

国内外経済の動向

海外経済の現状と見通し

【ポイント】

1. 米国経済は減速している。これまでの FRB の利上げが個人消費や設備投資、住宅投資を抑制し、年度半ばにかけて更に減速するだろう。
2. 欧州（ユーロ圏）経済も減速している。ECB の金融引締め継続による借入金利上昇が個人消費、住宅投資、設備投資を抑制し、更に減速するだろう。
3. 中国経済は成長ペースが鈍化している。ゼロコロナ政策解除により今後は持ち直すものの、不動産市況の低迷継続などから緩やかな持ち直しにとどまるだろう。

米国や欧州（ユーロ圏）では、景気が減速しているものの雇用情勢は引き続き底堅く、インフレ率は高止まりしている。FRB（米連邦準備制度理事会）と ECB（欧州中央銀行）は高インフレを抑制するため、積極的な金融引締めを行っている。中国では、ゼロコロナ政策によって成長ペースが鈍化しており、インフレ率は高まっていない。PBOC（中国人民銀行）は景気を下支えするため、緩和的な金融政策を維持している。本稿では海外経済の現状と先行きについて、米国を中心に欧州、中国の動向についてまとめた。

1. 米国経済の現状

米国経済は、減速している。22年10～12月期の米国の実質 GDP 成長率は前期比年率+2.6%と、2四半期連続のプラス成長となった。ただし、内訳をみると内需の減速による在庫の積み上がり（在庫投資拡大）や、輸入減少による純輸出拡大が寄与しており、米国経済は高インフレと FRB の金融引締めによって減速している。

2. 米国経済の今後の見通し

今後の米国経済は、これまでの FRB の利上げが個人消費や設備投資、住宅投資を抑制することで、更に減速すると見込んでいる。実質 GDP 成長率の予測について、22年実績の前年比+2.1%から23年は前年比+0.5%に減速し、その後24年は同+1.3%に持ち直すと予測している。四半期ベースでは、これまでの FRB の利上げの影響によって23年1～3月期は前期比年率+0.6%、4～6月期は同▲1.8%、7～9月期は同▲1.4%と減速傾向が続くと予測している。その後は住宅投資の底打ちや中国経済の緩やかな持ち直しなどを受け、10～12月期は同+0.9%に持ち直すと予測している。

個人消費は、物価が高止まるなか、過剰貯蓄が減少したことに加え、金利上昇によって利息収入を得られる資産への選好が強まることや、借入金利上昇によって借入を控える動きなどによって減少するだろう。住宅投資は、引き続き低迷が続くと考えられるが、FRB の利上げの到達点が見えてきたことに加え、住宅価格が幾分下落していることが追い風となり、次第に底打ちとなるだろう。設備投資は、脱炭素に向けた投資や、雇用コストの高止まりを設備投資で代替する動きは支えとなるが、利上げによる借入金利上昇と、内外の景気減速によって減少に転じるだろう。輸出は、ユーロ圏や中国の景気減速によって当面伸び悩むものの、中国はゼロコロナ政策を終了し、今後景気は緩やかに持ち直すとみられ

ることから、輸出は次第に持ち直すだろう。ただし、足元では半導体などを巡り米国と中国の対立が先鋭化している点には注意が必要である。また、供給制約回避や安全保障上の理由によりグローバル貿易が縮小するリスクにも注意が必要だろう。輸入は、個人消費や設備投資などの内需が減速することによって当面弱い動きとなるだろう。

雇用環境について、23年2月の失業率は3.6%と、コロナ前の19年12月の3.6%と同水準で推移している。非農業部門雇用者数増減は23年1月に+50.4万人、2月は+31.1万人となり、19年平均の+16.3万人を上回るペースでの増加が続いており、足元の雇用情勢は依然底堅さを保っている(図表1)。今後は内外の景気減速によって、企業は徐々に雇用の調整を進めていこう。ただし、企業はコロナ禍で削減した従業員を再雇用するのが困難だった経験から、過去に比べて人員削減に消極的である点には注意が必要であり、企業は解雇などによる人員削減以外では、定年退職による自然減や、新規採用を抑制することで従業員数を管理していくとみられる。23年1月の求人件数は1,082万件と、コロナ前の19年平均の716万件を上回っているが、22年3月の1,203万件をピークに緩やかに減少しており、今後も求人数は徐々に減少していくと見込んでいる。

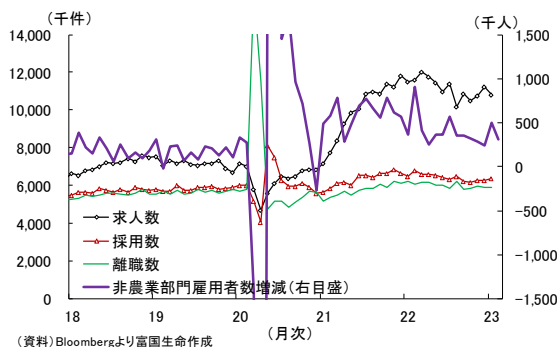
足元の雇用情勢の底堅さから、賃金上昇圧力は根強く、23年2月の平均賃金は前年比+4.6%と高い伸びが続いているが、22年3月の同+5.9%をピークに鈍化傾向にある(図表2)。今後、雇用情勢の過熱感が解消されていくなかで、賃金の鈍化傾向が続くだろう。

物価と金融政策の動向について、23年2月のCPI(消費者物価指数)はエネルギー価格の伸び鈍化の影響もあり、前年比+6.0%と、ピークから伸びは鈍化している。食品とエネルギーを除くコアCPIは同+5.5%と、家賃などのサービス価格上昇継続を主因に高い伸び率が続いている。高インフレを抑制するため、FRBは22年3月から23年3月にかけて9会合連続で利上げを行い、政策金利(FF金利)の誘導レンジ上限を0.25%から5.00%へ4.75%引き上げた。22年6月から始まったFRBのバランスシート縮小による量的引締めも続いている。

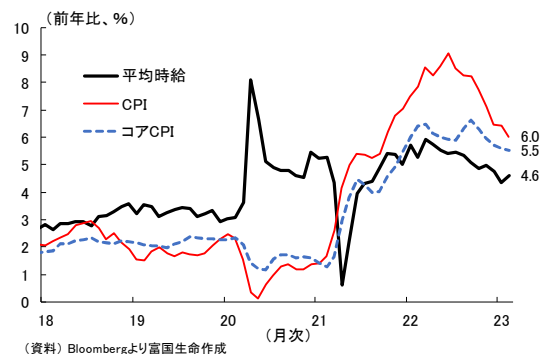
今後FRBは5月に0.25ポイントの利上げを行い、政策金利の誘導レンジ上限を5.25%とし、その後はしばらくその水準を維持すると見込んでいる。また、量的引締めも継続すると見込んでいる。積極的な金融引締めを受けて景気は減速し、雇用の過熱感が解消される過程で賃金上昇率も次第に落ち着き、米国の消費者物価指数(コアCPI)の伸びは鈍化していくと予想している。コアCPI上昇率は22年末の前年比+5.7%から、23年末で同+2.8%程度、24年末で同+2.2%程度で推移すると予測している。景気減速と物価上昇率の鈍化を受け、FRBは23年12月に0.25ポイントの利下げを行い、金融政策を調整すると見込んでいる。

なお、想定以上に景気が強く、賃金と物価の伸びが高止まりし、FRBは更なる利上げと金融引締めの長期化を強いられ、景気が大幅に冷え込むリスクや、足元の米国の銀行破綻を受け、銀行の貸出態度が更に厳格化して信用収縮が起こるリスクに注意が必要だろう。

図表1. 米国の求人数等の推移



図表2. 米国の物価・賃金の推移



3. 欧州（ユーロ圏）経済の現状

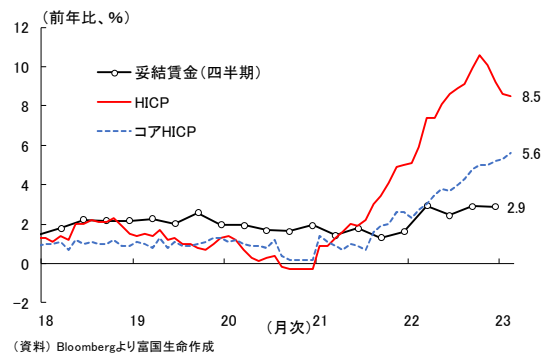
欧州経済は、減速している。ユーロ圏の22年10～12月期の実質GDP成長率は前期比0.0%（年率換算▲0.1%）となった。高インフレとECBの金融引締めによって個人消費と総固定資本形成が減少したことで、前期の同+0.4%から減速した。主要国ではドイツが同▲0.4%、フランスが同+0.1%、イタリアが同▲0.1%、スペインが同+0.2%となった。

4. 欧州（ユーロ圏）経済の今後の見通し

今後も、欧州経済は更に減速するだろう。ECBの金融引締め継続による借入金利上昇が個人消費、住宅投資、設備投資を抑制するだろう。実質GDP成長率の予測について、22年実績の前年比+3.5%から、23年は前年比0.0%に減速した後、中国経済の持ち直しなどを背景に24年は同+1.0%に持ち直すと予測している。

雇用環境について、失業率は低水準で推移しており、米国同様雇用情勢は底堅く推移している。また、高インフレのなか賃上げを求めるストライキが各国で行われている。ECBの調査によると、22年中の団体交渉で妥結した23年の賃金上昇率は前年比+4.8%と、足元22年12月の妥結賃金の伸び（同+2.9%）を上回っている（図表3）。今後賃金上昇圧力が高まり、個人消費を支える可能性と、サービス価格の上昇を通じて物価を押し上げるリスクがある。

図表3. ユーロ圏の物価・賃金の推移

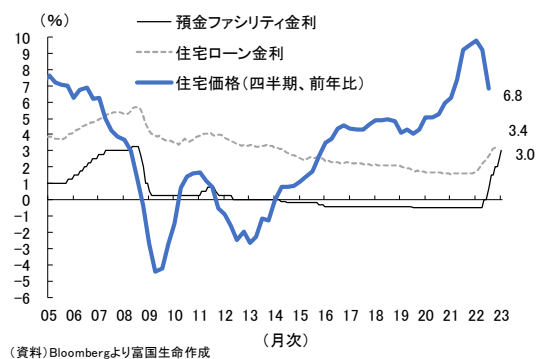


物価と金融政策の動向について、ユーロ圏の23年2月のHICP（消費者物価指数）は前年比+8.5%と、エネルギー価格の下落によって鈍化傾向にあるが、サービス価格は同+4.8%と、22年初の+2%程度から拡大しており、コアHICPは同+5.6%に伸びが加速している。ECBは高インフレを抑制するため、22年7月から23年3月にかけて6会合連続で利上げを行い、預金ファシリティ金利（ユーロ圏の民間銀行が一時的に過剰となった資金をECBに預け入れる際の金利）を▲0.5%から3.0%へ3.5%引き上げた。

ECBは賃金上昇が高インフレに結び付くことを防ぐために今後も利上げを続けると見込んでいる。ECBは5月と6月にそれぞれ0.25ポイントの利上げを行い、預金ファシリティ金利を4.0%に引き上げ、当面その水準で据え置くと予想している。また、23年内は利下げを行わないと想定している。23年3月に開始した資産購入プログラム（APP）の償還再投資停止を通じたECBのバランスシートの縮小も当面継続するだろう。

なお、ユーロ圏の不動産市場動向には注意が必要だろう。08年の金融危機以降、ECBによる低金利政策が続き、ユーロ圏の住宅価格は上昇が続いている。コロナ禍には前年比+10%程度にまで上昇した（図表4）。しかし、ECBの利上げによってユーロ圏の住宅ローン金利は足元で上昇し、住宅価格の伸びも急速に鈍化している。ECBが利上げを続けることで住宅ローン金利が更に上昇し、住宅需要が落ち込む可能性があるほか、変動金利で借入れている家計については高インフレに加えて金利支払いが重荷となるだろう。また、保険会社等の金融機関は商業用不動産への投資を増やしており、商業用不動産の動向にも注意が必要だろう。

図表4. ユーロ圏の政策金利・住宅ローン金利・住宅価格の推移



5. 中国経済の現状

中国経済は、成長ペースが鈍化している。中国の22年10～12月期の実質GDP成長率は前年比+2.9%と、7～9月期の同+3.9%から鈍化した。前期比ベースでは0.0%（7～9月期同+3.9%）となった。22年通年の実質GDP成長率は前年比+3.0%と、22年3月の全人代における目標+5.5%を大幅に下回った。ゼロコロナ政策による個人消費の抑制や不動産市場の低迷によって低い成長率となった。

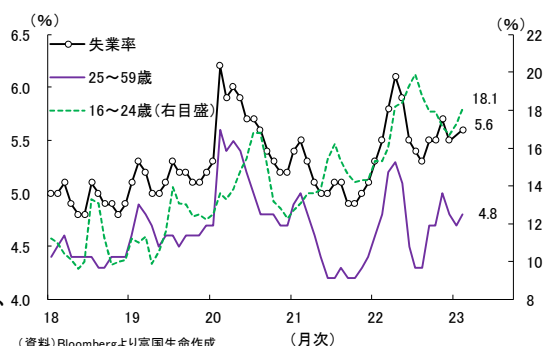
6. 中国経済の今後の見通し

今後はゼロコロナ政策の解除によって個人消費のペントアップ需要が発現し、景気は持ち直すだろう。しかし、足元で若年層の失業率が高止まりしていることや、不動産市況の低迷が続いていることなどから、緩やかな持ち直しにとどまるだろう。中国政府は22年12月7日に突如ゼロコロナ政策を解除し、都市部を中心に感染者数・死者数が急増した。23年1月下旬の春節による帰省で感染は全土に拡大し、混乱を伴いつつも2月にかけて次第に感染は収束したとみられ、23年1～2月累計の小売売上高は前年比+3.5%と、22年12月の同▲1.8%から持ち直している。

実質GDP成長率の予測について、23年はゼロコロナ政策の解除によって22年実績の前年比+3.0%から23年は同+5.4%に持ち直し、その後24年は同+4.6%と再び鈍化すると予測している。中長期的には人口減少や安全保障上の理由等による生産拠点の中国国外への移管などが向かい風となって次第に成長率は鈍化していくと見込んでいる。

雇用環境について、若年層の失業率はコロナ前の19年12月の12.2%から足元23年2月は18.1%と、約6ポイント高い（図表5）。若年層の大学卒業後の就職先が僅かであることが社会問題となっており、若年層中心に個人の景況感が良いとはいえず、コロナ禍からの持ち直しは欧米ほど盛り上がらないリスクがあるだろう。また、政府は22年の人口が61年ぶりに減少したとの推計を発表している。現在の雇用環境では若年層が安心して結婚や子育てを行うのは難しく、少子高齢化が更に加速するリスクもあるだろう。不動産市況の低迷も続いており、こうした環境では銀行による住宅ローン下限金利引き下げなどの需要喚起策が功を奏するかも不透明感が強く、不動産市況の低迷が深刻な金融危機に繋がるリスクにも引き続き注意が必要だろう。

図表5. 中国の失業率の推移



物価と金融政策の動向について、足元で景気の持ち直しの動きはみられるものの緩やかであり、米欧に比べるとCPIの伸びは低い水準で推移している。23年2月のCPIは前年比+1.0%、コアCPIは同+0.6%となった。高インフレの心配は少なく、PBOCは景気の下支えを優先し、3月17日に預金準備率を0.25ポイント引き下げることを発表した。PBOCは今後も当面現在の金融緩和策を維持するとみている。

足元では半導体を巡って米国と中国の対立が先鋭化している点はリスクである。23年3月の全人代では習近平氏の続投が決定し、首相を含め人事が刷新された。その人事においては外交を担うポストに米国との繋がりが深い人物がいなくても言われており、米中関係が更に冷え込み、米中間の貿易が縮小するリスクがある。また、対中直接投資が減少し、成長率を押し下げるリスクもあるだろう。

(財務企画部 藤巻 淳)