

ウィズコロナ下での世界・日本経済の展望 (2022～2023年度の内外経済見通し)

株式会社三菱総合研究所(本社:東京都千代田区、代表取締役社長:藪田健二)は、ロシアのウクライナ侵攻を含む8月半ばまでの世界経済・政治の状況、および日本の2022年4-6月期GDP速報の公表を踏まえ、世界・日本経済見通しの最新版を公表します。

世界経済

22年4-6月期の世界経済は、内需の柱である消費が総じて落ち込み、季調済前期比では極めて低い成長にとどまるとみられる。中国ではゼロコロナ政策による主要都市でのロックダウン、米国・欧州では、物価上昇圧力の強まりや金利の上昇、株安による逆資産効果が消費の重しとなった。

先行きの世界経済は、中国などアジア経済は総じて持ち直す一方で、欧米経済は高いインフレ圧力と金融引き締めが景気の下振れ要因となり、22年は前年比+2.3%、23年は同+2.6%と潜在的な成長率である3%を下回ると予測する(前回5月見通しから、それぞれ▲0.6%ポイント、▲0.3%ポイント下方修正)。23年にかけての世界経済は、2%台の減速にとどまるか、複数の主要国が景気後退に陥る大幅な減速となるかの瀬戸際にある。今後の見通しを左右する要素として注目すべきは、次の4点である。

①ウクライナ情勢 —— 戦争の長期化や経済制裁と報復の応酬によって、食料・資源などの供給不足・価格上昇が世界経済の下振れ要因となる。黒海周辺地域は食料や肥料の主要輸出拠点であり、世界の食料供給への影響が懸念される。資源についても、中国やインドなどがロシアからの輸入を拡大しており、ロシアは経済制裁への報復として、西側諸国への供給を一段と抑制する可能性がある。

②物価上昇圧力 —— 米国や欧州を中心に、人手不足を背景とする賃金上昇によりデマンドプル型のインフレ圧力が強まりやすい状況にある。資源価格上昇などによるコストプッシュ型のインフレもあり、総じて賃金よりも物価の上昇率が高い展開が予想され、実質賃金ではマイナスの伸びとなるだろう。特に米国で労働力不足が深刻であり、(1)高い賃金上昇率、(2)高い期待インフレ率、(3)高い価格転嫁率という条件下で、デマンドプル型の高い物価上昇圧力が継続する可能性に要注意だ。

③米国の金融政策 —— デマンドプル型インフレ圧力を抑制するために、金融政策の役割は大きい。米国FRBは、景気に対して引き締め効果を発揮する水準にまで政策金利を引き上げ、インフレ抑制の目的が立つまで、引き締めの金利水準を継続するとみられる。物価上昇圧力が引き続き強い状況が予想されるなか、インフレ抑制に向けて必要に応じて利上げ幅の更なる拡大や量的縮小ペースの加速も想定される。

④金融市場 —— コロナ危機下で国・企業・家計の債務は世界的に拡大しており、金利上昇で債務者の返済負担が高まる。また、金融引き締めによりリスク資産のウェイトを見直す動きが強まるなか、信用リスクの高い主体の新規資金調達に制約される。こうした金融環境のタイト化が消費や投資の下振れ要因となる。

先行きのリスクは、第一に、ロシアから西側諸国への資源の供給停止である。ロシアが経済制裁への報復として非友好国とみなす相手向けの輸出を停止すれば、国際市況が一段と高騰し、欧米を中心に非常に高いインフレ率が継続する可能性が高まる。第二に、過度な金融引き締めによる米国経済の景気後退である。インフレが収まらない場合には、景気減速下でも金融引き締めの一段の強化や長期化を余儀なくされる可能性がある。金融市場の動揺や需要の過度な冷え込みを通じて米国経済が景気後退となる可能性が高ま

る。第三に、中国経済失速と不良債権増加の悪循環である。ゼロコロナ政策の厳格な運用などをきっかけに、中国経済の期待成長率が大きく低下すれば、投資・消費が抑制され、成長失速と不良債権増加の悪循環に陥りかねない。

日本経済

日本経済は、コロナの感染状況や供給制約に左右されつつも、持ち直し傾向にある。22年7-9月期以降は、感染状況による振れを伴いつつも、堅調な雇用・所得環境の下、コロナ禍で先送りされたペントアップ需要の顕在化などが国内需要を押し上げるだろう。企業活動に対する供給制約も、徐々に解消に向かうとみる。一方、米国・欧州を中心とする海外経済の減速は輸出の下押し圧力となる。これらを踏まえ、22年度のGDPは前年比+1.7%と、前回見通し(2次QE後6月時点:同+2.3%)より鈍るとみる。23年度は、ペントアップ需要の一服から減速するものの、賃金上昇を背景に内需が底堅く推移するほか、自動車の挽回生産も輸出を下支えし、同+1.4%(同+1.2%から上方修正)と潜在成長率を上回る伸びを予想する。

米国経済

米国経済は、物価上昇による消費下押しと利上げによる投資抑制によって減速している。こうした中でも、足元の雇用環境は堅調であり、賃金上昇が続いていることから、需要面・供給面双方からの物価上昇圧力は根強く、高インフレ鎮静化の道筋は立っていない。23年にかけて、FRBによる金融引き締め継続が想定され、22・23年の米国経済の成長率は、大きく減速すると見込む。22年は前年比+1.7%、23年は同+1.5%と、いずれも5月見通し(同+3.4%、+2.2%)から大幅に下方修正。特に利上げの影響が大きくなる23年は、潜在成長率以下の成長にとどまるだろう。加えて、物価の高止まりによって金融引き締めがさらに加速した場合には、景気後退に陥る恐れもある。

欧州経済

欧州経済は、ウクライナ危機の長期化と記録的な物価高により減速を見込む。ロシアからの天然ガス供給は依然として不安定であり、エネルギー需要が高まる冬に向けたエネルギー確保が、先行きの経済活動を左右する。仮に、ロシアからのエネルギー供給が停止すれば、ドイツを中心に経済活動が大きく制限され、景気後退に陥るだろう。内外需環境の悪化から、欧州主要5カ国の実質GDP成長率は、22年が前年比+2.6%、23年が同+0.6%と、いずれも前回5月見通し(同+2.7%、+2.1%)から下方修正する。ECBは物価安定を重視し、利上げの継続を見込むが、リスクが顕在化し景気後退に陥れば利上げを休止するとみる。

新興国経済

新興国は、経済活動の正常化により内需中心の成長回復を見込む。ただし、インフレ圧力増大、先進国の利上げ前倒しといった海外起点の成長引き下げ要因への耐性が試される局面にある。インドネシアなどの資源輸出国は資源高の恩恵の享受が見込まれる一方、タイなどの工業製品輸出国は、輸入コスト上昇の輸出価格への転嫁の有無が試される。経常収支の赤字国や外貨準備の蓄積が十分でない国、欧州・ロシア依存度が高い国は資本流出リスクへ配慮した利上げなどが成長の下振れ圧力となろう。

中国経済

中国経済は、ゼロコロナ政策の継続が成長の足かせとなる。3期目入りを狙う習政権は、22年後半の中国共産党大会までは、感染症抑制の優先度は高いことが想定され、ゼロコロナ政策の運用によって成長回復のモメンタムが左右されるであろう。ただし、手厚い景気対策、家計貯蓄の増加、不動産市場の在庫調整の進展から、行動抑制が緩和されれば経済回復が進展する環境は整いつつある。22年中は、感染症の完全沈静化は困難で一定の行動抑制策が継続することを想定し、22年下半期の実質GDP成長率は前年比5%前半を見込む。22年の実質GDP成長率は、前回5月見通しの同+4.8%から同+4.0%へ下方修正する。23年は、感染症拡大の沈静化に伴う行動抑制の緩和による家計消費・投資の活発化を想定し、前回見通しの同+5.2%から同+5.5%に上方修正する。

目次

1. 総論	4
世界経済の成長率予測 計表	5
2. 日本経済	9
日本経済の成長率予測 計表	17
3. 米国経済	19
トピックス:米国中間選挙の展望	23
4. 欧州経済	24
5. 新興国経済	27
中国経済	28
ASEAN 経済	31
インド経済	33

(1) 世界経済の現況

消費減速を背景に、世界経済の回復ペースが鈍化

22年4-6月期の世界経済は、季調済前期比では極めて低い成長にとどまるとみられる(図表1-1)。内需の柱である消費が総じて落ち込んだことが背景にあるが、中国と米国・欧州では原因が異なる。

まず、中国では、ゼロコロナ政策による上海など主要都市でのロックダウン(都市封鎖)が実施され、消費の寄与度が8四半期ぶりにマイナスに転じた。結果として、中国の4-6月期の実質GDPは、季調済前期比▲2.6%と大幅なマイナスに転じた。中国の内需減少は、各国の中国向け輸出の減少を通じて、各国経済の成長下振れ要因となっている。

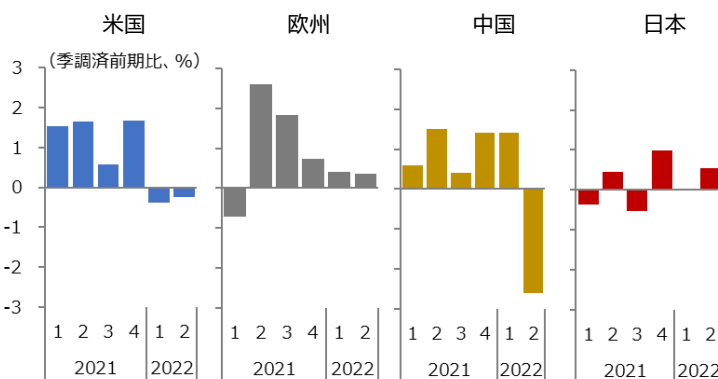
一方、米国、欧州では、3つの要因が逆風となって、消費が下振れた。

第一に、財からサービスへの物価上昇圧力の広がりである。資源・エネルギー価格上昇や供給制約による財の物価上昇に加え、欧米中心にサービスの物価上昇圧力も強まってきている(図表1-2)。サービス物価上昇の背景には、賃金上昇があり、一旦上昇すると簡単には低下しない傾向がある。こうした広範な物価上昇に対して賃金の伸びは追い付いておらず、実質賃金の減少が消費抑制要因となっている。

第二に、インフレ抑制のための利上げの加速である。米国FRBは6月と7月にそれぞれ0.75%ポイントの大幅な利上げを実施、欧州ECBも7月に0.5%ポイントの利上げに踏み切った(図表1-3)。各国長期金利の上昇により、クレジットカード、自動車、住宅など各種ローン金利も上昇しており、借入コストの上昇が住宅や耐久財消費の下振れ要因となっている。

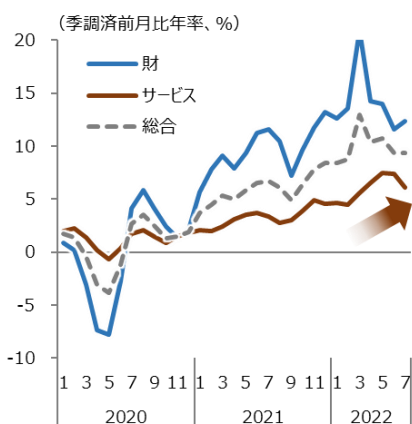
第三に、株安による逆資産効果である。インフレと利上げによる景気減速懸念から株価が下落傾向にある。米欧主要国の株価指数を、時価総額で加重平均した値はコロナ危機前の水準に近づきつつあり(図表1-4)、コロナ危機下での金融緩和等による資産効果は剥落しつつある。

図表 1-1 実質 GDP 成長率



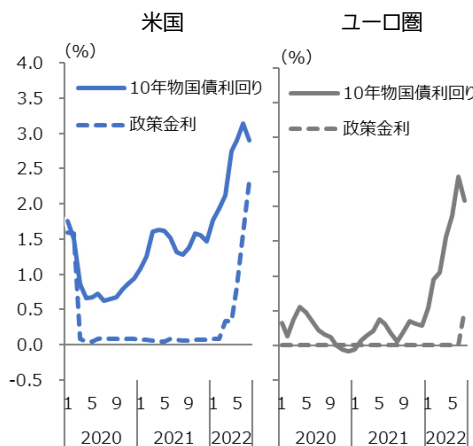
注: 欧州はドイツ、フランス、英国、スペイン、イタリアの5カ国。
出所: CEIC, IMFより三菱総合研究所作成

図表 1-2 消費者物価上昇率 (米欧平均)



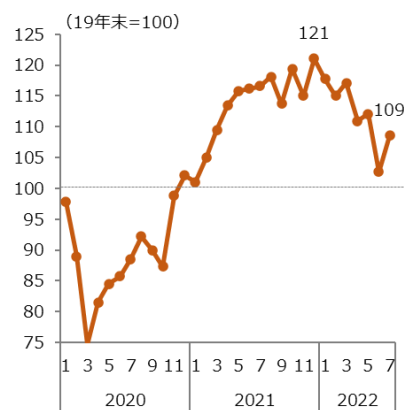
注: 米国、ユーロ圏の後方3カ月移動平均の前月比年率を、GDP規模で加重平均。直近は22年7月。
出所: 各国統計、IMFより三菱総合研究所作成

図表 1-3 政策金利と長期金利



注: 直近は22年7月。
出所: CEICより三菱総合研究所作成

図表 1-4 株価 (米欧平均)



注: 米国、フランス、ドイツ、スイス、英国の主要株価指数を19年の時価総額で加重平均。直近は22年7月。
出所: CEICより三菱総合研究所作成

(2) 世界経済の見通し

22年および23年の世界経済の成長率見通しを総じて下方修正する。中国などアジア経済は総じて持ち直す一方で、米国および欧州経済は高いインフレ圧力と金融引き締めが景気の下振れ要因となる。

22年の世界経済の成長率は、前回(5月19日時点)の前年比+2.9%から同+2.3%へと▲0.6%ポイント下方修正する(図表1-5)。米国経済の成長率を前回の同+3.4%から同+1.7%へと大幅に下方修正する。米国FRBはインフレ抑制のために、景気引き締め水準にまで政策金利を引き上げる姿勢を明確にしており、その影響が22年後半以降に本格的に顕現化してくるだろう。欧州もインフレ圧力の強まりと利上げを背景に、前回の同+2.7%から同+2.6%へと下方修正する。中国経済は年前半の成長下振れから前回の同+4.8%から同+4.0%へ下方修正する。

23年は、前回の前年比+2.9%から同+2.6%へと▲0.3%ポイント下方修正する。米国および欧州の成長率を下方修正した影響が大きい。物価上昇圧力の高止まりに加え、金利の一段の上昇による景気下振れ圧力の強まりが背景にある。一方、中国経済は前年の成長下振れの反動から5%台の成長を回復すると見込む。先進国に比べてコロナ危機からの回復が遅れていた新興国も、総じて成長加速を予測する。

23年にかけての世界経済は、2%台の減速にとどまるか、複数の主要国が景気後退に陥る大幅な減速となるかの瀬戸際にある。今後の世界経済の成長率を左右する注目ポイントは、①ウクライナ情勢 ②物価上昇圧力 ③米国の金融政策 ④金融市場 —— の4つである。

図表 1-5 世界の実質 GDP 成長率予測

(前年比)	実績		予測	
	2020	2021	2022	2023
世界全体	▲3.1%	6.1%	2.3%	2.6%
米国	▲3.4%	5.7%	1.7%	1.5%
欧州 (5カ国)	▲7.7%	5.6%	2.6%	0.6%
中国	2.2%	8.1%	4.0%	5.5%
日本 [暦年]	▲4.6%	1.7%	1.4%	1.7%
[年度]	▲4.5%	2.3%	1.7%	1.4%
ASEAN5	▲3.4%	3.4%	5.1%	5.6%
その他世界	▲4.4%	4.3%	1.5%	2.2%

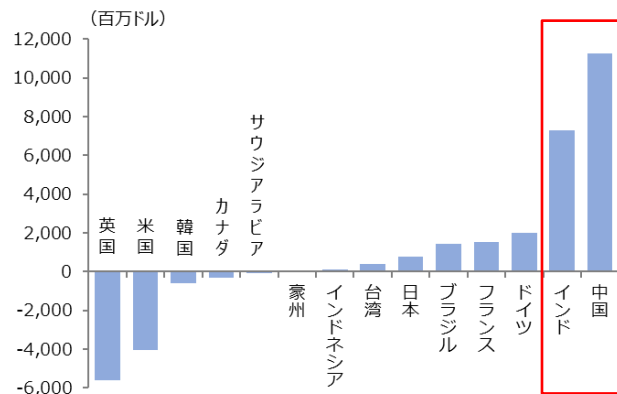
注: 数値は暦年。欧州はドイツ、フランス、英国、スペイン、イタリアの5カ国。

出所: 実績はIMF、予測は三菱総合研究所

注目点① ウクライナ情勢 —— 戦争長期化による供給不足・物価上昇

戦争の長期化による資源・食料の供給不足・価格上昇が世界経済の下振れ要因となる。西側諸国の対露制裁やウクライナ向け武器供与への対抗措置として、ロシアが報復措置を強化する可能性がある。報復措置として想定されるのは、資源やエネルギーなどの輸出規制である。Bruegelによると、ロシアからEUへの天然ガス供給は22年7月時点で、前年同時期の3分の1程度に落ち込んでおり、天然ガスの国際市況は7月に入り再び上昇に転じている。石炭や石油でも、西側諸国は既にロシアからの輸入を減らしているものの、一部はロシアからの調達に依存している。今後、ロシアが非友好国向けの輸出に制約を強めた場合、国際市況の一段の上昇や供給制約を通じて、西側諸国の成長下振れ要因となる。輸出規制は、ロシアにとっても重要な外貨収入を失うことになるが、代わりに友好国である中国やインドがロシアからの輸入を拡大している(図表1-6)。西側向け輸出減の一部を、友好国向け輸出増が補う可能性があり、強硬手段に出やすい状況ともいえる。

図表 1-6 ウクライナ侵攻後の対露輸入



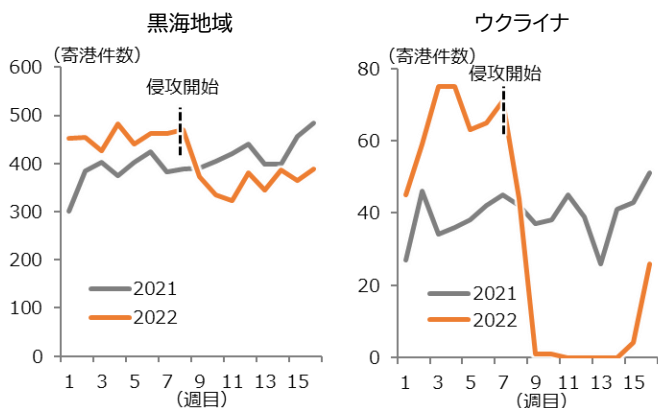
注: 22年4-6月合計の前年差。サウジアラビアのみ4-5月。

出所: CEICより三菱総合研究所作成

また、戦争長期化の悪影響として、世界の食料供給への影響も懸念される。ウクライナは小麦の一大輸出拠点であり、黒海を通じてアフリカやアジアに輸出してきたが、ロシアによる海上封鎖の影響などから、輸出が停滞している(図表1-7)。ウクライナ南部の港からの輸出は8月に一部再開されたが、正常化には程遠い状況だ。

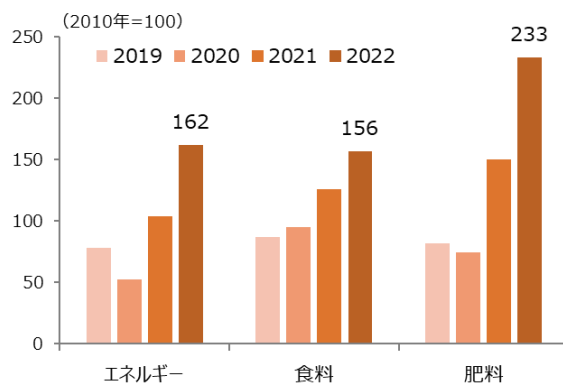
さらに、ロシア、ベラルーシは化学肥料の輸出拠点であり、窒素、リン酸、カリで世界トップ3に入る。経済制裁対象のロシアやベラルーシ以外の国から調達する動きが強まっており、肥料価格は前年比1.5倍にのぼる(図表1-8)。食料価格の上昇や肥料不足による収量減は、消費全体の4分の1程度を占める食料支出を抑制し、世界経済の下振れ要因となる。

図表 1-7 ドライバルク船の寄港件数



注:ドライバルク船は、主に鉱物や穀物などを運搬。
 出所:UNCTADより三菱総合研究所作成
<https://unctad.org/ukraine-in-focus/maritime-trade-disrupted> (2022年7月26日閲覧)

図表 1-8 エネルギー・食料・肥料価格



注:2022年は1-6月の平均。
 出所:世界銀行より三菱総合研究所作成

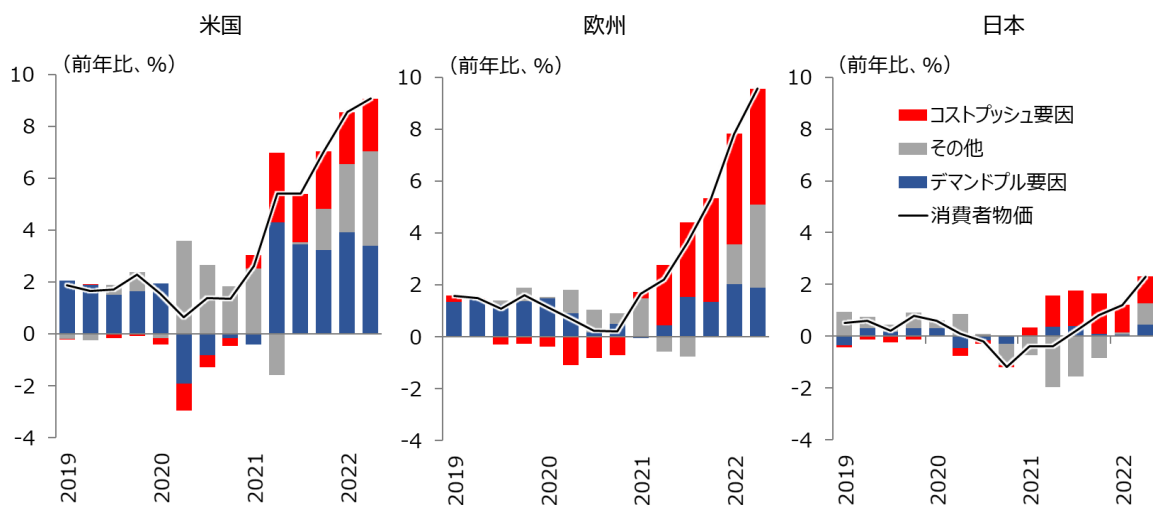
注目点② 物価上昇圧力 —— デマンドプル型インフレ圧力の強さ

世界的に強まるインフレが継続するかどうかは、資源・食料などのコストプッシュ型のインフレ圧力とともに、賃金上昇などによるデマンドプル型のインフレ圧力に注目だ(図表1-9)。

コロナ危機下での早期退職、移民の減少などから労働力が総じて不足しており、景気の悪化度(GDPギャップのマイナス幅)と比較しても、相対的に失業率は低い水準にある(図表1-10)。23年にかけて世界経済の成長が下振れるとはいえ、堅調な雇用・所得環境が緩衝材となり、デマンドプル型のインフレ圧力が高まりやすい状況が続く可能性には注意が必要だ。その場合には、インフレ抑制に向けて、より強力な利上げや量的縮小を余儀なくされ、景気の下振れ幅が大きくなる。

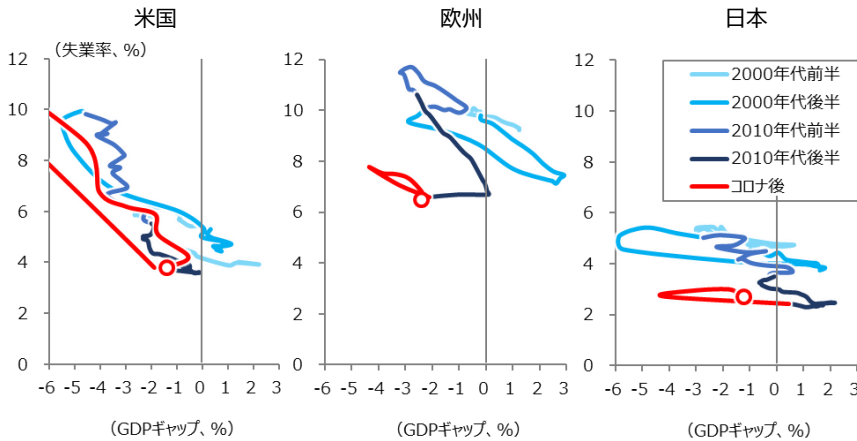
特に米国では、(1)労働需給の逼迫を反映した賃金上昇、(2)高い期待インフレ率、(3)高い価格転嫁率(図表1-11) —— という物価が上昇しやすい条件がそろっている。家計の3年先の期待インフレが4%程度で高止まりしており、中央銀行が掲げる物価目標2%を達成できるのかどうか、疑念が強まっている可能性がある。インフレ期待が2%にアンカー(固定)されない状況では、物価が上昇しやすい。コストプッシュ型の一過性の物価上昇のみならず、デマンドプル型の高い物価上昇圧力が継続する可能性に注意が必要だ。

図表 1-9 消費者物価上昇率の要因分解 (米欧日)



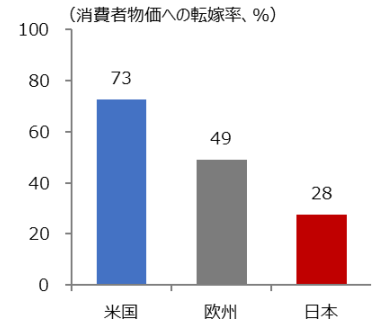
注:コストプッシュ要因は輸入物価および生産者物価の上昇が一定の転嫁率で波及、デマンドプル要因は、賃金の上昇が一定の転嫁率で波及すると想定して推計。産業連関表を用いて産業部門別に推計した上で、産業別の付加価値ウェイトで加重平均。欧州はEU。
 出所:OECD、米労働省より三菱総合研究所作成

図表 1-10 GDP ギャップと失業率（米欧日）



注：○マーカーは直近(22年1-3月)。2000年から直近までの四半期データ。欧州のGDPギャップのみ年次データ。日本のGDPギャップは日本銀行ベース。
出所：CEIC、FRED、日本銀行より三菱総合研究所作成

図表 1-11 企業の投入コスト増に対する消費者物価への転嫁率



注：21年10-12月から22年4-6月までの平均。各種物価変化率、賃金・雇用変化率に、産業連関表などから計算される中間投入、輸入などのインプット比率を乗じて、企業の生産コストの上昇率を計算し、消費者物価上昇率への転嫁度を計算。
出所：CEICより三菱総合研究所作成

注目点③ 米国の金融政策 — インフレ抑制優先で金融引き締めへ

デマンドプル型のインフレ圧力が強まりやすい状況下で、金融政策によるインフレ抑制の役割は大きい。米国の現状の金利水準は、景気に対して緩和的な水準である。デマンドプル型のインフレ圧力が4%程度にまで強まっている米国では、景気に対して引き締め効果のある水準まで政策金利を一時的に引き上げることが必要な局面となろう。

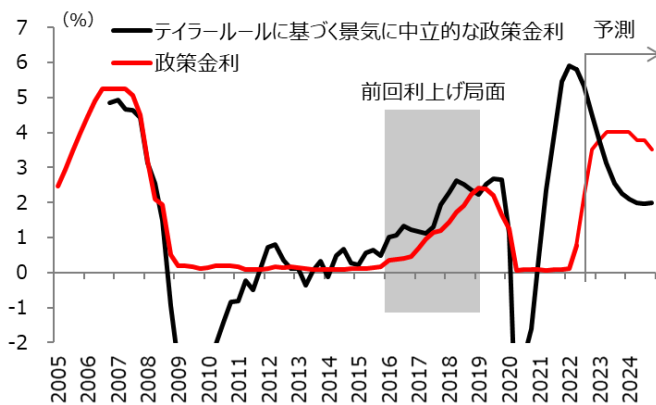
テイラールールに基づけば、GDPギャップやインフレ率などから、(景気に中立的な)政策金利を計算することができる。インフレ率に、米国のデマンドプル型インフレ率(当社推計)を用いた場合、景気に中立的な政策金利は23年末時点で3%弱となる(図表1-12)。6月時点のFOMCでは、政策金利の見通しが上方修正され(22年末3.5%、23年末4.0%)、中立金利を上回る水準まで引き上げる姿勢が示された。

FRBのスタンス変更には、インフレ抑制への強い姿勢をみせることで、FRBの信認を取り戻し家計のインフレ期待を引き下げる狙いもある。実際に、米国家計の1年先のインフレ期待は上昇を続けているが、3年先のインフレ期待をみると、下位25%は低下し、中央値も上昇が一服している(図表1-13)。

米国の金融政策は、一旦景気引き締め水準まで政策金利を引き上げたあと、こうしたインフレ期待や雇用・所得環境など経済動向、既往の利上げの効果を見極めながら、インフレ抑制の道筋が見えた段階で、(中立金利に向けて)利下げに転じるとみる。FRBは利下げ開始を24年と予測しているが、景気が予想以上に悪化した場合などは、23年後半にも利下げに転じる可能性はある。

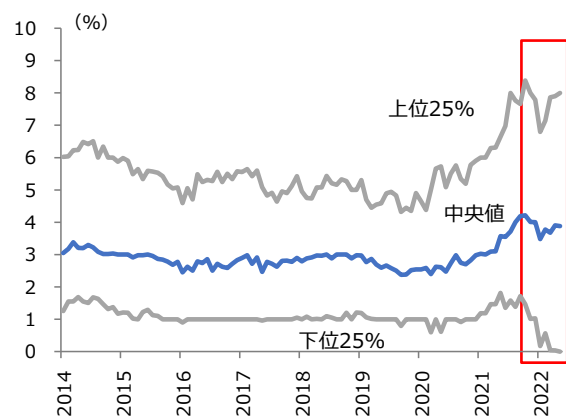
物価や経済、国際情勢をめぐる状況は非常に不確実性が高い。FRBは、これまでの利上げ局面で重視してきた市場との対話よりも、政策の機動性を重視している。上記の利上げ予測は幅を持ってみる必要があり、「インフレ抑制」という目的に応じて、今後の経済状況次第で機動的に政策を修正していこう。

図表 1-12 政策金利の見通し(米国)



注：中立政策金利は、テイラールールに基づく景気に中立的な政策金利。政策金利ラグの係数は0、GDPギャップの係数は0.5。予測期間は、インフレ率はデマンドプル型インフレ率(当社推計)。政策金利は22年に3.5%ポイント、23年に0.5%ポイント利上げと想定。
出所：アトランタ連銀「Taylor Rule Utility」より三菱総合研究所作成

図表 1-13 3年先の期待インフレ率(米国)



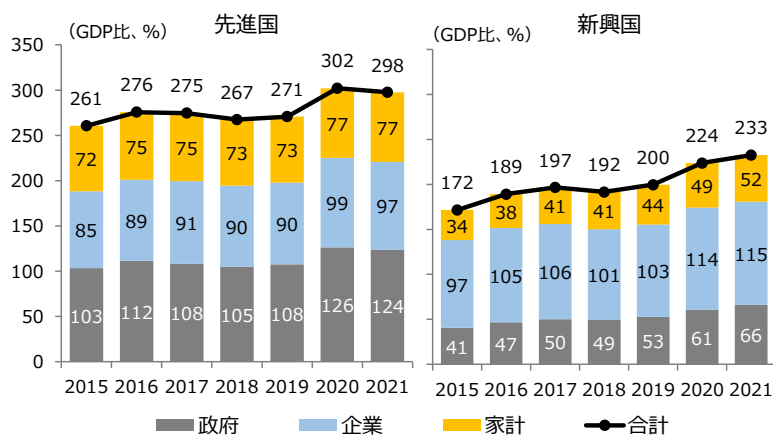
出所：NY連銀より三菱総合研究所作成

注目点④ 金融市場 — 金利上昇による返済負担の上昇と新規調達環境の悪化

コロナ危機後の緩和的な金融環境下で増えた債務の返済負担が高まる。19年に比べて、先進国の債務GDP比は271%から298%に上昇、新興国は200%から233%に上昇した(図表1-14)。主体別では政府債務の寄与が最も大きい、企業や家計の債務も拡大している。

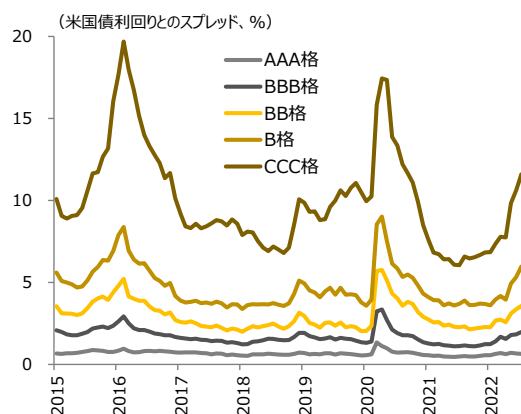
世界的に利上げの動きが広がる中で、住宅ローンを含めて借入金利が上昇しており、債務返済負担の増加が予想される。また、22年入り後、投機的格付け(BB格以下)の社債利回りが上昇傾向にある(図表1-15)。金利の先高観、景気減速懸念の強まり、などから、リスク資産のウェイトを見直す動きが強まっているとみられる。信用リスクの高い国、企業、個人にとっては、コロナ危機下の緩和的な金融環境から一変し、新規の資金調達には厳しい状況が予想される。

図表 1-14 債務の GDP 比率



注:企業は非金融法人企業。
出所: BISより三菱総合研究所作成

図表 1-15 米国社債スプレッド



注: ICE BofA US Corporate Index Option-Adjusted Spread. 直近は22年8月(1-11日の平均)。
出所: FREDより三菱総合研究所作成

(3) 世界経済のリスク

注目点①~④は、世界経済の成長率見通しが、一定範囲内で振れる要素として考慮すべきものであるが、ここでは、発生する確率は相対的に低いものの、発生すれば世界経済の成長率を大きく押し下げかねないリスク要素について整理する。

第一に、ロシアから西側諸国への資源の供給停止である。現時点では、ノルドストリーム(ロシア・ドイツ間の天然ガスパイプライン)を通じたロシアからの天然ガス供給、および各種資源の輸出は、供給量は減少しながらも供給自体は継続されている模様だが、今後の戦況次第では、西側の対ロ経済制裁への報復措置として、輸出の完全停止に踏み切る可能性もある。世界経済の減速を受けて、原油や銅の価格は総じて低下傾向にある一方で、ロシアからの供給停止リスクが高い天然ガスは、22年7月以降に再び上昇に転じている。こうした価格の一段の高騰に加え、供給量の絶対的な不足による生産や消費の制約も大きくなる。IMFの試算では、ロシアからのガス供給が停止された場合、ドイツのGDPは、22年に▲1.5%ポイント、23年に▲2.7%ポイント、それぞれ下押しされる。

第二に、過度な金融引き締めによる米国経済の景気後退である。米国FRBは実体経済と物価動向のバランスを勘案しつつ、金融政策の正常化を進めるとみられるが、ウクライナ情勢の行方など不確実性は高い。インフレが収まらない場合には、景気減速下でも金融引き締めの一段の強化や長期化を余儀なくされる可能性がある。また、FRBの利上げが遅れた場合にも、後々の強い金融引き締めが必要となる可能性が高まる。これらのケースでは、金融市場の動揺や需要の過度な冷え込みを通じて、米国経済の成長率が潜在成長率である1%台後半を大きく下回り、マイナス成長に陥る可能性もある。

第三に、中国経済失速と不良債権増加の悪循環である。中国経済の成長力が中長期的に減速局面にあるなか、ゼロコロナ政策の厳格な実施などをきっかけに中国経済の期待成長率が大きく低下すれば、投資・消費が抑制され、経済失速と不良債権増加の悪循環に陥りかねない。中国は22年秋に5年に1度の中国共産党大会を控える重要な時期であり、安定成長を重視した経済政策運営が予想されるが、中国人民銀行のシミュレーションによると、23年にかけて実質GDP成長率が3%を下回る水準まで失速する場合、中国の不良債権比率は日本のピーク(02年の8.3%)に近い水準まで上昇する。不良債権の増大により、大規模な貸し渋りが発生する場合などには、最悪のケースとして中国経済が長期にわたり低迷する可能性もある。

2. 日本経済

(1) 概観

日本経済は3四半期連続のプラス成長

日本経済は、コロナの感染状況や供給制約に左右されつつも、持ち直し傾向にある。22年4-6月期の実質GDPは、季調済前期比+0.5%（年率+2.2%）と、3四半期連続のプラス成長となり、コロナ危機前の水準（19年10-12月期）を上回った（図表2-1）。

需要項目別でみると、実質民間最終消費支出は同+1.1%となった。物価高が抑制要因となったものの、経済活動の再開や雇用・所得環境の改善を背景に、消費は高めの伸びとなった。実質民間企業設備は、これまで先送りされてきた投資が再開され、同+1.4%と2四半期ぶりに増加した。財貨・サービス輸出は同+0.9%、財貨・サービス輸入は同+0.7%の増加となり、外需寄与度は+0.0%ポイントであった。

7月以降の感染急拡大が外出関連消費の懸念に

22年4-6月期は、新型コロナの新規感染者数が落ち着き、外出行動が持ち直したことで、飲食、宿泊、室外娯楽など外出関連消費の改善が進んだ（図表2-2）。

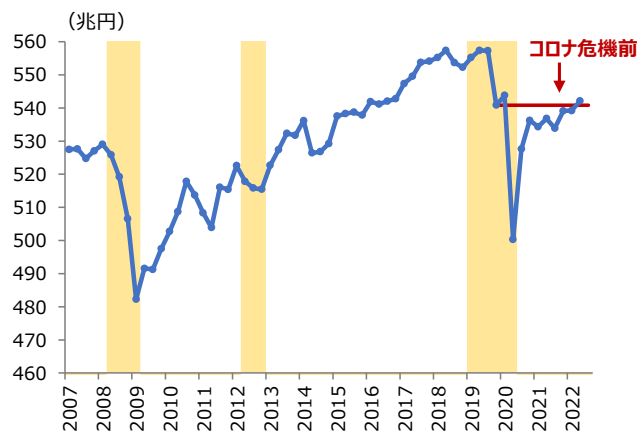
ただし、7月以降は、新規感染者数が急増している。外出自粛度合いが強まれば、外出関連消費が再び落ち込むことが懸念される。

資源高・円安による輸入コストの増加が国内需要回復の重しに

資源高と円安の同時進行により、日本経済は、引き続き輸入コストの増加に直面している（図表2-3）。石油、天然ガスなどエネルギー価格は高水準での推移が続いた。

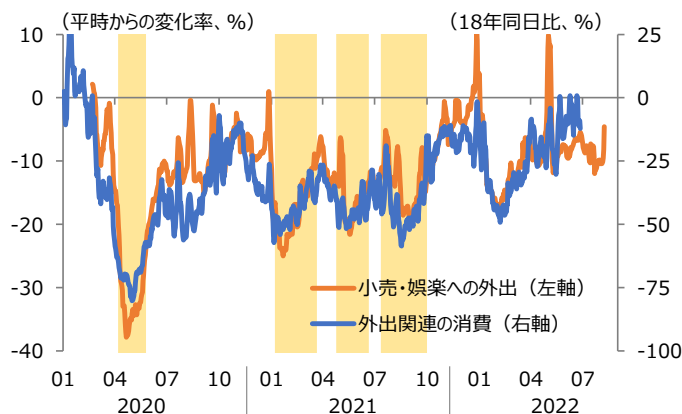
輸入コストの増加は、国内需要の回復ペースを鈍らせる要因となる。輸入コストの増加を販売価格に転嫁できなければ、雇用者報酬など労働者の収入減につながる。一方、販売価格への転嫁が進めば、消費者などが購入する製品・サービスの価格上昇が進む。いずれにしても、輸入コストの増加は、収入減および価格上昇を通じて労働者や消費者、企業が負担することになる。コスト高を日本経済が乗り切れるか注目だ。

図表2-1 日本の実質GDP



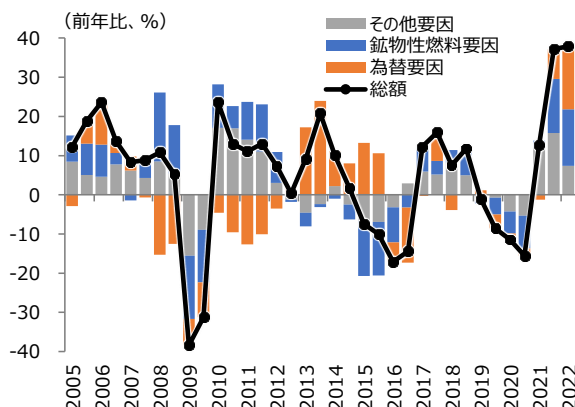
注：黄色の網掛け期間は内閣府の基準による景気後退期。
出所：内閣府「国民経済計算」「景気基準日付」より三菱総合研究所作成

図表2-2 外出行動（小売・娯楽）と外出関連消費



注：前後3日移動平均。黄色い網掛けは緊急事態宣言の発令時期を示す。直近は外出関連消費が6月30日、小売・娯楽への外出が8月11日。
出所：総務省「家計調査」、Google「COVID-19 Community Mobility Reports」より三菱総合研究所作成

図表2-3 輸入金額の要因分解



注：半期（6カ月ごと）ベース。
出所：財務省「貿易統計」より三菱総合研究所作成

(2) 企業活動の動向

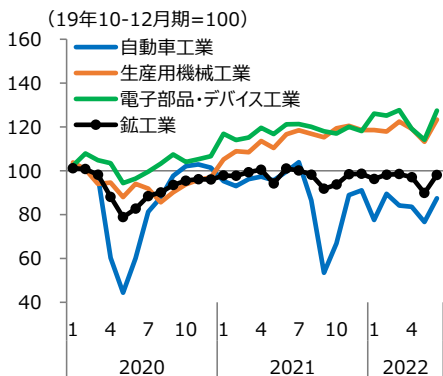
生産は供給制約緩和に伴い徐々に持ち直しへ

22年4-6月期の鉱工業生産は、前期比▲2.7%と3四半期ぶりのマイナスとなった。既往の半導体不足に加え、中国・上海市を中心とするロックダウンにより部品供給が混乱し、自動車など、幅広いセクターで減産を余儀なくされた。

先行きの生産は、供給制約緩和から自動車生産を中心に持ち直しが見込まれ、22年度前年比+0.3%、23年度同+2.0%とみる。中国からの部品供給は徐々に正常化へ向かっており、鉱工業生産は6月に5月の落ち込みをおおむね回復した(図表2-4)。長期化する半導体不足についても緩和の兆しが見られ、22年後半以降の増産を後押しするだろう。世界的に財需要の増加が一服する中、不足していたマイコン(家電、自動車の動作制御に用いられる)の国内在庫水準は回復している(図表2-5)。

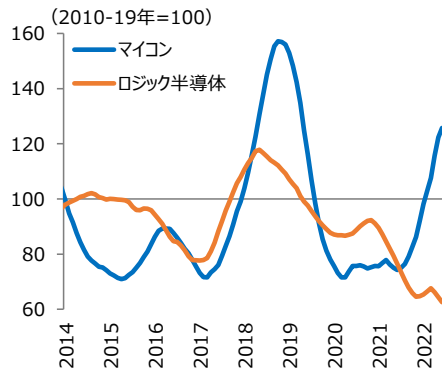
もっとも、年内の自動車増産ペースは緩やかにとどまり、生産正常化は23年入り後になるというのがメインシナリオである。ロジック半導体(近年自動運転、EV化対応などにより車載用の需要が拡大)の在庫は低水準にとどまっており、半導体不足の緩和にも濃淡が見られる。自動車製造業の在庫過不足感(在庫判断DI=過剰-不足)をみると、6月調査時点の流通在庫は比較可能な03年以降で最低であり、部品不足の解消には時間を要するだろう(図表2-6)。一方、自社で抱える製商品在庫は過剰傾向と、生産過程の仕掛品在庫を積み増しているとみられ、部品供給が正常化すれば増産の余地は大きい。

図表2-4 鉱工業生産



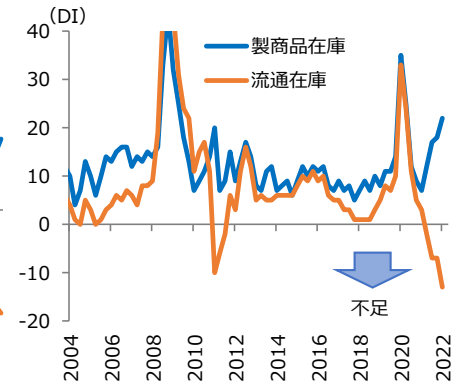
注:直近は22年6月。
出所:経済産業省「鉱工業指数」より三菱総合研究所作成

図表2-5 半導体在庫(数量)



注:直近は22年6月。12カ月後方移動平均。マイコンは、モス型マイクロコンピュータ(MCU)。ロジック半導体は、モス型標準ロジック。
出所:経済産業省「生産動態統計」より三菱総合研究所作成

図表2-6 自動車製造業の在庫判断DI



注:全規模企業。製商品在庫は回答企業の手持ち在庫、流通在庫は回答企業の属する業界の流通在庫を示す。
出所:日本銀行「短観」より三菱総合研究所作成

輸出は中国経済回復や自動車の繰り越し需要により増勢維持も、欧米経済減速は下押し要因

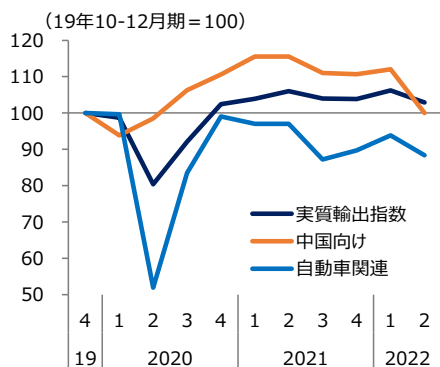
22年4-6月期の実質輸出指数も、前期比▲3.2%のマイナスとなった(図表2-7)。中国・主要都市のロックダウンは、生産・物流の混乱に加え、現地の需要減を通じて輸出を下押しした。

先行きの輸出は、①中国経済の持ち直し、②自動車関連輸出の復調により、緩やかな増加傾向は維持するが、米国、欧州経済の成長減速が輸出の下押し要因となり、22年度前年比+2.5%、23年度同+0.7%を見込む。

中国は22年秋の中国共産党大会を見据え、財政・金融両面から景気対策を強化しており、22年後半に成長率は回復に向かうとみられる。そのもと、ASEANなどのアジア新興国経済も底堅く推移すると想定される。日本は東南アジアを中心とするサプライチェーンと結びつきが強く、中国、東南アジア諸国経済の底堅さは輸出にとってポジティブ材料である。

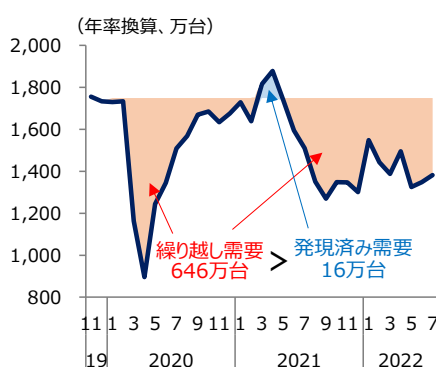
自動車生産の持ち直しも輸出の下支え要因である。自動車関連の輸出先としてシェアの大きい米国では、コロナ危機以降、生産・供給の制約もあり、新車販売台数が潜在的な需要を下回る状況が続いていた(図表2-8)。中古車購入により需要を満たす動きも一時期生じたが、中古車の供給にも限界があり先送りされた需要が積み上がっている(図表2-9)。米国で利上げと消費減速が見込まれる中でも、こうした繰り越し需要は今後発現するだろう。在庫復元の観点からも現地の増産余地は大きく、自動車関連輸出は増勢が続くとみられる。

図表2-7 実質輸出指数



注：中国向けは自動車関連を含む。
出所：日本銀行「実質輸出入の動向」より三菱総合研究所作成

図表2-8 米国の新車販売台数



注：2019年平均からの下振れ台数を繰り越し需要とした。
出所：米国商務省より三菱総合研究所作成

図表2-9 米国の中古車販売台数



注：2019年平均からの下振れ台数を繰り越し需要とした。19-20年は暦年ベース、21年1-5月は期間内平均台数。
出所：Cox Automotiveより三菱総合研究所作成

海外経済の下振れや国内電力不足など、生産・輸出の下振れリスクに要警戒

生産・輸出とも先行きの下振れリスクは大きい。①FRBの金融引き締め加速による米国経済の大幅失速・景気後退、②中国ゼロコロナ政策下の大規模なロックダウン再実施、③ロシアからのガス供給途絶による欧州経済活動の抑制、など海外経済の不確実性が高い。加えて、④国内の電力不足も懸念材料である。

今夏、電力需給の逼迫により7年ぶりに節電要請が実施された。発電設備の老朽化により設備稼働休止が相次いだことが背景にある。冬季も電力需給は厳しい状況が見込まれ、電力供給予備率は、北海道、沖縄を除くエリアで安定供給に最低限必要とされる3%を下回る可能性が示されている(図表2-10)。

対露経済制裁が続く中、ロシアからのエネルギー資源調達に関する不確実性から、電力供給に対する懸念は一段と強まっている。6月30日、プーチン大統領は、石油・天然ガス開発事業「サハリン2」の運営主体を変更する大統領令に署名した。「サハリン2」からの液化天然ガス(LNG)調達は、日本の輸入量の約1割を占めており、安定調達が損なわれるリスクがある。こうした状況下、7月14日、岸田首相は予定されていた原子力発電所再稼働を進める姿勢を明確にするとともに、火力発電所の追加稼働により電力供給を確保する方針を示した。原子力発電所再稼働は電力会社の計画に既に織り込まれており、電力供給拡大余地は小さい。エネルギー資源調達の混乱が生じる中、火力発電による十分な電力供給確保の可否は依然不透明であり、企業活動の制約が懸念される。

図表2-10 電力供給予備率

	実績	夏季見通し			冬季見通し			
	6月	7月	8月	9月	12月	1月	2月	3月
北海道	8.4	21.4	12.5	23.3	12.6	6.0	6.1	12.3
東北	7.5	3.7	5.7	6.2	7.8	1.5	1.6	12.3
東京	2.5	3.7	5.7	6.2	7.8	1.5	1.6	10.1
中部	7.5	3.7	5.7	6.2	5.5	1.9	3.4	10.1
北陸	7.5	3.7	5.7	6.4	5.5	1.9	3.4	10.1
関西	7.5	3.7	5.7	6.4	5.5	1.9	3.4	10.1
中国	8.7	3.7	5.7	6.4	5.5	1.9	3.4	10.1
四国	8.8	3.7	5.7	6.4	5.5	1.9	3.4	10.1
九州	8.7	3.7	5.7	6.4	5.5	1.9	3.4	10.1
沖縄	22.7	28.2	22.3	19.7	45.4	39.1	40.8	65.3

注：見通しは10年に1度の猛暑・厳寒時の電力需要を想定。電力供給予備率が5%を下回る部分(「電力ひっ迫注意報」相当)を黄色、3%を下回る部分(「電力ひっ迫警報」相当)を赤とした。実績は期間内最低値。
出所：電力広域的運営推進機関「広域予備率 Web 公表システム」、経済産業省「第51回 総合資源エネルギー調査会 電力・ガス事業分科会 電力・ガス基本政策小委員会 資料 3-1」より三菱総合研究所作成

企業活動に対する逆風が強まる中、設備投資は回復加速へ

22年4-6月期の実質民間設備投資は、季調済前期比+1.4%と緩やかに持ち直している。ただし、コロナ危機前(19年10-12月期)を▲2.6%程度下回る水準にある。

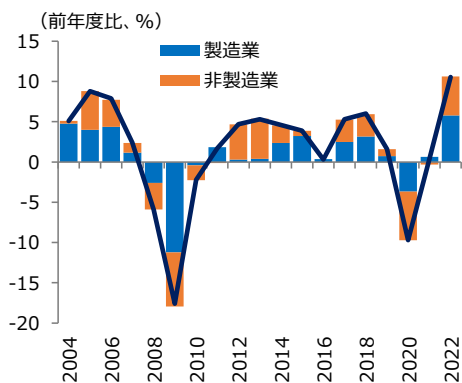
もっとも、先行きの設備投資は加速する見込みだ。日銀短観(6月調査)では、22年度の設備投資計画(除く土地、含むソフトウェア投資)は、前年度比+15.5%と6月調査としては比較可能な05年以降最大の伸びとなった(図表2-11)。製造業だけでなく、非製造業も高い伸びを見込んでおり、経済活動正常化が進む中、コロナ禍で先送りされた投資が顕在化する構図である。

デジタル化や脱炭素など、成長分野に対する投資も拡大が見込まれる。日本政策投資銀行の調査によると、企業は「情報化投資」を重視する傾向を強めている(図表2-12)。AIやIoTを活用した生産性向上、ビジネス

モデルの変革などに関心が高まっていることが背景にある。また同調査によると、投資に占める脱炭素関連投資の割合は1割前後と、規模は大きくないもののカーボンニュートラルに向けた潮流も投資拡大に寄与するとみられる(図表2-13)。幅広い業種で再生可能エネルギー発電設備や省エネ機器の導入が進む模様だ。

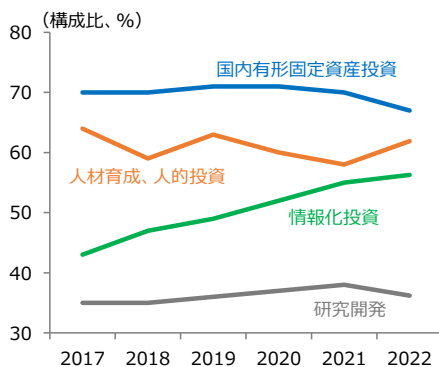
コロナ禍で先送りされた投資が徐々に顕在化するなか、中長期的な観点からデジタル化、脱炭素などの分野への投資も進み、設備投資は着実な回復が予想される。実質民間企業設備は、22年度は前年比+2.2%、23年度は同+3.0%を見込む。

図表2-11 設備投資計画



注: 全規模企業。土地を除き、ソフトウェアを含む。2022年度のみ平均修正率を考慮した着地見込み。業種別内訳は寄与度。出所: 日本銀行「短観」より三菱総合研究所作成

図表2-12 優先する投資分野



注: 大企業。上位3項目以内の複数回答。出所: 日本政策投資銀行「全国設備投資計画調査」より三菱総合研究所作成

図表2-13 脱炭素関連投資の動向

業種	投資に占める割合 (%)	主な投資内容
全産業	7	再エネ発電設備、省エネ機器導入
電力・ガス	18	バイオマス風力、水素製造
非鉄金属	13	高炉・電炉効率化、電炉能増
鉄鋼	8	EV関連 (電磁鋼板)
電気機械	10	パワー半導体、EV関連 (電池)
輸送用機械	10	省エネ電動設備、EV化開発拠点
一般機械	10	水素発電美証

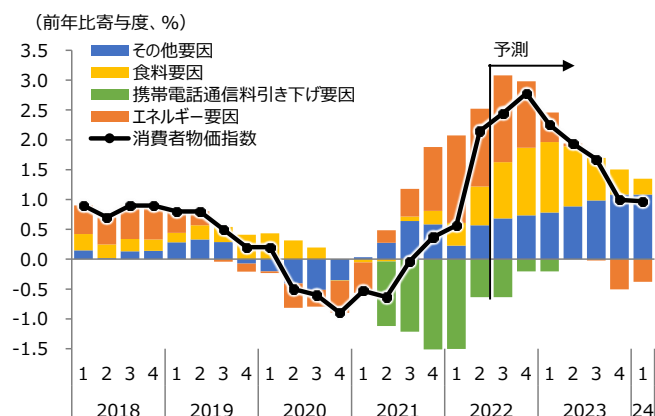
注: 大企業。投資に占める割合は各企業の単純平均。業種別の割合は概算値。出所: 日本政策投資銀行「全国設備投資計画調査」より三菱総合研究所作成

(3) 物価・金融政策の動向

食料・資源価格の高まりを受け、コストプッシュ型の物価上昇圧力が強まる

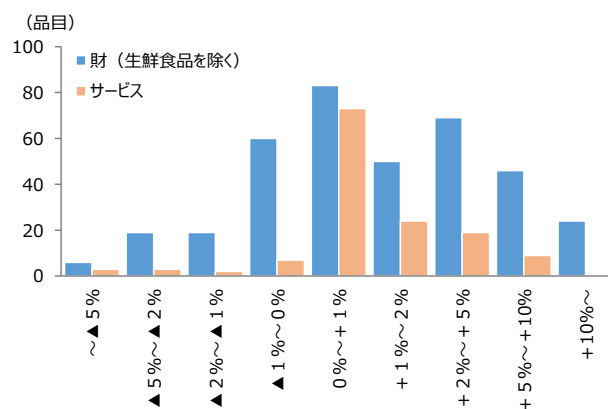
消費者物価をみれば、食料・エネルギーを中心に、円安や資源高によるコストプッシュ型の物価上昇圧力が強まっている。22年4-6月期の生鮮食品を除く総合指数(コアCPI)は、携帯電話通信料の引き下げによる影響が一部剥落したこともあり、前年比+2.1%と、1-3月期から伸びが加速した(図表2-14)。ただし、食料(酒類を除く)及びエネルギーを除く総合では、同+0.2%となっており、賃金上昇等を伴う「デマンドプル型」のインフレ圧力は弱い状況にある。品目ごとの価格上昇率の分布を確認すると、財では同+2%超の伸びを記録する品目が全体の3割を上回るものの、サービスについては大半の品目が同0~+1%のレンジに収まっている(図表2-15)。

図表2-14 消費者物価上昇率



注: 生鮮食品を除く総合(消費税増税・教育無償化の影響は除く)の四半期平均。予測値は、燃料油価格激変緩和補助金(ガソリン補助金)が22年末まで継続されることを想定。出所: 実績は総務省「消費者物価指数」、予測は三菱総合研究所作成

図表2-15 個別品目ごとの価格上昇率の分布



注: 22年4-6月期実績。出所: 総務省「消費者物価指数」より三菱総合研究所作成

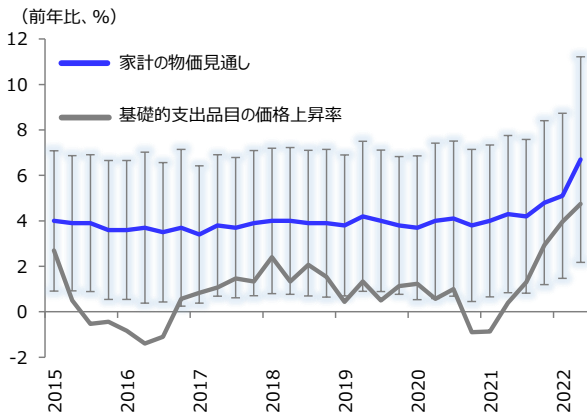
コアCPIは23年度にかけて伸び低下も、1%程度は維持する見込み

物価の先行きは、食品の値上げの本格化や電力価格の引き上げ、携帯電話通信料引き下げの影響の剥落などにより、22年度後半にかけてコアCPIが一時的に前年比+2%台後半にまで上昇するとみる。その後は、食品・エネルギー価格上昇の影響が一巡し、伸び率が低下するだろう。もっとも、既往の物価動向を踏まえたインフレ期待の高まりや、需給ギャップのプラス転換により、価格上昇が広範な品目に波及することで、23年度でも同+1%程度の伸びを維持する見込みだ。

家計のインフレ期待を示す5年後の物価見通しは、21年度後半から上昇しており、家計が生活必需品(基礎的支出品目)の価格上昇に合わせてインフレ期待を修正しているものと考えられる(図表2-16)。実際、当社の生活者市場予測システム(mif)上で実施したアンケート調査でも、物価を予想する際に「普段購入している商品・サービスの価格」を参考にするとの回答が約3割となった(図表2-17)。また、物価見通しのばらつきが拡大していることから、家計の物価に対する認識の変化がうかがえるほか、企業サイドでも、5年後の販売価格見通しを引き上げる動きがみられる(図表2-18)。

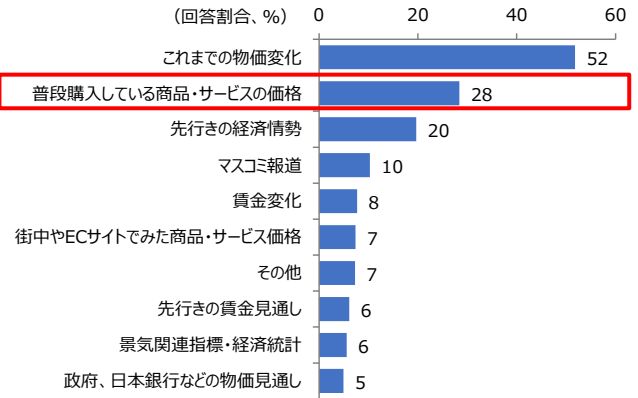
需給ギャップ(日本銀行ベース)については、内需の持ち直しが続くなかで、22年後半にかけてマイナス幅の縮小が進み、23年には小幅プラスに転じるだろう。需給ギャップのプラス転換は物価の押し上げ要因となるが、その効果は期待インフレ率の上昇に比べて幾分小さいとみられる。(図表2-19)。

図表2-16 家計のインフレ期待 (5年後)



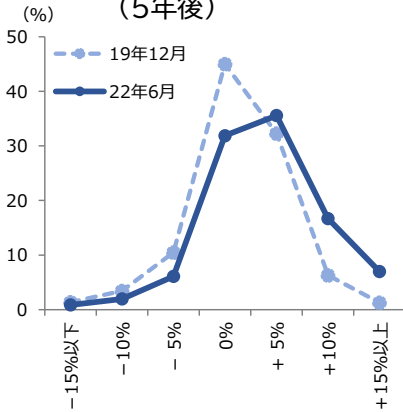
注:家計の物価見通しは5年後の物価の年上昇率の予想の平均値。バンドは物価見通しの上下1標準偏差を示す。
出所:日本銀行「生活意識に関するアンケート調査」、総務省「消費者物価指数」より三菱総合研究所作成

図表2-17 物価予想の際に参考にするもの (生活者調査)



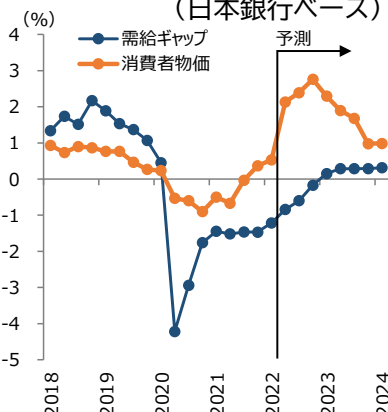
注:複数回答(上位2つまで)。
出所:三菱総合研究所「生活者市場予測システム(mif)」アンケート調査(22年8月1-2日、回答者2,000人)

図表2-18 企業の販売価格見通し (5年後)



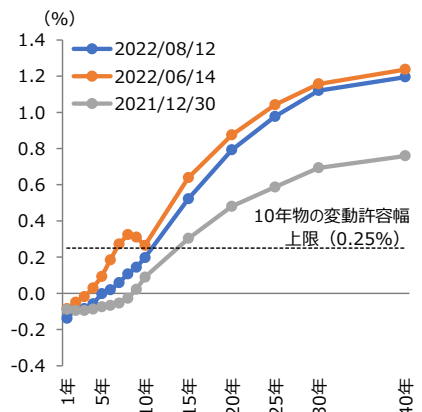
注:全規模・全産業の5年後の販売価格見通し。「わからない」との回答は除外して再集計している。
出所:日本銀行「短観」より三菱総合研究所作成

図表2-19 需給ギャップ (日本銀行ベース)



注:消費者物価の予測値とその前提は図表2-14と同様。消費者物価は生鮮食品を除く総合(消費税除く)。
出所:日本銀行、総務省、予測は三菱総合研究所作成

図表2-20 国債のイールドカーブ



出所:財務省「国債金利情報」より三菱総合研究所作成

金融政策の枠組みは当面の間、現状維持を見込む

金融政策については、エネルギー価格の影響などが剥落する23年度後半の消費者物価が前年比+1%程度とみられるなか、当面の間は、現行の金融政策の枠組みである「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」が維持される見込みだ。23年度にかけての日本経済は、「デマンドプル型」のインフレ圧力が弱く、賃金の伸びも限定的であると予想することが背景にある。

ただし、オペレーションの面では、現行の政策枠組みのなかで調整を行い、柔軟性を高める必要が出てくるだろう。22年6月には、一部の投資家の間で、日本銀行が欧米の中央銀行に追随して金融緩和策の修正に踏み切るとの観測が広がり、長期金利への上昇圧力が強まった。こうしたなか、日本銀行は連続指値オペの対象を既発債にまで拡大し、10年物国債利回りの変動許容幅の上限(0.25%)を堅持したが、一時的に7年物の国債利回りは10年物を上回るなど歪みが生じた(図表2-20)。一部の日銀政策委員からは、将来の出口戦略の検討に前向きな態度も示され始めている。こうした状況を踏まえると、今後、日銀は、賃金・物価上昇の定着状況も確認しつつ、長期金利の変動許容幅の拡大などに関する議論を本格化させると考える。

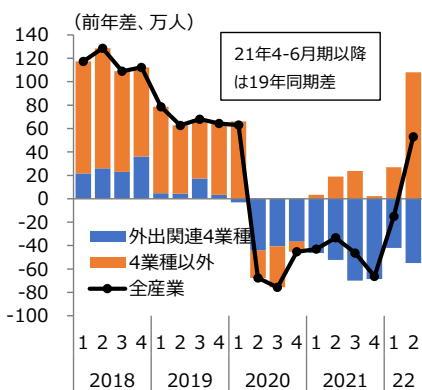
(4) 雇用・所得の動向

雇用環境は改善、人手不足感が強まっている

雇用環境は業種による二極化が続いているが、全体としては改善傾向にある。22年4-6月期の雇用者数は、飲食、宿泊など外出関連4業種では3年前(19年4-6月期)に比べて55万人ほど少ない(図表2-21)。一方、その他の業種は19年同期差+110万人程度増加した。雇用者数全体でも同+50万人と、コロナ危機後初めて19年同期差がプラスに転じた。人手不足感も強まっている。日本銀行「短観」の雇用人員判断DIをみると、製造業、非製造業ともに「不足」超の度合いは強い(図表2-22)。

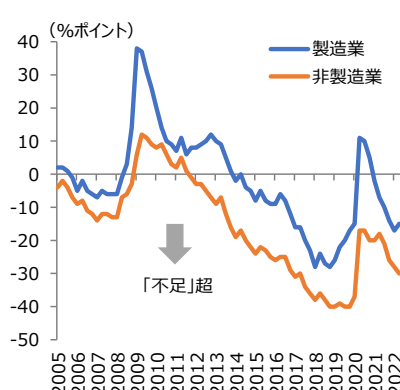
所得環境は底堅く推移している。物価上昇率が高まっているものの、名目現金給与額や雇用者数が増加しているため、日本全体での実質雇用者所得は横ばい圏内を維持している(図表2-23)。

図表2-21 雇用者数



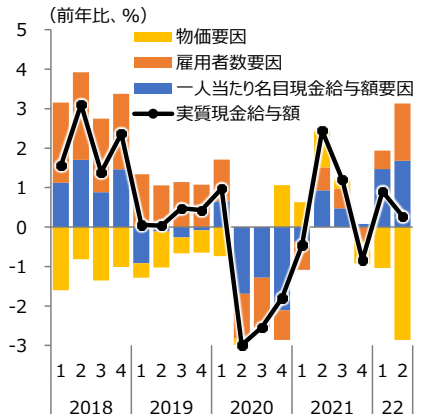
注: 外出関連4業種は宿泊業、飲食店、その他生活関連サービス、娯楽業。
出所: 総務省「労働力調査」より三菱総合研究所作成

図表2-22 雇用人員判断DI



注: 全規模。
出所: 日本銀行「短観」より三菱総合研究所作成

図表2-23 経済全体の实質雇用者所得



注: 物価は除く帰属家賃。
出所: 総務省「労働力調査」「消費者物価指数」、厚生労働省「毎月勤労統計調査」より三菱総合研究所作成

今後の雇用・所得環境は段階的な回復を見込む

先行きの雇用環境は、23年度にかけて経済活動の再開に合わせて段階的に持ち直していくだろう。全国旅行支援策の実施や外国人観光客の受け入れの正常化が進めば、雇用過剰感が相対的に強い宿泊・飲食サービスでも人手不足感が一段と強まるだろう。労働参加率が既に高い水準にあるなかで、追加的な労働供給余地は限定的であり、全体として一段と人手不足感が強まるとみられる。

所得環境は回復傾向を見込む。経済活動の正常化が進む中、企業の手不足感の強まりが賃金上昇圧力となるだろう。資源価格の上昇による企業業績の悪化は、価格交渉力が低く、価格転嫁しづらい中小企業を中心に賃上げの抑制要因になり得るものの、総じてみれば賃上げの動きは継続するとみる。最低賃金の引き上げもパート労働者を中心に賃金押し上げ要因となるだろう。名目雇用者報酬は、22年度は前年比+1.9%、23年度は同+1.7%と予測する。

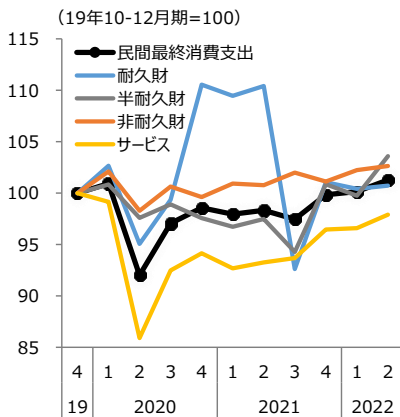
(5) 消費の動向

消費は経済再開・雇用環境の改善を受けて堅調

22年4-6月期の実質民間最終消費支出は、経済活動の再開や雇用環境の改善を受けて、季調済前期比+1.1%と高めの伸びとなった。内訳をみると、財消費が底堅く推移するなか、サービス消費の持ち直しが全体の押し上げに寄与した(図表2-24)。

当社の生活者市場予測システム(mif)上で実施したアンケート調査の結果に基づく「MRI生活者マインド指数」は、コロナ危機前の平均的な水準を維持したものの、3四半期連続での悪化となった(図表2-25)。消費を慎重化させた理由を確認すると、「商品やサービスの価格の上昇」が約6割にまで増加しており、物価上昇が家計の消費マインドを抑制している状況だ(図表2-26)。

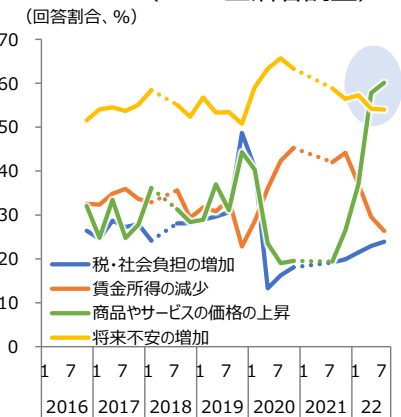
図表 2-24 形態別個人消費



図表 2-25 生活者マインド指数 (MRI生活者調査)



図表 2-26 消費慎重化の理由 (MRI生活者調査)



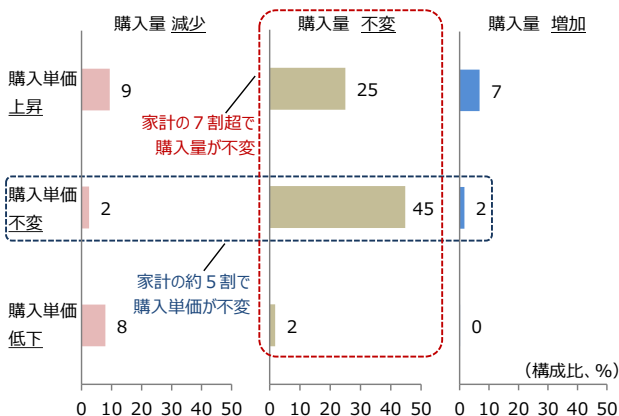
出所:内閣府「国民経済計算」より三菱総合研究所作成

注:図表2-25は、3カ月前と比較して消費に「前向きになった」割合×100+「変わらない」割合×50+「慎重になった」割合×0により算出。図表2-26は、消費に「慎重になった」との回答者が対象(複数回答)。毎年1・4・7・10月に実施。16年1・4・7月、18年4月、20年1・4月は欠損値。
出所:三菱総合研究所「生活者市場予測システム(mif)」アンケート調査(直近は22年7月27-29日、回答者5,000人)

物価上昇がマインド悪化要因となるも、現段階では消費行動への影響は軽微

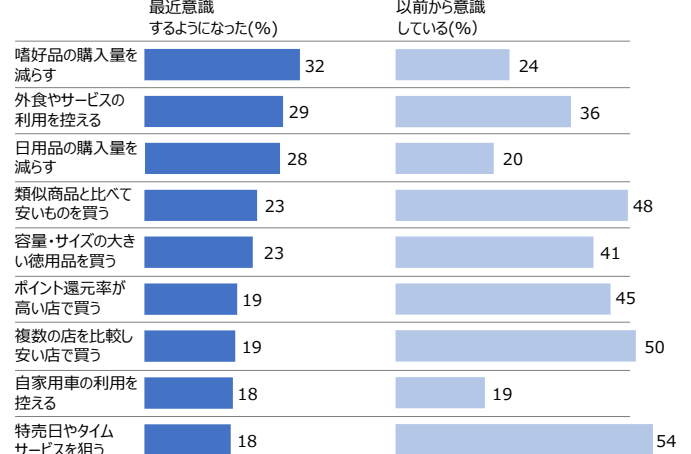
前述の通り、物価上昇は消費マインドの悪化要因となっているものの、現段階では支出行動に大きな影響は生じていない。当社のアンケート調査によれば、7割超の家計が3カ月前から購入量を変えておらず、購入単価を据え置いている家計も約半数に上る(図表2-27)。買い物の際に意識していること(図表2-28)をみると、以前から「複数の店を比較し安い店で買う」、「類似商品と比べて安いものを買う」といった家計が多く、購入単価を抑えることで購入量を維持した側面もあると考えられる。ただし、最近では、「嗜好品の購入量を減らす」、「外食やサービスの利用を控える」といった意識を持つようになった家計もあり、今後は、物価上昇が購入量の抑制に働く可能性にも一層注意が必要だ。

図表2-27 購入量と購入単価の変化 (MRI生活者調査)



注:3カ月前と比較した購入量および購入単価の変化を集計。
出所:三菱総合研究所「生活者市場予測システム(mif)」アンケート調査(22年7月27-29日、回答者5,000人)

図表2-28 買い物の際に意識していること (MRI生活者調査)



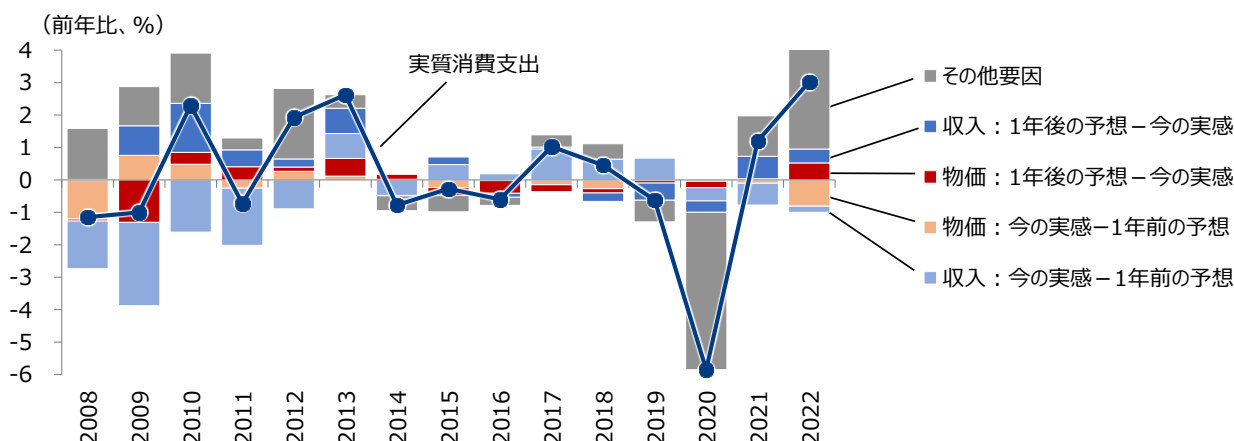
出所:三菱総合研究所「生活者市場予測システム(mif)」アンケート調査(22年7月27-29日、回答者5,000人)

所得増への期待やペントアップ需要により緩やかな回復基調を維持

消費の先行きに関しては、物価上昇による消費下押し懸念はあるものの、雇用・所得環境の段階的な改善や、外出関連のペントアップ需要の下支えにより、緩やかな持ち直しに向かうとの見方に変更はない。

実質消費支出を物価・収入に関する家計の予想で要因分解すると(図表2-29)、22年度は、今後の収入増に対する期待が消費を押し上げる見込みだ。物価の予想については、足元の物価上昇を受けた消費抑制効果の一部を、「今後一段と物価が上がる」という予想を踏まえた駆け込み消費の動きが相殺する可能性がある。また、22年後半からは、コロナ危機下で蓄えられた過剰貯蓄(22年1-3月期までの累計で約60兆円)の一部が消費に回る可能性もあり、23年度にかけての消費活動を後押しする。以上を踏まえ、実質民間最終消費支出は、22年度は前年比+3.2%、23年度は同+1.4%と予測する。

図表2-29 物価・収入の期待が消費に与える影響



注:パラメータの推計期間は08~19年。実質消費支出は、四半期ごとの前年比の年平均値。今の実感と1年前の予想の差は直近2四半期の平均値。1年後の予想と今の実感の差は、直近予想値から今の実感の4四半期移動平均値を差し引いて算出。収入の実感と予想については、「増えた/増える」との回答の割合と「減った/減る」との回答の割合の差をDIとして使用。
出所:日本銀行「生活意識に関するアンケート調査」、内閣府「国民経済計算」より三菱総合研究所作成

(6) まとめ

海外経済減速が下押しも、ペントアップ需要顕在化から内需が堅調に推移

22年7-9月期は、新規感染者数の急増を背景に、22年4-6月期から伸びが低下すると予想する。もっとも、外出の自粛は高齢者などにとどまり、消費は増加基調を維持するとみる。

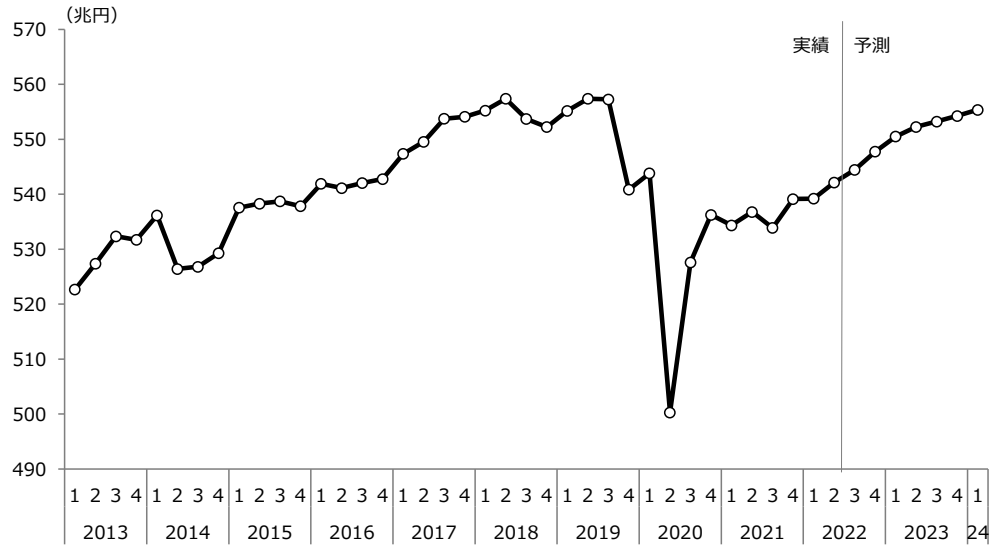
新規感染者数の拡大ペースが落ち着いた後は、22年度後半にかけて、高めの成長を見込む。経済活動の正常化に伴う雇用・所得環境の改善に加え、抑制されていた消費の一部が顕在化することも国内需要を押し上げるだろう。供給制約は、部品・半導体不足など引き続き企業活動の抑制要因となる可能性が高いものの、徐々に解消に向かうとみる。減産圧力の弱まりは、生産の伸びにとってプラス寄与となる見込みだ。一方、米国・欧州を中心とする海外経済の減速は輸出の下押し圧力となる。そのため、22年度のGDPは前年比+1.7%と、前回2次QE後の6月時点の見通し(同+2.3%)より鈍るとみる。

23年度は、ペントアップ需要の一服から減速するものの、賃金上昇を背景に内需は底堅く推移するとみる。供給制約の解消に伴う自動車生産の正常化は輸出を下支えするだろう。23年度の実質GDP成長率は前年比+1.4%と、潜在成長率を若干上回る伸びを予測する(同+1.2%から上方修正)。

予測の前提として、原油価格(WTI)は23年度末にかけて85ドル程度、日経平均株価は23年度末にかけて28,000円程度、為替レートは23年度末にかけて130円/ドル程度での推移を想定した。

先行きのリスクは、第一に、米中経済の失速だ。急激な金融引き締めを背景とする米国経済の失速や、ゼロコロナ政策を主因とする中国経済の減速は、両国への輸出金額が大きい日本経済にとって強い逆風となる。第二に、ウクライナ情勢の一段の悪化である。原油・非鉄金属など資源価格の高騰がさらに進んだ場合には、企業業績への悪影響は一段と大きくなる。企業の投資姿勢が慎重化する恐れがあるほか、消費者物価上昇率の高まりや賃金の伸び鈍化を通じて消費の減速につながれば、内需主導の自律的な回復が難しくなる。

図表2-30 実質GDPの見通し



出所:実績は内閣府「国民経済計算」、予測は三菱総合研究所

図表2-31 日本の四半期別実質GDP成長率予測

		実績				予測				2024 1-3				
		2021 1-3	4-6	7-9	10-12	2022 1-3	4-6	7-9	10-12		2023 1-3	4-6	7-9	10-12
実質GDP	前期比	-0.4%	0.5%	-0.5%	1.0%	0.0%	0.5%	0.4%	0.6%	0.5%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%
	前期比年率	-1.4%	1.8%	-2.1%	4.0%	0.1%	2.2%	1.7%	2.5%	2.0%	1.3%	0.7%	0.7%	0.8%
	前年比	1.7%				1.4%				1.7%				
	前年度比	-4.5%	2.3%				1.7%				1.4%			

出所:内閣府「国民経済計算」、予測は三菱総合研究所

図表2-32 日本経済予測の総括表

(単位：10億円、%)

	年度				年度（前年比）				
	2020 実績	2021 実績	2022 予測	2023 予測	2020 実績	2021 実績	2022 予測	2023 予測	
名目	国内総生産 (= GDP)	534,732	541,602	549,826	561,662	▲ 3.9%	1.3%	1.5%	2.2%
	民間最終消費支出	286,963	293,838	311,180	318,448	▲ 5.5%	2.4%	5.9%	2.3%
	民間住宅投資	19,813	20,922	21,027	20,976	▲ 7.4%	5.6%	0.5%	▲ 0.2%
	民間企業設備	83,746	86,327	90,692	94,257	▲ 8.2%	3.1%	5.1%	3.9%
	民間在庫品増加	59	581	558	561	***	***	***	***
	政府最終消費支出	113,703	117,185	118,553	119,202	1.7%	3.1%	1.2%	0.5%
	公的固定資本形成	30,909	29,594	29,774	30,797	5.5%	▲ 4.3%	0.6%	3.4%
	公的在庫品増加	▲ 27	▲ 21	6	139	***	***	***	***
	財貨・サービス純輸出	▲ 433	▲ 6,823	▲ 21,964	▲ 22,718	***	***	***	***
	財貨・サービス輸出	84,368	103,698	118,703	120,801	▲ 11.8%	22.9%	14.5%	1.8%
財貨・サービス輸入	84,800	110,521	140,667	143,518	▲ 13.2%	30.3%	27.3%	2.0%	

(単位：2015暦年連鎖方式価格、10億円、%)

実質	国内総生産 (= GDP)	524,880	536,896	546,205	553,780	▲ 4.5%	2.3%	1.7%	1.4%
	民間最終消費支出	283,006	290,393	299,719	303,827	▲ 5.4%	2.6%	3.2%	1.4%
	民間住宅投資	18,803	18,497	17,738	17,545	▲ 7.8%	▲ 1.6%	▲ 4.1%	▲ 1.1%
	民間企業設備	83,181	83,694	85,498	88,092	▲ 7.7%	0.6%	2.2%	3.0%
	民間在庫品増加	447	1,012	688	696	***	***	***	***
	政府最終消費支出	113,771	116,025	117,117	117,281	2.5%	2.0%	0.9%	0.1%
	公的固定資本形成	29,521	27,314	26,562	27,157	5.1%	▲ 7.5%	▲ 2.8%	2.2%
	公的在庫品増加	▲ 31	▲ 15	▲ 25	▲ 25	***	***	***	***
	財貨・サービス純輸出	▲ 4,143	434	▲ 590	▲ 291	***	***	***	***
	財貨・サービス輸出	92,333	103,836	106,445	107,140	▲ 10.0%	12.5%	2.5%	0.7%
財貨・サービス輸入	96,475	103,402	107,035	107,431	▲ 6.3%	7.2%	3.5%	0.4%	

	年度				年度（前年比）			
	2020 実績	2021 実績	2022 予測	2023 予測	2020 実績	2021 実績	2022 予測	2023 予測

指数	鉱工業生産指数	90.3	95.5	95.8	97.7	▲ 9.6%	5.7%	0.3%	2.0%
	国内企業物価指数	99.9	106.9	114.9	117.4	▲ 1.5%	7.0%	7.5%	2.2%
	消費者物価指数（生鮮除く総合）	99.9	99.9	102.3	103.7	▲ 0.4%	0.1%	2.4%	1.4%
	GDPデフレーター	101.9	100.9	100.7	101.4	0.7%	▲ 1.0%	▲ 0.2%	0.8%
	完全失業率	2.9%	2.8%	2.6%	2.5%	***	***	***	***
	新設住宅着工戸数（万戸）	81.2	86.6	84.9	83.6	▲ 8.1%	6.6%	▲ 2.0%	▲ 1.5%

(単位：10億円、%)

対外 バラ ンス	経常収支（10億円）	16,267	12,651	3,747	3,030	***	***	***	***
	貿易・サービス収支	236	▲ 6,462	▲ 20,274	▲ 19,365	***	***	***	***
	貿易収支	3,777	▲ 1,619	▲ 17,216	▲ 17,825	***	***	***	***
	輸出	68,350	85,562	100,108	101,877	▲ 8.5%	25.2%	17.0%	1.8%
	輸入	64,573	87,181	117,324	119,703	▲ 13.1%	35.0%	34.6%	2.0%
	通関収支戻（10億円）	1,016	▲ 5,394	▲ 19,388	▲ 20,045	***	***	***	***
通関輸出	69,485	85,878	97,806	99,534	▲ 8.4%	23.6%	13.9%	1.8%	
通関輸入	68,469	91,272	117,195	119,579	▲ 11.3%	33.3%	28.4%	2.0%	

為替	国債10年物利回り	0.04%	0.09%	0.21%	0.22%	***	***	***	***
	M2	1,117,443	1,172,811	1,210,852	1,248,342	8.1%	5.0%	3.2%	3.1%
	日経平均株価	24,462	28,385	27,260	28,148	11.6%	16.0%	▲ 4.0%	3.3%
	原油価格（WTI、ドル/バレル）	42.4	77.3	100.9	85.3	▲ 22.4%	82.3%	30.5%	▲ 15.5%
	円/ドル レート	106.0	112.4	131.7	129.8	***	***	***	***
	ドル/ユーロ レート	1.167	1.162	1.011	1.012	***	***	***	***
円/ユーロ レート	123.7	130.5	133.1	131.4	***	***	***	***	

注：国債10年物利回り、M2、日経平均株価、原油価格、および為替レートは年度中平均。消費者物価は2020年基準。

出所：実績は各種統計、Bloomberg、予測は三菱総合研究所

3. 米国経済

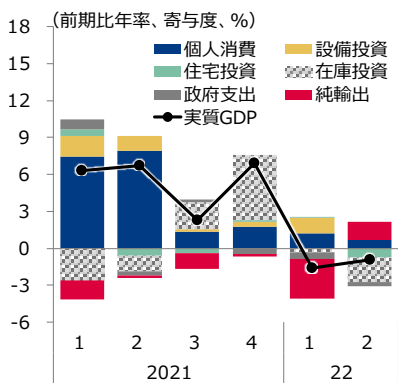
(1) 米国経済の現況

物価上昇と利上げの影響で景気減速、2四半期連続のマイナス成長に

米国経済は減速している。22年4-6月期の実質GDP成長率は前期比年率▲0.9%と、2四半期連続のマイナス成長となった(図表3-1)。内訳をみると、在庫投資が成長率を2%押し下げたほか、個人消費(前期比年率+1.0%)の伸びが減速、住宅投資(同▲14.0%)や設備投資(同▲0.1%)は減少に転じた。家計マインドは21年以降、高インフレの影響で急激に悪化し、企業マインドも22年入り後に低下傾向にある(図表3-2)。

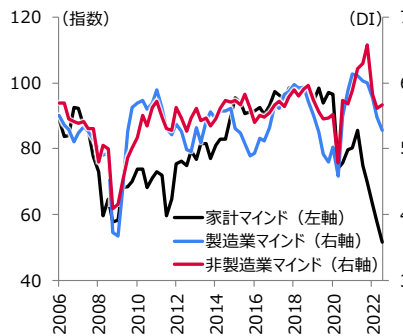
なお、2四半期連続マイナス成長の「テクニカル・リセッション」ではあるものの、全米経済研究所(NBER)の定義では、景気後退は「重要な経済活動の衰退が経済全体に広がり、数カ月以上続く状態」を指す。後述の通り雇用は堅調であり、実質的な景気後退には至っていない。

図表 3-1 実質 GDP 成長率



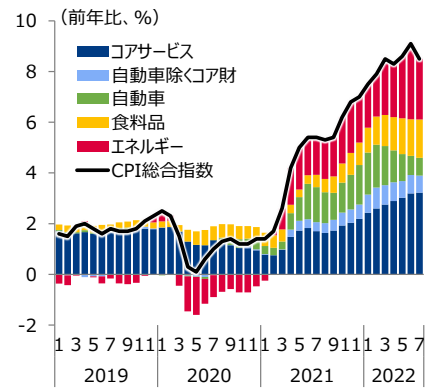
出所:米国商務省より三菱総合研究所作成

図表 3-2 家計・企業マインド



注:四半期。直近22年7-9月は7月の値。
出所:全米供給管理協会、ミシガン大学
より三菱総合研究所作成

図表 3-3 消費者物価指数



出所:米国労働省より三菱総合研究所作成

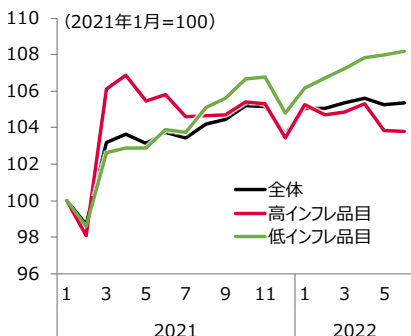
消費者物価の伸びが一段と加速、高インフレ品目の消費を押し下げ

景気減速の一因が、高インフレの持続による消費下押しだ。22年6月の消費者物価は約40年ぶりに前年比+9%台を記録、7月には8%台後半へと低下したものの、高い水準が続いている(図表3-3)。自動車など財価格の伸びは鈍化傾向にあるが、ウクライナ紛争の影響が続くエネルギー・食料品価格が高止まりしていることに加え、賃金や家賃の上昇を反映してサービス価格の伸びが加速している。サービス消費の回復によって個人消費全体では前期比でプラスの伸びを維持しているが、エネルギーや食料品など、価格高騰が続く品目での消費が抑制されていることが内需減速の一因となっている(図表3-4)。

FRBはインフレ抑制を最優先に金融引き締めスタンスへ転換

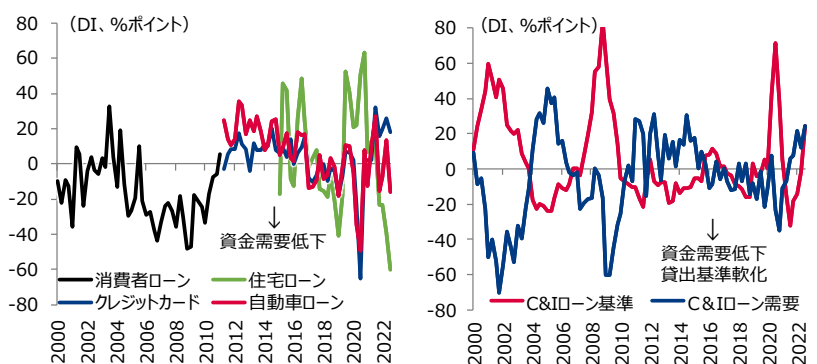
利上げによる影響も顕在化し始めている。物価上昇率が高止まりする中、FRBは景気を一時的に減速させてでもインフレを抑制する姿勢へと転換、6・7月のFOMCでは2会合連続で0.75%ポイントの大幅利上げを実施した。その結果、資金借入・貸出環境には変化がみられる。ローン金利の急上昇に伴い住宅ローンや自動車ローン需要は減少。一方、企業の資金需要は、設備投資や運転資金需要などから堅調さを維持しているものの、経済の先行きへの不確実性の高まりから、金融機関の貸出基準が厳格化し始めている(図表3-5)。

図表 3-4 品目別実質消費支出



注:高/低インフレ品目は、22年4-6月の物価上昇率(19年比)が、総合指数の伸びより高/低い品目。
出所:米国商務省より三菱総合研究所作成

図表 3-5 資金需要 (左:消費者、右:大・中企業)



注:四半期。直近は、6月FOMC後の22年6月16日-30日に調査を実施。
出所:FRBより三菱総合研究所作成

(2) 米国経済の先行き

22・23年の米国経済の成長率は、前回5月見通し時点の予測よりも大きく減速すると見込む。7月には消費者物価の伸びは鈍化した¹⁾が、需要面・供給面双方からの物価上昇圧力は根強く、FRBによる金融引き締めが継続するためだ。22年は4-6月期を底に、後半はプラス成長に戻ると見込むものの、物価上昇による消費下押しや、利上げによる投資抑制が重しとなる。23年には利上げによる消費や投資などの下押し効果が本格的に顕在化する。

ただし、現時点では景気後退は回避可能と考える。①コロナ下で蓄積した過剰貯蓄が消費のバッファーとなること、②足元の雇用環境は堅調であり、失業率の大幅な上昇を避けられること、などから消費が底堅さを維持し、景気下押し効果が大きくなる23年でも、1%台半ばの成長率で踏みとどまると見込む。

物価上昇圧力は未だ強く、高インフレ解消には時間を要する

消費者物価は高い水準が続く、消費を下押しする要素となる。先行きは、供給制約の段階的な解消や景気減速に伴って緩やかに物価上昇率が低下していくと見込むが、高インフレの解消には時間を要するだろう。中でも、①賃金、②コモディティ価格、③期待インフレ率の動向が、先行きの物価を判断する上で注目点となる。

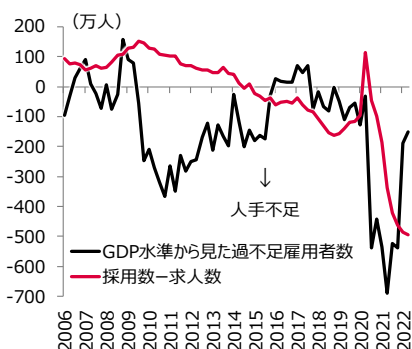
① **賃金**：22年7月の名目賃金上昇率は前年比+5.2%と、高い伸びが継続している。当社の推計では、賃金上昇によるデマンドプル型のインフレ圧力が4%程度にまで高まっている(総論P.6 図表1-9参照)。賃金上昇とサービス価格は相関が強く、サービス価格の上昇要因となる。

賃金上昇の要因は、労働市場の逼迫(ひっばく)が続いていることだ。失業率は3.5%と景気減速下でも低水準を維持しており、欠員率はコロナ危機前を大きく上回る。生産水準に対する適正雇用者数と実際の雇用者数を比較すると、マクロでは雇用者不足が続いているうえ、埋まらない求人数も増加しており、人手不足感は極めて強い(図表3-6)。利上げに伴って23年にかけて労働需要が抑制され、名目賃金の伸びも鈍化していく可能性が高いが、雇用指標は景気に遅行すること、高インフレを受けて賃上げ圧力が高まっていること、などを踏まえると、賃金上昇率の鈍化も緩やかなものにとどまると見込む。

② **コモディティ価格**：22年7月のエネルギー・食料品の消費者物価上昇率への寄与は5割弱と、21年10-12月期から拡大している。足もとでは、世界経済の減速を受けて、供給制約は緩和傾向にあり、一部品目や海上運賃は価格が低下している一方で、エネルギー価格や食料価格などは高止まりしている(総論P.6 図表1-8参照)。国際情勢を巡る不確実性は高く、今後もコモディティ価格の変動が、消費者物価の上振れ要因となろう。例えば、米国エネルギー情報局の予測を基に、ガソリン価格による総合CPIへの影響を推計すると、価格上振れシナリオでは23年後半でも総合CPIを2%ポイント近く押し上げることになる(図表3-7)。

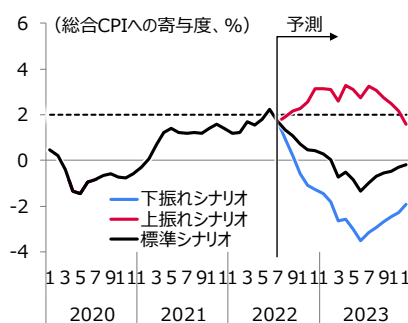
③ **期待インフレ率**：高インフレが続く中で、中長期の期待インフレ率は高水準で推移している。7月の5年先の期待インフレ率(中央値)は2.9%と、5カ月ぶりに前月(3.1%)から低下したが、予想の分布をみると、裾野が広がっている(図表3-8)。22年入り後に「低下」「0%」との回答が増加、利上げの効果や景気後退懸念の影響が出ているとみられる一方で、「5%以上」との大幅な物価上昇継続を予測する割合も増加、高インフレの鎮静化に懐疑的な見方も少なくない。ガソリン等の価格上昇によって、期待インフレ率が上振れ、自己実現的な物価上昇となるリスクはいまだにくすぶっている。

図表 3-6 過剰・不足雇用者数



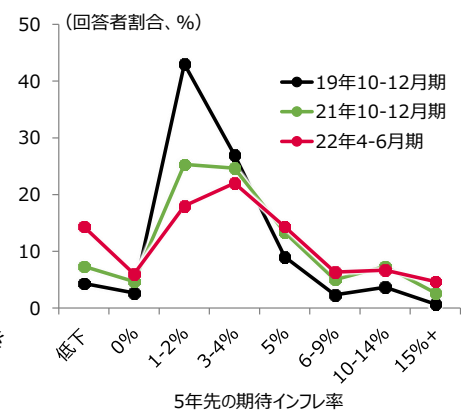
注：生産水準に対して過剰／不足な雇用者数を生産性方式に基づき推計。
出所：米国労働省、米国商務省より三菱総合研究所作成

図表 3-7 ガソリン価格による総合CPIへの影響



注：エネルギー省の8月時点の見通しに基づき算出。上振れシナリオでは、WTIが23年末にかけて198ドル/バレルに上昇すると想定。
出所：米国エネルギー情報局、労働省より三菱総合研究所作成

図表 3-8 家計の期待インフレ率(5年先)



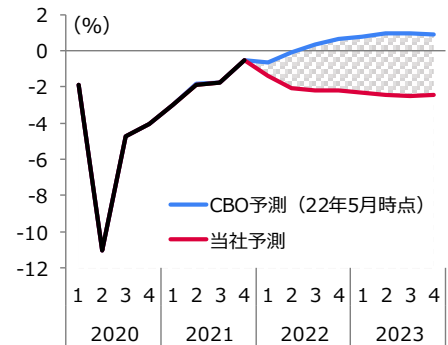
出所：ミシガン大学より三菱総合研究所作成

中立金利を上回る水準まで利上げ、23年にかけて需要を抑制

このように高インフレ解消に時間がかかる中、FRBはバランスシートの縮小を進めるとともに、中立金利(2-3%程度)を上回るまで利上げを実施する。政策金利の誘導目標を22年中に3.5-3.75%、23年中に4.0-4.25%まで引き上げ、インフレ抑制の道筋が明確になるまで同水準を維持すると見込む。同じく利上げを開始した欧州などと異なり、米国では賃金上昇を伴うデマンドプルの物価上昇圧力が強く、景気をさらに減速させなければインフレを早期に抑制できない。

金融引き締めの影響はラグをもって顕在化する。23年にかけて利上げの効果が顕在化し、GDPギャップは▲2%程度に押し下げられると予測する(図表3-9)。これに伴い高インフレも緩和するが、インフレ目標である2%に戻るには時間を要する。23年にかけて、物価上昇率は2%を上回る水準が続くと見込みだ。

図表 3-9 GDP ギャップの見通し



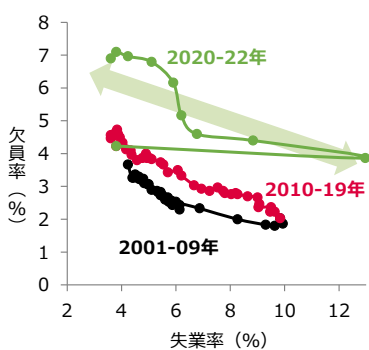
注: 潜在GDPは議会予算局(CBO)の予測。
出所: 米国議会予算局(CBO)、商務省より三菱総合研究所作成

堅調な雇用環境や財務状況が消費のバッファに

物価上昇や利上げが景気を下押しするが、現状では景気後退は回避可能とみる。足元で堅調な雇用環境や、良好な家計の財務状況がバッファとなり、GDPの約7割を占める個人消費が底堅さを維持するためだ。

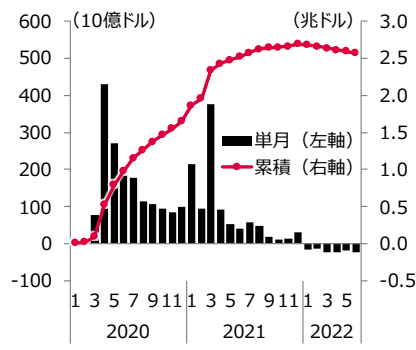
1979-82年ボルカー危機時は、金利感応度の大きな建設業や製造業などで雇用が減少し、失業率が一時10%を超えるなど、雇用・所得環境の大幅かつ急激な悪化が景気後退を招いた。しかし、足元の人手不足感は強く、高齢者の早期退職等による労働参加率の低下や移民減少といった構造的な人手不足要因がある。欠員率と失業率の関係を示すUV曲線を見ると、コロナ危機後に右上にシフトしているが、欠員率と失業率の逆相関の関係は崩れていない(図表3-10)。景気に遅行して労働需要が減少、欠員率の低下とともに、23年から24年にかけて失業率も段階的に上昇するだろうが、大幅な失業率の上昇は避けられると見込む。加えてコロナ下で蓄積した約2.5兆ドルの過剰貯蓄も消費の下支え要因となるだろう。22年以降、物価上昇に伴う消費拡大から、過剰貯蓄の一部取り崩しが始まっているが、依然としてその多くが消費として顕在化せず蓄積しているとみられる(図表3-11)。また、家計債務はGDP比で75%と、100%近かった世界金融危機前よりも低く、マクロでみれば家計の財務状況は健全である。各種ローンの延滞率をみても、直近でわずかに上向いているものの、歴史的にみれば低水準で推移している(図表3-12)。

図表 3-10 UV 曲線



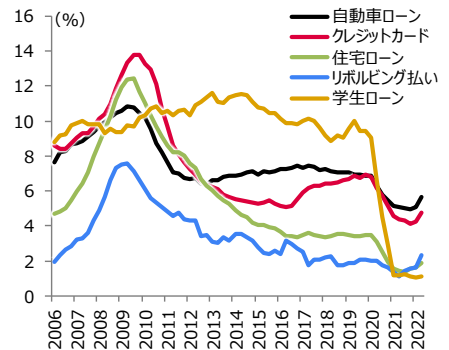
注: 四半期。直近は22年4-6月期。
出所: 米国労働省より三菱総合研究所作成

図表 3-11 過剰貯蓄



注: 過剰貯蓄は19年平均貯蓄を上回る部分。
出所: 米国商務省より三菱総合研究所作成

図表 3-12 家計負債延滞率



注: 30日以上延滞に陥った割合。
出所: NY連銀より三菱総合研究所作成

成長率を大幅下方修正、23年は潜在成長率以下に

以上を踏まえ、22年の実質GDP成長率は前年比+1.7%、23年は同+1.5%と、前回5月見通し時の同+3.4%、+2.2%から、それぞれ大幅に下方修正する(図表3-13)。22年4-6月期が下振れたことに加え、物価の高止まりと利上げの加速が背景にある。

22年後半はプラス成長に戻ると見込むものの、高インフレによる消費下押しや利上げによる投資抑制が下押し要因となる。23年は金融引き締めによる内需下押し効果がタイムラグを伴って生じることから、消費や設備投資の下振れ幅が拡大する。ただし、消費が底堅さを維持することで、1%台半ばの成長率で踏みとどまると見込む。

図表 3-13 米国経済見通し

	暦年ベース (前年比、%)	実績		予測	
		2020	2021	2022	2023
実質GDP		▲3.4	5.7	1.7	1.5
個人消費		▲3.8	7.9	2.4	1.5
設備投資		▲5.3	7.4	5.1	3.8
住宅投資		6.8	9.2	▲4.8	▲3.9
在庫投資寄与度		▲0.6	0.4	0.7	▲0.0
政府支出		2.5	0.5	▲1.2	0.2
純輸出寄与度		▲0.2	▲1.4	▲1.0	0.2
輸出等		▲13.6	4.5	6.5	3.6
輸入等<控除>		▲8.9	14.0	9.7	1.3
FFレト誘導水準(年末)		0.0-0.25	0.0-0.25	3.5-3.75	4.00-4.25
物価(CoPCE)		1.4	3.3	5.2	3.2
失業率		8.1	5.4	3.7	4.4

出所: 三菱総合研究所

(3) 先行きのリスク

米国経済は、歴史的な物価上昇と大幅な利上げ加速という前例の少ない状況にあり、不確実性が極めて高い。先行きは幅を持ってみる必要があるが、よりダウンサイドリスクが高い。下振れリスクとして、①金融引き締めによる加速と、②資産価格の大幅な調整、③中間選挙での民主党の大敗、を挙げる。

リスク①:金融引き締めの一段の加速による景気後退

1つ目のリスクは、金融引き締めによる一段の加速だ。前述の通り、物価を巡る不確実性は高い。FRBは景気への影響を勘案しつつ利上げペースを調整していくと見込まれ、景気減速幅が大きくなった場合には、23年中の利下げも考えられる。

しかし、供給制約の長期化によるコモディティ価格の高止まりや、それに伴う期待インフレ率の上昇など、物価上昇率が高止まり、または加速した際には、利上げペースのさらなる加速や長期間にわたる高水準の政策金利の維持を迫られよう。その場合、高インフレと景気後退が並走するスタグフレーションとなりかねない。

リスク②:資産価格の大幅な調整

金融引き締めが加速した場合には、資産価格の大幅な調整も懸念される。期待収益率を加味したPER(株価収益率)はコロナ前の水準近くまで低下しているものの、過度の利上げから市場のリスク回避度が高まり、一段と下落する恐れがある(図表3-14)。6月のFOMCの時のように、今後もFRBは物価抑制のためなら事前のガイダンスなく大幅な利上げを行うだろう。8月15日時点で市場は22年末までに3.5%程度の利上げを織り込み済みであるが、引き締めが加速した場合、高リスク資産の下落を通じて消費の下押しが大きくなる恐れがある。

また、ノンバンク由来の金融リスクには警戒が必要だ。FRBの年次ストレステストによると、米大手銀行は、世界金融危機後の自己資本強化によって、深刻なストレス下でも十分な自己資本を維持可能と結論付けられている。一方で、相対的に金融規制の緩く、活動実態のつかみづらいノンバンクセクターでリスクが高まっている恐れがある。ノンバンクはローン担保証券(CLO)などリスク資産を多く保有しており、これらの高リスク資産で大幅な価格調整が起これば、金融システムに揺らぎが生じる恐れがある。

図表 3-14 シラーPER

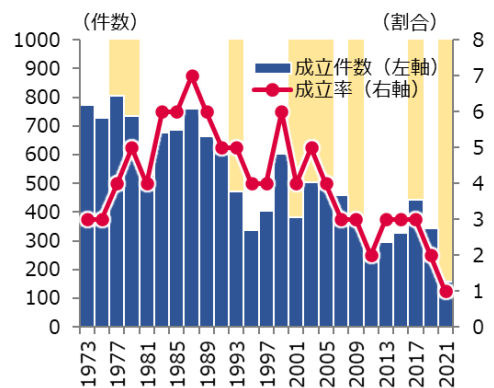


注:シラーPERは過去10年間のインフレ率調整後の純利益で計算した株価収益率。
出所:Bloombergより三菱総合研究所作成

リスク③:中間選挙で大敗すれば、財政の機動性低下の恐れ

11月の議会中間選挙で民主党が上下院ともに敗北を喫した場合、その程度によっては財政政策の機動性低下が懸念される。高インフレの持続や指導力不足によってバイデン政権の支持率は低迷を続けており、中間選挙では、民主党の苦戦が予想されている(詳細は次頁トピックス参照)。議会の法案成立数をみると、民主・共和党の党派対立の拡大に伴い議会法案の成立件数は年々減少傾向にあり、政権・両院が同一政党ではない時期には特に成立数が少なくなっている(図表3-15)。超党派の合意領域は限られているなか、敗北の程度次第では立法の機能不全にも陥りかねない。気候変動対策関連への追加の投資や、富裕層向け増税等を巡って両党の対立が強まるだけでなく、景気後退時に困窮世帯に対して迅速に支援を行うことも困難となり、金融政策と財政政策の同時収縮によって景気下押し効果が大きくなる恐れがある。

図表 3-15 議会法案成立件数



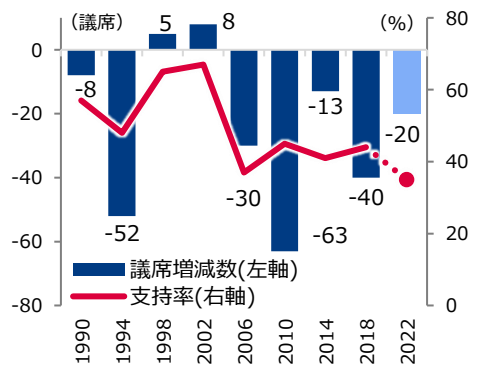
注:黄色は政権・両院が同一政党でない時期。
21-22年会期は22年8月8日時点。
出所:GovTrack.usより三菱総合研究所作成

下院は共和党優勢、上院は拮抗

米国連邦議会の中選挙が今年11月に行われる。記録的なインフレを背景に、バイデン政権の支持率は30~40%台と低迷し、上下両院で民主党が過半数を持つ現状の維持は困難な局勢だ。民主党が上下院のどちらかで過半数を割り、ねじれ状態に陥ると、立法プロセスは停滞し、23年以降のバイデン政権の機能不全化が懸念される。

過去の中選挙を振り返ると、与党は議席を減らす傾向にある(図表3-16)。FiveThirtyEightの7月末の予測によると、下院では民主党が約20議席を失い、過半数を割るとみられている。一方、上院は、①改選が14/34議席と少ない点、②接戦州での共和党現職引退、は民主党に優位だが現状は拮抗しており、情勢は不透明だ。

図表 3-16 選挙前の支持率と与党下院議席数変化



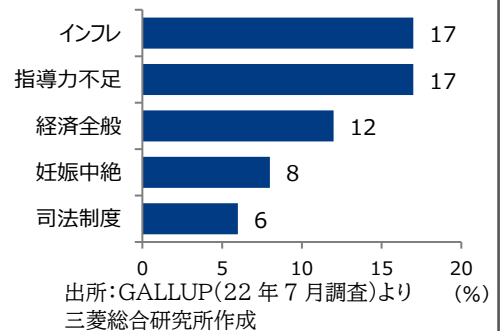
注:22年の議席数予測はFiveThirtyEight。支持率は各10月時点(22年は7月時点)。出所:The American Presidency Project, FiveThirtyEightより三菱総合研究所作成

選挙戦の行方を握るインフレ対策、指導力不足が支持低下に拍車

バイデン政権が巻き返しを図る上で、インフレ対策は最大の課題である。民主党支持基盤の黒人やヒスパニック系、18~29歳の若者の多くが低中所得層であり、インフレの影響を受けやすい。共和党は、バイデン政権による米国内シェール産業への規制強化が石油価格高騰を招いた、と世論を喚起しており、民主党への逆風となっている。インフレ抑制策として掲げる、①対中関税の引き下げ、②石油備蓄の放出、は即効性に欠け、結局はFRBの利上げ頼みが実情だ。

加えて、米国最大の課題は指導力不足と考える国民は17%に上る(図表3-17)。インフレに加え、気候変動対策や低所得者支援策の遅滞など、バイデン政権の実行力不足が支持低下に拍車を掛けている。

図表 3-17 米国最大の課題



出所:GALLUP(22年7月調査)より三菱総合研究所作成

23年以降のバイデン政権、大統領令と行政協定でレガシーづくり

民主党の議席が上下院のどちらかで過半数を割り込む場合、バイデン政権はインフレ抑制法のような立法上の合意形成を通じた政策立案が困難になる。また、両党が行った下院の選挙区割り変更により接戦州が減少した。結果、政治信条の偏った候補者が多数生まれ、政治的分断の深刻化と議会の機能不全化が懸念される。23年以降のバイデン政権は、議会承認不要な大統領令と行政協定を利用した政策運営が中心となろう。

具体的には、ビルドバックベター(以下BBB)法の看板政策である、①子育て・教育支援、②低所得者支援、③気候変動対策、が大統領令により進むと見込む。BBB法の一部はインフレ抑制法として規模縮小の上で成立したものの、再生エネルギー投資だけでなく石油・ガス開発支援も含まれており、政府主導の「脱炭素社会」への構造転換は停滞する。実質的な進展は、①経済安全保障政策、②ビッグテック規制、などの一部分野に限られるだろう。ただ、①について、両党とも米中デカップリングの核心を突く立法には及び腰であり、企業のサプライチェーンへの影響は未知数だ。23年以降のバイデン政権は、ねじれ状態と党派性強化の二重苦の中でレガシーづくりを目指すため、全体的に手詰まり感の強い政権運営が続くだろう(図表3-18)。

図表 3-18 23年以降のバイデン政権の政策動向

	推進可能なアジェンダ		推進困難なアジェンダ
	大統領令・行政協定(議会承認不要)	立法(超党派での合意形成)	
内政	BBB法案の個別政策 ①子育て・教育、②低所得者支援 ・各種支援に関するルール整備など ③気候変動:温室効果ガス規制など 労働組合の強化 銃規制や妊娠中絶を巡るルール整備 生物多様性重視の連邦国有地利用	経済安全保障政策 ・米国内の製造業支援 ・半導体等重点品目の国内回帰 (※半導体の国内生産などへ補助金をあてる半導体開発法は成立) ビッグテック規制政策 ・機能別分社化と合併規制強化	ビルドバックベター(BBB)法の看板政策に関する追加立法・予算配分 ①子育て・教育:幼児教育無償化や児童税額控除など ②低所得者支援:公営住宅整備など ③気候変動:再エネ投資や税額控除の追加予算など 政府主導の「脱炭素社会」への転換
外交	インド太平洋地域での枠組み外交 ・QUADやIPEFなどの枠組みを活用 ・権威主義国に対する包囲網の構築 ・日本などの西側諸国との連携推進	対中経済安全保障政策(限定的) ・戦略物資のサプライチェーン見直し ・産業スパイ対策(情報保護) ロシアへの制裁(限定的)	・インフレ抑制法には、石油・ガス開発支援も盛り込まれており、抜本的な「脱炭素社会」への構造転換は困難

注:図表内の「限定的」とは、推進を見込むものの一部分の立案にとどまることを意味する。QUADは、日米豪印戦略対話。IPEF(Indo-Pacific Economic Framework)は、インド太平洋経済枠組み。

出所:各種資料より三菱総合研究所作成

注目点② 物価の高止まりは続くのか

ユーロ圏の消費者物価(HICP)は記録的な上昇が続いている。22年7月は前年同月比+8.9%と、97年の統計開始以来の過去最高を再び更新し、コア物価も同+4.0%まで上昇した。賃金の伸びは上昇し始めているが、実質賃金の伸びはマイナスが続いており、物価高止まりは消費の下押し要因となる。

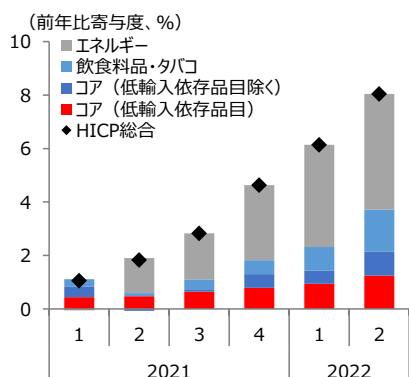
広範な品目で物価上昇圧力が強まっている。記録的な物価上昇の主因は、ウクライナ危機を受けたエネルギー供給の不安定化と価格の高止まり、食料品などの価格上昇、ユーロ安など外部要因だ。ただし、これらに加えて、輸入依存度が低い品目(主にサービスの品目)の物価も上昇しはじめている(図表4-5)。

この背景には、経済活動再開による需要回復に加え、賃金上昇ペースの高まりがある。ユーロ圏の主要な賃金指標である妥結賃金は、22年1-3月期に前年比+2.8%上昇、労働コスト指数もサービス業では同+4.0%上昇した。サービス物価は賃金との連動性が高く(図表4-6)、一度上昇すると下がりにくい。

エネルギー価格高騰・賃金上昇で物価高止まりを見込む

22年は8%台の物価上昇を見込む。天然ガス価格は、ロシアからの供給が不安定であり、ウクライナ侵攻前と比較し約2.5倍まで上昇。天然ガスのスポット契約の割合が高い欧州では物価高止まり要因となるだろう。また、22年4-6月以降も、賃金上昇圧力は強い。欧州の主要労働組合であるIGメタルが8%近い賃上げを要求したほか、域内国では最低賃金の引き上げ(ドイツでは、現在の10.45ユーロから10月に12ユーロに引き上げ)も予定されている。23年は、供給制約による物価上昇圧力が徐々に緩和し4%台の物価上昇率を見込む。

図表4-5 物価(ユーロ圏)



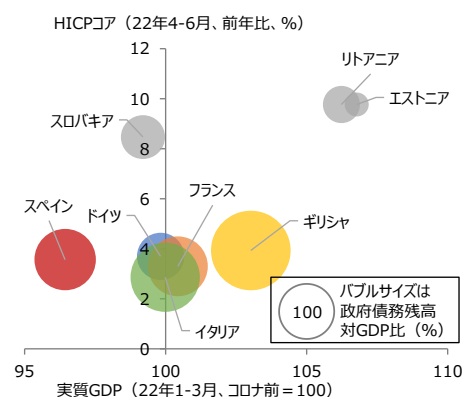
注:コア物価の低輸入依存品目は ECB(2022) “A new indicator of domestic inflation for the euro area”を参考に作成。
出所:ECB, Eurostat より三菱総合研究所作成

図表4-6 サービス物価・労働コスト指数(ユーロ圏)



注:四半期。直近は、サービス業労働コスト指数は22年1-3月期、サービス物価は22年4-6月。
出所:CEIC より三菱総合研究所作成

図表4-7 ユーロ圏内各国の経済状況



注:ユーロ圏の一部の国を抜粋。横軸のコロナ前は19年10-12月。
出所:IMF, Eurostat より三菱総合研究所作成

注目点③ 利上げによる経済への影響

景気後退懸念が強まるなか、ECB(欧州中央銀行)は物価安定を重視し、金融政策の正常化に向け動き出した。7月の理事会では0.5%ポイントの利上げを決定、9月以降の理事会ではデータに基づき利上げを判断するとみられ、ECBはインフレ目標を達成するまで必要な限り利上げを進める方針だ。

今後は、利上げによる実体経済への影響と利上げペースが注目点だ。ユーロ圏は、物価上昇率や経済回復状況、政府の財政状況などバラつきがある(図表4-7)。適切な金利水準は国により異なり、高インフレ国の物価抑制を重視し利上げを加速すれば、経済回復の遅れている国の経済減速につながる可能性がある。

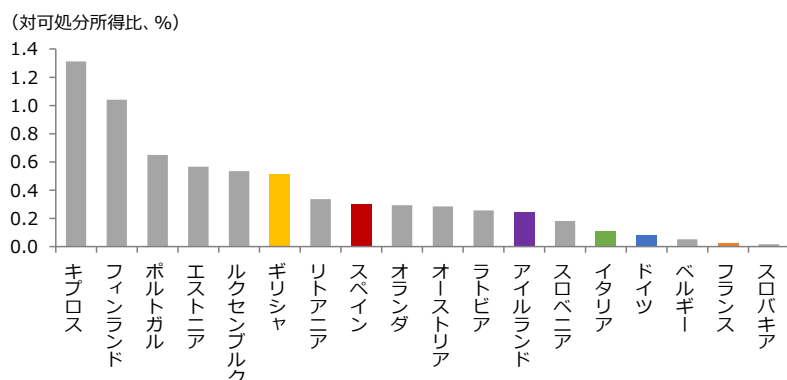
利上げで家計の利払い負担増・住宅価格下落が消費を抑制

利上げは、①利払い負担の増加、②住宅価格の下落による逆資産効果、を通じて家計に影響し、物価高と合わせて家計消費を抑制するとみる。ユーロ圏の家計の債務残高(対GDP比)は、コロナ危機下での低金利環境などを追い風に、15-19年平均と比較し20年(65.4%)は約4%ポイント増加している。

住宅ローン借入に占める変動金利(変動または1年固定)の割合をもとに、変動金利が1%ポイント上昇した場合の家計の追加利払い負担を試算すると、住宅ローン借入れの変動金利割合が高いキプロスやフィンランドでは、可処分所得比で1%近い負担の追加となる。一方、主要国のイタリアやドイツ、フランスは0.1%程度にとどまる(図表4-8)。ただし、ドイツの場合、変動金利での借入れは住宅ローン借入れの10%程度であるが、期間2年以上10年までの固定金利での借入れは40%程度となっている。固定期間終了後に金利が上昇すれば、家計の利払い負担は増加するため、試算以上に利払い負担は増加するとみられる。

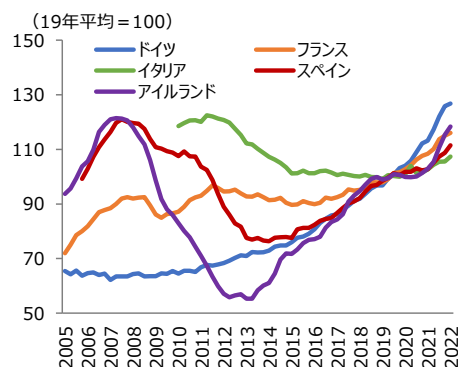
ECBの分析¹⁾によると実質住宅ローン金利が0.1%ポイント上昇した場合、実質住宅価格は1%程度下落する。ドイツでは住宅価格が19年と比較し3割程度上昇するなど、欧州の住宅市場にはバブルの懸念もある(図表4-9)。住宅価格が下落し、住宅ローン残高を下回る状況になれば、逆資産効果で消費が抑制されるだろう。

図表4-8 家計の追加利払い負担
(変動金利1%ポイント上昇時)



注: 変動金利(変動または1年固定)で借り入れた住宅ローンの追加利払い負担の試算。家計債務、家計の住宅ローン借入れに占める変動金利(変動または1年固定)割合は2020年のデータ。家計債務に占める、住宅ローンの割合は、ECB “The Household Finance and Consumption Survey 2017”をもとに計算。
出所: ECB、Eurostat より三菱総合研究所試算

図表4-9 住宅価格



出所: Eurostat より三菱総合研究所作成

財政不安国では利払い負担が増加

コロナ危機への対応や、エネルギー価格高騰への対応により各国の財政状況は悪化している。Bruegelのまとめによると、21年9月以降、エネルギー価格高騰に対応するための家計や企業への支援額は、ギリシャではGDP比で3.7%、イタリアでは同2.1%となっている。復興基金などの財政措置はあるが、ウクライナ危機を受けたグリーン投資の加速や防衛費の増額はさらなる歳出増要因となる。

ECBが6月に利上げ方針を公表後、財政状況が不安視されるギリシャやイタリアを中心に、国債金利は急上昇した(図表4-10)。ECBは7月の会合で、市場による無秩序な金利上昇を防ぐためのTPI(伝達保護措置)を発表した。欧州債務危機時ほど対独スプレッドは拡大していないが、イタリア国内の政治混乱により財政悪化懸念が高まれば、金利が急騰、市場が混乱するリスクは残る。

22年は累計1.25%ポイントの利上げを見込む

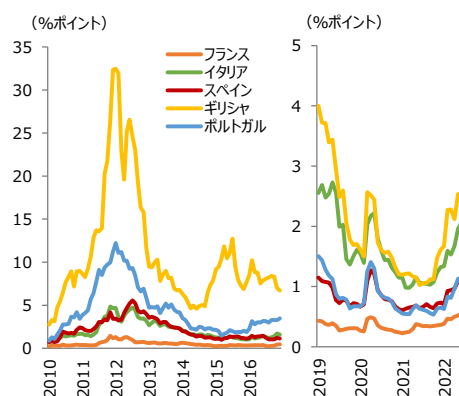
ECBは物価安定を重視し利上げを継続するとみる。ただし、ウクライナ危機の長期化による景気減速から、利上げは段階的に進むだろう。物価の高止まりを受け、9月会合では0.5%ポイント、年内の残りの会合で0.25%ポイント利上げし、22年累計で1.25%ポイントの利上げを見込む。23年は、供給制約の緩和や22年の利上げ効果により物価上昇圧力が徐々に弱まるが、2%の目標を上回ることから、中立金利とされる1-2%程度まで利上げを継続するとみる。

ウクライナ危機長期化・外需縮小で見通しを下方修正

欧州主要5カ国経済は、ウクライナ危機の長期化やエネルギー供給不安定化が域内経済の活動に影響するほか、外需縮小が経済を下押しするとみる。ロシアからのエネルギー供給は減少するが停止には至らないと想定し、22年末から23年初の景気後退(2四半期連続のマイナス成長)は、回避するとみる。22年の実質GDP成長率は前年比+2.6%、23年は同+0.6%と、5月見通し(同+2.7%、+2.1%)からともに下方修正する。

先行きの最大のリスクは、ロシアからの天然ガス供給停止によるエネルギー不足だ。エネルギー供給が不足すれば、優先度の低い製造業などの産業向けのエネルギー供給は抑制される。ドイツを中心に経済活動が大幅に下振れ、欧州経済はスタグフレーションとなる。この場合、ECBも利上げを休止するとみる。

図表4-10 主要国の対独スプレッド



注: 月次平均。直近は22年7月。ドイツの10年物国債金利との差。
出所: Bloomberg より三菱総合研究所作成

¹ ECB “Financial Stability Review, May 2022”

5. 新興国経済

(1) 総論

インフレ圧力増大、先進国利上げへの耐性が試される新興国

22年4-6月の新興国経済の回復の勢いは、各国特性から明暗が分かれた。その背景には、行動抑制緩和による内需回復とインフレ圧力増大、先進国の利上げ前倒し、中国経済下振れといった海外起点の成長引き下げ要因の大小が異なることにある。先行きを展望する上では、前回5月見通し²で指摘したように、①厳格な防疫施策の継続国 ②非資源国 ③資源国 ④欧州・ロシア依存国 ⑤経済基盤の脆弱国 —— といった各国特性に留意する必要がある。

まず①について、中国を除く新興国では、感染抑制のための行動制限が緩和され、総じて経済活動の正常化が進んでいく可能性が高い。中国については、6月以降に上海のロックダウン(都市封鎖)が解除されたものの、感染次第ではロックダウンの再実施の可能性がある(詳細は、次頁(2)中国経済参照)。

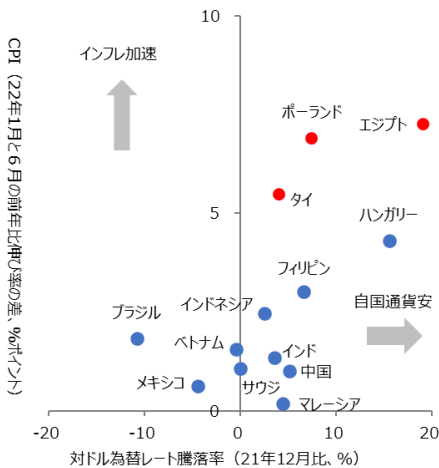
②～⑤については、ロシアによるウクライナ侵攻の長期化、米国の急ピッチの利上げを踏まえると、新興国経済の先行きは、エネルギーや食料の価格上昇および調達懸念、債務負担の増加といった環境変化による各国経済への影響を見極めていくことがより重要となる。

ロシア、ウクライナに隣接し、ロシアからのガス供給が停止されたポーランド(②、④)、3月にIMFと債務再編で合意したアルゼンチン(⑤)、経常収支が赤字で資源・食料の調達懸念が台頭しているエジプト(②、⑤)といった国では、通貨安の進展に拍車が掛かりインフレ圧力が強まっている。一方、資源価格上昇の恩恵を受けるインドネシア、サウジアラビアといった資源輸出国(③)、非資源国でも輸出競争力を有しているアジアの国々では、インフレの進展は相対的には緩やかなペースにとどまっている(図表5-1)。

7月に入り、スリランカが破産宣言をした。スリランカ以外でも経常収支が赤字(フロー収入が脆弱)かつ外貨準備が対外短期債務の1倍を下回る(ストックが脆弱)国はデフォルトリスクが大きい(図表5-2の赤丸、ルーマニア、トルコ)。次いで、経常収支の赤字国または外貨準備が対外短期債務の2倍を下回る国も資本流出リスクが大きい(図表5-2の黄丸、前者はコロンビア、エジプト、チリ、ポーランド、パキスタン、後者はアルゼンチン、南アフリカ)。

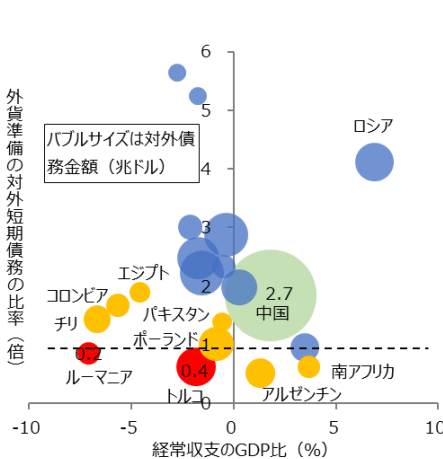
大半の新興国は国際競争力を有し外貨準備も豊富であり、現段階では、信用不安が伝播するリスクは低い。米国の利上げピッチが強まった22年3月以降、新興国からの資本流出傾向が続いている(図表5-3)。信用不安に至らないまでも物価上昇圧力が強いなか、米国利上げによる通貨安回避のための追随利上げを余儀なくされる可能性もある。新興国はインフレ圧力増大、先進国利上げへの耐性が試される局面にある。

図表 5-1 為替レートと CPI



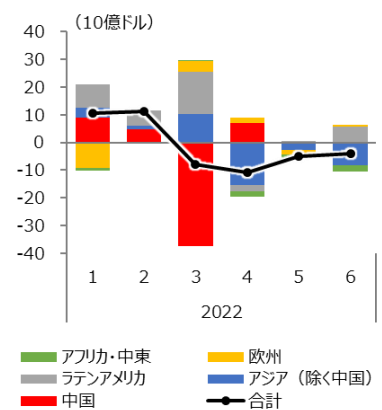
注：為替レートは6月の平均。赤丸はCPIが5%ポイント以上、増加している国。
出所：CEICより三菱総合研究所作成

図表 5-2 経常収支と外貨準備



注：IMFが定義する新興国のうち、21年のGDPが上位25位までの国。経常収支は21年、外貨準備、対外債務は21年12月時点のIMFによる集計。数字は対外債務金額。
出所：IMFより三菱総合研究所作成

図表 5-3 新興国の証券投資フロー



出所：IIFより三菱総合研究所作成

² 「ウィズコロナ下での世界・日本経済の展望(2022年5月)」 P.27 図表 5-1 参照
<https://www.mri.co.jp/knowledge/insight/ecoutlook/2022/20220519.html>

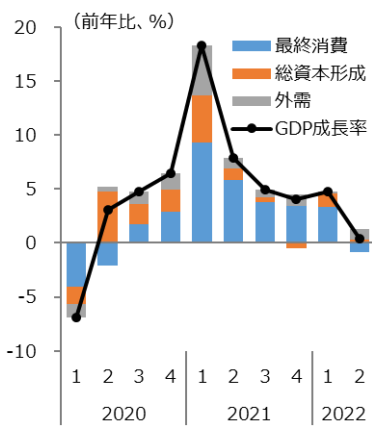
(2) 中国経済

厳格な行動抑制により成長減速も、景気刺激策・輸出増からマイナス成長を回避

22年4-6月期の中国の実質GDP成長率は、1-3月の前年比+4.8%から前年比+0.4%に大幅低下、前期比では▲2.6%となった。4~5月の上海ロックダウンといったゼロコロナ政策から、21年7-9月期から3%超を続けてきた最終消費の寄与度が▲0.8%ポイントのマイナスに転じたことが、成長減速の主因となった(図表5-4)。

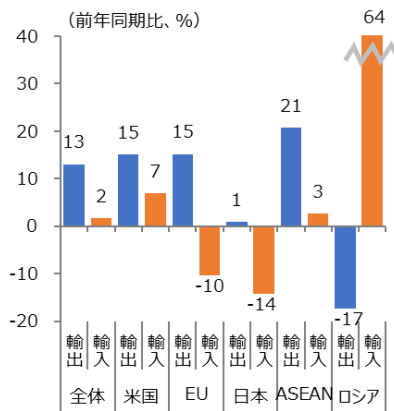
消費の大幅な停滞にもかかわらず、プラス成長を維持できた要因として、政府の景気対策と好調な輸出がある。地方債の発行前倒しによる公共事業の積極化が不動産投資の落ち込みを補完し、総資本形成の寄与度は+0.3%とプラス寄与を確保した。また、ロシアを除くほぼ全ての国・地域向けの輸出が拡大し、外需の寄与度は1-3月期+0.2%ポイントから+1.0%ポイントに拡大した(図表5-4、図表5-5)。上海ロックダウンが実施された4~5月の鉱工業生産は、行動抑制の対象地域ではマイナスとなったが、対象外地域(GDPシェア7割)の生産は前年比プラスを確保し上海などの落ち込みを補完し、輸出拡大を支えた(図表5-6)。

図表 5-4 実質 GDP



出所: Windより三菱総合研究所作成

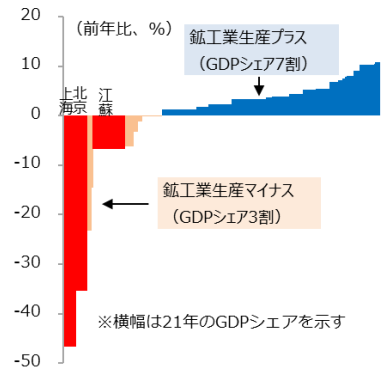
図表 5-5 輸出・輸入 (国・地域別)



注: 22年4-6月期の名目値の前年比増減率。

出所: Windより三菱総合研究所作成

図表 5-6 省・市の鉱工業生産と GDP シェア



注: 鉱工業生産は、22年4月、5月の前年比伸び率の平均。GDPシェアは21年実績から算出。鉱工業生産マイナスで、GDPシェアの大きい上海、北京、江蘇を赤棒で表示。

出所: Windより三菱総合研究所作成

今後の中国経済の注目点は、①財政政策、金融緩和による下支え、②国内民間需要の回復、③ゼロコロナ政策の継続にある。

注目点① 財政政策、金融緩和による下支え

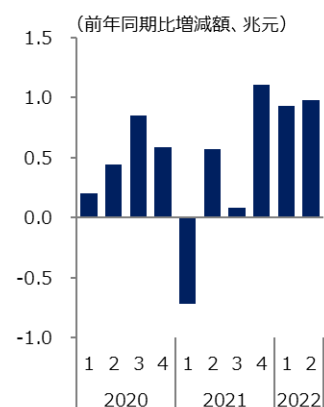
22年後半の中国経済は、中国政府および地方政府の景気刺激策や金融緩和策が、経済成長の下支えとなることが見込まれる。もっとも、李克強首相は22年のGDP成長率目標(5.5%)達成には固執せず、合理的な政策を行うと表明しており、経済成長の大幅な上振れをもたらすような経済対策には至らないであろう。

5月23日の国务院常务会议で、減税・税還付(2.64兆元、全国人民代表大会決定に1,400億元の上乗せ)、中小企業への融資・返済延期、自動車購入税の減税(600億元規模)、鉄道建設債券の発行支援(3,000億元)などの33項目の景気対策を、中国政府は決定している。

さらに、景気刺激策の執行を確かなものとするため、李克強首相はオンライン会議で、中央・地方政府各部門の責任者に対し経済の安定化を図るよう指示を行い、地方政府は、公共事業の資金源となる地方債発行を活発化している(図表5-7)。このほか、地方政府の独自の取り組みとして、不動産購入規制の緩和、補助金などによる不動産需要喚起策も実施している。

中国人民銀行は、5月に1軒目の住宅購入者に対するローン金利の下限引き下げ(4.6%→4.4%)、住宅ローンの基準になる5年物最優遇貸出金利引き下げ(4.6%→4.45%)を実施、8月に入り中期貸出制度の1年物金利引き下げ(2.85%→2.75%)を実施し、世界各国の利上げの動きと一線を画し、緩和的な金融政策運営を行っている。

図表 5-7 地方債発行額



出所: Windより三菱総合研究所作成

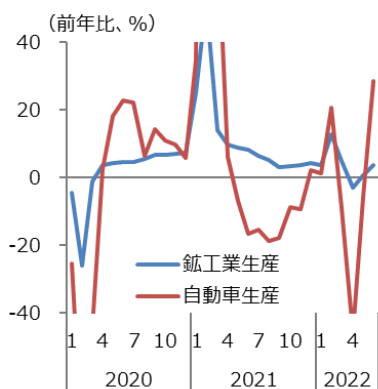
注目点② 国内民間需要の回復

こういった景気刺激策や金融緩和のもと、厳格な行動抑制により押さえ込まれていた国内民間需要の段階的な回復が経済成長を下支えすることが見込まれる。

企業活動では、5月に小幅プラスであった鉱工業生産は、6月には前年比+3.9%と続伸した。背景には自動車生産が同+28.6%に急回復したことがある(図表5-8)。新規受注の回復を好感し、PMIは製造業、非製造業ともに景況感の境目である50を上回った。しかしながら、上海などで感染が再び拡大した7月には製造業PMIは50を下回っており、感染拡大に景況感が左右される状況が続いている(図表5-9)。

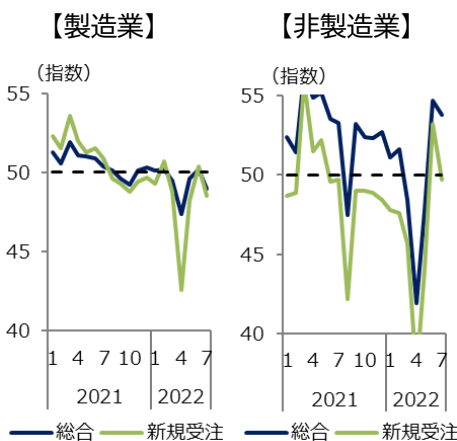
個人消費では、行動抑制下の5月時点からオンライン取引は前年比プラスを確保、6月には中国インターネット通販恒例の年央セール(618セール)が好調に推移し、前年比+4%となった。行動抑制の緩和が進展した6月には、オンライン以外でも自動車販売が同+24.1%に急回復し、小売売上高全体も同+3.1%とプラスを回復した(図表5-10)。感染拡大が沈静化すれば消費回復は、経済成長を後押ししよう。

図表 5-8 鉱工業・自動車生産



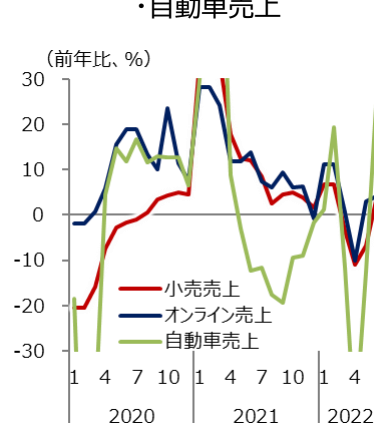
注:直近は22年6月。
出所:Windより三菱総合研究所作成

図表 5-9 PMI(国家統計局)



注:直近は22年7月。
出所:Windより三菱総合研究所作成

図表 5-10 小売・オンライン
・自動車売上



注:直近は22年6月。
出所:Windより三菱総合研究所作成

注目点③ ゼロコロナ政策の行方

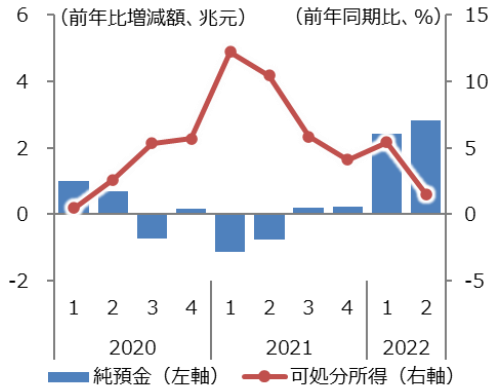
年後半の共産党大会まではゼロコロナ政策が継続することを想定すると、厳格な行動抑制のもとで蓄積した家計の純預金は段階的に消費や住宅投資などへ転じることが見込まれる。

行動抑制による消費停滞、不動産市況の落ち込みによる住宅ローンの伸び悩みから、家計の純預金(預金と借入れの差)が積み上がっている。家計の純預金は、厳格な行動抑制下の20年1-3月期と4-6月期合計で2兆元弱増加した後、感染拡大が沈静化した20年7-9月期から21年7-9月にかけて合計で前年比2.5兆元程度減少し、行動抑制下で積み上がった純預金が消費や住宅投資へ転換した。21年半ばに発生した大手不動産企業・恒大集団の信用不安以降の不動産市況低迷から住宅ローンの伸びが鈍化、北京オリンピック前からの厳格な行動抑制による預金増加も続き、家計の純預金は22年1-3月期と4-6月合計で5兆元強ほど積み上がっている(図表5-11)。

不動産の在庫調整にも一定の進展がみられる。22年4-6月期に入り、建築中の住宅面積は前年比マイナスに転じた(図表5-12)。13年から16年にかけての住宅在庫の調整局面では、建築中の住宅面積が前年比マイナスに転じたところを底に、新規着工の住宅面積は前年比プラスに転じており、今回も在庫調整の一定の進展がうかがえる。金融緩和や地方政府が実施している不動産需要喚起策に加え、伸び率が低下している可処分所得が経済活動再開により改善すれば(図表5-11)、家計の住宅投資が活発化する可能性がある。

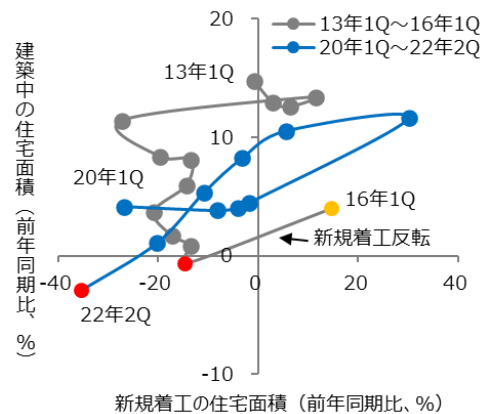
こうした好環境を経済回復につなげられるかは、感染拡大の状況と中国のゼロコロナ政策次第といえる。感染拡大が沈静化し、厳格な行動抑制(図表5-13)の緩和が進めば、20年半ば以降のように家計の純預金が消費、住宅投資へ急転換する可能性もある。もっとも、22年後半に開催予定の共産党大会において、3期目入りを目指す習政権にとって、感染症抑制の優先度合いは高いと思われ、感染拡大を容認する行動抑制緩和に転換する可能性は低い。ゼロコロナ政策が継続する限り、中国経済回復の足取りは緩やかなものになるであろう。

図表 5-11 家計の純預金・可処分所得



注：純預金は、四半期ごとの家計の新規借入れと新規預金の差。
出所：Windより三菱総合研究所作成

図表 5-12 新規着工・建築中住宅の面積



注：赤丸は、建築中の住宅面積が前年同期比マイナスとなった四半期。黄丸は、同面積の前年同期比がマイナスからプラスに転じた四半期。
出所：Windより三菱総合研究所作成

22年の経済成長率は政府目標を下回り、本格的な回復は23年へ

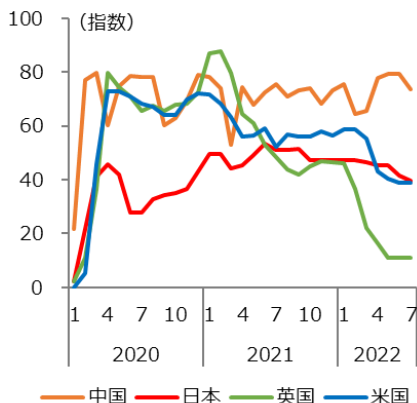
中国経済は財政政策や金融緩和政策のもと民間需要の回復が成長のけん引役となることが見込まれるが、ゼロコロナ政策が足かせとなり、段階的な回復となることを想定する。22年中は、一定の行動抑制策が継続すると想定し、22年下半期の実質GDP成長率は前年比5%前半を見込む。22年の実質GDP成長率は、前回5月見通しの同+4.8%から同+4.0%へ下方修正する。23年の実質GDP成長率は、行動抑制の緩和による家計消費・投資の活発化を想定し、前回見通しの同+5.2%から同+5.5%に上方修正する。

ゼロコロナ政策への固執による、不良債権の増大、資産価格の大幅な下落が先行きのリスク

先行きの最大リスクは、大規模な感染症拡大に伴う行動規制の再導入だ。さらに、米国の急ピッチの金利引き上げが、グローバルベースでの株式市場や不動産市場の混乱に発展し、中国へ波及しないかに留意が必要だ。

7月に入り、上海で厳格なPCR検査が実施された。現状の感染者数は100万人当たり0.2人程度(図表5-14)と、都市封鎖1カ月前の3月初の感染者数同15人に比べて低水準であるものの、今後、感染が拡大し改めて厳格な行動規制が導入されることになれば、経済の回復基調が損なわれるのは必至だ。さらに、米国の急ピッチの利上げが世界の金融市場に混乱をもたらす、中国に波及し、小康状態となっている株価や不動産価格(図表5-15)が大幅に下落することで、不良債権の増加をもたらす可能性は依然、くすぶっている。中国政府のゼロコロナ政策の運用動向、国際金融市場の行方と中国への影響には要注目だ。

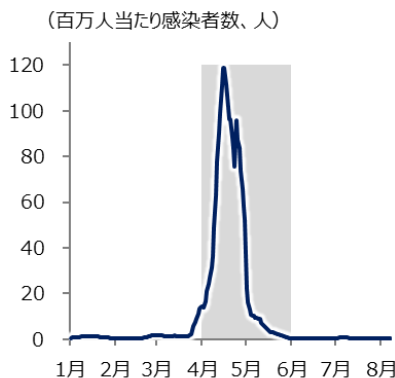
図表 5-13 行動抑制厳格度



注：行動抑制厳格度は、英オックスフォード大学算出の指数。
出所：CEICより三菱総合研究所作成

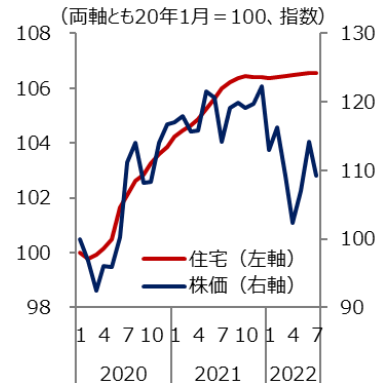
図表 5-14 新規感染者数

(上海)



注：後方7日平均。直近は22年8月7日。灰色の網掛けは、上海の都市封鎖期間。
出所：Windより三菱総合研究所作成

図表 5-15 住宅価格・株価



注：直近は、22年7月。株価は上海株価指数、住宅価格は主要100都市の価格指数。
出所：Windより三菱総合研究所作成

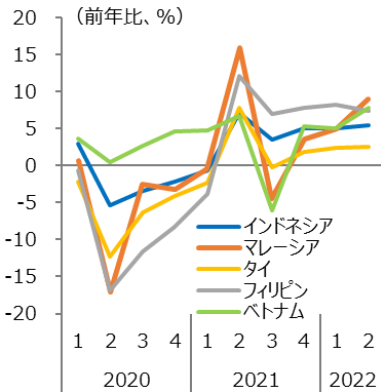
(3) ASEAN経済

感染症の拡大抑制から、内需回復が進展

ASEAN5の22年4-6月期の実質GDP成長率は、1-3月期の成長の妨げとなった新型コロナウイルス感染症拡大が落ち着いたことで内需が回復し、1-3月期の前年比+4.9%から同+5.9%と回復基調を強めた。個別国では、マレーシア(同+8.9%)、ベトナム(同+7.7%)、フィリピン(同+7.4%)、インドネシア(同+5.4%)が好調を維持、タイ(同+2.5%)もプラス成長を確保し、通常の成長軌道に近づいている(図表5-16)。

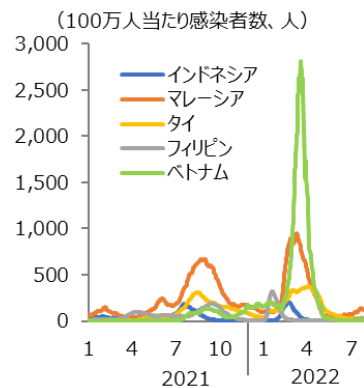
今後のASEAN5経済の注目点は、①消費や観光需要の回復度、②インフレ圧力への耐性、である。

図表 5-16 実質 GDP 成長率



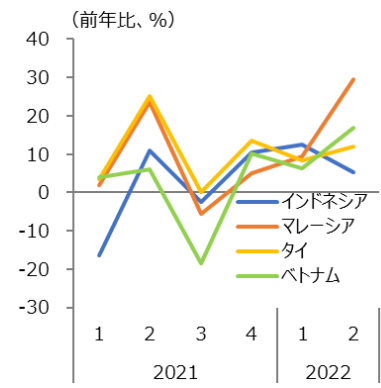
出所:CEICより三菱総合研究所作成

図表 5-17 新規感染者数



注:後方7日間移動平均。直近は22年8月8日。8月のベトナム感染者増は、ハイフオン市の感染者40万人を追加計上したため。
出所:CEICより三菱総合研究所作成

図表 5-18 小売売上高



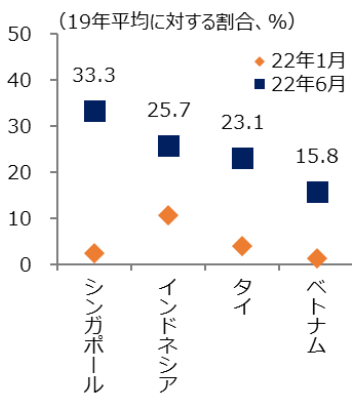
注:月次データの平均。22年第2四半期は、タイのみ22年4-5月の平均。
出所:Bloombergより三菱総合研究所作成

注目点① 消費や観光需要の回復度

22年7-9月以降のASEAN5経済は、コロナの感染落ち着きによるもう一段の消費拡大や観光需要の回復が、経済成長のけん引役となると見込まれる。

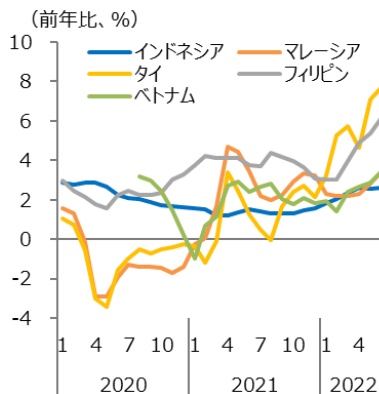
ASEAN5各国感染状況は落ち着いており(図表5-17)、外出行動の再開から22年4-6月期の小売売上高は、1-3月期に感染拡大が目立ったマレーシアが前年比+30%弱、ベトナム、タイも同+10%超と伸び率を拡大している(図表5-18)。ASEAN5の外出行動はおおむねコロナ危機前を回復しているものの、他の新興国に比して出遅れており、活性化の余地が残っている。さらに、入国規制の緩和から海外からの観光客数(図表5-19)の回復も見込まれる。22年後半以降も行動抑制策の緩和による、消費、観光需要の回復が経済成長の押上げ要因となるであろう。

図表 5-19 海外観光客の来訪数



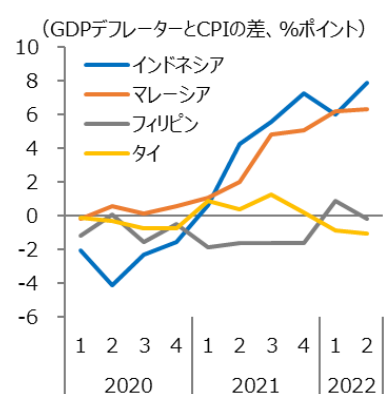
注:国外からの観光客の来訪数。
出所:CEICより三菱総合研究所作成

図表 5-20 CPI



注:直近は、22年6月。
出所:CEICより三菱総合研究所作成

図表 5-21 交易条件



注:交易条件は、GDPデフレーターからCPIを差し引いて得られる輸出デフレーターと輸入デフレーターとの差と想定して算出。
出所:CEICより三菱総合研究所作成

注目点② インフレ圧力への耐性

インフレ圧力の高まりへの耐性は、資源輸出国・資源輸入国の違いや、輸出価格への転嫁力の有無といったASEAN5各国の特性により左右されるであろう。

資源輸出国と資源輸入国との間で、既に物価上昇の勢いに強弱がみられる。22年6月のCPIは、資源輸出国であるインドネシアは前年比+2.6%にとどまっている一方、資源輸入国であるタイは同+7.7%、フィリピンは同+6.1%と物価上昇の勢いが加速している(図表5-20)。

輸入コストの増加により国内物価が上昇したとしても、輸入コストの増加を輸出価格に転嫁し賃金引き上げの原資とすることができれば、インフレ圧力拡大の国内消費への影響を緩和することができる。データの制約によりASEAN5での交易条件(輸出物価－輸入物価)の算出が難しいことから、GDPデフレーターからCPI(国内需要デフレーター)を差し引くことで、輸入コストの輸出価格への転嫁度を確認する。21年以降、インドネシア、マレーシアはプラスを確保し、資源国としての恩恵を享受する一方、タイ、フィリピンはマイナス近辺が続いており、輸入コストの増加を輸出価格に転嫁できていないことがうかがわれる(図表5-21)。資源輸入国であるタイ、フィリピンは、輸出価格への転嫁力の有無が問われる局面にある。

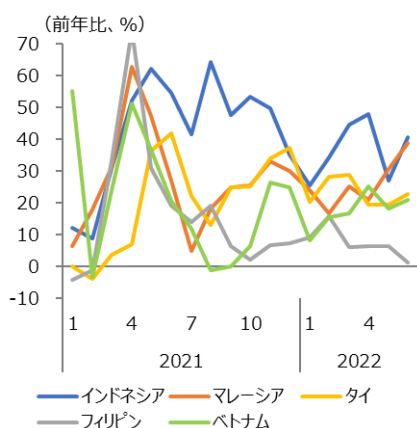
もっとも、ロシアのウクライナ侵攻、上海都市封鎖が実施された4月以降も、米国向け輸出に支えられASEAN5の輸出は、おおむね好調に推移している(図表5-22)。堅調な輸出からは、ASEAN5がグローバルなサプライチェーンで一定のプレゼンスを確保していることがうかがわれる。また、ASEAN5の人件費は中国よりも低い水準にある(図表5-23)。こうしたASEAN5のサプライチェーンにおけるプレゼンス、人件費の優位性を踏まえると、ASEAN5には輸出価格の引き上げ余地があるとみられる。資源輸入国においても輸入コストの増加は、タイムラグを経て輸出価格に転嫁されるであろう。

経済活動再開に伴い、5%台の成長を継続

これらを踏まえて、ASEAN5では、経済活動の正常化の進展による内需拡大をけん引役とする経済成長を見込む。ただし、前回見通しで考慮した中国経済減速の悪影響に加えて、米国経済の減速による輸出伸び悩みを織り込み、22年の実質GDP成長率は、前回見通しの前年比+5.2%から同+5.1%へ下方修正する。23年も米国経済減速から、5月見通し同+5.7%から同+5.6%に下方修正する。

感染症の再拡大を除く、先行きの最大のリスクは、中国および米国経済の失速である。中国の厳格な行動抑制の再開、利上げ前倒しによる米国経済の失速により、米中向けともに輸出が落ち込む事態に陥る場合には、生産伸び悩みに加えて、輸入コスト増加の輸出転嫁が進まないことによる国内賃金引き上げに制約がかかる。米中の経済状況には注意を払う必要がある。

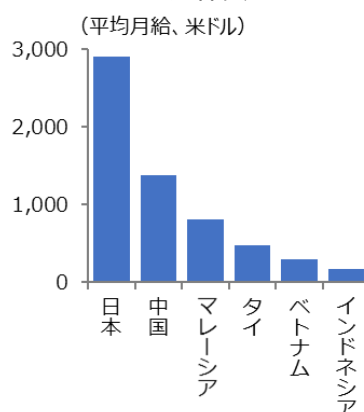
図表 5-22 輸出



注:直近は、22年6月。

出所:CEICより三菱総合研究所作成

図表 5-23 アジアの主な国の
人件費



注:各国当局(日本:厚労省、中国:国家統計局、マレーシア:統計庁、タイ:タイ中銀、ベトナム:ベトナム統計総局、インドネシア:インドネシア中銀)公表の21年12月の現地通貨データをCEICが米ドルに変換。
出所:CEICより三菱総合研究所作成

(4) インド経済

感染拡大の沈静化から経済活動は回復基調

インドの1-3月期の実質GDP成長率は前年比+4.1%と、10-12月期の同+5.4%から鈍化した(図表5-24)。オミクロン株流行をうけて実施した行動抑制策から、民間消費が前年比+1%へ低下したことが成長鈍化の主因となった。その結果、21年度(21年4月-22年3月)の実質GDP成長率は同+8.7%とインド中銀の見通し同+9.2%を下回った。

もっとも、感染拡大は22年1月をピークに沈静化しており、経済活動は回復基調にある。消費者マインドは、22年1月以降、改善傾向にあり、6月の乗用車販売台数もおおむねコロナ危機前の水準にまで回復した(図表5-25)。行動抑制の緩和に伴う経済活動の活性化は、引き続き経済成長の下支えとして働くだらう。

先行きの注目点は、インフレ圧力と利上げペース

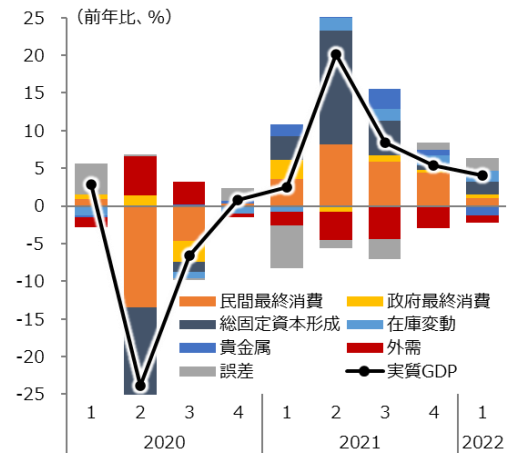
インフレ圧力の増大が経済の先行きの不安材料となっている。インドのCPIは、今年に入りインド中銀のインフレ目標の上限である前年比+6%に達し、3月以降、ロシアのウクライナ侵攻から世界市場でのエネルギーや食料価格の上昇が続き、同+7%台での推移が続いている(図表5-26)。5月以降、WPI(卸売物価指数)も上昇基調を強めており、CPI上昇に波及するようであれば、個人消費の抑制要因となるだろう。食料価格上昇の個人消費への悪影響を緩和するため、インド商工省は、5月に小麦の輸出停止を発表している。

インド中銀は、5月に臨時の金融政策決定会合を開催し、政策金利を4.0%から4.4%へ、3年9か月ぶりの利上げを決定した。さらに、6月、8月の金融政策決定会合では2会合連続で0.5%ポイントの利上げを決定し、政策金利は5.4%まで上昇している。6月の金融政策決定会合の声明では、地政学的な緊張やインフレ圧力の高まり、インフレ抑制のための利上げによって、22年度の実質GDP成長率は前年比+7.2%と21年度実績を下回り、CPIは22年10-12月期に上限目標を下回る前年比+5.8%まで低下するとの見通しを公表している。

6%台後半の成長を見込むが、資本流出によるインフレ圧力増大が先行きのリスク

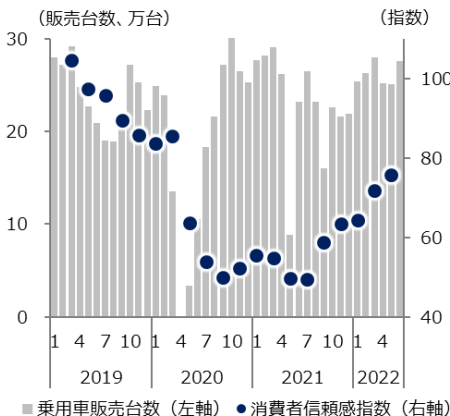
22年度の実質GDP成長率は、インフレ圧力の強まりと利上げが経済成長の押下げ要因となることを見込み、インド中銀見通しを下回る前年比+6.7%と予想する。23年度は、インフレ圧力後退による消費の活発化を見込み同+6.8%と予想する。先行きのリスクとして、資本流出によるインフレ圧力の加速に留意が必要だ。22年に入り、証券フローは流出傾向、貿易赤字も拡大基調にある(図表5-27)。米国などの先進国の急激な利上げを契機に資本流出および通貨安に拍車がかかり、もう一段の物価上昇が進展する事態となれば、経済成長の勢いは鈍化するであろう。

図表5-24 実質 GDP 成長率



出所:CEICより三菱総合研究所作成

図表 5-25 乗用車販売
と消費者信頼感指数



■乗用車販売台数(左軸) ●消費者信頼感指数(右軸)

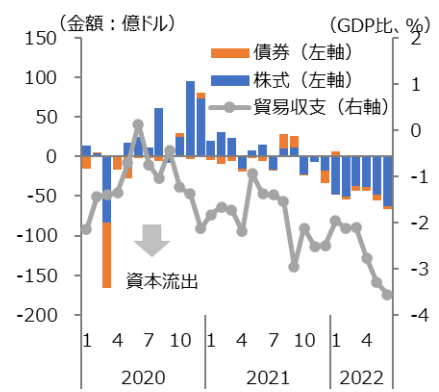
注:消費者信頼感指数は、奇数月に隔月で公表。直近は、自動車販売は22年6月、消費者信頼感指数は22年5月。
出所:CEICより三菱総合研究所作成

図表 5-26 CPIとWPI



出所:CEICより三菱総合研究所作成

図表 5-27 証券投資フロー
と貿易収支



注:22年4-6月期は、GDPが前年比+6%となると仮定して算出。
出所:CEIC、IIFより三菱総合研究所作成

本件に関するお問い合わせ先

株式会社三菱総合研究所
〒100-8141 東京都千代田区永田町二丁目10番3号

【内容に関するお問い合わせ】

政策・経済センター
電話:03-6858-2717 メール:pecmacro@ml.mri.co.jp

【報道機関からのお問い合わせ】

広報部
電話:03-6705-6000 メール:media@mri.co.jp
