

**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5月半ばまでの世界経済・政治の状況、および日本の2022年1-3月期GDP速報の公表を踏まえ、世界・日本経済見通しの最新版を公表します。

世界経済

22年1-3月期の世界経済は、1月はオミクロン変異株の感染急拡大、2月以降はロシアのウクライナ侵攻が下振れ要因となり、回復ペースが鈍化した。インフレ圧力の強まりや素原材料・部品の調達制約が、企業活動や消費の重しとなっている。中国のゼロコロナ政策による成長減速も、中国向け輸出やサプライチェーンを通じて世界経済に波及しつつある。

今後の世界経済は、防疫と経済活動の両立が進む中で、消費や投資を中心に景気回復を持続するとみる。世界経済の回復ペースは、ウクライナ侵攻前と比べて大幅に鈍化するだろう。世界経済の成長率は22年が前年比+2.9%、23年が同+2.9%と予測する(ウクライナ侵攻前の2月見通しから、それぞれ▲0.6%ポイント、▲0.1%ポイント下方修正)。予測期間における世界情勢の不確実性は高く、見通しを左右する要素として注目すべきは、次の4点である。

第一に、ウクライナ情勢である。ウクライナ情勢の悪化・長期化は、多様な経路を通じて世界経済の下振れ要因となる。ロシア・ウクライナからの供給不足が長引くことで、資源などの価格上昇や、世界の生産・消費への影響が本格化する。また、西側の対ロ経済制裁が長期化すれば、ロシア事業からの撤退を決める企業が増加し、資産償却など企業の損失拡大が想定される。さらに、資源・エネルギー価格の高騰が継続すれば、交易利得・損失の不均衡が強まり、資源輸入国を中心に景気回復の重しとなる。

第二に、物価上昇圧力である。資源・エネルギー価格の上昇などコストプッシュ型のインフレと、コロナ危機からの需要回復をもたらすデマンドプル型のインフレが相まって、世界各国で記録的な物価上昇率となっている。当面は、家計の過剰貯蓄が、物価上昇による消費への悪影響を和らげる見通しだが、物価に対して賃金の伸びが鈍い状況が長引けば、コロナ危機からの消費の回復ペースを一段と弱める要因となる。

第三に、米国の金融政策である。デマンドプル型インフレ圧力が強まっており、FRBは22年内に計2.0%ポイント、23年内に追加で計0.5%ポイントの利上げを予想する。金融緩和の縮小は、米国の消費や投資の抑制要因となるが、上記のペースであれば、米国経済は潜在成長率を上回る成長を維持することは可能だ。ただし、新興国経済にとっては、通貨安がインフレ圧力を一段と強め景気の下振れ要因となる。

第四に、中国のコロナ対策である。中国はコロナの感染を抑えるべく、都市のロックダウンなど経済的犠牲を伴う厳しい防疫措置を実施している。中国政府は、ゼロコロナ政策による経済の落ち込みを補う財政・金融政策を併せて講じるとみられるが、ゼロコロナ政策を継続する限りは、22年の成長率目標5.5%前後の達成は厳しいだろう。中国の消費や生産の停滞は、世界経済の下振れ要因となる。

先行きのリスクは、第一に、欧米での非常に高い物価上昇率の継続である。ロシアが経済制裁への報復として非友好国とみなす相手向けの輸出を停止すれば、国際市況が一段と高騰し、欧米を中心にスタグフレーションに陥る可能性が高まる。第二に、米国金融政策の過度な引き締めによる大幅な成長減速である。

インフレの加速により金融緩和の縮小ペースを速めすぎた場合に、金融市場の動揺や需要の過度な冷え込みを通じて米国の成長率が大幅に減速しかねない。第三に、中国経済失速と不良債権増加の悪循環である。ゼロコロナ政策の厳格な運用などをきっかけに、中国経済の期待成長率が大きく低下すれば、投資・消費が抑制され、成長失速と不良債権増加の悪循環に陥りかねない。

日本経済

日本経済は、22年度前半は防疫と経済活動の両立が進み、高めの成長を見込む。4-6月期には実質GDPの水準がコロナ危機前(19年10-12月期)を回復するだろう。ペントアップ需要が一服した後も、23年度にかけて雇用・所得環境の改善によって国内需要の増加基調が続くという基本的な見方に変更はない。ただし、ウクライナ情勢の悪化や円安進行による物価上昇圧力が強まることから、実質賃金と消費の回復ペースは、前回3月時点の見通しよりも鈍るとみている。22年度の実質GDP成長率は前年比+2.3%(前回同+2.6%から下方修正)、23年度は同+1.2%(変更なし)と予測する。

米国経済

米国経済は、22年1-3月は物流制約の緩和による輸入増もあり一時的にマイナス成長となったが、内需は堅調を維持している。雇用・所得環境の改善持続を柱に、22年の実質GDP成長率は前年比+3.4%、23年は同+2.2%と、潜在成長率(1%台後半)を上回ると見込む。ただし、ウクライナ情勢の悪化などを背景に、先行きの不確実性は確実に高まっており、前回3月見通し(同+3.7%、+2.4%)から、いずれも下方修正する。素原材料価格の上昇圧力の強まりに加え、構造的な人手不足により賃金上昇圧力も高まっており、FRBはインフレ抑制に向けて金融緩和の縮小ペースを加速させるだろう。金融緩和縮小の効果はタイムラグを伴って波及し、23年にかけて米国経済の成長減速要因となるだろう。

欧州経済

欧州経済は、エネルギーを中心にロシアへの依存度が高く、ウクライナ情勢の悪化による経済の下押し圧力は大きい。脱ロシア化のコストは欧州経済に大きな負担となり、経済活動の再開で回復が期待された企業活動や消費の下押し要因となるだろう。エネルギーだけではなく、防衛費の増額やウクライナ難民対応も、各国の財政負担となる。ウクライナ情勢の悪化や中国など世界経済の減速が、欧州経済の回復を下押しすることから、欧州主要5カ国の実質GDP成長率は、22年が前年比+2.7%、23年が同+2.1%と、いずれも前回3月見通し(同+3.2%、+2.6%)から下方修正する。

中国経済

中国経済は、政府のゼロコロナ政策が経済成長の妨げとなっている。22年3月に入り深圳や上海での都市封鎖を受け、物流の停滞、生産や消費にかげりがみえている。習政権は、22年秋の中国共産党大会で3期目入り確かなものとすべく、相応の景気下支え策を出动するとみられるが、厳格な防疫措置の継続は、中国経済成長の勢いをそぐことになるだろう。ウクライナ情勢悪化の中国経済への影響は限定的とみるが、22年の実質GDP成長率は、ゼロコロナ政策による成長下振れを受けて、前回3月見通しの前年比+5.0%から同+4.8%に下方修正する。23年は、経済活動の正常化進展を想定し、前回見通しと同様に潜在成長率並みの同+5.2%を見込む。

新興国経済

新興国は、ワクチンの段階的普及に伴い多くの国でコロナとの共生が進みつつあり、23年にかけて総じて成長回復を見込むが、ウクライナ情勢の悪化によるエネルギー価格上昇、世界経済の減速、米国利上げペース加速による資金調達環境の悪化という課題に直面している。資源輸出国には資源高が成長の追い風になる一方で、資源の対外依存度が高いインドやタイ、経済の欧州・ロシア依存度が高い中東欧諸国、経済基盤が脆弱なトルコやアルゼンチンなどでは成長の下振れ圧力が強まるだろう。

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	27
中国経済	28
ASEAN 経済	31

(1) 世界経済の現況

ロシアのウクライナ侵攻で世界経済の回復ペースが鈍化

22年1-3月期の世界経済は、回復ペースが鈍化した(図表1-1)。新型コロナは感染者数こそ高水準で推移しているものの、新規死亡者数は、感染初期を除けば最も低い水準まで低下しており、中国など一部の国を除けば(後述)、防疫のための経済活動の制約は解消されつつある。

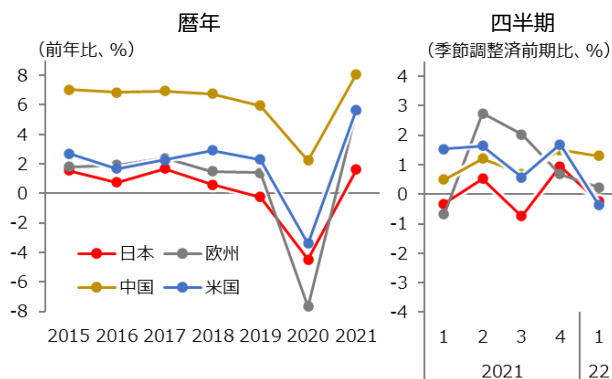
一方で、ロシアのウクライナ侵攻は、さまざまな経路を通じて、世界経済の下振れ要因となっている。3月9日に公表した世界経済見通しの臨時改定¹(以下、3月見通し)において、世界経済への波及経路として、①エネルギー・鉱物・食料 ②貿易・サプライチェーン ③投資 ④金融 ⑤サイバー ⑥国際関係 — の6つに整理した。5月時点で、世界経済の下振れ要因として既に顕在化しているものは、主に①と②である。

第一に、エネルギー・鉱物・食料などの価格上昇である。これら資源価格は、コロナ危機からの需要回復で、ウクライナ侵攻前から高騰していたが、一段と拍車がかかった(図表1-2)。川上からの物価上昇圧力は、企業物価や消費者物価へ波及し、4月の米国の消費者物価は前年比+8.3%と約40年ぶりの高水準が続いているほか、欧州(ユーロ圏)も同+7.4%と高い伸びを記録した。物価上昇率の一段の高まりを受けて、米国は金融緩和の縮小ペースを加速させており、もともと割高感が強かった米国株価などが調整色を強めている。

第二に、素原材料や部品などの調達制約である。①黒海周辺海域での海上物流の停滞 ②西側諸国による対ロ経済制裁の強化 ③ロシアからの供給途絶リスクに備えた在庫積み増し ④コンテナ運賃の上昇 — などにより、グローバルサプライチェーンを通じた調達制約が強まっている(図表1-3)。企業が在庫を厚めに確保する動きは、需給を一段と逼迫させ、上記の価格上昇に拍車がかかる面がある。

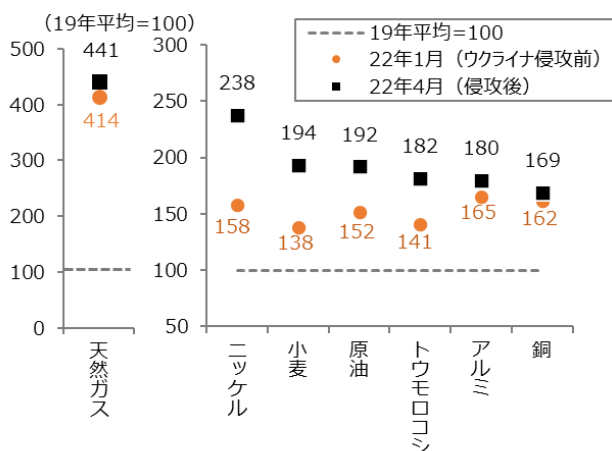
ウクライナ侵攻に加え、中国経済の減速も世界経済の回復ペースを鈍らせる要因になっている。22年1-3月期の実質GDP成長率は前期比+1.3%となり、前期(同+1.5%)から減速した。前年比でも+4.8%と政府目標の5.5%前後を下回る。消費の弱さが主因であり、ゼロコロナ政策による都市のロックダウンなどにより、上海市や吉林省などで22年1-3月期の名目小売売上が前年割れとなった。中国経済の減速は、中国向け輸出の下振れを通じて、世界経済に波及しつつある。

図表 1-1 実質 GDP 成長率



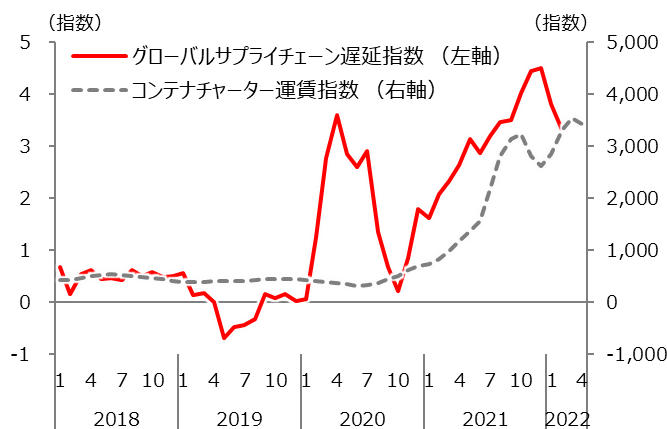
注: 欧州は独仏英伊西の5カ国、GDPウェイトで加重平均。出所: CEIC、IMFより三菱総合研究所作成

図表 1-2 主要商品価格



注: 日々データの月中平均。出所: CEIC、Bloombergより三菱総合研究所作成

図表 1-3 サプライチェーン遅延・コンテナ運賃



注: 直近はサプライチェーンが22年2月、コンテナが22年5月。出所: コンテナチャーター運賃指数はハンブルク・プレーメン船舶ブローカー協会(VHBS)、グローバルサプライチェーン遅延指数はNY連銀より三菱総合研究所作成

¹ 三菱総合研究所、ロシアのウクライナ侵攻による世界・日本経済への影響 — 2021年10-12月期2次QE後「内外経済見通し」改定値 — <https://www.mri.co.jp/knowledge/insight/eccoutlook/2022/20220309.html> 図表 1-1 参照

(2) 世界経済の見通し

世界経済は、防疫と経済活動の両立が進む中で、23年にかけて消費や投資を中心に景気回復を持続するとみるが、世界経済の回復ペースは、ウクライナ侵攻前と比べて大幅に鈍化するだろう。

22年の世界経済の成長率は、ロシアのウクライナ侵攻を受けて、3月9日に公表した世界経済見通しの臨時改定(以下、3月見通し)において、2月16日時点の前年比+3.5%から同+3.0%へ、▲0.5%ポイント下方修正している。

さらに、今回の5月見通しでは、中国経済のゼロコロナ政策による下振れ、米国の金融緩和縮小ペースの加速などを反映し、3月見通しからさらに▲0.1%ポイント下方修正の同+2.9%と予測する(図表1-4)。

23年は、同+2.9%と予測する(3月見通しから▲0.1%ポイント下方修正)。物価の上昇圧力は徐々に緩和していくとみられ、自律的な回復力は高まっていくとみられるが、米国経済は、ベントアップ需要の剥落や利上げ影響の顕在化などから成長減速を見込む。欧州も脱ロシアのコストが重しとなり、成長減速を予想する。中国経済は前年の成長下振れの反動から5%台の成長を回復すると見込む。先進国に比べてコロナ危機からの回復が遅れていた新興国も、総じて成長加速を予測する。

もっとも、世界情勢の不確実性は非常に高いことから、これらの見通しは、下振れ方向を中心に一定の振れを想定しておく必要がある。23年までの世界経済の成長率を左右する要素として注目すべきは、①ウクライナ情勢 ②物価上昇圧力 ③米国の金融政策 ④中国のコロナ対策 —— の4点である。①のウクライナ情勢悪化により、②物価上昇と③米利上げのペースが、2月時点の想定より加速された。④中国のコロナ対策も、厳格な防疫措置の実施地域や期間が拡大している。

図表 1-4 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%	5.5%	2.9%	2.9%
米国	▲3.4%	5.7%	3.4%	2.2%
欧州 (5カ国)	▲7.7%	5.6%	2.7%	2.1%
中国	2.3%	8.1%	4.8%	5.2%
日本 [暦年]	▲4.5%	1.7%	1.6%	1.8%
[年度]	▲4.5%	2.1%	2.3%	1.2%
ASEAN5	▲3.4%	3.3%	5.2%	5.7%
その他世界	▲4.4%	4.4%	1.5%	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。

出所: 三菱総合研究所

注目点① ウクライナ情勢

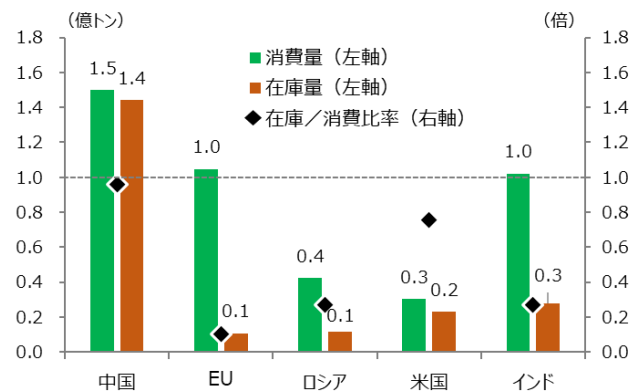
ロシアとウクライナの戦況の行方や、西側諸国を中心とする経済制裁およびロシアからの報復措置の内容や期間について、不確実性が高い。

今後のウクライナ情勢の展開次第で、世界経済を下振れさせる要素として、第一に、エネルギー価格などの一段の高騰およびその長期化である。前述の通り、ロシアからの供給懸念が強まるなかで、在庫を厚めに保有する動きが強まれば、価格が一段と上昇する。西側諸国が脱ロシアを進めるなかで、価格の高いスポット価格での調達を増やせば、調達価格の上昇となる。

第二に、ロシア・ウクライナからの供給不足が長期化することで、生産・消費への影響が本格化する可能性がある。短期的な供給不足であれば、在庫の取り崩しなどで対応できるが、長期化すれば在庫が底をつく。特にウクライナの生産シェアが大きいネオンガスやワイヤーハーネスの供給不足が懸念されている。ネオンガスは既生産品のリサイクル、ワイヤーハーネスは他の生産拠点への切り替えなど、供給不足への対応が進みつつあるが、ウクライナ情勢の展開次第では、半導体や自動車産業への影響が強まりかねない。小麦についても、ウクライナ・ロシアの世界輸出シェアが25%を占める。世界全体では2.7億トンの在庫があるが、その約半分は中国に集中しており、欧州などは消費量に比べて在庫が十分ではない(図表1-5)。

第三に、ロシア事業撤退による企業の損失拡大である。Yale大学の集計²によると、5月16日時点で、世界の主要企業1,200社余のうち300社余がロシア事業からの撤退を表明しており(図表1-6のA)、資産償却な

図表 1-5 小麦の消費量・在庫量



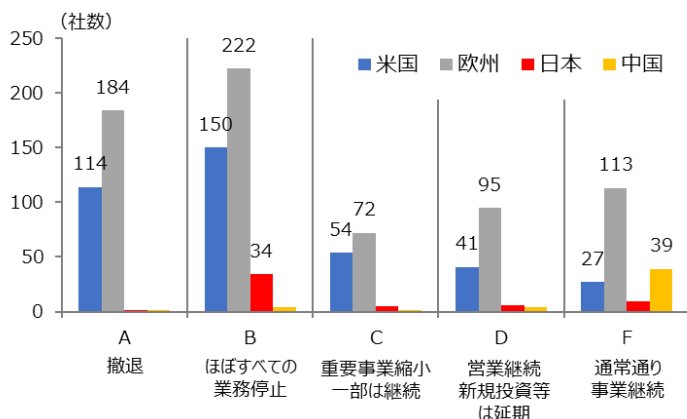
注: 2019および2020年のデータ。
出所: USDAより三菱総合研究所作成

² <https://som.yale.edu/story/2022/almost-1000-companies-have-curtailed-operations-russia-some-remain>

どの損失が発生する。具体的な損失金額は今後明らかになるとみられるが、例えば英BPは、保有するロスネフチ株の売却に伴い、最大250億ドル(約3.2兆円)の減損処理を行うと発表している。現時点で業務停止にとどまる企業(図表1-6のB・C)のなかでも、今後事業撤退に踏み切る企業も出てくるだろう。ロシア資産の価値が下がるなかで、売却先が見つからず、事業撤退に伴う損失がさらに拡大する可能性もある。

第四に、資源・エネルギー価格高騰が長期化すれば、産出資源の有無による不均衡が拡大する。輸出入価格の変動による国の利得と損失をGDP比でみると、19年後半から21年後半にかけての資源などの価格上昇などにより、ロシア、豪州、カナダなど資源輸出国はGDP比で2-4%の利益を得たが、タイや日本をはじめ資源輸入国は同2%程度の損失である(図表1-7)。資源輸入国にとっては、輸入物価の上昇が国外への所得流出を招くとともに、国内物価が上昇し内需が弱まるダブルパンチとなる。

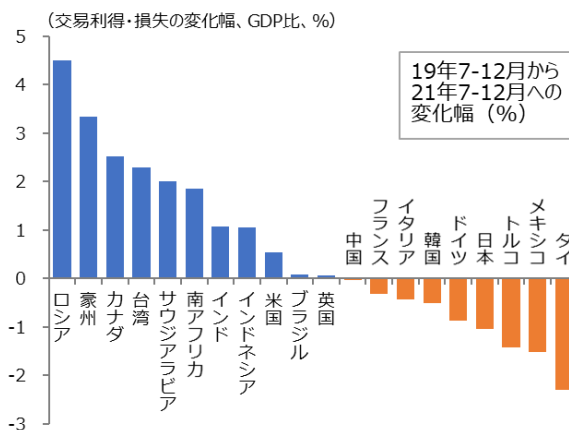
図表 1-6 ロシア事業の撤退/継続状況



注:22年5月16日時点。

出所:Yale School of Managementより三菱総合研究所作成

図表 1-7 主要国の交易利得・損失



出所:CEICより三菱総合研究所作成

注目点② 物価上昇圧力

22年1-3月期の消費者物価上昇率は、経済制裁を受けているロシアが前年比+11.5%となったほか、ブラジルやポーランドなど新興国でも物価上昇圧力が高まっている(図表1-8)。

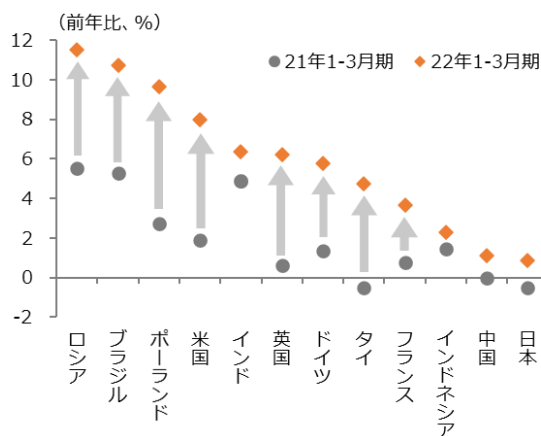
物価上昇圧力は、①エネルギー・資源価格の高騰などコストプッシュ型インフレと、②需要の回復や賃金の上昇などによるデマンドプル型インフレ圧力に大きく分けることができる。

これまでの先進国の経験に照らせば、原油高などコストプッシュ型インフレが継続する状況下では、企業収益の圧迫や消費者物価の上昇を通じて、賃金や需要の伸びが鈍化し、デマンドプル型インフレは弱まる傾向にある(図表1-9、07-08年頃)。

ただし、足もとでは両者が併存している。米国の消費者物価を要因分解すると、21年以降、コストプッシュ型インフレが強まるなかでも、デマンドプル型インフレは4%程度と非常に高い伸びを維持している(図表1-9、21年以降)。

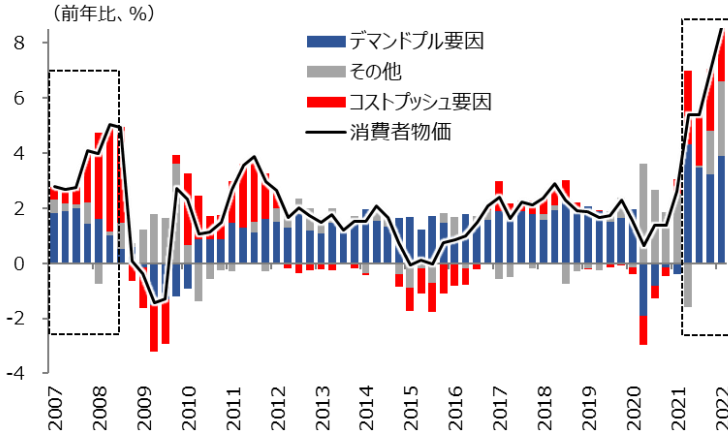
21年以降の景気回復過程において、両者の併存が起きている背景として、コロナ危機からの回復という特殊な状況が作用している。具体的には、コロナ危機下での消費抑制や現金給付などにより、家計の貯蓄が平時よりも多く蓄えられているほか、コロナ危機下での早期退職や外国人労働者の流入減により人手不足が深刻化し賃金の伸びが高まっている。これらがコストプッシュ型インフレによる家計への悪影響を緩和し、デマンドプル型インフレが弱まりにくくなっている(図表1-10)。企業からみれば、家計の購買力が強いいため、投入コストの上昇分を販売価格に転嫁しやすい状況といえる。

図表 1-8 主要国の消費者物価



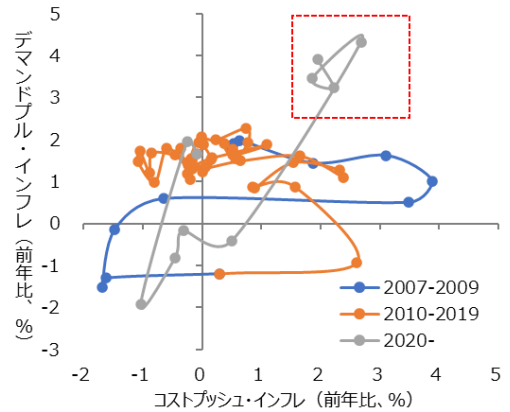
出所:CEICより三菱総合研究所作成

図表 1-9 消費者物価の要因分解 (米国)



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

図表 1-10 コストプッシュ、デマンドプル両インフレの関係 (米国)



注:推計方法は図表1-9に同じ。
出所:OECD、米労働省より三菱総合研究所作成

上記は米国の分析であるが、欧州や日本ではそれぞれ様相が異なる(図表1-11)。

コストプッシュ型インフレは、米国よりも欧州の方が強い。欧州は、資源・エネルギーの対外依存度(特にロシア依存度)が高いことが影響している。

デマンドプル型インフレは、米国が最も強く、欧州は1%台前半、日本はほぼゼロにとどまる。欧州や日本は、米国に比べてコロナ危機からの回復ペースが鈍く、需給ギャップも依然としてマイナスであるほか、労働参加率が米国ほど低下していない。

また、消費者物価と賃金の関係をみると、米国は物価並みの賃金上昇率を達成しているのに対し、欧州と日本は賃金上昇率が物価の伸びに追い付いていない。つまり、実質賃金の低下が消費の下振れ要因となっており、デマンドプル型インフレを弱める要因にもなっている。

今後、コロナ危機下で蓄積された過剰貯蓄を取り崩す局面に入っていくなかで、コストプッシュ型インフレが強い状況が続けば、消費の伸びが鈍化し、成長の下振れ要因となるだろう。欧州では最低賃金の引き上げなど、賃上げを政策的に後押しする動きを強化している。コストプッシュによるインフレ圧力が強まるなかで、実質賃金が上昇するか、賃金と物価のバランスに注目だ。

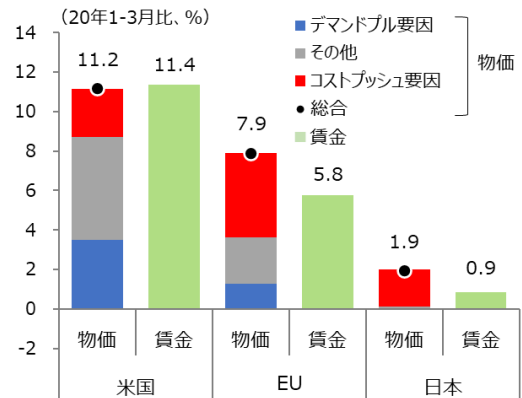
物価の伸びが賃金の伸びを上回る状況が続けば、低所得層を中心に不満が高まり、政治の不安定化につながる可能性もある。特に22年11月に中間選挙を控える米国では、バイデン政権の支持率が低迷しており、支持率低下の要因のひとつにインフレ圧力の強まりがある。中間選挙で大敗し、バイデン政権の求心力が一段と低下すれば、政策運営の停滞などを通じて成長の下振れ要因となる。

注目点③ 米国の金融政策

米国の金融政策は、注目点②の物価上昇圧力と大きく関係する。米国を中心に、インフレが加速しており、コロナ危機下の金融緩和を縮小する必要性が高まっているが、景気を過度に冷やさず、かつ過度なインフレや資産バブルを助長しない、適切な縮小ペースの見極めが、金融政策当局にとって難しい局面にある。

金融政策は、デマンドプル型インフレのコントロールには効果があるが、コストプッシュ型インフレには効果がない。また、コストプッシュ型インフレが強まり過ぎると、消費を冷やしデマンドプル型インフレが弱まるという関係も内在している。金融政策の運営に当たっては、デマンドプル型インフレ圧力の強さを見極めるとともに、ウクライナ情勢などを考慮し、エネルギー・資源価格などコストプッシュ型インフレが経済に及ぼす影響についても目を配る必要がある。

図表 1-11 消費者物価と名目賃金 (米欧日)



注:消費者物価は22年1-3月、名目賃金指数は22年1-3月(欧州のみ21年10-12月の2年前比)。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

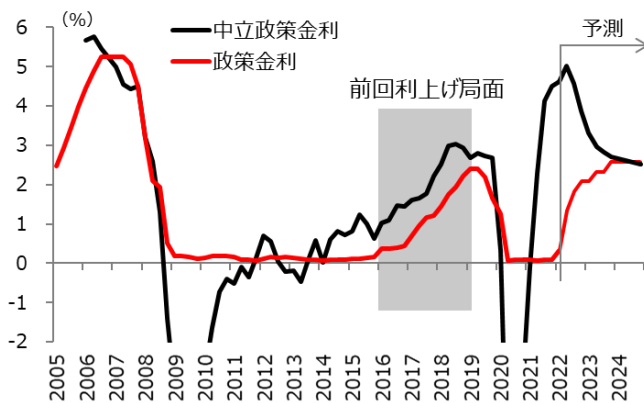
テイラールールに基づけば、GDPギャップやインフレ率などから、(景気に中立的な)政策金利を計算することができる。インフレ率に、図表1-9で計算したデマンドプル型インフレ率を用いた場合、中立的な政策金利は5%程度となる(図表1-12)。

米FRBは、22年は既に0.75%ポイントの利上げを実施した。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は非常に高く、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にある。当社では、22年末にかけては計2.0%ポイント、23年末にかけては追加で0.5%ポイントの利上げを見込むが、デマンドプル型インフレ圧力の強さをみながら、量的引き締めと併せて柔軟に調整していくとみている。

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タイム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働くだろう。

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: 中立政策金利は、テイラールールに基づく景気に中立的な政策金利。政策金利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、インフレ率は図表1-9のデマンドプル型インフレ率、インフレ目標は2%、自然利子率は0.4%、GDPギャップは0%、と設定。政策金利は22年に2.0%ポイント、23年に0.5%ポイント利上げと想定。
出所: アトランタ連銀「Taylor Rule Utility」より三菱総合研究所作成

図表 1-13 利上げによる GDP ギャップの変化 (米国)



注: GDPギャップの実績はCBO推計値、予測は1.9%の潜在成長率と当社のGDP成長率予測から作成。利上げによる影響は、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22年に2.0%ポイント、23年に0.5%ポイント利上げする前提で試算。
出所: CBO、BEA、CEICより三菱総合研究所作成

注目点④ 中国のコロナ対策

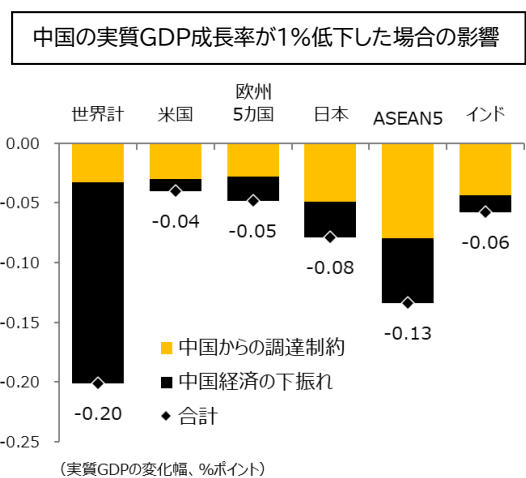
世界各国が新型コロナの防疫措置緩和を進めるなか、中国政府は、迅速な感染者の発見・隔離・治療により感染拡大を回避するゼロコロナ政策を展開している。

厳格な防疫措置実施の背景には、政治的要因もある。22年秋に開催される中国共産党大会において、3期目就任を狙う習政権は、これまでのゼロコロナ政策の実績を念頭に、接触回避による感染症抑制策を重視している。

もっとも、ゼロコロナ政策は、感染拡大初期や小規模都市では効果を発揮してきたが、深圳、上海といった経済規模の大きい都市でも実施されるに至り、経済への影響が懸念される。上海日本商工クラブが日系企業を対象に4月末に実施したアンケートでは、「上海市外との物流を全く手配できていない」が35%、「国際物流を全く手配できない」が43%、「工場が全く稼働していない」が63%になっており、中国内外の物流にも悪影響を与えている(中国P.28、図表5-8参照)。

国際産業連関表を用い、ゼロコロナ政策で中国の実質

図表 1-14 中国の生産停止による影響



注: 国際産業連関表を用いて、中国の実質GDP成長率が1%低下した場合の影響を試算。欧州5カ国はドイツ、フランス、イタリア、スペイン、英国。
出所: 三菱総合研究所

GDP成長率が1%低下し、中国から部品などを調達して製造している品目について、調達割合の5%分だけ生産が低下すると仮定して影響を試算した(図表1-14)。サプライチェーン上の結び付きの強いASEAN5の実質GDP成長率が▲0.13%ポイント下振れ、日本は同▲0.08%ポイント、インドは同▲0.06%ポイントとなり、アジアを中心に影響が大きい結果となった。

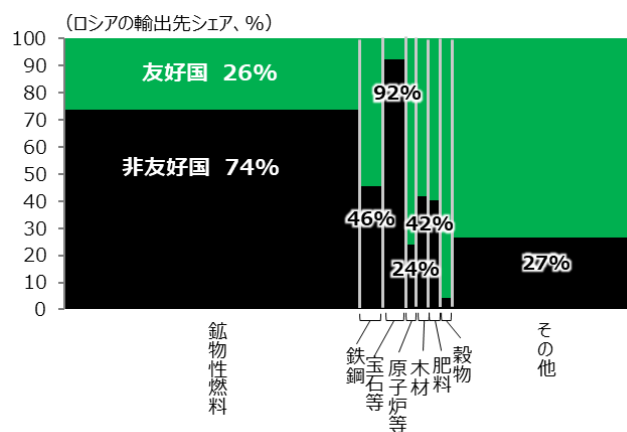
防疫と経済のバランスをどう取るか、世界がこれまで悩まされてきた問題に、中国はこれから直面していくことになる。中国政府は、公共事業の前倒し、金融緩和を実施済みで、今後もゼロコロナ政策による景気の下振れに配慮した政策実施が見込まれる。ただし、オミクロン変異株の感染力などを考慮すると、そもそも、ゼロコロナ政策によるコロナの封じ込めは難しいとみられる。今後地域的広がりが予想されるなか、ゼロコロナ政策の修正がない限り、22年の実質GDP成長率は政府目標(5.5%前後)を下回るとみられるほか、世界経済への影響も懸念される。

(3) 世界経済のリスク

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

第一に、エネルギー価格の高騰継続などによる欧米での非常に高い物価上昇率の継続である。その一因となるのが、ロシアからのエネルギー・資源供給の停滞だ。現時点では、ノルドストリームを通じたロシアからの天然ガス供給、および各種資源の輸出は、基本的には継続されている模様だ。しかし、今後の戦況次第では、西側の対ロシア経済制裁への報復措置として、輸出停止に踏み切る可能性もある。ロシアの輸出先の54%はロシアが非友好国と指定した国であり、鉱物性燃料では同割合は74%に上る(図表1-15)。ロシアにとっては主要な外貨獲得源が絶たれることになる「禁じ手」だが、中国など友好国向けへの輸出に振り替えられる場合は、輸出禁止に踏み込みかねない。脱ロシアを進めつつも、依然としてエネルギーのロシア依存度が高い欧州を中心にダメージは大きい。国際市況は一段と高騰し、欧米でコストプッシュ型の非常に高い物価上昇率が継続し、スタグフレーション(高いインフレと景気後退の併存)に陥る可能性がある。

図表 1-15 ロシアの非友好国向け輸出割合



注：19年データ。HSコード2桁に基づき分類。鉱物性燃料は27、鉄鋼は72、宝石等は71、原子炉等は84、木材は44、肥料は31、穀物は10。非友好国は3月5日付連邦政府指示第430-r号に基づく。
出所：UN Comtrade、JETROより三菱総合研究所作成

第二に、米国金融政策の過度な引き締めによる成長の大幅減速である。米国FRBは実体経済と物価動向のバランスを勘案しつつ、金融政策の正常化を進めるとみられるが、ウクライナ情勢の行方など不確実性は高い。中長期の期待インフレ率が急上昇するなど、急速な利上げを行わざるを得なくなった場合などは、金融市場が動揺するリスクがあるほか、需要を過度に冷やす可能性もある。石油危機時には、物価抑制のために1年で7%ポイントの利上げを実施、失業率は11%にまで上昇した。さらに、急速な利上げに加えて、量的引き締めを行うことによる影響は未知数だ。初の量的引き締めだった前回から倍のペースで進めることで、FRBの意図した以上の引き締め効果となってしまう恐れがある。

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

2. 日本経済

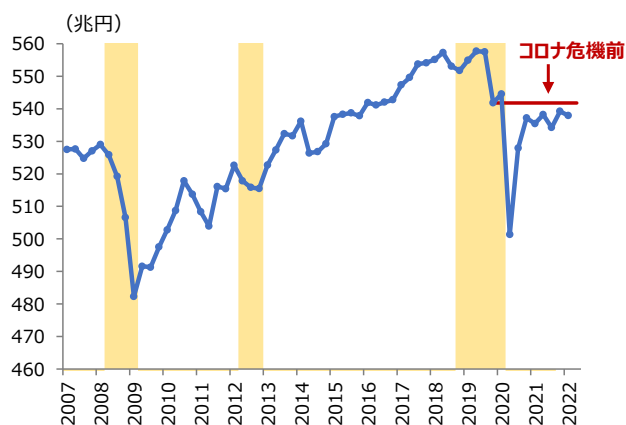
(1) 概観

日本経済は2四半期ぶりのマイナス成長

22年1-3月期の実質GDP成長率は、季調済前期比▲0.2%（年率▲1.0%）と、2四半期ぶりのマイナス成長となった。20年10-12月期以降、日本の実質GDP成長率は1期毎にプラスとマイナスを繰り返しており、一進一退の動きとなっている。

需要項目別でみると、実質民間最終消費支出は同▲0.0%となった。非耐久財消費は増加したものの、1-2月の感染拡大による外出自粛を背景にサービス消費が減少し、消費全体としては弱い動きとなった。実質民間企業設備は同+0.5%と2四半期連続で増加した。成長の足を引っ張ったのが、外需だ。財貨・サービス輸出は財輸出の回復が続き同+1.1%となったものの、供給制約の緩和やワクチン・治療薬の輸入を背景に、財貨・サービス輸入は同+3.4%の増加となり、外需寄与度は▲0.4%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」「景気日付基準」より三菱総合研究所作成

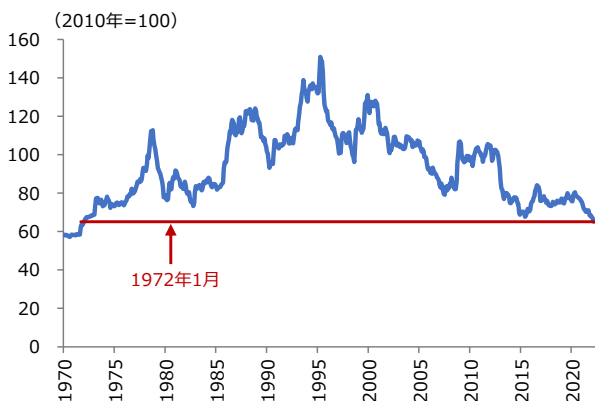
原油高・円安により日本の交易条件が悪化

22年3月以降、円安が急速に進行している。米国はインフレを抑制するために金融緩和の縮小ペースを加速しており、日米金利差が広がっていることを背景に、為替は22年5月上旬時点で130円/ドル程度まで円安が進んでいる。実質実効為替レートも72年1月以来の水準まで低下した（図表2-2）。

円安と同時に原油高も進行していることから、企業の仕入れコストは大幅に増加している。08年ごろの原油高の際には同時に円高が進んでいたことから、輸入総額が抑えられていたが、足もとでは原油高と円安が同時に進行し、輸入総額の増加に拍車がかかっている（図表2-3）。

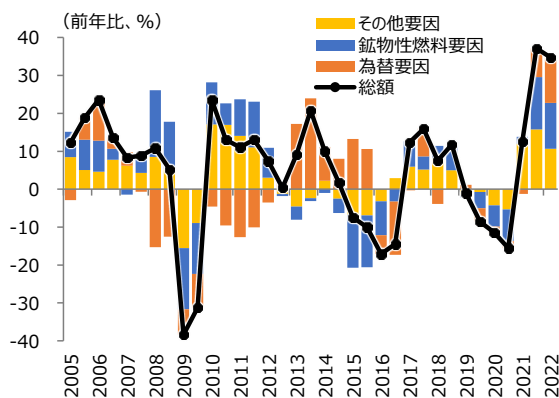
仕入れコストの上昇は海外への所得流出要因であり、日本経済にとってマイナスとなる。企業収益の悪化が企業の設備投資姿勢の慎重化につながるほか、ガソリンや電気代などエネルギーを中心とした消費者物価の上昇は、ペントアップ需要顕在化が期待される消費の回復にとっても抑制要因となりかねない。

図表2-2 実質実効為替レート



注：直近は22年3月。
出所：日本銀行より三菱総合研究所作成

図表2-3 輸入総額の要因分解



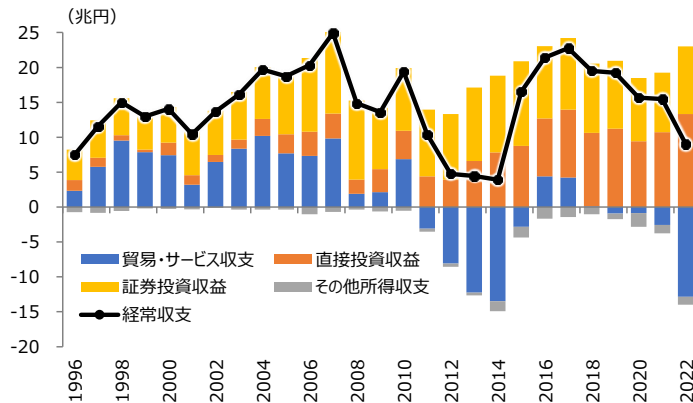
注：半期ベース（6カ月ごと）。22年上期は22年1-3月期をもとに延長。
出所：財務省「貿易統計」より三菱総合研究所作成

(2) 企業活動の動向

円安は経常収支の改善に寄与も、企業収益へのプラス・マイナス影響は業種間に偏り

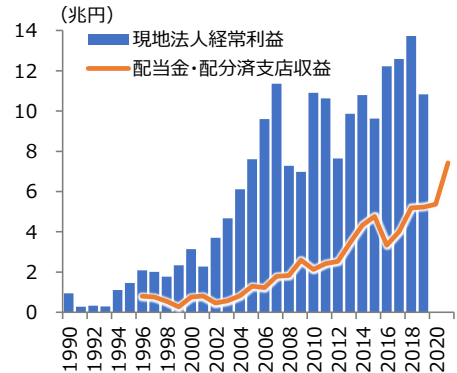
日本の経常収支は、原油高で貿易・サービス収支の赤字幅が拡大しているが、それでも22年1-3月は年換算で10兆円程度の黒字である(図表2-4)。日本企業による海外での投資・事業活動は拡大しており(図表2-5)、所得収支(=直接投資収益+証券投資収益+その他所得収支)は黒字で推移しているためだ。現時点では所得収支の黒字が貿易・サービス収支の赤字よりも大きいことから、日本経済全体として円安は経常収支の改善につながると考えられる。

図表2-4 経常収支



注:22年は22年1-3月の値で延長。
出所:財務省「国際収支状況」より三菱総合研究所作成

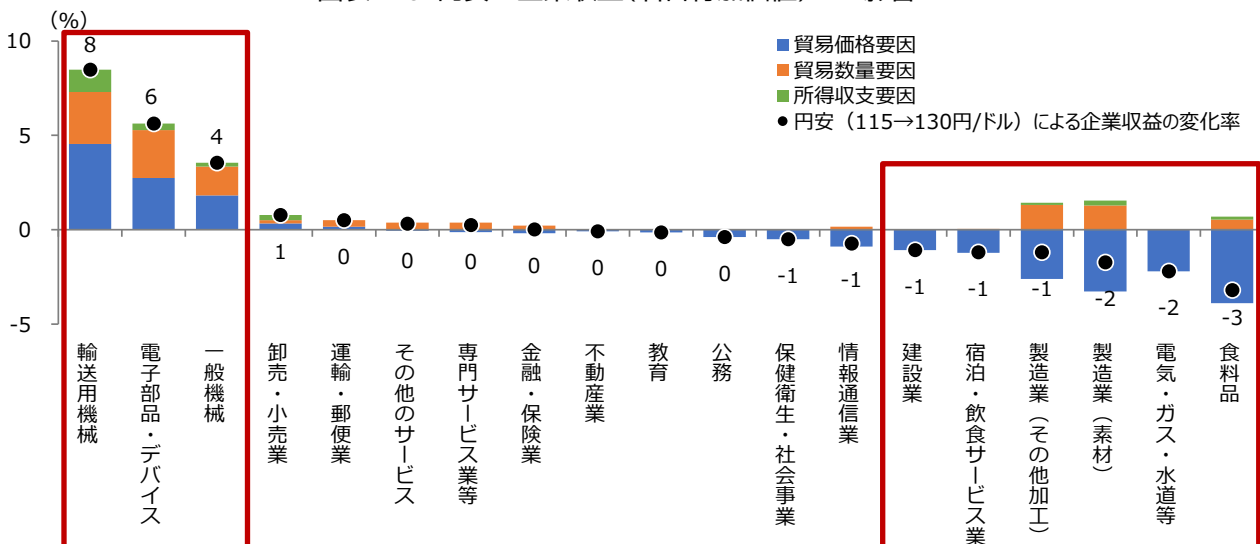
図表2-5 現地法人経常利益と配当金・配分済支店収益



注:年度。
出所:経済産業省「海外事業活動基本調査」、財務省「国際収支状況」より三菱総合研究所作成

もともと、円安による企業収益の改善には、業種間で偏りがある。輸送用機械や電子部品・デバイスなど生産に占める輸出比率や海外生産比率が高い業種では、円安による企業収益の増加率が高い(図表2-6)。一方、食料品や電気・ガスなど生産コストに占める海外からの調達比率が高い業種では、円安が企業収益の悪化につながっている模様だ。

図表2-6 円安の企業収益(名目付加価値)への影響



注:22年初から22年5月上旬にかけて進んだ円安の影響を試算。試算では、貿易価格要因は、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、③円安による輸出金額の増加はすべて自社に計上する、と想定。貿易数量要因は、実質輸出(入)を、為替と世界の生産量(日本のGDP)で回帰して得られた為替の係数から試算。所得収支要因は現地法人からの配当金・配分済支店収益に為替変化率を掛けて試算。
出所:内閣府「SNA産業連関表(2019年)」、経済産業省「海外事業活動基本調査」、財務省「国際収支状況」より三菱総合研究所作成

部品・半導体不足は、引き続き生産の制約に

22年1-3月期の生産は、前期比+0.8%と2四半期連続の増加となった。半導体製造装置を含む生産用機械や電子部品・デバイスの生産は過去最高水準にある。一方、自動車は前期比プラスとなったものの、コロナ危機前(19年10-12月期)より16%程度低い水準にある。輸送用機械の生産における予測実現率(見込みと

実績の差)は大幅なマイナスとなっている。22年入り後も、世界的な需要超過や感染拡大による部品・半導体不足を背景に、自動車は減産を余儀なくされている模様だ。22年4月以降は中国・上海のロックダウンによる工場の操業停止なども部品の供給停滞につながっているとみられる。

ロシア・ウクライナ情勢の悪化により、仕入れコスト増加や供給制約が一段と強まる

ロシア・ウクライナ情勢の悪化は、仕入れコスト増加や供給制約に拍車を掛けている。ウクライナ情勢の緊迫化の影響として、全体の約8割の企業が経営へのマイナス影響を懸念しており、そのうち約7割の企業が「原油高騰に伴う利益圧迫」、「原油高騰に伴う利益圧迫」を挙げており、幅広い品目で仕入れコストが増加している模様だ(図表2-7)。また、生産や部品調達についても、「現地」に加えて「現地以外」にも影響が出ているとの回答が1-2割程度あり、ロシア・ウクライナ情勢の悪化はサプライチェーンを通じて世界各地に影響しているとみられる。

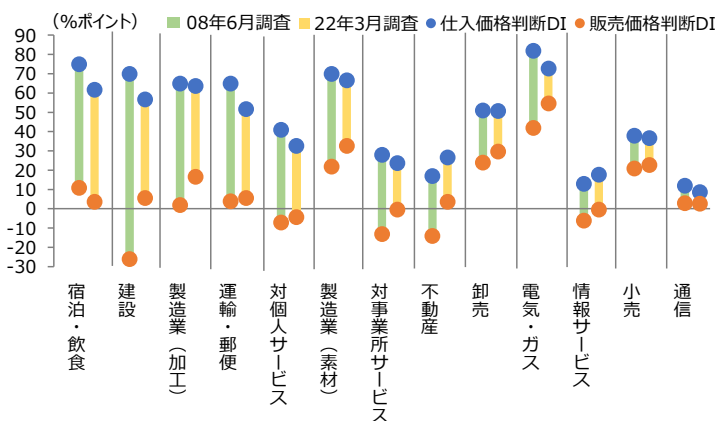
図表2-7 ウクライナ情勢の緊迫化による影響

	回答割合、%
原油以外の原材料高騰に伴う利益圧迫	73.6
原油高騰に伴う利益圧迫	67.3
為替の変動に伴う利益圧迫	28.7
現地以外での生産、部品調達がしにくくなった	17.2
現地での生産、部品調達がしにくくなった	7.9
現地への輸出がしにくくなった	3.5
現地拠点の体制を見直した	0.4
現地拠点を閉鎖した	0.3
その他	7.0

注：対象は「影響を受けている」または「今後影響が見込まれる」と回答した4,516社。

出所：東京商工リサーチ「ロシアのウクライナ侵攻に関するアンケート調査」(22年4月14日)より三菱総合研究所作成

図表2-8 仕入・販売価格判断DI(業種別)



注：全規模。DIは「上昇」-「下落」。22年3月調査において、仕入価格判断DIと販売価格判断DIの差が大きい順。

出所：日本銀行「短観」より三菱総合研究所作成

価格転嫁は過去に比べると進んでいる

原油高・円安による仕入れコスト増加を背景に、22年4月国内企業物価指数は前年比+10.0%と、80年12月以来、約41年ぶりに前年比二桁の伸びとなった。こうしたなか、企業は価格転嫁を徐々に進めている模様だ。仕入価格判断DIは、すべての業種で販売価格判断DIを上回っているものの、仕入価格判断DIの直近のピークである08年6月調査時点に比べると、22年3月時点は仕入価格判断DIと販売価格判断DIの差は縮まっている(図表2-8)。宿泊・飲食サービスなど需要が落ち込んでいる外出関連業種を除けば、販売価格判断DIも「上昇」超となっている。

23年度にかけて、仕入れコストの上昇が重しとなるも、企業活動・生産活動の改善は維持する見込み

先行きの企業活動は、原油高・円安を背景とする仕入れコストの増加が業況悪化要因となるものの、全体としては23年度にかけて緩やかに回復するとみる。

製造業では、ゼロコロナ政策による中国経済の減速、ロシア・ウクライナ情勢の悪化による欧州経済の落ち込みを背景に、輸出の増加ペースは低下が予想される。もっとも、23年度にかけて部品・半導体不足は徐々に解消に向かい、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。回復ペースは力強さを欠くものの、生産活動の回復傾向は維持するとみる。

非製造業では、生産活動の持ち直しにより、これらと関連が強い卸売や運輸・郵便も23年度にかけて業況が改善するとみる。また、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企業活動の回復が見込まれる。

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前まで企業活動は戻らない可能性も高い。新製品・サービスの開発や異業種への参入など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、企業活動に明暗が分かれるだろう。

(3) 企業設備の動向

設備投資は経済活動の再開を背景に持ち直しへ

22年1-3月期の実質民間設備投資は、季調済前期比+0.5%と2四半期連続で増加した。コロナ危機前(19年10-12月期)に比べて▲3%程度の水準まで持ち直している。

企業の設備投資姿勢は改善傾向にある。22年3月調査の日本銀行「短観」では、22年度の設備投資(含む土地)、ソフトウェア投資、研究開発投資の投資計画は、3月調査時点としては過去と比べて高めの伸びとなった。人手不足を背景とする省力化投資に加え、事業構造転換や生産性向上につながる投資意欲は高い模様だ。東京商工リサーチの調査によると、企業の4割強が事業再構築を「実施」または「検討」と回答している。そのうち約5割の企業が「コロナ禍の状況にかかわらず、新たなビジネス領域への進出」を考えている(図表2-9)。

ただし、仕入れコストの増加は設備投資の重しになる可能性がある。①仕入れコストの増加は企業業績を下押し、企業の設備投資姿勢が慎重化する可能性がある。また、②22年1-3月期の設備投資のコストは、81年1-3月期以来の高い伸びとなっている(図表2-10)。さらに、③コロナ関連融資を借りた企業では、債務返済のために投資を抑えたり、追加の資金調達による投資を控える可能性がある(図表2-11)。④ウクライナ情勢による不確実性の上昇も設備投資の抑制要因となろう。

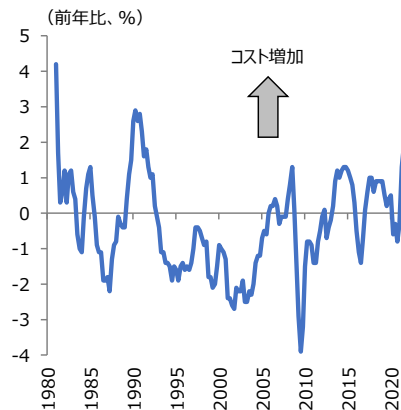
先行きは、需要の持ち直し傾向が強まると予想されることから、回復傾向を見込む。供給制約やウクライナ情勢の悪化などによる先行きの不確実性の強まりを背景に、設備投資の規模縮小や先送りの可能性は残るものの、中長期的な視点からの成長投資やデジタル関連投資が設備投資を下支えするだろう。気候変動対策に関連する投資も増加が予想される。実質民間企業設備は、22年度は前年比+3.3%、23年度は同+2.9%を見込む。

図表2-9 事業の再構築

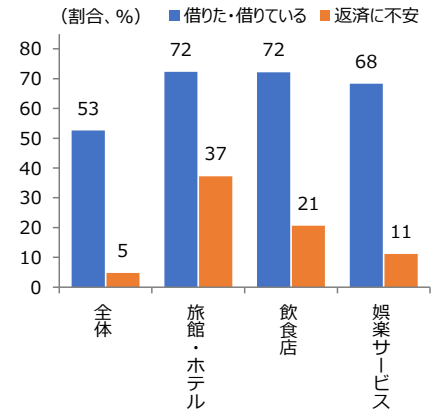
	回答割合、%
コロナ禍の状況にとらわれず、新たなビジネス領域への進出	49
ウィズコロナに対応できる事業形態への転換	29
危機的状況でも企業が存続できるよう事業の多角化	28
研究・技術開発による新たなサービス商品の展開	27
リストラ以外の手法での生産性向上	23
雇用拡大や資本増強など企業規模の拡大の追求	15
市場の拡大が見込まれるグリーン分野への進出	14

注:回答企業数は事業再構築を「実施」「検討」した企業のうち回答を得られた2,097社。
出所:東京商工リサーチ「第21回「新型コロナウイルスに関するアンケート」調査」(22年4月20日)より三菱総合研究所作成

図表2-10 民間企業設備デフレータ



図表2-11 コロナ関連融資



(4) 物価の動向

22年度はエネルギー価格の上昇が消費者物価に波及、23年度は1%前後の伸びに落ち着く見込み

22年1-3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+0.6%と、プラス幅を拡大した(図表2-12)。ただし、エネルギー価格と携帯料金、為替要因を除いた物価(図表2-12の「その他要因」)の基調は同+0.1%程度にとどまっている。

先行きの消費者物価上昇率は、22年度末にかけて前年比+2%強で推移すると見込む。22年4月以降は、携帯料金の引き下げの影響が一巡する。需給ギャップの縮小も物価上昇率を高めるとみる。また、21年末にかけて進行したエネルギー価格の上昇が、1~3四半期程度のラグを伴い、物価上昇に効いてくると予想する。円安の進行も物価押し上げ圧力となろう。

仕入れコスト上昇を販売価格に転嫁する動きも広がると見込む。東京商工リサーチの調査によると、既に約3割の企業が赤字であるほか、原油・原材料が現在よりも上昇すると赤字になる企業も増える(図表2-13)。帝国データバンクの調査は、仕入れコストの増加から値上げに追い込まれている企業の増加を示唆している。約3割の企業が4月上旬時点で既に値上げを実施しており、22年4月以降に値上げを予定する企業も約4割

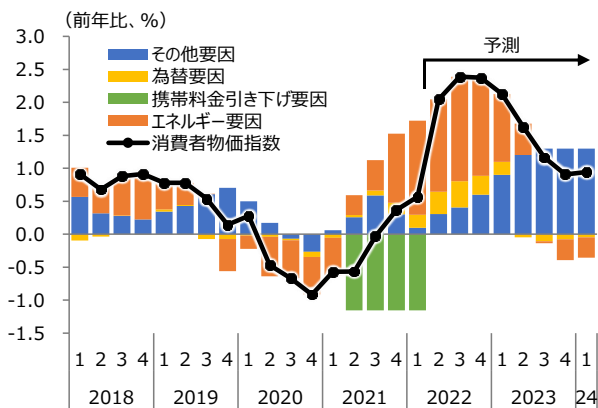
に上る(図表2-14)。

もっとも、前年比+2%強の物価上昇率は一時的と予想する。23年度には、エネルギー価格が現在の高水準から落ち着き、物価上昇率を押し下げる方向に作用するだろう。日本はデマンドプル型の物価上昇とはなっていない。中長期の期待インフレ率は安定しており、今のところはコストプッシュでの物価上昇が期待インフレ率の上昇を通じて、恒久的な物価上昇率の高まりにつながる可能性は低い(図表2-15)。エネルギー価格などを除いた物価(図表2-12の「その他要因」)は、価格転嫁や需給ギャップの縮小を背景に上昇ペースが加速するものの、期待インフレ率である前年比+1%程度(過去のフィリップス曲線の形状から算出した当社の想定、図表2-16におけるフィリップス曲線の切片に相当)にとどまるとみる。生鮮食品除く消費者物価(コアCPI)は、22年度は前年比+2.2%、23年度は同+1.2%と予測する。

なお、以上のように、需給ギャップはゼロ近傍にとどまるとみられること、エネルギー価格による押し上げ効果が剥落する見込みであること、中長期の期待インフレ率は安定していること、などから、23年度以降は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。

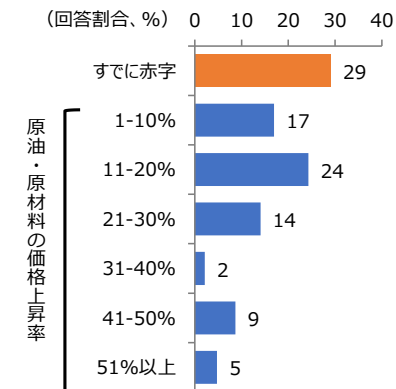
先行きの金融政策については、経済・金融情勢の変化に機動的に対応できるよう、長期金利の変動許容幅拡大などの柔軟化は考えられるものの、現在の「イールドカーブ・コントロール」や「オーバーシュート型コミットメント」など金融政策の枠組みについては、変更なしを見込む。コストプッシュ型の物価上昇に対して、金融政策の効果は小さい。また、金融政策の変更は実体経済に影響を与えるまでに時間的なラグを伴うため、23年度以降に物価上昇率が落ち着くと予想される状況では、22年度の金融政策の変更は考えにくい。長期化する金融緩和の副作用に配慮しつつ、23年度にかけては緩和的な金融政策運営を継続するだろう。金融政策の緩和縮小のタイミングは24年度以降になるとみる。

図表2-12 消費者物価上昇率



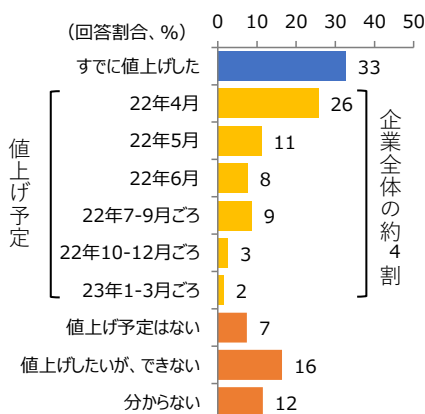
注:生鮮食品を除く総合(消費税増税・教育無償化の影響は除く)。四半期平均。原油価格(WTI)は22年4-6月期に105ドル/バレル程度、その後23年度末にかけて90ドル/バレル程度まで低下すると想定。為替は23年度末にかけて125円/ドル程度を想定。
出所:総務省「消費者物価指数」より三菱総合研究所作成

図表2-13 原油・原材料の上昇で赤字になる企業の割合



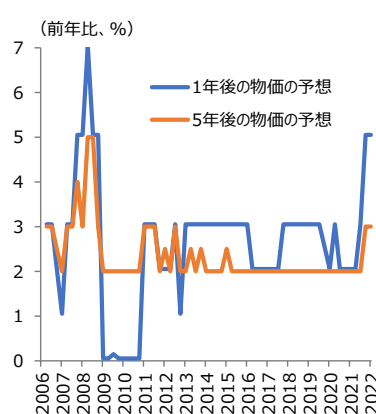
注:回答社数は1,722社。
出所:東京商工リサーチ「価格転嫁に関するアンケート調査」(22年4月19日)より三菱総合研究所作成

図表2-14 企業の値上げ動向



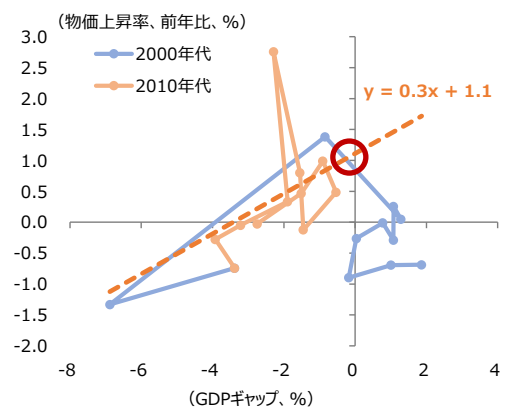
注:複数回答。回答社数は1,855社。
出所:帝国データバンク「企業の今後1年の値上げに関する動向アンケート」(22年4月8日)より三菱総合研究所作成

図表2-15 期待インフレ率



注:中央値。20歳以上の個人。
出所: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

図表2-16 フィリップス曲線



注:物価上昇率は総合。GDPギャップにラグはない。
出所:IMFより三菱総合研究所作成

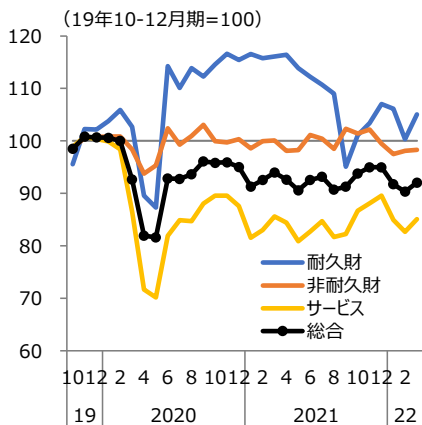
(5) 消費の動向

消費は、22年3月以降に持ち直しの動き

22年1-3月期の実質民間最終消費支出は、季調済前期比▲0.0%となった。21年末から22年初にかけての新規感染者の急増を受け、外出自粛が進んだため、外出関連消費を中心に消費は弱い動きとなった。

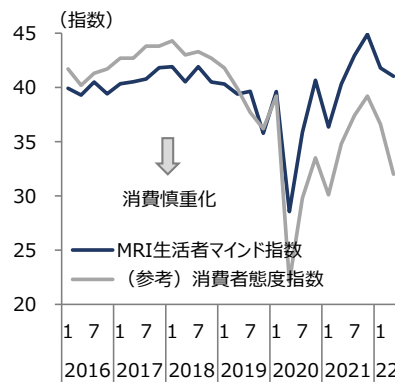
3月以降は、消費は持ち直しているものの(図表2-17)、家計は物価上昇を背景に消費を慎重化させつつある。当社の生活者市場予測システム(mif)を用いて作成した「MRI生活者マインド指数」は2期連続で悪化した(図表2-18)。消費を慎重化させた理由をみると、22年4月調査では、「商品やサービスの価格の上昇」が大きく伸び、統計を開始した16年1月以来初めて「将来に対する不安の増加」を上回った(図表2-19)。

図表 2-17 実質消費活動指数



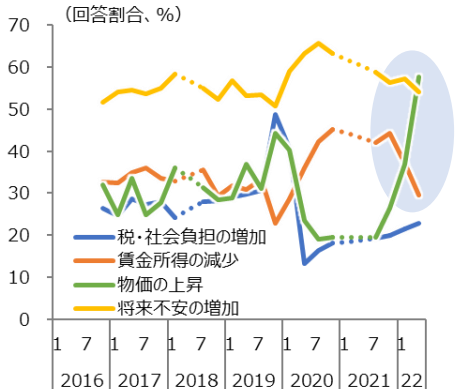
出所:日本銀行「消費活動指数」より三菱総合研究所作成

図表 2-18 MRI生活者マインド指数 (3カ月前からの変化、生活者調査)



注:左のグラフは3カ月前に比べて消費に対して「前向きになった」割合×100+「変わらない」割合×50+「慎重になった」割合×0により算出。右のグラフは消費に対して「慎重になった」との回答者が対象。複数回答。毎年1,4,7,10月に実施。16年1,4,7月、18年4月、20年1,4月は欠損値。
出所:内閣府「消費動向調査」、三菱総合研究所「生活者市場予測システム(mif)」アンケート調査(直近は22年4月26-28日、回答者5,000人)

図表 2-19 消費慎重化の理由 (生活者調査)

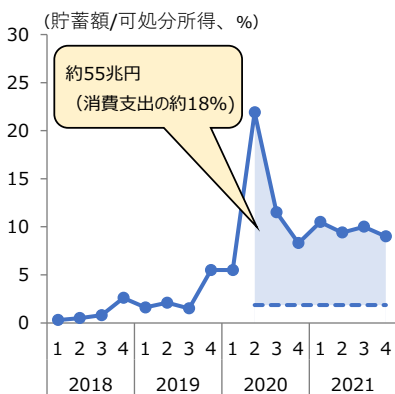


先行きの消費は、ペントアップ需要の顕在化が押上げ要因となるも、物価上昇が抑制要因に

先行きの消費は、コロナ危機で家計貯蓄が積み上がるなか(図表2-20)、消費性向の持ち直しなどによるペントアップ需要の顕在化が押上げ要因となる一方、物価上昇が押下げ要因となる。

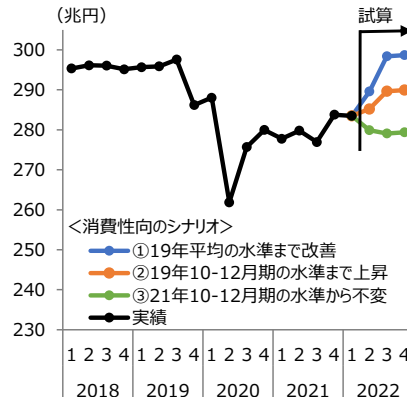
実質消費支出を名目可処分所得、消費性向、消費者物価の3つに要因分解して試算したところ、消費者物価上昇率が前年比2%となった場合でも、消費性向がコロナ危機前(19年平均または19年10-12月期)の水準まで上昇すれば、実質消費支出は増加基調を維持する見込みだ(図表2-21の①と②)。ただし、消費性向が改善しなければ、消費は再び落ち込む(図表2-21の③)。前述のmif調査においても、コロナ危機下で貯蓄が減少した家計を中心に、物価上昇に対して「消費量を減らす」との回答が多い(図表2-22)。

図表2-20 貯蓄率



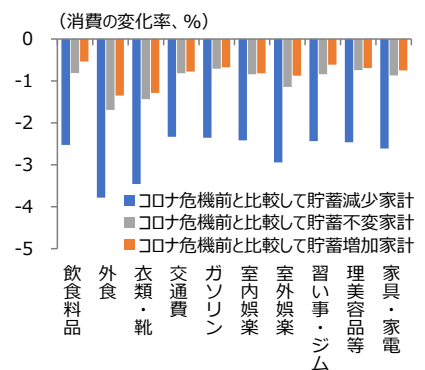
注:コロナ危機下で増えた貯蓄額は、①貯蓄額が19年前半と変わらなかった場合の貯蓄額と、②実際の貯蓄額の差で計算。
出所:内閣府「家計可処分所得・家計貯蓄率四半期別速報(参考系列)」より三菱総合研究所作成

図表2-21 実質家計最終消費支出



注:すべてのシナリオで名目可処分所得は15-19年並みの伸びを、消費者物価は前年比+2%の伸びを想定。消費性向は①と②では22年7-9月期にかけて上昇を想定。
出所:内閣府「家計可処分所得・家計貯蓄率四半期別速報(参考系列)」、総務省「消費者物価指数」より三菱総合研究所作成

図表2-22 物価が5%上昇した場合の消費量の変化(生活者調査)



注:物価が5%上昇した場合に想定する消費量の変化は10%以上減~10%以上増のうちどれかという問いの各回答割合から作成。
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4月26-28日実施、回答者5,000人)

先行きの消費は、物価上昇率の高まりを背景に下方修正も、増加基調は維持

先行きの消費は、ペントアップ需要の顕在化により、増加基調を維持するとみているが、物価上昇率の高まりを背景に前回見通し(22年3月9日時点)から下振れるだろう。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。物価上昇は消費の抑制要因となるものの、消費の増加基調は維持されると見込む。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、22年度は前年比+3.6%、23年度は同+1.1%と予測する。

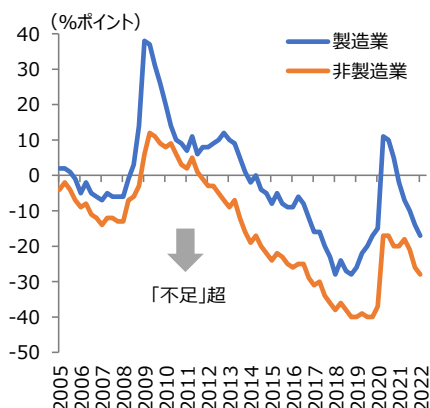
(6) 雇用・所得の動向

雇用環境は人手不足感が強まっている

雇用環境は、人手不足感が強まっている。日本銀行「短観」の雇用人員判断DIをみると、製造業、非製造業ともに「不足」超の度合いは強い(図表2-23)。

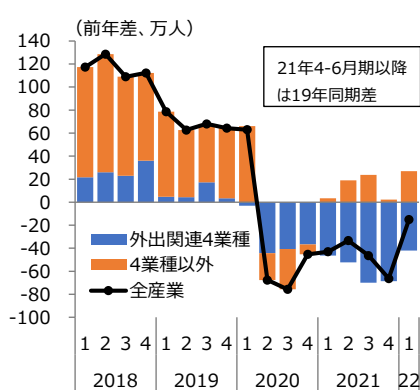
22年1-3月期の雇業者数も、外出自粛の影響が大きい宿泊、飲食など外出関連4業種では2年前(19年10-12月期)に比べて40万人程度少ない一方、外出関連4業種以外では19年同期差プラスで推移している(図表2-24)。

図表2-23 雇用人員判断DI



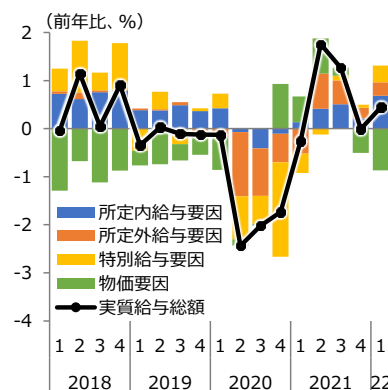
注:全規模。
出所:日本銀行「短観」より三菱総合研究所作成

図表2-24 雇業者数



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2-25 実質現金給与総額



注:一般労働者。物価要因は総合。
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

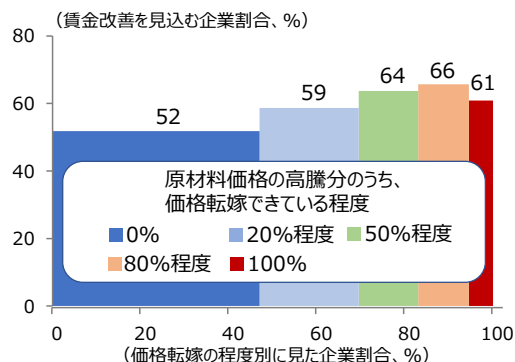
人手不足感の強まりが賃金上昇圧力に、一段の賃上げには価格転嫁がカギ

所得環境は改善傾向にある。22年1-3月期の実質現金給与総額は所定内給与や所定外給与(残業代など)の増加を主因に、前年比プラスとなった(図表2-25)。

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。春闘の結果をみると、平均賃金は定期昇給を含めて約2.1%の上昇と、21年度(約1.8%)を上回る伸びとなった。人手不足感の強まりが、賃金改善につながっている模様だ。

また、企業の仕入れコストが上昇するなか、価格転嫁が進んでいる企業ほど、賃上げを行う傾向がある(図表2-26)。原材料価格の高騰のうち、価格転嫁できている程度が0%の企業では、賃上げを行う企業割合が52%である一方、80%程度の企業では66%に上る。価格転嫁の動きが進むことで、賃上げの動きが広がる余地は残されている。

図表2-26 賃金改善を行う企業割合 (価格転嫁の状況別)



注:原材料不足や高騰の影響がある企業が対象。
出所:帝国データバンク「22年度の賃金動向に関する企業の意識調査」(2022年2月10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、23年度にかけて消費の回復見合いで段階的に持ち直していくだろう。GoTo事業や外国人観光客の受け入れが再開されれば、雇用過剰感が相対的に強い宿泊・飲食サービスでも人手不足感が強まってくる可能性がある。労働参加率が既に高い水準にあるなかで、追加的な労働供給余地は限定的であり、全体として一段と人手不足感が強まるとみられる。

所得環境は回復傾向を見込む。経済活動の正常化が進むなか、企業の人手不足感の強まりが賃金上昇圧力となるだろう。資源価格の上昇による企業業績の悪化は、価格交渉力が低く、価格転嫁しづらい中小企業を中心に賃上げの抑制要因になり得るものの、総じてみれば賃上げの動きは継続するとみる。名目雇用者報酬は、22年度は前年比+2.1%、23年度は同+1.8%と予測する。

(7) まとめ

22年度はpentアップ需要で高めの伸びを予想も、物価高を背景に前回見通しから下方修正

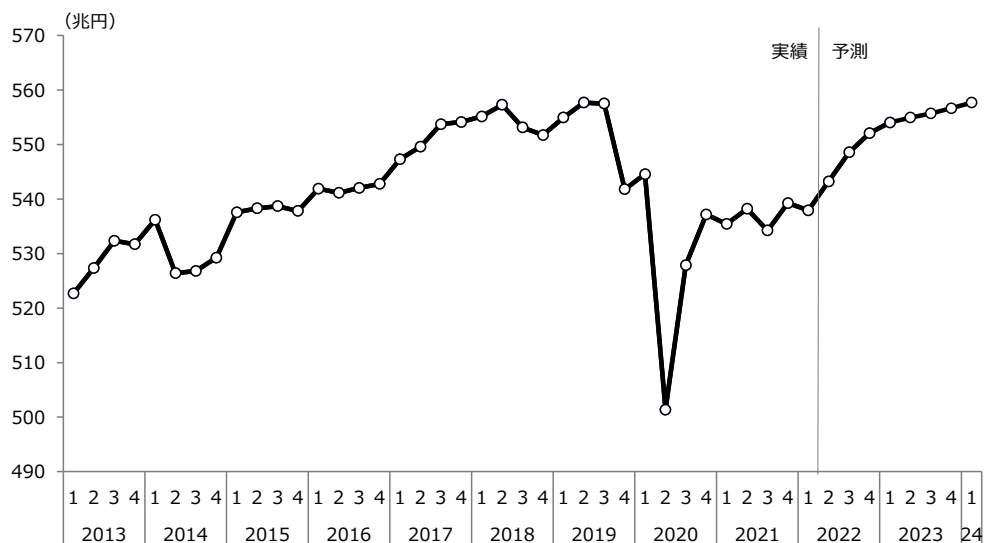
22年度は、前半は防疫と経済活動の両立が進み、高めの成長を見込む。4-6月期には、実質GDPの水準がコロナ危機前(19年10-12月期)を回復するだろう。年度後半も、経済活動の正常化に伴う雇用・所得環境の改善に加え、抑制されていた消費の一部が顕在化することも国内需要を押し上げるだろう。供給制約は、部品・半導体不足など引き続き企業活動の抑制要因となる可能性が高いものの、徐々に解消に向かうとみる。減産圧力の弱まりは、生産の伸びにとってプラス寄与となる見込みだ。22年度の実質GDP成長率は前年比+2.3%と予測する。前回3月見通しの同+2.6%から、物価上昇による実質賃金の下振れを主因に、▲0.3%ポイント下方修正する。

23年度は、pentアップ需要の一服を背景に、内需の伸びが22年度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、潜在成長率を若干上回る伸びを予測する。

試算の前提として、原油価格(WTI)は23年度末にかけて90ドル程度、日経平均株価は23年度末にかけて28,000円程度、為替レートは23年度末にかけて125円/ドル程度での推移を想定した。

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

図表2-27 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2-28 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%	-0.7%	0.9%	-0.2%	1.0%	1.0%	0.6%	0.4%	0.2%	0.1%	0.2%	0.2%
	前期比年率	-1.3%	2.1%	-2.9%	3.8%	-1.0%	4.0%	4.0%	2.6%	1.4%	0.7%	0.5%	0.7%	0.8%
	前年比	1.7%				1.6%				1.8%				
	前年度比	-4.5%	2.1%				2.3%				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2-29 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)	535,517	541,619	558,821	570,545	▲ 3.9%	1.1%	3.2%	2.1%
	民間最終消費支出	286,963	293,728	310,275	316,487	▲ 5.5%	2.4%	5.6%	2.0%
	民間住宅投資	19,832	20,916	21,199	21,299	▲ 7.3%	5.5%	1.4%	0.5%
	民間企業設備	84,488	87,574	91,811	95,328	▲ 8.0%	3.7%	4.8%	3.8%
	民間在庫品増加	80	50	834	706	***	***	***	***
	政府最終消費支出	113,706	117,222	119,560	120,571	1.7%	3.1%	2.0%	0.8%
	公的固定資本形成	30,909	28,999	28,624	29,610	5.5%	▲ 6.2%	▲ 1.3%	3.4%
	公的在庫品増加	▲ 27	▲ 40	65	198	***	***	***	***
	財貨・サービス純輸出	▲ 433	▲ 6,830	▲ 13,547	▲ 13,654	***	***	***	***
	財貨・サービス輸出	84,368	103,636	108,968	110,375	▲ 11.8%	22.8%	5.1%	1.3%
財貨・サービス輸入	84,800	110,466	122,515	124,029	▲ 13.2%	30.3%	10.9%	1.2%	

(単位：2015暦年連鎖方式価格、10億円、%)

実質	国内総生産 (= GDP)	525,727	537,018	549,484	556,251	▲ 4.5%	2.1%	2.3%	1.2%
	民間最終消費支出	282,995	290,241	300,743	304,098	▲ 5.4%	2.6%	3.6%	1.1%
	民間住宅投資	18,820	18,513	18,147	18,078	▲ 7.8%	▲ 1.6%	▲ 2.0%	▲ 0.4%
	民間企業設備	83,930	84,998	87,762	90,339	▲ 7.5%	1.3%	3.3%	2.9%
	民間在庫品増加	462	398	971	841	***	***	***	***
	政府最終消費支出	113,762	116,051	117,338	117,851	2.5%	2.0%	1.1%	0.4%
	公的固定資本形成	29,521	26,786	25,905	26,487	5.1%	▲ 9.3%	▲ 3.3%	2.2%
	公的在庫品増加	▲ 32	▲ 32	▲ 37	▲ 37	***	***	***	***
	財貨・サービス純輸出	▲ 4,050	555	▲ 906	▲ 968	***	***	***	***
	財貨・サービス輸出	92,184	103,716	105,354	105,804	▲ 10.2%	12.5%	1.6%	0.4%
財貨・サービス輸入	96,233	103,160	106,260	106,772	▲ 6.5%	7.2%	3.0%	0.5%	

	年度				年度（前年比）			
	2020 実績	2021 予測	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	98.0	99.3	▲ 9.6%	5.7%	2.6%	1.4%
	国内企業物価指数	100.2	107.5	115.2	117.7	▲ 1.4%	7.3%	7.1%	2.2%
	消費者物価指数（生鮮除く総合）	99.9	99.9	102.1	103.3	▲ 0.4%	0.1%	2.2%	1.2%
	GDPデフレーター	101.9	100.9	101.7	102.6	0.6%	▲ 1.0%	0.8%	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	86.6	85.8	84.2	▲ 8.1%	6.6%	▲ 0.9%	▲ 1.9%

(単位：10億円、%)

対外 バラ ンス	経常収支（10億円）	16,267	12,644	12,192	11,509	***	***	***	***
	貿易・サービス収支	236	▲ 6,447	▲ 11,662	▲ 10,181	***	***	***	***
	貿易収支	3,777	▲ 1,651	▲ 7,087	▲ 7,124	***	***	***	***
	輸出	68,350	85,496	91,107	92,283	▲ 8.5%	25.1%	6.6%	1.3%
	輸入	64,573	87,146	98,194	99,407	▲ 13.1%	35.0%	12.7%	1.2%
	通関収支戻（10億円）	1,016	▲ 5,384	▲ 10,794	▲ 10,875	***	***	***	***
通関輸出	69,485	85,878	90,313	91,479	▲ 8.4%	23.6%	5.2%	1.3%	
通関輸入	68,469	91,262	101,108	102,354	▲ 11.3%	33.3%	10.8%	1.2%	

為替	国債10年物利回り	0.04%	0.09%	0.24%	0.24%	***	***	***	***
	M2	1,117,443	1,172,810	1,213,542	1,253,900	8.1%	5.0%	3.5%	3.3%
	日経平均株価	24,462	28,385	27,360	28,360	11.6%	16.0%	▲ 3.6%	3.7%
	原油価格（WTI、ドル/バレル）	42.4	77.3	97.4	90.0	▲ 22.4%	82.3%	26.0%	▲ 7.6%
	円/ドル レート	106.0	112.4	129.5	125.0	***	***	***	***
	ドル/ユーロ レート	1.167	1.162	1.015	1.051	***	***	***	***
円/ユーロ レート	123.7	130.5	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

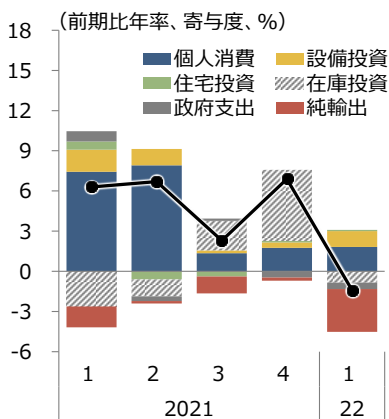
3. 米国経済

22年1-3月期は7四半期ぶりのマイナス成長も、内需は堅調維持

22年1-3月期の実質GDP成長率は前期比年率▲1.4%と、20年4-6月期以来のマイナス成長となった(図表3-1)。もっとも、内需は堅調を維持しており、景気の実態は悪くない。個人消費や設備投資、住宅投資の合計寄与をみると、前期よりも成長が加速している。マイナス成長の主因は、純輸出(前期比年率寄与度▲3.2%)である。輸出が前期の反動減もあって落ち込む中、堅調な内需や供給制約の緩和を背景に、輸入が増加したことが背景にある。そのほか、在庫投資や政府支出も下押し要因となった。

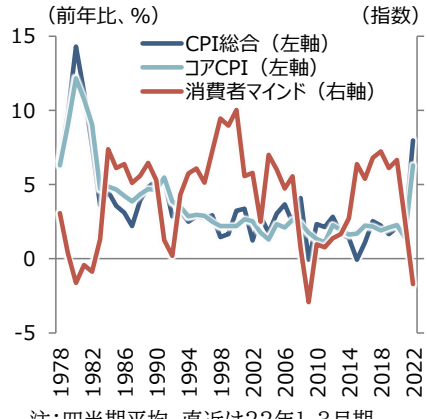
米国では記録的な物価上昇が続いている。22年4月の消費者物価(CPI)は、総合が前年比+8.3%、コアが同+6.2%と、前月(同+8.5%、+6.5%)から伸びは鈍化したものの、高い水準が続いている。価格上昇によって消費者マインドは世界金融危機時と同程度まで悪化しているが(図表3-2)、過剰貯蓄や、1-3月期までの株高が物価高の吸収剤となり、貯蓄を取り崩しつつも消費は堅調を維持している(図表3-3)。

図表 3-1 実質 GDP



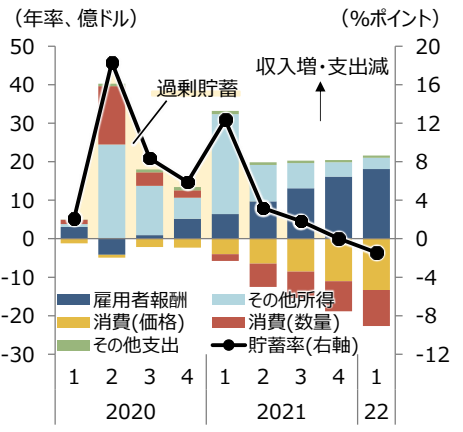
出所:米国商務省より三菱総合研究所作成

図表 3-2 CPIと消費者マインド



注:四半期平均。直近は22年1-3月期。
出所:米国労働省、ミシガン大学より三菱総合研究所作成

図表 3-3 家計収支



注:19年平均との差。
出所:米国商務省より三菱総合研究所作成

先行きの不確実性高まる米国経済

22年1-3月の米国経済は、全体はマイナス成長ながらも内需は堅調を維持したが、先行きは、①ウクライナ情勢、②インフレ圧力の高まり、③金融政策の修正で、不確実性が高まっており、内需にも下振れ圧力が強まる可能性がある。

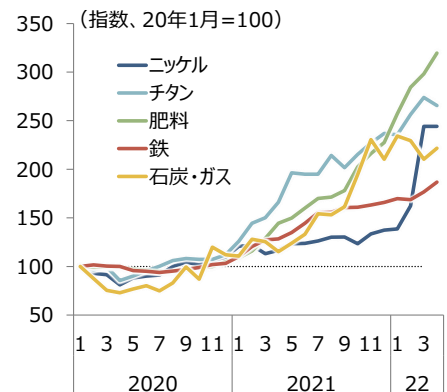
注目点① ウクライナ危機による影響

米国はロシアへの経済制裁を主導している。露主要銀行のSWIFT(国際銀行間通信協会)からの排除や重要技術の輸出規制、石油の輸入禁止や最恵国待遇の除外など多岐にわたる。米国とロシアの経済的なつながりはさほど大きくはないものの、資源・原材料の調達制約・価格上昇が景気下押し圧力となろう。

資源・原材料の調達制約・価格上昇が顕在化

米国のロシア向け輸出シェアはそれぞれ0.4%、直接投資残高では0.2%程度など、米国企業とロシアの直接的な繋がりは金額的には大きくない。ロシア経済停滞による輸出減少やロシア事業の停止・撤退の悪影響は軽微だろう。ただし、ロシア・ウクライナは一部資源や食料などの主要輸出国である。両国からの供給減少や国際供給網の混乱による調達不足・調達コストの上昇が企業活動の制約要因となる。実際、ニッケルや肥料など、ロシアへの依存度が高い素原材料では、既に輸入物価が上昇している(図表3-4)。当面は備蓄で賄える資源もあるが、危機が長期化すれば影響が顕在化しよう。調達先の変更には時間を要するうえ、代替が難しい品目もある。原材料の供給制約やエネルギー価格の高騰が、非エネルギー企業の収益を圧迫し、消費者物価をさらに上昇させる要因となろう。

図表 3-4 輸入物価指数

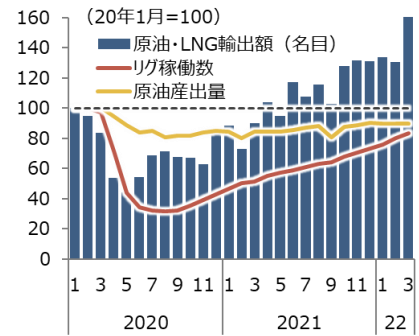


注:直近は22年4月。
出所:米国労働省より三菱総合研究所作成

エネルギー産業などではプラスの側面も

一方で、一部セクターではプラスの影響も考えられる。代表例が、従来のエネルギー産業だ。脱ロシアを掲げる欧州に向けて、米国からの天然ガス輸出が増加するなど、代替先としての地位向上が期待できる。脱炭素の潮流に逆行することへの警戒もあり、現時点ではシェール産出量や石油掘削装置(リグ)稼働数はコロナ前を下回る状態にあるが、輸出では資源価格の高騰の恩恵を受けている(図表3-5)。そのほか、安全保障意識の高まりから、米国や同盟国で防衛費を増額させる動きがあり、ウクライナ危機は軍需産業の輸出を拡大させる要因になり得る。シェール産業や軍需産業における利益の増加が、ウクライナ危機による米国経済への下押し効果を緩和させる要因となろう。

図表 3-5 エネルギー産業動向



出所:米国エネルギー省、米国国勢調査局、Baker Hughesより三菱総合研究所作成

注目点② インフレ圧力が継続するか

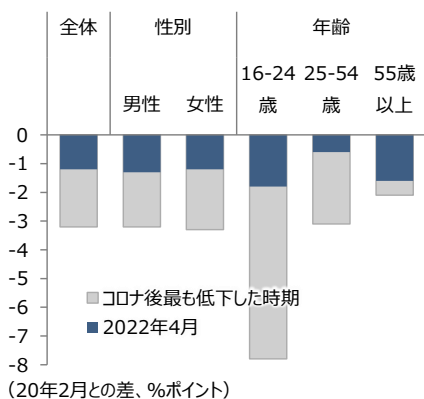
前述の通り、コア物価も上昇している米国では、ウクライナ危機や中国のゼロコロナ政策といった供給ショックによるコストプッシュ型のインフレ圧力に加え、デマンドプル型のインフレ圧力も強い。消費者物価は22年後半にかけて伸びが鈍化していくと見込むが、物価上昇が賃金上昇を上回る状態が続けば消費を下押ししよう。

労働需給の構造的逼迫により、賃金と物価の高い伸びが継続する可能性

労働需給の逼迫による賃金上昇が、デマンドプル型のインフレ圧力になっている。22年4月の失業率は3.6%と、約50年ぶりの低い水準だったコロナ危機前(20年2月)の3.5%近くまで低下。人手不足から時間当たり名目賃金は前年比+5.5%と高い伸びを続けている。先行きも、労働需要の逼迫は継続する見込みだ。労働参加率は、高齢者層の早期引退などから依然としてコロナ危機前を下回っている(図表3-6)。失業率の改善は続いており、求人率も高止まりしている(図表3-7)ことから、人材確保のための賃上げが続くだろう。

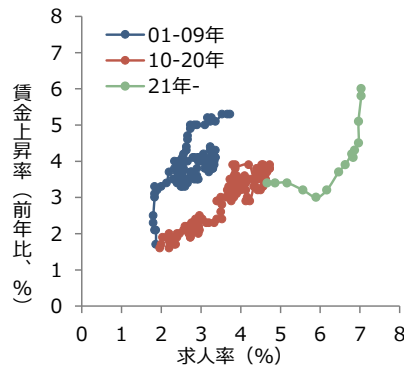
賃金上昇は材料費上昇と併せて企業収益を圧迫している。材料費や人件費の上昇をすべて転嫁できている企業は一部にとどまっており、企業の利益率の回復は21年4-6月期でピークアウトしている(図表3-8)。人手不足が続く中で賃金を下げることは難しいとみられ、今後企業が利益確保のために価格転嫁を一層進めた場合は、デマンドプル型のインフレがさらに加速しかねない。

図表 3-6 属性別の労働参加率



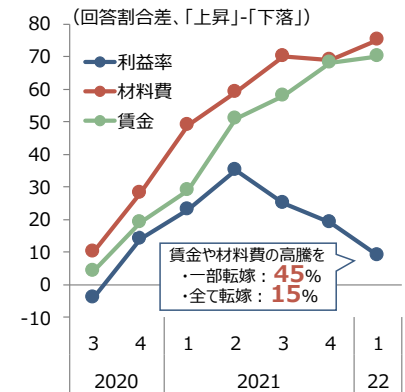
出所:米国労働省より三菱総合研究所作成

図表 3-7 求人率と賃金上昇率



注:3カ月移動平均。01年1月は欠損値。
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

図表 3-8 賃金・材料費・利益率 DI



出所:全米企業エコノミスト協会(NABE)より三菱総合研究所作成

物価高は低所得層の負担増大になるが、スタグフレーションは回避

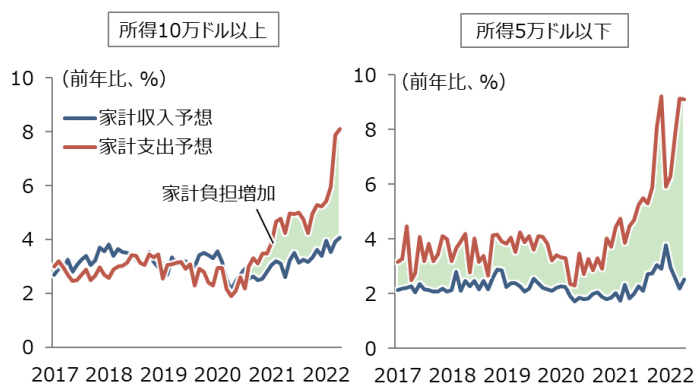
大幅な物価上昇が続けば、実質賃金がマイナスとなり需要を冷やす可能性がある。特に、エネルギーや食料品への支出割合が高い低所得者層では悪影響が大きい。1年後の家計収支の予想をみても、低所得者層では22年入り後に収入予想が低下する一方で、支出予想は物価高を受けて反転増加している(図表3-9)。

先行きは、エネルギー価格の高騰が続くことで、石油危機時のような景気後退と物価上昇が並走する「スタグフレーション」の再来が懸念されているが、シェール革命でエネルギー産出国に転換しているうえ、賃金上昇や過剰貯蓄がバッファとなる。マクロで見れば大きな下押しにはならず、低所得層など一部の層に影響が集中するものと見込まれる。

供給要因による中長期の期待インフレ率の急上昇に警戒

ミシガン大学の調査(22年4月)では、家計の1年先の期待インフレ率は+5.4%と40年ぶりの高水準を維持している。一方、中長期的な期待インフレ率(5年先)は+3.0%と、21年後半以降は横ばいではあるものの、19年平均(+2.4%)に比べれば高い(図表3-10)。コストプッシュによるインフレであっても、それが構造的に継続する可能性が高ければ、中長期の期待インフレ率も上昇し得る。過去の石油危機時には、5年先の期待インフレ率も+9.7%まで上昇した。ウクライナ危機や脱炭素化によって、エネルギー価格などの上昇が継続する可能性が高まれば、中長期的な期待インフレ率も同様に上昇することがリスクとなる。

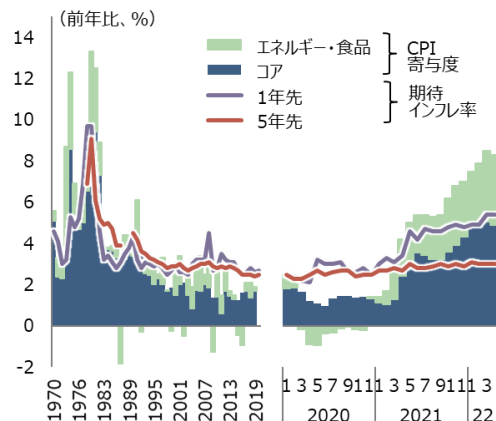
図表 3-9 家計の1年後の支出・収入予想



注:直近は22年4月。

出所:ニューヨーク連銀より三菱総合研究所作成

図表 3-10 CPIと期待インフレ率



注:92年以前のCPIウエイトは93年で固定。

出所:米国労働省、ミシガン大学より三菱総合研究所作成

注目点③ 金融政策の修正

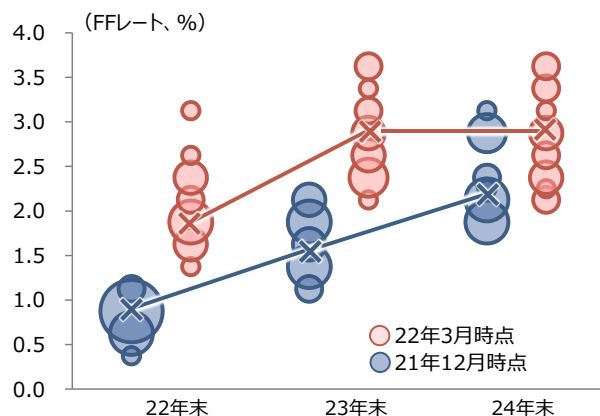
利上げ加速と量的引き締めを同時並行でインフレ抑制を目指すFRB

米国経済が堅調さを維持するなか、FRBのインフレ抑制姿勢が一層強まっている。3月のFOMCで2年ぶりにゼロ金利を解除したのに続き、5月には22年ぶりとなる0.5%ポイントの利上げを実施した。インフレ抑制を最優先とする姿勢を強調し、6・7月のFOMCでも各0.5%ポイントの利上げを行うことも示唆している。3月時点のFOMC参加者の政策金利見通し(中央値)は、22年末で1.9%、23年末で2.8%と、21年12月時点の0.9%、1.6%から大きく上昇している(図表3-11)。中立金利は2-3%と推計されており、それを上回れば金融引き締めとなるが、必要であれば躊躇なく引き締め水準に引き上げる姿勢も示された。

加えて、5月のFOMCでは量的引き締め(以下、QT)の開始も決定した。6月から国債・MBSなどを合わせて毎月475億ドルずつ、9月からは同950億ドルずつ保有資産残高を縮小していく計画だ。前回(17年10月-19年7月)には、当初毎月100億ドルずつ、その後1年かけて縮小額を同500億ドルに増やしており、今回は急速かつ大幅に行う模様だ。これらを受けて、長期金利は3%前後まで上昇している(図表3-12)。

金融政策の効果が薄いコストプッシュ型のインフレ圧力に対しては、バイデン政権が対中関税の見直し検討などを表明している。デマンドプル型のインフレ圧力を金融政策でどこまで抑制できるかが焦点となる。

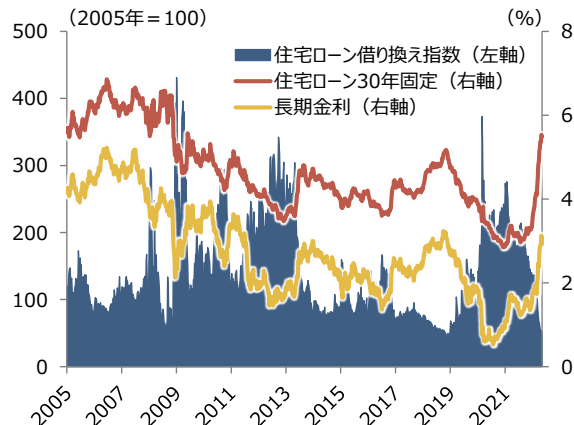
図表 3-11 FOMC 参加者の利上げ見通し(3月時点)



注:バブルサイズは当該水準が適切と考える人数。×は中央値。

出所:FRBより三菱総合研究所作成

図表 3-12 長期金利と住宅ローン動向



注:週次ベース。直近は5月13日の週。

出所:米国抵当銀行協会、Bloombergより三菱総合研究所作成

利上げによる大幅な景気減速は回避できる見込み

デマンドプル型のインフレ圧力を抑制するために利上げを実施することは適切であるが、利上げによって需要は下押しされる。景気を過度に冷やさず、かつ過度なインフレや資産バブルを助長しない金融政策の修正がFRBには求められている。

既に住宅市場では利上げの影響が出始めている。長期金利の上昇に伴って住宅ローン金利が上昇し、新築住宅販売が減少しているうえ、ローンの借り換えが急減している(前掲図表3-12)。加えて、5月のFOMC後、株価が急落している。金融政策の修正に伴い、借り入れコストの増加や株価下落に伴う逆資産効果による影響がラグをもって顕在化しよう。

ただし、上述のような金融緩和の縮小ペースであれば、大幅な景気減速は回避できると見込む。FRB/USモデルを用いて、22年に2.0%ポイント、23年に0.5%ポイントの利上げを実施した場合の、GDPギャップへの影響を試算したところ、23年にかけて押し下げ効果は大きくなる(図表3-13)。もっとも、利上げの効果を加味しても需要は堅調だ。GDPギャップはマイナスにはならず(総論P.8、図表1-13)、大幅な景気後退となる可能性は低い。なお、今回の試算では利上げのペース/幅による効果やQTの影響は考慮されていない。急激な利上げやQT前倒しによる金融市場の混乱などが加わると下押し効果は大きくなる。

22年1-3月期の成長率下振れや、利上げペース加速から、23年までの見通しを下方修正

以上を踏まえ、22年の実質GDP成長率は前年比+3.4%、23年は同+2.2%と、潜在成長率を上回る成長を維持するものの、前回3月見通し時の同+3.7%、+2.4%から、それぞれ下方修正する(図表3-14)。22年の内需は堅調さを維持すると見込まれるが、1-3月期の成長率下振れが下方修正要因となった。23年は金融引き締めによる内需下押しの影響が大きい。利上げの効果が顕在化する23年後半にかけて、消費や設備投資・住宅投資の下振れが大きくなる。

なお、今回の予測では、22年内に2.0%ポイント、23年内に0.5%ポイントの利上げを想定、「ビルド・バック・ベター法」は成立が不透明であることから試算に含めていない。

インフレと金融政策が下押しリスクに

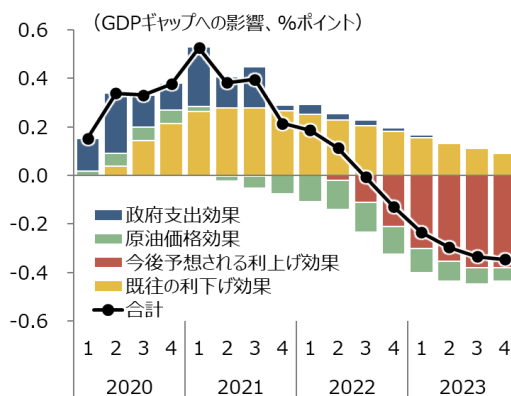
ウクライナ情勢など不確実性が高い状況であり、上記見通しは、幅をもって見る必要があるが、ダウンスайдリスクへの警戒がより必要だ。米国経済が潜在成長率を下回る景気減速となった場合、世界経済全体を下押ししかねない。特に注意すべきリスクは、次の3点である。

第一に、供給制約・物価上昇の深刻化である。これまでのところ、企業在庫や過剰貯蓄によって供給制約や物価上昇による下押しを緩和できているが、ウクライナ情勢や中国のゼロコロナ政策が長期化すれば、国際供給網の混乱の深刻化を通じて、悪影響が顕在化するだろう。

第二に、過度な金融引き締めだ。中立金利を大幅に上回る過度な引き締めは金融市場が動揺するほか、需要を急激に冷やして「オーバーキル」となる可能性もある。ウクライナ情勢の悪化などにより、物価抑制が思うように進まない場合や中長期の期待インフレ率が急上昇した場合などに、利上げペース・利上げ幅の一段の拡大を余儀なくされる可能性がある。過去、石油危機時には、20%まで政策金利を引き上げた結果、失業率は10%を超え、一時的な景気後退を引き起こした。また、急速な利上げに加えて、QTの影響は未知数だ。初のQTだった前回と比べて急速かつ大幅に進めることで、意図した以上の引き締め効果となる恐れがある。

第三に、11月の中間選挙で民主党が大敗することだ。高インフレによってバイデン政権の支持率は低迷している。金融政策などによって中間選挙までにインフレが抑制できなかった場合や、逆に過度な抑制によって景気後退を招いた場合には、中間選挙で民主党が大敗する恐れがある。バイデン政権の求心力が一段と低下し、財政政策などの実現可能性が低下し、成長の下振れ要因となろう。

図表 3-13 GDP ギャップへの政策影響



注:FRB/USモデルの波及係数を用いて計算。22年以降、原油価格と政府支出は横ばい、政策金利は22年に2.0%ポイント、23年に0.5%ポイント引上げと想定。
出所:各種統計より三菱総合研究所作成

図表 3-14 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	3.4	2.2
個人消費	▲3.8	7.9	3.4	2.7
設備投資	▲5.3	7.4	5.4	2.4
住宅投資	6.8	9.2	0.7	1.2
在庫投資寄与度	▲0.6	0.4	0.9	▲0.1
政府支出	2.5	0.5	0.7	1.0
純輸出寄与度	▲0.2	▲1.4	▲0.2	0.1
輸出等	▲13.6	4.5	7.7	4.7
輸入等(控除)	▲8.9	14.0	6.0	2.5
FFレート誘導水準(年末)	0.0-0.25	0.0-0.25	2.0-2.25	2.5-2.75
物価(CoP/PCE)	1.4	3.3	4.6	2.6
失業率	8.1	5.4	3.6	3.4

出所:三菱総合研究所

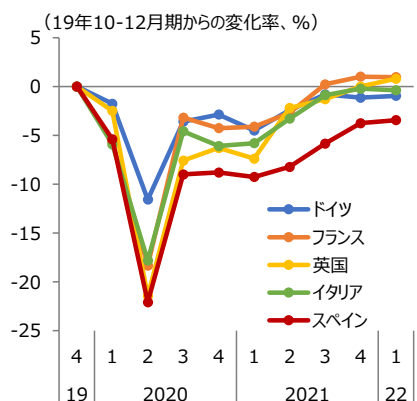
4. 欧州経済

コロナとの共生で経済活動の正常化が進むも、ウクライナ情勢で経済下押し圧力が強まる

22年1-3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+0.3%(図表4-1)となった。コロナとの共生を目指し経済活動再開を進めたこと、堅調な雇用・所得環境、供給制約の緩和による自動車などの生産回復もあり、弱いながらも4四半期連続のプラス成長を維持した。ただし、2月下旬以降ロシアのウクライナ侵攻によるエネルギー供給懸念の高まりなどから経済の下押し圧力が強まっている。先行きの経済環境の悪化懸念から、消費者マインドは3月以降に急速に悪化した(図表4-2)。

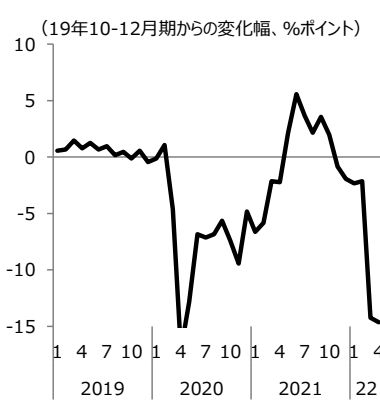
ロシアのウクライナ侵攻による経済への影響は顕在化しつつある。ユーロ圏のロシア向け実質輸出は、経済制裁などから3月に前年比で▲50%以上減少した(図表4-3)。

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4-3 対ロ輸出入(実質、ユーロ圏)



注: ドイツの輸出入物価をもとに実質化。出所: CEIC より三菱総合研究所作成

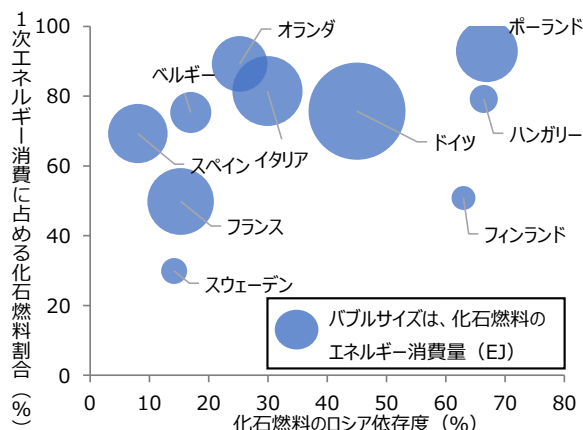
脱ロシアを目指すも、ロシアへのエネルギー依存度は域内でもばらつき

欧州委員会は、化石燃料の脱ロシア依存を、2030年よりも前倒して実現する計画「REPowerEU」を公表し、天然ガス供給源の多様化や再生可能エネルギー投資を加速させる方針などを示した。さらに、欧州委員会はロシア産石炭と石油の輸入禁止措置も打ち出し、天然ガスを制裁対象に加えることも検討している。

化石燃料の脱ロシアの動きは、EUが進めてきたグリーンディールなどの動きを加速させ、中長期的には、エネルギー安全保障の確保と脱炭素関連投資による成長押上げが期待される。しかし、短期的には必要なエネルギー量の確保と価格上昇への対応が課題となる。

EUは、天然ガスの約4割、石油・石油製品の約2割、石炭の約4割をロシアから輸入しているが、ロシア依存度は加盟国によりばらつきがある(図表4-4)。ロシアと地理的に近いポーランドやドイツはロシア依存度が高い一方、中東・アフリカから化石燃料を輸入しているスペイン、原子力の利用割合が高いフランスは、ロシア依存度は低い。ロシア依存度が高い国ほど、代替の調達先を確保する過程で、コスト増や必要量を確保できない事態が生じ、経済活動に制約が生じる可能性がある。特に、天然ガスは欧州調達の7-8割がスポット契約とされ、市況高騰の影響がダイレクトに及びやすい。

図表4-4 化石燃料のロシア依存度

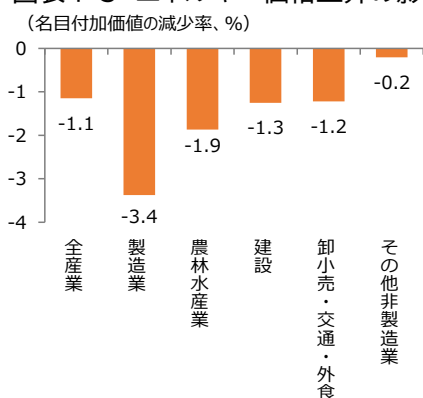


注: バブルサイズは、1次エネルギー消費のうち化石燃料の消費量(EJ:エクサジュール)。1次エネルギー消費はBPより。化石燃料(固形化石燃料、天然ガス、石油)のロシア依存度は、各品目のロシアからの輸入割合と1次エネルギー消費量をもとに試算。出所: BP, Eurostat より三菱総合研究所作成

エネルギー価格上昇が幅広い産業の活動を下押し

エネルギー価格の上昇や供給制約は、幅広い産業に影響が生じる。エネルギー価格上昇による影響を試算すると、製造業ではエネルギー関連の投入割合が高いことから影響が最も大きい。サービス業にも広く影響が生じる(図表4-5)。対面型サービス業を中心に、経済活動再開により回復期待が高まっているが、エネルギーなどの投入コスト増加が、企業業績回復の重しとなるだろう。

図表4-5 エネルギー価格上昇の影響



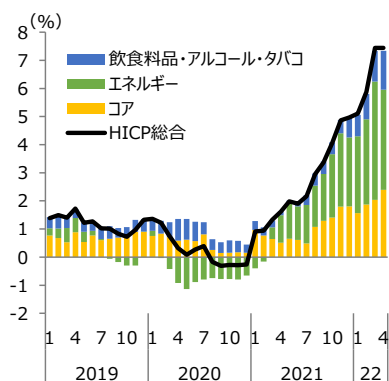
注:名目。エネルギー価格が30%上昇した場合の影響試算。価格上昇の1/2を自社で負担し、残り1/2は他社に価格転嫁すると想定。
出所: Eurostat より三菱総合研究所試算

物価上昇により実質賃金はマイナスへ、低所得層ほど負担大

ユーロ圏の消費者物価(HICP)は22年4月には前年比+7.4%と高い伸びが続いた(図表4-6)。コア物価も、前年比+3.5%と、ECBが目標とする2%を上回っており、幅広い品目で物価上昇が続いている。英国の消費者物価も22年4月には同+9.0%と40年ぶりの上昇となった。

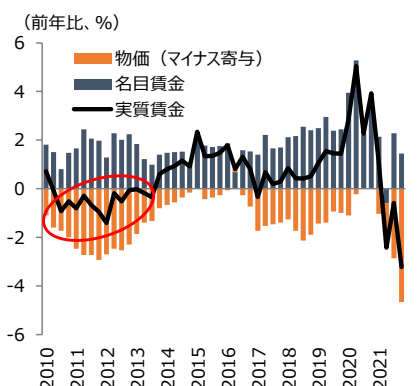
ユーロ圏の実質賃金は、物価上昇により伸びがマイナスで推移している(図表4-7)。実質賃金の伸びが連続してマイナスとなったのは、欧州債務危機前後以来となる。現状は積み上がった家計貯蓄が一定のバッファとなり、消費の大幅な下振れは回避しているが、物価上昇が長期化すれば、消費への影響も避けられない。特に低所得世帯ほど、食料品やエネルギーへの支出割合が高く、物価上昇による影響を受けやすい(図表4-8)。最低賃金の引上げなど政策的な対応を進めているが、賃金が伸び悩めば、消費の回復が遅れるだろう。

図表4-6 物価(ユーロ圏)



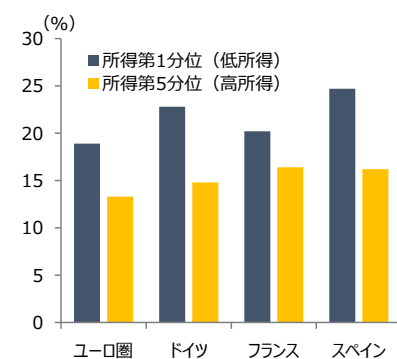
出所: Eurostat より三菱総合研究所作成

図表4-7 実質賃金(ユーロ圏)



注: 四半期。実質賃金は、名目賃金とHICP総合の四半期平均の伸びをもとに作成。
出所: CEICより三菱総合研究所作成

図表4-8 食料品・エネルギー支出(所得階級別消費シェア)



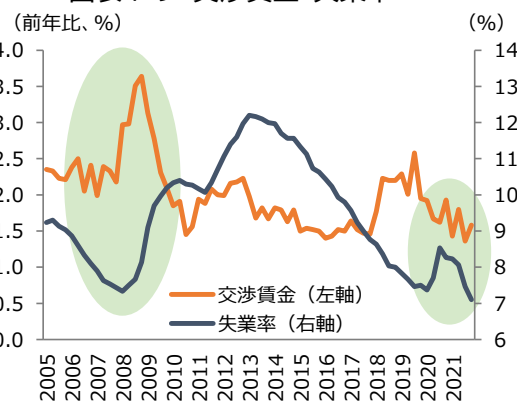
注: 飲食料品(アルコール除く)および電気・ガス・その他燃料の消費支出シェアの合計。
出所: Household Budget Survey(2015年)より三菱総合研究所作成

賃金上昇圧力は今後高まるも、実質賃金がマイナスで推移すれば欧州経済の回復を下押し

先行きの注目は、コロナ危機下で抑制されていた賃金の上昇圧力が高まるかだ。

失業率と賃金の関係をみると、過去の雇用環境の改善局面では、数四半期のラグを伴って賃金も上昇している。一方、コロナ危機下では、失業率の改善継続も、賃金の伸びが抑制されてきた(図表4-9)。背景には、21年は労使ともにコロナ危機の影響の先行きが見通せないなか、雇用維持を優先したことがあるとみられる。22年は、ウクライナ情勢の先行き不透明感はあるが、雇用環境の改善や物価の上昇もあり賃金上昇圧力は強まるとみる。さらに、各国最低賃金引き上げの動きもあり、ドイツでは現在の9.82ユーロから22年10月に12ユーロへの引き上げが検討されている。21年と比較し、賃金上昇圧力が高まりやすい状況だ。

図表4-9 交渉賃金・失業率



出所: CEIC より三菱総合研究所作成

ただし、エネルギー価格を主因に物価の伸び高止まりは続くと思われ、実質賃金の伸びはマイナスで推移し、回復力の弱い欧州経済の下押し要因となるだろう。

欧州中銀は緩和縮小前倒し、22年は2回の利上げを見込む

物価上昇を受け、市場の期待インフレ率も高まっており(図表4-10)、緩和的な金融政策の縮小に動き始めている。英国中央銀行(BOE)は4会合連続で政策金利を引き上げた。欧州中央銀行(ECB)は4月の理事会で資産購入プログラム(APP)の買い入れを7-9月期には終了する見通しが強まったこと、APP買い入れ終了後しばらくして徐々に利上げを行うことを発表した。

ECBは、ウクライナ危機を受けた景気減速とインフレの双方に配慮しながら、緩和縮小に向け難しい舵取りを求められるだろう。当社では、インフレ圧力の高まりから利上げは進むものの、経済回復ペースは弱いことから、利上げは緩やかに進むとみる。APPの買い入れは7-9月期に終了、利上げは22年に2回、23年に2回を見込む。

仏マクロン大統領再選でEUの混乱は回避

4月24日に実施されたフランス大統領選挙は、現職のマクロン大統領が再選、EUの政治経済や対ロ制裁において西側諸国の足並みが乱れるリスクは回避された。マクロン大統領は、欧州の防衛力や経済安全保障を強化する方針を示しており、2期目の政権運営ではこれら取り組みの加速が予想される。

防衛費増額・ウクライナ難民対応が新たな財政負担に

ウクライナ危機を受けた防衛力強化やウクライナ難民への対応は欧州の新たな課題だ。ロシアのウクライナ侵攻を受け3月10-11日開催のEU首脳会議で採択された「ベルサイユ宣言」では、EUの防衛力強化のために各国の防衛費を増額する方針が示された。既に、ドイツは防衛費を現状のGDP比1.5%から2.0%まで引き上げるほか、軍備増強のため1,000億ユーロの基金を創設する方針を示すなど、各国防衛費増額に向け動きだしている。

ウクライナ難民はUNHCR(国連難民高等弁務官事務所)によると5月13日時点で610万人を超え、その多くは隣国のポーランドやルーマニアを経由してEU域内に移動しているとみられる。OECDによると、難民対応に必要な費用は最初の1年は1人当たり10,000ユーロだ。15年の中東や北アフリカからの難民危機時と異なり、紛争終結後はウクライナ難民が自国に戻る可能性はあるが、短期的には加盟国の財政負担となるだろう。

防衛費の増額は、ドイツやフランスなど防衛産業の規模が大きい国の経済にはプラスとなるとみる。ただし、ロシアによるウクライナ侵攻を受けた、防衛費増額や難民対応、エネルギーのロシア以外からの代替調達や価格高騰への企業・家計支援などの歳出は想定外のものである。コロナ危機で加盟国の財政状況が悪化するなか、財政赤字のさらなる拡大や財政規律維持のために他の歳出削減や増税などの対応が必要となるだろう。

ウクライナ危機長期化・海外経済減速で見通し下方修正

欧州主要5カ国経済は、経済活動が再開するものの、ウクライナ危機の長期化によるエネルギー価格の高騰や供給懸念の高まり、中国など世界経済の減速が経済を下押しするとみる。22年の実質GDP成長率は前年比+2.7%、23年は同+2.1%と、3月見通し(同+3.2%、+2.6%)からともに下方修正する。

ロシアからのエネルギー供給途絶が最大のリスク

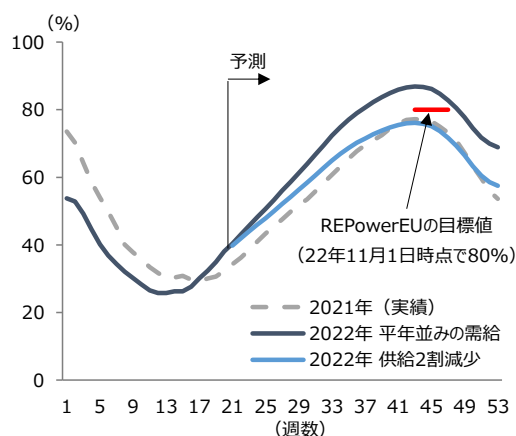
先行きの最大のリスクは、ロシアからのエネルギー供給途絶だ。ロシアはポーランドとブルガリアへの天然ガス供給を停止するなど、経済制裁への報復措置としてエネルギーを活用している。脱ロシアを進めるにあたっては、石油や石炭と比べ他国への代替が容易ではない天然ガスが大きな課題となる。仮に、ロシアからの供給途絶などにより、天然ガスの供給量が平年より2割減少すれば、REPowerEUで目標とする天然ガス在庫割合である80%は未達となる(図表4-11)。供給不足となれば、エネルギー価格の高騰に加え、エネルギー需要抑制のために経済活動が制約され、欧州経済の下押し圧力は強まるだろう。

図表4-10 期待インフレ率(5年先)



注:期待インフレ率は、5年先5年物のスワップ金利。日次データを月次に変換。直近は22年4月。出所:Bloomberg より三菱総合研究所作成

図表4-11 天然ガス在庫割合(欧州)



注:各年の週数平均。直近の実績は22年第20週(5月8日-5月14日)。予測は需要・供給ともに15-19年平均をもとに試算。出所:AGSI より三菱総合研究所作成。予測は三菱総合研究所

5. 新興国経済

(1) 総論

各国特性に応じた感染症・資源価格上昇・地政学リスク・資金調達環境悪化の影響の見極めが重要

新興国経済は、ワクチン接種の進展などから経済活動の正常化が進むことで総じて成長回復を見込むが、ロシアのウクライナ侵攻、米利上げ加速による資金調達環境の悪化といった成長下振れ要因も強まっている。

これらの影響は、資源高の影響が資源輸入国と資源輸出国で対照的なように、それぞれの新興国経済の特徴によって異なる。新興国経済の先行きを展望する上でのポイントは、①厳格な防疫施策の継続国 ②資源国輸入国 ③資源輸出国 ④欧州・ロシア依存国 ⑤経済基盤の脆弱国 —— といった各国特性に応じ、コロナ感染症、資源価格の上昇、地政学リスク、資金調達環境の悪化の影響度を見極めることだ(図表5-1)。

図表 5-1 新興国経済の先行きを見極めるポイント

分類	見極めのポイント	主な該当国
厳格な防疫施策の継続国	×：過度に厳格な防疫施策が、経済成長を鈍化させないか	中国
資源輸入国	×：エネルギー、希少資源などのコストプッシュのインフレが、経済成長を鈍化させないか	インド、タイ、ベトナムなど
資源輸出国	○：交易利得が、経済成長の押し上げにつながるか	ブラジル、インドネシア、中東諸国など
欧州・ロシア依存国	×：ロシアのウクライナ侵攻の長期化、情勢の深刻化が、経済成長を鈍化させないか	ハンガリー、ポーランドなどの 中欧・東欧諸国
経済基盤の脆弱国	×：エネルギー価格上昇、資金調達環境の悪化から経済危機に発展することはないか	トルコ、アルゼンチン、スリランカ、 パキスタンなど

注：○は経済成長の上振れ、×は経済成長の下振れを見極めるポイント。

出所：各種経済統計より三菱総合研究所作成

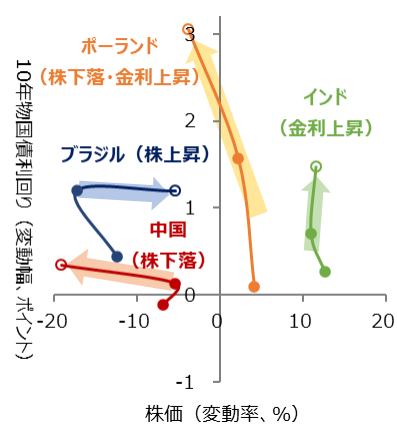
ワクチンの段階的普及に伴い多くの国でコロナとの共生が進みつつあるが、中国は、感染拡大初期に効果を発揮した都市のロックダウンを伴う厳格な防疫施策(ゼロコロナ政策)を継続している。3月に入り、経済規模の大きい深圳、上海で厳格な行動抑制策を実施し、国内外の経済への悪影響が顕在化している。IIF(国際金融協会)の調べによれば3月に112億ドルの証券投資の流出が発生し、22年3月時点の株価は21年6月対比で20%程度下落した水準となっている(図表5-2)。

タイ、インドといった資源輸入国はエネルギー価格上昇に伴うインフレ圧力の増大や交易条件の悪化が経済成長の減速要因となる。資源輸入国であるインドは、22年に入り株価は横ばい、インフレ圧力の高まりから長期金利が上昇している(図表5-2)。一方で、ブラジル、インドネシアといった資源輸出国は、むしろ輸出増加による経済成長へのプラス効果が期待できる。資源輸出国であるブラジルは、21年12月から22年3月にかけて株価は急反発した。

経済の欧州・ロシア依存国には、中東欧の新興国が該当し、先行きに注意が必要だ。中東欧の新興国は、欧州・ロシアと輸出・輸入両面の結び付きが強く、ウクライナを巡る混乱が長期化すると経済成長が下振れするリスクは大きい。ウクライナに隣接し、ロシアからの天然ガスの供給が停止されたポーランドは、景気減速およびインフレの懸念から、株価下落、長期金利が上昇している(図表5-2)。

経済基盤の脆弱国は、資金流出による通貨安や高インフレ、債務負担増により、最悪の場合は経済危機に至るリスクがある。欧州・ロシアと経済的なつながりが深く、資源輸入国であるトルコではCPIが前年比±60%となる高インフレが発生、アルゼンチンは3月に債務再編についてIMFと合意、4月に入りスリランカは公的債務の支払い停止を発表し、IMFに緊急融資を要請している。

図表 5-2 主な新興国の株価・長期金利



注：21年6月に対する21年9月、12月、22年3月の株価・国債10年物金利の変動率・幅。株価は、中国は上海株価指数、ブラジルはBOVESPA指数、インドはSENSEX指数、ポーランドはワルシャワWIG20指数。

出所：CEICより三菱総合研究所作成

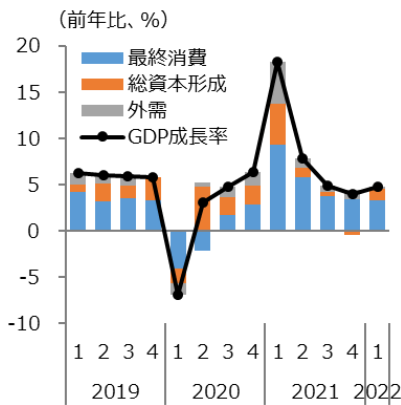
(2) 中国経済

中国経済の成長の勢いに陰り

22年1-3月期の中国の実質GDP成長率は、前年比+4.8%と前期の同+4.0%から上昇したものの、政府が22年の目標に掲げる5.5%前後を下回った(図表5-3)。季節調整済前期比でも、22年1-3月期は+1.3%と前期の+1.5%から伸びが鈍化している。

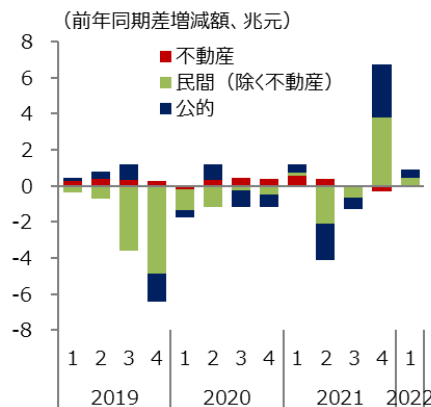
22年1-3月期の固定資本投資は、公共事業の前倒しなどから公的資本投資が前年同期差+0.4兆元(図表5-4)と増加したものの、不動産投資が前年同期比で横ばいとなったため、総資本形成の寄与度は前年比+1.3%にとどまった(図表5-3)。輸出は好調を継続しているものの(図表5-5)、エネルギー価格の上昇から輸入も増加し、外需の寄与度は同+0.2%にとどまった。最終消費は、3月後半から開始された上海の都市封鎖の悪影響は限定的にしか反映されていないが、寄与度は同+3.3%と21年10-12月の同+3.4%から小幅減少した(図表5-3)。

図表 5-3 実質 GDP



出所: Windより三菱総合研究所作成

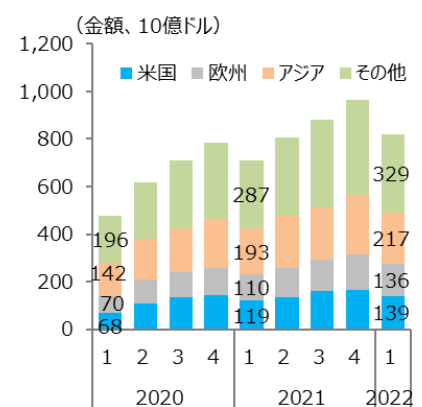
図表 5-4 固定資本投資



注: 不動産投資は、すべて民間投資との想定で算出。

出所: Windより三菱総合研究所作成

図表 5-5 輸出

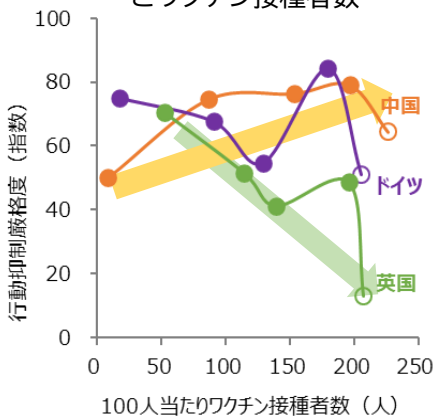


出所: Windより三菱総合研究所作成

ゼロコロナ政策は、経済成長の下押し要因

世界各国が行動制限の緩和を進める中、中国政府が固執するゼロコロナ政策は、経済成長の下押し要因となるだろう。中国政府は、ゼロコロナ政策を、迅速な感染者の発見・隔離・治療などにより、感染拡大を回避する戦略としている。実際、都市封鎖を実施した時点の、上海の1万人当たり感染者数(後方7日平均)は0.1人と、まん延防止等重点措置を解除した時点の東京の感染者数同4.5人をはるかに下回る水準にあった。

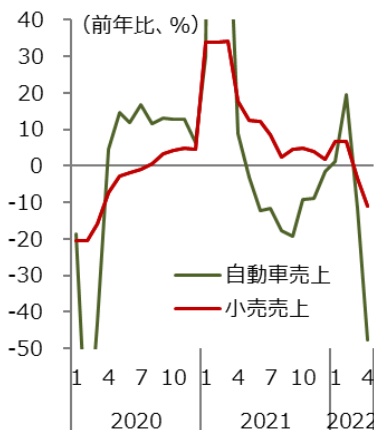
図表 5-6 行動抑制厳格度とワクチン接種者数



注: 21年3月から3か月ごとの推移。○は22年3月。行動抑制厳格度は、英オックスフォード大学算出の指数。

出所: CEICより三菱総合研究所作成

図表 5-7 小売・自動車売上



注: 直近は、22年4月。

出所: Windより三菱総合研究所作成

図表 5-8 上海日本商工クラブのアンケート結果の概要

項目	結果
上海市外との物流 (83社)	35%が、全く手配できないと回答
上海市内の物流 (84社)	56%が、全く手配できないと回答
国際物流 (84社)	43%が、全く手配できないと回答
工場操業 (54社)	63%が、全く稼働していないと回答

注: 22年4月27~30日に在上海日系企業を対象に実施したアンケート。括弧内は、回答社数。

出所: 上海日本商工クラブより三菱総合研究所作成

中国では、欧米とは種類の異なるワクチンを使用しているとはいえ、ワクチンの接種率は高水準にある。しかしながら、人口100人当たりのワクチン接種者数が中国と同水準の英国、ドイツではワクチン接種者数の増加に伴い行動抑制策の緩和が進んでいるのに対して、中国ではワクチン接種開始前と比べても厳しい行動抑制策が実施されている(図表5-6)。

ゼロコロナ政策は、感染拡大初期や小規模都市では効果を発揮してきたが、深圳、上海といった経済規模の大きい都市でのゼロコロナ政策により、先行きの経済に暗雲が立ち込めている。22年1-2月期は好調な自動車販売などから前年比+6.7%であった小売売上高は、自動車販売の急減などから22年3月同▲3.5%、22年4月同▲11.1%と減少に転じた(図表5-7)。上海日本商工クラブが日系企業を対象に実施したアンケートの回答では、「上海市外との物流を全く手配できていない」が35%、「国際物流を全く手配できない」が43%、「工場が全く稼働していない」が63%になっており、中国内外の物流にも悪影響を与えている(図表5-8)。

湖北省(武漢)でコロナ感染症が発生した、20年1-3月の上位10省の名目GDP成長率は平均で前年比▲3.6%まで落ち込み、20年の中国の実質GDP成長率は前年比+2.2%に急減速した。今後、都市封鎖の対象地域が中国全体に拡大した場合に、中国経済の成長率が大幅に下方シフトするリスクがある。政府は、これまでのゼロコロナ政策の実績を念頭に、感染症抑制を重視しており、国務院も感染者が軽症・無症状でもゼロコロナ政策を継続する意向を示している。5月には、北京でも都市封鎖に近い行動抑制策がとられている。一定のコロナ感染者数が常態化する状況下でのゼロコロナ政策は、中国経済成長の勢いをそぐことになるだろう。

ロシアのウクライナ侵攻による中国経済への影響は正負両面

ロシアのウクライナ侵攻は、中国経済に多面的な影響をもたらす。

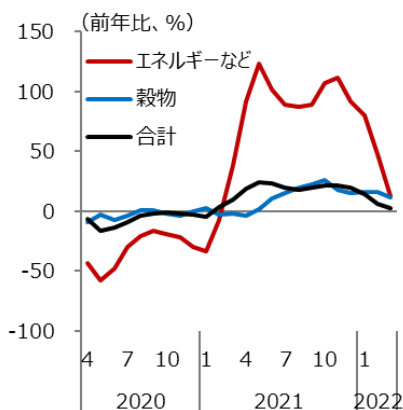
輸出面では、精密機器など欧米がロシア向け輸出を規制した品目について、中国からの代替輸出の増加が見込まれるものの、中国のロシア向け輸出はGDP比で0.4%、ウクライナ向け輸出は同0.1%未満にとどまっており、ドル決済禁止といったロシア経済を取り巻く環境を踏まえると、経済成長の押し上げ効果は限定的だろう。

輸入面では、中国の石油・石炭の調達先としてロシアへの依存度が高まっており、20年時点で、石油、石炭輸入に占めるロシアの割合はともに15%超を占める。西側諸国が脱ロシアの動きを強めるなかで、ロシアにとっての安定輸出先として中国は欠かせない。足もとで、エネルギー・食料の国際市況が高騰するなか、中国の輸入物価の上昇率は低下傾向にあり、ロシアから有利な条件で輸入を行っている可能性もある(図表5-9)。

ただし、ロシア以外からの輸入品の価格上昇は交易条件の悪化をもたらす。また、20年時点の穀物輸入に占めるウクライナの割合は20%となっており、物流制約などによりウクライナからの穀物調達が滞り、代替調達による価格上昇や調達不足が生じた場合に、国民の不満が高まる可能性にも留意が必要だ。

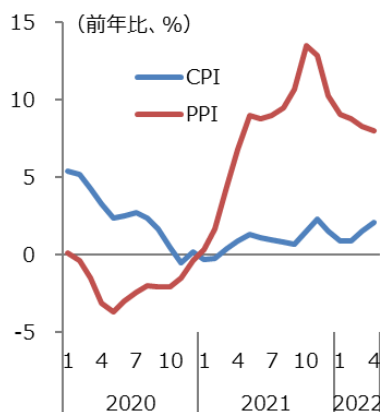
PPI(生産者物価指数)は前年比10%前後の伸びが続くなかで、CPI(消費者物価指数)は同1-2%程度にとどまる(図表5-10)。価格転嫁は限定的であり、企業の景況感は悪化している(図表5-11)。CPI安定の要因には前年の豚肉価格高騰の影響剥落という中国固有の事情もあるが、企業が調達コストの増加分を負担していることが推測される。今後、エネルギー・食料の輸入価格が一段と上昇するなかでも、価格転嫁が進まない場合には、交易条件の悪化と併せた企業業績の悪化、価格転嫁に転じる場合には個人消費の抑制をもたらす公算が大きい。

図表 5-9 輸入物価



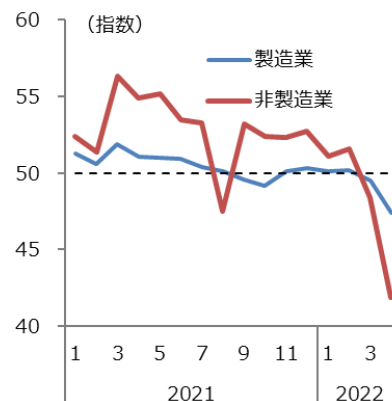
注:HSコードによる区分。直近は、22年3月。
出所:Windより三菱総合研究所作成

図表 5-10 物価



注:直近は、22年4月。PPIは生産者物価指数。
出所:Windより三菱総合研究所作成

図表 5-11 PMI(国家統計局)



注:直近は22年4月。
出所:Windより三菱総合研究所作成

意欲的な成長目標達成に向けて政策面から成長下支え

22年3月に開催された第13回全国人民代表大会で、李克強首相は、22年の実質GDP成長率目標を5.5%前後に設定すると同時に、中国経済が「需要の収縮」「供給ショック」「市場期待の低下」に直面し、GDP成長率目標の達成は容易ではないとの認識を示している。

習政権の3期目入りに向けて、経済成長は世論および党内の支持を得るための基盤となる。習政権は、「稳中求進」(安定の中で、前進を求める)の経済方針の下、地方債の前倒し発行により(図表5-12)、22年1-3月期の経済成長を支えた公共事業の資金源とした。

不動産市況の安定にも注意を払っている。中国当局は1月の窓口指導で不動産会社向けの貸出強化を命じた。金融政策では、中国人民銀行は、1月に政策金利である1年物最優遇貸出金利を3.8%から3.7%に2カ月連続での引下げ、4月には21年12月に続いて預金準備率の引下げを決定した。格差是正策として検討していた不動産保有税の見送りが決めた。今後も、不動産市況の底割れ回避に向けた対応が見込まれる。

22年の経済成長率は、政府目標を下回る見込み

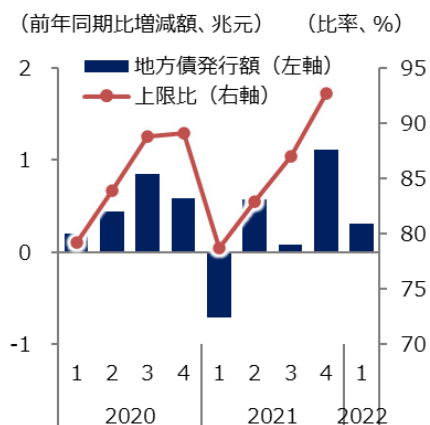
こうした政府の景気刺激策は経済成長の下支えとなることが見込めるものの、大都市で実施されるゼロコロナ政策の悪影響を挽回することは困難であると判断し、22年の実質GDP成長率は、前回3月見通しの前年比+5.0%から同+4.8%へ下方修正する。23年の実質GDP成長率は、ゼロコロナ政策の緩和に伴う経済活動の再開を想定し、前回見通し不変の同+5.2%を見込む。

ゼロコロナ政策への固執による、不良債権の増大、資産価格の底割れが先行きのリスク

先行きのリスクとして、中国政府のゼロコロナ政策が経済活動の大幅な落ち込みをもたらし、さらには不良債権の増加、資産価格の底割れに発展する可能性に留意が必要だ。

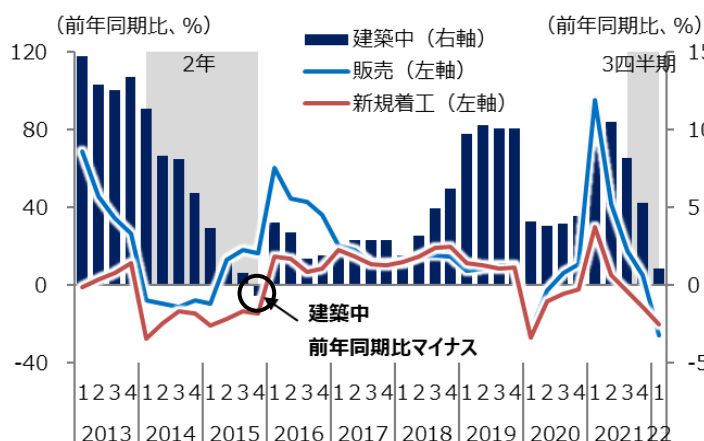
中国人民銀行は、22年の実質GDP成長率が4%台後半、2%台後半となった場合に、22年の不良債権比率がそれぞれ5.3%、7.5%になると試算している(20年時点の不良債権比率は1.8%)。22年1-3月期の成長減速にとどまらず、もう一段の経済成長の減速により、不良債権比率の増加に拍車がかかり、金融システム不安へ発展するリスクに留意が必要だ。不動産市場では、22年1-3月期の住宅着工が3四半期連続で前年同期比マイナス、販売も同マイナスに転落している。22年3月末時点の建築中住宅は、同+1.1%へ低下しているものの、前年割れの水準には至っておらず(図表5-13)、今しばらくは、調整局面が続く公算が大きい。こうした状況下、株価は21年後半から軟調に推移、不動産価格は辛うじて横ばい推移となっており、資産価格の動向も予断を許さない(図表5-14)。中国政府のゼロコロナ政策の手綱さばきには要注目だ。

図表 5-12 地方債発行額と上限比率



注: 22年第1半期の地方債発行額は、22年2月時点。22年の地方債発行額上限は未確定。
出所: Windより三菱総合研究所作成

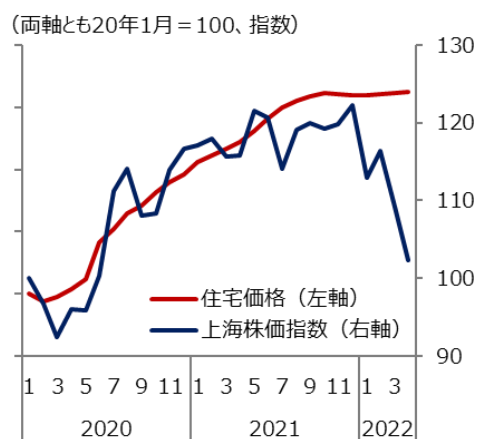
図表 5-13 建築中・販売・新規着工の住宅面積



注: 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

図表 5-14 株価・不動産価格



注: 直近は、22年4月。株価が上海株価指数、不動産は主要100都市の価格指数。

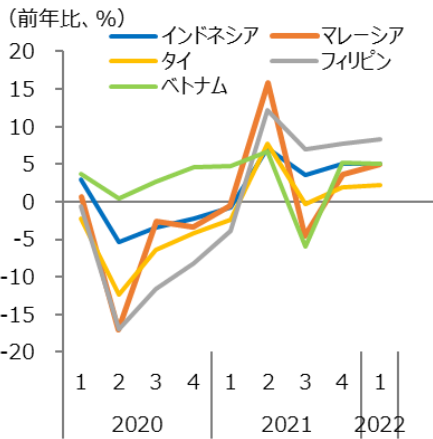
出所: Windより三菱総合研究所作成

(3) ASEAN経済

22年1-3月期の実質GDPは、2四半期連続で5カ国がプラス成長

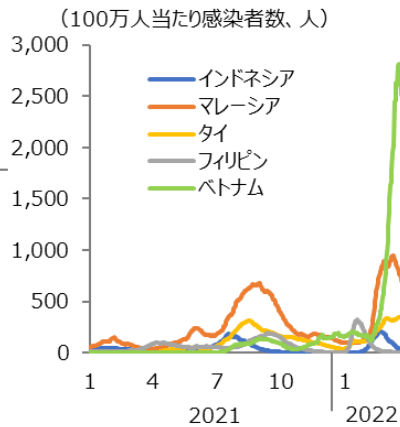
ASEAN5の22年1-3月期の実質GDP成長率は、21年10-12月の前年比+5.0%から同+4.9%へと小幅低下したものの、実質GDPの水準は、コロナ感染拡大直後の20年1-3月期を回復している。個別国では、ベトナム(同+5.0%)、フィリピン(同+8.3%)、インドネシア(同+5.0%)が好調を維持、マレーシア(同+5.0%)、タイ(同+2.2%)もプラス成長を確保し、コロナ危機発生以降、初めて2四半期連続で5カ国がプラス成長となった(図表5-15)。

図表 5-15 実質 GDP 成長率



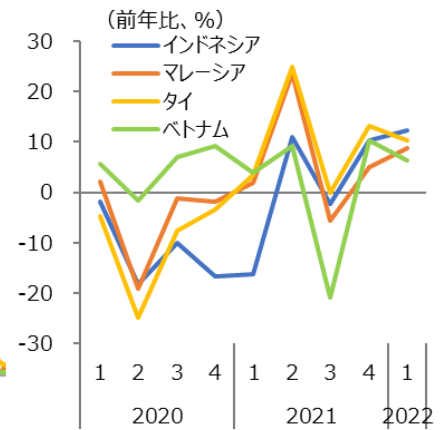
出所:CEICより三菱総合研究所作成

図表 5-16 新型コロナの
新規感染者数



注:直近は22年5月16日。
出所:CEICより三菱総合研究所作成

図表 5-17 小売売上高



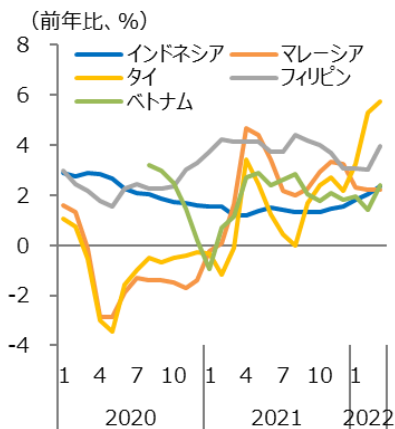
注:月次データの平均。直近は、タイのみ22年2月、タイ以外は22年3月。
出所:Bloombergより三菱総合研究所作成

行動抑制策の段階的な緩和は、経済を下支え

防疫と経済の両立の進展による消費や観光需要の回復が、経済成長を下支えするであろう。

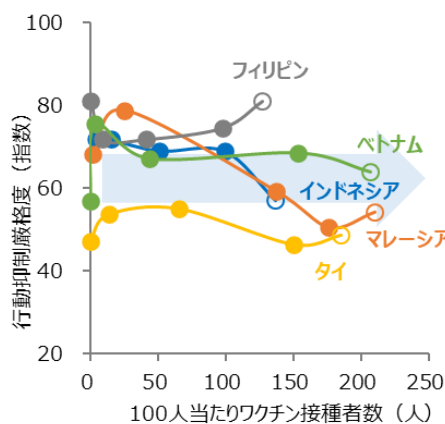
22年1-3月は、ベトナム、マレーシアなどで新型コロナの新規感染者数の拡大が続いたが(図表5-16)、インドネシア、マレーシア、タイ、ベトナムの小売売上高は前年比プラスで推移しており(図表5-17)、防疫と経済活動の両立が進んでいることがうかがわれる。3月以降、ベトナム、マレーシア、タイの新規感染者数がピークアウトしているほか、エネルギーの輸入依存度が高いタイ、フィリピンを除けば、CPI(消費者物価指数)の伸びが2%近辺で推移していることも、消費回復を支える効果が見込まれる(図表5-18)。

図表 5-18 CPI



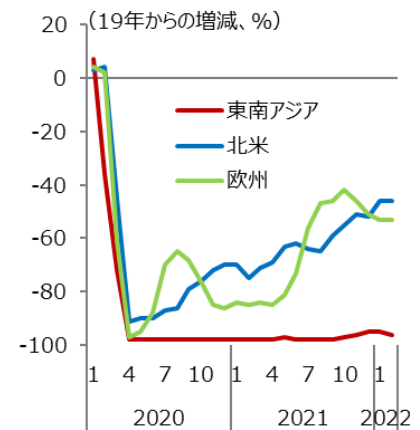
注:直近は、22年3月。
出所:CEICより三菱総合研究所作成

図表 5-19 行動抑制厳格度と
ワクチン接種者数



注:21年3月から3か月ごとの推移。○は22年3月。行動抑制厳格度は、英オックスフォード大学算出の指数。
出所:CEICより三菱総合研究所作成

図表 5-20 海外観光客の来訪数



注:国外からの観光客の来訪数。直近は22年1月。
出所:UNWTO(国連世界観光機関)より三菱総合研究所作成

3月から4月にかけて、シンガポールとマレーシア間の往来再開、PCR検査の陰性証明書やワクチン接種完了者に対する入国隔離の免除(インドネシア、フィリピン、ベトナム)といった入国管理の緩和が、順次実施されている。非常事態令に基づく措置の適用を4月から2カ月延長することを決めたタイのような慎重な国もあるが、行動抑制策の緩和は徐々に進展することが想定される。4月以降の新型コロナの新規感染者数の減少(図表5-16)やワクチン接種の進展に比して、厳格なままの行動抑制策(図表5-19)の緩和が進むことで、消費水準のもう一段の回復に加えて、低迷を続けている観光(図表5-20)の回復が進むことは、経済成長の正常化に役立つであろう。

ウクライナ侵攻の影響は限定的、輸出は経済成長を下支え

コロナ危機発生以降、ASEAN5の経済成長をけん引してきた輸出は、前年比プラスを維持している(図表5-21)。ゼロコロナ政策の悪影響から中国向け輸出は伸びが鈍化しているものの(図表5-22)、中国の経済活動の停滞は代替調達先となるベトナムなどにはプラスをもたらす面もある。また、ロシアに対する経済制裁は資源国であるインドネシア、マレーシアの輸出の追い風になる。ASEAN5各国のロシア向け輸出はいずれもGDPの0.5%未満とロシア経済落ち込みの影響は限定的でもあり、各国とも輸出が経済成長の下支えとなることが見込まれる。

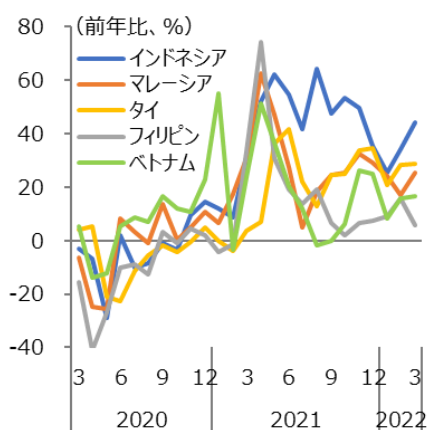
経済活動再開に伴い、5%台の成長を継続

これらを踏まえて、ASEAN5では、段階的な経済回復が進展するシナリオは不変とする。ただし、中国経済の減速を考慮し、22年の実質GDP成長率は3月見通しの前年比+5.3%から同+5.2%へ下方修正する。23年は、3月見通し不変の同+5.7%と予測する。

先行きの最大のリスクは、インフレの加速である。資源国であるインドネシア、マレーシアの対ドル為替レートは落ち着いているが、タイ、フィリピンは下落基調にあり、PPI(生産者物価指数)も上昇ピッチを強めている(図表5-23)。タイでは、CPIも5%台へ上昇し、インフレが加速化する兆しがある。これまでASEAN5各国は、インフレ抑制より経済活動の下支えを優先し、政策金利の据え置きを続けてきたが、5月に入りマレーシア中銀は、4年4カ月ぶりとなる政策金利の引上げ(1.75%から2%)を決めた。経済活動の正常化が実現する前に、もう一段のインフレ圧力が高まる場合には、金融政策の難しいかじ取りを迫られるだろう。

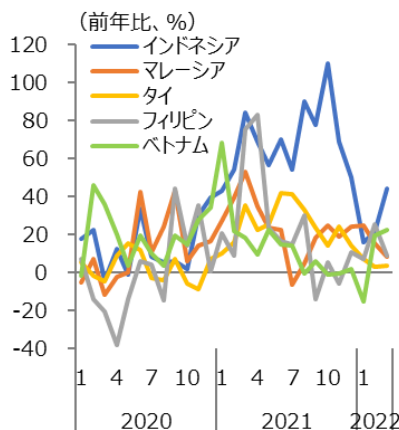
インフレの加速とともに、中国経済の減速にも注意が必要だ。中国のゼロコロナ政策による物流の停滞などにより、中国向け輸出が落ち込むリスクにも注意を払う必要がある。

図表 5-21 輸出



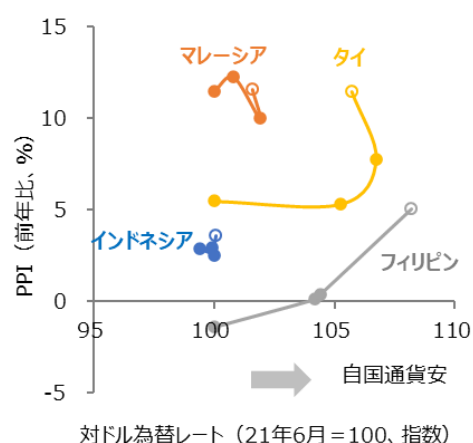
注: 輸出の伸び率からPPIを控除して算出。直近は22年3月。
出所: Bloombergより三菱総合研究所作成

図表 5-22 中国向け輸出



注: 直近は、22年3月。
出所: CEICより三菱総合研究所作成

図表 5-23 PPIと対ドル為替レート



注: 21年、6・9・12月、22年3月。
出所: CEIC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

本資料は、内閣府記者クラブ、金融記者クラブおよび当社にてコンタクトのある記者の方々にもご案内しています。