

<目次>

① 日本経済..... 1
企業物価 / 消費者物価 / 生活意識アンケート / 日銀会合

② 米国経済..... 2
実質GDP成長率 / 物価指数 / 企業景況感

③ 中国経済..... 3
生産者物価指数 / GDPデフレーター / 消費者物価指数

④ 欧州経済（英国） 4
実質GDP / 消費者物価指数 / 実質賃金 / 小売売上高

⑤ 金融・信用（為替、金利、株式、信用等） 5

⑥ 特集..... 6
けん引役なき世界経済とインド

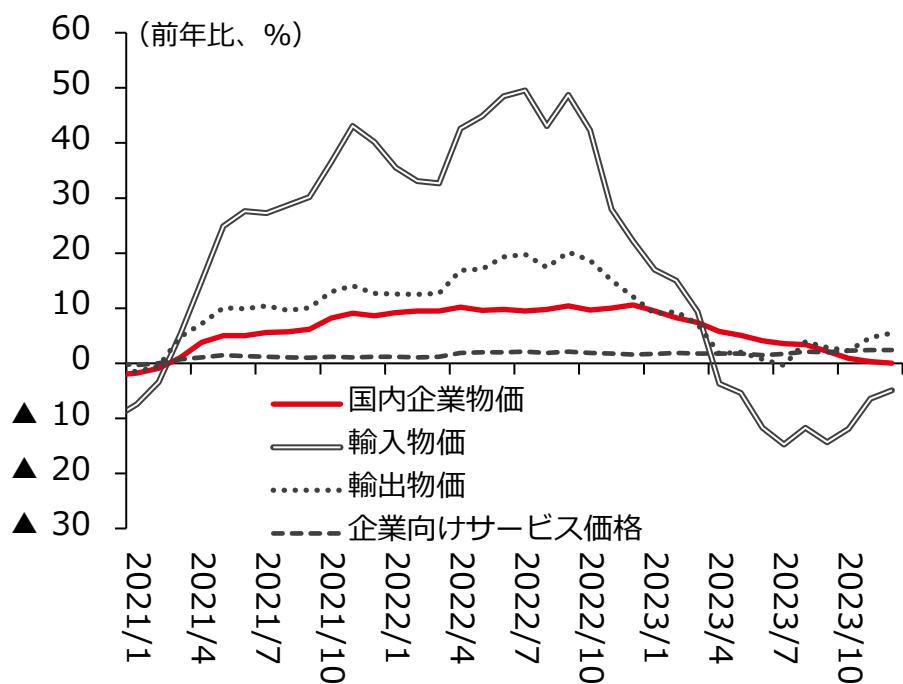
① 日本経済

(シニア・エコノミスト 浦野 愛理)

物価：輸入物価の低下を背景に価格転嫁の動きが鈍化、今後はサービス価格の上昇が焦点に

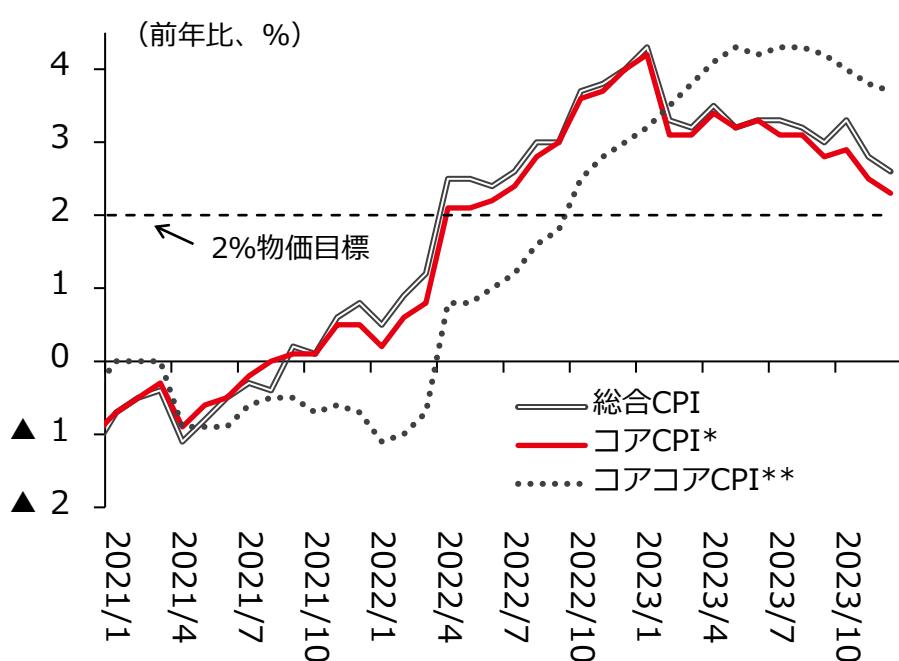
- 企業物価**：12月の国内企業物価は前年比+0.0%（11月同+0.3%）と12カ月連続で上昇率が縮小。原材料コスト高の影響が一巡した模様。輸入物価は、資源高の一服を背景に契約通貨ベースが同▲9.5%（11月同▲10.1%）と下落率が縮小、為替変動を反映した円ベースでも同▲4.9%（11月同▲6.4%）と下落率が縮小した。12月の企業向けサービス価格は、人件費の上昇もあり同+2.4%（11月同+2.4%）と伸び率は横ばい。
- 消費者物価**：12月のコアCPI（生鮮食品を除く指数）は前年比+2.6%（11月同+2.8%）と上昇率が縮小。品目別の寄与度で見ると、価格転嫁の動きの一服を背景に食料品のプラス寄与の縮小が続いたことに加えて、燃料費の低下などを背景に電気代・ガス代の押し下げ寄与が拡大したことが主因。一方で、宿泊料は全国旅行支援の縮減に伴い押し上げに寄与した。また、財・サービス別にみると、財価格は輸入物価の低下を背景に同+2.8%（11月同+3.3%）と伸び率が縮小した一方、サービス価格は同+2.3%（11月+2.3%）と伸び率は横ばいとなった。日銀が目指す持続的・安定的な物価目標の実現には、人件費の上昇に伴うサービス価格の上昇が焦点に。総合CPIは1月までは上昇率の縮小傾向が続くとみられるものの、2月以降は政府によるエネルギー負担軽減策の押し下げ効果の剥落に伴い上昇率が再び拡大する見通し。
- 生活意識に関するアンケート**：12月調査は、暮らしに「ゆとりがなくなってきた」との回答比率が56.2%（9月57.4%）と減少。1年後に物価が「上がる」と回答した割合は79.3%（9月86.8%）と大きく減少。原材料高による価格転嫁の動きがピークアウトし、家計のインフレ予想もピーク時と比べて落ち着きつつある。
- 日銀会合**：日銀は1月の金融政策決定会合で大規模な金融緩和策の維持を決定。展望レポートの物価見通しは、原油価格低下を主因に24年度を前年度比+2.4%へ引き下げた一方、25年度を同+1.8%とやや上方修正した。日銀の経済や物価に対する見方は前回から大きくは変わらず、今後は2月から本格化する春闘が主な焦点に。

▽企業物価



(出所) 日本銀行

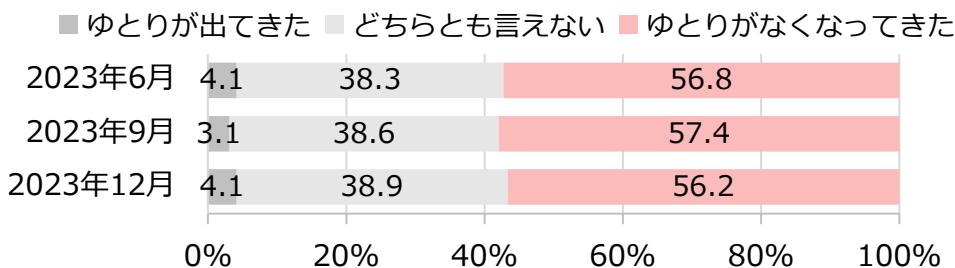
▽消費者物価 (CPI)



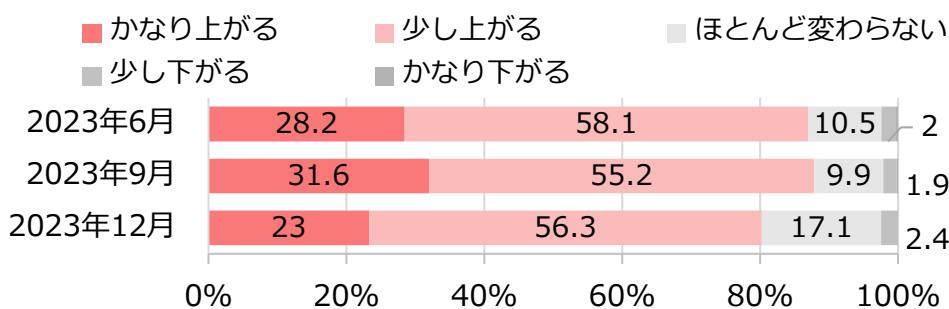
(注) *生鮮食品を除く、**生鮮食品及びエネルギーを除く
(出所) 総務省

▽生活意識に関するアンケート調査

(現在の暮らし向き)



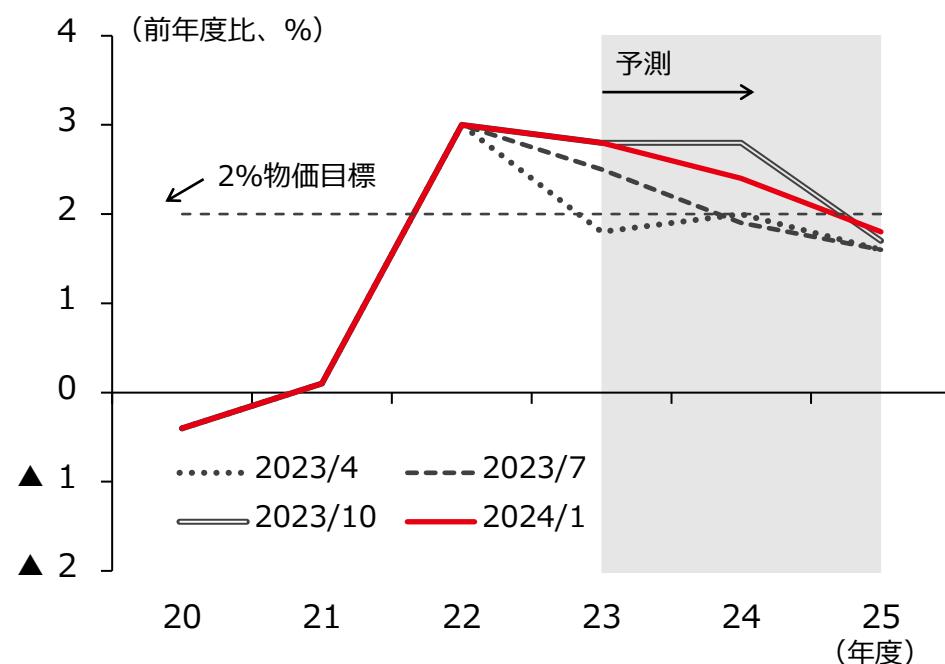
(1年後の物価)



(出所) 日本銀行

(調査期間：11/9~12/5)

▽展望レポート (物価見通し)



(出所) コアCPI (生鮮食品を除く)

(出所) 日本銀行

② 米国経済

(エコノミスト 清水 拓也)

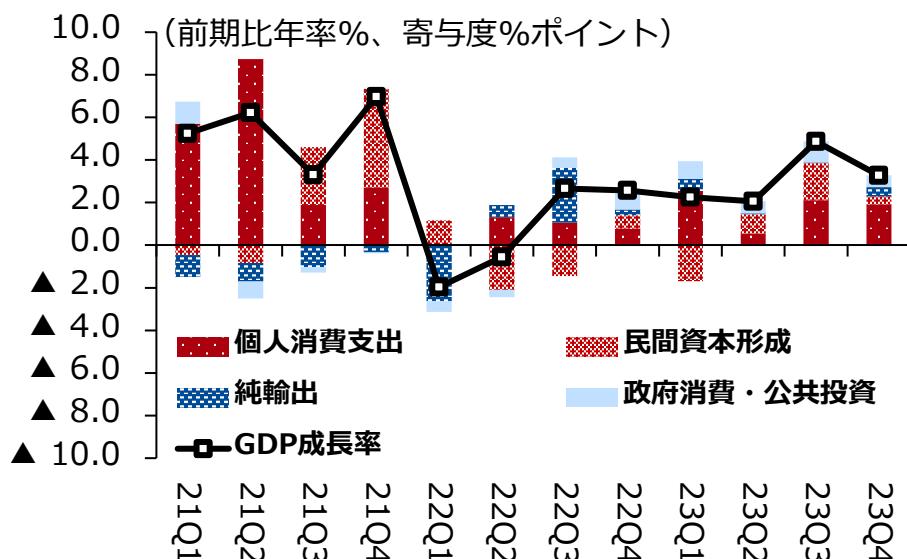
主要指標の動向

- 実質GDP成長率**：10～12月期の**実質GDP成長率**（1次速報値）は前期比年率+3.3%（7～9月期：同+4.9%）と前期から減速したものの、高成長を維持した。需要項目別では、GDP全体の約7割を占める個人消費が同+2.8%（7～9月期：同+3.1%）と、堅調な伸びが際立った。また、23年通年でも前年比+2.5%（22年：同+1.9%）と、潜在成長率（米議会予算局推計で+1.8%程度）を上回る成長が確認された。
- 物価指数**：連邦準備制度理事会（FRB）がインフレ指標として重視する**個人消費支出（PCE）デフレーター**は12月に前年比+2.6%と、上昇率は前月から横ばいだった。一方、変動の大きい食品・エネルギーを除くコアPCEデフレーターは同+2.9%（11月同+3.2%）と、上昇率は縮小。品目別では、財価格（+0.0%）は概ね横ばい圏で推移し、サービス価格（同+3.9%）の上昇率も未だ高率ではあるが、縮小傾向が継続。
- 企業景況感**：1月の**PMI（総合）**は52.3（12月50.9）と、景気拡大／縮小の目安とされる50を上回った。業種別では、**製造業**が50.3（12月47.9）と50台に復帰し、**サービス業**も52.9（12月51.4）と続伸した。公表文によると、特に製造業において、顧客在庫の解消等を背景に国内からの新規受注が好転しつつあり、将来の需要増への期待が高まっている模様。

基調判断・展望

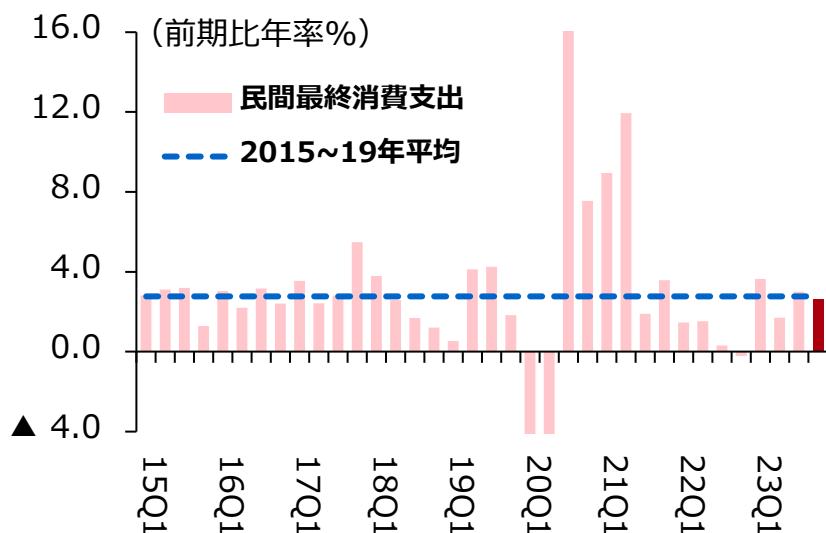
- 米経済の成長軌道はコロナ禍前に回帰**：安定的かつ将来の経済成長に対する先見性が高いとされる**民間最終消費支出（PDFP）**を確認すると、2023年後半を通して増加率は過去の平均値近辺で推移しており、米経済はコロナ禍のショックにより生じた大変動期を経て、以前の成長軌道に近付きつつある状況と評価される。インフレ率の低下と合わせ、景気の軟着陸に向けて進展が見られた格好だが、連邦準備制度理事会（FRB）が実施した既往の利上げによる景気冷却効果が、今年にかけて顕在化する懸念は残る。
- 直近数カ月にかけてインフレ鈍化が進展**：PCEデフレーターを直近3カ月間の変化率に限って見れば、FRBの物価目標（平均で年率2%）へ接近する状況が確認できる。こうした状況が一定期間持続すれば、物価目標到達前でも連邦公開市場委員会（FOMC）が利下げに転ずる決定を下す可能性はある。直近1/30～31FOMCにて、物価・金融政策の先行きに関してどのようなシグナルが示されるか注目される。

▽ 実質GDP成長率



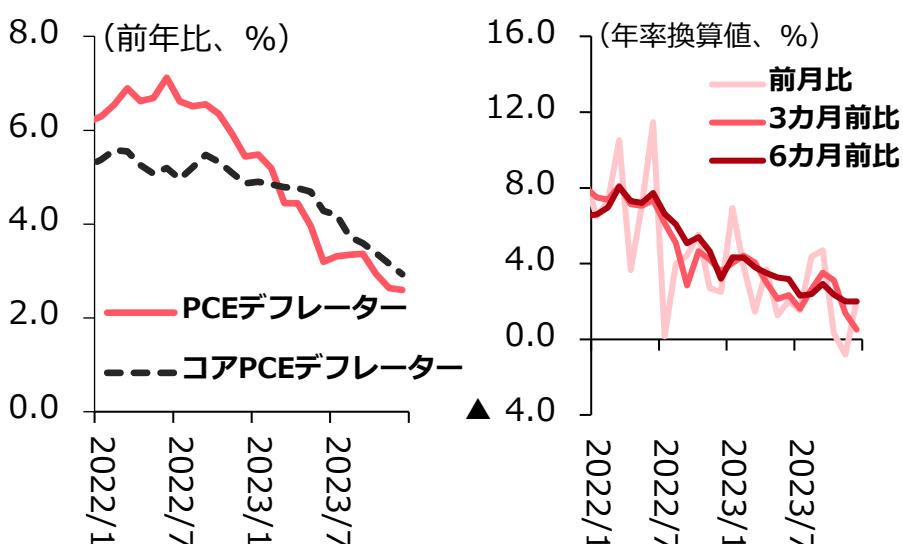
（出所）米商務省

▽ 実質民間最終消費（PDFP）成長率



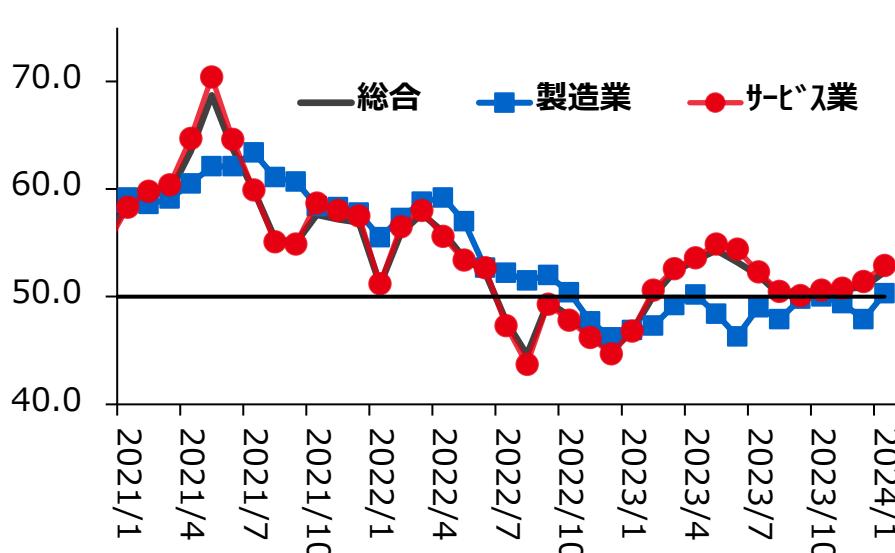
（注）GDP構成項目の内、純輸出、在庫変動、政府消費、公共投資を除いたもの。個人消費支出と民間固定資本形成の和に等しい。
（出所）米商務省

▽ 物価指数（PCEデフレーター）



（出所）米商務省より丸紅経済研究所作成

▽ 企業景況感指数（PMI）



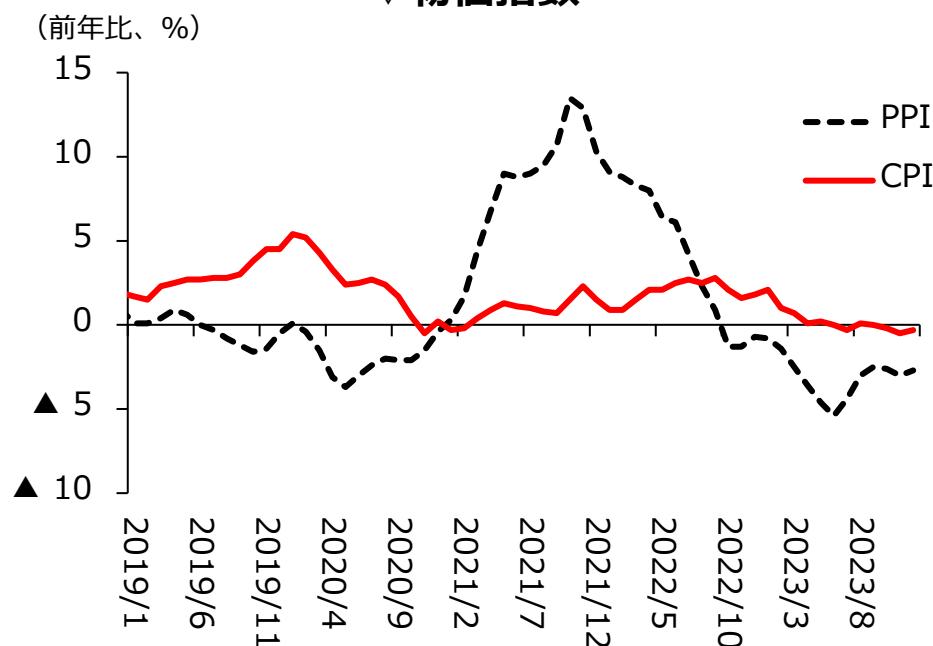
（注）PMI：購買担当者景気指数（企業景況感を示す。50を上回る好況、下回ると不況を示唆するとされる）。調査期間：1/11～23
（出所）S&P Global

③ 中国経済

(シニア・アナリスト 李 雪連)

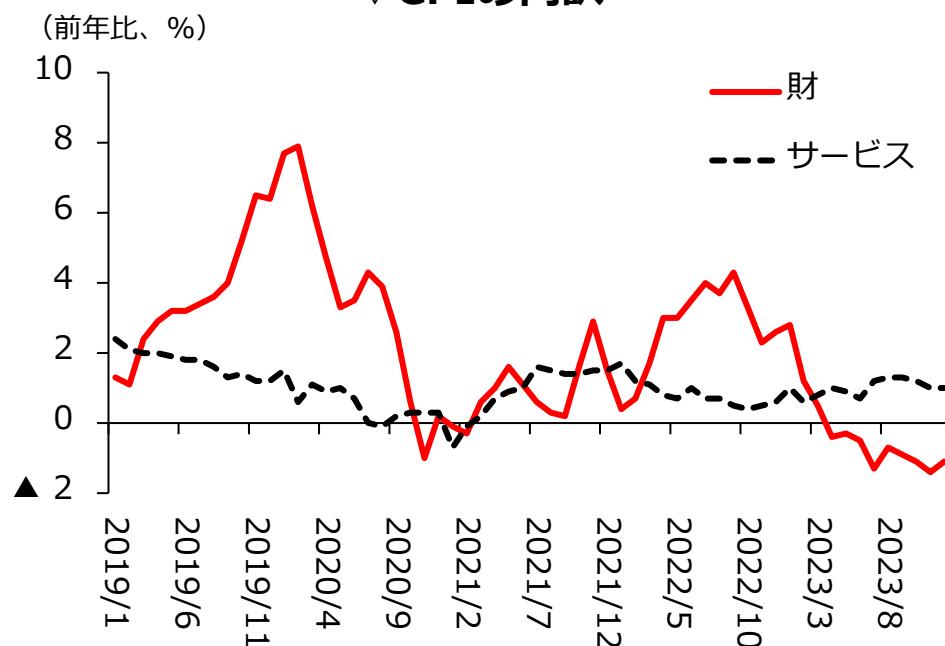
- 生産者物価指数 (PPI)** : 2022年10月以降前年割れが続き、2023年通年では前年比▲3.0% (2022年+4.1%) と3年ぶりのマイナスとなった。石炭や原油などの採掘業、鉄鋼や非鉄などの素材産業、設備や輸送機など中間財の加工業がそろって下落した。また、消費財も加工食品や、繊維製品、耐久消費財を中心に2015年以来のマイナスを記録した。
- GDPデフレーター** : 2023年は4~6月期から前年割れが続き、通年では前年比▲0.5% (2022年+1.8%) と14年ぶりのマイナスとなった。産業別を見ると、第1次産業は▲2.3% (2022年+1.7%) と農産品や食肉の価格下落などを受けマイナスに転換。第2次産業は▲2.7% (2022年+2.3%) で、製造業がマイナスに転じたほか、建設業も2年連続で下落。一方、第3次産業は+1.2% (2022年+1.6%) と宿泊や飲食、交通運輸、金融業を中心に比較的底堅いが、卸売・小売は財消費の低調ぶりを反映し14年ぶりのマイナスに。
- 消費者物価指数 (CPI)** : 2023年は前年比+0.2% (2022年+2.0%) とかろうじてプラスになったが、政府目標である同+3.0%を大きく下回った。サービス価格は比較的底堅く推移する一方、財の価格は食肉やエネルギーを中心に2009年以来のマイナスに転換。他方、食料品やエネルギーを除くコア指数は前月比で半年以上ゼロ近傍での推移が続いており、行動制限解除後の旅行など、コロナ禍で抑制されていた需要の繰り越し発生分 (ペントアップ需要) が一巡した影響が示唆されている。
- 今後の展望** : 製造業などの供給体制は総じてコロナ禍前に回復している中、住宅不況や輸出の低迷など内外の需要不足が影響し、財を中心にデフレ圧力が強まっている。また、サービス消費のペントアップ需要の一巡も今後物価の押し下げ要因に転じ得る状況。有効な需要を促すために、中国人民銀行 (中央銀行) が1月24日に預金準備率を0.5%pt (2月5日から適用) 引き下げたことを見るように、今後も一定規模の金融緩和や財政支出の拡大を講じる公算が高いとみられている。

▽物価指数



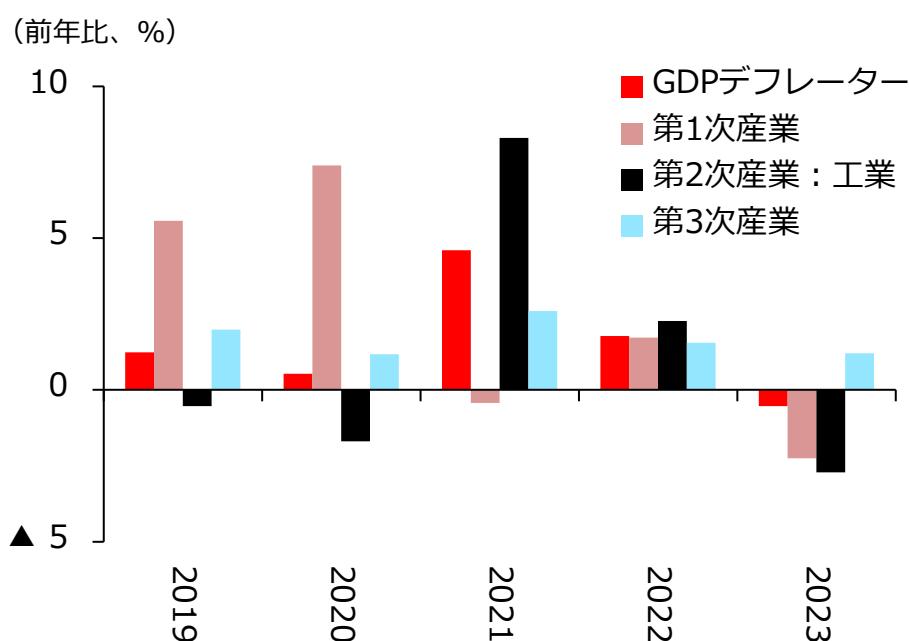
(出所) 中国国家统计局 直近: 2023年12月

▽CPIの内訳



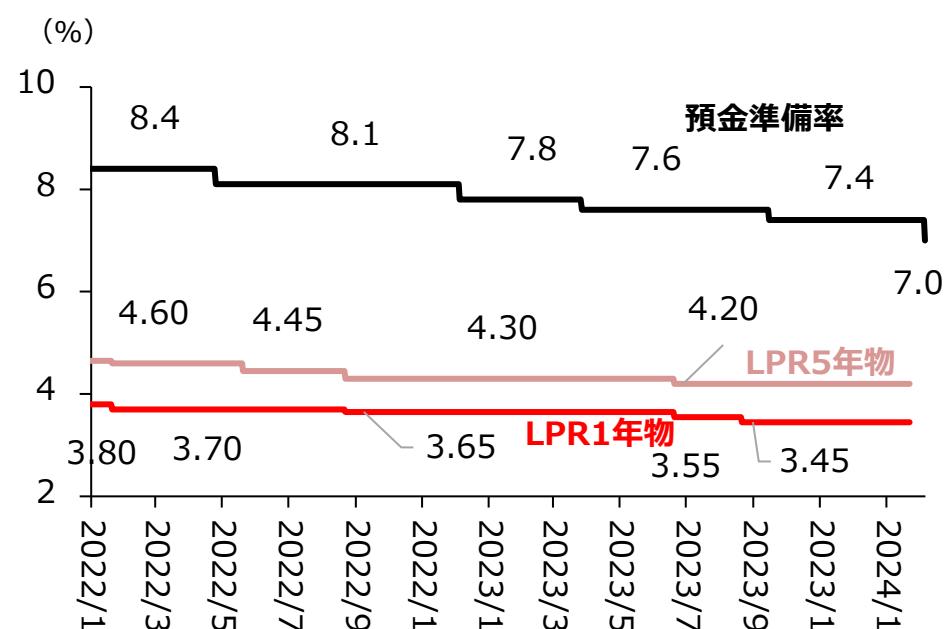
(出所) 中国国家统计局 直近: 2023年12月

▽GDPデフレーター



(出所) 中国国家统计局

▽預金準備率・LPR



(注) 預金準備率: 市中銀行の預金のうち、中央銀行への預け入れを義務付けられる比率。中央銀行は金融政策手段として、預金準備率を上下させることにより、市中銀行の貸出量を調節
LPR: 商業銀行が優良顧客向け貸出に用いる最優遇貸出金利
(出所) 中国人民銀行 直近: 2月5日時点

④ 欧州経済（英国）

（シニア・エコノミスト 佐藤 洋介）

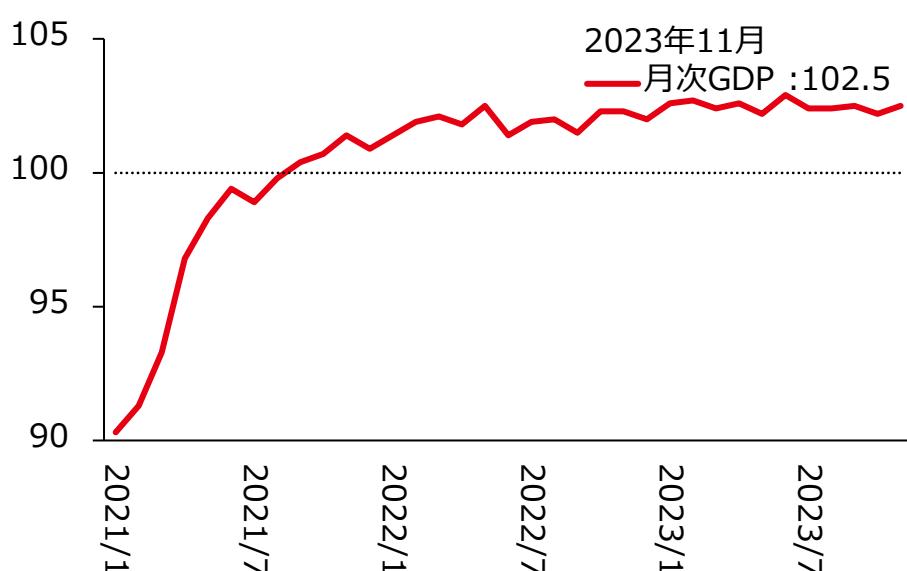
主要指標の動向

- 実質GDP**：2023年11月の実質GDP成長率は前月比+0.3%（10月同▲0.3%）と上昇したが、直近3カ月（9～11月）で見た場合、前期（6～8月）比▲0.2%である点に注意。
- 消費者物価指数（CPIH）**：12月のCPIH上昇率は前年比+4.2%（11月+4.2%）と横ばい。項目別では、電気・ガス・その他燃料のマイナス寄与などを受け、財が前年比+1.9%（11月同+2.0%）となった一方で、サービスが同+6.0%（11月同+6.0%）、変動の大きいエネルギー・食品などを除いたコアCPIHが同+5.2%（11月同+5.2%）と高止まりした。
- 実質賃金・小売売上高**：11月実質賃金（季調済）は510ポンド（10月512ポンド）と減少した。CPIH上昇率が縮小傾向にある上、基本給（実質、季調済）も480ポンド（10月478ポンド）と上昇したが、ボーナスが減少し、実質賃金全体を押し下げた。12月小売売上高（実質、2019年=100）は94.4（11月97.6）と低下した。店舗形態別の寄与度は、食料品店が▲1.2%pt、非食料品店が▲1.5%ptといずれもマイナスに。現地当局によると、11月のブラックフライデーによる押し上げの反動や12月のクリスマス関連商品の購入時期の前倒しなどが要因。

基調判断・見通し

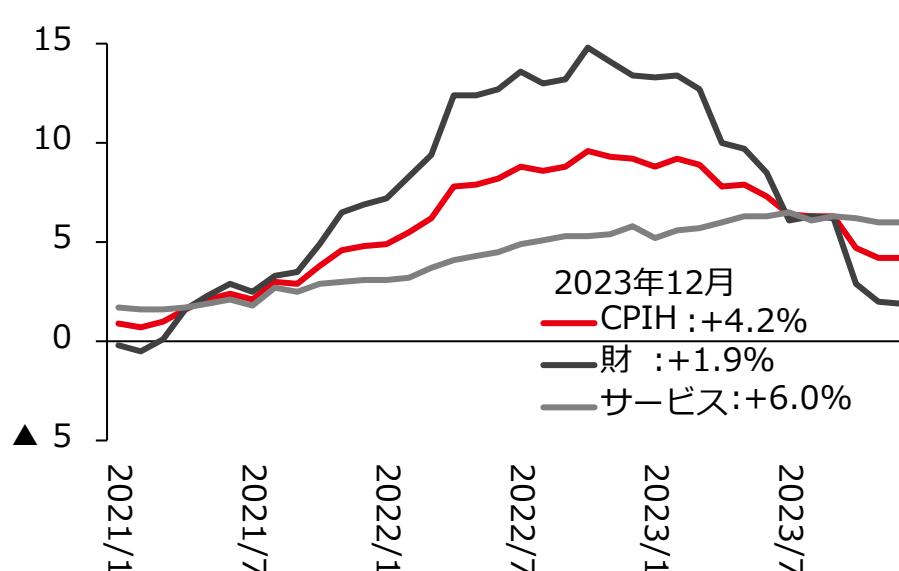
- 英予算責任局は、2023年の経済成長率が前年比+0.6%、2024年が同+0.7%と予想（11月22日公表）。また、英財務省の専門家予測（平均値、1月17日公表）は、2023年が前年比+0.4%、2024年が同+0.4%となった。
- 足元の高金利の状態や実質賃金の減少傾向などを受け、総じて個人消費が伸び悩んだ。一方、足元の消費者物価上昇率の縮小傾向を受け、市場ではイングランド銀行（BOE）による利下げ観測が高まっており、一部の金融機関は利下げ開始時期の予測を前倒し。仮に利下げの開始時期が前倒しされた場合、一定程度のタイムラグを置いて同国経済を押し上げると見られる。

（2019年=100） ▽月次GDP



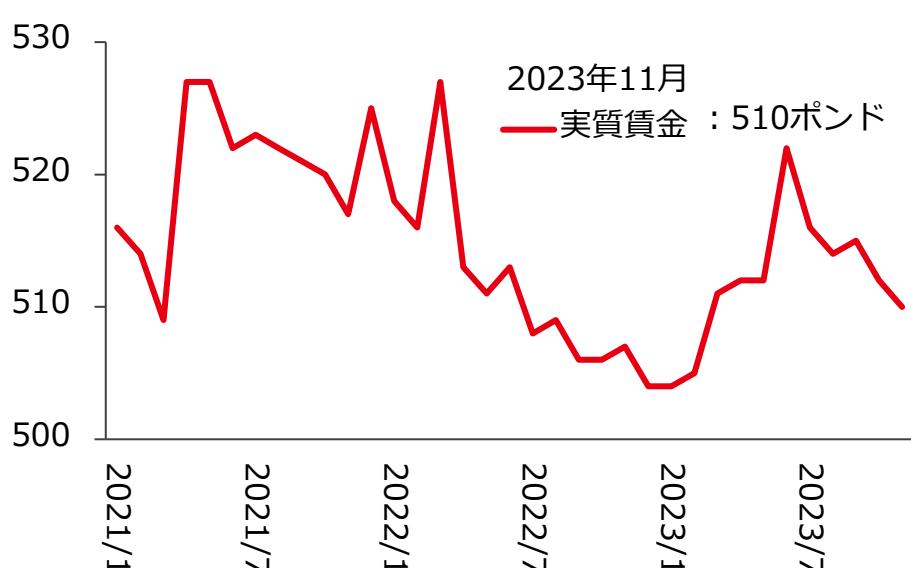
（出所）英国国家統計局

（前年比、%） ▽消費者物価指数（CPIH）



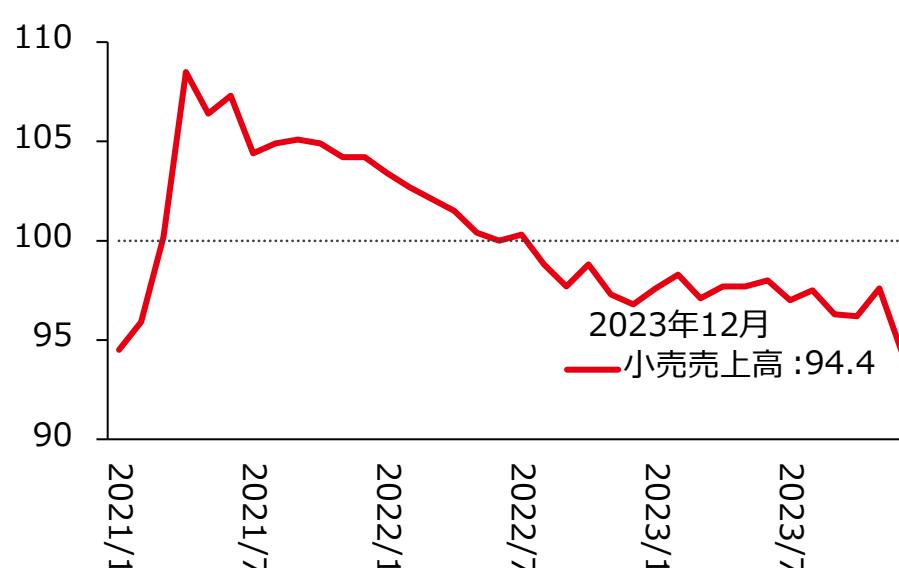
（出所）英国国家統計局

（2015年基準、ポンド） ▽実質賃金



（出所）英国国家統計局

（2019年=100） ▽小売売上高

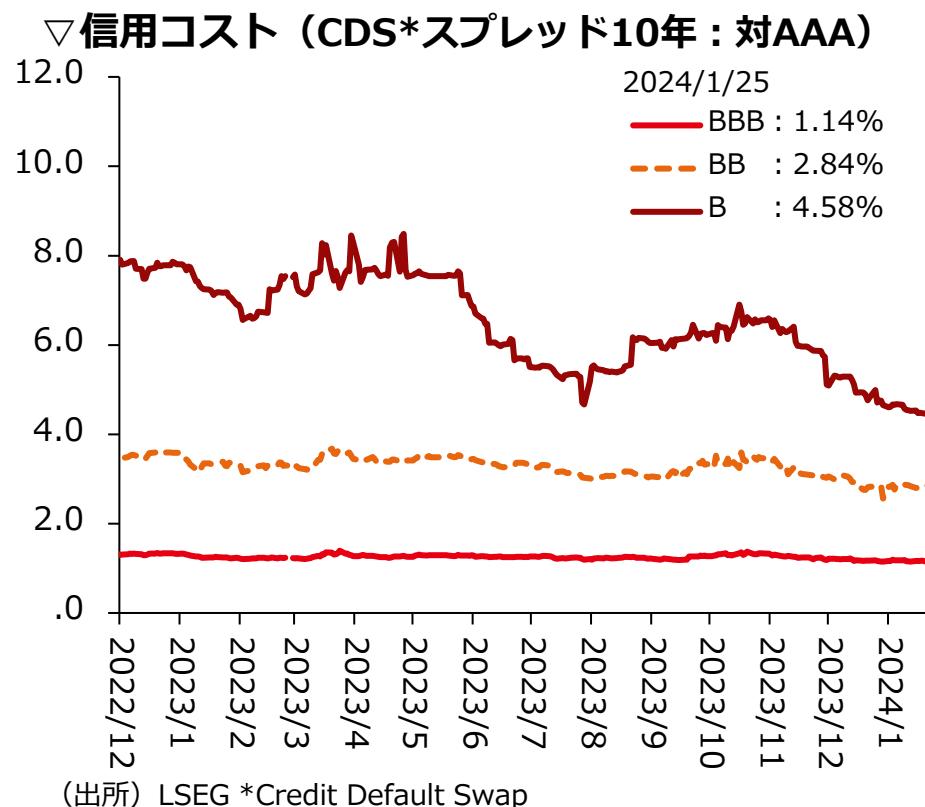
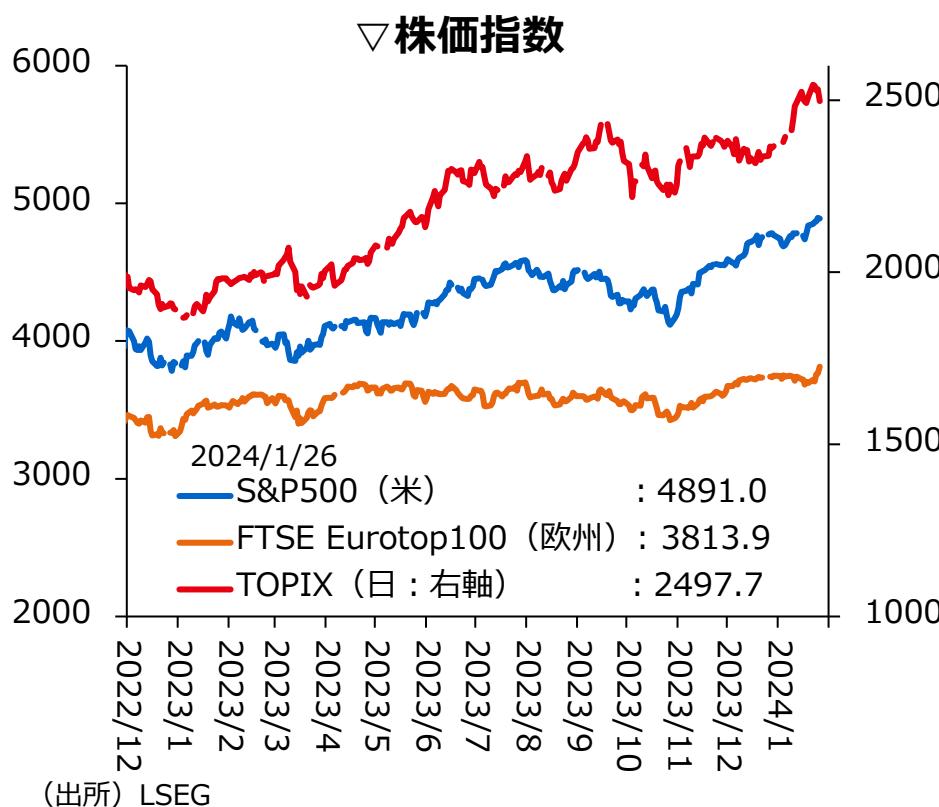
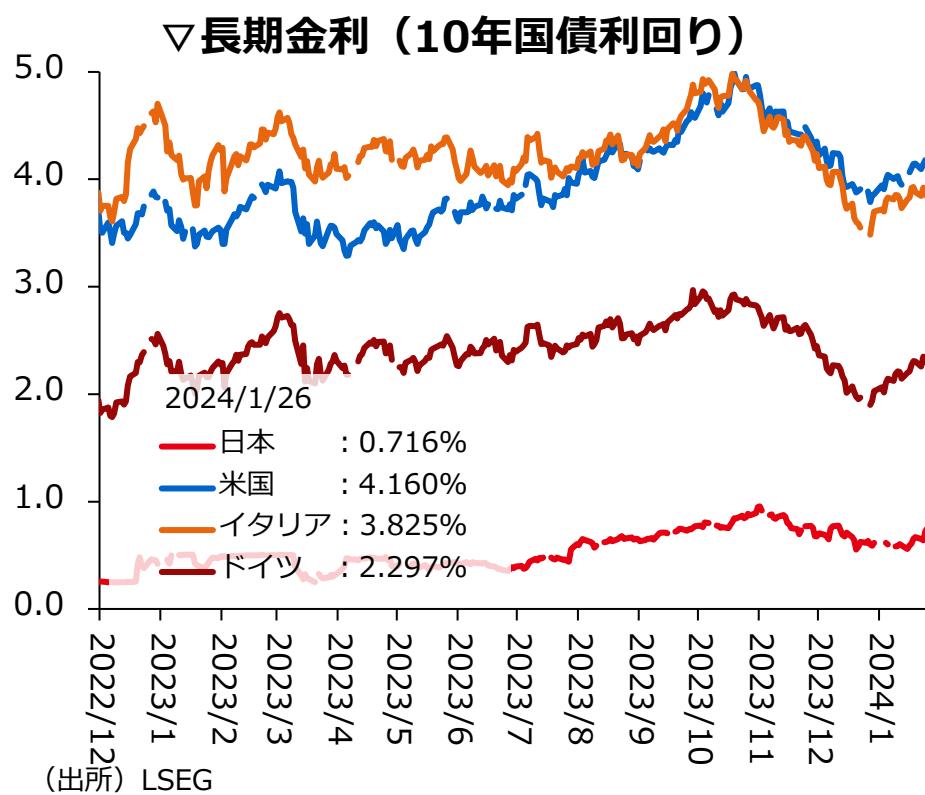
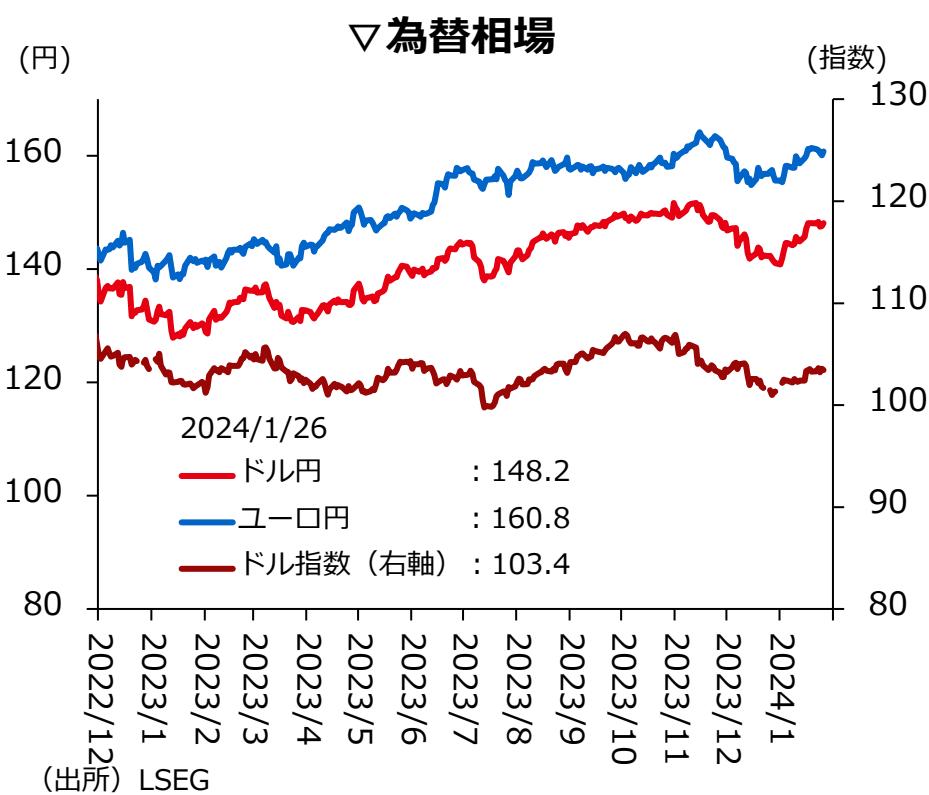


（出所）英国国家統計局

⑤ 金融・信用（為替、金利、株式、信用等）

（副所長 田川 真一）

- 為替**：為替市場では各通貨ペアとも比較的落ち着いた動きに。年初来の円安傾向にも一服が見られた。23日に行われた日銀の金融政策決定会合において大きなサプライズはなく、ドル円は日本株の下落局面で一時的に146円台に突入する場面もあったが、週を通じて148円を中心としたレンジ取引となった。一方、25日の欧州中銀（ECB）理事会でも政策金利の据え置きが決定されたが、その後複数の高官からインフレ収束への期待が示されたことで、ユーロは対ドル、対円でやや弱含んだ。
- 金利**：長期金利（10年国債利回り）は日米でやや上昇、ユーロ圏で小幅低下したが、全般的に小動きにとどまった。日銀政策決定会合では従来の金融緩和策の据え置きが決定されたが、記者会見での植田総裁の発言が次回3月会合でのマイナス金利政策解除に含みを持たせる内容と解釈されたこともあり、長期金利は上昇した。ただし、現状マイナス金利が適用されている政策金利残高（市中銀行が日銀当座勘定に預けている超過準備の一部）は大きくなく、一定の市場の反応はあってもマイナス金利解除の金利体系への影響はそれほど大きくならないことが予想される。ユーロ圏では理事会後のラガルドECB総裁の発言などを受け早期利下げ期待がやや復活、米国では今週30-31日の連邦公開市場委員会（FOMC）を控え様子見ムードが強い状態。
- 株式**：株式市場では大きな動意に欠ける中でもこれまで騰勢の強かった日本株に調整の動きが見られ、米株、欧州株は比較的堅調だった。年初の日本株の急上昇の背景には少額投資非課税制度（NISA）の条件改善に加え、景気減速色が強まる中国からの資金シフトがあった模様だが、日銀政策決定会合が調整のきっかけとなった格好。反対にこれまで停滞気味だった欧州株は、利下げ早期化への期待を背景にやや大きめの上昇。
- 企業信用**：米ドル建CDSスプレッド（信用コスト）は、これまでの緩やかな縮小基調にわずかながら変化が見られ、特に低グレードでいったん底を打った形に。ただし、根底に流れる楽観的な見方に大きな変調が起こっている様子は見られず、引き続きソフトランディングを前提とした価格形成となっている模様。



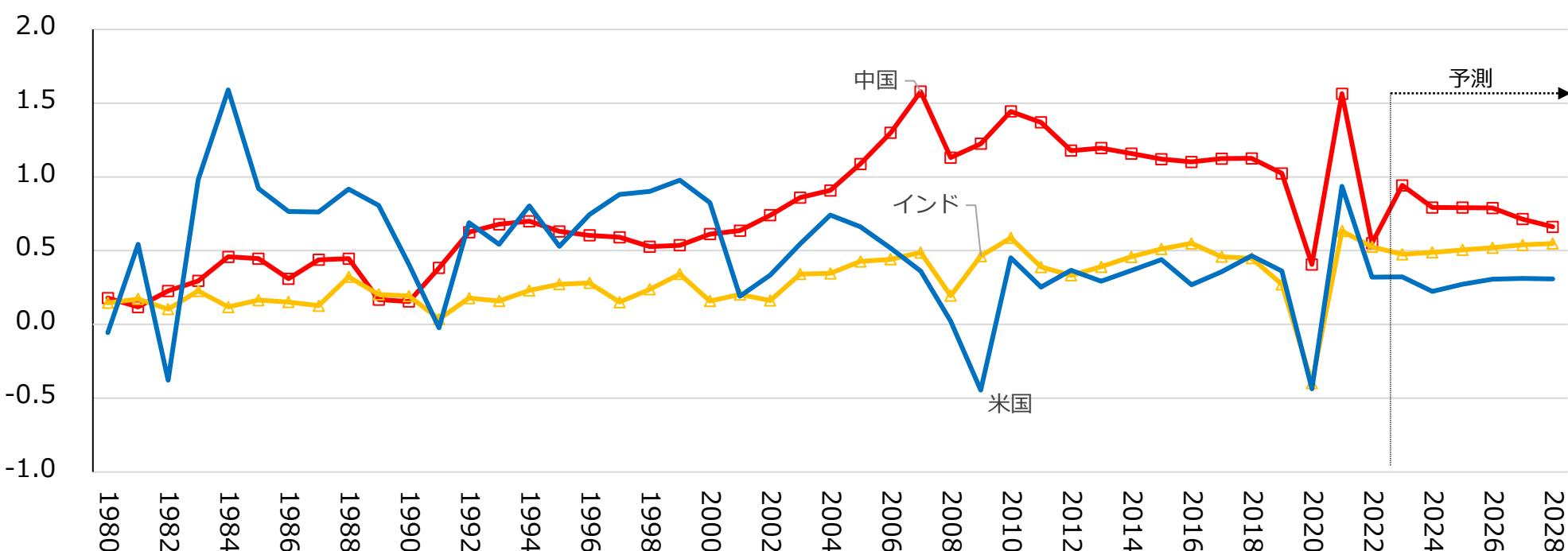
⑥ けん引役なき世界経済とインド

(所長代理・経済調査チーム長 榎本 裕洋)

20世紀末までは米国、その後は中国が世界経済をけん引したが、当面はけん引役不在

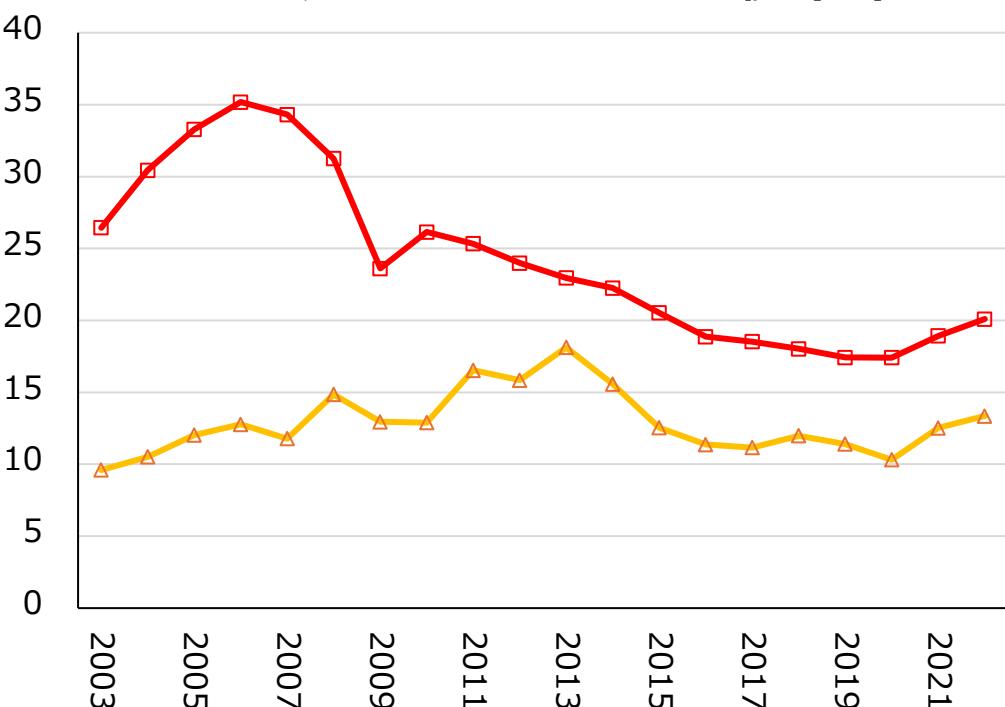
- けん引役なき世界経済**：世界経済成長率（年平均成長率は約3.5%）に対する米・中・印3カ国の寄与度を観察。米国（2022年の世界GDPに対するシェアは16%で第2位）は1984年の+1.6%ptをピークにその後は低下傾向。米国からバトンタッチするように寄与度を高めた中国（同18%で第1位）は、2007年に世界経済成長率に対し+1.6%pt寄与するもその後は低下傾向。米国は経済の成熟化、中国は西側での経済安全保障意識の高まりや生産年齢人口減少により、いずれも経済の再加速は短中期的には困難とみられる。かかる状況下、じりじりと寄与度を高めているのがインド（同7%で第3位）である。
- 閉鎖的なインドの経済構造**：しかしグローバリズムを追い風に急成長した中国に比べ、インドの経済構造は閉鎖的。かつての英国支配に起因する対外警戒感に加え、保護主義的傾向も強く、アジアで多く見られた外需主導型の急成長は未だみえず、インド経済成長の周辺国への波及も閉鎖的経済ゆえ弱め。インドはメガFTAのひとつであるRCEP加盟交渉では途中離脱、米国主導のIPEFでは貿易分野への交渉参加を見送るなど、保護主義的傾向は変わらず。インド国内には内需向けに特化した低付加価値・低価格の産業構造が存在し、インド内需を狙って進出する外資系企業の台頭を阻止。閉鎖的経済ゆえ、外資系企業は輸出に活路を見出すこともできず。
- 弱いインドの徴税基盤**：中国と比較してインドは総貯蓄率も低く（2022年GDP比で中国46%、インド29%）、総投資率を下回っているため、不足資金の国外調達により経常赤字が定着。原因のひとつは徴税基盤の弱さ（政府財政収支は家計・企業の貯蓄とともに総貯蓄の構成要素）。別の側面からみると、エネルギー輸入額の多さも経常赤字の原因で、インドルピーは油価変動に左右される経常収支動向に影響されがち。今年4-5月に予定されているインド総選挙でモディ政権が信任を維持・拡大し、より大胆な経済改革に踏み込めるかがインドの成長を加速させる上での当面の注目点。

▽世界経済成長率に対する米・中・印3カ国の寄与度の推移（%pt、2023～2028はIMF予測）



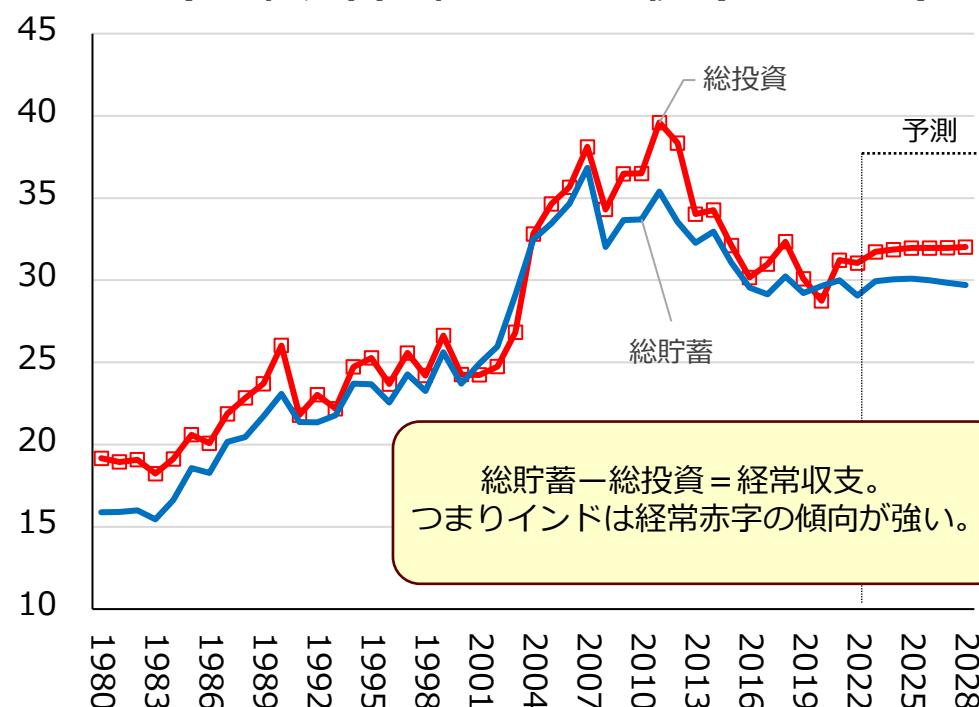
(出所) IMF

▽中印の財輸出額対GDP比の推移（%）



(出所) IMF、International Trade Centre

▽インドの総貯蓄・総投資の推移（GDP比%）



総貯蓄－総投資＝経常収支。
つまりインドは経常赤字の傾向が強い。

(出所) IMF

お問い合わせ：丸紅経済研究所 経済調査チーム 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)	所長代理		榎本裕洋

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。