2021 年 11 月 18 日

２０２１－２０２３年度経済見通しについて

～正常化へ歩みを進める世界経済～

株式会社明治安田総合研究所（社長　神田 智尚）は、２０２１年７－９月期のＧＤＰ速報値の発表を踏まえ、２０２１－２０２３年度の経済見通しを作成いたしました。

主要ポイントは以下のとおりです。

１．日本のＧＤＰ成長率予測

実質ＧＤＰ成長率：　２０２１年度 ２．７％　２０２２年度 ２．８％　２０２３年度 １．４％

名目ＧＤＰ成長率：　２０２１年度 １．９％　２０２２年度 ３．４％　２０２３年度 ２．２％

２．要点

①2022 年の世界経済は引き続き回復基調の持続を予想する。世界的な感染再拡大のリスクは残るが、「With コロナ」の経済運営手法のもと、欧米主要国では経済活動との両立が図られよう。供給制約も時間とともに緩和に向かう可能性が高い。米国は、財政政策の効果が逓減するなかでも、年間で 3%台後半の成長率を確保すると予想。欧州では感染再拡大に見舞われる国が増えているものの、全体としては経済活動正常化への歩みを続けるとみる。中国経済は、不動産価格下落の影響などから減速しているが、来年の共産党大会を控え、政府は景気腰折れを回避する方向に動くと予想する。

②日本では、緊急事態宣言が解除され、その後も飲食店の営業制限の緩和が進む中で、個人消費は徐々に回復度合いを強めると予想。ワクチン接種の進展や、Go To Travel キャンペーンの再開、家計への追加給付金、蓄積された貯蓄などが下支えになろう。設備投資も、脱炭素、デジタル関連を中心に堅調推移を予想。輸出は中国向けの鈍化が予想されるものの、内需にけん引役が移る形で当面は高めの成長を予想する。ただし、潜在成長率が低迷を続ける中、反動増一巡後の成長率は再度鈍化しよう。

③世界経済のリスクとしては、新たな変異株の登場による世界的な感染再拡大が引き続き第一に挙げられる。エネルギー価格の高騰や労働力不足がもたらしている供給ショックが深刻化、あるいは予想以上に長引くリスクも残る。主要中銀が金融引き締めに動くことに伴う金融市場の混乱も懸念材料。中国では、政府が不動産市場のソフトランディングに失敗する可能性が捨てきれない。

＜主要計数表＞

	２０２０年度 実績	２０２１年度		２０２２年度		２０２３年度
			前回		前回	
実質成長率	▲４．４％	２．７％	３．０％	２．８％	２．１％	１．４％
成長率寄与度						
・内需	▲３．８％	１．９％	２．５％	２．６％	２．１％	１．２％
・外需	▲０．６％	０．８％	０．５％	０．２％	０．０％	０．２％
名目成長率	▲３．９％	１．９％	２．７％	３．４％	２．７％	２．２％

※前回は２０２１年８月時点の予想

ご照会先　㈱明治安田総合研究所 政策・経済研究部
電　話▶03-6261-7947　ＦＡＸ▶03-3511-3200
Ｅメール▶yuichi.kodama@meijiyasuda.co.jp
ﾎｰﾑﾍﾟｰｼﾞ▶https://www.myri.co.jp/

目次

タイトル	執筆者	ページ
ＧＤＰ成長率・主要経済指標予測	－	P3～P4
日本経済見通し	フェロー　チーフエコノミスト 小玉　祐一	P5～P18
米国経済見通し	エコノミスト　　伊藤　　基	P19～P24
欧州経済見通し	エコノミスト　　前田　和孝	P25～P30
中国経済見通し	フェロー　チーフエコノミスト 小玉　祐一	P31～P38
豪州経済見通し	エコノミスト　　前田　和孝	P39～P40
原油相場見通し	エコノミスト　　前田　和孝	P41～P42

GDP成長率・主要経済指標予測

1. 日本のGDP成長率予測

(前期比)

	2020年度	2021年度	2022年度	2023年度	2020年度		2021年度				2022年度			
					10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月
実質GDP	▲ 4.4%	2.7%	2.8%	1.4%	2.8%	▲ 1.1%	0.4%	▲ 0.8%	1.5%	1.1%	0.8%	0.5%	0.3%	0.3%
前期比年率	▲ 4.4%	2.7%	2.8%	1.4%	11.8%	▲ 4.1%	1.5%	▲ 3.0%	6.3%	4.5%	3.1%	2.1%	1.4%	1.4%
前年同期比	▲ 4.4%	2.7%	2.8%	1.4%	▲ 0.9%	▲ 1.3%	7.6%	1.4%	0.1%	2.2%	2.6%	4.0%	2.8%	2.0%
民間最終消費支出	▲ 5.8%	2.8%	3.0%	1.2%	2.2%	▲ 1.3%	0.9%	▲ 1.1%	2.1%	1.0%	0.9%	0.5%	0.3%	0.3%
民間住宅投資	▲ 7.2%	▲ 0.2%	0.7%	0.7%	▲ 0.0%	1.1%	2.0%	▲ 2.6%	0.7%	0.5%	0.4%	0.2%	0.2%	0.2%
民間設備投資	▲ 6.9%	1.5%	3.5%	2.1%	4.3%	▲ 1.0%	2.2%	▲ 3.8%	2.1%	1.9%	0.9%	0.8%	0.6%	0.6%
政府最終消費支出	3.4%	2.6%	1.5%	0.4%	1.9%	▲ 1.7%	1.1%	1.1%	0.2%	0.7%	0.4%	0.3%	0.1%	0.1%
公的固定資本形成	4.2%	▲ 3.9%	1.1%	1.0%	0.7%	▲ 1.4%	▲ 2.1%	▲ 1.5%	▲ 0.7%	0.0%	0.9%	0.8%	0.5%	0.3%
財貨・サービスの輸出	▲ 10.4%	11.8%	4.0%	3.6%	11.7%	2.4%	3.2%	▲ 2.1%	0.8%	2.0%	1.1%	1.1%	1.0%	0.9%
財貨・サービスの輸入	▲ 6.8%	7.1%	2.9%	2.4%	4.8%	4.0%	5.3%	▲ 2.7%	0.7%	1.4%	1.0%	0.9%	0.8%	0.6%
名目GDP	▲ 3.9%	1.9%	3.4%	2.2%	2.3%	▲ 1.1%	▲ 0.2%	▲ 0.6%	1.4%	1.3%	0.9%	0.8%	0.3%	0.5%
GDPデフレーター(前年比)	0.6%	▲ 0.8%	0.5%	0.8%	0.1%	▲ 0.2%	▲ 1.1%	▲ 1.1%	▲ 0.6%	▲ 0.4%	0.3%	0.5%	0.6%	0.6%

(前期比寄与度)

	2020年度	2021年度	2022年度	2023年度	2020年度		2021年度				2022年度			
					10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月
実質GDP	▲ 4.4%	2.7%	2.8%	1.4%	2.8%	▲ 1.1%	0.4%	▲ 0.8%	1.5%	1.1%	0.8%	0.5%	0.3%	0.3%
民間最終消費支出	▲ 3.2%	1.5%	1.6%	0.6%	1.2%	▲ 0.7%	0.5%	▲ 0.6%	1.1%	0.5%	0.5%	0.3%	0.2%	0.1%
民間住宅投資	▲ 0.3%	▲ 0.0%	0.0%	0.0%	▲ 0.0%	0.0%	0.1%	▲ 0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
民間設備投資	▲ 1.1%	0.2%	0.5%	0.3%	0.7%	▲ 0.2%	0.3%	▲ 0.6%	0.3%	0.3%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
政府最終消費支出	0.7%	0.6%	0.3%	0.1%	0.4%	▲ 0.4%	0.2%	0.2%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%
公的固定資本形成	0.2%	▲ 0.2%	0.1%	0.1%	0.0%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	▲ 0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
民間在庫品増加	▲ 0.2%	▲ 0.1%	0.1%	0.1%	▲ 0.5%	0.4%	▲ 0.3%	0.3%	0.0%	0.0%	▲ 0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
純輸出	▲ 0.6%	0.8%	0.2%	0.2%	1.0%	▲ 0.2%	▲ 0.3%	0.1%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
財貨・サービスの輸出	▲ 1.8%	2.1%	0.8%	0.7%	1.8%	0.4%	0.5%	▲ 0.4%	0.1%	0.4%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
財貨・サービスの輸入	1.2%	▲ 1.3%	▲ 0.6%	▲ 0.4%	▲ 0.8%	▲ 0.6%	▲ 0.8%	0.5%	▲ 0.1%	▲ 0.3%	▲ 0.2%	▲ 0.2%	▲ 0.1%	▲ 0.1%

(兆円、2015年暦年連鎖価格)

	2020年度	2021年度	2022年度	2023年度	2020年度		2021年度				2022年度			
					10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月
実質GDP	527.1	541.3	556.7	564.6	542.6	536.9	538.8	534.7	542.9	548.9	553.1	556.0	557.9	559.8
民間最終消費支出	282.3	290.2	298.8	302.4	289.9	286.3	288.9	285.6	291.7	294.5	297.1	298.5	299.5	300.3
民間住宅投資	18.9	18.9	19.0	19.2	18.6	18.8	19.2	18.7	18.8	18.9	19.0	19.0	19.0	19.1
民間設備投資	84.3	85.6	88.5	90.4	85.8	84.9	86.8	83.5	85.2	86.8	87.6	88.3	88.8	89.4
政府最終消費支出	114.6	117.5	119.3	119.7	117.0	114.9	116.2	117.5	117.7	118.5	119.0	119.3	119.3	119.4
公的固定資本形成	29.2	28.1	28.4	28.7	29.5	29.1	28.5	28.1	27.9	27.9	28.1	28.4	28.5	28.6
民間在庫品増加	1.3	0.8	1.4	1.7	▲ 0.9	1.4	▲ 0.6	1.1	1.4	1.4	1.3	1.4	1.4	1.4
純輸出	▲ 3.9	0.2	1.3	2.6	2.9	1.4	▲ 0.5	0.1	0.2	0.9	1.0	1.1	1.3	1.6
財貨・サービスの輸出	92.0	102.8	106.9	110.7	98.0	100.3	103.5	101.3	102.1	104.2	105.3	106.4	107.4	108.4
財貨・サービスの輸入	95.8	102.6	105.6	108.1	95.1	98.9	104.1	101.2	101.9	103.3	104.3	105.3	106.1	106.8

2. 主要指標予測

	2020年度	2021年度	2022年度	2023年度	2020年度		2021年度				2022年度			
					10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月
鉱工業生産(前年比)	▲ 9.5%	6.2%	3.6%	2.5%	▲ 3.5%	▲ 1.0%	19.9%	5.7%	1.3%	0.4%	0.5%	5.3%	5.1%	2.5%
消費者物価指数(除く生鮮食品、前年比)	▲ 0.4%	0.0%	0.7%	0.8%	▲ 0.9%	▲ 0.5%	▲ 0.6%	▲ 0.0%	0.7%	0.2%	1.2%	0.7%	0.4%	0.7%
貿易収支(季調値、兆円)	1.2	▲ 1.0	1.0	0.3	2.0	1.0	▲ 0.1	▲ 1.0	▲ 0.2	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2
経常収支(季調値、兆円)	16.3	16.5	18.5	17.8	5.9	4.6	4.7	2.9	4.1	4.8	4.7	4.6	4.6	4.6
完全失業率(季調値:平均)	2.9%	2.8%	2.8%	2.8%	3.0%	2.8%	2.9%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%	2.7%	2.7%	2.7%
WTI原油価格(ﾄﾞﾙ/バレル、※)	42	76	74	72	48	59	74	70	80	80	75	75	75	70

※年度は平均値、四半期は期末値を記載

3. 海外経済指標予測総括表

		2020年	2021年	2022年	2023年	2020年	2021年				2022年			
						10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月
米国	実質GDP成長率(前期比年率)	▲ 3.4%	5.5%	3.9%	2.3%	4.5%	6.3%	6.7%	2.0%	4.8%	4.3%	3.7%	3.5%	2.6%
	個人消費支出	▲ 3.8%	8.0%	4.2%	2.1%	3.4%	11.4%	12.0%	1.6%	5.0%	4.1%	3.8%	3.5%	2.5%
	住宅投資	6.8%	9.1%	▲ 0.7%	2.0%	34.4%	13.3%	▲ 11.7%	▲ 7.7%	1.0%	1.0%	1.5%	2.0%	2.0%
	設備投資	▲ 5.3%	7.8%	6.0%	4.0%	12.5%	12.9%	9.2%	1.8%	8.2%	7.2%	5.1%	5.1%	4.1%
	在庫(寄与度)	▲ 0.5%	0.0%	0.3%	0.2%	1.1%	▲ 2.6%	▲ 1.3%	2.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
	純輸出(寄与度)	▲ 0.3%	▲ 1.8%	▲ 0.4%	▲ 0.2%	▲ 1.7%	▲ 1.6%	▲ 0.1%	▲ 1.1%	▲ 0.3%	▲ 0.2%	▲ 0.2%	▲ 0.2%	▲ 0.2%
	輸出	▲ 13.6%	3.9%	4.9%	4.2%	22.5%	▲ 2.9%	7.6%	▲ 2.5%	5.1%	6.1%	6.1%	6.1%	5.6%
	輸入	▲ 8.9%	13.4%	5.3%	3.6%	31.3%	9.3%	7.1%	6.1%	5.1%	5.1%	5.1%	5.1%	4.6%
	政府支出	2.5%	0.8%	1.7%	1.4%	▲ 0.5%	4.2%	▲ 2.0%	0.8%	1.6%	2.6%	2.0%	1.8%	1.6%
	失業率(※)	8.1%	5.4%	3.8%	3.6%	6.7%	6.0%	5.9%	4.8%	4.3%	3.9%	3.8%	3.8%	3.7%
	CPI(総合、※)	1.4%	4.8%	3.1%	2.0%	1.4%	2.6%	5.4%	5.4%	5.8%	4.5%	3.5%	2.5%	2.0%
	政策金利(誘導目標の上限、期末値)	0.25%	0.25%	0.50%	1.00%	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%	0.50%
ユーロ圏	実質GDP成長率(前期比)	▲ 6.4%	5.1%	4.1%	2.1%	▲ 0.4%	▲ 0.3%	2.1%	2.2%	0.9%	0.8%	0.7%	0.6%	0.5%
	家計消費	▲ 7.9%	2.9%	5.8%	2.6%	▲ 3.2%	▲ 2.3%	3.4%	2.9%	1.5%	1.0%	1.0%	0.8%	0.7%
	政府消費	1.3%	3.5%	1.3%	0.4%	0.8%	▲ 0.5%	1.2%	0.8%	0.3%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%
	固定投資	▲ 7.0%	5.0%	5.3%	2.9%	2.7%	0.0%	1.1%	2.0%	1.6%	1.4%	1.0%	0.8%	0.8%
	純輸出(寄与度)	0.1%	1.0%	▲ 0.6%	▲ 0.0%	▲ 0.1%	0.1%	0.1%	▲ 0.3%	▲ 0.4%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	▲ 0.0%	▲ 0.1%
	輸出	▲ 9.1%	9.9%	5.5%	3.8%	4.2%	1.1%	2.7%	1.8%	1.1%	1.3%	1.2%	1.2%	1.0%
	輸入	▲ 9.1%	8.2%	7.1%	4.0%	4.8%	1.0%	2.8%	2.5%	2.0%	1.5%	1.4%	1.3%	1.3%
	失業率(※)	7.9%	7.7%	7.4%	7.3%	8.1%	8.1%	7.8%	7.4%	7.4%	7.4%	7.4%	7.3%	7.3%
	CPI(総合、※)	0.3%	2.6%	2.2%	1.6%	▲ 0.3%	1.3%	1.9%	3.4%	4.3%	2.5%	1.9%	1.7%	1.6%
	政策金利(期末値)	▲ 0.5%	▲ 0.5%	▲ 0.5%	▲ 0.4%	▲ 0.5%	▲ 0.5%	▲ 0.5%	▲ 0.5%	▲ 0.5%	▲ 0.5%	▲ 0.5%	▲ 0.5%	▲ 0.5%
英国	実質GDP成長率(前期比)	▲ 9.7%	6.9%	4.8%	1.6%	1.1%	▲ 1.4%	5.5%	1.3%	1.0%	0.9%	0.9%	0.7%	0.5%

※暦年は平均値、四半期は期末値を記載

１．日本経済見通し

＜要　　約＞

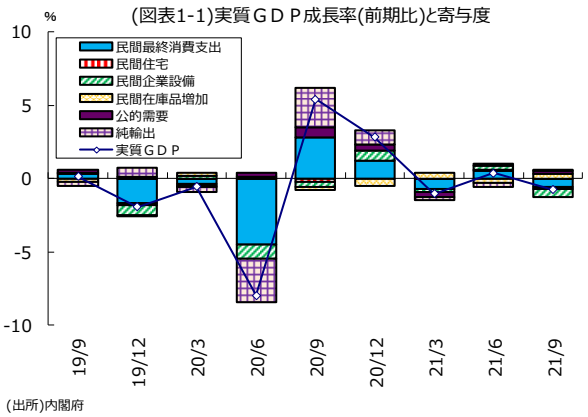
7－9 月期の日本の実質 GDP 成長率は前期比▲0.8%（年率換算：▲3.0%）と、事前の市場予想（前期比▲0.2%、年率換算▲0.7%、当社予想は同▲0.1%、▲0.5%）を大きく下回る結果となった。民間最終消費支出が前期比▲1.1%（寄与度▲0.6%）、民間企業設備投資が同▲3.8%（同▲0.6%）と、内需の両輪が大きく落ち込んだのが足を引っ張った。9 月末まで続いた緊急事態宣言や、世界的な半導体不足の影響が大きかった。

10－12 月期の実質 GDP は、個人消費を中心としたペントアップディマンドの顕在化に伴い、急回復が予想される。政府の経済対策も個人消費の下支えとなろう。半導体不足の影響は残るが、最悪期は過ぎた可能性が高まっており、設備投資や輸出も持ち直す可能性が高い。輸出は中国景気の減速が足かせとなるものの、日本経済はしばらく内需主導での回復基調が続くだろう。

もっとも、感染第 6 波の襲来や、中国経済の失速、エネルギー価格の高騰、先進国の供給制約など、先行きには引き続き多くのリスクが横たわる。また、少子高齢化で労働力人口が伸びず、かつ生産性も伸び悩むなかで、潜在成長率が低迷を続ける根本的な問題にも改善の兆しは見えない。今後、目立ったリスク要因の顕在化がないとしても、反動増が一巡する 2022 年度後半以降は、再び成長率が鈍化に向かう展開が予想される。

7－9 月期 GDP は個人消費が押し下げ

7－9 月期の日本の実質 GDP 成長率は前期比▲0.8%（年率換算：▲3.0%）と、事前の市場予想（前期比▲0.2%、年率換算▲0.7%、当社予想は同▲0.1%、▲0.5%）を大きく下回る結果となった（図表 1-1）。マイナス成長は 2 四半期ぶりである。内訳を見ると、民間最終消費支出が同▲1.1%、民間企業設備投資が同▲3.8%で、いずれの寄与度も▲0.6%と、内需の両輪が大きく落ち込んだのが足を引っ張った。個人消費に関しては、9 月末まで発令されていた緊急事態宣言の影響が予想以上に大きかったことを示した形で、その影響は民間住宅投資が同▲2.6%と落ち込んだところにも現れている。半導体不足の影響で自動車の購入が大きく落ち込んだのも大きかった。設備投資も、半導体不足の影響が現れたと考えられ、その影響は輸出が同▲2.1%と 5 四半期ぶりのマイナスになったところにも現れている。輸出には中国経済の急減速も部分的に影響したと考えられる。



民間在庫の前期比寄与度は＋0.3%と大きめのプラスだったが、これは最終需要の不振を反映した後向きの在庫積み上がりと考えられる。実際、実質最終需要は前期比▲1.1%のマイナスだった。公需に関しては、公的固定資本形成が経済対策の一巡を反映し、同▲1.5%と、3 四半期連続のマイナスとなった。

一方、政府最終消費支出は、政府の感染対策の進捗等を反映し、同＋1.1%と 2 四半期連続のプラスとなった。

10－12 月期の実質 GDP は、個人消費を中心としたペントアップディマンドの顕在化に伴い、急回復が予想される。半導体不足の影響は残るが、自動車メーカーの間でも最悪期は過ぎたとの認識が広がっており、設備投資や輸出も持ち直す可能性が高い。日本経済はしばらく内需主導での回復基調が続くだろう。

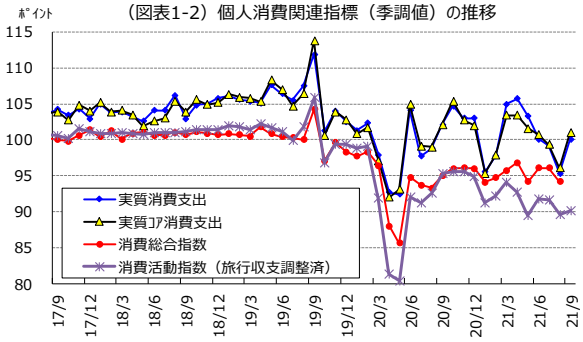
もっとも、感染第 6 波の襲来や、中国経済の減速、エネルギー価格の動向、先進国の供給制約など、先行きには引き続き多くのリスクが横たわる。また、少子高齢化で労働力人口が伸びず、かつ生産性も伸び悩むなかで、潜在成長率が低迷を続ける根本的な問題にも改善の兆しは見えない。今後、目立ったリスク要因の顕在化がないとしても、反動増が一巡する 2022 年度後半以降は、再び成長率が鈍化に向かう展開が予想される。

月次消費統計は冴えない

7－9 期の民間最終消費支出は、4－6 月期の前期比＋0.9%が自粛下にしては出来過ぎだっただけに、反動減そのものは確実と見ていたが、結果は同▲1.1%（年率換算：▲4.5%）と 4－6 月期のプラス幅を帳消しにする大幅マイナスであった。形態別国内家計最終消費支出を見ると、耐久財が同▲13.1%（GDP への寄与度：▲0.6%）、半耐久財が同▲5.0%（同▲0.1%）、非耐久財が同＋0.5%（同＋0.1%）、サービスが同＋0.1%（同＋0.0%）となっており、耐久財のマイナス幅が大きかった。

どちらかといえば、対面サービス主導で落ち込む姿を予想していたが、半導体不足に起因した自動車販売の大幅減の影響が大きかったと考えられる。ただ、10－12 月期の個人消費は再び大きめのプラスに回帰する可能性が高い。19 都道府県に発令されていた緊急事態宣言が、9 月末にすべて解除され、10 月以降のペントアップディマンド（繰越需要、鬱積需要）の顕在化が期待されるためである。

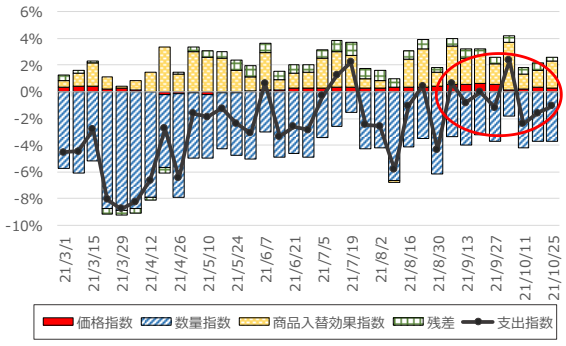
（図表1-2）個人消費関連指標（季調値）の推移



（出所）総務省「家計調査」、日銀「消費活動指数」、内閣府「消費総合指数」

月次で発表される主要個人消費統計からは、まだ 10 月の結果は確認できないが、9 月の時点ですでに回復の兆しは見える。家計調査の実質消費支出（二人以上の世帯）は季調済前月比で＋5.0%の高い伸びとなった（図表 1-2）。もっとも、アンケート調査に基づく同統計は元々振れが大きく、前月までは大きく落ち込んでいた。供給面の動きを加味した合成指数で、より GDP に近い動きを示す消費総合指数（内閣府）と消費活動指数（日銀）は、ここ数ヵ月横ばい圏内の動きにある。

(図表1-3)SRI一橋大学消費者購買支出指数
（前年比、寄与度）



※一橋大学消費者購買支出指数……スーパーマーケット、ドラッグストア、コンビニエンスストア、食料品ディスカウントストアをカバーした日本全国約6000店舗のPOSデータに基いて計算

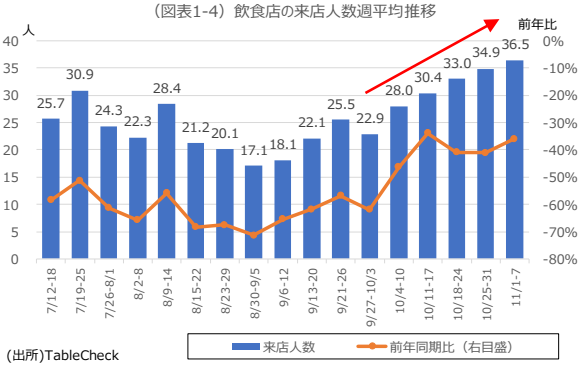
（出所）一橋大学経済研究所

数少ない週次統計のうち、SRI 一橋大学消費者購買支出指数を見ると、9 月以降、前年比のマイナス幅は縮小傾向にある（図表 1-3）。いまだマイナス圏ではあるが、この統計がカバーしているのは、スーパー、ドラッグストア、コンビニ、食料品ディスカウントストアで

あり、自粛の影響を大きく受けた業態ではない。同じ店舗型業態の中では、百貨店が最も大きく影響を受けた業態のひとつだが、日本百貨店協会が発表した 9 月の全国百貨店売上高概況によると、全国の百貨店の売上総額は前年比▲4.3%と 2 ヵ月連続のマイナスである。ただ、「感染者数が減少するに連れ、中旬以降、売上・集客ともに一部回復傾向も見られた」と報告されている。

また、自粛期間に最も「鬱積」していたのは、外食、旅行等のサービス需要である。レストラン予約サービスの TableCheck が集計したデータによると、飲食店の週平均の来店人数は、緊急事態宣言の終了後、着実に戻ってきている（図表 1-4）。水準的には昨年 12 月と同程度である。発表元によれば、昨年 12 月は Go To Travel キャンペーンがまだ実施されていた時期だったにもかかわらず追いついていることから、年末に向けて今後さらに客足の回復が期待できるとしている。また、10 月 24 日までは、1 都 3 県や大阪等で飲食店の営業制限が残っていたが、25 日以降は時短要請については基本的に解除、年末以降は会食人数制限も解除される見通しである。来店数の回復ペースが加速するかどうかが注目される。

（図表1-4）飲食店の来店人数週平均推移

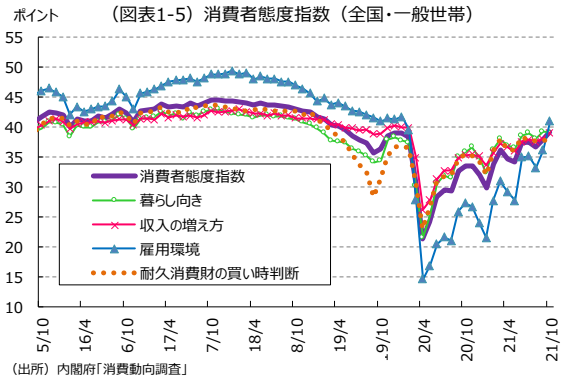


(出所)TableCheck

消費マインドは大きく改善

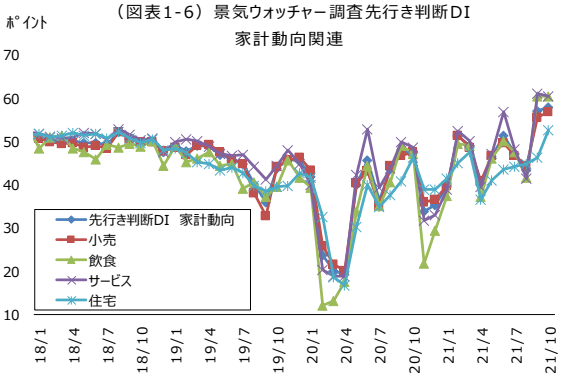
消費マインドはすでに大きく持ち直している。9 月の消費者態度指数は 39.2 ポイントと、前月から 1.4 ポイント上昇、パンデミック直前の 2020 年 1 月の 39.1 ポイントを上回った（図表 1-5）。構成指数である暮らし向き、収入の増え方、雇用環境、耐久消費財の買い時判断のいずれもが回復基調にあるが、特に雇用環境の回復が顕著である。企業側のアンケート調査である景気ウォッチャー調査の先行き判断 DI（家計動向関連）を見ると、昨年以降、緊急事態宣言の時期に合わせて上下に振れる展開を繰り返してきた（図表 1-6）。期待が萎んだ状態が定着せず、緊急事態宣言が解除されればその都度 V 字型回復を見せたのが特徴である。この間、「コロナ慣れ」やワクチン普及が進んだことで、均せば上昇傾向にある。急回復時には大きく出やすい DI の特徴を割り引いて評価する必要があるものの、直近 10 月の 57.9 ポイントは、2000 年の統計開始以来の最高水準である。

（図表1-5）消費者態度指数（全国・一般世帯）



（出所）内閣府「消費動向調査」

（図表1-6）景気ウォッチャー調査先行き判断DI
家計動向関連



(出所)内閣府「景気ウォッチャー調査」

同調査のアンケート結果では、「新型コロナウイルスの新規感染者数がこのまま減少すれば、外食や旅行に活気が戻ってくる。ただし、不安材料はまだまだ多く、原材料価格の高騰や海外客の回復時期など、まだまだ予断が許されない状況である（近畿＝都市型ホテ

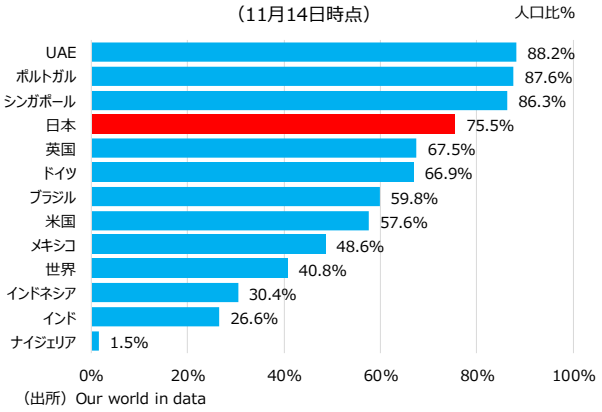
ル)」等、慎重な態度を維持しつつも、感染縮小に伴う回復を期待する声が多く上がっている。

ワクチン接種の進展は好材料

国内のワクチン2回接種終了率は、11月14日時点で75.5%に達した（図表1-7）。今後、接種率の伸びは次第に緩やかになることが想定されるが、まだ伸びしろはある。日本では、ワクチン接種を忌避する人の割合が欧米に比し相対的に少ない。図表1-8、1-9を見ると、米国では、常に3割前後の回答者がワクチンを接種したくないと答える状況が続いてきたのに対し、日本ではそうした層は時間とともに減少した。

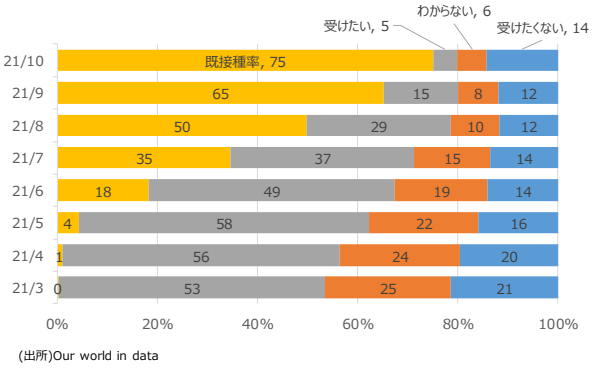
米国では、ワクチン接種するかしないかが党派対立のイシューの一つになっており、たとえば、バイデン氏の要請というだけで拒否反応を示す共和党支持層も存在する。また、キリスト教福音派等の宗教保守派もワクチン接種に反対の立場を取っている。この点、日本では思想信条上の理由で反対する人が少なく、「なんとなく不安」といった理由が多かったことが、ここまで減ってきた要因と考えられる。主要国のなかで接種率が高い国は、UAEの88.2%、ポルトガルの87.6%、シンガポールの86.3%等であるが、日本も世界最高水準を目指すポテンシャルはある。元々、ワクチン普及前から諸外国に比し、感染者が少なかったことを考えれば、ワクチン接種の進展は、感染再拡大防止に向けた大きな力になると考えられる。

（図表1-7）ワクチン2回接種終了者の割合
（11月14日時点）



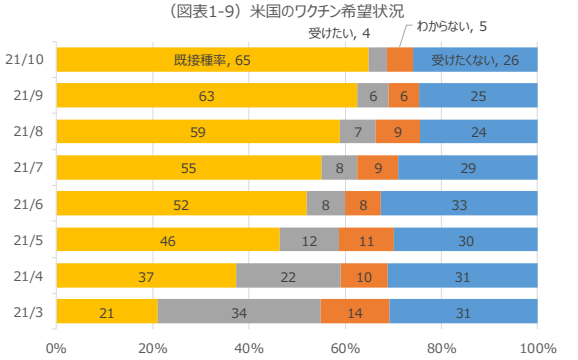
（出所）Our world in data

（図表1-8）日本のワクチン希望状況



(出所)Our world in data

（図表1-9）米国のワクチン希望状況



(出所)Our world in data

旅行需要の下支えが期待できるGo To

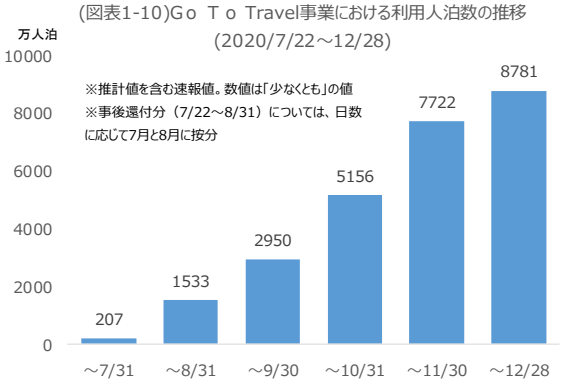
感染拡大下で最も大きな影響を受けた産業が、対面サービス産業、特に飲食・宿泊産業である点は論を俟たない。飲食産業は前述のとおり、回復の兆しも見えるが、宿泊産業はいまだ低空飛行が続いている。インバウンドが皆減した状態が続いている影響も大きい。また、星野リゾートの星野佳路代表は、「今はGo To待ちで(旅行商品の)買い控えが起きている」と述べている。逆に言えば、政府がGo To Travelキャンペーンを再開すれば急回復が期待できるということでもある。

観光庁によると、昨年末までのGo Toの利用は8,781万人泊に達した（図表1-10）。政府による割引支援額は5,399億円だが、当方の試算では、これによる旅行・観光産業の総売上は2.5兆円、誘発消費の乗数は3.6倍に達する。当研究所の経済モデルでは、2020年度のGDPを0.53%押し上げたとの結果が得られる。

Go To に関してはいまだに評価が分かれる。実施当初から、感染拡大を招きかねない Go To 再開は避

け、旅行産業に対しては直接給付の充実で対処すべしとの意見が多く寄せられていた。ただ、直接給付の乗数は小さい。たとえば、自宅待機となる従業員や、関連産業には恩恵が行き渡らない。この点、公的資金を呼び水に、その数倍の民間需要を引き出すことができるという点で、Go To は効率的な政策であった。政府は来年 2 月の再開を予定しているとのことで、内容については旅行代金の割引率が 30%、割引の上限額は 1 人 1 泊につき 1 万円、地域共通クーポンは平日 3,000 円、休日 1,000 円と伝えられている。上限額は前回の約半分で、規模や期間も不明だが、相応の経済効果が期待できよう。

(図表1-10)Go To Travel事業における利用人泊数の推移
(2020/7/22～12/28)



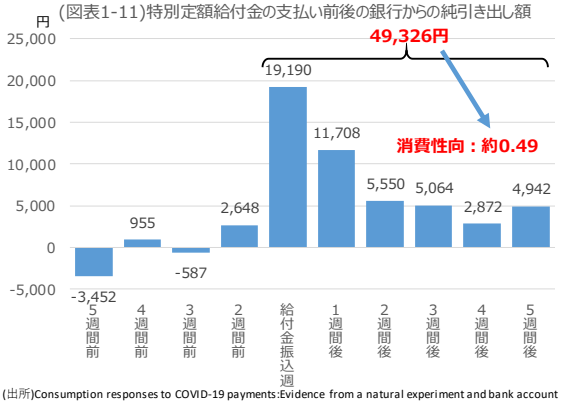
(出所) 観光庁

18 歳未満に一人 10 万円相当が決まる

家計への給付金については、年収 960 万円以下の世帯につき、18 歳以下 1 人当たり 10 万円相当の支援を行なう方針となった。住民税非課税世帯や、厳しい経済状況にある学生にも支給される。子ども向けは年内に 5 万円が現金で、春までにもう 5 万円がクーポンで支給され、総予算は 2 兆円前後となる見込みである。

昨年の一人 10 万円の特別定額給付金については、早稲田大学の教授らがみずほ銀行の口座情報を用いて試算した結果によれば、給付開始からの 5 週間で口座から通常よりも 49,326 円余計に引き落とされており、これをもって消費性向は 0.49 だったと試算している（図表 1-11）。今回もこれに従うのであれば、個人消費の押し上げ効果は 0.3%程度に達するが、子育て世帯は学費としてより多くの貯蓄を必要としている。明治安田生命が子育て世帯に対し 8 月に実施、10 月にプレスリリースしたアンケートによると(https://www.meijiyasuda.co.jp/profile/news/release/2021/pdf/20211019_01.pdf)、回答者の平均貯蓄額は月額 22,605 円で、理想の貯蓄額である 35,151 円から 12,546 円不足している。今回の給付で消費に回る割合は、昨年の特別定額給付金を下回り、0.1%台の後半から 0.2%程度になると予想する。

(図表1-11)特別定額給付金の支払い前後の銀行からの純引き出し額



(出所)Consumption responses to COVID-19 payments:Evidence from a natural experiment and bank account data, So kubota Koichiro Onishi,and Yuta Toyama

消費者の金融環境も改善

日銀は、コロナ下の低い消費性向の結果としての個人消費の実績と、本来あるはずだった消費水準との差を「強制貯蓄」と定義づけ、2020 年 1 年間の累計で、20 兆円程度発生したと計算している。これには、一人 10 万円の特別定額給付金から貯蓄に回った部分を含まない。

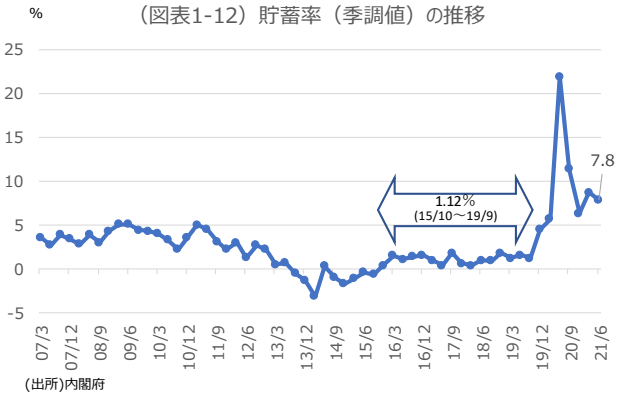
これが全部消費に回るわけではないのは確かである。いったん預貯金の形で積み上がると、改めてそれを取り崩してまで消費に回そうと考えない家計は多いとみられる。前述のとおり、貯蓄不足を感じている家計も多い。ただ、半分程度の 10 兆円としても、年間の個人消費の 3.4%にあたる。

4－6 月期の貯蓄率は 7.8%で、なお高めの水準が続いている（図表 1-12）。コロナ前の 4 年間の平均は 1.12%だったので、仮にこれが平常時の貯蓄率と仮定すれば、まだ 6%以上高いということになる。先行

き不安はしばらく残ると考えられることから、これが再び 1%台に戻るには時間を要するかもしれないが、3%程度に戻るとしてもやはり 10 兆円規模の押し上げ効果が生じる計算となる。

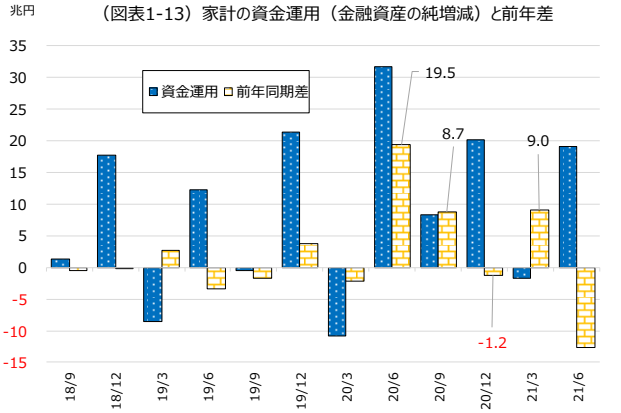
金融資産残高も積み上がっている。家計の場合、多くの企業で賞与が支給される 4－6 月期と 10－12 月期に資金運用純増幅が拡大し、残りの 2 つの四半期は純減、もしくは純増幅が大きく縮小するという季節性がある。しかし、2020 年に関しては、特別定額給付金の給付が始まった 4－6 月期の純増幅が前年よりも 19.5 兆円大きく拡大、通常なら純減となる 7－9 月期も 2 期連続で拡大した（図表 1-13）。2020 年度合計では、前年からの上乗せ幅は 36.0 兆円に達している。注意点としては、GDP 統計にも言えることだが、家計部門には個人事業主を含む。したがって金融資産残高には特別定額給付金だけではなく、持続化給付金（個人事業主は最大 100 万円）等、その他もろもろの給付金を含むほか、新型コロナウイルス感染症特別貸付等の融資も含まれる。したがって、すべてが個人消費の原資になりうるわけではないが、総じて家計には消費を拡大させる余力を有しているのは確かと考えられる。

（図表1-12）貯蓄率（季調値）の推移



(出所)内閣府

（図表1-13）家計の資金運用（金融資産の純増減）と前年差



(出所)日銀

ペントアップディマンド発現に向けたリスク

今後のリスクとしてはまず、人々の外出意欲の回復が遅れる可能性が挙げられる。第 6 波への警戒感に加え、「自粛疲れ」ならぬ「自粛慣れ」も手伝って、多くの国民はコロナモードの生活リズムを崩していないのが実態とも考えられる。宴会の規制を続ける企業も多く、忘年会等のイベントの予約状況も低調の模様である。

東京主要エリアの人出を見ると（図表 1-14）、コロナ前比で見ても 2 年前同月比で見ても、大きく落ち込んだ水準が続いている。それだけ回復の余地が残っているということでもあるが、テレワークの定着等を考えると、もはや 2 年前の水準には戻らないと考えるのが自然だろう。

（図表1-14）東京主要エリアの人流の動向（11月15日、21時台平均）

	対前週同曜日比	対感染拡大前比	対2020年同月比	対2019年同月比
渋谷駅	2.1%	-40.3%	-10.9%	-38.7%
新宿駅	-3.1%	-43.0%	-3.8%	-43.6%
池袋駅	-0.6%	-41.2%	-12.2%	-40.9%
東京駅	10.0%	-34.6%	7.0%	-36.4%

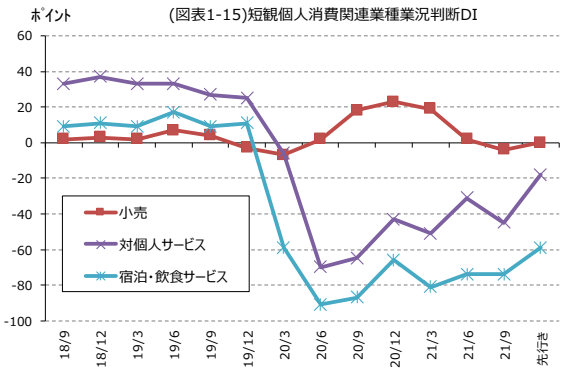
(注)前週同曜日比は祝祭日を考慮せず1週間前の同曜日と比較
対感染拡大前比は平日、休日それぞれ2020年1月18日～2月14日の平日平均、休日平均と比較
対2020年同月比及び対2019年同月比は、平日、休日それぞれ平日平均、休日平均と比較

（出所）アグープ

飲食店サイドも慎重である。自粛モードが長引くなか、飲食店の多くがここまで従業員の削減を進め、営業体制の縮小を図ってきた。冬場に再び営業制限がかかる可能性が捨てきれないことを考えれば、すぐには採用を増やせない。9 月短観における宿泊・飲食サービスの業況判断 DI を見ても、大きく落ち込んだ水準からの戻りは鈍く、先行き慎重なスタンスを崩していない様子がうかがえる（図表 1-15）。

二番目は、第 6 波が予想以上の規模となる可能性である。すでにロシアではデルタ株を上回る感染力を持つ変異株の流行が確認されている。ワクチン接種が進んだシンガポールでも再び感染拡大が進んでいることを考えれば油断はできない。ここまでだいたい 2 ヵ月かけて拡大し、2 ヵ月かけて縮小するというサイクルを繰り返していることを考えれば、足元はボトムの時期で、年明け以降に再びピークを迎える可能性もある。

(図表1-15)短観個人消費関連業種業況判断DI



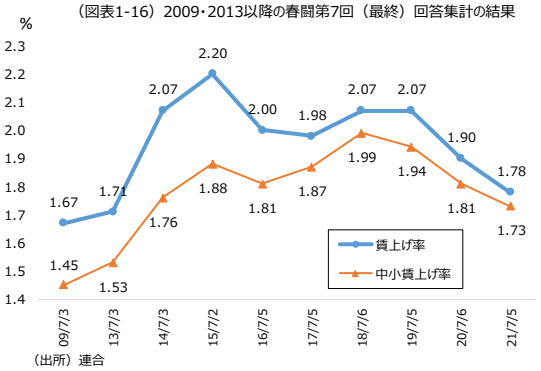
(出所)日銀「短観」

ただ、今後は「With コロナ」対策の整備が進むと考えられる。すでに、飲食店のワクチン・検査パッケージ実証実験が 12 の道府県で進んでいる。たとえ感染が再拡大に向かっても、営業制限はこれまでの緊急事態宣言ほど厳しくならない可能性が高いと考える。

三番目は、エネルギー価格の高止まりが実質購買力を阻害することである。9 月 CPI ではコア CPI（生鮮食品を除く総合）の伸びが前年比＋0.1%、コアコア CPI（生鮮食品及びエネルギーを除く総合）は同▲0.5%となった。両者の差がエネルギー寄与分なので、足元の実質個人消費に前年比で約 0.6%の下押し圧力がかかっている計算になる。灯油価格の上昇幅は同＋20.2%と 2 割に達しており、冬場にかけて家計の圧迫要因となる可能性が示唆されている。原油価格に関しては、OPEC プラスの増産の有無、天然ガスに関しては、ノルドストリーム 2 の欧州各国の受け入れの可否が注目される。

四番目は所得の伸びの鈍さである。すでに、今年度の春闘における賃上げ率は 8 年ぶりの低さとなったことが明らかになっている（図表 1-16）。企業業績は回復しており、来年の春闘は改善が期待されるものの、企業の中長期的な成長期待の低迷が続き、感染再拡大の不安も残るなかでは、限定的な回復にとどまる可能性が高い。反動増的な局面が一巡した後の個人消費は、再び所得の伸びに見合った緩慢なペースに戻ってくると予想する。

（図表1-16）2009･2013以降の春闘第7回（最終）回答集計の結果

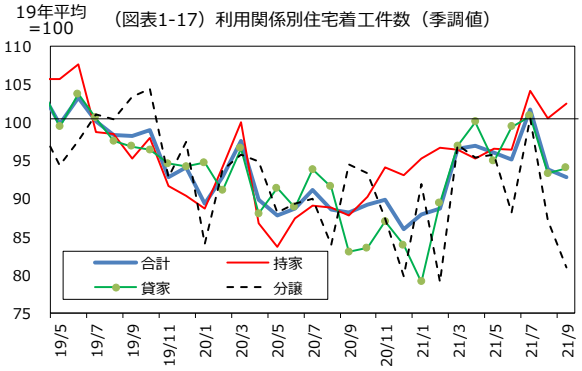


（出所）連合

住宅投資の増加ペースは鈍化へ

7－9 月期の民間住宅投資は前期比▲2.6%（年率換算：▲10.1%）と、3 四半期ぶりのマイナスとなった。緊急事態宣言の発令地域で、販売センター等への出足が鈍った影響と考えられる。月次の住宅着工統計を見ると、春先以降、7 月までは回復基調にあったが、8、9 月と落ち込んだ様子が現れている（図表 1-17）。

（図表1-17）利用関係別住宅着工件数（季調値）



（出所）国土交通省「住宅着工統計」

ただ、10 月の日銀地域経済報告（さくらレポート）を見ると、住宅投資の判断は、東海や近畿で「下げ止まっている」から「持ち直している」へ、東北が「貸家を中心に減少している」から「持家を中心に持ち直しつつある」へ上方修正されるなど、9 地域中 5 地域で上方修正された。「減少」や「弱い動き」との表現を用いた地域は 0 となっており、基調としては回復傾向にある様子が

示されている。8、9 月の落ち込みは感染拡大の影響で、住宅市場の現状を過小評価している可能性がある。

10 月の統計はまだ明らかではないが、ペントアップディマンドが徐々に顕在化しているとみられること、テレワークを行なう人が増えるなか、仕事部屋を求めて郊外にある広めの物件に対する需要が高まっていること、住宅ローン金利が歴史的低水準で推移していること、政府の住宅取得支援策も引き続き下支えになっていることから（図表 1-18）、10－12 月期の住宅投資は再びプラスに転じると予想する。

（図表1-18）住宅取得支援策

◇住宅ローン減税の控除期間が13年間
消費税率10%が適用される住宅の取得・リフォーム等に係る契約を一定の期間内に締結し、令和4年12月末までに入居した方

◇すまい給付金は最大50万円
消費税率10%が適用される住宅を取得し、令和3年12月末まで（一定の期間内に契約を締結した方は令和4年12月末まで）に入居した方

◇贈与税非課税枠は最大1,500万円
住宅の取得・リフォームに係る契約を令和3年12月末までに締結し、令和3年12月末までに贈与を受けた方

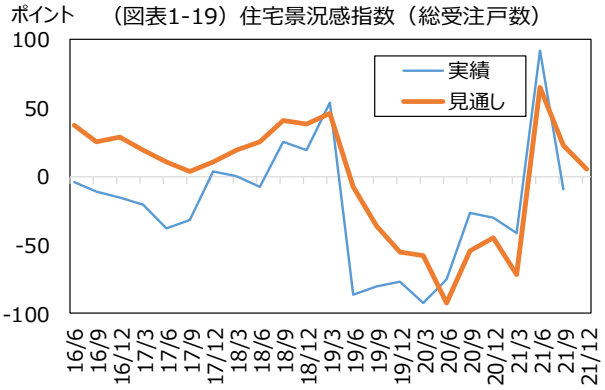
◇グリーン住宅ポイントを創設
（新築最大40万円相当、リフォーム最大30万円相当）
一定の住宅の新築（持家・賃貸）・リフォーム、既存住宅の購入に係る契約を令和2年12月15日から令和3年10月末までに締結した方

（出所）国土交通省

住宅取得支援策については、住宅ローン減税の控除期間延長（10 年→13 年）の適用が、注文住宅については 2021 年 9 月末まで、その他の住宅は 11 月末までに契約し、2022 年末までに入居することが条件となっている。また、すまい給付金については 2021 年末までの入居が、グリーン住宅ポイントについては 10 月末までの契約締結が条件である。10 月のさくらレポートでは、「住宅ローン減税特例措置の終了前の駆け込み需要もあって、ほぼ例年並みまで回復している（金沢）」といった声も聞かれており、駆込み需要も足元の住宅着工を一定程度押し上げる要因になっていると考える。特に工期の短い持家でそうした効果が足元まで継続している可能性が高い。

国土交通省は、2022 年度の税制改正で住宅ローン減税の延長を、概算要求ですまい給付金等を求めていく方針と報じられている。支援策の「崖」は一定程度回避されそうであり、駆け込み需要の反動減は軽微なものにとどまりそうだ。低金利環境は継続する可能性が高いほか、9 月末をもって 19 都道府県に発令されていた緊急事態宣言が解除されており、10 月以降、ペントアップディマンドのさらなる顕在化も期待できることから住宅投資の増加基調は続く見込みである。

（図表1-19）住宅景況感指数（総受注戸数）



（出所）一般社団法人　住宅生産団体連合会

しかしながら、所得の伸び悩みと金利の下げ止まりで、家計の資金調達能力が伸びていないのに対し、マンション中心に物件の値上がりが続いていることが抑制要因となりそうである。住宅生産団体連合会がまとめた住宅景況感指数を見ると、総受注戸数に関する先行き見通しが低下していることから（図表 1-19）、今後、住宅投資の増勢は次第に鈍化していくと予想する。

生産は半導体不足が足かせ

9 月の鉱工業生産指数（季調値）は前月比▲5.4%と大幅な落ち込みとなり、市場予想の同▲2.7%も大きく下回った（図表 1-20）。これで 3 ヵ月連続のマイナスである。7－9 月期の累計では前期比▲3.7%で、5 四半期ぶりのマイナスとなっている。引き続き自動車工業が足を引っ張っており、前月比▲28.2%、寄与度では▲3.71%pt と、自動車工業だけで全体の落ち込みの約 7 割を説明できる結果となっている。

供給制約による自動車メーカーの販売ロスも深刻である。10 月の新車登録台数（乗用車）は前年比▲30.2%と、3 割以上のマイナスが続いている（図表 1-21）。10 月の生産統計でも引き続き自動車の減産の影響は残りそうである。ただ、自動車メーカーは、半導体不足の影響は徐々に和らいでいるとの認識で、報道によれば、各社とも 12 月以降の増産を視野に入れている模様である。半導体工場の稼働率は依然としてきわめて高水準で推移しており、安定供給にめどがつくのは年を跨ぎそうだが、年末以降、鉱工業生産は徐々に回復に向かうと予想する。

設備投資は底堅い

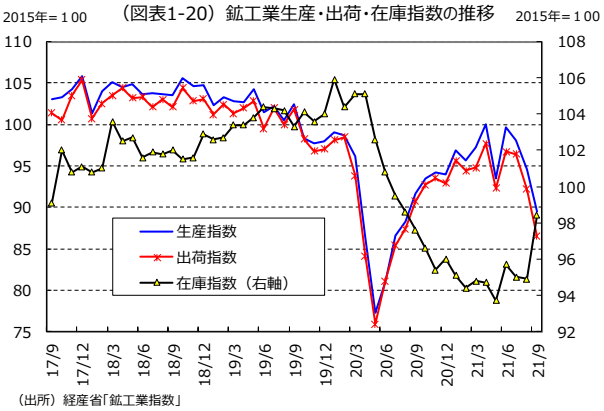
7－9 月の民間企業設備投資は、前期比▲3.8%（年率換算：▲14.4%）の大幅マイナスとなった。企業業績は回復傾向が続いているものの、半導体不足が設備投資計画のボトルネックとなった可能性が高い。

設備投資の先行指標の一つである 9 月の資本財国内出荷（除く輸送機械）は、前月比▲4.7%と 3 ヵ月連続のマイナスとなった（図表 1-22）。建築物着工床面積や機械受注（船舶・電力を除く民需）は、最近は月ごとの振れが大きいが、総じて見れば若干勢いは落ちてきている。半導体不足も年内いっぱいは続くとみられ、設備投資の抑制要因となる可能性が高い。

マクロの企業収益は堅調である。4－6 月期法人企業統計における、季節調整済みの全産業の経常利益は前期比＋1.8%と 4 四半期連続のプラスとなっている。製造業、特にグローバル企業が多く含まれる大企業の業況回復は顕著である。9 月調査の日銀短観では、大企業・製造業の業況判断 DI が＋18 と、6 月調査の＋14 から 4 ポイントの改善となった（図表 1-23）。1 ポイントの低下を予想していた市場予想を 5 ポイント大きく上回り、5 期連続の改善である。底だった昨年の 6 月短観の▲34 から、累計 52 ポイントの改善で、水準的には 2018 年 12 月の＋19 以来の高さとなっている。

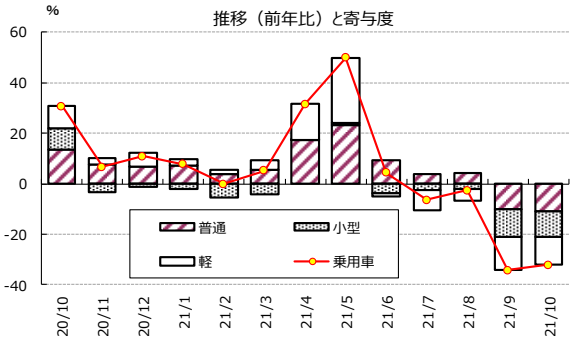
引き続き、国内外の需給環境の回復が、企業の業況判断を支えている。海外での製商品需給判断は 4 ポイント改善の＋7、国内での製商品・サービス需給判断は

（図表1-20）鉱工業生産・出荷・在庫指数の推移



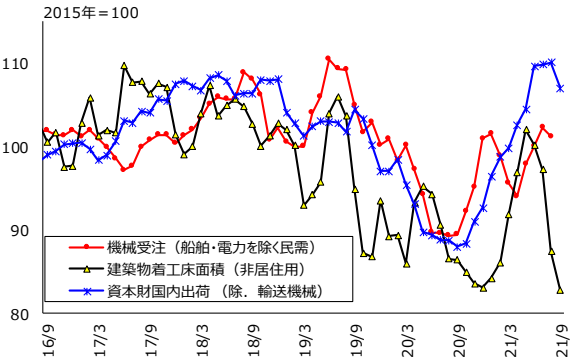
（出所）経産省「鉱工業指数」

（図表1-21）新車登録台数（乗用車）の推移（前年比）と寄与度



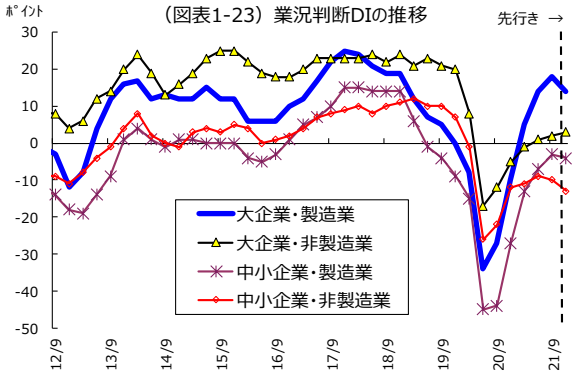
（出所）（社）日本自動車工業会

（図表1-22）設備投資先行指標の推移（3ヵ月移動平均）



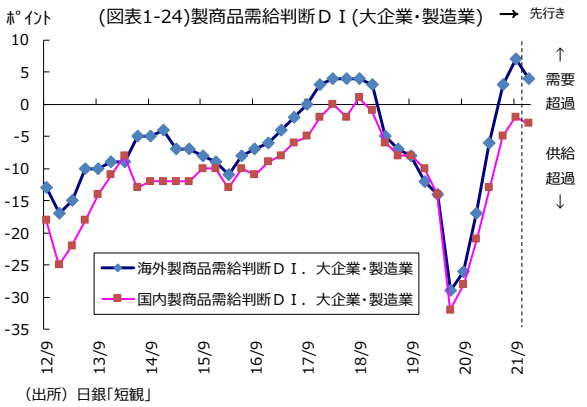
（出所）内閣府「機械受注」、国土交通省「建築着工」、経済産業省「鉱工業出荷内訳表」

（図表1-23）業況判断DIの推移



（出所）日銀「短観」

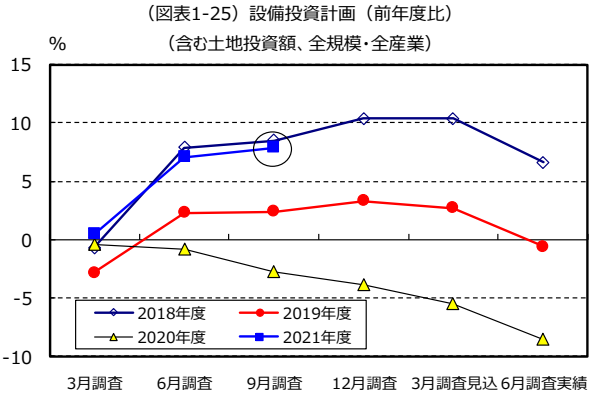
3 ポイント改善の▲2 と、いずれも 5 期連続の改善となった（図表 1-24）。海外需給判断 DI は、6 月短観でプラスに転じたが、過去 10 年間で同 DI がプラス圏に浮上したのは、2017 年 12 月短観から 2018 年 12 月短観までの 5 回のみであった。もっとも、今後は中国景気減速の影響が徐々に現れてくる可能性もある。また、製造業の国内需給に対しては、緊急事態宣言が大きく影響していない様子も改めて示された。



（出所）日銀「短観」

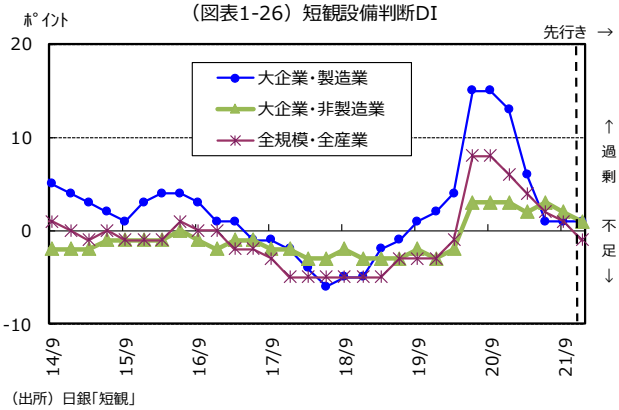
全規模・全産業ベースの設備投資計画は前年比＋7.9%で、当研究所予想の同＋6.8%を小幅上回った（図表 1-25）。この時期としては 3 年ぶりの高い伸びとなる。大企業・製造業は同＋13.3%と 2 桁の伸びで、やはり 3 年ぶりの高さとなっている。日本の設備投資の増減は、短期的には外需に左右される傾向が強い。昨年度の外需は主として中国にけん引されていたが、今年度は米国経済も一段と力強さを増しており、これが輸出企業を中心に堅調な設備投資計画に繋がった可能性がある。

生産・営業用設備判断 DI も、多少ペースは鈍ったものの、改善が進んでいる（図表 1-26）。大企業・製造業（6 月：＋1 → 9 月：＋1、±0）、大企業・非製造業（＋3 → ＋2、▲1）、全規模・全産業（＋2 → ＋1、▲1）となっており（低下なら不足方向、上昇なら過剰方向）、全規模・全産業では先行きもさらに低下傾向が続くとの見通しである。



（出所）日銀「短観」

設備投資と相関の高い輸出は、足元では鈍化傾向となっている。今後は、中国経済の減速が設備投資意欲のさらなる下押し要因になることも予想される。一方、半導体不足が解消されれば、落ち込んでいた自動車の輸出は持ち直すとみられる。また、国内では緊急事態宣言がすでに終了している。今後は「With コロナ」の経済運営手法の確立が進むとみられ、対面サービス産業の設備投資マインドを刺激する展開が期待できる。また、国策である脱炭素関連投資は、多少の業況の振れに関わらず継続的な実施が求められる。単なる生産能力増強型投資には大きな期待はできないほか、ホテルや飲食店等の新設需要や、航空機や鉄道車両等の更新需要もしばらく低迷を余儀なくされるとみられるものの、来年にかけての設備投資は、外需、DX（デジタル・トランスフォーメーション）、脱炭素等をけん引役に、底堅い推移が予想される。



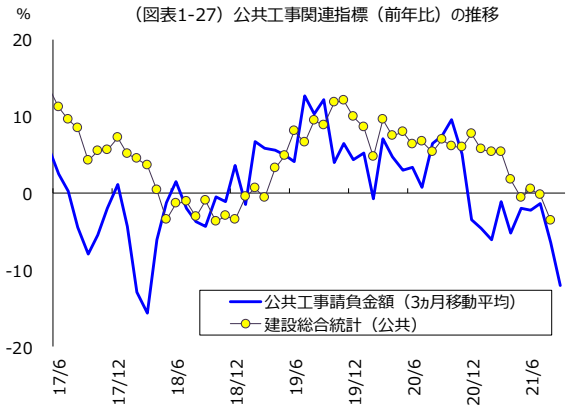
（出所）日銀「短観」

公共投資は横ばい圏内の推移

7－9 月期の公的固定資本形成は前期比▲1.5%（年率換算：▲5.8%）と、3 四半期連続のマイナスとなった。高水準での推移が続いてきた公共投資には、このところ息切れの兆しが見える。公共投資の先行指標である公共工事請負金額は勢いが衰えており（図表 1-27）、当面は高水準ながらも徐々に鈍化に向かう展開が予想される。

10 月のさくらレポートを見ると、公共投資の判断は、9 地域中 8 地域ですえ置きだったが、唯一東北のみが「震災復旧・復興関連工事を中心に、緩やかに増加している」から、「震災復興関連工事の一巡などから減少に転じている」へと下方修正された。他の 8 地域ではまだ「増加」か「高水準」いずれかの表現が用いられている。アンケートでは、「前年度の最終補正予算で計上された国土強靭化関連の工事などが、今年度に入って早期に発注されており、県内の公共工事請負金額は過去 20 年間でみても最高水準で推移している（高知）」など、国土強靭化関連の予算執行が順調に進んでいるとの声が多く寄せられている。

（図表1-27）公共工事関連指標（前年比）の推移



（出所）国土交通省「建設総合統計」、東日本建設業保証㈱「公共工事前払金保証統計」

2022 年度予算では、昨年度と同規模の公共事業関係費が確保される見込みである。補正とセットで 16 ヵ月予算として執行され、2022 年度初に、繰り越し分含め今年度初と同規模の 10.8 兆円程度を確保することを念頭に、補正で 2 兆円（前年度比▲0.5 兆円）、2022 年度当初予算で 6.1 兆円（2021 年度当初予算と同じ）が用意されると伝えられている。足元で減速しつつある公共投資を一段と押し上げるにはやや力不足で、2022 年度までの公共投資は、高水準ながらも、横ばい圏内の推移が続くと予想する。

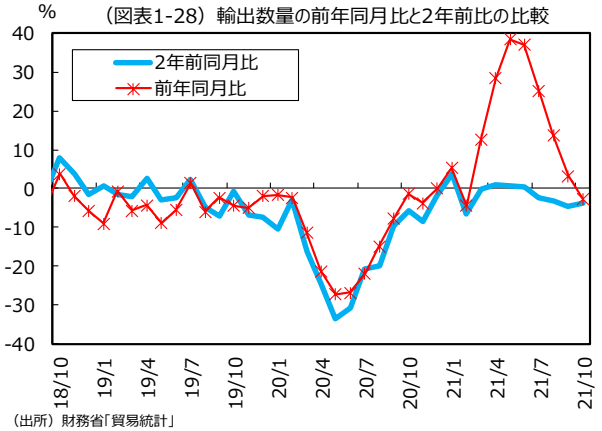
7－9 月期の政府最終消費支出は同＋1.1%（寄与度＋0.2%）と、4－6 月期の同＋1.1%に続き高めの伸びとなった。政府最終消費支出は本来振れの小さな項目だが、このところ、感染症対策の進捗が増加要因となっている。元々GDP に占めるウェートは 2 割程度と、設備投資より大きく、一定の下支えとなっている形だが、ワクチン接種も一巡しつつあることから、今後の伸びは均せば徐々に鈍化に向かうと予想する。

輸出に力強さは期待できず

7－9 月期の輸出は前期比▲2.1%（年率換算：▲8.3%）と 5 四半期ぶりのマイナスとなった。半導体不足に加え、中国経済の急減速の影響も受けている。

10 月の貿易統計によると、輸出の実勢を示す輸出数量指数は前年比▲2.6%となり、8 ヵ月ぶりにマイナスに転じた。コロナ禍の影響を除去するため、2 年前の 2019 年 10 月対比で見ても▲3.9%と、4 ヵ月連続のマイナスとなっており、足元で輸出の増勢は弱まっている（図表 1-28）。

（図表1-28）輸出数量の前年同月比と2年前比の比較



（出所）財務省「貿易統計」

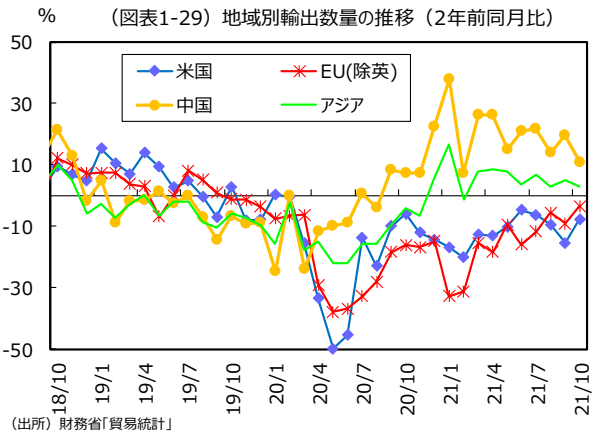
10 月の輸出数量指数の伸びを主要相手国・地域別に 2 年前比で見ると、米国向けが▲7.6%、EU 向けが▲3.5%といまだマイナス圏にとどまっているのに対し、中国向けが＋11.0%と 2 桁増が続いている

（図表 1-29）。米国、EU 向けについては、特に米国向けで回復ペースの鈍さが目立つ。米国向け輸出における輸送用機器のウエート（金額ベース：25%）が EU（同 17%）や中国（同 7%）に対して大きいことが影響していると考える。一方、相対的に堅調な中国向けの増勢も、中国景気の減速を背景に次第に鈍化している。

今後について、まず中国経済は、デルタ株が広まる中で、政府の「ゼロコロナ」ポリシーのもとで再び経済活動の制限を強めているほか、恒大問題に代表されるように過熱気味だった不動産市場の調整を進めている。中国 PMI は好不調の境目となる 50 近辺まで低下してきており（図表 1-30）、景気は減速基調で推移する可能性が高い。2022 年秋には共産党大会を控えていることから、政府が景気腰折れを座視することはないと考えるが、今後の景気拡大ペースは緩やかなものにとどまる可能性が高く、輸出の増勢も鈍化しよう。

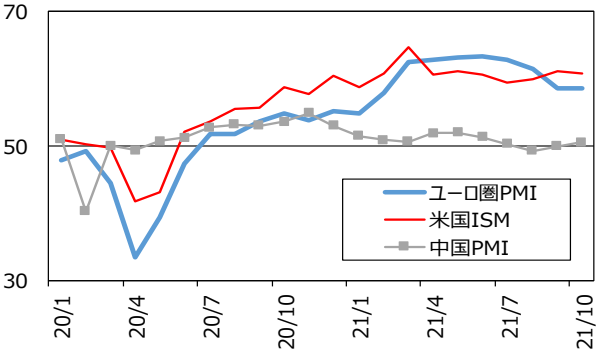
欧米は、「With コロナ」を基本スタンスとする国が多く、経済活動の制限を強化する動きは今のところ限定的である。しかしながら、当面は半導体不足が抑制要因となるほか、商品価格の高騰によるインフレ圧力も家計や企業の重しとなる見込みである。コロナ禍で大盤振る舞いしてきた財政政策の景気浮揚効果も逓減することから、景気拡大ペースの鈍化が予想される。日本の輸出は増加基調が続くものの、増加ペースは限られたものにとどまると予想する。

（図表1-29）地域別輸出数量の推移（2年前同月比）



（出所）財務省「貿易統計」

（図表1-30）米欧中の景況感指数（製造業）



（出所）ファクトセット

日銀の出口は遠い

10 月 27－28 日に開催された日銀金融政策決定会合では、大方の予想通り金融政策はすえ置かれた。景気判断は、「内外における新型コロナウイルス感染症の影響から引き続き厳しい状態にあるが、基調としては持ち直している」が維持された。これで今年に入ってからの 7 回の会合ですべて同じ判断になっている。

定例会見では、記者から足元の円安についての見解を求める質問が多く挙がった。黒田総裁は、「（為替レートの）経済への影響はさまざまな相互作用で決まってくるので、その時々の内外の経済物価情勢によって変化しうる。ただ、現時点の円安水準が日本経済にとって総合的にマイナスということはない」と述べ、日銀として特段の対応は不要とのスタンスを示した。確

（図表1-31）原油価格・ドル円と日本の実質GDPへの影響

		ブレント原油価格（ドル/バレル）		
		70ドル	80ドル	90ドル
円/ドル	105円	0.0%	-0.2%	-0.3%
	110円	0.2%	0.0%	-0.2%
	115円	0.2%	0.0%	-0.1%
	120円	0.3%	0.1%	-0.1%

※足元の水準から原油価格・ドル円が変化した時の影響

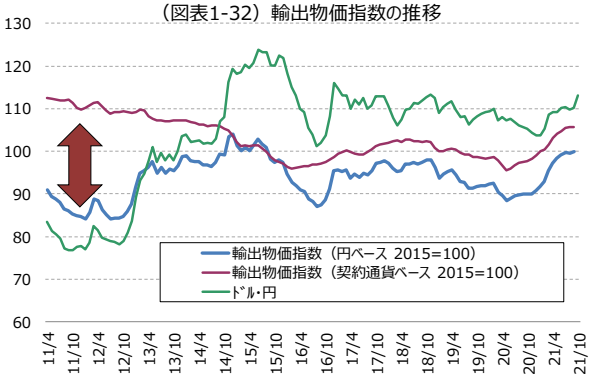
<足元：11月15日>　ブレント原油価格：82ドル/バレル
円/ドル：114円/ドル

（出所）OEGMより明治安田総研作成

かに、財政不安を背景とした急激な円売りが進むのでもない限り、日銀は今後も円安に関しては静観する可能性が高い。当社の経済モデルでは、原油高が同時に進まないのであれば 120 円/㌦まで円安が進んでも景気にはプラスとの結果が示される（図表 1-31）。

そもそも、企業は為替レートに応じて自社製品の海外での販売価格を頻繁に動かすことをしなくなっている（図表 1-32）。たとえば、かつての民主党政権下でドル円が 80 円/㌦台まで円高が進んだ場面でも、輸出量は底堅い推移をたどっていた。為替レートの変動が、輸出入の増減を通じてダイレクトに GDP に影響するルートは細っている。ただその分為替差損を企業収益で吸収することになるため、株価には影響する。GDP に占める製造業のウェートは約 2 割で、長い目で見れば低下傾向にあるが、東証一部の時価総額に占めるウェートでは、2000 年代以降、製造業が約 5 割を占める状況が続いている。採用銘柄のなかには、外需に依存するグローバル企業が多く含まれている。

（図表1-32）輸出物価指数の推移



（出所）日本銀行

いずれにせよ、現状では円安阻止のために日銀が何か手を打たなければならないという状況ではないのは確かである。定例会見では、円安進行と資源価格の上昇が悪性のインフレを招くリスクについての質問も出たが、日本では資源価格の上昇は、インフレではなくもっぱら景気下押し圧力として働いてきた。また、悪性であれ何であれ、これが持続的なインフレ期待の上昇と定着に結び付くのであれば、日銀にしては歓迎だろう。

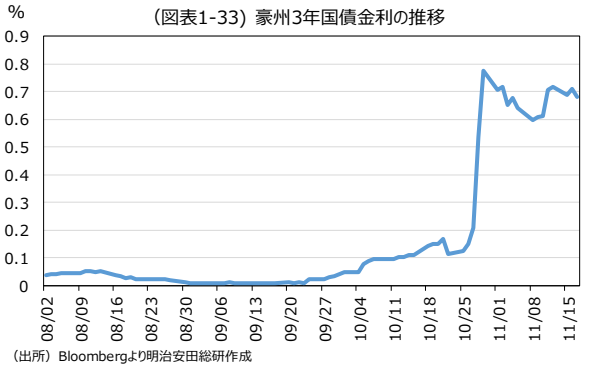
蚊帳の外の日銀

インフレ進行を背景に、世界の中央銀行の金融政策の潮流は金融引き締め方向に傾きつつある。ニュージーランド準備銀行は 10 月に 7 年ぶりとなる利上げを実施、今月 24 日の次回会合でも追加利上げが有力視されている。カナダ中銀は 10 月 27 日に、量的緩和の終了を発表するとともに、利上げ時期の見通しを前倒しした。また、日銀同様、イールドカーブ・コントロール（YCC）を採用していた豪州準備銀行は、11 月 2 日の理事会で、0.1%に置いていた 3 年国債の利回り目標を撤廃した。11 月 2、3 日に開催された FOMC（米連邦公開市場委員会）では、大方の予想通り、テーパリング（量的緩和の縮小）の開始が発表された。

物価目標が遠い日銀は、引き締めの前倒しが噂になることすらなく、引き続き蚊帳の外の状況が続きそうである。副作用も指摘されるなか、日銀にとっても、いずれは金融政策の正常化が課題になるが、米国の利上げが十分進んでからでなくては難しく、マイナス金利の解除にこぎつけるまでには少なくともあと 3～4 年を要する可能性が高い。

なお、豪州では、3 年国債利回りが目標値を超えても、豪州準備銀行が国債の買い入れを実施しなかった

（図表1-33）豪州3年国債金利の推移



（出所）Bloombergより明治安田総研作成

10 月 28 日以降、3 年債（2024 年 4 月償還国債）利回りが一時 0.8%近辺までジャンプアップした（図表 1-33）。出口戦略に舵を切る際の、市場とのコミュニケーション戦略の在り方にいろいろな示唆を与える動きであった。日銀はここまで、金融緩和策に関しては、世界の中央銀行のフロントランナーとして、数々の新機軸を実行に移してきた。ただ、出口に舵を切るにあたっては、逆に諸外国の中央銀行のケースをたっぷり参考（あるいは反面教師）にしたうえで、最後尾からそろりと足を踏み出すことになるだろう。（担当：小玉）

２．米国経済見通し

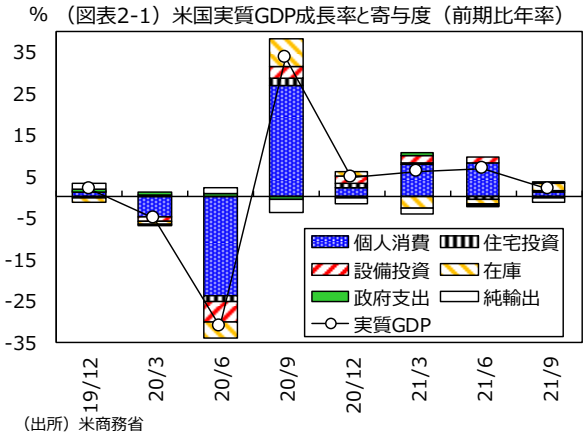
＜要　　約＞

7－9月期の米国実質GDP成長率（速報値）は前期比年率＋2.0%と5四半期連続のプラスとなったものの、プラス幅はこの間で最も小さく、景気拡大ペースにブレーキがかかった形となった。最も大きな要因としては、7月下旬以降の感染再拡大によって、個人消費を中心に経済活動が抑制されたことが挙げられる。半導体不足や原材料価格の高騰、サプライチェーンの混乱等の供給制約も足かせとなった。ただ、足元では、ワクチン接種が進展し、1日当たりの新規感染者数もピークアウトしてきているほか、供給制約も時間の経過とともに正常化へ向かうことが予想される。雇用・所得環境の改善や堅調な企業業績を背景に個人消費や設備投資の増加基調が続くと考えられるほか、インフラ投資法案や歳出法案による景気浮揚効果も見込まれることから、米国景気は拡大基調を持続しよう。

もっとも、財政面からの支援規模は2021年前半と比べて縮小することや、FRB（米連邦準備制度理事会）が金融政策の正常化に向けた動きを強めることもあり、景気拡大ペースは2022年半ば以降、次第に緩やかなものになると予想する。

7－9 月期は感染再拡大により景気回復ペースが鈍化

7－9 月期の米国実質 GDP 成長率（速報値）は前期比年率＋2.0%と、市場予想（同＋2.6%）を下回った（図表 2-1）。5 四半期連続のプラスとなったものの、プラス幅はこの間で最も小さく、景気拡大ペースにブレーキがかかった形となった。最も大きな要因としては、7 月下旬以降の感染再拡大によって、個人消費を中心に経済活動が抑制されたことが挙げられる。半導体不足や原材料価格の高騰、サプライチェーンの混乱等の供給制約も足かせとなった。



（図表2-1）米国実質GDP成長率と寄与度（前期比年率）
（出所）米商務省

需要項目別に見ると、個人消費は同＋1.6%と前期に比べ、拡大ペースが大きく鈍化した。ワクチン接種の進展により、経済活動の本格的な再開が期待されていたが、夏場の感染再拡大によって、外出を手控える動きが広がったことなどが影響した。

住宅投資は、同▲7.7%と、2 四半期連続のマイナスとなった。住宅価格が上昇の一途をたどっていることに加え、建設資材や労働者の不足によって供給量が細っていることも住宅投資の減少要因になったと思われる。

設備投資は同＋1.8%と伸びが鈍化した。感染が再拡大するなか、企業が能力増強投資に慎重になった様子がうかがえる。一方で、知的財産投資（同＋12.2%）は 4 四半期連続で 2 桁増となった。ソフトウェアがけん引役となっており、デジタル化の流れがメガトレンドとなるなかで関連投資が活発に行なわれた様子を示している。

輸出は同▲2.5%と2四半期ぶりにマイナスに転じた。長引くサプライチェーンの混乱や原材料不足の影響を受けた形である。一方で、輸入は同＋6.1%と前期に比べて伸び幅は縮小したものの、5四半期連続のプラスとなった。この結果、成長率全体に対する純輸出の寄与度は▲1.14%と5四半期連続のマイナス寄与となった。一方で在庫投資は3四半期ぶりにプラスに転じた。

インフラ投資法案と歳出法案が景気を下支え

今後も追加経済対策の効果が米国景気を一定程度下支えすることが期待できる。11月15日にインフラ投資法案が成立した（図表2-2）。総額1兆ドル規模となっており、このうち5,500億ドルが新規支出分となる。具体的には、主に道路や橋などに1,100億ドル、鉄道の整備に660億ドル等が支出される。高速インターネット通信網や電気自動車の充電施設などをはじめとした新型インフラ整備のための資金も含まれていることから、財政支出を呼び水とした民間からの追加投資に繋がる可能性も高い。バイデン米大統領は、「インフラを近代化し、何百万人もの雇用を生み出す」とし、特にブルーカラーなどの比較的賃金が低い人々への恩恵が大きいとの考えを示しており、雇用環境の改善を通じた景気押し上げ効果も期待できる。

（図表2-2）米国の経済対策概要

インフラ投資法案の概要

道路・橋梁整備プロジェクト
高速インターネット通信網の整備
水道インフラ設備の整備
旅客・貨物鉄道の整備
電気自動車（EV）などの充電設備の整備
電力グリッド網整備
合計　約1兆ドル

気候変動・社会保障関連歳出法案の概要

幼児教育の無償化
2022年まで子育て世帯の税額控除の延長
再生エネルギーを利用する企業などに対して控除税額を拡大など
気候変動対策で約5,500億ドル拠出
合計　約1.75兆ドル

（出所）各種報道資料より明治安田総研作成

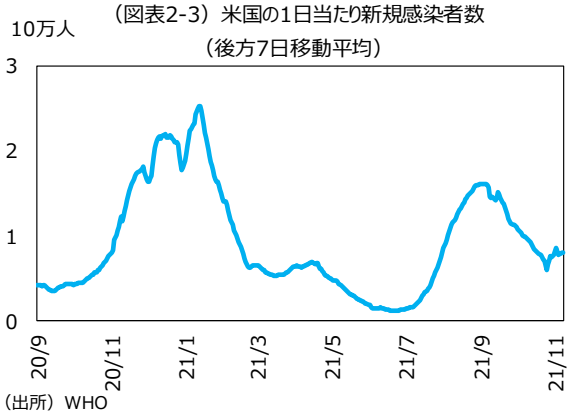
また、民主党内で協議が続いている歳出法案については、当初の4兆ドル規模から1.75兆ドル規模まで縮小したものの、可決に向けて党内調整が進んでいる。民主党内の積極財政派と財政規律重視派の間で調整に時間を要しているほか、共和党との議論も控えているが、2022年には中間選挙を控えていることから、最終的には合意に達すると予想する。

インフラ投資法案に加え、歳出法案も可決されることで、2022年以降の米国景気を一定程度、下支えするものと見込まれる。ただ、前者は5年、後者は10年にわたって実施される想定であり、1年当たりの規模は少額にとどまる見込みである。また、2021年に行なわれた経済対策に比べると規模は相対的に小さくなることから、景気押し上げ効果は限定的なものにとどまろう。

個人消費は均してみれば緩やかに

7－9月期の個人消費は、コロナ禍以降で最も低い伸びとなった。7月下旬以降のデルタ株の感染拡大が抑制要因となった（図表2-3）。財別に見ると、耐久財消費が前期比年率▲26.2%と5四半期ぶりにマイナスに転じたほか、非耐久財消費も同＋2.6%とプラス幅が縮小した。サービス消費は同＋7.9%と、財消費に比べて小幅な鈍化にとどまった。ただ、財消費の水準がすでに感染拡大前を大きく上回っているのに対し、サービス消費は届いておらず、引き続き感染拡大の影響が尾を引いている様子がうかがえる（図表2-4）。

（図表2-3）米国の1日当たり新規感染者数（後方7日移動平均）



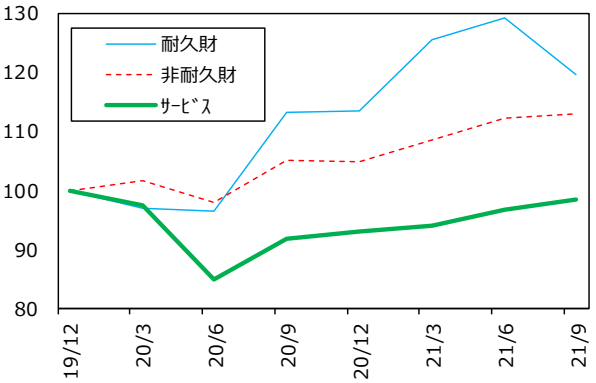
（出所）WHO

消費者信頼感指数を見ると、夏場以降、感染拡大の影響から低下基調が続いていたが、10 月は感染縮小により上昇に転じた（図表 2-5）。感染動向に左右される展開が続いているが、米ファイザー社は 11 月 5 日、開発中の新型コロナウイルス感染症の治療薬が高リスク患者の入院・死亡を 89%減らしたとする臨床試験結果を発表した。アルバート・ブーラ最高経営責任者（CEO）は声明で、同薬は「パンデミックを終わらせるためのゲームチェンジャー」と述べている。今後他社も創薬を競うなか、相次いで新製品が市場に投入される展開が予想される。こうしたなか、次第に消費者マインドが改善する展開が期待でき、個人消費は底堅く推移するだろう。全米小売業協会は、2021 年の年末商戦期間の小売売上高（除く、自動車、ガソリン、レストラン）が過去最高水準を記録するとの見通しを発表している。

個人消費の行方を占う上で最も重要な雇用環境についても改善傾向が続いている。8、9 月の非農業部門雇用者数は感染拡大の影響から伸び悩んだが、感染が縮小した 10 月は再び前月比＋53.1 万人とプラス幅が拡大した。加えて、27 週以上失業している人数も、ピークだった今年 3 月の 422 万人から 10 月には 233 万人まで減少している（図表 2-6）。長期失業者は、短期失業者に比べて復職のハードルが高い傾向があると言われており、この層の失業者の減少は、それだけ労働市場が改善していることを示していると言えよう。感染拡大に対する人々の警戒感が薄れるなかで、これまで就労を控えていた人が復職する動きも加速すると考えられ、個人消費にも追い風となろう。

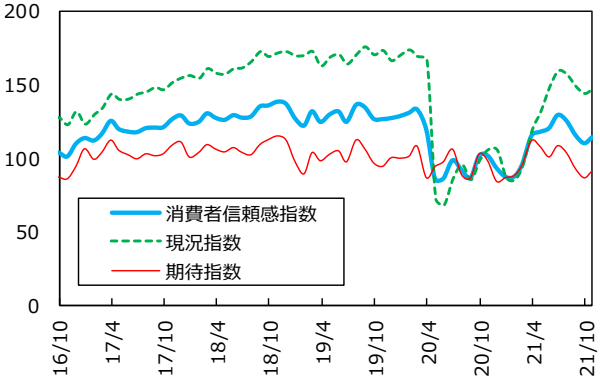
一方で、足元の個人消費支出額を見ると、2018 年 3 月から 2020 年 3 月までの結果を基に最小二乗法を用いて推計したトレンド線を上回って推移している（図表 2-7）。経済対策効果やペントアップディマンドによるものと考えられるが、これらは短期的な要因であるため時間の経過とともに剥落することが見込まれ、今後は次第にトレンド線へ収束するだろう。個人消費は底堅く推移すると考えるが、長い目で見ると拡大の勢いは次第に緩やかになると予想する。

（図表2-4）財別消費の推移



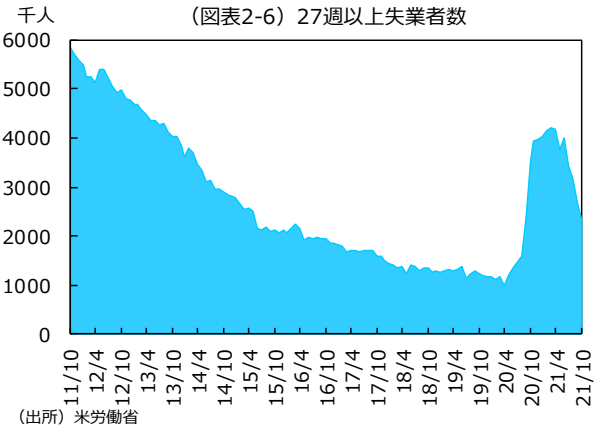
（出所）米商務省

（図表2-5）消費者信頼感指数の推移



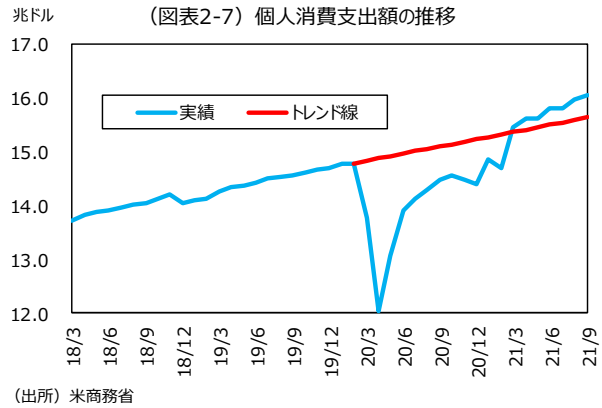
（出所）米コンファレンスボード

（図表2-6）27週以上失業者数



（出所）米労働省

（図表2-7）個人消費支出額の推移



（出所）米商務省

住宅投資は鈍化へ

コロナ禍以降、テレワーク需要の拡大などを背景に住宅市場は堅調に推移してきたが、足元では弱含んでいる。住宅着工件数は、3 月をピークに頭打ち傾向を強めており、着工件数に先行する許可件数も均して見ると低下傾向で推移している（図表 2-8）。

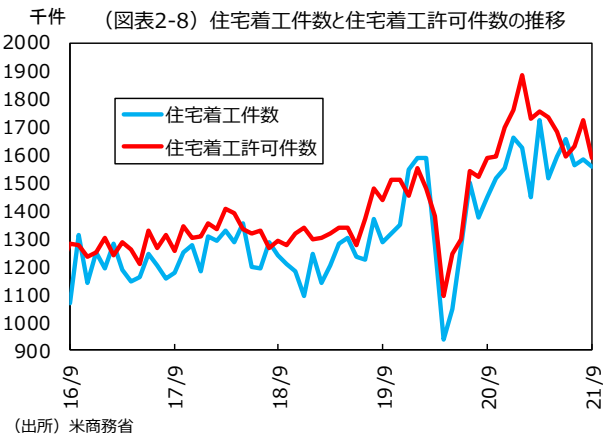
家計へのアンケート調査を見ると、6 ヵ月以内に新居を購入すると回答した人の割合が昨年後半から低下基調となっており、需要サイドで住宅投資に対して慎重な姿勢が強まっている様子がうかがえる（図表 2-9）。背景の一つには、物件の値ごろ感が低下していることがあると考える。NAHB（全米住宅建設協会）が公表する、家計の所得中央値で購入できる住宅の割合を示す住宅機会指数を見ると、住宅価格が上昇するなか、2012 年以来で最も低い水準となっており、家計の住宅取得能力の衰えを示している（図表 2-10）。加えて、新型コロナウイルスのワクチンが普及し、経済活動が本格的に再始動するなかで、従業員のオフィス回帰が進み、テレワークに伴う住宅需要が昨年に比べ、弱くなっていることを反映している可能性もある。

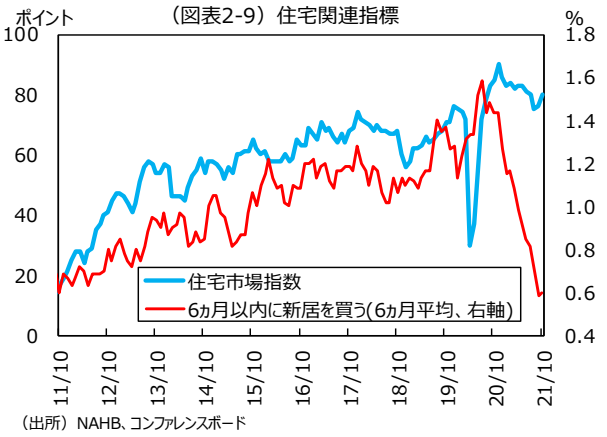
供給サイドから見ても、建設業者の景況感を示す住宅市場指数が昨年末から緩やかな低下基調をたどっており、楽観的な姿勢が一時期に比べて弱まっている様子がうかがえる。住宅価格上昇の大きな要因となっているサプライチェーンの混乱は、短期間で解消される可能性は低く、住宅価格は今しばらく高止まりの状況が継続する可能性が高い。歴史的低金利といった追い風が吹いているものの、価格高騰がネックとなり、10－12 月期以降の住宅投資は緩やかな伸びにとどまると予想する。

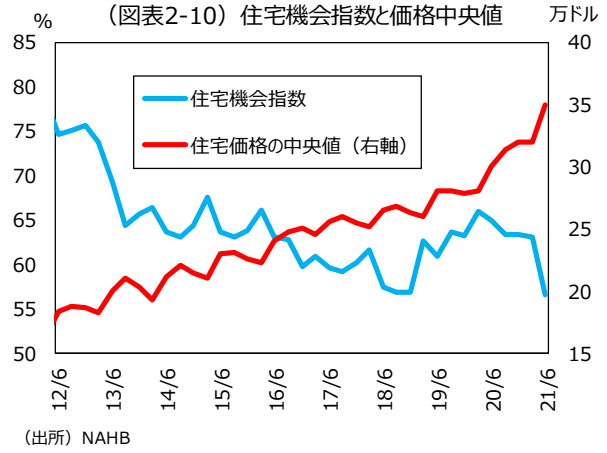
設備投資は、堅調に推移する見込み

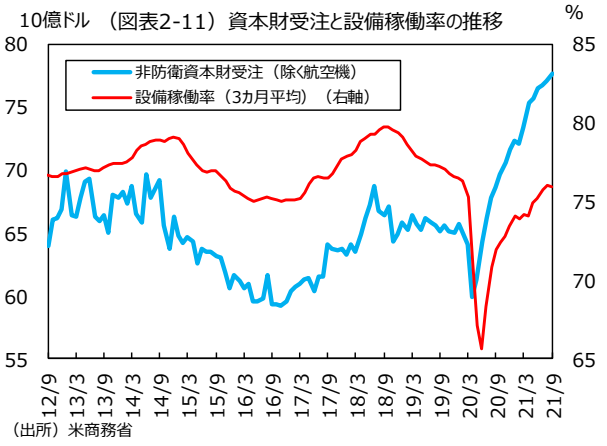
設備投資の先行指標とされる非防衛資本財新規受注(除く航空機)は、3 月以降 7 ヵ月連続で増加しており、設備投資の増加基調が続く可能性が高いことを示している（図表 2-11）。

米国の大手企業経営者が所属する経済団体であるビジネス・ラウンドテーブルの 9 月調査では、向こう



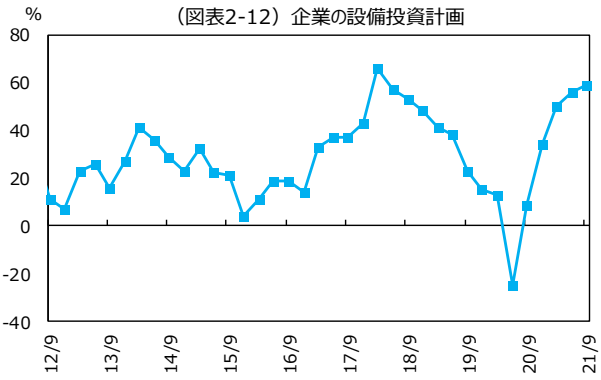






6ヵ月の設備投資を「増やす」と回答した企業から「減らす」と回答した企業の差が＋59と、前回（5月下旬から6月上旬調査）からプラス幅が拡大した。過去5年平均の＋32.8に比べても高い水準となっており、設備投資への前向きな姿勢が強まっている（図表2-12）。同様に全米製造業協会が行なった2021年第3四半期の経済予測調査を見ても、今後12ヵ月の設備投資が平均で前年比3.6%増加する見通しが示されている。この水準は2018年第2四半期以来、約3年ぶりの高水準である。

（図表2-12）企業の設備投資計画



※今後6ヵ月以内に設備投資を「増やす」と回答した比率から「減らす」と回答した比率を差し引いて算出

（出所）Business Roundtable

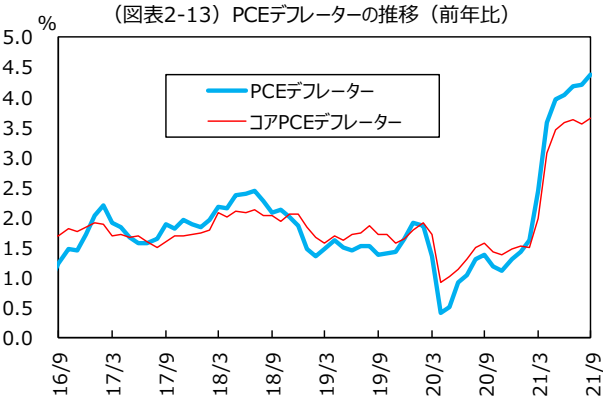
S&P500構成企業の第3四半期の決算を見ると、多くの企業で市場予想を上回り、増収または増益となっているほか、2023年のEPS（一株当たり利益）予想も増加が見込まれている。また、デジタル化の流れがメガトレンドとなるなかで、幅広い産業で関連投資が活発に行なわれることが期待できるほか、バイデン政権が進めるグリーン戦略も下支えになることが予想され、今後の設備投資は堅調推移が見込まれる。

FRBはテーパリング開始を決定、2022年末に利上げへ

11月FOMC（米連邦公開市場委員会）では、雇用の最大化と物価安定の達成に向けて実質的なさらなる進展があったとの認識を示し、テーパリング（資産買入の縮小）開始を決定した。11月後半には月当たり国債を100億ドル、モーゲージ債を50億ドルずつ減額し、2022年半ばにはテーパリングを完了させる見通しである。

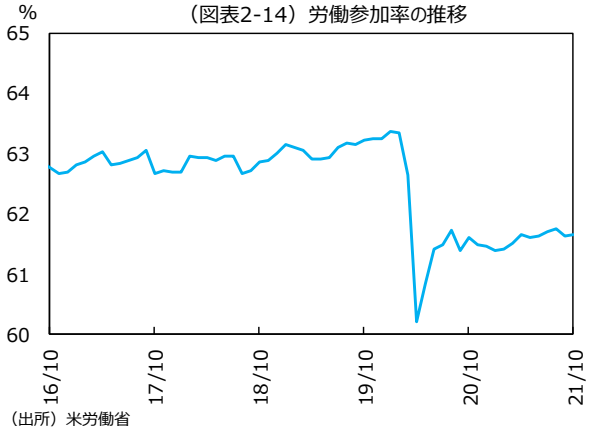
声明文における景気の現状判断部分では、これまでインフレ率について「一時的な要因」としていた文言を「一時的とみられる要因」と、断定的な表現から推定的な表現に変更した。当初の想定より物価の高止まりが長引いている状況を考慮したものと思われる（図表2-13）。同時に、「パンデミックに関連した需給の不均衡や経済活動の再開が、一部セクターにおける大幅な物価上昇をもたらしている」との文言を追加した。物価上昇が、コロナ禍からの経済活動の再開という特殊要因によるもので、かつ、大幅な物価上昇が一部のセクターにとどまっていることを強調する形となっている。

（図表2-13）PCEデフレーターの推移（前年比）



（出所）米商務省

（図表2-14）労働参加率の推移



（出所）米労働省

労働市場については状況が改善しているとし、労働者に対する需要は非常に強いとの考えを示した。加えて、労働供給を阻害している要因は、感染症対策が今後さらに進展すれば、解消されるとの考えも明ら

かにした。ただ、労働参加率がパンデミック前に比べて低迷していることを指摘するなど、雇用の最大化にはまだ距離があるとの考えも示した（図表 2-14）。

足元で見られている物価の上昇は、世界的な経済活動の再開によるエネルギー高やサプライチェーンの混乱などの供給不足が主因であり、景気の過熱感が強まっているわけではないと考えられることから、FRB は利上げを急がないだろう。また、企業からサプライチェーンの混乱に伴う仕入れ価格の高騰などコスト上昇に苦しんでいる声も聞かれるなかで、利上げによって借入コストまで上昇すれば、景気拡大のモメンタムを弱めてしまうことになりかねない。利上げ開始は 2022 年の年末まで持ち越され、その後の利上げペースも、市場との丁寧な対話を重ねつつ、緩やかなペースで行なわれると予想する。（担当：伊藤）

３．欧州経済見通し

＜要　　約＞

7－9 月期のユーロ圏実質 GDP 成長率は前期比＋2.2%と、2 四半期連続でプラスとなった。もっとも、足元では半導体不足などの供給制約とエネルギー価格の上昇が景気の下押し圧力となっている。ただ、半導体不足は時間の経過とともに解消へ向かうと考えられるほか、エネルギー需給も冬の需要期を過ぎれば緩和に向かうことが想定される。新たな変異株の登場による感染再拡大のリスクは残るものの、ワクチン接種の進展などから、欧州では「With コロナ」に軸足を置く政策運営に舵を切っており、今後は年初と同レベルの行動制限措置が課されることは考えにくい。ユーロ圏景気は 2022 年春先まで下押し圧力がかかった状態が続く可能性があるものの、その後は緩やかな回復傾向で推移すると予想する。

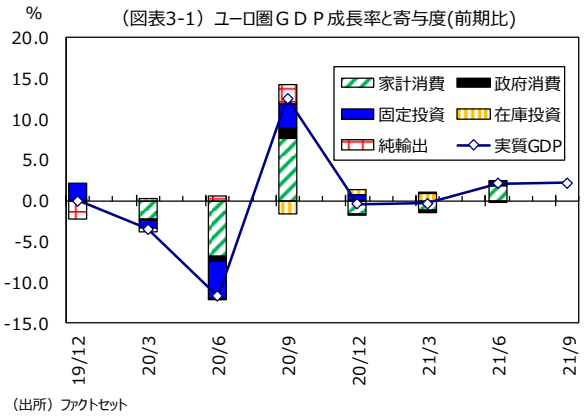
英国の 7－9 月期実質 GDP 成長率（速報値）は前期比＋1.3%と、ロックダウン解除による経済正常化により 2 四半期連続のプラスとなった。コロナ感染再拡大のリスクは依然として残るものの、ブースター接種が始まっているほか、経口治療薬も世界でいち早く承認した。英国景気は、ユーロ圏と同様に、2022 年の春先まではエネルギー価格の上昇が下押し圧力になるとみられるが、その後は個人消費が緩やかながら増加傾向で推移するほか、設備投資意欲も持ち直すことが見込まれ、緩やかな回復基調をたどると予想する。

ユーロ圏景気は緩やかな回復傾向での推移を予想

7－9 月期のユーロ圏実質 GDP 成長率は前期比＋2.2%と、2 四半期連続でプラスとなった（図表 3-1）。主要国の成長率を見ると、ドイツ（同＋1.9%→＋1.8%）、フランス（同＋1.3%→＋3.0%）、イタリア（同＋2.7%→＋2.6%）、スペイン（同＋1.1%→＋2.0%）と、軒並みプラスを確保した。欧州では、コロナ感染者数の減少とワクチン接種の進展に伴い、5 月以降ロックダウンが順次解除され、経済活動は正常化に向かっている。

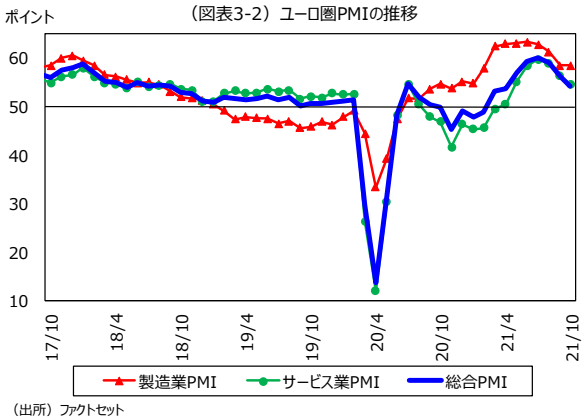
もっとも、足元では企業景況感の改善に一服感が出てきている。GDP 成長率と連動性が高いユーロ圏総合 PMI（企業購買担当者景気指数）を見ると、10 月は 54.2 となった。好不調の境目である 50 を上回っているものの、3 ヵ月連続の低下である（図表 3-2）。業種別に見ると、製造業、非製造業ともに低下傾向にあるが、製造業では半導体不足など供給面のボトルネックが、サービス業では、足元で再拡大しているコロナ感染へ

（図表3-1）ユーロ圏ＧＤＰ成長率と寄与度(前期比)



（出所）ファクトセット

（図表3-2）ユーロ圏PMIの推移

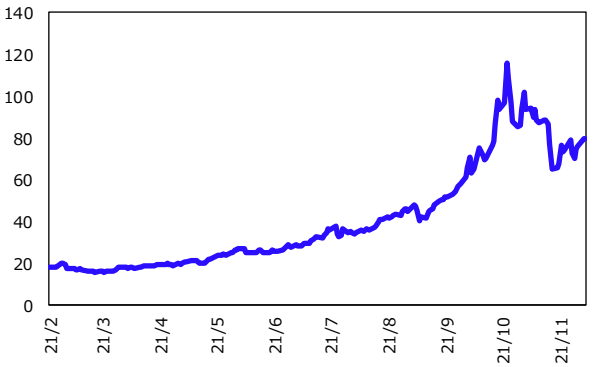


（出所）ファクトセット

の警戒感が抑制要因になっている。

エネルギー価格の上昇も懸念材料となっている。欧州の天然ガス価格の指標となるオランダ TTF 先物価格は、10 月上旬にはじめてメガワット時当たり 100 ユーロを上回った（図表 3-3）。足元では上昇に一服感が出ているが、依然として高止まりが続いている。エネルギー調達コストの上昇が企業や家計の負担となっており、景気の下押し圧力となりつつある。

（図表3-3）オランダTTF先物価格の推移



（出所）ファクトセット

もっとも、エネルギー需給も冬の需要期を過ぎれば緩和することが想定される。ユーロ圏景気は 2022 年の春先まで、エネルギー面からの下押し圧力がかかり続ける可能性があるものの、その後の見通し期間においては緩やかな回復傾向で推移すると予想する。

「ワクチンパスポート」の活用が進む

欧州ではロックダウンが段階的に解除された後も、感染拡大と縮小が繰り返されている。しかしながら、各国とも年初のような行動制限措置を課すことはせず、「ワクチンパスポート」等を活用した経済活動との両立策を進めている。7 月 1 日より、①ワクチン接種完了、②PCR 検査陰性、③コロナ感染からの回復、を証明する「デジタル COVID 証明書」の本格運用が EU 全体で開始された。保有者は、EU・シェンゲン協定加盟国間の移動において、自主隔離や追加検査が原則免除される。

（図表3-4）ユーロ圏主要国のワクチンパスポート活用状況

国名	運用方法
EU	ワクチンパスポートの提示によって、EU・シェンゲン協定加盟国間の移動において、自主隔離や追加検査を原則免除
フランス	バー及びレストラン、交通機関、病院や高齢者施設、スポーツイベント、映画館などでの提示を義務付け
イタリア	レストラン、交通機関、スポーツイベントの参加などに際して、提示を義務付け すべての労働者は職場での所持を義務付け
ドイツ	全国一律での提示義務はなく、州単位で規制。（e.g.ベルリン州では、レストランの屋内、1,000人を超える屋内イベントなどでの提示を義務付け）
スペイン	全国一律での提示義務はなし。一部の州ではレストランの屋内利用時などに提示を義務付け

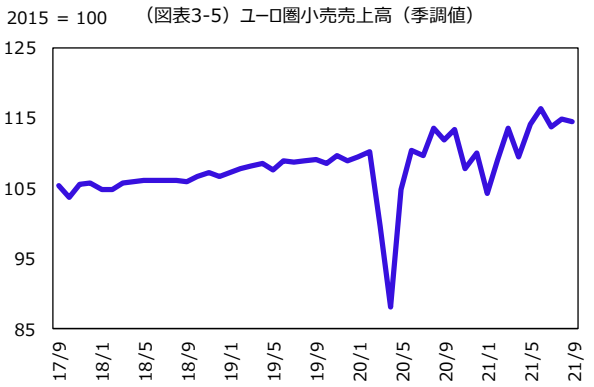
（出所）欧州委員会、在フランス大使館、在イタリア大使館、各種報道資料より明治安田総研作成

また、加盟国内でも同様の証明書の活用が浸透しつつある。フランスでは、国内での飲食店や交通機関、映画館などの施設利用時に提示することを義務付けている（図表 3-4）。イタリアでは、レストランの利用時などのほか、全職場での所持が義務化された。これらの規定に違反した場合には、罰金が科されるなどの罰則規定も敷いている。こうした措置には、一部で反対の声が上がっているものの、これがワクチン接種率の向上につながっていることもあり、多くの加盟国で同様のシステムが普及していくと予想される。欧州では、今後も感染リスクが完全に消えることはないとみられるなか、「With コロナ」を軸とする経済運営が進められていくとみる。

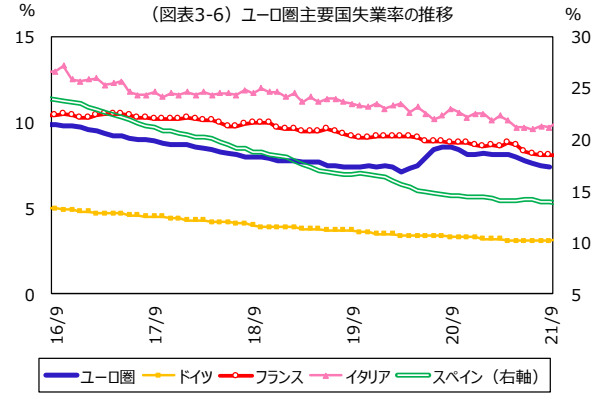
個人消費は回復基調をたどると予想

GDP 統計上の個人消費と概ね似た動きをするユーロ圏の実質小売売上高を見ると、9 月は前月比▲0.3%と 2 ヵ月ぶりのマイナスとなった。今年に入ってからは、感染拡大と縮小の時期に合わせて上下に振れる展開を繰り返してきたが、均せば増加傾向で推移している（図表 3-5）。もっとも、今のところ、当初期待されていたロックダウン解除後の個人消費の大幅反発は見られていない。

個人消費の先行きを見通す上で重要な雇用環境を見ると、失業率は低下傾向にある（図表 3-6）。各国政府は、時短勤務や一時帰休となった従業員に対する給与補償などの各種政策を継続して実施している。スペインでは、2021 年 9 月末としていた一時帰休者への支援制度を 2022 年 2 月末まで延長した。他の国でも引き続きこうした支援策が雇用を下支えすると見込まれ、失業率は低下傾向で推移しよう。エネルギー価格の上昇に伴う家計の実質購買力の低下はリスクだが、消費者マインドも均せば改善基調が続いている。「With コロナ」に軸足を置く政策運営に変更がない限り、年初と同レベルの行動制限措置が課されることも考えにくい。ユーロ圏の個人消費は、緩やかな回復ペースを維持すると予想する。



（出所）ユーロスタット

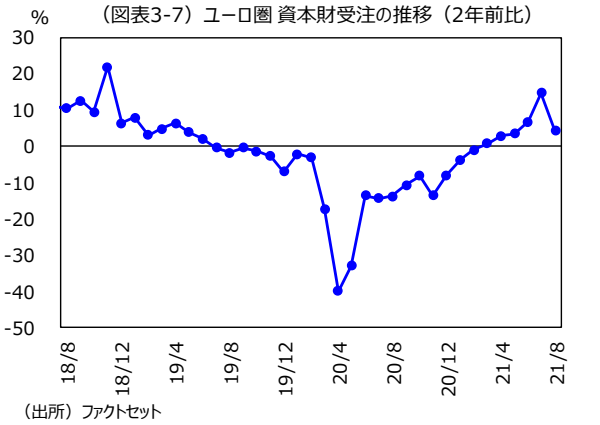


(出所)ユーロスタット

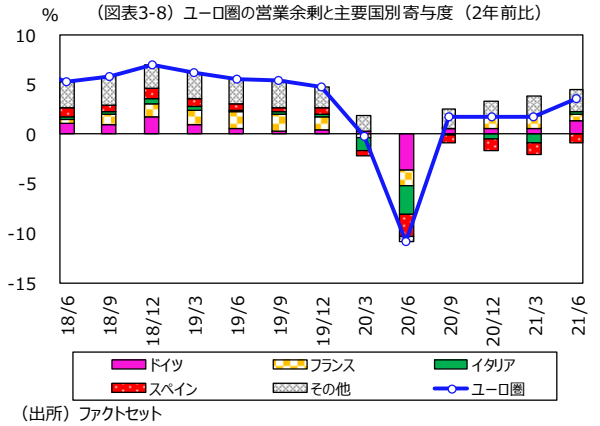
固定投資は持ち直しの動きが続く

設備投資の先行指標の一つである資本財受注を見ると、8 月は 2 年前比で＋4.1%となった。前月から伸びは鈍化したものの 6 ヵ月連続でプラスを維持しており（図表 3-7）、コロナによる落ち込みを取り戻した形となっている。

企業収益も堅調な推移が続いている（図表 3-8）。ユーロ圏の 2021 年 4－6 月期の営業余剰は 2 年前比＋3.6%と、4 四半期連続でプラスとなっている。ECB（欧州中央銀行）による緩和的な金融政策などを背景に貸出金利が低位で推移していることも、企業の設備投資を後押しするとみられる。足元の供給制約による企業収益への影響は少なからずあるとみられるが、供給制約が解消に向かえば、企業の設備投資意欲がさらに高まる展開が期待できる。今後のユーロ圏の固定投資は、持ち直しの動きが続くと予想する。



（出所）ファクトセット



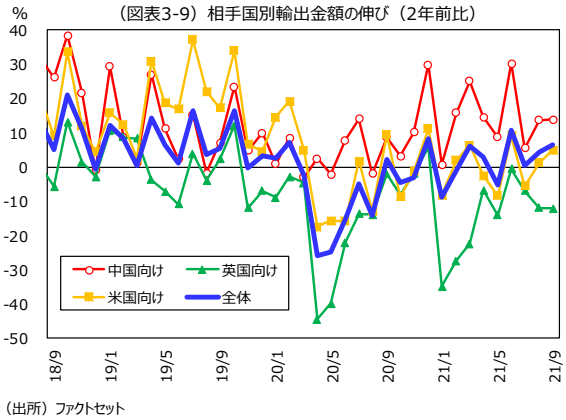
（出所）ファクトセット

輸出の伸びは緩やかなものにとどまる

ユーロ圏の輸出の伸びを 2 年前比で見ると、9 月は＋6.5%と 4 ヵ月連続でプラスとなった（図表 3-9）。コロナによる落ち込みはほぼ取り戻しつつあるものの、ここ数ヵ月は横ばい圏での推移が続いている。

今後については、まず、景気減速感が強まっている中国向けは鈍化が見込まれる。香港や新疆ウイグル

自治区での人権問題を巡る対立も改善の兆しが見えない。今年3月にEU・中国双方が互いに制裁を課して以降、お互いに非難の応酬を繰り返している。欧州委員会は、強制労働の疑いのある製品をEUの市場から排除するため、法案を制定することも選択肢として考えるとしており、中国の反応次第では、対中輸出がさらに減少するリスクが高まっている。



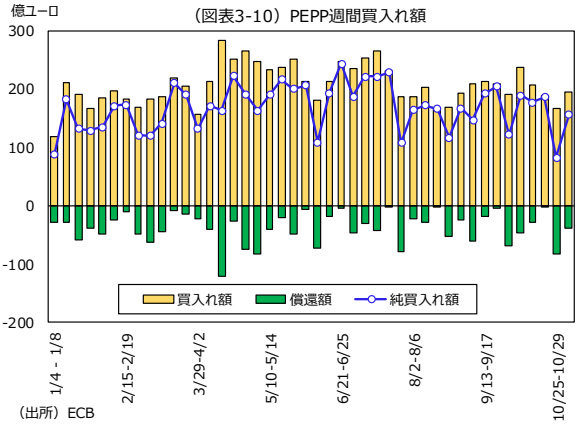
（図表3-9）相手国別輸出金額の伸び（2年前比）
（出所）ファクトセット

一方で、米国向けは持ち直すと予想する。EUと米国は、欧州エアバスと米ボーイングに対する補助金に端を発する報復関税を、向こう5年間は停止することですでに合意している。加えて、米国はEUに課している鉄鋼とアルミニウムの輸入関税に関し、一定の数量までは賦課しないことを発表した。貿易紛争解決に向けて、双方は着実に歩み出しており、今後は両国間の貿易量が増加することが期待できる。

英国向けの輸出は、EU離脱後は長らくマイナス圏での推移が続いている。煩雑な通関業務による英国企業の負担の解消には時間がかかるとみられ、今後も停滞が続くと見込まれる。なお、「北アイルランド議定書」を巡る協議については解決の糸口が見つかっていない。EUは、議定書で規定されている英国本土と北アイルランドの間での通関業務について、通関手続きにおける必要書類の削減などを含む改定案を発表した。ただ、英国側がさらなる負担軽減を求める可能性もあり、EUの提案に応じるかどうかは見通しにくい。加えて、英国との漁業権を巡る対立も再燃している。フランス政府は、英国がフランス漁船の英国海域での操業を制限しているのは不当として、英国によるフランス港の一部の利用を認めないなどの措置も辞さない構えである。今後の交渉いかんによっては、最悪の場合、貿易協定の見直しや、報復関税の賦課などに波及することも考えられる。今後のユーロ圏の輸出は、米国向けは持ち直すと予想される一方、中国向けや英国向けの鈍化が見込まれることから、回復ペースは緩やかなものにとどまると見込む。

ECBの早期利上げの可能性は低い

ECBは、昨年12月以降、各種政策金利をすえ置くとともに、民間金融機関への資金供給オペレーションの枠組みを維持している。一方、PEPP（パンデミック緊急買入れプログラム）による資産買入れは、今年9月の定例理事会で、「10－12月期はこれまでの2四半期より適度に低いペース（moderately lower pace）」で実施する」ことを決めており、現行の期限である2022年3月に向けて徐々に買入れ額を減らしていくとみられる（図表3-10）。PEPPの期限が終了した後の資産買入れ策をどのように運営するかについては、今年12月の定例理事会で決定される予定である。PEPPの延長も選択肢としては残っているが、コロナ感染再拡大のリスクは下がってきていることから、通常のAPP（資産買入れプログラム）の増額が有力とみる。もっとも、APPでは、適格担保要件を満たしていないギリシャ国債の買入れができないなど、PEPPのような柔軟な運用が難しい。「良好な金融環境の維持」を重



（図表3-10）PEPP週間買入れ額
（出所）ECB

要視する ECB が、自ら金利上昇を招くような手段をとることは考えにくいため、適格担保要件の緩和など、APP のルールを一部緩和した上で規模を増やす対応をとるとみるが、理事会メンバー間の調整は難航する可能性もある。

利上げの実施にたどり着くまでには、まだしばらく時間がかかるとみられる。7 月にフォワードガイダンスを変更したばかりの ECB にとって、基準を満たさないうちに利上げに踏み込むことは極力避けたいはずである。ラガルド総裁は、インフレ率は 2022 年中には低下するとの見解を維持している。加えて、ECB の現状の 2022 年のインフレ率見通し（前年比＋1.7%）が上方修正され、目標とする 2%を上回ったとしても、フォワードガイダンスに従えば、それが持続的であることが確認されなければならない。この前提が崩れない限り、利上げは早くても 2023 年となろう。

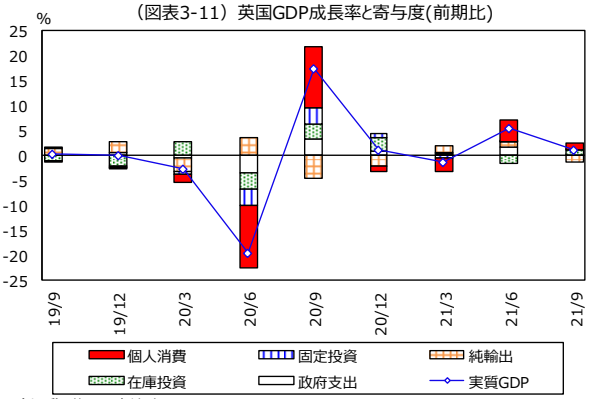
英国景気は緩やかな回復を見込む

英国の 7－9 月期実質 GDP 成長率（速報値）は前期比＋1.3%と、2 四半期連続のプラスとなった（図表 3-11）。英国では、7 月にロックダウン規制の解除に踏み切った後も、1 日のコロナ感染者数は 3 万人を上回る水準で推移してきた。9 月の小売売上高は前月比▲0.2%と、5 ヵ月連続のマイナスとなり、個人消費は冴えない状況が続いている（図表 3-12）。もっとも、雇用環境を見ると、7－9 月の失業率は 4.3%と、低下基調となっている（図表 3-13）。これまで雇用を下支えしてきた一時帰休者への所得支援制度は 9 月末をもって終了したことから、失業率の上昇が懸念されていたが、英国政府は 5 億ポンド超の新たな雇用対策を発表した。長期失業リスクのある若年層への就職支援や、50 歳以上の職場復帰支援などの内容を盛り込んでおり、失業率上昇の抑制要因となることが期待される。

コロナ感染拡大のリスクは依然として残るものの、2 回目接種から半年以上経過した 50 歳以上を対象に、3 回目接種（ブースター接種）をすでに開始しているほか、米メルク社が開発した経口治療薬も世界でいち早く承認した。良好な雇用環境を下支えに、今後の個人消費は緩やかながら増加傾向で推移すると予想する。

英国の総合 PMI を見ると、10 月は 57.8 と、2 ヵ月連続で上昇した（図表 3-14）。水際対策の緩和によるインバウンド需要への期待などが上昇に寄与したとみられる。もっとも、英国においても、労働者不足による物流混乱やエネルギー価格上昇が懸念材料とな

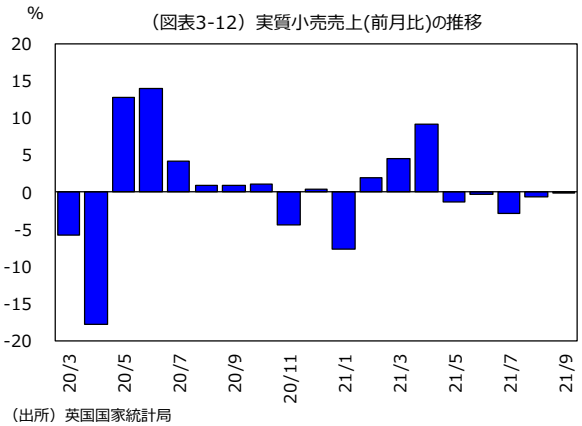
（図表3-11）英国GDP成長率と寄与度(前期比)



（出所）英国国家統計局

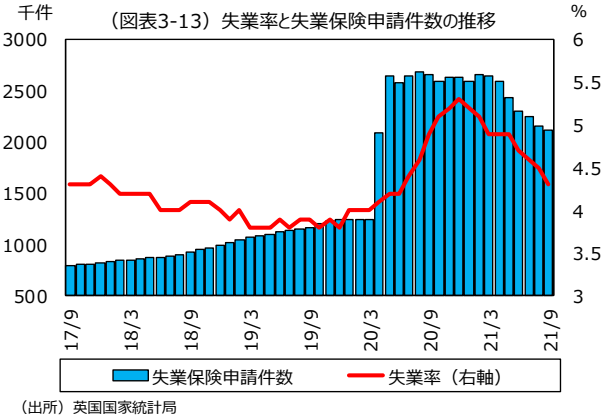
※統計上の誤差あり

（図表3-12）実質小売売上(前月比)の推移



（出所）英国国家統計局

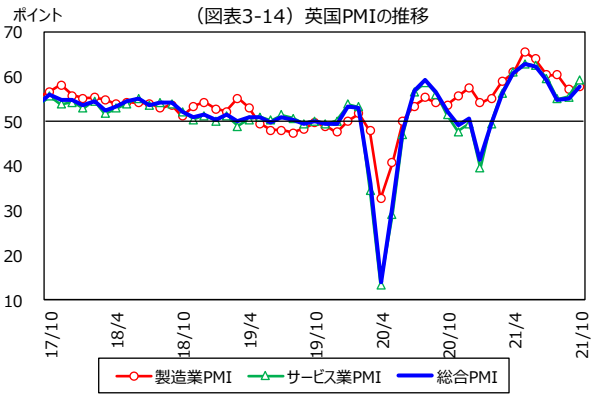
（図表3-13）失業率と失業保険申請件数の推移



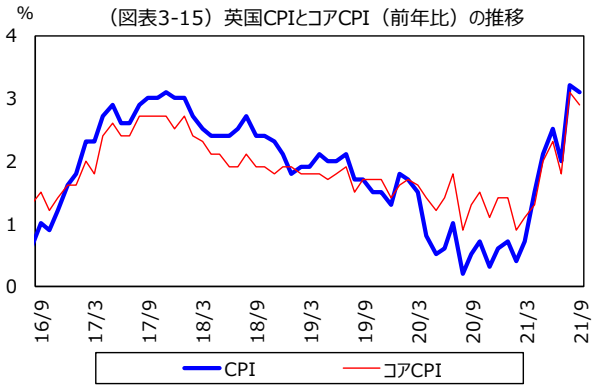
（出所）英国国家統計局

っている。9 月下旬には、トラック運転手の不足によってガソリン供給が滞ったほか、港から物資が運べないことから、コンテナ船の荷役が遅れるなどの影響が出ている。また、天然ガスの調達価格の上昇により、採算が合わなくなったエネルギー供給企業の破綻も相次いでいる。消費者保護の観点から、電気やガス料金に上限を設けるプライスキャップ規制により、素早い価格転嫁が難しいことが一因となっている。

英国政府は、就労ビザの要件緩和による労働力の確保や、エネルギー価格の上昇に伴う企業負担の増加を一部消費者に転嫁できるよう、プライスキャップを引き上げるなどの対応に追われてきた。こうした対応により、ガソリン不足などは最悪期を脱したものの、エネルギー価格の上昇に伴う物価高は依然として企業活動の足枷となっている。これから、エネルギー需給が引き締まる冬期に差し掛かることから、引き続きエネルギー価格が景気の下押し圧力になるとみられる。ただ、需給が緩和に向かう春先以降は企業マインドも少しずつ上向く展開が期待でき、企業の設備投資意欲も持ち直すとみられる。英国景気は 2022 年の春先以降、緩やかな回復基調をたどると予想する。



（図表3-14）英国PMIの推移
（出所）ファクトセット



（図表3-15）英国CPIとコアCPI（前年比）の推移
（出所）英国国家統計局

BOE（イングランド銀行）は、11 月の金融政策委員会で、政策金利を 0.1%にすえ置いたほか、国債と社債を合わせた総額 8,950 億ポンドの資産買入れ策の枠組みを維持することを決定した。ただ、9 月の CPI は前年比＋3.1%と、BOE が目標とする 2%の水準を上回る推移が続いている（図表 3-15）。声明文でも、インフレ率を目標水準へ収斂させるために、今後数ヵ月以内に政策金利の引き上げが必要との認識を示していることを考慮すれば、BOE は 12 月の金融政策委員会で 15bps の利上げを行なうとみる。また、供給制約やエネルギー価格の上昇により、2022 年春にインフレ率は 5%近辺のピークに達するとみられており、来年 2 月にも 25bps の利上げを行なうと予想する。もっとも、ベイリー総裁は、市場予想に沿って 2022 年に 1.0%まで政策金利を引き上げた場合には、「インフレ率は予測期間の終わり（2024 年末）には 2%を下回る」と釘を刺している。BOE が、来年春をピークに徐々にインフレ率が低下していくとの見解を維持する限り、2022 年の利上げは多くても 2 月を含めて 2 回、コロナ感染拡大前の水準である 0.75%までと予想する。

資産買入れ策については、現在のペースを維持すれば、年末までに 8,950 億ポンドに到達する見込みである。BOE は政策金利が 0.5%に引き上げられ、かつ経済環境が適切であると判断されるまでは再投資を実施するとの方針を示している。2022 年 2 月には政策金利は 0.5%に達するほか、景気は回復傾向で推移するとみており、BOE は、2022 年中にもバランスシートの縮小をはじめると予想する。（担当：前田）

４．中国経済見通し

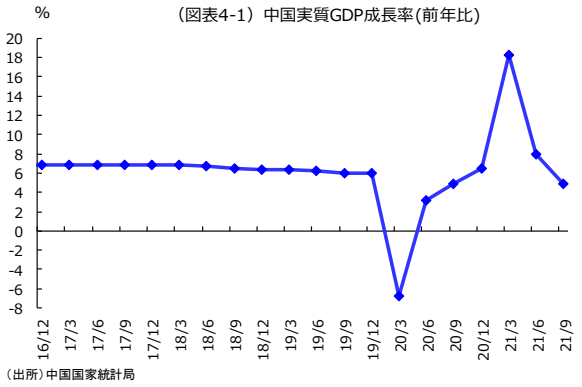
＜要　約＞

7－9 月期の実質 GDP 成長率は前期比＋0.2%と、4－6 月期の同＋1.2%から伸びが鈍化した。背景には、①デルタ株の拡大に伴う厳しい行動制限、②恒大問題の深刻化と不動産価格の下落、③中国全土で深刻化している電力不足、④政府による複数の業界に対する厳しい取り締まり等がある。

いずれの問題も先行き不透明感が高い。2022 年秋に共産党大会を控えていることを考えれば、政府が景気失速を座視することはないとみられるものの、ある程度の経済成長を犠牲にしてでも「共同富裕」を実現、国家の安定を目指そうという習近平政権の意志は強固に見える。今後経済対策が打ち出されるとしても、必要最小限の規模にとどまる可能性が高い。景気減速は避けられず、2022 年の実質 GDP 成長率は前年比＋5.7%、2023 年は同＋5.5%と予想する。

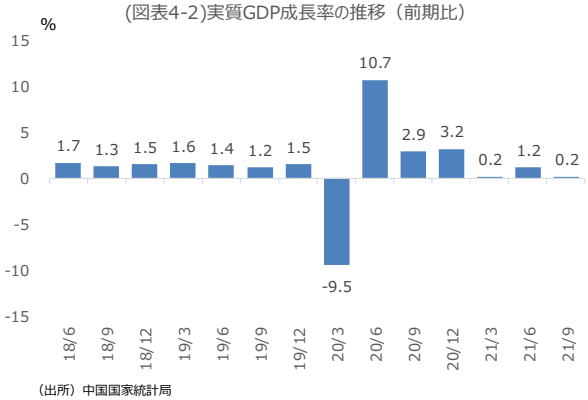
7－9 月期の GDP は減速

7－9 月期の実質 GDP 成長率は前年比＋4.9%、前期比＋0.2%となり、それぞれ前期の＋7.9%、＋1.2%から大きく鈍化した（図表 4-1、4-2）。主たる要因は、①デルタ株の拡大に伴う厳しい行動制限、②恒大問題の深刻化と不動産価格の下落、③中国全土で深刻化している電力不足、④政府による複数の業界に対する厳しい取り締まりである。



（図表4-1）中国実質GDP成長率(前年比)

（出所）中国国家統計局



(図表4-2)実質GDP成長率の推移（前期比）

（出所）中国国家統計局

まず、①の行動制限について、中国は主要国のなかで、ゼロコロナポリシーを貫くほとんど唯一の国になりつつある。同政策で成功を収めてきたニュージーランド、オーストラリア、シンガポールなどが、デルタ株の蔓延以降、相次いで方針転換に踏み切ったためである。

中国では、7 月に南京でデルタ株が検出され、その後 16 の省・自治区・直轄市に拡大した。旅行者まで含めた厳格な移動制限や、各都市におけるロックダウン、集団検査の実施などが奏功し、8 月末にはいったん感染者数は減少に向かったものの、9 月以降も断続的にクラスターが発生、厳しい警戒態勢を緩めることができないままとなっている。10 月 31 日には、上海ディズニーランドで入場客のうちたった 1 人に陽性反応が出たがために、数万人が長時間にわたり園内での待機を命じられる出来事もあった。国内でも、ゼロコロナポリシーの妥当性への疑問の声が無いわけではないが、政府は当面同政策を維持する方針である。北京オリンピック終了が一つの転機になる可能性はあるが、2022 年も年間を通じて制限措置が続くとの見方も根強く、

経済へ与える影響の不確実性は高い。

②の不動産の問題について、恒大集団はこの数週間、利払いで綱渡りの状況が続いている。政府は、不動産市場全般への統制を強めており、多くの都市で不動産価格が下落に転じていることが、企業の投資マインドに水を差している。中国景気は不動産との関わりが深い。しばしば「経済のへそくり」と称され、関連産業も含めれば GDP の 2－3 割を占めるとの分析もある。不動産市場からの景気下押し圧力は今後も長きにわたって残る可能性が高まっている。

③の電力問題について、中国では 5 月以降、広範な地域が深刻な電力不足に見舞われた。工場は操業停止や時短操業に追い込まれ、一部の地域では停電が引き起こされた。これによる在庫の積み上がりや出荷の遅れが企業経営に打撃となっている。政府はここ数年、石炭生産能力の削減を進めてきたが、コロナ禍からの経済活動の回復で急速に電力需要が伸びたことで、発電用石炭の不足が生じた。これが石炭価格の高騰を招き、発電側にとっては発電するほど損が出るため発電を控えるという悪循環に陥った。政府は対策として、国内数百ヵ所の炭鉱で石炭増産を承認したほか、電力価格を自由化するなどの措置を講じており、足元の状況はやや好転してきたが、依然予断を許さない状況にある。

④の業界規制については、政府の統制経済的手法の強化が、不動産市場以外にも広がっている。7 月には、民間の営利目的の学習塾を禁止する方針を打ち出したのをはじめ、未成年者に対するオンラインゲームの規制も打ち出した。習近平政権は、今後も格差の象徴である不動産市場や大企業をターゲットとし、ある程度の経済成長を犠牲にしてでも「共同富裕」を実現、国家の安定を目指す考えのようであり、これも経済の先行きへの不透明要素となっている。

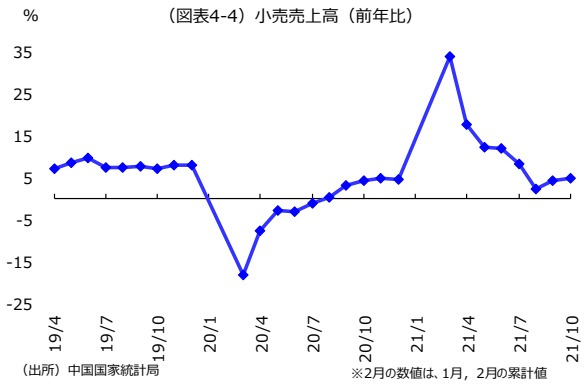
(図表4-3)中国実質GDP成長率予測（前年比、%）

	2019年（実績）	2020年（実績）	2021年（予測）	2022年（予測）	2023年（予測）
実質GDP成長率	6.0	2.3	7.9	5.7	5.5

(出所)各種資料より明治安田総研作成

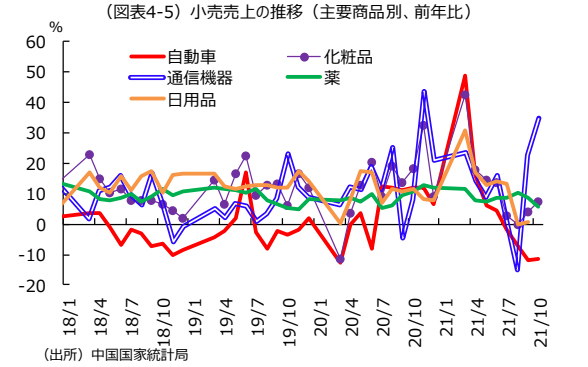
2022 年秋に共産党大会を控えていることを考えれば、政府が景気失速を座視することはないとみられるものの、今後経済対策が打ち出されるとしても、必要最小限の規模にとどまるだろう。2022 年の実質 GDP 成長率は前年比＋5.7%、2023 年は同＋5.5%と予想する（図表 4-3）。

（図表4-4）小売売上高（前年比）



（出所）中国国家統計局　※2月の数値は、1月，2月の累計値

（図表4-5）小売売上の推移（主要商品別、前年比）



（出所）中国国家統計局

行動制限が個人消費を下押し

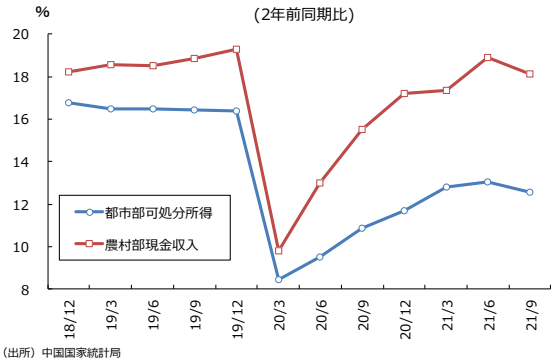
10 月の小売売上高は前年比＋4.9%と、プラス幅は 9 月の同＋4.4%から小幅拡大した（図表 4-4）。個人消費にはようやく下げ止まりの兆しが見える。品目別の内訳を見ると、自動車が同▲11.5%と 2 ヵ月連続の 2 桁マイナスとなっている（図表 4-5）。世界的な半導体不足に伴い、中国国内の自動車生産も減少を余儀なくされているためである。一方で、通信機器等の需要は持ち直している。

感染症拡大に伴う厳しい移動制限は足元でも続いている。新規感染者数は 10 月中旬から再び増え始め、10 月 11 日から 11 月 11 日の間に、国内で 1,149 人の市中感染者

が報告された。10 月 1 日の建国記念日に伴う連休で、多くの人が旅行に出かけたことが主因との分析がある。11 月 8－11 日には、北京で第 19 期中央委員会第 6 会全体会議（6 中全会）が開かれたこともあり、北京行きの鉄道切符が 23 の地域で販売休止となった。11 月 2 日には、小学校に勤務する女性一人とその子どもの感染が確認されたことで、周辺の 18 校が休校となり、同級生ら 50 人余りがホテルで 21 日間の隔離を命じられた。

遼寧省大連市では、11 月 11 日だけで 52 人の感染者が発生した。市当局は市外への移動制限や、対面授業の削減、文化施設の閉鎖などの措置をとった結果、市外に移動する人が 95%以上、人数にして 1,000 人未満にまで減少するという著しい人流抑制が見られた。政府がゼロコロナポリシーを維持する限り、今後も国内のどこかで移動制限が行なわれている状態が続く可能性が高く、外出減少、物流停滞、操業停止等を通じ経済の足かせとなり続けるだろう。

（図表4-6）都市部可処分所得・農村部現金収入の推移
（2年前同期比）



（出所）中国国家統計局

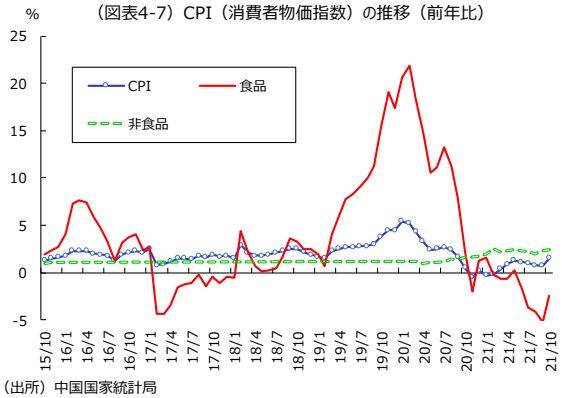
雇用情勢は安定しており、9 月の都市部の失業率は 4.9%と、前月から 0.2%ポイント低下、すでにコロナ前の水準まで回復している。1－9 月期の全国都市部の新規就業者数は 1,045 万人で、前年同期比で 147 万人増加、年間目標の 95%に達した。ただ、所得面では若干陰りも見え、7－9 月期の都市部可処分所得はコロナの影響を除去した 2 年前同期比で＋12.5%と、4－6 月期の同＋13.0%から小幅鈍化している（図表 4-6）。

一方、後述する消費者物価の安定、特に中国の国民にとって重要な食品価格の低下は、消費者の実質購買力の向上につながっている。半導体不足の影響で、自動車販売の回復は遅れるとみられるが、半導体不足が緩和に向かえば、自動車販売も購入補助金等を支えに回復に向かう展開が期待できる。強弱材料の綱引きのなか、個人消費は基本的に緩慢な回復が続くと予想する。

CPI の安定が個人消費を下支え

10 月の CPI は前年比＋1.5%で、9 月の同＋0.7%からやや加速したが（図表 4-7）、政府の今年の目標（3%前後）は依然大きく下回っている。ガソリンとディーゼル油がそれぞれ前年比＋32.2%、同＋35.7%の大幅上昇となったほか、一部地域での散発的な感染発生や、生産輸送コストの増加などの要因で、生鮮野菜の価格が上昇したことが影響した。ただ、食品価格も前年比ではまだマイナスで、特に国民生活にとって重要な豚肉価格は同▲42.4%の大幅低下となっている。国内の豚飼育数は、2018 年に発生したアフリカ豚熱の影響で一時激減したが、国主導による繁殖雌豚の輸入、大規模飼育体制の構築等の政策で、豚肉生産量は通常の水準を取り戻している。

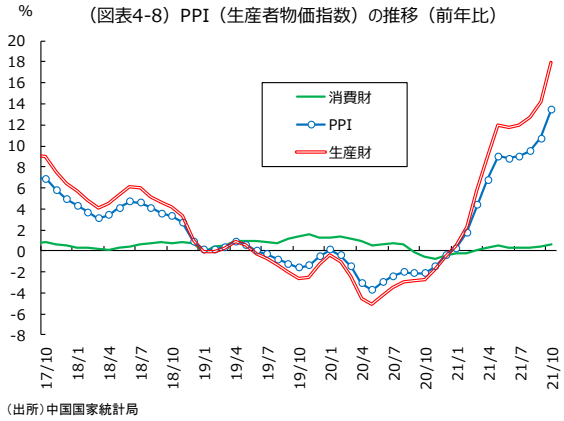
（図表4-7）CPI（消費者物価指数）の推移（前年比）



（出所）中国国家統計局

食品以外の部門でも、政府は、消費財の供給確保と価格安定のためにさまざまな措置を講じている。PPI は著しく上昇しているが、消費財の上昇幅は小さい。政府の価格安定策は今のところ機能しており、CPI は基本的に落ち着いた動きが続くと予想する。

10月のPPIは前年比＋13.5％と、伸び幅は9月の同＋10.7％から一段と拡大した（図表4-8）。輸入原材料価格高騰に加え、国内のエネルギー・原材料供給不足の影響が重なったためである。



（出所）中国国家統計局

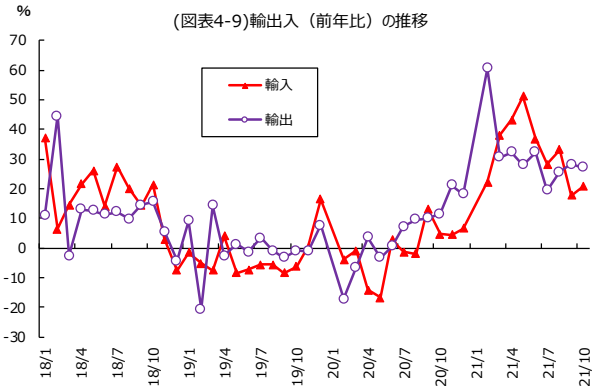
財別に見ると、消費財は前述のとおりわずか同＋0.6％の上昇にとどまっているが、生産財の上昇率が同＋17.9％と大きい。生産財の内訳では、石炭採掘および洗・選炭業が同＋103.7％と2倍以上の伸びとなったのをはじめ、石油・天然ガス採掘業、石油・石炭およびその他燃料加工業、鉄系金属精錬・圧延加工業、化学原料・化学製品製造業等の上昇幅が大きくなっている。中国は主要原材料の約70％を輸入に頼っており、こうした品目の価格高騰は、中小企業を中心に、収益圧迫要因となる。

7月30日に開催された中国共産党中央政治局会議では、国際商品の供給保障・価格安定に取り組むことが下半期の経済運営任務の一つとされた。そのなかで、これまでも実施してきた銅、アルミ、亜鉛の備蓄放出を今後も数次にわたり実施する方針を示している。

一方で、デルタ株流行のなか、当局は感染対策を優先せざるを得ず、これが物流の停滞をもたらしている面がある。この状態が長期化すれば、PPIは高止まりが続く可能性が高く、企業も最終消費財への価格転嫁を進めざるを得ない。ただ、政府が価格管理に神経を尖らせていること、感染対策を急いでいることを考えれば、CPIへの波及が進む前に、PPIが次第に落ち着いた推移に移っていくと予想する。

輸出は欧米景気が下支えに

PPIの上昇は、輸出の下押し要因でもある。今年10月の輸出は前年比＋27.1％となり、9月の同＋28.1％から小幅鈍化したものの、市場予想の同＋22.8％は上回った（図表4-9）。



（出所）ファクトセット

原材料価格の上昇に苦しむ中国企業が、国内消費者より先に海外顧客への価格転嫁を試みており、これが数量ベースでの輸出の押し下げ要因になる一方、価格ベースでは逆に押し上げ要因になっている。感染症拡大に伴う工場稼働率の低下に加え、物流が停滞、輸送コストが上昇していることも価格押し上げ要因である。

輸出の実勢を評価するうえで重要になるのは数量ベースだが、この点、最も重要な決定要因となる海外景気は、今のところ大きく揺らいでいるわけではない。欧米では、感染が拡大するなかでも経済活動の正常化への歩みを止めない姿勢を示している。

米中対立も懸念材料だが、政治対立が汎用品まで含んだ広範な輸出制限に繋がる可能性は低い。年末以降、デルタ株の流行が収束し、物流面の問題が解消に向かえば、輸出は持ち直す可能性が高いとみる。大きく落ち込んでいた国家統計局PMIの輸出受注指数も、10月は7ヵ月ぶりに回復している。

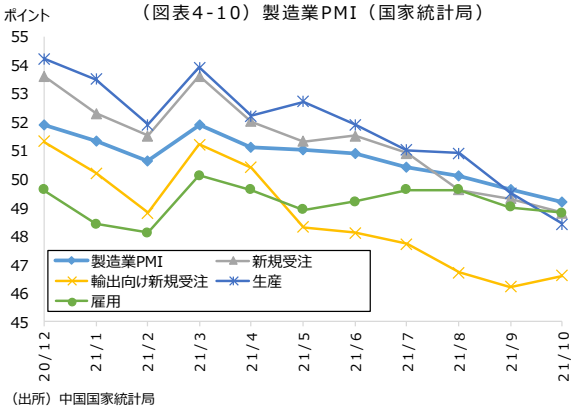
一方、輸入は同＋20.6％で、市場予想の同＋26.2％を下回った。内需の鈍化を反映している可能性が高

く、足元の中国経済は外需が下支えとなっている様子を示唆している。李克強国務院総理は 11 月 2 日、国内経済が新たな下押し圧力に直面しているとの認識を示し、政府は産業部門に対する支援措置を講じると表明している。

不動産開発投資が悪化

企業景況感も悪化している。10 月の製造業 PMI は 49.2 と 7 ヵ月連続の低下となり、好不況の分岐点である 50 を 2 ヵ月連続で割り込んだ。ここ 2 ヵ月は生産指数の落ち込みが目立つ（図表 4-10）。こうしたなか、1－10 月の固定資産投資は前年比＋6.1%と、1－9 月の同＋7.3%から伸びが一段と鈍化した（図表 4-11）。恒大集団の経営危機が明らかになって以降、不動産開発投資が急減速しているほか、インフラ開発投資も低迷が続いている。

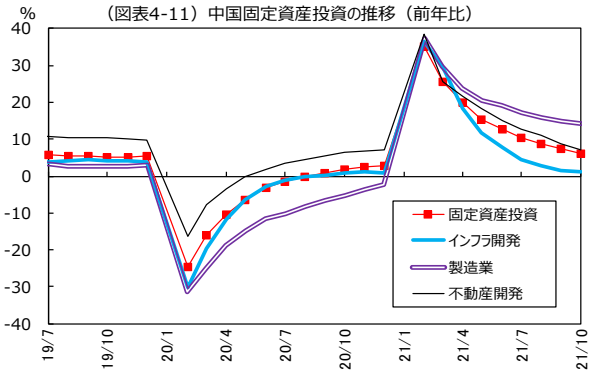
（図表4-10）製造業PMI（国家統計局）



（出所）中国国家統計局

中国の 1－10 月の不動産開発投資額は、前年同期比＋7.2%となり、伸び率は 1－9 月の同＋8.8%から鈍化した。10 月単月では前年比▲5.4%とすでにマイナス圏で、マイナス幅も 9 月の同▲3.4%から拡大している。

（図表4-11）中国固定資産投資の推移（前年比）



（出所）中国国家統計局　　※年初来累計値の前年比

9 月の住宅価格は前年比では 3.8%上昇。伸び率は 8 月の同＋4.2%を下回り、9 ヵ月ぶりの低水準となった。個別の都市では、地価下落を報告する都市も増えている。主要 70 都市中、前月から価格が低下したとする都市は、5 月の 5 都市から 9 月は 36 都市まで増加した。下落した都市の数は 2015 年 5 月以来、6 年 4 ヵ月ぶりの多さである。逆に、価格が上昇したとする都市は、5 月の 61 都市から 9 月は 27 都市まで減少した。不動産開発投資の悪化傾向がしばらく続くのは避けられない。回復の時期は見通せないが、政府が財政金融政策のスタンスを緩和方向へシフトさせつつあることは、一定の下支えになろう。

コロナ後に厳しさが増した不動産規制

不動産は、政府にとって財政出動を伴わずに景気を調節できるツールでもあり、これまで、景気悪化時には不動産取引規制を緩め、過熱時には強化するという手法がたびたび繰り返されてきた。

昨年の人民銀行による金融緩和策を受け、不動産価格が急騰したことから、政府はここまで、段階的に不動産価格抑制策を強化してきた。不動産市場抑制策の一つとして導入されたのが「3 つのレッドライン」と呼ばれる規制である（図表 4-12）。この規制は、①負債の総資産比率を 70%以下、②純負債の対自己資本比率を 100%以下、③短期負債を上回る現金の保有、の 3 項目を不動産開発企業に求めるものである。3 項目すべての基準をクリアできた企業は有利子負債の増加ペースを年＋15%以内、2 項目だけの企業は同＋10%以内、1 項目だけの企業は同＋5%以内となるよう規制され、いずれの基準も満たせない企業は有利子負債の増加は認められない。この措置は不動産開発企業への規制強化といった面に加え、乱開発の

結果、不動産価格が大幅に値崩れする事態を未然に防ぐことを意図したものとみられている。

また、今年の 7 月には、中長期的な方針を示した「不動産市場秩序の継続的な整理・規範化に関する通知」を発表、多様な手段を総合的に運用し、3 年前後で不動産市場の秩序を改善するとの方針を示している。

他にも規制強化策は枚挙にいとまがない。2021 年 1 月には、銀行を規模別に「大型銀行」、「中型銀行」、「小型銀行・非県域農合機構」、「県域農合機構」、「村鎮銀行」の 5 つのランクに分け、不動産向け融資と個人向け住宅ローンの融資に上限を設定した。中国版「総量規制」である。大型銀行には、中国工商銀行、中国建設銀行等 4 大銀行を含む 7 行が分類されるが、このランクでは人民元建て貸出残高に占める不動産企業への融資上限が 40%、住宅ローン上限が 32.5%とされている。

（図表4-12）不動産開発企業への融資規制概要

3つのレッドライン
①負債の総資産比率70%以下 ②純負債の対自己資本比率100%以下 ③短期負債を上回る現金保有

有利子負債の前年比増加率上限	
全て満たす	15%
2つの条件を満たす	10%
1つの条件を満たす	5%
全て満たさない	0%

（出所）各種報道資料から明治安田総研作成

5 月には、主要都市における固定資産税の試験実施の拡大を発表した。上海と重慶の 2 都市では 2011 年から導入されており、上海では、市の戸籍を持つ住民が 2 戸目以上の住宅を購入する場合、1 人当たりの住宅面積が 60 ㎡を超えた部分に対し 0.4%または 0.6%の税率が適用される。中国では土地はあくまで国有で、その使用権を売買しているという形式をとっていることもあり、これまで購入に際しては、印紙税、登記費、契約税、修繕積立金等の諸雑費がかかるものの、固定資産税は課せられていなかった。

7 月には、不動産価格が高騰している都市における住宅ローンへの締め付けを強めた。「新 1 線都市」と呼ばれる省都を中心とした地方の大都市のうち、南京市、鄭州市、重慶市、武漢市、杭州市などで銀行が中古住宅ローン業務を制限、一部では新築住宅ローンの受け入れを停止した。南東部の厦門市は 9 月に、従来の措置に加え、初回住宅購入者に 5 年間、不動産の売却を禁止する措置を導入した。

住宅購入に資格制を設ける都市もある。武漢市は購入前の事前申請を義務付け、認められた場合のみ 60 日以内の購入を認める。購入済不動産の登記後は資格を凍結し、追加的な購入を禁じる。

住宅価格に直接的な介入を行なうケースも増えている。深圳市等では、当局が中古マンションの「参考価格」を提示、仲介業者による高額な物件の紹介を防ぐ。また、政府の住宅都市農村建設部は 8 月 31 日、都市部の住宅賃貸価格を年間で 5%以上引き上げてはならないとする通知を出した。都市部の住宅賃貸市場の需給を安定させ、低所得層や若者の住宅難を解決するのが目的とのことである。

規制の抜け穴封じも一段と強化する方針である。中国では 2 軒目以降の住宅購入に対する規制が厳しいが、これまでは 1 軒目を偽装贈与する、偽装離婚で夫婦別々に購入するなどの抜け道が横行していた。こうした政策を受け、住宅価格は 6 月以降軟化している。

恒大危機をどうみるか

こうしたなかで持ち上がったのが、業界 2 位の大手不動産開発会社、中国恒大集団の経営危機である。恒大はこの数週間、利払いで綱渡りの状況が続いている。12 月 28 日には総額 2 億 5,500 万米ドル超の利払い期限も迎える。

ただ、無秩序なデフォルトを許すようなことになれば、第 2、第 3 の恒大の出現への懸念が、金融市場

の混乱に拍車をかける可能性がある。したがって、政府が無秩序なデフォルトを許すことはないだろう。最終的に政府の支援の下で再建を図るのがグローバル金融市場にとってベストシナリオだが、恒大問題は政府にとって、共同富裕路線を周知する上でのある意味象徴的な案件になっていることから、恒大、投資家双方にとってある程度厳しい措置になるのは避けられないかもしれない。

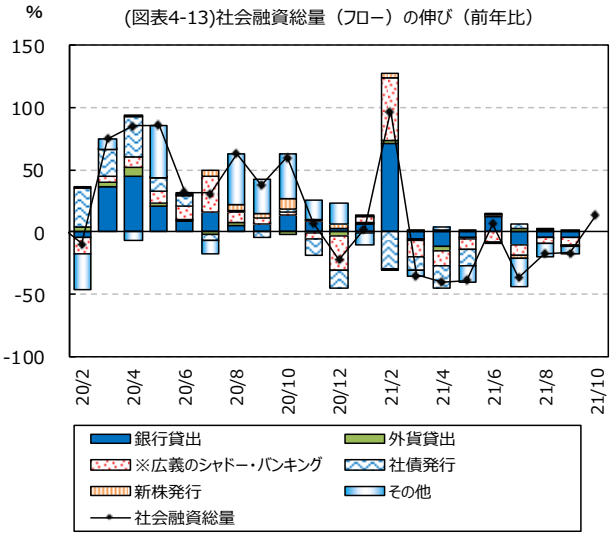
政府にとって悩ましいのは、恒大のステークホルダーだけではなく、不動産市場の動向も横目で睨みながらの政策決定が必要になることである。中国政府は、日本の不動産バブル崩壊を反面教師としており、バブルのソフトランディングが容易ではないことも、失敗すれば「失われた何十年」に陥りかねないことも研究しつくしている。日本は主として商業用不動産の問題、中国は住宅市場の問題という違いはあるが、住宅価格が急落し、住宅ローンの価値を下回るようなことになれば、持ち家を売却して債務を返済することができず、加速度的に危機が進行するおそれがある。政府にとっては、不動産市場がたとえバブルだとしても、急落させてはならず、あくまで時間をかけて、ソフトランディングに向かわせるというのが至上命題になっている。そのためには、微妙なさじ加減が要求される。

さじ加減を間違えばバブル崩壊の可能性はあるわけだが、中国の場合、「今日決めて明日からできる」強みがある。危機管理が問われる局面では、他国がまねできない機動力を発揮する展開が期待できる。現時点では住宅バブルの崩壊はリスクシナリオに位置付けておきたい。

財政・金融政策は緩和的なスタンス

財政・金融政策に関しては、当面、緩和的な運営に軸足を置くと思われる。もともと政府は 3 月の全人代（全国人民代表大会）で、引き締め的な財政運営方針を示していた。第 14 次 5 ヵ年計画（2021－25 年）に基づく投資プロジェクトは、承認は早かったものの、地方政府による特別債発行額が年間枠に沿ったペースから遅れる状況が続いていたため、プロジェクトの執行も遅れていた。

ただ、ここへきて特別債発行額の進捗が進み、8 月にはようやく年間枠の 50%を超えてきた。安定的な資金調達にめどがつきつつあることで、多くの地域で重点プロジェクトの着工が加速している。政府は依然、大型の財政出動には慎重だが、10－12 月期にはインフラ投資が安定的に回復する展開が期待できる。



（出所）中国人民銀行 ※広義のシャドーバンキングは委託貸付、信託貸付、銀行の未割引手形の合計

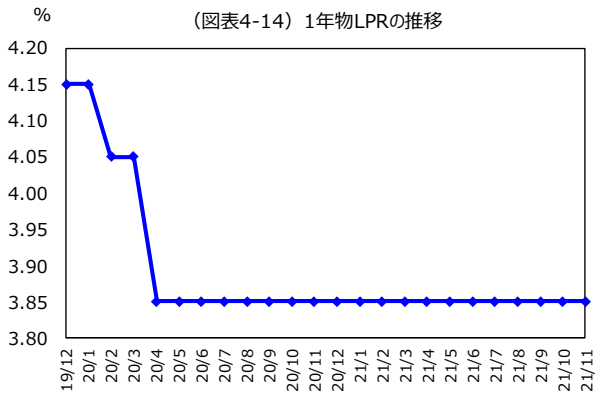
人民銀行はこれを金融面から支援する展開が予想される。上半期に関しては、債務リスク抑制のため、与信量を抑える政策スタンスをとっていた。こうしたなか、10 月の新規人民元建て融資は 8,262 億元と、前月の 1 兆 6,600 億元から急減したものの、市場予想ほどは落ち込まなかった。10 月の社会融資総量残高の増加額は前年比＋14.2%と、4 ヵ月ぶりに増加している（図表 4-13）。

人民銀行の政策スタンスは変化しつつある。7 月 15 日には、約 1 年 2 ヵ月ぶりに預金準備率を引き下げた。預金準備率が 5%以上の金融機関を除き 0.5%引き下げるというもので、これにより長期流動性が 1 兆元程度拡大する計算になる。当時、政府は引き下げの理由について、原材料価格上昇が企業に与える

影響に対応するためとする一方、あくまで一般的な流動性操作であり、金融緩和方向への政策シフトを意味するものではないとした。ただし、足元では恒大危機に加え、多額の融資が 11 月中に期日を迎えることもあって、再び積極的な流動性供給を行なっている。

預金準備率については、年明けにかけて追加の引き下げを行なう可能性が高い。ただ、これが 1 年物ローンプライムレート（LPR）の引き下げ等、本格的な利下げにまで広がる可能性は低い（図表 4-14）。景気回復が続く米国で、FRB が引き締め方向への動きを早める可能性が浮上しているためで、こうしたなかでの利下げは、資本流出の加速を招くリスクがある。為替相場の安定を重視する中国は、金融政策については FRB を横目で見ながらのかじ取りにならざるを得ない。利下げについては実施されない可能性が高いとみるが、ここはバランス次第である。国内景気の減速が予想外に長引き、かつ米国が早期の金融引き締めに慎重なスタンスに転じれば、躊躇せず利下げに踏み切るだろう。

（図表4-14）1年物LPRの推移



（出所）中国人民銀行

共同富裕路線への不透明感が燻る

政府の統制経済的手法の強化は、不動産市場にとどまらない。不動産価格の上昇や教育費の高騰に伴う社会の二極分化は、結婚や仕事をせず消費意欲もない「寝そべり族」の台頭を招いた。政府はかねてより、こうした層の拡大は、将来的な経済の活力、成長力の低下を招きかねないとの問題意識を持っていた。

教育費の高騰は少子化の一因でもある。こうしたなか、7 月 24 日に、政府は唐突とも言えるタイミングで、民間の学習塾に対する規制を打ち出した。習い事に忙殺される若年世代へのストレス緩和との目的で、「小中学生を対象に営利目的で主要教科を教えることを禁じる」という、業界にとって極めて厳しいものである。ここまで発展を続けてきた教育産業が大幅な縮小を余儀なくされることになる。株式市場では学習塾関連のみならず、広汎なセクターに大幅な下落をもたらした。

また、8 月 30 日には、18 歳未満の未成年者に対するオンラインゲームの提供を週末の金曜日、土曜日、日曜日および祝日のみ、かつ午後 8 時から 9 時までの 1 時間に限るとの規制を打ち出した。ゲーム業界のなかでも、特にオンラインゲームは成長分野であり、業界の損失は大きい。こちらは、IT 大手へ圧力をかける目的もあると受け止められている。

問題は、こうした強権的な手法が今後どれだけの規模と広がりを見せるのか、予想が困難であることである。今後も中国の潜在成長率の押し下げ要因として、中長期的にくすぶり続けることとなろう。（担当：小玉）

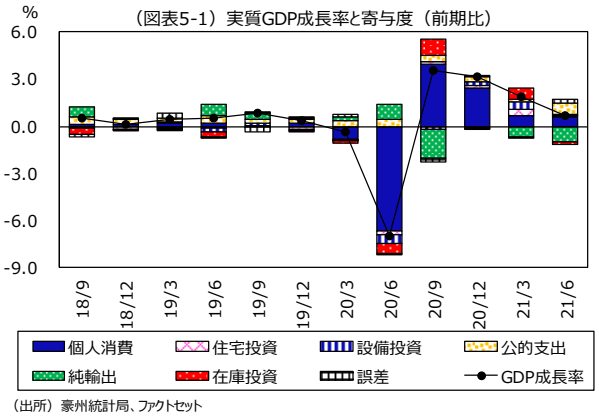
５．豪州経済見通し

＜要　　約＞

豪州の 7－9 月期実質 GDP 成長率は、デルタ株の流行により新規感染者数が急増し、シドニーやメルボルンなどの主要都市でロックダウンが発動されたことから、5 四半期ぶりのマイナス成長が有力な情勢である。もっとも、1 日当たりの新規感染者数はピークアウトしつつあるほか、ワクチン接種率も着実に上昇しており、主要都市のロックダウンは 10 月中旬以降、順次解除された。豪州景気は、2023 年にかけて内需主導で回復基調をたどると予想する。ただし、中国景気の減速感が強まっていることから輸出の伸びは弱いとみられるほか、RBA の利上げの可能性も考慮すれば、回復ペースは緩やかなものにとどまるとみる。

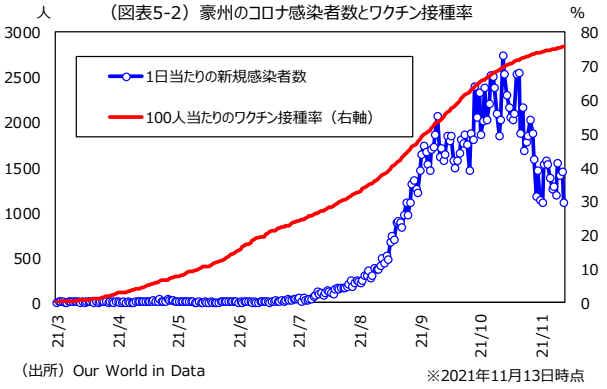
10－12 月期以降の個人消費回復を予想

豪州の 4－6 月期実質 GDP 成長率は前期比＋0.7%と、4 四半期連続のプラスとなった（図表 5-1）。もっとも、7－9 月期はデルタ株の流行により新規感染者数が急増し（図表 5-2）、シドニーやメルボルンなどの主要都市でロックダウンが発動されたことから、5 四半期ぶりのマイナス成長が有力な情勢である。



（出所）豪州統計局、ファクトセット

個人消費の回復も足踏みしている。7－9 月期の小売売上高は前期比▲4.4%と、2 四半期ぶりにマイナスに転じた（図表 5-3）。個人消費の先行きを占う雇用環境を見ると、10 月の失業率は 5.2%となり、2 ヵ月連続で上昇した（図表 5-4）。2020 年 5 月を底に増加基調をたどっていた雇用者数も、10 月は約 1,284 万人と 3 ヵ月連続の前月割れとなり、ロックダウンの影響が如実に現れる形となった。



（出所）Our World in Data　　※2021年11月13日時点

もっとも、1 日当たりの新規感染者数は、足元ではピークアウトしてきている（前掲図表 5-2）。100 人当たりのワクチン接種率も着実に上昇しており、すでに 7 割を上回っている。こうした状況を受け、主要都市のロックダウンは 10 月中旬以降、順次解除された。今後は、ロックダウンにより営業停止となっていた飲食店などの対面サービス業を中心に個人消費の回復が期待できる。コロナ感染再拡大のリスクは残るものの、ペントアップディマンドも相応に蓄積されているとみられ、10－12 月期以降の個人消費は増加傾向で推移すると予想する。

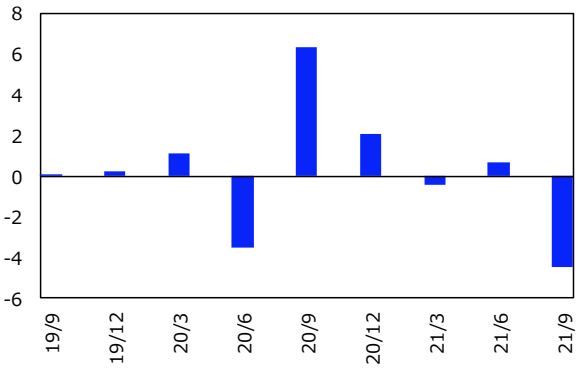
輸出の伸びは緩やかなものに

豪州の総合 PMI を見ると、10 月は 52.2 ポイントとなり、好不況の境目とされる 50 ポイントを 4 ヵ月ぶりに上回った（図表 5-5）。ロックダウンの解除が企業景況感の改善に寄与したとみられる。

もっとも、豪州の主要輸出品である鉄鉱石の採掘がコロナによる人手不足で滞るなど、供給制約が企業活動に影を落としている。実際に、英豪資源大手のリオティントは、鉱山開発の遅れを理由に 10－12 月期の出荷見通しを引き下げた。

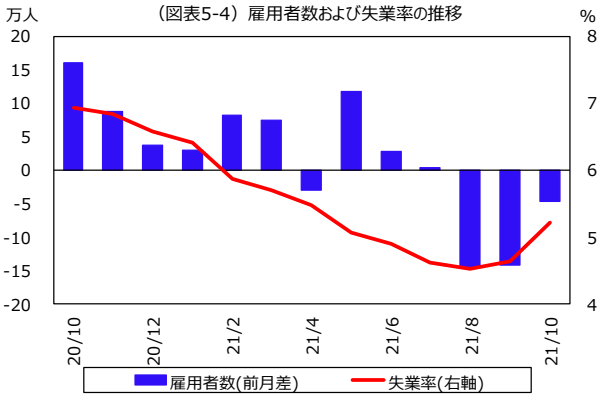
最大の輸出先である中国との関係も膠着状態が続いている。コロナの発生源に対する見解の相違をきっかけに、昨年から中国は豪州に対して、石炭の輸入制限措置や、大麦やワインなどへの追加関税措置を課している。豪州は追加関税を不当として、WTO に提訴しており、10 月には WTO で紛争処理小委員会（パネル）を設置することが決まった。今後は、パネルにて審理が行なわれる予定となっているが、紛争解決には時間がかかる可能性が高い。鉄鉱石の出荷は緩やかなペースで推移する見込みであることに加え、中国景気の減速感が強まっていることを考慮すれば、今後の輸出は弱い伸びにとどまるとみる。

（図表5-3）豪州の小売売上高（前期比）



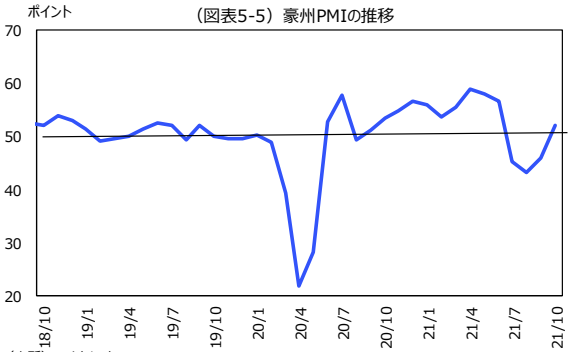
（出所）ファクトセット

（図表5-4）雇用者数および失業率の推移



（出所）ファクトセット

（図表5-5）豪州PMIの推移



（出所）ファクトセット

RBA は早期利上げの可能性

RBA（豪州準備銀行）は、11 月の金融政策委員会で、政策金利を 0.1%にすえ置いたほか、2022 年 2 月中旬まで 40 億豪ドル／週のペースで資産買入れを実施する方針を維持した。一方で、3 年国債（2024 年 4 月満期）の利回り目標を 0.1%とする政策の撤廃を決めた。声明文では、今回の決定の理由として「景気回復とインフレ目標への進捗が想定以上に早い」ことを挙げている。豪州の 7－9 月期の CPI は前年同期比＋3.0%と、RBA が目標とする 2－3%の上限に達している。RBA は賃金の伸びが緩やかなことから、基調インフレ率は依然として低いとの認識を示した一方で、インフレ率が高止まりする場合、当初想定していた 2024 年より早い利上げの可能性にも言及した。「インフレ率が持続的に 2－3%の範囲内に収まるまでは、政策金利を引き上げない」との見解は維持したが、RBA の中心シナリオでも基調インフレ率は、2021 年、2022 年は前年比＋2.25%、2023 年は同＋2.5%となっている。経済正常化に伴う景気回復も考慮すれば、早くて 2022 年の利上げの可能性もあるとみる。

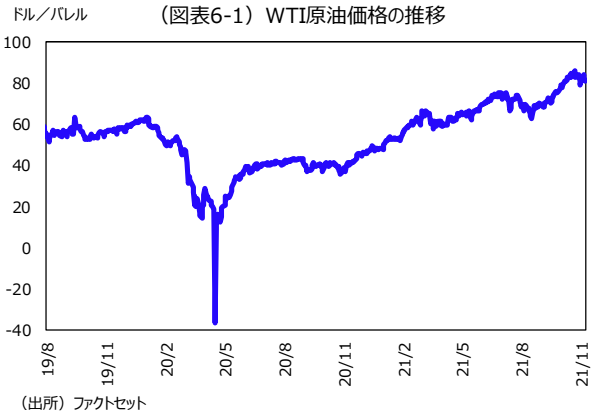
豪州景気は、2023 年にかけて内需主導で回復基調をたどると予想する。ただし、輸出の伸びは弱いとみられるほか、RBA の利上げの可能性も考慮すれば、回復ペースは緩やかなものにとどまるとみる。（担当：前田）

６．原油相場見通し

原油価格は約７年ぶりの水準に

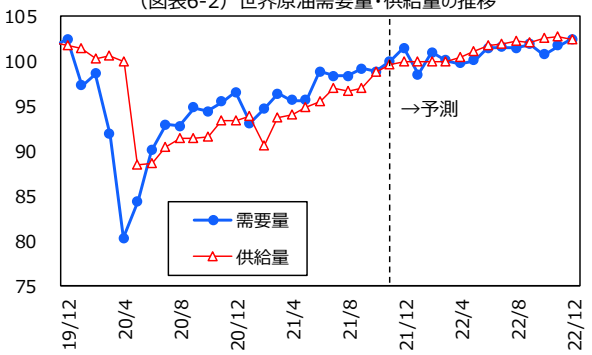
WTI（ウエスト・テキサス・インターミディエート）原油先物価格は、2021 年 10 月に 85 ドル／バレルを約 7 年ぶりに上回った（図表 6-1）。8 月末に米ルイジアナ州を襲ったハリケーン「アイダ」により米国の一部地域で原油生産が停止したほか、10 月の OPEC プラス閣僚級会合で、11 月の増産幅を OPEC プラスがもともと取り決めていた月 40 万バレル／日以上に拡大しなかったことで、供給不足が不安視されたことが押し上げ要因となった。加えて、欧州の天然ガス価格高騰により石油に代替需要が発生したことも、さらなる需給の引き締まりを意識させ、価格上昇に拍車をかけた。

（図表6-1）WTI原油価格の推移



（出所）ファクトセット

（図表6-2）世界原油需要量・供給量の推移



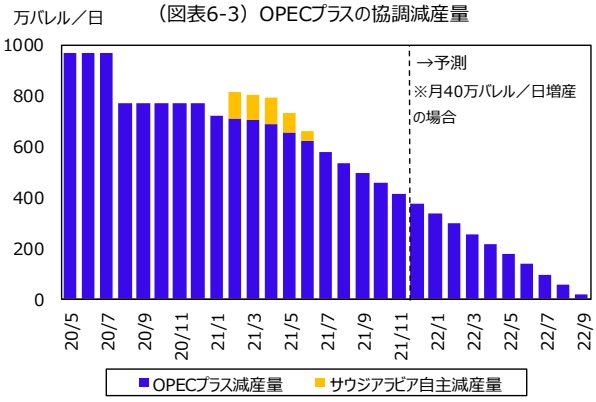
（出所）EIA「Short-Term Energy Outlook」

EIA（米エネルギー省）が 11 月に公表した「Short-Term Energy Outlook」（以下“Outlook”）の世界の原油需要量を見ると、2022 年末にかけて緩やかな増加傾向が続く見通しである（図表 6-2）。コロナの新たな変異株登場による感染再拡大のリスクは残るものの、先進国を中心にワクチン接種が進展しているほか、治療薬の開発も進んでいる。欧米では「With コロナ」の経済運営手法が確立されつつあり、以前のような強力な行動制限措置が発動される可能性は低いとみる。今後の世界景気は、緩やかながらも回復傾向で推移することが見込まれ、原油需要も増加基調をたどると予想する。

OPEC プラスの増産幅拡大の有無が鍵か

Outlook で供給動向を見ると、こちらも増加傾向での推移が予想されている。ただ、供給の増加ペースは、足元の価格上昇要因になっている OPEC プラスの協調減産の動向次第で変わってくる可能性が高い。OPEC プラスは、今年 7 月の会合で 8 月以降の増産幅を月 40 万バレル／日とする方針に合意した。この方針を今後も維持した場合、協調減産の終了は 2022 年 9 月頃になると見込まれる（図表 6-3）。米国は、ガソリン価格の上昇により企業や家計の負担が増していることから、OPEC プラスに増産幅拡大を要請している。しかしながら、現時点では OPEC プラスがこの要請に応じるかどうかは不透明である。サウジアラビアが増産幅の拡大に消極的な姿勢を見せているほか、一部のアフリカ諸国の加盟国は設備の保守作業の影響などもあり、

（図表6-3）OPECプラスの協調減産量



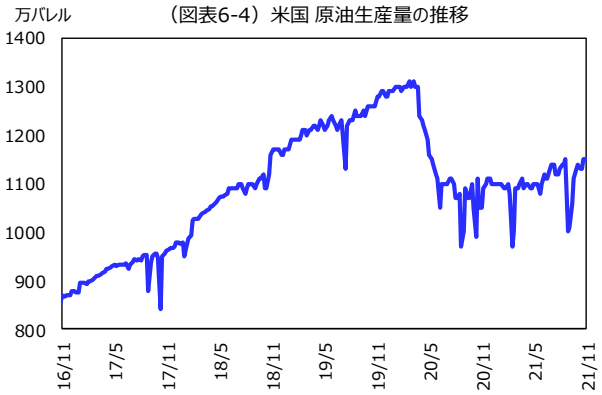
（出所）各種報道資料等より明治安田総研作成

現在取り決められている増産量すら遵守できていない状況である。これらの国々の代わりに生産余力のある加盟国が増産するにしても、配分などの調整には時間がかかる可能性がある。今年に入ってから行なわれた増産に向けた話し合いでは、たびたび加盟国同士の意見対立が見られている。全会一致を基本とするOPECプラスのルールも増産幅拡大の障害になることが予想される。

米国の原油生産の増加には時間がかかる

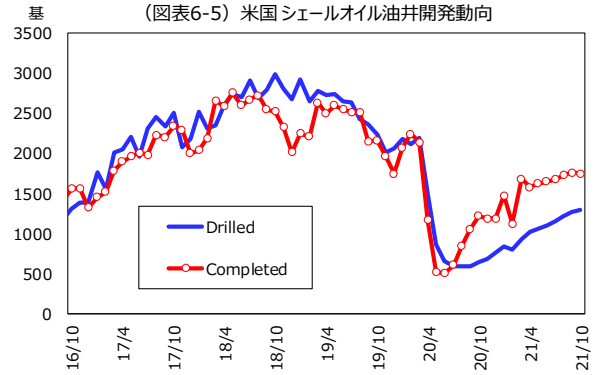
米国の原油生産量は、昨年コロナの影響により落ち込んだ後、1,100 万バレル／日近辺での推移が続いている（図表 6-4）。シェールオイルの開発動向を見ると、「掘削段階に当たるリグ稼働数（Drilled）」、「完成した油井数（completed）」はともに持ち直しの動きが続いているが、コロナ前の水準には程遠い状況である（図表 6-5）。バイデン大統領の就任以降、世界的な潮流である脱炭素化を米国も進めており、環境汚染が懸念されるフラッキング（水圧破砕法）により開発・生産するシェールオイルに対する投資には、厳しい目線が注がれている。今後もリグ稼働数の増加は緩やかなペースにとどまるとみられ、シェールオイル生産の本格回復には時間がかかることが予想される。

（図表6-4）米国 原油生産量の推移



（出所）EIAより明治安田総研作成

（図表6-5）米国 シェールオイル油井開発動向



（出所）EIAより明治安田総研作成

なお、今年 8 月にイランのライシ大統領が就任して以来休止していた、「イラン核合意」の立て直しに向けた協議は、11 月 29 日に再開することが発表された。もっとも、ライシ氏は、米国に対してイラン産原油の輸入禁止措置を含む経済制裁の全面解除などを要求するとされており、交渉は難航することが予想される。米国の制裁解除に伴うイランの原油生産量の増加がいつになるかは不透明感が高い。

原油価格の低下は来春以降

今後も世界経済は概ね堅調な推移が見込まれ、2022 年末にかけての原油需要は緩やかな増加基調が続くとみる。供給も基本的には増加傾向での推移を見込むが、OPEC プラスが増産幅拡大に踏み切るかは見通せない。さらに、シェールオイルの生産回復も遅れることが予想される。冬場における暖房需要の増加を考慮すると、少なくとも 2022 年 1－3 月期までは原油価格は高止まりすると予想する。もっとも、2022 年 9 月頃には OPEC プラスの協調減産が終了する見込みであるほか、シェールオイルの生産も少しずつ回復に向かうことが予想される。暖房需要も落ち着く 2022 年 4－6 月期以降、原油価格は低下傾向で推移するとみる。（担当：前田）

※本レポートは、明治安田総合研究所が情報提供資料として作成したものであり、いかなる契約の締結や解約を目的としたものではありません。掲載内容について細心の注意を払っていますが、これによりその情報に関する信頼性、正確性、完全性などについて保証するものではありません。掲載された情報を用いた結果生じた直接的、間接的トラブルや損失、損害については、一切の責任を負いません。またこれらの情報は、予告なく掲載を変更、中断、中止することがあります。

●照会先●　株式会社 明治安田総合研究所　　〒102-0073 東京都千代田区九段北3－2－11 TEL03-6261-7947