

### ウィズコロナ下での世界・日本経済の展望 (2021~2023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、新型コロナウイルス感染症の世界的な拡大を踏まえ、経済対策提言や世界・日本経済の見通しを随時発表してきました。今回は2月半ばまでの世界経済・政治の状況、および日本の2021年10-12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

21年10-12月期の世界経済は、防疫と経済の両立進展により、物価上昇圧力が強まるなかでも高めの成長率となった。オミクロン変異株の感染急拡大により、22年入り後は外出行動の抑制から世界経済の拡大ペースが鈍化しているが、重症化率や死亡率の低さを踏まえ、防疫措置を緩和する動きも広がっている。

22年以降の世界経済は、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し、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。今後の注目点は、次の4点である。

第一に、物価上昇圧力である。供給網混乱など短期的な物価上昇圧力は段階的に緩和されるものの、23年にかけて米欧の消費者物価は2%を超える上昇が続く可能性が高い。①家計の過剰貯蓄が消費に回ることによる需要の強さに加え、構造的要因として②人手不足深刻化による賃金の上昇、③脱炭素化による素原材料価格の上昇も、物価上昇に寄与する。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下振れ要因となろう。

第二に、米国の金融政策である。インフレ圧力の強まりを受けてFRBは22年3月に利上げを開始する見込み。22年内に計1.25%ポイント、23年内に追加で計0.75%ポイントの利上げを予想する。米国金利上昇は、米国の消費や投資の抑制要因となるほか、国際金融市場を通じて新興国の通貨安・インフレ圧力を一段と強める要因となる。

第三に、消費の回復力である。米欧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、人手不足による雇用・所得環境の改善が見込まれるなか、コロナ危機下で積み上がった貯蓄(日米欧でGDPの約12%)が消費に回ることが予想される。消費は23年にかけて総じて堅調な回復を見込む。

第四に、グリーンやデジタルへの投資である。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。脱炭素社会への移行やデジタルトランスフォーメーションには、巨額の投資が必要になる。22年以降、欧州復興基金、米国インフラ投資計画などを通じた投資拡大に加え、民間部門でも中長期的な産業構造転換に必要な投資が加速。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。

これらを踏まえ、世界経済の実質GDP成長率は、22年が前年比+3.5%(前回11月見通しから▲0.2%ポイント下方修正)、23年が同+3.0%と予測する。

先行きのリスクは、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。米国の利上げが市場予想を上回るペースで実施され長期金利が急騰すれば、株価や住宅価格の急落、金融市場の混乱を招き、世界経済の下振れ要因となる。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。第三に、米中間選挙後の米政権運営の停滞である。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。

## 日本経済

日本経済は回復傾向にあるが、22年1-3月期はオミクロン変異株の感染拡大を背景に、成長鈍化を予想する。感染がピークアウトすれば、経済活動の正常化に伴う雇用・所得環境の改善に加え、コロナ危機下で積み上がった50兆円の過剰貯蓄が消費に回ることから、22年半ばにかけて高めの伸びとなろう。22年1-3月期にはコロナ危機前のGDP水準を回復する見込み。23年以降は、ペントアップ需要の剥落を背景に、潜在成長率並みの成長率に落ち着くと予想する。実質GDP成長率は、22年度は同+2.9%、23年度は同+1.2%と予測する。

## 米国経済

米国経済は、長期化する供給制約や物価上昇が景気の下押し圧力となるも、雇用・所得環境の改善により総じて回復基調を維持している。22年は、財政・金融政策の危機対応に支えられた成長から、自律的な成長へと移行する一年となるだろう。過剰貯蓄や雇用環境の回復によってペントアップ需要の継続が期待されるほか、21年11月に成立したインフラ投資計画も下支えしよう。ただし、オミクロン変異株の感染拡大による22年1-3月期の成長鈍化、金融政策の正常化加速に伴い、22年の実質GDP成長率は前年比+3.9%と、前回11月見通し(同+4.2%)から下方修正する。23年はペントアップ需要の剥落などから成長は鈍化するが、供給制約の緩和もあり同+2.4%と潜在成長率を上回る成長を見込む。

## 欧州経済

欧州経済は、21年末からの感染急拡大により22年1-3月期の成長は鈍化する見込み。ただし、デジタルCOVID証明書などの活用により感染対策と経済活動を両立する動きを進めており、経済の回復基調は維持している。22年は、ウクライナ情勢緊迫化によるエネルギー供給の不安定化や人手不足感の高まりが経済活動の重しとなるが、本格稼働する欧州復興基金を活用したグリーン・デジタル分野の投資が成長を押し上げるだろう。23年は政策効果が縮小も自律的な成長に移行するとみる。欧州5カ国平均の実質GDP成長率は、22年が前年比+4.0%、23年が同+2.6%と予測する。

## 中国経済

中国経済は、恒大集団の信用不安に端を発した不動産市場の冷え込み、ゼロコロナ政策下の経済活動抑制から成長減速が継続している。こうした状況下、22年後半に開催予定の中国共産党大会で3期目入りを目指す習政権は、安定成長へ配慮した経済政策方針を掲げており、経済の下振れリスクが高まる際には、政府の景気下支え策の出動が見込まれる。22年の実質GDP成長率は、年前半の成長下振れにより、前回11月見通しの前年比+5.2%から同+5.0%に下方修正するが、年央以降は不動産市場の調整が一服、経済活動の再開により持ち直す展開を予想する。23年は、供給制約の緩和や経済活動の正常化から、潜在成長率並みの同+5.2%と、前年から小幅に成長率が回復すると予測する。

## 新興国経済

新興国は、経済活動の段階的な再開により21年10-12月期に成長の勢いを強めた。新興国経済が、先進国経済の正常化に伴い輸出主導で成長回復する想定は不変だが、オミクロン株の感染拡大などから経済回復ペースが緩やかになることを想定し、総じて下方修正する。米国の金利上昇を契機に資本流出や通貨安が進展し、防衛的利上げを強いられれば、経済の回復ペースが鈍化する可能性がある。新興国の脱炭素への取り組みは、投資拡大による成長上振れ、素原材料価格上昇による成長下振れといった経済へ正負両面の影響がある。

# 目次

1. 総論	4
世界経済の成長率予測 計表	9
2. 日本経済	10
日本経済の成長率予測 計表	19
3. 米国経済	21
4. 欧州経済	25
5. 中国経済	28
6. 新興国経済	31

(1) 世界経済の現況

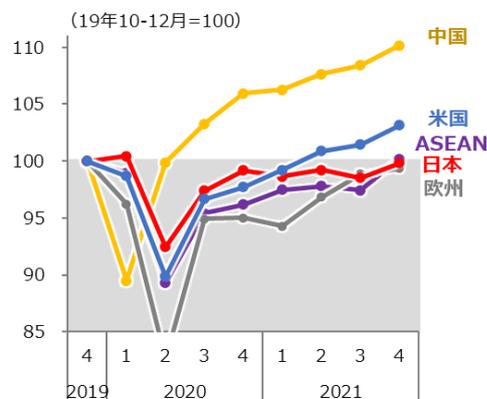
世界経済は回復継続、オミクロン変異株流行も経済活動との両立を図る動き

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。

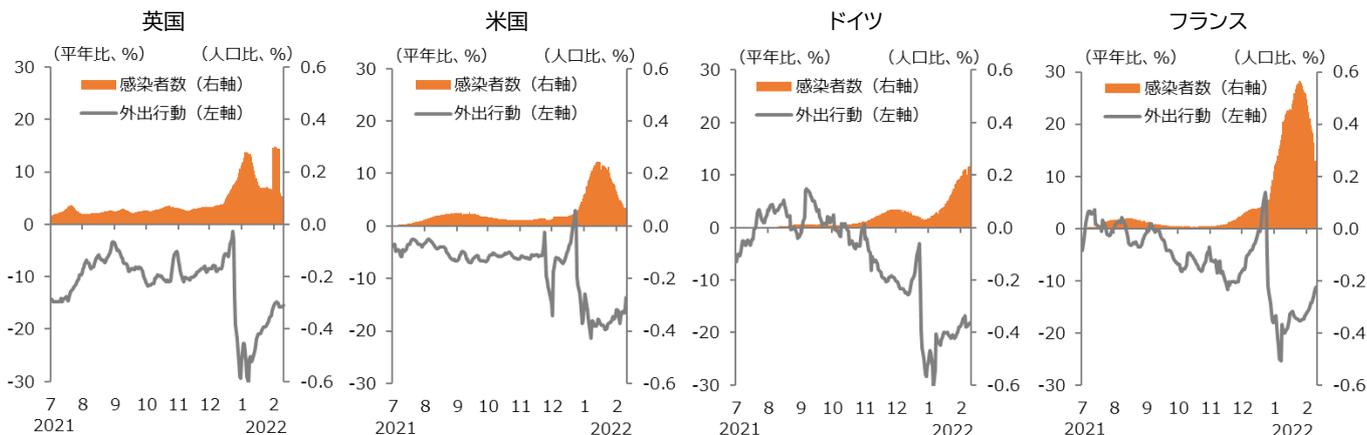
例えば英国では、1年半ば以降、①在宅勤務勧告の終了、②屋内のマスク着用義務の撤廃、③大規模イベント参加時のワクチン接種証明等の提示義務解除を実施。2年半ば以降、ワクチン接種者は検査・隔離なしで入国できるよう水際対策を緩和する。他の欧州、米国などでも、感染者数が非常に多いオミクロン変異株の特性を踏まえ、感染者や濃厚接触者の隔離期間の短縮化(および一部エッセンシャルワーカーの隔離期間撤廃)により、防疫と経済のバランスを図りつつある。

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)



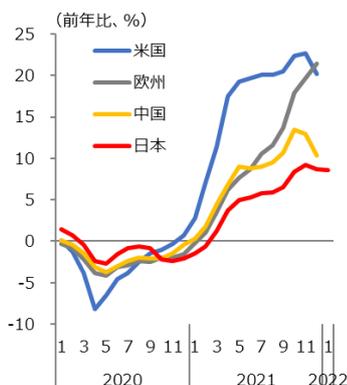
注: 直近は22年2月10日。  
出所: Our World in Data, Googleより三菱総合研究所作成

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)。

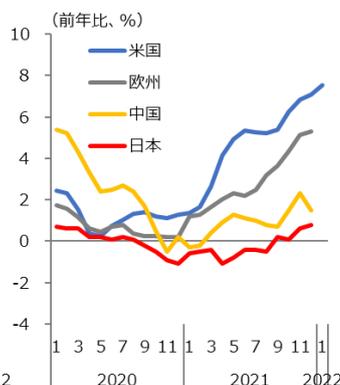
消費者物価上昇の内訳について、コロナ危機前の19年と比較すると(図表1-5左)、米国の場合、物価上昇率8.7%のうちエネルギーと食料

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

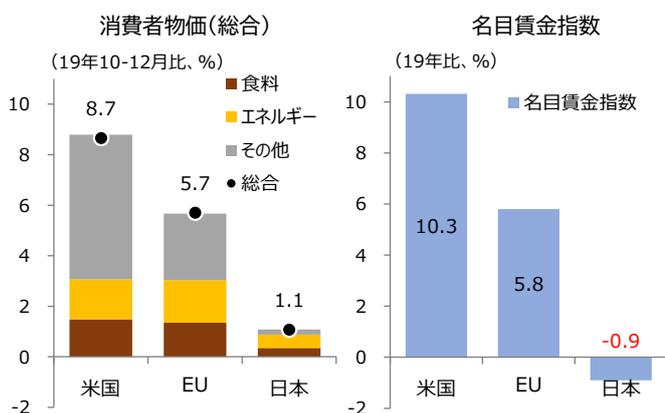


注: 総合指数。直近は米国のみ22年1月、他は21年12月。  
出所: CEICより三菱総合研究所作成

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。

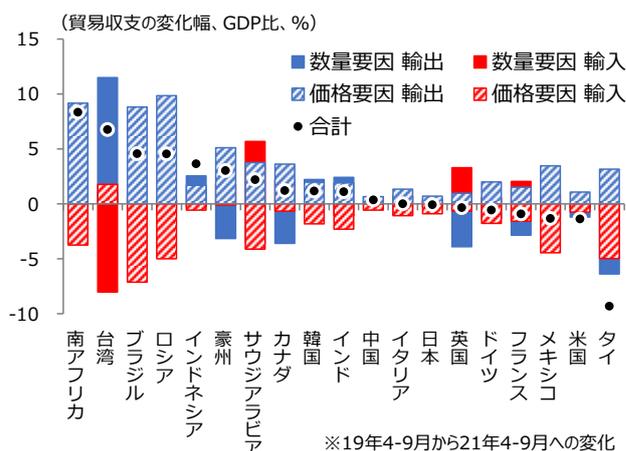
素原材料価格の上昇は、資源輸入国を中心に景気の回復ペースを鈍化させる要因となる一方で、輸出価格の上昇を通じて経済にプラスにはたらく国もある。コロナ危機前からの貿易収支の変化をみると、資源輸出国の豪州、南ア、ロシアなどは輸出価格の上昇で改善した(図表1-6)。台湾は半導体などの輸出数量の増加が貿易収支の改善に寄与したとみられる。

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)



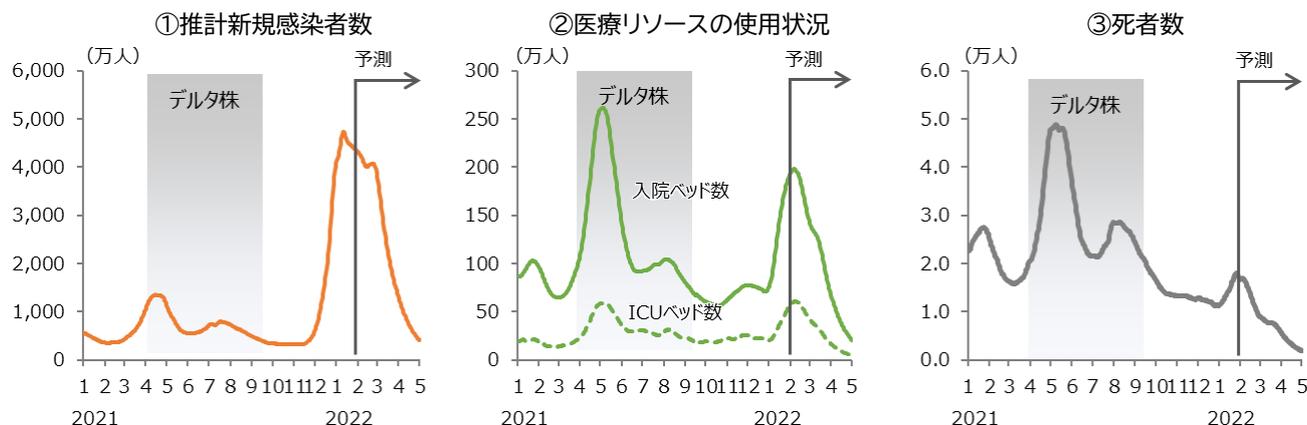
注:価格要因と数量要因の交差項があるため、内訳と合計は一致しない。  
出所:CEICより三菱総合研究所作成

## (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。

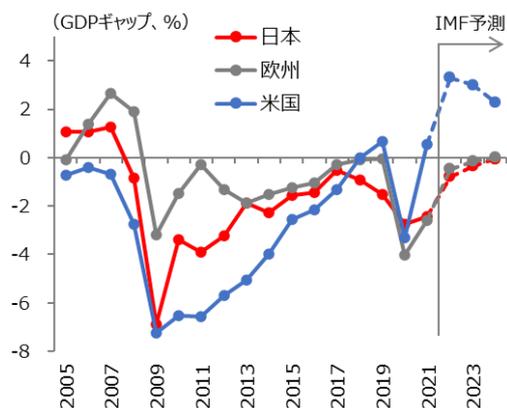
22年後半以降、消費者物価の伸びは鈍化していくことが予想されるが、物価の伸びはコロナ危機前と比べて高い水準を継続する可能性が高い。その要因として主に3つある。

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)。

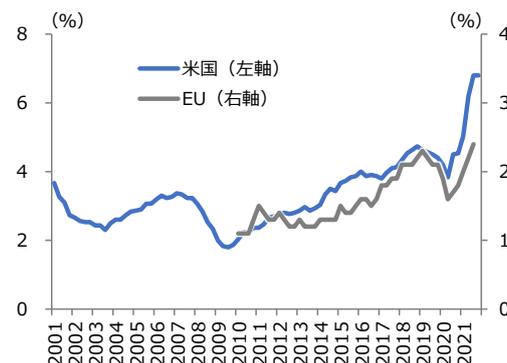
第三に、地政学リスクの高まりや脱炭素化による素原材料価格の上昇である。ウクライナ情勢など地政学リスクの高まりに加え、脱炭素化の動きも素原材料価格の上昇要因となる。従来型エネルギーへの投資は段階的に縮小が予想され、需要が減少したとしても、価格は高止まりする可能性が高い。また、EV化や再生可能エネルギーへの電源シフトが進むことで、非鉄金属などへの需要が中長期的に拡大することが予想される(図表1-10)。これを見越し、先行して在庫を積み増す動きもみられる。需給逼迫による素原材料価格の上昇継続が予想される(図表1-11)。

図表 1-8 GDP ギャップ



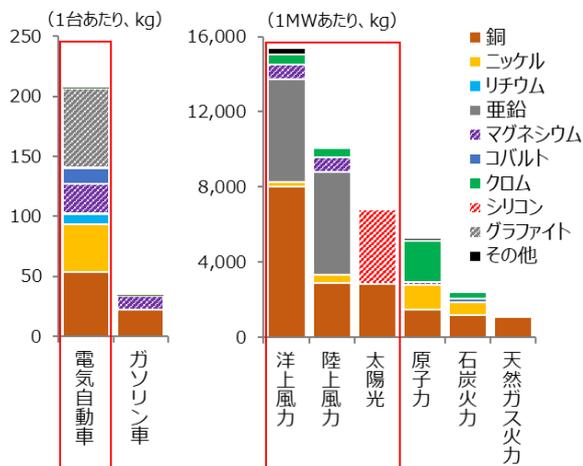
注: 21年10月時点のIMF予測。  
出所: IMFより三菱総合研究所作成

図表 1-9 欠員率 (米欧)



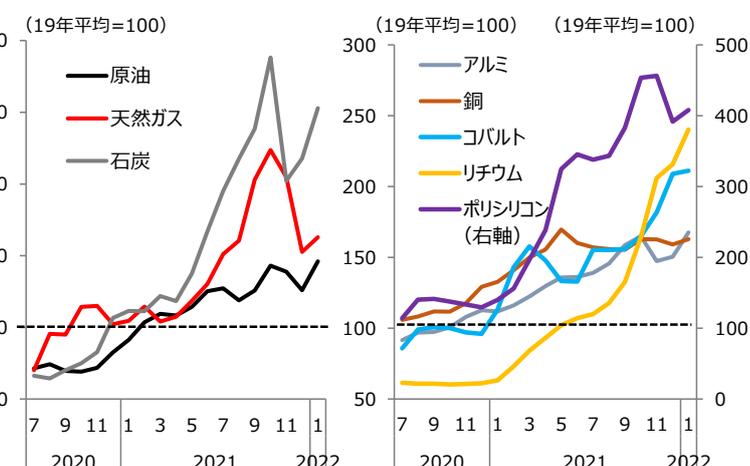
注: 米国は季節調整値, EU27は原数値。  
出所: 米国労働省, Eurostatより三菱総合研究所作成

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22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。

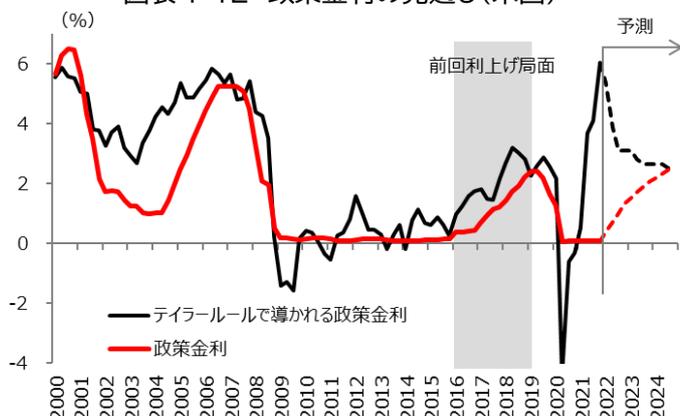
今後の注目点は、政策金利の最終的な到達水準と引上げペースである。前回の利上げ時は15年末から18年末にかけて計9回の利上げが実施され、2.25-2.5%となった。GDPギャップやインフレ率などから、テイラールールに基づいて簡易的に計算される(景気に中立的な)政策金利は、24年にかけて最終的に2.5%程度に落ち着いていく見込みであり、これが利上げのゴールの目安となろう(図表1-12)。

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。前回は利上げ開始から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。

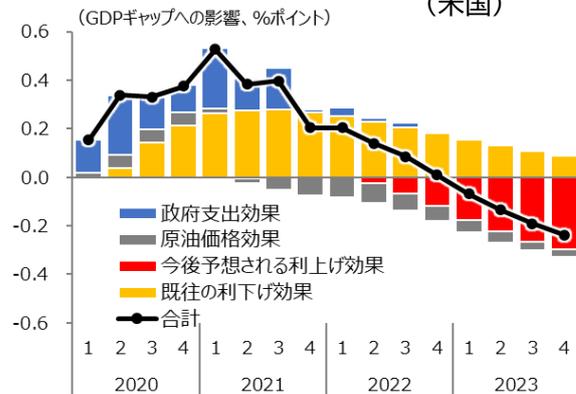
米国金利上昇は、米国の消費や投資の抑制要因となるが、米国経済自体はこれを吸収できる経済状況にある。ただし、米国長期金利の上昇は、金融市場を通じて世界に波及する。新興国では、米国との金利差縮小によって通貨が下落、インフレ圧力が一段と強まることが想定される。既に新興国では、インフレ圧力の強まりを受けて利上げに転じる国が増えており、米国の利上げがこうした状況を一段と加速させるだろう。

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

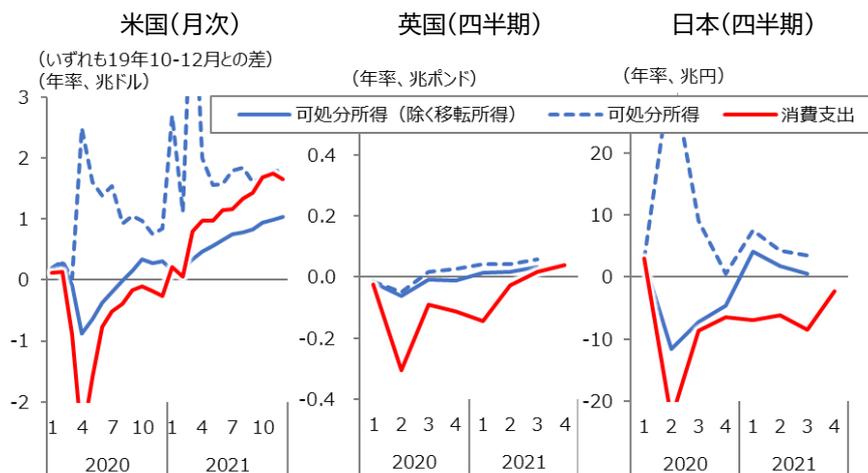
## ③ 消費の回復力

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

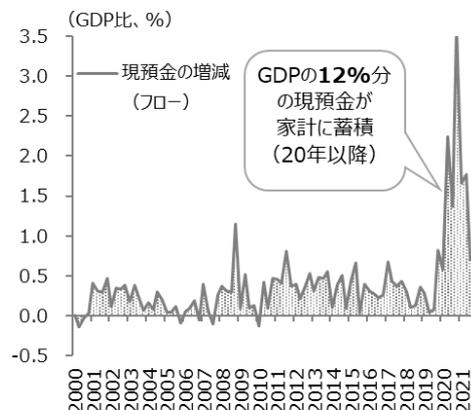
の上昇圧力が消費の抑制要因となるが、上記の過剰貯蓄に加え、人手不足による雇用・所得環境の改善が予想される。消費は23年にかけて総じて堅調な回復を見込む。

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法が成立しており、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。

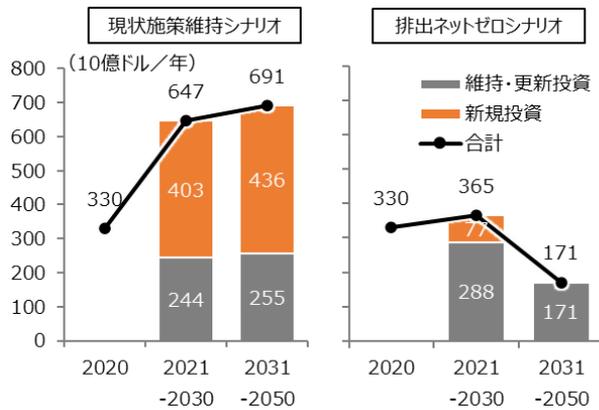
また、経済安全保障の強化、特に半導体サプライチェーンの海外依存を見直す動きが22年以降に強まるだろう。米国や欧州では国内の半導体産業への投資・研究開発支援が盛り込まれた法案を審議中だ（図表1-18）。中国も米国や台湾からの調達制限されるなか、半導体の技術力強化を官民一体で進めていく見込みだ。

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"> <li>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</li> <li>民主主義国、QUADとの技術連携強化</li> </ul>
EU	<ul style="list-style-type: none"> <li>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</li> </ul>
中国	<ul style="list-style-type: none"> <li>「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）</li> <li>国家集積回路産業投資基金を通じ半導体技術へ投資</li> </ul>

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。

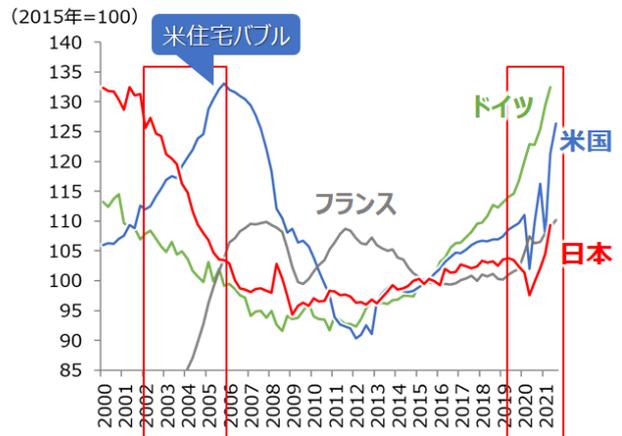
その他のリスクとしては、①米国長期金利上昇による資産価格の過度な調整、②中国経済失速と不良債権増加の悪循環、③米中間選挙後の米政権運営の停滞が挙げられる。

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

## 2. 日本経済

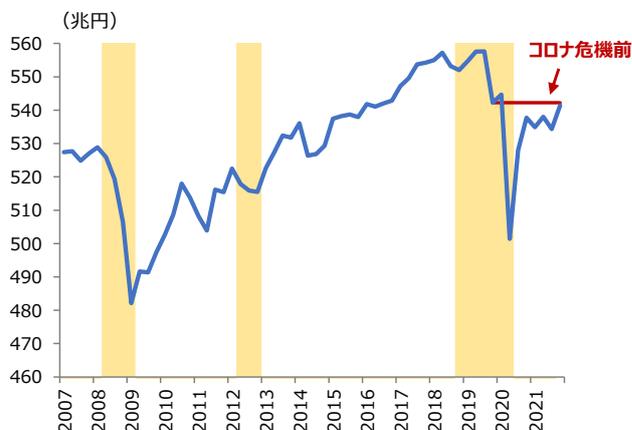
### (1) 概観

#### 21年10-12月は緊急事態宣言解除もあり日本経済は高めの成長

21年10-12月期の実質GDP成長率は、季調済前期比+1.3%（年率+5.4%）と、2四半期ぶりのプラス成長となった。実質GDPは、コロナ危機前（19年10-12月期）の99.8%の水準まで回復した（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+2.7%と高い伸びとなった。4回目の緊急事態宣言（21年7月～9月）が解除され、10月以降、外出行動の持ち直しとともに、抑制されていた消費が顕在化したとみられる。実質民間企業設備は同+0.4%と増加に転じた。財貨・サービス輸出は、供給制約の緩和による生産の回復を背景に、同+1.0%の増加となった。財貨・サービス輸入は同▲0.3%の減少となり、外需寄与度は+0.2%ポイントであった。

図表2-1 日本の実質GDP



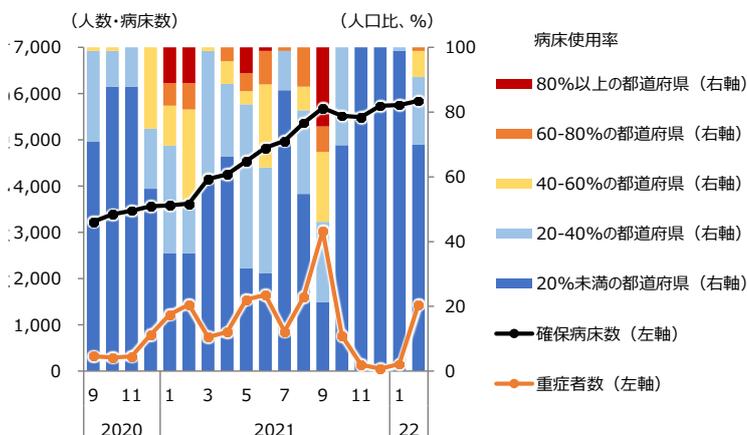
注：黄色の網掛け期間は内閣府の基準による景気後退期。18年10月以降の景気後退期は暫定。  
出所：内閣府「国民経済計算」「景気基準日付」より三菱総合研究所作成

#### オミクロン変異株の出現により新規感染者数が急増、国内経済活動は再び落ち込む

国内では、オミクロン変異株の出現により、22年以降、新規感染者数が急増している。重症化率・死亡率は低く、新規感染者数の増加ペースも2月中旬以降は鈍化しているものの、今後重症者数が一段と増加し、医療が逼迫する懸念は残る（図表2-2）。

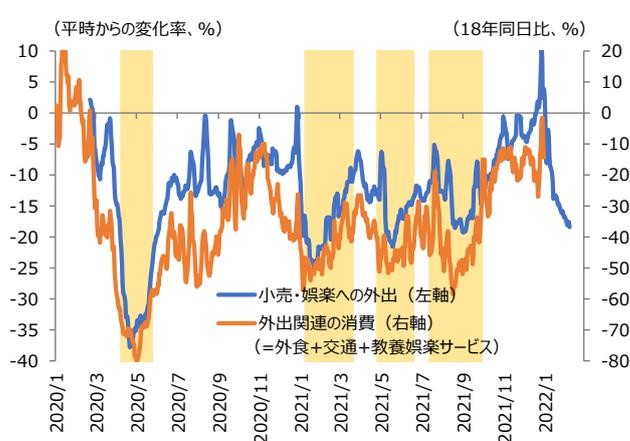
新規感染者数の急増は、経済活動の抑制につながっている模様だ。22年2月12日時点で、36都道府県でまん延防止等重点措置が適用されている。ワクチン接種完了者の間でも感染が広がっていることもあり、外出行動（小売・娯楽）は22年初以降、大幅に低下している（図表2-3）。外出関連の消費も低下している可能性が高い。オミクロン変異株の流行による外出自粛やまん延防止等重点措置の適用による経済損失は、▲1.2兆円程度と見込まれる。

図表2-2 重症者数と確保病床の使用状況



注：各月第1週目の数字から作成。都道府県別の重症者用確保病床使用率と人口（19年時点）を用いて算出。  
出所：厚生労働省「療養状況等及び入院患者受入病床数等に関する調査について」、国立社会保障・人口問題研究所より三菱総合研究所作成

図表2-3 外出動向（小売・娯楽）と外出関連の消費



注：前後3日移動平均。直近は小売・娯楽への外出が22年2月10日、外食関連の消費が21年12月31日。黄色い網掛けは緊急事態宣言の発令時期を示す。  
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

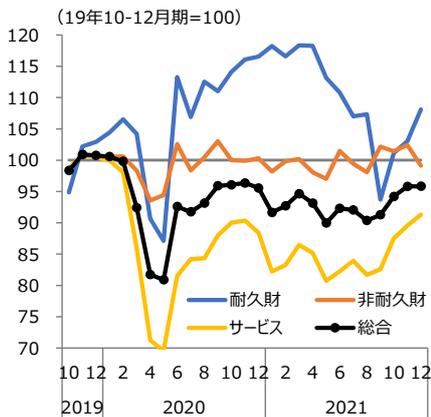
## (2) 消費の動向

### 防疫措置発令と外出自粛により、22年1-3月期の消費は再び弱い動きに

21年10-12月期の実質民間最終消費支出は、季調済前期比+2.7%と高めの伸びとなった。10月以降の緊急事態宣言の解除を背景に、サービス消費の持ち直しが全体を押し上げた(図表2-4)。在宅消費に関わる特需が剥落していた耐久財も、21年10月以降はコロナ危機前を上回る水準に持ち直した。

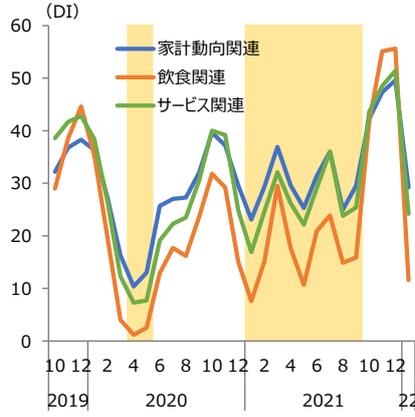
もともと、22年入り後は、新規感染者数の急増を受け、外出関連消費は再び落ち込んでいる模様だ。22年1月の「家計動向関連」「飲食関連」「サービス関連」の街角景況感は大いに悪化した(図表2-5)。

図表 2-4 実質消費活動指数



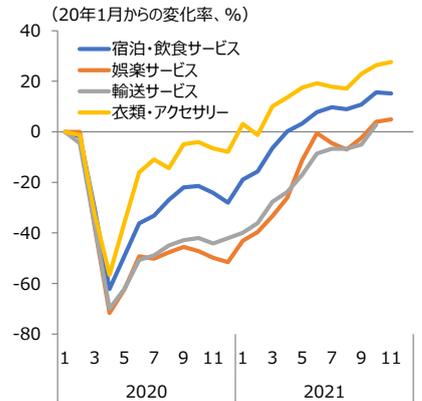
出所：日本銀行「消費活動指数」より三菱総合研究所作成

図表 2-5 街角景況感(水準)



注：網掛けは緊急事態宣言が発令されていた時期を示す。  
出所：内閣府「景気ウォッチャー調査」より三菱総合研究所作成

図表 2-6 米国の外出関連消費



注：クレジット/デビットカードでの消費支出。日次から作成した月次平均。11月は7日までの平均。輸送サービスは10月まで。  
出所：Affinityより三菱総合研究所作成

### 増えた貯蓄の4割程度が消費に回り、先行きの消費は一時的にコロナ危機前を上回る可能性

先行きの消費のポイントは二つある。一つは、コロナ危機で増えた貯蓄がどの程度消費に回るか、である。当社の生活者市場予測システム(mif)で実施した生活者調査(21年10月)によると、増えた貯蓄のうち4割弱が消費に回る可能性がある。20年4-6月期~21年7-9月期の貯蓄は、コロナ危機がなかった場合に比べて約50兆円増加した。そのうち4割弱が消費に回れば、約18兆円(消費の約6%)の消費押し上げとなる。

先行きの消費は一時的にコロナ危機前を上回るとみられる。経済活動の再開が一足早く進んだ米国では、外出関連消費がコロナ危機前(20年1月)を上回っている(図表2-6)。3回にわたる現金給付が行われた米国と所得環境は異なるが、日本でも外出関連消費がコロナ危機前の水準を一時的に上回る可能性がある。

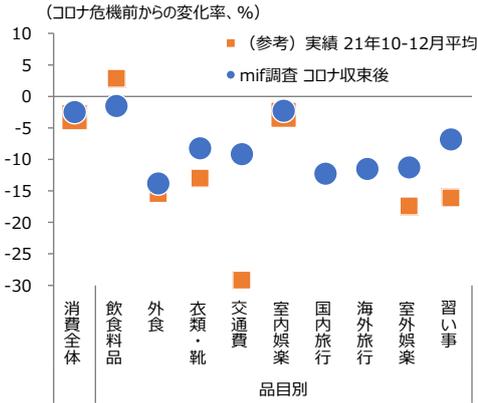
なお、21年11月に閣議決定された経済対策に含まれる、「子育て世帯への臨時特別給付金(18歳以下10万円給付)」も消費を一定程度押し上げるものの、効果は限定的とみる。20年7月に実施したmif調査では、20年に行われた「1人10万円の特別定額給付金」のうち消費に回った割合は、18歳未満の子どもがいる世帯では2割強であった。この結果を当てはめると、「子育て世帯への臨時特別給付金」の消費押し上げ効果は約0.4兆円(消費の約0.1%)にとどまる。

### コロナ危機前後で消費パターンが変化、品目によってはコロナ危機前の水準まで戻らない可能性

ポイントの二つ目は、一時的に盛り上がった後に消費はどの水準に落ち着くか、である。前述のmif調査(22年1月21-23日実施)によれば、コロナ収束後は、消費支出の総額をコロナ危機前よりも3%程度減らす意向である(図表2-7)。「外食」「旅行」「室外娯楽」などは10%以上低い。

背景には、生活様式の変化や収入への不安の強まりがある。コロナ収束後に消費を減らすと回答した人を対象に理由を確認すると、友人との外出や同好会など「定期的な集まりが減るから」、まとめ買いやネット通販の利用を増やし、「買物への外出が減るから」などの理由が多い(図表2-8)。「将来の世帯収入への不安が強まったから」「消費行動の無駄を見直したから」も2割前後である。また、「リモートワークにより外出が減るから」は年齢や地域によって差があり、若年層や都市部では理由として挙げる人の割合が多い。

図表2-7 コロナ収束後の消費意向(生活者調査)



注:コロナ危機前=100とすると、コロナ収束後の消費は50から150のうち、どれかという問いの各回答割合から作成。実績は名目・二人以上世帯。19年の年間平均の消費水準を15年～18年の月次の消費の動きで調整した水準調整後の19年同月比。国内旅行、海外旅行の実績はそれぞれ同▲47%、▲100%。  
出所:総務省「家計調査報告」、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1月21-23日に実施、回答者5,000人)

図表2-8 コロナ収束後の消費を減らす理由(生活者調査)

	全体	年齢別		地域別	
		20歳代	60歳代	都市部	地方部
定期的な集まりが減るから	35	31	40	36	33
買物への外出が減るから	26	24	29	25	26
将来の世帯収入への不安が強まったから	21	12	24	20	22
消費行動の無駄を見直したから	20	17	21	19	20
室外娯楽を利用する必要性が低下するから	15	12	17	16	15
コロナ禍で世帯収入が減ったから	15	9	16	16	14
リモートワークにより外出が減るから	14	20	9	18	10
当てはまるものはない	14	21	13	13	15
将来、増税が行われると思うから	14	9	16	13	15
郊外・地方に移住したから	1	2	0	1	1

注:コロナ収束後の消費を1品目(消費全体を含む)でも減らすと回答した3,266人の回答。3つまでの複数回答。  
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1月21-23日に実施、回答者5,000人)

**経済活動の正常化により、消費は22年度にかけて回復ペースを高める見込み**

先行きの消費を展望すると、22年1-3 月期は新規感染者数の急増を背景に、外出自粛が進んでいることから、低い伸びとなる可能性が高いが、22年度前半の消費は高めの伸びとなろう。感染拡大が落ち着いた後は、抑制されていた消費の一部が顕在化するほか、増えた家計貯蓄が消費に回るとみる。経済活動の再開を背景に雇用・所得環境の改善も期待される。22年度後半以降は、ペントアップ需要が一服し、消費は所得見合いの伸びを見込む。実質民間最終消費支出は、21年度は前年比+2.8%、22年度は同+4.4%、23年度は同+1.0%と予測する。

**(3) 雇用・所得の動向**

**雇用環境は二極化、人手過剰と人手不足が併存**

雇用環境は、二極化している。21年10-12月期の雇用者数は、外出自粛の影響が大きい飲食、宿泊など外出関連4業種では2年前(19年10-12月期)に比べて70万人程度少ない(図表2-9)。一方、外出関連4業種以外では、雇用者数が19年同期差プラスで推移している。

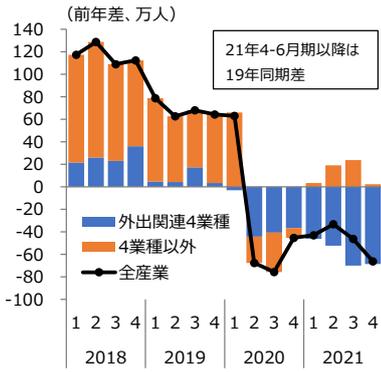
外出関連を中心に一部業種では、今後一段と雇用の減少が進む可能性がある。日銀短観の21年12月調査をみると、外出自粛に影響を受けやすい宿泊・飲食サービスでは、2割弱の企業で雇用過剰感がある(図表2-10)。外出関連業種を中心にコロナ関連倒産が増えており、コロナ危機がさらに長期化した場合、倒産による雇用削減も進みそうだ。

一方、人手不足を感じる企業は多い。日銀短観においては、いずれの業種でも、「雇用が不足」と感じる企業の割合は、「雇用が過剰」と感じる企業の割合を上回っている。宿泊・飲食サービスにおいても4割近い企業で雇用不足感がある。

人手不足は今後も経済活動が再開するにつれて、さらに強まる可能性がある。これまで労働需要の増加に応じて、主に女性の労働参加によって労働供給が増えてきた(図表2-11)。女性の労働参加率は直近10年で10%近く上昇したが、20年以降は横ばいとなっており、労働力人口の増加は止まっている。

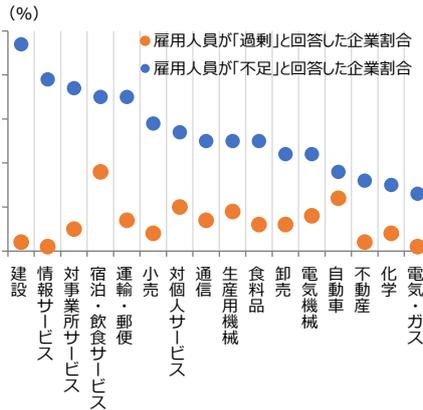
人手過剰と人手不足が併存するなか、外出関連業種を中心に人手過剰の企業から人手不足の企業へと労働移動を進めていくことの必要性は高まっている。

図表2-9 雇用者数



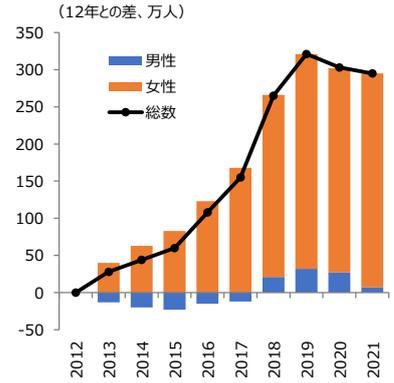
注：外出関連4業種は宿泊業、飲食店、その他生活関連サービス、娯楽業。  
出所：総務省「労働力調査」より三菱総合研究所作成

図表2-10 人手過剰・不足の企業割合



注：全規模。21年12月調査。  
出所：日本銀行「日銀短観」より三菱総合研究所作成

図表2-11 労働力人口



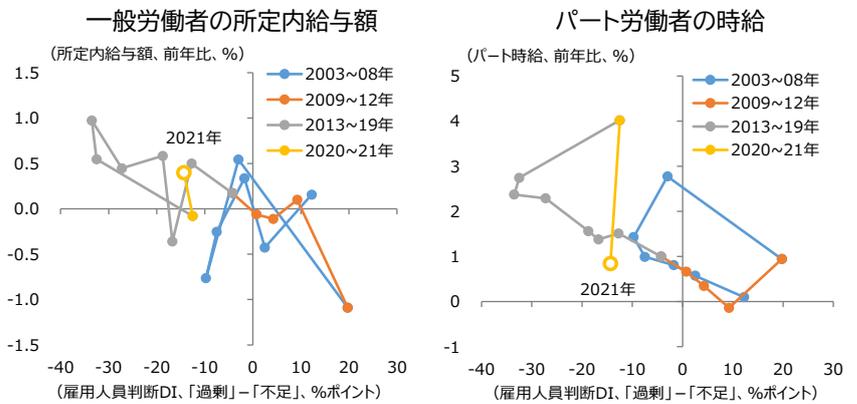
出所：総務省「労働力調査」より三菱総合研究所作成

労働需給の逼迫が賃金上昇圧力に

所得環境は持ち直しつつある。一般労働者の現金給与総額はコロナ危機前より1%程度低いものの、落ち込み幅は縮小しているほか、所定内給与額(基本給)はコロナ危機後も増加傾向にある。パート労働者の時給はコロナ危機後も増加が続いている。

人手不足の強まりが、賃金上昇圧力になっているとみられる。労働需給の逼迫度合いと賃金上昇率の関係を示すフィリップス曲線を見ると、13年以降は一般労働者、パート労働者ともに、人手不足の強まりにより、賃金上昇率が高まっている(図表2-12)。この関係は、コロナ危機後も崩れていない。

図表2-12 フィリップス曲線(賃金版)



注：年平均。横軸の「雇用人員判断DI」は全規模・全産業。  
出所：厚生労働省「毎月勤労統計調査」、日本銀行「短観」より三菱総合研究所作成

今後、経済活動の再開とともに、人手不足が一段と強まれば、賃金上昇率がさらに高まることを見込まれる。企業にとっては労働者を確保するためには、継続的な賃金上昇が必要となる。17年4月に実施したmif調査によると、半数を超える回答者が、雇用・所得環境の改善にとって「継続的な賃金ペア」が重要と考えている(図表2-13)。また、賃金以外にも、女性労働者は「子育てや介護と就労の両立支援」、高齢労働者は「スキルアップ支援」「転職の妨げとなる退職金制度等の是正」、非正規雇用労働者は「正規・非正規の待遇差の是正」を求める傾向があり、労働者確保に向けて、これらの取り組みも重要となる。

図表2-13 雇用・所得環境の改善にとって重要と生活者が考える取り組み(生活者調査)

	全体	性別		年齢別			雇用形態別		
		男性	女性	20歳代	40歳代	60歳代	正社員	契約社員・派遣社員	パート・アルバイト
継続的な賃金ペア	56	54	58	58	61	41	69	55	57
正規・非正規の待遇差の是正	24	25	22	24	23	24	19	43	34
労働条件の柔軟化	21	21	21	22	21	21	19	20	22
自主的なスキルアップへの支援	16	17	15	13	15	23	11	9	11
正社員登用の拡大	15	17	13	17	14	19	12	18	16
長時間労働の是正	15	16	14	17	16	10	17	13	12
人手不足の解消	15	16	13	14	16	16	15	14	16
副業や兼業の容認	14	14	14	12	15	15	16	11	11
子育てや介護と就労の両立支援	13	8	17	13	11	15	10	7	12
転職の妨げとなる退職金制度等の是正	12	12	11	10	9	18	12	10	8

注：2つまでの複数回答。  
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(2017年4月に実施、回答者5,000人)

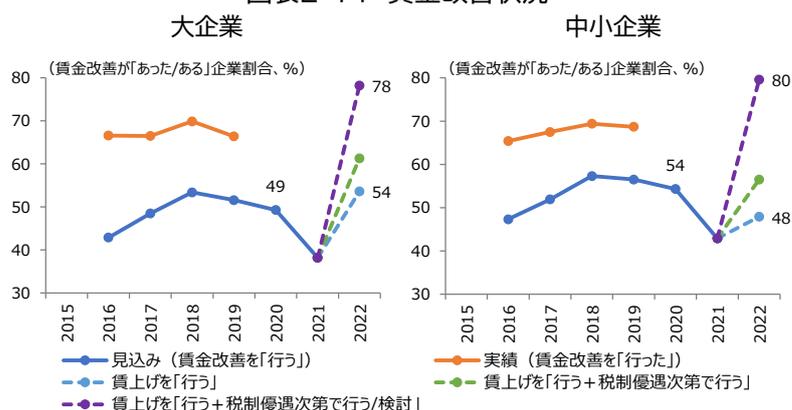
## 賃上げを行う企業割合は、21年から増加も、中小企業は小幅にとどまる

22年度は、企業業績が回復していることから、前年度より賃上げの動きが広がるとみる。賃上げ税制の活用も企業にとって賃上げの後押しとなろう。

帝国データバンクの調査によると、大企業では54%の企業が22年度は「(税制優遇幅に関わらず)賃上げを行う」と回答しており、見込み時点で比較すると、「賃上げを行う」企業割合はコロナ危機前の20年度(49%)を上回る(図表2-14)。さらに、「税制優遇幅に関わらず賃上げを行う」に「税制優遇が大きければ行う/検討する」を加えた企業割合は80%程度に上る。

中小企業では「(税制優遇幅に関わらず)賃上げを行う」企業割合は48%と、20年度(54%)を下回るものの、「税制優遇が大きければ行う/検討する」を加えた企業割合は80%程度と、大企業並みの水準である。仕入価格の上昇を販売価格に十分に転嫁できず、企業業績が圧迫されている中小企業は多いとみられるが、大企業に比べて人手不足が強いこともあり、中小企業においても賃上げに対する潜在的な意欲は高い。

図表2-14 賃金改善状況



出所:帝国データバンク「賃金動向に関する企業の意識調査」(各年1月)、「賃上げに関する企業の意識アンケート」(21年11月16日)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、22年1-3月期にかけては新規感染者数の急増を背景に、外出関連業種を中心に改善の動きは弱いと予想する。その後は感染拡大が落ち着けば、経済活動も段階的な正常化が見込まれる。22年度にかけて段階的に雇用環境は持ち直していくだろう。既に人手不足に直面している企業では一段と人手不足が進行することも考えられる。23年度も消費の回復見合いで労働需要も伸びていくとみる。

ただし、雇用市場は人手過剰と人手不足で二極化していることには注意が必要だ。外出関連業種を中心に依然として一部企業では、経済活動対比での適正雇用量を上回る人手過剰を抱えている。生活・通勤スタイルの変化によりこれらの業種のサービス需要が戻ってこない場合、失業者が増加するリスクがある。また、労働移動がうまく進まなければ、人手不足の深刻化が雇用環境の改善を抑制しかねない。

所得環境は回復傾向を見込む。経済活動の正常化が進むなか、企業の人手不足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うるものの、総じてみれば賃上げの動きは継続するとみる。名目雇用者報酬は、21年度は前年比+1.4%、22年度は同+1.1%、23年度は同+1.4%と予測する。

## (4) 企業活動の動向

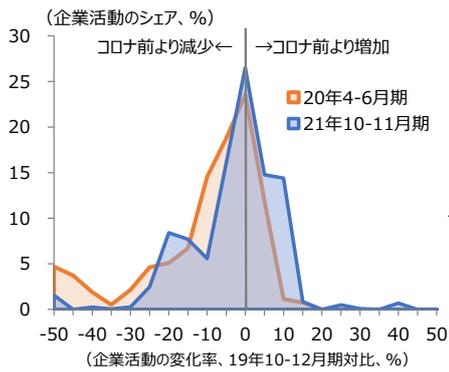
### 業種間・業種内でサービス業の回復に濃淡、コロナ関連の破たんは増加

企業活動は、緊急事態宣言が解除された10月以降、21年末にかけて回復が進んだ。21年10-11月期のサービス業の企業活動分布をみると、大きく落ち込んだ20年4-6月期と比べてプラス圏にシフトしている(図表2-15)。ただし、ばらつきは20年4-6月期と同様に大きく、コロナ危機の悪影響と同様、コロナ危機からの回復度合いも経済活動ごとに濃淡がある。

このばらつきは、業種間だけでなく、業種内でも大きい(図表2-16)。情報通信などコロナ危機前から平均的には伸びている業種でも外出関連に近い企業活動はコロナ危機前を下回る。一方、コロナ危機前より平均的には落ち込んでいる飲食業や娯楽業、運輸業・郵便業などでも、生活様式の変化が追い風となって、ファストフード店やゴルフ練習場、宅配貨物運送などはコロナ危機前を上回っている。

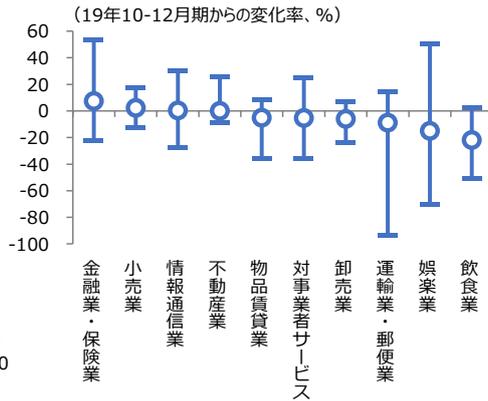
また、落ち込んでいる業種を中心に破たんが増加している。全産業では21年の企業倒産件数は6,030件と、コロナ禍での各種支援策を背景に57年ぶりの低水準であったものの、コロナ関連の破たん件数は21年10月以降も21年12月にかけて増加傾向にある(図表2-17)。

図表2-15 サービス業の企業活動変化率の分布



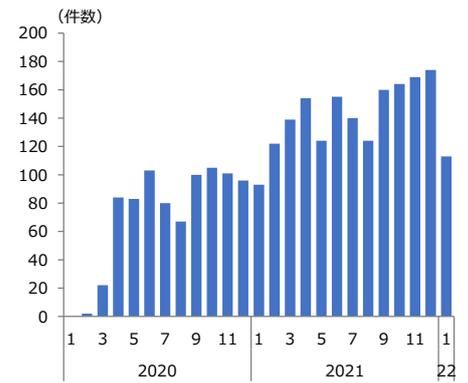
注:106産業。  
出所:経済産業省「第3次産業活動指数」より三菱総合研究所作成

図表2-16 業種内での企業活動の分布



注:21年10月。○が業種内平均、-がそれぞれ最上位・最下位。出所:経済産業省「第3次産業活動指数」より三菱総合研究所作成

図表2-17 コロナ関連の破たん



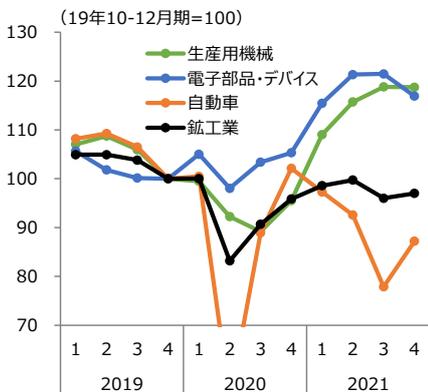
出所:東京商工リサーチ「新型コロナウイルス」関連破たん」より三菱総合研究所作成

## 21年半ば以降、生産は自動車を中心に弱い動き、半導体不足による生産の制約は継続

21年10-12月期の生産は、前期比+1.0%と小幅増となった(図表2-18)。半導体製造装置を含む生産用機械や電子部品・デバイスの生産は高水準にある。半導体不足を背景に減産を余儀なくされてきた自動車の生産も、21年12月にかけて持ち直し傾向にある。

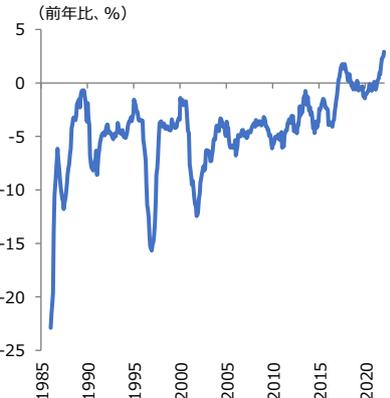
半導体需要は強い状態が続いている。電子部品・デバイスの価格は17年に、統計が遡れる1986年以降で初めて前年比プラスに転じ、22年1月には同+2.9%と、過去最高の伸びとなった(図表2-19)。半導体の不足感緩和に向かっているものの、21年末にかけて一定程度、生産の制約になった模様だ。

図表2-18 鉱工業生産



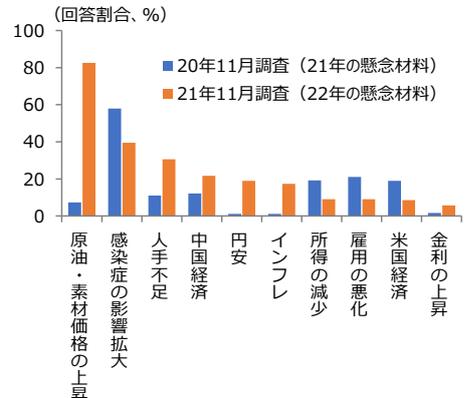
出所:経済産業省「鉱工業指数」より三菱総合研究所作成

図表2-19 電子部品・デバイス価格



注:消費税を除く。直近は22年1月。  
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2-20 景気の懸念材料(企業)



注:有効回答企業数は20年が11,363社、21年が11,504社。3つまでの複数回答。  
出所:帝国データバンク「2022年の景気見通しに対する企業の意識調査」(21年12月14日)より三菱総合研究所作成

## 仕入価格の上昇が企業業績の重しに、販売価格に転嫁する動きは鈍い

原油高と円安が同時に進行しているほか、原材料価格も上昇しており、企業の仕入価格は上昇している。帝国データバンクが21年11月に行った調査によると、8割以上の企業が「原油・素材価格の上昇」を22年の懸念材料として挙げており、その割合は「感染症の影響拡大」を上回る(図表2-20)。

企業は仕入価格の上昇を十分に販売価格へ転嫁できていない。素原材料の価格上昇率は前年比+60%程度に上る一方、中間財は同+15%程度、最終財は同+4%程度にとどまる(図表2-21)。

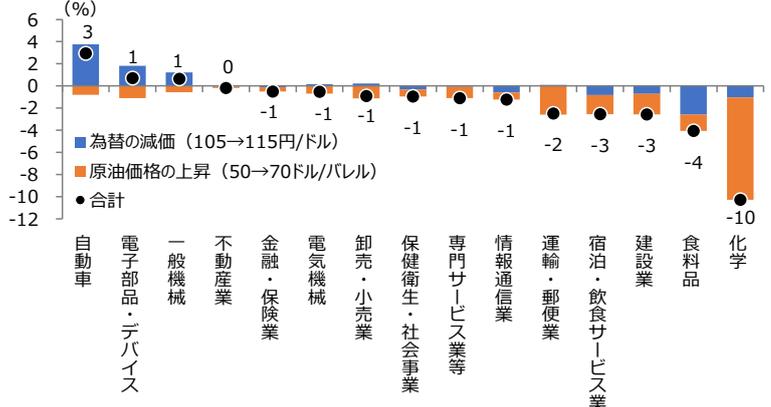
仕入価格の上昇は企業業績の悪化要因となっている模様だ。輸出入量や生産量、投入構造は不変との前提で原油高・円安の名目付加価値(=生産額-投入コスト)への影響を試算すると、21年の原油高の進行は幅広い業種で名目付加価値の減少につながっている(図表2-22)。円安の進行も自動車や電子部品・デバイスなど一部の業種を除き、多くの業種でゼロまたはマイナスである。原油高と円安の悪影響は、化学や建設業のほか、食料品、宿泊・飲食サービス業、運輸・郵便業などコロナ危機の影響を受けやすい業種で大きい傾向がある。名目付加価値の減少が、企業の投資や賃上げを慎重化させることは先行きの懸念材料となる。

図表2-21 企業物価指数



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2-22 円安・原油高の名目付加価値への影響



注:21年初から21年末にかけて進んだ円安と原油価格上昇(WTI)の影響を試算。試算では、①消費者向けの販売価格や生産額、投入構造は変わらない、②円安および原油価格上昇による投入コスト増加のうち、1/2は自社で負担し、1/2は企業向け販売の値上げで負担を転嫁すると想定。

出所:内閣府「SNA産業連関表(2019年)」より三菱総合研究所作成

### 23年度にかけて、外出関連産業は改善の見込み

先行きの企業活動は、全体としては23年度にかけて緩やかに回復するとみる。感染拡大が落ち着けば、国内での外出制限・自粛の動きは弱まり、対個人サービスや宿泊・飲食サービスなど外出関連産業は業績の回復が見込まれる。世界的な財からサービスへの消費の揺り戻しや中国経済の減速を背景に、輸出の増加ペースは低下が予想される一方、22年度には部品不足、23年度には半導体不足も解消に向かい、供給制約による生産活動の抑制は徐々に小さくなるだろう。生産活動の持ち直しは、これらと関連が強い卸売や運輸・郵便の業況改善要因となろう。

もっとも、コロナ危機前後で消費パターンは変化しており、業種・品目によってはコロナ危機前の水準まで企業活動は戻らない可能性も高い。前向きな取り組みを行った企業と行わなかった企業の間で、企業活動の明暗が分かれるだろう。

### 設備投資は経済活動の再開を背景に持ち直しへ

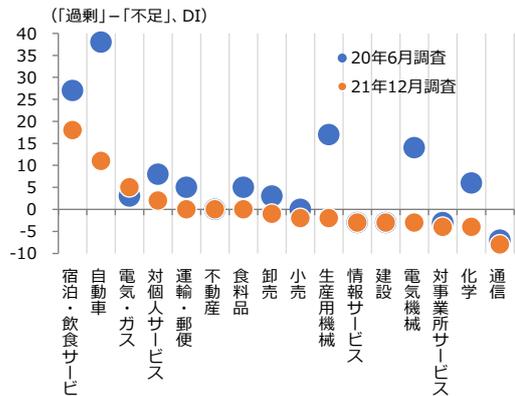
21年10-12月期の実質民間企業設備は、季調済前期比+0.4%と増加に転じた。コロナ危機前(19年10-12月期)に比べて依然として3%程度低く、持ち直しの動きは今のところ弱い。

企業はどの分野に投資するか、メリハリをつけている。日本銀行「短観」の21年12月調査からは、21年度の設備投資(除く土地)は、20年度の落ち込みから半分程度しか回復しないと予想される。一方、21年度のソフトウェア投資は、コロナ危機前(19年度)を大きく上回る見込みだ。人手不足を背景とする省力化投資に加え、コロナ危機以降はオンライン化など新たな生活様式への対応やDX関連の投資が底堅いとみられる。企業は事業の構造転換や生産性向上につながる投資の優先度を高めている模様だ。

コロナ危機発生直後の20年前半に比べれば、生産・サービス活動の持ち直しにより、設備稼働率は上昇しつつある。企業の設備判断DIは小幅ながらも多くの業種で「不足」超となっている(図表2-23)。生産・サービス活動の改善が設備投資につながりやすくなっている。

先行きは、需要の持ち直し傾向が強まると予想されることから、回復傾向を見込む。供給制約を背景に、22年1-3月期にかけては設備投資の規模縮小や先送りの動きが続くとみるが、中長期的な成長につながる投資やデジタル関連投資が設備投資を下支えするだろう。22年度以降は、世界的に経済活動の正常化が進み、生産能力拡大に向けた投資も持ち直すとみる。気候変動対策に関連する投資も増加が予想される。実質民間企業設備は、21年度は前年比+1.3%、22年度は同+4.2%、23年度は同+2.5%を見込む。

図表2-23 生産営業設備判断DI



注:全規模。

出所:日本銀行「短観」より三菱総合研究所作成

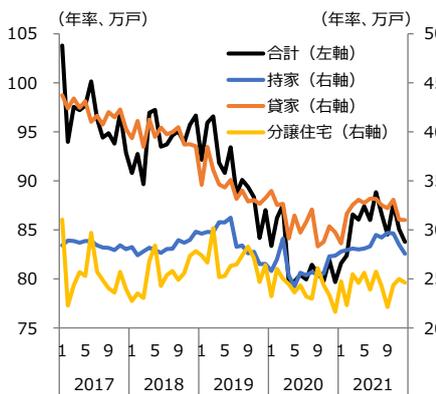
## (5) 住宅投資の動向

### 住宅投資は持ち直し

21年10-12月期の新設住宅着工戸数は年率換算で85.5万戸となった(図表2-24)。住宅着工は、21年以降持ち直しているが、19年以前に比べると低い水準にある。リフォーム関連支出も前年比でマイナスである。一方、中古住宅市場は、在宅時間やリモートワーク増加、新築物件の価格高騰(図表2-25)を背景に、増加傾向である(図表2-26)。特に中古戸建てが好調であり、生活様式の変化に合わせて、住み替える動きが出ている模様だ。

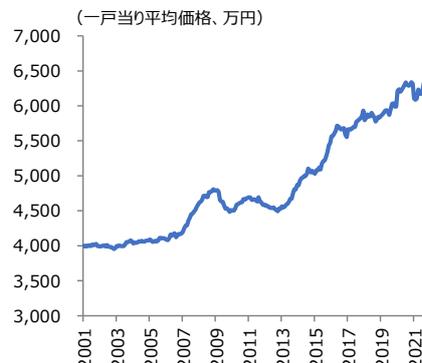
先行きは、新設の住宅投資は低水準で推移するとみる。木材価格の上昇や建設業の人手不足を背景に販売価格が上昇していることや、新築住宅から中古住宅へ嗜好が変化していることを背景に、新築住宅に対する購入意欲は弱まるだろう。新設住宅着工戸数は、21年度は86.1万戸、22年度は84.3万戸、23年度は83.0万戸と予測する。

図表2-24 新設住宅着工



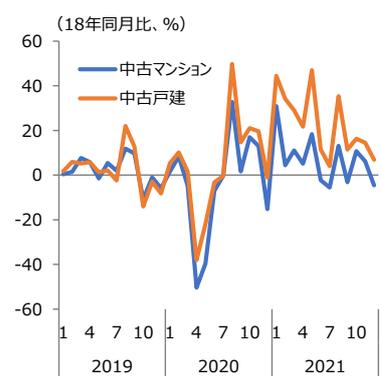
出所:国土交通省「建築着工統計調査」より  
三菱総合研究所作成

図表2-25 新築マンション(首都圏)  
一戸当たり平均価格



注:後方12カ月移動平均。  
出所:不動産経済研究所「首都圏・近畿圏  
の新築分譲マンション市場動向」より三菱  
総合研究所作成

図表2-26 中古住宅販売(首都圏)



出所:不動産流通推進センター「指定流通  
機構の物件動向」より三菱総合研究所作成

## (6) 物価の動向

### エネルギー価格の上昇が消費者物価に波及、コストプッシュでの物価上昇圧力が強まる

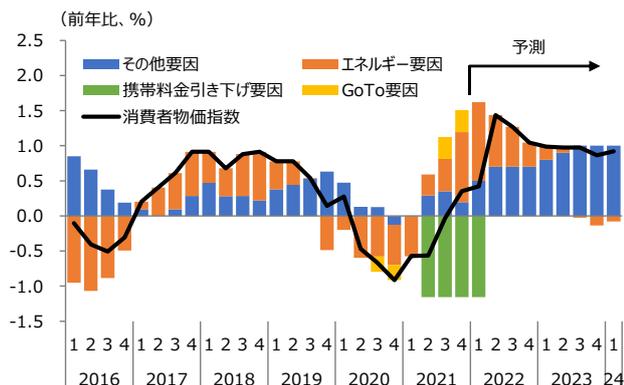
21年10-12月期の消費者物価指数(20年基準)は、生鮮食品を除く総合指数が前年比+0.4%と、プラス圏に浮上した(図表2-27)。携帯料金の引き下げ(▲1.2%ポイント押し下げ)が物価上昇率を押し下げている一方、エネルギー価格の上昇や20年にGoToトラベルによって宿泊料が低下した反動が全体を押し上げた。エネルギー価格と政策要因を除いた消費者物価の基調は同+0.2%程度にとどまる。

先行きの消費者物価上昇率は、22年度前半に前年比1%半ばまで高まると見込む。携帯料金の引き下げの影響が一巡するほか、エネルギー価格の寄与がプラスとなる状況が続く。GDPギャップもマイナス幅が緩やかに縮小することが予想され、物価の押し下げ圧力も和らぐ見込みだ(図表2-28)。

22年度後半には、エネルギー価格による押し上げも一服が見込まれ、エネルギー価格や政策要因がない実力ベースの伸びに落ち着くだろう。当社は実力ベースの伸びを決める期待インフレ率は1%程度に落ち着くと予想する。消費者物価指数の伸びも期待インフレ率と同じ1%程度にとどまるとみる。生鮮食品除く消費者物価(コアCPI)は、21年度は前年比+0.0%、22年度は同+1.2%、23年度は同+0.9%と予測する。

なお、需給ギャップは23年度末時点でもゼロ近傍にとどまるとみられることなどから、日本銀行が目標とする物価上昇率2%を下回る状況が続くと見込まれる。日本銀行「経済・物価情勢の展望(22年1月)」において、22年度と23年度の物価上昇率の見通しは、上方修正されたものの、1%台前半にとどまる。長期化する金融緩和の副作用に配慮しつつ、23年度にかけては緩和的な金融政策運営を継続するとみており、金融政策の本格的な正常化は24年度以降になるとみる。

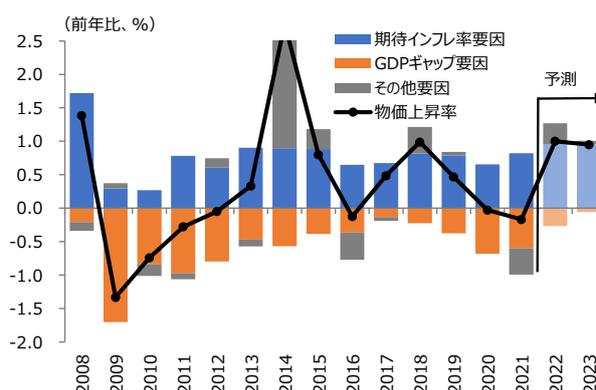
図表2-27 消費者物価上昇率



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)。四半期平均。22年以降は当社予測。原油価格(WTI)は22年末にかけて低下し、22年10-12月期以降は75ドル/バレル程度で推移すると想定。

出所:総務省「消費者物価指数」より三菱総合研究所作成

図表2-28 消費者物価指数の要因分解



注:物価上昇率=期待インフレ率+ $\alpha$ ×GDPギャップ+誤差項、を想定。パラメータの推計期間は08~21年。

出所:IMF、日本銀行「生活意識に関するアンケート調査」より三菱総合研究所作成

## (7) まとめ

### 22年度はpent-up需要で高めの伸びを予想、23年度は潜在成長率並みの成長に落ち着く見込み

22年1-3月期は、オミクロン株による新規感染者数の急増を背景に、消費を中心に弱い動きとなり、成長率は21年10-12月期から低下すると予想する。もっとも、22年3月上旬にまん延防止等重点措置の適用が解除された場合、22年1-3月期にGDPはコロナ危機前の水準(19年10-12月期)を回復するだろう。

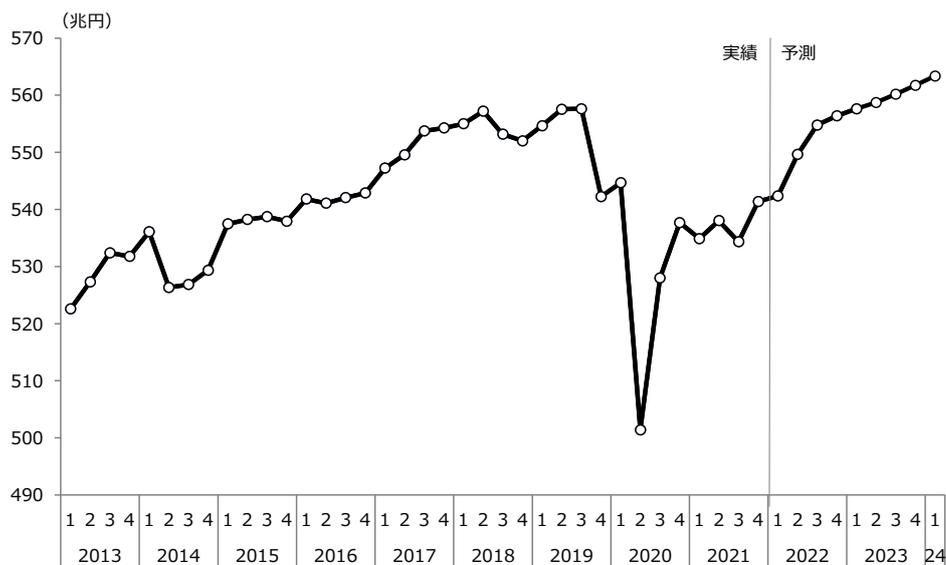
22年度は、オミクロン株による感染拡大も落ち着き、経済活動の再開が進むとみる。経済活動の正常化に伴う雇用・所得環境の改善に加え、コロナ危機下で積み上がった約50兆円の過剰貯蓄が消費に回ることが国内需要を押し上げるだろう。22年度前半は高めの伸びを見込む。供給制約についても、部品・半導体不足は、引き続き企業活動の抑制要因となる可能性が高いものの、徐々に解消に向かうとみる。減産圧力の弱まりは、生産の伸びにとってプラス寄与となる見込みだ。22年度の実質GDP成長率は前年比+2.9%と予測する。

23年度は、pent-up需要の一服を背景に、内需の伸びが22年から減速するだろう。一方、半導体不足は22年度から引き続き解消が進み、23年度には供給制約による減産の影響は剥落する可能性が高い。23年度の実質GDP成長率は前年比+1.2%と、潜在成長率並みの伸びを予測する。

試算の前提として、原油価格(WTI)は23年度末にかけて75ドル/バレル程度、日経平均株価は23年度末にかけて29,000円程度、為替レートは23年度末にかけて117円/ドル程度での推移を想定した。

先行きのリスクは、国際的な供給制約の長期化、および新たな変異株の出現による防疫措置再強化だ。半導体の供給不足や原油や非鉄金属など資源価格の高騰は、企業業績の重しとなっている仕入価格の上昇分を販売価格に反映できなければ、賃金や設備投資の抑制につながり、内需主導の自律的な回復が難しくなる。また、防疫措置の再強化により、経済活動の抑制が長期化すれば、外出関連企業の倒産や雇用削減が進みかねない。

図表2-29 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2-30 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	-0.5%	0.6%	-0.7%	1.3%	0.2%	1.3%	0.9%	0.3%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%
	前期比年率	-2.1%	2.4%	-2.7%	5.4%	0.7%	5.5%	3.8%	1.2%	0.9%	0.8%	1.1%	1.1%	1.2%
	前年比	1.7%				2.5%				1.6%				
	前年度比	-4.5%	2.5%				2.9%				1.2%			

出所:内閣府「国民経済計算」、予測は三菱総合研究所

図表2-31 日本経済予測の総括表

(単位：10億円、%)

	年度				年度（前年比）				
	2020 実績	2021 予測	2022 予測	2023 予測	2020 実績	2021 予測	2022 予測	2023 予測	
名 目	国内総生産 (=GDP)	535,546	542,564	559,586	570,929	▲3.9%	1.3%	3.1%	2.0%
	民間最終消費支出	286,978	293,674	308,417	314,433	▲5.5%	2.3%	5.0%	2.0%
	民間住宅投資	19,832	20,894	20,909	21,042	▲7.3%	5.4%	0.1%	0.6%
	民間企業設備	84,496	87,326	91,983	95,091	▲7.9%	3.3%	5.3%	3.4%
	民間在庫品増加	70	▲397	▲406	▲84	***	***	***	***
	政府最終消費支出	113,706	116,852	118,530	119,534	1.7%	2.8%	1.4%	0.8%
	公的固定資本形成	30,911	29,654	30,366	31,448	5.5%	▲4.1%	2.4%	3.6%
	公的在庫品増加	▲27	▲29	126	258	***	***	***	***
	財貨・サービス純輸出	▲419	▲5,411	▲10,338	▲10,795	***	***	***	***
	財貨・サービス輸入	84,544	108,217	116,864	118,888	▲13.4%	28.0%	8.0%	1.7%

(単位：2015暦年連鎖方式価格、10億円、%)

実 質	国内総生産 (=GDP)	525,768	539,027	554,611	560,999	▲4.5%	2.5%	2.9%	1.2%
	民間最終消費支出	283,011	290,950	303,749	306,897	▲5.4%	2.8%	4.4%	1.0%
	民間住宅投資	18,823	18,573	18,127	18,088	▲7.8%	▲1.3%	▲2.4%	▲0.2%
	民間企業設備	83,942	85,009	88,562	90,766	▲7.5%	1.3%	4.2%	2.5%
	民間在庫品増加	452	▲104	▲269	51	***	***	***	***
	政府最終消費支出	113,765	115,985	117,395	117,910	2.5%	2.0%	1.2%	0.4%
	公的固定資本形成	29,528	27,485	27,657	28,311	5.2%	▲6.9%	0.6%	2.4%
	公的在庫品増加	▲32	▲22	▲1	▲1	***	***	***	***
	財貨・サービス純輸出	▲4,049	1,422	▲200	▲613	***	***	***	***
	財貨・サービス輸入	91,918	103,375	104,388	105,021	▲10.5%	12.5%	1.0%	0.6%
財貨・サービス輸入	95,967	101,953	104,588	105,634	▲6.7%	6.2%	2.6%	1.0%	

	年度				年度（前年比）				
	2020 実績	2021 予測	2022 予測	2023 予測	2020 実績	2021 予測	2022 予測	2023 予測	
指 数	鉱工業生産指数	90.4	95.7	98.6	99.7	▲9.5%	5.8%	3.0%	1.1%
	国内企業物価指数	100.2	107.0	110.0	110.3	▲1.4%	6.8%	2.8%	0.2%
	消費者物価指数（生鮮除く総合）	99.9	99.9	101.0	102.0	▲0.5%	0.0%	1.2%	0.9%
	GDPデフレーター	101.9	100.7	100.9	101.8	0.6%	▲1.2%	0.2%	0.9%
	完全失業率	2.9%	2.8%	2.4%	2.3%	***	***	***	***
	新設住宅着工戸数（万戸）	81.2	86.1	84.3	83.0	▲8.1%	6.0%	▲2.0%	▲1.5%

(単位：10億円、%)

対 外 バ ラ ン ス	経常収支（10億円）	16,302	13,841	10,467	9,687	***	***	***	***
	貿易・サービス収支	238	▲4,794	▲8,134	▲8,076	***	***	***	***
	貿易収支	3,902	▲382	▲4,294	▲4,593	***	***	***	***
	輸出	68,351	84,495	86,325	87,595	▲8.6%	23.6%	2.2%	1.5%
	輸入	64,449	84,876	90,619	92,188	▲13.2%	31.7%	6.8%	1.7%
	通関収支戻（10億円）	1,134	▲3,472	▲7,441	▲7,796	***	***	***	***
通関輸出	69,486	85,538	88,624	89,927	▲8.4%	23.1%	3.6%	1.5%	
通関輸入	68,352	89,010	96,065	97,723	▲11.4%	30.2%	7.9%	1.7%	

為 替	国債10年物利回り	0.04%	0.09%	0.23%	0.23%	***	***	***	***
	M2	1,117,443	1,174,015	1,219,608	1,265,235	8.1%	5.1%	3.9%	3.7%
	日経平均株価	24,462	28,341	27,633	28,633	11.6%	15.9%	▲2.5%	3.6%
	原油価格（WTI、ドル/バレル）	42.4	75.3	77.3	75.0	▲22.4%	77.5%	2.6%	▲2.9%
	円/ドル レート	106.0	112.0	115.6	116.6	***	***	***	***
	ドル/ユーロ レート	1.167	1.168	1.136	1.127	***	***	***	***
円/ユーロ レート	123.7	130.8	131.4	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

#### 在庫積み増しによって21年10-12月期は前期比年率+6.9%成長

21年10-12月期の米国の実質GDP成長率は、前期比年率+6.9%となった(図表3-1)。そのうち約7割が在庫投資の拡大によるものであったほか、海外渡航客の増加など外需の回復も寄与した。一方で、供給制約やインフレが足かせとなり、内需の寄与は同+1.9%と、感染が落ち着いていた割には控え目にとどまった。

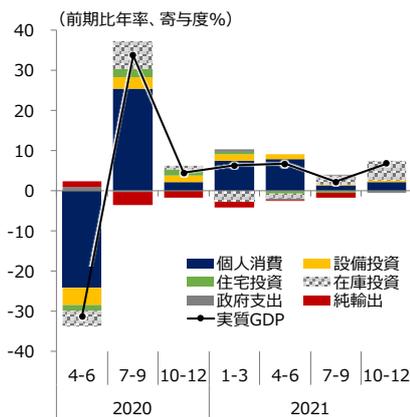
米国では21年末からオミクロン変異株が猛威を振るっており、外出サービス関連の消費減少や感染による人手不足が22年1-3月期の景気を下押しすると見込むが、新規感染者数は減少傾向にあるうえ、経済活動との両立を重視して厳格な防疫措置を導入しておらず、悪影響は比較的短期で収まるだろう。

#### 失業率は完全雇用水準に、労働市場の逼迫から進む賃金上昇

経済活動の再開に伴い労働市場は堅調に回復している。非農業部門雇用者数の伸びは鈍化傾向にあるものの、22年1月の失業率は4.0%と完全雇用水準にまで低下した。

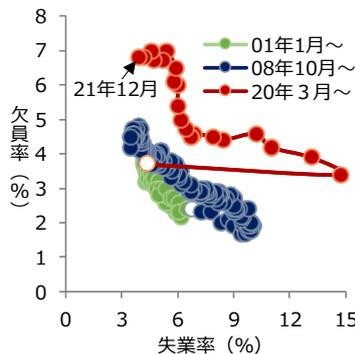
労働市場は逼迫した状況が続いている。低い失業率の背景には、労働参加率がコロナ前と比べて低い状態が続いていることがある。失業率と欠員率の関係を示すUV曲線を見ると、右上にシフトしており、労働需給のマッチングが困難になっている(図表3-2)。企業は人材獲得のために賃金引上げや福利厚生の拡充などを講じていることから、より良い待遇を求めて自発的離職者数は過去最高となっている。さらに、人材流出を防止するために既存従業員の賃金も上昇傾向にある(図表3-3)。先行きも、短期的にはオミクロン変異株の流行が復職阻害要因となるのに加え、中長期的には後述する高齢者層の早期退職やスキルのミスマッチが構造的な要因となることから、労働供給は緩やかな回復にとどまると見込む。人手不足が長引けば、賃金と物価が相乗的に高まる「賃金・物価スパイラル」への警戒感も高まる。

図表 3-1 実質 GDP の推移



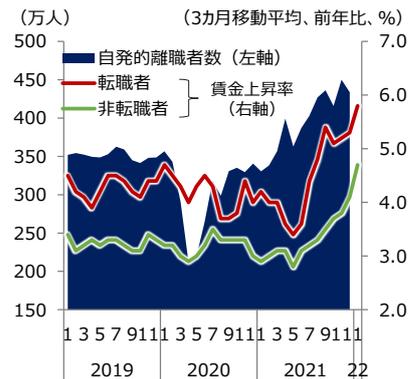
出所:米国商務省より三菱総合研究所作成

図表 3-2 UV 曲線



注:欠員率は、雇用者数に対する未充足求人割合。○は期間始点。直近は21年12月。  
出所:米国労働省より三菱総合研究所作成

図表 3-3 離職者数と賃金



注:直近は離職者数が21年12月。賃金上昇率が22年1月。  
出所:米国労働省、アトランタ連銀より三菱総合研究所作成

#### 供給制約は一部緩和も、解消は22年後半以降か

企業活動を下押ししている供給制約は、原材料など一部については最悪期を脱した可能性がある。国際サプライチェーン圧力指数は依然高水準ながら12月に若干低下、米国の生産者物価指数も伸びが鈍化している(図表3-4)。ただし、供給制約の完全な解消にはまだ時間を要する可能性が高い。全米製造業協会の調査によると、供給網がコロナ危機前の水準にまで回復する時期が22年後半以降になると見込む企業は、全体の3分の2にのぼる。

長期化する供給制約に対して企業も対応を進めている。同調査によると、供給網混乱への対応として、「代替供給先の開拓」や「原材料等の在庫拡大」と回答した企業が7割を超えている。また、リッチモンド連銀の調査では、人手不足に対して「賃金引上げ」に次いで、「自動化の導入」との回答が多かった。半導体や資源、労働力などの不足は当面続くと考えられ、供給制約が企業活動の本格的な回復を抑制する要素となろう。

図表 3-4 供給制約の状況



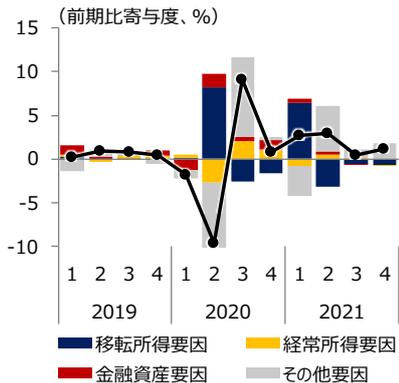
注:国際サプライチェーン圧力指数は各種輸送コスト指数や主要国PMIなど27変数で算出。  
出所:NY連銀、米国労働省より三菱総合研究所作成

## 記録的な物価上昇による消費への悪影響が懸念

供給網のボトルネックに起因する需給の不均衡は、記録的な物価上昇を引き起こしている。22年1月の消費者物価指数(CPI)は前年比+7.5%と40年ぶりの高水準を記録した。今のところ経済活動の再開や労働市場の回復から個人消費は堅調だが(図表3-5)、物価上昇が続けば消費への悪影響が懸念される。幅広い品目で物価が上昇している。特に、ガソリン(同+40.0%)や食料品(同+7.0%)、住居費(同+4.4%)など、低所得層で支出ウェイトが大きな生活必需品目が増加しており、低所得層が直面する実際の物価上昇率は同+8.9%と、高所得層の同+7.9%を上回っている(図表3-6)。賃金は上昇しているものの記録的な物価上昇がそれを相殺しており、消費者マインドも悪化している(図表3-7)。

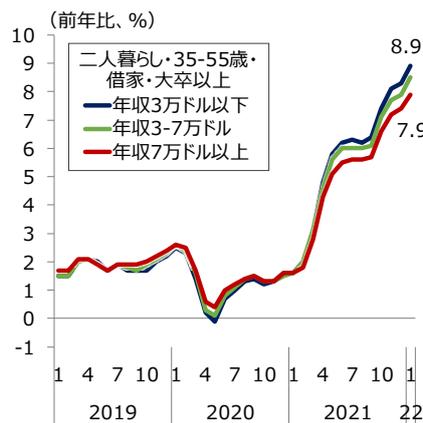
先行きは、供給網の混乱解消や素原材料価格の上昇が一服する22年後半以降、物価上昇圧力は徐々に落ち着くと見込むが、コロナ危機前と比べて高い伸びを継続する可能性には注意が必要だ(総論P.6参照)。

図表 3-5 実質消費支出



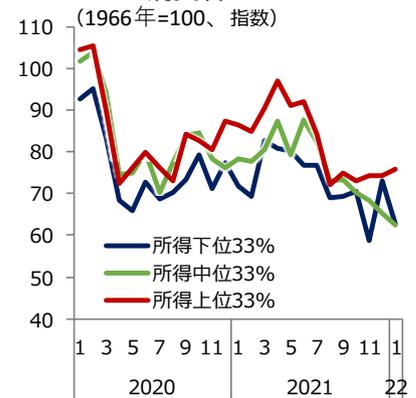
注:21年10-12月期は、その他要因に金融資産要因を含む。  
出所:米国商務省、FRBより三菱総合研究所作成

図表 3-6 所得別の物価上昇率



注:家計属性ごとの支出ウェイトを基に推計。  
出所:アトランタ連銀より三菱総合研究所作成

図表 3-7 所得階層別の消費者マインド



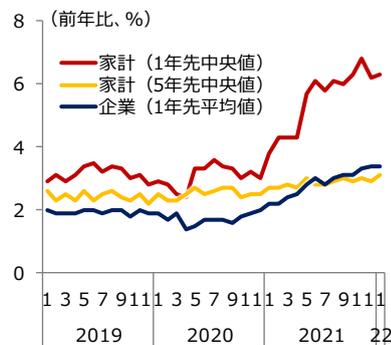
出所:ミシガン大学より三菱総合研究所作成

## インフレ抑制のために正常化を急ぐ金融政策

インフレ高進を受けて、FRBは金融政策の正常化を急いでいる。失業率の改善に加えて大幅な物価上昇が続いており、FRBが注視する消費者の中長期的な期待インフレ率も上昇し、+3%を超えた水準にある(図表3-8)。このような状況を受けて、21年12月のFOMCでは資産購入額の縮小(テーパリング)のペースを加速させ、3月に終了することを決定。22年1月のFOMCでは3月に最初の利上げに着手、量的金融引き締め(QT)にも早い段階で取り組む姿勢を明らかにした。前回の量的縮小開始は、最初の利上げ(15年12月)から2年弱が経過した17年10月であったことを踏まえると、インフレ抑制のために早期のタカ派転換となっている。これを受けて、低水準にとどまっていた長期金利も上昇基調へと転じつつある(図表3-10)。

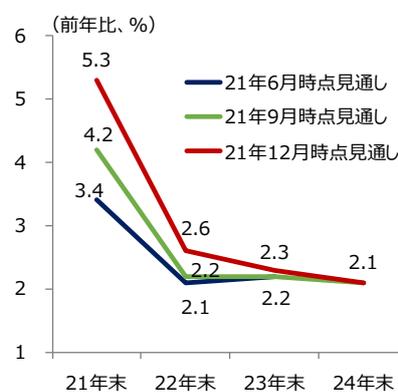
当社の見通しでは、テーパリングが終了する22年3月に最初の利上げ(0.5%ポイント)が行われ、22年内に計1.25%ポイント、23年内に追加で計0.75%ポイントの利上げが実施されると見込む。

図表 3-8 企業・家計の期待インフレ率



注:企業はアトランタ連銀管轄内。  
出所:ミシガン大学、アトランタ連銀より三菱総合研究所作成

図表 3-9 FOMC 参加者の物価見通し(中央値)



出所:FRBより三菱総合研究所作成

図表 3-10 長期金利・株価



注:直近は22年2月14日。  
出所:Bloombergより三菱総合研究所作成

## 米国経済の先行き注目点

22年の米国は、総じて経済活動の正常化とポストコロナ期の経済・社会への移行が進む一年になるだろう。コロナ危機下で加速・変化した潮流が、米国経済に与える影響について注目点を3つ紹介する。

### ① 経済の新陳代謝が高まるか

21年はIPO(新規株式公開)件数や起業件数が過去最高になった一方で、倒産企業数は2000年以来の低水準だった(図表3-11)。背景には企業支援等への大規模財政支出や緩和的な金融環境があるが、財政・金融政策の正常化が進む22年以降は企業の新陳代謝も進むだろう。また、コロナ初期にレイオフで雇用調整を行ったことは、足もとの深刻な人手不足を引き起こしているが、一方で成長分野への労働移動も進んでいる。21年10-12月時点のコロナ危機前からの雇用者数をみると、倉庫(19年10-12月比+34.2%)や宅配便・配送サービス業(同+25.8%)、バイオテクノロジー研究開発(同+21.3%)など、コロナ危機下で需要が伸びた産業・業種で雇用が増加している。経済の新陳代謝の高まりは、中長期的な成長に寄与しよう。

### ② 変化する人口動態と労働市場への対応

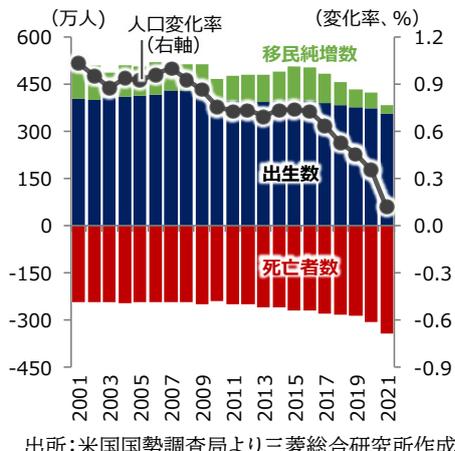
一方で、人口構造や労働市場の変化は長期的な潜在成長率を押し下げる可能性がある。コロナによる死亡者の増加、出生数や移民流入の減少によって、21年は建国以来最低の人口伸び率となった(図表3-12)。感染が収束すれば、人口増加数は一定程度戻ると見込まれるが、趨勢的な出生率の低下や反移民感情の高まり等を踏まえると、10年代のような安定的な人口増加に戻る可能性は低い。

加えて、労働参加率はコロナ収束後もコロナ前の水準には戻らない可能性がある。コロナ危機下では株価上昇などで金銭的余裕ができたこともあり、感染リスクの高い高齢者層の早期引退が進んだ。コロナ前に比べて増加した非労働力人口(55歳以上)のうち95%は現時点で就業意欲がなく、恒久的に労働市場から退出する恐れがある(図表3-13)。セントルイス連銀は、約240万人のベビーブーマー世代(46-64年生まれ)が引退を早めたと推計している。DXや教育投資など、労働投入量低下を見越した生産性向上も重要となろう。

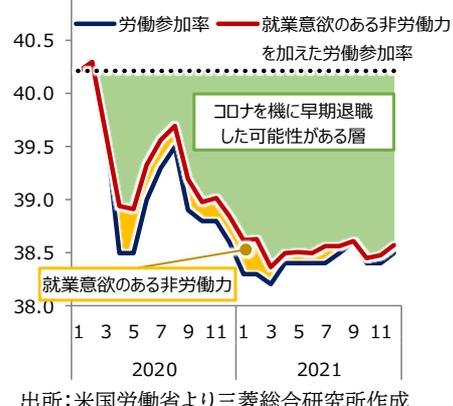
図表 3-11 IPO・倒産件数



図表 3-12 人口変化率



図表 3-13 55歳以上の労働参加率



### ③ 人権問題をきっかけに進むサプライチェーン再構築

米中関係は人権分野で対立が激化している。21年12月上旬には、北京五輪の外交ボイコットの発表や、人権弾圧に悪用される可能性がある技術輸出管理の枠組み「輸出管理・人権イニシアチブ」を米豪など4カ国で立ち上げた。さらに同月下旬には、新疆ウイグル自治区で強制労働によって生産された製品の輸入を原則的に禁じる「ウイグル強制労働防止法」が成立、22年6月に発効される。同区は太陽光パネルの原料であるポリシリコンや、綿花などの主要産地であり、企業は新たな調達先の確保を迫られる。

JETROが在米日系企業を対象に実施した調査では、米国納品先企業から、サプライチェーンにおける人権尊重方針への準拠を求められたことがある企業の割合は、電気・電子機器部品で75%、食料品で51.7%などと高くなっている。販売先としての中国の魅力は不変であるが、供給網における中国依存度を減らす意向を示す企業も多く(図表3-14)、在米企業のサプライチェーン再構築の動きは今後段階的に強まるだろう。

図表 3-14 在米日系企業(製造業)の今後の調達先・生産先・販売先方針

(拡大・縮小、%ポイント)	調達先	生産先	販売先
米国	19.1	22.6	29.5
カナダ	2.3	0.0	13.8
メキシコ	24.0	22.2	25.8
日本	-6.9	-3.2	5.7
中国	-30.5	-16.3	15.2
韓国・香港・台湾	11.6	13.0	16.7
ASEAN	14.7	26.2	18.5
EU	0.0	20.9	20.8

出所:JETRO「2021年度 海外進出日系企業実態調査 北米編」より三菱総合研究所作成

## 米国経済の先行きリスク

自律的な成長力を高めるには、財政・金融政策の円滑な正常化が欠かせない。しかし、その過程で生じる下記2つのリスクに注意が必要である。

### ① 金融政策正常化のペース次第では実体経済や金融市場の調整が大幅に

景気・労働市場が回復基調にあることから、金融政策の正常化自体は適切であるが、正常化のペース次第では、実体経済や金融・住宅市場の混乱を引き起こすリスク要因となる。インフレリスクを軽視するあまり利上げが遅れれば、後に大幅な引き締めが必要となり景気を冷やしてしまう。一方で、政治的圧力や地政学的リスクが高まるなか、FRBが利上げペースの加速を迫られれば、実体経済や金融市場への悪影響が懸念される。

特に後者について、利上げは足もとの物価上昇の主因となっている供給制約の緩和に対しては効果が薄く、需要縮小による低成長と物価の高止まりが並走する「スタグフレーション」を招きかねない。また、これまでの利上げ局面では、景気が堅調だったこともあり、株価の大幅な下落は起こらなかった。しかし、コロナ危機下での大規模財政支出・金融緩和が続くなかで、株価や住宅価格はバブルの様相を呈しており、利上げペース次第では大幅な調整にもつながりかねない。実際、FF金利先物価格から計算した市場の利上げ回数は、22年中に4回、23年中に3回を織り込み済みであったが、1月のFOMC後には想定以上のFRBのタカ派転換による不確実性の高まりから株価が大きく下落した(前掲図表3-10)。市場も金利の先行きを見定められていない状況であり、市場が織り込む利上げ幅(22年末まで)は、直近わずか1カ月の間に0.75%ポイントも上昇している(図表3-15)。

今後も、ウクライナ情勢悪化による原油価格の高騰など、物価動向とそれに伴う利上げペースの不確実性は高く、金融市場は不安定な動きが続く可能性がある。FRBとしては、物価や実体経済の情勢を睨みつつ、金融市場との慎重な対話を今後も続けていくことが求められる。

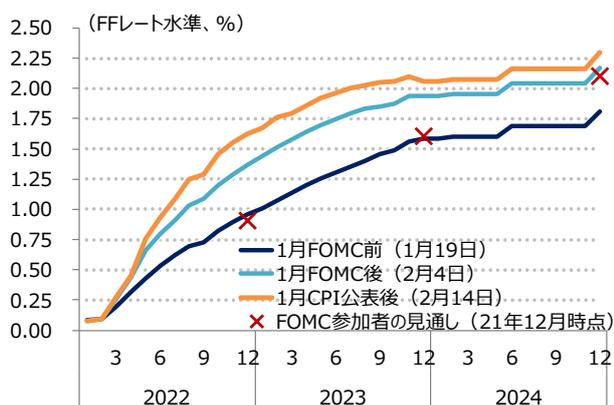
### ② 中間選挙で民主党が上下両院で大敗すれば財政政策運営がより困難に

バイデン政権にとって鬼門となるのが、22年11月に実施される議会中間選挙である。バイデン政権の支持率は低下しており、民主党が上下院ともに過半数をとれない可能性が高い。大統領権限で可能な政策もあるが、富裕層への課税や気候変動対策などの中長期的な投資といった、バイデン政権肝いりの政策の実現可能性がさらに低くなる。中間選挙での大敗を防ぐためには、支持率低下の要因となっているインフレの抑制に加え、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者が出ており難航している。11月に向けてバイデン政権が求心力のさらなる低下を防げるか注目される。

## 自律的な成長にペントアップ需要やインフラ投資が加わり、22、23年は潜在成長率以上の成長に

22年の米国経済は、20、21年のような財政・金融政策の危機対応に下支えされた経済成長から、自律的な成長への土台を固める一年となるだろう。インフレが消費の下押し要因となるものの、過剰貯蓄や雇用環境の回復が消費を下支えするほか、21年11月に成立したインフラ投資計画も下支えしよう。ただし、22年1-3月期はオミクロン変異株の拡大で成長鈍化が予想されること、金融政策の正常化加速に伴う実質金利の上昇が消費・投資の抑制要因となることから、22年の実質GDP成長率は前年比+3.9%と、前回(同+4.2%)から下方修正する(図表3-16)。また、23年は同+2.4%と潜在成長率以上の成長が期待されるものの、中間選挙の結果次第で財政政策が制限される点に注意が必要だ。

図表 3-15 市場の政策金利見通し



注:FOMC参加者の見通しは中央値。  
出所:Bloomberg、FRBより三菱総合研究所作成

図表 3-16 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	3.9	2.4
個人消費	▲3.8	7.9	3.9	2.7
設備投資	▲5.3	7.3	5.2	3.3
住宅投資	6.8	9.0	1.4	2.1
在庫投資寄与度	▲0.6	0.0	0.9	▲0.1
政府支出	2.5	0.5	1.2	1.7
純輸出寄与度	▲0.2	▲1.8	▲0.2	▲0.1
輸出等	▲13.6	4.6	8.4	3.2
輸入等<控除>	▲8.9	14.0	6.4	2.6
FFレート誘導水準(年末)	0.0-0.25	0.0-0.25	1.25-1.5	2.0-2.25
物価(CoAPCE)	1.4	3.3	3.5	2.5
失業率	8.1	5.4	3.6	3.4

注:物価および失業率は年間平均。  
出所:三菱総合研究所

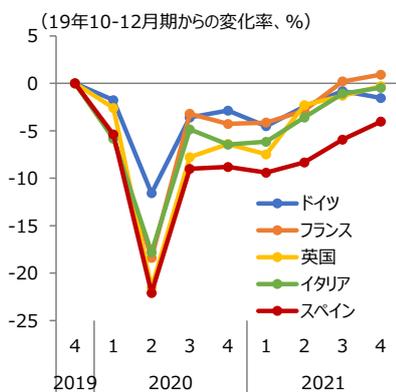
## 4. 欧州経済

### 感染急拡大で経済は一時的に落ち込み

21年10-12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+0.5%と2四半期連続のプラス成長も減速した(図表4-1)。背景には、デルタ・オミクロン変異株の感染拡大、エネルギー価格上昇による消費の減速・悪化、供給制約による自動車生産の回復遅れがある。

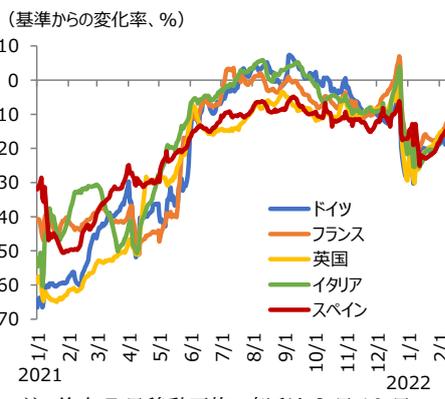
21年末から年始にかけて欧州では感染が急拡大し、外出行動は再び抑制された(図表4-2)。ただし、ワクチン接種が進展していること、オランダなど一部の国ではロックダウンの措置が実施されたが、感染対策と経済活動を両立する動きが続いたことから、大幅な落ち込みは回避され、外出行動も戻りつつある。ドイツ・フランス・イタリアでは、ワクチン非接種者の行動制限を強化する一方、ワクチン接種者に関してはデジタルCOVID証明書を活用し経済活動を継続している。感染急拡大により一時的に経済は落ち込んだとみるが、雇用所得環境は堅調であり、回復基調に変わりはないとみる。

図表4-1 実質GDP



出所: Eurostat, ONS より三菱総合研究所作成

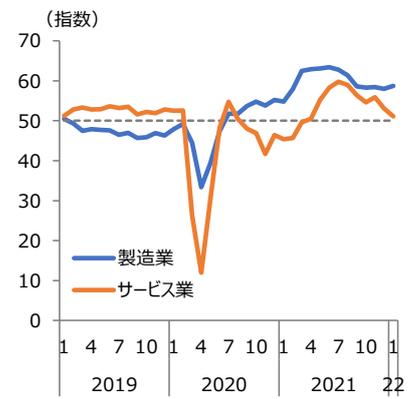
図表4-2 外出データ(小売・娯楽)



注: 後方7日移動平均。直近は2月10日。

出所: Google より三菱総合研究所作成

図表4-3 企業マインド(ユーロ圏)



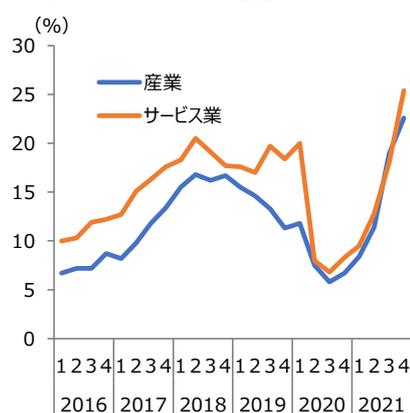
出所: Bloomberg より三菱総合研究所作成

### 人手不足が今後の企業活動の制約要因

ユーロ圏の企業マインドは、製造業・サービス業ともに50を上回る水準にあるが、感染急拡大もあり、21年8月以降製造業は横ばい、サービス業は低下傾向にある(図表4-3)。背景には、半導体などの供給制約や天然ガスなどの原材料価格の上昇がある。自動車生産は持ち直すも、コロナ危機前を2割程度下回る水準となっている。

先行きの生産・企業活動は、緩やかな回復を見込む。企業の受注残は多く、供給制約が解消されるにつれ、生産は回復、経済活動再開でサービス業も回復するだろう。ただし、製造業・非製造業ともに、人手不足が企業活動の制約となる点には注意が必要だ(図表4-4)。21年7-9月時点で労働参加率はコロナ危機前の水準を回復しているほか、失業者を含む未活用労働力もコロナ危機前と同程度の水準まで減少している(図表4-5)。経済活動再開が進むにつれ労働需要は高まるとみるが、追加的な労働供給余地は限定的だ。労働需給の引き締まりを背景に、1人当たり雇用者報酬も21年7-9月期は前期比+2.0%まで上昇している。本格回復が進む22年半ば以降は、労働需給が逼迫し、人手不足や労働コストの上昇が企業活動の重しとなるだろう。

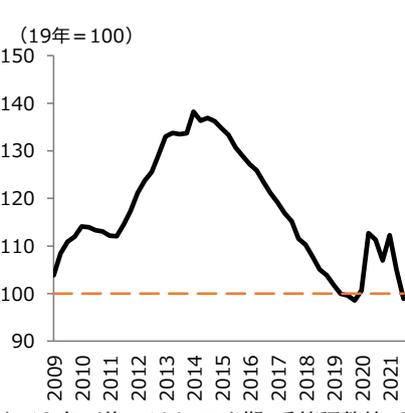
図表4-4 人手不足感(ユーロ圏)



注: 生産・企業活動の制約要因として「人手不足」をあげた企業割合。

出所: Eurostat より三菱総合研究所作成

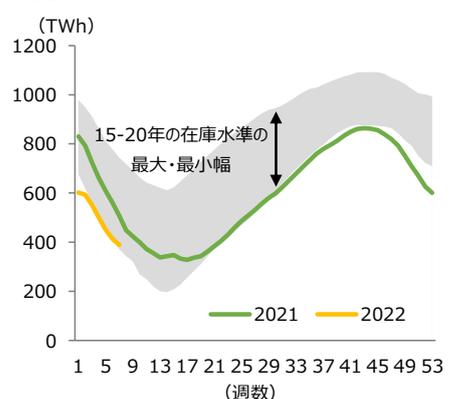
図表4-5 未活用労働力(ユーロ圏)



注: 19年平均=100。四半期。季節調整値。20-64歳。未活用労働力は、失業者、追加就業希望者、拡張求職者、就業可能非求職者の合計。

出所: Eurostat より三菱総合研究所作成

図表4-6 天然ガス在庫水準(欧州)



注: 在庫水準は各週の平均。直近は22年7週目。

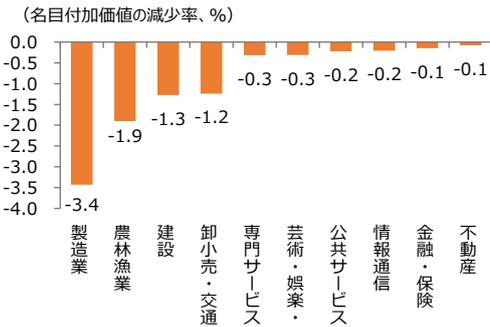
出所: AGSI より三菱総合研究所作成

## ウクライナ情勢緊迫化で天然ガス供給は不安定化、エネルギー価格は高い水準での推移を見込む

ウクライナ情勢の緊迫化を受け、EUの天然ガス輸入の約4割を占めるロシアからの供給は不安定な状況が続いている。22年初の欧州域内の天然ガス在庫は15年以降で最も低い水準にあり、21年の天然ガス価格上昇の一因となった在庫不足は続いている(図表4-6)。気温低下やロシアからの供給急減などのショックに脆弱な状況にある。

欧州では再生可能エネルギーへのシフトを進めているが、1次エネルギー源として天然ガスを約2割利用しており、天然ガスを中心としたエネルギー価格の上昇は製造業だけではなく幅広い業種に影響を与えている(図表4-7)。さらに、脱炭素への移行期として石炭などの化石燃料から、天然ガスへとシフトする動きもあり、構造的に天然ガス需要は強い。需給両面から、天然ガス価格はコロナ危機前よりも高い水準で推移する可能性が高く、上記のようなショックが発生し需給がより逼迫した場合は、更なる経済活動の下押し要因となる。

図表4-7 エネルギー価格上昇の影響



注: 名目。21年の企業物価のうち、エネルギー価格上昇(約30%)による影響を試算。その他の前提は図表2-22と同じ。

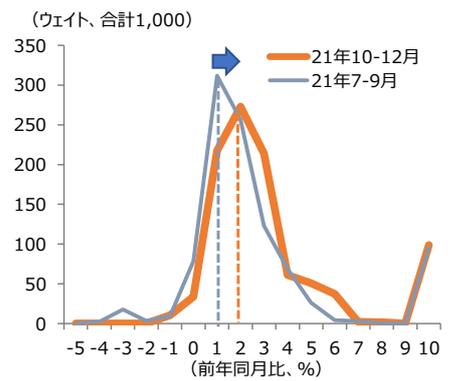
出所: Eurostatより三菱総合研究所試算

図表4-8 消費者マインド  
(ユーロ圏)



出所: Eurostatより三菱総合研究所作成

図表4-9 物価分布  
(HICP、ユーロ圏)



注: 品目別の前年同月比。

出所: Eurostatより三菱総合研究所作成

## 感染拡大・幅広い品目の物価上昇で消費者マインド慎重化

雇用・所得環境は堅調に推移も、21年11月頃からの感染拡大やエネルギー価格を中心とした物価上昇を背景に、消費者マインドは慎重化している(図表4-8)。ユーロ圏の消費者物価(HICP)は22年1月には前年同月比+5.1%と97年の統計開始以来、過去最高の伸びとなった。21年10-12月期は、物価の分布の中心が欧州中央銀行(ECB)が目標とする2.0%までシフトしている(図表4-9)。家計の消費支出の約1割を占めるエネルギー関連消費だけではなく、幅広い品目で物価が上昇しており、消費回復の重しとなっている。

先行きの消費は、堅調な雇用・所得環境に加え、経済活動の制限緩和に伴い回復を見込む。ユーロ圏でも過剰貯蓄は19年の消費支出の10%程度まで積み上がっており、この一部が消費として顕現化するとみる。

## 英中銀は2度の利上げ、ECBはパンデミック緊急購入プログラム買入終了を決定

エネルギー価格や供給制約を背景に物価が上昇するなか、英国中銀(BOE)・ECBともに金融政策の出口に向けて動き始めた。

BOEは、21年12月にインフレ圧力の高まりを受け、政策金利を引き上げ(0.1%→0.25%)、22年2月に2度目の利上げ(0.25%→0.5%)を実施。新型コロナの感染拡大による経済影響より、物価上昇への対応を重視した。一方、ECBは、21年12月の会合で、パンデミック緊急購入プログラム(PEPP)の22年3月末での買入終了を決定したが、従来の資産購入プログラム(APP、月額200億ユーロ、22年4-6月期は400億、7-9月期は300億に一時的に拡大)の継続と政策金利の据え置きを決め、緩和的な政策を維持した。新型コロナ危機下の経済下支えを重視したかたちだ。

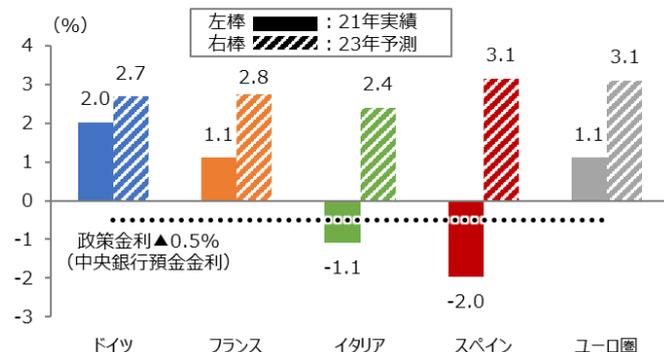
## 22年後半には資産購入プログラム終了、22年末にはECBも利上げへ

ECBが21年12月に公表した物価見通しは、22年が3.2%、23・24年が1.8%と、前回の10月見通しから上方修正され、ECBのインフレ目標に近づいた。ECBは物価上昇を一時的とみていたが、22年2月理事会後の総裁会見では、インフレ見通しに対するリスクが上振れている点に言及しており、3月以降の会合で緩和縮小について議論すると予想される。供給制約の解消につれ、物価の伸びは鈍化するとみるが、①労働需給の逼迫による賃金への上昇圧力、②天然ガス価格を中心としたエネルギー価格上昇長期化、により2%を超える物価上昇は続くとする。22年は3%台前半、23年は2%台前半の物価上昇を見込む。

ECBは資産購入プログラム(APP)終了後の利上げを想定しているが、テイラールールに基づき景気に中立

的な政策金利を試算すると、ドイツやフランスは現状のECBの政策金利と比較して緩和的な状況にある(図表4-10)。物価上昇が構造的に続くこと、22年半ば以降は各国の経済回復が本格化することから、年後半にはAPPの買入終了、年末に利上げ開始を見込む。物価上昇圧力が一層強まれば、前倒しの可能性もある。

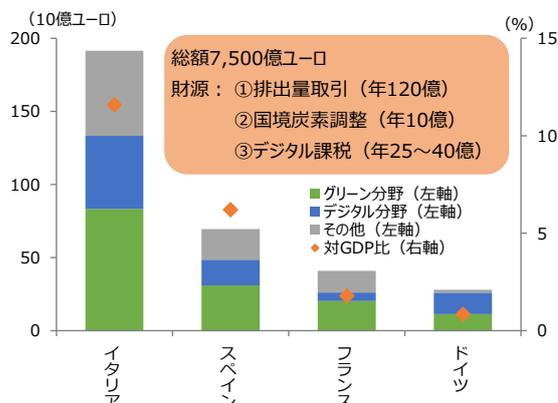
図表4-10 主要国のテイラールールに基づく金利水準



注:インフレ率は、21年はHICPコアの実績、23年はIMF予測を基に作成。潜在成長率はAMECO予測。

出所: Eurostat, AMECO, IMFより三菱総合研究所作成

図表4-11 欧州復興基金の利用計画



出所: Bruegel, 欧州委員会より三菱総合研究所作成

### 復興基金が本格稼働、グリーン・デジタルの成長分野投資は加速へ

コロナ危機からの経済回復策として注目の欧州復興基金(総額7,500億ユーロ)が、22年から本格的に稼働し、復興基金を活用したグリーン・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(図表4-11)。

欧州では、環境と経済成長を両立するため、資金面では欧州復興基金で資金手当てを完了、30年の温室効果ガス削減目標(90年比55%削減)を達成するための政策パッケージとしてFit for 55(国境炭素調整や35年に電動車100%など)を公表している。欧州投資銀行の企業向け調査によると、気候変動対策への対応を今後5年間の事業機会とみる企業は約3割、風力発電に強みを持つデンマークでは5割となっている。政策支援もあり環境分野での投資は増える見込みだ。

### ドイツ新政権が発足、フランス大統領選の結果がメルケル後の欧州を左右

22年のEUは、前述の環境政策に加え、コロナ危機を受けて凍結中の23年以降の財政ルールなど重要政策の議論が行われる。環境政策では、企業の経済活動が持続可能かの判断基準となる「EUタクソミー」における原子力の扱いで、ドイツ(脱原発派)とフランス(原発推進派)などとの間で意見が分かれている。財政ルールは環境など成長分野への柔軟な投資ができるよう見直す方針だが、オランダなど財政規律を重視する国は慎重姿勢だ。域内の調整が必要になるなか、新政権発足のドイツと大統領選を控えたフランスの動向に注目だ。

ドイツでは、21年12月に、社会民主党・緑の党・自由民主党の3党連立によるショルツ政権が誕生した。3党の政策合意内容は、環境を重視する緑の党、増税の反対や企業活動を重視する自由民主党の各党に配慮した総花的な内容となった。対口政策では、メルケル政権より厳しい姿勢になると見込まれていたが、ウクライナ情勢をめぐりドイツは経済制裁を検討するも、ウクライナへの武器供与に慎重姿勢であることなどから、米国やEU域内からも対口姿勢に疑念を持たれている。ショルツ新首相がEUで存在感を発揮できるかが焦点だ。

22年4月のフランス大統領選は、現職のマクロン大統領再選が有力視されている。フランスは22年上半年期のEU議長国であり、マクロン大統領は議長国として成果を出し、大統領選に臨みたいとみられる。有力な対抗馬はサルコジ政権下で閣僚を務めた共和党のペクレス氏だ。マクロン大統領・ペクレス氏ともに、EUを重視する方針であり、どちらが勝利してもEUの政治・経済へ大きな影響はないだろう。ただし、極右候補のルペン氏やゼムール氏が勝利した場合は、移民政策など大幅変更が予想され、EUが不安定化するリスクがある。

### 欧州主要5カ国経済は回復継続も、ウクライナ情勢悪化がリスク

22年の欧州主要5カ国経済は、感染急拡大により一時的に落ち込むも、経済活動の再開や欧州復興基金を活用した投資により回復基調を維持するだろう。22年の実質GDP成長率は前年比+4.0%、23年は同+2.6%と予想する。22年は、感染拡大の影響などから前回11月見通し(同+4.2%)から下方修正する。

下振れリスクは、①ウクライナ情勢の悪化によるエネルギー供給不安定化・価格高騰、②新たな変異株の登場による経済活動の再抑制、③供給制約の長期化だ。リスクが顕在化した場合、企業活動や雇用・消費環境に影響を与え、回復ペースが鈍化する可能性がある。

## 5. 中国経済

### 不動産投資の停滞、ゼロコロナ政策から中国経済の減速が継続

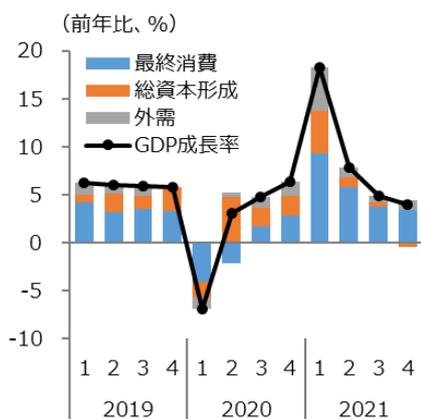
中国経済の成長率の減速が続いている。21年10-12月期の中国の実質GDP成長率は前年比+4.0%と7-9月期の同+4.9%から鈍化した。21年通期の実質GDP成長率は同+8.1%となった。

外需は、欧米およびアジア向け輸出の増加から好調を維持したものの、大手不動産企業・恒大集団の信用不安の引き金となった融資規制から不動産投資が減速し、10-12月期の総資本形成の寄与度が前年比▲0.5%と成長率減速の要因となった。最終消費の寄与度は7-9月期の同+3.9%から同+3.4%に低下した(図表5-1)。

消費の減速は、中国政府のゼロコロナ政策が背景にある。22年後半に予定されている中国共産党大会で3期目入りを目指す習政権にとって、中国政府のプレゼンスを国内外にアピールする北京オリンピックの開催は必須であった。北京オリンピック開催を確かなものとするため、小規模でも感染が確認されれば、当該地域での不要不急の外出を禁止するなど、厳しい行動抑制策で感染症を押さえ込んできた。例えば、21年12月には、北京から1,000キロ離れた陝西(せんせい)省の省都、西安において、感染者数が100万人当たり2人程度と早い段階でロックダウンが実施された。

厳格な行動規制は人流の低下をもたらしている。交通機関の乗客者数は、新型コロナ流行初期の20年4月と概ね同水準にまで減少している(図表5-2)。実店舗に代わりオンライン販売の拡大が消費を下支えているものの(図表5-2)、行動制限の消費への悪影響は大きく、21年12月の小売売上は前月比▲0.2%と減少に転じている(図表5-3)。

図表 5-1 実質 GDP



出所:Windより三菱総合研究所作成

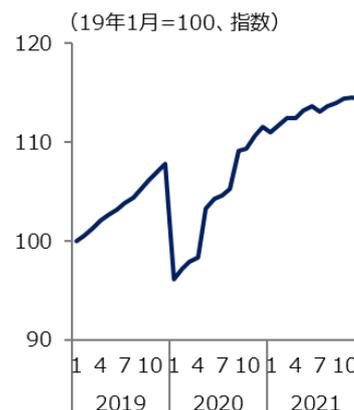
図表 5-2 交通機関の乗客者数と  
小売のオンライン販売比率



注:乗客者数は中国交通運輸部の調査。毎年1月のオンライン販売比率は、2月の実績を使用。直近は21年12月。

出所:Windより三菱総合研究所作成

図表 5-3 小売売上



注:直近は21年12月。  
出所:Windより三菱総合研究所作成

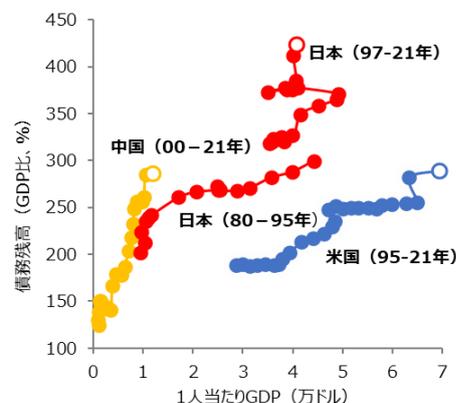
### 持続性強化の政府方針のもと、不動産市場の調整は当面継続

恒大集団を始めとした不動産企業の債務処理は、当局管理のもと秩序だった対応が見込まれるが、不動産市場の回復には、建築中在庫の調整が一巡するまで時間を要する公算が大きい。

これまで、中国経済は借入を梃子(てこ)にした不動産投資を原動力の一つとして成長を続けた結果、1人当たりGDPは約1万ドル、総債務残高(家計、非金融法人、政府の合計)はGDP比300%近くとなっている(図表5-4)。日本経済は、1人当たりGDPが1万ドルに到達した後、10年程度で、不動産投資の増加やプラザ合意後の円高進行により1人当たりGDPが5倍近くに急増したが(図表5-4)、その後、バブル崩壊で不良債権処理に苦しむこととなった。

中国政府も、高水準の債務に依拠する急激な経済成長のリスクを認識していると思われる。現在、進行中の第14次5カ年計画では、年次のGDP成長率の数値目標がなくなり(図表5-5)、習主席が、20年から35年の15年間で経済規模や1人当たり収入の倍増

図表 5-4 1人当たりGDPと債務残高



注:債務残高は、家計、非金融法人企業、政府の合計。○が21年。日本の80-95年は年度末。  
出所:IMF、IIF、日銀、内閣府より三菱総合研究所作成

が可能と言及することどめている。15年間で収入倍増は、4%台後半の経済成長率で概ね実現可能であり、中国政府は、経済成長率を5%近辺へ下方シフトさせることを許容し、中長期の政治・経済の安定を重視した政策運営へと軸足をシフトさせているとみられる。

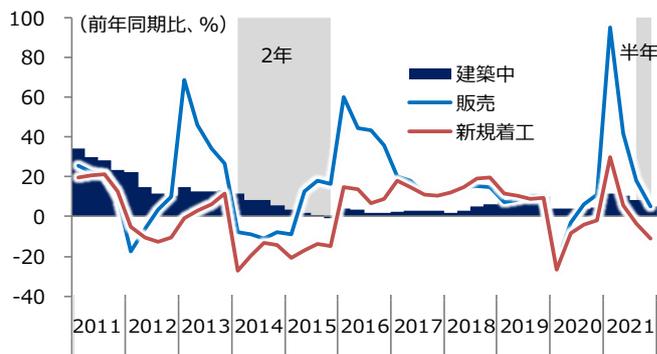
こうした状況下、不動産市場の回復には、自律的な需給調整が必要となる。14～15年にかけて中国政府の不動産価格抑制策を契機に発生した不動産市場の調整は、新規着工の前年比マイナスが2年程度、続いた(図表5-6)。21年末の建築中住宅は前年比+5.3%と、21年3月の同+11.6%強から6%程度低下している。同様のペースで建築住宅が前年割れとなるまで調整が続くと想定すると、新規着工の前年比プラスが定着し不動産市場が回復するまでには、もう1年程度の時間を要するであろう。

図表 5-5 中国の実質 GDP 成長率目標と実績

計画期間	実質GDP目標 (年平均成長率)	実績
第11次 (06～10年)	+7.5%	+11.3%
第12次 (11～15年)	+7.0%	+7.9%
第13次 (16～20年)	+6.5%以上	+5.8% (除く20年：+6.6%)
第14次 (21～25年)	*数値目標なし	+8.1% (21年の実績)

注：第14次計画では数値目標の公表はないが、習主席は15年間で1人当たり所得の倍増は可能と発言している。  
出所：ジェトロ、IMFより三菱総合研究所作成

図表 5-6 住宅着工・建築・販売の面積



注：各期末の前年同期比。灰色の網掛けは、14-15年および21年以降で新規着工が前年比、マイナスの局面。  
出所：Windより三菱総合研究所作成

## 外需が中国経済の成長を下支え

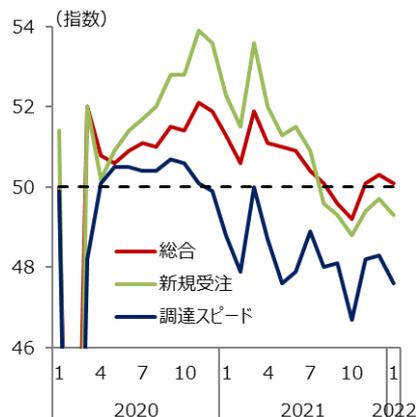
欧米向けに加えて、感染症抑制から経済活動の再開が進むアジアへの輸出が中国経済の成長を下支えすることが見込まれる。

製造業のPMIは、21年10月を底に、新規受注や部品・材料の調達スピードの改善が一進一退となるなか、景況感の分かれ目とされる50を上回る水準に回復している(図表5-7)。輸出は、堅調な欧米向けに加えて、21年10月以降、感染症抑制に伴いロックダウン解除などの経済活動の再開が進むアジア向け輸出が上昇基調を強めている(図表5-8)。

貿易取引だけでなく、海外からの対中直接投資も増加基調にある(図表5-9)。中国政府は、再生可能エネルギーやEV車の促進といった新たな需要創出に積極的に取り組んでいる。生産拠点だけでなく、販売市場としての中国市場の潜在性が、外国企業の継続的な直接投資を引き出している。

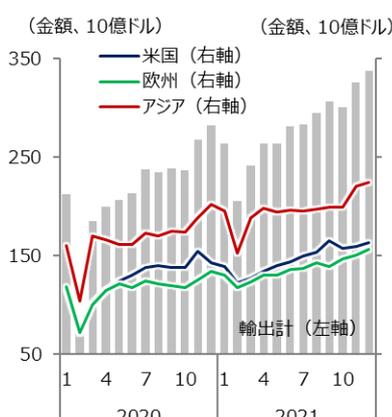
21年末に、米国でウイグル強制労働防止法が成立し、中国への政治的な圧力は高まっているものの、生産および販売両面での中国市場のプレゼンス、RCEP(地域的な包括的経済連携)発効による加盟国との貿易取引活発化を踏まえると、中国の外需を取り巻く環境が急変する可能性は低い。21年7-9月期に生産停滞をもたらしたエネルギー不足も改善しており、外需が中国経済の下支えとなろう。

図表 5-7 PMI



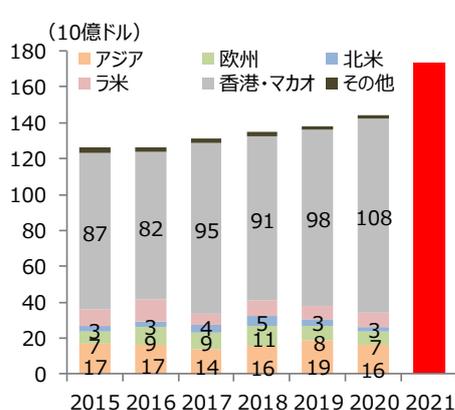
注：直近は22年1月。調達スピードは、遅れる場合は下方ヘシフトする。  
出所：Windより三菱総合研究所作成

図表 5-8 輸出



注：直近は21年12月。  
出所：Windより三菱総合研究所作成

図表 5-9 対中直接投資



注：アジアは除く香港・マカオ。21年は国・地域の内訳は未公表。  
出所：Windより三菱総合研究所作成

## 22年の経済の基本方針は稳中求進(安定の中で、前進を求める)

中国の22年の最重要イベントは、年後半に開催予定の中国共産党大会において、3期目入りが想定される習政権の行方である。習政権が世論および党内の支持を得るためには、経済の持続性向上とともに経済成長を促進する必要がある。

21年末に開催された中央経済工作会議では、21年の中国経済に動揺をもたらす要因となった独占禁止の強化、大都市の住宅問題の解決は重点項目から外れ、稳中求進(安定の中で、前進を求める)を基本方針に、成長面への配慮がうかがわれる(図表5-10)。

金融政策では、21年12月に預金準備率の引き下げ(12%から11.5%)、21年12月、22年1月に2カ月連続のローンプライムレートの引き下げ(3.85%から3.7%)を実施。併せて、恒大集団の債務処理への関与、不動産融資規制の弾力運営に関する金融機関への指示などを実施し、信用不安の伝播回避に向けた取り組みを実施している。

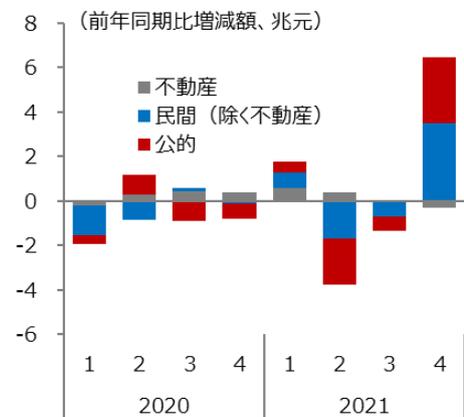
財政面では、21年10-12月期に、公的セクターは固定資産投資を急増させている(図表5-11)。中央経済工作会議では、インフラ投資の適切な前倒しを表明しており、今後も、20年から35年での所得倍増に必要な4%台後半の成長率からの下振れリスクが高まる際には、脱炭素関連などの民間投資の促進策と併せて政府の景気下支え策の出動が見込まれる。

図表 5-10 経済政策の重点項目(中央経済工作会議)

2021年	2022年
戦略的科学技术力の強化	<b>安定的で有効なマクロ政策</b>
サプライチェーンのコントロール能力強化	<b>市場主体の活力を引き出すミクロ政策</b>
内需の堅持・拡大	円滑な国民経済循環のための構造政策
改革開放の推進	科学技术政策の着実な実施
農業問題の解決	発展を活性化する改革開放政策の推進
<b>独占禁止の強化、無秩序な資本の拡張防止</b>	発展のバランスと協調性を強化する地域政策
<b>大都市の住宅問題の解決</b>	人民の生活最低ラインを保障する社会政策
<b>カーボンニュートラルの取り組み遂行</b>	

出所:各種報道より三菱総合研究所作成

図表 5-11 固定資産投資



注:名目ベースの増減額。公的投資は、総固定資産投資から不動産、民間(除く不動産)を差し引いた残差。

出所:Windより三菱総合研究所作成

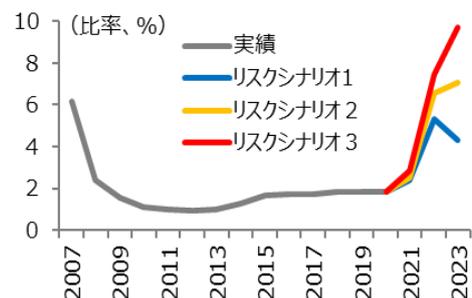
## 経済成長率は、23年にかけて5%台前半へ

以上を踏まえ、中国経済の22年の実質GDP成長率は、前前半の成長下振れにより、前回11月見通しの前年比+5.2%から同+5.0%に下方修正するが、年央以降は不動産市場の調整が一服、経済活動の再開により持ち直す展開を予想する。23年は、供給制約の緩和や経済活動の正常化から、潜在成長率並みの同+5.2%と、前年から小幅に成長率が回復すると予測する。

## 3%を下回る成長となれば、不良債権比率は10%へ

中国人民銀行の試算によれば、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(図表5-12)。足もとの成長減速により、既に不良債権は増加していると見込まれる。今後、米中対立の深刻化による輸出の減少、厳格な行動規制の長期化による消費の底割れなどにより、成長率のさらなる下方シフトがリスクとなる。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。

図表 5-12 不良債権比率



(不良債権試算の前提となる GDP)

	リスクシナリオ1	リスクシナリオ2	リスクシナリオ3
2021	7.28%	6.07%	5.12%
2022	4.78%	3.67%	2.80%
2023	4.08%	2.95%	2.08%

注:07-20年は、商業銀行全体。21-23年は中国人民銀行実施のストレステスト対象30行の不良債権比率。表はストレステストの前提となる実質GDP成長率。

出所:中国人民銀行、Windより三菱総合研究所作成

## 6. 新興国経済

### (1) 総論

現状、新興国におけるオミクロン変異株の感染は、欧米先進国ほどは拡大していないものの、予断を許さない状況である。今後、新興国でも変異株発生に伴う感染者数増加により一時的に防疫措置の厳格化を強いられ、経済回復のピッチが鈍る局面があろう。

今後も新たな変異株が出現する可能性はあるが、ワクチン接種や治療薬の普及などから、防疫と経済活動の両立が一段と進む前提で、23年までの新興国経済を展望すると、危機時経済から平時経済への移行を円滑に行うことができるか、世界の新たな課題となっている脱炭素の取り組みと経済成長の両立を図ることができるかに、特に着目する必要がある。

### 米国の利上げに伴う国際資金フローの変化

世界経済がコロナ危機から回復に向かうことは、新興国経済にとっては輸出が拡大するメリットがある一方で、米国などが金融政策の危機対応からの出口への動きを強めており、国際資金フローの変化に要警戒だ。

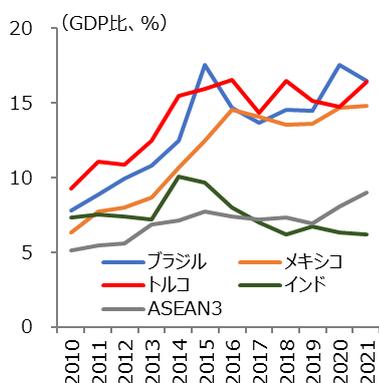
米国を始めとした先進国の量的緩和策は、新興国の資金調達環境の改善にも寄与し、コロナ危機後に新興国債務は拡大した。物価上昇圧力の長期化から米FRBは、政策金利の引き上げ姿勢を鮮明にしており、今後、新興国債務の資金調達環境の悪化が見込まれる。

米ドル建て債務がコロナ危機前から高水準にあり、足もとGDP比で15%近辺にまで増加しているブラジル、メキシコ、トルコでは、FRBでテーパリングの議論が始まった21年半ば以降、資金流入の勢いは鈍っている。また、GDP比のドル建て債務は5%程度で安定しているものの、素原材料価格の上昇から国際収支が悪化しているインドでは、米テーパリング開始以降、資金流出額が増加している(図表6-1、6-2)。

米国の金利上昇は、ドル高・新興国通貨安を経由し、輸入価格の上昇圧力としても働いている。実際、政治圧力から利下げを実施したトルコは大幅な通貨安が発生し、前年比30%を超える高インフレに直面し、経済に混乱をもたらしている。外貨準備が豊富で国際収支が安定している中国やASEAN5(後掲、図表6-15)は通貨安、物価ともに相対的に落ち着いているものの、メキシコ、インド、ブラジルでは、徐々に通貨安と物価上昇が同時に進行している(図表6-3)。

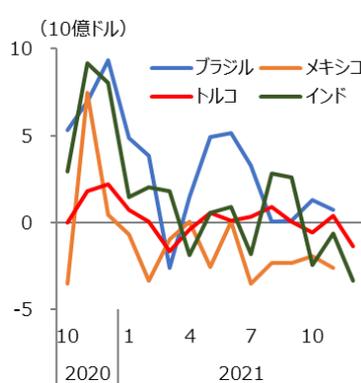
22年1月のFOMC後、パウエルFRB議長が急ピッチの利上げを示唆する発言を行ったことから株価が急落するなど、金融市場は不安定化している。新興国のうち、米ドル建て債務の多い国、素原材料価格により国際収支が悪化している国、経済発展の初期段階にあり外貨準備の蓄積が十分でないフロンティア諸国では、資本流出を防衛するための米国へ追随利上げや、通貨安を契機とした物価上昇が経済回復の勢いを鈍化させる要因となるであろう。

図表 6-1 主な新興国の  
ドル建て債務



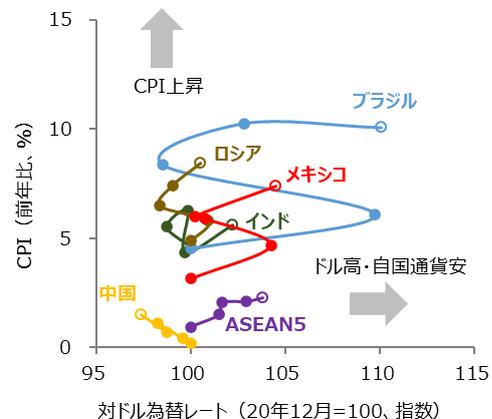
注: 21年以外は毎年12月末時点。21年は9月末時点。ASEAN3はインドネシア、マレーシア、タイの加重平均。  
出所: IMF、IIFより三菱総合研究所作成

図表 6-2 主な新興国の  
証券投資フロー



注: 直近は、ブラジル、メキシコが21年11月、トルコ、インドが21年12月。  
出所: IIFより三菱総合研究所作成

図表 6-3 主な新興国・地域の  
CPIと為替レート



注: 20年12月から21年12月までの3カ月毎のCPI、対ドル為替レートの推移。対ドル為替レートは、20年12月=100。○は21年12月。  
出所: Bloombergより三菱総合研究所作成

## 脱炭素に向けた取り組みは、経済へ正負両面の影響

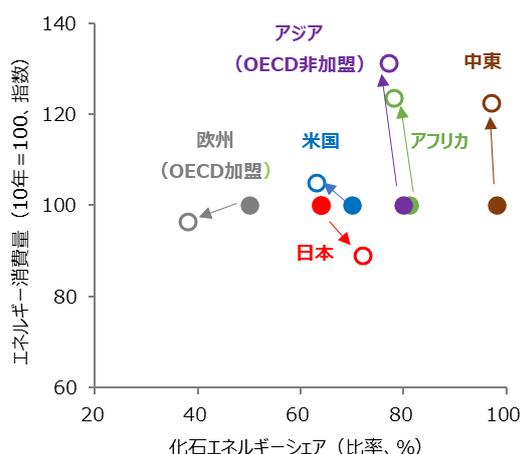
新興国のエネルギー消費が増加基調にあり、化石エネルギーの依存度が高い新興国の脱炭素に向けた取り組みは、脱炭素投資による成長牽引といった正の側面と、物価上昇圧力や脱炭素投資の資金調達のための債務拡大といった負の側面がある。

10年以降、欧州はエネルギー消費量および化石エネルギー比率が低下、日本はエネルギー消費量が低下している。一方、新興国は経済成長に伴いエネルギー消費量が増加し、化石エネルギー比率も高水準が継続している(図表6-4)。15年以降、中国以外の新興国においても毎年500~700億ドル程度の再生可能エネルギー関連投資が実施されているものの(図表6-5)、需要増への電力供給力強化と脱炭素の取り組み強化を両立するには、再生可能エネルギーおよびエネルギー効率向上への更なる投資が求められる。

新興国が脱炭素に向けた投資を活発化するためには、投資資金の調達をいかに行うかが課題である。特に新興国の資金調達環境を整えるうえでは、コロナ危機を受けて新興国債務は増加していること、旧来型発電設備の想定稼働期間の短縮化による償却負担増といった、新規の投資資金だけでなく、これまで積み上がった債務の存在も考慮する必要がある。

21年11月に開催されたCOP26では、新興国の資金調達の課題を認識し、先進国から新興国への支援目標を25年までに達成すること、支援額を1,000億ドルから相当程度引き上げることで合意、22年11月にエジプトで開催予定のCOP27で詳細の議論が予定されている。資金調達の課題が解消され、新興国の脱炭素関連投資が加速する際には、投資需要の拡大による成長上振れ、素原材料価格の上昇による資源国での成長上振れ、非資源国のインフレ圧力増大に留意する必要がある。

図表 6-4 エネルギー消費と化石エネルギー比率  
(10年から19年の変化)



注: ○は19年。  
出所: OECDより三菱総合研究所作成

図表 6-5 再生可能エネルギー投資



出所: REN21「Renewables Global Status Reports」より三菱総合研究所作成

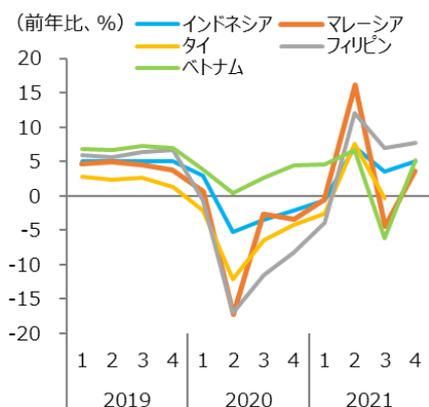
## (2) ASEAN経済

### 経済活動再開から21年10-12月期の実質GDP成長率は上方ヘシフト

ASEAN5の21年10-12月期の実質GDP成長率は、デルタ株流行の沈静化による経済活動再開により、7-9月期の前年比+1%から同+4%台半ばへ上昇した。石炭価格上昇を牽引役にインドネシアが成長の勢いを強めた(同+5.0%)ほか、フィリピン(同+7.7%)もプラス成長を継続、感染症拡大を受けたロックダウンなどの行動抑制策から7-9月期はマイナス成長に陥っていたマレーシア(同+3.6%)、ベトナム(同+5.2%)はプラス成長を回復、2月21日に指標公表予定のタイは同+1%前後の成長が見込まれる(図表6-6)。

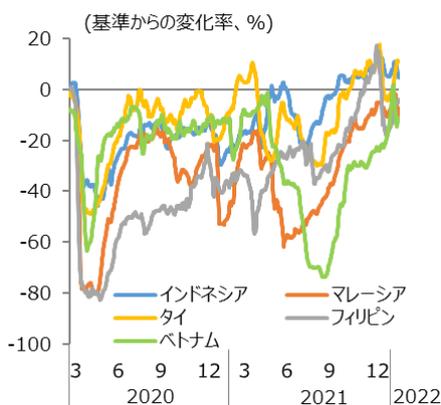
厳格な行動規制から大きく落ち込んでいた外出行動は、21年9月を底に反転している。外出行動がコロナ危機前の水準を回復しているインドネシア、タイの小売売上は前年比プラスに浮上、外出行動の回復が鈍いベトナムの小売売上は前年比マイナスにとどまっており、外出行動の回復度合いが経済成長の勢いの差をもたらしている(図表6-7、6-8)。

図表 6-6 実質 GDP 成長率



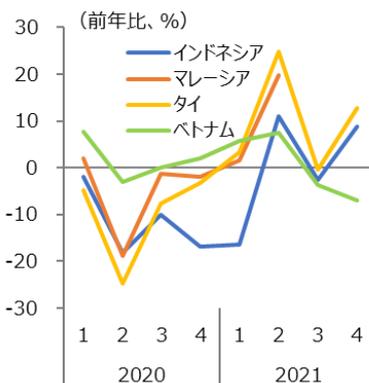
注:直近は、タイのみ21年7-9月期。  
出所:Bloombergより三菱総合研究所作成

図表 6-7 外出行動(小売・娯楽)



注:後方7日間移動平均。直近は22年2月10日。  
出所:Googleより三菱総合研究所作成

図表 6-8 小売売上高



注:インドネシア、タイ、ベトナムは月次データの平均。直近はマレーシアのみ21年4-6月期。  
出所:Bloombergより三菱総合研究所作成

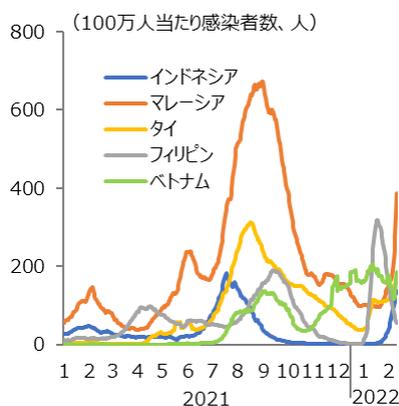
### 生産活動の再開、輸出伸長から製造業の景況感は回復

生産活動の再開により、輸出も回復に向かい、製造業の景況感も改善している。

新規感染者数の抑制(図表6-9)から生産が再開すると、21年夏場にかけて伸び率が鈍化していた輸出は上昇ペースを強め(図表6-10)、製造業PMIも景況感判断の分かれ目となる50超で推移している(図表6-11)。今後も、グローバルベースでの根強い需要を踏まえると、輸出を牽引役としたASEAN5の生産は堅調な推移が見込まれる。

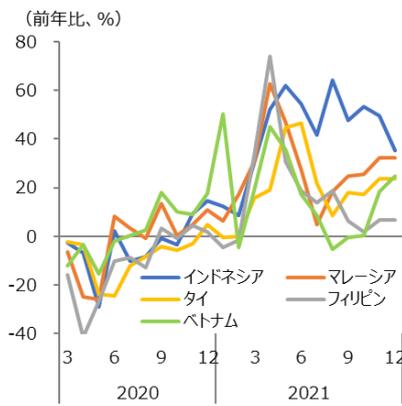
先行きの生産では、フィリピンの感染者数は減少傾向に転じているものの、インドネシア、マレーシアなどで新規感染者の増加をもたらしているオミクロン株の感染拡大の影響、素原材料不足といった供給面の不安は残る。

図表 6-9 新規感染者数



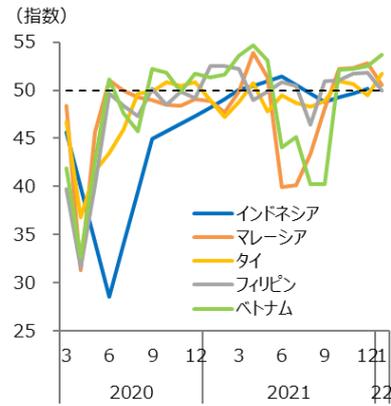
注:後方7日平均。直近は22年2月11日。  
出所:CEICより三菱総合研究所作成

図表 6-10 輸出



注:直近は21年12月。  
出所:Bloombergより三菱総合研究所作成

図表 6-11 製造業 PMI



注:直近はインドネシア以外が22年1月、インドネシアは21年12月。  
出所:Bloombergより三菱総合研究所作成

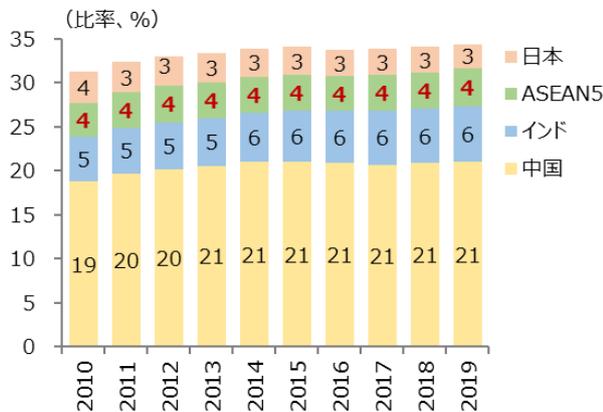
### 脱炭素の取り組みの経済影響は二面性がある

ASEAN5の脱炭素の取り組みの規模、スピードは、経済成長の正負両面での変動要因となることが見込まれる。

ASEAN5のエネルギー消費は年々増加しており、19年時点でASEAN5のGDPが日本の50%程度であるのに対して、エネルギー消費量は日本を上回る水準となっている(図表6-12)。また、化石エネルギー比率は各国ともに80%近辺にあり、40%弱の欧州は言うに及ばず、70%近辺の日本や中国にも見劣りしている(図表6-13)。今後も、ASEAN5はエネルギー需要の増加が見込まれることから、ASEAN5の脱炭素への取り組み強化は、世界の脱炭素実現にとっても不可欠なものである。

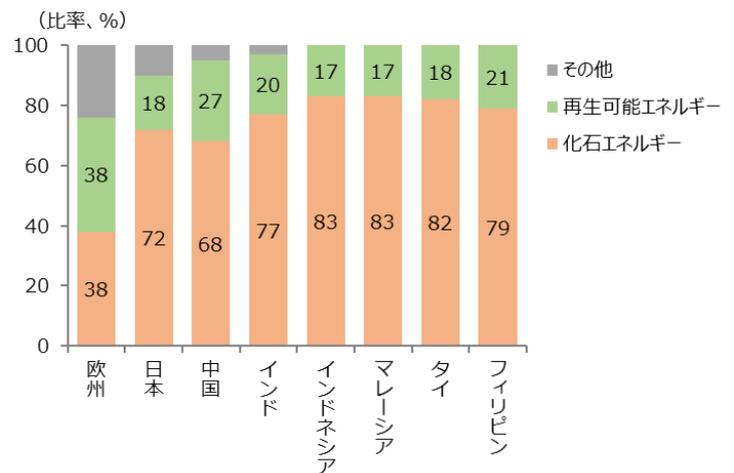
ASEAN5は経常収支も概ね黒字であり、他の新興国に比べて相対的に資金調達容易であり、既にアジア開発銀行などを中心に資金調達プロジェクトが始動している。他の新興国に先駆けてASEAN5が脱炭素実現に向けた取り組みを活発化することは、域内投資の増加を通じた経済成長の上振れ要因となるとともに、素原材料価格上昇などを通じて世界の物価上昇要因となる。

図表 6-12 アジア各国・地域のエネルギー消費  
(世界のシェア)



出所: OECDより三菱総合研究所作成

図表 6-13 欧州・アジア主要国電力のエネルギー比率



注: 欧州はOECD加盟国。19年時点。  
出所: OECDより三菱総合研究所作成

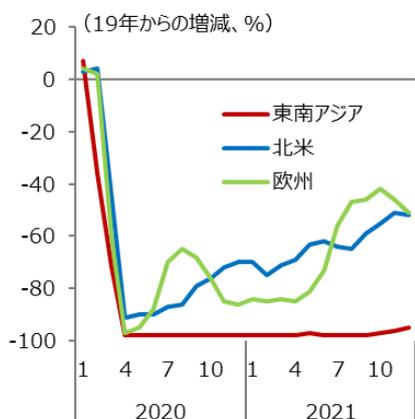
### 経済活動再開に伴い、5%台の成長へ

ASEAN5における行動制限の緩和後に、ASEANからの輸出が急回復しており、ASEAN5が世界経済のサプライチェーンにはなくてはならない存在となっていることがうかがわれる。感染症拡大が沈静化し、世界経済の正常化が進展すれば、ASEAN5経済は、コロナ危機前の成長軌道へ回帰することが見込まれる。特に、防疫と経済活動の両立から国際的な交流が再開し、欧米諸国に比較して遅れている観光業(図表6-14)の回復が進めば、経済成長の勢いが増すであろう。

これらを踏まえて、22年の実質GDP成長率は、段階的な経済回復のシナリオは不変とし、オミクロン変異株の感染拡大などから経済回復ペースが緩やかになることを見込み、前回11月見通しの前年比+5.7%から同+5.5%に下方修正、23年は経済活動の活発化を想定し、同+5.7%と予測する。

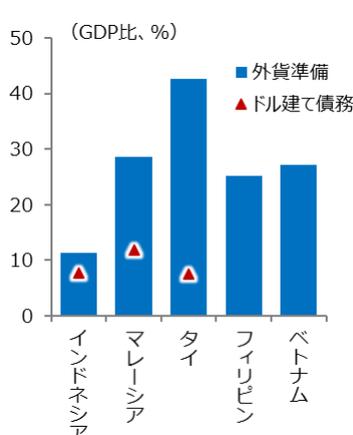
先行きの最大のリスクは、感染症の拡大による厳格な行動制限の再開、次いで中国経済の減速である。ASEAN5は経常収支が安定しており、アジア通貨危機の教訓を活かした豊富な外貨準備(図表6-15)も考慮すると、他の新興国に比べて資本流出リスクは低いが、総じて安定している物価(図表6-16)が、素原材料価格の高止まり、米国金利上昇による通貨安などから上昇基調を強めるリスクにも留意が必要だ。

図表 6-14 海外観光客の来訪数



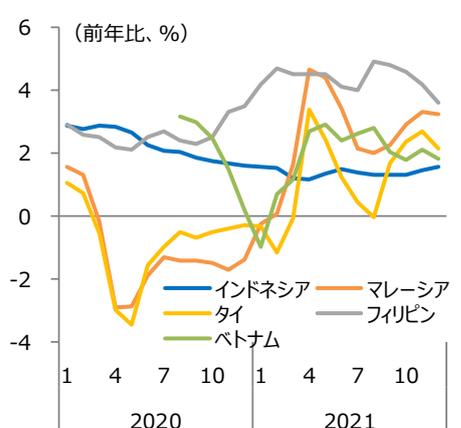
注: 直近は21年12月。  
出所: UNWTO(国連世界観光機関)より三菱総合研究所作成

図表 6-15 外貨準備とドル建て債務



注: 21年6月時点。フィリピン、ベトナムのドル建て債務は不詳。  
出所: IIF, Bloombergより三菱総合研究所作成

図表 6-16 CPI



注: 直近は21年12月。  
出所: CEICより三菱総合研究所作成

### (3) インド経済

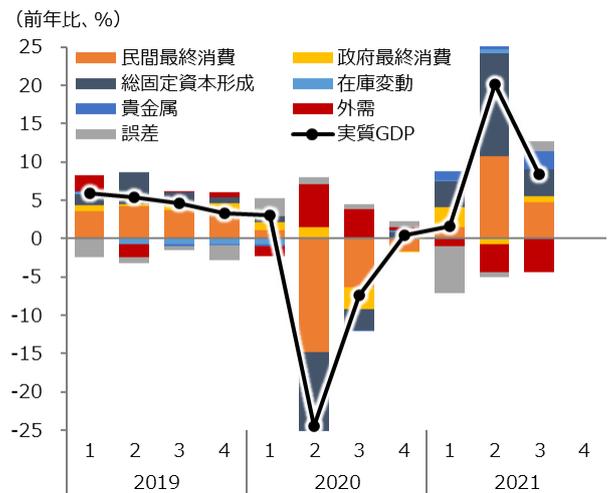
#### 回帰基調継続も、物価上昇が懸念材料

インド経済は、7-9月期の実質GDP成長率は前年比+8.4%となった。20年後半の感染抑制以降、消費や資本投資を牽引役としたインド経済の成長回復は継続している(図表6-17)。

インド準備銀行(インドの中央銀行)は、21年度(21年4月~22年3月)の実質GDP成長率を同+9.2%と想定している。オミクロン変異株の感染拡大の経済への悪影響が懸念されているが、10-12月期も5四半期連続のプラス成長の継続が見込まれる。

ただし、国際収支の悪化に伴う資本流出圧力の高まり(前掲、図表6-2)と併せて、物価上昇圧力の拡大が先行きの経済の懸念材料となっている。インドのCPIは、前年比+5%近辺での横ばい推移となっているが、石油・天然ガス、燃料などの価格上昇からWPI(卸売物価指数)は前年比+15%をうかがう水準まで上昇している(図表6-18、6-19)。こうした物価上昇圧力の高まりを受けて、市場では22年内の利上げ観測が台頭している。

図表 6-17 実質 GDP 成長率



出所: Windより三菱総合研究所作成

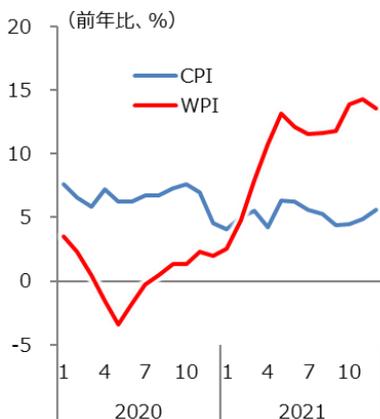
#### 22年の9%の高成長を経て、23年にはコロナ危機前並みの成長率へ

インド経済は、依然として20年の感染爆発による経済の落ち込みから回復途上であることを踏まえ、22年の実質GDP成長率は、前年比+9%と高水準の成長を予想する。23年は、20年の感染爆発による経済落ち込みからの回復に伴うペントアップ需要の一巡から、コロナ危機前の成長率に戻ることを想定し、同+6.8%と予想する。

感染拡大、物価上昇以外では、脱炭素の取り組みと既存の主要エネルギー源である石炭の安定確保とのバランス維持に留意が必要である。インドのエネルギー消費量は、日本の2倍強でASEAN5のエネルギー消費量を上回っている(前掲、図表6-12)。電源の80%弱を化石エネルギーに依存しており(前掲、図表6-13)、そのうち、70%程度が石炭による発電となっている。インドの脱炭素に向けた取り組みの強弱は、世界の脱炭素の進捗および素原材料価格に影響を与える。

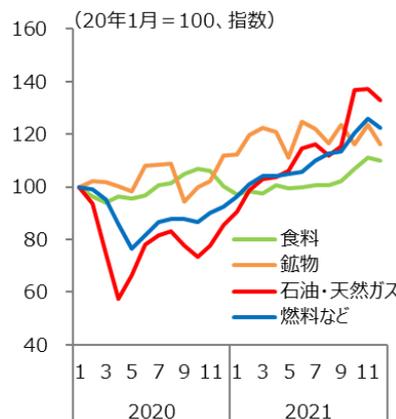
また、インドの石炭輸入の40%超を占めるインドネシアは(図表6-20)、自国内の発電を優先し、22年に入って、1月中の石炭輸出の禁止を公表した。その後、段階的な輸出再開が進められているが、中国などとの調達競争から、既存の主要電源である石炭調達が十分にできないリスクにも留意が必要だ。

図表 6-18 CPI・WPI



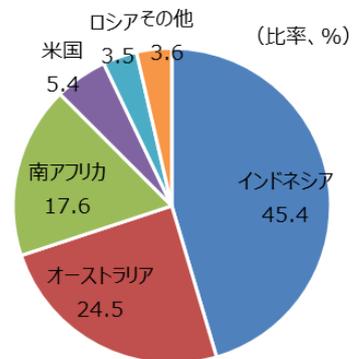
注: 直近は21年12月。  
出所: Windより三菱総合研究所作成

図表 6-19 品目別 WPI



注: 直近は21年12月。  
出所: Windより三菱総合研究所作成

図表 6-20 石炭輸入先の国別シェア



注: 重量ベースの20年の実績のシェア。  
出所: UN Comtrade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

---