明治安田総合研究所

2023年2月17日

２０２３－２０２４年度経済見通しについて

～米欧景気の回復持続性が焦点～

株式会社明治安田総合研究所（社長　神田 智尚）は、２０２２年１０－１２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　０．７％　　２０２４年度　１．４％

名目ＧＤＰ成長率：　２０２３年度　２．２％　　２０２４年度　１．７％

２．要点

①世界経済の先行きへの不透明感は払しょくされない。欧米では利上げの影響が時差を伴って波及する結果、市場予想以上に景気が失速する可能性が捨てきれない。中国経済は感染拡大の一巡が押し上げ要因だが、不動産市場の低迷は長引くとみられ、Ｖ字型回復は期待薄。年央にかけて世界経済は一段の鈍化が予想される。ただし 2024 年にかけては、欧米の金融緩和サイクルへの転換を背景に再び上向くと予想する。

②日本経済は、物価高が当面個人消費の足枷になり続ける。春闘で高めの賃上げが実現しても、実質賃金のプラス転換は年後半まで待つ必要。また、企業の成長期待が高まらないなかでは、2024 年度以降の賃上げの持続性には疑問符が付く。政府の経済対策やインバウンド需要の回復が下支え要因となるものの、2023 年度前半の景気は減速基調をたどる可能性が高い。ただし 2024 年度にかけては、欧米景気の回復を背景に再び持ち直すとみる。

③日銀は、新総裁のもとで、金融政策正常化への方向性を探っていくことになろう。最初のステップは、就任後数ヵ月以内の比較的早い段階で実行されると予想。2023 年度中には、イールドカーブ・コントロールの撤廃が視野に入るとみる。

＜主要計数表＞

	２０２１年度	２０２２年度		２０２３年度		２０２４年度	
	実績		前回		前回		前回
実質成長率	２．６％	１．３％	１．７％	０．７％	０．８％	１．４％	１．３％
成長率寄与度							
・内需	１．８％	１．８％	２．３％	１．０％	１．５％	１．３％	１．３％
・外需	０．８％	▲０．５％	▲０．６％	▲０．３％	▲０．７％	０．１％	０．１％
名目成長率	２．４％	１．８％	１．６％	２．２％	２．２％	１．７％	２．２％

※前回は２０２２年１１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～P13
米国経済見通し	エコノミスト　　伊藤　　基	P14～P19
欧州経済見通し	エコノミスト　　前田　和孝	P20～P25
中国経済見通し	エコノミスト　　木村　彩月	P26～P30
豪州経済見通し	エコノミスト　　木村　彩月	P31～P32
原油相場見通し	エコノミスト　　前田　和孝	P33～P34

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%	1.3%	0.7%	1.4%	0.2%	0.4%	▲ 0.1%	▲ 0.0%	0.6%	0.5%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%
前期比年率	2.6%	1.3%	0.7%	1.4%	0.6%	1.4%	▲ 0.3%	▲ 0.0%	2.6%	2.1%	1.2%	1.0%	1.0%	1.0%
前年同期比	2.6%	1.3%	0.7%	1.4%	0.6%	1.4%	0.2%	0.4%	0.9%	1.1%	1.5%	1.7%	1.3%	1.0%
民間最終消費支出	1.5%	2.5%	1.4%	1.2%	0.5%	0.4%	0.3%	0.3%	0.5%	0.4%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%
民間住宅投資	▲ 1.1%	▲ 4.6%	▲ 0.3%	1.0%	▲ 0.1%	▲ 0.4%	▲ 0.2%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%
民間設備投資	2.1%	2.8%	0.8%	1.8%	▲ 0.5%	0.3%	0.1%	0.1%	0.3%	0.4%	0.6%	0.5%	0.5%	0.4%
政府最終消費支出	3.4%	1.2%	0.6%	0.8%	0.3%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
公的固定資本形成	▲ 6.4%	▲ 3.6%	1.2%	1.7%	▲ 0.5%	0.3%	0.7%	0.2%	0.3%	0.6%	0.7%	0.2%	0.3%	0.7%
財貨・サービスの輸出	12.3%	5.1%	0.6%	2.6%	1.4%	▲ 0.2%	▲ 0.9%	▲ 0.6%	1.2%	1.0%	0.6%	0.6%	0.5%	0.5%
財貨・サービスの輸入	7.0%	7.7%	2.1%	2.0%	▲ 0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%
名目GDP	2.4%	1.8%	2.2%	1.7%	1.3%	1.4%	0.1%	0.2%	0.7%	0.6%	0.4%	0.4%	0.2%	0.2%
GDPデフレーター（前年比）	▲ 0.1%	0.5%	1.6%	0.3%	1.1%	1.5%	1.8%	2.6%	1.4%	0.5%	0.4%	0.3%	0.2%	0.1%

（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%	1.3%	0.7%	1.4%	0.2%	0.4%	▲ 0.1%	▲ 0.0%	0.6%	0.5%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%
民間最終消費支出	0.8%	1.3%	0.7%	0.7%	0.3%	0.2%	0.1%	0.1%	0.3%	0.2%	0.2%	0.1%	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%	0.4%	0.1%	0.3%	▲ 0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
政府最終消費支出	0.7%	0.3%	0.1%	0.2%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
公的固定資本形成	▲ 0.4%	▲ 0.2%	0.1%	0.1%	▲ 0.0%	0.0%	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%	▲ 0.2%	0.0%	▲ 0.5%	0.0%	▲ 0.0%	▲ 0.0%	0.1%	0.1%	▲ 0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
純輸出	0.8%	▲ 0.5%	▲ 0.3%	0.1%	0.3%	▲ 0.1%	▲ 0.2%	▲ 0.2%	0.2%	0.1%	0.0%	▲ 0.0%	▲ 0.0%	▲ 0.0%
財貨・サービスの輸出	2.0%	1.0%	0.1%	0.5%	0.3%	▲ 0.0%	▲ 0.2%	▲ 0.1%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
財貨・サービスの輸入	▲ 1.2%	▲ 1.5%	▲ 0.4%	▲ 0.4%	0.1%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	▲ 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
実質GDP	540.9	547.9	551.5	559.1	547.5	549.5	549.1	549.0	552.5	555.4	557.1	558.4	559.8	561.2
民間最終消費支出	288.6	295.8	299.8	303.6	296.2	297.5	298.3	299.0	300.4	301.7	302.6	303.2	303.9	304.5
民間住宅投資	18.6	17.8	17.7	17.9	17.8	17.7	17.7	17.7	17.7	17.8	17.8	17.9	17.9	18.0
民間設備投資	87.2	89.6	90.3	91.9	89.6	89.9	90.0	90.1	90.4	90.7	91.3	91.8	92.2	92.5
政府最終消費支出	117.8	119.2	119.9	120.8	119.4	119.5	119.6	119.8	120.0	120.2	120.4	120.7	121.0	121.3
公的固定資本形成	27.6	26.6	26.9	27.3	26.5	26.6	26.8	26.8	26.9	27.1	27.2	27.3	27.4	27.5
民間在庫品増加	1.2	1.7	0.7	0.8	0.6	0.7	0.5	0.4	0.9	1.2	0.8	0.8	0.8	0.8
純輸出	0.4	▲ 2.2	▲ 3.9	▲ 3.2	▲ 1.9	▲ 2.4	▲ 3.8	▲ 4.8	▲ 3.8	▲ 3.2	▲ 3.1	▲ 3.2	▲ 3.3	▲ 3.4
財貨・サービスの輸出	103.7	109.0	109.7	112.6	110.5	110.3	109.3	108.6	109.9	111.0	111.7	112.3	112.9	113.5
財貨・サービスの輸入	103.3	111.2	113.6	115.8	112.4	112.7	113.1	113.4	113.7	114.2	114.7	115.5	116.2	116.9

2. 主要指標予測

			→ 予測			→ 予測									
	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
鉱工業生産(前年比)	5.8%	▲ 0.2%	▲ 0.6%	2.7%	▲ 0.3%	▲ 1.3%	▲ 0.1%	▲ 5.4%	0.7%	2.5%	4.4%	4.3%	1.3%	0.7%
消費者物価指数(除く生鮮食品、前年比)	0.1%	3.0%	2.6%	1.4%	3.8%	3.4%	3.2%	2.8%	2.4%	1.8%	1.5%	1.4%	1.3%	1.2%
貿易収支(季調値、兆円)	▲ 5.4	▲ 22.6	▲ 15.0	▲ 12.2	▲ 5.9	▲ 5.0	▲ 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)	20.2	9.0	11.8	13.8	2.5	2.7	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%	2.7%	2.6%	2.5%	2.6%	2.7%	2.7%	2.7%	2.6%	2.6%	2.6%	2.5%	2.5%
WTI原油価格($/バレル、※)	77	89	75	85	80	75	73	73	75	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

				→ 予測		→ 予測								
		2021年	2022年	2023年	2024年	2022年	2023年				2024年			
						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%	0.6%	1.7%	2.9%	0.1%	▲ 1.2%	▲ 0.9%	0.9%	1.4%	1.5%	2.2%	2.6%
	個人消費支出	8.3%	2.8%	0.9%	1.9%	2.1%	1.2%	▲ 1.0%	▲ 0.5%	0.5%	0.8%	1.5%	2.1%	2.3%
	住宅投資	10.7%	▲ 10.7%	▲ 12.2%	8.0%	▲ 26.7%	▲ 5.0%	▲ 5.0%	2.0%	5.0%	8.0%	3.0%	0.0%	▲ 0.2%
	設備投資	6.4%	3.6%	0.2%	3.3%	0.7%	0.0%	▲ 3.0%	▲ 1.5%	0.7%	2.5%	3.0%	3.5%	5.0%
	在庫(寄与度)	0.2%	0.7%	▲ 0.5%	0.0%	1.5%	▲ 0.6%	▲ 1.0%	▲ 1.6%	0.0%	0.8%	0.2%	0.0%	0.0%
	純輸出(寄与度)	▲ 1.2%	▲ 0.4%	1.3%	0.3%	0.6%	1.2%	1.0%	1.2%	0.2%	▲ 0.7%	▲ 0.6%	▲ 0.2%	▲ 0.2%
	輸出	6.1%	7.2%	1.5%	5.4%	▲ 1.3%	0.0%	▲ 10.0%	5.0%	10.0%	8.5%	6.7%	6.1%	5.6%
	輸入	14.1%	8.1%	▲ 5.5%	4.7%	▲ 4.6%	▲ 6.0%	▲ 12.0%	▲ 3.0%	6.0%	10.0%	8.3%	5.6%	5.0%
	政府支出	0.6%	▲ 0.6%	1.4%	0.9%	3.7%	0.8%	0.5%	0.5%	0.5%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
	失業率(※)	5.4%	3.6%	4.2%	4.5%	3.5%	3.7%	4.0%	4.5%	4.5%	4.2%	4.0%	3.7%	3.7%
	CPI(総合、※)	4.7%	8.1%	4.1%	2.6%	6.5%	5.8%	4.3%	3.7%	3.6%	3.2%	2.7%	2.3%	2.2%
	政策金利(誘導目標上限、期末値)	0.25%	4.50%	5.00%	3.00%	4.50%	5.00%	5.25%	5.25%	5.00%	4.50%	4.00%	3.50%	3.00%
ユーロ圏	実質GDP成長率(前期比)	5.3%	3.5%	0.4%	1.4%	0.1%	▲ 0.2%	▲ 0.1%	0.0%	0.3%	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%
	家計消費	3.8%	4.1%	▲ 0.1%	1.5%	▲ 0.4%	▲ 0.5%	▲ 0.3%	0.1%	0.6%	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%
	政府消費	4.3%	1.2%	0.7%	0.6%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%
	固定投資	3.6%	4.6%	2.3%	1.7%	0.6%	▲ 0.4%	▲ 0.2%	0.3%	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%
	純輸出(寄与度)	1.3%	▲ 0.0%	0.8%	0.4%	0.9%	0.5%	0.3%	▲ 0.1%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%
	輸出	10.5%	7.2%	0.6%	2.9%	▲ 0.5%	▲ 0.4%	▲ 0.3%	▲ 0.0%	1.4%	0.8%	0.7%	0.7%	0.6%
	輸入	8.3%	7.9%	▲ 0.9%	2.3%	▲ 2.3%	▲ 1.4%	▲ 0.8%	0.2%	1.2%	0.6%	0.6%	0.6%	0.5%
	失業率(※)	7.7%	6.7%	6.8%	6.7%	6.6%	6.7%	6.8%	6.8%	6.7%	6.7%	6.7%	6.6%	6.6%
	CPI(総合、※)	2.6%	8.4%	5.9%	2.3%	9.2%	7.5%	6.0%	4.8%	3.1%	2.6%	2.3%	2.2%	2.0%
	政策金利(期末値)	▲0.50%	2.00%	3.00%	1.75%	2.00%	3.00%	3.25%	3.25%	3.00%	2.75%	2.25%	2.00%	1.75%
英国	実質GDP成長率(前期比)	7.6%	4.0%	▲ 0.6%	0.9%	0.0%	▲ 0.3%	▲ 0.2%	▲ 0.0%	0.1%	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%

※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＞

10－12 月期の日本の実質 GDP 成長率は前期比＋0.2%（年率換算：＋0.6%）と、小幅ながら 2 四半期ぶりのプラスとなった。比較的底堅い推移を保っているものの、先行きは予断を許さない。

当面は、物価高が引き続き個人消費の足枷になる。春闘では高めの賃上げが予想されるものの、実質賃金のプラス転換は年後半まで待つ必要がある。また、潜在成長率が低迷し、中長期的な成長期待が高まらないもとでは、固定費の上昇につながるベアの継続は難しく、2024 年度以降の個人消費の回復の持続性については、現時点では不透明感が高い。

設備投資は、円安進行に伴う企業収益の改善や、底堅いデジタル・脱炭素関連投資が下支えになるが、短期的には輸出に連動する性格が強く、海外景気の不透明感が高まるなか、先行きは楽観できない。米国経済が失速に向かえば、輸出も腰折れの可能性が高まる。インバウンド需要の回復や、政府の経済対策が下支えになるものの、日本経済が 2023 年度前半に景気の山をつける可能性は否定できない状況。ただ、2024 年度にかけては、欧米の景気回復を背景に再び緩やかに上向くとみる。

日銀は、新総裁のもとで、新たな政策修正の方向性を探っていくことになろう。最初のステップは、就任後数ヵ月以内の比較的早い段階で実行されよう。2023 年度中には、YCC（イールドカーブ・コントロール）の撤廃が視野に入るとみる。

10－12 月期 GDP はヘッドライン以上に堅調

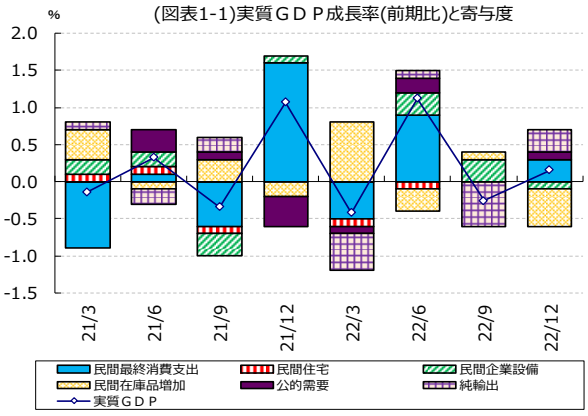
10－12 月期の日本の実質 GDP 成長率は前期比＋0.2%（年率換算：＋0.6%）と、小幅ながら 2 四半期ぶりのプラスとなった（図表 1-1）。事前の市場予想（前期比＋0.5%、年率換算＋2.0%、当社予想は同＋0.6%、＋2.2%）を下回った。

この結果、2022 年通年の伸びは前年比＋1.1%となった。2 年連続のプラスだが、コロナ前の 2019 年との比較ではまだ▲1.2%のマイナスである。四半期ベースで見ると、コロナ前を 2019 年 10－12 月期と置いた場合はすでに上回っているものの、この四半期は消費増税の影響でハードルが低い。2019 年 7－9 月期との比較ではまだ▲1.8%下回っており、コロナの傷が完全に癒えたとは言えない状況が続いている。

10－12 月期は、在庫投資が 3.04 兆円から 0.63 兆円に大きく減った結果、寄与度が▲0.5%と大幅マイナスになったことが響いた。在庫投資は短期的な変動が大きいが、最終需要の寄与度は＋0.6%で、ヘッドラインの数字よりも足元の景気が底堅く推移している様子を示している。

2023 年度の景気は、前半はエネルギー関連や食品など、生活必需品の価格高騰が個人消費の下押し圧力となる状況が続くと見込まれる。一方で、高めの賃上げや、政府の物価高対策が下支えとなろう。

(図表1-1)実質ＧＤＰ成長率(前期比)と寄与度



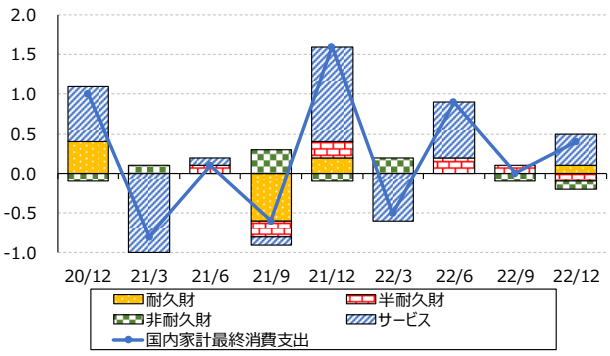
(出所)内閣府「四半期別ＧＤＰ速報」

景気の大きな方向性自体は米国経済に左右される部分が大きい。米国経済は年央にかけて減速度合いを強める可能性が高く、日本経済も年度前半に景気の山を付ける可能性が否定できない。すでに利下げのための「のりしろ」が蓄積されている米国経済の低迷は長期化しないとみており、日本経済も2024年度には再び上向くとみるが、目立ったけん引役が見当たらないなか、総じて停滞気味のイメージを脱却できない状況が続く可能性が高い。

足元の個人消費は底堅いが

10－12 月期の民間最終消費支出は前期比＋0.5%と、堅調な伸びとなった。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＋2.7%（GDP への寄与度：＋0.1%）、半耐久財が同▲1.6%（同▲0.1%）、非耐久財が同▲0.3%（同▲0.1%）、サービスが同＋1.4%（同＋0.4%）となっている。エネルギーや食品価格の上昇に伴う物価高が個人消費を下押しする一方、「全国旅行支援」の開始で旅行・外出需要が拡大したことなどから、対面サービス業への支出が増加した形である。耐久財に関しては、部品不足による家電製品等の在庫不足の影響が和らいだことも影響したとみられる。

(図表1-2)形態別国内家計消費支出の推移
(季調済前期比と寄与度)



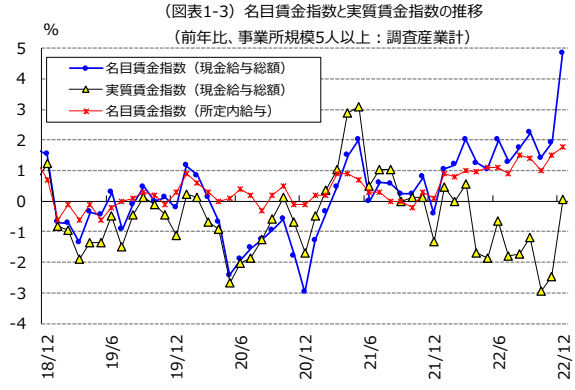
（出所）内閣府「四半期別GDP速報」

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、水際対策の緩和に伴い前期比で＋211.8%と 3 倍以上の増加となり、これだけで GDP を＋0.2%ポイント押し上げている。

物価高にもかかわらず、昨年末までの個人消費に大きな影響が確認できなかった要因としては、以下の4点が考えられる。まず1点目に、反動増的な動きが残っている可能性である。ここには、夏場の感染拡大で落ち込んだ後の反動増や、部品不足による家電製品や自動車の供給回復の影響が含まれる。ただ、こうした動きは徐々にピークアウトしつつあると考えられる。

2 点目は、曲がりなりにもすでに回復しつつある賃金が下支えになっている可能性である。厚労省の毎勤統計を見ると、2022 年以降、名目ベースの現金給与総額は回復傾向にあった（図表 1-3）。12 月は賞与の増加を反映し前年比＋4.8%と急回復、実質ベースでも小幅ながらプラス転換した。実質ベースでのプラスが安定するためには、月例給の増加と物価上昇率の低下が必要だが、短期的には人々が名目値の動きに基づいて行動する「貨幣錯覚」が働いていた可能性もある。

（図表1-3）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）

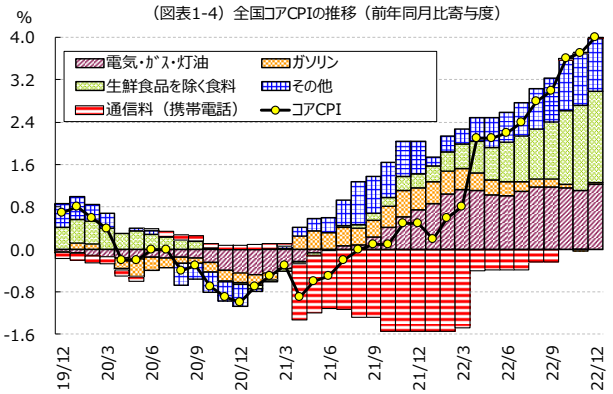


（出所）厚生労働省「毎月勤労統計」

また、経済統計上は実質値の計算に現実のインフレ率を用いる場合が多いが、人々の行動は期待に左右される。足元のインフレ期待は実績値ほどには上昇していない可能性が高い。足元の物価上昇については、エネルギー関連品目や、食品価格の高騰が一巡するまでの一時的な減少と認識している家計が多いとみられ、統計上の実質賃金は過小評価されている可能性もある。

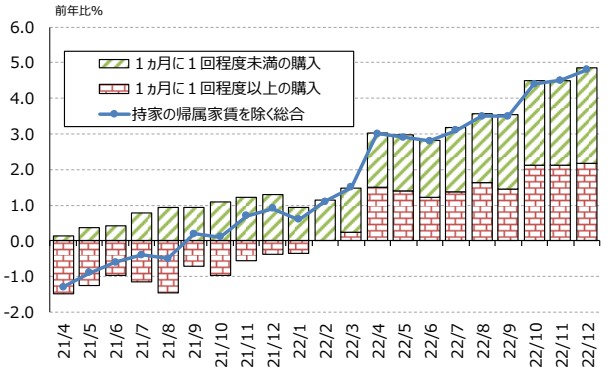
3点目に、物価上昇が需要の価格弾力性が低い生活必需品に偏っていることである。12月のコアCPI（消費者物価指数）の伸びは前年比＋4.0%に達したが、約7割が食品とエネルギーで占められている（図表1-4）。購入頻度別に寄与度分解したグラフを見ると、12月の「持家の帰属家賃を除く総合指数」の前年比＋4.8%のうち、「1ヵ月に1回程度未満の購入」の寄与度が2.7%と過半を占める（図表1-5）。また、食品等では、価格をすえ置いて中身を減らすいわゆる「ステルス値上げ」を実施するパターンも多く、これも物価の上昇ほど消費が落ちない要因になっているとみられる。

（図表1-4）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」

(図表1-5)購入頻度別寄与度



（出所）総務省「消費者物価指数」

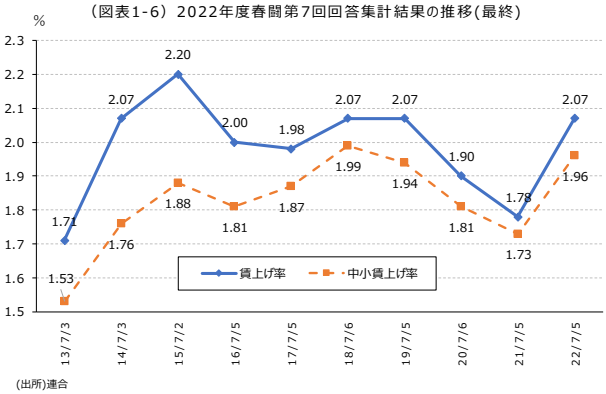
4点目に、政府の経済対策が成果を挙げている可能性である。2022年初に始まったガソリン補助金は、9月までの延長が決定している。輸入小麦の売り渡し価格も、昨年4月に17.3%上昇した後、10月の価格改定ではすえ置かれた。また、10月には全国旅行支援が開始された。自治体レベルでも、さまざまな旅行・宿泊割引キャンペーンが展開されており、規模は縮小しつつ年明け以降も継続中である。水際対策の緩和もあり、今後はインバウンドの増加も期待できる状況となっている。シティホテルの稼働率は9月の54.3%から12月に67.4%に達した。

日本百貨店協会が公表した12月の百貨店売上高は前年比＋4.0%と、10ヵ月連続のプラスとなった。同協会は、「新型コロナ感染拡大による外出自粛傾向が一部に見られたものの、行動制限のない年末商戦は活況で、増勢が続くラグジュアリーブランドや宝飾品等高額商品と、気温低下により好調だった重衣料や防寒商材が牽引した」と、行動制限がなかったことやインバウンド需要から客足が伸び、高額商材を中心に売り上げが好調だったとまとめている。

春闘に期待が集まる

個人消費の回復が持続的なものになるためには賃金の持続的な上昇が必要である。この点、足元ではバブル崩壊以来、最も賃上げへの気運が高まっている状況と言っても過言ではない。昨年の春闘の最終回答結果は2.07%だったが（図表1-6）、当研究所では、今年は2.80%まで伸び率が高まると予想している。これでも現状では物価上昇率の方が高く、実質ベースではマイナスである。ただ、近年のフィリップスカーブの平坦化に現れている通り、日本のCPIは、需給ギャップとの相関はかろうじて維持されているものの、その感応度は極めて弱く、もっぱら為替、エネルギー等のコストプッシュ要因で動いてきたのが実態であ

（図表1-6）2022年度春闘第7回回答集計結果の推移(最終)



(出所)連合

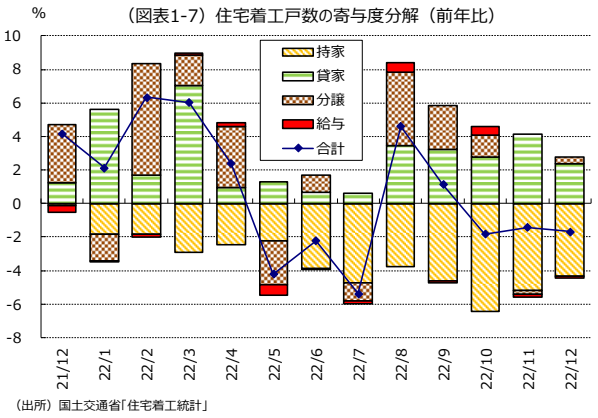
る。原油高や円安はすでに一巡していることから、年後半にかけて、コストプッシュ的な物価上昇圧力は徐々に緩和に向かうと考えられ、年後半には実質賃金もプラス圏に浮上しよう。

政府の物価高対策も消費者物価の伸びを 1%程度押し下げる要因になると見込まれる。経済モデル（OEGM）による試算では、政府の物価高対策が対策発動後 1 年間の GDP を＋0.34%押し上げるとの結果が得られる。日本の景気の大きな方向性自体は米景気で決まる部分が大きいが、もし米景気がソフトランディングに成功するのであれば、年後半は個人消費の回復が景気の支えになる展開が期待できよう。

もっとも、2024 年度以降の賃上げの持続性という意味では疑問符が付く。今年の賃上げは、企業業績が円安で押し上げられたことが支えになったが、今後は米景気の失速が逆に業績の下押し要因となる可能性がある。また、潜在成長率が低迷し、中長期的な成長期待が盛り上がらないなかでは、固定費の上昇につながるベアの継続は難しい。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が賃上げを続ける展開は予想しにくい。2024 年度以降の個人消費の回復の持続性については、現時点では不透明感が高い。

住宅投資は鈍化方向

民間住宅投資は、前期比▲0.1%（寄与度：▲0.0%）と、6 四半期連続のマイナスとなった。月次ベースの住宅着工戸数も冴えない推移が続いている（図表 1-7）。



（図表1-7）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」

1 月の日銀地域経済報告（さくらレポート）における住宅投資の判断は、9 地域中、3 地域で下方修正、1 地域で上方修正となった。前者では、東北が「持ち直しの動きが鈍化している」から、「弱めの動きとなっている」へと 2 期連続で下方修正されたほか、四国が「横ばい圏内の動きとなっている」から「弱めの動きとなっている」へ、九州・沖縄が「持ち直している」から「横ばい圏内の動きとなっている」へとそれぞれ下方修正された。一方、近畿は「弱い動きとなっている」から、「横ばい圏内で推移している」へと上方修正された。10 月は 4 地域で用いられていた「持ち直し」という表現が 2 地域に減少するなど、住宅市場が全体として弱含んでいる様子を示している。

さくらレポートのアンケートでは、「資材価格等の高騰を受けて住宅価格が前年比 2 割程度上昇していることから、一部では住宅購入を控える動きがみられている（青森）」、「貸家の受注は、建築費高騰に伴って期待利回りが低下していることから、低調に推移している（高松）」等、住宅価格や建築費、資材価格等の価格面の問題を指摘する声が多く寄せられている。「分譲マンションは、一部に開発を手控える動きがみられるほど工事費や用地価格が上昇しているが、販売価格が上昇するもとでも高所得層世帯やパワーカップルを中心に売れ行きは好調（大阪）」等の声もあるが、一部に限られる。

2025 年度まで 4 年間延長された住宅ローンの控除期間延長（10 年→13 年）の特例措置等、政府の住宅市場対策は今後も下支えになる。しかし、所得の伸び悩みに加え、日銀の政策修正により住宅ローン金利がジリジリと上昇に向かう可能性が高まっていることが、今後の家計の資金調達能力に影響を与えると考えられる。一方で、住宅価格は都市部を中心に高止まりが続くとみられ、2024 年度にかけても住宅投資は低迷が続くと予想する。

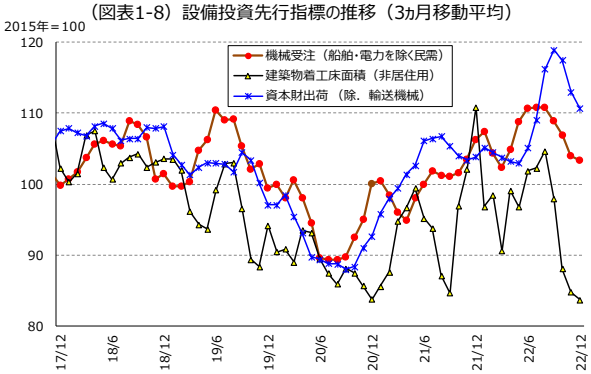
設備投資の先行きに黄信号

10－12 月期の民間企業設備投資は、前期比▲0.5%（寄与度：▲0.1%）と、3 四半期ぶりのマイナスとなった。4－6 月期が同＋2.1%、7－9 月期が同＋1.5%と 2 期連続で高めの伸びだった反動という側面もあり、今のところ増加基調自体は途切れていないと考えられるが、先行きには黄信号が灯っている。

設備投資の先行指標の一つである資本財出荷（除.輸送機械）を見ると、12 月は前月比＋1.6%と、4 ヵ月ぶりのプラスとなった。ただ、4 ヵ月前のピークである 8 月との比較では▲9.6%のマイナスで、モメンタムは失いつつある。他の先行指標を見ると、12 月の機械受注（船舶・電力を除く民需）は前月比＋1.6%と 2 ヵ月ぶりにプラスとなったものの、均せば減少傾向が続いている。建築物着工床面積は振れが大きいが、やはりここ数ヵ月は鈍化傾向が顕著となっている（図表 1-8）。

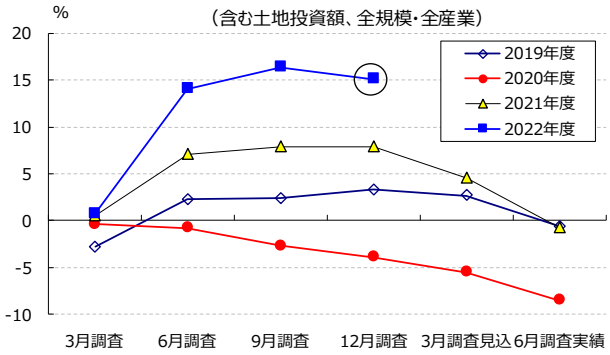
設備投資計画自体はまだ強い。12 月短観における 2022 年度の設備投資計画（全規模・全産業ベース）は、前年度比＋15.1%と高い伸びを保っている（図表 1-9）。コロナ禍やウクライナ問題で先送りされた投資需要の顕在化や、脱炭素・デジタル関連投資が押し上げている模様である。短観の設備判断 DI からは設備不足感の強さもうかがえ、設備投資の失速は考えにくい。しかし、日本の設備投資は輸出に左右されやすい面もある（図表 1-10）。昨年は円安が輸出の押し上げ要因になったが、すでにピーク時からは 20 円以上円高ドル安方向に戻っている。これに加え、米国景気が急減速することになれば、設備投資計画の下方修正は避けられない。

（図表1-8）設備投資先行指標の推移（3ヵ月移動平均）



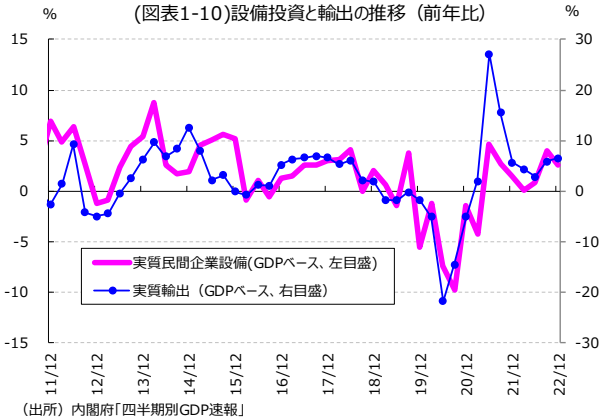
（出所）内閣府「機械受注」、国交省「建築着工」、経産省「鉱工業出荷内訳表」

（図表1-9）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1-10)設備投資と輸出の推移（前年比）



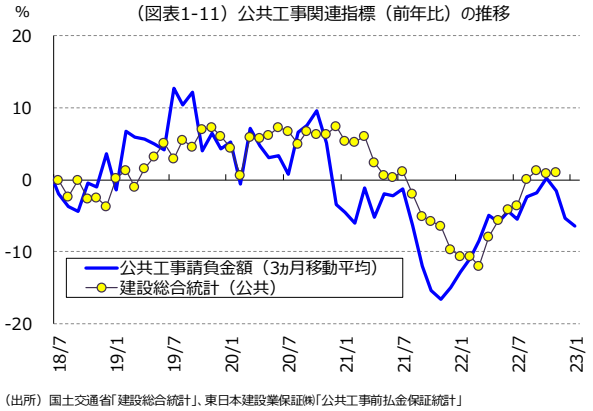
（出所）内閣府「四半期別GDP速報」

公共投資は横ばい圏内の推移

10－12 月期の公的固定資本形成は、前期比▲0.5%（寄与度：▲0.0%）と、3 四半期ぶりのマイナスとなった。公共投資の先行指標である公共工事請負金額はここへきて勢いが鈍っており、短期的には公共投資が鈍化する可能性を示唆している（図表 1-11）。

1 月のさくらレポートにおいて、公共投資の判断は、東北が「震災復興関連工事の一巡などから、減少している」から「国土強靭化関連工事や災害復旧工事から、下げ止まっている」へ、四国が「下げ止まっ

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。過半数の 5 地域で依然「高水準」、「高めの水準」との表現が用いられているが、水準は高くても、方向性については増加しているとした地域はなく、逆に 3 地域で、「弱い」、「弱め」との表現が用いられるなど、全体としてはやや弱含みといった情勢である。



（図表1-11）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」

同レポートの企業へのアンケートでは、「国土強靭化関連工事や宮城・山形における大雨災害復旧工事の発注から、公共工事の発注量が下げ止まっている（仙台）」、「高速道路の複線化や上下水道の更新、治水ダムの増強および新設など、幅広い分野で国土強靭化関連工事の発注が堅調（名古屋）」等、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、「受注は前年に比べ持ち直しているものの、人手不足などから工事に遅れが生じている（甲府）」、「国土強靭化関連工事などが発注されているものの、既往の人手不足が解消しないことから、受注を抑制している（下関）」等、人手不足を指摘する声も根強い。「契約後の物価上昇分を追加で請求できる「スライド条項」を活用しているが、急速な資材価格の高騰を十分カバーできず、収益が圧迫されている（長崎）」と、資材価格の高騰が収益圧迫要因になっているとの声もある。

2022 年度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、これが来年度にかけて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。

輸出に失速の不安

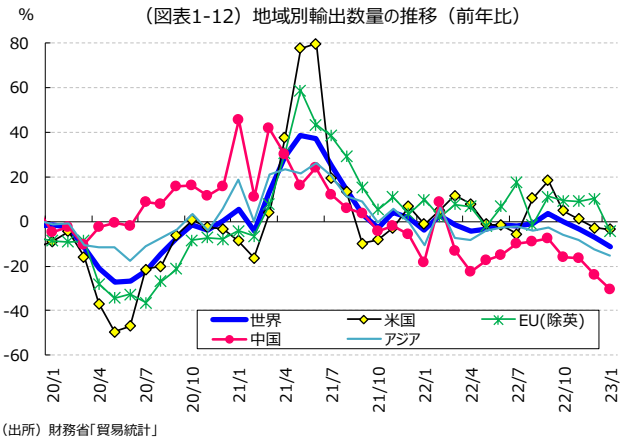
10－12 月期の実質輸出は前期比＋1.4%（寄与度：＋0.3%）と、5 四半期連続のプラスとなった。財貨の輸出は同＋0.6%（同＋0.1%）、サービスの輸出は同＋5.2%（同＋0.2%）という結果である。中国景気の低迷などで財輸出は軟調だったものの、水際対策の緩和に伴うインバウンド需要の回復でサービス輸出が持ち直したことが寄与した。

財務省から発表された 1 月の貿易統計によると、輸出金額は前年比＋3.5%で、前月の同＋11.5%から伸びが鈍化した。季調済前月比では同▲6.3%（12 月：同▲3.3%）と 3 ヵ月連続のマイナスで、マイナス幅も拡大している。

輸出金額の前年比を価格と数量に分解すると、価格指数が前年比＋16.9%だったのに対し、数量指数は同▲11.5%と 4 ヵ月連続のマイナスで、マイナス幅も二桁に乗せた。価格指数の伸びは円安による円換算額の増加によるものだが、輸出の実勢を示す数量指数のマイナス幅は拡大している。

主要相手国・地域別の輸出数量指数を見ると、米国向けが同▲3.6%（12 月：同▲2.8%）と 2 ヵ月連続のマイナスとなったのに加え、EU（除英）向けが同▲4.3%（同＋10.2%）、中国向けは同▲30.7%（同

▲24.0%）と軒並み落ち込んでいる。中国向けのマイナス幅は、上海でロックダウンが実施されていた2022年4月の水準を上回った（図表1-12）。



（図表1-12）地域別輸出数量の推移（前年比）
（出所）財務省「貿易統計」

先行きの輸出は、当面軟調な推移となる可能性が高い。米国では、FRB（米連邦準備制度理事会）による積極的な利上げの影響がラグを伴って実体経済に現れることで、早ければ春頃にも景気後退入りの可能性が否定できない。欧州も、ECB（欧州中央銀行）の積極的な利上げが景気の足枷になるとみる。中国景気は、新型コロナウイルスの感染が予想以上に早くピークアウトしたのが押し上げ要因だが、不動産市場の低迷の影響は尾を引くと見られ、V字型回復は見込みにくい。

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。また、為替市場において円高ドル安の流れが強まっていることも、輸出にとっては向かい風である。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年度にずれ込むだろう。

青天の霹靂だった日銀の政策修正

12月19、20日に開催された日銀金融政策決定会合では、市場の意表をつく形で、10年国債利回りの変動許容幅を、±0.25%程度から±0.5%程度に拡大する政策修正が発表された。YCCは、長期金利を直接コントロール下に置くという設計上、政策修正を事前に市場に織り込ませるのが難しいという特徴を持つが、それにしても唐突過ぎるタイミングであり、大半の市場関係者にとっては青天の霹靂だったと考えられる。

一方、1月17、18日に開催された日銀金融政策決定会合では、金融政策はすえ置かれた。12月の政策修正は、イールドカーブの歪みと債券市場の機能低下が、企業金融等にマイナスの影響を与える恐れがあるというのが理由だった。しかし、12月の会合後、こうした状況は改善するどころか、逆に拍車がかかっていた。したがって、市場ではさらなる修正を見込む向きが少なからず存在した。

ただ、一部大手紙で観測報道があった、「点検」の実施について、結局会合直前まで日銀から何も発表がなかったことから、YCCの枠組み自体に大きな修正が施される可能性は下がっていた。10年国債利回りの変動許容幅を、先月拡大した±0.5%程度から±0.75%程度に拡大するといった程度では、国債売りを誘発するだけで逆効果になりかねない。かといって、1%以上への拡大や、YCC自体の撤廃は、説明責任の維持が難しくなる。現状では日銀と政府の政策協定（アコード）も、そのなかでできるだけ早期に達成としている2%の物価目標も有効であり、物価目標が未達という前提に立つ限り、「金融政策は修正したが利上げではない」という説明がつかなければならない。

また、2ヵ月連続で修正に追い込まれれば、12月の政策は失敗だったとの批判を浴びる可能性が高い。日銀が市場との戦いに敗北したとの印象も拭い難いものとなる。黒田総裁としては、自身の任期中の追加的な政策修正は極力回避し、債券市場の不安定化には、オペ上の対応でしのぎ切る方針を固めたとみられる。よほどのことがない限り、次回3月もすえ置きということになるだろう。

なお、1月の会合では、共通担保オペの拡充が発表された。具体的には、オペの期間について、従来、

金利入札方式は 1 年以内、固定金利方式は 10 年以内としていたのを、方式を問わず 10 年以内とした。金利については、固定金利方式の場合、これまでの 0%から、年限ごとの国債の市場実勢相場を踏まえた金利へと、貸付の都度決定する方式とする。国債金利よりかなり低い水準で、10 年までの長期の資金を提供することで、金融機関の裁定行動を通じて国債利回りを引き下げようという意図がある。担保が必要とはいえ、最長 10 年もの長期の資金が超低金利で得られるのは金融機関にとって魅力であり、ある程度の国債買いを誘発する可能性はあるだろう。ただ、国債市場の流動性枯渇といった根本的な問題の解決につながるものではなく、これについては別途手当てが必要になる可能性はある。

植田新総裁のかじ取りに期待

さらなる政策修正は、就任が予想される植田和男新総裁のもとで進められることになるだろう。植田氏はかつて審議委員時代、決定会合において、理論面から毎回のように有益な論点を提示し、議論をリードした。植田氏なしでは、決定会合で生産的な議論はできなかったと思えるほど、重要な役割を果たした。金融政策の理論と実務の両方に通じ、大組織のリーダーの経験も持ち、日銀スタッフはじめ関係者からの信頼も厚いという点で、これ以上の適任は見当たらない。思想的にも、タカ・ハトどちらかに偏っているわけではなく、緩和が必要な時は緩和を、引き締めが必要な時は引き締めを適時適切に行なっていくのではないかと考えられる。執行部も、学者の植田氏と日銀出身の内田氏、金融庁出身の氷見野氏とバランスのとれた布陣で、新体制への期待は大きい。

YCC の金属疲労は明らかであり、新体制の最初にしておそらく最大の使命は、円滑な出口戦略の実行ということになるだろう。政策変更の時期と方法は、外部環境にも大きく左右される。特に 2023 年前半は、欧米景気が一段と悪化する可能性が高いことがネックとなる。米欧が早期に金融緩和に転じるのであれば、日銀が逆方向に動くのはかなり難しくなる。ただ、金融政策の正常化＝引き締めとは限らない。むしろ、景気減速局面の方がやりやすい面もある。過度な債券売り攻撃を浴びるリスクが下がるためだ。正常化とは、金利が市場の力でより柔軟に動くようにしていくという意味だが、同じ柔軟化でも、長期金利が低下に向かえば、「引き締めではなく事実上の緩和」との主張も可能になる。類似の手法は過去にも実施している。コロナ禍に見舞われた 2020 年 4 月の金融政策決定会合では、追加金融緩和措置の一環として、それまで「80 兆円を目途」としていた年間の長期国債の積み増し額を、「無制限」に変更した。しかし、後から振り返ってみれば、これは買い入れ額を無制限に縮小するための措置に他ならなかった。すでにコロナ前から、80 兆円という数字が日銀の重荷になっていたのは明らかだった。

ただ、景気減速を待っている余裕はないかもしれない。なるべく早く新体制の方向性を示さないことには、市場の思惑が独り歩きして、市場がなおさら不安定化するリスクもある。その場合、より漸進的なアプローチとして、まずは変動許容幅をそのままに、0%という目標水準のみ撤廃する案も考えられる。レンジが現状の±0.5%程度のままなら金融引き締めではないとの説明はつきやすい。目標水準がある限り、上下対称に変動許容幅を拡大する必要があるが、現状では下限の▲0.5%がほとんど意味のない数字になっている。目標水準がなければ、今後追加措置を講じる際に、上下非対称なレンジ操作も可能となる。早ければ、交代直後の 4 月にもこうした微修正が加えられる可能性がある。

操作目標となる年限の 10 年から 5 年への変更も考えられる。2016 年の総括検証で、より短いゾーンの金利低下の方が、緩和効果が大きいといった分析を実施済みなので、引き締めではないとの説明はつけやすい。残存期間 5 年前後でイールドカーブがいびつになっては同じことの繰り返しなので、変動許容幅

は広めにとることになるだろう。一方で、10 年国債をいきなり市場の荒波のなかに放り出すわけにはいかないという問題はある。乱高下を防ぐため、しばらくはオペ等で強力に抑えなければならないとみられ、オペ上の苦労という点では現状の運用と大差ないかもしれない。

いきなり YCC を撤廃する可能性もゼロではないが、現状では、市場の過度な変動を封じる新たな枠組みの構築が難しい。また、マイナス金利の解除を含め、物価目標未達下でこうした大きな修正を加えるためには、アコードの存在が制約要因となる。白川前総裁の、ある意味体を張った主張のもと、弾力的に読み取れる建付けになっているとはいえ、このまま死文化させてしまっては、あれはいったい何だったのかということになる。どこかでアコード自体の総括が必要だろう。

岸田首相はおそらくアコードの書き換えに前向きである。昨年後半以降、岸田首相はアベノミクスと距離を置く姿勢をさらに明確にしてきている。昨年の前半くらいまでは、「(アコードの書き換えを) 現時点では考えていない」と述べるケースが多かったが、最近では「新しい日銀総裁とどういった約束で政策を進めていくのか、連携のあり方を確認する」といった、明確に否定しない言い回しに変えてきている。2023 年度中には、アコードの書き換えと YCC の撤廃がセットで実施される可能性が高い。マイナス金利については、日銀当座預金への付利金利幅の拡大等、骨抜き的な措置が加えられているので急ぐ必要はないが、遅くとも 2024 年度中には解除されるのではないかとみている。(担当：小玉)

２．米国経済見通し

＜要　　約＞

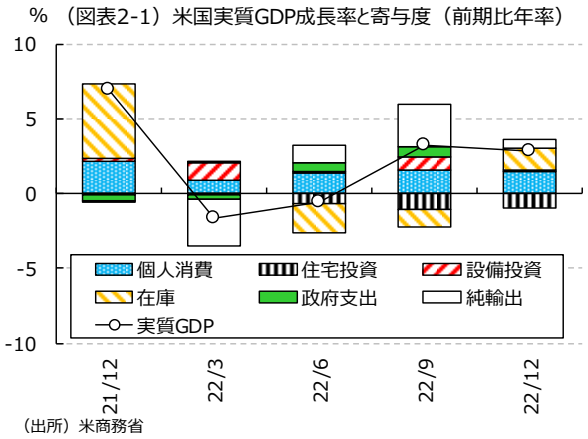
10－12月期の米実質GDP成長率は、前期比年率＋2.9%と2四半期連続のプラス成長となった。ただ、在庫投資と純輸出のプラス寄与が大きく、景気の基調を見るうえで重要な国内最終需要（在庫投資と純輸出を除く）は同＋0.8%と、前期（同＋1.5%）から伸びが鈍化した。FRB（米連邦準備制度理事会）による積極的な金融引き締め策によって、内需の勢いが減速しつつある様子を示している。

個人消費は、借入金利が上昇するなか、選択的消費を抑制する動きが強まることで、しばらくは軟調な推移が続くとみる。設備投資は、製造業を中心に景況感が悪化しているほか、金利上昇が強い向かい風となり、低迷を余儀なくされよう。住宅投資も金利上昇の影響を受けて冷え込んでおり、しばらくは軟調な推移が続く可能性が高い。こうしたなか、早ければ 2023 年の春頃にも米国景気は後退局面入りすると予想する。

CPI は、賃金上昇圧力が緩和に向かうのに加え、住宅価格下落の影響が徐々に波及することで、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。そうしたなか、2023 年末以降、2024 年を通じて FRB は会合ごとに利下げを行なうとみており、2024 年の米国景気は徐々に持ち直すと予想する。

内需の勢い鈍化が鮮明に

10－12 月期の米実質 GDP 成長率は、前期比年率＋2.9%と市場予想（同＋2.6%）を上回り、2 四半期連続のプラス成長となった（図表 2-1）。ただ、在庫投資と純輸出のプラス寄与が大きく、景気の基調を見るうえで重要な国内最終需要（在庫投資と純輸出を除く）は、同＋0.8%と伸びが鈍化した。内需の勢いは、FRB による積極的な金融引き締め策によって、減速しつつあると考えられる。



（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＋2.1%と、前期（同＋2.3%）から伸びが鈍化した。財消費が同＋1.1%と 4 四半期ぶりにプラスに転じた一方で、サービス消費の伸びが同＋2.6%と前期（同＋3.7%）から鈍化した。財消費では、サプライチェーンの混乱緩和などにより、3 四半期ぶりにプラスに転じた自動車関連財が主たる押し上げ要因になったが、そのほかの財は伸びの鈍化が目立った。サービス消費では、娯楽サービスや飲食・宿泊などの伸びが鈍化しており、物価上昇の影響を受けた可能性が高い。

設備投資は前期比年率＋0.7%と、前期（同＋6.2%）から伸びが鈍化した。コンピューター等が含まれる情報処理装置の落ち込みで、機械投資がマイナスに転じており、大手 IT 企業や半導体関連企業などが設備投資に慎重になっていることが影響したと考える。住宅投資は同▲26.7%と、前期（同▲27.1%）に続き大幅マイナスとなり、これだけで実質 GDP 成長率を約 1.3%ポイント押し下げた。高水準の住宅ローン金利と住宅価格を背景に、住宅市場が冷え込んでいる状況に変化は見られない。

在庫投資の寄与度は＋1.46%ポイントと、3 四半期ぶりにプラスとなった。12 月の小売売上高が弱含んでいたことを踏まえると、予期せぬ形で在庫が積み上がった可能性がある。

輸出は前期比年率▲1.3%と 3 四半期ぶりにマイナスに転じ、輸入は同▲4.6%と 2 四半期連続のマイナスとなった。輸入のマイナス幅が輸出よりも大きかったことで、実質 GDP 成長率に対する純輸出の寄与度は＋0.56%ポイントとなった。

CPI の伸び幅は次第に縮小へ

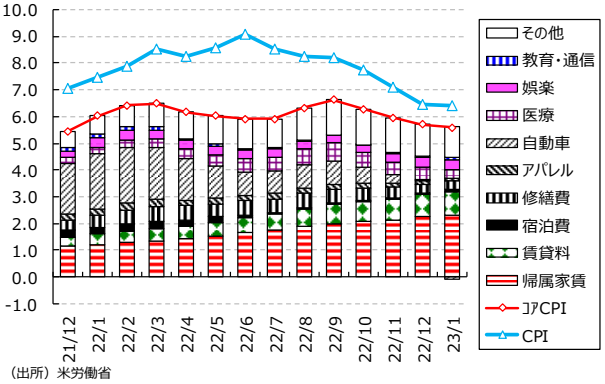
1 月の米 CPI は前年比＋6.4%と、7 ヵ月連続で伸びが鈍化した。変動の激しい食料品とエネルギーを除いたコア CPI も同＋5.6%と、4 ヵ月連続で鈍化した（図表 2-2）。FRB による積極的な金融引き締め政策の効果が徐々に現れ始めている可能性が高い。

コア CPI を財とサービスに分けて見ると、コア財価格の伸びは足元にかけて急激に鈍化したのに対し、コアサービス価格は上昇基調が続いている（図表 2-3）。コア財価格の急激な伸び鈍化は、約 3 割を占める自動車（新車及び中古車）の影響が大きい。自動車は、半導体をはじめとした部品不足が回復へ向かうなかで生産が持ち直している。在庫不足に伴う新車の価格上昇が一服したほか、新車の代替需要を背景に値上がりしていた中古車の価格も低下基調で推移している。今後は、部品供給の正常化が進むなか、自動車生産の回復基調が続くとみられる一方、自動車ローン金利が上昇していることから需要は弱含む展開が予想され、自動車価格の上昇ペースは一段と鈍化しよう。これがコア財価格をさらに押し下げるとみる。

上昇が続くコアサービス価格は、帰属家賃や賃貸料の価格上昇が押し上げ要因になっている。しかし、住宅価格は既に低下基調に転じており（図表 2-4）、ラグを伴う形で住居関連項目の伸びも次第に鈍化するとみる。

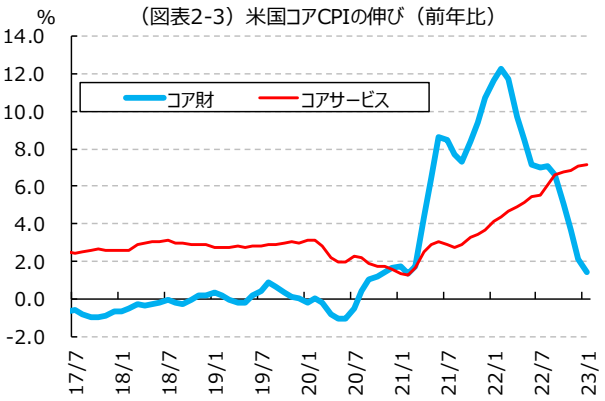
今後の物価の動向を見極めるために重要となるのが賃金の動向である。とりわけサービス価格は賃金の動向に左右されやすい。時間当たり賃金の前月比の 6 ヵ月平均は鈍化基調で推移している（図表 2-5）。労働需要は依然強いものの、若年層を中心に労働市場への回帰が続いていることなどを反映していると考える。

前年比（%）　（図表2-2）CPIとコアCPIの伸びの項目別寄与度



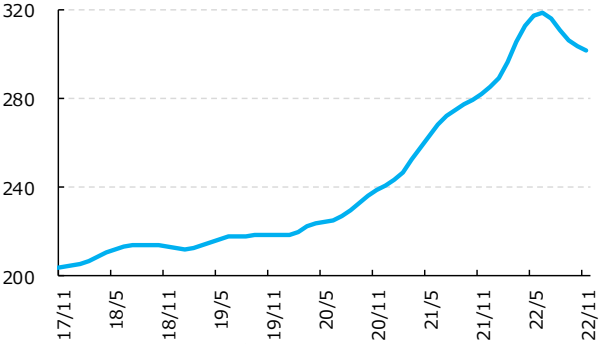
（出所）米労働省

%　（図表2-3）米国コアCPIの伸び（前年比）



（出所）米労働省

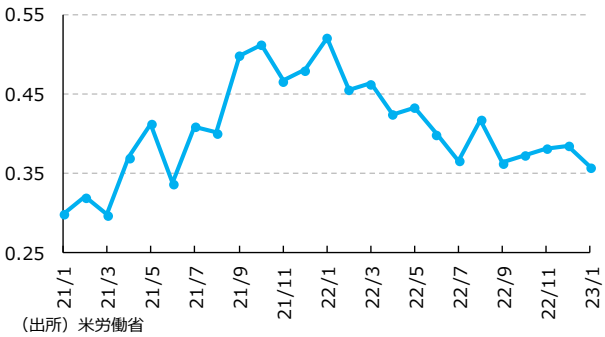
2000年1月=100　（図表2-4）S&Pケースシラー住宅価格指数



（出所）米S&Pダウ・ジョーンズ・インディシーズ

（図表2-5）時間当たり賃金の伸び（前月比、6カ月平均）

%



（出所）米労働省

今後は、これまでの利上げの累積的な影響が実体経済に本格的に波及するとみられ、労働需要も弱含むと予想する。賃金の上昇ペースも鈍化基調が一段と鮮明になり、物価上昇圧力を和らげよう。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%前後まで鈍化すると予想する。

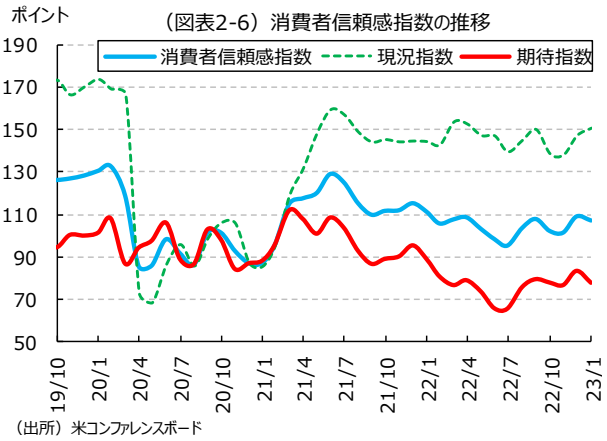
個人消費の勢い鈍化は避けられず

1 月の消費者信頼感指数は 107.1 と、前月から低下した（図表 2-6）。昨年の夏場以降、ガソリン価格が低下した影響などから均してみれば持ち直しているものの、コロナ禍前の水準と比べると低位で推移している。物価上昇圧力が緩和しつつあることは、消費者心理にプラスに働いているものの、ここ数ヵ月で景気後退に対する懸念も広がっており、全体としては消費抑制に向かいやすい環境になっていると言える。

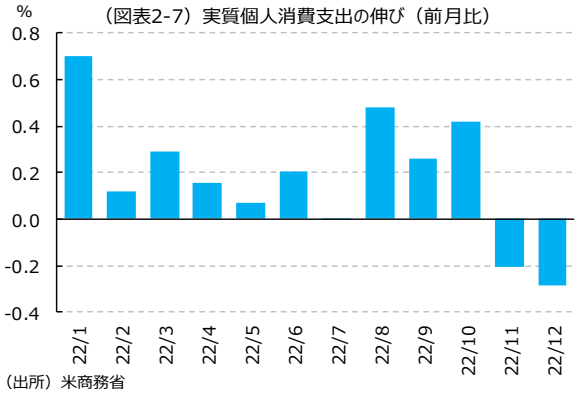
12 月の実質個人消費支出は前月比▲0.3%と、2 ヵ月連続でマイナスとなっており、個人消費は昨年末時点ですでに弱含んでいた（図表 2-7）。内訳を見ると、2021 年春先以降、個人消費を押し上げてきたサービス消費が 11 ヵ月ぶりにマイナスに転じている。物価の高騰が続き、借入金利も高止まりするなか、消費者が選択的な支出を抑制し始めている可能性が高い。クレジットカードローン金利は、昨年 6 月以降、急上昇しており、10－12 月期には約 20%に達している。コロナ禍で低下していたクレジットカード返済の延滞率も上昇基調となっており、借入による消費拡大が限界を迎えつつある可能性を示している（図表 2-8）。

家計貯蓄率を見ると、昨年秋口以降、上昇基調で推移しており（図表 2-9）、消費者の財布の紐が固くなり始めている様子を示している可能性が高い。

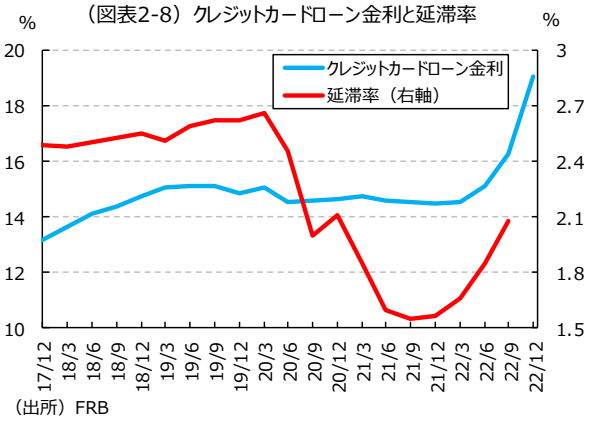
当面は物価の伸びが高水準で推移するとみられることもあり、個人消費は軟調な推移が続くだろう。しかしながら、2023 年後半には FRB による利下げ期待が徐々に高まり、クレジットカードローンなどの借入金利が低下するなかで、個人消費は持ち直しに向かうとみている。2024 年についても、FRB の利下げなどを背景に回復基調をたどると予想する。



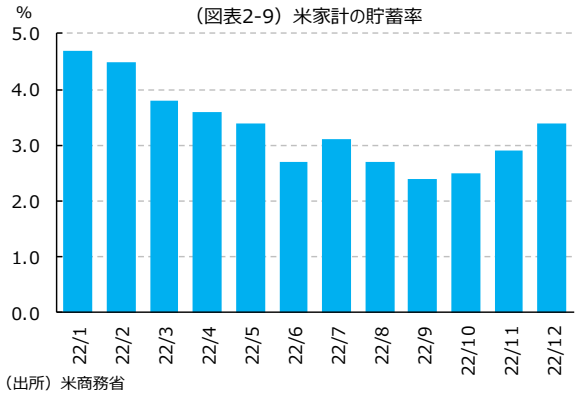
（出所）米コンファレンスボード



（出所）米商務省



（出所）FRB



（出所）米商務省

住宅市場の冬はしばらく続くと予想

住宅着工件数は、2021 年末以降、減少基調をたどり、2022 年 12 月には年率 130 万戸台となった。また、住宅建設業者の景況感を表す住宅市場指数も低下基調が続き、12 月には 31 と、コロナの感染拡大で落ち込んだ 2020 年初頭に匹敵する水準まで低下している（図表 2-10）。住宅市場の冷え込みの背景には、高水準で推移する住宅価格と住宅ローン金利がある。住宅価格の中央値は、11 四半期ぶりに低下に転じているが、水準的にはまだ高い。また、家計の所得中央値で購入できる住宅の割合を示す住宅機会指数を見ると、所得の伸びよりも住宅価格の伸びが大きいことなどを要因に、低下基調が続いている。7－9 月期には 2 四半期連続で、2012 年の調査開始以来の最低水準を更新した（図表 2-11）。

30 年固定住宅ローン金利は、米長期金利の上昇が一服したことなどを受け、11 月上旬以降、低下基調で推移しているが、依然として 6%を超えるなど、過去と比べても高い状況が続いている。

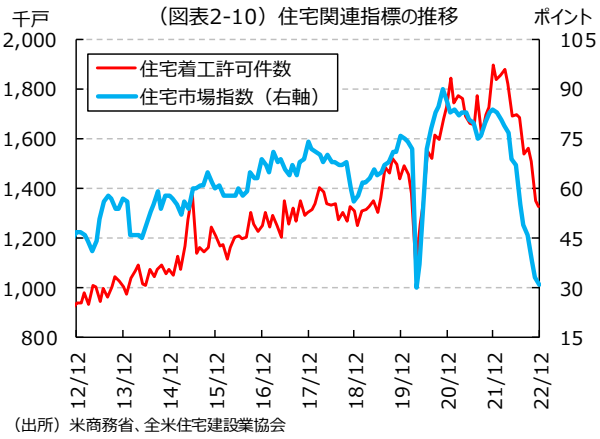
こうしたなか、6 ヵ月以内に新居を購入する予定がある人の割合（後方 6 ヵ月移動平均）は、0.5～0.6%台での推移となっている（図表 2-12）。コロナ禍前の 2019 年 12 月までの 5 年間の平均が約 1.1%だったことから、単純計算で住宅購入を検討している人がほぼ半減していることを意味している。

住宅投資は、2023 年後半まで軟調な推移を余儀なくされるとみている。しかしながら、需要低迷を反映して住宅価格が緩やかに低下すると見込まれるほか、2023 年末以降は FRB が利下げを続けるとみられることから、2024 年末にかけては徐々に持ち直しに向かうと予想する。

設備投資もしばらくは軟調な推移へ

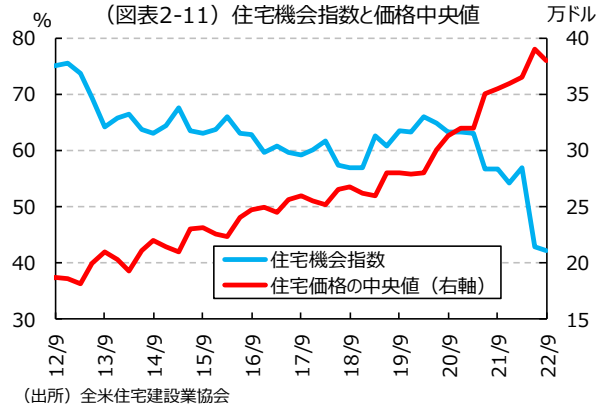
設備投資の先行指標とされる非防衛資本財新規受注（除く航空機）を見ると、2022 年の秋口以降、横ばい圏での推移が続いており、コロナ禍以降に見られた設備投資への積極的な姿勢が一服している様子を示している。設備稼働率が緩やかながら低下基調で推移

（図表2-10）住宅関連指標の推移



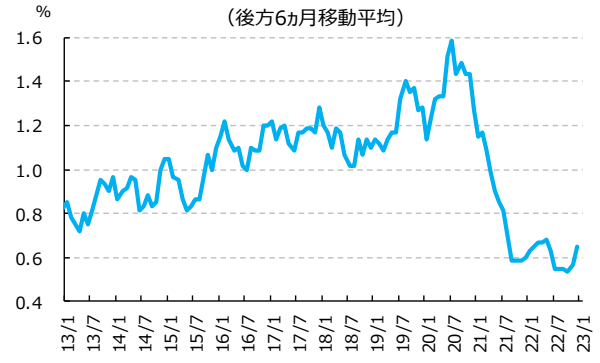
（出所）米商務省、全米住宅建設業協会

（図表2-11）住宅機会指数と価格中央値



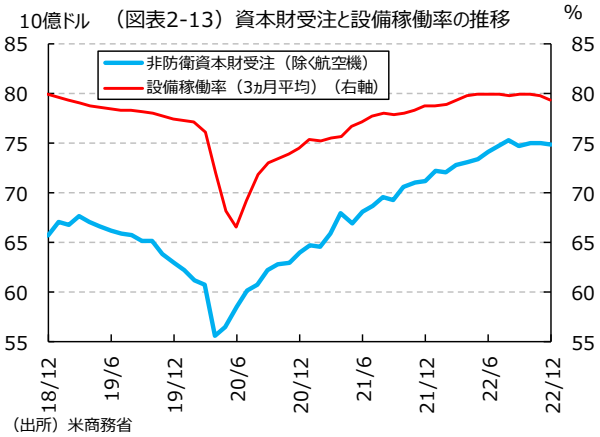
（出所）全米住宅建設業協会

（図表2-12）6ヵ月以内に新居を購入予定とする人の割合
（後方6ヵ月移動平均）



（出所）米コンファレンスボード

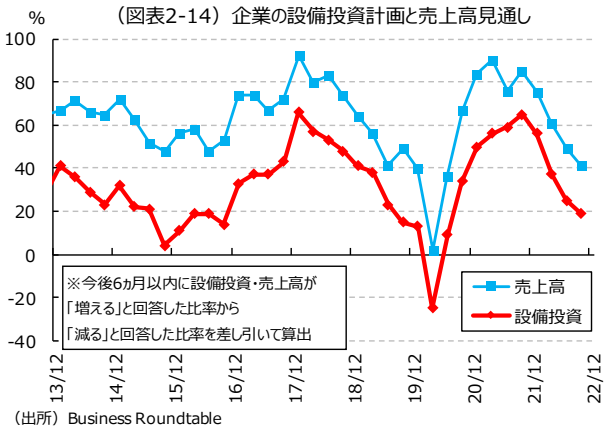
（図表2-13）資本財受注と設備稼働率の推移

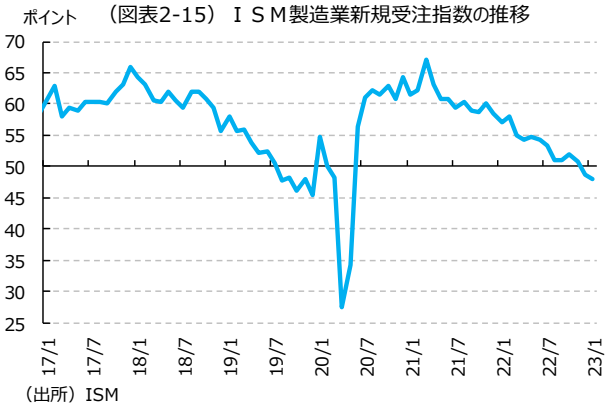


（出所）米商務省

していることも（図表 2-13）、新規投資意欲の低下につながっている可能性が高い。

米国の大手企業経営者が所属する経済団体であるビジネスラウンドテーブルの調査を見ると、12 月は、6 ヵ月後に設備投資を増やすとの回答から、減らすとした回答を差し引いた割合が 19%ポイントと、4 四半期連続で低下している。また、6 ヵ月後の売上高についても、増えるとの回答から減るとの回答を差し引いた割合が低下している（図表 2-14）。公表元は、高いインフレとそれを抑制するために必要な FRB の措置など、国内および世界経済への逆風が続くなか、経営者が先行きに対して慎重である、とまとめている。





また、実質 GDP の設備投資項目に先行する傾向がある ISM 製造業新規受注指数を見ると、昨年 12 月から、2 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 2-15）。企業のコメントを見ると、売上高の低下や製品需要が急速に減速しているといった内容が多く寄せられており、設備投資が拡大しにくい環境になっていると言える。FRB が利上げ終了後も政策金利をしばらく維持する可能性が高い点も考慮すると、2023 年前半にかけての設備投資は低迷を余儀なくされよう。もっとも、2023 年後半から 2024 年にかけては、物価上昇圧力が一巡し、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次第に持ち直しの動きが強まると予想する。

2023 年末以降の利下げを見込む

2 月 FOMC（米連邦公開市場委員会）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、4.50－4.75%とした。物価上昇圧力や景気の拡大ペースが鈍化基調で推移するなか、2 会合連続で利上げペースを減速させた。声明文の金融政策部分では、「目標レンジの引き上げを継続することが適切」との文言がすえ置かれた。金利の引き上げについては、継続（ongoing increases）としており、利上げが複数回にわたって行なわれることを示唆する内容となった。文言通りに受け止めれば、3 月会合に続き、5 月会合でも利上げが行なわれる可能性が高いと言える。一方で「将来の目標レンジの引き上げ「ペース」を判断するうえで」との箇所が、「将来の目標レンジの引き上げの「程度」を判断するうえで」に変更された。「ペース」との表現は、利上げ停止まで距離があり、利上げを継続的に行なうことを前提にしたものであったとみられるが、「程度」への変更は、利上げ停止が近づいていることを示しているとみる。

FOMC 後に行なわれた記者会見で、パウエル FRB 議長は、今後の利上げについて、物価上昇圧力を緩和し、政策金利をより適切な水準にするために、「委員会が今後少なくとも 2 回（a couple of）の利上げを検討している」と発言した。経済データ次第ではあるが、6 月以降の会合では利上げ停止が視野に入っていることを意味していると考えられる。

今回のFOMCの声明文とパウエル議長の会見を受けて、当研究所では、3月と5月にそれぞれ0.25%の利上げを実施し、FFレートの上限を5.25%まで引き上げると予想する。その後は、米国の景気後退局面入りが鮮明化するなか、利上げサイクルを停止すると考える。ただ、インフレ率がFRBの目標である2%近辺まで明確に低下するまでには、時間を要する可能性が高いだけに、利下げが実施される時期は、2023年末になるとみる。2024年に入ると、物価上昇圧力が時間とともに明確に緩和していくことから、FRBは会合ごとに0.25%の利下げを行なうと予想する。（担当：伊藤）

３．欧州経済見通し

＜要　　約＞

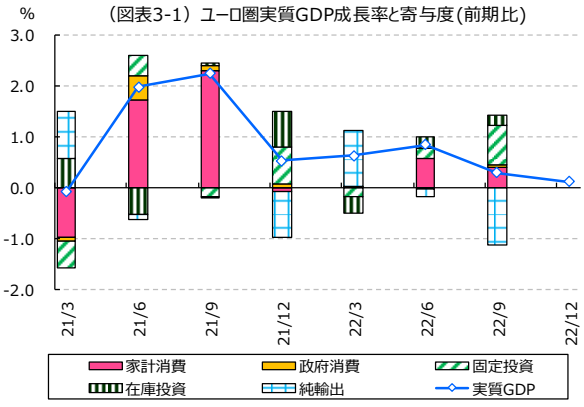
ユーロ圏の 10－12 月期実質 GDP 成長率は前期比＋0.1%と、7 四半期連続のプラスとなったものの、前期から伸びは鈍化した。今後ユーロ圏では、半導体不足などにみられたサプライチェーン混乱の影響が緩和する一方で、天然ガスの調達難に伴う電力不足への懸念が企業の生産や設備投資の下押し圧力になり続けると予想する。また、インフレ率の鈍化ペースが緩慢なものにとどまることから、個人消費は停滞気味の推移が続くほか、米国景気の失速で外需も減速が見込まれ、ユーロ圏景気は 2023 年前半に後退局面に陥ろう。ただ、エネルギー料金にかかる付加価値税の減税といった政府の光熱費対策に加え、ECB（欧州中央銀行）の利下げが下支えすることから、景気の落ち込みは限定的なものにとどまり、2023 年末から 2024 年にかけては景気回復トレンドが続くと予想する。

英国の 10－12 月期実質 GDP 成長率は前期比±0.0%と、前期から横ばいだった。外需の寄与はマイナスだったものの、個人消費や固定投資の寄与がプラスとなるなど、内需が底堅く推移した。2023 年は、政府の光熱費対策がインフレ率を押し下げ、家計の実質購買力の落ち込みを一定程度緩和するのに寄与すると見込まれる。ただ、それでも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ほか、EU や米国の景気失速により輸出も低迷することが想定され、2023 年前半に景気後退局面入りを予想する。一方、2024 年は、BOE（イングランド銀行）の利下げなどによって景気は緩やかながら持ち直すとみる。

ユーロ圏の 10－12 月期実質 GDP 成長率は小幅プラス

10－12 月期のユーロ圏実質 GDP 成長率は前期比＋0.1%と、7 四半期連続のプラスとなったものの、前期（同＋0.3%）から伸びは鈍化した（図表 3-1）。主要国の成長率は、ドイツ（同＋0.5%→▲0.2%）、フランス（同＋0.2%→＋0.1%）、イタリア（同＋0.5%→▲0.1%）、スペイン（同＋0.2%→＋0.2%）と、フランスとスペインがプラスを維持する一方、ドイツとイタリアはマイナスに転じた。

（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

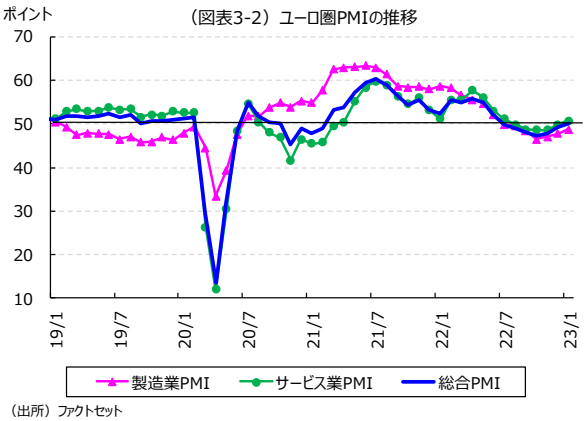
GDP 成長率と連動性が高いユーロ圏総合 PMI（企業購買担当者景気指数）を見ると、12 月は 50.2 と、好不況の境目となる 50 を 7 ヵ月ぶりに上回った（図表 3-2）。半導体不足などにみられたサプライチェーンの混乱が緩和へ向かっていることで、事業環境の見通しが明るくなりつつあることを反映し、製造業、サービス業のいずれも景況感は持ち直した。

今冬に天然ガスが枯渇するリスクが低下していることも、企業マインドの改善に寄与しているとみられる。ロシアからのノルド・ストリーム経由での天然ガス供給は、昨年 8 月末以降停止しているが、ロシアに代わる調達先の多様化や、ガス需要削減の取組みが奏功したことに加え、記録的な暖冬が追い風とな

り、ガス貯蔵率は過去5年の平均を上回って推移している（図表3-3）。このままであれば、冬の需要期を過ぎた後も貯蔵率は当初の想定より高い水準となることが予想され、ノルド・ストリームからの供給が途絶えた状態が続くとしても、来冬、十分な在庫を確保できる可能性がある。

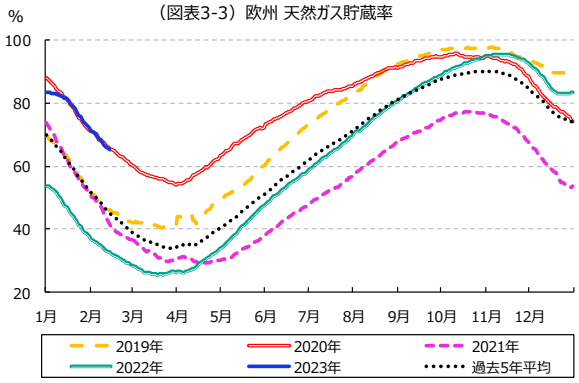
もっとも、中国のゼロコロナ政策の解除に伴う景気回復などで、今年はアジアの LNG（液化天然ガス）需要の増加が見込まれる。IEA（国際エネルギー機関）によれば、今年もロシアからのパイプライン経由での輸入が止まったままで、中国の LNG 需要が 2021 年の水準まで回復した場合、EU が必要とする需要に対して、供給が 270 億立方メートル不足するとのことである。これは、2021 年の EU のガス需要の約 7%に相当する。近年は、風量が不十分であることに伴う風力発電量の減少や、夏場の猛暑と雨不足による石炭輸送の遅滞など、天候要因によるエネルギー問題が生じている。こうした点を踏まえると、電力不足への懸念は引き続き残り、当面は企業の生産や設備投資の下押し圧力になり続けると予想する。

（図表3-2）ユーロ圏PMIの推移



（出所）ファクトセット

（図表3-3）欧州 天然ガス貯蔵率

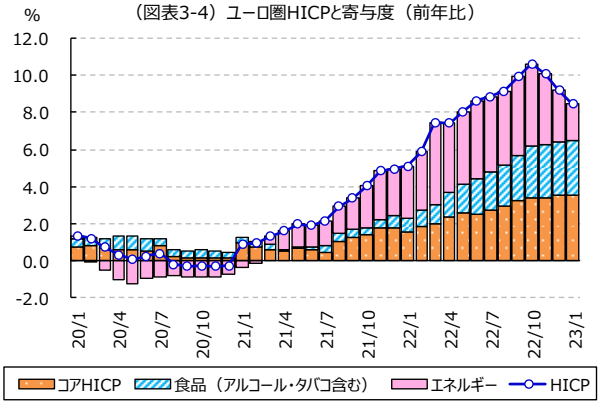


（出所）AGSI＋公表資料より明治安田総研作成

物価は鈍化も、当面は高い伸びが続く

ユーロ圏の1月の HICP（消費者物価指数）は前年比＋8.5%と、3ヵ月連続で伸びが鈍化した（図表3-4）。エネルギーの寄与（12月：寄与度＋2.79%ポイント→1月：同＋1.93%ポイント、寄与度差：▲0.85%ポイント）が低下したことが主因である。エネルギーは、ピーク時には寄与度ベースで HICP 上昇の約5割を占めていたが、1月には2割程度まで低下した。一方、食品・アルコール・タバコ（同＋2.88%ポイント→同＋2.94%ポイント、同＋0.07%ポイント）、エネルギー除く工業製品（同＋1.70%ポイント→同＋1.82%ポイント、同＋0.12%ポイント）は上昇幅が拡大した。

（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

ユーロ圏では、1月の失業率が前月同様、過去最低を維持するなど、足元では労働需給がひっ迫している。物価の高い伸びが続くなか、ドイツ最大の労働組合である金属・電機産業労組（IG メタル）が 2023 年6月に 5.2%、2024 年5月に 3.3%と、2年間で計 8.5%の賃上げに合意するなど、賃上げの機運も高まっている。ただ、2023 年は賃金上昇圧力が強まるものの、インフレ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、賃金の伸びは鈍化に向かうと予想す

る。

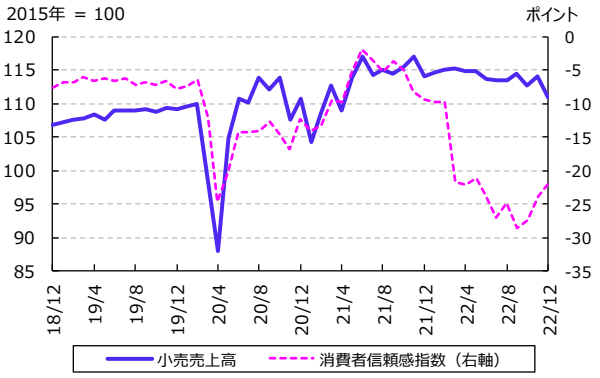
欧州向けの天然ガスの先物価格は、今冬のガス不足の懸念が後退したことから低下基調となっており、足元ではロシアによるウクライナ侵攻前の水準を下回っている。ただ、ウクライナ侵攻の長期化などで電力不足への懸念が残ることなどから、今後、天然ガス価格は持ち直し、侵攻前を幾分上回る水準で高止まりが続くと見込む。HICP に対するエネルギーの寄与は、前年の原油・天然ガス価格上昇に伴うベース効果が剥落するため、今後も低下し、2023 年後半にはマイナス転換するとみる。ただし、食品価格の高止まりや賃金上昇などにより、インフレ率の鈍化ペースは緩やかなものになるとみられ、ECB の目標とする2%近辺に収束するのは 2024 年前半と予想する。

今後のユーロ圏景気については、半導体不足などにみられたサプライチェーン混乱の影響が緩和する一方で、天然ガスの調達難に伴う電力不足への懸念が企業の生産や設備投資の下押し圧力になり続けると予想する。また、インフレ率の鈍化ペースは緩慢なものにとどまることから個人消費も停滞気味の推移が続くとみる。米国景気の失速で外需も減速が見込まれ、ユーロ圏景気は 2023 年前半に後退局面に陥ると予想する。ただ、エネルギー料金にかかる付加価値税の減税といった政府の光熱費対策に加え、ECB の利下げが下支え役になることから、景気の落ち込みは限定的なものにとどまり、2023 年末から 2024 年にかけては景気回復トレンドが続くと予想する。

個人消費は低迷

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、12 月は前月比▲2.7%と、2 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＋2.3%）はプラスだったものの、飲食物・タバコ（同▲2.9%）、非食品（同▲2.6%）の売上が減少したことが寄与した。四半期ベースで見ると、10－12 月期は前期比▲1.1%と、4 四半期連続のマイナスであり、物価高によって個人消費は弱めの推移が続いている。

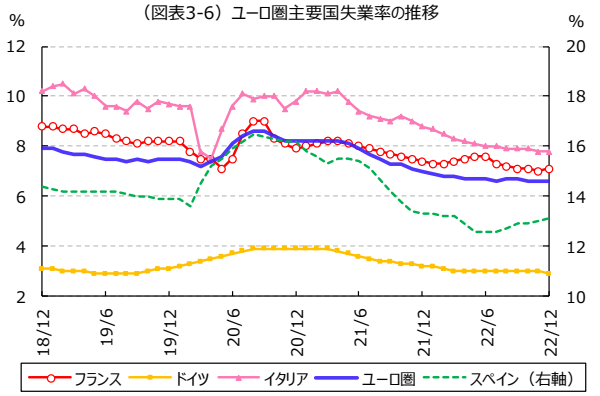
（図表3-5）ユーロ圏小売売上高と消費者信頼感指数



（出所）ユーロスタット

12 月のユーロ圏の失業率は 6.6%と、統計開始以来の最低値を維持しており、雇用環境が底堅く推移しているのは好材料である（図表 3-6）。政府による光熱費対策も今後の個人消費の落ち込みを一定程度緩和するとみられる。ただ、消費者マインドは持ち直しつつあるものの、水準は依然として低いままである。加えて、7－9 月期の妥結賃金は前年比＋2.9%と、上昇傾向となっているものの、インフレ率の上昇ペースには追い付いておらず、足元の実質賃金の伸びはマイナスの状態が続いている（図表 3-7）。コロナ禍のピークに20%を超えていた家計の貯蓄率も、すでにコロナ感染拡大前と同程度まで低下している。

（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

今後、物価の伸びは鈍化に向かうとみるが、当面は高水準での推移が続き、実質賃金はマイナス圏で推

移するとみられることから、2023 年の個人消費は低迷が続くと予想する。もっとも、2024 年に関しては、物価の伸びの鈍化で実質賃金がプラスに転じるとみられるほか、ECB の利下げによる効果が徐々に浸透することで持ち直すとみる。

借入コストの増加が設備投資の重石に

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%となっている。前年同時期の伸びは下回ったものの、堅調なスタートと言える（図表 3-8）。

ただ、資金調達面を見ると、10－12 月期の銀行の貸出基準は、先行きの不確実性の高まりからリスク許容度が低下したことに伴い厳格化した（図表 3-9）。また、ECB の利上げによって貸出金利が上昇していることなどもあって（図表 3-10）、企業の借入需要は減少している。資金使途別に内訳を見ると、運転資金への需要が引き続き底堅く推移する一方、設備投資への需要は 3 四半期連続で減少した。

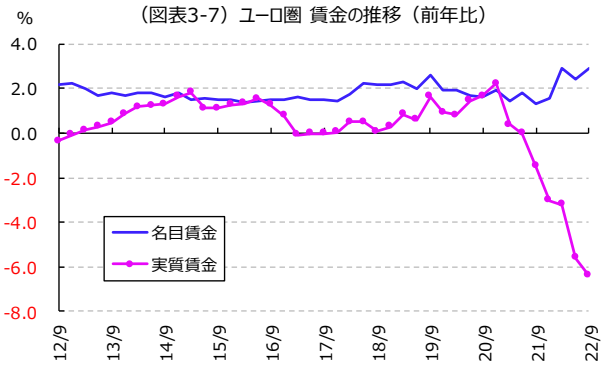
2023 年の設備投資は、計画上は高い伸びを保っているものの、天然ガス需給の引き締まりによる電力不足への懸念や、ECB の利上げに伴う借入コストの増加により低迷すると見込む。ただ、2024 年は ECB の利下げの効果に加え、米国景気の持ち直しによって外需も回復に向かうことで、徐々に上向く展開を予想する。

輸出は停滞気味の推移が続く

12 月のユーロ圏の輸出金額は前年比＋9.0%と、前月から伸び幅が縮小したものの、高めの伸びを維持した。もっとも、価格面の影響が大きく、輸出数量は横ばい圏での推移が続いている（図表 3-11）。米国向けは底堅く推移する一方、中国、英国向けが停滞気味の推移となっている影響が大きい。

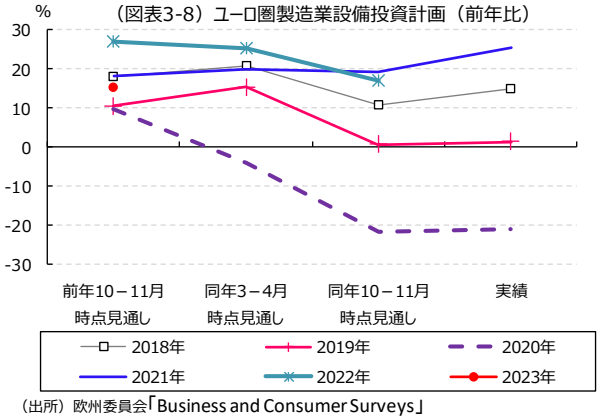
今後の主要貿易相手国の景気動向を見ると、中国では、ゼロコロナ政策の緩和を性急に進めた結果、年初には都市部を中心にコロナ感染の急拡大や、医療体制のひっ迫が生じた。もっとも、感染拡大はすでにピークアウトしたとみられ、今後の景気は回復傾向で推移

（図表3-7）ユーロ圏 賃金の推移（前年比）



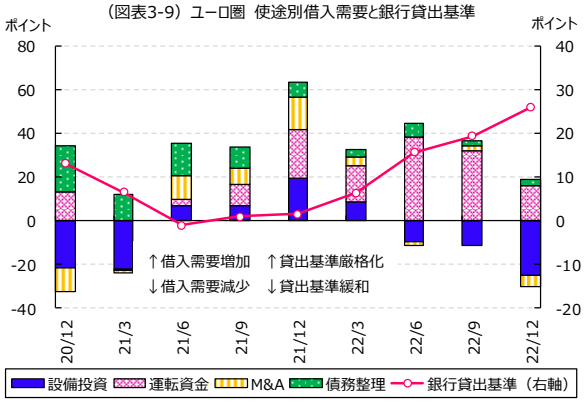
※名目は妥結賃金、実質は妥結賃金からHICPを差し引いたもの
（出所）ファクトセット

（図表3-8）ユーロ圏製造業設備投資計画（前年比）



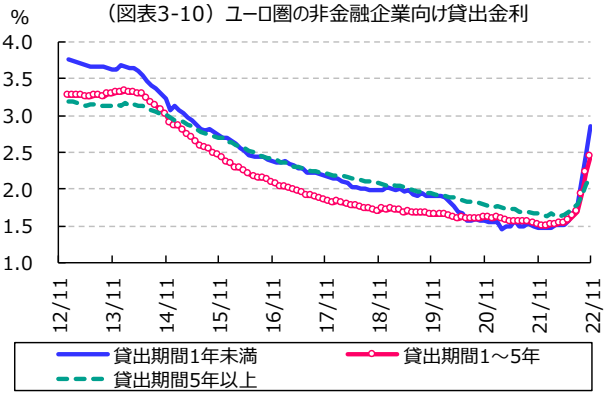
（出所）欧州委員会「Business and Consumer Surveys」

（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」

（図表3-10）ユーロ圏の非金融企業向け貸出金利

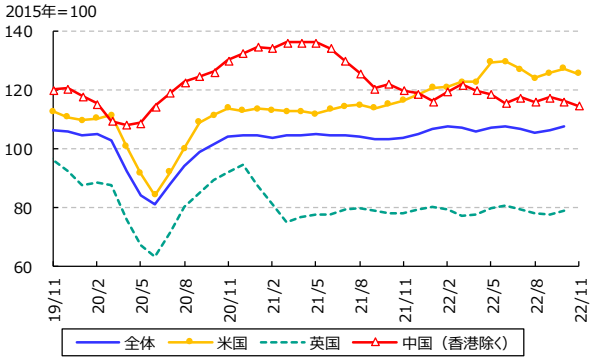


（出所）ファクトセット

すると見込む。

米国では、これまでの累積的な利上げの効果が発現することもあって、早ければ 2023 年春頃には景気後退局面入りが予想される。ただ、2023 年末には FRB が利下げに転じることで景気は回復軌道に復するとみる。英国景気は、高水準の物価が個人消費等の抑制要因になることなどから、2023 年前半に後退局面に陥るとみる。一方、2024 年は、BOE の利下げによる効果が徐々に浸透することで、景気は緩やかながら持ち直すと見込む。

（図表3-11）ユーロ圏の相手先別輸出数量（季調済，3ヵ月移動平均）



（出所）ファクトセットより明治安田総研作成

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、米国向けの勢いがピークアウトし、英国向けも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 5 月まで利上げも、2023 年末以降に利下げに転じる

2 月の ECB の政策理事会では、主要政策金利を 0.5%引き上げることを決定した。これで主要政策金利は預金ファシリティ金利が 2.50%、主要リファイナンスオペ金利が 3.00%、限界貸出ファシリティ金利が 3.25%まで引き上げられた。また、資産買入れ策については、APP（資産買入れプログラム）で保有する資産の縮小を 3 月から始める。6 月末までに平均 150 億ユーロ/月減らし、その後のペースに関しては追って決定する。金融政策スタンスとの整合性を確認するため、定期的に縮小ペースの再評価を行なう。

声明文では、今後の利上げに関して、「政策金利を安定的なペースで大幅に引き上げ、中期的なインフレ率を適時に目標である 2%に戻すのを確実にするため、十分制限的な水準を維持する」方針を示した。そのうえで、「基調的なインフレ率の上昇圧力を考慮し、次回の 3 月会合でさらに 0.5%の利上げを行なう意向であり、その時点で、その後の金融政策の方向性を評価する」ことを明記した。

次回の 3 月会合では、0.5%の利上げが既定路線となるが、預金ファシリティ金利はすでに 2.50%まで引き上げられ、ECB の政策金利は 2%近辺と言われる名目中立金利を上回り、景気を抑制する領域に入ったとされる。APP で買い入れた資産の再投資停止といったバランスシートの縮小も同時並行で進めていくことなども踏まえると、ECB は主要政策金利を 3 月に 0.5%引き上げた後、5 月に 0.25%引き上げ、利上げサイクルを終了させると予想する。この結果、預金ファシリティ金利は 3.25%、主要リファイナンスオペ金利は 3.75%、限界貸出ファシリティ金利は 4.00%に達すると見込む。もっとも、ユーロ圏景気の後退局面入りが見込まれることから、ECB は 0.25%の利下げを 2023 年末に 1 回、2024 年に 5 回実施すると予想する。

英国景気も景気後退局面入りへ

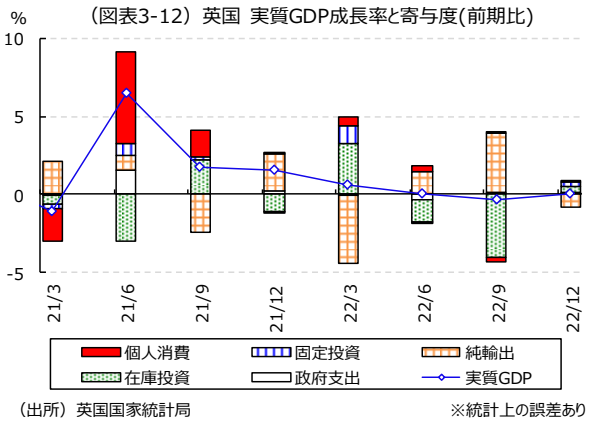
英国の10－12月期実質GDP成長率は前期比±0.0%と、前期から横ばいだった。外需の寄与はマイナスだったが、個人消費や固定投資の寄与がプラスとなるなど、内需が底堅く推移した（図表3-12）。

1月のCPIは前年比＋10.1%と、3ヵ月連続で鈍化したものの、依然として二桁の高い伸びとなっている。

足元では、医療従事者や公務員などの加盟する労働組合が賃上げを要求してストライキを実施するなど、賃金上昇圧力が高まっている。

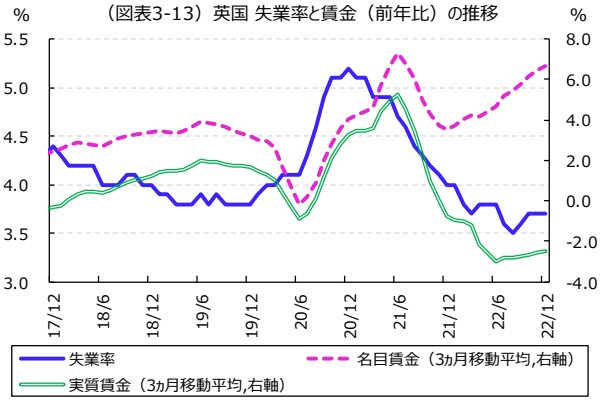
先行きのインフレ率は、エネルギーの寄与低下に伴い、鈍化傾向で推移するとみるが、賃金上昇などによるサービス価格の上昇を背景に、当面はBOEの目標とする2%を上回る伸びが続くと見込む。もっとも、インフレの低下に伴って賃上げ機運も後退することなどから、2024年には、2%近辺に収束すると予想する。

雇用・所得環境を見ると、10－12月の失業率は3.7%と低水準を維持しているほか（図表3-13）、名目賃金も上昇傾向となっているものの、当面は実質賃金がマイナスとなる状況が続くと見込まれ、個人消費は低迷が続くと予想する。ただ、2024年については、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。



（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



（図表3-13）英国 失業率と賃金（前年比）の推移

（出所）英国国家統計局

BOEは2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 3.5%から 4.0%に引き上げた。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」との考えを示し、これまでの「持続的なインフレ圧力が見られる場合には、必要に応じて力強く行動する」から表現を弱めた。これまでの累積的な利上げの効果も含め、実体経済には今後さらなる下押し圧力がかかることが予想される。失業率は依然として低位での推移が続いているものの、求人件数が 2022 年 3－5 月をピークに減少基調をたどるなど、先行きの雇用環境が軟化する兆しも現れてきている。今後の利上げに関するフォワードガイダンスを変更し、タカ派的なトーンを弱めたことも踏まえると、BOE は、次回 3 月の MPC で 0.25%の利上げを実施し、政策金利を 4.25%まで引き上げて、利上げを停止すると予想する。その後は、景気後退局面入りなどによるインフレ率の鈍化から、0.25%の利下げを 2023 年後半に 2 回、2024 年に 5 回実施すると予想する。

英国政府は、昨年11月に公表した「秋季財政報告」で、家庭用のエネルギー料金の上限を従来の2,500ポンド/年から、2023年4月以降は3,000ポンド/年に引き上げたうえで、光熱費対策を1年間継続することを決めた。また、資力調査に基づく給付を受けている世帯向けに900ポンド、年金受給者に300ポンドを支給する。今後、光熱費対策がインフレ率を押し下げ、家計の実質購買力の落ち込みを一定程度緩和するのに寄与するとみられるほか、低所得層に的を絞った給付金の支給も景気の下支え要因になると見込まれる。

もっとも、2023年の英国景気は、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。EUや米国の景気失速により輸出も低迷することが想定され、2023年前半に景気後退局面入りを予想する。一方、2024年は、インフレ率が2%近辺まで低下することや、BOEの利下げによる効果が徐々に浸透することで、景気は緩やかながら持ち直すと見込む。（担当：前田）

４．中国経済見通し

＜要　　約＞

中国の 10－12 月期実質 GDP 成長率は前期比±0.0%と、前期（同＋3.9%）から急減速した。新型コロナ感染拡大の影響で宿泊・飲食業、運輸・倉庫・郵便業がマイナスに転じたほか、低迷の続く不動産業も足を引っ張った。2022 年の実質 GDP 成長率は前年比＋3.0%と、政府目標である同＋5.5%前後を大きく下回った。

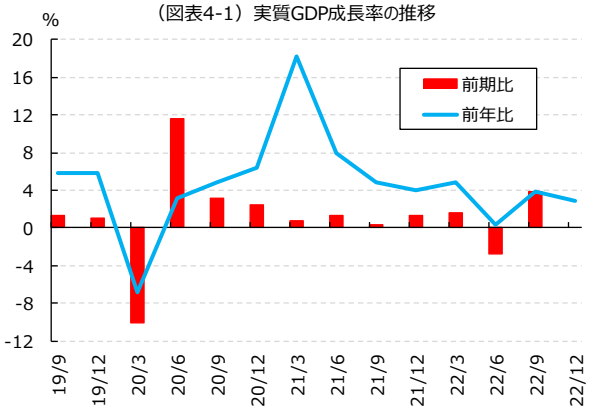
中国政府は、12 月までにコロナ感染症対策として実施していた移動制限や隔離措置のほとんどを解除し、ゼロコロナ政策は事実上終了した。緩和が性急に進んだ影響で感染が急拡大したものの、すでに都市部を中心に感染がピークアウトした模様である。また、12 月に開催された中央経済工作会議では、2023 年の政策方針について、「安定」を第一に、国内の消費拡大や民間企業への支援など、経済成長を優先する考えが示された。

見通し期間中の中国経済は、ゼロコロナ政策終了に伴うペントアップディマンド（繰越需要）が発現するほか、政府による景気支援策や緩和的な金融政策が下支えすることから回復基調で推移しよう。ただ、低迷の続く不動産市場や世界景気減速に伴う輸出低迷が足枷となることで、回復ペースは緩やか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。

2022 年の実質 GDP 成長率は政府目標を下回る

中国の 10－12 月期の実質 GDP 成長率は前期比±0.0%と、感染拡大の影響でマイナス成長を見込んでいた市場予想（同▲1.0%）を上回った（図表 4-1）。業種別の内訳を見ると、感染症の影響を受けにくい金融業や、政府によるインフラ投資促進策により建設業がプラスに寄与した。一方、行動制限や隔離措置の影響で宿泊・飲食業、運輸・倉庫・郵便業がマイナスに転じたほか、低迷の続く不動産業も足を引っ張った。なお、2022 年の実質 GDP 成長率は前年比＋3.0%と、政府目標である同＋5.5%前後を大きく下回る結果となった。

（図表4-1）実質GDP成長率の推移



（出所）中国国家統計局

ゼロコロナ政策が事実上終了

中国政府は 11 月 11 日、濃厚接触者や海外からの入国者の隔離日数縮減や、入国者に対する PCR 検査回数の縮小などを含んだゼロコロナ政策の緩和策を公表した（図表 4-2）。その後、12 月 7 日にも、公共施設や交通機関を利用する際の PCR 検査による陰性証明の提示を不要としたほか、無症状者や軽症者の自宅隔離を許可するなどの追加緩和策を発表し、政策を大きく転換した。政府は緩和に至った理由として

コロナウイルスの弱毒化を挙げたが、国内外でゼロコロナ政策に抗議する大規模なデモが発生したことも少なからず影響したとみられる。12 月 26 日には、海外からの入国者に課していた 8 日間の隔離措置を 1 月 8 日以降解除することを決定し、搭乗前 48 時間以内の陰性証明の提示で入国が可能となった。この決定により、これまで厳しく規制されていた移動制限や隔離措置のほとんどが解除されたことになり、ゼロコロナ政策は事実上終了した。

一連の規制緩和を受け、中国経済の回復期待が急速に高まったものの、緩和が性急に進んだ影響で、都市部を中心に感染が急拡大し、医療体制のひっ迫や死者急増に伴う火葬場不足がメディアに報じられるなど、大きな混乱が生じた。ただ、感染が急拡大したことで、上海市や北京市など都市部ではすでに感染がピークアウトした。広東省などの地方政府からも、新規感染者数や発熱外来の受診者数がピークアウトしたとの発表があるなど、医療体制の脆弱性から医療崩壊が懸念されていた農村部でも、最悪期は過ぎたとの見方が広がっている。中国疾病予防管理センターの疫学専門家からは、1 月 21 日時点で人口の 8 割に相当する約 11 億人が感染したとの見解が示された。主要都市別に地下鉄利用客数の推移を見ると、感染拡大期には利用客が落ち込む時期があったものの、1 月半ば以降はいずれの都市でも持ち直している（図表 4-3）。企業の景況感を表す PMI は、12 月には感染の急拡大で製造業、非製造業いずれも好不況の境目である 50 を割り込み、景況感が大きく落ち込んだ様子を示した。しかしながら、その後都市部を中心に感染がピークアウトしたことを受け、1 月は製造業・非製造業ともに 50 を上回り、特に非製造業は 54.9 と急回復した（図表 4-4）。感染の再拡大や変異ウイルスの発生など下振れリスクは残存しているものの、このまま感染の収束が進めば、景気は回復基調が続くと予想する。

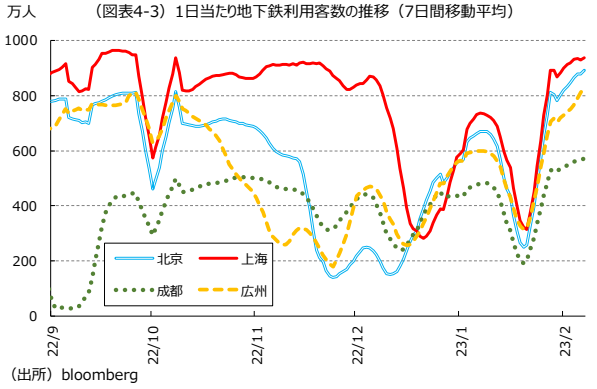
12 月 15、16 日に開催された中央経済工作会議では、2023 年の政策方針について、「安定」を第一に、国内の消費拡大や民間企業への支援など、経済成長を優先する考えを示した（図表 4-5）。もっとも、低迷の続く

（図表4-2）ゼロコロナ政策緩和の動向

2022年11月11日	**「新型コロナウイルス流行の予防・抑制対策の一層の最適化、科学的かつ的確な予防・抑制作業に関する通知」を公表**
	・濃厚接触者や海外からの入国者の集中隔離期間を10日間から8日間に短縮 ・海外からの入国者に対するPCR検査回数を2回から1回へ縮小 ・濃厚接触者に接触した第2次接触者の特定を廃止 ・高リスク地域に立ち入った人の7日間の施設隔離を自宅隔離に変更
2022年12月7日	**「新型コロナウイルス流行の予防・抑制対策の一層の最適化に関する通知」を公表**
	・医療機関や老人ホーム、福祉施設、保育所、学校などを除きPCR検査による陰性証明の提示や健康コードの確認不要 ・地域を越えて移動する際、PCR検査による陰性証明の提示や健康コードの確認を不要とし、到着地でのPCR検査も不要 ・従来施設隔離されていた無症状・軽症感染者の自宅隔離を許可 ・5日間、新規感染が見られなかった高リスク地域の封鎖解除
2022年12月26日	**「新型コロナウイルス感染症の「乙類乙管理」実施に関する全体計画」を公表**
	・2023年1月8日以降海外からの入国者に対する8日間の集中隔離措置を解除

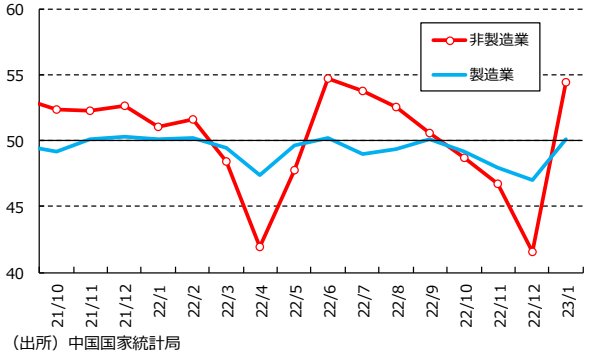
（出所）中国国家衛生健康委員会公表資料より明治安田総研作成

（図表4-3）1日当たり地下鉄利用客数の推移（7日間移動平均）



（出所）bloomberg

（図表4-4）製造業・非製造業PMIの推移



（出所）中国国家統計局

（図表4-5）2022年12月　中央経済工作会議

① 国内消費の拡大 住宅や新エネルギー車、介護サービスなどの消費を支援
② 国有企業と民間企業の平等な支援 制度と法律上で国有企業と民間企業の取り扱いを平等にする
③ 不動産・金融リスクの回避 不動産市場の安定的成長を確保。主要企業の資産・負債状況を改善
④ 外資企業の誘致 高レベルな対外開放を推進。外資の貿易・投資・商談へ最大限便宜を図る
⑤ 科学技術発展 新エネルギーやAI、バイオなど最先端技術の研究・開発を推進

（出所）中国国務院資料より明治安田総研作成

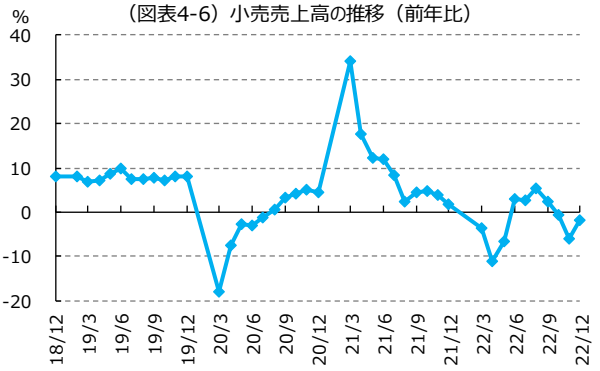
不動産市場が足枷となる状況は続くとみられるほか、世界的な景気減速の影響も懸念される。

見通し期間中の中国経済は、約 3 年におよぶゼロコロナ政策で蓄積されてきたペントアップディマンド（繰越需要）が発現するほか、政府による景気支援策、穏健な金融政策が下支え役となることから回復基調で推移しよう。ただ、不動産市場の停滞や世界景気減速に伴う輸出の低迷に下押しされることで、回復ペースは緩やかなものにとどまると予想する。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。

小売売上高は 3 ヵ月連続のマイナス

12 月の小売売上高は前年比▲1.8%と、前月（同▲5.9%）からマイナス幅が縮小した（図表 4-6）。とはいえ、3 ヵ月連続のマイナスであり、小幅ながら前月比ではマイナス幅が拡大している（11 月：前月比▲0.08%→12 月：同▲0.14%）。品目別に見ると、コロナ感染拡大を背景に、医薬品の売上が急伸した一方で、化粧品や宝飾品、衣類など多くの品目で売上が落ち込んだ。感染が急拡大した地域では、規制が敷かれていなくとも、感染を恐れて外出を自粛する動きが広がったことが影響した模様である。また、不動産市況の悪化に伴い、家電や建築材などの売上減少も響いた。

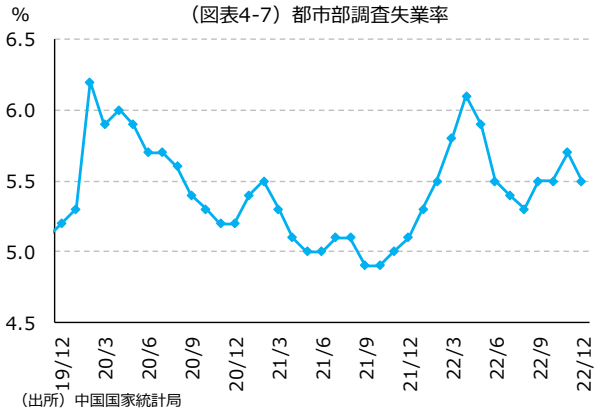
（図表4-6）小売売上高の推移（前年比）



（出所）中国国家統計局　※2月の数値は、1月，2月の累計値

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、12 月の都市部調査失業率は 5.5%と、前月から 0.2%ポイント低下（改善）した（図表 4-7）。相対的に悪化していた若年層（16～24 歳）の失業率は 16.7%と、前月から 0.4%ポイント低下するなど、7 月の 19.9%をピークに低下基調が続いている。2022 年の年間の新規雇用者数も 1,206 万人と、政府目標の 1,100 万人を上回った。ゼロコロナ政策の終了で経済活動が正常化するなか、今後の雇用環境は次第に改善へ向かうことが予想される。

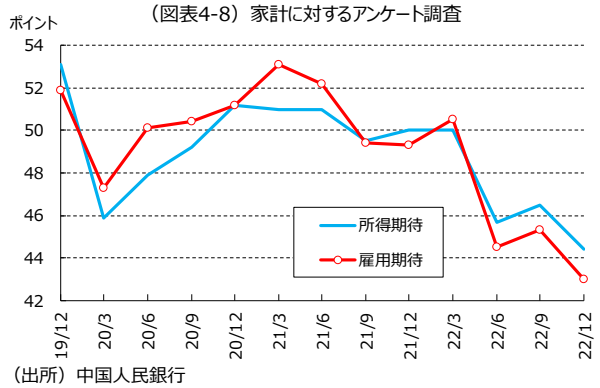
（図表4-7）都市部調査失業率



（出所）中国国家統計局

PBOC（中国人民銀行）の調査によれば、足元では雇用や所得に対する期待が一段と低下しており、コロナ禍以降で最低となっている（図表 4-8）。もっとも、ゼロコロナ政策の終了による経済活動の再開で、今後は回復が見込まれる。また、政府は失業補助金の支給や、疾病などにより労働が困難になった労働者に対して支援を実施する姿勢を示している。

（図表4-8）家計に対するアンケート調査



（出所）中国人民銀行

今後の個人消費は、感染拡大が収束に向かうなか、感染から回復した人々が消費行動を活発化する動き

が広まるほか、政府支援により雇用・所得環境が下支えされることで、回復基調で推移するとみる。ただ、リベンジ消費が一巡し、政府の政策効果が逓減していくにつれて、次第に伸びは緩やかになるとみる。

生産は国内向けが回復する一方、海外向けが下押し

鉱工業生産は 9 月以降、伸びが減速傾向にある（図表 4-9）。品目別に見ると、政府による新エネルギー車の購入促進策の効果で、これまで好調に推移していた自動車の生産がマイナスに転じているほか、主要輸出品であるスマートフォンやマイコン機器、集積回路などの生産も軟調となっている。貿易統計を見ても、12 月の輸出額の伸びは前年比▲9.9％と、上海ロックダウンが解除された 7 月（同＋18.0％）以降、月を追うごとに伸びが減速し、足元では 3 ヵ月連続のマイナスとなっている（図表 4-10）。コロナ感染拡大や米国をはじめとする世界景気減速の影響を受けた可能性が高い。

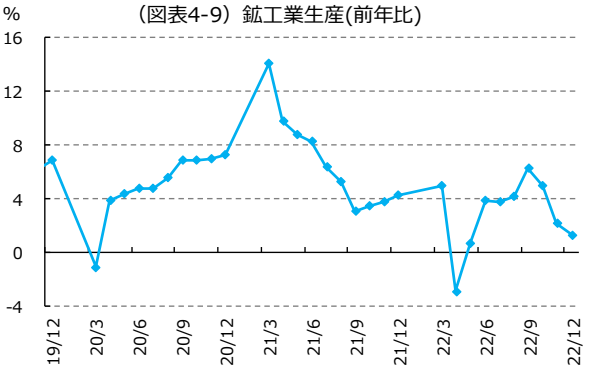
製造業 PMI のサブ指数を見ると、ゼロコロナ政策の終了に伴う経済活動の正常化で、新規受注の上昇が目立つ（図表 4-11）。一方、輸出向け新規受注は前月から改善したとはいえ、依然として 50 を下回る水準となっている。今後の生産活動は、中国内のコロナ感染が収束に向かっていることで、内需向けは持ち直しの様相が強まるとみる。しかしながら、米国景気が早ければ春頃にも後退局面に陥る可能性が高く、欧州景気も冴えない状況が続くとみられる。海外向けが軟調な推移を余儀なくされることで、生産は緩やかな回復にとどまると予想する。

固定資産投資は緩やかな伸び

1－12 月の固定資産投資（年初来累計）は前年比＋5.1％と、感染拡大が景気を下押しするなか、前月（同＋5.3％）から伸びが鈍化した（図表 4-12）。

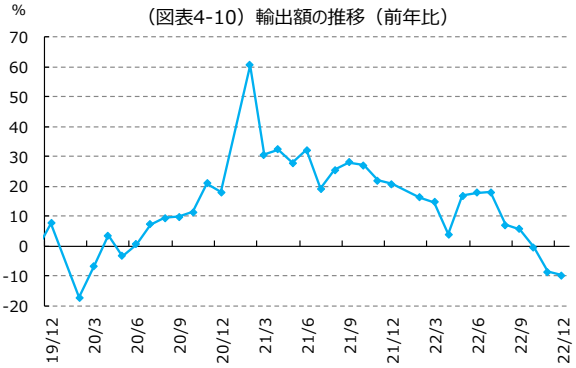
セクター別に見ると、インフラ開発投資（同＋9.4％）は、政府によるインフラ投資促進策により堅調に推移している。地方政府が特別債の発行を通じて資金を調達し、インフラ投資を加速させてきたことが背景にあり、地方政府の債務返済リスクは高まっている。とはいえ、今年もすでに海南省や山東省など多く

（図表4-9）鉱工業生産(前年比)



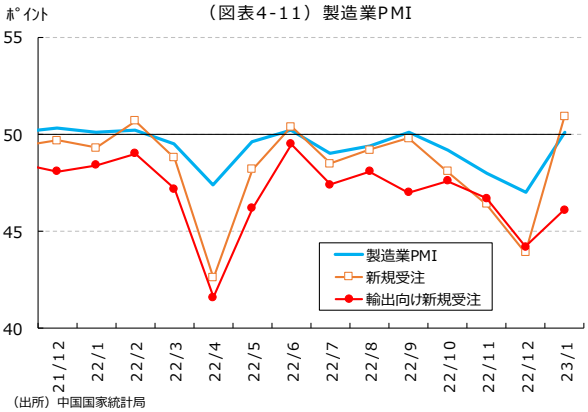
（出所）中国国家統計局　※2月の数値は1月、2月の累計値

（図表4-10）輸出額の推移（前年比）



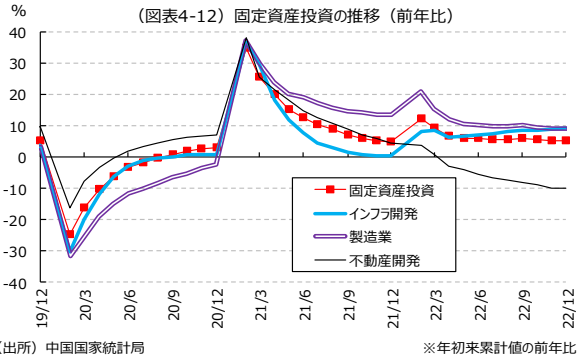
（出所）中国海関総署　※2月の数値は1月、2月の累計値

（図表4-11）製造業PMI



（出所）中国国家統計局

（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

の地方政府が新規の特別債の発行を実施・計画しているほか、昨年開始された建設プロジェクトも進行中のものが多く、インフラ開発投資は今後も底堅い推移をたどるとみる。

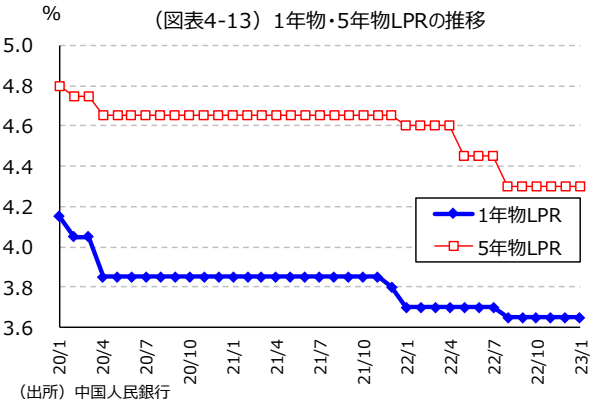
一方、不動産開発投資は同▲10.0%と、マイナス幅がジリジリと拡大している。1月の新築住宅価格は前年比▲2.3%とマイナス圏での推移が続き、都市別に見ても、主要70都市のうち55都市が下落、下落数は増加基調で推移している。PBOCは、11月に不動産開発企業に対する融資提供や債務の返済期限延長などの金融支援策を発表したほか、12月にも、新築住宅価格が3ヵ月連続で前月比と前年比のいずれも低下した都市について、住宅ローン金利の下限を段階的に引き下げ、または廃止することを認めると発表した。中央経済工作会議でも、不動産市場の安定的発展について言及されており、不動産市場に向けた支援は継続されそうである。ただ、同会議では「不動産は住むためのものであって、投機のためのものではない」との考えが改めて示されているほか、金融支援策も相対的に債務状況が良好な不動産開発企業に向けたものが多い。中長期的には、人口減少に伴う住宅需要の先細りも懸念される。2022年末時点の中国の人口は、61年ぶりに減少に転じ、出生率も統計が開始された1949年以降で過去最低となった。今後の固定資産投資は、インフラ開発投資が下支えするなか、不動産開発投資の停滞が長引くことで、緩やかな伸びにとどまると予想する。

金融政策は緩和的なスタンスを維持

1月のCPIは前年比＋2.1%と、インフレで苦しむ他国とは対照的に低位で推移している。川上の物価を示すPPI（生産者物価指数）を見ても同▲0.8%と、ここ数ヵ月はマイナス圏での推移が続いている。

政府がゼロコロナ政策を終了したことで、今後個人消費を中心に国内需要が拡大し、物価上昇圧力が高まることが懸念される。しかしながら、原油価格などエネルギー価格はすでに一時期に比べ落ち着きを取り戻しているほか、関連産業を含めれば中国のGDP全体の約3割を占めると言われる不動産市場の低迷が長引くことで、資材やエネルギーなどの需要が抑制されるため、他国のような高いインフレには至らないとみる。また、急ピッチで金融引き締めを続けてきた米国との金利差拡大で、昨秋には約15年ぶりの水準まで元安ドル高が進行、資金流出への警戒感が一段と高まっていたが、ゼロコロナ政策終了に伴う景気回復期待で、急速に元高ドル安方向へ巻き戻された。PBOCは、昨年8月に1年物・5年物LPRを引き下げて以降、様子見を続けているが（図表4-13）、中央経済工作会議では、「正確かつ有力に、穏健な金融政策を実行する」との方針が示されており、金融緩和スタンスは維持されるとみる。1月に開催された中国人民銀行工作会議では、国内消費の回復と拡大、主要なインフラ建設プロジェクトや不動産など特定の分野に向けた支援強化が表明されており、金融政策面でも支援対象を限定した貸出優遇措置など、的を絞った政策が展開されると予想する。（担当：木村）

（図表4-13）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 10－12 月期実質 GDP 成長率は、堅調な雇用環境を背景に個人消費が増加したことなどから、プラス成長を維持したと予想する。

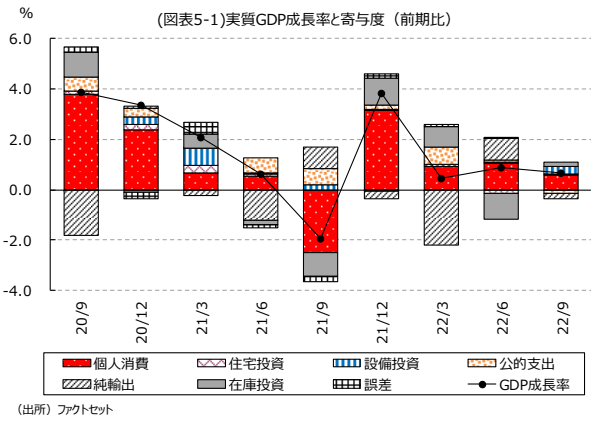
見通し期間の豪州景気は、回復トレンドが続くとみる。豪州最大の輸出相手国である中国は、ゼロコロナ政策の終了に伴いコロナ感染が急拡大したが、都市部を中心にすでに感染がピークアウトしつつある。また、豪州政府による水際対策の緩和でインバウンド需要が回復することが、サービス輸出の増加に寄与するとみる。

個人消費は、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にならざるをえない。もっとも、堅調な雇用環境が下支えとなるほか、世界景気減速などを背景に物価上昇圧力が徐々に鈍化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。

10－12 月期実質 GDP 成長率はプラスを予想

豪州の 2022 年 7－9 月期実質 GDP 成長率は前期比＋0.6%と、前期（同＋0.9%）から伸びは鈍化したものの、4 四半期連続のプラスとなった（図表 5-1）。雇用環境が堅調に推移したのに加え、感染症に対する規制の緩和に伴い、外食や宿泊、運輸などサービス消費を中心に個人消費が増加したことがプラスに寄与した。

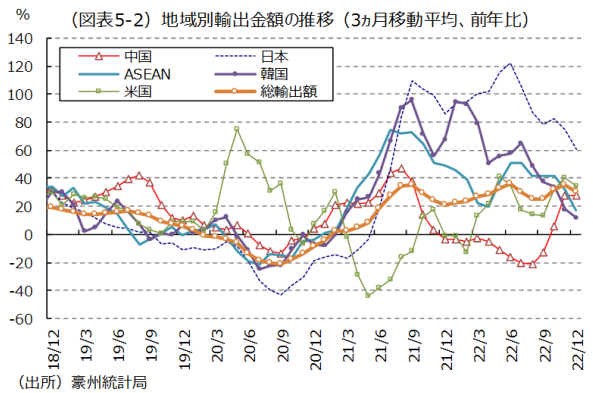
10－12 月期についても、雇用環境が引き続き堅調に推移したことなどを背景に、個人消費が増加したことで、プラス成長を維持したと予想する。



（出所）ファクトセット

輸出は緩やかな増加基調で推移すると予想

豪州の 12 月の輸出金額の伸び（3 ヵ月移動平均、前年比）は＋30.3%と、前月から伸び幅が縮小した（図表 5-2）。豪州最大の輸出相手国である中国は、ゼロコロナ政策を解除したことで感染が急拡大したが、都市部を中心に予想以上に早く感染がピークアウトしつつある。不動産市場の低迷は長引くものの、今後の中国景気は回復基調で推移しよう。加えて、豪州政府による水際対策の緩和で外国人観光客数が増加するなか、インバウンド需要の回復がサービス輸出の増加に

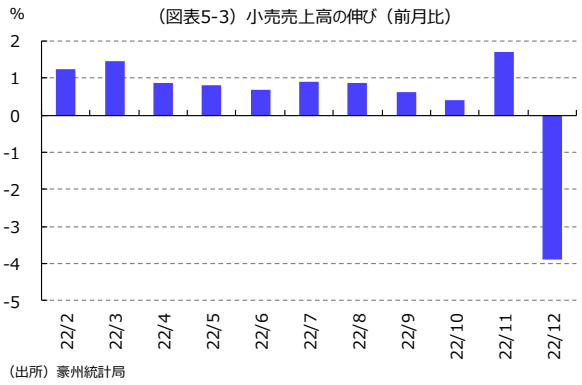


（出所）豪州統計局

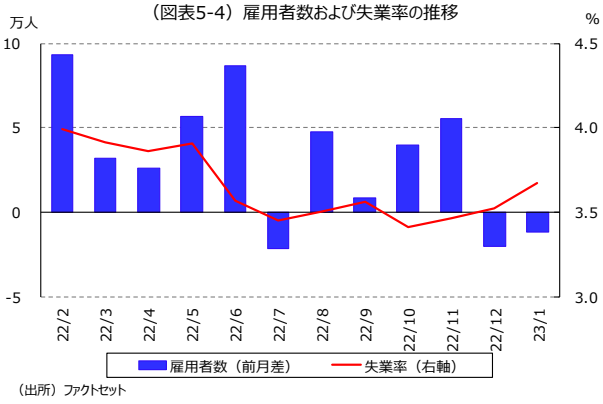
寄与すると見込まれる。今後の輸出は、緩やかながらも増加基調で推移すると予想する。

個人消費の回復ペースは次第に持ち直し

豪州の 12 月の小売売上高は前月比▲3.9%と、衣類や家財、百貨店売上など幅広い項目で売上が減少し、1 年ぶりにマイナスに転じた（図表 5-3）。水際対策の緩和により、小売売上高に計上されない海外旅行等へ家計の支出が振り向けられた可能性がある。一方、豪州の 10－12 月期の CPI は前年同期比＋7.8%と、伸び幅がジリジリと拡大しており、物価高による個人消費への下押し圧力が高まっている。加えて、RBA は昨年 5 月から合計 3%を超える利上げを実施してきた。これまでの利上げを反映して住宅ローン金利等が上昇、家計の返済負担は高まっている。もっとも、世界景気の減速や供給制約の改善などを背景に、徐々に物価上昇圧力は弱まる見通しである。



（図表5-3）小売売上高の伸び（前月比）
（出所）豪州統計局



（図表5-4）雇用者数および失業率の推移
（出所）ファクトセット

雇用環境を見ると、1 月の失業率は 3.7%と、低水準での推移が続いている（図表 5-4）。一方、雇用者数は、前月比で▲1.1 万人減少した。失業率の先行指標である求人広告数を見ると、水際対策の緩和などを受けて、宿泊・飲食サービスや小売などの観光関連業種を中心に増加している。総求人数はコロナ禍前の約 2 倍の水準となっており、労働需給はひっ迫気味の推移が続く公算が大きい。

今年の個人消費は、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、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 年の個人消費は実質所得の回復を通じて次第に持ち直すとみる。

RBA は追加利上げを実施すると予想

RBA は、2 月 7 日開催の金融政策委員会で 0.25%の利上げを決定し、政策金利を 3.35%に引き上げた。利上げは 9 会合連続となった。声明文では、「インフレ率は非常に高い」との認識を示し、「今後数ヵ月、さらに金利を引き上げる必要がある」と追加利上げを行なう方針が示された。RBA の見通しでは、インフレ率は資源価格の上昇一服や国内の需要鈍化を背景にプラス幅が縮小し始め、2025 年央までに 3%前後へ低下するとしている。インフレ率を政策目標の 2～3%まで低下させるため、当研究所では、2023 年半ばにかけて政策金利は 3.85%まで引き上げられ、その後は 2024 年末まですえ置かれるとみる。

見通し期間中の豪州景気は、回復トレンドが持続しよう。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ることで、回復ペースは緩慢になるとみるものの、2024 年以降、インフレ率が徐々に鈍化するにつれて、持ち直すと予想する。海外景気の回復に伴い、輸出も緩やかながら増加基調をたどるとみる。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

昨年後半の 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、FRB によるハイペースの利上げによって、米国景気の先行きに対する不透明感が高まったことなどから低下基調をたどった（図表6-1）。2023 年に入り、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などから一時は持ち直したものの、米国景気の減速懸念から再び低下し、足元では 70 ドル/バレル台で推移している。

（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 が 2 月の FOMC で利上げペースを減速させたが、これまでの累積的な利上げの効果が発現することもあって、早ければ 2023 年春頃には景気後退局面入りが予想される。中国では、ゼロコロナ政策の緩和を性急に進めた結果、年初には都市部を中心にコロナ感染の急拡大や、医療体制のひっ迫が生じた。もっとも、感染拡大はすでにピークアウトしたとみられ、今後の景気は回復基調をたどると見込む。

2023 年は、中国景気が回復傾向で推移するものの、米国の景気後退局面入りで、原油需要の回復は限定的なものにとどまると予想する。もっとも、FRB が 2023 年末に利下げに転じることで米国景気が持ち直すとみられることから、2024 年は増加ペースが上向くとみる。

EU、G7、豪州はロシア産原油の価格上限を設定

供給面を見ると、EU、G7、豪州は、ロシアの石油収入を減らすことなどを目的として、昨年 12 月 5 日にロシア産原油の取引価格の上限を 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。加えて、石油製品に対しても価格上限を設定し、原則 2 月 5 日から適用している。これに対して、ロシアのプーチン大統領は、対抗措置として同国産原油や石油製品に制裁を科した国に対し、輸出を禁止する大統領令に署名したほか、原油生産を 3 月に 50 万バレル/日減らす方針を示した。

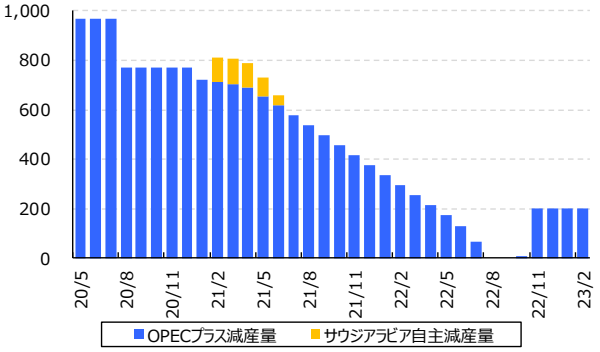
ロシア産の主力油種であるウラル原油の価格は、足元では制裁による上限価格を下回る 55 ドル/バレル近辺で推移している。同水準は、WTI や北海ブレント原油価格などと比べて 20 ドル/バレル以上低いが、ロシア原油の採算ラインとされる約 40 ドル/バレルは上回っている。ロシア産原油の主要な輸出先は、ウクライナ侵攻に起因する一連の経済制裁に参加していない中国、インドといった国にすでにシフトしている。今後、EU などによる保険提供の禁止により、制裁に参加していない国を仕向け地とする海上輸送も困難になる可能性がある。ただ、ロシア産原油価格に優位性があることや、中国景気が回復傾向で推移するとみられることから、ロシアの原油生産、輸出の減少は小幅なものにとどまると予想する。

OPEC プラスの追加減産の可能性は残るも規模は小幅なものに

OPEC プラスは、原油価格が OPEC 主要国の財政を均衡させるために必要とされる水準（70 ドル/バレル

後半）を割り込む可能性が出てきたことなどもあって、昨年 10 月の会合で 11 月からの生産量を 200 万バレル/日減らすことを決めた（図表 6-2）。その後、直近 2 月 1 日の合同閣僚監視委員会では、減産規模の維持を決め、10 日にロシアが表明した自主減産に対しては、減産分の穴埋めをしない方針を示している。今後、原油価格が低下する場面では OPEC プラスがさらなる減産を決める可能性はある。ただ、減産幅の拡大による価格上昇で、財政状況の改善を図りたい加盟国と、原油需要の減少を懸念する加盟国との間で次第に意見対立が生じることが想定される。全会一致を基本とする OPEC プラスのルールが障害となることから、追加減産を実施したとしても規模は小幅にとどまると予想する。

（図表6-2）OPECプラスの協調減産量

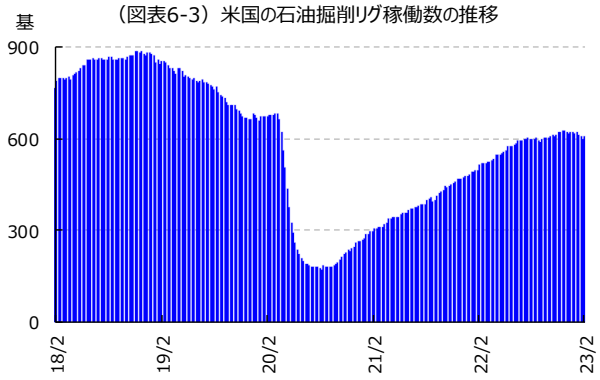


※22年9月は10万バレル/日の増産
（出所）各種報道資料、OPEC公表資料より明治安田総研作成

米国シェールオイルの増産ペースは緩やか

米国のシェールオイルの開発動向を見ると、リグ稼働数は持ち直し傾向が頭打ちとなっている（図表 6-3）。カンザスシティ連銀が公表した 2022 年 10－12 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の水準は 89 ドル/バレルと、足元の価格を上回っている。また、回答企業の約 40%がコスト増加やサプライチェーンの目詰まりを生産の抑制要因として挙げている。コロナ感染が収束へ向かい、経済活動が正常化するなか、今後、人手不足等が解消に向かうにつれ、開発に必要となる部品が届くまでの納期は短縮化し、探索・開発コストも徐々にピークアウトするとみる。しかし、一方で脱炭素化の推進や、株主還元優先などの投資規律が引き続き新規投資の足枷となることもあり、シェールオイルの増産ペースは緩やかと予想する。

（図表6-3）米国の石油掘削リグ稼働数の推移



（出所）ベーカーヒューズ

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、OPEC プラスの追加減産の可能性は残るものの、ロシア産原油の供給減少は小幅にとどまるほか、米国の原油生産が緩やかながらも回復することから、均せば増加基調で推移するとみる。

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が下支えとなり、60－90 ドル/バレルを中心とする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