

はまぎん

金融・経済レポート

目次

景気動向	日本経済 ●2023年度・2024年度の景気予測（2023年5月改訂）…………… 2
	米国経済 ●内需をけん引役に粘り強い景気の拡大が持続…………… 8
	【トピック】債務上限問題を巡る危機が土壇場で回避…………… 9
	ユーロ圏経済 ●物価高や利上げの影響により景気が減速…………… 10
	中国経済 ●習体制の支援策もあり、23年の景気は消費を中心に緩やかな回復へ… 12
金融情勢	◆為替レート…………… 14
	目先はFRB（米連邦準備理事会）のタカ派的な政策スタンスが意識される中で、ドルが底堅く推移すると見込まれる。ただ、23年後半にはFRBの利上げ打ち止めが明確となり、次第に将来的な利下げが織り込まれる形で、円高・ドル安基調に転じると予想される。日銀による金融緩和の微修正で円高方向に振れる可能性にも依然として要注意。
	◆米国金利…………… 16
	物価の落ち着きを見極めたいFRBは6月か7月のFOMCで利上げを行う可能性があり、当面、タカ派的なスタンスを維持すると予想される点が米長期金利を下支えしよう。ただ、FF金利先物の23年末予想がFRBの見通しに近づいていることを踏まえると、今後の長期金利の上昇余地は限定的と考えられる。
	◆株 価…………… 17
	日本株は強含みもみ合いか。経済活動の正常化が進むとの期待が株式相場の支援材料。目先は利益確定の売りが出やすいものの、割安感のある日本株には引き続き海外投資家からの買いが入りやすいと予想される。
	◆金融マーケットの推移…………… 18
金融市場データ	…………… 20



日本経済：2023年度・2024年度の景気予測（2023年5月改訂） —23年度は輸出が減少する一方で、国内民需が底堅く推移しプラス成長を維持—

要 約

1. 2023年1～3月期の実質GDP（国内総生産）は前期比+0.4%と3四半期ぶりに増加した。個人消費はサービス消費を中心に増加し、前期と比べて増勢を強めた。また、企業の経常利益が高水準で推移する中で、設備投資も再び増加した。一方、輸出は海外景気の減速などにより、6四半期ぶりに減少した。
2. 2023年度の日本経済は緩やかな回復が続くと見込む。米欧景気が減速する中で、輸出は引き続き弱い動きとなろう。ただその一方で、国内民需が景気を下支える公算が大きい。すなわち、消費者物価の高止まりを受けて実質所得が弱含むものの、新型コロナウイルスの感染症法上の位置づけが季節性インフルエンザなどと同じ「5類」に移行し、コロナへの警戒感が弱まる中で、個人消費はサービス消費を中心に底堅く推移すると見込む。また設備投資については、輸出の減少を受けて製造業を中心に企業業績が弱含むものの、脱炭素やデジタル化対応などの中長期的な視点での投資が着実に増加することで、増加基調を維持しよう。以上から、23年度の実質GDPは前年比+0.8%と、22年度（同+1.2%）から減速するものの、プラス成長を維持すると予測した。
3. 2024年度の日本経済は成長率が次第に高まると予測した。賃金の増加が続く一方で、消費者物価の伸びが鈍化することから、年度後半には実質所得が前年水準を上回ろう。実質所得の増加とともに個人消費の伸びも徐々に高まると見込んだ。米国景気が回復に向かうことで輸出も緩やかに回復しよう。企業業績が改善傾向に転じることから、設備投資も伸びが高まると見込んだ。以上から、24年度の実質GDPは前年比+1.2%となり、23年度に比べて成長率が高まると予測した。

23年1～3月期は3期ぶりのプラス成長

2023年1～3月期の実質GDP（国内総生産、1次速報値）は前期比+0.4%と、3四半期ぶりに増加した（図表1）。

需要項目別にみると、民間需要では、個人消費が前期比+0.6%と、22年10～12月期の同+0.2%から増勢が拡大した。コロナ禍から消費活動が正常化に向かう中で、外食や旅行などのサービス消費を中心に個人消費の伸びが高まった。設備投資も同+0.9%と2四半期ぶりに増加した。企業の経常利益が高水準で推移する中で、中国におけるゼロコロナ政策解除

などの影響で、22年10～12月期に減少した反動が現れた模様である。公的需要では、公共投資が同+2.4%と増加幅が拡大した。22年度第2次補正予算の執行が進んだことなどが影響した。

他方、海外需要においては、輸出が前期比-4.2%と6四半期ぶりに減少した。財輸出については、欧米景気の減速により、米国向けやEU（欧州連合）向け輸出が弱含んだほか、中国向けも減少が続いた。一方、サービス輸出については、訪日外国人の増加によりインバウンド需要が拡大し、堅調に増加した。

図表1 1～3月期は個人消費などが増加

(季調済、前期比、%)

	2022年			2023年
	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期
名目GDP	1.1	-0.8	1.1	1.7
実質GDP	1.1	-0.2	-0.0	0.4
個人消費	1.7	0.0	0.2	0.6
住宅投資	-1.8	-0.5	0.1	0.2
設備投資	2.1	1.5	-0.7	0.9
在庫投資(需与度)	-0.3	0.1	-0.5	0.1
政府消費	0.7	0.0	0.2	-0.0
公共投資	0.6	1.1	0.2	2.4
輸出	1.5	2.5	2.0	-4.2
輸入	1.0	5.6	-0.0	-2.3

注：シャドローは伸び率がマイナスの部分。ただし、輸入はプラスの部分。
出所：内閣府「四半期別GDP速報」

予測の前提となる条件

日本経済を取り巻く環境をみると、5月8日には、新型コロナウイルスの感染症法上の位置づけが季節性インフルエンザなどと同じ「5類」に移行した。コロナの経済活動に与える影響が一段と弱まり、経済活動の正常化が進んでいる。また、4月9日には日銀の新総裁に植田和男氏が就任し、金融政策の先行きに対する注目も集まっている。一方で、昨年からの為替レートの円安や、原油などの国際商品市況高を背景とした国内の物価高が、引き続き個人消費の押し下げ要因となっている。はじめにこうしたポイントについて、先行きのシナリオ（本予測の前提）を確認することにする。

まず、コロナについては、今後も感染が拡大する局面が現れると予想されるものの、経済活動を制約するような状況には至らないと見込んだ。

次に、日銀の金融政策については、現状の緩和的な政策が2024年度末まで維持されると想定した。日銀は4月28日の金融政策決定会合で、「粘り強く金融緩和を継続していくことで、賃金の上昇を伴う形で、2%の「物価安定の目標」を持続的・安定的に実現することを目指して

いく」とし、大規模な金融緩和の維持を決定した。後述するように、わが国経済は、23年度後半には景気が減速し、24年度も緩やかな成長にとどまる見込みである。経済成長率が小幅にとどまる中で、24年度末までに、日銀の目指す「物価安定の目標」を実現することは困難とみられ、現行の緩和的な金融政策が維持されると見込んだ。

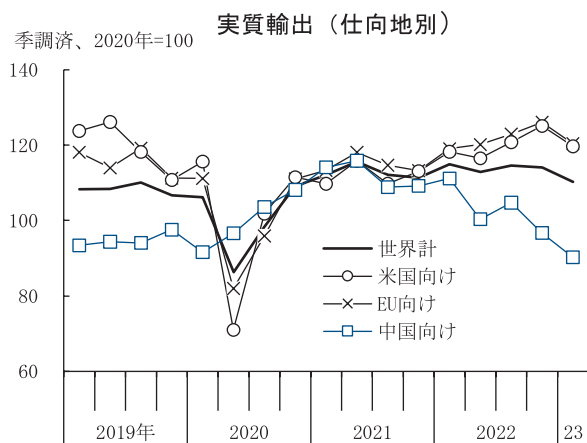
他方、ドル・円レートについては、緩やかな円高・ドル安傾向になると見込まれる。米国の金融政策については、インフレ率の低下などを背景にFRB（米連邦準備理事会）の利上げが、23年5月を最後に打ち止めとなると予想する。その後、FRBが政策の軸足を景気への配慮に移し、24年に入ると利下げに転じることになるだろう。こうした中で、緩やかな円高・ドル安が進行すると見込んだ。

原油などの国際商品市況については、23年度は世界経済の減速などにより市況がやや弱含むと予想する。24年度には世界経済が緩やかに回復することから価格が次第に強含むことになるだろう。予測期間を通じてみれば、概ね横ばい圏内での推移になると見込んだ。

欧米経済の低迷で輸出は弱含み続く

23年1～3月期の輸出は6四半期ぶりに減少した。日本銀行の実質輸出で同期の輸出動向を仕向地別にみると、米国向けが前期比-4.2%、EU（欧州連合）向けが同-4.5%と減少に転じた（図表2）。高インフレや大幅な利上げによる景気減速が影響した。また、中国向けも同-6.6%と減少した。ゼロコロナ政策の終了後も、生産や設備投資などの回復が遅れていることが影響した。

図表2 主要国・地域への輸出が減少



出所：日本銀行「実質輸出入」

今後の輸出については、欧米などの海外経済減速の影響を受けて、23年後半に一段と弱含み、24年に入ると緩やかに回復すると見込む。仕向地別にみると、米国向け輸出は、23年後半には景気後退の影響により弱い動きになるだろう。FRBによる大幅利上げの影響から耐久財消費や住宅投資が抑制されるため、自動車や建設機械などを中心にわが国からの輸出が弱含むと予想される。ただし、24年に入ると、米国景気はインフレの落ち着きなどを背景に持ち直すと見込まれる。このため、緩やかに輸出が増加するだろう。一方、EU向け輸出は23年に弱い動きとなり、24年に上向くと見込んだ。ウクライナ危機やECB（欧州中央銀行）による大幅利上げの影響で、23年の欧州経済は低迷する見込みである。加えて、地政学リスクが意識されることで投資活動も抑制されることから、資本財の輸出などが伸び悩むと予想される。ただし、24年には米国と同様にインフレが落ち着き、景気が上向くとともに輸出も増加することになるだろう。他方、中国向け輸出は緩やかに回復すると見込んだ。ゼロコロ

ナ政策の解除による経済活動の正常化などにより、中国景気は緩やかな回復が続く見込みである。景気の回復とともに輸出も緩やかに増加するだろう。

なお、サービス輸出については、インバウンド需要の増加により回復が続くと見込んだ。コロナ感染防止を目的とした訪日客に対する水際対策が4月29日に終了したことや、為替相場がコロナ禍前に比べて円安となっていることが追い風となろう。ただし、中国人観光客については、日本への海外旅行制限措置が継続しており、回復は小幅になると想定した。

中長期的なニーズが設備投資を底上げ

23年1～3月期の設備投資は2四半期ぶりに増加した。中国におけるゼロコロナ政策の解除に伴う混乱が収束に向かい、先行きに対する不透明感が緩和されたことで、設備投資を実施した企業が増加したとみられる。

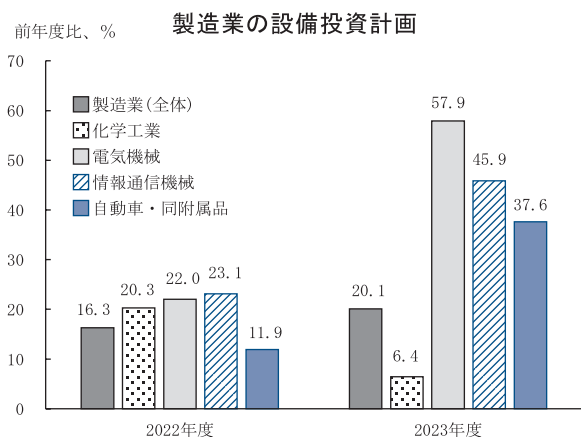
設備投資を左右する企業収益については、23年度は減益傾向で推移するだろう。海外景気の減速で輸出が弱含むことや、為替レートが円高傾向で推移すると予想されることなどから、輸出型製造業や海外投資が多い大企業などを中心に企業業績が弱含むと予想される。もっとも、国内事業を中心とする非製造業などでは企業業績が改善すると見込まれる。全体でみた企業収益の減少は小幅にとどまるだろう。24年度には、米国景気が回復に向かい、輸出が上向くことから輸出型製造業などが増益に転じ、全体の企業収益は増益に転じると見込んだ。

このような企業業績の改善により、国内事業を中心とした非製造業などでは、設備投資が増加傾向となるだろう。一方、23年

度に減益が見込まれる輸出型製造業も今後の設備投資は底堅く推移するだろう。

輸送用機械や電気機械などの輸出型製造業では、脱炭素関連やデジタル化投資など中長期的な視点での大型の投資が必要となる設備投資ニーズが高まっている。これまではコロナ禍による先行き不透明感などで、企業が設備投資を先送りする動きがみられていたものの、今後は経済活動の正常化が進む中で、投資を先送りする意識が弱まっていくと考えられる。また、昨年以降、為替レートが円安となっていることもあり、輸出型製造業の利益水準は高く、投資余力となる内部留保は拡大している。このため、減益が見込まれる輸出型製造業でも、23年度の設備投資は底堅く推移する可能性が高い。実際に、内閣府・財務省「法人企業景気予測調査（令和5年1～3月期調査）」で2023年度の設備投資計画を業種別にみると、自動車・同附属品や電気機械などで高い伸びとなっている（図表3）。

図表3 電気機械などで大幅な投資増計画



出所：内閣府・財務省「法人企業景気予測調査（令和5年1～3月期調査）」

以上を踏まえると、23年度の設備投資は、非製造業は業績の改善を受けて増加傾向で推移しよう。一方、製造業では海

外景気の減速などによる企業業績の悪化が下押し要因となるものの、中長期的な投資ニーズなどが支えとなり、底堅く推移すると見込んだ。24年度は輸出の回復により企業業績が上向くことから、製造業を中心に設備投資の増勢が強まると見込んだ。

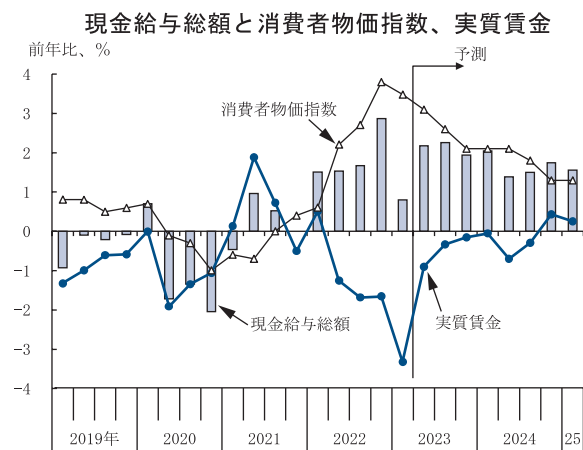
24年度後半に実質所得は前年比増加へ

家計の購買力を示す実質所得をみると、足元では、消費者物価の上昇が賃金増加分を上回り、前年水準を下回る（図表4）。

今後の所得情勢を展望すると、名目ベースの賃金は増加が続くと見込まれる。連合が公表した「2023春季生活闘争（春闘）」第5回回答集計結果によると、2023年の春闘賃上げ率（定昇相当込み）は+3.67%となり、過去の実績と比較すると、1993年以来の高い伸びとなっている。これを受けて、正社員を中心とした雇用者の所定内給与の増加率が前年を上回るだろう。特別給与についても、賞与算定のベースとなる所定内給与の増加が総支給額を押し上げるため、今夏の賞与が前年の夏を上回る伸びになると予想される。ただし、海外景気の減速の影響による企業業績の悪化を受けて、年末賞与の伸びは前年に比べて鈍化するだろう。続く24年度は現金給与総額の伸びが鈍化すると見込む。23年度の企業収益が減益に転じることや、消費者物価の上昇率が鈍化することから、24年度の春闘では、23年度のような高い賃上げ率を期待することは難しいとみられる。もっとも、海外景気の回復に伴い製造業の生産が次第に回復することなどから、年度後半には残業代などが増加し、現金給与総額の伸びが次第に高まると見込んだ。

一方、今後の消費者物価（生鮮食品を除く総合）上昇率は、高めの水準で推移するものの、次第に伸びが鈍化すると予想される。日銀短観（2023年3月調査）の販売価格判断D I（「上昇」-「下落」）をみると、足元で大幅な「上昇」超となっており、3か月先の予想も「上昇」超幅が拡大する見込みである。このため、既往のコスト高を販売価格へ転嫁する動きは今後も続くことになり、消費者物価への上昇圧力となろう。ただし、原油などの国際商品市況は既に昨年の高値水準から低下しており、今後も安定的な推移が見込まれる。また、為替レートも今後は緩やかな円高基調になると見込まれる。このため、輸入物価上昇を通じた物価上昇圧力は弱まると見込む。この結果、消費者物価は基調として伸びが鈍化し、24年度後半には前年比1%を小幅に上回る程度まで上昇率が低下すると見込んだ。

図表4 実質所得の見通し



注：消費者物価指数は持ち家の帰属家賃を除く総合。
出所：厚生労働省「毎月勤労統計調査」、総務省「消費者物価指数」
などより浜銀総研作成

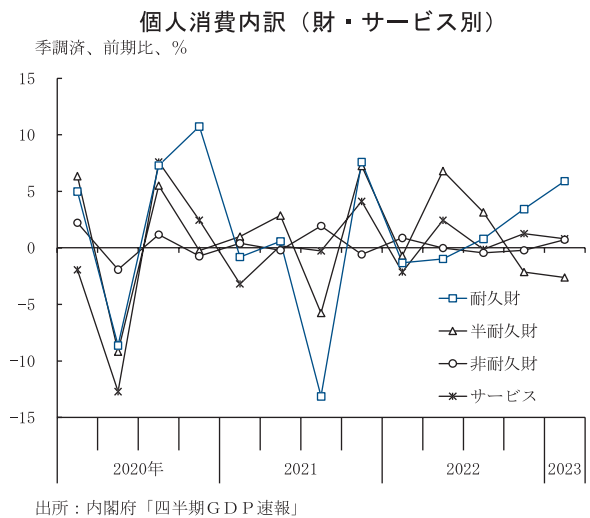
以上から、23年度の実質所得は、消費者物価上昇率が賃金の伸びを上回ることから、弱含んで推移すると見込んだ。24年度には賃金の上昇が続く一方、消費者物

価の伸びが鈍化することで、年度後半には前年水準を上回ると見込んだ。

サービス消費が個人消費をけん引

23年1～3月期の個人消費は22年10～12月期に比べて増勢が拡大した。コロナ禍から消費活動が正常化に向かう中で、サービス消費が堅調に増加した。また、部品の供給制約緩和に伴い乗用車販売が回復したことなどから耐久財消費も増加した。一方、衣料品などの半耐久財消費は減少した。実質所得が減少する中で、家計がメリハリのある消費行動を行ったとみられる（図表5）。

図表5 耐久財、サービス消費が増加



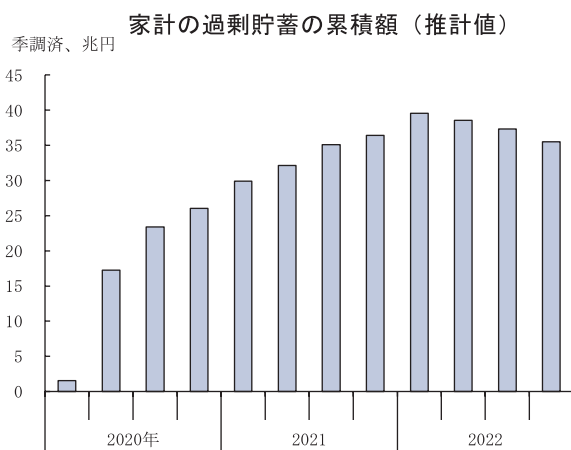
出所：内閣府「四半期GDP速報」

今後も個人消費は、堅調に推移すると見込んだ。5月8日からコロナの感染症法上の位置づけが「5類」に移行しており、コロナに対する警戒感是一段と弱まろう。コロナ禍で抑制されてきたレジャーや飲食などの消費活動が正常化すると見込まれる。24年度半ばまで前年水準を下回ると見込まれる実質所得が、消費活動の下押し圧力となるものの、家計はコロナ禍で消費を抑制した結果、過剰

貯蓄の累積額は高水準となっている（図表6）。こうした過剰貯蓄が、消費活動を下支えするだろう。

こうした点を踏まえると、23年度前半の個人消費は堅調に推移すると予想する。国内航空11社が発表した今年のゴールデンウィークの国内線旅客数実績が前年比+15.2%の279.3万人となるなど、国内旅行はコロナ禍前に迫る水準まで回復している。今夏にはコロナが「5類」へ移行して初めての夏休みを迎えることから、夏場にかけて、レジャーや飲食などサービス関連を中心に家計の支出が増加すると考えられる。ただし、23年度後半には、こうしたサービス関連の需要が一巡することもあり、消費の伸びがやや鈍化すると見込んだ。続く24年度の個人消費は後半に伸びが高まると予測した。前述のように、24年度後半に実質所得が前年水準を上回ると見込まれる。所得情勢の改善が、個人消費を下支えするだろう。

図表6 コロナ禍で過剰貯蓄が高水準に



注：2015～19年の貯蓄のトレンドを基に過剰貯蓄額の累積値を推計した。
出所：内閣府「家計可処分所得・家計貯蓄率四半期別速報」より浜銀総研作成

実質GDP成長率は2023年度が+0.8%、24年度が+1.2%と予測

こうした状況を踏まえて日本経済の先

行きを展望すると、2023年度は緩やかな回復が続くと見込む。米欧景気が減速する中で、輸出は引き続き弱い動きとなる。ただその一方で、国内民需が景気を支える公算が大きい。実質所得が弱含むものの、コロナに対する警戒感が一段と弱まる中で、個人消費はサービス消費を中心に堅調に推移すると見込まれる。また、設備投資は、増加基調を維持しよう。以上から23年度の実質GDPは前年比+0.8%と、22年度の同+1.2%から減速するものの、プラス成長を維持すると予測した（図表7）。

2024年度の日本経済は緩やかに成長率が高まると予測した。消費者物価の伸びが鈍化することで、実質所得が年度後半に小幅ながら前年水準を上回るようになる。実質所得の改善により個人消費の伸びも高まると見込んだ。企業部門では、米国景気が回復に向かうことで、輸出も緩やかに回復しよう。脱炭素やデジタル関連が設備投資を支える中で、輸出型製造業の回復を受けて企業業績が改善傾向をたどることから、設備投資も伸びが高まると見込んだ。以上から、24年度の実質GDPは前年比+1.2%となり、23年度に比べて成長率が高まると予測した。

（2023. 6. 1 調査部 菊池祥平）

図表7 2023年度・24年度の予測総括表

（前年比%、括弧内は寄与度%ポイント）

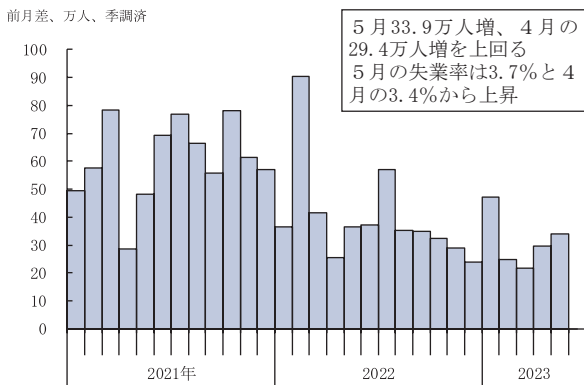
	2022年度 実績	2023年度 見通し	2024年度 見通し
実質GDP	1.2	0.8	1.2
個人消費	2.4	1.4	1.2
住宅投資	-4.4	0.2	0.3
設備投資	3.0	1.9	2.6
在庫投資	(0.1)	(-0.2)	(0.0)
政府消費	1.1	0.4	0.4
公共投資	-2.6	2.7	0.5
輸出	4.4	-1.8	2.2
輸入	7.1	0.2	2.0

注：シャドローは伸び率がマイナスの部分。輸入はプラスの部分。
出所：内閣府「四半期別GDP速報」などより浜銀総研作成

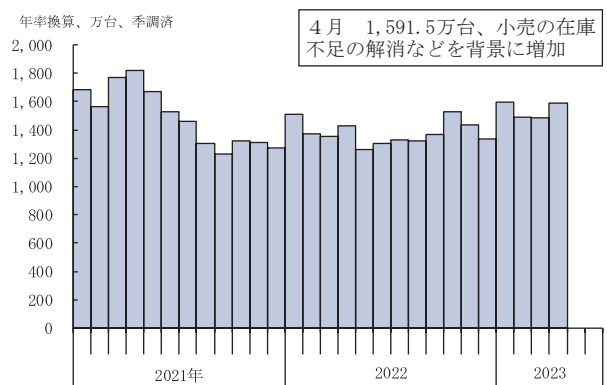
米国経済：内需をけん引役に粘り強い景気の拡大が持続

- ・米国経済は、雇用の持続的な回復を背景に、内需をけん引役とした粘り強い拡大基調が持続している。5月の非農業部門雇用者数は事前予想を上回る33.9万人の増加と前月の29.4万人を上回った。また、同月の総合PMI（購買担当者景気指数）はサービス業の好調により54.3と5か月連続で上昇した。
- ・4月の実質個人消費は前月比+0.5%と前月の同横ばいから上向いた。4月は乗用車販売が好調であった。設備投資の先行指標であるコア耐久財受注（航空機を除く非国防資本財）は、4月に同+1.4%と3か月ぶりに増加した。同月の鉱工業生産も自動車などの製造業が好調であり、同+0.5%と上昇した。住宅市場は高金利が逆風となっているものの、在庫が不足する中で回復の動きがみられ、同月の新築住宅販売は同+4.1%と2か月連続で増加した。
- ・4月の個人消費支出物価指数は前年比+4.4%と、前月の同+4.2%から上昇した。6月3日には財政責任法が成立し、政府債務不履行の危機は回避された（トピック参照）。これらは追加利上げを後押しするが、FRB（米連邦準備理事会）の複数の高官が景気鈍化を警戒するため政策金利を据え置く可能性に言及したため、6月の利上げ見送りを予想する市場関係者が増えている。

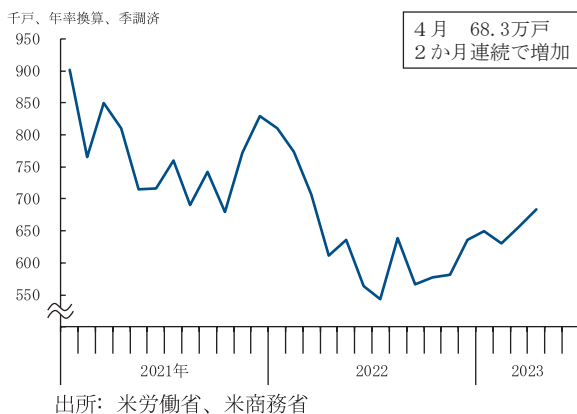
非農業部門雇用者数



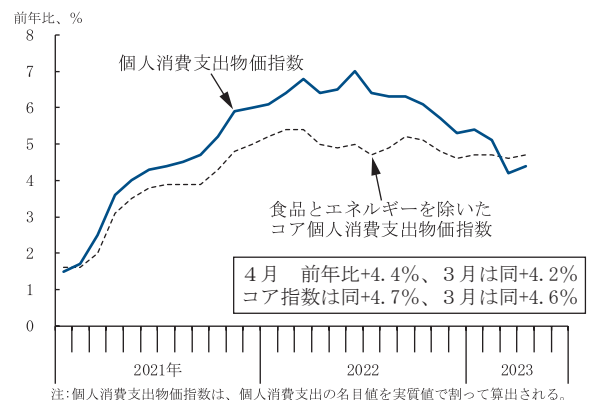
乗用車販売台数



新築住宅販売件数



個人消費支出物価指数



(2023. 6. 5 調査部 金子 修)

【トピック】債務上限問題を巡る危機が土壇場で回避

（政府債務の上限設定は米国特有の制度）

英国の植民地から独立した際に「代表なくして課税なし」がスローガンとされた経緯がある米国では、強力な財政民主主義が採用されている。歳出や歳入の決定は国民から選ばれた議会の権限であり、国債の発行額も議会が決定する。

政府の債務上限に関しては、予め法律で定める米国特有の仕組みが採用されている。議会が設定した債務上限に到達すると、米国政府は政策の実施を継続するため、議会に対して債務上限の引き上げを求めることになる。過去にも、大統領と議会がねじれ状態にある場合は、債務上限の引き上げを巡り、与野党が激しい政治的な駆け引きを展開してきた。

（土壇場で上限問題について合意）

近年、政府債務が上限に接近したのは2021年であり、同年12月に上限は31.4兆ドルに引き上げられた。2023年1月19日、米国政府の債務はこの上限に達した。この日以降、米財務省は一部の公的年金基金などへの拠出を縮小するなどの特別措置による資金繰りを開始した。

当然のことながら、財務省による特別措置には限界がある。5月1日にイエレン財務長官は資金繰りが行き詰まる可能性のある時期を6月1日であると警告し、債務上限を速やかに引き上げるよう、議会に求めた（その後、資金繰りが行き詰まる時期は6月5日に修正された）。

2022年の中間選挙の結果、下院は野党共和党が多数派となり、大統領と議会はねじれ状態にある。共和党は債務上限の引き上げの条件として福祉・エネルギー関連予算を大幅に削減するよう求め

た。一方、政府・民主党は無条件での上限引き上げを主張し、交渉は平行線をたどった。5月以降、バイデン大統領は共和党幹部であるマッカーシー下院議長らと協議を断続的に実施した。6月5日が接近し政府債務が不履行となるまさに土壇場の5月27日に、大統領と野党は政府債務の上限の棚上げで基本合意をした。

（双方痛み分けて危機は回避）

合意には、歳出の抑制・削減に関しては非軍事支出の抑制や内国歳入庁の予算削減が盛り込まれ、この問題に関して厳しく対立していた双方が痛み分ける形となった。民主党は福祉政策の縮小に抵抗していたが、低所得者向け食糧支援プログラムの就業要件は厳格化されることになった（下表）。

合意内容を法案化した財政責任法に対し、共和党保守派や民主党リベラル派の一部議員が反対票を投じたものの、6月1日までに法案は上下院を通過し、3日にバイデン大統領が署名して成立した。

法案の成立により米国連邦債などの政府債務が不履行となる危機的事態は回避されることとなった。

（2023. 6. 5 調査部 金子 修）

債務上限問題の基本合意の概要

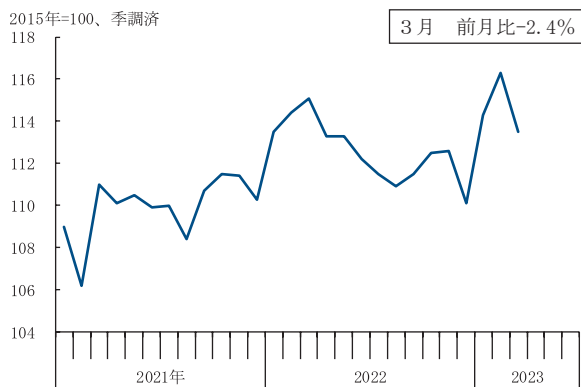
債務上限の棚上げ	・ 2025年1月1日まで時限措置として連邦政府の債務上限の効力を停止
歳出の抑制や削減	・ 2024年度の社会保障と国防費を除く裁量的支出は前年度と概ね同水準、2025年度の伸びは1%を上限とする ・ 2024～2025年度の2年間に内国歳入庁（日本の国税庁に相当）の予算200億ドルを他分野に振り向ける
低所得者向け食糧支援プログラムの就業要件の厳格化	・ 低所得者向け食糧支援プログラムの受給を厳格化し、就業義務の適用される年齢の上限を49歳から54歳に引き上げ
環境アセスメント手続きの円滑化	・ エネルギー関連プロジェクトの環境アセスメントに複数の政府機関が個別に関与している現状を改め、単一の政府機関が環境アセスメントを行うことにより認可に要する時間を短縮

出所：各種報道より浜銀総研作成

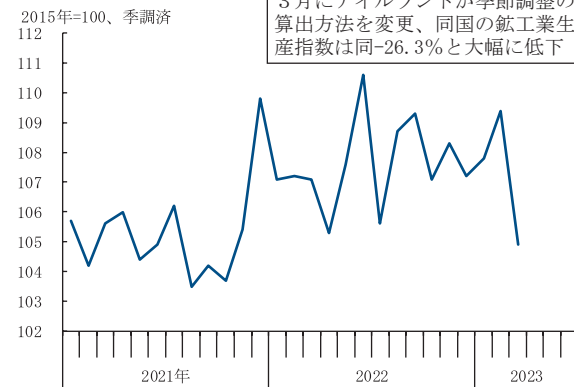
ユーロ圏経済：物価高や利上げの影響により景気が減速

- ・ユーロ圏経済は回復ペースが減速している。2023年5月の総合PMI（購買担当者景気指数）は52.8と、前月の54.1から低下した。物価高や金融引き締めの影響などにより、製造業、サービス業ともに前月に比べて低下した。
- ・3月の指標は景気の低迷を示している。欧州は記録的暖冬となった影響もあって1～2月の建設支出は上向いたものの、3月の建設支出は暖冬の影響一巡や借入金利の上昇などを背景に前月比-2.4%と減少に転じた。同月の鉱工業生産指数は統計処理上の特殊要因もあり、同-4.1%と大幅に低下した。物価高、特に食料品の高騰が家計を圧迫しており、同月の小売売上高（実質）は同-1.2%と2か月連続で減少した。ローン金利の上昇を背景に年明け後の乗用車販売台数は弱含みで推移しており、4月は同-1.2%となった。
- ・4月の失業率は6.5%と前月の6.6%から低下した。5月の消費者物価指数は前年比+6.1%となり、前月の同+7.0%から上昇率が鈍化した。ただし上昇率は高水準であり、ECB（欧州中央銀行）は6月の政策理事会で追加利上げを決定する可能性が高い。3月のユーロ圏財務省会合では財政の引き締めが支持されており、今後、光熱費対策などが段階的に縮小されることになろう。

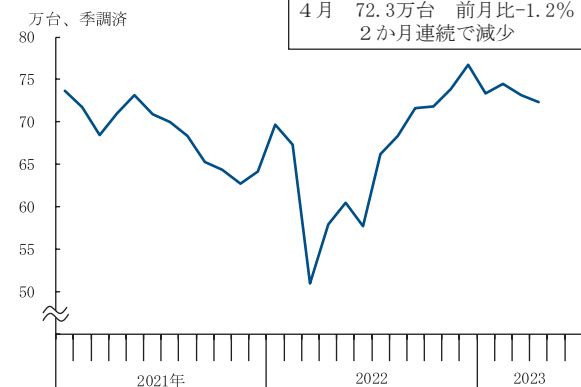
建設支出指数



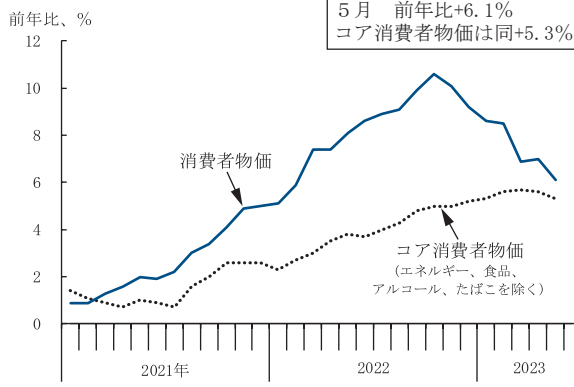
鉱工業生産指数



乗用車販売台数



消費者物価指数



出所：欧州委員会統計局、欧州自動車工業会、欧州中央銀行

(2023. 6. 5 調査部 金子 修)

ユーロ圏経済

【欧州委員会の経済見通し（5月公表）】

欧州委員会によると、2023年のユーロ圏の実質GDP成長率は+1.1%と前年の+3.5%から減速する。物価高や利上げの影響により内需が低迷する見込み。消費者物価上昇率は5.8%と、高水準の見通し。

	実質GDP (前年比、%)			消費者物価 (前年比、%)		
	2022年 (実績)	2023年 (予測)	2024年 (予測)	2022年 (実績)	2023年 (予測)	2024年 (予測)
	ユーロ圏	3.5	1.1	1.6	8.4	5.8
ドイツ	1.8	0.2	1.4	8.7	6.8	2.7
フランス	2.6	0.7	1.4	5.9	5.5	2.5
イタリア	3.7	1.2	1.1	8.7	6.1	2.9
スペイン	5.5	1.9	2.0	8.3	4.0	2.7

出所:欧州委員会

【ドイツの実質GDP】

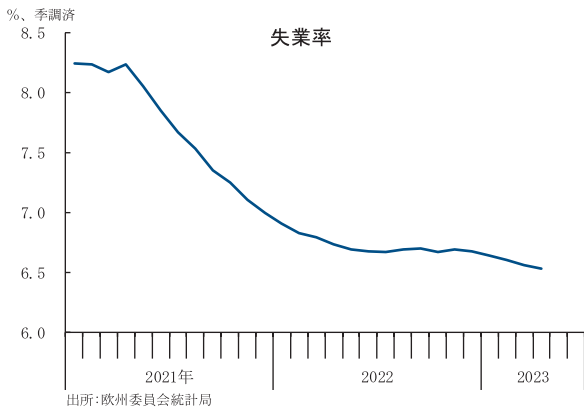
ドイツの23年1～3月期の実質GDP(確定値)は前期比-0.3%と2期連続のマイナス成長となった。暖冬の影響で建設関連の投資が増加したものの、物価高騰の悪影響により個人消費が落ち込んだ。

	季調済、前期比、%			
	2022年			2023年
	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月
実質GDP	▲0.1	0.5	▲0.5	▲0.3
個人消費	0.2	1.2	▲1.7	▲1.2
設備投資・住宅投資	1.7	2.1	▲0.8	2.8
政府支出	0.4	▲1.1	0.2	▲4.9
輸出	0.6	1.5	▲1.3	0.4
輸入	2.3	2.5	▲2.4	▲0.9

出所:ドイツ連邦統計局

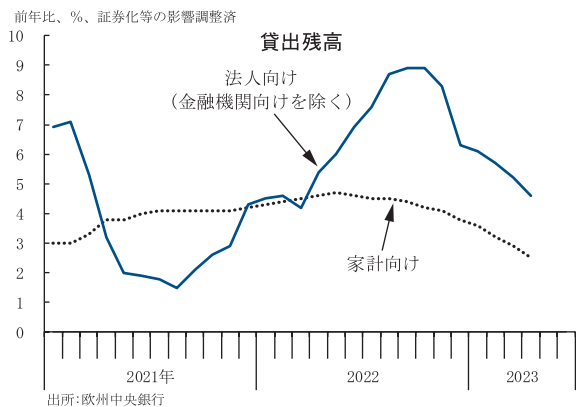
【失業率】

4月のユーロ圏の失業率は6.5%と前月の6.6%を下回り、統計開始来の最低記録を更新した。主要国をみると、スペインが12.7%、イタリアが7.8%、フランスが7.0%、ドイツが2.9%となった。



【貸出残高】

4月のユーロ圏の法人向け貸出残高は前年比+4.6%と、6か月連続で伸びが減速した。家計向け貸出残高も同+2.5%と、8か月連続で伸び率が低下した。利上げの影響により貸出は減速が続いている。



中国経済：習体制の支援策もあり、23年の景気は消費を中心に緩やかな回復へ

要約

- ・今後の中国景気を展望すると、ゼロコロナ政策の終了や習体制の消費促進策を受けて、個人消費がサービス分野を中心に持ち直そう。公共インフラ関連の投資も引き続き増加が見込まれる。ただ、住宅需要の改善が緩慢なことや輸出の伸び悩みから、景気の回復テンポは緩やかとなろう。23年の実質経済成長率を+5.5%と予測した。

景気は緩やかに回復するも、力強さを欠く

中国景気は足元で緩やかに回復している。個人消費の動きを表す小売売上高は4月に前年比+18.4%と堅調に増加した(図表1)。前年4月の水準が上海ロックダウンなどの影響で低いため、前年比の増加率が高めにしている面はあるが、季節調整値の水準をみても、2023年に入ってから上昇基調で推移している。小売売上高の内訳をみると、ゼロコロナ政策の解除に伴う外出の増加を背景に外食関連などが改善した。

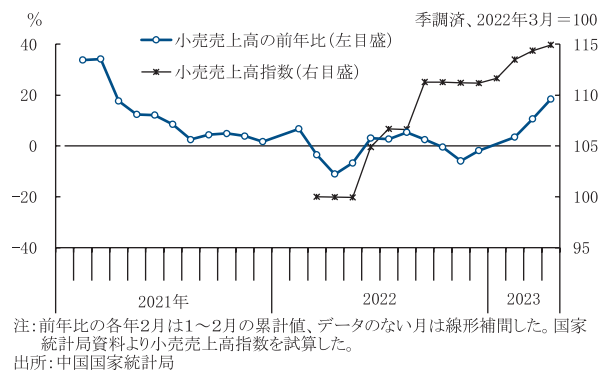
ただ、個人消費以外では、依然として回復が鈍い分野が散見される。まず、4月の固定資産投資は前年比+3.8%と2か月連続で増勢が弱まった(図表2)。内訳をみると、住宅販売の緩慢な回復を背景に不動産業が依然減少基調で推移した。また、企業業績の低迷を背景に製造業の設備投資も伸び悩んでいる。この状況下、雇用情勢をみると、16～24歳の調査失業率が4月に20.4%と過去最高を記録しており、大学卒業者を中心とする若年層の就職難が際立っている。

習体制は需要改善策を追加する方針

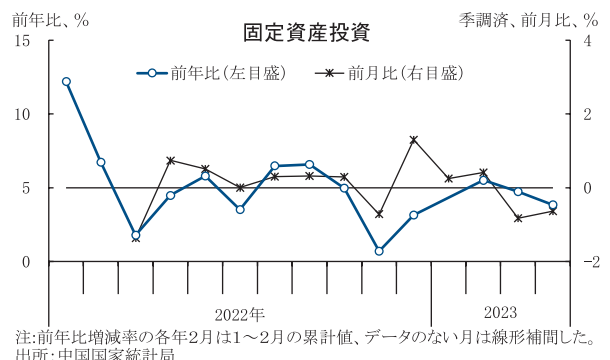
4月28日、習体制は中央政治局会議を開催し、今後、金融と財政の両面の支援により需要を拡大させていくという方針を強調した(図表3)。具体的には、観光消費の促進を行うなど、個人消費の回復

に対する支援を継続的に行う方針が示された。また、回復の緩慢な不動産市場に対しては、住宅購入支援を強化することや、住宅販売後に建設工事を停止した物件に対して支援を着実に継続することなどの方針が明示された。投資に関しても、従来の民間企業の投資促進や、NEV(新エネルギー車)の充電スタンドなど新たな建設推進措置も表明された。さらに、大学卒業者の就職難問題に向けて大卒者の雇用創出効果の高い人工知能(AI)応用のビジネス拡大などの発展への支援が示された。

図表1 個人消費は改善基調



図表2 固定資産投資は弱含む



2023年の実質GDP成長率を+5.5%、
2024年を+4.8%と予測

先行きの中国経済を展望すると、2023年4～6月期以降も緩やかに景気が回復すると見込まれる（図表4）。まず、個人消費については、23年中は経済活動の正常化が進む中で、政府による国内観光などの促進策の効果もあり、引き続きサービス分野を中心に回復しよう。また、後述するように23年後半には住宅販売が持ち直し、それにつれて家電などの耐久財消費も徐々に増加すると予想される。

雇用情勢も、景気回復の動きが明瞭になる中で、政府による農民工への就職支援の効果や、習体制によるニューエコノミーへの支援を背景とする大卒者の就職難問題の緩やかな解消により、改善の動きが徐々に広がる見込みである。

一方、固定資産投資については、23年中は政府の景気対策を受けてNEVの充電スタンドなどの公共インフラ関連の投資が引き続き増加しよう。他方、民間企業の設備投資については、年後半には景気対策効果の本格化で企業業績が改善に向かい、それに伴って持ち直しの動きが現れてこよう。なお、不動産市場については、建設工事を中断していた物件の工事が既に再開しており、23年後半には物件の購入者への引き渡しの進行に伴って住宅購入に対する人々の不安が次第に和らぎ、住宅販売に改善の動きが現れよう。

一方、輸出は、NEVやリチウム電池など付加価値の高い輸出向け製品の生産が回復するのに伴って、この先次第に改善する見込みである。ただ、夏場以降には、欧米先進国の景気減速を背景に、輸出全体が伸び悩むと見込まれる。

続く2024年については、前年比ベース

の実質GDP（国内総生産）成長率が小幅に低下するものの、緩やかな景気の回復が続く見込みである。まず、輸出に関しては、欧米景気の回復を背景に、先進国向けを中心に改善の動きが現れる見込みである。次に、固定資産投資に関しても、住宅販売の堅調な増加に伴う不動産投資の回復などから、総じてみれば改善しよう。さらに、個人消費も引き続き堅調に推移しよう。景気が緩やかに回復する中で、雇用所得情勢は引き続き改善すると見込まれる。また、2024年にはNEVシフトを目的とした政府による乗用車買い替え支援が行われるとの想定の下、耐久財消費も増加すると見込んだ。

以上より、2023年の実質GDP成長率を+5.5%、24年を+4.8%と予測した（注）。

注：なお、2024年に比べて、2023年の成長率が高いのは、前年（2022年）の実質GDPがコロナ禍により低水準となっていたためである。予測期間を通じてみると、緩やかな成長が続くと見込んだ。

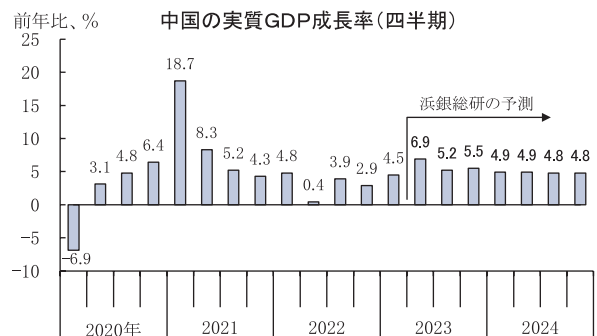
（2023. 6. 1 調査部 白 鳳翔）

図表3 中央政治局会議の決定事項

- ①金融と財政の両面の支援により需要を拡大
- ②所得の増加や住環境の整備を図るほか、観光消費の促進を行うなど、個人消費の回復と拡大に対する支援を継続的に実施
- ③実需の回復を目的に住宅購入支援を強化することや、住宅販売後に建設工事を停止した物件に対して支援を着実に継続
- ④民間企業の投資促進など従来の施策に加えて、NEV（新エネルギー車）の充電スタンドや蓄電設備、大都市のスラム街のリニューアル整備の強化などの公共関連施設の建設を推進
- ⑤人工知能（AI）応用のビジネス拡大や、ネット通販、ネットライブ配信などのニューエコノミーの発展を支援

注：中央政治局会議は2023年4月28日に開かれたもの。一部抜粋。
出所：新華網の『中国共産党中央政治局会議開催』より浜銀総研作成

図表4 経済は緩やかに回復する見込み



出所：中国国家統計局資料などより浜銀総研作成

要 約

- ・ 目先はF R Bのタカ派的な政策スタンスが意識される中で、ドルが底堅く推移すると見込まれる。ただ、23年後半にはF R Bの利上げ打ち止めが明確となり、次第に将来的な利下げが織り込まれる形で、円高・ドル安基調に転じると予想される。日銀による金融緩和の微修正で円高方向に振れる可能性にも依然要注意。

5月の動き

対ドル円レートは月間ベースで大幅な円安・ドル高となった。上旬には、米国の中堅銀行の経営破綻が広がるとの懸念から、低リスク通貨の円が買われる場面もあった。しかし中旬には、ミシガン大学が発表した5年先の予想インフレ率が上昇し、インフレの高止まりでF R B（米連邦準備理事会）の金融引き締めが続くとの見方から、ドル買いが優勢となった。その後も、F R Bの高官が相次いで金融引き締めの継続に前向きなタカ派的な発言をしたことなどから、円売り・ドル買いが膨らんだ。

対ユーロ円レートは一進一退で推移。上旬には、対ドルでの円高を受けて、対ユーロでも円高となった。しかし中旬には欧州国債利回りの上昇を受けて、ユーロ買いが優勢となった。また下旬には、円が対ドルで大幅に下落したため、対ユーロでも円安が進行した。

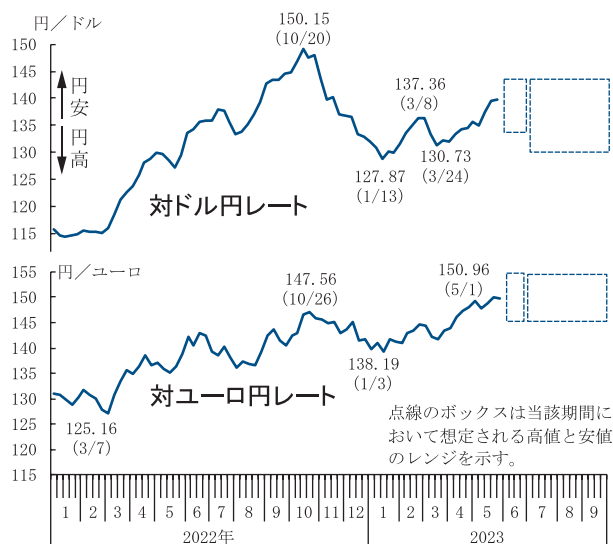
注目点：ドル・円のリスク・リバーサル

市場参加者が先行きどちらの方向に為替レートが動くことを心配しているかを示す指標として、通貨オプション取引の価格から算出されるリスク・リバーサルが有用である。最近のドル・円オプションのリスク・リバーサルをみると（右図）、対ドル円レートが今年の2月以降、円安・ドル高基調で推移しているにもかかわらず、リスク・リバーサルは低下基調（マイナス幅の拡大＝ドル・プット超

為替レートの予想レンジ

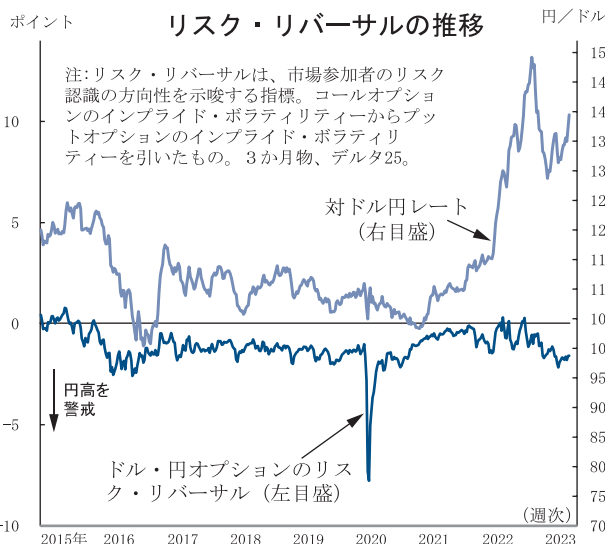
	2022年	2023年		
	10～12 (実績)	1～3 (実績)	4～6 (予想)	7～9 (予想)
対ドル円レート (円/ドル)	141.36	132.39	134～144	130～144
対ユーロ円レート (円/ユーロ)	144.22	142.05	145～155	145～155

注：実績は期中平均値。予想は高値と安値の目処を示す。



出所：Bloomberg

(週平均値)



出所：Bloomberg

幅の拡大)で推移していることが分かる。これは市場参加者の円高・ドル安に対する警戒感が徐々に強まっていることを示している。この背景には、市場参加者が、FRBの利上げが近い将来に打ち止めとなり、その後、FRBが利下げスタンスに転じると予想していることがあると考えられる。リスク・リバーサルはあくまでも市場の雰囲気(センチメント)を示す指標であり、先行きを予測する指標ではないものの、今後、円買い・ドル売りの材料が出た場合には、市場が大幅な円高・ドル安で反応する可能性が大きいことを示唆しているといえよう。

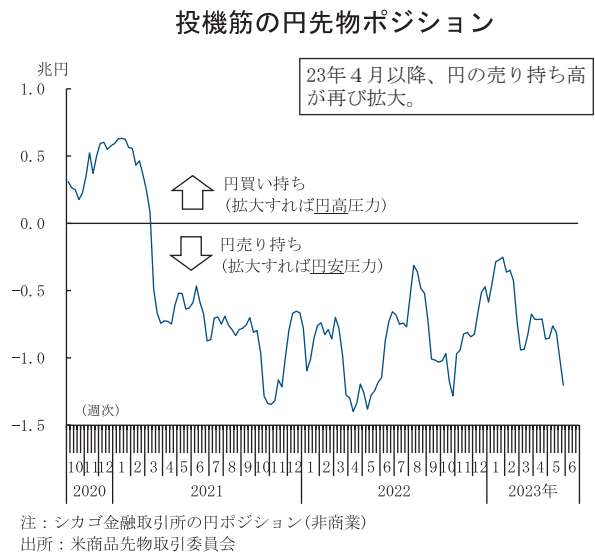
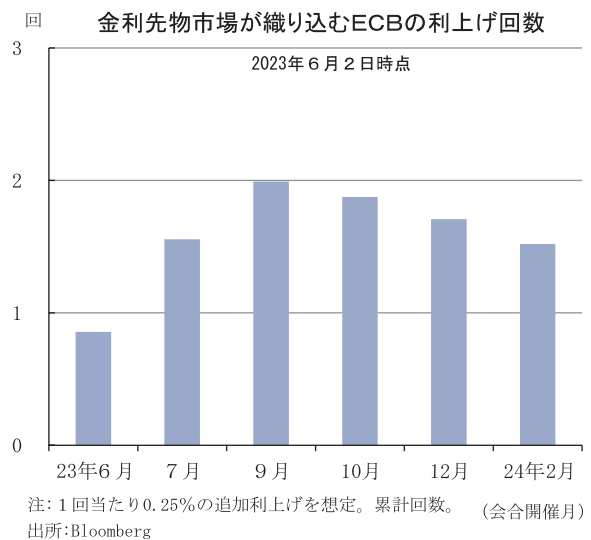
向こう3か月程度の見通し

今後の対ドル円レートを展望すると、目先はFRBのタカ派的な政策スタンスが意識される中で、ドルが底堅く推移すると見込まれる。ただ、23年後半にはFRBの利上げ打ち止めが明確となり、次第に将来的な利下げが織り込まれる形で、円高・ドル安基調に転じると予想される。また、日銀の植田総裁は講演などで、現行の大規模な金融緩和を継続する方針を強調しているものの、現行の緩和策による副作用の存在も認識している。過去の植田総裁の発言を踏まえると、緩和策の副作用を軽減するための措置として、比較的早期に長期金利の許容変動幅を拡大する可能性は十分にあると考えられる。こうした金融緩和の微修正が行われれば、市場は円高で反応しよう。

対ユーロ円レートは、ユーロ強含みでのみ合いを見込む。ユーロ圏のインフレ率が依然として高い中で、ECB(欧州中央銀行)のラガルド総裁が今後も利上げを継続する方針を強調しており、金融市場ではECBの利上げが23年7~9月期まで続くと予想している(右上図)。

当面はこうしたECBの利上げ継続観測が、根強いユーロ買い要因になると見込まれる。ただその一方で、日銀による金融緩和策の微修正が比較的早期に行われる可能性もあり、この点是对ユーロでも円高要因となろう。

(2023. 6. 5 調査部 北田英治)



要 約

- ・物価の落ち着きを見極めたいFRBは6月か7月のFOMCで追加利上げを行う可能性があり、当面、タカ派的なスタンスを維持すると予想される点が長期金利を下支えしよう。ただ、FF金利先物の23年末予想がFRBの見通しに近づいていることを踏まえると、今後の長期金利の上昇余地は限定的と考えられる。

5月の動き

米国の長期金利は大幅に上昇。中旬以降、FRB（米連邦準備理事会）の高官が相次いで金融引き締めに向きなタカ派的な発言をしたことから、債券の売りが優勢となった。26日発表の4月の米個人消費支出（PCE）物価指数が市場予想を上回り、インフレ圧力の根強さが意識されたことも、債券売りにつながった。

注目点：市場の利下げ観測の後退

FRB高官のタカ派的な発言を受けて、市場の年内利下げ観測が大きく後退している。FF金利の先物市場をみると、足元の23年末の予想金利は、FOMC参加者の3月時点の見通し（中央値）を若干下回る水準まで切り上がっている（右下図）。物価の落ち着きを見極めたいFRBは6月か7月のFOMC（公開市場委員会）で追加利上げを行う可能性があり、当面、タカ派的なスタンスを維持すると予想されるが、利上げが最終局面に入っていることは間違いないといえよう。

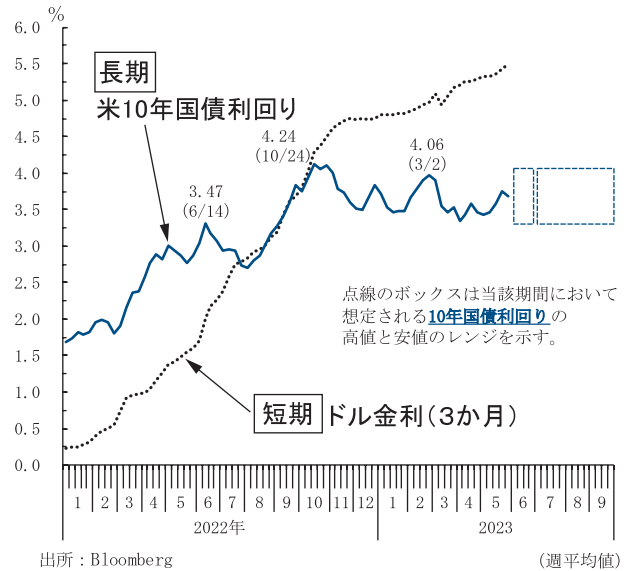
向こう3か月程度の見通し

米長期金利は強含みもみ合いを見込む。FRBが当面、タカ派的なスタンスを維持する可能性が大きいことが長期金利を下支えしよう。ただ上記のように、FF金利先物の23年末予想がFRBの見通しに近づいていることを踏まえると、今後の長期金利の上昇余地は限定的と考えられる。（2023. 6. 5 調査部 北田英治）

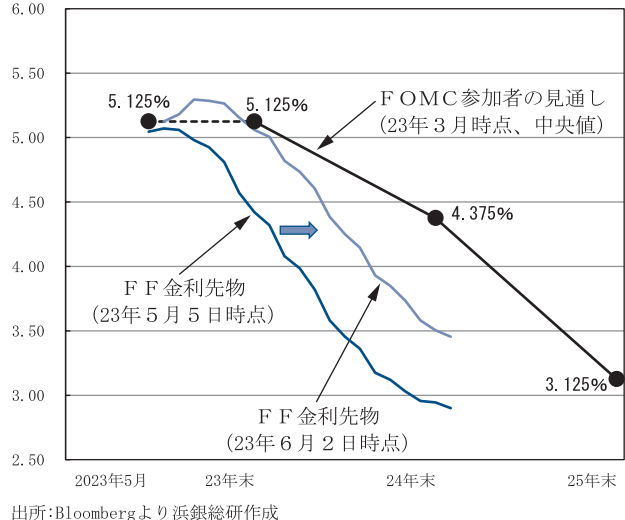
米国金利の予想レンジ

	2022年	2023年			
	10~12 (実績)	1~3 (実績)	4~6 (予想)	7~9 (予想)	
ドル金利3か月 (LIBOR, %)	3.00	4.51	5.00~ 5.75	5.00~ 5.75	
10年国債利回り (%)	3.10	3.82	3.30~ 4.10	3.30~ 4.10	

注：実績は期中平均値。予想は高値と安値の目処を示す。



フェデラル・ファンド（FF）金利の予想



要 約

- ・米国株はもみ合いか。米景気が底堅く推移している点は株価の支援材料。ただ、FRBの追加利上げ観測がくすぶり続ける間は株式相場の上値が抑えられよう。
- ・日本株は強含みもみ合いか。目先は利益確定の売りが出やすいものの、割安感のある日本株には引き続き海外投資家からの買いが入りやすいと予想される。

5月の動き

米国の株式相場は月間ベースで下落。上旬には、米国の中堅銀行の経営不安から投資家心理が悪化し、米国株は下落した。中旬以降は、米政府の債務上限問題などへの警戒が株式相場の重荷となった。下旬にはFRB（米連邦準備理事会）高官が相次いで金融引き締め継続に前向きな発言をしたことが嫌気された。

日本の株式相場は月間ベースで大幅に上昇。金融不安や債務上限問題などで揺れる米国株と比べた相対的な日本株の投資環境の良好さに目を付けた海外投資家の買いが入り、株式相場を押し上げた。また、外為市場での円安・ドル高の進行が輸出関連株の追い風となった。

向こう3か月程度の見通し

(米国株価)

米国の株式相場はもみ合いを見込む。米景気が個人消費を中心に底堅く推移している点は、株式相場の支援材料。ただ、FRBの追加利上げ観測がくすぶり続ける間は、株式相場の上値が抑えられよう。

(日本株価)

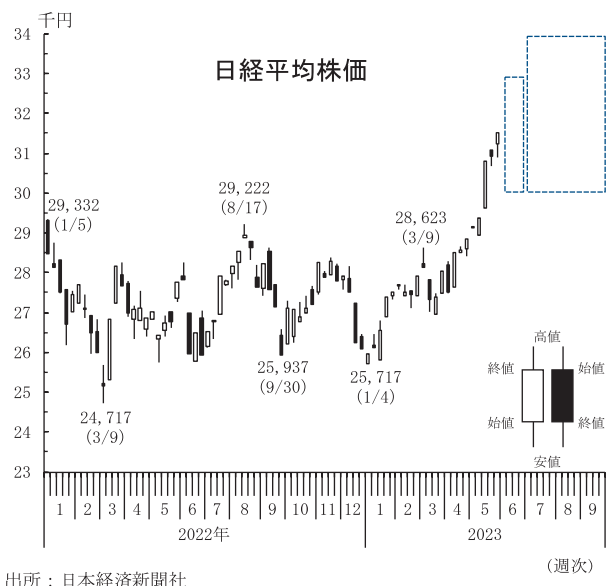
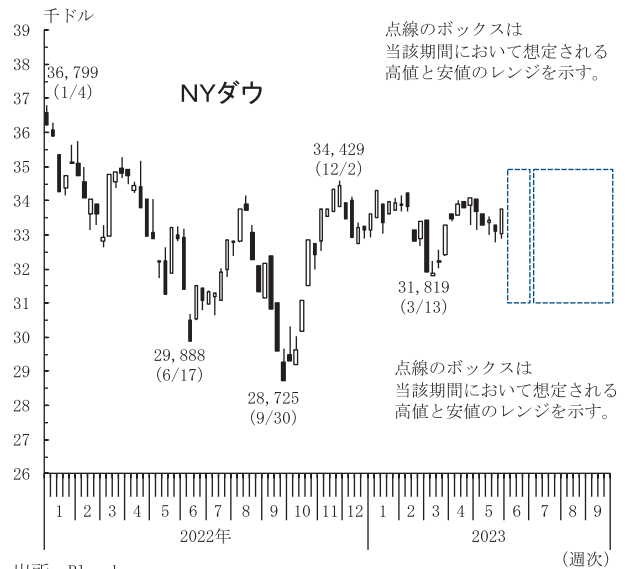
日本の株式相場は強含みもみ合いを見込む。国内の経済活動の正常化が進むとの期待が株式相場の支援材料。目先は利益確定の売りが出やすいものの、割安感のある日本株には引き続き海外投資家からの買いが入りやすいと予想される。

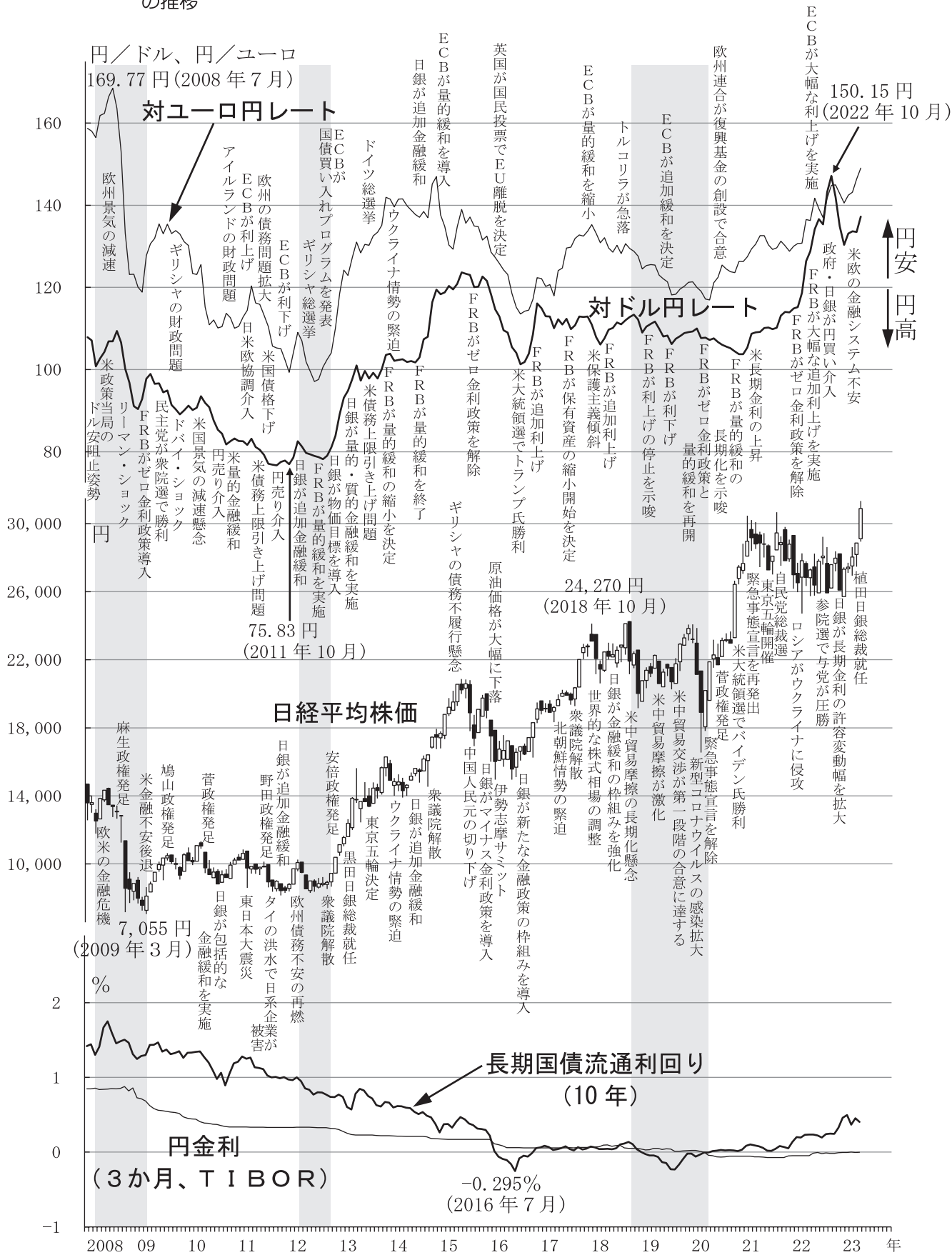
(2023. 6. 5 調査部 北田英治)

株価の予想レンジ

	2022年	2023年			
	10~12 (実績)	1~3 (実績)	4~6 (予想)	7~9 (予想)	
NYダウ工業株30種 (ドル)	32,490	33,263	31,000~ 35,000	31,000~ 35,000	
日経平均株価 (円)	27,367	27,270	30,000~ 33,000	30,000~ 34,000	

注:実績は期中平均値。予想は高値と安値の目処を示す。





注: シャドー部分は日本の景気後退期。為替レートと金利は月中平均値。転換点の数字は日次の終値ベース。長期金利は新発10年物国債の流通利回り。

出所: Bloomberg、日本経済新聞社



金融市場データ

2023年6月5日時点

	為替相場		長期金利		株 価	
	対ドル 円レート (円/ドル)	対ユーロ 円レート (円/ユーロ)	日本10年国債 流通利回り (%)	米国10年国債 利回り (%)	日経平均株価 (円)	NYダウ 工業株30種 (ドル)
2022年 10～12月	141.36	144.22	0.27	3.10	27,367	32,490
2023年 1～3月	132.39	142.05	0.44	3.82	27,270	33,263
4～6月 (予想)	134～144	145～155	0.35～0.50	3.30～4.10	30,000～ 33,000	31,000～ 35,000
7～9月 (予想)	130～144	145～155	0.35～0.75	3.30～4.10	30,000～ 34,000	31,000～ 35,000
2022年 5月	128.79	136.28	0.23	2.89	26,654	32,379
6月	134.15	141.70	0.24	3.13	26,958	31,447
7月	136.65	139.13	0.22	2.89	26,987	31,535
8月	135.36	137.02	0.19	2.89	28,352	33,010
9月	143.21	141.78	0.24	3.51	27,419	30,650
10月	147.13	144.83	0.25	3.97	26,983	30,571
11月	142.06	144.98	0.24	3.87	27,903	33,418
12月	134.90	142.85	0.33	3.62	27,215	33,482
2023年 1月	130.38	140.52	0.46	3.54	26,606	33,656
2月	133.12	142.45	0.50	3.75	27,509	33,648
3月	133.68	143.20	0.37	3.66	27,693	32,483
4月	133.49	146.37	0.45	3.45	28,276	33,731
5月	137.24	149.06	0.40	3.58	30,148	33,317

昨年来高値	113.68 (2022/1/21)	125.16 (2022/3/7)	0.500 (2023/1/6)	4.24 (2022/10/24)	32,271 (2023/6/5)	36,799 (2022/1/4)
昨年来安値	150.15 (2022/10/20)	150.96 (2023/5/1)	0.085 (2022/1/4)	1.63 (2022/1/3)	24,717 (2022/3/9)	28,725 (2022/9/30)

注:実績値は期中(月中)平均値。為替相場はNY市場の値。 出所:Bloomberg、日本経済新聞社

法人・個人事業主のお客さま向け

横浜銀行 | CONCORDIA
コンコルディア・フィナンシャルグループ

パソコン・スマホが、銀行窓口にも。 経費精算のDX。

〈はまぎん〉ビジネスコネクト
〈はまぎん〉ビジネスサポートダイレクト

いつでも、どこでも入出金明細の確認・お振り込み・各種お手続きなどがWebから可能なサービスです。

横浜バンクカード・ビジネス

各種経費のお支払いにご利用可能なクレジットカードです。電子帳簿保存法に対応した「経費精算システム」へ連携も可能です。

銀行取引を
もっと便利に、
経費管理を
もっと簡単に!

ご確認
ください

- 一部サービスのご利用にあたっては、当行所定の審査があります。
- 〈はまぎん〉ビジネスコネクト 〈はまぎん〉ビジネスサポートダイレクト
- サービスのご利用にあたっては、振込手数料の他、ご契約内容によって当初契約料・月額基本手数料・従量手数料がかかる場合がございます。
- 一部ご利用にならない日、時間帯があります。●〈はまぎん〉ビジネスサポートダイレクトはスマートフォンでご利用する場合、事前にパソコンによる利用設定が必要です。
- 横浜バンクカード・ビジネス
- カードのご利用にあたっては所定の費用がかかります。●「犯罪による収益の移転防止に関する法律」の定めにより、印鑑証明書・登記事項証明書等のご提出が必要となる場合があります。また保証人(代表者)のお届けが必要となる場合があります。

各商品の内容・お申込条件など詳細は横浜銀行ウェブサイト <https://www.boy.co.jp/> または支店の窓口までお問い合わせください。

編集・発行 浜銀総合研究所 調査部
お問い合わせは TEL.045(225)2375

当研究所では、インターネットを通じて、神奈川県及び全国の景気や産業、企業経営などに関する情報を発信しています。ぜひご利用ください。アドレス <https://www.yokohama-ri.co.jp/>

本レポートの目的は情報の提供であり、売買の勧誘ではありません。本レポートに記載した内容は、レポート執筆時の情報に基づくものであり、レポート発行後に予告なく変更されることがあります。また、本レポートに記載されている情報は、浜銀総合研究所・調査部が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、その正確性、完全性を保証するものではありません。最終的な投資判断はお客様ご自身でなさるようお願いいたします。