

<目次>

① **日本経済**..... 1
日銀短観（12月調査）

② **米国経済**..... 2
インフレ指標の動向

③ **中国経済**..... 3
2024年の経済運営方針 / 見通し

④ **欧州経済（イタリア）** 4
実質GDP / 消費者物価指数・小売売上高 / 輸出入

⑤ **金融・信用（為替、金利、株式、信用等）** 5

⑥ **特集**..... 6
COP28の成果

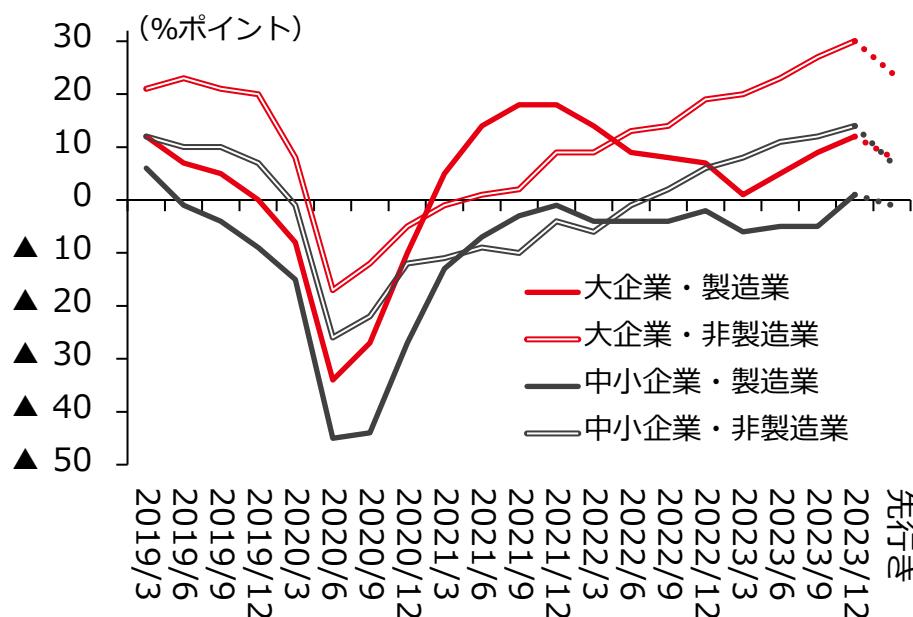
① 日本経済

(シニア・エコノミスト 浦野 愛理)

日銀短観（12月調査）：幅広い業種で景況感が改善、企業の投資意欲も堅調さを維持

- 景況感**：日銀が13日に公表した日銀短観（12月調査）では、大企業・製造業の業況判断DIが+12（9月調査+9）と三四半期連続で改善。価格転嫁の進展や原材料コスト高の一服、自動車生産の回復などを受けて幅広い業種で改善した。大企業・非製造業は+30（9月調査+27）と七四半期連続で改善し、1991年12月以来の水準となった。新型コロナウイルスの影響緩和や価格転嫁の進展などを背景に宿泊・飲食サービスなどの改善が続いた。中小企業でも製造業、非製造業ともに景況感が改善。先行きは、海外経済の減速や人手不足への懸念などを背景に、規模を問わずに幅広い業種で景況感が悪化する見通しとなった。
- 設備投資**：2023年度の経常利益（全規模・全産業）は前年度比+4.0%（9月調査同▲2.7%）と増加見込みに転じる中、設備投資計画（全規模・全産業）は同+12.8%と前回調査（9月調査同+13.0%）からやや下方修正された（いずれも金額ベース）。設備投資計画は引き続き高率の伸びが見込まれ、企業の投資意欲が依然として強い格好となっているが、資材価格の高騰による名目額の上昇は割り引いて考える必要がある。また、海外経済の減速感の強まりが懸念される中、年度後半にかけて実際の投資が伴ってくるかどうか注目。
- 雇用判断**：雇用人員判断DI（全規模・全産業）は▲35と前回調査（9月調査▲33）から不足超の度合いを強め、先行きも▲38とさらに低下する見通し。経済活動の正常化を背景に、特に宿泊・飲食サービスをはじめとする非製造業で人手不足感が強まっており、全規模・非製造業は▲44と1991年3月以来の低水準となった。
- 物価見通し**：原材料コスト高の一服を背景に仕入価格判断DIと販売価格判断DIはともに低下傾向にあるが、企業の物価見通しは1年後（前年比+2.4%）、3年後（同+2.2%）、5年後（同+2.1%）と、前回調査からほぼ変わらず、日銀の2%物価目標を超える水準となった。日銀が18～19日に開く金融政策決定会合では、景気や物価に対する認識の変化だけでなく、金融政策の正常化に向けた地ならしが行われるかに注目。

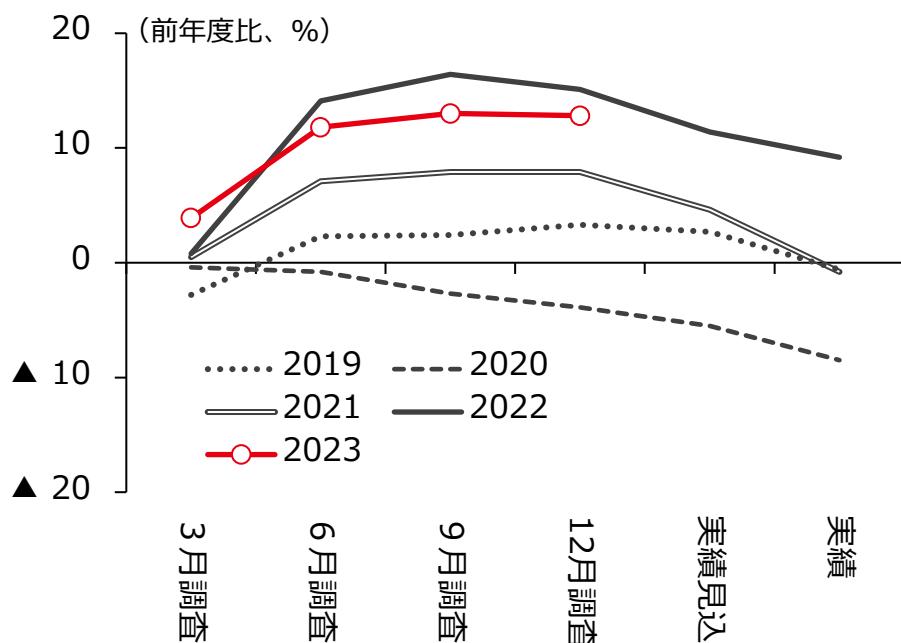
▽業況判断DI



(注) 業況判断DIは、景況感が「良い」と答えた企業の割合から「悪い」の割合を引いた値（回答期間：11/9～12/12）

(出所) 日本銀行

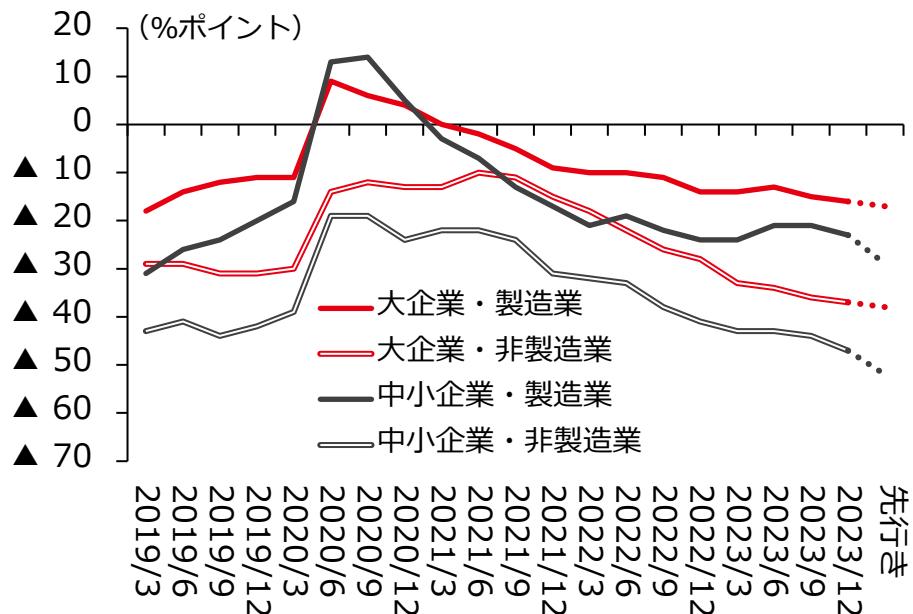
▽設備投資計画



(注) 全規模・全産業、設備投資額（含む土地投資額）

(出所) 日本銀行

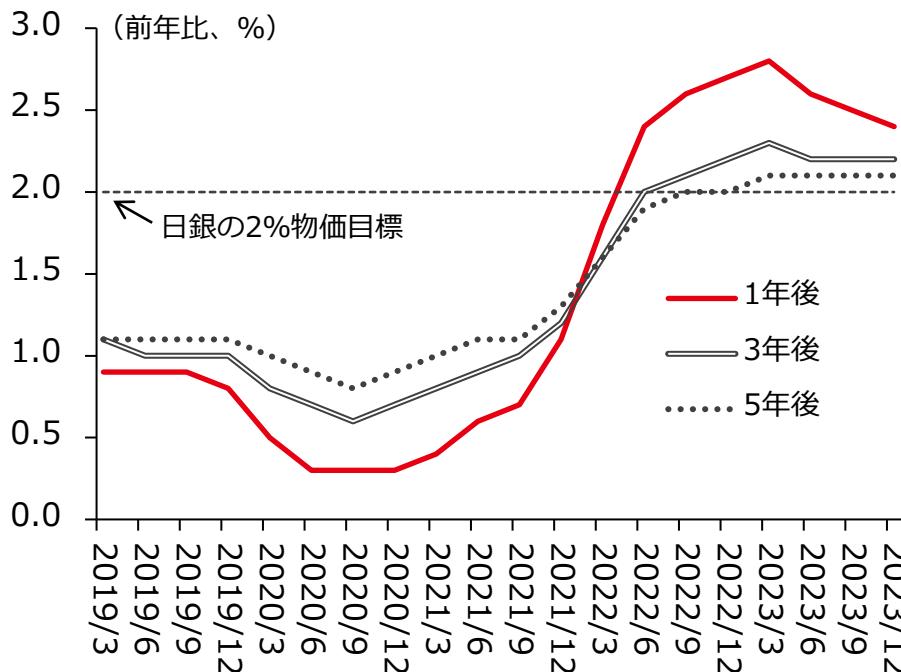
▽雇用人員判断DI



(注) 雇用人員判断DIは、雇用人員が「過剰」と答えた企業の割合から「不足」の割合を引いた値（回答期間：11/9～12/12）

(出所) 日本銀行

▽企業の物価見通し



(出所) 日本銀行

② 米国経済

(エコノミスト 清水 拓也)

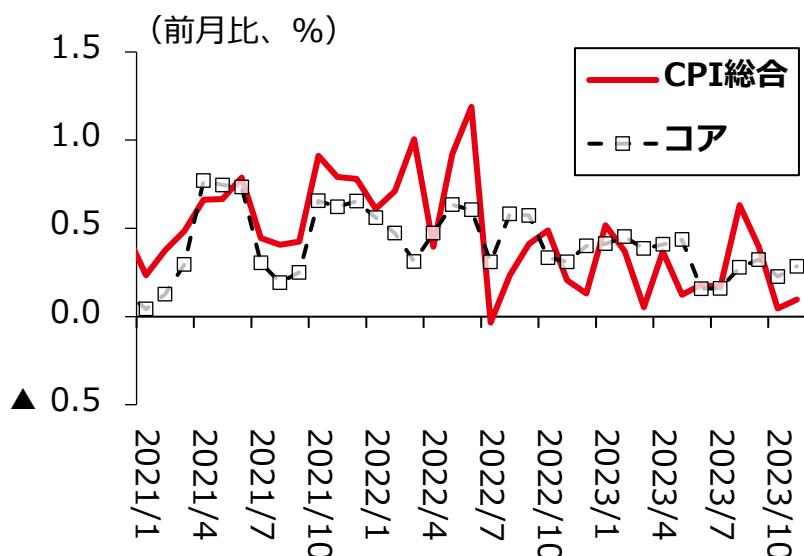
主要指標の動向

- 消費者物価指数 (CPI)** : 11月のCPIは前年比で+3.1% (10月同+3.2%) と2カ月連続で上昇率が縮小した。前月比でも+0.1% (10月+0.0%) と緩やかな伸びに留まったが、エネルギー (▲2.3%) が下落した一方、変動の大きいエネルギー・食品を除くコアCPIは+0.3% (10月+0.2%) とやや加速し、基調的なインフレの根強さを示した。インフレの主要因となっているサービス価格は、構成比の高い住居費を中心に緩やかな鈍化傾向にあるものの、伸び率は依然として高め。
- 生産者物価指数 (PPI)** : 11月のPPI (最終需要ベース) は前年比+0.9% (10月同+1.2%) と上昇率が縮小、前月比では0.0% (10月同▲0.4%) と横ばいに。CPIと同様にエネルギー (同▲1.2%) の下落が押し下げ方向に働いたほか、変動の大きいエネルギー・食品を除いたコアPPIについても前月比0.0% (10月同0.0%) と上昇圧力の弱まりが確認された。
- 小売売上高** : 11月の小売売上高は前月比+0.3% (10月同▲0.2%) と増加した。物価要因を加味しても底堅さを感じさせる内容で、13部門中8部門が増加、特に飲食 (同+1.6%) や無店舗販売 (同+1.0%、電子商取引含む) の売上が目立った。年末商戦におけるオンライン消費などが売上げに寄与したとの見方も。

基調判断・展望

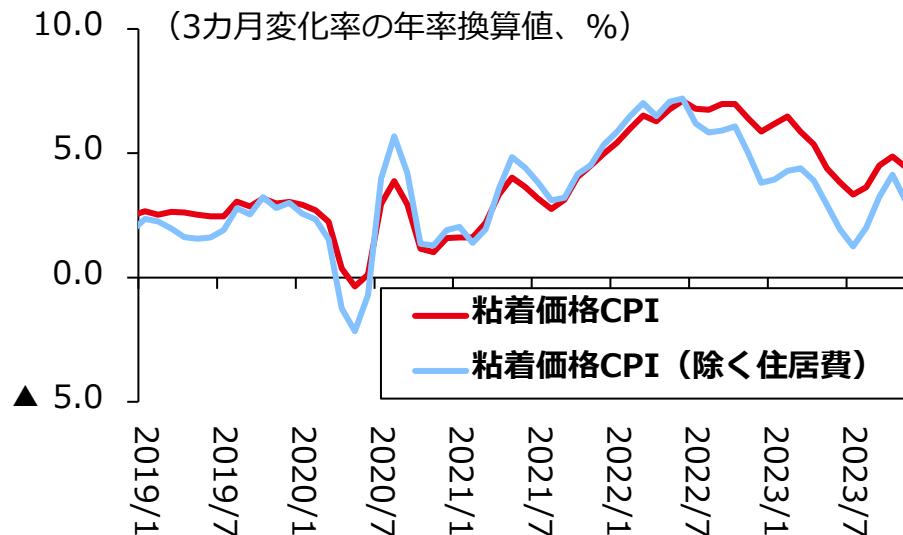
- 基調的インフレの上昇率はなお高め** : インフレの基調的変化をより捕捉しやすいとされる「粘着価格CPI」(右上グラフ脚注参照)を確認すると、夏場にかけて上昇率が拡大する局面が見られた後、直近2カ月間は縮小に転じている。ただし上昇率の絶対水準は連邦準備制度理事会 (FRB) の物価目標 (平均で年2%) を大幅に上回り、基調的な物価上昇圧力がいまだ強めである姿が示されている。
- 展望** : 今後のインフレ動向を左右する主要因の一つとして、CPI構成目品のうち押し上げ寄与の大きい住居費の先行きが挙げられる。サンフランシスコ連銀の分析によると、CPI住居費は住宅関連の民間先行指標のトレンドに沿う形で24年中の上昇率縮小が予想される。ただしそのペースは緩やかであり、CPI全体の上昇率が物価目標に収斂するための原動力になり得るかは不透明。また、エネルギー価格上昇などのショックが加わった際に基調的インフレ率も上振れる傾向にあり、24年中の金融政策に対する攪乱要因となる可能性も。

▽消費者物価



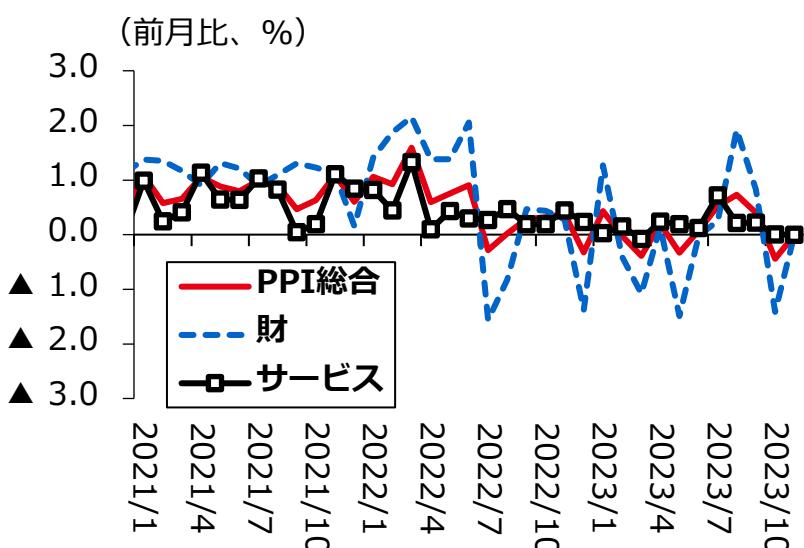
(出所) US Bureau of Labor Statistics

▽粘着価格CPIの推移



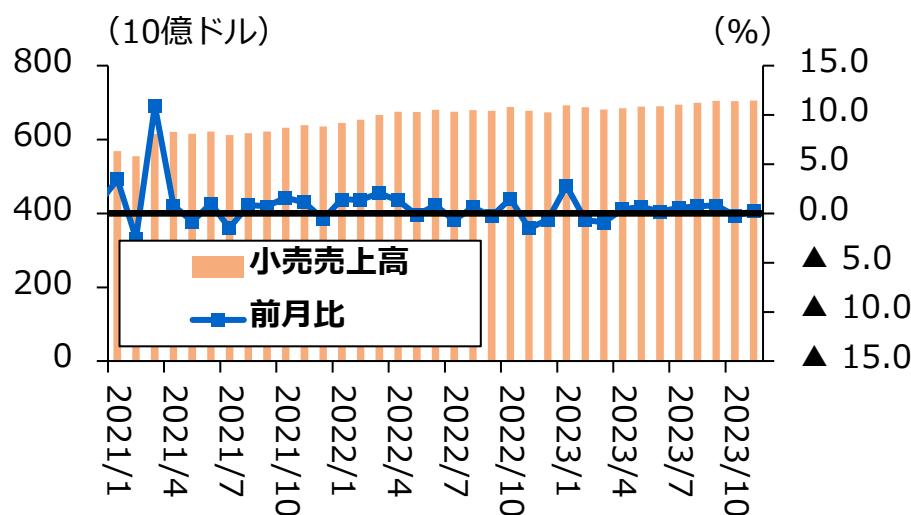
(注) 粘着価格CPI : 傾向的に価格変動の頻度が低い品目で構成された指数
(出所) アトランタ連銀

▽生産者物価



(出所) US Bureau of Labor Statistics

▽小売売上高



(注) 小売売上高 : 小売・飲食サービス売上高 (季節調整済)
(出所) US Department of Commerce

③ 中国経済

(シニア・アナリスト 李 雪連)

2024年の経済運営方針

- 経済成長目標**：2024年の中国の経済運営方針を決定する「中央経済工作会議」が12月11～12日、北京で開催された。来年の経済成長目標については、「景気回復の安定化および加速を図る」とし、景気浮揚に意欲的であることが示唆された。実質GDP成長率の具体的な数値目標は来年3月に開催が見込まれる「全人代（国会）」で正式に決定される段取りだが、今年と同じく前年比+5%程度に設定される可能性が高い。
- 主な下振れ要因**：消費や投資などの有効需要の不足や、一部産業での過剰生産能力、不動産業、地方政府、中小金融機関における金融リスク、外部環境の厳しさなどが主な下振れ要因として挙げられた。
- 政策運営の方向性**：こうした課題を踏まえ、積極的な財政政策と慎重な金融政策の維持が示されたほか、新たな政策ツールの開発・活用も初めて強調された。市場では、住宅市場の不況を念頭に、大手・中堅開発企業を対象を絞った融資規制緩和や、大規模の完工遅れ物件の建設・引き渡し支援に特化する中長期資金の提供といった大胆な政策強化を指しているとする向きがある。
- 重点分野**：重点的に取り組む分野としては、今年の5分野から2024年は9分野に拡大（下記参照）。うち、（1）～（5）は、今年とほぼ同様な項内容が盛り込まれているが、（6）～（9）は新たに加えられた項目。農村部の発展促進や、都市化の推進、グリーン経済の拡大、国民生活の改善など、景気回復に向け政府が各方面から取り組みを強化していく姿勢が示された。

2023年～2024年見通し

- 中国の民間調査機関がまとめた主な金融機関等による経済見通しによれば、2023年の実質GDP成長率は前年比+5.2%と政府目標である同+5%程度が達成される見込み。2024年の成長率は同+5%と、来年の全人代で設定される予定の目標値予想と一致する形に。2024年見通しの中身を見ると、国内消費の小幅鈍化、輸出の低調については、おおむねコンセンサスが形成されている格好だが、固定資産投資が加速するシナリオは海外では懐疑的に見る向きがある。同見通しは、住宅市場の不振が来年も続くとしながらも、不動産投資の減少幅が縮小、また政府主導のインフラ建設投資や、製造業の設備投資が今年並みの高めの水準を維持する前提に立っている。しかし、深刻な住宅開発企業の経営悪化、近年の拡張的な財政運営を受けた財政政策余地の狭まり、不確実な輸出環境下での製造業の低稼働などを背景に、国際通貨基金（IMF）を始め海外では同+4%半ばへの成長の減速が予想されている。

▽ 中国の2024年経済運営方針

	2024年方針
経済運営方針	<ul style="list-style-type: none"> 2024年の目標：景気回復の安定化・促進を図る 主な下振れ要因：有効需要の不足、一部産業での生産能力過剰問題、景気先行き不安、不動産・地方政府・中小金融機関における金融リスク、外部環境の複雑さ、厳しさ、不確実性の高まり 政策運営方針：積極的な財政政策と慎重な金融政策を維持、新たな政策ツールも模索
重点分野	<ol style="list-style-type: none"> 技術革新主導の現代産業システムを構築 国内需要を着実に拡大 重要分野の改革を深化 高水準な対外開放を拡大 重点分野におけるリスクを防止・解消 三農（農業、農村、農民）問題に着実に対応 都市・農村の融合と地域の協調的発展を推進 環境対策とグリーン・低炭素化を深化 民生を改善

(出所) 2023年中国中央経済工作会議コミュニケより作成

▽ 2023～24年中国経済見通し (Windまとめ)

指標名 (前年比、%)	2022	2023F	2024F
実質GDP成長率	3.0	5.2	5.0
消費者物価指数 (CPI)	2.0	0.3	1.3
生産者物価指数 (PPI)	4.1	-3.0	0.5
鉱工業生産	3.6	4.3	4.6
固定資産投資	5.1	3.1	4.9
うち、製造業	9.1	6.2	6.2
インフラ建設	9.4	8.2	8.0
不動産開発	-10.0	-9.6	-6.3
社会消費財小売総額	-0.2	7.6	5.6
輸入	0.7	-5.2	3.0
輸出	5.6	-4.1	2.0
貿易黒字 (億ドル)	8,379	8,577	9,223
人民元建て貸出	11.1	10.4	10.0
最優遇貸出金利 (LPR) 1年物 (%)	3.65	3.45	3.28
最優遇貸出金利 (LPR) 5年物 (%)	4.3	4.15	3.95
人民元為替レート (元/ドル)	6.97	7.14	6.93

(出所) 中国の民間調査機関Windまとめ 2023年12月14日時点

④ 欧州経済（イタリア）

（シニア・エコノミスト 佐藤 洋介）

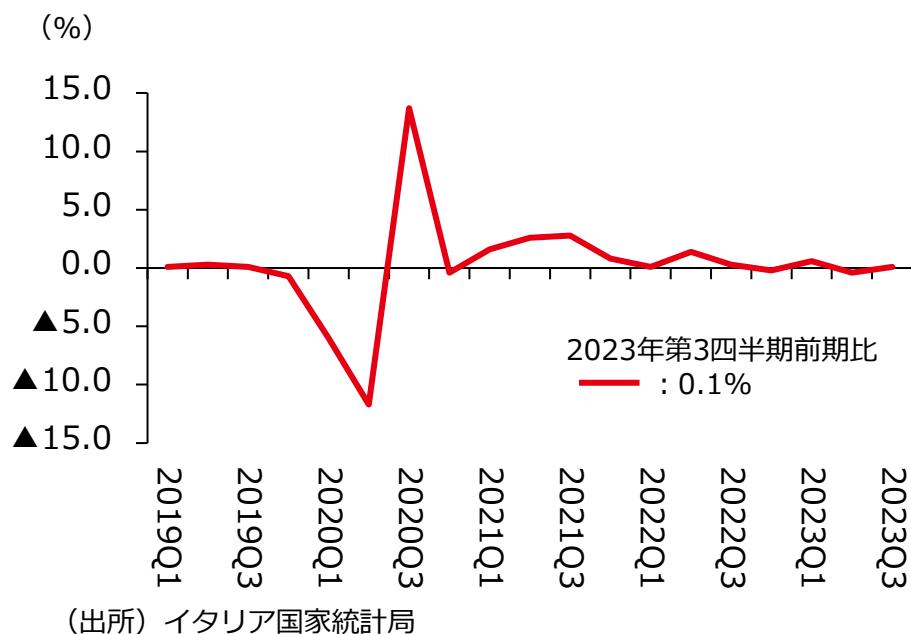
主要指標の動向

- 実質GDP**：7～9月期実質GDP成長率は前期比+0.1%（前期同▲0.4%）とプラス成長。主要項目別の寄与度は総固定資本形成が▲0.0%ポイント（前期▲0.4%ポイント）とマイナス寄与だったが、民間消費が+0.4%ポイント（前期+0.0%ポイント）、輸出が+0.2%ポイント（前期▲0.4%ポイント）とプラス寄与。
- 消費者物価指数・小売売上高**：11月消費者物価指数（CPI）上昇率は、前年比+0.7%（10月同+1.7%）と縮小傾向が継続。主要項目別ではエネルギーが前年比▲24.4%（10月同▲19.7%）となり、財全体では同▲1.4%（10月同0.0%）と前年割れ。一方でサービス全体は同+3.7%（10月同+4.1%）と依然高水準。10月小売売上高は、食料品が前月比+0.6%（9月同▲0.3%）、非食料品が同+0.2%（9月同▲0.5%）と上昇し、全体でも前月比+0.4%（9月同▲0.4%）とプラスに。
- 輸出入（季調済）**：9月の輸出は533.7億ユーロ（9月514.1億ユーロ）、同月の輸入は495.0億ユーロ（9月481.7億ユーロ）とともに増加。貿易収支は38.7億ユーロ（9月32.4億ユーロ）と10カ月連続で貿易黒字。なお、同国輸出の過半を占めるEU向け輸出は272.4億ユーロ（9月268.7億ユーロ）、輸入は280.6億ユーロ（9月274.0億ユーロ）とともに増加した。

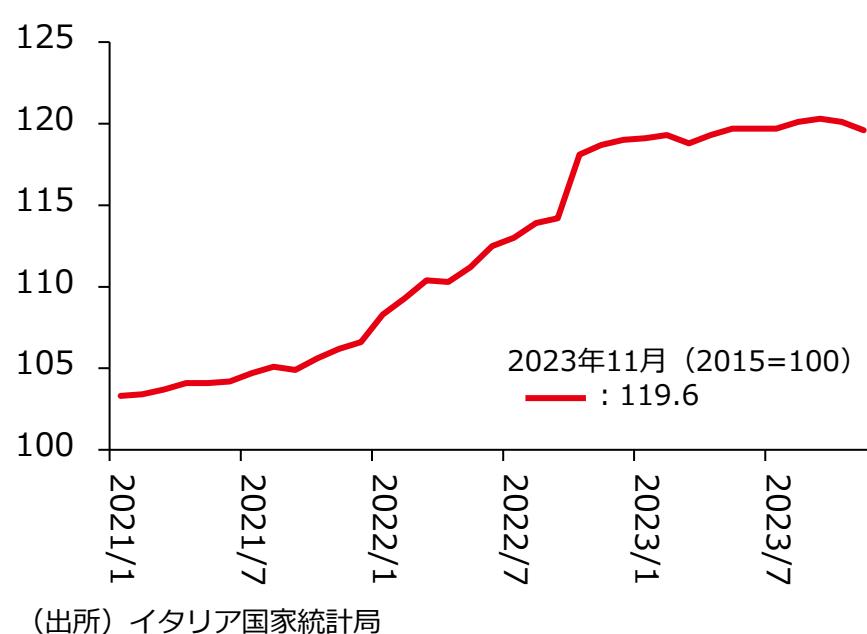
基調判断・見通し

- イタリア経済は、小売売上高の回復に頭打ち感が見られるが、6カ月ぶりに消費者信頼感指数が上昇し、名目賃金の上昇率とCPI上昇率の差がようやく縮小してきた。他方で、欧州中央銀行（ECB）による金融引き締め長期化などもあり、総固定資本形成（≒設備投資など）の振るわない状況も続くと見られている。このような同国内需の状況に加え、ユーロ圏の低成長などもあり、輸出も振るわず、2024年も低成長にとどまるとの見方が強い。なお、同国の長期金利は足元では4%を下回る水準まで低下。そのため、市場では、同国の財政に対する懸念がいったん遠のいたと見られる。
- 直近の各種機関によるイタリア経済の見通しでは、同国統計局による成長率見通し（12月5日公表）が2023年：+0.7%、2024年：+0.7%と低成長にとどまる見通し。また、経済開発協力機構（OECD、11月29日公表）も同様の予測となった。

▽実質GDP成長率



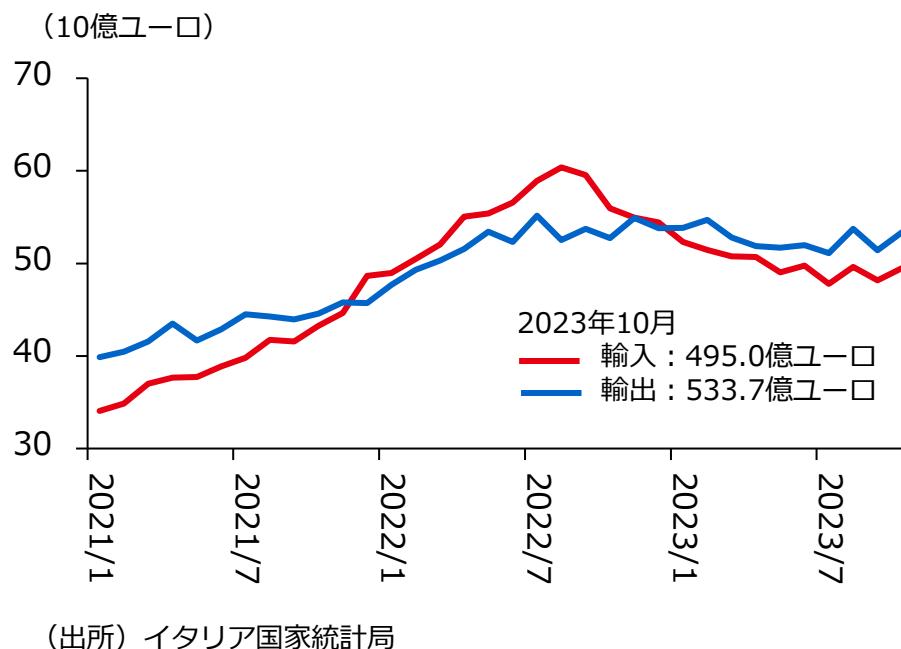
▽消費者物価指数



▽小売売上高（金額）



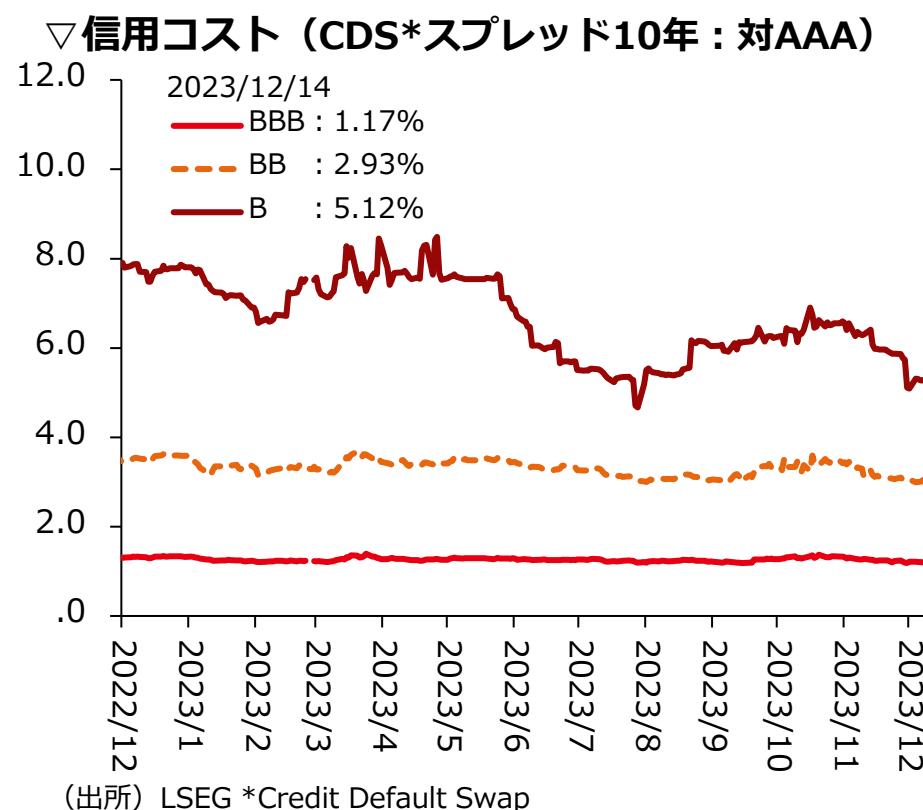
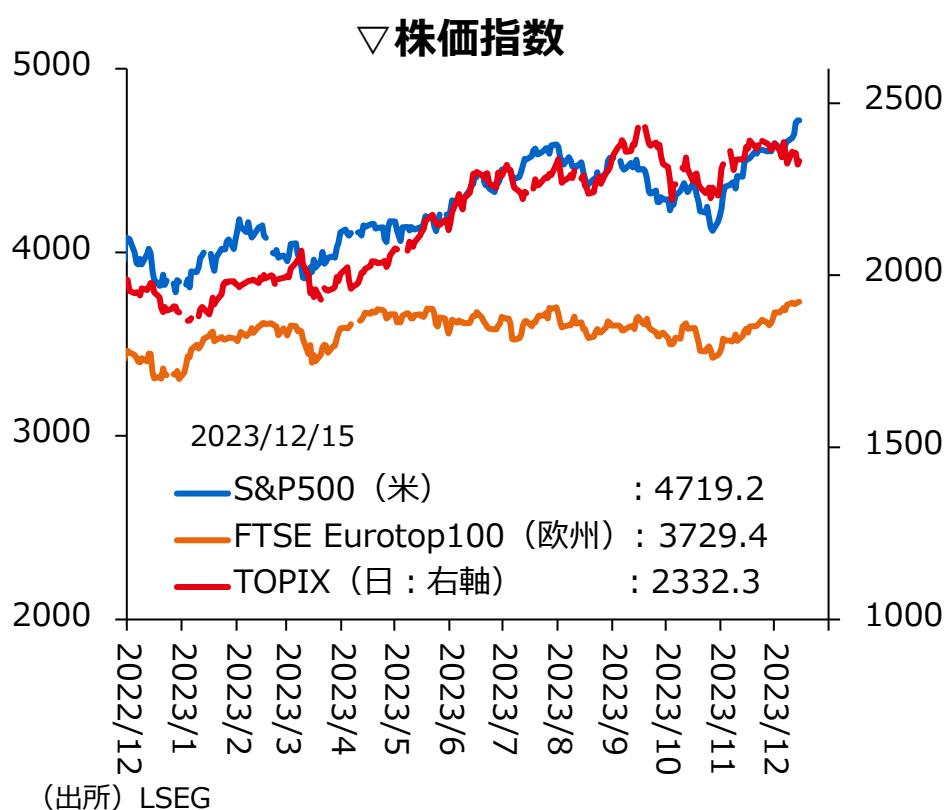
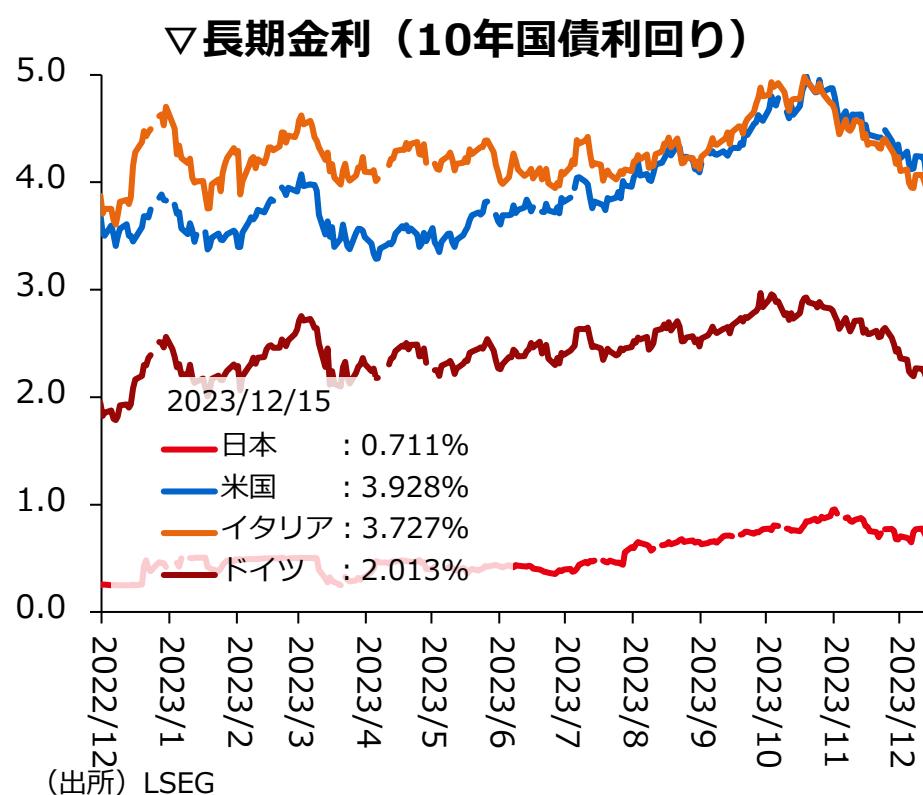
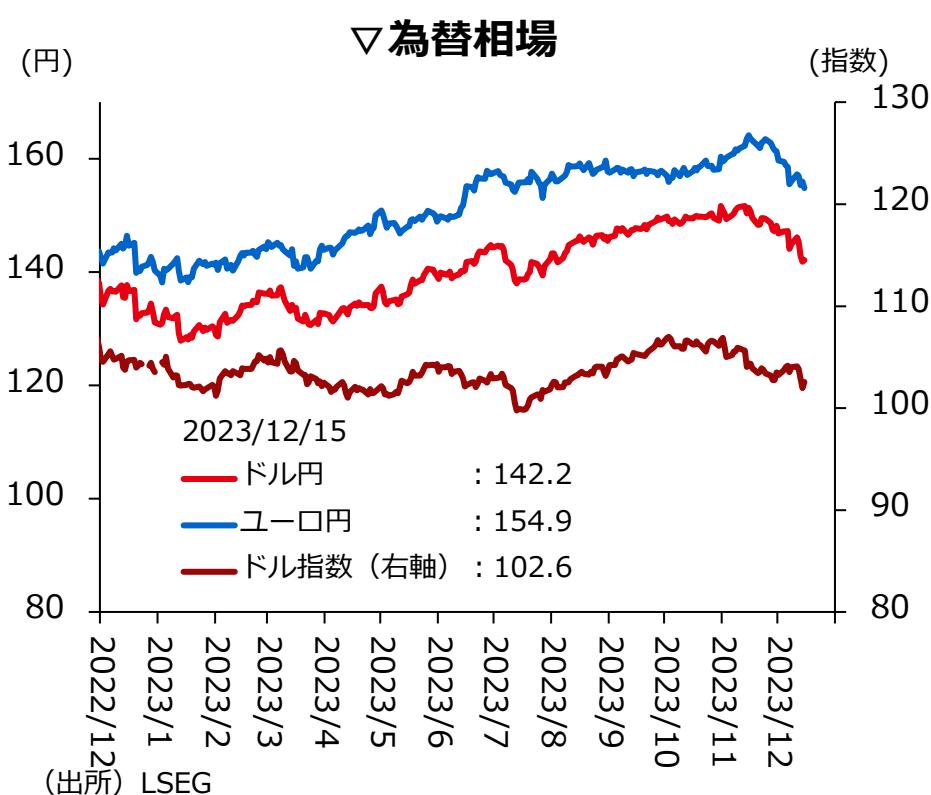
▽輸出入



⑤ 金融・信用（為替、金利、株式、信用等）

（副所長 田川 真一）

- 為替**：為替市場ではドルが全面安の展開。12～13日の米連邦公開市場委員会（FOMC）で示された委員の政策金利見通しが大きく下方修正され（後述）、来年中の利下げが急速に織り込まれた結果ドル売りが活発化した。ドル円は一時141円付近まで下落し、142円台前半に戻しての越週。市場金利の低下は欧州にも波及し、結果として円はユーロに対しても上昇する形となった。
- 金利**：長期金利は欧米で急低下。FOMCでは政策金利の据え置きが決定されたが、同時に発表された委員による政策金利見通し（中心値）が24年末で4.6%と、前回見通し（9月時点で同5.1%）から大きく下方修正。パウエル議長のハト派発言もサプライズとなり、10年国債利回りは4%を割り込んだ。長短金利は来年3月の利下げ開始、および24年末の政策金利4%割れと、従来より急ピッチの利下げを織り込んでおり、市場と金融当局との認識ギャップも依然として残っている模様。なお、先週は欧州中銀（ECB）でも理事会が開かれ、金利据え置きが決定されるとともに早期の利下げ観測がけん制されたが、ユーロ圏諸国の長期金利は米金利に連れる形で低下した。日本の長期金利も欧米金利の低下や、前週の植田総裁発言の解釈にまつわる日銀筋からの修正などを受け低下圧力を受けたが、低下幅は限定的にとどまった。
- 株式**：株価は欧米で急上昇。特に米国では各種株価指数が史上最高値を更新した。米FOMC後の長短金利低下が株価上昇の主要因だが、市場参加者は景気の急減速を伴わないインフレの収束に対しより自信を持ち始めているように見受けられる。一方、日本株は円高進行や国内政治の不安定化などを受け上値の重い動き。
- 企業信用**：米ドル建CDSスプレッド（信用コスト）は、市場金利の急速な低下に比べれば控えめではあるもののおおむね縮小した。景気のソフトランディングを見越した動きと見られるが、上述のように市場金利はFOMC委員の見通しを大きく上回る利下げを織り込んでおり、期待通りにならない場合はリスクも。



⑥ COP28の成果

(シニア・アナリスト 宮森 映理子)

・ **5つの注目テーマにおける成果**：11/28号で紹介した5つのテーマについて得られた成果は以下の通り。

①第1回グローバル・ストック・テイク完了を受けた最終成果文書

(A) 各国の現行NDC（国による貢献）が達成されれば地球の気温上昇は2.1-2.8℃の範囲になると予測され、パリ協定採択前の4℃上昇に比べると進展がみられる。一方、パリ協定で目標とする産業革命前+1.5℃目標達成とはまだギャップがあり、加えて現在の各国政策だけでは現行NDC達成も難しいことが示された。

(B) 現行NDCの強化をまだ行っていない国に対して、2024年末までに+1.5℃目標に合致したNDCを再提出するよう求めた。加えて、全締約国に対し、各国の置かれた状況を考慮したうえで、次回NDCでは全ての温室効果ガス、セクター、カテゴリーをカバーすること、経済全体での野心的な排出削減目標を提示することを促した。また、そのNDCを各国の長期低炭素開発戦略に沿わせることが奨励された。

②パリ協定6条に関する議論

相当調整（削減された排出量の国境をまたぐ移転）のルールや、炭素除去活動（植林や炭素回収貯留など）の実施要件や方法論策定の要件などについて合意に至ることができず、議論はCOP29に持ち越された。

③2030年に向けた野心的宣言

最終成果文書には、全締約国に対して、各国の置かれた状況を考慮したうえで「2030年までに、再生可能エネルギー容量3倍、年間のエネルギー効率改善率2倍（年率2%→4%）」、「化石燃料からの脱却（transitioning away）」、「非効率な化石燃料補助金の廃止」などの世界的な取組みに貢献することを求める旨が盛り込まれた。一方、「移行燃料（Transitioning Fuels）は、エネルギー安全保障を確保しつつ、エネルギー転換を促進する役割を果たすことができる」と化石燃料に一定の意義を認める表現が残る。

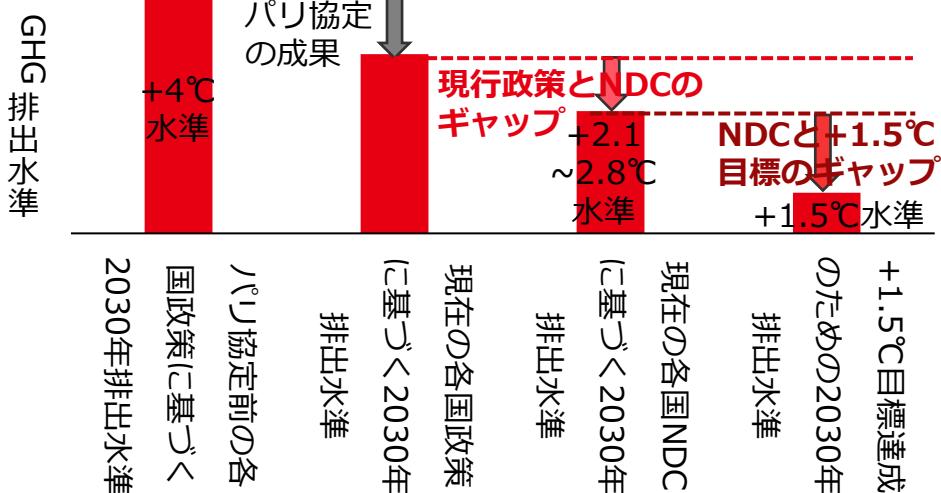
④COP開催に合わせた各国・各機関、国際イニシアティブの動向：下右表にまとめた通り

⑤資金の動員に関する議論の進展

「ロス&ダメージ」については、特に脆弱な途上国を支援するための基金の運用に関する決定が採択された。最終成果文書では民間セクターの投資が重要な役割を果たすことが改めて強調されたが、具体策無し。

・ **COP28の評価と今後**：欧米の求める化石燃料の「廃止（phase-out）」からトーンダウンしたものの、これまでより踏み込んだ表現がされている点では化石燃料には逆風。ただし、「脱却」の定義が曖昧である点や「移行燃料」の存在意義を指摘している点などを踏まえると、文言の解釈は各国で必ずしも一致しておらず、化石燃料使用量の削減に向けた足並みがそろったわけではない点に注意。また、IEAは、注目を集めた再生可能エネルギー容量3倍、石油・ガス採掘時のメタン排出削減などの各種誓約が仮に実現したとしても、+1.5℃目標達成には不十分であると指摘する。今後さらに取組みを加速するためにはパリ協定6条に規定される炭素市場の発展が欠かせず、関連する議論に進展が無かったのは脱炭素化加速に水を差すものだろう。

▽パリ協定の成果と残される2つのギャップ（イメージ）



(出所) UNFCCCより経済研究所作成

▽COP28期間中の国際イニシアティブや各国・各機関の主な動き

タイトル	概要
The Global Renewables and Energy Efficiency Pledge.	<ul style="list-style-type: none"> 2030年までに再生可能エネルギー発電容量を3倍（1.1万GW） 2030年までにエネルギー効率改善を年率2%から4%へ 130カ国以上が誓約
The Global Cooling Pledge for COP 28	<ul style="list-style-type: none"> 冷房に由来する温室効果ガス排出を2050年までに2022年比▲68% 66カ国が誓約
the Mutual Recognition of Certification Schemes for Renewable and Low-Carbon Hydrogen and Hydrogen Derivatives	<ul style="list-style-type: none"> 低炭素水素やその派生品の認証制度の必要性の確認 37カ国が参加
the Oil and Gas Decarbonization Charter	<ul style="list-style-type: none"> 遅くとも2050年までにネットゼロ操業 2030年までにフレアリング停止と上流でのメタン排出をゼロに近づける 52の石油・ガス企業が署名
The Industrial Transition Accelerator	<ul style="list-style-type: none"> エネルギー、産業、輸送などの多排出セクターの脱炭素化を促進 35の企業が署名
Declaration to Triple Nuclear Energy	<ul style="list-style-type: none"> 2050年までに原子力発電の容量を3倍にするを目指す 22カ国が署名
UAE Declaration on Sustainable Agriculture, Resilient Food Systems, and Climate Action	<ul style="list-style-type: none"> 食料システムの脆弱性低減のために気候変動への適応やレジリエンス強化に向けた取組み拡大 153カ国が署名

(出所) UNFCCC

▽パリ協定6条関連で今後取り決めるべき事項

6条2項	<ul style="list-style-type: none"> 国際的に移転される緩和成果（ITMOs）の承認プロセス 国際的なクレジット登録簿の管理運用の在り方（6条4項に基づくクレジットの登録簿との相互連携に関する事項を含む） ITMOs（クレジット）を移転する際の報告内容や様式（各国の移転量の毎年報告様式を含む）
6条4項	<ul style="list-style-type: none"> 6条4項メカニズムを実行するための新たな方法論ガイダンス 温室効果ガス除去ガイダンス（プロジェクト活動の一連のサイクルを定義し、除去量の特定方法や関係者間の承認プロセス、安全性の調査の在り方などを整理）

(出所) UNFCCC

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
	経済調査チーム チーフ・エコノミスト	井上祐介
(日本経済)	経済調査チーム シニア・エコノミスト	浦野愛理
(米国経済)	経済調査チーム エコノミスト	清水拓也
(中国経済)	産業調査チーム シニア・アナリスト	李雪連
(欧州経済)	経済調査チーム シニア・エコノミスト	佐藤洋介
(金融・信用)	副所長	田川真一
(特集)	産業調査チーム シニア・アナリスト	宮森映理子

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。