

(1) 世界経済の現況

消費減速を背景に、世界経済の回復ペースが鈍化

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

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

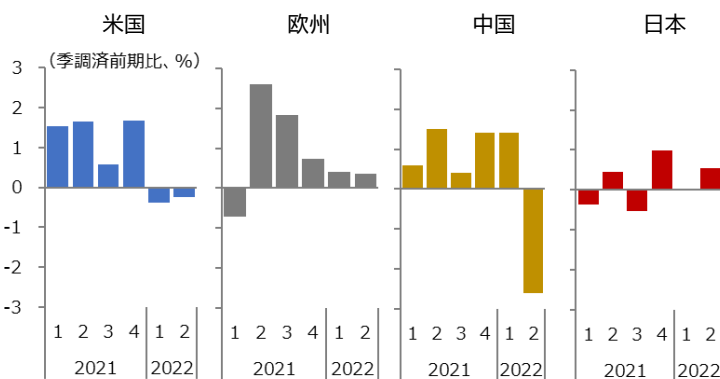
一方、米国、欧州では、3つの要因が逆風となって、消費が下振れた。

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

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

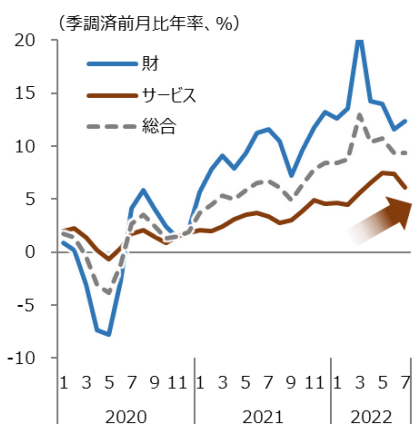
第三に、株安による逆資産効果である。インフレと利上げによる景気減速懸念から株価が下落傾向にある。米欧主要国の株価指数を、時価総額で加重平均した値はコロナ危機前の水準に近づきつつあり(図表1-4)、コロナ危機下での金融緩和等による資産効果は剥落しつつある。

図表 1-1 実質 GDP 成長率



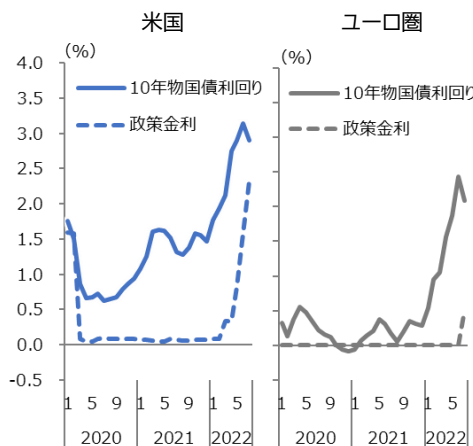
注: 欧州はドイツ、フランス、英国、スペイン、イタリアの5カ国。  
出所: CEIC, IMFより三菱総合研究所作成

図表 1-2 消費者物価上昇率 (米欧平均)



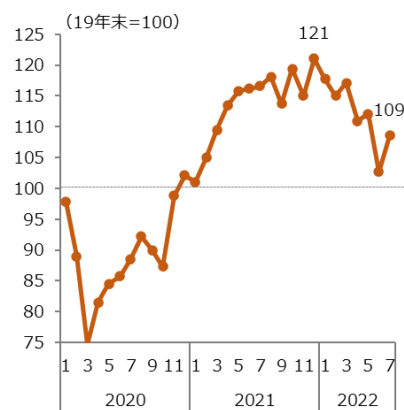
注: 米国、ユーロ圏の後方3カ月移動平均の前月比年率を、GDP規模で加重平均。直近は22年7月。  
出所: 各国統計、IMFより三菱総合研究所作成

図表 1-3 政策金利と長期金利



注: 直近は22年7月。  
出所: CEICより三菱総合研究所作成

図表 1-4 株価 (米欧平均)



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

## (2) 世界経済の見通し

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

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

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

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

図表 1-5 世界の実質 GDP 成長率予測

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

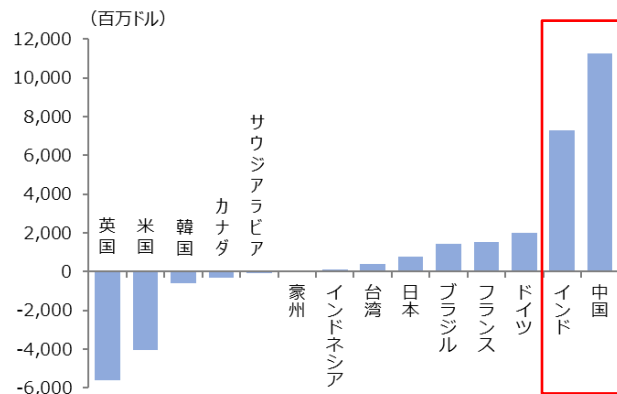
注: 数値は暦年。欧州はドイツ、フランス、英国、スペイン、イタリアの5カ国。

出所: 実績はIMF、予測は三菱総合研究所

### 注目点① ウクライナ情勢 —— 戦争長期化による供給不足・物価上昇

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

図表 1-6 ウクライナ侵攻後の対露輸入



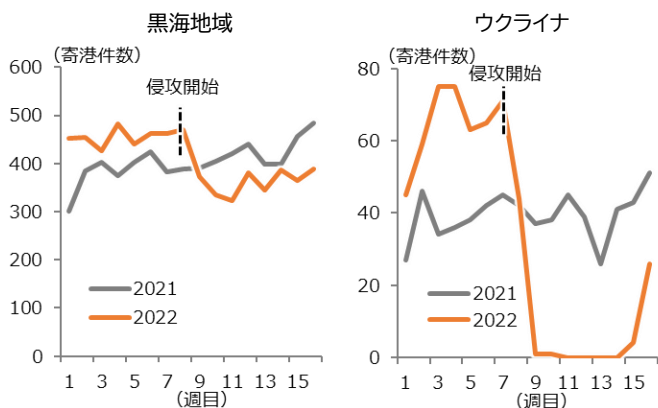
注: 22年4-6月合計の前年差。サウジアラビアのみ4-5月。

出所: CEICより三菱総合研究所作成

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

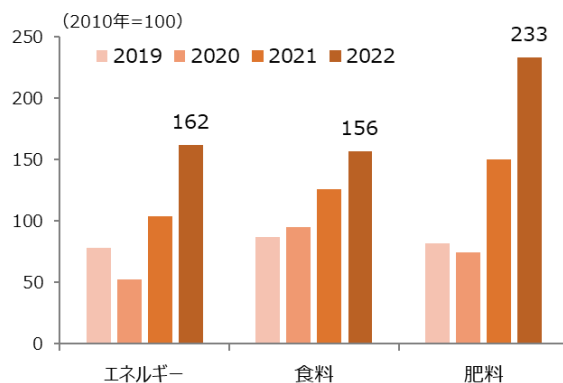
さらに、ロシア、ベラルーシは化学肥料の輸出拠点であり、窒素、リン酸、カリで世界トップ3に入る。経済制裁対象のロシアやベラルーシ以外の国から調達する動きが強まっており、肥料価格は前年比1.5倍にのぼる(図表1-8)。食料価格の上昇や肥料不足による収量減は、消費全体の4分の1程度を占める食料支出を抑制し、世界経済の下振れ要因となる。

図表 1-7 ドライバルク船の寄港件数



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

図表 1-8 エネルギー・食料・肥料価格



注:2022年は1-6月の平均。  
 出所:世界銀行より三菱総合研究所作成

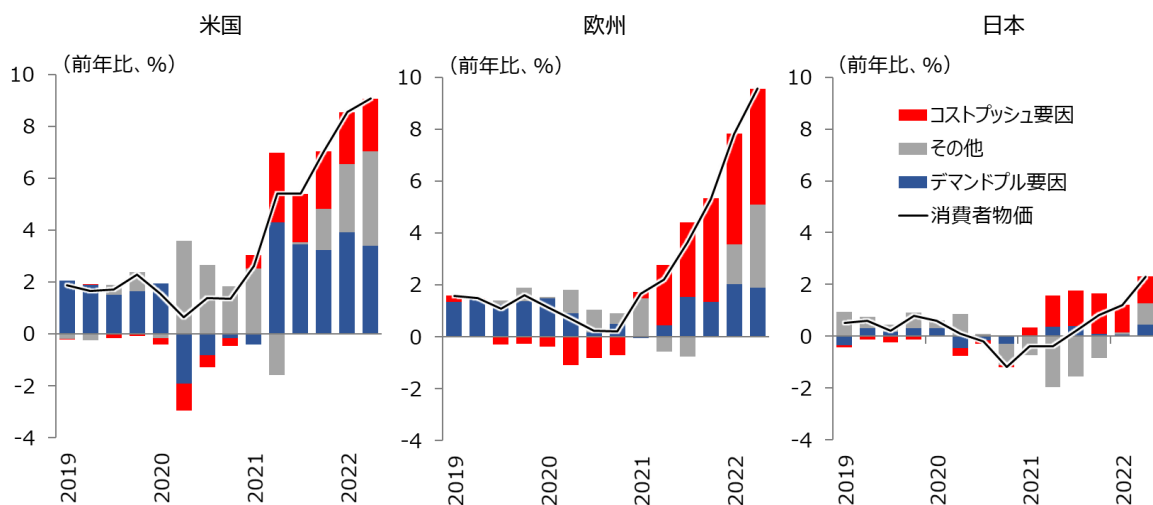
注目点② 物価上昇圧力 —— デマンドプル型インフレ圧力の強さ

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

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

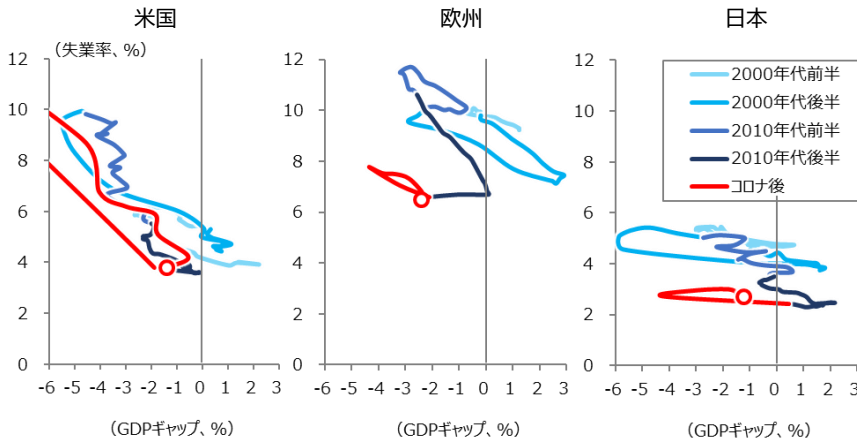
特に米国では、(1)労働需給の逼迫を反映した賃金上昇、(2)高い期待インフレ率、(3)高い価格転嫁率(図表1-11) —— という物価が上昇しやすい条件がそろっている。家計の3年先の期待インフレが4%程度で高止まりしており、中央銀行が掲げる物価目標2%を達成できるのかどうか、疑念が強まっている可能性がある。インフレ期待が2%にアンカー(固定)されない状況では、物価が上昇しやすい。コストプッシュ型の一過性の物価上昇のみならず、デマンドプル型の高い物価上昇圧力が継続する可能性に注意が必要だ。

図表 1-9 消費者物価上昇率の要因分解 (米欧日)



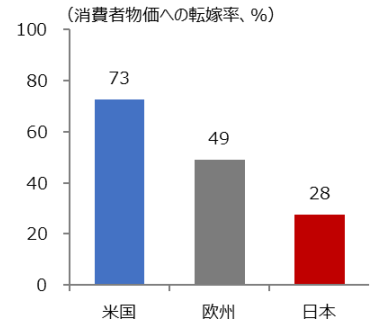
注:コストプッシュ要因は輸入物価および生産者物価の上昇が一定の転嫁率で波及、デマンドプル要因は、賃金の上昇が一定の転嫁率で波及すると想定して推計。産業連関表を用いて産業部門別に推計した上で、産業別の付加価値ウェイトで加重平均。欧州はEU。  
 出所:OECD、米労働省より三菱総合研究所作成

図表 1-10 GDP ギャップと失業率（米欧日）



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

図表 1-11 企業の投入コスト増に対する消費者物価への転嫁率



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

注目点③ 米国の金融政策 — インフレ抑制優先で金融引き締めへ

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

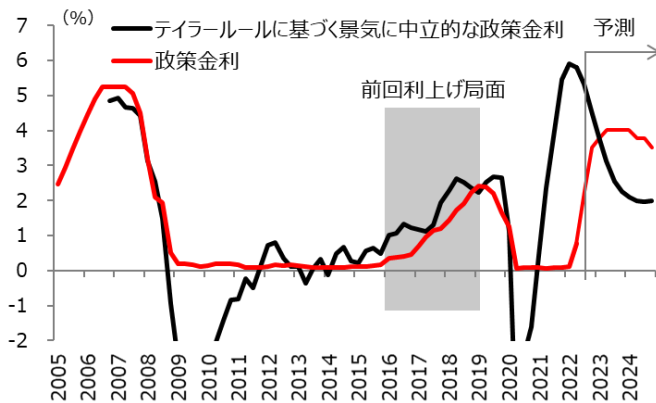
テイラールールに基づけば、GDPギャップやインフレ率などから、(景気に中立的な)政策金利を計算することができる。インフレ率に、米国のデマンドプル型インフレ率(当社推計)を用いた場合、景気に中立的な政策金利は23年末時点で3%弱となる(図表1-12)。6月時点のFOMCでは、政策金利の見通しが上方修正され(22年末3.5%、23年末4.0%)、中立金利を上回る水準まで引き上げる姿勢が示された。

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

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

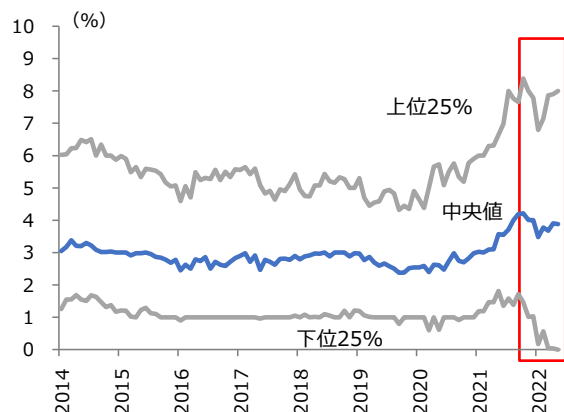
物価や経済、国際情勢をめぐる状況は非常に不確実性が高い。FRBは、これまでの利上げ局面で重視してきた市場との対話よりも、政策の機動性を重視している。上記の利上げ予測は幅を持ってみる必要があり、「インフレ抑制」という目的に応じて、今後の経済状況次第で機動的に政策を修正していこう。

図表 1-12 政策金利の見通し(米国)



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

図表 1-13 3年先の期待インフレ率(米国)



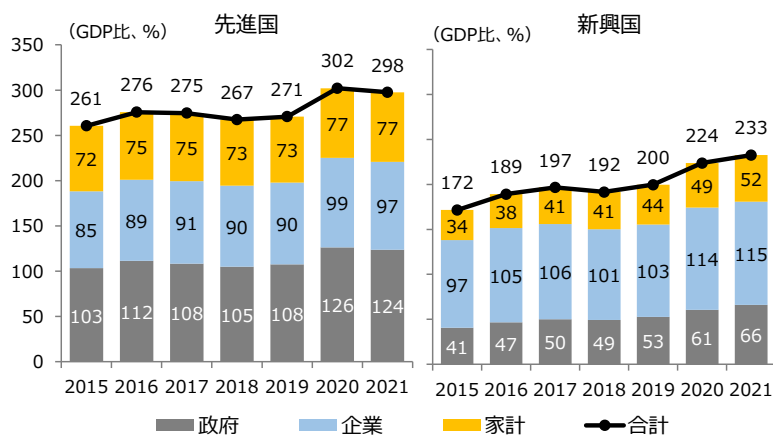
出所：NY連銀より三菱総合研究所作成

#### 注目点④ 金融市場 — 金利上昇による返済負担の上昇と新規調達環境の悪化

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

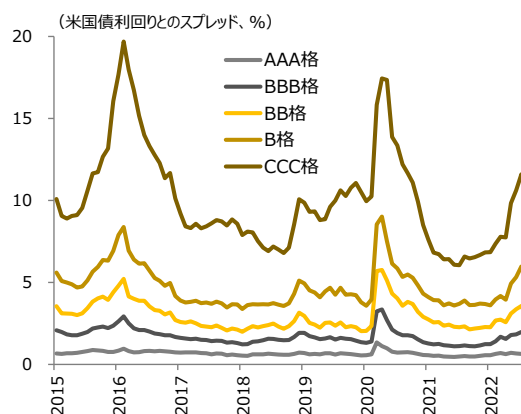
世界的に利上げの動きが広がる中で、住宅ローンを含めて借入金利が上昇しており、債務返済負担の増加が予想される。また、22年入り後、投機的格付け(BB格以下)の社債利回りが上昇傾向にある(図表1-15)。金利の先高観、景気減速懸念の強まり、などから、リスク資産のウェイトを見直す動きが強まっているとみられる。信用リスクの高い国、企業、個人にとっては、コロナ危機下の緩和的な金融環境から一変し、新規の資金調達には厳しい状況が予想される。

図表 1-14 債務の GDP 比率



注:企業は非金融法人企業。  
出所: BISより三菱総合研究所作成

図表 1-15 米国社債スプレッド



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

### (3) 世界経済のリスク

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

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

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

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