金需要の減少など金融引き締めの効果が徐々に実体経済に波及しはじめている様子が示されている。コア HICP の伸びは高止まりが続いていることから、ECB は 9 月に 0.25%の利上げを実施するとみているが、その後は様子見姿勢に転じると予想する。2024 年に関しては、ユーロ圏景気は停滞気味の推移が見込まれることから、6 月の会合以降 0.25%の利下げを 5 回実施し、政策金利（主要リファイナンスオペ金利）を 3.00%まで引き下げると予想する。

英国景気は2024年にかけて停滞気味で推移

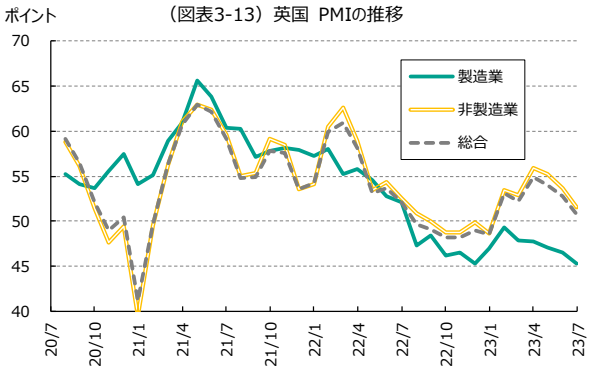
英国の4－6月期実質GDP成長率は前期比＋0.2%と、前期（同＋0.1%）から伸びが小幅拡大した（図表3-12）。3四半期連続のプラスとなったものの、低空飛行が続いている。内訳を見ると、外需の寄与がマイナスとなった一方、個人消費や政府支出の寄与がプラスとなった。

（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

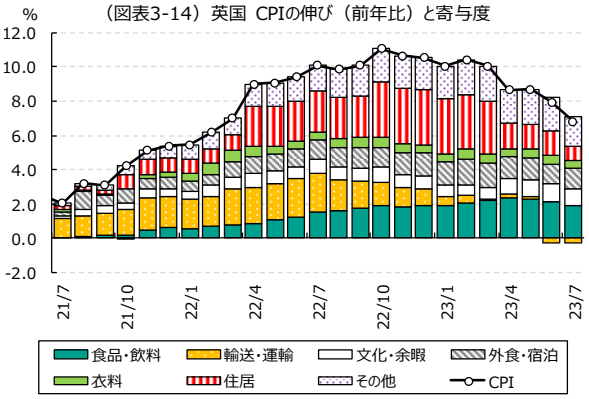
PMI を見ると、製造業が好不況の境目である 50 を割り込む状況が続いているほか、コロナ禍からの経済活動の正常化を背景に改善が続いてきた非製造業も、ここへきて再び低下基調に転じている。この結果、総合 PMI も 50 近辺まで低下している（図表 3-13）。



（図表3-13）英国 PMIの推移

（出所）ファクトセット

英国では、物価高と、これを受けた BOE の利上げ継続が景気の重石となっている。7 月の消費者物価指数（総合指数、CPI）は前年比＋6.8％と、前月（同＋7.9％）から伸びが鈍化したものの、依然として高い伸びとなっている（図表 3-14）。エネルギー・食品・アルコール・タバコを除く総合指数（コア CPI）は同＋6.9％と、前月と同じ伸びとなり、高止まりが続いている。



（図表3-14）英国 CPIの伸び（前年比）と寄与度

（出所）英国国家統計局

こうしたなか、4－6 月の失業率は 4.2％と、前月から 0.2％ポイント上昇（悪化）した。労働需給は緩みつつある様子がうかがえるが、政府による最低賃金の引き上げなども影響し、4－6 月の時間当たり賃金は前年比＋8.2％と、前月（同＋7.2％）から伸びが大きく加速している。先行きのインフレ率は、電気・ガス代等のエネルギー料金の下落などを反映する形で鈍化が見込まれるものの、名目賃金の高伸を背景に、サービス価格は高止まりする公算が大きい。インフレ率は 2024 年にわたって BOE が目標とする同＋2％を上回る水準で推移するとみる。

見通し期間中の英国景気は、物価高が長引くなか、金融引き締めサイクルの長期化を余儀なくされることで、個人消費や設備投資は抑制されるとみる。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、停滞気味の推移が続くと予想する。

BOE は利上げを継続

BOE は 8 月の金融政策委員会（MPC）で、政策金利であるバンクレートを 5.00％から 5.25％に引き上げた。利上げは 14 会合連続となったが、利上げ幅は前回会合の 0.50％から縮小された。

声明文では、これまでの金融引き締めを踏まえ、現在の金融政策は景気抑制的であるとの認識を示したものの、主要な経済指標のうち、特に賃金上昇率の大幅な上振れに対し、「より広範に国内のインフレ圧力が長引くリスクが顕在化したことを示している可能性がある」との認識を示した。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、前回会合の方針が維持された。

金融政策報告書（MPR）におけるインフレ率の見通しを見ると、BOE の目標とする前年比＋2％へ低下する時期が、2024 年末から 2025 年 4－6 月期に後ろ倒しされている。賃金の上昇を由来とするインフレの粘着リスクを踏まえれば、BOE は 9、11 月会合で 0.25％ずつ追加利上げを実施すると予想する。インフレ率は 2024 年にわたって同＋2％を上回る推移をたどるとみられ、その後は、2024 年を通して政策金利をすえ置くと予想する。（担当：前田、木村）

４．中国経済見通し

＜要　　約＞

中国の 4－6 月期実質 GDP 成長率は前年比＋6.3%と、前期（同＋4.5%）から伸びが加速したものの、前年が上海ロックダウンの影響で落ち込んでいた反動増という理由が大きく、前期比では＋0.8%と、前期（同＋2.2%）から伸びが鈍化した。ゼロコロナ政策解除後の景気回復に早くも一服感が出た形である。

7 月 24 日に開催された中央政治局会議では、今年下半期の経済対策方針について議論され、耐久消費財やサービス消費等の内需拡大策のほか、民間投資の促進など、景気浮揚に向けた施策を行なうとの方針が示された。

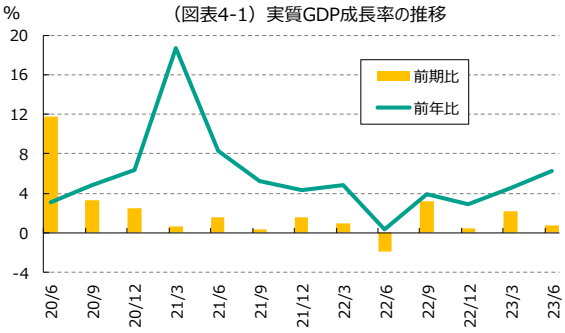
見通し期間中の中国景気は、経済活動の正常化が進むなか、政府の景気支援策、穏健な金融政策が下支え役となろう。もっとも、政府は「穏中求進（安定を優先し、安定のなかで前進を求める）」という考えのもと、あくまでも安定を優先した政策運営を図るとしており、大規模な景気支援策は期待しづらい状況である。世界景気減速やデリスキングに伴う輸出低迷に加え、不動産市場の不振も長引くことで、景気回復ペースは緩慢なものにとどまるとみる。

2023 年の実質 GDP 成長率は前年比＋5.0%、2024 年は同＋4.5%と予想する。

4－6 月期の実質 GDP 成長率の伸びは前期から鈍化

中国の 2023 年 4－6 月期の実質 GDP 成長率は前年比＋6.3%と、前期（同＋4.5%）から伸びが加速した（図表 4-1）。1－6 月の上半期では同＋5.5%と、政府目標である同＋5.0%を上回った。もっとも、4－6 月期の高い伸びは、前年が上海ロックダウンの影響で落ち込んでいた反動増という理由が大きい。前期比では＋0.8%と、前期（同＋2.2%）から伸びが鈍化しており、ゼロコロナ政策解除後の景気回復ペースに早くも一服感が出た形となっている。業種別に見ると、経済活動の正常化を背景に宿泊・飲食業（前年比＋17.5%）や情報通信・ソフトウェア業（同＋14.6%）などで伸び幅が拡大するなど、非製造業を中心に高い伸びとなった一方、不動産業は同▲1.2%と、2 四半期ぶりにマイナスに転じた。

（図表4-1）実質GDP成長率の推移



（出所）中国国家統計局

中央政治局会議では景気支援に向けた方針を示す

7 月 24 日に開催された中央政治局会議では、足元の経済情勢や下半期の経済対策方針について議論された。足元の経済情勢については、「国内経済は引き続き回復している」とした一方、「内需不足、一部企業の経営難、主要分野でのリスクの増加、複雑で厳しい外部環境のために、新たな困難と課題に直面している」との厳しい認識が示された（図表 4-2）。

経済政策の方針に関しては、「マクロ経済政策の調整を強化し、内需の拡大と信頼感の向上、リスク防止に注力する」としている。内需拡大策としては、新エネルギー車をはじめとする自動車や電化製品、家

具などの耐久消費財、観光レジャーやスポーツなどサービス消費の拡大に向けた支援を行なうとした。また、地方政府による特別債券発行の加速や、民間投資の促進などの方針も示された。低迷が長引く不動産市場については、これまで繰り返し言及してきた「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」という文言が削除され、「不動産政策の調整・最適化を行なう」との方針が示された。

（図表4-2）2023年7月に開催された中央政治局会議の要旨

足元の経済情勢	・国内経済は引き続き回復している ・内需不足、一部企業の経営難、主要分野でのリスク増加、複雑な外部環境により、新たな困難と課題に直面
経済政策方針	・改革開放の深化 ・マクロ経済政策の調整を強化し、内需拡大 、信頼感向上、リスク防止などに注力
内需拡大策	・自動車や電化製品、家具など耐久消費財の消費を促進 ・観光・レジャー、スポーツなどサービス消費の促進 ・民間投資の促進 ・地方政府の特別債発行の活用・加速
不動産政策	・不動産政策を適時に調整・最適化 ・低所得者向け住宅の建設
改革開放	・国有企業の核心的競争力の強化 ・民間企業の発展環境の最適化
リスク防止	・地方政府の債務リスクを予防・解決 ・リスクの高い中小金融機関の改革を推進

（出所）中国政府公表資料より明治安田総合研究所作成

政府が内需不足に対処する姿勢を改めて示したことや、不動産政策に関する緩和が示唆されたことで、市場では景気浮揚期待が高まった。もっとも、28 日に国家発展改革委員会より「消費回復・拡大に関する措置」が公告され、20 項目にわたる内需拡大策が示されたものの、目立った財政出動は含まれなかった。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）」という考えのもと、あくまでも安定を優先した政策運営を図るとしているほか、足元の成長率が政府目標を上回っていることからも、大規模な景気支援策は期待しづらい状況である。不動産市場に関しても、これまでの規制強化に至った背景を踏まえれば、緩和策は限定的なものにとどまる公算が大きい。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の不振が、景気の足枷となる状況は今後も続くとみる。

見通し期間中の中国景気は、ゼロコロナ政策解除後の経済活動の正常化が続くなか、政府の景気支援策、穏健な金融政策が下支え役となろう。もっとも、大規模な景気支援策や金融緩和策は期待できないほか、世界景気減速やデリスキングに伴う輸出低迷、不動産市場の不振の長期化により、緩慢な回復にとどまるとみる。2023 年の実質 GDP 成長率は前年比＋5.0%、2024 年は同＋4.5%と予想する。

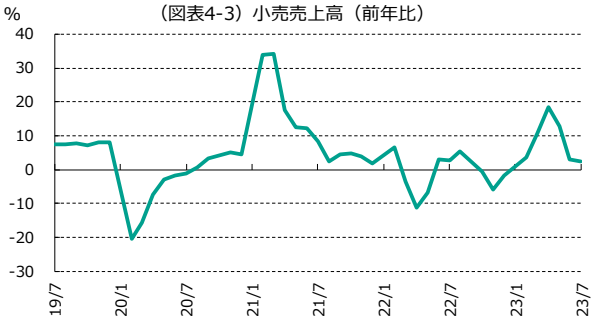
個人消費の伸びは鈍化

7 月の小売売上高は前年比＋2.5%と、前月（同＋3.1 %）から伸びが鈍化した（図表 4-3）。前月比では、マイナスに転じている（6 月：同＋0.24%→7 月：同▲0.06%）。今年 6 月までは、経済活動の正常化を背景に 6 ヵ月連続でプラスとなっていた。

内訳を見ると、外食（前年比＋15.8%）は二桁のプラスを維持したものの、宝飾品（同▲10.0%）や化粧品（同▲4.1%）がマイナスに転じたほか、日用品（同▲1.0%）、自動車（同▲1.5%）は 2 ヵ月連続のマイナスとなった。不動産市場の不振が響き、建築材（同▲11.2%）もマイナス圏での推移が続いている。そうしたなか、政府は、新エネルギー車の取得税の減免措置や、家電買い替えに対する補助金支給等の支援を実施、耐久財などの消費下支えを図っている。

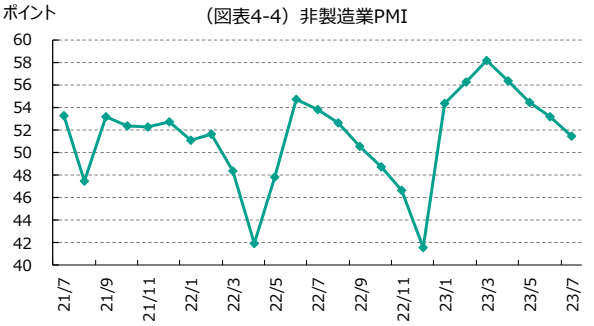
一方、国家統計局の非製造業 PMI を見ると、ゼロコ

（図表4-3）小売売上高（前年比）



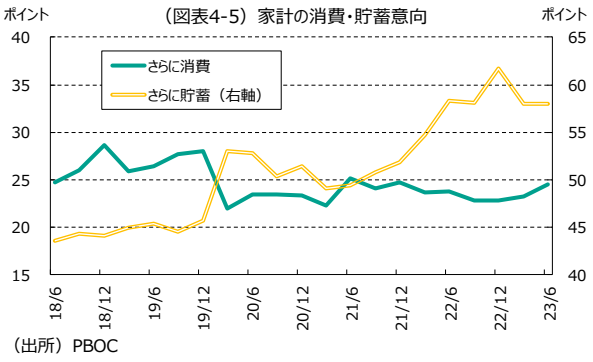
（出所）中国国家統計局　※2月の数値は、1、2月の累計値

（図表4-4）非製造業PMI



（出所）中国国家統計局

ロナ政策の解除により 3 月には 58.2 ポイントまで急回復したが、勢いは続かず、7 月には 51.5 ポイントまで低下した（図表 4-4）。好不況の境目である 50 はまだ上回っているものの、これで 4 ヵ月連続の低下である。中国人民銀行（PBOC）が実施した家計へのアンケート調査によれば、足元では貯蓄意欲が高止まりする一方、消費意欲は小幅な改善にとどまっており（図表 4-5）、消費者マインドの改善が進んでいない様子もうかがえる。



（出所）PBOC

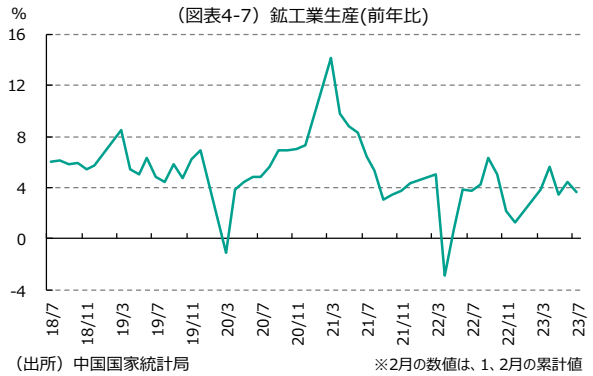
個人消費の先行きを見通すうえで重要な雇用環境を見ると、7 月の都市部調査失業率は 5.3%と、前月から 0.1%上昇（悪化）したが、3 月以降は政府目標の「5.5%前後」を下回る推移が続いている（図表 4-6）。1－6 月の都市部新規就業者数は 678 万人と、前年同期比で＋24 万人増加した。政府の通年目標である 1,200 万人の約 6 割を達成したことになる。しかし、若年層（16～24 歳）の失業率は、7 月分から公表が停止されてしまったものの、6 月時点では 21.3%と、大卒者の増加などを背景に過去最悪の水準まで悪化していた。今年の大卒者は、昨年の 1,076 万人を上回る 1,158 万人とされており、労働供給は増加傾向にある。また、若年層の雇用の受け皿となってきた IT や教育業界等への規制強化を背景に、企業の雇用吸収力も細っている。若年層の失業率は今後も高水準で推移する可能性が高い。こうした雇用環境の悪化は、消費者マインドの下押し要因になっているとみられる。

（出所）中国国家統計局

今後の個人消費は、政府の政策支援に下支えされる一方、若年層を中心とした雇用環境の悪化などが消費者マインドの改善を阻害することで、緩やかな伸びにとどまると予想する。

輸出向けの生産は軟調

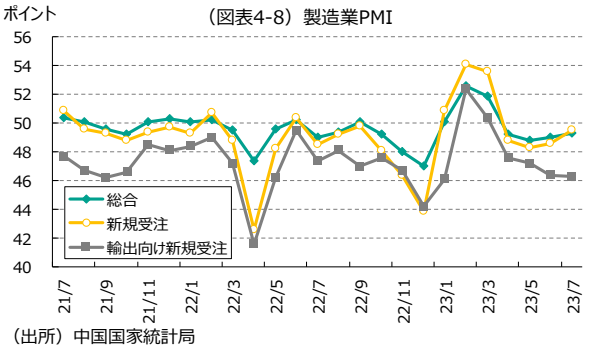
7 月の鉱工業生産は前年比＋3.7%と、前月（同＋4.4%）から伸びが鈍化した（図表 4-7）。前月比では、かろうじて 3 ヵ月連続のプラスとなった（6 月：前月比＋0.68%→7 月：同＋0.01%）。内訳を見ると、クリーンエネルギー需要を反映した太陽電池（前年比＋65.1%）が高い伸びとなったほか、鋼材（同＋14.5%）や粗鉄（同＋11.5%）、銑鉄（同＋10.2%）などの伸びが前月から拡大した。



（出所）中国国家統計局　※2月の数値は、1、2月の累計値

一方、主要輸出品であるマイコン機器（同▲22.3%）では二桁のマイナスが続いているほか、集積回路（同＋4.1%）やスマートフォン（同＋1.6%）などの生産も小幅の伸びにとどまっている。7 月の貿易統計では、輸出額が前年比▲14.5%と、2 ヵ月連続で二桁のマイナスとなった。地域別に見ると、主要な輸出相手である米国や EU、ASEAN 向けが大幅マイナスとなっている。

製造業 PMI を見ると、4 ヵ月連続で好不況の境目である 50 を下回っているほか、サブ指数を見ると、輸出向け新規受注の下落傾向が続いている（図表 4-8）。経済安全保障の観点からデリスキングの動きが広がるなか、ハイテク製品などへの輸出規制強化が進んでいることに加え、先行きの米欧景気が減速する見通しであることも、今後の生産の足枷になると予想される。

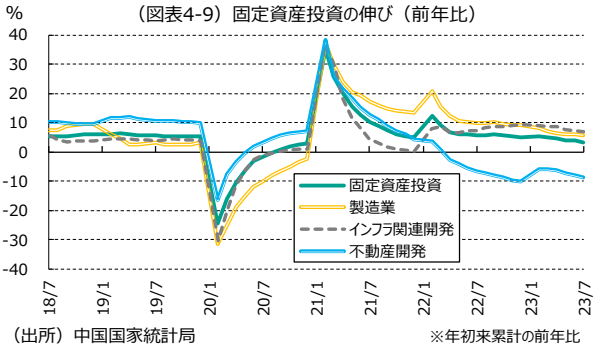


（図表4-8）製造業PMI
（出所）中国国家統計局

今後の鉱工業生産は、内需向けの持ち直しが限定的なものにとどまるなか、輸出向けが軟調な推移を余儀なくされることで、緩慢な伸びにとどまると予想する。

固定資産投資は減速基調で推移

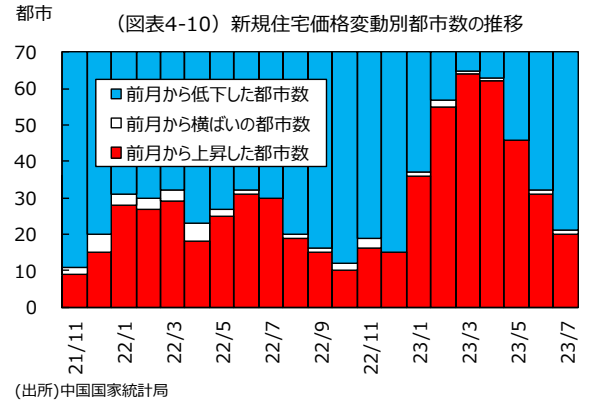
1－7 月の固定資産投資（年初来累計）は前年比＋3.4%と、前月（同＋3.8%）から伸びが鈍化した（図表 4-9）。



（図表4-9）固定資産投資の伸び（前年比）
（出所）中国国家統計局
※年初来累計の前年比

民間、国有別に見ると、民間企業が同▲0.5%と、3 ヵ月連続でマイナスになっており、民間投資の停滞を示している。国有企業（同＋7.6%）の伸びも緩やかに鈍化するなか、固定資産投資全体でも減速基調となっている。

セクター別では、不動産開発投資が同▲8.5%と、マイナス幅の拡大が続いている。7 月の新築住宅価格は前月比▲0.2%と、2 ヵ月連続のマイナスとなった。都市別の動きを見ると、年初以降、住宅価格の低下を報告した都市数は減少していたものの、足元では再び増加傾向にある（図表 4-10）。不動産価格の値上がり期待の剥落が住宅需要を下押ししているほか、主要な住宅購入者層である 20～30 代の人口減少に伴う住宅需要の先細り懸念も重石となっている。不動産開発投資の先行指標とされている住宅新規着工面積（年初来累計）も前年比▲25.0%と、住宅需要の減退が不動産開発企業の開発意欲を削ぐ形で低迷している。政府当局は、今年 1 月に一次取得者に向けの住宅ローン金利引き下げを許可するなど、需要喚起に向けて規制を緩めたほか、7 月には、昨年 11 月に打ち出した包括的な金融支援策のうち、「支援策公表から半年以内」に返済期限を迎える融資・借入について 1 年間の期限延長を認めた措置を、「2024 年末まで」に返済期限を迎える融資・借入へと対象を拡大した。7 月の中央政治局会議でも、不動産政策の調整・最適化を行なう方針を示しており、不動産市場に向けた支援は継続されそうである。ただ、不動産価格の高騰が格差拡大と社会の不安定化の背景にあるとの認識のもとで、これまで投資規制を強化してきた経緯を踏まえれば、安易に規制緩和には踏み切れない。足元では、不動産開発会社大手の碧桂園のデフォルト懸念が浮上しており、不動産市況の悪化がいっそう深刻化する懸念もくすぶっている。



（図表4-10）新規住宅価格変動別都市数の推移
(出所)中国国家統計局

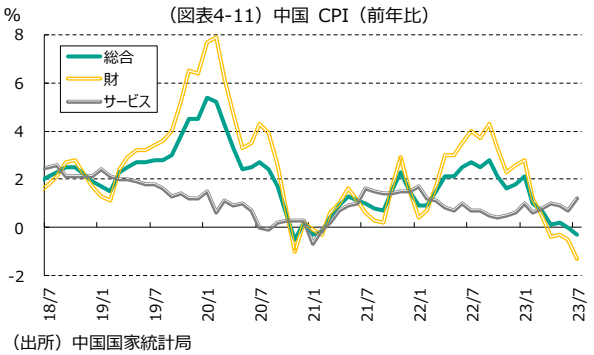
インフラ関連開発投資（同＋6.8%）の伸びも縮小傾向にある。これまでは、地方政府が特別債の発行を通じて資金を調達し、インフラ投資を拡大させてきた。ただ、不動産市場の不振に伴って、地方政府の財源の多くを占める土地使用権譲渡収入が大幅減となっているほか、地方政府の債務リスク懸念もくすぶっていることから、インフラ関連開発投資は今後伸び悩む公算が大きくなっている。

製造業投資（同＋5.7%）について、業種別の内訳を見ると、電気機械器具（同＋39.1%）が高い伸びとなっているほか、化学（同＋13.7%）、非鉄金属（同＋10.2%）などの業種で二桁の伸びとなっている。GX 投資が積極的に行なわれているほか、米国等との貿易摩擦が激化するなか、ハイテク産業等で自国生産強化が推進されているため、製造業投資は底堅い推移が続くとみる。

今後の固定資産投資は、製造業投資で底堅い推移が見込めるものの、インフラ関連開発投資の伸びは鈍化、不動産開発投資の不振も長引くことで、減速基調で推移するとみる。

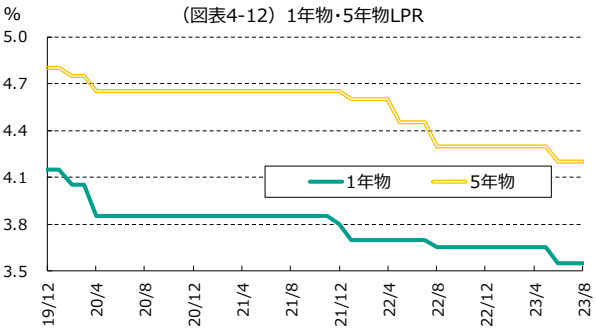
金融政策には緩和バイアス

7 月消費者物価指数（総合指数、CPI）は前年同月比▲0.3%と、2021 年 2 月以来のマイナスに転じた（図表 4-11）。財・サービス別に見ると、旅行関連需要の増加を反映してサービス価格の伸びが小幅拡大する一方、エネルギー価格の低下などを背景に、財価格の伸びが急速に鈍化している。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。



（図表4-11）中国 CPI（前年比）
（出所）中国国家統計局

PBOC は、今年 3 月に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、追加緩和に動いた。6 月には、事実上の政策金利となるローン・プライム・レート（LPR）を 0.1%引き下げ（図表 4-12）、さらなる緩和に動いた。PBOC 高官は 8 月の記者会見で、「預金準備率の引き下げや公開市場操作、中期貸出制度（MLF）、その他様々な構造的金融政策手段を調整し、柔軟に活用していく必要がある」と述べている。8 月 15 日には、LPR 算出の指針となる MLF を 0.15%引き下げた。PBOC は今後、LPR や預金準備率の引き下げなど、追加金融緩和策を実施し、景気の下支えに動くと予想する。もっとも、足元では金融引き締めを続けてきた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ことから、追加金融緩和余地はそれほど大きくないとみている。（担当：木村）



（図表4-12）1年物･5年物LPR
（出所）PBOC

５．豪州経済見通し

＜要　　約＞

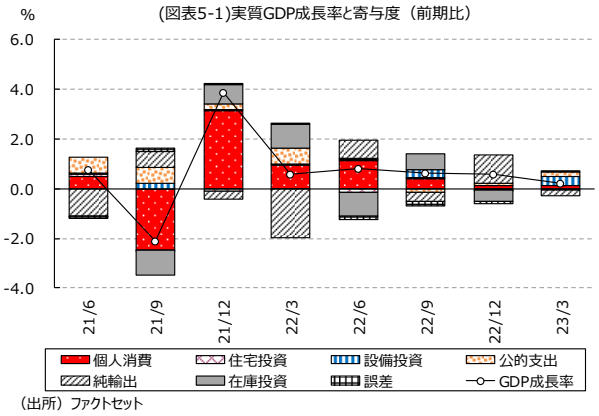
豪州の 2023 年 1－3 月期実質 GDP 成長率は前期比＋0.2%と、6 四半期連続のプラスとなったが、伸びは前期（同＋0.6%）から鈍化した。企業の設備投資が堅調に推移したことがプラスに寄与した一方、住宅投資がマイナス寄与となった。個人消費は、3 四半期連続でプラス寄与幅が縮小した。

見通し期間中の豪州景気は、均せば緩やかな回復基調で推移すると予想する。輸出は、中国景気の回復が緩慢なペースにとどまる見通しであることなどから、停滞気味の推移を予想する。一方、個人消費は、物価高や利上げが足枷となり当面は減速傾向をたどるが、雇用環境が底堅く推移するなか、インフレ率が徐々に鈍化することから、2024 年以降、次第に持ち直すとみる。

2023 年の実質 GDP 成長率は前年比＋1.0%、2024 年は同＋1.5%と予想する。

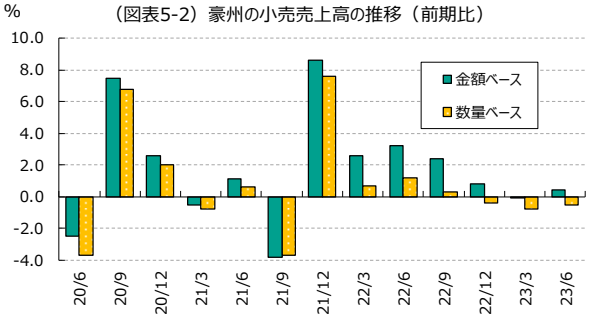
豪州の個人消費は減速

豪州の 2023 年 1－3 月期実質 GDP 成長率は前期比＋0.2%と、6 四半期連続のプラスとなったが、伸びは前期（同＋0.6%）から鈍化した（図表 5-1）。企業の設備投資が堅調に推移したことがプラスに寄与した一方、利上げの影響を受けやすい住宅投資がマイナス寄与となった。個人消費は、3 四半期連続でプラス寄与幅が縮小した。



（出所）ファクトセット

豪州の 4－6 月期の小売売上高（名目）は前期比＋0.4%とプラスに転じたものの、数量ベースでは同▲0.5%と、3 四半期連続のマイナスとなった（図表 5-2）。内訳を見ると、物価高や利上げの影響などにより、家具や食料品、百貨店の売上が減少した。



（出所）豪州統計局

豪州の 4－6 月期の消費者物価指数（総合指数、CPI）は前年同期比＋6.0%と、前期（同＋7.0%）から伸びが鈍化した。2022 年 10－12 月期をピークに伸び幅は縮小傾向にある。ただ、財価格の伸び幅が縮小する一方、サービス価格の伸び幅は拡大している。今年 7 月に実施された最低賃金の引き上げや、労働需給のひっ迫による賃金上昇を背景に、サービス価格の上昇圧力は根強い。これまでの利上げを反映した住宅ローン金利の上昇を通じ、家計の返済負担も高まっている。物価高や利上げが個人消費の足枷となる状況は当面続くとみられる。もっとも、先行きのインフレ率は、世界景気の減速や供給制約の改善により、徐々に鈍化する見通しである。

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、7 月の失業率は 3.7%と、2022 年半ば以降、低水準を維持している。雇用者数は前月比▲1.5 万人となったものの、フルタイム雇用を中心に均せ

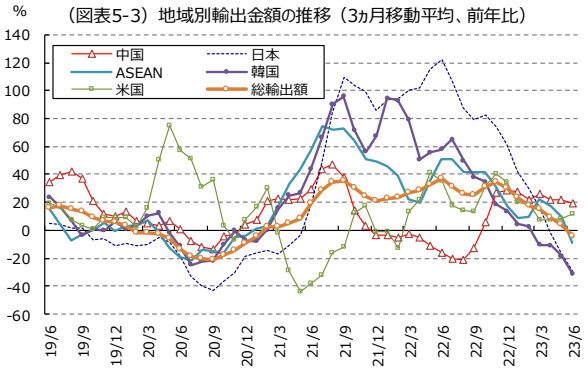
ば増加基調である。今後は、利上げの影響が一段と浸透すると考えられる一方、失業率の先行指標である求人数はコロナ前に比し依然として高水準である。雇用環境は底堅い推移が続くとみる。

今年後半の個人消費は、物価高や利上げが重石となることで減速すると予想する。もっとも、雇用環境が底堅く推移するなか、インフレ率も徐々に鈍化すると見込まれることから、2024 年には次第に持ち直すとみる。

輸出は停滞気味の推移が続く

豪州の 6 月の輸出金額の伸び（3 ヵ月移動平均、前年比）は▲4.5%と、前月（同＋4.2%）からマイナスに転じた（図表 5-3）。相手国別に見ると、豪州最大の貿易相手である中国向けは底堅く推移している。ゼロコロナ政策の解除に伴う経済活動の正常化に加え、2020 年に設けられた豪州からの輸出品に対する輸入制限や追加関税の縮小が進んでいることが背景にある。今年 1 月には石炭の輸出が再開されたほか、8 月には大麦の関税撤廃も決定した。とはいえ、中国景気は早くも息切れしている。不動産市場の不振などが足枷になることで、今後の景気回復ペースは緩慢なものにとどまる見通しである。米国景気も、FRB による利上げの影響が一段と浸透するなか、減速に向かうとみられることから、今後の輸出は停滞気味の推移が続くと予想する。

（図表5-3）地域別輸出金額の推移（3ヵ月移動平均、前年比）



（出所）豪州統計局

RBA は今後も政策金利をすえ置き

豪州準備銀行（RBA）は、8 月 1 日に開催された金融政策委員会で、政策金利を 4.10%にすえ置くことを決定した。すえ置きの決定はこれで 2 会合連続である。声明文では、今後の金融政策の方針について、データ次第としつつも、「インフレ率が妥当な期間内に目標（2～3%）まで低下することを確実にするためには、さらなる金融引き締めが必要になるかもしれない」と、前回会合同様に再利上げに含みを持たせた。8 月 4 日に公表された金融政策報告書では、先行きのインフレ率の見通しに関して、財価格は鈍化が続くとした一方、サービス価格は当面高止まりが続くとしている。今後サービス価格の上昇率が上振れ、RBA が再び利上げを余儀なくされる可能性は残っている。ただ、同報告書においては、現在の政策金利の水準が景気抑制的であるとの認識も示されている。また、足元のインフレ率は、前回 5 月の報告書で示された予測以上に鈍化している。8 月の声明文でも、「最近のデータは、インフレ率が予測期間内に 2～3%の目標まで低下することと整合的である」との考えが示された。今後、RBA が示した見通しからインフレ率が大きく上振れる可能性は低いとみており、6 月会合で利上げサイクルは終了したというのがメインシナリオである。今後、政策金利は 2024 年にかけてすえ置かれると予想する。

見通し期間中の豪州景気は、均せば緩やかな回復基調で推移すると予想する。輸出は、中国景気の回復が緩慢なペースにとどまる見通しであることなどから、停滞気味の推移を予想する。一方、個人消費は、物価高や利上げが足枷となり当面は減速傾向をたどるが、雇用環境が底堅く推移するなか、インフレ率が徐々に鈍化することから、2024 年以降、次第に持ち直すとみる。これらを踏まえ、2023 年の実質 GDP 成長率は前年比＋1.0%、2024 年は同＋1.5%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 80 ドル/バレル近辺で推移

2023 年のウエスト・テキサス・インターミディエート（WTI）原油先物価格は、中国景気の回復ペースの鈍さや、欧米中央銀行の利上げに伴う原油需要の停滞懸念が重石となる一方、OPEC プラスの減産期間の延長や、サウジアラビアとロシアの自主減産などが下支え要因となり、65－85 ドル/バレ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）。

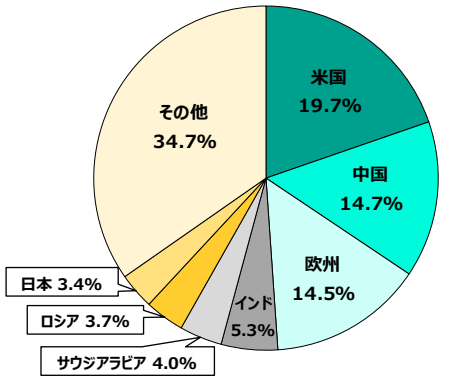
今後の需要動向を展望すると、まず、世界の石油消費の約 15%を占める中国の景気は、見通し期間にわたって力強さに欠ける推移が続くと予想する（図表 6-2）。不動産市場の低迷が続くほか、内外金利差の拡大による資金流出懸念などから、PBOC による追加の金融緩和余地はそれほど大きくないと見込まれる。政府はあくまでも安定を優先した運営を図るとしており、大規模な財政出動も期待しづらい。

また、世界最大の石油消費国である米国では、FRB による利上げの効果が時間差を伴って実体経済に現れることで、2023 年後半の景気は減速に向かうと見込む。欧州も ECB による利上げが景気の足枷となる。ただ、2024 年は欧米中央銀行が利下げに転じると予想され、米国、欧州ともに景気は持ち直すとみる。こうした見通しを踏まえると、2023 年の原油需要は停滞気味の推移が続き、2024 年に回復軌道に復すると予想する。

（図表6-1）WTI原油先物価格の推移

（出所）ファクトセット

（図表6-2）世界の石油消費のシェア（2022年）



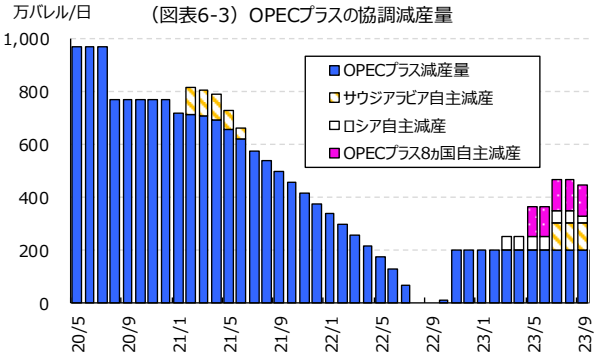
（出所）BP「Statistical Reveiw of World Energy」より明治安田総研作成

OPEC プラスは協調減産の枠組みを延長

供給面に目を転じると、OPEC プラスは 6 月の会合で、2023 年末までとしていた協調減産の枠組みを 2024 年末まで延長することを決めた。OPEC プラスは昨年 11 月から 200 万バレル/日の減産を実施しており、さらに今年 5 月からは、一部加盟国が追加で約 116 万バレル/日生産量を減らしている（図表 6-3）。サウジアラビアとロシアによる自主減産分も加えると、9 月時点の減産量は合わせて約 446 万バレル/日となる見込みで、これは世界全体の原油需要の約 4.6%に相当する。

ただ、IMF（国際通貨基金）の試算によれば、その国の財政収支を均衡させるために必要とする原油価格は、サウジアラビアが 80.9 ドル/バレル、UAE が 55.6 ドル/バレルとなるなど、加盟国間でバラツキがみられる（図表 6-4）。サウジアラビアやロシアが自主減

（図表6-3）OPECプラスの協調減産量

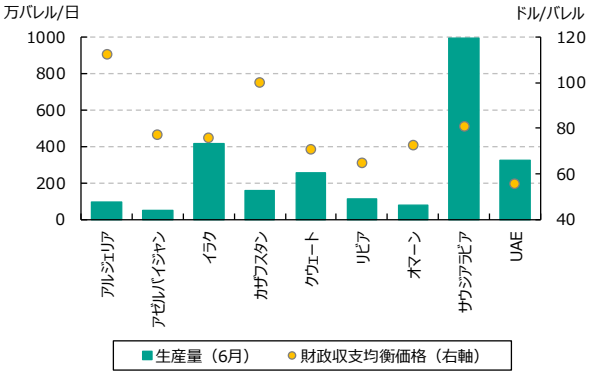


※22年9月は10万バレル/日の増産
※8ヵ国の内訳は、サウジアラビア、イラク、UAE、クウェート、カザフスタン、アルジェリア、オマーン、ガボン
（出所）各種報道資料、OPEC公表資料より明治安田総研作成

産を続ける一方で、UAE はさらなる減産に消極的な姿勢を示しており、OPEC プラスの間でも徐々に足並みが揃わなくなりつつある。

今後もサウジアラビアを中心に自主的な追加減産が行なわれる可能性は残る。ただ、減産幅の拡大に伴う価格上昇で原油需要の減少を懸念する加盟国から反対の声が上がる可能性があることなどから、規模は限定的なものにとどまると予想する。

（図表6-4）OPECプラス主要国の生産量と財政収支均衡価格



（出所）IEA、IMF公表資料より明治安田総研作成

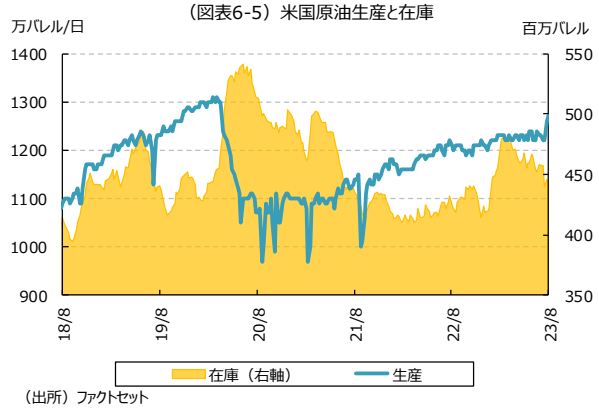
米国シェールオイルの生産は伸び悩む

2023 年の米国の原油生産量は、均せば横ばいでの推移が続いている（図表 6-5）。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、「掘削段階に当たるリグ稼働数（Drilled）」、「完成した坑井（completed）」は減少しはじめている（図表 6-6）。

カンザスシティ連銀が公表した 2023 年 4－6 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が掘削を増やすために必要としている原油価格は 86 ドル/バレルとなっており、足元の価格はこの水準を上回るには至っていない。

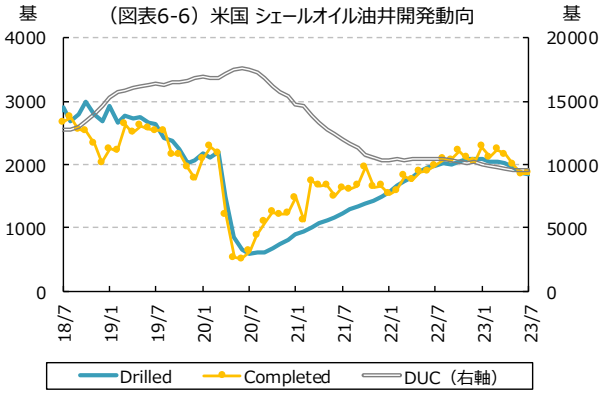
また、ダラス連銀による調査で、2023 年末時点の開発・仕上げコストが前年と比べてどうなるか尋ねたところ、回答者の 60%が、前年より「やや増加する」もしくは「増加する」と答えており、開発に必要となるコストも高止まりが続く見込みである。今後もシェールオイルの生産は伸び悩むと予想する。

（図表6-5）米国原油生産と在庫



（出所）ファクトセット

（図表6-6）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 年に持ち直し

中国や欧米景気の見通しを踏まえれば、2023 年の原油需要の増加ペースは緩慢なものにとどまり、2024 年に上向く展開を予想する。供給面では、サウジアラビアなどによる追加減産の可能性は残るものの、規模は小幅なものになると見込む。米国の原油生産は 2024 年にかけて停滞気味の推移が続くと予想する。

2023 年の原油価格は、OPEC プラス加盟国の減産幅拡大による価格押し上げ効果が限定的となるほか、需要も力強さを欠くことから、65－90 ドル/バレルのレンジで推移するとみる。2024 年は、欧米景気の回復により需要が持ち直すことから、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