

# *Market Flash*

**世界経済の動向**  
～インフレ VS 中銀政策～

2023.7&8



日本アルプス電子株式会社  
NIHON ALPS ELECTRONICS CO.,LTD.



# 暑中お見舞い 申し上げます



平素は格別のお引き立てにあずかり、誠にありがとうございます。  
ございます。

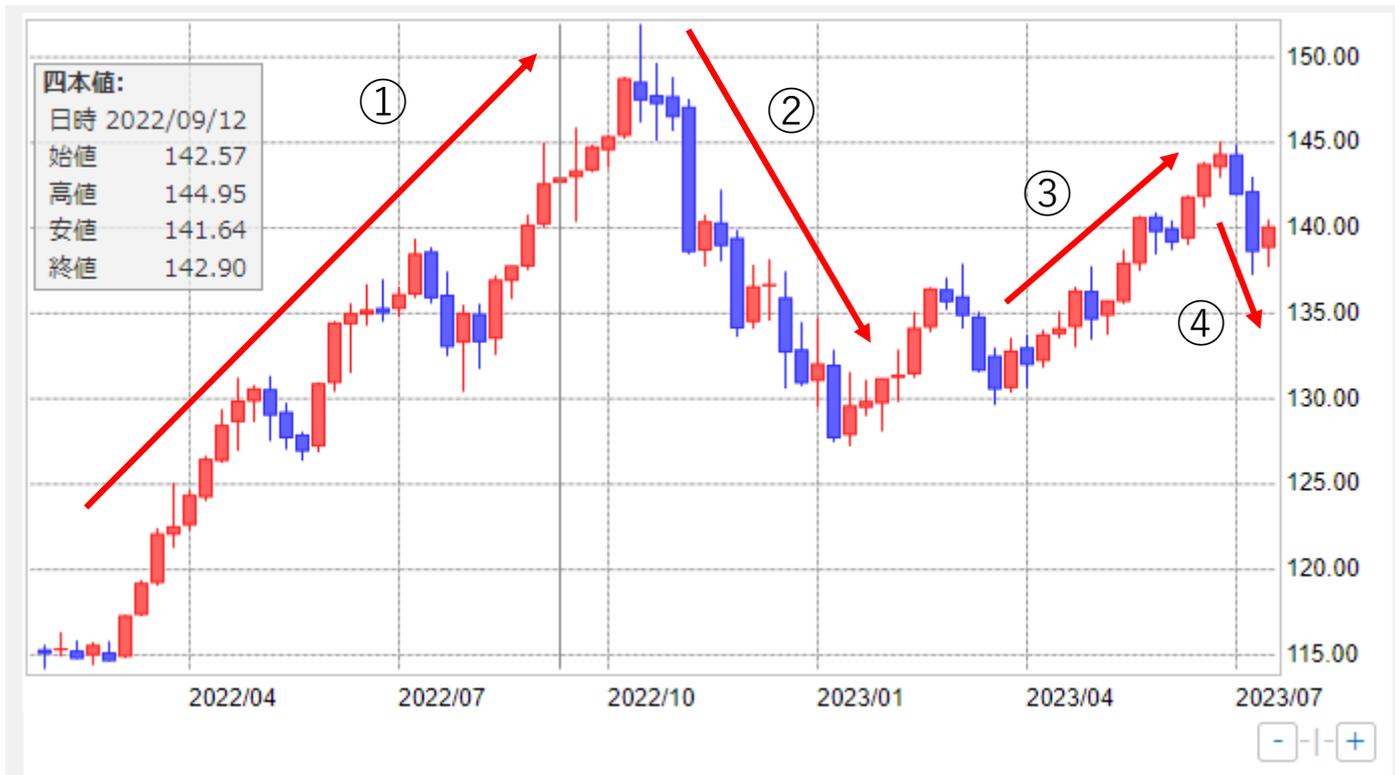
異常気象による猛暑が連日続いています。くれぐれも  
ご自愛のほどお祈り申し上げます。

今後共なお一層ご愛顧のほどよろしくお願ひ申し上げ  
ます。





## ～為替動向～



2022年からのドル円為替は、いくつかの局面に分けることができる。

### ①2022年の動向

基本的にインフレ（2022年2月ロシアのウクライナ侵攻から世界的インフレに火が付いた）への断固たる態度で挑む**米国のFRBによる大幅な利上げにたいして、日銀は前黒田総裁の断固たる緩和姿勢の継続**、という対比が明確になった1年であった。このように日米間の金融政策の差、それに基づく長期金利差の拡大によるドル買い円売りの一方方向のマーケットであった。

その一方的なマーケットにストップをかけたのが、為替介入である。9月22日、10月21日、20月24日と為替介入を実施した。円売りポジションがたまっていたこともありマーケットは円高調整へ向かう。

### ②2022年年末から2023年年初

為替介入によりマーケットの流れに変化が起こり、円売りポジションが解消されつつある中に、日銀が急遽（2022年12月）、**10年国債利回りの変動許容幅を±0.50%に拡大した**。翌年3月に退任が決まっていた黒田前総裁の新総裁が金融政策変更をやりやすくするための配慮ではないかと思われた。このため**日銀が金融政策正常化に向かうのではないかとの思惑が一気に強まった**。ドル円レートは151円台から127円台まで一気に円高となる。

### ③2023年4月からの円安

2023年4月に日銀総裁に就任した植田総裁のスタンスが、現時点では緩和的な政策を維持するというものであることが明確になり、円金利が低下、ドル円レートも再び円安方向へと動き出した。一方、米国FRBはインフレ対策による利上げと米国内経済動向を両にらみしながら年内の利上げの水準を見極めていた。直近の6月のFOMCでは11会合ぶりに政策金利を据え置いた一方で、同時に発表された経済見通しやパウエル議長の議会証言では、年内に追加50bpの追加利上げを示唆している。



## ～為替動向～

このように新日銀総裁による政策維持の姿勢と米国の利上げが年内まだ2回あるとの見方から円安が進み再び145円台をつけるようになった。これは昨年為替介入をしたレベルであり、再び介入が行われるのではないかとその思惑が広がった。

### ④2023年7月

6月30日に145円を付けたのち7月14日には137円台まで一気に円高となった。この円高の要因は、7日に発表された雇用統計と12日に発表されたCPIの数字が好転したこと、日銀打田副総裁の発言により日銀の政策変更の可能性が市場で意識されたことなどである。

日銀の内田副総裁はインタビューで、「長短金利操作（イールドカーブコントロール、YCC）の見直しは、金融仲介や市場機能に配慮しつつ、いかにうまく金融緩和を継続するかという観点からバランスをとって判断していきたい。」と発言。7月の金融政策決定会合で日銀が政策修正に踏み切るとの見方が浮上。金融市場では長期金利（10年金利）が7月6日の0.41%から7月13日にかけて0.48%付近まで上昇した。為替市場では急激なペースで円高が進行した。

要因としてもう一つ大きかったのが、この時の通貨先物取引における投機筋の円ポジションである。この時期の円売りポジションは昨年10月の151円になった時よりも多くの円売りポジションがたまっていた。このポジション調整が一気に起こったために数日で8円も円高になる急激な動きを生み出したのである。

このように、ドル円の為替マーケットは、日米の中央銀行の金融政策（米国では利上げがいつ止まるか、日本では緩和政策がいつ変更されるか）の動向によってまだまだ動きがあるであろう。

このような通貨と物価の相乗効果で、「安い日本」が進んでいる、というレポートが興味深かったのでここでご紹介する。第一生命経済研究所のレポートを抜粋する。

### 「安い日本」が資産価格を押し上げている

「ここ数年間、通貨格差+物価格差の相乗効果によって、「安い日本」が進んでいる。

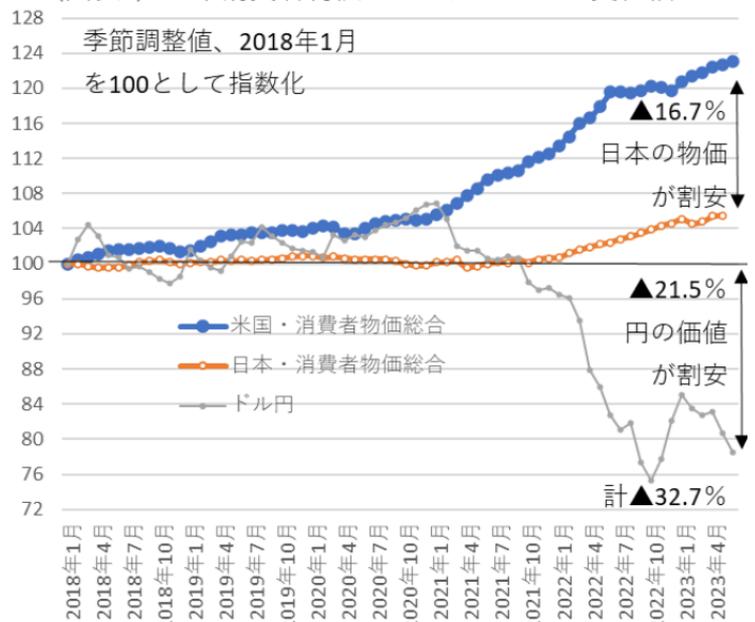
日米消費者物価とドル円レートの変化幅から計算すると、2018年初から直近（2023年6月）まで1ドルの価値は実質的に1.49倍に増価している。

円側からみれば、1ドルに対して▲32.7%の減価となる。「安い日本」は、日本の資産市場において海外マネーの存在感を大きくしている。

「安い日本」は極まれり

訪日外国人が非常にリッチに見える。都心の高級ホテルに宿泊し、繁華街を闊歩する。彼らの購買力が旺盛なのは、「安い日本」のせいもある。正確に言えば、海外の人々がリッチになった効果と、円安で日本の物価を安く感じさせている相乗効果である。

（図表1）日米消費者物価とドル円レートの変化幅



出所：総務省、米労働省



## ～為替動向～

円安は、2022年3月以降に急激に進んだ。コロナ前の2018年初を100としてドル円レートの指数をつくると、2023年6月は78.5（月中平均値）だった（全頁図表1）。▲21.5%の下落である。為替の変化によって、訪日客の保有する100ドルは、127ドル分に増価している（ $100 \div 78.5 = 1.27$ ）。

観光庁のデータでは、2023年1～3月の訪日消費額は、1人211,040円にもなり、この金額は2019年平均に比べて43.2%も増加している。この訪日客の購買力上昇には、円安効果に加えて、物価上昇にスライドして所得が増えた部分もある。

日米物価の変化幅を計算すると、まず、米国の消費者物価・総合指数（季節調整値）が2018年初を100として、最近では123.1（2023年6月）まで上がっている。それに対して、日本の消費者物価・総合は105.5である。両者の格差は16.7ポイント。物価格差と円安（通貨格差）を合計すると、米国の購買力は日本の1.49倍（ $= 123.1 \div 105.5 \times 100 \div 78.5$ ）にもなる。円価値の下落幅で見れば、▲32.7%減になる（ $= 100 \div 1.49 - 100$ 、端数調整して▲32.7%）。現在、米消費者物価の前年比伸び率は6月3.0%まで鈍化し、さらにドル円の円安も頭打ちになっている。だから、ここで計算された日米格差はまさにピークに達しようとしていると理解できる。

先の日米購買力格差は、日米物価とドル円間の格差を自分で計算したものだ。既成のものでは、日銀の名目実効為替レートがある。これは、円の対ドル価値だけでなく、全通貨で均した円価値である。そして、そこに物価格差を加味したものが、実質実効為替レートである。2018年1月と直近2023年5月を比較すると、名目実効円レートは▲10.9%減、実質実効円レートは▲19.0%減と、円の対ドル価値の減価率よりは小幅であった。いずれにしても、コロナ禍の3年間に物価格差・通貨格差が強烈に進み、それが「安い日本」を生んでいるという結論は変わらない。」

インバウンド需要にとってはこの安い日本が一つの売りにはなっているが、日本人にとっては果たしてそれがありがたいのか、賃金も他国と格差がついている現実を考えるとやはり日本の構造改革は急務のような気がする。



## ～日本経済～

### 1. 日銀の金融政策 6月の金融政策決定会合

決定会合では、先行きの物価見通しなどを踏まえると、現在の金融緩和を継続することが適当であるとの意見が出された。

- 2%の「物価安定の目標」を持続的・安定的に実現するためには、コスト・プッシュによる物価上昇ではなく、賃金上昇を伴う物価上昇が必要である。
- 企業の賃金・価格設定行動など、ようやく訪れた日本経済の変化の芽を、金融緩和を継続することで、大切に育てていくべきである。
- 本年の春季労使交渉では約30年振りの賃上げ率となっている。2%の「物価安定の目標」を持続的・安定的に実現するためには、現在の金融緩和の継続を通じて、こうした賃上げのモメンタムを支え続けることが重要である。
- 拙速な政策転換によって目標達成の機会を逃すリスクは大きく、引き続き、粘り強く金融緩和を続けることが重要である。ただし、欧米のように、わが国も物価上昇の持続性を過小評価している可能性も否定できないため、十分に注意する必要がある。

このように日銀のスタンスとしては現金融緩和政策の継続である。インフレ目標が賃金を上昇を伴った正常なインフレとして定着するかがポイントとなる。

### 2. 景気ウォッチャー調査

2023年6月の景気ウォッチャー調査によると、3か月前との比較による景気の現状判断DIは53.6と前月から▲1.4ポイント低下した（5か月ぶりの低下、5か月連続の50超え）。また、景気の水準自体に対する判断を示す現状水準判断DIも50.5と前月から▲0.4ポイント低下した（5か月ぶりの低下、4か月連続の50超え）。2～3か月先の景気の先行き判断DIは52.8と前月から▲1.6ポイント低下した（2か月連続の低下、5か月連続の50超え）。

景気回復が続いているものの、5類移行による需要増加が落ち着きつつあることが示された。回復ペースの鈍化の要因には物価上昇の影響もみられる。先行きについても、物価上昇への懸念に加えて、コロナ感染者数の増加への懸念がみられるものの、依然として楽観的な見方は継続している。

#### 調査の主なコメント

- 新型コロナウイルス感染症の5類移行後のマーケット環境の改善や全国旅行支援の追い風により観光客層が動いている。ビジネス層に関しては、新型コロナウイルス感染症発生以前の動きまでは回復していない。（中国・都市型ホテル）
- 景気が上向いているというのとは違うような気がする。コロナ禍が明けて、行動が活発になっており、来客数が増え、売上もそこそこ伸びている。ただし、物価上昇等の影響でいつまで続くかは見当が付かない。（南関東・一般レストラン）
- 人の動きと経済活動は活発化している。観光業や飲食業の動きの回復が顕著であるが、物販消費にも今後は期待したい（中国・住宅販売会社）
- 円安やエネルギー価格の高騰を受けた価格改定が複数回にわたるなか、これまでの値上げにはやむを得ないという理解があったが、今秋の価格交渉は難航している。これ以上値上げすれば売れないだろうという感覚を私たち売手も持つが、販売数量が減っても値上げをし、最低限の利益は確保していく方針である。販売量や販売先の減少は避けられず、将来の景気に悪影響を与えると予想する。（東海・その他飲食）



## ～日本経済～

### 3. 日銀短観

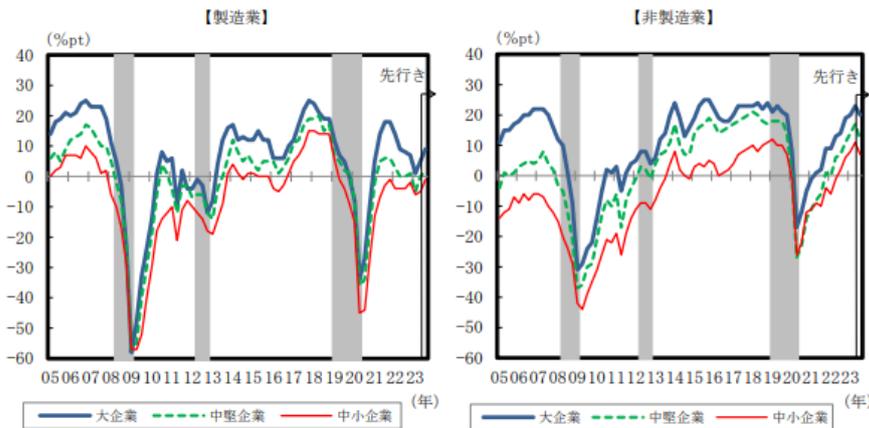
2023年6月日銀短観では、大企業製造業の業況判断DI（最近）は+5%pt（前回差+4%pt）、大企業非製造業では+23%pt（同+3%pt）となった。

大企業製造業のうち「素材業種」では、幅広い業種で業況判断DI（最近）が上昇した。とりわけ、「石油・石炭製品」（前回差+40%pt）、「紙・パルプ」（同+18%pt）、「木材・木製品」（同+13%pt）といった業種の上昇幅が大きい。

「加工業種」に目を向けると、「食料品」（前回差+17%pt）の業況判断DI（最近）が大きく上昇した。原材料価格が高騰している一方で、価格転嫁の進展により収益性が改善していることが背景にあるとみられる。

大企業非製造業では、「宿泊・飲食サービス」（前回差+36%pt）や「対個人サービス」（同+4%pt）の業況判断DI（最近）が上昇した。5月8日に新型コロナウイルス感染症の感染症法上の位置づけが「2類相当」から「5類」に変更されたことにより国内経済活動の正常化が進展していることや、インバウンド消費の増加が追い風となったとみられる。他方で、これまで回復を続けていた「小売」（同▲1%pt）の業況判断DI（最近）は低下に転じた。

図表1：業況判断DI



(注) シャドローは景気後退期。  
(出所) 日本銀行、内閣府統計より大和総研作成

(注) シャドローは景気後退期。  
(出所) 日本銀行、内閣府統計より大和総研作成



### 4. 物価動向

21日発表した6月の消費者物価指数（CPI、2020年=100）は変動の大きい生鮮食品を除く総合指数が105.0となり、前年同月比で3.3%上昇した。伸び率は2カ月ぶりに拡大した。電気代の値上げが押し上げ、食品高も続いている。

生鮮食品とエネルギーを除く総合指数は4.2%上がった。伸び率は5月から0.1ポイント縮小した。指数の伸びが前月を下回ったのは22年1月以来17カ月ぶりとなる。

政府の電気・ガス料金の抑制策と観光支援策「全国旅行支援」がともになれば、生鮮食品を除く総合が4.4%上昇だったと試算した。単純計算すると、政策効果で伸びは1.1ポイント抑えられたことになる。

日本経済は可もなく不可もなくというところである。日銀の言うように今後賃金上昇が定着して経済成長していけるかがポイントになるであろう。



## ～米国経済～

### 1. ISM景況感指数

6月のISM製造業景況感指数

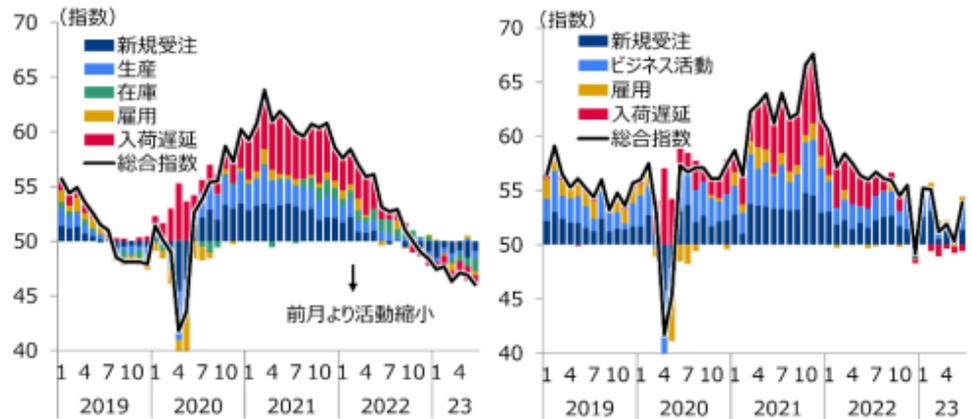
6月のISM製造業景況感指数は46.0と、前月から小幅低下し、経済活動の拡大・縮小の境目である50を8カ月連続で下回った。

一方、非製造業は53.9と、前月から大幅に上昇し、6カ月連続で50を上回った。

ただ、19年平均（55.5）を下回る低水準で推移しており、平均してみれば低下傾向にある。

■ 製造業の項目別では、新規受注が45.6と9カ月連続で50を下回っているほか、在庫も44.0と低水準で推移、需要は鈍化している。また、サブ項目の仕入れ価格は41.8と前月から引き続き減少、インフレ圧力は弱まりつつあることが示された。

1 ISM景況感指数（左：製造業、右：非製造業）



注：調査項目について、前月と比べ「改善・変化なし・悪化」の3択で行った企業アンケート結果を加重平均して算出。  
出所：Institute for Supply Management®より三菱総合研究所作成

ISM景況感指数とは？ 全米供給管理協会（ISM）が製造業・非製造業の購買担当者へのアンケート調査結果をもとに、毎月公表している米国企業の景況感を示す指標のひとつ。  
50が景気の拡大・後退の分岐点であり、50を上回ると景気拡大、50を下回ると景気後退を示す。

■ 非製造業の項目別では、需要の強さを示す新規受注（55.5）、企業の活動現況を示すビジネス活動59.2）ともに前月から上昇した。サブ項目の新規輸出受注も61.5と高水準で推移、サービス需要・輸出の堅調さが示された。

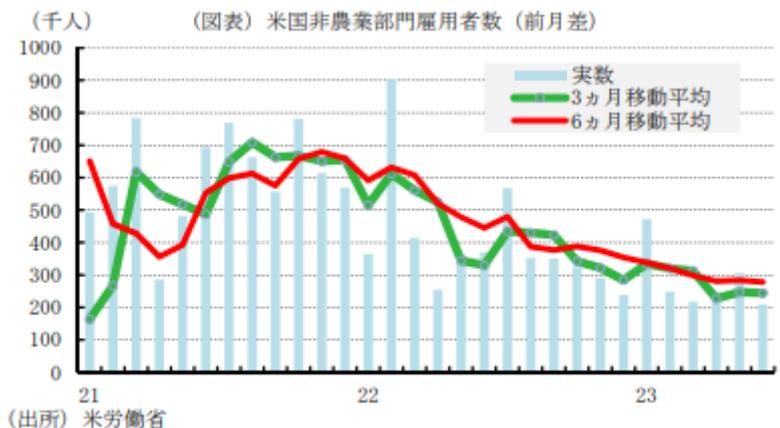
### 2. 雇用統計

6月の非農業部門雇用者数は、前月比+20.9万人（5月同+30.6万人）と市場予想（+21.8万人）を下回った。一方、失業率は3.6%と前月から▲0.1%低下した。

このように、6月の雇用統計では、非農業部門雇用者数が予想以上に鈍化したうえ、過去の数値も下方修正され、雇用者数の増加ペースの鈍化が確認された。

一方、失業率が低下したほか、平均時給の伸び率は、前月比、前年比共に予想を上回る高い伸びを続けた。

強弱の入り混じった雇用統計であったものの、インフレ低下の加速を示唆するほど弱い内容ではなかったため、7月FOMCでの25bpの利上げ予想コンセンサスは維持された。



(出所) 米労働省



## ～米国経済～

### 3. 物価動向

#### (1) CPI

6月の消費者物価（CPI）は総合指数が前年同月比で+3.0%となり、およそ40年半ぶりの水準となった22年6月の+9.1%から大幅に低下し、21年3月以来の水準となった。

また、物価の基調を示すエネルギーと食料品を除いたコア指数は年初から5%台半ばで横這い推移が続いていたが、6月は+4.8%と前月の+5.3%から▲0.5%ポイントと大幅に低下し、こちらは21年10月以来の水準となるなど明確な低下を示した。

の内訳をみると、エネルギー価格が▲16.7%と22年6月に+41.6%となった反動もあって、大幅に物価を押し下げた。食料品価格も+5.7%と依然として高水準ではあるものの、22年8月の+11.4%をピークに低下基調が持続している。

原油価格は22年2月下旬のロシアによるウクライナ侵攻に伴いWTI先物価格はウクライナ侵攻前の90ドル前半から22年6月上旬には一時122ドルまで上昇したものの、その後はウクライナ侵攻開始時を下回る水準に低下しており、足元は75ドル台で推移している。



(注) 前年同月比。対り込み平均はクリーブランド連銀が推計するCPI構成品目の価格変化率分布の両端から8%ずつ控除し、残った品目の価格変化率を加重平均した指数。  
(資料) 労働統計局(BLS)、クリーブランド連銀よりニッセイ基礎研究所作成

#### (2) PPI

6月のPPIは前年比0.1%上昇と、2020年8月以来約3年ぶりの低い伸びにとどまり、前日発表の6月の米消費者物価指数(CPI)に続き、インフレ圧力が緩和していることを示した。

連邦準備理事会(FRB)が今月の会合で0.25%ポイントの利上げを実施後、引き締めを停止するとの見方が強まった。

### 4. FOMCの動向

7月25日、26日に開催される米連邦公開市場委員会(FOMC)においては25bpの利上げが確実とみられている。市場参加者の関心は、すでに次回FOMC(9月19日、20日)以降の利上げの有無や、最初の利下げ時期に移っており、今回はこれらの手掛かりを探る動きが予想される。

参考までに、FF金利先物市場では、7月で利上げは打ち止めとなり、その後しばらくFF金利は据え置かれ、来年3月19日、20日のFOMCで利下げが開始されるとの見方が優勢となっている。

政策金利に関するFOMCメンバーの見解を確認してみると、前回6月に公表された、メンバーが適切と考える「政策金利水準の分布図(ドットチャート)」では、2023年末の中央値が5.625%であった。現在、FF金利の誘導目標は5.00%~5.25%なので、仮に7月に25bpの利上げが決定された場合、年内さらに25bpの利上げが決定される余地は残っていると考えられる。この1か月で発表された経済指標は強弱が入り混じっておりその予測は非常に難しいが、今後のFOMCにおける動向を見るうえでは非常に重要な会合である。



## ～中国経済～

中国経済はゼロコロナ政策解除以降も伸び悩み苦しんでいる。その原因はいくつかあるが、習近平体制の下では、民間企業が強大な力を持つことを良しとせず、いろいろな形で圧力をかけ頭を押さえている。いわゆる「国進民退」の状況が強まっているように思える。また、米国の対半導体規制も大きな重しとなっている。

その中国経済の苦しさを表したのが、利下げである。6月20日中国人民銀行は銀行の貸出金利の参照レートであるLPR 1年物金利を0.1%引き下げて3.55%に、住宅ローン金利の参照レートであるLPR5年物金利を同じく0.1%引き下げて4.2%とした。利下げ幅は小さいものの、2022年8月以来10か月ぶりの利下げで、経済の苦しさを表している。

### 1. 中国の不動産事情

中国経済で特に懸念されているのが不動産市場である。

**不動産産業は関連も含めるとGDPの3割を占めるといわれている。**

長い期間にわたって、中国では不動産バブルが膨張した。根底には、共産党の経済政策があった。

共産党指導部は地方政府に経済成長目標を課す。達成のために地方の共産党幹部は土地の利用権を中国恒大集団（エバーグランデ）などのデベロッパーに売却する。それは地方政府の主要財源となった。

デベロッパーはマンションを建設する。建設活動の増加が、雇用を生み出し、建材の需要も増える。インフラ投資も加速する。

そして地方政府はGDP成長率目標を達成し、幹部は出世を遂げた。

中国全体で「**党の指示に従えば豊かになれる**」という価値観が形成され、

**「不動産価格は上昇し続ける」という神話が出来上がった。**

さらに、リーマンショック後は世界的なカネ余りが価格上昇を支えた。

上がるから買う、買うから上がる、という根拠なき熱狂が不動産バブルを膨張させた。

しかし、いつまでも価格が上昇し続けることはない。

**2020年8月、共産党政権は「三つのレッドライン」を導入。**金融機関は不動産デベロッパー向けの融資を減らし、デベロッパーは資産売却による資金捻出に追い込まれた。そうすることで共産党政権は経済全体での債務残高を削減し、資産価格の過熱を解消しようとした。

3つのレッドラインとは、**①総資産に対する負債比率が70%以下、②自己資本に対する負債比率が100%以下、③短期負債を上回る現金の保有**、という3つの財務指針である。

この3つのレッドラインが恒大集団を直撃（恒大集団は3つともこの規制に抵触していた）、経営危機に陥った。

### <中国恒大集団（エバーグランデ）>

恒大地産集団（現恒大集団）が1996年に個人営業の不動産会社として広州で設立されて以降、右肩上がりの不動産市況を背景に急成長を続け、2000年には広州市不動産業界における最も競争力を有する企業ランキングのトップとなり、さらに2006年には中国不動産企業ランキングのトップ20に入った。

2009年に香港上場を果たしてからは、資本市場からの資金調達を追い風に、恒大地産（不動産開発）を主力としつつ、事業の多角化を進めてきた。例えば、2010年にサッカークラブの広州足球倶楽部を買収し、その後恒大新能源汽车（新エネルギー車）、恒大物業（不動産管理）、恒騰網路（インターネット番組）、房車宝（中古不動産・中古車）、恒大童世界（テーマパーク）、恒大健康（ヘルスケア）、恒大冰泉（ミネラルウォーター）に事業の手を広げ、今では「フォーチュン・グローバル500」（世界500強企業）に入る企業集団に成長した。

### 中国の不動産業界を巡る動き

2020年夏	中国人民銀行が不動産大手の財務への監視を強化
21年9月	中国恒大集団が「未曾有の困難にある」と声明
12月	格付け会社が恒大を「部分的債務不履行」などに認定
22年11月	人民銀などが不動産市場への金融支援策を通知
23年3月	恒大が外債建て債務の再編方針を公表



## ～中国経済～

恒大問題は、中国政府主導による不動産価格高騰抑制のための規制強化の結果として引き起こされた個別企業の経営危機であり、このような事態は既に政府の容認事項に織り込まれているとみられたが、一企業の問題では済まされず、経済全体に悪影響を及ぼしてしまった。三つのレッドラインによる急速な融資規制は不動産神話を打ち壊し、不動産バブルは崩壊した。それ以降、売るから下がる、下がるから売るといった負の連鎖が止まらない。

中国政府は2022年11月に不動産市場に対する包括的な金融支援策をまとめ、従来の厳しい不動産政策の修正に動いた。銀行にマンション開発資金の融資期間を1年延長するよう促したほか、地方政府に住宅ローン金利の下限引き下げを求めた。

さらに今年に入り「3つのレッドライン」の数値目標を主要30社を対象に緩和すると発表した。1000億元の賃貸住宅向け融資やM&A（合併・買収）による業界再編を加速するために設立する金融資産管理会社向け資金計画、不動産会社のバランスシート改善のため株式調達なども支援する。

中国経済の課題となっている債務問題の解決を先送りすることにつながりかねない。国際決済銀行（BIS）によると、経済規模と比べた中国の債務残高の比率は295%と昨年6月末に過去最高を更新した。

人口減少社会を迎えるなかで、中長期的な住宅需要の先細りが確実視されており、不動産支援への転換が住宅市場の回復にどこまで奏功するかは不透明な面もある。

それを示しているのが、今月になって発表された恒大の大幅な赤字である。経営再建中の不動産大手、中国恒大集団は2年間合計で約5800億元（約11兆2000億円）の最終損益の赤字を計上したのである。

主因は開発用不動産の評価減だ。2年間合計で3800億元近くの評価減に、金融資産の減損損失などが加わり赤字額が膨らんだ。評価を見直したのは「住宅市場全体の環境が下振れしたため」（同社）という。

不動産市況の下落が続けば、規制緩和措置は債務を膨らませるだけになり、それがまた中国経済の重しとなってしまうリスクはかなりあるようだ。

### 2. GDP

17日発表した2023年4～6月の国内総生産（GDP）は、物価の変動を調整した実質で前年同期比6.3%増えた。1～3月の4.5%増より伸びが拡大したが、昨春に上海がロックダウン（都市封鎖）した反動が大きい。足元の景気は不動産市場の低迷などで失速感が目立っている。

他にも雇用環境の悪化、民間企業の収益悪化、家電や耐久財の消費もさえないなど不安材料が多い。

家計は、雇用環境の悪化から将来へ不安を抱いている人が多く、貯蓄を優先する傾向にある。特に、若年層の雇用は厳しく、16～24歳の失業率は21.3%にも上っている。

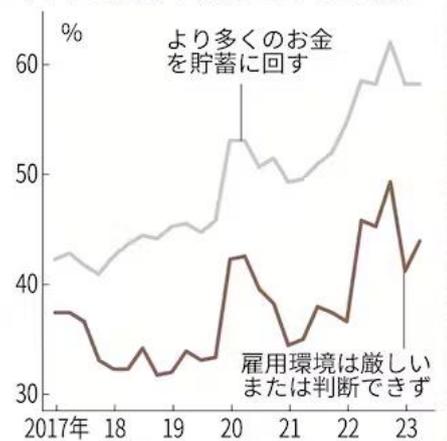
1～6月の可処分所得に対する消費支出の割合は、コロナ後は60%前後で推移している。以前は65%前後だったことを考えると節約が常態化している

習近平政権は、躍進する民間企業を締め付け、金融、ITや不動産業界のリストラを進めた。その結果所得が下押しされ、且つ雇用環境も悪化するという悪循環を生んでいる。中国経済の先行きはまだまだ不安定な状況が続くようである。

優良不動産会社向けに財務指針を緩和する
・「3つのレッドライン」を緩和
・業界再編推進へ金融資産管理会社向け資金計画支援
・不動産会社の株式調達支援
・未完成物件の引き渡し支援へ2000億元融資計画
・1000億元の賃貸住宅向け融資支援

（出所）新華社、中国人民銀行

### 中国の家計の先行き不安は強い



（注）預金者2万人へのアンケート調査  
（出所）中国人民銀行

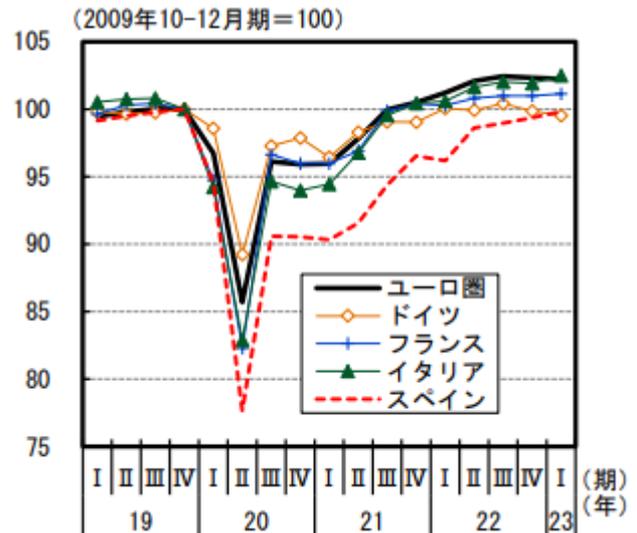


## ～欧州経済～

### 1. リセッション懸念入りか！？

6月8日に公表されたユーロ圏の2023年1-3月期の実質GDP成長率(確報値)は、プラス成長(前期比+0.1%、前期比年率+0.3%)だった二次速報値から下方修正され、前期比▲0.1%(前期比年率▲0.4%)のマイナス成長となった。これにより、ユーロ圏の実質GDP成長率は2022年10-12月期に続き2四半期連続のマイナス成長となり、ユーロ圏経済がテクニカルリセッションに陥っていることが示された。

需要項目別の内訳では、個人消費は前期比▲0.3%と減少幅を縮小させつつも、2四半期連続で減少した。また、政府消費が同▲1.6%と大幅なマイナスとなったことに加え、在庫投資が前期比▲0.4%ptと2四半期連続のマイナス寄与となったことがGDPを押し下げた。



国別に成長率を確認すると、主要国ではイタリア(前期比+0.6%)、スペイン(同+0.5%)、フランス(同+0.2%)がプラス成長となる一方、速報段階ではゼロ成長だったドイツが下方修正され、同▲0.3%と2四半期連続のマイナス成長となった。ドイツ以外では、アイルランド(同▲4.6%)、リトアニア(同▲2.1%)、オランダ(同▲0.7%)、エストニア(同▲0.6%)、マルタ(同▲0.5%)、ギリシャ(同▲0.1)がマイナス成長となった。マイナス成長となった国の数は7カ国とユーロ加盟国の半数を下回ったものの、ユーロ圏GDPで最大シェアのドイツのマイナス成長、およびアイルランドの大幅な減少が響き、ユーロ圏全体ではマイナス成長という格好である。

ただし、ドイツのマイナス成長に関しては、コロナ禍の収束に伴うワクチン接種や検査の減少による政府消費の大幅な減少(前期比▲4.9%)や、補助金の終了による自動車販売の低迷が影響しており、一時的な要因による下押しが響いている。

ユーロ圏は2022年末からテクニカルリセッション入りとなったが、マイナス幅は限定的であることに加え、こうした特殊要因が影響したことを踏まえれば、先行きについては過度に悲観的になる必要はないだろう。

### 2. ECB理事会で利上げ継続

2023年6月15日に行われたECB理事会では、8会合連続の利上げが決定され、政策金利である主要3金利がそれぞれ0.25%pt引き上げられた。

6月理事会での利上げの有無以上に注目されていた、先行きの政策姿勢については、引き続き利上げを続ける意向であることが示された。声明文では「理事会の将来の決定により、政策金利はインフレ率を2%の中期目標に適時に戻すことを達成するのに十分に抑制的な水準に引き上げられ」の文言が、前回声明文のまま残された。また、声明文公表後の会見においてラガルド総裁は、「まだカバーすべき領域がある(we have ground to cover)」、「まだ目的地には達していない(we're not at destination)」とした上で、ベースラインに重大な変化がない限り、7月の理事会での追加利上げの可能性が極めて高いと発言している。

インフレとの戦いがまだまだ続く様相である。