

<目次>

- ① 日本経済..... 1  
2023年10～12月期実質GDP
  
- ② 米国経済..... 2  
消費者物価指数 / 小売売上高 / 鉱工業生産
  
- ③ 中国経済..... 3  
PMI / 業務活動予期指数（今後3カ月の見通し）
  
- ④ 欧州経済（イタリア）..... 4  
実質GDP / 消費者物価指数 / 小売売上高 / 輸出入
  
- ⑤ 金融・信用（為替、金利、株式、信用等）..... 5
  
- ⑥ 特集..... 6  
第7次エネルギー基本計画の議論開始

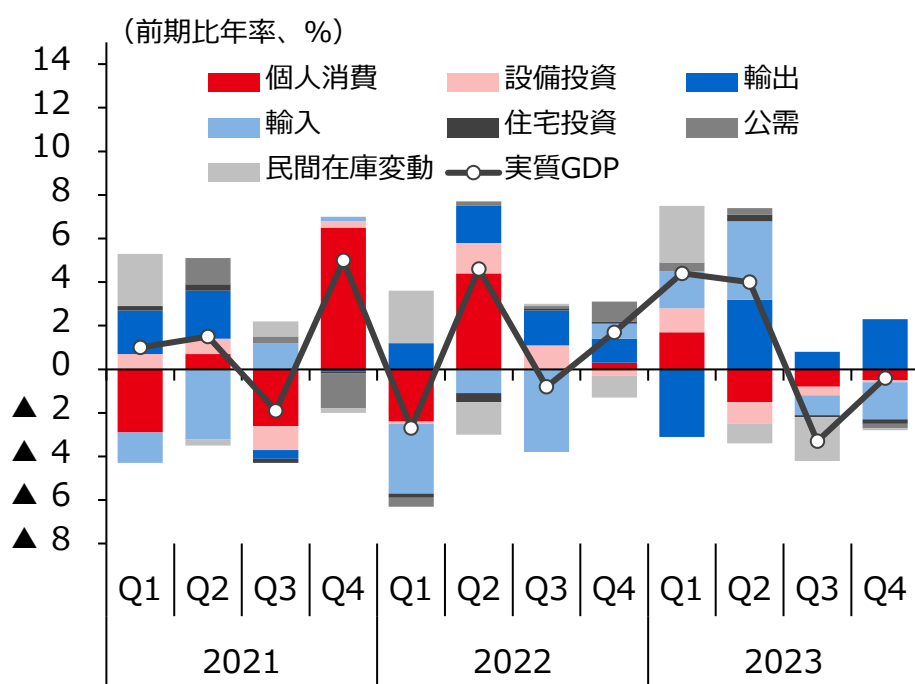
# ① 日本経済

(シニア・エコノミスト 浦野 愛理)

## 2023年10～12月期の実質GDPは2四半期連続のマイナス成長、内需の弱さが目立つ結果に

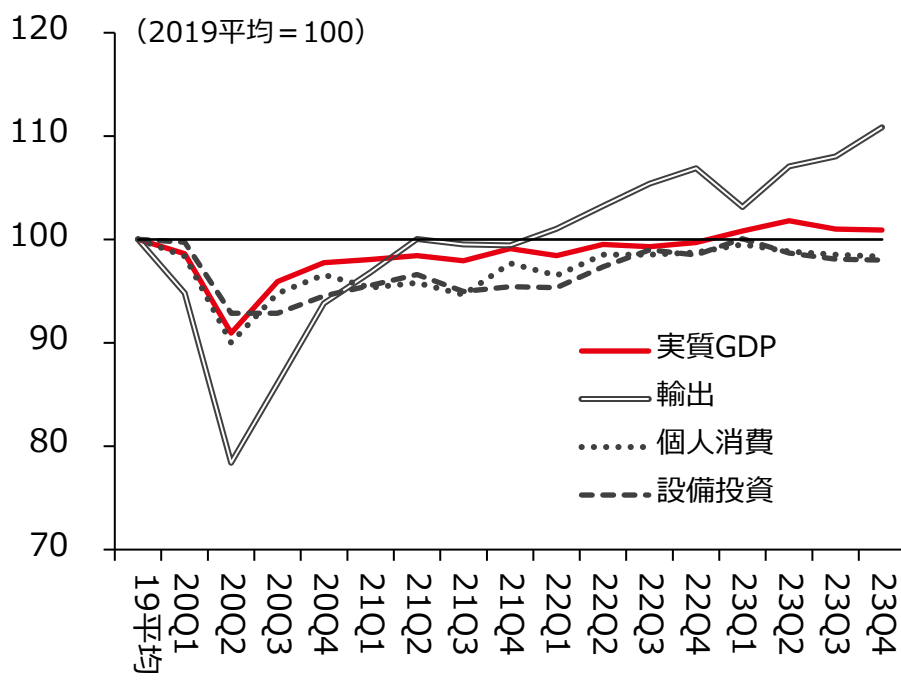
- GDP**：10～12月期の実質GDP成長率は、前期比▲0.1%（年率換算▲0.4%）と2四半期連続のマイナス成長となり、定義上のテクニカルリセッション状態に。前期比に対する寄与度では、外需が+0.2%ptとプラス寄与に転じた一方、内需が▲0.3%ptと3四半期連続でマイナスに寄与し、全体を押し下げた。中期的に見ても個人消費や設備投資の水準は依然コロナ禍以前を回復しておらず、総じて内需項目に弱さがみられる。
- 外需**：輸出の伸び（前期比+2.6%）が輸入の伸び（同+1.7%）を上回り、純輸出（輸出－輸入）はプラス寄与となった。輸出は、海外経済の減速が重しとなる中でも、半導体不足の緩和を背景に自動車などの財輸出の増加が続いたほか、円安を追い風としたインバウンド需要の増加や知的財産権等使用料の増加など、サービス輸出も貢献。輸入は、サービス輸入が前期に増加していた反動で減少した一方、財輸入が増加に転じた。
- 内需**：内需の柱である個人消費は、実質賃金の低迷が重しとなり前期比▲0.2%と3四半期連続で減少。物価高を背景に食料品など非耐久財の減少傾向が続いたほか、暖冬による季節商品の販売不振などで半耐久財が減少した。自動車などの耐久財消費は前期の反動で増加したものの、サービス消費は全国旅行支援の縮減や宿泊料の高騰などを背景に弱含んだ。設備投資は、同▲0.1%と3四半期連続で減少。企業の旺盛な投資意欲は健在であるものの、資材価格の高止まりや人手不足に伴う制約などにより計画が先送りされた可能性も。
- 先行き**：2024年1～3月期は、実質賃金の低迷が消費の回復を妨げる可能性が高いことに加え、海外経済に減速感が出ていることも懸念材料。中国の春節休暇に伴うインバウンド需要には一定の期待が持てるものの、国内サービス消費の回復には頭打ちの兆しがあり、自動車メーカーの不正問題に伴う工場稼働停止で自動車の国内販売や輸出が伸び悩む恐れも。経済のけん引役が不在となる中、自律的な成長には実質賃金の改善を伴う消費の持続的回復が不可欠で、高めの賃上げ率が期待される春闘の動向に加え、中小企業への波及が焦点に。

▽実質GDP（寄与度）



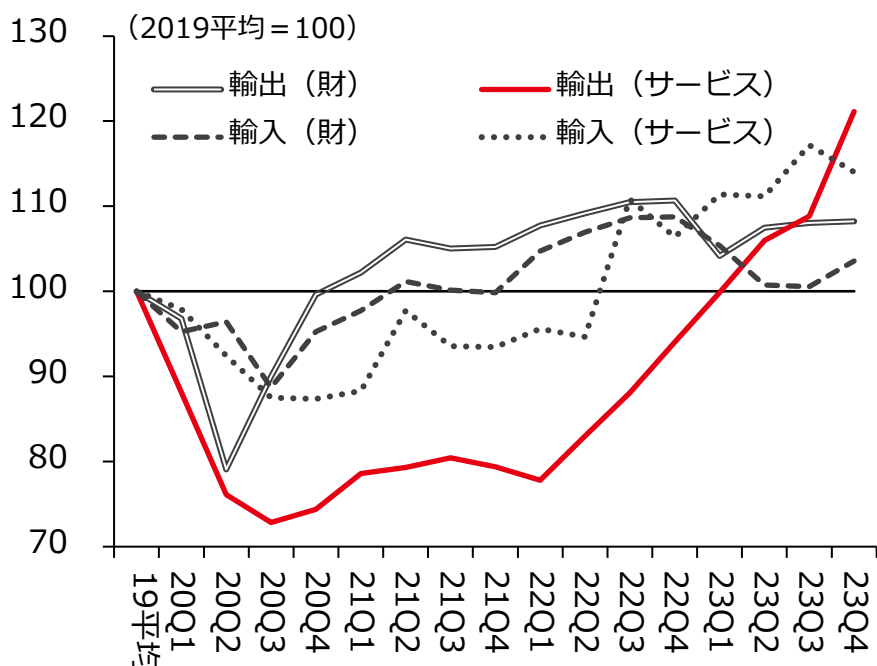
(出所) 内閣府

▽実質GDP（水準）



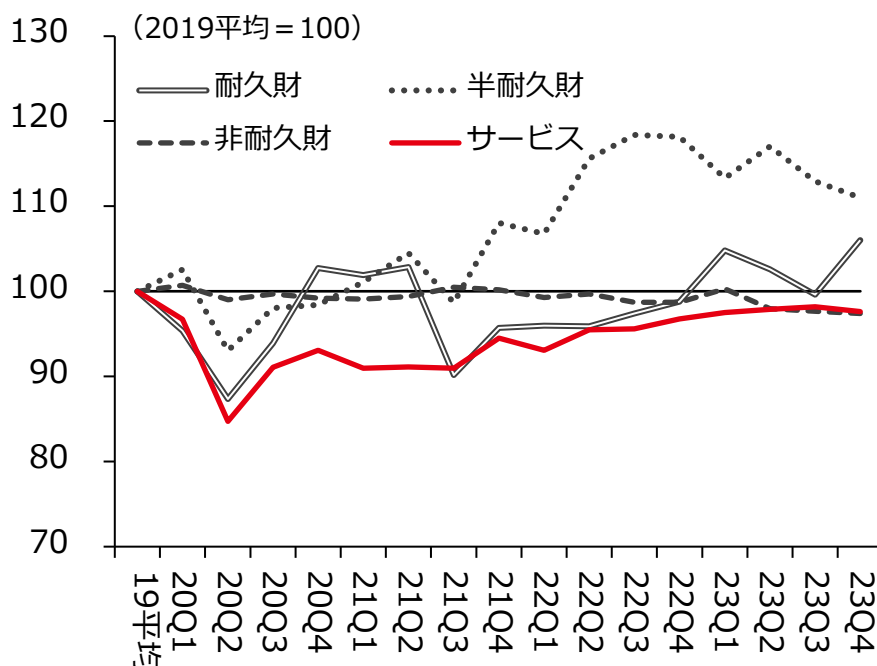
(出所) 内閣府

▽実質GDP（形態別・外需）



(出所) 内閣府

▽実質GDP（形態別・消費）



(出所) 内閣府

## ② 米国経済

(エコノミスト 清水 拓也)

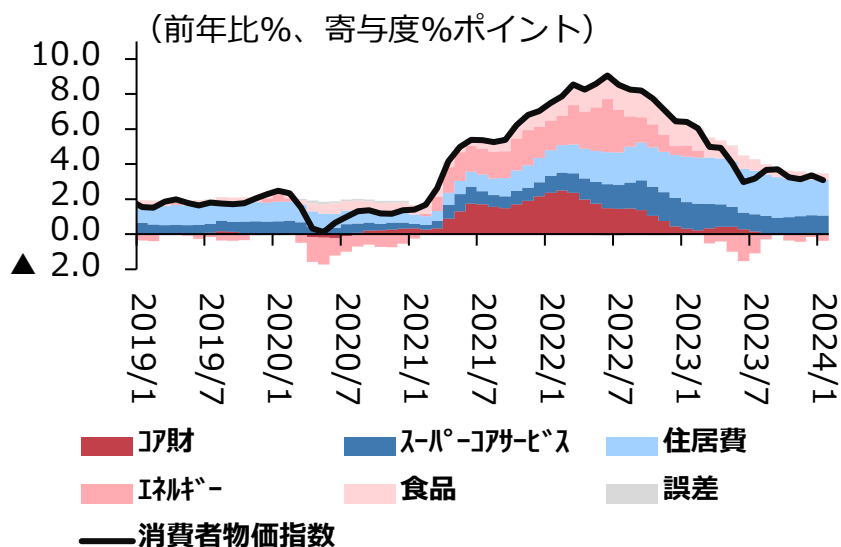
### 主要指標の動向

- 消費者物価指数 (CPI)** : 1月は前年比で+3.1% (2023年12月同+3.4%) と上昇率が縮小した一方、前月比では+0.3% (同+0.2%) と加速した。また、変動の大きいエネルギー・食品を除くコアCPIは前年比+3.9% (2023年12月+3.9%) と上昇率は横ばいで推移、前月比では+0.4% (2023年12月同+0.3%) と強めの伸びを記録した。構成項目別の前月比ではサービス品目の加速が著しく、中でも最大の押し上げ要因である住居費 (同+0.6%) については、これまでのディスインフレ傾向から乖離する強い伸びが際立った。
- 小売売上高** : 1月の小売売上高は前月比▲0.8% (12月同+0.4%) と減少した。13部門中9部門が減少し、特に自動車・同部品販売 (同▲1.7%) や建設・園芸資材販売 (同▲4.1%) の売上減が目立った。変動の大きい部門を除いたコア小売売上高も▲0.4% (12月同+0.6%) と、基調的な消費も低調だった。低調ぶりの背景として、年末商戦特需の一服に加え、寒波の影響が指摘されている。
- 鉱工業生産** : 1月の鉱工業生産指数は前月比▲0.1% (12月▲0.0%) とやや低下した。主要産業別では、鉱業 (前月比▲2.3%)、製造業 (同▲0.5%) が低下した一方、厳寒に伴う暖房需要の高まりによりユーティリティ (同+6.0%) は上昇した。ウエイトの大きい製造業では、半導体製造を中心にハイテク産業の好調ぶりが継続した一方、悪天候の影響もあってその他多くの業種で伸びが停滞している。

### 基調分析・展望

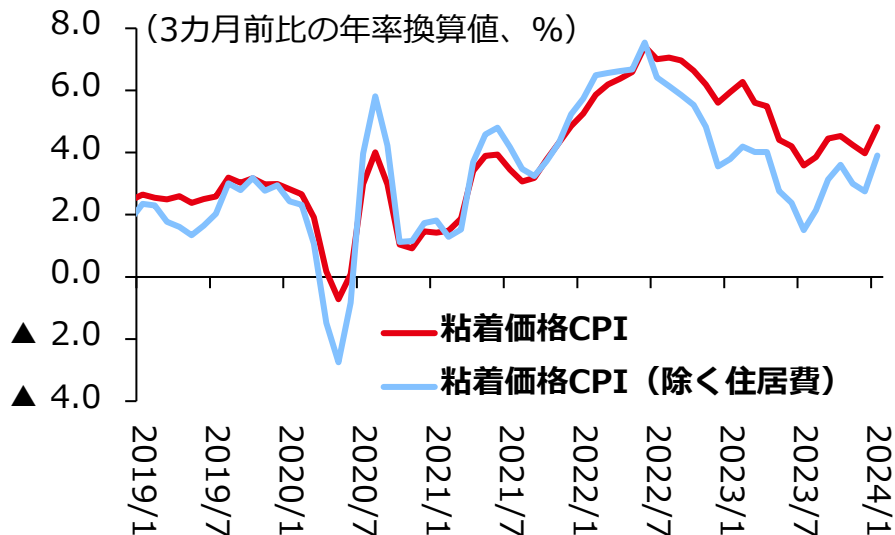
- CPIは市場予想を上回る伸び** : 1月はCPI上昇率の縮小が継続したものの、市場予想値 (前年比+2.9%) を上回った。インフレの基調的な変化をより捕捉しやすいとされる「粘着価格CPI」の3カ月前比を見ても、昨年後半からのディスインフレ傾向からの乖離が見て取れる。単月のみで見れば、インフレ率の高止まりやこれに伴う金融引き締め長期化が想起され得る強い結果だったこともあり、市場では連邦準備制度理事会 (FRB) による利下げ時期の織り込みが後ずれした。
- 一過性要因による影響の可能性** : ただし、前述した粘着価格CPIなどで観測されたディスインフレ傾向からの乖離は、年明けに集中しやすい雇用契約更新などに伴う賃金上昇を反映した一過性の動きに過ぎないとの指摘がある。実際、1月の結果を品目別で見ると、対面型サービス業をはじめとする労働集約型で高めの上昇率が散見された。こうした現象が一過性かどうかの見極めが今後の金融政策を占う上で重要に。

#### ▽ 消費者物価指数 (CPI)



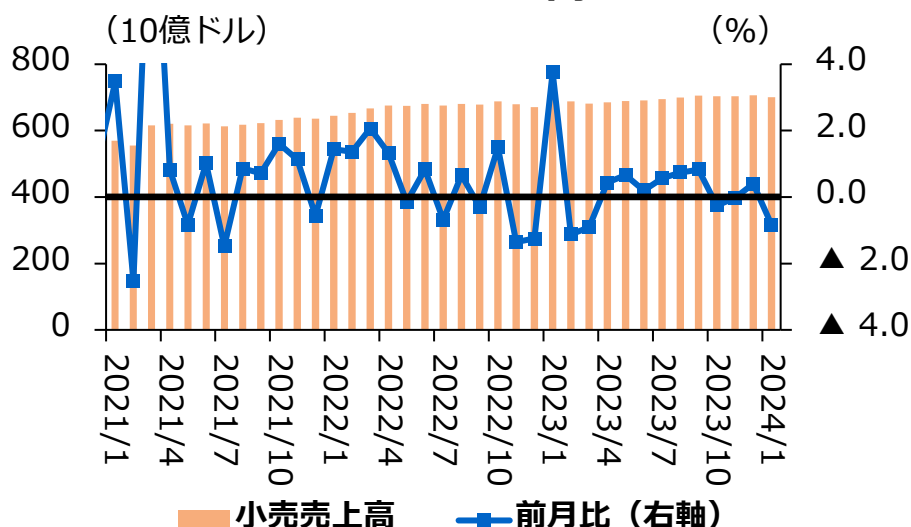
(注) コア財：食品・エネルギー関連財を除く財品目。  
 スーパーコアサービス：住居費・エネルギー関連サービスを除くサービス品目。  
 (出所) 米商務省より丸紅経済研究所作成

#### ▽ 粘着価格CPIの推移



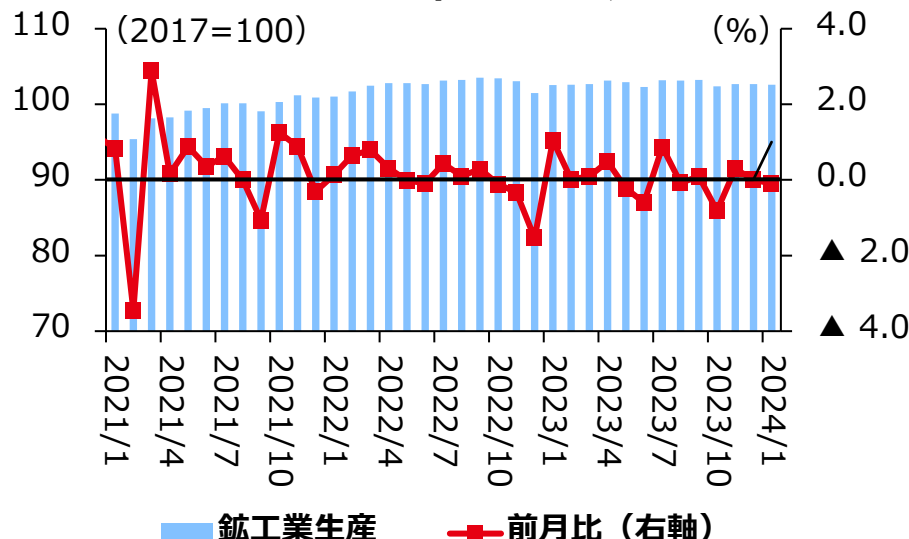
(注) 粘着価格CPI：傾向的に価格変動の頻度が低い品目で構成された指数  
 (出所) 米アトランタ連銀

#### ▽ 小売売上高



(注) 小売売上高：小売・飲食サービス売上高 (季節調整済)  
 (出所) 米商務省

#### ▽ 鉱工業生産指数



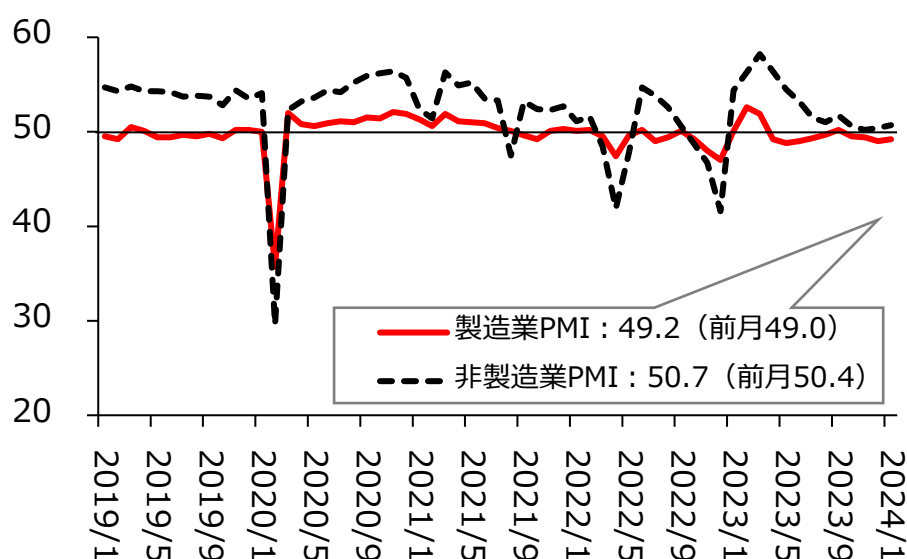
(注) 鉱工業生産：鉱工業生産指数 (季節調整済)  
 (出所) 米連邦準備制度理事会

### ③ 中国経済

(シニア・アナリスト 李 雪連)

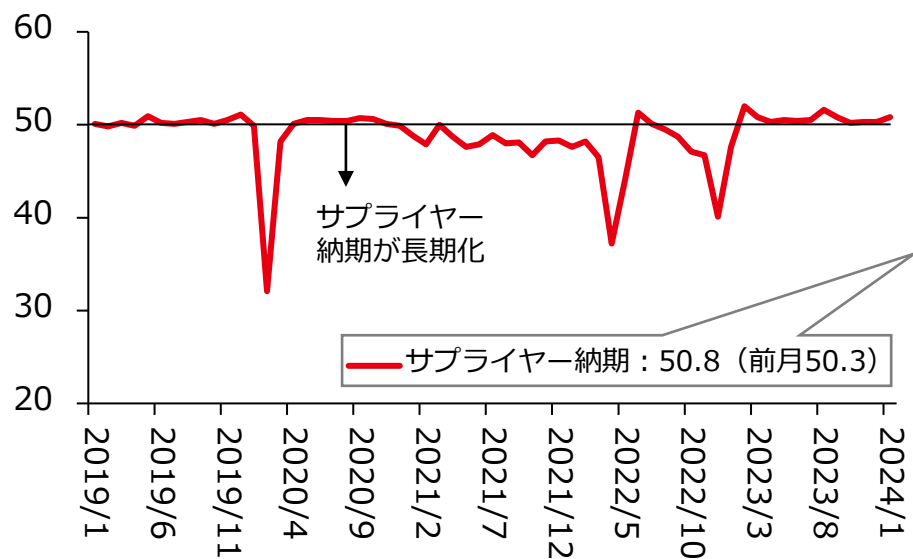
- 非製造業PMI**：1月は50.7（2023年12月50.4）と13カ月連続で好不況の目安とされる50を上回った。サービス業：50.1（2023年12月49.3）と3カ月ぶりに50超えに上昇。調査対象である21業種のうち、50超えとなった業種は前月から4業種増えて13業種に。春節休暇（2/10～17）に向けた帰省や旅行の拡大を受け、道路旅客運送、航空輸送、小売、飲食業の景況感が改善に転換したほか、鉄道輸送や、郵便、金融は好調さを維持した。一方、証券の発行・流通に携わる資本市場サービスや、不動産関連サービスの停滞が継続。建設業：53.9（2023年12月56.9）とやや下向くも比較的高めの水準を維持。政府テコ入れ策の下、インフラ建設は堅調に推移しているほか、製造業の設備投資も比較的高水準。一方、不動産投資の低迷が依然深刻。
- 製造業PMI**：1月は49.2（2023年12月49.0）と4カ月連続で50割れとなった。指数を構成する5つの要素のうち、原材料在庫、雇用、サプライヤー納期、新規受注は小幅な増減に止まったが、生産指数は大きめの改善を見せた。特に、食品、酒類、飲料、製紙、印刷、レジャー用品、医薬品が生産の改善に寄与しているが、春節休暇前の一時的な需要拡大の可能性も。一方、化学品や、プラスチック・ゴム製品、非鉄金属製品などの素材関連の生産は依然として悪化している。規模別では、大規模企業がかろうじて50超えを維持しているが、中・小規模企業は引き続き不況圏にとどまった。
- 業務活動予期指数（今後3カ月の見通し）**：建設業と製造業はやや下向く見通しだが、サービス業は大規模な移動を伴う春節休暇への期待もあり横ばいで推移する見通しに。製造業においては、医薬品や自動車、鉄道・船舶・航空関連が当面のけん引役となる見込みだが、消費財の輸出や、住宅セクターを中心とした国内需要の低迷が引き続き下押し要因。建設業は政府主導のインフラ建設や未完工住宅の建設支援が当面の下支え要因となるが、3月の全人代（国会）で2024年政府予算が承認されるまで、政府財源の枯渇懸念に留意が必要だ。

#### ▽購買担当者景気指数（PMI）



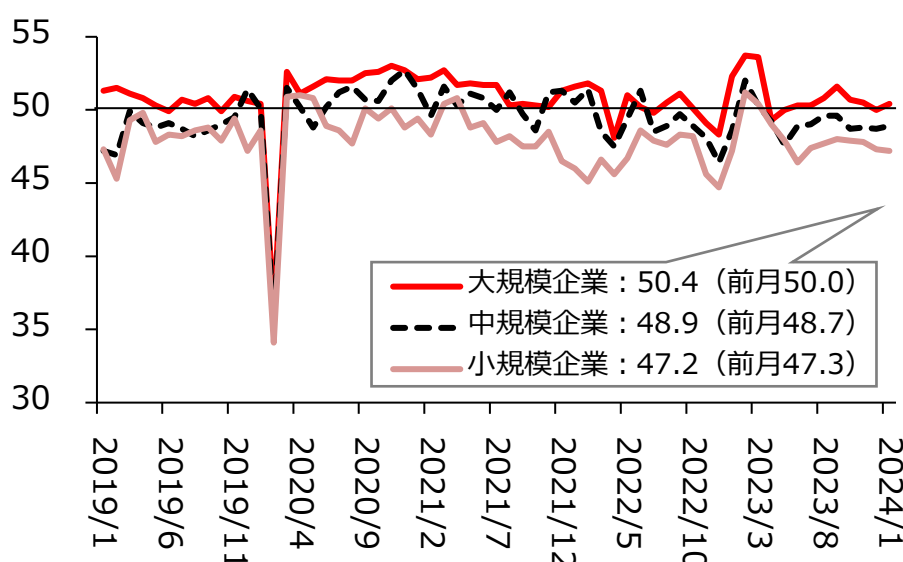
(出所) 中国国家统计局 直近：2024年1月

#### ▽製造業PMI：サプライヤー納期指数



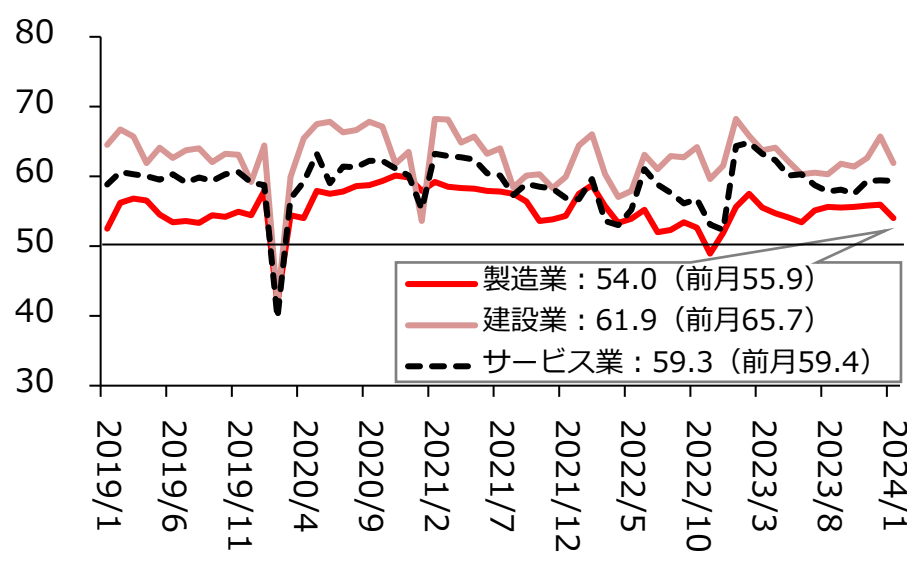
(出所) 中国国家统计局 直近：2024年1月

#### ▽製造業PMI：企業規模別



(出所) 中国国家统计局 直近：2024年1月

#### ▽業務活動予期指数



(出所) 中国国家统计局 直近：2024年1月

(注) 国家统计局PMI：製造業31業種・3,200社、非製造業43業種・4,300社の購買担当者を対象に所在企業の景況感を調査。本月の現況と今後3カ月の見通しを前月と比較して改善・横ばい・悪化で回答。提出は22日～25日。「改善割合+横ばい割合×1/2」の季節調整値を月末に公表。  
 製造業PMI = 新規受注×30% + 生産×25% + 雇用×20% + (100 - サプライヤー配送時間※) × 15% + 主要原材料在庫×10%。  
 参考指数として、新規輸出受注、輸入、購買量、原材料購入価格、出荷価格、完成品在庫、手持ち受注残、業務活動予期の8指数を公表。  
 ※インバージョン指数。同時期の長期化→同指数の低下→製造業PMIは上昇。配送時間の短縮化→同指数の上昇→製造業PMIは低下。  
 非製造業PMI：〔主要指数〕①商務活動、②新規受注、③投入資材価格、④販売価格、⑤雇用、⑥業務活動予期。〔参考指数〕⑦新規輸出受注、⑧手持ち受注残、⑨在庫、⑩サプライヤー配送時間。製造業PMIのような算出された指数がないため、非製造業PMI = ①商務活動で代用。

## ④ 欧州経済（イタリア）

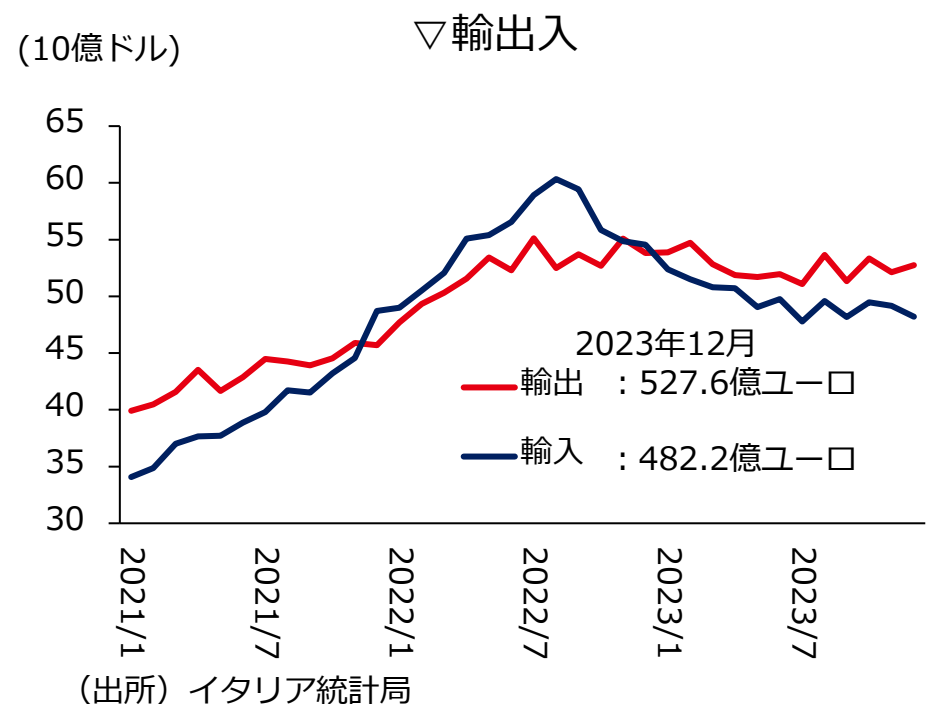
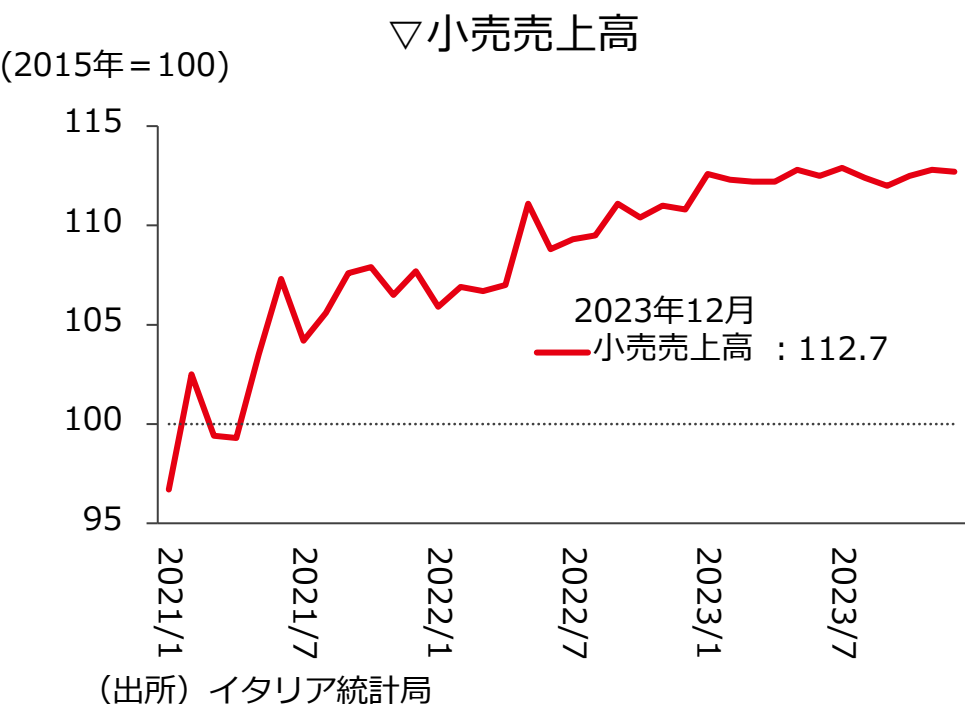
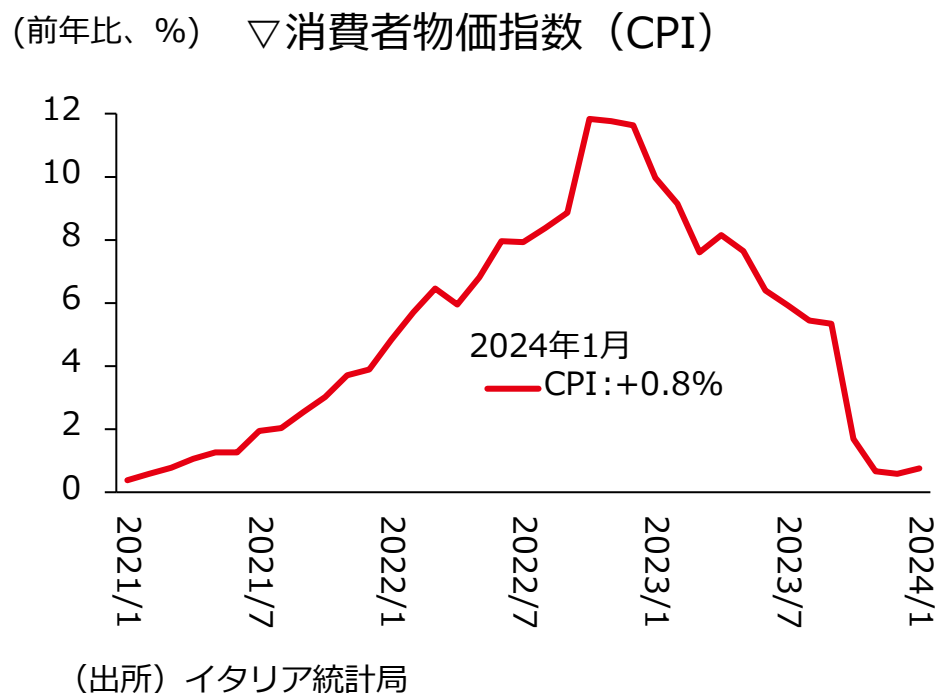
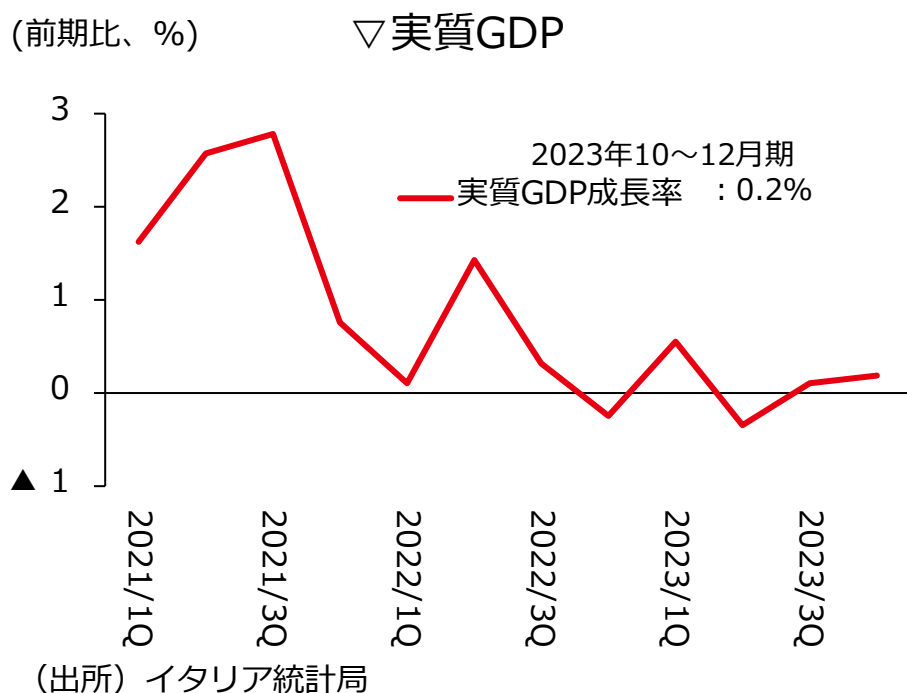
（シニア・エコノミスト 佐藤 洋介）

### 主要指標の動向

- 実質GDP**：2023年10～12月期の実質GDP成長率は前期比+0.2%（7～9月期同+0.1%）と2四半期連続でプラス成長に。だが、水準は直近ピークの2023年1～3月期には届かなかった。
- 消費者物価指数（CPI）・小売売上高**：1月のCPI上昇率は前年比+0.8%（12月同+0.6%）と拡大。項目別では、エネルギーが前年比▲21.2%（12月同▲24.7%）とマイナス幅が縮小した一方で、非エネルギー産業財が同+1.8%（12月同+2.1%）、サービスが同+2.9%（12月同+3.4%）とプラス幅が縮小した。12月の小売売上高（指数）は前月比▲0.1%（11月同+0.3%）と低下した。項目別では、食料品が前月比▲0.2%（11月同+0.2%）と低下し、非食料品は同0.0%（11月同+0.5%）とほぼ横ばいで推移。
- 輸出入**：12月の輸出は527.6億ユーロ（11月521.3億ユーロ）と増加した一方で、輸入は482.2億ユーロ（11月491.6億ユーロ）と減少した。地域別輸出は、EU向けが271.7億ユーロ（11月268.1億ユーロ）、EU外向けが255.9億ユーロ（11月253.2億ユーロ）とともに増加した。地域別輸入は、EU向けが280.4億ユーロ（284.7億ユーロ）、EU外向けが201.8億ユーロ（11月207.0億ユーロ）とともに減少した。

### 基調判断・見通し

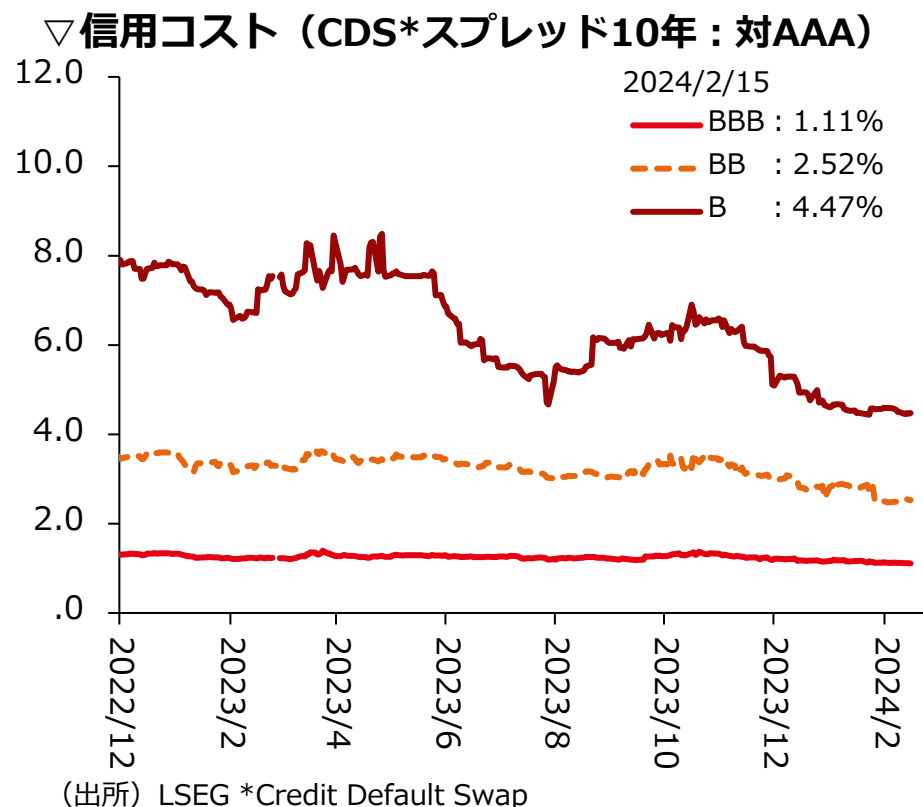
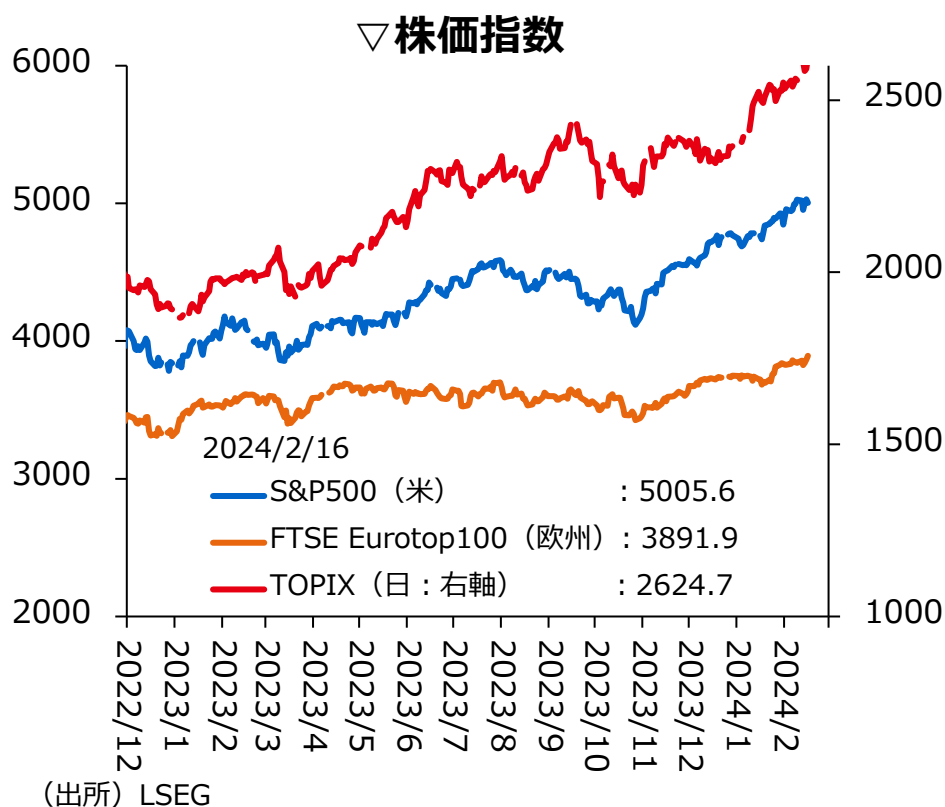
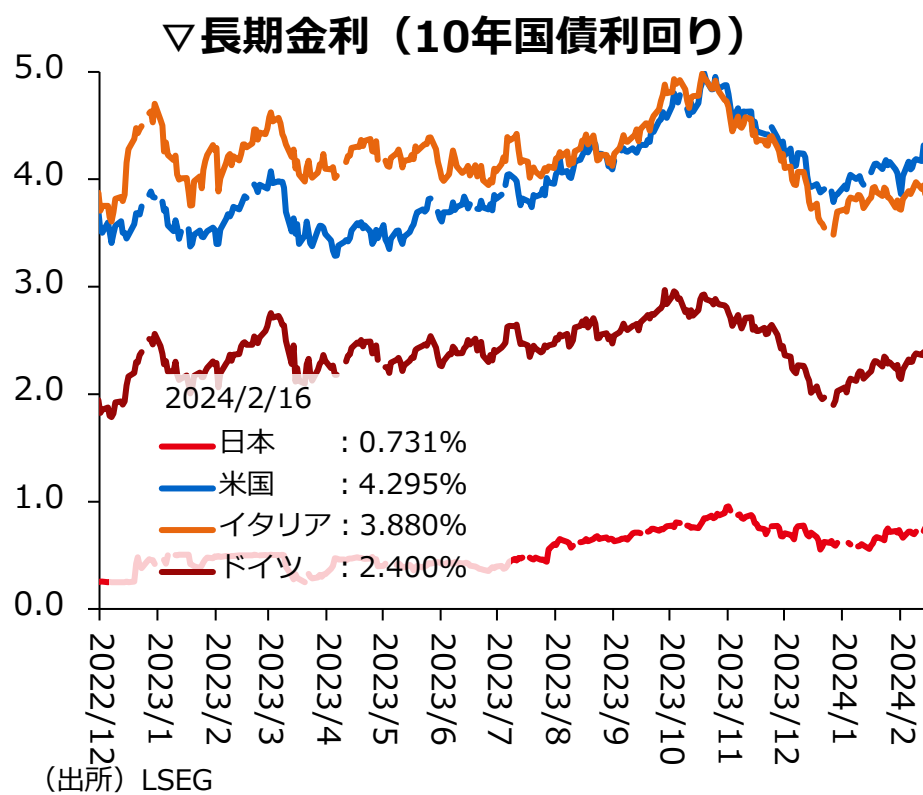
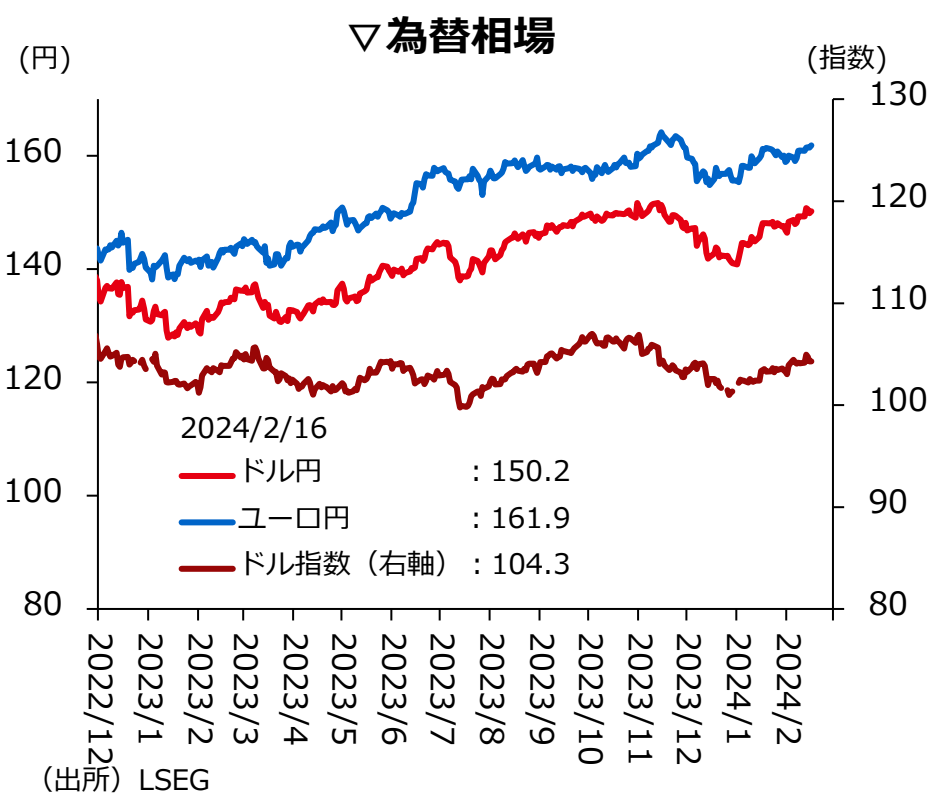
- イタリア銀行（2023年12月15日公表）は、2024年の実質GDP成長率を前年比+0.6%、2025年を同+1.1%と予測。前回公表時（2023年10月）との比較では、2024年が▲0.1%ポイント下方修正された一方で、2025年は+0.3%ポイント上方修正された。
- 政策金利の高止まりや実質賃金の回復の遅れなどを背景とした個人消費の頭打ち、設備投資の伸び悩みなどが目立ってきた。2024年のイタリア経済は低成長にとどまるとの見方が強く、ユーロ圏経済のけん引役になるとは見られていない。



## ⑤ 金融・信用（為替、金利、株式、信用等）

（副所長 田川 真一）

- 為替**：為替市場では円が独歩安の展開。米国、ユーロ圏で経済指標が予想外の堅調さを見せた一方、日本では10-12月期の実質国内総生産（GDP）が2期連続のマイナス成長となるなど、景況感にずれ違いの様相があり、金利差の拡大が円売りを誘った形に。ドル円は150円台を固め、ユーロ円は162円に接近しての越週となった。株式市場の活況がリスク選好のセンチメントを高め、高金利通貨を押し上げたという側面も。
- 金利**：長期金利はまちまちな動きに。米国では週内に発表された経済指標が堅調で、早期利下げに対する期待が一段と剥落。3月の連邦公開市場委員会（FOMC）で政策据え置きを見る向きが9割近くになったばかりではなく、5月FOMCにおいて利下げを予想する向きも前週の5割超から3割強へと大きめに減少した。足元では年末にかけて0.25%幅で4回程度の利下げが市場金利に織り込まれた状況。ユーロ圏では加盟国間でばらつきはあるものの総じて景況感の悪化に下げ止まりの兆しが見え、長期金利はドイツなどで小幅上昇。これらに反し、日本では景気回復を実感させるような材料に乏しく、長期金利は横ばい圏内にとどまった。
- 株式**：株式市場では米株において上昇に一服感が見られたものの、日本株、欧州株が堅調な展開。日本株は海外勢主導で上昇してきたが、個人投資家中心に追隨の動きもあり、史上最高値をうかがう水準まで一段高となった。弱めの経済指標が緩和的金融政策の長期化を連想させたという背景も。欧州株は年初来の米株、日本株上昇の遅れを取り戻す形で上昇。独DAX指数、仏CAC指数とも連日の高値更新となった。
- 企業信用**：米ドル建CDSスプレッド（信用コスト）は前週からほぼ変わらず。利下げ期待の後退などあり、信用市場を取り巻く環境そのものが良好とまでは決して言えないものの、景気に対する見方ではソフトランディング期待が依然根強く、信用コストの上昇が抑制されている模様。ただし、金利高止まりが続くことで商業用不動産向けなど、金利感応度の高い特定セクターにおいて与信劣化が進む懸念を示す向きも。



## ⑥ 第7次エネルギー基本計画の議論開始

(シニア・アナリスト 桑名 奈美)

第7次エネルギー基本計画（以下、第7次計画）策定の議論が今春にも始まる。エネルギー基本計画はS+3E（安全性、安定供給、経済効率性、環境適合）の実現、を基本方針として概ね3年を目途に改定される。

**内外情勢の変化**：前回計画策定時からの内外情勢の変化は以下の通り。

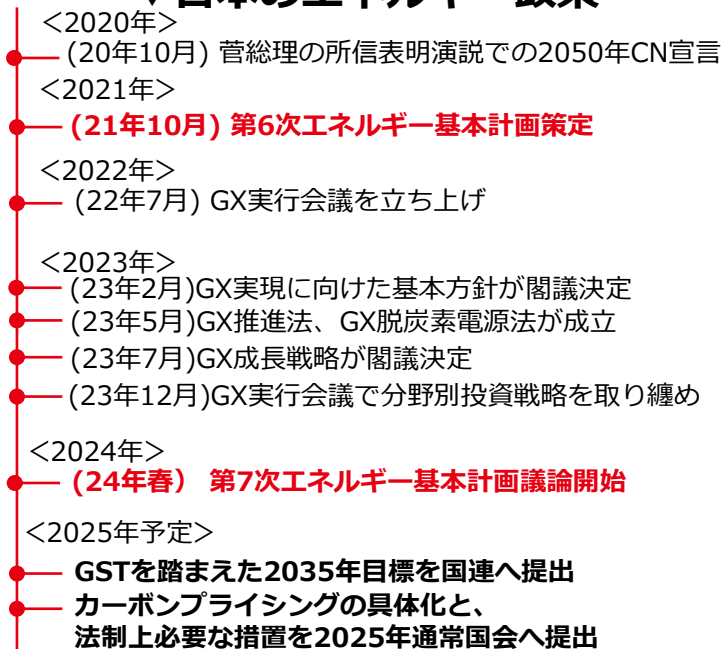
①GX（グリーントランスフォーメーション）実現に向けた基本方針と関連戦略の策定：2023年2月、政府は第6次エネルギー基本計画等を踏まえて「GX実現に向けた基本方針」を閣議決定し、150兆円規模の官民GX投資の実現を掲げた。続く「脱炭素成長型経済構造以降推進戦略（GX推進戦略）」や「分野別投資戦略」にて、政府は再エネ主電源化、原子力活用、水素・アンモニア供給網構築等、エネルギーのグリーン化に関わる制度的措置や投資戦略の具体化を進めており、第7次計画はこれらの取組を前提として検討される。そして、政府はGX投資の原資となる「成長志向型カーボンプライシング（排出量取引制度、化石燃料賦課金等）」の詳細な制度設計（法案化含む）を2025年に予定しており、第7次計画の議論の検討時期と重なる見込み。

②2035年のNDCの策定：政府は2025年頭にも国連に対し2035年のNDC（国による貢献）を提出する予定で、第7次計画は次期NDCと整合するものとなる見込み。次期NDC策定では第1回グローバル・ストックテイク（以下、GST。2023/12/18号参照）の結果を踏まえたアップデートが想定される。現行のNDCから推定される2035年の削減率（2013年比）は▲60%程度となるが、次期NDCがGSTに従うなら削減率を▲66%に拡大させる必要がある。しかし、GXリーグ（産官学でGXを推進する枠組み）に参加する企業の自主目標の集計値（昨年末時点）に基づく2030年の削減率（2013年比）は▲40%と、現行のNDCの同▲46%にも及んでいない。

③エネルギーの安定供給、経済安全保障、原子力：2021年10月の第6次計画発表の後、世界ではロシア・ウクライナ戦争が発生、エネルギーの供給不安が顕著となり国内でも電力逼迫やエネルギー価格の高騰が生じた。また、米国IRA法等、各国では脱炭素電源やEVへの投資といった気候変動対策と経済安全保障を両にらみとした政策資源の投入が加速している。そして、原子力については、GX実現に向けた基本方針にて原発の60年超運転を可能とするルールや、次世代原発（SMR等）の開発・建設が織り込まれた（その他は下右表参照）。

**今後の注目点**：第6次計画は気候変動に焦点を置いたバックキャストでの策定だったが、第7次計画の策定にあたり政府には、GSTでの野心的な目標と現状の乖離や、エネルギーの安定供給の重要性の高まりを踏まえた難しい舵取りが求められることになる。政策の柔軟性を保つ視点から、第7次計画が複数のシナリオ提示等これまでと違うあり方となる可能性もあるが、産業界がGXへの取組を加速させるには、十分な予見性を伴った制度設計が求められよう。また、第7次計画では世界的な再エネ導入の加速や設備コストの上昇等を背景とした各電源間の相対価格の変化が考慮されるかも注目点となる。

### ▽日本のエネルギー政策



(出所) 各種報道より丸紅経済研究所作成

### ▽エネルギー基本計画策定時の内外情勢

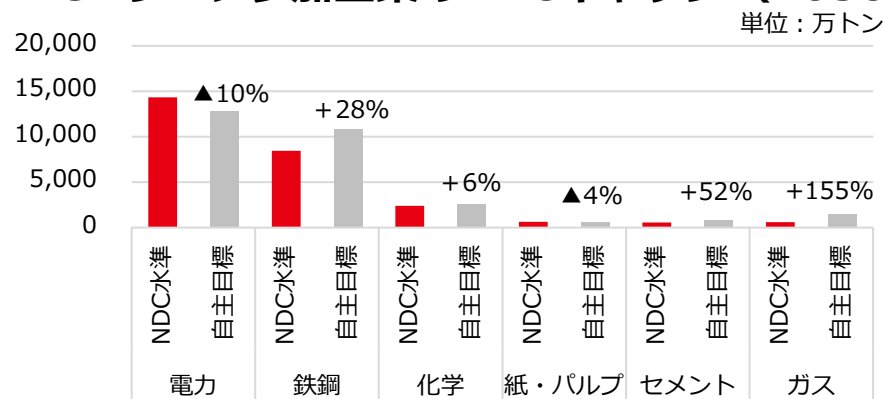
カテゴリ	第6次計画時	第7次計画時
安全性	<ul style="list-style-type: none"> <li>電源構成上の原子力比率6%</li> <li>原子力規制委にて安全対策強化</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>電源構成上の原子力比率6%</li> <li>原発の60年超の稼働を可能に</li> </ul>
環境適合	<ul style="list-style-type: none"> <li>電源構成上の再エネ比率17%</li> <li>20年所信表明で50年CNを宣言</li> <li>気候サミットで30年▲46%（13年比）を宣言</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>電源構成上の再エネ比率22%</li> <li>35年NDC策定と、GSTを踏まえたアップデート要請</li> <li>GX方針・投資戦略の明確化</li> </ul>
エネルギー安全保障	<ul style="list-style-type: none"> <li>エネルギー自給率12%</li> <li>新型コロナウイルスでのサプライチェーン混乱</li> <li>中東での緊張</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>エネルギー自給率12%</li> <li>電力需給逼迫</li> <li>ロシア・ウクライナ戦争</li> <li>中東での緊張</li> </ul>
経済効率性	<ul style="list-style-type: none"> <li>電力コスト※18.5兆円</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>電力コスト※116.4兆円</li> <li>再エネ出力制御の頻発</li> </ul>

\*特に時期の記載がないものは第6次計画時は18年、第7次計画時は22年のデータ

※1 電力コスト=燃料費+FIT買取費

(出所) 各種報道より丸紅経済研究所作成

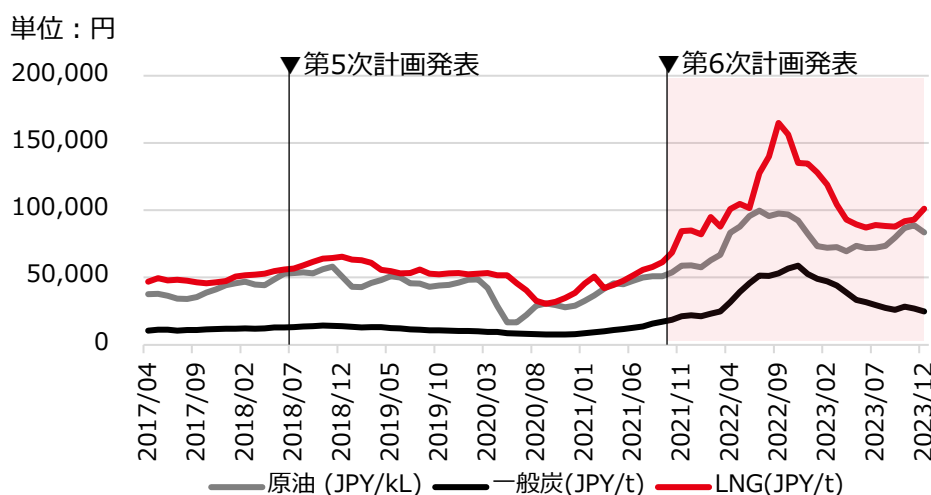
### ▽GXリーグ参加企業のNDCギャップ（2030年）



\*計上対象は2030年のScope1を開示している企業のみ。例えば、電力ではJERA、鉄鋼では神戸製鋼所が含まれていない点に留意。%表示は企業の自主目標の合計値をNDC水準で除算した場合の超過割合。

(出所) GXダッシュボードより丸紅経済研究所作成

### ▽エネルギー価格の推移



(出所) エネルギー源別平均輸入CIF価格

**お問い合わせ：丸紅経済研究所 経済調査チーム [TOKB4A1@marubeni.com](mailto:TOKB4A1@marubeni.com)**

(監修)	副所長		田川真一
	所長代理		榎本裕洋
(日本経済)	経済調査チーム	シニア・エコノミスト	浦野愛理
(米国経済)	経済調査チーム	エコノミスト	清水拓也
(中国経済)	産業調査チーム	シニア・アナリスト	李雪連
(欧州経済)	経済調査チーム	シニア・エコノミスト	佐藤洋介
(金融・信用)	副所長		田川真一
(特集)	産業調査チーム	シニア・アナリスト	桑名奈美

本シリーズは丸紅経済研究所HP上からも参照可能です（最新号は水曜日に掲載）  
(<https://www.marubeni.com/jp/research>)

**丸紅経済研究所**

〒100-8088 東京都千代田区大手町一丁目4番2号  
<https://www.marubeni.com/jp/research/>

**(免責事項)**

- 本資料は公開情報に基づいて作成されていますが、当社はその正当性、相当性、完全性を保証するものではありません。
- 資料に従って決断した行為に起因する利害得失はその行為者自身に帰するもので、当社は何らの責任を負うものではありません。
- 本資料に掲載している内容は予告なしに変更することがあります。
- 本資料に掲載している個々の文章、写真、イラストなど（以下「情報」といいます）は、当社の著作物であり、日本の著作権法及びベルヌ条約などの国際条約により、著作権の保護を受けています。個人の私的使用及び引用など、著作権法により認められている場合を除き、本資料に掲載している情報を、著作権者に無断で複製、頒布、改変、翻訳、翻案、公衆送信、送信可能化などすることは著作権法違反となります。