経済金融ウォッチ

2023年8月号

国内 …… 1
米国 …… 11
中国 …… 18
欧州 …… 27

農林中金総合研究所
Norinchukin Research Institute Co.,Ltd.

国内経済金融

インバウンド需要や自動車輸出が下支えする国内景気

～世界経済減速や物価高止まりへの根強い懸念～

南　武志

要旨

国内景気には、ウィズコロナ浸透によるインバウンド需要やサービス消費の回復、半導体不足の解消を背景とした自動車の挽回生産・輸出増といった上向きの動きと、世界経済の減速による輸出伸び悩み、物価高による消費者の節約志向の強まりなどといった下向きの動きが混在しており、辛うじて景気後退を踏みとどまっている状況である。先行きに関しては、ウィズコロナの一巡、物価高止まりによる消費停滞、世界経済の減速を受けた輸出低迷が想定され、しばらく本格的な回復は難しいだろう。

金融市場では、日米の金融政策を巡る思惑に左右される展開となり、7 月前半は国内長期金利が上昇する場面では円高気味の展開となった。しかし、日銀は賃金上昇を伴う形で2%の物価安定目標の達成を目指す方針を崩しておらず、当面は現行の大規模緩和を継続するものと思われる。

図表1　金利・為替・株価の予想水準

項目＼年／月			2023年			2024年	
			7月（実績）	9月（予想）	12月（予想）	3月（予想）	6月（予想）
無担保ｺｰﾙﾚｰﾄ翌日物		(%)	-0.073	-0.10～0.00	-0.10～0.00	-0.10～0.00	-0.10～0.10
TIBORユーロ円（3M）		(%)	-0.0030	-0.05～0.05	-0.05～0.05	-0.05～0.10	-0.05～0.15
国債利回り	20年債	(%)	1.055	0.85～1.25	0.85～1.25	0.90～1.30	1.00～1.40
	10年債	(%)	0.440	0.25～0.50	0.25～0.50	0.25～0.50	0.30～0.60
	5年債	(%)	0.100	-0.05～0.25	-0.05～0.25	0.00～0.30	0.05～0.35
為替レート	対ドル	(円/ﾄﾞﾙ)	141.4	130～150	130～150	125～145	120～140
	対ユーロ	(円/ユーロ)	156.7	145～165	145～165	145～165	140～160
日経平均株価		(円)	32,700	31,000±3,000	29,000±3,000	29,500±3,000	31,000±3,000

（資料）NEEDS-FinancialQuestデータベース、Bloombergより作成（先行きは農林中金総合研究所予想）
（注）実績は2023年7月24日時点。予想値は各月末時点。国債利回りはいずれも新発債。

インバウンド需要の復活

アベノミクスの下で円安が定着したほか、成長戦略として観光立国の実現を目指したこともあり、2015 年には訪日外国人数が出国日本人数を上回り、旅行収支尻も黒字となるなど、近年の日本は一定のインバウンド需要を取り込む形での経済成長を続けてきた。しかし、コロナ禍の下で国境を跨ぐ人流が厳しく制限されたことで、宿泊業や観光業、さらに百貨店売上げなどは大きな打撃を受けた。

こうしたなか、政府はウィズコロナを推し進める観点から 22 年 10 月に水際対策を大幅緩和し、訪日外国人の受け入れを積極化させた。その結果、22 年度上期の訪日外国人数は月 15 万

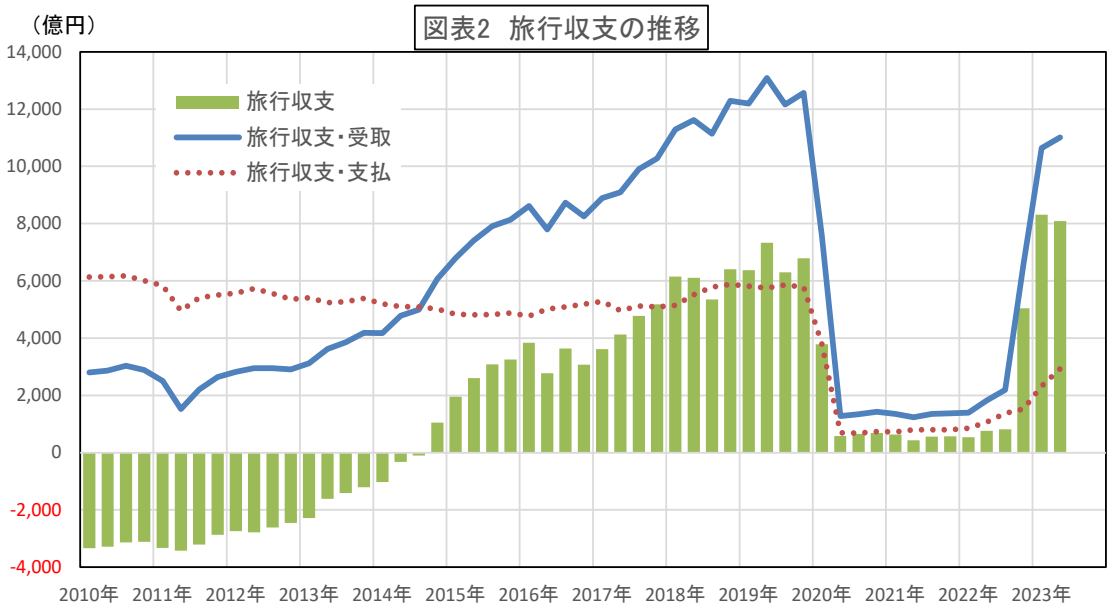
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます　https://www.nochuri.co.jp/

人ペースだったが、23 年 6 月には 207 万人まで増加、19 年同月の 7 割水準まで回復している。旅行収支尻は円安などの影響で出国日本人数が伸び悩んでいることもあり、23 年上期は過去最大の黒字となっている。こうしたインバウンド需要の復活は景気牽引役の一つといえる。

とはいえ、今後ともインバウンド需要が増加を続け、国内景気の牽引役であり続けるかどうかは疑わしい。一部の観光地ではオーバーツーリズム（観光公害）が発生しているほか、労働力不足などによる宿泊施設の不足やそれに伴う宿泊費高騰なども指摘されるなど、現状のままでは増加する余地は乏しくなっているとみられる。今後、海外経済の減速、ペントアップ需要の一巡、さらには円安の修正などが起きる可能性もある。

実際、4、5 月の旅行収支受取は増加ペースが鈍っており、旅行収支も黒字は高水準ながらも、高止まり状態となっている。インバウンド需要が国内景気を押し上げる効果はかなり出尽くした可能性があるだろう。

図表2　旅行収支の推移



（資料）財務省、日本銀行　（注）季節調整値。23年第2四半期は4、5月分の四半期換算値。

足元の景況感は改善

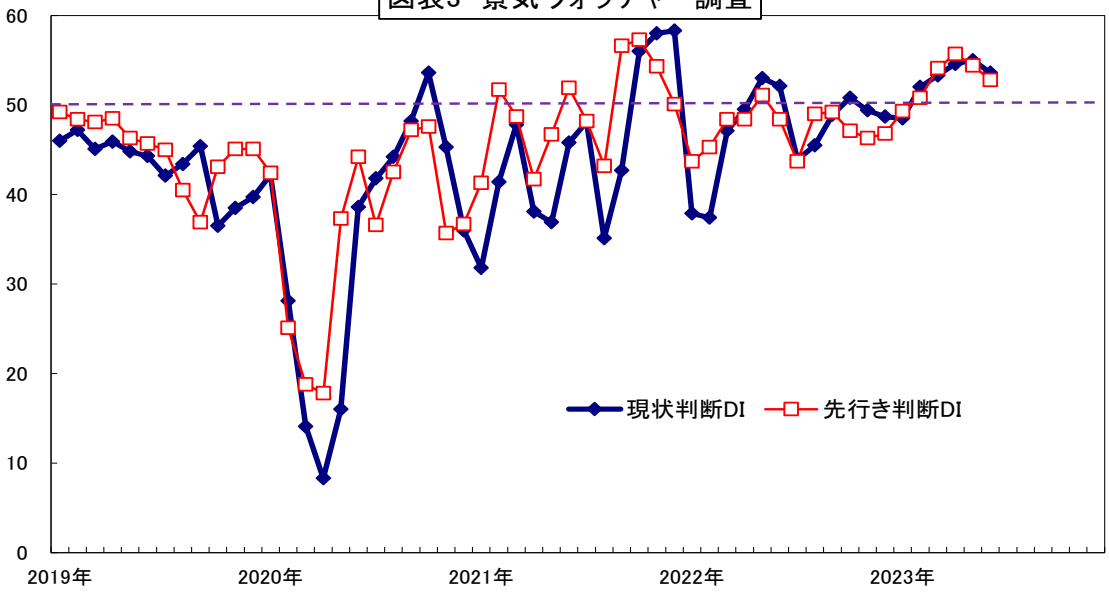
以下、足元の国内景気動向について確認したい。全般的にみれば、前月までと同様、自動車の挽回生産が順調であるほか、ウィズコロナによるサービス消費の回復やインバウンド需要の増加などが国内景気を下支えしている格好であるが、自動車以外の輸出は減少傾向にあるほか、物価高が消費者の節約志向を強めるなど、国内需要は盛り上がりに欠けた状態といえる。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます
https://www.nochuri.co.jp/

まず、日銀短観の 6 月調査によれば、代表的な大企業・製造業の業況判断 DI は 7 期ぶりに改善した。自動車の挽回生産、素材業種での交易条件改善、円安・株高進行などが支援材料と思われるが、世界経済の減速を受けた輸出環境の悪化、需給悪化、在庫積み上がり、23 年度の業績悪化予想など、環境は決して良くないことから、楽観的な印象を受けた。また、非製造業の景況感は総じて良好な状態であるが、一方で慎重さも垣間見ることができた。冒頭で指摘したとおり、インバウンド需要も受け入れ態勢に限界があり、今後とも増加傾向をたどるわけではなく、むしろコスト高や人手不足などへの警戒があるように感じられる。

また、景気ウォッチャー調査（6 月）によれば、景気の現状判断 DI、先行き判断 DI ともに判断基準である 50 を上回っているものの、指数は前月から悪化した。特に、先行き判断 DI は 2 か月連続の低下であり、ウィズコロナの一巡や物価高による消費者の節約志向の強まりへの警戒が指摘されている。

図表3　景気ウォッチャー調査



（資料）内閣府

国内景気動向は緩慢

景気動向指数を確認すると、5 月の CI 一致指数は前月から▲0.4 ポイントの悪化（2 か月ぶり）であった。景気の基調判断は「改善」で据え置かれたものの、直近ピークの 22 年 8 月の水準を下回った状態での推移が続いている。1 年前から参考指標として公表されている「景気を把握する新しい指数（一致指数）」の 5 月分は前月と変わらずであったが、直近ピークの 2

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます　https://www.nochuri.co.jp/

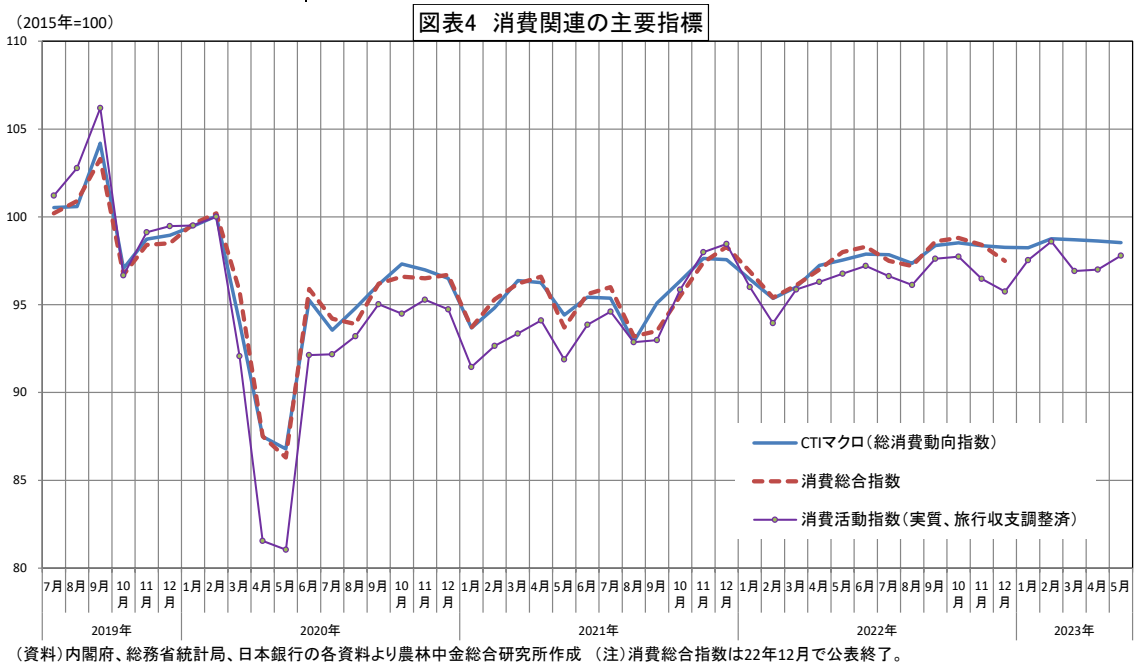
月の水準を割り込んだままである。全般的にみて景気の動きは緩慢といえる。

一方、設備投資関連指標については、22 年度に続き、計画の数字は底堅い。日銀短観（6 月調査）によれば、23 年度の設備投資計画（全産業（含む金融機関・持株会社等）、ソフトウェア・研究開発を含む、土地投資額を除く）は前年度比 12.1%へ上方修正されるなど、堅調さを維持している。ただし、2 期連続の増加見込みだった機械受注（船舶・電力を除く民需）は、5 月に前月比▲7.6%と減少したことで、4～6 月期は再び前期比マイナスとなる可能性が高まるなど、下振れつつある。また、鉱工業出荷・資本財も弱含んでいる。

自動車以外の輸出・生産は総じて弱い

輸出関連については、挽回生産が進んだ自動車が主導する格好で持ち直しており、6 月の実質輸出指数（日本銀行試算）は前月比 5.4%と 2 か月ぶりに上昇、21 年 10 月以来の水準まで持ち直した。ただし、世界経済減速の影響もあり、欧米向けの自動車輸出を除けば、総じて鈍い動きであるのも確かである。

図表4 消費関連の主要指標



（資料）内閣府、総務省統計局、日本銀行の各資料より農林中金総合研究所作成 （注）消費総合指数は22年12月で公表終了。

消費動向に鈍さも

消費関連指標をみると、マインドは緩やかな改善傾向をたどっている。6 月の消費動向調査によれば、マインドを示す消費者態度指数は 4 か月連続で改善、基調判断は 3 か月連続の「持ち直している」であった。

しかし、消費全体が盛り上がる様子は一向に見えてこない。5 月の実質消費活動指数（旅行収支調整済、日本銀行）は前月

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

比0.8%と2か月連続で上昇したが、3月に大幅低下した分（同▲1.9%）を依然として取り戻せてはいない。5月の総消費動向指数（総務省統計局）に至っては2か月連続で前月比マイナスであった。このような消費回復が足踏みしている背景には、物価高による実質所得の目減りが続いていることがあるとみられる。23年春闘は例年にない高い伸びとなったが、5月の毎月勤労統計によれば、現金給与総額は前年比2.9%へ加速（4月は同 0.8%）したが、後述の通り、消費者物価が高止りしていることもあり、実質賃金は前年比▲0.9%と、マイナス幅は縮小したものの、マイナス状態が続いている。

また、第3次産業活動指数（5月）は前月比1.2%と2か月連続の上昇だったが、コロナ禍で打撃を受けた宿泊、飲食、娯楽などが含まれる「広義個人向けサービス業」は同 0.5%の上昇にとどまるなど、伸び悩んでいる。

経済見通し：物価高や海外経済の減速の影響で年度下期にかけて低成長にとどまる

以下、先行きの国内景気を展望したい。ポイントは、世界経済・貿易の動向と家計所得の目減りがいつ解消されるのか、という点であるとの見方に変わりはない。

ウィズコロナの浸透に伴い、サービス消費やインバウンド需要は当面底堅く推移する可能性がある。しかし、すでにリバウンドが一巡した可能性があるほか、物価高止まりによる消費停滞や海外経済の減速に伴う輸出減が継続するリスクがある。年度下期にかけて国内景気は低調な推移を余儀なくされると予想する。景気回復傾向が再び強まるのは、物価沈静化が進み、海外経済の底入れが想定される24年度入り後であろう。

物価見通し：夏場にかけて高止まりが続くが、年度下期以降は鈍化

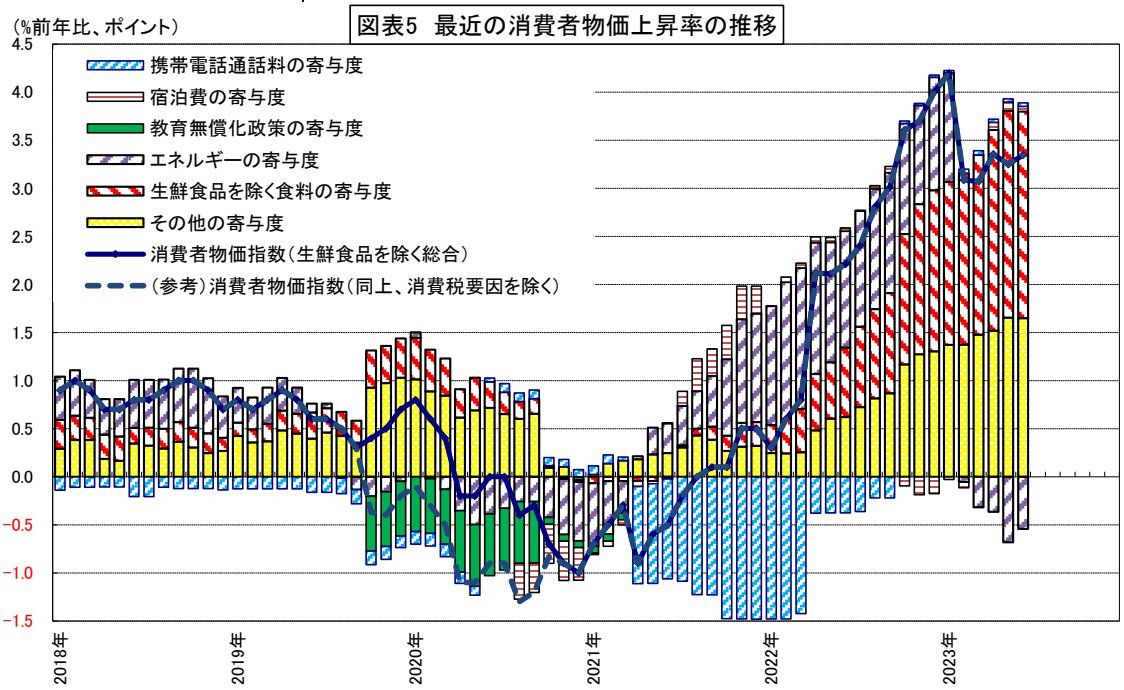
6月の全国消費者物価（生鮮食品を除く総合、以下コアCPI）は前年比3.3%と、一旦は鈍化した5月分（同3.2%）から再び加速した。今回の再加速は家庭用電気料金が値上げされた影響が出たためであり、エネルギーは前年比▲6.5%と、5月（同▲8.2%）からマイナス幅が縮小した。一方、最近の物価押上げの主因である食料（生鮮食品を除く）は同 9.2%と相変わらず高い上昇率ではあるが、加速はひとまず止まった。こうしたことから、「生鮮食品及びエネルギーを除く総合」は前年比 4.2%へ僅かに鈍化するなど、これまでとは違った動きも散見された。

先行きを展望すると、食品を中心にもう一段の値上げが想定されるほか、足元までの円安圧力やガソリン補助金の縮小など

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます https://www.nochuri.co.jp/

もあり、夏場にかけてはコア CPI で前年比 3%台と高止まり状態が続く可能性がある。一方で、輸入インフレはすでに沈静化したほか、例年を上回る賃上げが実現したとはいえ、足元の実質所得の目減り分を相殺するには至っておらず、需要サイドの動きは鈍いままだ。そのため、秋以降は食料、日用品などの値上げ圧力が弱まるとみられる。先行きの物価上昇率は緩やかに鈍化し、24 年入り前後には 2%に迫ると思われる。

図表5 最近の消費者物価上昇率の推移



(資料)総務省統計局の公表統計より作成

金融政策：植田日銀も「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続

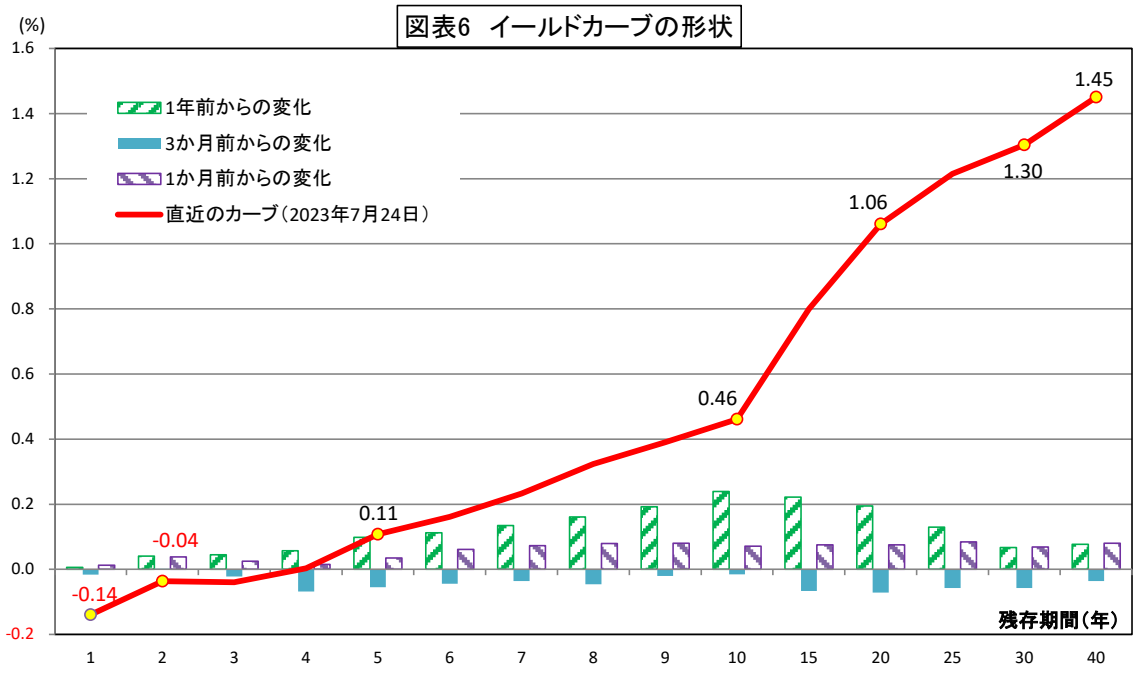
植田日銀が発足してから 4 か月が経過しようとしている。就任前後には「代替わり」を契機に、日銀は金融政策の修正に乗り出すとの見方もあったが、これまで 2 回開かれた金融政策決定会合はいずれも「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の枠組み（短期政策金利：▲0.1%、長期金利（10 年物国債利回り：ゼロ%程度、変動幅：±0.5%程度））や長期国債以外の資産買入れ方針を維持することが全員一致で決定された。

植田日銀は粘り強く大規模な金融緩和を継続する姿勢を繰り返し表明してきた。しかし、7 月 27～28 日の決定会合を控え、金融市場では早期の政策修正の思惑が再び浮上、長期金利が上昇する場面が散見された。背景には、同時に公表される展望レポートにおいて 23 年度の物価見通しが前年比 2%台半ばまで大きく上方修正されるとの見方が浮上したことがある。植田総裁は G20 終了後の記者会見にて「持続的・安定的な 2%の

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

インフレの達成というところにまだ距離がある」との認識の下、これまで「イールドカーブ・コントロールのもとで粘り強く金融緩和を続けていく」との決定をしてきたが、「前提が変わらない限り、全体のストーリーは不変である」と現状の大規模緩和の継続を示唆している。企業の価格設定行動や賃上げ姿勢などに前向きな動きがみられるものの、それが持続的な動きであるのか見極めたいというのが本心であろう。政策正常化に向けた議論は 24 年春闘でも「賃上げの機運」が続いているかを確認してからとの見方に変更はない。

図表6　イールドカーブの形状



（資料）財務省資料より作成

金融市場：現状・見通し・注目点

7 月前半の国内金融市場は、日銀の政策修正観測が浮上したことで、6 月とは一変、円高、金利上昇の動きが一時強まった。株価もバブル崩壊後の最高値を更新後は上値の重い展開が続いた。以下、長期金利、株価、為替レートの当面の見通しについて考えてみたい。

① 債券市場

7 月上旬にかけて長期金利に上昇圧力

10 年ぶりとなった総裁の交代を契機に、日銀は金融政策の修正に着手するとの見方が浮上したことから、4 月には長期金利（新発 10 年物国債利回り）は誘導レンジの上限である 0.5%に近い水準での推移が続いた。しかし、植田日銀は大規模緩和の継続を決定したこともあり、早期の正常化観測は後退、5～6 月にかけて長期金利は 0.4%前後でのもみ合いが続き、6 月下旬

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます　https://www.nochuri.co.jp/

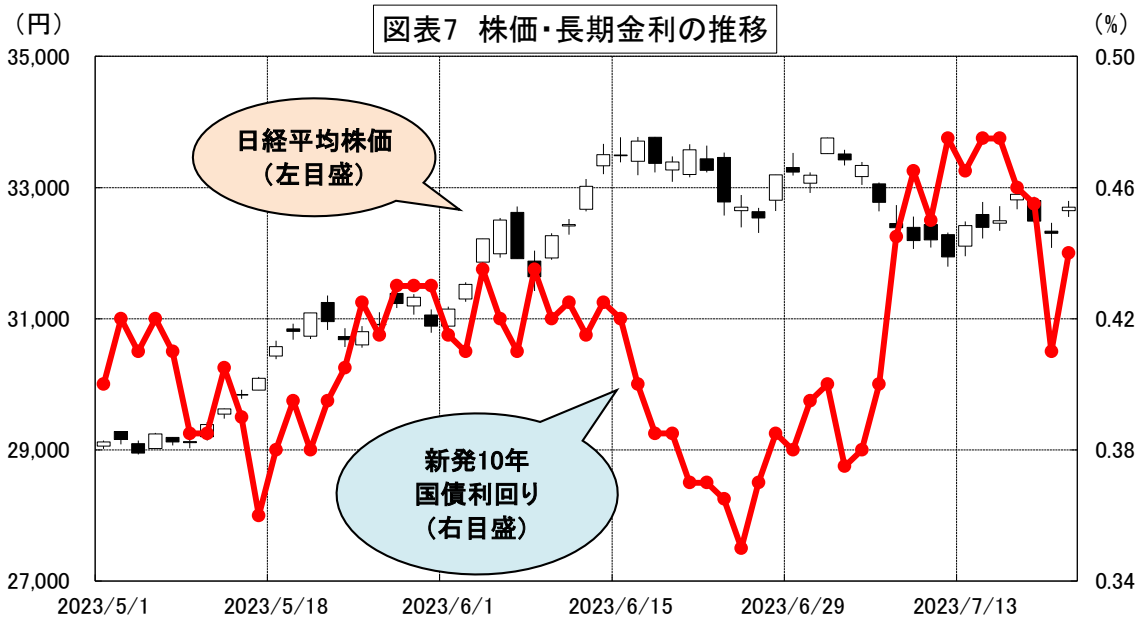
には一時 0.3%半ばまで低下した。

こうした中、日銀が展望レポートで 23 年度の物価見通しを上方修正するとの見方が強まり、7 月会合で政策修正を行うとの思惑が再び浮上、長期金利は 0.5%近くまで上昇したが、日銀関係者の緩和継続を示唆する発言により、上昇圧力は一旦後退している。

先行き、金利低下圧力が再び強まる可能性も

繰り返しになるが、植田総裁は現行の大規模緩和を粘り強く継続する姿勢を明確にしている。そのため、日銀は当面 10 年ゾーンの金利についてはゼロ%近傍（0%±0.5%程度）で推移するように操作されると予想する。先行き欧米経済においてこれまでの金融引締め効果が強まり、景気の悪化傾向が鮮明となれば、金利低下圧力が再び強まることもあり得るだろう。

図表7 株価・長期金利の推移



（資料）NEEDS FinancialQuestデータベースより作成

② 株式市場

33 年ぶりの高値水準まで上昇後、上値の重い展開に

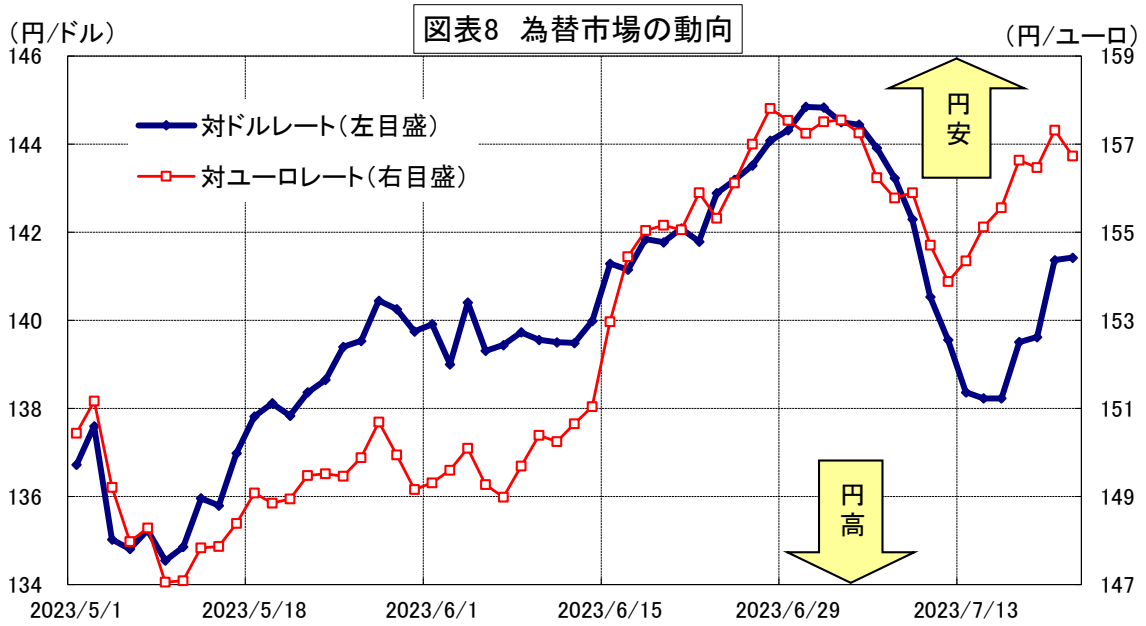
3 月には金融システム不安が急浮上したことで、世界的に株価が大きく下げる場面もあったが、欧米金融当局による迅速かつ手厚い対応が好感され、その後は持ち直しに転じた。4 月以降の株価は為替レートの円安基調が好感されたほか、ウィズコロナへの期待感の高まり、さらに東京証券取引所が PBR1 倍割れの上場企業に対して改善策を求めたことが評価され、海外勢が主導する格好で上昇傾向をたどった。23 年入り直後は 26,000 円前後だった日経平均株価は 6 月中旬にかけて株価はバブル崩壊後最高値を断続的に更新、33 年ぶりとなる 33,000 円台まで

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

上昇した。その後、7 月にかけては高値警戒感から利益確定売りが出るなど、32,000 円台でのもみ合いが続いている。

年後半にかけては欧米経済の減速が強まるとみられ、国内にもその影響が波及する可能性が高い。日銀短観 6 月調査によれば 23 年度の企業業績は減益予想となっていることもあり、年内は調整色の強い展開が予想される。

図表8　為替市場の動向



(資料)NEEDS FinancialQuestデータベースより作成　(注)東京市場の17時時点。

再び強まった円安圧力

③ 外国為替市場

外国為替市場では各国中央銀行の動向を見定める動きが続いている。22 年 10 月には政府が大規模な円売り介入を断行する中、32 年ぶりとなる 1 ドル＝150 円台まで円安が進行したが、その後、米国内でインフレ沈静化期待が高まり、利上げペースが鈍化するとの見通しが強まったほか、日銀が長期金利の変動許容幅を拡大（12 月）したことから、23 年 1 月には 127 円台まで円高方向に戻った。しかし、実際には米国の物価が高止まり状態となったことでさらなる利上げが必要との見方が強まり、かつ日銀は当面政策修正をしないとの認識が浸透したこともあり、23 年前半は再び円安基調となった。6 月末から 7 月初めにかけては一時 145 円台の円安水準となり、再度の市場介入の憶測を呼んだ。7 月中旬には日銀が政策修正をするとの見方が浮上し、一旦 138 円台まで円高方向に戻したが、足元では緩和修正観測が後退、再び円安が進んでいる。

先行きについては、日銀は大規模緩和を続けるとみられる半

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

面、引締め効果が徐々に出始めてきた米国で利上げ打ち止めの思惑が浮上する可能性が高い。そのため、円安が一方的に進行する事態は想定しづらい。しばらくは円安状態が続くものの、日銀の政策修正観測が燻り続ける半面、23 年末にかけて米国では利下げ転換期待が高まるものと想定され、円高傾向が徐々に強まると予想する。

しばらくはユーロ高基調が続く

また、対ユーロレートについても、7 月前半はユーロ高が一旦は修正される動きとなったが、7 月後半にかけては再び円安方向に戻った。ユーロ圏の物価上昇圧力は依然高いことから、当面は欧州中央銀行の利上げ方針は継続されるだろう。それに伴う日欧金利差の拡大が意識され、しばらくユーロ高気味の展開が続くと予想する。

(23.7.25 現在)

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます https://www.nochuri.co.jp/

米国経済金融

ようやく見え始めた金融引き締め効果

～最先端半導体と人工知能をめぐり、米中対立は一段と激化～

佐古　佳史

要旨

半導体や人工知能をめぐる米中対立は激化の一途をたどっており、米国では半導体製造能力を高めるために半導体装置の輸入増加がみられる。半導体装置に強みを持つ日本やオランダなども、対中輸出規制で米国と協調する動きとなっている。

6 月 30 日の最高裁判決で学生ローンの免除が無効となり、4,000 億ドル（GDP 比 1.5%）の支払い義務が復活したものの、その後バイデン政権が新たな免税プランを決定したことや今後も免税プランが拡充されることから、個人消費へ与える影響は現時点では不透明といえる。

足元の経済指標をみると、これまでの利上げの効果もあり、ようやく個人消費やインフレ率、労働市場の抑制が見え始めた。金融引き締めを継続することで、景気の大幅な悪化を避けつつ、インフレ率を 2%目標に回帰させる動きが継続すると思われる。

米中通商対立の激化

中国商務省は 7 月 3 日、安全保障上の理由から半導体製造に用いられるガリウムとゲルマニウム関連製品の輸出規制を 8 月 1 日から強化すると発表し、半導体をめぐる米中の通商対立は一段とエスカレートした。半導体関連の規制をめぐっては米国が 22 年 10 月 7 日に発表した非常に厳しい内容の対中半導体規制から激化の一途をたどっている。米国に協調する形でオランダは先端半導体製造装置の輸出規制を 9 月 1 日から強化する予定であり、日本も 7 月 23 日から半導体製造装置 23 品目を輸出貿易管理対象とした。

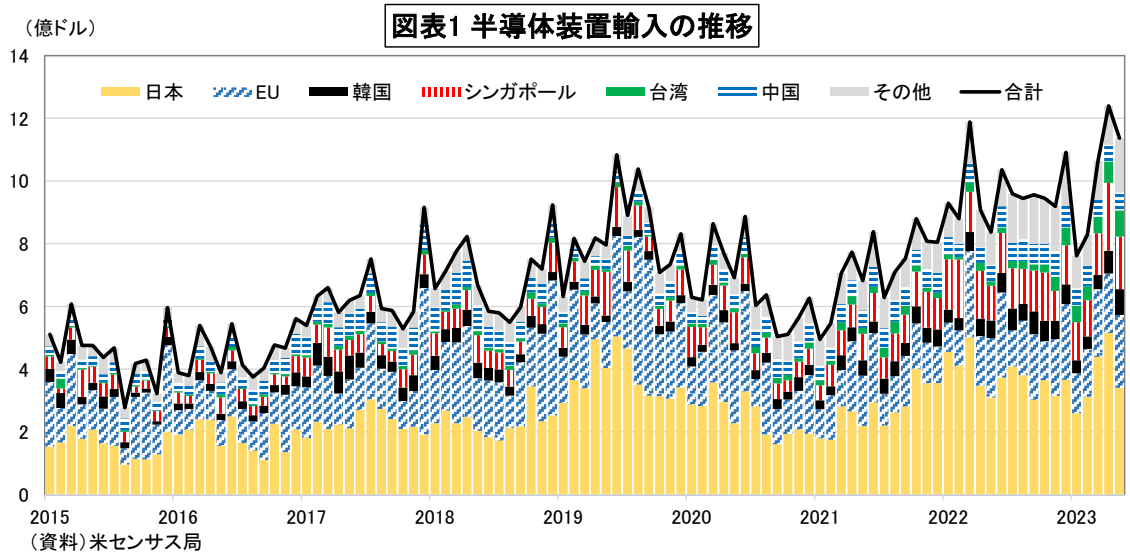
こうしたなか、イエレン財務長官は 7 月 6～9 日にかけて訪中し米中の政策当局者間での交流を再開させたものの、米国はさらにクラウドサービスや人工知能を利用する際に必要となる GPU（画像処理プロセッサー）の規制拡大を検討しており、米中間の対立は落ち着きそうにない。また、18 日に開かれた国連安全保障理事会においても人工知能分野と国防での米中対立がみられた。

これまで米国は製造装置の一部と半導体設計に強みがあったものの、最先端となる半導体の製造自体は台湾の TSMC（台湾積体電路製造）に依存してきた。こうした背景のなか、足元では台湾有事のリスクが高まったこともあり、米国内と西側諸国での半導体製造工場への投資が加速している。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます　https://www.nochuri.co.jp/

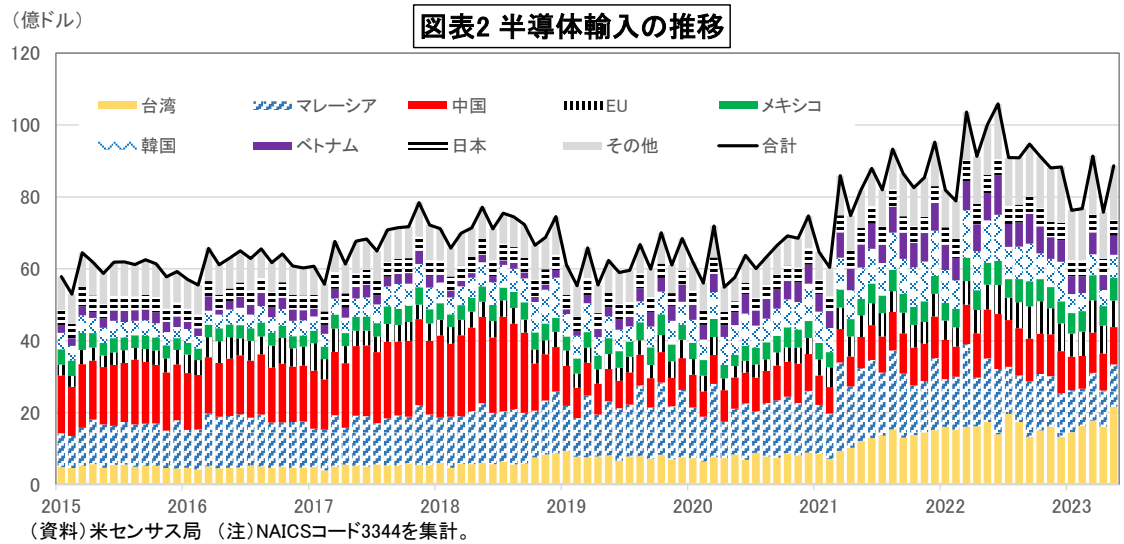
22年12月6日のTSMC米アリゾナ工場建設の式典にて、TSMC創業者のモリス・チャンが「グローバリズムと自由貿易はほぼ死んだ」と発言したことからもうかがえるように、半導体をめぐる米中摩擦や米中デカップリング（最近はデリスキングとも言われる）、サプライチェーンの再構築は長期化すると思われる。当然ながらインフレ率に対しては潜在的な上昇圧力となるだろう。

図表1 半導体装置輸入の推移



（資料）米センサス局

図表2 半導体輸入の推移



（資料）米センサス局 （注）NAICSコード3344を集計。

二転三転した学生ローン免除

米連邦最高裁は6月30日、バイデン政権が22年8月に打ち出した学生ローンの免除と支払い停止などを認めない判断を示し、4,300万人が10月からローン返済を再開する必要が生じた。その代替案として米教育省は14日、世帯所得に基づいた連邦学生ローンの返済計画（IDR）の修正を発表し、20年または25年以上返済し続けた場合の学生ローン残高を免除することで、80.4万人分に

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

あたる合計 390 億ドルの学生ローンが減免されることとなった。また、バイデン政権は SAVE プランと呼ばれる新たな学生ローン免除も計画している。

6 月 30 日の最高裁判断による借り手の負担増は 4,000 億ドル（GDP 比 1.5%）、SAVE プランによる将来的な借り手の負担減は 1,380 億ドル（米教育省）～3,610 億ドル（ペン・ウォートン・バジェット・モデル）と見積もられており、返済負担の増加を通じた消費の下押し効果は現時点では不透明といえる。

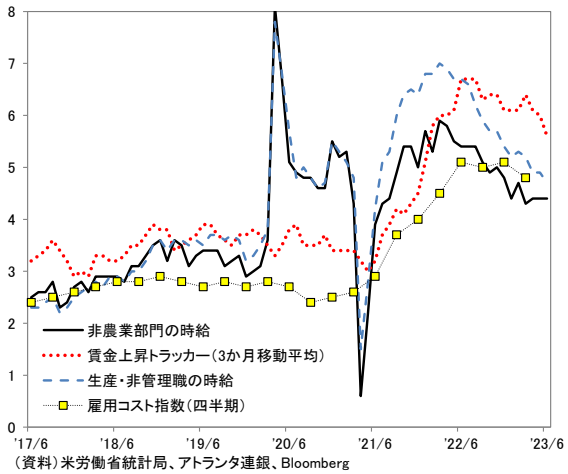
利上げによる下押し圧力が継続

さて、経済指標を確認してみると、全体としてはこれまでの金融引き締め効果が、ようやく現れ始めたと思われる。

6 月の雇用統計を確認すると、非農業部門雇用者数は 5 月から 20.9 万人増、失業率は 0.1 ポイント低下の 3.6%、平均時給は前年比で 4.4%、前月比は 0.4%となった。4、5 月の雇用増加幅が下方修正されたこともあり、23 年 1～3 月期と比べると、足元の雇用増加ペースは鈍化してきたといえる。

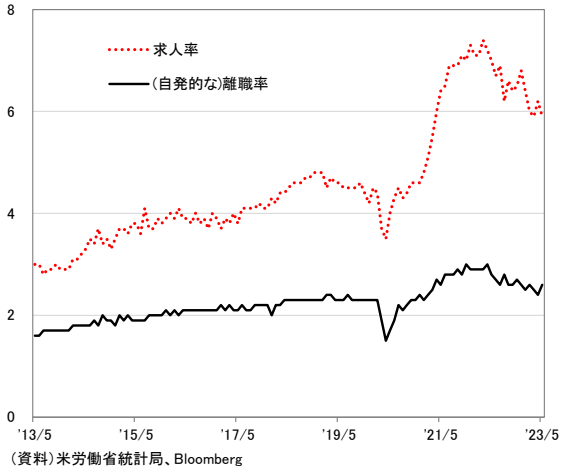
5 月の求人労働異動調査によると、求人率（＝求人数÷（求人数＋雇用者数））は 5.9%へ低下、自発的な離職率は 2.6%へ上昇した。全体としてみれば、労働市場のひっ迫度合の緩和が進んでいるとの判断を維持してよいだろう。

図表3 賃金上昇率の推移



（資料）米労働省統計局、アトランタ連銀、Bloomberg

図表4 求人率・離職率の推移



（資料）米労働省統計局、Bloomberg

個人消費をみると、5 月の実質個人消費支出は、財消費は前月比▲0.4%と 2 か月ぶりに減少、サービス消費は同 0.2%と増加し、全体としては 4 月からほぼ変化がなかった。また、6 月の小売売上高は同 0.2%となり、実質値では 5 月からほぼ変化がなかった。全体としてみれば利上げが進むなかで個人消費に下押し圧力が加わっていると思われ、5、6 月は個人消費の鈍化が確認された。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

7月のミシガン大学消費者マインド指数（速報値）は、インフレ率の鈍化が継続していることと労働市場が安定していることを背景に、6月から13%上昇し、21年9月以来の高水準となった。また、1年先と長期の期待インフレ率はそれぞれ3.4%、3.1%と安定している。

図表5 消費者景況感の推移

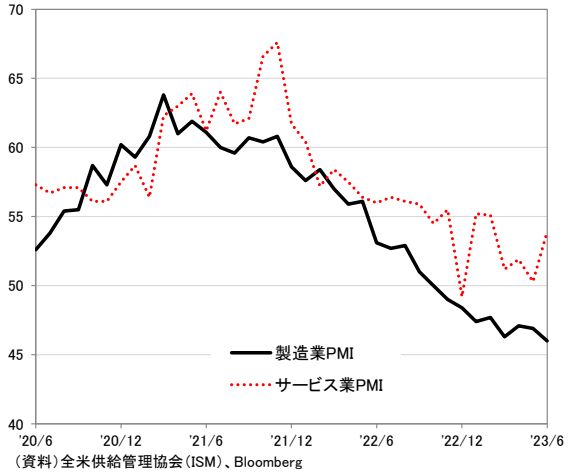
（資料）ミシガン大学、カンファレンスボード、Bloomberg

ISM指数は低水準での推移

ISM指数を確認すると、7月のISM製造業指数（製造業PMI）は前月から▲0.9ポイント低下の46.0%と8か月連続で縮小傾向を示した。サービス業指数（サービス業PMI）は同3.6ポイント上昇の53.9%と6か月連続で拡大傾向を保っている。

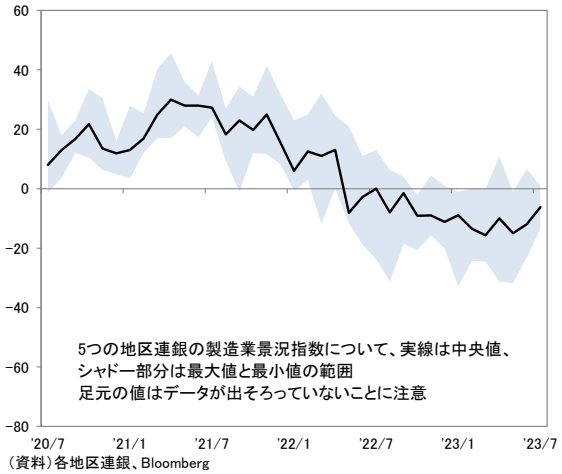
製造業PMIの価格指数は同▲2.4ポイント低下の41.8%となり、判断基準となる50%を2か月連続で下回り、製造業ではインフレ率の抑制が示唆された。サービス業PMIの価格指数は同▲2.1ポイント低下の54.1%となった。

図表6 ISM景況感指数の推移



（資料）全米供給管理協会（ISM）、Bloomberg

図表7 地区連銀製造業景況指数



（資料）各地区連銀、Bloomberg

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

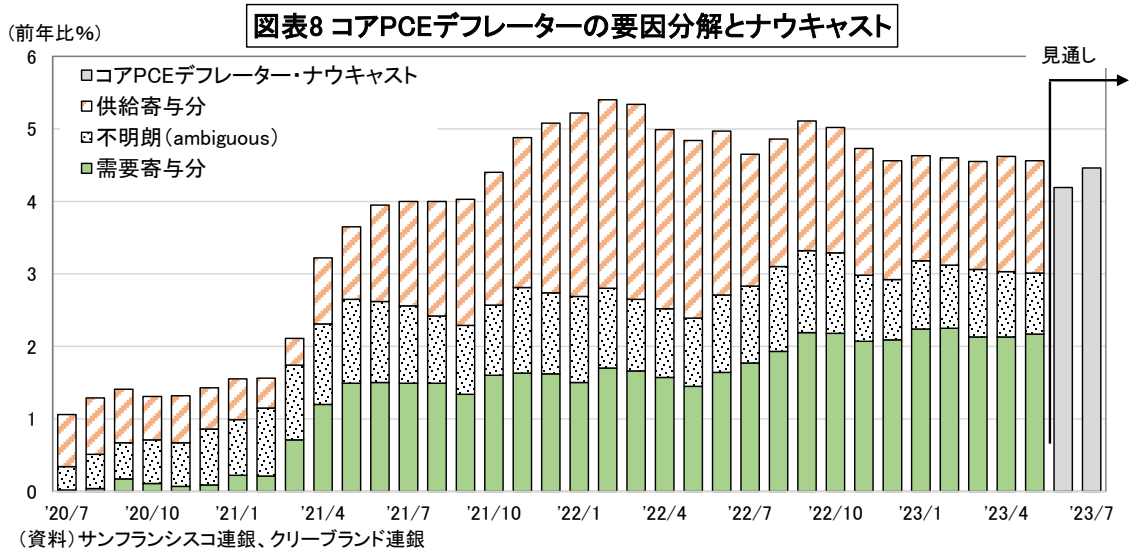
ようやく鈍化し始めたインフレ率

インフレ率をみると、5 月のコア PCE デフレーターは前年比 4.6%、ダラス連銀が公表する刈り込み平均 PCE デフレーターは同 4.6%と高止まりしている。サンフランシスコ連銀による要因分解をみると、需要要因の抑制が進んでいないことがうかがえる。

もっとも、6 月の消費者物価指数（CPI）総合は前月比 0.2%と、5 月の同 0.1%に続いて低い伸びとなった。コアも同 0.2%となり、6 月は 5 月に続きインフレ率の鈍化がうかがえる内容となった。

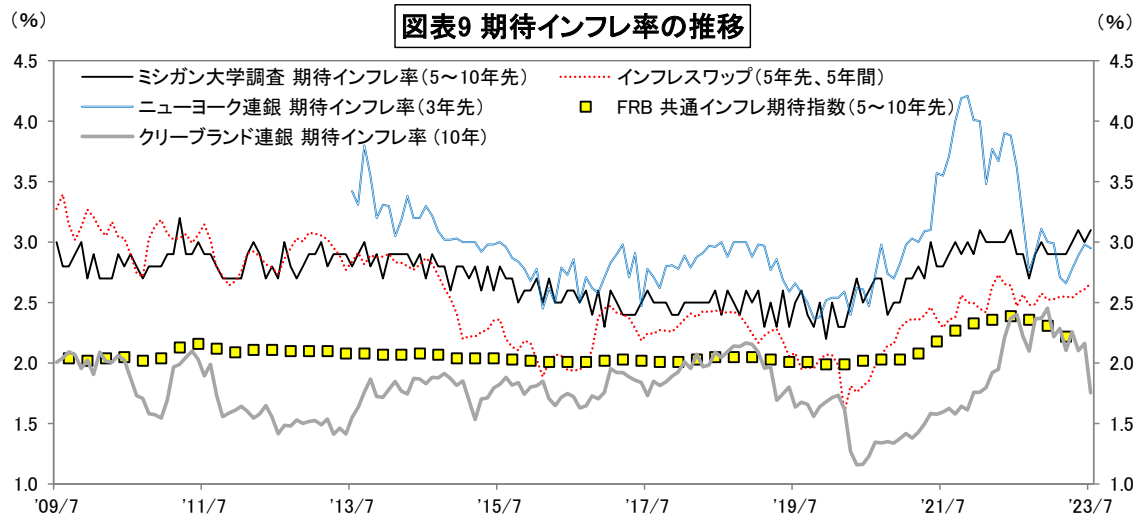
なお、足元の期待インフレ率はコロナ禍以前と比べると高止まりしているものの、おおむね安定しているといえる。

図表8 コアPCEデフレーターの要因分解とナウキャスト



（資料）サンフランシスコ連銀、クリーブランド連銀

図表9 期待インフレ率の推移



（資料）ミシガン大学、地区連銀調査、FRB、Bloomberg （注）共通インフレ期待指数は四半期データ。

景気の先行き：大幅な景気後退を避けつつ 2%

足元のインフレ率は FRB の目標値である前年比 2%の倍以上となっているため、金融引き締めの継続と景気減速の長期化は避けられない環境にあるだろう。現在の政策金利水準（5.00～5.25%）

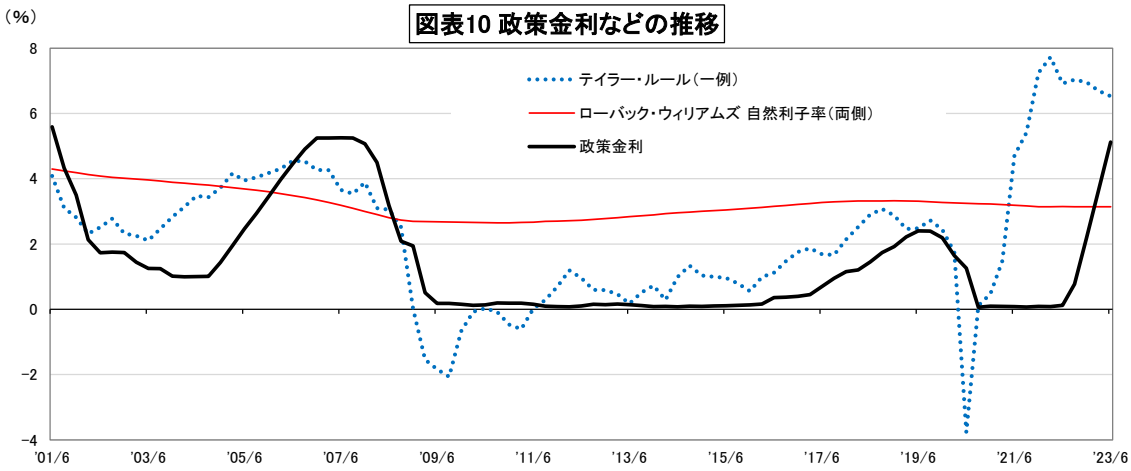
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

物価目標への回帰を目指す動き

が十分に引き締め的かどうかは判断が難しいところだが、緩和的であった21～22年の金融政策の効果が足元の経済に波及していると考えられることや、サービスセクターの労働市場が利上げに反応しにくいことなどから、これまで金融引き締め効果が出づらい環境が続いてきた。こうしたことから、景気への下押し圧力が強まる時期も後ずれし、23年半ば以降となりそうだ。

こうしたなか5、6月のデータからは、ようやく個人消費とインフレ率の鈍化が確認されつつある。これまでの利上げ効果が現れる過程で個人消費支出、インフレ率、労働市場が徐々に抑制されていくことで、ハードランディング（景気の急速な悪化）を避けつつ2%物価目標への回帰を目指す動きとなると思われる。

図表10 政策金利などの推移



（資料）ニューヨーク連銀、アトランタ連銀、FRB、FRED （注）自然利子率は物価目標の2%を加えて名目化した。

足元の 3.8%程度の水準が続くと予想

最後に市場の動きを確認すると債券市場では、4 月から 5 月半ばにかけて、米長期金利（10 年債利回り）は 3.5%前後での推移となった。その後は 5 月末にかけて債務上限問題への懸念や米国債格下げの可能性が浮上したことで 3.8%を上回る場面もみられたが、6月に入り債務上限問題が解決したことで、長期金利は一旦低下した。その後は、5 月の雇用統計が強かったことや 6 月 FOMC（13、14 日）にて FRB による追加利上げの可能性が示唆されたことなどから、3.7～3.8%程度で推移した。

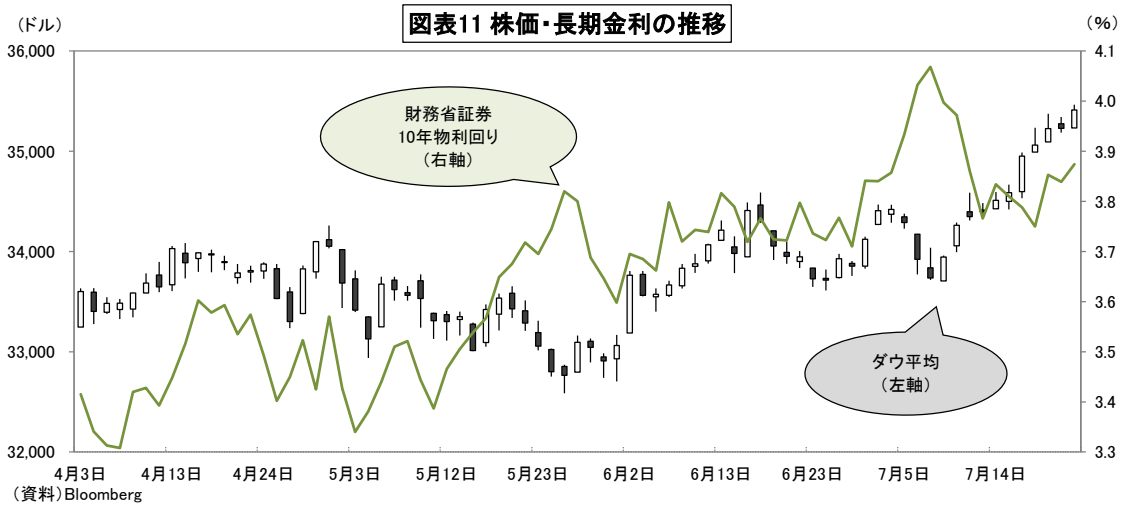
7 月入り後は、ADP 雇用統計が強かったことから利上げの織り込みがすすんだこともあり 4%を上回る場面もみられたものの、その後に発表された雇用統計や消費者物価指数を受け、利回りは低下した。足元では 6 月とあまり変わらず、3.8%前後での推移となっている。

先行きについても、FRB の利上げが継続すると見込まれることか

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

ら長期金利の低下余地は乏しいと思われる一方で、利上げサイクルが終了に近づいていることから、上昇余地もあまりなさそうだ。このため、足元の 3.8%程度での推移が続くと予想する。

図表11 株価・長期金利の推移



（資料）Bloomberg

株式市場：緩やかな上昇が続く

株式市場では、3 月の金融不安が沈静化したことや雇用統計において米労働市場の堅調さが改めて示されたことなどからダウ平均株価は反発し、4 月末には 34,000 ドルを回復した。その後は 5 月にかけて債務上限問題が意識され上値が重い展開が続いた。6 月入り後は債務上限問題が解決したことやインフレ指標が落ち着いていることに加えて、決算を消化する過程で 24 日のダウ平均は 35,411 ドルで取引を終了し、約 6 年ぶりの 11 営業日続伸となった。

先行きについては、23 年 7～9 月期までは企業収益の伸びは低調と予想されていることや、金融引き締めの継続が見込まれるものの、大幅な景気後退を回避しつつインフレ率を抑制できる可能性が徐々に高まるなかで、株価は緩やかな上昇が続きそうだ。

（23.7.25 現在）

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます
https://www.nochuri.co.jp/

中国経済金融

景気回復の勢いが大きく鈍化した中国経済

～政策効果で年末にかけては加速する見込み～

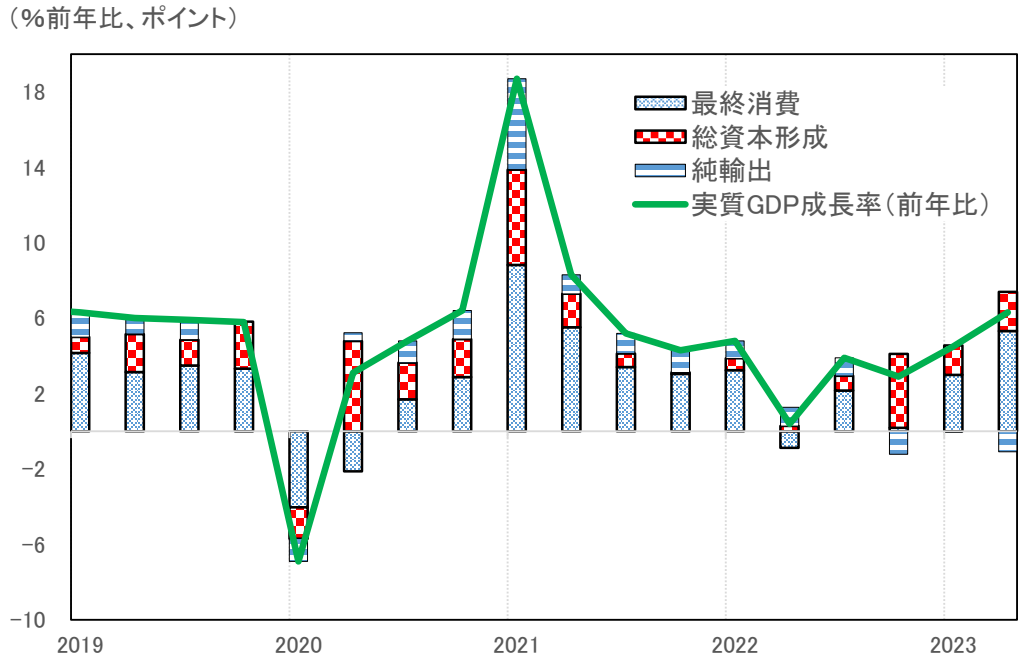
王　雷軒

要旨

輸出の停滞、不動産開発投資の低迷、消費持ち直しの弱さなどを受けて 2023 年 4～6 月期の実質 GDP 成長率は前期比 0.8%と 1～3 月期(2.2%)から大きく減速した。先行きについては、既に打ち出された景気刺激策の実施に伴いその効果が徐々に出現するほか、一段の金融緩和や財政出動の拡大などの追加景気刺激策を打ち出す可能性もあり、年末にかけて景気回復は加速する見込みだ。

ただ、不動産開発投資の低迷が当面続く可能性が高いほか、世界経済の減速などで先行き輸出も一段と下振れるリスクがあることから、依然楽観視はできない。

図表1　実質GDP成長率と需要項目別の寄与度



（資料）中国国家統計局、Windより作成、四半期ベース。

23 年 4～6 月期の実質 GDP 成長率は前期比 0.8%と回復ペースが鈍化

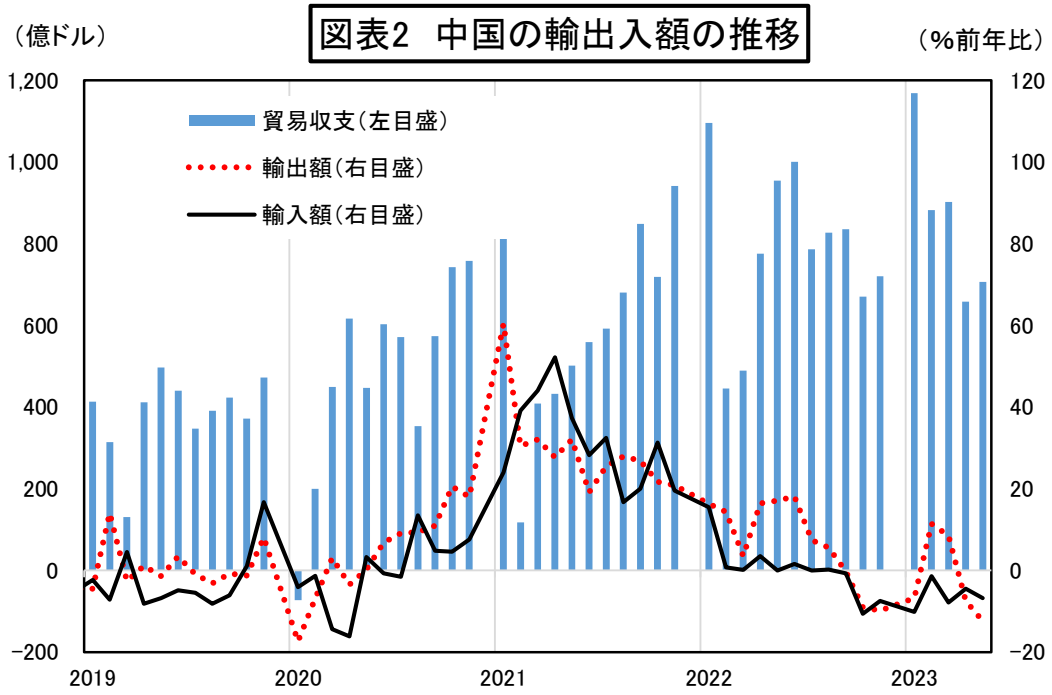
国家統計局が 7 月 17 日に発表した 2023 年 4～6 月期の実質 GDP 成長率（速報）は前年比 6.3%と 1～3 月期（同 4.5%）から加速した（図表 1）。6.3%といった数字は一見高めの成長にみえるが、前年 4～6 月期はコロナ感染拡大を抑制するための上海市ロックダウン等が行われたことで実質 GDP 成長率が同

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます
https://www.nochuri.co.jp/

0.4%に失速したことの反動が大きく影響したと考えられる。実際、前期比は0.8%（年率換算3.2%）と1～3月期の2.2%（同9.1%）から大きく減速した。これらを踏まえると、景気回復は続いているが、回復ペースが大きく鈍化したと言わざるを得ない。なお、名目GDP成長率は前年比5.3%、GDPデフレーターは同▲0.9%となっている。

とはいえ、23年上半期の実質GDP成長率は前年比5.5%となり、中国政府が設定した23年の成長目標である「5%前後」を上回っている。ただ、厳格に行われてきたコロナ感染対策が22年末に事実上解除されたことなどから景気が回復することは予想されていたものの、その度合いは当初想定ほど強くなかった。その主な原因として、輸出の停滞、不動産開発投資の低迷、消費回復の弱さ等が挙げられる。

図表2　中国の輸出入額の推移



（資料）中国海関総署、Windより作成、直近は23年6月、2月数値は1月と2月の合計。

輸出の停滞は目立つ

実質GDP成長率（6.3%）に対する需要項目別の寄与度をみると、最終消費は5.3ポイント、総資本形成は2.1ポイント、外需（純輸出）は▲1.1ポイントであった（図表1）。純輸出の寄与度は3四半期連続のマイナスとなり、1～3月期（▲0.1ポイント）からマイナス幅は拡大した。

コロナ感染対策の解除もあり、輸出は23年初めに一時大幅な増加となったが、世界経済の減速や地政学リスクの高まりな

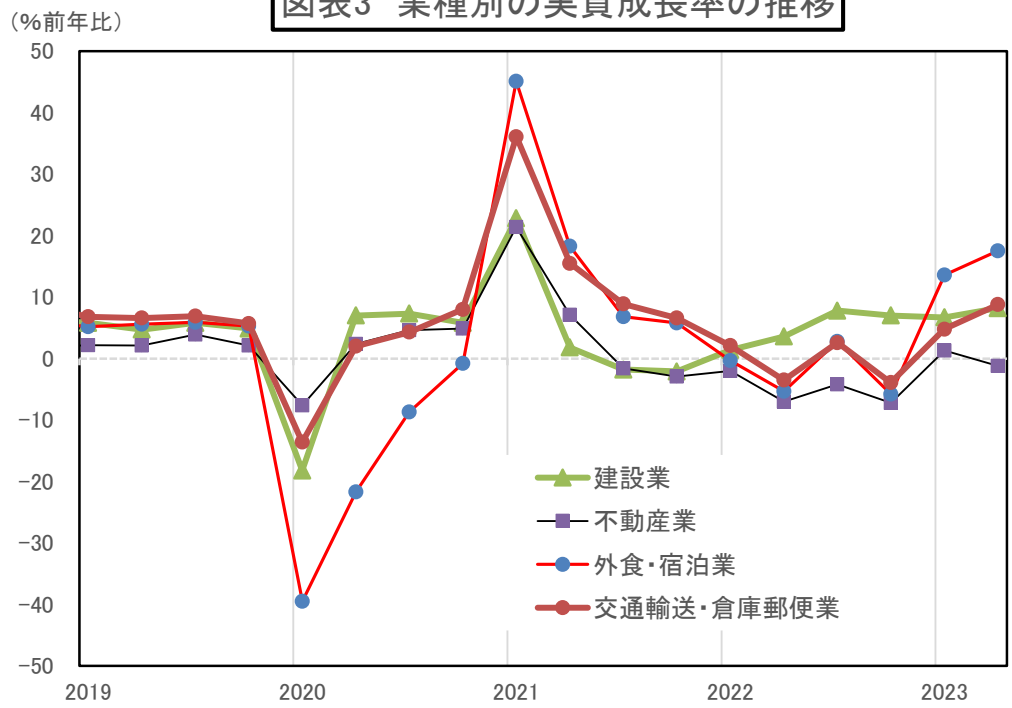
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

どを受けて停滞が目立つようになっている。6 月の輸出額（米ドル建て）は前年比▲12.4%と 5 月（同▲7.5%）からマイナス幅が拡大した（図表 2）。実際、6 月のグローバル製造業 PMI が 48.8 と 10 か月連続で 50 を下回っていることもあり、6 月の中国製造業 PMI のサブ指数である新規輸出受注は 46.4 と 3 か月連続の 50 割れとなっている。

輸出品目別を見ても、自動車は前年比 123.5%と好調さが続いているが、紡績、衣類、おもちゃ、家具は同▲14.3%、同▲14.5%、同▲15.1%、同▲12.0%と軒並み落ち込んだ。特に集積回路と携帯はいずれも同▲25.0%とそれぞれ 5 月（同▲7.2%、同▲12.7%）からマイナス幅が拡大した。

また、輸入価格の下落基調、内需不足などを背景に、6 月の輸入額も前年比▲6.8%と減少基調が続いている。特に、自動車、集積回路、機械電気製品はそれぞれ同▲27.6%、同▲18.2%、同▲13.3%と大きく減少した。

図表3　業種別の実質成長率の推移



（資料）中国国家統計局、Windより作成、四半期ベース。

不動産開発投資・民間投資の低迷は景気を下押し

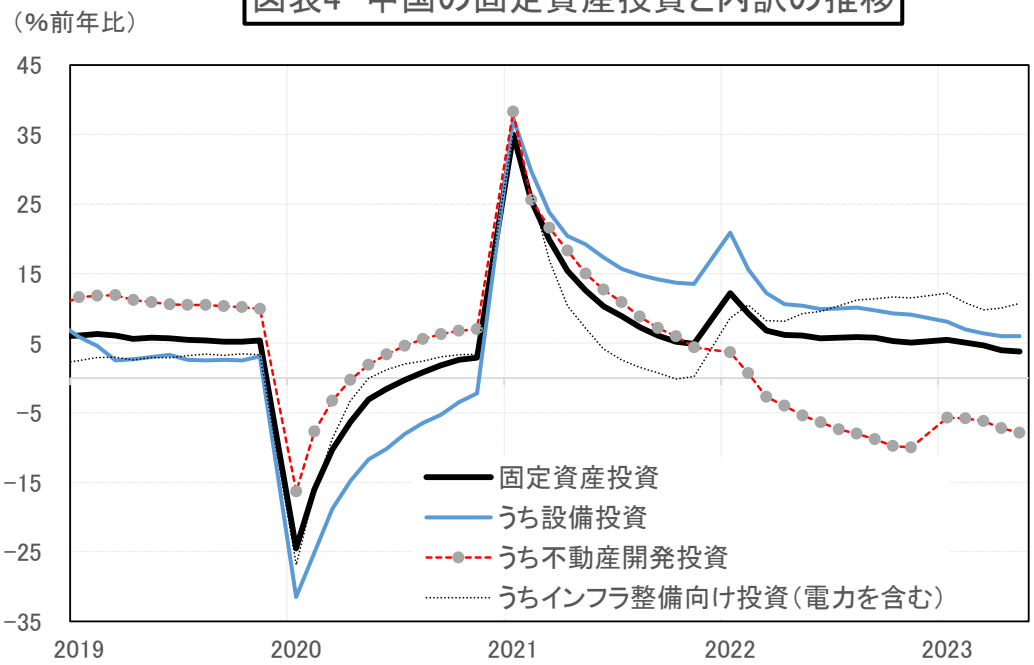
不動産業は 1～3 月期に持ち直しの動きが見られたが、4～6 月期には再び悪化に転じたことも景気を下押した。業種別の実質成長率を確認すると、不動産業は前年比▲1.2%と再びマイナス成長に転じた（図表 3）。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます
https://www.nochuri.co.jp/

また、1～6 月期の固定資産投資は前年比 3.8%と緩やかに鈍化しているが、インフラ整備向け投資と設備投資は同 10.7%、6.0%と固定資産投資全体を上回っており、相対的に堅調に推移している（図表 4）。しかし、一時持ち直しの兆しが見え始めた不動産開発投資は前年比▲7.9%とマイナス幅がさらに拡大した。これは投資全体を大きく押し下げており、景気回復にとっての足かせとなっている。

さらに、固定資産投資主体別に見ると、1～6 月期の民間投資は前年比▲0.2%とマイナスに陥った。この実態もあり、7 月 19 日に共産党中央・国務院が「民営経済の発展と強大化の促進に関する意見」という政策を発表し、金融支援の強化や規制の緩和など 31 項目の方針を打ち出している。この方針を受けて施策も打ち出される見込みで、これらによって民間投資の低迷に歯止めがかかるかどうかを注視していきたい。

図表4　中国の固定資産投資と内訳の推移



（資料）中国国家統計局、Windより作成、（注）年初来累積、直近は23年1～6月期。

不動産開発投資の低迷は当面続く可能性が高い

実際、6 月の不動産関連動向を確認すれば、住宅販売額は前年比▲25.1%と 5 月からマイナス幅が大幅に拡大した（図表 5）。住宅ローン金利の引下げや購入規制の緩和などの住宅購入促進策を受けて住宅販売に持ち直しの動きがあったが、足元では再び冷え込んだため、不動産開発投資は同▲20.6%と大きく減少している。不動産デベロッパーの経営状況が依然厳しいこと

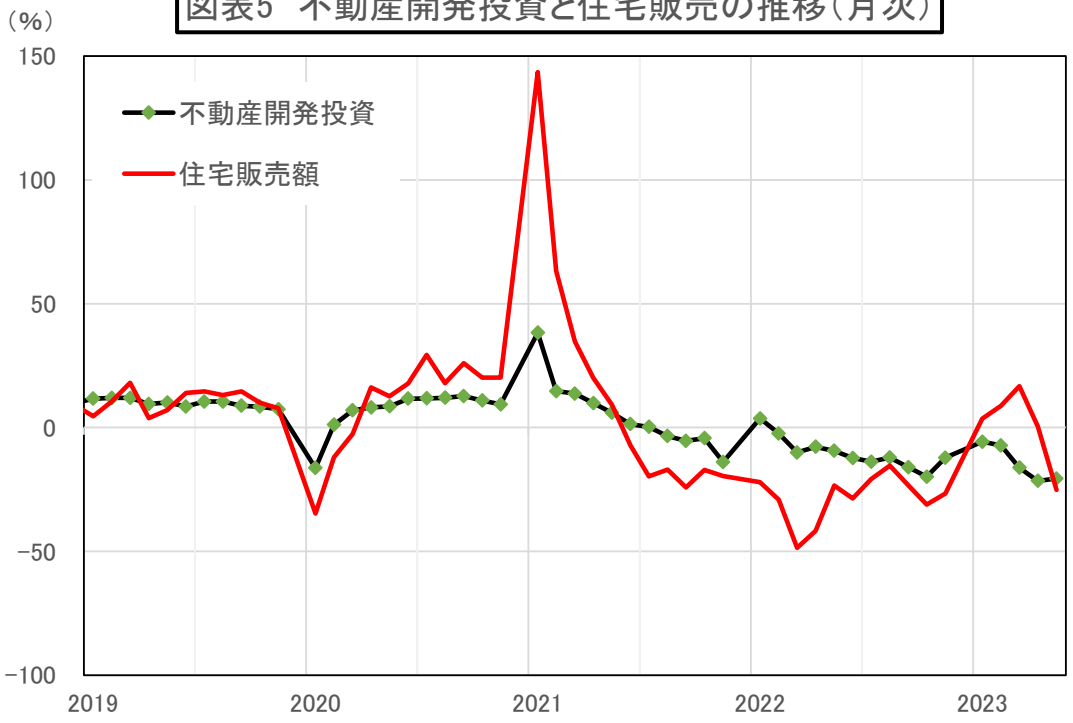
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます
https://www.nochuri.co.jp/

から、不動産開発投資の低迷は当面続く可能性が高く、投資全体を下押しし続けるだろう。

さて、経営再建中の大手不動産デベロッパーである恒大集団は 7 月 17 日にようやく 21 年と 22 年の決算を発表した。それらによると、2 年間の純損失（合計）は 8,120 億元(約 16 兆円)にのぼったほか、債務超過額（資産総額―負債総額）は 21 年末の 4,731 億元（約 9 兆円）から 22 年末の 5,991 億元(約 12 兆円)に膨らんだことが明らかになった。

これは、同社の上場廃止に迫られる前の決算発表かと思われるが、進められている不動産デベロッパーの債務削減（デレバレッジ）の状況の厳しさもうかがえる。こうしたなか、7 月 21 日に開催された国務院常務会議で「超大特大都市における城中村（旧市街）の改造を積極的かつ着実に進めることに関する指導意見」が打ち出されている。当局は、北京市や上海市などの 21 都市における旧市街改造を、民生福祉の改善、内需の拡大、そして質の高い成長を推し進めるための措置としているが、こうした改造（インフラ整備と不動産開発）を通じて、不動産開発投資の落ち込み分を補う狙いもあると思われる。

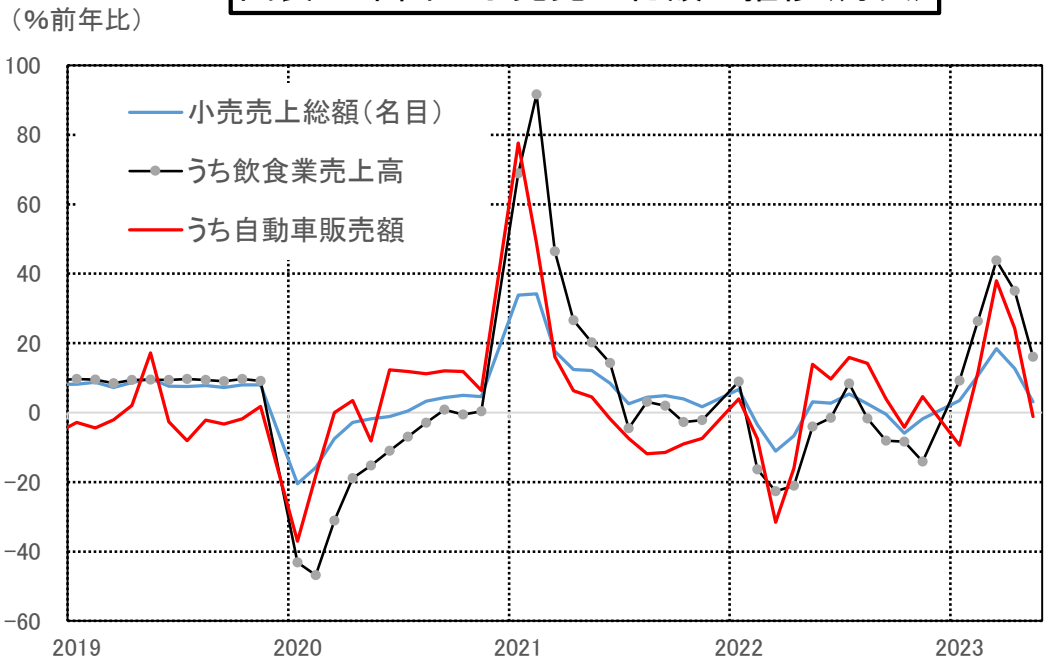
図表5　不動産開発投資と住宅販売の推移(月次)



(資料)中国国家統計局、Windより推計、直近は23年6月。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

図表6　中国の小売売上総額の推移（月次）



（資料）中国国家統計局、Windより作成、直近は23年6月。

消費も回復してはいるものの、力強さを欠く

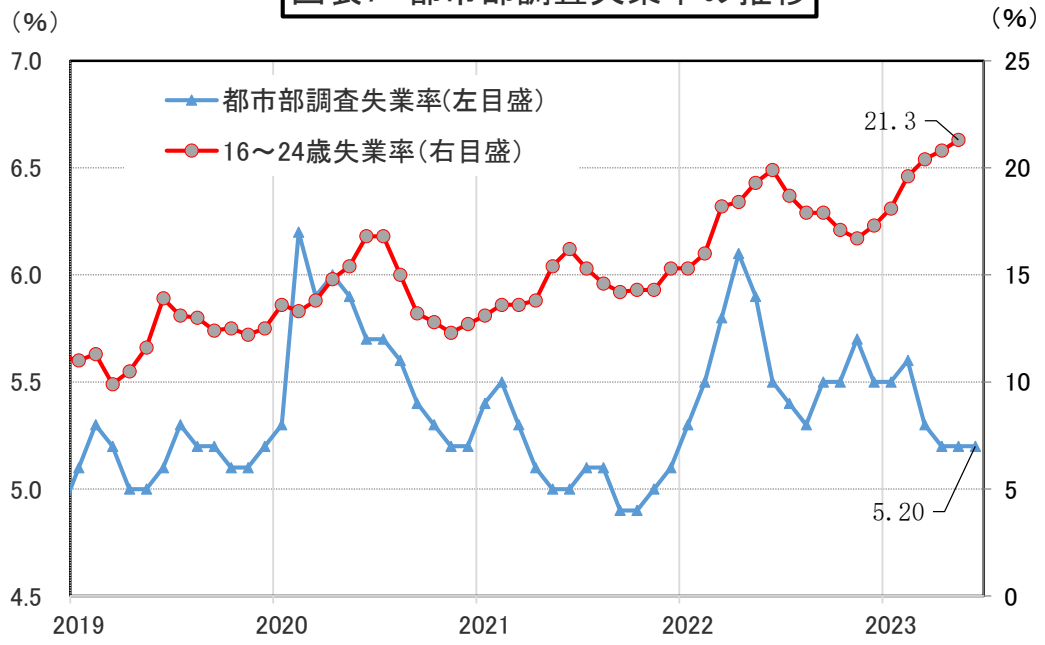
さらに、消費は回復しつつあるものの、その勢いは決して強くない。6月の小売売上総額は前年比3.1%と4月（同18.4%）、5月（同12.7%）から伸びが大きく減速した（図表6）。また、前月比も0.23%と5月の0.39%から鈍化しており、力強さを欠く姿が見てとれる。

内訳を確認しても、22年の上海市ロックダウンによる景気冷え込みの反動が一巡したことから、飲食業売上高が4月に前年比43.8%と大幅に伸びたものの、6月には同16.1%に鈍化した。自動車販売額も同▲1.1%と再びマイナスに転じた。さらに、オフィス用品と建材・内装資材、ガソリン等はそれぞれ同▲9.9%、同▲6.8%、同▲2.2%となっている。

コロナ感染対策の解除や消費促進策等を受けて消費者マインドがある程度改善したものの、所得の伸びが緩慢だったほか、若年層の失業率も依然高いことから、消費の本格的な回復にはなお時間がかかると思われる。実際、国家統計局が発表した6月の全国都市部調査失業率は5.2%と低下傾向にあるものの、16～24歳では21.3%と4月（20.4%）、5月（20.8%）からさらに悪化している（図表7）。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます
https://www.nochuri.co.jp/

図表7　都市部調査失業率の推移



（資料）中国国家統計局、Windより作成、直近は23年6月。

消費拡大策が公表され、その効果に注目

以上を踏まえると、中国の内需は回復に向かっているが、力強いとは言い難い。こうした状況を受けて 7 月 21 日に国家発展改革委員会などの中央官庁は連携して家電製品などの消費を安定化・拡大するための「電子製品消費の促進に関する若干措置」を発表したほか、車両保有台数規制の緩和や新エネルギー車の充電施設の整備促進などを行う「自動車消費の促進に関する若干措置」も打ち出している。

実際、中国では 10%の車両取得税（車両購置税）が課されているが、新エネルギー車に対しては 14 年から免税措置を実施し始めており、22 年 9 月に同税の免除期間を 23 年末まで延長することが発表されていた。23 年 6 月 21 日、財政部（日本の財務省に相当）と国家税務総局、工業情報化部が発表した「新エネルギー車の車両取得税減免政策の延長と最適化に関する通知」によると、新エネルギー車の車両取得税の減免期間は 27 年末まで延長されることとなった。

詳細は以下のとおりである。①24 年 1 月 1 日から 25 年 12 月 31 日までに購入された新エネルギー車に対し、1 台当たり 3 万元（1 元≒20 円で換算すると約 60 万円）を上限に、車両取得税を免除する、②26 年 1 月 1 日から 27 年 12 月 31 日までに購入された新エネルギー車に対し、1 台当たり 1.5 万元（約 30 万

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます　https://www.nochuri.co.jp/

円）を上限に、車両取得税の 50%を減税するとされている。

今回は、地方政府に車両保有台数規制を緩めるなど、自動車購入促進を促しているが、その効果に注目したい。

7 月の党中央政治局会議のポイント

こうしたなか、年前半の経済情勢の総括と年後半の経済運営方針や重点を決定する党中央政治局会議（習近平総書記が主催）が 7 月 24 日に開催された。会議で示された内容のポイントは以下のとおりである。

①年前半の経済は持続的に回復している状態にあり、全体的に上向きよい方向性に向かっている。②その一方、目下の中国経済は、国内需要が不足していること、一部の企業の経営が厳しいこと、重点分野におけるリスクが多く存在していること、外部環境が複雑かつ厳しいこと、などの新しい困難や課題に直面している。そのうえで、コロナ禍後の経済回復は波のように山あり谷あり、決して順風満帆ではないとの認識も示されている。

このような総括を行ったうえで③年後半の経済運営方針は、経済を持続的に好転させていき、成長の質の向上と合理的な成長速度の実現を成し遂げるため、内需拡大、消費者と投資家のマインドの改善、リスクの予防・解消などへの取組みに重点を置くことが示されている。

具体的には、「積極的財政政策」と「穏健な金融政策」が引き続き実施されていくが、④逆周期（カウンターシクリカル）の調節を強化し、追加経済対策を用意しておくこと、金融資本市場を活性化させることを通じて投資家のマインドを改善すること、などの方針が示されている。

⑤国内需要を積極的に拡大するため、収入の増加を通じて自動車、電子製品、家具などの財消費と、観光、スポーツ、レジャーなどのサービス消費を拡大させるほか、地方政府の専項債（特別地方債）の発行・利用の加速を通じて政府による投資の拡大を行うとともに、民間投資を促進するための政策措置を策定するとしている。

⑥不動産市場について、「わが国の不動産市場の需要と供給はいずれも大きく変化している」との認識が示され、こういった変化に適応していくため、住宅需要を満たすとともに、保障性（低所得者向け）住宅の整備、城中村（旧市街）の改造、応急用だけなく、平時にも利用できる公共施設（平急両用）の建

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます https://www.nochuri.co.jp/

設を積極的に進めていくとしている。

⑦地方政府の債務リスクを有効に防止・解消していくための方案を策定・実施すること、経営リスクの高い一部の中小金融機関の改革を行っていくこと、さらに、雇用の安定化をはかることの重要性、夏季の電力供給の確保なども示されている。

この会議は、景気の現状や問題点を的確に捉えたうえで、年後半の経済政策の方針や重点を適切に示しているとみているが、今後の具体的な施策を注視していきたい。

景気は先行き加速する見込みだが、依然楽観視はできない

前述したように景気回復の勢いが弱まっており、6 月 20 日に 10 か月ぶりの LPR（ローンプライムレート）引下げが実施された。しかし、6 月の利下げによる景気押し上げ効果が限定的であるとみられるため、追加の金融緩和策が必要となろう。

しかし、金融緩和を実施すれば、中国からの資金逃避を招く懸念があるほか、中国経済が流動性のわなに陥っているとの観測もあるなか、大規模な財政出動を実施すべきだとの指摘が多く出ている。

このように金融・財政の両面からの追加景気刺激策の有無や規模に注目が集まっているが、前の会議でも示された地方政府の過剰債務問題などへの懸念から大規模な財政出動の可能性が極めて低いとの見方は多い。

当総研では、既に打ち出された景気対策の効果が徐々に出現するとみているほか、今回の会議の方針や重点を受けて追加景気対策を打ち出す可能性もあり、23 年末にかけては景気回復が徐々に加速すると予想している。そのため、23 年は 5%前後の政府の成長目標の実現が可能であろう。

ただし、不動産開発投資の低迷が当面続く可能性が高いほか、世界経済の減速などで先行き輸出も一段と下振れるリスクがあることから、5%前後を下回る可能性もあり、先行き依然楽観視はできない。

（23.7.25 現在）

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます　https://www.nochuri.co.jp/

欧州経済金融

変質したユーロ圏のインフレとその影響

～ECB の引き締め姿勢の堅持で強まる景気の下振れリスク～

山口　勝義

要旨

ECB は 6 月に政策金利の引き上げを決定した後にも、金融引き締め姿勢の堅持を明確にしている。折からユーロ圏のインフレは、もっぱら供給制約の強まりがインフレを主導した第一期から、供給制約が緩和されると同時に供給面の他の材料にインフレ要因が変化した第二期に移ってきている。そして今後は、需要面・供給面双方でインフレ要因が拡大する第三期に移行する可能性が考えられる。こうした中では、消費者物価上昇率の下げ渋りが一層強まることが見込まれる。この結果、ECB のインフレに対する警戒感は容易に軽減されず、金融引き締め策の継続によりユーロ圏経済の下振れリスクが大きくなるものとみられる。また、2%という消費者物価上昇率の目標値の見直し議論の活発化も見込まれる。

1. はじめに ～ 金融引き締め姿勢を堅持する ECB

6 月にはコアの物価上昇率が加速

ユーロ圏では、6 月の消費者物価指数の上昇率（前年同月比）は全項目ベースで 5.5%となり、前月の 6.1%から減速した。2022 年 10 月の 10.6%をピークとして、その後は上昇率の鈍化傾向が続いている。しかしこの 5.5%は欧州中央銀行（ECB）が目標とする 2%に比べればまだかなり高い水準にあるばかりか、全項目からエネルギーと食品を除いたコアの上昇率は 6 月には 5.5%となり、前月の 5.3%から加速する結果となっている（図表 1）。

ECB は金融引き締め姿勢の堅持を明確に

これに先立ち ECB は 6 月 15 日の理事会で、「基調的な物価圧力を示す指標は依然として強い」と判断し 25bp の政策金利の引き上げを決定している。しかもラガルド総裁は理事会後の記者会見で、「まだやるべきことがある」とし「利上げの停止は考えていない」と述べたうえで、次回の 7 月の理事会でも「利上げを続ける可能性が高い」と強調した。同総裁はその後も 6 月 27 日に、恒例の ECB が主催するポルトガルのシントラにおける国際金融フォーラムの席上で、労働市場や賃金の動向に注意が必要であり、現時点では利上げ停止の時期を見通すことはできないと述べている。

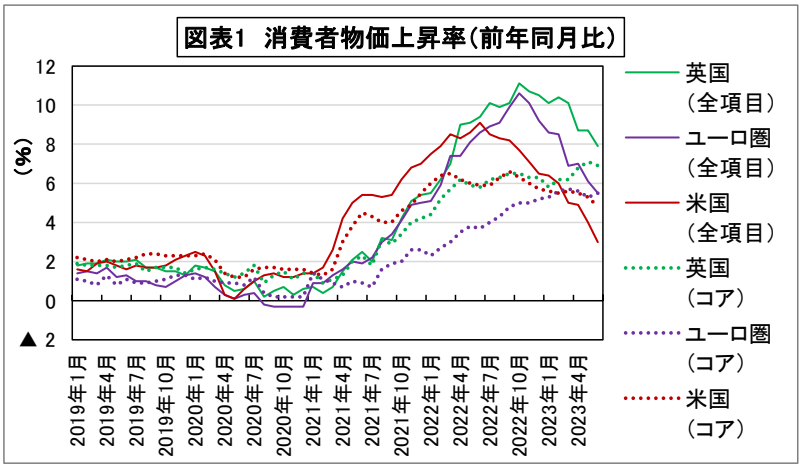
一方でリセッション入り近辺で推移するユーロ

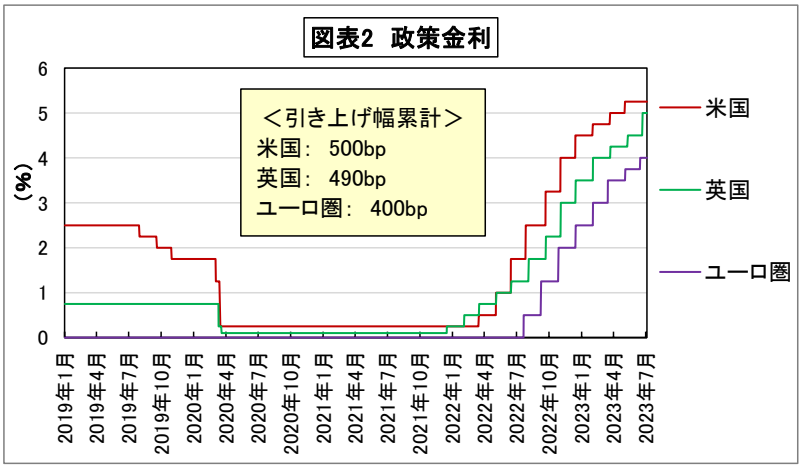
こうした動きの一方で、ユーロ圏の経済情勢は大変厳しい状況にある。ユーロ圏の 23 年第 1 四半期の実質 GDP 成長率（前期比）は 0.0%であり、低成長が続いている(注 1)。そして、これまでにコ

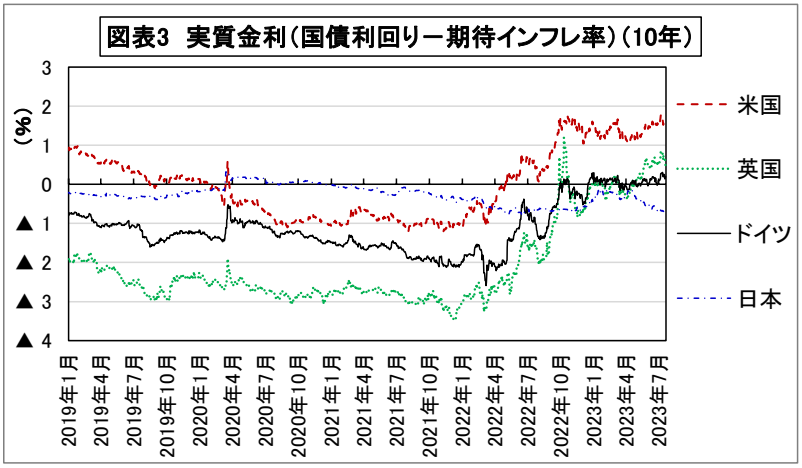
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます　https://www.nochuri.co.jp/

圏経済

ロナ危機、生活費危機、エネルギー危機と、相次ぐ危機を経てきたユーロ圏では今後とも厳しい環境の継続が見込まれており、経済活動の落ち込みに注意が必要となっている。







(資料) 図表 1～3 は、Bloomberg のデータから農中総研作成

この厳しい環境としては、次を挙げることができる。第一にユーロ圏のエネルギー危機は決して終息したわけではなく、エネル

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます https://www.nochuri.co.jp/

ギー問題が今後とも少なくとも数年間にわたり、ユーロ圏経済を取り巻く大きなリスクであり続けるとみられる点である。また第二には、ユーロ圏の成長の先導役であったドイツ経済が不調に陥っており、構造的な問題点を抱えつつ回復には時間を要すると考えられる点がある(注2)。そして第三は、上に見たECBの金融引き締め姿勢の堅持である。ECBはコアの上昇率で代表される「基調的な物価圧力」に注目しており、労働力不足を背景とした賃金上昇の継続や、なかでも人件費の上昇がその価格に反映されやすいサービス部門の動向に注意を払っている。しかしユーロ圏では、8理事会連続で合計400bpとなる異例に速いテンポでの利上げ対応により、既に金融環境は引き締まり経済活動に対する負荷が強まっている実態がある（図表2、3）(注3)。

インフレの質的な変化を踏まえることが必要に

このため、ユーロ圏の今後の景気動向を展望するためには、その前提として、ECBの政策を左右するインフレの特性を把握することが何より重要である。そしてその適切な把握のためには、ユーロ圏がこれまでに辿ってきたインフレの質的な変化を踏まえることが必要であるとみられる。

2. 変質したユーロ圏のインフレ

ユーロ圏におけるインフレの質的な変化としては、もっぱら供給面の制約の強まりがインフレの主要因であった第一期と、その後に供給制約が徐々に緩和されると同時に、インフレ要因が別の材料に変化した第二期の、2つの時期に区分してこれを捉えることができる。そしてその上で、今後の展開として、新たな動きを伴う第三期への移行の可能性を点検することが求められている。

(1) 第一期(21年初～22年秋)
～ もっぱら供給制約の強まりがインフレを主導した時期

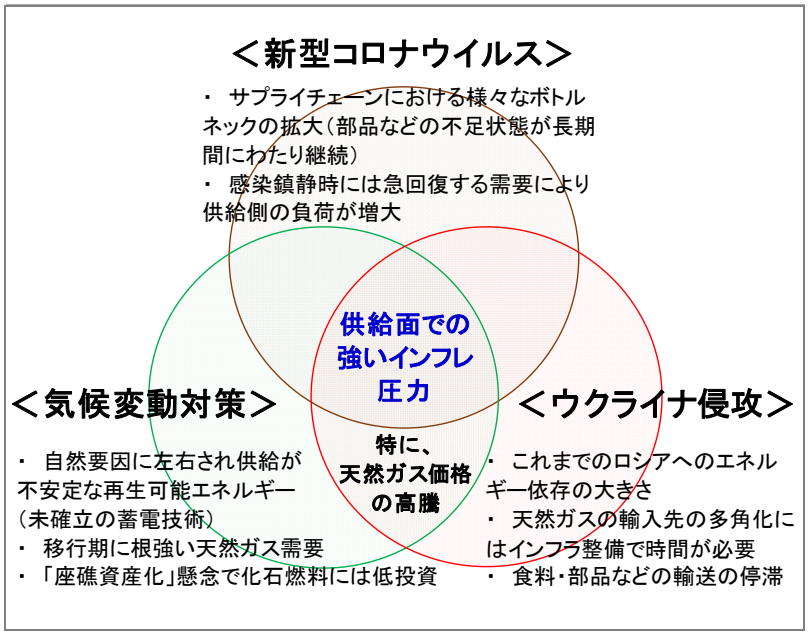
3つの要因の同時進行

この第一期は、以前からの①気候変動対策が加速化するとともに、これに②新型コロナウイルスの感染拡大（20年初以降）と、③ロシアによるウクライナ侵攻（22年2月以降）が加わったことで、インフレ圧力が拡大した時期である。この時期には、これらの3つの要因が同時進行する下で強まった様々な供給面の制約が、物価を急速かつ大幅に押し上げてきたことになる（図表4）。ユーロ圏ではエネルギー資源を含め原材料の輸入依存度が高いうえ、ロ

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます https://www.nochuri.co.jp/

シアやウクライナとの経済関係が密接であったことで、自国完結型経済の性格が強く、また大規模な財政出動や着実な賃金上昇などを通じて内需に支えられた米国などに比べて、供給制約の影響がインフレ動向により強く反映したという特徴がある。

図表4　供給面の制約の強まり（第一期）



（資料）農中総研作成

ECB のジレンマ

これに対して、この時期の ECB は、物価上昇は一時的な現象であるとして金融引き締め策への転換には慎重な姿勢を維持していた。ECB が初めて物価上昇リスクの増大を認めたのは 22 年 2 月の政策理事会であるが、4 月の理事会では政策金利の引き上げは慎重に行う姿勢を改めて確認している。

こうした姿勢には、インフレ対策と景気対策の間で姿勢を決めかねる、当時の ECB の困難な立場が現れている。確かに資源価格などの上昇を主因とするコストプッシュ型のインフレに対して中央銀行は直接的な政策手段を持たず、金融引き締めによる需要の抑制を通じて間接的に働きかけるのみである。そしてこの需要の抑制は、コロナ危機からの景気回復の腰折れに直結し、物価上昇が抑制されないまま景気が後退しスタグフレーションに陥る大きなリスクを伴うことになる。また同時に、金融引き締めはイタリアなどの高債務国の経済混乱を招きかねない事情も存在していた。加えて、ウクライナ侵攻の勃発により先行きの不透明感が強まっており、政策の柔軟性を確保しておく必要もあった。しかし

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます　https://www.nochuri.co.jp/

その反面で、金融引き締め対応を見送れば、ユーロ安の進行による輸入物価の上昇のみならず、資産価格を押し上げバブルの発生を招くなど、今後に波乱の芽を残す結果となることも懸念された。そしてそもそも ECB の慎重姿勢により、経済主体のインフレ期待のアンカーが外れ上放れることで、インフレの一層の高進を許すリスクが存在していた。

このように大きなジレンマを抱えていた ECB が結局のところ 11 年以来となる政策金利の引き上げを決定したのは、22 年 7 月の理事会においてであった。またこの時 ECB は、事前に示唆していた 2 倍の、50bp の利上げに踏み切っている。

(2) 第二期(22 年秋～現在)
～ 供給制約から供給面の他の材料にインフレ要因が変化した時期

供給制約の緩和と新たな供給面の要因の強まり

その後の動きとして、特に 22 年の夏場以降には、供給制約を主因としていたユーロ圏のインフレを巡る環境に変化が生じてきている。天然ガス価格については、各国の省エネ努力や備蓄の積み増しにより、また想定外の暖冬が寄与したことで、上昇率が縮小した。また、ウクライナ侵攻を受けて上昇した食品価格にも、同様の傾向が生じている。同時にコンテナ船などの海運運賃について低下傾向が明らかとなったが、ここにもコロナ危機に伴い拡大した供給制約の大幅な緩和が反映されている。これらによる影響が浸透したのがユーロ圏のインフレの第二期であり、消費者物価上昇率は全項目ベースで、22 年 10 月をピークとして、その後は鈍化傾向に転じている。

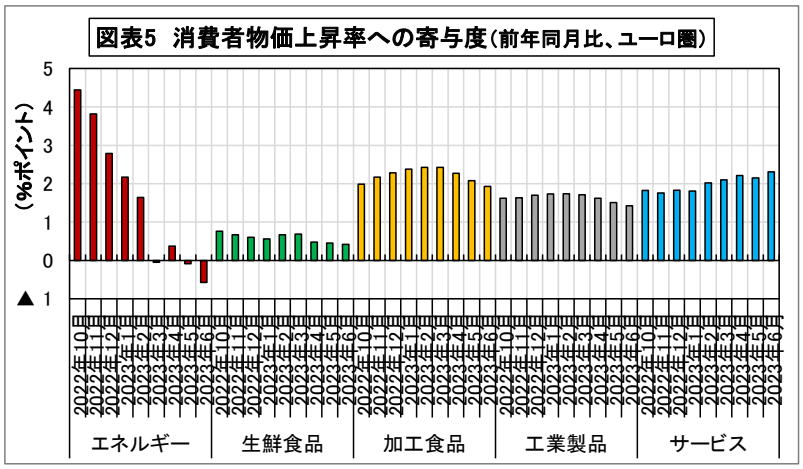
このユーロ圏のインフレの質的な変化は、消費者物価上昇率に対する寄与度内訳の変化により概観できる（図表 5）。なかでもエネルギーの寄与度は大幅に縮小しており、これが第二期における物価上昇率の減速の主要な要因となっている。しかしその一方で、加工食品や工業製品では寄与度の下げ渋りの動きが現れている。さらに、サービスの寄与度は横ばいからむしろ拡大傾向に転じている点が特徴的である。

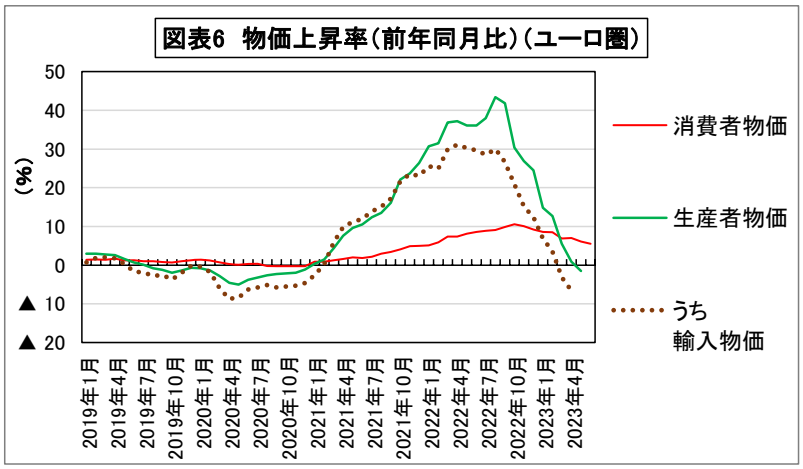
原材料費の転嫁やサービス業における人件費の転嫁

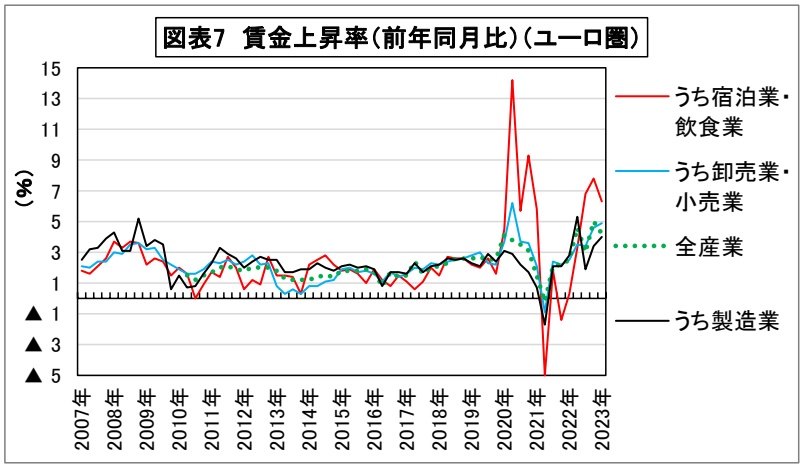
このうち加工食品や工業製品の寄与度の下げ渋りの要因としては、企業による原材料費等のコスト上昇分の製品価格への転嫁が、タイムラグを伴いながら進行している可能性が指摘できる。ユーロ圏では生産者物価の上昇率は明確に縮小傾向にはあるものの、ピーク時には前年同月比で 40%を越えた経緯があり転嫁圧力の根

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます https://www.nochuri.co.jp/

強さを窺うことができる（図表 6）。またサービスについては、人件費の増加がその価格に反映されやすい業態の特性から、賃上げが寄与度の拡大を促し始めているものと考えられる（図表 7）。







（資料）図表 5～7 は、Eurostat のデータから農中総研作成

強まるコアの上昇率の下げ渋り

以上から、この第二期のユーロ圏のインフレの特徴としては次を指摘できる。インフレの主要因は引き続き経済の供給面にある

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

と捉えることができるが、第一期においてはもっぱら供給制約がインフレの主要因であったのに対して、第二期においてはこの供給制約が緩和される一方で、製造業を中心に原材料費などのコスト転嫁が正面に出てきているという点である。加えて同じ供給面であり、またコスト転嫁という点でも共通しているが、サービス業において人件費の上昇を反映したサービス価格の引き上げが浮上しつつあるという点を挙げることができる。そしてこうした動きの中で、ユーロ圏の消費者物価上昇率は全項目ベースでは減速に転じたものの、コアでは押し上げ圧力が継続し、その上昇率の下げ渋りが強まっている点が大きな特徴となっている。

3. 今後のユーロ圏のインフレ動向と経済情勢

以上を踏まえて今後の展開として考えられるのは、経済の供給面のインフレ要因が影響を維持するとともに、需要面を含めて新たな要素がこれに加わる、第三期への移行である。

(1) 第三期(現在～)
～ 供給面・需要面双方でインフレ要因拡大の可能性をはらむ時期

労働力不足の影響が供給面・需要面双方で拡大

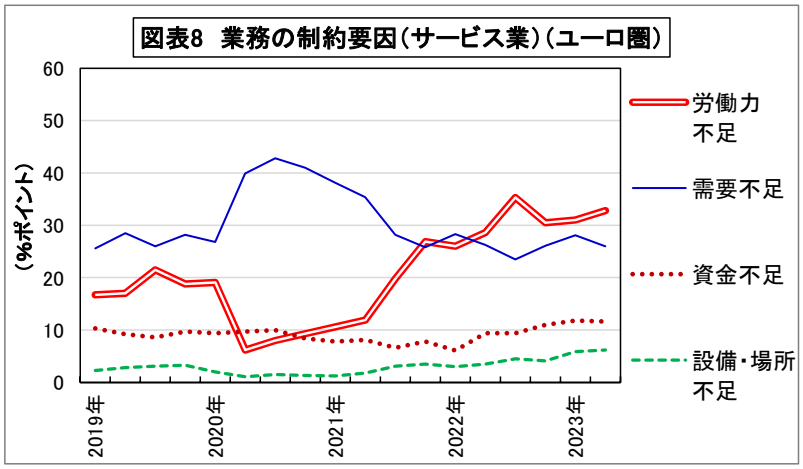
今後の第三期で考えられるのは、第一に、労働力不足に伴う賃金上昇の広がりが与える影響の拡大である。これは、①供給面において人件費の上昇分の転嫁がサービス業から製造業に波及するとともに、②需要面においても購買力の強まりを通じてインフレ圧力の上昇をもたらす、という供給と需要の双方での影響となる。

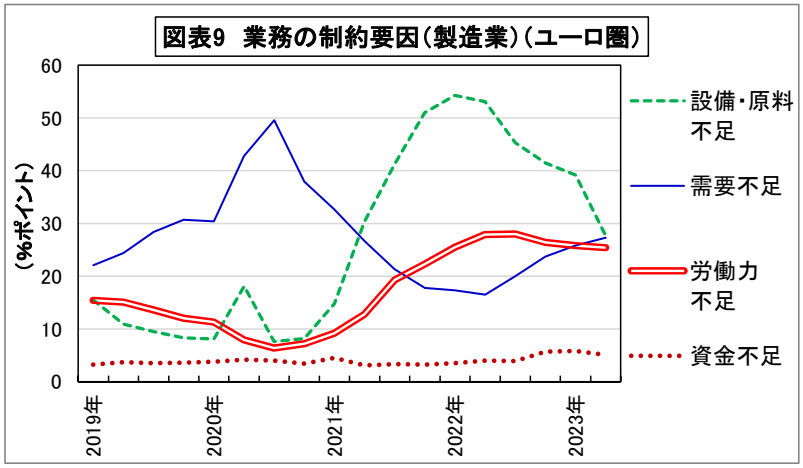
ユーロ圏では、失業率は歴史的な低水準にまで低下し雇用率についても同様に上昇している一方で、欧州委員会による業務の制約要因に関する調査ではサービス業のみならず製造業も含めて労働力不足が継続している実態がある（図表8、9）[注4]。このように労働力不足が続く要因としては、コロナ禍における熟練労働者の離職の増加や一般の労働者の労働時間の短縮などを通じて労働生産性が低下し、これが影響を及ぼしている可能性が考えられる。これを前提とすれば、労働市場の逼迫は構造的な問題として容易には軽減されず、賃金上昇による需給両面での物価上昇圧力が今後、さらに拡大する展開を想定する必要があるものと考えられる。

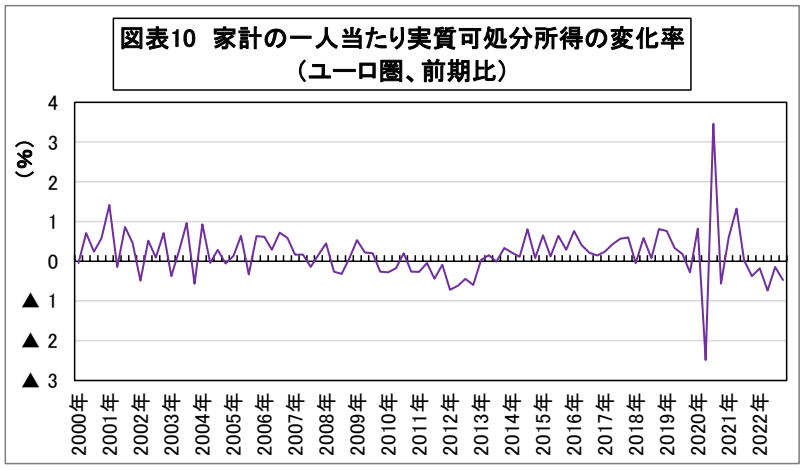
なお今のところ、需要面では実質可処分所得の回復は力強さに欠け消費には重荷となっているが、今後はこれが労働者の賃上げ

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます https://www.nochuri.co.jp/

要求の強まりに繋がる展開が見込まれる（図表 10、11）。また供給面でも、バケーションシーズンが本格化する欧州では労働力不足の拡大により賃金上昇が継続し、特にサービス価格の引き上げが促される可能性が考えられる（図表 12～15）。こうしたことからも、第三期へ移行する可能性は小さくはないものとみられる。

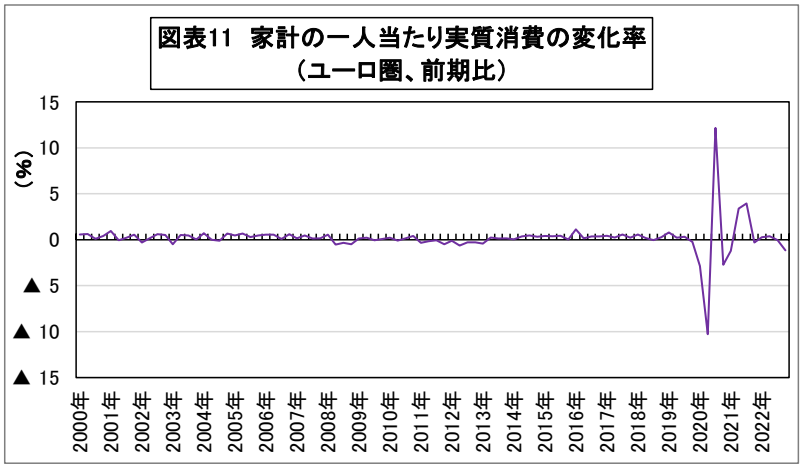


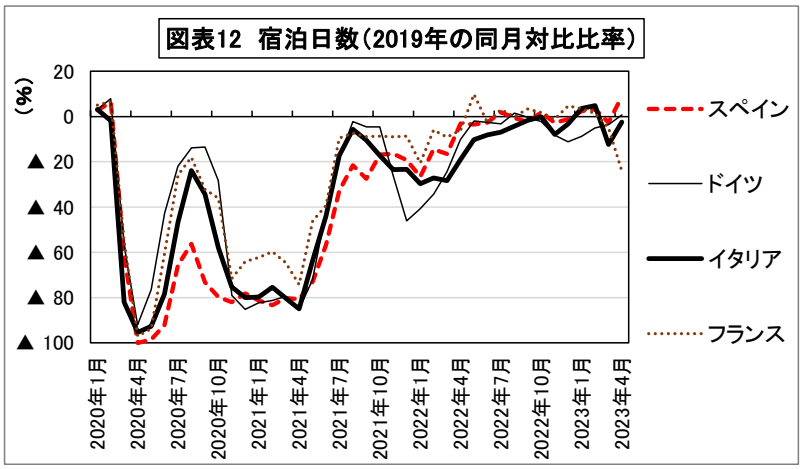


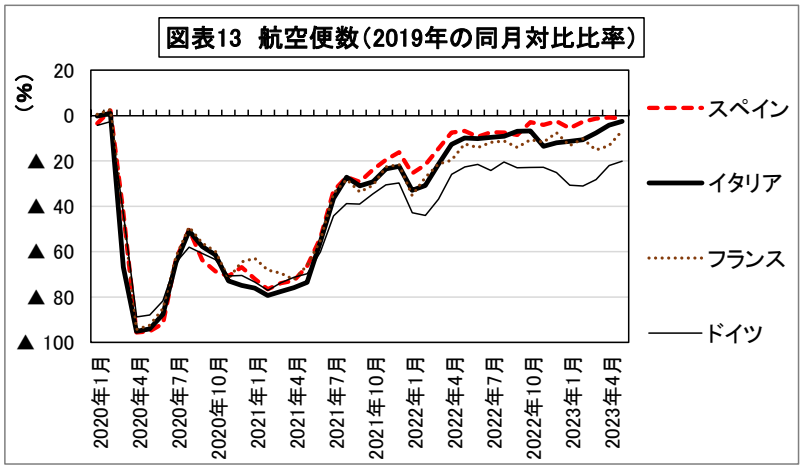


（資料）図表 8～10 は、Eurostat のデータから農中総研作成

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます







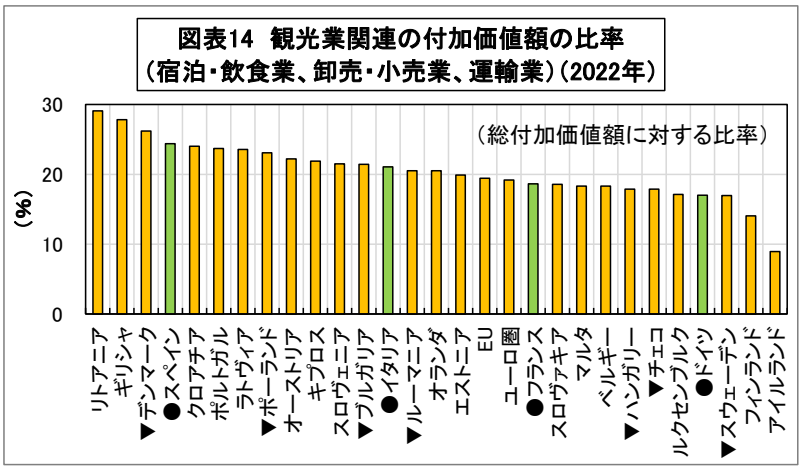
（資料）図表 11～13 は、Eurostat のデータから農中総研作成

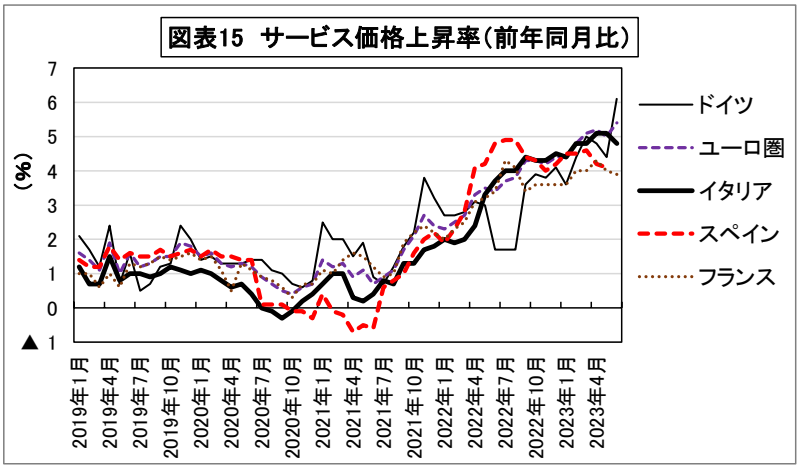
「強欲インフレ」も注視が必要に

第二は、供給面における「強欲インフレ」（greedflation）の可能性である。これは原材料等のコスト上昇を背景にして、企業がその負担増以上に製品価格を引き上げる動きである。ここで企業の利益率の推移を見ると足元ではスペインやイタリアなどで急速な拡大が認められるが、これが単にこれまでの利益率の落ち込みを補おうとする動きの結果であるのか、あるいはこれを越えて利

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

益の拡大を求める動きの反映であるのか、現時点では判断し難い（図表 16）。ただし「強欲インフレ」に至るためには堅実な需要がその前提条件となるが、相次ぐ危機を経たユーロ圏では今のところこの点では十分であるとは考えにくい。しかしその一方で、今後の賃上げ動向次第では需要面でも「強欲インフレ」を受け入れる素地が整う可能性も否定できず、引き続き注視が必要である。





（資料）図表 14、15 は、Eurostat のデータから農中総研作成
（注）図表 14 で、●はユーロ圏の四大国を、▼はユーロ圏未加入の EU 加盟国を示す。

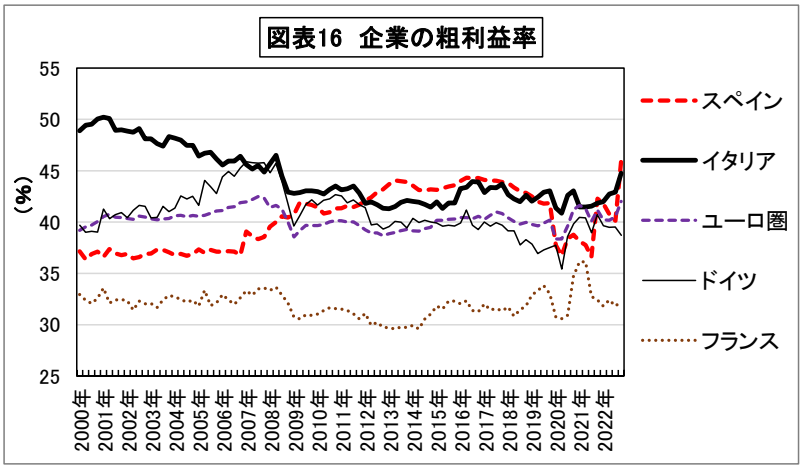
一層明確になる物価上昇率の下げ渋り

以上のように、ユーロ圏のインフレが今後は第三期へ移行する可能性は小さいものとは言えない。この第三期では供給面で人件費の上昇分のサービス価格や製品価格への転嫁について裾野が拡がるとともに、賃上げの進行に伴う内需の拡大も物価上昇要因として考慮に入れる必要が生じることになる。そして、こうした需要の回復を受けて、企業が利益率の拡大を図る新たな供給面の動きが生じ、「強欲インフレ」に繋がる可能性も否定はできない。これらの結果、ユーロ圏で物価上昇率の下げ渋りが一層明確になる

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

ことを想定する必要があるものと考えられる（図表 17）。

これを踏まえると、労働市場や賃金の動向に注意が必要であり現時点では利上げ停止の時期を見通すことはできないとするラガルド ECB 総裁の発言には、もっともな根拠があることになる。そして、こうしたラガルド総裁の発言からは、物価上昇は一時的な現象であるとして金融引き締め策への転換には慎重な姿勢を維持していた第一期の時点とは全く異なる、インフレファイターとしての ECB の強い決意を窺うことができる。



図表17　変質したユーロ圏のインフレ（まとめ）

＜もっぱら供給制約の強まりがインフレを主導した時期＞	
第一期 **（21年初～22年秋）**	・①気候変動対策の加速化、②新型コロナウイルスの感染拡大、③ロシアによるウクライナ侵攻、の同時進行 ・（供給面） 上記に伴う様々な供給制約の強まり
＜供給制約から供給面の他の材料にインフレ要因が変化した時期＞	
第二期 **（22年秋～現在）**	・（供給面） 供給制約が緩和 ・（供給面） 原材料費等のコスト転嫁（主に製造業） ・（供給面） 人件費のコスト転嫁（主にサービス業） ・全項目ベースの物価上昇率の減速 ・一方で、コアの上昇率の下げ渋りの強まり
＜需要面・供給面双方でインフレ要因が拡大する時期＞ **（今後、この期に移行する可能性）**	
第三期 **（現在～）**	・（供給面） 原材料費等のコスト転嫁の継続（製造業など） ・（供給面） 人件費のコスト転嫁（サービス業に加え製造業） ・（供給面）「強欲インフレ」の可能性 ・（需要面） 賃金上昇に伴う購買力の強まり ・物価上昇率の下げ渋りの一層の明確化

（資料）図表 16 は、Eurostat のデータから農中総研作成
図表 17 は、農中総研作成

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

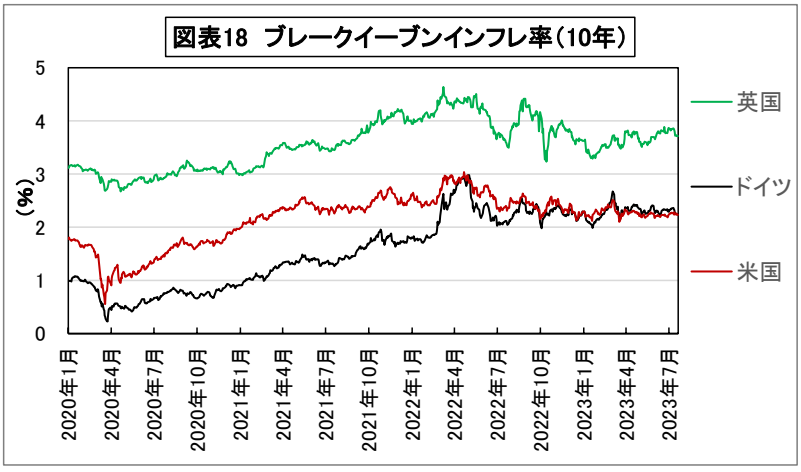
(2)　今後のユーロ圏の経済情勢

逆イールドの進行

さて、国債市場では、こうした ECB による引き締め姿勢の堅持を受けて、経済主体のインフレ期待は十分にアンカーされており、これが上放れる気配は認められない（図表 18）[注5]。しかし他方ではイールドカーブに逆イールドの進行が見られており、ここには先行きの景気情勢に対する市場の警戒感が反映しているものと捉えられる（図表 19）。一方で、ECB は 23 年 6 月に公表した経済予測では、ユーロ圏全体として、消費者物価上昇率は 23 年には前年比 5.4%に留まり、24 年に至ってようやく同 3.0%にまで低下すると見込んでいる。また実質 GDP 成長率は、23 年に前年比 0.9%、24 年には同 1.5%と予測している（図表 20）。

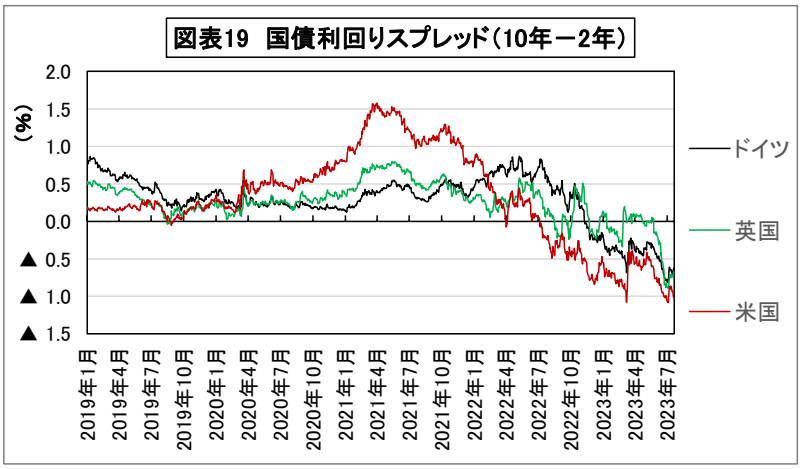
低成長が継続する可能性

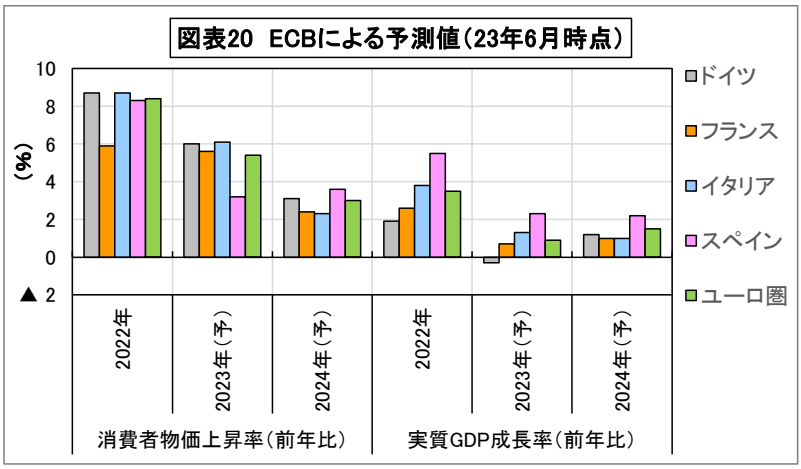
しかしながら ECB の引き締め姿勢堅持の下で、ユーロ圏がこれだけの成長率を確保できるかどうかは不確かな情勢である。特に製造業では、全般的には供給制約緩和の恩恵を受けるとはいうものの、エネルギー危機の下で上昇した製造コストの影響が残り国際的な競争力に陰りが生じている。加えて金融引き締めに伴う調達コストの上昇が、投資に対する負荷を増加させることになる。これに対し確かに労働市場は堅調であり、賃金上昇で消費が刺激される可能性がある。また、コロナ危機からの反動が続き、サービス消費は堅調さを維持することも期待できる。このため、経済全体としては大幅なリセッションへの落ち込みは回避されることが予想されるが、その場合にも先行き少なくとも 1 年程度の間は、ユーロ圏経済が年率で 0.5%を下回る低成長状態に置かれる可能性が大きいのではないかと考えられる。



（資料）Bloomberg のデータから農中総研作成

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます　https://www.nochuri.co.jp/





（資料）図表 19 は Bloomberg の、図表 20 は ECB の、各データから農中総研作成
（注）図表 20 の（予）は、ECB による予測値である。

世界的な成長減速がリスクシナリオ

しかも以上に加えて、ユーロ圏の経済成長のリスクシナリオとして、世界的な成長減速の可能性を認識する必要があるものとみられる。米国や中国、それに英国など、ユーロ圏と経済関係が密接である国々の成長鈍化は、ユーロ圏の経済成長の下振れリスクを強めることになる。

4. おわりに

中長期的に物価上昇を促す材料の存在

ユーロ圏ではこれまでに見た短期的な動向とは別に、構造的に物価を下支えし上昇を促す材料が存在しており、中長期的に物価上昇率の下げ渋りが見込まれる点にも注意を向ける必要があるものと考えられる。

その第一には、高齢化の進展がある。これは生産年齢人口の減少という形で供給量の低下に繋がると同時に消費への傾斜を強め、

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

過剰需要を通じた物価上昇の可能性を生じさせることになる。

第二は、世界経済のブロック化が進行する可能性である。世界経済は、東西間の冷戦の終結や中国の「世界の工場化」などを通じて生産コストの削減効果を享受してきた。しかし地政学的リスクの高まりで、この反転を考慮に入れる必要が生じている。

第三は、気候変動対策への取り組みの強化である。この過程で、企業は直接的に収益増加に結び付かない投資を強いられ、また耐用年数が残る既存資本の廃棄を迫られることとなる。これにより生産コストは上昇し、その製品価格への転嫁を通じて気候変動対策が物価上昇を促すことが考えられる。

これらに対して、物価上昇圧力を緩和する材料としては、技術革新などを通じた労働生産性の向上がある。しかしユーロ圏では、米国などとの対比でこの動きは活発とは言い難い状況にある。

今後も数年間にわたり注目点であり続けるインフレ

以上からユーロ圏では、中長期的にも消費者物価上昇率の下げ渋りが強まることが考えらえる。これに伴う影響として、ECB が消費者物価上昇率の目標値とする 2%の妥当性についての議論が活発化することも見込まれる。

この際、2%の目標値を維持する場合には景気に過度な負担を及ぼす懸念を伴う一方で、目標値を引き上げた場合には実質金利は低位で推移し、気候変動対策や情報技術化対応などで企業投資の拡充が重要な時期である現代においては追い風となることが考えられる。しかしその一方で、資産バブルを生じさせる可能性や、高物価環境下での低所得層や年金生活者の負担増などのマイナスの側面もあり、合意形成は容易ではないものとみられる。

このようにして、ユーロ圏では今後も数年間にわたり、インフレがマクロ経済の主要な注目点であり続けるものと考えられる。

(23.7.24 現在)

(注 1) ユーロ圏の 23 年第 1 四半期の実質 GDP 成長率(前期比)は、7 月 20 日に▲0.1%から 0.0%に改定された。22 年第 4 四半期の▲0.1%に続く 2 四半期連続のマイナス成長は回避され、リセッション入りを免れた。

(注 2) ドイツ経済の不調については、次を参照されたい。

・ 山口勝義「ドイツ経済の不調、ユーロ圏の重荷に～構造的な問題で回復には時間～」(『経済金融ウォッチ』23 年 7 月号所収)

(注 3) 図表 3 で、期待インフレ率としてはブレークイーブンインフレ率を使用した。これは物価連動債と固定利付債の利回りを等しくさせるレートであり、市場が織り込むインフレ予想にほぼ等しい。

(注 4) 図表 8、9 は、各項目について「該当する」と回答した企業の割合(%)から「該当しない」と回答した企業の割合(%)を差し引いた%ポイントである。

(注 5) ブレークイーブンインフレ率については、(注 3)のとおり。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます https://www.nochuri.co.jp/