

# 世界政治・経済見通し

**Marubeni**

2023年5月24日  
丸紅経済研究所

# 目次

1. 経済見通し
2. インフレと資源価格の動向
3. 主要国・地域の金融政策
4. 資金調達環境の厳格化
5. 超過貯蓄の残存状況（日米比較）
6. 産業別CDSの動向
7. 金融機関からの預金流出とシャドーバンキング
8. 米国の商業用不動産の価格下落
9. 満期を迎える商業用不動産向け融資
10. 米国の債務上限問題
11. ロシア・ウクライナ戦争の現状と当面の見通し
12. 米中対立の現状分析
13. 本格化する米国の大統領選挙
14. グローバルサウスの注目点

# 1. 世界経済見通し

## 金融引き締めの効果の出現により、年後半にかけて減速へ

### ▽実質経済成長率見通し（前年比及び前期比年率、%）

| 年（前年比）：     | 2020  | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 |
|-------------|-------|------|------|------|------|
|             | 実績    | 実績   | 見込み  | 予想   |      |
| 世界          | ▲3.0  | 6.2  | 3.3  | 2.7  | 2.7  |
| 先進国         | ▲4.4  | 5.4  | 2.6  | 1.2  | 1.3  |
| 米国          | ▲2.8  | 5.9  | 2.1  | 1.4  | 1.0  |
| ユーロ圏        | ▲6.3  | 5.3  | 3.5  | 0.6  | 0.8  |
| 英国          | ▲11.0 | 7.6  | 4.1  | ▲0.1 | 1.0  |
| 日本（暦年）      | ▲4.3  | 2.2  | 1.0  | 1.2  | 1.0  |
| （年度）        | ▲4.1  | 2.6  | 1.2  | 1.2  | 1.0  |
| 新興国         | ▲2.1  | 6.9  | 3.8  | 3.8  | 3.8  |
| 中国          | 2.2   | 8.4  | 3.0  | 5.0  | 4.7  |
| インド         | ▲5.9  | 8.7  | 6.7  | 5.4  | 6.3  |
| ASEAN-5     | ▲4.5  | 3.9  | 5.4  | 4.5  | 4.6  |
| 中東欧         | ▲3.9  | 5.3  | 0.8  | 1.4  | 1.9  |
| 中南米         | ▲7.0  | 6.9  | 3.9  | 1.9  | 2.2  |
| 中東・中央アジア    | ▲3.8  | 4.6  | 5.7  | 3.0  | 3.7  |
| サブサハラ・アフリカ  | ▲4.4  | 5.4  | 2.6  | 3.4  | 4.0  |
| 四半期（前期比年率）： | 23Q1  | 23Q2 | 23Q3 | 23Q4 | 24Q1 |
| 米国          | 1.1   | 1.0  | 0.6  | 0.0  | ▲0.2 |
| ユーロ圏        | 0.3   | 0.7  | 0.3  | 0.0  | ▲0.2 |
| 日本          | 1.6   | 2.0  | 1.2  | 1.2  | 0.8  |

ASEAN-5はインドネシア、マレーシア、フィリピン、シンガポール、タイ。

（出所）IMF、丸紅経済研究所

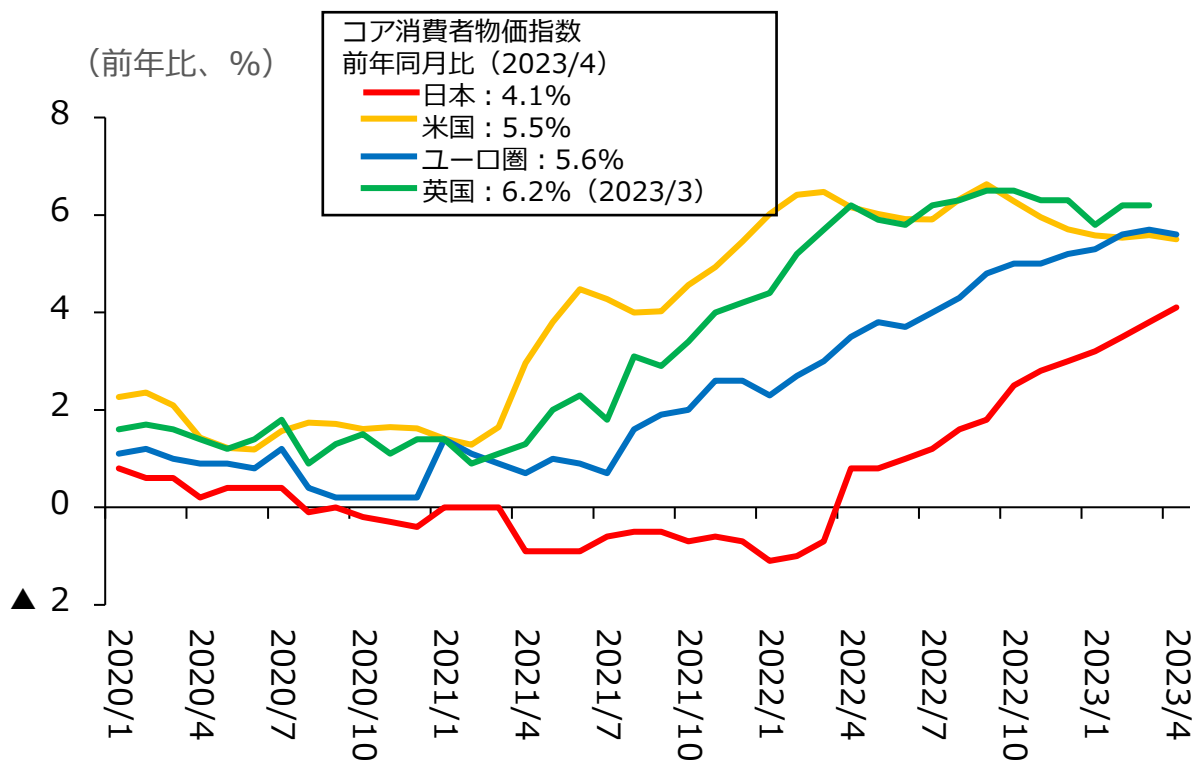
- インフレはピークアウトしつつも上振れた状態が続いており、主要国の金融引き締めも継続中。それでも、2023年第2四半期までの先進国経済は昨年来の金融引き締めの効果が徐々に顕在化する中、サービス消費を中心に底堅く推移している。
- 政策金利は利上げの最終局面に近づいている米国では年内据え置き、ユーロ圏では0.5%程度の追加利上げを想定。その場合、欧米は年後半に向けて景気減速感の強まりが予想される。日本は消費主導の景気回復が期待されているものの、世界経済が軟調な状況下では外需の不確実性が強まる。
- 新興国経済は高インフレ、資源安、コロナ後の債務増と欧米の金融引き締めによる通貨安や財政の圧迫等に直面しており、年後半にかけて弱含みを予想。利上げで先行してきた中南米は既に景気が減速。アフリカでは上記要因に加え、南アが電力不足により経済が停滞気味。中国経済はゼロコロナ解除により内需を中心に緩やかに回復、その影響を受けてアジアは相対的に底堅く推移することが期待される。但し、欧米向け輸出や電子製品等は停滞しており、国によって景気回復にばらつきがある。
- 全般的に世界経済のモメンタムは弱く、年度後半にかけては景気後退の可能性も。回復は24年下期以降か。

## 2. インフレと資源価格の動向

### 資源価格は軟化もサービス価格を中心にインフレの上振れ状態が続く

- ▶ 欧米ではインフレがピークアウト、物価は緩やかに改善しているものの、上振れた状態が継続。2021年に高騰したエネルギーを始めとする一次産品の多くは落ち着きつつある一方、代わりにサービス価格の上昇が目立つ。
- ▶ 日本でも 生鮮食品及びエネルギーを除くコアコアCPIが上昇を続けており、基調的なインフレは根強い。

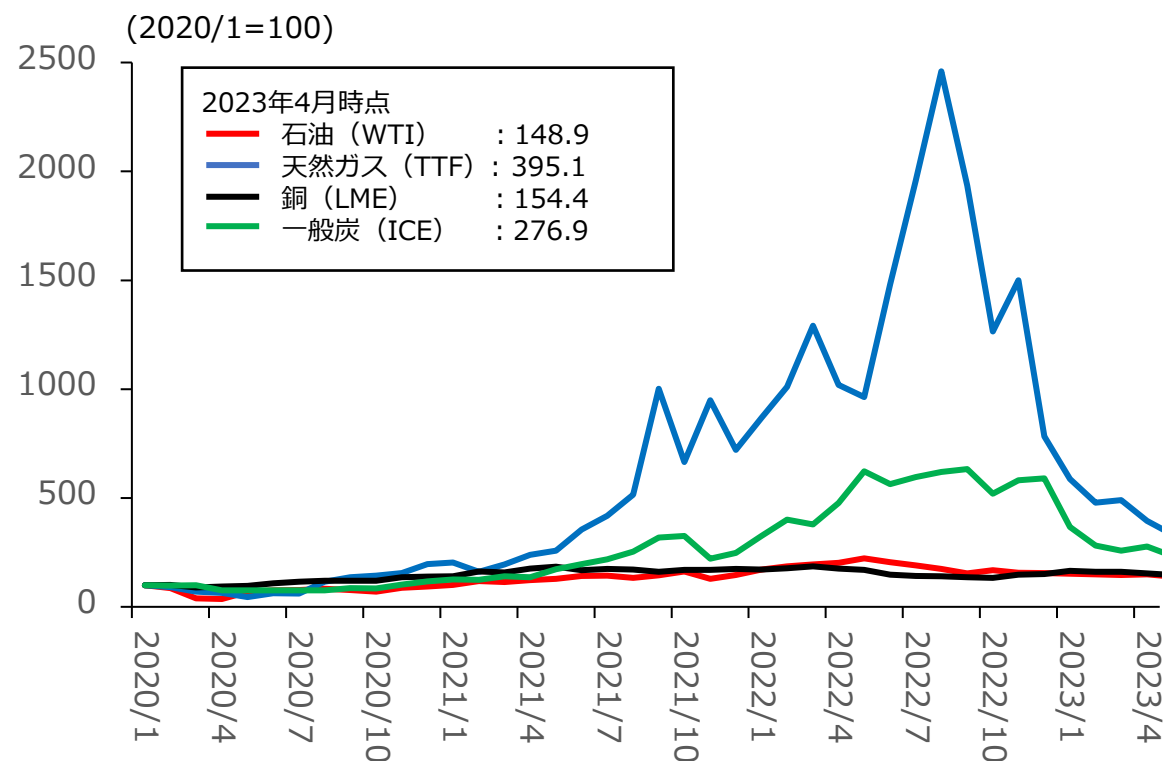
#### ▽インフレ（コア消費者物価指数）の推移



（注）日本はコアコアCPI（生鮮食品及びエネルギーを除く総合）

（出所）CEICより丸紅経済研究所作成

#### ▽主な商品市況の推移



（出所）Refinitivより丸紅経済研究所作成

### 3. 主要国・地域の金融政策

米国は利上げ終了、ユーロ圏は引き締め継続か。注目される日銀の政策修正。

| 国・地域        | 米国  | 日本  | ユーロ圏  | 英国   | 中国   |
|-------------|---|---|---|--|--|
| 中銀          | <u>連邦準備制度</u><br><u>Federal Reserve System</u>    | <u>日本銀行</u><br><u>Bank of Japan</u>   | <u>欧州中央銀行</u><br><u>European Central Bank</u>               | <u>イングランド銀行</u><br><u>Bank of England</u>  | <u>中国人民銀行</u><br><u>People's Bank of China</u>   |
| 政策決定会合      | 連邦公開市場委員会<br>Federal Open Market Committee (FOMC) | 金融政策決定会合<br>Monetary Policy Meeting (MPM)   | 政策理事会   | 金融政策委員会<br>Monetary Policy Committee (MPC) | <ul style="list-style-type: none"> <li>重要な金融政策は国務院が決定</li> <li>人民銀行は独立して金融政策を執行</li> <li>貨幣政策委員会は諮問議事機関</li> </ul> |
| 前回日程        | 5月2、3日  | 4月27、28日  | 5月4日  | 5月11日                                      | LPR（商業銀行の最優遇貸出金利）<br>毎月20日   |
| 次回日程        | 6月13、14日  | 6月15、16日  | 6月15日   | 6月12日                                      |  |
| 短期政策金利      | <u>5.00-5.25%</u><br>FFレート<br>Federal Fund Rate   | <u>▲0.1%</u><br>補完当座預金制度適用利率（政策金利残高）<br>Interest rate on Complementary Deposit Facility   | <u>3.25%</u><br>預金ファシリティ金利<br>Deposit Facility Rate         | <u>4.50%</u><br>バンク・レート<br>Bank Rate       | <u>3.65%</u><br>LPR1年物<br>1-Year Loan Prime Rate   |
| 長期政策金利      | 設定なし  | <u>「0%程度」（0% ±0.50%）</u><br>10年新発債市場利回り<br>10-year JGB yield-to-maturity                  | 設定なし  | 設定なし                                       | <u>4.30%</u><br>LPR5年物<br>5-Year Loan Prime Rate   |
| 資産買入れ（量的緩和） | 償還分の再投資停止によるバランスシート削減開始（2022年6月～）                 | 長期国債：上限を設けず買入れ<br>ETF：年12兆円（残高増加ペース）、J-REIT：1800億円（残高増加ペース）<br>CP：2兆円の残高維持<br>社債：3兆円の残高維持 | 資産購入プログラム（APP）の下で買い入れた債券について、3月から6月にかけて再投資額を毎月平均150億ユーロずつ減少 | 保有国債の売却を開始（2022年11月～）                      | 2021年央以降、預金準備率の引き下げや、MLF（3か月～1年の中期資金供給手段）による流動性供給を断続的に実施   |
| 直近の決定事項     | ●短期政策金利（FFレート）を25ベースポイント引き上げ                      | ●1年から1年半程度の時間をかけて、多角的にレビューを実施   | ●主要政策金利を25ベース・ポイント引上げ<br>●APPに基づき買い入れた債券の満期償還資金の再投資を7月以降、停止 | ●短期政策金利を25ベース・ポイント引き上げ                     | 2022年8月<br>●LPR1年物：3.70%→3.65%<br>●LPR5年物：4.45%→4.30%<br>2023年3月<br>●預金準備率（加重平均値）：7.8%→7.6%                        |

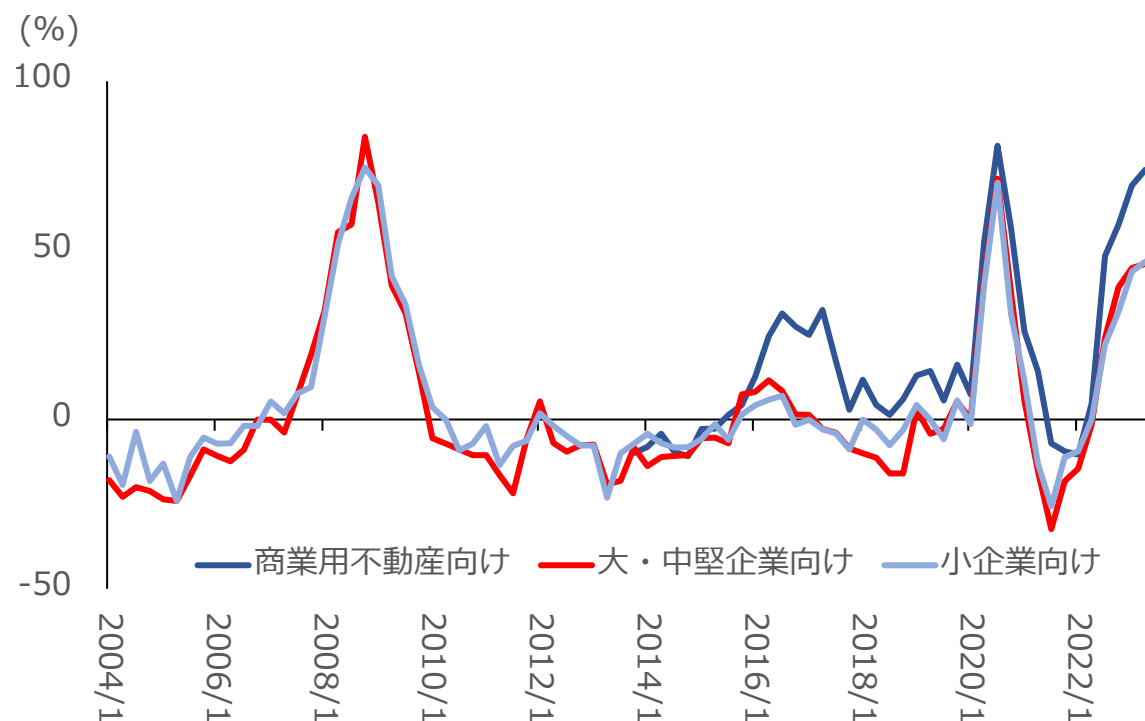
（出所）各種資料より丸紅経済研究所作成

## 4. 資金調達環境の厳格化

### 米国における金融機関の融資姿勢の厳しさと資金需要の減少

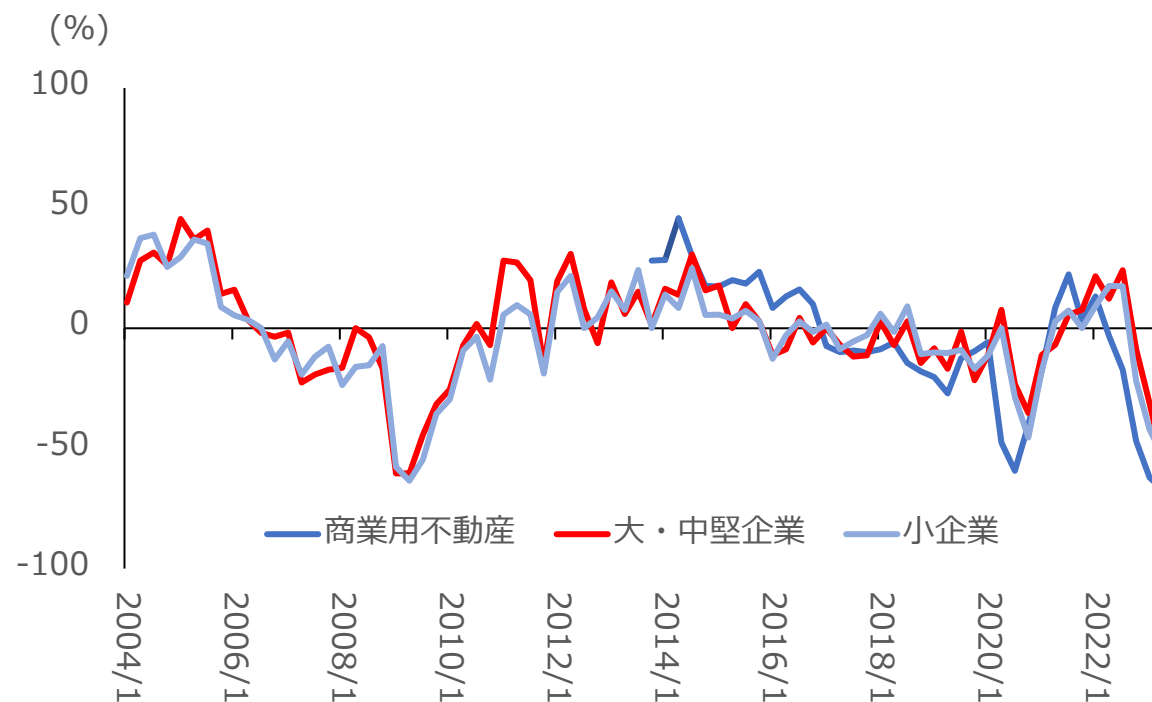
- 米国における金融機関の融資姿勢は2022年後半から厳格化が継続、なかでも商業用不動産向けの厳しさが目立つ。一方、借り手の資金需要も同様に2022年後半より急激に落ち込んでいる。昨年来の金融引き締めに加え、金融機関の破綻が信用収縮を加速させる懸念がある。

#### ▽米国における金融機関の融資姿勢



(注) 「厳しくした」から「緩くした」を引いた値。回答期間は3月27日～4月7日。  
(出所) FREDより丸紅経済研究所作成

#### ▽米国における企業の資金需要



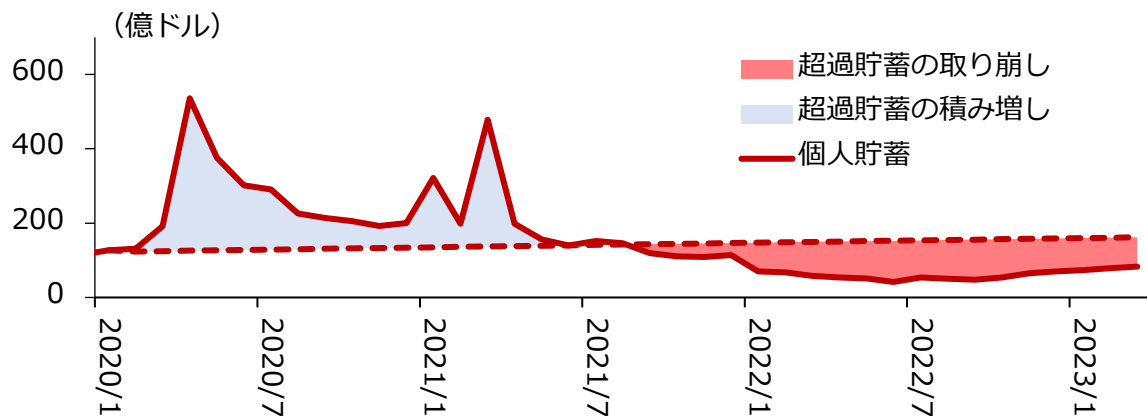
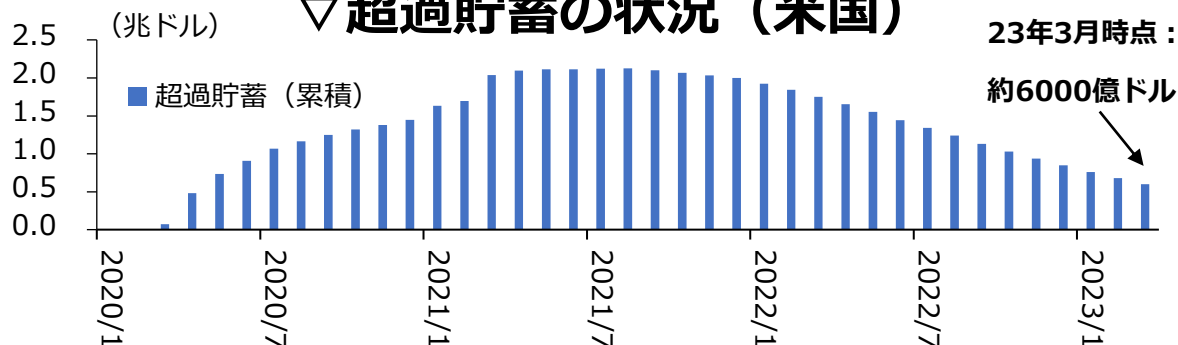
(注) 「強まった」から「弱まった」を引いた値。回答期間は3月27日～4月7日。  
(出所) FREDより丸紅経済研究所作成

## 5. 超過貯蓄の残存状況（日米比較）

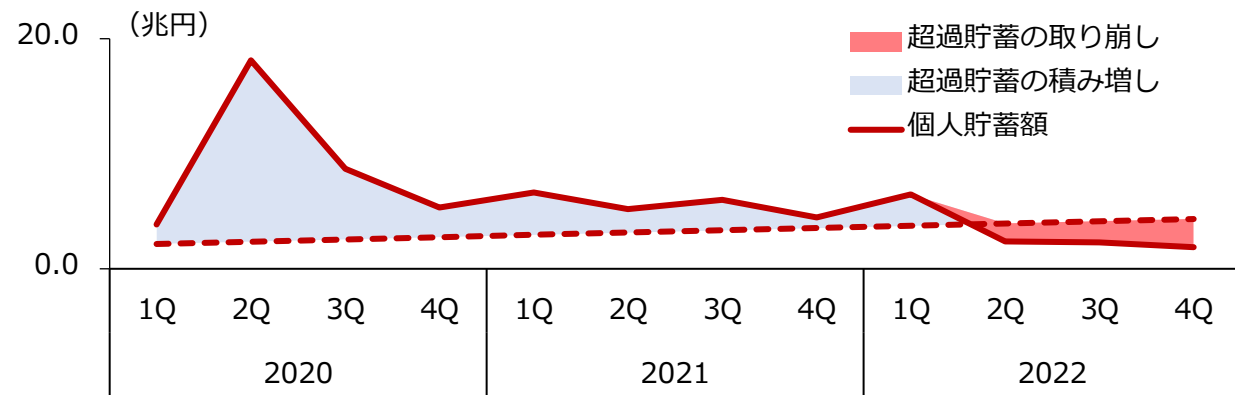
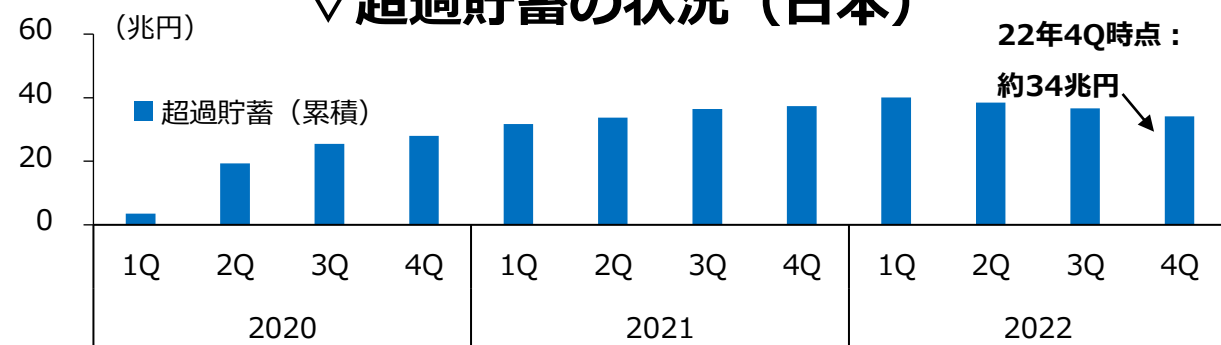
### 米国では超過貯蓄の取り崩しが進行、年末にも枯渇する見込み

- コロナ禍での財政出動と行動制約下の消費減により蓄積された家計の超過貯蓄は、22年以降の底堅い消費の下支え要因となった。試算に基づく日米の超過貯蓄の残存状況は以下の通り：
- 米国：23年3月時点で約6,000億ドルが残存。現行の取り崩しペースが続いた場合、23年末頃に枯渇する見込み。
- 日本：22年12月時点で約34兆円が残存。現行の取り崩しペースが持続した場合、26年前半頃に枯渇する見込み。

#### ▽超過貯蓄の状況（米国）



#### ▽超過貯蓄の状況（日本）



(注) 超過貯蓄は、コロナ禍前（米国：16年2月～20年1月、日本：17年第4四半期～19年第3四半期）のトレンドに基づく名目個人貯蓄の予想値－実績値として算出した。  
(出所) 米国商務省、内閣府より丸紅経済研究所作成

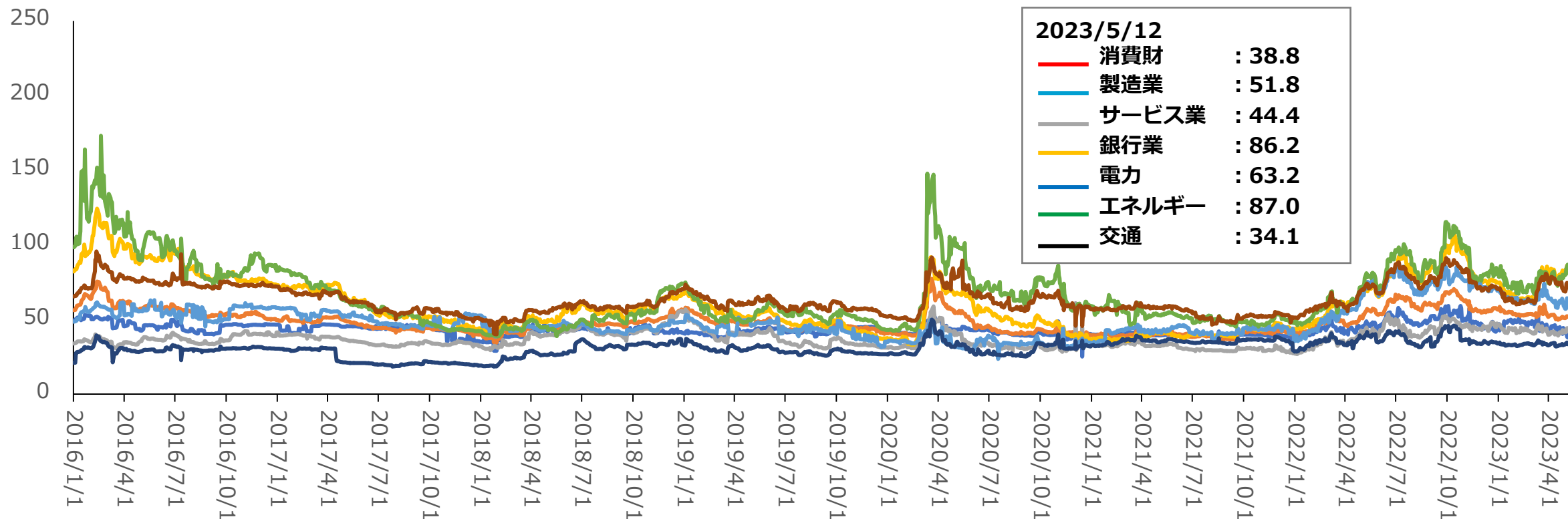
## 6. 産業別CDSの動向

### 産業別CDSは上振れ、コロナ前の水準には戻らず

- 信用状況を表すクレジット・デフォルト・スワップ（CDS）スプレッドは2022年から大きく上昇。2022年10月をピークに一旦縮小したものの、足元では金融機関の信用問題の勃発により再び拡大。業種ではエネルギーや銀行が上振れ。
- 金融危機後の大規模な金融緩和により信用コストも押し下げられたが、引き締め転換によりコロナ前の水準には戻らず。

#### ▽産業別CDSスプレッド（A格）

（ベースポイント）



（出所）Refinitivより丸紅経済研究所作成

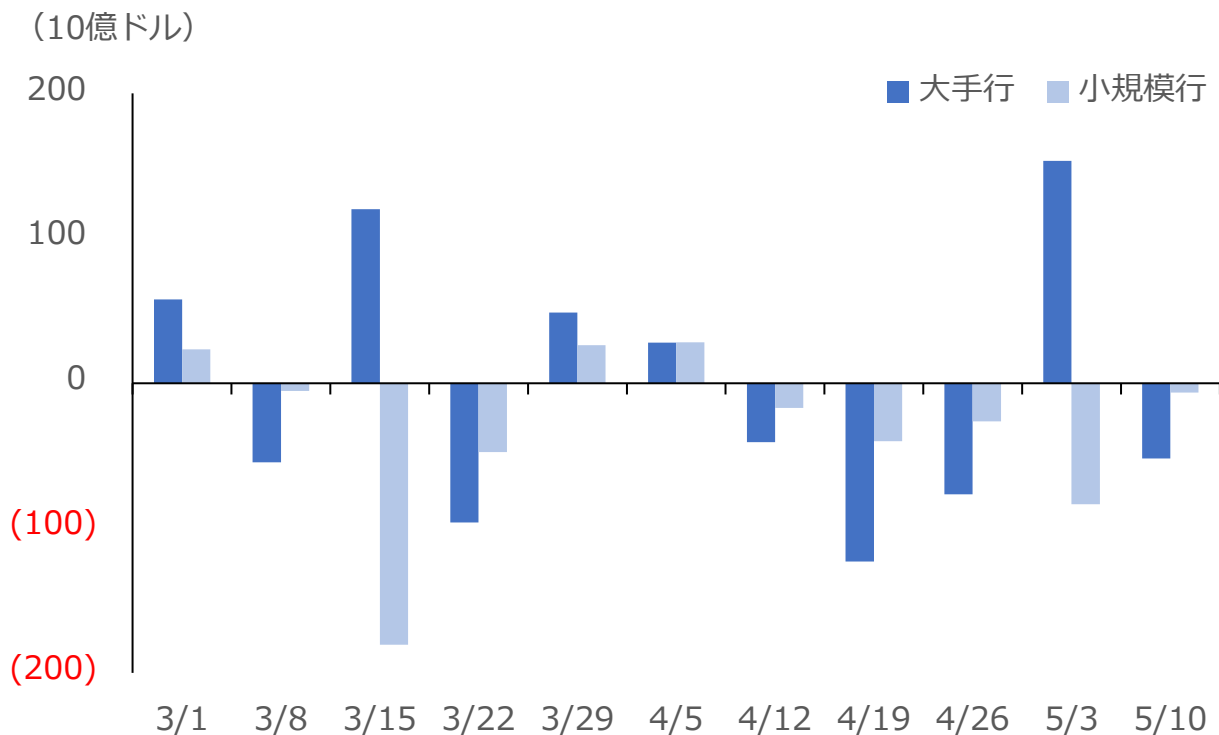


## 7. 金融機関からの預金流出とシャドーバンキング

### 世界の金融資産におけるノンバンク保有比率はリーマン・ショック時を上回る

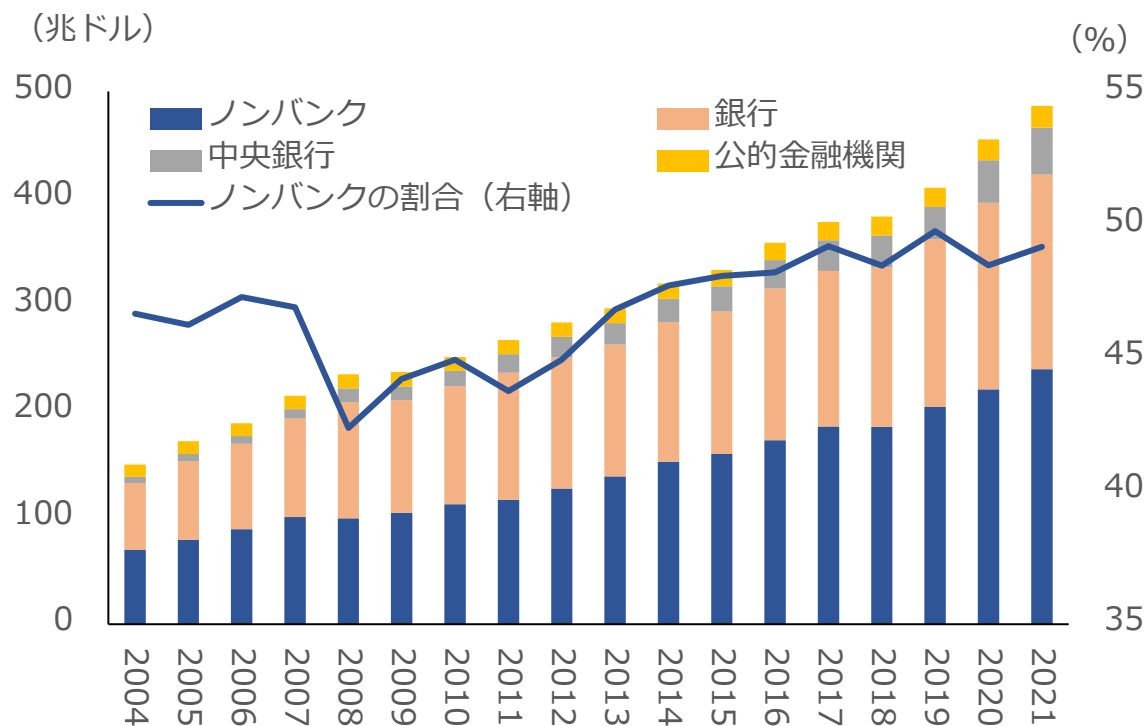
- 米銀では保有有価証券の評価損が大きく拡大（22年末で約6,000億ドル）、3月以降の地銀破綻後は預金流出懸念が浮上。
- 世界の金融資産のノンバンクの保有割合はリーマン・ショック時を上回る。銀行は2008年の金融危機後に規制が強化されたが、規制対象外の業種では保有資産等の情報が十分に開示されておらず、バランスシートの状態は不透明。

#### ▽米銀の預金増減（2023年、季節調整前）



(出所) FRBより丸紅経済研究所作成

#### ▽世界の金融資産におけるノンバンク保有比率



(出所) Financial Stability Boardより丸紅経済研究所作成

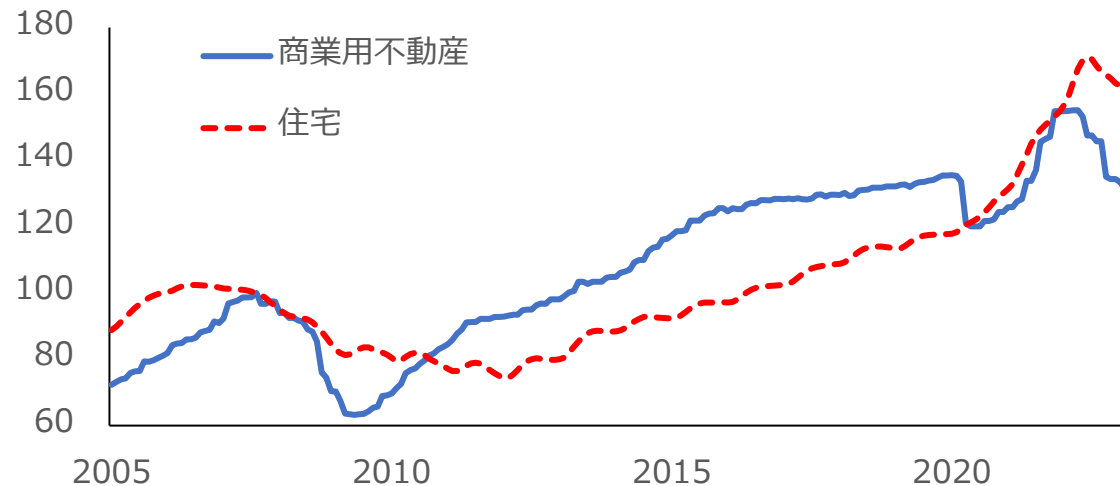
## 8. 米国の商業用不動産の価格下落

### オフィス空室率は上昇が止まらず、資産価格の調整が進行

- 金利上昇による資産価格の下落は既に商業用不動産（CRE）で顕在化しており、CRE価格は2022年半ばをピークに2割程度下落。資金調達環境が厳しさを増す中、リファイナンス・リスクが懸念されている。都市部では新型コロナの収束後もテレワークが続くなど従来型の勤務体制には戻っておらず、オフィス空室率は大きく上昇。

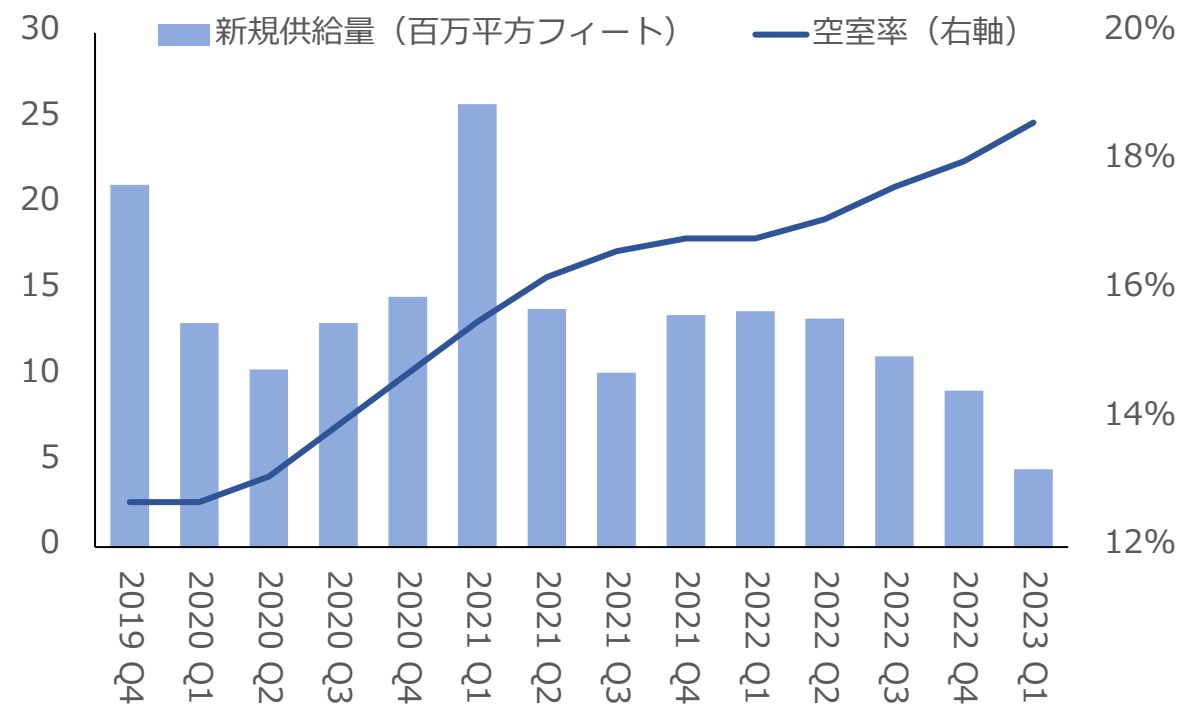
#### ▽米国の不動産価格の推移

(2007年8月=100)



(注) 価格指数の構成：小売20%、オフィス17.5%、アパート15%、ヘルスケア15%、産業10%、宿泊7.5%、ネットリース5%、倉庫5%、ホームパーク2.5%、学生寮2.5%  
(出所) Case Shiller及びGreen Street Capitalより丸紅経済研究所作成

#### ▽米国のオフィス空室率



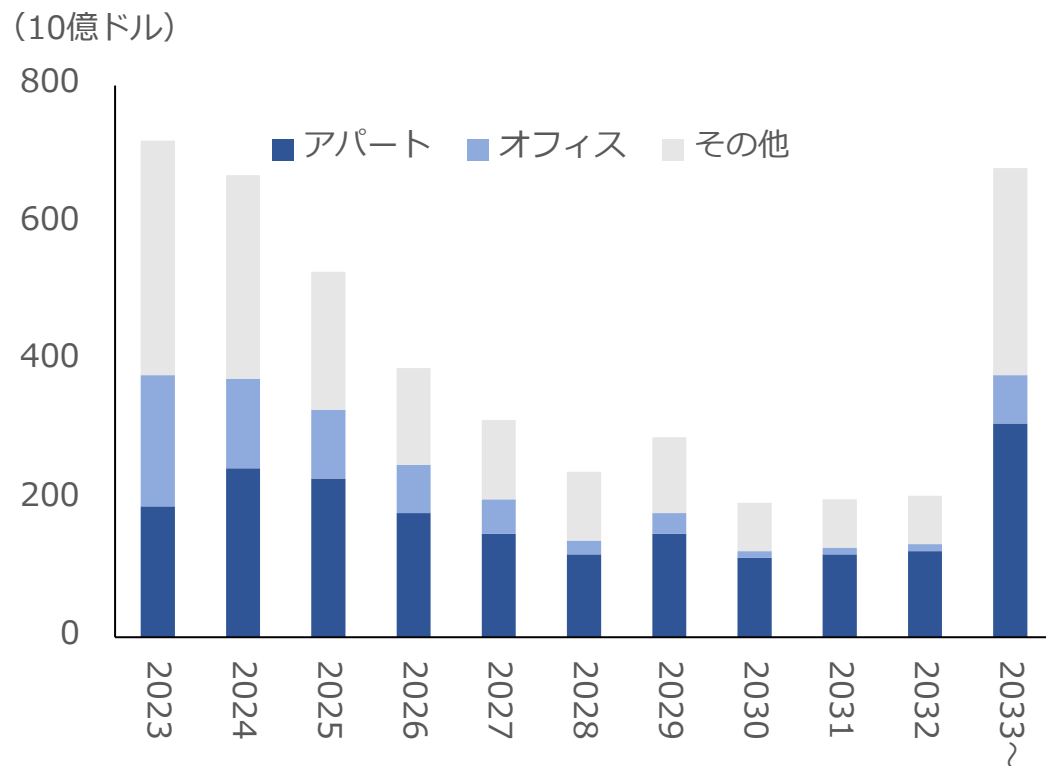
(出所) カナダ・英国中銀ソブリンデフォルトデータベースより丸紅経済研究所作成

## 9. 満期を迎える商業用不動産向け融資

### 米国商業用不動産では今後3年間で1.5兆ドルの借り換えが必要に

- 商業用不動産向け融資のうち、年内に7,000億ドル超、3年以内に1.5兆ドルが満期を迎えると試算されている。その大半がアパート及びオフィス。また、商業用不動産ローンの7割は中小の金融機関が保有。中小金融機関では、ローンの約4割が商業用不動産ローンであり、「収益を生まない」建設及び土地開発（CLD）に分類されるものの割合も大きい。

#### ▽商業用不動産の満期額



(出所) 各種資料より丸紅経済研究所作成

#### ▽金融機関の規模別商業用不動産の保有

| 資産規模         | 機関数   | 資産     |      | 商業用不動産（CRE） |      | 資産のうち<br>CREの割合 |
|--------------|-------|--------|------|-------------|------|-----------------|
|              |       |        | シェア  |             | シェア  |                 |
| 上位25行        | 25    | 15,444 | 65%  | 813         | 27%  | 5%              |
| 中小金融機関：      | 4,823 | 8,262  | 35%  | 2,149       | 73%  | 26%             |
| 100～1,600億ドル | 137   | 4,804  | 20%  | 1,022       | 35%  | 21%             |
| 10～100億ドル    | 819   | 2,313  | 10%  | 773         | 26%  | 33%             |
| 1～10億ドル      | 3,049 | 1,098  | 5%   | 345         | 12%  | 31%             |
| 1億ドル以下       | 818   | 46     | 0.2% | 9           | 0.3% | 18%             |
| 合計：          | 4,848 | 23,705 | 100% | 2,962       | 100% | 12%             |

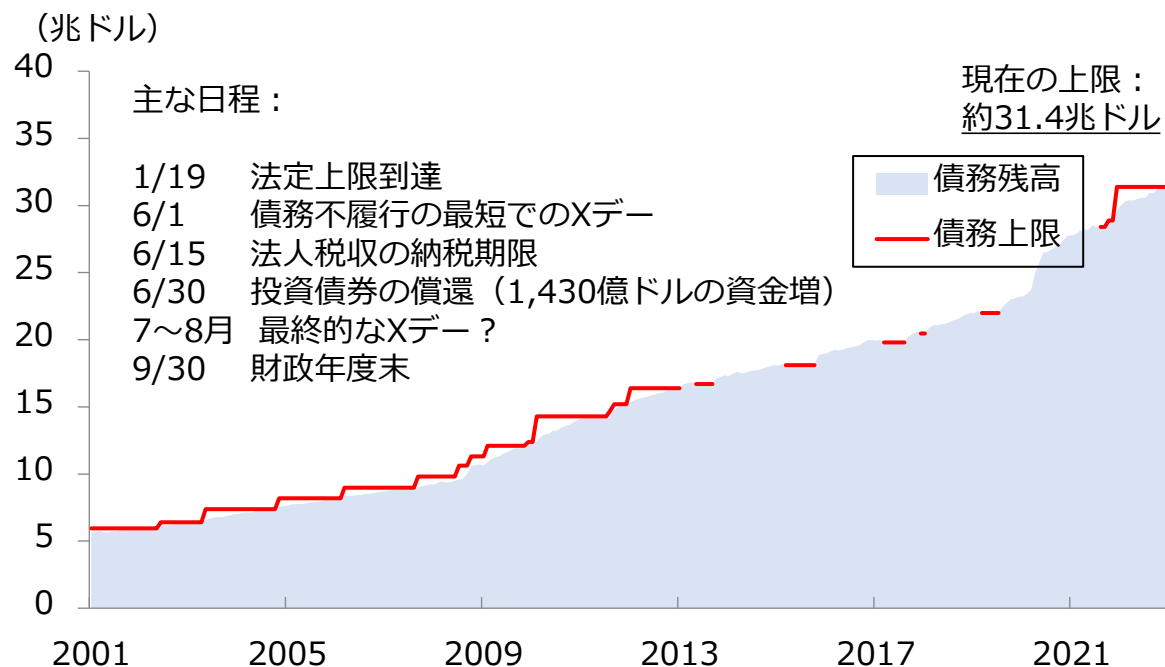
(出所) FDICより丸紅経済研究所作成

# 10. 米国の債務上限問題

## 銀行不安が完全に収まらない中で期限が迫る米国の債務上限の引き上げの期限

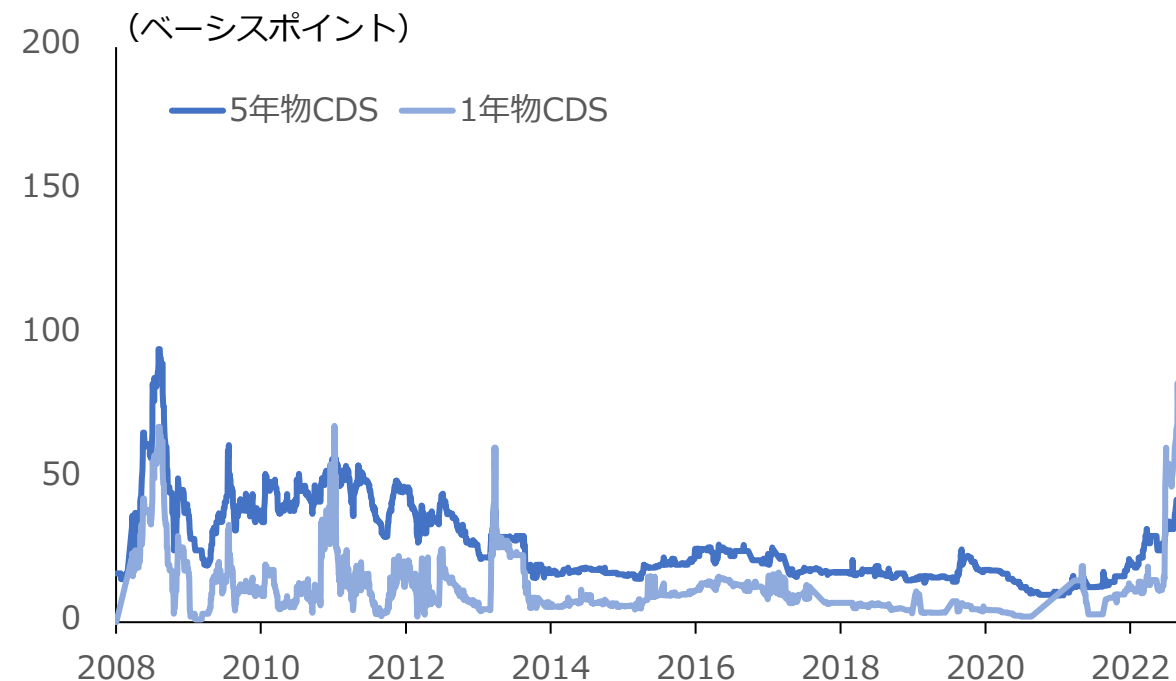
- 米国の債務上限を巡っては、6月1日にも資金繰り策が行き詰まるとの見方を財務省が示しており、ホワイトハウスと議会の交渉が本格化。ねじれ議会の中で、如何に妥協案を見出すかが注目される。
- 銀行不安が完全には収まらない中、仮にデフォルトに近づいた場合、金利の上昇や株式等の資産価格の下落だけでなく、安全資産としての米国債の信頼性、ドルの信認、米国の諸制度やリーダーシップの価値が世界的に揺らぐ可能性も。

### ▽米国の政府債務上限及び債務残高



(出所) 財務省より丸紅経済研究所作成

### ▽米国債CDSの動き



(出所) Refinitivより丸紅経済研究所作成

# 11. ロシア・ウクライナ戦争の現状と当面の見通し

## 戦闘はさらに長期化する見通し／ゼレンスキー大統領がG7広島サミットに現地参加、連帯強化

**戦況**：ロシアは東部・南部の占領継続。計画中とされるウクライナ軍の反転攻勢は今後の戦況を左右するが、依然消耗戦が長期化するという見方が根強い。

### ▽戦況マップ（2023年5月18日時点）



- **ウクライナの反撃**：英独戦車支援等を受けて近く反転攻勢を行うとの観測が強まる。
- **ロシア内の不和**：民間軍事会社ワグネルのプリゴジン氏がロシア国防省を批判。
- **長期戦観測**：ミリー米統合参謀本部議長「年内のロシア軍駆逐は困難」（23年1月）、米シンクタンク戦争研究所「ロシアの23年徴兵計画は例年の1割増（7月までに14.7万人）。長期戦準備の兆候」、広島サミットでは米がF-16戦闘機供与と訓練を発表、長期防衛を想定した支援を拡大。

（出所）英国防省等より丸紅経済研究所作成

**制裁**：欧米を中心に対ロ制裁を継続。原油・石油製品への価格上限設定などの他、G7広島サミットでは第三国による制裁迂回幫助の取り締まりを一段と強化。

### ▽制裁動向

**主な制裁参加国・地域**：米国、カナダ、EU、英国、日本、韓国、豪州、NZ、シンガポール、台湾、スイス、ノルウェー、ウクライナ  
**主な非参加国・地域**：中国、インド、トルコ、ASEAN加盟国（シンガポール以外）等のグローバルサウス国

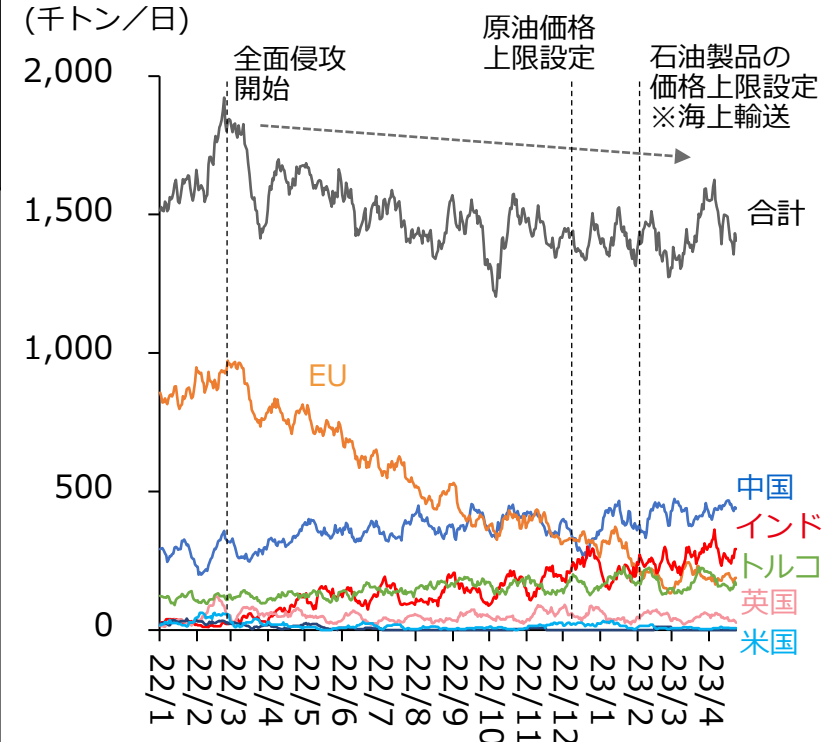
#### <主な制裁内容>

- ・金融機関（含む中央銀行）の資産凍結、取引規制
- ・個人（政治家、軍人、オリガルヒ及びその家族）の資産凍結、入国禁止、プーチン大統領らへのICC逮捕状発行（23/3）※8月にBRICSサミットを主催する南ア等でプーチン氏の訪問受け入れを巡り波紋
- ・輸出・サービス規制（ハイテク製品、奢侈品、保険、コンサル等）、輸入規制（エネルギー、貴金属等）
- ・国際機関からの排除（欧州評議会、人権理事会等）
- ・大使の本国召還、域内への船舶入港禁止、航空機の発着及び領空通過禁止
- ・最恵国待遇取り消し
- ・ロシア産原油・石油製品への価格上限設定（22/12、23/2）
- ・第三国による制裁迂回幫助の取締り強化（個人・企業制裁）※EUでも中国企業制裁案を提起（第11弾制裁案）

（出所）各種報道より丸紅経済研究所作成

**エネルギー**：対ロ制裁等によりロシア産化石燃料の輸出はEU向けが急減する一方、中国、インド等の非欧米向けが増加しており全体の減少は限定的。

### ▽ロシア産化石燃料輸出量



※日次、14日移動平均。石油換算トン

（出所）CREAより丸紅経済研究所作成



# 12. 米中対立の現状分析

## 米国の対中規制強化の動きは継続

▶ 昨年11月のバイデン・習近平会談を受けて米中間では対話模索の試みも見られるが、各政府機関や連邦議会を中心に対中規制強化の動きは継続。重要鉱物や半導体、先端技術等を巡り対中規制強化等を進める。第2弾となる「中国対抗法案」ではハイテク分野での対中投資規制等が盛り込まれる見通し。一方、中国は反スパイ法改正等で国内取り締まり強化。

### ▽米中関係を巡る動向

#### <バイデン政権の対中政策>



#### <最近の米中関係>

|         | 出来事                               |
|---------|-----------------------------------|
| 11月     | バイデン・習近平会談@バリ島（「新たな冷戦」はないと約束）     |
| 1/27    | 日米蘭が対中半導体輸出規制に合意                  |
| 2/2     | 米政府が中国の偵察用気球らしきものを米本土上空に確認したと発表   |
| 4/8-10  | 中国、台湾周辺で軍事演習（蔡総統とマッカーシー下院議長会談に反発） |
| 4/20    | イエレン財務長官が対中政策に関して演説（デカップリング否定）    |
| 4/27    | 中国で反スパイ法改正（適用範囲が拡大、恣意的な運用の懸念が強まる） |
| 5/10-11 | サリバン大統領補佐官が中国外交担当トップの王毅氏と会談@ウィーン  |
| 5/19-21 | G7広島サミット、バイデン大統領が中国との「雪解け」近いと発言   |

（出所）各種報道より丸紅経済研究所作成

#### <対中政策を巡る米国政府内の主な機関>

| 政策機関  | 対中政策関連での主な活動・方針                             |
|---|---|
| ホワイトハウス（WH）<br>● 国家安全保障会議（NSC）              | 対外政策立案のトップ機関。対中政策を統括                        |
| 国務省（DoS）                                    | 外交交渉を担当                                     |
| 財務省（DoF）<br>● 国際経済局（IEA）<br>● テロ・金融情報局（TFI） | 対中ハト派。イエレン長官訪中等を模索<br>対中タカ派。個人・企業制裁（SDNリスト） |
| 商務省<br>● 産業安全保障局（BIS）                       | 輸出規制（エンティティリスト、未検証エンドユーザーリスト、軍事エンドユーザーリスト）  |
| 米国通商代表部（USTR）                               | 対中追加関税（通商法232条、301条）                        |
| 米証券取引委員会（SEC）                               | 米市場上場規制（中国企業への情報開示勧告）                       |
| 対米外国投資委員会（CFIUS）                            | 対米投資審査（TikTok規制等）                           |
| 国防総省（DoD）                                   | 台湾支援、対中戦略立案                                 |
| 連邦議会  | 中共特別委を中心に中国関連法案を審議・立法                       |

#### <WSHシンクタンク専門家のコメント>

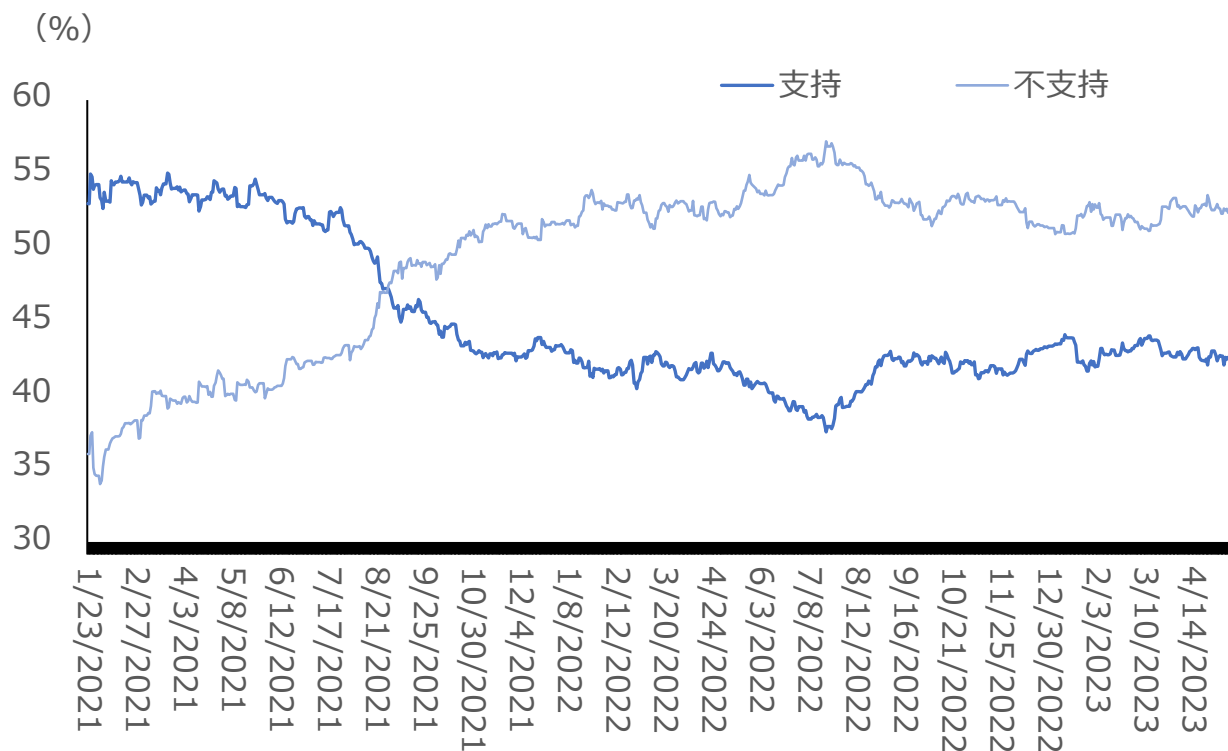
- 中国担当者がここ数年で急増（省庁全体で1,000人超）しているが、中国に関する知見の少なさが政策の明確性を下げ、過剰反応につながっている面も。
- 議会は様々なインセンティブで動いているが、TikTok規制、偵察用気球事件、台湾問題等でも過熱しすぎと感じる。中共特別委も対中脅威認識を増幅。

# 13. 本格化する米国の大統領選挙

## 共和党は8月に第1回討論会を開催

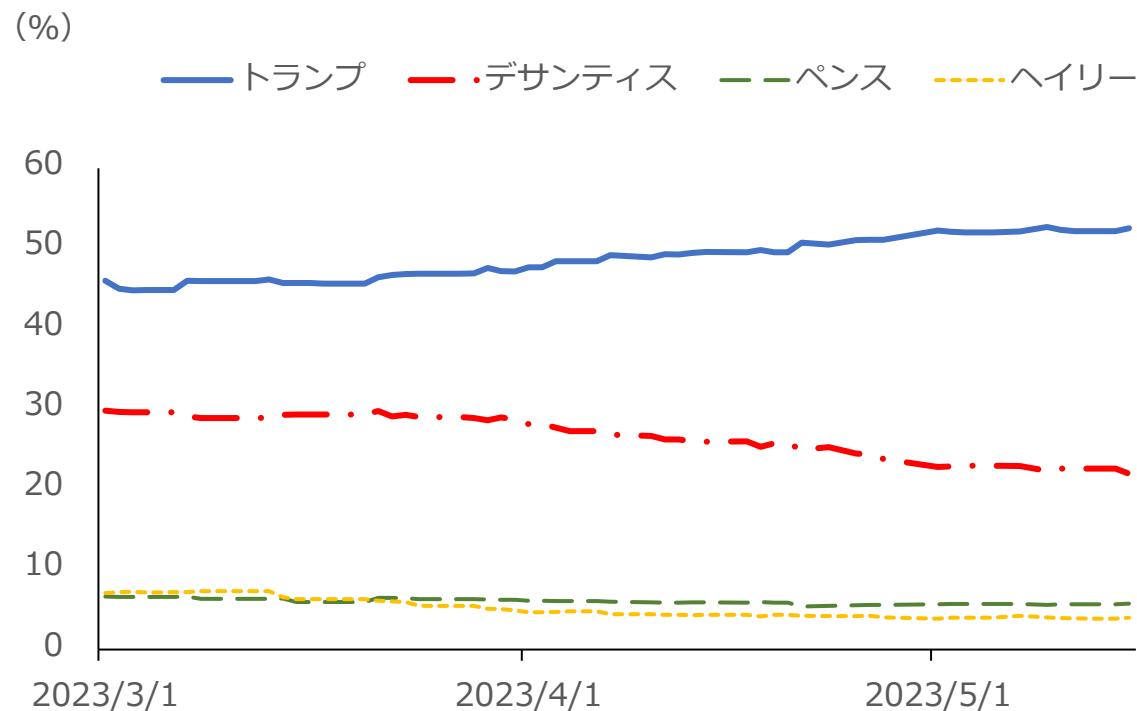
- バイデン大統領は4月末に再選を目指す考えを表明。支持率は4割台で推移するものの、党内に有力な対抗馬はいない状況。
- 共和党では、トランプ前大統領、ヘイリー元サウスカロライナ州知事など数名が立候補を表明済み。デサンティス・フロリダ州知事、ペンス前大統領、スコット上院議員等の名前も挙がっている。8月の第1回討論会が参戦のひとつの目安。
- 世論調査では、トランプ氏の支持率が5割強で3月の起訴後にも上昇。一方、デサンティス氏の支持は大きく低下。

▽バイデン大統領の支持率



(出所) Five Thirty Eightより丸紅経済研究所  
作成

▽共和党予備選一主要候補支持率の推移



(出所) Five Thirty Eightより丸紅経済研究所  
作成

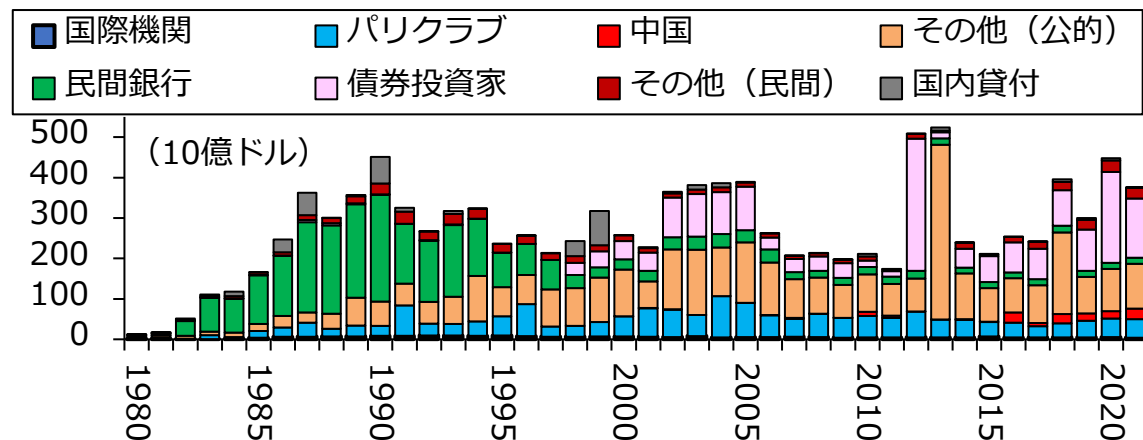
# 14. グローバルサウスの注目点

## 新興国の債務問題／中東情勢の変容

**新興国債務問題：**債権者構成ではパリクラブ不参加の中国や民間投資家のシェアが拡大。従来のパリクラブ中心の調整メカニズムが機能しづらく、債務減免等が難航。

### ▽新興国債務問題

＜ソブリン債デフォルト規模（債権者別）＞



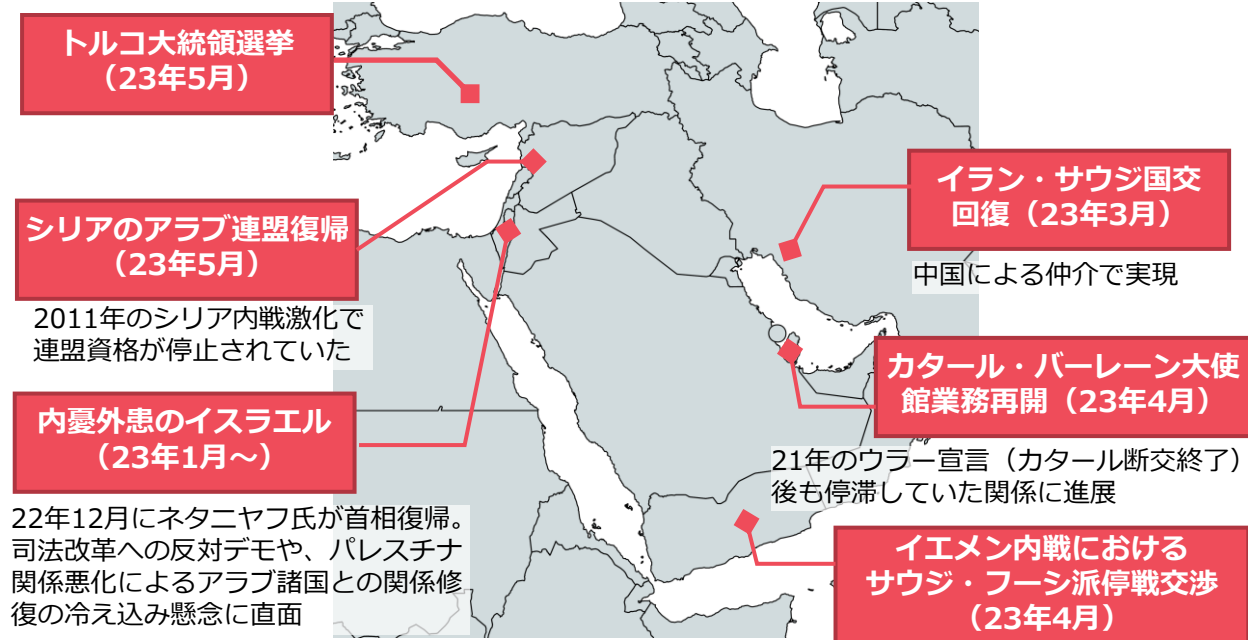
※パリクラブ：欧米を中心とするソブリンを対象とする債権国会合

**国際社会の対応：**今年2月にG20等が設立した**グローバル・ソブリン債務ラウンドテーブル（GSDR）**は、民間投資家の債務削減枠組みへの参加に本格的に着手。4、5月の**G7財相・中銀総裁会合**ではIMF救済プログラムによる低・中所得国向け支援拡大や先進国による特別引出権（SDR）の貧困国への自主的振り向け促進、新興国債務透明化のためのデータ共有等を確認。日仏印主導で**スリランカ債権国会議**も発足。債権者間での透明性のある調整協議の場の好例となることが期待されるが、主要債権国の中国はオブザーバー参加に留まる。

（出所）カナダ・英国中銀ソブリンデフォルトデータベースより丸紅経済研究所作成

**中東情勢の変容：**中東では23年3月のイラン・サウジ国交回復を契機に、緊張緩和の動きが拡大。域内の安全保障環境改善が期待される一方、欧米との関係冷え込み等の懸念も。

### ▽最近の中東情勢



**＜トルコ大統領選挙＞** 5/14の一般投票では現職エルドアン氏が野党統一候補のクルチダルオール氏をリードしたが、いずれの候補も過半数を取れず5/28に決選投票を予定。トルコはシリア内戦やウクライナ情勢等の様々な国際問題に関与しており、エルドアン政権存続の行方は同国の対外政策にも大きな影響を及ぼす。

（出所）各種報道より丸紅経済研究所作成



## 参考資料

# (参考) 日銀の政策修正シナリオ

## 日銀の金融緩和策の修正シナリオと実施した場合に想定される市場の反応

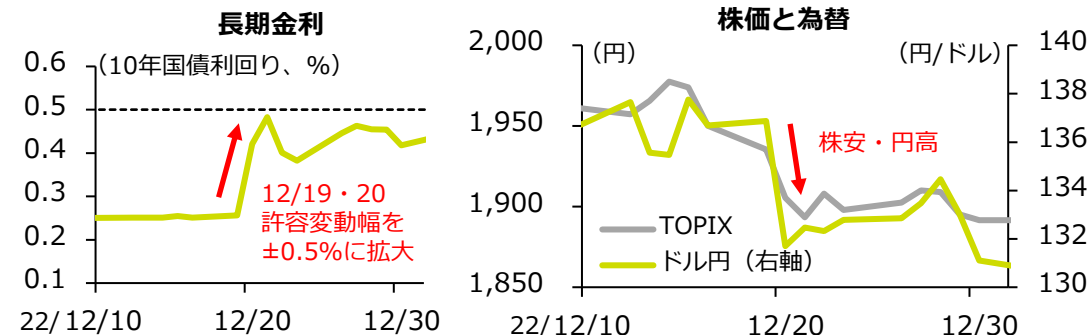
- 日銀は4月の金融政策決定会合で現行の大規模緩和を継続するとともに、1990年代以降の金融緩和策について多角的なレビューを実施することを決定。日銀の物価見通しへの慎重な姿勢を受けて、政策変更の予想時期は後ろ倒しの傾向。7月公表予定の展望レポートにおける物価見通しが焦点。政策修正に伴う金利上昇は、多方面から実体経済へ影響を及ぼす。

### ▽4月会合の決定内容と想定される政策修正シナリオ

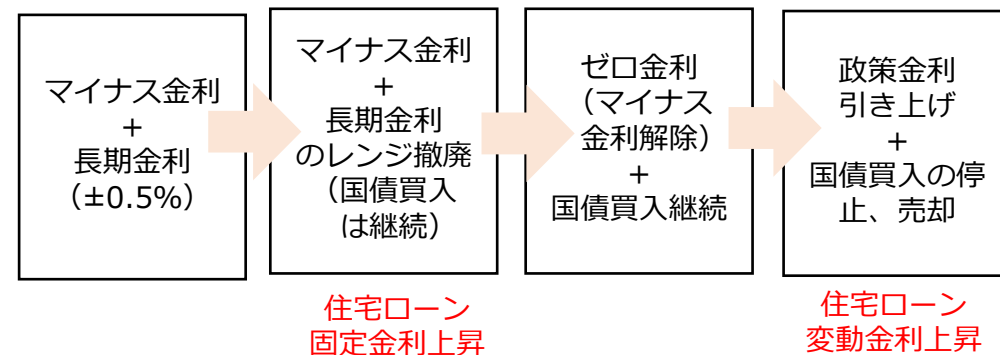
|                                 | 4月会合   | 修正シナリオ   |
|---------------------------------|--|--|
| 長短金利操作<br>(イールド・カーブ・コントロール、YCC) | 変更なし<br>(短期金利：▲0.1%、<br>長期金利：ゼロ%程度、<br>許容変動幅：±0.5%程度)  | ①許容変動幅の拡大<br>(0.75%、1.0%など)<br>②対象年限の短期化<br>(5年、2年など)<br>③YCCの撤廃<br>④マイナス金利の撤廃 |
| 資産買入れ方針                         | 変更なし<br>(ETF、J-REIT、CP、社債等)                            | —  |
| フォワードガイダンス<br>(先行き方針)           | 感染症および政策金利に関する文言を<br>削除し、賃金上昇に関する文言を追加                 | —  |
| 多角的なレビュー                        | 1年から1年半程度の時間をかけて、<br>1998年以降の非伝統的な金融政策<br>についてのレビューを実施 | 段階的に結果を開示<br>→市場との対話に注目  |

(出所) 日本銀行、各種資料より丸紅経済研究所作成

### ▽22年12月の変動幅拡大時の市場の動き



### ▽今後政策修正で想定される市場の反応



(出所) 各種報道より丸紅経済研究所作成

円高

# (参考) グリーン産業政策を巡る米欧関係

## 米国のインフレ抑制法（IRA）におけるEV税額控除要件を巡り摩擦の懸念

22年8月に米国で成立した「インフレ抑制法（IRA）」は、EV税額控除に関して新たなルールを導入。最終組み立て地やバッテリー部品・重要鉱物の調達に関して北米などを指定する適用要件に関して、欧州連合（EU）や韓国、日本は保護主義的であると懸念を表明。米側に大幅な見直しの動きが見られない中、EUは「グリーンディール産業計画」などの対抗措置も発表。

### ▽インフレ抑制法（IRA）とグリーンディール産業計画（GDIP）

#### 米国

##### インフレ抑制法（IRA）

2020年8月成立。歳出総額4,990億ドルの内、エネルギー安全保障・気候変動関連投資支援に10年間で3,690億ドルを支出。米国内における電力、燃料、自動車、製造業、建物、農業等へのクリーン技術利用に関して税控除・補助金等で支援。

##### <新車EV購入時の所得税額控除を受けるための要件>

###### クリーン自動車該当性：

- 北米（※）で車両を最終組み立て
- 懸念国事業体の関わる重要鉱物・部品等不使用

等

###### その他諸要件：

- 所得要件
- 希望小売価格要件

※北米：米国、カナダ、メキシコ

**バッテリー資源（重要鉱物）：**北米・FTA締約国で採掘・加工または北米でリサイクル（価格の40%以上→段階的に引上げ27年に80%）→3,750ドル税額控除

**バッテリー部品：**北米で製造（価格の50%以上→段階的に引上げ29年に100%）→3,750ドル税額控除

→最大7,500ドル税額控除

#### 欧州連合（EU）

##### グリーンディール産業計画（GDIP）

2023年1月発表。EU域内でネットゼロ産業に最適な環境を提供することを目標とし、①規制環境の改善、②資金調達の支援、③人材開発、④貿易促進の4つの柱で構成される。

##### <主なIRA対抗措置>

- （②資金）既存の欧州復興基金（NGEU）等を活用し、民間企業のグリーン投資を支援する税額控除・加速償却・補助金等の導入を推奨（※新規の補助金予算は組まない）。
- （②資金）危機・移行暫定枠組み（TCTF）を新たに可決：EUの国家補助金規制を緩和（～2025年末）。
- （①規制改善）ネットゼロ産業法案（NZIA）：ネットゼロ技術の生産拠点に関する規制枠組み簡素化、2030年までにEU域内で年間に必要な「戦略的ネットゼロ技術」の40%を域内で生産する目標設定
- （①規制改善）重要原材料法案：戦略的に重要な原材料の共通目標として、2030年までに欧州内需要の10%の域内採掘、40%の域内加工、15%の域内リサイクルを目指す。第三国依存度も2030年までに65%以下を目指す。

（出所）各種公表資料、報道等より丸紅経済研究所作成

# (参考) 中国：景気減速の懸念

## 住宅投資や、鉱工業生産の回復に残る不透明感が当面のリスク

1～3月期の実質GDP成長率は前期比年率+9.1%と、今年の政府目標「前年比+5%前後」に向けて良い滑り出しを切ったが、4月に入ると減速感が目立った。特に実体経済や資源需要に陰りを落とす新築住宅着工面積は減少が続く。今後は、行楽シーズンの消費の盛り上がりに対する期待がある一方、融資規制を受けた住宅投資の低迷や、鉱工業生産の低下が当面のリスク。

### ▽実質GDP成長率

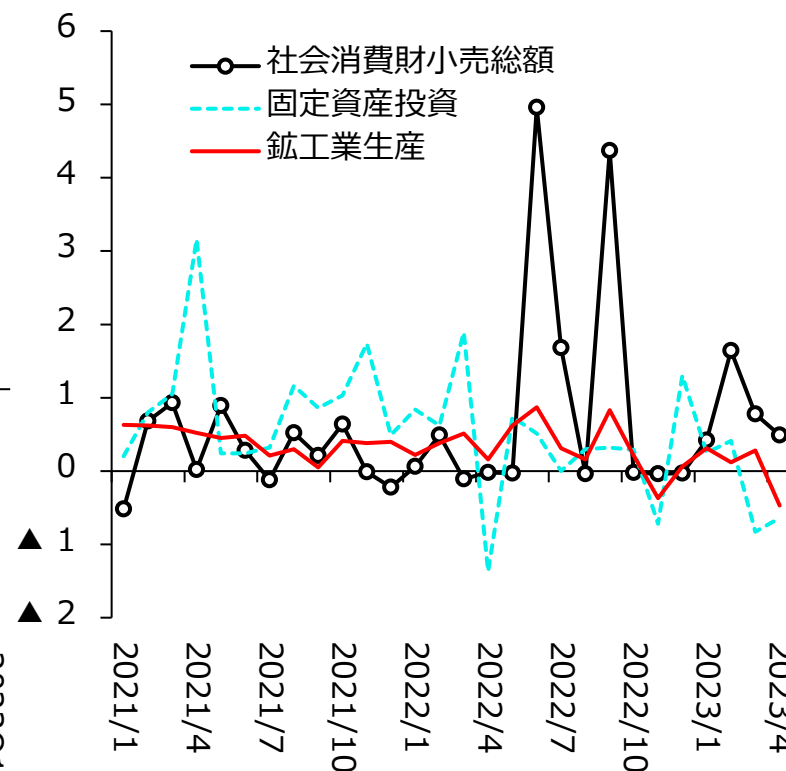
(前期比年率、%)



(出所) 中国国家统计局

### ▽主要経済指標

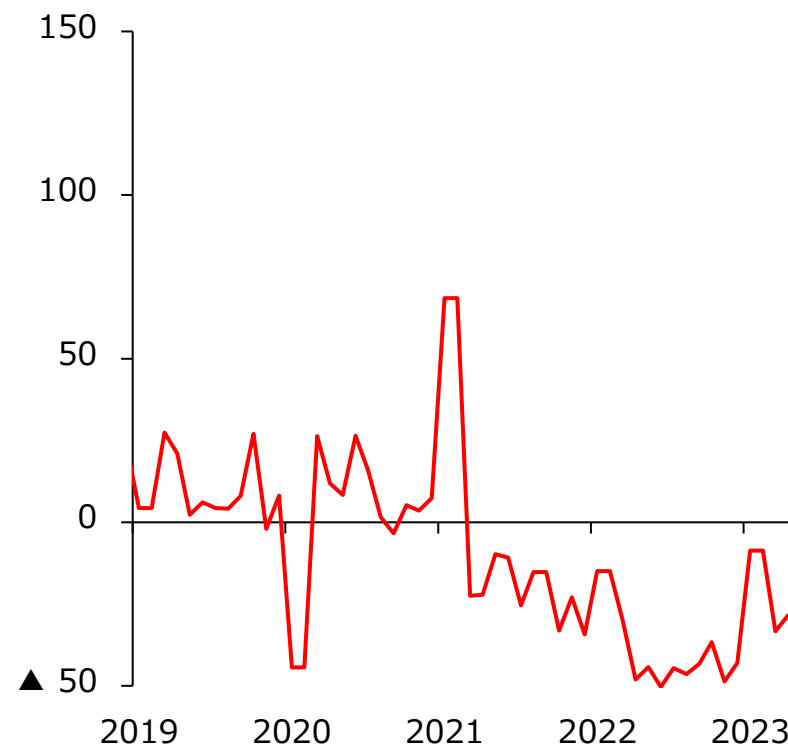
(前月比、%)



(出所) 中国国家统计局。直近：2023年4月

### ▽新築住宅の着工面積

(前年比、%)



(出所) 中国国家统计局。直近：2023年4月

# (参考) 新興国 (為替・物価・政策金利)

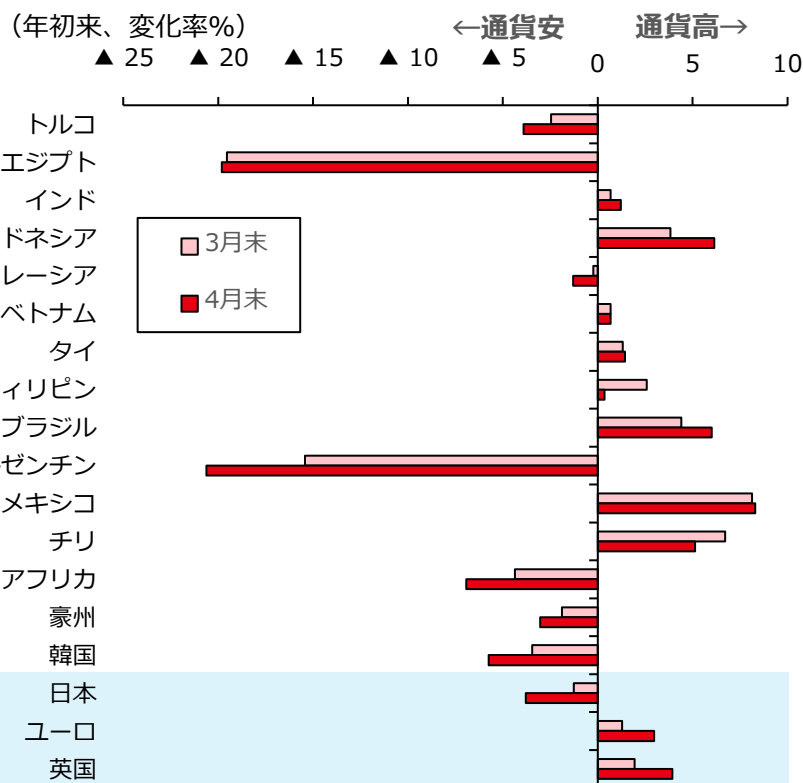
## 4月は原油価格上昇により産油国通貨が上昇／インフレは減速継続／利上げ停止の動き拡大

**為替**：4月は原油価格上昇によりインドネシア、ブラジル、メキシコなどの産油国通貨が上昇。

**物価**：4月は主要国でインフレ減速が継続。依然高水準の国も多いがASEAN諸国などでは中銀物価目標到達も視野に。

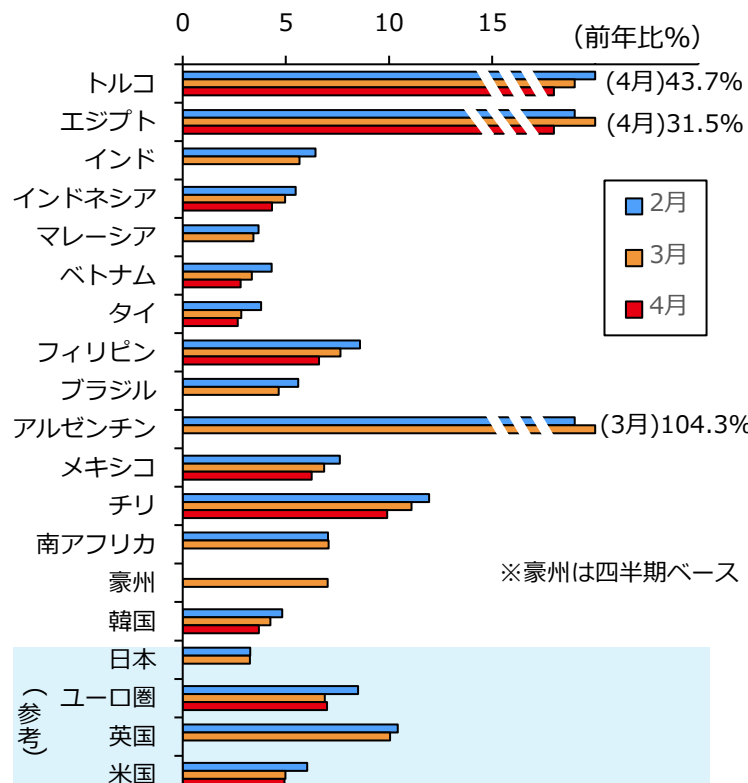
**政策金利**：米国の利上げ終息期待の強まりや自国のインフレ減速を背景に、多くの金融当局で利上げ停止の動きが拡大。

### ▽新興国通貨 (対ドル)



(出所) Refinitivより丸紅経済研究所作成

### ▽消費者物価指数 (CPI)



(出所) CEICより丸紅経済研究所作成

### ▽政策金利動向

| 国      | 政策金利     | 直近動向、中銀方針など                              |
|--------|----------|--|
| トルコ    | 8.50%    | (4/27)据え置き (2会合連続、次回5/25)                |
| エジプト   | 18.75%** | (3/30) 2.00% <b>利上げ</b> (3カ月ぶり)          |
| インド    | 6.50%    | (4/6) <b>据え置き</b> (7会合ぶり、次回6/8)          |
| インドネシア | 5.75%    | (4/18) <b>据え置き</b> (3カ月連続、次回5/25)        |
| マレーシア  | 3.00%    | (5/3)0.25% <b>利上げ</b> (3会合ぶり、次回6/6)      |
| ベトナム   | 5.50%*   | (3/31)0.50% <b>利下げ</b> (3/14に3年ぶりの利下げ)   |
| タイ     | 1.75%    | (3/29)0.25% <b>利上げ</b> (5会合連続、次回5/31)    |
| フィリピン  | 6.25%    | (5/18) <b>据え置き</b> (10会合ぶり、次回6/22)       |
| ブラジル   | 13.75%   | (5/3) <b>据え置き</b> (6会合連続、次回6/21)         |
| アルゼンチン | 91.00%   | (4/27)10.00% <b>利上げ</b> (4/20にも3.00%利上げ) |
| メキシコ   | 11.25%   | (5/18) <b>据え置き</b> (16会合ぶり、次回6/22)       |
| チリ     | 11.25%   | (5/12) <b>据え置き</b> (4会合連続、次回6/19)        |
| 南アフリカ  | 7.75%    | (3/30)0.50% <b>利上げ</b> (9会合連続、次回5/25)    |
| 豪州     | 3.85%    | (5/2)0.25% <b>利上げ</b> (2会合ぶり、次回6/6)      |
| 韓国     | 3.50%    | (4/13) <b>据え置き</b> (2会合連続、次回5/25)        |

\*リファイナンス金利, \*\*デポジット金利

(出所) CEICより丸紅経済研究所作成

# (参考) 企業景況感 (主要国一覧)

## 4月は中国のPMIが50割れする一方、日米欧は好調を維持

4月は中国のPMIが4カ月ぶりに節目の50割れ。韓国、ベトナム等も外需低迷により厳しい景況感。日米欧は好調。

### ▽主要国PMIヒートマップ

|        |     | 2022年 |      |      |      |      |      |      |      |      | 2023年 |      |      |      |
|--------|-----|-------|------|------|------|------|------|------|------|------|-------|------|------|------|
|        |     | 4月    | 5月   | 6月   | 7月   | 8月   | 9月   | 10月  | 11月  | 12月  | 1月    | 2月   | 3月   | 4月   |
| 米国     | 総合  | 56.0  | 53.6 | 52.3 | 47.7 | 44.6 | 49.5 | 48.2 | 46.4 | 45.0 | 46.8  | 50.1 | 52.3 | 53.4 |
| ユーロ圏   | 総合  | 55.8  | 54.8 | 52.0 | 49.9 | 48.9 | 48.1 | 47.3 | 47.8 | 49.3 | 50.3  | 52.0 | 53.7 | 54.1 |
| 中国     | 製造業 | 47.4  | 49.6 | 50.2 | 49.0 | 49.4 | 50.1 | 49.2 | 48.0 | 47.0 | 50.1  | 52.6 | 51.9 | 49.2 |
| 日本     | 総合  | 51.1  | 52.3 | 53.0 | 50.2 | 49.4 | 51.0 | 51.8 | 48.9 | 49.7 | 50.7  | 51.1 | 52.9 | 52.9 |
| 韓国     | 製造業 | 52.1  | 51.8 | 51.3 | 49.8 | 47.6 | 47.3 | 48.2 | 49.0 | 48.2 | 48.5  | 48.5 | 47.6 | 48.1 |
| インドネシア | 製造業 | 51.9  | 50.8 | 50.2 | 51.3 | 51.7 | 53.7 | 51.8 | 50.3 | 50.9 | 51.3  | 51.2 | 51.9 | 52.7 |
| ベトナム   | 製造業 | 51.7  | 54.7 | 54.0 | 51.2 | 52.7 | 52.5 | 50.6 | 47.4 | 46.4 | 47.4  | 51.2 | 47.7 | 46.7 |
| フィリピン  | 製造業 | 54.3  | 54.1 | 53.8 | 50.8 | 51.2 | 52.9 | 52.6 | 52.7 | 53.1 | 53.5  | 52.7 | 52.5 | 51.4 |
| タイ     | 製造業 | 51.9  | 51.9 | 50.7 | 52.4 | 53.7 | 55.7 | 51.6 | 51.1 | 52.5 | 54.5  | 54.8 | 53.1 | 60.4 |
| マレーシア  | 製造業 | 51.6  | 50.1 | 50.4 | 50.6 | 50.3 | 49.1 | 48.7 | 47.9 | 47.8 | 46.5  | 48.4 | 48.8 | 48.8 |
| シンガポール | 製造業 | 50.3  | 50.4 | 50.3 | 50.1 | 50.0 | 49.9 | 49.7 | 49.8 | 49.7 | 49.8  | 50.0 | 49.9 | 49.7 |
| 豪州     | 総合  | 55.9  | 52.9 | 52.6 | 51.1 | 50.2 | 50.9 | 49.8 | 48.0 | 47.5 | 48.5  | 50.6 | 48.5 | 53.0 |
| インド    | 総合  | 57.6  | 58.3 | 58.2 | 56.6 | 58.2 | 55.1 | 55.5 | 56.7 | 59.4 | 57.5  | 59.0 | 58.4 | 61.6 |
| トルコ    | 製造業 | 49.2  | 49.2 | 48.1 | 46.9 | 47.4 | 46.9 | 46.4 | 45.7 | 48.1 | 50.1  | 50.1 | 50.9 | 51.5 |
| エジプト   | 総合  | 46.9  | 47.0 | 45.2 | 46.4 | 47.6 | 47.6 | 47.7 | 45.4 | 47.2 | 45.5  | 46.9 | 46.7 | 47.3 |
| 南アフリカ  | 総合  | 50.3  | 50.7 | 52.5 | 52.7 | 51.7 | 49.2 | 49.5 | 50.6 | 50.2 | 48.7  | 50.5 | 49.7 | 49.6 |
| ブラジル   | 総合  | 58.5  | 58.0 | 59.4 | 55.3 | 53.2 | 51.9 | 53.4 | 49.8 | 49.1 | 49.9  | 49.7 | 50.7 | 51.8 |
| メキシコ   | 製造業 | 49.3  | 50.6 | 52.2 | 48.5 | 48.5 | 50.3 | 50.3 | 50.6 | 51.3 | 48.9  | 51.0 | 51.0 | 51.1 |

(出所) Refinitivより丸紅経済研究所作成

※S&P PMI。中国のみ国家統計局の景況感指数を掲載



# 丸紅経済研究所

〒100-8088 東京都千代田区大手町1丁目4番2号

TEL: 03-3282-7582 FAX: 03-3282-7120

<http://www.marubeni.co.jp/research/>

---

## (注記)

- 本資料は公開情報に基づいて作成されていますが、当社はその正確性、相当性、完全性を保証するものではありません。
  - 本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属するもので、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。個人の私物使用および引用など、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。
-