

# 経済金融 ウォッチ

2023年11月号

|    |       |    |
|----|-------|----|
| 国内 | ..... | 1  |
| 米国 | ..... | 11 |
| 中国 | ..... | 18 |



## 物価高の影響から景気回復テンポは緩慢なまま

### ～ 政府は過去 2 年分の税込増を国民に還元する方針～

南 武志

#### 要旨

円安を背景とした堅調なインバウンド需要や自動車の挽回生産などが国内景気を牽引している。一方で、物価高による実質所得減の影響で消費全体の勢いは鈍いままである。また、世界経済の減速によって、自動車以外の輸出は停滞気味であり、設備投資も弱含んでいる。こうした中、岸田首相はコストカット型経済からの完全脱却を目指す方針を示しており、政府は 11 月初旬までに物価高対策の延長や減税・現金給付などを柱とする経済対策を取りまとめる予定である。

日銀の金融政策については、10 月の金融政策決定会合を控えて YCC 運用の再修正に関する思惑が高まっており、10 年ぶりの水準まで長期金利が上昇している。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

| 年／月<br>項 目        |              | 2024年       |              |              |              |              |
|-------------------|--------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                   |              | 10月<br>(実績) | 12月<br>(予想)  | 3月<br>(予想)   | 6月<br>(予想)   | 9月<br>(予想)   |
| 無担保コール翌日物 (%)     |              | -0.018      | -0.10～0.00   | -0.10～0.00   | -0.10～0.00   | -0.10～0.00   |
| TIBORユーロ円(3M) (%) |              | 0.0240      | -0.05～0.05   | -0.05～0.05   | -0.05～0.10   | -0.05～0.10   |
| 国債利回り             | 20年債 (%)     | 1.625       | 1.50～1.80    | 1.50～1.80    | 1.55～1.85    | 1.55～1.85    |
|                   | 10年債 (%)     | 0.850       | 0.60～1.00    | 0.60～1.00    | 0.65～1.05    | 0.65～1.05    |
|                   | 5年債 (%)      | 0.355       | 0.25～0.55    | 0.25～0.55    | 0.25～0.55    | 0.25～0.60    |
| 為替レート             | 対ドル (円/ドル)   | 149.9       | 135～155      | 130～150      | 125～145      | 125～145      |
|                   | 対ユーロ (円/ユーロ) | 158.7       | 145～165      | 145～165      | 140～160      | 140～160      |
| 日経平均株価 (円)        |              | 31,269      | 29,500±3,000 | 29,500±3,000 | 30,000±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)

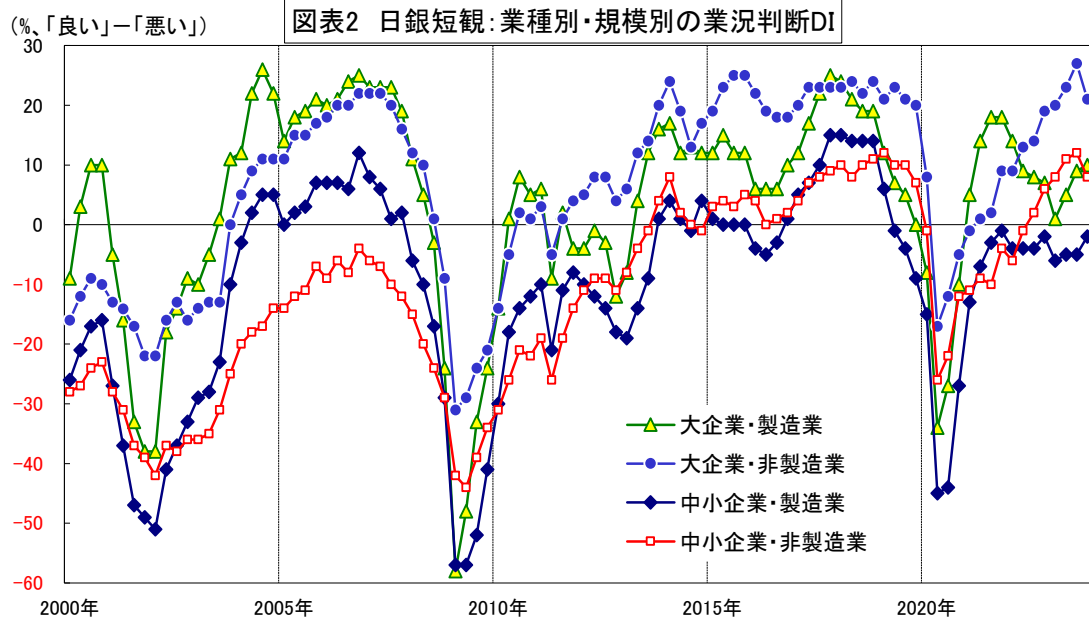
(注) 実績は2023年10月25日時点。予想値は各月末時点。国債利回りはいずれも新発債。

#### 「供給力の強化」と 「国民への還元」を車 の両輪とする総合経 済対策を 11 月初旬に 取りまとめる方針

10 月 20 日に召集された第 212 回臨時国会における所信表明演説(23 日)で、岸田首相は「コストカット型経済からの完全脱却に向け、思い切った供給力の強化を 3 年程度集中的に講じていく」と述べ、変革を力強く進める「供給力の強化」と不安定な足元を固め、物価高を乗り越える「国民への還元」の 2 つを車の両輪として総合経済対策を取りまとめ、速やかに実行する方針を示した。具体案として、現行のガソリン補給金や電気・ガス料金の負担軽減策を 24 年 4 月まで延長するほか、所得税や住民税の定額減税、住民税の非課税世帯に対する現金給付といった案が報じられている。現時点では減税と低所得世帯への給付の総額として 5 兆円規模という数字が取り沙汰されている。26 日に開催される政府与党政策懇談会において、岸田首相

が「国民への還元」の具体策検討を正式に指示することとなっている。

11月2日には総合経済対策が閣議決定される予定だが、実際に家計に減税分が支給されるのは来年6月頃と見られ、物価高への対応策としてやや遅すぎるように思われる。また、少子化対策、防衛費増額など近い将来の歳出圧力が極めて高い中、その財源について明確な方針が示されていないほか、巨額の政府債務を抱えているにもかかわらず、バラマキ的な政策運営を行うことに対して批判は少なくない。



(資料) 日本銀行 (注) 各系列の最後の値は直近調査時点での先行き予想値。

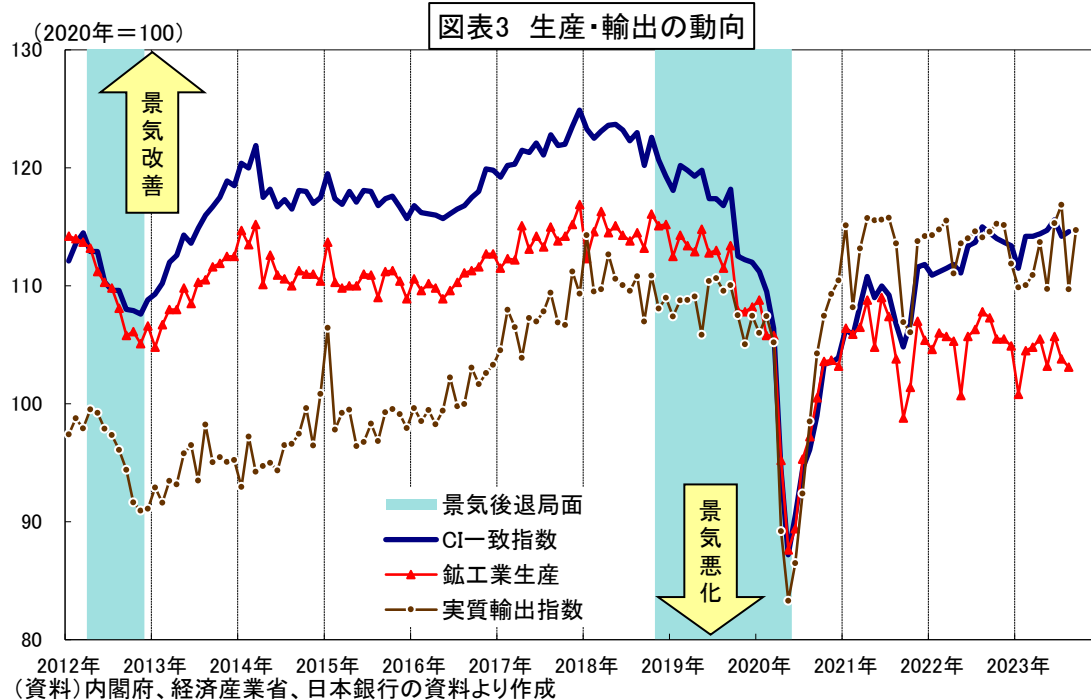
### 企業の景況感は改善

歴史的な円安、輸入インフレの鎮静化による交易条件の改善、半導体不足の解消に伴う自動車の挽回生産、さらには訪日外国人の急増によるインバウンド需要の好調などもあり、企業経営者のマインドは概ね底堅い。日銀短観9月調査によれば、大企業・製造業の業況判断DIは9と前回6月調査(5)から+4ポイントの改善(2期連続)となった。業種別には資本財関連で悪化したものの、木材・木製品、石油・石炭製品、窯業・土石製品、食料品で大きく改善した。また、同・非製造業の業況判断DIは27と、前回6月調査(23)から+4ポイントと6期連続の改善、かつバブル期に次ぐ水準まで高まった。

23年度の売上・収益計画については、全規模・全産業ベースで増収減益見通しが踏襲されたが、設備投資計画は小幅ながらも上方修正されるなど、設備投資意欲は底堅いといえる(GDP

統計上の民間企業設備投資に近い、ソフトウェア・研究開発を含み、土地投資額を除くベースで前年度比 13.3%)。

さらに、雇用人員、資本設備に関する不足感がじわりと高まっていることも確認できた。



### 景気回復は継続しているが、その勢いは緩慢なまま

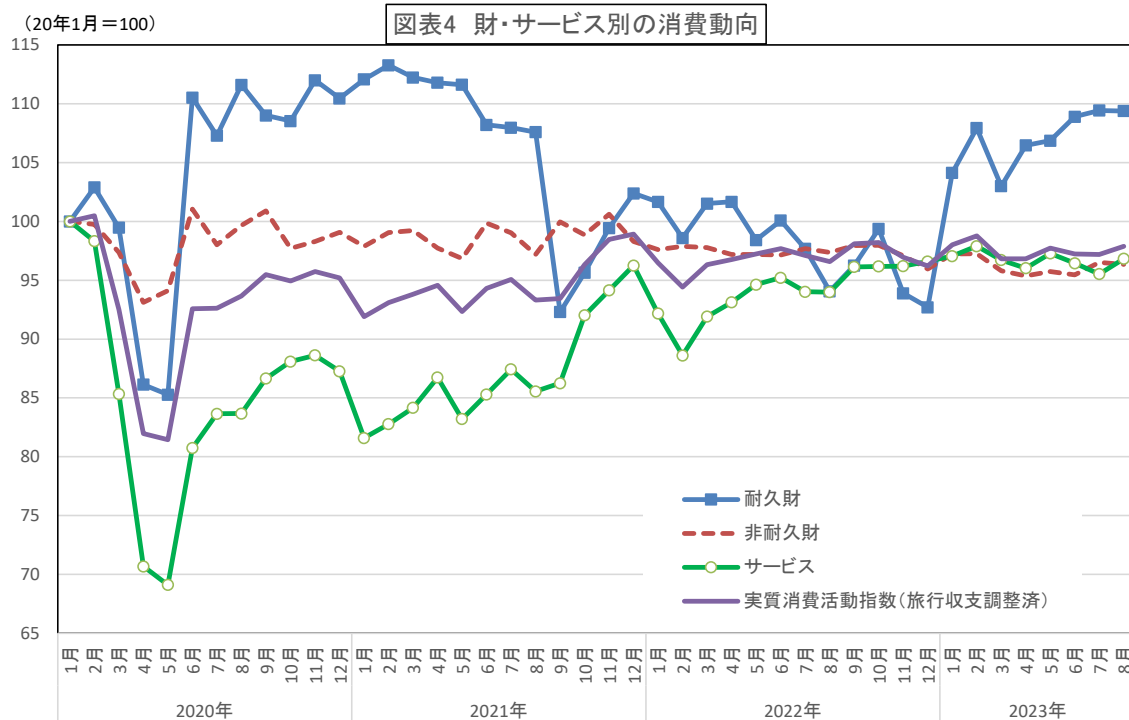
以下、足元の国内景気動向について確認したい。基本的には、相変わらず「自動車の挽回生産」や「インバウンド需要」が景気牽引役である半面、物価高の影響で消費回復のテンポは鈍いまま、といった状況も続いている。

まず、景気動向指数を確認すると、8月のCI一致指数は前月から+0.4ポイントの改善（2か月ぶり）だったが、大幅低下した7月分（同▲1.4ポイント）からのリバウンドとしては物足りなかった。また、「景気を把握する新しい指数（一致指数）」の8月分は前月から▲0.3ポイントの悪化（5ヶ月ぶり）であった。また、景気ウォッチャー調査（9月）によれば、上述の日銀短観とは裏腹に、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を再び割り込んでいる。

輸出関連については、9月分では前月の落ち込みからの反動がみられ、実質輸出指数（日本銀行試算）は前月比4.6%と2か月ぶりのプラスだったが、8月の落ち込み分を取り戻すことはできなかった。依然として欧米向けの自動車輸出は堅調であるが、世界的な半導体不況の影響から情報関連財は軟調に推移し

ている。

さらに、設備投資計画は堅調であるにもかかわらず、実際の設備投資は足元で動きが鈍い。8月の機械受注（船舶・電力を除く民需）は前月比▲0.5%と2か月連続の減少だったほか、鉱工業統計・資本財出荷（除く輸送機械、国内向け）は同1.5%と3か月ぶりに上昇したが、減少基調からは脱していない。



(資料)日本銀行「消費活動指数」

## 消費動向に全般的に鈍い

消費関連指標をみると、足元の消費者マインドは再び悪化傾向となっている。9月の消費動向調査・消費者態度指数は2か月連続の悪化で、23年度入り後の最低値となった。一方、コロナ5類移行後で初の夏休みとなったこともあり、国内消費にも持ち直しが散見された。8月の実質消費活動指数（旅行収支調整済、日本銀行）は前月比0.7%、そのうちサービスも同1.4%と、いずれも3か月ぶりの上昇だった。しかし、直近ピークの23年1～2月の水準には届かず、回復力が鈍いことも確かである。このように消費回復が遅れている背景には、物価高によって実質所得が目減りが続いていることが指摘できる。8月の毎月勤労統計によれば、現金給与総額は前年比0.8%と上昇傾向にあるが、消費者物価の高止まりによって実質賃金は前年比▲2.8%と17か月連続で減少しており、消費回復の足枷となっている。

## 経済見通し：23 年度後半の国内景気は足踏み

世界に目を向けると、ロシアとウクライナの戦争は泥沼化しているほか、二大大国である米中間の摩擦は年々激化しており、国際社会は分断の方向にある。こうした中、10月7日にはパレスチナ暫定自治区のガザ地区を実効支配するイスラム組織ハマスがイスラエルを大規模攻撃したことを契機に、中東情勢が一気に緊張を高めた。近くイスラエル軍によるガザ地区侵攻が始まるとみられており、世界経済の先行きにも暗雲が漂いつつある。

以下、先行きの国内景気を展望したい。足元7～9月期は、インバウンド需要が底堅く推移したほか、4年ぶりに行動制限のない夏休みとなったことでコロナ禍により落ち込んだサービス消費も多少の持ち直しがみられた。しかし、物価高による実質所得の減少が続いており、民間消費は悪化した4～6月期からのリバウンドは鈍かったとみられる。また、世界経済の減速傾向により輸出も伸び悩んだと思われる。以上から、経済成長率は堅調だった4～6月期（前期比1.2%）から急ブレーキがかかった可能性が高い。

23年度下期についても欧米経済の減速が本格化するほか、中国経済も低調さが残るとみられ、輸出・生産活動はその影響を受けるだろう。消費者物価は後述の通り、徐々に鈍化していくものの、賃金上昇率よりも高い状態が続くため、民間消費は盛り上がりを欠いた動きが予想される。その結果、23年度後半にかけても国内景気は足踏みが続くだろう。

## 物価動向：緩やかに鈍化

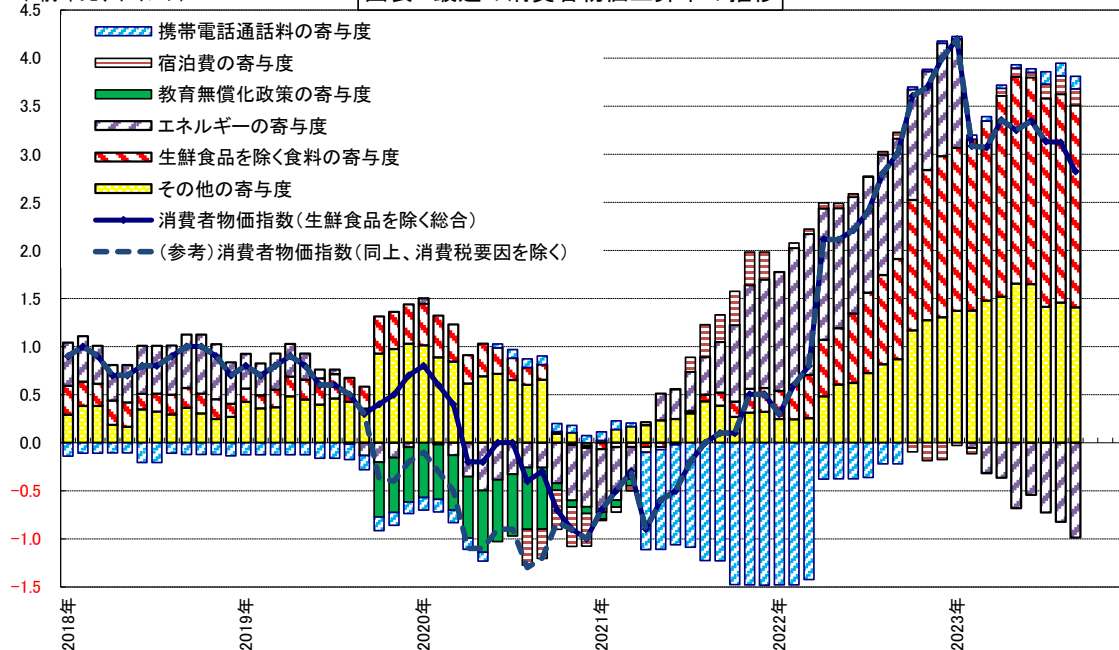
9月の全国消費者物価（生鮮食品を除く総合、以下コアCPI）は前年比2.8%と、13か月ぶりに3%台割れとなった。政府の物価高対策によってエネルギーの下落率が拡大（前年比▲11.7%）したほか、高騰していた食料（除く生鮮食品）も上昇率が小幅ながらも縮小した（同8.9%と6か月ぶりの9%割れ）ことが確認できる。また、「生鮮食品及びエネルギーを除く総合」も同4.2%と、コアCPIと同様、鈍化が見られた。とはいえ、日銀が試算する「刈込平均値（同4.3%）」、「加重平均中央値（同2.0%）」はいずれも上昇率が高まるなど、物価の基調は依然高止まり状態であることを示す内容といえる。

先行きについては、少なくとも24年4月までは物価高対策が継続される方針であることから、23年度下期にかけてエネルギーが再び物価を押上げる可能性は薄いだろう。また、輸入物

価の下落や需要の鈍さなどもあり、今後は食料、日用品などの値上げ圧力が徐々に弱まるとみられる。そのため、23年度末にかけて物価上昇率は2%に向けて緩やかながらも鈍化すると予想される。

(%前年比、ポイント)

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：大規模緩和の枠組みは当面維持

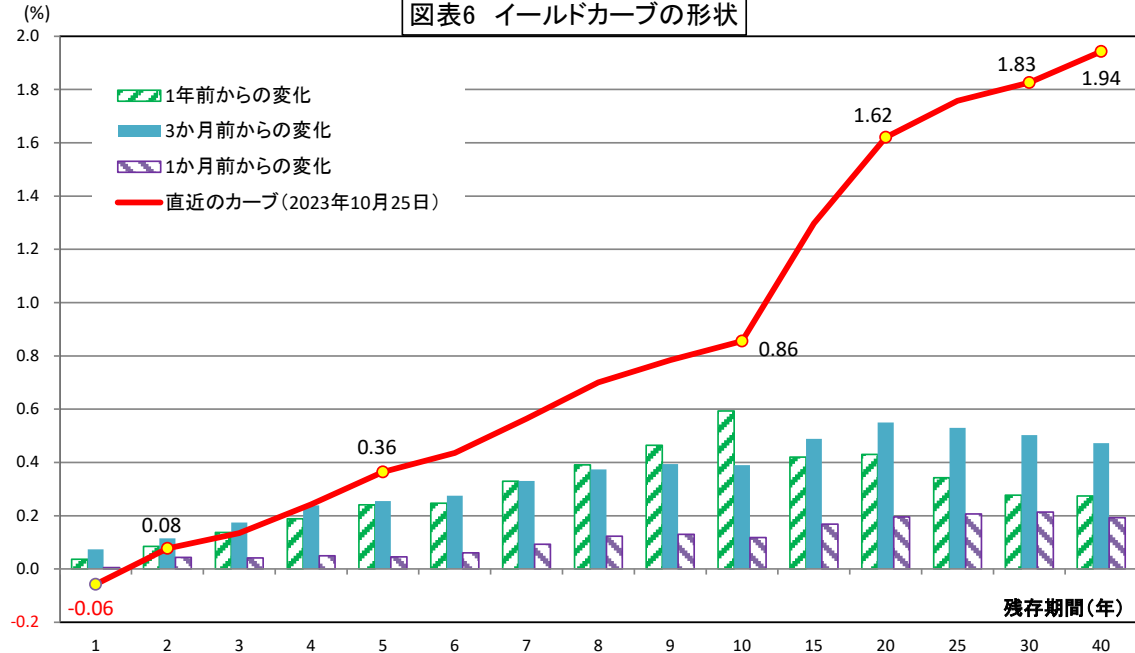
10月30～31日に開催予定の金融政策決定会合を控え、金融政策運営の再修正が行われるとの思惑が高まっている。最近の円安や原油高などもあり、10月31日に公表予定の展望レポートでは、23、24年度物価見通しが上方修正されとの観測が浮上、特に24年度は2%台になるとの見方が強く、そうしたことが政策修正の思惑の背景にあるようだ。なお、仮に展望レポートの24年度物価見通し2%台になったとしても、25年度見通しが2%割れのままであれば、2%の物価目標を安定的・持続的に実現したと見做すことはできないと思われる。

ちなみに、植田総裁は9月下旬の講演・記者会見で「物価の目標2%を持続的・安定的に、という目標を下側で達成できないことの問題の方が逆よりも大きいと一貫して考えており、それ故に粘り強い金融緩和を続けている」と述べている。2%の物価目標の実現可能性が十分高まるまで、日銀が政策正常化を進める可能性は薄そうだ。

以上を踏まえると、政策正常化に向けた議論は24年春闘でも「賃上げの機運」が続き、先行き賃金・物価の相乗的な上昇

基調が強まっていくかを見定めてから、との従来の方見方を変更する必要はないだろう。

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

### 長期金利は10年ぶり水準まで上昇

米国の金融引き締めが長期化するとの方見方が一層強まり、米国長期金利が16年3か月ぶりに5%台まで上昇する中、国内金利にも上昇圧力がかかった。ドル円レートも一時150円台となった半面、国内株価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

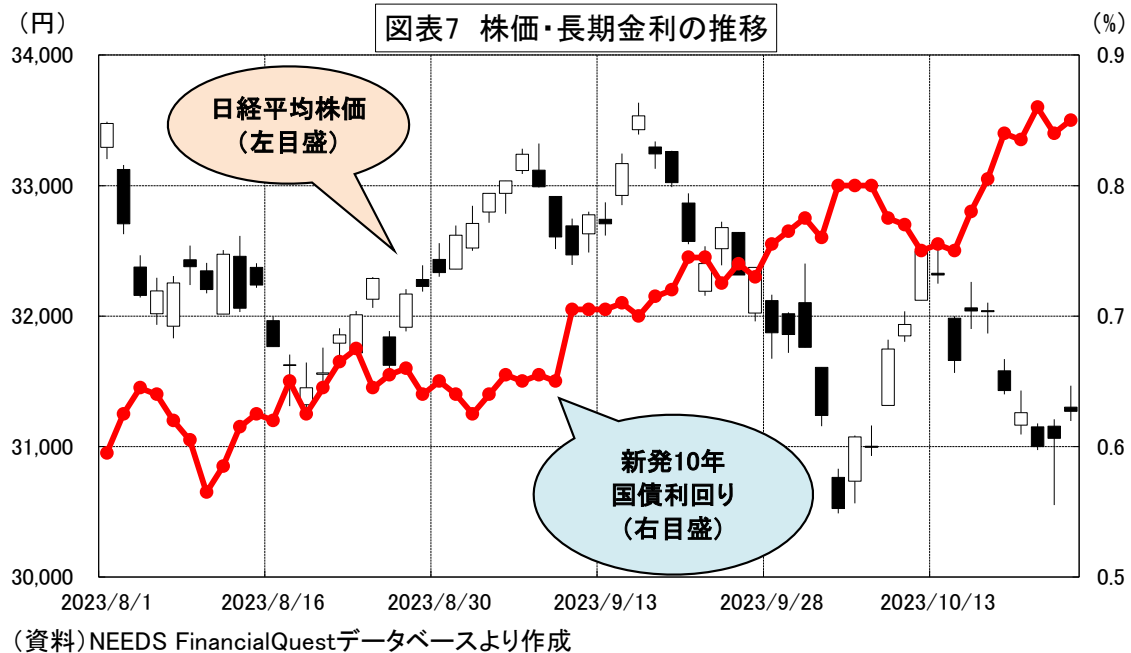
7月の金融政策決定会合でYCC運用の柔軟化が決定され、長期金利（新発10年物国債利回り）は1%程度までの上昇が許容された。それを受けて、長期金利は水準を切り上げたが、日銀は大規模緩和の枠組みを当面継続するとの方針を明確に示したこと、さらには金利急騰を招かぬよう弾力的な国債買入れをする方針が伝えられたこと等もあり、長期金利は一気に1%程度まで上昇することはなく、9月上旬にかけては概ね0.6%台での展開となった。

しかし、9月の金融政策決定会合を前にマイナス金利の解除の思惑が高まり、金利利上昇圧力が高まり、10年金利は0.7%台へ上昇した。さらに、海外からの金利上昇圧力が波及するなか、10月の決定会合で物価見通しが上方修正される可能性を根拠に政策修正観測が浮上し、長期金利は0.8%台乗せとなった。

## 先行き、金利低下に転じる可能性も

25日には長期金利は0.865%まで上昇、13年7月以来の水準となっている。上限に設定した1%に徐々に接近する動きを見せていることに対し、日銀は10月に入り、臨時の国債買い入れオペ（4日、18日、24日）に加え、5年物の共通担保資金供給オペ（10月）を実施、金利上昇を抑制する姿勢を見せている。

前述の通り、植田総裁らは現行の大規模緩和を粘り強く継続する姿勢を改めて示している。そのため、日銀は現行のYCC運用方針をしばらく継続するとみられ、長期金利が上限の1%まで上昇する事態となれば、「力づく」で抑え込むものと思われる。一方、欧米経済において金融引き締め効果によって景気減速懸念が高まれば、再び早期利下げ期待が浮上し、金利低下圧力が再び強まることもあり得るだろう。



## 世界経済の減速懸念から上値の重い展開に

### ② 株式市場

6月中旬にかけて日経平均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円台まで上昇した。その後は高値警戒感から利益確定売りが出て下落に転じたが、米国の金融引き締めが長期にわたることへの懸念や中国経済の悪化懸念などもあり、上値の重い展開が続いた。9月中旬にかけては再び33,000円台を回復したものの、10月上旬には30,500円台まで下落した。その後も米国の金利先高観や中東情勢の緊迫化などもあり、国内株価は調整色の強い展開が続いている。

年後半にかけては世界経済の減速が本格化するとみられ、国

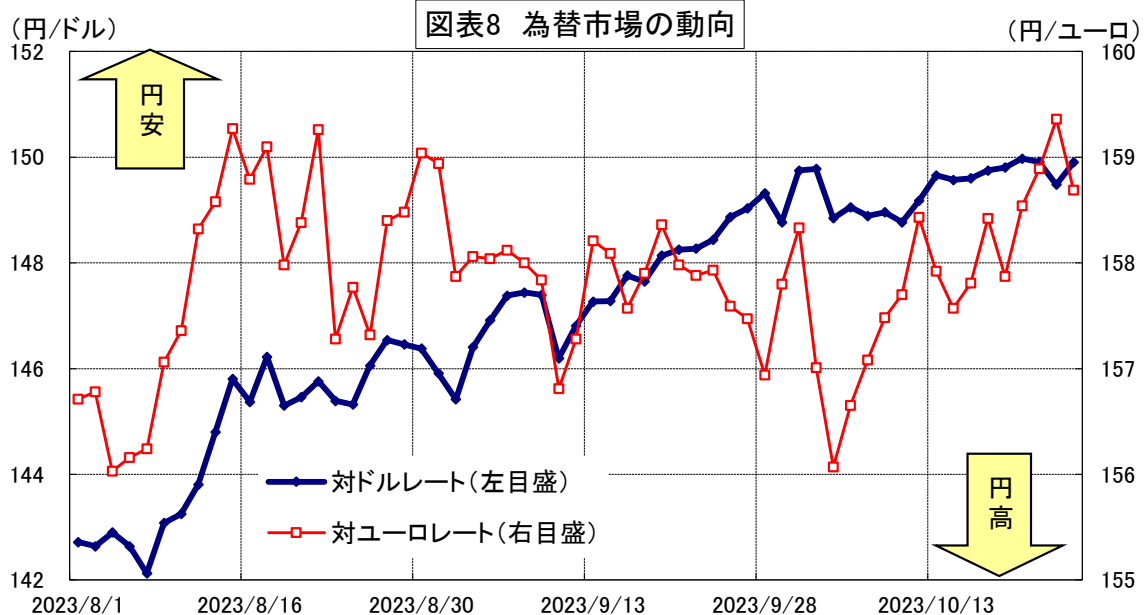
## しばらく円安状態が続くと予想

内にもその影響が波及する可能性が高い。日銀短観などのビジネスサーベイでは 23 年度の企業業績は減益予想となっていることから、年度下期にかけても引き続き上値の重い展開が予想される。

### ③ 外国為替市場

外国為替市場では、ドル円レートが一時 1 ドル＝150 円台となるなど、円安圧力が高い状態が続いている。市場では引き続き内外の金融政策の方向性の違いに注目しており、日銀の政策修正の思惑が根強いものの、米国の金融引き締めが想定よりも長期化し、利下げ転換時期が後ずれするとの見方が徐々に強まっている影響を受けている。しかし、1 ドル＝150 円前後では財務省による為替介入への警戒もあるほか、米国の金利上昇圧力が一服したこともあり、更なる円安進行は食い止められている。

先行きについては、日銀が当面は大規模緩和を続ける半面、米国では年内もう一段の利上げが見込まれるなど、日米金利差はまだ拡大する可能性を踏まえれば、円安状態はしばらく継続する可能性がある。しかし、米国で金融引き締め効果が強まり、景気減速・物価鈍化が明確になってくれば、再び利下げ転換への期待が浮上すると思われる。そのため、円安が一方向的に進行する事態は想定しづらい。24 年入り後には円高方向への転換が始まることもありうるだろう。



## 対ユーロは円安気 味に推移

一方、対ユーロレートは、10月上旬に1ユーロ＝156円台まで円高方向に推移した後、直近は一時159円台までユーロ高方向に戻している。ユーロ圏の景気後退懸念が高まる中、欧州中央銀行（ECB）は10月の定例理事会で政策金利を据え置くと見られるが、インフレ長期化への警戒は続いており、早急な利下げ転換には慎重な姿勢を示している。今しばらくは対ユーロでは現状水準でのみ合いが続くと予想する。

(23.10.25 現在)

## 労働市場とインフレ率の緩やかな抑制が継続

～下院議長不在期間は 22 日に及んだ～

佐古 佳史

### 要旨

政府機関閉鎖を回避するためのつなぎ予算は可決されたものの、共和党強硬派の動議からマッカーシー下院議長の解任へ至り、10月3日以降は下院議長の空席が続いた。25日にジョンソン議員が選出され、下院議長の空席は解消された。

米国経済は、これまでの利上げの効果から、労働市場とインフレ率が緩やかに抑制されつつあり、次回のFOMC(10月31日、11月1日)では政策金利は据え置かれる見込みである。

### つなぎ予算の可決から下院議長の解任へ

米上下両院は9月30日、11月半ばでのつなぎ予算を可決し政府機関閉鎖は回避された。下院では、マッカーシー下院議長(共和党)が民主党と協力して共和党強硬派の主張を退けた形となり、つなぎ予算を支持した民主党議員は209人に対して、共和党議員は126人にとどまった。その後10月3日には、共和党強硬派のゲーツ議員が提出したマッカーシー下院議長の解任動議が216(民主党208、共和党8)対210で可決され、史上初めて下院議長が解任されることとなった。その後は、共和党内の混乱から下院議長不在が続いた。一連の混乱の背景としては、1人からでも解任動議を採決できるように制度変更されたため、両党の議席数が拮抗している中で共和党強硬派の主張が通りやすくなったことが考えられる。また、マッカーシー下院議長が共和党の独立性を確保するために、自身の解任動議をめぐり民主党と手を組まなかったことも、今回の結果につながったといえるだろう。

こうしたなか、25日はトランプ前大統領に近いと目される共和党のジョンソン議員が下院議長に選出され、今回の混乱は一段落となった。

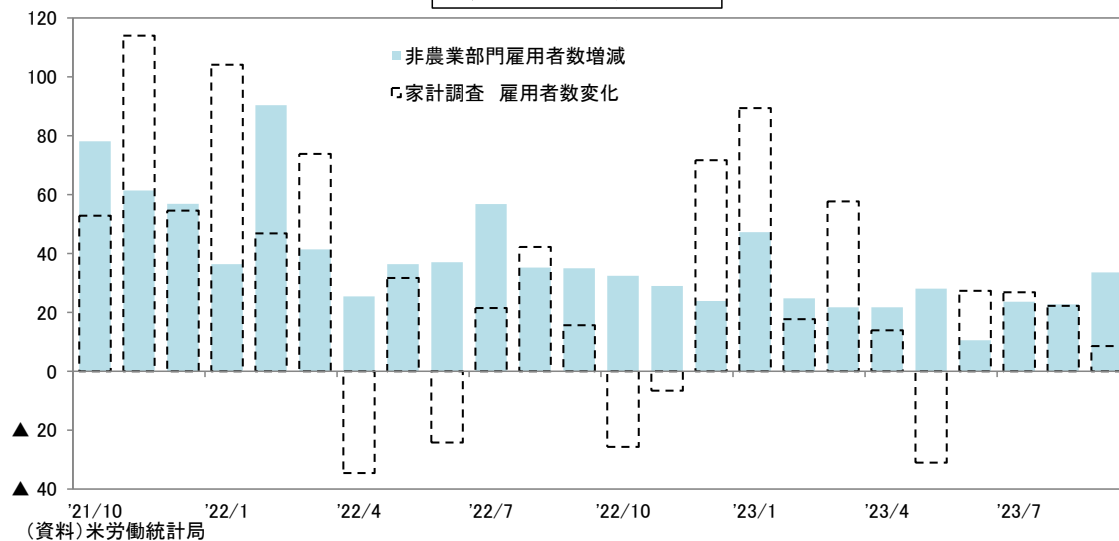
### 利上げによる下押し圧力が継続

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確認できる。

9月の雇用統計を確認すると、非農業部門雇用者数は8月から33.6万人増(事業所調査)となったものの、家計調査では同8.6万人増にとどまった。失業率は変わらずの3.8%、平均時給は前年比で4.2%、前月比は0.2%となった。

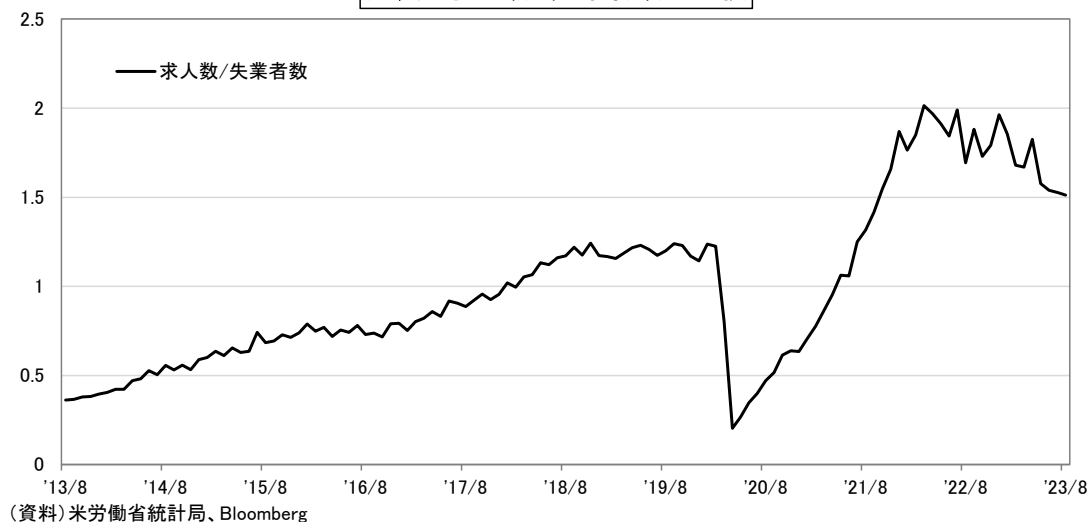
(万人、前月差)

図表1 雇用者数の伸び



8月の求人労働異動調査によると、求人率は5.8%へ上昇、自発的な離職率は変わらずの2.3%となった。求人数と失業者数の比率をみると、8月は職を選ばなければ1人の失業者に対して1.51倍の求人が確認されるが、22年3月のピーク(2.01倍)からは低下基調が続いている。全体としてみれば、労働市場のひっ迫度合い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2 求人数と失業者数の比較



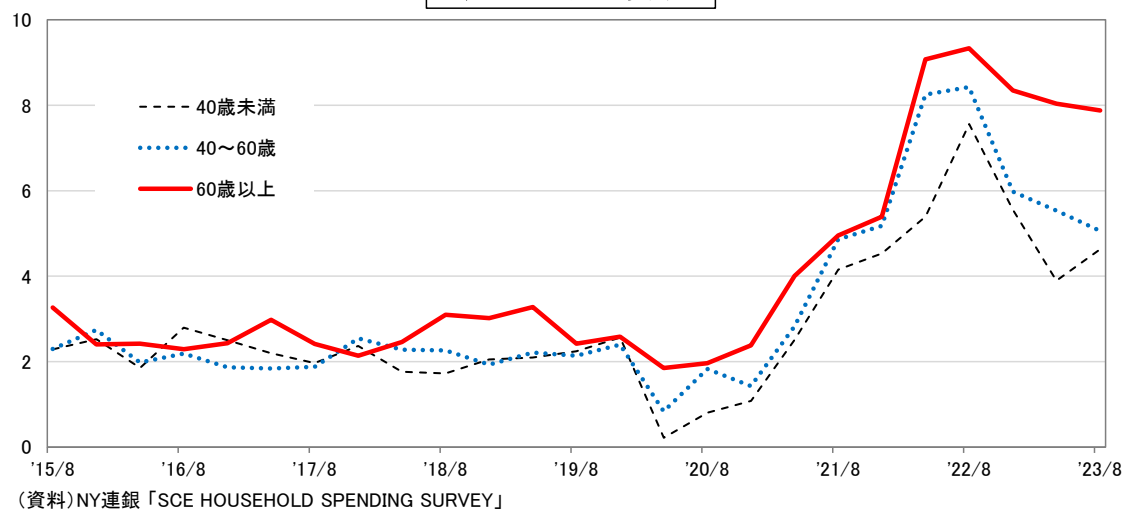
個人消費をみると、8月の実質個人消費支出は、財消費は前月比▲0.2%と5か月ぶりに減少、サービス消費は同0.2%と4か月連続での増加となり、全体としては同0.1%と小幅な増加にとどまった。また、9月の小売売上高は同0.7%の大幅増となり、実質値でも同0.3%程度の増加と考えられる。全体としてみれば、利上

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るが、想定以上に底堅さも維持されている。こうした背景としては、高齢者の消費が堅調な点も一因として挙げられそうだ（図表3）。

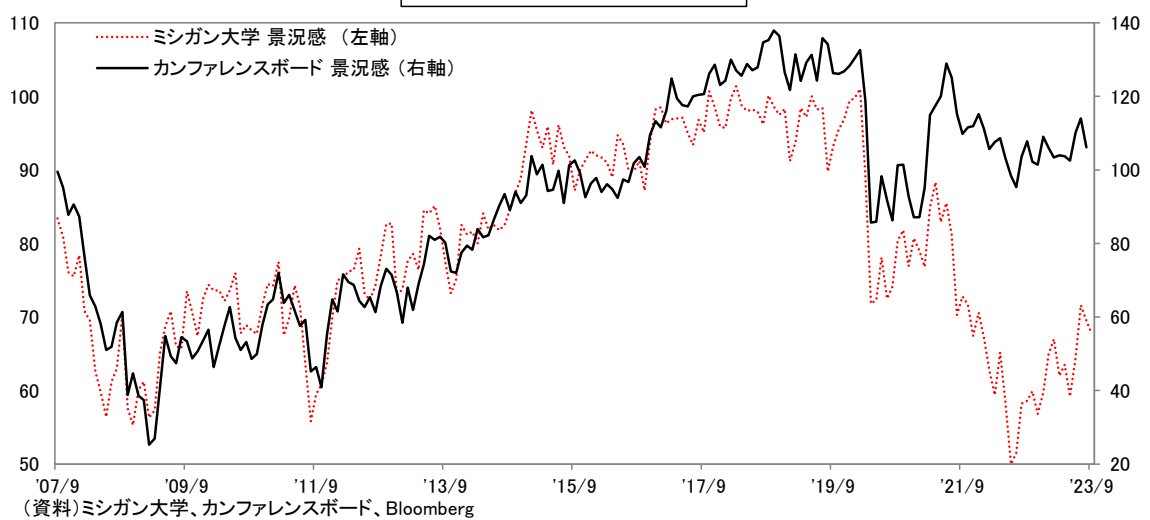
10月のミシガン大学消費者マインド指数（速報値）は、インフレ率の見通しや個人の資金繰りの見通しが悪化したことなどから、9月から7%低下した。また、1年先と長期の期待インフレ率はそれぞれ3.8%、3.0%といずれも前月から上昇した点も報告された。

（名目、前年比％）

図表3 年齢別消費動向



図表4 消費者景況感の推移



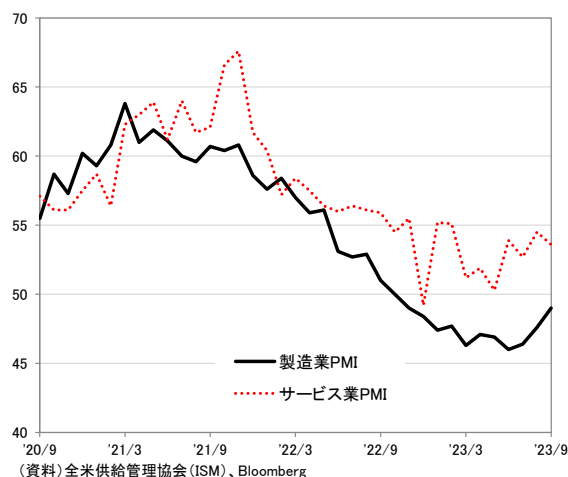
### サービス業の堅調さが続く ISM 指数

ISM 指数を確認すると、9月のISM製造業指数（製造業 PMI）は前月から1.4ポイント上昇の49.0%となったものの11か月連続で縮小傾向を示している。他方で、サービス業指数（サービス業 PMI）は同▲0.9ポイント上昇の53.6%と、判断基準の50%を9か

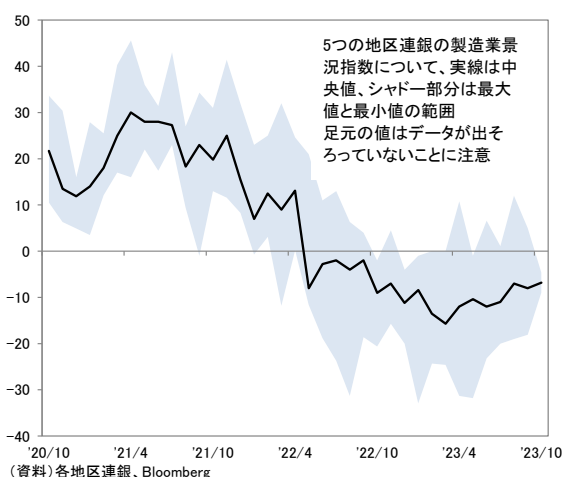
月連続で上回り拡大傾向を保っていると判断できる。

製造業 PMI の価格指数は 43.8% と判断基準となる 50% を 5 か月連続で下回っていることから、製造業ではインフレ率の抑制が継続していることが示唆された。一方で、サービス業 PMI の価格指数は 76 か月連続で上昇傾向を示しており、製造業とサービス業でまちまちな動きが続いている。

図表5 ISM景況感指数の推移



図表6 地区連銀製造業景況指数

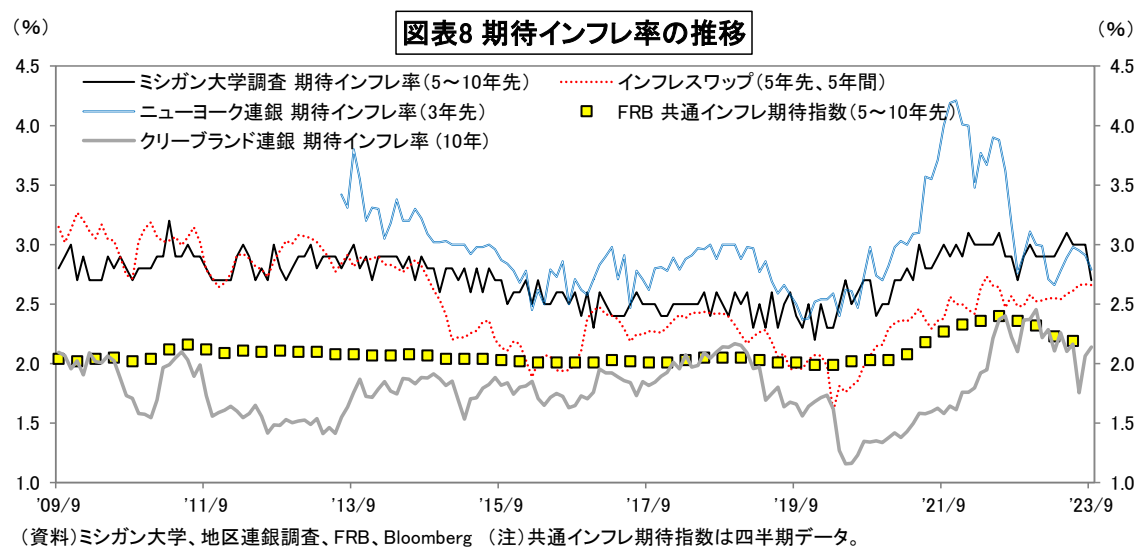
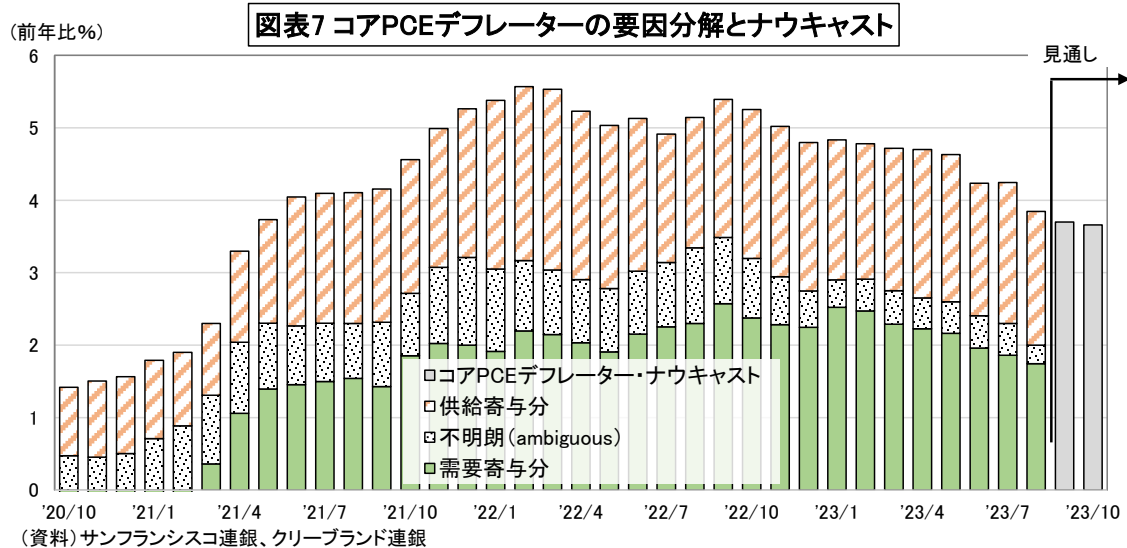


## 8、9月のCPIは やや高め

インフレ率をみると、8月のコアPCEデフレーターは前年比3.9%、ダラス連銀が公表する刈り込み平均PCEデフレーターも同3.9%と高止まりしているものの、緩やかに鈍化している。また、サンフランシスコ連銀による要因分解をみると、需要要因の抑制もペースは緩やかながら進展しているといえるだろう。

9月の消費者物価指数(CPI)総合は原油価格の上昇が継続したこともあり、前月比0.4%と8月の同0.6%に続き高い伸びとなった。コアCPIも同0.3%と6、7月の同0.2%から加速し、これまでの鈍化傾向が一時停止しており、(PCEデフレーターで計った)前年比2%物価目標と比べると、インフレ率はやや高いと思われる。なお、足元の期待インフレ率はコロナ禍以前と比べるとわずかに高いものの安定しているといえる。

足元のインフレ率はやや高いものの、追加利上げをする必要性が差し迫っているわけではなさそうだ。現時点では、FRBが追加的な経済データを確認する余裕があると思われるため、次回のFOMC(10月31日、11月1日)では政策金利は据え置かれると予想される。



**景気の先行き：  
大幅な景気後退  
を避けつつ 2%  
物価目標への回  
帰を目指す動き**

足元のインフレ率は FRB の目標値である前年比 2%の倍程度と高止まりしていることや、賃金上昇率も物価目標と整合的な水準を 1%ポイント以上上回っていると考えられることから、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。現在の政策金利水準 (5.25～5.50%) が十分に引き締めの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たと考えられることなどから、これまで金融引き締め効果が出づら環境が続いてきた。

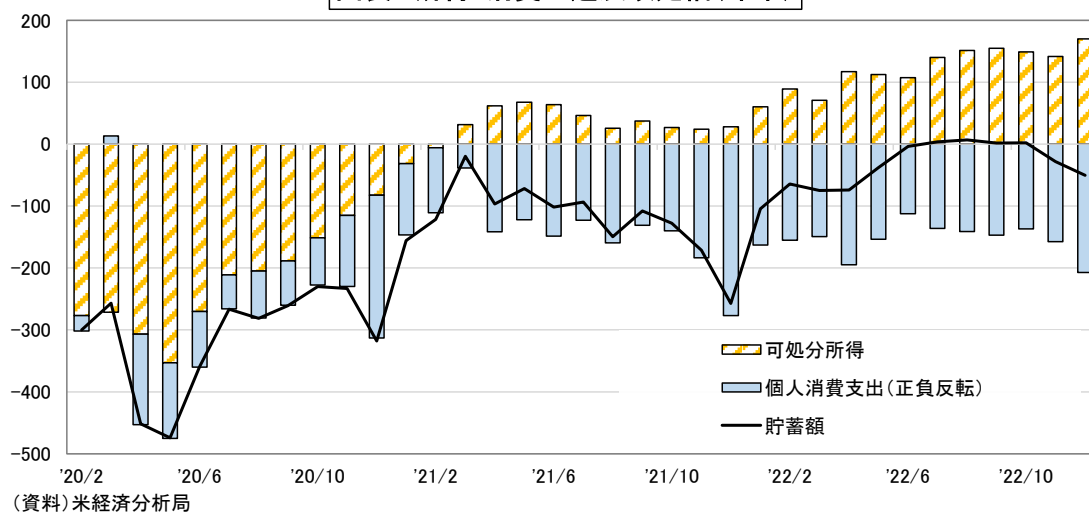
こうしたなか、23 年半ばからようやく景気への下押し圧力が強まり始めたと考えられる。今後も個人消費支出、インフレ率、労働市場が徐々に抑制されていくことで、ハードランディング (景気の急速な悪化) を避けつつ 2%物価目標への回帰を目指す動きにな

りそうだ。

なお、米経済分析局は可処分所得や貯蓄などの遡及改定を行い、コロナ禍の期間については、主に個人消費支出が上方修正されたことで、20年2月～22年12月の貯蓄額は平均1,523億ドル（年率）下方修正された。貯蓄額の下方向修正幅が名目GDP比0.6%程度と大きいこともあり、先行きの個人消費についてはこれまでの想定よりやや弱含む可能性が考えられるだろう。

（10億ドル）

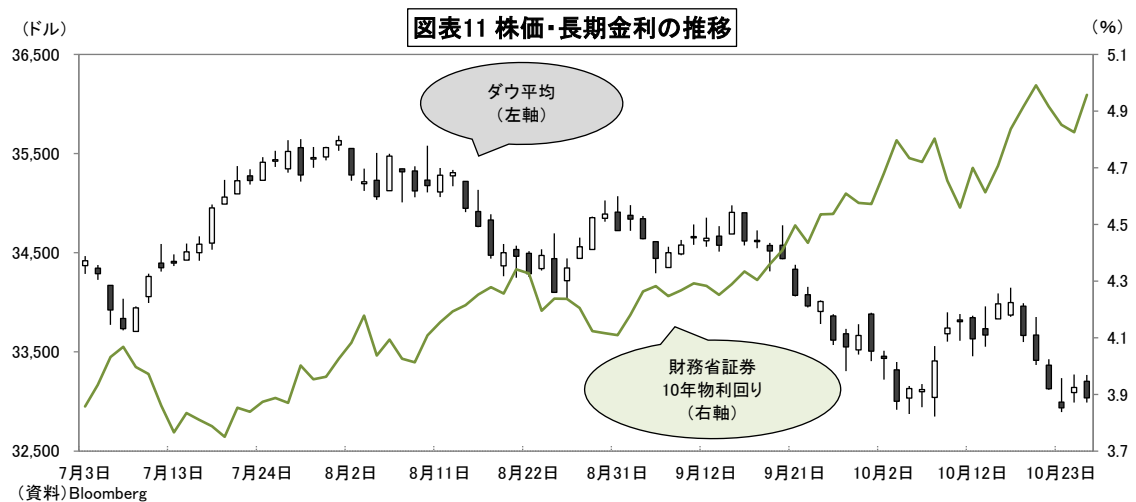
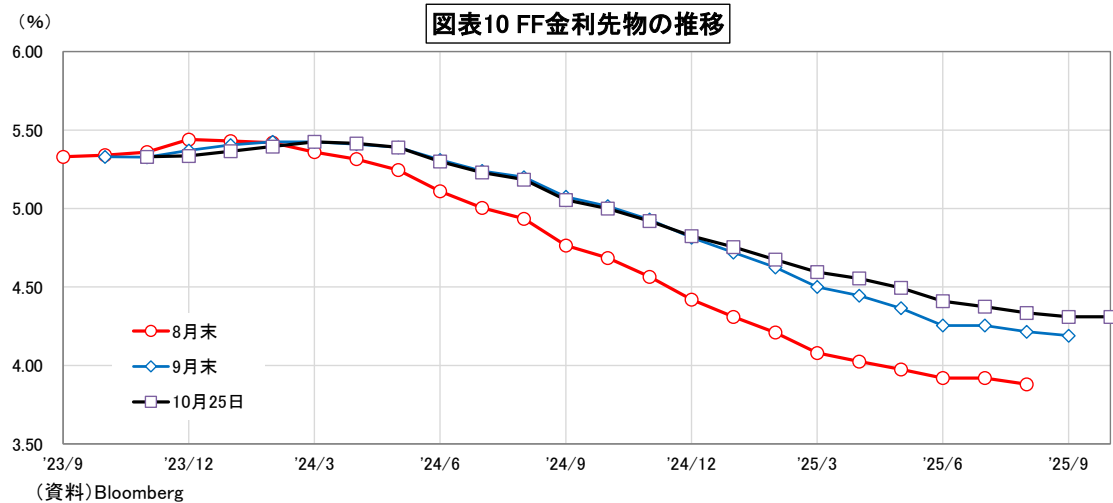
図表9 所得・消費の遡及改定幅（年率）



## 高止まりが予想される長期金利

最後に市場の動きを確認すると債券市場では、7月以降、米国経済の堅調さが意識されたことや、FOMCにてタカ派的な政策金利見通しが示されたこと、金利見通しに対する不確実性が高まったことからタームプレミアムが上昇したことなどを背景として、長期金利は上昇傾向となり、10月23日には約16年ぶりに5%を上回る場面もみられた。その後は、イスラエルとハマスの紛争を受けた地政学的リスクが意識されたことなどから、利回りが低下する場面もみられた。

先行きについても、金融引き締め長期化から長期金利は高止まるだろう。市場参加者の金利見通しはFRBの見通しをやや下回っており、好調な経済指標が確認され、追加利上げの思惑が高まる場面では長期金利が一段と上昇すると思われる。このため、水準としては足元の4%後半～5%程度での推移を引き続き予想する。



## 株式市場：調整局面が継続

株式市場では、6月から7月にかけて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たことに加えて、決算を消化する過程でダウ平均は35,000ドル半ばまで上昇した。8月入り後は、金融引き締め長期化と長期金利の上昇が嫌気されたことや、政府機関閉鎖の可能性などが重石となり下落基調が続いた。足元でも、地政学的リスクの高まりや金利の高止まりが意識されているが、好調な決算が多いことから上値をうかがう場面もみられる。

先行きについては、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意識されていることや、23年10～12月以降は前年比10%程度の増益が予想されていることなどから下値は堅いと思われる。一方で、株価上昇には利上げ停止のシグナルが確認された上で、長期金利が落ち着く必要があると思われる。このため、上昇相場に転じるには時間がかかりそうであり、現在のような調整局面がしばらく続きそうだ。(23.10.25 現在)

## 予想を上回った 23 年 7～9 月期の中国 GDP

～先行きは持ち直し継続も依然楽観視できない～

王 雷軒

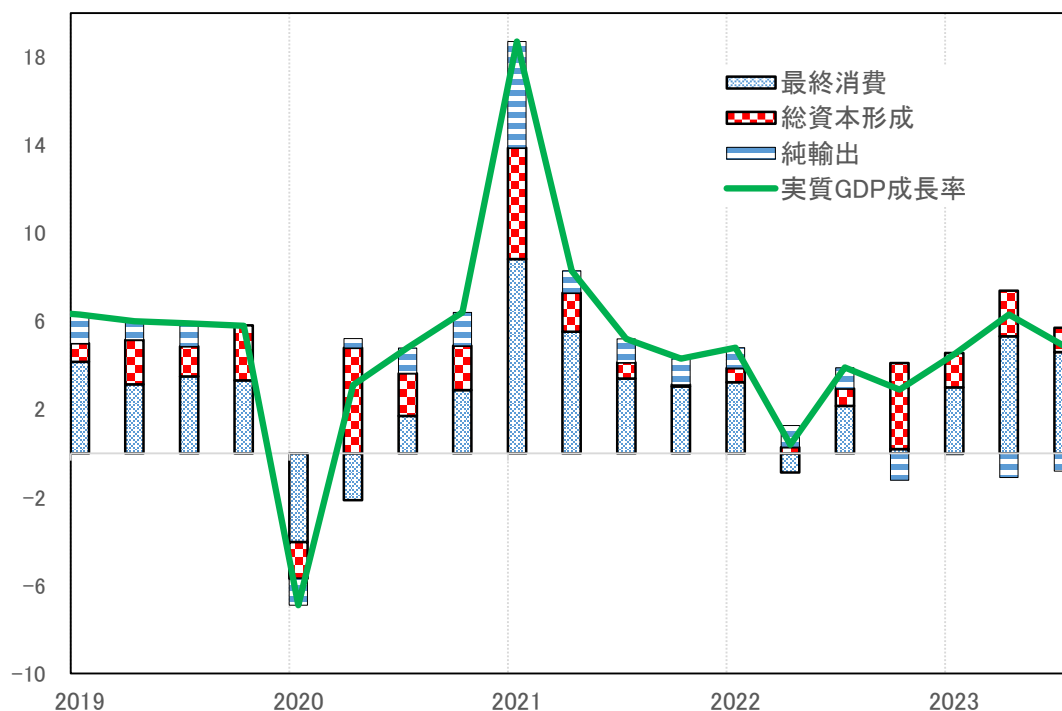
### 要旨

消費の持ち直しなどを受けて 2023 年 7～9 月期の実質 GDP 成長率は前期比 1.3%と 4～6 月期(0.5%)から加速した。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、特別国債の新たな発行など財政出動の拡大もあり、景気回復基調は続くと思込まれる。

ただ、不動産開発投資の低迷が続く可能性が高いほか、米国の長期金利の急上昇や中東情勢の緊迫化などの外部要因もあり、先行き楽観視はできない。

(%前年比、ポイント)

図表1 実質GDP成長率と需要項目別の寄与度



(資料) 中国国家统计局、Windより作成、四半期ベース。

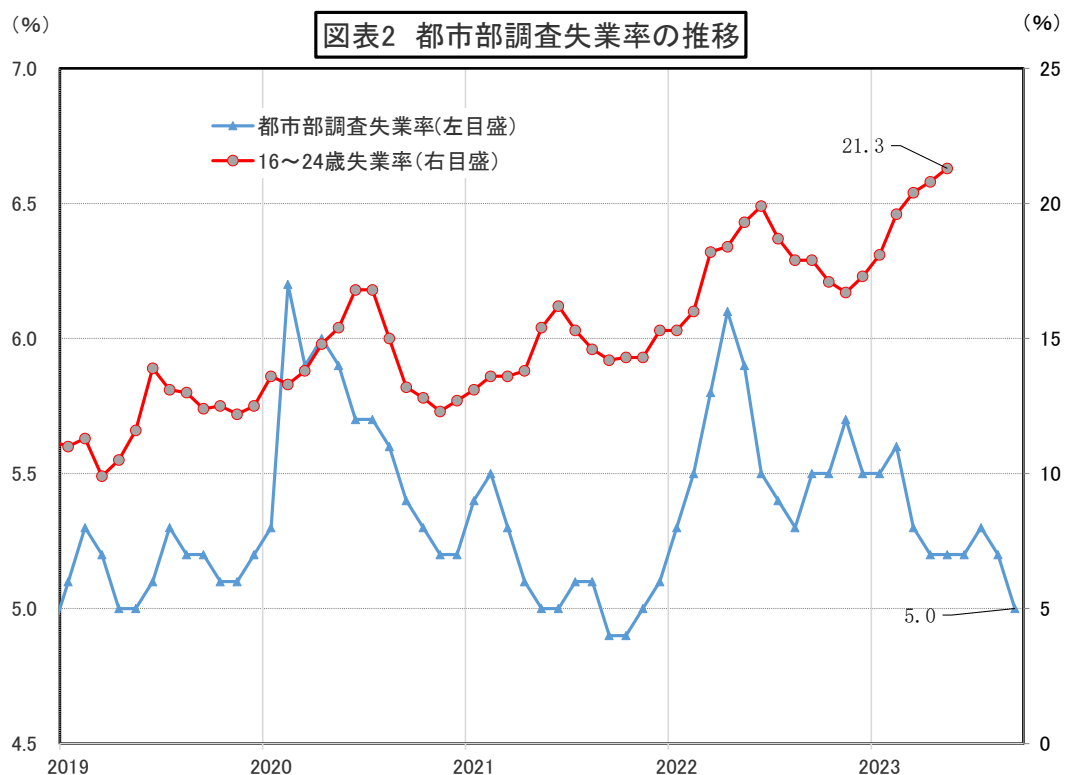
### 23 年 7～9 月期の実質 GDP 成長率は予想を上回る

中国国家统计局が 10 月 18 日に発表した 2023 年 7～9 月期の実質 GDP 成長率(速報)は前期比 1.3% (年率換算 5.3%) と 4～6 月期の 0.5% (同 2.0%) から加速した。市場予想の平均値である 1.0% を上回り、5 四半期連続のプラス成長となった。

ただ、中国では重視されている前年比では 4.9% と 4～6 月期

(同 6.3%) から減速した。4～6 月期は前年の上海市ロックダウンなどの影響の反動で高めの成長だったが、その要因が剥落したことが 7～9 月期の成長率鈍化の要因として挙げられる。

実質 GDP 成長率 (4.9%) に対する需要項目別の寄与度をみると、最終消費は 4.65 ポイント、総資本形成は 1.09 ポイント、外需 (純輸出) は▲0.84 ポイントであった (図表 1)。最終消費が成長をけん引する一方、総資本形成は不動産開発投資の低迷などを受けて弱かったほか、純輸出も 4 四半期連続のマイナスだった。



(資料) 中国国家统计局、Windより作成、直近は23年9月。

(注) 16～24歳失業率の公表は7月から取りやめたため、直近は23年6月。

## 消費回復は成長をけん引

消費は 4～6 月期に回復テンポが弱まったが、7～9 月期には小幅ながら持ち直し、景気回復をけん引したとみられる。消費回復の背景として、都市部調査失業率が 7 月の 5.3% から 9 月の 5.0% へと低下するなど雇用の改善 (図表 2) に加えて、中央政府と地方政府が打ち出した自動車購入促進策などの消費拡大措置の効果も挙げられる。

しかし、9 月の小売売上総額は前年比 5.5% と 7 月 (同 2.5%)、8 月 (同 4.6%) から伸びが一層加速したが、前月比は 0.02%

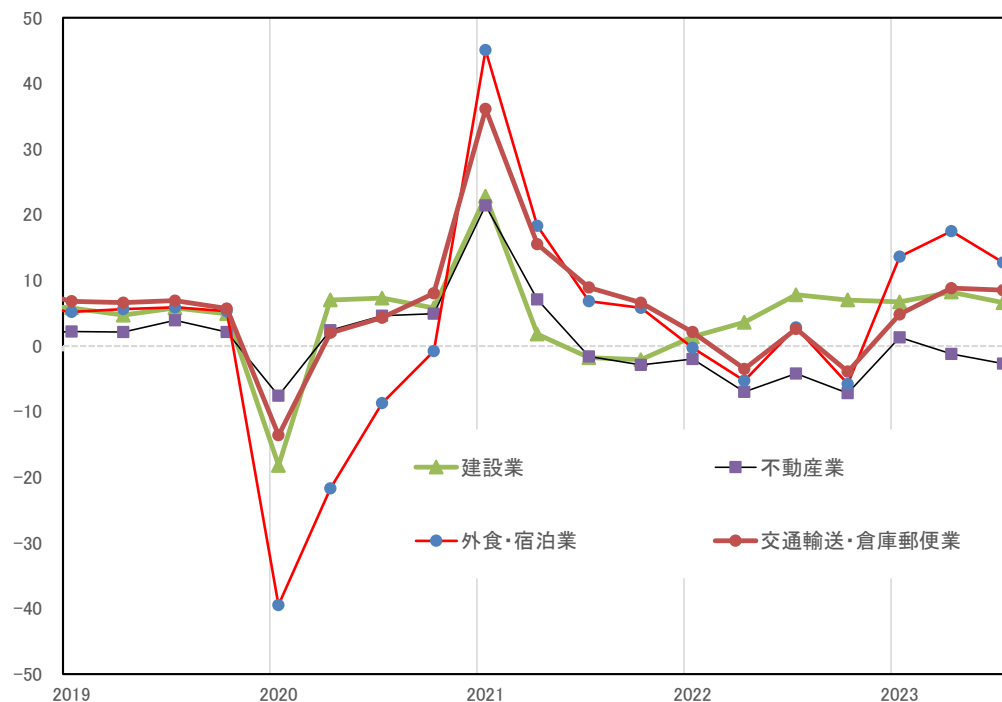
と8月の0.22%から鈍化しており、力強さを欠く姿が見てとれる。

先行きについては、一人当たり実質可処分所得が23年1～9月期に前年比5.9%と緩やかな改善傾向にあることや、工業企業の経営利益の改善などを受けて雇用改善が見込まれるほか、既存の住宅ローン借入金利の引き下げが家計負担の軽減につながり、節約できた利息を消費に回す可能性もあり、消費の持ち直し基調は続く可能性が高い。

実際、9月末から10月初めにかけての大型連休中（中秋節・国慶節）の観光収入は小幅ながらもコロナ前の19年を上回っている。

(%前年比)

図表3 業種別の実質成長率の推移



(資料) 中国国家统计局、Windより作成、四半期ベース。

### 不動産開発投資・民間投資の低迷は引き続き足かせ

他方、不動産市況は1～3月期に持ち直しの動きが見られたものの、7～9月期には不動産デベロッパーのバランスシート調整の厳しさを受けてさらに悪化した。業種別の実質成長率を確認すると、宿泊・飲食業（同12.7%）、情報通信・ソフトウェア業（同10.3%）、運輸・倉庫・郵便業（同8.5%）は、比較的堅調に推移しているのに対して、不動産業は4～6月期の前年比▲1.2%から7～9月期の同▲2.7%へとマイナス幅が拡大

## 特別国債 1 兆元を 発行へ、インフラ 整備向け投資の増 勢を予想

し、2 四半期連続のマイナス成長となった（図表 3）。

こうしたなか、1～9 月期の固定資産投資の内訳を確認すると、インフラ整備向け投資と設備投資はそれぞれ前年比 8.6%、6.2%と固定資産投資全体（3.1%）を上回っており、相対的に堅調に推移している一方、不動産開発投資は前年比▲9.1%とマイナス幅がさらに拡大した。これは固定資産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。

また、7 月に「民営経済の発展と強大化の促進に関する意見」という政策方針のもとで打ち出された民間投資の喚起策によって、1～9 月期の民間投資は前年比▲0.6%とマイナス幅がやや縮小したものの、依然マイナスであった。

こうした状況下、10 月 24 日、全国人民代表大会（全人代、国会に相当）の常務委員会第 6 回会議（23 年 10 月 20 日～24 日開催）は、新たな特別国債 1 兆元の発行、中央政府 23 年予算の調整、24 年地方債の一部前倒し発行などを承認した。

特別国債の発行については、コロナ禍への対策として 20 年に行われたが、今回は、災害復興再建および防災強化のためとされている。23 年 10～12 月期に発行を完了する予定で、調達した資金は地方政府に交付され、23 年に 0.5 兆元、24 年に 0.5 兆元の利用が計画されている。

財政部（財務省に相当）は、今回の特別国債を、①災害復興再建、②重要な治水事業の整備、③自然災害対策能力の増強工事、④灌漑区の改造整備および土壌流失防止事業、⑤都市排水・洪水対策事業、⑥自然災害予防・防止システムの構築、⑦水害を受けた東北地区と北京市・天津市・河北省などにおける農地の整備事業、などに利用するとしている。

また、この特別国債の増発に伴い、23 年の全国財政赤字額を当初の 3.88 兆元から 4.88 兆元に増加させ、GDP 対比（赤字比率）も計画ベースの 3.0%を 3.8%に引き上げられるとの調整を承認した。

今回の特別国債発行は、災害復興再建および防災強化を目的とされているが、長引く不動産市況の調整による影響などで財政事情の厳しさを増している地方政府がインフラ整備向けの投資をさらに加速させることで経済回復テンポを高める狙いもある。

さらに、地方債の一部前倒し発行については、有効期限（19

年1月1日～22年12月31日)をすでに迎えたため、5年間の延長も可決された。そのため、24年地方債の一部前倒し発行ができるようになり、発行規模は最大で2.7兆元と見込まれる。

図表4 地方政府の「特殊再融資債券」の発行動向  
(23年10月6日～24日)

| 公表日   | 省・自治区・市   | 発行計画額(億元) |
|-------|-----------|-----------|
| 10月6日 | 内モンゴル自治区  | 663       |
| 6日    | 天津市       | 210       |
| 9日    | 遼寧省       | 870       |
| 9日    | 重慶市       | 422       |
| 9日    | 雲南省       | 533       |
| 9日    | 広西チワン族自治区 | 498       |
| 10日   | 内モンゴル自治区  | 404       |
| 10日   | 青海省       | 96        |
| 10日   | 吉林省       | 250       |
| 11日   | 江西省       | 156       |
| 12日   | 福建省       | 282       |
| 12日   | 寧夏回族自治区   | 80        |
| 12日   | 大連市(遼寧省)  | 136       |
| 12日   | 甘肅省       | 220       |
| 12日   | 雲南省       | 543       |
| 12日   | 山東省       | 282       |
| 13日   | 湖南省       | 643       |
| 13日   | 貴州省       | 882       |
| 13日   | 湖北省       | 92        |
| 17日   | 陝西省       | 100       |
| 18日   | 黒竜江省      | 303       |
| 18日   | 天津市       | 738       |
| 19日   | 江蘇省       | 261       |
| 19日   | 吉林省       | 440       |
| 20日   | 新疆ウイグル自治区 | 56        |
| 20日   | 河北省       | 277       |
| 23日   | 広西チワン族自治区 | 125       |
| 24日   | 山西省       | 28        |
| 24日   | 四川省       | 280       |
| 合計    |           | 9,871     |

(資料)中国債券信息网(Chinabond)に掲載された情報をもとに作成

## 地方政府の置換債 発行は急ピッチ

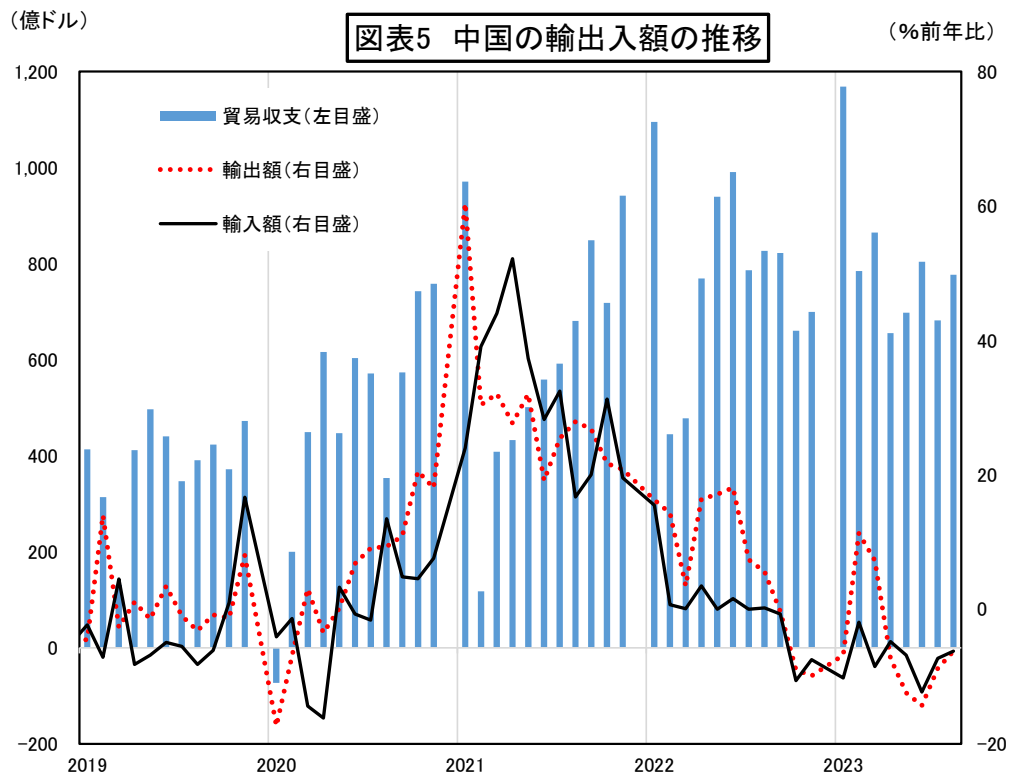
さらに、23年10月初めから地方政府の債務解消に向けて置換債の発行も加速している。内モンゴル自治区、遼寧省(大連市を含む)は10月6日、9日に特殊再融資債をそれぞれ663億

元、870 億元発行すると発表した。その後は、ほかの省や市も相次ぎ発表され、10 月 6 日から 24 日にかけての発行額はすでに 9,871 億元に上った（図表 4）。

特殊再融資債とは、非債券の形式で存在する地方政府の既存債務の返済に使われる置換債である。23 年 7 月の中央政治局会議で「地方債務リスクを効果的に予防・解消、包括的債務解消策を実施する」との方針の下、9 月末に 23 年新規地方債の発行が完了したこともあり、特殊再融資債発行に向けた手続きが急ピッチで進められている。

特殊再融資債は、23 年を通じて 1 兆元程度の発行が予想されるが、これは地方政府の財政圧力を和らげ、インフラ整備向け投資の増勢につながる可能性もある。また、公共事業の整備などを行ったものの、整備費用を受け取っていない企業への支払いができるようになることで企業の投資意欲を高める可能性も考えられる。

こういった財政面での対策強化を受けて、設備投資とインフラ整備向け投資の堅調さが引き続き維持されていく可能性が高く、投資全体を下支えしていくものと見込まれる。



（資料）中国海関総署、Windより作成、直近は23年9月、2月数値は1月と2月の合計。

## 輸出の底入れの可能性もある

また、輸出は世界経済の減速や地政学リスクの高まりなどを受けて前年割れが続いているものの、9月の輸出額（米ドル建て）は前年比▲6.2%と7月（同▲14.3%）、8月（同▲8.7%）からマイナス幅が縮小した（図表5）。輸出企業の新規輸出受注の持ち直し傾向、政府の政策支援、企業の輸出努力、新エネルギー自動車などの輸出拡大が持ち直し基調を支えているとみられる。なお、内需の持ち直しを受けて9月の輸入額も前年比▲6.3%と前年比マイナスとなっているが、マイナス幅が縮小している。

先行きについては、中東情勢、ロシアのウクライナ侵攻、米中関係などで世界経済の見通しが暗いなか、中国輸出の大幅な改善は見込みにくい。152の国や国際組織が参加したとされる第3回「一带一路」の国際フォーラム（10月17～18日）開催による輸出拡大効果も期待されるほか、広州貿易交易会（10月15日～11月4日）もあり、輸出の底入れの動きが見込まれる。

## 先行きは持ち直し継続も依然楽観視はできない

こういったインフラ整備向け投資の増勢、消費持ち直し基調の継続や輸出の底入れなどが見込まれるため、当面の景気回復基調は続く可能性が高い。当総研では、10～12月期は前年比5%前後、23年を通じては5%台前半の成長と予想している。

ただし、住宅ローン金利や住宅購入時の頭金比率の引き下げなどの不動産テコ入れ策の効果発揮になお時間がかかり、不動産開発投資の調整局面は当面続くものとみられる。不動産の不安材料に加え、米国の長期金利の急上昇や中東情勢の緊迫化などの外部要因もあり、先行き楽観視はできない。

当面の注目点について、24年の成長を展望するために23年12月に開催予定の24年経済運営方針や施策を決定する「中央経済工作会議」に注目したい。また、民間企業の経営者や消費者のマインドを大きく好転させるために、どのような方針や施策（国運営の長期方針や施策）を示すか、「三中全会」（第20期3回目の共産党中央委員会全体会議）にも注目が集まるだろう。

（23.10.25 現在）