2022年5月23日

２０２２－２０２３年度経済見通しについて

～エネルギー価格高騰に怯える世界経済～

株式会社明治安田総合研究所（社長　神田 智尚）は、２０２２年１－３月期のＧＤＰ速報値の発表を踏まえ、２０２２－２０２３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：　２０２２年度 ２．０％　２０２３年度 １．６％

名目ＧＤＰ成長率：　２０２２年度 １．８％　２０２３年度 ２．５％

２．要点

①ウクライナ情勢の先行きは依然として不確実性が高い。EU がエネルギー関連取引に制裁の幅を広げてきたことで、年後半にかけ、原油や天然ガスの価格が再び高騰するリスクは残る。ただ、西側諸国はエネルギーの代替供給と価格安定には十分配慮しながら取り組む姿勢を示している。エネルギー価格の高騰が避けられれば、2022 年の後半にかけ、世界経済は徐々に安定に向かう展開が期待できる。

②米国経済は、供給制約の緩和と利上げの進展に伴い、2023 年にかけてインフレ圧力が緩和、ソフトランディングに成功する。2022 年末の FF レートの上限は 3%に到達するが、2023 年には利上げの打ち止めが視野に入る。欧州は、ロシアに絡んだ地政学リスクの影響を受けやすい状況が続くが、景気は緩やかな回復傾向を維持すると予想する。政策金利は 2023 年中に 0.75%まで引き上げられよう。中国景気は、ゼロコロナポリシーと不動産市場の低迷が続くなか、低空飛行が続くものの、共産党大会が開催される秋口にかけて、やや持ち直す展開を予想する。

③日本経済は、個人消費の反動増が 4－6 月期の景気をけん引するが、その勢いは、エネルギーや食品価格の上昇で一部相殺される。物価上昇は年度を通じ個人消費の圧迫要因となる。中国経済の低迷が続くなか、輸出にも景気のけん引役は期待できない。反動増が一巡する夏場以降、成長率は潜在成長率にさや寄せされる形で再び鈍化に向かうと予想する。黒田日銀総裁下で金融政策が大きく変更される可能性は低いが、2023 年中には正常化に向けたなんらかの修正が施される可能性を見込む。

＜主要計数表＞

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

※前回は２０２２年２月時点の予想

ご照会先　㈱明治安田総合研究所 経済調査部
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
＜序＞ウクライナ情勢を受けた シナリオ再構築	フェロー　チーフエコノミスト 小玉　祐一	P5～P7
日本経済見通し	フェロー　チーフエコノミスト 小玉　祐一	P8～P19
米国経済見通し	エコノミスト　　伊藤　　基	P20～P25
欧州経済見通し	エコノミスト　　前田　和孝	P26～P31
中国経済見通し	シニアエコノミスト 大広　泰三	P32～P36
豪州経済見通し	エコノミスト　　前田　和孝	P37～P38
原油相場見通し	エコノミスト　　前田　和孝	P39～P40

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 予測	2023年度 予測	2021年度		2022年度 予測				2023年度 予測			
					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	▲ 4.5%	2.1%	**2.0%**	**1.6%**	0.9%	▲ 0.2%	**1.1%**	**0.6%**	**0.4%**	**0.4%**	**0.4%**	**0.4%**	**0.3%**	**0.2%**
前期比年率	▲ 4.5%	2.1%	**2.0%**	**1.6%**	3.8%	▲ 1.0%	**4.5%**	**2.5%**	**1.5%**	**1.7%**	**1.7%**	**1.4%**	**1.2%**	**0.8%**
前年同期比	▲ 4.5%	2.1%	**2.0%**	**1.6%**	0.4%	0.2%	**1.0%**	**2.4%**	**1.8%**	**2.5%**	**1.9%**	**1.6%**	**1.5%**	**1.3%**
民間最終消費支出	▲ 5.4%	2.6%	**3.3%**	**1.4%**	2.5%	▲ 0.0%	**1.6%**	**0.6%**	**0.4%**	**0.4%**	**0.3%**	**0.3%**	**0.3%**	**0.2%**
民間住宅投資	▲ 7.8%	▲ 1.6%	**▲ 0.2%**	**1.4%**	▲ 1.2%	▲ 1.1%	**0.6%**	**0.8%**	**0.5%**	**0.4%**	**0.3%**	**0.2%**	**0.2%**	**0.2%**
民間設備投資	▲ 7.5%	1.3%	**2.5%**	**3.0%**	0.4%	0.5%	**1.0%**	**1.1%**	**0.9%**	**0.7%**	**0.7%**	**0.7%**	**0.6%**	**0.5%**
政府最終消費支出	2.5%	2.0%	**0.7%**	**0.3%**	▲ 0.3%	0.6%	**0.1%**	**0.1%**	**▲ 0.1%**	**0.1%**	**0.1%**	**0.1%**	**0.1%**	**0.1%**
公的固定資本形成	5.1%	▲ 9.3%	**▲ 3.3%**	**1.6%**	▲ 4.7%	▲ 3.6%	**1.4%**	**0.8%**	**0.4%**	**0.2%**	**0.7%**	**0.3%**	**0.2%**	**0.2%**
財貨・サービスの輸出	▲ 10.2%	12.5%	**2.8%**	**2.7%**	0.9%	1.1%	**0.2%**	**1.0%**	**0.8%**	**0.7%**	**0.7%**	**0.6%**	**0.5%**	**0.5%**
財貨・サービスの輸入	▲ 6.5%	7.2%	**3.8%**	**2.1%**	0.3%	3.4%	**0.2%**	**0.8%**	**0.6%**	**0.5%**	**0.5%**	**0.5%**	**0.5%**	**0.5%**
名目GDP	▲ 3.9%	1.1%	**1.8%**	**2.5%**	0.3%	0.1%	**0.8%**	**0.5%**	**0.8%**	**0.7%**	**0.6%**	**0.6%**	**0.5%**	**0.4%**
GDPデフレーター（前年比）	0.6%	▲ 1.0%	**▲ 0.3%**	**0.9%**	▲ 1.3%	▲ 0.4%	**▲ 0.8%**	**▲ 0.7%**	**0.4%**	**0.3%**	**0.8%**	**1.2%**	**0.9%**	**0.8%**

（前期比寄与度）

	2020年度	2021年度	2022年度 予測	2023年度 予測	2021年度		2022年度 予測				2023年度 予測			
					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	▲ 4.5%	2.1%	**2.0%**	**1.6%**	0.9%	▲ 0.2%	**1.1%**	**0.6%**	**0.4%**	**0.4%**	**0.4%**	**0.4%**	**0.3%**	**0.2%**
民間最終消費支出	▲ 3.0%	1.3%	**1.8%**	**0.8%**	1.3%	▲ 0.0%	**0.9%**	**0.3%**	**0.2%**	**0.2%**	**0.2%**	**0.2%**	**0.2%**	**0.1%**
民間住宅投資	▲ 0.3%	▲ 0.1%	**▲ 0.0%**	**0.0%**	▲ 0.0%	▲ 0.0%	**0.0%**	**0.0%**	**0.0%**	**0.0%**	**0.0%**	**0.0%**	**0.0%**	**0.0%**
民間設備投資	▲ 1.2%	0.2%	**0.4%**	**0.5%**	0.1%	0.1%	**0.2%**	**0.2%**	**0.1%**	**0.1%**	**0.1%**	**0.1%**	**0.1%**	**0.1%**
政府最終消費支出	0.5%	0.4%	**0.2%**	**0.1%**	▲ 0.1%	0.1%	**0.0%**	**0.0%**	**▲ 0.0%**	**0.0%**	**0.0%**	**0.0%**	**0.0%**	**0.0%**
公的固定資本形成	0.3%	▲ 0.5%	**▲ 0.2%**	**0.1%**	▲ 0.2%	▲ 0.2%	**0.1%**	**0.0%**	**0.0%**	**0.0%**	**0.0%**	**0.0%**	**0.0%**	**0.0%**
民間在庫品増加	▲ 0.2%	▲ 0.0%	**▲ 0.1%**	**0.0%**	▲ 0.2%	0.2%	**▲ 0.2%**	**▲ 0.0%**	**▲ 0.0%**	**0.0%**	**0.0%**	**0.0%**	**▲ 0.0%**	**▲ 0.0%**
純輸出	▲ 0.6%	0.8%	**▲ 0.2%**	**0.1%**	0.1%	▲ 0.4%	**▲ 0.0%**	**0.0%**	**0.0%**	**0.0%**	**0.0%**	**0.0%**	**▲ 0.0%**	**▲ 0.0%**
財貨・サービスの輸出	▲ 1.7%	2.0%	**0.5%**	**0.5%**	0.2%	0.2%	**0.0%**	**0.2%**	**0.2%**	**0.1%**	**0.1%**	**0.1%**	**0.1%**	**0.1%**
財貨・サービスの輸入	1.1%	▲ 1.2%	**▲ 0.7%**	**▲ 0.4%**	▲ 0.1%	▲ 0.6%	**▲ 0.0%**	**▲ 0.2%**	**▲ 0.1%**	**▲ 0.1%**	**▲ 0.1%**	**▲ 0.1%**	**▲ 0.1%**	**▲ 0.1%**

（兆円、2015年暦年連鎖価格）

	2020年度	2021年度	2022年度 予測	2023年度 予測	2021年度		2022年度 予測				2023年度 予測			
					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	525.7	537.0	**547.9**	**556.5**	539.2	537.9	**543.8**	**547.1**	**549.2**	**551.6**	**553.9**	**555.9**	**557.5**	**558.6**
民間最終消費支出	283.0	290.2	**299.9**	**304.1**	293.1	293.0	**297.7**	**299.6**	**300.6**	**301.8**	**302.8**	**303.7**	**304.6**	**305.2**
民間住宅投資	18.8	18.5	**18.5**	**18.7**	18.4	18.2	**18.3**	**18.4**	**18.5**	**18.6**	**18.7**	**18.7**	**18.7**	**18.8**
民間設備投資	83.9	85.0	**87.1**	**89.7**	84.5	85.0	**85.8**	**86.7**	**87.6**	**88.2**	**88.8**	**89.4**	**90.0**	**90.4**
政府最終消費支出	113.8	116.1	**116.9**	**117.3**	116.0	116.7	**116.9**	**117.0**	**116.8**	**117.0**	**117.1**	**117.2**	**117.4**	**117.5**
公的固定資本形成	29.5	26.8	**25.9**	**26.3**	26.3	25.3	**25.7**	**25.9**	**26.0**	**26.0**	**26.2**	**26.3**	**26.3**	**26.4**
民間在庫品増加	0.5	0.4	**0.1**	**0.3**	▲ 0.2	0.9	**0.1**	**0.0**	**0.0**	**0.1**	**0.3**	**0.4**	**0.3**	**0.2**
純輸出	▲ 4.0	0.6	**▲ 0.4**	**0.2**	1.6	▲ 0.7	**▲ 0.7**	**▲ 0.5**	**▲ 0.4**	**▲ 0.1**	**0.1**	**0.2**	**0.2**	**0.1**
財貨・サービスの輸出	92.2	103.7	**106.6**	**109.5**	103.9	105.0	**105.3**	**106.3**	**107.1**	**107.9**	**108.6**	**109.3**	**109.8**	**110.3**
財貨・サービスの輸入	96.2	103.2	**107.1**	**109.3**	102.3	105.7	**106.0**	**106.8**	**107.5**	**108.0**	**108.5**	**109.1**	**109.6**	**110.2**

2. 主要指標予測

			→ 予測		→ 予測									
	2020年度	2021年度	2022年度	2023年度	2021年度		2022年度				2023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)	▲ 9.6%	5.8%	**2.9%**	**2.7%**	0.9%	▲ 0.6%	**▲ 0.3%**	**3.3%**	**4.4%**	**4.6%**	**4.4%**	**3.2%**	**2.0%**	**1.3%**
消費者物価指数(除く生鮮食品、前年比)	▲ 0.4%	0.1%	**1.9%**	**0.8%**	0.4%	0.6%	**2.0%**	**1.9%**	**2.0%**	**1.8%**	**1.4%**	**0.9%**	**0.6%**	**0.5%**
貿易収支(季調値、兆円)	1.1	▲ 5.2	**▲ 8.9**	**▲ 6.1**	▲ 1.3	▲ 2.8	**▲ 2.5**	**▲ 2.3**	**▲ 2.1**	**▲ 2.0**	**▲ 1.7**	**▲ 1.5**	**▲ 1.5**	**▲ 1.4**
経常収支(季調値、兆円)	15.9	12.6	**7.1**	**11.0**	2.8	2.3	**1.0**	**1.4**	**2.1**	**2.6**	**2.6**	**2.7**	**2.7**	**2.9**
完全失業率(季調値:平均)	2.9%	2.8%	**2.7%**	**2.5%**	2.7%	2.7%	**2.7%**	**2.7%**	**2.6%**	**2.6%**	**2.6%**	**2.5%**	**2.5%**	**2.5%**
WTI原油価格($/バレル、※)	42	77	**100**	**91**	75	101	**105**	**100**	**100**	**95**	**95**	**90**	**90**	**90**

※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

				→ 予測		→ 予測								
		2020年	2021年	2022年	2023年	2021年	2022年				2023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%	5.7%	**2.6%**	**2.0%**	6.9%	▲ 1.4%	**2.3%**	**3.2%**	**2.6%**	**2.0%**	**1.4%**	**1.4%**	**1.3%**
	個人消費支出	▲ 3.8%	7.9%	**3.3%**	**2.1%**	2.5%	2.7%	**3.3%**	**3.0%**	**2.7%**	**2.0%**	**1.5%**	**1.4%**	**1.4%**
	住宅投資	6.8%	9.2%	**▲ 2.0%**	**▲ 1.2%**	2.2%	2.1%	**▲ 3.0%**	**▲ 4.0%**	**▲ 2.0%**	**▲ 1.0%**	**0.0%**	**0.5%**	**1.1%**
	設備投資	▲ 5.3%	7.4%	**5.9%**	**3.7%**	2.9%	9.2%	**7.0%**	**6.0%**	**4.0%**	**3.5%**	**2.5%**	**2.2%**	**2.0%**
	在庫(寄与度)	▲ 0.5%	0.4%	**0.8%**	**▲ 0.4%**	5.3%	▲ 0.8%	**▲ 0.4%**	**▲ 0.4%**	**▲ 0.4%**	**▲ 0.4%**	**▲ 0.4%**	**▲ 0.4%**	**▲ 0.4%**
	純輸出(寄与度)	▲ 0.3%	▲ 1.4%	**▲ 1.4%**	**0.1%**	▲ 0.2%	▲ 3.2%	**▲ 0.7%**	**0.4%**	**0.2%**	**0.2%**	**0.1%**	**0.2%**	**0.1%**
	輸出	▲ 13.6%	4.5%	**4.7%**	**6.0%**	22.3%	▲ 5.9%	**6.0%**	**9.0%**	**7.0%**	**6.0%**	**5.0%**	**4.5%**	**3.5%**
	輸入	▲ 8.9%	14.0%	**10.6%**	**2.9%**	17.9%	17.7%	**7.5%**	**3.5%**	**3.0%**	**2.5%**	**2.5%**	**1.9%**	**1.8%**
	政府支出	2.5%	0.5%	**▲ 0.7%**	**1.6%**	▲ 2.6%	▲ 2.7%	**1.0%**	**2.0%**	**1.7%**	**1.7%**	**1.6%**	**1.6%**	**1.6%**
	失業率(※)	8.1%	5.4%	**3.5%**	**3.6%**	4.2%	3.8%	**3.5%**	**3.4%**	**3.4%**	**3.4%**	**3.5%**	**3.6%**	**3.7%**
	CPI(総合、※)	1.2%	4.7%	**7.4%**	**3.2%**	6.7%	8.0%	**8.1%**	**7.5%**	**6.0%**	**4.0%**	**3.5%**	**2.8%**	**2.5%**
	政策金利(誘導目標上限、期末値)	0.25%	0.25%	**3.00%**	**3.50%**	0.25%	0.50%	**1.50%**	**2.50%**	**3.00%**	**3.50%**	**3.50%**	**3.50%**	**3.50%**
ユーロ圏	実質GDP成長率(前期比)	▲ 6.4%	5.4%	**2.4%**	**2.1%**	0.3%	0.3%	**0.0%**	**0.3%**	**0.6%**	**0.6%**	**0.5%**	**0.5%**	**0.4%**
	家計消費	▲ 7.9%	3.5%	**2.9%**	**2.1%**	▲ 0.3%	**▲ 0.6%**	**0.5%**	**0.6%**	**0.5%**	**0.5%**	**0.5%**	**0.4%**	**0.4%**
	政府消費	1.1%	3.9%	**1.0%**	**0.4%**	0.5%	**0.2%**	**▲ 0.4%**	**0.2%**	**0.1%**	**0.1%**	**0.1%**	**0.1%**	**0.1%**
	固定投資	▲ 7.0%	4.2%	**3.7%**	**3.0%**	3.4%	**0.7%**	**0.3%**	**0.5%**	**0.7%**	**0.9%**	**0.8%**	**0.7%**	**0.7%**
	純輸出(寄与度)	▲ 0.3%	1.3%	**▲ 0.3%**	**0.3%**	▲ 0.6%	**0.2%**	**▲ 0.2%**	**0.1%**	**0.2%**	**0.1%**	**0.0%**	**0.1%**	**0.0%**
	輸出	▲ 9.1%	11.0%	**5.7%**	**6.7%**	2.8%	**0.8%**	**0.6%**	**1.0%**	**0.9%**	**0.8%**	**0.7%**	**0.7%**	**0.5%**
	輸入	▲ 9.0%	8.8%	**3.2%**	**2.8%**	4.6%	**0.4%**	**0.9%**	**0.8%**	**0.7%**	**0.7%**	**0.7%**	**0.6%**	**0.5%**
	失業率(※)	8.0%	7.7%	**7.1%**	**7.1%**	7.0%	6.8%	**7.0%**	**7.2%**	**7.3%**	**7.2%**	**7.1%**	**7.0%**	**7.0%**
	CPI(総合、※)	0.3%	2.6%	**6.5%**	**2.7%**	5.0%	7.4%	**7.5%**	**6.7%**	**5.0%**	**3.0%**	**2.6%**	**2.2%**	**1.9%**
	政策金利(期末値)	▲0.50%	▲0.50%	**0.25%**	**0.75%**	▲0.50%	▲0.50%	**▲0.50%**	**0.00%**	**0.25%**	**0.50%**	**0.75%**	**0.75%**	**0.75%**
英国	実質GDP成長率(前期比)	▲ 9.4%	7.5%	**3.7%**	**1.3%**	1.3%	0.8%	**0.0%**	**0.4%**	**0.1%**	**0.4%**	**0.4%**	**0.3%**	**0.3%**

※暦年は平均値、四半期は期末値を記載

＜序＞ウクライナ情勢を受けたシナリオ再構築

ウクライナ侵攻を受けたシナリオ再構築

ロシアのウクライナ侵攻から3ヵ月近く経った現在でも、先行きの不確実性はなお高い。ここでは、現時点で蓋然性が高いと考えられるメインシナリオと、注意すべきリスクシナリオを再構築する。

各国経済への影響は、実体経済を直接介した波及経路よりも、金融市場やエネルギー価格経由の経路がメインになる。特にエネルギーの大部分を輸入に頼る日本経済は、他の主要国と比べてもエネルギー価格の高騰に弱い。米国にとっては、ただでさえ高まっているインフレ圧力に拍車をかけることから、FRB（米連邦準備制度理事会）の利上げペースの加速が追加的なリスクになる。日本ではこれまでどおり、インフレ圧力というよりも、実質所得の減少を通じた景気後退圧力として働くことになろう。

ベースラインシナリオ　～ウクライナの戦線膠着～　　示現確率：６０％

＜シナリオの前提＞

ロシアとウクライナの停戦合意が早期に成立する。もしくは、戦闘自体は長引き膠着状態に陥るものの、西側諸国のエネルギー価格安定化策がある程度奏功することで、原油や天然ガス価格の一段の高騰が避けられる。金融市場のウクライナ情勢への関心は薄れ、ボラティリティが縮小する。

＜世界経済の概況＞

2022年の原油価格は一段の高騰を免れ、2023年には100ドル／バレルを割り込む。穀物価格も次第に安定する。米国では、供給制約の緩和と利上げの進展に伴い、2023年にかけてインフレ率は徐々に低下、ソフトランディングが見えてくる。2022年のFFレートは上限で3%に到達するが、2023年には利上げの打ち止めが視野に入る。欧州は、ロシアに絡んだ地政学リスクの影響を受けやすい状況が続くが、景気は緩やかな回復傾向を維持すると予想する。ECB（欧州中央銀行）は2022年に3回、2023年に2回、25bpずつ利上げし、預金ファシリティ金利を0.75%まで引き上げると予想する。

中国景気は、ゼロコロナポリシーと不動産市場の低迷が続くなか、低空飛行が続く。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」を実現しようという習近平政権の方針もあり、景気刺激策は限定的な規模にとどまる。

＜日本経済の概況＞

日本経済は、個人消費の反動増が4－6月期の景気をけん引するが、その勢いは、エネルギーや食品価格の上昇で一部相殺される。身の回り品の価格上昇は年度を通じ個人消費の圧迫要因となる。好業績を背景に、賃上げ率は2年ぶりの2%台に回復するものの、中小企業まで広がりを欠く状況は変わらず、個人消費を大きく押し上げるには力不足の状態が続く。中国経済の低迷が続くなか、輸出にも景気のけん引役は期待できないのも痛手となる。個人消費の反動増が一巡する夏場以降、成長率は潜在成長率にさや寄せされる形で再び鈍化に向かう。黒田日銀総裁下で金融政策が大きく変更される可能性は低いが、2023年中には、新総裁の下で正常化に向けた一歩を踏み出すとみる。

リスクシナリオ１　～ウクライナ戦闘激化で物価高騰～　示現確率：２０％

＜シナリオの前提＞

ウクライナ軍の反転攻勢が目立つなか、ロシアは劣勢挽回のため、一段と強硬な手段に訴える。NATO（北大西洋条約機構）は関与を強め、ロシアと NATO との間で一触即発の事態に陥る。先進国は対ロシア経済制裁を一段と強化、ロシアも対抗手段を繰り出す。

＜世界経済の概況＞

原油価格は 200 ドル／バレル台に到達する。急騰局面が一巡した後も、150 ドル／バレルを超えた状況が長く続く。ロシアに対するエネルギー依存度の高い欧州経済がまず失速、米株も暴落し、主要先進国が同時不況に陥る。ロシアの公的債務はデフォルト、国内経済はハイパーインフレに近い状態になる。FRB は当初利上げを急ぐが、景気失速とともにインフレが収束に向かうため、年後半は利上げを停止し、逆に利下げに転じる。

＜日本経済の概況＞

原油高に弱い日本経済のダメージは他の先進国よりも大きく、2022 年度は大幅マイナス成長に陥る。日銀は再び国債や ETF を大々的に買い増すなど、金融緩和策を強化する。2023 年の日銀総裁交代後も、出口への展望は開けない状況が続く。

リスクシナリオ２　～FRB の利上げ加速で米景気腰折れ～　示現確率：２０％

＜シナリオの前提＞

米国における労働者不足は解消せず、賃金が一段と上昇に向かう。エネルギー価格の高止まりに加え、資材不足等もインフレ圧力となり続ける。人々のインフレ期待も上昇するなか、FRB は利上げペースを一段と加速。結果として 2023 年の景気が腰折れする。

＜世界経済の概況＞

2022 年中の米景気は回復基調を保つ。2022 年末の FF レートは 4%に達する。インフレ圧力が残るため、景気失速後も容易に利下げに舵を切れず、結果として景気後退が深刻化する。2023 年後半にかけては逆に利下げが進む。主要国の成長率はこぞって鈍化へ向かう。

＜日本経済の概況＞

個人消費の反動増が夏場までの景気を支えるが、外需の失速と株価の軟化で、夏場以降の景気は鈍化する。2022 年度の成長率は小幅マイナスとなり、景気拡張局面は終了する。エネルギー価格や食品価格は高止まりが続くが、日本の場合、一般物価が幅広く上昇する本格的なインフレには至らない。日銀は現状の金融緩和策を継続する。

（図表序-1）ウクライナ情勢を受けた新しい経済シナリオのまとめ

	ベースラインシナリオ ～ウクライナの戦線膠着～	リスクシナリオ１ ～ウクライナ戦闘激化で物価高騰～	リスクシナリオ２ ～FRBの利上げ加速で米景気腰折れ～
シナリオの背景	・ロシアとウクライナの**停戦交渉が成立、もしくは戦局が膠着状態に** ・戦闘は続いても、世界経済に大きな影響を与えないとの見方が強まる	・ウクライナ危機は長期化。ロシアは一段と強硬な手段を繰り出す。NATOも関与を強め、ロシアとの間で一触即発の事態に ・先進国は対ロシア経済制裁を一段と強化。ロシアの**欧州向けパイプラインは稼働停止**	・米国における労働者不足は解消せず。半導体不足も尾を引き、**供給制約がインフレ圧力**となり続ける ・原油価格の高止まりも人々のインフレ期待の高進に拍車をかけ、**FRBは利上げ加速。結果として2023年の景気が腰折れ**
世界経済の概況	・原油価格は2023年にかけ**100ドル/バレルを割り込む**。穀物価格も安定。主要国のインフレ懸念は緩和 ・西側諸国とロシアの政治的な緊張は続くものの、商品相場が落ち着くことで**世界経済は次第に安定** ・FRBは利上げを継続、**年末のFFレートの上限は3%に**。ECBも年後半に利上げ	・原油価格は**200ドル/バレル台**に。急騰局面の一巡後も150ドル/バレルを超えた状況が長く続く ・ロシア依存度の高い欧州経済がまず失速。米株も暴落し、主要先進国が**同時不況**に ・ロシアの公的債務はデフォルト。国内はハイパーインフレに近い状態に ・FRBは当初利上げを急ぐが、景気失速後は**利上げ停止**。今年末までに利下げへ	・2022年末の**FFレートは4%**に。インフレ圧力が残るため、景気失速後も容易に利下げに舵を切れず。結果として株価が暴落し景気が失速する ・2023年は逆に利下げへ舵を切る。主要国の成長率は大きく鈍化へ
日本経済の概況	・4－6月期は個人消費の反動増が顕在化するが、その勢いは、**エネルギーや食品価格上昇が一部相殺** ・2022年度の成長率は**前年比＋2.0%**。2023年度は同＋1.6% ・日銀は2023年度に金融政策の正常化に動く	・原油高に弱い**日本経済のダメージは大**きい。2022年度は大幅マイナス成長に。2023年度も低迷が続く ・日銀は再び国債やETFを大幅に買い増しへ。副作用の大きいマイナス金利の深堀りは実施せず。総裁交代後も出口への展望は開けない状況が続く	・反動増が一巡する夏場以降の景気は鈍化。2022年度の成長率は小幅プラスも、2023年度は小幅**マイナス成長へ** ・日本でもエネルギー関連や食品価格が一段と上昇。ただ、一般物価が幅広く上昇するという意味でのインフレは起きず ・日銀の金融政策は現状維持
金融市場の動向(イメージ)	・年後半の**株価は反発**。米長期金利は**3%近辺**、日本の長期金利は0.2%台で推移。為替相場は**120円/ﾄﾞﾙ台後半～130円/ﾄﾞﾙ台前半**を中心とした推移に ・2023年も株価は堅調、金利と為替は小動き	・2022年の**株価は大幅下落**。米長期金利は上昇の後**1%**近辺まで低下、日本の長期金利は再度マイナスも。為替相場は**100円/ﾄﾞﾙ**まで円高が進む ・2023年も株価は低迷、長期金利は低位での推移、為替相場は円高基調	・2022年の**株価は軟調**。米長期金利は**4%**以上に。日本の長期金利は**0.25%**に張り付いた状態。為替相場は**140円/ﾄﾞﾙ**に迫る ・2023年は世界的な金利低下とドル安、株安が進む

(出所)明治安田総研作成

次ページ以降では、各国の経済見通しについてベースラインシナリオを中心に解説する。

１．日本経済見通し

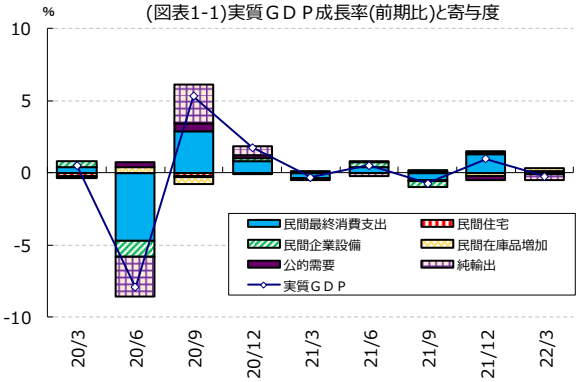
＜要　　約＞

1－3 月期の日本の実質 GDP 成長率は前期比▲0.2%（年率換算：▲1.0%）と、2 四半期ぶりにマイナスに転じた。まん延防止等重点措置が全国的に拡大していた時期だったこともあり、民間最終消費支出の落ち込みが広く予想されていたが、意外にもほぼ横ばいにとどまった。新規感染者数の減少に伴い、2 月後半以降、すでに個人消費が回復に向かっていたことを反映したと考えられる。4－6 月期も個人消費の反動増局面が続き、景気をけん引するだろう。

ただ、その勢いは、エネルギーや食品価格の上昇で一部相殺されることになろう。物価上昇は 2022 年度を通じ、個人消費の圧迫要因になる可能性が高い。好業績を背景に、賃上げ率は 2 年ぶりの 2%台に回復するものの、中小企業まで広がりを欠く状況は変わらず、個人消費を大きく押し上げるには力不足の状態が続くだろう。中国経済の低迷が続くなか、輸出にも景気のけん引役は期待できない。個人消費の反動増が一巡する夏場以降、実質成長率は再び鈍化に向かうと予想する。2023 年度にかけても景気回復基調は維持されるとみるものの、これまで同様、実感と勢いを欠く状況が続くだろう。

個人消費の回復を示唆した 1－3 月期 GDP

1－3 月期の日本の実質 GDP 成長率は前期比▲0.2%（年率換算：▲1.0%）と、2 四半期ぶりにマイナスに転じた（図表 1-1）。事前の市場予想（前期比▲0.4%、年率換算▲1.8%、当社予想も同じ）を小幅上回った。まん延防止等重点措置が全国的に拡大していた時期だったことから、当研究所は民間最終消費支出の大きめのマイナス寄与を予想していたが、意外にもほぼ横ばいだった。新規感染者数の減少に伴い、まん延防止等重点措置の終了前からすでに個人消費が回復に向かっていたことを反映したと考えられる。



(出所)内閣府「四半期別ＧＤＰ速報」

最もマイナス寄与度が大きかった需要項目は、公的固定資本形成（前期比▲3.6%、寄与度▲0.2%）であった。これで 5 四半期連続のマイナスで、直近 4 四半期は年率で二桁のマイナスが続いている。公共工事の予算自体は、このところ毎年ほぼ同額が確保されているが、後述するように、震災復興関連工事や、西日本豪雨関連の復旧工事がピークアウトした影響が現れた形である。

需要項目ではないが、輸入（前期比＋3.4%、寄与度▲0.6%）が大きく伸びたことも、寄与度上はマイナスに働いた。最終需要が前期比▲0.5%と冴えなかったにもかかわらず、輸入が大きく伸びたのは不自然にも感じるが、東南アジア等におけるオミクロン株流行で滞っていた部品輸入が、年明け以降、持ち直しつつある様子を反映した可能性がある。

逆にプラス寄与度の大きかった需要項目は、民間在庫（寄与度＋0.2%）と輸出（前期比＋1.1%、寄与度＋0.2%）であった。在庫の増加については、増加した輸入品が在庫として一時的に積み上がっている

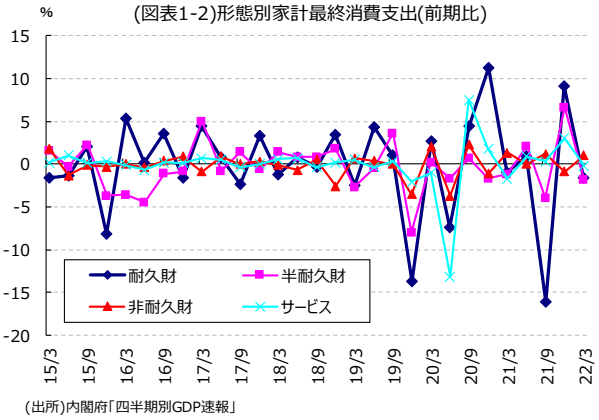
姿を表している可能性がある。

ウクライナ情勢の先行きは依然として不確実性が高い。EU がエネルギー関連取引に制裁の幅を広げてきたことで、年後半にかけ、原油や天然ガスの価格が再び高騰するリスクは残る。ただ、他の西側諸国を含め、エネルギー価格の安定には細心の注意を払ったうえで制裁に取り組んでいる。これがある程度奏功することを前提とした場合、2022 年後半にかけ、世界経済は徐々に安定に向かう展開が期待できる。

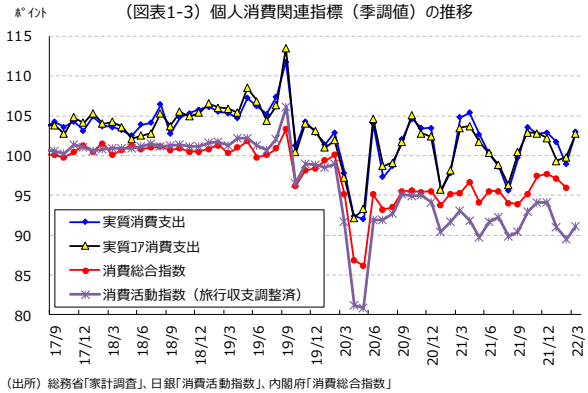
日本経済は、個人消費の反動増が 4－6 月期の景気をけん引するが、その勢いは、エネルギーや食品価格の上昇で一部相殺されよう。物価上昇は年度を通じ個人消費の圧迫要因になると考えられる。好業績を背景に、賃上げ率は 2 年ぶりの 2%台に回復するものの、中小企業まで広がりを欠く状況は変わらず、個人消費を大きく押し上げるには力不足の状態が続くだろう。中国経済の低迷が続くなか、輸出にも景気のけん引役は期待できない。反動増が一巡する夏場以降、成長率は潜在成長率にさや寄せされる形で再び鈍化に向かうと予想する。ただ、2023 年度にかけても景気回復基調は維持されるというのがメインシナリオである。

足元の個人消費は持ち直し

1－3 月期の民間最終消費支出は、前述のとおり前期比▲0.0%（年率換算：▲0.1%）でほぼ横ばいだった。形態別国内家計最終消費支出を見ると（図表 1-2）、耐久財が同▲1.6%（GDP への寄与度：▲0.1%）、半耐久財が同▲1.8%（同▲0.1%）、非耐久財が同＋1.0%（同＋0.2%）、サービスが同▲0.2%（同▲0.1%）という結果で、概ね小動きだった。まん延防止等重点措置が全国的に拡大するなか、飲食・宿泊業などの対面サービス産業を中心に個人消費が落ち込む展開が予想されたが、サービス消費のマイナス幅はさほど大きく拡大しなかった。



(出所)内閣府「四半期別GDP速報」



（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、個人消費に持ち直しの兆しがうかがえる。家計調査における 3 月の季節調整済実質消費支出（二人以上の世帯）は、前月比＋4.1%と、3 ヵ月ぶりのプラスとなった（図表 1-3）。過去 2 ヵ月分のマイナスを上回るプラス幅で、水準的にもまん延防止等重点措置発動前の 12 月の水準を取り戻した。経産省が発表している同月の小売業販売額（季調値）も前月比＋2.0%と、4 ヵ月ぶりのプラスである。すでに 2 月後半以降、人流が回復傾向にあったのに加え、まん延防止等重点措置が 3 月 21 日ですべて解除されたことを反映した動きと考えられる。

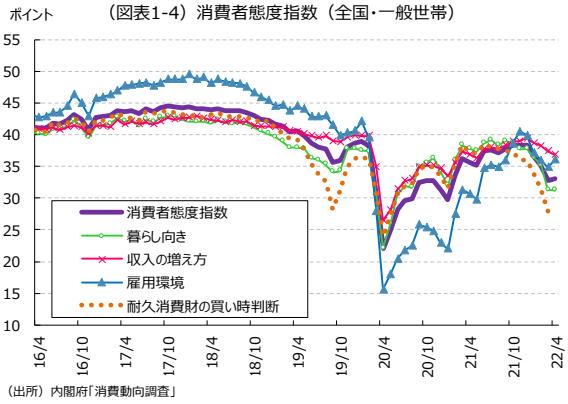
日本百貨店協会が発表した 3 月の百貨店売上高も前年比＋4.6%と、2 ヵ月ぶりのプラスであった。百貨店協会はリリースで、「まん延防止等重点措置の解除による外出機会の増加や消費マインドの高まりに加え、各社が企画した外商催事や会員施策、各種イベントなどが寄与した。春物商材や増勢が続く高額商

品の他、新生活需要を背景にオケージョンアイテムも好調に推移した」と整理している。もっとも、コロナ前の 2019 年 3 月対比では▲17.3%（2 月：同▲24.8%）と、いまだ 2 割近いマイナスである。百貨店業界にとっては、コロナ前のにぎわいは遠い。完全に戻るためには、インバウンドの復活も不可欠になりそうである。

マインド指標は一進一退

コロナ禍での消費マインドはここまで、緊急事態宣言やまん延防止等重点措置が発動されるとともに落ち、解除とともに回復するというパターンを繰り返してきた。回を追うごとに、落ち込み幅が次第に小さくなっていたが、2022 年の年明け以降の落ち込み幅は大きかった（図表 1-4）。まん延防止等重点措置が全国的に広がったのに加え、エネルギー価格や食品価格の値上げが相次ぐなど、マインド面での悪材料が重なったためと考えられる。4 月の消費者態度指数は 33.0 ポイントと、3 月の 32.8 ポイントから小幅改善しているものの、今後の回復ペースには不透明感が漂う。

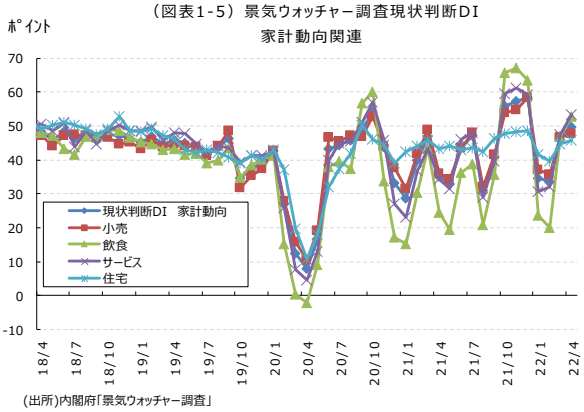
（図表1-4）消費者態度指数（全国・一般世帯）



（出所）内閣府「消費動向調査」

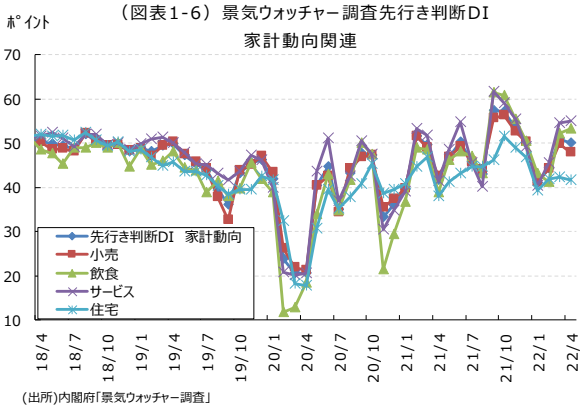
事業者側へのアンケートである景気ウォッチャー調査を見ると、家計動向関連の現状判断 DI は 3、4 月で合計 15.9 ポイント大きく上昇、好不況の境目である 50 が目前に迫った（49.6）。もっとも、オミクロン株の感染拡大直前の昨年 12 月との比較では、まだ▲8.9 ポイントのマイナスである（図表 1-5）。2－3 ヵ月先の状況を尋ねる先行き判断 DI は 50.0 で、前月から▲0.9 ポイント低下した。節目の 50 ポイントは 2 ヵ月連続で達しているものの、3 ヵ月ぶりの低下で、改善基調にブレーキがかかっている（図表 1-6）。ウォッチャーの先行き判断にかかわるコメントを見ると、「客足は若干伸びつつあるが、コロナ禍前の水準と比較するとまだまだ遠く及ばない（北海道＝観光名所）」と、観光客の戻りの鈍さを指摘する声のほか、「原油から始まって、ガソリン等いろいろな物の値上げが目白押しなので、消費には慎重にならざるを得ない（甲信越＝百貨店）」と、物価高を懸念する声が多く上がっている。また、「4 月からの値上げによる買い控えの影響は少ないが、品薄や品切れが続いており、成約に結び付けることができない。以前からの半導体不足による影響に加えて、上海のロックダウンやウクライナ情勢等による影響であり、悪い材料が重なっている（九州＝家電量販店）」と、中国やウクライナ等の海外情勢が、供給制約につながっていると指摘する

（図表1-5）景気ウォッチャー調査現状判断DI
家計動向関連



(出所)内閣府「景気ウォッチャー調査」

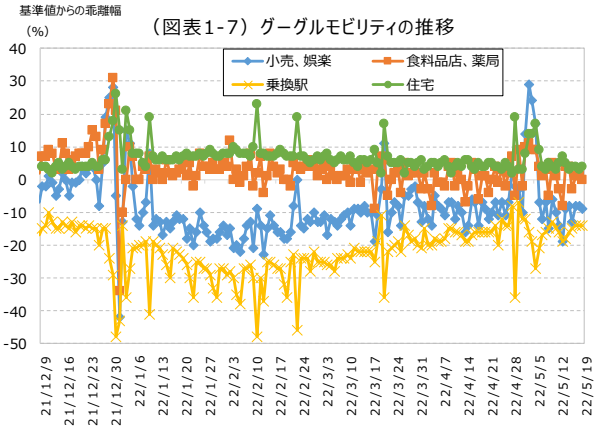
（図表1-6）景気ウォッチャー調査先行き判断DI
家計動向関連



(出所)内閣府「景気ウォッチャー調査」

声もある。こうした不安材料が早期に解消に向かう可能性は低く、個人消費関連のマインド指標が今後急速に回復に向かう展開は期待できない。

携帯の位置情報から作成するグーグルモビリティによると、個人消費との関係が深い「小売・娯楽」（レストラン、カフェ、ショッピングセンター、テーマパーク、博物館、図書館、映画館など）は、昨年 12 月半ばの時点では概ね基準値である 0%前後で推移していた。これが年明け以降、新規感染者数の増加とまん延防止等重点措置の拡大を受けて、基準値から▲20%以上乖離した（図表 1-7）。2 月後半以降、マイナス幅は再び縮小に向かい、GW に入ってからは基準値を大幅に上回る日も出てきている。ただ、均せばマイナス圏を脱し切れていない。新規感染者の減少ペースが鈍いことが、多くの人にとって、いまだに外出に積極的なスタンスを取れない要因になっていると考えられる。



（図表1-7）グーグルモビリティの推移

（出所）Google「コミュニティモビリティレポート」

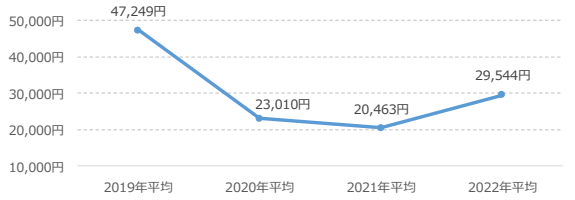
（図表1-8）明治安田生命「家計に関するアンケート調査」の抜粋 その1

＜今年のGWはどのようにして過ごすか＞

	自宅で過ごす	国内旅行	帰省	アウトドア	遊園地・テーマパーク	スポーツ観戦	海外旅行	ボランティア	その他	未定
2022年度	56.0	11.2	5.6	2.9	1.3	0.9	0.5	0.2	2.3	19.2
2021年度	64.1	4.9	4.6	2.3	1.0	0.4	0.4	0.1	2.0	20.1

(出所)明治安田生命

＜今年のGWにいくらくらいお金を使う予定か＞



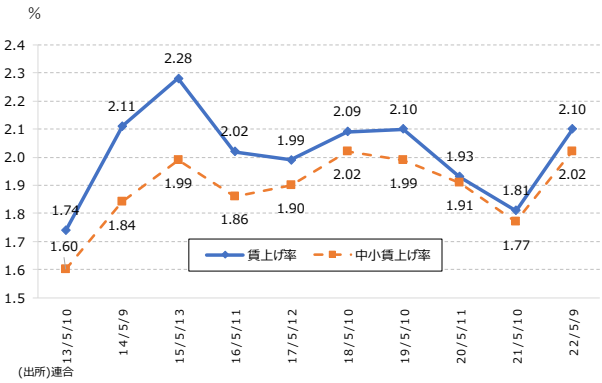
(出所)明治安田生命

短期的にはペントアップディマンドに期待

今後の個人消費は、当面、強弱材料の綱引きが続くが、短期的にはペントアップディマンド（繰越需要）の勢いが、他のマイナス要素を上回る可能性が高い。

明治安田生命が 4 月 25 日にリリースした、家計に関するアンケート調査では、GW の過ごし方で、国内旅行と答えた人が、昨年の 4.9%から 11.2%へと倍増、GW の予算も 20,463 円から 29,544 円へと 1.4 倍に拡大した（図表 1-8）。まん延防止等重点措置の全面解除に加え、今年の GW は長期休暇が取りやすい日並びとなったことが追い風になった。より遠方への旅行を企画する人が増え、国内旅行会社各社は、前年比で軒並み 6～7 割の旅行客の増加を伝えていた。いずれ Go To Travel キャンペーンが再開されれば、鬱積していた旅行需要がさらに活発化する展開も期待できるだろう。

（図表1-9）春闘第5回回答集計結果の年次別推移



(出所)連合

賃上げ率が、低水準ながらも 2 年ぶりに 2%台を回復しそうなことも追い風となる（図表 1-9）。2021 年度の企業業績が大きく改善するなかで、大企業の賃上げ余力は着実に拡大している。政府の賃上げ促進税制も、過大な期待は禁物にしても、あと少しで税額控除の条件に該当する企業の背中をひと押しする効果はありそうである（図表 1-10）。賞与も改善が見込まれ、所得面からの消費下支えが期待できる。

物価上昇は長引く

ただ、懸念されるのはやはり物価上昇である。4月のコアCPI（前年比＋2.1%）とコアコアCPI（同＋0.8%）の差で表されるエネルギー価格の個人消費への下押し圧力は、▲1.3%と依然大きい（図表1-11）。品目別に見ると、電気代が前年比＋21.0%、都市ガス代が同＋23.7%、ガソリンが同＋15.7%で、ガソリンについては補助金効果もあって若干落ち着きを見せているものの、全体としては高止まりが続いている。ウクライナ情勢次第で、原油価格や天然ガス価格がさらに高騰するリスクは残る。また、4月は食料も同＋4.0%の上昇となっている。エネルギーに比べれば上昇幅は小さいが、支出に占める割合が大きい分、家計を圧迫する要因となる。上記の家計に関するアンケート調査では、約9割の人が物価高の影響を感じると答えており（図表1-12）、このうち、最も物価高の影響を感じる費用として、43.2%が食費と答えている。

実際、年明け以降、すでにパンやチーズ、パスタ、牛肉、食用油、味噌など、幅広い品目で値上がりが続いている。エネルギー価格については、ウクライナ情勢次第で逆に下落の可能性もあるが、今後じわじわ出てくるのが円安の影響である。身の回り品からブランド物まで、影響は多岐にわたる。また、4月に約17%上がった小麦の政府売渡価格は、このままであれば、次回10月はより大きく上がる可能性が高い。数ヵ月から半年程度の時間差をおいて、各種の小売価格に転嫁されることを考えると、物価高は少なくともあと1年程度は続く可能性が高い。ペントアップディマンドが期待できるのはせいぜい夏場までであり、それ以降、年末にかけての個人消費は再度息切れ気味の推移をたどる可能性が懸念される。

（図表1-10）賃上げ企業への法人税額控除の拡充

大企業・中堅企業

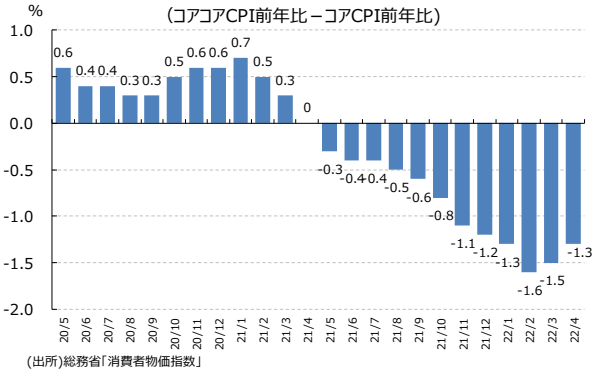
	対象	条件(前年度比)	控除率	
従来	新規採用した従業員給与	2%以上↑	１５%	最大
	教育訓練費	２０%以上↑	＋５%	２０%
新制度	継続雇用の従業員給与	３%以上↑	１５%	最大
		４%以上↑	＋１０%	３０%
	教育訓練費	２０%以上↑	＋５%	

中小企業

従来	従業員全体の給与	１.５%以上↑	１５%	最大
	教育訓練費	１０%以上↑	＋１０%	２５%
新制度	従業員全体の給与	１.５%以上↑	１５%	最大
		２.５%以上↑	＋１５%	４０%
	教育訓練費	１０%以上↑	＋１０%	

（出所）各種報道資料より明治安田総研作成

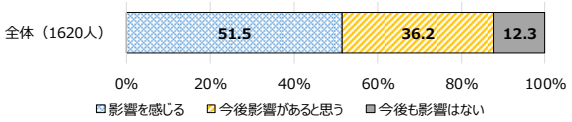
（図表1-11）エネルギー価格の実質個人消費への影響



（出所）総務省「消費者物価指数」

（図表1-12）明治安田生命「家計に関するアンケート調査」の抜粋　その２

<物価高による家計への影響を感じるか>



<最も物価高の影響を感じる費用はどれか>

	食費	ガソリン代	光熱費・水道代	被服代	日用品費	その他
全体(1421人)	43.2%	30.6%	23.2%	0.5%	1.8%	0.7%

（出所）明治安田生命

住宅投資は鈍化方向

1－3月期の民間住宅投資は前期比▲1.1%（年率換算：▲4.3%）と3四半期連続のマイナスとなった。もともと終了予定だった住宅ローン減税の特例措置（2022年度税制改正で延長）の駆け込み需要が昨年の夏場に一巡した影響が残っているのに加え、外出自粛による販売センターへの来店減少、建設資材価格の上昇等が影響したと考えられる。

4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、9地域中4地域で下方修正、1地域で小幅上方修正となった。下方修正された地域では、北海道が「緩やかに持ち直している」から「横ばい圏内の動きとなっている」、東海が「持ち直している」から「横ばい圏内となっている」、近畿が「持

ち直している」から「弱い動きとなっている」、四国が「持ち直しの動きがみられる」から「横ばい圏内の動きとなっている」へとそれぞれ修正されている。10 月と 1 月は 2 回連続で 5 地域が上方修正であった。1 月は全 9 地域で「持ち直し」との表現が用いられていたが、今回は 4 地域で消えており、年明け以降の住宅投資が悪化に転じた様子が示された。

企業からは、「昨年秋の住宅ローン減税期間延長措置の駆け込みの反動から、その後は商談数が減少しており、今年入り後は着工数が減少している（函館）」と、駆け込みの反動を指摘する声のほか、「マンション販売については、感染拡大の影響によるモデルルームへの来場客数の減少から、契約数が落ち込んでいるほか、足もとの資材や土地仕入費の上昇を受けて販売価格が高騰しており、買い手が付いてこなくなっている（名古屋）」と、オミクロン株や諸費用上昇の影響を指摘する声が上がっている。一方で、「持家は、住宅ローン減税特例措置の再開を様子見してか受注は弱い状態が続いているものの、新設された「こどもみらい住宅支援事業」の利用は相応にみられており、住宅購入意欲は大きく削がれていない（神戸＜大阪＞）」、「「こどもみらい住宅支援事業」の導入効果などから相応の受注残を抱えている（高松）」など、政府の政策が下支えになっているとの声もある。

（図表1-13）2022年度税制改正における住宅ローン減税の延長

入居年			2021年（含特例措置）	2022・2023年	2024・2025年
控除率			1．0％	0．7％	
借入限度額	新築住宅・買取再販	長期優良住宅・低炭素住宅	5000万円		4500万円
		ZEH水準省エネ住宅	4000万円	4500万円	3500万円
		省エネ基準適合住宅		4000万円	3000万円
		その他の住宅		3000万円	0円（注１）
	既存住宅	長期優良住宅・低炭素住宅	4000万円（消費税非課税取得は2000万円）	3000万円	
		ZEH水準省エネ住宅			
		省エネ基準適合住宅			
		その他の住宅		2000万円	
控除期間		新築住宅・買取再販	13年	13年（注2）	
		既存住宅		10年	
所得要件（年収）			3000万円	2000万円	
床面積要件			50㎡（新築の場合、2023年までに建築確認：40㎡（所得要件1000万円））		

（注1）2023年までに新築の建築確認がされている場合2000万円
（注2）「その他の住宅」は、2024年以降の入居の場合、10年
（出所）国土交通省「令和４年度 国土交通省税制改正概要」等より明治安田総研作成

駆け込みの要因となっていた住宅ローンの控除期間延長（10 年→13 年）等の特例措置は、当初、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た。1 月のさくらレポートで住宅投資が上方修正されたのも、駆け込みの勢いが残っていたことを反映していた可能性があり、方向性としてはすでに減速傾向にあったと考えられる。

（図表1-14）こどもみらい住宅支援事業の概要

対象住宅・工事		補助額
子育て世帯・若者夫婦世帯による住宅の新築	①ZEH、Nearly ZEH、ZEH Ready 又は ZEH Oriented（強化外皮基準かつ再エネを除く一次エネルギー消費量から▲20%に適合するもの）	100万円/戸
	②高い省エネ性能等を有する住宅（認定長期優良住宅、認定低炭素住宅、性能向上計画認定住宅）	80万円/戸
	③一定の省エネ性能を有する住宅（断熱等級４かつ一次エネ等級４を満たす住宅）	60万円/戸
住宅のリフォーム	①（必須）住宅の省エネ改修	工事内容で定める額 上限30万円/戸（子育て世帯・若者夫婦世帯は45万円、既存住宅購入を伴う場合は60万円）
	②（任意）住宅の子育て対応改修、耐震改修、バリアフリー改修、空気清浄機能・換気機能付きエアコン設置工事等	

（出所）国交省公表資料より明治安田総研作成

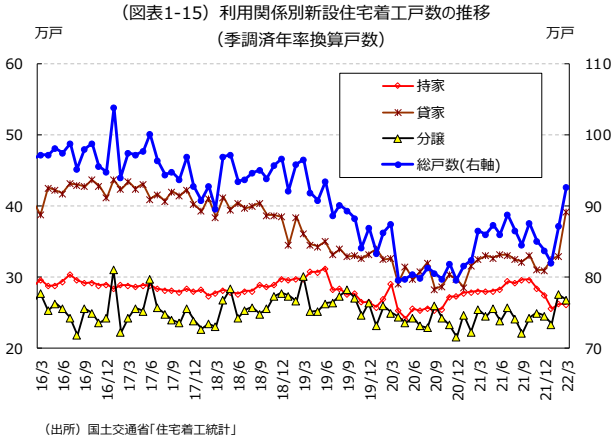
ただ、特例措置については 2022 年度の税制改正で、2025 年度まで 4 年間延長されることが決定した（図表 1-13）。認定住宅がより優遇されるよう、借入限度額に格差が設けられている。控除率が 1%から 0.7%へ引き下げられたことで、規模的には縮小したが、今後も住宅投資の下支えとなろう。

また、こどもみらい住宅支援事業とは、子育て世帯又は若者夫婦世帯による省エネ住宅の取得、改修に補助するというもので、2021 年度補正予算で 542 億円、2022 年度予算で 600 億円（予備費）が手当てされている（図表 1-14）。申請期限も 2022 年 10 月末から、2023 年 3 月末へと延長された。予算の規模としては大きくないが、さくらレポートのアンケートを見ても、住宅投資の一定の呼び水となる効果は期待

できそうである。日本の住宅取得支援策はいろいろ形を変えながらも、過去 20 年以上にわたり延々と続いているのが実態である。支援策終了に伴う「住宅投資の崖」のような問題は今後も生じる可能性は低い。

月次の住宅着工統計を見ると、昨年後半以降、軟調な推移が続いたが、今年に入り、2、3 月と持ち直している様子が見て取れる（図表 1-15）。4－6 月期の住宅投資は回復が見込まれる。ただ、来年にかけては、住宅ローン金利の動向が新たなリスクとなる。ポスト黒田体制で、日銀が比較的早期にイールドカーブコントロール（YCC）の枠組み修正に動くようであれば、金利が予想以上に上昇し、2023 年度の住宅投資を押し下げる可能性が高まる。すでに、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住宅投資の抑制要因となっている。2023 年度までの住宅投資の増勢は均せば鈍化方向と予想する。

（図表1-15）利用関係別新設住宅着工戸数の推移
（季調済年率換算戸数）



（出所）国土交通省「住宅着工統計」

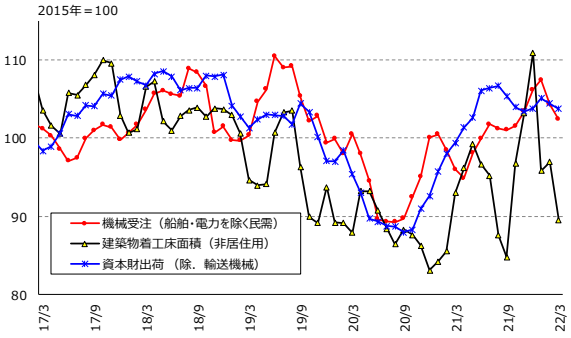
設備投資の先行指標は一進一退だが

1－3 月期の民間企業設備投資は前期比＋0.5%（年率換算：＋1.9%）と、2 四半期ぶりにプラス成長に復帰した。オミクロン株の感染拡大による東南アジアからの部品調達難が足を引っ張ったものの、DX（デジタルトランスフォーメーション）や脱炭素関連の投資需要が引き続き堅調だったことが下支えとなった。

設備投資の先行指標の一つである資本財出荷（除. 輸送機械）は、前月比＋1.7%と、2 ヵ月ぶりにプラスとなった。ただ、3 ヵ月移動平均で見ると、2 ヵ月連続で低下している（図表 1-16）。また、3 月の機械受注（船舶・電力を除く民需）は前月比＋7.1%と反発したものの、均せば足踏み状態を脱し切れていない。建築物着工床面積は引き続き振れが大きい状態が続いている。指標によってまちまちな結果であり、方向感を見出しにくい状況となっている。

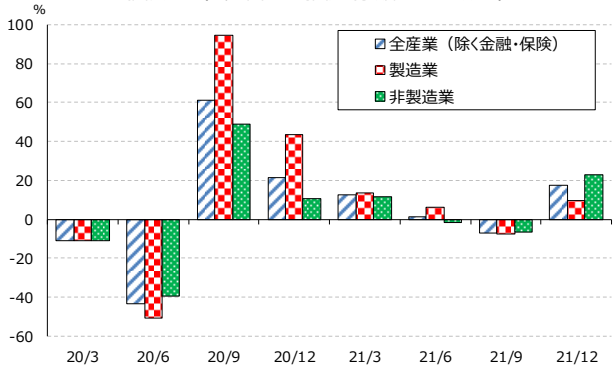
マクロの企業収益の伸びは回復している。10－12 月期法人企業統計における全産業の経常利益は前期比＋17.4%（7－9 月期：同▲7.0%）と、2 四半期ぶりの増益となった（図表 1-17）。製造業は同＋9.5%（同▲7.7%）で 2 四半期ぶりの増益、非製造業は同＋22.9%（同▲6.4%）で 3 四半期ぶりの増益となり、非製造業が 2 割以上の増益となったことが全体をけん引する形となった。

（図表1-16）設備投資先行指標の推移（3ヵ月移動平均）



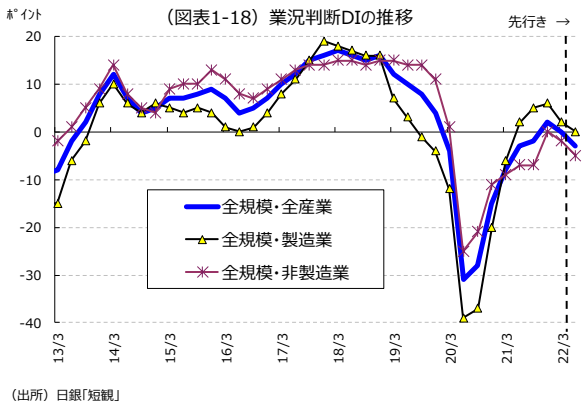
（出所）内閣府「機械受注」、国土交通省「建築着工」、経済産業省「鉱工業出荷内訳表」

（図表1-17）経常利益の推移（季節調整済前期比）



（出所）財務省「法人企業統計」

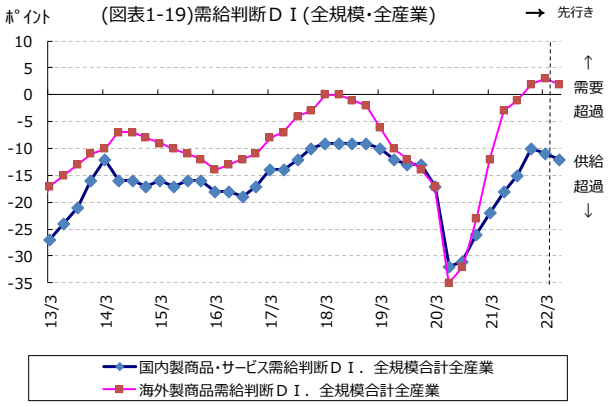
コロナ要因を除去したトレンドを見るために2年前同期比を見ると、全産業が＋23.9%（7－9月期：同▲3.3%）、製造業が同＋48.8%（同＋24.7%）、非製造業が同＋12.3%（同▲17.0%）となっている。いずれも二桁増ではあるが、すでに5割近くの伸びとなっている製造業に対し、非製造業の回復は相対的に遅れている。今後、人流の回復が進めば、さらなる回復の余地はあるだろう。



（出所）日銀「短観」

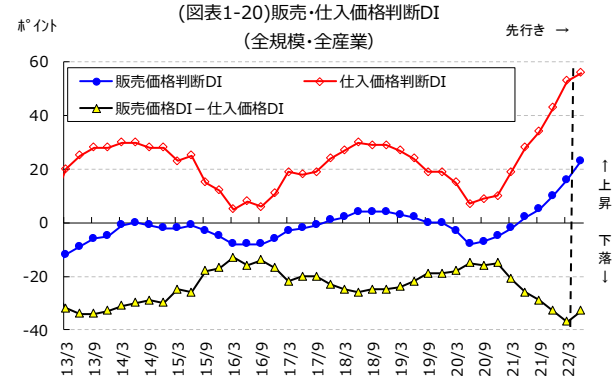
短観の設備投資計画も堅調

3月調査の日銀短観では、全規模・全産業の業況判断DIが±0と、12月調査から2ポイント低下した。6月の先行き判断DIは3ポイント低下の▲3で（図表1-18）、3四半期ぶりにマイナス圏に逆戻りする予想となっている。最も注目される大企業・製造業の現状判断DIは3ポイントの低下、先行きは5ポイント低下しており、製造業が先行きに不透明感を抱いている様子が示されている。中国経済の減速やウクライナ情勢への懸念を反映した形と考えられる。



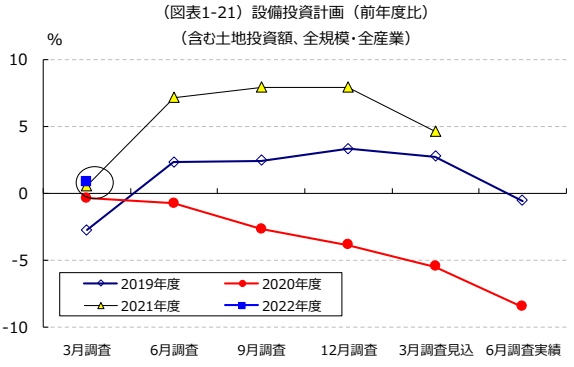
（出所）日銀「短観」

全規模・全産業の国内外の製商品・サービス需給判断DIは、国内が低下、海外が上昇という結果だった（図表1-19）。国内は7四半期ぶりの悪化だが、水準的にはコロナ前とほぼ等しい。海外は7四半期連続の上昇、先行きを含めれば水準的にも3四半期連続のプラスだが、現行統計が遡れる2004年以降で、他にプラス圏に浮上した時期はない。需給に関しては国内、海外とも良好との判断が続いている。



（出所）日銀「短観」

業況悪化に寄与したのは、需給面というよりも価格面の動きだった可能性が高い。一次産品価格の上昇に伴い、販売・仕入価格判断DIは一段と上昇している（図表1-20）。全規模・全産業の仕入価格判断DIは、12月から10ポイント上昇の＋53となった。これは、WTIが147ドルに達した直後の2008年9月以来の高さである。これに対し、販売価格判断DIも6ポイント上昇した。ある程度価格転嫁が進んでいる様子を示したものの、上昇幅は仕入価格判断DIを下回り、この結果、販売価格判断DI－仕入価格判断DIで示される交易条件はさらに悪化した（図表1-20）。



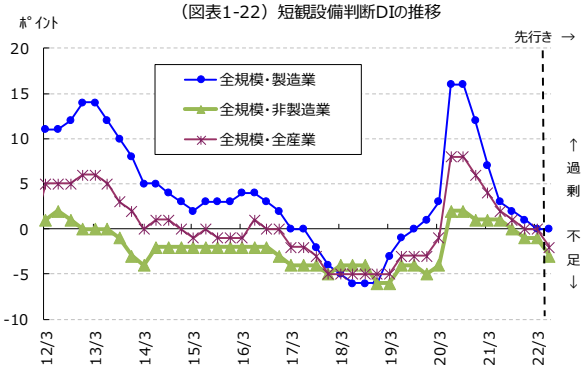
（出所）日銀「短観」

2022 年度の設備投資計画は堅調

2022 年度の設備投資計画（全規模・全産業ベース）は、前年度比＋0.8%となった（図表 1-21）。昨年 3 月時点での 2021 年度計画は同＋0.5%で、同時期の現行統計が遡れる 2006 年 3 月以降、初めてのプラス圏でのスタートだったが、それを小幅上回る堅調なスタートとなっている。

生産・営業用設備判断 DI も、均せば改善傾向が続いている（図表 1-22）。全規模・全産業（12 月：±0 → 3 月：±0、差：±0）、大企業・製造業（±0 → ▲2、▲2）、大企業・非製造業（＋1 → ±0、▲1）といった形で、全規模・全産業ベースは横ばいだが、大企業では不足感が高まっている（低下なら不足方向、上昇なら過剰方向）。全規模・全産業ベースも先行き DI は▲2 と、2 年 3 ヵ月ぶりに不足超に転じる見通しとなっている。

（図表1-22）短観設備判断DIの推移



（出所）日銀「短観」

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。この点、中国経済の急減速は痛手だが、今後、オミクロン株が収束に向かえば、幅広い業種で設備投資マインドの回復が期待できる。また、円安の進行も設備投資の回復を一定程度後押しするだろう。当研究所の経済モデル（OEGM）では、円/ドルレートが年間を通じて 115 円/ﾄﾞﾙで推移した場合をベースラインとし、120 円/ﾄﾞﾙまで円安が進んだとすると、年間の実質設備投資を＋0.38%押し上げる。125 円/ﾄﾞﾙの場合は＋0.74%、130 円/ﾄﾞﾙの場合は＋1.08%である。

国策ともいえる脱炭素関連投資は、多少の業況の振れにかかわらず継続的な実施が求められる。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は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、脱炭素等をけん引役に、回復基調が続くというのがメインシナリオである。

一方、ウクライナ情勢が深刻化し、原油価格が再び上昇した場合は、加工業種を中心に企業の設備投資を押し下げる。上記のモデルで、原油価格（ブレント）が年間を通じて 90 ドル／バレルで推移した場合をベースラインとし、これを 110 ドル／バレルまで引き上げると、年間の実質設備投資には▲0.50%の下押し圧力がかかる。130 ドル／バレルの場合は▲0.96%、150 ドル／バレルの場合は▲1.37%、200 ドル／バレルの場合は▲2.30%である。

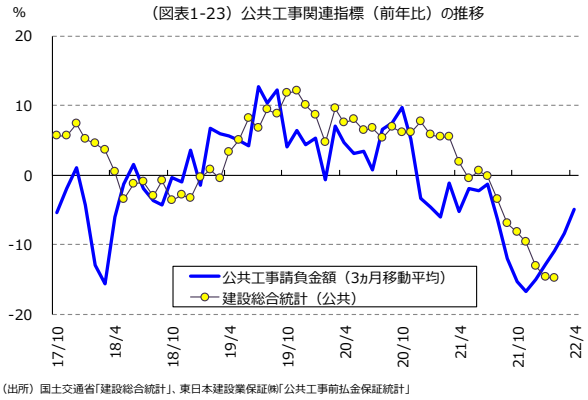
公共投資は横ばい圏内の推移

1－3 月期の公的固定資本形成は前期比▲3.6%（年率換算：▲13.6%）と、5 四半期連続のマイナスとなった。直近 4 四半期は年率で二桁のマイナスが続いている。

4 月のさくらレポートにおいて、公共投資の判断は、9 地域中 3 地域で下方修正された。5 地域で依然「高水準」、「高めの水準」との表現が用いられているものの、増加しているとした地域はなく、5 地域で「減少」、「弱い」、「弱め」との表現が用いられている。

アンケートでは、「震災復興関連工事を中心に、受注量は大幅に減少（仙台）」、「西日本豪雨関連の復旧工事などが一巡（松山）」等、災害復旧関連の工事の一巡を指摘する声が上がる一方、「国土強靭化関連を中心に公共工事の受注は高水準で推移（釧路）」、「高規格幹線道路工事、国土強靭化関連工事などの大型

案件が同時進行していることから、手持ち工事量は高水準（金沢）」等、引き続き国土強靭化関連が高水準で推移しているとの声も多く上がっている。公共投資の先行指標である公共工事請負金額はここへきて持ち直しており、少なくとも公共投資が一段と失速する気配はない（図表 1-23）。



（図表1-23）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、前年度予算対比で同程度の公共事業関係費が確保されている（6 兆 575 億円）。当初予算段階での公共事業関係費は、ここ 8 年間約 6.0～6.1 兆円の間で推移しており、ほとんど変わらない。また、2021 年度の補正予算では 2 兆 19 億円が計上されている。2020 年度補正が 2 兆 4,610 億円だったことを考えれば、前年度の補正含みでは減少することになるが、繰り越し分を加えれば 10 兆円前後で、2021 年度とやはり同程度である。

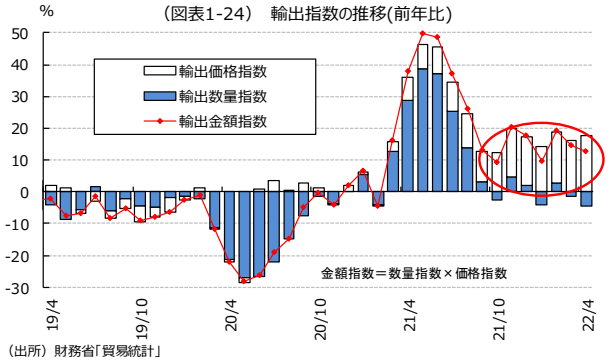
2022 年度は、単年度主義の弊害是正に向け、国庫債務負担行為を新規に約 2.1 兆円設定、施工時期の平準化・施工の効率化を図るなど、質の面での工夫もなされている。足元で減速しつつある公共投資を押し上げるには力不足だが、国土強靭化計画が 5 ヵ年計画として組み込まれているなか、今後も公共事業関係費の予算は少なくとも前年と同水準のレベルが確保される可能性が高く、2023 年度までの公共投資は、均せば横ばい圏内の推移が続くと予想する。

1－3 月期の政府最終消費支出は前期比＋0.6%（年率換算：＋2.4%）と、2 四半期ぶりのプラスとなった。ブースター接種の加速や、新規感染者数の減少に伴う受診控えの解消等が下支えになったと考えられる。2023 年度までを均してみればほぼ横ばい圏の動きとなる可能性が高い。

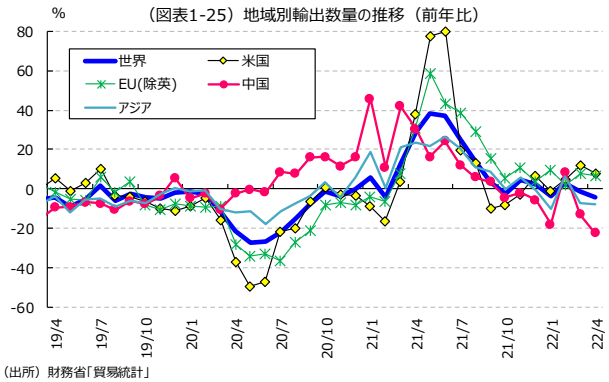
輸出に景気のけん引役は期待できず

1－3 月期の輸出は前期比＋1.1%（年率換算：＋4.7%）と 2 四半期連続のプラスとなった。中国向けの減速を、欧米向けの回復がカバーした形である。

財務省から発表された 4 月の貿易統計によると、輸出の実勢を示す数量指数は前年比▲4.4%と 2 ヵ月連続のマイナス、マイナス幅も 3 月の同▲1.4%から拡大した（図表 1-24）。主要相手国・地域別に見ると、米国向けが前年比＋8.0%（3 月：同＋11.7%）、EU 向けが同＋6.6%（同＋7.7%）と、いずれも前月から鈍化した。また、中国向けは同▲22.6%（同▲13.0%）と、減少幅が大きく拡大した（図表 1-25）。3 月上旬以降のコロナ感染再拡大に伴い、上海などでロックダウンが実施された影響と考えられる。4 月 18 日に公表された中国の 1－3 月期の実質 GDP 成長率は、前期比＋1.3%と、10－12 月期（同＋1.5%）から鈍化した。中国景気は、ゼロコロナポリシーと不動産市場の



（図表1-24） 輸出指数の推移(前年比)
（出所）財務省「貿易統計」



（図表1-25）地域別輸出数量の推移（前年比）
（出所）財務省「貿易統計」

低迷が続くなか、今後も低空飛行が続く可能性が高い。秋の共産党大会を控え、追加景気対策は期待できるものの、失速を防ぐ程度の規模にとどまるだろう。2023 年にかけても、中国向け輸出は低迷を予想する。

欧州では、ロシアに絡んだ地政学リスクの影響を受けやすい状況が続くものの、景気は緩やかな回復傾向を維持すると考えられ、年後半の欧州向け輸出は緩やかな回復を見込む。

米国経済は堅調な推移を見込む。物価上昇はリスクだが、供給制約の緩和と利上げの進展に伴い、2023 年にかけてインフレ圧力が緩和、ソフトランディングが見えてくると予想する。米国向けの輸出は底堅い推移を予想する。輸出全体では、中国向けの不振を米国向けがカバーする形で、2023 年度まで緩やかな回復が続くと予想する。

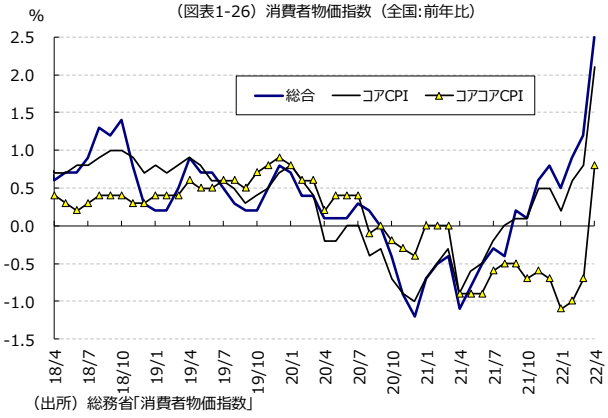
CPI は 2%に到達したが

4 月の全国消費者物価指数（生鮮食品を除く総合指数、以下コア CPI）は、携帯電話通信料引き下げのベース効果が剥落したことで、前年比＋2.1%と、3 月の同＋0.8%から大きく伸び幅を拡大させた（図表 1-26)。携帯電話通信料の 3 月からの寄与度差が＋1.08%（▲1.48%→▲0.39%)、生鮮食品を除く食料の寄与度差が同＋0.14%（＋0.46%→＋0.61%）で、これだけで上昇幅拡大の大半を説明できる。生鮮食品及びエネルギーを除く総合（コアコア CPI）の伸び幅は前年比＋0.8%で、一般物価が幅広く上昇しているわけではない。

日本銀行が 4 月 7 日に公表した「生活意識に関するアンケート調査」によると、1 年後の物価が現在よりも「かなり上がる」、「少し上がる」と答えた割合は合計 84.3%で、12 月の 78.8%から上昇し、2008 年 6 月以来の水準となった（図表 1-27)。ただ、5 年後の物価に対する見方を見ると、「かなり上がる」、「少し上がる」と答えた割合は合計 82.1%で、前回や前々回からほとんど変化しておらず、人々の中長期的なインフレ期待は大きく高まっていないことがわかる（図表 1-28)。

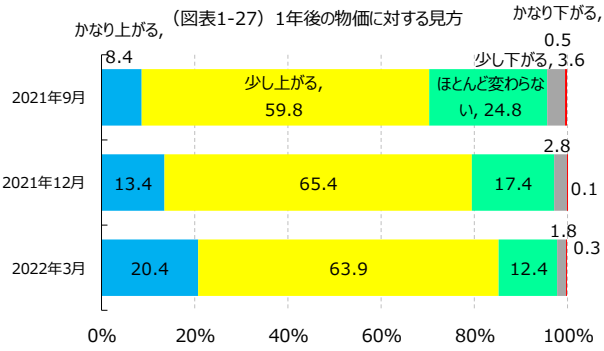
当面は、ガソリン、電気代、ガス代などのエネルギー関連品目が物価上昇を主導する構図が続くと考えられる。世界的に穀物価格も高止まりしており、小麦粉や油など、食品価格が一段と上昇する可能性も高い。しかし、コア CPI がコストプッシュ的に 2%を超える状態が続いたとしても、経済の「前向きな好循環」が実現できない限り、日銀が掲げる物価安定の目標を達成したことにはならない。これは黒田総裁自身がそう説明しているとおりである。物価が幅広い品

（図表1-26）消費者物価指数（全国:前年比）

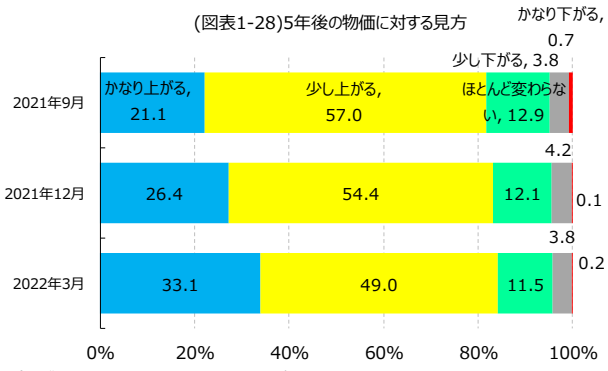


（出所）総務省「消費者物価指数」

（図表1-27）1年後の物価に対する見方



(図表1-28)5年後の物価に対する見方



（出所）日銀「生活意識に関するアンケート調査」

目で持続的に上昇するためには、賃金の上昇が不可欠だが、今年の春闘でも、賃上げの流れが中小企業を含めた幅広い層の労働者に波及する展開は期待できない。2%を金科玉条のごとく掲げ続ける日銀の姿勢は議論の余地があるが、黒田日銀にとって、物価目標の達成に向けた道のりがまだまだ遠いのは確かである。

黒田総裁は緩和継続を強調

4 月 27、28 日に開催された日銀金融政策決定会合では、金融政策はすえ置かれた。会合直後の為替市場では大きく円安が進み、政策変更を見込んでいた市場関係者が一定程度いたことが示されたが、日銀は市場に燻る政策変更観測を強く打ち消す方を選んだ。

指値オペについては、5 月 2 日以降、明らかに応札が見込まれない場合を除き、毎営業日オファーするとし、長期金利の上昇を許さない姿勢を明確にした。会合後の定例会見で黒田総裁は、「***現在の強力な金融緩和を粘り強く続けていく***」と強調した。「***マーケットが日銀の金融政策に関する臆測を巡って動くのは適切でない***」とも述べ、緩和継続への強いコミットメントを示すことで、投機的な動きを封じる姿勢を示した。

日銀の早期政策変更観測は、今後も完全には消えない可能性が高いが、物価目標を降ろすのでもない限り、整合性を問われるような政策変更はできない。大きめの変更には、「総括検証」なり「点検」なり、新たな理屈付けが必要になる。任期が 1 年を切った黒田総裁が、今更そうした方針転換に踏み切るインセンティブは乏しい。10 年国債利回りの変動許容幅を、0.25%から 0.5%に拡大する程度なら可能だが、市場が「次なる一手」を織り込みにかかり、催促相場的な様相を呈することで、YCC の維持が逆に困難なものになるリスクが大きい。

これで、長期金利の目標撤廃やマイナス金利の解除等、本格的な出口政策への転換は、次期総裁の課題となる可能性が一層高まった。円安やエネルギー高に対する日銀の態度が注目されているが、コストプッシュ型のインフレに対し金融政策は有効ではない。政府も、自らは物価高対策を急ぐ一方、日銀に対しては、現行の政策スタンスを尊重する姿勢を示している。物価高対策で日銀になんらかの協力を求める機運が高まる可能性は低そうである。出口に舵を切っても、為替相場には、日銀の政策変更のショックを吸収するための十分なバッファーがあるという点ではまたとないチャンスなのは確かだが、黒田総裁はあくまで初志貫徹の構えだろう。しかし、次期総裁のもとでは（人選次第の面はあるものの）、物価目標の位置付けを後退させたうえで、比較的早期に金融政策の枠組み変更を行なうと予想する。（担当：小玉）

２．米国経済見通し

＜要　　約＞

1－3月期の米国実質GDP成長率（速報値）は、前期比年率▲1.4%となった。7四半期ぶりのマイナス成長だが、国内最終需要(在庫投資と純輸出を除く)は同＋2.6%と、前期からプラス幅が拡大している。内需の両輪である個人消費と設備投資の伸び幅がいずれも拡大しており、景気は底堅く推移している。

今後の個人消費は、Withコロナ政策が浸透し、これまで伸びが鈍かったサービス消費が持ち直すなか、回復基調を維持しよう。ただ、年央以降、FRB（米連邦準備制度理事会）による金融引き締めの影響が浸透することや、預貯金による下支え効果も減衰する可能性が高いことから、勢いは徐々に鈍化すると予想する。設備投資は、省力化需要や企業の潤沢な手元資金が下支えとなるものの、年央以降、借入コスト上昇の影響で次第に鈍化すると予想する。

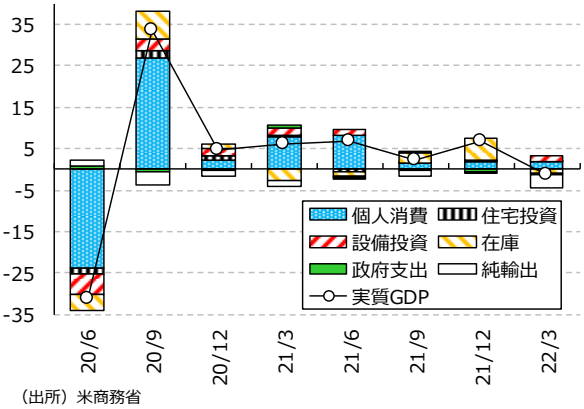
物価は、時間の経過とともに供給制約が緩和することで、自動車価格などの上昇が落ち着くとみられるものの、住宅価格や賃金の上昇圧力が根強いことから、FRBの物価目標である前年比2%を大きく上回る水準での推移が続くと予想する。

2022年後半以降の景気拡大ペースは、財政面からの支援規模が2021年と比べて縮小することや、FRBが積極的に利上げを実施することで、次第に緩やかなものになるだろう。

7四半期ぶりにマイナス成長に転じる

1－3月期の米実質GDP成長率は、前期比年率▲1.4%と市場予想（同＋1.0%）を大きく下回り、7四半期ぶりのマイナス成長となった（図表2-1）。もっとも、米国景気の基調を見るうえで重要な国内最終需要(在庫投資と純輸出を除く)は同＋2.6%と、前期（同＋1.7%）からプラス幅が拡大している。内需の両輪である個人消費と設備投資の伸び幅がいずれも拡大しており、景気は底堅く推移している。

%　（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、個人消費は前期比年率＋2.7%と、前期から伸び幅が拡大した。Withコロナ政策が浸透し、人々の外出機会が増加するなか、外食や旅行などのサービス消費が押し上げ要因となった。設備投資は同＋9.2%と、前期からプラス幅が拡大した。好調な業績などを背景に、企業は設備投資に前向きな姿勢を強めているとみられる。住宅投資は同＋2.1%と、2四半期連続のプラスとなった。労働者不足や原材料価格の高騰などの向かい風が吹くなか、改めて底堅い住宅需要が確認された。

政府支出は同▲2.7%と、2四半期連続のマイナスとなった。連邦政府の国防費が同▲8.5%と、5四半期連続でマイナスとなったことが足を引っ張った。

在庫投資の寄与度は▲0.84%ポイントと、3四半期ぶりにマイナスに転じた。前期の伸びが大きかった

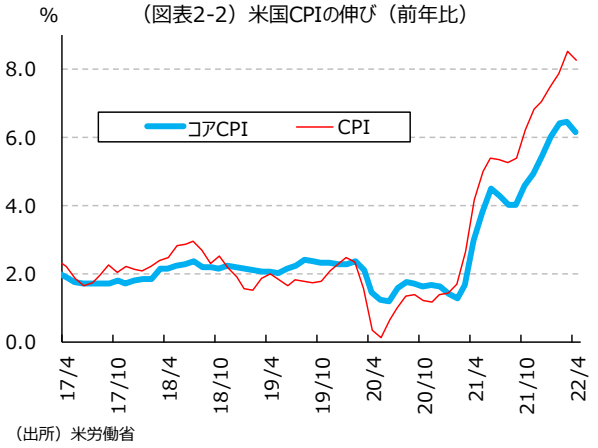
反動で、在庫投資自体は増加している。

輸出は前期比年率▲5.9%と2四半期ぶりにマイナスとなる一方、輸入は同＋17.7%と2四半期連続で二桁の伸びとなった。米国内で供給制約の影響が残存するなか、旺盛な需要に対応するため輸入が増加したと考えられる。この結果、純輸出の寄与度は▲3.20%となった。

CPIは約40年ぶりの水準まで上昇

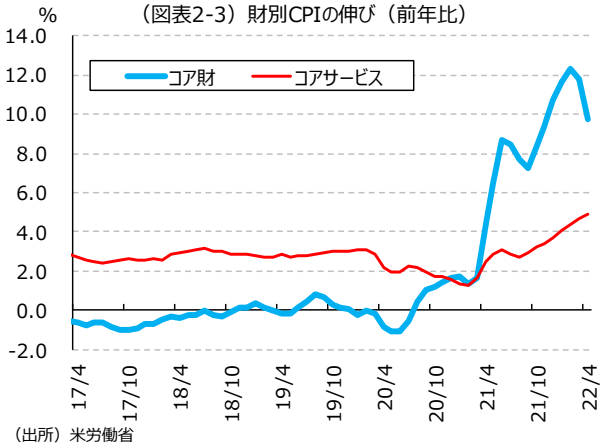
4月の米CPIは前年比＋8.3%、エネルギーを除いたコアCPIは同＋6.2%となった。前月に比べて伸びが鈍化したものの、記録的な高水準で推移している（図表2-2）。コアCPIの内訳を見ると、コア財価格の伸びが、コアサービス価格の伸びを大きく上回っている（図表2-3）。

（図表2-2）米国CPIの伸び（前年比）



（出所）米労働省

（図表2-3）財別CPIの伸び（前年比）



（出所）米労働省

コア財のなかでは、自動車と家庭用家具の上昇が目立つ。コア財のなかで自動車は4割弱、家庭用家具は2割弱のウェートを占めており、それぞれコアCPIを約1.8%、約0.5%押し上げている。自動車は、半導体不足やアジアでのコロナ感染拡大による部品不足で生産が滞っている影響が大きい。ただ、自動車価格は今後低下する公算が大きいとみる。半導体製造ラインが2022年半ばから後半にかけて徐々に増強されるなか、半導体の供給量が次第に増加する可能性が高いのに加え、自動車部品を製造している東南アジアでのコロナ感染が収束に向かっていることで、供給制約が徐々に緩和する展開が見込まれるためである。

家庭用家具については、コロナ禍で在宅時間が長くなるなか、需要が高まってきた経緯がある。しかし、今後は人々の活動に与える感染症の影響が小さくなり、在宅時間が短くなっていくにつれ、家庭用家具への需要も次第に鈍化する可能性が高い。

コアサービス価格のなかでは、帰属家賃や賃貸料などの住宅関連の影響が大きい。住宅関連だけでコアサービス価格の約6割のウェートを占め、約2%の押し上げ要因になっている。コロナ禍で在宅勤務を余儀なくされ、郊外物件を中心に住宅需要が拡大する一方、サプライチェーンの混乱や熟練労働者不足などによって住宅供給が滞っていることで需給がひっ迫している。住宅ローン金利の上昇が住宅需要を抑える可能性はあるものの、住宅供給が短期的に改善する見込みは低く、CPIの住宅関連価格も高止まりが続くと予想する。

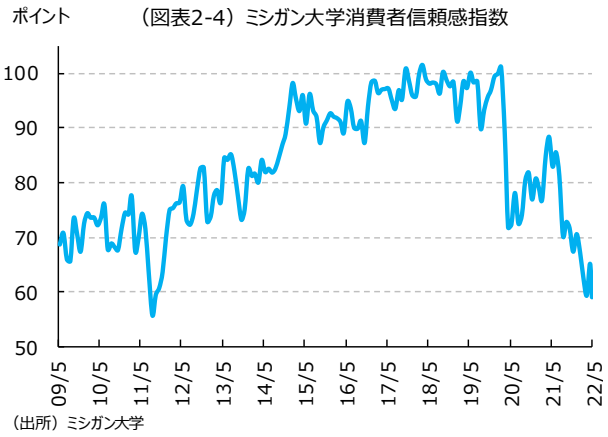
サービスを中心に、物価の基調に大きな影響を及ぼす賃金については、コロナ禍で発生した高齢労働者の早期退職などによる構造的な労働者不足の解消に時間を要する可能性が高く、しばらく上昇圧力が強い状態が続こう。

今後のCPIは、足元で最大の押し上げ要因となっている自動車の寄与が徐々に縮小するものの、サー

ビス価格を押し上げている住宅関連価格の高止まりが予想されるほか、賃金の上昇圧力も根強いことから、2022 年末時点でも FRB の目標を大きく上回る前年比＋6%前後で推移しよう。ただ、その後は、FRB の急速な利上げの効果が次第に現れ、米国景気の拡大スピードが緩慢になるなか、上昇ペースは次第に鈍化すると予想する。

物価上昇も個人消費は底堅く推移

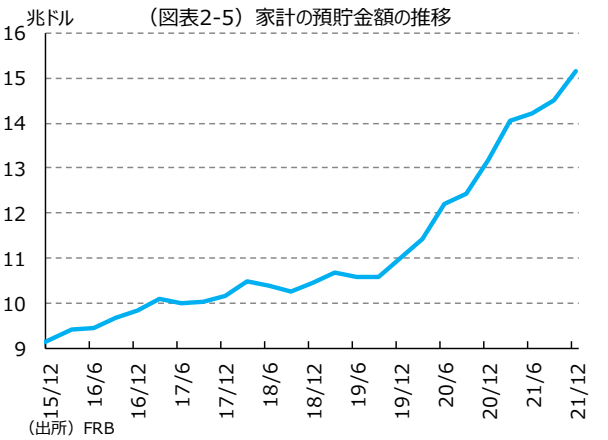
消費者センチメントは急速に悪化している。3 月のミシガン大学消費者信頼感指数は 59.4 と、2011 年 9 月以来、約 10 年半ぶりに 50 台まで低下した（図表 2-4）。昨年 12 月末以降のオミクロン株の感染拡大が、足元でほぼ収束していることを考えると、消費者センチメント悪化の要因は、高止まりする物価にあると考えられる。CPI の内訳を見ると、幅広い品目で価格が上昇しているが、特に消費者センチメントに影響を与えている可能性が高いのがガソリン価格である。



（図表2-4）ミシガン大学消費者信頼感指数
（出所）ミシガン大学

米国は、1 人当たりのガソリン消費量が世界で最も多い。米国内の週間平均ガソリン価格（1 ガロン当たり）は、2021 年後半には概ね 3 ドル台前半で推移していたが、ロシアによるウクライナ侵攻に伴う地政学リスクの高まりなどを受けて、5 月中旬には 4.56 ドルと過去最高値を更新した。2021 年末時点と比べると約 1.5 倍に上昇したこととなる。当研究所のマクロ経済モデル（OEGM）の試算では、小売ガソリン価格が 4.5 ドル（1 ガロン当たり）で 1 年間推移した場合、3 ドルで推移した場合と比べて、1 世帯当たり年間で約 1,500 ドルの負担増になる。ガソリン価格上昇に伴う家計の負担増加は小さくなく、個人消費を押し下げる要因になろう。

一方、所得環境や家計のバランスシートの状態は良好である。まず、雇用環境を見ると、労働者不足を背景とした労働需給の引き締まりにより、賃金には上昇圧力がかかっている。4 月の時間当たり賃金は前年比＋5.5%と、コロナ禍前（2019 年の年間平均：同＋3.3%）から伸びが加速している。また、雇用者数×週平均労働時間×時間当たり賃金で求められる総賃金指数を見ると、4 月は前年比＋10.0%と二桁の伸びを記録している。経済全体に支払われている総賃金の伸びは、物価上昇率を上回っており、マクロベースでの所得環境は改善している。米国の労働者不足は、コロナ禍で高齢労働者が早期退職した影響が大きく、2023 年にかけても回復ペースは緩慢なものにとどまることが予想されるため、今後も総賃金の伸びは高水準で推移する可能性が高い。これは、インフレ圧力という意味では不安材料だが、個人消費にとっては下支え要因となろう。



（図表2-5）家計の預貯金額の推移
（出所）FRB

次に、家計のバランスシートを見ると、2021 年 12 月時点での預貯金額は、約 15 兆ドルまで増加して

いる（図表 2-5）。2019 年 12 月時点では約 11 兆ドルであり、コロナ禍を経て、約 4 兆ドル増えたことになる。政府による現金給付や手厚い失業手当の一部が家計に預貯金として積み上がっている形である。これがすべて今後の個人消費に回るわけではないにしろ、下支えする原動力には十分成り得る。

こうした状況下、人々が消費行動を活発化させている様子がうかがえる。レストラン予約サイトの OpenTable による予約数を見ると、オミクロン株の感染が爆発的に急増した昨年末から年始にかけて大きく減少したものの、その後は持ち直している（図表 2-6）。2 月下旬にはコロナ感染拡大前の 2019 年対比でプラスになる場面もみられた。屋内でのマスク着用義務の解除など、制限措置の緩和が進んでいることも、外食機会増加の追い風になっていよう。

今後の個人消費は、With コロナ政策が浸透し、これまで伸びが鈍かったサービス消費が持ち直すなか、底堅く推移しよう。ただ、年央以降、FRB による金融引き締めの影響が浸透することや、預貯金による消費下支え効果も次第に減衰する可能性が高いことから、勢いは次第に鈍化すると予想する。

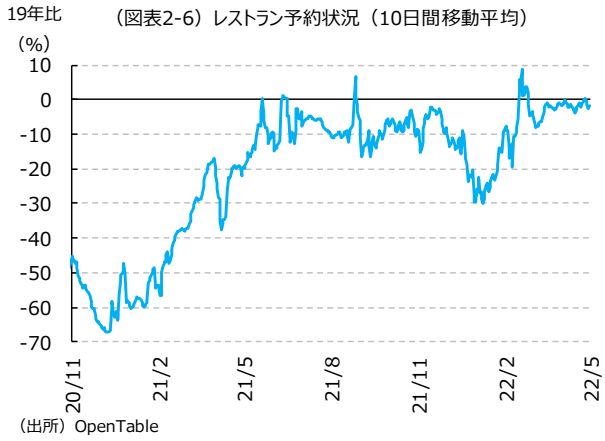
住宅投資は弱含む展開を予想

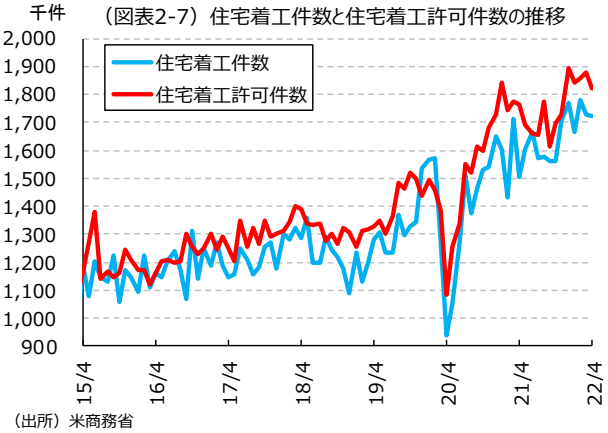
1－3 月期の住宅投資は 2 四半期連続のプラスとなったが、今後は低調な推移が続くとみる。

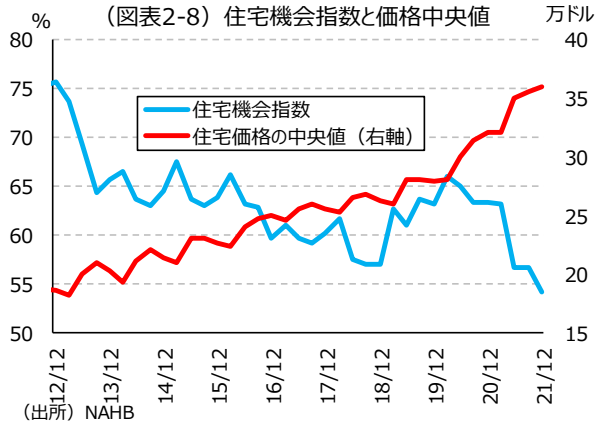
コロナ禍で在宅勤務のための住宅需要が拡大したことなどもあって、住宅市場は堅調に推移してきた。反面、建設資材や熟練労働者の不足によって、思うように建設が進まないことなどから、2 月の S&P ケースシラー住宅価格指数は前年比＋20.2％と記録的なペースで上昇している。

4 月の住宅着工件数は、年率 172.4 万戸と前月から伸びが鈍化したものの、高水準で推移している（図表 2-7）。ただ、住宅在庫は 40 万戸を越え、過去と比べても極めて高い水準まで積み上がっているだけに、今後、着工件数の伸びは次第に鈍化する可能性が高い。

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、所得の伸びよりも住宅価格の

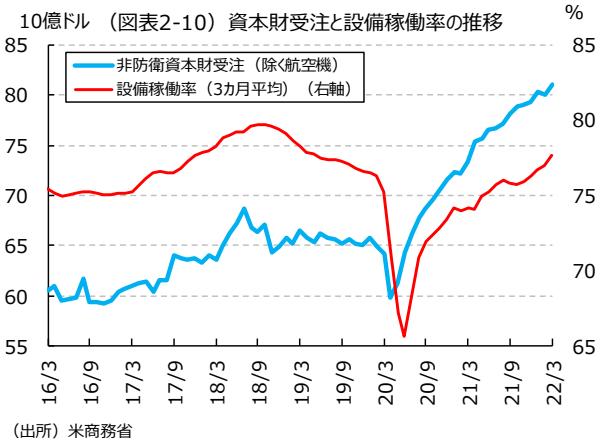






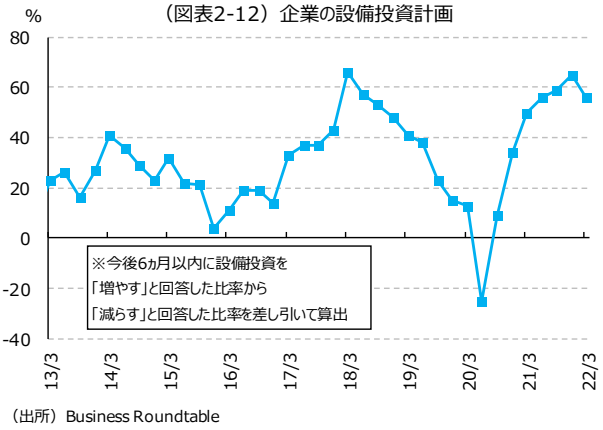
伸びが大きいことなどを要因に低下基調が続き、2012 年以降で最も低い水準となっている（図表 2-8）。住宅購入に対する金銭的なハードルが一段と高くなっている様子がうかがえる。

また、住宅ローン金利は、3 月 FOMC（米連邦公開市場委員会）以降、FRB が積極的な利上げに前向きな姿勢を強めるなかで急上昇している。5 月中旬時点では 30 年ローン金利は 5%を超え、昨年末時点から約 2%ポイントも上昇した（図表 2-9）。購入者の金利負担も大きく増加しており、2023 年にかけての住宅投資は低調に推移すると予想する。



（出所）米商務省

（出所）米商務省



（出所）Business Roundtable

設備投資は次第に鈍化へ

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、堅調に推移している。製造業の設備稼働率も均してみれば上昇基調となっており、3 月には 78.3%と、コロナ禍前までの過去 10 年平均を上回る水準で推移している（図表 2-10）。企業の財務状況を見ると、純利益から株主への配当などを差し引いた留保利益額（減耗・在庫調整後）は、2021 年 4Q に 7,594 億ドルと前期から減少したものの、過去 10 年間との対比では高水準で推移しており、設備投資を下支えしよう（図表 2-11）。

一方、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調査によると、6 ヵ月後に設備投資を増やすとの回答から、減らすとした回答を差し引いた割合は、3 月に上昇が一服した。FRB が積極的な利上げに前向きな姿勢を見せ、金利が急上昇した影響が現れている可能性がある（図表 2-12）。2022 年を通して FRB は積極的な利上げを進める可能性が高く、それに連動する形で借入コストが増加することは避けられない状況であり、設備投資の伸びは次第に鈍化すると予想する。

年末までに FF 金利の上限は 3%へ

5 月 FOMC では、2000 年 5 月以来、22 年ぶりに政策金利である FF レートの誘導目標を 1 会合で 0.5%引き上げた。声明文の物価見通しの箇所には、「インフレリスクを非常に注視している」との文言が追加された。「非常に注視している」との表現は、FRB が特に重要視する項目に言及する際に使われる。インフレリスクが高まるなか、物価上昇に対する FRB 内の懸念が一段と強まっている様子を示している。

FOMC 後のパウエル FRB 議長の会見では、今後の利上げペースに関して連続して 0.5%の利上げを行なう可能性が高いこと、インフレの伸びが鈍化した場合でも、コントロールされていることが確認できるま

では 0.25%の利上げを続ける意向であることが示された。物価上昇の要因となっている労働者不足や供給制約がすぐに解消される公算は低いことから、FRB は次回会合以降も積極的に利上げを行なうと予想する。ただ、パウエル議長が示唆したとおり、1 会合での 0.75%の利上げには距離がありそうである。

当研究所では、FRB は 9 月まで 3 会合連続で 0.5%の利上げを実施した後、残る年内 2 会合で 0.25%の利上げを実施し、2022 年末までに FF レートの上限を 3%まで引き上げると予想する。2023 年前半にも、0.25%の利上げを 2 回実施すると予想するが、それで利上げサイクルは打ち止めになる可能性が高いとみている。(担当：伊藤)

３．欧州経済見通し

＜要　　約＞

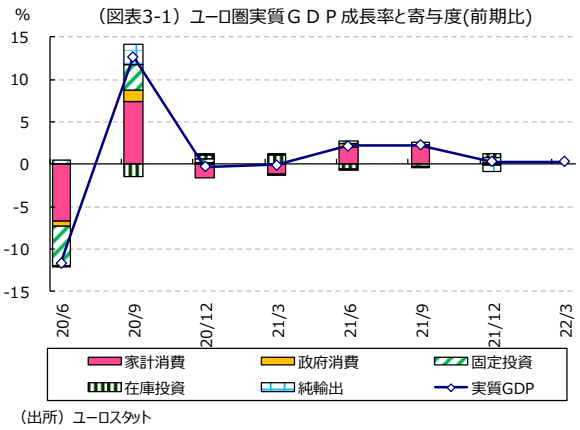
1－3 月期のユーロ圏実質 GDP 成長率は前期比＋0.3%と、4 四半期連続のプラスで、伸びは前期から横ばいとなった。今後のユーロ圏経済について、新型コロナウイルスの変異株の影響は、これまでの知見の蓄積もあって限定的なものにとどまるとみる。ウクライナからの部品、原材料調達の遅滞や、エネルギー価格の高止まりについては、当面の景気の下押し圧力になる可能性が高いものの、ウクライナでの戦況が今以上に悪化しないことを前提とすれば、供給制約は時間の経過とともに少しずつ解消していくと予想する。2022、2023 年の成長率は、いずれも前年比 2%台前半を見込む。

英国の 1－3 月期実質 GDP 成長率は前期比＋0.8%と、4 四半期連続のプラスとなった。2022 年の英国経済は、コロナ関連の大部分の法的規制が解除され、経済活動の正常化が進んでいることから、回復傾向で推移するとみるが、インフレ率の上昇が家計や企業活動の下押し要因になると見込まれる。2023 年には、BOE（イングランド銀行）の金融引き締めの効果もあってインフレ率は鈍化するとみるが、景気回復ペースは緩やかなものになると予想する。

1－3 月期実質 GDP は小幅の伸びに

1－3 月期のユーロ圏実質 GDP 成長率は前期比＋0.3%と、4 四半期連続のプラスで、伸びは前期から横ばいとなった（図表 3-1）。

主要国の成長率は、ドイツ（同▲0.3%→＋0.2%）、フランス（同＋0.8%→±0.0%）、イタリア（同＋0.7%→▲0.2%）、スペイン（同＋2.2%→＋0.3%）となった。イタリアが 4 四半期ぶりのマイナス成長になったほか、フランスは横ばい、ドイツ、スペインのプラス幅も小幅にとどまった。



（図表3-1）ユーロ圏実質ＧＤＰ成長率と寄与度(前期比)
（出所）ユーロスタット

需要項目別の内訳が公表されているフランスとスペインでは、総固定資本形成（フランス：同＋0.2%、スペイン：同＋3.4%）や輸出（同＋1.5%、同＋3.4%）がプラスの伸びとなったものの、個人消費（同▲1.3%、同▲3.7%）が落ち込んだ。オミクロン株の感染拡大に伴う行動制限措置が緩和され、経済活動が正常化に向かった時期ではあったが、ロシアのウクライナ侵攻によるエネルギー価格の上昇などが下押し要因になったとみられる。

供給制約が成長率の押し下げリスクに

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、4 月は 55.8 と 2 ヵ月ぶりに上昇した（図表 3-2）。行動制限措置の緩和により、サービス業が 2 ヵ月ぶりに上昇したのが大きかった。一方で、サプライチェーンの目詰まりやエネルギー価格の高止まりが、製造業の景況感回復の

重石になっている。欧州自動車工業会（ACEA）によれば、2022 年 1－3 月期の EU の新車登録台数は前年同期比▲12.3%と、2 桁のマイナスとなった。ウクライナからの部品調達の遅れを理由に、ドイツの自動車大手フォルクスワーゲンや BMW などが減産を発表している。ウクライナは EU にとって、鉄鋼や半導体製造に使用されるネオンガスの主要供給元でもあり、今後の戦況次第では、幅広い業種に影響が及ぶ可能性がある。

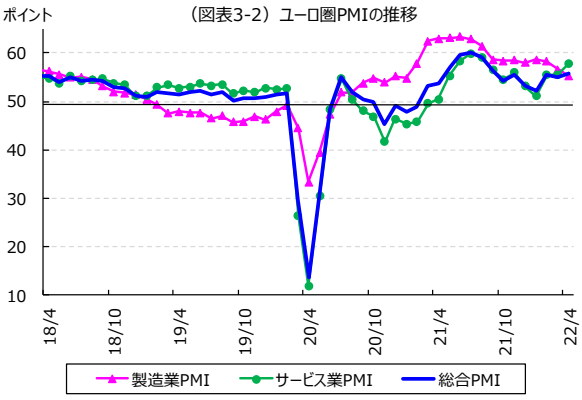
ロシアに絡んだエネルギー問題は、当面の間、成長率の押し下げリスクとして燻り続けるとみられる。EU の一次エネルギー消費量を見ると、石油、天然ガス、石炭で全体の約 7 割を占める（図表 3-3）。脱炭素化の推進により、再生可能エネルギーの比率が高まってきているものの、当面は化石燃料に頼らざるを得ないのが実情である。EU は石油輸入の約 25%、天然ガス、石炭輸入の約 45%をロシア産に頼っている。ロシアからのエネルギー輸入が滞れば、エネルギー価格の上昇が家計の実質購買力の低下を招く恐れがあるほか、電力不足で企業活動が停滞するリスクもある。

EU は化石燃料のロシア依存からの脱却を図るべく動き出しており、ロシアからの石炭禁輸を決定したほか、石油および石油製品の輸入も停止する方針を表明している。さらに、2022 年末までに、天然ガス輸入を 3 分の 2 ほど削減する計画も示している。

EU 加盟国にとって、エネルギー安全保障の面からロシア産エネルギーの削減が必須であることに疑いの余地はない。ただ、EU が脱ロシア依存を急ぎ過ぎれば、世界的なエネルギー需給のひっ迫を招く恐れがある。エネルギー価格を上昇させずに、上手くロシア産からの切り替えを進めることは容易ではない。当研究所の経済モデル（OEGM）において、天然ガス価格（オランダ TTF 先物価格）が、足元の水準である 30 ドル／百万 BTU で推移した場合をベースラインとし、これを 50 ドル／百万 BTU まで引き上げると、EU の実質 GDP に対して、2022 年は▲0.33%、2023 年は▲0.79%の下押し圧力がかかる（図表 3-4）。国別に見ると、ロシアからの輸入依存度が高いドイツ（2022 年：▲0.33%、2023 年：▲0.89%）やイタリア（同▲0.66%、▲1.59%）への影響が、フランス（同▲0.32%、▲0.65%）やスペイン（同▲0.26%、▲0.50%）と比べて大きくなる。

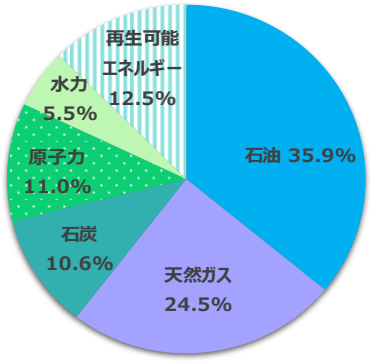
今後のユーロ圏経済について、新型コロナウイルスの影響は、新たな変異株の登場が不可避と考えられるものの、これまでの知見が蓄積されていることを踏まえれば、限定的な影響にとどまるとみている。ウクライナからの部品、原材料調達の遅滞や、エネルギー価格の高止まりについては当面の景気の下押し圧

（図表3-2）ユーロ圏PMIの推移



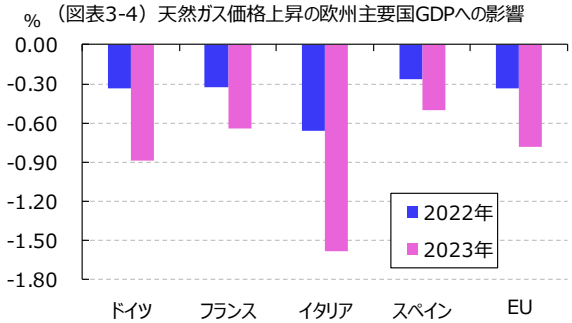
（出所）ファクトセット

（図表3-3）EUの一次エネルギー消費量（2020年）



（出所）BP「Statistical Reveiw of World Energy」より明治安田総研作成

（図表3-4）天然ガス価格上昇の欧州主要国GDPへの影響

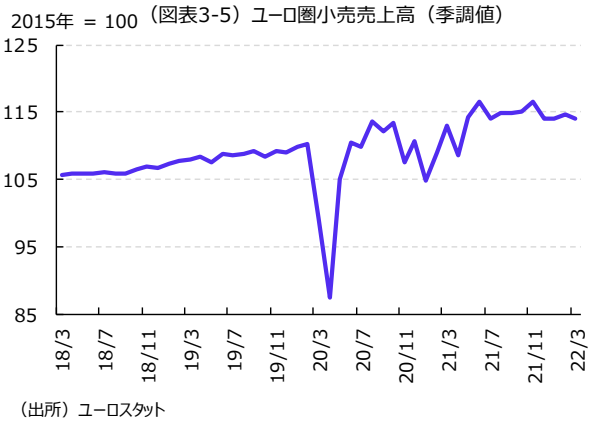


※天然ガス価格の指標はオランダTTF先物価格
30ドル／百万BTUをベースラインとし、50ドル／百万BTUに上昇した場合の試算
（出所）OEGMを基に明治安田総研作成

力になる可能性が高いが、ウクライナでの戦況が今以上に悪化しないことを前提とすれば、供給制約は時間の経過とともに少しずつ解消していくと予想する。2022、2023 年の成長率は、いずれも前年比 2%台前半を見込む。

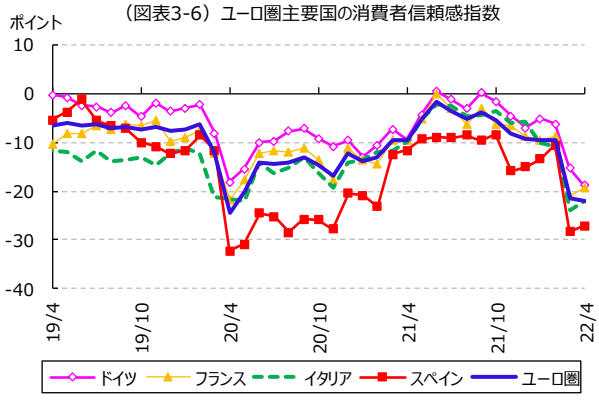
個人消費は力強さを欠く展開に

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、3 月は前月比▲0.4%と、3 ヵ月ぶりのマイナスとなった（図表 3-5）。昨年後半以降、小売売上高は均せば横ばい圏での推移が続いている。デルタ株やオミクロン株といった変異株が登場するたびに発令された行動制限措置や、エネルギー価格の高止まりに伴う家計の実質購買力の低下などが主因と考えられる。エネルギー価格の上昇を背景とする物価の高止まりは、当面の間続く可能性が高い。



（図表3-5）ユーロ圏小売売上高（季調値）
（出所）ユーロスタット

消費者マインドは、もともと回復トレンドにピークアウト感が出ていたが、足元ではウクライナ侵攻を受けて急激に悪化している（図表 3-6）。

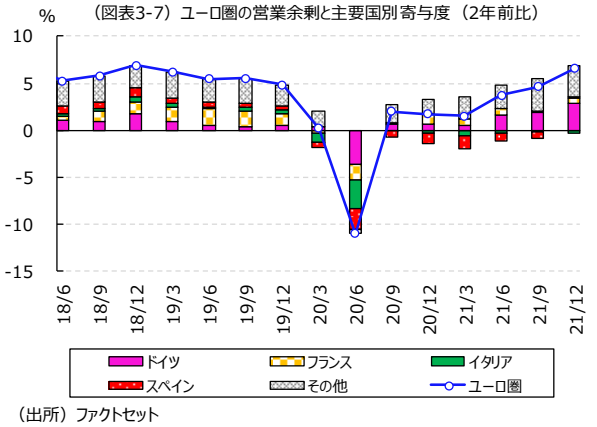


（図表3-6）ユーロ圏主要国の消費者信頼感指数
（出所）ユーロスタット

ユーロ圏の 3 月の失業率が 6.8%と、統計開始以来の最低値を記録するなど、雇用環境が底堅く推移しているのは好材料で、各国政府が実施している現金給付をはじめとする家計支援策も下支えになるものの、個人消費が力強さを取り戻すには時間がかかるとみている。見通し期間におけるユーロ圏の個人消費の回復ペースは緩やかなものにとどまると予想する。

設備投資は 2023 年に回復ペースが上向く

2021 年 10－12 月期のユーロ圏の営業余剰は、コロナ感染拡大の影響を除いた 2 年前比で＋6.6%と、6 四半期連続でプラスとなった（図表 3-7）。ただ、今年は供給制約を背景とするコスト増が業績の下押し要因になる。



（図表3-7）ユーロ圏の営業余剰と主要国別寄与度（2年前比）
（出所）ファクトセット

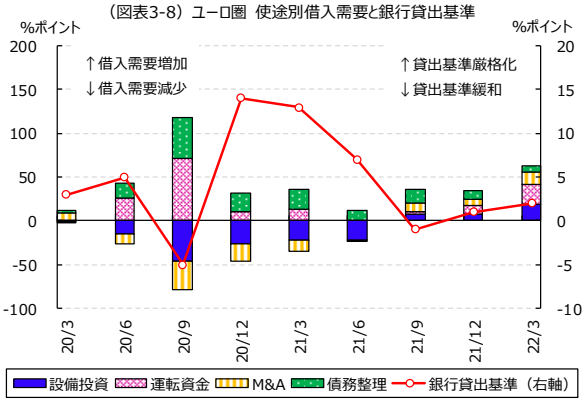
資金調達面を見ると、昨年後半以降、ロックダウンの解除に伴う経済活動の持ち直しもあって、設備投資や M&A など、前向きな用途に資金を振り向ける企業が増えてきている。2022 年 1－3 月期も設備投資に対する資金需要は引き続き堅調である（図表 3-8）。一方、1－3 月期の銀行の貸出基準は、ウクライナ情勢の悪化によってリスク許容度が低下したことなどから厳

格化した。

もともとユーロ圏の設備投資の回復ペースは、企業の計画に比し緩やかなものにとどまっていた。主因は供給制約で、製造業の受注残は、これまで需要に生産が追い付かなかったこともあって積み上がっている（図表 3-9）。今後もウクライナ経由での鉄鋼や半導体原料など、設備投資に使う資材の供給が滞る可能性はある。ただ、時間の経過とともに代替調達先の確保が進み、こうした状況は解消に向かうと予想する。

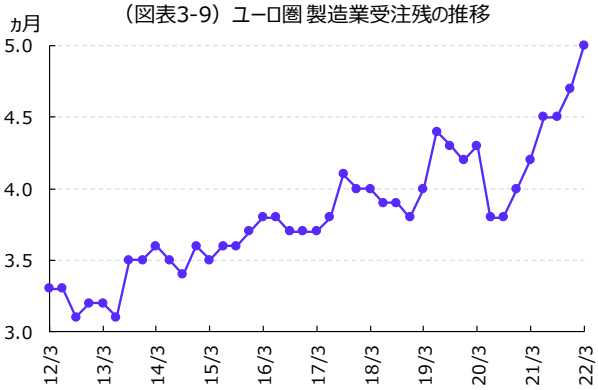
今後のユーロ圏の設備投資は、2022 年に関しては、供給制約の影響が残ることで緩やかな増加にとどまるとみる。2023 年には、こうした影響が少しずつ小さくなっていくとみられることから、徐々にペースが上向く展開を予想する。

（図表3-8）ユーロ圏 使途別借入需要と銀行貸出基準



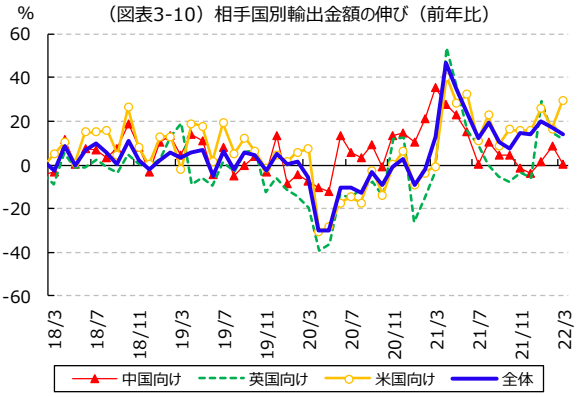
（出所）ECB「Bank Lending Survey」

（図表3-9）ユーロ圏 製造業受注残の推移



（出所）欧州委員会公表資料より明治安田総研作成

（図表3-10）相手国別輸出金額の伸び（前年比）



（出所）ユーロスタット

輸出の回復ペースは緩やかなものに

3 月のユーロ圏輸出金額の伸びは前年比＋14.0%と、前月から鈍化した（図表 3-10）。もっとも、前月比では＋0.9%と、3 ヵ月連続のプラスで、輸出は底堅く推移している。

今後については、中国向けの伸びは弱いままと見込まれる。中国では、感染拡大に伴うロックダウンや原材料価格の上昇、不動産価格の伸び鈍化が景気の下押し要因となっている。当面は減速傾向が続くと予想され、対中輸出も伸び悩むとみる。英国向けも通商協定で新たに導入された煩雑な通関・検疫手続きが引き続き輸出の抑制要因になると考えられ、伸びは緩やかなものにとどまるとみられる。一方、米国は昨年、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決めるなど、貿易障壁が低下傾向にある。また、米国景気が底堅く推移すると予想されることを踏まえれば、対米輸出は今後も増加基調が続くと見込まれる。

今後のユーロ圏の輸出は、米国向けは増加基調をたどるとみられる一方、中国向けや英国向けは勢いを欠く展開が見込まれ、回復ペースは緩慢なものになると予想する。

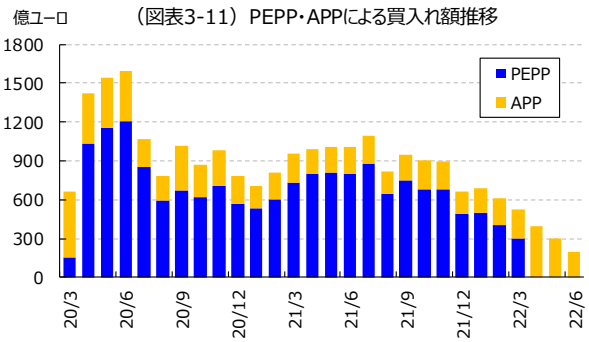
ECB は 7 月の利上げ開始が視野に

ECB（欧州中央銀行）は 4 月の政策理事会で、各種政策金利をすえ置いたほか、民間金融機関への資金供給オペレーションの枠組みも現行のまま維持した。

資産買入れ策については、APP（資産買入れプログラム）における買入れを 4 月に 400 億ユーロ／月、

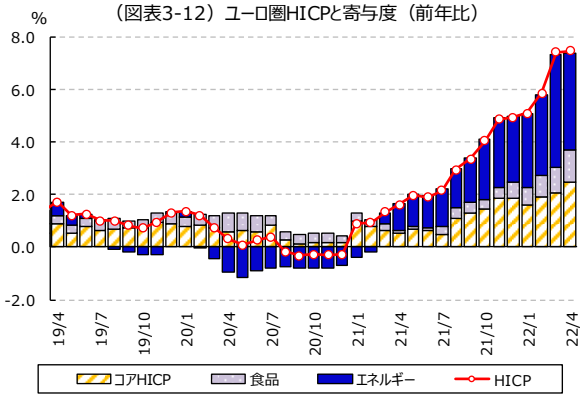
5 月に 300 億ユーロ／月、6 月に 200 億ユーロ／月のペースで実施する方針に変更はなかったものの、7－9 月期で終了させることを明言した（図表 3-11）。

もっとも、7－9 月期のどのタイミングで資産買入れを終了させるかは、次回 6 月の理事会で決定する予定となっている。利上げのタイミングに関し、ラガルド総裁は 4 月理事会後の記者会見で、「（資産買入れ終了後の）一週間後から数ヵ月後」と言及したが、その後の講演では「数週間」後もあり得ると述べており、資産買入れ終了後の早い段階での利上げを示唆している。



（図表3-11）PEPP･APPによる買入れ額推移

※APPにおける買入れは2022年6月で終了の想定
（実際の買入れ額、終了のタイミングは6月の政策理事会で決定予定）
（出所）ECB公表資料より明治安田総研作成



（図表3-12）ユーロ圏HICPと寄与度（前年比）

（出所）ユーロスタット

ユーロ圏のインフレ率の伸びは、ECB の予想を上回り続けている。4 月の HICP（消費者物価指数）は前年比＋7.4%と、前月と並んで過去最大の伸びとなった（図表 3-12）。内訳を見ると、エネルギーの伸びが突出して大きく、同＋37.5%となっている。物価上昇の 5 割近くをエネルギー価格の上昇で説明できる計算である。エネルギー価格上昇の影響が、その他の製品価格全般に波及しつつある現状を踏まえると、今後もエネルギー価格の動向が ECB の政策決定を左右する度合いが大きいと考えられる。

ECB は今年に入ってから、景気下振れと物価上昇の両方のリスクを天秤にかけながらの難しい判断を迫られる状況が続いている。もっとも、チーフエコノミストを務めるレーン専務理事をはじめとする多くのメンバーが、ここにきて早い段階での利上げを支持する発言をしている。当研究所では、これまでの ECB の情報発信も踏まえ、6 月に APP を終了し、初回の利上げを 7 月に実施すると予想する。2022 年後半以降、インフレ率の伸びは徐々に鈍化するとみるが、それでも ECB が目標とする 2%を大きく上回る推移が続くと見込まれる。ECB は、預金ファシリティ金利を 2022 年に 3 回、2023 年に 2 回、25bp ずつ利上げし、0.75%まで引き上げると予想する。主要リファイナンスオペ金利、限界貸出ファシリティ金利は、2 回目の利上げ以降、預金ファシリティ金利と同幅引き上げられ、それぞれ 1.00%、1.25%に達すると見込む。

英国景気の回復ペースは緩やかなものに

英国の 1－3 月期実質 GDP 成長率は前期比＋0.8%と、4 四半期連続でプラスとなった（図表 3-13）。英国政府は、「コロナとの共生計画」を発表し、2 月 24 日をもってコロナ陽性者の隔離義務を撤廃したほか、4 月 1 日には無料の大規模検査を取りやめた。コロナ関連の大部分の法的規制が解除され、経済活動は正常化に向かっている。一方、エネルギー価格の上昇等を背景とする物価高が家計や企業活動の重石となっている。3 月の実質小売売上高は前月比▲1.4%と、2 ヵ月連続でマイナスとなった（図表 3-14）。消費者マインドも大きく低下しており、個人消費は冴えない状況が続いている。今後も、個人消費は停滞気味の推移となる可能性が高い。失業率は低下傾向で推移しているものの、実質賃金はマイナス圏に沈んでいる

（図表 3-15）。世界的なエネルギー需給のひっ迫に伴い、エネルギー価格は当面の間高止まりすることが見込まれ、物価高が個人消費の回復に水を差す状況が続くとみる。

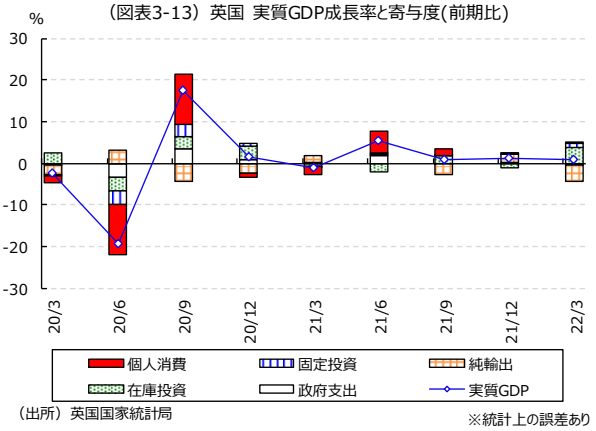
企業による仕入れコストの負担も大きくなっている。英国企業の投入物価と産出物価の差は拡大基調をたどっており、企業業績の圧迫を通じて設備投資姿勢が慎重化する可能性がある。

BOE は、5 月の MPC（金融政策委員会）で政策金利であるバンクレートを 0.75%から 1.00%に引き上げた。これで昨年 12 月から 4 会合連続での利上げとなった。また、資産買入れ策については、8 月の会合で国債売却のフレームワークを提示し、9 月以降に開始の是非を決定する方針を示した。5 月の MPR（金融政策報告書）では、政策金利を市場予想に基づいて 2023 年半ばまでに 2.5%近辺まで引き上げることを前提とした場合、実質 GDP 成長率は 2023 年にマイナスに転じるほか、インフレ率は 2024 年に BOE が目標とする 2%を下回ることが示された。

物価の安定が BOE の政策目標であるとはいえ、景気後退を見過ごすのは難しい。BOE は、インフレ率が 2022 年 10－12 月期まで伸び幅を拡大させるとの見通しを示しており、利上げは継続される可能性が高いが、ペースは市場予想よりも緩慢なものになろう。当研究所では、BOE は、6 月、8 月、11 月に 0.25%ずつ利上げを実施、2022 年末の政策金利は 1.75%と予想する。

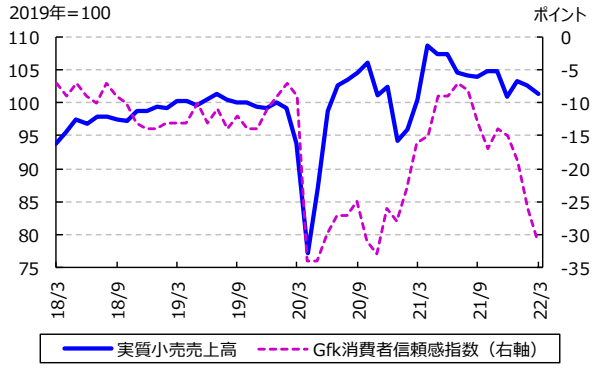
2022 年の英国景気は、回復トレンドは維持するとみるが、物価高が個人消費や設備投資の回復を下押しすると見込まれる。2023 年のインフレ率は、BOE の金融引き締めの効果もあって鈍化するとみているが、景気回復ペースは緩やかなものになると予想する。（担当：前田）

（図表3-13）英国 実質GDP成長率と寄与度(前期比)



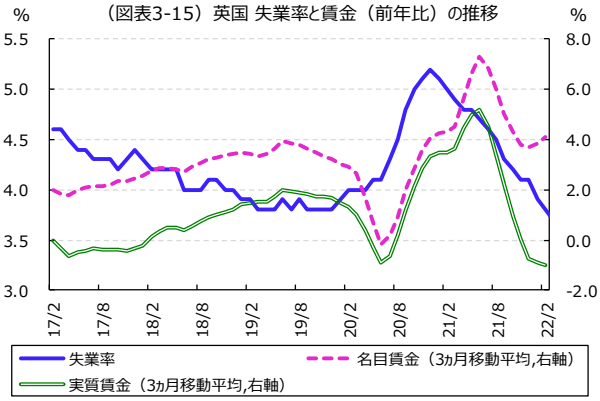
（出所）英国国家統計局
※統計上の誤差あり

（図表3-14）英国 実質小売売上高と消費者信頼感指数



（出所）ファクトセット

（図表3-15）英国 失業率と賃金（前年比）の推移



（出所）英国国家統計局

４．中国経済見通し

＜要　約＞

1－3 月期の実質 GDP 成長率は前年比＋4.8%と、10－12 月期の同＋4.0%を上回り、4 四半期ぶりにプラス幅が拡大した。もっとも、コロナ問題の影響を除去するために 3 年前同期比で見ると、1－3 月期は 10－12 月期から小幅減速、前期比でも鈍化した。コロナの感染拡大に伴う厳しい行動制限措置や、恒大問題に起因する不動産市場の調整が尾を引いている。

主要都市でのロックダウンが継続していることから 4－6 月期の成長率は失速が避けられない状況にあるが、3 月の全人代で李克強首相は、「穏中求進（安定を保ちつつ進歩を求める）」をスローガンに掲げ、積極的な財政政策と穏健な金融政策によって景気を下支えしていく方針を示した。習政権は、秋に 3 期目入りを決める共産党大会を控え、今後マクロ経済運営には細心の注意を払うとみられるほか、足元では、コロナ感染者数がピークアウトしつつあることから、年後半の成長ペースは持ち直しを予想する。

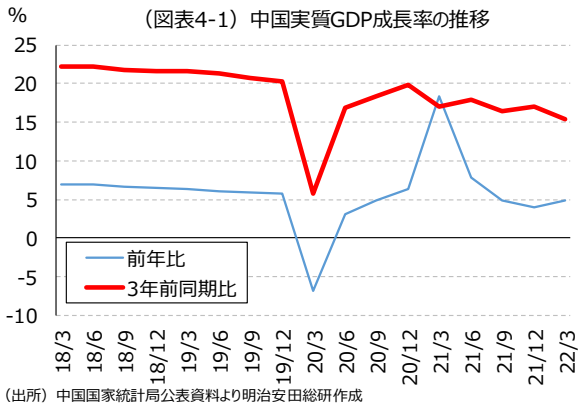
一方、習政権は「共同富裕」という考えのもと、経済成長をある程度犠牲にしてでも公平な社会を実現する方針とみられ、格差の象徴の一つである不動産市場などをターゲットとした各種規制は継続する見込みである。2022 年の実質 GDP 成長率は前年比＋4.7%、2023 年は同＋5.2%にとどまると予想する。

中国景気の足取りは鈍い

1－3 月期の実質 GDP 成長率は前年比＋4.8%と、10－12 月期の同＋4.0%を上回り、4 四半期ぶりにプラス幅が拡大した。新型コロナウイルスの感染拡大に伴うロックダウン等の影響で、個人消費が冴えなかったものの、インフラ開発投資を中心に固定資産投資が堅調だった。

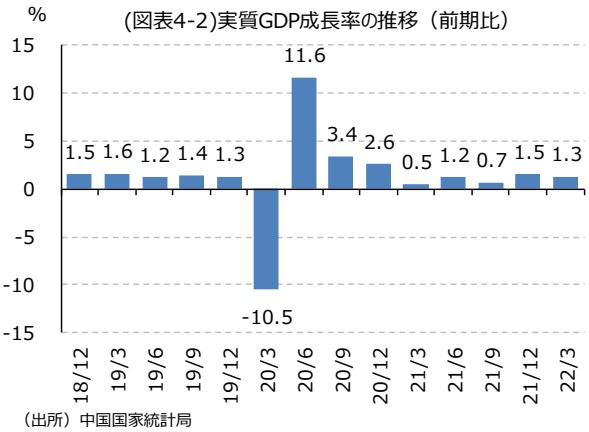
もっとも、コロナ問題の影響を除去するために 3 年前同期比で見ると、1－3 月期は＋15.4%と、10－12 月期の＋17.1%から減速したほか（図表 4-1）、前期比でも＋1.3%と、10－12 月期の同＋1.5%からプラス幅が小幅縮小した（図表 4-2）。北京では、2 月 4～20 日にオリンピックが、3 月 4～13 日にパラリンピックが行なわれた。通常であれば、大幅な景気浮揚効果が期待できる一大イベントであったが、政府による感染拡大防止を企図したゼロコロナポリシーによる各種制限措置の影響と、2 月後半からの各地での感染拡大に伴い、そうした効果は減殺された模様である。

（図表4-1）中国実質GDP成長率の推移



（出所）中国国家統計局公表資料より明治安田総研作成

(図表4-2)実質GDP成長率の推移（前期比）

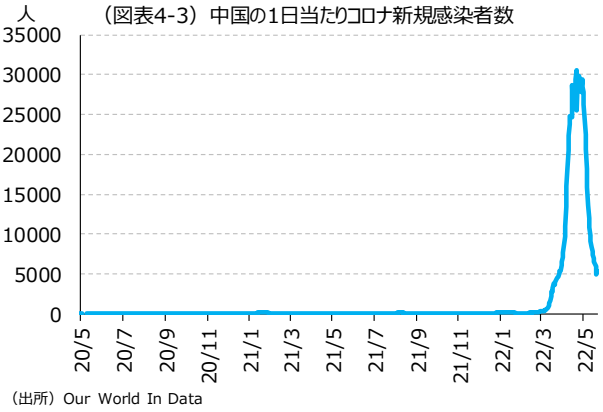


（出所）中国国家統計局

感染拡大に伴うロックダウンの影響が重石に

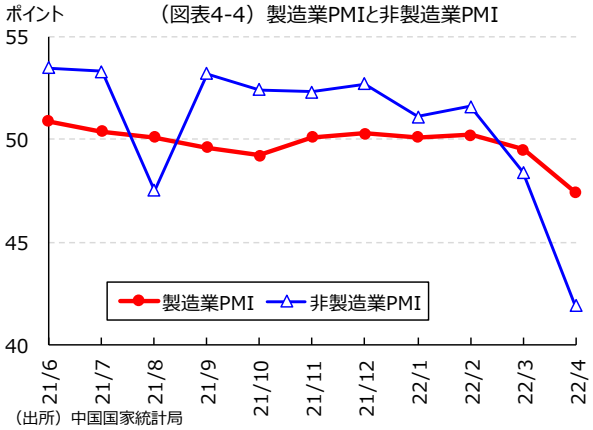
中国政府の厳格な感染封じ込め策にもかかわらず、2 月後半以降、各地で感染者の報告が相次ぎ、1 日当たりのコロナ新規感染者数は急増した（図表 4-3）。このため、3 月には、吉林省長春市や広東省深圳市、遼寧省瀋陽市などが相次いでロックダウンに踏み切った。最大の経済都市である上海市でも、3 月 28 日から 4 月 1 日まで市内東部を、4 月 1 日から 5 日まで市内西部を、2 段階に分けてロックダウンすることを決定した。上海市では、厳格な外出制限や市民約 2,600 万人全員への PCR 検査に加え、感染者の隔離施設への強制送還等の措置が実施された。それでも感染拡大は収まらず、結局、当初の予定を大きく超過し、6 月中に解除する方針が示されている。4 月下旬には北京でも、一部地域でロックダウンが実施された。企業景況感を表す PMI（企業購買担当者景気指数）は、4 月に好不調の境目となる 50 を 2 ヵ月連続で下回っており、足元の景気は急速に悪化している（図表 4-4）。

（図表4-3）中国の1日当たりコロナ新規感染者数



（出所）Our World In Data

（図表4-4）製造業PMIと非製造業PMI



（出所）中国国家統計局

ロックダウンが当初の想定以上に長期化している上海市では、市民から反発の声が多く聞かれるほか、中国の感染症対策の専門家からも、ゼロコロナポリシーの限界を指摘する声が上がっている。今後、政府が突然ゼロコロナポリシーを転換する可能性もなくはないが、そうした決定はこれまでの政策の誤りを認めることにもつながるため、秋に 3 期目の政権運営入りを狙う習主席は回避する可能性が高い。王文濤商務相は、4 月中旬に日米欧の経済団体代表と会談した際、「制限を緩めた場合、200 万人の死者が 1 年以内に出る」との試算結果を紹介し、当面ゼロコロナポリシーを継続していく考えを示したと報じられている。また、習主席も、ゼロコロナポリシーを継続するとともに、経済への影響を最小限に抑えるよう努力する必要があるとの考えを示している。このため、今回の見通しにおいては、今後もゼロコロナポリシーが継続することを前提とする。

財政・金融政策は景気の安定を企図

3 月上旬に、今後 1 年の政策方針を決定する全人代（日本の国会に相当）が開催された。李首相は、施政方針にあたる「政府活動報告」において、2021 年を振り返ると、結果を出すのは簡単ではなかったこと、突然のエピデミックによる深刻なショックを受けて経済はまだ回復途上にあること、国内外で多くの新たな変化が起こっており、安定した経済運営を維持することがより困難になっていること等の認識を示した。同時に、中国経済は、需要の縮小、供給ショック、見通しの弱体化という 3 つの圧力に直面しており、消費や投資の回復の鈍さ、輸出や雇用安定化の困難さ、原材料供給のタイト化に伴う輸入インフレ圧力の上昇などがみられ、経済・金融分野に多くの隠れたリスクがあると指摘した。

2022 年の「政府活動報告」では、特に「安定」が重視されている。李首相は、すべての地域と部門は、

経済を安定させる責任を真剣に担い、経済の安定につながる政策を積極的に導入する必要があると述べている。「穏中求進（安定を保ちつつ進歩を求める）」をスローガンに掲げ、積極的な財政政策と穏健な金融政策によって景気を下支えしていく意向である。

2022 年の主要な政府目標を見ると、注目の経済成長率については「前年比＋5.5%前後」と、昨年の「同＋6.0%以上」から下方修正された一方、都市部調査失業率は「5.5%以内」と昨年の「5.5%前後」から引き下げられた（図表 4-5）。消費者物価については前年比＋3.0%前後と昨年からすえ置かれており、雇用の改善を目指しつつ、物価の安定を図る意向が見て取れる。

成長率目標については、コロナの感染拡大やロシアによるウクライナ侵攻、国際商品市況の高騰などを踏まえると、達成に向けたハードルは高いと考える。秋に習政権の 3 期目入りを決める共産党大会が控えていることもあり、今後、追加的な財政・金融政策が打たれる可能性が高い。4 月下旬に行なわれた中央財政経済委員会では、習主席がインフラ整備の強化について言及したと報じられている。

（図表4-5）2022年全人代で示された主要政府目標

	21年目標	21年実績	22年目標
経済成長率	6.0%以上	8.1%	**5.5%前後**
CPI	3.0%前後	0.9%	**3.0%前後**
財政赤字（対GDP比）	3.2%前後	3.1%	**2.8%前後**
M2	基本的にGDPの伸びに一致	9.0%	**基本的にGDPの伸びに一致**
都市部調査失業率	5.5%前後	5.1%	**5.5%以内**
都市部新規就業者数	1,100万人以上	1,269万人	**1,100万人以上**
地方政府特別債券発行額	3.65兆元	3.58兆元	**3.65兆元**

（出所）中国政府資料等より明治安田総研作成

（図表4-6）中国実質GDP成長率予測（前年比、%）

	2020年（実績）	2021年（実績）	2022年（予測）	2023年（予測）
実質GDP成長率	2.2	8.1	4.7	5.2

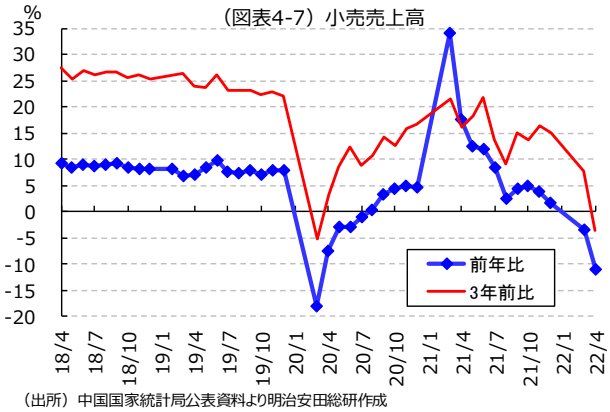
(出所)中国国家統計局公表資料等より明治安田総研作成

もっとも、習主席は、格差の象徴の一つである不動産市場などをターゲットとし、経済成長をある程度犠牲にしてでも「共同富裕」の実現を目指す考えも示している。「政府活動報告」でも「共同富裕」をしっかり推進することへの言及がなされた。今後経済対策が打ち出されるとしても、「前年比＋5.5%前後」目標を完遂するためではなく、景気を下支えする程度の必要最小限の規模にとどまる可能性が高い。2022 年の実質 GDP 成長率は前年比＋4.7%、2023 年は同＋5.2%にとどまると予想する（図表 4-6）。

ゼロコロナポリシーが個人消費を抑制

4 月小売売上高は前年比▲11.1%と、2020 年 7 月以来の前年割れとなった 3 月からマイナス幅が一段と拡大した（図表 4-7）。コロナの感染拡大に伴う影響を除去するために 3 年前同月比で見ても減速基調で推移しており、個人消費は勢いに欠ける展開が続いている。

（図表4-7）小売売上高



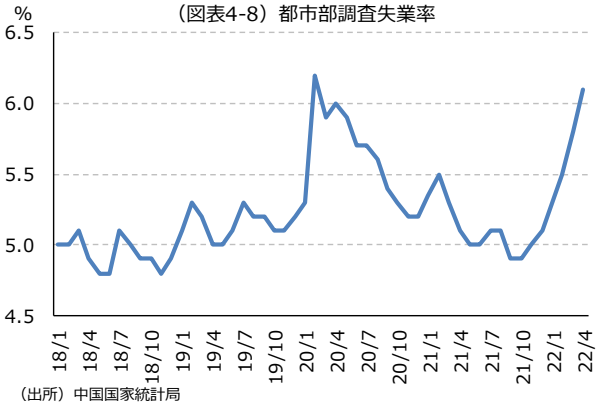
（出所）中国国家統計局公表資料より明治安田総研作成

品目別に見ると、国際商品市況の上昇等を背景に穀物・食用油・食料や石油・石油関連製品の伸びが目立つほか、コロナ禍で医薬品が安定的な伸びを示した。穀物・食用油・食料については、上海市のロックダウンに伴う駆け込み需要に加え、感染者数の増加による行動制限措置の導入を警戒した他地域での駆け込み需要も押し上げ要因になった可能性がある。一方で、飲食・サービスが前年比▲22.7%と大きく落ち込んだほか、被服・靴・帽子が同▲22.8%、化粧品が同▲22.3%となるなど、ロックダウンに伴う外出規制の影響が確認できる。自動車については、同▲31.6%と、2021 年 7 月以降、減少基調が続いており、サ

プライチェーンの混乱に伴う影響が長期化している様子もうかがえる。

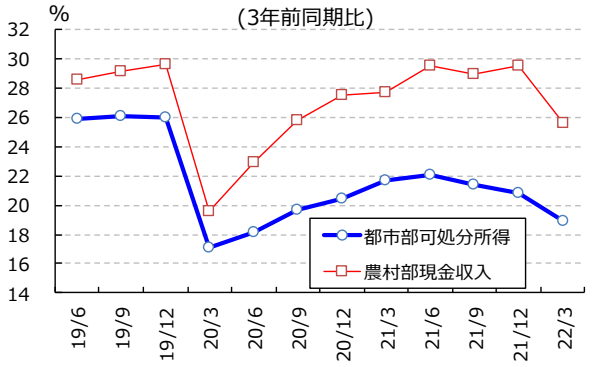
個人消費の先行きを占ううえで重要な雇用・所得環境を見ると、4 月の都市部調査失業率は 6.1%と、年明け以降急速に悪化し、2020 年 2 月以来の水準まで上昇した（図表 4-8）。全人代で示された 2022 年の目標値である「5.5%以内」という水準も上回った。感染拡大の影響により、対面サービス産業中心に人員整理が発生したとみられるほか、原材料価格の上昇に伴う企業収益の悪化も雇用環境の重石となっている可能性が高い。また、1－3 月期の都市部可処分所得はコロナの影響を除去した 3 年前同期比で＋18.9%と、3 四半期連続で鈍化しており、所得環境の増勢も鈍っている（図表 4-9）。

（図表4-8）都市部調査失業率



（出所）中国国家統計局

（図表4-9）都市部可処分所得･農村部現金収入



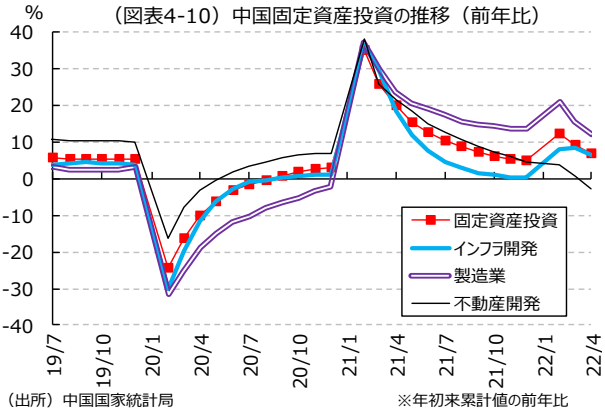
（出所）中国国家統計局公表資料より明治安田総研作成

上海等の主要都市でロックダウンが継続していることから、目先の個人消費は悪化傾向が続こう。もっとも、オミクロン株が拡大した他の多くの国では、時間の経過とともに感染が収束へ向かった。中国でも感染者数がピークアウトしてきており、6 月中に上海市のロックダウンを解除する方針が示されたことなどから、6 月以降、ペントアップディマンドにより個人消費が持ち上がる展開が見込まれる。ただ、さらなる変異株が発生するリスクは小さくないのに加え、習政権がゼロコロナポリシーを継続する見込みであることから、その後の個人消費は、均せば緩やかな伸びにとどまると予想する。

固定資産投資は増加基調持続

1－4 月の固定資産投資（年初来累計）は前年比＋6.8%と、2021 年通年の伸びである同＋4.9%を上回って推移している（図表 4-10）。実施主体別に見ると、国有企業が前年比＋9.1%、民間企業が同＋5.3%と、前者が高い伸びを示しており、感染が拡大するなか、国主導で投資を支えている様子がうかがえる。

（図表4-10）中国固定資産投資の推移（前年比）



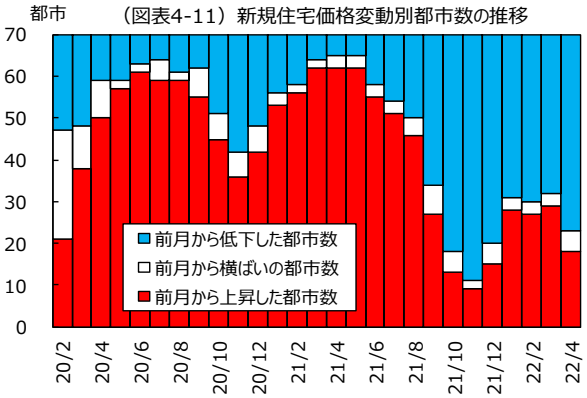
（出所）中国国家統計局　※年初来累計値の前年比

目的別では、製造業投資やインフラ開発投資が下支え役となっている。なかでもインフラ開発投資が 2021 年通年の伸びを上回って推移している。第 14 次 5 ヵ年計画（2021～2025 年）における各種プロジェクトが進捗していること、地方政府が前倒しでインフラ投資を進めていることなどが背景にあるとみられる。2022 年の地方政府特別債券発行額は 3.65 兆元と、昨年からすえ置きとなったが、李首相が「政府活動報告」で、インフラ開発投資は予定より前倒しで実施する意向を示したほか、政府も発行額を 9 月末までに使い切るよう指示したと報じられている。年末に

かけてはインフラ開発投資が景気の下支え役として寄与することが見込まれる。

一方、不動産開発投資は前年比▲2.7%と、2020 年 5 月以来の前年割れとなっており、冴えない推移が続いている。政府は過熱気味だった不動産市場を抑制するため、2020 年 8 月に「3 つのレッドライン」を打ち出した。その後、恒大集団の債務問題が明るみに出たことで、昨年 12 月の中央経済工作会議において、部分的な規制緩和を行なう方針を発表した。しかし、4 月の新築住宅価格は前年比▲0.1%と、2015 年 11 月以来のマイナスとなった。前月比でも▲0.3%と、8 ヵ月連続のマイナスである。個別に都市の動きを見ると、昨年末頃から住宅価格の低下を報告する都市が減っていたが、年明け以降はほぼ横ばいに、4 月には再び増加に転じており、感染拡大の影響がうかがえる（図表 4-11）。中長期的には、人口減少問題も住宅投資の重石となろう。中国の 2021 年の出生数は 1,062 万人と、1949 年の建国以降で最低となった。人口増加を抑制するために導入された「一人っ子政策」が足を引っ張っており、中国の専門家のなかでも今年あたりから人口減少が始まるとする見方がある。

（図表4-11）新規住宅価格変動別都市数の推移



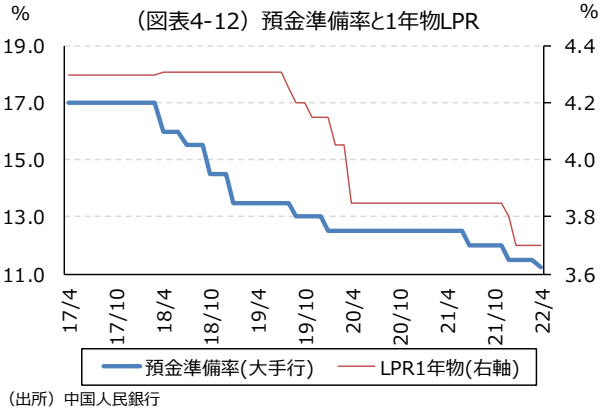
(出所)中国国家統計局

固定資産投資は、政府による支援策により年末にかけて景気を下支えするものの、政策効果が逓減する 2023 年には増勢が次第に弱まると予想する。

金融政策は緩和スタンスを継続

PBOC（中国人民銀行）は、コロナの感染拡大やウクライナ情勢悪化に伴う国際商品市況高騰等の影響を緩和すべく、4 月 15 日に預金準備率を大手銀行で 0.25%、中小銀行で 0.50%引き下げると発表した（図表 4-12）。引き下げは昨年 12 月以来、4 ヵ月ぶりのこととなる。また、5 月 20 日には、5 年物 LPR を 0.15%引き下げることも発表した。

（図表4-12）預金準備率と1年物LPR



（出所）中国人民銀行

「政府活動報告」では「穏健な金融政策」を標榜し、柔軟かつ適切な政策運営を行なうこと、流動性を合理的に十分に保つことなどの考えが示された。李首相は、新規融資の規模を拡大し、マネーサプライと社会融資の伸びを名目成長率に一致させるほか、金融政策の伝達メカニズムの障壁を除去し、より多くの資金を主要分野に流すよう導き、実体経済をより強力にサポートしていくと述べている。

もっとも、FRB が利上げに動くなかで、海外への資金流出を警戒する必要があるほか、「共同富裕」を目指す習政権にとって、不動産市場の再加熱を招くような金融緩和策には二の足を踏む可能性が高い。PBOC は、金融緩和スタンスを継続するものの、その効果は景気を下支えする程度にとどまると予想する。

（担当：大広）

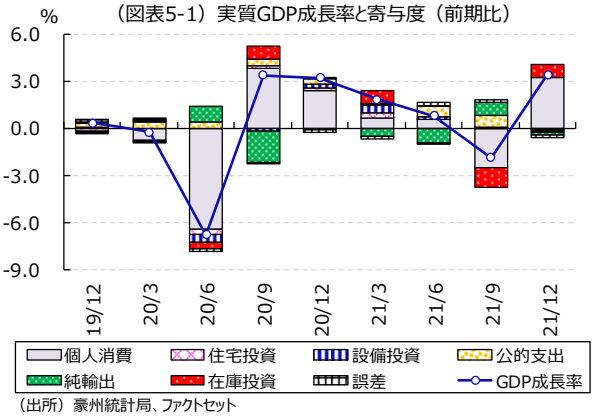
５．豪州経済見通し

＜要　　約＞

豪州の 1－3 月期実質 GDP 成長率は、豪州政府がこれまでの「ゼロコロナ」から「With コロナ」へと政策の舵を切り、厳格なロックダウンの発動が回避されたことから、プラスを維持したと予想する。インフレ率の高止まりは当面続くとみられるものの、良好な雇用環境や政府の財政政策が個人消費の下支え役になるとみる。輸出も緩やかながら増加傾向で推移すると予想され、見通し期間中の豪州景気は、回復トレンドが続くと見込む。ただし、RBA（豪州準備銀行）の利上げによる景気抑制効果を考慮すれば、成長ペースは次第に緩慢になるとみる。2022 年の実質 GDP 成長率は前年比＋4.0%、2023 年は同＋2.5%と予想する。

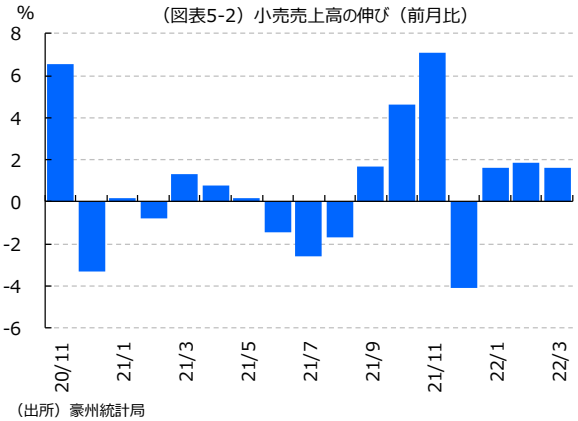
豪州景気は回復基調をたどると予想

豪州の 2021 年 10－12 月期実質 GDP 成長率は前期比＋3.4%と、2 四半期ぶりにプラスに転じた（図表 5-1）。2022 年の初頭は、オミクロン株の感染拡大に見舞われたものの、豪州政府がこれまでの「ゼロコロナ」から「With コロナ」へと政策の舵を切ったことから、厳格なロックダウンの発動が回避された。感染症の個人消費への影響は軽微なものにとどまったとみられ、1－3 月期もプラス成長を維持したと予想する。



（図表5-1）実質GDP成長率と寄与度（前期比）
（出所）豪州統計局、ファクトセット

3 月の小売売上高は前月比＋1.6%と、3 ヵ月連続でプラスとなった（図表 5-2）。家財や食品、衣類など幅広い品目で売り上げが増加しており、個人消費は堅調に推移している。

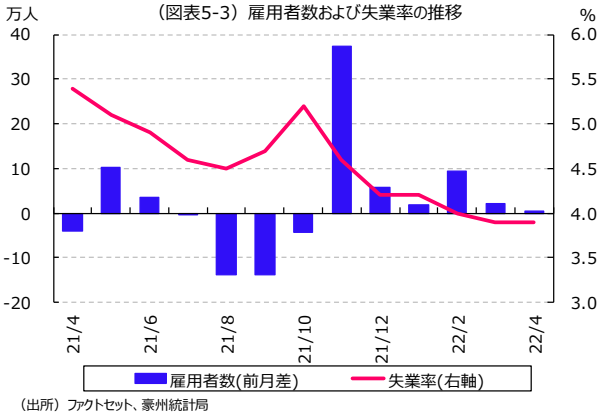


（図表5-2）小売売上高の伸び（前月比）
（出所）豪州統計局

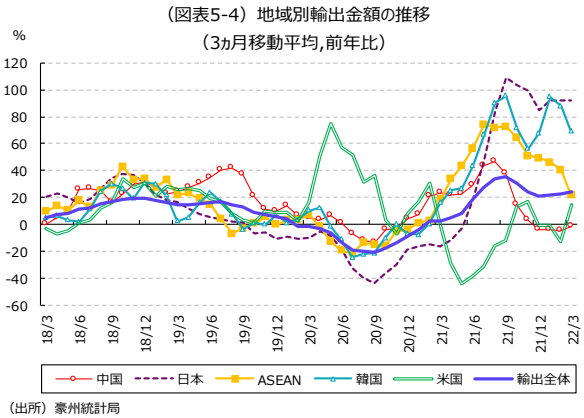
個人消費の先行きを占う雇用環境を見ると、4 月の失業率は 3.9%と、前月から横ばいとなった（図表 5-3）。失業率は 1974 年以来、約 50 年ぶりの低水準となっており、均せば低下傾向で推移している。また、雇用者数も前月比＋0.4 万人と、6 ヵ月連続で増加しており、雇用環境は良好な状態が続いている。

豪州の 1－3 月期の CPI は前年同期比＋5.1%と、約 22 年ぶりの伸びとなっており、物価高によって、個人消費には下押し圧力がかかった状態が続いている。もっとも、こうした状況を受け、豪州政府は、3 月 29 日に発表した 2022－2023 年度（2022 年 7 月－2023 年 6 月）予算案で、現行のインフラ投資計画に対する追加拠出のほか、低・中所得者向けの所得税控除の増額、燃料税の引き下げなどを盛り込んだ。今後の個人消費は、良好な雇用環境や政府による財政政策が

下支え役となり、底堅く推移すると予想する。



（出所）ファクトセット、豪州統計局



（出所）豪州統計局

輸出は緩やかに回復

豪州の輸出金額の伸びを見ると、3 月は 3 ヵ月移動平均で前年比＋24.4%と、前月から伸び幅を拡大させた（図表 5-4）。ただ、最大の輸出相手である中国向けは同▲1.7%と、停滞気味の推移が続いている。コロナ感染拡大に伴うロックダウンなどの影響から、中国景気は当面の間減速傾向が続くと予想される。また、中国政府が脱炭素化の推進のために鉄鋼メーカーに減産を要請していることもあって、粗鋼生産量は伸び悩むとみられる。中国の需要減少が、豪州の主要輸出品である鉄鉱石の輸出の抑制要因となる可能性が高い。

ロシアのウクライナ侵攻により、米国や EU をはじめとする同盟諸国はロシアに経済制裁を科している。そのため、今後はロシアによる天然ガスや穀物の輸出は減少する可能性が高い。また、ウクライナでは、港湾業務が停止されており、穀物輸出に支障が生じている。豪州は、LNG（液化天然ガス）の輸出シェアで世界第 1 位、小麦で世界第 5 位を誇っており、ロシアやウクライナの代替先としての需要が高まることが、輸出増加につながると予想する。

今後の輸出は、天然ガスや穀物などの増加が見込まれる一方、中国向けは伸びを欠く展開が予想されることから、緩やかな回復が続くとみる。

RBA は追加利上げを実施すると予想

RBA は、5 月 3 日開催の金融政策委員会で、政策金利を 0.1%から 0.35%に引き上げた。また、保有する国債の満期償還分の再投資を取りやめることも決定した。声明文では、豪州景気が堅調に推移していることや、インフレ率の伸びが想定以上に加速していることなどから、金融政策の正常化プロセスを開始することが適切であるとの考えを示した。また、先行きの物価見通しについて、「インフレ率はさらに上昇幅を拡大させると見込まれる」とし、「インフレ率が 2－3%の目標範囲に戻るようにする必要がある」との考えを示した。そのうえで、ロウ総裁は、「今後数ヵ月間で政策金利をさらに引き上げる必要があると考えている」と、追加利上げを行なう方針を示した。

豪州の 1－3 月期の賃金価格指数の伸びは前年比＋2.4%と、すでにコロナ前の水準を上回っている。雇用環境は良好であり、賃金上昇率は当面の間拡大傾向が続くとみる。この点も踏まえ、当研究所では、RBA は 2022 年に 2.00%、2023 年に 2.75%まで政策金利を引き上げると予想する。

見通し期間中の豪州景気は、回復トレンドが続くと見込む。ただし、RBA の利上げによる景気抑制効果を考慮すれば、成長ペースは次第に緩慢になるとみる。2022 年の実質 GDP 成長率は前年比＋4.0%、2023 年は同＋2.5%と予想する。（担当：前田）

６．原油相場見通し

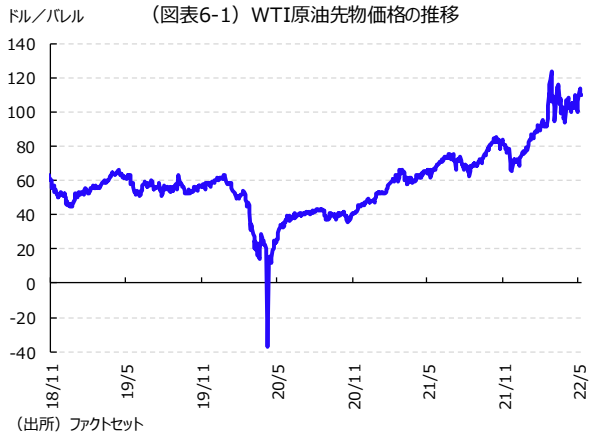
原油価格は一時約 14 年ぶりの高値に

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、2 月末のロシアによるウクライナ侵攻前から上昇傾向が続き、侵攻直後には一時 130 ドル／バレルを上回った。これは約 14 年ぶりの高値だったが、過度な供給不安が和らいだことで、足元では 100 ドル／バレル近辺で推移している（図表 6-1）。

EIA(米エネルギー情報局)が 5 月に公表した「Short-Term Energy Outlook」によれば、2023 年にかけて世界の原油の需要量、供給量は均せば増加基調で推移するものの、ウクライナ侵攻前時点の予測と比べると、水準はともに低下する見通しである。もっとも、需給バランス自体にさほど変わりはなく、総じて見れば供給超過で推移する予想となっている（図表 6-2）。

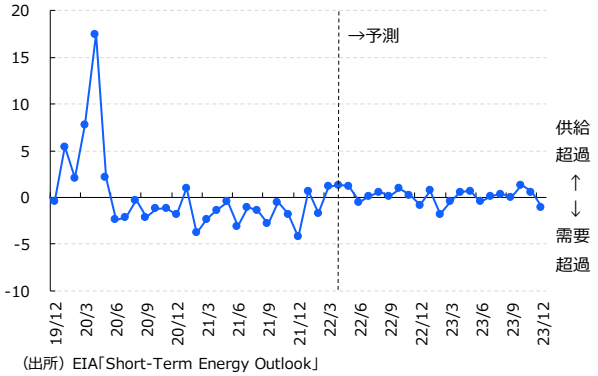
需要面を見ると、まず、米国では景気拡大が続くものの、FRB による積極的な利上げや、QT による景気抑制効果が現れることで、見通し期間の後半にかけて、成長ペースは次第に緩慢なものになると見込まれる。次に中国では、感染拡大に伴うロックダウンや、原材料価格の上昇、不動産価格の伸び鈍化が成長率の押し下げ要因となっている。秋には共産党大会を控えていることもあり、政府が景気悪化を座視する可能性は低いものの、当面は減速傾向が続くと予想する。ロシア産天然ガスの供給不安や再生可能エネルギーへの移行の遅れに伴う代替需要が強まる可能性があるものの、世界全体の原油需要量の 3 割以上を占める両国の景気見通しを踏まえれば、原油需要の増加ペースは緩やかなものにとどまるとみる。

（図表6-1）WTI原油先物価格の推移



（出所）ファクトセット

（図表6-2）世界原油需給の動向



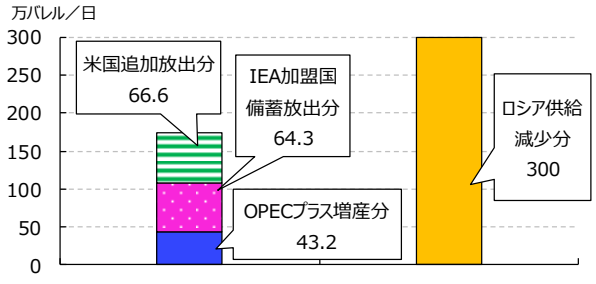
（出所）EIA「Short-Term Energy Outlook」

ロシアの供給減少分を補うのは困難

供給面を見ると、ロシアの原油輸出は、すでに禁輸を実施している英国や米国に加え、EU が段階的に輸入量をゼロにする意向であることから、大きく減少する見込みである。ロシアの原油輸出量は約 570 万バレル／日（2019 年）だが、IEA（国際エネルギー機関）によれば、2022 年 5 月以降、約 300 万バレル／日減少する可能性がある。

OPEC プラスは、2020 年 5 月から実施している協調減産に関し、毎月の減産幅を 43.2 万バレル／日ずつ縮小する方針を示している。米国や EU は、原油価格の

（図表6-3）ウクライナ侵攻による原油供給量への影響



※IEA、米国の備蓄放出期間は6ヵ月
※OPECプラスの増産は現行の取り決めから変更なしを想定
※ロシアの供給減少分はIEAの試算による
（出所）各種報道資料より明治安田総研作成

上昇を抑制するためにOPECプラスに減産縮小ペースを速めるよう要請している。しかしながら、OPECプラスは同組織のメンバーであるロシアとの関係を重視し、この要請に応じていない。また、一部のメンバーは生産設備の問題や投資不足によって、現在取り決められている生産量を遵守できていない。OPECプラスは、今後も取り決めた減産縮小ペースを維持し、今年の8月で協調減産を終了させるとみる。

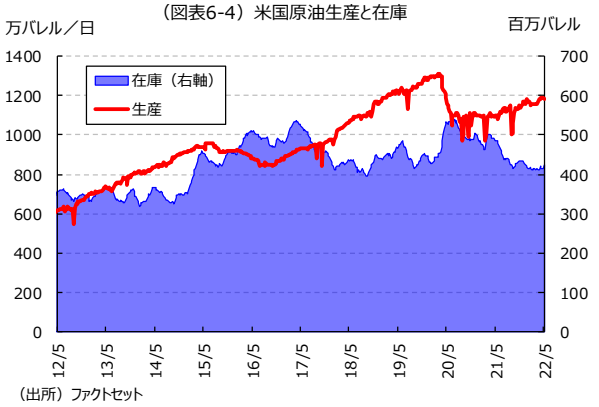
IEA加盟国は、4月7日に1億2,000万バレル分の石油備蓄を6ヵ月間かけて放出することで合意した。そのうえ、米国は独自に1億8,000万バレル分を放出することを発表している。もっとも、これでも約130万バレル／日にしかならず、OPECプラスによる増産分と合わせてもロシアの輸出減少分を埋めることはできない（図表6-3）。

米国の原油生産は持ち直す

米国の原油生産量は、緩やかな増加傾向で推移している（図表6-4）。シェールオイルの開発動向を見ると、「掘削済み・未仕上げ坑井在庫（DUC）」の取り崩しが進んでいる一方で、「掘削段階に当たるリグ稼働数（Drilled）」、「完成した坑井数（completed）」の増加ペースは緩慢なものにとどまっている（図表6-5）。

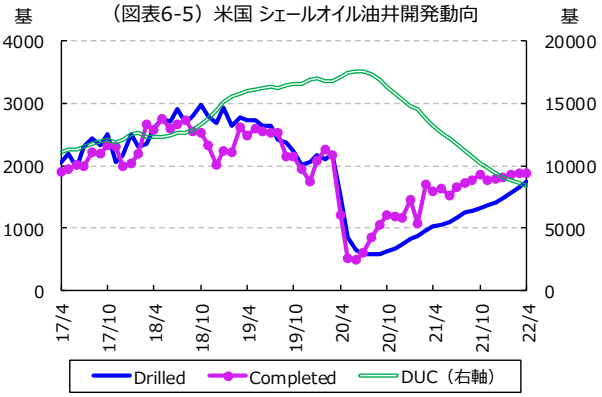
カンザスシティ連銀の調査によれば、多くのシェールオイル生産企業が掘削を増やすために必要としている原油価格（WTI）の水準は86ドル／バレル、採算ラインは62ドル／バレルとなっている。足元の原油価格はこれらの水準を大きく上回っているにもかかわらず、人手不足や、株主還元を優先するなどの投資規律が足枷となり、新規投資の増加ペースは緩慢である。現段階では、企業は新規投資よりもコストがかからないDUCの取り崩しを増産のために優先している状況である。ただ、人手不足の問題は徐々に解消に向かうと見込まれるほか、今後はロシア産原油の代替需要が増えることから米国の原油生産量は持ち直しの動きが続くとみる。

（図表6-4）米国原油生産と在庫



（出所）ファクトセット

（図表6-5）米国 シェールオイル油井開発動向



（出所）ファクトセット

原油価格は2023年に低下

ウクライナ情勢の膠着状態が続くことを前提とした場合、ロシアの原油輸出減少分を、備蓄放出など他の手段で完全に補うことは難しい。2022年の原油価格は供給不安が意識されることもあって、90－120ドル／バレルのレンジで高止まりするとみている。もっとも、多少時間はかかるものの、米国を含めた産油国の生産量は、ロシア産原油に代わって徐々に増加すると予想される。需要面では、ロシア産天然ガスの供給不安や再生可能エネルギーへの移行の遅れに伴う代替需要が強まる可能性はあるが、米国や中国の景気見通しを考慮すれば伸びは限定的と見込まれる。こうした状況を踏まえると、2023年には70－100ドル／バレルのボックス圏での動きに移ると予想する。（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