

### 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11月半ばまでの世界経済・政治の状況、および日本の2022年7-9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

世界経済は、需要と供給の両面でコロナ危機から回復傾向をたどってきたが、高インフレと金融引き締めで景気の回復ペースが鈍化している。

世界経済の成長率見通しは、23年を中心に総じて下方修正する。米欧経済は、インフレ率が前回(8月時点)想定よりも高めに推移しており、継続的な利上げが景気の下振れ要因となる。中国経済は、ゼロコロナ政策の継続や住宅市場の下振れなどから景気回復ペースが鈍る見込み。23年の世界経済の成長率は、22年から一段の減速を予測する。

今後の世界経済の注目点は次の3つだ。

①インフレ抑制と景気のバランス —— 米欧中銀はインフレ抑制に向けて23年春にかけて利上げを継続する見通しだ。成長減速により、米欧の物価上昇圧力は段階的に緩和していくとみるが、米国は労働需給逼迫による賃金上昇、欧州はエネルギー調達コストの高止まりが予想される。23年末でも米欧中銀の物価目標を上回る伸びが継続するだろう。米国は辛うじて景気後退を回避する見込みだが、欧州は23年に景気後退を見込む。

②金融市場の安定性 —— 英国では、金融政策はインフレ抑制に向け引き締めが強化されるなか、財政政策は景気下支えのため拡張的な施策が実施され、両者の不整合により金融市場が不安定化した。金利が上昇するなかで、財政規律に対する市場の目は一段と厳しくなっており、債券価格急落がもたらす金融市場の不安定化に注意が必要だ。新興国でも資金流出圧力が強まっている。特にエネルギーの海外依存度が高い経常赤字国などでは、通貨安によるインフレや、通貨防衛のための利上げが景気の下振れ要因となる。

③米国と中国の政策運営 —— 中国共産党大会において、次期指導部の顔ぶれが決定した。李克強首相など改革派が退任、習主席への権力集中が顕著な体制となる。党大会で示された政策方針に大きな変更はないが、具体策が示される23年3月の全人代などで、改革開放路線やイノベーション強化に向けた政策が維持されるか注目だ。米国中間選挙では苦戦が予想されていた民主党が上院で多数派を占めるなど善戦した。「ねじれ議会」となることで、議会の予算措置が必要な分野では政策運営の制約が強まるだろう。

23年にかけての世界経済の先行きリスクは、第一に、米欧の主要国が同時にスタグフレーションに陥ることである。金融引き締めでもインフレが収まらず、さらなる金融引き締めや財政抑制が必要となった場合、景気後退が長期化する恐れがある。第二に、金融システム不安への発展である。景気減速と金利上昇が並行するなかで、ノンバンクなどの資金繰りが悪化、金融システム不安が強まる可能性がある。第三に、中国不動産市場の低迷長期化である。GDP比10%を占める住宅市場の冷え込みが長期化すれば、不良債権増大などから中国経済の下振れ要因となる。

## 日本経済

日本経済は、供給制約の緩和と経済活動正常化により、内需を中心に持ち直し傾向にある。7-9月期は輸入の急増によりマイナス成長となったが、内需は堅調だ。22年度後半は、コロナ禍で先送りされたpentアップ需要の顕在化などから、消費や設備投資を中心に引き続き堅調な伸びを見込む点に変更はないが、物価高による消費の下振れなどを主因に、前回2次QE後9月時点の前年比+2.0%から、同+1.9%へ下方修正する。23年度は、米欧を中心とする海外経済減速が輸出の下振れ要因となる一方で、22年10月に公表された経済対策が上振れ要因となり、マイナス/プラス要因が相殺されるかたちで、23年度の実質GDPは前年比+1.3%（前回から変更なし）と予測する。

## 米国経済

米国経済は、物価高止まりによる消費下押しと大幅利上げ継続による住宅投資減少から内需が減速している。景気減速にもかかわらず、労働需給逼迫による賃金上昇などの要因で物価上昇圧力は根強く、高インフレ解消には時間を要する。22年の実質GDPは前年比+1.7%（前回8月時点から変更なし）を見込むが、23年春にかけてFRBが5%程度にまで政策金利を引き上げると想定し（前回8月時点は4%まで）、同年の実質GDPは同+0.4%と、前回8月時点の同+1.5%から下方修正する。コロナ下で蓄積した家計の過剰貯蓄が内需を下支えするが、利上げの影響が本格化する23年は、潜在成長率を大幅に下回る成長にとどまると見込む。

## 欧州経済

欧州経済は、エネルギー制約と記録的な物価上昇、利上げが域内経済活動の制約となり、景気後退入りするとみる。懸案のエネルギー供給不足は、今年冬は回避される公算だが、価格・供給ともに不安定な状況であり、欧州経済の抑制要因となる。ECBはインフレ抑制を重視し23年春にかけて利上げを継続、利上げにより設備や住宅投資も減少するとみる。欧州主要5カ国の実質GDPは、実績の上振れを反映し22年が前年比+3.1%（前回8月時点は同+2.6%）と上方修正する一方、金融引き締め強化を踏まえ23年は同▲0.2%（同+0.6%）と下方修正する。

## 新興国経済

新興国経済は、もう一段の行動抑制策の緩和による内需中心の成長回復の継続を見込む。ただし、成長の勢いは、外需の取り込みの可否、インフレ圧力の強弱、資本流出リスクへの耐性により異なる。資源輸出国は資源高の恩恵を引き続き享受することが見込まれる。工業製品輸出国はコスト上昇の価格転嫁力、欧米向け輸出鈍化と中国向け輸出回復の強弱が先行きを左右する。欧州・ロシア依存度が高い国や経済基盤の脆弱な国は、既に欧米を上回るインフレ圧力に直面し、厳しい経済環境にある。

## 中国経済

中国経済は、景気刺激策に支えられ段階的な回復を見込む。共産党内での権力基盤を固め、長期政権が視野に入った習政権は、まずはコロナ抑制で下振れした景気の回復に取り組むことが見込まれる。習政権は改革開放路線を継続すると表明しているものの、李克強首相などの改革派が退任した。中長期的には、習一強体制のもと、外資の技術・投資を受け入れ、民間のイノベーションによる経済の新陳代謝を維持できるかに注目だ。ゼロコロナ政策の長期化や不動産市場の低迷を踏まえ、22年の実質GDPは、前回8月時点の前年比+4.0%から同+3.5%へ、23年は前回の同+5.5%から同+4.8%にそれぞれ下方修正する。

# 目次

1. 総論	4
世界経済の成長率予測 計表	5
2. 日本経済	10
日本経済の成長率予測 計表	18
3. 米国経済	20
4. 欧州経済	24
5. 新興国経済	28
中国経済	29
ASEAN 経済	32

(1) 世界経済の現況

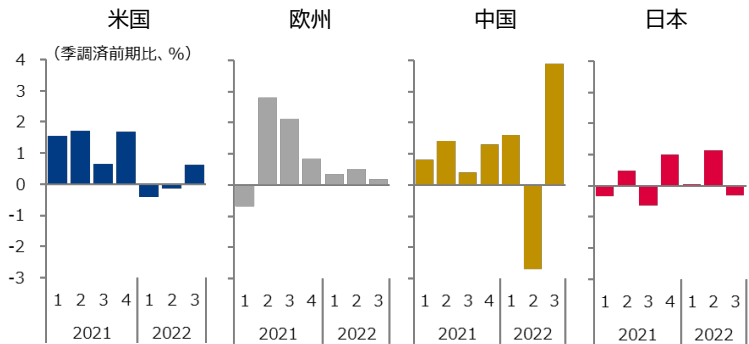
需要と供給の両面でコロナ危機から回復傾向たどるも、金融引き締めで回復ペース鈍化

世界経済は、需要と供給の両面でコロナ危機から回復傾向をたどってきたが、高インフレと金融引き締めで景気の回復ペースが鈍化している(図表1-1)。

まず、回復を支えた第一の要因は堅調な消費だ。物価上昇を背景に実質可処分所得が低下しているものの(図表1-2、下段)、コロナ危機後に抑制されていたサービス需要の回復などから、消費性向(所得に占める消費の割合)は改善傾向にある(図表1-2、上段)。コロナ危機下で積み上がった過剰貯蓄も、物価上昇による消費へのダメージを緩和している。日本はマイナス成長となったが、輸入の大幅増が主因であり内需は堅調だ。

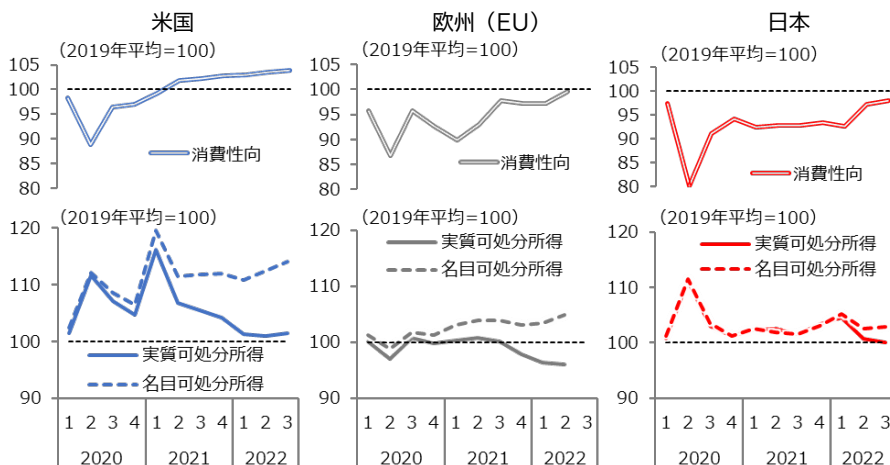
第二の要因は供給制約の緩和だ。中国で4-5月に実施された大規模なロックダウンの解除、半導体製造能力の増強、コンテナ不足の緩和などから、米国の製造業PMIを構成する「入荷遅延指数」がコロナ危機前の水準まで低下、高騰していたコンテナ運賃も21年初の水準まで下落している(図表1-3)。米国では在庫減少幅の縮小で、7-9月期の実質GDPが季調済前期比+0.3%ポイント押し上げられた。

図表 1-1 実質 GDP 成長率



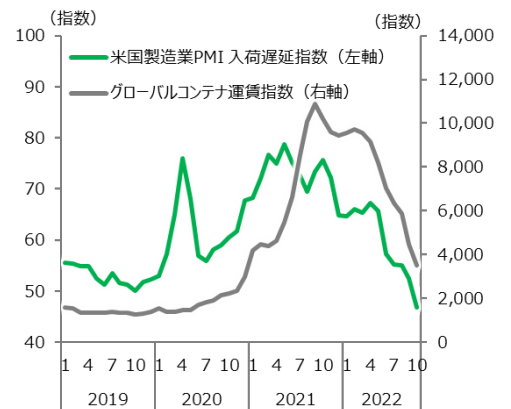
注: 欧州はドイツ、フランス、英国、スペイン、イタリアの5カ国。四半期。  
出所: CEIC、IMFより三菱総合研究所作成

図表 1-2 可処分所得と消費性向



注: 日本の22年7-9月期の可処分所得は雇用人報酬の伸びで延伸。欧州のみ直近が22年4-6月。  
出所: CEICより三菱総合研究所作成

図表 1-3 供給制約関連指標



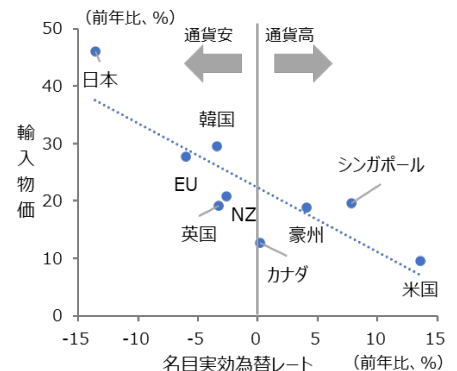
注: 直近は22年10月。  
出所: Institute for Supply Management  
®、バルチック取引所より三菱総合研究所作成

一方で、米国と欧州を中心に、金融引き締め強化が景気の下振れ要因となっている。

米国を中心に住宅市場が低迷している。長期金利の上昇により米国の30年住宅ローン金利は1年前の2.9%から足元では7%程度まで急騰した。住宅ローン負担の増加により、米国住宅販売は前年比▲25%もの大幅な減少、住宅投資も季調済前期比▲7%(同寄与度▲0.1%ポイント)となった。関連する家具などの耐久財消費も不振だ。

米国の利上げにより、米国以外の国ではドル高自国通貨安が物価上昇圧力となっている(図表1-4)。特に欧州では、ロシア以外からのエネルギー代替調達コスト増という特殊要因もあり、国際商品市況が軟化するなかでも、輸入物価が前年比+30%上昇、消費者物価も同+10%程度の上昇が続いており、消費の下振れ要因となっている。

図表 1-4 輸入物価への為替影響



注: 為替は22年7-9月平均、輸入物価は22年4-9月平均。  
出所: CEIC、BISより三菱総合研究所作成

## (2) 世界経済の見通し

世界経済の成長率見通しは、23年を中心に総じて下方修正する。

米欧経済は、インフレ率が前回8月見通し時点の想定よりも高めに推移しており、継続的な利上げが景気の下振れ要因となる。23年春にかけて、米国FRBは5%まで、欧州ECBは2.5%まで利上げを継続するとみている。23年の成長率は、米国が前年比+0.4%（前回同+1.5%）、欧州が前年比▲0.2%（前回同+0.6%）と予測する。欧州はインフレと利上げに加えて、エネルギー不足の経済活動への影響が下押し要因となる。

中国経済は、22年、23年ともに前回見通しから下方修正する。ゼロコロナ政策の継続や不動産市場の下振れなどが背景にある。23年3月の全人代後に正式発足する新指導体制での経済政策運営も現時点では不透明感が強い。

22年の世界経済の成長率は、前回（8月16日時点）の前年比+2.3%から同+2.2%へ▲0.1%ポイント下方修正する。23年は前回の前年比+2.6%から同+1.8%へと▲0.8%ポイント下方修正し、2%を切る減速となる（図表1-5）。

今後の世界経済の注目点は、①インフレ抑制と景気のバランス ②金融市場の安定性 ③米国と中国の経済政策運営 — の3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
<b>世界全体</b>	<b>▲3.0%</b>	<b>6.0%</b>	<b>2.2%</b>	<b>1.8%</b>
米国	▲2.8%	5.9%	1.7%	0.4%
欧州（5カ国）	▲8.1%	5.6%	3.1%	▲0.2%
中国	2.2%	8.1%	3.5%	4.8%
日本 [暦年]	▲4.6%	1.6%	1.5%	1.5%
[年度]	▲4.6%	2.3%	1.9%	1.3%
ASEAN5	▲3.7%	3.3%	5.3%	5.2%
その他世界	▲4.4%	4.3%	1.5%	1.5%

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。

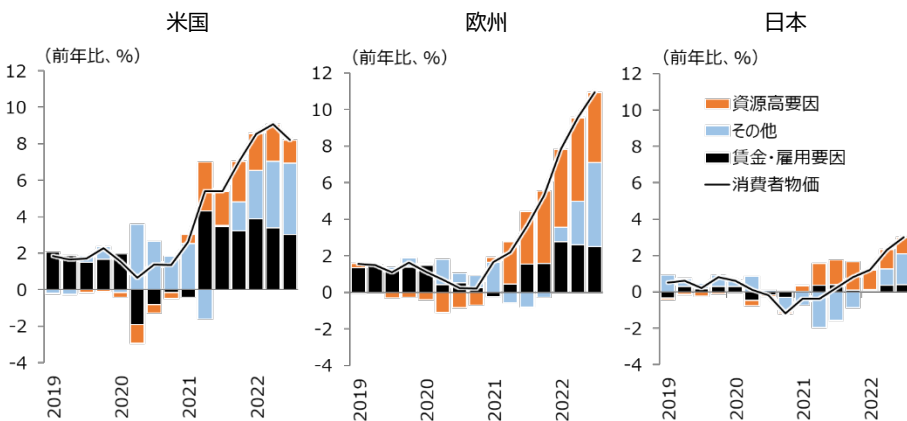
出所：実績は各国統計、IMF、予測は三菱総合研究所

### 注目点① インフレ抑制と景気のバランス — 米欧は大幅景気下振れも23年中のインフレ抑制は困難

23年にかけて米国経済は大幅減速、欧州経済は小幅ながらもマイナス成長を予測する。金融引き締めが強化されるなか、23年にかけて需給ギャップ（需要—潜在的な供給力）は、米欧ともに悪化が見込まれ、インフレ圧力は段階的に緩和されていくとみられる。

ただし、米欧の物価は、23年中に中銀が政策目標に掲げる2%まで落ち着いていく可能性は低いとみている。その背景として、①資源高などコストプッシュ型の物価上昇圧力 ②賃金上昇によるコストプッシュ/デマンドプル両面での物価上昇圧力 ③期待インフレの3つに注目している。

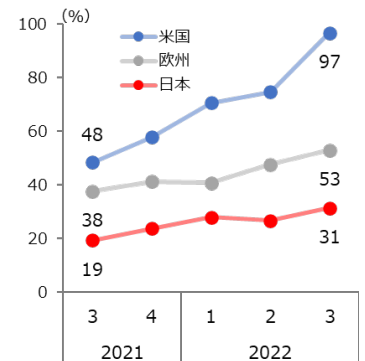
図表 1-6 消費者物価上昇率の要因分解（米欧日）



注：資源高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、賃金要因は、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 1-7 企業の投入コスト増に対する消費者物価への転嫁率



注：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

第一に、資源高などコストプッシュ型の物価上昇圧力である（図表1-6のオレンジ）。世界経済の減速に伴って国際商品市況が軟化することから、資源・エネルギー起因の物価上昇圧力は、23年後半にかけて前年比では縮小に向かうと予想する。ただし、10月のOPEC減産のように、価格下落に対抗する供給抑制の動きが強まれば、上昇圧力が高止まりする可能性もある。特に欧州は、脱ロシアに伴う代替エネルギー調達コストの増加やユーロ安の影響により、資源・エネルギー起因の物価上昇圧力が相対的に高止まりしやすい環境にある。

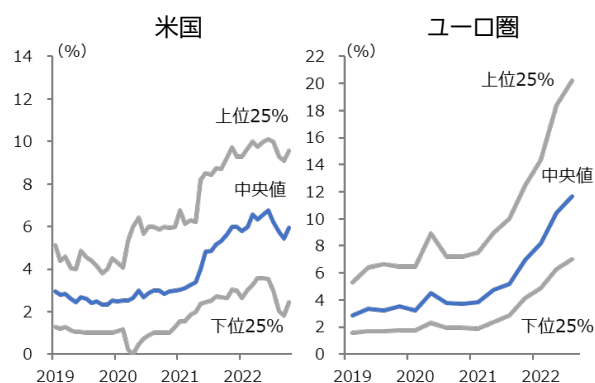
第二に、賃金上昇によるコストプッシュ/デマンドプル両面での物価上昇圧力である（図表1-6の黒）。特に



米国では、コロナ危機後のシニア層の引退前倒しなど構造的な要因により、労働参加率がコロナ危機前を1%ポイント下回っている。23年にかけても労働力不足の解消は見込みにくいことから、賃金上昇圧力がコロナ危機前に比べて強い状況が継続する可能性が高い。賃金上昇はサービス業を中心にコスト面から物価を押し上げるだけでなく、所得面から購買力を高めデマンドプル型の物価上昇圧力にもなる。欧州は、米国に比べれば賃金上昇圧力は弱いとみられるが、生活防衛の観点から賃金交渉時には物価上昇率が参照される。上記の資源・エネルギー起因の物価上昇が賃金上昇に波及する可能性もある。

第三に、期待インフレである。期待インフレ率が高い状況では、上記要因によるコストプッシュ圧力による価格転嫁も進みやすい(図表1-7)。米国の1年先の期待インフレ率は、利上げ開始後に中央値は低下傾向にあるが、そのバラつきは非常に大きい(図表1-8)。欧州はレンジも中央値も上昇傾向にある。ECB発足以降で初めてとなるインフレ水準であり、インフレ抑制に対するECBへの信認が十分でない可能性もある。エネルギー不足による供給制約などから物価上昇圧力が高止まりした場合は、欧州の期待インフレ率も高止まりする可能性がある。期待インフレが高い状況では、上述の通り、消費者物価への転嫁をしやすくするほか、賃金交渉のベースとなるなど、複合的に物価上昇圧力が高まりやすくなる(図表1-6の水色部分に寄与)。

図表 1-8 期待インフレ率 (家計・1年先)



注:直近は米国が22年10月、ユーロ圏が22年7-9月。  
出所:NY連銀、欧州委員会より三菱総合研究所作成

図表 1-9 米欧の物価をめぐる今後の環境

	米国	欧州
資源高要因	● 世界経済の減速による国際商品市況の軟化	● ユーロ安 ● 脱ロシアによるエネルギー調達コストの上昇
賃金・雇用要因	● 景気減速による雇用環境の悪化 ● コロナ危機によるシニア層の退職前倒しで労働需給逼迫	● 景気後退による雇用環境の悪化
期待インフレ要因	● 家計の期待インフレはバラつき伴いつつも中央値は低下	● 家計の期待インフレは中央値も高止まり

出所:三菱総合研究所作成

これらを踏まえると(図表1-9)、米国のインフレ率は23年末時点でも前年比+3%程度の上昇を見込む。もともと相対的に小さい資源高要因は、国際市況軟化とドル高により、前年比ではマイナスに転じる可能性がある一方で、賃金・雇用要因による物価上昇圧力は緩やかに緩和しつつも、コロナ危機前の伸び(2%程度)までは戻らない可能性が高い。米国経済は辛うじて景気後退を回避する見込み。

欧州は(米国よりも)インフレ抑制が難航する可能性が高い。23年末時点で前年比+4-5%程度の上昇を見込む。欧州の場合は、国際商品市況が落ち着けば輸入コストも下がる訳ではなく、脱ロシアでエネルギー代替調達コストが構造的に高止まることが予想される。景気が低迷するなかでもエネルギー調達コストの抑制が難航すれば、期待インフレが高止まりする可能性がある。欧州経済は22年末から23年初にかけて景気後退を見込む。

## 注目点② 金融市場の安定性 — 景気減速下での高インフレが不安定な状況をもたらす

### 財政政策と金融政策の不整合

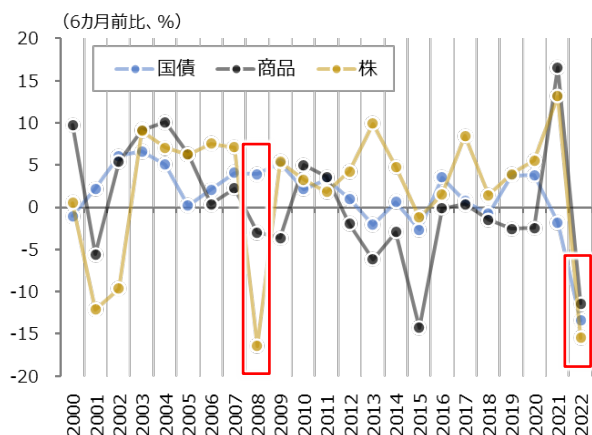
世界の金融市場は、22年4月以降、国債・商品・株のトリプル安に見舞われている。これら3つの国際主要指標の下落率が、いずれも10%を超えるのは、統計でさかのぼれる1985年以降で初めてとなる(図表1-10)。08年の世界金融危機時は、株と商品が大幅に下落したが、国債は上昇した。

想定外のインフレ圧力の高まりに直面して、通常、株などのリスク資産下落時の資金の受け皿となる国債市場からも資金が流出している。英国では、英国中央銀行(BOE)が利上げと保有国債の売却を予定するなかで、トラス前政権は、国債を財源とする大規模なエネルギー高騰対策と減税策を発表した。金融市場では、国債の需給バランス悪化への懸念が高まり、国債価格が急落した。英国の年金基金の破綻につながるリスクが懸念され、BOEはやむを得ず時限措置として国債の購入に踏み切った。

金融引き締め下での拡張的財政は、財政への信認を低下させかねず、金融市場の不安定化をもたらす。財政規律の弛緩(しかん)は2つのルートで経済に負の影響を及ぼす。

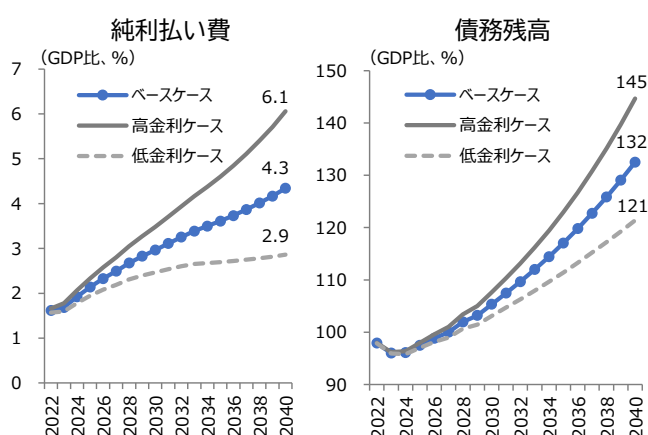
第一に、インフレ抑制の遅れだ。対象を限定しないエネルギー補助金など財政出動でインフレ抑制が遅れば、より強力な金融引き締めが必要となる。第二に、財政への信認低下だ。高金利下での債務拡大は将来の利払い負担の増加を招き、財政悪化懸念から金利に上昇圧力が強まる。米CBO(議会予算局)の見通しでも、長期金利の1%上昇で、2040年時点の純利払い費がGDP比1.8%ポイント、債務残高が13%ポイント上昇する見込みとなっている(図表1-11)。

図表 1-10 国債・商品・株の国際指標騰落率



注:債券はFTSE世界国債インデックス、商品はBloomberg商品指数、株価はMSCIワールド指数。月次での半年前からの変化を年平均して作成。22年は9、10月の半年前からの変化率の平均。  
出所: Bloombergより三菱総合研究所作成

図表 1-11 金利上昇による後年度財政影響 (米国)



注:ベースケースは2040年にかけて10年物国債利回りが3.5%まで上昇、高金利ケースは同4.5%、低金利ケースは同2.5%を前提。  
出所: CBO「Long-Term Budget Outlook」より三菱総合研究所作成

### 米欧の金利上昇で高まる新興国からの資金流出圧力

欧米を中心に先進国の金利が上昇するなかで、新興国からの資金流出圧力が高まっている。現時点では大規模な資金流出は起きていないものの、コロナ危機下での先進国の金融緩和により、新興国には合計で8,500億ドルの資金が流入しており、その一部が逆流する恐れがある。米国債と新興国債券との利回りの差を示すEMBIスプレッドもじわじわと上昇傾向にある(図表1-12)。

資金流出や自国通貨安によるインフレを抑制するために、新興国は一定の利上げを余儀なくされており、これが景気の下振れ要因となる。特に資源を海外からの輸入に依存しており、輸出競争力も乏しい経常赤字国では、通貨安リスクが高い。トルコやフィリピンのほか、ロシアへのエネルギー依存度の高いルーマニア、ポーランドにも注意が必要だ(新興国経済総論P.28 図表5-2)。

また、新興国のどこかで危機が生じた場合に、世界経済への波及を防ぐための国際協調の余力が低下している点にも注意が必要だ。国際的な政治対立が深まっているほか、各国とも財政状況は厳しく、他国を支援する余裕はあまりない。

図表 1-12 EMBI スプレッド



注:米国債と新興国債との利回り差。直近は22年10月。  
出所: Bloombergより三菱総合研究所作成

### 注目点③ 米国と中国の政策運営

中国では、10月に中国共産党大会が開催され、23年3月に発足する次期指導部の顔ぶれが固まった。米国では、11月に中間選挙があり、苦戦が予想されていた民主党が上院で多数派を占めるなど善戦した。2大経済大国における重要な政治イベントを経て、今後の米中両国の経済政策運営について、従来からの変更点を中心に展望する。

### 中国 —— 習一強体制下で改革派が退任、経済統制が強化される可能性

習政権3期目の新指導部(政治局常務委員)からは、李克強首相などの改革派が退任し、習一強体制が明

確になった(図表1-13)。習政権は共産党内の基盤を強固にし3期目にとどまらず長期政権が視野に入った。政治的な安定の一方で、これまでの中国経済の高成長をもたらした改革開放路線の行方は不透明だ。

習政権3期目は、35年にかけて中国式の社会主義現代化の実現を目標とし、イノベーションが現代化の原動力の軸となることを表明している(中国経済P.29、図表5-7)。ただし、改革派が退任し、新首相に就任する李強氏は上海市トップとして経済封鎖を主導したが、国政レベルの経済政策運営の経験が乏しい。党大会の演説などで示された政策方針に大きな変更はないが、次期指導部の下でも、外資の技術・投資を受け入れ、民間のイノベーションによる経済の新陳代謝を維持できるか、具体的な政策方針が示される23年3月の全人代などに注目だ。

外交面では、戦狼外交を実践してきた王毅外相が政治局員に選ばれ、外交を取り仕切る党中央外事工作委員会弁公室のトップに就任する見込みだ。ペロシ米下院議長の台湾訪問、10月に発表された米政府による半導体製造装置の対中輸出規制の適用対象の大幅拡大などから米中間の緊張は続いている。習総書記は、「中国の発展は世界と切り離せない」と発言しているものの、プレーキ機能が失われた習一強政権のもと、米中対立が高まる懸念がある。

図表1-13 中国の現・新指導部

肩書	現最高指導部 (年齢)	新最高指導部 (年齢)
党総書記	習近平 (69) <span style="background-color: #2e8b57; color: white; padding: 2px;">留任</span>	習近平 (69) <span style="background-color: #2e8b57; color: white; padding: 2px;">留任</span>
首相	李克強 (67) <span style="background-color: #ffc107; padding: 2px;">退任</span>	李強 (63) <span style="background-color: #dc3545; color: white; padding: 2px;">新任</span>
全国人民代表大会常務委員長	栗戰書 (72) <span style="background-color: #ffc107; padding: 2px;">退任</span>	趙樂際 (65) <span style="background-color: #2e8b57; color: white; padding: 2px;">留任</span>
全国政治協商会議主席	汪洋 (67) <span style="background-color: #ffc107; padding: 2px;">退任</span>	王滬寧 (67) <span style="background-color: #2e8b57; color: white; padding: 2px;">留任</span>
党中央書記処書記	王滬寧 (67) <span style="background-color: #2e8b57; color: white; padding: 2px;">留任</span>	蔡奇 (66) <span style="background-color: #dc3545; color: white; padding: 2px;">新任</span>
筆頭副首相	韓正 (68) <span style="background-color: #ffc107; padding: 2px;">退任</span>	丁薛祥 (60) <span style="background-color: #dc3545; color: white; padding: 2px;">新任</span>
党中央規律検査委書記	趙樂際 (65) <span style="background-color: #2e8b57; color: white; padding: 2px;">留任</span>	李希 (66) <span style="background-color: #dc3545; color: white; padding: 2px;">新任</span>

注: 赤字は習人脈とされる指導部メンバー。年齢は今党大会時点。  
出所: 各種報道より三菱総合研究所作成

## 米国 — 民主党善戦も「ねじれ議会」が後期バイデン政権の政策運営の制約に

11月8日に実施された米国の中間選挙では、下馬評を覆し民主党が善戦した。上院は民主党が過半数を獲得し、下院では共和党が過半数を取る可能性が高い。もっとも、上下院の多数派が異なる「ねじれ議会」となることで、23年以降のバイデン政権の政策運営には一定の制約が加わるだろう。

内政では、ビッグテック規制や国防費の増額など、超党派で折り合いをつけられる一部分野では立法が進むほか、上院の人事承認権を行使した閣僚の指名によって、民主党色の強い環境分野などの規制政策も進むとみられる。外交では、議会の合意が不要な大統領令・行政協定を行使し、対中包囲網を想定した東・東南アジアでの通商外交を積極化させるだろう。しかし、所得再分配政策の推進はとん挫、予算策定・政府債務上限の引き上げを巡る交渉も難航すると見込まれる。特に、政府機関の閉鎖などが起これば、「財政の崖」によって米国経済は下押しされかねず、要警戒である(図表1-14)。

図表1-14 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	停滞が懸念されるアジェンダ/リスク
前提	<ul style="list-style-type: none"> <li>□ 議会の合意なしに推進可能な大統領令/行政協定を利用 (主に通商外交分野)</li> <li>□ 人事承認権 (閣僚の指名) の行使可能</li> <li>□ 超党派で合意形成可能なアジェンダのみ立法</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>□ 共和党の反対するアジェンダの議会立法は不可</li> <li>□ 民主・共和両党内外の政治分断が進行中 (4極状態)</li> </ul>
内政	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ ビッグテック規制: 合併規制強化など</li> <li>■ 国防: 国防費の増額など</li> <li>■ 経済安全保障政策: 半導体など重点品目製造・開発の国内回帰支援</li> <li>■ その他の規制政策: 銃規制・環境など、民主党色の強いルール整備</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 円滑な予算策定: 政府機関の閉鎖・債務上限をめぐる市場の混乱</li> <li>■ 所得再分配政策: 企業・富裕層への増税法成りは困難</li> <li>■ 気候変動対策: ESG・グリーン産業へ追加投資は停滞</li> </ul>
外交	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 対中政策: 戦略物資のサプライチェーン見直し、台湾政策法案の成立</li> <li>■ 枠組み外交: 東・東南アジア諸国との友好促進</li> <li>■ ロシアへの制裁継続: G7・EUとの協調</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ ウクライナへの支援: 支援継続も増勢は鈍化</li> </ul>

出所: 各種資料より三菱総合研究所作成



### (3) 世界経済のリスク

注目点①～③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。ロシア・ウクライナ間の戦闘は長期化の様相を呈しており、早期収束に向けてロシア側が核兵器使用など極端な行動に出るリスクも指摘されている。

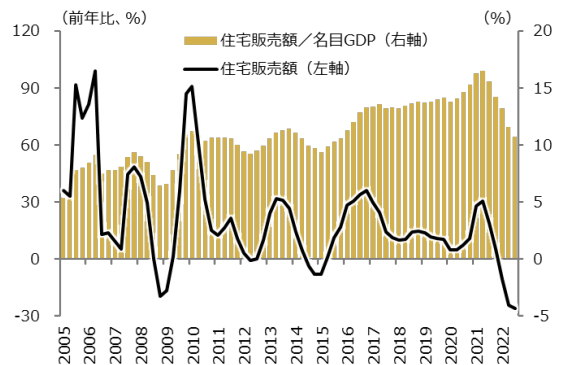
ロシア・ウクライナ情勢は、非常に不確実性が高く世界経済の最大のリスクであるが、以下ではそれ以外の経済面でのリスクとして、発生確率が高い順に3点挙げる。

第一に、米欧経済が同時にスタグフレーションに陥ることである。上記見通しでは、インフレ抑制に向けた政策金利引き上げの終着点(ターミナルレート)として、FRB(米国)は5%、ECB(ユーロ圏、中銀預金金利)は2.5%を想定しているが、インフレを抑制できない場合には、欧州のみならず米国も景気後退に陥るリスクが高まる。そのトリガーとなりうるのが、①地政学リスクの高まりによる資源・エネルギー価格の上昇、②中央銀行への信認低下による期待インフレ率の高止まり、などである。これらが金融引き締めへのインフレ抑制への効果を弱め、さらなる金融引き締めや財政緊縮などを余儀なくさせる可能性がある。金融市場の動揺や需要の過度な冷え込みを通じて、米欧をはじめ景気後退が拡大、長期化する恐れがある。

第二に、金融システム不安への発展である。注目点②(P.6-7)で述べたように、金融市場は23年にかけて不安定な状況が続く見込みだ。第一のリスクで指摘したように、景気減速と金利上昇が並行するなかで、さらなる金融引き締めが必要になった場合、あるいは財源の裏付けのない拡張的な財政政策が実施された場合などに、財政への信認が低下する可能性がある。また、景気の悪化と金利上昇により、低格付け社債などへの金利上昇圧力が高まっており、ECBやFRBが警鐘を鳴らしているように、リスク管理体制が十分でないノンバンクの損失拡大も懸念される。株、債券、商品など金融資産の価格がおしなべて下落する稀有な状況下で、金融システム不安に発展するリスクには注意が必要だ。

第三に、中国不動産市場の低迷長期化である。中国の住宅販売額は20年に15兆元(約300兆円)、GDP比15%を占める規模にまで拡大したが、20年半ば以降に導入された不動産開発会社向けの融資規制強化(三道紅線)により、22年7-9月時点では住宅販売額はGDP比10%程度まで縮小してきている(図表1-15)。不動産バブル潰しという意味では成功したが、融資規制による開発会社や販売会社の資金繰り悪化、建設工事の中断、購入者への引き渡し遅延、購入者のローン返済拒否などの悪循環が起きており、住宅市場の一段の冷え込みが懸念される。GDP比10%を占める市場の冷え込みは中国経済の下振れ要因となるほか、最悪のケースは、不動産関連の不良債権増大により金融不安に発展し、中国経済の下振れ幅が増幅される展開に注意が必要だ。

図表 1-15 中国の住宅販売



注:後方4四半期移動平均の前年比。直近は22年7-9月。  
出所:CEICより三菱総合研究所作成

## 2. 日本経済

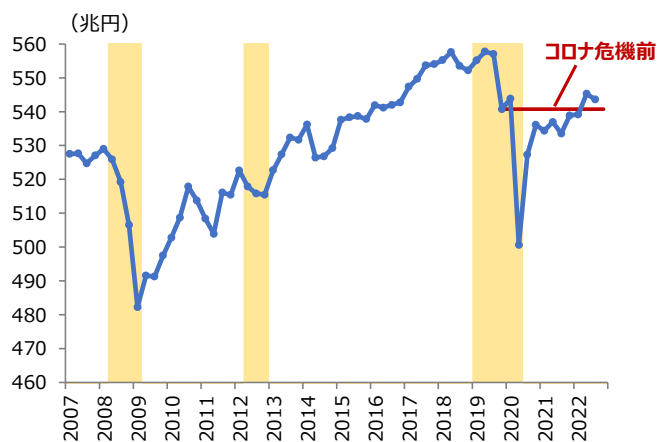
### (1) 日本経済の現況

#### 日本経済は内需の回復が継続

日本経済は、緩やかな持ち直し傾向にある。22年7-9月期の実質GDPは、季調済前期比▲0.3%（年率▲1.2%）と、4四半期ぶりのマイナス成長となったものの（図表2-1）、一時的な輸入急増が主因であり、内需は堅調に推移している。

需要項目別でみると、財貨・サービス輸入は海外企業への大口支払等から前期比+5.2%と大幅に増加した。輸出（同+1.9%）も増加したものの、外需寄与は▲0.7%ポイントの下押しに作用した。一方、内需は+0.4%ポイントと4四半期連続のプラスだ。実質民間最終消費支出は同+0.3%と、物価高等から伸びが鈍化したものの、経済活動正常化を背景にプラス成長が続いた。実質民間企業設備は、これまで先送りされてきた投資の再開やデジタル化に向けた投資の進展から、同+1.5%と2四半期連続で増加した。

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」「景気日付基準」より三菱総合研究所作成

### (2) 日本経済の先行き

#### 物価高は逆風も、国内経済活動の正常化を追い風に、日本経済は拡大基調を維持

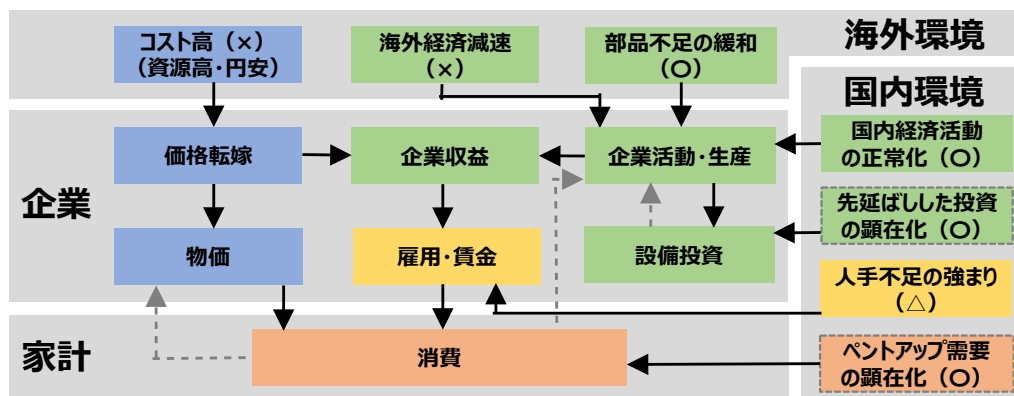
22年度後半は、高めの成長を見込む。経済活動の正常化に伴い、抑制されていた消費の一部が顕在化するだろう。もっとも、円安を背景とする物価高により消費が下振れし、22年度の実質GDPは前年比+1.9%と前回2次QE後9月時点（同+2.0%）から下方修正する。

23年度は、ペントアップ需要の一服から個人消費は徐々に減速するものの、人手不足を背景とする賃金上昇を受け底堅く推移するとみる。水際対策の大幅緩和を受け、インバウンド消費の回復も本格化を見込む。米欧を中心とする海外経済減速が輸出の下振れ要因となる一方で、22年10月に公表された経済対策が上振れ要因となり、マイナス/プラス要因が相殺されるかたちで、23年度の実質GDPは前年比+1.3%（前回から変更なし）と予測する。

予測の前提として、23年度末にかけて、原油価格（WTI）は80ドル前半半での横ばい圏内の推移、為替レートは130円/ドル台半ばに低下、日経平均株価は28,000円前半半への緩やかな上昇を想定した。

日本経済は、米国や欧州に比べれば相対的に堅調な成長ペースを維持するとみているが、内外環境の不確実性は高い。先行きの日本経済を左右する注目点として、①物価と金融政策、②消費の回復力、③雇用・所得環境、④企業活動、の4つがある（図表2-2）。

図表2-2 日本経済の概略図（22～23年度）



注：各項目のうち、青色は注目点①、オレンジ色は注目点②、黄色は注目点③、緑色は注目点④にそれぞれ該当する。括弧内の「○」「×」「△」はそれぞれ日本経済にとってプラス要因とマイナス要因、両方向に作用する要因を示す。枠線が点線の要因は内生的な要素を含む。  
出所：三菱総合研究所作成

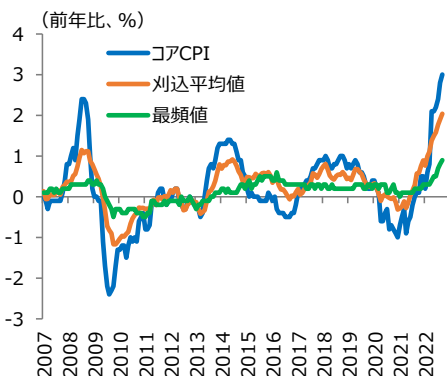
注目点① 物価と金融政策 — コスト増を起点に高まる物価上昇圧力、金融緩和修正の足音も

食料・資源価格高騰によりコアCPIは前年比+3%台に上昇、企業の価格転嫁強まる

消費者物価は、欧米ほどの著しい伸びには至っていないが、日本では近年まれにみる勢いで上昇している。9月の消費者物価指数(生鮮食品を除く総合、以下「コアCPI」)は、前年比+3.0%と消費税増税の影響を除けば約31年ぶりの3%台となった(図表2-3)。10月に食料品をはじめ幅広い品目で値上げされたことから、コアCPIは年内に+3%台半ばまで一段と上昇するとみられる。全国に先行して公表される東京都区部のコアCPI(中旬速報)は、10月前年比+3.4%(9月同+2.8%)と伸び率を大幅に高めた。

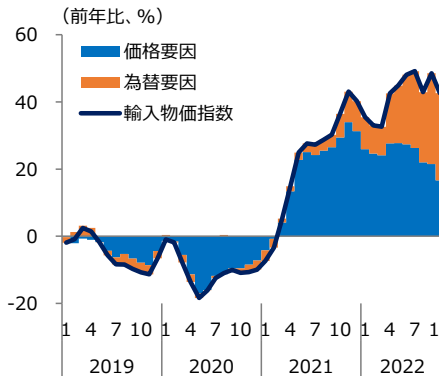
コアCPI上昇の主因は食料・エネルギー価格高騰だが、変動の大きい品目の影響を除く基調を示す刈込平均値や最頻値も上昇傾向を強めており、幅広い品目に価格上昇が広がりつつある。背景には、企業の調達コスト増加に歯止めがかからないことがある。特に輸入物価指数は上昇率の高さが際立っており、4月以降は円安が調達価格の上昇を加速させている(図表2-4)。需要段階別の物価動向をみると、こうした原材料調達に相当する「川上」価格の上昇が続くなか、「川下」の最終需要でも価格上昇がみられ、企業の価格転嫁姿勢が強まっていることが確認できる(図表2-5)。

図表2-3 消費者物価指数関連指標



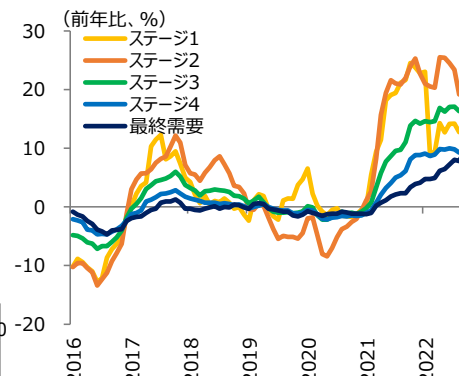
注:消費税増税、幼児教育無償化の影響は除く。  
出所:総務省「消費者物価指数」、日本銀行「基調的なインフレ率を捕捉するための指標」より三菱総合研究所作成

図表2-4 輸入物価指数



出所:日本銀行「企業物価指数」より三菱総合研究所作成

図表2-5 需要段階別の生産者物価

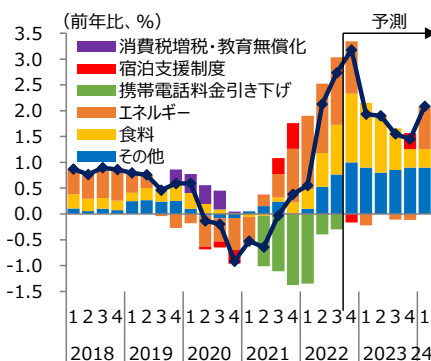


注:ステージ1~4は中間財価格に相当し、番号が小さいほど上流にあることを示す。食料、エネルギーを除く財。最終需要は輸出を除く。  
出所:日本銀行「最終需要・中間需要物価指数」より三菱総合研究所作成

コストプッシュ要因剥落でコアCPIは2%割れも、デマンドプル要因が徐々に押し上げ

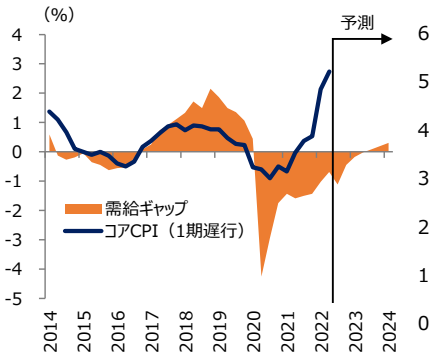
コアCPIは、電気代・都市ガス代軽減策の影響(コアCPIを▲1.2%ポイント押し下げ)から年明け以降に鈍化するものの、23年度平均で前年比+1%台後半と見込む(図表2-6)。原材料価格高騰一服から食料の押し上げも徐々に縮小するとみるが、変動の大きい品目を除いた物価の基調(図表中「その他」)は徐々に強まっていくとみる。背景として、①需給ギャップの改善と②期待インフレ率の上昇が挙げられる。

図表2-6 コアCPI



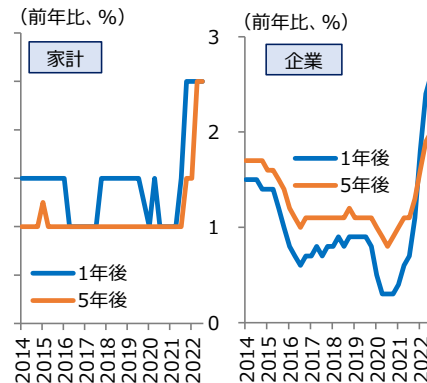
注:電気代・都市ガス代軽減策は23年1月より反映し、同年9月以降に支援幅縮小。ガソリン補助金は23年6月以降に支援幅縮小。ともに24年3月まで実施と想定。  
出所:総務省「消費者物価指数」、予測は三菱総合研究所

図表2-7 需給ギャップ



注:実績の直近値は、需給ギャップが22年4-6月期、コアCPIが22年7-9月期。コアCPIは、消費税増税の影響を除く。  
出所:日本銀行「需給ギャップと潜在成長率」、総務省「消費者物価指数」、予測は三菱総合研究所

図表2-8 期待インフレ率



注:家計は中央値、企業は平均値。  
出所:日本銀行「生活意識に関するアンケート調査」「短観」より三菱総合研究所作成



物価変動と関係の深い需給ギャップは22年4-6月期時点で▲0.7%程度と需要不足が続いており、物価上昇圧力は依然弱い(図表2-7)。もっとも、先行きは経済活動正常化が進むなか、需給ギャップは23年度後半にプラスに転じる見通しだ。23年度はコストプッシュによる物価上昇の影響が剥落する一方、デマンドプルによる物価上昇圧力が徐々に現れる構図となろう。

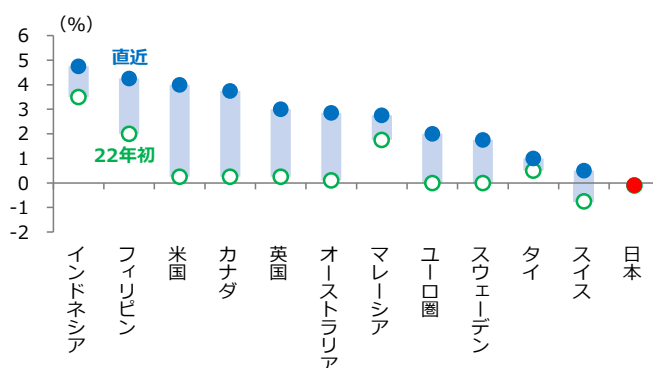
期待インフレ率は、実際の物価動向に追従する形で上昇しており、「物価上昇率は変わらない」という日本企業・家計の意識にも変化がみられる。中長期(5年後)の期待インフレ率は9月調査時点で、家計+5.0%(中央値)、企業+2.0%(平均値)とも調査開始以来で最高水準に達した(図表2-8)。こうした物価を巡る環境変化を踏まえ、コアCPIは22年度+2.5%、23年度+1.7%と、2%に届かないまでもやや高めの伸びを見込む。

## 日銀は金融緩和継続も、柔軟性を高める微修正へ

金融政策については、緩和的なスタンスが続くものの、23年度以降に政策の柔軟性を高める微修正が実施されると見込む。前述の通り、23年度中に2%の物価安定目標を持続的に達成するとはみていないが、23年春闘で物価上昇に見合う賃金上昇が実現し、需要回復に裏打ちされた物価上昇が進めば、目標達成に近づいたとの判断も可能だ。金利上昇を抑制するために日銀の国債保有割合が高まり続けるなか、国債流通市場の機能低下も懸念されており、現行政策の柔軟化は早晚不可欠だ。「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の枠組みを維持しつつ、新日銀総裁のもとで政策効果の総点検を経て、長期金利の変動許容幅を拡大するとみる。

もっとも、22年入り後に進行した円安の大幅反転は見込みにくい。米欧をはじめ各国が利上げを進める一方、日銀は金融緩和を続けており、内外金融政策の方向性は明確に異なる(図表2-9)。政策スタンスの違いを反映する形で22年3月以降は急速に円安が進行し、ドル円レートはおおむね日米金利差に沿って推移している。為替相場の急激な変動を抑えるため、政府は9月22日以降に24年ぶりの円買い介入を実施したが、10月には32年ぶりの円安水準を更新し、対ドルで一時151円台まで下落した。11月には一時130円台後半まで円高に振れており、22年末にかけて変動の大きい展開が見込まれる。23年入り後は、米国景気減速・FRBの利上げ打ち止めから円安進行に歯止めがかかる可能性はあるが、大幅な円高進行とはなりにくいだろう。

図表2-9 主要国の政策金利



注: 直近は22年11月11日時点。  
出所: 各国統計より三菱総合研究所作成

## 注目点② 消費の回復力 —— コロナからのペントアップと節約志向の綱引き

### 夏場に感染拡大も消費回復が継続、政策効果もあり目先は回復が加速

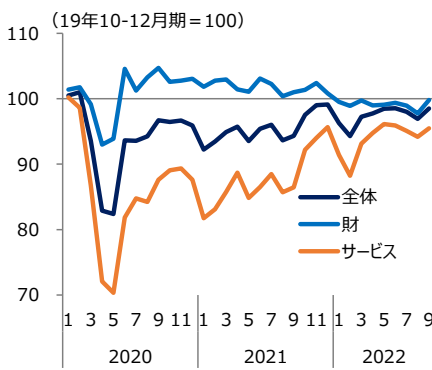
個人消費は夏場に感染拡大するなかでも回復が続いた。22年7-9月期の実質民間最終消費支出は、季調済前期比+0.3%と4四半期連続で増加した。政府による厳格な経済活動制限が課されず、消費を抑制する動きが従来に比べ限定的であった。

10-12月期は、経済活動正常化の進展から、個人消費の回復が加速するとみる。実質消費活動指数は、感染拡大が落ち着き始めた9月にサービス消費が回復に向かったことを示している(図表2-10)。飲食店の来店人数は10月以降も回復傾向にあり、コロナ禍で落ち込みの大きかった外食消費も持ち直しが期待される(図表2-11)。

政府による需要喚起策も消費の回復を後押しする。10月11日から全国旅行支援(旅行料金を最大40%引き)が開始され(東京都は10月20日から)、コロナ禍で抑制されていた旅行需要の拡大が期待される。一部旅行予約サイトではアクセス集中、早期予約停止が報じられており、旅行需要の強さがうかがえる。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は、約4人に1人が支援割による旅行を予定しており、旅行者数はコロナ前をやや上回る水準まで回復が見込まれる(図表2-12)。コロナ危機以降、旅行等の外出関連消費に対して慎重姿勢が続いた60代でも旅行消費の回復が示唆されており、感染症による消費自粛傾向は緩和している模様だ。



図表 2-10 実質消費活動指数



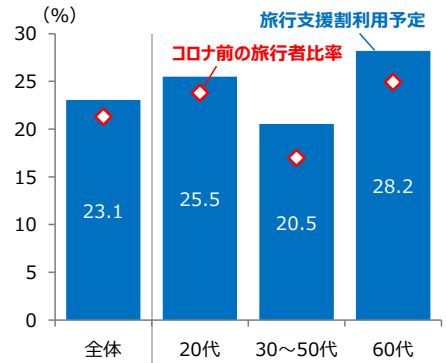
出所：日本銀行「消費活動指数」より三菱総合研究所作成

図表 2-11 飲食店来店人数



注：7日中央化移動平均。1店舗当たりの平均。直近は11月6日。  
出所：TableCheckより三菱総合研究所作成

図表 2-12 旅行支援割の利用意向

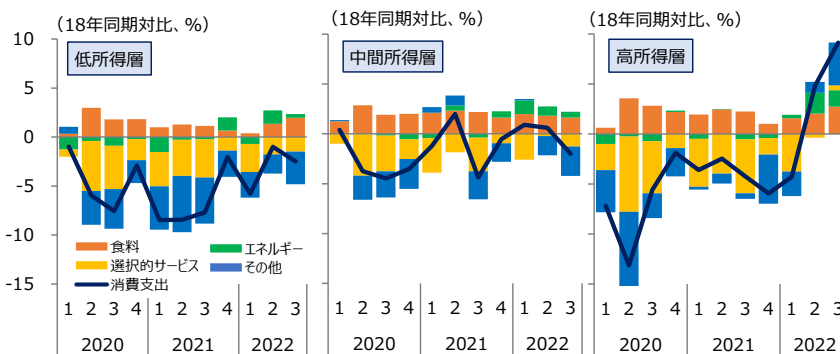


注：コロナ前の旅行者比率=19年10-12月期観光目的国内宿泊旅行者数/人口。  
出所：三菱総合研究所「生活者市場予測システム(mif)」アンケート調査(22年10月15-16日、回答者5,000人)、観光庁「旅行・観光消費動向調査」、総務省「人口推計」より三菱総合研究所作成

### 物価上昇から家計防衛姿勢を強める動きも

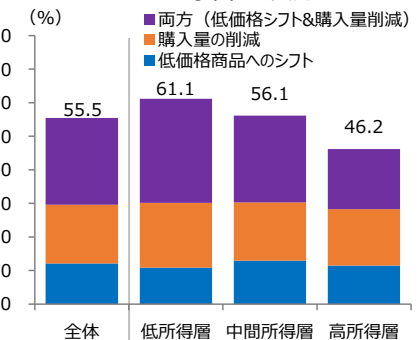
ただし、物価上昇により家計の購買力は低下しており、一部では節約志向を強めている様子もみられる。所得階層別に消費支出額の推移を比較すると、4-6月期以降に高所得層が消費を積極化させている一方で、低所得層、中間所得層が消費を抑制しており、対称的な構図だ(図表2-13)。当社のアンケート調査では、物価上昇に対して過半数の世帯が「低価格商品へのシフト」や「購入量の削減」により消費額を抑制していると回答しており、その傾向は低所得層ほど強い(図表2-14)。価格上昇が著しい食料、エネルギーに対する消費の家計に占める割合が、低所得層ほど高いことが影響している。当面は、コロナ禍で蓄積された過剰貯蓄(約60兆円)が実質所得減少を補てんすることで、個人消費の増勢は維持されるとみているが、購買力の低下が長引けば個人消費の回復が腰折れしかねない。

図表 2-13 所得階層別の名目消費支出



注：二人以上勤労世帯について、定期収入下位20%を低所得、20~80%を中間所得層、上位20%を高所得とした。エネルギー=電気代、ガス代、自動車等維持(ガソリンを含む)の合計。選択的サービス=外食、交通、宿泊料、バック旅行費、月謝類、他の教養娯楽サービスの合計。消費支出は、変動の大きい自動車購入、設備修繕・維持を除く。  
出所：総務省「家計調査」より三菱総合研究所作成

図表 2-14 物価上昇に対する家計の反応



注：低所得層は世帯年収300万円未満、高所得層は1,000万円以上。  
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10月15-16日、回答者5,000人)

### 消費先行きに夜明けの気配、残る課題は家計の不安解消

23年にかけての消費の注目点は、①感染終息後に消費はコロナ前の水準を回復するか、②コロナ禍で蓄積された過剰貯蓄は消費に向かうか、の二点である。当社のアンケート調査では、いずれの点についても前向きな兆候と障壁となる課題の両面がみとれる。

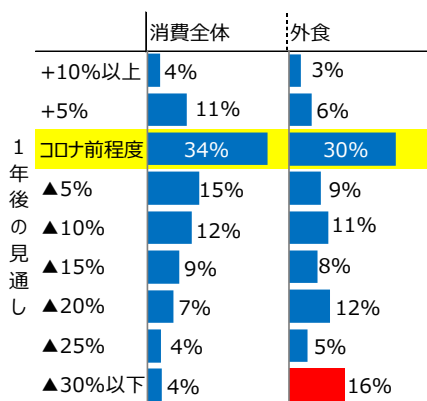
10月時点で現状程度の感染状況が続いた場合、1年後の消費金額がどのように変化するか調査したところ、回答者の約半数がコロナ前以上の水準に回復するとみていた(図表2-15)。他方、特に外食などのサービス消費については依然大幅減を見込む割合も多く、家計の消費についての見方は二極化している。もともと、家計は環境変化に柔軟に対応して消費行動を変えるとみられ、感染不安の解消により現在の家計見通し以上に消費回復が進むだろう。例えば、外食消費について、6月時点の意識と比較することで、一段の回復余地が見い

だせる。6月時点で回答者の85%は感染終息後に外食機会をコロナ前以上に増やすとしており、感染動向次第で消費積極化の可能性がある(図表2-16)。また、6月時点で感染終息後も外食機会を減らすと回答した15%について、そのうち3分の1は10月調査でコロナ前以上の外食消費を見込んでおり、自粛ムードの緩和等に反応して、消費意識を変える可能性も示されている。

過剰貯蓄の解消は緩やかにとどまるとみられるが、コロナ禍で抑制した反動から消費を積極化(ペントアップ需要発現)する兆しもみられる。家計の想定する現在(22年7-9月期)、1年後、3年後の消費額を集計すると、現在はコロナ前を依然下回っているものの、1年後にはコロナ前以上に拡大するとの結果となった(図表2-17)。所得階層別に比較すると、中間層でその傾向が強く、高所得層でも同様の傾向が示されている。一方、低所得層は回復ペースが遅く3年後もコロナ前を下回る見通しだ。中間層も、3年後には再びコロナ前を下回る慎重な姿勢を崩していない。こうした背景には、将来の所得環境を巡る不安が強いことが挙げられる。回答者の約7割は現在の物価上昇が当面続く想定しているが、今後賃金が上昇すると考えている割合は1割強に過ぎない。家計の先行き不安を解消し、個人消費の回復を持続的なものにするためには、物価上昇に見合った賃金上昇が不可欠である。

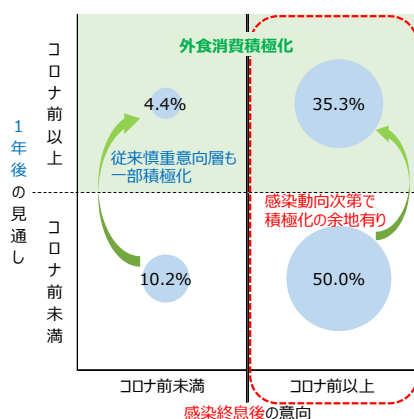
以上を踏まえ、コロナ禍で抑制されていたペントアップ需要が経済活動正常化にともない顕現化すると想定し、実質民間最終消費支出は、22年度前年比+3.1%、23年度同+1.3%と、回復傾向を見込む。

図表 2-15 家計の1年後消費見通し



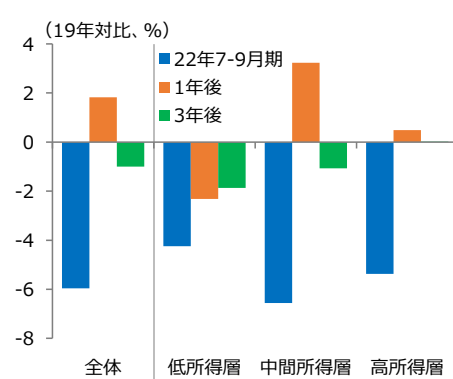
注:現状程度(10月時点)の感染状況が続くと仮定した場合の見通し  
出所:三菱総合研究所「生活者市場予測システム(mif)」アンケート調査(22年10月15-16日、回答者5,000人)

図表 2-16 家計の外食消費見通し



注:1年後の見通しは現状程度(10月時点)の感染状況が続くと仮定した場合。6月時点では感染終息後の意向を質問しており条件が異なる点に留意。  
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10月15-16日、回答者5,000人)

図表 2-17 家計の消費額の見通し



注:低所得層は世帯年収300万円未満、高所得層は1,000万円以上。  
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10月15-16日、回答者5,000人)、総務省「2019年全国家計構造調査」より三菱総合研究所作成

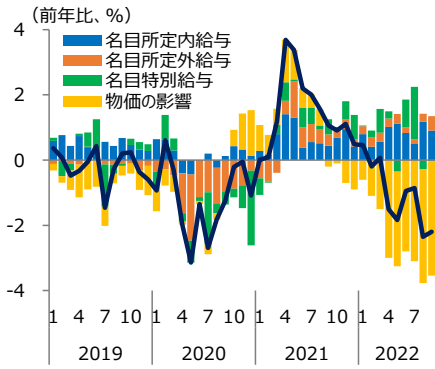
### 注目点③ 雇用・所得環境 —— 先行きは物価高に見合う賃上げが実現へ

#### 実質賃金低迷も、雇用環境は改善

所得環境は、物価上昇により厳しい状況である。企業業績改善、時短営業解消等を背景に名目賃金は上昇したものの、物価上昇の下押しが大きく、一人当たり実質賃金は6カ月連続の前年比マイナスとなった(図表2-18)。22年度中は食料、エネルギー価格が高止まりすることから、実質賃金のマイナスが続くだろう。

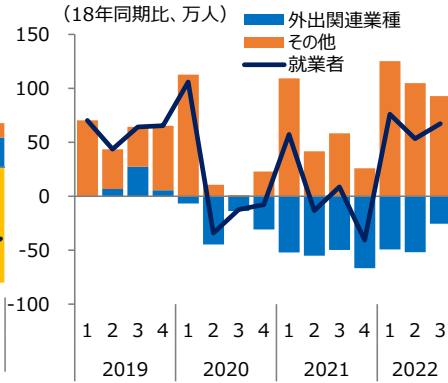
もっとも、雇用環境は、22年入り後は感染動向に左右されず、着実に改善している。就業者数は、22年1-3月期におおむねコロナ危機前の水準を回復した後は、横ばい圏で安定して推移している(図表2-19)。外出関連業種の就業者数は、依然コロナ危機前を下回っているが、労働者の就業忌避感から人員確保に苦慮している側面がうかがえる。日本銀行「短観」の雇用人員判断DIをみると、外出関連業種に該当する「対個人サービス」、「宿泊・飲食サービス」は22年6月調査以降に全産業ベースよりも人手不足感が強まっている(図表2-20)。

図表2-18 一人当たり実質賃金



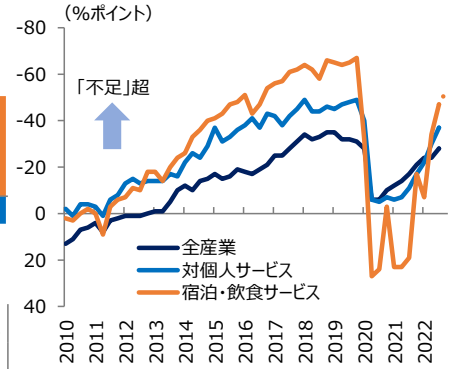
注: 共通事業所ベース。  
出所: 厚生労働省「毎月勤労統計調査」、  
総務省「消費者物価指数」より三菱総合  
研究所作成

図表2-19 就業者数



注: 外出関連業種は宿泊業、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2-20 雇用人員判断DI



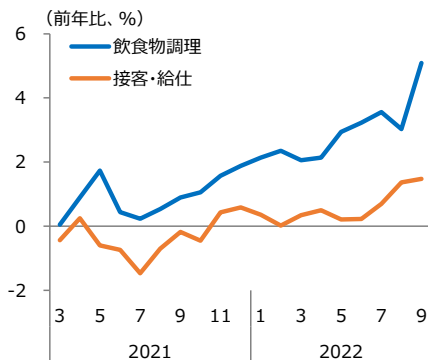
注: 全規模。端点は9月調査時点の先行  
き見通し。  
出所: 日本銀行「短観」より三菱総合研  
究所作成

### 労働需給逼迫から賃金上昇の兆し

先行きは、雇用改善、人手不足の深刻化を受け、名目賃金の上昇ペースが強まる見込みだ。経済活動正常化の進展に伴い人手不足感が強まった飲食、サービス関連職種について、パートタイム労働者求人時の賃金上昇が鮮明だ(図表2-21)。人員確保が困難なため、求人時の賃金を引き上げる動きが表れているとみられる。パートタイム労働者や採用時の賃金は労働需給の変化に敏感に反応するため、今後は同様の動きが労働市場全体に緩やかに広がることが期待できる。

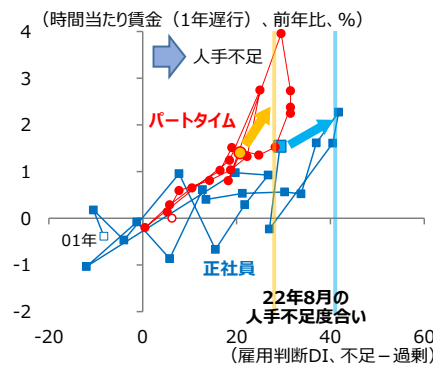
経済全体の賃金動向に対する影響の大きい正社員の賃金も、労働需給の逼迫を受け上昇するとみる。正社員の人手不足割合は8月調査時点で過去最高水準まで高まっており、従来の賃金との連動性からは、23年には+2%程度の賃金上昇(時間当たり)が見込まれる(図表2-22)。加えて、23年春の賃金交渉において22年中の物価上昇が考慮されることも、賃金上昇を後押しする。日本では低インフレが長期間続いたため、近年は賃金改定において物価動向がほとんど重視されていないが、22年に企業は販売価格引き上げ姿勢を急速に強めており、一定程度は賃金上昇にも影響するだろう(図表2-23)。23年春闘について、連合(日本労働組合総連合会)は+5%程度と、過去7年(+4%程度)より高い賃上げを要求する方針を示しており、経団連(日本経済団体連合会)の十倉会長は「物価の動向を最も重視して検討すべき」との意向を表明した。以上を鑑みて、名目雇用者報酬は、22年度前年比+1.9%、23年度同+2.2%と伸び率拡大を予測する。

図表2-21 パートタイム求人賃金



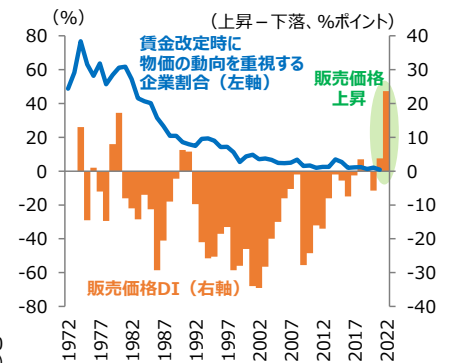
注: 3カ月後方移動平均。東京都、大阪府、愛  
知県のハローワークにおける求人時の時給  
(上限・下限の平均)から算出した前年比伸  
び率の単純平均。  
出所: 各労働局より三菱総合研究所作成

図表2-22 人手不足と賃金上昇率



注: 全規模。2001~21年。  
出所: 厚生労働省「毎月勤労統計調査」「労働  
経済動向調査」より三菱総合研究所作成

図表2-23 賃金改定と物価の関係



注: 全規模。販売価格DIは暦年平均。  
出所: 厚生労働省「賃金引上げ等の実  
態に関する調査」、日本銀行「短観」より  
三菱総合研究所作成



## 注目点④ 企業活動 — 供給制約解消やインバウンド回復が後押し

### 企業は強めの設備・人的投資を計画

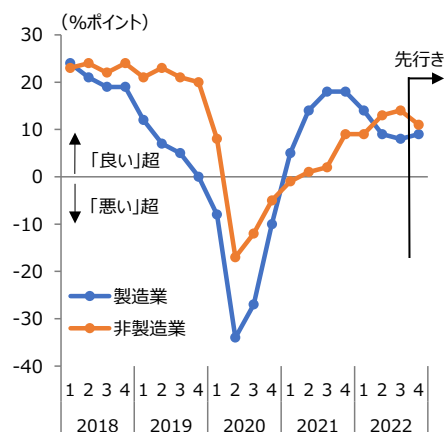
今後、物価の上昇に見合った所得の改善が実現するかを巡っては、その前提となる企業活動の状況も重要なポイントになる。企業活動・生産は持ち直しを続け、設備・人的投資への前向きな姿勢が維持される見通しだ。

景況感の現状把握として、22年9月の日銀短観を確認すると、大企業の業況判断は、製造業が+8%ポイント(6月調査対比▲1%ポイント)、非製造業が+14%ポイント(同+1%ポイント)となった(図表2-24)。経済活動や外出の再開がプラスに働いた一方、中国主要都市のロックダウンなどがマイナス要因となっており、業況は業種ごとにまちまちな状況だ。

もっとも、設備投資計画からは、企業の強気な姿勢がうかがえる。22年度の設備投資計画(全規模・全産業)は、前年比+16.4%と、9月調査としては過去最高の伸びを記録した(図表2-25)。投資の対象をみると、コロナ禍で先送りされてきた工場・店舗等の生産に関連する建物への投資が顕現化するほか、デジタル化を通じたビジネスモデルの変革(DX)の実現に向けたソフトウェア投資も拡大する見通しだ(図表2-26)。

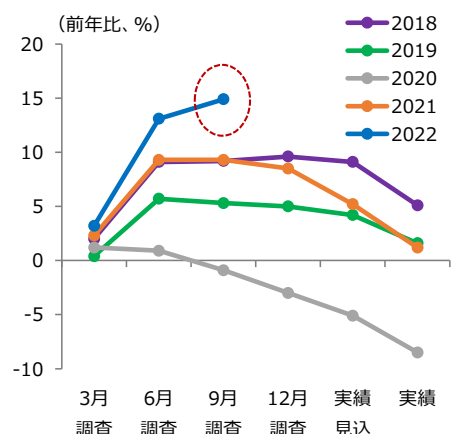
DXに向けた取り組みは、「人への投資」を促す面もある。帝国データバンクの調査では、企業の約47%が、DX推進上の課題として「対応できる人材がいない」ことを挙げた。このように、DXの担い手確保が重要となるなか、今後1~3年で従業員の教育研修費用の増額を計画している企業が増えたとの調査もあり、前向きに評価できる(図表2-27)。

図表2-24 業況判断DI(大企業)

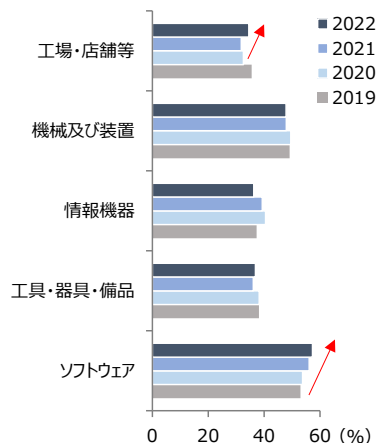


注:大企業。  
出所:日本銀行「短観」より三菱総合研究所作成

図表2-25 設備投資計画(全規模) 図表2-26 設備投資対象(大企業)

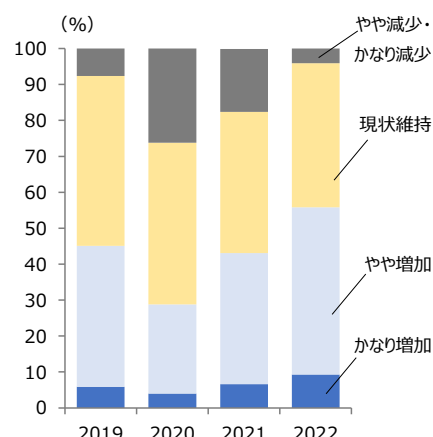


注:全規模・全産業。ソフトウェア・研究開発を含む、土地を除く。  
出所:日本銀行「短観」より三菱総合研究所作成



注:3項目以内の複数回答による回答社数構成比。  
出所:内閣府・財務省「法人企業景気予測調査」より三菱総合研究所作成

図表2-27 教育研修費用総額の今後(1~3年)の方向性



出所:産労総合研究所「教育研修費用の実態調査」より三菱総合研究所作成

### 供給制約緩和による生産持ち直しと、インバウンドの回復が先行きのプラス要因

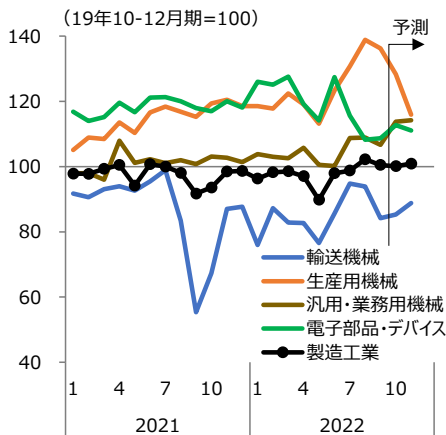
先行きの企業活動に関するプラス要因としては、第一に、供給制約・半導体不足の解消で、生産活動が緩やかに持ち直すことが挙げられる。足もとで増産が顕著な生産用機械工業は、今後調整局面に入るとみられるが、自動車を含む輸送機械工業は、依然として回復途上にあり、持ち直しの動きが続く見通しだ(図表2-28)。また、製造業の棚卸資産は増加傾向にある。価格上昇により押し上げられている面もあるものの、企業は供給制約の緩和後を見据えて原材料・仕掛品の在庫を積み増してきたとみられる(図表2-29)。こうした状況からも、今後、最終財(製商品)生産の緩やかな増加が続くと考えられる。

また、半導体関連財の輸入価格をみると、需給に対する感応度が大きいメモリの価格が低下し始めている(図表2-30)。他の半導体関連財についても不足解消が進めば、生産活動は一段と後押しされるだろう。

外需(財輸出)は欧米の景気悪化を主因に減少を見込むが、旺盛な設備投資意欲などにみられる内需の底堅さが生産を下支えする見通しだ。先行きの生産は、22年度前年比+2.0%、23年度同+2.0%とみる。

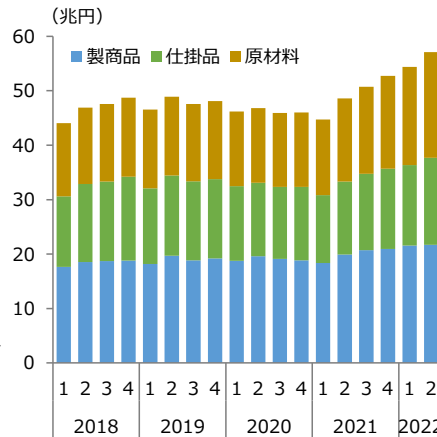


図表2-28 鉱工業生産



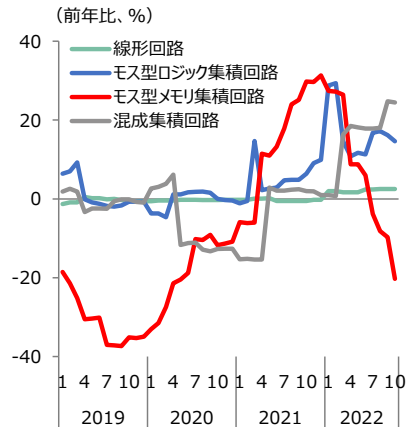
注:直近実績は22年9月。予測(10月、11月)は製造工業生産予測指数。  
出所:経済産業省「鉱工業指数」より三菱総合研究所作成

図表2-29 製造業の棚卸資産



注:全規模。  
出所:財務省「法人企業統計」より三菱総合研究所作成

図表2-30 半導体関連財の輸入価格



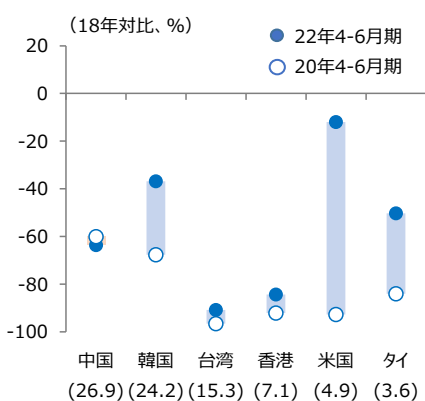
注:契約通貨ベースの輸入物価指数。  
出所:日本銀行「企業物価指数」より三菱総合研究所作成

第二のプラス要因としては、旅行需要の増加による飲食・宿泊サービス業の回復が挙げられる。これらの業種では、コロナ禍の一眼に伴う経済活動の再開後も他業種に比べて業績の改善が遅れていたが、上述の政府による全国旅行支援の導入や、インバウンドの再開を契機として、業況が上向きに転じるだろう。

インバウンドに関しては、政府が10月11日に新型コロナを巡る水際対策を大幅に緩和。訪日個人旅行の再開を認め、1日当たりの入国者数の上限を撤廃した。訪日客数シェアの大きい地域についてコロナ後の海外旅行消費動向(アウトバウンド消費)をみると、渡航制限がいち早く緩和された米国の回復が顕著であり、韓国、タイも持ち直しつつある(図表2-31)。日本政策投資銀行の調査によれば、海外旅行先として日本の人気は高く、米欧や東南アジアからの訪日客は大幅な回復が期待できる<sup>1</sup>。

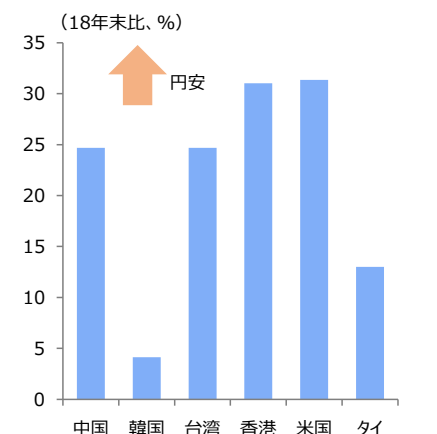
加えて、円安が日本への旅行中の消費額を押し上げる効果もある。訪日客数上位6カ国の通貨の対円レートをみると、18年に比べて軒並み円安となっている(図表2-32)。一人当たりインバウンド消費金額を被説明変数、対円レートを説明変数としたパネルデータ分析によると、円安によって訪日客一人当たりの消費額はコロナ前に比べて約10%押し上げられると試算される。以上を踏まえると、インバウンド消費回復によって、23年度の名目GDPが+0.2%ポイント程度押し上げられる見通しだ(図表2-33)。

図表2-31 各国の海外旅行消費額



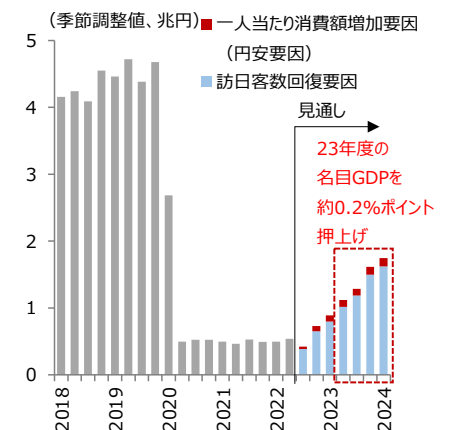
※括弧内は18年の訪日外客数全体に占める比率  
注:18年の訪日客数全体に占める比率上位6カ国(カッコ内は同比率を示したもの)。  
出所:各国統計、政府観光局「訪日外客統計」、Bloombergより三菱総合研究所作成

図表2-32 対円レートの変化



注:18年末から22年10月末にかけての対円レートの変化率。18年の訪日外客数全体に占める比率上位6カ国。  
出所:政府観光局「訪日外客統計」、Bloombergより三菱総合研究所作成

図表2-33 インバウンド消費額の見通し



注:インバウンド消費額は、非居住者家計の国内での直接購入。訪日客数が23年度末にコロナ前の50%を回復すると想定した試算(中国・香港については、渡航制限緩和が限定的と考えられるため、同25%を想定)。  
出所:内閣府「四半期別GDP速報」、観光庁「訪日外国人消費動向調査」、政府観光局「訪日外客統計」より三菱総合研究所作成

<sup>1</sup> 国連世界観光機関が22年9月に実施した専門家調査では、23年までに国際観光客到着数がコロナ前の水準に戻ると回答した専門家が全体の4割を占めた。

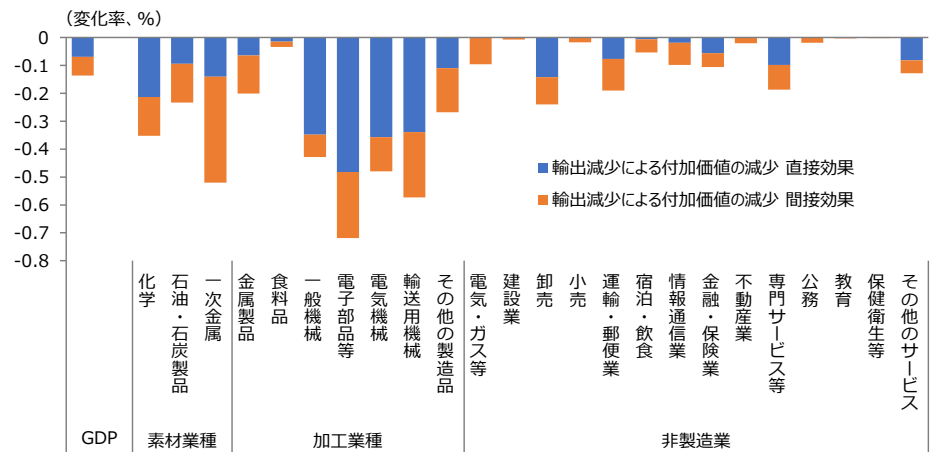
### (3) 日本経済の先行きリスク —— 世界経済の失速と個人消費の腰折れが懸念

先行きの注意すべきリスクは、2つある。

第一に、世界経済の失速である。急激な金融引き締めを背景とする米国経済の失速や、不動産市場の悪化を起因とする中国経済の減速、エネルギー不足や過去最大の利上げによる欧州経済の落ち込みなどは、輸出産業の影響が大きい日本経済にとって強い逆風となる。生産に占める輸出比率が高い製造業の加工業種だけでなく、部品・サービスを提供している素材業種や流通に関わる一部の非製造業(卸売、運輸・郵便業など)にも間接的に悪影響が及びかねない(図表2-34)。このほか、米国が先端半導体に関する対中輸出規制の強化に踏み切り、日本を含む同盟国に対しても同等の厳格な輸出管理を求めていることも、懸念材料だ。

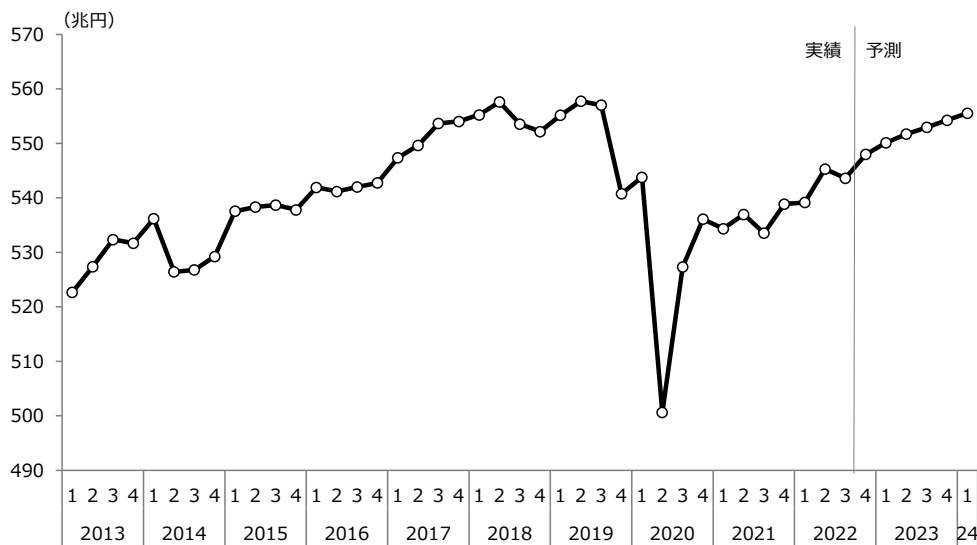
第二に、個人消費の腰折れである。個人消費は、メインシナリオでは回復を見込むものの、物価上昇に対する節約意識の高まり等、下振れリスクも大きい。企業が先行き不透明感から賃金としての還元を絞れば、実質所得の低迷を通じて個人消費の回復は大きく遅れることになる。外需の減速が見込まれるなか、内需の柱である個人消費が腰折れすれば、日本も景気後退は避けられないだろう。

図表2-34 輸出1%減少による各業種の付加価値への影響



出所:内閣府「産業連関表(2019暦年)」より三菱総合研究所作成

図表2-35 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2-36 日本の四半期別実質GDP成長率予測

	実績												予測			
	2021			2022				2023					2024			
	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3			
実質GDP	前期比	-0.3%	0.5%	-0.6%	1.0%	0.1%	1.1%	-0.3%	0.8%	0.4%	0.3%	0.2%	0.2%			
	前期比年率	-1.3%	2.0%	-2.5%	4.1%	0.2%	4.6%	-1.2%	3.2%	1.6%	1.1%	0.9%	0.9%			
	前年比	1.6%				1.5%				1.5%						
	前年度比	-4.6%	2.3%				1.9%				1.3%					

出所:内閣府「国民経済計算」、予測は三菱総合研究所

図表2-37 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）	534,731	541,520	551,574	571,033	▲3.9%	1.3%	1.9%	3.5%
	民間最終消費支出	286,963	293,830	311,316	318,325	▲5.5%	2.4%	6.0%	2.3%
	民間住宅投資	19,813	20,921	20,994	21,058	▲7.4%	5.6%	0.3%	0.3%
	民間企業設備	83,746	86,325	92,700	96,497	▲8.2%	3.1%	7.4%	4.1%
	民間在庫品増加	57	510	1,235	864	***	***	***	***
	政府最終消費支出	113,703	117,185	120,172	121,584	1.7%	3.1%	2.5%	1.2%
	公的固定資本形成	30,909	29,594	30,150	31,653	5.5%	▲4.3%	1.9%	5.0%
	公的在庫品増加	▲27	▲21	▲241	▲155	***	***	***	***
	財貨・サービス純輸出	▲433	▲6,823	▲24,753	▲18,793	***	***	***	***
	財貨・サービス輸出	84,368	103,698	121,807	118,250	▲11.8%	22.9%	17.5%	▲2.9%
財貨・サービス輸入	84,800	110,521	146,560	137,043	▲13.2%	30.3%	32.6%	▲6.5%	

(単位：2015暦年連鎖方式価格、10億円、%)

実質	国内総生産（=GDP）	524,858	536,768	546,754	553,615	▲4.6%	2.3%	1.9%	1.3%
	民間最終消費支出	283,001	290,367	299,457	303,253	▲5.4%	2.6%	3.1%	1.3%
	民間住宅投資	18,799	18,484	17,662	17,557	▲7.8%	▲1.7%	▲4.4%	▲0.6%
	民間企業設備	83,174	83,645	86,672	89,244	▲7.7%	0.6%	3.6%	3.0%
	民間在庫品増加	445	944	1,254	999	***	***	***	***
	政府最終消費支出	113,767	116,019	117,517	118,062	2.5%	2.0%	1.3%	0.5%
	公的固定資本形成	29,512	27,299	26,744	27,717	5.1%	▲7.5%	▲2.0%	3.6%
	公的在庫品増加	▲31	▲15	▲94	▲101	***	***	***	***
	財貨・サービス純輸出	▲4,127	487	▲1,891	▲2,527	***	***	***	***
	財貨・サービス輸出	92,338	103,805	108,089	107,730	▲10.0%	12.4%	4.1%	▲0.3%
財貨・サービス輸入	96,466	103,318	109,979	110,257	▲6.3%	7.1%	6.4%	0.3%	

	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	97.4	99.4	▲9.6%	5.7%	2.0%	2.0%
	国内企業物価指数	100.2	107.5	115.6	118.3	▲1.4%	7.3%	7.5%	2.4%
	消費者物価指数（生鮮除く総合）	99.9	99.9	102.4	104.2	▲0.4%	0.1%	2.5%	1.7%
	GDPデフレーター	101.9	100.9	100.9	103.1	0.7%	▲1.0%	▲0.0%	2.2%
	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	85.9	84.9	▲8.1%	6.6%	▲0.8%	▲1.2%

(単位：10億円、%)

対外バランス	経常収支（10億円）	16,749	20,275	8,235	12,854	***	***	***	***
	貿易・サービス収支	236	▲6,462	▲25,722	▲19,258	***	***	***	***
	貿易収支	3,777	▲1,619	▲19,554	▲14,737	***	***	***	***
	輸出	68,350	85,562	101,245	98,046	▲8.5%	25.2%	18.3%	▲3.2%
	輸入	64,573	87,181	120,799	112,784	▲13.1%	35.0%	38.6%	▲6.6%
	通関収支戻（10億円）	999	▲5,491	▲22,245	▲17,219	***	***	***	***
通関輸出	69,485	85,878	100,399	97,445	▲8.4%	23.6%	16.9%	▲2.9%	
通関輸入	68,487	91,368	122,644	114,664	▲11.3%	33.4%	34.2%	▲6.5%	

為替	国債10年物利回り	0.04%	0.09%	0.23%	0.23%	***	***	***	***
	M2	1,117,439	1,172,808	1,211,863	1,250,773	8.1%	5.0%	3.3%	3.2%
	日経平均株価	24,462	28,385	27,523	28,261	11.6%	16.0%	▲3.0%	2.7%
	原油価格（WTI、ドル/バレル）	42.4	77.3	93.4	83.4	▲22.4%	82.3%	20.8%	▲10.7%
	円/ドル レート	106.0	112.4	139.0	137.8	***	***	***	***
	ドル/ユーロ レート	1.167	1.162	1.018	1.008	***	***	***	***
円/ユーロ レート	123.7	130.5	141.3	138.8	***	***	***	***	

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。

出所：実績は各種統計、Bloomberg、予測は三菱総合研究所

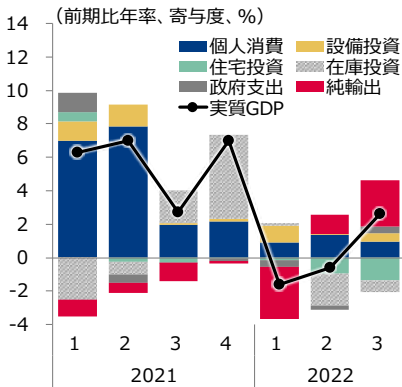
### 3. 米国経済

#### (1) 米国経済の現況

##### 内需は軟調、減速基調が継続

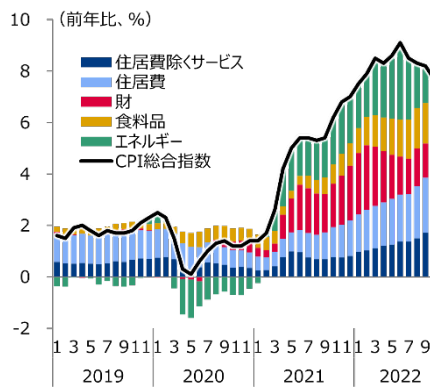
米国経済は減速基調が続いている。22年7-9月期の実質GDP成長率は前期比年率+2.6%と、三四半期ぶりにプラス成長となった(図表3-1)。ただ、内訳をみると、外需要因である純輸出の寄与が大きく、個人消費の伸びは減速、住宅投資は2四半期連続の2桁台のマイナス成長と、インフレの高止まりや大幅利上げ継続によって内需は軟調に推移した。

図表 3-1 実質 GDP 成長率



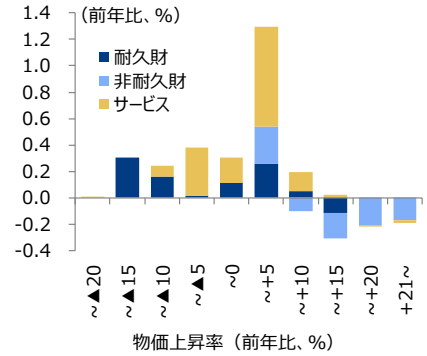
出所:米国商務省より三菱総合研究所作成

図表 3-2 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

図表 3-3 物価上昇率別の実質支出

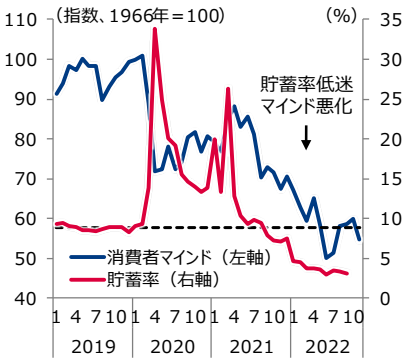


注:品目毎に「実質支出変化率×支出ウェイト」を計算、物価上昇率別に合計。7-9月期の値。  
出所:米国商務省より三菱総合研究所作成

##### 依然高い消費者物価により家計の購買力・マインドは下押し

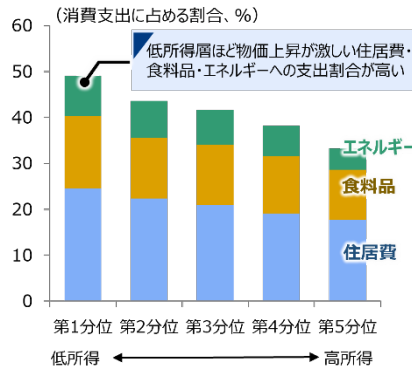
景気減速の一因が、高インフレの持続による消費下押しだ。10月の消費者物価指数は前年比+7.7%、変動の激しい食品とエネルギーを除くコアは同+6.3%と、ピークアウトしつつあるものの、依然高水準が続いている(図表3-2)。コロナ危機以降に拡大した財から、サービスへの需要のシフトが続き、財価格は低下基調にある一方、食料品やウェートの3割を占める住居費の高騰が全体を押し上げている。また、実質消費支出の変化の詳細をみると、高い物価上昇率となった飲食料品などの非耐久財が主に減速している(図表3-3)。高インフレを背景に、消費者マインドは歴史的低水準にとどまり、貯蓄率は19年平均を下回る低水準となっている(図表3-4)。所得階層別消費支出をみると、低所得層ほど物価上昇の激しい住居費や食料品といった必需品の支出割合が高く、今後低所得層を中心に消費の抑制が懸念される(図表3-5)。

図表 3-4 消費者マインド・貯蓄率



注:直近は、消費者マインドが22年11月、貯蓄率が22年9月。破線は19年平均貯蓄率。  
出所:ミシガン大学、米国商務省より三菱総合研究所作成

図表3-5 所得階層別消費支出



注:21年の税引き前所得をもとに所得階層を分類し、各階層の消費支出額から算出。  
出所:米国労働省より三菱総合研究所作成

図表 3-6 住宅取得能力指数・中古住宅販売件数



出所:全米不動産業者協会(NAR)より三菱総合研究所作成

##### FRBの歴史的な大幅利上げ継続が需要を抑制

大幅利上げ継続によって需要は抑制されつつある。物価が依然高水準で推移するなか、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タカ派姿勢を強め、6・7・9・11月の4会合連続で0.75%ポイントの大幅利上げを実施した。結果、ローン金利の急上昇に伴い消費者の住宅取得能力は抑制され、中古住宅販売件数は、コロナ危機発生時の低水準に近づいている(図表3-6)。また、製造業を中心に企業マインドも悪化している。利払い負担の増加に加え、ドル高による輸出・海外収益の悪化が企業活動の押し下げ要因となっている。



## (2) 米国経済の先行き

22年の実質GDP成長率は前年比+1.7%、23年は同+0.4%と、前回見通し(22年同+1.7%、23年同+1.5%)から、23年を大幅に下方修正する。内需は減速し始めており、10月にはCPIも市場予想以上に鈍化したものの、依然として物価上昇圧力は強く、前回想定よりも更に強力な金融引き締めが必要なためだ。22年中は高インフレによる消費抑制と利上げによる住宅投資等の抑制によって、潜在成長率並みの成長となる。

23年は利上げの影響がラグを持って本格的に顕在化し、消費や設備投資の下振れ幅が拡大する。過剰貯蓄に取り崩し余地があること、雇用環境の悪化が過去の景気後退局面と比べて抑えられることから消費が底堅さを維持し、23年通年ではマイナス成長は辛うじて回避すると見込むものの、極めて低い成長となる見込みだ。

また、景気減速の結果として、高インフレは段階的に緩和していくものの、23年末でもコアPCE物価は3%近くで推移し、FRBの目標である2%のインフレ率に戻るのには24年以降となると見込む。

先行きの注目点は、①インフレ動向の見通し、②金融政策の動向とその影響、の2点だ。

### 注目点①:インフレ動向 — 高い賃金上昇や期待インフレ率の高止まりが課題

景気減速にも関わらず物価上昇圧力は根強く、高インフレの解消には時間を要する。足元では、供給制約の緩和やドル高による輸入物価の低下等によって、コストプッシュ要因の物価上昇圧力が徐々に解消に向かいつつある(総論P.5 図表1-6参照)。しかし、サービス価格上昇がコアCPIを高止まりさせており、これはデマンドプル型の物価上昇圧力が依然強いことを反映している。この背景には、①コロナ危機下の財政支援によって蓄積された多額の家計貯蓄が残存していることに加え、②労働市場の逼迫から極めて高い賃金上昇が続いていることがある。これらは景気悪化のバッファとなる反面、物価上昇圧力の緩和を妨げる要因でもある。

①について、足元では過剰貯蓄の取り崩しが進んでいるが、大部分は残っており、23年末まで取り崩し余地が残る(図表3-8)。FRBの推計では、所得階層別で下半分の世帯でも1世帯5.5千ドルの過剰貯蓄がある<sup>2</sup>とされ、後述のような下押し圧力があるなかでも消費が底堅さを維持する要素となる。

②について、名目賃金の変動要因を分析すると、21年半ば以降は労働需給の逼迫や期待インフレ率の上昇が賃金高止まり要因になっている(図表3-9)。賃金の伸びは7-9月期に幾分和らいだものの、失業率は10月時点で3.7%、欠員率は9月時点で6.5%と、労働市場は逼迫した状況が続いており、人手不足から賃上げ圧力は強い状況だ。

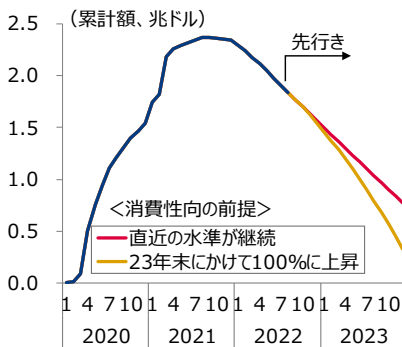
また、家計の期待インフレ率の中央値は、22年前半と比較すると低下しているものの、賃金交渉に特に影響を与える1年先の期待インフレ率ではコロナ前よりも高止まりしている(図表3-10)。3年先では19年の水準に戻っているものの、その分布を見ると、期待下位は景気後退懸念から大きく下落している一方で、上位はいまだに高止まりしており、インフレ期待が鎮静化しているとは言えない。

図表 3-7 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	▲2.8	5.9	1.7	0.4
個人消費	▲3.0	8.3	2.6	1.0
設備投資	▲4.9	6.4	3.7	1.7
住宅投資	7.2	10.7	▲10.1	▲16.9
在庫投資寄与度	▲0.7	0.2	0.6	▲0.4
政府支出	2.6	0.6	▲0.8	1.2
純輸出寄与度	▲0.2	▲1.3	▲0.7	0.3
輸出等	▲13.2	6.1	7.5	1.7
輸入等<控除>	▲9.0	14.1	8.6	▲0.2
FFレート誘導水準(年末)	0.0-0.25	0.0-0.25	4.25-4.5	5.0-5.25
物価(コアPCE)	1.4	3.3	5.1	3.6
失業率	8.1	5.4	3.7	4.5

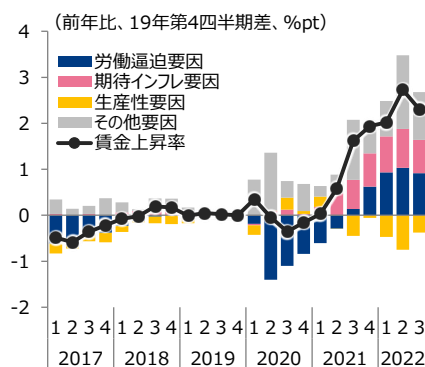
出所:三菱総合研究所

図表 3-8 過剰貯蓄の先行き



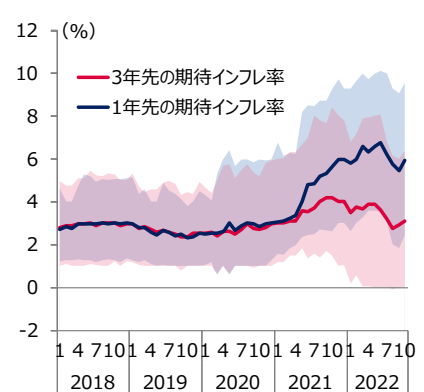
注:可処分所得は直近の伸びが継続すると仮定。過剰貯蓄は19年平均を上回る貯蓄額の合計。株式等への投資は考慮していない。  
出所:米国商務省より三菱総合研究所作成

図表 3-9 名目賃金の上昇要因



注:名目賃金は雇用コスト指数の賃金、労働逼迫はUV比率、インフレ期待は1年先を用いて推計。  
出所:米国労働省、ミシガン大学より推計

図表3-10 家計の期待インフレ率



注:ハイライトは回答者の上位/下位25%。  
出所:NY連銀より三菱総合研究所作成

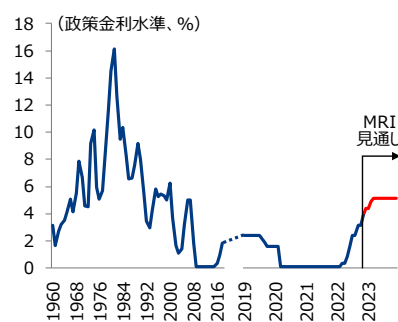
<sup>2</sup> FEDS Notes, "Excess Savings during the COVID-19 Pandemic".

## 注目点②:金融政策の動向 — 政策金利は23年前半に5%に、23年の成長を大きく押し下げへ

こうした状況を踏まえ、23年3月にかけて、5.00-5.25%まで政策金利を引き上げ、23年中は同水準を維持すると見込む(図表3-11)。引き締め長期化の背景には、金融引き締めと金融緩和を繰り返した結果、高インフレが長期化し、スタグフレーションを招いたと指摘される1970-80年代の経験がある。FRBとしては、景気の悪化を多少許容してでも、インフレ抑制を確実にする方針へと転換しており、早期の利上げ停止や、金融緩和への方針転換には慎重だ。

利上げによる景気下押し効果はラグを持って生じ、結果として23年の成長率は大きく下押しされる。現在は住宅市場への影響が中心だが、今後は個人消費や企業活動にも本格的に影響を与える。

図表 3-11 利上げ見通し

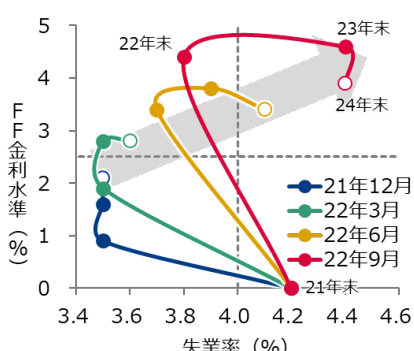


注:18年以前は年次平均、19年以降は月次。  
出所:BISより三菱総合研究所作成

## 個人消費は資産価格の下落や雇用環境の悪化から鈍化へ

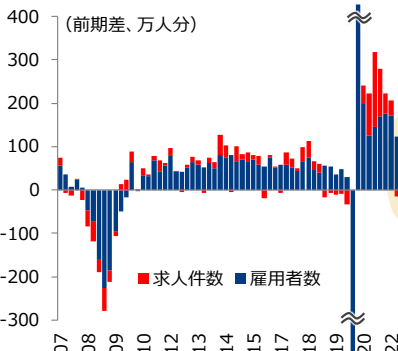
米国GDPの約7割を占める個人消費は、底堅さを維持しつつも、鈍い伸びにとどまると見込む。前述の通り、家計の財務環境が良好なことが消費の下支え要因となる一方で、インフレ高止まりや資産価格の下落、債務返済負担の増加に加え、雇用環境の悪化が消費下押し要因となる。賃金上昇が物価上昇の一因であることから、金融引き締めによって労働市場を冷まさなければ賃金上昇を抑えることはできない。「物価の安定」と「最大雇用」の2つを目標に掲げるFRBも、雇用悪化はやむを得ないという立場に変化しており、FOMC参加者が予測する23年末の失業率は4.4%と、中立水準(4.0%)を上回る(図表3-12)。

図表 3-12 FOMC 参加者の見通し



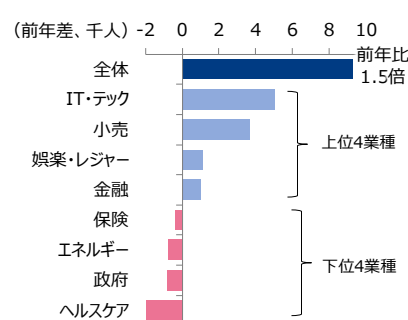
注:21年-24年の各年末の見通し中央値。  
破線は中立水準。21年は実績、白丸が24年。  
出所:FRB、米国労働省より三菱総合研究所作成

図表 3-13 労働需要の調整状況



注:四半期平均。直近は22年7-9月期。  
出所:米国労働省より三菱総合研究所作成

図表 3-14 企業の人員削減数



注:21-22年8-10月の平均の差。データがない月は除いて集計。  
出所:Challenger, Gray & Christmasより三菱総合研究所作成

足元の雇用環境は堅調さを維持しているが、一部では景気減速に伴って労働需要を調整する兆しがみられる。労働市場全体では、雇用者数は増加しているものの、求人数が前期と比較して減少に転じている(図表3-13)。さらに、雇用者数を調整する動きも始まっている。企業の人員削減数を見ると、テック企業や小売など、これまで積極的に雇用を増やしてきた業種で人員削減の動きが広がっている(図表3-14)。先行きは、金利上昇や景気悪化によって他産業でも人員が削減、構造的な人手不足要因によって過去の景気後退局面に比べると悪化幅は抑えられるものの、23年末にかけて失業率は5%前後まで段階的に上昇すると見込む。

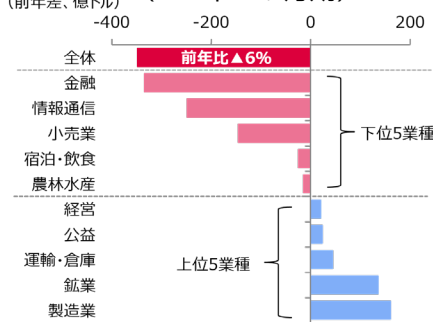
## 金利上昇による需要抑制で企業活動は減速へ

企業活動は減速を見込む。①FRBの大幅利上げ継続が需要を抑制することに加え、②金利上昇による資金調達環境の悪化や③世界経済の減速が下押し要因となるからだ。

既に、一部業種では減速の兆しが顕在化している。22年7-9月期の業種別営業利益の前年差をみると、18業種のうち、鉱業や運輸・倉庫など、12業種で営業利益が拡大した一方、大幅利上げ継続によって市場の混乱の影響を受けている金融や、需要抑制の逆風が強まっている小売業など、6つの業種では営業利益が大きく悪化し、全体(前年比▲6%)を押し下げている(図表3-15)。

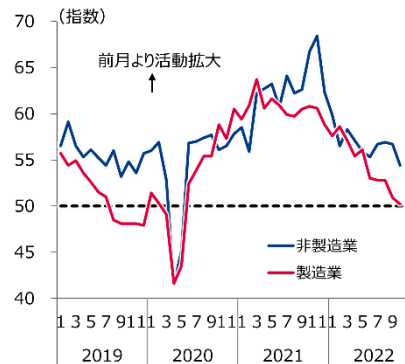
さらに、企業マインドも悪化基調が続いている。22年10月のISM景況指数をみると、特に製造業は50.2と好不況の分かれ目である50割れ目前となっている(図表3-16)。また、設備投資に先行するコア資本財受注の前年比伸び率は、依然高水準ではあるものの、21年入り後は低下している(図表3-17)。製造業の6カ月先の設備投資見通しは、21年中盤にピークアウトして以降急落し、直近ではコロナ前を下回る水準で推移している。利上げによる資金調達環境の悪化や内需・外需の減速により、設備投資・企業活動は減速していくだろう。

図表 3-15 業種別営業利益  
(22年7-9月期)



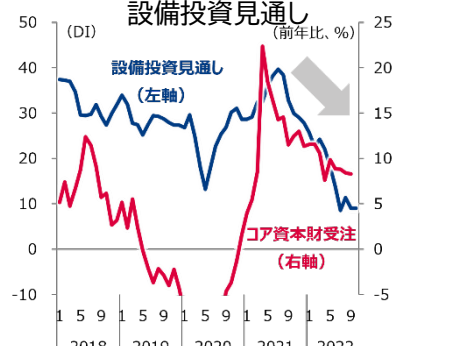
注:S&P500のうち、22年11月15日時点でデータ取得可能な484社。  
出所:Bloombergより三菱総合研究所作成

図表 3-16 ISM 景況指数



出所:Institute for Supply Management®より三菱総合研究所作成

図表 3-17 コア資本財受注  
設備投資見通し



注:設備投資見通しは3か月移動平均。  
出所:米国商務省、フィラデルフィア連銀より三菱総合研究所作成

### (3) 米国経済の先行きリスク

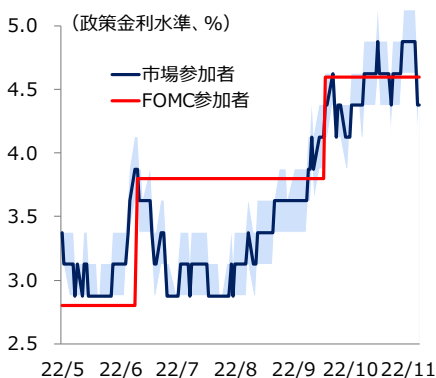
米国経済は、歴史的な物価上昇と大幅な利上げの中で不確実性が極めて高い。スタグフレーションに陥り、23年がマイナス成長になるリスクは前回見通し時(8月時点)よりも高まっている。

#### 一段の金融引き締めによるスタグフレーションの恐れ

最大のリスクは、物価高止まりによる一段の金融引き締めだ。既にFRBは中立金利を大きく超える水準まで利上げを行っているが、物価上昇圧力は当初の想定以上に根強い。期待インフレ率が高止まりした場合など、インフレ抑制が難航した際には、ターミナルレート(=政策金利の引き上げ最終到達点)のさらなる引き上げや長期間の高水準の政策金利維持を迫られよう。その場合には、物価の高止まりに加え、利上げによる景気下押し効果が大きくなり、スタグフレーションに陥る恐れも十分に考えられる。

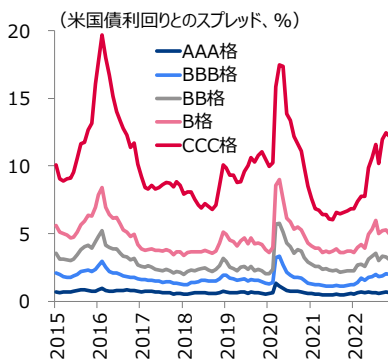
その際には、金融市場の動揺も懸念事項だ。市場の利上げ予想も相応に上方修正されているが(図表3-18)、23年中の利下げ観測もいまだ根強い。今後、景気が悪化するに従って、市場の利下げ期待が高まる可能性があるが、FRBは早期利下げに慎重だ。市場のハト派的な期待が裏切られ、株価が大きく下落した場合、逆資産効果を通じた景気下押しは大きくなる。また、足もとでは投機的格付け(BB格以下)の社債利回りが上昇傾向にあり資金調達環境は悪化している(図表3-19)。さらに悪化すれば企業破綻が増加する恐れがある。

図表 3-18 23年末の金利水準予想



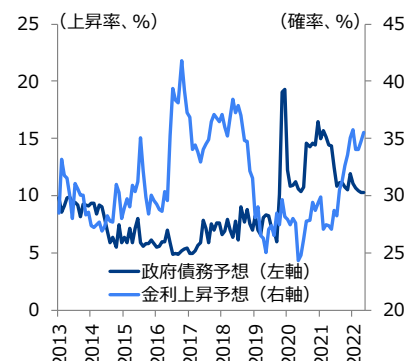
注:実線は中央値、青帯は市場見通しの上下25%。  
出所:FRB、Fed Watch より三菱総合研究所作成

図表 3-19 米国社債スプレッド



注:ICE BofA US Corporate Index Option Adjusted Spread  
出所:Bloomberg より三菱総合研究所作成

図表 3-20 家計の政策見通し



注:「1年後の政府債務増加率」平均値、及び「1年後の預金金利上昇確率」中央値。  
出所:NY 連銀より三菱総合研究所作成

#### 「財政の崖」と過度な財政拡張の双方がリスクに

加えて、財政政策の動向も米国経済のリスクとなる。11月8日の米中間選挙の結果、上院では民主党が過半数の維持を確定、下院では共和党が過半数を奪取する可能性が高い。人工妊娠中絶の問題などが民主党に有利に働き、下馬評よりも民主党が善戦した形だ。「ねじれ議会」となれば、バイデン政権の政策運営は厳しいものになるだろう。立法上の合意形成を通じた政策立案が困難になるばかりでなく、「財政の崖」や政府機関の閉鎖によって米国経済は下押しされかねない(詳細は総論 P.8参照)。

一方、財政・金融政策の不整合にも警戒が必要だ。FRB が需要を冷ましてインフレを抑制しようとする中で、バイデン政権は拡張的な財政政策を続けている。中間選挙の結果、財政出動余地は狭まる可能性が高いが、イエレン財務長官は景気後退時には財政政策で対応する方針を示しているほか、家計も財政拡張の継続を予想している(図表3-20)。財政拡張を続けた場合、物価が高止まりするだけでなく、政府への信認低下から金融市場が混乱する恐れもある。財政支援は困窮世帯に的を絞る、債務拡大を自制することが求められる。



## 4. 欧州経済

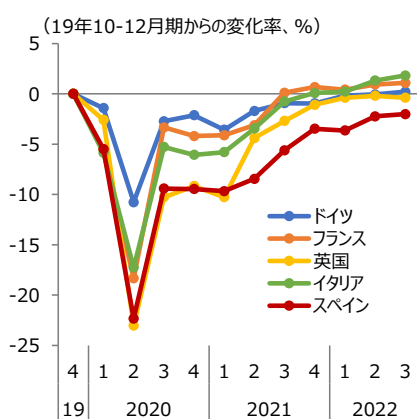
### (1) 欧州経済の現況

#### エネルギー価格高騰・供給制約の経済影響が徐々に顕在化

欧州経済は減速している。22年7-9月期の欧州主要5カ国(ドイツ、フランス、英国、イタリア、スペイン)の実質GDP成長率は、季調済前期比+0.2% (図表4-1)。ウクライナ危機で加速したエネルギー価格高騰・供給制約に加え、熱波・干ばつが経済活動を抑制し、4-6月期から減速した。エネルギー価格の上昇を主因とした記録的な物価上昇が続いており、実質所得の低下が消費を抑制したとみられる(図表4-2)。

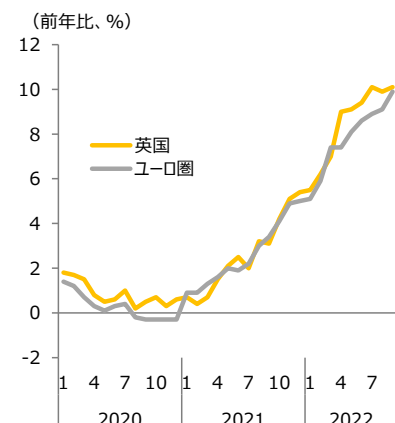
企業マインドを示すPMIは7月以降、好不況の境目となる50を下回り、経済は減速している(図表4-3)。特に、ユーロ圏のGDPシェア3割を占め、エネルギーのロシア依存度の高いドイツの落ち込みが大きい。

図表4-1 実質GDP



出所: Eurostat, ONS より三菱総合研究所作成

図表4-2 消費者物価



出所: ONS, Eurostat より三菱総合研究所作成

図表4-3 PMI(コンポジット)



出所: Bloomberg より三菱総合研究所作成

### (2) 欧州経済の先行き

#### 欧州経済は景気後退へ

欧州経済はエネルギー制約や利上げの影響から22年10-12月期から23年1-3月期にかけて景気後退入りするとみる。堅調な雇用・所得環境、各国の財政政策が経済を下支えするが、エネルギー制約と物価上昇、急速な利上げが域内経済活動の制約となるほか、外需縮小が経済を下押しするとみる。22年の実質GDP成長率は実績の上振れを反映し前年比+3.1%(8月見通し同+2.6%)に上方修正、23年は23年末までエネルギー制約が続くと想定し、同▲0.2%(8月見通し同+0.6%)に下方修正する。今後の注目は、①エネルギー価格・供給、②金融引き締めによる景気抑制、③金融政策と財政政策の整合、の3点だ。

#### 注目点① エネルギー価格・供給 — 価格高・供給制約が家計・企業活動を抑制、来年の冬も課題

今年冬のエネルギー不足回避の可能性は高いが、エネルギーが経済活動に影響を与える状況は続く。ウクライナ危機発生以降、各国は脱ロシアの実現に向けエネルギー供給源の多様化や、石炭火力・原子力発電の利用、大規模な財政支援、節電・節ガスの取り組みを進めている(図表4-4)。これらの取り組みにより、今年冬のエネルギー不足を回避する可能性は高まった。しかし、ロシアからの供給が不安定なこと、厳冬による需要増大の可能性も残り、不安定な状況は続く。

図表4-4 各国の主な政策対応

	エネルギー確保		企業・家計支援
	天然ガス	短期の代替エネルギー	
独	<ul style="list-style-type: none"> <li>供給源多様化(米・豪・UAE)</li> <li>LNG受入能力拡大</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>石炭火力の稼働拡大</li> <li>国内原発3基の稼働停止延期(当初は22年末に停止予定)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>エネルギー会社への資本注入、融資保証</li> <li>年金受給者や学生などへの一時金支給</li> <li>企業・家計向け電力・ガス価格の上限設定</li> </ul>
仏	—	<ul style="list-style-type: none"> <li>石炭火力の再稼働</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>電力会社の再国有化</li> <li>家計・企業向け電力・ガス価格の上昇幅の制限</li> </ul>
英	<ul style="list-style-type: none"> <li>シェールガスのフラッキング禁止の撤回</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>2030年までに最大8基の原発を新設</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>企業・家計向け電力・ガス価格の上限設定</li> </ul>

出所: Bruegel, 各種報道より三菱総合研究所作成



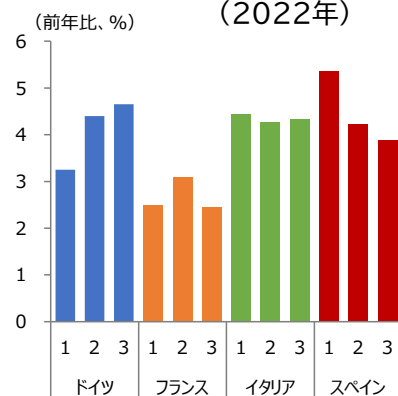
脱ロシア加速の代償としての、エネルギー価格高騰とエネルギー消費削減は家計・企業活動に影響を与える。

ウクライナ危機以降のエネルギー高により家計の負担は増加している(図表4-5)。特に、エネルギーのロシア依存度が高いドイツやイタリアでは、4%程度負担が増加。エネルギー支出の増加が、エネルギー以外の消費を抑制する要因となっている。エネルギー高の影響を緩和するため、ドイツや英国などでは、家計や企業向けの電力・ガス価格に上限を設定する政策を検討しており、家計の負担は22年10-12月期以降に軽減される見込みだ。ただし、上限設定は実質的には家計の補助金となるため、エネルギー以外の財・サービスの需要を強め、物価抑制の阻害要因となる可能性がある。

企業は、投入コストの上昇と、エネルギー需要削減(電力需要5%削減、ガス需要15%削減)が生産の制約となる。エネルギー価格の上昇により、生産に占めるエネルギー投入比率が高い製造業では、1割以上付加価値が減少する(図表4-6)。

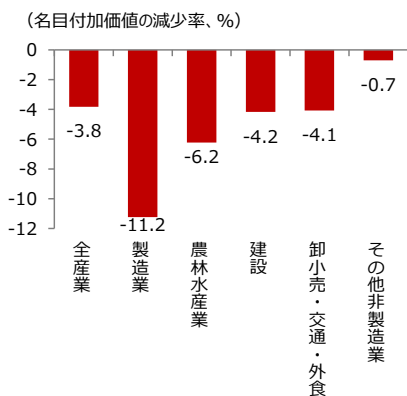
家計・企業活動に影響を与えるエネルギー制約・価格高騰は今年の冬だけでは終わらないとみる。23年はロシアからの供給が大幅に減少するなか、天然ガスの在庫を確保する必要がある。ロシアからの供給減少を十分カバーできず、供給が平年より3割減少した場合、23年の11月時点で在庫水準9割を達成できず、仮に需要を1割削減しても目標を達成できない(図表4-7)。欧州委員会は、天然ガスの共同購入や価格上限設定を検討しエネルギー制約の影響緩和に向けた取り組みを進めているが、23年は中国経済の回復が、エネルギー確保に関しては欧州経済のマイナス要因になるとみる。22年はゼロコロナ政策で中国経済が停滞したことから、IEAによると22年10月までに190億m<sup>3</sup>のLNG需要が減少した。中国内で余剰となったLNGが欧州向けに転売され、欧州のLNG確保に寄与したとみられる。23年は欧州のLNG需要増大に加え、中国経済の回復でLNGの需要も回復、LNGの国際市場が逼迫するとみる(図表4-8)。LNGの供給力の拡大には時間を要することから、エネルギー確保のために、23年も高価格での調達や需要抑制が必要となり、経済活動を抑制するだろう。

図表4-5 エネルギー高による家計負担 (2022年)



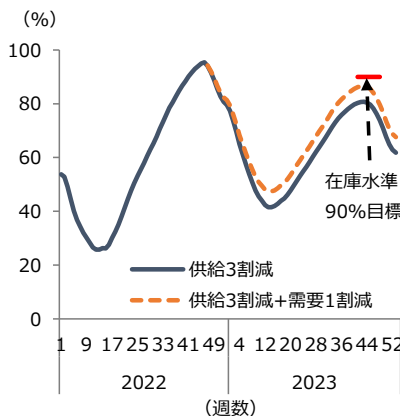
注: 四半期。消費者物価指数構成項目のうち、エネルギーの物価上昇率とウェイトをもとに計算。  
出所: Eurostat より三菱総合研究所試算

図表4-6 エネルギー高の企業影響



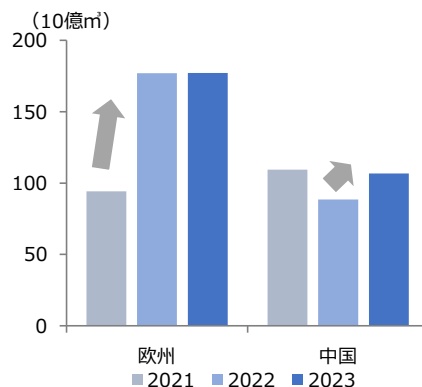
注: 名目。エネルギー価格が100%上昇(22年1-8月の生産者物価指数のエネルギーの前年比)時の影響試算。価格上昇の1/2を自社で負担し、残り1/2は他社に価格転嫁すると想定。  
出所: Eurostat より三菱総合研究所試算

図表4-7 ガス在庫予測(欧州)



注: 直近は22年46週(11月6日の週)。需要抑制は、23年3月末までを想定。  
出所: Gas Infrastructure Europe より三菱総合研究所試算

図表4-8 LNG需要見通し



注: 21年は実績、22年・23年は当社予測。欧州はEUと英国の合計。  
出所: BP、Bruegel、Comtrade より三菱総合研究所試算

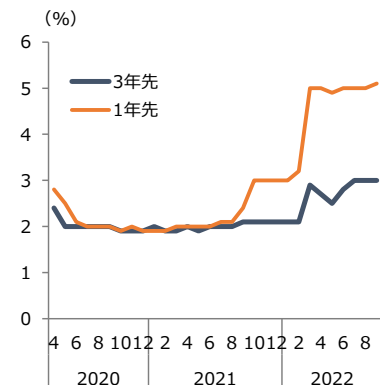
## 注目点② 金融引き締めによる景気抑制 — インフレ抑制で利上げ継続、借入コスト上昇で投資は減少

インフレ抑制を重視し急速な利上げが続いている。英中央銀行(BOE)は政策金利を3.0%、欧州中央銀行(ECB)は政策金利の下限である中銀預金金利を1.5%まで引き上げた。今後の注目は、①利上げをいつまで実施するか、②利上げによる実体経済への影響だ。

ユーロ圏の消費者物価指数(HICP)は、22年10月に前年同月比+10.7%を記録。ユーロ圏の物価上昇の主因は、金融政策の直接の効果がないエネルギーや食料などの供給要因だ。この状況下で、ECBが急速な利上げを継続するのは、期待インフレが高止まりし、賃金や幅広い財・サービスの価格が上昇する二次的な影響を回避するためだ。ユーロ圏の期待インフレ率は、7月の利上げ開始以降も、1年先は5%、3年先は3%とECBが目標とする2%を上回っている(図表4-9)。今後は、冬の景気後退による需要減速により、需要要因の

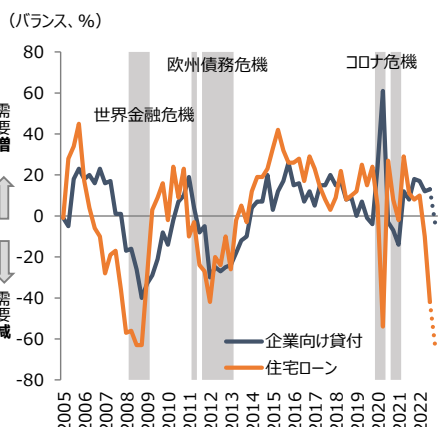
物価上昇圧力は弱まるが、期待インフレが安定するまでは利上げを続けるとみる。当社では、ECBが22年12月会合で0.5%ポイントの利上げを行い、23年3月会合までに、中銀預金金利を2.5%まで引き上げるとみる。

図表4-9 期待インフレ  
(ユーロ圏、家計)



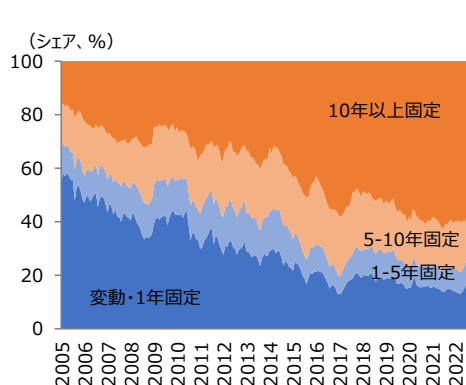
注:中央値。  
出所:ECB“Consumer Expectation Survey”より三菱総合研究所作成

図表4-10 資金需要(ユーロ圏)



注:四半期。網掛けはユーロ圏経済がマイナス成長の時期。点線は先行き(22年10-12月期)の予測。  
出所:ECB、Eurostatより三菱総合研究所作成

図表4-11 金利タイプ別住宅ローン  
(ユーロ圏)



注:月次。新規の住宅ローン貸出の金利タイプ別シェア。  
出所:ECBより三菱総合研究所作成

利上げは、借入コスト上昇による投資減少と、利払い負担の増加による消費の減少の2つの経路で実体経済に影響する。

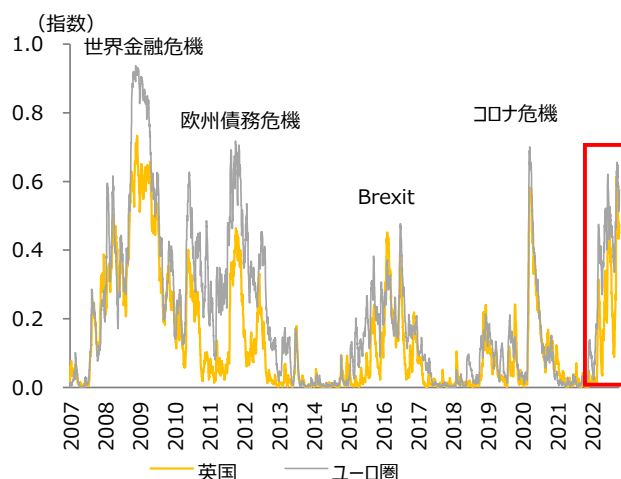
ユーロ圏では、利上げを受け資金需要が減少し始めている(図表4-10)。背景には借入コストの上昇に加え、企業・家計のマインド悪化がある。ドイツでは家計向け住宅ローンの新規貸出が22年6月以降前年同月差で減少に転じた。過去、資金需要判断がプラスからマイナスに転じた時期は、ユーロ圏経済がマイナス成長となっており、今後設備投資や住宅投資が減少し経済を下押しするとみる。

家計の債務残高はコロナ危機下で増加しているが、利払い負担増加による消費への影響は過去と比較し小さいとみる。家計の債務の中心である住宅ローンの借入コストは上昇しているが、過去と比較し水準は低く、固定金利の割合も高まっており、金利上昇影響はすぐに生じないとみる(図表4-11)。ただし、利払い負担増の影響は小さいが、物価高で実質所得は低下しており、消費の下押し圧力は強い。

### 注目点③ 金融政策と財政政策の整合 — 方向性の違いが金融市場のストレスに

欧州では金融市場の混乱が続いている。電力先物市場の価格乱高下による、エネルギー会社の資本金不足や、英国のエネルギー高・減税政策の公表受け、英国債金利が急騰した。イタリアでは右派連立政権が誕生、EUの財政ルールを尊重する方針が示されたが、選挙時の公約では減税策や家計支援などの財政拡張につながる政策が打ち出されており、財政悪化懸念は残る。英国政府の減税計画撤回や財政見通しの公表を受け、市場の混乱は落ち着いたが、金融機関や金融市場の不安定性やリスクの大小を示す、ECBのシステムリスク指標は、欧州債務危機時と同程度まで上昇している(図表4-12)。欧州システムリスク理事会(ESRB)が英国市場の混乱前に公表した資料では、ウクライナ危機を受けたマクロ経済見通しの悪化、資産価格の急落、金融機関の資産劣化が金融市場のリスクを高めているとしている。

図表4-12 システムリスク指標



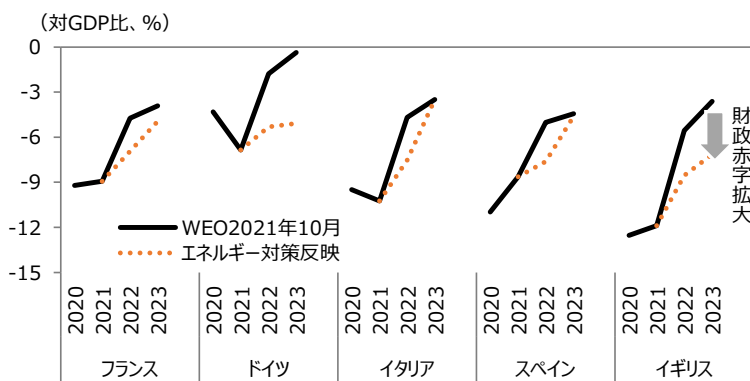
注:日次。直近は22年11月10日。  
出所:ECBより三菱総合研究所作成

混乱の背景には、金融政策と財政政策の方向性の違いがある。金融政策は、インフレ抑制を重視し利上げを急ぐ一方、財政政策は企業・家計のエネルギー高対応で各国拡張、財政赤字は拡大する見込みだ(図表4-13)。財政拡張はインフレ抑制をより困難なものとするほか、利上げで政府の利払い負担は増加しており、財政悪化に拍車をかける。

エネルギー高対応は必要だが、対象者や期間を限定しない政策、財源の裏付けが不明確な政策を継続すれば、財政悪化懸念は高まる。英国の価格上限策導入による家計の負担軽減額を試算すると、家計消費に占める電力・ガス支出のシェアが相対的に小さい高所得世帯ほど負担軽減額が大きい(図表4-14)。今回の施策の歳出規模は23年3月まで310億ポンドとされているが、物価高の影響を受けやすい低所得世帯に絞れば、物価抑制と財政規律維持の目標を達成できた可能性がある。

現在は、エネルギー価格高騰への対応が財政政策の中心となっているが、今後は防衛費の増額や脱ロシア実現のためのグリーン投資加速など中長期的に財政拡張圧力が残る。EUはコロナ危機下で財政ルールを凍結しているが、持続可能な債務と成長投資の両立が実現できるよう、財政ルールの見直しを進めている。コロナ・エネルギー高の緊急対応の終了後、各国財政余力確保に向けた取組が進展するかが、今後の注目だ。

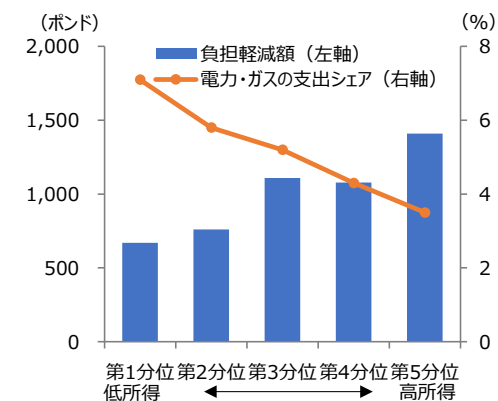
図表4-13 財政収支対GDP比



注:各国の財政収支は IMF「WEO2021年 10 月」時点。エネルギー対策反映後の財政収支は、Bruegel のデータ(22 年 10 月時点)をもとに、IMF の 22・23 年の財政収支予測に財政出動額を加算することで計算。複数年の予算は、各年に按分して計算。なお、Bruegel のデータには、政府の正式決定前の予算や、データ公表後に金額が修正された予算も含まれる。

出所: IMF、Bruegel より三菱総合研究所試算

図表4-14 家計のエネルギー負担軽減(英)



注:家計の所得階級別の 21 年の電力・ガス週平均消費支出を年間化し試算。22 年の家計負担額は、22 年 10-12 月の価格上限額をもとに価格変化を考慮し推計。負担軽減額は、22 年の家計負担額の推計値から英政府公表の標準世帯負担額 2,500 ポンドを除くことで計算。実際の負担軽減額は、電力・ガス消費量と連動するため、試算から乖離はある。

出所: ONS、Ofgem より三菱総合研究所試算

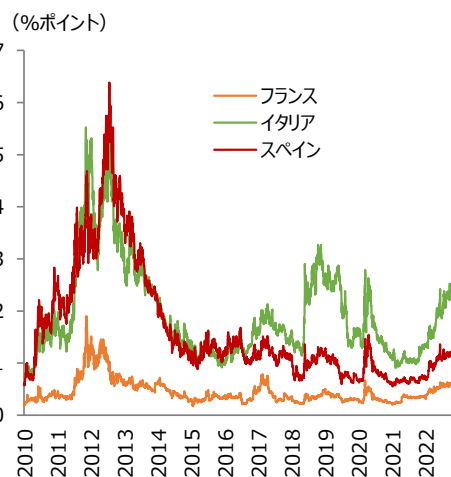
### (3) 欧州経済の先行きリスク

欧州経済の先行きのリスクは2つある。

第一に、ロシアからのエネルギー供給完全停止や厳冬による今年の冬のエネルギー不足である。エネルギー供給が不足すれば、エネルギー価格の高騰に加え、現在の電力・ガス需要の削減策だけでは対応できず、配給制に移行する可能性がある。エネルギー供給の優先順位が低い製造業やサービス業向けのエネルギー供給が減少すれば、経済活動の大幅な下振れは避けられず、欧州経済の落ち込みはより深くなるだろう。

第二に、ソブリンリスクの顕在化など金融市場の混乱である。英国での金融市場の混乱は、各国政府・中央銀行の対応もあり混乱が落ち着きつつある。イタリア国債は、メローニ新首相がEUの財政ルールを尊重する方針を示したこと、具体的な経済対策が発表されていないこともあり、現時点では欧州債務危機時と比較し、イタリア国債の対独スプレッドは低い(図表4-15)。ただし、イタリア新政権が新規国債増発による財政政策を発表すれば、財政悪化に対する市場の懸念が強まり、金利が急騰し債務危機につながる可能性は残る。ECBが無秩序な金利急騰への対策として7月に導入したTPI(伝達保護措置)は、適用条件として健全で持続可能な財政・マクロ経済状況を挙げており、実際にイタリアに適用されるかは不透明だ。財源の裏付けが乏しい財政拡大が続けば、ソブリンリスクが顕在化し金融市場が混乱、市場の信認確保のために歳出削減や増税が必要となり実体経済へも影響するだろう。

図表4-15 対独スプレッド



注:日次。直近は 22 年 11 月 11 日。ドイツ 10 年物国債と、各国 10 年物国債の金利差。

出所: Bloomberg より三菱総合研究所推計



## 5. 新興国経済

### (1) 総論

#### 行動抑制緩和の追い風とインフレ圧力増大の向かい風の綱引き

新興国経済は、行動抑制策の緩和から総じて景気回復が続いている。22年7-9月期は、各国特性により異なるインフレ圧力の強弱が成長の勢いに差異をもたらした。欧州・ロシア依存国(例、ポーランド)、経済基盤の脆弱国(例、エジプト)では米国を上回る物価上昇となり経済成長の下押し要因となった。資源輸入国(例、インド)でもインフレ圧力は増大しており、通貨安による物価上昇を回避するための利上げを余儀なくされている。一方で、資源国(例、サウジアラビア)の物価は安定し輸出を通じて資源価格上昇の恩恵を享受している。ゼロコロナ政策を続けている中国は、経済活動の抑制を引き換えにした上での物価安定となっている(図表5-1)。

#### 新興国経済の成長の強弱は、輸入インフレと輸出競争力の動向がカギ

行動抑制策の緩和による国内経済活動の活性化が、引き続き新興国経済の成長をけん引することが見込まれる。一方で、ロシアのウクライナ侵攻が長期化するなか、欧米経済の成長鈍化、不安定なエネルギー市場といった向かい風が予想され、新興国ごとの国際競争力が試される局面にある。

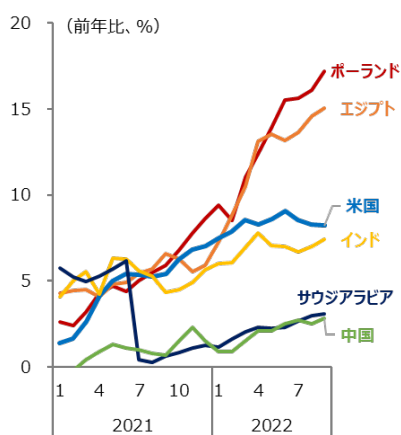
貿易・サービス収支の動向は、新興国の経済成長の勢いを左右する貿易黒字を通じた外需の成長への取り込みの有無、為替レートを通じたインフレ圧力、資本流出入の3点から、新興国経済の先行きに影響を与える。

米国利上げによる金利差拡大により、ドル高・新興国通貨安が進展している。為替レートのさらなる下落はインフレ圧力の拡大をもたらす。為替の決定理論の一つである国際収支説の観点からは、貿易・サービス赤字は通貨安要因となる。22年に入り、GDP比で14%の貿易赤字を抱えるトルコで30%超の通貨安が進展しているほか、貿易赤字かつ欧州・ロシア経済への依存度が大きいルーマニア、ポーランド、GDP比の貿易赤字が15%超のフィリピンで10%超の通貨安が進展している(図表5-2)。各新興国のインフレ圧力への耐性を見極める上でも、貿易・サービス収支の動向には注意を払う必要がある。

新興国への証券投資フローは、22年8月に6カ月ぶりに資金流入となったものの、米国の利上げ長期化への観測が高まった22年9月には資金流出となった(図表5-3)。大半の新興国は外貨準備を豊富に有しているとはいえ、国際競争力の弱い国での通貨安や通貨防衛のための利上げ、急激な資金流出から金融市場が混乱するリスクはくすぶっている。新興国の貿易・サービス収支の動向は、各国の資金流出への耐性を見極める上でも重要な要素となる。

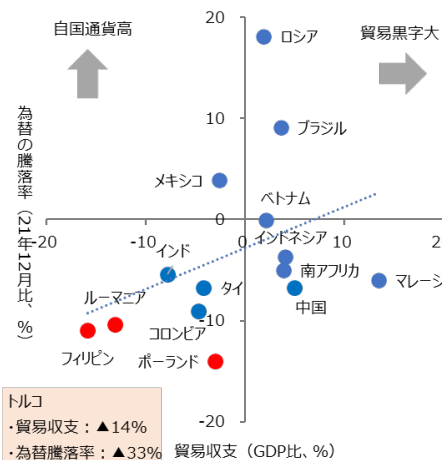
22年10月12-13日にワシントンで開催されたG20財相・中銀総裁会議の議長総括では、通貨がボラティリティ増加を伴って大幅に変化したことや、景気回復の確保と各国間への波及効果の抑制に配慮した金融政策の引き締めペースの適切な調整の必要性に言及している。経済成長の勢い、インフレ、資本流出に影響を与える各国通貨の対ドルレートの行方を見極める上でも貿易・サービス収支の動向に注意が必要だ。

図表 5-1 CPI



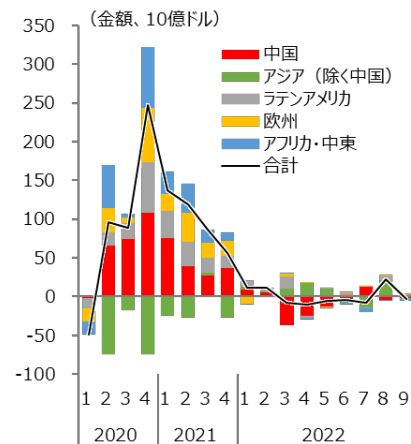
注:直近は、22年9月。  
出所:CEICより三菱総合研究所作成

図表 5-2 貿易収支と為替レート



注:貿易収支のGDP比は、22年1-6月のGDP、22年1-8月の貿易収支をもとに算出。為替レートは8月の平均。赤丸は10%以上の自国通貨安となっている国。  
出所:CEIC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



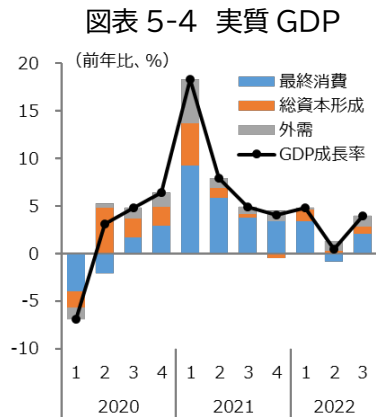
注:20年、21年は四半期ごと、22年は月ごとのデータ。直近は22年9月。  
出所:IIFより三菱総合研究所作成



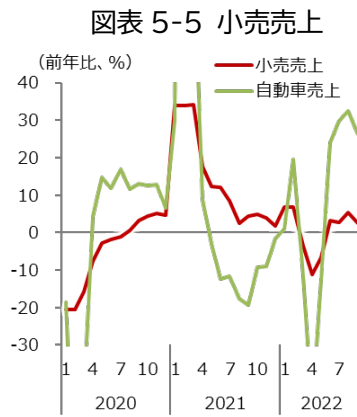
## (2) 中国経済

### 現況 — 消費回復も行動抑制の緩和は進まず、経済回復の足取りは緩やか

中国経済は、緩やかな回復基調にある。22年7-9月期の中国の実質GDP成長率は、4-6月期の前年比+0.4%から同+3.9%に改善、前期比でも+3.9%とプラス成長を確保した。4-5月の上海ロックダウンといった行動抑制策から22年4-6月期にマイナス寄与となった最終消費が、自動車販売などの小売上の回復から+2%ポイントの寄与に転じたことが成長率の上昇をもたらした(図表5-4、図表5-5)。外需の寄与度も+1.1%ポイントを維持し成長を下支えしている。総資本形成は、低迷が続いている不動産投資のマイナスを公的投資や民間投資で打ち返し同+0.8%ポイントの寄与度となった。(図表5-4、図表5-6)。

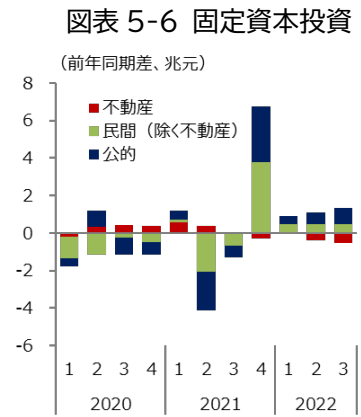


出所: Windより三菱総合研究所作成



注: 直近は22年9月。

出所: Windより三菱総合研究所作成



出所: Windより三菱総合研究所作成

### 先行き見通し — 22年の経済成長率は4%割れ、本格的な景気回復は23年以降に持ち越し

中国経済は、景気刺激策に支えられ、行動抑制策の段階的な緩和につれ成長の勢いが回復していくことを見込む。22年10-12月期の経済成長率は前年比+4%台後半の回復を見込むが、不動産市況の低迷、ゼロコロナ政策の長期化により22年7-9月期の成長率が下振れしたことを踏まえ、22年の実質GDP成長率は、前回8月見通しの同+4.0%から同+3.5%へ下方修正する。23年の実質GDP成長率は、行動抑制の本格的な緩和が23年3月の全人代以降とみられること、不動産市況の回復に時間を要するとみられること、李克強首相退任後の政策運営の不確実性を考慮し、前回見通しの同+5.5%から同+4.8%に引き下げる。

今後の中国経済の注目点は、①習政権3期目の政策運営、②国内民間需要の回復、③高水準の貿易黒字の持続性にある。

### 注目点① 習政権3期目の政策運営 — 経済下支え策の継続を見込むが、経済政策運営能力に不安

長期政権が視野に入った習政権3期目は、2期目の景気刺激策を引き継ぐことを見込むが、中長期的には改革派退任後の経済政策運営に不透明感がある。

共産党大会に先立って、李克強首相は、22年10-12月期の経済安定策(地方債発行前倒しなど)の全面実施を表明し、共産党大会期間中には、経済政策を担う国家改革发展委員会の高官も共産党大会以降、経済成長の弾みがつくと発言している。景気回復への取り組みは、習政権3期目でも引き継がれるであろう。

ただし、李克強首相などの改革派が退任した習政権3期目(総論P.8、図表1-13)の経済政策運営能力には不安がある。これまで経済政策の運営を担う首相は、鄧小平氏が掲げた改革開放路線に沿い、民間活力の活用や国際化に資する経済政策への造詣が深い人物が選ばれてきた。今回、新首相就任が見込まれる李強氏は、国政レベルでの経済政策運営の経験がない。また上海市トップとして都市封鎖を指揮した人物であり、経済活動の活性化や経済のイノベーション推進の妨げとなる統制強化を優先する懸念もある。

共産党大会冒頭の活動報告では、習総書記は改革開放路線を維持し、イノベーションが中国経済の現代化の心臓部と表明する一方、「共同富裕」につながる社会主義視点を

図表 5-7 活動報告における主な経済政策関連の発言

項目	概要
目標	マルクス主義を中国社会に適合させ、2035年を目途に現代社会主義国家を構築する。
前提	質の高い発展を追求し、人々の文化的生活を豊かにし、すべての人に共通の繁栄を達成する。
原則	改革の深化、開放政策、敢闘精神を継続し、市民中心の発展を目指す。
成長の源泉	教育・科学・才能が現代化の源泉。開放・イノベーションは、中国現代化の心臓部となる。

出所: 中国国務院より三菱総合研究所作成

の発言も多くみられた(図表5-7)。李強氏の首相起用は、習政権3期目が社会主義政策へ傾斜することの兆候の可能性もある。習一強政権は、不動産市況の停滞解消、政府主導のイノベーション実現といった政策課題への機動的な対応の点では経済成長の正常化へのプラスの効果が期待できる。ただし、新指導部の経済政策の経験不足、社会主義的な政策への傾斜が、中長期的な経済成長の重しとなり、習政権3期目の共産党内での求心力低下とならないかに注意が必要だ。

加えて、中国経済に対する外資の目の変化にも注目だ。以前から、経済安全保障の観点から西側諸国の企業の対中警戒が強まるなか、10月に米国は先端半導体の対中輸出規制を制定した。党大会を経た習主席への権力集中への警戒から、中国経済の成長を支えてきた外資による対中投資が今後も継続するかは不透明だ。

## 注目点② 国内民間需要の回復 —— ゼロコロナ政策堅持、不動産市況低迷から緩やかな回復

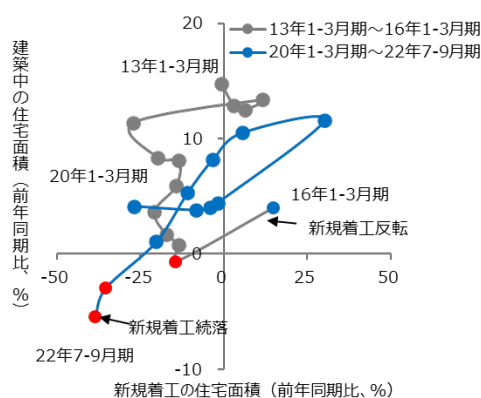
ゼロコロナ政策堅持、不動産市況低迷長期化から、雇用回復および家計消費の急回復は見込めず、国内民間需要の回復は緩やかなものとなることが見込まれる。

22年7-9月期の建築中住宅面積は、前年比▲5.4%と22年4-6月期の同▲2.9%から悪化度合いを強め、新規着工の前年比マイナスも続いている(図表5-8)。政策金融を活用した不動産開発企業への資金供給支援策といった政府の支援策にもかかわらず、不動産市況は底入れには至っていない。

21年後半以降、ゼロコロナ政策から飲食などの雇用吸収力の高い業種の雇用環境が悪化し、新規雇用者数は前年比マイナスが続き、若年労働者(15~24歳)の失業率は20%近くまで上昇している(図表5-9)。前述の国家改革発展委員会の高官は、防疫と経済・社会発展と協調した効率的な感染対策を表明しており、ゼロコロナ政策の運用面の緩和は見込まれる。ただし、衛生当局者はゼロコロナ政策堅持を表明しており、習政権3期目の人事が固まる23年3月の全人代までは、ゼロコロナ政策は継続するであろう。

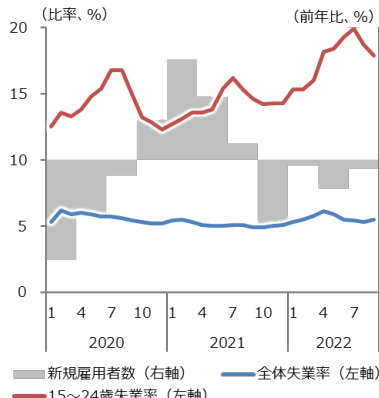
もともと、個人消費は回復基調にあり(前掲、図表5-5)、家計貯蓄も蓄積している。鋳工業生産もEV車販売の浸透から好調な自動車生産にけん引され、22年7-9月平均で前年比+4%台後半へ回復している(図表5-10)。不動産市況の回復には時間を要するとしても、政府の景気下支え策と行動抑制策運用の段階的な緩和により、徐々に雇用拡大およびセンチメント改善が進み、国内民間需要は緩やかな回復となるであろう。

図表 5-8 新規着工・建築中住宅の面積



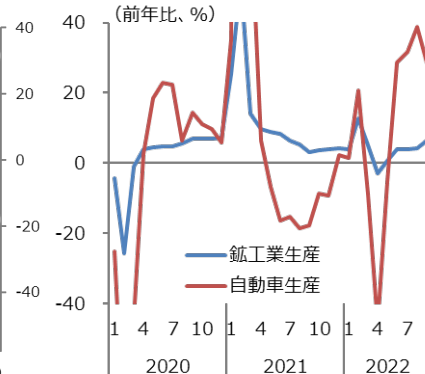
注: 赤丸は、建築中の住宅面積が前年同期比マイナスとなった四半期。  
出所: Windより三菱総合研究所作成

図表 5-9 失業率・雇用者数



注: 雇用者数は、新規雇用者数および再雇用者数の合計。直近は22年9月。  
出所: Windより三菱総合研究所作成

図表 5-10 鋳工業・自動車生産



注: 直近は22年9月。  
出所: Windより三菱総合研究所作成

## 注目点③ 高水準の貿易黒字の持続性 —— 国内産業の振興策のもと貿易黒字が成長を下支え

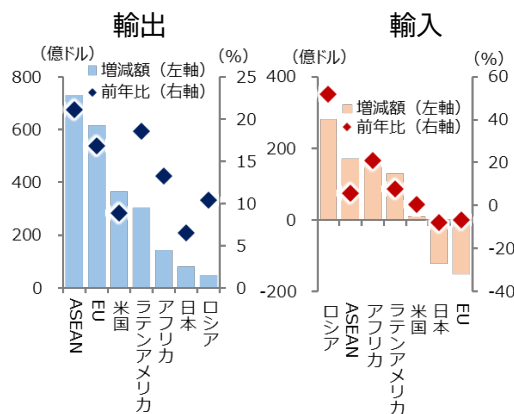
外需は引き続き経済成長を下支えすることが見込まれる。好調なASEAN向けなどの新興国向け輸出、国内生産品の輸入代替の進展が国内需要回復に伴う輸入増や欧米向け輸出の伸び悩みを補うとみる。

22年1-9月の中国の輸出は、前年比20%程度の増加となったASEAN・EU向けを始め、全ての主要国・地域で前年比増加となっている。輸入はエネルギー・食料価格上昇からロシアや新興国からの輸入が前年比でプラスとなる一方、ゼロコロナ政策による国内消費の落ち込みから工業品が主体の日本、EUからの輸入は前年比マイナスとなり(図表5-11)、貿易黒字が拡大し、外需が経済成長を下支えしてきた(前掲、図表5-4)。

今後、行動抑制策の緩和に伴い国内消費が回復すれば工業品などの輸入が増加に転じる可能性はあるが、同時に経済活動の正常化が進展中のASEANなどの新興国向け輸出の増加も見込まれる。また、中国は脱炭

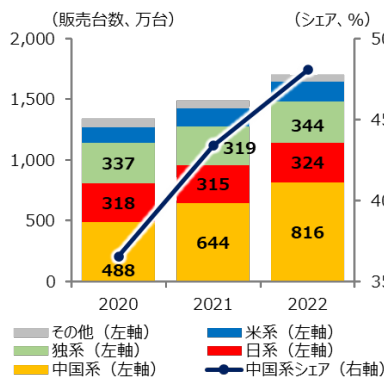
素や経済安全保障を展望した国内産業振興の取り組みを進めている。例えば、中国系ブランドの自動車販売シェア(1-9月)は50%に迫り、22年9月時点の販売台数は日本・独ブランド合計を上回る800万台超まで増加している(図表5-12)。また、自動車輸入の緩やかな減少傾向に対して、自動車輸出は22年7-9月には増加基調を強めている(図表5-13)。政府の脱炭素のためのEV車振興策が、中国系ブランドの国内販売シェア拡大、EV車の輸出拡大、ガソリン車などの輸入減少につながっている。こういった国を挙げての国内産業の振興策を鑑みると、国内消費の回復後も、中国の貿易黒字は高水準を続ける公算が大きい。

図表 5-11 輸出・輸入(主要国・地域別)



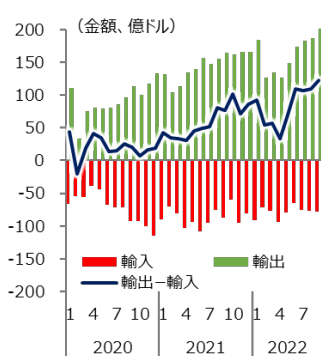
注:21年1-9月と22年1-9月の名目値の増減。  
出所:CEICより三菱総合研究所作成

図表 5-12 自動車販売  
(ブランド別)



注:各年の1-9月の販売台数。  
出所:Windより三菱総合研究所作成

図表 5-13 自動車の  
輸出・輸入



注:直近は22年9月。  
出所:Windより三菱総合研究所作成

## 先行きリスク — 不動産市場の悪化による金融危機への発展

先行きのリスクは、不動産価格の大幅下落による不動産保有者のセンチメントの悪化、ひいては不良債権が増大し金融危機へ発展することだ。

政府の支援策から不動産価格はかろうじて横ばいを続けているが、国際金融市場の混乱も影響し、株価は下落傾向にあり、不動産価格を取り巻く環境は不安定な状況が続いている(図表5-14)。不動産価格の下落は、不動産を保有する家計のセンチメントを悪化させ消費回復の重しとなる懸念がある。融資全体の伸びから22年6月時点の商業銀行の不良債権比率は2%弱にとどまっているものの、昨年後半以降、返済が滞っている不良債権残高は蓄積しており、不動産価格の下落が不良債権の急増をもたらし金融危機に発展するリスクもある(図表5-15)。

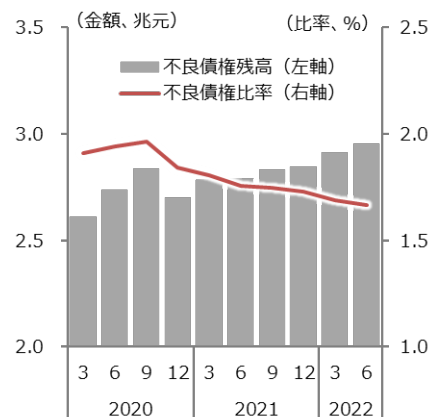
不動産価格下落のトリガーとしては、新型コロナウイルス感染症の新種株流行による厳格な行動抑制策の再開、国際金融市場の混乱の中国不動産市場への波及が想定される。中国政府の経済対策により不動産市況が回復する前に、新型コロナウイルス感染症の再拡大や国際金融市場の混乱が発生することはないかに留意が必要だ。

図表 5-14 不動産価格・株価



注:直近は、22年10月。株価が上海株価指数、不動産は主要100都市の住宅価格指数。  
出所:Windより三菱総合研究所作成

図表 5-15 不良債権



出所:Windより三菱総合研究所作成

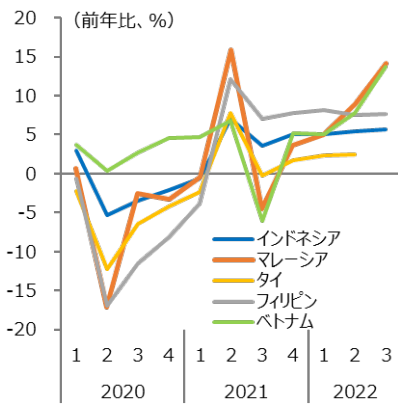


### (3) ASEAN経済

#### 現況 — 経済活動の正常化により経済成長継続

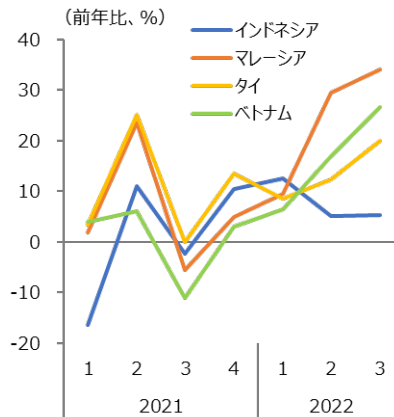
ASEAN5経済は、好調な成長基調が続いている。ASEAN5の22年7-9月期の実質GDP成長率は、4-6月期の前年比+5.3%から同+8%近辺へと騰勢を強めた。個別国では、マレーシア(同+14.2%)、ベトナム(同+13.7%)が前年比10%超の伸びを示したほか、フィリピン(同+7.6%)インドネシア(同+5.7%)、が好調を維持、タイも4%台の成長が見込まれている(図表5-16)。マレーシア、ベトナムの高成長の背景には、21年7-9月のロックダウンによる落ち込みからの反動があるが、ASEAN5では行動抑制策の緩和による消費回復、自動車などの生産活動の正常化が進展している(図表5-17、図表5-18)。

図表 5-16 実質 GDP 成長率



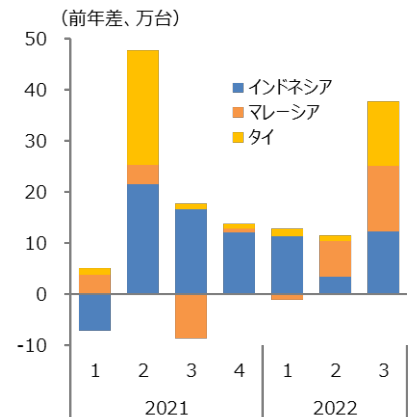
注:直近は、タイのみ22年4-6月期、残りは22年7-9月期。  
出所:CEICより三菱総合研究所作成

図表 5-17 小売売上高



注:月次データの四半期平均。22年7-9月は、タイのみ22年7-8月の平均。  
出所:CEICより三菱総合研究所作成

図表 5-18 自動車生産



出所:CEICより三菱総合研究所作成

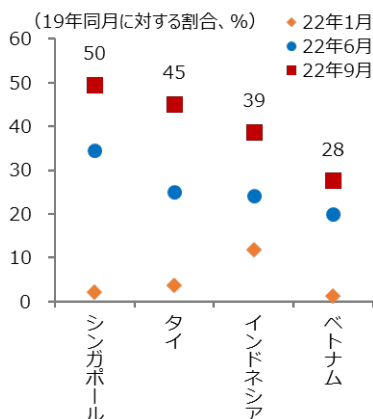
#### 先行き — 経済活動再開に伴い、5%台の成長を継続

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。22年の実質GDP成長率は、22年7-9月期の想定を上回る回復を踏まえ前回見通しの前年比+5.2%から同+5.3%へ上方修正する。23年は、米中経済の減速から8月見通し同+5.6%から同+5.2%へ下方修正する。今後のASEAN5経済の注目点は、①行動抑制策の緩和、②貿易収支の動向、③インフレへの対応の3点だ。

#### 注目点① 行動抑制策の緩和 — もう一段の緩和が観光需要回復を促進

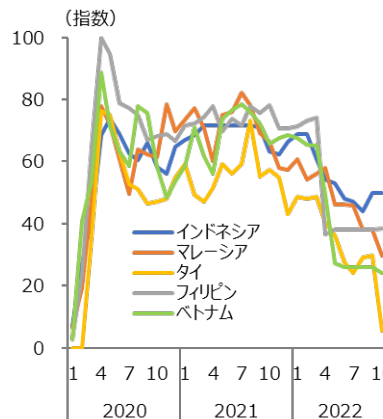
行動抑制策のもう一段の緩和による観光需要回復が経済活動の正常化を促進し、ASEAN5経済の成長を後押しすることが見込まれる。

図表 5-19 海外観光客の来訪数



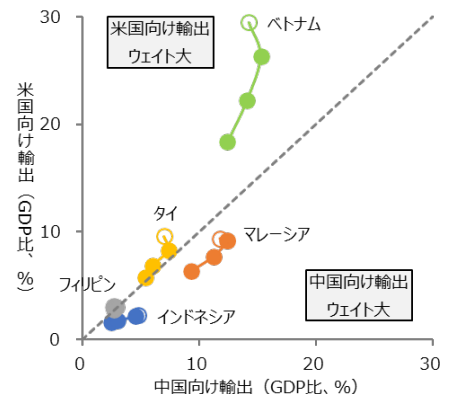
注:国外からの観光客の来訪数。  
出所:CEICより三菱総合研究所作成

図表 5-20 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。月次の平均。直近は、22年10月。  
出所:CEICより三菱総合研究所作成

図表 5-21 中国・米国向け輸出 (GDP比)



注:19-22年の実績。○は22年。22年の輸出は1-9月の実績、GDPは1-6月のGDPを9カ月に換算してGDP比を算出。  
出所:CEICより三菱総合研究所作成

22年6月時点でコロナ危機前の20%程度にとどまっていた海外観光客数は、22年9月時点でインドネシア、タイは同40%前後、ベトナムは同30%弱にまで回復し、22年7-9月期の経済成長の押し上げ要因となった(図表5-19)。10月に入り、タイは、「入国時のワクチン接種証明書・陰性証明書の提示免除」「ビザ免除国・地域からの渡航者の滞在可能期間の30日から45日への延長」といった緩和策を実施した(図表5-20)。こういった行動抑制策の緩和が進むことで、ASEAN5への海外観光客数は回復していくであろう。

## 注目点② 貿易収支の動向 — 輸出動向がASEAN5各国の先行きを左右

輸出の動向は、ASEAN5の経済成長の勢いを左右する。ASEAN5各国は、輸出の対米・対中の依存度の観点から、①資源輸出国として中国への依存度が高いマレーシア、インドネシア、②米中対立を追い風に中国代替生産地としての強みを活かし米国への依存度を高めているベトナム、③対米・対中依存度がほぼ水準のタイ、フィリピンに3分類できる(図表5-21)。

22年のASEAN5各国の経済成長の勢いは、輸出動向が影響している。マレーシア、インドネシアは資源高から対中輸出が前年比増加、ベトナムは対米輸出が同+20%超と大幅増加し貿易黒字を確保している。一方、フィリピン、タイは、資源輸入増加に加え中国経済の停滞、半導体不足などから対中輸出は前年比減少、対米輸出は伸び悩み貿易赤字となっている。前年の落ち込みからの反動増の有無に加えて、貿易赤字の存在がフィリピン、タイの成長率が他の3国比で見劣りする一因となった(前掲図表5-2、図表5-16、図表5-22)。

先行き、マレーシア、インドネシアはエネルギー調達難を追い風に貿易黒字の継続を見込む。ベトナムは米国向け輸出の伸び悩みから貿易黒字の縮小を見込む。フィリピン、タイは半導体不足の解消と中国向け輸出回復が米国向け輸出の伸び悩みを補完し貿易赤字の縮小を見込む。

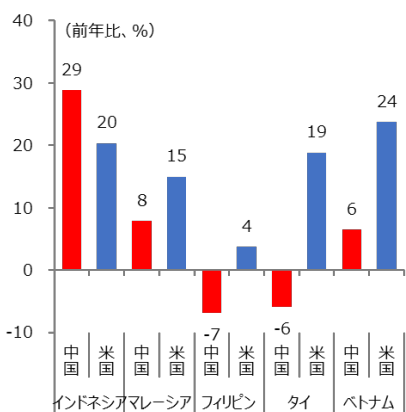
## 注目点③ インフレへの対応 — 経済活動の活性化が下支えとなるが、通貨安の進展には注意

ASEAN5各国では、経済回復のもとインフレ抑制に向けた利上げ継続が見込まれる。グローバルベースのインフレ圧力の高まりは、ASEAN5各国へも波及している。とりわけ、貿易赤字で通貨安の進展が著しいフィリピン、タイ(前掲、図表5-2)のCPI上昇率が高まっている(図表5-23)。インフレ抑制に向けた各国中銀の断続的な利上げ実施後も、CPIは高止まりを続けている。今後、米国の追加利上げに対してドル高が進む際に、通貨防衛的な利上げが必要になる可能性もある。今のところ、経済活動の活性化のプラス効果がインフレ圧力増大・利上げのマイナス効果を上回り、ASEAN5では消費などへの悪影響は顕在化していない。ただし、インフレ抑制や資本流出回避のために、引き締め水準への利上げを迫られる場合には経済成長の鈍化要因となる。

## 先行きのリスク — 米中経済の失速による輸出停滞、国際金融市場の混乱の波及

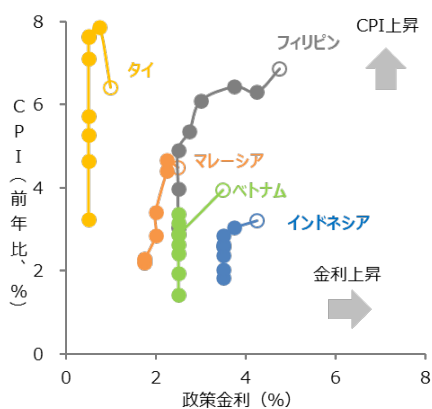
先行きのリスクは、中国および米国経済の失速と金融市場の混乱がある。中国におけるロックダウンなどの厳格な行動抑制の再開、大幅利上げによる米国経済の失速により、米中向け輸出が落ち込む事態に陥る場合には、ASEAN5経済の成長の勢いをそぐことになる。また、国際金融市場の混乱も影響し、ASEAN5各国の株価も不安定な動きとなっている(図表5-24)。ASEAN5は外貨準備も相応に蓄積しており、資本流出リスクへの耐性はあるが、米国金融市場の動向、ドル高の進展による資本流出リスクへは留意が必要だ。

図表 5-22 米国・中国向け輸出  
(前年比)



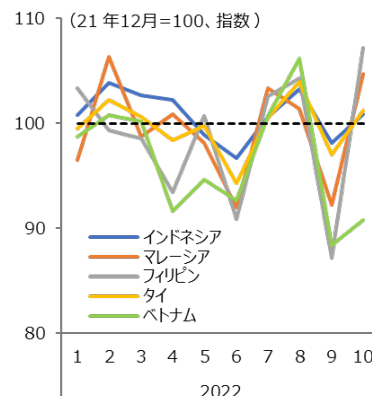
注: 21年と22年の1~9月実績の比較。  
出所: CEICより三菱総合研究所作成

図表 5-23 CPIと政策金利



注: 22年1月~9月の月次実績。直近(○)は、22年9月。  
出所: CEICより三菱総合研究所作成

図表 5-24 株価



注: 株価は、ジャカルタ総合指数、FTSE ブルサ・マレーシア総合指数、フィリピン総合指数、タイSET指数、ベトナムVN指数。  
出所: CEICより三菱総合研究所作成

## 執筆担当者

---

森重彰浩、田中康就、菊池紘平、堂本健太、田中嵩大、浅井優汰、綿谷謙吾、金成大介

---

## 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

メール:media@mri.co.jp

---