

第1章 2023年前半の世界経済の動向

第1節 世界経済の現状

2023年前半の主要先進国の景気は、欧州では足踏み状態となっているものの、アメリカは自律的に回復しており、総じてみれば底堅さを維持している。欧米ともに失業率は引き続き低水準で推移しているが、両者の間には回復力に差をもたらす諸要因が存在している。労働需給の引締めを受けて欧米ともに高い賃金上昇率を示しているが、アメリカでは活発な転職、ユーロ圏では物価上昇を受けた労使交渉による賃上げ圧力が作用しているなどの違いがある。このような賃金上昇を受け、雇用者報酬は、アメリカでは増加ペースが物価上昇を上回り実質所得及び消費も緩やかに増加している。一方、欧州では雇用者報酬の増加と物価上昇が拮抗し、実質所得及び消費はおおむね横ばいとなっている。これに加えて、新型コロナウイルス感染症（以下「感染症」という。）拡大時に形成された貯蓄超過は、アメリカでは取崩しが進み消費を下支えしているが、ユーロ圏では引き続き積み増しがみられる。さらに交易利得をみると、アメリカではエネルギー価格下落後も交易利得が発生し、欧州では交易損失が発生している。以上のように賃金、物価、貯蓄の取崩し、交易利得・損失が欧米の回復力の違いをもたらしている。

欧米の消費者物価は、エネルギー価格の下落を受けて上昇テンポに一服感がみられている。しかしながら、アメリカの住居費以外のサービス価格は、制度要因等の影響を除き、上昇率が高止まりしている。さらに、労働コストは欧米ともに上昇傾向だが、ユーロ圏は景気が足踏み状態の中で賃上げが継続し、労働コストの上昇が財・サービス価格に更なる上昇圧力を加えている。このために、欧米中銀は引締めを継続している。さらに、アメリカでは、3月の銀行経営破綻を受けて地方銀行の経営には市場からの厳しい評価が続いている。こうした金融面からの引締め圧力が続く中、企業向け貸出基準が更に厳格化し、貸出残高は減少傾向である。不動産向け貸出も6月上旬以降は横ばいとなり、貸出全体も伸び悩み、経済活動が鈍化する可能性も考えられる。

中国は、感染症が収束し経済活動の正常化が進むが、世界的な半導体不況の影響や不動産市場の低迷等から、生産・消費の回復テンポは緩やかであり、失業率は若年が過去最高水準で推移している。

本節では、このような2023年前半の世界経済の動向を、欧米の景気、雇用及び物価動向、欧米の金融・財政政策及び金融資本市場、並びに中国の景気動向の観点から分析する。

1. 物価上昇下での欧米の回復力の違い

(1) 欧米の景気動向

ここでは、実質GDP及び主要項目の動向から欧米の景気を概観し、主要需要項目である個人消費及び設備投資の動向について更に分析する。

(アメリカのGDPはプラス基調を維持し、ユーロ圏や英国ではおおむね横ばいで推移)

まず実質GDPから先進国経済を概観すると、2023年1－3月期から4－6月期はアメリカはそれぞれ前期比年率2.0%及び同2.4%とプラス成長を維持している。一方でユーロ圏はそれぞれ前期比年率0.0%及び同1.1%、英国は2022年10－12月期から2023年1－3月期にかけては前期比年率0.5%及び同0.5%となり、おおむね横ばいで推移している(第1-1-1図)。

次に、GDPの需要項目別の動向を確認する。個人消費については、サービス消費によるけん引が各国に共通にみられる中で、アメリカにおいては、名目雇用者報酬が物価指数を上回って上昇基調にあることや貯蓄超過の取崩しが進んでいることを背景に(後述)、緩やかに増加している。一方、ユーロ圏及び英国においては、名目雇用者報酬と物価指数の上昇率が拮抗していることも受け、おおむね横ばい傾向となっている¹。

設備投資については、各国ともに機械・機器投資がけん引する中で、知的財産生産物投資はアメリカと英国においては設備投資をより引き上げる動きがみられている(後述)。また、アメリカの設備投資の持ち直しペースはユーロ圏及び英国よりも強いことが確認できる。

住宅投資については、経済活動の再開に伴い、アメリカにおいては金融緩和や郊外住宅需要の高まり等を受けて2020年後半から2021年1－3月期にかけて、感染症拡大前の2019年10－12月期比で約120%の水準まで急速に回復した後、高い水準が維持されてきた。その後、2022年4－6月期以降は急速な金融引締めを受けて前期比年率▲20～▲30%程度で急速に低下したものの、2023年4－6月期においては同▲4.1%と減少ペースが緩やかとなっている(1章2節参照)。一方、ユーロ圏と英国については、住宅需要の回復基調がアメリカと比べ緩やかであったものの、急速な金融引締めを受けて2022年半ば以降は緩やかな低下がみられている。

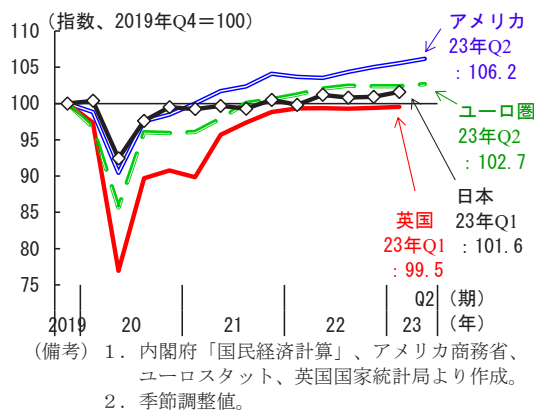
¹ その他、IMF(2023e)では、金融引締めの際に、高所得者は借入制約が弱く、金利の上昇によって引き起こされる異時点間の消費の代替効果が強いため、低所得者よりも消費を減少させると指摘している。

また、本指摘の論拠となったGrigoli and Sandri(2022)では、ドイツの100万個以上の信用口座から得られる日次取引データを用いて、金融引締めは裁量財との代替効果により食料等の必需品消費を緩やかに増加させ、またその影響は高所得世帯により強く表れることを確認している。

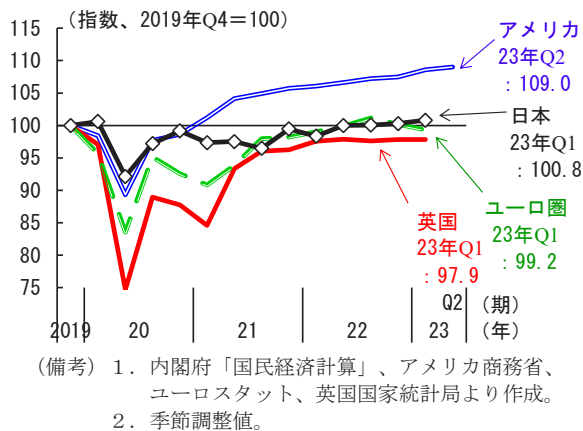
また、貿易面をみると、輸出については、アメリカは2022年後半から2023年1－3月期にかけては原油や天然ガス等の工業原材料を中心に緩やかに増加した後に4－6月期にはおおむね横ばい状態となり²、ユーロ圏及び英国は持ち直しから足踏み傾向となった。輸入については、アメリカは国内需要が財からサービスへとシフトしたこと等を受けて2022年以降は総じてみれば横ばいとなっており、ユーロ圏及び英国においては減速傾向となっている（第1-1-2図）。

以下では、主要な需要項目である個人消費と設備投資について更に分析を行う。

第1-1-1図 先進国の実質GDP

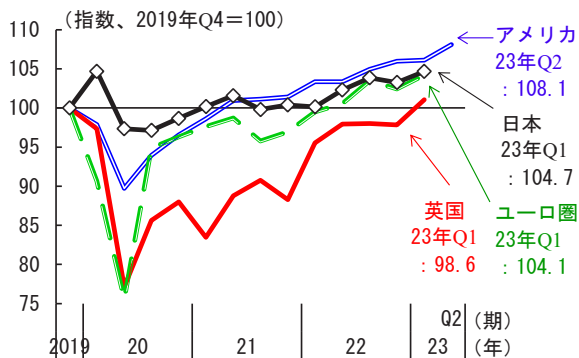


第1-1-2図 先進国の実質GDP 需要項目別の動向
(個人消費)



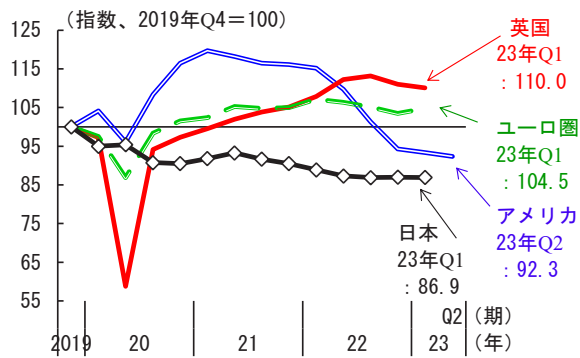
² 2021年以降のアメリカの貿易動向についての詳細は竹内（2023）を参照。

(設備投資)



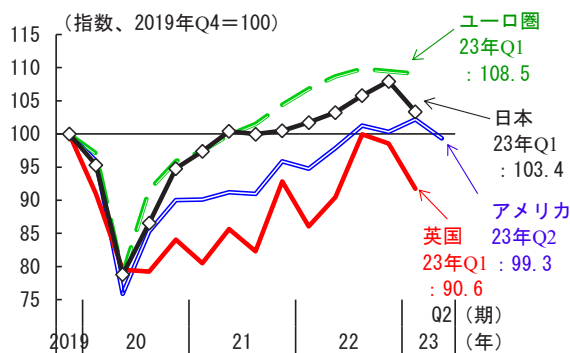
- (備考) 1. 内閣府「国民経済計算」、アメリカ商務省、ユーロスタット、英国国家統計局より作成。
 2. ユーロ圏は公的部門を含む機械設備投資。その他の国は民間非住宅設備投資。
 3. 季節調整値。

(住宅投資)



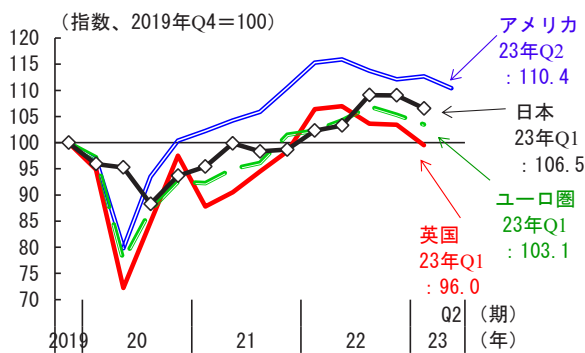
- (備考) 1. 内閣府「国民経済計算」、アメリカ商務省、ユーロスタット、英国国家統計局より作成。
 2. ユーロ圏は公的部門を含む。その他の国は民間住宅投資。
 3. 季節調整値。

(輸出)



- (備考) 1. 内閣府「国民経済計算」、アメリカ商務省、ユーロスタット、英国国家統計局より作成。
 2. 季節調整値。

(輸入)



- (備考) 1. 内閣府「国民経済計算」、アメリカ商務省、ユーロスタット、英国国家統計局より作成。
 2. 季節調整値。

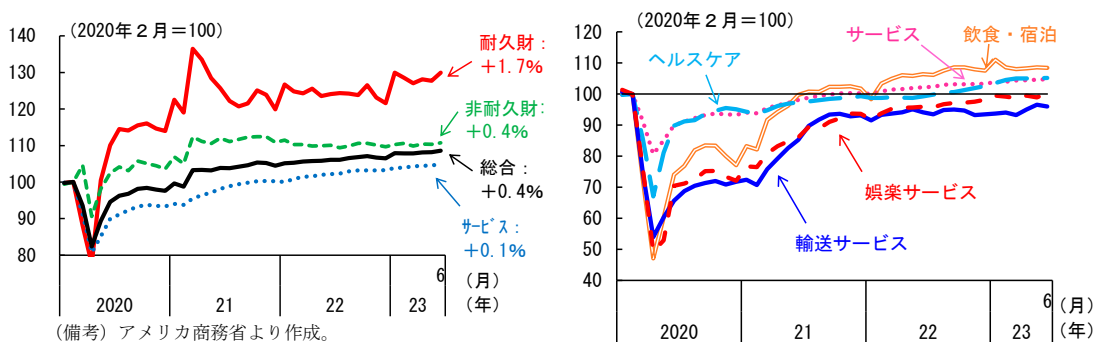
(個人消費 (1)) : 欧米ともにサービス支出が消費をけん引

まず、個人消費をみると、米欧ともにサービス支出によりけん引されていることが確認できる。アメリカについては、経済活動の再開に伴うサービス需要の回復とその持続から、サービス消費は緩やかな上昇傾向が続いている。サービス消費の内訳をみると、経済活動再開に伴う飲食・宿泊サービスは引き続き上昇傾向が続く中、介護サービス等のヘルスケアへの支出が消費をけん引している(第1-1-3図)。なお、これまで回復が遅れていた娯楽サービスについては2023年1-3月期にはおおむね感染症拡大前の水準を

回復したものの、輸送サービスについては引き続き回復に足踏みがみられている³。

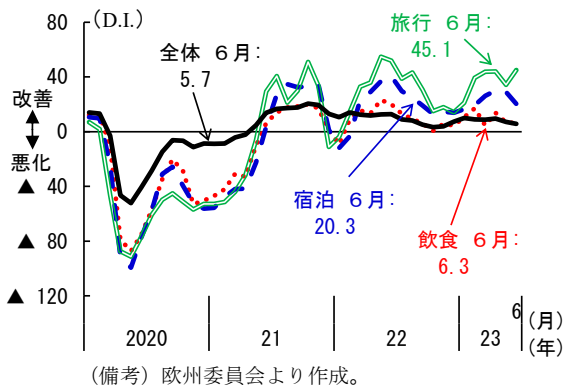
また、欧州についても、旅行代理店、宿泊業、飲食サービス業を含むサービス業の景況感は2022年後半において低下したものの、2023年に入り、暖冬等を受けて旅行が活発になったこと等から引き続き上昇傾向で推移しており、消費をけん引していることがうかがえる（第1-1-4図）。

第1-1-3図 アメリカの実質個人消費支出（財・サービス別、サービス支出の内訳）



(備考) 1. アメリカ商務省より作成。
2. 各系列の2022年におけるウエイトは、サービス(61.8)、飲食・宿泊(6.5)、ヘルスケア(16.3)、娯楽サービス(3.4)、輸送サービス(3.1)。

第1-1-4図 ユーロ圏のサービス業景況感



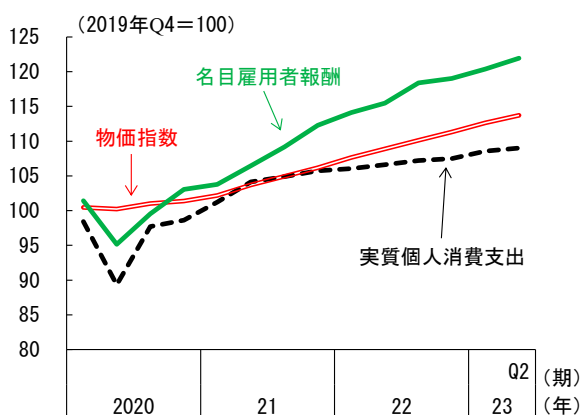
³ アメリカ運輸省が公表している輸送サービス指数によると、輸送サービスのうち貨物需要はおおむね回復しているものの、旅客需要の回復が遅れている。

(個人消費(2) : アメリカでは雇用者報酬が物価を上回るも、欧州では両者が拮抗)

続いて、個人消費の推移を所得面から確認するために、アメリカ、ユーロ圏及び英国において、感染症拡大以降の名目雇用者報酬、物価指数⁴及び実質個人消費支出を比較してみる。

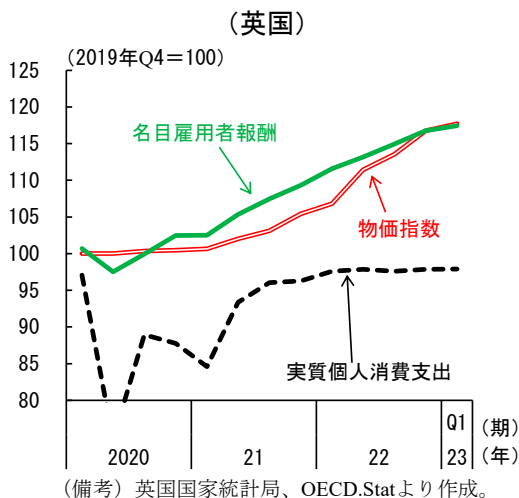
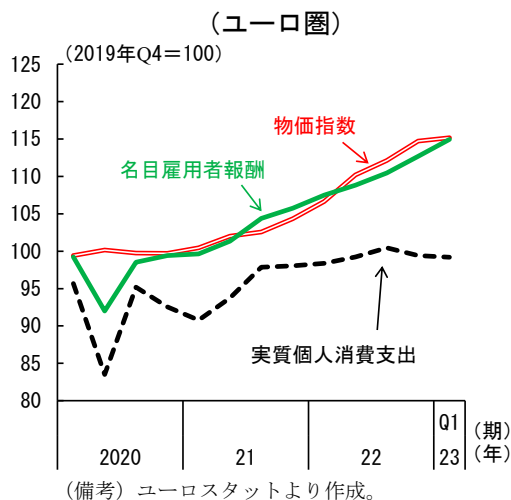
3つの国・地域ともに感染症拡大後の名目雇用者報酬の回復基調はおおむね同じであるが、アメリカにおいては2021年央以降は名目雇用者報酬が物価指数を上回って推移しており、実質的な購買力の向上を伴った自律的な個人消費の緩やかな増加が続いている。一方でユーロ圏と英国においては2022年半ば以降は、名目雇用者報酬はユーロ圏では加速し、英国では減速する動きがみられるものの、物価指数との関係を見ると、名目雇用者報酬と物価指数の上昇ペースが拮抗している。そのために実質的な購買力の向上はみられず、個人消費はおおむね横ばい傾向となっている(第1-1-5図)。

第1-1-5図 雇用者報酬と物価、個人消費の推移(国別)
(アメリカ)



(備考) アメリカ商務省より作成。

⁴ アメリカは個人消費支出デフレーター(季節調整値)、ユーロ圏は消費者物価指数(HICP、未季節調整値)、英国は消費者物価指数(総合、未季節調整値、帰属家賃除く)。



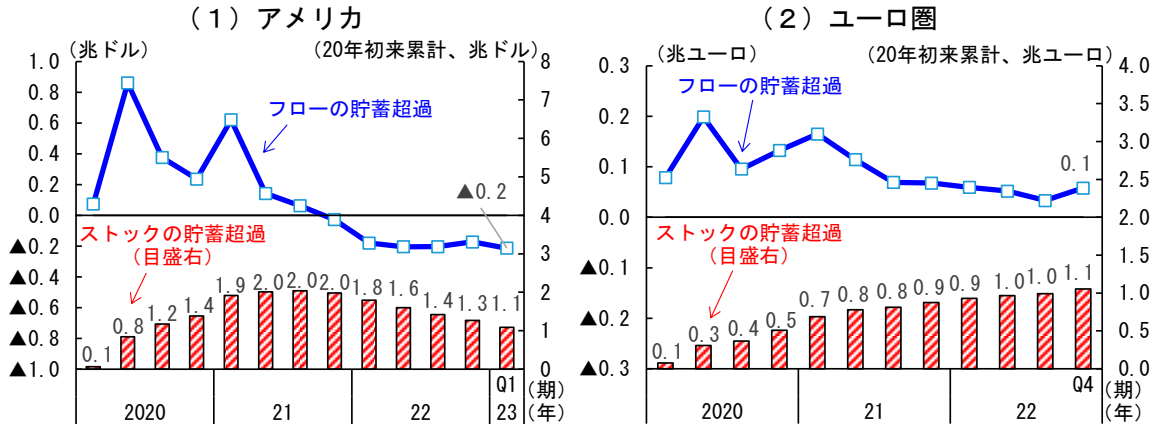
(個人消費 (3) : 貯蓄超過はアメリカにおいては取崩しが進み、消費を下支え)

また、貯蓄超過の取崩しの有無も消費の回復力の差異をもたらしていると考えられる。感染症拡大前 (2019年) までのフローの貯蓄額を超える分を積み上げた貯蓄超過ストックは、実質ベースでみるとアメリカにおいては2021年4-6月期にかけて約2.0兆ドル (対実質GDP比約10%) まで増加した。2021年10-12月期以降は物価上昇の高まりによる目減りもみられたものの、2023年1-3月期においても約1.1兆ドル (対実質GDP比約5%) 分が残されている⁵。この間、每期0.1~0.3兆ドルが取り崩され消費を下支えしている。

一方、ユーロ圏においては、物価上昇下ではあるものの、緩やかながらも貯蓄を積み増す動きが続き、2022年10-12月期では実質ベースの貯蓄超過ストックは約1.1兆ユーロ (対実質GDP比約3.8%) 残されており、消費の下支えには寄与していない (第1-1-6図)。

⁵ Aladangady et al. (2022)では、2022年4-6月期においては、貯蓄超過の大半は上位50%の所得階層が保持しているものの、下位50%の所得階層においても1世帯当たり5,500ドルを保持しており、貯蓄超過は取り崩し終わっていないとの試算がなされている。

第1-1-6図 主要国の家計の貯蓄超過



- (備考) 1. アメリカ商務省、ユーロスタット、OECD.Statより作成。季節調整値。
 2. 貯蓄超過（フロー、ストック）の前提となる各四半期の貯蓄額は、アメリカは、家計可処分所得（年換算額）を4で除した数値と、家計最終消費支出（年換算額）を4で除した数値の差。ユーロ圏は、各四半期における家計可処分所得と家計最終消費支出の差。
 3. アメリカの各四半期の貯蓄額の前提となる家計可処分所得は、当局公表値から個人の利子支払及び経常移転支出を除いた数値を使用。
 4. フローの貯蓄超過額は名目値、ストックは実質値。

（設備投資：欧米では機械・機器投資に加えて知的財産生産物投資が設備投資をけん引）

続いて、設備投資の動向を確認する。アメリカにおいては、2023年4－6月期にかけて、機械・機器投資が振れを伴いながらもプラス寄与の傾向で推移している。加えて、R&Dやソフトウェアといった知的財産生産物投資が一貫して上昇傾向で推移するとともに、感染症拡大以降はマイナス寄与が続いていた商業施設がプラスの寄与に転じたこと等を受けて構築物投資が回復した。このことから、設備投資全体は感染症拡大以前の水準を超えて緩やかに持ち直している（第1-1-7図）。

ユーロ圏においては、知的財産生成物投資は、感染症拡大前の水準を回復していないものの、変動を伴いながら緩やかな上昇傾向で推移している。一方、機械・機器投資及び構築物投資は、既に感染症拡大前の水準を超えており、引き続き緩やかな上昇傾向で推移している。そのために設備投資全体としては緩やかに持ち直している（第1-1-8図）。

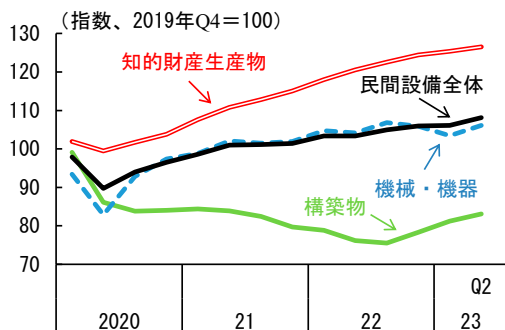
英国においては、構築物投資が感染症拡大以降は横ばいで推移しているものの、機械・機器投資や知的財産生産物投資が感染症拡大前の水準を超えて上昇傾向で推移している。設備投資全体としては、感染症拡大前の水準には届かないものの、緩やかに持ち直している（第1-1-9図）。

以上のように、各国ともに機械・機器投資がけん引する中で、知的財産生産物投資はアメリカと英国においては設備投資をより引き上げる動きがみられており、総じて緩や

かに持ち直している。

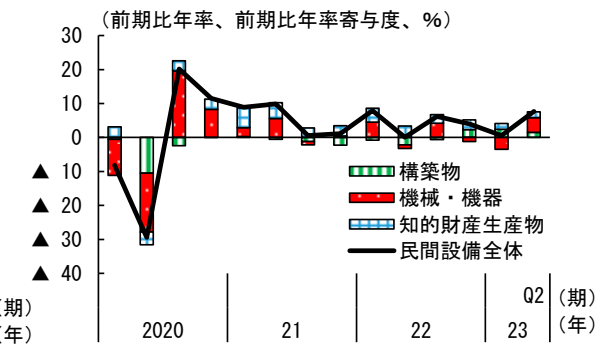
第1-1-7図 アメリカの実質民間設備投資

(1) 指数



(備考) 1. アメリカ商務省より作成。
2. 季節調整済み年率換算値。

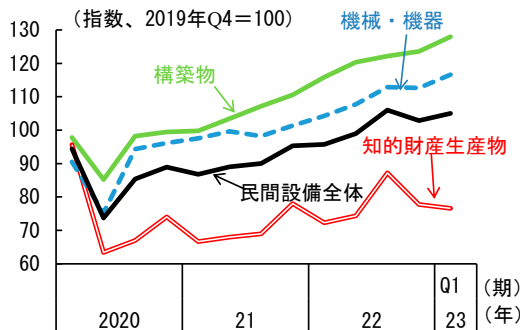
(2) 寄与度



(備考) 1. アメリカ商務省より作成。
2. 各項目の合計は統計上の誤差があるため、投資推移全体と一致しない。
3. 季節調整済み年率換算値。

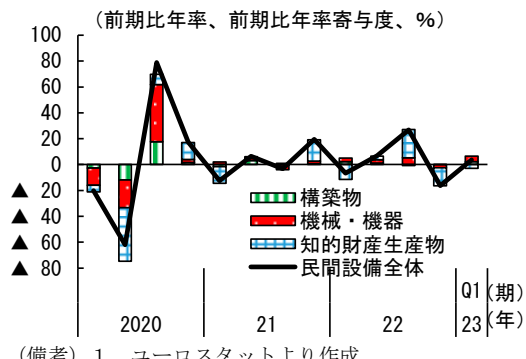
第1-1-8図 ユーロ圏の実質民間設備投資

(1) 指数



(備考) 1. ユーロスタットより作成。
2. 季節調整済み年率換算値

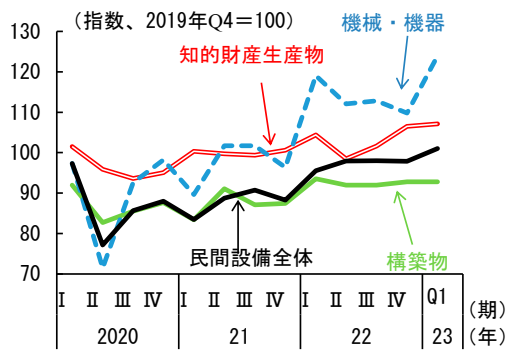
(2) 寄与度



(備考) 1. ユーロスタットより作成。
2. 季節調整済み年率換算値。
3. 各項目の合計は統計上の誤差があるため、投資推移全体と一致しない。

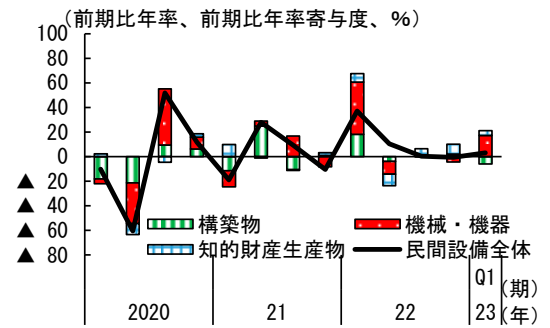
第1-1-9図 英国の実質民間設備投資

(1) 指数



(備考) 1. 英国国家統計局より作成。
2. 季節調整済み年率換算値。

(2) 寄与度



(備考) 1. 英国国家統計局より作成。
2. 季節調整済み年率換算値。
3. 各項目の合計は統計上の誤差があるため、投資推移全体と一致しない。

コラム1 設備投資と実質金利

基本的なマクロ経済理論では、企業は設備投資をコストとベネフィットが等しくなるように決めると考えられている。つまり、企業は資本の限界費用と限界生産性が等しくなるように資本ストックを調整、すなわち設備投資を決定するが、資本の限界費用として最も重要なものは実質金利である。実質金利が上昇すれば、それに見合った効率的な生産ができる水準まで資本ストックを減らす、すなわち設備投資を減耗分以下に減らすことも、企業にとっては合理的な選択となる。

この実質金利が割安か割高かを測る一つの基準として、ヴィクセルが19世紀末に提唱した自然利子率という概念がある。ヴィクセルは「商品価格に対して中立的であり、商品価格を上昇させることも低下させることもない一定の貸出金利が存在する。これは、貨幣が使われず、全ての貸出が実物資本財の形で行われた場合、需要と供給によって決定される金利と必然的に同じになる。これを資本に対する自然利子率の現在価値と表現しても、ほとんど同じことになる。」⁶と述べており、物価を安定させるとともに実物市場（財市場）の需給を均衡させるような実質金利を自然利子率と呼んでいる。

この自然利子率の概念は、現代でもマクロ経済学及び金融政策当局にも受け継がれている。Holston et al. (2017)においては、自然利子率は「生産が自然成長率⁷と等しく、インフレ率が一定である場合の実質短期金利」と定義され、NY連銀より推計値が公表されている⁸。さらに、IMF (2023e)では自然利子率を「経済成長を刺激もせず収縮もさせないような実質金利」と説明している⁹。

そこで、自然利子率と設備投資の関係について、2000年以降のアメリカにおける実質金利と自然利子率との差分と設備投資対GDP比の関係を例に、確認する。理論的には、実質金利が自然利子率よりも高いほど資本の限界費用が割高となるので設備投資は鈍化すると考えられる。推計の結果¹⁰、実質金利と自然利子率にかい離がない場合、設備投資対GDP比は13%程度となり、そこから実質金利と自然利子率のかい離幅が1%ポイント広がると、平均的にみて設備投資対GDP比が0.76%ポイント低下する傾向がみられた

⁶ Wicksell (1898) のp.102では以下のように述べられている。"There is a certain rate of interest on loans which is neutral in respect to commodity prices, and tends neither to raise nor to lower them. This is necessarily the same as the rate of interest which would be determined by supply and demand if no use were made of money and all lending were effected in the form of real capital goods. It comes to much the same thing to describe it as the current value of the natural rate of interest on capital."

⁷ 自然成長率は資本をすべて利用した下で成立する実質成長率。労働生産性の増加率と労働人口の増加率を加えて推計される。

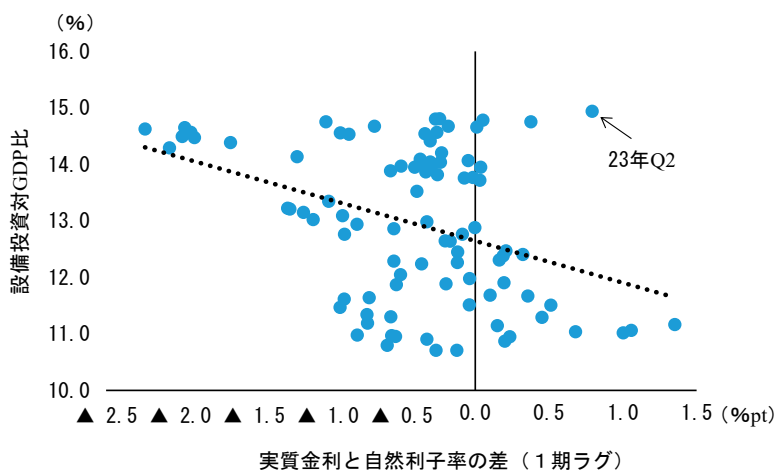
⁸ <https://www.newyorkfed.org/research/policy/rstar>

⁹ なお、労働市場まで考慮すれば、自然利子率は完全雇用を達成する賃金率と解釈できる。櫻川 (2022)では、「完全雇用に対応する利子率を自然利子率と定義」している。したがって、一定の条件の下、実質金利が自然利子率よりも低いことは企業にとって完全雇用を達成した場合の労働コストよりも資本コストが割安である一方、実質金利が自然利子率よりも高いことは企業にとって労働コストよりも資本コストが割高であると解釈できる。

¹⁰ 推計の詳細については付注1-1を参照。

(図1)。これは理論的示唆と整合的である。なお、2023年4－6月期は実質利子率と自然利子率の差が0.8%ポイントまで開いたものの、設備投資対GDP比は14.9%と高止まりしている。

図1 設備投資対GDP比と実質金利と自然利子率の差



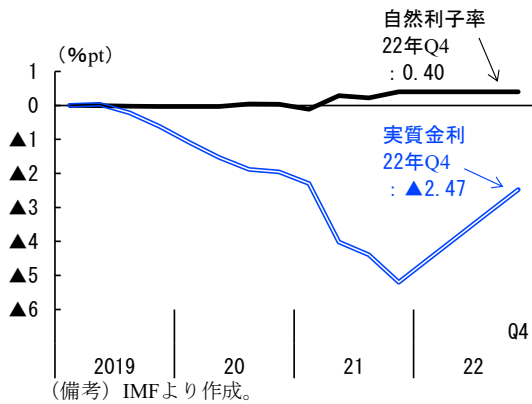
- (備考) 1. アメリカ商務省、ニューヨーク連邦準備銀行、ブルームバーグより作成。
 2. 推計期間は2000年1－3月期～2023年4－6月期。
 3. 推計式は $Invest_t = \beta_1 + \beta_2 R_{t-1} + \varepsilon_t$ 。
 4. Investは実質民間設備投資（住宅を除く）を実質GDPで除した数値。Rは市場実質金利から自然利子率を引いた数値。市場実質金利と自然利子率は2か月移動平均を使用。 β_1 , β_2 はパラメータ、 ε は誤差項。
 5. 自由度修正済み決定係数は0.14。

次に、IMF (2023e)のデータを用いて米欧の自然利子率と実質利子率の推移を確認してみる。実質金利は米欧ともに物価上昇を受けて2021年末にかけて低下傾向が続いたものの、2022年以降は金融引締めを受けて、アメリカは実質金利が急速に上昇しており、英国は緩やかに上昇、ドイツにおいては横ばい傾向で推移している(図2)。しかしながら、2022年10－12月期にかけてはいずれの国においても実質金利が自然利子率を下回っており、資本コストは割安であり、金利を引き上げたにも関わらず、景気刺激的な金融環境であったことが示唆されている。

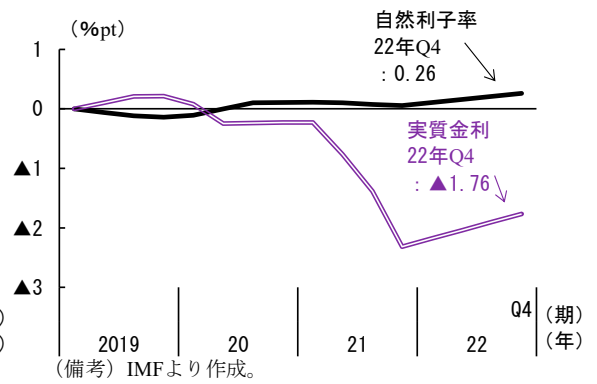
なお、IMF (2023e)によれば、自然利子率の主な決定要因は人口やTFP成長率等である。人口が増え、技術進歩が進めば自然利子率は上昇すると考えられ、同一の物価上昇率の下での実質金利は相対的に低くなり、より投資促進的な環境となり得る。そのために少子化対策や成長戦略は設備投資促進の上でも重要な政策と考えられる。

図2 自然利子率¹¹と実質金利（2019年10–12月期からの変化幅）

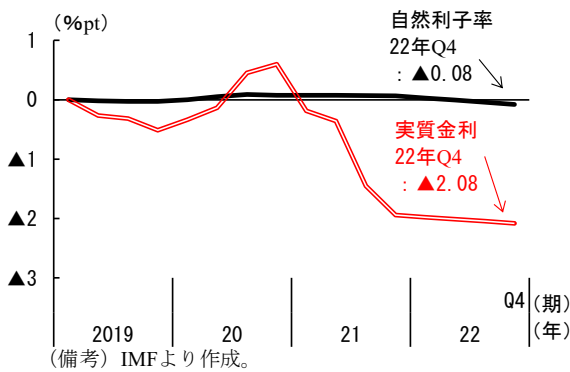
(1) アメリカ



(2) 英国



(3) ドイツ



¹¹ IMF (2023e)ではHolston et al. (2017)に基づいて自然利子率を推計している。閉鎖経済のニューケインジアンモデルを想定しており、アメリカ、英国、ドイツ等のように経済規模が大きく貿易が一国経済に及ぼす影響が限定的である先進国の分析に即したモデル設定となっている。

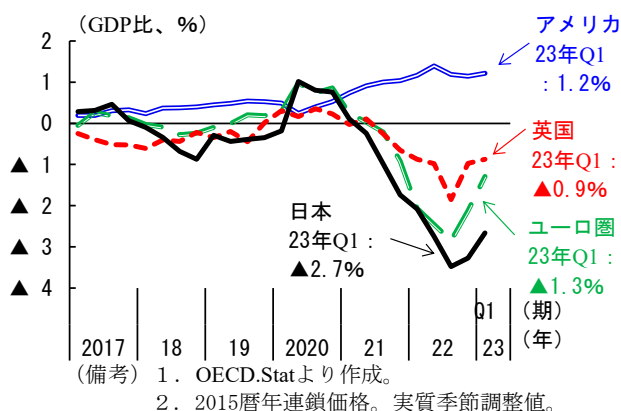
(交易利得・損失：格差は縮小するものの、アメリカには利得、欧州には損失)

上記のように、個人消費と設備投資において、アメリカがユーロ圏と英国を上回って推移しているが、その要因の一つに交易利得及び損失も考えられる。

アメリカは、2022年に入りウクライナ情勢を背景としたエネルギー価格高騰等を受けて、2022年4－6月期には交易利得が対GDP比で1.4%まで拡大した。その後はエネルギー価格の下落等を受けてやや減少したものの、2023年1－3月期でも、対GDP比1.2%の交易利得が発生している(第1-1-10図)。

一方、ユーロ圏及び英国では、ウクライナ情勢によりエネルギー価格が高騰したこと、また2022年7－9月期にはユーロ及びポンドの対ドル為替レートの下落も加わり、ユーロ圏の交易損失は対GDP比で▲2.8%、英国は同▲1.9%まで悪化した。その後エネルギー価格の下落や為替レートの上昇等を受けて、2023年1－3月期にはユーロ圏では対GDP比▲1.3%、英国では同▲0.9%まで縮小したものの、引き続き大幅な交易損失が発生している。

第1-1-10図 先進国の実質交易利得・損失



(アメリカの回復力がユーロ圏・英国よりも強いのは実質所得の違い)

以上より、アメリカ、ユーロ圏及び英国の景気動向について整理する。

個人消費については、サービス支出がけん引する構造は、アメリカ、ユーロ圏及び英国ともに変わらない。しかし、アメリカにおいては実質的な購買力の向上を伴った自律的な個人消費の緩やかな増加が続いているが、ユーロ圏と英国においては実質的な購買力の向上はみられておらず、個人消費はおおむね横ばい傾向となっている。さらに、貯蓄超過はアメリカでは取崩しが進み、個人消費を下支えしている。

設備投資については、各国ともに機械・機器投資がけん引する中で、知的財産生産物はアメリカと英国においては設備投資をより引き上げる動きがみられている。また、アメリカの設備投資の持ち直しペースはユーロ圏及び英国よりも強いことが確認できるが、各国・地域ともに総じて緩やかに持ち直している。また、住宅投資については、金融引締めが進む下でもアメリカは減少ペースが緩やかとなっている一方で、ユーロ圏と英国については緩やかな低下がみられている。

以上をまとめると、アメリカの景気は主に個人消費の自律的な回復に支えられ、回復力はユーロ圏や英国に比べて相対的に強い。また、このような動向の差異を生み出すマクロ的な要因の一つとして、アメリカにおける交易利得、欧州における交易損失も考えられる。欧米を総じてみれば、ユーロ圏及び英国は景気は足踏み状態ではあるものの、景気は底堅い状況が続いていると考えられる。

（２）欧米の雇用動向

ここでは、需給両面から労働市場の動向を分析し、労働供給はおおむね感染症拡大以前の水準を回復しているものの、労働需要が引き続き強いことから、労働市場の引締めが続いていることを確認する。

（欧米ともに労働供給は感染症拡大以前の水準をおおむね回復）

まず、感染症拡大以降の労働供給の回復状況を生産年齢人口（15～64歳）における労働力人口（就業者＋完全失業者）及び労働参加率（各年齢層の労働力人口が当該年齢層の人口に占める割合）から確認する。

生産年齢人口における労働力人口をみると、アメリカ及び英国においては感染症拡大前をおおむね回復しており、ユーロ圏は感染症拡大前の水準を超えて労働供給が増加している（第1-1-11図）。

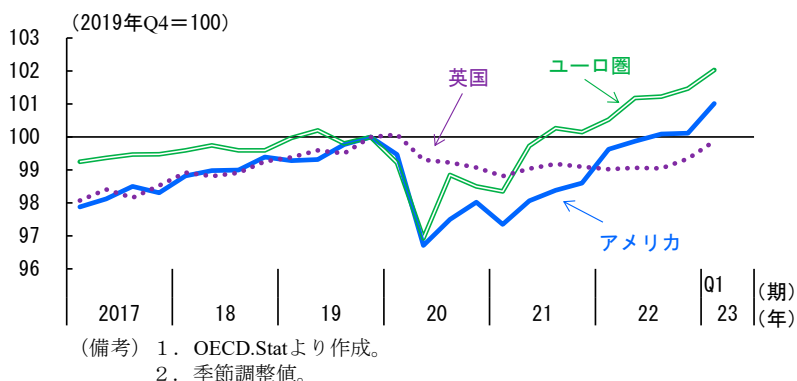
続いて、労働参加率の動向を、生産年齢人口（15～64歳）、その内訳の25～54歳及び55～64歳、加えて65歳～74歳の各年齢階層においてみる¹²（第1-1-12図）。生産年齢人口における労働参加率をみると、アメリカにおいては2023年1－3月期において感染症拡大前の水準を回復しており、25～54歳のみならず55～64歳においても回復していることが確認できる。ユーロ圏においては感染症拡大前の水準を上回って推移しており、特に55～64歳においては、感染症拡大に伴う労働参加率の低下が軽微であり、2021年以

¹² 内閣府（2023）においては、アメリカにおける労働参加率の動向を25～54歳（プライムエイジ）と55歳以上の年齢層に分け、55歳以上の年齢層の労働参加率がベビーブーマー世代（1946～1964年に生まれた世代）の引退を背景に感染症拡大以降は低迷し、改善がみられていないとしている。

降は上昇傾向が続いていることが確認できる。英国においては、経済不活発率の上昇¹³により低下傾向が続き、回復に遅れがみられていたが、2023年1－3月期に感染症収束に伴い短時間労働者が増加したこと等により急回復し、感染症拡大前の水準をおおむね回復している。

さらに、65～74歳における労働参加率をみると、アメリカでは感染症拡大以前の水準からおおむね1%程度低い水準で横ばいで推移しており、ベビーブーマー世代の引退の影響がみられている。一方で、英国においては感染症拡大以降もおおむね横ばいで推移した後で2022年10－12月期以降はやや上昇しており、前述の経済不活発率の上昇の影響はみられておらず、ユーロ圏においては緩やかな上昇傾向がみられている。

第1-1-11図 欧米の労働力人口（生産年齢人口）

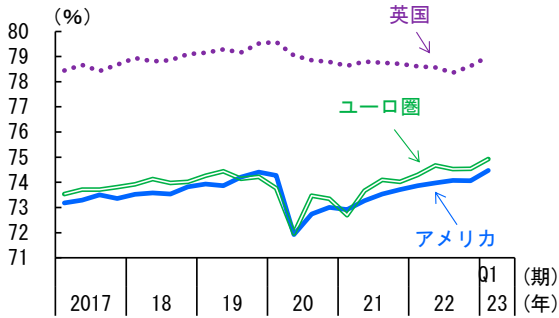


¹³ 就業意欲の欠如等による早期退職の増加、休業者への職業訓練等の適切なサポートの欠如等による労働参加の後退を指す。英国における高齢者の経済不活発率の要因については齋藤（2023）参照。

¹⁴ 英国における経済不活発率の上昇については内閣府（2023）参照。また、Sheiner and Salwati（2022）によると、アメリカでは感染症拡大後、身体的、精神的問わず日々の生活に困難を生じさせるような障害を報告する人々が大きく増加した一方、これらの人々の労働参加率が上昇したことで、労働市場への影響は軽微なものにとどまっていると報告されている。

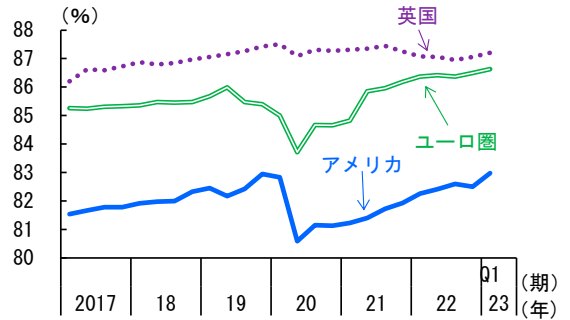
第1-1-12図 欧米の労働参加率

(1) 15~64歳



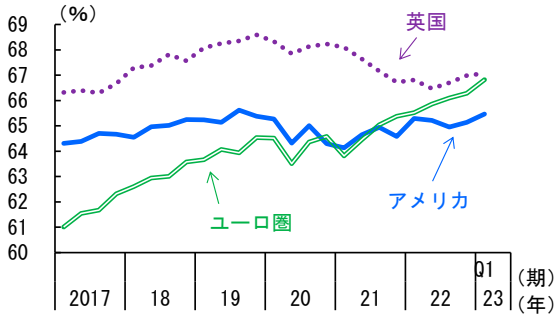
(備考) 1. OECD.Statより作成。
2. アメリカ、英国は16~64歳。
3. 季節調整値。

(2) 25~54歳



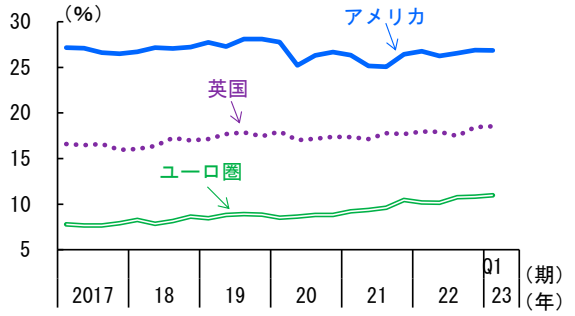
(備考) 1. OECD.Statより作成。
2. 季節調整値。

(3) 55~64歳



(備考) 1. OECD.Statより作成。
2. 季節調整値。

(4) 65~74歳



(備考) 1. OECD.Statより作成。
2. 季節調整値。

コラム2 労働力人口の変化の要因分解

労働力人口は労働参加率と人口の積で表されることから、労働力人口の変化分は労働参加率を固定した場合の人口変化によるもの（人口要因）と、人口を固定した場合の労働参加率の変化によるもの（参加率要因）に分解できる。これにより感染症拡大及び収束に伴う参加率の変化分のみを抽出できる。

2020年1－3期を基準としてみると、アメリカでは、感染症拡大に伴う労働参加率の低下により2020年4－6月期には約535万人の労働力人口が減少したが、2023年1－3月期までに74歳以下の階層においては参加率要因だけで約555万人増加し、減少分を回復していることが確認できる。また、ユーロ圏においては、74歳以下の階層において参加率要因だけで約822万人増加し、労働力人口の増加が労働参加率の向上のみでほぼ説明できる。一方で英国においては、参加率要因による回復幅は十分ではないものの、減少幅と比較してもその差は小さく、人口要因も考慮すると感染症拡大前の水準はおおむね回復しているといえる。

表1 労働力人口の変化の要因分解

アメリカ (万人)										
	人口要因					参加率要因				
	15～74歳	15～24歳	25～54歳	55～64歳	65～74歳	15～74歳	15～24歳	25～54歳	55～64歳	65～74歳
2020年1－3月期 ～4－6月期の変化	18	▲ 8	10	10	6	▲ 535	▲ 185	▲ 282	▲ 41	▲ 27
2020年4－6月期～ 2023年1－3月期の変化	209	96	124	▲ 51	40	555	209	302	49	▲ 5
回復率%	1151	1135	1190	▲ 508	646	104	113	107	121	▲ 20

ユーロ圏 (万人)										
	人口要因					参加率要因				
	15～74歳	15～24歳	25～54歳	55～64歳	65～74歳	15～74歳	15～24歳	25～54歳	55～64歳	65～74歳
2020年1－3月期 ～4－6月期の変化	▲ 42	▲ 18	▲ 64	28	12	▲ 324	▲ 97	▲ 175	▲ 47	▲ 4
2020年4－6月期～ 2023年1－3月期の変化	82	38	▲ 92	138	▲ 2	822	178	396	156	93
回復率%	197	219	▲ 144	488	▲ 13	254	183	226	331	2072

英国 (万人)										
	人口要因					参加率要因				
	15～74歳	15～24歳	25～54歳	55～64歳	65～74歳	15～74歳	15～24歳	25～54歳	55～64歳	65～74歳
2020年1－3月期 ～4－6月期の変化	▲ 3	▲ 1	▲ 5	4	▲ 1	▲ 29	▲ 9	▲ 11	▲ 4	▲ 4
2020年4－6月期～ 2023年1－3月期の変化	19	▲ 1	4	14	2	11	7	3	▲ 6	8
回復率%	645	▲ 54	74	359	383	40	76	28	▲ 161	175

- (備考) 1. OECD Statより作成。季節調整値。
 2. t期の労働参加率を $r(t)$ 、人口を $P(t)$ とすると、労働力人口 $L(t)$ は、 $L(t)=r(t)P(t)$ であり、 $\Delta L(t)=r(t)\Delta P(t)+\Delta r(t)P(t)$ =人口要因+参加率要因 と分解できる。
 3. 回復率は2020年1－3月期から4－6月期にかけての減少分に対する2020年4－6月期から2023年1－3月期までの増加分の比率。

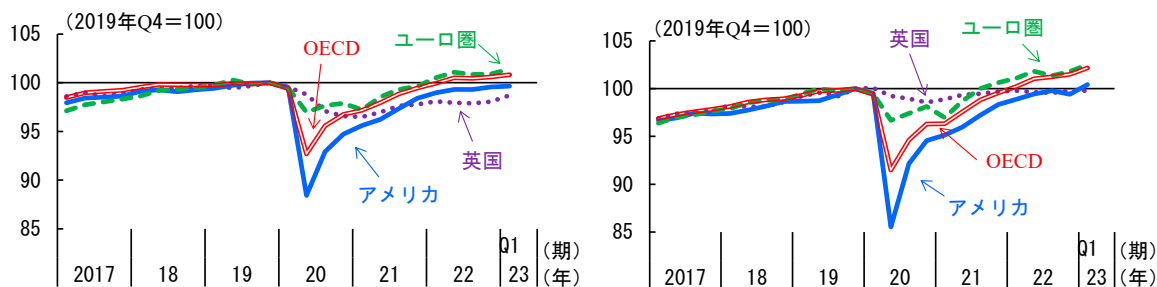
(総じて、女性の労働参加率がより上昇)

次に、生産年齢人口の労働参加率を男女別に分けて、労働供給の回復状況を確認する。各国・地域ともに女性の労働参加率の回復が早い一方で男性の参加率の改善は遅れ、特に英国の男性は経済不活発率の上昇を受けて回復に時間を要している(第1-1-13図)。

第1-1-13図 男女別労働参加率 (15~64歳)

(1) 男性

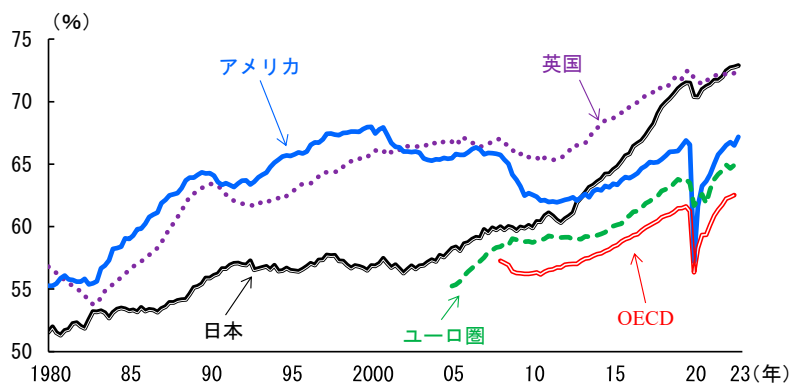
(2) 女性



Box. 女性の労働参加率の長期的な傾向

女性の労働参加率の動向について長期的に確認すると、ユーロ圏及び英国の女性の労働参加率は上昇傾向である一方で、アメリカは1990年代後半をピークとして、その後は緩やかな低下傾向にあった（図1）。アメリカの大統領経済報告¹⁵はこの理由として、行政による子育て支援や医療支援が少ないことを挙げ、公的支援が向上すれば労働参加が促されるとの見解を示している。

図1 女性の労働参加率（15～64歳）



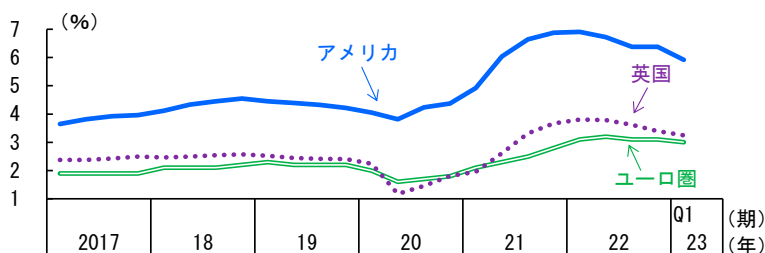
- (備考) 1. OECD.Statより作成。
2. 季節調整値。
3. ユーロ圏は2005年、OECDは2008年以降の値。
4. アメリカ、英国は16～64歳。

¹⁵ CEA (2023)

（欧米ともに労働需要は引き続き強く、労働市場は依然引き締まっている）

続いて、経済活動再開に伴う労働需要の強さを求人率（求人数／（求人数＋雇用者））の動向から確認する。2020年後半から米欧ともに経済活動の再開等を受けて労働需要が増加したことから求人率が上昇に転じ、2022年前半にかけてアメリカは6.9%、ユーロ圏は3.2%、英国は3.8%と、感染症拡大前（2019年10－12月期）と比べてそれぞれ2.7%ポイント、1.0%ポイント及び1.4%ポイント上昇した。その後、金融引締めが進んだこともあり、求人率は各国ともに緩やかな低下傾向となったものの、2023年1－3月期においては、アメリカは感染症拡大前（同）から1.7%ポイント、ユーロ圏は0.8%ポイント、英国は0.8%ポイント高い水準で推移しており、労働需要の強さが引き続きみられている（第1-1-14図）。

第1-1-14図 求人率

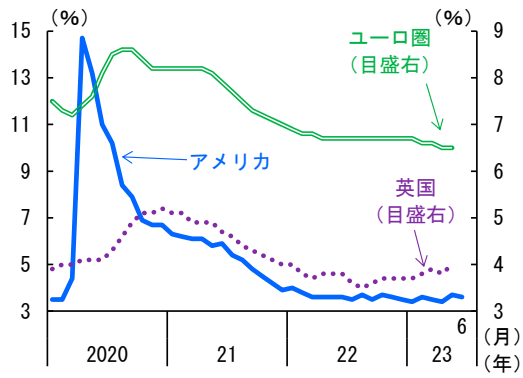


- (備考) 1. 季節調整値。
2. アメリカ、英国はOECD.Statより内閣府が計算。
計算式は「求人数／（求人数＋雇用者数）」。
3. ユーロ圏はユーロスタットより作成。農林水産業を除いた値。

欧米ではこのように、労働供給が感染症拡大以前の水準をおおむね回復する、ないしは増加傾向がみられる中で、労働需要も引き続き旺盛な状況が続いていることから、労働需給は結果として依然として引き締まった状況が続いている。アメリカの失業率は2023年6月は3.6%、ユーロ圏は同年5月は6.5%、英国は同4.0%といずれの国・地域も低水準¹⁶で推移している（第1-1-15図）。

¹⁶ アメリカは第2次オイルショック以降、ユーロ圏はユーロ通貨導入（1999年1月）以降、英国は第2次オイルショック以降の最低水準。

第1-1-15図 欧米の失業率



(備考) アメリカ労働省、ユーロスタット、
英国国家統計局より作成。

(3) 欧米の物価動向

一般的に、労働市場の引締まりは労働コストの上昇を促し、国内に起因する物価の押し上げ要因となる。ここでは、こうした労働コストの動向についてみていく。また、それ以外の物価の押し上げ要因として、輸入物価の動向も確認する。

(単位労働費用はユーロ圏において米国よりも上昇ペースが加速)

前述のような労働市場の引締まりが物価に与える影響を考察するために、賃金及び労働コストの指標である単位労働費用（実質GDPを一単位生産するために必要な名目総労働費用）の推移をみる。

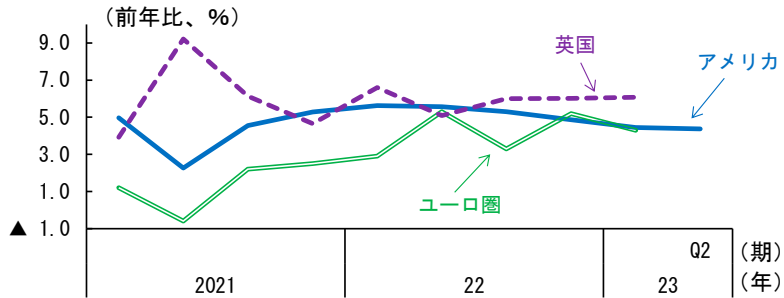
欧米の賃金¹⁷の伸び率（前年同期比）は、2010年代後半は各国とも2%台であったが¹⁸、感染症拡大後はいずれの国も労働需給の引締まりを受けて伸び率の上昇がみられている（第1-1-16図）。アメリカは、活発な転職も賃金上昇に寄与していることから（2節参照）、伸び率は2022年1-3月期にかけて5.6%まで上昇した後、2023年4-6月期にかけて4.4%まで低下するものの、引き続き高い伸び率となっている。ユーロ圏は2021年7-9月期は2.2%であったが、物価上昇を受けた賃上げも加わり、2023年1-3月期は4.3%まで上昇した。英国は、2021年9-12月期は3.6%であったが、2023年1-3月期には6.8%まで上昇している。

このような賃金上昇を背景に、単位労働費用は2021年半ば以降は各国ともに上昇傾向が続いている。特に2023年1-3月期にかけて、アメリカは実質GDPの成長が続く下、賃金及び名目雇用者報酬の伸びの低下を受けて単位労働費用の上昇ペースが鈍化する一方、ユーロ圏は景気が足踏み状態となる中で賃金及び名目雇用者報酬の伸びが加速したことを受けて、単位労働費用の上昇ペースが加速する動きがみられている（第1-1-17図）。なお、英国においては賃金上昇率が加速しているものの名目雇用者報酬の伸びが横ばいとなっているが、この背景としては前述の労働参加率の回復の遅れ等が考えられる。

¹⁷ アメリカは雇用者（農業除く民間）の時間当たり給与、ユーロ圏は雇用者（農業除く一国計）の時間当たり給与、英国は雇用者（一国計）の週当たり給与。

¹⁸ 2015年1-3月期から2019年9-12月期の賃金上昇率（前年同期比）の平均は、アメリカは2.7%、ユーロ圏は2.1%、英国は2.7%。

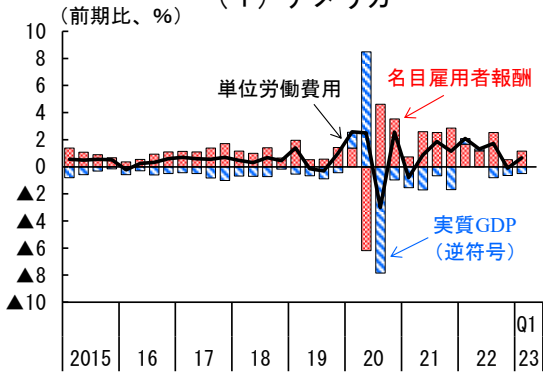
第1-1-16図 欧米の賃金上昇率



(備考) 1. アメリカ労働省、ユーロスタット、英国国家统计局より作成。
2. アメリカは民間非農業部門、ユーロ圏は農業部門を除く一国計、英国は一国計の計数。

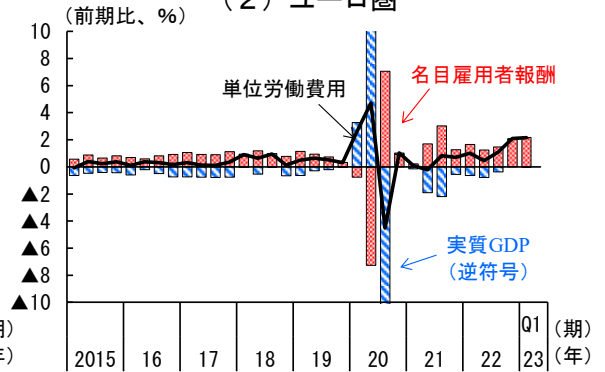
第1-1-17図 欧米の単位労働費用の推移

(1) アメリカ



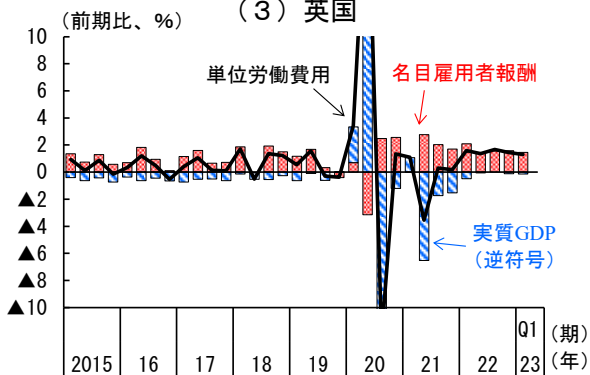
(備考) 1. OECD.Statより作成。
2. 季節調整値。

(2) ユーロ圏



(備考) 1. ユーロスタットより作成。
2. 季節調整値。

(3) 英国

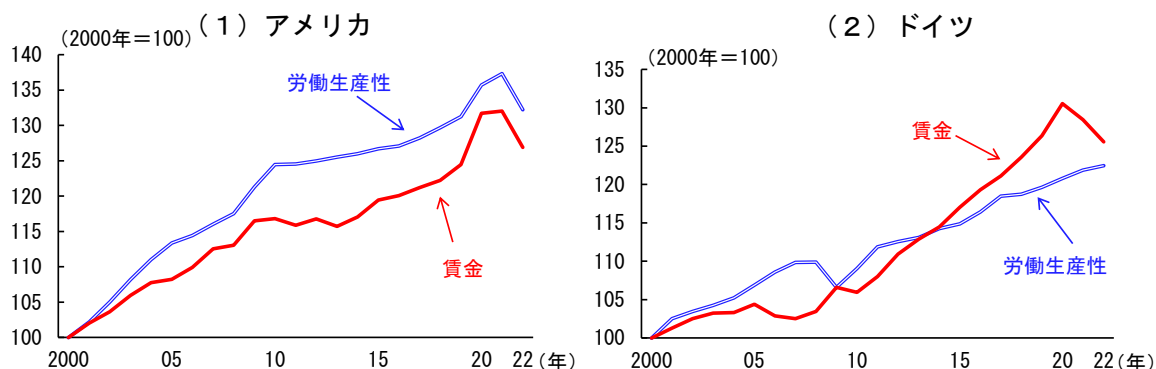


(備考) 1. OECD.Statより作成。
2. 季節調整値。

(欧州はアメリカと異なり、実質賃金上昇率が労働生産性の改善を上回る傾向)

次に、実質賃金（時間当たりの一人当たり実質賃金額）と労働生産性（労働時間当たりの実質GDP）に関して、アメリカは相対的に実質賃金の平均上昇率が労働生産性の改善を下回る一方で、欧州各国は実質賃金の平均上昇率が労働生産性を上回る傾向があることが確認できる¹⁹（第1-1-18図）。この理由として、欧州においては協定賃金契約のカバー率の高さ等が挙げられている²⁰。なお、物価上昇を受けた賃上げ要求のためのストライキも数多く発生²¹しており、今後の賃金上昇に与える影響を注視する必要がある。

第1-1-18図 労働生産性と実質賃金

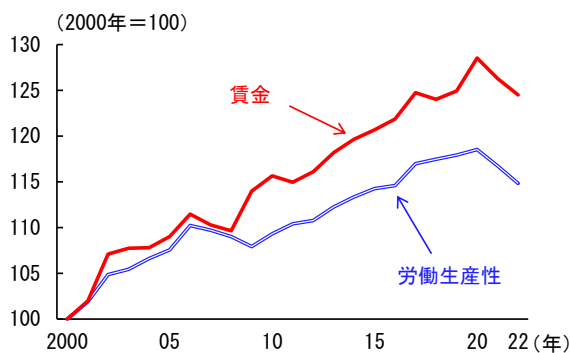


¹⁹ こうしたかい離の要因の一つとして、OECD (2019)においては、賃金交渉における団体交渉の協調度の違いに着目し、団体交渉の協調度が高い国においては、企業や業種レベルでみて、労働生産性の伸び率と実質賃金の伸び率にかい離が生じやすくなる可能性が指摘されている。そこで、内閣府 (2022b)においては、団体交渉の協調度が労働生産性の伸び率と実質賃金の伸び率の相関関係に与える影響が分析されており、ドイツ、フランス及びイタリアにおいては団体交渉の協調度の高さが労働生産性の伸び率と実質賃金の伸び率の相関関係を弱めていることが示されている。

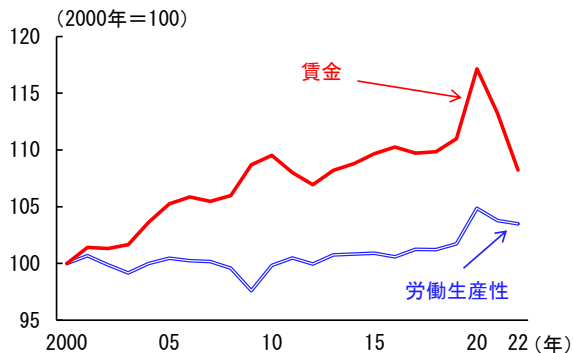
²⁰ 内閣府 (2022b)においては、例えば、イタリアの賃金の伸びが高い理由としては、国レベルの協定賃金契約でカバーされる賃金の比率が9割を超え、生産性と賃金のかい離が顕著であること、フランスについても協定賃金契約のカバー率が高いことや、相対的に高い最低賃金による制約があるため、特に景気後退期に賃金の伸びと生産性伸びのかい離が生じやすいことを指摘している。

²¹ ドイツでは2022年10月から金属労組が電機、自動車、機械産業分野で8%の賃上げを求めストライキを実施。同年11月に今後2年間で計8.5%の賃上げと計3,000ユーロの非課税一時金の支給で妥結した。また、2023年3月及び4月にもドイツ国内の空港で待遇改善を求めるストライキが発生した。フランスでは、2022年6月から7月にかけてフランス国鉄やパリ公共交通公団等でストライキが発生した。なお、2023年5月のECB政策理事会においては、賃金交渉の合意がインフレの上方リスクになるとの懸念が示されている。

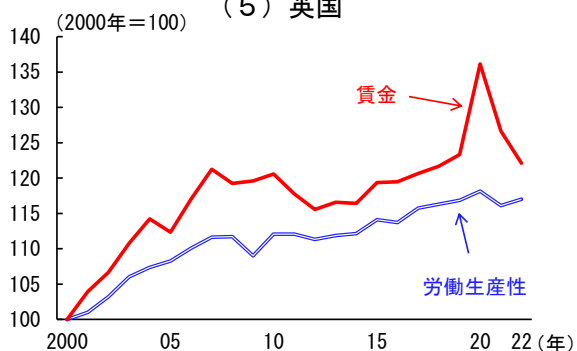
(3) フランス



(4) イタリア



(5) 英国

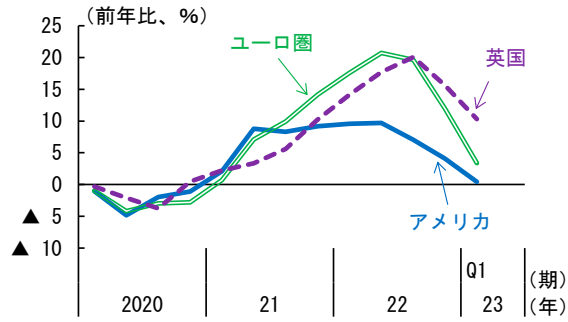


(備考) (1) ~ (5) はいずれも OECD.Stat より作成。

(輸入インフレ圧力は低下し、消費者物価の上昇にも一服感)

国内由来のインフレ要因である賃金が上昇していることを確認したが、次に輸入インフレ圧力についても確認する。財及びサービスの輸入価格（前年比）の動向をみると、2022年年央までは上昇率の加速がみられたが、その後は低下傾向が顕著である（第1-1-19図）。2022年年央までは、感染症拡大後の経済活動の再開に伴う貿易量の増加（第1-3-1図）による国際物流コストの上昇（第1-1-20図）、さらに、2022年になりウクライナ侵略を受けたエネルギー価格高騰が上昇率の加速要因であった。その後は、エネルギー価格の下落及び国際物流コストの低下を受けて、輸入物価は欧米ともに減速基調となり、輸入インフレ圧力は低下した。ただし、エネルギーを輸入に依存する欧州においてはアメリカに比べて輸入インフレ圧力が強い状況が続いている。

第1-1-19図 欧米の輸入物価



(備考) OECD.Statより作成。

第1-1-20図 国際物流コスト (バルチック指数)

(1) 海運

(2) 空運



(備考) ブルームバークより作成。



(備考) 1. Baltic/ TAC dataより作成。

2. フランクフルト発の空運指数。

ところで、単位労働費用も輸入物価も、物価上昇の供給側の要因である。OECD (2023)は、GDPデフレーターの変動要因分解を通じて、欧米の物価上昇の要因として単位労働費用とともに利益マージン率の上昇を指摘している²²。以下では、このような利益マージン率の動向、及び前述の輸入インフレ圧力の違いを踏まえて、各国ごとに単位労働費用の動向と物価動向の関係を確認する。

まず、アメリカをみると、財価格の上昇率は2021年4-6月期以降、感染症拡大後の耐久消費財等の財需要拡大の一服感もみられ、減速している(第1-1-21図)。また、住居

²² OECD (2023) においては、利益マージン率の物価上昇に対する寄与については、アメリカにおいては2022年は一貫して安定している一方、ユーロ圏及び英国においては、同年後半にかけて高まっているとの推計結果を示している。

費を除くその他サービス価格の上昇率は、2023年に入り横ばい傾向となっている（後述のBox参照）。前述の単位労働費用はマクロ全体の動向を示しており、業種ごとの分析は難しいものの、このような財及びその他サービス価格の動向は、単位労働費用の伸びの鈍化とおおむね整合的と考えられる。家賃及び帰属家賃からなる住居費²³の上昇率はおおむね横ばいで推移している。このために、アメリカのコア物価指数は2023年に入りおおむね横ばいで推移している。

続いて、ユーロ圏をみると、財及びサービス価格の上昇率はおおむね横ばいとなっているが、単位労働費用の伸びの加速や利益マージン率の上昇傾向を踏まえると財及びサービス価格の上昇率の押し上げ圧力が働いていると考えられる。また、英国においては、財及びサービス価格の上昇率はおおむね横ばいで推移しているが、単位労働費用の上昇率は減速していることから、利益マージン率の上昇が寄与している可能性が考えられる²⁴。さらに、ユーロ圏及び英国における輸入インフレ圧力はアメリカより高いことから、食料品を含めた財を中心に物価上昇率がより高くなる傾向があると考えられる。

このために、財及びサービス価格の上昇率は、各国ともにおおむね横ばいとなる中で、エネルギーの寄与が2022年後半以降に縮小からマイナス基調となり²⁵、2023年6月の欧米の消費者物価上昇率（総合、前年比）は、アメリカ3.0%、ユーロ圏5.5%、及び英国7.9%と、上昇基調に一服感がみられている²⁶。

²³ アメリカの住居費（CPI）に先行する住宅価格（ケースシラー指数）は、2020年以降、住宅ローン金利の低下や郊外志向の高まりを背景とした需要増と、資材不足等による供給制約の両面から上昇していたが（内閣府（2022a））、2022年以降は政策金利の引上げに伴う住宅ローン金利の急上昇を受けて住宅需要が弱まり、さらに供給制約がおおむね緩和されたことから住宅価格は下落傾向となった（内閣府（2023））。住居費に対する住宅価格の先行期間は明確ではないものの、現在の住居費については2021年末頃までの住宅価格の上昇傾向が影響していると考えられる。

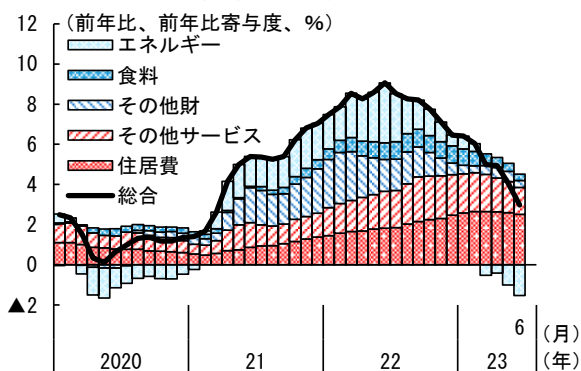
²⁴ 英国においては2023年に入ってから物価高騰対策として低所得者世帯に対して一時金として900ポンド（約15万円）及び年金受給世帯に対して300ポンド（約5万円）を支給しており、可処分所得が一時的に上昇して需要面からも物価上昇率を引き上げた可能性が考えられる。

²⁵ その他エネルギー価格抑制策として、ドイツではエネルギー価格高騰への対策パッケージIIIとして全世界を対象に電力・ガス料金に対して前年消費量の80%を上限に価格軽減措置が設けられている。また、フランスでは、購買力支援パッケージとして燃料価格の割引等の措置が設けられており、これらによる消費者物価上昇率の抑制効果がみられている。

²⁶ 英国においては電気・ガス等の公共料金の価格改定は毎年4月及び10月のみに行われ、次回改定までは同価格が据え置かれるため、消費者物価上昇率におけるエネルギー価格の寄与度が横ばいとなる。なお、2023年については1月、4月、7月に公共料金の価格改定が実施された。

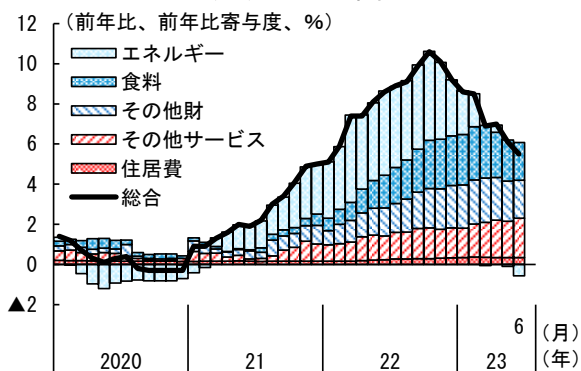
第1-1-21図 欧米の消費者物価上昇率（前年比）²⁷

(1) アメリカ



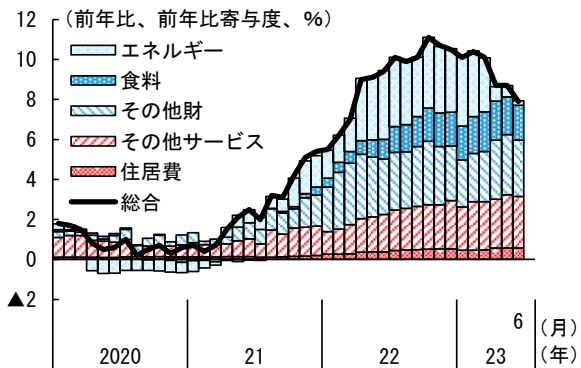
(備考) 1. アメリカ労働省より作成。
2. 住居費は帰属家賃を含む。

(2) ユーロ圏



(備考) 1. ユーロスタットより作成。
2. 住居費は帰属家賃を含まない。

(3) 英国



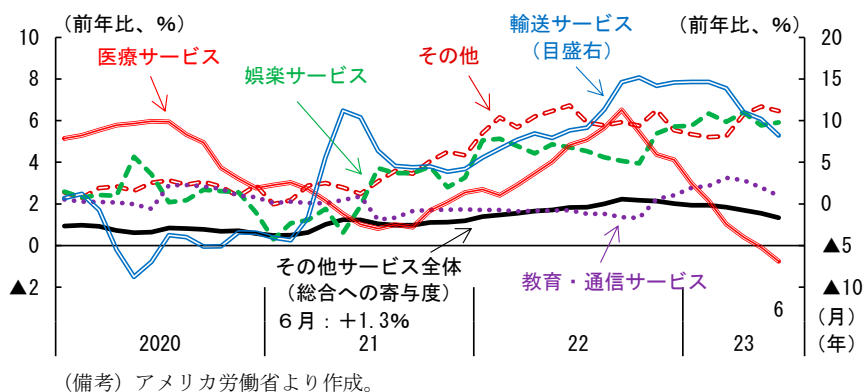
(備考) 1. 英国国家統計局より作成。
2. 住居費は帰属家賃を含まない。

²⁷ アメリカの消費者物価指数は帰属家賃をはじめとした住居費を含む一方、ユーロ圏及び英国の消費者物価指数は帰属家賃を含まない。

Box. アメリカ消費者物価指数における住居費以外のサービス価格の動向

アメリカの消費者物価指数における住居費以外のサービス価格を更に細かくみてみると、医療サービスは2022年後半から、輸送サービスは2023年に入ってから前年比上昇率が減速傾向であることが確認できる。これは医療サービスについては医療保険料の引下げ²⁸、輸送サービスについては主に原油価格下落を受けた燃料費の低下が寄与しているためである。これら以外の教育・通信及び娯楽サービス、そしてそれ以外のサービスについては上昇率は高水準でおおむね横ばいとなっている（図1）。

図1 アメリカの消費者物価上昇率「その他サービス」の内訳



²⁸ 2022年8月に成立したインフレ抑制法により、医療保険制度改革法（オバマケア）の助成期間を3年延長した上、これまで補助金の対象外だった中間所得層にも財政支援を拡大したことが背景にあると考えられる。なお、本助成は公的医療保険の保険料に対する税額控除として行われている。

コラム3 国際商品市況

ここでは、原油、天然ガス、小麦の2023年前半の価格動向について概観する。いずれもロシアによるウクライナ侵略以前の水準まで下落して推移している（図1）。

(i) 原油

原油価格（WTI）は、2023年初から3月初旬までは、70ドル台半ばを下限、80ドル台前半を上限としたボックス圏内で推移した。需要面では、金融引締め継続に伴う世界景気の減速懸念、中国における景気回復の遅れ等に伴う需要減の動きがみられた。また、供給面では、OPECプラスの減産合意の継続、ロシアによる減産、トルコ・シリア地震による中東地域からの原油供給の先細り懸念等がみられた。

3月中旬には、アメリカにおける銀行の経営破綻等に伴う景気減速への懸念から60ドル台後半へ下落したものの、金融当局の迅速な対応等もあり、同月下旬には70ドル台前半へ上昇した。さらに4月初旬には、OPECプラスの主要産油国による自主的な減産決定を受けて再び80ドル台前半に上昇した。

5月下旬には、アメリカ連邦政府債務上限問題をめぐる懸念等から一時60ドル台後半まで下落した。その後、6月初旬のOPECプラスによる協調減産の延長や、7月中旬のアメリカの金融引締め長期化への懸念の後退等を受けて、70ドル台後半まで上昇した。

(ii) 天然ガス

欧州における天然ガスの先物価格（TTF）は、欧州の記録的な暖冬の影響による需要減の影響を大きく受け、2022年末の80ユーロ/メガワット時台後半から、2023年1月に入ると、60ユーロ/メガワット時台後半まで下落した。2月下旬には、地下ガス貯蔵量も高水準となったこと等供給面の緩和もみられたことから、40ユーロ/メガワット時台後半まで下落した。

3月以降は春の気温上昇等による需要減少の影響を受けるとともに、5月中旬までは、地下ガス貯蔵量の増加見込みを受けた供給面の緩和もあり、30ユーロ/メガワット時台前半まで下落した。6月中旬から下旬にかけては、ノルウェーのガス関連施設の定期修繕による供給停止等を受け、30ユーロ/メガワット時台後半まで上昇したものの、7月初旬には、定期修繕が完了したことから20ユーロ/メガワット時台後半まで下落した。

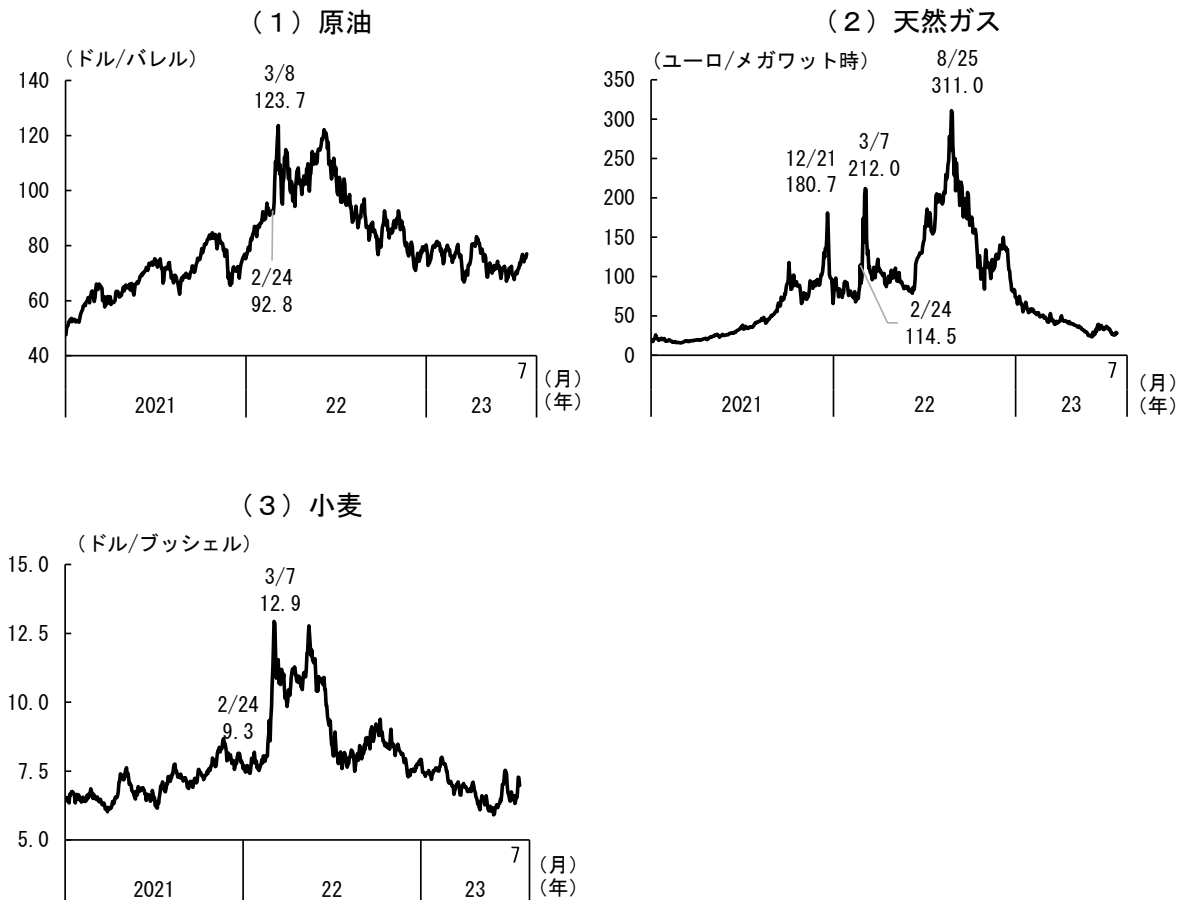
(iii) 小麦

小麦価格（シカゴ商品取引所）は、2023年に入ると、ロシア、ウクライナでの収穫増、

ロシアによる外貨獲得のための積極的な輸出等による供給増を受け、1月中旬には7ドル/ブッシェル台前半に値を下げた。2月中旬には、ロシアとウクライナの戦闘激化によるウクライナ産の小麦輸出の先行き懸念等から、8ドル/ブッシェル台前半まで上昇した。

その後、3月中旬におけるウクライナ産小麦の輸出再開に関するロシアとの合意（以下、「合意」という。）の再延長、5月末における合意の更新等から5ドル/ブッシェル台後半まで値を下げた。しかしながら、7月中旬における合意の更新停止及びウクライナの穀物輸出拠点（オデーサ港）へのロシアによる攻撃を受け、7ドル/ブッシェル台前半まで値を上げた。

図1 国際商品市況



(備考) ブルームバーグより作成。

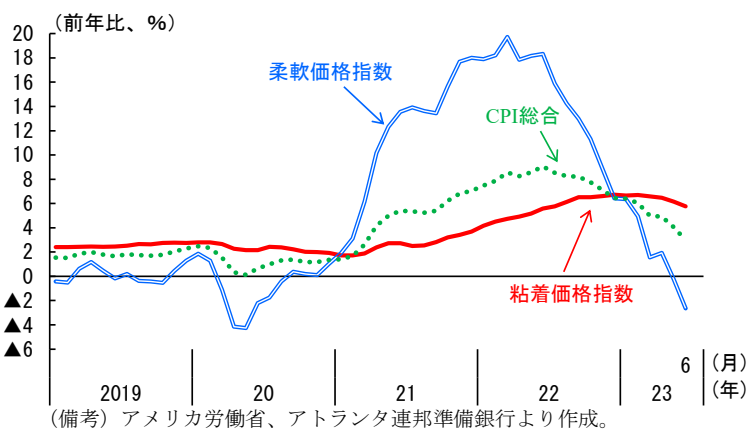
（粘着価格の緩やかな変化が物価の低下を遅らせる）

前述のように消費者物価上昇率（総合、前年比）については一服感がみられてきたが、価格改定頻度が物価上昇率に与える影響をみるために、柔軟価格指数、粘着価格指数²⁹の推移を確認する（第1-1-22図）。

価格改定頻度の高い品目で構成される柔軟価格指数（平均的な価格改定頻度は2.6か月）の上昇率は、エネルギー、新車及び中古車・トラック価格等の下落を受けて2022年半ば以降急速に低下し、2023年6月には上昇率が前年比▲2.6%まで低下した。一方で、価格改定頻度の低い品目で構成される主にサービスが含まれる粘着価格指数（平均的な価格改定頻度は10.7か月）は上昇率が2022年年末頃からおおむね横ばい傾向で推移し、2023年6月の上昇率は前年比5.8%と高止まりしている（第1-1-23図）。

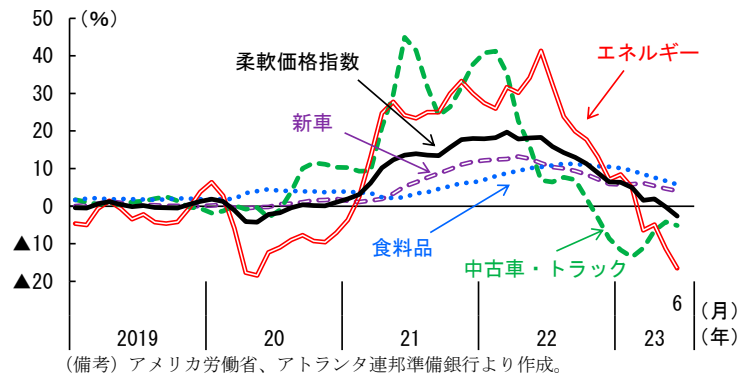
緩やかにしか変化しない粘着価格指数が、消費者物価指数の上昇率の低下を遅らせており、物価上昇率の引下げのために持続的な金融引締めが必要になっていると考えられる。

第1-1-22図 アメリカの粘着価格指数と柔軟価格指数



²⁹ 消費者物価指数（総合）の構成品目を価格改定頻度に基づき再構成し、柔軟価格指数は改定頻度が高いものを集計し、粘着価格指数は改定頻度が低いものを集計。品目の構成比率は前者が約3割、後者が約7割。

第1-1-23図 アメリカの柔軟価格指数と各項目ごとのCPI



2. 物価上昇を受けた金融引締めを進展と金融市場の動向

本項では、財・サービス価格の上昇を受けた欧米の金融引締めを進展内容を確認するとともに、長期金利の動向や金融市場における不確実性について確認する。

(欧米中銀は財・サービス価格の上昇を受けて引締めを継続)

欧米中銀は、財・サービス価格の上昇を受けて金融引締めを継続している(第1-1-24図、第1-1-25表)。

アメリカの連邦準備制度理事会(FRB)は、2022年3月の連邦公開市場委員会(FOMC)においてフェデラル・ファンド・レート(FF金利)の誘導目標範囲を0.25%ポイント引き上げて以降、同年6月から11月までは0.75%ポイントの大幅な引き上げを行い、その後、引き上げ幅を縮小させながらも2023年7月までに累計で5.25%ポイント引き上げた。同月のFOMCでは、金融引締め効果は遅れを伴って現れることが強調されており、その効果を慎重に測った上で、最新のデータに基づいて、その都度利上げの可否を検討していく姿勢が示された。今後の利上げ予定については、6月のFOMC参加者の見通しによれば、更なる利上げが適切とされており、年内に追加で1回(0.25%ポイント)の利上げが行われる可能性が示唆されている。

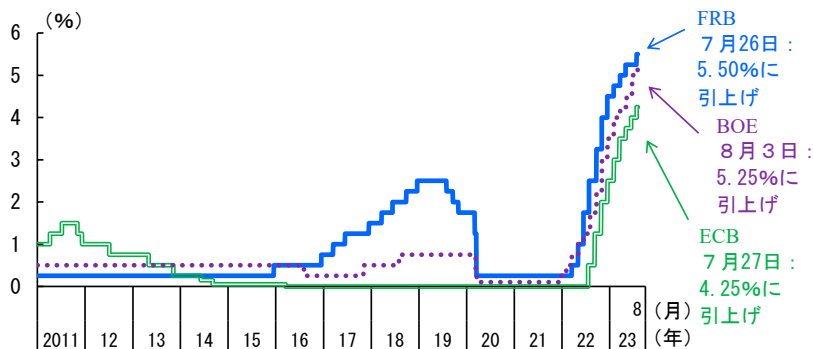
欧州中央銀行(ECB)は、2022年7月の理事会において主要リファイナンスオペ金利を0.50%ポイント引き上げて以降、同年9月及び11月は0.75%ポイントの引き上げを行い、その後2023年7月までに累計で4.25%ポイント引き上げた。また、2023年7月の理事会においては、金融機関がユーロシステムに預ける最低準備金の付利を、9月20日以降は0%に引き下げることを決定した。今後の利上げの予定については、ECB理事会におい

て、経済・金融データによる物価上昇の見通し、基調的な物価変動、金融政策の波及状況に基づいて会合ごとに決定するとしている。

また、イングランド銀行（BOE）は、2021年12月の金融政策委員会においてバンク・レートを0.15%ポイント引き上げて以降、2022年11月には0.75%ポイントの引き上げを行い、その後2023年8月までに累計で5.15%ポイント引き上げた。今後の利上げの予定については、8月の金融政策委員会において、物価上昇率を中期的に持続的に2%の目標まで戻すために、政策金利が十分な期間、制限的であることを約束するとしている。

さらに、量的引締めに向けた保有資産の削減については、ECBは2023年3月より資産購入プログラム（APP）における償還された元本の再投資を一部停止し、7月以降は再投資を全て停止することを決定した（第1-1-25表）。

第1-1-24図 欧米主要国・地域の政策金利の推移



(備考) FRB、BOE、ECBより作成。

第1-1-25表 欧米の金融政策の動向

	FRB	ECB	BOE
政策金利	<p>・ 利上げ [22年3月～]</p> <p>FF金利 (誘導目標範囲)</p> <p>: 0.00～0.25%</p> <p>→0.25～0.50%に引上げ [22年3月]</p> <p>→0.75～1.00%に引上げ [同5月]</p> <p>→1.50～1.75%に引上げ [同6月]</p> <p>→2.25～2.50%に引上げ [同7月]</p> <p>→3.00～3.25%に引上げ [同9月]</p> <p>→3.75～4.00%に引上げ [同11月]</p> <p>→4.25～4.50%に引上げ [同12月]</p> <p>→4.50～4.75%に引上げ [23年2月]</p> <p>→4.75～5.00%に引上げ [23年3月]</p> <p>→5.00～5.25%に引上げ [23年5月]</p> <p>→5.00～5.25%で据置き [23年6月]</p> <p>→5.25～5.50%に引上げ [23年7月]</p>	<p>・ 利上げ [22年7月～]</p> <p>主要リファイナンスオペ金利</p> <p>: 0.00% [16年3月～]</p> <p>→0.50%に引上げ [22年7月]</p> <p>→1.25%に引上げ [同9月]</p> <p>→2.00%に引上げ [同10月]</p> <p>→2.50%に引上げ [同12月]</p> <p>→3.00%に引上げ [23年2月]</p> <p>→3.50%に引上げ [23年3月]</p> <p>→3.75%に引上げ [23年5月]</p> <p>→4.00%に引上げ [23年6月]</p> <p>→4.25%に引上げ [23年7月]</p> <p>限界ファシリティ金利</p> <p>: 0.25% [16年3月～]</p> <p>→0.75%に引上げ [22年7月]</p> <p>→1.50%に引上げ [同9月]</p> <p>→2.25%に引上げ [同10月]</p> <p>→2.75%に引上げ [同12月]</p> <p>→3.25%に引上げ [23年2月]</p> <p>→3.75%に引上げ [23年3月]</p> <p>→4.00%に引上げ [23年5月]</p> <p>→4.25%に引上げ [23年6月]</p> <p>→4.50%に引上げ [23年7月]</p> <p>預金ファシリティ金利</p> <p>: ▲0.50% [19年9月～]</p> <p>→0.00%に引上げ [22年7月]</p> <p>→0.75%に引上げ [同9月]</p> <p>→1.50%に引上げ [同10月]</p> <p>→2.00%に引上げ [同12月]</p> <p>→2.50%に引上げ [23年2月]</p> <p>→3.00%に引上げ [23年3月]</p> <p>→3.25%に引上げ [23年5月]</p> <p>→3.50%に引上げ [23年6月]</p> <p>→3.75%に引上げ [23年7月]</p>	<p>・ 利上げ [21年12月～]</p> <p>バンク・レート (準備預金付利金利)</p> <p>: 0.10%</p> <p>→0.25%に引上げ [21年12月]</p> <p>→0.50%に引上げ [22年2月]</p> <p>→0.75%に引上げ [同3月]</p> <p>→1.00%に引上げ [同5月]</p> <p>→1.25%に引上げ [同6月]</p> <p>→1.75%に引上げ [同8月]</p> <p>→2.25%に引上げ [同9月]</p> <p>→3.00%に引上げ [同11月]</p> <p>→3.50%に引上げ [同12月]</p> <p>→4.00%に引上げ [23年2月]</p> <p>→4.25%に引上げ [23年3月]</p> <p>→4.50%に引上げ [23年5月]</p> <p>→5.00%に引上げ [23年6月]</p> <p>→5.25%に引上げ [23年8月]</p>
量的緩和の縮小、保有資産の削減	<p>・ 保有資産の削減 [22年6月～]</p> <p>米国債</p> <p>: 保有額を月300億ドルを上限に削減 [22年6～8月]</p> <p>→保有額を月600億ドルを上限に削減 [同9月～]</p> <p>MBS</p> <p>: 保有額を月175億ドルを上限に削減 [22年6～8月]</p> <p>→保有額を月350億ドルを上限に削減 [同9月～]</p> <p>※保有資産の削減は原則として再投資の調整により実施。</p>	<p>・ 保有資産の削減 [23年3～6月]</p> <p>資産購入プログラム (APP)</p> <p>: 償還された元本の再投資を一部停止 [23年3～6月]</p> <p>→償還された元本の再投資を停止 [同7月～]</p>	<p>・ 保有資産の削減 [22年2月～]</p> <p>英国債</p> <p>: 購入枠8,750億ポンド</p> <p>→満期を迎えた国債の再投資を中止 [22年2月]</p> <p>→購入枠での保有国債を800億ポンド削減し7,580億ポンドとする [同11月～]</p> <p>・ 長期国債を緊急的に買い入れ (累計193億ポンド)</p> <p>[同9月28日～10月14日]</p> <p>→緊急的に買い入れた国債の一部売却 [同11月29日～]</p> <p>社債</p> <p>: 購入枠200億ポンド</p> <p>→満期を迎えた社債の再投資を中止 [22年2月]</p> <p>→売却により保有資産を完全に解消 [23年末まで]</p>

(備考) 1. FRB、ECB、BOEより作成。
 2. 各括弧内は、当該金利水準等の適用が開始された、または利上げ等が実施された年月を示す。
 3. 太字は金融緩和縮小または金融引締めに関連する事項。
 4. 「量的緩和の縮小、保有資産の削減」については2022年以降継続中の主なものについて記載。

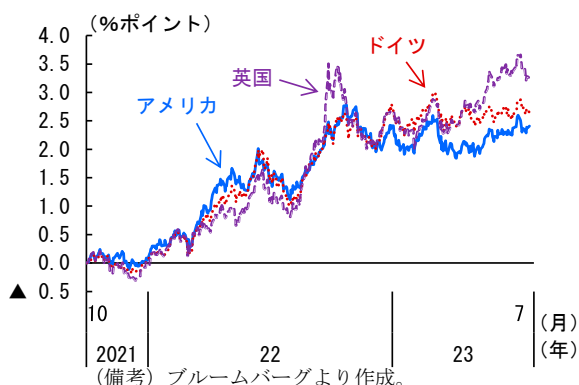
(長期金利は欧州では上昇傾向で推移)

このような政策金利の引上げや保有資産の削減を受けて、長期金利は2022年初から上昇傾向となっていたが、夏から10月にかけて欧米中銀がそろって政策金利を大幅に引き上げたこと等から、2022年10月頃には長期金利が3%ポイント以上上昇した(第1-1-26図)。その後、2023年3月には米欧における2件の銀行経営破綻及び銀行買収事案を受けて安全資産である国債に資金が流入したことを受けて金利は急落した。7月にかけては、アメリカやドイツにおいては各中銀の利上げ局面が終盤に近付きつつあるとの思惑から、長期金利は横ばい傾向で推移している。一方英国においては、高止まりしている物価指標や堅調な雇用指標を受けて、BOEの利上げ継続期待が徐々に高まる中、長期金利は2022年9月のトラス・ショック³⁰以来の水準まで上昇している。

なお、金利上昇が銀行経営に与える影響については、銀行の資金調達コストは上昇するものの、一般的には市場金利の上昇ペースよりも緩やかであることから、銀行の純利ざや通常は増加することとなる。欧米の金融監督当局は、今般の急速な金利引上げ局面においても、債券の評価損は生じるものの銀行部門全体としてはこのような収益性確保のメカニズムは維持されているとしている³¹。

第1-1-26図 欧米主要国の長期国債金利の変動幅

(2021年10月1日の金利との差分)

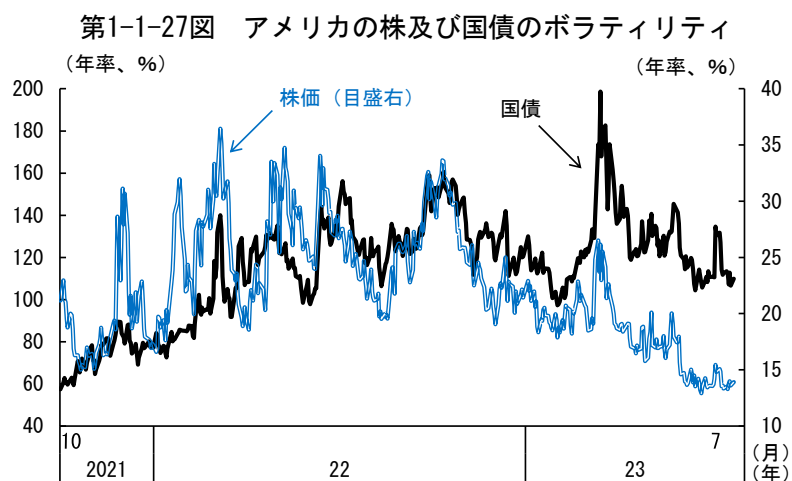


³⁰ 2022年9月にリズ・トラス首相(当時)が打ち出した一連の財政政策「ミニ・パッケージ」を受け、英ポンドが対ドルで過去最安値を更新、英10年債金利は14年ぶりの高水準まで上昇、株価も1年半ぶりの水準まで低下するなど、英国の金融市場は大きく混乱した。

³¹ FRB(2023)及び2023年5月のECB理事会後の記者会見におけるデキンズ副総裁の発言(「金利の上昇は欧州の銀行にとってプラスであることも忘れてはならない。債券ポートフォリオで生じ得る損失をマージンの増加が上回ると考えられるからである。」)参照。

(金融市場における不確実性は高い状態が続く)

アメリカにおいては、株式市場における不確実性を表す指標（VIX指数）及び国債市場における不確実性を表す指標（MOVE指数）が、銀行経営破綻を受けてともに急上昇した(第1-1-27図)。とりわけMOVE指数は一時、2008年のリーマンショック以来となる水準まで急伸するなど、金融市場は大きく動揺した。7月にかけては両指数ともに低下傾向にあるものの、今後の物価上昇率についての見通しや銀行経営破綻の実体経済への影響、それらを踏まえたFRBの金融政策決定等についての不確実性が引き続き高いとみられることから、MOVE指数はFRBによる金融引締め開始前と比べて高い水準で推移している。



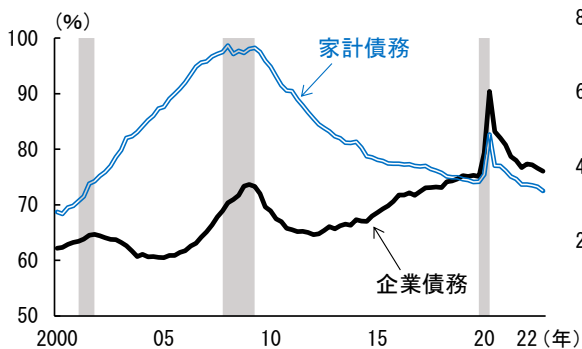
- (備考) 1. ブルームバーグより作成。
2. 国債は、MOVE指数 (Merrill Lynch Option Volatility Estimate Index)。バンク・オブ・アメリカ・メリルリンチが算出する、米国債の先行き変動リスクを示す指数。
3. 株価は、VIX指数 (Volatility Index)。シカゴのオプション取引所 (CBOE) がS&P500を対象とするオプション取引のボラティリティを基に算出する指数。

コラム4 アメリカの企業債務

アメリカの民間部門の債務を家計と企業に分けてみると、その推移は大きく異なる。家計債務は2008年のリーマンショックを機に圧縮が進み、対GDP比率は低下傾向にある。一方で、企業債務の対GDP比率はリーマンショック時以上の水準まで上昇している（図1）。

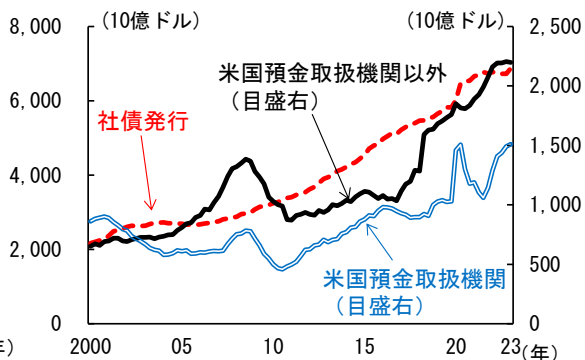
企業債務は、負債証券（主に社債）と借入に大別される。2023年1－3月期時点での残高は、社債が約6.9兆ドル、借入が約5.1兆ドルと、規模としては社債が借入を上回る。ここで、借入について「米国預金取扱機関（米銀）からの借入」と「米銀以外からの借入」に分けた上で、社債と借入の推移を確認する。社債発行は、感染症拡大期に発行ペースが加速したものの、長期的にはおおむね同じペースでの増加傾向をたどっている。一方の借入については、2010年代後半以降、米銀以外からの借入が米銀からの借入を大幅に上回って増加していることが分かる（図2）。

図1 米国債務の対GDP比率



(備考) 1. FRBより作成。
2. シャドローは景気後退期。

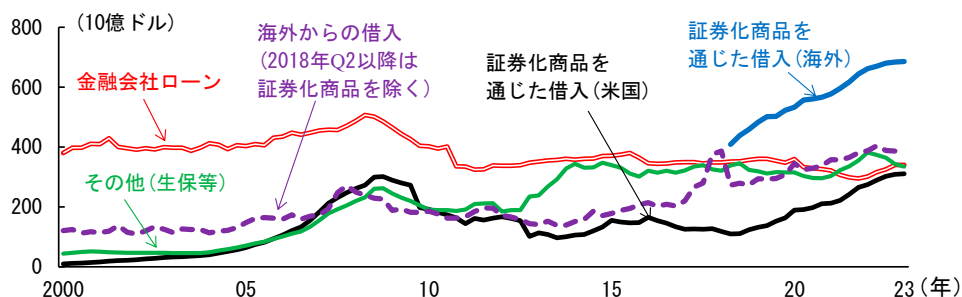
図2 米国企業の負債内訳



(備考) 1. FRBより作成。
2. 米国預金取扱機関以外は、海外からの借入を含み、政府からの借入は除く。

米銀以外からの借入についてその内訳をみると、金融会社（貸金業者）や生保等その他金融機関からの借入が2010年代以降はおおむね横ばいで推移する中、証券化商品を通じたアメリカ国内及び海外からの借入が2010年代後半から増加していることが分かる（図3）。

図3 米国預金取扱機関以外からの借入の内訳



- (備考) 1. FRBより作成。
 2. 金融会社は非銀行の貸金業者。その他には生保、投資信託等が含まれる。
 3. 証券化商品を通じた借入は、主にローン担保証券化 (CLO) を通じた借入。
 4. 2018年4-6月期より、データの報告精度が向上したことで、CLOを通じた海外から米国企業への融資額が個別項目として発表されている。

証券化商品を通じた借入とは、主にローン担保証券 (CLO)³²を通じた借入を指し、現状は、投資適格級未満の企業の実質的な債権者が、証券化商品を通して米国内及び海外の多様な投資家へと広がっている状況にあるといえる。特に比較的高リスクの商品の保有先は、資本要件やリスク管理において銀行ほど厳しい規制の課せられていない³³ノンバンクに偏っていると指摘されている (図4)。

図4 証券化された借入金 (CLO) の残高と保有先

○2022年末残高：約1兆ドル	
○主な保有先	
・低リスク商品	：生保、海外銀行（欧、亜）、年金基金、米銀行
・中・高リスク商品	：ヘッジファンド、プライベートエクイティ、その他ファンド

(備考) Fitch Ratingsより作成。

このために、これまでの金融引締めによって、今後、借入企業の業績が悪化し、CLOの価格が急落する場合は、CLOを保有するノンバンクの経営悪化や、それに伴う資産売却等で、金融資本市場が過度に変動する可能性も考えられる。アメリカの企業債務の動向には引き続き注視が必要である。

³² CLO (Collateralized Loan Obligation) とは、多数のレバレッジドローンを束ねて証券化した商品を指す。レバレッジドローンとは、一般に投資適格級未満の企業に対する変動金利のシンジケートローンを指し、資金用途としてはM&Aの買収資金が多い傾向にあるとされる。CLOは、債権の返済順位に応じてリスクの異なる商品を組成することができ、投資家にとっては投資機会の多様化、貸付を行う金融機関にとってはリスク資産のオフバランス化等がメリットとして挙げられる。

³³ 保険会社、年金基金、各種ファンド等のノンバンクは、トランプ前政権下で、規制が一部緩和された経緯がある。ただし、一連の銀行破綻を受けた信用不安の高まりを受けて、金融安定監視評議会 (FSOC) は2023年4月にノンバンクへの規制強化案を発表した。

3. 金融引締めが進む中での銀行破綻や金融機関の買収

本項では、欧米における急速な金融引締めが進む中、2023年3月以降に発生したアメリカの銀行破綻及びその影響を受けた欧州における金融機関の買収の概要及び影響について整理する。

(1) 米銀の経営破綻

2023年3月、アメリカの地方銀行であるシリコンバレー銀行（SVB）が破綻した。その後、これを契機とした金融不安を受けて同月にシグネチャー銀行（SBNY）が、5月にはファースト・リパブリック銀行（FRC）が経営破綻した（第1-1-28表、第1-1-29表）。特にSVBの破綻は、商業銀行の破綻規模としては2008年9月のワシントン・ミュージュアル銀行が破綻して以来の規模³⁴であり、その9日後には、欧州でも大手投資銀行クレディ・スイスが買収されるなど、金融不安は市場に連鎖的な影響を与えた。以下では、破綻の背景や原因、金融資本市場に与えた影響等について分析していく。

第1-1-28表 破綻した銀行の概要

	全米順位	資産規模	支店数	主な取引先、業務内容
シリコンバレー銀行 (SVB)	16位	約2,090億ドル (約27.9兆円)	16 (国内) 1 (海外)	シスコシステムズ、 エアビーアンドビー等
シグネチャー銀行 (SBNY)	29位	約1,104億ドル (約14.7兆円)	7 (国内) 0 (海外)	暗号資産関連企業等
ファースト・リパブリック 銀行 (FRC)	14位	約2,126億ドル (約28.3兆円)	72 (国内) 0 (海外)	低リスクの富裕層向けの資産管理 サービス

(備考) FRB、FDICより作成。2022年末時点。

³⁴ 過去最大の商業銀行の破綻は2008年9月25日に起きたワシントン・ミュージュアル・バンクの破綻（資産規模約3,070億ドル）。同年9月15日に破綻したリーマンブラザーズ（資産規模約6,300億ドル）は投資銀行であることから含まれない。

第1-1-29表 破綻の経緯

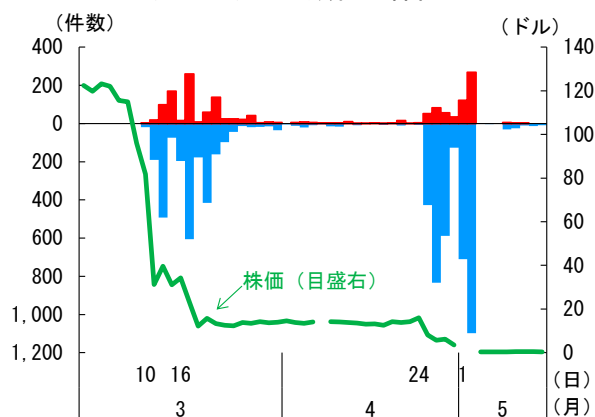
経緯		
SVB	3月8日	流動性確保のため債権ポートフォリオを売却したものの18億ドルの損失が発生。これを受けて普通株発行等による22.5億ドルの増資計画を発表した。
	3月9日	健全性の懸念から株価が6割安となる。預金420億ドルが引き出され、9.58億ドルの現金が不足。
	3月10日	連邦預金保険公社（FDIC）が破綻を発表。
SBNY	3月12日	SVBの破綻等を契機として、急激に預金流出。12日付で経営破綻。
FRC	3月16日	SVB等の破綻を受けて経営への懸念が高まり、株価が下落。大手銀行等が合計で300億ドルの預金をFRCに預け入れることで同意したと発表し、株価は前日比+10%で終了。
	4月24日	2023年1-3月期決算報告で、同期間に預金残高が719億ドル減少したことが明らかになり、経営不安が再び高まる。
	5月1日	FDICはFRCの破綻を発表し、預金保護を発動。 FRCの預金と資産について、JPモルガンチェース銀行（資産規模約3.2兆ドル、全米1位）が引き受けると発表。

（備考）報道資料、FRB、FDIC、ブルームバーグより作成。

（今回はSNSを通じた取り付け騒ぎによるデジタル・バンク・ラン）

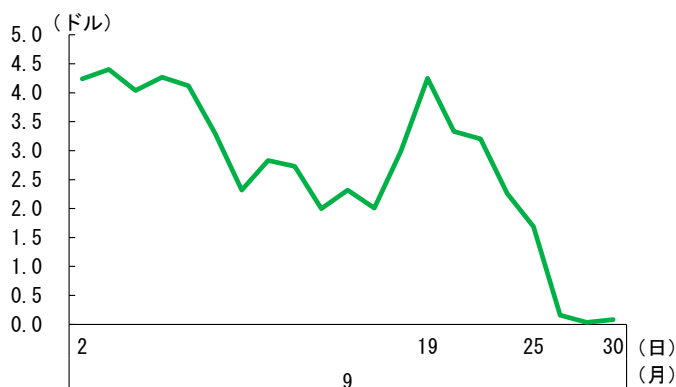
今回の銀行破綻の直接の原因は、取り付け騒ぎにより急速に銀行預金流出したことであるが、その取り付け騒ぎがSNS上で発生し、預金引出がネットバンキングを通じて瞬時に行われたことが過去の取り付け騒ぎとは異なる点である（いわゆる「デジタル・バンク・ラン」）。以下ではSNSと株価の関係から、SNSが銀行破綻に与える影響について考察していく。SVBやSBNYに続いて破綻したFRCについてみると、TwitterでFRCに関するネガティブなツイートが増加する中で3月10日にかけて株価が急落したことが分かる（第1-1-30図）。大手銀行等が救済措置を公表した3月16日にはポジティブなツイートが増加し、一時的に株価が上昇した場面もあったが、その後4月24日に預金残高が急減したことが明らかになると、再びネガティブなツイートが増し、株価も下落した。過去の大規模な銀行破綻の前例と比べても、今回の銀行破綻では状況が急速に悪化したといえる。FRCは、わずか1日で株価が前日比▲60%程度下落したが、2008年9月に経営破綻した商業銀行であるワシントン・ミューチュアル・バンクは、9月19日を境に株価が急落し始めてから▲60%程度下落するまでに6日を要している（第1-1-31図）。このようにSNSを通じた情報拡散は、金融システムの安定にとって新たなリスク要因となっている。

第1-1-30図 ファースト・リパブリック銀行の株価とTwitter上での関連ツイート数



- (備考) 1. ブルームバーグより作成。
 2. 図中棒グラフは、ブルームバーグによるソーシャル・センチメント分析であり、同社のアルゴリズムによって検出されるFRCに対してポジティブまたはネガティブな反応を示すツイートの件数を表している。赤色（上側）はポジティブなツイート、青色（下側）はネガティブなツイートを示している。
 3. 株価が途切れている部分は同社株式の取引停止期間。

第1-1-31図 ワシントン・ミューチュアル銀行の株価の推移（2008年9月）



(備考) ブルームバーグより作成。

（銀行破綻は経営上の問題が大きいが、規制緩和の影響で含み損の表面化に遅れも）

今回の事案においては、銀行経営を悪化させた根本的な原因はマクロ経済環境や金融システム全体の問題というよりも、破綻した個別銀行固有の問題であるとの見方が多い（第1-1-32表）。金融引締めが始まって以降、今回破綻した銀行に限らず、銀行保有債の含み損は増加傾向にあったため（第1-1-33図）、これに対するリスクヘッジは米銀全

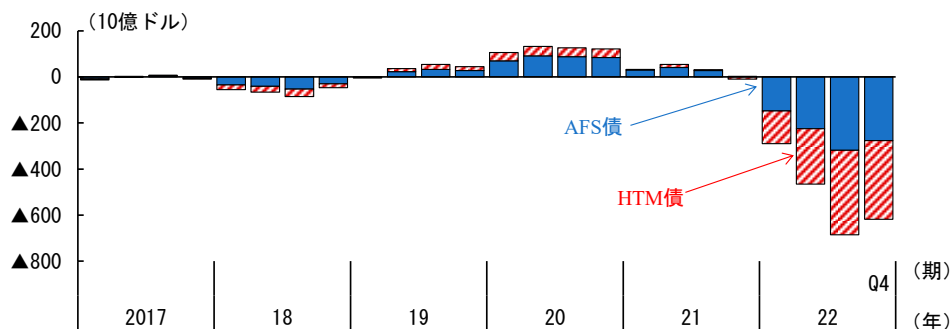
体の共通の課題となっていたが、今回破綻したSVBとSBNYの2行ではそのリスク管理を怠っていた。また、アメリカでは感染症拡大下で銀行預金が増加したことを背景に預金保護の上限を超える預金（無保険預金）が増加し（第1-1-34図）、流動性リスクの管理も米銀共通の課題となっていた。しかし、大口の無保険預金に依存していた2行では流動性リスク管理が不足していたことも破綻の原因になった。

第1-1-32表 破綻銀行の経営上の問題点

金利リスク管理の不備	預金を長期の有価証券に投資するなど、金利上昇リスクに対する備えが不足していた（SVB）。
流動性リスク管理の不備	預金基盤を、景気に敏感なテクノロジー等からの預金に依存していた（SVB）。 預金基盤を、少数の顧客からの大口の預金に依存していた（SBNY）。
監督当局からの指導への対応不足	FRBがぜい弱性を指摘した際に、十分な措置を講じなかった（SVB）。 FDICの監督勧告に対して迅速に対応しなかった（SBNY）。

（備考）FRB、FDICより作成。

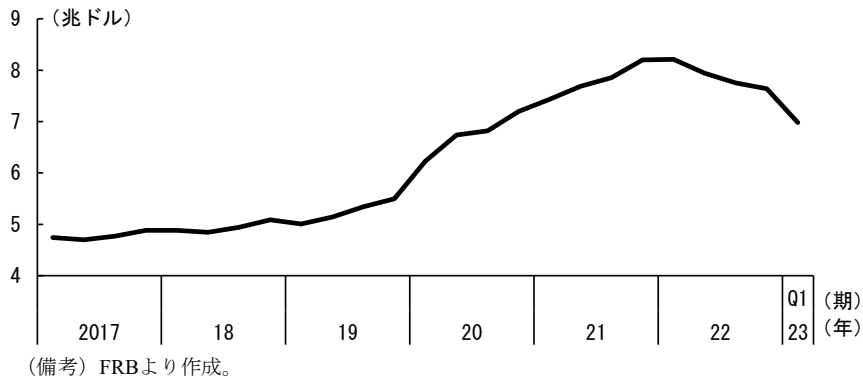
第1-1-33図 アメリカ銀行保有債の含み損



（備考）1. FRBより作成。

2. HTM(Held to maturity)債は満期まで所有する意図をもって保有する国債等の債券。一方、AFS(Available for sales)債は、資金運用のための売却を前提とした債券。HTM債として債券を保有する場合は、その債券の含み損益は会計上で計上しない。

第1-1-34図 無保険預金残高の推移



また、規制緩和も影響を与えていた。2008年の金融危機を受けて、アメリカではオバマ政権下でドッド＝フランク法の制定をはじめ、金融規制が強化されてきた。その後、トランプ政権下では、経済成長・規制緩和・消費者保護法（ドッド＝フランク法改正法）の導入をはじめとする、主に中小銀行への規制を緩和する方針へと舵を切っていた。一般的な規制緩和のデメリットとして、規制対象（銀行）が抱えるリスクの把握が困難になることが挙げられるが、FRBが4月28日に公表したSVBの経営破綻に関する報告書でも「ドッド＝フランク法改正法に伴うFRBのテーラリング・アプローチ³⁵と監督方針の変化は、効果的な監督を阻害した」としている。トランプ政権下で進んだ中小銀行への規制緩和は、今回の銀行破綻の遠因になったとの見方である。

トランプ政権下で緩和された規制の一つに、自己資本比率の算出についての項目があり、自己資本比率の算出の際にその他包括利益累計額（保有資産の含み損益）の反映が義務ではなくなっている。これにより、引き続き反映が義務付けられる一部の大手銀行³⁶以外では、AFS債³⁷に含み損が生じた場合でも、必ずしも自己資本比率の低下として表面化するわけではなくなった。結果として、現在のように金利が急速に上昇し、保有債券の含み損が拡大している局面では、大手銀行以外ではその含み損を加味したときに自己資本がどれだけ毀損しているかを把握しづらくなっている。実際に、破綻直前期のSVBは流動性確保のために資産売却を行ったことで、金利上昇で膨れ上がっていたAFS債の含み損を実現し、信用不安が加速する一因となった。

³⁵ 銀行の資産規模に応じて、厳格さの異なる自己資本規制や流動性規制等の要件が課されるようにする枠組み。2019年末から適用が開始された。

³⁶ 米国G-SIBs及び総資産7,000億ドル以上または海外業務の資産・負債の合計額が750億ドル以上の銀行。

³⁷ Available for sales securities（売却可能債券）のことで、資金運用のための売却を前提とした債券。一方、満期まで保有することを前提とした債券は満期保有目的債券（Held to maturity securities：HTM債）という。米国では、HTM債については、満期保有での額面金額償還を前提としているため大手・中小銀行ともに含み損を会計処理する必要はないが、AFS債については、本文に記載のとおり、銀行の規模によって会計上の取扱が異なる。

前述のFRB報告書に添えられたバーFRB金融監督担当副議長の書簡では、今回の一連の事案を受け、主に資産規模1,000億ドル以上の銀行に対して、AFS債の含み損益を資本要件に反映させることの検討等を含む、複数の金融規制の強化方針が示されている。金融規制の強化に当たっては、野党（共和党）からの反発も想定されるところ、今後の動向に注意が必要である。

コラム5 アメリカの銀行監督体制

アメリカの銀行監督体制は、二元銀行制度を取っており、連邦政府（国）と州政府（地方）にわたる二重の規制・監督機関が存在することから、銀行によって監督当局が異なる³⁸。今回の場合、SVBはFRBとCA州金融当局が、SBNYはFDICとNY州金融当局が主に監督しており、両者の違いは表1のとおりである。両者の監督権限は基本的に同じであるが、FDICは他の監督当局が監督する銀行にも監督権限を行使することができる（バック・アップ権限）。また、FRBが監督する銀行は、銀行検査を州当局による検査で代用することができるが、FDICが監督する銀行については必ずFDICの検査官による検査が必要であるなど、検査方法にも違いがみられる。

表1 FRBとFDICの監督権限

	連邦準備制度理事会（FRB）	連邦預金保険公社（FDIC）
規制対象	連邦準備制度（FRS）加盟州法銀行等	預金保険加入銀行（特にFRS非加盟の州法銀行）
監督手法	<p>（1）報告徴求 FRBは、必要に応じてFRS加盟州法銀行に対し、会計帳簿や個別の関心事項に関する報告を求めることができる。</p> <p>（2）検査 (i) 一般検査 理事が承認した場合には、州当局が実施した検査結果をFRBの検査結果に代用可能。 (ii) 特別検査 FRBが必要とする場合には自ら選定した検査官による特別検査を命じることが可能。</p>	<p>（1）報告徴求 「連邦預金保険制度に加入かつFRS非加盟の州法銀行」、および「預金保険制度に加入する支店（連邦支店は除く）を持つ外国銀行」は、FDICに対し、FDICの要求する内容・様式に則って、経営状況についての報告を行わなければならない。</p> <p>（2）検査 (i) 一般検査 FDICの検査官による検査を行うことができる。 (ii) 特別検査 連邦預金保険制度に加入する全ての預金取扱金融機関、FRBによる監督の対象となるノンバンク金融会社、大規模な銀行持株会社を対象とする特別検査を行う権限を有する。</p>
処分規定	<p>連邦の銀行監督当局（OCC、FRB、FDIC）が持つ共通の権限</p> <ul style="list-style-type: none"> ・業務改善、停止命令 ・一時業務改善、停止命令 ・民事制裁金 ・役員等々の解任、復職禁止命令 	<p>（1）連邦の銀行監督当局（OCC、FRB、FDIC）が持つ共通の権限</p> <ul style="list-style-type: none"> ・業務改善、停止命令 ・一時業務改善、停止命令 ・民事制裁金 ・役員等々の解任、復職禁止命令 <p>（2）被保険者としての地位の終了 法令違反等の事由に該当した預金保険加入銀行の、被保険者としての立場（保険がかかっている状態）を終了させる権限。</p> <p>（3）バック・アップ権限 FDICは他の当局が監督する銀行の役員等に関する処分権限を行使するよう、他の監督当局に対し、文書により勧告することが可能。FDICによる勧告から60日以内に他の監督当局が処分を行わなかった場合、FDICは自ら行うことができる。</p>

（備考）金融庁（2023）より作成。

³⁸ アメリカの商業銀行は、連邦政府の許可を得る国法銀行、州政府の許可を得る州法銀行に大別され、国法銀行は通貨監督庁（OCC）が、州法銀行のうち連邦準備制度に加盟する銀行はFRBが、州法銀行で連邦準備制度に加盟していない銀行をFDICが主に監督している。

（金融資本市場においては主に中小銀行への影響がみられた）

今回の銀行破綻は、金融資本市場にも一定程度の影響を与えた。まず、今回の銀行破綻の直接的な原因となった預金流出による流動性不足に対応するために、FRBは従来から行ってきた金融機関に対する流動性供給の枠組みである連銀貸出に加え、バンク・ターム・ファンディング・プログラム（BTFP）³⁹を緊急措置として講じた。BTFPは連銀貸出等と比べて低金利の資金調達手段であったため、利用額は急増した（第1-1-35図）。

株式市場への影響は、全体としては軽微であったものの、中小銀行（地方銀行）の株価は大きく下落し、5月に入ってからFRCが破綻したこともあり、再び大きく下落しており、市場からの厳しい評価が続いている（第1-1-36図）。

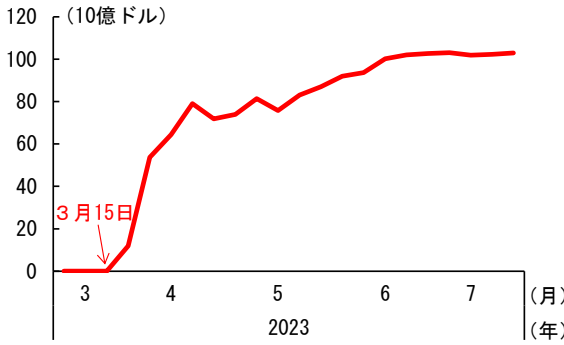
中小銀行を中心に金融不安が生じたことは預金残高の推移からも確認できる。アメリカの銀行預金残高は、今回の銀行破綻が生じる前から下落傾向であったが⁴⁰、SVB破綻後には中小銀行の預金残高が急減している。一方で、大手銀行の預金の減少ペースには足踏みがみられるとともに、SVB破綻後に前週比で増加している週もあることから、中小銀行から大手銀行への預金移動が一定程度行われたと考えられる（第1-1-37図）。

中小銀行の預金の流出先として、大手銀行の預金よりも動きが目立ったのはマネー・マーケット・ファンド（MMF）である。MMFは、個人や機関投資家、事業会社等から集めた資金を、短期国債やレポ、CP等、主に短期金融市場にて安全性の高い運用を行う投資信託の一種であり、銀行預金に代わる運用方法としてアメリカ国内で広く活用されている。今般の銀行破綻以前から政策金利引上げ等を受けて利回りは上昇傾向となり残高は増加傾向にあったが、SVB破綻後は残高は急増している（第1-1-38図、第1-1-39図）。このことから、中小銀行の預金は主にMMFへ流出したと考えられる。

³⁹ SVB破綻後（3月12日）にFRBによって導入された金融機関への流動性供給策。国債等を担保として、最長1年間の融資を受けることが可能。通常のFRBの流動性供給では、担保は時価かつリスクに応じた掛け目をかけることで評価されるが、BTFPでは担保は額面かつ満額で評価される。また、貸出金利も優遇された水準となっている。

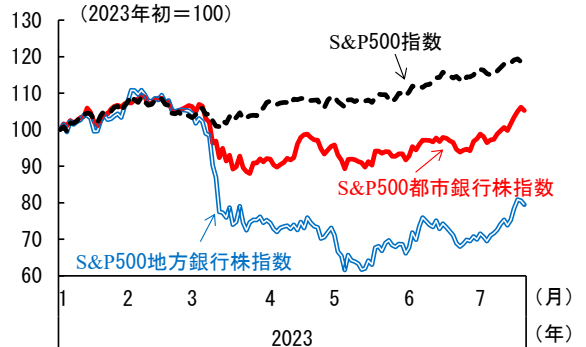
⁴⁰ FRBによる急速な利上げが進む中、銀行の預金金利よりも高い金利を求めて、顧客がMMF（後述）等の投資商品に資金を移動させたため、大手銀行を中心に、米銀預金は2022年初以降から緩やかな減少傾向にあった。

第1-1-35図 BTFPの貸出状況



(備考) FRBより作成。7/19までのデータ。

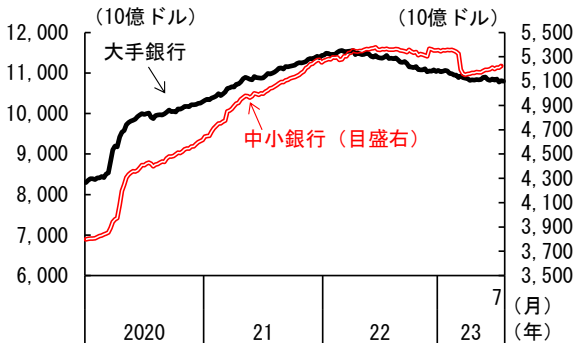
第1-1-36図 銀行等の株価の動向



(備考) ブルームバーグより作成。7/21までのデータ。

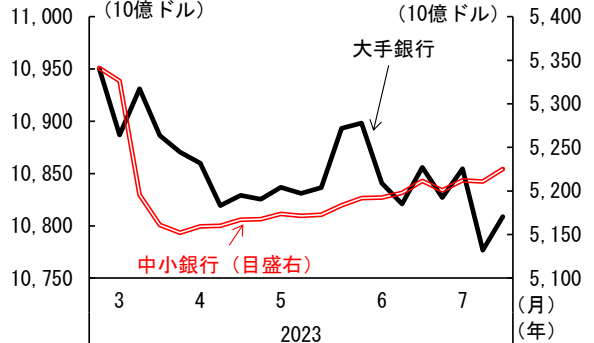
第1-1-37図 銀行預金残高の推移

(長期的な銀行預金残高の推移)



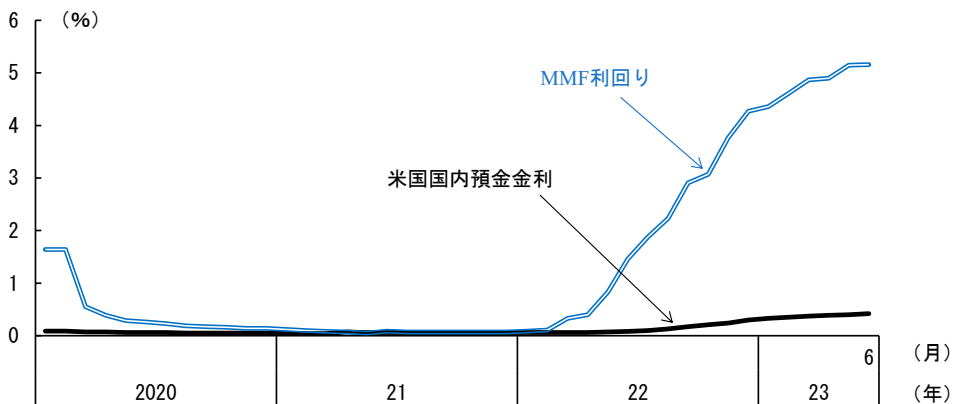
(備考) FRBより作成。7/12までのデータ。

(銀行破綻前後の預金残高の推移)



(備考) FRBより作成。7/12までのデータ。

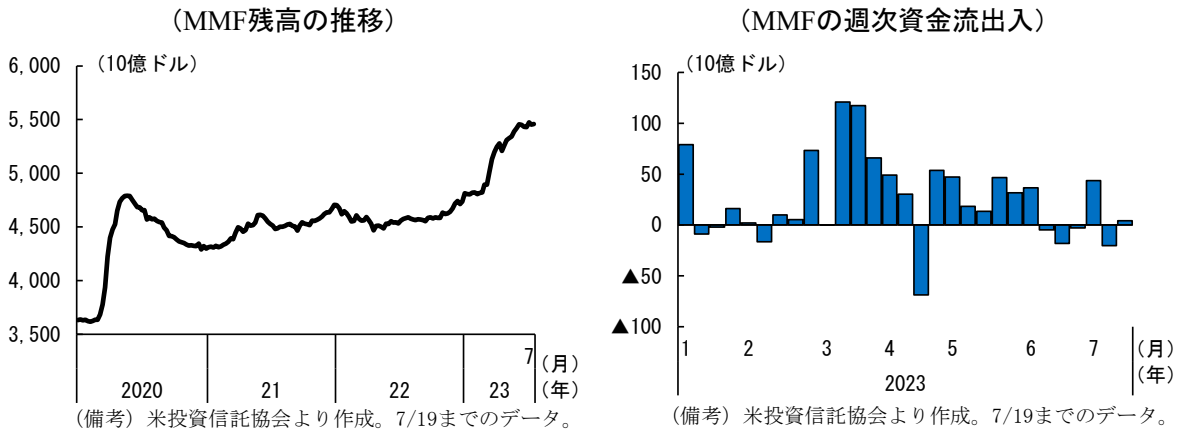
第1-1-38図 預金金利とMMF利回り



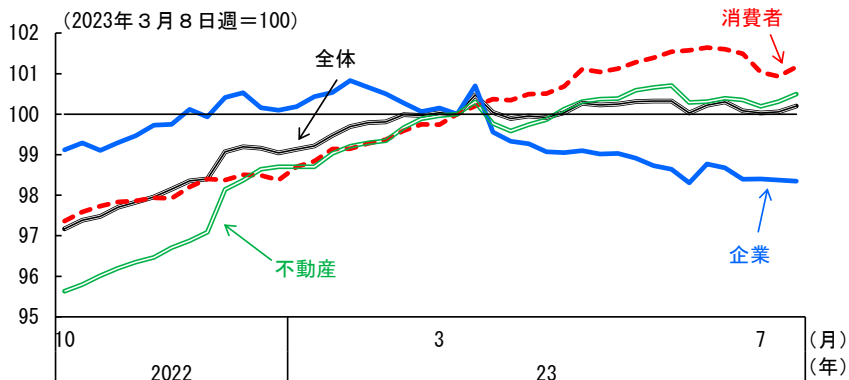
(備考) 1. FDIC、SECより作成。

2. MMF利回りはガバメントMMFのもの。MMFはその運用資産の99.5%以上を現金や国債等とするガバメントMMFと、それ以外(運用資産の0.5%以上が現金や国債以外(CP等))のプライムMMFに大別される。

第1-1-39図 MMFへの資金流入の状況

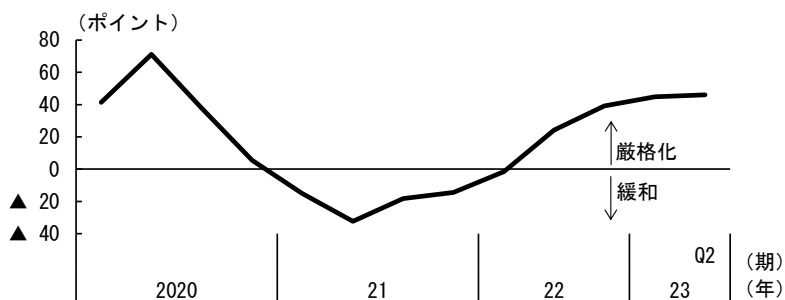


第1-1-40図 銀行貸出残高の内訳（ストック）



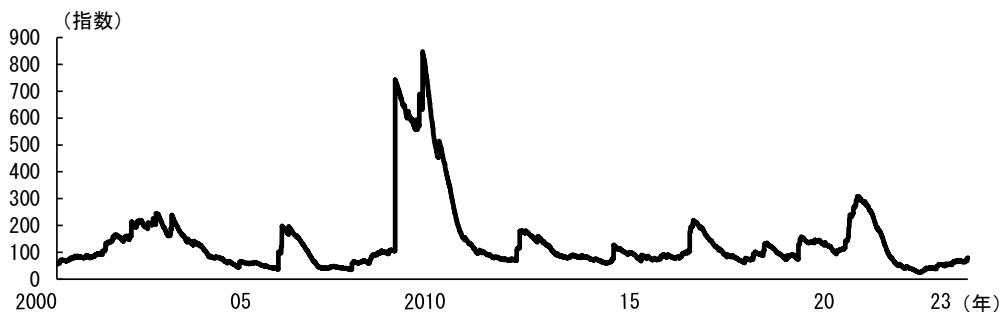
(備考) 1. FRBより作成。
2. 季節調整値。
3. 7/12までのデータ。

第1-1-41図 商工業ローン貸出基準（大・中堅企業向け）



(備考) 1. FRBより作成。
2. 米国内で事業を展開する銀行（最大100行程度）が調査対象。
調査対象期間の貸出基準を厳格化したか、緩和したかを質問。
図の数値は「厳格化を報告した銀行の割合」－「緩和を報告した銀行の割合」の差。0を境界に、数字が大きくなれば貸出基準の厳格化を意味する。

第1-1-42図 企業の倒産件数



(備考) 1. ブルームバーグより作成。
2. 2000年から2012年の中央値を100とした指数。

(2) クレディ・スイスの買収と AT 1 債の無価値化 (クレディ・スイス買収は永久劣後債の無価値化を随伴)

前述のアメリカの銀行破綻はスイスの大手金融機関クレディ・スイス⁴¹ (CS) の経営にも影響を与えることとなった。

CSについては、内部管理体制の不備⁴²と投資銀行部門の不調⁴³が近年指摘されていた。また、2023年3月14日に監査法人からも内部統制の有効性について「不適正」とする監査意見が表明されていた(第1-1-43表)。

3月15日、アメリカの銀行破綻を受けて金融不安が高まる中、筆頭株主のサウジ・ナショナル・バンクが追加出資をしないと報道を契機に、欧州株式市場で同社株価が急落するとともに、5年物クレジット・デフォルト・スワップは過去最高を更新した。これを受け同日、スイス国立銀行(中央銀行)及びスイス金融市場監査局(FINMA)はCSに対し「必要があれば流動性を供給する」と支援を表明した。

3月19日、スイスの大手金融機関UBS⁴⁴がCSを総額30億スイスフラン(約5千億円⁴⁵)で買収すると発表し、スイス国立銀行は同買収支援のため最大1億スイス・フラン(約14.9兆円)の流動性支援ローンを供給すると発表した。

さらに、スイス政府はUBSに対し、CS買収に関連して発生し得る損失をカバーするため90億スイス・フラン(約1.4兆円)の保証を付与するとともに、同社が発行した永久劣後債(Additional Tier 1 債(AT 1 債))160億スイス・フラン(約2.4兆円)をゼロ評価(無価値化)すると発表した。

⁴¹ 証券・投資銀行業務・富裕層向け資産管理業務等を行うグローバル金融機関(UBSに次ぐ総資産額スイス国内第2位)。

⁴² 近年、ブルガリアの麻薬組織によるマネーロンダリングをめぐる有罪判決、モザンビークでの汚職への関与等、不祥事が相次いでいた。

⁴³ 英金融会社のグリーンシル・キャピタル社の破綻や、アルケゴス・キャピタル・マネジメントの破綻等を通じ巨額の損失を出すなど、投資銀行部門の不調により収益が悪化していた。

⁴⁴ 証券・投資銀行業務・富裕層向け資産管理業務等を行うグローバル金融機関(総資産額スイス国内第1位)。

⁴⁵ 4月期中平均レートでの1スイスフラン=148.88円を使用。以下同様。

第1-1-43表 クレディ・スイス買収の経緯

2023年3月9日	米証券取引委員会 (SEC) より問合せを受け、年次報告書の公表を延期。
3月14日	2022年の年次報告書で財務報告に関する内部統制の「重大な弱点」が明らかに。監査法人もCSの内部統制の有効性について「不適切」とする監査意見を表明。
3月15日	<ul style="list-style-type: none"> ・筆頭株主のサウジ・ナショナル・バンクがCSに対して「規制上の問題で追加出資できない」と述べ、CSの欧州株式市場での株価は急落。 ・スイス国立銀行とFINMAは「必要があれば、流動性を供給する」と支援を表明。
3月16日	・CSはスイス国立銀行からの最大500億スイスフラン(約7.4兆円)借入れ計画を発表。
3月19日	<ul style="list-style-type: none"> ・UBSがCSに対し株式交換(UBS株1単位に対してCS株22.48単位と交換)による買収を発表。買収額は30億スイスフラン(約5千億円)。17日時点のCSの時価総額(約1兆円)を大きく下回る。 ・スイス国立銀行は、UBSとCSに1千億スイスフラン(約14.9兆円)の流動性支援、スイス政府は、UBSに対し、90億スイスフラン(約1.4兆円)の保証の付与を発表。 ・CSは、スイス当局の指示の下、160億スイスフラン(約2.4兆円)相当の永久劣後債(AT1債)を無価値化すると発表。
3月20日	CSのAT1債の無価値化を受け、ECB、欧州銀行監督機構、単一破綻処理委員会は、経営危機時の対応で引き続き社債保有者の前に株主に損失負担を求めると表明。BOEもこのような状況では、まず損失を負担するのは株主で債券保有者の負担はその後になると表明。
3月23日	FINMAは、「CSのAT1債は破綻回避に不可欠な特別な政府支援を受ける場合に減損処理され得ると目論見書で明示されており、19日のスイス政府からの支援はこれに該当する。機関投資家に対し、スイスのAT1債は発行銀行の株式資本が完全に毀損する前に減損処理ないしCET1と交換されるよう制度設計されていると説明した」と表明。
6月20日	UBSによるCSの買収が完了。

(備考) CS、スイス中央銀行、ECB、BOE等公表資料より作成。

(バーゼルIII⁴⁶においてはAT 1 債は損失吸収手法との位置付け)

ここで、現行の銀行規制であるバーゼルIIIにおけるAT 1 債の位置付けについて整理する(第1-1-44図)。バーゼルIIIでは、株式等のリスク・アセットに対する銀行の自己資本の比率を8%以上とする規制が課されている。また、国際統一基準行については追加的に最大5%の資本の上積みが求められ、さらにグローバルなシステム上重要な金融機関(G-SIBs)と認定された銀行は追加的に最大2.5%の資本の上積みが求められる⁴⁷。CSについては、G-SIBsに位置付けられていた。

自己資本には、「普通株式等Tier 1 資本(CET 1 :Common Equity Tier 1)」が4.5%、国際統一基準行には、資本保全バッファー2.5%が上乗せされ、景気後退時の取り崩し余地の確保を目的としたカウンターシクリカル・バッファーとして最大2.5%、G-SIBsと認定された銀行は追加資本賦課(HLA :Higer Loss Absorbency。より高い損失吸収を持たせるためG-SIBsに対して求められる上乗せ資本。)として追加的に最大2.5%の資本の上積み求められる⁴⁸。

また、自己資本には銀行が実質的に破綻認定されたタイミングで元本削減を行うための資本であるバーゼルIII適格「Tier 2 債」を含めることが認められている。さらに、債権の性質として見た場合、CET 1 よりは損失吸収力が弱いものの、Tier 2 債に比べると破綻に至る前に十分な損失吸収がなされる債権として「その他Tier 1 債(AT 1 : Additional Tier 1)」を含めることが認められている。

このAT 1 債の特徴⁴⁹としては、満期がない債券であること(永久性)、仮に銀行が破綻した場合に預金者へ損失が及ばないように秩序ある破綻をもたらすこと(劣後性)が挙げられる。通常の破綻であれば、まず株式の価値が毀損され次いで劣後債の価値が毀損された結果、預金者の保護が図られる。このため、AT 1 債は預金者保護のためのバッファーとしての意義を有するとともに、普通社債よりも金利が高い一方でリスクは株式よりも低い安全商品と考えられ、低金利環境下で積極的に購入されてきた。

⁴⁶ 銀行は、預金を扱うことに起因する他のサービスに比べて高い公共性や、銀行経営の健全性に係る預金者との情報の非対称性の観点から政府が一定の規制を課することが合理的と考えられている。また、国際的な活動を行う銀行に対しては国際的に統一なルールを策定することで、国際的な活動を可能にするための基盤を作ることが合理的と考えられている。こうした考えに基づき、国際金融システムに影響を与える銀行が破綻しないようにする規制、あるいは破綻したとしても秩序ある破綻を可能にする規制として、1988年にスイスのバーゼルで国際的な銀行への規制であるバーゼル規制が合意され、1992年に導入された。バーゼル銀行規制委員会で合意された規制(バーゼル規制)に関し、各加盟国は同規制と整合的な法令等を整備している。

⁴⁷ バーゼルIIIの基本的な考え方については、服部(2022a)及び金融庁「バーゼル3(国際合意)の概要」参照。

⁴⁸ 資本保全バッファー及びカウンターシクリカル・バッファーの考え方の詳細については服部(2023)参照。

⁴⁹ AT 1 債の考え方の詳細については服部(2022b)参照。

第1-1-44図 パーゼルIIIにおける自己資本の概要

Tier2(T2債)	} 資本バッファ
その他Tier1 (AT1債)	
追加資本賦課 (HLA)	
カウンターシクリカル資本バッファ	
資本保全バッファ	
普通株式等Tier1 (CET1)	

(備考) 金融庁「パーゼル3 (国際合意) の概要」、服部 (2022a)、服部 (2022b)、服部 (2023)、日本銀行「パーゼル銀行監督委員会によるニューズレター『資本バッファの利用可能性について』」より作成。

(市場参加者からの反対意見もみられる AT 1 債の無価値化)

CSのAT 1 債のゼロ評価 (無価値化) 発表を受けAT 1 債の取引市場は混乱し、ECB及び欧州銀行監督機構、単一破綻処理委員会は、経営危機時の対応で引き続き社債保有者の前に株主に損失負担を求めると表明した。また、BOEは、市場の動揺を抑えるため、このような状況でまず損失を負担するのは株主で、債券保有者はその後になると表明した。

一方でFINMAは、「CSのAT 1 債は、破綻回避に不可欠な特別な政府支援を受ける場合に減損処理され得ると目論見書で明示されており、19日のスイス政府からの支援はこれに該当する。また、スイスのAT 1 債は、発行銀行の株式資本が完全に毀損する前に、減損処理ないしCET 1 と交換されるよう制度設計されている旨を機関投資家に対し説明している。」と表明した。

このようなFINMAの説明に対しては反対も多く、4月末にはスイス連邦行政裁判所は、CSのAT 1 債を保有する投資家によるFINMAに対する訴訟が、これまでに数百件に達していることを明らかにしている。CSはG-SIBsに指定されており、その買収及び手続については今後の各国の金融監督にも影響を与えられるところ、国際的な理解を得る努力が引き続き求められる。

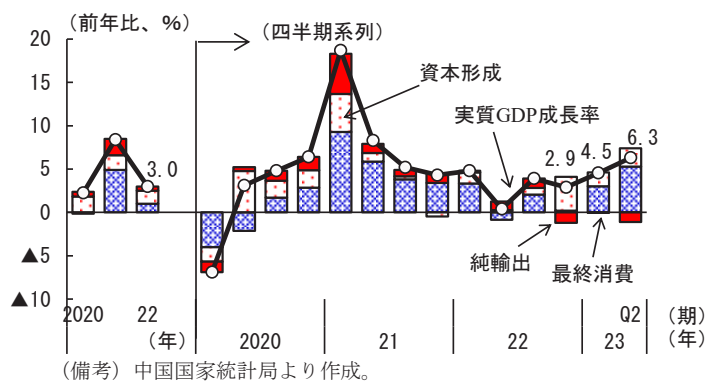
4. 感染症収束後の中国の景気動向

欧米では、共通課題となっている物価上昇に対して金利引上げを講じているが、両者の回復力には実質的な購買力の違いによる差がみられた。中国はどうだろうか。以下では、中国の景気動向について確認する。

(景気はサービス業を中心に持ち直しの動き)

2022年末に広がった感染症の収束を受け、2023年1－3月期の成長率は前年同期比4.5%とプラス幅が拡大した(第1-1-45図)。内訳は、最終消費の寄与が3.0%ポイント、資本形成の寄与が1.6%ポイント、純輸出が▲0.1%ポイントとなり、外需の弱さが続く中で、国内では繰越需要の発現もあり内需を中心に成長率が2022年10－12月期よりも上昇した。4－6月期は前年同期比6.3%となり、持ち直しの動きが続いている(内訳は、最終消費5.3%ポイント、資本形成1.2%ポイント、純輸出▲1.1%ポイント)。ただし、前年4～5月に上海ロックダウンの影響があった点には留意が必要である。

第1-1-45図 中国の実質GDP成長率

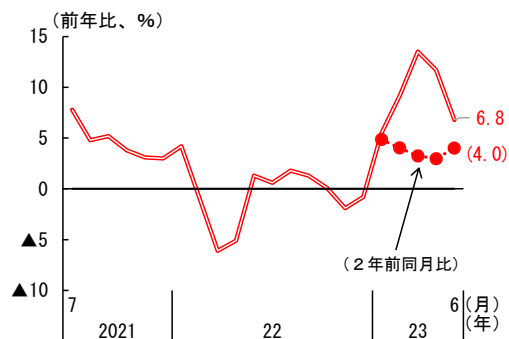
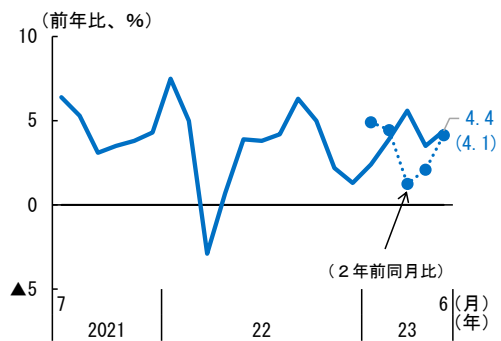


景気を持ち直しの動きは、外食や旅行をはじめとしたサービス業を中心に進んでおり、4月のサービス業生産は前年同月比で13.5%、鉱工業生産も同5.6%と伸び率の上昇が続いた(第1-1-46図)。ただし、これらの値は、前年4～5月が上海ロックダウンの影響で著しく低下した影響を含んでいる。この影響を除くため、2年前同月比(年率換算)をみると、サービス業生産は4月は3.2%、鉱工業生産は同1.3%となる。サービス業生産は堅調に持ち直しているものの、鉱工業生産は、外需が伸び悩む(後述)中で、回復のペースは緩やかなものにとどまった。その後も両指標は緩やかな改善傾向が続いている(6月の2年前同月比は、鉱工業生産は4.1%、サービス業生産は4.0%)。

第1-1-46図 中国の生産（鉱工業、サービス業）

(1) 鉱工業生産

(2) サービス業生産



(備考) 1. 中国国家统计局より作成。

2. 2年前同月比は、2022年4-5月の上海ロックダウンの影響を除くための値（年率換算）。

Box. 中国衛生当局は感染収束を宣言

中国では、2022年11月から感染症対策の段階的な緩和を開始し、2023年1月には感染症分類を引き下げ、いわゆるゼロコロナ政策を終了した⁵⁰。2022年冬季の感染症再拡大期には、PCR検査の非義務化を受けて受検者数が急減したために日次の感染者数データの発表が取りやめられ、2023年2月からは、自発的なPCR検査における陽性者数、発熱外来受診者数等の感染症関連指標が公表されることとなった（表1）。各指標は2022年12月末から2023年1月初旬がピークとなり、2月6日時点では大幅に減少しており、4月27日時点まで低水準での推移が続いている。中国衛生当局は、「昨年末からの感染拡大は基本的に収束した」と宣言するとともに（2月28日）、2022年12月から2023年2月の間に国内人口の82%以上が感染したとの推計値を発表した（4月28日）。

表1 中国の感染症関連指標

	ピーク	2023年2月6日	同4月27日
PCR検査陽性者数	694万人 (2022年12月22日)	0.9万人	6,752人
PCR検査陽性率	29.2% (同12月25日)	1.5%	4.4%
発熱外来受診者数	延べ286.7万人 (同12月23日)	延べ13.7万人 (ピーク比▲95.2%)	延べ22.1万人 (ピーク比▲92.3%)
入院患者数	162.5万人 (2023年1月5日)	6万人 (ピーク比▲96.3%)	5,592人 (ピーク比▲99.7%)
入院患者数（重症）	12.8万人 (同1月5日)	0.2万人 (ピーク比▲98.1%)	19人 (ピーク比▲99.9%)
医療機関での死亡者数	4,273人 (同1月4日)	102人 (ピーク比▲97.6%)	0人 (ピーク比▲100%)

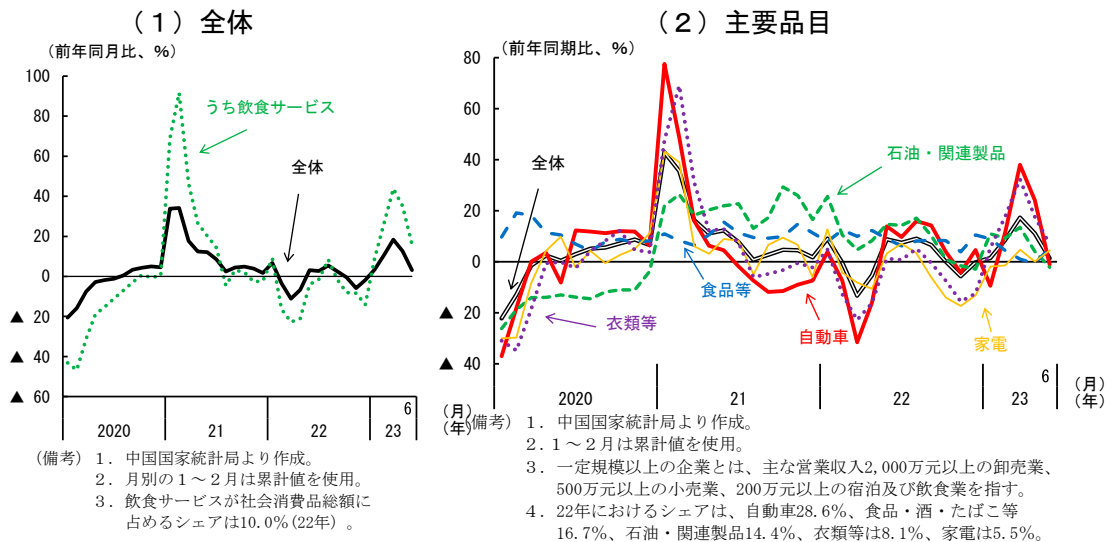
（備考）中国CDCより作成。

⁵⁰ 中国国務院は2022年11月、「防疫措置を最適化する20条の措置」を発表。封鎖対象地域を限定し、濃厚接触者の隔離期間を短縮したことで、全市レベルのロックダウンは実施されないこととなった。同年12月には無症状感染者や濃厚接触者の自宅隔離を可能とし、非高リスク地域での休業措置や人流制限を撤廃するなど更に緩和し、2023年1月には感染症分類を引き下げ、事実上ゼロコロナ政策を撤廃した。詳細は内閣府（2023）を参照。

(個人消費はサービスを中心に持ち直すが、財消費は弱い)

サービスを中心に進んだ個人消費の持ち直しの動きは、小売総額（名目）の内訳である飲食サービスでも確認できる（第1-1-47図（1））。財については、社会経済活動の正常化を受けて、衣類等一部の品目については高い伸び率となった⁵¹（第1-1-47図（2））。他方、感染症収束に伴う繰越需要の発現の影響が低い財の伸び率は低く、特に家電等の住宅関連財の伸び率は不動産市場が軟調であることも受けて（後述）、低調に推移している⁵²。

第1-1-47図 小売総額（名目）



なお、自動車については、半導体不足が緩和し供給が改善する中で、2022年末に一律の自動車減税や補助金が終了することを受けて、同年後半にかけて駆け込み需要が発生し、2023年年初にはその反動減がみられた（第1-1-48図）。その後は、新たな環境基準の導入⁵³に向けた在庫調整のために大幅な値下げ販売が実施されたことから、販売台数には増加がみられている。しかしながら自動車業界⁵⁴は、自動車の需要はまだ完全には回復しておらず、過度な販促に対して消費者の様子見が続いていると指摘している⁵⁵。

⁵¹ 前年（2022年4月前後）の値が低い影響も含まれる。

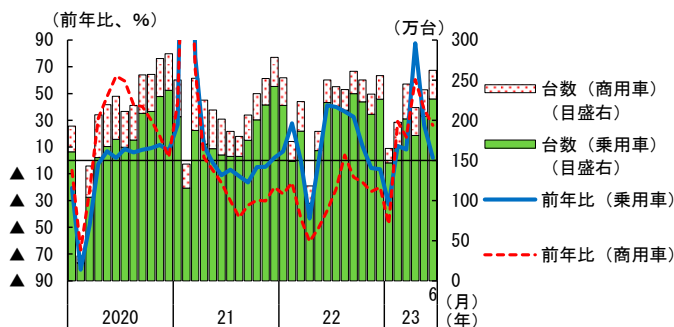
⁵² 2023年1～4月累計の前年同期比で、家電▲4.6%、家具▲3.3%、建材・塗装材料▲11.5%等。

⁵³ 中国政府は欧州基準を参考にした排ガス基準を2001年から導入しており、「国6」基準については規制を「国6a」と「国6b」に分けて段階的に導入。2023年5月8日、より厳格な「国6b」を7月1日から施行し、基準に準拠していない車両の生産、輸入、販売を禁止すると発表。ただし、一定の基準を満たす車は2023年12月31日まで販売を許可するとした。中国汽车（自動車）工業協会によると2023年1月末時点で新基準のRDE（路上走行試験）要件を満たさない車両の在庫は189万台以上、部品を含めた在庫は200万台以上。

⁵⁴ 中国汽车工業協会。

⁵⁵ 中国汽车工業協会（2023）。

第1-1-48図 乗用車販売台数



(備考) 1. 中国汽車工業協会より作成。
 2. 出荷ベース。
 3. 自動車販売台数のうち、乗用車が87.7%を占める(2022年)。

このように財消費の回復力が弱いことを受けて、中国政府は、消費回復を促進する方針を打ち出している。2022年12月の中央経済工作会議において、国内需要の拡大に注力する方針を示した。さらに2023年3月の政府活動報告では、自動車や家電等単価の高い「大型消費」の安定化を重視する方針が打ち出された。こうした方針を踏まえ、内需の回復、拡大を図るため累次の消費喚起策が示されている(第1-1-49表)。具体的には2022年12月以降に40以上の省区市で消費券が発行され、広東省等においては自動車購入補助が実施されるとともに、湖北省においては小口融資制度が新設されている。

第1-1-49表 中央・地方の主な消費喚起策

決定・発表日	中央政府
2022年12月14日 (國務院等)	○内需拡大戦略計画綱要(2022-2025)を発表。消費・投資の促進による内需の規模拡大、分配改善(都市部と農村部の発展格差縮小等)、供給の質向上(産業構造の高度化等)、市場経済体系の整備(制度改善等)経済循環の円滑化(より高いレベルの開放型経済形成等)が掲げられた。また、オンラインとオフライン消費の融合やグリーン消費の発展推進等が盛り込まれた。
12月16日 (中央経済工作会議)	○国内需要拡大に注力する。消費の回復・拡大を優先的に位置付ける。様々なルートで都市・農村住民の収入を増やし、住居の改善、新エネ車・介護サービス等の消費を支援する。
2023年3月2日 (商務部等)	○三方面での消費の回復・拡大に注力する。 (1)今年を消費振興年に位置付け、関連活動を展開する。 (2)自動車(新エネルギー車の消費支援や中古車の流通拡大)、家電、住居、飲食等重点分野を安定化・強化し、消費基盤を固める。 (3)国際消費中心都市(上海、北京、広州、天津、重慶)の構築を推進。
3月5日 (政府活動報告)	○国内需要拡大に注力する。消費の回復・拡大を優先的に位置付ける。様々なルートで都市・農村住民の収入を増やす。大型消費を安定させ、個人向けサービス消費の回復を促進。
4月19日 (国家发展改革委员会等)	○消費の持続的な回復のため四方面に焦点を当てる。 (1)消費の持続的な回復促進(大型消費等の重点分野の消費回復に関する政策文書の策定等)。 (2)自動車消費の安定に向けた取組強化(充電ステーションの建設促進等)。 (3)消費能力の向上推進(所得上昇、雇用促進等)。 (4)消費条件の最適化(安全な消費環境の構築に関する政策文書の策定等)。
	地方政府
12月以降 (各地方政府)	○40以上の省区市が消費券を発行(江蘇省:2.5億元、福建省:2億元、天津市:1.1億元等)し、自動車補助金政策(広東省、海南省、北京市等計約6億元)を実施。また金融面でも消費拡大を支援(湖北省:500億元規模の小口融資制度を新設等)。 ○広州市等が「国際消費中心都市の発展計画」を発表。観光客数の2割増、省売上高を16.2%増の1兆1,765億元、住民一人当たりの平均消費支出を2.0%増の4万8,100元、消費品の輸入額を1.9%増の780億元に引き上げる目標を掲げた。

(備考) 各種政府資料より作成。

(感染症拡大以降は所得が伸び悩み一方で貯蓄が増加)

財消費の回復力が弱い背景としては、2020年以降の累次の感染症拡大の後遺症として、所得の伸び悩みと貯蓄率の上昇、すなわち消費性向の低下もある。

所得の動向をみると、一人当たりの実質可処分所得は2022年は前年比2.9%、2023年1-3月期は同3.8%、4-6月期も同5.8%と、感染症拡大前の上昇率(年平均7.1%⁵⁶⁾と比べ低い伸び率にとどまっている⁵⁷(第1-1-50図)。

貯蓄率をみると、2022年以降は上昇基調となっており(第1-1-51図)、また家計の預金額も右肩上がり増加している(第1-1-51図)。この背景としては、中国人民銀行の調査⁵⁸によると、2020年の感染症拡大以降、より多く貯蓄する意向の預金者が増加基調となっており、2022年10-12月期には61.8%と2002年の調査開始以来最も高い値になったことが挙げられる(第1-1-53図)。このために家計の消費性向は、2022年には2020年と同程度まで低下しており、2023年上半期も感染症拡大前の2019年を下回る水準となっている(第1-1-54図)。

⁵⁶ 同統計において全国の実質伸び率が発表されている2013年以降で、感染症拡大前(2019年)までの平均伸び率。

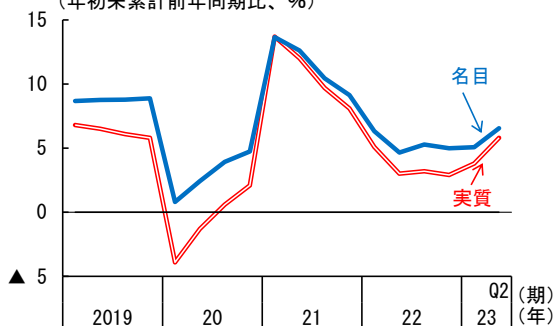
⁵⁷ 実質値では、2023年1-3月期にやや伸びが高まっているが、これには2023年に入り食品等を中心に消費者物価が低下傾向にあることが影響しているとみられる。

⁵⁸ 中国人民銀行による2023年4月時点の調査。現状と比較して今後更に消費/貯蓄/投資を増やす意向と返答した割合。投資には(1)銀行・証券・保険会社の理財商品、(2)基金信託商品、(3)株式、等が含まれる。

実質可処分所得が伸び悩み、所得面からの下支えが弱い中で貯蓄率が上昇し、サービス消費は感染症収束に伴い持ち直しているものの、財消費の回復力は弱められていることから、個人消費の自律的な回復にはまだ至っていないと考えられる。中国政府は消費喚起策を打ち出しているが、これが呼び水となり貯蓄率の引下げを伴う消費拡大につながり、景気の自律的な回復に向かうことができるか、引き続き注視が必要である。

第1-1-50図 一人当たり可処分所得

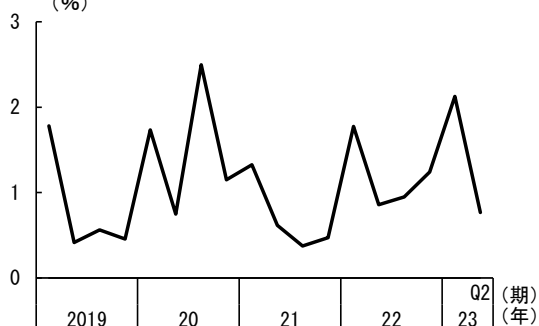
(年初来累計前年同期比、%)



(備考) 中国国家统计局より作成。

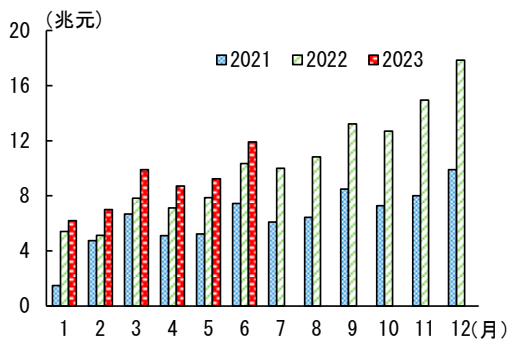
第1-1-51図 貯蓄率の推移

(%)



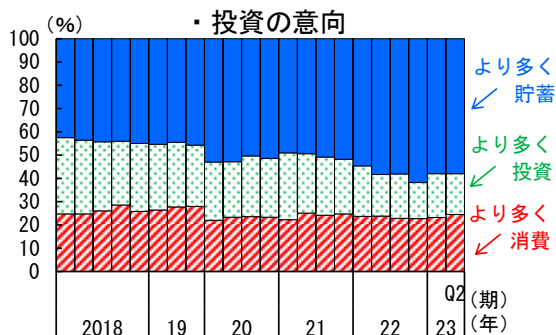
(備考) 中国国家统计局、中国人民銀行より作成。

第1-1-52図 家計預金新規増加額の推移



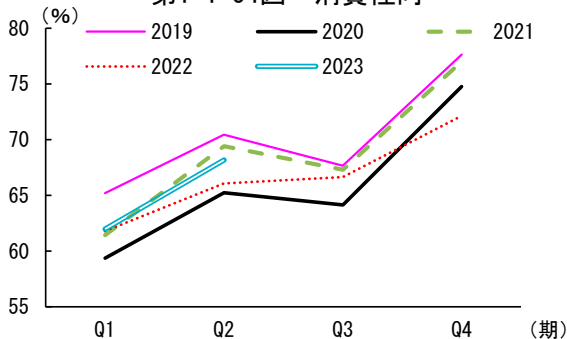
(備考) 中国人民銀行より作成。

第1-1-53図 都市預金者の貯蓄・消費



(備考) 1. 中国人民銀行より作成。
2. 全国の50都市において2万人の預金者を対象に調査を実施。

第1-1-54図 消費性向



(備考) 中国国家统计局より作成。

（輸出は持ち直しの動きの後停滞）

中国の財輸出額⁵⁹は、2022年10月に前年比でマイナスに転じて以降、2023年3月にプラス転換したが、5月以降は改めてマイナスとなり、停滞がみられている（第1-1-55図（1））。数量ベースでは、2022年ほど力強くはないものの、2023年入り後に持ち直しの動きがみられた（第1-1-55図（2））。主要品目の動向を金額ベースでみると、世界的に半導体やパソコンの需要減速がみられる中で、年末年始にかけて電子集積回路やパソコン等は前年を下回って低調に推移したが、2023年年初からは、前年の反動もあり伸び率のマイナス幅は縮小している（第1-1-56図（1））。

財輸入額は、2022年は弱い動きが続いていたが、内需の減少等を受けて、2022年11月以降は減少傾向が顕著になっている（第1-1-55図（1））。数量ベースでも2023年は低水準が続いている（第1-1-55図（2））。主要品目の動向を金額ベースでみると、電子集積回路は2022年5月以来、前年比のマイナス幅が拡大している（第1-1-56図（2））。こうした状況は、世界的な需要減速のほか、米国による対中半導体規制の強化も影響しているとみられる⁶⁰。また、原油については、価格の下落を背景に2022年の年央以降、伸びは低下が続いている。

なお、近年中国では、中間財から最終消費財までを国内で生産する内製化が進んでおり、加工貿易（再輸出）用の輸入の比率は低下している一方、国内消費用の一般貿易の比率は高まっている（第1-1-57図）⁶¹。こうしたことから、従前に比べ、内需不足による輸入停滞がより顕著にみられるようになっていると考えられる。

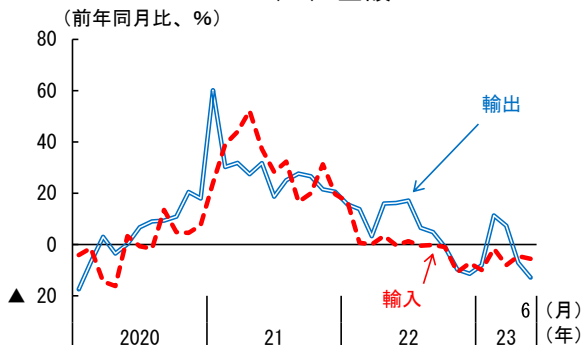
⁵⁹ 輸出入額は、断りのない限り全てドルベース。

⁶⁰ 2 節 1 項アメリカを参照。

⁶¹ 詳細は本田（2023）。

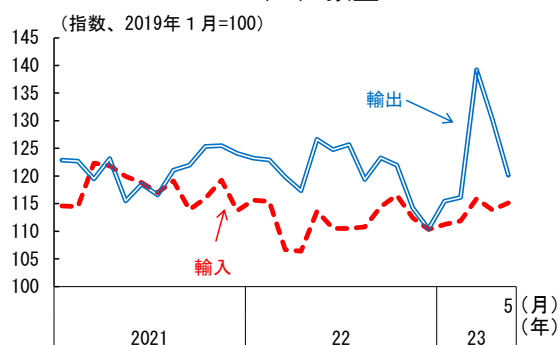
第1-1-55図 財輸出入

(1) 金額



(備考) 1. 中国海関総署より作成。
2. 月別の1～2月は累計値を使用。

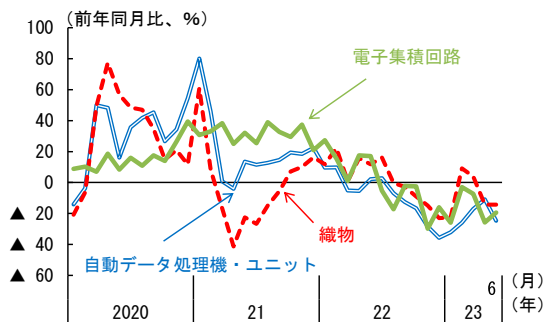
(2) 数量



(備考) 1. オランダ経済分析総局より作成。
2. 季節調整値。

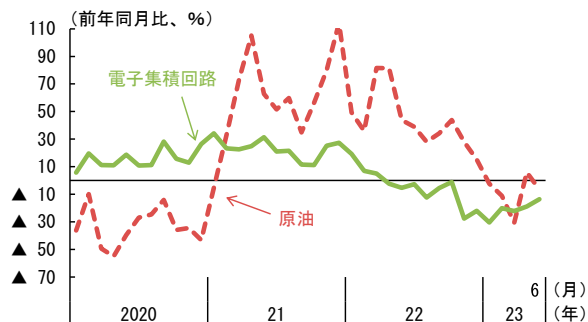
第1-1-56図 主な個別品目

(1) 輸出



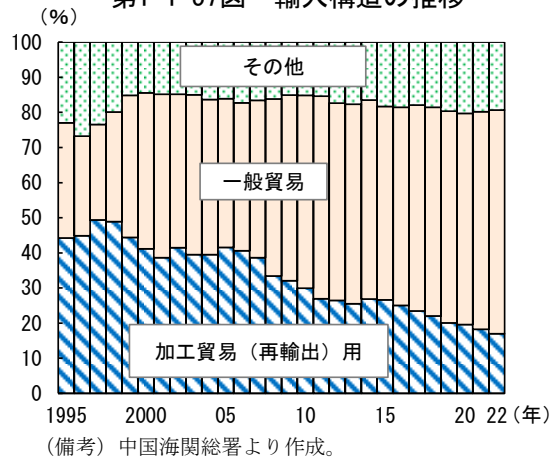
(備考) 1. 中国海関総署より作成。
2. 1～2月は累計値を使用。
3. 22年におけるシェアは、自動データ処理機・ユニット6.6%、織物4.1%、電子集積回路4.3%。

(2) 輸入



(備考) 1. 中国海関総署より作成。
2. 1～2月は累計値を使用。
3. 22年におけるシェアは、電子集積回路15.3%、原油13.3%。

第1-1-57図 輸入構造の推移



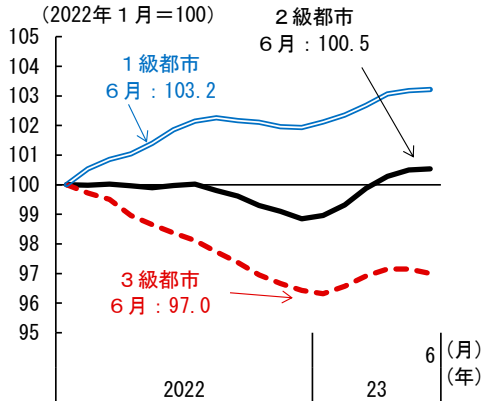
(政策支援があるものの、不動産市況は軟調な動き)

中国では、不動産ディベロッパーの資金繰り問題が長引く中、2022年11月からの累次の不動産市場支援策の実施を受けて⁶²、住宅価格は、地方都市（3級都市⁶³）も含めて前月比プラスで推移し好転がみられているが、その伸び率は徐々に低下している（第1-1-58図）。不動産販売面積は、繰越需要が1－3月期に集中的に発現したことからマイナス幅が顕著に縮小したものの、4月以降は再びマイナス幅が拡大しており、市況は軟調な動きとなっている（第1-1-59図）。

⁶² 内閣府（2023）。

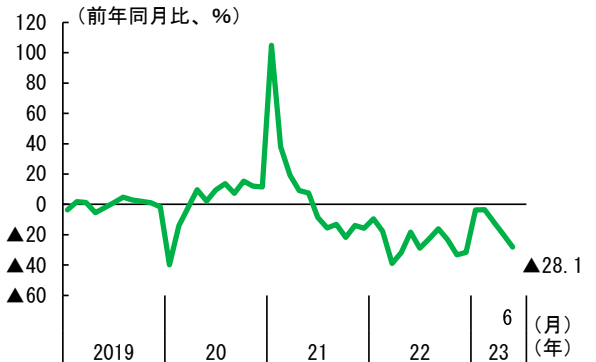
⁶³ 国家統計局の分類により、1級都市は中国を代表する国際都市の4都市（北京、上海、広州、深セン）、2級都市は各地方で規模が最も大きな31都市（天津、重慶、杭州、成都等）、3級都市は各地方で中堅の35都市（吉林、温州、洛陽、桂林等）。

第1-1-58図 住宅価格



(備考) 1. 中国国家统计局より作成。
2. 1級都市：4都市（北京、上海、広州、深セン）
3. 2級都市：31都市（天津、重慶、杭州、成都等）
4. 3級都市：35都市（吉林、温州、洛陽、桂林等）

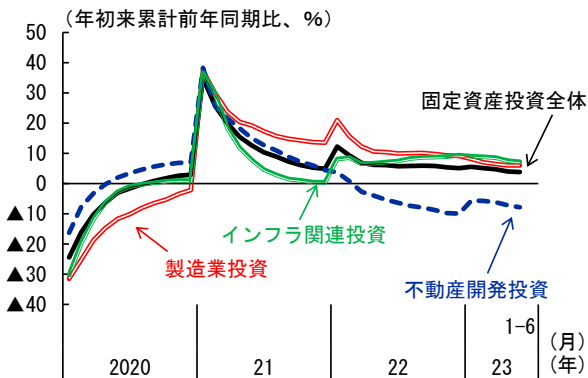
第1-1-59図 不動産販売面積



(備考) 1. 中国国家统计局より作成。
2. 1～2月は累計値を使用。

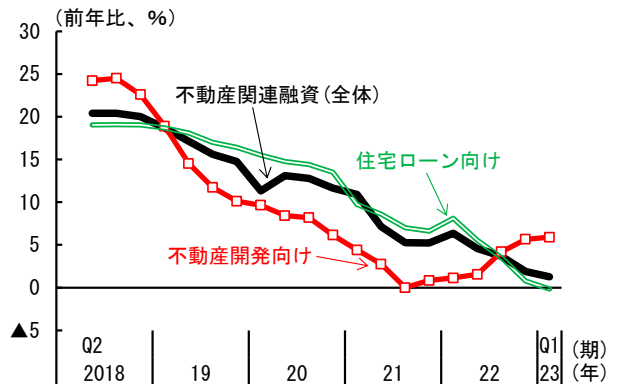
需要回復が遅れる中、不動産開発投資のマイナス幅も拡大に転じている（第1-1-60図）。こうした中で、不動産関連融資残高は前年比のプラス幅の縮小が続いている（第1-1-61図）。内訳をみると、不動産開発向け貸出には持ち直しの動きがみられる⁶⁴ものの、住宅ローン向け貸出は2023年1～3月期に前年比▲0.2%と減少に転じており、引き続き需要の弱さが確認できる。

第1-1-60図 固定資産投資



(備考) 1. 中国国家统计局より作成。
2. 実額（シェア）は2018年以降、未公表。

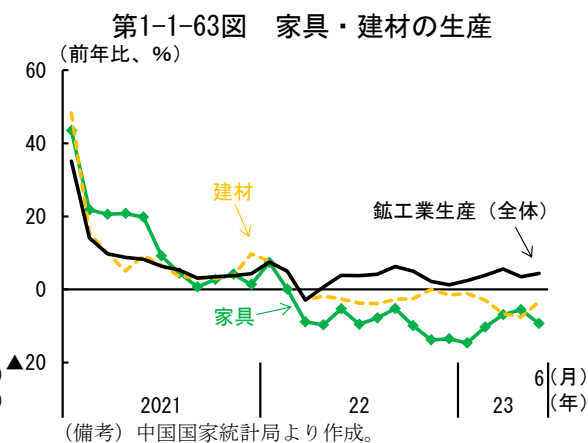
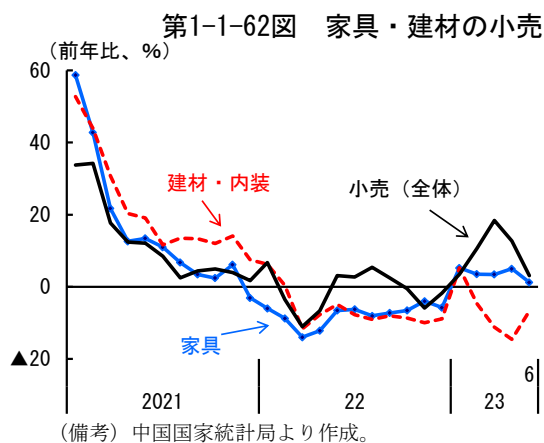
第1-1-61図 不動産関連融資残高



(備考) 中国国家统计局より作成。

⁶⁴ 不動産開発向け融資の前年比プラス推移と、不動産開発投資の前年比マイナス推移の継続にはかい離がある。一定の時間差はあり得るものの、不動産開発向け融資が、不動産開発業者の資金繰りや既存の工事向けに充てられ、新規の投資につながる比率が低下している可能性がある。

住宅需要の伸び悩みは、関連する小売や生産にも影響を及ぼしている。住宅関連財（建材・内装、家具）の小売は2023年初頭に前年比でプラス転換したが、3月からは再び弱い動きとなっている（第1-1-62図）。生産面でも、家具や建材は前年比マイナスでの推移が続いている（第1-1-63図）。小売・生産ともに全体では持ち直しの動きがみられているものの、住宅関連部門が足かせとなっている。



なお、中国の不動産セクターは、関連部門も含めてGDPの3割相当とされ、経済全体への影響も大きい。2022年11月以降の不動産市場支援策の効果の息切れがみられる中で、不動産セクターにおける過剰債務問題の構造的な解決には至っておらず⁶⁵、追加支援策も含め、今後の動向に注視が必要である。

(経済・金融の安定を重点方針に掲げた 2023 年の全人代)

2023年の全国人民代表大会（全人代⁶⁶）では、政府活動報告において、同年の成長率目標を「5.0%前後」と設定した。成長率目標は、2022年の成長率が感染症の影響で3.0%にとどまったことでベースが低いことを踏まえると、やや保守的な水準に設定されている。また、経済政策の重点事項では、消費の回復、拡大を優先課題に位置付け、重大経済金融リスクの防止・解消に努めることとしている⁶⁷（第1-1-64表）。

⁶⁵ 不動産セクターにおける過剰債務問題については内閣府（2023）、その解消状況に関する評価は1章3節2項を参照。

⁶⁶ 国会に相当。2023年の会期は3月5～13日。

⁶⁷ 同年の全人代で選出された李強新総理は、閉幕後の記者会見において、「マクロ政策、需要拡大、改革イノベーション、リスク防止・解消の各分野において連続技（組合拳）を上手く決めることが重要」と述べている。

第1-1-64表 全人代のポイント（2023年の経済政策の重点事項）

1. 内需拡大	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 消費の回復、拡大を優先課題に位置づけ。 ➤ 社会全体の投資を効果的に喚起。 ➤ 輸出による経済の下支えを継続。
2. 産業体系の高度化	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 産業体系の自主コントロール、安全確保を保障。 ➤ 新たに5,000万トンの食糧生産能力向上行動を実施。 ➤ 先端技術⁶⁸の研究開発、応用を推進、展開。 ➤ プラットフォーム企業による発展のけん引、雇用創出、国際競争での活躍を支援。
3. 企業支援	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 国有企業のコア競争力を高め、ガバナンスを改善。 ➤ 民間企業の財産権、起業家の権益を保護。民間企業の難題を解決。
4. 外資利用	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 高水準の対外開放を推進し、貿易投資協力の質とレベルを引き上げる。 ➤ 外資企業の内国民待遇に取り組む。
5. 重大経済金融リスクの防止・解消	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 住宅引渡しを確保。不動産セクターの合理的な融資需要を満たし、合併、買収、再編を推進。一部大手不動産企業のリスクを防止、解消し、資産負債状況を改善。 ➤ 都市ごとに施策を講じ、住宅への実需や高度化需要を支援。「住宅は住むためのもので投機対象ではない」との位置づけを堅持。 ➤ システミック金融リスク、<u>地方政府の債務リスクの防止・解消</u>。

（備考）新華社より作成。

また、政府活動報告において、金融政策については「穏健な金融政策は的確で強力なものにする」「人民元為替相場の合理的な均衡水準での堅調な推移を保つ」との方針を示している。これを受け中国人民銀行は、2023年3月の全人代閉幕後速やかに、預金準備率の引下げを発表した（第1-1-65図）⁶⁹。さらに同年6月には、事実上の政策金利と位置付けられる中期貸出ファシリティ（MLF）金利⁷⁰の引下げを発表し、これに連動して市中銀行の最優遇貸出金利（LPR）⁷¹も低下した。感染収束後の景気回復のペースが緩やかなものにとどまる中で、金融面からの景気の下支えが図られている。

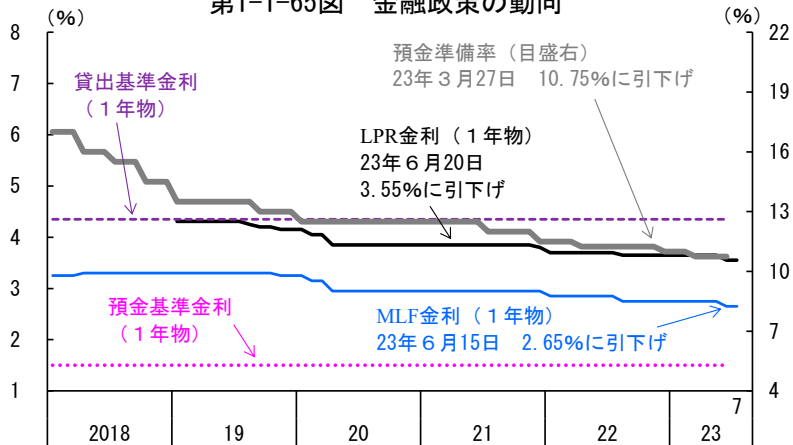
⁶⁸ 新エネ・AI・バイオ製造・グリーン低炭素・量子計算等。

⁶⁹ 大手金融機関向けの預金準備率は10.75%ポイントとなった。2023年3月の引下げの目的について中国人民銀行は、「経済の質的向上と適正な規模拡大を実現し、マクロ政策の連続性を上手く決め、实体经济への支援を高め、銀行システムの流動性を適度に潤沢に維持する。」とした。

⁷⁰ Medium-term Lending Facilityの略。中央銀行から金融機関への資金供給手段の一つ。1年物は2016年より実施。

⁷¹ Loan Prime Rateの略。中央銀行が選定した18の銀行から報告された貸出金利の加重平均値。2019年より実施。

第1-1-65図 金融政策の動向

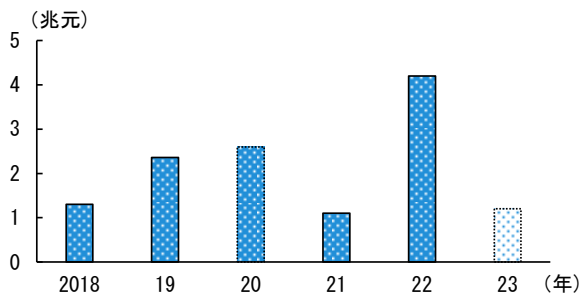


- (備考) 1. 預金準備率は、大手金融機関向けの預金準備率。
 2. MLFとは中期貸出ファシリティの略。中央銀行から金融機関への資金供給手段の一つ。1年物は16年より実施。
 3. LPRとは最優遇貸出金利の略。中央銀行が選定した18の銀行から報告された貸出金利の加重平均値。19年より実施。

(地方財政の健全性に問題がある中、減税規模は縮小)

2023年の政府活動報告によると、2022年までの5年間の累計減税額は5.4兆元に上り、2022年には減税規模は過去最大となった(第1-1-66図)。財政部は、2023年の新規の税金・費用の減免額は1.2兆元としており、2022年の規模からは縮小がみられる。背景には、感染症収束を受けた経済活動の正常化に合わせた政策の正常化という側面に加え、地方財政のひっ迫問題があるとみられる(1章2節2項参照)。本年の政策の重点事項においても「地方政府の債務リスクの防止・解消」が掲げられている。

第1-1-66図 税金・費用の減免額の推移



- (備考) 1. 各種政府資料より作成。
 2. 2020年は「2.6兆元以上」、うち社会保険料の減免額は1.7兆元。
 3. 5年間の累計減税額と各年の合計額は一致しない。

(今後も金融政策面からの支援が続く可能性)

中国では2020年以来、感染症の一時的な収束後（2020年6月、2022年6月）にはV字回復がみられており、2023年上旬にも感染収束を受けての力強い回復が期待されたが、4月以降の経済指標では、外需の弱さの影響もあり、繰越需要が一巡した後の持続的な需要⁷²が不足する状況となっている。当面はサービス業を中心とした持ち直しの動きが続くとみられるものの、貯蓄率の上昇がみられることから、消費の回復には不確実性が伴っており、また、不動産企業の過剰債務問題を始めとした構造的問題の解決にも更なる期間を要するとみられ、不動産市場及び関連部門の停滞が回復の足かせとなり得る。

このような問題に対処するための政策支援の財源にも不安を抱えることから（1章2節2項参照）、金融政策面での下支えが続けられる可能性があるが⁷³、年後半にかけ回復力を高めることができるか、引き続き注視が必要である。

⁷² 中国当局は「後続需要」と呼称。

⁷³ 2023年6月20日のLPR引下げ（1年物は3.55%に、5年物は4.20%に、それぞれ0.10%ポイントずつ引下げ）を受け、複数の外銀等は、年内の追加的な預金準備率引下げや利下げを予測。LPR 5年物は、住宅ローン金利の参照値とされる。