

(1) 世界経済の現況

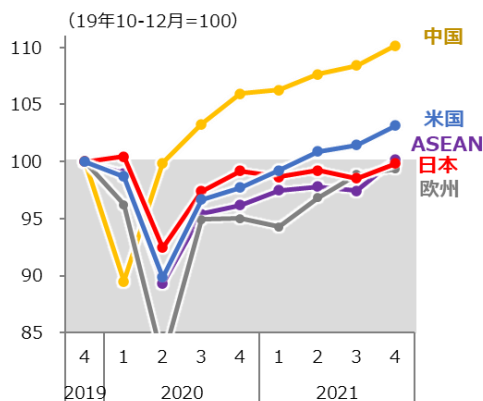
世界経済は回復継続、オミクロン変異株流行も経済活動との両立を図る動き

世界経済は、総じてコロナ危機による落ち込みから回復基調を維持している(図表1-1)。ただし、21年11月頃から感染力の強いオミクロン変異株が世界的に流行しており、22年入り後は、経済の回復ペースが鈍化しているとみられる。世界の1日当たりの新規感染者数は350万人(1月下旬時点)。デルタ変異株のピーク時の4-5倍に相当する。

感染の急拡大を受けて外出行動の抑制が再び強まっており、米欧主要国の外出行動(小売・娯楽)の抑制率は平年比▲20%程度となっている(図表1-2)。もっとも、オミクロン変異株の重症化率・死亡率が低いことが明らかになるなか、感染がピークアウトした国や地域では、防疫措置を緩和し、コロナとの共生を図る動きがみられる。

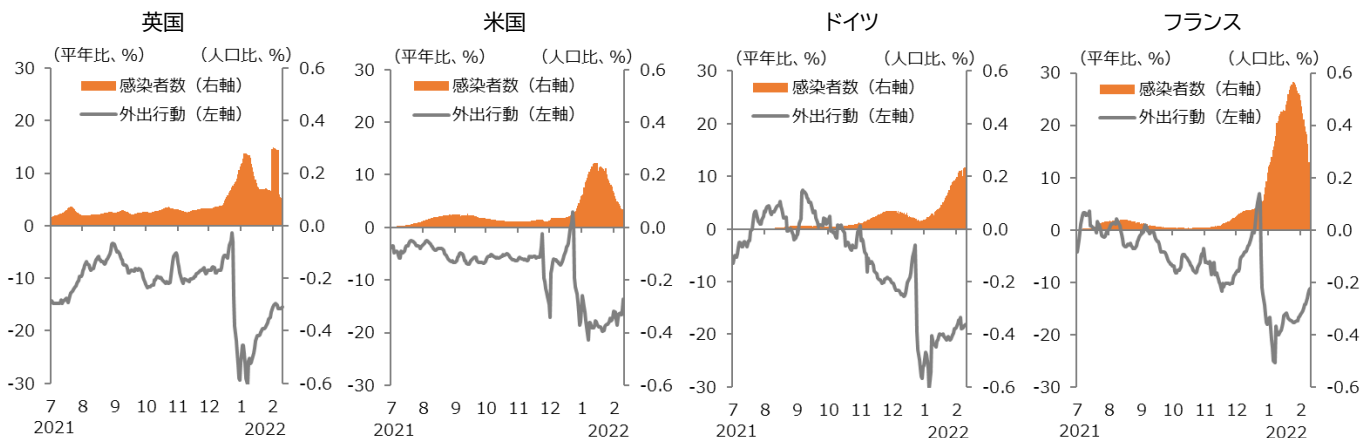
例えば英国では、1年半ば以降、①在宅勤務勧告の終了、②屋内のマスク着用義務の撤廃、③大規模イベント参加時のワクチン接種証明等の提示義務解除を実施。2年半ば以降、ワクチン接種者は検査・隔離なしで入国できるよう水際対策を緩和する。他の欧州、米国などでも、感染者数が非常に多いオミクロン変異株の特性を踏まえ、感染者や濃厚接触者の隔離期間の短縮化(および一部エッセンシャルワーカーの隔離期間撤廃)により、防疫と経済のバランスを図りつつある。

図表 1-1 実質 GDP



注: 欧州は独仏英伊西の5カ国、ASEANはインドネシア、マレーシア、タイ、フィリピンの4カ国、GDPウェイトで加重平均。タイの21年10-12月は予測値。
出所: CEICより三菱総合研究所作成

図表 1-2 主要国の感染者数と外出行動(小売・娯楽)



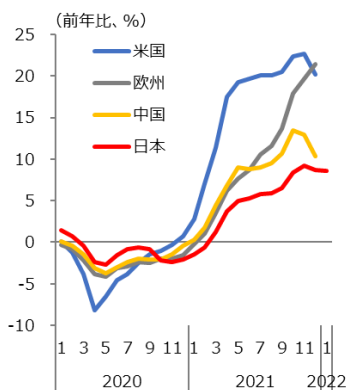
注: 直近は22年2月10日。
出所: Our World in Data, Googleより三菱総合研究所作成

広範に高まる物価上昇圧力

物価上昇圧力は、21年末にかけて一段と強まった。企業が直面する生産者物価が世界的に上昇。米国の生産者物価は1975年のオイルショック時以来となる前年比20%超の上昇率となった(図表1-3)。こうした川上の価格上昇を受けて、消費者物価は米国で約40年ぶりとなる7%台、欧州でも5%台の高い伸びを記録した(図表1-4)。

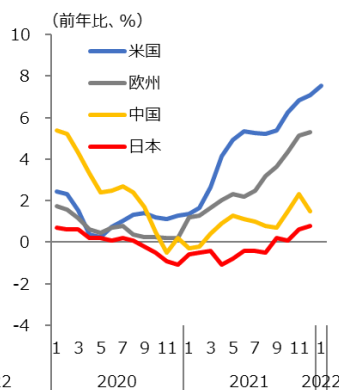
消費者物価上昇の内訳について、コロナ危機前の19年と比較すると(図表1-5左)、米国の場合、物価上昇率8.7%のうちエネルギーと食料

図表 1-3 生産者物価



注: 直近は日本のみ22年1月、他は21年12月。
出所: CEICより三菱総合研究所作成

図表 1-4 消費者物価

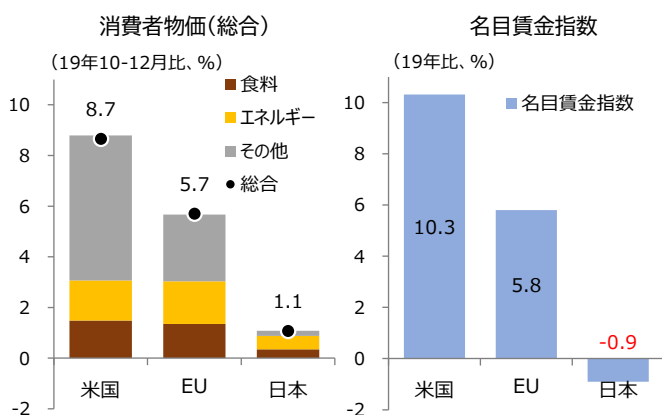


注: 総合指数。直近は米国のみ22年1月、他は21年12月。
出所: CEICより三菱総合研究所作成

の寄与度は3%程度であり、その他の品目の寄与が大きい。人手不足による人件費の上昇や物流コストの上昇が影響しているとみられる。名目賃金は米国で19年比10%増、EUで同5.8%増となっている(図表1-5右)。素原材料から賃金、物流コストまで幅広く物価が上昇しており、米欧を中心に広範な品目で物価上昇圧力が高まっている。

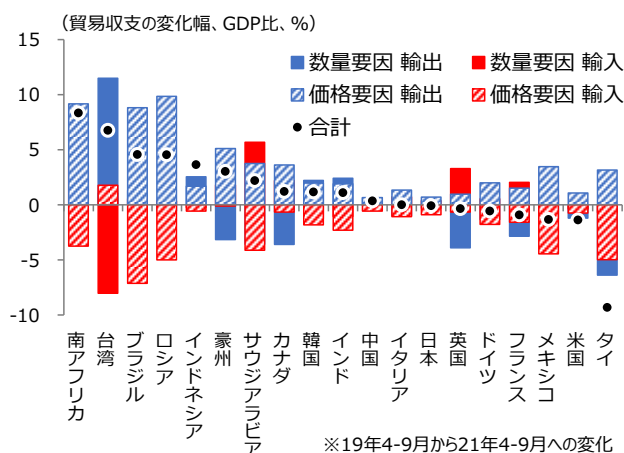
素原材料価格の上昇は、資源輸入国を中心に景気の回復ペースを鈍化させる要因となる一方で、輸出価格の上昇を通じて経済にプラスにはたらく国もある。コロナ危機前からの貿易収支の変化をみると、資源輸出国の豪州、南ア、ロシアなどは輸出価格の上昇で改善した(図表1-6)。台湾は半導体などの輸出数量の増加が貿易収支の改善に寄与したとみられる。

図表 1-5 消費者物価と名目賃金 (米欧日)



注:消費者物価は21年12月、名目賃金指数はEUが21年1-9月、他は21年1-12月平均。日本の消費者物価は携帯電話通信料を除く。
出所:CEIC、IMFより三菱総合研究所作成

図表 1-6 貿易収支の変化幅 (主要国)



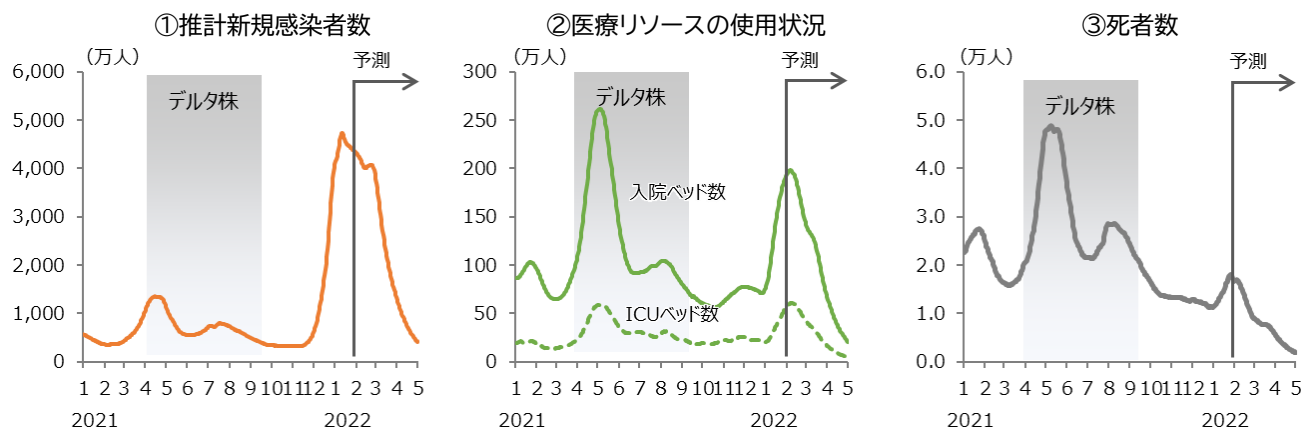
注:価格要因と数量要因の交差項があるため、内訳と合計は一致しない。
出所:CEICより三菱総合研究所作成

(2) 世界経済の見通し

今後の見通しを左右する要素として、引き続き新型コロナへの防疫と経済のバランスがある。米IHME(ワシントン大学医学部保健指標評価研究所)の予測(22年2月4日時点)によると(図表1-7)、オミクロン変異株による世界の感染者数の波は、22年1月をピークに5月頃に落ち着く。推計の新規感染者数はデルタ変異株の4倍程度に上り、重症化率が低いながらも、医療リソースの使用状況は、21年4-5月の流行時に近い水準になると予想されている。死者数はシナリオによって幅があるが大幅な増加は回避される見込みだ。

図表 1-7 オミクロン変異株の特性を踏まえた新型コロナの今後の見通し (世界)

— IHME(ワシントン大学医学部保健指標評価研究所)予測、2022年2月4日時点 —



出所:米IHME (<https://covid19.healthdata.org/global?view=infections-testing&tab=trend&test=infections>)より三菱総合研究所作成

オミクロン変異株の感染急拡大を受けて、世界経済の22年1-3月期の成長率見通しは下方修正する。22年4-6月期以降の世界経済は、ワクチン接種等によりコロナとの共生が進むなかで、財政・金融政策による景気押し上げ効果が段階的に剥落、消費や投資を柱とする自律的な回復へのシフトが本格化するとの見方に変更

はない。ただし、需給逼迫などを背景に、物価と金利の上昇圧力が前回11月見通し時点よりも強まってきており、世界経済の成長率の下振れ要因となろう。

今後の世界経済を見通す上での注目点として、①物価の上昇圧力、②米国の金融政策、③消費の回復力、④グリーンやデジタルへの投資の4点を挙げる。

① 物価の上昇圧力

オミクロン変異株によるグローバル・サプライチェーンの混乱、中国のゼロコロナ政策による生産・物流の停滞など、短期的に物価上昇圧力となる不確実な要素があり、消費者物価は22年前半までは前年比で高い伸びが世界的に継続するだろう。

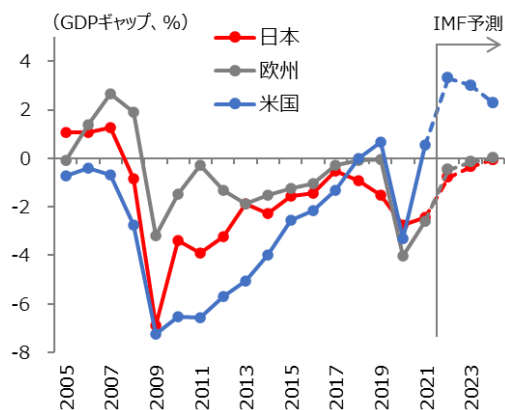
22年後半以降、消費者物価の伸びは鈍化していくことが予想されるが、物価の伸びはコロナ危機前と比べて高い水準を継続する可能性が高い。その要因として主に3つある。

第一に、GDPギャップの改善である。23年にかけては、経済活動の正常化に伴い、コロナ危機下で家計に蓄積された過剰貯蓄に後押しされるかたちで、雇用・所得の回復ペースを上回るペースでの消費回復が予想される。米国のGDPギャップは3%程度的大幅なプラスとなるほか、欧州や日本のGDPギャップのマイナスも解消に向かう(図表1-8)。

第二に、人手不足による賃金の上昇である。米国はGDPがコロナ危機前の水準を回復するなか、シニア層の退職などから労働参加率の回復が遅れており、危機前の水準を2%程度下回ったままだ。人材需給のミスマッチにより、雇用者数に対する未充足求人割合を示す欠員率は、米国のみならず、欧州でもコロナ危機前の水準を上回りつつある(図表1-9)。

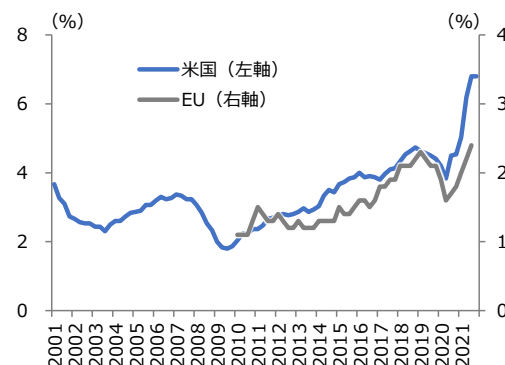
第三に、地政学リスクの高まりや脱炭素化による素原材料価格の上昇である。ウクライナ情勢など地政学リスクの高まりに加え、脱炭素化の動きも素原材料価格の上昇要因となる。従来型エネルギーへの投資は段階的に縮小が予想され、需要が減少したとしても、価格は高止まりする可能性が高い。また、EV化や再生可能エネルギーへの電源シフトが進むことで、非鉄金属などへの需要が中長期的に拡大することが予想される(図表1-10)。これを見越し、先行して在庫を積み増す動きもみられる。需給逼迫による素原材料価格の上昇継続が予想される(図表1-11)。

図表 1-8 GDP ギャップ



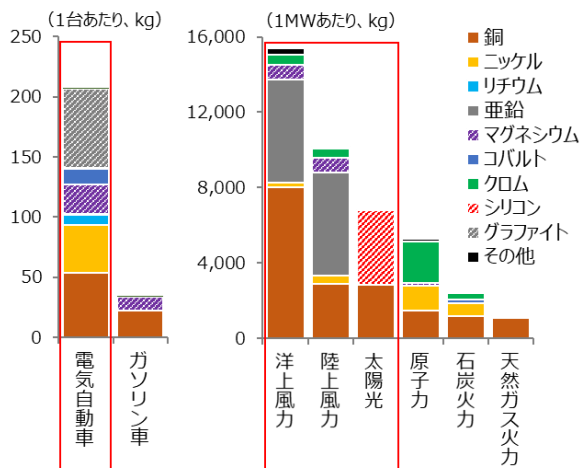
注: 21年10月時点のIMF予測。
出所: IMFより三菱総合研究所作成

図表 1-9 欠員率 (米欧)



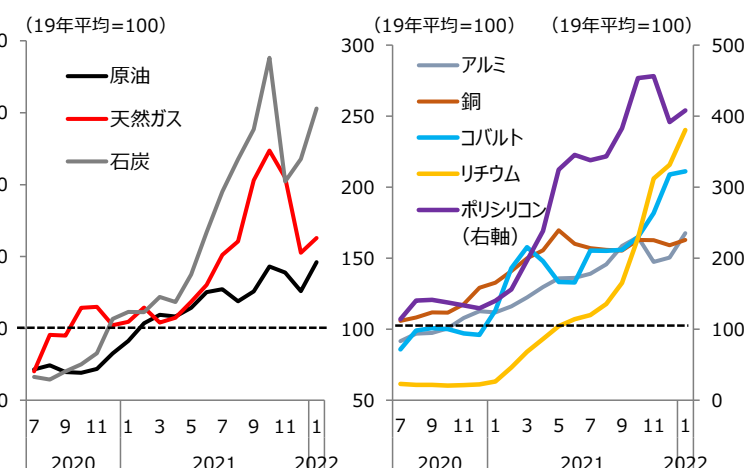
注: 米国は季節調整値, EU27は原数値。
出所: 米国労働省, Eurostatより三菱総合研究所作成

図表 1-10 脱炭素による資源需要の変化



出所: IEA「The Role of Critical Minerals in Clean Energy Transitions」より三菱総合研究所作成

図表 1-11 素原材料価格 (世界の主要価格指数)



注: 直近は22年1月。
出所: CEIC, Bloombergより三菱総合研究所作成

人材のミスマッチの解消、脱炭素社会へのシフトには投資が必要であり時間を要する。その過渡期には、物価上昇圧力が構造的に加わりやすい局面にあるといえよう。米国や欧州の消費者物価上昇率は、足もとの高い伸びが2年半ば以降に一服していくものの、米欧ともに23年は前年比+2%を上回る伸びが続くと予測する。名目賃金は上昇が予想されるものの、実質賃金の伸び鈍化が消費の回復ペースを弱める要素となろう。

② 米国の金融政策

上記のような構造的なインフレ圧力の強まりを受けて、米国FRBはコロナ危機対応からの出口への動きを進めている。21年12月の会合で資産購入の減額幅の拡大を決定し、資産購入の終了時期は22年6月から3月へと前倒しされた。さらに、22年1月の会合では、3月にも利上げを開始する方針が示された。

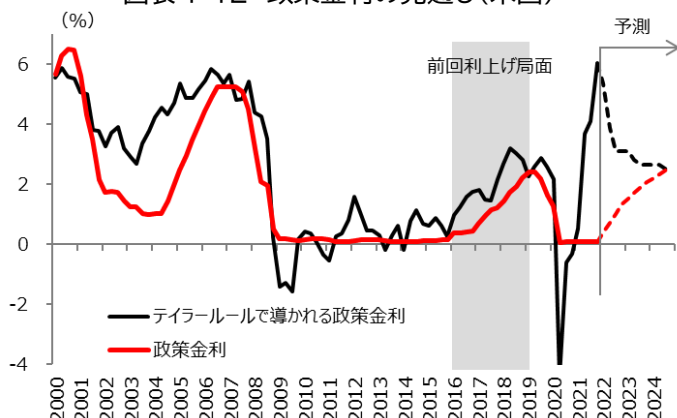
今後の注目点は、政策金利の最終的な到達水準と引上げペースである。前回の利上げ時は15年末から18年末にかけて計9回の利上げが実施され、2.25-2.5%となった。GDPギャップやインフレ率などから、テイラールールに基づいて簡易的に計算される(景気に中立的な)政策金利は、24年にかけて最終的に2.5%程度に落ち着いていく見込みであり、これが利上げのゴールの目安となろう(図表1-12)。

また、前回の利上げ開始時(15年末)と異なり、景気に中立的な金利水準が足もとで非常に高い水準にあることから、前回よりも速いペースでの利上げも許容される経済環境といえる。前は利上げ開始から1年後に2回目の利上げを実施したが、今回は22年内に計1.25%ポイントの利上げを予想する。インフレの状況次第では一度に0.5%ポイントの引上げもありうるだろう。23年内は0.75%ポイントの利上げを予想する。

上記のペースで利上げを実施した場合、その経済への影響はラグを伴って発現し、23年末にかけてGDPギャップを抑制する効果が出てくるだろう(図表1-13)。コロナ危機下で実施された財政政策や、20年初めに実施された1.5%の利下げ効果が、段階的に剥落するなかで、原油高や利上げが米国経済の過熱を抑制する方向にはたらくだろう。

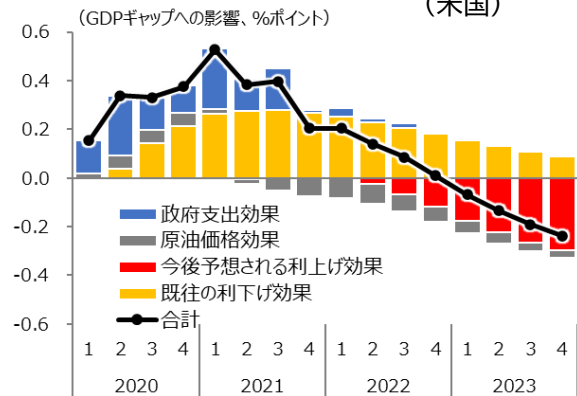
米国金利上昇は、米国の消費や投資の抑制要因となるが、米国経済自体はこれを吸収できる経済状況にある。ただし、米国長期金利の上昇は、金融市場を通じて世界に波及する。新興国では、米国との金利差縮小によって通貨が下落、インフレ圧力が一段と強まることが想定される。既に新興国では、インフレ圧力の強まりを受けて利上げに転じる国が増えており、米国の利上げがこうした状況を一段と加速させるだろう。

図表 1-12 政策金利の見通し(米国)



注:政策金利のラグにかかる係数は0、GDPギャップにかかる係数は0.5。予測期間は、インフレ率はFOMCのコアCPIデフレーター見通し、インフレ目標は2%、自然利率は0.4%、GDPギャップは0%、と設定。政策金利は22年に1.25%ポイント、23年に0.75%ポイント引上げと想定。
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 経済政策等の GDP ギャップへの影響(米国)



注:政府支出のGDP比、政策金利、原油価格の前期からの変化を基に、FRB/USモデルで公表されている後年への波及係数を用いて計算。22年以降、原油価格と政府支出のGDP比は横ばい、政策金利は22年に1.25%ポイント、23年に0.75%ポイント引上げと想定。
出所:FRB、CEICより三菱総合研究所作成

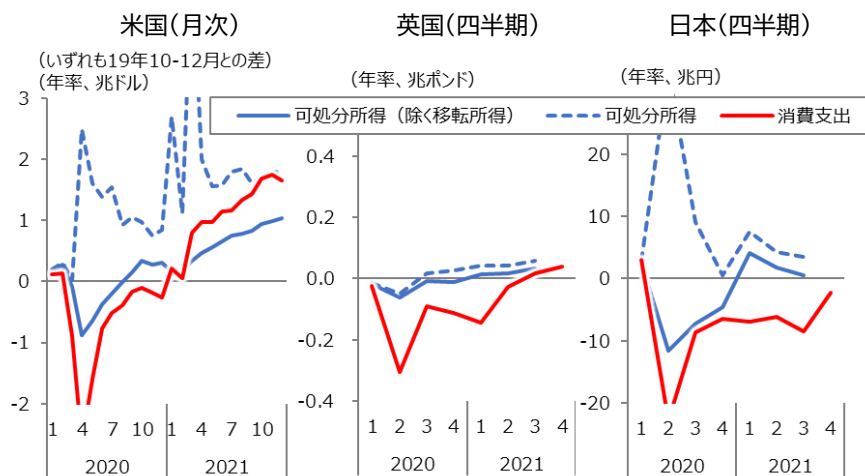
③ 消費の回復力

政策面からの景気下支え効果が22年以降、段階的に剥落していくなかで、経済が自律的に回復するためには、その主軸を担う消費の回復力が重要になる。

主要国の消費の回復状況を見ると、米国や英国では、名目の消費支出がコロナ危機前(19年10-12月期)の水準を上回って回復している(図表1-14)。米国の消費は、可処分所得を大幅に上回る回復をみせており、コロナ危機下での消費制約などで生まれた「過剰貯蓄」が消費に回り始めているとみられる。日米独英の家計の現預金は、コロナ危機後に大幅に増加しており、GDPの約12%に相当する現預金が家計に積み上がっている(図表1-15)。欧州や日本などでは今後ペントアップ需要の顕在化が予想される。欧米を中心に物価と金利

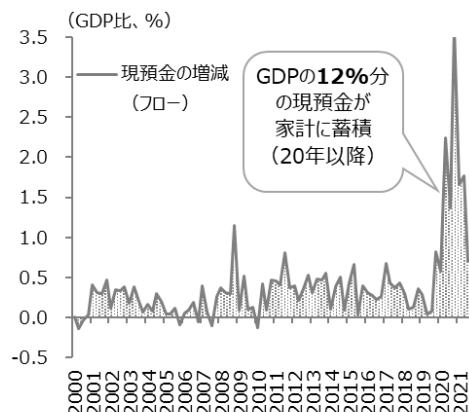
の上昇圧力が消費の抑制要因となるが、上記の過剰貯蓄に加え、人手不足による雇用・所得環境の改善が予想される。消費は23年にかけて総じて堅調な回復を見込む。

図表 1-14 可処分所得と消費（名目）



注：英国と日本の所得データは、直近が21年7-9月期。
出所：米国商務省、内閣府、UK Office for National Statistics より三菱総合研究所作成

図表 1-15 家計の現預金の増減（日米独英の合計）



注：直近は21年9月末。
出所：各国のFlow of Fundsより三菱総合研究所作成

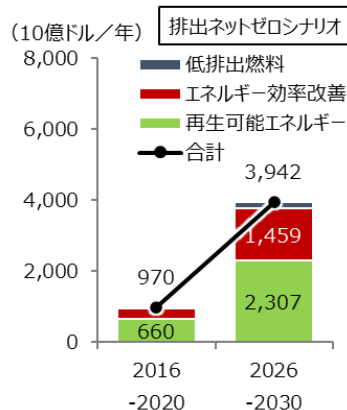
④ グリーンやデジタルへの投資

消費とともに経済の自律的な回復力の強さを左右する要素が、投資だ。欧州では、22年から欧州復興基金が本格的に稼働し、グリーン・デジタル分野への成長投資が加速、成長を底上げする見込みだ。復興基金の最大の利用国となるイタリアはGDP比10%超の基金の利用を予定している（欧州P.27、図表4-11）。また、米国でも21年11月に、5年間で総額1.2兆ドルのインフラ投資計画が成立しており、インフラやブロードバンド網、電力グリッド網の整備を進める方針だ。これらを通じて、脱炭素社会へのシフト、デジタルトランスフォーメーション、経済安全保障の強化など、民間部門の中長期的な産業構造転換に必要な投資が加速し、23年にかけて世界経済の成長押し上げ要因となるだろう。

なかでも、脱炭素化は巨額の投資が必要になる。IEAによると、温室効果ガスの排出ネットゼロを実現するためには、クリーンエネルギー投資を、現状の年1兆ドル程度から2030年にかけて4倍の4兆ドルへ拡大させる必要がある（図表1-16）。これにより石油・ガスなどへの投資は、現状施策維持シナリオと比べて0.3兆ドル程度減少することになるが（図表1-17）、増える投資に比べて減る投資は桁がひとつ小さい。

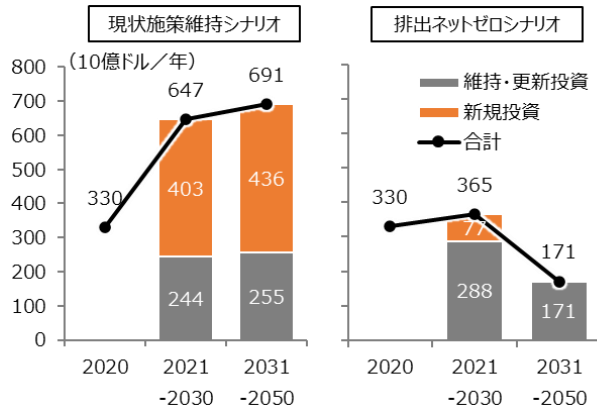
また、経済安全保障の強化、特に半導体サプライチェーンの海外依存を見直す動きが22年以降に強まるだろう。米国や欧州では国内の半導体産業への投資・研究開発支援が盛り込まれた法案を審議中だ（図表1-18）。中国も米国や台湾からの調達制限されるなか、半導体の技術力強化を官民一体で進めていく見込みだ。

図表 1-16 脱炭素投資（IEA 予測）



出所：IEA「World Energy Outlook 2021」より三菱総合研究所作成

図表 1-17 石油・ガスへの投資（IEA 予測）



出所：IEA「World Energy Outlook 2021」より三菱総合研究所作成

図表 1-18 半導体サプライチェーン強化の動き

米国	<ul style="list-style-type: none"> CHIPS法案（両院調整中）国内の半導体生産と研究へ520億ドルの支援 民主主義国、QUADとの技術連携強化
EU	<ul style="list-style-type: none"> European Chips Act（欧州半導体法）2022年初めにも策定へ；国家援助の規制緩和、投資・研究開発支援
中国	<ul style="list-style-type: none"> 「双循環」戦略によるサプライチェーン強靱化方針を確認（中央政治局会議） 国家集積回路産業投資基金を通じ半導体技術へ投資

出所：三菱総合研究所作成

22年1-3月期の成長率を下方修正も、23年にかけて自律的な回復力高まる

前回11月見通し時点からの経済状況の変化、および上記4つの注目点を踏まえ、主要国・地域の実質GDP成長率予測を改定した(図表1-19)。

22年の世界経済の成長率予測は、前年比+3.5%と前回(11月時点、同+3.7%)から下方修正する。オミクロン変異株の感染拡大による22年1-3月期の成長下振れが主因である。4-6月期以降は、防疫と経済の両立が進み、ペントアップ需要の顕在化などから成長回復を見込む。

23年は、同+3.0%と予測する。米国は利上げの影響も顕在化してくることから成長減速を見込む。中国は22年の成長下振れからの反動もあり、小幅に成長加速を予想する。世界経済全体では22年から成長率が鈍化するものの、経済活動の正常化が進み、自律的な回復力が高まるだろう。

図表 1-19 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%	5.2%	3.5%	3.0%
米国	▲3.4%	5.7%	3.9%	2.4%
欧州 (5カ国)	▲7.7%	5.6%	4.0%	2.6%
中国	2.3%	8.1%	5.0%	5.2%
日本 [暦年]	▲4.5%	1.7%	2.5%	1.6%
[年度]	▲4.5%	2.5%	2.9%	1.2%
ASEAN5	▲3.4%	3.3%	5.5%	5.7%
その他世界	▲4.2%	3.9%	2.3%	2.2%

注: 数値は暦年。欧州はドイツ、フランス、イタリア、スペイン、英国の5カ国。21年の水色部分は予測値。

出所: 三菱総合研究所

(3) 世界経済のリスク

世界経済の最大のリスクは、引き続き、新型コロナを巡る状況の悪化である。変異を繰り返す過程で弱毒化していけば、通常のインフルエンザと同様に落ち着いていくが、既存のワクチンが効きにくい、あるいは重症化率が高い新たな変異株が発現する可能性もある。

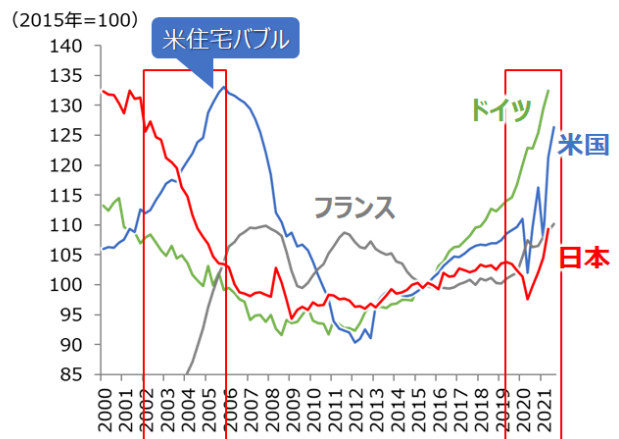
その他のリスクとしては、①米国長期金利上昇による資産価格の過度な調整、②中国経済失速と不良債権増加の悪循環、③米中間選挙後の米政権運営の停滞が挙げられる。

第一に、米国長期金利上昇による資産価格の過度な調整である。米国株のシラーPER(インフレ調整後の純利益に対する株価の倍率)は、1929年の大恐慌、2008年の世界金融危機の前の水準を超えている。収入対比の住宅価格も米国やドイツで急上昇、2000年代前半の米国住宅バブルに相似する上昇となっている(図表1-20)。米国や欧州の金融政策が危機対応からの出口への動きを進めるなかで、これら資産価格の過熱感が適度に抑えられるのは望ましい。しかし、市場の想定よりも速いペースでの利上げなどにより、長期金利が急騰した場合には、金融市場が混乱し資産価格の過度な調整が起きる可能性がある。米国の金利上昇とそれに伴うドル高は、新興国からの大規模な資金流出にもつながりかねない。

第二に、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、債務問題の深刻化や輸出環境の悪化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、不良債権比率は日本のピークであった02年の8.3%を上回る10%近くまで上昇する(中国経済P.30、図表5-12)。米中対立の深刻化による輸出の減少、ゼロコロナ政策による経済活動の過度な抑制が、成長率の下振れリスクとなる。不良債権が増大した際に、資本が劣化した銀行への公的資金注入が遅れ、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。

第三に、米中間選挙後の米政権運営の停滞である。支持率の低迷が続くバイデン政権としては、無党派層からも支持が厚い「気候変動・社会保障関連歳出法案(ビルド・バック・ベター法案)」の成立を急ぎたいところだが、民主党内からの離反により難航している。中間選挙で大敗すればバイデン政権の求心力が一段と低下、富裕層課税や気候変動対策など政策の実現可能性が低下し、成長の下振れ要因となる。

図表 1-20 住宅価格の対収入倍率



注: 直近は米国とフランスが21年9月、その他が21年6月。

出所: OECDより三菱総合研究所作成